



증권

증권



정태준 CFA

02 3770 5585

taejoon.jeong@yuantakorea.com

종목	투자의견	목표주가 (원)
미래에셋증권	HOLD (M)	7,500 (M)
NH 투자증권	BUY (M)	11,000 (M)
한국금융지주	BUY (M)	75,000 (M)
삼성증권	BUY (M)	41,000 (M)
키움증권	BUY (M)	130,000 (M)

STO 활성화에는 유동성이 필요 [3월 monthly]

다음 유동성 확대 구간에서 수익 기여 가능

지난 2월 3일 금융위원회는 「토큰 증권 발행·유통 규율체계 정비방안」을 발표하며 STO (Security Token Offering, 토큰 증권 발행·유통)에 대한 추진 계획을 밝혔다. 이에 따라 증권업 주가가 일시적으로 급등하는 모습도 나타났는데, 그만큼 STO가 브로커리지 둔화를 극복할 수 있는 대안으로 주목 받았기 때문으로 추정한다. 그러나 당사는 1) STO가 향후 수익에 기여할 수 있으나 주류가 되기는 어렵고, 2) 수익에 유의미하게 기여하는 시점도 다음 유동성 확대 시기는 되어야 가능할 것으로 판단한다.

그럼에도 불구하고 준비는 필요

그럼에도 불구하고 STO 시장에 대한 준비는 필요하다. 과거 해외주식과 CFD(Contract of Difference)도 등장 직후에는 규모가 미미했으나 지난 유동성 확대 시기에 규모와 이익 기여도가 급등했기 때문이다. 물론 주류는 항상 국내 주식이기는 하지만 점점 비중이 낮아지고 있고, 한 번 내려간 위탁매매 수수료율과 신용공여 이자율은 반등이 어렵기 때문에 새로운 수익원 창출 노력은 지속적으로 이루어질 필요가 있다. 특히 토스증권의 높은 해외주식 점유율 사례와 같이 기존 서비스에서 열위에 있어도 새로운 서비스에서 경쟁력을 확보하면 초기에 높은 점유율을 확보할 수 있다는 점에서 브로커리지 경쟁력이 약한 중소형 증권사들에게도 성장의 기회가 될 수 있다.

Monthly review

1월에 이어 2월에도 키움증권이 견조한 상승세를 보였다. 1) 증시가 횡보해도 가장 높은 브로커리지 점유율을 유지할 수 있고 2) 증시가 상승한다면 가장 높은 민감도로 따라갈 수 있기 때문에 가장 편한 선택지라고 판단한다. 부동산 우려가 진정되면서 1월에는 한국금융지주, 2월에는 미래에셋증권이 주목 받았는데, 장기적인 접근으로는 유효할 수 있지만 향후 미분양 누적에 따른 신용 리스크가 대두될 때 변동성이 확대될 가능성도 있다. 특히 최근 미분양이 가파르게 증가하고 있다는 점은 중·후순위 PF에서의 잠재 부실이 확대되고 있음을 의미하기 때문에 부동산 익스포저 자체가 시간이 지날수록 부담요인으로 작용할 것이라고 판단한다.

* 증권업 monthly는 매월 첫째 월요일에 나옵니다

1. 다음 유동성 확대 구간에서 수익 기여 가능

대체투자는 언제 부상하는가

지난 2월 3일 금융위원회는 「토큰 증권 발행·유통 규율체계 정비방안」을 발표하며 STO (Security Token Offering, 토큰 증권 발행·유통)에 대한 추진 계획을 밝혔다. 이에 따라 증권업 주가가 일시적으로 급등하는 모습도 나타났는데, 그만큼 STO가 브로커리지 둔화를 극복할 수 있는 대안으로 주목 받았기 때문으로 추정한다. 그러나 당사는 1) STO가 향후 수익에 기여할 수 있으나 주류가 되기는 어렵고, 2) 수익에 유의미하게 기여하는 시점도 다음 유동성 확대 시기는 되어야 가능할 것으로 판단한다. 물론 다양한 자산을 증권화한다는 것이 더 큰 시장을 의미할 수 있으나, 기본적으로 대체투자는 유동성 확대기의 정점에서 가장 활성화되는 경향이 있기 때문이다. 가장 대표적인 사례로 가상화폐와 예술품 거래 등이 있는데, 하단 그림과 같이 유동성이 확대될 때 관련 자산이나 주식의 가치가 크게 상승함을 알 수 있다.

