

증권

BUY(Overweight)

버티면 때가 온다

- ❗ 어려운 시기를 잘 버티는 회사가 향후 경제 및 시장 회복시 수혜를 받을 것
- ❗ 비용을 가장 효과적으로 줄이면서 고객예탁자산을 늘리면 향후 경제 회복시 자산이 위험자산으로 이동하면서 수익 창출 기회가 높을 것으로 판단
- ❗ 비용절감 및 고객자산 확보를 감안했을 때 삼성증권이 가장 긍정적이라고 판단함
- ❗ FY13 삼성증권의 임직원 11.1%, 지점 13.3% 감소하여 타 대형사 대비 가장 큰 감소. 최근 2년간 WM 잔고 30.9% 증가.

증권업 부진 속 체력 양분화 중, 비용 감축 및 고객예탁자산 확보가 중요

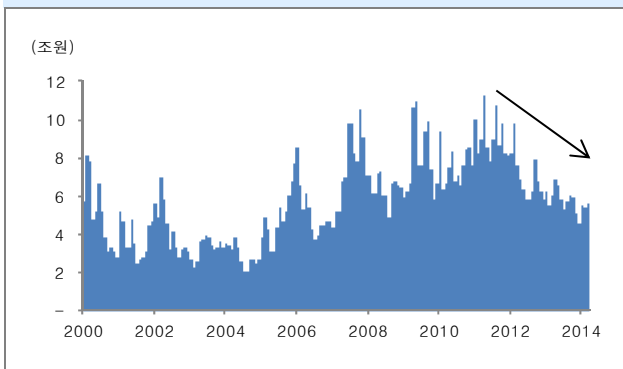
증권 업황 악화
지속 중
잘 버텨야 하는 국면

증권업의 지루한 약세가 지속되고 있다. 여전히 개인거래와 회전율이 낮은 수준을 유지하고 있고 자산관리 부분에서도 위험자산 보다는 안전자산의 선호도가 높으며 금리 상승으로 인한 채권평가손실에 대한 리스크 또한 존재해 시장 상황이 증권업에 긍정적이지 못하기 때문이다. 그러나 한가지 분명한 것은 증권업은 타 금융업이 제공하지 못하는 금융상품을 제공하며 그 수요는 정도의 차이일 뿐 항상 존재할 것이라는 사실이다.

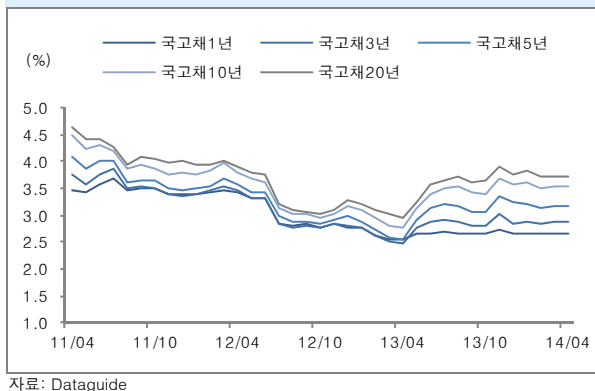
비용 감축하고
고객자산을 증가시키면
향후 수익창출의
기반이 될 것

업황이 힘들면 힘들수록 증권사의 체력은 양분화가 될 것이며 지금 이 시간을 잘 견디는 회사가 향후 경제 회복 시 수혜를 받을 수 있을 것이다. 지금은 누가 더 잘, 오래 버티는가가 가장 중요한 국면이라고 판단된다. 이와 같은 상황에서 증권사가 할 수 있는 것은 비용을 줄여 악화된 시장 상황에서 살아남고 고객예탁자산확보를 통해 향후 경제 회복 시 자산 간 회전을 통해 수익을 창출할 수 있는 기반을 만드는 것이다.

[그림 1] 일평균 거래대금 하락세 지속



[그림 2] 금리 상승



증권사 체력 양분화 되고 있음 증권사 체력의 양분화는 지속되고 있으며 최근 자본시장 침체로 증권업이 부진을 이어가자 금융당국은 업계 재편을 위해 여러 가지 규정개정을 시행하고 있어 이와 같은 변화를 더욱 촉진하고 있는 것으로 판단된다. NCR 산출 체계 개편, 콜차입 규제, 레버리지 비율 규제 등 대형사에 우호적인 정책적 stance가 지속적으로 확인되기 때문이다.

자본잠식 증권사 10개 2년 연속 자본 감소 21개 63개의 증권사 중 2013년 12월 기준 자본잠식 상태인 증권사는 10개, 2년 연속 감소한 곳은 21개다. 이 중 대부분이 자기자본 5천억원 이하의 중소형사이기 때문에 업황이 악화되면 악화될수록 증권사 체력 양분화가 촉진될 것으로 판단된다.

