

증권

Overweight
(Maintain)

2018.1.25

4Q17E Preview

: Money Move 기대

4분기 증권사 순이익은 컨센서스를 4% 상회할 예상입니다. 전년동기비 증익의 주요인은 운용이익 안정화와 브로커리지 수수료수익 증대입니다. 코스닥시장 활성화 정책이 정부의 투기방지 정책과 맞물리면서 증권시장의 Money Move 기대로 연결되고 있습니다. Top Picks로 한국금융지주를 유지하고 메리츠종금증권을 신규 제시합니다.



은행/증권/보험
Analyst 김태현
02) 3787-4904
thkim@kiwoom.com

RA 유근탁
02) 3787-0334
ktyoo@kiwoom.com

키움증권

Contents



I. 4Q17E Preview :시장 컨센서스 4% 상회 예상	3
II. 증권업계 이슈 분석	10
> 코스닥 활성화와 일평균거래대금 증가	10
IV. 증권업 투자의견 및 Top Picks	14

Compliance Notice

- 당시는 1월 24일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당시는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

Money Move기대

>>> 4Q17E Preview: 컨센서스 4% 상회

4분기 증권사 순이익(지배주주 순이익, 당사 커버리지 5개사 합산 기준)은 4,072억원(+529.1%YoY, -21.2%QoQ)으로 시장 컨센서스를 4.3% 상회할 예상이다. 작년 4분기 미래에셋대우증권의 합병회계 적용(4Q16 미래에셋대우증권 연결순이익 -1,111억원)에 따른 기저효과로 전년동기비 증가 폭이 크다. 미래에셋대우증권을 제외한 4개사의 합산 순이익은 76%YoY 증가가 예상된다. 전년동기비 양호한 수익의 주요인은 1) 일평균거래대금 증가에 따른 브로커리지 수수료수익 증대와 2) 상품운용 수익의 안정화에 기인한다. 구조화금융 영향으로 IB부분 수수료수익도 꾸준한 모양새다.

>>> 코스닥시장 활성화 정책과 Money Move

지난 11월 이후 코스닥 지수가 가파르게 상승하고 있다. 1월 일평균거래대금도 15조원대를 기록하고 있다. 코스닥 지수 급등 배경에는 정부 정책이 있다. 최근 금융위는 혁신기업 육성을 위한 정책의 일환으로 '자본시장 혁신을 위한 코스닥 시장 활성화 방안'을 발표했다. 반면, 투기를 방지하기 위한 정부당국의 부동산 대책 발표와 가상화폐 거래 규제정책이 이어지며 시중 유동성이 증시자금으로 유입되고 있다. 현재 실질 증시 부동자금은 129조원으로 역대 최고치를 기록하고 있다. 증시 부동자금 증가율도 10월 이후 증가세로 전환, 1월 9.4%YoY를 달성했다. 증시로의 Money Move 기대가 증권주 주가 상승을 견인할 전망이다.

>>> 증권주, PBR 1.3배 내외까지 상승가능

증권업에 대한 투자의견 Overweight를 유지한다. 혁신기업 육성을 위한 자본시장 활성화 정책 및 IB육성정책이 증권주 수익 증가 기회가 될 것이다. 코스닥시장 활성화 정책은 유동자금의 증시 유입으로 단기적으로 브로커리지수익 증대 기회, 중기적으로 Upselling을 통해 자산관리수익 증대 기회가 될 수 있다. 증권주 Top Picks로 한국금융지주를 유지하고, 메리츠종금증권을 신규 제시한다.

I. 4Q17E Preview: 시장 컨센서스 4% 상회 예상

4분기 증권사 순이익(지배주주 순이익, 당사 커버리지 5개사 합산 기준)은 4,072억원(+529.1%YoY, -21.2%QoQ)으로 시장 컨센서스를 4.3% 상회할 예상이다. 작년 4분기 미래에셋대우증권의 합병회계 적용(4Q16 미래에셋대우증권 연결 순이익 -1,111억원)에 따른 기저효과로 전년동기비 증가 폭이 크다. 미래에셋대우증권을 제외한 4개사의 합산 순이익은 76%YoY 증가가 예상된다.

전년동기비 수익은 양호하다.

주요인은 1) 일평균거래대금 증가에 따른 브로커리지 수수료수익 증대와 2) 상품운용수익의 안정화에 기인한다. 구조화금융 영향으로 IB부문 수수료수익도 꾸준한 모양새다.

일평균거래대금 증가는 정부의 코스닥 시장 활성화정책 발표(11/13)와 셀트리온 헬스케어 및 신라젠의 MSCI지수 편입 확정(11/14)으로 코스닥 시장으로 자금유입이 본격화된 데 따른 것이다.

11월 한은 기준금리 인상으로 인해 10월~11월 중순까지 시중금리는 상승했으나, 이후 안정적인 모습을 보였다. 또한 글로벌 증시가 호조세를 유지하는 가운데 ELS발행 및 운용수익이 견조한 흐름을 이어가며 상품운용수익도 안정화됐다.

커버리지 5개 증권사 합산 4Q17E 실적 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	%YoY	%QoQ	컨센서스	FY16P	FY17E	%YoY	FY18
순영업수익	848	1,480	1,612	1,540	1,328	56.5	-13.8		4,169	5,960	43.0	6,013
순수수료수익	645	627	758	738	748	16.0	1.4		2,468	2,871	16.3	3,147
순이자이익	565	566	620	664	625	10.7	-5.9		2,240	2,476	10.5	2,607
상품운용+기타이익	-344	131	139	73	-58	적유	적전		-538	501	-193.1	259
판매비와관리비	848	848	904	884	843	-0.5	-4.6		2,963	3,480	17.4	3,391
영업이익	1	633	707	655	484	67,880	-26.1		1,206	2,480	105.6	2,621
세전이익	30	628	743	658	506	1,582.9	-23.1		1,238	2,536	104.8	2,687
당기순이익	19	480	560	493	386	1,900.7	-21.8		951	1,918	101.7	2,042
지배주주순이익(연결순이익)	65	481	565	517	407	529.1	-21.2	390	983	1,970	100.4	2,147
ROE	1.4	9.4	10.4	9.0	6.9	5.5	-2.1		5.2	8.9	3.7	8.6

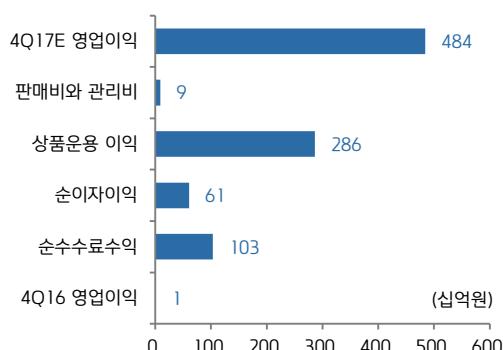
주: 미래에셋대우증권은 4Q16 합병회계 적용 및 FY18에 우선주 유상증자 감안한 실적, 연결기준, 자료: 증권업계, 키움증권

