

[증권]

# Risk 관리 능력이 차별화 포인트

- 우호적 정책 방향성, 구조적 성장을 위해서는 Risk 관리 능력이 필수적임

[은행/보험/증권] 강승건

2122-9181

neo.cygun@hi-ib.com

## Table of Content

---

증권사의 수익구조 변화 Re-view/ #4

IB 수익 증가의 원인 및 전망/ #8

Trading 손익 증가의 원인 및 전망/ #16

실적 전망에 반영된 기타 수익원 전망/ #22

2019년 실적 전망 및 투자전략/ #27

우호적인 정책 변화가 사업의 Scope 확장/ #34

## Risk 관리 능력이 차별화 포인트

- 2017년 이후 증권사의 IB 및 Trading 실적은 크게 증가하였음. 이를 통해 증권사 수익구조의 구조적 변화 가능성에 대한 기대감이 확대되었음
- IB 및 Trading 중심의 실적 성장은 중기적으로 이어지겠지만 속도는 둔화될 것이고 그 동안 수행한 deal의 Risk 관리 능력을 점검하는 한 해가 될 것으로 전망됨
- 2019년 유니버스 5개 증권사의 연결순이익은 2018년대비 7.5% 감소할 것으로 전망됨. WM과 Trading 손익은 증가하겠지만 Brokerage 수수료 수익과 관련 이자수익, 그리고 IB 수수료 수익이 감소할 것으로 예상되기 때문임
- 증권업종 주가 결정 변수인 ROE 측면에서 접근할 때 현재의 P/B multiple은 2018년 4분기의 매우 부진한 실적을 반영한 수준으로 판단되며 수익구조의 구조적 변화가 지속되고 있다는 점을 감안할 때 매력적인 상황으로 판단됨. 따라서 증권업종에 대한 투자의견을 비중확대로 유지
- 증권업종 최선호 종목은 한국금융지주와 NH 투자증권으로 유지하고 2019년 1월 27일 제재가 마무리되는 삼성증권에 대한 관심도 필요함

### 수익구조의 변화

- 2011년 56.8% 수준이었던 Brokerage 관련이익이 2017년 34.5% 수준으로 축소, IB 및 Trading 손익은 33.4%에서 57.7% 수준으로 확대
- 2019년 영업환경 악화를 감안할 때 Brokerage관련 이익의 감소는 불가피함. 따라서 2019년 ROE는 IB 및 Trading 부분의 이익 기여도 여부에 따라 결정될 것임
- IB & Trading 손익: IB 수수료 수익 5.0% 감소, Trading 손익 10.2% 증가
- 인수/주선 수수료 부분에서는 비전통형 인수주선(인수금융 등)에서 경쟁력을 가지고 있는 대형증권사들이 상대적으로 양호한 실적을 시현할 것으로 예상됨. 다만 IB 수수료 수익 증가를 견인하였던 M&A/자문/보증 수수료의 감소는 부동산 경기 악화의 영향으로 2018년 대비 감소할 것으로 전망됨
- Trading 손익은 순자산 × 레버리지 만큼의 이자수익 및 배당/분배금 수익이 증가하며 성장하고 있음. 자본 확충이 2018년 마무리되었고 레버리지 비율 역시 추가적으로 상승할 여지가 적어 Trading 손익 증가 속도는 과거 대비 둔화될 것으로 전망됨. 단기적으로 영향을 미치는 요소는 1) 금리와 2) ELS 조기상환, 그리고 3) PI 투자성과이며 2019년에 금리는 우호적인 방향성, ELS 조기상환은 부진, PI 투자성과는 2018년 대비 회복을 전망함

IB 및 Trading으로 파생된 Risk는 신용 Risk 보다는 유동성 Risk에 초점을 맞추어야 함.

2019년 예상 ROE는 8.1%로 2017년 9.0%, 2018년 9.4%대비 낮은 수준으로 전망되며 이를 반영하여 유니버스 증권사의 목표주가를 하향함. 삼성증권 40,000원(-2.4%), 미래대우 8,000원(-5.9%), NH투자 16,000원(-4.8%), 한국금융 97,000원(-9.3%), 키움증권 101,500원(-13.2%)임

기업금융, 신생기업에 대한 증권사의 역할은 정부의 우호적인 정책 기조 속에 확장되고 있다고 판단되며 긍정적 관점에서 향후 진행 상황을 확인할 필요 있음

## Risk 관리 능력이 차별화 포인트

---

증권사의 수익구조 변화 Re-view/ #4

IB 수익 증가의 원인 및 전망/ #8

Trading 손익 증가의 원인 및 전망/ #16

실적 전망에 반영된 기타 수익원 전망/ #22

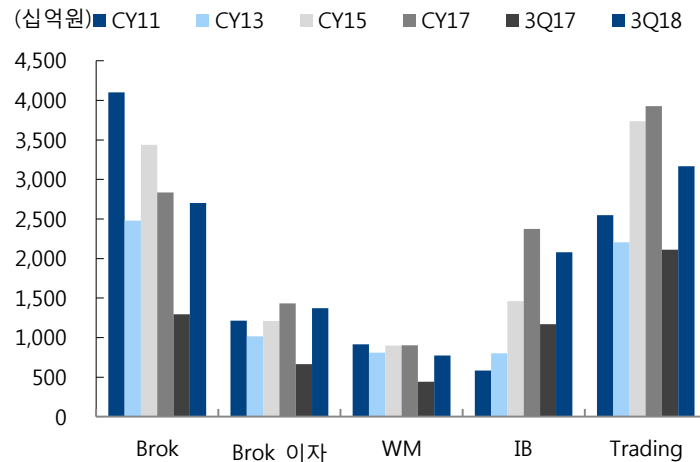
2019년 실적 전망 및 투자전략/ #27

우호적인 정책 변화가 사업의 Scope 확장/ #34

## IB 및 Trading 손익의 이익 기여도 확대

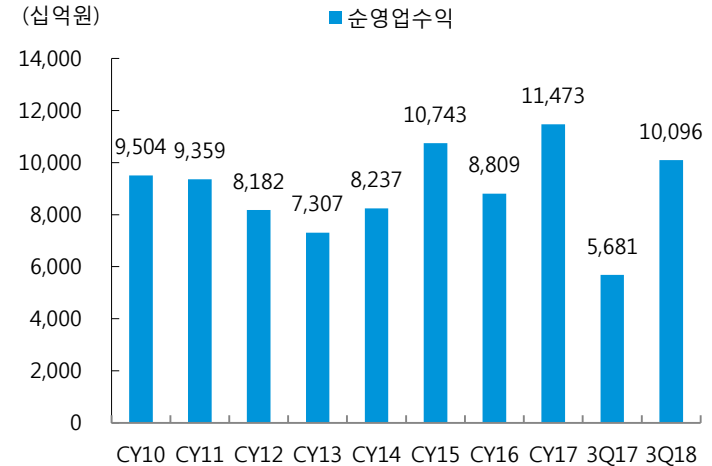
- 2011년 56.8% 수준이었던 Brokerage 관련 이익(수수료 + 이자 수익)이 2018년 40.4%(2017년 34.5%)로 축소
- 2011년 33.4% 수준이었던 IB 및 Trading 손익이 2018년 52.0% (2017년 57.7%) 수준으로 확대
- 2011년 종합금융투자사업자, 2016년 초대형 IB 육성방안 등 정책적 자본 확충이 이루어졌으며 2009년 증권사 지급보증 허용 정책이 2014년 신NCR 도입으로 IB 및 Trading 사업 영역이 확장되었기 때문임

그림2. 주요 수익원별 이익 추이(국내증권사 합계 기준)



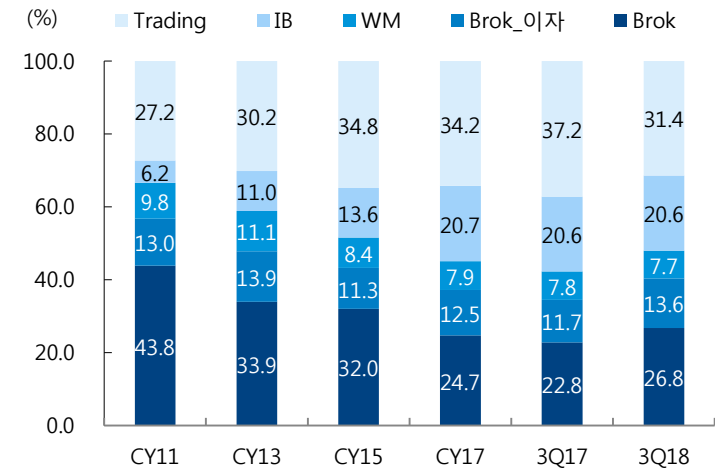
자료: KOFIA, 하이투자증권

그림1. 국내 증권사의 순영업수익 추이, 2018년에 최고치 경신 예상



자료: 각 사, 하이투자증권

그림 3. 주요 수익원의 순영업수익대 비중 추이(국내증권사 합계 기준)

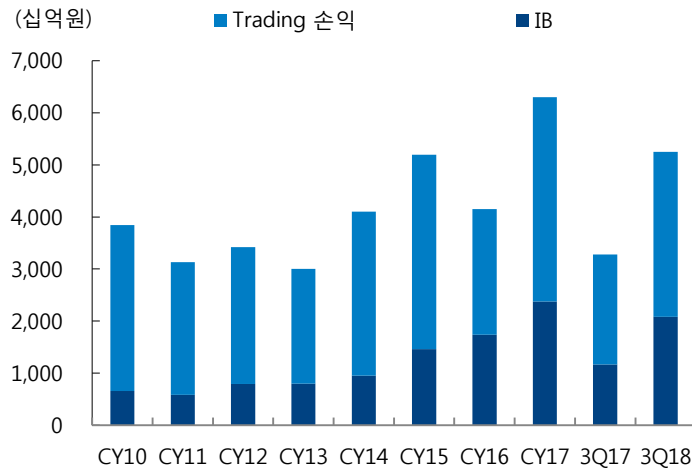


자료: KOFIA, 하이투자증권

## 자본대형화와 업무영역 확대가 수익구조를 변화

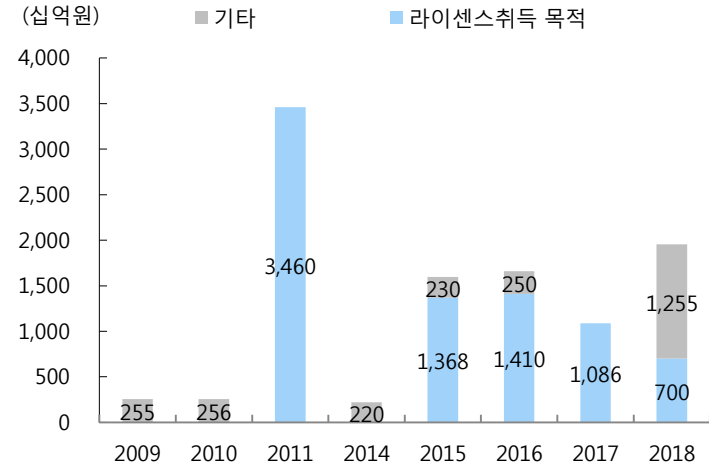
- 자본의 증가와 업무영역의 확대는 IB 수익과 Trading 손익의 절대 규모를 확대하였음
- Trading 손익의 경우 자본규모 확대의 영향을 직접적으로 받음. 따라서 자본대비 수익성이 더 중요하며 이 측면에서는 아직 2014 ~ 2015년 대비 낮은 수준임(14~15년 금리 급락 구간).
- 향후 증권사의 수익의 절대규모를 결정하는 것은 1) 2017년 이후 본격화된 IB 및 Trading 수익 증가가 지속될 수 있는가에 대한 점검 과 2) 추가적으로 새로운 사업영역을 확장할 수 있는지 여부임