금리 방향성 변화면서 대형사 또한 수익성 악화 그러나 대형사 역시 악화된 시장 상황으로 힘든 시간을 보내고 있다. 2013년 12월 기준 63개의 증권사 중 자기자본 1조원 이상의 증권사 9개의 2013년 ROE 평균은 1.3%를 시현하고 있는 상황이다. 주식시장 침체에도 2012년에는 금리 하락으로 소매채권 판매 및 운용수익이 실적을 방어할 수 있었으나 2013년 말 금리가 상승세를 보인 이후부터 고객에게 판매한 채권 상품에서 손실이 발생하고 증권사가 보유하고 있는 채권 부분에서 평가손이 발생하면서 실적이 크게 하락했다.

주식 및 채권시장 모두 부진하여 비용 절감이 중요 금융상품을 기초로 다양한 상품을 구성하는 증권사의 특성상 주요 상품인 주식시장 및 채권시장이 모두 부진한 최근 상황이 얼마나 지속될 지 가늠하기 어렵기 때문에 증권사의 비용 절감이 가장 중요한 국면이라고 판단된다.

[표 1] 자본규모별 증권사 수 및 ROE

(개, 십억원, %)	증권사 수	평균 자기자본	평균 ROE
1000억원 이하	18	31	-16.0
1000억원 이상 3000억원 이하	12	210	1.5
3000억원 이상 5000억원 이하	12	400	-0.5
5000억원 이상 1조원 이하	12	711	-2.5
1조원 이상	9	2,711	1.3

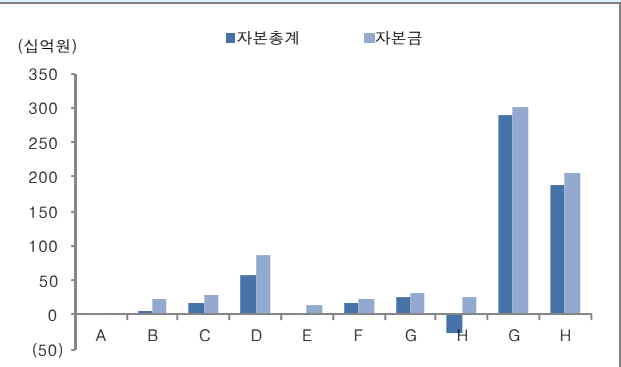
자료: 금융투자협회

[표 2] 자본규모별 자본잠식 및 2년 연속 자기자본 감소 증권사 수

자기자본 규모	증권사 수	자본잠식	2년 연속 자기자본 감소
1000억원 이하	18	8	7
1000억원 이상 3000억원 이하	12	2	5
3000억원 이상 5000억원 이하	12	0	7
5000억원 이상 1조원 이하	12	0	1
1조원 이상	9	0	1
합계	63	10	21

