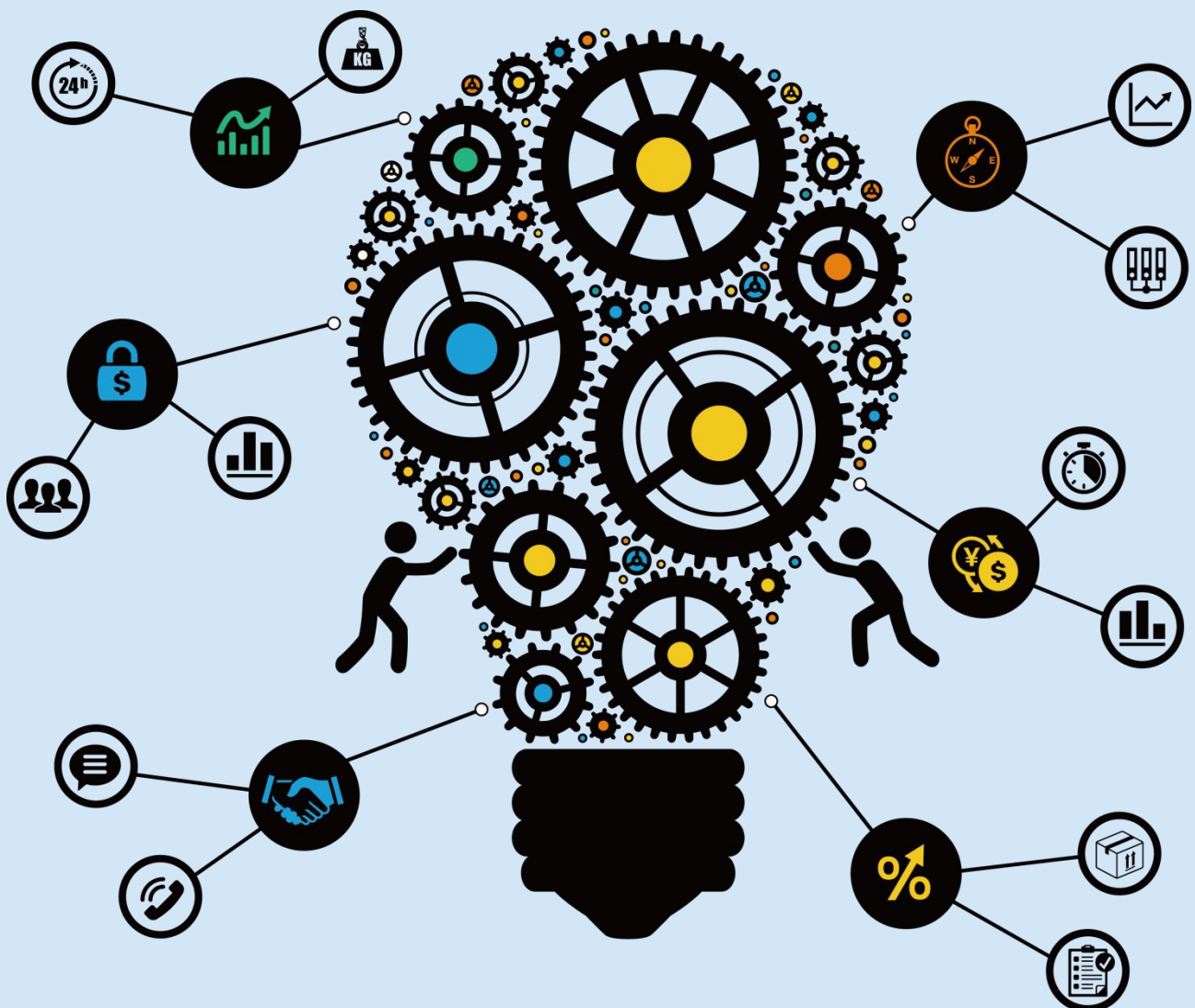


증권(비중확대) 구원과 재앙의 갈림길



C O N T E N T S

산업의 형성 이래 가장 큰 변화를 앞두고 있는 증권업	3
14년은 ‘구조 조정’, 15년은 ‘구조 개편’의 관점에서 투자기회 모색	3
증권업을 보는 Frame	4
3대 Keyword : 이익 개선 + 구조 조정 + 구조 개편	4
3년 만에 감익 추세에서 탈피	5
2년간의 감익에서는 탈피, 수준은 여전히 미흡	5
구조화된 수익성 악화가 인도하는 구조 조정	6
일본 증권업종 : 간헐적으로 발생하는 아웃퍼폼의 기저에는 무엇이 있었나?	7
구조개편 3중세트	9
1) NCR제도 전면 개편 : 그래서 뭐가 바뀌는데?	9
2) 콜 차입 제한	13
3) KRX 상장 : 15년 1분기가 분수령	14
투자전략과 Valuation	15
바닥을 탈출하는 필요조건은 구비되었다. ‘비용감소폭 > 수익감소폭’	15
금융업종 M&A 관전포인트	16
글로벌 증권주 동향	20
Top Picks 및 관심종목	21
삼성증권 (016360)	22
키움증권 (039490)	24
한국금융지주 (071050)	26
우리투자증권 (005940)	28

구원과 재앙의 갈림길

구조적 불황이 구조적 변화를 강제하는 초입

- 2014년 구조조정 본격화
- 2015년 구조개편의 원년

산업의 형성 이래 가장 큰 변화를 앞두고 있는 증권업

관점을 바꿔서 보면 증권업은 산업이 형성된 이후 가장 큰 변화를 앞두고 있다. 안으로는 구조 조정을 통해 과도한 고정비 부담을 줄이고 있고, 밖으로는 자본시장의 정상화를 위한 정책의 변화가 예고되고 있다.

고정비 부담을 줄이는 것은 주가의 바닥을 형성하는 필요조건이다. 20년간 불황이 지속된 일본 증권업의 경우 간헐적으로 시장 대비 아웃퍼폼하는 구간에서는 어김없이 고정비 절감이 선행되었다. 이후 소폭의 업황 개선에도 주가는 민감하게 반응한다. Top line 상승이 대리인(인건비)을 거치지 않고 주주 몫으로 귀속되기 때문이다.

NCR 제도 개편, 콜머니 차입의 제한 등 산발적으로 제시되는 듯 보이는 정책들은 '구조 개편'이라는 하나의 소실점을 향하고 있다.

2015년부터 콜머니 차입이 차단되면서 중소형사의 적정 유동성 관리가 어려워진다. 조달 금리 상승에 따른 수익성 악화는 차치하고서라도, 금융회사에 있어 '유동성'은 고객과의 거래 안전성, 거래 연속성의 문제와 직결된다는 점이 더 큰 문제이다.

NCR 개편은 경쟁구도의 변화를 유인하고, 대형사의 자본효율성을 도모하는 방향으로 설계되어 있다. 대형사의 사업모델 변화가 성공적으로 진척될지 예단하기는 어려우나, 경쟁구도의 개편은 머지않았다. NCR이 크게 하락하면서 자본력이 약한 중소형사 및 외국계 증권사의 존립을 위협하기 때문이다. 증자 여력이 낮은 곳은 2015년부터 라이선스 반납, 상호 합병, 청산 등의 선택지를 놓고 고민해야 한다.

14년은 '구조 조정', 15년은 '구조 개편'의 관점에서 투자기회 모색

순영업수익을 관관비로 나눈 Cost-income Ratio는 주가PBR과 정직하게 동행한다. 수익이 늘든지 비용이 줄든지, 영업이익의 변화에 주가는 냉혹하게 반응한다. 지표가 변화한다면 주가의 방향성을 모색할 수 있다는 점을 암시하기도 한다. FY14에는 3년간의 감익에서 벗어날 것이다. 상품이익의 개선과 관관비의 감소가 배경이다. 2014년에는 이러한 요인이 주가에 투영되는 국면이다. PBR 0.9배 수준으로 주가의 회복을 기대한다. 현재 0.7배 수준에서 20%의 Upside이다.

이후 순자산 수준까지 회복하려면 수익성을 악화시킨 경쟁구도의 변화가 전제되어야 한다. 정책의 영향(NCR 개편 및 콜차입 제한)이 본격적으로 발휘되는 2015년이 분수령이 될 것이다.

마지막으로 PBR 1.0배를 넘어서 ROE-PBR이라는 금융주의 전통적인 Valuation 측정이 가능해지려면 정상적인 수익성, 즉 주주의 기회비용을 상회하는 ROE가 회복되어야 한다. 이는 New Money의 유입, 경기 여건, 금리 수준 등 펀더멘탈 변수의 개선이 전제되어야 하는 의존적 조건으로 현재로서는 유예할 수 밖에 없다.

비중확대를 유지하고, Top Picks는 삼성증권, 키움증권을 제시한다. M&A가 진행되는 증권사들은 비용 감소의 심도와 속도에 따라 투자 의견을 조정할 예정이다.

3년간 지속된 감익 탈피와 고정비 절감 효과로 주가의 하단은 형성된 상태

- 반등 관점의 비중확대
- Top Picks 삼성, 키움증권

증권업을 보는 Frame

3대 Keyword : 이익 개선 + 구조 조정 + 구조 개편

- 1) 3년간의 감익에서 탈출
- 2) 구조조정의 압박은 지속
- 3) NCR 개편을 계기로 구조개편의 가속

관점을 바꿔서 보면 증권업은 산업이 형성된 이후 가장 큰 변화를 앞두고 있다. 안으로는 구조 조정이 격렬히 진행되고 있고, 밖으로는 M&A가 확산되고 있으며, 수익모델 변화에 대한 강박성 역시 어느 때 보다 커지고 있다.

‘이익 개선’, ‘구조 조정의 진전’, ‘구조 개편의 확산’이 하반기를 보는데 있어 핵심적인 단어들이다. 투자에도 직결되는 문제의식의 단초들이기도 하다.

FY14에는 3년간 지속된 감익 추세에서 탈출 할 것이다. 하지만 수준은 미흡하다. 구조 조정은 지속될 수 밖에 없다. 결과적으로 ‘비용의 감소율’이 ‘수익의 감소율’ 보다 높은 첫해가 될 것이다. 이는 일본증권업에서 목격했던 시장 대비 주가가 할증 받기 위한 필요 조건이다.

한편으로 정책 목표의 해석이 중요하다. 정책의 방향은 1) 자본시장이라는 금융중개 기능의 정상화를 위해서, 2) 중개자(증권사)의 경쟁력을 높이는 차원에서 경쟁구도의 변화를 추동하고, 3) 이는 대형사의 자본효율성을 높이는 형태로 전개되고 있다. NCR 제도 개편, 콜머니 차입 제한 등의 영향이 15년 이후 본격화 될 것이다.

그림 1. 증권업을 보는 Frame



자료: KDB대우증권 리서치센터

3년 만에 감익 추세에서 탈피

3년간의 감익에서는 탈피, 수준은 여전히 미흡

먼저 실적을 보면, 증권업종은 3년간의 감익 추세에서 벗어날 것으로 보인다. 그 수준이 과히 높다고 하기는 어렵지만, 어쨌든 YoY 개선도는 매우 클 것이다. 이미 1분기 이익은 지난해 3분기(10~12월)의 막대한 적자에서 벗어난 바 있다.

3년간의 감익을 돌아보면 1) FY12에는 거래대금의 급격한 감소가 주 원인이었고, 2) FY13에는 채권 금리 상승에 따른 상품손실의 영향이 가장 컸다. 3) 3년간에 걸쳐 일련의 일회성 비용(STX, 저축은행 관련 손실 등) 역시 압박을 가했다.

위의 세 가지 요인은 증권사 이익의 가장 큰 Swing Factor이다. 나머지 WM, 이자이익 등은 크게 흔들리지 않고, IB 수익은 기여도가 높지 않다. 최근에는 주식 대여수수료, 방카슈랑스 수수료 등이 늘어나면서 이익을 받쳐주는 모습이 감지된다.

거래대금의 경우 지난해 평균 5.6조원 아래로 하락하기는 어렵고 수수료율도 고정적이므로, Brokerage 수익은 전년 수준을 하회하지는 않을 것이다. 일회성 요인들은 FY13의 부진한 경상적 실적과 함께 상당히 마무리된 것으로 추정된다. 일부 환입도 있을 것이다.

결국 채권 금리가 이익의 결정변수로 남는데, 금리 상승에 따른 채권평가손실의 우려는 크지 않아 보인다. 13년에는 지나치게 급격했던 금리변동이 상품손실을 확대시켰다. 그러나 최근 미국채 금리가 재차 하락하고, 국내 금리 정책 역시 상승이 억제되는 점을 고려하면 지난해 보다는 운용환경이 우호적이다 (우리의 House View는 기존 14년 중 50bp 인상 → 15년 1Q 25bp, 15년 하반기 25bp 인상으로 수정). 운용자들도 채권으로 적극적인 이익 보다는 손실 축소와 중립화를 목표로 할 것이다.

