

Industry Report

2019-01-08

[증권: 2018년 4분기 Preview]

Trading 손익 부진으로 실적 악화

Overweight (Maintain)

커버리지종목

종목명	투자의견	목표주가
삼성증권(016360)	Buy	42,000(상향)
미래에셋대우(006800)	Hold(하향)	7,700(하향)
NH 투자증권(005940)	Buy	15,500(하향)
한국금융지주(071050)	Buy	90,000(하향)
키움증권(039490)	Buy	95,000(하향)

변동성 확대 구간에서는 선별적인 투자를 권유

- 증권업종에 대한 투자의견을 비중확대로 유지함
- 커버리지 5개 증권사의 2019년 예상 ROE는 7.7%이며 전일 종가 기준 12개월 Forward P/E는 7.8배, P/B는 0.63배로 ROE를 감안할 때 Valuation은 높지 않은 수준으로 평가
- 하지만 증권업종의 특성상 변동성이 확대되는 구간에서는 향후 발생할 수 있는 이익 감소 우려를 반영하여 주가가 더 하락하는 경향이 있음. 현재 증권업종은 변동성 확대 구간에 있음
- 우리는 2019년 2분기까지는 보수적인 시장 흐름을 예상하고 있음. 다만 지금의 낮은 증권업종 Valuation을 감안할 때 선별적 투자는 가능한 구간으로 생각하고 있음
- 우리의 종목 선택 기준은 1) 낮은 Valuation, 2) 핵심이익의 기저로 핵심이익 성장이 가능 마지막으로 3) Risk 관리가 일정 부분 이루어지는 회사임
- 우리는 최선호종목으로 한국금융지주를 유지하고 삼성증권을 추가함
- 또한 시장의 높아진 변동성을 감안하여 Trading 및 상품 손익에 대한 전망치를 하향하였으며 이로 인하여 합산 ROE 전망치를 직전 8.0%에서 7.7%로 하향함. 실적 하향을 반영하여 증권사의 목표주가를 각각 미래대우 -3.8%, NH 투자 -3.1%, 한국금융 -7.2%, 키움 -6.4% 하향 하였음. 미래대우의 경우 상승여력 축소로 인하여 투자의견 또한 하향하였음
- 반면 삼성증권은 실적 하향에도 불구하고 1월 27일 제재 해소를 반영하여 동사 Valuation에 반영하였던 할인율을 제거하면서 목표주가를 5.0% 상향하였음

증권업종 4분기 실적 전망: 주식관련 자산의 평가손실 반영으로 부진한 실적 시현

- 커버리지 5개사의 2018년 4분기 합산 연결 순이익은 2,275 억원으로 전분기대비 49.1% 감소 전망, ROE는 3.7% 수준이며 컨센서스 대비 41.4% 낮은 수준임
- 거래대금 감소와 약정 점유율 하락, 그리고 평균수수료율 하락으로 인하여 Brokerage 수수료 수익은 일평균거래대금 감소 6.1%대비 부진한 10.0% 감소 전망
- IB 수익은 일부 대형 deal의 연기로 인하여 전분기대비 5.9% 감소 전망
- Trading 및 상품 손익은 전분기대비 55.3% 급감하며 증권사들의 부진한 4분기 실적의 핵심 원인이 되었음. ELS 조기상환 증가 및 금리 하락에도 불구하고 보유중인 주식관련 자산의 평가손실이 크게 확대되었기 때문임

커버리지 증권사 2018년 4분기 실적 전망 및 컨센서스

(단위: 십억원, %)	4Q17		3Q18		Consensus		4Q18F		하이투자증권	
					FnGuide	괴리율(%)	예상치	(QoQ, %)	(YoY, %)	
삼성증권	61	64	63	-28.6	45	-30.4	-26.4			
미래에셋대우	97	74	76	-49.8	38	-48.3	-60.6			
NH 투자증권	68	106	82	-51.0	40	-61.8	-40.7			
한국금융지주	114	155	116	-33.9	77	-50.5	-32.8			
키움증권	74	48	51	-46.3	28	-42.9	-62.8			
5개사 합산	414	447	388	-41.4	228	-49.1	-45.0			

주: 연결 기준. 자료: 각 사, fnGuide, 하이투자증권

강승건(2122-9181)

neo.cygun@hi-ib.com

CONTENTS

증권 4Q18 Preview

-
- 3 Summary
 - 4 I. 2018년 4분기 실적 전망
 - 4분기 합산 순이익 2,275 억원, 전분기대비 49.1% 감소 전망
 - 커버리지 증권사 2018년 4분기 실적 전망
 - 삼성증권: IB 수수료 회복, 상대적으로 양호한 4분기 실적 전망
 - 미래에셋대우: 주식관련 자산의 평가손실로 부진한 실적 시현
 - NH 투자증권: IB deal 연기와 Trading 손익 부진
 - 한국금융지주: 상대적으로 양호한 실적, 하지만 컨센서스는 하회
 - 키움증권: PI 부분의 부진이 이어지며 부진한 4분기 실적 시현
 - 15 II. 투자전략 및 최선호 종목
 - 기저가 낮고 Valuation 부담이 없는 종목에 선별 투자
 - 18 III. 증권업종 주요지표

Summary

- 증권업종 커버리지 5개사의 2018년 4분기 연결 순이익은 2,275억원으로 전분기대비 49.1% 감소 전망, ROE는 3.7%
- Trading 및 상품 순익 악화가 핵심 요인이며 시장 변수인 거래대금 및 신용잔고 감소에 따른 Brokerage 수수료 수익 감소도 영향
- Brokerage: 위탁매매관련 이익은 전분기대비 10.0% 감소할 것으로 전망됨. 일평균거래대금이 전분기대비 6.1% 감소하고 개인매매비중 하락에 따라 커버리지 증권사들의 약정 점유율이 1.5%p 하락할 것이기 때문임. 2018년 12월말 신용잔고는 9.4조원으로 전분기대비 19.9% 감소함에 따라 Brokerage 관련 이자수익 역시 4.4% 감소할 것으로 전망됨
- WM: 경기에 대한 불확실성이 확대되는 가운데 고마진의 부동산 관련 금융상품 판매가 축소되면서 전분기대비 0.3% 감소 전망
- IB: 주식시장의 변동성 확대 및 부동산 경기에 대한 우려로 일부 IPO 및 부동산 deal이 연기, IB 수수료 수익 5.9% 감소 전망
- Trading 및 상품순익: ELS 조기상환은 전분기대비 소폭 회복되었지만 3분기대비 채권평가이익이 크게 감소하였고 보유중인 주식형 상품의 평가손실이 확대되며 Trading 손익이 크게 악화될 것으로 전망됨. 4분기 실적 악화의 핵심 요인임
- 증권사의 4분기 실적은 IB 실적의 개선 여부, 그리고 PI 투자의 Risk 관리 여부에 따라 차별화될 것으로 전망됨. 특히 중국 및 미국 주식 시장이 급락함에 따라 관련 지역에 투자한 자산이 많은 증권사의 이익 변동성이 상대적으로 확대될 것임. 현재 대형증권사의 경우 구조적으로 5%내외의 ROE는 방어할 수 있는 이익 체력을 확보하고 있다고 생각하며 이를 감안할 때 증권업종의 Valuation은 현재의 불확실성을 상당부분 반영하고 있다고 판단됨. 다만 대내외 불확실성이 높은 상황에서는 시장 변수에 노출도가 상대적으로 적고 Valuation 부담이 적은 종목으로 선별 투자하는 것을 권유함

증권사 수익결정 Key Driver

단위: 조원, %

주요지표	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F				QoQ	YoY
					10월	11월	12월	4QF		
위탁매매	KOSPI (end, pt)	2,467	2,446	2,326	2,343	2,030	2,097	2,041	-12.9	-17.3
	KOSDAQ (end, pt)	798	871	818	822	649	696	676	-17.8	-15.4
	KOSPI 거래대금(조원)	342	426	488	339	128	116	100	344	1.4
	KOSDAQ 거래대금(조원)	329	417	348	234	73	69	61	203	-13.2
	KOSPI 일평균거래대금(조원)	6.0	7.0	8.1	5.6	6.1	5.3	5.2	5.6	-0.2
	KOSDAQ 일평균거래대금(조원)	5.8	6.8	5.8	3.8	3.5	3.1	3.2	3.3	-14.6
	일평균거래대금(조원)	11.8	13.8	13.9	9.4	9.6	8.4	8.5	8.8	-6.1
	회전율(연환산, %)	143	176	176	128	144	137	121	134	6.2
자산관리	개인매매비중(%)	67	68	68	63	57	59	60	59	-4.2
	KOSPI, KOSDAQ 신용잔고(조원)	9.8	11.3	11.8	11.8	9.3	9.6	9.4	9.4	-19.9
	ELS 설정액(조원)	27.4	23.4	24.7	14.3	5.8	4.9	13.6	24.3	69.9
	DLS 설정액(조원)	6.7	8.3	8.5	5.7	2.6	1.9	2.3	6.7	16.8
상품운용	ELS 조기상환(조원)	21.8	16.1	14.8	8.0	4.1	1.9	2.4	8.4	4.9
	DLS 조기상환(조원)	3.3	2.5	2.5	1.9	1.0	0.5	1.1	2.5	34.6
	국고채 1년(%)	1.85	1.89	1.85	1.85	1.80	1.81	1.75	1.75	-0.09
	통안채 1년(%)	1.85	1.90	1.86	1.89	1.89	1.87	1.84	1.84	-0.06
	국고채 3년(%)	2.13	2.22	2.12	2.00	1.94	1.90	1.82	1.82	-0.18
										-0.31

자료: KRX, Check, 예탁결제원, 인포맥스, 하이투자증권

커버리지 증권사 실적 전망 및 컨센서스

(단위: 십억원, %)	4Q17	3Q18	4Q18F				하이투자증권 (QoQ, %)	(YoY, %)		
			Consensus		예상치					
			FnGuide	괴리율(%)						
삼성증권	61	64	63	-28.6	45	-30.4	-26.4			
미래에셋대우	97	74	76	-49.8	38	-48.3	-60.6			
NH 투자증권	68	106	82	-51.0	40	-61.8	-40.7			
한국금융지주	114	155	116	-33.9	77	-50.5	-32.8			
키움증권	74	48	51	-46.3	28	-42.9	-62.8			
5개사 합산	414	447	388	-41.4	228	-49.1	-45.0			

주: 연결 기준

자료: 각 사, fnguide, 하이투자증권

I. 2018년 4분기 실적 전망

4분기 합산 순이익 2,275 억원, 전분기대비 49.1% 감소 전망

**4분기 합산순이익은
Trading 및 상품 손익
부진으로 전분기대비
49.1% 감소 전망**

**우리의 전망치는
컨센서스대비 41.4%
낮은 수준임**

증권업종 커버리지 5 개사의 4 분기 합산 연결순이익은 2,275 억원으로 전분기대비 49.1% 감소할 것으로 전망된다. 거래대금 감소 등 시장변수의 영향도 있지만 Trading 손익의 악화가 가장 큰 요인으로 작용할 것으로 판단된다.

