



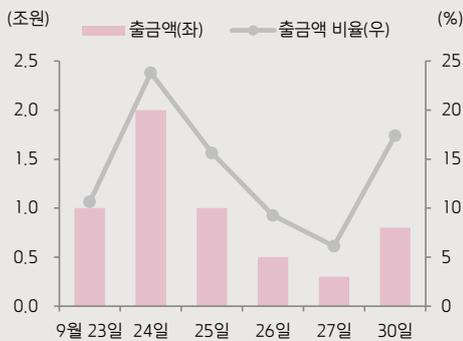
# Neutral (Maintain)/ Neutral (Maintain)

금융총괄(은행/증권)

Analyst 서영수

02) 3787-5111 ysyoung@kiwoom.com

## 동양그룹 사태로 증권 자금 이탈 재현



자료: 동양증권, 키움증권

## 중위험자산 회피 현상 우려



자료: 금융감독원

- 당사는 9월 30일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

# 은행/증권산업

## 동양그룹사태, 위험자산 기피현상 심화 유발할 듯



예고되었지만 고객 신뢰를 주업으로 하는 증권사 대주주가 법정관리를 신청하는 파국의 결과를 맞이하였다. 자금 이탈은 불가피해 보인다. 증권사 상품의 성격상 대부분이 중도 인출에 대한 비용이 거의 없기 때문이다. 유동성 위기가 초래할 가능성은 낮지만 M&A를 위해 기업가치 하락을 차단하기 위한 적극적인 조치가 필요할 듯 하다.

### >>> 동양증권, M&A를 위한 추가적인 조치가 가시화 예상

동양그룹 계열사의 법정관리 신청은 동양증권 주가에 부정적인 뉴스임. 투자한 계열사 주식관련 손실로 실적이 대폭 악화될 수 있는 데다 동양증권 대주주가 법정관리를 신청, 진정된 고객이탈 재현이 불가피해 보이기 때문. 이에 따라 지배구조 문제, 영업용 순자본 비율의 하락, 추락한 브랜드 인지도 등을 고려해 볼 때 조기 M&A 추진은 불가피해 보임. 더욱이 농협금융, KB 등에서 대형사 인수를 추진, 적극적인 조치를 통해 M&A를 추진할 가능성이 높은 것으로 판단. 따라서 우리투자증권 M&A 프리미엄을 떨어뜨리는 사안이 될 수 있다는 점에서 동사 주가에도 부정적 뉴스가 될 듯.

### >>> 고·중위험자산에 대한 선호도 하락 요인으로 증권업계 악재

일부 증권사에 긍정적일 수 있지만 증권업계 전반적으로 부정적인 뉴스로 평가함. 중위험 자산에 대한 선호도를 떨어뜨림으로써 신탁, 채권형 펀드 등 자산관리시장 성장에 부정적인 영향을 미칠 수 있으며 나아가 급격히 증가하는 가계의 위험자산 기피현상을 심화시킬 수 있기 때문임. 실제 KOSPI가 2000 수준에 근접하고 있음에도 9월 개인 일 평균 거래대금은 3.2조원으로 전년 동기 대비 37% 감소하였음. 이로 인해 2/4분기 실적도 경상기준으로 볼 때 전분기 대비 여전히 부진한 것으로 추정됨.