3년간의 감익에서 탈출

- 1) 상품손실 회복
- 2) 판매비 축소 본격화

표 1. 증권업 요약손익계산서

(십억원, %)

	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14F	YoY
순영업수익	11,146	11,415	9,591	8,051	8,826	9.6
수수료순수익	7,316	7,001	5,279	5,124	4,943	-3.5
순수탁수수료	4,465	4,527	2,883	2,729	2,523	-7.6
자산관리수수료	1,063	939	807	831	795	-4.3
IB관련수수료	842	890	852	847	1,030	21.7
신종증권판매수수료	452	122	17	9	13	38.3
기타수수료	493	523	721	708	582	-17.8
순이자수익	3,172	3,141	3,254	3,492	3,650	4.5
상품이익+기타	658	1,273	1,059	-565	233	흑전
판매비와 관리비	8,056	8,400	7,847	7,536	7,318	-2.9
영업이익	3,090	3,015	1,744	515	1,508	193.1
영업외이익	697	-67	-80	-455	-50	적축
법인세차감전 순이익	3,787	2,947	1,665	60	1,458	2,330.7
법인세	982	739	422	309	378	22.2
당기순이익	2,805	2,208	1,242	-249	1,080	흑전

주: FY13은 연환산 기준

자료: 금융감독원, KDB대우증권 리서치센터

판관비 15% 감소 = 거래대금
10조와 유사한 효과

구조화된 수익성 악화가 인도하는 구조 조정

그렇다고 비용 절감의 압박이 줄어들고 있는 것은 아니다. ROE 수준은 3%를 넘지 못하고, 축소된 수요에 비해 설비는 여전히 과잉이기 때문이다.

고전적인 Dupont 분석의 개념(회전율, 마진, Leverage)을 차용하면 모든 수익성의 요소들이 구조적 악화상태이다. 마진하락은 경쟁의 영역이므로 구조적이고, 회전율의 개선은 통제할 수 없는 외생 변수이다. 남아있는 요인은 결국 자산 유입을 통한 Leverage 상승이 유일한데, 고도성장기가 아니므로 금융자산 내의 이동이 유일한 답이다.

이는 개별 증권사가 개입할 수 없는 환경요인이다. 판관비는 그나마 개입 가능한 영역이다.

현재의 거래대금은 6조 원 내외이다. 거래대금이 가장 큰 이익변수라는 통념이 크지만 고답적인 사고이다. 수수료율이 크게 하락했기 때문이다. 일평균 거래대금이 10조 원으로 상승한다고 해도 영업이익은 대형사 기준으로 고작 900억 원, 세후 순이익이 700억 원 증가하는데 불과하다. 자기자본 3.5조원 기준으로 ROE + 2% 개선 효과에 불과하고 변동성 이익이라는 한계를 지닌다.

대형사들의 평균적인 판관비는 연간 5,500억 원이다. 이를 15% 가량 줄인다면 거래대금 10조 원과 유사한 효과를 나타낸다. 또한 지속성을 지닌다는 차이가 있다.

그림 2. 거래대금 상승 vs. 비용 절감?



자료: KDB대우증권 리서치센터

일본 증권업종 : 간헐적으로 발생하는 아웃퍼폼의 기저에는 무엇이 있었나?

일본 증권업종에서 간헐적으로
시장대비 할인이 급격히
돌아서는 구간이 목격 됨

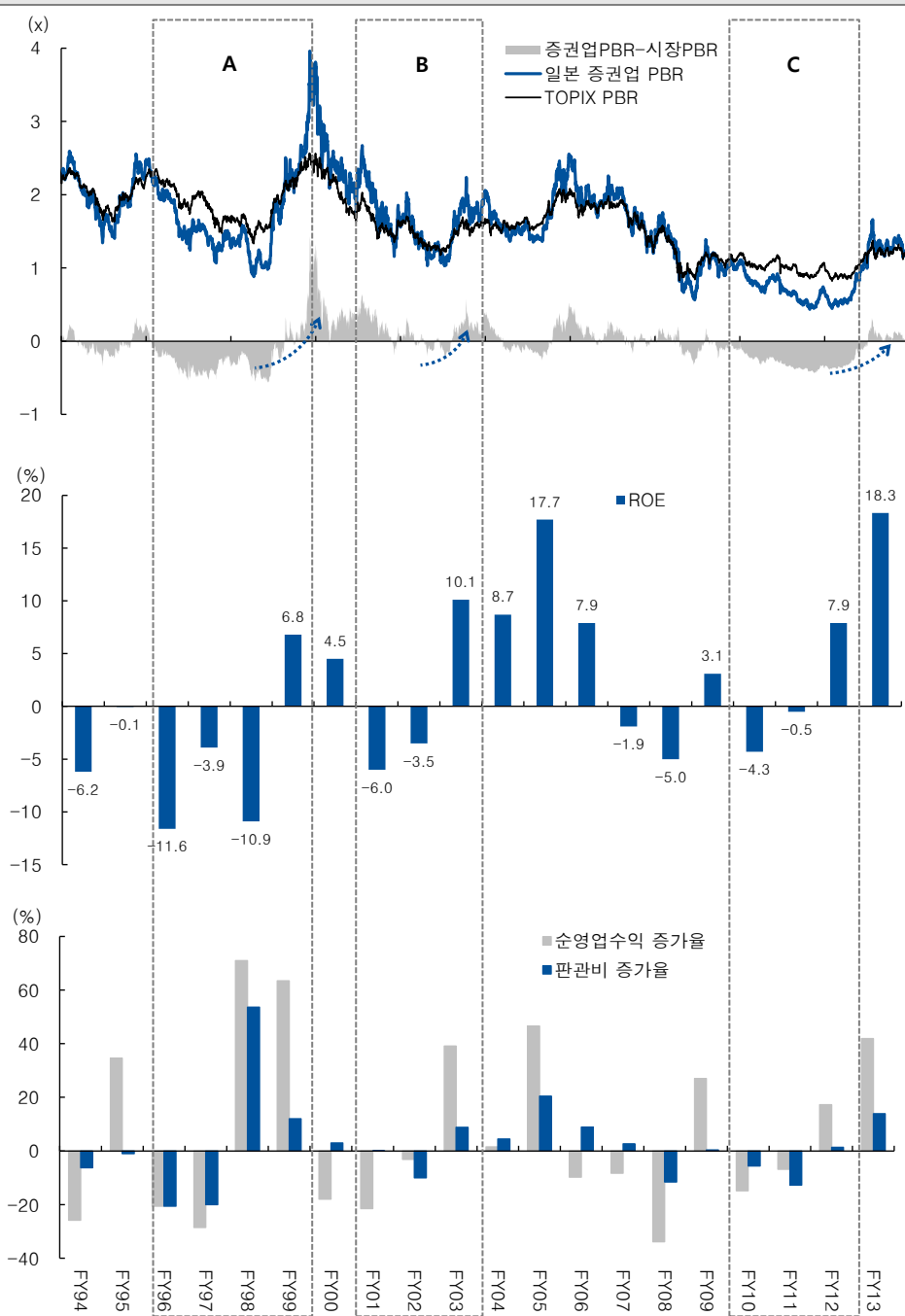
→ 불황기에 줄여놓은 비용이
경직되어 있어, 업황 개선 시
이익개선이 매우 큰 구간

일본은 증권업의 위기와 대응에 있어서 비용의 절감이 주가의 방향성을 가늠하는 중요한 변수였다. 버블 붕괴 이후 흑자를 기록한 해는 절반 정도이고 20년 동안 평균 ROE는 0.5%에 불과하다. 수익성은 기복이 심하고, 구호처럼 외치던 다각화도 요원하다. 경쟁과 수익성, 모든 면이 한국과 흡사하다.

시장의 평가도 극명하게 나타난다. 일본의 증권업 PBR은 시장 대비 주로 할인 받아왔다. 하지만 간헐적으로 시장 대비 할인이 급격히 돌아서는 구간이 목격된다.

당시의 공통점은 1) 지속된 실적 부진으로 인해 비용의 절대 수준이 낮아져 있는 상황에서, 2) 예기치 못한 업황 개선과 함께 Top Line이 늘어나더라도, 3) 비용이 탄력적으로 늘지 않아(통제가 만성화되어 있어) 영업이익의 개선을 잠식하지 않았다는 점이다. 즉 약한 업황 개선에도 이익개선이 컸다.

그림 3. 일본 증권업의 수익성과 PBR 추이



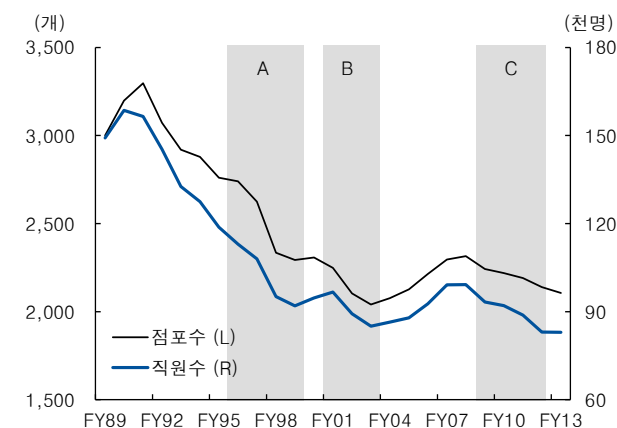
자료: 일본증권협회, KDB대우증권 리서치센터

FY03의 경우가 대표적인 사례(B국면)이다. 닷컴버블 붕괴와 9.11 사태가 연쇄적으로 발생하면서 전반적인 업황 부진 → 2년간의 적자(FY01~02)를 기록한다. 비용절감이 본격화되고 2년차인 02년에는 수익감소율 보다 비용감소율이 높았다. 당시 증권사의 수, 점포 수, 종사자 수 모두 크게 감소한다. 이듬해 시장이 돌아서면서 순영업수익은 63% 증가하는데 비해, 이미 경직화된 비용은 12% 늘어나는데 불과하였다. ROE는 10% 수준으로 올라섰다. 시장 PBR 대비 0.2배 정도의 할인이 0.5배 할증으로 바뀌는데 6개월이 채 소요되지 않았다 (03년 4월 → 03년 10월).

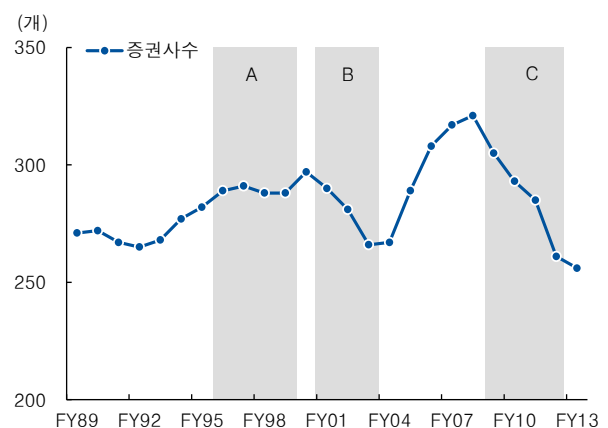
최근에도 동일한 상황이 반복(C국면)되고 있다. 08년 글로벌 복합위기의 리반운드가 있었던 09년에 잠시 이익을 회복한 이후 2년간 적자를 기록하였다. 또 다시 축소지향적인 산업환경이 조성되어 수익 대비 비용의 탄력성은 낮아지게 된다. 13년 초부터 아베노믹스가 본격화되면서 수익이 42% 늘었는데 반해, 비용은 14% 증가에 머물고 있다. FY13 상반기 기준 일본 증권업종의 ROE는 18.3%로 최고치를 기록하였다.

요약하면 늘어난 Top Line이 비용으로 희석되지 않고 주주에게 귀속되는 구간에서 주가 성과가 가장 좋았다. 시장대비 할인이 풀리는데 있어서 ‘비용 절감’은 필요조건, ‘업황 개선’은 충분조건이었던 셈이다.

그림 4. 일본: 만성 불황에 대한 대응으로 고정비 절감이 진행



자료: 일본증권협회, KDB대우증권 리서치센터



자료: 일본증권협회, KDB대우증권 리서치센터

구조개편 3중세트

1) NCR제도 전면 개편 : 그래서 뭐가 바뀌는데?

NCR개편 :
단기적으로는 경쟁구도에 균열
장기적으로는 대형사의
사업모델 변화 가능성

**중소형사 + 외국계증권사 중
한계상황에 처하는 곳 출현**

NCR(Net Capital Ratio, 영업용순자본비율) 제도의 개선은 단기적으로는 경쟁구도의 변화를 초래하고, 길게는 대형사의 비즈니스모델을 근본적으로 변화시킬 잠재력을 내포하고 있다.

가장 중요한 변화는 분모에 해당하는 총위험액을 분자로 올리고, 분모는 라이선스비용으로 고정하게 된 점이다. 따라서 자기자본의 양이 중요하게 된다. 대형사들은 4배 가량 NCR이 상승하는 반면, 소형사들은 200%를 하회하게 된다.

다음 페이지의 <그림6>은 전체 증권사(외국계 포함)의 NCR 변화를 보여준다¹⁾. 중소형사와 외국계증권사의 하락폭이 두드러진다. 국내사의 경우 50% 아래로 하락하는 경우도 있다. 외국계의 경우 신생이거나, 수익성이 낮거나, 장외파생상품 영업으로 인해 라이선스 비용이 많은 곳이 크게 하락한다. 무엇보다 이들이 주력하는 Wholesale, IB의 경우 NCR 허들이 중요한 정량 기준이므로 영업기반의 약화로 이어질 것이다.

그렇다면 이들의 대응은 무엇일까?

후순위채는 발행 자체가 가능할지 의문이다. 콜차입 제한까지 겹쳐져서 부담금리 역시 매우 높을 수밖에 없다. 증자의 경우는 ‘밑 빠진 독에 물 붓기’의 결과를 초래한다. 매년 적자가 지속되는 수익구조에서는 증자가 일회성으로 끝나기 어렵기 때문이다. 라이선스 비용이 가장 큰 장외파생상품 업무(900억 원)를 반납하거나, 청산을 고려하는 곳도 나올 것이다.

