

[증권/보험]

정길원
 02-3774-1675
 gilwon.jeong@miraesaset.com

증권업

자본 순환의 정상화와 Valuation

4분기 연속 Quality Earnings 기초

상품운용의 부진을 수수료 등 다른 수익원이 상쇄하면서 4분기 연속 Quality Earnings의 기초가 유지되고 있다. 연간으로는 80% 수준의 이익 개선도를 보인다. 양적 개선 이외 두드러지는 특징은 이익의 변동성이 많이 줄어들고 있다는 점이다. 다각화의 진전과 판관비의 탄력성이 약화된 점에서 이유를 찾을 수 있다.

자본 순환의 정상화 시작

‘주주에게 좋은 금융회사’가 되려면 자본의 순환이 빠르고 안정적이어야 한다. 금융회사의 작동 방식을 정의하면 ‘적절한 자본활용을 통해, 수익을 극대화하고, 수반되는 비용을 최소화하여 주주 자본을 증대 또는 배당으로 환원시키는 일련의 순환과정’이다.

증권사의 경우 이러한 순환 자체가 없다고 해도 무방하였다. 최근 실적의 특징에서 보듯 자본 활용을 통한 이익의 비중이 높아지면서 이러한 순환이 정상화되어 가고 있다.

순환의 정상화 → Valuation Level의 변화

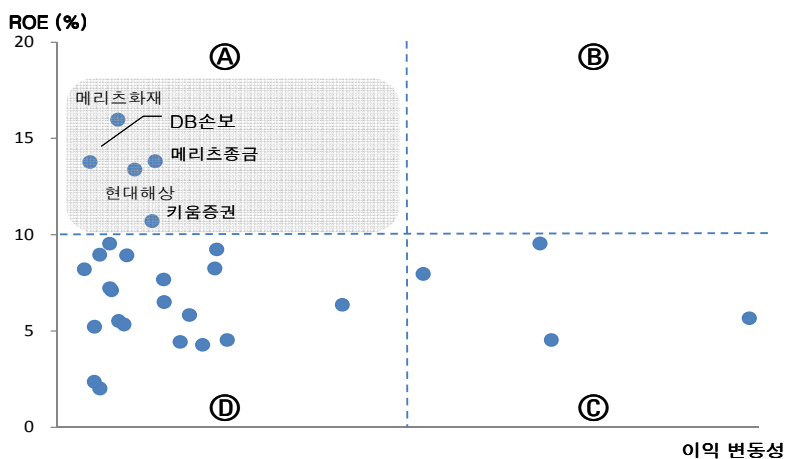
집적된 자본과 새로운 라이선스를 통해 자본 순환이 정상화된다면 Valuation에는 어떠한 영향을 미치는가? ‘자본 - 수익 - 비용 - 자본’으로 이어지는 순환이 빠르다는 것은 ROE가 높다는 의미이다. 한편 순환이 안정적으로 이루어진다면 주주에게 귀속되는 이익의 변동성이 낮다는 것을 의미한다. 낮은 COE를 적용할 수 있다.

실증적으로 좋은 평가를 받고 있는 금융주들을 보면 이러한 특징을 고스란히 가지고 있다. 아래 분포도는 주요 상장금융사의 최근 5년 간의 평균 ROE와 이익 변동성을 포함한 것이다.

가장 좋은 조합인 (A)에 속하는 금융사들은 본업의 경쟁력을 유지하는 가운데, 적절한 자본 비율을 유지하면서, 비경상적인 손실이 적다는 특징을 지닌다. 결국 이들은 시장에서도 높은 Valuation을 부여 받고 있다.

증권업종의 경우 FY17에 보여준 이익의 수준과 안정성이 늘어난 자본력과 결합되어 추가적으로 개선된다면 Valuation의 수준은 자연스럽게 올라갈 것이다. C 또는 D에 머물고 있는 분포가 A로 이전된다는 의미이다. 증권업종에 대한 비중확대를 유지한다. 자본력이 큰 상위 대형사 + 키움증권을 포함한 바벨전략은 앞으로도 유효하다.