그림5. IB 및 Trading 손익의 절대 규모 증가가 주요한 원인



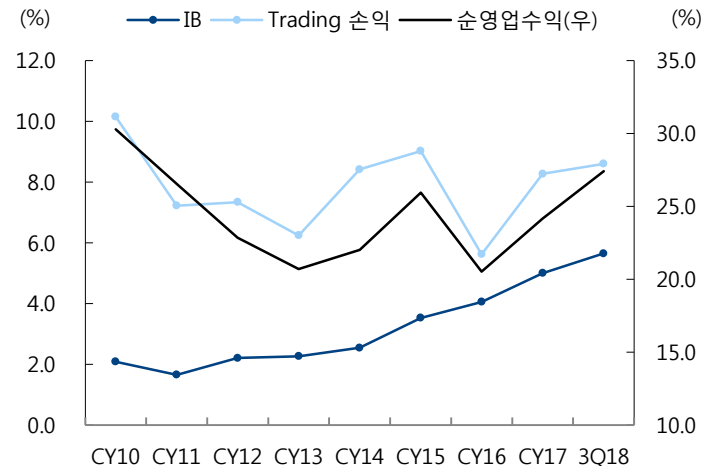
자료: KOFIA, 하이투자증권

그림4. 국내 증권사의 자본 확충 추이



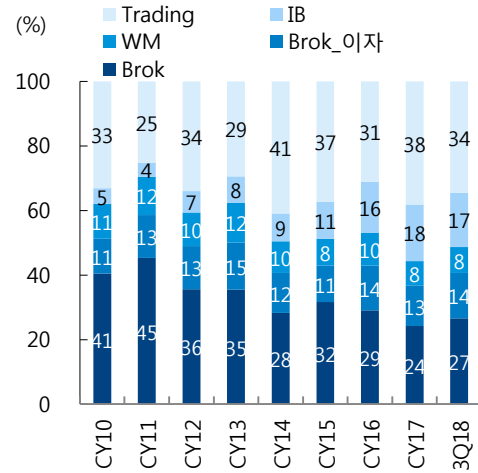
자료: 각 사, 하이투자증권

그림 6. 자본총계 대비 수익성(ROE 개념) 측면에서는 제한적 개선



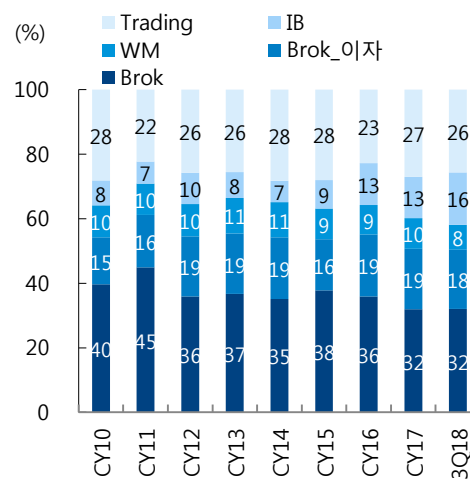
자료: KOFIA, 하이투자증권

그림7. 수익원별 비중: 자본총계 3조원 이상



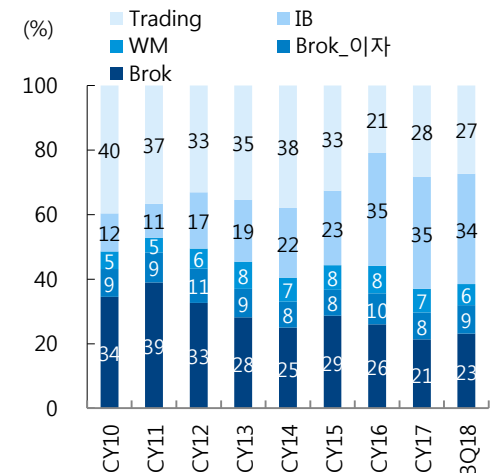
자료: KOFIA, 하이투자증권

그림8. 수익원별 비중: 자본총계 1조원~3조원



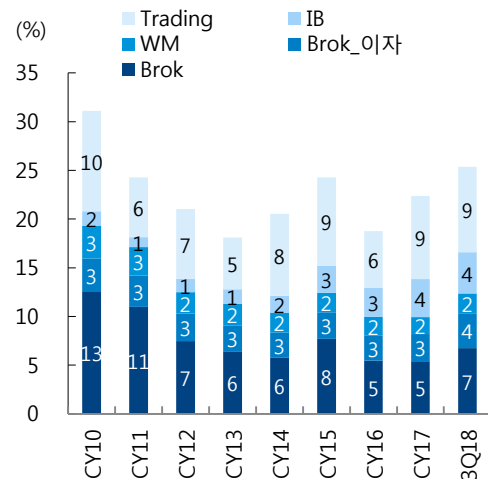
자료: KOFIA, 하이투자증권

그림9. 수익원별 비중: 자본총계 1조원 이하



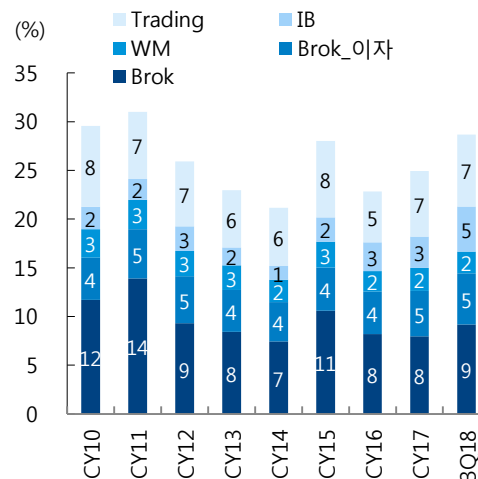
자료: KOFIA, 하이투자증권

그림10. 자본대비 수익률: 자본총계 3조원 이상



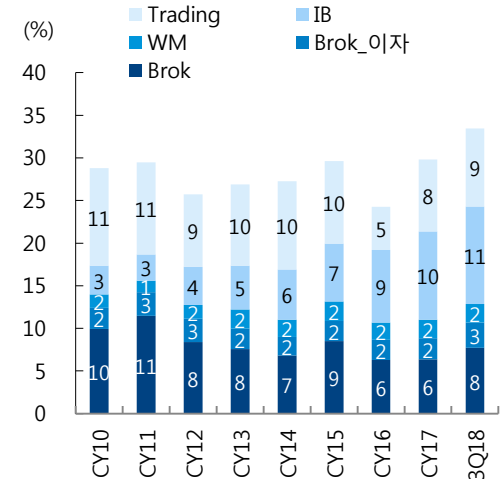
자료: KOFIA, 하이투자증권

그림11. 자본대비 수익률: 자본총계 1조원~3조원



자료: KOFIA, 하이투자증권

그림12. 자본대비 수익률: 자본총계 1조원 이하



자료: KOFIA, 하이투자증권

## Risk 관리 능력이 차별화 포인트

---

증권사의 수익구조 변화 Re-view/ #4

IB 수익 증가의 원인 및 전망/ #8

Trading 손익 증가의 원인 및 전망/ #16

실적 전망에 반영된 기타 수익원 전망/ #22

2019년 실적 전망 및 투자전략/ #27

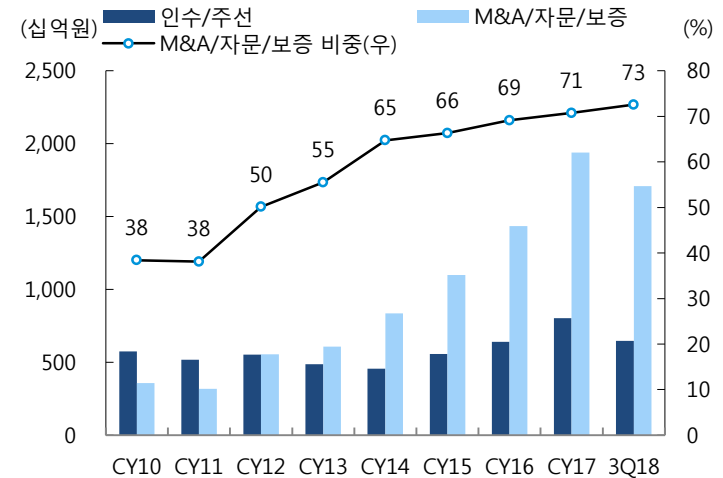
우호적인 정책 변화가 사업의 Scope 확장/ #34



## IB 수익 증가는 M&A/자문/보증 수수료 성장 때문

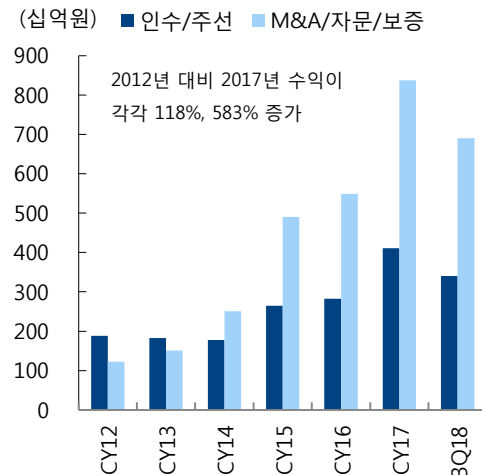
- IB 수익은 1) 인수/주선 수수료와 2) M&A/자문/보증 수수료로 구성
- 인수/주선 수수료 보다는 M&A/자문/보증 수수료의 증가가 IB 수익에서 높은 구성비를 가지고 있으며 빠른 성장을 하고 있음
- 2018년 3분기까지의 수수료 수익은 2017년 대비 각각 80.6%, 88.1% 수준으로 2018년에도 빠른 증가세를 시현하고 있음
- 인수/주선은 대형사의 성장이 빠르게 진행되었음
- M&A/자문/보증은 모든 증권사가 빠르게 증가하였지만 대형사와 소형사의 성장이 빠르게 이루어졌음

그림13. IB 수익의 구성 및 추이



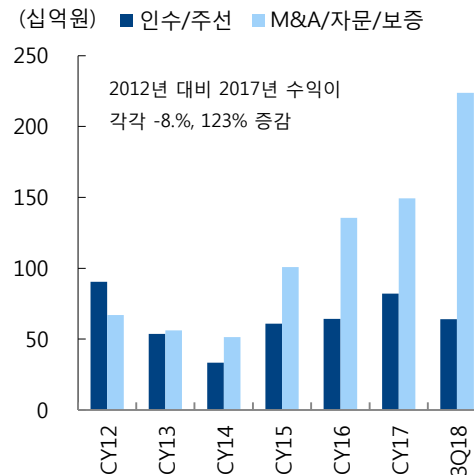
자료: KOFIA, 하이투자증권

그림14. IB수익의 구성 및 추이: 자본총계 3조원 이상



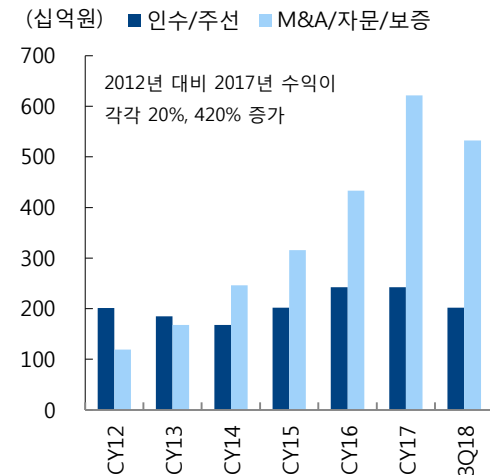
자료: KOFIA, 하이투자증권

그림15. IB수익의 구성 및 추이: 자본총계 1조원~3조원



자료: KOFIA, 하이투자증권

그림16. IB수익의 구성 및 추이: 자본총계 1조원 이하

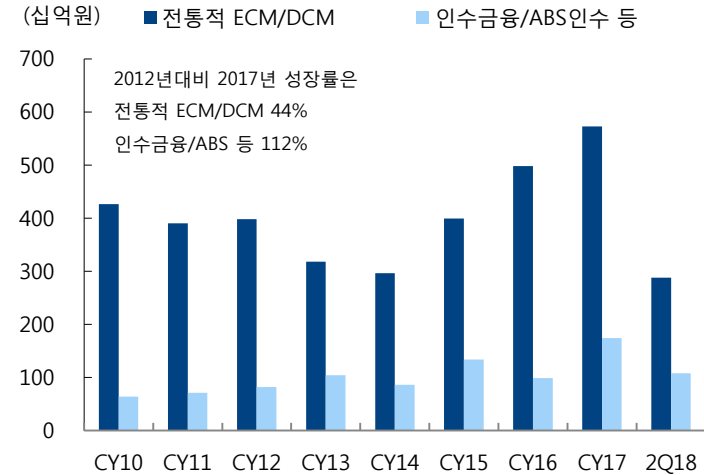


자료: KOFIA, 하이투자증권

## 인수/주선 수수료: 비전통적 인수/주선 수수료가 중요

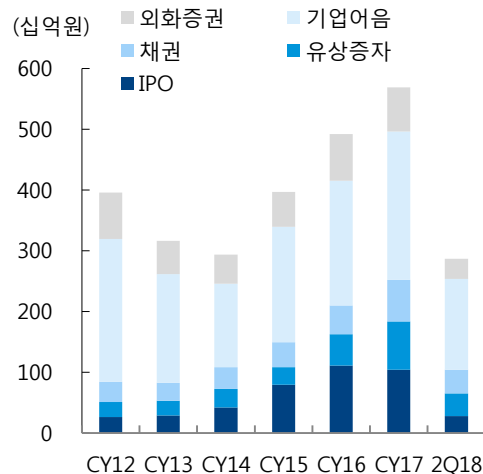
- 인수/주선 수수료는 1) 전통적 ECM/DCM과 2)인수금융/ABS인수 등으로 구성. 전통적 ECM/DCM 대비 인수금융/ABS인수 등의 수수료 수익이 빠르게 상승하고 있음
- 전통적 ECM/DCM은 IPO, 유상증자, 채권발행에서 성장하였으며 기업어음 및 외화증권은 정체
- IPO/유상증자는 주식시장의 영향을 받으며 채권발행은 금리 및 신용 Risk 정도에 따라 영향 받음
- 2019년 주식시장에 대한 보수적 전망, 채권시장 강세 전망을 감안 할 때 전통적 ECM/DCM관련 수수료 수익은 감소될 가능성이 높다고 판단됨

그림17. 인수/주선 수수료의 구성: 인수금융/ABS인수 등의 빠른 성장



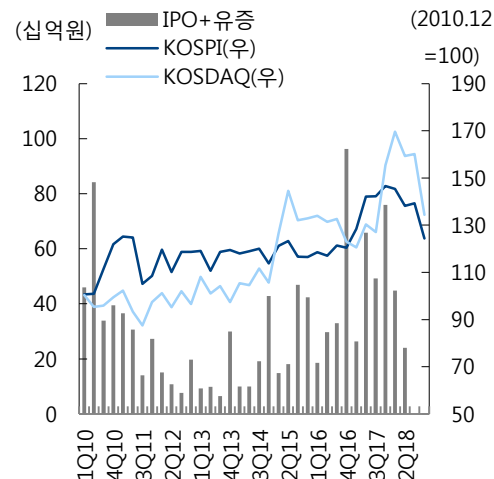
자료: FISIS, KOFIA, 하이투자증권

그림18. 전통적 ECM/DCM 수수료 구성



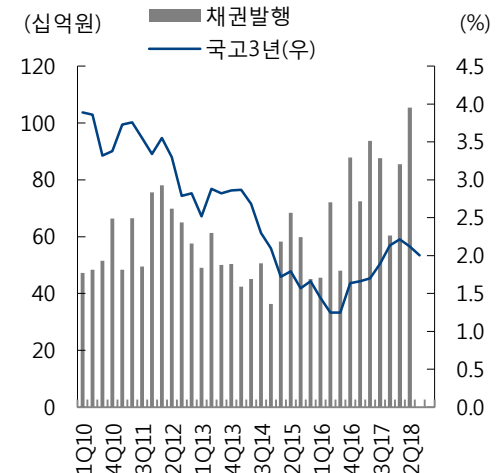
자료: FISIS, 하이투자증권

그림19. IPO와 유상증자는 주식시장에 영향



자료: FISIS, KRX, 하이투자증권

그림20. 채권발행은 시장금리에 영향

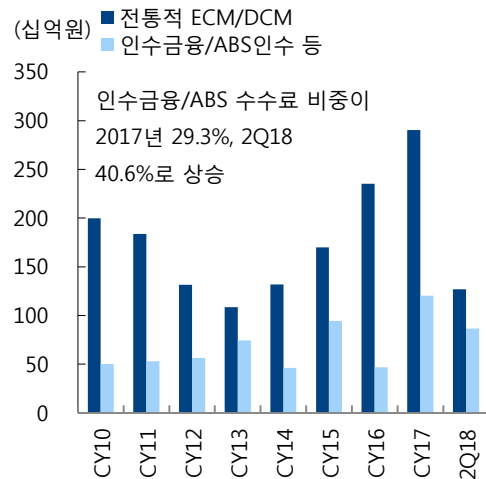


자료: FISIS, BOK, 하이투자증권

## 대형사의 경우 비전통적 인수/주선수수로의 높은 기여도를 바탕으로 시장 지배력 확대 전망

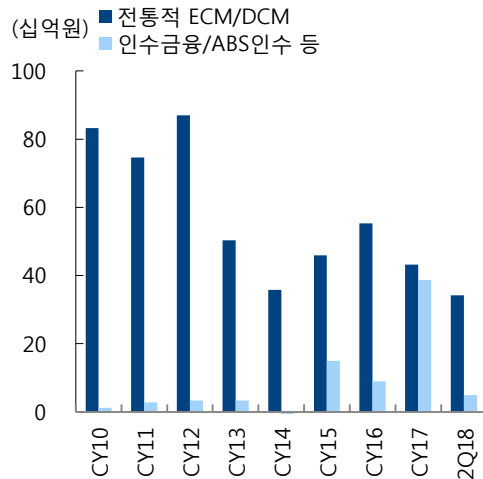
- 전통적 ECM/DCM에서 대형증권사들의 시장 지배력이 확대되고 있음. 이는 대형화된 자본을 통해 총액인수 등의 option을 제시할 능력이 확대되었고 중형사들의 경쟁력이 상대적으로 약화되며 수혜를 받았다고 판단됨
- 인수금융/ABS 인수 등의 인수/주선 수수료 부분에서는 대형사들이 높은 시장 지배력을 유지하고 있음. 인수금융 등의 경우 대규모 자본을 가지고 있어야 LOC(투자/출자 협약서) 발급이 가능하고 과거 은행업권의 영역으로 확장하고 있기 때문임
- 2019년 전통형 ECM/DCM 영업환경은 부진하겠지만 비전통적 인수/주선 부분은 확장이 가능할 것으로 전망됨. 기업들의 사업 구조조정 및 한계기업 구조조정에 있어 대주단 중심에서 PEF의 역할 확대로 전환되고 있으며 이 과정에서 증권사들의 공격적 영업이 효과적으로 이루어질 가능성이 높기 때문임
- 최근 한국투자증권의 코웨이 인수금융 주선 및 참여, NH투자증권의 스완스 인수금융 참여 등이 있었음

그림21. 인수/주선수수로: 자본총계 3조원 이상



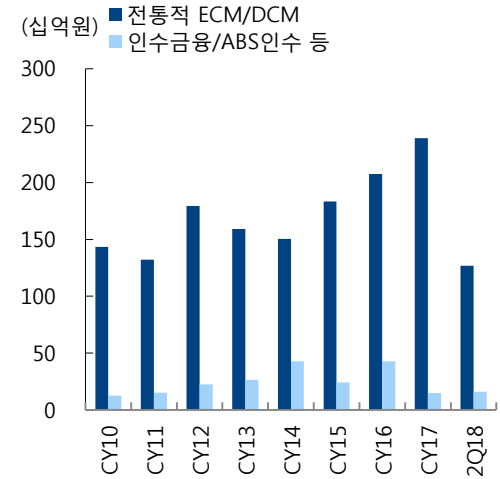
자료: FISIS, KOFIA, 하이투자증권

그림22. 인수/주선수수로: 자본총계 1조원~3조원



자료: FISIS, KOFIA, 하이투자증권

그림23. 인수/주선수수로: 자본총계 1조원 이하

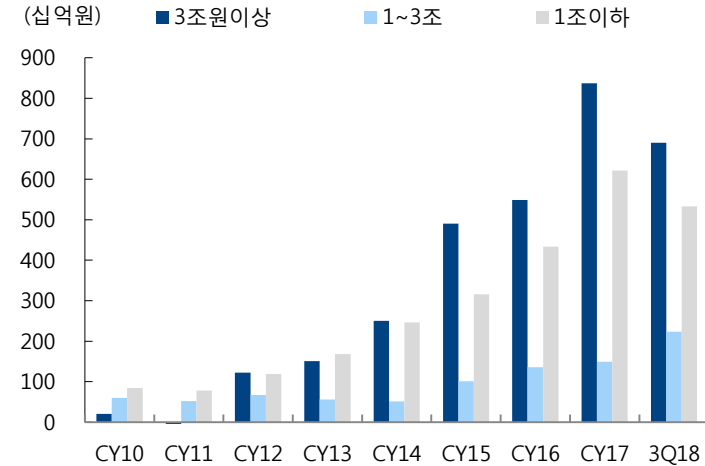


자료: FISIS, KOFIA, 하이투자증권

## M&A/자문/보증수수료: IB 수수료 성장의 핵심

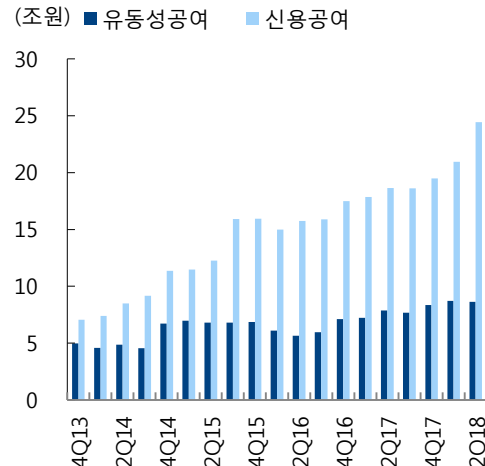
- M&A/자문/보증수수료는 IB 수수료 성장 결정 변수임
- 증권사들이 신용공여 중심으로 채무보증을 증가시키며 보증 수수료가 빠르게 성장하였음
- 증권사 우발채무 중 약 72%는 부동산에 연계되어 있으며 부동산 경기에 민감할 수 밖에 없는 구조임
- 시공사의 보증을 증권사의 신용보강이 대체하면서 증권사의 업무영역이 확대되었으며 대형사와 소형사 중심으로 빠르게 증가하였음
- 부동산 펀드의 판매액이 급등하고 있으며 국내외 부동산의 인수 이후 sell-down deal의 확대 또한 수수료 증가에 기여하였음

