

한국금융지주

(071050/매수)

[탐방메모] 변한 것은 주가 뿐

- 1Q 실적은 일회성요인이 서로 상쇄 + 영업실적은 평이
- 운용자회사 성과호조와 상품이익의 버퍼 잔존하여 FY13 이익 방어
- 대형사 중 가장 진전된 비용효율성과 수수료중심의 수익구조로 불황기의 대안
- 최근 20% 가까운 단기 조정으로 Valuation 매력 부상, PBR 0.85는 08년 제외 최저 수준
- 투자의견 매수, TP 58,000원, Top picks 유지

탐방메모 : 일회성 기여도는 감소, 영업실적 및 비용통제는 안정적

1Q 실적은 평이 : 일회성 요인은 혼조

- 일회성 요인 : 리먼 관련 소송 합의금이 4월에 반영되었으나, 보유중인 STX팬오션 채권(100억 원)의 손실 처리가 예상되고, 최근 시중금리 상승에 따른 채권운용 손실이 5~6월 반영되면서 서로 상쇄될 전망
- 일회성을 제외한 한투증권의 경상적인 이익 체력은 월간 200억 원 수준으로 유지, Brok 수익 MS 7%까지 상승 후 유지, 자산관리 부문의 수익은 큰 변동 없으나 ELS 발행이 최근 호조(FY12 월 평균 3천억 발행 vs FY13 현재 월 평균 4,600억 원)
- 업황 부진이 지속되면서 업계 전체적으로 고정비 부담 문제가 제기되고 있는데, 한투증권은 꾸준히 비용통제를 진행하여 여전히 판관비효율성은 높은 상황(증권업 평균 판관비효율성 67.3%, 한투증권 76.2%), FY12 인건비가 전년 대비 7% 감소하는 등 전체 판관비는 5% 감축
- 운용자회사들의 성과는 호조, 분기별 150억 원 수준의 세전이익 유지, 최근 밸류자산의 AUM이 3.8조 원까지 상승 → 운용자회사들의 주식형 펀드시장에서의 점유율은 13%를 상회하면서 전년 동기 대비 +1.5%p, 연금투자자Pool 운용사로 선정된 후 6월부터 영업 개시
- 기타 자회사들의 실적은 평이, 저축은행은 6월 결산 시점이지만 특별한 충당금 설정 이슈 등 없고(BIS비율 18.6%, 고정이하 5.7%) 분기 50억 원 수준의 세전이익 체력 유지, 한국파트너스는 운용규모 5천억 원 수준으로 업계에서 가장 규모 큼, 최근 시류에 따라 VC들의 투자회수율이 높아질 것이라는 기대가 많으나 당장 실현될 것은 제한

기타 FY13 실적 변수

- 최근 2년 간 동사의 순이익은 증권사 중 가장 높았음, 배경에는 1) 08년 글로벌 위기 당시 발생한 위험자산들의 손실이 환입되는 등 일회성 이익이 기여하였고, 2) 전체적인 자산유입 및 MS 상승 등의 경상적인 이익체력 개선이 복합되어 있음

결산기 (3월)	03/11	03/12	03/13P	12/13F	12/14F	12/15F
순영업수익 (십억원)	794	926	813	632	889	931
영업이익 (십억원)	239	324	238	198	305	324
순이익 (십억원)	176	271	187	151	233	247
EPS (원)	2,856	4,399	3,036	2,459	3,781	4,016
BPS (원)	36,028	40,381	42,675	44,222	47,074	49,720
P/E (배)	14.7	10.2	15.1	16.8	10.9	10.3
P/B (배)	1.2	1.1	1.1	0.9	0.9	0.8
ROE (%)	8.2	11.5	7.3	5.6	8.2	8.3
배당수익률	1.7	1.6	1.3	1.2	1.9	2.2
자기자본 (십억원)	2,223	2,496	2,641	2,736	2,913	3,077

주: FY11 이후 K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익, 12/13F는 회계기준 변경에 의한 9개월 수치임