Brokerage 관련 수익(수수료+이자)은 전분기대비 7.4% 감소할 것이고 WM 수수료 수익은 전분기와 유사한 수준을 예상하고 있다. IB 관련 수수료 수익은 전분기대비 5.9% 감소할 것으로 예상되는데 일부 deal 이 부진한 주식시장 환경으로 인하여 지연되고 있기 때문이다. Trading 및 상품 손익은 전분기대비 55.3% 감소할 것으로 전망된다. ELS 조기상환이나 금리 환경은 나쁘지 않았지만 PI 및 PBS 관련 주식관련 상품의 평가손실이 4 분기에 크게 반영될 것으로 추정되기 때문이다.

우리 전망치는 컨센서스대비 41.4% 낮은 수준으로 Trading 및 상품 손익 악화 전망이 핵심 원인으로 판단된다.

커버리지 5 개 증권사 합산 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %, %p)		4Q18F	3Q18	QoQ	4Q17	YoY	순액 기준	누적 기준
							4Q18F(A)	4Q17(A)
요약손익	순영업수익	1,023	1,255	-18.5	1,273	-19.7	5,438	5,115
	수수료손익	593	635	-6.7	649	-8.7	2,861	2,485
	Brokerage 수수료	259	288	-10.0	377	-31.4	1,462	1,272
	WM	118	118	-0.3	109	8.0	495	435
	IB+기타	216	229	-5.9	162	32.8	903	778
	Brokerage 이자수지	243	254	-4.4	215	13.1	987	754
	Trading 및 상품손익	150	337	-55.3	328	-54.1	1,394	1,588
	대손 및 기타	37	29	29.4	82	-54.6	196	288
	판관비	759	727	4.4	754	0.6	3,076	2,884
	영업이익	264	528	-50.0	519	-49.1	2,361	2,231
수익원별 재구성	세전이익	267	524	-48.9	494	-45.9	2,352	2,201
	순이익	198	379	-47.8	392	-49.4	1,778	1,701
	연결순이익(지배주주)	228	447	-49.1	414	-45.0	2,046	1,874
	순영업수익	1,023	1,255	-18.5	1,273	-19.7	5,438	5,115
	Brokerage	502	542	-7.4	592	-15.3	2,450	2,026
	Brokerage 수수료	259	288	-10.0	377	-31.4	1,462	1,272
	Brokerage 이자수지	243	254	-4.4	215	13.1	987	754
	WM	118	118	-0.3	109	8.0	495	435
	Trading 및 대손	188	366	-48.7	410	-54.2	1,590	1,876
	IB+기타수수료	216	229	-5.9	162	32.8	903	778
수익원별 비중	순영업수익 대비, %							
	Brokerage	49	43	5.9	46	2.6	45	40
	Brokerage 수수료	25	23	2.4	30	-4.3	27	25
	Brokerage 이자수지	24	20	3.5	17	6.9	18	15
	WM	12	9	2.1	9	3.0	9	9
	Trading 및 대손	18	29	-10.8	32	-13.8	29	37
	IB+기타수수료	21	18	2.8	13	8.3	17	15
수익성	판관비율	74	58	16.3	59	15.0	57	56
	ROE(연결)	3.7	7.4	-3.7	7.6	-3.8	8.8	9.0
	ROA(연결)	0.3	0.7	-0.3	0.7	-0.4	0.8	0.9
주요가정	일평균거래대금(조월)	8.8	9.4	-6.1	11.8	-25.1		
	국고 3년 금리(%)	1.82	2.00	-0.2	2.13	-0.3		

주: 연결순이익 및 ROE, ROA 지표는 연결 기준, 이 외 지표는 별도 기준

자료: 각 사, 하이투자증권

Brokerage 관련 이익 감소: 거래대금 및 신용잔고 감소의 영향

Brokerage 관련 이익
전분기대비 7.4% 감소
수수료수익 -10.0%
이자수익 -4.4%

2018년 4분기 Brokerage 관련이익은 5,016 억원으로 전분기대비 7.4% 감소할 것으로 전망된다. 신용잔고 축소에 따라 신용관련 이자 수익도 4.4% 감소할 것으로 예상되며 일평균거래대금 감소와 약정점유율 하락, 그리고 평균 수수료율 하락으로 수수료 수익이 10.0% 감소할 것으로 예상되기 때문이다.

일평균거래대금 8.8 조원
(전분기대비 6.1% 감소)

4분기 일평균거래대금은 8.8 조원으로 전분기대비 6.1% 감소하였다. 반면 수수료 수익은 10.0%, 즉 더 많이 감소할 것으로 예상된다. 그 이유는 개인매매비중이 59% 수준으로 하락하면서 커버리지 증권사의 약정점유율이 46.1%로 전분기대비 1.5%p 하락하였고 상대적으로 수수료율이 높은 KOSDAQ의 거래가 KOSPI 대비 많이 감소하면서 평균 수수료율 또한 하락할 것으로 예상되기 때문이다.

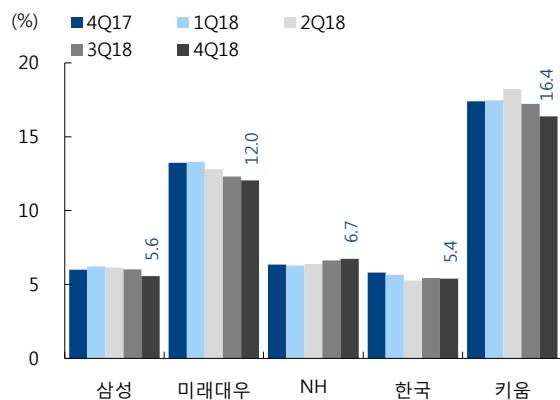
4분기 약정점유율 하락
키움, 삼성, 미래대우가
상대적으로 크게 하락

4분기 약정점유율은 삼성 5.6%(-0.5%p), 미래대우 12.0%(-0.3%p), NH 투자 6.7%(+0.1%p), 한국 5.4%(-0.05%p), 키움 16.4%(-0.9%p) 등으로 개인매매 비중이 높은 키움증권과 미래대우의 점유율이 상대적으로 크게 하락하였으며 신규 계좌개설 금지 제재 중인 삼성증권의 약정점유율도 상대적으로 크게 하락하였다. 우리는 증권사들의 평균수수료율도 3분기대비 평균 0.3bp 하락할 것으로 전망한다.

신공공여 잔고는 9월말
대비 11.3% 감소
신용융자 -19.9%
예탁증권담보 -5.7%

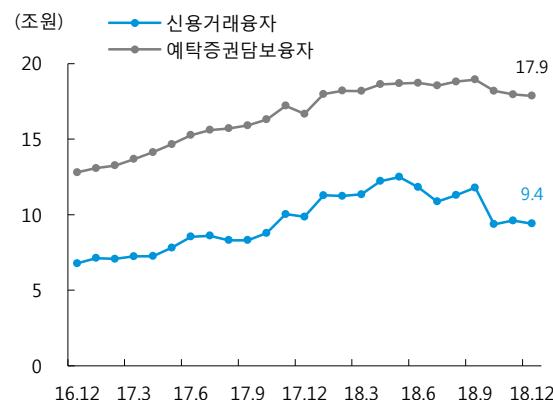
Brokerage 관련 이자수지 역시 이번 분기에는 4.4% 감소할 것으로 전망된다. 12월말 신용공여 잔고는 27.3조원(신용 9.4조원, 예탁증권담보대출 17.9조원)으로 9월말대비 11.3% 감소하였기 때문이다. 신용융자는 19.9% 감소하였고 예탁증권 담보대출은 5.7% 감소하였다. 4분기 주식시장 급락의 영향으로 판단되며 신용융자의 경우 KOSPI 18.3%, KOSDAQ 22.1% 감소하였다. 시장의 불확실성이 지속되고 있다는 점에서 신용잔고의 회복은 지연될 가능성이 높다고 판단된다.

그림1. 커버리지 증권사 약정 점유율 추이



자료: Check, 하이투자증권

그림2. 2018년 10월 이후 신용잔고 급감



자료: 금융투자협회, 하이투자증권

Trading 손익 감소 전망: 주식시장 부진에 따른 PI 성과 부진

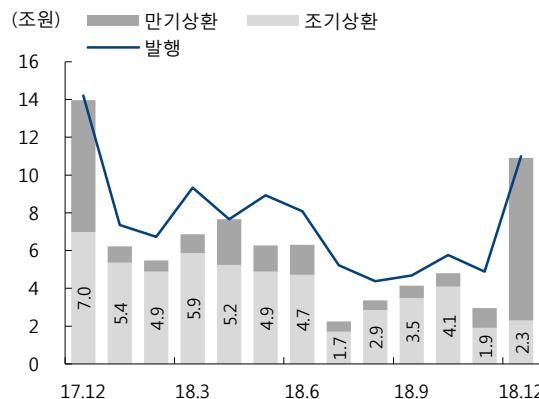
ELS/DLS 조기상환이 회복되고 금리가 하락하였지만 PI 성과 부진으로 Trading 손익 악화 전망

ELS/DLS 조기상환은 전분기대비 각각 4.9%, 34.6% 회복 전망

2018년 4분기 Trading 및 상품 손익은 1,505억원으로 전분기대비 55.3% 감소할 것으로 전망된다. 파생결합증권 조기상환은 지난 3분기대비 소폭 회복되었고 금리도 하락하였지만 주식시장 급락에 따른 PI 부분 및 PBS 관련 주식관련 자산의 투자성과 악화를 예상하고 있기 때문이다.

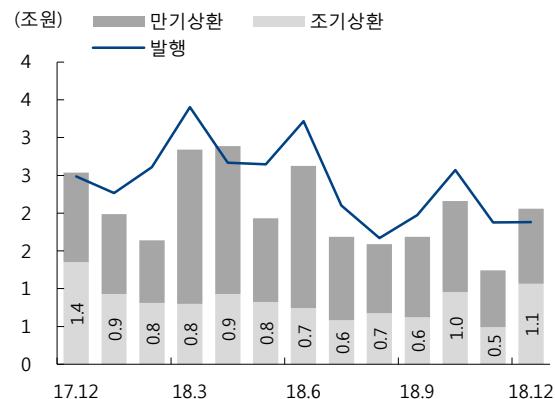
4분기 ELS/DLS 조기상환 규모는 각각 8.4조원과 2.5조원으로 전분기대비 4.9%, 34.6% 증가할 것으로 전망된다. 4분기 주식시장 부진에도 불구하고 조기상환 규모가 회복된 이유는 3월말/4월초 증가한 발행물량이 10월 초에 집중적으로 상환되었기 때문으로 추정된다. 4분기 특히 12월에 ELS 발행규모가 크게 증가하였고 만기상환규모가 확대된 이유는 퇴직연금 관련 ELB 때문이다.