커버리지 5개 증권사 합산 4Q17E 실적 상세 내역 (단위: 십억원, %)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	%YoY	%QoQ	FY16P	FY17E	FY18E
순영업수익	515	1,329	1,421	1,373	1,227	138.0	-10.6	3,390	5,349	5,481
순수수료수익	383	581	710	693	718	87.4	3.5	1,978	2,702	3,019
수수료수익	467	676	820	804	835	78.6	3.8	2,350	3,135	3,503
수탁수수료	75	285	344	336	403	435.2	20.0	1,014	1,368	1,629
금융상품판매수수료	154	110	109	115	118	-23.6	2.0	424	452	485
IB 관련수수료	113	135	183	176	167	48.4	-4.9	427	661	702
기타수수료 수익	125	147	185	177	146	17.0	-17.1	485	655	687
(수수료 비용)	84	96	110	110	117	38.9	5.9	372	433	484
순이자이익	389	482	486	506	497	27.9	-1.8	1,668	1,972	2,072
상품운용+ 기타영업이익	-228	266	224	173	12	흑전	-93.2	-227	675	391
판매비와 관리비	452	738	776	742	709	56.8	-4.4	2,235	2,965	2,911
영업이익	63	591	644	631	518	717.5	-17.9	1,155	2,384	2,570
세전이익	71	582	642	631	518	633.1	-17.8	1,163	2,372	2,574
당기순이익	59	461	482	468	393	570.3	-16.0	899	1,804	1,951

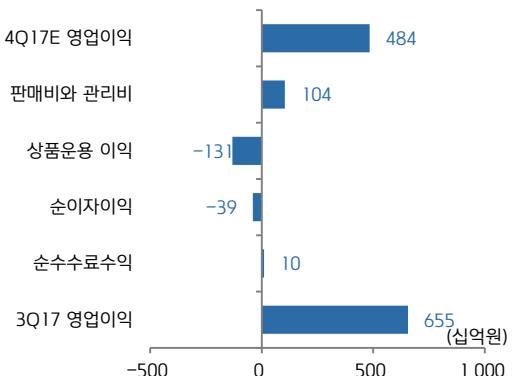
주: 한국금융지주는 한국투자증권 실직만 감안, 개별기준, 자료: 증권업계, 키움증권

전년동기비 실적 증가 요인: 브로커리지+상품운용이익



주: 판관비 +의 의미는 전년동기비 감소 의미, 자료: 키움증권

계절적 요인과 금리 변동성 확대로 전분기 대비 이익 감소



주: 판관비 +의 의미는 전년동기비 감소 의미, 자료: 키움증권

수탁수수료 수익은 4,034억원으로 전년동기비 453.2%, 전분기 대비 20.0% 증가할 전망이다. 미래에셋대우증권을 제외한 4개사의 수탁수수료수익은 2,957억원으로 52% 증가할 예상이다. 수탁수수료 증가의 주요인은 주식시장의 일평균거래대금(KOSPI+KOSDAQ 기준) 증가에 기인한다. 4Q17 주식시장의 일평균거래대금은 11.8조원으로 전년동기비 4.6조원 증가됐다. 정부의 코스닥시장 활성화 대책 발표 이후 증시로의 자금 유입이 본격화 되고 있다. 다만, 브로커리지 수수료율은 대형 증권사를 중심으로 수수료 무료 이벤트가 격화되면서 하향 추세를 유지할 것으로 예상된다.

해외증권 브로커리지수익도 꾸준하다. 17년 들어 해외증권 브로커리지 수익은 분기평균 234억원으로 16년 109억원의 2배에 육박한 규모이다.

상품운용수익은 전년동기비 안정화될 전망이다.

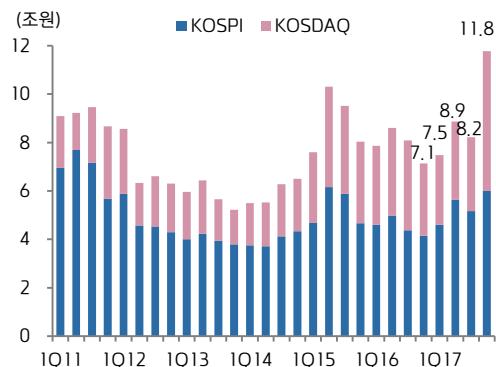
미국 기준금리 인상이 본격화되면서 16년 4분기 국내 시중금리 상승도 본격화됐다. 4Q16에 국고채 3년물은 55bp 상승했고, 이는 증권사의 보유채권 평가손실로 이어졌다. 4분기 국고채 3년물은 25bp 상승에 그쳤다.

지수 상승에 따른 4Q17 ELS조기상환 물량이 22조원으로 전년동기 대비 164% 증가하며 양호한 ELS 운용수익에 기여했다. 조기상환 물량 일부가 발행으로 연결되며 ELS 발행 물량도 17조원으로 72%YoY증가했다. 다만, 원화대비 홍콩달러와 유로화가 약세를 보이며 환차익 규모는 축소될 것으로 예상된다.

IB수수료수익은 1,671억원(기타수수료 수익 포함시 3,143억원)으로 48.4%YoY 증가가 예상된다. 미래에셋대우증권을 제외 시 1,333억원으로 8.9% 증가하는 것이다. 전통적 IB인 ECM부문은 작년 기고효과로 부진했으나, 인수된 주식의 양호한 흐름과 채무보증 및 대출금에서 발생하는 꾸준한 수수료 및 이자 이익이 견조한 실적에 기여할 예상이다. 다만, 21일 발표한 금융권 자본규제 개편 방안 중 일환인 부동산 PF 중심의 구조화 상품에 대한 건전성 규제 강화로 향후 IB부문의 다각화가 필요한 상황이다.

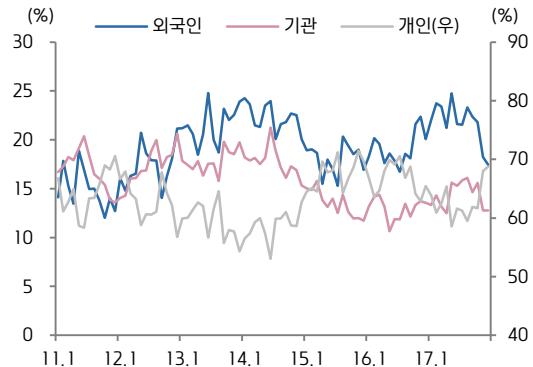
금융상품수수료수익은 1,178억원으로 4Q16 미래에셋대우의 합병 회계 영향으로 23.6% 감소할 전망이다. 그러나 미래에셋대우 제외 시 금융상품 수수료수익은 768억원으로 21%YoY 증가가 예상된다. 증시가 상승하며 증권사 일임형 랩잔고와 펀드 등의 AUM이 증가한 영향이다. 최근 증권사들의 IB와 연관된 WM영업 활성화 움직임은 향후 주목해야 할 영역이다.

