

증권

비중확대 (유지)

TOP PICKS

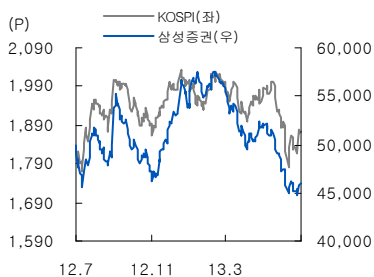
삼성증권 (016360)

투자의견 **매수 (유지)**
 목표주가 **65,000원**
 현재가 (7/15) 46,000원

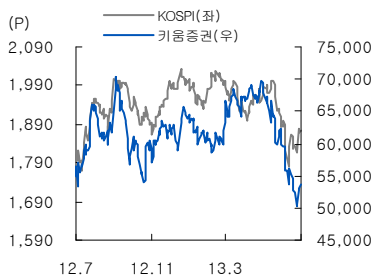
키움증권 (039490)

투자의견 **매수 (유지)**
 목표주가 **74,000원**
 현재가 (7/15) 53,700원

삼성증권 주가추이



키움증권 주가추이



박진형

02 6915 5668
 jhpark@ibks.com

www.ibks.com

부진한 증권 업황, 해결의 실마리는?

부진한 실적, 이익지표 바닥권이나 개선 모멘텀 약해 비용 절감에 치중

FY2013.1Q 증권사 실적은 부진할 전망이다. 당사 유니버스 증권사 FY2013.1Q 당기순 이익(지배회사지분 기준)은 542억원으로 컨센서스 1,297억원을 58.2% 하회하며, 이는 YoY 24.3%, QoQ 58.7% 감소한 수준이다. FY2013 예상 증권사 ROE는 4.4%로 금융 위기 당시 6.4%, 대규모 유상증자를 단행했던 FY2011 5.3%에도 미치지 못하고 있다.

증권사 이익지표는 바닥권에 있으나 개선모멘텀은 크지 않다. 글로벌 금융시장의 변동성이 커진 상황에서, 국내 경제 성장모멘텀 둔화, 개인주체의 가처분소득 정체 등은 시장 개선의 제한 요인이다. 이에 증권사들은 비용 절감 노력을 지속하고 있다. 지점 축소와 인력 조정 작업이 본격화 되고 있고 일부 증권사는 비용 절감 효과도 나타나고 있다.

부정적 상황, 규제 완화를 넘어 정책적 자본시장 지원 기대

자체적인 성장성 및 수익성 회복이 쉽지 않은 상황에서 증권사들이 바랄 수 있는 것은 정책적 지원이다. 일단 자본시장법 개정안 시행(2013.5월) 이후 세부적인 시행안 발효와 실질적인 효과가 기대된다. 저성장과 마진 하락에 직면한 증권사 입장에서 신규 업무영역 확보(PBS, 기업여신 등)는 긍정적이다.

한편 하반기에는 NCR규제 완화와 증시 활성화 대책 등 적극적인 자본시장 지원책이 기대된다. 감독당국은 NCR규제 수위를 낮추는 방안을 추진할 계획이라고 밝히고 있으며 이를 통해 해외진출, 자산성장 등 자본 활용이 증대될 것으로 예상된다.

증권사 목표PBR 0.9배, 적어도 단기적으로 매력적이며 중장기적 업황 회복 기대

FY2013 예상 ROE를 반영한 증권사 목표PBR로 0.9배를 제시한다. 현재 증권사 주가는 적어도 단기적으로 매력적이다. 1) KRX증권업지수 PBR(12개월 선행 기준)은 0.77배로 2011년 하반기 수준에 불과하며, 2) FY2013.2Q 실적은 1Q대비 개선될 것으로 예상되기 때문이다. 중장기적으로도 규제 환경 완화가 기대되어 추가적인 업황 둔화는 제한적이기 때문에 현 주가는 관심을 가져볼만한 수준이다.

증권업에 대한 투자의견으로 비중확대를 유지하고 Top-picks로 삼성증권과 키움증권을 제시한다. 삼성증권의 경우, 고객자산 확대와 비용 절감 효과가 가시화되고 있어 긍정적이다. 키움증권은 시장 부진에도 핵심 이익기반 확대(HTS/MTS)가 이어질 수 있다는 점이 투자포인트이다. 우리투자증권의 경우 우리금융 민영화 과정에서 주가 측면에서 수혜가 예상된다.

CONTENTS

I. 부진한 실적과 지루한 주가.....	3
1. FY2012 증권사 평균 ROE는 2004년 이후 최저 수준.....	3
2. 부진한 실적은 지루한 주가로 이어져 박스권을 벗어나지 못하고 있어.....	4
II. 이익지표는 바닥권이나 개선 모멘텀 약해 비용 절감에 치중.....	5
1. 시황 악화와 경쟁심화로 증권사 이익지표는 바닥권.....	5
2. 대내외 Macro 환경 및 개인주체 소득정체로 개선모멘텀 크지 않아.....	7
3. Top-line 정체를 극복하기 위한 Bottom-line 개선 작업 이어져.....	8
III. 부정적 상황, 규제 완화를 넘어 정책적 자본시장 지원 기대.....	9
1. 증권사 성장성 및 수익성 회복의 첫걸음, 자본시장법 개정안.....	9
2. 자본시장법 개정안의 수혜는? 크거나 다르거나.....	10
3. 산업 측면에서 NCR규제 완화, 시장 측면에서 증시 활성화 대책 등 적극적 자본시장 지원책 기대.....	11
4. 금융소득 종합과세 개정, 세제혜택 상품 판매 확대는 기회 요인.....	13
IV. Valuation: 목표PBR 0.9배, 적어도 단기적으로 매력적이며 중장기적 업황 회복 기대..	14
1. FY2013.1Q Preview: 이익지표 부진, 컨센서스 하회 예상.....	14
2. FY2013 예상ROE 4.4%, 목표PBR 0.9배 제시.....	15
3. 현 주가는 밴드 하단에 위치, 적어도 트레이딩 관점에서 매력적.....	16
4. Top-picks: 삼성증권, 키움증권, 우리금융 민영화 과정에서 우투증권 관심.....	17
기업분석.....	18
삼성증권 (016360): 시장 부진은 고객자산 확대와 판관비 절감으로 극복.....	18
키움증권 (039490): 플랫폼의 강점, 사람들이 키움증권을 쓰는 이유.....	20
우리투자증권 (005940): 이익기반 넓은 증권사, 우리금융 민영화 과정에서 부각.....	22
대우증권 (006800): 높아진 Valuation매력, 낮아진 수익성.....	24
현대증권 (003450): 수익성 회복의 과제.....	26

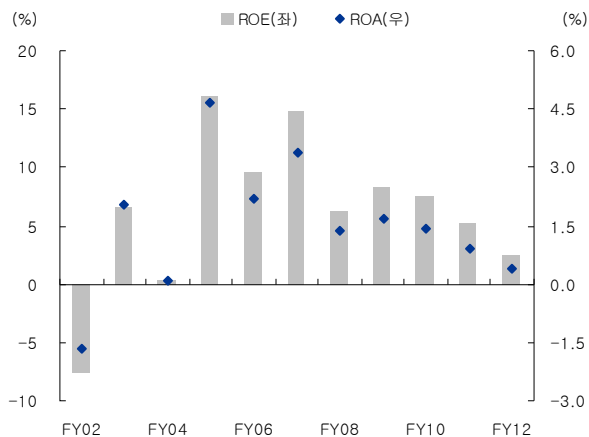
I. 부진한 실적과 지루한 주가

1. FY2012 증권사 평균 ROE는 2004년 이후 최저 수준

2013년 상반기 증권사 실적은 부진했다. 거래대금 부진과 금융상품 판매 축소로 브로커리지 및 WM 이익이 감소했고, 금융시장 부진으로 IB와 Trading 이익도 줄었다.

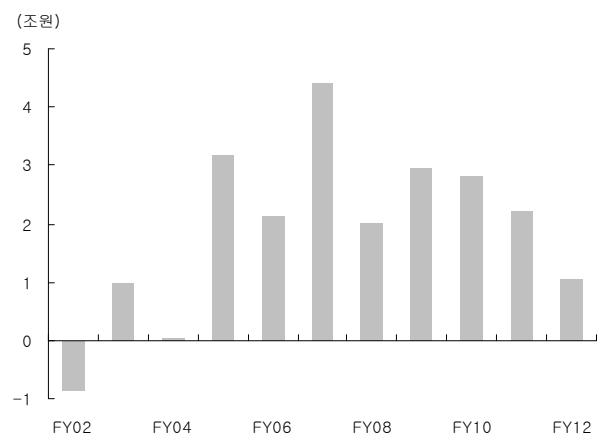
FY2012.3Q 누적 증권사 ROE(연환산)는 2.6%에 불과하다. 이는 FY2005 이후 최저 수준이며 금융위기 당시였던 FY2008 6.4%는 물론 대규모 유상증지를 단행했던 FY2011 5.3%에도 미치지 못한 수준이다. 대규모 유상증자에도 불구하고 증권사 자산 성장으로 레버리지는 소폭 확대 국면에 있으나 금융시장 부진과 경쟁심화로 수익성(ROA)이 하락하고 있어 ROE 개선을 제한하고 있다.

그림 1. 국내증권사 ROE와 ROA 추이



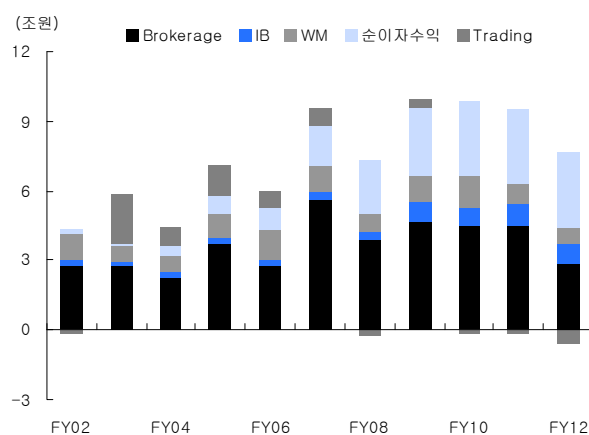
주: FY2012는 연환산 기준
자료: 금융감독원

그림 2. 국내증권사 당기순이익 추이



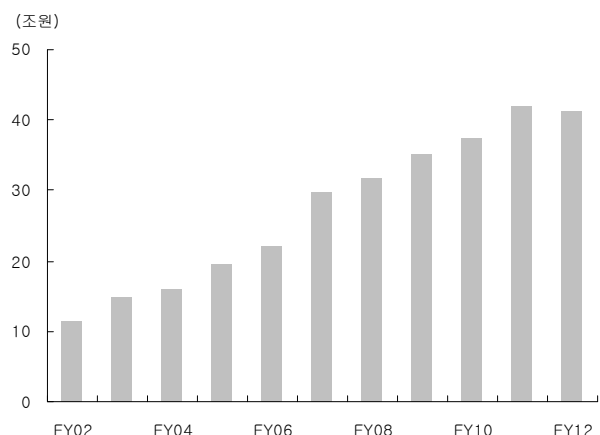
주: FY2012는 연환산 기준
자료: 금융감독원

그림 3. 국내증권사 부분별 영업수익 추이



주: FY2012는 연환산 기준
자료: 금융감독원

그림 4. 국내증권사 자기자본 총계



주: FY2012는 연환산 기준
자료: 금융감독원

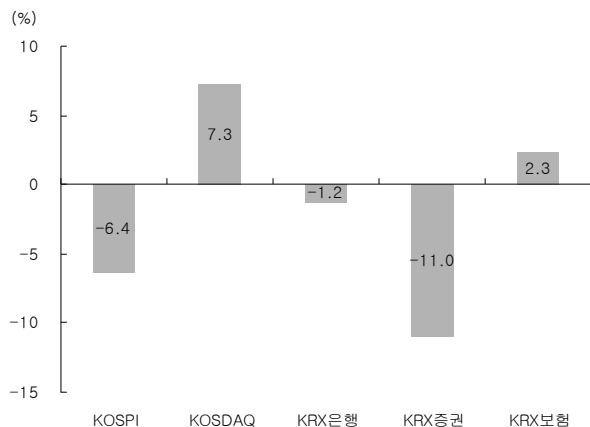
2. 부진한 실적은 지루한 주가로 이어져 박스권을 벗어나지 못하고 있어

실적부진은 지루한 주가로 이어지고 있다. KRX증권업지수의 연초대비 수익률은 -11.0%로 KOSPI를 4.7%p 하회했으며 은행과 보험 업종에 비해서도 부진했다.

주가는 부진했으나 그렇다고 다른 금융업종과 비교해서 저평가되어 있다고 보기도 어렵다. KRX은행과 KRX보험업종의 ROE(2012년 기준)는 각각 8.8%, 8.2%로 KRX증권업종 3.0%와 비교해 높은데 반해 PBR(12개월 선행)은 각각 0.54배, 0.98배로 KRX증권업종 0.76배와 비교해 수익성대비 저평가되어 있기 때문이다.

