

증권
Neutral

증권거래세에서 양도세로, 성공 및 실패 사례

Part I 증권거래세에서 양도세로, 성공 및 실패 사례

Part II 양도세 도입에 따른 리테일 시장 영향



보험/증권
Analyst 김고은
02. 6098-6670
goenkim@meritz.co.kr

관심종목

종목	투자판단	적정주가
미래에셋생명(085620)	Buy	6,200원
키움증권(039490)	Trading Buy	98,000원



Contents

Part I	증권거래세에서 양도세로, 성공 및 실패 사례	5
Part II	양도세 도입에 따른 리테일 시장 영향	15
기업분석	미래에셋생명(085620) 변액 보험의 강자, 양도세 도입 시 수혜	32
	키움증권(039490) 새로운 성장 동력이 필요하다	34

I 증권거래세에서 양도세로, 성공 및 실패 사례

- 일본의 경우 89년부터 9년에 걸쳐 단계적으로 증권거래세를 인하 후 폐지하고 양도차익 과세로 전환에 성공
- 89년부터 99년까지 거래세와 양도세가 병존, 해당 기간 총 세수는 감소, 주식 거래량 위축되었으나
- 03년 우대세율(20% →10%) 적용되고 주식시장 활성화되며 세수가 크게 증가하는 모습
- 대만의 경우 89년 및 13년 추진하였으나 실패, 급격히 세율을 높이는 과정에서 거래량 감소 및 주가 폭락으로 이어져 중단
- 또 다른 차이점은 일본은 외국인 비중이 많은 반면 대만은 개인 비중이 많음
- 외국인 투자자는 이중과세방지협정에 의해 자국에서 납세하는 경우 대부분이기 때문에 조세저항이 비교적 적었을 가능성 존재

II 양도세 도입에 따른 리테일 시장 영향

- 18.12 발의된 "소득세법 일부개정법률안(최운열 의원 대표발의)" 주요 내용
- 1) 과세 대상을 대주주 주식양도소득에서 모든 주식 양도소득으로 확대(분리과세)
- 2) 주식, 파생상품, 채무증권 양도소득 통산하고, 과세기간 결손금 3년 이월 공제 가능
- 3) 세수 영향 최소화 하기 위해 단계적으로 인상하여 도입('20~'23년)
- 4) 채권에 대해서도 양도소득세 도입, 세율 20%
- 세제 개편 시 1) 국내 주식 개인거래 위축 2) 해외주식 거래 활성화 3) 세제 혜택 있는 금융상품 판매 활성화될 가능성 제시
- 개인 거래 및 신용 수요 위축될 가능성 있어 키움증권에 부정적, 변액보험 부문 강자인 미래에셋생명에 긍정적 영향 추정

Part I

증권거래세에서 양도세로,
성공 및 실패 사례



증권거래세 폐지 논의 본격화

- 증권거래세 폐지에 대한 논의가 본격화 되는 모습
- 이해찬 더불어민주당 대표 “주식 손해 봐도 증권거래세 낸다니 어이 없어”
- 홍남기 기획재정부 장관 “증권거래세 과도하다는 지적에 일부 공감하며 합리적인 안을 검토 중”
- 최종구 금융위원장 “증권거래세 인하를 검토할 필요성이 있다”
- 권용원 금융투자협회회장 “거래세 폐지 또는 인하 등을 포함해 자본시장 과세 체계 선진화 절실”

증권거래세법 개정 및 폐지 법률안

2018.12	최운열의원 대표발의	증권거래세 단계적 인하 후 폐지 : 유가증권시장 20년 0.12%, 21년 0.09%, 22년 0.06%, 23년 0.03% 코스닥 및 코넥스 20년 0.24%, 21년 0.18%, 22년 0.12%, 23년 0.06%
2018.11	김병욱의원 대표발의	증권거래세율 0.15%로 인하
2018.11	조경태의원 대표발의	증권거래세법 폐지(공포 3개월 이후 시행)
2018.03	김철민의원 대표발의	증권거래세율 0.1%로 인하
2017.09	김관영의원 대표발의	증권거래세 탄력세율 도입 : 법률세율의 75% 범위에서 낮추거나 0으로 정할 수 있음

자료: 국회, 메리츠증권 리서치센터

양도소득 과세대상 대주주 범위 확대 되나 회피 가능해

증권거래세 폐지 논의 본격화

- 주식 양도소득세를 내야 하는 대주주의 범위가 확대되고 세율 조정되고 있어 이중 과세 가능성 있으나
- 현행상 대주주의 여부는 주식 매도 시기의 직전 사업연도 말 보유 기준으로 판단하고 있어
- 연도 말 직전 매각으로 양도세 회피 가능

상장주식 양도 소득 과세대상 대주주의 범위 확대

구분	2016.4.1 이후	2018.4.1 이후	2020.4.1 이후	2021.4.1 이후
코스피	1%, 25억원	1%, 15억원	1%, 10억원	1%, 3억원
코스닥	2%, 20억원	2%, 15억원	2%, 10억원	2%, 3억원
코넥스	4%, 10억원			4%, 3억원
비상장주식	4%, 25억원	4%, 15억원	4%, 10억원	4%, 3억원

자료: 기획재정부, 메리츠증권증권 리서치센터

대주주의 주식 양도소득에 대한 세율 조정

구분	중소기업	이외 법인
대주주	과세표준 3억 이하: 20% 과세표준 3억 초과: 25%	과세표준 3억 이하: 20% 과세표준 3억 초과: 25% 1년 미만 보유: 30%

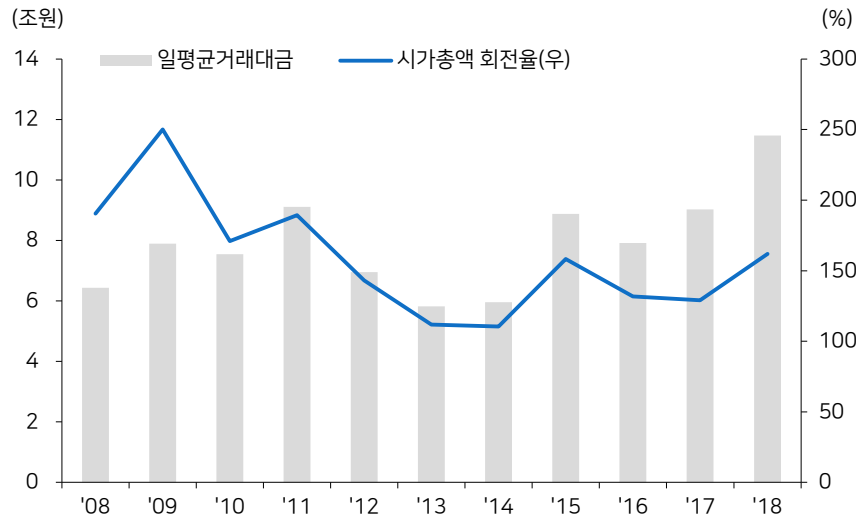
자료: 기획재정부, 메리츠증권증권 리서치센터

거래세 폐지 되는 경우 양도세 강화될 가능성 크다고 판단

증권거래세 폐지 논의 본격화

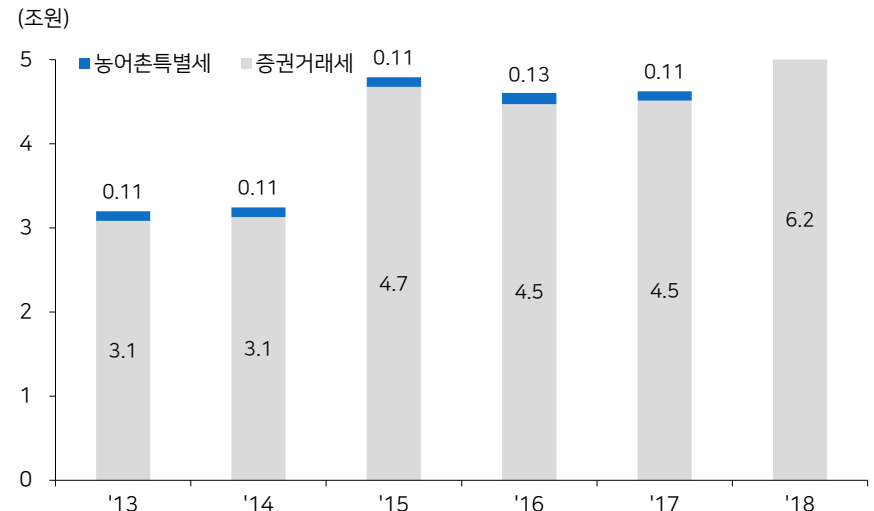
- 기획재정부의 증권거래세수 18년 6.2조원으로 거래세 폐지 시 세수 공백 가능성 높고
- '소득이 있는 곳에 세금이 있다'는 일반 조세 원칙에 근거해 양도세 강화될 가능성이 커

거래대금 및 회전을 추이



자료: KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

증권거래세 및 농어촌특별세



자료: 기획재정부, 메리츠증권증권 리서치센터

증권거래세 폐지 논의 본격화

- 주요국가에서 증권거래세와 양도소득세를 모두 부과하는 경우가 드물고
- 자본시장의 효율성 및 과세 형평 위해 대부분 거래세를 폐지, 양도 차익에 대해 과세하는 경향
- 이 중 증권거래세 단계적 폐지 및 양도소득세 도입에 성공한 일본과
- 양도소득세로의 전환을 여러 번 시도 했으나 실패한 대만의 사례를 살펴보고 함

국가별 증권거래세 및 주식양도소득세

국가	증권거래세 (%)	주식양도소득세
한국	과세 (0.3)	과세 (대주주: 양도차익 3억 이하분 20%, 3억 초과분 25%)
영국	인지세	과세 (소득세율 구간분 10%, 초과분 20%)
프랑스	과세 (0.3)	과세 (종합과세 최고 60.5%)
이탈리아	과세 (0.2)	과세 (26%)
호주	인지세	과세 (종합과세 최고 45%)
중국	과세 (0.1)	비과세
대만	과세 (0.15)	비과세
홍콩	과세 (0.1)	비과세
싱가포르	과세 (0.2)	비과세
미국	비과세	과세 (1년 미만시 종합과세, 최고 39.6%, 1년 초과 15%, 20%)
독일	비과세	과세 (26.38%)
일본	비과세	과세 (20%)
뉴질랜드	비과세	비과세

