2019년 5월 22일 I Equity Research

증권 Overweight

외생변수 변화에 따른 진폭은 있지만, 추세적으로 우상향 중

- 성장을 위해서는 위험 감수가 수반될 수 밖에 없음
- 2019년 커버리지 증권사 합산 ROE 9.6%, +1.0%p (YoY) 전망
- 최선호주 한국금융지주, 차선호주 삼성증권 유지

Industry In-depth

Top picks

한국금융지주(071050) I BUY(신규) I TP 90,000원 I CP(5월21일) 71,000원

삼성증권(016360) I BUY(신규) I TP 40,500원 I CP(5월21일) 34,700원

Analyst 신동하

02-3771-7794

asdfhjkl@hanafn.com

하나금융투자

CONTENTS

Summary 3

1. 증권사들의 실적 변동성을 어떻게 봐야할까 4
   1) 국내 지수 Proxy 혹은 레버리지로 해석되고 있는 증권주 4
   2) 성장을 위해서는 위험 감수가 수반될 수 밖에 없음 5

2. 높아진 수익 창출력도 고려해야 6
   1) 1Q19 실적에서 확인 가능했던 증권사 역량 향상 6
   2) 운용 손익의 질적 향상 8
   3) 발행어음사업과 해외법인의 이익 기여도 상승 11
   4) IB 역량 향상은 수익 증가로 이어짐 13
   5) 규제 환경도 긍정적 15

3. 증시 환경은 녹록지 않지만, 금리는 상대적으로 양호 16

4. 최선호주 한국금융지주, 차선호주 삼성증권 제시 22

Top Picks 20
   한국금융지주 (071050) 21
   삼성증권 (016360) 25

Analyst 신동하 02-3771-7794

2019년 5월 22일 I Equity Research

증권 Overweight

외생변수 변화에 따른 진폭은 있지만, 추세적으로 우상향 중

성장을 위해서는 위험 감수가 수반될 수 밖에 없음

4월 초까지 양호한 흐름을 보였던 글로벌 증시는 미중 무역분쟁 격화 등 메크로 변수 불확실성 확대로 불안정한 상황이다. 증시 변화에 따라 분기 실적 변동 폭이 크게 나타나는 증권회사들의 주가 역시 이에 연동하는 모습이다. 이러한 경향성은 증권주가 국내 지수 Proxy 혹은 레버리지로 인식되게끔 하고, 지수 방향성에 대한 판단이 투자의 핵심 근거로 작용 중이다. 다만, 위험을 감수해 수익을 향유하는 사업 특성을 고려한다면, 증권주 투자 매력도 판단의 핵심 준거는 단기 실적 변동성보다는 추세적인 수익성 향상 가능 여부로 판단한다.

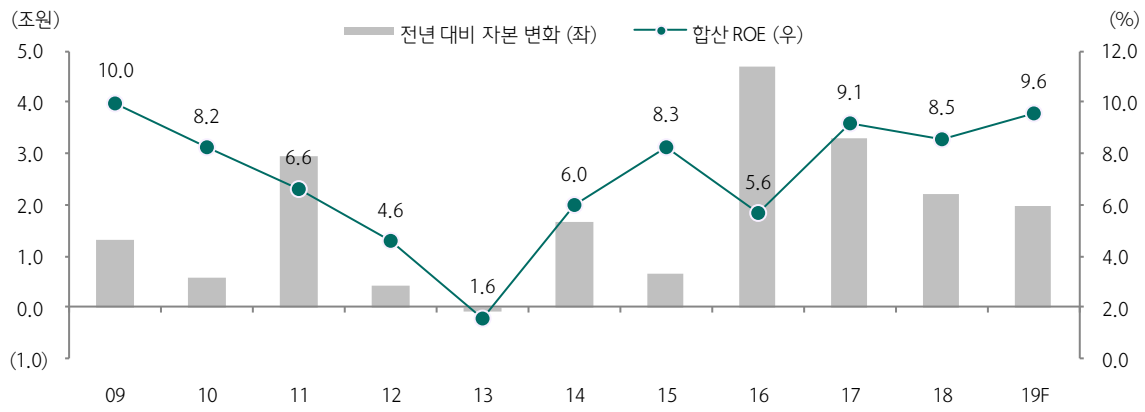
2019년 커버리지 증권사 합산 순이익 +23% (YoY), ROE 9.6%, +1.0%p (YoY) 전망

커버리지 증권사들의 ROE는 2013년 이후 상승세를 이어오고 있다. 그 기저에는 투자와 IB 딜 소싱 역량 향상이 자리 잡고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 물론 외생 변수에 민감할 수 밖에 없는 사업 특성상 기업가치와 주가 상승은 진폭을 보이며 진행될 것이다. 게다가 최근의 메크로 상황은 증권사들에게 우호적으로만 전개되지는 않고 있다. 다만, 대외 변수 변동에 따른 실적 변화를 고려해도 19년 연간으로 커버리지 증권사의 ROE는 9.6%(+1.0%p (YoY))로 높아질 전망이다. 이에 반해 PBR은 0.7배 수준에 머물러 있다.

최선호주 한국금융지주, 차선호주 삼성증권 유지

최근의 대외 환경 악화와 이익 증가를 모두 고려해 본다면 핵심역량이 뛰어나거나 향상되고 있고, 상대적으로 실적 변동폭이 제한적으로 예상되는 업체들 위주의 접근이 필요하다. 이러한 관점에서 증권사 자체 경쟁력과 다양한 자회사 보유 이점이 돋보이는 한국금융지주에 대한 최선호주 의견을 유지한다. 차선호주로는 삼성증권을 제시한다. 안정적으로 운용손익을 창출하고 있고, 경쟁사 대비 아쉬웠던 IB 부문의 성장도 지속되고 있다.

연간으로 증권사들의 ROE는 추세적으로 상승 중



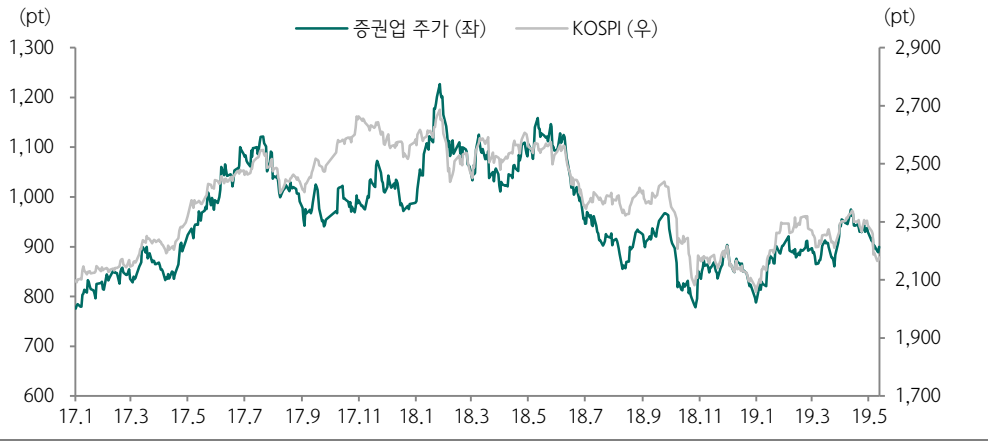
주: 커버리지 증권사 합산 기준
자료: 하나금융투자

Analyst 신동하 02-3771-7794

Summary

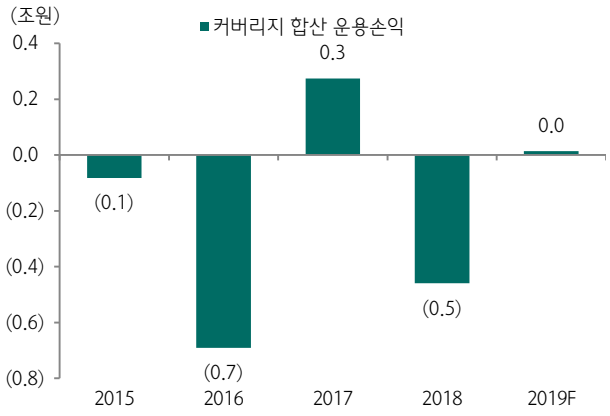
증시에 연동한 증권업 주가 흐름은
증권주가 지수 Proxy 혹은
레버리지로 보이게함

KOSPI 지수와 증권업 지수 추이



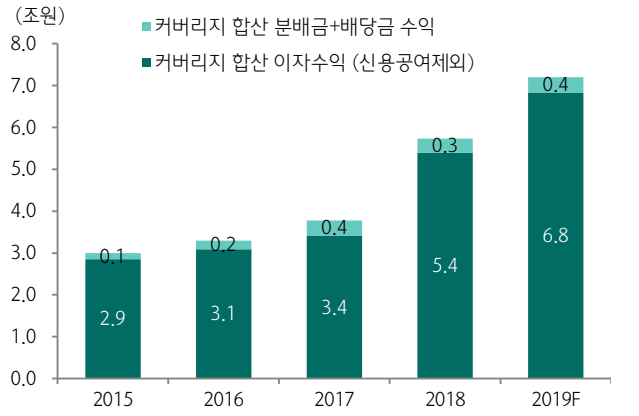
자료: 하나금융투자

대외 변수 변화 따라 평가/처분이익 변동은 어쩔 수 없지만



자료: FISIS, 하나금융투자

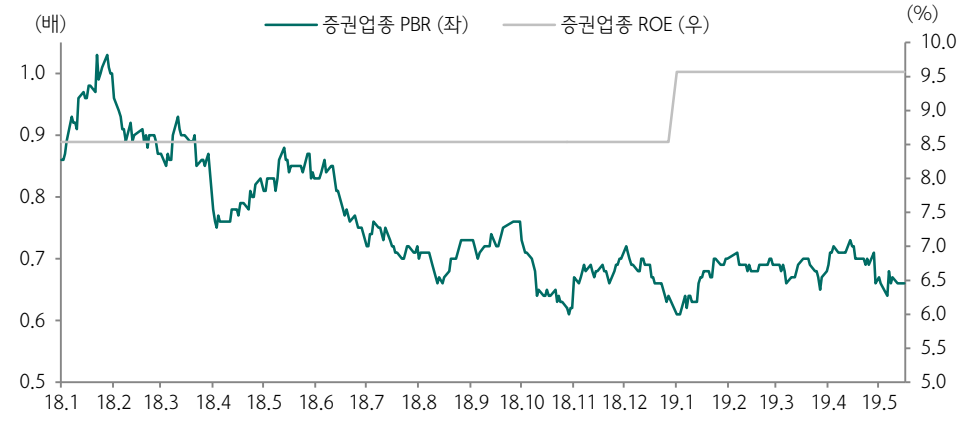
Income Gain 증가 중



자료: FISIS, 하나금융투자

19년 예상 ROE 9.6%
vs. PBR 0.7배

실적 변동성과 증시 불확실성을 반영 중인 증권업종 Valuation



자료: Quantiwise, 하나금융투자

Analyst 신동하 02-3771-7794

1. 증권사들의 실적 변동성을 어떻게 봐야할까

1) 국내 지수 Proxy 혹은 레버리지로 해석되고 있는 증권주

메크로 불확실성 대두로 글로벌 증시 변동성 확대

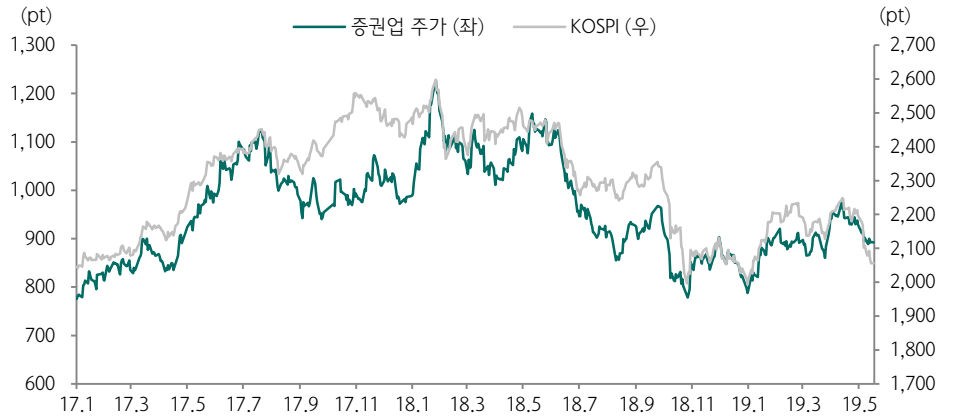
4월 초까지 양호한 흐름을 보였던 글로벌 증시는 미중 무역분쟁 격화 등 메크로 변수 불확실성 확대로 불안정한 모습을 보이고 있다. 18% 가량 상승했던 S&P 500지수는 5월 들어 하락 반전했고, 홍콩 H 지수도 연초 이후 상승세를 반납하고 있다. 국내 경기 지표 부진도 겹친 코스피 지수는 2,000 포인트에 근접하고 있다.

지수 방향성에 대한 판단이 증권주 투자 판단을 위한 핵심 기준점으로 활용되고 있음

증시 변화에 따라 분기 실적 변동 폭이 크게 나타나는 증권회사들의 주가 역시 주요 증시들에 연동해 부진한 모습이다. 이러한 경향성은 증권주가 국내 지수 Proxy 혹은 레버리지로까지 보이게 만들고, 지수 방향성에 대한 판단이 증권주 투자의 핵심 판단 근거로 작용하고 있다.

증시에 연동해 움직이는 증권업 주가

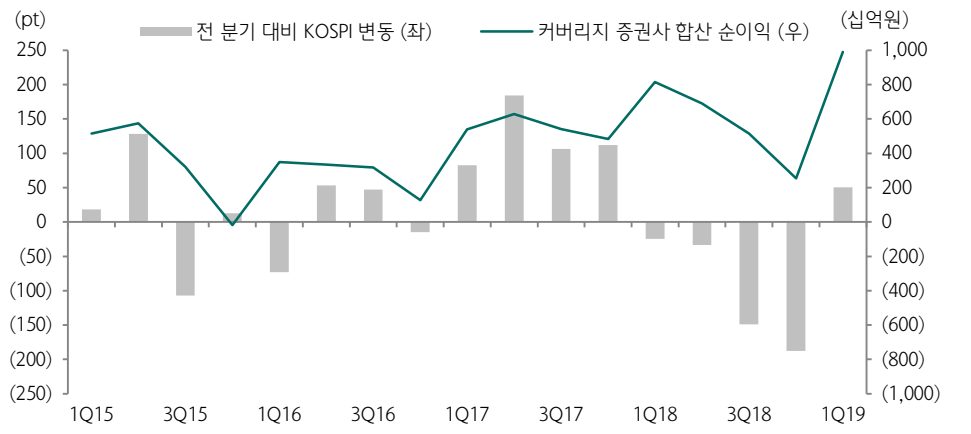
그림 1. KOSPI 지수와 증권업 지수 추이



자료: Quantiwise, 하나금융투자

지수 등락에 따라 증권사들의 순이익도 변동

그림 2. 커버리지 증권사 합산 순이익과 KOSPI 지수 변동 추이



주: 한투+NH+삼성+미래+메리츠+키움
자료: Quantiwise, 하나금융투자

2) 성장을 위해서는 위험 감수가 수반될 수 밖에 없음

메크로 불확실성 대두로 글로벌 증시 변동성 확대

다만, 지수 방향성에 대한 판단만으로 증권주를 투자할 경우 몇 가지 문제점이 있는데, 현실적으로 지수 전망 작업이 녹록지 않아 단기적인 시각에서 볼 가능성이 높다. 이는 증권산업과 회사들의 구조적인 변화를 파악하는데 있어 걸림돌이고 관련한 투자 기회의 상실로 연결될 것이다.

증권업은 위험을 감수해 수익을 향유하는 사업

이러한 관점에서 증권주를 투자할 때 어떠한 시각으로 접근해야 할지에 대한 기준과, 이에 맞는 투자전략을 제시하고자 한다. 다른 금융업종과 달리 증권업은 기본적으로 위험을 감수해 수익을 향유하는 사업이다. 물론 단순 중개업무에 집중한다면 리스크가 낮아지겠지만, 성장을 기대하기 어렵고 완전경쟁에 가까운 국내 위탁매매시장에서 수익성 하락을 감수할 수 밖에 없다.