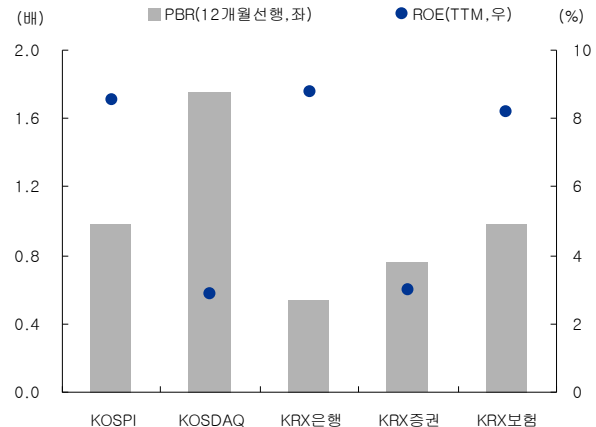
이에 주가는 박스권에서 등락을 거듭하고 있으며 시장 상황에 따라 움직이는 지루한 흐름이 지속되고 있다.

그림 5. KOSPI와 금융업종별 연초대비 주가성과 비교



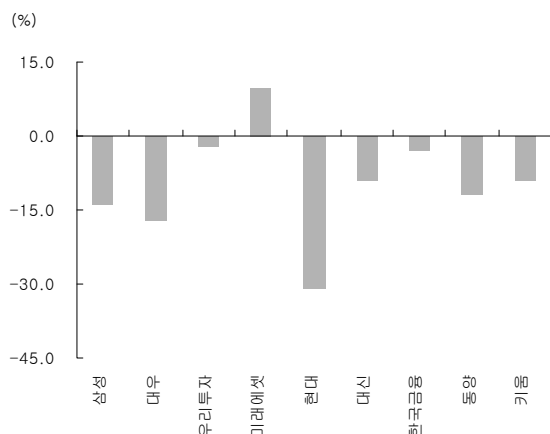
자료: IBK투자증권

그림 6. KOSPI와 금융업종별 ROE-PBR 비교



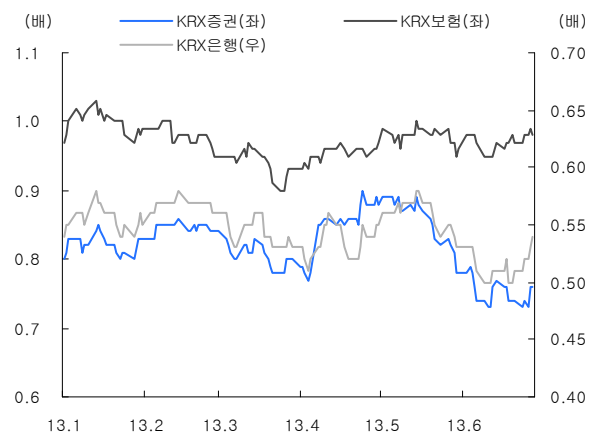
자료: IBK투자증권

그림 7. 주요증권사 연초대비 주가수익률



자료: IBK투자증권

그림 8. 금융업종별 PBR 추이



자료: IBK투자증권

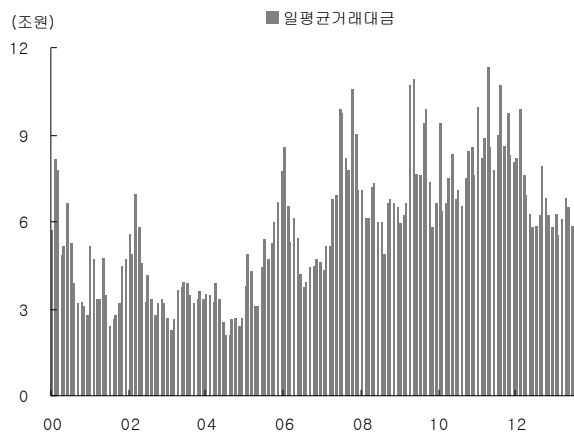
II. 이익지표는 바닥권이나 개선 모멘텀 약해 비용 절감에 치중

1. 시황 악화와 경쟁심화로 증권사 이익지표는 바닥권

금융위기 이후 이어진 시황 악화(거래대금과 회전을 부진, 금융상품 판매 부진)로 증권사 이익지표는 바닥권에 있다. 시황 악화와 더불어 증권사간 경쟁 심화는 양적/질적으로 증권사 수익 규모를 축소 시켰다.

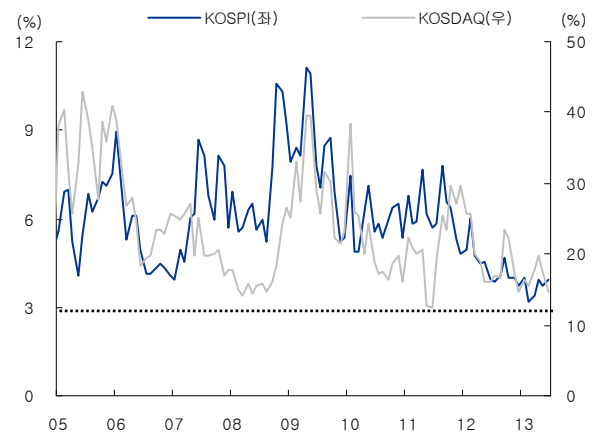
유가증권 평균 수수료율은 하락세가 지속되고 있으며 주식형 수익증권, 랩 어카운트, ELS 판매 축소 이후 신규 금융상품 판매 확대가 나타나지 않고 있다. 다만 신규 증권사 확대와 MTS 보급에서 촉발된 증권사간 경쟁 심화의 구조적 문제는 속도가 둔화될 조짐이다.

그림 9. 월간 일평균 거래대금 추이



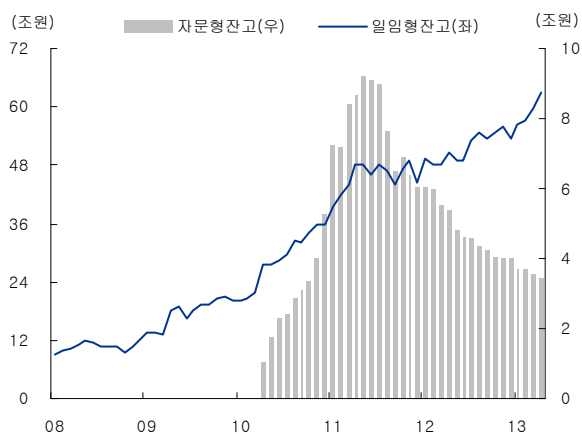
자료: IBK투자증권

그림 10. KOSPI와 KOSDAQ의 시가총액회전율



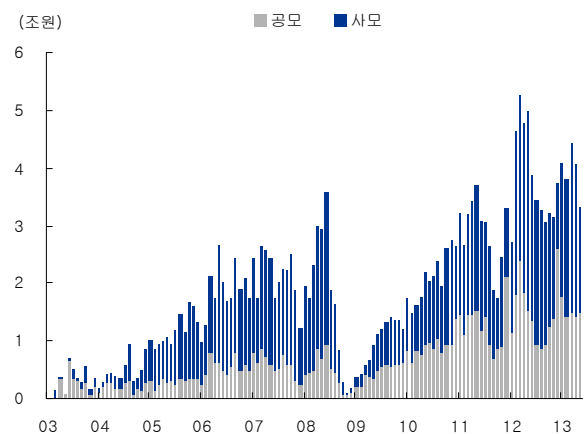
자료: IBK투자증권

그림 11. 일임형 랩어카운트 총잔고 및 자문형잔고



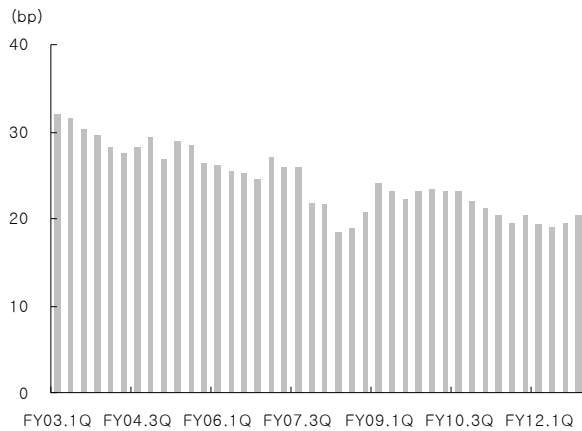
자료: 금융투자협회

그림 12. ELS 발행규모



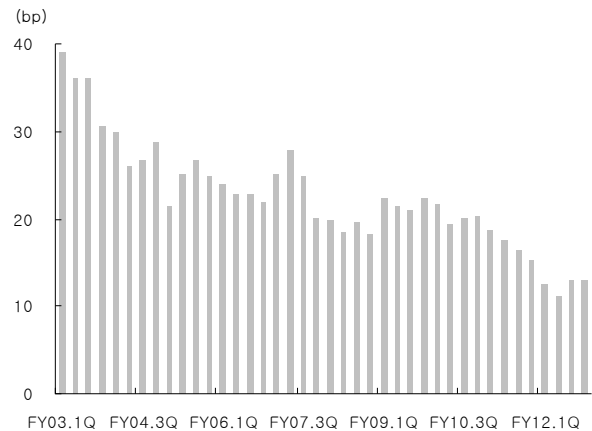
자료: 금융투자협회

그림 13. 유가증권 평균 수탁수수료율 추이



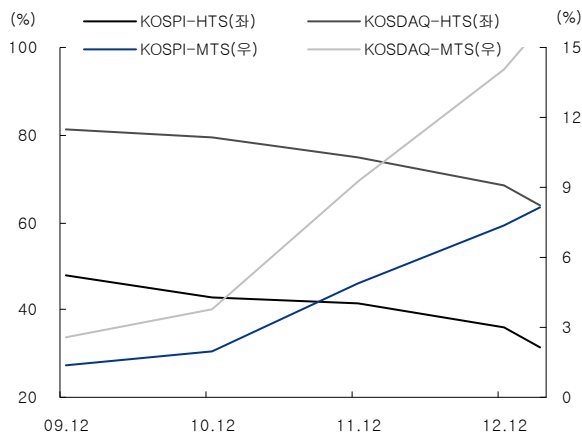
자료: IBK투자증권

그림 14. 주식 평균 수탁수수료율 추이



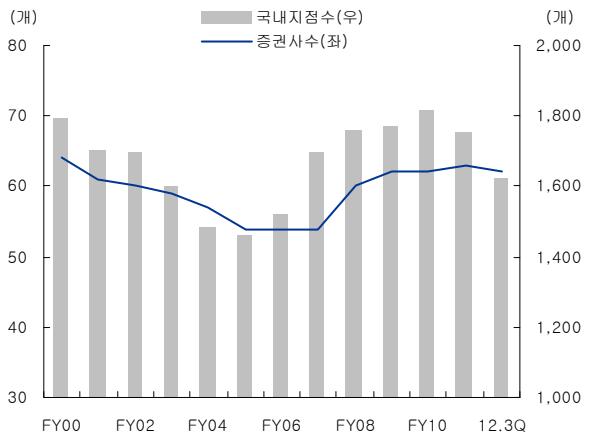
자료: IBK투자증권

그림 15. HTS와 MTS 주식거래비중



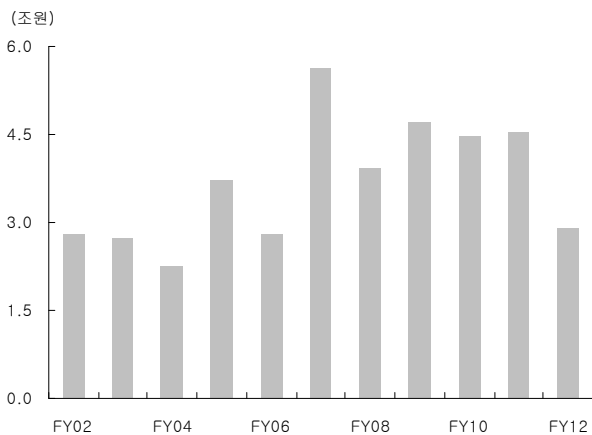
자료: KRX, IBK투자증권

그림 16. 증권사 수와 지점 수



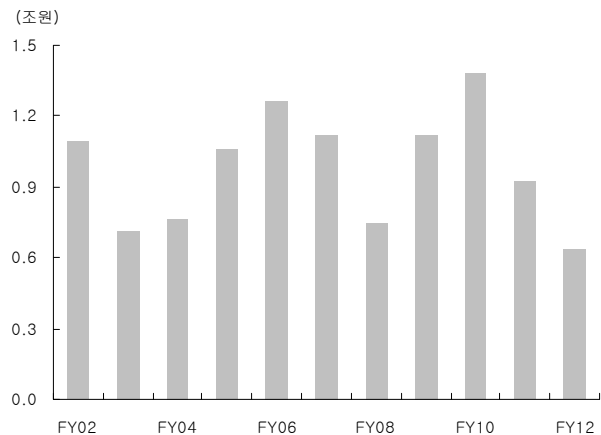
자료: 금융감독원

그림 17. 증권사 브로커리지 이익규모 추이



자료: 금융감독원

그림 18. 증권사 WM 이익규모 추이



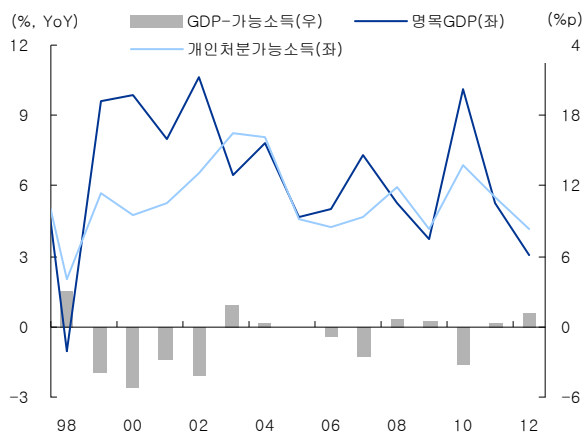
자료: 금융감독원

2. 대내외 Macro 환경 및 개인주체 소득정체로 개선모멘텀 크지 않아

증권사 이익지표가 바닥권에 있으나 개선 모멘텀은 크지 않다. 글로벌 금융시장의 변동성이 확대되고 있는 상황에서, 국내 경제의 성장모멘텀 둔화, 개인주체의 가처분소득 정체 등은 증권사 상황 개선의 제한 요인이다.

