



여름에 털장남을 산다

미국사례 : 02년에서 04년 저금리 시대에 증권업지수 사상 최고치 경신의 의미
New Normal에 저금리, 과잉유동성에 따른 Flight to yield의 새로운 경험
한국의 부가 자본시장으로 유입하면서 금융산업의 지도를 바꾼다
Top picks: 빅뱅은 없어도 자통법 개정안으로 달리 가는 대형IB

Analyst 한정태 02-3771-7773 jtkhan@hanafn.com



CONTENTS

5	소외를 제외하면 모멘텀 없다지만... 증권업에 기댈게 없다지만 항상 '비관이라는 컨센서스' 속에서 희망이 있다.....5
6	실적 모멘텀은 1) 브로커리지 시장 4년째 정체 국면8 2) 안정적인 이자 이익도 넘여야 할 산이 많다: 초저금리 부담9 3) 자기매매(Prop trading) 손익의 변동성이 크다10 4) 대형 IB의 길목에서 자산관리업도 한 축11 5) 신규수익원의 괄목상대한 결과는 없지만 점점 넓어지고 있다13 6) 성장동력을 찾기 위한 해외진출은 지속된다14
15	사례: 저금리 시대에 밀려 돈을 벌었나? 1) 미국사례로 볼 때 초저금리시대에도 금융상품 판매와 자산관리의 부흥15 2) 자금이동에 의한 자본시장 확대국면의 수익성장은 IB와 자산관리가 두드러져16
17	역발상 모멘텀 1) 하지만 바닥은 온다: 역발상하자17 2) 저점을 찾는 것이 중요하다18
19	필요조건: 시장 반등을 기대한다 주식시장의 상승이 예상된다19
20	충분조건 1: 돈이 움직여야 한다 기대하는 것은 자금 이동이다20
21	충분조건 2: 자통법 개정안의 국회통과 1) 19대 국회에서의 자통법 개정안 상정 가능성에 대한 일말의 희망21 2) 자통법 개정안 통과 의미: 신규업무를 기준으로 차별화 시작된다22
23	주가 차트 삼중바닥 Valuation 저점인데...23
24	증권 투자전략 및 Top picks 1) 투자전략: 소극적인 자세에서 출발하는 바닥 콜이다24 2) Top picks: 대우증권, 삼성증권, 우리투자증권, 한국금융지주 관심25 3) Valuation 및 목표주가26 4) 실적전망: FY12년 2분기부터 실적은 개선 무드이나 여전히 천수답27
30	Top Picks 및 관심종목 대우증권(006800)31 삼성증권(016360)33 우리투자증권(005940)35 한국금융지주(071050)37

증권 Overweight

Top Picks 및 관심종목

종목명	투자 의견	목표주가(12M)
대우증권	BUY	16,000원(↑)
삼성증권	BUY	70,000원(↓)
우리투자증권	BUY	17,500원(↑)
한국금융지주	BUY	50,000원(→)



Analyst 한정태
☎ 02-3771-7773
✉ jtkhan@hanafn.com

여름에 털장갑을 산다

아무도 안보니 마음이 편하다: 역발상

저성장에 초저금리, 과잉유동성 부분을 고민하다 보면 자본시장이 눈에 들어온다. 돈이 갈 데가 없기 때문이다. 하지만 여전히 위기가 금융시장을 지배하고 있어 증권주에 대한 기대감은 언감 생가지도 못한다. 이런 와중에 국내 증권업종 지수는 서브프라임 위기보다 더 하락했다. 미국의 QE3 때문에 반등을 주기는 했지만 증권주에 대한 관심은 냉혹하다. 었그제 만해도 증권업종 지수는 KOPI 900p대 지수였으며, 삼중바닥을 만들고 있었다. 반등을 강하게 주면서 삼중바닥이 완성된 셈이다. 그럼에도 증권주에 대한 생각은 여전히 회의적이다.

저성장에 초저금리의 환경에서 풀리는 유동성의 최종 종착역은 자본시장

당사는 증권주에 대해 소극적인 콜을 시작했다. 거래대금이 3개월 연속 5조원대에 머물렀다. 시장이 최악의 거래를 만들 때 항상 증권주 바닥이 만들어졌다. 여기서 증권업 보기를 시작한 것이다. 하지만 산업의 구조변화가 없다면 반등의 단순 싸이클에 지나지 않을 것이다. 당사는 좀더 적극적으로 뉴노멀 시대의 저성장과 초저금리, 풀리는 유동성 등을 볼 때 자금이동의 종착역은 자본시장으로 본다. 특히, 국내의 인구구조와 소득수준에서 은퇴를 대비한 금융자산 확대에 대한 욕구는 어느 때보다 강하다. 다만, 누가 물꼬를 터줄 것인가에서 기회를 엿보고 있다. 이제 서서히 자금이동이 시작될 것으로 예상된다. 위기감 완화도 있지만 글로벌 시장의 과잉유동성이 주식시장을 두드릴 수 밖에 없을 것이기 때문이다. 여기에 자통법 개정안이 19대 국회의 상정되어 통과되면 증권업은 필연적으로 재편될 수 밖에 없을 것이고 새로운 길을 찾는 대형IB들에게 반드시 기회가 올 것으로 전망된다.

Top picks: 대형 IB로 가는 회사에 관심

향후 증권업에 중요한 것은 대형투자은행업으로의 진화 여부다. 대형화를 통해 IB로 가야만 이 새로운 길을 가게 되기 때문이다. 투자은행업의 핵심경쟁 요소로 자본력과 리스크 관리 능력, 전문인력 및 국내외 네트워크와 상품 공급능력 등을 꼽고 있다. 여기에 경영진의 연속성과 의사결정력 그리고 추진력을 중시한다. 위와 같은 측면에서 접근하면 우선은 삼성증권과 대우증권이 가장 가능성이 높으며, 우리투자증권과 한국금융지주도 괜찮다는 판단이다.

Financial Data

투자지표	단위	2011.3	2012.3	2013.3F	2014.3F	2015.3F
영업수익	십억원	15,508.8	16,027.3	16,508.7	17,739.5	18,857.1
영업이익	십억원	1,490.5	1,319.2	1,186.0	17,739.5	18,857.1
세전이익	십억원	1,685.5	1,384.6	1,219.6	1,664.5	1,864.4
순이익	십억원	1,256.7	1,015.8	908.2	1,241.0	1,390.3
EPS	원	1,930	1,171	1,047	1,431	1,489
증감율	%	(2.39)	(39.30)	(10.59)	36.64	4.04
PER	배	14.81	16.83	18.00	13.17	12.22
PBR	배	1.31	1.06	0.96	0.90	0.83
ROE	%	8.56	6.10	4.86	6.26	6.62
BPS	원	21,789	18,677	19,655	21,011	22,038

주: 업종합산은 대우, 미래에셋, 삼성, 우리, 현대, 한국금융 총 6개 기업 합산임.

자료: 하나대투증권

Summary

여름에 털장갑을 산다.

증권업종 투자이견: Overweight

Catalyst

- 자통법 개정안 통과 및 자금이동의 서막

Key idea

- 자통법 개정안 국회 통과
- 저금리시대의 수익률 쫓는 자금이동으로 자본시장 확대 가능성
- 미국 사례: 02년에서 04년의 저금리 시대에 증권업 최고치 경신의 의미

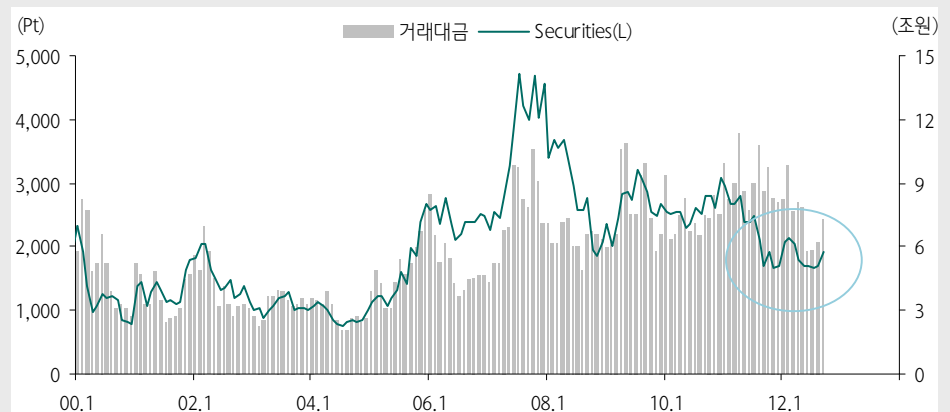
투자전략

- 거래대금 바닥 국면은 항상 증권업 최악 국면이었음
- 자통법 개정안 통과는 대형 IB육성에 기회제공

Top Picks 및 관심 종목

- 대우증권(006800, BUY, TP 16,000원)
- 삼성증권(016360, BUY, TP 70,000원)
- 우리투자증권(005940, BUY, TP 17,500원)
- 한국금융지주(071050, BUY, TP 50,000원)

거래대금 바닥국면에서 증권사 실적은 최악이지만 주가는 반등을 시작한다



자료: 하나대투증권

1

소외를 제외하면
모멘텀 없다지만...

증권업에 기댈게 없지만 항상 '비관이라는 컨센서스' 속에서 희망이 있다

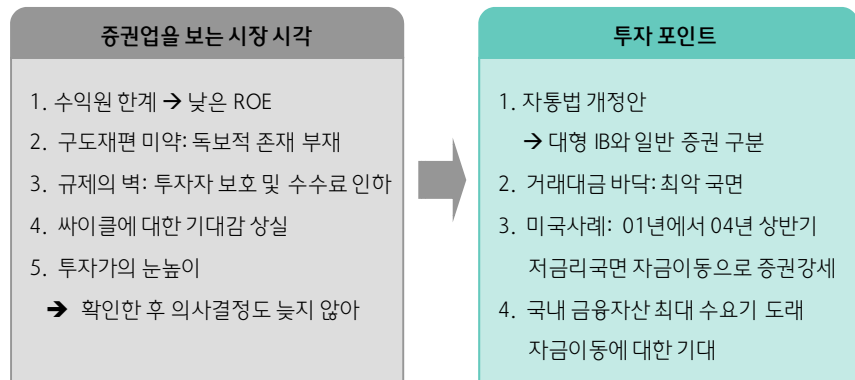
지난 5월말에 3분기 증권주의 바닥론을 제기했다(증권주 사볼까? 모멘텀은 3분기 지나야 5/23, 증권산업 분석 자료 참조). 다행스럽게 지금에서 보면 7월이 증권업중 저점은 맞았다. 하지만 주가의 흐름은 그 이후가 문제이다. 미래에 대한 기대치가 너무 낮아 단순 최악일 것이라는 부분만으로는 주가의 흐름을 강하게 바꾸지 못하고 있기 때문이다.

금년 증권주의 흐름을 보면 자통법 국회통과 실패가 증권주에 대한 기대치를 한꺼번에 내려 놓게 하는 이벤트였다. 당사는 지난 2월, 증권주 산업자료를 통해 증권업이 중요한 기로의 시점에 놓여있다고 했다(기रो에선 증권주: 국회를 보자 2/8, 증권산업 분석 자료 참조). 국회를 주목해야 한다고 했다. 자본시장법 개정안이 국회에 상정되지도 못하고 사라질 위기였기 때문이다. 아니나 다를까 우려대로 자통법 개정안은 자동폐기 되었다.

설상가상으로 시장방향성 부재와 더불어 증권주는 다시 급락했다. 이런 흐름이라면 증권주를 다시 쳐다볼 이유마저도 상실하고 있는 성싶다. 단순히 시장만 보고 증권주를 기대하던 시대는 이미 갔다. 산업내 구조적인 변화가 없다면 그 산업을 볼 필요가 있을까? 더더욱 구조조정도 없고 독보적 존재도 없는 무한 경쟁의 산업을 굳이 봐야 할 이유는 없을 것이다. 거래대금도 줄어 들고, 과당경쟁에 의한 수수료 인하 압력도 지속되는 상황에 설상가상으로 저금리에 이자이익마저도 쉽지 않다. 더욱이 새로운 수익원 발굴이 쉽지 않은 가운데 여전히 산업내 수 줄이기 조정 가능성도 희박하고, Target ROE가 7% 전후로 가고 있는 것이 현실이다.

하지만 여름에 털모자를 준비하고 겨울에 밀짚모자를 준비한다. 쌀 때 사자는 애기다. 최근 증권업중은 서브프라임 위기시 보다 주가가 더 하락했다. 거래대금이 최악국면을 연출하면서 대형증권사마저도 적자를 면치 못하고 있는 국면이다. 3개월 연속 거래대금이 6조원을 넘지 못했다. 과거 패턴으로 보면 이러한 상황이 최악일 가능성이 높다. 과거와 달리 미래에 대한 기대치가 적어 증권주를 봐야 할 이유가 너무 궁색하기만 하지만 이러한 국면이 증권주의 최악일 가능성이 높다. 항상 비관 속에서 희망이 있었다. 당사는 증권업의 미래에 대한 기대치를 아직은 버리지 않고 있다. 조만간 조심스럽게 자금이동에 대한 변화가 시작될 것으로 예상하고 있고, 19대 국회에서 자통법 개정안이 통과할 가능성이 높기 때문이다.

그림 1. 증권업중을 보는 시각



자료: 하나대투증권

2

실적 모멘텀은

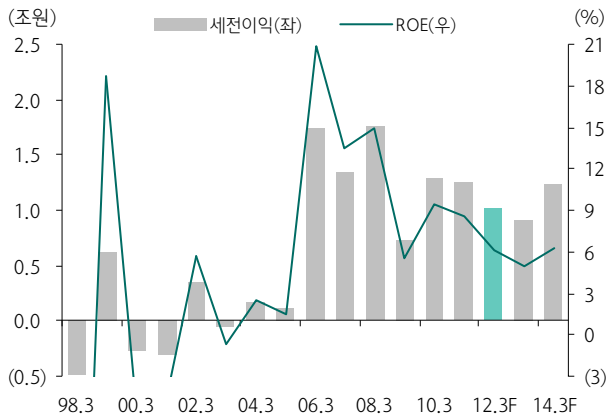
현재 수익원 구조(천수답)로는 실적 모멘텀 가능성은 적다

우선 시장에서 목마르게 기대하는 부분은 실적 모멘텀이지만 해석하게도 쉽지 않아 보인다. 국내 증권사의 수익원을 보면 브로커리지가 40.0%이상을 차지하고 있고, 이자이익은 30.0%정도로 성장했으며, 펀드 판매 및 자산관리 등이 나머지를 차지하고 있다. Prop(자기 매매)은 여전히 안정적인 수익원으로 자리하지 못하고 있는 상황이다. 수익원이 점차 다원화되고 있는 것은 사실이지만 브로커리지, 펀드판매, 자기매매, 이자부분의 신용융자 등은 시장에 연동된 수익원이며, 시장 상황에 따라 절대적으로 좌우될 수 밖에 없는 구조다.

물론 새로운 금융상품 등장이 많아지고 있으나 증권사의 차별화는 눈에 들어오지 않는다. 대부분 증권사가 똑같이 지향하고 있는 수익원이기 때문이다. 이 와중에도 증권사의 자기자본 성장은 꾸준하게 이루어지고 있다. 02년부터 증권사의 자기자본 성장률이 12.9%로 높다. 같은 기간에 브로커리지 평균 성장률은 4.7%에 지나지 않는다. 따라서 현재와 같은 천수답 구조에서 ROE를 높이기에는 혁신이 아니고서는 쉽지 않아 보인다.

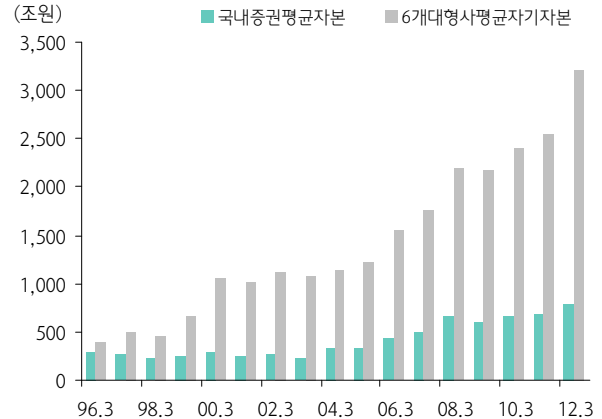
결국 지금의 수익구조로는 시장이 급등하여 거래대금이 급증하거나 시장으로의 자금유입이 본격화되지 않는다면 증권사의 실적 모멘텀은 크지 않을 전망이다, ROE에 의한 Valuation 접근도 요원할 수 밖에 없다.

그림 2. ROE 추이와 전망



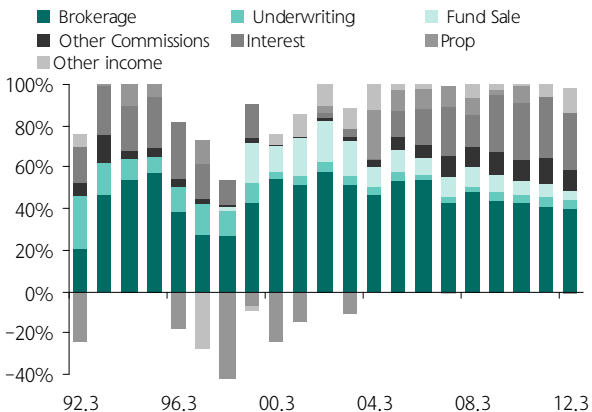
자료: 하나대투증권

그림 3. 증권사의 자기자본 추이



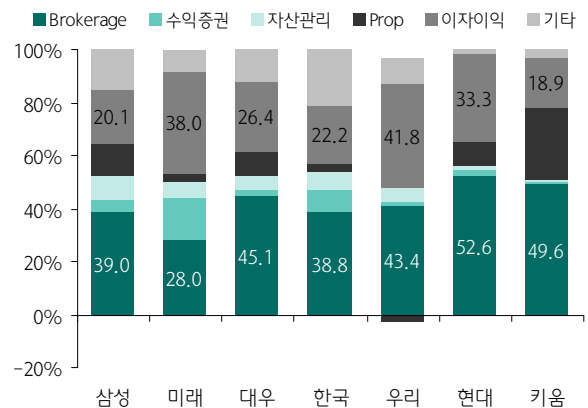
자료: 하나대투증권

그림 4. 수익원 비중 추이



자료: 하나대투증권

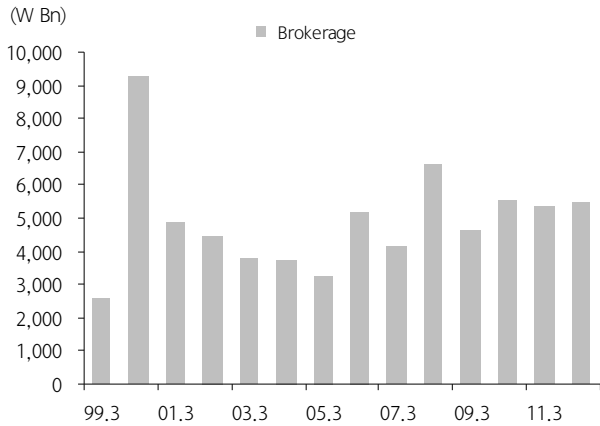
그림 5. 수익원 비교



자료: 하나대투증권

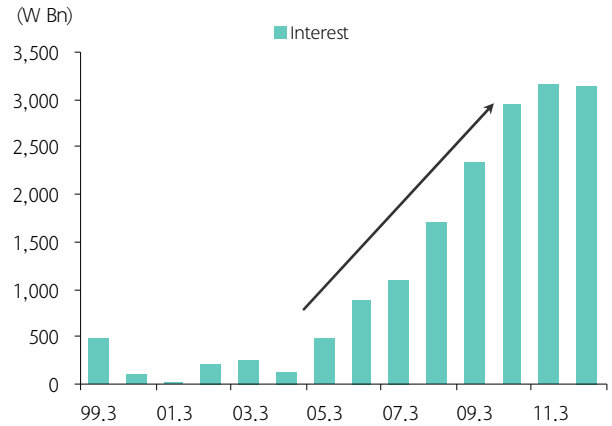
기존 수익원에서 돌파구 쉽지 않다

그림 6. 전체증권사 브로커리지 수익추이



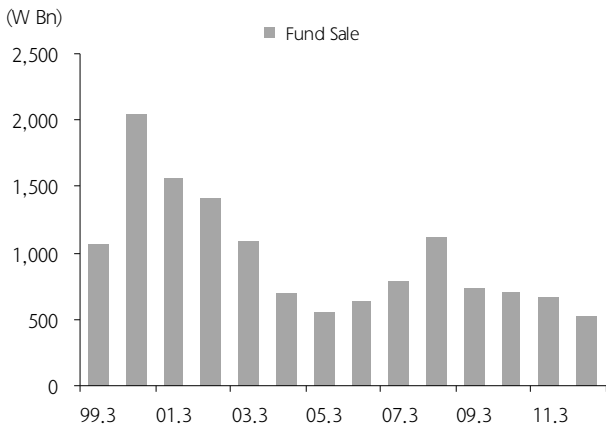
자료: 하나대투증권

그림 7. 이자이익 추이



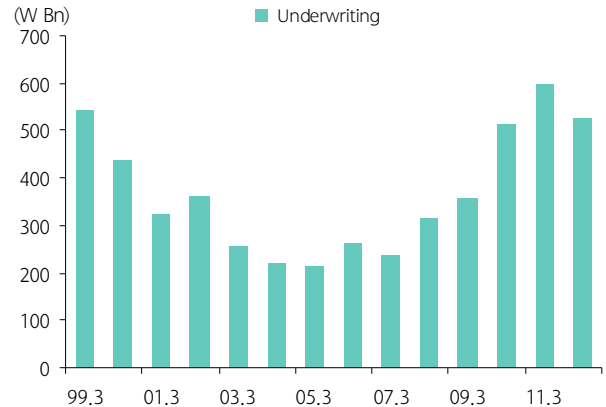
자료: 하나대투증권

그림 8. 수익증권 판매의 증권사 수수료 규모



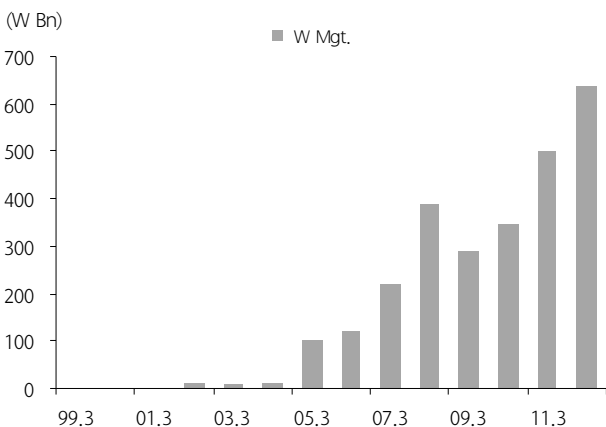
자료: 하나대투증권

그림 9. IB업무 수익 변화



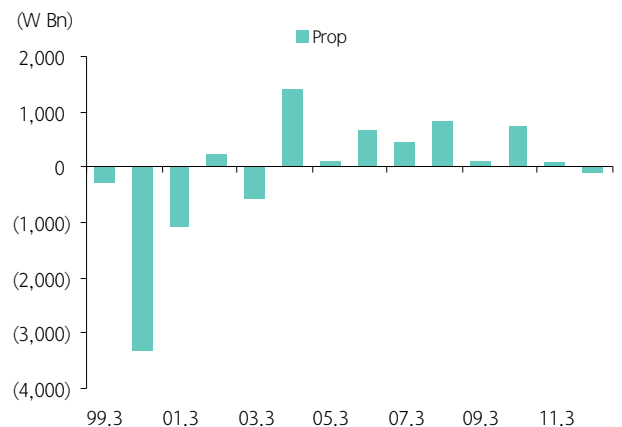
자료: 하나대투증권

그림 10. 자산관리 수수료 시장 추이



자료: 하나대투증권

그림 11. Prop trading 수익 추이



자료: 하나대투증권

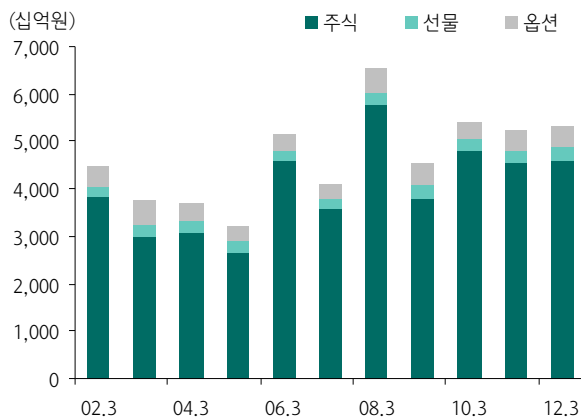
1) 브로커리지 시장 4년째 정체 국면

요즘 브로커리지 시장이 심상치 않다. 일평균 거래대금도 5조원대로 하락했지만 선물 및 옵션시장도 주춤하면서 활력을 잃고 있기 때문이다. 국내 증권사의 수익원을 보면 브로커리지가 41.1%를 차지하고 있다. 이중 주식 현물 수수료 시장이 86%를 차지하고 있고 선물 및 옵션이 나머지를 차지하고 있는데 이 비중은 06년 이후 지속 감소하고 있다. 설상가상으로 브로커리지 수수료율도 10bp를 깨고 내려가면서 브로커리지의 수익성이 더욱 악화되고 있는 것이다.