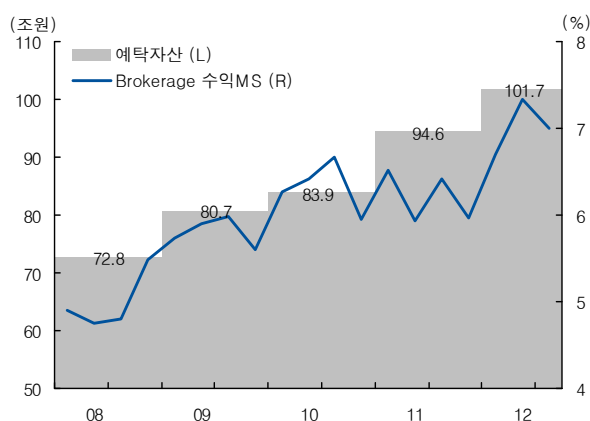
자료: 한국금융지주, KDB대우증권 리서치센터

FY12의 일회성 요인을 종합하면 약 800억 원(리먼 관련 400억 원, 파생상품 평가손 환입 500억 원, 기타 -100억 원 등), FY13에는 리먼 소송 합의금이 4월에 이미 인식되었고, 위탁운용 중인 고유자산펀드의 평가익(현재 700~800억 원)이 대기 중이므로 이익의 방어 역할을 할 것

다시 찾아온 Value Buy Chance!, 매수/ 목표주가 58,000원/ Top Picks

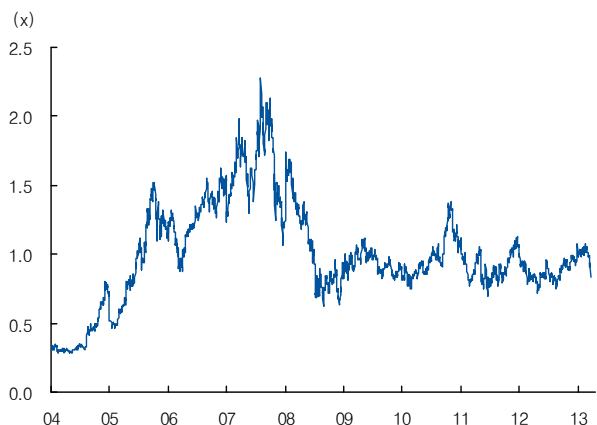
- 최근 동사 주가의 급격한 조정 배경에는 1) 일회성 이익의 유입이 일단락되면서 이익 모멘텀의 둔화 우려, 2) 최근 채권금리 상승에 따른 평가손, 3) 출구 전략 우려 등을 배경으로 지분을 40%에 이르는 외국인 투자자의 매물 출회 등으로 추정
- 전술하였듯이 FY13에도 일부 일회성 이익과 가용할 수 있는 이익 버퍼가 있는 상황이고, FY14에 거래소 IPO가 이루어진다면 업계 공통적으로 상당한 Hidden Value가 회수될 것
- 오히려 영업력에 주목해야 하는 시점임, 08년 글로벌 위기 당시와 비교해 보면 영업력은 현저히 증대 → 고객예탁자산은 72.8조 원에서 현재 100.8조 원으로 38.5% 증가하였고, Brok 수익MS는 4% 후반에서 7% 내외로 예탁자산과 비슷한 성장률을 보이고 있음
- 동사의 수익구조는 증권업종 내에서 가장 균형잡힌 상태, 금융업에서 가장 좋은 사업은 위험없이 수익을 얻는 것인데, 동사 수익은 대부분 Brok 및 금융상품 판매, 운용보수 등 위험이 제한되는 중개형에 가까움. 더불어 비용통제도 꾸준히 진전되어 판관비효율성이 상위사 중 가장 높음, 즉 불황의 방어력이 높아진 상태
- 최근 20%에 가까운 단기 조정으로 인해 Valuation 매력 부상, PBR 0.85배(12개월 선행) 수준으로 08년 글로벌 위기를 제외하면 가장 낮아진 상태. 강화된 영업력, 수수료 중심의 수익구조와 판관비효율성 및 타사 대비 높은 ROE를 고려할 때 저평가 수준임

그림 1. Brokerage 수익MS, 예탁자산 추이



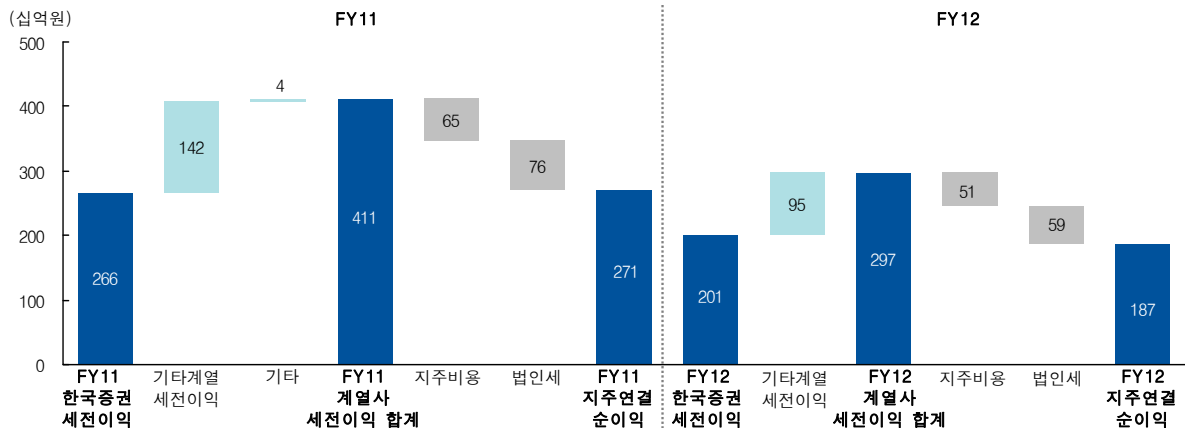
자료: 한국금융지주, FSS, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. PBR 추이