실제로 저금리 통화정책 완화로 실질유동성 증가율은 작년 말 2.4%를 기록한 이후 올 4월에는 3.8%까지 개선되고 상반기 KOSDAQ 상승으로 증권사 고객예탁금이 5월 18.5조원까지 늘었으나 거래대금은 큰 변화 없이 6조원 수준에서 유지되고 있다.

그림 19. 명목GDP와 개인처분가능소득 증가율 추이



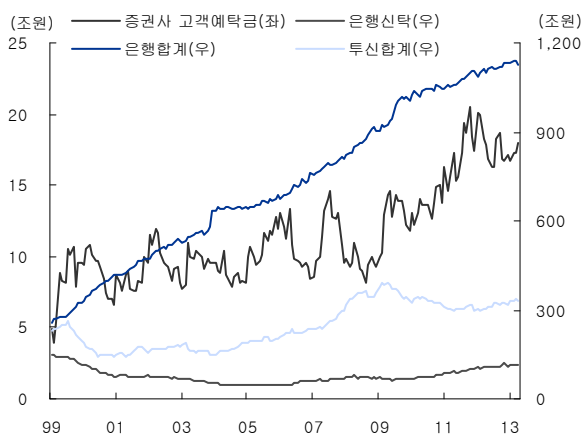
자료: IBK투자증권

그림 20. 잉여유동성과 실질유동성 추이



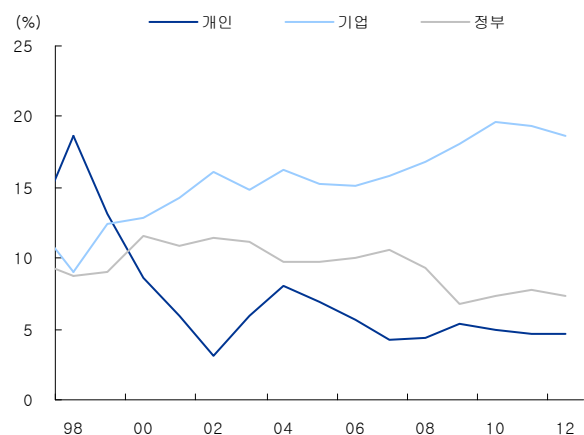
자료: IBK투자증권

그림 21. 주요 금융기관별 수신 잔고



자료: IBK투자증권

그림 22. 경제주체별 총저축률 추이



자료: IBK투자증권

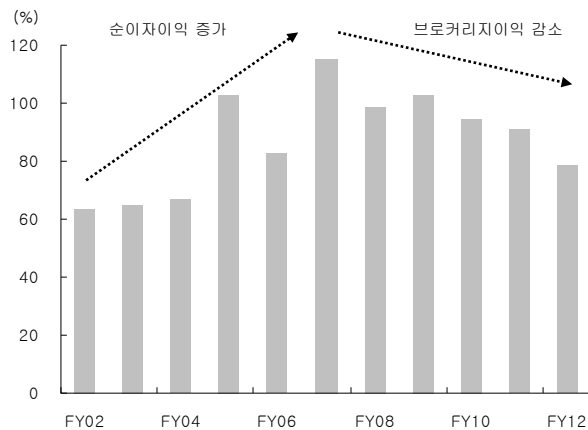
3. Top-line 정체를 극복하기 위한 Bottom-line 개선 작업 이어져

증권사의 비용 절감 노력은 금융위기 이후 지속되고 있다. 해외 및 국내 지점 축소와 인력 조정 작업이 작년부터 본격화 되었으며 일부 증권사 위주로 비용효율화에 대한 성과도 나타나고 있다.

Top-line 정체를 극복하기 위한 증권사들의 Bottom-line 개선 작업은 더욱 강도 높게 이어질 전망이다. 금융위기 이전 수준의 이익 규모를 회복하지 못하는 상황에서 비용 통제 압력이 강화되고 있기 때문이다. 실제로 FY2011 국내증권사의 국내지점수는 FY2006 이후 처음으로 감소했으며 이 같은 추세는 2013년에도 이어질 전망이다.

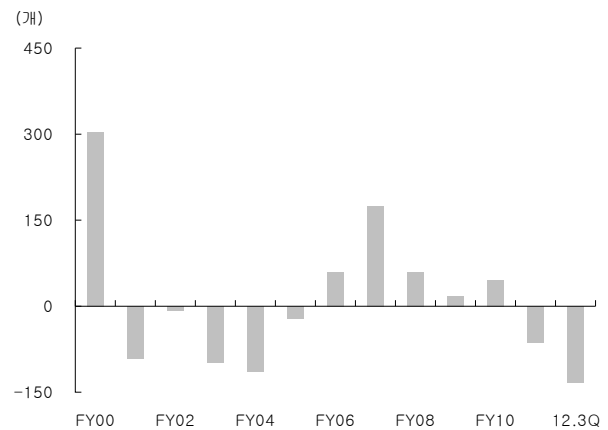
비용통제의 이면에는 증권산업이 장기적 성장성을 보유하고 있음에도 타 금융업종대비 수익성 훼손이 빠르게 진행되고 있고, 이에 따라 자본적정성 둔화 속도도 빠르기 때문이다. 결국 저성장과 마진 하락이 복구되지 않는 한 증권사의 비용통제는 당분간 이어질 수 밖에 없다는 전망이다.

그림 23. 국내증권사 판관비 커버리지비율 추이



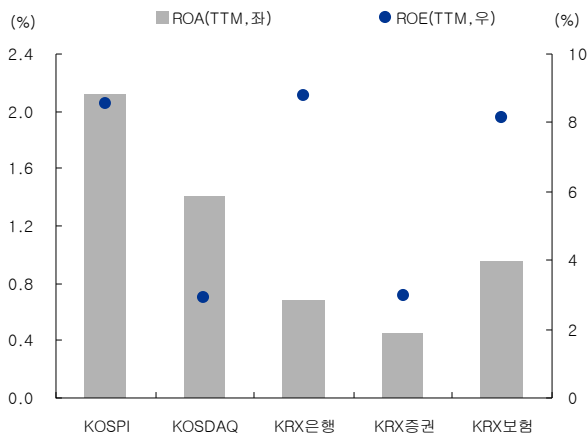
자료: 각 사, IBK투자증권

그림 24. 국내증권사 국내지점수 변화 추이



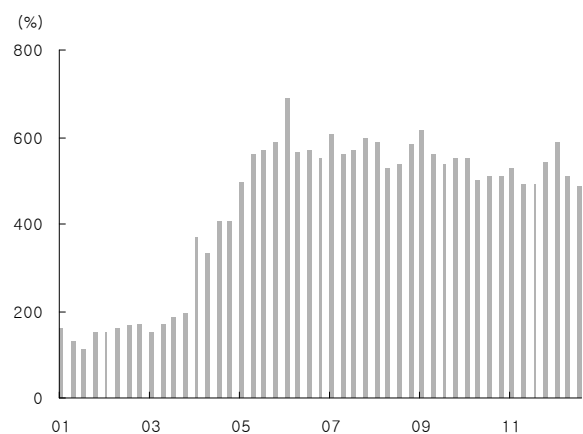
자료: 금융감독원

그림 25. 금융업종별 ROE, ROA 비교



자료: IBK투자증권

그림 26. 국내증권사 영업용순자본비율(NCR) 추이



자료: 금융감독원

III. 부정적 상황, 규제 완화를 넘어 정책적 자본시장 지원 기대

1. 증권사 성장성 및 수익성 회복의 첫걸음, 자본시장법 개정안

자체적인 성장성 및 수익성 회복이 쉽지 않은 상황에서 증권사들이 바랄 수 있는 것은 정책적 지원책이다. 자본시장법 개정안 시행(2013.5월) 이후 세부적인 시행안 발효와 실질적인 효과에 대한 기대치가 2013년도 하반기의 화두가 될 전망이다. 저성장과 마진 하락에 직면한 증권사 입장에서 신규 업무영역 확보와 정부의 금융시장 지원대책이 절실히 필요하다.

자본시장법 개정안의 주요 내용은 아래와 같다.

- 1) 한국형 투자은행(IB) 활성화: 자기자본 3조원 이상의 증권사에 종합금융투자사업자 지위 부여
- 2) 대체거래소(ATS) 도입: 증권 유통시장에서 독점체계를 구축하고 있는 거래소와 경쟁을 촉진시켜 거래수수료 인하와 거래체결속도 향상을 통해 자본시장 효율성 제고
- 3) 중앙청산소(CCP) 도입: 장외 파생상품의 위험축소와 관련된 G-20의 합의사항으로 국제적 규제 논의의 핵심
- 4) 코넥스(KONEX)시장의 신설: 창업초기 중소기업들도 시장을 통해 자금을 조달하고 성장할 수 있도록 지원

표 1. 자본시장법 개정안 주요 내용

	현황	개선안	기대효과
투자은행 육성	- 금융산업 발전을 위해 국내 투자은행 활성화 필요	- 자본력(3조원), 위험관리 능력 등을 갖춘 증권회사에 대해 신규 업무 허용 - 종합금융투자사업자에 적용되는 자기자본 규제 등 합리적 정비 - 프라이빗broker 관련 규제도 정비	- 해외 투자은행 헤지펀드 등과 경쟁할 수 있는 자본력, 평판을 갖춘 글로벌 수준의 Player 출현 기대
자산운용산업 규제체계의 선진화	- 경제, 사회 구조 변화 등에 대응하기 위한 자산운용산업의 역할 증대	- 자산운용산업간 경계를 명확화 - 투자자보호를 위한 제도적 장치를 강화 - 펀드 운용의 자율성 창의성을 제고 - 신탁업 관련 규제를 전반적으로 정비	
자본시장 인프라의 개혁	- 우리 자본시장 인프라(거래소 등)의 경쟁력 제고 필요 - 장외파생상품 중앙청산소 도입 등 글로벌 금융환경 변화	- 대체거래시스템(ATS), 거래소 허가제 도입 - 장외파생상품 중앙청산소(CCP) 도입 - 신용평가업 관련 규제 이관	- ATS 등의 도입으로 유통시장에서의 경쟁촉진을 통한 우리 자본시장의 자율성 제고 - CCP 도입으로 장외파생거래의 결제불이행 위험이 축소
상장기업의 직접금융 및 주주총회 내실화	- 우리 기업이 활용할 수 있는 재무수단은 글로벌 수준에 비해 부족 - 기업의 재무수단 등의 남용에 대한 규제공백 등 제도적인 여건도 미흡	- 자금조달 수단의 다양화 및 남용 방지 - 주총 내실화를 위한 제도적 지원	- 자금조달 등에 효율성, 다양성이 제고 - 우리 기업의 해외수주 등에 있어 Financing의 경쟁력 확보 - 기업 경영의 투명성 및 효율성 증대
투자자의 우리 자본시장에 대한 신뢰성, 공정성 제고	- 불공정거래, 공시 규제는 핵심적인 투자자 보호 수단임에도 불구하고 투자자 보호와 시장의 신뢰성 제고에 미흡	- 불공정거래 규제체계 선진화 - 투자자 보호를 위한 인수, 공시 관련 - 제도의 합리적 개선	- 투자자의 선택권 증가 및 신뢰성 제고 - 국가간 규제차익 제거

자료: 금융위원회

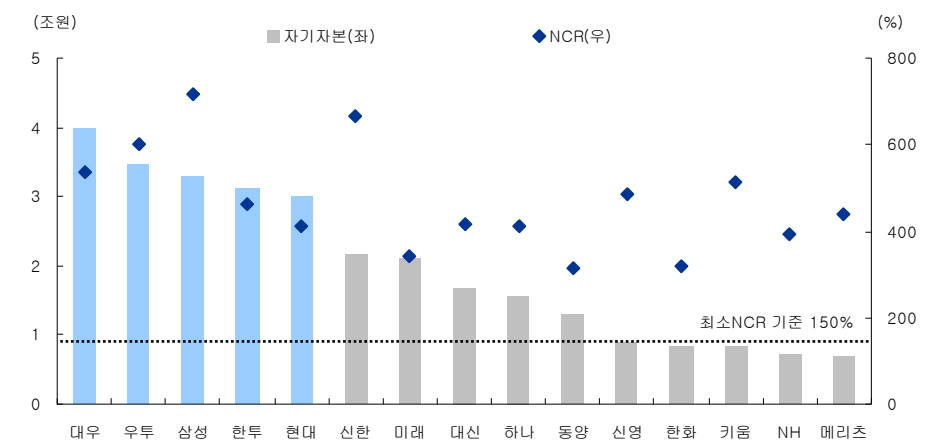
2. 자본시장법 개정안의 수혜는? 크거나 다르거나

자본시장법 개정안의 수혜는 대형증권사 및 특화증권사에 국한되어 나타날 전망이다. 종합 금융투자사업자의 지정 기준이 1) 상법에 따른 주식회사, 2) 증권에 관한 인수업을 영위, 3) 자기자본 2조원 이상으로서 대통령령으로 정하는 금액 이상, 4) 기타 위험관리 능력 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 기준을 충족하는 증권사이기 때문이다.