주요 상장 금융사의 ROE와 이익증가 변동성(최근 5년)



자료: FISIS, 미래에셋대우 리서치센터

4분기 연속 Quality Earnings

채권 금리 상승의 악영향을
다른 수익원들이 상쇄

증권업종의 4분기 순이익은 3분기 대비 10% 가량 감소할 것으로 예상된다.

통상 4분기는 부실자산의 회계적 손실 인식, ELS 배당락 효과, 시장의 거래 부진 등으로 매우 저조한 실적을 보이는 경험과 상이하다.

시중의 채권 금리가 상승(국고 3년 기준 전분기 말 대비 24bp 상승)하면서 운용 성과가 부진할 수밖에 없으나, ELS 발행 시장의 호조가 유지되는 가운데, 거래대금이 급증하면서 수수료 수익이 운용 손실을 상쇄하고 있다.

ELS의 경우 연말 특수요인(퇴직연금 편입 자산 용도의 발행)을 제거하더라도 3분기 대비 10% 이상 발행이 증가한 것으로 추정되고, 조기 상환 역시 사상 최대 규모였던 3분기 수준을 유지(3Q 23조 원 → 4Q 22조 원)하였다.

주지하다시피 거래대금은 QoQ 28% 증가하였고, 리테일 고객의 거래 증가에 따라 평균수수료율도 소폭 상승한 것으로 추정된다.

표 1. FY17 4Q Preview

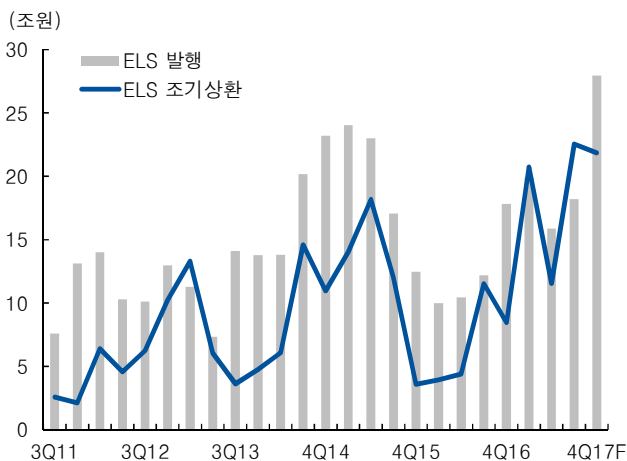
(십억원, %)

			4Q FY16	3Q FY17	4Q FY17F		QoQ	YoY
					Consensus	Preview		
삼성증권		순영업수익	163	271		268	-1.3	64.4
	투자의견	Trading Buy	147	156		159	1.9	8.05
	목표주가	45,000	16	116		109	-5.6	578
	현재주가	42,300	26	88	65	83	-5.2	227
한국금융투자		순영업수익	255	339		325	-4.2	27.3
	투자의견	매수	174	201		211	4.9	21.1
	목표주가	83,000	81	138		114	-17.4	40.6
	현재주가	87,100	56	118	107	108	-9.0	92.2
기움증권		순영업수익	125	110		146	33.1	17.2
	투자의견	매수	65	66		72	8.7	11.6
	목표주가	120,000	60	43		74	70.3	23.3
	현재주가	110,000	48	32	58	56	73.4	17.8
NH투자증권		순영업수익	227	278		286	3.1	26.0
	투자의견	Trading Buy	188	159		173	9.3	-8.0
	목표주가	16,000	39	119		113	-5.3	192.0
	현재주가	16,750	37	87	70	83	-4.7	121.7

자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

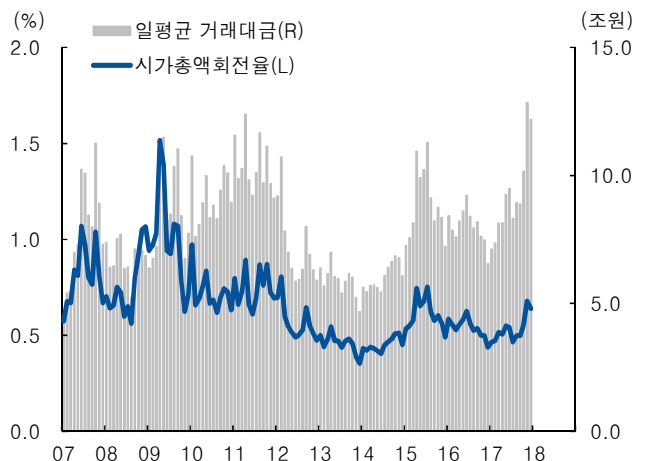
주: WISEfn 컨센서스 참조

그림 1. ELS 조기상환 및 발행 추이



자료: SEIBro, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 거래대금 및 회전을 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋대우 리서치센터