그림24. 대형사와 소형사 중심으로 M&A/자문/보증 수수료가 빠르게 성장



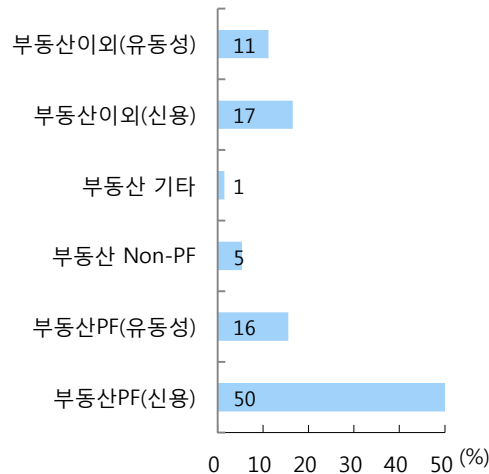
자료: FISIS, KOFIA, 하이투자증권

그림25. 신용공여 중심으로 채무보증 빠르게 증가



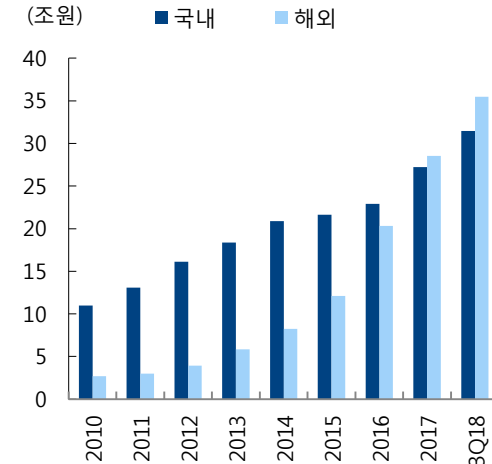
자료: FISIS, 하이투자증권

그림26. 2016.6기준 증권사 우발채무의 구성비



자료: 한신평, 하이투자증권

그림27. 부동산 펀드 판매액이 빠르게 증가

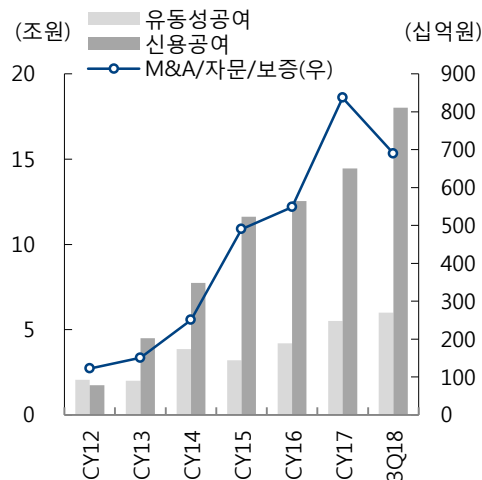


자료: KOFIA, 하이투자증권

## 대형사와 소형사의 높은 성장률, 2018년 중형사의 약진이 이루어졌음

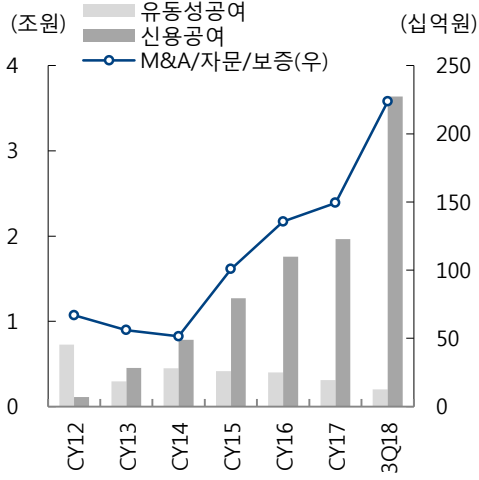
- 대형증권사들은 대규모 자본을 바탕으로 채무보증을 비교적 빠르게 늘렸으며 관련수수료 수익 또한 빠르게 증가하였음
- 소형 증권사는 교보, 하이, IBK, HMC, IBK, 한화 등이 자기자본대비 우발채무 비중을 높게 유지하며 관련 수수료 수익을 빠르게 증가시켰음. 다만 우발채무에 대한 규제 강화가 시작되며 최근에는 채무보증의 증가율이 둔화되고 있음
- 중형 증권사는 채무보증 규모가 상대적으로 느리게 증가하다가 2018년 이후 높은 증가율을 보이고 있으며 관련 수수료 역시 2018년 크게 증가하였음
- 우발채무에 대한 규제가 강화되고 있다는 점과 채무보증의 상당부분을 차지하는 부동산 경기에 대한 우려가 확대되고 있다는 점에서 2019년 M&A/자문/보증 수수료는 감소할 가능성이 높다고 판단됨
- 소형 증권사의 채무보증이 대형사대비 규모 및 신용등급 측면에서 열위에 있다는 점을 감안할 때 경기의 영향을 많을 받을 것으로 예상

그림28. M&A/자문/보증수수료: 자본 3조원 이상



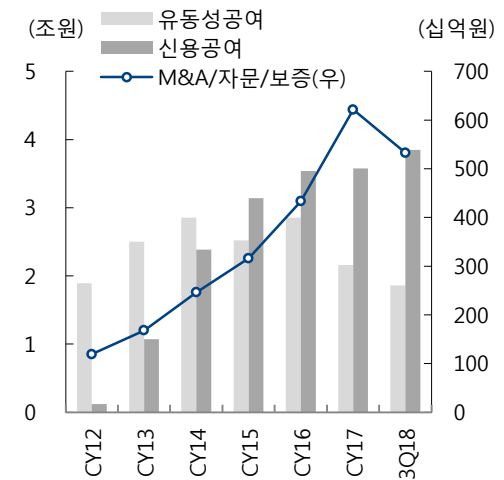
자료: FISIS, KOFIA, 하이투자증권

그림29. M&A/자문/보증수수료: 자본 1조원~3조원



자료: FISIS, KOFIA, 하이투자증권

그림30. M&A/자문/보증수수료: 자본 1조원 이하

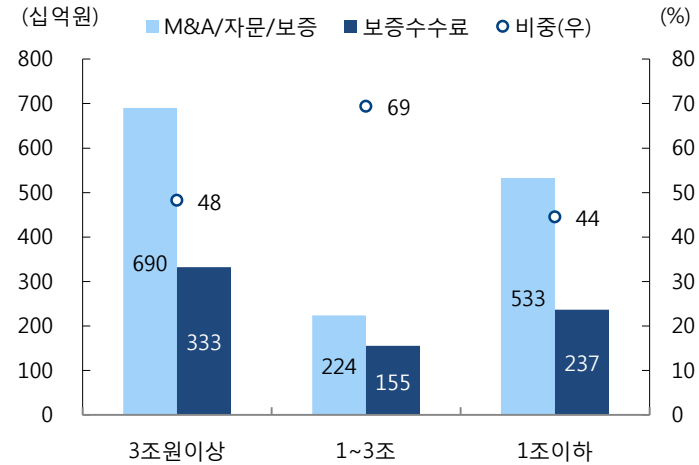


자료: FISIS, KOFIA, 하이투자증권

## 보증수수료의 높은 기여도, 부동산 경기에 영향

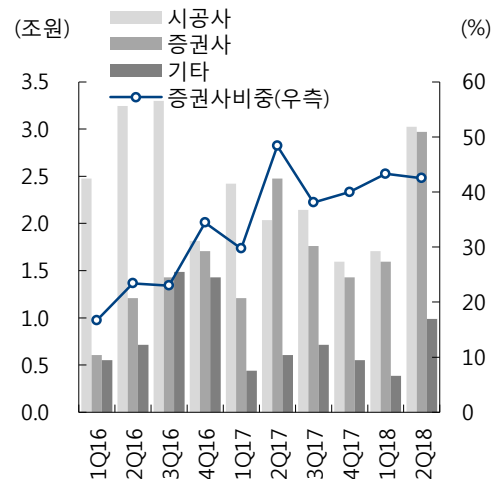
- 2018년 부터 보증수수료로 별도 계상되었음. 2018년 3분기 누계 기준으로 보증수수료는 M&A/자문/보증 수수료 중 44%~69%의 비중을 차지하고 있음
- 채무보증 관련 수수료의 비중이 높고 채무보증 수수료에 부동산 PF의 기여도가 높다는 점을 감안할 때 부동산 경기 전망이 수수료 수익 결정 변수로 작용할 수 밖에 없음(증권사 신용보강 비중도 영향).
- 국내 건설 수주액은 2016년을 이후 감소하고 있으며 국내 건축 허가 면적 또한 2018년 이후 빠르게 감소하고 있음. 따라서 증권사의 신용보강 비중이 크게 증가하지 않는다면 보증수수료 수익은 2019년 감소할 것으로 전망됨