자료: 자본시장연구원, OECD, 메리츠증권증권 리서치센터

일본, 9년에 걸쳐 단계적으로 거래세 인하 후 폐지

해외사례

- 일본의 경우 장기간에 걸쳐 단계적으로 거래세를 인하&폐지하고 양도차익 과세로 전환에 성공
- 89년부터 증권거래세를 9년에 걸쳐 단계적으로 인하하고 99년에 폐지
- 금융소득의 일체화 차원에서 자본이득과세의 신고분리과세(세율 20%)를 추진

일본의 주식거래세율 변화

연도	거래세율
1989.4	0.55% → 0.3%
1996.4	0.3% → 0.21%
1998.4	0.21% → 0.1%
1999.4	폐지

자료: 아시아금융학회, 일본재무성

일본의 주식 양도차익 과세 변화

연도	비고
1953	양도소득 파악의 어려움으로 인해 비과세
1989	비과세→과세 (원천분리과세와 신고분리과세 중 납세자가 유리한 방식 선택) 원천분리과세: 양도가액의 5%를 소득으로 간주해 이에 대해 20%의 단일세율로 원천징수 분리과세 신고분리과세: 주식 등 연간 양도손익 모두 통산해 다른 소득과 분리해 26% 단일세율로 신고 납부
2001	'저축에서 투자로' 투자 관련 정책 우대 본격화
2003~2011	주식시장 활성화 위한 우대세율 부과(7~10%). 3년간 이월공제
2009	주식양도손실과 배당간의 손익통산 허용. 이월공제 대상에도 배당소득을 추가
2012	우대세율 폐지, 양도차익세율 20%, 소액상장주식투자에 대해 비과세 도입

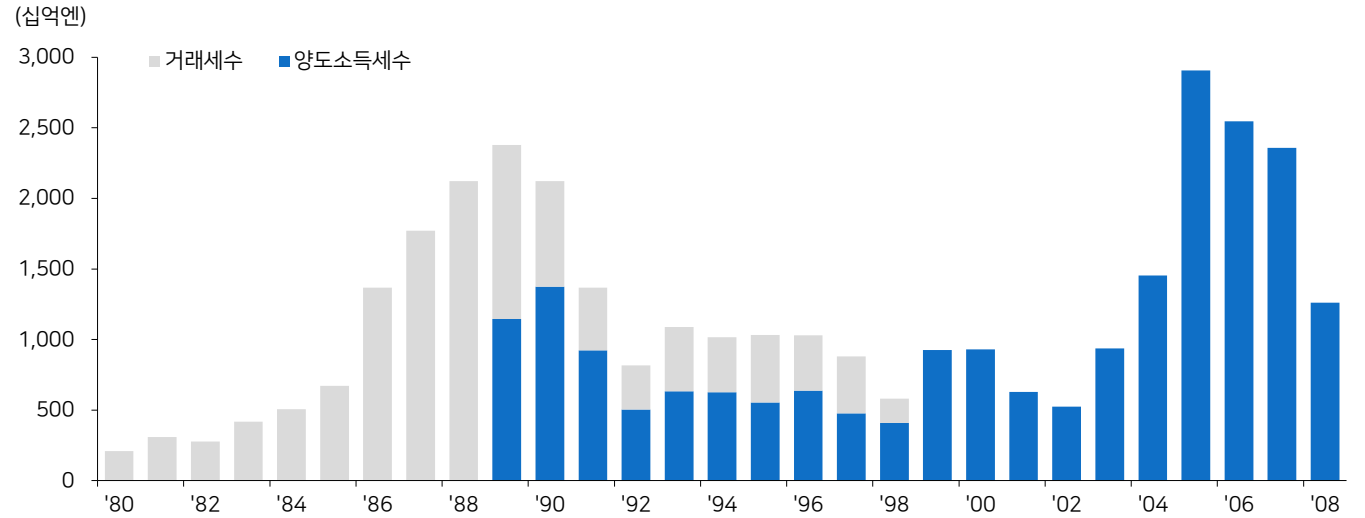
자료: 아시아금융학회, 메리츠증권증권 리서치센터

거래세와 양도세 병존한 기간 동안 주식시장 위축되었으나

해외사례

- 89년부터 99년까지 거래세와 양도세가 병존했으며 해당 기간 총 세수는 감소, 주식 거래 위축
- 전면 양도세 도입된 이후에도 세수 크게 늘지 못하다가
- 01년부터 “저축에서 투자로” 투자 활성화 정책 시행되고
- 03년 우대세율(20% →10%) 적용되며 주식시장 활성화, 세수가 크게 증가하는 모습

일본의 주식양도소득 세수와 거래세수 추이



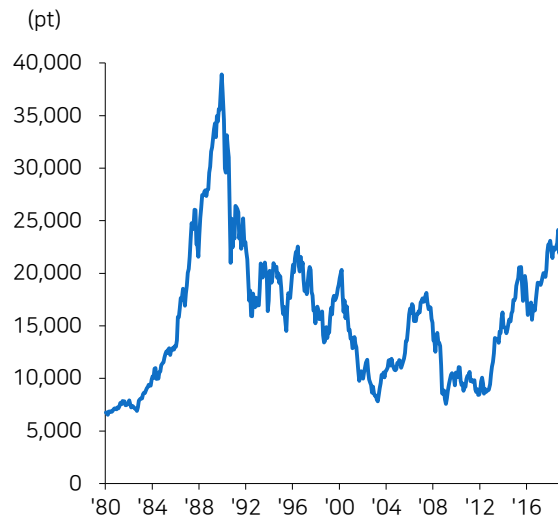
자료: 아시아금융학회, 일본 재무성, 메리츠증권증권 리서치센터

“저축에서 투자로”정책 시행하며 거래세 부과 시절보다 시장 활성화

해외사례

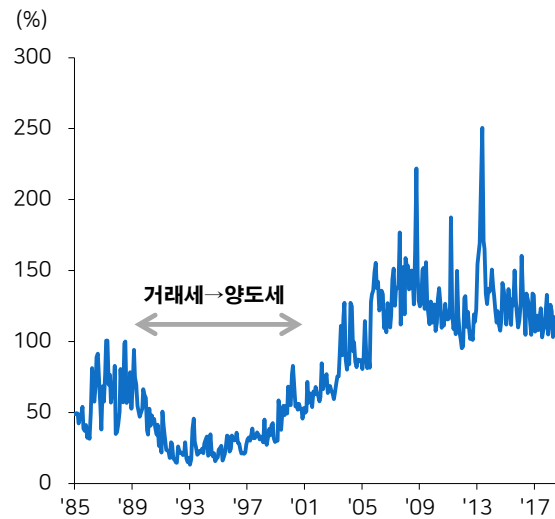
- 세제 변화가 직접적인 원인은 아니지만 89년 이후 일본 증시 하락 및 회전을 하락
- 다만, 중장기적인 관점에서 주식시장 활성화에 기여했다고 판단
- 양도세 부과 체계에서 정부가 자본시장/금융회사에 영향력을 발휘하기가 좀더 용이하다고 보여짐
- 01년부터 시작된 “저축에서 투자로” 정책 방향에 따라 우대 세제, 비과세 특례 등 시행하며
- 거래세 부과 시절보다 회전을 및 거래대금 증가

NKY Index 추이



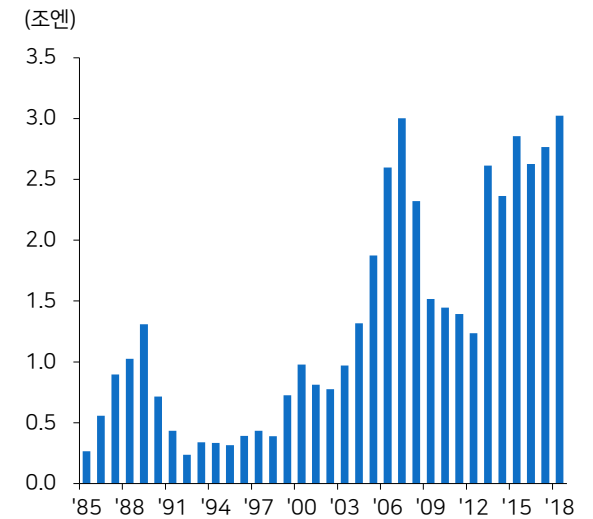
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 시가총액회전율(1st section 기준)



자료: JPX, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 일평균 거래대금(1st section 기준)



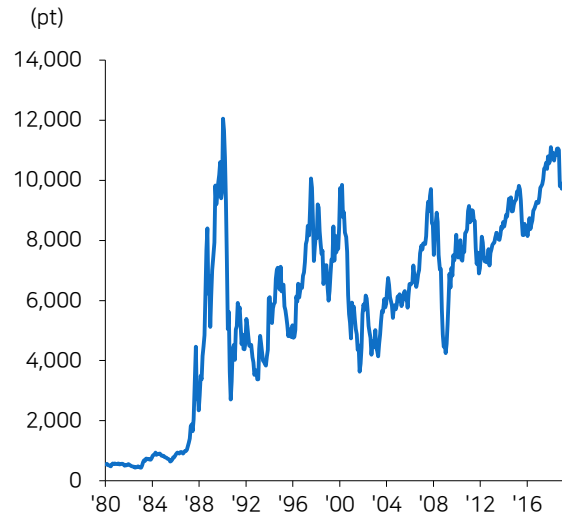
자료: JPX, 메리츠증권증권 리서치센터

대만, 급격한 세율 적용으로 시장 충격이 커 전환에 실패

해외사례

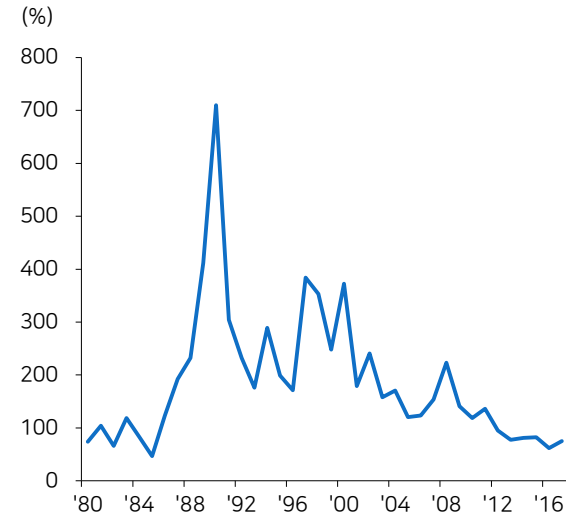
- 대만의 경우 거래세 폐지 및 양도세 전환을 89년 및 13년 추진하였으나 실패
- 88년 주식시장 과열 이후 기존 증권거래세에 추가하여 89년부터 양도세 최대 50% 부과 결정
- 과세안 발표 이후 TWSE 지수 및 거래대금이 급락하자 거래세 인하, 양도세 면세한도 인상 등 조치
- 그러나 투자자들이 차명계좌 등 통해 양도소득세 회피해 90년부터 양도세 철회하고 거래세 0.6%로 인상
- 13년 중반 다시 양도세 법안 통과시키고 18년까지 시행 유예 했으나 개인투자자 반발로 철회
- 17년부터 증권거래세 0.3%에서 0.15%로 인하