4Q17 분기 일평균 거래대금 11.8조원



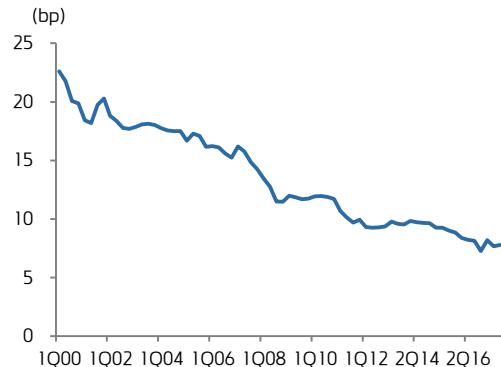
주: KOSPI+KOSDAQ 합산 기준, 자료: Fnguide, 키움증권

매매주체별 거래 비중 추이



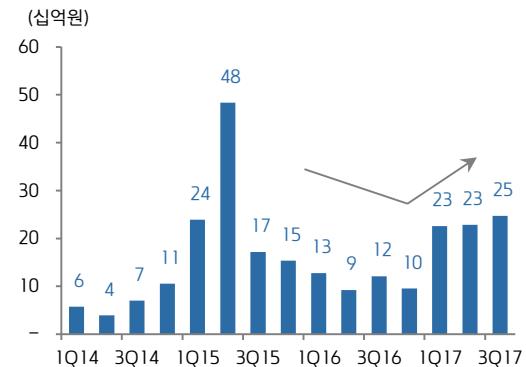
주: KOSPI+KOSDAQ 합산 기준, 자료: Fnguide, 키움증권

증권사 평균 지분증권 수수료율 추이



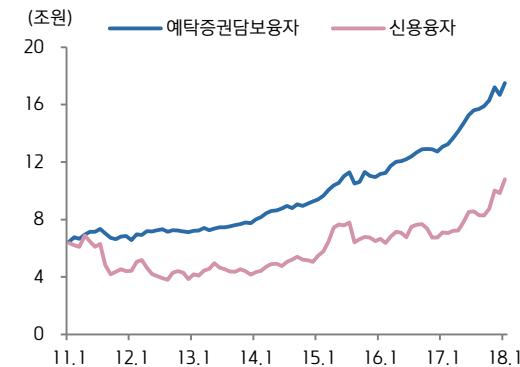
주: 증권사 평균, 자료: 금감원, 키움증권

해외증권 브로커리지 수수료 수익 추이



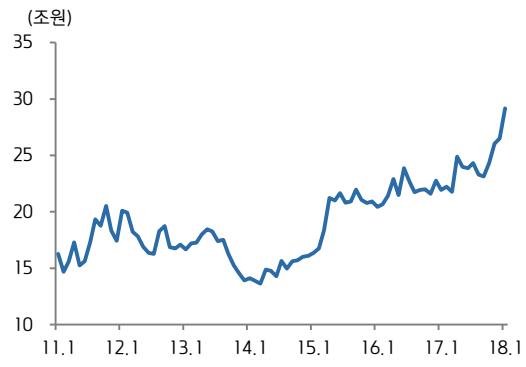
주: 국내 증권사 합산 기준, 자료: 금융투자협회, 키움증권

신용공여: 9월 24.2→12월 26.5→1월 28.3조원



자료: Fnguide, 키움증권

고객예탁금: 9월 23.1→12월 26.5→1월 29.2조원

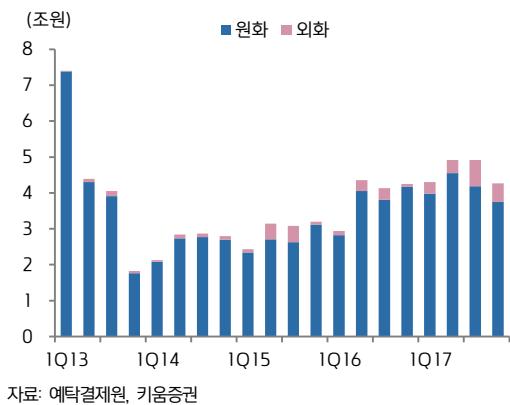


자료: Fnguide, 키움증권

분기별 ELS 발행액 추이



분기별 DLS 발행액 추이



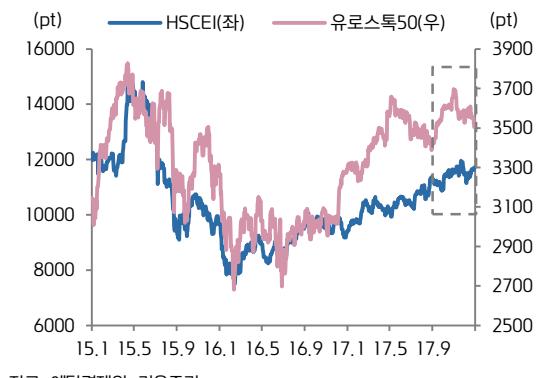
분기별 ELS 상환액 추이



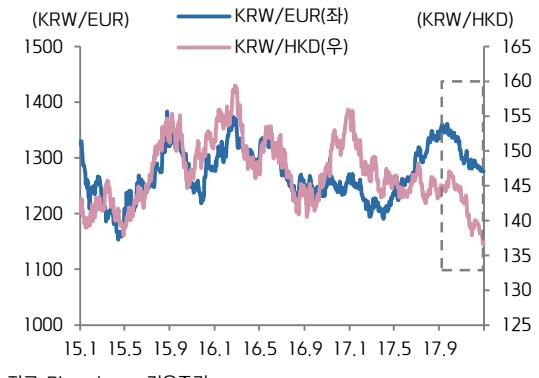
분기별 DLS 상환액 추이



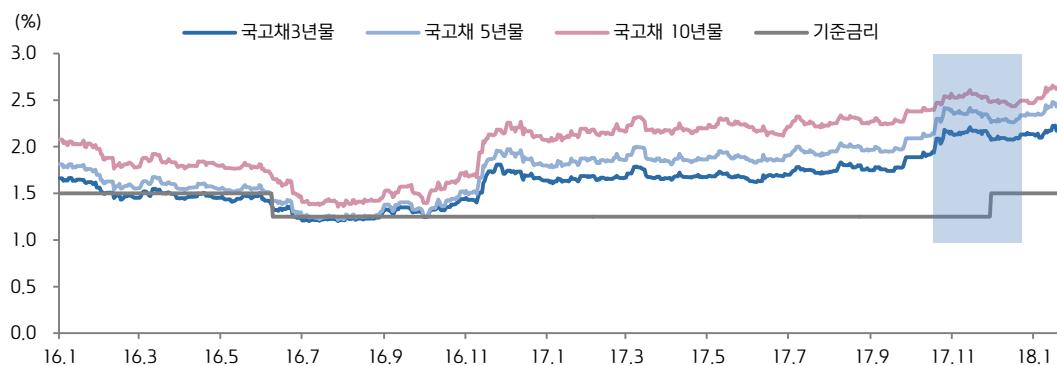
홍콩 HSCEI지수와 유로스톡50지수 추이



홍콩달러와 유로화 원화 대비 약세

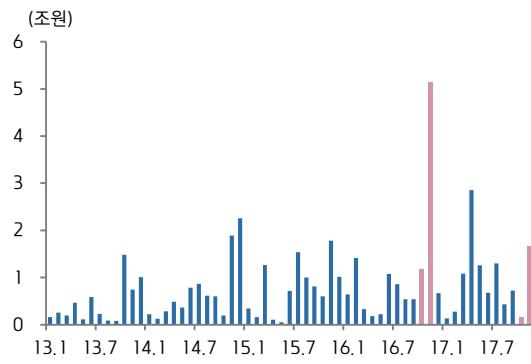


기준금리 인상 기대로 시중금리 상승 후 안정화



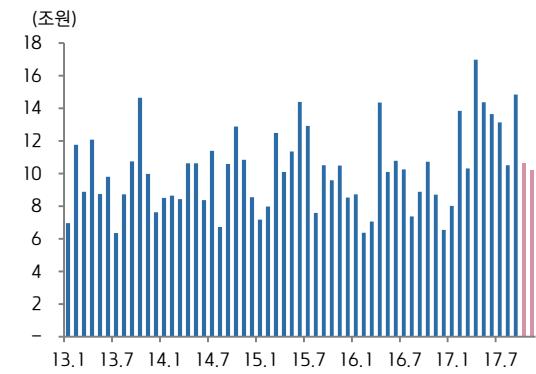
자료: FnGuide, 키움증권

주식 자금조달 추이: 17년 10~11월 1.8조원(-71%YoY)