그림31. 2018년 기준 채무보증관련 수수료의 비중은 45~69%



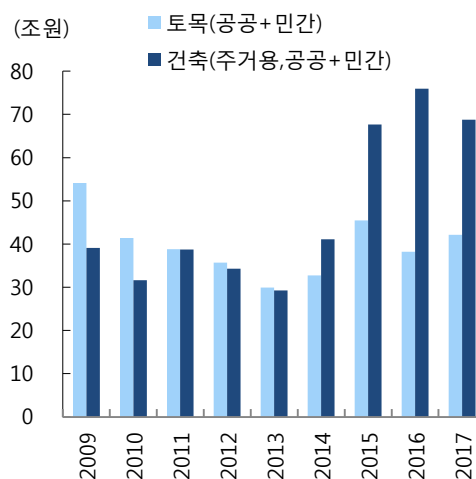
주: 2018년 3분기 누계기준  
자료: KOFIA, 하이투자증권

그림32. 부동산 PF에 대한 증권사의 신용보강 비중



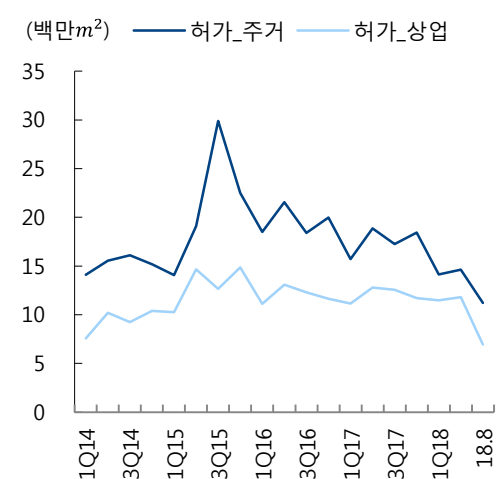
자료: 한신평 자료 인용

그림33. 증가 국내 건설 수주액 추이



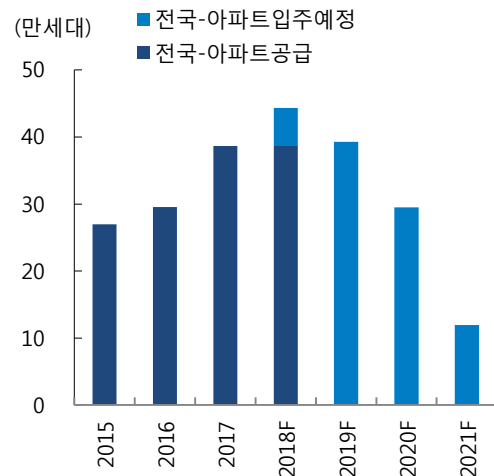
자료: 국토교통부, 하이투자증권

그림34. 국내 건축 허가 추이



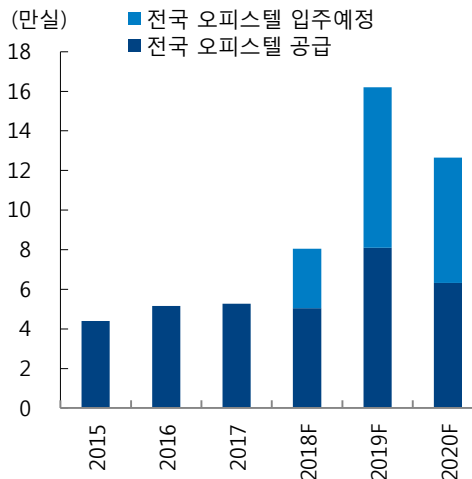
자료: 국토교통부, 하이투자증권

그림35. 아파트 분양 예정 물량 전망



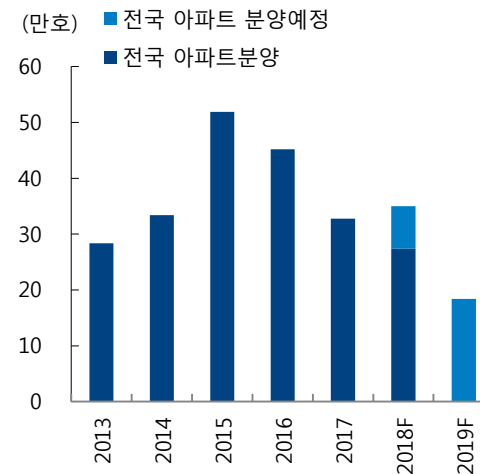
자료: 한국기업평가 자료 재인용, 원자료 REPS

그림36. 오피스텔 공급 물량 전망



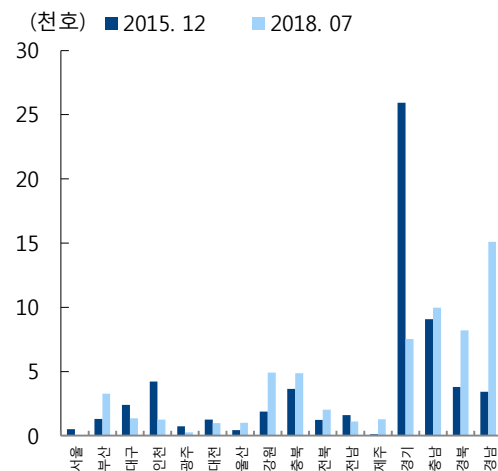
자료: 한국기업평가 자료 재인용, 원자료 REPS

그림37. 아파트 분양 예정 물량 전망



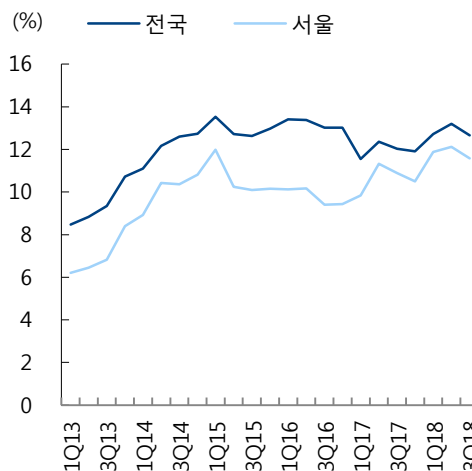
자료: 한국기업평가 자료 재인용, 원자료 REPS

그림38. 미분양 부담 지역의 변화



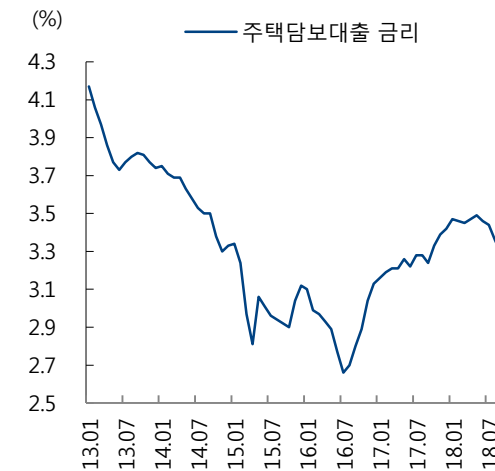
자료: 국토교통부, 하이투자증권

그림39. 오피스 공실률 추이



자료: 국토교통부, 하이투자증권

그림40. 주택담보대출 금리



자료: BOK, 하이투자증권

## Risk 관리 능력이 차별화 포인트

---

증권사의 수익구조 변화 Re-view/ #4

IB 수익 증가의 원인 및 전망/ #8

Trading 손익 증가의 원인 및 전망/ #16

실적 전망에 반영된 기타 수익원 전망/ #22

2019년 실적 전망 및 투자전략/ #27

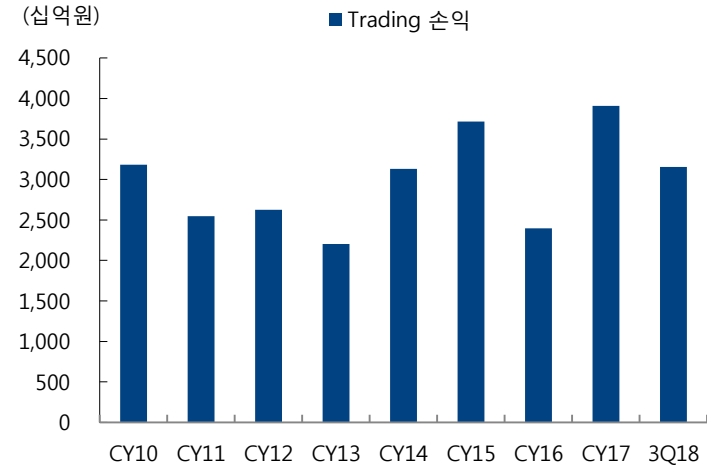
우호적인 정책 변화가 사업의 Scope 확장/ #34



## Trading 손익 증가는 자본 증가의 영향이 크게 작용

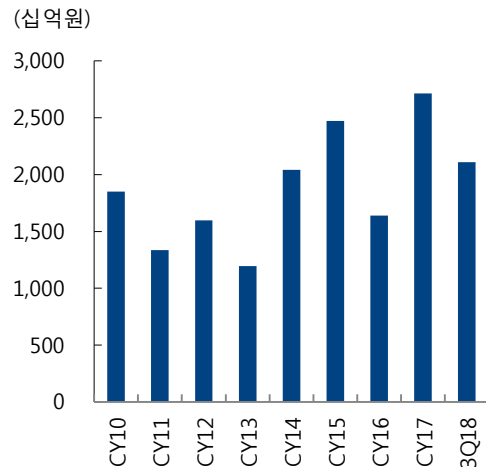
- 국내 증권사 순영업수익 증가에 Trading 손익 또한 기여하였음
- Trading 손익에는 PI투자성과, 파생결합증권 운용/조기상환 성과, 채권평가손익 등이 복합적으로 반영됨
- 2016년에는 2015년 하반기 중국시장 급락이후 파생결합증권 헷지비용 증가에 따른 운용손실 부담과 금리 상승에 따른 채권평가손실로 인하여 매우 부진한 실적을 시현하였음
- 또 하나의 특징은 자본규모를 확대한 대형사와 중형사의 Trading 손익의 절대금액이 상대적으로 빠르게 증가하였다는 점임(어찌보면 너무 당연한 이야기임)

그림41. Trading 손익 추이



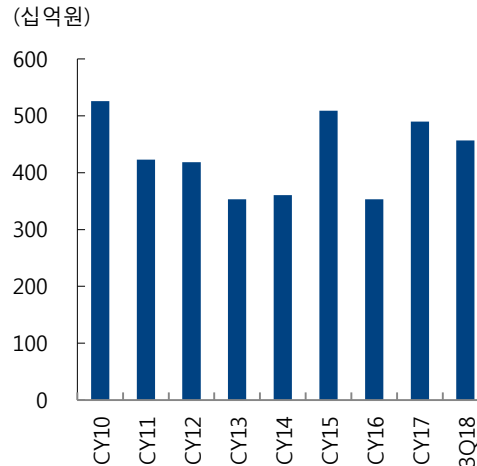
자료: KOFIA, 하이투자증권

그림42. Trading손익 추이: 자본 3조원 이상



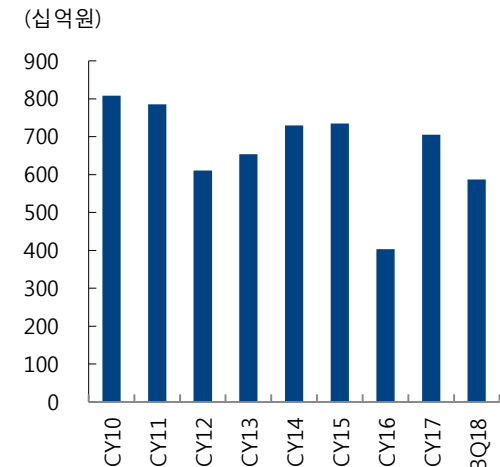
자료: KOFIA, 하이투자증권

그림43. Trading손익 추이: 자본 1조원~3조원



자료: KOFIA, 하이투자증권

그림44. Trading손익 추이: 자본 1조원 이하

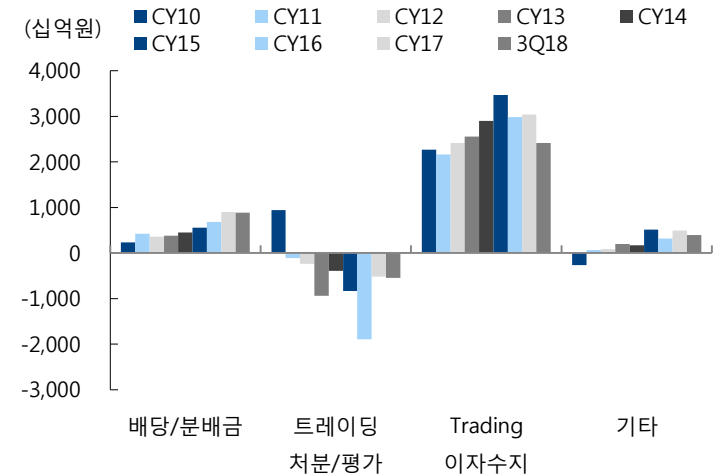


자료: KOFIA, 하이투자증권

## 자본 증가 → 레버리지 → 자산 증가 → 이자증가

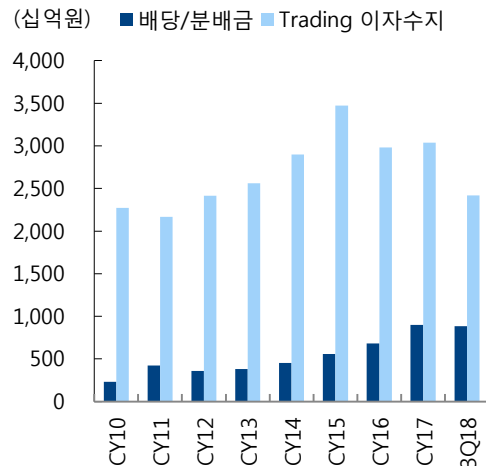
- Trading 손익의 추세적 증가에 영향을 미친 것은 Trading 자산의 이자수지 증가와 배당/분배금 증가 때문임
- 레버리지 비율이 유지된다는 가정하에 자본의 증가는 자산의 증가(자본증가분×레버리지비율)를 의미하며 증가되는 자산이 이자부 자산이라면 이자수익이 수익증권(주식, 부동산 등) 형태라는 배당/분배금이 증가하게 됨
- Trading 손익의 수익성 결정은 자산의 Mix(RP, ELS, ETN, 채권, PI 등)가 가장 중요하고 그 다음이 개별 운용 능력임

그림45. Trading 손익의 구성 항목별 추이



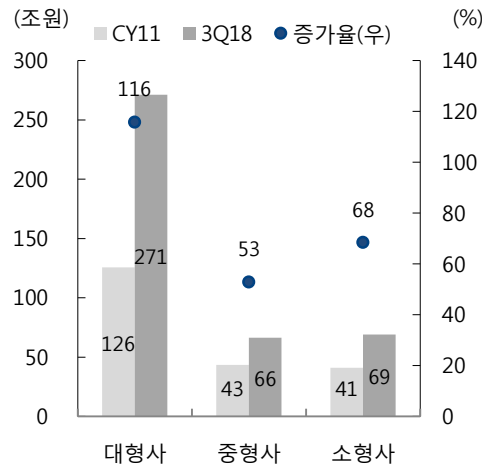
자료: KOFIA, 하이투자증권

그림46. 부동산펀드 등 확대 → 이자 감소, 분배금 증가



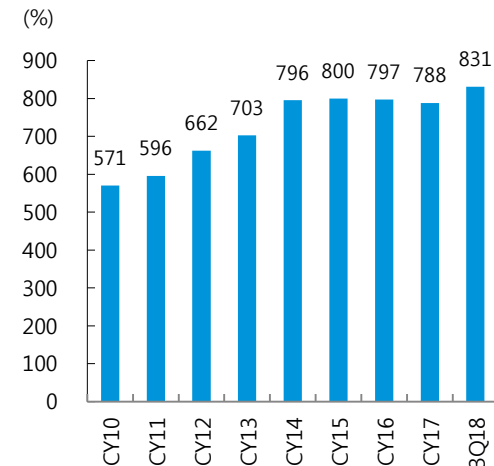
자료: KOFIA, 하이투자증권

그림47. 대형사의 총자산이 빠르게 증가



자료: KOFIA, 하이투자증권

그림48. 단순 레버리지비율(자산총계/자본총계) 상승

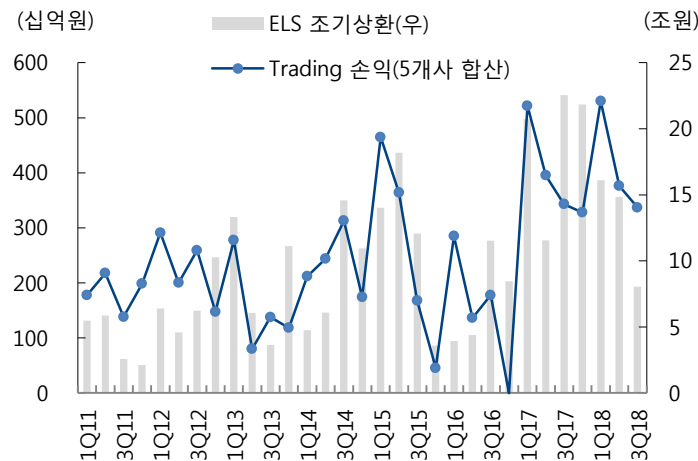


자료: KOFIA, 하이투자증권

## Trading 손익 결정 변수

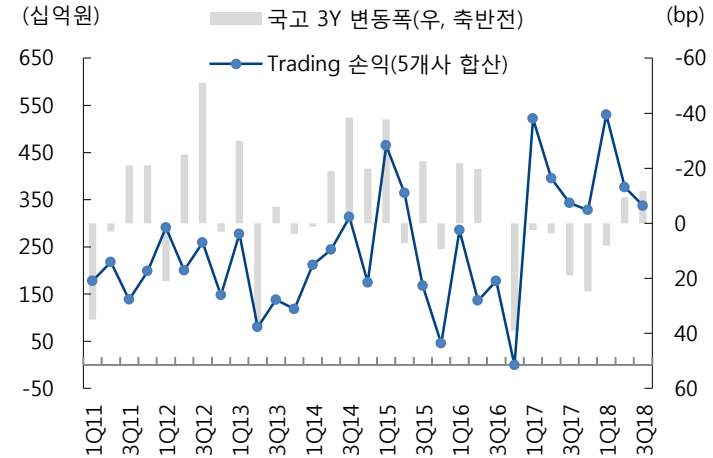
- Trading 손익에 영향을 미치는 변수로는 1) 금리, 2) ELS/DLS 조기상환, 3) 파생결합증권 운용손익, 4) PI 투자 성과 등이 있음
- 2019년 1~3년 금리는 큰 변화가 없겠지만 부진한 경기의 영향으로 장기채권 금리는 하락할 것으로 전망됨
- ELS 조기상환의 경우 기초자산에 포함된 각국의 주요 지수 흐름이 중요함. 2018년 3분기 주요국 지수의 큰 폭 하락의 영향과 ELS 발행량 감소의 영향으로 ELS 조기상환 회복은 지연 전망
- PI 투자성과의 경우 변동성이 크다는 점을 감안할 때 여유로운 NCR을 이용하여 위험자산의 비중을 확대하는 방법이 남아있음

그림50. ELS 조기상환과 Trading 손익



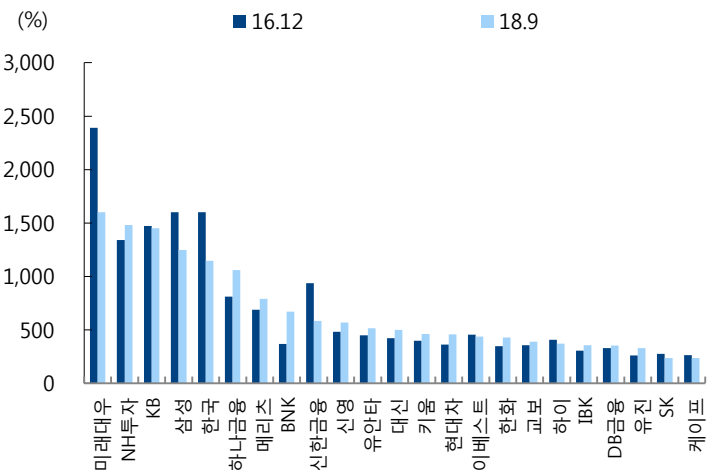
주: 삼성/미래대우/NH/한국/키움 합산  
자료: 각 사, 예탁결제원, 하이투자증권