TWSE index 추이



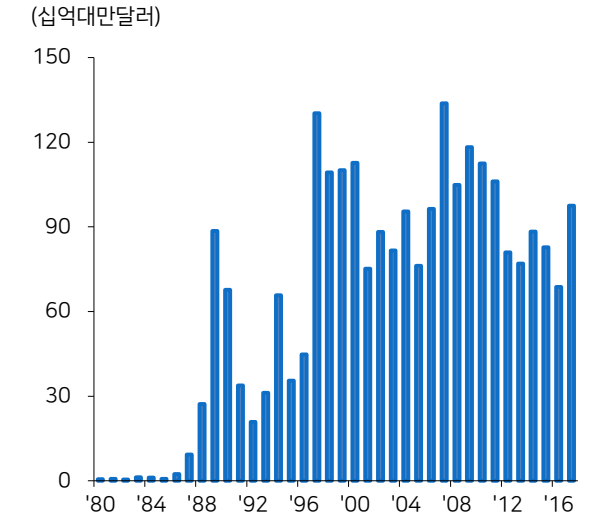
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

대만 시가총액 회전을



자료:TSE, 메리츠증권증권 리서치센터

대만 일평균 거래대금



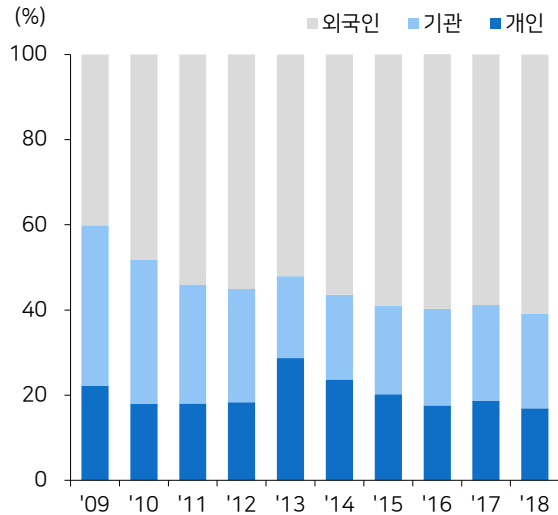
자료: TSE, 메리츠증권증권 리서치센터

대만 개인 투자자 비중이 많아 조세 저항이 큰 영향도 존재

해외사례

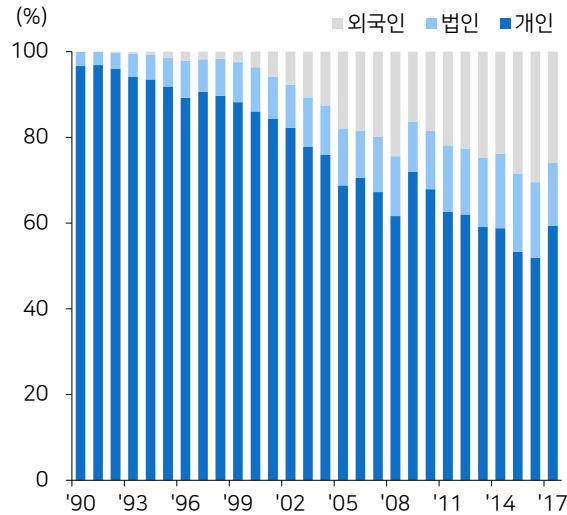
- 대만은 급격히 세율을 높이는 과정에서 거래량 감소 및 주가 폭락으로 이어져 중단되었으나
- 일본의 경우 장기간에 걸쳐 거래세 단계적 인하 후 폐지하고 양도세 비과세 범위 점진적 축소
- 또 다른 차이점은 일본은 외국인 비중이 많은 반면 대만은 개인 비중이 많고
- 외국인 투자자는 이중과세방지협정에 의해 자국에서 납세하는 경우 대부분이기 때문에
- 세계 개편에 따른 조세저항이 비교적 적었을 가능성 존재

일본 투자자별 거래 비중



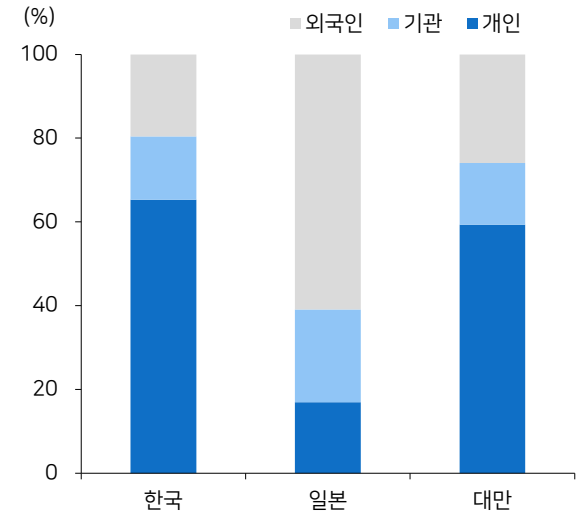
자료: JPX, 메리츠증권증권 리서치센터

대만 투자자별 거래 비중



자료: TSE, 메리츠증권증권 리서치센터

국가별 투자자 거래 비중



주: 한국, 일본 18년. 대만 17년 기준
자료: JPX, TSE, KRX

Part II

양도세 도입에 따른 리테일 시장 영향



국내 주식 양도세 도입안

- 국내의 양도세 도입 또한 일본의 모습을 따라갈 가능성이 크다고 판단
- 18.12 발의된 “소득세법 일부개정법률안(최운열 의원 대표발의)” 주요 내용은
 - 1) 과세 대상을 대주주 주식양도소득에서 모든 주식 양도소득으로 확대(분리과세)
 - 2) 주식, 파생상품, 채무증권 양도소득 통산하고, 과세기간 결손금 3년 이월 공제 가능
 - 3) 세수 영향 최소화 하기 위해 단계적으로 인상하여 도입(’20년~’23년)
 - 4) 채권에 대해서도 양도소득세 도입, 세율 20%

소득세법 일부개정법률안(18.12 최운열 의원 대표발의)

주요내용

1. 양도소득세 과세대상에 채무증권으로서 대통령령으로 정하는 것의 양도로 발생하는 소득을 포함
2. 양도소득세 과세대상을 대주주의 주식등 양도, 비상장법인의 주식등 양도 등으로 발생하는 소득에서 **모든 주식등의 양도로 발생하는 소득으로 확대**
3. **주식등 양도소득, 파생상품 양도소득 및 채무증권 양도소득 간 손익을 통산할 수 있도록 하고, 과세기간의 결손금은 3년간 이월공제할 수 있도록 함**
4. 채무증권의 양도에 대한 양도소득세 세율은 20%로 함
5. 양도소득세 과세표준 예정신고 대상에서 주식등 양도소득, 파생상품 양도소득 및 채무증권 양도소득을 제외
6. 국외자산 양도에 대한 양도소득 과세대상에 채무증권 양도 소득을 포함
7. 과세자료 제출 범위에 채무증권의 거래내역 등 양도 소득세 부과에 필요한 자료를 추가
8. 주식 등의 양도에 대한 가세 방식이 전환됨에 따른 세수 증감의 영향을 최소화 하기 위해 주식 등에 대한 양도소득세 세율을 **단계적으로 인상하여 도입**

자료: 국회, 메리츠증권증권 리서치센터

최운열 의원 대표 발의안 종합적 개편 제시해 통과 가능성 有

국내 주식 양도세 도입안

- 증권거래세 인하 및 폐지만을 발의한 다른 의원과 달리 최운열 의원 대표 발의안 통과 가능성 有
- 양도소득세 단계적 인상, 증권거래세 단계적 인하 및 폐지, 농어촌특별세 단계적 인하 및 폐지안 발의
- 기획재정부 및 금융위원회에서 다른 구체안의 세제 개편 건의 할 수 있으나
- 이와 같은 형식으로 기간을 두고 단계적으로 전환할 가능성이 높다고 판단

양도소득세 단계적 인상

주식 등에 대한 양도소득세 세율에 관한 특례	구분	2020	2021	2022	2023
	중소기업의 주식 등	2%	4%	6%	8%
	그 외 주식 등	4%	8%	12%	16%

증권거래세 단계적 인하 및 폐지

증권거래세	2020	2021	2022	2023
유가증권시장	0.12%	0.09%	0.06%	0.03%
코스닥 및 코넥스	0.24%	0.18%	0.12%	0.06%
기타	0.40%	0.30%	0.20%	0.10%

농어촌특별세 단계적 인하 및 폐지

농어촌특별세	2020	2021	2022	2023
농어촌특별세율	0.120%	0.090%	0.060%	0.030%

자료:국회, 메리츠증권증권 리서치센터

양도세 도입 시 기대수익률 하락으로 개인 거래 위축 전망

- 영향1) 국내주식 개인거래 위축**
- 세제 개편 시 기대수익률 하락으로 국내 주식의 개인거래 비중 하락 전망됨
 - 현행상 법인과 기관투자자에게는 양도소득세를 과세하고 있지 않고
 - 외국인 투자자는 이중과세방지협정에 의해 자국에서 납세하는 경우가 대부분
 - 이와 같은 영향은 16년부터 시행된 파생상품의 양도소득세 도입 이후에도 확인됨

파생상품 양도소득세 과세 연혁

2004년	개인투자자의 파생상품 거래에 대한 자본이득 10% 과세 논의 → 국회 제출, 입법 무산
2008년	파생상품 거래세 부과 논의
2012년	코스피200선물과 옵션에 대한 거래세 세법 개정안 마련
2014년	소득세법 개정. 파생상품 자본차익에 양도소득세 과세 근거 마련
2016년	탄력세율 5% 적용(기본세율 20%)
2018년	탄력세율 10% 적용(기본세율 20%)