### >>> 은행에는 일시적으로 호재, 장기적으로 악재가 될 듯

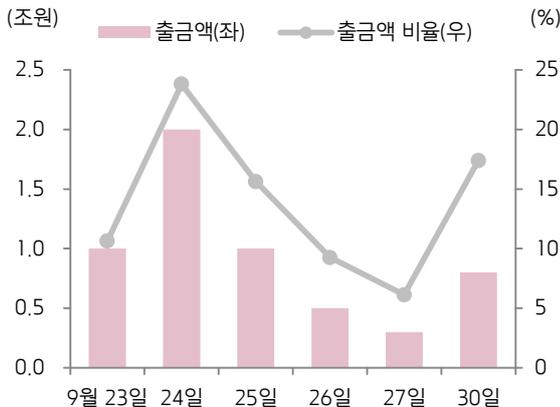
동양그룹 사태 이후 안전자산 선호현상이 심화, CMA 등 단기 자금이 은행으로 이동할 가능성이 높기 때문. 그러나 동양그룹 사태는 장기적으로 부정적 뉴스임. 동양 그룹 법정관리 신청 이후 한계기업의 자금 사정이 악화됨에 따라 부실이 건설사, 부동산 PF, 조선, 해운 등 자금사정이 좋지 않은 한계기업으로 전염될 경우 주요 시중은행의 건전성이 크게 악화될 수 있기 때문. 동양그룹 사태의 근원적 문제가 부동산시장 침체, 소득 양극화, 주거비 급등과 같은 구조적인 내수시장의 장기 침체에 따른 불가피한 현상이라는 점을 고려해 볼 때 대기업 그룹의 추가 부실화 가능성은 여전히 높다고 보는 것이 타당해 보임. 이를 고려해 볼 때 은행업종 투자는 상대적으로 건전성 악화 우려가 적은 BS금융지주, DGB금융지주 중심으로 투자하기를 권고함.

동양그룹 계열사의 법정 관리 신청, 동양증권 주가에 악재가 될 듯

30일 동양그룹의 주력 계열사인 (주)동양, 동양증권 대주주인 동양인터내셔널과 동양레저 3사가 법정관리를 신청하였다. 동 뉴스는 동양증권 주가에 매우 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

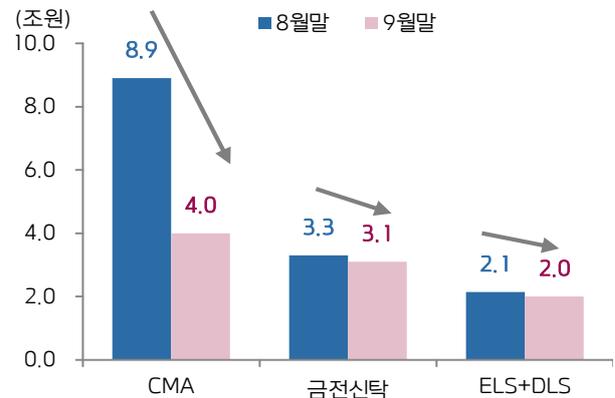
첫째, 동양증권은 동양그룹 주력 계열사의 법정관리 신청으로 적지 않은 직간접적 손실을 입을 것으로 예상된다. 6월말 현재 장부가치로 2,097억원에 달하는 동양파이낸셜이 전년 말 기준으로 619억원 출자주식, 245억원의 대여금을 보유하고 있는 것으로 추정, 3/4분기 중 일정 수준의 평가손실을 입을 것으로 예상된다. 아울러 고객에게 판매한 신탁에 편입된 계열사 CP 및 채권 1.5조원에 대한 소송이 늘어날 것으로 예상, 소송 결과에 따라 추가 손실이 불가피해 보인다. 둘째, 동양증권 대주주가 법정관리를 신청, 대주주 자격을 포기함에 따라 다소 진정되었던 고객 자산의 이탈이 다시 늘어날 수 있다는 점이다. 고객의 회사에 대한 충성도가 상대적으로 낮은 데다 CMA, 펀드, 위탁자산 등 주요 고객 자산은 조기 인출 및 환매에 따른 비용이 적은 반면 자금 인출이 장기화될 경우 결제 위험, 자산가치 하락 위험 등에 노출될 가능성이 커지기 때문이다. ELS, DLS 등 파생상품의 경우 중도 환매 비용이 있지만 CMA 등과 달리 최악의 상황에서는 보유에 따른 손실이 클 수 있어 환매 위험이 상대적으로 큰 것으로 분석된다. 아울러 대주주가 사실상 법원, 즉 채권단으로 넘어감에 따라 M&A를 위해 적극적인 조치를 취할 수 있다는 우려가 확산될 경우 자금인출이 심화될 가능성이 있다.