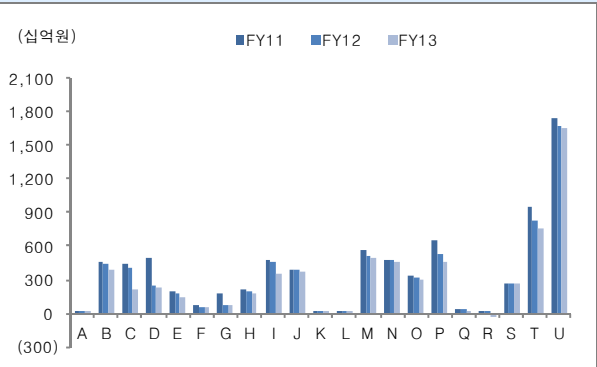
자료: 금융투자협회

[그림 3] 자본잠식 상태 증권사



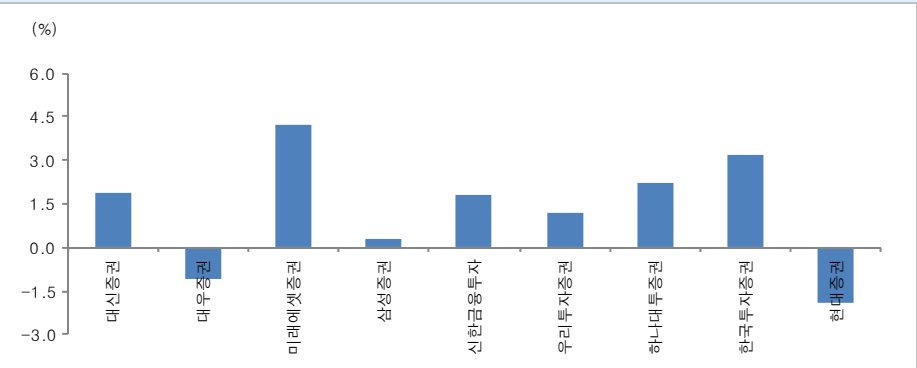
자료: 금융투자협회

[그림 4] 2년 연속 자기자본 감소 증권사



자료: 금융투자협회

[그림 5] 자기자본 1조원 이상 대형사 FY13 ROE



주: 금융투자협회

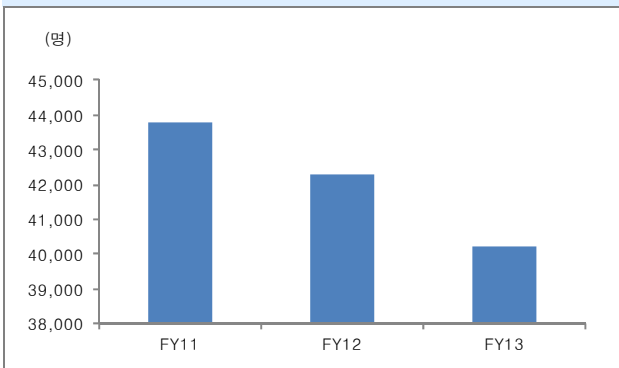
FY13 임직원수 FY13 증권사 전체 임직원수는 2,076명이 감소하였으며 이 중 734명이 자기자본 1조원 이상의 9개의 대형사에서 감소되었다. 국내 지점은 같은 기간 102개 감소하였으며 이 중 63개가 대형사에서 감소되었다. 임직원 및 지점 감소를 감안했을 때 최근 가장 비용효율화를 급진적으로 시행하고 있는 증권사는 삼성증권으로 판단되며 관련 해서 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보인다.

삼성증권 타 대형사 대비 가장 큰 비중의 인력 및 지점 감소 삼성증권은 동기간 내 345명의 임직원 및 14개의 지점이 감소하였다. 임직원은 11.1%, 국내 지점은 13.3% 감소하여 타 대형사 대비 가장 큰 비중의 인력 및 지점이 감소하였다. 또한 4월 11일 1) 임원 경비의 35% 삭감 2) 점포체계 전면 개편: 대형지점 중심으로 강화하며 점포 수 및 점포 면적 축소 3) 근속 3년차 이상 직원을 대상으로 희망퇴직 진행 등 인력 효율화 진행 계획을 발표하여 비용효율화 전략을 지속해 나갈 것으로 보인다.

FY12 구조조정된 증권사와 같이 주가에 긍정적 영향 기대 증권업 부진한 가운데에도 FY12에 가장 임직원 및 지점 감소를 단행한 증권사의 경우 타사 대비주가 상승폭이 컸기 때문에 이번 삼성증권의 비용 절감에 따른 노력 또한 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것이라고 판단된다.

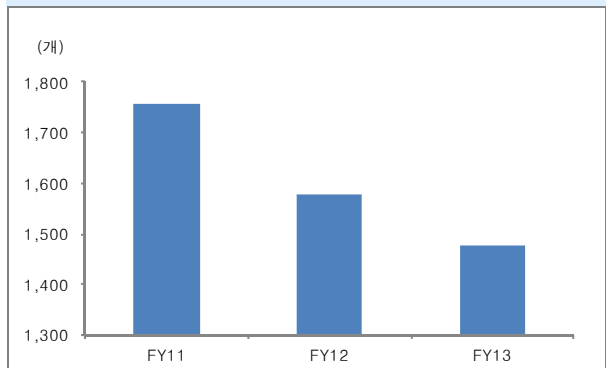
FY12 임직원 및 지점 감소를 높았던 증권사들 2013년 주가 상승세 FY12에 구조조정을 통해 비용 감축을 시행한 증권사들은 업황 부진한 가운데서도 최근 주가가 상승세를 보이고 있다. FY12 임직원 감소율이 높았던 증권사는 미래에셋증권 10.6%, 메리츠종합금융증권 6.0%, 한화투자증권 14.2% 및 대신증권 3.4% 등이며 지점의 경우에 미래에셋증권 21.2%, 메리츠종합금융증권 34.4%, 한화투자증권 25.2%, 대신증권 27.0% 감소하였다.