자료: 한국파생상품학회, 메리츠증권증권 리서치센터

파생상품 양도소득세 과세 대상 확대(19년 4월 적용)

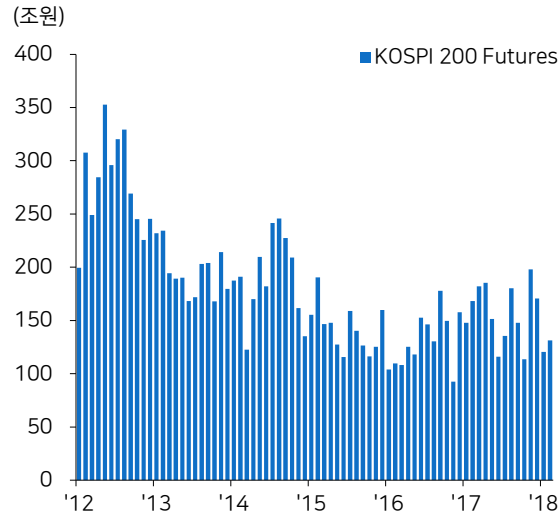
기존	개정안
일부 코스피 주가 지수 관련 상품	모든 주가지수 관련 파생상품
코스피200선물·옵션, 코스피200 주식 워런트증권 (ELW)	코스닥150선물·옵션, KRX300 선물, 섹터지수 선물, 배당지수 선물, 코스피200 변동성지수 선물 등 포함

자료: 기획재정부, 메리츠증권증권 리서치센터

파생상품 양도소득세 도입 이후 개인 비중 하락하는 모습

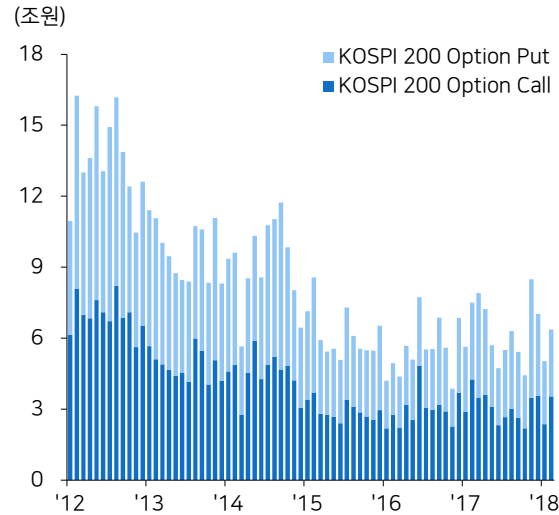
- 영향1) 국내주식 개인거래 위축
- 16년 파생상품의 양도소득세 도입(기본세율 20%, 탄력세율 5%)되었고 18년 탄력세율 10%로 확대
 - 19년 과세 대상 코스피200선물·옵션,ELW에서 모든 주가지수 관련 파생상품으로 대상이 확대
 - 이후 관련 상품 개인 거래대금 감소하고 전체 비중 또한 하락하는 모습

코스피200 선물 개인 거래대금



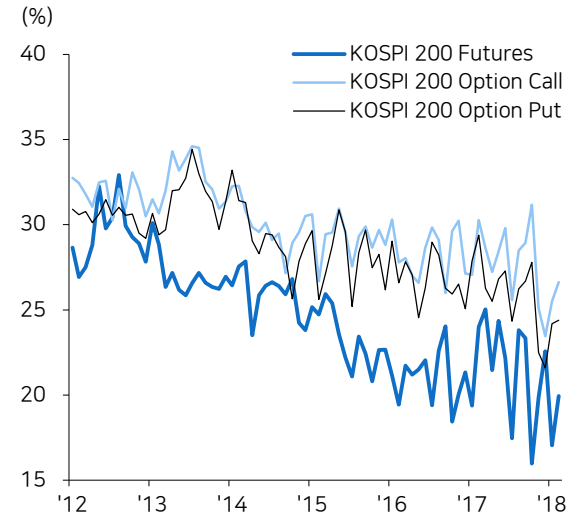
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

코스피200 옵션 개인 거래대금



자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

코스피200 선물/옵션 개인거래 비중



자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

해외주식 거래 활성화 가능성 제시

영향2) 해외주식 투자 활성화

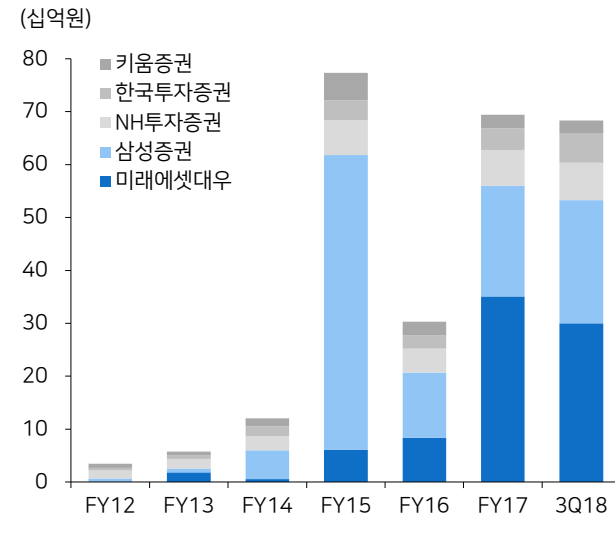
- 양도세가 도입되는 경우 비교적 우위 사라져 해외주식 거래 활성화 가능성 제시
- 이에 따라 국내 증권사들 해외 주식 거래 서비스에 주력하는 모습
- 주요국 해외주식 거래 시 최저 수수료 폐지, 통합증거금 서비스 등 제공
- 해외주식 수수료 부문의 강자는 미래에셋대우와 삼성증권. 전체 수수료 중 8~10%까지 비중 상승

주요 증권사 해외주식거래 서비스 현황

증권사	서비스 대상 국가 수
미래에셋대우	33
한국투자증권	31
삼성증권	29
신한금융투자	26
하나금융투자	22
NH투자증권	27
KB증권	27
키움증권	8
이베스트투자증권	8
메리츠증권증권	7
대신증권	4

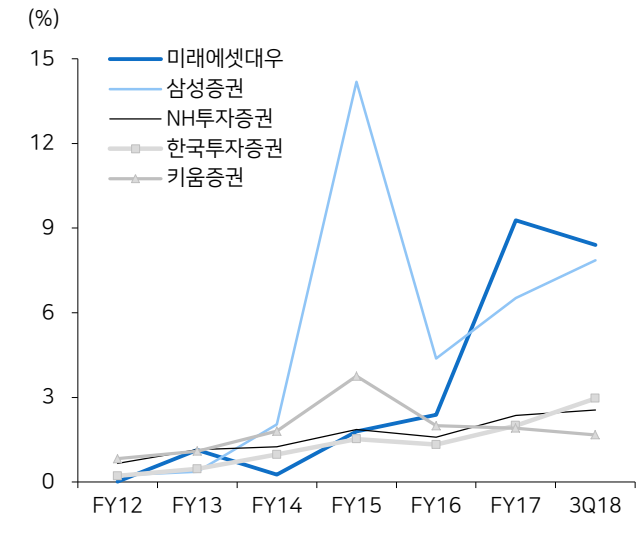
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

회사별 외화증권 수수료



자료: FISS, 메리츠증권증권 리서치센터

수탁수수료 내 외화증권 수수료 비중



자료: FISS, 메리츠증권증권 리서치센터

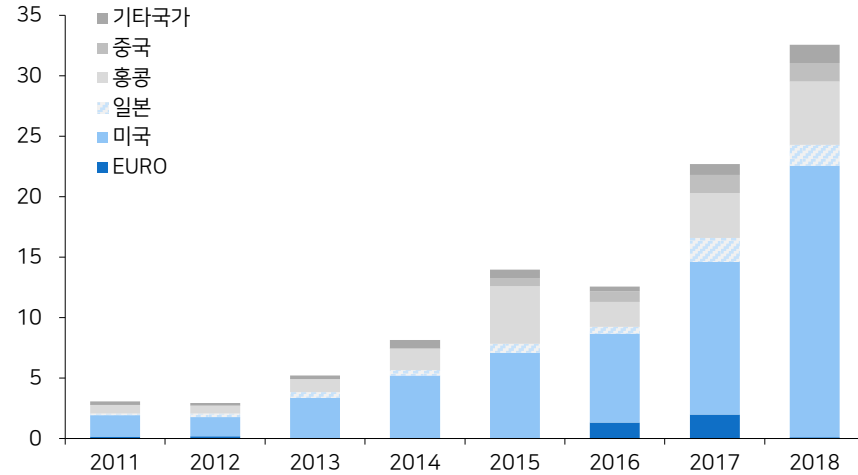
국내투자자의 해외투자에 대한 관심 지속될 전망

영향2) 해외주식 투자 활성화

- 19년 1월말 예탁결제원의 외화증권 보관금액은 10.7십억 달러,
- 18년 외화증권 결제금액은 32.6십억 달러까지 증가
- 양도세 도입과 더불어 국내 경제성장률 둔화 우려로 해외투자에 대한 관심 지속될 전망

외화증권 예탁결제금액

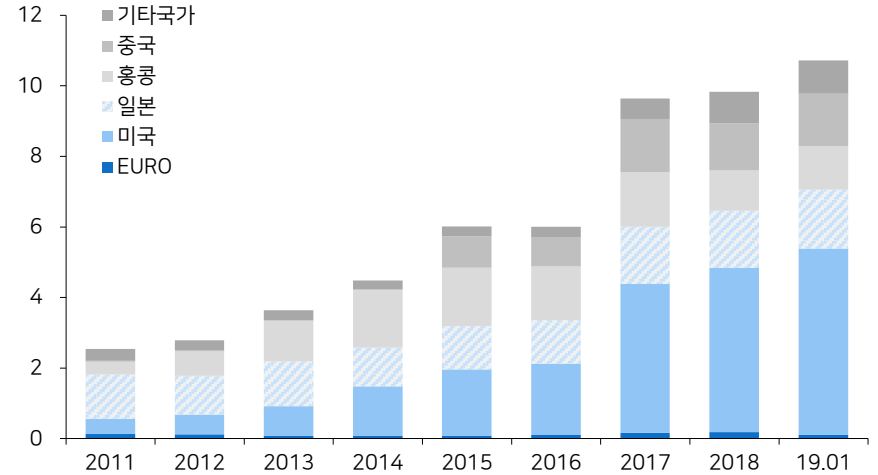
(십억달러)