이렇게 수수료율이 하락하는 이유를 찾는데 MTS 확대를 많이 거론하고 있다. 하지만 MTS 거래로 인한 수수료는 은행 연계보다 더 높게 책정되어 있다. 문제는 마케팅 비용이다. 신규 고객을 모집하기 위한 채널전략에서 수수료를 거의 받지 않는 마케팅 전략을 구사하면서 수수료율이 떨어지고 있는 것이다. 또한 암묵적인 외형 경쟁도 한 몫을 하고 있다. 브로커리지는 증권사의 절대적 수익원으로 결코 양보하거나 놓칠 수 없는 수익원이기 때문에 과당 경쟁을 피할 수 없다. 여기에 선물 및 옵션시장의 인기가 시들해지는 점도 부담이다.

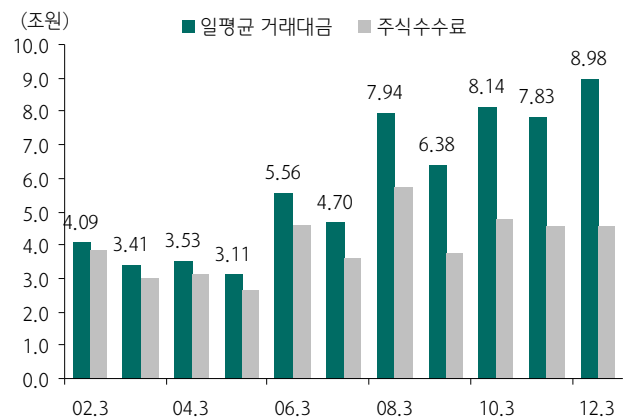
결국, 수익원이 차별화되지 못하는 현실이라면 브로커리지에서의 과당경쟁은 피할 수 없을 것이고, 더욱이 거래대금이나 선물 옵션시장의 거래가 급증하지 않는다면 수익성 향상은 쉽지 않아 보인다.

그림 12. Brokerage 수수료 시장 추이



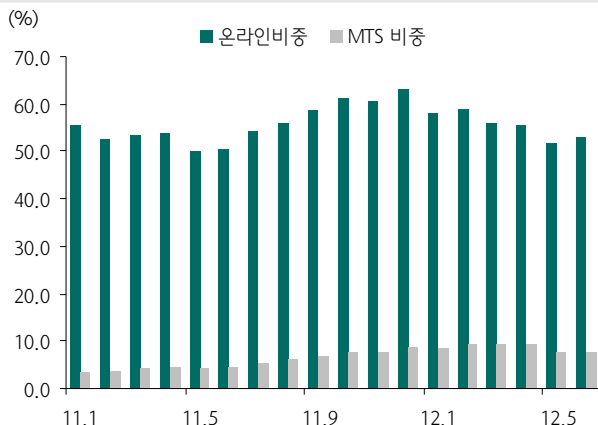
자료: 하나대투증권

그림 13. 거래대금과 수수료 금액 추이



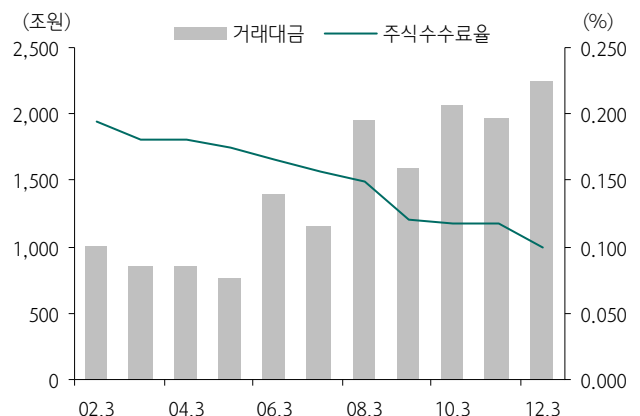
자료: 하나대투증권

그림 14. 온라인과 MTS 추이



자료: 하나대투증권

그림 15. 주식 총거래대금과 주식 평균수수료율 추이(10bp이하 국면)



자료: 하나대투증권

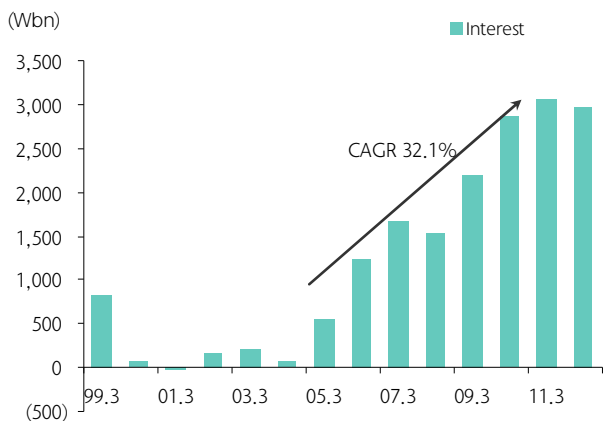
2) 안정적인 이자 이익도 넘어야 할 산이 많다: 초저금리 부담

설상가상으로 초저금리에 이자이익마저도 쉽지 않다. 브로커리지 다음으로 국내 증권사의 이익 중 비중이 높은 부분은 이자이익이며, 전체 이익의 약 30.0%정도의 비중을 차지하고 있다. 이중 채권관련 이자이익이 약 66.5%를 차지하고 있고, 예치금이나 신용융자 그리고 증권담보 대출 등 주식시장과 관련된 수익원이 28.8%를 차지하고 있으며 나머지 약 5%는 기업어음 등 기타 이자부분이다. 이자이익의 약 1/4분 정도는 주식시장과 관련된 부분으로 상당부분 시장에 연동된 것이다.

안타깝게도 신용융자금과 예탁금 등의 추이도 최근 들어 감소추세이다. 신용융자금에 대한 정부의 규제가 강화되면서 시장 규모도 5조원 이하로 감소했고, 예탁금 수준도 최고 20.5조원에서 16조원대로 감소했다. 따라서 이를 이용한 이자이익도 감소세를 면치 못하고 있는 상황이다. 결국, 이제는 자기자본을 늘리고 자산을 증가시키는 레버리지를 통해 이자이익을 늘리는 자산운용전략 외에는 별 뾰족한 답이 없는 셈이다.

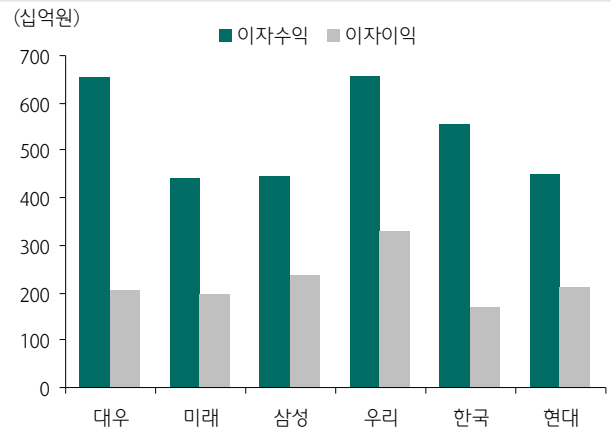
그런데 또 문제는 저금리다. 채권투자에 집중하고 있는 현실에서 저금리 구조로 수익률 제고는 쉽지 않다. 설상가상으로 장단기 금리차 마저 대폭 좁아진 상황에서 레버리지 전략도 이익을 증가시키기 힘들고 또한 이마저 규제가 강화되고 있어 이익 증가도 발목을 잡혀 있다. 그렇다면 답은 고위험 상품 배분이나 해외채권투자에 눈을 돌릴 수 밖에 없다.

그림 16. 국내증권사의 이자이익 추이



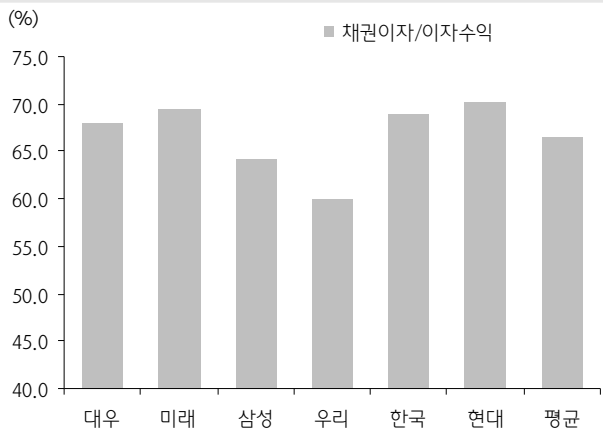
자료: 하나대투증권

그림 17. 증권사별 이자이익 비교



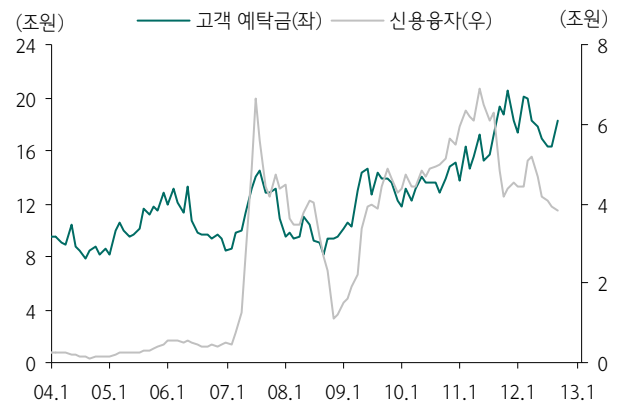
자료: 하나대투증권

그림 18. 이자수익 중 채권이자 비교



자료: 하나대투증권

그림 19. 신용융자금 및 고객 예탁금



자료: 하나대투증권

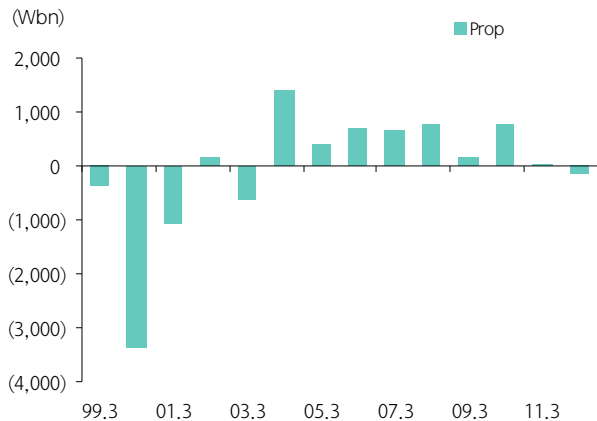
3) 자기매매(Prop trading) 손익의 변동성이 크다

증권사들이 상당부분 채권투자에 열을 올리고 있음에도 불구하고 Prop(자기매매) trading이 안정적인 수익원으로 자리하지 못하고 있다.

국내대형증권사는 자산의 70.4%를 유가증권으로 운용하고 있으며, 유가증권 운용 중 66.4%를 단기매매 유가증권으로 운용하고 있다. 단기매매증권에서는 주식이 4.6%이고, 기업어음 2.5%와 집합투자증권 2.1%, 외화관련 유가증권 2.1%정도를 제외하면 나머지는 대부분 채권이다. 금융채(특수채 포함) 비중이 43.0%로 가장 높고 회사채가 31.4%, 국고채(지방채포함)가 나머지를 차지하고 있어 금리 변동에 많이 좌우되기도 하지만 주식시장에 따라 평가나 매매차익이 달라진다. 금리의 방향과 주가의 방향이 항상 일치하지 않아 손익이 안정적이지는 않다.

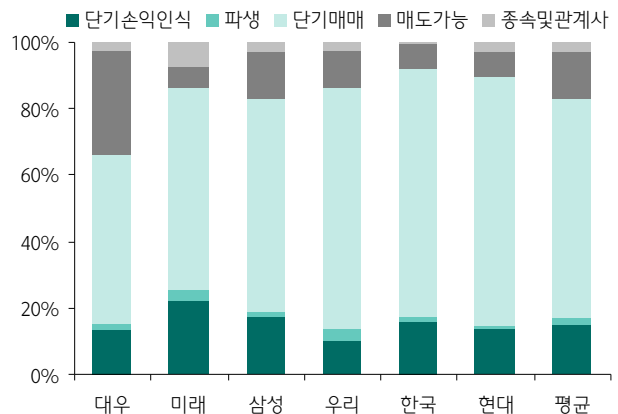
최근 해외채권으로 눈을 돌리는 증권사들이 늘고 있다. 당사 커버리지 기준 외화부분은 1.8조원 수준으로 추정되고 주식보다는 채권비중이 높은 것으로 추산된다. 향후에는 단기매매도 중요하겠지만 복을 키워 장단기 포트폴리오 및 적절한 자산 배분 전략으로 수익률을 안정적이면서 꾸준히 올리는 부분에 초점을 맞춰 가야 할 것이다. 글로벌 대형IB와 달리 국내 증권사가 IB로 가기 위해서는 이 부분에 대한 투자를 아끼지 말아야 한다.

그림 20. 국내증권사의 Prop trading 손익 추이



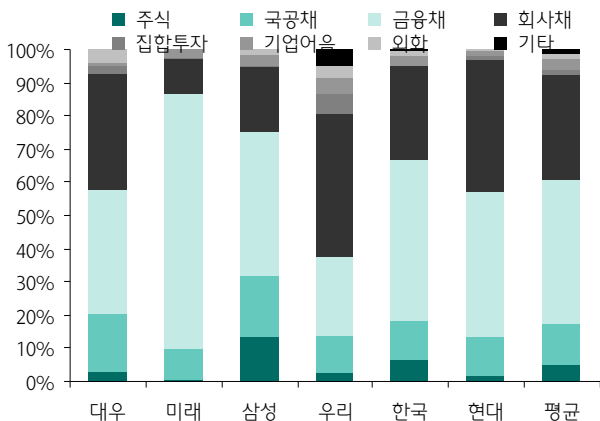
자료: 하나대투증권

그림 21. 유가증권 운용 현황



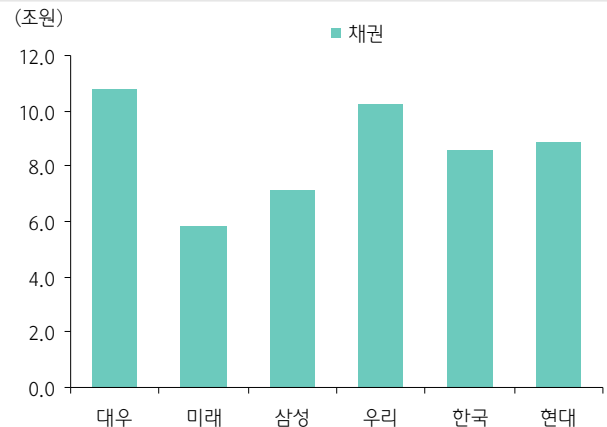
자료: 감사보고서 및 사업보고서, 하나대투증권

그림 22. 단기매매 유가증권의 운용 현황



자료: 하나대투증권

그림 23. 단기매매 및 중도매각유가증권의 채권 보유 현황



자료: 감사보고서 및 사업보고서, 하나대투증권

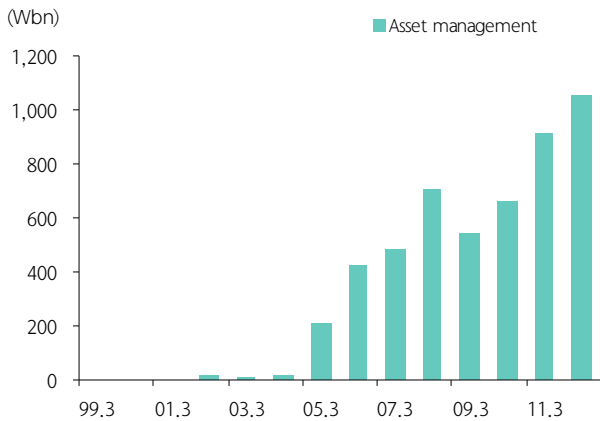
4) 대형 IB의 길목에서 자산관리업도 한 축

증권사 수익에서 최근 다행스럽게 늘어나는 부분은 자산관리 영역과 기타 수수료 영역이다. 물론 자문형랩이 인기를 끌면서 증가했지만 여전히 불안한 수익원이다. 신탁업을 위시해서 파생결합 상품들이 지속 출시되면서 조금이나마 수익원이 다양화되고 있다. 물론 규모의 경제 효과가 나타나고 안정적인 수익원으로 자리하기까지는 상당한 시간이 걸리겠지만 이러한 출발들이 많이 모아진다면 수익원은 점점 넓어질 것이다.

자산관리업은 투자가 많이 들어가는 비즈니스 영역이다. 고객의 특성을 잘 파악하고 적합한 투자 상품을 권유하기 위해서는 시스템이 잘 갖춰져야 한다. 즉, 고객 DB와 다양한 상품, 전산시스템과 인력 등이 잘 갖춰져야 맞춤형 서비스까지 가능해질 것이며, 개인의 자산배분 뿐만 아니라 개인의 생애주기에 따른 소비와 저축 플랜을 짜줄 수 있는 자산배분까지 가능해져야 경쟁력을 가질 수 있을 것이다. 더욱이 이것이 안정적인 수익원으로 자리하기 위해서는 일정 규모를 넘어선 자산모집이 이루어져야 한다. 중장기적인 전략과제인 셈이다.

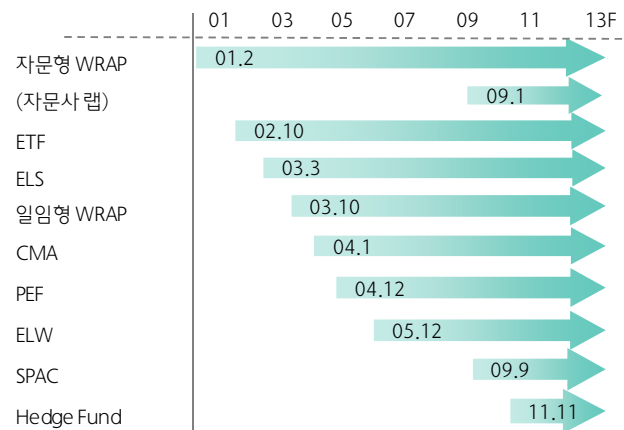
다행스럽게 최근 저금리에 대안투자 부재로 인해 자금들의 단기 부동화 현상이 나타나고 있다. 위기도 점차 완화되는 국면으로 수익률을 찾는 자금이동이 조심스럽게 예상되고 있어 대형증권사들에게는 좋은 기회가 될 수 있을 전망이다.