[그림 6] 증권업 전체 임직원 수



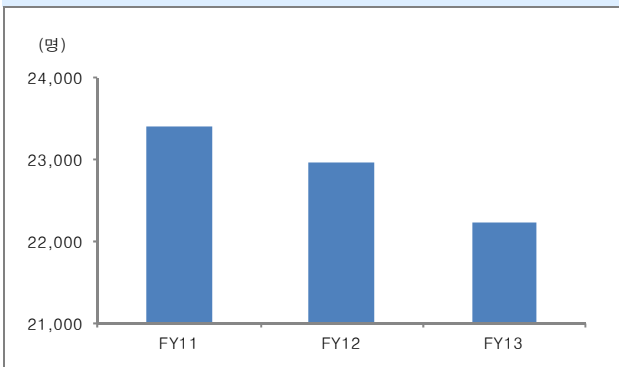
자료: 금융투자협회

[그림 7] 증권업 전체 국내지점 수



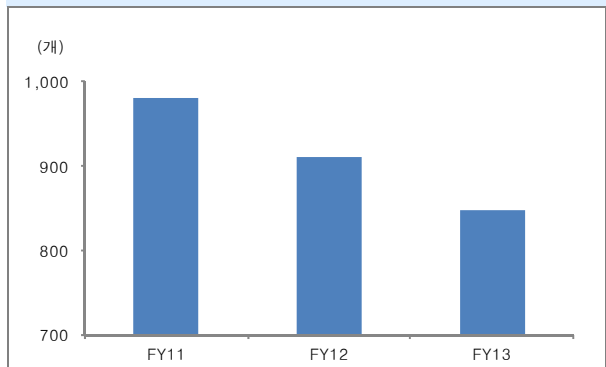
자료: 금융투자협회

[그림 8] 자기자본 1조원 이상 대형사 임직원 수



자료: 금융투자협회

[그림 9] 자기자본 1조원 이상 대형사 지점 수



자료: 금융투자협회

[표 3] 주요 증권사 임직원 수 변화

(명, %)	FY12		FY13	
	임직원수	YoY	임직원수	YoY
대신증권	2,331	-3.4	2,144	-8.0
대우증권	3,109	-1.0	3,090	-0.6
메리츠종합금융증권	855	-6.0	911	6.5
미래에셋증권	1,936	-10.6	1,848	-4.5
삼성증권	3,117	-4.1	2,772	-11.1
신한금융투자	2,310	5.0	2,360	2.2
우리투자증권	3,053	-0.1	2,998	-1.8
키움증권	563	3.5	564	0.2
하나대투증권	1,842	-4.3	1,802	-2.2
한국투자증권	2,641	-1.3	2,597	-1.7
한화투자증권	1,733	-14.2	1,349	-22.2
현대증권	2,629	1.6	2,623	-0.2

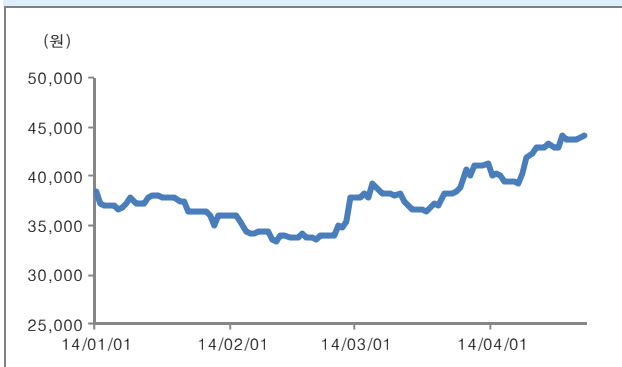
자료: 금융투자협회

[표 4] 주요 증권사 지점 수 변화

(개, %)	FY12		FY13	
	국내지점 수	YoY	국내지점 수	YoY
대신증권	84	-27.0	77	-8.3
대우증권	107	-0.9	101	-5.6
메리츠종합금융증권	21	-34.4	20	-4.8
미래에셋증권	78	-21.2	78	0.0
삼성증권	105	0.0	91	-13.3
신한금융투자	93	4.5	93	0.0
우리투자증권	115	-2.5	106	-7.8
하나대투증권	90	-10.9	83	-7.8
한국투자증권	109	-3.5	109	0.0
한화투자증권	89	-25.2	86	-3.4
현대증권	129	-3.7	109	-15.5