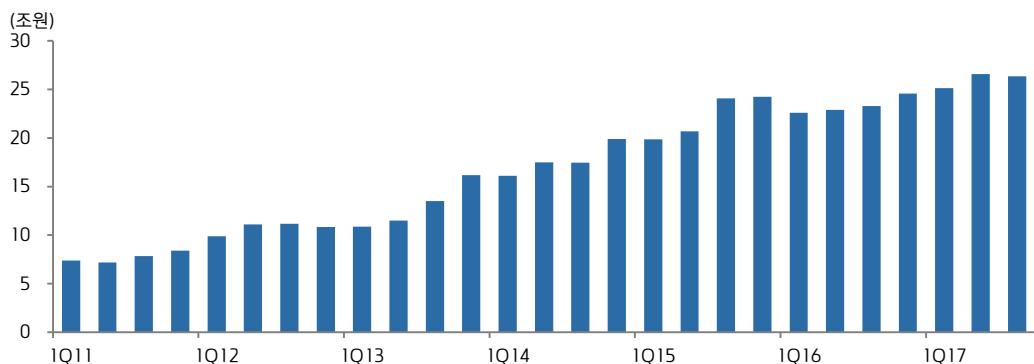
자료: 금감원, 키움증권

회사채 발행 추이: 17년 10~11월 20.9조원(+7%YoY)



자료: 금감원, 키움증권

국내 증권사 채무보증 추이



자료: FnGuide, 키움증권

시장 컨센서스를 상회하는 실적을 발표할 것으로 예상되는 증권사는 NH투자증권과 한국금융지주이다. NH투자증권은 전년 기고효과로 IB부문 수익은 부진했으나, 신용잔고 증가에 따른 신용이자이익이 견조할 예상이다.

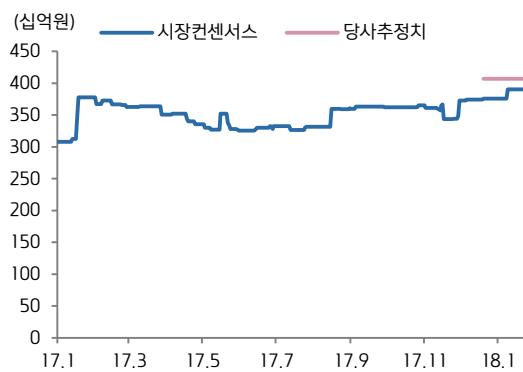
한국금융지주는 현대상선 실권주 인수 후 주가 상승에 따른 이익으로 IB부분의 견조한 이익이 예상되며, 카카오뱅크의 적자폭도 전분기 대비 다소 감소할 것으로 보인다.

개별 증권사별 4Q17E 실적 전망 (단위: 십억원, %)

		4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	%YoY	%QoQ	컨센서스
미래에셋 대우증권	순영업수익	54	393	444	446	343	529.5	-23.1	
	영업이익	-203	143	175	169	106	흑전	-37.4	
	당기순이익	-111	110	162	134	97	흑전	-27.6	99
	ROE	-8.2	6.7	9.5	7.5	5.2	13.3	-2.3	
NH 투자증권	순영업수익	227	313	332	278	270	19.0	-2.7	
	영업이익	39	120	147	119	101	160.9	-15.4	
	당기순이익	37	89	107	87	74	99.0	-15.3	61
	ROE	3.2	7.7	9.2	7.3	6.1	2.9	-1.2	
한국금융지주	순영업수익	255	371	351	339	302	18.2	-11.0	
	영업이익	81	197	172	138	115	42.0	-16.6	
	당기순이익	56	146	131	118	109	94.5	-8.0	97
	ROE	6.7	17.1	14.7	12.5	11.6	4.9	-0.9	
삼성증권	순영업수익	163	218	237	271	224	37.7	-17.3	
	영업이익	16	75	88	116	74	362.5	-35.6	
	당기순이익	25	56	67	88	57	123.3	-35.4	60
	ROE	2.8	5.6	6.4	8.2	5.2	2.4	-3.0	
메리츠 종금증권	순영업수익	149	185	248	206	189	27.1	-8.5	
	영업이익	68	98	125	114	89	30.3	-22.2	
	당기순이익	57	81	98	90	71	23.4	-21.1	73
	ROE	12.4	17.2	15.9	11.7	8.8	-3.7	-2.9	

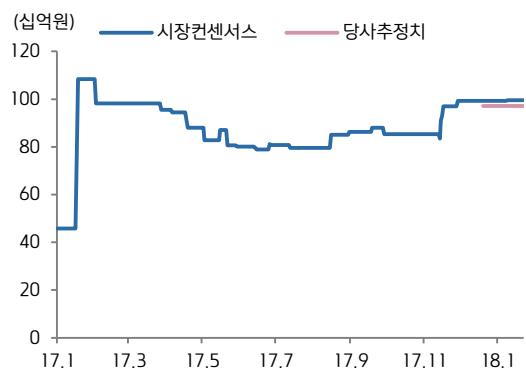
자료: 증권업계 Fngude, 키움증권

당사커버리지 5개사 합산순이익, 컨센서스 4% 상회



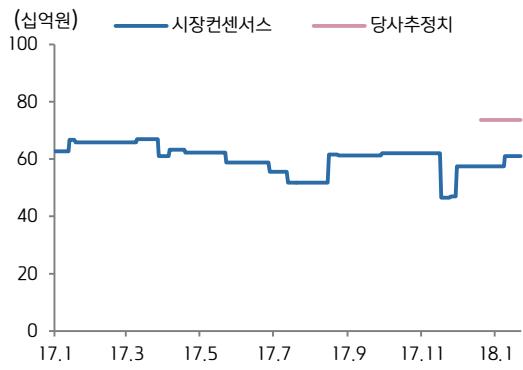
주: 당사커버리지 5개사 합산 기준, 자료: Dataguide, 키움증권

