

Overweight
(Maintain)



보험/증권/지주 Analyst 안영준
yj.ahn@kiwoom.com

증권

증권주 조정 배경과 밸류에이션 매력도 점검



- 증권주 5월부터 부진, 피크아웃 우려 및 거래대금 증가폭 둔화 우려 작용
- 이전 대비 증권주의 높아진 PBR 멀티플은 합리적. 산업은 구조적으로 성장 중
- 일본 증권사와 비교했을 때 PBR 1.0~1.2배 구간이 바닥일 가능성 높음

>>> 증권주 5월부터 부진, 그 배경은

올해 증권주는 큰 폭의 주가 상승을 보이며 시장 상승에 기여했으나, 5 월 초 이후 2 달 가까이 조정세를 보이는 모습이다. 통상 증권주의 실적과 주가는 증시와 동행하나, 최근에는 지수가 신고가를 경신함에도 증권주는 지지부진한 모습이다. 그 이유는 다음과 같이 판단한다.

1) 거래대금 및 증권사 실적 피크아웃 우려

상승장이 끝나는 순서는 거래대금 - 증권주 - 지수이다. 즉, 증권주는 증시에 선행한다. 직전 국내 증시 상승장이었던 2020 년 ~ 2021 년 상반기를 보면, 증시 거래대금의 피크는 2021 년 1 분기, 증권주의 고점은 2021 년 5 월, 코스피/코스닥의 고점은 2021 년 6 월/8 월이었다. 5 월에는 국내 증권사들의 1 분기 실적 발표가 있는 달인데, 발표 이후 실적 기대감이 소멸되자 증권사 주가 하락으로 이어졌다. 당시 2 분기 거래대금이 둔화되는 동시에 시중금리 상승이 본격화되면서 증권주의 부진은 2 년간 지속되었다. 이번에도 1 분기 거래대금과 실적에 대한 피크아웃 우려가 작용한 것으로 보인다.

2) 이미 거래대금은 폭발적으로 증가, 향후 증가폭은 둔화 가능성이 높음

그러나 올해는 과거와 달리 2 분기에도 거래대금이 폭발적으로 증가했는데, 4 월과 5 월 모두 월간 최고치를 경신했으며 6 월에도 재차 경신할 가능성이 높다. 그럼에도 불구하고 증권주 주가 상승으로 이어지지 않는 이유는 거래대금의 회전율이 늘어나지 않고 있기 때문이다. 증시 시가총액이 크게 증가함에 따라 거래대금은 자연스럽게 늘어났으나, 월간 거래대금의 연환산 회전율은 1 월 404%를 기록한 이후 최고점을 돌파하지 못하고 있다(직전 상승장에서의 회전율 최고점은 2021 년 1 월 기록한 442%). 거래대금 회전율의 점진적 감소는, 더 이상 열성적인 거래자들이 시장에 들어오고 있지 않음을 의미한다.

3) 증권주들의 주가는 이미 실적과 자본의 증가율을 초과하여 상승

증권주의 멀티플이 크게 올랐다. 증권주 평균 PBR 은 작년 초 0.5 배에서 올해 2 월에는 1.5 배까지 3 배 상승했다. 멀티플의 상향은 본업의 활황으로는 달성되기 어려우며, 타겟 시장의 확대나 신사업 진출 등 높아진 멀티플을 정당화할 수 있는 요인이 있어야 한다. 외국인 종합계좌에 대한 기대감이 반영되기도 했으나, 현재까지는 실질적인 영향이 미미한 상황이다. 기대감이 열어진 자리에 실망감이 차오르면서 적정 멀티플을 찾아가는 과정 중에 있다.