특징은 이익의 안정성 높아진
점 → 다각화 진전 + 비용
통제기조 정착

FY17 연간으로는 FY16 대비 84% 순이익이 증가한 것으로 추정된다.

양적 개선 이외에도 두드러지는 특징은 분기별 이익의 변동성이 많이 줄어들고 있다는 점이다. 분기 1.0조 원 내외의 순이익(개별 기준)을 4분기 연속으로 유지한 전례는 없었다.

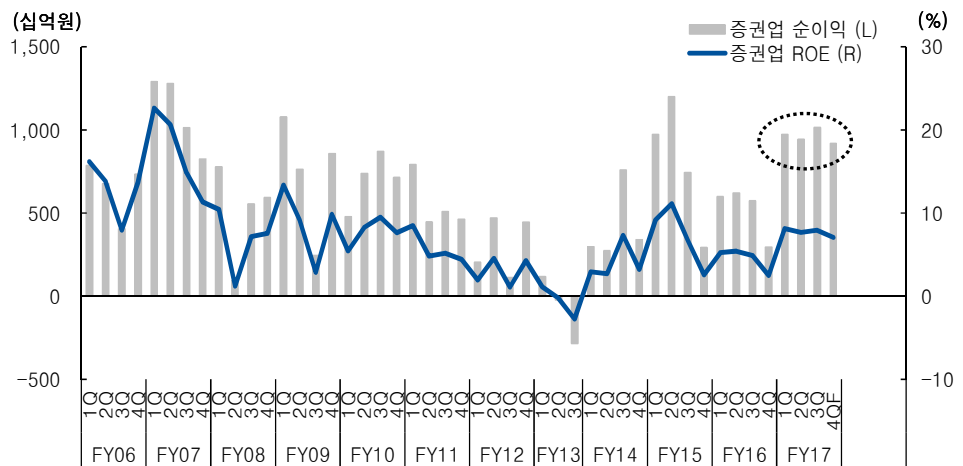
다각화의 진전과 판관비의 탄력성이 약화된 점에서 이유를 찾을 수 있다.

채권 금리의 상승에도 불구하고, 파생결합증권의 발행과 상황이 이어지면서 상품손실의 방어가 가능했다. 한편 거래수수료의 비중은 크게 축소되었고, Brokerage 수익이 늘어나도 과거와 달리 비용이 수반되지 않는다. 즉 한계비용이 제로에 수렴하기 때문에 매출=영업이익으로 풀이할 수 있다. 국내외 PI 투자 확대 및 인수 금융, PBS 등 새로운 수익원의 증가도 두드러진다.

판관비 통제 기조도 유효하다. 비즈니스 모델의 변화, 즉 Brokerage 수수료 중심에서 자본활용도가 중요시되는 사업 구조로 변화되면서 경직된 비용구조가 개선되고 있다. 영업수지율(판관비/순영업수익)을 보면 꾸준히 하락하는 추세이고, 판관비의 절대 규모 역시 늘지 않고 있다.

이는 일본 증권사들과 유사하다. 순영업수익의 증가와 판관비의 방향성은 동행하지 않는다는 의미이다. 지속적인 고정성 경비의 축소(인원 및 점포 축소 등)를 통해 탄력도가 떨어졌기 때문이다. 영업실적의 개선이 인력 보다는 자본에 의해 이루어지고 있기 때문이다.