미래에셋대우증권 순이익, 컨센서스 2% 하회



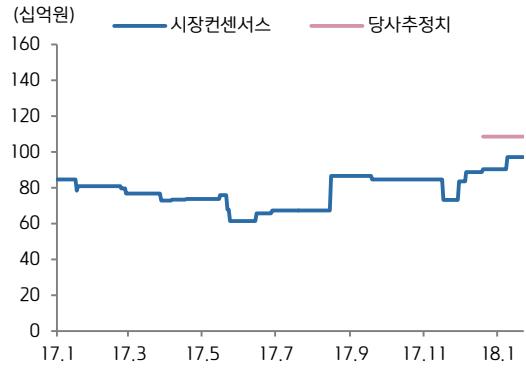
자료: Dataguide, 키움증권

NH투자증권 순이익, 컨센서스 21% 상회



자료: Dataguide, 키움증권

한국금융지주 순이익, 컨센서스 11% 상회



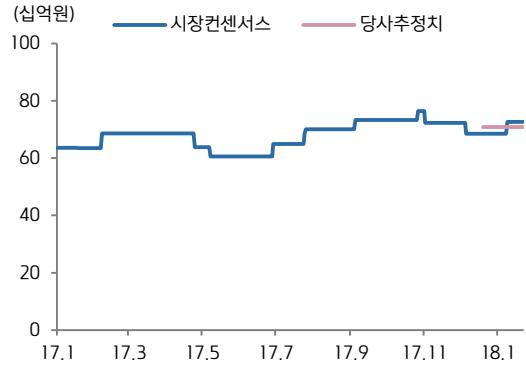
자료: Dataguide, 키움증권

삼성증권 순이익, 컨센서스 5% 하회



자료: Dataguide, 키움증권

메리츠종금증권 순이익, 컨센서스 2% 하회



자료: Dataguide, 키움증권

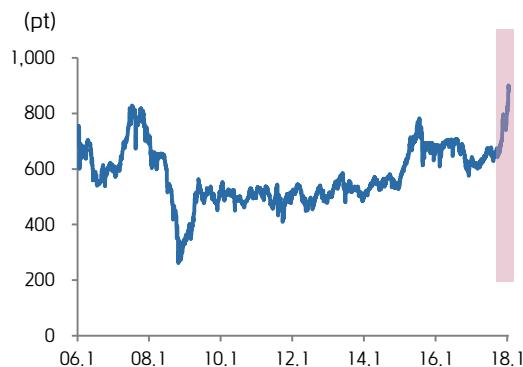
II. 증권업계 이슈 분석

>> 코스닥 활성화와 일평균거래대금 증가

지난 11월 이후 코스닥 지수가 가파르게 상승하고 있다.

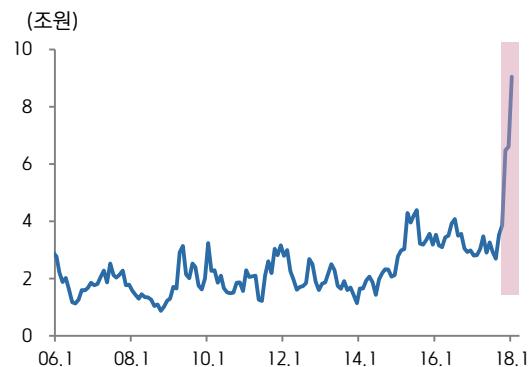
이와 더불어 코스닥 일평균거래대금도 급격히 증가했다. 작년 10월 3.8조원에 머물렀던 코스닥 일평균 거래대금은 11월~12월 6.5조원 수준에서 올해 1월 9조원 수준으로 급증했다.

코스닥 지수 추이: 11월 이후 26% 상승



자료: Dataguide, 키움증권

코스닥 일평균거래대금 추이: 1월 평균 9조원



자료: Dataguide, 키움증권

코스닥 지수 급증 배경에는 정부 정책이 있다.

작년 11월 금융위는 코스닥 시장 활성화를 위해 연기금 등 공적자금 역할을 통한 민간자금유입 유도 필요성을 언급했다. 또한 올해 1월에는 ‘자본시장 혁신을 위한 코스닥 시장 활성화 방안’을 발표했다. 혁신기업 육성을 위해 모험자본 육성을 한다는 방안으로 코스닥 시장 경쟁력 강화를 위해 세제 및 금융지원을 확대하는 내용이 포함되었다.

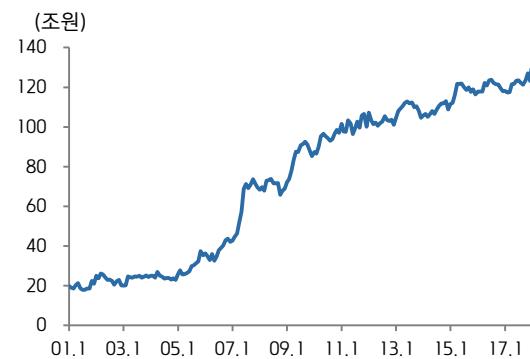
구체적으로 연기금 등 기관투자자 코스닥 투자 유인 확대를 위해 1) KRX 300지수(코스피, 코스닥을 종합한 대표 통합지수) 출시(2월), 2) 중소형주식 성장성에 투자할 수 있는 코스피, 코스닥 중소형주 지수 개발(6월)과 3) 한국 및 대만 IT를 활용한 ETF 해외상장 추진(12월)이 있다. 또한 개인투자자에게 소득 공제(1인당 투자금의 3천만원까지 10%) 혜택을 부여하는 코스닥 벤처펀드도 도입할 계획이다.

자본시장 혁신을 위한 코스닥 시장 활성화 방안 주요 내용

방안	상세 내역
전략 1. 코스닥 시장 경쟁력 강화	
코스닥 시장에 대한 세제, 금융지원 확대	<p>1) 개인: 코스닥 펀드에 투자하는 개인투자자에게 소득공제(1 인당 투자금의 3 천만원까지 10%) 혜택을 부여하는 코스닥 벤처펀드 활성화</p> <p>2) 기관: 연기금 등 기관투자자의 코스닥 투자 유인 확대</p> <ul style="list-style-type: none"> ① 코스피, 코스닥을 종합한 대표 통합지수 출시(2 월) ② 중소형 주식의 성장성이 투자할 수 있는 코스피, 코스닥 중소형주 지수 개발(6 월) ③ 한, 대만 IT(17.9 월 개발완료)를 활용한 ETF 해외상장 추진(12 월) <p>3) 기업: 코스닥 상장기업에 대한 신성장 R&D 세액 공제율 확대. 중기 정책자금 융자 지원 허용</p>
코스닥 상장요건 전면 개편	<p>1) 상장재도 개편: 혁신기업이 코스닥 상장을 통해 자금 조달할 수 있도록 성장잠재력 중심으로 개편</p> <p>2) 풋백옵션 면제: 테슬라 요건 활용도 제고 위해 일정한 경우 상장주관사의 풋백옵션 부담 면제</p>
코스닥 시장 자율성, 독립성 제고	<p>1) 코스닥위원장 분리 선출 및 코스닥위원회 위상 강화</p> <p>2) 경영평가체계 개편 및 예산, 인력의 자율성 제고</p>
코스닥 시장 건전성, 신뢰성 강화	<p>1) 부실기업 조기 적발 및 퇴출 이뤄질 수 있도록 상장 실질 심사 대상 확대</p> <p>2) 최대주주 책임경영 유도 및 상장주관사 행위 방지 위한 보호예수의무 강화</p>
전략 2. 자본시장 인프라 구축 및 혁신적 플레이어 육성	
성장사다리 체계 강화	<p>비상장→코넥스→ 코스닥 등 자본시장 성장사다리 체계 강화</p> <p>1) 비상장: K-OTC 를 '모험자본 중간회수 → 재투자' 시장으로 기능할 수 있게 제도 개편</p> <p>2) 코넥스: 코넥스 기업이 성공적으로 코스닥으로 이전할 수 있도록 인센티브 체계 마련</p>
투자정보 확충 및 상장유지비용 절감	<p>1) 투자정보 확충사업: TCB(Tech Credit Bureau)가 기술 분석보고서 생산, 제공</p> <p>2) 중소형 및 신규 상장 기업대상 회계관리 교육 및 컨설팅 지원 강화</p> <p>3) 기술특례상장 및 이익미실현 기업에 대해 거래소 납부 수수료 3년간 면제</p>
혁신적인 모험자본 플레이어 육성	<p>1) 사모증개 전문증권사(비상장주식, 코스닥 및 코넥스 주식, 펀드 지분 등) 신설</p> <p>2) 중기특화증권사 및 종합금융투자사업자 등의 기업금융 역량제고 제도 개선 추진 (금융투자업자) 중소기업 주식 장기 보유 시 건전성 규제 완화 (중기특화증권사) 전용펀드 추가 조성(현행 80 억원→ 1300 억원)</p> <p>3) PEF 가 기업금융 역할 강화할 수 있도록 규제(설립규제, 운용규제) 개선</p> <p>4) 크라우드펀딩 규제 완화: 세제혜택 및 업종, 투자한도(현행 1 천만원→개선 2 천만원) 확대</p> <p>5) 성장사다리 펀드: 18 년 중 1 조원 규모의 하위펀드 신규 조성</p>
전략 3. 글로벌 수준의 공정한 자본시장 질서 확립	
기업경영정보의 투명성 및 효용성제고	<p>1) 회계개혁 과제 통해 기업회계 대한 국제신뢰성 제고</p> <p>2) 신용평가의 독립성, 신뢰성 제고</p> <p>3) 코스닥 기업의 기업공시 지원</p>
기관투자자, 소액주주 통한 시장규율 강화	<p>1) 기관투자자: 스튜어드십 코드 참여 활성화</p> <p>2) 소액주주: 새도우보팅 제도 폐지 등 소액주주의 경영진 견제기능 활성화</p> <p>3) 기업지배구조 개선</p>
불공정거래 근절	