Compliance Notice

- 당사는 6월 24일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

>>> 구조적 성장으로 인한 PBR 상승 지속 전망 (feat. 일본)

직전 상승장에서 증권 업종의 평균 PBR은 0.45 배에서 0.72 배로 상승한 뒤, 부동산 PF 관련 우려 등으로 다시 0.36 배까지 추락했다. 그러나 이번에는 일본의 사례를 근거로 증권 업종의 높아진 PBR 멀티플이 유지될 수 있을 것으로 보인다. 국내 증권사와 사업 구조가 유사한 일본의 다이와증권이나 노무라증권의 경우, 일본 증시 방향성에 따라 조정을 받기도 하는 모습이나 일본 밸류업 프로그램이 도입된 2023년 1월부터는 PBR 멀티플이 꾸준히 우상향하고 있다. 일본과 우리나라 증권사의 공통적인 PBR 멀티플 상향 요인은 다음과 같다고 판단한다.

1) 경제 성장을 반등 및 증시 수준 자체의 대폭 성장

2023년 초부터 니케이 지수는 약 170%, 코스피 지수는 약 270% 상승했으며, 평균적인 거래대금도 이에 걸맞게 증가했다. 우리나라와 일본 모두 공통적으로 과거 성장을 둔화 및 이에 따른 금융주 멀티플 하락이 이어져왔으나, 최근 AI 투자 사이클 도래 등으로 경제 성장 기대감 확대와 증시의 큰 폭 상승으로 이어지고 있다. 증권사 입장에서는 경제 성장을 반등으로 지속가능한 ROE 수준이 향상되는 동시에 증시 성장으로 업황도 대폭 우호적으로 달라진 상황이다.

2) 자본 효율성에 대한 관심도가 큰 폭으로 증가

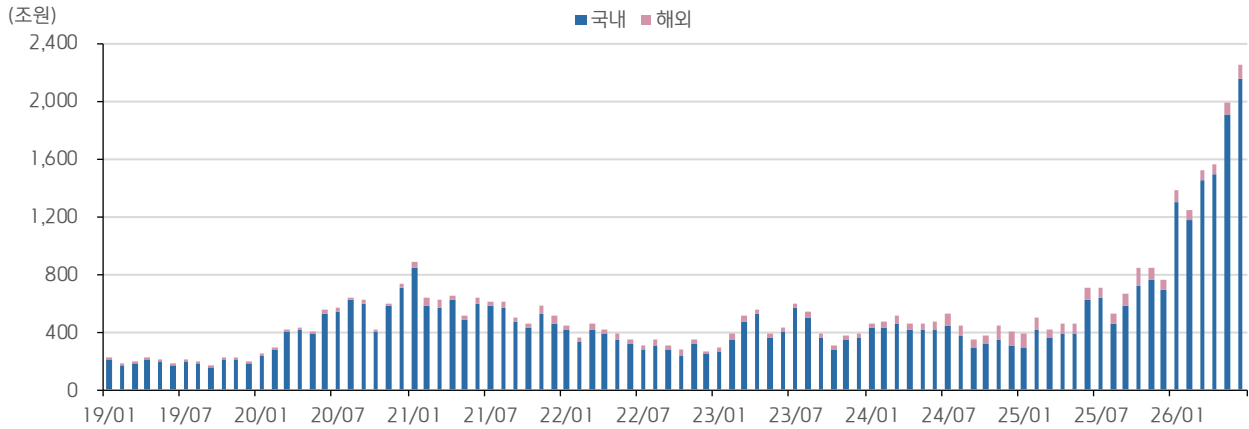
일본은 2023년부터 밸류업 프로그램을 시행했으며, 우리나라도 2024년 도입한 이후 기업가치 제고를 위한 다양한 과제가 추진 중이다. 일본 증권사들의 멀티플 상승 배경에는 밸류업 프로그램 도입 이후 달라진 자본 정책(ROE 제고, 자사주 매입 프로그램 진행 및 50% 내외의 주주환원을 목표 설정 등)을 내세운 영향도 클 것으로 보인다. 우리나라의 증권사들이 일본 증권사보다 ROE가 높음에도 PBR 멀티플은 낮은데, 국내 증권사도 이전보다 주주환원 정책 등이 상당부분 진전된 바 멀티플 상향이 점진적으로 이루어질 것으로 기대된다. 또한, 일본 증권사와 같이 보다 적극적인 자본 효율성 제고 정책을 펼친다면 높은 PBR 멀티플도 정당화할 수 있을 것으로 예상된다.