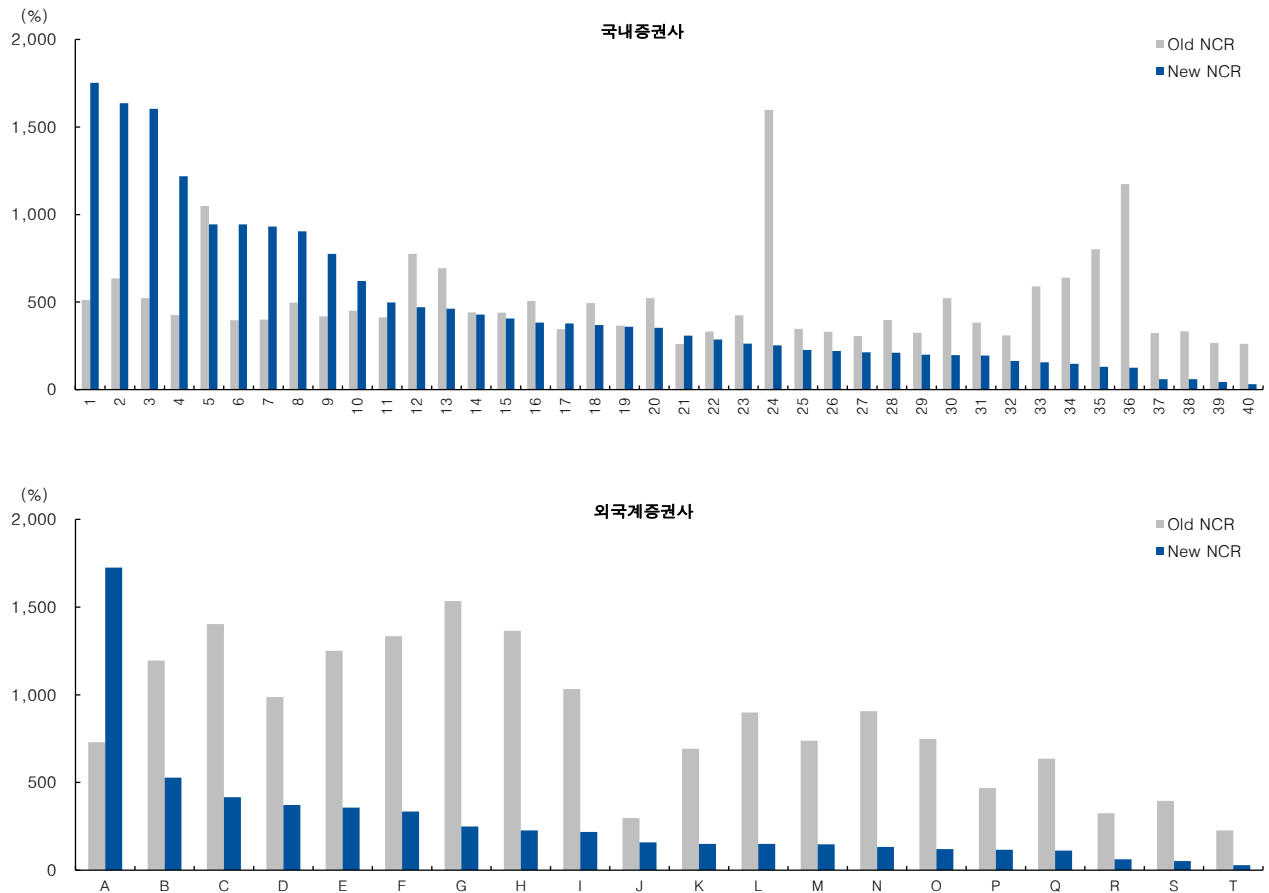
그림 5. 증권사 NCR 제도 개선

	현행 NCR	개편 NCR
산출 방식	$\frac{\text{영업용순자본}}{\text{총위험액}}$	$\frac{\text{영업용순자본} - \text{총위험액}}{\text{업무 단위별 필요자기자본}}$
회사별 변화	대형사	476%
	중형사	459%
	소형사	614%
적기 시정조치	권고	150%
	요구	120%
	명령	100%

자료: 금융위원회, KDB대우증권 리서치센터

¹⁾ 금융감독원 제공자료를 토대로 변경되는 산정방식에 단순 대입한 추정치임

그림 6. Old NCR vs. New NCR(국내 모든 증권사 대상 추정치)



자료: 금융감독원, KDB대우증권 리서치센터

표 2. NCR 활용분야 현황

(%)

구 분	활용 용도	現 NCR 요구비율	변경(안)
감독규정	적기시정조치 (지도비율)	150(경영개선권고), 120(요구), 100(명령)	100(권고), 50(요구), 0(명령)
국민연금	거래증권사 선정	250(만점요건)	조정 요청
우정사업본부	거래증권사 선정	450(만점요건)	조정 요청
한국거래소	회원자격(유지)	180(150)	100
	합성ETF 거래증권사	250	200
	CCP IRS 청산업무	250	200
기획재정부	국고채 전문딜러	250	조정 요청
한국은행	공개시장조작 대상	250	조정 요청

자료: 금융위원회, KDB대우증권 리서치센터

대형사는 단순 중개모델에서
위험을 인수하는 사업모델로
전환 계기
: 아직은 가능성의 단계

그럼 대형사는 무엇이 바뀌는가?

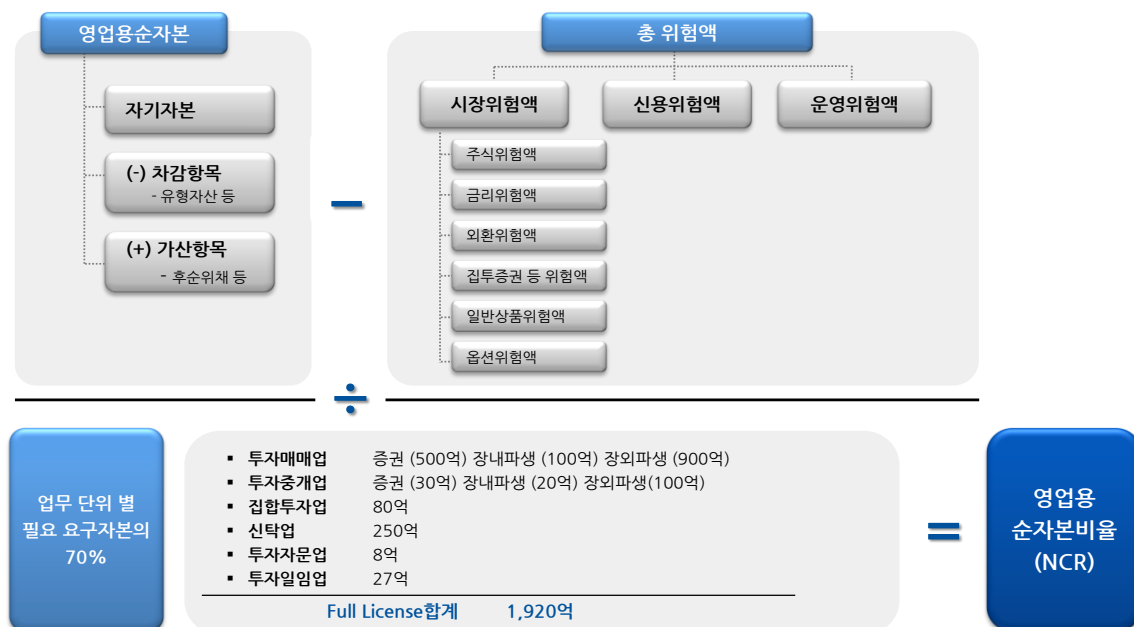
변화되는 NCR 산정에 있어 고정값은 분모의 라이선스비용이고, 분자에서는 영업용순자본이다. 변동이 가능한 것은 결국 총위험액만 남는다. 위험액의 산출방식은 증권업 뿐 아니라 금융회사 모두에게 공통적으로 적용된다. 대출을 해주면 신용리스크가 생기고, 채권을 사면 ALM 매칭의 차이에서 금리리스크가 생긴다. 주식을 보유하면 가격변동성을 리스크로 반영하여야 한다. 바꿔 말하면 사업을 확장하면 할수록 필연적으로 리스크도 확대된다.

다음 페이지의 <그림9>는 어느 대형증권사의 사례이다. 현재 NCR 500%에서 1,700% 수준까지 상승한다. 위험의 크기를 늘려서 300% 수준에 맞춘다면 담을 수 있는 위험액은 2조 원까지 증대한다. 이를 10% 수준의 위험계수로 역산해 보면 20조 원 정도의 상품을 팔거나, 대출을 하거나(물론 자기 자본 한도에서), 투자를 하는 등의 여력이 생긴다. 투자 없이 설비가 증설된 셈이다.

그럼 늘어난 여력을 어디에 투자할 것인가?

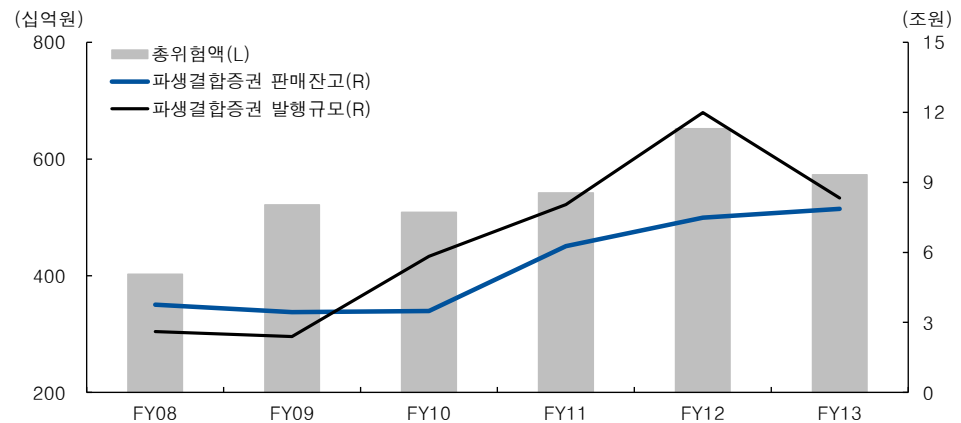
PI 또는 기업대출 등 큰 위험 또는 분산에 한계가 있는 위험보다는, 단위가 작고 분산된 위험에 노출시키는 것이 바람직해 보인다. 적절한 예가 ELS, DLS의 사례이다. ELS와 같은 구조화된 상품의 위험의 크기는 발행, 잔고와 동행해 왔다. Brokerage, 수익증권 판매 등 증권사의 기존 비즈니스는 위험 값이 거의 없으므로 그나마 성공한 ELS, DLS의 확장이 빚어낸 결과이다 <그림8>. 이러한 금융상품의 외연과 내연을 확장시키면서 금융자산을 흡수 한다면 상위사들의 비즈니스 모델은 근본적으로 변화할 수 있다.

그림 7. 대형사 : 위험액을 늘릴 수 있는 Buffer가 증대 → Risk 담은 상품 개발, 투자기회 모색에 유리



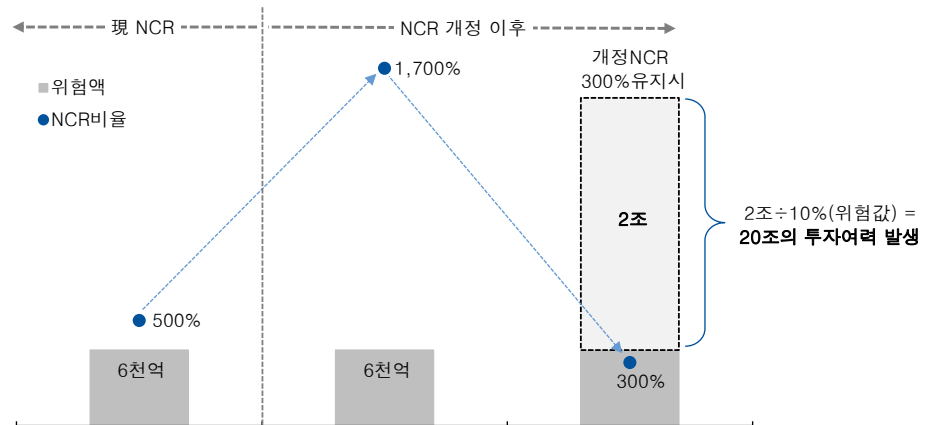
자료: 금융감독원, KDB대우증권 리서치센터 재정리

그림 8. 위험 인수 여력 증가 → 다양한 금융상품 개발 및 판매가 관건



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 9. NCR 개정 시 A증권사의 투자 여력 증가 Simulation



주: A사의 13.12월 말 기준
자료: KDB대우증권 리서치센터

표 3. NCR 수준과 위험 계수에 따른 '투자 및 상품판매 상의 추가 여력' Matrix

(조원)

		Target NCR						
		150%	200%	250%	300%	350%	400%	450%
위험 계수	2.5%	86.2	83.5	80.9	78.2	75.5	72.9	70.2
	5.0%	43.1	41.8	40.4	39.1	37.8	36.4	35.1
	7.5%	28.7	27.8	27.0	26.1	25.2	24.3	23.4
	10.0%	21.6	20.9	20.2	19.6	18.9	18.2	17.5
	12.5%	17.2	16.7	16.2	15.6	15.1	14.6	14.0
	15.0%	14.4	13.9	13.5	13.0	12.6	12.1	11.7
	17.5%	12.3	11.9	11.6	11.2	10.8	10.4	10.0

자료: KDB대우증권 리서치센터

2) 콜 차입 제한

금융회사는 원활한 영업을 위해 적정한 유동성 자금을 확보해야 한다. 일상적인 영업활동의 원활유역할을 하고, 고객의 환매요구에 충분히 대응하거나, 투자기회를 포착했을 때 신속하게 활용하기 위함이다. 신용 경색과 같은 거시 경제의 위기가 도래할 경우 금융회사의 유동성 리스크는 여타의 위험을 압도한다.