동양증권, 계열사 법정관리로 자금이탈 재현



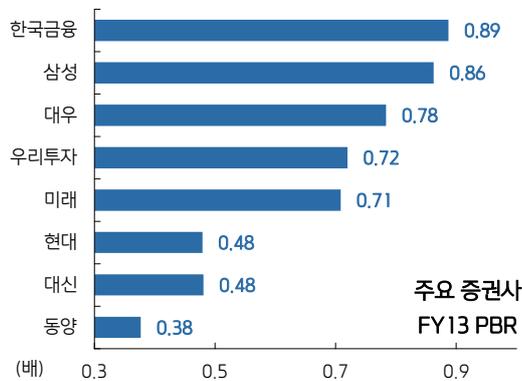
자료: 동양증권, 언론보도 참조

자금이탈, 동양증권 기업가치 하락에 영향을 미쳐...



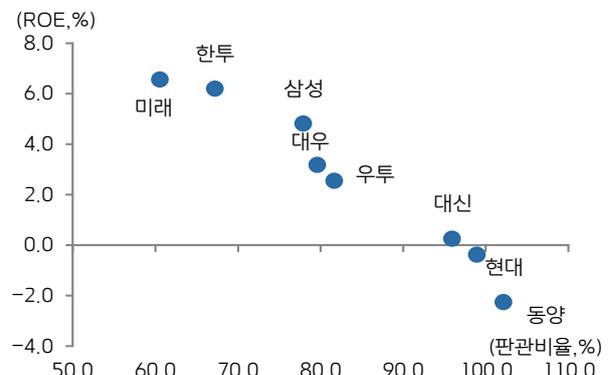
자료: 국민은행, 통계청, 키움증권

주가 하락으로 밸류에이션 매력도 개선



자료: 각사

FY12 증권사별 ROE외 비용율 비교



자료: 각사

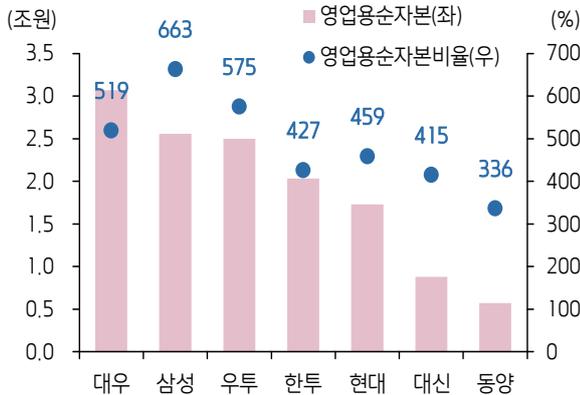
동양증권, M&A를 위한 적극적인 조치가 불가피해 보임

급격한 자금인출 문제가 진정되면 채권단은 동양증권에 대해 매각을 적극적으로 추진할 가능성이 높은 것으로 판단한다. 그 이유는 다음과 같다.

첫째, 대주주의 법정관리에 따른 신뢰도 추락으로 사실상 경영이 어려운 데다 적자 확대 등으로 영업용 순자본비율이 낮아져 자본 확충을 통한 경영 정상화가 시급하기 때문이다. 실제 동사의 6월말 영업용순자본비율은 336%로 적자 지속으로 연말에는 200%대까지 하락할 가능성이 높다. 둘째, IB부문에 강점을 지닌 대형증권사를 인수하려는 증권사가 비교적 많다는 점이다. 같은 대형사인 우리투자증권 매각 입찰에 KB금융, 농협금융, 대신증권 등 비교적 관심을 보이는 금융회사가 많은 것으로 알려져 있다. 셋째, 증권사의 경우 고객 충성도가 낮아 경영 공백이 장기화될 경우 기업가치 훼손이 매우 클 수 있어 인수가격 조정이 용이하다는 점이다. 인수자 입장에서 볼 때 신탁에 편입된 채권의 우발채무에 대한 손실 우려가 제약요인이 될 수 있지만 자기자본 규모를 감안해 볼 때 감내할 수준으로 판단된다. 따라서 M&A 추진을 위해 자금인출 지속으로 인한 기업가치 훼손을 최소화하기 위한 적극적인 조치 가능성을 염두해 둘 필요가 있다.