이에 자본시장법 개정안에 대한 논의가 이루어지던 시점에서 증자를 단행했던 5대 증권사에 실질적 혜택이 집중될 전망이다. 물론 트랙이 부족하고 시황이 부진하다는 점을 감안하면 단기간에 실질적 효과가 나타나긴 쉽지 않다. 다만 법적 근거를 마련했다는 점에서 증권사 신규사업모델 확보 차원에서 긍정적으로 해석된다.

AST도입에 있어서는 개인거래 비중이 높은 온라인 전업사에 대한 수혜가 예상된다. 거래 비용 절감 및 향후 거래소 IPO 과정에서 지분 차익 또한 예상된다.

그림 27. 국내 주요증권사 자기자본 규모 및 NCR 비교



자료: 금융감독원

3. 산업 측면에서 NCR규제 완화, 시장 측면에서 증시 활성화 대책 등 적극적인 자본시장 지원책 기대

자본시장법 개정안이 시행되었으나 이익 증가로 이어지기까지는 시간이 더 필요하다는 판단이다. 부진한 업황이 지속 중이고 증권사 수익성이 단기적으로 회복될 기미가 보이지 않기 때문에 NCR규제 완화와 증시 활성화 대책 등 적극적인 자본시장 지원책이 기대된다.

현재 NCR규제는 정률제를 채택하고 있다. 감독당국의 제시 요건은 1) NCR 150%(150% 미만 경영개선 권고, 120% 미만 경영개선 요구, 100% 미만 경영개선 명령) 이상 유지, 2) ELW 상장, 유동성 공급자, 전문 딜러 등의 업무를 위해서는 NCR 250% 이상 충족이다. 그러나 NCR이 400%를 초과하는 금융투자회사에 자금운용이나 매매주문을 주는 관행 때문에 실질적인 요구치는 더 높아 현재 증권사 평균 NCR은 474%에 이르고 있다. 특히 2011년말 유상증자를 단행했던 대형 5개사의 평균 NCR은 556%로 기준을 초과하고 있다.

빠르면 올 하반기에는 실질적인 자본규제 완화가 기대된다. 감독당국은 NCR규제 수위를 낮추는 방안을 추진할 계획이라고 밝히고 있으며 이를 통해 해외진출, 자산성장 등 자본 활용이 증대될 것으로 예상된다.

지난 5월 시행된 증권사 영업활성화 방안도 증권산업 수익성 회복 방안의 일환이다. 감독당국은 먼저 동일계열 복수 증권사 설립을 허용하며 증권산업의 자연적인 구조조정을 유도하고 있다. 대기업 계열사와 은행계 증권사가 대부분인 현실에서 증권사 분사가 탄력적으로 운용될 가능성은 제한적이거나 다양한 방안을 마련하고 있다는 측면에서는 긍정적이다.

한편 개인 주식매입자금 대출에 대한 잔액규제도 폐지됐다. 2012년부터 개인 주식매입자금 대출 한도를 5.1조원으로 제한했으나 규제를 정상화하여 개인대출을 자기자본의 40%까지 허용하게 했다.

표 2. 증권사 NCR 현황 및 개선방안 논의 사항

항목	내용
NCR	- 영업운전자본/총위험액 - 증권회사가 추가적인 자금을 조달하지 않고 자기자본만으로 보유 자산의 잠재적 손실을 어느 정도까지 감내할 수 있는지 나타낸 지표
문제점	- 금융당국의 NCR 감독규정 : 150% 이상 권고 - 연기금들이 주관사 선정시 내부규정으로 400~500%의 비율 명문화 - 국민연금 : 주관사 선정시 NCR항목 포함, 최대(450%)와 최소 요건(150%) 차이 0.5점 - 사학연금: 증권사들의 NCR 평균 낸 후 평균 이하 증권사 선정 제외 - 교원공제회: NCR 250% 이상 요구 - 그외 신평사 AAA등급 부여시 700% 이상 요구
해결논의	- 13.05.07 '증권사 영업활력 제고 방안' - 주식채권 등의 투자위험 값에 대한 국가간, 업권간 비교를 통해 합리적 수준으로 하향 조정 - 자회사의 자산, 부채를 포함한 위험측정 등 연결재무제표 기준 도입의 타당성, 적용 방안 등을 검토 - 최근 '신탁·파생결합증권' 등 신종 영업부문에 대한 위험평가의 적정성(위험 값, 평가절차 등) 점검 및 개선 - NCR 변동성을 완화하면서 손실 흡수능력을 보다 정확히 표시 하는 방안 등을 검토 - 금융감독원, 자본시장연구원, 금융투자협회, 업계와 TF를 구성, 운영하여 금년 중 개선방안 마련

자료: IBK투자증권 재작성

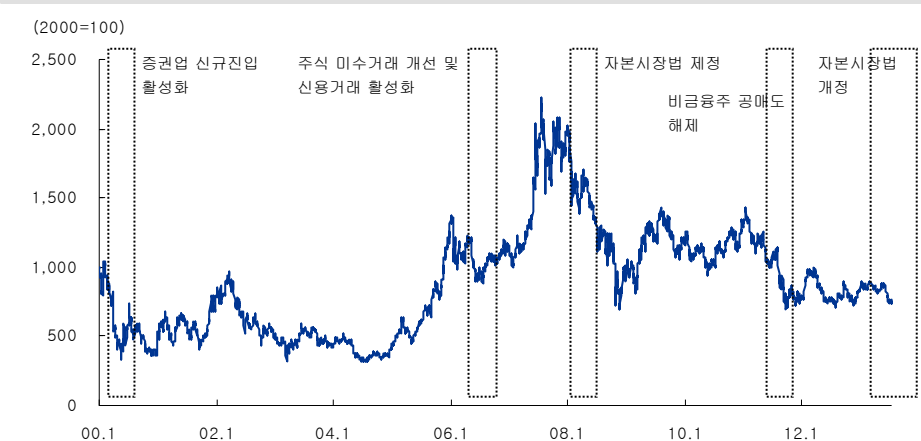
표 3. 증권사 영업활력 제고 방안

	방안	내용
탄력적 인가정책을 통한 구조조정 지원	동일계열 복수 증권사 설립 허용	- 특화 증권사 신설 또는 분사를 허용하여 탄력적이고 유연한 조직 운용 지원 - 전문화, 특화 사업계획의 타당성에 대한 전문평가위원회의 엄밀한 심사를 거쳐 선별적 허용 - 증권사 역량 강화 및 M&A, 영업양수도를 통한 구조조정 기대
	미영위 인가업무 점검 및 폐지 유도	- 영위하지 않거나 실적 미미한 업무 폐지 유도
	선물사 파생거래 중개역량 강화	- 상품에 한정된 장외 파생거래 중개 허용 - 선물사는 최대 200억원 규모의 신수익원 창출 기대
영업규제 개선	장외파생상품 신규 인가제한 폐지	- 글로벌 금융위기 이후 주권에 기초한 장외파생상품 인가만을 허용 - 위험관리 체계 정비되고, 신용위험도 안정화 추세 - 심사 등을 거쳐 신규 취급 희망하는 경우 취급을 제한 없이 허용
	개인 주식매입자금 대출에 대한 잔액규제 폐지	- 12년 개인 주식매입자금 대출 한도를 5.1조원으로 제한 - 관련 규제 체계 정비 및 관리 강화되어 규제조치 필요성 감소 - 규제를 정상적으로 환원하여 개인대출을 자기자본의 40%(온라인사 70%)까지 허용
	영업용순자본비율 개선	- 증권사는 영업용순자본을 총 발생 위험액의 150%이상 보유해야 함 - TF구성하여 금년중 개선방안 마련 1) 주식, 채권 등의 투자위험 값 합리적 수준으로 하향 2) 연결재무제표 기준 도입의 타당성, 적용 방안 등을 검토 3) 신종 영업부문에 대한 위험평가의 적정성 점검 및 개선 4) NCR변동성 완화하며 손실 흡수능력 보다 정확히 표시하는 방안
증권유관기관 수수료 인하	- 증권사가 부담하는 각종 수수료 인하 계획 - 약 100억원의 영업비용 절감 기대	
	주식워런트증권 발행 분담금 (금감원)	- 공모 발행 금액의 0.9→0.5bp (≈0.4bp)
	주식워런트증권 상장수수료 (거래소)	- 상장금액의 약 2.3 → 1.15bp (≈50%)
	파생결합증권 예탁수수료 (예탁원)	- 예탁잔액 1만원당(일별) 0.00125→0.000625 (≈50%)
	채권대차 중개 수수료 (증권금융)	- 연 2bp → 1.5bp (≈0.5bp)
	RP매수 금리 (증권금융)	- 기준금리 + "5→3bp" (≈2bp)
	시세정보이용료 (코스콤)	- 스타지수(코스닥대표지수) 및 코넥스(개장시) - 시세정보이용료 면제 (거래활성화시 까지) 등

자료: 금융위원회

증권사 영업활력 제고방안이 증권산업에 단기적으로 긍정적 효과를 가져오기엔 한계가 있으나 정책적 방향성은 규제 완화쪽으로 가고 있다는 점에서 긍정적이다. 하반기에는 시장 측면에서 증시활성화대책 등 적극적인 대책도 기대된다.

그림 28. 증권업지수와 자본시장 활성화 방안



자료: IBK투자증권

4. 금융소득 종합과세 개정, 세제혜택 상품 판매 확대는 기회 요인

2013년부터 시행된 금융소득 종합과세 개정(기준금액 기존 4,000만원→변경 2,000만원)에 따라 올 하반기에는 증권사 세제혜택 상품판매 확대와 자금유입이 본격화 될 것으로 기대된다. 내년 5월에는 개정안 시행 이후 과세표준 신고 및 세금 납부가 예정되어 있기 때문에 하반기에는 세제혜택 상품에 대한 수요가 확대될 것이다.

이러한 상황에서 증권사별로 세제혜택 상품 개발 및 판매에 집중하고 있어, 중장기적인 고객기반 확대의 기반이 될 전망이다. 실제로 삼성증권의 경우 장기채권, 물가연동채권, 유전펀드 등 다양한 세제 혜택 상품을 판매하며 고객기반을 넓히고 있다.

표 4. 2013년 달라진 금융세제

구분		기존	변경
금융소득종합과세	기준금액 인해	4,000만원	2,000만원
장기저축성보험	중도인출 시 비과세 배제	10년 이상 유지시	10년 경과 전 중도 인출하는 경우 과세 (일정사유 제외)
	계약자 명의변경 시 계약 기산일 변경	신설	계약자 명의 변경일 기준으로 각 계약자 별로 계약 기산(10년) 계산
주식	양도소득세 과세대상 범위 확대	코스피 시장: 시가총액 100억원 또는 지분율 3% 코스닥 시장: 시가총액 50억원 또는 지분율 5% 이상의 경우	코스피 시장: 시가총액 50억원 또는 지분율 2% 코스닥 시장: 시가총액 40억원 또는 지분율 4% 이상의 경우
채권	10년 이상 장기채권	보유기간 상관없이 분리과세 가능	2013.1.1 발행 분부터 3년 이상 보유한 후 발생하는 이자에 대해서만 분리과세 허용
	물가연동 국채	원금 상승 분은 이자소득 비과세	2015.1.1 이후 발행 분부터 원금 상승 분도 이자 소득 과세
펀드	인프라펀드	2012년 말까지 분리과세의 혜택	분리과세 혜택 종료
	해외펀드 손실 상계	2010.1.1~2012. 12.31 발생이익과 상계가능	2010.1.1~2013.12.31 1년 추가 연장
신규 세제상품	재형저축	신설	총급여 5천만원 이하 근로자 등이 연간 1,200만원 한도로 7년 이상 적립식 저축시 금융소득 비과세

자료: 삼성증권

표 5. 삼성증권 예탁자산 구성

(단위: 조원, 명)

구분	FY 11.2Q	FY 11.3Q	FY 11.4Q	FY 12.1Q	FY 12.2Q	FY 12.3Q	FY 12.4Q
총 고객예탁자산	100.3	100.1	108.6	104.8	112.8	110.7	116.5
주식자산	67.3	67.8	72.9	67.1	71.0	68.5	72.3
금융상품자산	31.3	31.0	34.3	36.2	40.2	40.8	42.9
펀드	11.9	11.7	12.1	11.7	12.7	13.2	13.7
채권	8.1	8.7	7.8	7.9	9.0	8.9	8.8
R P	4.1	4.1	4.2	4.1	3.9	3.9	4.2
신탁	4.9	3.9	5.5	6.2	7.6	7.7	8.7
ELS	1.1	1.3	1.6	1.5	1.8	1.9	2.1
퇴직연금	0.7	0.9	0.9	0.9	1.0	1.2	1.3
기타(CP, 예금)	0.5	0.4	2.2	3.8	4.2	3.9	4.2
예탁금	1.7	1.4	1.4	1.5	1.7	1.7	2.0
개인 고객자산	60.9	63.1	68.2	64.0	66.5	66.0	68.8
(HNM 자산)	51.1	53.1	58.2	54.2	56.8	56.4	59.2
개인 HNM 고객 수	72,432	73,085	78,830	73,639	76,526	73,825	79,906

자료: 삼성증권

IV. Valuation: 목표PBR 0.9배, 적어도 단기적으로 매력적이며 중장기적 업황 회복 기대

1. FY2013.1Q Preview: 이익지표 부진, 컨센서스 하회 예상

FY2013.1Q 증권사 당기순이익은 컨센서스를 하회한 것으로 추정된다. 당사 유니버스 증권사 FY2013.1Q 당기순이익(지배회사지분 기준)은 542억원으로 컨센서스 1,297억원을 58.2% 하회하는 것이며, 이는 YoY 24.3%, QoQ 58.7% 감소한 수준이다.