그림3. ELS 조기상환 및 만기상환 추이



자료: 예탁결제원, 하이투자증권

그림4. DLS 조기상환 및 만기상환 추이



자료: 예탁결제원, 하이투자증권

회사별 주요 지표 추이

(단위: 십억원, %, %p)		4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	QoQ	YoY
ELS 조기상환 (십억원)	삼성증권	1,889	1,927	2,150	1,118	1,297	16.0	-31.3
	미래에셋대우	4,310	2,318	2,783	992	950	-4.2	-78.0
	NH 투자증권	2,176	2,258	1,819	973	769	-21.0	-64.7
	한국투자증권	2,005	2,095	1,544	580	743	28.0	-62.9
	키움증권	51	70	52	170	54	-68.3	6.2
	증권업계	21,835	16,108	14,843	8,033	8,295	3.3	-62.0
DLS 조기상환 (십억원)	삼성증권	333	132	252	220	354	60.6	6.4
	미래에셋대우	484	447	444	371	324	-12.7	-33.0
	NH 투자증권	258	998	1,242	379	416	9.7	61.3
	한국투자증권	260	538	466	103	162	58.1	-37.6
	키움증권	0	0	0	10	50	391.1	
	증권업계	3,254	2,538	2,498	1,883	2,510	33.3	-22.9
ELS 발행 (십억원)	삼성증권	3,044	2,885	2,925	1,551	1,341	-13.5	-55.9
	미래에셋대우	7,185	3,045	3,317	1,781	3,396	90.7	-52.7
	NH 투자증권	2,938	3,176	2,680	1,450	1,393	-3.9	-52.6
	한국투자증권	3,438	2,495	2,816	1,345	1,375	2.2	-60.0
	키움증권	109	340	168	321	746	132.7	586.0
	증권업계	27,300	23,391	24,583	14,226	16,362	15.0	-40.1
DLS 발행 (십억원)	삼성증권	473	817	590	488	789	61.6	66.6
	미래에셋대우	619	601	649	260	1,583	508.7	155.7
	NH 투자증권	626	1,172	1,325	639	947	48.2	51.3
	한국투자증권	377	539	652	156	784	401.2	108.0
	키움증권	263	171	328	429	601	40.1	128.9
	증권업계	6,638	8,229	8,499	5,732	10,169	77.4	53.2

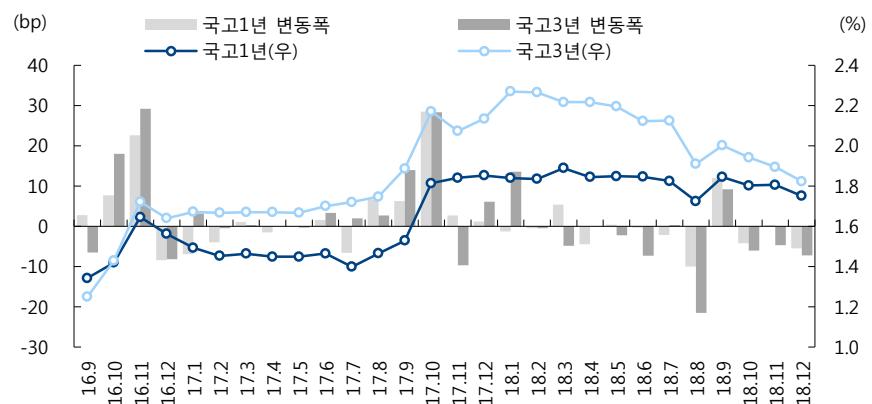
자료: KRX, Check, 예탁결제원, 인포맥스, 하이투자증권

**국고 1년/3년금리는 각각
9bp, 18bp 하락**

**채권평가이익은
3분기대비 감소 전망**

12월말 국고 1년, 3년 금리는 각각 1.75%, 1.82%로 9월말 대비 각각 9bp, 18bp 하락하였다. 11월에 기준금리가 1.25%에서 1.5%로 25bp 상승하였음에도 불구하고 경기에 대한 우려가 확대되며 금리는 하락하였다. 금리 하락은 채권평가이익으로 연결될 수 있지만 4분기 채권평가이익은 지난 3분기대비 축소될 것으로 전망된다. 기준금리 인상을 앞두고 증권사들이 공격적인 포지션을 구축하기 어려웠기 때문으로 추정된다.

그림5. 11월 기준금리 인상에도 불구하고 국고 1년/3년 금리는 각각 9bp, 18bp 하락



자료: BOK, 하이투자증권

2018년 9월말 기준 보유 채권 규모

(단위: 십억원)	당기손익-공정가치측정증권 (FV-PL)	기타포괄손익- 공정가치측정증권 (FV-OCI)	계
삼성증권	15,877	3,125	19,002
미래에셋대우	16,468	5,909	22,377
NH 투자증권	17,780	2,261	20,041
한국투자증권	17,921	3,474	21,396
키움증권	3,160	50	3,211

자료: 금융투자협회, 하이투자증권

주: 별도 기준

**4분기 Trading 손익
악화 원인은 PI 및
주식관련 자산의 평가손실
확대 때문임**

**높은 변동성은 당연함
다만 통제된 리스크
범위에서 운용되고
있는지에 대한 확인 필요**

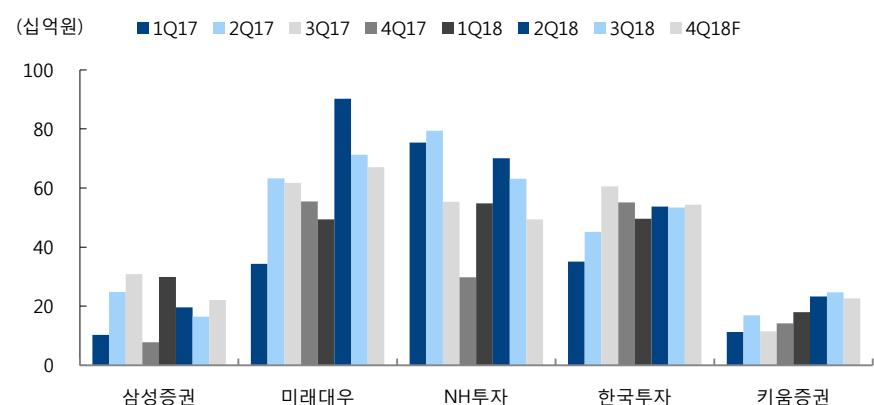
4분기 PI 및 주식관련 자산의 평가손실이 크게 확대될 것으로 전망된다. 증권사들이 보유하고 있는 주식관련 자산은 NH 투자증권 약 4,000 억원(헷지펀드, prop), 한국금융지주 약 5,000 억원(계열사 펀드 및 PBS seeding, 헷지펀드 등)이며 규모를 언급하지 않지만 미래에셋대우는 자산규모를 감안할 때 전술한 회사대비 큰 규모의 주식관련 자산을 보유하고 있다고 생각한다. 4분기 주식시장 급락은 한국뿐만 아니라 글로벌 대부분 주식시장에서 관찰되었기 때문에 일정부분의 평가손실은 불가피 할 것으로 전망된다. 특히 미래대우의 경우 3분기 실적발표시 중국관련 주식의 급락에 따른 평가손실을 언급하였으며 포지션을 유지하고 있다고 발표하였기 때문에 경쟁사 대비 평가손실의 충격이 상대적으로 클 수 밖에 없을 것으로 전망된다.

PI 성과는 변동성이 클 수 밖에 없다. 따라서 통제된 리스크 범위에서 운용되고 있다는 것에 대해 시장은 지속적으로 확인해야 할 것으로 생각한다.

**4분기 IB 수수료 수익은
삼성증권과
한국투자증권만 증가할
것으로 전망됨**

4 분기 IB 수수료 수익은 삼성증권과 한국투자증권만 전분기대비 증가할 것으로 전망된다. 대형 IB deal 중 일부가 부진한 주식시장 환경으로 인하여 연기되었기 때문이다. 반면 삼성증권은 경쟁사 대비 낮은 기저 속에서 부동산 관련 deal 과 인수금융을 성공하면서 4 분기 IB 수수료 수익이 증가할 것으로 예상되며 한국투자증권은 매입획약 등 채무보증이 증가하며 3 분기대비 수수료 수익이 증가할 것으로 전망된다.

그림6. 4 분기 IB 관련 수수료 수익은 삼성증권과 한국투자증권만 전분기대비 증가 전망



자료: 각 사, 하이투자증권

커버리지 증권사 2018년 4분기 실적 전망

**삼성증권과
한국금융지주가
상대적으로 양호할 것으로
전망**

커버리지 증권사의 4 분기 실적은 모두 컨센서스를 하회할 것으로 전망된다. 거래대금 감소, 신용공여잔고 감소 등은 예상 가능한 범위이며 ELS/DLS 조기상환 및 금리 상환은 부정적이지 않았지만 PI 등 주식관련 자산의 평가손실이 예상보다 크게 확대되었기 때문이다.

4 분기 실적은 삼성증권과 한국금융지주가 상대적으로 양호할 것이고 미래에셋대우와 NH 투자증권이 상대적으로 부진한 실적을 시현할 것으로 전망된다.