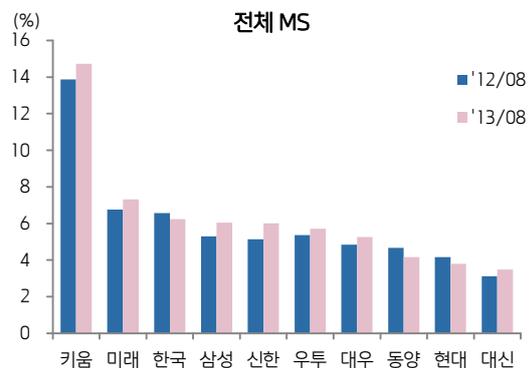
한편 우리금융은 우리투자증권 매각을 추진하고 있어 동양그룹 사태가 동사의 매각 입찰에 적지 않은 영향을 미칠 수 있을 것으로 판단된다. 같은 대형사로 우리투자증권의 M&A 프리미엄을 떨어뜨릴 수 있을 수 있을 뿐만 아니라 나아가 신탁과 관련, 우발채무에 대한 부담을 확대할 수 있기 때문이다.

동양증권, 영업용순자본비율이 상대적으로 낮아



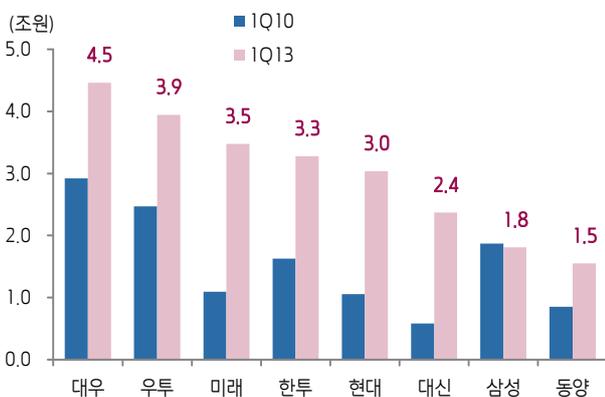
자료: 각사

동양증권, 4%대 위탁 점유율을 기록하는 대형증권사



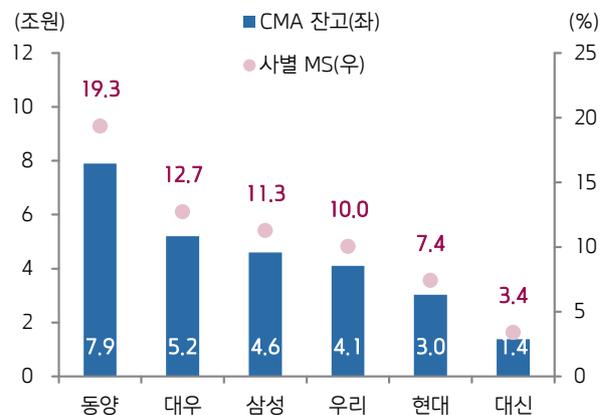
자료: 각사, 키움증권

ELS 시장에서도 비교적 경쟁력을 지닌 동양증권



자료: 각사,

동양증권, CMA 점유율 업계 1위의 증권사



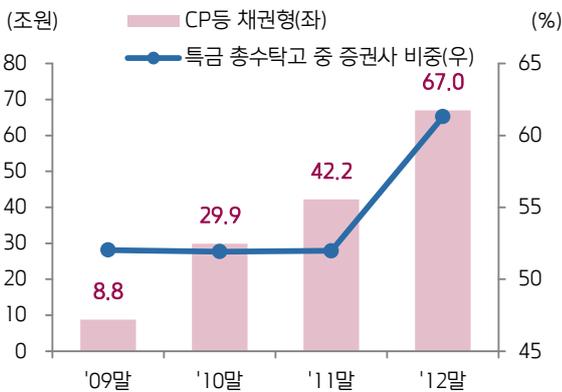
자료: 각사

동양그룹 사태, 증권업계 전반적으로 부정적 뉴스

한편 동양그룹 사태는 고객의 이동으로 인해 일부 대형사가 일시적으로 수혜를 입고 있지만 증권업계 전반적으로 부정적 측면이 더 큰 것으로 판단한다. 그 이유는 다음과 같다.

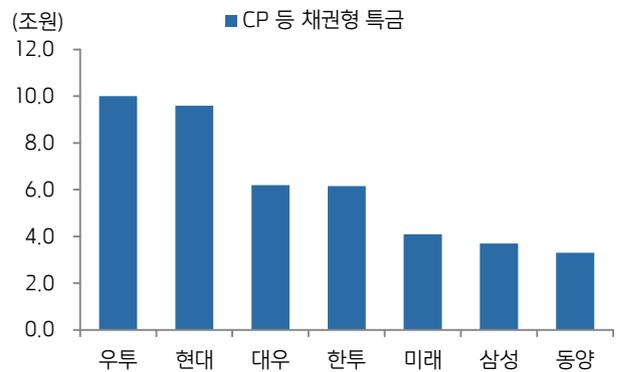