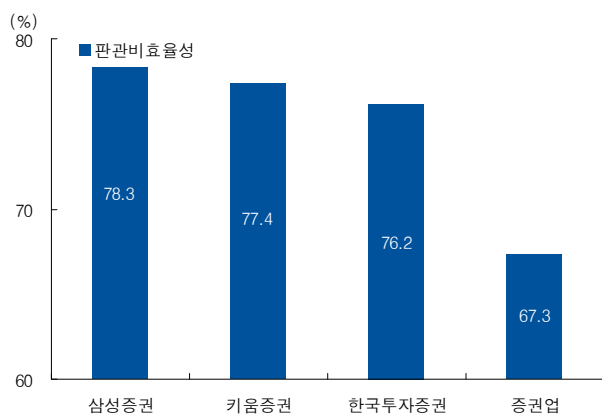
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 한국금융지주 실적 Movement



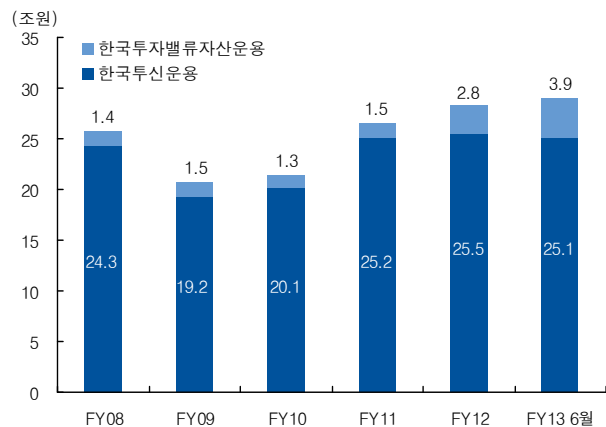
자료: 한국금융지주, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 증권사별 판관비효율성



자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 한국금융지주 계열사 예탁자산



자료: 금융투자협회, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 한국투자증권 및 한국금융지주 분기 실적 추이

(십억원, %)

	FY12					FY13F				
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1QF	2QF	3QF	QoQ	YoY
순영업이익	141.9	148.6	183.6	199.0	673.1	171.9	181.9	170.0	-13.7	21.1
수수료순이익	89.2	96.4	87.4	80.1	353.2	82.9	85.3	85.0	3.4	-7.1
순수수료	46.1	56.5	46.4	43.9	193.0	48.5	48.1	48.2	10.6	5.2
자산관리수수료	22.9	22.0	23.0	22.2	90.1	22.4	22.7	23.0	1.3	-1.9
IB관련수수료	15.8	13.9	12.4	8.7	50.9	8.4	11.0	10.3	-3.8	-47.0
순이자이익	96.1	86.1	85.3	81.5	349.1	91.5	92.4	92.5	12.2	-4.8
상품운용순이익	-46.5	-15.9	24.6	30.2	-7.7	-15.5	5.6	-6.0	적전	적지
기타이익	3.2	-18.0	-13.7	7.2	-21.4	13.0	-1.5	-1.5	81.1	307.0
판매비와관리비	116.3	115.1	110.5	121.6	463.6	118.8	117.7	117.8	-2.3	2.2
영업이익	25.6	33.4	73.1	77.4	209.5	53.0	64.2	52.2	-31.5	107.3
영업외이익	0.0	-0.2	-0.9	-7.0	-8.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	25.6	33.3	72.2	70.4	201.4	53.0	64.2	52.2	-24.6	107.4
법인세비용	7.0	5.1	15.4	14.8	42.4	12.8	15.5	12.6	-13.5	82.7
당기순이익	18.5	28.2	56.8	55.5	159.0	40.2	48.6	39.6	-27.6	116.7
당기순이익(한국금융지주)	15.7	26.1	86.8	58.2	187.0	48.2	54.7	48.5	-17.2	206.6

자료: 한국금융지주, KDB대우증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☐))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 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 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