증권사별 2018년 4분기 상세 손익 전망

(단위: 십억원, %, %p)	삼성증권	미래에셋대우	NH 투자증권	한국금융지주	키움증권	5개사 합산
요약손익	순영업수익	211	261	203	253	94
	수수료손익	99	184	122	130	58
	Brokerage 수수료	53	75	53	44	34
	WM	24	42	19	32	2
	IB+기타	22	67	49	54	23
	Brokerage 이자수지	48	66	38	47	44
	Trading 및 상품손익	50	9	48	43	0
	대손 및 기타	13	2	-4	33	-7
	판관비	152	224	166	148	69
	영업이익	58	38	37	106	26
수익원별 수익 재구성	세전이익	57	39	32	104	35
	순이익	43	28	24	76	27
	연결순이익(지배주주)	45	38	40	77	28
	순영업수익	211	261	203	253	94
	Brokerage	101	141	91	91	77
수익성	Brokerage 수수료	53	75	53	44	34
	Brokerage 이자수지	48	66	38	47	44
	WM	24	42	19	32	2
	Trading 및 대손	64	11	44	76	-7
	IB+기타수수료	22	67	49	54	23
수익성	판관비율	72	86	82	58	73
	ROE(연결)	3.8	1.9	3.2	7.0	5.3
	ROA(연결)	0.5	0.1	0.3	0.5	0.7

주: 연결순이익 및 ROE, ROA 지표는 연결 기준, 이 외 지표는 별도 기준

자료: 각 사, 하이투자증권

회사별 주요 지표 추이

(단위: 조원, %, %p)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	QoQ	YoY
약정 M/S (%)	삼성증권	6.0	6.2	6.0	5.6	-0.5	-0.4
	미래에셋대우	13.2	13.3	12.8	12.3	-0.3	-1.2
	NH 투자증권	6.4	6.3	6.4	6.6	0.1	0.4
	한국투자증권	5.8	5.7	5.3	5.4	-0.0	-0.4
	키움증권	17.4	17.5	18.2	17.2	-1.0	-1.0
평균수수료율 (%)	삼성증권	0.107	0.109	0.094	0.089	-0.003	-0.021
	미래에셋대우	0.058	0.059	0.054	0.056	-0.003	-0.005
	NH 투자증권	0.101	0.101	0.093	0.087	-0.008	-0.022
	한국투자증권	0.076	0.077	0.073	0.071	-0.004	-0.009
	키움증권	0.018	0.018	0.018	0.019	-0.001	0.000

자료: KRX, Check, 예탁결제원, 인포맥스, 하이투자증권

삼성증권: IB 수수료 회복, 상대적으로 양호한 4분기 실적 전망

투자의견:

Buy(유지)

목표주가:

42,000 원(5.0% 상향)

1월 27일 제재 해소를 계기로

동사에 적용하였던 할인율 제거

삼성증권의 2018년 4분기 연결기준 순이익은 447억원으로 전분기 대비 30.4% 감소할 것으로 전망된다.

Brokerage 약정 M/S 가 0.5%p 하락하며 수수료 수익은 14.1% 감소하고 Brokerage 이자수익 역시 3.5% 감소할 것으로 전망된다.

하지만 IB 수익은 부동산 관련 deal 의 증가와 인수금융 수행 등으로 전분기 대비 34.0% 증가할 것으로 예상되며 Trading 및 상품 손익도 경쟁사 대비 양호한 30.0% 감소에 그칠 것으로 전망된다.

동사의 4분기 ELS 조기상환 규모는 1.3조원으로 전분기 대비 16.8% 증가하고 DLS 조기상환은 3,539억원으로 전분기 대비 60.6% 증가할 것으로 전망된다. 특히 동사는 주식관련 자산에 직접투자를 하고 있지 않아 PBS 관련 seeding 규모 역시 상대적으로 적고 이에 따라 4분기 주식시장 급락의 영향에서 상대적으로 자유로울 것으로 전망된다.

동사는 지난해 배당사태 이후 받은 신규 계좌 개설 정지가 2019년 1월 27일 해소될 것이고 4분기 크게 하락한 약정 점유율 회복에 도움이 될 수 있을 것으로 생각된다. 또한 IB 부분의 수익 확대를 위한 노력이 지속되고 있다는 점과 경쟁사 대비 기저가 낮다는 점에서 2019년 상대적으로 높은 성장을 기대할 수 있을 것으로 전망된다.

삼성증권 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %, %p)		순액 기준					누적 기준		
		4Q18F	3Q18	QoQ	4Q17	YoY	4Q18F(A)	4Q17(A)	YoY
요약손익	순영업수익	211	239	-11.7	227	-7.3	1,100	917	19.9
	수수료손익	99	103	-4.0	119	-16.7	526	473	11.4
	Brokerage 수수료	53	62	-14.1	89	-40.2	334	305	9.6
	WM	24	25	-3.9	22	7.8	104	94	10.7
	IB+기타	22	16	34.0	8	182.3	88	74	19.4
	Brokerage 이자수지	48	50	-3.5	42	14.2	192	145	32.0
	Trading 및 상품손익	50	72	-30.0	35	42.3	341	240	41.6
	대손 및 기타	13	14	-2.7	31	-56.7	41	58	-30.3
	판관비	152	150	1.7	151	1.1	644	573	12.3
	영업이익	58	89	-34.2	77	-23.7	456	344	32.5
수익원별 수익 재구성	세전이익	57	87	-34.2	75	-23.3	452	341	32.7
	순이익	43	62	-30.6	54	-21.4	332	257	29.1
	연결순이익(지배주주)	45	64	-30.4	61	-26.4	342	271	25.8
	순영업수익	211	239	-11.7	227	-7.3	1,100	917	19.9
	Brokerage	101	112	-9.4	131	-22.8	526	450	16.8
	Brokerage 수수료	53	62	-14.1	89	-40.2	334	305	9.6
	Brokerage 이자수지	48	50	-3.5	42	14.2	192	145	32.0
수익성	WM	24	25	-3.9	22	7.8	104	94	10.7
	Trading 및 대손	64	86	-25.6	66	-3.8	381	299	27.6
	IB+기타수수료	22	16	34.0	8	182.3	88	74	19.4
	판관비율	72	63	9.5	66	6.0	59	62	-3.9
자료: 삼성증권, 하이투자증권	ROE(연결)	3.8	5.6	-1.7	5.5	-1.7	7.5	6.6	0.9
	ROA(연결)	0.5	0.7	-0.2	0.6	-0.2	0.9	0.8	0.1

주: 연결순이익 및 ROE, ROA 지표는 연결 기준, 이 외 지표는 별도 기준

자료: 삼성증권, 하이투자증권

미래에셋대우: 주식관련 자산의 평가손실로 부진한 실적 시현

투자의견:

Hold(하향)

목표주가:

7,700 원(3.8% 하향)

Trading 및 상품손익의 전망치

하향

상승여력 축소로 인하여

투자의견 하향

미래에셋대우의 2018년 4분기 연결기준 순이익은 382억원으로 전분기 대비 48.3% 감소할 것으로 전망된다.

Brokerage 약정 M/S 가 0.3%p 하락하며 수수료 수익은 8.2% 감소하고 Brokerage 이자수익 역시 4.5% 감소할 것으로 전망된다.

2분기 해외부분의 IB deal 이 확대되며 사상 최고 수준의 실적을 시현하였던 IB 부분의 실적은 3분기에 이어 4분기에도 6.0% 감소할 것으로 전망된다. 동사의 4분기 실적 악화의 가장 큰 요인은 Trading 및 상품손익의 감소이며 우리는 전분기 대비 77.1% 감소할 것으로 전망한다. 동사는 정확한 규모는 발표하고 있지 않지만 중국관련 주식과 4차 산업혁명 관련 주식에 간접적(수익증권 형태)으로 투자를 하고 있으며 4분기 중국 및 미국 주식시장 급락의 영향이 보유자산의 평가손실로 나타날 것으로 추정하고 있다. PI 투자의 경우 high risk/high return 이 적용되기 때문에 글로벌 주식시장이 회복되는 경우 경쟁사 대비 매우 우수한 성과를 시현할 수도 있다. 다만 현재 글로벌 주식시장의 불확실성이 여전히 높은 상황이라는 점에서 당분간은 부담요인으로 작용할 수 밖에 없을 것으로 판단된다.

우리는 동사에 대한 투자의견과 목표주가를 하향하였다. 연초 이후 확대된 불확실성을 반영하여 Trading 및 상품손익의 전망치를 하향하였고 불확실성에 대해 Valuation 에 할인율을 적용하였기 때문이다. 이에 따라 상승여력이 14% 수준으로 축소되었고 이를 반영하여 투자의견을 Hold로 하향하였다.

미래에셋대우 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %, %p)		순액 기준					누적 기준		
		4Q18F	3Q18	QoQ	4Q17	YoY	4Q18F(A)	4Q17(A)	YoY
요약손익	순영업수익	261	311	-15.9	373	-29.9	1,448	1,456	-0.6
	수수료손익	184	195	-5.5	197	-6.5	859	718	19.6
	Brokerage 수수료	75	81	-8.2	103	-27.6	408	350	16.4
	WM	42	42	0.8	38	10.5	173	153	13.4
	IB+기타	67	71	-6.0	55	20.9	278	215	29.4
	Brokerage 이자수지	66	70	-4.5	62	6.7	277	223	24.2
	Trading 및 상품손익	9	39	-77.1	93	-90.3	264	451	-41.3
	대손 및 기타	2	7	-71.9	21	-90.1	48	64	-26.0
	판관비	224	220	1.7	242	-7.4	912	901	1.3
	영업이익	38	91	-58.6	131	-71.3	536	555	-3.5
수익원별 재구성	세전이익	39	93	-57.6	133	-70.3	518	554	-6.6
	순이익	28	65	-56.0	102	-72.2	411	424	-3.3
	연결순이익(지배주주)	38	74	-48.3	97	-60.6	467	503	-7.2
	순영업수익	261	311	-15.9	373	-29.9	1,448	1,456	-0.6
	Brokerage	141	151	-6.5	165	-14.7	685	574	19.4
	Brokerage 수수료	75	81	-8.2	103	-27.6	408	350	16.4
수익성	Brokerage 이자수지	66	70	-4.5	62	6.7	277	223	24.2
	WM	42	42	0.8	38	10.5	173	153	13.4
	Trading 및 대손	11	47	-76.3	114	-90.3	312	515	-39.4
	IB+기타수료	67	71	-6.0	55	20.9	278	215	29.4
수익성	판관비율	86	71	14.8	65	20.8	63	62	1.1
	ROE(연결)	1.9	3.6	-1.7	5.3	-3.4	6.0	7.2	-1.2
	ROA(연결)	0.1	0.3	-0.1	0.5	-0.3	0.5	0.7	-0.2

주: 연결순이익 및 ROE, ROA 지표는 연결 기준, 이 외 지표는 별도 기준

자료: 미래에셋대우, 하이투자증권

NH 투자증권: IB deal 연기와 Trading 손익 부진

투자의견:

Buy(유지)

목표주가:

15,500 원(3.1% 하향)

Trading 및 상품손익의 전망치
하향

NH 투자증권의 2018년 4분기 연결기준 순이익은 403억원으로 전분기대비 61.8% 감소할 것으로 전망된다.

Brokerage 약정 M/S는 시장의 개인매매비중 축소에도 불구하고 전분기대비 0.1%p 상승하겠지만 무료수수료 계좌의 비중이 확대되며 평균수수료율이 전분기대비 0.8bp 하락하며 Brokerage 수수료 수익이 전분기대비 11.8% 감소할 것으로 전망된다. 일평균거래대금이 6.1% 감소 대비 큰 폭의 감소가 예상된다.