그림 24. 국내증권사의 자산관리업의 손익 현황



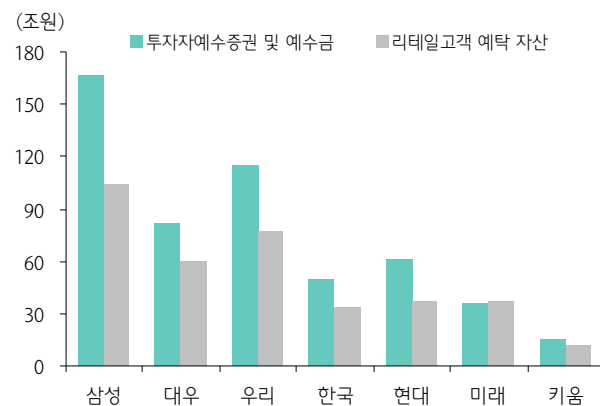
자료: 하나대투증권

그림 25. 상품 출시 상황



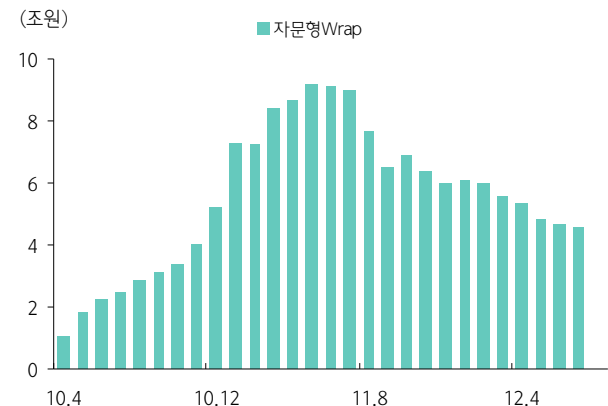
자료: 하나대투증권

그림 26. 예탁자산 비교 (리테일: 개인+일반기관)



자료: 하나대투증권

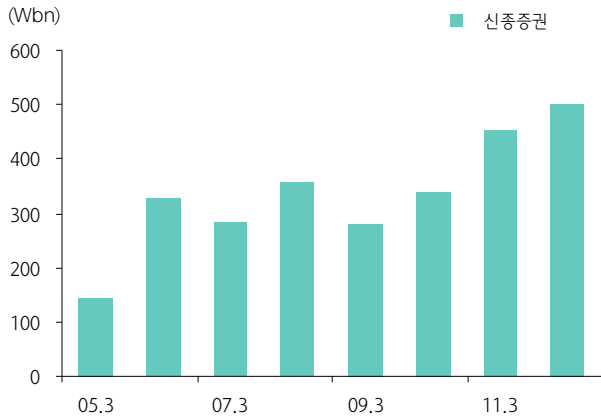
그림 27. 자문형랩 잔고 추이



자료: 하나대투증권

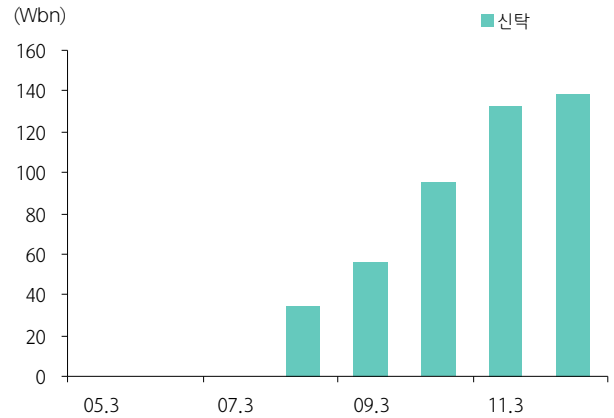
기존 수익원이 다원화되고 있으나 갈 길은 멀다

그림 28. 신종증권 판매 수수료 추이



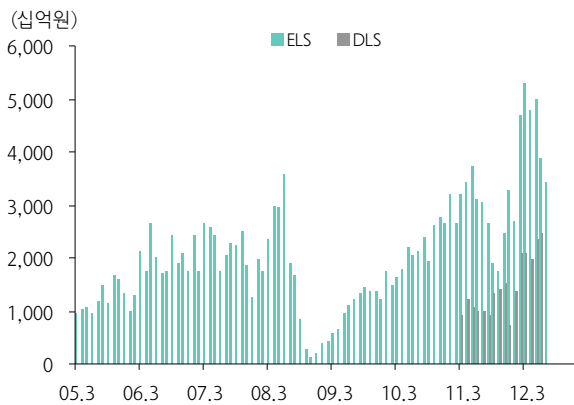
자료: 하나대투증권

그림 29. 신탁관련 수익 추이



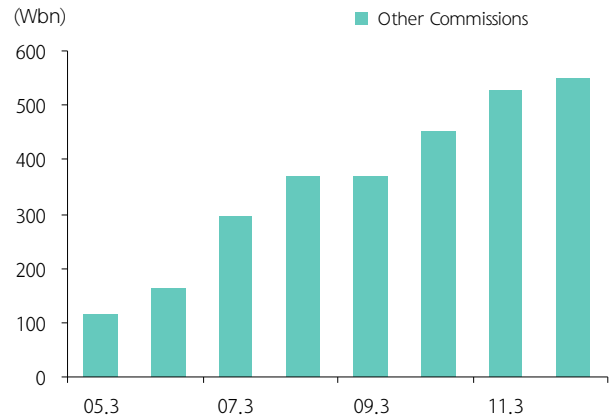
자료: 하나대투증권

그림 30. ELS 및 DLS 발행 추이



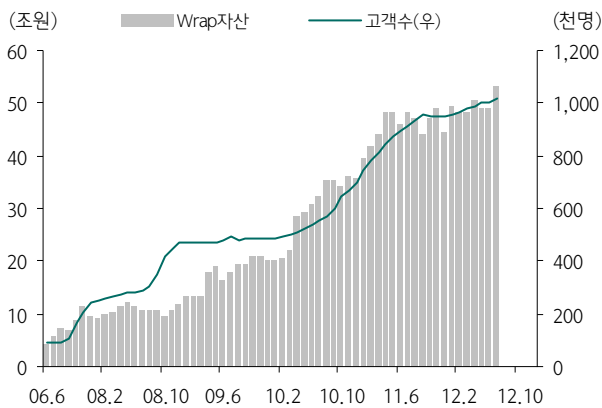
자료: 하나대투증권

그림 31. 기타수수료 추이



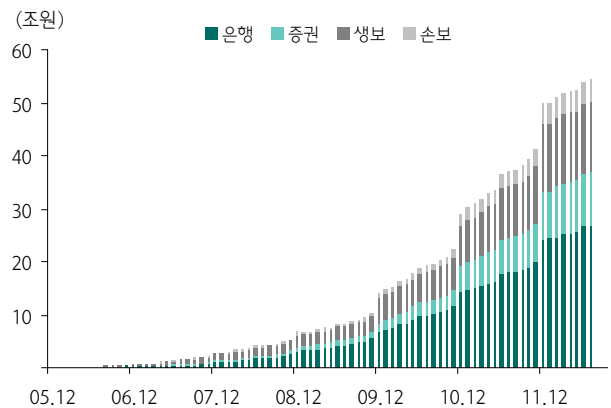
자료: 하나대투증권

그림 32. WRAP 추이



자료: 하나대투증권

그림 33. 증권사 퇴직연금 판매현황 (적립금기준)



자료: 하나대투증권

5) 신규수익원의 팔목상대한 결과는 없지만 점점 넓어지고 있다

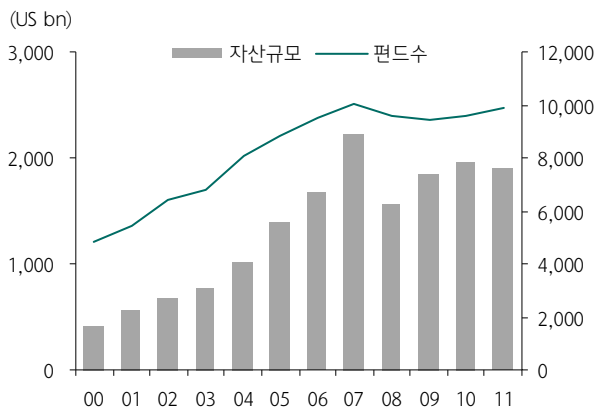
한국형 헤지펀드가 출시되었다. 자동법 개정안이 아직 통과되지 않았지만 대형 IB들은 프라이머리 브로커리지 투자를 지속 확대하고 있다. 헤지펀드 규모는 현재 7,000억원대 수준이며, 수익률도 두드러진 결과는 아직 없다. 투자자의 신뢰와 인식의 전환까지 상당한 시간이 걸릴 수 있는 부분이지만 이러한 출발들이 많아지면 결국 수익원의 변화도 보여질 수 있을 것이다. 규모의 경제효과가 나타나기까지 시간이 걸리겠지만 넓어지고 있는 영역은 사실이다.

표 1. Hedge Fund 및 프라이머리 브로커리지 증권사 현황

프라이머리브로커	운용사	펀드명	주요투자전략	투자섹터	설정액(억원)
대우	삼성자산	삼성 H 클럽에쿼티헤지 1 호	Long/Short, Event Driven	국내증권	832.0
	삼성자산	삼성 H 클럽멀티스트래티지전문 1 호	Long/Short, Event Driven, 채권차익	국내증권	385.6
	신한 BNP	신한 BNP 명장한국주식롱숏 1 호	Long/Short	국내증권	567.6
	미래에셋맵스	미래에셋맵스스마트 Q 토탈리턴(채권)	Long/Short	국내외증권	1,561.5
우리	한국투자자산	한국투자펀드멘탈롱숏 1 호	Long/Short	국내외증권	300.2
	미래에셋맵스	미래에셋맵스스마트 Q 오퍼튜니티(주식)	Long/Short	국내외증권	159.7
	미래에셋자산	미래에셋이지스롱숏	Long/Short	국내외증권	99.9
	한화자산	한화아시아롱숏	Long/Short	국내외증권	200.1
	신한 BNP	신한 BNP 명장 Asia-ex Japan 주식롱숏	Long/Short	국내외증권	290.3
	삼성자산	삼성 H 클럽오퍼튜니티 제 1 호	Long/Short, Event Driven	국내증권	213.1
	하나 UBS 자산운용	하나 UBS 프라이머리 롱숏알파	Long/Short	국내증권	256.2
	동양자산운용	동양 MYACE 일반형	Long/Short	국내증권	164.4
삼성	KB 자산운용	KB K-alpha 전문사모투자자산	Long/Short	국내주식과 상품, 외환	300.0
	KDB 산은자산	KDB 파이오니어롱숏안정형	Long/Short	국내증권	125.0
	교보약사	교보약사매그넘	Long/Short, Multi-Strategy	국내주식	240.1
	(가)원음자산	대우증권분사헤지펀드(내정)	Long/Short	-	
	(가)대신헤지펀드	대신증권분사헤지펀드(내정)	Event Driven	-	
	브레인 투자자문	브레인 투자자문분사헤지펀드(내정)	Long/Short	-	
	우리자산	우리헤리티지롱숏	Long/Short	국내증권	101.1
	동양자산	동양 MYACE 안정형	Long/Short	국내증권	42.0
한국	(가)원음자산	대우증권분사헤지펀드(내정)	Multi-Strategy	-	
	KDB 산은자산	KDB 파이오니어롱숏뉴트럴 1 호	Long/Short	국내증권	300.0
현대	미래에셋자산	미래에셋스마트 Q 아비트리지	Arbitrage, Event Driven	국내증권	1,047.9
	(가)대신헤지펀드	대신증권분사헤지펀드(내정)-ELS	Multi-Strategy	-	
총합계					7,186.6

주 1) 설정액은 8월 9일기준. 주 2) 출시예정펀드 출자금은 미포함
자료: 언론보도, 각 사 IR, 하나대투증권

그림 34. 글로벌 헤지펀드수와 자산규모



자료: TheCityUK, 하나대투증권

그림 35. 대형IB의 프라이머리 브로커리지 비중

	2010년	2012년
JP Morgan	21.6	14.6
Goldman Sachs	18.3	17.6
Morgan Stanley	15.9	16.3
Deutsche Bank	7.9	8.6
Credit Suisse	6.8	9
UBS	5.7	8
Citibank	4.9	5.7
Bank of America Merrill Lynch	3.6	3.4
Others	15.3	16.7
계	100	100

자료: Eurekahedge, 하나대투증권

6) 성장동력을 찾기 위한 해외진출은 지속된다

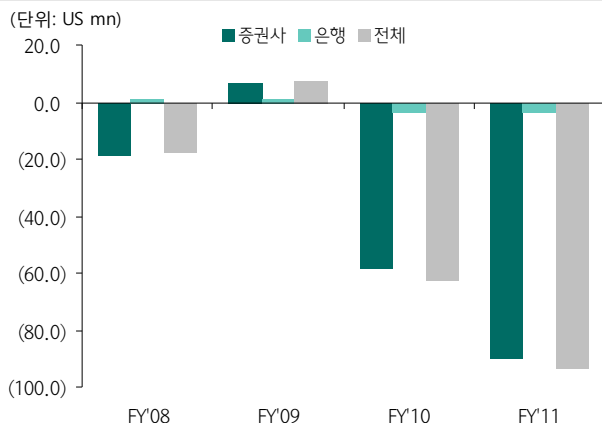
증권사들의 해외 진출이 많아지고 있다. 12년 6월말 현재, 19개 증권사는 14개 국에 93개 해외점포를 운영 중에 있다. 대형증권사의 해외 출자금은 현재 7,851억원으로 홍콩에 4,151억원이 투자되어 있다. 여전히 수익원의 한 축으로 자리잡기에는 역부족이다. IB 등 업무보다는 브로커리지 관련 투자가 많아 수익성을 평가하기는 쉽지 않다. 그렇지만 새로운 수익원을 찾기 위한 노력의 일환으로 증권사의 해외진출은 꾸준히 진행될 전망이다.

표 2. 해외 진출 현황

	대우	삼성	우투	한국	현대	미래	대신	동양	키움
국내지점(921)	108	105	118	113	134	99	115	128	1
국내영업소(16)	0	3	4	5	4	0	0	0	0
국내사무소(17)	3	0	0	8	0	0	2	4	0
해외현지법인(40)	4	3	8	6	3	7	1	4	4
해외지점(3)	1	1	0	0	1	0	0	0	0
해외사무소(16)	3	1	4	0	2	1	2	3	0
US	뉴욕법인	뉴욕법인	뉴욕법인	뉴욕법인	뉴욕법인	뉴욕법인		뉴욕법인 뉴욕사무소	
UK	런던법인	런던법인	런던법인	런던법인	런던법인	런던법인			
HK	홍콩법인	홍콩법인	홍콩법인	홍콩법인	홍콩법인	홍콩법인	홍콩법인	홍콩법인	홍콩법인
JAPAN	동경지점	동경지점			동경지점		동경사무소	동경사무소	
CHINA	북경사무소 상해사무소	상해사무소	북경법인 북경사무소 상해사무소	북경법인	상해사무소	북경사무소 상해법인	상해사무소		상해법인
SINGAPORE	싱가포르법인		싱가포르법인 싱가포르법인 (WAPs)	싱가포르법인		싱가포르법인			
INDONESIA			자카르타법인 자카르타 사무소						자카르타법인 자카르타법인 (자산운용)
VIETNAM	호치민사무소		하노이법인	호치민법인		호치민법인		호치민사무소	
MALAYSIA			쿠알라룸푸 사무소						
KAZAKHSTAN					알마티사무소				
BRAZIL						상파울루법인			
CAMBODIA								프놈펜법인	
PHILIPPINES								마카티법인	

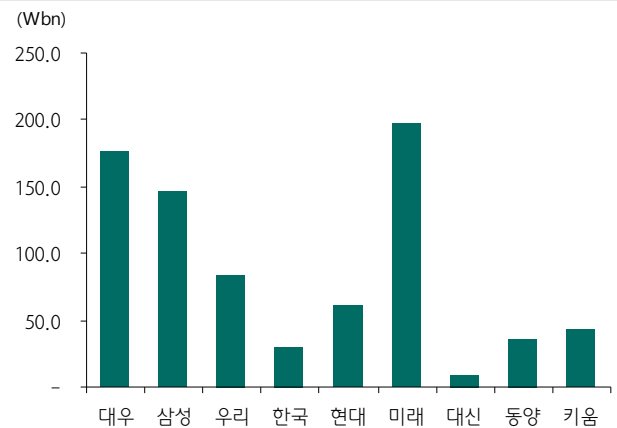
자료: Dart, 각사, 언론보도, 하나대투증권

그림 36. 국내금융사의 해외점포 손익현황



자료: 감독원, 하나대투증권

그림 37. 해외 출자금 현황(12.6)



자료: 감독원, 하나대투증권

3

사례: 저금리 시대에
뭘로 돈을 벌었나?

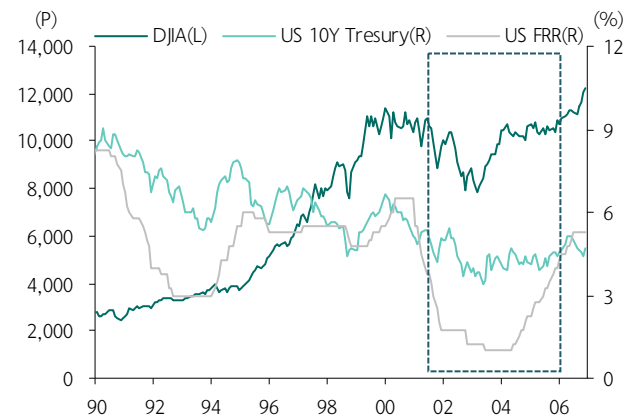
1) 미국사례로 볼 때 초저금리시대에도 금융상품 판매와 자산관리의 부흥

그렇다면 미국의 저금리 시대에 증권사들은 무엇으로 돈을 벌었는지 살펴보는 작업도 뭔가 시사점이 있을 것 같다. 미국정부가 연방금리를 인하하면서 금리가 한자리 중반으로 가던 시기는 92년에서 93년 하반기이고, 한자리 중반을 깨는 시기는 98년 후반과 99년 초반이며, 지금과 같이 초저금리 정책을 사용했던 시기는 01년 하반기부터 04년 상반기였다. 이때 주가를 보면 92년에서 93년은 시장이 크게 상승하기보다는 서서히 오르는 시기였고 98년은 급등했으며, 01년부터는 조정 속에 반등을 준비한 시기였다.

현재 국내시장과 비교해보면 01년 하반기부터 04년 상반기와 상황이 비슷할 것으로 예상된다. 초저금리에 주식시장의 조정과 증권업종의 수익성 악화가 진행되었던 시기다. 이 시기에 다시 뮤추얼펀드 판매가 활성화 되었고, 자산관리업도 점차 매출을 확대한 시기로 판단된다. 결국 자금이동에 의한 상품판매와 자산관리업이 버티어준 시기이다.

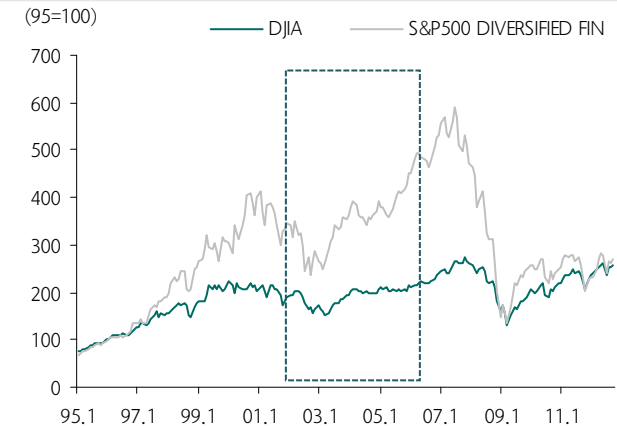
증권업 주가도 저점을 확인하고 다시 급반등하였다. 물론, 증권사의 수익도 시장을 뒷따라 개선이 두드러졌다. 2003년 ROE가 전년 6.8%에서 15.0%까지 상승하였기 때문이다. 하지만 2004년에 다시 9.0%하락했으며, 그 다음해에는 10.2%로 증가하였다. 이러한 상황을 본다면 우리가 기대하는 부분도 자금이동에 의한 자본시장의 확대인 것으로 판단된다.

그림 38. 미국 DJIA와 금리 추이



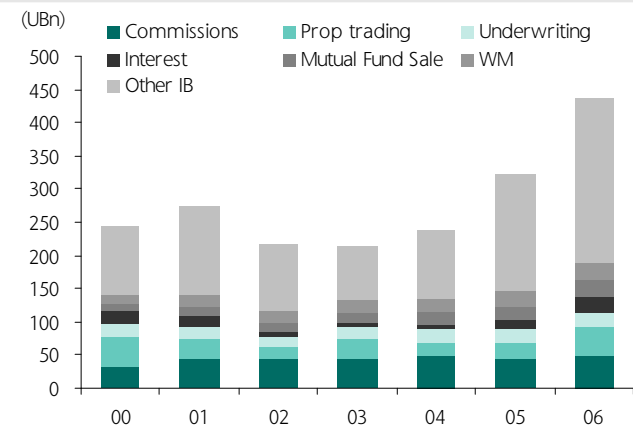
자료: 하나대투증권

그림 39. 증권주와 DJI: 증권업종의 상승이 두드러져



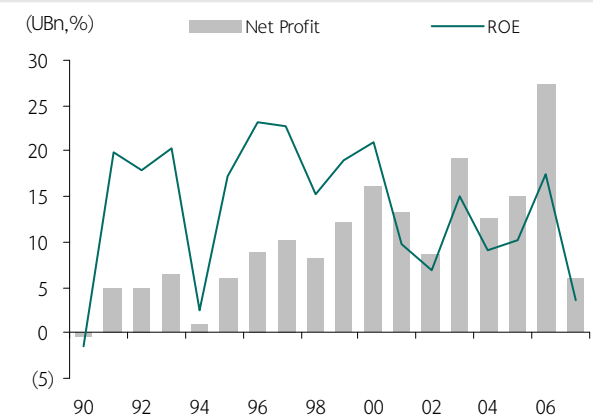
자료: 하나대투증권

그림 40. 증권업종의 순영업수익 추이



자료: 하나대투증권

그림 41. 증권업종 순이익과 ROE



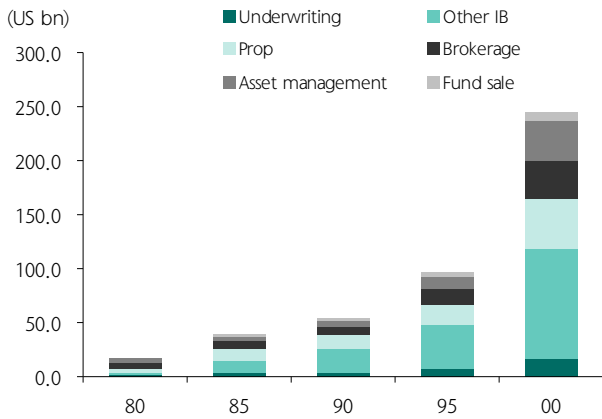
자료: 하나대투증권

2) 자금이동에 의한 자본시장 확대국면의 수익성장은 IB와 자산관리가 두드러져

미국의 자본시장 역사를 보면 80년대 후반부터 금리가 한 자릿수 중반으로 하락하면서 개인들의 자금이동과 더불어 자본시장이 본격 성장기를 맞았다. 1인당 GDP수준이 2만달러 시대였고, 개인들의 위험자산 선호가 뚜렷해지는 시기다.