이익 성장의 지속성이 중요

여타 상장 회사들과 마찬가지로 증권사들도 성장을 추구해야 하고, 이를 위해서는 위험이 동반될 수 밖에 없는 것이다. 기본 전제로 이를 받아들일 경우 증권주 투자 매력도 판단의 핵심 준거는 단기 실적 변동성 보다도 추세적으로 수익성 향상이 가능한지 여부로 판단한다. 만약 이익 성장과 안정성을 모두 성취한다면 가장 높은 가치를 부여 받겠지만, 현실적으로 쉽지 않은 길이다.

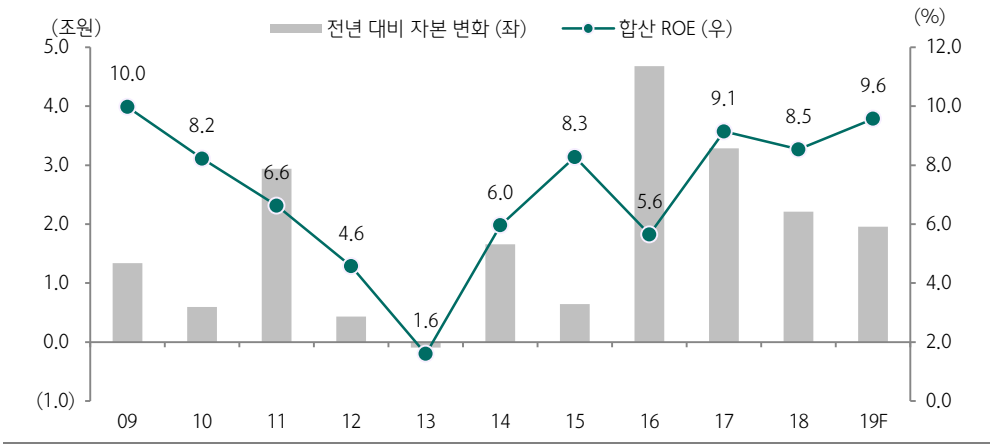
예를 들어 상품연계 운용자산의 평가이익이 늘어 수익이 증가하는 것에는 큰 의미를 부여하기 어렵다. 외생 변수인 증시, 금리, 환율 등에 의존하는 만큼 미래 이익 지속성에 대한 의문이 해소되기 어렵기 때문이다. 물론 운용 손익을 안정적으로 유지하는 경우라면 증권사의 투자 능력을 보여주는 경우로 해석할 수 있다.

국내 증권사들은 연간으로 ROE 향상을 달성 중

이러한 관점에서 국내 증권사들을 평가한다면 긍정적인 방향으로 가고 있다고 생각된다. 2016년부터 매년 자본이 늘어남에도 ROE 상승을 달성 중이다. 투자 역량이 높아지면서 보다 양질의 자산을 합리적인 가격에 인수하는 능력이 향상되었고, 이는 증시가 좋을 때 대규모 수익으로 실현되고 있다. 늘어난 자본을 바탕으로 이전과 비교해 큰 규모와 다양한 IB 딜들을 수행했고, 이는 다음 딜을 수임할 수 있는 원천으로 작용하고 있다.

그림 3. 커버리지 증권사 합산 ROE 변화 추이

연간으로 보면 증권사들의 ROE는 추세적으로 상승 중



주: 한투+NH+삼성+미래+메리츠+키움
자료: 하나금융투자

Analyst 신동하 02-3771-7794

2. 높아진 수익 창출력도 고려해야

1) 1Q19 실적에서 확인 가능했던 증권사 역량 향상

운용손익 호조로 1Q19 어닝 서프라이즈 기록

이번 1분기 실적은 증권사들의 높아진 역량을 가늠할 수 있는 좋은 사례로 생각된다. 커버리지 증권사들의 순이익은 시장 예상치를 뛰어넘는 수치를 기록했는데, 전 분기, 전년 동기 대비로도 성장을 이뤘다. 18년 1분기와 비교해서 거래대금이 40% 가량 적었음에도 그 이상의 실적을 시현한 점은 상당히 고무적이다.

평가이익 이외의 요소들도 상당했음

호실적의 주요 동인은 운용손익의 증가에 있었는데, 시장 환경 개선에 따른 평가이익도 있었지만 그 이외의 요소들도 상당했다. 일례로 증권사들 공통으로 분배금과 배당금 수익이 늘었는데, 이는 지분투자자산의 증가와 자회사 및 관계회사의 성장에서 기인한다. 즉, 성장 자산에 대한 투자가 성공적이었음을 보여준다.

표 1. 주요 증권사 1Q19 실적

(단위: 십억원, %)

	1Q19	컨센 대비	QoQ	YoY	컨센	4Q18	1Q18	2018	2019F	YoY
미래에셋대우	167.0	17%	518%	-16%	143.1	27.0	199.3	455.8	580.5	27%
한국금융지주	258.2	52%	13746%	30%	169.6	1.9	198.2	529.5	662.2	25%
NH투자증권	171.1	41%	1547%	34%	121.2	10.4	128.1	360.9	433.3	20%
삼성증권	117.2	18%	215%	-12%	99.0	37.2	132.6	333.8	367.0	10%
메리츠종금증권	139.9	16%	26%	37%	120.8	111.4	102.0	430.2	478.0	11%
키움증권	157.9	82%	흑자전환	80%	86.5	(21.8)	87.7	193.2	319.4	65%
합산	**1,011.4**	**37%**	**509%**	**19%**	**740.2**	**166.1**	**847.9**	**2,303.3**	**2,840.5**	**23%**

자료: 하나금융투자

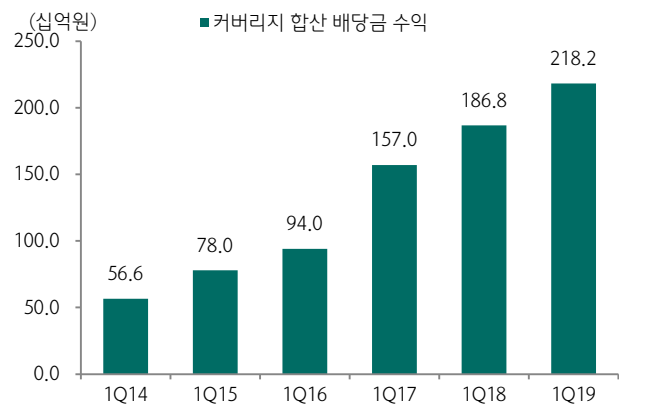
표 2. 주요 증권사 운용손익 변화 세부 사항

(단위: 십억원, %)

		1Q19	4Q18	1Q18	QoQ	YoY	세부 사항
미래	운용손익	123.7	17.2	91.2	619	36	1Q19 배당금 746억원(vs. 1Q18 689억원)
	이자제외	49.1	(43.3)	22.3	흑전	적전	분배금/배당금 제외 수익
한투	운용손익	302.3	136.4	178.1	122	70	1Q19 배당금 634억원, 펀드분배금 258억원, 인수금융 200억원, 발행어음 170억원
	이자제외	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1Q18 배당금 536억원, 발행어음 40억원
NH	운용손익	262.9	42.0	170.7	526	54	ELS 조기상환 250~300억원, 채권평가이익 250~300억원 발생
	이자제외	121.9	(99.7)	44.4	흑전	175	1Q19 조기상환 +15% (QoQ), 발행 -17%. 운용손익 변동성 축소 노력으로 해석
삼성	운용손익	154.7	75.8	105.9	104	46	ELS 관련 수익이 상당 부분으로 헤지운용 자산 중 채권이 80%. 해외 채권에도 노출
	이자제외	109.5	30.3	59.2	261	85	금리 하락, 원화 약세 환경에서 이익 확대
키움	운용손익	76.3	(54.7)	8.8	흑전	767	PI 영업수지 기준. 투자 자산 국내 주식 50%, 메자닌 50% 구성
	이자제외	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1Q19 에코프로비엠 투자(비상장)로 120억원 수익 획득
메리츠	운용손익	66.1	60.5	81.4	9	(26)	1Q19 운용자산 14조원(채권 11조원). REPO 규모 8조원(vs. 4Q18 6.8조원)
	이자제외	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	

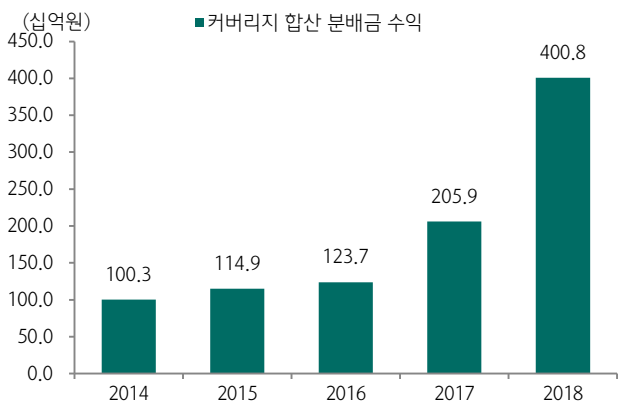
주1: 각 사 IR 배포 자료 기준. 주2: 키움증권은 향후 PI 자산을 주식/메자닌/구조화 각 1/3로 비중 변화 계획
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 4. 커버리지 증권사 합산 배당금 수익 추이 (1분기 기준)



자료: FISIS, 하나금융투자

그림 5. 커버리지 합산 분배금 수익 (연간 기준)

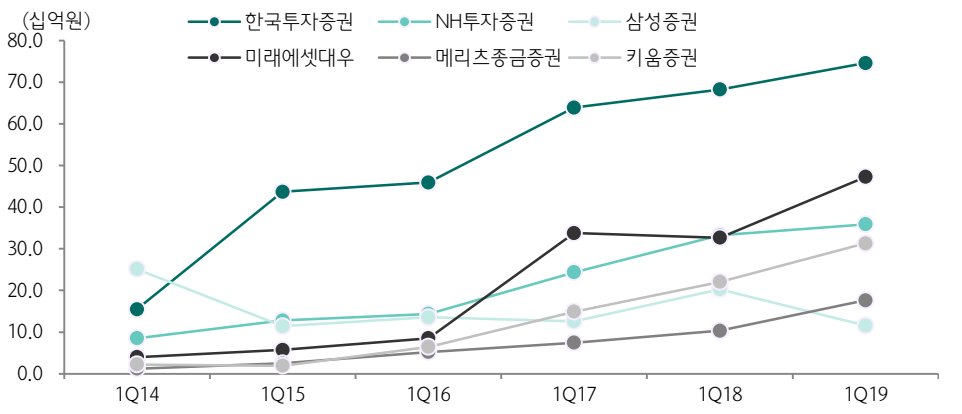


자료: FISIS, 하나금융투자

Analyst 신동하 02-3771-7794

매년 배당금 수익 증가

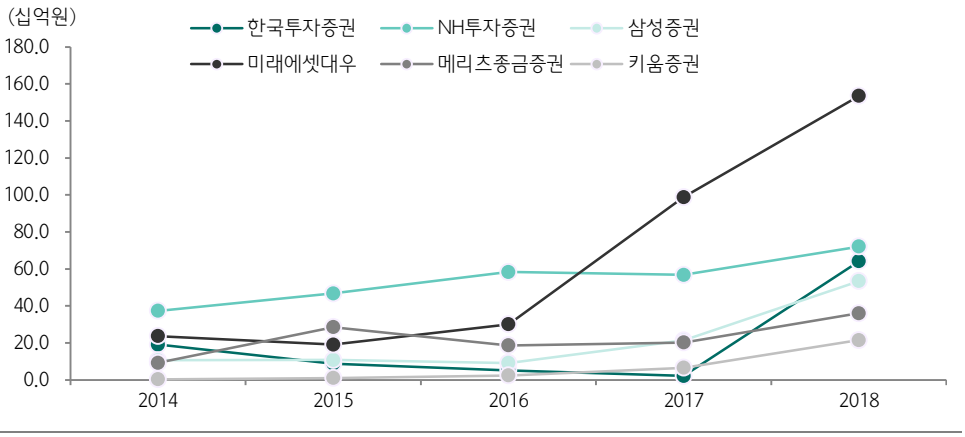
그림 6. 커버리지 증권사 1분기 배당금 수익 추이



자료: FISIS, 하나금융투자

2016년부터 분배금 수익도 크게 증가

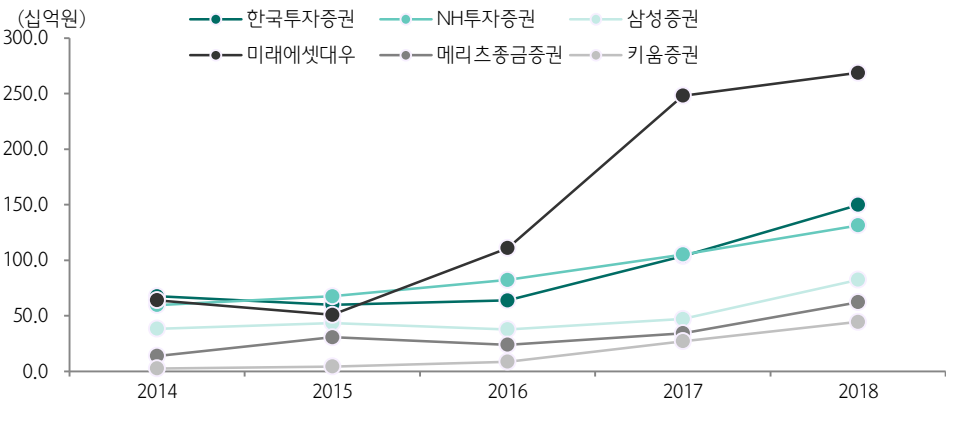
그림 7. 커버리지 증권사 연간 분배금 수익 추이



자료: FISIS, 하나금융투자

배당금+분배금 수익 미래 > 한투 > NH > 삼성 > 메리츠 > 키움 순 (2018년 연간 기준)

그림 8. 커버리지 증권사 연간 배당금+분배금 수익 추이



자료: FISIS, 하나금융투자

2) 운용 손익의 질적 향상

자기자본운용규모 증가는 Income Gain의 성장으로 이어짐

증권사의 운용자산은 크게 ELS/DLS/RP 등 상품 연계 자산과 IB/대출/PI 등 자기 자본 운용 자산으로 구분할 수 있는데, 자기 자본 운용 규모가 늘어난 점이 분배금과 배당금 수익 증가로 이어진 것으로 추정된다. 자본이 늘어나면서 가능해진 지점인데, 대출 자산 규모도 커지면서 관련 이자손익 역시 증가세를 보이고 있다.

상품 연계 운용자산의 비중이 높을 경우 운용 제약이 있어 수익성 확보에 한계가 있을 수 밖에 없지만, 고유 자산의 경우 투자 기간, 규모, 방식 등에 있어 보다 자유로워 투자수익률을 높일 여지가 있다. 한투의 에이비엘 바이오, 키움증권의 에코프로비엠 등 우량 비상장 기업 투자 성공 사례들도 많아지고 있다.

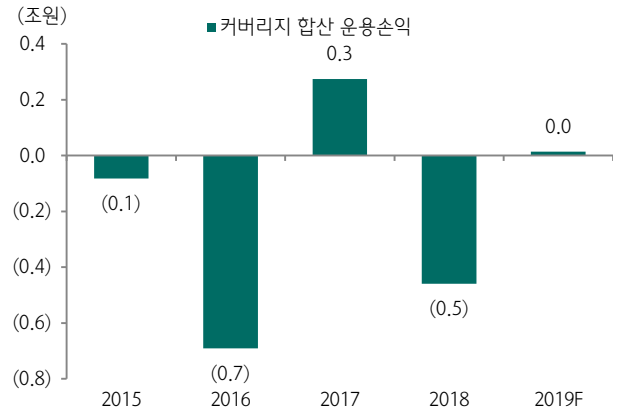
즉, 대외 변수 변화에 따라 주요 증권사들의 유가증권 평가/처분이익의 분기 변동성은 지속되겠지만, 분배금/배당금/이자손익 등 Income Gain의 증가는 전체 운용 손익의 안정성과 성장성을 높여줄 것으로 예상한다.