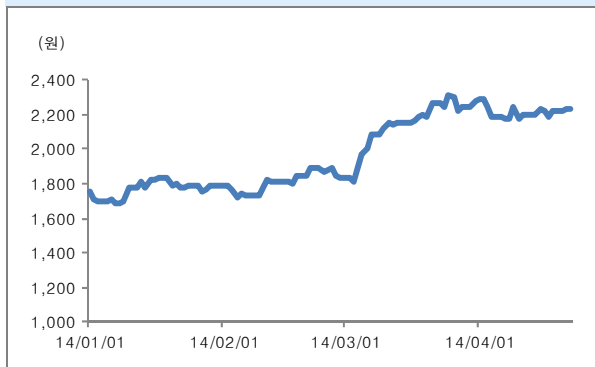
자료: 금융투자협회

[그림 10] 미래에셋증권 주가



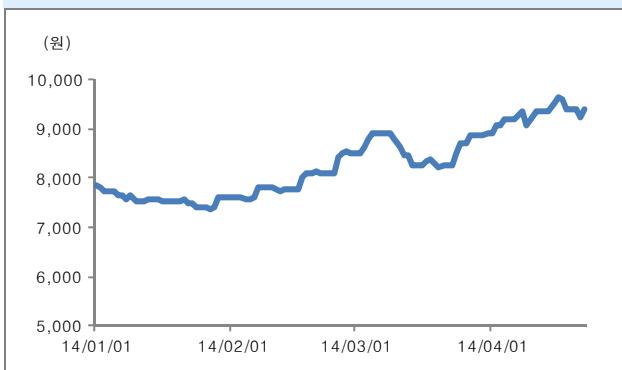
자료: Dataguide

[그림 11] 메리츠종합금융증권 주가



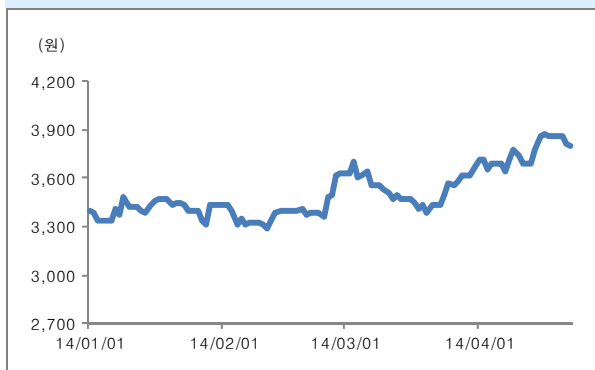
자료: Dataguide

[그림 12] 대신증권 주가



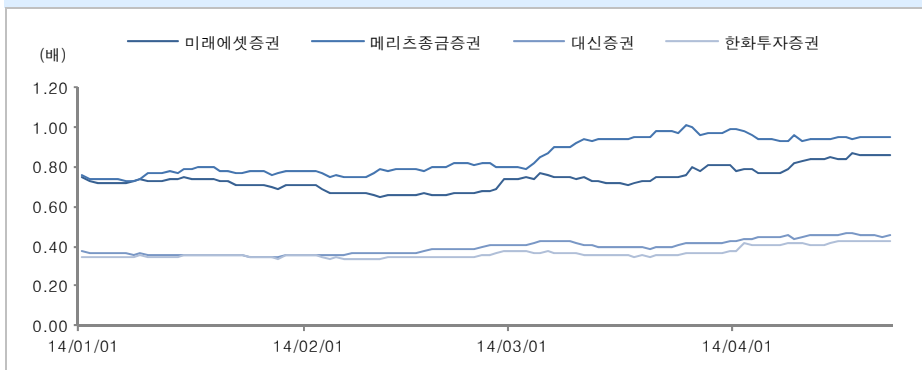
자료: Dataguide

[그림 13] 한화투자증권 주가



자료: Dataguide

[그림 14] FY12 구조조정 증권사 PBR



자료 : Dataguide

비용 감축과 더불어 고객자산 증가가 향후 시장 회복 시 수익으로 연결될 것
비용효율화를 통해 악화된 시장 환경에 대응하는 한편 고객예탁자산을 최대한 늘리는 것이 현재로서 증권사가 할 수 있는 노력이라고 판단된다. 분석대상 증권사 중 삼성증권과 키움증권이 최근 2년간 고객위탁자산이 가장 큰 증가세를 보여 향후 수익 창출에 도움이 될 것으로 판단된다. 삼성증권은 FY13 고객예탁자산 117.5조원으로 FY11 대비 8.2% 증가하였고 키움증권은 16.2조원으로 9.5% 증가하였다. 삼성증권의 경우 고객 주식자산은 2.2% 감소한 반면 Wealth Management 잔고는 30.9%로 크게 증가하였으며 키움증권 또한 고객예탁 유가증권의 경우 0.7% 감소한 반면 집합투자증권 잔고가 38.4% 증가한 것이 고객예탁자산 증가의 주요한 원인이다.