그림 3. 분기별 실적 추이 : 4분기 연속 이익이 안정적



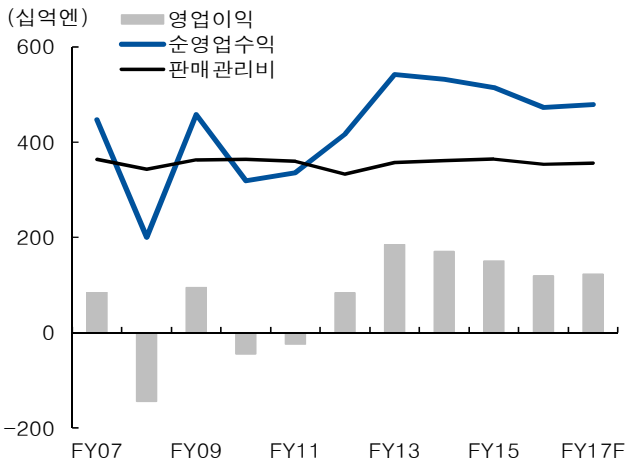
자료: FISIS, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 증권업 순이익 추이

	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17F	FY18F	YoY
순영업수익	9,591	8,050	9,739	11,997	9,697	12,850	14,178	10.3
수수료순수익	5,279	5,124	5,190	6,852	6,172	7,507	8,450	12.6
순수탁수수료	2,883	2,729	2,574	3,513	2,442	3,056	4,020	31.6
자산관리수수료	807	831	799	909	921	898	945	5.2
IB관련수수료	852	847	944	1,289	1,353	1,811	1,736	-4.2
기타 수수료	721	708	862	1,128	1,447	1,742	1,749	0.4
순이자수익	3,254	3,491	3,847	4,446	4,043	4,239	4,501	6.2
상품이익+기타	1,059	-565	702	699	-518	1,103	1,227	11.2
판관비와 관리비	7,847	7,535	7,504	7,923	7,075	7,970	8,507	6.7
영업이익	1,744	515	2,235	4,074	2,621	4,880	5,671	16.2
영업외이익	-80	-455	57	95	75	50	6	-
법인세차감전 순이익	1,665	60	2,292	4,169	2,696	4,930	5,677	15.1
법인세 비용	422	309	619	970	606	1,079	1,374	27.4
당기순이익	1,242	-249	1,673	3,199	2,090	3,852	4,303	11.7

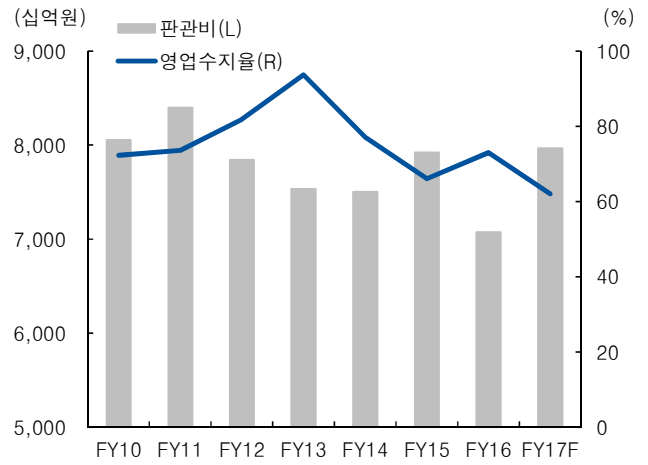
자료: FISIS, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 다이와증권 영업수익 및 판관비 추이



자료: 다이와증권, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 국내 증권업종 영업수지율과 판관비 추이



자료: FISIS, 미래에셋대우 리서치센터

2018년: 자본 순환의 정상화 지속

자본력을 통한 비즈니스 모델의 변화 → 자본의 순환이 빠르고 안정화

단기적 이익 전망을 넘어 2018년은 증권업종의 장기적인 변화 가능성을 가늠하는 중요한 해이다.

‘주주에게 좋은 금융회사’가 되려면 자본의 순환이 빠르고 안정적이어야 한다.