동사의 IB 수수료 수익은 전분기대비 21.8% 감소할 것으로 전망된다. 현대오일뱅크 IPO 및 서울스퀘어 매각자문 등 대형 deal이 연기되었기 때문이다. 또한 Trading 및 상품손익은 전분기대비 56.1% 감소할 것으로 전망된다. 3분기 대비 채권평가이익이 소폭 감소할 것으로 예상되며 보유 중인 주식관련 자산에서의 평가손실이 4분기 실적에 반영될 것이기 때문이다. 동사는 헛지펀드 및 PBS를 위한 일부 seeding 자금 등 약 4,000억원 규모가 주식시장에 직/간접적으로 영향을 받고 있다. 동사의 4분기 ELS 조기상환 규모는 0.8조원으로 전분기대비 14.6% 감소할 것으로 전망된다.

우리는 동사의 목표주가를 3.1% 하향하였다. 2019년 Trading 및 상품 손익의 이익 전망치를 소폭 하향하였기 때문이다.

NH 투자증권 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %, %p)		순액 기준					누적 기준	
		4Q18F	3Q18	QoQ	4Q17	YoY		
요약손익	순영업수익	203	289	-29.6	266	-23.5	1,156	1,164
	수수료손익	122	143	-14.6	130	-6.0	629	572
	Brokerage 수수료	53	61	-11.8	83	-35.7	313	267
	WM	19	19	0.4	17	13.8	79	65
	IB+기타	49	63	-21.8	30	65.8	237	240
	Brokerage 이자수지	38	39	-4.0	30	26.2	151	108
	Trading 및 상품손익	48	110	-56.1	115	-58.3	392	493
	대손 및 기타	-4	-3	N/A	-9	N/A	-16	-9
	판관비	166	159	4.8	163	1.9	677	678
	영업이익	37	130	-71.6	103	-63.9	479	486
수익원별 재구성	세전이익	32	125	-74.5	81	-60.8	458	453
	순이익	24	91	-73.9	73	-67.3	332	354
	연결순이익(지배주주)	40	106	-61.8	68	-40.7	391	350
	순영업수익	203	289	-29.6	266	-23.5	1,156	1,164
	Brokerage	91	100	-8.7	113	-19.3	464	375
수익성	Brokerage 수수료	53	61	-11.8	83	-35.7	313	267
	Brokerage 이자수지	38	39	-4.0	30	26.2	151	108
	WM	19	19	0.4	17	13.8	79	65
	Trading 및 대손	44	107	-59.1	106	-58.9	376	484
	IB+기타수료	49	63	-21.8	30	65.8	237	240
수익성	판관비율	82	55	26.9	61	20.4	59	58
	ROE(연결)	3.2	8.5	-5.3	5.7	-2.5	7.9	7.4
	ROA(연결)	0.3	0.9	-0.5	0.6	-0.3	0.8	0.0

주: 연결순이익 및 ROE, ROA 지표는 연결 기준, 이 외 지표는 별도 기준

자료: NH 투자증권, 하이투자증권

한국금융지주: 상대적으로 양호한 실적, 하지만 컨센서스는 하회

투자의견:

Buy(유지)

목표주가:

90,000 원(7.2% 하향)

Trading 및 상품손익의 전망치

하향

한국금융지주의 2018년 4분기 연결기준 순이익은 768억원으로 전분기대비 50.5% 감소할 것으로 전망된다.

Brokerage 약정 M/S 가 0.05%p 하락하며 수수료 수익은 6.5% 감소하고 Brokerage 이자수익 역시 6.0% 감소할 것으로 전망된다. 동사의 IB 관련 수수료 수익은 전분기와 유사한 수준을 시현할 것으로 전망된다. 자급보증/매입확약 등 채무보증을 이번 4분기에 확대하며 관련 수수료 수익이 반영될 것으로 예상되며 때문이다. 하지만 Trading 및 상품손익은 부진할 것으로 전망된다. 동사 역시 계열사펀드 및 PBS 관련 seeding 자금과 헛지펀드 투자자금 등 약 4,000~5,000억원 규모의 자금이 주식시장에 간접적으로 영향을 받을 수 밖에 없기 때문이다. 동사의 4분기 ELS 조기상환 규모는 0.7조원으로 전분기대비 28.4% 증가하고 DLS 조기상환은 1,623억원으로 전분기대비 58.1% 증가할 것으로 전망된다.

연결 순이익에 기여하는 한국투자파트너스의 이익 기여도는 부진한 4분기 주식시장의 영향으로 1~3분기 대비 감소할 것으로 예상되며 카카오뱅크 역시 3분기 수준의 적자가 지속될 것으로 전망된다. 우리는 동사의 목표주가를 7.2% 하향하였다. 업계 공통요인인 Trading 손익 전망치를 하향하였기 때문이다.

한국금융지주 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %, %p)		순액 기준					누적 기준		
		4Q18F	3Q18	QoQ	4Q17	YoY	4Q18F(A)	4Q17(A)	YoY
요약손익	순영업수익	253	296	-14.5	275	-8.0	1,235	1,136	8.7
	수수료손익	130	132	-1.4	148	-12.2	578	531	8.7
	Brokerage 수수료	44	47	-6.5	62	-28.7	233	215	8.1
	WM	32	32	0.7	31	1.2	133	120	11.3
	IB+기타	54	53	1.8	55	-1.3	211	196	7.8
	Brokerage 이자수지	47	50	-6.0	42	10.8	195	145	34.8
	Trading 및 상품손익	43	96	-55.3	42	2.6	315	280	12.6
	대손 및 기타	33	18	84.2	43	-22.5	147	180	-18.3
	판관비	148	135	9.4	139	5.9	588	519	13.3
	영업이익	106	161	-34.6	136	-22.2	647	617	4.8
수익원별 재구성	세전이익	104	157	-34.0	127	-18.2	642	605	6.2
	순이익	76	118	-35.2	107	-28.4	490	482	1.6
	연결순이익(지배주주)	77	155	-50.5	114	-32.8	604	509	18.7
	순영업수익	253	296	-14.5	275	-8.0	1,235	1,136	8.7
	Brokerage	91	97	-6.3	104	-12.6	428	360	18.9
	Brokerage 수수료	44	47	-6.5	62	-28.7	233	215	8.1
	Brokerage 이자수지	47	50	-6.0	42	10.8	195	145	34.8
수익성	WM	32	32	0.7	31	1.2	133	120	11.3
	Trading 및 대손	76	114	-33.4	85	-10.0	462	460	0.5
	IB+기타수수료	54	53	1.8	55	-1.3	211	196	7.8
	판관비율	58	46	12.8	51	7.6	48	46	1.9
자료: 한국금융지주, 하이투자증권	ROE(연결)	7.0	14.6	-7.5	11.9	-4.9	14.6	14.1	0.5
	ROA(연결)	0.5	1.1	-0.6	1.0	-0.5	1.1	1.2	-0.1

주: 연결순이익 및 ROE, ROA 지표는 한국금융지주 연결 기준, 이 외 지표는 한국투자증권 별도 기준

자료: 한국금융지주, 하이투자증권

카움증권: PI 부분의 부진이 이어지며 부진한 4 분기 실적 시현

투자의견:

Buy(유지)

목표주가:

95,000 원(6.4% 하향)

Trading 및 상품손익의 전망치
하향

카움증권의 2018년 4분기 연결기준 순이익은 275억원으로 전분기 대비 42.9% 감소할 것으로 전망된다.

개인 매매비중이 감소하여 Brokerage 약정 M/S는 전분기 대비 0.9%p 하락하며 수수료 수익이 전분기 대비 8.4% 감소하고 Brokerage 이자수익 역시 전분기 대비 4.1% 감소할 것으로 전망된다.

또한 3분기 부진하였던 PI 투자성과가 4분기 주식시장 급락의 영향으로 4분기에도 부진할 것으로 예상되며 이에 따라 Trading 및 상품 손익의 감소가 불가피 할 것으로 전망된다.

동사의 4분기 실적에서 특징적인 부분은 ELS 발행이 빠르게 증가하고 있다는 점이다. 동사의 4분기 ELS 발행 규모는 7,459억원으로 전분기 3,206억원 대비 132.7% 성장하였다. 동사가 자산관리 부분의 확대를 위해 지속적으로 노력하였지만 뚜렷한 성과가 가시화되지 못했다. 하지만 이번 ELS 발행 증가는 그 동안의 노력의 일부 성과가 가시화되고 있다고 평가한다.

우리는 동사에 대한 목표주가를 6.4% 하향하였다. 업계 공통요인인 Trading 및 상품 손익에 대한 전망치를 하향하였기 때문이다.

카움증권 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %, %p)		순액 기준					누적 기준		
		4Q18F	3Q18	QoQ	4Q17	YoY	4Q18F(A)	4Q17(A)	YoY
요약손익	순영업수익	94	120	-21.7	132	-28.7	499	442	13.1
	수수료손익	58	63	-8.1	56	3.9	268	191	40.4
	Brokerage 수수료	34	37	-8.4	40	-16.6	174	134	30.1
	WM	2	2	0.4	1	29.0	6	3	57.3
	IB+기타	23	25	-8.1	14	60.0	89	54	64.7
	Brokerage 이자수지	44	45	-4.1	38	14.4	173	133	29.8
	Trading 및 상품손익	0	19	적전	42	적전	82	123	-33.7
	대손 및 기타	-7	-7	N/A	-4	N/A	-23	-6	N/A
	판관비	69	63	8.5	59	16.3	255	214	19.3
	영업이익	26	57	-55.1	73	-65.0	244	228	7.2
수익원별 재구성	세전이익	35	61	-42.7	79	-55.5	282	248	13.5
	순이익	27	44	-39.2	55	-52.1	213	183	16.2
	연결순이익(지배주주)	28	48	-42.9	74	-62.8	243	240	0.9
	순영업수익	94	120	-21.7	132	-28.7	499	442	13.1
	Brokerage	77	82	-6.0	78	-1.5	347	267	30.0
	Brokerage 수수료	34	37	-8.4	40	-16.6	174	134	30.1
	Brokerage 이자수지	44	45	-4.1	38	14.4	173	133	29.8
수익성	WM	2	2	0.4	1	29.0	6	3	57.3
	Trading 및 대손	-7	12	적전	38	적전	58	117	-50.3
	IB+기타수수료	23	25	-8.1	14	60.0	89	54	64.7
	판관비율	73	53	20.2	45	28.2	51	48	2.7
자료: 카움증권, 하이투자증권	ROE(연결)	5.3	9.5	-4.2	19.5	-14.2	13.4	17.4	-4.0
	ROA(연결)	0.7	1.2	-0.5	2.6	-2.0	1.7	2.3	-0.6