그림49. 금리와 Trading 손익



주: 삼성/미래대우/NH/한국/키움 합산  
자료: 각 사, BOK, 하이투자증권

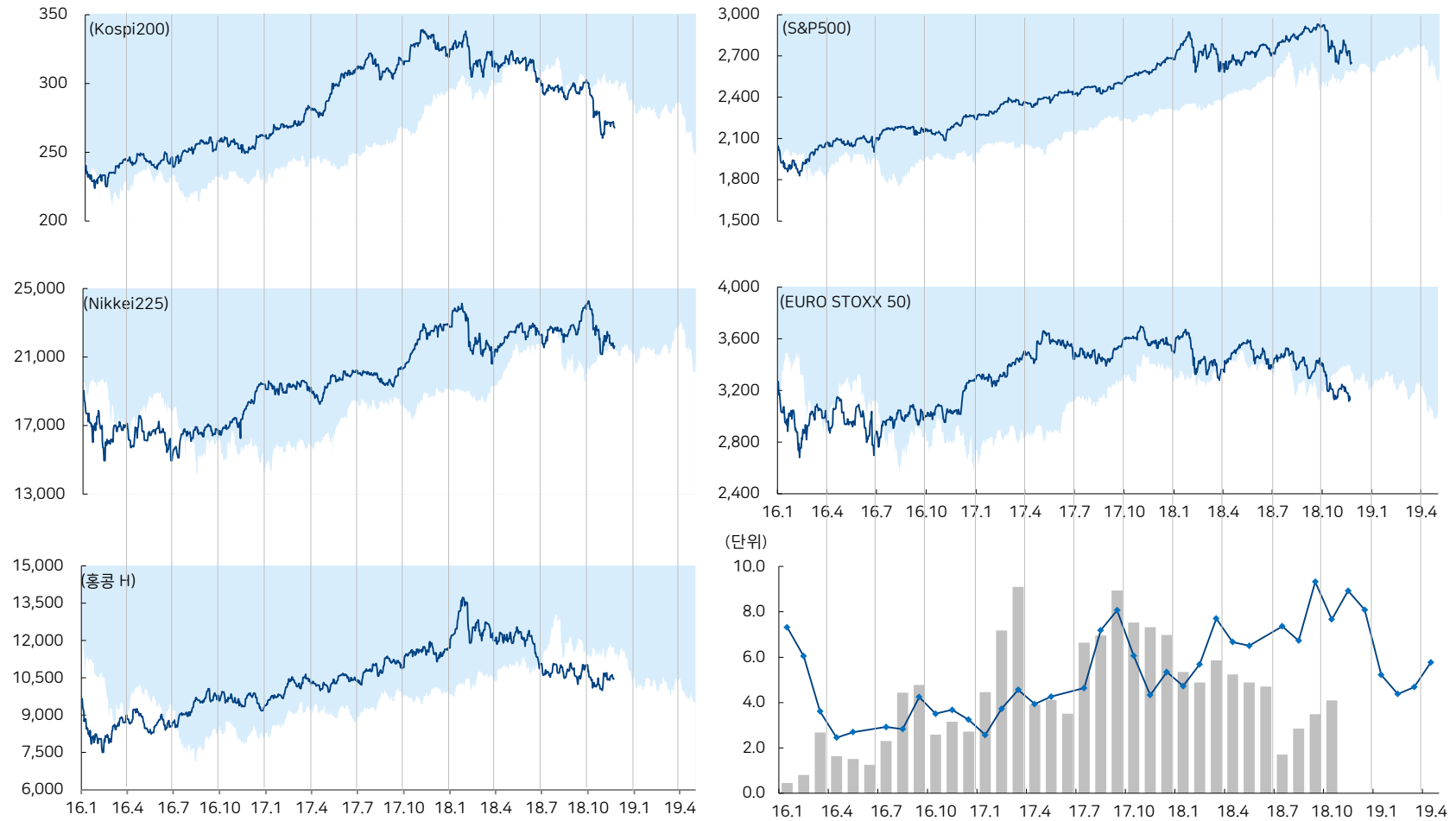
그림51. 증권사별 NCR 추이



자료: FISIS, 하이투자증권

## 2018년 3분기 ELS 발행량 감소와 주요국 지수 하락의 영향으로 ELS 조기상환 회복은 지연 전망

그림52. 지수형 ELS의 조기상환 조건, 주요국 지수의 부진으로 조기상환 조건 미충족, 2019년 1~2분기는 조기상환 대상 물건 감소

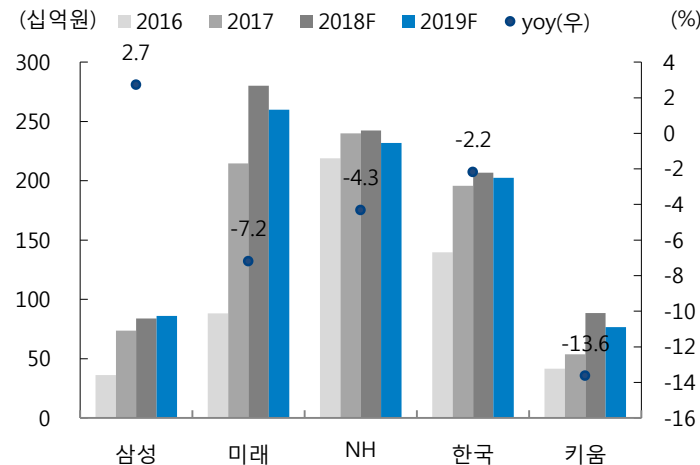


자료: 예탁결제원, Quantiwise, 하이투자증권

## 2019년 IB 수수료 수익은 감소하고 Trading 손익은 증가할 것으로 전망됨

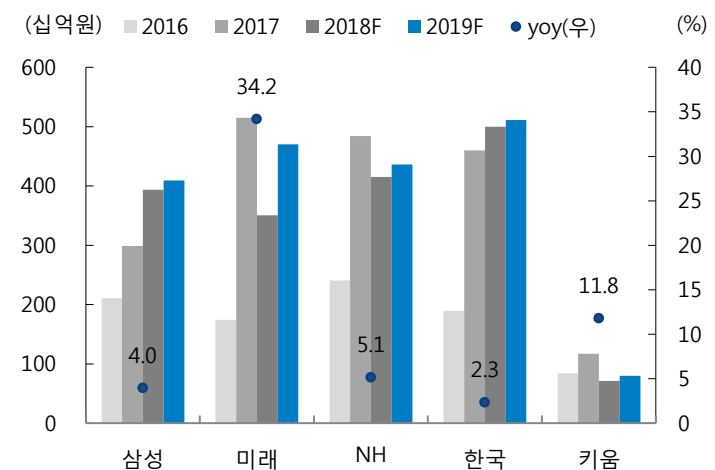
- IB 수수료 수익: 대형증권사들의 비전통적 인수주선 수수료의 증가에도 불구하고 1) 부진한 주식시장 전망에 따라 IPO 및 유상증자 등의 전통형 ECM IB deal이 감소할 것으로 예상되며 2) 국내 부동산 관리 deal이 감소할 것으로 예상되기 때문임. 해외부동산 관련 deal 또 한 경쟁 심화로 수수료율 하락은 불가피 할 것으로 전망됨
- Trading 손익: 총자산(순자산 × 레버리지 비율) 증가에 따라 Trading 손익은 증가할 것으로 전망됨. 다만 자본 확충이 2018년 마무리되었고 Trading 자산 포트폴리오의 큰 변화가 없을 것으로 예상되어 기본적인 증가율은 낮을 것으로 전망됨.  
Trading 손익에 영향을 미치는 1) 금리, 2) ELS 조기상환, 3) PI 성과가 있으며 금리는 3년 물 중심으로 약세 기조를 예상하고 있으며 ELS 조기상환 역시 2019년 상반기까지는 정상화되기 어려울 것으로 전망함. PI 성과는 예측하기 어렵지만 주식시장의 빠른 회복을 기대하고 있지 않아 높은 성과를 기대하고 있지 않음

그림53. 2019년 IB 수수료 수익은 2018년대비 5.0% 감소할 것으로 전망



자료: 각 사, 하이투자증권

그림54. 2019년 Trading 손익은 2018년대비 10.2% 증가할 것으로 전망



자료: 각 사, 하이투자증권

## Risk 관리 능력이 차별화 포인트

---

증권사의 수익구조 변화 Re-view/ #4

IB 수익 증가의 원인 및 전망/ #8

Trading 손익 증가의 원인 및 전망/ #16

실적 전망에 반영된 기타 수익원 전망/ #22

2019년 실적 전망 및 투자전략/ #27

우호적인 정책 변화가 사업의 Scope 확장/ #34

## 2019년 일평균거래대금 9.0조원 전망

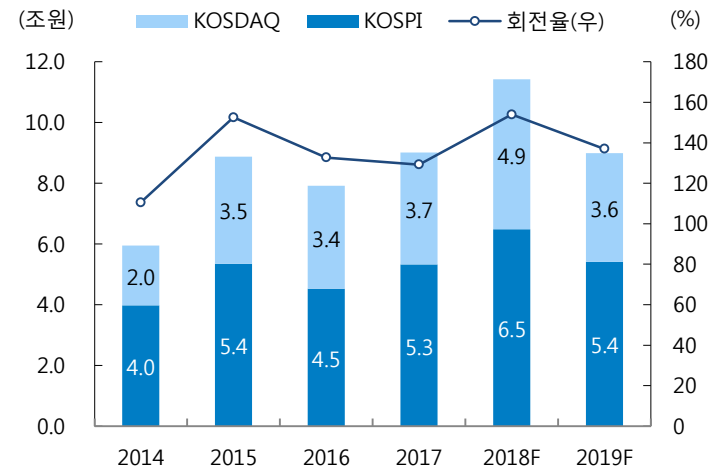
- 2019년 일평균거래대금은 2018년(11.4조원) 대비 21.3% 감소한 9.0조원을 전망함
- 경기에 대한 불확실성과 금리 상승에 따른 위험자산 선호 축소 영향이 반영될 것으로 예상되기 때문임
- 2018년은 회전율이 높은 바이오 관련 주식들의 시가총액 상승으로 거래대금이 큰 폭으로 증가하였고 기술주들에 대한 관심이 증가하였던 구간이었다고 판단

그림56. KOSPI/KOSDAQ 일평균거래대금 전망 matrix

회전율	KOSPI지수(pt)				
	2,200	2,100	2,000	1,900	1,800
105	6.2	5.9	5.6	5.3	5.1
99	5.8	5.6	5.3	5.0	4.8
93	5.5	5.2	5.0	4.7	4.5
87	5.1	4.9	4.6	4.4	4.2
80	4.7	4.5	4.3	4.1	3.9
회전율	KOSDAQ지수(pt)				
	750	700	650	600	550
570	5.6	5.2	4.8	4.4	4.1
510	5.0	4.6	4.3	4.0	3.6
450	4.4	4.1	3.8	3.5	3.2
390	3.8	3.6	3.3	3.0	2.8
330	3.2	3.0	2.8	2.6	2.4

자료: 하이투자증권

그림55. 일평균거래대금 전망



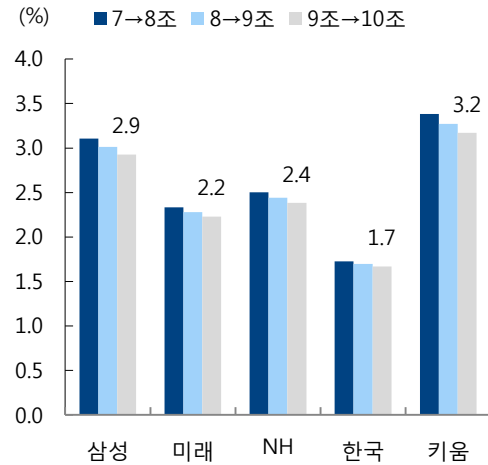
자료: KRX, 하이투자증권

그림57. 하이투자증권 유니버스 증권사 약정점유율 및 평균수수료율 전망

		2017	2018F	2019F
약정점유율(%)	삼성증권	6.0	6.1	6.2
	미래대우	12.6	12.8	13.0
	NH투자	6.0	6.3	6.3
	한국투자	5.8	5.4	5.5
	키움증권	16.5	17.3	16.9
		2017	2018F	2019F
평균수수료율(bp)	삼성증권	11.4	9.8	9.4
	미래대우	6.2	5.6	5.4
	NH투자	10.7	9.4	9.3
	한국투자	8.0	7.4	7.4
	키움증권	1.8	1.8	1.8

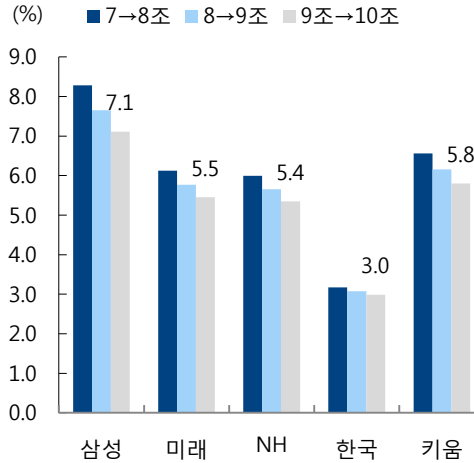
자료: 각 사, 하이투자증권

그림58. 거래대금 변동에 따른 순영업수익 변화(2017)



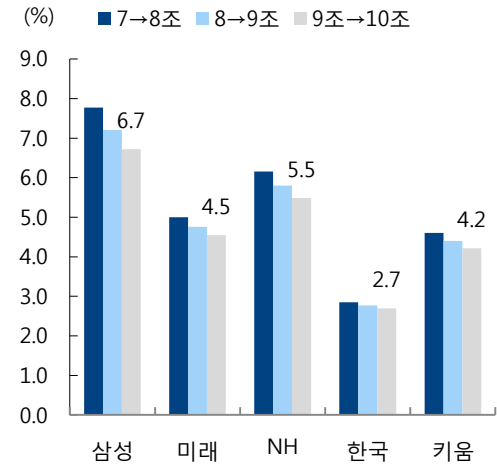
자료: 각 사, 하이투자증권

그림59. 거래대금 변동에 따른 세전이익 변화(2017)



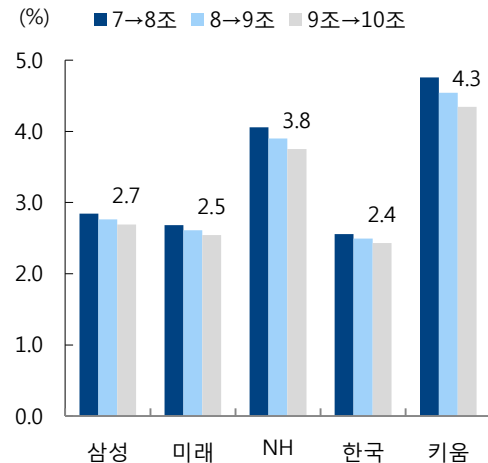
자료: 각 사, 하이투자증권

그림60. 거래대금 변동에 따른 연결순이익 변화(2017)



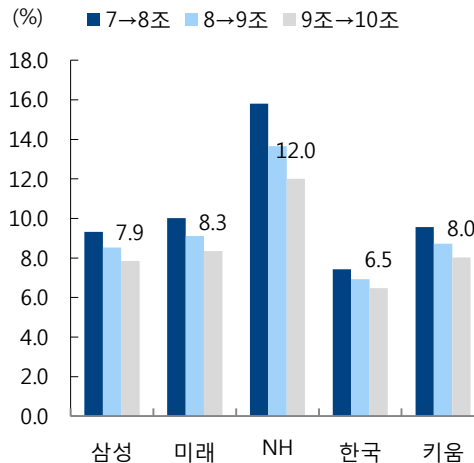
자료: 각 사, 하이투자증권

그림61. 거래대금 변동에 따른 순영업수익 변화(2011)



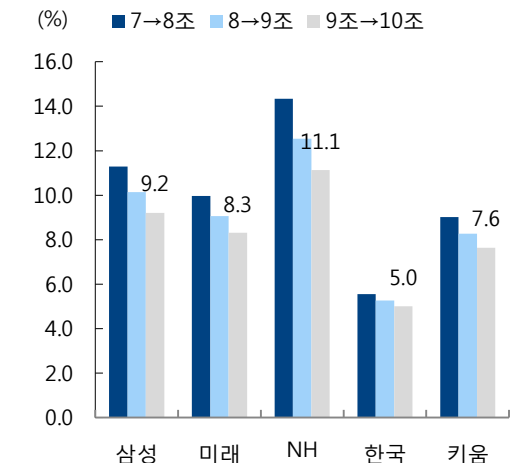
자료: 각 사, 하이투자증권

그림62. 거래대금 변동에 따른 세전이익 변화(2011)



자료: 각 사, 하이투자증권

그림63. 거래대금 변동에 따른 연결순이익 변화(2011)



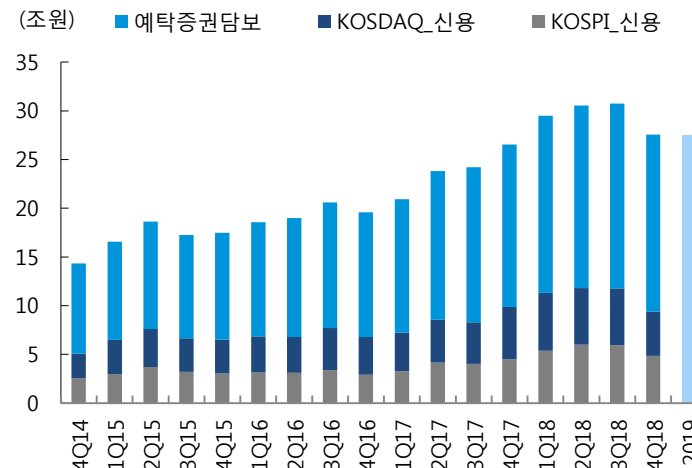
자료: 각 사, 하이투자증권



## Brokerage 관련 이자 수익 4.1% 감소 전망

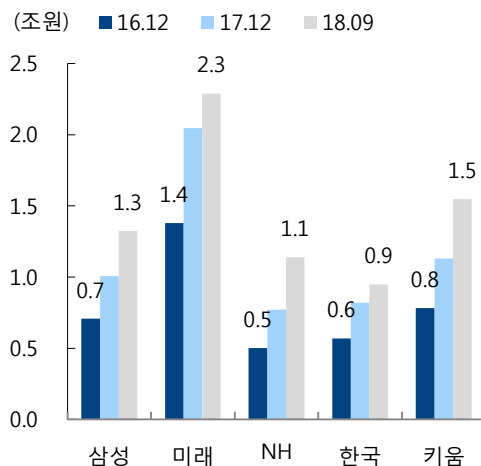
- 신용융자대출과 예탁증권대출은 2018년 크게 증가하였음
- 대북관련주/바이오 등 개인들의 매매비중이 높은 업종의 변동성이 확대되었고 투자자의 위험 선호 증가와 일부 증권사의 신용 한도 증가(무료수수료 정책/신용 프로모션 진행)가 맞물리며 진행되었음
- 시장 변동성 확대에도 예탁증권담보 대출은 안정적으로 증가하고 있으며 신용잔고 역시 4분기 주식시장 변동성 확대를 감안할 때 견조한 상황이라고 판단됨
- Brokerage 관련 대출 잔고가 감소하겠지만 그 폭은 제한적일 것으로 판단됨