자료: 예탁결제원, 메리츠증권증권 리서치센터

외화증권 예탁보관금액

(십억달러)



자료: 예탁결제원, 메리츠증권증권 리서치센터

- 영향3) 비과세 투자상품 활성화**
- 현행상 국내 주식형 펀드는 양도차익 비과세이나, 양도세 도입 시 금융상품 또한 과세될 가능성 有
 - 최근 금융투자협회 주식, 채권, 펀드 등 상품별로 나눠 과세하는 현 세제체계 개편해
 - 모든 투자상품에서 발생한 손익을 모아 과세하는 '금융상품 통합세제'안을 정치권에 전달했다는 보도
 - 이 경우 세제혜택이 있는 금융투자상품 투자가 활성화 될 가능성 크다고 판단

세제혜택 금융투자상품 비교

구분	ISA	연금저축펀드	변액보험
가입자격	근로·사업 소득자 (당해 연도 또는 직전 3개연도 중 신고된 소득이 있는자), 또는 농어민	제한없음	제한없음
가입시한	21.12.31	없음	없음
납입한도	연 2,000만원, 5년간 최대 1억원	연간1,800만원	일시납 1억원, 월납 150만원
계좌만기	5년(서민형/농어민형 3년)	만기 없음	만기 없음
세제혜택	연 200만원 비과세(서민/농어민형 400만원) 초과금액 9.9% 분리과세	연 400만원 한도 세액공제 연금 수령시 5.5~3.3% 저율 분리과세	조건 갖출 경우 비과세
세제혜택조건	일반형 5년, 서민형 3년, 농어민형 3년 유지	5년 유지, 55세 이후 10년 이상 연금수령	5년 납입, 10년 이상 유지
중도 인출	납입 원금 내 인출시 감면세액 추징 없음	세액공제 받지 않은 금액 인출 가능	제한없음

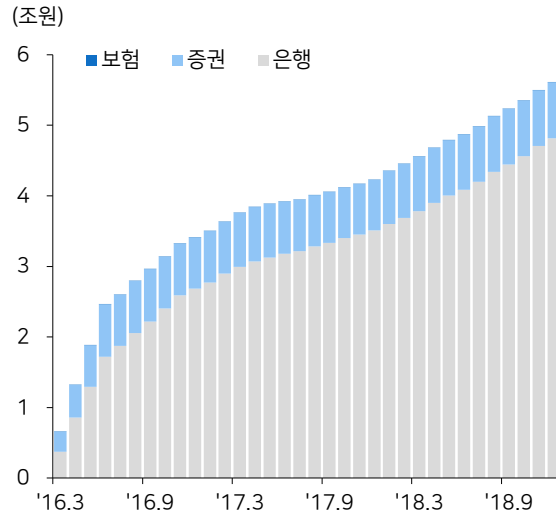
자료: 메리츠증권증권 리서치센터 정리

16년 도입된 ISA 세제 혜택 확대될 가능성 제시

영향3) 비과세 투자상품 활성화

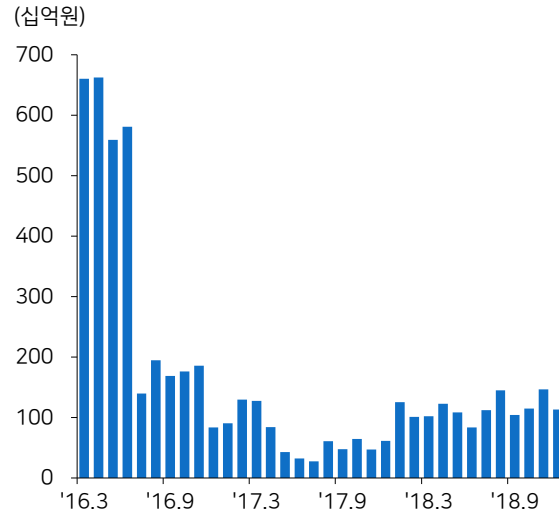
- 16년 도입된 개인종합자산관리계좌(ISA) 18년말 기준 가입금액 5.6조원
- 순소득 200만원까지 비과세, 초과이익은 9.9% 분리과세, 과세특례기간 21년 12월까지 연장되었으나
- 도입 6개월 이후 가입자 및 가입 금액 감소. 특히 증권 및 보험업권 ISA는 자금 이탈하는 모습
- 향후 국내주식 및 채권의 양도세가 도입되는 경우 상품 매력도가 크게 증대될 전망

ISA 누적 가입금액



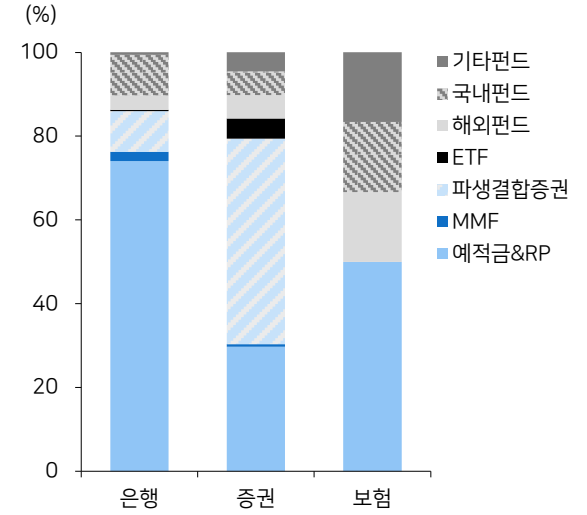
자료: 금융투자협회, 메리츠증권증권 리서치센터

ISA 월별 가입금액



자료: 금융투자협회, 메리츠증권증권 리서치센터

ISA 운용 비중(2018년 말 기준)



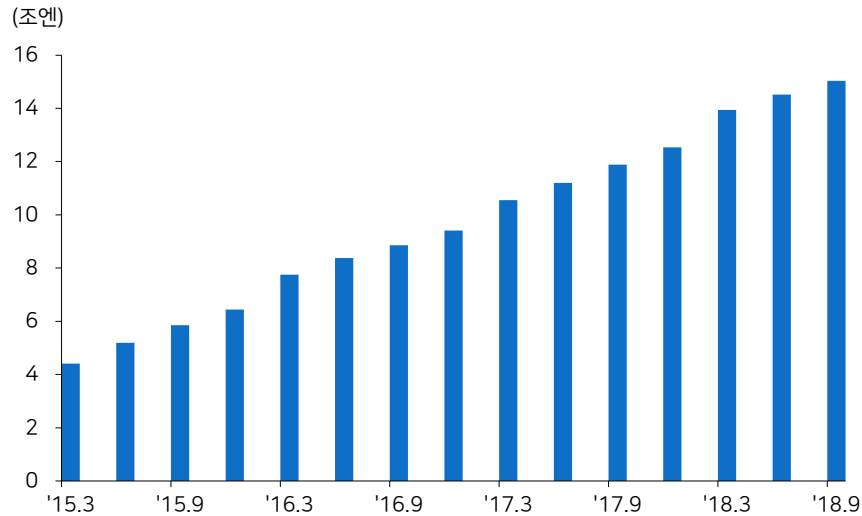
자료: 금융투자협회, 메리츠증권증권 리서치센터

일본의 NISA의 경우 비과세 혜택 커 상품 매력도 큰 편

영향3) 비과세 투자상품 활성화

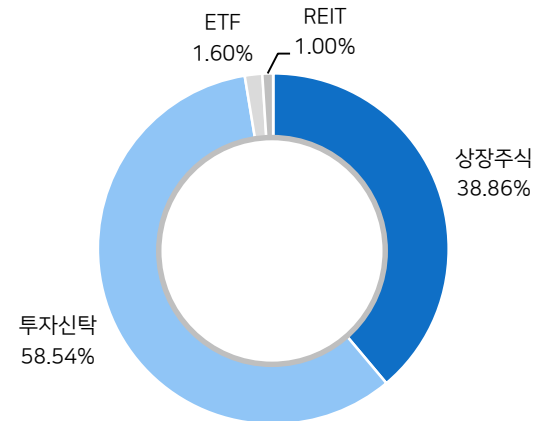
- 일본은 '저축에서 투자로' 정책 하에 14년부터 소액투자비과세제도(NISA)를 도입
- 연령, 자산, 소득 등의 가입의 제한이 없고 납입한도도 국내 대비 큰 편
- 일반형(연간 120만엔, 5년간 최대 600만엔), 적립형(연간 40만엔, 20년간 최대 800만엔)
- 또한 모든 순이익에 대해 비과세하고 있어 상품의 세제혜택이 큰 편
- 최근 세제 개편안 일본의 모습을 따라가고 있어 국내 ISA 또한 비과세 혜택 커질 가능성 있다고 판단

일본 NISA 투자금액



자료: FSA, 메리츠증권증권 리서치센터

투자 금융상품 구성비(18년 9월 기준)



자료: FSA, 메리츠증권증권 리서치센터

저율 분리과세 가능한 연금저축펀드 매력도 증대

- 영향3) 비과세 투자상품 활성화
- 국내 주식의 양도세 도입 시 연금저축펀드의 매력도 증대
 - 비과세 상품은 아니나 세액 공제되고, 연금 수령 시 5.5~3.3%로 저율 분리 과세되기 때문에
 - 양도세율 정도에 따라 상품 매력도 부각될 가능성 크다고 판단