가장 손쉽고 풍부하게 조달할 수 있는 단기 유동성인 ‘콜 머니’ 차입이 제한된다. 현재 자기자본의 25%로 제한된 콜 차입 규모가 → 2014년 15% → 2015년부터는 전면 차단되기 때문이다. 콜머니로 인한 부작용(단기조달 → 장기운용)을 막고, 콜시장 불안이 시스템 리스크로 전이될 가능성을 차단하려는 취지에서다. 다만 국채전문 딜러에 포함된 상위 증권사들은 제외된다.

증권사 콜 차입 규제

1) 대형사 영향은 미미

2) 중소형사는 경쟁력 약화

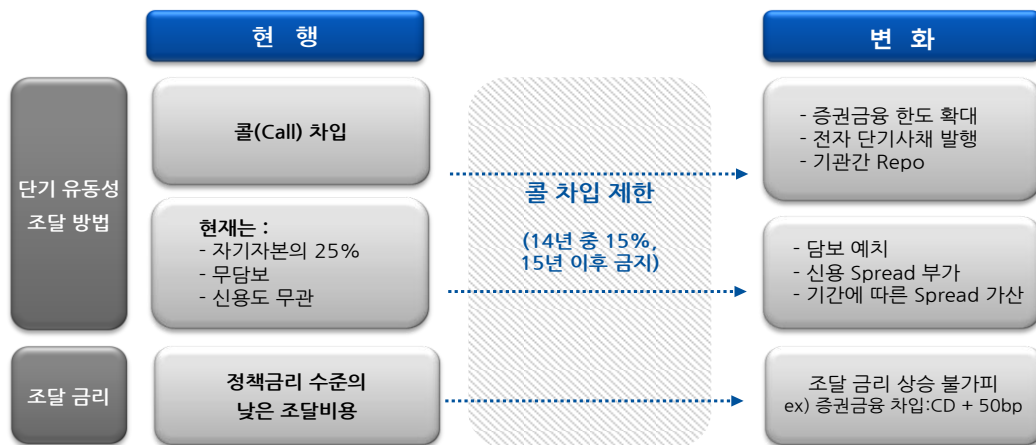
→ 구조조정 촉발의 변수

콜 차입 제한 역시 업계의 경쟁구도에 균열을 초래할 것이다. 유동성의 확보는 금융기관에 있어 원활한 영업과 거래상대방과의 신뢰를 확보하는 원천인데, 자본력, 신용도, 담보 없이 써오던 풍부한 유동성이 사실상 막히게 된 셈이다.

대안으로 후순위채 발행, 전자 단기 사채의 발행 등이 고려될 수 있으나 높은 금리와 기회비용을 수반할 수 밖에 없다. 중소형사들은 주로 Wholesale, IB 등 기관 또는 법인과 거래로부터 수익을 창출하는데, 과거보다 높은 조달 비용은 이미 박해진 마진이 한단계 하락한다는 것을 의미한다. 전술한 NCR 개편까지 가세하여 사업을 영위하기 위해서 필요한 이들의 기회비용이 커지게 된다.

단순히 조달 금리 상승을 넘어 더욱 중요한 것은, 금융기관의 유동성이 거래상대방 또는 고객과의 거래 안전성, 영속성 등을 담보해 주는 신뢰와 직결 된다는 점이다. 결국 이는 증권사간 경쟁구도의 균열을 가져오는 중요한 이슈로 판단된다.

그림 10. 금융회사간 단기자금시장 개편에 따른 변화



자료: 금융위원회, KDB대우증권 리서치센터

3) KRX 상장 : 15년 1분기가 분수령

중소형 증권사들에게 남아있는 카드는 '청산'

→ KRX 지분을 Cash Out 하려면 상장이 유일한 방법

증권사들은 현재 KRX의 가치를 주당 154,878원으로 산정하여 반영²⁾하고 있다. Actual BPS 109,488원 대비 1.4배 수준이다. KRX 지분가치는 높은 Valuation이 기대되는데 상장 전 까지 현금화가 불가능하다³⁾.

현재 KRX는 공공기관으로 지정되어 있어 IPO가 원천적으로 차단되어 있다. 하지만 이는 공공기관지정 해제 심의가 예정되어 있는 내년 1월을 기점으로 변화될 가능성이 높다. 다만 비용절감 등의 자구노력이 진전을 보인다는 전제가 충족되어야 한다. (공공기관 개혁 프로그램이 가동되면서 해제가 늦어지고 있기 때문에)

업황부진이 구조화되는 상황에서 KRX 지분이라는 Hidden Value가 현금화되지 못하고 있는 점은 중소형 증권사들의 청산을 주저하게 만든다.

상식적으로 장사던 사업이던 수익성에 대한 우려가 고질적이라면 다음과 같은 세가지를 고민한다.

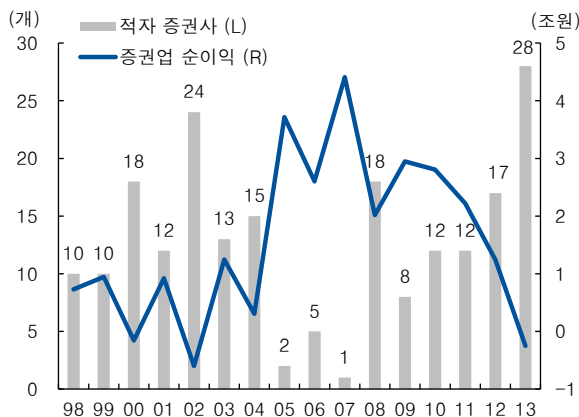
1) 유지(업황이 좋아지기를 기다리면서 버티기), 2) 매각, 3) 청산이 그것이다.

증권사, 특히 중소형사들은 '유지'라는 대안을 고수하기는 어려운 상황이다. 전술한 규제 압력으로 인해 조달 비용은 상승할 수 밖에 없어 Wholesale 및 IB 등의 핵심 영역의 수익성은 더 악화될 것이다. NCR 개편에 의해 라이선스 유지를 위해서는 증자가 필요한데, 기존 주주들의 출자여력과 의지가 있는지 의문이다.

M&A 가능성도 다르지 않다. 이미 시장에 나온 매물이 많지만 Seller의 기대에 부합하는 가격으로 성사되지 못하고 있다. 합병에 의한 대형화, 시너지도 달성하기 어려운 구조임은 자명하다. 설사 인수하더라도 수익성 제고가 요원한 상황에서 PBR 1.0배 이상의 라이선스 프리미엄까지 지불하기는 어려울 것이다.

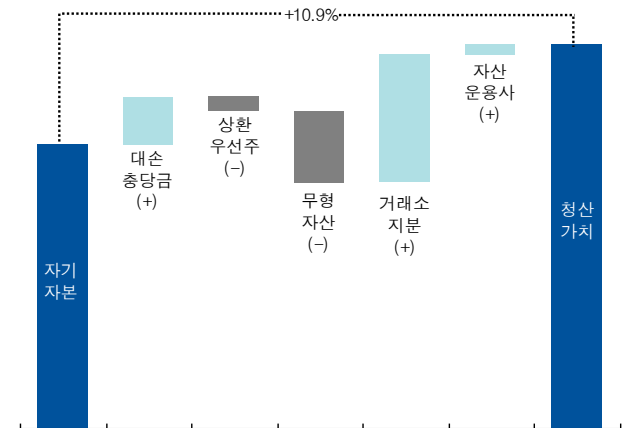
결국 남아있는 카드는 청산이다. 순자산은 확보할 수 있기 때문이다. 중소형 증권사들의 구조 조정이 미진한 이유로 청산차익에 대한 과세가 대주주들의 현실적인 장벽이라는 논리는 그리 설득력이 높아 보이지 않는다. 부동산 등 유형자산의 규모가 크지 않다. 남아있는 대상은 자산운용사와 KRX 지분이다. 자산운용사의 가치 역시 업황과 비상장임을 고려하면 상승 여력이 제한적이다. KRX 지분 가치만이 미 실현된 상태이다.

그림 11. 적자증권사 수의 추이



주: 13년도 순이익은 연환산 수치
자료: 금융감독원, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 중소형 증권사의 청산가치 개념화



자료: KDB대우증권 리서치센터

²⁾ KRX 등 5개 비상장회사의 주식은 2007회계연도부터 독립적인 외부평가기관이 평가한 금액을 공정가치로 보아 공정가액으로 평가하여 증권사들이 공통적으로 반영 중

³⁾ 지분 매각은 KRX의 승인을 받아야 하고, 비상장인 상태에서 적절한 가격을 받기도 어렵기 때문이다.

투자전략과 Valuation

수익개선 대비 비용 탄력성이
떨어진 상태가 되면 주가
상승을 기대할 수 있을 것

→ FY14에는 3년간의
감익에서 벗어날 것이므로
Downside Risk는 제한적

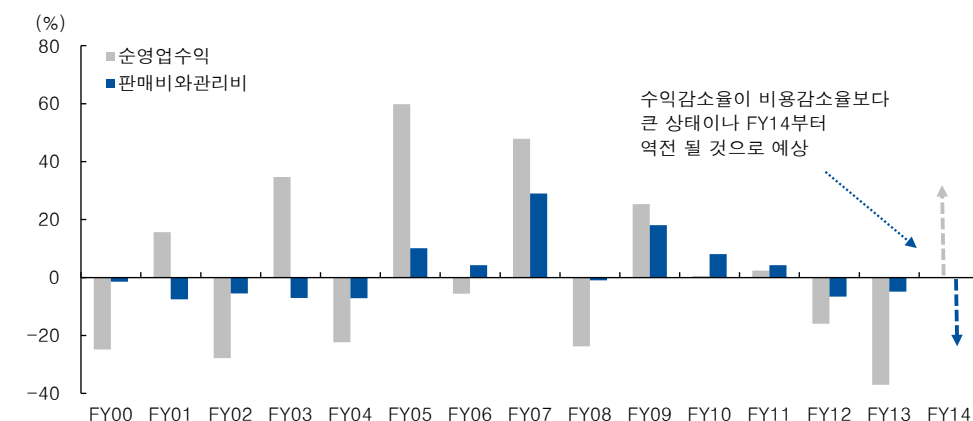
바닥을 탈출하는 필요조건은 구비되었다. '비용감소폭 > 수익감소폭'

증권업종의 주가와 동행하는 효율성 지표는 Cost-income Ratio이다. 순영업수익을 판관비로 나눈 Cost-income Ratio는 주가PBR과 정직하게 동행한다. 수익이 늘든지, 비용이 줄든지 영업이익의 변화에 주가는 냉혹하게 반응한다. 지표가 변화한다면 주가의 방향성을 모색할 수 있다는 점을 암시하기도 한다.

3년간의 감익에도 불구하고 판관비의 감소율은 순영업수익의 그것을 따라가지 못하여 왔다. 하지만 FY14에는 처음으로 추세가 역전된다. 순영업수익은 상승 반전하고, 판관비는 큰 폭으로 감소할 것이다. 판관비 감소 추세는 FY15까지 이어질 것이다.

일본의 사례와 같이 2~3년간의 감익이 진행된 이후 축소지향적, 비용효율성 제고 노력이 본격화되는 유사한 경로이다. 어느 정도 수익대비 비용의 탄력성을 떨어뜨린 상태가 되면 주가 상승의 필요조건을 갖추게 되는 셈이다. 주가의 Downside Risk는 낮다.

그림 13. 증권업종의 순영업수익과 판관비 증감 추이(YoY)



자료: 금융감독원, KDB대우증권 리서치센터

증권업의 주가가 회복될 수 있는 시나리오의 변수를 추려보면 1) 이익의 회복과 비용감소 노력의 본격화, 2) NCR 개편을 계기로 구조개편의 진전, 3) 기본적인 업황 회복으로 요약된다.

증권업 주가 회복 시나리오:

- 1) 비용효율화
- 2) 구조개편 본격화
- 3) 기본적인 펀더멘탈 회복

1)의 경우 15% 정도의 비용효율화가 전개된다면 현재 110% 수준의 Cost-income Ratio는 130% 수준으로 상승하여 PBR 0.9배 수준으로 주가의 회복을 기대한다. 현재 0.7배 수준에서 20%의 Upside이다. 2014년에는 이러한 요인이 주가에 투영되는 국면이 될 것이다.

이후 순자산 수준까지 회복하려면 수익성을 악화시킨 경쟁구도의 변화가 전제되어야 한다. 정책의 영향(NCR 개편 및 콜차입 제한)이 본격적으로 발휘되는 2015년이 분수령이 될 것이다.

마지막으로 PBR 1.0배를 넘어서 ROE-PBR이라는 금융주의 전통적인 Valuation 측정이 가능해지려면 정상적인 수익성, 즉 주주의 기회비용을 상회하는 ROE가 회복되어야 한다. 이는 New Money의 유입, 경기 여건, 금리 수준 등 펀더멘탈 변수의 개선이 전제되어야 하는 의존적 조건으로 현재로서는 유예할 수 밖에 없다.