3) 증권 산업 자체의 구조적 성장이 진행 중

전세계적으로 리테일 투자 시장과 자금 조달 시장이 급격히 확장되고 있으며, 이에 따라 증권 산업의 구조적 성장이 진행 중이다. 우리나라와 일본 증권사 모두 최근 실적 증가의 배경에는 브로커리지 및 자산관리 사업은 물론 기업의 자금 조달 주관 사업의 성장이 있었다. 투자 인구 증가라는 시대적 흐름의 수혜가 예상되는 동시에 기업의 비은행 자금 조달 수요가 급격히 증가하고 있어 증권사의 사업 범위 자체가 크게 확장되고 있다는 점도 기대된다. 이전과 달리 증권 산업 자체가 구조적으로 성장하고 있음에 주목할 필요가 있다.

결론적으로, 일본과 우리나라 증권사는 과거 저성장 기간 낮은 PBR 멀티플을 적용받아왔으나, 증시 성장 및 산업의 구조적 변화 등을 고려하면 현재의 상향된 멀티플은 합당하다. 또한 일본 증권사들은 국내 증권사보다 ROE가 낮음에도 PBR은 1.0~1.2 배 수준에서 형성되어 있음을 감안하면, 최근 국내 증권사들의 PBR도 이와 유사한 바 주가는 바닥 부근에 상당히 가까워져 있다고 판단할 수 있다. 주주환원 관점에서도 매력도 높은 구간이다.