[계정 분류]

운용손익 = 각종 유가증권 평가/처분 손익 + 외환 관련 손익

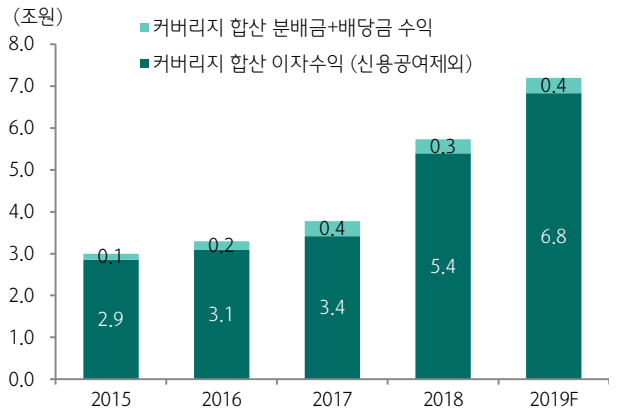
이자수익 = 전체 이자수익 – 신용공여 이자수익

그림 9. 대외 변수 변화 따라 평가/처분이익 변동



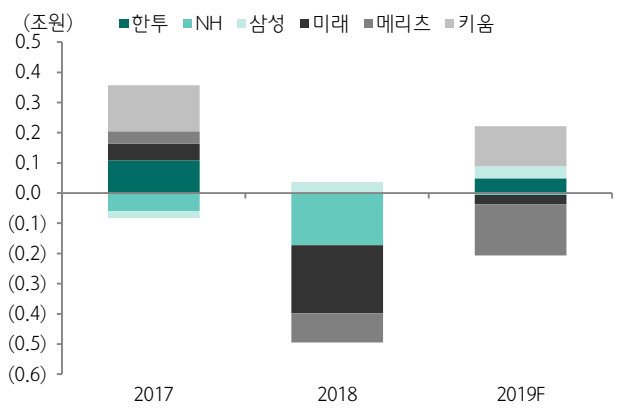
자료: FISIS, 하나금융투자

그림 10. 분배금/배당금/이자 수익 증가 지속



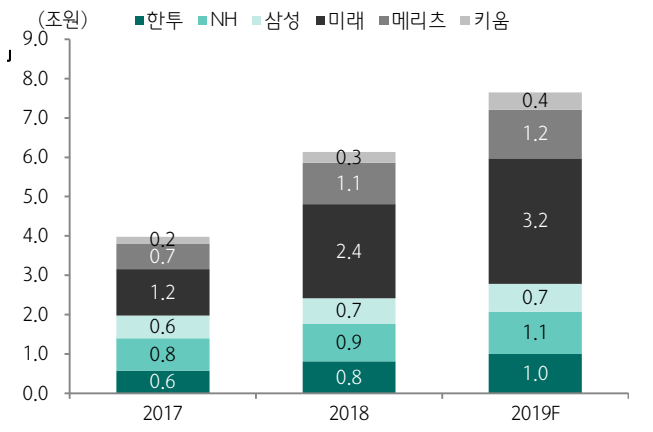
자료: FISIS, 하나금융투자

그림 11. 주요 증권사 운용손익 전망



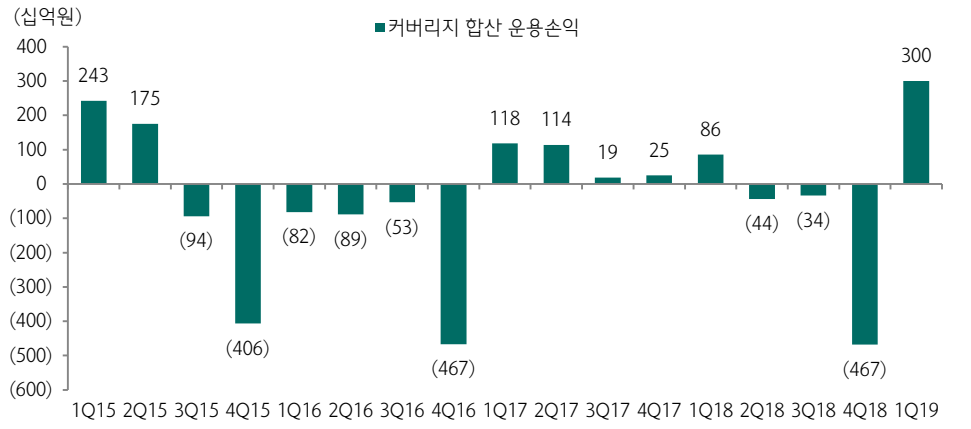
자료: FISIS, 하나금융투자

그림 12. 주요 증권사 분배금/배당금/이자 수익 전망



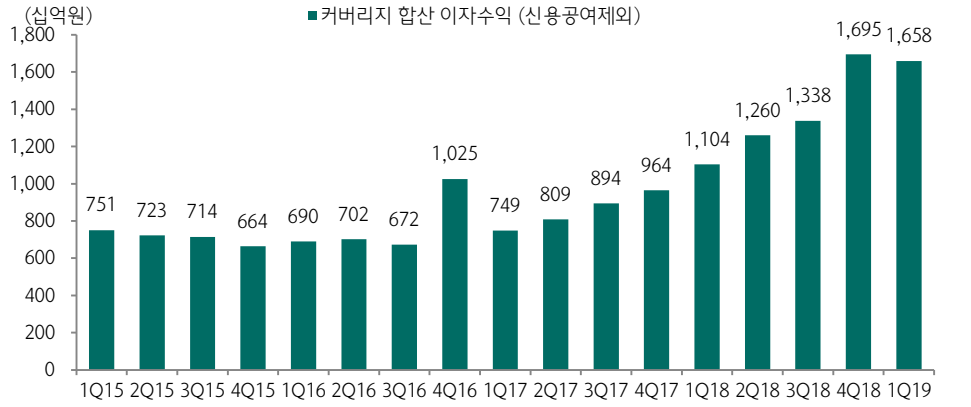
자료: FISIS, 하나금융투자

그림 13. 커버리지 증권사 합산 운용손익의 분기별 추이



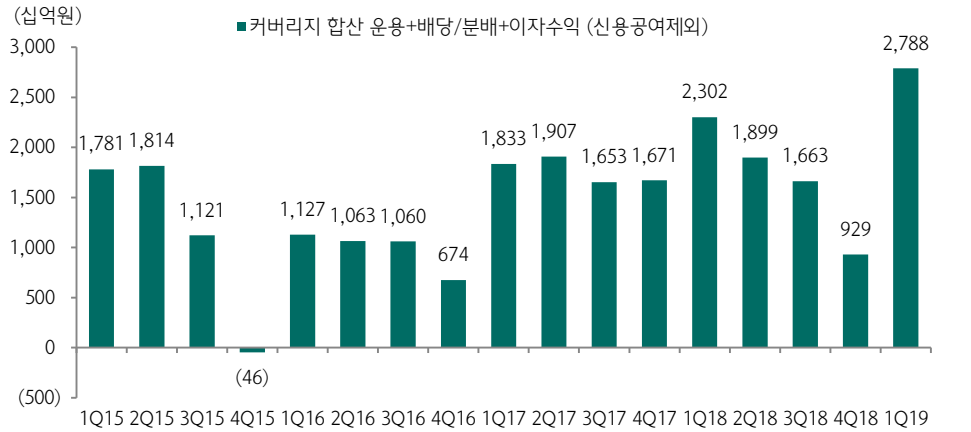
자료: FISIS, 하나금융투자

그림 14. 커버리지 증권사 합산 이자수익(신용공여 이자수익 제외)의 분기별 추이



자료: FISIS, 하나금융투자

그림 15. 커버리지 증권사 합산 운용+배당/분배+이자수익(신용공여제외)의 분기별 추이



자료: FISIS, 하나금융투자

Analyst 신동하 02-3771-7794

표 3. 주요 증권사 운용손익, 이자수익, 분배금/배당금 수익 추이

(단위: 십억원)

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
운용손익	한투	34.9	52.9	13.4	6.8	8.7	4.8	7.0	(20.0)	66.7	7.6	4.6	(30.5)	108.2	0.5	48.5
	NH	(11.8)	10.7	(14.7)	(44.1)	5.2	(14.4)	(12.2)	(151.6)	69.3	14.7	(23.6)	(67.2)	(59.9)	(173.0)	(6.8)
	삼성	0.3	(15.6)	9.4	(16.8)	24.1	35.3	5.1	(29.8)	36.3	21.8	10.8	(28.8)	(22.7)	34.6	40.2
	미래	51.1	(23.0)	9.3	17.9	12.1	(41.2)	(49.7)	(146.5)	63.8	5.5	(35.1)	(64.8)	55.3	(225.2)	(30.6)
	메리츠	12.5	32.6	(2.9)	(1.6)	6.8	(43.4)	(8.2)	(51.4)	(36.4)	(51.4)	(44.5)	(37.4)	40.6	(96.3)	(169.7)
	키움	30.9	55.8	4.1	62.6	28.9	14.7	24.5	(68.1)	100.3	13.7	18.3	0.6	153.3	0.0	132.8
	합산	**117.9**	**113.5**	**18.6**	**24.9**	**85.8**	**(44.2)**	**(33.6)**	**(467.4)**	**300.0**	**12.0**	**(69.5)**	**(228.0)**	**274.9**	**(459.4)**	**14.5**
이자수익 (신용제외)	한투	111.3	118.1	119.1	128.0	146.1	165.6	168.5	186.0	194.3	200.0	204.2	208.0	476.5	666.3	806.5
	NH	187.8	182.9	177.3	168.4	190.6	197.7	208.8	218.3	232.4	235.6	239.0	241.8	716.4	815.4	948.8
	삼성	124.6	127.7	132.9	139.5	140.6	142.3	147.6	142.6	154.3	158.1	161.9	165.7	524.7	573.0	640.1
	미래	175.0	185.7	261.6	311.0	386.4	478.2	500.6	752.5	705.2	717.2	729.4	741.9	933.3	2,117.7	2,893.6
	메리츠	120.2	160.7	166.7	173.9	191.8	228.9	257.8	310.2	283.1	287.5	292.7	298.0	621.5	988.6	1,161.3
	키움	30.3	33.7	36.8	43.3	48.6	47.4	54.6	85.3	88.5	92.9	97.2	103.7	144.0	235.9	382.3
	합산	**749.2**	**808.8**	**894.3**	**964.2**	**1,104.2**	**1,260.0**	**1,337.9**	**1,694.9**	**1,657.8**	**1,691.3**	**1,724.3**	**1,759.1**	**3,416.5**	**5,397.0**	**6,832.5**
분배금 /배당금	한투	64.6	10.0	12.8	16.5	74.9	21.0	20.3	33.7	108.5	23.3	22.5	37.4	103.8	149.9	191.7
	NH	38.6	18.1	11.6	36.8	62.6	16.5	16.5	35.9	55.2	18.3	18.4	39.8	105.2	131.4	131.6
	삼성	13.5	11.1	5.9	16.5	44.8	12.2	14.8	10.7	24.1	13.6	16.4	11.8	47.0	82.5	65.9
	미래	42.1	104.2	49.6	52.2	68.9	85.6	53.7	60.5	74.6	95.1	59.6	67.1	248.1	268.8	296.4
	메리츠	11.8	7.1	4.3	11.1	15.7	7.2	16.0	23.2	20.5	8.0	17.8	25.8	34.3	62.3	72.2
	키움	14.5	6.3	4.2	2.0	25.0	5.8	4.5	9.3	33.5	6.4	5.0	10.3	27.0	44.6	55.2
	합산	**167.3**	**87.0**	**52.2**	**53.0**	**195.9**	**65.0**	**38.2**	**39.5**	**209.9**	**72.1**	**42.4**	**43.8**	**359.5**	**338.5**	**368.3**

자료: FISIS, 하나금융투자

Analyst 신동하 02-3771-7794

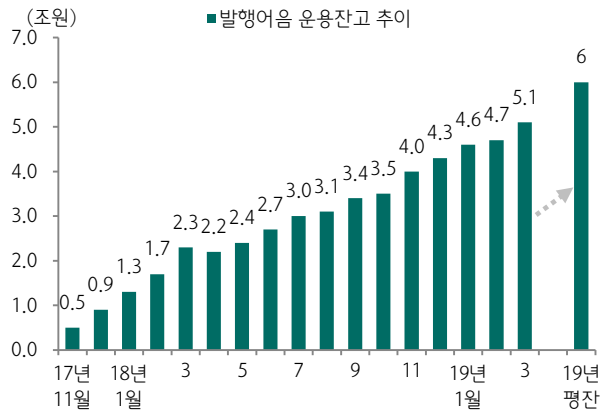
3) 발행어음사업과 해외법인의 이익 기여도 상승

발행어음 사업 순항 중

자기자본 4조원 이상의 증권사들 중 인가를 받아 영업을 영위 중인 발행어음 사업의 성장세도 실적 향상에 기여하고 있다. 17년 11월 처음으로 영업을 시작한 한국투자증권의 발행어음 평균 잔고는 19년 1분기 4.5조원까지 늘었고, 현재 추세라면 19년 연간으로는 평잔 6조원 수준은 충분히 가능해 보인다. 최근의 마진만 유지되어도 920억원의 이익이 추가되는 것이다.

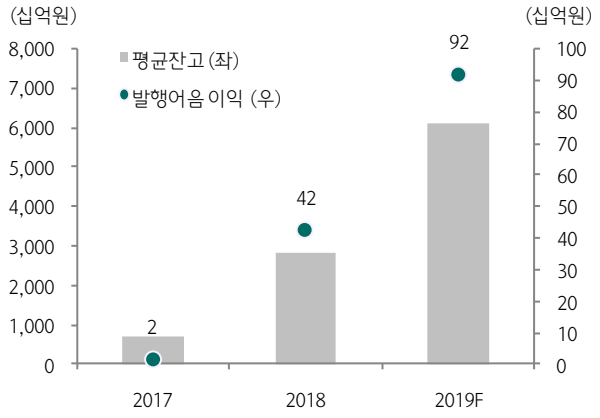
2호 발행어음 사업자인 NH투자증권의 경우도 19년 1분기 말 잔고가 2.6조원까지 늘었고, 매년 2조원씩 늘릴 계획인 점을 감안하면 연간으로 평균 잔고 3조원 수준이 예상된다. 현재 수준의 마진만 가정해도 연간 300억원 중반의 수익이고, 운용자산 내 기업금융 자산 비중 확대 등 마진 향상 작업이 진행 중인 점에서 그 이상의 수익 기여도 가능해 보인다.

그림 16. 한국투자증권 발행어음 잔고 추이



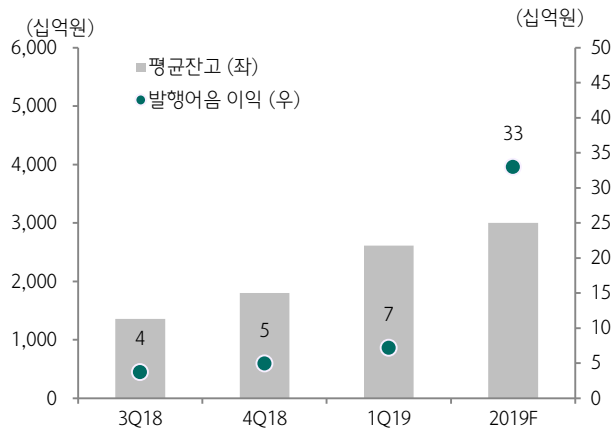
자료: 한국투자증권, 하나금융투자

그림 17. 한국투자증권 발행어음 수익 추정



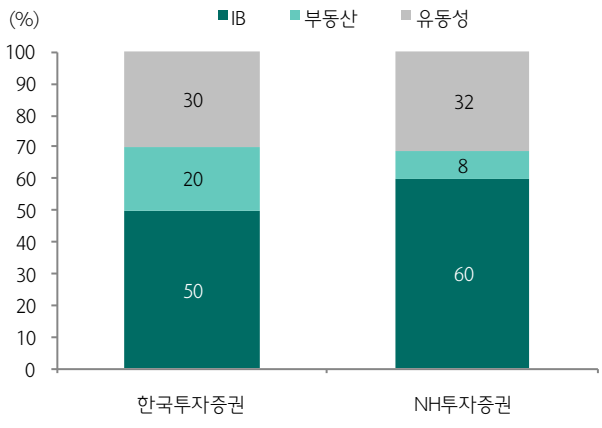
주 1: 17년 11월 발행어음 사업 시작해 17년 수치는 2개월 이익
주 2: 발행어음 마진 150bp 가정
자료: 한국투자증권, 하나금융투자

그림 18. NH투자증권 발행어음 수익 추정



자료: NH투자증권, 하나금융투자

그림 19. 한국투자증권과 NH투자증권 운용자산 비중



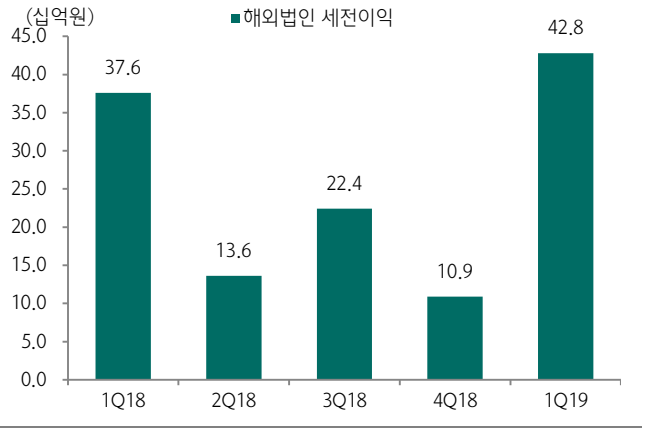
주 1: 17년 11월 발행어음 사업 시작해 17년 수치는 2개월 이익
주 2: 발행어음 마진 150bp 가정
자료: NH투자증권, 하나금융투자

해외 법인의 이익 기여도 상승 중

해외 법인의 이익 기여 상승도 긍정적이다. 물론 아직은 이익의 변동성이 크고, 절대 규모도 작지만 빠른 속도로 증가 중이다. 증권사들 중 가장 공격적으로 해외에 진출했던 미래에셋대우의 경우 세전이익 기준 해외법인 비중이 19년 1분기 20%까지 상승했고, NH투자증권의 경우 18년 1분기 17억원에 불과했던 이익이 1년 만인 19년 1분기 106억원으로 늘었다.