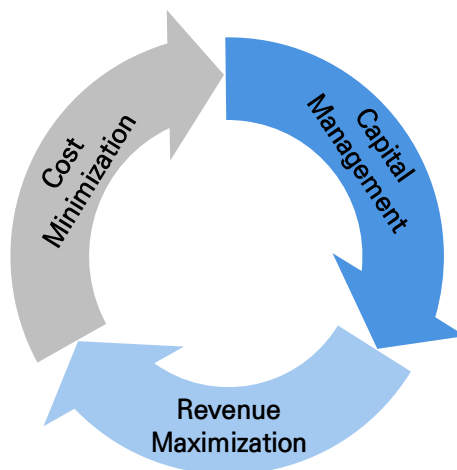
금융회사의 작동 방식을 정의하면 ‘적정한 자본활용을 통해, 수익을 극대화하고, 수반되는 비용을 최소화하여 주주 자본을 증대 또는 배당으로 환원시키는 일련의 순환과정’이다.

증권사의 경우 이러한 순환 자체가 없다고 해도 무방하였다. Brokerage와 같은 수수료 기반의 저위험 비즈니스는 자본의 필요성이 낮기 때문에, 자본의 재축적이 영업에 있어 더 큰 기회를 가져오지 않는다. 오히려 경쟁 심화에 따라 주주 자본으로 전환이 저하되었다. 순환과정의 속도를 나타내는 ROE는 당연히 하락하였고, 이익의 변동성은 오히려 커졌으며, 따라서 주주가치는 지속적으로 하락하였다.

최근 실적의 특징에서 확인한 바와 같이 점점 자본 활용을 통한 이익의 비중이 높아지면서 이러한 순환이 정상화되어 가고 있다. 비용의 안정화도 기여하고 있다.

순환에 따른 자본잉여에 더해 증자 및 M&A를 통해 자본의 집적은 더 빠르게 달성되고 있다.

그림 6. 금융회사의 순환 : 자본 - 수익 - 비용 - 자본



자료: 미래에셋대우 리서치센터

저금리 고착화 우호적인
정책기조는 유효

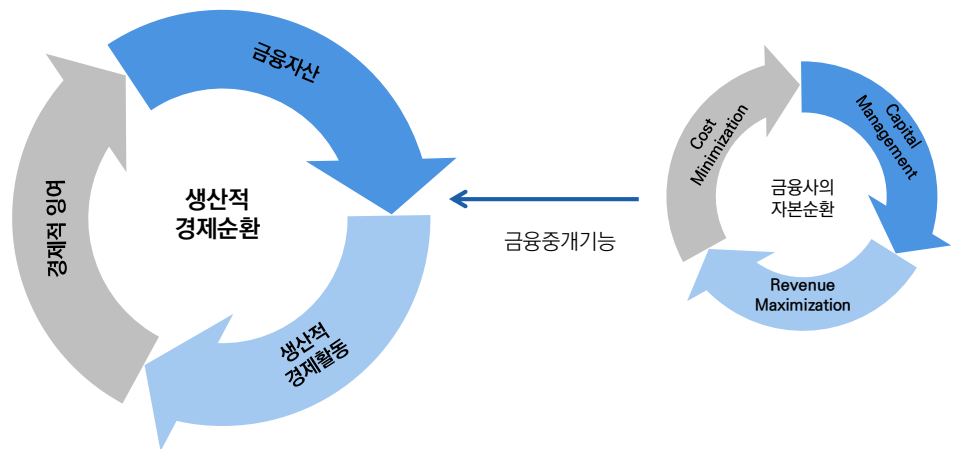
ROE = Leverage(Q) x ROA(P) 이다. 새로운 라이선스는 Q에 해당하는 Leverage를 확대할 수 있는 수단이 될 것이고, 이미 늘어나 있는 자본력을 매개로 좋은 투자 대상을 확보한다면 P에 해당하는 ROA의 상승을 기대할 수 있다. 즉 기존의 비즈니스모델로는 필요 없던 자본이 돌아가면서 수익의 외연이 늘어날 것이고, 전반적인 자산의 증대는 규모의 경제효과를 확보하여 한계비용을 떨어트릴 것으로 기대할 수 있다.

비즈니스 모델을 바꿀 수 있는 필요조건은 마련한 셈이다. 충분조건은 금융시장의 경쟁 환경과 정책 방향 등 외적 환경에서 찾을 수 있다.