첫째, 동양그룹 사태는 중위험자산에 대한 개인의 선호도를 크게 하락, 중위험 자산관리시장에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 먼저 가장 영향을 많이 받을 것으로 예상되는 자산관리 분야는 채권형 중심의 신탁 시장으로 추가 성장에 적지 않은 어려움을 겪을 것으로 예상된다. 참고로 증권사가 판매한 금전신탁 잔고는 '12년 12월말 현재 95.2조원으로 이 가운데 채권형 신탁이 67조원으로 70%를 차지하고 있다. 더욱이 불안전 판매로 판명될 경우 증권업계의 신뢰도 악화로 채권 및 신탁 뿐만 아니라 ELS, 채권형 펀드 등으로 확산될 수 있다. 실제 동양그룹 사태 이후 인출된 CMA 자금의 절반 이상이 은행 등 여타 금융기관 이동하는 것으로 추정, 시사하는 바가 크다. 즉 증권업계가 신뢰도 제고를 위해 조기에 수습하지 않는다면 신탁 뿐만 아니라 자산관리시장 전반에 부정적인 인식이 확산될 수 있다. 한편 동양 그룹 법정관리 신청 이후 한계기업의 자금 사정이 악화됨에 따라 부실이 건설사, 부동산 PF, 조선, 해운 등 자금사정이 좋지 않은 한계기업으로 전염될 가능성이 높은 것으로 판단된다. 정부의 적극적인 조치가 없다면 기업의 추가 부도로 인해 증권업계는 여타 채권, 신탁 등에서 추가적인 직·간접적인 손실을 입을 가능성을 배제할 수 없다.