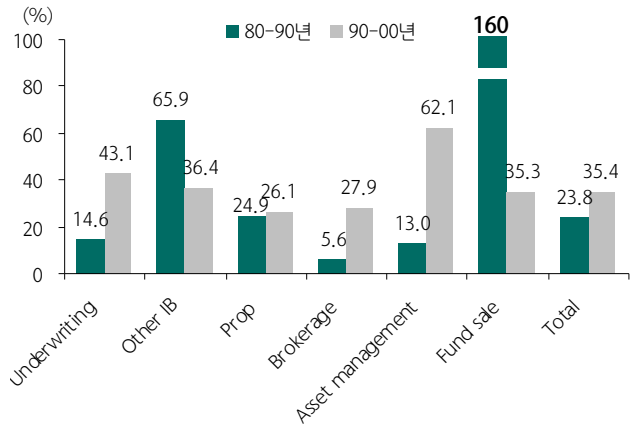
미국의 증권업종 전체의 수익구조 변화를 보면 자본시장 발전 초기에는 펀드판매(신규 허용)와 투자은행(IB)의 수익원 확대가 두드러졌고, 90년대에는 정통 IB업무와 자산관리업의 확대가 두드러졌다. 국내도 자금이동과 정부정책 지원에 의한 자본시장 확대에 대한 기대감이 높기 때문에 이러한 흐름이 재현될 가능성이 높아 보인다. 결국 대형 증권사에 유리한 국면이 진행되고 있는 셈이다.

그림 42. 미국 전체증권사의 순영업수익 추이



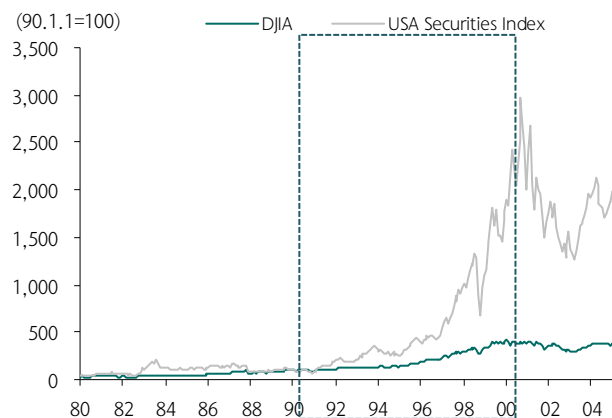
자료: 하나대투증권

그림 43. 각 수익부문의 증가율 비교



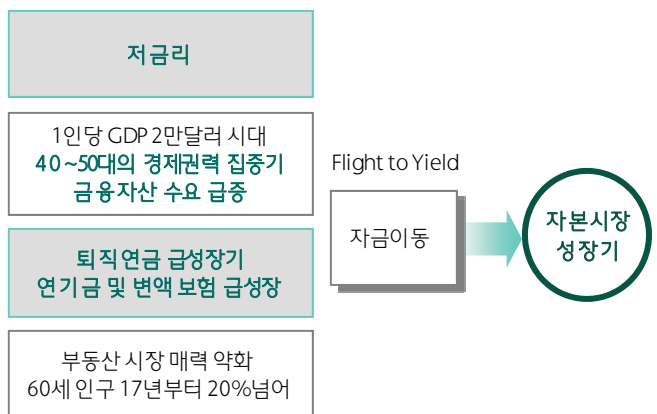
자료: 하나대투증권

그림 44. 미국 DJIA와 증권주 추이



자료: 하나대투증권

그림 45. 국내 자금이동에 대한 기대



자료: 하나대투증권

4

주가는 역발상 하자

1) 하지만 바닥은 온다: 역발상 하자

다시 국내증권사로 돌아오면 당분간 실적 모멘텀은 쉽지 않을 전망이다. 물론 주가는 이러한 우려를 충분히 반영하여 KOSPI가 2000pt선에 육박하고 있음에도 불구하고 증권주는 과거 KOSPI 1000pt때의 주가에서 크게 달라지지 않고 있다. 그렇다고 증권주가 영원히 주식 시장에서 찬밥신세일까?

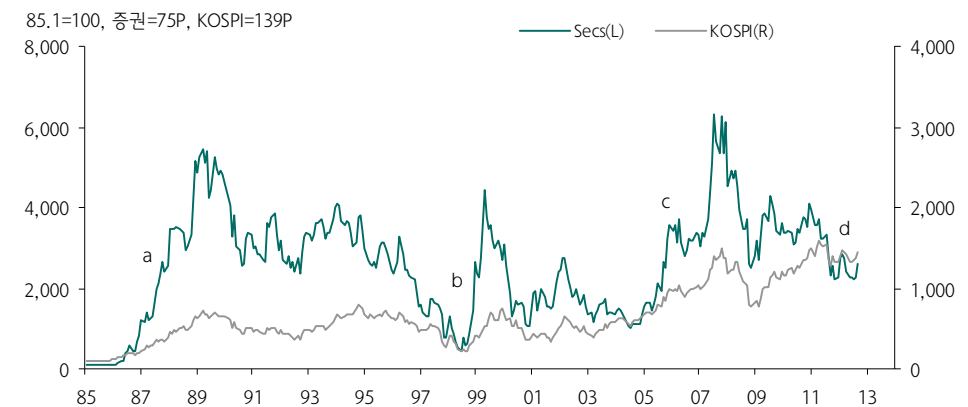
하지만 주가는 다를 수 있다. 더 이상 나빠지지 않는다면 주가의 흐름이 변할 수 있고, 또한 산업의 라이프 싸이클이나 새로운 기대감에 따라 움직임도 나타날 수도 있다. 우선 시장전망이 밝아져야 할 것이다. 당시는 중장기적으로 자본시장에 대한 기대치가 크다. 저금리에 의한 수익률을 쫓는 자금이동에 의해 자본시장이 밝아질 것으로 보기 때문이다. 여기에 자본법 개정안의 국회통과와 더불어 새로운 영역을 열수 있는 기회를 맞게 될 것으로 판단한다. 전방산업이 좋아질 때 기회는 반드시 올 수 있을 것이라는 믿음이 크다.

표 3. 증권주 및 KOSPI 저점 시기와 반등 국면에서 주가 상승률 비교

기간	98.6~99.5	00.12~02.3	04.7~06.1	06.7~07.7	08.11~09.8
KOSPI 상승률(%)	172.1	76.9	91.1	61.6	70.1
증권주 상승률(%)	983.8	183.1	327.8	155.6	113.6
증권주 초과상승률(%)	811.7	106.2	236.7	94.1	43.5

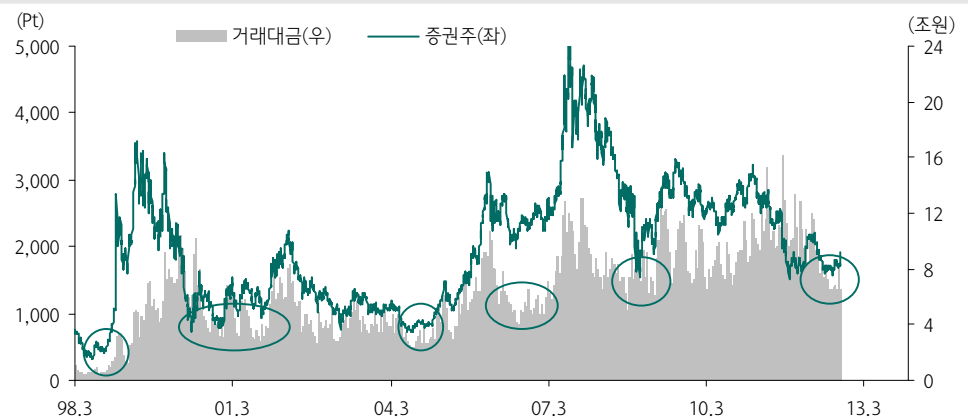
자료: 하나대투증권

그림 46. KOSPI와 증권주



자료: 하나대투증권

그림 47. 일평균거래대금과 증권 주가



자료: 하나대투증권

2) 저점을 찾는 것이 중요하다

그렇다면 여기서 찾아야 하는 것은 최악국면이다. 최악국면일 때 실적도 나쁘고 시장의 관심도 최악이지만 주가는 항상 바닥이다. 당사는 거래대금으로 판단하고 있다. 일평균거래대금이 3개월 연속 6.0조원 이하로 하락했다. 이 정도의 거래라면 증권사들의 손익은 BEP 수준으로 판단된다. 저금리 등으로 인해 다른 수익 대안마저 없는 상황에서 판관비의 변동이 커버해주지 못한다면 적자를 면치 못할 수준이기 때문이다.

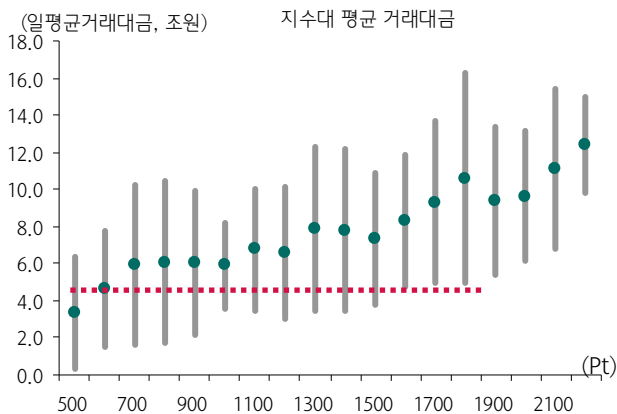
과거 KOSPI와 시가총액 등을 보면 1,900pt대에서의 거래대금 저점은 5조원대로 추정된다. 최근 거래대금이 3개월 정도 이러한 움직임을 진행되어 거래대금 바닥국면일 가능성 높다는 판단이다. 물론, 여전히 글로벌 마켓 등이 발목을 잡고 있지만 시장심리가 점차 개선되고 있는 것으로 보여 바닥을 잡을 것으로 예상된다. 역발상의 자세가 필요한 시점이다.

표 4. KOSPI 주가지수대별 5일평균 일거래대금 Max/Min

코스피 주가지수		700	800	900	1000	1100	1200	1300	1400	1500	1600	1700	1800	1900	2000	2100	2200
전체 거래대금	Max	8.5	9.0	9.3	8.0	8.9	10.6	12.1	12.3	10.9	11.9	13.0	13.8	11.5	12.0	12.7	13.6
	Min	1.8	1.9	2.6	3.9	3.9	3.2	3.5	3.4	3.8	4.7	5.0	5.2	5.9	6.5	7.3	12.3
	Avg	5.1	5.5	5.9	5.9	6.4	6.9	7.8	7.9	7.3	8.3	9.0	9.5	8.7	9.2	10.0	13.0
코스피 시가총액	Max	364	413	508	566	619	670	729	778	871	960	1,036	1,093	1,151	1,179	1,232	1,250
	Min	123	133	147	300	515	562	613	666	738	786	835	888	946	997	1,176	1,234
	Avg	241	280	344	484	570	611	668	715	800	865	929	1,000	1,061	1,132	1,201	1,240

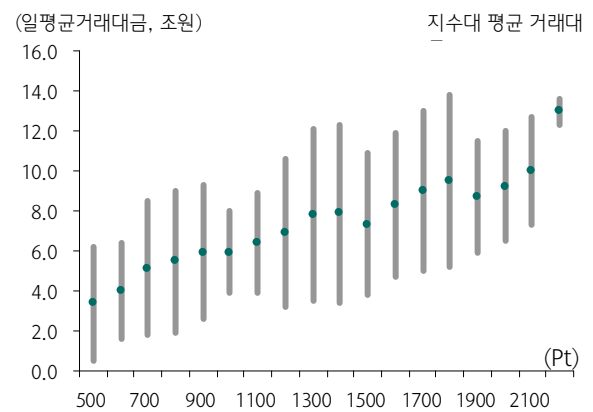
자료: 하나대투증권

그림 48. 코스피 지수 단계별 거래대금 바닥



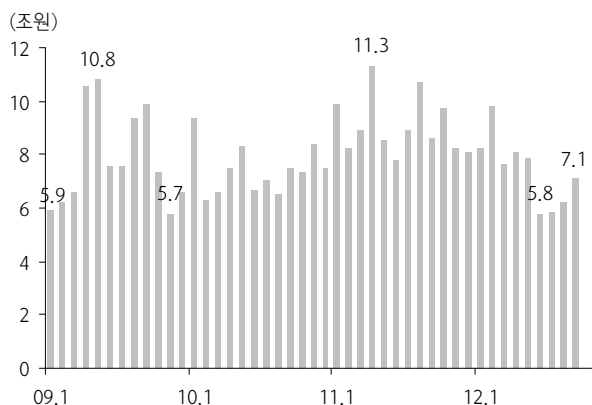
자료: 하나대투증권

그림 49. 코스피 지수 단계별 거래대금 바닥(5일평균)



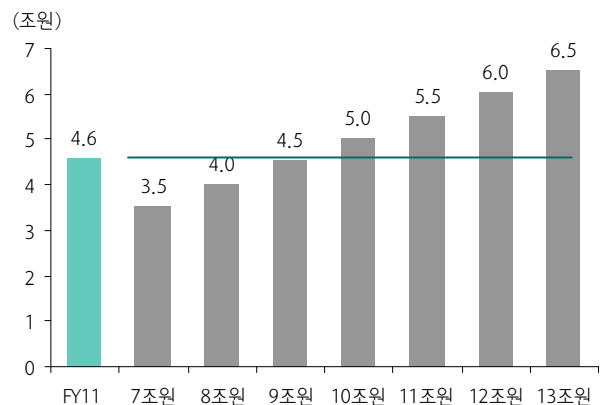
자료: 하나대투증권

그림 50. 월간 일평균 거래대금



자료: 감독원, 하나대투증권

그림 51. 일평균 거래대금과 연간 수수료



자료: 감독원, 하나대투증권

5

필요조건:
시장 반등을 기대한다

주식시장의 상승이 예상된다

물론 주식시장 상승이 전제되어야 증권업종을 그나마 쳐다볼 이유를 찾을 수 있을 것이다. 증권업종 주가와 상관관계가 가장 높은 거시지표는 경기선행지수 사이클로 판단된다. 특히, 경기 선행지수의 상승 전환 초기 국면에서 증권주의 움직임이 가장 좋았다. 증권주는 경기 선행지수 저점에서 상승추세로 전환하는 시기에 증권업종이 1~2개월 선행해서 움직이는 경우도 종종 나타났지만 정점에서는 증권주의 선행성이 대부분 두드러졌다. 물론 소비자 기대 지수 사이클과 연동하거나 금리와의 정의 상관관계가 높은 경우도 많았지만 국면에 따라 다른 움직임도 많았기 때문에 일관성이 높은 변수는 경기선행지수 사이클로 판단된다.

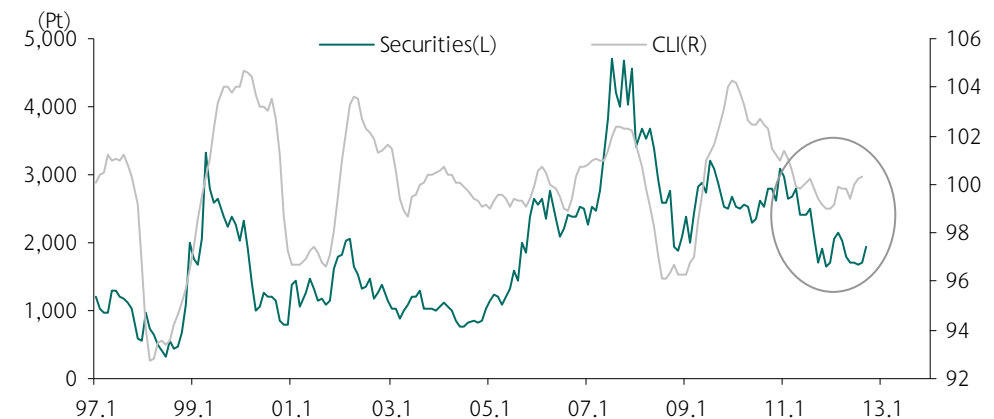
대부분의 이코노미스트에 의하면 2011년 12월이 저점이었을 가능성과 아니면 현재 2012년 5월을 저점으로 보고 있는 것으로 추정된다. 그런데 문제는 경기선행지수 사이클의 개선 속도이다. 너무 완만하게 진행되고 있고 저성장국면에서의 사이클이기 때문이 체감하기 쉽지 않다는 점이다. 따라서 반복성이 재현될지에 대한 의구심이 있다. 물론, 문제는 사이클의 진 폭이 적다는 것이겠지만 경기의 순환적 반복이 지속 진행되는 것은 변하지 않은 진리일 것이다.

표 5. 경기선행지수와 주가

기간	98.6~99.7	00.12~02.4	03.3~04.5	05.2~06.2	07.1~07.10	08.12~09.10
KOSPI 상승률(%)	266.8	100.0	81.7	73.7	51.9	81.2
증권주 상승률(%)	904.2	156.2	47.7	216.5	107.6	113.6
증권주 초과상승률(%)	637.4	56.2	-34.0	142.8	55.7	32.4

자료: 하나대투증권

그림 52. 경기선행지수 순환변동치와 증권주 추이



자료: 하나대투증권

6

충분조건 1:
돈이 움직여야 한다

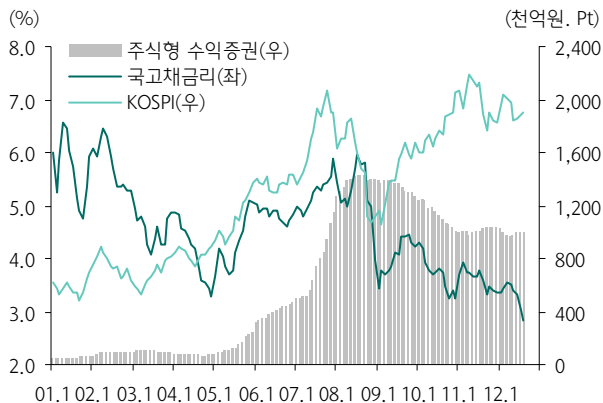
기대하는 것은 자금이동이다

따라서 당사가 기대하는 부분은 자금이동이다. 특히, 3분기 이후를 주목하고 있다. 지난해 자문형 랩이 활성화되면서 미세한 자금이동의 변화를 기대했지만 신규자금유입이라기 보다는 대체효과가 컸다. 여전히 신규자금의 주식시장으로의 노크는 크지 않다. 환매한 자금들은 대부분 방향을 찾지 못하고 단기 부동화되고 있다. 갈 방향이 없는 셈이다.

최근 몇 년간 개인의 여유자금은 대부분 은행에서 흡수했다. 예대율 규제와 바젤Ⅲ를 대비한 유동성 확보가 컸으며, 여기에 특수은행의 개인예금 확대경쟁도 한 몫을 했다. 하지만 은행 예대율이 95%대로 하락하여 규제에 대한 부담은 2분기를 넘어서면서 대부분 해소된 것으로 판단되어 대출 성장이 없다면 예금유입도 제한할 수 밖에 없는 상황으로 가고 있다. 은행 대출 성장률이 5%가 넘기 힘들어 지고 있다. 예금조달도 줄일 수 밖에 없다. 따라서 당사는 3분기를 주목하고 있는 것이다. 물론 주식시장의 방향성이 정해지는 것이 우선이겠지만 3분기는 유럽문제 및 중국의 연착륙 여부 등도 상당부분 가늠이 되는 시기일 것이다.

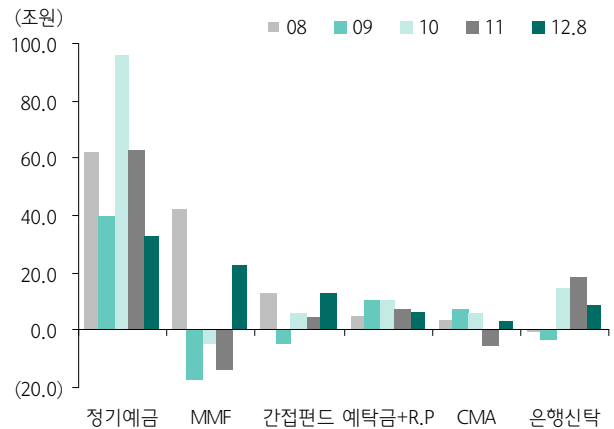
그 동안 국내 주식시장으로의 자금 유입은 주식시장에 후행하는 것이 일반적인 모습이지만 단기 부동화되고 있는 자금들은 은행으로의 자금 유인 제약과 위기의 완화 등이 맞물리는 시기에 다시 주식시장을 노크할 수 밖에 없을 것이라는 기대치가 증권업에 한 줄기 모멘텀으로 작용할 수 있을 것으로 전망된다.

그림 53. 주식형 추이



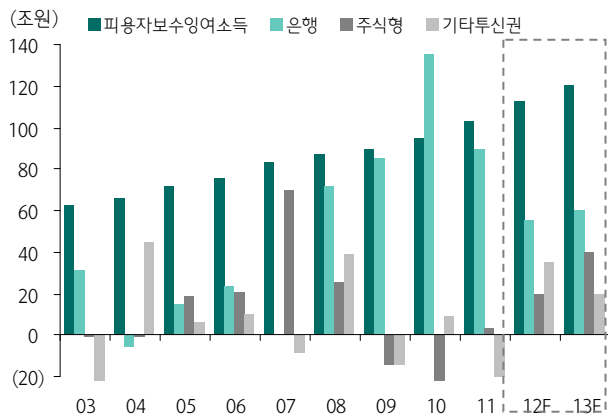
자료: 하나대투증권

그림 54. 자금의 단기부동화



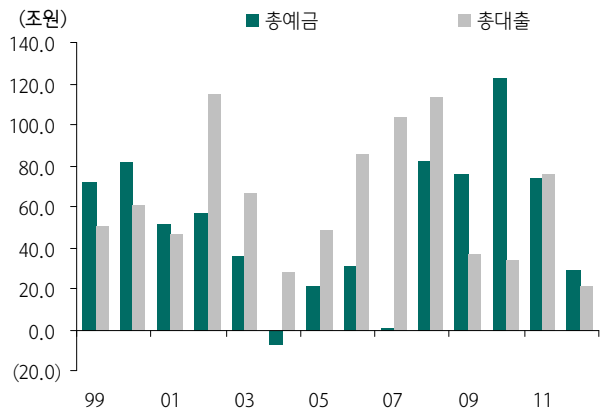
자료: 하나대투증권

그림 55. 개인의 잉여소득과 각 금융권 자금유입 현황과 전망



자료: 하나대투증권

그림 56. 예금은행의 원화자금 수급



자료: 하나대투증권

7

충분조건2: 자통법 개정안의 국회통과

1) 19대 국회에서의 자통법 개정안 상정 가능성에 대한 일말의 희망

또 하나 기대하는 부분은 자통법 개정안 통과여부다. 다행스럽게 정부는 19대 국회 개원에 대비해서 자통법 개정안을 다시 논의할 수 있도록 준비했다. 하지만 임시국회가 열린 후 법안 합의는 거의 없이 지나가고 말았다. 이제 기대하는 것은 9월에 열린 정기국회이다. 대선정국으로 가고 있어 현안에 대한 관심들이 너무 상이한 부분이 부담이긴 하지만 정부가 추진하고 있는 일이기에 기대치는 버리지 않고 있다.