투기세력을 막기 위한 정부당국의 연이은 부동산 대책 발표와 가상화폐 거래 규제로 시중 유동성이 증시로 유입되고 있다. 최근 실질 증시부동자금은 129조원으로 역대 최고치를 기록했다. 증시 부동자금 증가율도 10월 이후 증가세로 전환, 1월 9.4%YoY을 달성했다.

증시 부동자금 추이



자료: Fnguide, 키움증권

증시 부동자금 증가율과 증권업 지수는 동행



자료: Fnguide, 키움증권

KOSPI지수가 견조한 흐름세를 이어가는 점도 증권주 주가에 우호적이다. 당사 투자전략팀은 수출 경기 호조세에 힘입어 올해 상반기 중 KOSPI지수는 3,000 pt에 근접한 수준까지 상승할 것으로 전망했다.

ISM신규주문지수는 한국 수출 증가율에 6개월 선행



자료: Fnguide, 키움증권

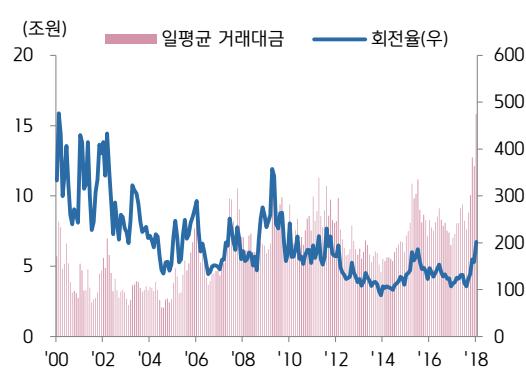
즉, 정부 정책에 따른 코스닥 시장으로의 자금 유입 및 글로벌 경기 호조에 따른 코스피지수 상승 기대가 증권주에 우호적으로 전개될 수 있는 환경이다.

일평균거래대금과 증권업 지수 추이



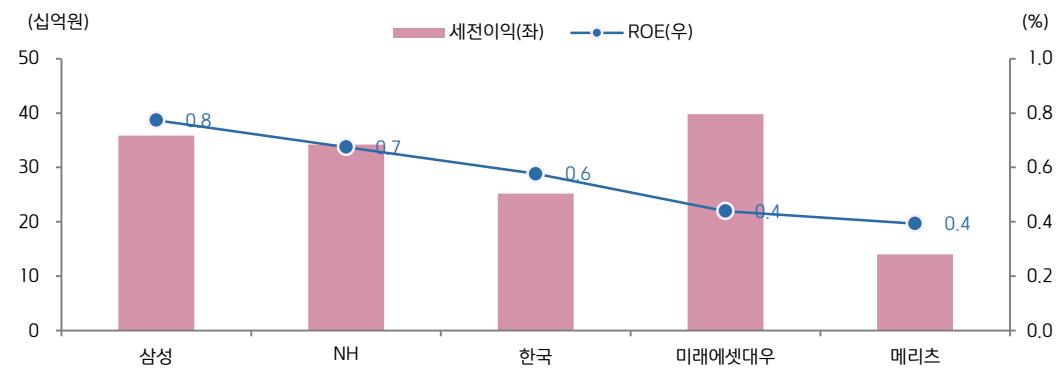
자료: Fnguide, 키움증권

일평균거래대금과 화전율 추이



자료: Fnguide, 키움증권

당사 커버리지 증권사의 일평균거래대금에 따른 순이익과 ROE 민감도



주: 일평균거래대금 1조원 변화 기준, 자료: 키움증권

III. 증권업 투자의견 및 Top Picks

증권업에 대한 투자의견 Overweight를 유지한다.

혁신기업 육성을 위한 자본시장 활성화 정책이 증권주 수익 증가 기회가 될 전망이다.

코스닥시장 활성화 정책에 따른 유동자금의 증시 유입이 단기적으로 브로커리지수익 증대 기회, 중기적으로 Up-selling을 통해 자산관리수익 증대 기회가 될 수 있다.

현재 초대형IB 육성 정책은 단기적으로 속도가 더딘 것처럼 느껴진다. 발행어음 업무를 인가 받은 증권사가 한국투자증권밖에 없기 때문이다. 그러나 점차 인가 받은 증권사가 증가될 개연성은 높다. 정부의 초대형IB 육성 정책에 발맞춰 자본을 증가시킨 증권사들을 정부당국이 외면하긴 힘든 상황이기 때문이다.

금리 인상기를 맞아 발행어음 업무 수익성도 예상대비 나쁘지 않다. 현재 한국투자증권의 발행어음의 실질NIM은 1%를 상회하며 유동성비율 규제를 본격 적용하더라도 1%내외의 수익성은 유지될 개연성이 높다. 또한, 발행어음 업무는 운용을 위해 IB영역과 시너지를 낼 수 있다.

당사 커버리지 증권사의 순이익 추정치를 상향한다.

FY18 일평균거래대금을 기준 8.0조원에서 11.5조원으로 조정했다. 다만, 업계경쟁 강도 강화를 감안할 시, 브로커리지수수료율은 하락할 전망이다.

증시로의 자금 유입 기대에 따른 기대감을 반영해 Risk Premium을 기준 5.5%에서 5%로 조정했다. 이에 따라 증권주의 목표주가도 상향한다.