그림64. 신용융자잔고 및 예탁증권담보 대출 잔고 추이 및 전망



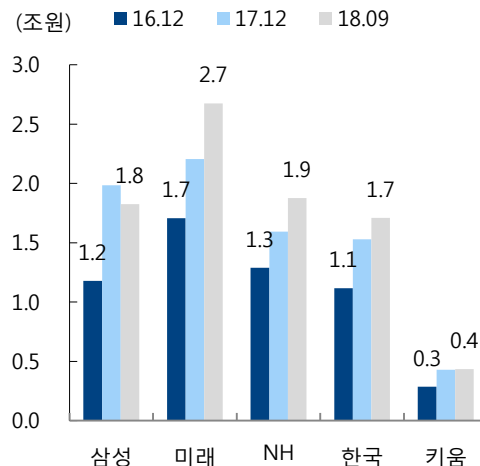
자료: 각 사, 하이투자증권

그림65. 각 사별 신용융자대출 잔고 추이



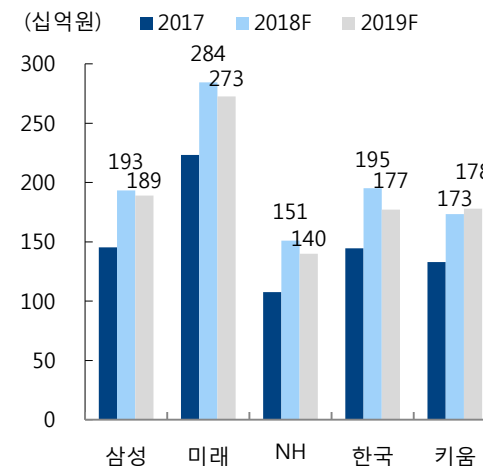
자료: 각 사, 하이투자증권

그림66. 각 사별 예탁증권 담보대출 잔고 추이



자료: 각 사, 하이투자증권

그림67. Brokerage 관련 이자수익 전망

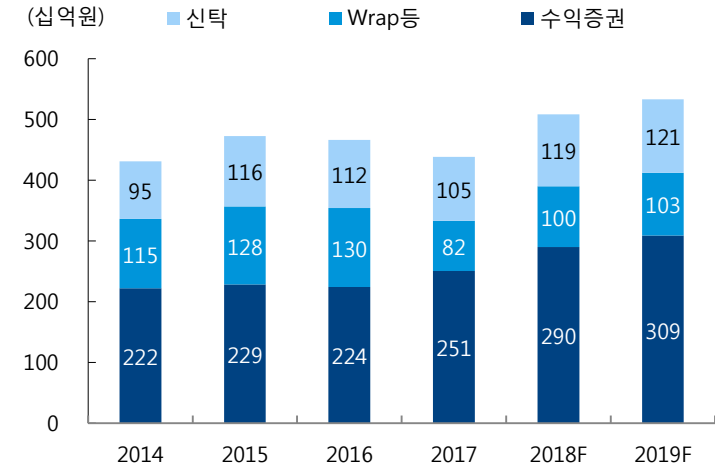


자료: 각 사, 하이투자증권

## WM수수료 수익은 4.6% 증가 전망

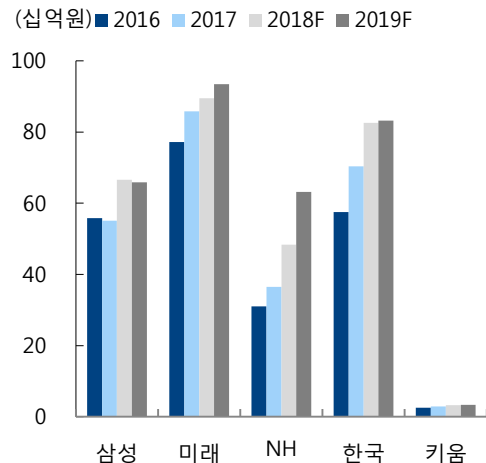
- 2005 ~ 2007년 펀드, 2010년 Wrap 으로 자금이 쏠린 이후 특별한 히트 상품 없이 자산관리 수수료 수익은 정체국면에 있었음
- 하지만 대형증권사의 IB deal 확대 및 부동산 관련 유동화 증권 공급이 증가하며 자산관리 수수료 수익이 2018년 큰 폭으로 증가하였음
- 공모상품의 매력은 여전히 낮은 상황이지만 부동산 선순위대출 및 부동산 펀드 등 In-house 상품의 수요가 증가하고 있음
- 2019년 WM 수수료 수익은 In-house 상품 공급 능력에 따라 차별화될 것으로 예상되며 그 근간은 IB 부분의 deal sourcing 능력임

그림68. WM 수익 추이 및 전망(유니버스 5개사 합산)



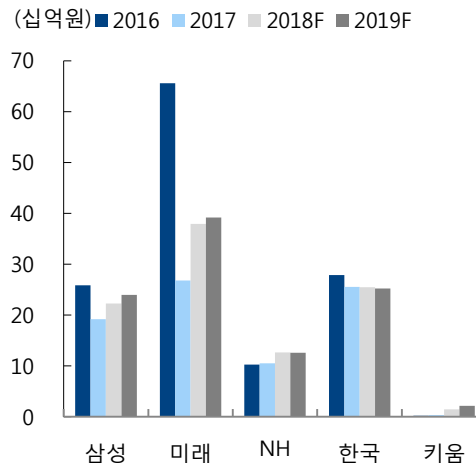
자료: 각 사, 하이투자증권

그림69. 수익증권 판매수수료+보수 추이 및 전망



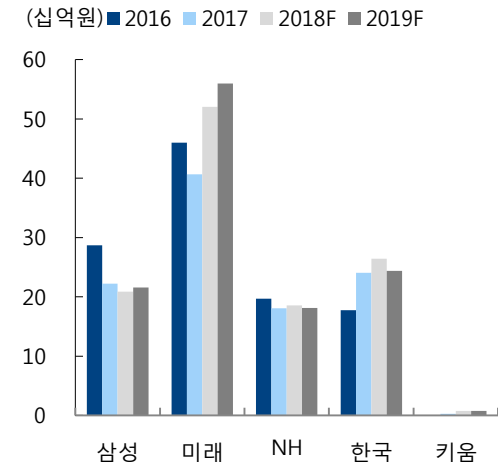
자료: 각 사, 하이투자증권

그림70. Wrap등 보수 추이 및 전망



자료: 각 사, 하이투자증권

그림71. 신탁 수수료 추이 및 전망



자료: 각 사, 하이투자증권

## Risk 관리 능력이 차별화 포인트

---

증권사의 수익구조 변화 Re-view/ #4

IB 수익 증가의 원인 및 전망/ #8

Trading 손익 증가의 원인 및 전망/ #16

실적 전망에 반영된 기타 수익원 전망/ #22

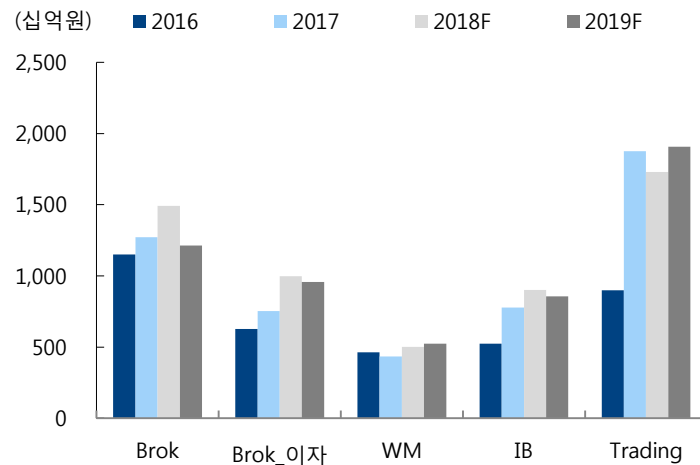
2019년 실적 전망 및 투자전략/ #27

우호적인 정책 변화가 사업의 Scope 확장/ #34

## 2019년 연결순이익 2조 345억원, yoy -7.5%

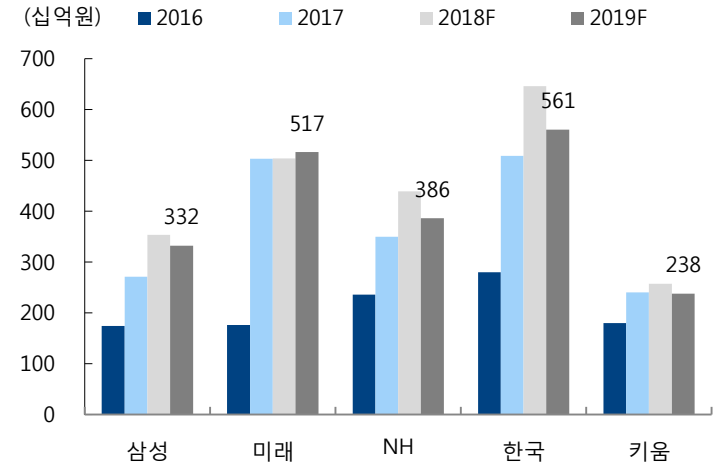
- Brokerage 수수료 수익 -18.7%, 이자수익 -4.1%
- WM 수수료 수익 +4.6%, IB 수수료 수익 -5.0%
- Trading 손익 +10.2%, 판관비 +5.1%
- ROE: 2017년 9.0%, 2018년 9.4%, 2019년 8.1% 전망
- 시장 변수(거래대금, ELS 조기상환 등) 악화가 예상됨에 따라 IB 및 Trading 손익의 중요성이 더 확대될 것임
- 남은 것은 IB 및 Trading으로 파생된 Risk에 대한 관리 능력 이 차별화 포인트로 작용할 것으로 전망됨

그림73. 주요 수익원별 이익 전망(유니버스 5개사 합산 기준)



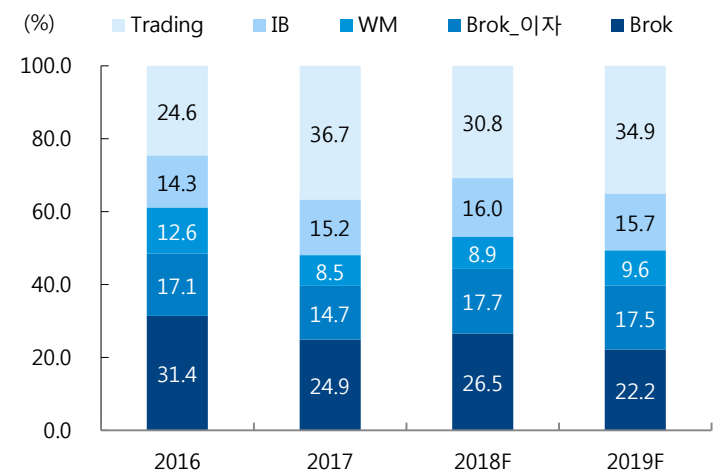
주: 삼성/미래대우/NH/한국/키움 합산  
자료: 각 사, 하이투자증권

그림72. 2019년 유니버스 증권사 연결 순이익 전망



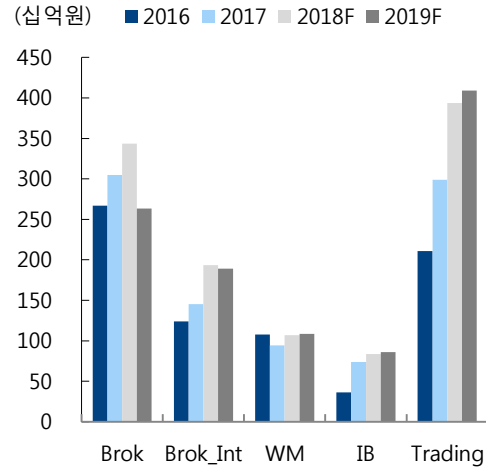
자료: 각 사, 하이투자증권

그림74. 주요 수익원의 순영업수익대 비중 추이(유니버스 5개사 합산 기준)



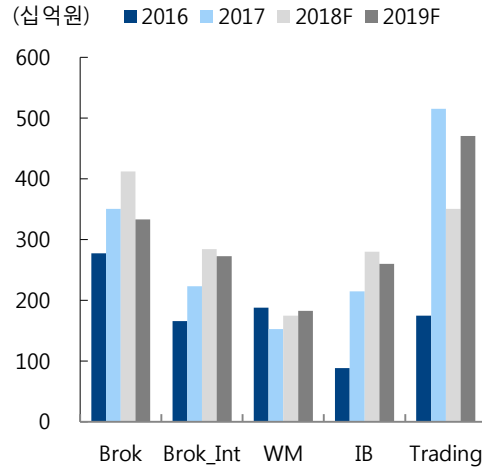
주: 삼성/미래대우/NH/한국/키움 합산  
자료: 각 사, 하이투자증권