실적 부진의 원인은 1) 일평균거래대금 소폭 확대(FY2012.4Q 5.9조원→ FY2013.1Q 6.4조원)에도 불구하고 개인매매비중 축소로 브로커리지 이익 정체, 2) Macro 불확실성 지속되며 금융상품 판매 부진, 3) 시중금리 상승(국고채1년 3월말대비 12bp 상승)에 의한 채권 평가손, 4) 일부 증권사의 STX그룹 충당금 인식에 기인한다.

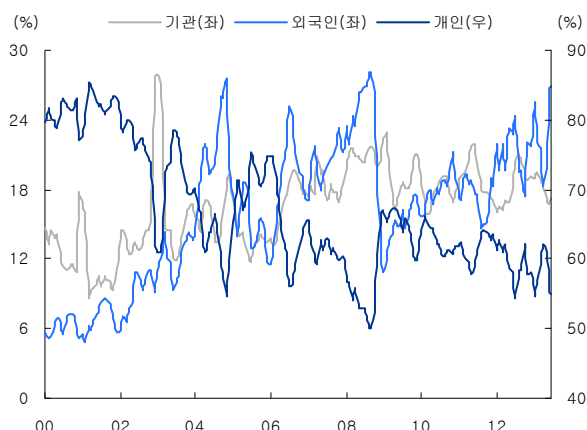
표 6. 당사 유니버스 증권사 FY2013.1Q 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	FY13.1Q(P)			FY12.4Q	QoQ	FY12.1Q	YoY
	Preview	컨센서스	차이				
삼성증권	19.0	36.5	-48.1	54.5	-65.2	29.0	-34.5
대우증권	9.1	24.4	-62.6	37.6	-75.7	24.4	-62.6
우리투자증권	8.8	24.3	-63.8	31.9	-72.4	19.3	-54.5
현대증권	7.3	26.7	-72.8	-7.1	흑전	-9.5	흑전
키움증권	10.1	17.7	-43.3	14.4	-30.1	8.4	19.9
합계	54.2	1,297	-58.2	131.2	-58.7	71.6	-24.3

취 K-IFRS 연결 기준, 당기순이익은 지배회사지분 기준
자료: IBK투자증권

그림 29. 매수주체별 매매 비중



자료: IBK투자증권

그림 30. 국고채1년 금리와 통안채 1년 금리



자료: Datastream

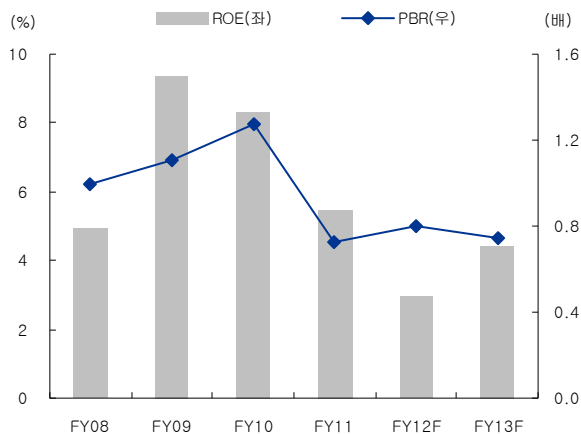
2. FY2013 예상ROE 4.4%, 목표PBR 0.9배 제시

FY2013 증권사 평균 ROE는 4.4%로 예상된다. 금융위기 이후 증권사 평균 ROE는 FY2010 8.3%, FY2011 5.5%, FY2012 3.0%로 축소 국면에 있으나, FY2013 4.4%, FY2014 4.8%로 소폭의 개선 국면을 이어나갈 전망이다.

부진한 이익지표는 단기간 내에 개선모멘텀이 확대될 가능성이 제한적이다. 다만 역사적 저점에 있는 거래대금 및 회전율의 추가적인 둔화 가능성 또한 제한적이다. 결국 자체적인 성장보다는 외부적인 지원책이 기대되는 상황으로 하반기에는 세부적인 방안이 기대된다.

FY2013 예상 ROE를 반영한 증권사 목표PBR로 0.9배를 제시한다. 일평균거래대금 가정은 6,8조원이다. 현재 증권사 Valuation은 역사적 저점에 위치하고 있어 업황 부진을 감안해도 추가적인 하락 가능성은 제한적이라는 판단이다.

그림 31. KRX증권업지수 ROE, PBR 추이



자료: IBK투자증권

그림 32. KOSPI와 KRX증권업지수 PBR 추이



자료: IBK투자증권

표 7. FY2013 증권업 주요 이익지표 가정

(단위: 십억원, 일)

항목	FY2013F	FY2014F
거래대금	1,697,200	1,854,356
평균거래일수	248	247
일평균거래대금	6,852	7,500
고객예탁금	16,784	16,750
환매채	63,318	63,664
신용대금	4,907	5,253

자료: IBK투자증권

표 8. FY2008 이후 증권사 ROE, PBR 추이 및 FY2013 목표 PBR

(단위: %, 배)

	FY08	FY09	FY10	FY11	FY12F	FY13F
ROE	4.93	9.38	8.31	5.47	2.97	4.40
PBR	1.00	1.11	1.27	0.73	0.80	0.74
COE	4.9	8.5	6.5	7.5	3.7	6.5
FY12 증권업 목표PBR (단순COE적용)						0.94
2009~2011년 단순COE 적용						6.5
상승여력						27.0

자료: IBK투자증권

3. 현 주가는 밴드 하단에 위치, 적어도 트레이딩 관점에서 매력적

박스권 하단에 위치한 증권업지수는 적어도 트레이딩 관점에서 매력적인 수준이다. 현재 주가는 FY2013.1Q 실적 부진이 주가에 반영되며 5월말 이후 하락을 거듭했다.

증권업지수가 적어도 트레이딩 관점에서 매력적인 이유는 Valuation과 실적 회복 때문이다.

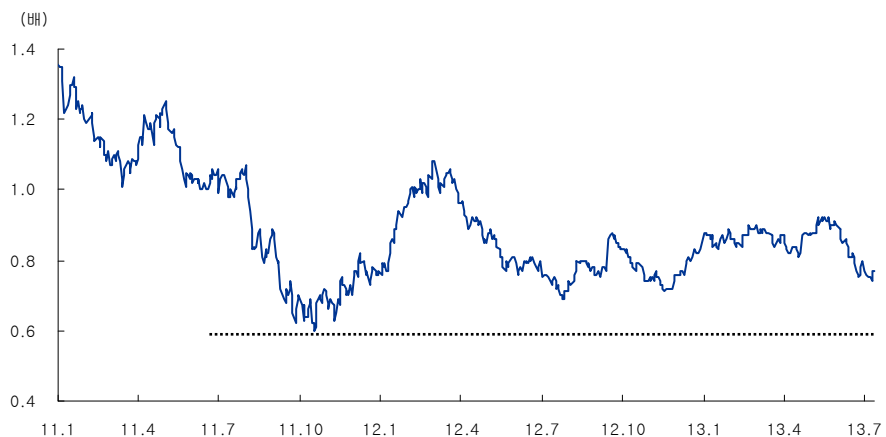
- 1) 현재 KRX증권업지수 PBR(12개월 선행 기준)은 0.77배로 유럽 재정위기가 부각되고 미국의 신용등급이 강등됐던 2011년 하반기 수준에 불과하다. 이는 FY2010 이후 평균 0.95배와 비교해 20% 넘게 디스카운트 받고 있다.
- 2) FY2013.2Q 실적은 1Q대비 개선될 것으로 예상된다. 브로커리지 및 WM 등 핵심이익 지표는 부진하나 최저 수준을 기록하고 있어 추가적인 둔화 가능성이 제한적이다. 6월에 급등했던 시중금리도 최근 안정세를 찾고 있어 유가증권 평가손익도 개선될 전망이다.

그림 33. KRX증권업지수 추이



자료: Quantiwise

그림 34. KRX증권업지수 12개월 선행 PBR 추이



자료: Quantiwise

4. Top-picks: 삼성증권, 키움증권, 우리금융 민영화 과정에서 우투증권 관심

증권업에 대한 투자의견으로 비중확대를 유지하고 Top-picks로 삼성증권과 키움증권을 유지한다.

삼성증권의 투자포인트는, 1) 저액자산가 위주 고객자산 확대 지속, 2) 세제혜택 상품 개발에 앞서나가는 등 금융상품 분야 강점 강화, 3) 전년도 홍콩법인에 이은 비용 절감 노력 지속 등이다.

키움증권의 투자포인트는, 1) HTS 고객기반을 바탕으로, 2) MTS 기반의 주식거래가 늘고 있는 상황에서도 신규고객유치에 활발하고, 3) 보유채권 규모가 크지 않아 외부 변수에 대한 민감도도 타사대비 낮다.

우리투자증권의 경우 우리금융 민영화 과정에서 주가 성과가 양호할 전망이다. 우리금융 민영화가 은행계열, 증권계열, 지방은행계열로 분리 매각으로 결정되면서 핵심 비은행 자회사인 우리투자증권에 대한 관심이 높아지고 있어 장부가 밑으로 거래되고 있는 우리투자증권의 저평가매력이 부각될 것으로 전망된다.

당사 커버리지 증권사에 대한 투자의견 및 Valuation 지표는 아래와 같다.

표 9. 주요증권사 투자의견과 목표주가

(단위: 원, %, 배, 십억원)

		삼성	대우	우리투자	현대	키움
투자의견		매수	매수	매수	중립	매수
목표주가		65,000	12,500	14,000	-	74,000
현재주가		46,000	9,980	11,600	-	53,700
상승여력		41.3	25.3	20.7	-	37.8
Target PBR		1.4	1.0	0.8	-	1.8
BPS(FY2013 예상)		45,031	12,139	16,286	18,172	42,287
ROE(FY2013 예상)		4.8	3.7	4.1	3.5	10.1
자기자본비용(CoE)		3.4	3.6	4.6	7.6	5.7
EPS	FY2013F	2,369.3	446.7	655.9	635.3	4,245.8
	FY2014F	2,645.3	512.8	737.2	704.4	5,102.0
BPS	FY2013F	45,030.6	12,139.1	16,285.8	18,172.0	42,287.1
	FY2014F	46,605.1	12,405.7	16,724.4	18,741.2	46,489.1
PER	FY2013F	19.4	22.3	17.7	9.8	12.6
	FY2014F	17.4	19.5	15.7	8.8	10.5
PBR	FY2013F	1.0	0.8	0.7	0.3	1.3
	FY2014F	1.0	0.8	0.7	0.3	1.2
ROE	FY2013F	4.8	3.7	4.1	3.5	10.1
	FY2014F	5.2	4.2	4.5	3.8	11.0
ROA	FY2013F	0.8	0.5	0.5	0.5	2.2
	FY2014F	0.8	0.5	0.5	0.5	2.4
당기순이익	FY2013F	165.5	152.2	142.7	108.0	94.2
	FY2014F	186.6	174.7	160.4	119.8	113.4

주: 당기순이익은 지배회사지분 기준

자료: IBK투자증권

매수 (유지)

목표주가	65,000원		
현재가 (7/15)	46,000원		
KOSPI (7/15)	1,875.16pt		
시가총액	3,516십억원		
발행주식수	76,435천주		
액면가	5,000원		
52주 최고가	57,500원		
최저가	44,750원		
60일 일평균거래대금	13십억원		
외국인 지분율	24.4%		
배당수익률 (13.3월)	1.2%		
주주구성			
삼성생명보험 외 8인	19.72%		
국민연금공단	8.24%		
주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-3%	-15%	-7%
절대기준	-2%	-10%	-10%
	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	65,000	70,000	▼

삼성증권 상대주가 (%)



삼성증권 (016360)

시장 부진은 고객자산 확대와 판관비 절감으로 극복

FY2013.1Q 당기순이익 YoY -34.5%, QoQ -65.2% 예상

삼성증권의 FY2013.1Q 당기순이익(지배회사지분 기준)은 190억원으로 YoY 34.5%, QoQ 65.2% 감소할 전망이다. 실적 부진의 이유는 1) 시장지표 부진, 2) 소매채권 판매 축소, 3) 채권평가손(약 150억원) 등이다. 동사의 FY2013 예상 ROE는 4.8%로 YoY 0.1%p 개선될 전망이다.

Top-line 고객자산 확대, Bottom-line 판관비 절감에 주목

삼성증권은 고객자산 확대와 판관비 절감이 동시에 진행되고 있다는 점이 최대 강점이다. 시장 부진에도 세계채권 상품을 필두로 금융상품 판매의 강점을 바탕으로 고객자산은 안정적으로 확대되고 있다. 실제로 고객예탁자산은 FY2012.3Q 111조원→FY2012.4Q 117조원으로 확대 되었으며 향후 위험자산 선호현상이 재현된다면 HNW 고객 기반을 바탕으로 WM 이익 확대가 기대된다.

한편 비용효율화를 선제적으로 진행하고 있다는 점도 긍정적이다. 실제로 FY2012 분기별 평균 판관비는 1,847억원으로 FY2011 평균 2,231억원과 비교해 크게 감소했다. 최근에도 계열사 인력 이동과 지점 통폐합 등 비용합리화 노력을 지속하고 있어 동사의 Bottom-line 개선은 지속될 전망이다.