[그림 1] 기준금리 vs. 비트코인



자료: FnGuide, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 기준금리 vs. 서울옵션 종가



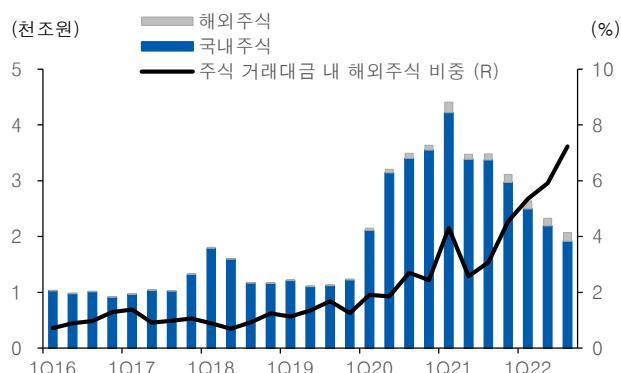
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

2. 그럼에도 불구하고 준비하는 필요

해외주식과 CFD의 사례

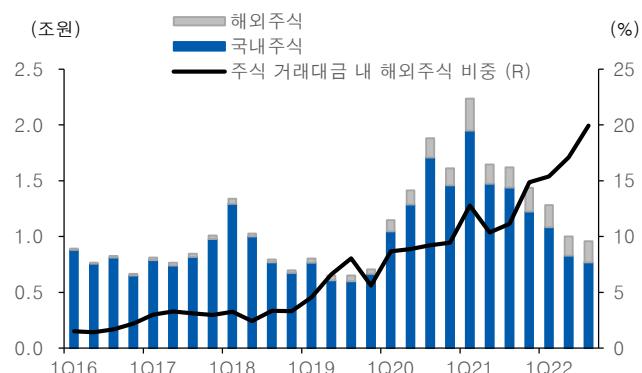
그럼에도 불구하고 STO 시장에 대한 준비는 필요하다. 과거 해외주식과 CFD(Contract of Difference)도 등장 직후에는 규모가 미미했으나 지난 유동성 확대 시기에 규모와 이익 기여도가 급등했기 때문이다. 물론 주류는 항상 국내 주식이기는 하지만 점점 비중이 낮아지고 있고, 한 번 내려간 위탁매매 수수료율과 신용공여 이자율은 반등이 어렵기 때문에 새로운 수익원 창출 노력은 지속적으로 이루어질 필요가 있다. 특히 토스증권의 높은 해외주식 점유율 사례와 같이 기존 서비스에서 열위에 있어도 새로운 서비스에서 경쟁력을 확보하면 초기에 높은 점유율을 확보할 수 있다는 점에서 브로커리지 경쟁력이 약한 중소형 증권사들에게도 성장의 기회가 될 수 있다.

[그림 3] 주식 관련 거래대금 구성 추이



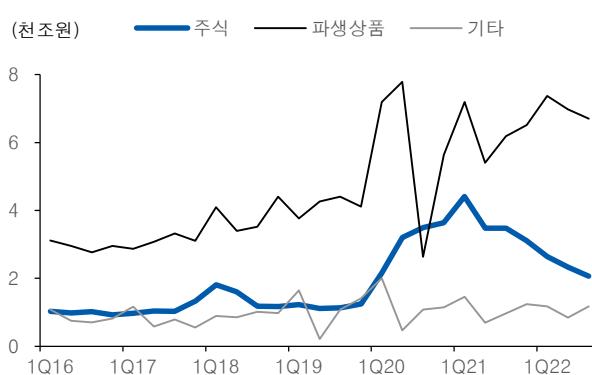
주: 국내법인 계, 별도 기준, 자료: 금융통계정보시스템, FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 증권 관련 위탁매매 수수료수익 구성 추이