당사 커버리지 증권사의 순이익 조정 (단위: 십억원)

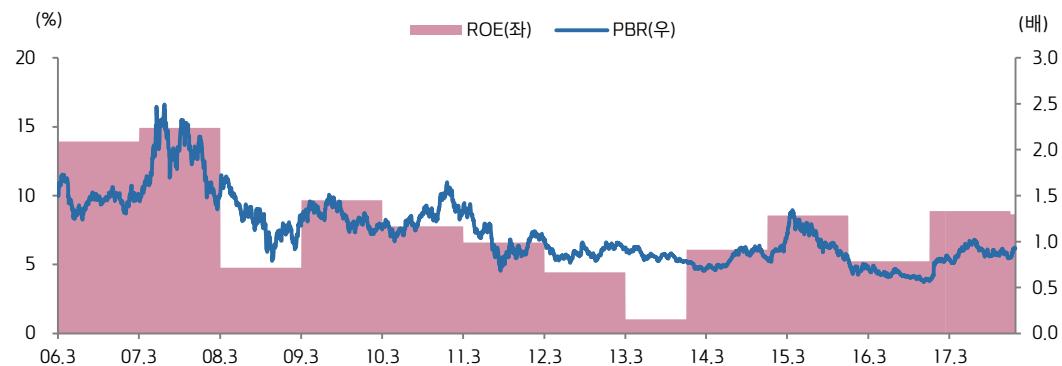
	변경전		변경후		변화율	
	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E
5 개사 합계	1,867	1,853	1,970	2,146	5.5	15.8
미래에셋대우	492	510	503	585	2.4	14.7
NH 투자증권	329	311	356	370	8.3	19.0
한국금융지주	461	444	504	528	9.2	19.0
삼성증권	263	260	268	296	1.8	13.9
메리츠증권증권	322	328	340	367	5.5	11.9

자료: 카움증권

현재 증권주 PBR(당사 커버리지 5개사 합산 기준)은 1.0배이다.

18년 ROE(5개사 합산 기준)는 8.6%로 추정된다. 풍부한 유동성과 정부 정책으로 증시로의 Money Move가 가시화되고 있다. 증시로의 자금 유입과 과거 ROE와 PBR 추이를 살펴볼 때, 증권업종 PBR은 1.3배 내외까지 상승 가능할 전망이다.

증권업 지수 ROE와 PBR 추이



주: 당시커버리지 5개사 합산 기준, 자료: Fnguide, 키움증권

증권주 Top Picks 한국금융지주를 유지하고, 메리츠종금증권을 신규 제시한다.

한국금융지주의 투자포인트는 1) 발행어음업무 인가 및 시행에 따라 예상되는 수익 증대 및 기존 업무 와의 시너지 효과와 2) 정부의 혁신기업 육성정책에 따라 수혜가 예상되는 한국투자 파트너스와 3) 카카오뱅크의 예상대비 빠른 적자 규모 감소이다.

메리츠종금증권은 1) 업종 내 높은 ROE 유지와 2) 종합금융투자사업자 업무 인가를 통해 모색할 수 있는 사업 다각화 기회가 매력적으로 비춰질 수 있다.

증권사들의 주요 지표 및 밸류에이션 (단위: 원, 십억원, %, 배)

		한국금융지주	메리츠종금증권	NH 투자증권	미래에셋대우	삼성증권
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		110,000	6,600	19,500	12,500	49,000
현재주가		87,100	5,300	16,750	10,600	42,300
시가총액		4,854	3,210	4,714	7,063	3,777
ROE	FY16	8.5	14.1	5.1	0.7	4.7
	FY17E	14.2	13.0	7.5	7.0	6.5
	FY18E	13.6	10.6	7.5	6.9	6.6
순영업수익	FY16	998	646	935	796	794
	FY17E	1,363	829	1,193	1,624	950
	FY18E	1,244	870	1,193	1,713	993
당기순이익	FY16	280	254	236	40	174
	FY17E	504	340	356	503	268
	FY18E	528	367	370	585	296
자본총계	FY16	3,495	1,878	4,649	6,590	3,827
	FY17E	3,958	3,354	4,860	7,862	4,394
	FY18E	4,343	3,556	5,039	9,012	4,615
자산총계	FY16	37,307	17,268	42,971	57,270	33,230
	FY17E	42,664	22,229	42,823	75,985	34,647
	FY18E	46,957	23,519	43,674	83,674	36,859
PBR	FY16	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6
	FY17E	1.3	0.8	1.0	0.8	0.8
	FY18E	1.1	0.9	1.0	0.8	0.8
PER	FY16	8.0	6.2	11.5	76.0	13.3
	FY17E	9.3	7.9	13.2	15.6	13.1
	FY18E	8.8	8.6	12.7	12.6	12.7
BPS	FY16	63,460	4,142	16,368	13,125	52,230
	FY17E	68,877	6,603	16,917	13,899	53,023
	FY18E	76,177	5,996	17,612	12,771	51,678
EPS	FY16	5,211	560	842	95	2,378
	FY17E	9,385	669	1,270	678	3,228
	FY18E	9,843	618	1,320	839	3,320
배당성향	FY16	17.4	35.7	51.1	166	28.51
	FY17E	17.4	35.7	50.0	20	25.00
	FY18E	17.4	35.7	50.0	20	25.00
DPS	FY16	800	200	400	50	650
	FY17E	1,450	200	640	150	800
	FY18E	1,550	190	660	150	830
배당수익률	FY16	1.9	5.8	4.1	0.7	2.1
	FY17E	1.7	3.8	3.8	1.4	1.9
	FY18E	1.8	3.6	3.9	1.4	2.0