증권업은 수요측면에서 내부적으로 많은 변화를 거치고 있지만 드러나는 변화가 뚜렷하지 않아 시장에서 관심을 끌기에는 역부족이다. 이에 따라 자통법을 통해 국내증권사의 대형화와 전문화, 특화를 유도하고 이를 통해 증권산업을 한단계 발전시키고자 출발했다. 하지만 증권업은 구조적인 변화를 이루지 못하고 수익성마저도 악화되면서 무한 경쟁 산업으로 인식되어 시장에서 관심이 더욱 멀어지고 있다. 이를 보완하기 위한 노력으로 정부가 지난해에 선진대형 IB를 육성하면서 투자은행업을 활성화하고자 하는 개정안을 마련했지만 국회에 최종 상정되지도 못하고 자동폐기 되고 말았다.

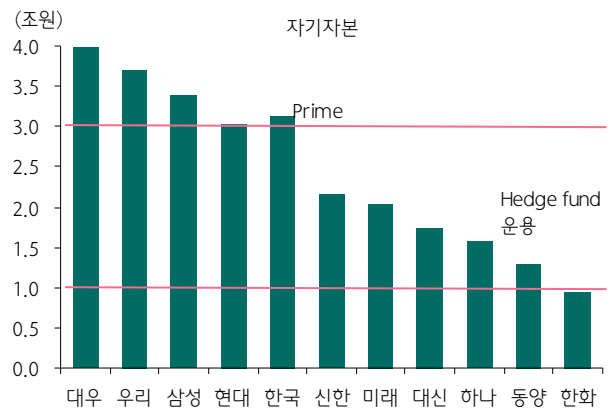
자통법 개정안이 마술상자는 아니다. 하지만 대형IB로 갈 수 있는 인센티브를 주는 제도이다. 물론 당장 수익원 개선은 없겠지만 서서히 투자를 할 수 있는 출발이 된다. 신규업무에 대한 인센티브도 있지만 자본력에 차별화를 부여하는 시작인 셈이다. 리스크 인수와 투자할 수 있는 여력이 이제야 만들어지고 있다. 결국 갈 길이 다른 부분이 차별화를 만들 것이다.

그림 57. 19대 국회 예상 일정

4월 11일	제 19대 국회의원 선거
5월 30일	제 19대 국회의원 임기개시
7월 2일	제 19대 국회 개원
7월 5일 ~ 8월 3일	임시국회
9월 3일	정기국회 시작
10월 4일	예산안 시정연설
10월 5일 ~ 10월 22일	국정감사
11월 23일	대선일정 고려시 마지막 본회의
12월 9일	정기국회 마감

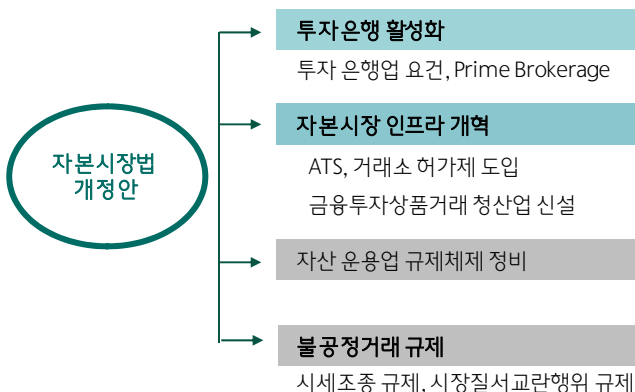
자료: 하나대투증권

그림 58. 대형IB 육성책으로 자기자본 요건: 3조원 이상



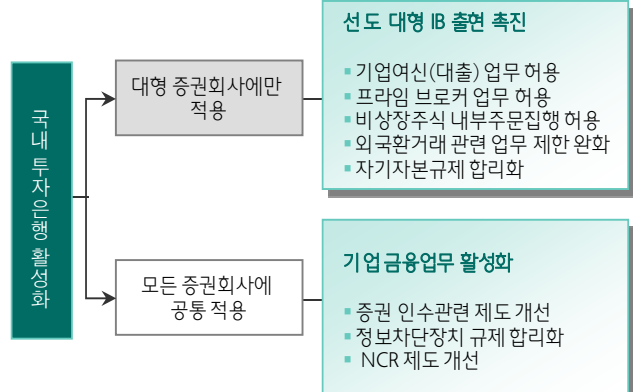
자료: 하나대투증권

그림 59. 자통법 개정안 주내용



자료: 하나대투증권

그림 60. 투자은행업 활성화 방안



자료: 하나대투증권

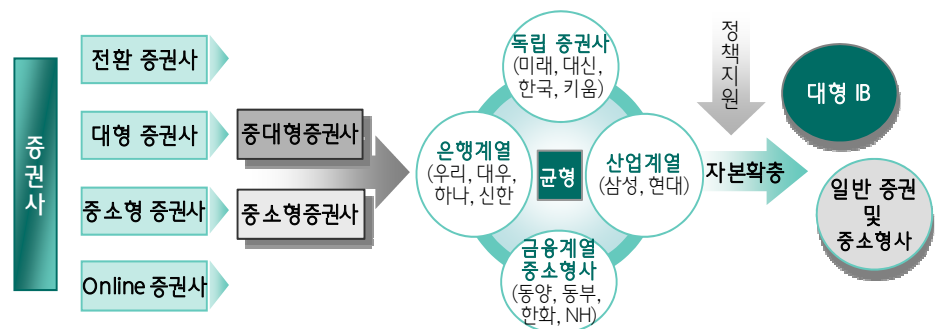
2) 자통법 개정안 통과 의미: 신규업무를 기준으로 차별화 시작된다

국내 증권업의 가장 큰 문제는 독보적인 존재도 없고 구조 조정도 없다는 점이다. 공급측면에서 “수 줄이기”보다는 오히려 신규진입이 발생하면서 서로 차별화되거나 주도적 사업자가 부각되지 못한 채, 62개의 증권사가 경쟁하면서 수익원이 제한된 시장에서 수수료 경쟁만 과열되고 있는 것이 한국 증권업의 작금의 현실이다.

따라서 자통법 개정안은 의미가 크다. 증권사를 대형IB와 일반증권사로 구별하여 구조조정의 효과를 낼 수 있기 때문이다. 대형화를 통해 비즈니스 영역을 달리하면서 일반증권사와의 수수료 경쟁을 지양하고 자본력 강화를 통해 본연의 투자은행업으로 승화할 수 있는 기회를 만들 수 있을 것이기 때문이다.

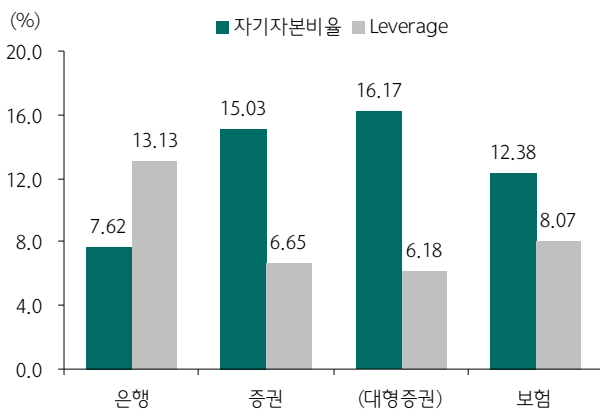
증권사의 대형화와 맞물려 증권사들은 레버리지를 확충할 필요가 있다. 현재의 수익구조하에서는 지속적인 투자가 병행되는 시점에 적절한 레버리지가 없는 한 ROE 올리기는 요원할 지도 모른다. 따라서 대형IB는 전략의 변화가 필요해 보인다.

그림 61. 증권업종 구도변화



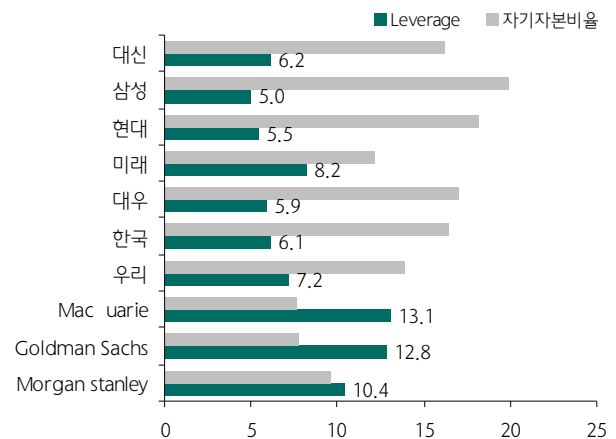
자료: 하나대투증권

그림 62. 국내 금융회사의 레버리지 비율



자료: 하나대투증권

그림 63. 이제 증권사도 레버리지를 해야 한다



자료: 하나대투증권

8

주가 차트 삼중바닥

Valuation 저점인데...

최근 증권업종 주가는 서브프라임 위기때 보다 더 하락했다. PBR도 0.8배를 깨고 내려갔다. 2000년부터 2005년까지 증권업종이 흑자와 적자를 반복하던 시기에도 당사 커버리지 기준 평균PBR은 0.95배였다. 현재 급반등을 했는데도 불구하고 PBR 0.96배 수준이다. 그래도 지금은 그때와 달리 당사 커버리지 기준으로 대형증권사들의 영업이익은 평균 2,000억원이 넘고 있는 국면이다.

05년이후 증권업종의 주가를 보면 최저점 수준이다. 차트로 보면 이제 최저점이 지나고 있는 것으로 판단된다. 따라서 역발상으로 시장에서 철저히 소외되고 있어 증권업종에 대한 관심을 가져도 될 만하다.

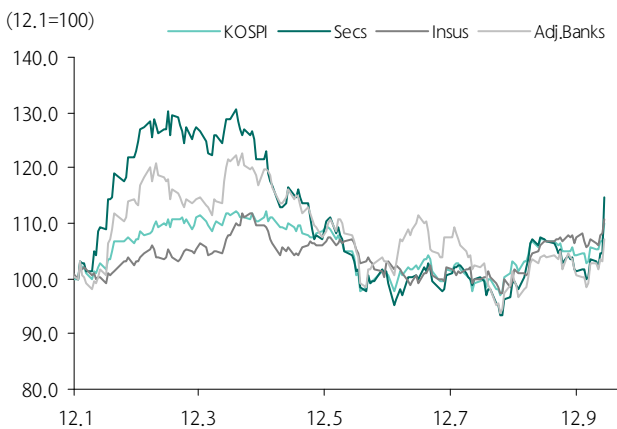
더욱이 유럽위기 완화와 각국의 경기부양으로 인한 풀린 유동성의 움직임과 국내 경기선행 지수 순환변동치의 사이클의 상승전환과 맞물리고 있어 주식시장도 점차 밝아지고 있다. 따라서 증권주 3분기 바닥을 점차 확인시켜주고 있는 것으로 판단된다.

그림 64. 증권업종 주가와 PBR 추이



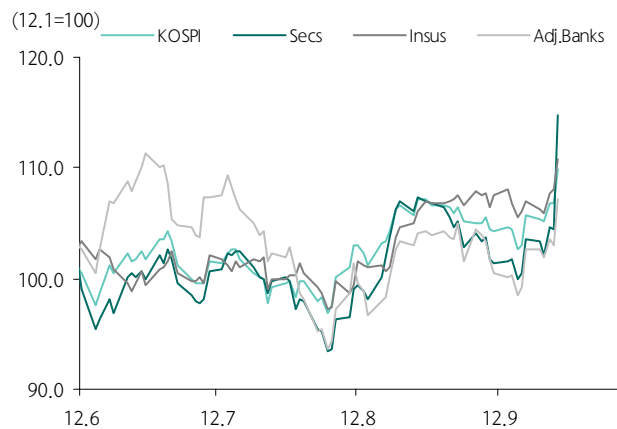
자료: 하나대투증권

그림 65. 금년 KOSPI 및 금융주 추이



자료: 하나대투증권

그림 66. 6월부터 KOSPI 및 금융주 추이: 증권주 교배타 확인 중



자료: 하나대투증권

9

증권 투자전략 및
Top picks

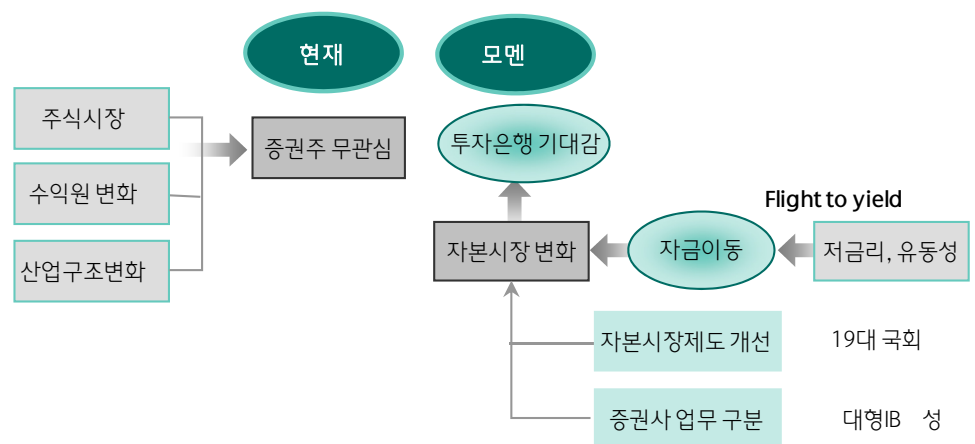
1) 투자전략: 소극적인 자세에서 출발하는 바닥 콜이다

물론 지금 당장 금융위기가 끝났다고 보기도 증권사의 구조변화가 시작됐다고 보기도 어렵다. 유럽위기의 여파로 중국 및 미국 경기 불안도 여전히 남아 있는 불씨다. 하지만 금융시장은 심리에 의해 움직인다. 금융시장의 선순환이나 악순환이냐는 시장 신뢰도 여부에 따라 좌우되며, 이는 심리인 셈이다. 유럽위기를 당장 해소할 답안은 없다. 하지만 국가부채를 줄이기 위한 노력이 시장신뢰를 얻는다면 시장 상황은 달라질 수 있는 것이다. 심리가 호전되고 자금이 돈다면 위기 해소의 선순환이 연출될 수 있다. 하반기로 갈수록 글로벌 경제는 살아남기 위한 적절한 조치를 취할 것으로 예상된다.

당사가 증권을 주목하는 이유는 아주 소극적인 자세에서 출발하고 있다. 거래대금 바닥이라는 점이다. 최근 거래대금이 5조원대에 줄어 3개월이 지속되면서 대형증권사들마저 적자전환하고 있다. 증권업에 대한 관심이 아무도 없다. 하지만 주식시장이 없어지지 않는 한 최소 거래는 이루어진다. 모두를 암담하게 하지만 이때가 대부분 싸이클 저점이다. 따라서 털모자는 여름에 준비하고 밀짚모자는 겨울에 준비하는 자세로 바닥콜을 하는 셈이다.

또한 자본시장에 주목하는 이유는 정부의 자본시장 활성화 정책과 자금이동이 맞물리면서 금융산업의 구조변화가 일어날 가능성을 높게 보고 있기 때문이다. 단순 저금리에 의한 대체효과로 주식시장으로 자금이 들어온다는 개념이 아니고, 한국의 부가 자본시장으로 유입될 것이라는 희망이다. 이러한 자금이동은 금융산업의 지도를 바꿀 것이다. 경제권력을 쥐고 있는 세대의 최대 부흥이 가져올 자본시장의 변화는 이제 시간싸움으로 판단된다. 결국 이러한 자금이동에 의해 자본시장이 본격 성장하는 국면에 진입하면서, 자본시장이 대폭 커진다는 얘기이다. 지금까지는 바람이 더 큰 상황이지만 조만간 변화가 나타날 전망이다.

그림 67. 증권주를 보는 시각



자료: 하나대투증권

2) Top picks: 대우증권, 삼성증권, 우리투자증권, 한국금융지주 관심

이제 증권업에서 중요한 것은 대형투자은행업으로의 진화 여부다. 대형화를 통해 IB로 가야만이 새로운 길을 가게 되기 때문이다. 당사는 투자은행업의 핵심경쟁 요소로 자본력과 리스크 관리능력, 전문인력 및 국내외 네트워크 등을 꼽고 있다. 여기에 경영진의 연속성과 의사결정력 그리고 추진력을 중시하고 있다. 따라서 우선 자본력 보강을 통한 대형화, 전문인력 확보, 리스크관리 능력 제고, 국내외 네트워크 확충 및 선진형 보수체제 확보와 경영진의 안목이 필요하다.

위와 같은 측면에서 접근하면 우선은 대우증권이나 우리투자증권, 한국금융지주 그리고 삼성증권이 가장 가능성이 높는데 한국금융지주는 자본력의 한계를 극복하는 것이 과제일 것이다. 산은금융지주의 색깔은 상업은행이 아닐 것이기 때문에 투자은행업으로의 확대전략과 잘 맞아 떨어질 수 있다. 다만, 의사결정력과 추진력이 보장된다면 가능성은 더 높을 것으로 사료된다. 우리투자증권은 은행계에 대한 부담과 정부 보유 금융기관이라는 점이 투자매력도를 높이지는 않고 있다. 현대증권 역시 중장기적으로 보면 자본력에 대한 열위 부담이다.

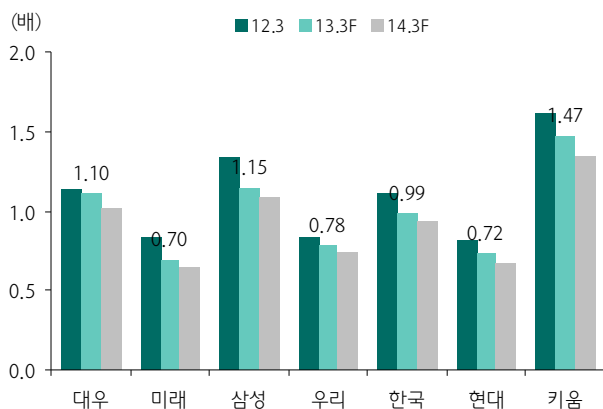
표 6. 우리사주 물량 출회가능성으로 수급부담이 있지만...

		삼성	대우	우리	한국금융지주	현대
유상증자	형태	보통주	보통주	보통주	없음	전환우선주
	증자일	2011.12.07	2011.11.16	2011.12.08	자회사증자	2012.01.11
	발행가(원)	42,500	8,230	9,530	-	8,500
	사주조합(천주)	1,708.6	24,992	13,305	-	8,292
	지분율	2.24%	7.65%	6.68%	-	12.45%
	주가(원)	50,000	11,300	11,300		7,900
	시가총액(십억원)	85.4	282.4	150.3	-	65.5
2012.6월 지분율	대주주 지분(보통주)	19.71%	43.00%	37.85%	22.95%	26.03%
	자사주(보통주)	2.65%	1.43%	0.55%	5.36%	9.83%

주: 현대증권 우선주는 보통주 전환우선주이며, 의결권 보유, 보통주 전환은 2014.12.30이후 보통주 전환

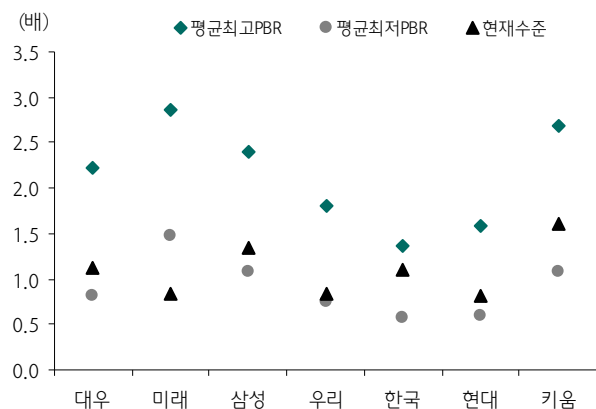
자료: 하나대투증권

그림 68. PBR 비교



자료: 하나대투증권

그림 69. Historical PBR 비교



자료: 하나대투증권

3) Valuation 및 목표주가

적정주가 산정을 위한 Valuation은 FY12과 FY13년의 실적 전망치를 기준으로 하고 있다.
Historical PBR도 기준을 잡는데 유용하다는 판단 하에 참고하고 있다.