주: 연결순이익 및 ROE, ROA 지표는 연결 기준, 이 외 지표는 별도 기준

자료: 카움증권, 하이투자증권

II. 투자전략 및 최선호종목

기저가 낮고 Valuation의 부담이 없는 종목에 선별 투자

증권업종은 현재 역사적
최저 수준의
Valuation에서 거래되고
있음

낮은 Valuation에도
불구하고 변동성 확대
구간에서는 선별적 접근을
권유함

2019년 증권업종 Key
word는 1) IB 실적의
둔화, 2) Trading 손익
증가율 하락, 3) 리스크
관리 능력임

최선호 종목
삼성증권/한국금융지주

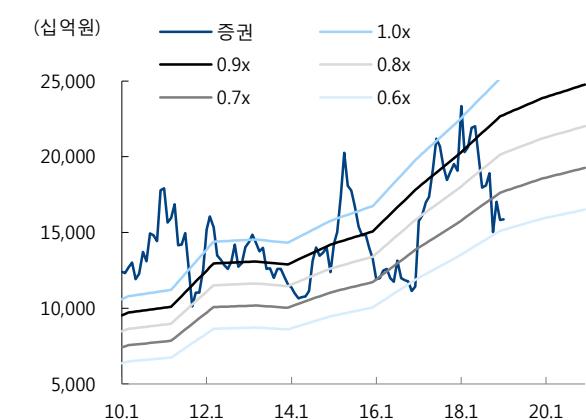
2018년 4분기 증권업종은 12.52% 하락하였다. KOSPI가 12.89%, KOSDAQ이 17.83% 하락한 것을 감안하면 시장 흐름 정도의 하락이었다고 평가한다. 특히 4분기 증권사들의 부진한 실적을 감안하면 일정부분의 하방 경직이 유지되었다고 평가할 수 있다.

증권업종의 2019년 예상 ROE는 7.7%이며 전일종가 기준 12개월 forward P/E는 7.8배, P/B는 0.63배이다. ROE를 감안할 때 현재 증권업종의 Valuation은 높지 않은 수준으로 평가한다. 현재 P/B는 역사적 하단 대비 약간 높지만 P/E는 역사적 하단 수준이기 때문이다. 하지만 증권업종의 특성상 주식시장의 변동성이 확대된 구간에서는 향후 발생할 수 있는 이익 감소 우려를 반영하여 주가는 더 크게 하락하는 경향이 있으며 현재의 증권업종은 변동성 확대 구간 속에서 거래되고 있다고 판단된다.

우리 역시 2019년 2분기까지 주식시장의 변동성 확대구간이 이어질 가능성이 있으며 이에 따라 보수적인 시장 흐름을 예상하고 있다. 다만 지금의 낮은 증권업종의 Valuation을 감안할 때 선별적 투자는 가능한 구간으로 생각하고 있다. 우리는 2019년 연간 전망 자료에서 2019년 IB 실적의 둔화, 그리고 Trading 손익의 증가율 하락을 주요 Key word로 언급하였으며 Risk 관리 능력이 증권사 주가의 차별화 포인트로 작용할 수 있다고 주장하였다.

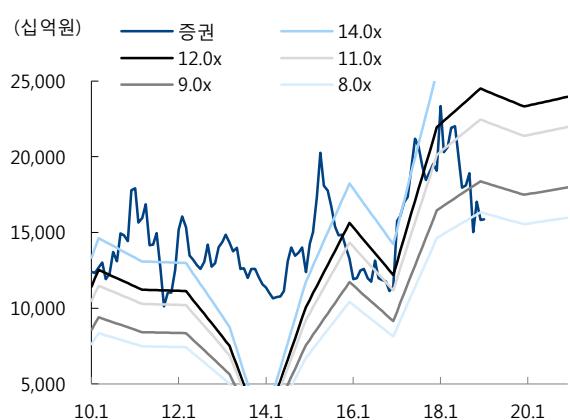
이에 따라 우리는 2019년 상반기 최선호 종목으로 한국금융지주를 유지하고 삼성증권을 추가한다.

그림7. 증권업종 P/B band



자료: 각 사, 하이투자증권

그림8. 증권업종 P/E band



자료: 각 사, 하이투자증권

최선호종목 선택 기준

- 1) 낮은 Valuation,
- 2) 핵심이익의 성장가능성
- 3) Risk 관리

우리는 최선호종목의 선택 기준으로 1) 낮은 Valuation, 2) 낮은 핵심이익의 기저로 핵심이익 성장이 가능하고 마지막으로 3) Risk 관리가 일정부분 이루어지는 회사를 제시한다.

한국금융지주의 명목적인 P/B 는 0.7 배로 상대적으로 높지만 동사의 높은 ROE(11.9%)를 감안하면 Valuation 매력은 충분한 상황이라고 판단되며 4 분기 실적을 통해 동사의 상대적 이익 안정성이 부각될 수 있을 것으로 생각된다.

삼성증권은 미래에셋대우와 더불어 대형증권사 중 가장 낮은 Valuation 에서 거래되고 있으며 IB 및 Trading 손익의 기저가 낮아 2019년 시장 환경 투화에서 이익 성장 가능성이 높다고 생각한다. 또한 주식 및 금리의 변동성 확대에서 상대적으로 안정적인 이익 흐름을 보여줄 수 있을 것으로 전망된다. 마지막으로 지난해 시작된 제재가 2019년 1월 27일 해소될 것이기 때문에 Valuation 측면의 할인 요인 또한 제거될 수 있을 것으로 전망한다.

Trading 및 상품손익 전망치 하향으로 목표주가 하향

커버리지 증권사의 목표주가를 하향한다. 4 분기에 확인되었지만 시장의 변동성 확대의 영향으로 Trading 및 상품 손익의 전망치를 하향하였기 때문이다. 이를 반영하여 미래에셋대우 3.8%, NH 투자증권 3.1%, 한국금융지주 7.2%, 키움증권 6.4%의 목표주가 하향을 단행하였다. 미래에셋대우의 경우 목표주가 하향에 따라 상승여력이 축소되어 투자의견 역시 Hold 로 하향하였다.

미래대우는 투자의견 하향

반면 삼성증권은 목표주가를 5.0% 상향하였다. Trading 및 상품 손익 하향에도 불구하고 제재조치로 인한 Valuation 할인율을 제거하였기 때문이다.

삼성증권은 할인율 제거로 목표주가 상향

커버리지 증권사 투자의견 및 목표주가 산출

	삼성증권	미래에셋대우	NH 투자증권	한국금융지주	키움증권
투자의견	Buy	Hold	Buy	Buy	Buy
목표주가(원)	42,000	7,700	15,500	90,000	95,000
목표주가 P/B(배)	0.8	0.6	0.9	1.2	1.0
목표주가 P/E(배)	12.1	11.2	12.6	9.6	10.8
상승여력(%)	35.0	14.8	21.6	49.0	22.4
현재주가(원, 18.09.28)	31,100	6,710	12,750	60,400	77,600
[목표주가 산출]					
Target P/B(배)	0.8	0.6	0.9	1.2	1.0
2018년 BPS(원)	54,580	12,347	17,562	82,380	91,560
Sustainable RoE(%)	6.5	5.7	7.1	12.1	10.0
Ke(%)	8.5	9.5	8.5	9.5	9.5
2018년 EPS(원)	3,485	688	1,231	9,373	8,802
기존 투자의견	Buy	Hold	Buy	Buy	Buy
기존 목표주가	40,000	8,000	16,000	97,000	101,500
조정폭(%)	5.0	-3.8	-3.1	-7.2	-6.4

자료: 각 사, 하이투자증권

증권사 Valuation Table

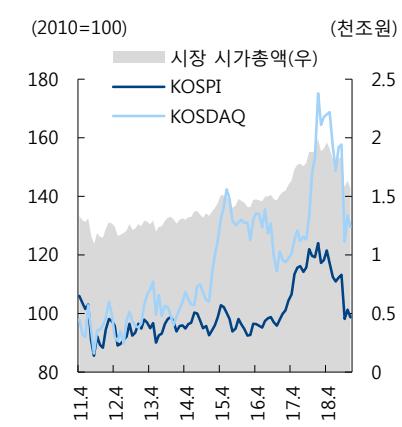
(단위: 원, 십억원, %, 배)	삼성증권 016360	미래에셋대우 006800	NH 투자증권 005940	한국금융지주 071050	키움증권 039490	증권계
투자의견	매수	보유	매수	매수	매수	비중확대
목표가 (6개월)	42,000	7,700	15,500	90,000	95,000	
목표시가총액 (6개월, 십억원)	3,751	5,069	4,362	5,015	2,099	20,296
상승여력 (6개월, %)	35.0	14.8	21.6	49.0	22.4	27.9
목표 PBR	0.8	0.7	0.9	1.2	1.1	0.8
현재가 (20190106)	31,100	6,710	12,750	60,400	77,600	
시가총액(십억원)	2,777	4,417	3,588	3,366	1,715	15,863
	2017A	0.74	0.71	0.86	1.05	1.27
PBR (배)	2018F	0.60	0.55	0.77	0.79	0.94
	2019F	0.57	0.54	0.73	0.73	0.85
	2017A	12.0	10.3	11.9	7.9	8.1
PER (배)	2018F	8.2	9.8	10.0	5.7	8.2
	2019F	8.9	9.8	10.4	6.4	8.6
	2017A	2.7	2.4	3.6	2.3	1.5
배당수익률 (%)	2018F	4.4	2.6	4.2	3.0	0.9
	2019F	4.2	2.5	4.3	3.1	0.9
	2017A	49,620	12,999	16,138	66,018	68,988
BPS (원)	2018F	52,495	11,837	16,896	75,611	82,899
	2019F	54,580	12,347	17,562	82,380	90,808
	2017A	3,040	889	1,170	8,721	10,870
EPS (원)	2018F	3,825	668	1,306	10,349	9,550
	2019F	3,485	688	1,231	9,373	9,055
	2017A	1,000	220	500	1,600	1,300
DPS (원)	2018F	1,400	170	550	1,800	700
	2019F	1,300	170	550	1,850	700
	2017A	0.8	0.7	0.8	1.2	2.3
ROA (%)	2018F	0.9	0.5	0.8	1.1	1.7
	2019F	0.8	0.4	0.7	0.9	1.3
	2017A	6.6	7.2	7.4	14.1	17.4
ROE (%)	2018F	7.5	6.0	7.9	14.6	13.4
	2019F	6.5	5.7	7.1	11.9	10.4
	2017A	271	503	350	509	240
순이익 (십억원)	2018F	342	467	391	604	243
	2019F	311	481	368	547	230
	2017A	4,431	7,355	4,831	3,855	1,525
총자본 (십억원)	2018F	4,688	8,268	5,057	4,415	2,105
	2019F	4,874	8,624	5,257	4,811	2,306
	2017A	37,948	90,626	43,893	48,743	11,591
총자산 (십억원)	2018F	39,288	107,994	50,753	61,152	16,911
	2019F	41,666	110,412	51,918	63,474	17,615
						285,086