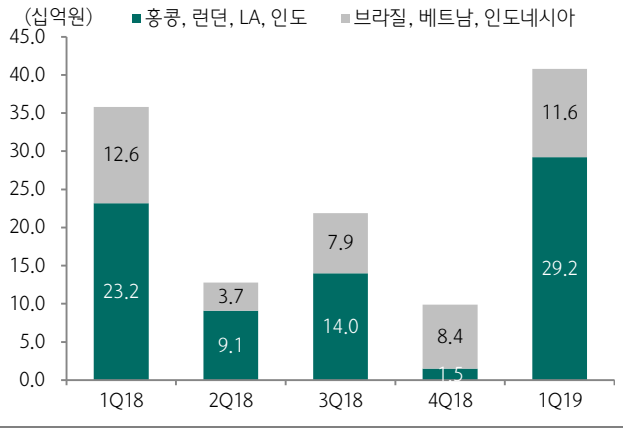
신흥국에서는 현지 특화 증권사로서 브로커리지 수익 등을 늘려가고 있고, 무엇보다도 홍콩, 미국과 같은 선진 자본 시장에서 IB 부문 실적을 늘려가는 점은 투자은행으로서의 경쟁력이 향상되고 있음을 보여준다. 국내라는 시장 한계를 넘어설 수 있고, 최근 많아진 해외 딜들을 보다 효과적으로 수행할 수 있는 기반이 될 것이다.

그림 20. 미래에셋대우 해외법인 세전이익 추이



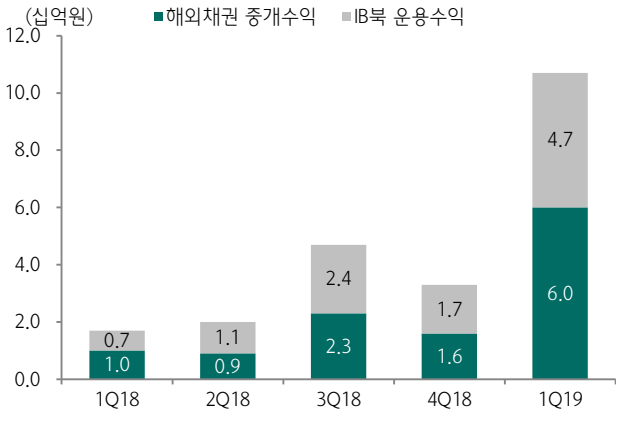
자료: 미래에셋대우, 하나금융투자

그림 21. 미래에셋대우 해외법인 별 세전이익 추이



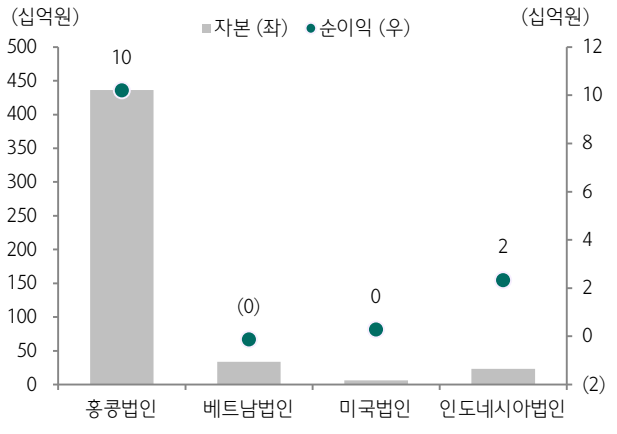
주: 홍콩/런던/LA/인도는 IB 중심, 브라질/베트남/인도네시아는 현지 특화 증권사
자료: 미래에셋대우, 하나금융투자

그림 22. NH투자증권 홍콩 법인 세전이익 추이



자료: 미래에셋대우, 하나금융투자

그림 23. NH투자증권 주요 해외법인 자본 및 순이익 (1Q19 실적 기준)



자료: 미래에셋대우, 하나금융투자

4) IB 역량 향상은 수익 증가로 이어짐

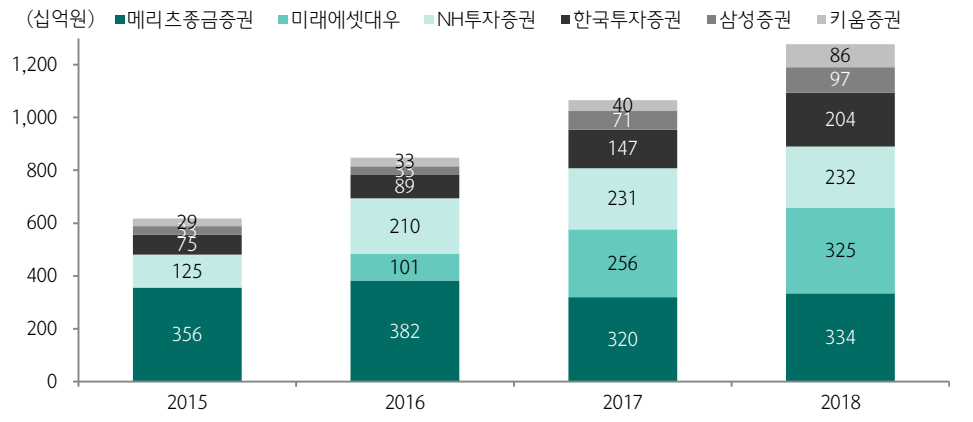
IB 딜 소싱 역량은 자본규모와 과거성과에서 비롯

IB 딜 소싱 역량은 자본 규모와 과거 수행한 딜의 난이도나 규모 등에 상당 부분 연계된다. 자금 조달이 필요한 주체들의 입장에서 생각해보면 더 많은, 그리고 규모가 큰 딜들을 수행해본 회사에 대해 신뢰를 부여할 수 밖에 없을 것이다. 주목할 점은 주요 증권사들의 평균 자본 규모가 5조원을 넘어섰고, 딜의 규모와 다양성 모두 과거보다 좋아지고 있다. 기존 IB 업무로 분류되는 IPO/유상증자/회사채발행 등은 국내 직접금융시장 규모에 연동할 수 밖에 없어 양적 성장을 추구하기 쉽지 않고, 경쟁 강도도 높은 상황에서 새로운 활로를 찾아가고 있는 것이다.

대표적으로 인수금융 주선, 금융자문, 부동산과 인프라 등 실물 자산에 대한 투자 및 자금 조달을 늘리고 있다. 규제 및 감독 강도가 높은 은행들에게는 다소 부담스러운 자금 조달 건도 위험을 감내할 수 있는 증권사들은 접근 가능한데, 그만큼 수익성을 확보할 수 있다. 한국투자증권의 코웨이 인수금융 자금 조달, NH투자증권의 한온시스템 인수금융, 미래에셋대우의 쌍용양회 인수금융 리파이낸싱 등 최근 딜들을 살펴보면 우려보다 위험을 제한하면서 수익을 수취하고 있다. 대체 투자 자금 조달 및 실물 자산들에 대한 지분 투자 역시 펀드를 통한 유동성 공급 증가와 함께 점점 규모가 커지고, 지역도 다변화되고 있다.

그림 24. 커버리지 증권사 연간 IB 수수료 수익 추이

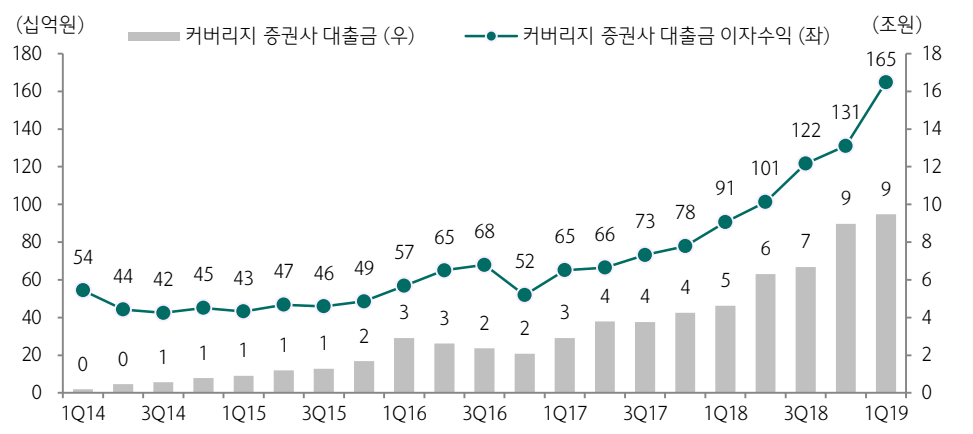
IB 수수료 수익 16~18년 CAGR 23% 성장



자료: 각 사, 하나금융투자

그림 25. 커버리지 증권사 대출금 및 대출금 이자수익 추이

M&A, PF 등 IB 딜 규모 증가는 대출금과 관련 이자수익 증가로 이어짐



주: 한투, NH, 삼성, 미래, 메리츠 합산 기준
자료: 금융투자협회, 하나금융투자

표 4. 4월 인수금융 및 대체투자 딜 관련 뉴스 정리

	뉴스 일자	내용	링크
한국금융지주	19.04.22	**[김해대동첨단산업단지 조성 PF]** - 부산은행, 한국투자증권, BNK투자증권이 PF 주관사로 4,000억원 조달 추진	https://bit.ly/2PsliEM
	19.04.18	**[애큐온캐피탈 인수금융]** - 한국투자증권과 미래에셋대우가 베어링PEA의 애큐온캐피탈, 저축은행 인수금융 주관사로 참여 - 우리은행은 5년 만기로 2800억원 규모 인수금융을 베어링PEA에 약속한 것으로 알려짐 - 우리은행이 조달키로 약속한 금액의 35% 가량, 약 1,000억원 정도를 책임질 것으로 전해짐	https://bit.ly/2PDai8U
	19.04.10	**[성내동 개발금융]** - 성내3구역 주상복합 신축사업 시행사 지난달 말 대주단과 총 1,950억원 한도의 대출약정 체결 - 대출은 트렌치A(선순위)와 트렌치B(후순위)로 구성. 각각 1250억원, 700억원 - 한국투자증권은 트렌치A대주로 150억원 대출. 이외에도 트렌치B 대주 1곳의 대출 490억원 등 주관	https://bit.ly/2LbKp1n
	19.04.02	**[인천 연희공원개발 금융 지원]** - 613억원 규모 PF 대출 중 일부를 유동화증권을 통해 지원 - 사모채 매입 확약을 통해 유동화증권의 안정적 차환 발행도 돕기로 함	https://bit.ly/2Vs9M2M
NH투자증권	19.04.24	**[라스베거스 호텔/카지노 복합 리조트 개발사업 PF]** - 미래에셋대우, NH투자증권은 개발사업 초기 자금인 중순위 대출 1.5억달러(약 1,700억원) 투자 - 11월 해당 자금 만기 도래 시기에 본 PF에 참여하며 투자금액 확대 방침 - 현재 논의 중인 PF 대출 규모는 3.5억달러(약 4,000억원)	https://bit.ly/2UELA8K
미래에셋대우	19.04.24	**[라스베거스 호텔/카지노 복합 리조트 개발사업 PF]** - 미래에셋대우, NH투자증권은 개발사업 초기 자금인 중순위 대출 1.5억달러(약 1,700억원) 투자 - 11월 해당 자금 만기 도래 시기에 본 PF에 참여하며 투자금액 확대 방침 - 현재 논의 중인 PF 대출 규모는 3.5억달러(약 4,000억원)	https://bit.ly/2UELA8K
	19.04.02	**[서울역 북부개발사업 컨소시엄 구성]** - 삼성물산은 서울역 북부 유휴부지 개발 사업 컨소시엄으로 현대산업개발, 미래에셋대우, 미래에셋자산운용 등을 구성해 사업신청서를 제출	https://bit.ly/2DCyEul
삼성증권	19.04.26	**[삼성동 상아2차 재건축]** - 삼성증권이 상아2차 아파트 재건축조합에게 PF대출채권(500억원)을 빌려주고, SPC가 이를 기초자산으로 ABS 발행	https://bit.ly/2Vw77VL
	19.03.28	**[제주 켄싱턴호텔, 상록호텔 부지 매입, 리모델링 사업 금융 주선]** - 대출채권(총 1280억원) 중 150억원에 대한 금융주관	https://bit.ly/2vpLkjJ
	19.03.28	**[검단 신도시 부동산용지 매입 PF 주선]** - SPC '골드스완제일차주식회사'는 유동화증권을 발행해 ABSTB 총 223억원 조달	https://bit.ly/2vpLkjJ
메리츠종금증권	19.04.03	**[세운3구역 개발금융]** - 트렌치A의 대주로 메리츠종금증권과 DB손해보험이 각각 825억원씩 대출	https://bit.ly/2Zlq9re
	19.04.02	**[대구 죽전 주상복합 개발금융]** - 메트로에디션은 토지 매입 및 개발사업을 위해 대주단과 총 910억원 한도의 PF 대출약정 체결 - 메리츠종금증권이 대리금융기관으로서 PF 대출을 주관 - 메리츠종금증권과 메리츠화재해상보험은 각각 300억원씩 대출 실시. 메리츠캐피탈은 180억원	https://bit.ly/2PzOPgQ

자료: 언론 종합, 하나금융투자

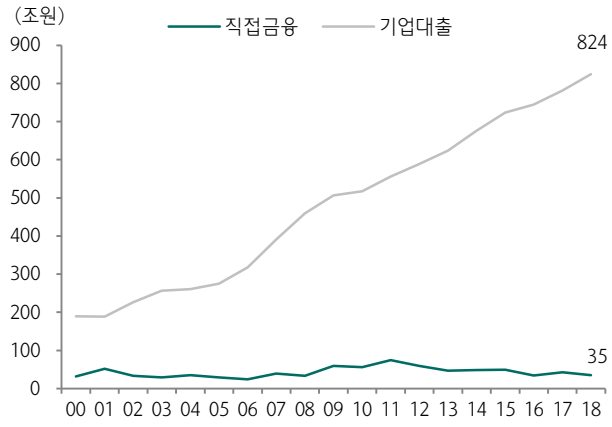
5) 규제 환경도 긍정적

위험을 인수해 수익을 내는 증권사 본연의 역할 강화 유도

시간이 지날수록 규제가 강화되는 다른 금융업종과 달리 증권업은 거의 유일하게 완화되는 산업이다. 이는 간접금융시장에 대한 집중도가 과도한 국내 금융시장의 구조적인 문제에서 기인한 만큼 당분간 직접금융시장 활성화 대책은 지속될 것으로 예상한다. 실제 금융위는 19년 3월 혁신금융 추진방향을 발표하며 코스닥/코넥스 시장 활성화와 모험자본 공급을 핵심 목표로 제시했다. 정책 지원을 통해 2021년까지 연간 코스닥 IPO 공모금액이 2배로 커지고, 코넥스 시장의 거래대금은 4배 늘어난 200억원을 기록하리라는 자체 전망치도 제시하며 의지를 표현했다.