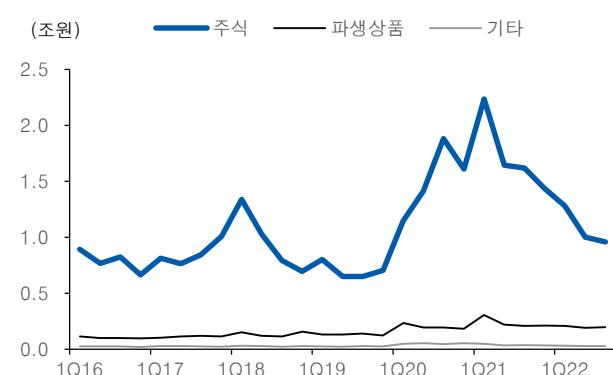
주: 국내법인 계, 별도 기준, 자료: 금융통계정보시스템, FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 금융투자상품 전체 거래대금 구성 추이



주: 국내법인 계, 별도 기준, 자료: 금융통계정보시스템, FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 금융투자상품 전체 위탁매매 수수료수익 구성 추이



주: 국내법인 계, 별도 기준, 자료: 금융통계정보시스템, FnGuide, 유안타증권 리서치센터

증권사가 얼마나 주도권을 가져올 수 있는가도 중요

한편 「토큰 증권 발행·유통 규율체계 정비방안」 내용을 자세히 살펴보면 단순히 STO가 허용된다고 해서 그 시장을 증권사가 전부 가져올 수 있는 것이 아님을 알 수 있다. 증권사 연계 없이도 토큰 증권 발행을 허용한다든지, 장외거래를 위한 유통플랫폼을 제도화한다든지, KRX 디지털 증권 시장을 신설한다든지 하는 신규 참여자 진입의 경로를 열어 두었기 때문이다. 이는 곧 증권사가 동종업계의 범위를 넘는 플랫폼 경쟁력을 갖추어야함을 의미하며, 대형 증권사가 반드시 STO 시장을 주도하리라는 보장도 없음을 의미한다. 다만 개인 고객을 많이 보유하고 있을수록 STO에 대한 연계 서비스를 노출시키기 용이할 것이기 때문에 당장은 개인 고객을 많이 확보하는 것이 유리할 수 있다.

[표 1] 토큰 증권 발행 · 유통 규율체계 정비방안 주요 내용

내용	요조치사항	추진일정
1. 증권 여부 판단 원칙 제시		
- 기본방향: 조각투자 가이드라인에서 제시한 원칙을 동일하게 적용		
① 증권 여부는 개별적으로 판단, 증권일 경우 현행 증권 규제 적용		
② 이해관계인의 자율적 증권성 판단을 지원하기 위한 적용례 등 제시		
2. 토큰 증권 발행 · 유통 규율체계 정비		
1) 발행		
- 전자증권제도: 토큰 증권을 제도적으로 수용해 투자자 재산권 보호		
① 토큰 증권을 전자증권으로 수용	전자증권법 개정	2023년 상반기 법안 제출
② 증권사 연계 없이도 토큰 증권을 발행할 수 있도록 허용	전자증권법 개정	2023년 상반기 법안 제출
③ 전자등록 대상 증권에 공모 발행 투자계약증권 추가	전자증권법 개정	2023년 상반기 법안 제출
- 발행공시: 공모규제는 일부 완화하되 규제 회피 시도는 최대한 차단		
① 투자자 피해 우려가 적은 증권 발행은 사모와 소액공모 제도 적극 활용	자본시장법 개정, 자본시장법 시행령 개정	2023년 상반기 법안 제출, 2023년 내
② 토큰 증권은 공모 발행 간주	증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 개정	전자증권법 개정 후속
2) 유통		
- 투자계약증권: 자본시장법상 증권 유통제도 적용		
- 장외거래: 투자계약증권 · 수익증권의 유통플랫폼 제도화		
① 투자계약증권과 수익증권의 장외거래 중개 인가단위 신설	자본시장법 시행령 개정	자본시장법 개정 후속
② 장외거래중개업자를 통한 소액투자자 거래에 매출 규제 예외 인정	자본시장법 시행령 개정	자본시장법 개정 후속
- 상장시장: 투자계약증권 · 수익증권의 대규모 거래 인프라 마련		
① 투자계약증권과 수익증권을 거래하는 KRX 디지털 증권 시장 개설	자본시장법 시행령 개정	자본시장법 개정 후속