저금리 고착화에 따라 금융소비자의 대응은 수익률을 만회하거나 세금을 줄이거나 둘 중 하나이다. 이를 만회하기 위해서는 결국 금융시장의 리스크를 없느냐 마느냐의 문제에 다름 아니다. 비과세 상품은 사라지는 상황이다. 안전자산 일변도의 자산 구성은 더 높은 수익을 추구하려는 경향이 커질 수 밖에 없다.

생산적인 경제활동에 흡수될 수 있도록 자본시장에 대한 우호적인 정책 기조는 유효하다. 더 큰 관점에서 금융의 순환과정은 ‘생산적인 경제활동으로 금융자산이 분배되어, 경제적 잉여를 창출하도록 돕고, 이를 금융자산으로 재축적하는 것’이다. 금융회사는 이러한 순환과정이 효과적으로 작동하도록 돕는 기능을 담당한다. 산업구조의 변화와 저성장 기조와 함께 주로 은행에 위임되었던 금융중개 기능의 다각화 필요성은 커지고 있다. 대출 중심에서 투자 중심으로 금융정책의 중요도가 바뀌는 과정에서 필연적으로 상위 증권사는 자본력을 활용할 기회가 생길 것이다.

그림 7. 생산적 순환을 매개하는 금융업의 순환



자료: 미래에셋대우 리서치센터

순환의 정상화는 Valuation에도 직결된다.

자본 순환의 정상화 →
Valuation의 근본적 변화 가능

자본의 순환이 정상화된다면 Valuation에는 어떠한 의미를 가지는가?

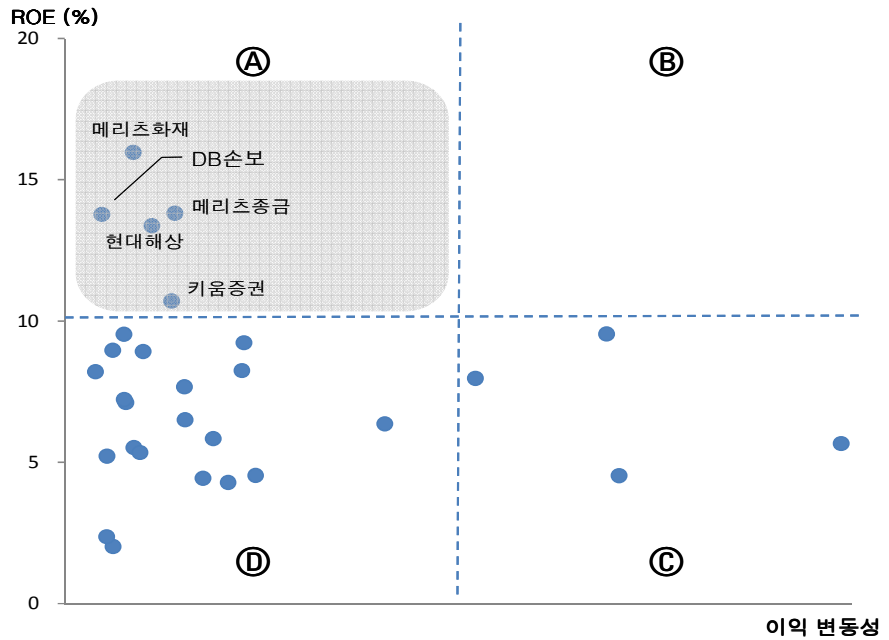
금융주의 상식적인 Valuation 지표인 PBR의 구성 요소는 ROE와 COE이다. ‘자본 – 수익 – 비용 – 자본’으로 이어지는 순환이 빠르다는 것은 ROE가 높다는 의미이다. 한편 순환이 안정적으로 이루어진다면 주주에게 귀속되는 이익의 변동성이 낮다는 것을 의미한다. 이 경우 낮은 COE를 적용할 수 있다.

실증적으로 좋은 평가를 받고 있는 금융주들을 보면 이러한 특징을 고스란히 가지고 있다. 아래 분포도는 주요 상장금융사의 최근 5년 간의 평균 ROE와 이익증가의 변동성을 조합한 것이다.