그림75. 삼성증권: 주요 수익원별 이익 전망



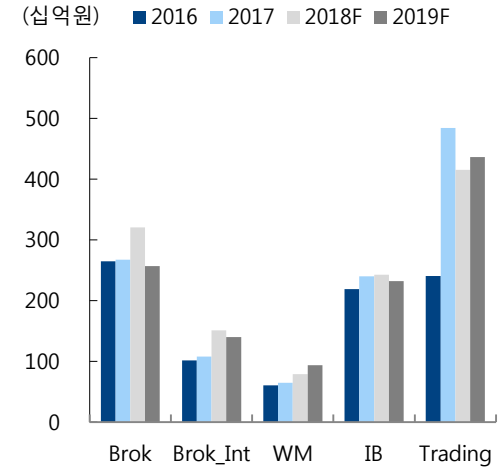
자료: 삼성증권, 하이투자증권

그림76. 미래대우: 주요 수익원별 이익 전망



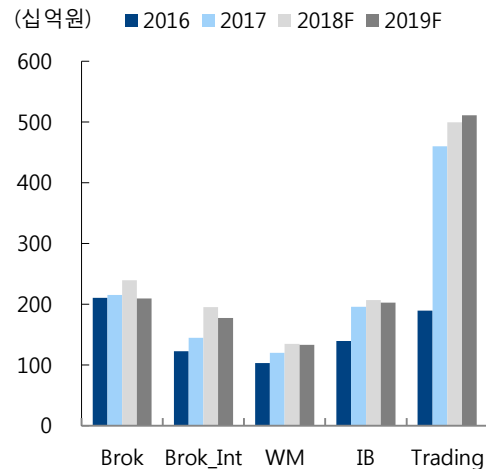
자료: 미래에셋대우, 하이투자증권

그림77. NH투자: 주요 수익원별 이익 전망



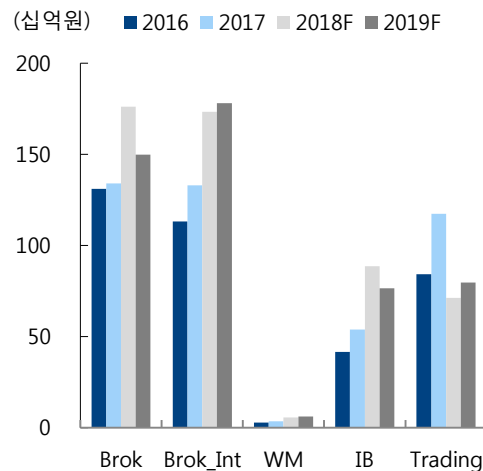
자료: NH투자증권, 하이투자증권

그림78. 한국투자: 주요 수익원별 이익 전망



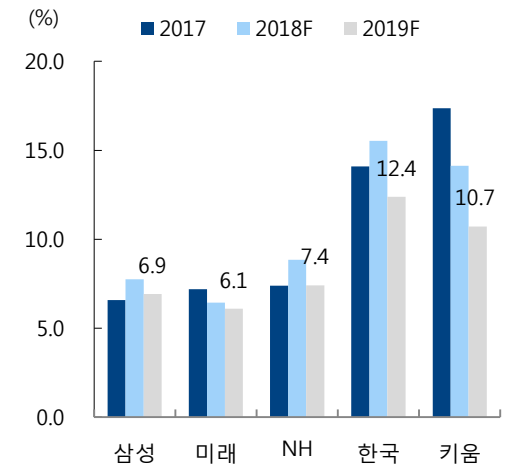
자료: 한국투자증권, 하이투자증권

그림79. 키움증권: 주요 수익원별 이익 전망



자료: 키움증권, 하이투자증권

그림80. 각 사별 ROE 전망



자료: 각 사, 하이투자증권

## 부동산 PF 채무보증, 해외부동산 Sell-Down, PI투자

### < 부동산 PF 채무보증, 해외 부동산 Sell-Down >

- 신용 Risk 보다는 유동성 Risk에 초점
- 부동산 PF에 대한 채무보증 이후 준공예정 시점이 되면 Exit. 하지만 1) 사업부진, 2) 분양성과 부진 등이 발생하면 리파이낸싱이 필요할 수 있으며 대출 확약 만기 연장 등이 발생할 수 있음. 또한 채무보증 조건에 따라 실물자산 취득 이후 매각이 필요할 수 있음. 이 경우 1) 대출 시행에 따른 유동성 Risk 가 발생할 수 있으며 2) 우발채무에 부실 사업장의 비중이 확대될 여지 있음
- 2014~2017년 분양시장 호조 구간에서 PF 개발사업 공급이 급증하였지만 2019 이후 PF 사업장이 만기가 도래하며 최근의 악화된 부동산 경기를 감안할 때 Risk의 현실화 여부 관찰이 필요한 시점임
- 해외부동산 매입 후 Sell-down의 경우 경쟁심화로 1) 수수료율이 하락하고 있으며 2) Swap rate가 악화된 상황에서 적절한 수익률을 확보하기 위해서는 안정성보다는 수익률에 집중해야 하는 상황 발생, 3) Sell-down 이후 펀드 재설정시 capital gain/loss에 노출될 수 있으며 reputation risk에 노출될 가능성 존재. 또한 4) Sell-down이 미진할 경우 유동성 Risk에 노출될 여지 존재

### <PI 투자>

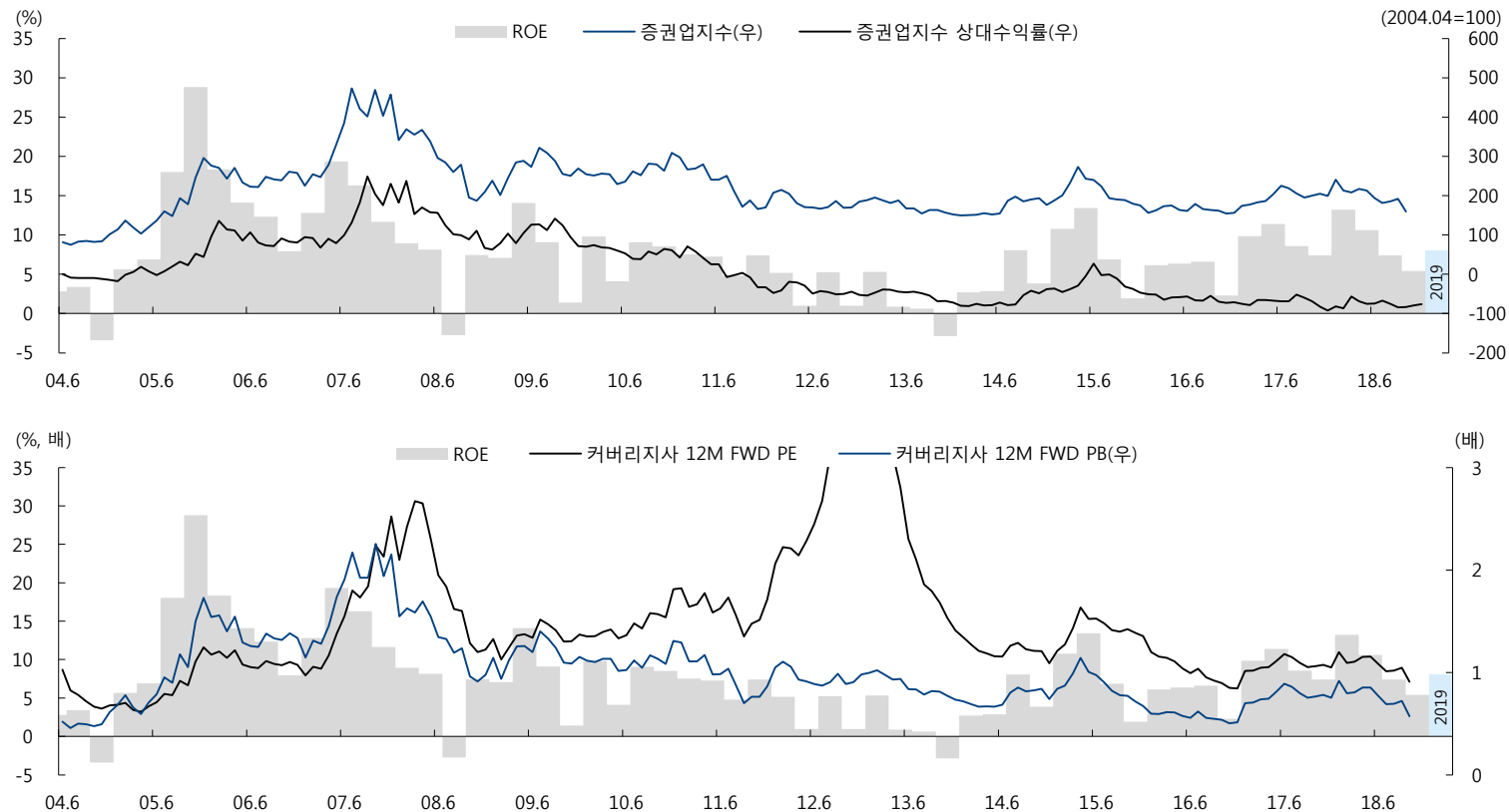
- 자기계산을 통해 채권, 주식, 부동산펀드 등에 직접 투자하는 것을 의미. 증가된 자본의 효율성 제고를 위해 적절한 투자는 필요
- 2018년 3분기에 확인되었듯이 시장의 변동성이 확대될 경우 PI 투자성과의 변동성 역시 확대될 여지가 높음

국내 증권사의 경우 현재까지는 적절한 Risk 관리가 이루어지고 있다고 판단됨. 다만 중소형 중심으로 유동성 갭(3개월 만기 유동성자산-부채)대비 부동산 익스포저가 많은 경우가 존재하며 부동산 경기 둔화(정책/금리)가 예상되며 Risk 점검이 필요한 상황임. 대형사 역시 부동산에 집중된 IB를 감안할 때 Risk 관리의 중요성이 확대될 것으로 판단됨

## 2019년 증권사 ROE 하락 전망

- 2019년 유니버스 증권사의 합산 ROE는 8.1%로 예상됨. 2017년 9.0%, 2018년 9.4%대비 낮은 수준임
- 증권사의 multiple 결정 요인은 1) ROE와 2) 신수익원 등장(자금의 이동)임. ROE 하락은 기본적으로 증권사의 multiple 하락으로 연결될 수 밖에 없다고 판단됨. 다만 2018년 ROE가 2018년 3~4분기 대비 높은 수준이라는 점에서 주가의 하방 경직성은 유지될 수 있다고 판단되며 신사업(부동산 신탁, 비상장기업 투자 활성화)의 성공적인 안착 여부가 Valuation 변화 요인으로 작용할 수 있음

그림81. 증권업지수의 절대 및 상대 수익률은 ROE에 의해 결정



자료: Quanti wise, 하이투자증권

## ROE 하락을 반영하여 목표주가 하향, 다만 증권업종의 주가는 시장 불확실성을 충분히 반영

- 증권사 목표주가 산출을 위한  $K_e$ 를 직전대비 0.5% 상향함. 주식시장의 변동성이 확대되며  $K_e$ 가 상승할 것으로 예상되기 때문
- 2019년 시장지표 및 IB 및 Trading 실적 조정을 반영하고  $K_e$  상승에 따라 Target multiple을 하향하였으며 목표주가를 2.4~13.2% 하향하였음. 높은  $\beta$ 를 보유한 증권업종의 특성상 주식시장 변동성 확대에 따라 주가가 빠르게 하락하였으며 상승여력 기준으로 투자의견을 Buy로 유지함
- 다만 IB 부분의 이익 성장이 상당부분 부동산에 기인한다는 점에서 이익 성장의 모멘텀이 둔화될 수 있으며 이는 multiple 상승에 제약요건이 될 것으로 판단됨
- 2017년 이후 상승한 IB 및 Trading 이익 기여도를 감안할 때 현재 증권업종 주가는 충분히 매력적인 상황으로 판단됨. 일평균거래대금이 우리 전망치를 하회한다 하여도 이익에 미치는 영향은 과거 대비 축소된 상황이기 때문에 실적 조정은 제한적일 것으로 판단됨

표1. 유니버스 증권사의 투자의견 및 목표주가 산출 근거

	삼성증권	미래대우	NH투자	한국금융	키움증권
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가(원)	40,000	8,000	16,000	97,000	101,500
목표주가 P/B(배)	0.7	0.7	0.9	1.3	1.1
목표주가 P/E(배)	10.7	10.8	12.4	10.1	11.1
상승여력(%)	37.2	16.6	15.5	45.4	25.9
현재주가(원, 18.11.27)	29,150	6,860	13,850	66,700	80,600
Target P/B(배)	0.7	0.7	0.9	1.3	1.1
2019년 BPS(원)	54,951	12,401	17,784	78,837	92,426
Sustainable RoE(%)	6.9	6.1	7.4	12.1	10.3
$K_e$ (%)	8.5	9.5	8.5	9.5	9.5
2019년 EPS(원)	3,723	740	1,291	9,602	9,110
기존 투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
기존 목표주가(원)	41,000	8,500	16,800	107,000	117,000
변동 폭(%)	-2.4	-5.9	-4.8	-9.3	-13.2

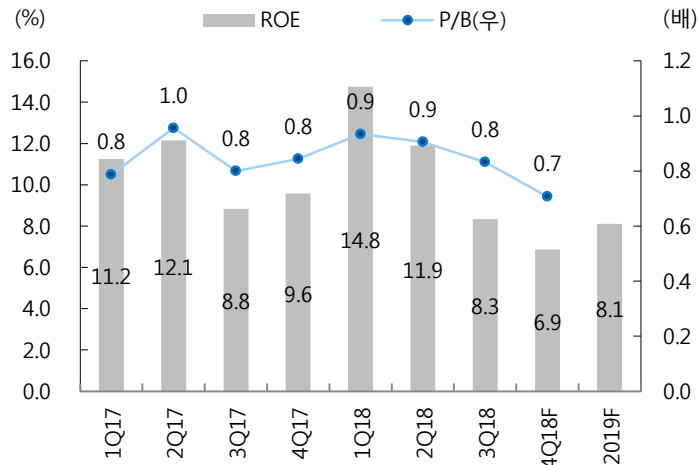
자료: 각 사, 하이투자증권



## 투자의견 비중확대 유지, 다만 선별적 투자 권유: 최선호 종목 한국금융지주, NH투자증권

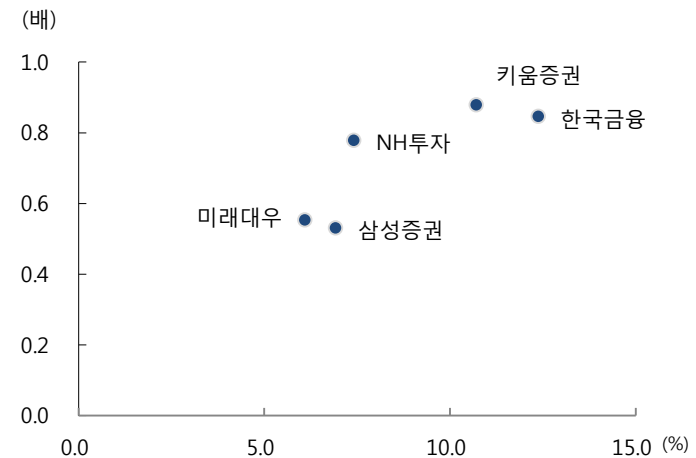
- 유니버스 증권사의 평균 P/B는 0.71배로 직전 2년 동안 가장 낮은 수준에 머물고 있음. 2018년 누계 실적 기준으로는 매우 저평가된 상태로 평가할 수 있음. 하지만 2018년 10월 이후 주가 하락의 영향으로 4분기 실적이 부진할 것으로 예상되며 이를 현 주가가 반영한 상황으로 판단. 보수적인 시장전망 하에서 2019년 ROE는 8.1%로 전망되며 현주가 대비 상승 여력은 존재한다고 생각함
- 증권업종 최선호 종목은 한국금융지주와 NH투자증권을 유지함. 2018년 호실적으로 인하여 2019년 이익 감소폭이 상대적으로 크지만 이는 기저효과에 기인하며 최근 주가하락으로 이런 부분이 충분히 반영되었다는 점을 감안해야 한다고 생각함. 또한 증권사의 업무영역 확대가 지속되고 있다는 점과 발행어음을 통해 추가 레버리지를 확보할 수 있다는 점에서 IB 및 Trading 손익의 중기적 성장 흐름이 현실화될 가능성이 높다고 판단함
- 삼성증권의 경우 2019년 1월 27일 제재가 마무리될 예정이며 이후 IB 부분의 확장 속도를 점검하며 동사 목표주가 산출시 적용한 할인율 10%의 축소 여부를 검토할 예정임

그림82. 유니버스 증권사 평균 P/B와 ROE



주: 유니버스 증권 5개사 평균 기준  
자료: 각 사, 하이투자증권

그림 83. P/B-ROE matrix



자료: 각 사, 하이투자증권

## Risk 관리 능력이 차별화 포인트

---

증권사의 수익구조 변화 Re-view/ #4

IB 수익 증가의 원인 및 전망/ #8

Trading 손익 증가의 원인 및 전망/ #16

실적 전망에 반영된 기타 수익원 전망/ #22

2019년 실적 전망 및 투자전략/ #27

우호적인 정책 변화가 사업의 Scope 확장/ #34

증권사  
업무영역의  
깊이 확대

- 
- ▶ 레버리지 비율 및 신용공여 규제에서 비상장기업 투/융자를 제외하고 별도의 한도를 부여
  - ▶ 새로운 NCR 지표 적용으로 만기 1년 이상인 대출채권을 영업용순자본에서 차감하지 않고 신용위험액에 반영
  - ▶ 대출자산의 신용등급에 따라 채권액의 일부만 영업용순자본에서 차감하여 건전성 부담 완화
  - ▶ 기업 신용공여를 여타 신용공여와 합산하지 않고 별도로 자기자본의 100%로 확대 추진
  - ▶ 종합금융투자사업자의 신용공여 한도 규제 완화, 인수/주선/M&A/PF 관련 만기 1년 이내의 신용공여는 한도 산정시 제외
  - ▶ NCR 산출 방식 변경: 자본규모가 NCR의 절대규모를 결정하도록 변경  
3개월 이상 기업 대출의 경우 영업용순자본에서 전액 차감 → 1년 이내 대출의 경우 위험값을 적용하여 위험액에 반영, M&A/IPO는 잔존만기 무관
  - ▶ 종합금융투자사업자의 기업신용공여 범위를 대출, 지급보증, 어음할인으로 지정
  - ▶ PF 대출의 만기 제한 3개월 폐지
  - ▶ 중개/주선 허용 대상을 증권업에 무관한 유가증권/대출채권으로 확대
  - ▶ IB부서에서 PF자문, PF주선투자는 IB/PI부서 모두 수행
  - ▶ 지급보증업무 허용
  - ▶ 기업금융 및 3개월 만기 PF 대출 업무 허용
  - ▶ 비상장기업 투자전문 회사 (BDC)
  - ▶ 비상장주식에 대한 내부주문집행
  - ▶ 다자간 비상장주식 매매중개
  - ▶ 사모펀드 운용
  - ▶ 기업금융업무, PF관련 대출 업무
  - ▶ 발행어음, IMA, 일반 외국환업무
  - ▶ 비상장기업에 대한 출자, 그 밖의 자금지원 업무
  - ▶ 기업인수목적회사 (SPAC) 제도
  - ▶ 중소기업 전문 증권회사
  - ▶ 기업 신용공여: 대출, 지급보증, 어음할인
  - ▶ CMA/ELS/DLS 취급 허용
  - ▶ 부동산 신탁업 신규 인가