삼성증권 및 키움증권의 WM잔고가 증가
삼성증권의 경우 고객 주식자산은 2.2% 감소한 반면 Wealth Management 잔고는 30.9%로 크게 증가하였으며 키움증권 또한 고객예탁 유가증권의 경우 0.7% 감소한 반면 집합투자증권 잔고가 38.4% 증가한 것이 고객예탁자산 증가의 주요한 원인이다.

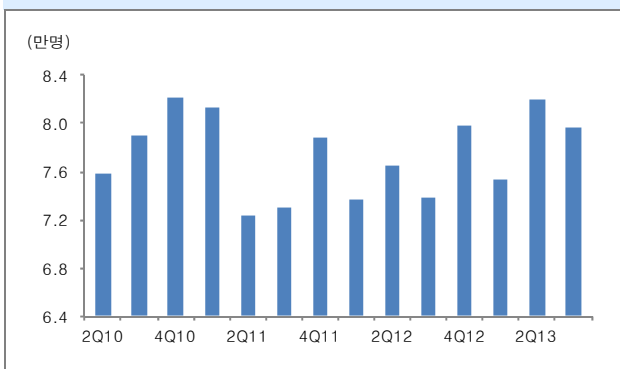
WM잔고는 증권사 서비스 역량에 영향 받아 변동성이 작은 편
주식 등 고객예탁 유가증권자산이 투자자 개인 투자 역량에 의존하는 자산이라고 한다면 자산관리 관련 자산의 경우 해당 증권사의 서비스 역량에 중요도가 높은 자산이기 때문에 WM관련 자산의 증가는 보다 변동성이 작은 고객자산 기반이 된다.

[표 5] 주요 증권사 지점 수 변화

(조원)		FY12		FY13		FY12~FY13 증가율
			YoY		YoY	
삼성증권	고객예탁자산	116.5	7.3%	117.5	0.9%	8.2%
	WM잔고	42.9	25.1%	44.9	4.7%	30.9%
	주식자산	72.3	-0.8%	71.3	-1.4%	-2.2%
대우증권	고객예탁자산	113.9	4.1%	114.7	0.7%	4.8%
	WM잔고	52.6	11.9%	52.1	-1.0%	10.9%
	주식자산	61.3	-1.8%	62.6	2.1%	0.3%
우리투자증권	고객예탁자산	83.8	0.2%	86.8	3.6%	3.8%
	WM잔고	70.2	0.6%	72.4	3.1%	3.7%
	주식자산	13.6	-1.4%	14.4	5.9%	4.3%
키움증권	고객예탁자산	15.8	6.8%	16.2	2.5%	9.5%
	WM잔고	1.3	586.8%	1.8	38.4%	850.4%
	주식자산	14.6	-0.6%	14.5	-0.6%	-1.1%

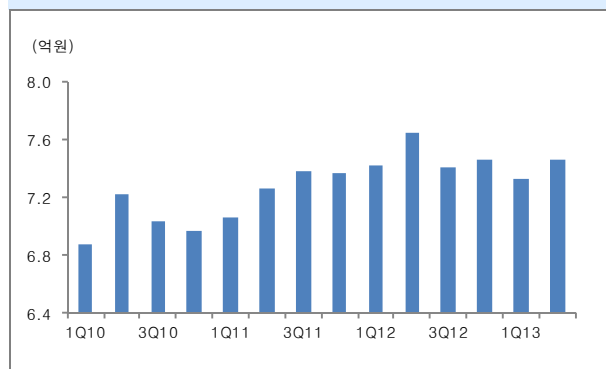
자료: 각 사

[그림 15] 삼성증권 고객자산가수



자료: 삼성증권

[그림 16] 삼성증권 고객자산가 1인당 자산규모



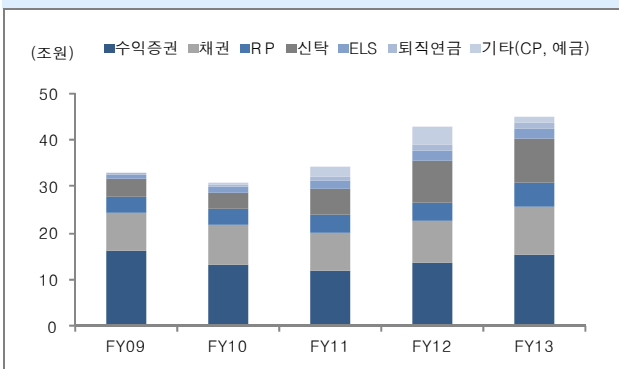
자료: 삼성증권

잔고 증가에도 WM수익 감소한 것은 시장상황 악화에 따라 위험 정도가 낮은 자산이 많이 판매되었기 때문에 잔고 증가에도 낮은 수수료율로 인해 수익이 많이 발생하지 못했으나 향후 경제 및 시장이 회복되면 보유 자산이 위험자산으로 전환되면서 수익을 창출할 수 있을 것으로 전망된다.