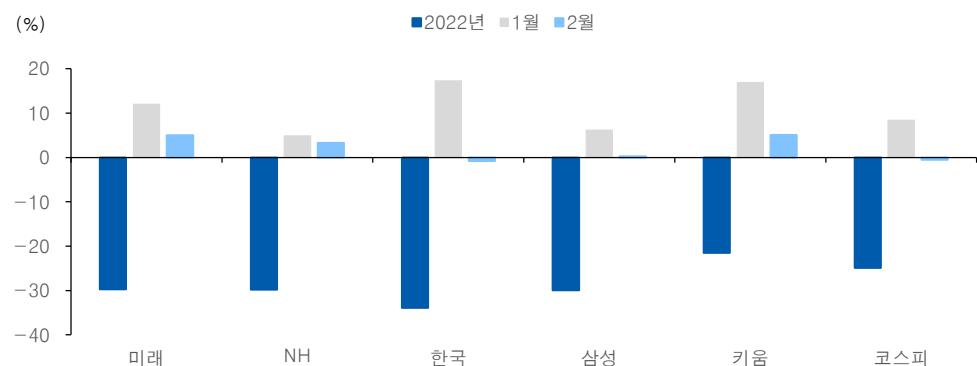
자료: 금융위원회, 유안타증권 리서치센터

3. Monthly review

가장 편한 선택지는 키움증권

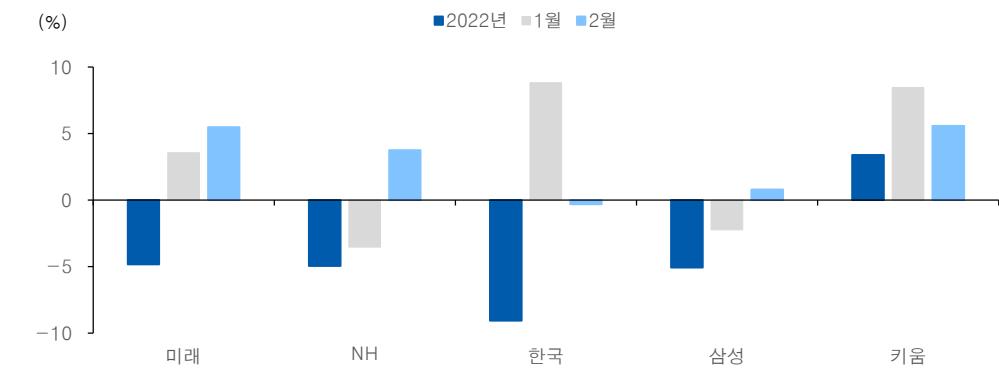
1월에 이어 2월에도 키움증권이 견조한 상승세를 보였다. 1) 증시가 횡보해도 가장 높은 브로커리지 점유율을 유지할 수 있고 2) 증시가 상승한다면 가장 높은 민감도로 따라갈 수 있기 때문에 가장 편한 선택지라고 판단한다. 부동산 우려가 진정되면서 1월에는 한국금융지주, 2월에는 미래에셋증권이 주목 받았는데, 장기적인 접근으로는 유효할 수 있지만 향후 미분양 누적에 따른 신용 리스크가 대두될 때 변동성이 확대될 가능성도 있다. 특히 최근 미분양이 가파르게 증가하고 있다는 점은 중·후순위 PF에서의 잠재 부실이 확대되고 있음을 의미하기 때문에 부동산 익스포저 자체가 시간이 지날수록 부담요인으로 작용할 것이라고 판단한다.