증권업 Top-pick과 투자의견 매수 유지, 목표주가 65,000원

삼성증권에 대해서 증권업 Top-pick 의견과 투자의견 매수를 유지한다. 목표주는 65,000원을 제시하며 이는 목표PBR 1.4배를 적용한 것으로 FY2013 예상 ROE 4.8%에 자기자본비용 3.4%를 적용해 산출했다. 선제적인 비용 절감과 견고한 고객 기반을 감안하면 현 주가는 중장기적으로 매력적인 수준으로 판단된다.

(단위:십억원,배)	FY2011	FY2012	FY2013F	FY2014F	FY2015F
순영업이익	1,178	968	955	924	997
영업이익	286	229	242	272	311
세전이익	286	224	239	267	307
순이익	172	158	166	187	217
BPS(원)	44,226	43,732	45,031	46,605	48,580
증감률(%)	5.6	-1.1	3.0	3.5	4.2
EPS(원)	2,513	2,278	2,369	2,645	3,046
증감률(%)	-29.5	-9.3	4.0	11.7	15.2
ROA(%)	1.3	0.9	0.8	0.8	0.8
ROE(%)	6.2	4.7	4.8	5.2	5.9
PBR(배)	1.3	1.2	1.0	1.0	0.9
PER(배)	22.6	23.8	19.4	17.4	15.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

포괄손익계산서

(십억원)	FY2011	FY2012	FY2013F	FY2014F	FY2015F
순영업수익	1,178.3	967.6	955.4	923.9	996.7
순수수료수익	775.2	578.0	542.9	587.3	623.1
순수탁수수료	431.2	258.2	261.7	281.4	297.0
금융상품관련수수료	161.1	105.3	82.4	100.1	121.7
IB관련수수료	42.1	29.4	29.3	29.9	30.3
기타수수료	140.9	185.0	169.5	175.9	174.1
순이자수익	236.1	256.2	265.9	275.1	281.1
CMA관련이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순상품운용수익	169.8	130.8	141.6	51.3	78.7
기타영업이익	-2.8	2.7	5.0	10.2	13.7
판매비와관리비	892.3	738.7	713.4	652.3	685.3
인건비	501.9	390.7	346.9	296.0	325.4
기타판매비	390.5	347.9	366.5	356.3	359.9
영업이익	286.0	229.0	242.0	271.6	311.4
영업외수익	0.0	5.2	3.1	3.9	3.7
영업외비용	0.4	9.9	6.2	8.8	7.9
법인세차감전 순이익	285.6	224.2	238.9	266.7	307.2
법인세 비용	93.5	50.1	57.8	64.6	74.3
당기순이익	192.1	174.2	181.1	202.2	232.8
(지배회사지분기준)	171.5	157.8	165.5	186.6	217.2

투자지표

(월 결산)	FY2011	FY2012	FY2013F	FY2014F	FY2015F
Valuation					
EPS(원)	2,513	2,278	2,369	2,645	3,046
BPS(원)	44,226	43,732	45,031	46,605	48,580
DPS(원)	700	650	1,100	1,100	1,100
PER(배)	22.6	23.8	19.4	17.4	15.1
PBR(배)	1.3	1.2	1.0	1.0	0.9
배당성장률(%)	27.1	0.0	45.2	40.5	35.2
배당수익률(%)	1.2	1.2	2.4	2.4	2.4
ROE(%)	6.2	4.7	4.8	5.2	5.9
ROA(%)	1.3	0.9	0.8	0.8	0.8
Leverage(배)	5.0	5.8	6.5	7.5	8.4
경영효율성					
영업수지율(%)	132.1	131.0	133.9	141.6	145.4
판매비효율성(%)	86.9	78.2	76.1	90.0	90.9
안정성					
유보율(%)	757.6	748.1	773.2	803.8	842.1
실질부채비율(%)	72.2	71.5	145.2	231.0	325.9

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	FY2011	FY2012	FY2013F	FY2014F	FY2015F
자산총계	16,770.9	19,480.9	22,481.9	26,577.9	31,284.9
현금 및 예치금	4,833.2	4,319.3	5,807.4	6,580.1	7,899.2
유가증권	8,804.6	12,122.0	12,815.8	15,503.2	18,093.9
단기매매증권	7,165.4	10,777.5	11,000.3	13,346.2	15,575.3
매도가능증권	1,619.6	1,336.5	1,805.8	2,145.6	2,505.1
지분법적용투자주식	9.6	8.0	9.6	11.5	13.5
신종증권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
파생상품	127.4	354.1	285.9	345.8	408.5
대출채권	1,032.0	1,180.4	1,286.2	1,543.7	1,793.6
유형자산	97.1	81.7	114.3	132.1	156.7
CMA운용자산(종금계정)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
리스자산(종금계정)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타자산	1,876.4	1,423.4	2,172.5	2,472.9	2,933.1
부채총계	13,390.4	15,998.4	19,040.0	23,015.6	27,571.7
예수부채	3,411.0	2,977.0	2,946.9	2,946.9	2,994.0
차입부채	8,346.4	11,478.5	14,257.8	18,410.5	22,703.3
기타부채	1,633.1	1,542.9	1,835.3	1,658.2	1,874.4
자본총계	3,380.4	3,342.7	3,441.9	3,562.3	3,713.3
자본금	394.2	394.2	394.2	394.2	394.2
자본잉여금	1,505.3	1,507.0	1,507.0	1,507.0	1,507.0
이익잉여금	1,245.9	1,351.7	1,450.9	1,571.3	1,722.3
자본조정	-99.5	-105.0	-105.0	-105.0	-105.0
기타포괄손익누계액	200.6	194.9	194.9	194.9	194.9

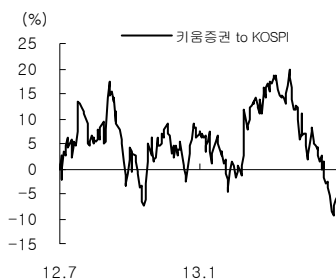
성장성 및 수익성지표

(십억원)	FY2011	FY2012	FY2013F	FY2014F	FY2015F
성장률					
총자산 증가율	27.8	16.2	15.4	18.2	17.7
예수금 증가율	48.4	-10.6	34.5	13.3	20.0
자기자본증가율	20.8	-1.1	3.0	3.5	4.2
순수수료수익증가율	20.4	-40.1	1.3	7.5	5.5
순영업수익증가율	20.6	-17.9	-1.3	-3.3	7.9
영업이익증가율	-19.7	-19.9	5.7	12.2	14.6
순이익증가율	-19.4	-9.3	4.0	11.7	15.2
EPS증가율	-29.5	-9.3	4.0	11.7	15.2
BPS증가율	5.6	-1.1	3.0	3.5	4.2
수익성					
총자산영업이익률	1.7	1.2	1.1	1.0	1.0

매수 (유지)

목표주가	74,000원
현재가 (7/15)	53,700원
KOSPI (7/15)	1,875.16pt
시가총액	1,187십억원
발행주식수	22,100천주
액면가	5,000원
52주 최고가	70,300원
최저가	50,200원
60일 일평균거래대금	2십억원
외국인 지분율	29.3%
배당수익률 (13.3월)	0.7%
주주구성	
다우기술 외 2인	47.77%
국민연금공단	9.33%
주가상승률	
	1M 6M 12M
상대기준	-10% -16% 1%
절대기준	-10% -11% -2%
	현재 직전 변동
투자의견	매수 매수 -
목표주가	74,000 75,000 ▼

키움증권 상대주가 (%)



키움증권 (039490)

플랫폼의 강점, 사람들이 키움증권을 쓰는 이유

FY2013.1Q 당기순이익 YoY +19.9%, QoQ -30.1% 예상

키움증권의 FY2013.1Q 당기순이익(지배회사지분 기준)은 101억원으로 YoY 19.9% 증가, QoQ 30.1% 감소할 전망이다. 실적 부진의 이유는 1) 시장지표 부진, 2) 자기자본 운용손실, 3) 키움저축은행 부실자산 충당금 증가 등이다. 동사의 FY2013 예상 ROE는 10.1%로 YoY 4.1%p 개선될 전망이다.

플랫폼의 강점을 바탕으로 HTS/MTS 시장지배력 확대 지속 전망

동사에 대한 투자포인트는 주식시장 부진에도 불구하고 플랫폼의 강점을 바탕으로 시장지배력을 높이며 이익 기반을 확대하고 있다는 점이다. 실제로 동사의 MTS 주식주문 M/S는 26.0%(2013.5월 기준)로 2010.9월 20.5%대비 5.5%p 상승했으며 신규고객의 MTS 이용 빈도는 더욱 올라가고 있다.

안정적인 M/S 확대를 예상하는 근거는 1) 주식시장 기대수익률이 하락하고 있는 상황에서 높은 수수료는 투자자들에게 부담이기 때문에 온라인 기반의 디스카운트 브로커리지 시장은 향후에도 확대될 전망이다, 2) 선제적 대응과 고객들의 높은 충성도를 기반으로 MTS 주식주문 M/S도 상승하고 있다. 3) 동사의 신규 고객 유입의 특성을 살펴 보면, 신규 계좌 중 56%는 지인의 소개로 유입되고 있으며 테블릿PC 주식주문도 늘어날 경우 온라인 매체의 특성 상 동일한 양상으로 M/S가 확대될 전망이다.

증권업 Top-pick과 투자의견 매수 유지, 목표주가 74,000원

키움증권에 대해서 증권업 Top-pick 의견과 투자의견 매수를 유지한다. 목표주가 74,000원을 제시하며 이는 목표PBR 1.8배를 적용한 것으로 FY2013 예상 ROE 10.1%에 자기자본비용 5.7%를 적용해 산출했다.

현재 동사의 PBR은 KRX증권업지수 평균과 비교해 싸진 않다. 그러나 지속가능 ROE가 5~7%p 높고 높은 자산성장을 달성한다는 점에서 상대적/절대적으로 저평가 되어 있다는 판단이다.

(단위:십억원,배)	FY2011	FY2012	FY2013F	FY2014F	FY2015F
순영업수익	336	229	292	322	367
영업이익	168	63	120	143	174
세전이익	167	70	124	149	180
순이익	123	51	94	113	137
BPS(원)	37,197	38,941	42,287	46,489	51,747
증감률(%)	19.1	4.7	8.6	9.9	11.3
EPS(원)	5,554	2,278	4,246	5,102	6,158
증감률(%)	10.0	-59.0	86.4	20.2	20.7
ROA(%)	3.4	1.3	2.2	2.4	2.7
ROE(%)	16.2	6.0	10.1	11.0	12.0
PBR(배)	1.9	1.8	1.3	1.2	1.0
PER(배)	12.8	30.0	12.6	10.5	8.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

포괄손익계산서

(십억원)	FY2011	FY2012	FY2013F	FY2014F	FY2015F
순영업수익	336.0	229.1	292.1	322.3	367.4
순수수료수익	179.0	128.7	137.6	146.4	154.3
순수탁수수료	163.9	105.4	114.9	123.0	130.4
금융상품관련수수료	1.2	1.4	1.9	2.4	2.9
IB관련수수료	11.5	18.2	17.6	17.4	17.5
기타수수료	2.4	3.7	3.1	3.6	3.4
순이자수익	63.4	72.4	103.8	106.8	109.4
CMA관련이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순상품운용수익	93.5	34.9	55.0	74.8	109.0
기타영업이익	0.1	-7.0	-4.2	-5.7	-5.3
판매비와관리비	168.0	166.3	172.3	179.5	193.1
인건비	52.7	52.0	57.2	64.5	78.1
기타판매비	115.2	114.3	115.1	115.0	115.1
영업이익	168.0	62.8	119.9	142.8	174.3
영업외수익	10.2	10.0	11.3	11.2	11.3
영업외비용	11.1	2.9	7.4	5.3	6.1
법인세차감전 순이익	167.2	69.8	123.8	148.7	179.5
법인세 비용	39.6	19.5	30.0	36.0	43.4
당기순이익	122.7	50.3	93.8	112.8	136.1
(지배회사지분기준)	122.7	51.5	94.2	113.4	136.7

투자지표

(월 결산)	FY2011	FY2012	FY2013F	FY2014F	FY2015F
Valuation					
EPS(원)	5,554	2,278	4,246	5,102	6,158
BPS(원)	37,197	38,941	42,287	46,489	51,747
DPS(원)	850	450	900	900	900
PER(배)	12.8	30.0	12.6	10.5	8.7
PBR(배)	1.9	1.8	1.3	1.2	1.0
배당성향(%)	14.7	19.8	21.2	17.6	14.6
배당수익률(%)	1.2	0.7	1.7	1.7	1.7
ROE(%)	16.2	6.0	10.1	11.0	12.0
ROA(%)	3.4	1.3	2.2	2.4	2.7
Leverage(배)	4.6	4.9	4.9	4.8	4.7
경영효율성					
영업수지율(%)	200.0	137.7	169.6	179.5	190.3
판매비효율성(%)	106.6	77.4	79.9	81.5	79.9
안정성					
유보율(%)	643.9	678.8	745.7	829.8	934.9
실질부채비율(%)	133.6	126.9	148.7	159.6	163.6