저마진 상품인 안전자산이 주로 판매되었기 때문 삼성증권은 고객금융자산 증가에도 안전자산 비중이 증가하면서 마진이 감소했다. FY11 WM자산 대비 WM수익 수수료율은 1.04%였는데 FY12에는 0.78% FY13에는 0.62%로 감소하였다. 이는 판매 상품 구성에서 위험자산 비중이 줄어들면서 저마진 상품이 주로 판매되었기 때문이다. 동사의 펀드 판매잔고는 FY15.9조원으로 FY12대비 14.4% 증가하였으나 주식형 펀드 잔고는 9.1% 감소하였다. 랩어카운트 잔고는 FY13 4.9조원으로 FY12 대비 2.1% 증가하였으나 주식형 랩어카운트 잔고는 1.1조원으로 FY12 대비 26.7% 감소하였다.

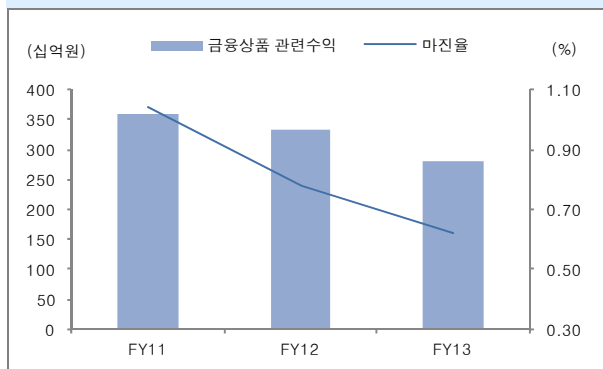
삼성증권 및 키움증권 저마진 상품 판매를 통해 WM잔고가 증가 키움증권 또한 펀드 판매 잔고 증가로 고객예탁자산이 증가하였는데 이는 대부분 법인 MMF 위주의 판매에 따른 것이다. 동사의 경우 지점 및 임직원 감소세가 크게 나타나지는 않았으나 온라인 전문 증권사로 기존 비즈니스 구조상 비용효율화를 이미 향유하고 있어 업황 악화에도 잘 버텨내고 있으며 향후 시장 회복에도 레버리지 효과로 수익 개선세가 빠를 것으로 전망된다. 향후 우리자산운용 합병되면서 고객위탁 금융상품자산이 대거 편입된다는 점 또한 긍정적이다.