증권사의 업무영역 확대

표2. 증권사 업무영역 변화

시기	주요제도	세부내용
2003.02	ELS/CMA	- CMA 도입, 장외파생금융상품업 경영인가를 받은 증권사에 주가지수연계증권 발행을 허용
2005.12	증권회사 신탁업 경영 인가	- 신탁업 인가를 받은 증권회사는 금전·유가증권·금전채권·부동산 등에 관한 신탁업무와 보호예수·부동산매매중개·재산에 관한 유언 집행·재산 취득 및 관리 등에 관한 대리사무 등 부수업무를 영위할 수 있게 됨 - 국토농신한, 대신, 대우, 중앙종합금융, 미래에셋, 삼성, 우리투자, 한국투자, 현대증권 등 9개 증권회사의 신탁업 영위 인가 의결
2009.09	자본시장법	- 증권사의 지급보증업무 허용 - 대출의 중개·주선업무(직접대출은 취급 불가) 허용 - 실시간 자금이체 업무 허용: 자금이체, 결제, 및 공공단체 대금 수납서비스 제공 - 기업금융업무(자금조달과 소요시점 불일치 해소), 그 밖에 3개월 이내의 PF관련 대출업무 허용 - 퇴직연금 수급권 담보대출 허용 - 신용카드(CMA연계카드) 모집대행업무 허용 - 증권에 대한 대차거래와 그 중개, 주선 또는 대리업무로 확대(유가증권에서 증권으로 범위 확대) - 대출채권의 매매 및 그와 관련된 거래와 그 중개, 주선 또는 대리업무로 확대(증권업에 관련된 대출채권→제한 폐지) - 기업인수목적회사(SPAC) 제도 도입. SPAC에 대한 IPO 인수업무, M&A 자문업무, 직접투자(PI) 등을 수행
2011.09	자본시장법 개정	헤지펀드 도입방안 - 헤지펀드 가입자 범위 확대(금융회사 연가금에 5억원 이상 투자하는 개인을 추가) - 구조조정기업에 대한 의무 투자비율(50%이상) 폐지, 금전차입한도를 300% → 400%, 파생상품 매매에 따른 위험평가액이 펀드 자산의 100% → 400% 상향
2012.02	자본시장법 개정	기업금융부서에서 투자은행업무와 관련된 업무 허용: - 비상장기업에 대한 출자, 그 밖의 자금지원업무 - 상장주식에 대한 대량매매 업무 - 주주배정 방식의 신주배정시 발행되는 신주인수권증서의 매매·중개 업무 - IB부서에서 PF자문 업무 담당 - PF주선·투자는 IB/고유재산운용(PI) 중 어느 쪽 부서에서도 수행 가능 - PB업무 활성화를 위해 신탁업, 자문·일임업, 일부 매매·중개업 간 통합운영을 허용 - PEF의 투자목적회사(SPC)를 통한 금전차입 한도를 200%→300%로 확대하여 운용의 자율성 제고 - PEF가 외국기업 투자시 환해지 파생투자를 허용 - 신탁업을 겸영하는 딜러형 RP중개자(증권금융)에게는 수탁펀드와의 거래를 예외적으로 허용 - SPAC과 합병하는 비상장법인의 기업가치평가를 SPAC과 비상장법인 간의 협의로 정할 수 있도록 함
2013.01	종합금융투자사업자 지정	- 5개 증권회사에 대해 종합금융투자사업자 지정: 대우, 우리, 삼성, 한국, 현대 - 기업에 대한 신용공여, 전담 중개업무 허용
2013.05	증권사 영업활력 제고방안	- 전문분야별 역량강화를 위한 특화 증권사 신설 또는 분사(Spin-off)를 허용, 영업실적이 미미한 업무는 일정 경과기간(1년)을 인가 폐지를 유도 - 위험관리능력 심사 등을 거쳐 신규 취급을 희망하는 경우 장외파생상품 취급을 제한 없이 허용

자료: 금감원, 금융위, 하이투자증권

표2. 증권사 업무영역 변화

시기	주요제도	세부내용
2013.08	자본시장법 개정	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 종합금융투자사업자로 지정받기 위한 자기자본 요건을 "3조원 이상"으로 설정</li> <li>- 투자은행이 전담중개업무(Prime Brokerage)를 제공할 수 있는 대상을 헤지펀드 외에 금융회사, 연기금, 외국 헤지펀드 등으로 확대</li> <li>- 투자은행의 기업 신용공여의 범위를 대출, 지급보증, 어음할인 등으로 정함</li> <li>- ATS도입, ATS의 최저 자기자본을 200억원으로 설정하고, 업무대상을 주권·증권예탁증권(DR)으로 정함</li> <li>- 조건부자본증권 도입, 조건부자본증권의 주식 전환사유, 전환효력 발생시점 등 발행에 관한 세부사항 마련</li> </ul>
2014.04	신NCR 도입	<ul style="list-style-type: none"> <li>- NCR산출방식을 총위험액 중심에서 영업용순자본 중심으로 변경: 자본금이 NCR의 절대수준을 결정하게 됨, 연결 NCR 도입</li> <li>- 구성요소 산정 합리화</li> <li>- 신용공여 관련: 3개월 이상 기업대출을 영업용순자본에서 전액 차감 → 1년 이내 기업대출의 경우 위험값을 적용하여 위험액에 반영, M&amp;A/IPO관련 대출은 잔존만기와 상관없이 위험액에 반영</li> <li>- 장내 자기매매 미수금 위험값 0%, 시장성 없는 주식에 대한 위험값 완화, 사모사채 및 B- 미만 등급의 일반채권 위험값 완화, 집합투자증권에 편입된 외환 위험값 완화</li> </ul>
2015.07	자본시장법 개정	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 사모펀드 활성화를 위한 제도 개선: 전문투자형(헤지펀드)과 경영참여형(PEF)으로 단순화</li> <li>- 분리형 BW 공모발행 허용</li> </ul>
2016.06	금융투자업자의 영업 자율성 제고	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 종합금융투자사업자의 신용공여에 대한 한도규제를 완화하여 지급보증, PF대출 등의 기업자금공급 기능 확충(인수, 주선, M&amp;A, PF와 관련하여 이루어지는 만기 1년 이내의 신용공여는 한도 산정시 제외)</li> <li>- 거래소에서 형성된 가격을 이용한 상장주식 장외 대량주문 매칭서비스를 종합금융투자사업자의 신규 업무로 추가</li> <li>- 프로젝트파이낸싱 대출의 만기 제한(3개월) 폐지</li> <li>- 공·사모 판단시 모든 전문투자자는 청약권유 합산 대상에서 제외(50인이상이면 공모)</li> <li>- ETF 시장 활성화: 펀드의 ETF 투자제한 완화(펀드가 ETF 증권 총수의 50%까지 투자 허용, 펀드의 자산총액의 100%까지 투자할 수 있는 펀드의 범위에 채권형 ETF 포함)</li> </ul>
2016.08	전문투자형 사모펀드 운용업 허용	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 5.12일 발표한 자산운용사 인가정책 개선방안에 따라, 증권회사에 대한 최초의 사모펀드 운용업무 허용</li> <li>- NH투자증권이 신청한 전문사모집합투자업 등록절차 완료</li> </ul>
2016.08	초대형 투자은행 육성방안	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 자기자본 4조원 이상 미 8조원 이상인 사업자에 대해 신규사업을 허용</li> <li>- 초대형 증권회사에 대한 단기금융업, 일반 외국환업무 등을 허용</li> <li>- 자기자본 8조원 이상 증권회사에 대해 종합금융투자계좌를 통한 자금조달 허용하고 부동산 담보신탁 허용</li> <li>- 대출자산의 신용등급에 따라 채권액의 일부분을 영업용순자본에서 차감하여 건전성 부담 완화</li> <li>- 기업 신용공여를 여타 신용공여와 합산하지 않고 별도로 자기자본 100%로 확대 추진</li> <li>- 종합금융투자사업자에게 다수 거래상대방에 대해 동시에 이루어지는 비상장주식의 매매·중개 업무를 허용</li> </ul>
2017.05	자본시장법 시행령 및 금융투자업규정 개정	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 모든 종합금융투자사업자에 비상장주식에 대한 내부주문집행을 허용</li> <li>- 새로운 NCR지표 적용. 만기1년 이상인 대출채권을 영업용순자본에서 차감하지 않고 신용위험액에 반영</li> </ul>
2017.11	초대형투자은행 지정	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 자기자본 4조원 이상인 미래에셋대우, NH투자증권, 한국투자증권, 삼성증권, KB증권을 초대형 투자은행으로 지정</li> <li>- 한국투자증권에 대해 단기금융업 인가. 이후 NH투자증권에 대한 단기금융업 인가</li> </ul>
2018.10	부동산신탁업 신규인가 추진방안	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 금융업 진입정책 추진체계 확립, 은행·보험·증권 전업권에 걸쳐 진입장벽 완화</li> </ul>
2018.11	자본시장 혁신과제	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 비상장기업 투자전문회사(BDC) 제도 도입</li> <li>- 증권회사가 레버리지비용 등 건전성규제 부담으로 비상장회사 투자에 어려움을 겪지 않도록 건전성 규제를 합리적으로 정비</li> <li>- 혁신기업 상장시 주관사가 최초 가격산정 및 신주 배정 등을 스스로 책임지고 할 수 있도록 주관사의 재량 확대</li> <li>- 중소기업 전문 증권회사 진입 완화: 자본금 5억원으로 완화, 등록으로 진입 가능, NCR등의 건전성규제를 면제</li> <li>- 인가를 통해 시장에 진입한 증권사의 금융투자업 업무추가는 등록 등 간소한 절차로 허용하여 신사업 적시 추진 가능</li> </ul>

자료: 금감원, 금융위, 하이투자증권

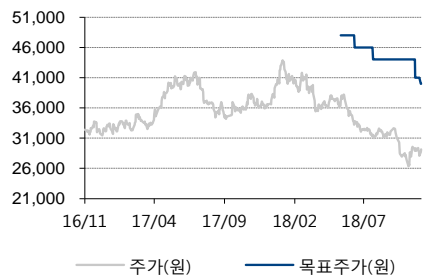
표3. 하이투자증권 유니버스 증권사 Valuation table

		삼성증권 016360	미래에셋대우 006800	NH투자증권 005940	한국금융지주 071050	키움증권 039490	증권계
투자의견		매수 Buy	매수 Buy	매수 Buy	매수 Buy	매수 Buy	비중확대 Overweight
목표 PBR		0.8	0.7	0.9	1.3	1.2	0.9
목표 PER		10.1	11.1	10.9	8.8	10.0	11.2
목표가 (6개월)		40,000	8,000	16,000	97,000	101,500	
목표시가총액 (6개월, 십억원)		3,572	5,267	4,503	5,405	2,243	20,990
상승여력 (6개월, %)		37.2	16.6	15.5	45.4	25.9	27.1
현재가 (20181127)		29,150	6,860	13,850	66,700	80,600	
시가총액(십억원)		2,603	4,516	3,898	3,717	1,781	16,515
/총자산 (%)		6.67	4.20	7.71	6.10	10.53	6.00
PBR (배)	2017A	0.74	0.71	0.86	1.05	1.27	0.87
	2018F	0.55	0.58	0.81	0.87	0.97	0.67
	2019F	0.53	0.55	0.78	0.85	0.88	0.64
PER (배)	2017A	12.0	10.3	11.9	7.9	8.1	10.2
	2018F	7.4	9.5	9.4	6.0	7.9	7.5
	2019F	7.8	9.3	10.7	6.9	8.6	8.1
ROE (%)	2017A	6.6	7.2	7.4	14.1	17.4	9.0
	2018F	7.7	6.4	8.8	15.5	14.1	9.4
	2019F	6.9	6.1	7.4	12.4	10.7	8.1
ROA (%)	2017A	0.8	0.7	0.8	1.2	2.3	0.9
	2018F	0.9	0.5	0.9	1.2	1.8	0.9
	2019F	0.8	0.5	0.8	0.9	1.4	0.7
배당수익률 (%)	2017A	2.7	2.4	3.6	2.3	1.5	2.5
	2018F	4.8	3.2	4.0	2.8	0.9	3.4
	2019F	4.5	3.2	4.0	2.8	0.9	3.4
BPS (원)	2017A	49,620	12,999	16,138	66,018	68,988	21,254
	2018F	52,628	11,890	17,058	76,321	83,488	21,084
	2019F	54,951	12,401	17,784	78,837	91,721	22,055
EPS (원)	2017A	3,040	889	1,170	8,721	10,870	1,811
	2018F	3,958	722	1,467	11,059	10,139	1,879
	2019F	3,723	740	1,291	9,602	9,380	1,737
DPS (원)	2017A	1,000	220	500	1,600	1,300	469
	2018F	1,400	220	550	1,850	700	486
	2019F	1,300	220	550	1,850	700	478
순이익 (십억원)	2017A	271	503	350	509	240	1,874
지배주주	2018F	353	504	439	646	257	2,200
	2019F	332	517	386	561	238	2,034
별도	2017A	257	424	354	482	183	1,701
순이익 (십억원)	2018F	343	448	381	519	225	1,916
	2019F	324	438	347	472	199	1,779
총자본 (십억원)	2017A	4,431	7,355	4,831	3,855	1,525	21,996
지배주주	2018F	4,700	8,306	5,106	4,457	2,120	24,688
	2019F	4,907	8,663	5,323	4,604	2,329	25,826
총자산 (십억원)	2017A	37,948	90,626	43,893	48,743	11,591	232,800
	2018F	39,029	107,625	50,566	60,923	16,922	275,066
	2019F	41,652	110,333	51,957	63,184	17,813	284,939
주식수 (백만주)	2017A	89	566	299	58	22	1,035
	2018F	89	699	299	58	25	1,171
	2019F	89	699	299	58	25	1,171

자료: 각 사, 하이투자증권

삼성증권

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-06-05(담당자변경)	Buy	48,000	1년	-25.5%	-20.4%
2018-07-05	Buy	46,000	1년	-29.3%	-26.5%
2018-08-14	Buy	44,000	1년	-31.2%	-25.8%
2018-11-14	Buy	41,000	1년	-29.5%	-28.3%
2018-11-27	Buy	40,000	1년		

미래에셋대우

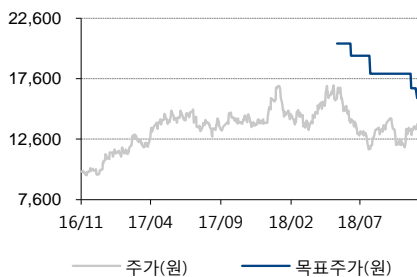
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-06-05(담당자변경)	Hold	11,000	1년	-20.1%	-12.7%
2018-07-05	Buy	10,500	1년	-26.0%	-18.6%
2018-11-14	Buy	8,500	1년	-20.6%	-19.1%
2018-11-27	Buy	8,000	1년		

NH투자증권

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-06-05(담당자변경)	Buy	20,500	1년	-25.1%	-17.8%
2018-07-05	Buy	19,500	1년	-32.5%	-26.9%
2018-08-16	Buy	18,000	1년	-27.6%	-20.6%
2018-11-13	Buy	16,800	1년	-19.7%	-18.5%
2018-11-27	Buy	16,000	1년		

한국금융지주

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-06-05(담당자변경)	Buy	118,000	1년	-26.6%	-18.1%
2018-07-05	Buy	113,000	1년	-36.2%	-27.3%
2018-08-16	Buy	107,000	1년	-37.2%	-28.9%
2018-11-27	Buy	97,000	1년		

키움증권

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-06-05(담당자변경)	Hold	140,000	1년	-21.2%	-12.5%
2018-07-05	Buy	135,000	1년	-30.1%	-24.8%
2018-08-14	Buy	125,000	1년	-31.9%	-22.0%
2018-11-12	Buy	117,000	1년	-30.4%	-27.4%
2018-11-27	Buy	101,500	1년		



## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자: 강승건 )

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

## 하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	