[그림 7] 월별 주가수익률 비교



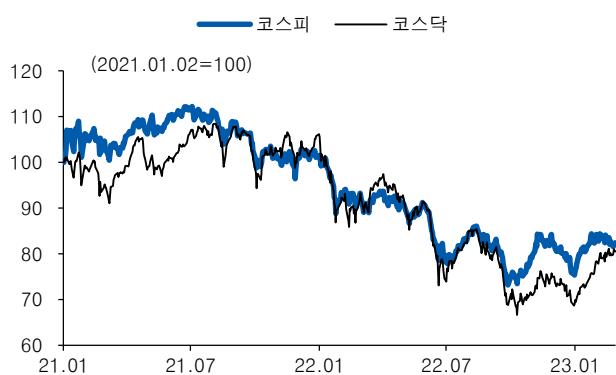
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 월별 코스피 대비 상대 주가수익률 비교



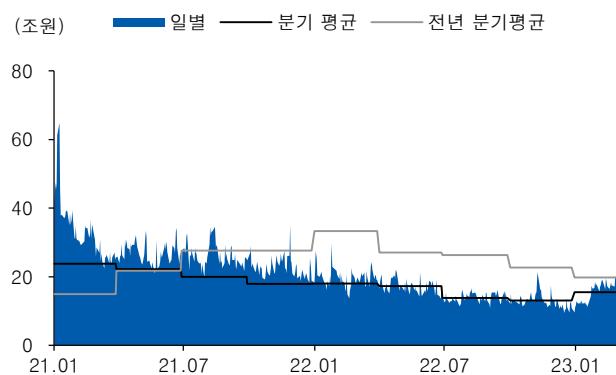
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 코스피 vs. 코스닥



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 일평균거래대금 추이



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 신용공여 잔고 추이



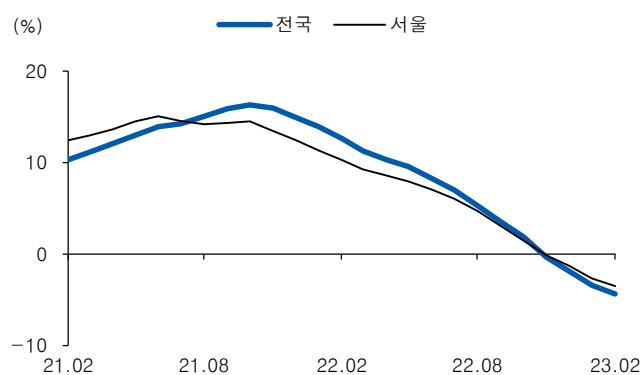
자료: 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 시장금리 vs. 기준금리



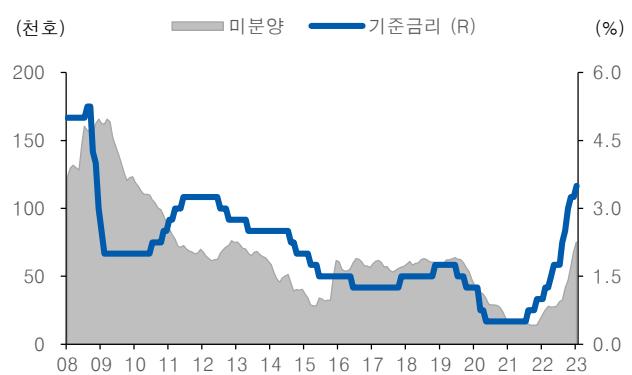
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 주택 매매가 지수 YoY 증감률



자료: KB 부동산, 유안타증권 리서치센터

[그림 14] 미분양 주택 vs. 기준금리



자료: 국토교통부, 한국은행, 유안타증권 리서치센터

4. Valuation

[표 2] Valuation table

(단위: 배, %, 원)