채권형 신탁, 비중 많아 영향 적지 않을 듯



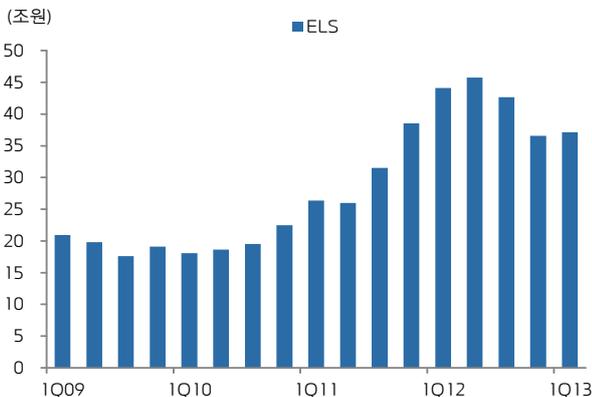
자료: 금융감독원

증권사, 채권형 신탁 비중 많아 영향이 적지 않을 듯



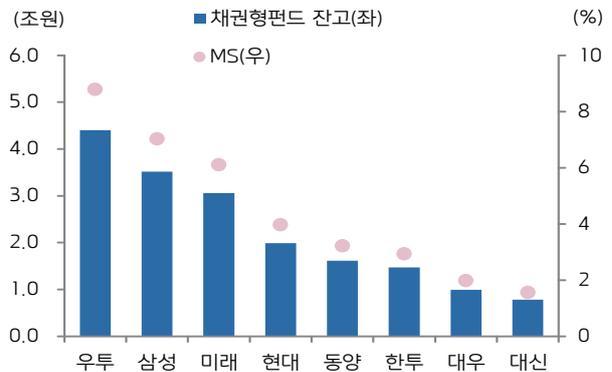
자료: 각사

동양 사태, ELS시장에도 영향을 미칠 듯



자료: 금융투자협회

동양사태, 안전자산관리시장에도 영향 미칠 듯



자료: 각사, 금융투자협회

동양그룹 사태, 가계의 위험자산 기피 현상을 심화시킬 듯

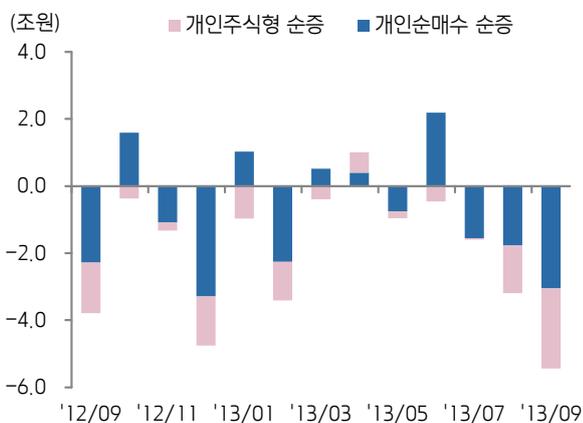
둘째, 동양그룹 사태가 개인의 위험자산 기피현상을 심화시킬 가능성이 높기 때문이다. 전·월세 가격 급등으로 인한 주거비 상승, 가계부채 확대에 따른 이자부담 증가, 명목 소득의 정체 등으로 가계의 위험자산 기피현상은 갈수록 심화되고 있다. 이와 같은 여건하에서 동양그룹 사태는 위험자산을 줄이는 계기로 작용할 가능성이 높다. 실제 외국인과 연기금의 순매수 확대로 KOSPI가 2000을 상회한 9월 개인은 3.1조원을 주식시장에서 순매도 하였으며 주식형 펀드도 2.4조원을 환매한 것으로 추정된다.

한편 증권사의 2/4분기 실적은 1/4분기에 이어서 전반적으로 매우 부진한 것으로 추정된다. 금리 안정화로 1/4분기 대비 유가증권 부문 등 비경상적 손익은 개선되었지만 핵심 영업이익은 오히려 2/4분기보다 감소한 것으로 추정된다. 그 이유는 첫째, 지수 상승과 무관하게 개인 거래 비중이 축소, 2/4분기 개인 일거래대금은 3.9조원으로 전분기 대비 6.6% 감소하였으며 둘째, 금융시장 불안정성 확대로 위험자산뿐만 아니라 중·저위험 자산관리시장도 크게 부진하였으며 셋째, 창조경제 달성을 위한 정부의 정책적 효과도 예상과 달리 미흡해 IB 부문 실적도 당초 기대와 달리 부진했기 때문이다. KOSPI가 2000을 상회하고 있음에도 증권업계가 위기를 주장하는 이유가 여기에 있다. 증권업종에 대한 “Neutral” 의견을 유지한다.