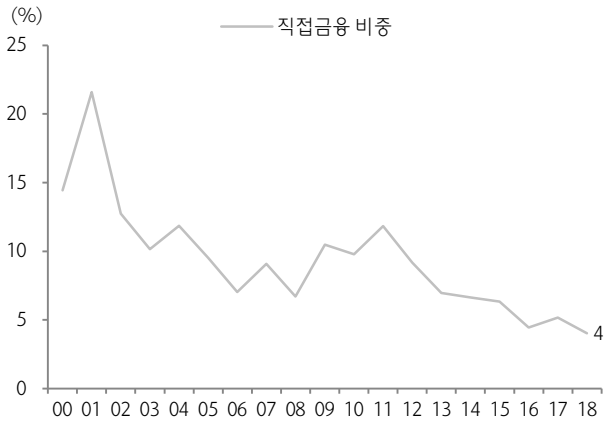
이미 금융당국은 자본 등 특정 요건 충족 시 신용공여한도 확대(100%→200%), 발행어음 사업 허용 같은 사업 범위를 넓힐 수 있는 유인을 제공 중이고, 순자본비율(NCR) 산정 시 자산 별 위험 가중액 조정 등 위험을 인수해 수익을 내는 증권사 본연의 역할 강화를 유도하고 있다. 19년 6월 3일부터는 증권거래세율 인하(0.30% → 0.25%)도 시작된다. 물론 부동산 익스포저 종합관리시스템 구축 등 부동산 금융 관련 규제는 하반기로 갈수록 강화될 것으로 예상되나, 증권사들도 관련 이슈를 인지하고 관리 중인 만큼 오히려 리스크에 대한 불확실성을 줄이는 요소로 작용할 수 있다.

그림 26. 18년 기준 기업대출 824조원 vs. 직접금융 35조원



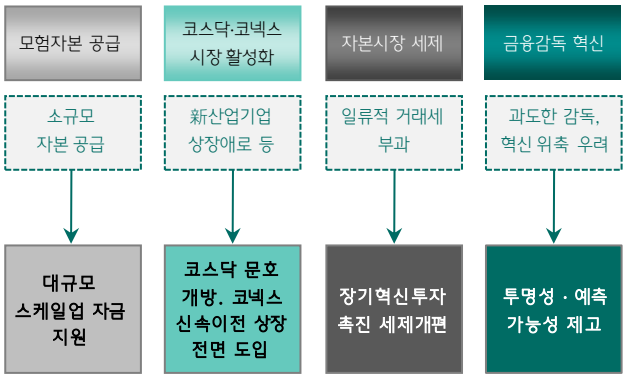
주: 직접금융에는 금융채와 ABS를 제외함.
자료: 한국은행, 하나금융투자

그림 27. 전체 자금조달 중 직접금융 비중 4%에 불과



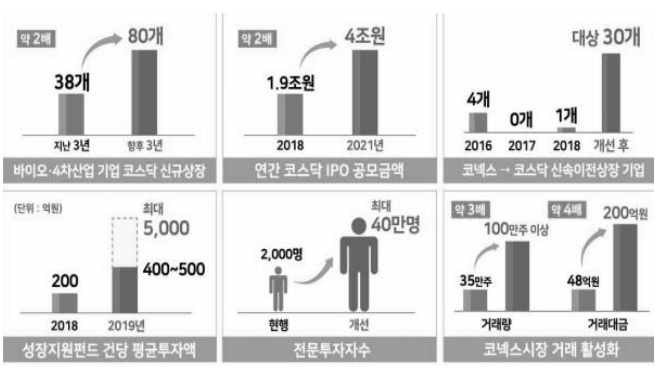
주: 직접금융에는 금융채와 ABS를 제외함.
자료: 한국은행, 하나금융투자

그림 28. 금융위의 혁신금융 추진방향



자료: 금융위, 하나금융투자

그림 29. 혁신금융을 통한 기대효과도 구체적으로 제시



자료: 금융위, 하나금융투자

Analyst 신동하 02-3771-7794

3. 증시 환경은 녹록지 않지만, 금리는 상대적으로 양호

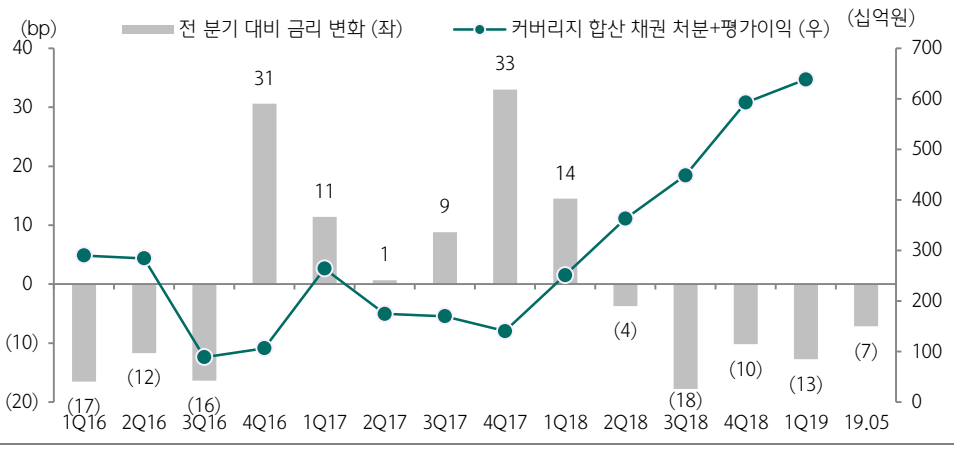
모든 대외 변수가 나쁘지는 않음

증권사들은 영업과정에서 당기손익인식 자산을 대규모로 보유할 수 밖에 없고, 대외 변수의 변동에 따라 이익 변동이 발생할 수 밖에 없다. 주요 지표들을 살펴보면 증시는 불확실성 확대, 금리는 우하향 추세가 이어질 것으로 예상한다. 글로벌 증시 변동성 확대는 ELS 등 파생결합증권 손익, PI 손익 등에 분명 비우호적인 요소이다.

다만, 우하향하는 금리 방향성은 채권 평가이익으로 이어지며 운용손익 감소를 방어할 것으로 예상한다. 금리 하락에 연동해 주요 증권사들의 채권 평가이익은 18년 초부터 추세적으로 증가 중이고, 19년 3월 말 시중 금리가 조정 받았음에도 5월에도 하락세가 이어지고 있다. 주요 증권사들이 보유하고 있는 당기 손익인식 채권 규모가 16~20조원 수준이라는 점에서 연간으로 긍정적으로 기여할 것으로 예상한다.

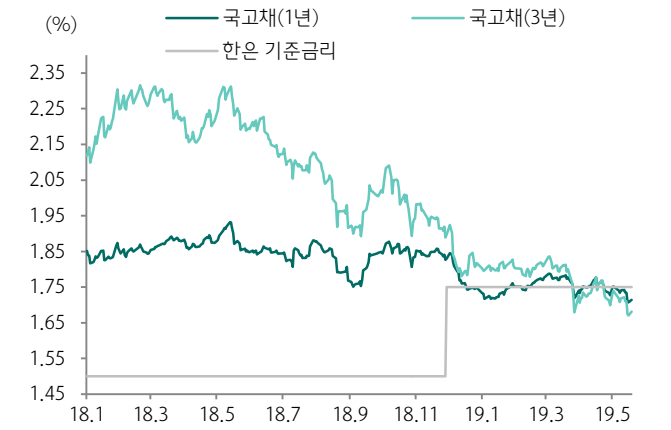
금리 하향 추세는 증권사 채권평가 이익으로 이어지고 있음

그림 30. 금리 하향 환경은 증권사 채권 운용손익 개선으로 연결



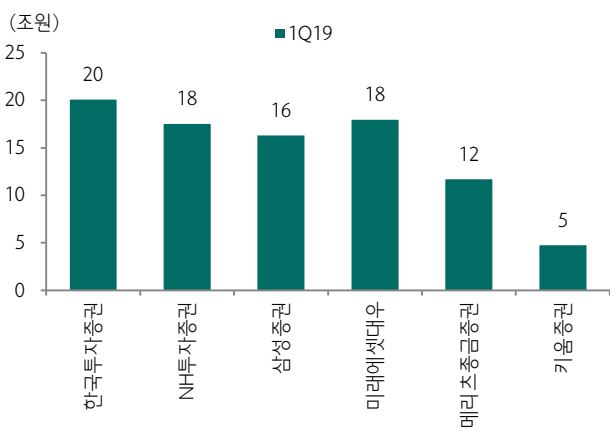
주 1: 금리는 국고채 3년물 분기 평균 기준
주 2: 한투+NH+삼성+미래+메리츠+키움
자료: 한국은행, 금융투자협회, 하나금융투자

그림 31. 국고채 1, 3년물 금리와 기준금리 추이



자료: 한국은행, 하나금융투자

그림 32. 커버리지 증권사의 당기손익인식 채권 규모



주: 당기손익인식 국채/지방채 + 특수채 + 회사채 + 외화채권
자료: 금융투자협회, 하나금융투자

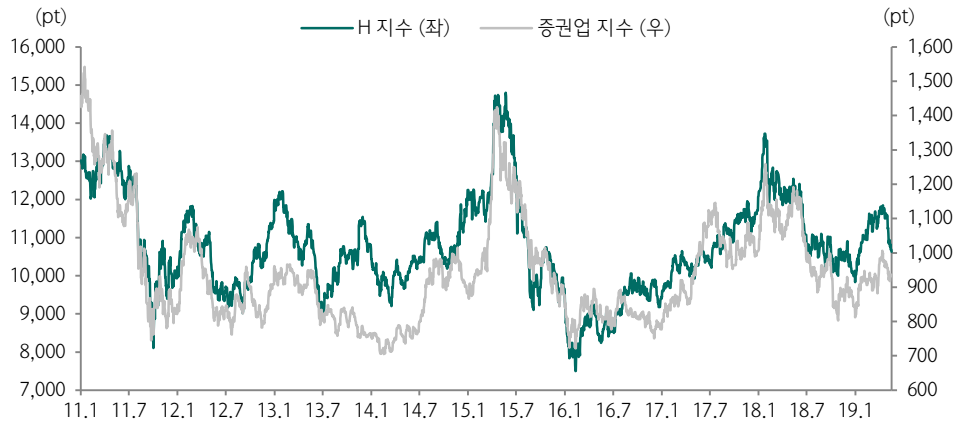
Analyst 신동하 02-3771-7794

만약 중국 증시가 반등한다면...

미중 무역 갈등 격화 등으로 최근 중국 증시는 부진한 상황이다. 다만, 이에 대응한 중국 정부의 경기 부양책이 강화될 가능성이 높다. 내수 경기 진작을 위한 탄력적 통화완화, 확대재정투자, 소비부양 등이 전개되면 지수 반등으로 이어질 개연성이 있다. 만약 중국 시장이 반등에 성공한다면 홍콩 H 지수와 밀접한 관계를 형성하고 있는 국내 증권업 지수들의 수혜를 기대해 볼 수도 있다.

그림 33. 홍콩 H지수와 동행하는 국내 증권업종 주가

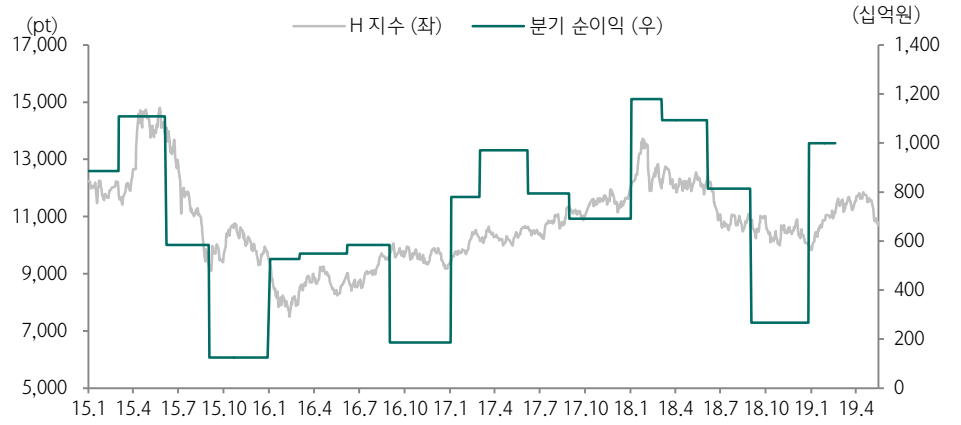
홍콩 H지수의 반등은 증권업종 주가 상승으로 이어질 수 있음



자료: DataGuide, 하나금융투자

그림 34. 국내 증권업종 순이익 역시 홍콩 H 지수에 상당부분 연동

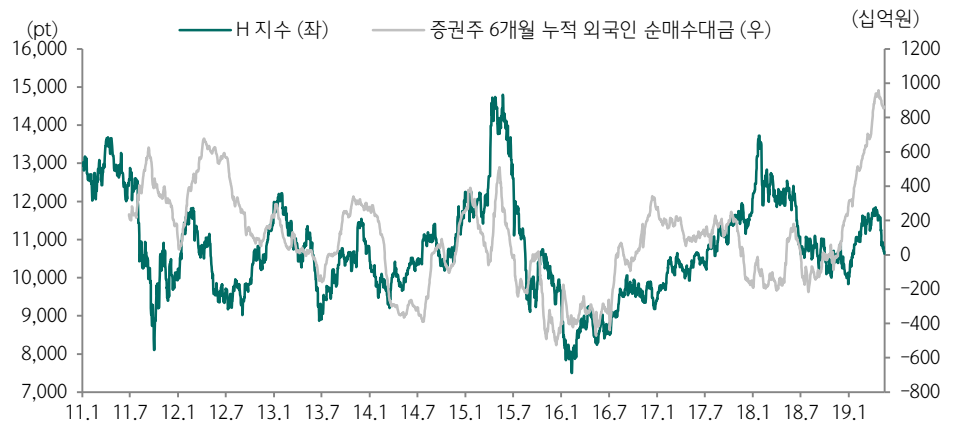
홍콩 H지수의 반등은 증권업종 실적 증가로 이어질 수 있음



주: 분기순이익은 증시 영향 반영 고려해 다음 분기 수치 적용. 예를 들어 15.1~3 수치는 2Q18 순이익
자료: DataGuide, 하나금융투자

그림 35. H 지수와 증권주 외국인 순매수대금 추이

외국인 수급 측면에서도 H 지수 상승은 긍정적으로 작용 가능



자료: DataGuide, 하나금융투자

Analyst 신동하 02-3771-7794

4. 최선호주 한국금융지주, 차선호주 삼성증권 의견 유지

추세적인 이익 성장과 수익성 향상은 긍정적으로 평가 가능

높은 실적 변동성과 예측의 어려움은 분명 Valuation 할인 요소로 작용할 수 있다. 다만, 분기로 실적 차이가 발생하더라도 연간으로 이익 성장과 수익성 향상을 달성한다면 이는 긍정적으로 평가 가능하다. 2013년 이후 추세적으로 ROE 상향이 진행되고 있고, 그 기저에는 투자와 IB 딜 소싱 역량 향상이 자리 잡고 있다는 관점에서 증권주를 바라볼 필요가 있을 것이다.

다만, 최근의 대외 환경은 비우호적

다만, 외생 변수에 민감할 수 밖에 없는 사업 특성상 기업가치와 주가 상승은 진폭을 보이며 진행될 것이다. 게다가 최근의 메크로 상황은 증권사들에게 우호적으로만 전개되지는 않고 있다. 글로벌 보호 무역 강화, 중동 전쟁 위기, 주요 증시 변동성 확대가 나타나고 있기 때문이다. 3월 금리 하락 폭이 컸다는 점, 1분기에 배당금 수익이 집중되는 점 등을 고려할 때 1분기 실적이 연간으로 가장 높은 수치로 기록될 가능성도 있다.