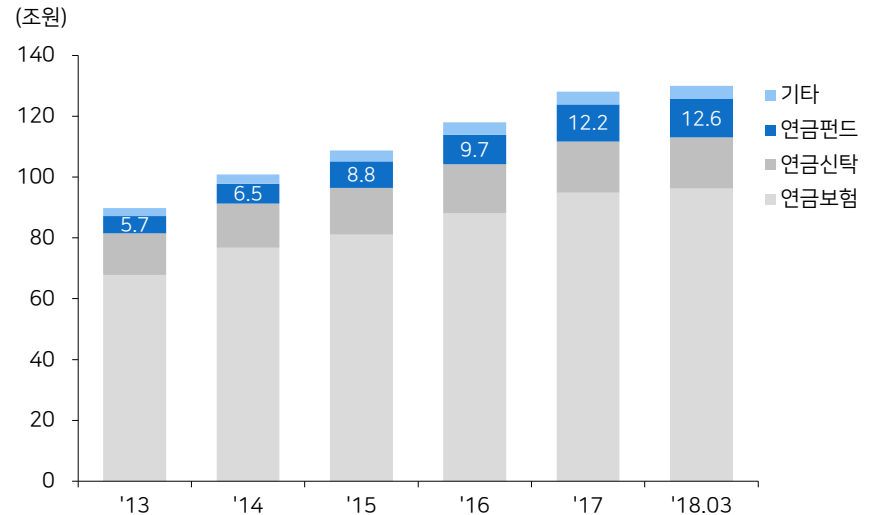
연금저축상품 금융권역별 특징 및 세제혜택

구분	은행	증권사	생명보험	손해보험
상품	연금저축신탁	연금저축펀드계좌	연금저축보험	연금저축보험
납입방식	자유납	자유납	정기납	정기납
연금형태	확정	확정	종신, 확정	확정(~25년)
예금자보호법	적용	미적용	적용	적용

구분	납입시	연금외 수령 시	연금 수령 시
세제종류	세액공제 혜택 (13.2% 지방세 포함)	기타소득세 (16.5% 지방세포함)	연금소득세 (5.5%~3.3%, 지방세포함)

자료: 금융투자협회, 메리츠증권증권 리서치센터

연금저축계좌 세제



자료: 금융투자협회, 메리츠증권증권 리서치센터

현행상 해외주식형 혹은 채권형의 이자소득에 대한 세제 혜택 제공

- 영향3) 비과세 투자상품 활성화**
- 실적배당형 상품이라는 점에서 원금보장형 상품인 연금저축보험과 다른 수요를 흡수
 - 현행상 해외주식형 혹은 채권형(이자소득)에 따른 혜택만 존재하나
 - 국내주식 및 채권 양도세 도입되는 경우 세제 혜택이 상당

세액공제 효과 고려하지 않은 연금저축 수익률

(%)	펀드	신탁	생보	손보	예금 은행 적금	저축 은행 적금
최고	7.60	3.69	5.12	4.19	-	-
최저	2.24	2.32	3.06	3.27	-	-
평균	6.32	2.90	4.11	3.84	3.10	4.19
표준편차	2.13	0.31	0.59	0.25	-	-

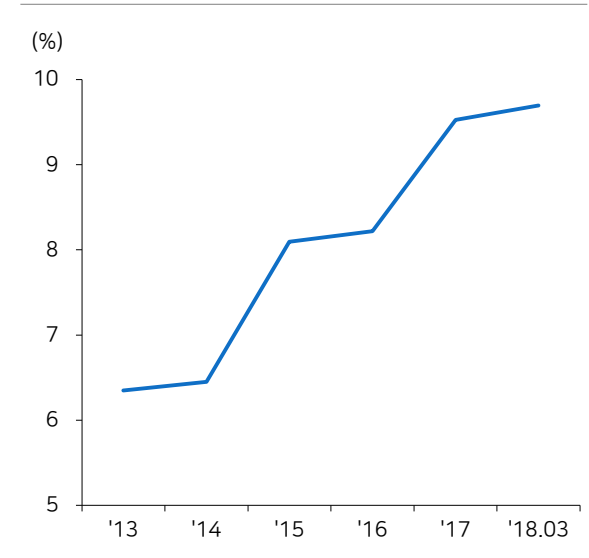
자료: 금융감독원, 메리츠증권증권 리서치센터

세액공제/연금소득세 고려한 연금저축 수익률

(%)	펀드	신탁	생보	손보	예금 은행 적금	저축 은행 적금
최고	8.41	4.51	6.17	5.35	-	-
최저	3.23	3.17	4.21	4.48	-	-
평균	7.17	3.74	5.21	5.02	2.68	3.66
표준편차	2.06	0.3	0.56	0.23	-	-

자료: 금융감독원, 메리츠증권증권 리서치센터

세제적격 개인연금 중 연금펀드 비중

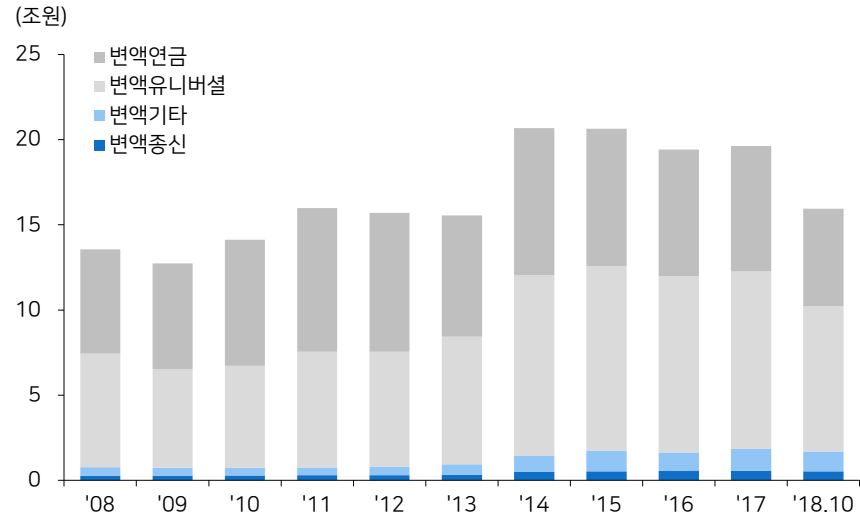


자료: 금융감독원, 메리츠증권증권 리서치센터

IFRS17 도입과 더불어 변액 보험의 세제 혜택 매력 높아져

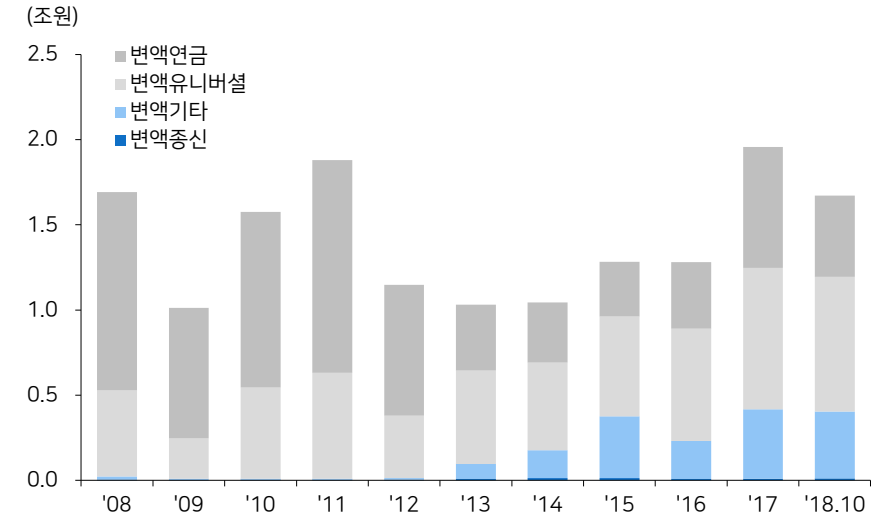
- 영향3) 비과세 투자상품 활성화
- 5년 이상 납입, 10년 이상 유지하는 경우 변액보험 비과세
 - 22년 도입이 예정된 IFRS17과 더불어 주식/채권 양도세 도입되는 경우 변액 저축성 보험의 매력도 高
 - 보험사의 판매 니즈와 고객의 세제 혜택 수요 증가가 맞물리는 부분으로 향후 성장이 기대됨

변액보험 상품별 보험료 수입



자료: INsis, 메리츠증권증권 리서치센터

변액보험 상품별 초회보험료

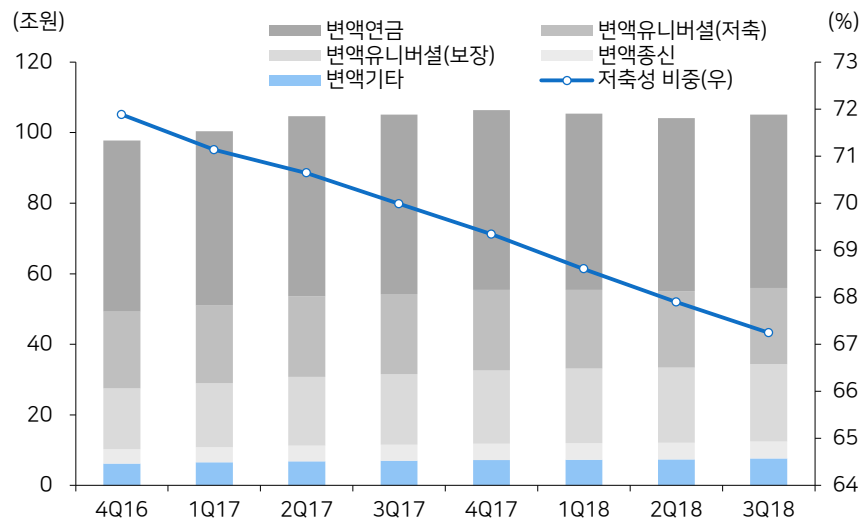


자료: INsis, 메리츠증권증권 리서치센터

변액 보험의 상당 부분이 비과세인 주식형 펀드로 운용

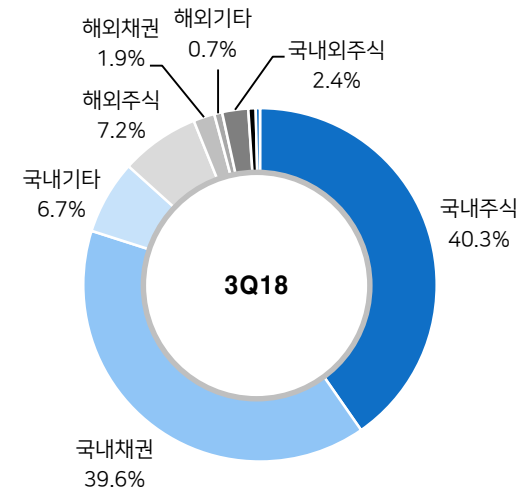
- 영향3) 비과세 투자상품 활성화**
- 18년 3분기말 기준 변액보험 적립금 잔고 105조원
 - 이 중 80%가 국내 주식 및 국내 채권에 배분되어 있음
 - 현행상 비과세인 국내주식형 펀드로 운용되는 반면 사업비가 보험기간 초반에 부과되어
 - 수익률 논란에 시달리며 변액 저축성 보험 비중 하락해왔으나
 - 양도세 도입되는 경우 세제 혜택 부각되며 성장할 가능성 크다고 판단