대형증권사

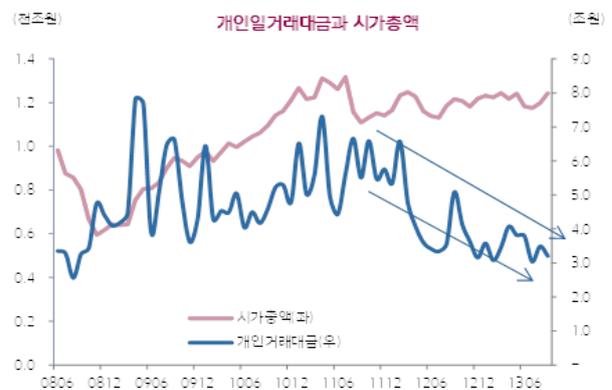
(십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13E	QoQ(%)	YoY(%)
순영업수익	1,010.2	1,152.5	824.2	1,164.1	845.3	962.2	13.8	-16.5
이자순수익	449.6	461.5	433.0	436.0	453.2	406.7	-10.3	-11.9
위탁수수료(주식+선물)	370.9	417.9	367.8	362.3	397.2	350.1	-11.9	-16.2
자산관리수익	116.0	110.2	118.0	117.4	123.0	125.2	1.7	13.6
IB 및 기타	110.0	117.2	105.8	127.8	113.5	116.1	2.2	-1.0
유가증권손익	36.3	137.4	-110.9	203.4	-171.0	44.5	흑전	-67.6
수정영업수익(유가증권제외)	973.8	1,015.1	935.1	960.7	1,016.3	917.7	-9.7	-9.6
판매비	840.9	848.4	793.1	811.9	801.1	761.0	-5.0	-10.3
당기순이익	120.1	278.2	62.9	180.3	80.2	153.9	91.9	-44.7
지배주주순이익	96.8	257.8	65.8	224.1	34.6	157.0	353.8	-39.1
비용율	83.1	79.0	82.1	74.3	74.9	79.6	6.3	0.8
EPS(원)	814	1,888	1,608	2,119	1,150	1,463	27.2	-22.5
ROE(%)	1.6	5.1	1.2	4.2	0.7	3.0	3.0	-2.3
일평균거래대금	6,188.4	6,570.4	6,259.9	5,918.1	6,354.7	6,250.0	-1.6	-4.9
주식형펀드	21,898.2	21,281.1	21,008.6	20,939.7	21,083.1	21,518.4	2.1	1.1

동양사태, 개인 자금 이탈 확대 요인으로 작용



자료: 금융투자협회

지수 상승과 무관하게 개인 거래대금은 감소



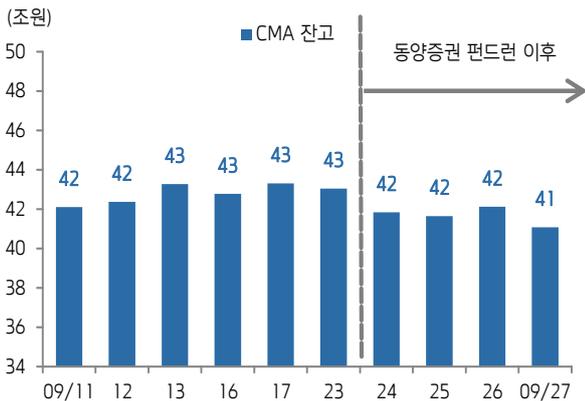
자료: 금융투자협회

동양그룹 사태, 은행업  
종에는 단기호재, but  
중장기 악재요인

동양그룹 사태는 단기적으로 은행업종에 호재이다. 동양그룹 사태 이후 안전자산 선호 현상이 심화, CMA 등 단기 자금이 은행으로 이동할 가능성이 높기 때문이다. 실제 동양증권 CMA에서 자금이 이탈되면서 전체 CMA 잔고도 크게 감소한 것으로 나타났다. (9월 23일~27일 동안 동양증권은 4조여원의 CMA 잔고가 감소한 반면 CMA 전체잔고는 2조원 감소함)