그럼에도 최악이라 보기는 어렵고, 높아진 증권사들의 역량에 주목

그럼에도 금리의 중장기 방향성이 우하향한다는 점은 15~20조원 가량 당기손익 인식 채권을 보유하고 있는 증권사들의 실적에 긍정적이다. 무엇보다도 직접 금융 시장에서의 자금 조달이라는 증권사의 핵심 역량이 높아진 점도 고려해야 할 것이다. 즉, 대외 변수 변동에 따른 실적 변화가 있겠지만 19년 연간으로 커버리지 증권사의 ROE는 9.6%(+1.0%p (YoY))로 높아질 것으로 예상한다. 이에 반해 PBR은 0.7배 수준에 머물러 있다.

외생변수를 고려할 때 핵심 역량이 우수하거나, 향상되는 업체 긍정적

결론적으로 최근의 대외 환경 악화와 이익 증가를 모두 고려해 본다면 핵심역량이 뛰어나거나 향상되고 있고, 상대적으로 실적 변동폭이 제한적으로 예상되는 업체들 위주로 접근할 필요가 있다.

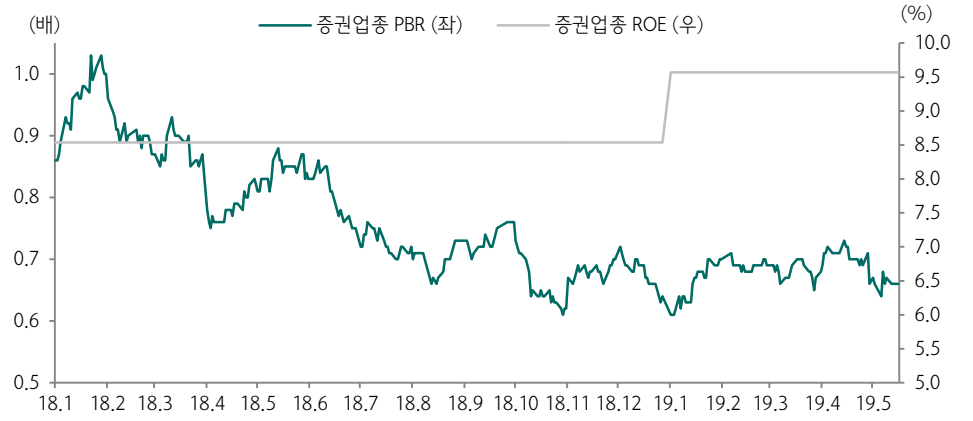
최선호주 한국금융지주
차선호주 삼성증권

이러한 관점에서 증권사 자체 경쟁력과 다양한 자회사 보유 이점이 돋보이는 한국금융지주에 대한 최선호주 의견을 유지한다. 19년 예상 ROE가 14%이고, 저축은행, 캐피탈, 인터넷은행 등 다양한 자회사 보유 효과는 상대적인 이익 안정성 요소로 작용할 수 있다. 이에 반해 현재 PBR은 0.8배이다.

차선호주로는 삼성증권을 제시한다. 안정적으로 운용손익을 창출하고 있고, 경쟁사 대비 아쉬웠던 IB 부문의 성장도 지속되고 있다. 금리와 환율 환경도 우호적이다. 현재 PBR 0.6배로 커버리지 증권사들 중 가격 매력이 있는데, 19년 예상 ROE는 7.7%, 배당수익률은 4.6%에 달한다.

그림 36. 실적 변동성과 증시 불확실성을 반영 중인 증권업종 Valuation

19년 예상 ROE 9.6%
vs. PBR 0.7배



자료: Quantiwise, 하나금융투자

Analyst 신동하 02-3771-7794

표 5. 커버리지 증권회사 Valuation Table

(단위: 원, %, 십억원, 배)

		한국금융지주	NH투자증권	미래에셋대우	삼성증권	키움증권	메리츠종금증권
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가(원)		90,000	18,000	9,000	40,500	100,000	6,000
현재주가 (5/21) (원)		71,400	71,000	13,300	7,430	34,700	81,000
상승여력(%)		27%	35%	21%	17%	23%	24%
시가총액(십억원)		3,957	3,701	4,819	3,076	1,759	2,962
절대수익률(%)	1M	0%	-6%	-6%	-5%	-4%	-4%
	3M	12%	0%	-2%	2%	1%	3%
	6M	9%	-3%	11%	21%	1%	13%
	1Y	-25%	-18%	-24%	-7%	-34%	14%
상대수익률(%)	1M	7%	1%	1%	2%	3%	3%
	3M	12%	1%	-2%	2%	1%	4%
	6M	1%	-10%	3%	13%	-6%	5%
	1Y	-9%	-2%	-8%	9%	-18%	30%
P/E(배)	2017	7.0	11.9	10.3	9.8	8.1	6.0
	2018	7.1	11.0	9.2	8.4	10.6	5.7
	2019F	5.7	9.2	7.2	8.4	6.4	5.7
P/B(배)	2017	1.04	0.86	0.71	0.74	1.27	0.96
	2018	0.96	0.79	0.51	0.66	1.01	0.95
	2019F	0.83	0.75	0.48	0.63	0.89	0.83
ROE(%)	2017	14.4%	7.4%	7.2%	6.6%	17.4%	13.8%
	2018	13.0%	7.3%	5.8%	7.4%	10.8%	13.1%
	2019F	14.2%	8.4%	6.8%	7.7%	14.7%	13.5%
EPS Growth(%)	2017	86.3%	48.0%	1072.0%	33.1%	33.5%	11.5%
	2018	1.6%	3.4%	-9.4%	23.2%	-30.0%	22.6%
	2019F	25.1%	20.0%	27.4%	10.0%	65.3%	11.1%
EPS(원)	2017	9,881	1,168	889	3,738	10,870	765
	2018	10,039	1,208	806	4,110	7,609	850
	2019F	12,555	1,449	1,026	4,110	12,580	850
당기순이익(십억원)	2017	521.1	350.1	503.2	271.6	240.2	351.0
	2018	529.5	360.9	455.8	334.1	193.2	430.2
	2019F	662.2	433.3	580.5	367.0	319.4	478.0
BPS(원)	2017	66,033	16,138	13,002	49,380	68,988	4,764
	2018	73,917	16,863	14,692	52,207	80,363	5,106
	2019F	86,002	17,795	15,497	55,212	90,603	5,870
DPS(원)	2017	1,600	500	220	1,000	1,300	200
	2018	1,800	500	220	1,400	1,500	200
	2019F	2,000	600	240	1,600	1,900	220
배당수익률(%)	2017	2.3%	3.6%	2.4%	2.7%	1.5%	4.4%
	2018	2.5%	3.8%	3.0%	4.0%	1.9%	4.1%
	2019F	2.8%	4.5%	3.2%	4.6%	2.3%	4.5%

자료: 하나금융투자

증권 Overweight

Top Picks

한국금융지주 (071050)	21
삼성증권 (016360)	25

Analyst 신동하 02-3771-7794

2019년 5월 22일

한국금융지주 (071050)

차별화된 수익 창출능력에 주목

증권사와 자회사들의 경쟁력이 돋보였던 1분기

19년 1분기 실적에서 증권사 자체 경쟁력과 다양한 자회사를 보유함에 따른 이점을 다시금 확인할 수 있었다. 별도기준으로 운용손익이 3,023억원(+121% (QoQ))으로 좋았는데, 고유계정 펀드 분배금 수익(258억원)/배당수익(634억원)/인수금융손익(200억원)이 있었고 발행어음 평균 잔고가 4.5조원으로 늘어나면서 관련 손익도 늘었다. 외생변수 변화에 따른 금융자산 평가손익 인식 외에 내생적인 경쟁력에서 기인했다는 점을 긍정적으로 평가한다.

증시 변동성 높아졌지만, 사업 다각화 효과 기대

발행어음 잔고는 사업을 시작한지 1년 4개월여 만에 5.1조원으로 늘었고, 현재 속도라면 연간 평잔 6조원 수준은 충분해 보인다. 1분기 마진 수준만 유지되어도 발행어음 사업에서만 연간 900억원 이상의 이익이 창출되는 것이다. 흑자 전환에 성공한 만큼 카카오뱅크의 이익 기여도도 커질 것이다. 물론 한국투자파트너스는 증시 변화에 따라 이익 변동 가능성이 있지만, 저축은행/캐피탈/운용사 등 자회사에서의 꾸준한 이익이 기대된다.

19년 예상 ROE 14% vs. PBR 0.8배

높아진 증시 불확실성은 트레이딩 부문, VC 자회사 등 증시 변동에 노출된 영역에 긍정적이지 못하지만, 이번 분기 운용손익 증가 요소 중 하나였던 채권 운용 환경이 나쁘지만은 않고, IB나 발행어음 사업은 2분기에도 양호한 모습을 보일 것으로 예상한다. 저축은행, 캐피탈, 인터넷은행 등 자회사 보유를 통해 다각화된 사업 구조 역시 긍정적인 부분이다. 연간 ROE 14%가 예상되는 반면 현재 PBR은 0.7배 후반이다. 증권업종 최선호주 의견을 유지한다.

Top Picks

BUY

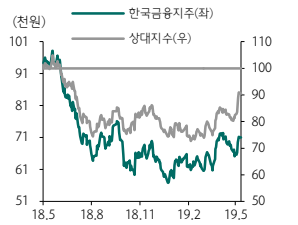
| TP(12M): 90,000원 | CP(5월21일): 71,000원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,061.25
52주 최고/최저(원)	98,100/56,800
시가총액(십억원)	3,956.5
시가총액비중(%)	0.33
발행주식수(천주)	55,726.0
60일 평균 거래량(천주)	186.6
60일 평균 거래대금(십억원)	12.5
19년 배당금(예상,원)	2.000
19년 배당수익률(예상,%)	2.8
외국인지분율(%)	36.57
주요주주 지분율(%)	
김남구 외 1 인	20.24
국민연금	9.50

주가상승률	1M	6M	12M
절대	0.3	8.1	(24.8)
상대	7.8	8.9	(10.0)

Consensus Data	2019	2020
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	801.1	803.4
순이익(십억원)	636.1	646.1
EPS(원)	10,279	10,303
BPS(원)	85,673	94,158

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
순영업수익	십억원	1,448.5	1,541.5	1,710.3	1,747.7	1,946.9
영업이익	십억원	654.3	622.4	698.3	694.1	754.3
순이익	십억원	521.1	529.5	662.2	670.5	710.6
EPS	십억원	9,881.4	10,039.2	12,555.4	12,713.7	13,474.2
증감률	%	86	2	25	1	6
PER	배	6.98	7.07	5.65	5.58	5.27
PBR	배	1.04	0.96	0.83	0.75	0.67
ROE	%	14.4	13.0	14.2	12.7	12.1
BPS	원	66,033	73,917	86,002	94,475	106,400
DPS	원	1,600	1,800	2,000	2,000	2,100

Analyst 신동하
02-3771-7794
asdfhjkl@hanafn.com

Analyst 신동하 02-3771-7794

차별화된 수익 창출능력에 주목

19년 예상 ROE 14% vs. PBR 0.8배

19년 1분기 실적에서 증권사 자체 경쟁력과 다양한 자회사를 보유함에 따른 이점을 다시금 확인할 수 있었다. 별도기준으로 운용손익이 3,023억원(+121% (QoQ))으로 좋았는데, 고유계정 펀드 분배금 수익(258억원)/배당수익(634억원)/인수금융손익(200억원)이 있었고 발행어음 평균 잔고가 4.5조원으로 늘어나면서 관련 손익도 늘었다. 외생 변수 변화에 따른 금융자산 평가손익 인식 외에 내생적인 경쟁력에서 기인했다는 점을 긍정적으로 평가한다.

표 1. 한국금융지주 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019
순영업수익	468.6	417.2	392.7	262.9	545.4	410.9	405.3	348.6	1,448.5	1,541.5	1,710.3
수수료이익	201.7	183.9	162.4	160.2	154.4	160.8	160.5	165.0	656.2	708.2	640.6
이자이익	198.1	219.0	223.2	247.3	250.2	228.4	236.4	244.9	562.9	887.7	959.9
운용이익	27.9	27.6	(5.9)	(197.7)	123.3	19.2	11.2	(66.7)	188.6	(148.1)	87.0
기타이익	40.9	(13.2)	13.0	53.1	17.5	2.6	(2.7)	5.4	40.9	93.8	22.8
판매관리비	233.1	224.2	210.1	251.7	236.9	243.6	252.5	279.0	794.2	919.1	1,012.0
인건비	147.1	141.5	129.5	129.5	129.5	128.1	131.9	143.7	492.4	547.7	533.2
기타 판관비	86.0	82.7	80.6	122.1	107.3	115.6	120.6	135.4	301.8	371.4	478.8
영업이익	235.5	193.0	182.6	11.2	308.6	167.3	152.8	69.6	654.3	622.4	698.3
영업외이익	42.9	35.0	26.5	(12.3)	52.2	52.7	53.2	53.7	0.0	92.1	211.8
세전이익	278.5	228.1	209.1	(1.1)	360.7	220.0	206.1	123.3	654.3	714.6	910.1
법인세비용	82.5	60.6	55.8	(0.2)	99.4	60.6	56.8	34.0	180.3	198.7	250.8
당기순이익	196.0	167.5	153.3	(0.9)	261.3	159.4	149.3	89.4	474.0	515.8	659.3
지배주주순이익	198.2	174.4	155.0	1.9	258.2	161.4	151.3	91.4	521.1	529.5	662.2

자료: 한국금융지주, 하나금융투자

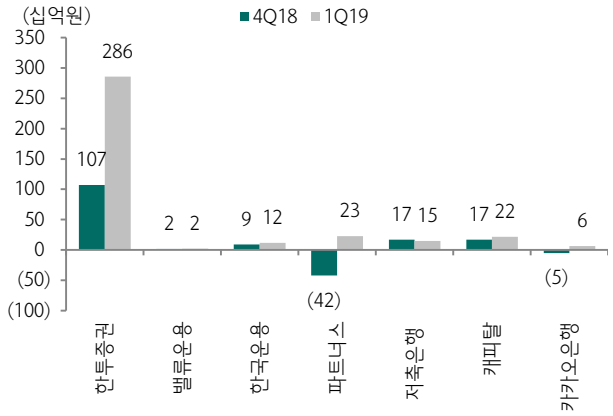
표 2. 한국투자증권 순영업수익 (별도 기준) 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	QoQ	YoY	2017	2018
순영업수익	299.6	289.5	271.7	275.1	365.1	320.2	291.9	290.6	464.0	60	27	1,135.9	1,267.8
브로커리지	32.9	41.5	40.7	45.4	60.3	48.8	29.8	30.1	32.3	7	(46)	160.6	169.0
자산관리	27.9	29.3	31.4	31.5	34.1	36.0	31.6	26.8	30.7	15	(10)	120.0	128.5
IB	34.4	41.3	53.3	56.7	46.3	51.1	53.7	52.5	54.1	3	17	185.7	203.6
브로커리지 이자손익	32.9	35.4	38.8	42.2	46.4	49.9	49.1	44.6	44.7	0	(4)	149.2	190.0
운용손익	171.6	141.9	107.5	99.4	178.1	134.4	127.8	136.4	302.3	122	70	520.5	576.7

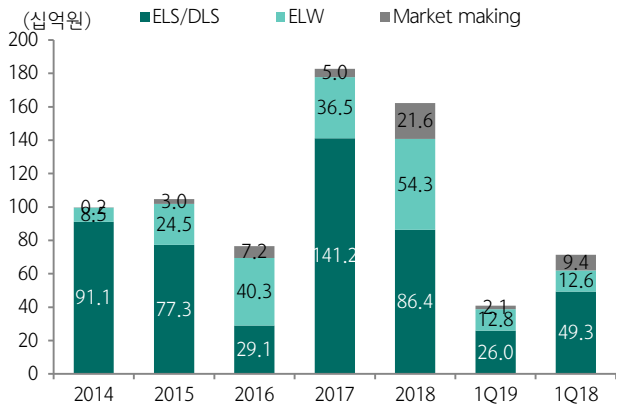
자료: 한국금융지주, 하나금융투자

그림 1. 주요 자회사들의 세전이익



자료: 한국금융지주, 하나금융투자

그림 2. 한국투자증권 운용손익

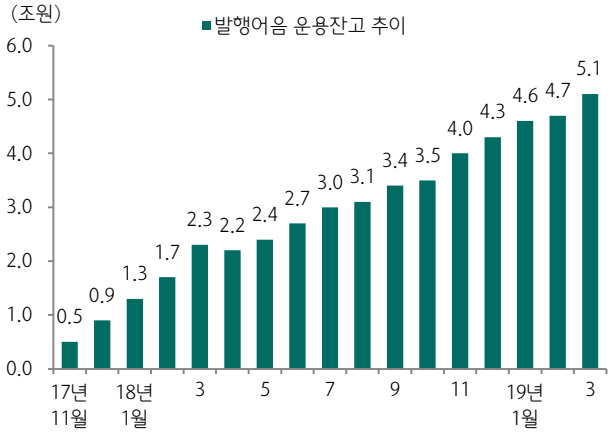


주: 관리회계 기준

주: 거래소와 시장조성계약 체결을 통해 발생하는 수익 (주가지수 선물, 주식선물, 주식옵션, 통화선물 등)