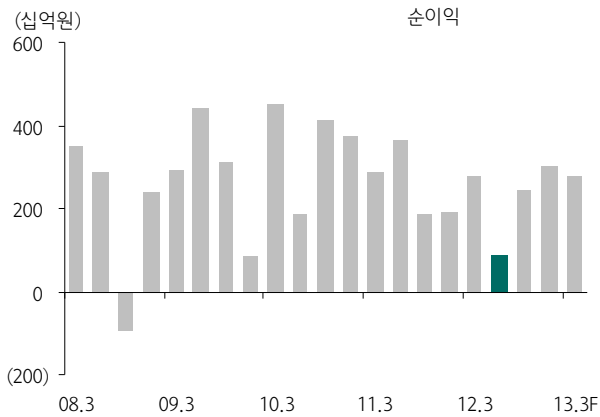
표 7. 적정주가 산정 (단위: 원, 배, %)						
PER모형	대우	미래	삼성	우리	한국	현대
13.3	529.1	2,443.0	2,502.7	830.9	3,198.9	463.5
14.3	733.5	3,249.0	3,312.7	1,126.4	4,163.6	831.2
기준 13년 예상 EPS	631.3	2,846.0	2,907.7	978.7	3,681.3	647.3
승수	13.2	10.8	14.4	13.2	12.0	10.8
적정주가1	8,333	30,736	41,870	12,919	44,175	6,991
Historical data(14년)						
최고 평균 PER	19.4	27.3	22.3	17.7	9.8	24.1
최저 평균 PER	8.2	13.6	11.6	7.7	4.6	10.1
평균 PER (b)	13.8	20.4	17.0	12.7	7.2	17.1
(a) x (b)	8,688	58,107	49,298	12,433	26,576	11,077
자산가치모형						
13.3	12,196.0	48,642.5	46,955.7	16,350.1	42,610.1	13,478.4
14.3	13,154.7	52,543.4	49,606.5	17,217.2	45,275.9	14,647.2
기준(평균)	12,675.3	50,593.0	48,281.1	16,783.6	43,943.0	14,062.8
FY12F ROE	4.32	5.06	5.60	4.86	6.58	3.71
FY13F ROE	5.65	6.42	6.86	6.29	8.11	5.35
CAPM	9.20	9.20	9.20	9.20	9.20	9.20
장기성장률	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
승수	1.07	0.97	1.47	1.05	1.07	1.05
자기자본비중	16.65	18.12	20.14	14.08	14.43	20.58
적정주가2	13,559	55,360	89,117	15,529	42,324	18,911
Historical data						
최고 평균 PBR	2.22	2.87	2.40	1.80	1.37	1.58
최저 평균 PBR	0.82	1.47	1.08	0.74	0.57	0.59
상단 PBR(FY12)	28,109	145,300	115,962	30,258	60,205	22,212
하단 PBR	10,394	74,316	51,933	12,499	24,877	8,277
평균 PBR x BPS	19,251	109,808	83,947	21,378	42,541	15,245
본질가치모형						
12년 예상 수익가치	6,613.5	30,536.9	31,283.2	10,386.5	39,986.7	5,793.8
13년 예상 수익가치	9,168.3	40,612.0	41,408.4	14,080.4	52,044.8	10,389.7
12년 예상 자산가치	12,196.0	48,642.5	46,955.7	16,350.1	42,610.1	13,478.4
13년 예상 자산가치	13,154.7	52,543.4	49,606.5	17,217.2	45,275.9	14,647.2
본질가치	9,804.7	41,581.8	41,119.9	14,053.5	45,186.6	10,480.2
할인율	1.5	1.0	1.5	1.4	1.3	1.1
적정주가3	14,707	41,582	61,680	19,675	58,743	11,528
적정주가 3개 평균	12,200	42,559	64,222	16,041	48,414	12,477
Target Price(기준)	14,000	43,000	75,000	16,500	50,000	13,500
Target Price(신규)	16,000(↑)	43,000(-)	70,000(↓)	17,500(↑)	50,000(-)	12,500(↓)
현재주가(12.5.22)	13,450	33,950	53,900	12,700	42,000	9,750
외국인지분율	14.10	22.02	23.77	20.51	42.38	17.61
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
Top Picks 및 관심종목	1		1	1	1	

자료: 하나대투증권

4) 실적전망: FY12년 2분기부터 실적은 개선 무드이나 여전히 천수답

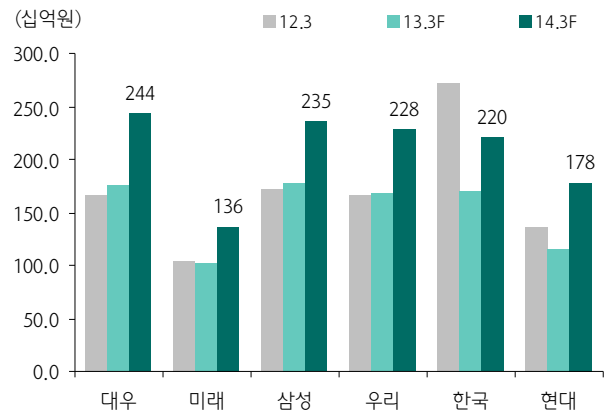
증권사 FY12 1분기 실적이 발표되었다. 최근 3년 중 가장 저조한 실적이다. 적자 전환한 대형사도 나오고 있다. 다행히도 2분기 실적은 1분기보다는 좋다. 근본적인 개선보다는 금리인하에 따른 채권평가이익에 따른 것이다. 다만, 삼성증권은 소매채권이나 금융상품 판매가 지속 호조를 보이면서 실적이 개선된 점이 부각된다.

그림 70. 전체 분기별 이익 추이(6개 증권사)



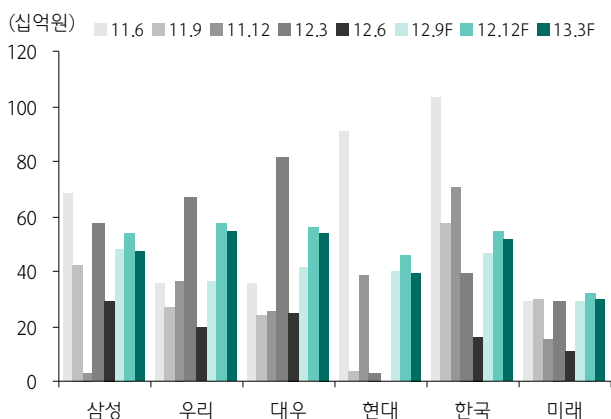
자료: 하나대투증권

그림 71. 증권사별 연간 순이익 비교



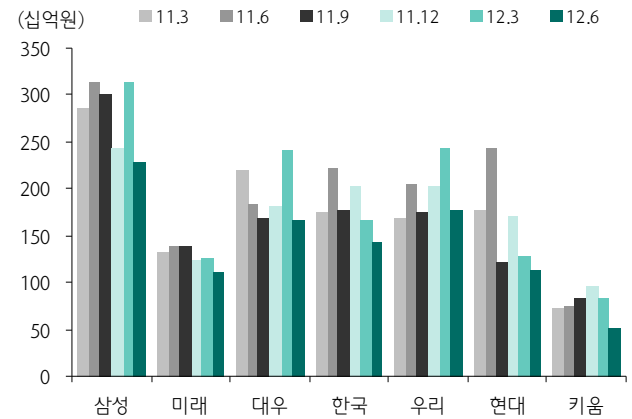
자료: 하나대투증권

그림 72. 증권사 분기별 순이익 추이



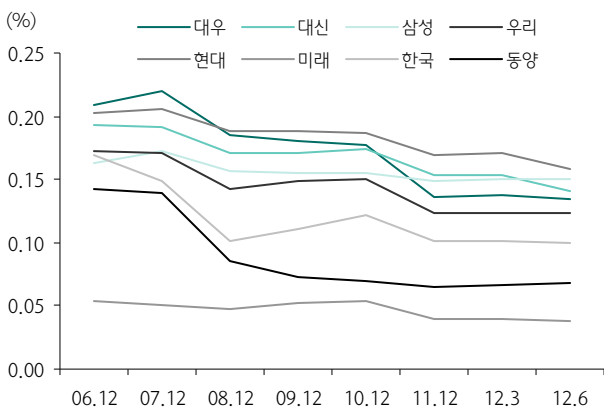
자료: 하나대투증권

그림 73. 분기별 순영업수익 추이



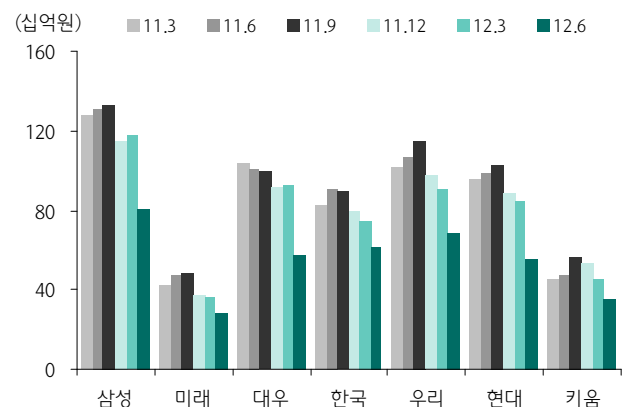
자료: 하나대투증권

그림 74. 주식 평균수수료율 추이



자료: 하나대투증권

그림 75. 브로커리지 이익 비교

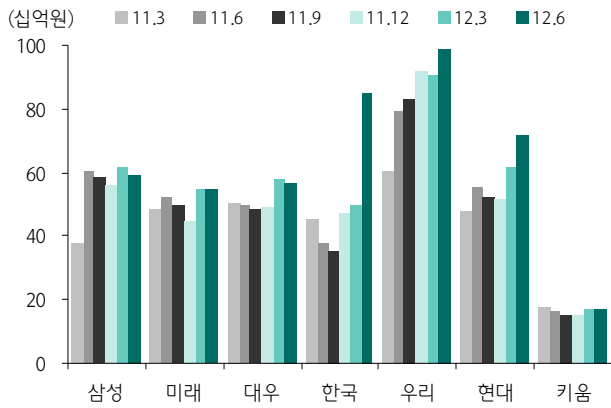


자료: 하나대투증권

실적전망: FY12년 2분기부터 실적은 개선 무드이나 여전히 천수답

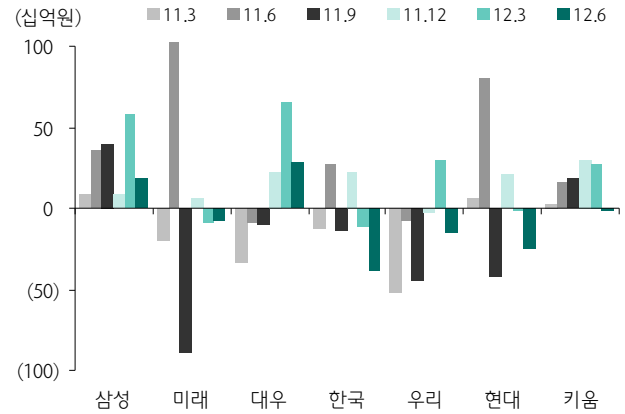
향후에는 자산관리와 자기매매부문 등에서 수익 개선이 예상된다.

그림 76. 분기별 이자 이익 추이



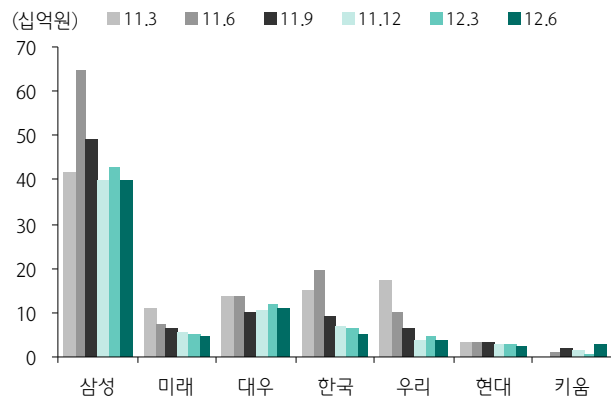
자료: 하나대투증권

그림 77. 분기별 Prop trading 손익 추이



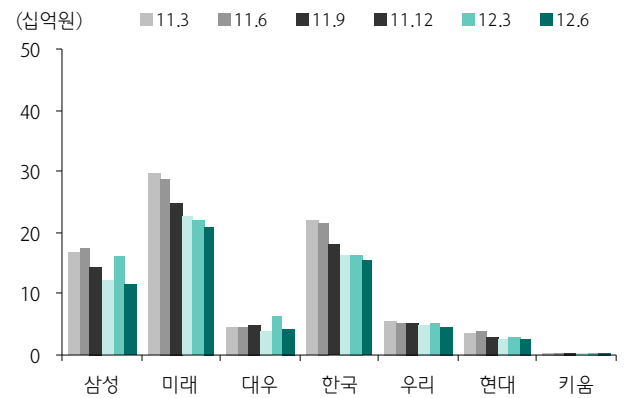
자료: 하나대투증권

그림 78. 분기별 자산관리 이익 추이



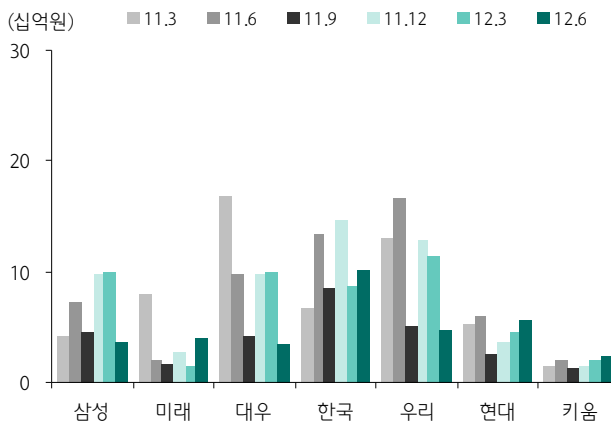
자료: 하나대투증권

그림 79. 수익증권 판매 이익 추이



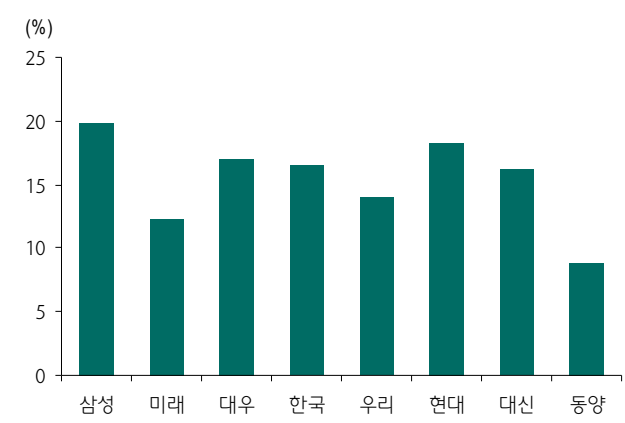
자료: 하나대투증권

그림 80. 분기별 인수주선 이익 추이



자료: 하나대투증권

그림 81. 자기자본 비율 비교



자료: 하나대투증권

Earnings Forecast

표 8. 증권사별 연간 실적 전망											(단위: 십억원, %, 원)	
증권사	연도	영업수익	영업이익	세전이익	순이익	YoY	EPS	BPS	PER	PBR	ROE	DPS
대우	10.3	4,595.8	412.0	421.5	315.9	75.0	1,621	13,983	12.59	1.46	11.82	500
	11.3	3,524.4	332.6	353.9	256.2	(18.9)	1,314	14,023	17.05	1.60	8.96	400
	12.3	3,024.3	211.4	222.4	166.9	(34.8)	502	11,658	26.30	1.13	4.88	160
	13.3F	3,191.3	217.2	231.7	175.7	5.2	529	12,196	25.42	1.10	4.32	150
	14.3F	3,453.4	309.3	321.7	243.8	38.8	733	13,155	18.34	1.02	5.65	250
미래	10.3	1,807.0	194.6	215.5	155.5	23.3	3,712	41,826	15.35	1.36	9.12	750
	11.3	1,423.8	182.1	192.1	142.1	(8.6)	3,392	45,099	13.82	1.04	7.81	750
	12.3	2,243.1	122.7	143.8	103.7	(27.0)	2,476	47,985	16.01	0.83	5.32	500
	13.3F	2,428.0	126.1	135.0	102.3	(1.3)	2,443	48,642	13.90	0.70	5.06	550
	14.3F	2,574.9	156.2	179.6	136.1	33.0	3,249	52,543	10.45	0.65	6.42	600
삼성	10.3	2,564.7	315.5	319.2	245.3	6.8	3,670	38,883	16.62	1.57	9.83	750
	11.3	2,501.6	356.4	338.1	238.3	(2.9)	3,566	41,874	22.60	1.92	8.83	850
	12.3	2,731.2	283.8	286.0	171.5	(28.0)	2,518	42,473	22.56	1.34	6.37	700
	13.3F	2,755.3	248.4	252.4	177.9	3.7	2,503	46,956	21.54	1.15	5.60	700
	14.3F	2,982.8	329.9	334.0	235.5	32.4	3,313	49,606	16.27	1.09	6.86	1,000
우리 투자	10.3	5,430.9	194.3	228.6	180.5	(0.7)	1,305	16,667	12.03	0.94	7.39	350
	11.3	3,779.2	165.0	194.5	153.3	(15.1)	1,107	17,364	18.16	1.16	5.95	300
	12.3	3,606.0	231.8	228.7	166.1	8.3	826	15,772	15.81	0.83	5.60	230
	13.3F	3,390.6	227.4	224.6	167.8	1.0	831	16,350	15.28	0.78	4.86	200
	14.3F	3,587.3	303.2	303.6	227.6	35.6	1,126	17,217	11.27	0.74	6.29	250
한국	10.3	3,738.8	292.5	298.6	211.3	흑전	4,236	35,405	7.34	0.88	10.59	700
	11.3	2,464.9	239.2	227.0	175.2	(17.1)	3,512	37,948	11.93	1.10	8.09	700
	12.3	2,649.8	323.9	323.2	270.9	54.6	5,118	40,532	8.80	1.11	11.44	700
	13.3F	2,773.6	223.1	223.1	169.0	(37.6)	3,199	42,610	13.13	0.99	6.58	700
	14.3F	3,019.4	290.3	290.4	219.9	30.2	4,164	45,276	10.09	0.93	8.11	700
현대	10.3	2,862.7	255.2	251.4	178.9	19.9	1,052	14,346	12.93	0.95	7.58	300
	11.3	1,814.9	215.2	379.9	291.6	63.0	1,715	15,820	7.70	0.83	11.37	500
	12.3	1,773.0	145.5	180.6	136.7	(53.1)	588	12,857	17.95	0.82	4.77	200
	13.3F	1,969.9	143.9	152.7	115.6	(15.5)	464	13,478	21.04	0.72	3.71	200
	14.3F	2,121.7	228.9	235.2	178.1	54.1	831	14,647	11.73	0.67	5.35	250
전체	10.3	26,231.6	2,056.6	2,121.7	1,560.9	75.0	1,890	19,031	11.78	1.17	9.46	600
	11.3	22,910.1	1,581.9	1,956.9	1,458.9	(6.5)	1,765	20,039	13.94	1.23	8.24	583
	12.3	22,512.8	1,531.2	1,623.2	1,196.7	(18.0)	1,148	17,900	15.82	1.01	6.03	448
	13.3F	23,460.3	1,471.8	1,532.5	1,145.4	(4.3)	1,099	18,809	15.80	0.92	5.20	492
	14.3F	25,101.9	1,929.2	2,003.7	1,498.1	30.8	1,437	20,125	12.08	0.86	6.41	575

주: 1) 12.09.14 종가 기준

자료: 하나대투증권

Top Picks

대우증권(006800)	▶ 31
삼성증권(016360)	▶ 33
우리투자증권(005940)	▶ 35
한국금융지주(071050)	▶ 37

대우증권(006800) | BUY

목표주가(12M): 16,000원
현재주가(9월14일): 13,450원

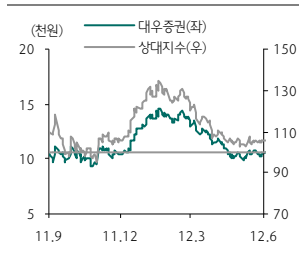
Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,007.58
52주최고/최저(원)	14,600/8,610
시가총액(십억원)	3,822.4
시가총액비중(%)	0.34
발행주식수(천주)	326,700.9
60일 평균거래량(천주)	868.6
60일 평균거래대금(십억원)	9.5
11년 배당금(원)	400
12년 배당금(예상, 원)	160
외국인 지분율(%)	14.10
주가상승률	1M 6M 12M
절대	13.5 (3.9) 43.0
상대	10.9 (2.1) 28.2

Consensus Data

	2013.3F	2014.3F
영업이익(십억원)	248.6	322.6
순이익(십억원)	200.9	253.0
EPS(원)	589	743
BPS(원)	12,384	13,003

Stock Price



Analyst 한정태
☎ 02-3771-7773
✉ jtkhan@hanafn.com

투자은행업이 열리는 시기에 자본력 우위 선점

향후 비즈니스는 선투자가 필요한 영역에서 최고 자본력 보유는 최대 무기

대우증권은 자기자본이 4조원에 육박하고 있다. 하지만 높아진 투자자의 눈높이와 더욱 짧아진 투자자들에게 자본력 강화로 무엇을 보여줄지는 여전히 미지수이다. 다만, 최근 보여줬던 것처럼 해외채권 운용에 1조원을 투자할 수 있었던 부분도 자본력이라고 판단한다. 다행스럽게 자통법 개정안이 다시 국회에 상정될 예정이다. 개정안 통과이후 다가올 변화에 대해 명확하게 그리기는 쉽지 않지만 향후 비즈니스는 선투자가 많이 필요한 영역이다. 따라서 이러한 자본력의 차이가 차별화를 만들 것으로 예상된다. Prop Trading 부문 개선과 IB부문에서도 선전하고 있다. 더욱이 기업 고객네트워크 보유와 리서치 등 명성이 있는 점도 강점이다. 특히, 산업은행과의 시너지 창출도 기대해 볼만한 포인트다. 산은금융지주의 방향이 투자은행업일 수 밖에 없기 때문이다.

2분기 Preview: 경상이익은 전분기 286억원에서 643억원으로 증가할 전망

지난 1분기(4~6월) 경상이익은 286억원에 그쳤다. 하이닉스 매각이익을 제외하면 IFRS 도입이후 최저의 실적으로 예상된다. 다행스럽게 7월부터서는 영업이익은 서서히 오르고 있다. 단기매매유가증권에서 채권투자 규모가 증권사 중 10.7조원으로 가장 많아 평가이익도 한 몫을 한 것으로 추정된다. 이에 따라 2분기 경상이익은 643억원으로 증가할 것으로 예상된다. FY12 경상이익은 2,317억원으로 전년대비 4.2% 증가할 전망이다. FY11에 크게 벗어나지 않을 전망이다. 작년은 고섬이나 금호산업 등의 요인이 컸지만 금년은 업황은 좋지 않지만 추가적으로 정리해야 할 부분은 크지 않을 것으로 예상된다.

목표주가 16,000원으로 상향, Top picks중 하나

대우증권 목표주가를 16,000원으로 조정하고 투자의견 BUY 유지한다. 목표주가는 12개월 전망치 기준PBR 1.26배를 목표로 설정했다. 최근 10년동안의 연중 PBR 평균 1.40배에서 10% 할인한 수치다. 최고의 자본력 등의 차이가 차별화를 낼 수 밖에 없는 투자은행업에서 우위를 점할 것이라는 판단하에 Top pick으로 선정했다.