	미래	NH	한국	삼성	키움
목표주가	7,500	11,000	75,000	41,000	130,000
목표 PBR	0.42	0.55	0.53	0.56	0.72
목표 PER	8.3	8.4	6.8	7.5	7.0
PBR					
2022P	0.40	0.49	0.46	0.47	0.61
2023E	0.38	0.46	0.43	0.44	0.56
2024E	0.37	0.44	0.41	0.42	0.51
PER					
2022P	7.1	10.7	5.6	6.8	5.6
2023E	7.6	7.1	5.5	5.9	5.4
2024E	7.6	7.1	5.5	5.7	4.6
ROE					
2022P	5.7	4.3	8.8	6.9	11.4
2023E	5.1	6.6	8.5	7.7	10.8
2024E	5.0	6.3	8.1	7.5	11.5
ROA					
2022P	0.56	0.54	0.80	0.71	1.09
2023E	0.51	0.89	0.71	0.84	1.02
2024E	0.49	0.84	0.66	0.79	1.09
배당수익률					
2022P	2.5	3.8	3.9	5.2	2.0
2023E	2.2	5.9	4.0	6.0	2.3
2024E	2.2	5.9	4.1	6.2	2.8
배당성향					
2022P	12.7	32.4	20.9	35.8	9.3
2023E	12.1	31.4	21.1	35.6	10.4
2024E	12.0	31.4	21.3	35.4	10.8
주당배당금					
2022P	170	350	2,400	1,700	2,000
2023E	150	550	2,450	1,950	2,300
2024E	150	550	2,500	2,000	2,800

주: 배당 지표는 보통주 기준, 자료: FnGuide, 유인티증권 리서치센터

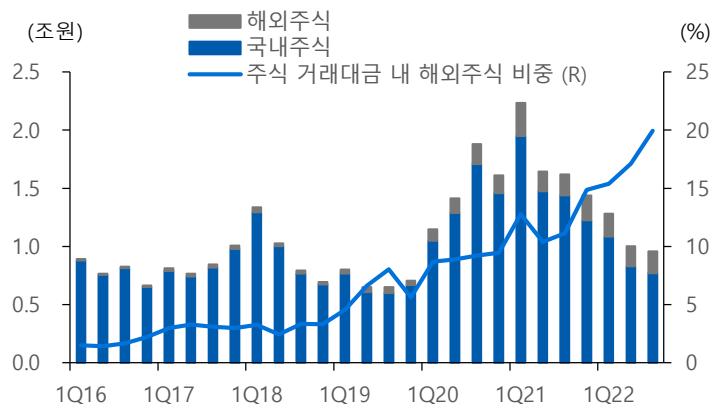
Key Chart

기준금리 vs. 비트코인



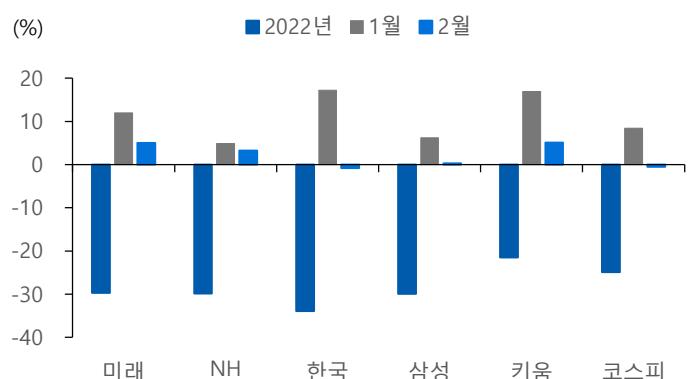
자료: FnGuide, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

증권 관련 위탁매매 수수료수익 구성 추이



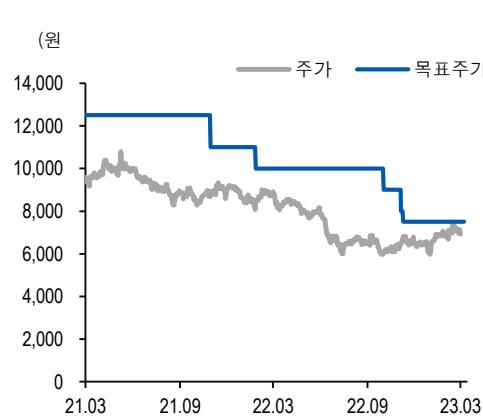
주: 국내법인 계, 별도 기준, 자료: 금융통계정보시스템, FnGuide, 유안타증권 리서치센터