(C) 영역은 ROE도 낮고 극단적으로 높은 이익변동성을 보이는 금융사로 다양한 요인(리스크관리 실패, 대규모 부실, 경영권 분쟁, M&A 및 자산 매각에 따른 회계적 이슈 등이 내포된 결과이다. 대부분의 평이한 금융사들의 군집인 (D) 영역의 경우 고유의 수익모델은 갖추고 있으나 규제 및 자본력 부족으로 수익성 제고가 어려운 경우이다.

가장 좋은 조합인 (A)에 속하는 금융사들은 본업의 경쟁력을 유지하는 가운데, 자본비율을 적절히 관리하고, 비경상적인 손실이 적다는 특징을 지닌다. 결국 이들은 시장에서도 높은 Valuation을 부여 받고 있다.

그림 8. 주요 금융사의 이익변동성과 ROE



자료: FISIS, 미래에셋대우 리서치센터

은행 및 보험 산업은 글로벌 자본 규제가 강화되면서 자본을 늘리던가 리스크를 낮춰 기대 수익이 추세적으로 하락하게 된다. (D)에서 벗어나기 어렵다.

증권업종의 경우 FY17에 보여준 이익의 수준과 안정성이 늘어난 자본력과 새로운 라이선스 의해 FY18에도 개선 된다면 Valuation의 수준은 자연스럽게 올라갈 것이다. (C) 또는 (D)에 머물고 있는 분포가 (A)로 이전될 수 있다.

증권업종에 대한 비중확대를 유지한다. 본문의 맥락에 따라 자본력이 큰 상위 대형사 중심 + 키움증권(높은 ROE와 낮은 COE)을 바벨전략은 앞으로도 유효하다.

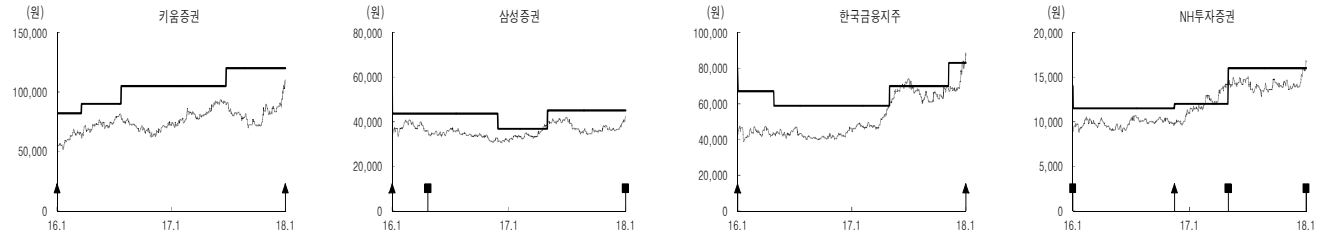
증권업

자본 순환의 정상화와 Valuation

투자이건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이건	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자이건	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
키움증권(039490)					한국금융지주(071050)				
2017.07.19	매수	120,000	-	-	2017.11.30	매수	83,000	-	-
2016.08.17	매수	105,000	-27.36	-11.05	2017.05.25	매수	70,000	-4.79	6.14
2016.04.12	매수	90,000	-19.20	-9.67	2017.05.20	1년 경과 이후		-	-
2016.01.26	매수	82,000	-25.42	-16.10	2016.05.20	매수	59,000	-24.65	-2.20
2016.01.11	매수	88,000	-37.85	-33.18	2016.01.26	매수	67,000	-34.32	-29.18
삼성증권(016360)					2015.04.02				
2017.05.25	Trading Buy	45,000	-	-	2015.04.02	매수	80,000	-24.08	-8.50
2016.12.21	Trading Buy	36,859	-8.92	5.27	NH투자증권(005940)				
2016.05.16	Trading Buy	43,649	-18.98	-6.56	2017.05.25	Trading Buy	16,000	-	-
2016.01.26	매수	43,649	-13.22	-6.56	2016.12.08	매수	12,000	-1.88	18.75
2015.11.29	매수	67,898	-42.33	-36.64	2016.01.26	Trading Buy	11,500	-14.46	-6.96
					2015.11.15	Trading Buy	14,000	-29.98	-22.50

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자이건 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 하락

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(▣)

투자이건 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
75.50%	16.00%	8.50%	0.00%

* 2017년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
 - 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
 - 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.