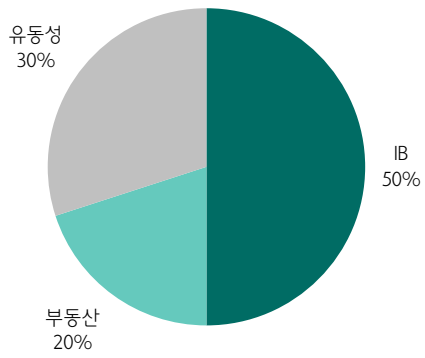
자료: 한국금융지주, 하나금융투자

그림 3. 한국투자증권 발행어음 운용잔고 추이



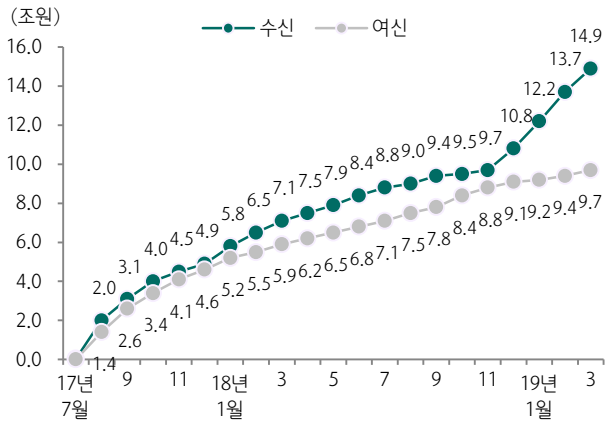
자료: 한국금융지주, 하나금융투자

그림 4. 한국투자증권 발행어음 운용 자산 구성



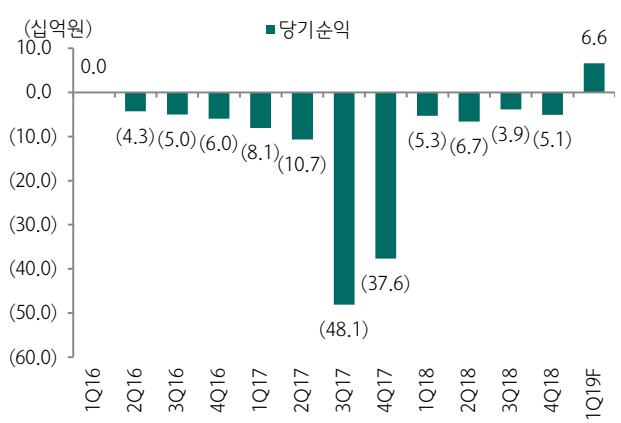
자료: 한국금융지주, 하나금융투자

그림 5. 한국카카오은행 수신 및 여신 추이



자료: 한국금융지주, 하나금융투자

그림 6. 한국카카오은행 순이익 추이



자료: 한국금융지주, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서 (한국투자증권)

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
순영업수익	1,135.9	1,267.8	1,370.5	1,381.0	1,456.8
수수료이익	531.3	578.2	562.7	577.2	592.8
수탁수수료	259.8	290.8	245.0	241.1	238.5
자산관리수수료	120.0	128.5	123.7	126.2	128.7
인수주선, M&A 수수료	141.6	136.0	165.8	171.1	176.7
기타수수료	109.1	144.7	151.4	165.6	179.3
수수료비용	99.1	121.8	123.2	126.9	130.4
이자손익	392.5	536.5	579.6	622.4	666.2
운용손익	108.2	0.5	48.5	(0.8)	13.2
기타손익	104.0	152.6	179.8	182.2	184.6
판매관리비	532.5	597.1	633.7	656.1	690.4
인건비	356.5	400.4	408.7	427.7	458.5
기타 판관비	175.9	196.7	225.0	228.4	232.0
영업이익	603.5	670.6	736.8	724.9	766.4
영업외이익	(12.5)	(11.2)	(0.9)	(0.9)	(1.0)
세전이익	591.0	659.4	735.9	724.0	765.4
법인세비용	118.7	155.9	161.8	152.0	160.7
당기순이익	472.3	503.5	574.1	572.0	604.7

대차대조표 (한국투자증권)

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
자산총계	37,545.1	44,351.3	48,790.2	50,838.3	53,000.3
현금 및 예치금	4,224.6	6,431.2	5,718.2	5,950.4	6,192.0
FVPL금융자산	24,264.8	27,079.3	29,321.0	30,678.6	32,122.1
FVOCI금융자산	3,475.1	3,575.8	2,831.3	2,946.3	3,065.9
AC 금융자산	3,352.0	3,797.2	4,461.7	4,620.2	4,785.2
유형자산	248.2	253.2	291.2	303.0	315.3
기타자산	1,980.4	3,214.7	6,166.9	6,339.9	6,519.9
부채총계	33,303.4	40,000.8	44,084.0	45,826.0	47,675.2
예수부채	3,342.5	3,897.3	4,059.8	4,224.6	4,396.2
FVPL금융부채	12,519.4	16,419.6	17,491.5	18,201.7	18,940.8
매도파생결합증권	8,938.9	12,333.5	14,403.0	14,987.8	15,596.4
차입부채	15,754.5	17,155.1	17,174.8	17,024.4	16,897.7
기타부채	1,687.0	2,528.8	5,357.9	6,375.3	7,440.5
자본	4,241.8	4,350.5	4,706.3	5,012.3	5,325.1
자본금	175.7	175.7	175.7	175.7	175.7
자본잉여금	3,052.7	3,052.7	3,052.7	3,052.7	3,052.7
이익잉여금	815.9	950.3	1,344.1	1,650.2	1,963.0
기타자본	(3,692.8)	(3,827.2)	(4,221.1)	(4,527.1)	(4,839.9)

손익계산서 (한국금융지주)

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
순영업수익	1,448.5	1,541.5	1,710.3	1,747.7	1,946.9
수수료이익	656.2	708.2	640.6	652.3	673.6
이자손익	562.9	887.7	959.9	1,003.5	1,133.7
운용손익	188.6	(148.1)	87.0	72.0	88.1
기타이익	40.9	93.8	22.8	19.9	51.5
판매관리비	794.2	919.1	1,012.0	1,053.6	1,192.6
인건비	492.4	547.7	533.2	536.0	567.5
기타 판관비	301.8	371.4	478.8	517.6	625.1
영업이익	654.3	622.4	698.3	694.1	754.3
영업외이익	0.0	92.1	211.8	220.4	229.4
세전이익	654.3	714.6	910.1	914.5	983.7
법인세비용	180.3	198.7	250.8	252.0	271.1
당기순이익	474.0	515.8	659.3	662.5	712.6
지배주주순이익	521.1	529.5	662.2	670.5	710.6

대차대조표 (한국금융지주)

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
자산총계	48,743.0	62,948.0	73,895.3	77,040.2	80,343.5
현금 및 예치금	5,089.7	8,618.7	11,030.2	11,478.1	11,944.1
FVPL금융자산	25,613.7	28,641.7	31,131.7	32,562.8	34,082.8
관계기업투자	458.6	1,054.1	1,233.5	1,283.6	1,335.8
AC 금융자산	12,250.4	17,924.5	3,770.3	3,900.8	4,036.5
유형자산	333.8	334.6	395.0	411.0	427.7
기타자산	4,996.9	6,374.3	26,334.6	27,403.9	28,516.6
부채총계	44,605.8	58,427.7	68,269.2	70,894.7	73,476.1
예수부채	10,570.9	17,063.0	21,826.5	22,712.8	23,635.0
FVPL금융부채	12,553.7	16,453.7	16,744.7	17,424.6	18,132.1
파생금융상품부채	492.4	1,221.3	786.8	818.7	852.0
차입부채	19,364.8	21,371.9	22,969.9	23,054.7	23,173.0
기타부채	1,624.0	2,317.9	5,941.3	6,883.9	7,684.1
자본	4,137.3	4,520.3	5,626.2	6,145.5	6,867.4
지배주주지분	3,856.1	4,316.5	5,022.2	5,517.1	6,213.4
자본금	307.9	307.9	307.9	307.9	307.9
자본잉여금	603.8	614.8	614.8	614.8	614.8
이익잉여금	2,292.0	2,754.9	3,279.7	4,003.4	4,498.2
기타자본	652.4	639.0	819.8	591.0	792.6

주요 성장성 및 수익성 지표

(단위: %)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
총자산증가율	30.7	29.1	17.4	4.3	4.3
자본증가율	18.4	9.3	24.5	9.2	11.7
순영업수익증가율	45.1	6.4	11.0	2.2	11.4
수수료이익증가율	7.2	7.9	(9.5)	1.8	3.3
이자손익증가율	25.7	57.7	8.1	4.5	13.0
판관비증가율	25.1	15.7	10.1	4.1	13.2
지배주주순이익증가율	86.3	1.6	25.1	1.3	6.0
순영업수익 구성					
수수료이익	45	46	37	37	35
이자손익	39	58	56	57	58
운용손익	13	(10)	5	4	5
기타이익	3	6	1	1	3
판관비	55	60	59	60	61

주요 밸류에이션 지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS	9,881	10,039	12,555	12,714	13,474
BPS	66,033	73,917	86,002	94,475	106,400
P/E (배)	7.0	7.1	5.7	5.6	5.3
P/B (배)	1.04	0.96	0.83	0.75	0.67
ROE	14.4	13.0	14.2	12.7	12.1
ROA	1.2	0.9	1.0	0.9	0.9
DPS, 보통주	1,600	1,800	2,000	2,000	2,100
DPS, 우선주	1,662	1,862	2,062	2,062	2,162
배당성향	18.0	19.9	17.7	17.5	17.3
배당수익률, 보통주	2.3	2.5	2.8	2.8	3.0
배당수익률, 우선주	2.4	2.6	2.9	2.9	3.0
BIS비율	14				
한국투자증권 NCR비율	1,470	1,017			

Analyst 신동하 02-3771-7794

2019년 5월 22일

삼성증권 (016360)

수익성 개선, 그리고 배당 매력

19년 ROE 7.7%, +0.3%p (YoY) 전망

상대적으로 낮은 운용손익의 변동성과 IB 부문의 실적 개선이 ROE 향상으로 이어지고 있다. 16년 4.7%였던 ROE는 17년 6.6%, 18년 7.4%로 상승했고, 19년에도 7.7%로 상향될 전망이다. 리테일 위주의 사업구조에서 자본 활용 사업 중심으로 변모하며 수익성이 향상 중이며 이에 동반해 경쟁사들 대비 낮았던 Valution도 높아질 것으로 예상한다. 상대적으로 안정적인 수익과 개선 가능성, 그리고 배당매력 등을 고려해 차선호주로 제시한다.

운용과 IB 부문은 2분기도 양호한 실적 예상

운용손익과 IB 수익은 2분기에도 양호한 흐름을 보일 것으로 예상한다. ELS 헤지 운용 자산의 상당수는 채권으로 구성되게 마련인데, 경기 여건을 고려할 때 금리 환경은 나쁘지 않다는 판단이다. 관련해서 해외 채권 등 주요국 통화에 노출되어 있는데 현재의 원화 약세 국면은 삼성증권에게 외화환산이익으로 돌아올 가능성이 높다. IB 부문의 경우 2분기에도 2~3개의 M&A 딜이 진행 예정이고, 구조화 금융에서는 4월에도 양호한 성과를 보인 것으로 파악된다. 다만, 배당금 수익의 축소와 높아진 증시 변동성을 고려할 때 1분기 대비로는 순이익 규모가 낮아질 것으로 예상한다.

19년 예상 배당수익률 4.6% vs. PBR 0.6배

2018년부터 금융수지를 제외한 운용손익에서 평균 661억원의 수익을 꾸준히 창출하고 있는 점은 삼성증권의 운용 역량을 보이는 사례일 것이다. IB 성과 역시 양호한 흐름을 보이고 있다. 19년 예상 배당수익률이 4.6%로 배당 매력도 존재한다. 이에 반해 현재 PBR은 0.6배 수준이다.

Top Picks

BUY

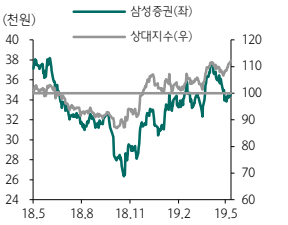
| TP(12M): 40,500원 | CP(5월21일): 34,700원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,061.25
52주 최고/최저 (원)	38,200/26,350
시가총액(십억원)	3,098.7
시가총액비중(%)	0.26
발행주식수(천주)	89,300.0
60일 평균 거래량(천주)	232.6
60일 평균 거래대금(십억원)	8.1
19년 배당금(예상,원)	1,600
19년 배당수익률(예상,%)	4.6
외국인지분율(%)	27.43
주요주주 지분율(%)	
삼성생명보험 외 4 인	29.76
국민연금	10.40

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(5.2)	19.9	(7.3)
상대	1.9	20.8	10.8

Consensus Data	2019	2020
매출액(십억원)	6,609.0	6,004.0
영업이익(십억원)	468.4	488.7
순이익(십억원)	356.7	368.7
EPS(원)	3,949	4,054
BPS(원)	54,098	56,568

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018F	2019F	2020F	2021F
순영업수익	십억원	967.0	1,133.9	1,107.1	1,151.3	1,236.4
영업이익	십억원	360.3	457.8	465.6	486.0	527.5
순이익	십억원	271.6	334.1	367.0	383.2	415.5
EPS	십억원	3,035.1	3,738.0	4,110.2	4,291.0	4,653.0
증감률	원	33	23	10	4	8
PER	%	12.1	9.3	8.4	8.1	7.5
PBR	배	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
ROE	배	6.6	7.4	7.7	7.5	7.5
BPS	배	49,380	52,207	55,212	59,562	64,276
DPS	%	1,000	1,400	1,600	1,700	1,900

Analyst 신동하
02-3771-7794
asdfhjkl@hanafn.com

Analyst 신동하 02-3771-7794

운용과 IB 부문은 2분기도 양호한 실적 예상

우호적인 금리와 환율 환경

운용손익과 IB 수익은 2분기에도 양호한 흐름을 보일 것으로 예상한다. ELS 헤지 운용 자산의 상당수는 채권으로 구성되게 마련인데, 경기 여건을 고려할 때 금리 환경은 나쁘지 않다는 판단이다. 관련해서 해외 채권 등 주요국 통화에 노출되어 있는데 현재의 원화 약세 국면은 삼성증권에게 외화환산이익으로 돌아올 가능성이 높다. IB 부문의 경우 2분기에도 2~3개의 M&A 딜이 진행 예정이고, 구조화 금융에서는 4월에도 양호한 성과를 보인 것으로 파악된다. 다만, 배당금 수익의 축소와 높아진 증시 변동성을 고려할 때 1분기 대비로는 순이익 규모가 낮아질 것으로 예상한다.