변액보험 상품별 보험료 적립금



자료: 생명보험협회, 메리츠증권증권 리서치센터

변액보험 펀드유형별 순자산 비중



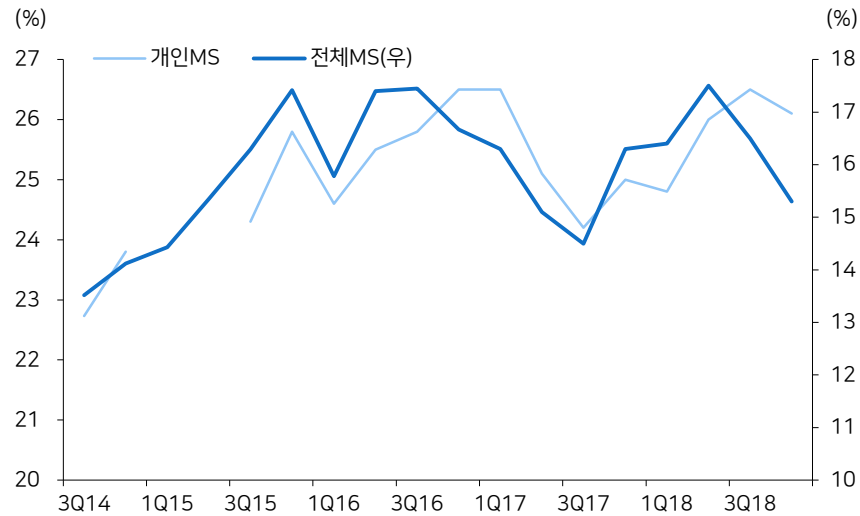
자료: 생명보험협회, 메리츠증권증권 리서치센터

양도세 도입은 중장기적으로 장기투자가 확대되는 계기가 될 전망

Conclusion

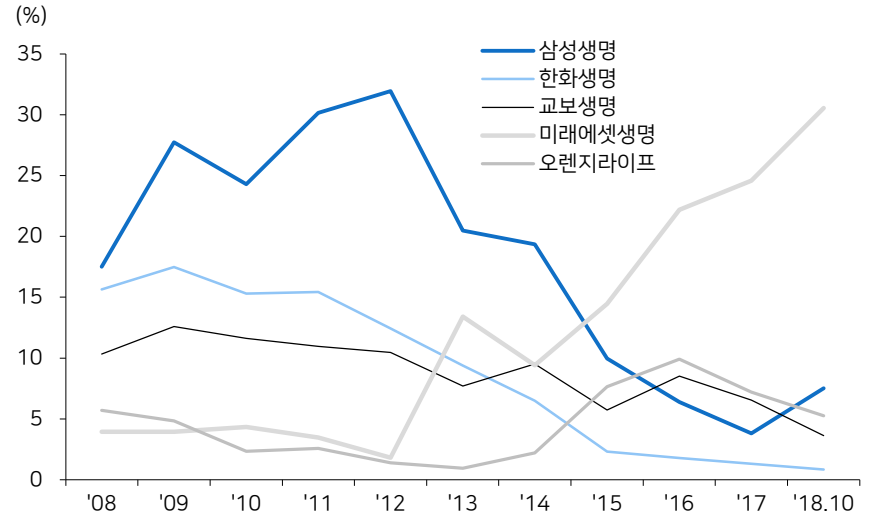
- 증권거래세 폐지 논의는 양도세 도입으로 이어질 가능성이 크고 이는 기대수익률 하락 요인
- 기대수익률 하락으로 개인 거래 및 신용 수요 위축될 가능성 있어 키움증권에 부정적 영향 추정
- 세제혜택이 있는 투자상품 매력도가 커져 변액보험 부문 강자인 미래에셋생명에 긍정적 영향 추정됨
- 증권 관련 세제 개편으로 주식 시장에 단기적인 충격이 있을 수 있으나
- 중장기적으로 장기투자 확대되는 계기가 되며 자본시장 발달에 기여할 전망

키움증권 Brokerage MS



자료: 키움증권, 메리츠증권리서치센터

변액보험 초회보험료 MS



자료: INsis, 메리츠증권리서치센터

기업분석

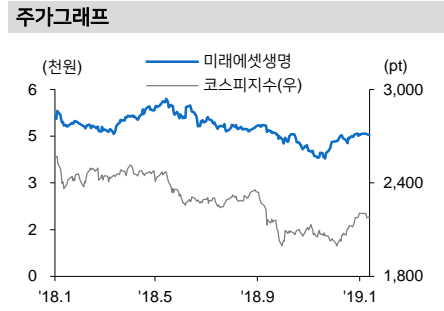
종목	투자판단	적정주가
미래에셋생명(085620)	Buy	6,200원
키움증권(039490)	Trading Buy	98,000원



Buy

적정주가 (12개월)	6,200원
현재주가 (2. 12)	4,945원
상승여력	25.4%
KOSPI	2,190.47pt
시가총액	8,753억원
발행주식수	17,702만주
유동주식비율	34.58%
외국인비중	7.90%
52주 최고/최저가	6,090원/4,035원
평균거래대금	9.9억원
주요주주(%)	
미래에셋대우 외 26 인	39.70

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	4.7	-0.8
6개월	-5.1	-1.1
12개월	-4.7	3.8



주식 양도세 도입 시 변액 보험 세제 혜택 부각될 가능성

- 변액 계정 자산 10.3조원으로 업계 내 4위 수준이나(특별 계정 자산 14조원)
- 변액 초회보험료 기준 MS 30%수준으로 업계 1위, 향후 변액 자산 증가세 뚜렷할 전망
- 특히 변액 저축성 상품 부문 경쟁력 뛰어나 향후 주식 양도세 도입 시 수혜라고 판단

한미 금리차 확대에 따른 헤지 코스트 영향 마무리 국면

- 강점이었던 적극적 해외투자, 6개월 미만 헤지 정책이 한미 금리차 확대에 의해 부담으로 전환되었으나
- 이에 따른 운용수익률 하락 등 부정적 영향 마무리 국면이라고 판단

투자의견 Buy 및 적정주가 6,200원 유지

- 즉시연금 관련 불확실성 존재하나 타사 대비 규모 작고 3년간 세 번의 희망퇴직으로 비용효율성 개선
- 특별 계정 자산 증가세 견고, 운용관리 계약 비중 83.0%까지 높아져 Fee biz 안정적으로 성장 중
- 주식/채권 양도세 도입되는 경우 변액 저축성 보험의 매력 커지고
- 22년 도입이 예정된 IFRS17에 따른 보험사의 판매 필요와 맞물려 향후 성장 가능성 크다고 판단

(십억원)	보험영업이익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	2,403.6	-263.3	24.2	64	-90.3	11,059	80.4	0.47	0.6	1.1
2017	2,207.9	-258.4	79.1	447	597.4	11,278	11.7	0.47	4.0	3.2
2018E	2,161.4	-331.4	73.0	419	-6.3	12,080	11.8	0.41	3.5	3.0
2019E	2,190.0	-459.7	90.9	548	30.9	12,436	9.0	0.40	4.5	3.9
2020E	2,307.7	-562.4	104.1	643	17.4	12,854	7.7	0.38	5.1	4.6

미래에셋생명 (085620)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
보험손익	250.5	4.7	-473.4	-523.9	-533.1
보험영업수익	2,403.6	2,207.9	2,161.4	2,190.0	2,307.7
보험료수익	2,286.8	2,086.3	2,022.6	2,048.7	2,158.7
재보험수익	116.8	121.6	138.7	141.3	148.9
보험영업비용	2,153.1	2,203.2	2,634.8	2,713.9	2,840.7
지급보험금	1,453.4	1,529.8	1,867.4	1,952.1	2,031.2
재보험비용	117.6	124.2	149.9	158.4	165.0
사업비	320.2	314.2	365.4	340.0	361.3
신계약상각비	261.8	234.9	251.8	263.1	283.0
할인료	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
투자손익	584.6	605.9	579.5	548.2	561.5
책임준비금전입액	1,098.4	869.0	437.5	484.0	590.8
영업이익	-263.3	-258.4	-331.4	-459.7	-562.4
영업외손익	315.2	361.7	429.4	583.8	701.4
세전순이익	51.8	103.3	98.0	124.1	139.0
법인세비용	27.6	24.2	25.0	33.2	34.9
당기순이익	24.2	79.1	73.0	90.9	104.1

Key Financial Data I					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
보험금지급율	60.5	69.3	86.4	89.1	88.0
위험손해율	85.8	83.6	84.7	85.6	85.5
사업비율	24.2	24.9	28.6	27.5	27.9
투자수익률	3.5	3.4	3.1	2.8	2.8
성장성					
총자산	5.3	4.2	24.1	10.1	13.6
운용자산	6.4	2.8	7.9	2.0	2.5
특별계정자산	3.6	4.8	54.1	19.7	25.2
자기자본	1.7	1.7	2.8	2.5	2.9
수입보험료	-12.3	-8.1	-2.1	1.3	5.4
보험손익	-64.8	-98.1	-10,139.0	10.7	1.8
투자손익	-1.1	3.6	-4.4	-5.4	2.4
책임준비금전입액	-23.6	-20.9	-49.7	10.6	22.1
순이익	-78.9	227.0	-7.8	24.5	14.5

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	28,213.2	29,385.6	36,468.0	40,159.9	45,624.3
운용자산	17,452.1	17,948.8	19,358.6	19,748.4	20,236.5
현예금 및 예치금	293.0	206.9	161.6	156.4	164.3
유가증권	14,854.5	15,291.6	16,415.0	16,633.3	17,062.3
주식	123.3	316.7	241.5	216.3	221.1
채권	7,872.6	8,464.1	9,753.8	10,246.1	10,495.1
대출채권	2,264.0	2,393.7	2,720.1	2,889.0	2,939.8
부동산	21.5	39.0	45.2	53.2	53.2
비운용자산	999.4	1,209.6	1,349.9	1,541.9	1,756.8
특별계정자산	9,761.8	10,227.2	15,759.5	18,869.5	23,631.0
부채총계	26,430.3	27,739.7	34,495.2	38,137.8	43,544.3
책임준비금	15,806.1	16,676.2	18,356.5	18,840.5	19,431.3
계약자지분조정	80.0	57.0	38.4	38.4	38.4
기타부채	648.1	278.8	340.8	389.3	443.6
특별계정부채	9,896.1	10,727.7	15,759.5	18,869.5	23,631.0
자본총계	1,886.7	1,918.2	1,972.8	2,022.1	2,080.0
자본금	831.5	831.5	990.7	990.7	990.7
자본잉여금	300.8	300.8	181.4	181.4	181.4
이익잉여금	338.0	384.9	546.1	595.4	653.3
자본조정/기타포괄손익누계	416.3	400.9	254.5	254.5	254.5