Financial Data

투자지표	단위	2011.3	2012.3	2013.3F	2014.3F	2015.3F
영업수익	십억원	3,524.4	3,024.3	3,191.3	3,453.4	3,661.9
영업이익	십억원	332.6	211.4	217.2	309.3	359.7
세전이익	십억원	353.9	222.4	231.7	321.7	371.1
순이익	십억원	256.2	166.9	175.7	243.8	281.3
EPS	원	1,314	502	529	733	846
증감율	%	(18.93)	(61.81)	5.42	38.63	15.32
PER	배	7.69	20.12	19.09	13.77	11.94
PBR	배	0.45	0.77	1.00	1.00	1.00
ROE	%	8.96	4.88	4.32	5.65	6.14
BPS	원	22,400	13,200	10,100	10,100	10,100

자료: 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	11.3	12.3	13.3F	14.3F	15.3F
영업수익	3,524	3,024	3,191	3,453	3,662
수수료수익	632	517	476	539	567
총유가증권평가 및 처분	954	699	803	886	953
파생상품거래이익	1,189	1,040	1,092	1,146	1,204
이자수익	588	654	724	778	827
대출채권평가 및 처분	0	7	5	2	1
외환거래이익	18	77	59	61	64
기타의영업수익	143	31	32	40	47
영업비용	3,192	2,813	2,974	3,144	3,302
수수료비용	64	47	38	42	44
총유가증권평가 및 처분	1,111	750	793	853	894
파생상품거래손실	1,010	919	1,002	1,052	1,105
이자비용	340	449	494	517	545
대출채권평가 및 처분	13	7	2	0	0
외환거래손실	16	70	52	57	59
판매비와 관리비	639	563	585	615	647
영업이익	333	211	217	309	360
영업외손익	21.4	10.9	14.6	12.4	11.4
순수익	971	774	803	924	1,006
수수료수익	568	470	438	497	523
Prop trading	21	70	100	127	158
이자이익	249	205	230	261	283
기타	133	30	34	39	43
법인세차감전순익	354	222	232	322	371
계속사업손익 법인세비용	98	55	56	78	90
당기순이익	256	167	176	244	281
지배주주지분순이익	256	167	176	244	281

수익성 및 투자지표	(단위: %, 개, 명)				
	11.3	12.3	13.3F	14.3F	15.3F
판매비/순수익	65.76	72.70	72.94	66.52	64.26
수수료/순수익	58.49	60.69	54.59	53.82	51.98
이자이익/순수익	25.62	26.44	28.68	28.22	28.09
Prop/순수익	2.20	9.02	12.46	13.79	15.66
판매비/수수료이익	112.43	119.78	133.62	123.61	123.62
영업수지율	117.10	110.55	107.42	112.21	112.88
EPS	1,314	502	529	733	846
BPS	14,023	11,658	12,196	13,155	13,740
DPS	400	160	150	250	300
PER	16.62	25.84	18.78	13.53	11.73
PBR	1.60	1.13	0.83	0.77	0.74
Yield	1.79	1.21	1.49	2.48	2.97
ROA	1.45	0.83	0.76	0.99	1.08
ROE	8.96	4.88	4.32	5.65	6.14

자료: 하나대투증권

Country Aggregates					
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea	9.8	8.3	8.8	35.4	17.5
Emerging Market	10.8	9.5	9.9	7.5	12.7
World	12.7	11.3	11.7	6.6	12.5

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표	(단위: 십억원)				
	11.3	12.3	13.3F	14.3F	15.3F
현금 및 예치금	2,916	3,271	3,554	3,732	3,919
유가증권	12,039	14,793	15,681	16,418	17,199
단기손익인식금융자산	7,251	9,836	10,327	10,637	10,956
매도가능금융자산	4,599	4,934	5,329	5,756	6,216
만기보유금융자산	0	0	0	0	0
관계사투자주식	188	23	24	26	27
기타유가증권	(0)	0	0	0	0
파생상품	204	303	348	401	461
대출채권	1,551	1,485	1,767	2,068	2,378
유형자산	426	257	255	252	250
투자부동산	0	104	106	108	110
자산총계	17,941	22,463	24,006	25,319	26,703
당기손익인식금융부채	0	6,920	7,266	7,484	7,784
예수부채	2,091	1,740	1,827	1,864	1,901
차입부채	12,388	8,102	9,019	9,757	10,117
기타부채	599	1,728	1,737	1,732	2,219
부채총계	15,077	18,490	19,850	20,836	22,021
자본금	1,021	1,704	1,704	1,704	1,704
보통주	951	1,634	1,634	1,634	1,634
우선주	70	70	70	70	70
자본잉여금	224	661	661	661	661
이익잉여금	1,632	1,604	1,725	1,917	2,112
자본조정	(134)	(131)	(131)	0	0
기타포괄손익누계액	121	134	197	201	205
자본총계	2,863	3,973	4,156	4,483	4,682
부채와 자본총계	17,941	22,463	24,006	25,319	26,703

성장성 및 재무비율	(단위: %, 원)				
	11.3	12.3	13.3F	14.3F	15.3F
자산증가율	2.45	25.21	6.87	5.47	5.47
대출자산증가율	52.37	(4.23)	19.00	17.00	15.00
자기자본증가율	0.29	38.76	4.61	7.86	4.45
영업수익증가율	(23.31)	(14.19)	5.52	8.21	6.04
영업이익증가율	(19.28)	(36.42)	2.73	42.42	16.27
세전이익증가율	(16.03)	(37.18)	4.22	38.81	15.35
순이익증가율	(18.91)	(34.84)	5.24	38.81	15.35
부채비율	526.58	465.41	477.61	464.81	470.32
Leverage비율	6.27	5.65	5.78	5.65	5.70
자기자본비율	15.96	17.69	17.31	17.71	17.53
유보율	180.47	133.17	143.92	163.09	174.80
재정비율	64.80	57.02	57.40	57.50	59.23
영업용순자본비율	528.31	528.31	489.07	458.19	430.74
임직원	3,125	3,140	0.0	0.0	0.0
점포수	111	108	0.0	0.0	0.0

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea	11.5	10.0	10.8	29.6	14.8
Emerging Market	12.8	11.1	11.9	8.3	16.0
World	11.4	9.1	9.8	21.6	24.8

* MSCI Capital Markets Industry

증권 Top Picks

삼성증권(016360) | BUY

목표주가(12M): 70,000원

현재주가(9월14일): 53,900원

Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,007.58
52주최고/최저(원)	64,700/44,431
시가총액(십억원)	3,806.4
시가총액비중(%)	0.34
발행주식수(천주)	76,435.2
60일 평균거래량(천주)	275.0
60일 평균거래대금(십억원)	13.5
11년 배당금(원)	850
12년 배당금(예상, 원)	700
외국인 지분율(%)	23.77
주가상승률	1M 6M 12M
절대	4.3 (9.9) 5.6
상대	1.7 (8.0) (9.1)

Consensus Data

	2013.3F	2014.3F
영업이익(십억원)	335.7	414.0
순이익(십억원)	233.0	290.7
EPS(원)	3.048	3.803
BPS(원)	46,843	50,115

Stock Price



Analyst 한정태

☎ 02-3771-7773

✉ jtkhan@hanafn.com

저금리시대에 자산관리 선발주자의 프리미엄 또 온다

저금리 시대에서의 고객네트워크 우수성 재부각

해외 부분의 정리는 마무리 되었지만 국내 영업환경이 좋지 못하다. 거래대금이 줄어 브로커리지 수입이 급감을 하면서 적자로 전환한 대형사들이 나오고 있기 때문이다. 다행스럽게 위탁자산이 많은 점이 지속 강점으로 부각되고 있다. 고객예수 유가증권이 166.6조원으로 가장 많고 리테일 고객 위탁자산도 많다. 리테일 고객자산도 104.8조원이 넘어 국내증권사 중에서 최고이고, 1억원 이상의 고객도 7.4만명으로 가장 많다. 최근 소매채권 판매에 열중하고 있으며, 브로커리지 부분도 강화하고 있다. 미국사례를 통해서 볼 때 지금과 같은 저금리 환경에서 증권업의 수익원 향상에는 금융상품 판매 등 자산관리 부분에서의 호조가 기업가치 향상으로 이어졌던 부분의 시사점이 크다는 판단이다.

2분기 Preview: 금융상품 판매 약진으로 경상이익 665억원으로 증가

1분기 세전이익이 424억원으로 감소했지만 증권사 중 최고치로 판단된다. 다행스럽게 해외 법인 부분의 실적은 BEP수준으로 회복했다. 2분기는 소매채권 판매 등이 지속 호조를 보이면서 8월에도 양호한 영업실적을 이어가고 있는 것으로 추정된다. 1분기 1.4조원 판매를 기록했던 소매채권은 7~8월에 이미 2조원을 넘어섰다. 채권 평가이익보다는 금융상품 판매가 지속 유지되면서 그나마 실적이 유지되고 있는 것이다. 이에 따라 2분기 경상이익은 665억원으로 증가할 전망이다. 연간 세전이익은 구조조정 효과에도 불구하고 영업환경 약화로 인해 2,524억원으로 예상된다. 하지만 FY13에는 자금이동에 따른 자본시장 호조로 인해 3,340억원으로 증가할 전망이다.

대형 선발주자로 판단. 최근 10년간 평균 PBR 참조

삼성증권의 목표주가를 70,000원으로 하향조정하지만 투자의견 BUY를 유지한다. Target PBR은 1.45배로 당사 적정주가 산정모형 평균치로 목표주가를 산정했다. 최근 10년 평균 PBR을 10% 할인한 수치이다. 물론 ROE를 감안하면 아직은 답이 없지만 자본시장의 본격 성장국면이 예상되는 점을 고려하여 대형선발주자가 수혜를 받을 것으로 판단한다.

Financial Data

투자지표	단위	2011.3	2012.3	2013.3F	2014.3F	2015.3F
영업수익	십억원	2,501.6	2,731.2	2,755.3	2,982.8	3,180.3
영업이익	십억원	356.4	283.8	248.4	329.9	368.1
세전이익	십억원	338.1	286.0	252.4	334.0	372.5
순이익	십억원	238.3	192.5	191.3	253.2	282.3
EPS	원	3,566	2,518	2,503	3,313	3,694
증감율	%	(2.85)	(29.39)	(0.60)	32.37	11.50
PER	배	17.44	24.70	24.85	18.78	16.84
PBR	배	1.49	1.46	1.32	1.25	1.22
ROE	%	8.83	6.37	5.60	6.86	7.35
BPS	원	41,874	42,473	46,956	49,606	50,970

자료: 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	11.3	12.3	13.3F	14.3F	15.3F
영업수익	2,501.6	2,731.2	2,755.3	2,982.8	3,180.3
수수료수익	819.0	840.2	780.6	866.1	920.8
충유가증권평가 및 처분	519.9	800.2	861.4	935.5	1,017.2
파생상품거래이익	488.1	560.4	582.8	611.9	642.5
이자수익	544.5	445.0	444.3	472.5	500.2
대출채권평가 및 처분	1.9	0.0	0.0	0.0	0.0
외환거래이익	47.7	0.0	0.0	0.0	0.0
기타의영업수익	80.5	85.5	86.3	96.7	99.6
영업비용	2,145.2	2,450.3	2,506.9	2,652.9	2,812.2
수수료비용	69.3	64.6	66.8	72.7	75.8
충유가증권평가 및 처분	674.0	538.3	657.2	709.3	766.0
파생상품거래손실	341.4	679.7	700.1	735.1	771.8
이자비용	388.7	208.9	203.9	208.7	214.5
대출채권평가 및 처분	0.8	0.8	0.4	0.4	0.4
외환거래손실	45.2	0.0	0.0	0.0	0.0
판매비와 관리비	620.9	892.3	807.0	854.5	904.8
영업이익	356.4	283.8	248.4	329.9	368.1
영업외손익	(18.3)	3.8	4.0	4.2	4.4
순수익	977.2	1,173.2	1,055.4	1,184.3	1,272.9
수수료수익	749.7	775.6	713.7	793.5	845.0
Prop trading	(7.5)	142.5	86.9	103.1	121.8
이자이익	155.8	236.1	240.5	263.8	285.7
기타	79.2	19.0	14.3	24.0	20.3
법인세차감전손익	338.1	286.0	252.4	334.0	372.5
계속사업손익 법인세비용	99.8	93.5	61.1	80.8	90.1
당기순이익	238.3	192.5	191.3	253.2	282.3
지배주주지분순이익	238.3	171.5	177.9	235.5	262.6

수익성 및 투자지표	(단위: %, 개, 명)				
	11.3	12.3	13.3F	14.3F	15.3F
판매비/순수익	63.53	76.06	76.47	72.15	71.08
수수료/순수익	76.71	66.11	67.63	67.00	66.39
이자이익/순수익	15.95	20.13	22.78	22.27	22.45
Prop/순수익	(0.77)	12.15	8.23	8.70	9.57
판매비/수수료이익	82.82	115.06	113.07	107.69	107.08
영업수지율	126.39	110.24	113.66	117.85	118.90
EPS	3,566	2,518	2,503	3,313	3,694
BPS	41,874	42,473	46,956	49,606	50,970
DPS	850	700	700	1,000	1,000
PER	22.60	22.56	24.85	18.78	16.84
PBR	1.92	1.34	1.32	1.25	1.22
Yield	1.05	1.23	1.13	1.61	1.61
ROA	1.81	1.29	1.10	1.36	1.44
ROE	8.83	6.37	5.60	6.86	7.35

자료: 하나대투증권

Country Aggregates					
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea	9.8	8.3	8.8	35.4	17.5
Emerging Market	10.8	9.5	9.9	7.5	12.7
World	12.7	11.3	11.7	6.6	12.5

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표	(단위: 십억원)				
	11.3	12.3	13.3F	14.3F	15.3F
현금 및 예치금	3,255.9	2,928.3	3,189.4	3,348.9	3,516.4
유가증권	7,996.7	10,844.7	11,776.8	12,298.2	12,844.7
단기손익인식금융자산	5,891.2	9,205.5	9,757.8	10,245.7	10,758.0
매도가능금융자산	1,769.4	1,619.6	1,652.0	1,685.0	1,718.7
만기보유금융자산	269.0	356.9	356.9	356.9	356.9
관계사투자주식	336.1	9.6	10.1	10.6	11.1
기타유가증권	27.6	0.0	0.0	0.0	0.0
파생상품	133.8	0.0	0.0	0.0	0.0
대출채권	1,002.4	1,033.9	1,189.0	1,450.6	1,682.7
유형자산	79.1	97.1	96.2	95.2	94.2
투자부동산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	13,120.6	16,770.9	18,136.9	19,097.3	20,061.4
당기손익인식금융부채	0.0	3,424.4	3,664.1	3,920.6	4,195.0
예수부채	2,720.8	3,411.0	3,649.7	3,868.7	4,100.9
차입부채	7,113.9	4,692.1	4,852.2	4,934.0	5,037.4
기타부채	487.1	1,720.1	2,246.5	2,445.6	2,694.2
부채총계	10,321.9	13,390.4	14,412.5	15,168.9	16,027.5
자본금	346.2	394.2	394.2	394.2	394.2
보통주	346.2	394.2	394.2	394.2	394.2
우선주	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본잉여금	1,144.5	1,505.3	1,505.3	1,505.3	1,505.3
이익잉여금	1,230.4	1,245.9	1,383.7	1,583.4	1,789.3
자본조정	(103.1)	99.5	106.8	105.7	0.0
기타포괄손익누계액	180.7	200.6	199.1	203.1	207.1
자본총계	2,798.7	3,380.4	3,724.4	3,928.4	4,033.9
부채와 자본총계	13,120.6	16,770.9	18,136.9	19,097.3	20,061.4

성장성 및 재무비율	(단위: %, 원)				
	11.3	12.3	13.3F	14.3F	15.3F
자산증가율	(0.41)	27.82	8.15	5.30	5.05
대출자산증가율	23.22	3.14	15.00	22.00	16.00
자기자본증가율	7.69	16.00	10.55	5.65	2.75
영업수익증가율	(2.46)	9.18	0.88	8.26	6.62
영업이익증가율	12.95	(20.38)	(12.47)	32.81	11.59
세전이익증가율	5.91	(15.42)	(11.75)	32.37	11.50
순이익증가율	(2.85)	(19.24)	(0.60)	32.37	11.50
부채비율	368.81	412.47	401.57	400.06	411.39
Leverage비율	4.69	5.17	5.05	5.04	5.15
자기자본비율	21.33	19.36	19.79	19.85	19.42
유보율	708.51	723.64	810.57	861.98	888.42
재정비율	84.86	84.75	80.49	81.46	84.57
영업용순자본비율	577.93	891.89	752.88	698.60	651.97
임직원	3,272	3,249	0.0	0.0	0.0
점포수	100	105	0.0	0.0	0.0

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea	11.5	10.0	10.8	29.6	14.8
Emerging Market	12.8	11.1	11.9	8.3	16.0
World	11.4	9.1	9.8	21.6	24.8

* MSCI Capital Markets Industry

우리투자증권(005940) | BUY

목표주가(12M): 17,500원

현재주가(9월14일): 12,700원

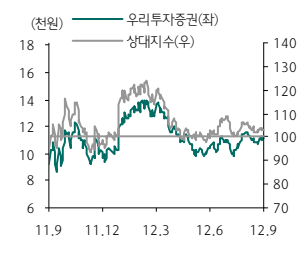
Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,007.58
52주최고/최저(원)	14,250/9,002
시가총액(십억원)	2,291.4
시가총액비중(%)	0.20
발행주식수(천주)	199,253.9
60일 평균거래량(천주)	862.2
60일 평균거래대금(십억원)	9.6
11년 배당금(원)	230
12년 배당금(예상, 원)	300
외국인 지분율(%)	20.51
주가상승률	1M 6M 12M
절대	7.2 (8.0) 26.9
상대	4.6 (6.1) 12.1

Consensus Data

	2013.3F	2014.3F
영업이익(십억원)	264.9	332.3
순이익(십억원)	207.7	250.6
EPS(원)	952	1,149
BPS(원)	16,665	17,636

Stock Price



제자리 찾는 시기

영업력과 명성은 대부분 다시 제자리를 찾고 있다

우리투자증권은 종금 부분과 부동산 PF, IPO 후유증 등을 2011년 상반기에 대부분 정리하고 대형IB 대열에 다시 합류하고 있다. 브로커리지 수수료 시장에서도 두번째를 달리고 있고, IB부분에 대한 명성도 높다. 투자자 예수증권도 113.4조원으로 두번째로 많고 리테일 고객의 자산도 76.7조원으로 삼성증권 다음으로 많다. 헤지펀드도 6개사와 프라임브로커리지 업무 협약을 맺어 가장 많은 펀드를 확보하고 있고 대차거래잔고도 가장 많으며, ELS 공모 등 금융상품 분야에서 독보적인 위치를 자랑하고 있다. 다만, 은행계열에 지주사의 민영화 이슈가 해소되지 않고 있어 신속하고 확고한 의사결정력 등에서는 여전히 시장눈높이가 부담스러울 수 있을 것이다. 하지만 다시 영업력과 명성은 대부분 제자리를 찾고 있다.

2분기 Preview: 2분기 경상이익 540억원 전망, 금년 1분기를 저점으로 회복국면

분기별 실적은 2011년 하반기부터 제자리 찾는 모습이었으나 다시 주춤하고 있다. 지난 1분기 세전이익은 226억원에 그쳤기 때문이다. 다행스럽게 7월부터서는 영업이익이 서서히 오르고 있지만 두드러지는 부분은 아직 크지 않아 보인다. 유가증권에서 채권투자 규모가 증권사 중 10.3조원으로 두번째로 크고 단기매매유가증권이 가장 많아 평가이익도 한 몫을 하고 있다. 또한 슬림화를 통한 판관비 축소 전략으로 2분기 경상이익은 540억원으로 증가할 것으로 예상된다. 한편 FY12 경상이익은 2,246억원으로 전년대비 비슷할 전망이다. 각 부문에서 고루 수위를 달리고 있어 회복시 이익탄력성도 좋아질 전망이다.

목표주가 17,500원으로 상향과 BUY 의견 유지, 제자리 찾기

우리투자증권의 목표주가를 17,500원으로 조정하고 투자의견 BUY를 유지한다. 현재 FY12 기준PBR은 0.8배이다. Valuation 기준은 12개월 전망치를 기준으로 해서 PBR 1.04배를 목표로 설정했다. 최근 10년동안의 PBR 평균 1.19배에서 10%할인한 부분이다. 모회사의 민영화 이슈가 해소되지 않아 변동성을 가져올 부분은 있으나 다시 영업력 기반이 제자리를 찾고 있어 자산가치 이상의 가치는 받을 수 있다는 판단이다.