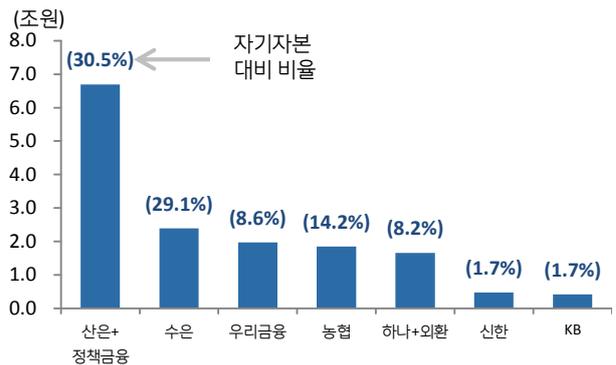
그러나 동양그룹 사태의 긍정적 효과는 기업 자금 사정 악화가 확산되지 않을 것이라는 전제일 때 가능하다. 동양 그룹 법정관리 신청 이후 한계기업의 자금 사정이 악화됨에 따라 부실이 건설사, 부동산 PF, 조선, 해운 등 자금사정이 좋지 않은 한계기업으로 전염될 경우 은행의 건전성은 크게 악화될 수 있기 때문이다. 동양그룹 사태의 근원적 문제가 부동산시장 침체, 소득 양극화, 주거비 급등과 같은 구조적인 내수시장의 장기 침체에 따른 불가피한 현상이라는 점을 고려해 볼 때 대기업 그룹의 추가 부실화 가능성은 여전히 높다고 보는 것이 타당해 보인다. 이를 고려해 볼 때 은행업종 투자는 상대적으로 건전성 악화 우려가 적은 BS금융지주, DGB금융지주 중심으로 투자하기를 권고한다.

CMA 자금 이탈, 일부 은행으로 이동할 듯



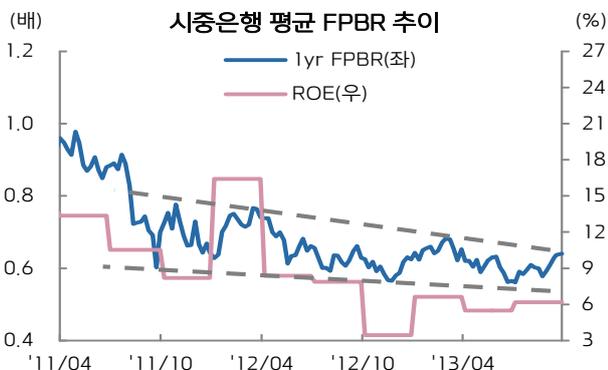
자료: 금융투자협회

한계기업으로 확산시 은행주에는 악재가 될 듯



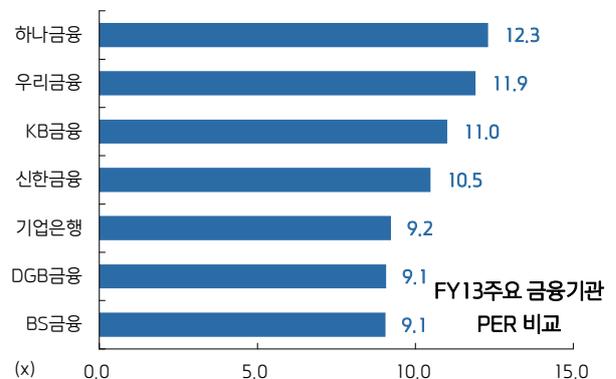
자료: KIS-LINE

은행주 PBR, 밴드 상단에 근접함



자료: 키움증권

BS금융지주, DGB금융지주가 상대적으로 매력적



자료: 키움증권