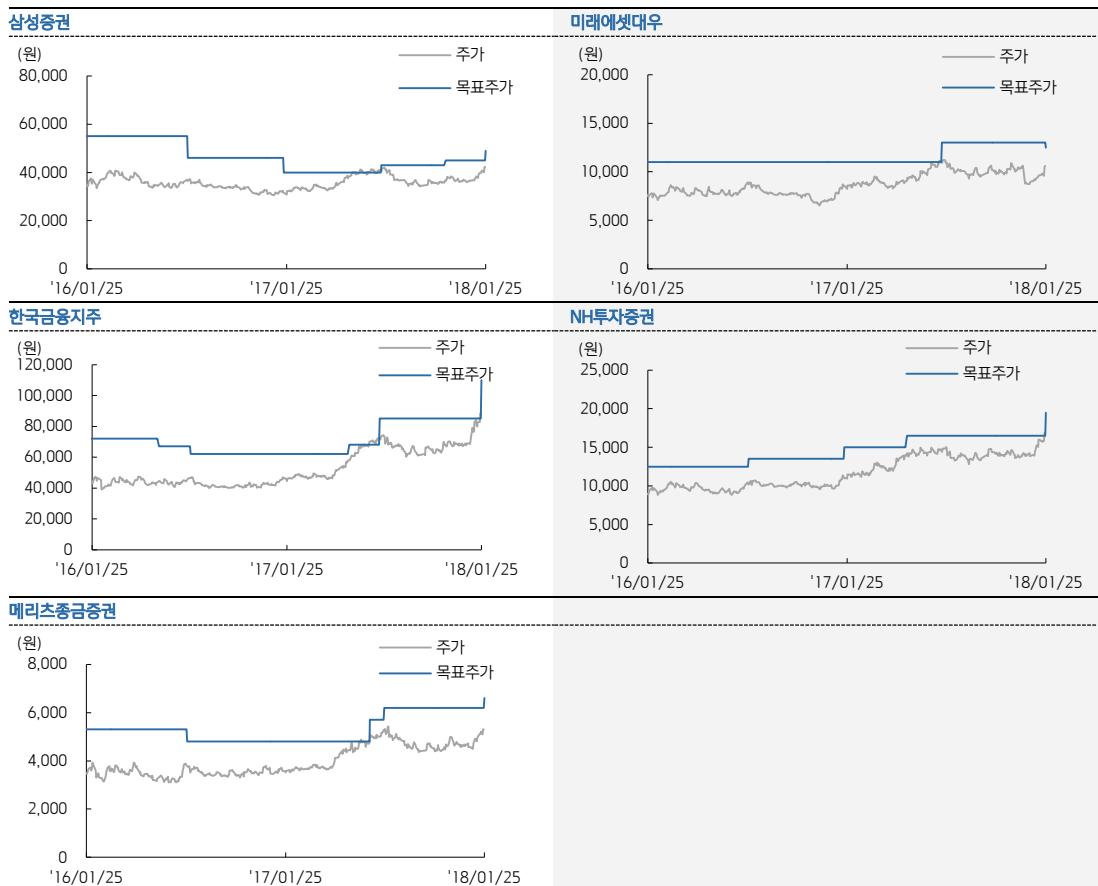
자료: 키움증권

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표		과리율(%)		종목명	일자	투자의견	목표주가	목표		과리율(%)		
				가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비	최고 주가 대비					가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비	최고 주가 대비	
삼성증권 (016360)	2016/04/19	BUY(Maintain)	55,000원	6개월	-32.02	-27.43		미래에셋대우 (006800)	2016/04/19	BUY(Maintain)	11,000원	6개월	-27.91	-18.95		
	2016/05/17	BUY(Maintain)	55,000원	6개월	-35.35	-27.43			2016/07/28	BUY(Maintain)	11,000원	6개월	-27.57	-18.95		
	2016/07/28	BUY(Maintain)	46,000원	6개월	-24.30	-18.92			2016/10/11	BUY(Maintain)	11,000원	6개월	-27.64	-18.95		
	2016/10/11	BUY(Maintain)	46,000원	6개월	-27.35	-18.92			2016/11/15	BUY(Maintain)	11,000원	6개월	-33.08	-20.90		
	2017/01/23	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-18.44	-15.50			2017/01/23	BUY(Maintain)	11,000원	6개월	-31.74	-20.90		
	2017/02/15	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-16.86	-12.50			2017/02/02	BUY(Maintain)	11,000원	6개월	-26.06	-13.44		
	2017/04/17	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-15.55	-5.25			2017/04/17	BUY(Maintain)	11,000원	6개월	-25.13	-13.44		
	2017/05/16	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-10.02	3.25			2017/05/22	BUY(Maintain)	11,000원	6개월	-11.89	-6.24		
	2017/07/18	Outperform(Downgrade)	43,000원	6개월	-14.61	-2.56			2017/06/27	BUY(Maintain)	11,000원	6개월	-8.29	1.32		
	2017/11/13	BUY(Upgrade)	45,000원	6개월	-16.49	-6.00			2017/07/18	BUY(Maintain)	13,000원	6개월	-18.75	-13.52		
	2018/01/25	BUY(Maintain)	49,000원	6개월					2017/08/16	BUY(Maintain)	13,000원	6개월	-22.42	-13.52		
한국금융지주 (071050)	2016/04/19	BUY(Maintain)	72,000원	6개월	-38.70	-34.17			2017/11/16	BUY(Maintain)	13,000원	6개월	-21.97	-13.52		
	2016/05/30	BUY(Maintain)	67,000원	6개월	-34.64	-30.60			2017/12/18	BUY(Maintain)	13,000원	6개월	-23.28	-13.52		
	2016/07/28	BUY(Maintain)	62,000원	6개월	-32.43	-24.11			2018/01/25	BUY(Maintain)	12,500원	6개월				
	2016/10/11	BUY(Maintain)	62,000원	6개월	-32.14	-24.11		미래초 (008560)	2016/04/19	BUY(Maintain)	5,300원	6개월	-29.45	-25.94		
	2017/01/23	BUY(Maintain)	62,000원	6개월	-31.98	-24.11			2016/05/03	BUY(Maintain)	5,300원	6개월	-36.07	-25.94		
	2017/02/27	BUY(Maintain)	62,000원	6개월	-23.63	-20.16			2016/07/28	BUY(Maintain)	4,800원	6개월	-21.56	-21.25		
	2017/04/17	BUY(Maintain)	62,000원	6개월	-20.39	-6.94			2016/08/02	BUY(Maintain)	4,800원	6개월	-26.93	-21.25		
	2017/05/22	BUY(Maintain)	68,000원	6개월	-2.24	6.32			2016/10/11	BUY(Maintain)	4,800원	6개월	-27.19	-21.25		
	2017/07/18	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-17.42	-12.59			2016/11/09	BUY(Maintain)	4,800원	6개월	-27.15	-21.25		
	2017/08/16	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-22.64	-12.59			2016/11/17	BUY(Maintain)	4,800원	6개월	-26.57	-20.94		
	2017/11/17	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-22.32	-12.59			2017/01/23	BUY(Maintain)	4,800원	6개월	-26.55	-20.94		
	2017/11/28	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-20.73	-1.06			2017/02/07	BUY(Maintain)	4,800원	6개월	-22.84	-19.90		
	2018/01/25	BUY(Maintain)	110,000원	6개월					2017/04/17	BUY(Maintain)	4,800원	6개월	-22.73	-19.06		
NH투자증권 (005940)	2016/04/19	BUY(Maintain)	12,500원	6개월	-21.32	-16.80			2017/04/25	BUY(Maintain)	4,800원	6개월	-15.01	5.83		
	2016/05/16	BUY(Maintain)	12,500원	6개월	-24.02	-16.40			2017/06/30	BUY(Maintain)	5,700원	6개월	-11.48	-7.72		
	2016/07/28	BUY(Maintain)	13,500원	6개월	-23.21	-21.11			2017/07/26	BUY(Maintain)	6,200원	6개월	-23.96	-12.42		
	2016/08/03	BUY(Maintain)	13,500원	6개월	-24.74	-20.74			2017/11/02	BUY(Maintain)	6,200원	6개월	-23.87	-12.42		
	2016/10/11	BUY(Maintain)	13,500원	6개월	-24.77	-15.93			2018/01/25	BUY(Maintain)	6,600원	6개월				
	2017/01/23	BUY(Maintain)	15,000원	6개월	-23.53	-20.67										
	2017/03/10	BUY(Maintain)	15,000원	6개월	-20.75	-13.33										
	2017/04/17	BUY(Maintain)	15,000원	6개월	-18.43	-6.67										
	2017/05/16	BUY(Maintain)	16,500원	6개월	-12.75	-9.39										
	2017/07/18	BUY(Maintain)	16,500원	6개월	-13.36	-8.79										
	2017/08/16	BUY(Maintain)	16,500원	6개월	-14.57	-8.79										
	2017/11/15	BUY(Maintain)	16,500원	6개월	-12.19	2.12										
	2018/01/25	BUY(Maintain)	19,500원	6개월												

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%