

증권: FY14 2Q 리뷰 - 예상에 못 미쳤지만 이유는 있음

■ KIS 유니버스 내 증권사들의 FY14 2분기 순이익은 우리 예상에 크게 미달

FY14 2분기 당사 유니버스 내 증권사들의 순이익은 166억원으로 우리 전망(360억원)의 절반에도 미치지 못했다. 2분기에는 구조조정으로 인한 명퇴금 증가 부담을 순이익 전망에 반영했었는데, 명퇴금 부담에도 불구하고 판관비는 예상보다 적었다. 그럼에도 순이익이 전망에 미달한 것은 2분기 중 영업환경이 침체를 벗어나지 못하며 순수익이 크게 미치지 못한 탓이다. 당사 유니버스 6개사 중 4개사에 명예퇴직급여가 반영되어 있는데 총 1,538억원에 이른다.

■ 증권주, 6월말 이후 급등은 업종의 수익성 개선 전망을 넉넉히 반영

증권주 주가의 큰 방향과 단기 등락을 결정짓는 요인은 매우 차별적이다. 큰 방향성은 분기 단위 실적보다는 환경 요인의 변화를 반영한다. 그렇지만, 단기 등락은 거래대금을 중심으로 트레이딩 및 일회성 요인 등 당장의 변화를 짚지만 민감하게 반응한다. 이런 맥락에서 분기 실적은 장기적인 이익 수준 저울질에는 유용하나, 단기 주가 영향은 제한적이다.

이런 점에서 증권사들의 주가가 작년말/금년초에 비해 높아진 것은 실적 방향성을 반영 중이라 할 수 있다. 내리막길을 걷던 실적이 2013년을 저점으로 올라갈 것으로 전망하는 계기는 (1)규제 변화, (2)판관비 절감, (3)금융시장 변화의 세 가지 덕분이다. 규제 변화 측면에서는 작년 11월 금융위의 금융업 경쟁력 강화 방안 중 자본시장 육성정책, 이 중 금년 4월에 확정 발표된 NCR 제도 변화가 대표적이다. 판관비 절감은 2분기를 넘어 3분기까지도 진행 중인 사안이다. 삼성증권의 경우 작년에 비해 약 500여명이 감소했다. 금융시장 변화는 2기 경제팀 출범을 전후해 시장의 화두로 대두된 '기준금리 인하 및 배당확대' 정책이다.

다만, 7월 중순 이후 증권주 주가의 단기적인 반응을 보면 펀더멘탈에 큰 영향을 주기 어렵다고 평가되거나, 수익에 상응하는 위험을 주가가 적절히 반영하지 못하는 경우가 더 눈에 띈다. 주가가 상승하다 보니 정책에 대한 아전인수격 해석이 언론을 통해 확대재생산 되는 상황이다. 대표적인 것이 가격제한폭 확대에 대한 단기 주가 반응 및 이에 대한 언론 및 시장의 장밋빛 해석이다. 금리 하락에 따른 채권트레이딩 실적 개선 전망도 2013년 실적이 바닥이었음을 확인하는 수준에서 그쳐야지, 이를 통해 증권주의 주가배수를 올리는 사안으로 해석하는 것은 무리다. 이런 면에서 주의를 요한다.

■ 삼성증권/키움증권을 톱픽으로 권고, 우리투자/대신증권은 '중립' 하향

삼성증권은 2QFY14 별도기준으로 78억원의 적자를 기록했다. 삼성자산운용지분매각 차익(약 1,570억원)은 금융위의 승인이 예정된 7월에 반영할 것으로 알려져, 우리 전망보다 지연되었다. 이를 제외하면 185억원 적자를 예상했지만, 78억원 적자에 그쳤다. 판관비가 예상보다 적은 덕분이다. 일회성 명퇴금비용은 465억원이 반영되어 있다. 계열사 지분정리 덕분에 유입되는 현금의 사용처에 대해 아직 언급은 없지만, 장기적으로는 NCR 제도 변화에 따라 투자여력이 늘어남에 따른 자사주 매입 등 자본 관리에 사용될 가능성을 기대한다. 하반기는 상반기와 달리 순이익이 크게 늘어나고, 그룹 금융계열사의 만형 격인 삼성생명이 자산운용기능을 강화하는 행보를 가속화할 가능성이 높다. 여기에 NCR 제도의 변화에 따른 전략적 방향 설정이 구체화되면 동사 주가에도 긍정적으로 작용할 것으로 예상된다. 업종 top-pick으로 유지한다.