월별 주가수익률 비교



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

미래에셋증권 (006800) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점 대비	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-03-06	HOLD	7,500	1년		
2023-02-03	HOLD	7,500	1년		
2022-11-11	BUY	7,500	1년	-12.14	-6.00
2022-11-07	BUY	8,000	1년	-17.79	-17.00
2022-10-04	BUY	9,000	1년	-30.66	-28.33
2022-01-28	BUY	10,000	1년	-25.20	-9.90
2021-11-01	BUY	11,000	1년	-19.61	-15.09
2020-12-07	BUY	12,500	1년	-24.27	-13.60

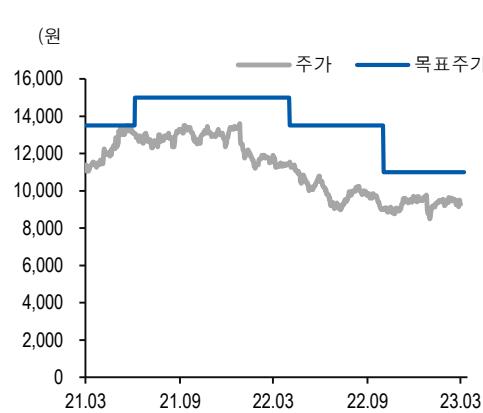
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가^{*} - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

NH 투자증권 (005940) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점 대비	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-03-06	BUY	11,000	1년		
2022-10-04	BUY	11,000	1년		
2022-04-04	BUY	13,500	1년	-26.01	-15.19
2021-06-07	BUY	15,000	1년	-16.21	-9.33
2020-12-07	BUY	13,500	1년	-11.43	0.00

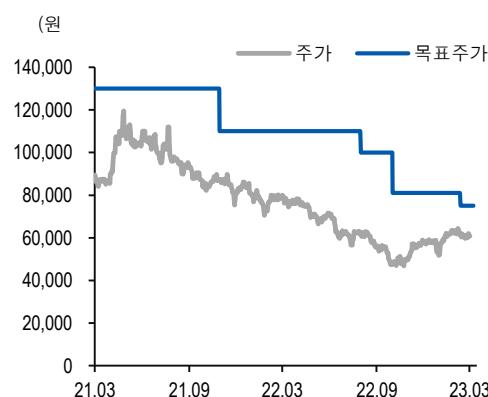
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가^{*} - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

한국금융지주 (071050) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점 대비 평균주가 대비	과리율	
				최고(최 저) 주가 대비	
2023-03-06	BUY	75,000	1년		
2023-02-13	BUY	75,000	1년		
2022-10-04	BUY	81,000	1년	-30.69	-20.49
2022-08-03	BUY	100,000	1년	-43.26	-37.10
2021-11-01	BUY	110,000	1년	-32.30	-18.45
2021-03-08	BUY	130,000	1년	-25.30	-8.08
2020-12-07	BUY	98,000	1년	-13.29	-3.57

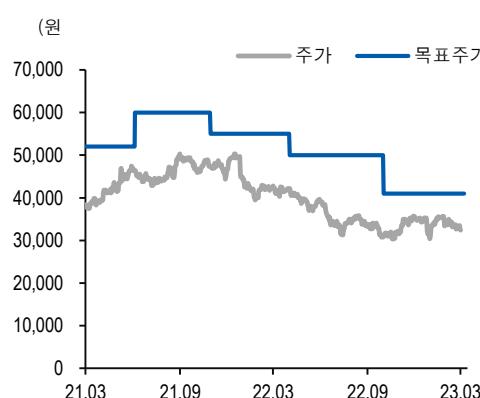
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가^{*} - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

삼성증권 (016360) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점 대비 평균주가 대비	과리율	
				최고(최 저) 주가 대비	
2023-03-06	BUY	41,000	1년		
2022-10-04	BUY	41,000	1년		
2022-04-04	BUY	50,000	1년	-28.24	-16.30
2021-11-01	BUY	55,000	1년	-19.15	-8.55
2021-06-07	BUY	60,000	1년	-22.85	-16.17
2020-12-07	BUY	52,000	1년	-20.43	-8.75

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가^{*} - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

키움증권 (039490) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가^{*} - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	92.5
Hold(중립)	6.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-03-01

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 정태준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.