[그림 17] 삼성증권 WM 자산



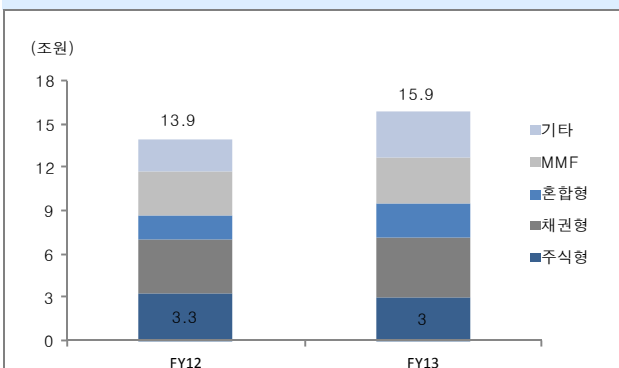
자료: 삼성증권

[그림 18] WM수익 및 마진율



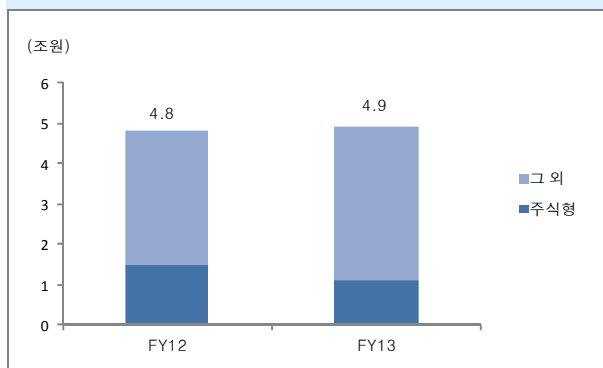
자료: 삼성증권

[그림 19] 삼성증권 펀드판매잔고



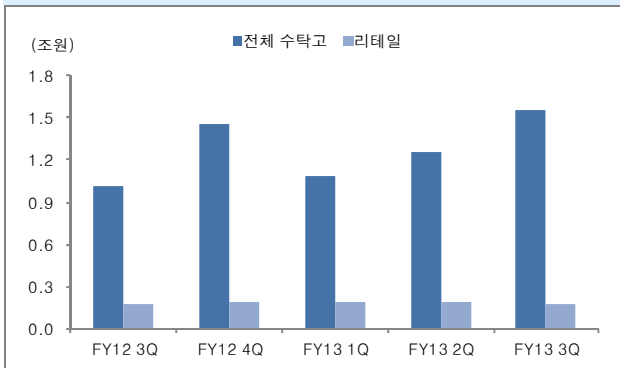
자료: 삼성증권

[그림 20] 삼성증권 랩어카운트 판매잔고



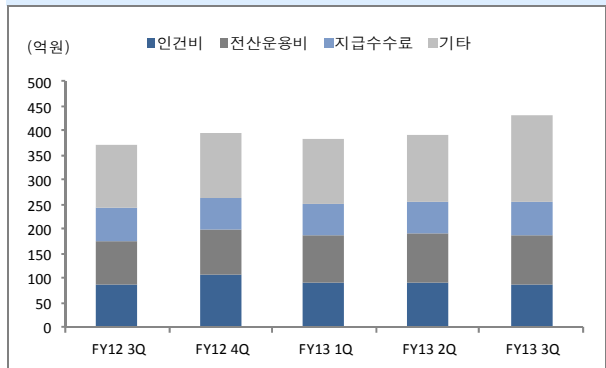
자료: 삼성증권

[그림 21] 키움증권 펀드수탁고



자료: 키움증권

[그림 22] 키움증권 판관비 추이



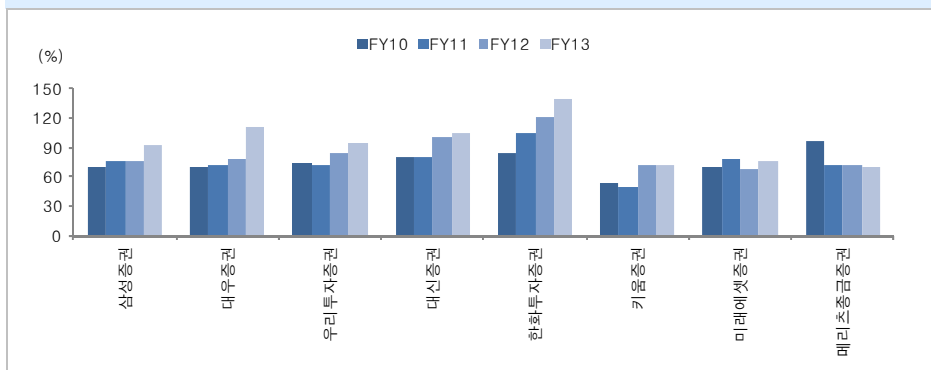
자료: 키움증권

[표 6] 키움증권 고객예탁자산

(십억원, %)	FY12	YoY	FY13	YoY
투자자예수금	1,669.8	-4.2	1,666.8	-0.2
위탁자예수금	1,495.0	-4.4	1,481.8	-0.9
장내파생상품거래예수금	166.1	-3.1	184.0	10.8
청약자예수금	0.0		0.0	
저축자예수금	0.2	-8.3	0.3	26.6
조건부예수금	0.0		0.0	
집합투자증권예수금	8.5	6.6	0.8	-91.1
기타	0.0		0.0	-6.7
기타 고객예탁자산	14,148.7	8.2	14,553.6	2.9
위탁자유가증권	12,879.3	-0.1	12,798.0	-0.6
저축자유가증권	1.8	-2.2	1.6	-13.9
집합투자증권	1,267.6	586.8	1,754.1	38.4
기타예수유가증권	0.0		0.0	

자료: 키움증권

[그림 23] 주요 증권사 판관비/순영업수익 비율



자료: 각 사

Compliance Notice

- 당사는 8월 18일 현재 상기 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. <작성자: 작성자>
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 8월 18일 현재 상기주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행과 관련하여 지난 6개월간 당사가 주간사로 참여하지 않았습니다.

기업분석		산업분석	
분류	적용기준	분류	적용기준
BUY(매수)	목표주가가 현주가 대비 20%이상 상승 여력	Overweight(비중확대)	향후 6개월간 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
HOLD(중립)	목표주가가 현주가 대비 -20%~20% 등락	Neutral(중립)	향후 6개월간 업종지수 상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
SELL(매도)	목표주가가 현주가 대비 20%이상 하락 가능	Underweight(비중축소)	향후 6개월간 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 6개월 이내에 해당기업에 대한 후속 조사분석자료가 공포되지 않을 수 있습니다.