자료: 각 사, 하이투자증권

III. 증권업종 주요지표

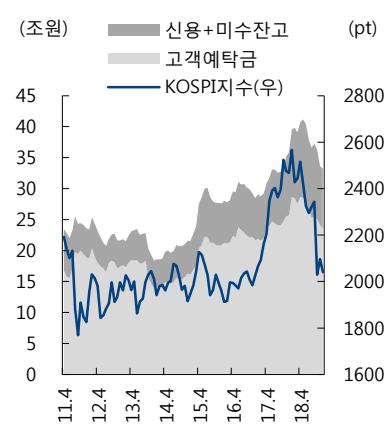
증권업종 주요지표 (1) Brokerage 지표:

그림 9. 지수 및 시가총액



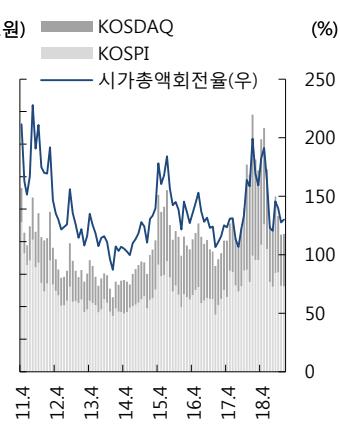
자료:: Fnguide, 하이투자증권

그림 10. 증시주변자금



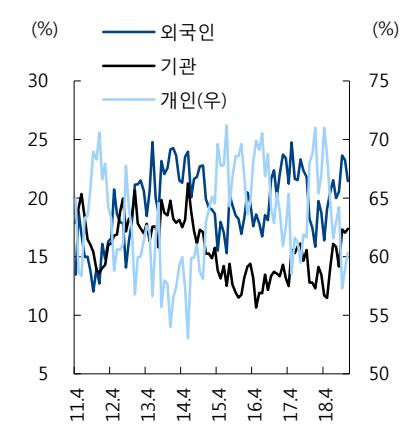
자료:: Fnguide, 하이투자증권

그림 11. 일평균거래대금 및 화전율



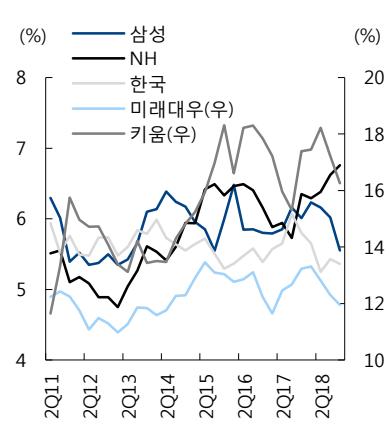
자료: KRX, 하이투자증권

그림 12. 각 주체별 거래비중



자료:: Fnguide, 하이투자증권

그림 13. 위탁매매 거래대금 MS



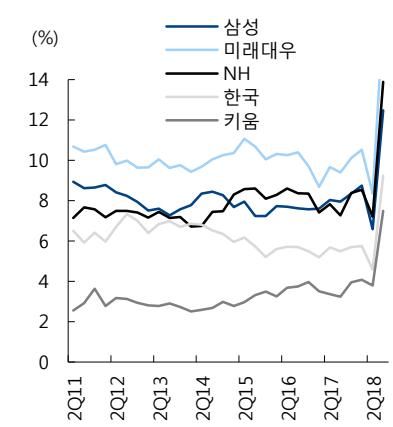
자료:: Check, 하이투자증권

그림 14. 수탁수수료수입 및 수수료율



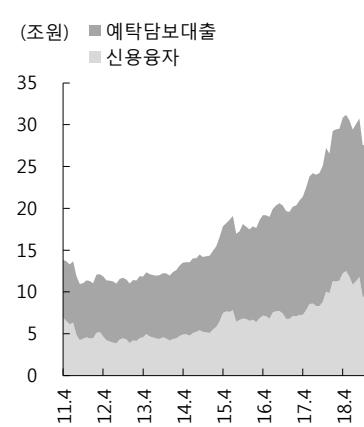
자료: 금감원, 하이투자증권

그림 15. 수탁수수료 수입 MS



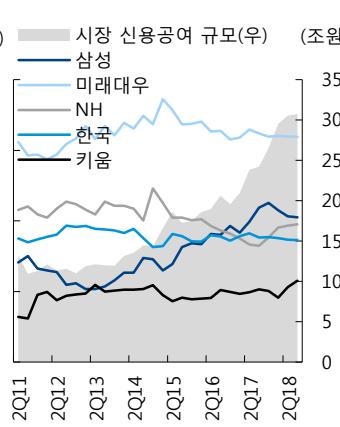
자료:: 금감원, 하이투자증권

그림 16. 신용잔고



자료:: 금투협, 하이투자증권

그림 17. 신용잔고 MS



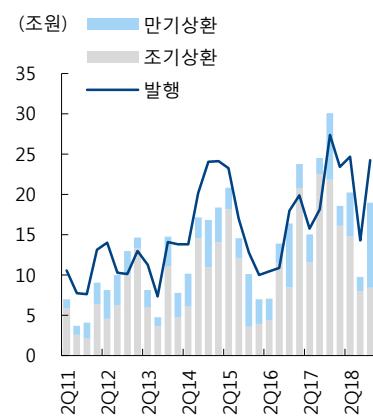
자료: 금투협, 하이투자증권

주: 신용융자와 주식예탁담보대출 관련 신용공여

III. 증권업종 주요지표

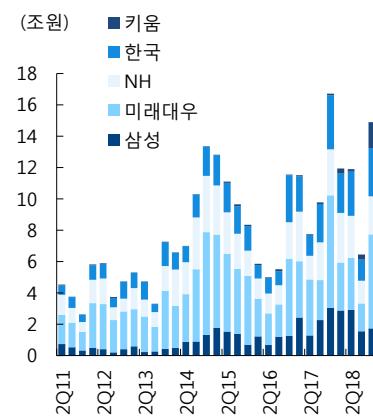
증권업종 주요지표 (2) Trading 및 상품순익 지표:

그림 18. ELS 발행 및 상환



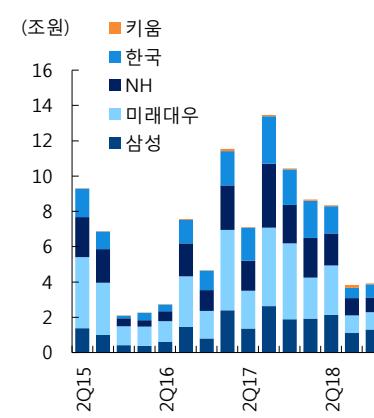
자료:: 예탁결제원, 하이투자증권

그림 19. 커버리지사 ELS 발행, 상환



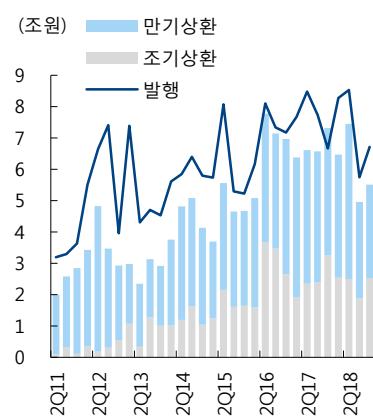
자료:: 예탁결제원, 하이투자증권

그림 20. 커버리지사 ELS 조기상환



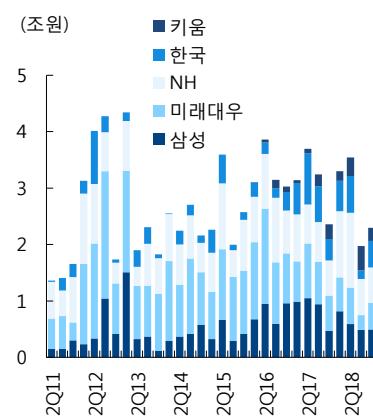
자료: 인포맥스, 하이투자증권

그림 21. DLS 발행 및 상환



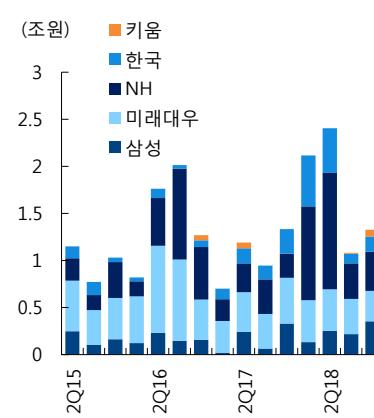
자료:: 예탁결제원, 하이투자증권

그림 22. 커버리지사 DLS 발행 및 상환



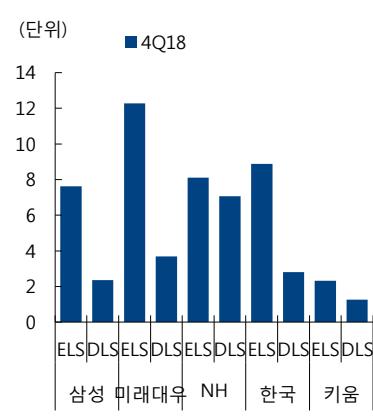
자료:: 예탁결제원, 하이투자증권

그림 23. 커버리지사 DLS 조기상환



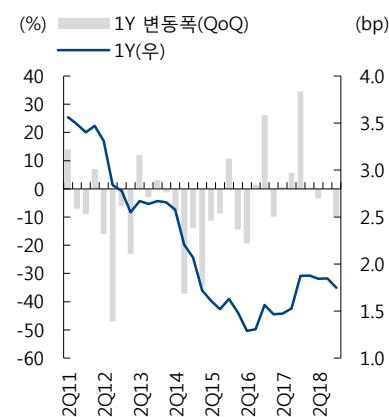
자료: 인포맥스, 하이투자증권

그림 24. ELS/DLS 미상환 잔고(4Q18)



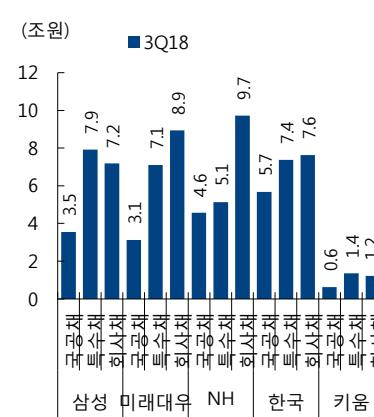
자료:: 예탁결제원, 하이투자증권

그림 25. 국고채 금리(기말 기준)



자료:: Check, 하이투자증권

그림 26. 증권사 채권 보유현황(3Q18)