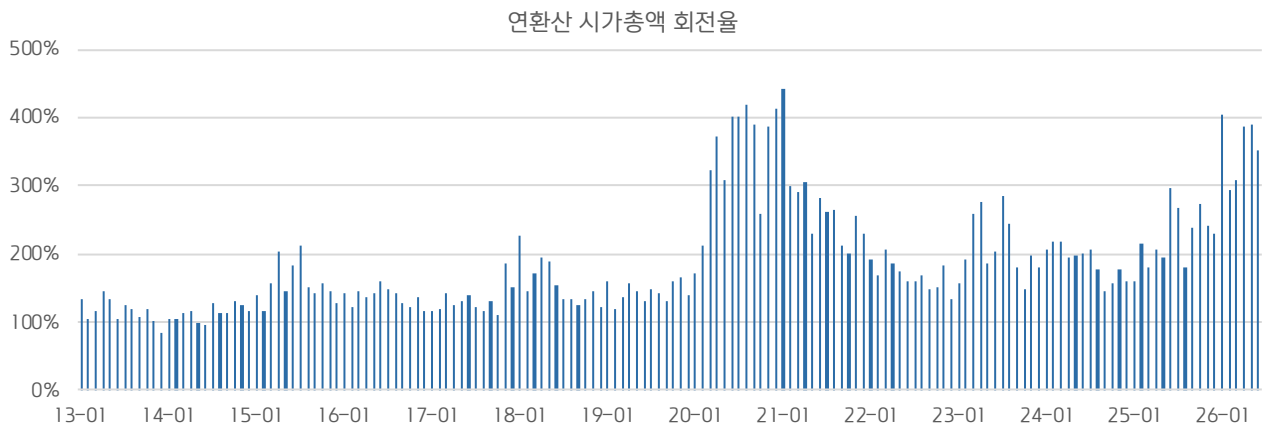
증시 월간 거래대금 추이 - 역대 최고치 지속 경신 중



주: 6월 월간 거래대금은 남은 거래일수에 월 일평균거래대금을 곱해서 더한 추정치

자료: 금융투자협회, 예탁결제원, FnGuide, NXT, SEIBRO, 키움증권 리서치센터

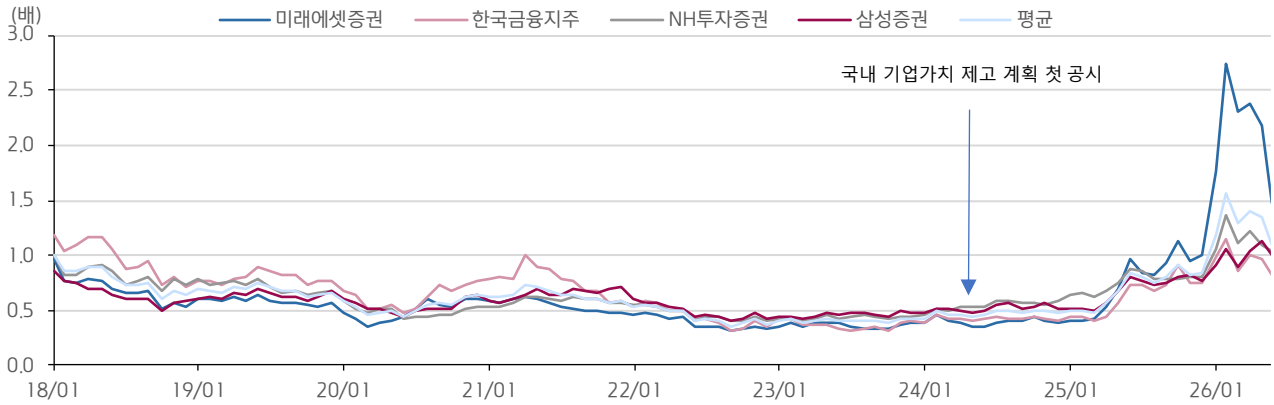
국내 증시의 월간 연환산 시가총액 회전을 추이 - 이번 상승장에서는 올해 1월 최고치 기록 이후 소폭 하락세



주: 연환산 시가총액 회전율은 (월 거래대금 / 월말 시가총액 * 12)로 계산

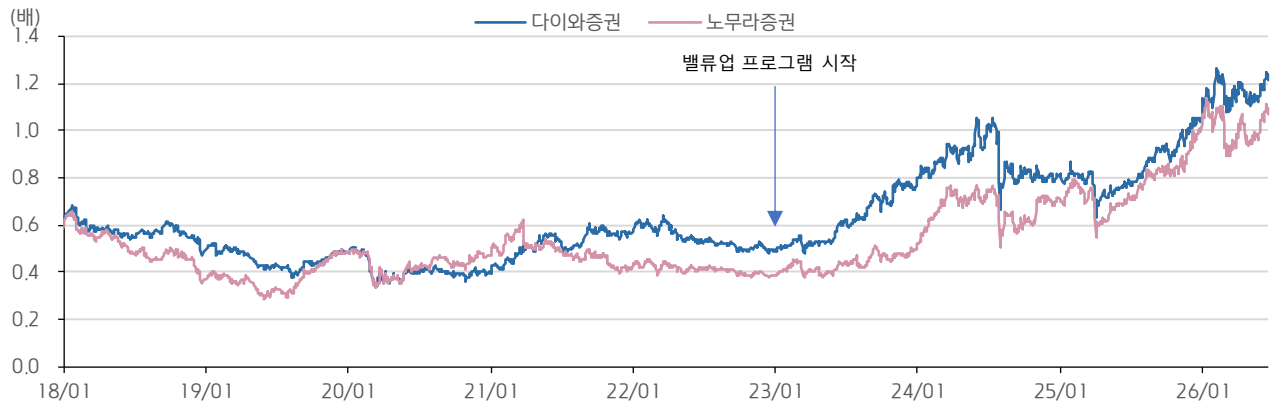
자료: 금융투자협회, 예탁결제원, FnGuide, NXT, SEIBRO, 키움증권 리서치센터

국내 증권사 12M Fwd PBR 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

일본 주요 증권사 12M Fwd PBR 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~+10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2025/04/01~2026/03/31)

매수	중립	매도
96.04%	3.96%	0.00%