금융업종 M&A 관전포인트

금융업종 M&A 관전 포인트

- 1) 영업시너지
- 2) 재무시너지
- 3) 지분을 보완 이슈

정체되어 있던 금융산업의 M&A가 확산되고 있다. 수요에 비해 부족했던 공급이 늘기 때문이다.

- 1) 우리금융지주 내 다양한 자회사의 분할 매각, 2) 정책 변화의 산물(금융공기업의 민영화 철회 등), 3) 유동성 위기에 처한 한계 기업들이 출현하면서 소속되어 있는 금융자회사들의 매각 등이 불가피하다. 4) PEF 들이 보유하고 있는 보험, 증권사들의 지분도 머지 않은 시일 내에 출회될 것이다.

그런데 폐쇄된 시장에서의 거래이므로 정보는 제한된다. 유통시장 참여자들이 주로 범하는 오류는 제한된 정보를 확대 해석하거나, 확증 편향에 사로잡히는 경우가 많다. 이보다는 해당 금융회사가 어떤 변화를 겪을지, 즉 영업시너지, 재무시너지(중복 기능 제거 등을 통한)의 본질적 영역 및 지분을 보완 등을 살펴보는 것이 바람직하다.

불행하게도 부진한 업황과 수익구조가 M&A를 통해서 드라마틱하게 바뀌려는 만무하다. 이보다는 지배구조의 변화가 이루어졌던 비용효율성을 제고하는 계기가 될 것인지가 관건이다. 이는 현재 M&A가 진행 중인 우리투자증권, 현대증권에 특히 부합한다.

우리투자증권(005940) : 비용효율성 제고 + 지분을 보완이 Key

증권사 M&A 관전포인트는
시너지 효과 보다는
비용효율성 확보하는 계기가
될 지 여부

NH농협금융지주가 37.9%를 인수할 예정이다. 우투증권은 09년 글로벌금융위기 이후 Cost-income Ratio는 꾸준히 하락했으나 판관비의 절대 수준은 줄어들지 않고 있다. NH농협증권의 상황도 다르지 않다. 결국 합병 이후 중복 기능의 제거를 통한 비용효율화가 관건이다.

합병과 관련해서는 지분을 보완이 과제이다. 시가 기준으로 합병 시 지분율은 45% 수준이다. 금융지주의 설립 취지를 고려한다면 50% 이상의 확보가 필요하고, 100% 취득을 통해 완전 자회사화 하는 것도 추후 고려사항이다. 50%를 달성하는 방법으로는 1) NH증권의 주가 상승이 충족되지 않는다면, 2) 합병 증권사 지분의 장내 매입, 3) 합병 증권사의 자사주 매입 이후 소각 등이 유력해 보인다.

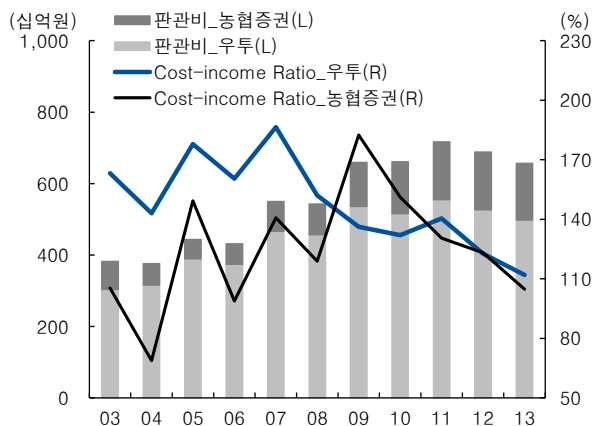
영업시너지 등은 합병 이후의 마스터플랜이 제시될 때까지 판단을 유예한다.

현대증권(003450) : 비용효율성 확보가 Deal의 성패

현대상선이 보유중인 지분 22.4%를 산업은행 신탁계정으로 이전 후 공개 매각하는 방식으로 매각이 진행될 예정이다.

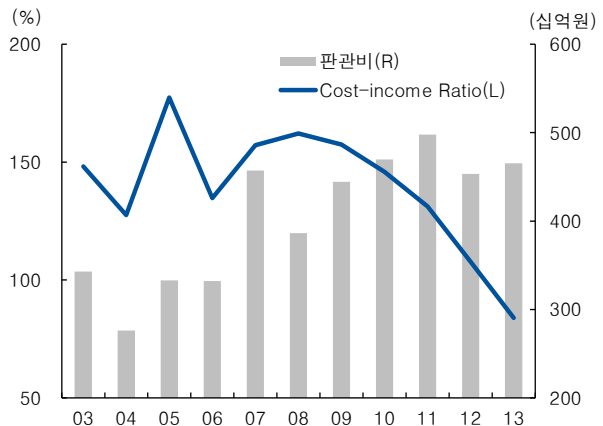
원활한 매각을 위해서는 자산 건전화에 전제되어야 하는데, 이미 2년간 적극적인 비경상 손실의 인식으로 상당히 진행된 것으로 보인다. 반면 비용효율성 제고는 매우 미진하다 <그림 15>. 가격과 함께 비용 효율성 제고 여부가 매각 자체를 가능할 변수로 등장할 것이다.

그림 14. 우투, NH농협증권의 Cost-income Ratio 및 판관비 추이



주: 13년도는 연환산 수치 / 자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 15. 현대증권의 Cost-income Ratio 및 판관비 추이



주: 13년도는 연환산 수치 / 자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 16. M&A 관전 Frame: M&A 진전 단계 별로 아래의 변수들을 종합하여 투자판단에 접목



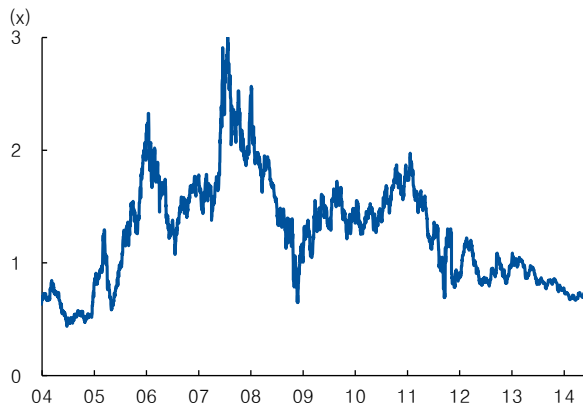
자료: KDB대우증권 리서치센터

표 4. 증권주 Valuation Table

		키움증권	삼성증권	한국금융지주	우리투자증권	현대증권	미래에셋증권	대신증권
투자의견		매수	매수	매수	Trading Buy	중립	중립	중립
목표주가(원)		66,000	52,000	58,000	12,000	-	-	-
현재주가(원)		42,450	42,300	38,750	8,750	6,510	44,050	9,180
상승여력(%)		55.5	22.9	49.7	37.1	-	-	-
EPS	13.03	2,329	2,064	3,036	402	-288	3,175	960
(원)	13.12	1,640	148	954	74	-181	1,692	174
	14.12F	2,416	3,365	2,675	316	202	3,250	412
	15.12F	3,077	2,319	2,815	613	298	3,408	393
	16.12F	3,393	2,548	2,836	733	370	3,629	676
BPS	13.03	37,861	43,732	42,675	15,929	12,697	51,599	19,110
(원)	13.12	38,413	43,119	43,170	15,770	12,331	51,127	18,837
	14.12F	40,031	46,692	45,778	16,056	12,560	54,032	18,739
	15.12F	41,788	48,515	48,250	16,573	12,683	56,652	18,705
	16.12F	43,565	50,464	43,354	17,111	12,960	60,325	32,214
PER	13.03	30.5	27.5	14.8	26.4	-	13.6	10.2
(배)	13.12	41.7	365.5	48.1	159.9	-	26.0	52.7
	14.12F	17.6	12.6	14.5	27.7	32.1	13.6	22.3
	15.12F	13.8	18.2	13.8	14.3	21.9	12.9	23.4
	16.12F	12.5	16.6	13.7	11.9	17.6	12.1	13.6
PBR	13.03	1.9	1.3	1.1	0.7	0.7	0.8	0.5
(배)	13.12	1.8	1.3	1.1	0.7	0.7	0.9	0.4
	14.12F	1.1	0.9	0.8	0.5	0.5	0.8	0.4
	15.12F	1.0	0.9	0.8	0.5	0.5	0.8	0.4
	16.12F	1.0	0.8	0.9	0.5	0.5	0.7	0.4
ROE	13.03	6.0	5.5	7.3	2.5	-2.3	6.4	4.8
(%)	13.12	4.2	0.7	2.2	0.5	-1.4	3.3	0.8
	14.12F	6.2	7.2	6.0	2.0	1.6	6.4	2.2
	15.12F	7.6	4.7	6.0	3.8	2.4	6.4	2.1
	16.12F	8.0	4.9	6.2	4.4	2.9	6.4	2.1
순이익	13.03	51	158	187	88	-68	133	3
(십억원)	13.12	36	11	59	16	-43	71	15
	14.12F	53	250	165	69	48	136	36
	15.12F	68	173	173	134	70	143	34
	16.12F	75	190	175	160	88	150	34
자기자본	13.03	861	3,482	2,641	3,484	3,004	2,112	1,658
(십억원)	13.12	855	3,437	2,662	3,447	2,918	2,142	1,635
	14.12F	891	3,715	2,820	3,511	2,972	2,264	1,626
	15.12F	930	3,860	2,972	3,624	3,001	2,373	1,623
	16.12F	970	4,015	2,671	3,742	3,066	2,490	1,636
배당성향	13.03	19.8	25.6	18.9	25.7	-65.2	30.9	1,040.8
(%)	13.12	21.5	30.9	20.5	73.7	-64.6	20.4	156.5
	14.12F	24.5	14.5	17.9	32.5	86.3	24.3	108.2
	15.12F	25.6	25.3	20.4	32.8	31.2	23.1	113.5
	16.12F	23.2	23.1	20.3	34.1	25.1	22.0	112.6
배당수익률	13.03	0.6	1.1	1.3	0.9	0.6	2.3	5.1
(%)	13.12	0.5	0.2	0.4	0.4	0.0	0.8	3.3
	14.12F	1.4	1.2	1.3	1.1	0.5	1.8	5.4
	15.12F	1.9	1.4	1.5	2.3	1.5	1.8	5.4
	16.12F	1.9	1.4	1.5	2.9	1.5	1.8	5.4

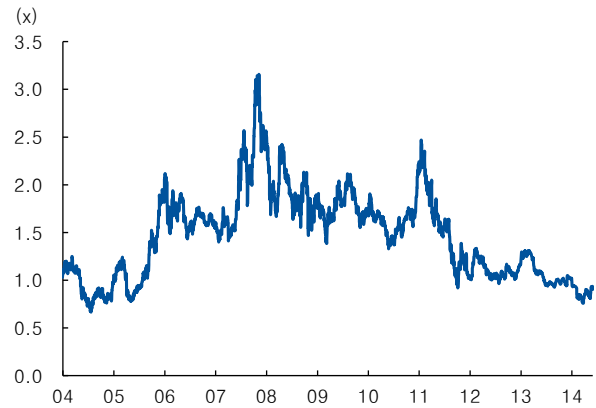
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 17. 대우증권 PBR 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 18. 삼성증권 PBR 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 19. 우리투자증권 PBR 추이



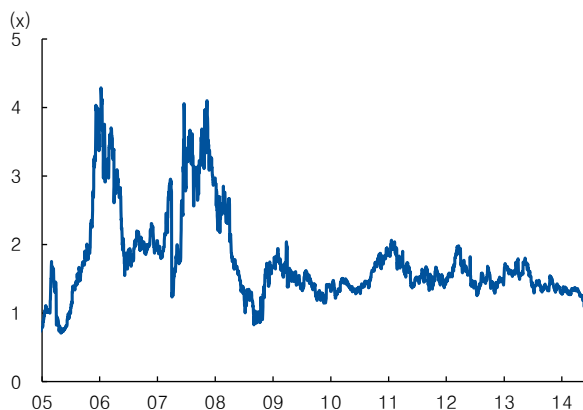
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 20. 한국금융지주 PBR 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 21. 키움증권 PBR 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

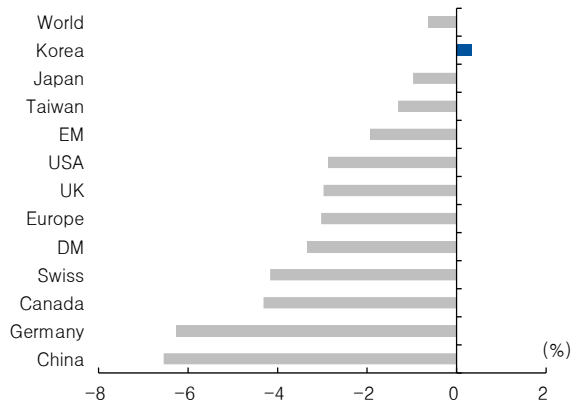
그림 22. 현대증권 PBR 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