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	FY2011	FY2012	FY2013F	FY2014F	FY2015F
자산총계	3,801.9	4,199.1	4,545.2	4,919.9	5,325.4
현금 및 예치금	1,707.2	1,763.5	1,704.2	1,815.5	1,961.1
유가증권	556.7	622.9	759.3	839.9	911.9
단기매매증권	429.0	495.6	632.4	696.8	756.7
매도가능증권	54.6	62.7	59.3	67.2	72.9
지분법적용투자주식	26.9	16.3	16.8	18.9	20.5
신종증권	46.2	48.3	50.8	57.0	61.9
파생상품	4.9	4.2	4.7	5.2	5.5
대출채권	697.8	1,022.3	725.9	828.2	858.8
유형자산	24.9	32.5	27.4	30.4	32.2
CMA운용자산(종금계정)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
리스자산(종금계정)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타자산	810.4	753.8	1,323.7	1,400.6	1,555.8
부채총계	2,979.9	3,338.5	3,610.7	3,892.5	4,181.8
예수부채	1,752.7	2,102.8	2,077.6	2,077.6	2,116.9
차입부채	431.6	549.2	905.3	1,303.6	1,433.9
기타부채	795.6	686.5	627.8	511.3	630.9
자본총계	822.0	860.6	934.5	1,027.4	1,143.6
자본금	110.5	110.5	110.5	110.5	110.5
자본잉여금	187.7	189.0	189.0	189.0	189.0
이익잉여금	505.8	538.2	612.2	705.0	821.2
자본조정	-3.2	-3.8	-3.8	-3.8	-3.8
기타포괄손익누계액	3.8	2.8	2.8	2.8	2.8

성장성 및 수익성지표

(십억원)	FY2011	FY2012	FY2013F	FY2014F	FY2015F
성장률					
총자산 증가율	10.6	10.4	8.2	8.2	8.2
예수금 증가율	0.6	3.3	-3.4	6.5	8.0
자기자본증가율	19.1	4.7	8.6	9.9	11.3
순수수료수익증가율	29.6	-35.7	9.0	7.0	6.1
순영업수익증가율	16.9	-31.8	27.5	10.3	14.0
영업이익증가율	22.4	-62.6	91.0	19.1	22.0
순이익증가율	10.0	-59.0	86.4	20.2	20.7
EPS증가율	10.0	-59.0	86.4	20.2	20.7
BPS증가율	19.1	4.7	8.6	9.9	11.3
수익성					
총자산영업이익률	4.4	1.5	2.6	2.9	3.3

매수 (유지)

목표주가	14,000원
현재가 (7/15)	11,600원
KOSPI (7/15)	1,875.16pt
시가총액	2,401십억원
발행주식수	218,125천주
액면가	5,000원
52주 최고가	13,050원
최저가	10,050원
60일 일평균거래대금	10십억원
외국인 지분율	17.6%
배당수익률 (13.3월)	0.9%
주주구성	
우리금융지주 외 3인	37.88%
국민연금공단	5.06%
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	5% 0% 3%
절대기준	5% 6% -1%
	현재 직전 변동
투자의견	매수 매수 -
목표주가	14,000 15,000 ▼

우리투자증권 상대주가 (%)



우리투자증권 (005940)

이익기반 넓은 증권사, 우리금융 민영화 과정에서 부각

FY2013.1Q 당기순이익 YoY -54.5%, QoQ -72.4% 예상

우리투자증권의 FY2013.1Q 당기순이익(지배회사지분 기준)은 88억원으로 YoY 54.5%, QoQ 72.4% 감소할 전망이다. 실적 부진의 이유는 1) 시장지표 부진, 2) 채권평가손, 3) 매도가능증권(웅진홀딩스) 손상차손에 기인한다. 동사의 FY2013 예상 ROE는 4.0%로 YoY 2.1%p 개선될 전망이다.

넓은 이익기반의 강점, 우리금융 민영화 과정에서 관심 확대 예상

우리금융 민영화 과정에서 동사에 대한 관심이 확대될 전망이다. 우리금융 민영화는 은행계열, 증권계열, 지방은행계열로 나뉘어 진행된다. 동사의 높은 시장지배력과 넓은 이익기반을 감안하면 비은행 자회사 강화에 관심이 큰 금융지주사들을 입장에서 매력적인 매물로 판단되어 유효경쟁이 성립될 수 있을 것이다.

브로커리지와 WM, IB 부문 등 전 부문에서 업계 최상위권의 시장지배력을 보유하고 있다는 점이 동사의 장점이다. 따라서 넓은 이익기반을 바탕으로 장기적인 성장 전략을 공고히 한다면 이익모멘텀은 더욱 확대될 수 있다는 판단이다.

투자의견 매수, 목표주가 14,000원 제시

우리투자증권에 대해서 투자의견 매수와 목표주가 14,000원을 제시한다. 목표주가는 목표PBR 0.8배를 적용한 것으로 FY2013 예상 ROE 4.1%에 자기자본비용 4.6%를 적용해 산출했다.

(단위:십억원,배)	FY2011	FY2012	FY2013F	FY2014F	FY2015F
순영업수익	1,425	649	736	757	828
영업이익	832	88	193	215	234
세전이익	829	87	189	212	230
순이익	166	88	143	160	174
BPS(원)	15,815	15,929	16,286	16,724	17,226
증감률(%)	-8.9	0.7	2.2	2.7	3.0
EPS(원)	778	304	656	737	800
증감률(%)	-23.1	-60.9	115.7	12.4	8.6
ROA(%)	0.8	0.3	0.5	0.5	0.6
ROE(%)	5.6	1.9	4.1	4.5	4.7
PBR(배)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
PER(배)	16.8	38.6	17.7	15.7	14.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

포괄손익계산서

(십억원)	FY2011	FY2012	FY2013F	FY2014F	FY2015F
순영업수익	1,424.8	648.9	735.7	757.1	828.2
순수수료수익	454.3	313.8	332.6	353.7	368.7
순수수료수익	337.9	201.4	226.3	245.1	260.2
금융상품관련수수료	44.8	31.4	30.9	31.7	32.0
IB관련수수료	25.0	18.6	18.4	18.1	18.2
기타수수료	46.6	62.4	57.0	58.8	58.4
순이자수익	344.5	386.5	343.6	337.3	337.3
CMA관련이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순상품운용수익	645.3	-50.8	66.8	70.3	127.5
기타영업이익	-19.2	-0.6	-7.3	-4.1	-5.3
판매비와관리비	592.9	560.7	542.8	542.4	594.3
인건비	352.4	345.1	318.6	323.7	373.9
기타판매비	240.5	215.5	224.2	218.8	220.5
영업이익	831.9	88.2	192.9	214.7	233.9
영업외수익	23.5	11.8	18.4	16.6	17.3
영업외비용	26.6	12.9	22.6	19.1	20.8
법인세차감전 순이익	828.8	87.0	188.7	212.2	230.3
법인세 비용	58.9	20.7	45.7	51.3	55.7
당기순이익	169.8	66.3	143.1	160.8	174.6
(지배회사기준)	166.1	87.7	142.7	160.4	174.2

재무상태표

(십억원)	FY2011	FY2012	FY2013F	FY2014F	FY2015F
자산총계	22,985.0	27,228.2	29,269.0	30,805.9	31,636.0
현금 및 예치금	4,748.5	4,362.8	5,407.2	5,481.9	5,721.2
유가증권	13,769.8	18,221.0	17,953.3	19,148.3	19,524.4
단기매매증권	11,042.4	16,732.0	15,847.0	16,961.4	17,292.7
매도가능증권	1,852.3	666.3	1,150.8	1,179.6	1,204.6
지분법적용투자주식	146.3	149.3	161.7	171.3	174.7
신종증권	728.7	673.3	793.7	836.0	852.5
파생상품	517.7	589.6	702.5	703.1	744.3
대출채권	1,808.8	1,368.1	1,892.9	1,979.7	2,029.3
유형자산	317.0	304.6	372.5	388.7	400.7
CMA운용자산(종금계정)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
리스자산(종금계정)	3.1	0.5	4.2	3.9	4.3
기타자산	1,820.2	2,381.7	2,936.5	3,100.3	3,211.8
부채총계	19,535.2	23,742.3	25,716.7	27,156.3	27,831.1
예수부채	1,444.1	1,345.1	1,330.2	1,330.2	1,353.4
차입부채	15,685.5	19,490.9	22,171.2	23,071.5	23,974.1
기타부채	2,405.6	2,906.4	2,215.3	2,754.6	2,503.5
자본총계	3,449.7	3,474.4	3,552.3	3,648.0	3,757.5
자본금	1,120.5	1,120.5	1,120.5	1,120.5	1,120.5
자본잉여금	1,160.1	1,159.7	1,159.7	1,159.7	1,159.7
이익잉여금	994.9	1,031.7	1,109.7	1,205.3	1,314.8
자본조정	-5.7	-3.1	-3.1	-3.1	-3.1
기타포괄손익누계액	170.5	165.5	165.5	165.5	165.5

투자지표

(월 결산)	FY2011	FY2012	FY2013F	FY2014F	FY2015F
Valuation					
EPS(원)	778	304	656	737	800
BPS(원)	15,815	15,929	16,286	16,724	17,226
DPS(원)	230	100	300	300	300
PER(배)	16.8	38.6	17.7	15.7	14.5
PBR(배)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
배당성장률(%)	6.6	34.2	45.5	40.5	37.3
배당수익률(%)	1.8	0.9	2.6	2.6	2.6
ROE(%)	5.6	1.9	4.1	4.5	4.7
ROA(%)	0.8	0.3	0.5	0.5	0.6
Leverage(배)	6.7	7.8	8.2	8.4	8.4
경영효율성					
영업수지율(%)	240.3	115.7	135.5	139.6	139.3
판매비효율성(%)	76.6	56.0	61.3	65.2	62.0
안정성					
유보율(%)	207.9	210.1	217.0	225.6	235.3
실질부채비율(%)	153.1	232.1	263.1	291.5	300.3

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

성장성 및 수익성지표

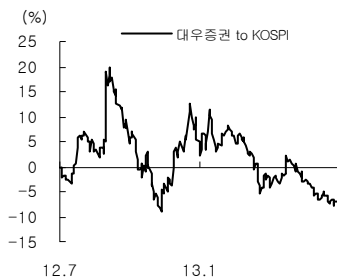
(십억원)	FY2011	FY2012	FY2013F	FY2014F	FY2015F
성장률					
총자산 증가율	18.6	18.5	7.5	5.3	2.7
예수금 증가율	91.0	-8.1	23.9	1.4	4.4
자기자본증가율	31.2	0.7	2.2	2.7	3.0
순수수료수익증가율	8.5	-40.4	12.4	8.3	6.1
순영업수익증가율	109.3	-54.5	13.4	2.9	9.4
영업이익증가율	404.3	-89.4	118.6	11.3	8.9
순이익증가율	10.8	-60.9	115.7	12.4	8.6
EPS증가율	-23.1	-60.9	115.7	12.4	8.6
BPS증가율	-8.9	0.7	2.2	2.7	3.0
수익성					
총자산영업이익률	3.6	0.3	0.7	0.7	0.7

매수 (유지)

목표주가	12,500원
현재가 (7/15)	9,980원
KOSPI (7/15)	1,875.16pt
시가총액	3,321십억원
발행주식수	340,777천주
액면가	5,000원
52주 최고가	13,550원
최저가	9,590원
60일 일평균거래대금	12십억원
외국인 지분율	13.2%
배당수익률 (13.3월)	0.0%
주주구성	
산은금융지주	43.00%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-4%	-2%	-10%
절대기준	-6%	-3%	-9%
	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	12,500	14,000	▼

대우증권 상대주가 (%)



대우증권 (006800)

높아진 Valuation 매력, 낮아진 수익성

FY2013.1Q 당기순이익 YoY -62.6%, QoQ -75.7% 예상

대우증권의 FY2013.1Q 당기순이익(지배회사지분 기준)은 91억원으로 YoY 62.6%, QoQ 75.7% 감소할 전망이다. 실적 부진의 이유는 1) 시장지표 부진, 2) 채권평가손, 3) STX그룹 충당금에 기인한다. 동사의 FY2013 예상 ROE는 3.7%로 YoY 0.5%p 개선될 전망이다.

전략적 방향성은 자산관리 및 해외진출, 중장기적 수익성 제고 필요

대우증권의 전략적 방향성은 자산관리 부문 강화 및 해외진출 확대이다. 실제로 인도네시아 이트레이딩증권에 대한 지분확대 및 직원파견 등 적극적인 해외진출 전략을 펴고 있어 중장기적인 성과가 기대된다.

브로커리지 강점이 희석된 상황에서 동사의 과제는 자본효율성 제고를 위한 증자대금의 적절한 활용처 마련이다. 결국 자본시장법 개정안이 시행 이후 수익성 및 효율성 회복에 대한 구체적 계획이 필요한 시점이다.

투자의견 매수, 목표주가 12,500원 제시

대우증권에 대해서 투자의견 매수와 목표주가 12,500원을 제시한다. 목표주가는 목표PBR 1.0배를 적용한 것으로 FY2013 예상 ROE 3.7%에 자기자본비용 3.6%를 적용해 산출했다. 현 주가는 PBR 0.8배 수준(2010년 이후 평균 1.2배)으로 ROE 둔화가 주가에 반영되어 있다.