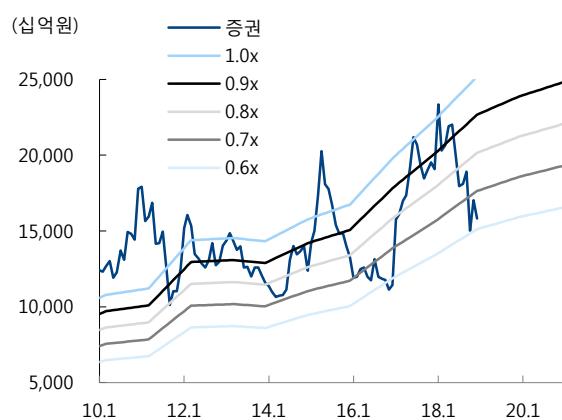


자료: 금투협, 하이투자증권

III. 증권업종 주요지표

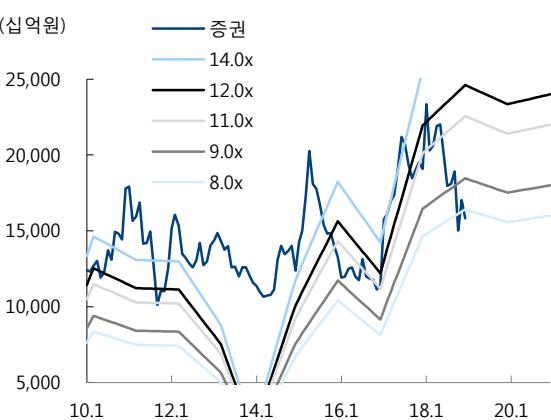
증권업종 주요지표 (3) Valuation Band

그림 27. 증권업종 P/B Band



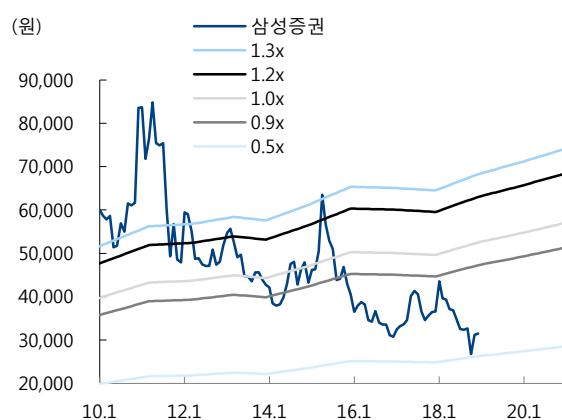
자료:하이투자증권

그림 28. 증권업종 P/E Band



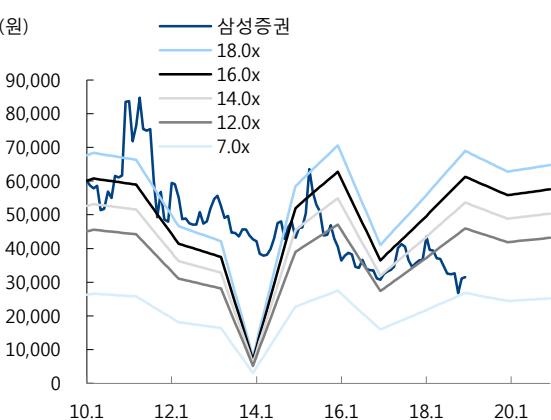
자료:하이투자증권

그림 29. 삼성증권 P/B Band



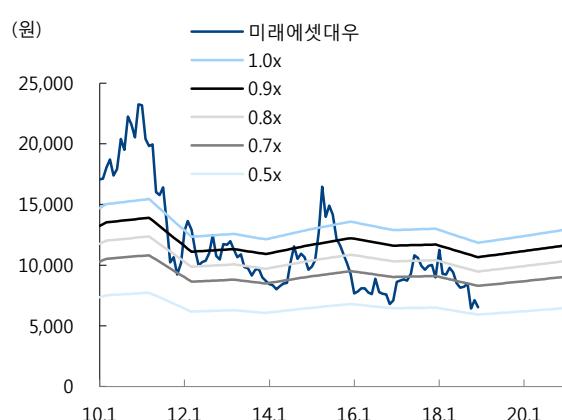
자료:하이투자증권

그림 30. 삼성증권 P/E Band



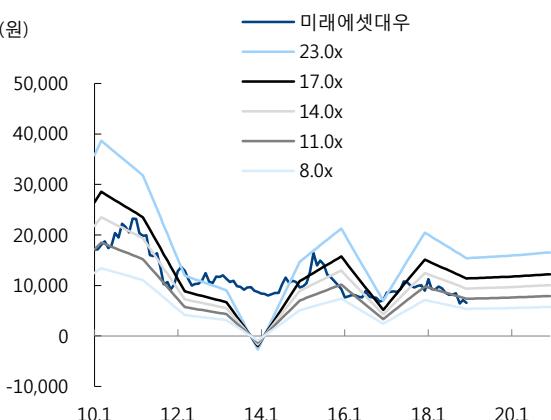
자료:하이투자증권

그림 31. 미래에셋대우 P/B Band



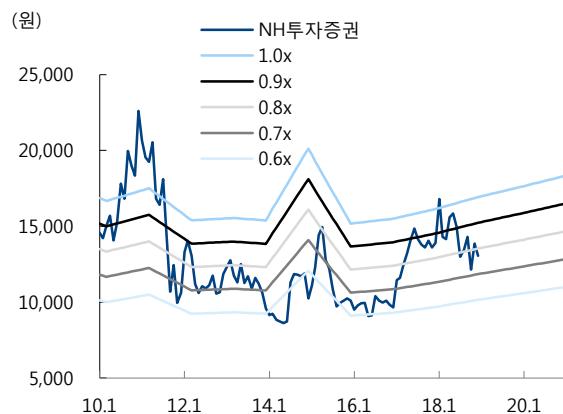
자료:하이투자증권

그림 32. 미래에셋대우 P/E Band



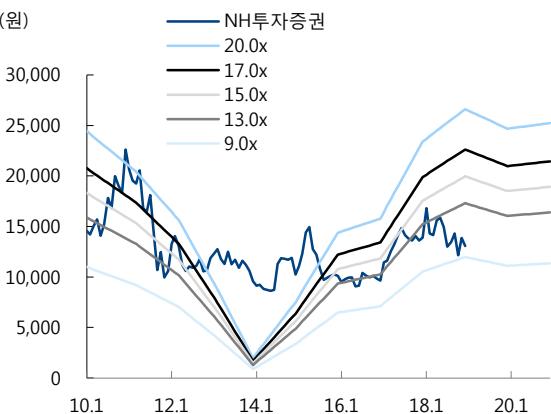
자료:하이투자증권

그림 33. NH 투자증권 P/B Band



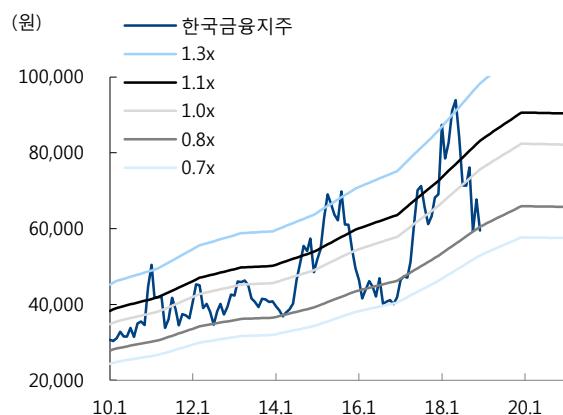
자료:하이투자증권

그림 34. NH 투자증권 P/E Band



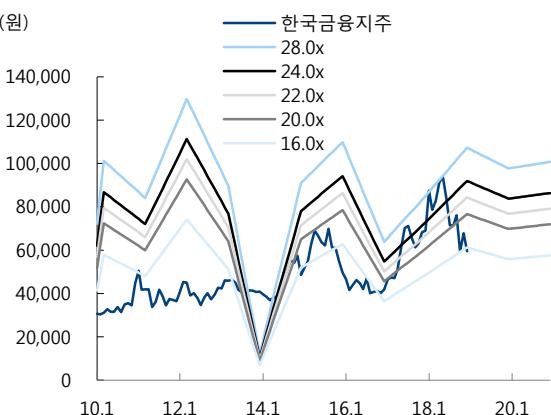
자료:하이투자증권

그림 35. 한국금융지주 P/B Band



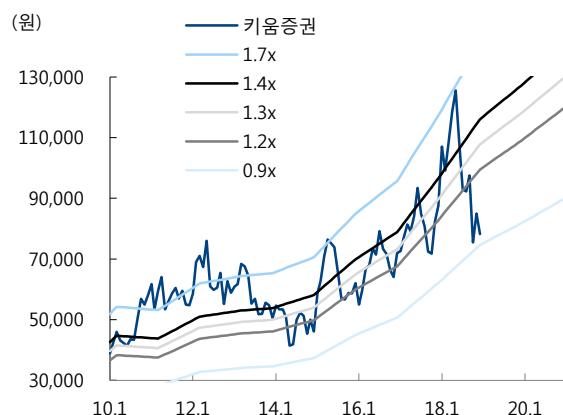
자료:하이투자증권

그림 36. 한국금융지주 P/E Band



자료:하이투자증권

그림 37. 키움증권 P/B Band



자료:하이투자증권

그림 38. 키움증권 P/E Band



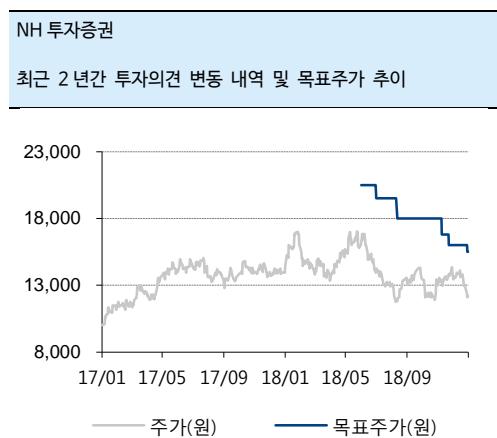
자료:하이투자증권



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	-20.5%	-17.3%
2019-01-07	Buy	42,000	1년	-	-



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	-14.5%	-9.4%
2019-01-07	Hold	7,700	1년	-	-



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	-15.1%	-10.3%
2019-01-04	Buy	15,500	1년	-	-



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				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	-34.5%	-27.9%
2019-01-04	Buy	90,000	1년		



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				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	-21.6%	-10.7%
2019-01-04	Buy	95,000	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 기관투자가 및 제 3 자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6 개월간 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 투자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12 개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - 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 투자비율 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.9%	9.1%	-