글로벌 증권주 동향

그림 23. 증권업종 국가별 1M 수익률



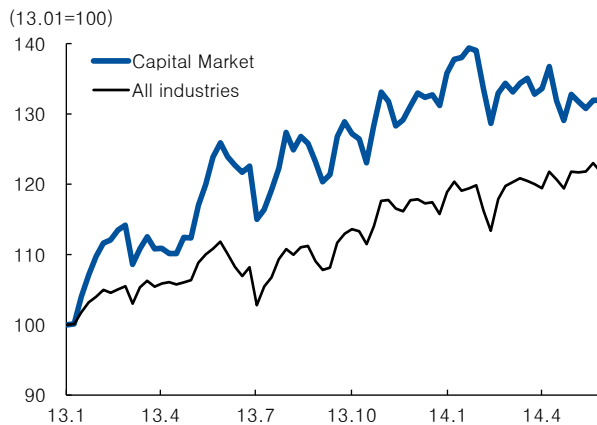
자료: IBES, KDB대우증권 리서치센터

그림 24. 증권업종 국가별 수익률 (%)

Country	1W	1M	3M	1Y	YTD
World	0.0	-0.6	-0.9	4.8	-2.8
DM	-2.8	-3.3	-3.8	2.5	-5.5
EM	0.0	-1.9	4.7	-10.9	-5.9
Korea	-2.1	0.3	3.5	-18.6	2.6
USA	-3.0	-2.9	-1.4	7.0	-6.4
Europe	0.0	-3.0	-6.5	1.8	-3.9
Japan	-0.8	-1.0	-15.1	-31.6	-20.6
UK	-2.5	-3.0	-1.5	1.3	-4.3
Germany	-3.5	-6.3	-14.9	-17.5	-12.1
Swiss	-2.2	-4.2	-4.8	-4.2	1.1
China	-2.4	-6.5	-3.1	-17.6	-26.4
Taiwan	-0.7	-1.3	-6.8	-8.7	-10.1
Canada	-6.1	-4.3	-2.7	6.1	-7.1

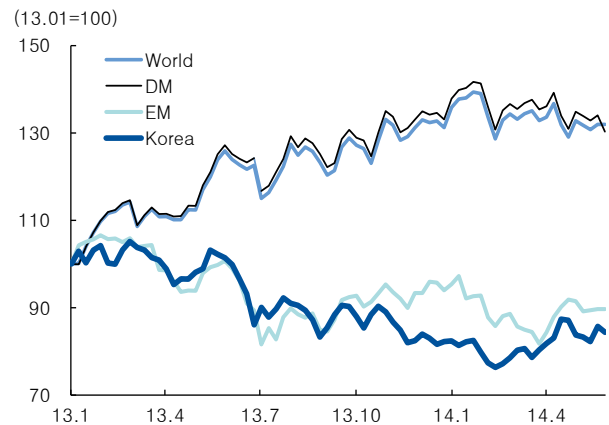
자료: IBES, KDB대우증권 리서치센터

그림 25. MSCI World index, MSCI 증권업 지수 상대 수익률 추이



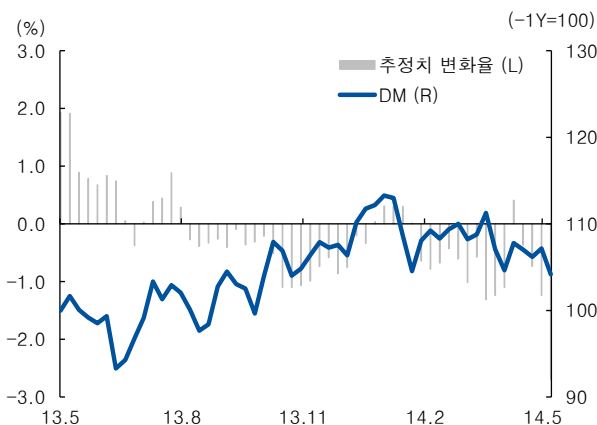
자료: IBES, KDB대우증권 리서치센터

그림 26. MSCI 증권업 지수와 DM, EM, Korea 증권업 상대 수익률



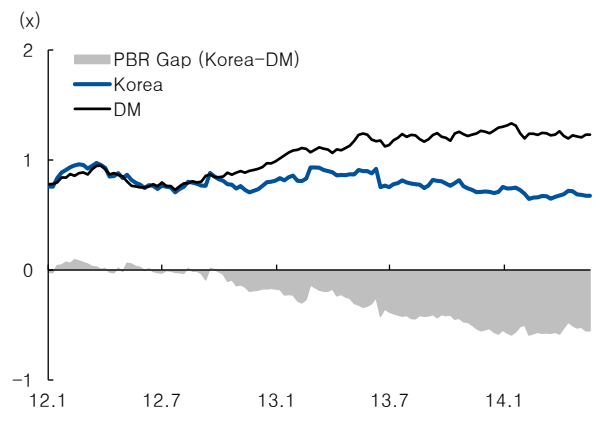
자료: IBES, KDB대우증권 리서치센터

그림 27. MSCI DM 증권업종 지수와 이익조정비율 추이



자료: IBES, KDB대우증권 리서치센터

그림 28. MSCI DM Index, DM 증권업종 PBR 갭 추이



자료: IBES, KDB대우증권 리서치센터

Top Picks 및 관심종목

삼성증권 (016360/매수) 투자포인트가 가장 많은 대형사

- 적극적 비용 절감의 효과가 가시화: 타사들과의 격차는 연간 800~1,000억 원으로 추정
- 불어난 과잉자본 해소 방법: 자사주 매입의 기대가 점증
- 대형사 위주의 우호적인 금융정책 방향성 고려 시 여전히 주가의 상승여력 내재

키움증권 (039490/매수) Valuation은 바닥을 배회 중

- 저축은행 인수 이후 사업모델의 우위가 희석되는 과정에서 Valuation 할인에 진입
- Online Service Provider로서의 사업모델상 우위를 다시 확립해야 할 필요
- 현재 주가는 PBR 1.1배 수준에 불과 → 저축은행 추가 부실이 제한된다면 주가는 Rock Bottom

한국금융지주 (071050/매수) 주가 부진을 초래한 논거는 약화 중

- FY14에는 상품이익이 정상화되는 가운데, 전반적인 영업력 개선이 반영되어 이익 개선
- Brokerage MS가 꾸준히 늘어나고 있고, 타 상위사들의 영업력 위축 우려 가운데 Wholesale, IB등에서 반사이익 기대
- 1) 다각화된 수익구조, 2) 자산운용사 가치의 건재, 3) 대형사 중심의 정책 수혜 등을 고려 시 관심 재부상할 국면

우리투자증권 (005640/Trading Buy) 지분율 보완과 비용효율성의 확보가 관건

- 매각 지분율 37.9% → 금융지주 설립 고려 시 50% 이상 확보 필요, 100% 완전 자회사도 장기적으로 고려 사항
- 지분율 보완 방법으로는 1) 합병 증권사 지분의 장내 매입, 2) 자사주 매입 이후 소각 등이 유력
- 합병 이후 중복 기능의 제거를 통한 비용효율화의 속도와 심도가 관건

삼성증권 (016360)

투자포인트가 가장 많은 대형사

증권

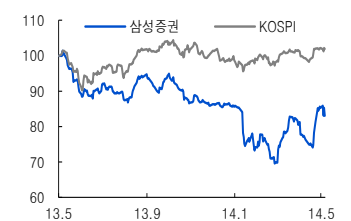
(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	52,000
현재주가(14/05/29, 원)	42,300
상승여력	23%

영업이익(14F, 십억원)	189
Consensus 영업이익(14F, 십억원)	197

EPS 성장률(14F, %)	1605.2
MKT EPS 성장률(14F, %)	24.0
P/E(14F, x)	12.6
MKT P/E(14F, x)	11.2
KOSPI	2,012.26

시가총액(십억원)	3,317
발행주식수(백만주)	76
유통주식비율(%)	76.4
외국인 보유비중(%)	21.8
베타(12M) 일간수익률	1.26
52주 최저가(원)	35,400
52주 최고가(원)	51,600

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.8	-6.5	-18.0
상대주가	5.2	-5.0	-18.5



적극적 비용 절감 효과의 가시화

- 지난 해부터 이어진 구조조정 노력이 하반기부터 이익 개선에 기여하기 시작 → 연간 영업이익의 800~1,000억 원 개선 효과 예상

- 상대적으로 높은 IT비용의 축소 여지도 내재

더 불어난 과잉자본의 해소 방법?

- '삼성자산운용' 지분 매각으로 1,577억 원의 차익 발생 → 올해 이익잉여와 합산하면 연말 자기자본은 3.8조 원 수준으로 확대

- 현재의 Business를 영위하는데 충분하고, 대형IB 기준인 3조 원을 크게 상회

- 특히 타 증권사와 달리 위험인수를 극도로 꺼리는 자산운용 정책을 고수하고 있는 상황에서 과잉자본을 해소하는 조치가 불가피

- 삼성생명, 화재와 마찬가지로 자사주 매입의 기대가 점증, 자사주는 다양한 용도(주가 방어, 성과보수 지급 재원, 지배구조 개편 시에 활용 등)로 활용이 가능하기 때문...

- 현재의 주가 수준은 적은 비용으로 큰 효과를 기대할 수 있는 상황

투자포인트 가장 많은 대형사, TP 52,000원, 매수, Top Picks 유지

- 동사의 주가는 연초 랠리에 이은 차익 실현, 자산운용 매각에 따른 회의적 견해 등을 딛고 재상승 중에 있음 → 전술한 이익추정의 변화가 반영되는 과정으로 해석됨

- 특히 ELS 만기 상환 부담이 5월 까지 지속되었는데, 본질 가치와 무관하게 10% 수준의 주가하락을 유발한 것으로 추정

- 1) 선제적 구조조정 효과, 2) 과잉자본의 해소에 대한 기대, 3) 대형사 위주의 우호적인 금융정책의 방향성을 고려하면 여전히 주가의 상승여력 내재

- 투자 의견은 매수, 목표주가는 52,000원, 업종 내 Top Picks를 유지

결산기 (12월)	03/12	03/13	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
순영업수익 (십억원)	1,174	960	559	827	784	814
영업이익 (십억원)	282	221	39	189	239	261
순이익 (십억원)	172	158	11	250	173	190
EPS (원)	2,245	2,064	148	3,365	2,319	2,548
BPS (원)	45,078	43,732	43,119	46,692	48,515	50,464
P/E (배)	35.9	27.5	365.5	12.6	18.2	16.6
P/B (배)	1.8	1.3	1.3	0.9	0.9	0.8
ROE (%)	6.2	5.5	0.7	7.2	4.7	4.9
배당수익률	0.9	1.1	0.2	1.2	1.4	1.4
자기자본 (십억원)	3,380	3,482	3,437	3,715	3,860	4,015

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익, 12/13은 회계기준 변경으로 인한 9개월 수치

자료: 삼성증권, KDB대우증권 리서치센터

삼성증권 (016360)

예상 재무상태표(요약)

(십억원)	13/12	14/12F	15/12F	16/12F
현금 및 예치금	2,109	1,961	1,961	1,961
유가증권	15,555	13,463	13,468	13,832
단기매매증권	13,652	11,539	11,543	11,907
매도가능증권	1,896	1,918	1,918	1,918
지분법적용투자주식	7	6	6	7
신종증권	0	0	0	0
파생상품	298	273	301	332
대출채권	1,279	1,389	1,436	1,464
유형자산	67	63	63	63
CMA운용자산(종금계정)	0	0	0	0
리스자산(종금계정)	0	0	0	0
기타자산	1,228	1,767	1,857	1,951
자산총계	20,536	18,915	19,085	19,604
예수부채	2,885	2,929	2,997	2,997
차입부채	13,188	10,617	10,574	10,938
기타부채	1,026	1,654	1,654	1,654
부채총계	17,098	15,200	15,225	15,589
자본금	394	394	394	394
자본잉여금	1,508	1,508	1,508	1,508
자본조정	-106	-106	-106	-106
기타포괄손익누계액	162	189	189	189
이익잉여금	1,337	1,583	1,722	1,871
자본총계	3,437	3,715	3,860	4,015

성장성 및 효율성 지표(요약)

	13/12	14/12F	15/12F	16/12F
성장성(%)				
총자산 증가율	5.4	-7.9	0.9	2.7
예수금 증가율	-3.1	1.5	2.3	0.0
자기자본증가율	-1.3	8.1	3.9	4.0
수수료순이익증가율	-28.6	11.2	1.3	1.2
순영업수익증가율	-41.7	47.9	-5.3	3.9
영업이익증가율	-82.5	389.4	26.3	9.4
순이익증가율	-93.0	2,168.9	-31.1	9.9
수익성(%)				
ROE	0.7	7.2	4.7	4.9
ROA	0.1	1.3	0.9	1.0
경영효율성(%)				
영업수지율	107.4	129.6	143.9	147.3
판관비효율성	79.3	71.9	85.3	85.1

자료: 삼성증권, KDB대우증권 리서치센터

예상 손익계산서(요약)

(십억원)	13/12	14/12F	15/12F	16/12F
순영업수익	559	827	784	814
수수료순수익	413	459	465	470
순수탁수수료	184	240	268	269
자산관리수수료	177	162	140	143
IB관련수수료	24	18	19	19
신종증권판매수수료	0	0	0	0
기타 수수료	28	38	38	38
순이자수익	259	332	315	323
상품운용순수익	-119	-4	-9	9
기타이익	6	41	12	12
판매비와관리비	521	638	545	552
인건비	268	342	257	262
전산운용비	56	72	72	72
고정성비용	77	97	97	97
변동성비용	120	128	119	122
대손상각비	0	0	0	0
영업이익	39	189	239	261
영업외이익	-3	151	-6	-6
법인세차감전 순이익	36	340	233	255
법인세 비용	12	83	56	62
당기순이익	24	257	177	194
당기순이익(지배주주)	11	250	173	190