우리투자증권은 목표가 14,000원을 적정가로 유지하지만 상승여력이 크게 줄어 ‘중립’으로 낮춘다. 2분기에는 157억원의 2QFY14 (별도기준)적자를 발표했다. 동사는 100개인 지점을 통폐합을 통해 20% 가량 감소시키고, 희망퇴직 신청을 접수하는 등 구조조정을 단행했다. 2분기 실적에 반영된 희망퇴직 관련 비용은 654억원이다. 한편, 연말 합병(합병기일 12월 30일)을 앞둔 만큼 주가 판단에 NH투자증권과의 저울질이 필요하다. NH투자증권 시가총액이 9,380억원(2Q 자기자본 대비 1.1배)이므로 동사의 보통주시가총액 2.3조원과 합치면 3.3조원이다. 양사의 연결자본 합계가 4.3조원이므로 0.75배 수준이다. 우선주까지 포함하면 0.8배에 근접한다. 한편, 올해 5월 12일 이후 주가가 42% 상승해 우리 목표가 대비 상승여력은 19%로 좁혀졌다. 하반기에는 상반기 중 구조조정 덕분에 실적이 개선될 수 있겠지만, 대형주 중 가장 가파르게 상승하면서 전반영한만큼 상승여력은 제한될 것이다.

대우증권의 2QFY14 (별도기준) 순이익은 454억원으로 우리 전망보다 27% 많았다. 순수익은 우리 전망과 2% 정도 미달하는데 그쳤지만, 판관비가 대형사 중에선 가장 낮게 형성된 덕분이다. 최근 동사는 퇴직금누진제를 폐지하기로 했다. 관련한 위로금이 약 1,100억원 가량 계상되었지만, 상응하는 퇴직급여부채의 환입도 예정되어 있다. 따라서, 현 국면에서 가치평가에는 중립적이다. KDB금융그룹 산하의 주요 정책금융기관으로서 위험인수에 대한 요구가 늘어날 것으로 보여, 주주가치 제고 관점에서 장기적 메리트는 크지 않다고 보는 시각은 변함없다.

현대증권은 2QFY14 (별도기준) 165억원 적자를 나타냈다. 지난 1분기에는 4개 분기 만에 흑자전환에 성공했지만, 다시 적자로 돌아섰다. 재산 신탁 방식으로 진행되고 있는 현대상선의 현대증권 지분 매각 건은 동사의 구조조정으로 인해 10월로 지연되는 것으로 알려졌다. 이런 와중에 현대차그룹으로의 매각설이 언론에 회자되면서, 주가가 상승하는 상호 작용이 일어나고 있다. 그런데, 최근 주가 급등으로 2분기말 기준 P/B는 우선주 시가총액을 포함하면 0.63배까지 높아졌다. FY14 및 FY15 실적 전망을 반영해도 P/E는 각각 42배, 22배에 이른다. 현대차 그룹으로 매각된다 하더라도 EPS, BPS의 의미있는 긍정적 변화가 일어날 것인지 장담하기 어렵다.

대신증권은 165억원의 (별도기준) 적자를 기록했다. 명예퇴직금 344억원이 반영되며 판관비가 크게 늘었기 때문이다. 주가의 변수는 2분기부터 연결실적에 잡히기 시작하는 우리에프앤아이의 투자액 대비 성과이다. 그런데, 주가는 긍정적으로 선반영해 먼저 올랐다. 우선주를 포함하면 2분기 기준 P/B는 0.52배 수준이다. FY14를 넘어 FY15에 대해 우리가 전망하는 ROE는 5.2%이다. 우리가 제시해 온 목표가격 대비로도 상승여력이 2%에 불과한 만큼 ‘중립’으로 투자의 견을 낮춘다.

키움증권의 2QFY14 (별도기준) 순이익은 125억원으로 전망대비 30% 부진했다. 2분기까지 일평균 거래대금은 5.5조원으로 1분기와 거의 같았다. 그렇지만, 3분기 들어서는 6.1조원으로 11% 증가했다. 동시에 개인투자자 비중도 3분기 중으로는 59.5%로 2분기(57%) 수준에서 높아진만큼 점유율도 빠르게 회복되었다. 아울러, 2분기에는 저축은행/자산운용 등최근 인수한 자회사 실적이 개선되어 연결기준 순이익은 173억원으로 전기대비 63% 개선되었다. 온라인 플랫폼 중심의 유연성이 높은 것이 강점이다. 당사 유니버스 내에서 거래대금에 대한 ROE 민감도가 가장 높고, 상대적으로 높은 ROE, 그리고 밸류에이션 측면의 프리미엄을 정당화 시킨다. ‘매수’ 의견을 유지한다.

*상기 보고서는 2014년 8월 18일 당사 홈페이지에 게시된 자료의 요약본입니다.