Financial Data

투자지표	단위	2011.3	2012.3	2013.3F	2014.3F	2015.3F
영업수익	십억원	3,779.2	3,606.0	3,390.6	3,587.3	3,779.9
영업이익	십억원	165.0	231.8	227.4	303.2	336.9
세전이익	십억원	194.5	228.7	224.6	303.6	337.4
순이익	십억원	153.3	169.8	170.3	230.1	255.8
EPS	원	1,107	826	831	1,126	1,250
증감율	%	(15.19)	(25.42)	0.64	35.56	11.01
PER	배	9.75	13.08	13.00	9.59	8.64
PBR	배	0.62	0.68	0.66	0.63	0.59
ROE	%	5.95	5.60	4.86	6.29	6.63
BPS	원	17,364	15,772	16,350	17,217	18,152

자료: 하나대투증권



Analyst 한정태

☎ 02-3771-7773

✉ jtkhan@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	11.3	12.3	13.3F	14.3F	15.3F
영업수익	3,779.2	3,606.0	3,390.6	3,587.3	3,779.9
수수료수익	561.0	571.0	495.0	543.5	564.9
총유가증권평가 및 처분	1,008.8	2,264.6	2,142.5	2,257.3	2,395.8
파생상품거래이익	1,503.3	0.2	0.2	0.3	0.3
이자수익	576.2	675.7	659.0	684.7	712.1
대출채권평가 및 처분	0.7	0.6	8.3	8.7	9.2
외환거래이익	50.8	60.1	61.9	65.6	68.3
기타의영업수익	78.5	33.7	23.7	27.2	29.4
영업비용	3,614.2	3,374.2	3,163.2	3,284.2	3,443.1
수수료비용	74.8	71.0	62.9	68.1	68.7
총유가증권평가 및 처분	1,311.6	2,289.8	2,140.6	2,220.6	2,333.1
파생상품거래손실	1,351.8	0.1	0.1	0.2	0.2
이자비용	282.0	331.2	310.0	314.9	323.4
대출채권평가 및 처분	21.8	19.7	3.9	0.8	0.8
외환거래손실	55.1	66.2	62.9	63.5	65.4
판매비와 관리비	515.8	592.9	579.4	612.7	648.0
영업이익	165.0	231.8	227.4	303.2	336.9
영업외손익	29.5	(3.1)	(2.7)	0.4	0.6
순수익	680.8	824.8	806.8	915.9	984.9
수수료수익	486.2	500.0	432.1	475.4	496.2
Prop trading	(151.3)	(25.1)	1.9	36.7	62.9
이자이익	294.1	344.5	349.0	369.9	388.7
기타	51.8	5.4	23.8	33.9	37.1
법인세차감전순익	194.5	228.7	224.6	303.6	337.4
계속사업손익 법인세비용	41.2	58.9	54.4	73.5	81.7
당기순이익	153.3	169.8	170.3	230.1	255.8
지배주주지분순이익	153.3	166.1	167.8	227.6	253.2

수익성 및 투자지표	(단위: %, 개, 명)				
	11.3	12.3	13.3F	14.3F	15.3F
판매비/순수익	75.77	71.89	71.82	66.90	65.80
수수료/순수익	71.42	60.63	53.55	51.90	50.38
이자이익/순수익	43.20	41.77	43.26	40.38	39.46
Prop/순수익	(22.23)	(3.04)	0.24	4.01	6.38
판매비/수수료이익	106.09	118.58	134.10	128.90	130.59
영업수지율	130.31	125.28	121.18	123.35	122.77
EPS	1,107	826	831	1,126	1,250
BPS	17,364	15,772	16,350	17,217	18,152
DPS	300	230	200	250	300
PER	17.37	15.31	12.64	9.35	8.41
PBR	1.16	0.83	0.66	0.63	0.59
Yield	1.49	1.76	1.85	2.31	2.78
ROA	0.81	0.80	0.72	0.93	0.99
ROE	5.95	5.60	4.86	6.29	6.63

자료: 하나대투증권

Country Aggregates					
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea	9.8	8.3	8.8	35.4	17.5
Emerging Market	10.8	9.5	9.9	7.5	12.7
World	12.7	11.3	11.7	6.6	12.5

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표	(단위: 십억원)				
	11.3	12.3	13.3F	14.3F	15.3F
현금 및 예치금	2,485.8	3,915.1	4,092.5	4,297.1	4,512.0
유가증권	11,583.1	15,120.0	15,820.4	16,279.2	16,751.5
단기손익인식금융자산	9,029.1	13,121.3	13,777.4	14,190.7	14,616.4
매도가능금융자산	2,154.2	1,852.3	1,889.4	1,927.2	1,965.7
만기보유금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
관계사투자주식	399.7	146.3	153.6	161.3	169.4
기타유가증권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
파생상품	530.1	0.8	0.8	0.8	0.8
대출채권	3,528.5	1,808.8	1,953.5	2,187.9	2,450.4
유형자산	324.6	317.0	313.8	310.7	307.6
투자부동산	0.0	78.7	79.5	80.3	81.1
자산총계	19,359.2	22,985.0	24,343.8	25,280.4	26,269.8
당기손익인식금융부채	0.0	7,309.1	7,747.7	8,096.3	8,501.1
예수부채	1,163.0	1,452.8	1,532.8	1,640.0	1,754.8
차입부채	14,853.7	8,885.5	9,140.3	9,238.4	9,452.5
기타부채	713.8	1,544.3	2,354.1	2,564.2	2,634.0
부채총계	16,730.5	19,276.9	20,774.9	21,539.0	22,342.5
자본금	786.8	1,120.5	1,120.5	1,120.5	1,120.5
보통주	687.4	1,021.1	1,021.1	1,021.1	1,021.1
우선주	99.4	99.4	99.4	99.4	99.4
자본잉여금	884.2	1,175.8	1,175.8	1,175.8	1,175.8
이익잉여금	797.6	994.9	1,114.1	1,299.6	1,499.9
자본조정	(29.3)	(23.4)	(23.4)	(23.4)	(23.4)
기타포괄손익누계액	189.4	172.6	179.5	183.1	186.7
자본총계	2,628.7	3,708.1	3,576.0	3,765.2	3,969.3
부채와 자본총계	19,359.2	22,985.0	24,350.9	25,304.3	26,311.8

성장성 및 재무비율	(단위: %, 원)				
	11.3	12.3	13.3F	14.3F	15.3F
자산증가율	5.18	18.73	5.91	3.85	3.91
대출자산증가율	242.08	(48.74)	8.00	12.00	12.00
자기자본증가율	4.18	30.88	3.66	5.30	5.43
영업수익증가율	(30.41)	(4.58)	(5.97)	5.80	5.37
영업이익증가율	(15.08)	40.53	(1.92)	33.32	11.12
세전이익증가율	(14.93)	17.58	(1.77)	35.13	11.15
순이익증가율	(15.08)	10.75	0.28	35.13	11.15
부채비율	636.46	560.32	582.52	573.53	564.28
Leverage비율	7.36	6.68	6.83	6.73	6.63
자기자본비율	13.58	14.97	14.65	14.86	15.07
유보율	234.10	207.03	218.28	235.16	253.36
재정비율	63.98	63.09	64.21	65.91	67.58
영업용순자본비율	424.88	632.65	577.37	534.96	496.21
임직원	2,968	3,057	0	0	0
점포수	116	118	0	0	0

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea	11.5	10.0	10.8	29.6	14.8
Emerging Market	12.8	11.1	11.9	8.3	16.0
World	11.4	9.1	9.8	21.6	24.8

* MSCI Capital Markets Industry

증권 Top Picks

한국금융지주(071050) | BUY

목표주가(12M): 50,000원

현재주가(9월14일): 42,000원

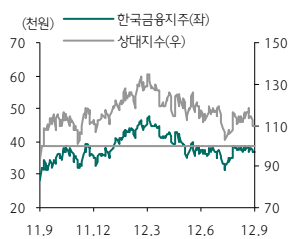
Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,007.58
52주최고/최저(원)	47,600/28,550
시가총액(십억원)	2,050.7
시가총액비중(%)	0.18
발행주식수(천주)	55,726.0
60일 평균거래량(천주)	125.3
60일 평균거래대금(십억원)	4.6
11년 배당금(원)	700
12년 배당금(예상, 원)	700
외국인 지분율(%)	42.38
주가상승률	1M 6M 12M
절대	9.9 (7.6) 39.1
상대	7.4 (5.8) 24.3

Consensus Data

	2013.3F	2014.3F
영업이익(십억원)	291.3	348.4
순이익(십억원)	229.7	282.0
EPS(원)	3,730	4,579
BPS(원)	45,735	49,236

Stock Price



Analyst 한정태

☎ 02-3771-7773

✉ jtkhan@hanafn.com

증권지주회사의 경쟁력을 보여준다

자회사 버퍼와 대형사 중 가장 높은 ROE

한국금융지주의 팬들이 많아졌다. 이는 작년 실적이 가장 좋았기 때문이다. FY11순이익이 2,708억원을 시현하면서 당사커버리지 중 가장 좋은 실적을 시현했다. 이러한 실적 호조는 타사와는 달라 금융지주로 자산운용부분 등 자회사 버퍼를 보유하고 있는 부분도 한 몫을 했다. 자산운용사도 최근 연간 400억원 가까운 순이익을 낼 수 있는 회사로 컸다. 한국투자저축은행도 저축은행업에 대한 우려와는 달리 꾸준히 이익을 내고 있으며, 투자파트너스도 작년에는 239억원의 순이익을 시현했다. 즉, 자회사에서 600~700억원의 순이익을 낼 수 있는 버퍼를 가지고 있다. 또한 대형증권사 중에서는 ROE가 가장 높다. 물론 자기자본 규모가 가장 적은 부분도 있지만 이익 규모가 크기 때문에 굳이 폄하할 필요는 없다.

2분기 Preview: 2분기 경상이익 623억원 전망, 금년 1분기를 저점으로 회복국면

하지만 금년들어 실적은 두드러지지 않고 있다. 1분기 세전이익은 228억원에 그쳤기 때문이다. 다행스럽게 2분기(7월~9월) 실적은 상당폭 개선될 전망이다. 당사는 세전이익을 623억원으로 추정하고 있다. 금년들어 채권운용 규모를 대폭 늘리고 금융자산 확대에 대한 집중 전략을 구사하면서 이자이익이 배증하고 있다. 다만, 운용을 제외하고는 자회사의 분발은 크지 않을 것으로 예상된다. 한편 연간 세전이익은 2,231억원 전망으로 전년 대비 30.9%감소하지만 2013년은 2,904억원으로 늘어나면서 다시 증가세를 보일 전망이다.

목표주가 50,000원과 BUY유지, 의사결정력과 태생적 집중력이 좋다

한국금융지주의 목표주가 50,000원과 투자의견 BUY 유지한다. 목표주가는 PBR 1.17배를 목표로 설정했다. 05년이후 평균 PBR인 1.17배를 기준으로 했다. 증권지주사로 의사결정력과 태생적 집중력이 좋아 투자은행으로 승화에 발 빠르게 다가갈 수 있다는 판단하에 관심종목으로 선정하고 있다.

Financial Data

투자지표	단위	2011.3	2012.3	2013.3F	2014.3F	2015.3F
영업수익	십억원	2,464.9	2,649.8	2,773.6	3,019.4	3,263.1
영업이익	십억원	239.2	323.9	223.1	290.3	307.5
세전이익	십억원	227.0	323.2	223.1	290.4	309.2
순이익	십억원	175.2	270.6	169.1	220.2	234.3
EPS	원	3,512	5,118	3,199	4,164	4,432
증감율	%	(17.1)	45.7	(37.5)	30.2	6.4
PER	배	8.97	6.15	9.85	7.57	7.11
PBR	배	0.83	0.77	0.74	0.69	0.64
ROE	%	8.09	11.44	6.58	8.11	8.03
BPS	원	38,024	40,684	42,762	45,428	49,378

자료: 하나대투증권

추정 재무제표

연결 손익계산서		(단위: 십억원)				
	11.3	12.3	13.3F	14.3F	15.3F	
영업수익	2,464.9	2,649.8	2,773.6	3,019.4	3,263.1	
이자수익	636.4	684.2	786.8	849.8	926.3	
Prop trading 수익	567.1	1,150.6	1,243.2	1,366.3	1,482.5	
수수료 수익	598.4	650.3	603.6	646.8	691.3	
배당수익	36.1	47.1	40.0	46.0	50.6	
외환거래	40.2	20.3	17.3	15.4	15.5	
기타영업수익	586.7	97.2	82.6	95.0	96.9	
영업비용	2,225.7	2,325.9	2,550.6	2,729.1	2,955.6	
이자비용	422.3	486.6	496.3	508.7	557.1	
Prop trading 비용	713.3	1,138.7	1,319.8	1,439.9	1,572.4	
수수료 비용	64.4	72.2	85.9	97.9	107.7	
외환거래비용	35.6	9.8	14.2	14.5	14.8	
판매및 관리비	555.2	601.6	614.8	645.6	677.8	
기타	434.9	17.0	19.5	22.5	25.8	
영업이익(손실)	239.2	323.9	223.1	290.3	307.5	
영업외수익	23.9	35.1	36.2	38.0	39.9	
영업외비용	36.2	34.4	36.1	37.9	38.3	
경상이익	227.0	323.2	223.1	290.4	309.2	
세전이익	227.0	323.2	223.1	290.4	309.2	
법인세	54.6	78.2	54.0	70.3	74.8	
총당기순이익	175.2	270.6	169.1	220.2	234.3	
연결당기순이익	175.2	270.6	169.1	220.2	234.3	
지배손익	175.9	270.9	169.0	219.9	234.1	

자회사 Breakdown			(단위: %, 십억원)		
	11.3	12.3	13.3F	14.3F	15.3F
자회사 지분법 합	241.9	298.2	219.8	268.7	279.7
증권	179.7	210.1	161.5	192.9	211.5
운용	31.1	37.2	39.4	41.8	43.9
저축은행	15.2	30.0	16.5	19.0	19.9
투자파트너스	19.7	23.9	3.6	15.5	3.8
기타	(3.8)	(3.0)	(1.2)	(0.5)	0.7
증권/지분법이익	74.3	70.5	73.5	71.8	75.6
수익성(증권) 및 투자지표(연결)			(단위: %, 원)		
	11.3	12.3	13.3F	14.3F	15.3F
이자이익/순수익(지주)	26.95	21.35	34.67	36.44	37.47
수수료/순수익(지주)	67.22	62.47	61.79	58.65	59.23
판매비/순수익(지주)	69.89	65.00	73.38	68.98	68.79
EPS(지주)	3,512	5,118	3,199	4,164	4,432
BPS	37,948	40,532	42,610	45,276	49,227
DPS	700	700	700	700	800
ROA(지주)	1.21	1.60	0.82	0.94	0.92
ROE(지주)	8.09	11.44	6.58	8.11	8.03
ROE(증권)	7.73	7.57	5.08	5.86	6.19

자료: 하나대투증권

Country Aggregates					
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea	9.8	8.3	8.8	35.4	17.5
Emerging Market	10.8	9.5	9.9	7.5	12.7
World	12.7	11.3	11.7	6.6	12.5

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

연결 대차대조표		(단위: 십억원)				
	11.3	12.3	13.3F	14.3F	15.3F	
현금 및 예치금	3,957.4	2,257.4	2,363.9	2,475.5	2,592.5	
유가증권	7,871.6	12,725.6	15,767.3	17,451.7	19,121.7	
증권	7672.4	12463.0	15399.6	17010.5	18636.4	
기타	199.2	262.6	367.7	441.2	485.3	
대출채권	2,122.9	2,265.1	2,605.3	2,806.5	3,024.8	
유형자산	308.0	357.4	360.9	364.5	368.2	
무형자산	0.0	109.7	110.8	111.9	113.0	
투자부동산	0.0	75.0	75.8	76.5	77.3	
기타자산	690.2	1,004.2	1,054.4	1,107.1	1,162.5	
자산총계	14,950.2	18,794.4	22,338.3	24,393.8	26,460.0	
예수부채	2,610.9	2,469.1	2,669.6	2,807.6	2,953.5	
단기매매금융부채	0.0	911.1	956.6	1,004.5	1,054.7	
당기손익인식지정금융부채	0.0	3,231.4	4,879.4	5,416.1	6,011.9	
차입부채	9,467.4	8,688.0	10,151.6	11,179.5	12,164.4	
기타부채	644.3	989.4	1,047.7	1,188.5	1,234.6	
부채총계	12,722.6	16,289.0	19,704.9	21,596.2	23,419.1	
자본금	307.9	307.9	307.9	307.9	307.9	
보통주	264.4	264.4	264.4	264.4	264.4	
자본잉여금	606.2	605.4	605.4	605.4	605.4	
이익잉여금	1,132.3	1,386.7	1,512.2	1,688.8	1,879.6	
기타포괄손익누계액	227.7	246.3	248.8	236.3	238.7	
외부주주지분	4.4	9.3	9.3	9.3	9.3	
자본총계	2,227.6	2,505.5	2,633.4	2,797.6	3,040.9	
부채와 자본총계	14,950.2	18,794.4	22,338.3	24,393.8	26,460.0	

성장성(연결) 및 재무비율(증권)				(단위: %, 원)	
	11.3	12.3	13.3F	14.3F	15.3F
자산증가율(지주)	7.07	25.71	18.86	9.20	8.47
자산증가율(증권)	8.31	25.05	20.71	9.41	8.78
자기자본증가율(지주)	5.98	12.47	5.11	6.23	8.70
영업수익증가율(지주)	(34.07)	7.50	4.67	8.86	8.07
영업이익증가율	(18.22)	35.38	(31.13)	30.17	5.92
경상이익증가율	(23.98)	42.40	(30.96)	30.16	6.44
순이익증가율	(17.08)	54.48	(37.50)	30.16	6.44
EPS증가율	(17.08)	45.71	(37.50)	30.16	6.44
부채비율(지주)	571.13	650.13	748.26	771.95	770.13
Leverage(지주)	6.71	7.50	8.48	8.72	8.70
Leverage(증권)	5.55	5.37	6.29	6.62	6.94
자기자본비율(지주)	14.90	13.33	11.79	11.47	11.49
유보율(지주)	623.43	713.68	755.23	808.55	887.57
재정비율(증권)	87.99	88.35	88.57	88.89	89.18
영업용순자본비율	618.00	573.49	519.17	471.96	428.40
인원	2,549.00	2,583.00	2,677.00	0.00	0.00
지점	116.00	113.00	0.00	0.00	0.00

Sector Aggregates

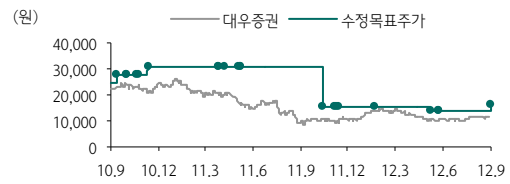
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea	11.5	10.0	10.8	29.6	14.8
Emerging Market	12.8	11.1	11.9	8.3	16.0
World	11.4	9.1	9.8	21.6	24.8

* MSCI Capital Markets Industry

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

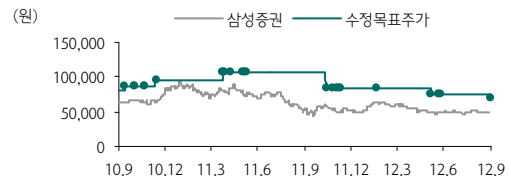
▶ 대우증권

날짜	투자 의견	수정 목표주가
12.9.17	BUY	16,000 원
12.6.11	BUY	14,000 원
12.6.8	BUY	14,000 원
12.5.23	BUY	14,000 원
12.2.7	BUY	15,500 원
11.11.28	BUY	15,500 원
11.11.25	BUY	15,500 원
11.11.21	BUY	15,500 원
11.10.31	BUY	15,500 원
11.5.25	BUY	31,000 원
11.5.23	BUY	31,000 원
11.5.20	BUY	31,000 원
11.4.25	BUY	31,000 원
11.4.12	BUY	31,000 원
11.4.11	BUY	31,000 원
10.11.29	BUY	31,000 원
10.11.8	BUY	28,000 원
10.11.5	BUY	28,000 원
10.10.19	BUY	28,000 원
10.10.18	BUY	28,000 원
10.9.28	BUY	28,000 원



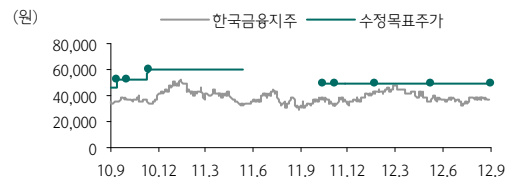
▶ 삼성증권

날짜	투자 의견	수정 목표주가
12.9.17	BUY	70,000 원
12.6.11	BUY	75,000 원
12.6.8	BUY	75,000 원
12.5.23	BUY	75,000 원
12.2.7	BUY	85,000 원
11.11.28	BUY	85,000 원
11.11.25	BUY	85,000 원
11.11.21	BUY	85,000 원
11.11.10	BUY	85,000 원
11.10.31	BUY	85,000 원
11.5.25	BUY	108,000 원
11.5.23	BUY	108,000 원
11.5.20	BUY	108,000 원
11.4.25	BUY	108,000 원
11.4.12	BUY	108,000 원
11.4.11	BUY	108,000 원
10.11.29	BUY	95,000 원
10.11.8	BUY	87,000 원
10.11.5	BUY	87,000 원
10.10.19	BUY	87,000 원
10.10.18	BUY	87,000 원
10.9.28	BUY	87,000 원



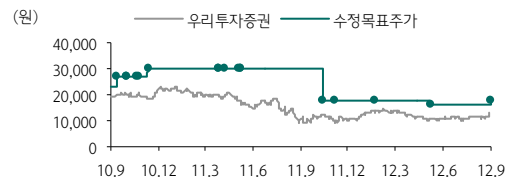
▶ 한국금융지주

날짜	투자 의견	수정 목표주가
12.9.17	BUY	50,000 원
12.5.23	BUY	50,000 원
12.2.7	BUY	50,000 원
11.11.21	BUY	50,000 원
11.10.31	BUY	50,000 원
10.11.29	BUY	60,000 원
10.10.18	BUY	53,000 원
10.9.28	BUY	53,000 원



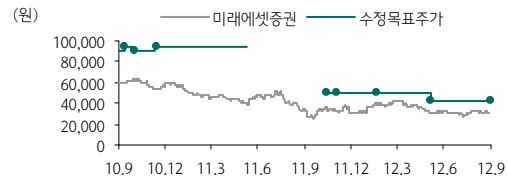
▶ 우리투자증권

날짜	투자의견	수정목표주가
12.9.17	BUY	17,500 원
12.5.23	BUY	16,500 원
12.2.8	BUY	18,000 원
11.11.21	BUY	18,000 원
11.10.31	BUY	18,000 원
11.5.25	BUY	30,000 원
11.5.23	BUY	30,000 원
11.5.20	BUY	30,000 원
11.4.25	BUY	30,000 원
11.4.12	BUY	30,000 원
11.4.11	BUY	30,000 원
10.11.29	BUY	30,000 원
10.11.8	BUY	27,000 원
10.11.5	BUY	27,000 원
10.10.19	BUY	27,000 원
10.10.18	BUY	27,000 원
10.9.28	BUY	27,000 원



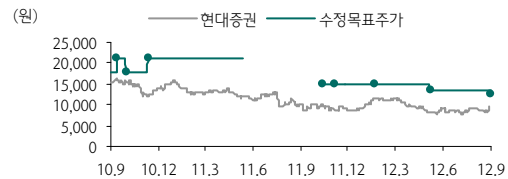
▶ 미래에셋증권

날짜	투자의견	수정목표주가
12.9.17	BUY	43,000 원
12.5.23	BUY	43,000 원
12.2.7	BUY	50,000 원
11.11.21	BUY	50,000 원
11.10.31	BUY	50,000 원
10.11.29	BUY	95,000 원
10.10.18	BUY	90,000 원
10.9.28	BUY	95,000 원



▶ 현대증권

날짜	투자의견	수정목표주가
12.9.17	BUY	12,500 원
12.5.23	BUY	13,500 원
12.2.7	BUY	15,000 원
11.11.21	BUY	15,000 원
11.10.31	BUY	15,000 원
10.11.29	BUY	21,000 원
10.10.18	BUY	18,000 원
10.9.28	BUY	21,000 원



투자의견 분류 및 적용

1. 기업 및 산업의 분류

기업분석

분류	적용기준
BUY(매수)	목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)	목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업분석

분류	적용기준
Overweight(비중확대)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 하락 가능

2. 투자지침의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(한정태)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2012년 9월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(한정태)는 2012년 9월 17일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.