예상 주당가치 및 valuation

	13/12	14/12F	15/12F	16/12F
안정성(%)				
유보율	772.0	842.4	879.2	918.5
실질부채비율	68.4	77.1	74.9	74.0
Valuation 지표(원, 배, %)				
EPS	148	3,365	2,319	2,548
BPS	43,119	46,692	48,515	50,464
PER	297.1	12.6	18.2	16.6
PBR	1.0	0.9	0.9	0.8
DPS(원)				
보통주	100	500	600	600
우선주	0	0	0	0
배당수익률(%)				
보통주	0.2	1.2	1.4	1.4
우선주	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향(%)	30.9	14.5	25.3	23.1

키움증권 (039490)

Valuation은 바닥을 배회 중

증권

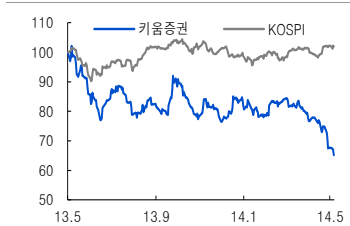
(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	66,000
현재주가(14/05/29, 원)	42,450
상승여력	55%

영업이익(14F, 십억원)	70
Consensus 영업이익(14F, 십억원)	86

EPS 성장률(14F, %)	10.5
MKT EPS 성장률(14F, %)	24.0
P/E(14F, x)	17.6
MKT P/E(14F, x)	11.2
KOSPI	2,012.26

시가총액(십억원)	966
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	52.0
외국인 보유비중(%)	31.7
베타(12M) 일간수익률	0.87
52주 최저가(원)	42,450
52주 최고가(원)	66,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-16.3	-22.4	-36.2
상대주가	-18.2	-21.1	-36.5



사업모델의 우위가 다소 희석되는 과정

- 금융업의 Valuation은 사업모델에 내포된 위험의 크기 대비 수익성의 함수 → 위험이 낮은 사업모델인 온라인증권사, 거래소, 자산운용사 등의 높은 Valuation
- 미국의 E*trade는 기존의 온라인사업모델에서 벗어나 은행업을 영위하면서 Valuation 할인에 진입, 반면 Charles Schwab은 트레이딩 부문의 의존을 줄이고 기존 온라인 수수료에 집중하면서 주가 회복 추세에 진입
- 키움 역시 저축은행 인수 이후 이러한 할인이 Valuation에 투영되는 과정에 있다고 판단됨. 인수 초기에 자산건전성을 확보하는 과정에서 손실이 불가피하지만, 이후에도 잡음이 지속되고 있기 때문
- 기존 금융사의 모델보다는 Online Service Provider로서의 사업모델 상의 우위를 다시 확립해야 할 필요, 단기적으로는 저축은행의 실적이 주가 방향성 좌우

Valuation은 바닥권 진입

- 사업모델상의 우위 약화, 타 증권사들의 이익 개선, NCR 개편 등의 정책 수혜에서 고리가 약한 점 등이 반영되면서 주가 하락 지속
- 다만 이러한 요인을 반영하여도 PBR 1.0배 수준에 불과, 이는 기존 증권업 및 대출업을 기반으로 유사한 ROE를 보이는 증권사들과 유사한 수준(미래에셋증권과 메리츠증권의 PBR은 각각 0.9배, 1.0배)
- 저축은행에서의 추가 부실이 제한된다면 주가는 Rock Bottom이라고 판단됨
- 향후 1) 주식대여 Pool 서비스의 Launch, 2) 자산운용사로 부터의 이익 기여, 3) 주식 거래시간 연장 등 낮은 위험으로 수익을 제고시킬 수 있는 기회들이 부상하는 과정에서 주가의 회복을 예상
- 12개월 목표주가는 80,000원에서 66,000원으로 하향, 14년, 15년 순이익 추정을 각각 18.1%, 19.5% 하향 조정(1분기 실적 반영, 감가상각비 증가 반영)하고, 기존 온라인모델에 기반한 프리미엄을 100%에서 50%로 하향, 투자의견은 매수, Top Picks 유지

결산기 (12월)	03/12	03/13	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
순영업수익 (십억원)	336	229	189	254	275	286
영업이익 (십억원)	168	63	54	70	89	98
순이익 (십억원)	126	51	36	53	68	75
EPS (원)	5,716	2,329	1,640	2,416	3,077	3,393
BPS (원)	36,407	37,861	38,413	40,031	41,788	43,565
P/E (배)	10.4	30.5	41.7	17.6	13.8	12.5
P/B (배)	1.6	1.9	1.8	1.1	1.0	1.0
ROE (%)	16.9	6.0	4.2	6.2	7.6	8.0
배당수익률	1.4	0.6	0.5	1.4	1.9	1.9
자기자본 (십억원)	822	861	855	891	930	970

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익, 12/13은 회계기준 변경으로 인한 9개월 수치
자료: 키움증권, KDB대우증권 리서치센터

키움증권 (039490)

예상 재무상태표(요약)

(십억원)	13/12	14/12F	15/12F	16/12F
현금 및 예치금	1,624	1,750	1,750	1,750
유가증권	700	758	831	921
단기매매증권	539	534	592	666
매도가능증권	79	89	101	115
지분법적용투자주식	29	31	33	36
신종증권	54	105	105	105
파생상품	5	5	5	5
대출채권	1,133	1,245	1,310	1,385
유형자산	131	131	131	131
CMA운용자산(종금계정)	0	0	0	0
리스자산(종금계정)	0	0	0	0
기타자산	631	631	631	631
자산총계	4,225	4,520	4,658	4,823
예수부채	2,139	2,200	2,200	2,200
차입부채	721	920	1,019	1,144
기타부채	510	510	510	510
부채총계	3,369	3,629	3,728	3,853
자본금	110	110	110	110
자본잉여금	190	190	190	190
자본조정	-21	-21	-21	-21
기타포괄손익누계액	5	5	5	5
이익잉여금	565	600	639	678
자본총계	855	891	930	970

성장성 및 효율성 지표(요약)

	13/12	14/12F	15/12F	16/12F
성장성(%)				
총자산 증가율	0.6	7.0	3.0	3.5
예수금 증가율	1.8	2.8	0.0	0.0
자기자본증가율	1.5	4.2	4.4	4.3
수수료순이익증가율	-28.8	18.7	14.0	2.2
순영업수익증가율	-17.7	34.6	8.2	4.1
영업이익증가율	-14.7	31.0	26.3	10.6
순이익증가율	-28.5	50.6	27.4	10.3
수익성(%)				
ROE	4.2	6.2	7.6	8.0
ROA	0.9	1.2	1.5	1.6
경영효율성(%)				
영업수지율	139.6	138.2	147.6	152.0
판관비효율성	67.8	59.2	66.6	67.4

자료: 키움증권, KDB대우증권 리서치센터

예상 손익계산서(요약)

(십억원)	13/12	14/12F	15/12F	16/12F
순영업수익	189	254	275	286
수수료순수익	92	109	124	127
순수탁수수료	73	88	99	101
자산관리수수료	1	2	2	3
IB관련수수료	13	11	12	13
신종증권판매수수료	0	0	0	0
기타 수수료	5	8	10	10
순이자수익	107	143	153	162
상품운용수수익	3	14	5	5
기타이익	-13	-12	-7	-8
판매비와관리비	135	184	186	188
인건비	39	51	53	55
전산운용비	30	38	38	38
고정성비용	20	31	31	31
변동성비용	47	63	64	64
대손상각비	0	0	0	0
영업이익	54	70	89	98
영업외이익	0	2	3	3
법인세차감전 순이익	54	72	91	100
법인세 비용	18	18	22	24
당기순이익	36	54	69	76
당기순이익(지배주주)	36	53	68	75

예상 주당가치 및 valuation

	13/12	14/12F	15/12F	16/12F
안정성(%)				
유보율	674.0	706.5	741.9	777.8
실질부채비율	132.3	149.4	153.8	160.6
Valuation 지표(원, 배, %)				
EPS	1,640	2,416	3,077	3,393
BPS	38,413	40,031	41,788	43,565
PER	30.8	17.6	13.8	12.5
PBR	1.3	1.1	1.0	1.0
DPS(원)				
보통주	350	600	800	800
우선주	0	0	0	0
배당수익률(%)				
보통주	0.7	1.4	1.9	1.9
우선주	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향(%)	21.5	24.5	25.6	23.2

한국금융지주 (071050)

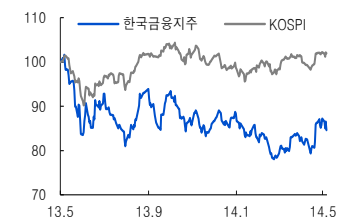
주가 부진을 초래한 논거는 약화 중

증권

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	58,000
현재주가(14/05/29, 원)	38,750
상승여력	50%

영업이익(14F, 십억원)	220
Consensus 영업이익(14F, 십억원)	233
EPS 성장률(14F, %)	110.3
MKT EPS 성장률(14F, %)	24.0
P/E(14F, x)	14.5
MKT P/E(14F, x)	11.2
KOSPI	2,012.26
시가총액(십억원)	2,210
발행주식수(백만주)	62
유통주식비율(%)	72.0
외국인 보유비중(%)	42.6
베타(12M) 일간수익률	1.50
52주 최저가(원)	35,750
52주 최고가(원)	46,550

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.2	-4.7	-16.8
상대주가	0.8	-3.1	-17.2



2년간의 감익에서 탈피

- FY13에는 일회성 이익이 감소하고 채권 부문에서의 상품손실이 확대되면서 부진 초래
- FY14에는 금리변동성이 축소되면서 상품이익이 정상화되는 가운데, 전반적인 영업력 개선이 반영되어 이익 개선
- 하반기에는 PI이익(카카오톡 지분 평가익, 고유재산 수익증권 평가익)과 삼성SDS IPO 수익 등이 대기 중

견고한 영업력 유지, 업황 개선 시에는 Top Performer

- 비용절감의 여지가 높지 않다는 점이 최근 조류에서 벗어나 있지만, 반대로 업황 개선 국면이 도래할 경우 이익레버리지가 가장 높을 것으로 기대됨
- Brokerage 부문에서는 Top Tier내에서도 MS격차를 벌리고 있고(수익MS: FY12 7.06% → FY13 7.24%, FY14 1Q 7.54%), 운용자회사들의 이익기여도가 높아지고 있고 적절한 Portfolio를 유지하고 있다는 강점도 유효
- 타 상위사들이 구조조정, M&A로 인해 영업력 위축이 예상되는 가운데 Wholesale, IB 부문 등에서 반사이익 기대

주가 부진을 초래한 논거는 약화 중 → 이익 회복 + Valuation 부담 역전

- 주가의 부진 이유는 1) 수년간 기여했던 일회성 이익의 유입이 일단락되면서 이익모멘텀 부재, 2) Valuation의 상대적 매력력이 약화되면서 차익실현을 유발한 것으로 해석됨
- 이러한 우려는 거의 마무리 단계로 판단됨, 상품이익 회복 및 PI이익 등이 기여하면서 이익 개선이 기대되고, 유사한 ROE 수준을 시험하는 Peer 들의 PBR이 1.0배에 육박하면서 Valuation부담이 역전된 상황이기 때문임
- 더불어 고유의 투자포인트인 1) 다각화된 수익구조, 2) 자산운용사 가치의 건재, 3) 대형사 중심의 정책 수혜 등을 고려하면 관심이 재부상할 국면
- 투자의견 매수, 목표주가 58,000원 유지

결산기 (12월)	03/12	03/13	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
순영업수익 (십억원)	926	813	461	738	793	806
영업이익 (십억원)	324	238	78	220	229	230
순이익 (십억원)	271	187	59	165	173	175
EPS (원)	4,399	3,036	954	2,675	2,815	2,836
BPS (원)	40,381	42,675	43,170	45,778	48,250	43,354
P/E (배)	9.5	14.8	48.1	14.5	13.8	13.7
P/B (배)	1.0	1.1	1.1	0.8	0.8	0.9
ROE (%)	11.5	7.3	2.2	6.0	6.0	6.2
배당수익률	1.7	1.3	0.4	1.3	1.5	1.5
자기자본 (십억원)	2,496	2,641	2,662	2,820	2,972	2,671

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익, 12/13은 회계기준 변경으로 인한 9개월 수치

자료: 한국금융지주, KDB대우증권 리서치센터

한국금융지주 (071050)

한국투자증권 예상 대차대조표(요약)

(십억원)	13/12	14/12F	15/12F	16/12F
현금 및 예치금	2,880	3,773	3,804	3,804
유가증권	14,108	14,194	14,550	15,345
단기매매증권	12,470	12,528	12,879	13,628
매도가능증권	769	752	752	752
지분법적용투자주식	458	484	508	534
신종증권	412	430	410	430
파생상품	300	321	355	391
대출채권	1,479	1,600	1,648	1,669
유형자산	274	273	273	273
CMA운용자산(종금계정)	0	0	0	0
리스자산(종금계정)	0	0	0	0
기타자산	813	1,133	1,133	1,133
자산총계	19,854	21,294	21,762	22,615
예수부채	1,464	1,672	1,711	1,711
차입부채	14,751	15,743	16,015	16,711
기타부채	556	721	721	721
부채총계	16,771	18,135	18,447	19,142
자본금	176	176	176	176
자본잉여금	1,361	1,361	1,361	1,361
자본조정	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	170	157	157	157
이익잉여금	1,376	1,465	1,622	1,780
자본총계	3,083	3,159	3,315	3,473