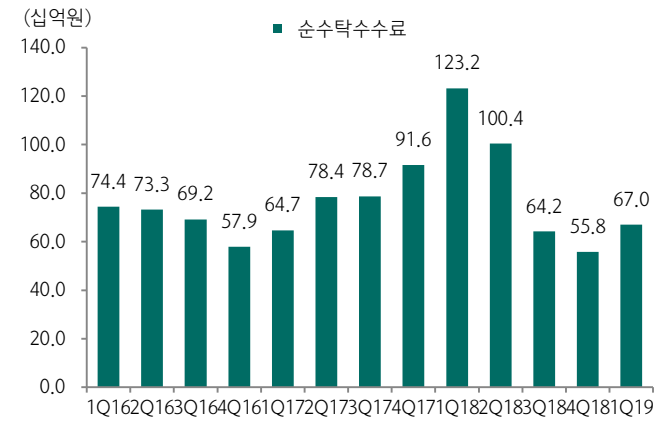
표 1. 삼성증권 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
순영업수익	362.6	309.7	252.2	209.4	310.6	279.5	278.3	238.7	967.0	1,133.9	1,107.1
수수료이익	187.0	152.7	109.5	117.5	127.6	124.4	129.9	130.0	508.8	566.8	511.8
수탁수수료	140.7	117.0	79.3	72.3	82.3	79.9	82.5	83.2	368.2	409.4	328.0
자산관리수수료	29.4	28.4	25.2	21.4	26.1	27.1	28.2	27.1	96.5	104.4	108.6
인수주선, M&A 수수료	21.8	11.2	11.2	21.0	20.0	20.3	22.9	23.1	65.6	65.1	86.4
기타수수료	21.1	23.5	23.7	35.0	28.7	25.8	26.3	26.6	66.4	103.4	107.4
수수료비용	26.0	27.5	29.8	32.1	29.5	28.8	30.1	30.1	87.8	115.4	118.5
이자이익	114.4	119.2	124.5	111.6	118.4	120.9	123.6	126.2	437.0	469.7	489.1
운용이익	24.1	35.3	5.1	(29.8)	36.3	21.8	10.8	(28.8)	(22.7)	34.6	40.2
기타이익	37.2	2.5	13.1	10.1	28.3	12.4	13.9	11.2	43.9	62.8	65.9
판매관리비	182.5	178.1	159.9	155.6	161.0	158.2	158.1	164.1	606.7	676.1	641.4
인건비	108.3	105.0	89.8	76.8	93.3	91.6	89.8	92.1	326.2	380.3	367.2
기타 판관비	74.2	73.1	70.1	78.7	67.7	67.7	68.3	72.0	280.5	295.7	274.3
영업이익	180.1	131.6	92.3	53.8	149.6	121.3	120.2	74.5	360.3	457.8	465.6
영업외이익	0.0	3.5	1.3	(1.5)	2.6	2.8	2.8	2.8	(4.3)	3.3	11.0
세전이익	180.1	135.1	93.6	52.3	152.2	124.1	123.0	77.4	356.0	461.1	476.6
법인세비용	47.5	35.3	29.4	15.1	35.0	28.5	28.3	17.8	85.0	127.3	109.6
당기순이익	132.6	99.8	64.2	37.2	117.2	95.5	94.7	59.6	271.0	333.8	367.0

자료: 하나금융투자

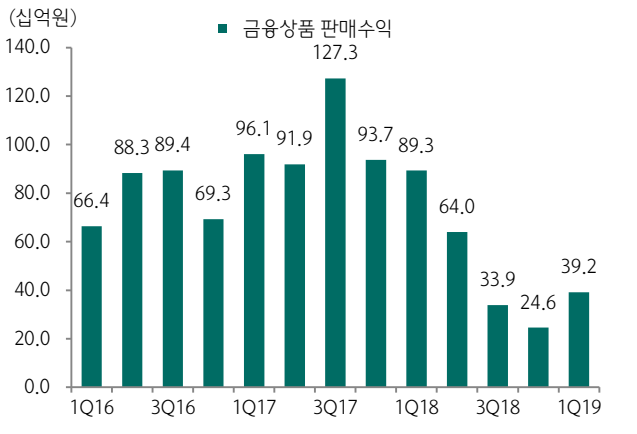
그림 1. 삼성증권 순수탁수수료 추이



주: 별도 기준

자료: 삼성증권, 하나금융투자

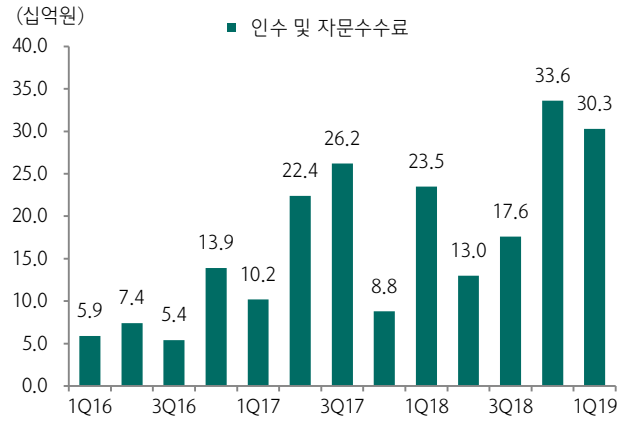
그림 2. 삼성증권 금융상품 판매수익 추이



주: 별도 기준

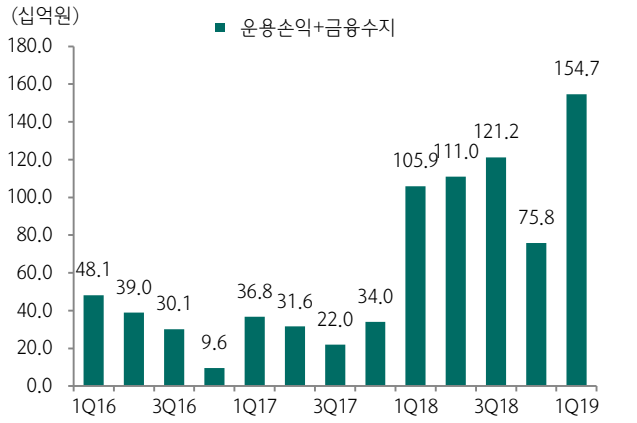
자료: 삼성증권, 하나금융투자

그림 3. 삼성증권 인수 및 자문 수수료 추이



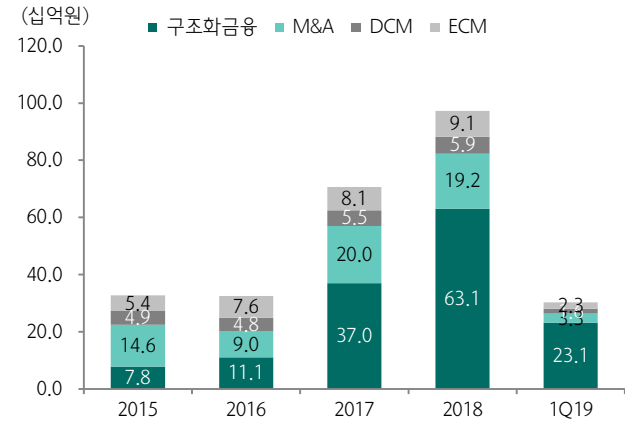
주: 별도 기준
자료: 삼성증권, 하나금융투자

그림 4. 삼성증권 운용손익 및 금융수지 추이



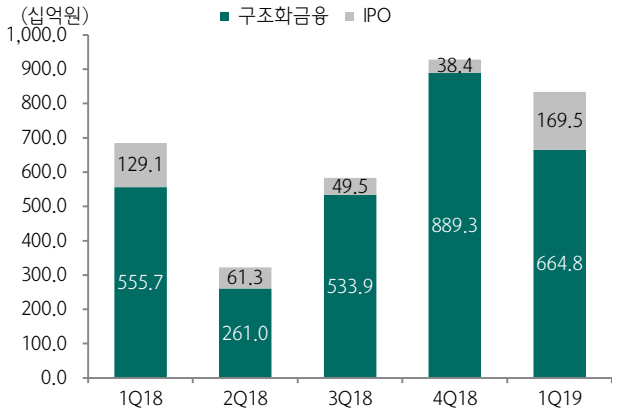
주: 별도 기준
자료: 삼성증권, 하나금융투자

그림 5. 삼성증권 IB 수익 추이



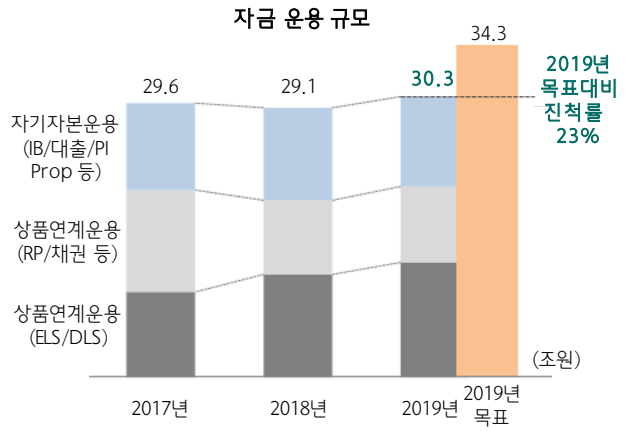
자료: 삼성증권, 하나금융투자

그림 6. 삼성증권 IB 상품 공급 규모 추이



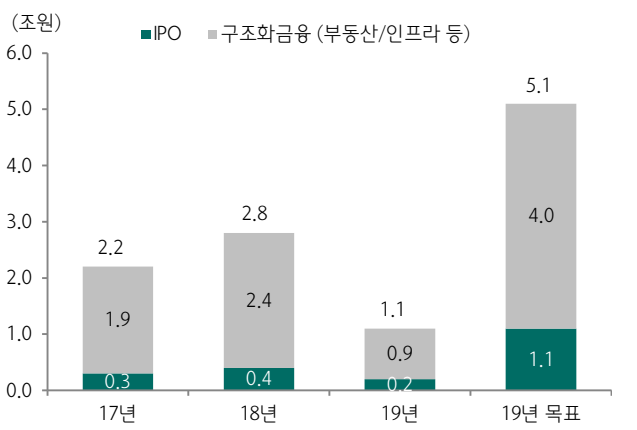
자료: 삼성증권, 하나금융투자

그림 7. 자본 활용 비즈니스 강화 목표



주: 말잔 기준
자료: 삼성증권, 하나금융투자

그림 8. 대체상품 중심 공급 확대 목표



주: 연도별 누적 기준. IB 상품공급규모
자료: 삼성증권, 하나금융투자

Analyst 신동하 02-3771-7794

추정 재무제표

손익계산서 (단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
순영업수익	967.0	1,133.9	1,107.1	1,151.3	1,236.4
수수료이익	508.8	566.8	511.8	532.4	557.5
수탁수수료	368.2	409.4	328.0	334.7	349.0
자산관리수수료	96.5	104.4	108.6	112.3	112.0
인수주선, M&A 수수료	65.6	65.1	86.4	91.4	92.3
기타수수료	66.4	103.4	107.4	117.4	133.3
수수료비용	87.8	115.4	118.5	123.3	129.1
이자손익	437.0	469.7	489.1	521.1	552.1
운용손익	(22.7)	34.6	40.2	31.2	59.7
기타손익	43.9	62.8	65.9	66.6	67.1
판매관리비	606.7	676.1	641.4	665.4	709.0
인건비	326.2	380.3	367.2	390.0	432.6
기타 판관비	280.5	295.7	274.3	275.4	276.4
영업이익	360.3	457.8	465.6	486.0	527.5
영업외이익	(4.3)	3.3	11.0	11.7	12.1
세전이익	356.0	461.1	476.6	497.6	539.6
법인세비용	85.0	127.3	109.6	114.4	124.1
당기순이익	271.0	333.8	367.0	383.2	415.5

대차대조표 (단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
자산총계	37,948.3	38,330.6	41,252.2	42,927.2	44,670.2
현금 및 예치금	6,504.9	7,958.1	7,470.5	7,773.8	8,089.5
단기매매금융자산	17,009.4	19,707.4	22,237.3	23,140.2	24,079.8
매도가능금융자산	6,920.6	3,295.2	3,072.5	3,197.3	3,327.1
대출채권	5,198.5	5,206.5	5,541.6	5,766.6	6,000.8
리스자산	49.1	44.5	93.3	97.1	101.0
기타자산	2,265.8	2,118.9	2,837.1	2,952.3	3,072.1
부채총계	33,536.6	33,668.5	36,321.7	37,608.3	38,930.4
예수부채	5,627.6	5,836.0	6,219.7	6,472.3	6,735.1
단기매매금융부채	9,711.5	9,888.0	11,512.0	11,979.5	12,465.9
매도파생결합증권	13,514.9	11,464.6	11,686.5	12,161.0	12,654.8
차입금	988.7	2,013.4	2,081.2	2,165.7	2,253.6
기타부채	3,694.0	4,466.5	4,822.3	4,829.9	4,821.0
자본	4,411.6	4,662.1	4,930.5	5,318.9	5,739.8
자본금	458.5	458.5	458.5	458.5	458.5
자본잉여금	1,743.5	1,743.5	1,743.5	1,743.5	1,743.5
이익잉여금	2,111.4	2,357.8	2,599.8	2,983.0	3,398.5
기타자본	98.3	102.4	128.8	134.0	139.4

주요 성장성 및 수익성 지표 (단위: %)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
총자산증가율	14	1	8	4	4
자본증가율	15	6	6	8	8
순영업수익증가율	22	17	(2)	4	7
수수료이익증가율	13	11	(10)	4	5
이자손익증가율	8	7	4	7	6
판관비증가율	4	11	(5)	4	7
지배주주순이익증가율	56	23	10	4	8
순영업수익 구성					
수탁수수료	38	36	30	29	28
IB+기타 수수료	14	15	18	18	18
이자손익	45	41	44	45	45
운용손익	(2)	3	4	3	5
기타이익	5	6	6	6	5
판관비	63	60	58	58	57

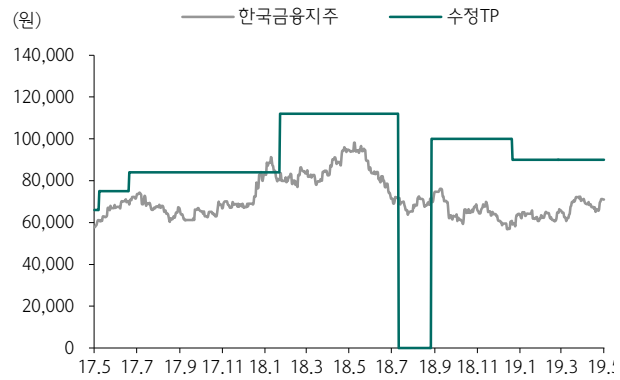
주요 밸류에이션 지표 (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS	3,035	3,738	4,110	4,291	4,653
BPS	49,380	52,207	55,212	59,562	64,276
P/E (배)	12.1	9.3	8.4	8.1	7.5
P/B (배)	0.74	0.66	0.63	0.58	0.54
ROE	6.6	7.4	7.7	7.5	7.5
ROA	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
DPS	1,000	1,400	1,600	1,700	1,900
배당성향	32.9	37.5	38.9	39.6	40.8
배당수익률	2.7	4.0	4.6	4.9	5.5
NCR비율	1,160	1,392			

Analyst 신동하 02-3771-7794

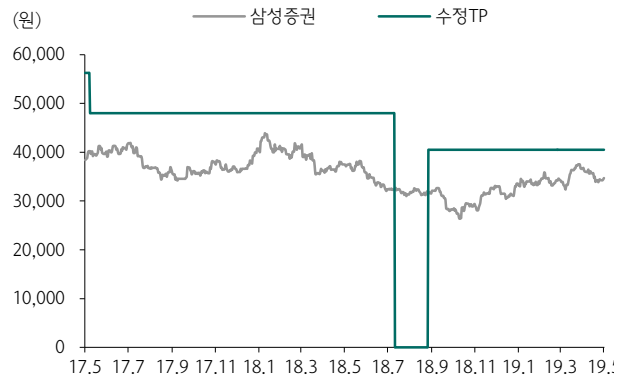
투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국금융지주



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.1.11	BUY	90,000		
18.9.17	BUY	100,000	-35.01%	-23.90%
18.8.1	Analyst Change			
18.2.12	BUY	112,000	-24.88%	-12.41%
17.7.11	BUY	84,000	-16.80%	8.69%
17.5.29	BUY	75,000	-11.30%	-5.20%
16.3.2	BUY	66,000	-32.30%	-7.42%

삼성증권



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.9.17	BUY	40,500		
18.8.1	Analyst Change			
17.5.29	BUY	48,000	-21.44%	-8.54%
16.3.2	BUY	56,258	-38.28%	-27.50%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**

  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.3%	8.0%	0.6%	99.9%

* 기준일: 2019년 5월 20일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(신동하)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2019년 5월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(신동하)는 2019년 5월 22일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.