(단위:십억원,배)	FY2011	FY2012	FY2013F	FY2014F	FY2015F
순영업수익	774	711	748	811	842
영업이익	211	141	189	219	227
세전이익	222	157	201	231	239
순이익	167	127	152	175	181
BPS(원)	11,658	11,889	12,139	12,406	12,691
증감률(%)	-16.9	2.0	2.1	2.2	2.3
EPS(원)	489	372	447	513	531
증감률(%)	-61.0	-24.0	20.1	14.8	3.6
ROA(%)	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	4.9	3.2	3.7	4.2	4.2
PBR(배)	1.1	1.0	0.8	0.8	0.8
PER(배)	27.0	31.1	22.3	19.5	18.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

포괄손익계산서

(십억원)	FY2011	FY2012	FY2013F	FY2014F	FY2015F
순영업수익	774.1	711.0	747.9	811.3	842.2
순수수료수익	469.7	333.7	342.5	355.7	363.2
순수탁수수료	337.2	195.2	224.4	243.5	258.9
금융상품관련수수료	59.8	57.2	45.2	34.7	28.0
IB관련수수료	35.2	20.6	20.8	20.8	21.0
기타수수료	37.5	60.8	52.1	56.7	55.2
순이자수익	204.7	222.3	243.1	230.1	217.6
CMA관련이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순상품운용수익	99.9	177.2	202.0	258.7	296.2
기타영업이익	-0.2	-22.1	-39.8	-33.2	-34.7
판매비외관리비	562.9	570.1	558.8	592.1	614.8
인건비	341.6	372.1	352.6	390.3	411.7
기타판매비	221.3	198.0	206.2	201.9	203.1
영업이익	211.2	141.0	189.1	219.1	227.4
영업외수익	27.0	22.0	22.6	19.5	20.6
영업외비용	16.1	5.9	10.9	8.2	9.2
법인세차감전 순이익	222.1	157.1	200.8	230.5	238.8
법인세 비용	55.4	30.4	48.6	55.8	57.8
당기순이익	166.7	126.7	152.2	174.7	181.0
(지배회사기준)	166.9	126.7	152.2	174.7	181.0

투자지표

(월 결산)	FY2011	FY2012	FY2013F	FY2014F	FY2015F
Valuation					
EPS(원)	489	372	447	513	531
BPS(원)	11,658	11,889	12,139	12,406	12,691
DPS(원)	160	120	200	250	250
PER(배)	27.0	31.1	22.3	19.5	18.8
PBR(배)	1.1	1.0	0.8	0.8	0.8
배당성장률(%)	32.2	0.0	44.1	48.0	46.3
배당수익률(%)	1.2	1.0	2.0	2.5	2.5
ROE(%)	4.9	3.2	3.7	4.2	4.2
ROA(%)	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5
Leverage(배)	5.7	6.3	7.2	8.2	9.4
경영효율성					
영업수지율(%)	137.5	124.7	133.8	137.0	137.0
판매비효율성(%)	83.4	58.5	61.3	60.1	59.1
안정성					
유보율(%)	133.2	137.8	142.8	148.1	153.8
실질부채비율(%)	115.6	124.5	211.6	297.8	402.6

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	FY2011	FY2012	FY2013F	FY2014F	FY2015F
자산총계	22,463.4	25,437.4	29,985.1	34,733.7	40,488.7
현금 및 예치금	5,011.0	5,567.7	7,238.1	8,178.8	9,668.9
유가증권	13,053.8	16,149.1	17,692.5	20,790.0	24,084.0
단기매매증권	7,863.0	11,918.5	12,302.2	14,547.1	16,846.4
매도가능증권	4,934.4	3,619.9	4,678.2	5,409.8	6,272.5
지분법적용투자주식	23.2	23.2	26.9	31.5	36.5
신종증권	233.1	587.5	685.2	801.7	928.7
파생상품	302.9	600.8	585.3	669.9	794.8
대출채권	1,485.1	1,585.2	1,916.2	2,244.0	2,598.6
유형자산	257.8	249.6	322.2	373.6	435.2
CMA운용자산(종금계정)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
리스자산(종금계정)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타자산	2,352.9	1,284.9	2,230.8	2,477.4	2,907.2
부채총계	18,490.5	21,385.8	25,848.4	30,506.1	36,164.0
예수부채	1,740.1	2,074.9	2,055.2	2,055.2	2,086.0
차입부채	14,951.4	17,936.2	21,980.0	26,653.4	32,493.7
기타부채	1,798.9	1,374.7	1,813.2	1,797.5	1,584.3
자본총계	3,972.9	4,051.7	4,136.7	4,227.6	4,324.7
자본금	1,703.9	1,703.9	1,703.9	1,703.9	1,703.9
자본잉여금	661.0	660.1	660.1	660.1	660.1
이익잉여금	1,604.4	1,677.4	1,762.5	1,853.4	1,950.5
자본조정	-130.7	-126.2	-126.2	-126.2	-126.2
기타포괄손익누계액	134.4	136.4	136.4	136.4	136.4

성장성 및 수익성지표

(십억원)	FY2011	FY2012	FY2013F	FY2014F	FY2015F
성장률					
총자산 증가율	25.2	13.2	17.9	15.8	16.6
예수금 증가율	71.9	11.1	30.0	13.0	18.2
자기자본증가율	38.8	2.0	2.1	2.2	2.3
순수수료수익증가율	-8.2	-42.1	15.0	8.5	6.4
순영업수익증가율	-20.3	-8.1	5.2	8.5	3.8
영업이익증가율	-36.5	-33.2	34.1	15.9	3.8
순이익증가율	-34.9	-24.0	20.1	14.8	3.6
EPS증가율	-61.0	-24.0	20.1	14.8	3.6
BPS증가율	-16.9	2.0	2.1	2.2	2.3
수익성					
총자산영업이익률	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6

중립 (하향)

목표주가

현재가 (7/15) 6,220원

KOSPI (7/15)	1,875.16pt
시가총액	1,427십억원
발행주식수	236,613천주
액면가	5,000원
52주 최고가	9,900원
최저가	6,050원
60일 일평균거래대금	3십억원
외국인 지분율	16.2%
배당수익률 (13.3월)	0.6%

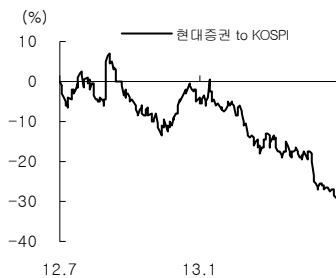
주주구성

현대상선 외 5인 26.03%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-7%	-30%	-26%
절대기준	-6%	-26%	-29%

	현재	직전	변동
투자의견	중립	매수	▼
목표주가	-	10,500	▼

현대증권 상대주가 (%)



현대증권 (003450)

수익성 회복의 과제

FY2013.1Q 당기순이익 YoY 흑자전환, QoQ 흑자전환 예상

현대증권의 FY2013.1Q 당기순이익(지배회사지분 기준)은 73억원으로 YoY, QoQ 흑자전환이 예상된다. 동사의 자기자본 규모(수정자본 2.9조원)를 감안하면 부진한 실적이 지속될 전망이다. 실적 부진의 이유는 1) 시장지표 부진, 2) 채권평가손에 기인한다. 동사의 FY2013 예상 ROE는 3.5%로 YoY 흑자전환 전망이다.

수익성 회복의 과제

현대증권의 최대 과제는 수익성 회복이다. 동사의 경우 역사적으로 오프라인 브로커리지 M/S가 높고 고유계정의 탄력적인 운용으로 거래대금이 상승하는 국면에서 이익모멘텀이 큰 장점을 가졌다. 그러나 FY2012 이후 M/S 하락 및 일회성손실(금호산업 손상차손, 선박펀드 손실 반영 등)이 지속되며 수익성 둔화가 장기화되고 있어 개선 노력이 필요하다.

투자의견 중립, 저평가매력 부각될 수 있으나 과제 해결 필요

현대증권에 대해서 투자의견 중립을 제시한다. 동사의 현재 PBR은 0.3배로 금융위기 당시 0.9배에도 못 미치는 절대적 저평가 수준이다. 따라서 주식시장 반등 및 증권업 이익지표 개선이 진행되는 국면에서 저평가매력은 언제든지 부각될 수 있으나 자체적인 과제 해결이 선행되어야 추세적인 주가 회복이 가능할 것으로 판단된다.

(단위:십억원,배)	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015
순영업수익	662	465	651	705	732
영업이익	145	-24	143	170	195
세전이익	181	-55	142	158	187
순이익	137	-68	108	120	142
BPS(원)	17,895	17,672	18,172	18,741	19,440
증감률(%)	13.1	-1.2	2.8	3.1	3.7
EPS(원)	804	-401	635	704	834
증감률(%)	-53.1	-149.9	-258.4	10.9	18.4
ROA(%)	1.0	-0.4	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	4.8	-2.3	3.5	3.8	4.4
PBR(배)	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3
PER(배)	13.1	-20.1	9.8	8.8	7.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

포괄손익계산서

(십억원)	FY2011	FY2012	FY2013F	FY2014F	FY2015F
순영업수익	662.2	465.3	650.8	705.2	732.4
순수수료수익	412.3	274.5	281.9	304.6	316.4
순수탁수수료	343.8	169.1	187.3	200.6	213.0
금융상품관련수수료	24.1	20.8	21.8	23.1	24.6
IB관련수수료	19.3	28.5	29.2	29.8	30.3
기타수수료	25.0	56.1	43.7	51.1	48.5
순이자수익	220.6	303.9	296.2	291.3	312.0
CMA관련이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순상품운용수익	71.7	-54.0	120.1	173.9	171.4
기타영업이익	-42.4	-59.1	-47.4	-64.5	-67.4
판매비와관리비	516.7	489.3	508.2	535.1	537.6
인건비	328.8	278.5	291.8	319.7	323.4
기타판매비	188.0	210.8	216.4	215.4	214.3
영업이익	145.5	-24.0	142.6	170.2	194.8
영업외수익	44.4	17.0	34.0	28.3	30.9
영업외비용	9.3	47.8	34.1	40.5	38.6
법인세차감전 순이익	180.6	-54.8	142.5	158.0	187.1
법인세 비용	43.9	13.4	34.5	38.2	45.3
당기순이익	136.7	-68.2	108.0	119.8	141.8
(지배회사지분기준)	136.7	-68.1	108.0	119.8	141.8

재무상태표

(십억원)	FY2011	FY2012	FY2013F	FY2014F	FY2015F
자산총계	15,788.4	19,664.4	23,310.3	27,050.9	30,517.7
현금 및 예치금	2,056.7	2,367.5	2,403.9	2,849.4	3,178.1
유가증권	10,282.1	12,950.4	15,506.9	17,876.6	20,216.6
단기매매증권	9,003.4	11,135.9	13,279.9	15,305.1	17,310.2
매도가능증권	967.2	1,465.0	1,743.2	2,018.5	2,281.2
지분법적용투자주식	6.5	2.5	3.2	3.7	4.1
신종증권	298.2	338.3	469.6	536.6	606.7
파생상품	99.5	330.0	273.9	324.7	369.8
대출채권	1,773.3	2,338.0	2,763.0	3,208.7	3,623.2
유형자산	156.0	379.1	294.5	369.1	403.7
CMA운용자산(종금계정)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
리스자산(종금계정)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타자산	1,420.9	1,299.4	2,068.2	2,422.5	2,726.4
부채총계	12,746.2	16,660.1	20,221.0	23,859.9	27,199.5
예수부채	1,798.9	1,992.8	1,974.9	1,974.9	2,002.9
차입부채	9,655.6	13,469.8	17,147.7	20,841.3	24,087.2
기타부채	1,291.7	1,197.5	1,098.4	1,043.7	1,109.4
자본총계	3,042.2	3,004.2	3,089.2	3,186.0	3,304.8
자본금	1,183.1	1,183.1	1,183.1	1,183.1	1,183.1
자본잉여금	1,064.5	1,063.3	1,063.3	1,063.3	1,063.3
이익잉여금	955.9	820.3	905.3	1,002.1	1,120.9
자본조정	-272.2	-235.4	-235.4	-235.4	-235.4
기타포괄손익누계액	111.0	173.0	173.0	173.0	173.0

투자지표

(월 결산)	FY2011	FY2012	FY2013F	FY2014F	FY2015F
Valuation					
EPS(원)	804	-401	635	704	834
BPS(원)	17,895	17,672	18,172	18,741	19,440
DPS(원)	200	50	150	150	150
PER(배)	13.1	-20.1	9.8	8.8	7.5
PBR(배)	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3
배당성향(%)	22.4	0.0	21.3	19.2	16.2
배당수익률(%)	1.9	0.6	2.4	2.4	2.4
ROE(%)	4.8	-2.3	3.5	3.8	4.4
ROA(%)	1.0	-0.4	0.5	0.5	0.5
Leverage(배)	5.2	6.5	7.5	8.5	9.2
경영효율성					
영업수지율(%)	128.2	95.1	128.1	131.8	136.2
판매비효율성(%)	79.8	56.1	55.5	56.9	58.9
안정성					
유보율(%)	157.1	153.9	161.1	169.3	179.3
실질부채비율(%)	127.4	157.3	248.0	336.9	414.2

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

성장성 및 수익성지표

(십억원)	FY2011	FY2012	FY2013F	FY2014F	FY2015F
성장률					
총자산 증가율	28.4	24.5	18.5	16.0	12.8
예수금 증가율	-0.6	15.1	1.5	18.5	11.5
자기자본증가율	13.1	-1.2	2.8	3.1	3.7
순수수료수익증가율	3.0	-50.8	10.7	7.1	6.2
순영업수익증가율	-3.3	-29.7	39.9	8.4	3.9
영업이익증가율	-32.4	-116.5	-693.2	19.4	14.4
순이익증가율	-53.1	-149.9	-258.4	10.9	18.4
EPS증가율	-53.1	-149.9	-258.4	10.9	18.4
BPS증가율	13.1	-1.2	2.8	3.1	3.7
수익성					
총자산영업이익률	0.9	-0.1	0.6	0.6	0.6

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

종목명	담당자	담당자 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대수익률 기준)	적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	비중축소 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)	비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