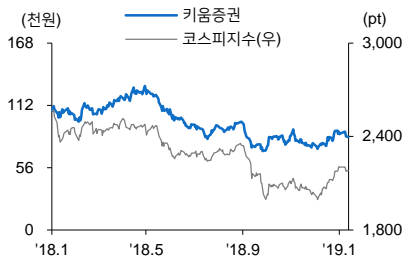
Key Financial Data II					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	64	447	419	548	643
BPS	11,059	11,278	12,080	12,436	12,854
DPS	55	170	147	192	225
밸류에이션 (배)					
PER	80.4	11.7	11.8	9.0	7.7
PBR	0.47	0.47	0.41	0.40	0.38
수익성					
ROE	0.6	4.0	3.5	4.5	5.1
ROA	0.5	0.1	0.3	0.2	0.2
배당지표					
배당성향	85.8	37.0	35.0	35.0	35.0
배당수익률	1.1	3.2	3.0	3.9	4.6
안정성					
총자산/자기자본	15.0	15.3	18.5	19.9	21.9
보험료수입/총부채	9.1	8.0	6.3	5.7	5.3

키움증권(039490) 새로운 성장 동력이 필요하다

Analyst 김고은 02. 6098-6670
goenkim@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월)	98,000원	
현재주가 (2. 12)	83,000원	
상승여력	18.1%	
KOSPI	2,190.47pt	
시가총액	18,343억원	
발행주식수	2,210만주	
유동주식비율	52.25%	
외국인비중	21.58%	
52주 최고/최저가	129,500원/71,000원	
평균거래대금	71.8억원	
주요주주(%)		
다우기술 외 3 인	47.74	
국민연금	12.55	
Orbis Investment 등	9.86	
주가상승률(%)		
	절대주가	상대주가
1개월	7.0	1.3
6개월	-7.6	-3.7
12개월	-23.5	-16.7
주가그래프		



리테일 관련 수익 비중이 큰 회사

- 개인 거래대금, 신용관련 이자수익 등 리테일 관련 수익 영향이 가장 큰 증권사
- 동사의 고객 특성 상 상품 교차 판매 혹은 해외 주식으로 upselling 제한적인 편
- 주식 양도세 도입 시 국내 주식 거래 위축을 추정하고 있어 관련 영향 부정적이라고 판단

PI 비중 높아져 적극적 투자 회사로 전환 중

- PI 관련 수익 영향 높아지고 있어 적극적 투자회사로 체질 변화 중
- 국내 리테일 시장 에서 이미 독보적 1위를 차지하고 있어 추가적인 성장을 위해 적절한 전략이나
- Low risk Business 비중이 높았던 과거처럼 높은 valuation을 받기는 어렵다고 판단

투자이견 Trading Buy 및 적정주가 98,000원 유지

- 카카오, 토스와 같은 인터넷 전문회사의 증권업 진출 논의 이어지고 있어 중장기적 위험요소
- 매력적인 사업자와의 인터넷은행 컨소시엄 형성해 중장기 시너지 가능성 제시 필요

(십억원)	순영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	473.5	230.7	179.9	8,142	-5.2	56,278	8.8	1.3	15.3	1.2
2017	589.2	315.8	240.2	10,870	33.5	68,988	8.1	1.3	17.2	1.3
2018P	618.1	289.0	193.2	7,609	-30.0	80,363	10.3	1.0	10.7	1.3
2019E	649.4	326.8	239.3	9,423	23.8	90,808	8.8	0.9	10.9	1.6
2020E	659.8	326.5	238.0	9,374	-0.5	100,249	8.9	0.8	9.8	1.6

키움증권 (039490)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
순영업수익	473.5	589.2	618.1	649.4	659.8
Brokerage수익	173.5	178.1	243.4	201.9	201.0
IB수익	20.2	23.7	48.2	57.5	59.1
금융상품판매수익	2.6	2.9	3.2	3.2	3.4
자산관리수수료	8.4	11.5	14.3	16.1	16.4
기타수수료수익	77.8	92.7	116.7	116.7	113.9
수수료비용	67.4	73.6	102.9	96.7	96.2
상품운용손익	91.5	145.7	7.3	58.9	43.9
이자손익	138.0	183.2	242.5	256.7	276.1
기타손익	28.9	24.9	45.5	34.9	42.1
판매관리비	242.8	273.3	329.1	322.6	333.3
영업이익	230.7	315.8	289.0	326.8	326.5
영업외손익	5.2	7.2	-8.0	2.5	1.0
세전이익	235.9	323.1	281.0	329.2	327.5
법인세비용	55.7	81.4	87.8	88.2	87.8
당기순이익	180.2	241.6	193.2	241.0	239.7
지배주주	179.9	240.2	193.2	239.3	238.0

Key Financial Data I					
(%)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
성장성					
자산	44.0	30.9	57.4	5.7	6.5
부채	50.9	32.0	61.0	4.8	5.9
예수부채	26.8	20.1	5.3	8.2	8.2
차입부채	156.8	49.1	50.9	4.1	4.1
자본(지배주주)	12.8	22.6	33.8	13.0	10.4
순영업손익	1.5	24.4	4.9	5.1	1.6
Brokerage 수익	-6.6	2.7	36.6	-17.0	-0.5
순이자손익	13.9	32.8	32.3	5.9	7.6
판매비	8.0	12.5	20.4	-2.0	3.3
영업이익	-4.5	36.9	-8.5	13.1	-0.1
당기순이익(지배)	-5.2	33.5	-19.6	23.8	-0.5
수익성					
영업이익률	48.7	53.6	46.8	50.3	49.5
판매비율	51.3	46.4	53.2	49.7	50.5

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
자산총계	8,857.1	11,590.6	18,238.5	19,275.1	20,520.2
현금 및 예치금	2,940.7	3,286.4	5,265.3	5,084.4	4,591.1
유가증권	3,156.9	4,173.4	7,372.5	7,791.5	8,294.8
대출채권	2,083.6	3,032.9	4,324.7	4,570.5	4,865.7
유형자산	170.5	158.9	197.1	197.1	197.1
기타자산	505.4	938.9	1,078.9	1,631.6	2,571.5
부채총계	7,609.0	10,043.4	16,173.6	16,945.0	17,950.3
예수부채	4,192.2	5,035.5	5,303.3	5,740.5	6,213.7
차입부채	1,773.8	2,644.0	3,990.9	4,153.0	4,321.6
발행사채	250.0	551.2	2,203.9	2,203.9	2,203.9
기타부채	1,393.1	1,812.7	4,675.5	4,847.7	5,211.2
자본총계	1,248.0	1,547.2	2,064.9	2,330.1	2,569.9
지배주주지분	1,243.7	1,524.6	2,040.7	2,305.9	2,545.6
자본금	110.5	110.5	127.0	127.0	127.0
자본잉여금	190.0	191.1	529.8	529.8	529.8
이익잉여금	979.3	1,200.9	1,342.5	1,583.4	1,823.2
기타자본	-31.7	44.6	65.6	65.6	65.6

Key Financial Data II					
(%)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	8,142	10,870	7,609	9,423	9,374
BPS	56,278	68,988	80,363	90,808	100,249
DPS	850	1,300	1,046	1,295	1,288
밸류에이션 (배)					
PER	8.8	8.1	10.3	8.8	8.9
PBR	1.3	1.3	1.0	0.9	0.8
수익성					
ROE	15.3	17.2	10.7	10.9	9.8
ROA	2.4	2.3	1.3	1.3	1.2
배당지표					
배당성향	10.4	10.4	12.0	12.0	12.0
배당수익률	1.2	1.3	1.3	1.6	1.6
안정성					
순자본비율	397.8	481.4	397.9	335.0	225.7
레버리지비율	709.7	749.1	883.3	827.2	798.5

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 2월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 2월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 2월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김고은)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다.
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)
	Neutral (중립)
	Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0%

2018년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

미래에셋생명(085620) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.02.27	기업분석	Buy	7,500	김고은	-19.7	-13.2	
2017.04.14	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-20.8	-13.2	
2017.05.12	기업브리프	Buy	7,500	김고은	-21.9	-13.2	
2017.05.29	산업분석	Buy	7,500	김고은	-23.8	-13.2	
2017.07.18	산업분석	Buy	7,500	김고은	-25.6	-13.2	
2017.10.16	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-25.4	-13.2	
2017.11.29	산업분석	Buy	7,500	김고은	-25.7	-13.2	
2018.01.18		1년 경과			-28.3	-27.6	
2018.01.22	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-30.6	-24.4	
2018.04.20	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-29.1	-22.0	
2018.06.04	산업분석	Buy	7,500	김고은	-29.7	-18.8	
2018.11.15	산업분석	Buy	6,200	김고은	-28.5	-22.0	
2019.01.21	산업브리프	Buy	6,200	김고은	-27.0	-21.0	
2019.02.13	산업분석	Buy	6,200	김고은	-	-	

키움증권(039490) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.16	산업브리프	Buy	97,000	김고은	-14.4	-11.2	
2017.05.29	산업분석	Buy	110,000	김고은	-18.0	-15.1	
2017.07.18	산업브리프	Buy	110,000	김고은	-23.6	-15.1	
2017.10.20	산업브리프	Buy	97,000	김고은	-19.7	-7.4	
2017.11.29	산업분석	Buy	110,000	김고은	-20.1	-4.1	
2018.01.22	산업브리프	Buy	120,000	김고은	-10.6	-6.7	
2018.02.21	기업브리프	Buy	120,000	김고은	-11.2	-5.0	
2018.04.09	산업브리프	Buy	130,000	김고은	-8.2	-0.4	
2018.06.04	산업분석	Buy	130,000	김고은	-23.7	-0.4	
2018.11.15	산업분석	Trading Buy	98,000	김고은	-18.7	-7.6	
2019.01.21	산업브리프	Trading Buy	98,000	김고은	-17.3	-7.6	
2019.02.13	산업분석	Trading Buy	98,000	김고은	-	-	