한국금융지주 예상 대차대조표(요약)

(십억원)	13/12	14/12F	15/12F	16/12F
현금과 예치금	1,993	2,882	2,945	3,002
유가증권	14,234	15,949	16,302	16,615
대출채권	2,568	2,614	2,672	2,723
유형자산 등	471	461	472	481
기타자산	688	1,012	1,035	1,054
자산총계	21,216	22,917	23,425	23,875
예수부채	2,369	2,629	2,690	2,690
차입부채	15,550	16,707	17,001	17,752
사채	0	1	1	1
기타부채	631	760	760	760
부채총계	18,549	20,097	20,452	21,204
자본총계	2,662	2,820	2,972	2,671

성장성 및 효율성 지표

	13/12	14/12F	15/12F	16/12F
성장성 (%)				
예수금 증가율	7.9	11.0	2.3	0.0
자기자본증가율	0.8	5.9	5.4	-10.1
순영업수익 증가율	-43.3	60.2	7.5	1.6
순이익증가율	-68.6	180.5	5.2	0.7
수익성 (%)				
ROE	2.2	6.0	6.0	6.2
ROA	0.3	0.7	0.7	0.7

자료: 한국금융지주, KDB대우증권 리서치센터

한국투자증권 예상 손익계산서(요약)

(십억원)	13/12	14/12F	15/12F	16/12F
순영업수익	391	592	653	660
수수료순수익	259	334	360	365
순수탁수수료	135	177	197	198
자산관리수수료	65	73	77	81
IB관련수수료	40	53	51	52
신종증권판매수수료	0	0	0	0
기타 수수료	20	31	35	35
순이자수익	226	301	324	329
상품운용순수익	-75	-45	-32	-34
기타이익	-19	2	0	0
판매비와관리비	300	406	446	452
인건비	168	242	274	277
전산운용비	25	33	33	33
고정성비용	35	44	44	44
변동성비용	72	87	96	98
대손상각비	0	0	0	0
영업이익	92	186	207	208
영업외이익	0	1	0	0
법인세차감전 순이익	92	187	207	208
법인세 비용	16	46	50	50
당기순이익	76	141	157	158

한국금융지주 예상 손익계산서(요약)

(십억원)	13/12	14/12F	15/12F	16/12F
순영업수익	461	738	793	806
순수수료수익	372	452	484	496
순이자수익	231	316	340	345
순상품운용수익	-129	-33	-32	-34
기타이익	-14	2	0	0
판매비와 관리비	382	518	565	576
영업이익	78	220	229	230
영업외이익	-1	0	0	0
경상이익	77	219	229	230
법인세 비용	19	55	55	56
순이익	59	165	173	175
연결당기순이익	59	165	173	175

예상 주당가치 및 Valuation

	13/12	14/12F	15/12F	16/12F
Valuation 지표 (원, 배, %)				
EPS	954	2,675	2,815	2,836
BPS	43,170	45,778	48,250	43,354
P/E	42.8	14.5	13.8	13.7
P/B	0.9	0.8	0.8	0.9
배당수익률	0.5	1.3	1.5	1.5
배당성향	20.5	17.9	20.4	20.3

우리투자증권 (005940)

지분을 보완과 비용효율성의 확보가 관건

증권

(Maintain)	Trading BUY
목표주가(원, 12M)	12,000
현재주가(14/05/29, 원)	8,750
상승여력	37%

영업이익(14F, 십억원)	103
Consensus 영업이익(14F, 십억원)	117

EPS 성장률(14F, %)	220.3
MKT EPS 성장률(14F, %)	24.0
P/E(14F, x)	27.7
MKT P/E(14F, x)	11.2
KOSPI	2,012.26

시가총액(십억원)	1,771
발행주식수(백만주)	218
유통주식비율(%)	58.2
외국인 보유비중(%)	17.6
베타(12M) 일간수익률	1.31
52주 최저가(원)	8,340
52주 최고가(원)	12,750

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.3	-17.5	-31.4
상대주가	-2.7	-16.1	-31.7



포인트1: 매각 완료 직후에는 '지분을 추가 보완' 방법

- 매각 지분율 37.9%로 50%에 미치지 못함
- 시가 기준으로 합병 시 지분율은 45% 수준, 우리투자증권 현 주가는 PBR 0.55배 수준에 불과 → 주가 하락여지 낮아 매수청구도 거의 없을 것
- 금융지주의 설립 취지를 고려한다면 50% 이상의 지분을 확보가 필요하고, 100% 취득을 통해 완전 자회사화도 장기적으로 고려 사항
- 50%를 달성하는 방법으로는 1) NH증권의 주가 상승이 충족되지 않는다면, 2) 합병 증권사 지분의 장내 매입, 3) 합병 증권사의 자사주 매입 이후 소각 등이 유력, 100%라면 공개매수가 유력(우선주 투자자 유리)

포인트2: 구조조정 통한 비용효율성 제고

- 두 증권사 모두 업황이 추락하는 것과 반대로 판관비 절대 수준이 유지되고 있음, Cost-Income Ratio도 현저히 하락한 상태
- 결국 합병 이후 중복 기능의 제거를 통한 비용효율화의 속도와 심도가 관건이나, 아직은 판단하기 어려움

영업시너지, Hidden Value 등의 모멘텀은 당분간 유예

- 1) 지배구조상의 할인이 해소될 지에 대한 판단은 유예 : 인수주체의 향후 경영전략 등이 현재로서는 뚜렷하지 않기 때문 → 장기적인 마스터 플랜 등의 확인이 필요
- 2) KRX 공공기관 해제의 지연 : 동사의 가치 산정에 있어 빼 놓을 수 없는 것은 KRX의 지분 가치, KRX 지분율은 4.6%로 타사보다 높음, 단일 회사가 5% 이상 보유하지 못한다는 규정 하에 동사의 초과 지분율 1.64%는 KRX에 자사주 형태로 매각한 바 있음. 당시 매각가 66,000원을 기준으로 상장 시 차익을 돌려받는다는 옵션이 부여
- 투자의견 Trading Buy, 목표주가 12,000원 유지

결산기 (12월)	03/12	03/13	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
순영업수익 (십억원)	825	670	419	652	660	710
영업이익 (십억원)	232	109	22	103	179	214
순이익 (십억원)	166	88	16	69	134	160
EPS (원)	761	402	74	316	613	733
BPS (원)	15,772	15,929	15,770	16,056	16,573	17,111
P/E (배)	26.4	26.4	159.9	27.7	14.3	11.9
P/B (배)	1.3	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
ROE (%)	5.4	2.5	0.5	2.0	3.8	4.4
배당수익률	1.1	0.9	0.4	1.1	2.3	2.9
자기자본 (십억원)	3,708	3,484	3,447	3,511	3,624	3,742

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익, 12/13은 회계기준 변경으로 인한 9개월 수치

자료: 우리투자증권, KDB대우증권 리서치센터

우리투자증권 (005940)

예상 재무상태표(요약)

(십억원)	13/12	14/12F	15/12F	16/12F
현금 및 예치금	4,388	4,819	4,845	4,845
유가증권	21,156	19,402	20,971	22,133
단기매매증권	19,254	17,398	18,883	19,997
매도가능증권	1,079	1,279	1,279	1,279
지분법적용투자주식	172	21	24	26
신종증권	651	704	785	831
파생상품	567	590	651	719
대출채권	1,445	1,624	1,661	1,662
유형자산	368	365	365	365
CMA운용자산(종금계정)	0	0	0	0
리스자산(종금계정)	0	0	0	0
기타자산	2,062	2,945	3,095	3,253
자산총계	29,986	29,746	31,588	32,977
예수부채	1,335	1,431	1,459	1,459
차입부채	23,087	24,675	26,376	27,647
기타부채	2,116	129	129	129
부채총계	26,538	26,235	27,964	29,235
자본금	1,120	1,120	1,120	1,120
자본잉여금	1,175	1,175	1,175	1,175
자본조정	-19	-19	-19	-19
기타포괄손익누계액	136	141	141	141
이익잉여금	1,026	1,084	1,197	1,314
자본총계	3,447	3,511	3,624	3,742

성장성 및 효율성 지표(요약)

	13/12	14/12F	15/12F	16/12F
성장성(%)				
총자산 증가율	10.1	-0.8	6.2	4.4
예수금 증가율	-0.5	7.4	2.0	0.0
자기자본증가율	-1.0	1.8	3.2	3.3
수수료순이익증가율	-28.5	17.3	4.5	1.0
순영업수익증가율	-37.5	55.5	1.2	7.5
영업이익증가율	-79.5	359.5	73.5	19.5
순이익증가율	적전	흑전	94.3	19.5
수익성(%)				
ROE	0.5	2.0	3.8	4.4
ROA	0.1	0.2	0.4	0.5
경영효율성(%)				
영업수지율	105.6	118.8	137.1	143.1
판관비효율성	60.5	51.3	61.2	59.9

자료: 우리투자증권, KDB대우증권 리서치센터

예상 손익계산서(요약)

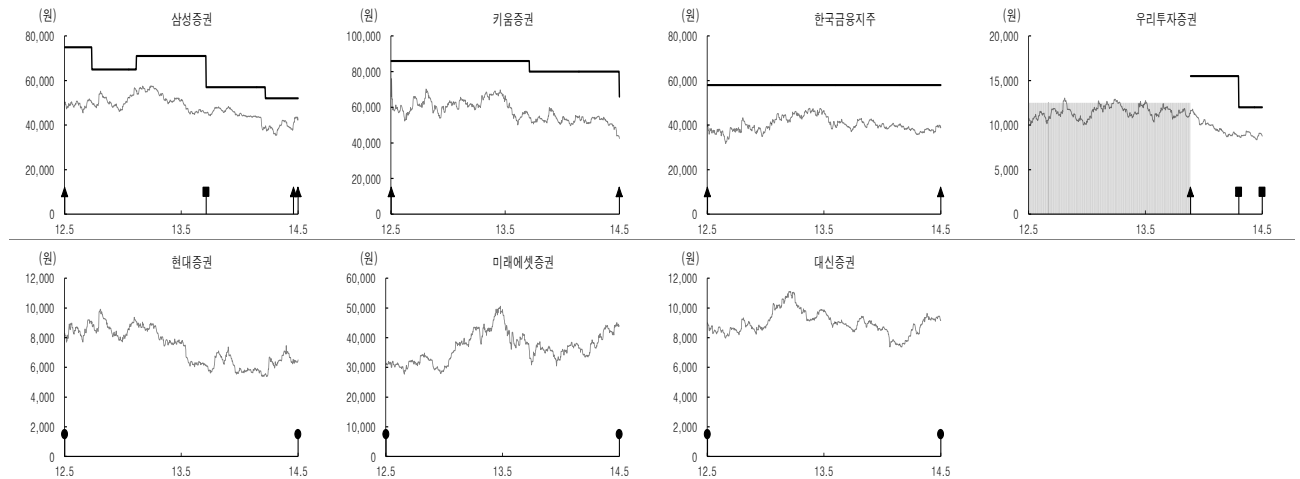
(십억원)	13/12	14/12F	15/12F	16/12F
순영업수익	419	652	660	710
수수료순수익	240	282	294	297
순수탁수수료	143	165	179	179
자산관리수수료	31	39	39	40
IB관련수수료	33	46	47	47
신종증권판매수수료	0	0	0	0
기타 수수료	33	31	30	32
순이자수익	307	476	466	520
상품운용순수익	-88	-107	-85	-90
기타이익	-40	1	-16	-18
판매비와관리비	397	549	481	496
인건비	236	361	292	314
전산운용비	16	22	22	22
고정성비용	40	42	42	42
변동성비용	104	124	125	118
대손상각비	0	0	0	0
영업이익	22	103	179	214
영업외이익	1	0	0	0
법인세차감전 순이익	23	103	179	214
법인세 비용	7	33	43	52
당기순이익	16	70	135	162
당기순이익(지배주주)	16	69	134	160

예상 주당가치 및 valuation

	13/12	14/12F	15/12F	16/12F
안정성(%)				
유보율	207.7	213.4	223.4	234.0
실질부채비율	220.2	214.5	216.2	216.2
Valuation 지표(원, 배, %)				
EPS	74	316	613	733
BPS	15,770	16,056	16,573	17,111
PER	130.5	27.7	14.3	11.9
PBR	0.6	0.5	0.5	0.5
DPS(원)				
보통주	50	100	200	250
우선주	100	150	250	300
배당수익률(%)				
보통주	0.5	1.1	2.3	2.9
우선주	2.2	3.0	5.0	5.9
배당성향(%)	73.7	32.5	32.8	34.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)	종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
삼성증권(016360)	2014.05.15	매수	52,000원	한국금융지주(071050)	2012.05.23	매수	86,000원
	2014.02.16	Trading BUY	52,000원		2012.04.25	매수	58,000원
	2013.08.15	Trading BUY	57,000원	우리투자증권(005940)	2014.03.17	Trading BUY	12,000원
	2013.01.09	매수	71,000원		2013.10.17	매수	15,500원
	2012.08.23	매수	65,000원	분석 대상 제외			
	2012.02.27	매수	75,000원	현대증권(003450)	2012.02.20	중립	-
키움증권(039490)	2014.05.29	매수	66,000원	미래에셋증권(037620)	2012.02.20	중립	-
	2013.08.15	매수	80,000원	대신증권(003540)	2012.02.20	중립	-



투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
비중축소	: 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

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 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.