

# 증권업

Mar 24, 2014

## Neutral

### >> Top Picks

종목명	투자의견	목표주가(12M)
키움증권	Buy	69,000원
미래에셋증권	Buy	48,500원

### >> 관심종목

종목명	투자의견	목표주가(12M)
메리츠종금증권	NR	-
신영증권	NR	-

## 꺼진 불도 다시 보자

증권업에 대해 투자의견 Neutral로 분석을 시작함. 극심한 경쟁심화로 2013년 증권업 지수는 -17.6% 하락하며 하락률은 코스피 업종지수 중 두 번째로 컸음. 저성장 기조는 지속될 것이고 증권사의 유기적 M&A는 쉽지 않음. 따라서 핵심 경쟁력을 보유한 기업위주의 실적 차별화는 심화될 것으로 전망.

### 2014년에도 거래대금 회복은 힘들 것

2014년에도 거래대금 회복은 어려울 전망. 거래대금의 주체인 개인의 주식시장 참여가 줄어들고 있기 때문. 개인참여가 저조한 이유는 1)개인 여유자금의 감소, 2) 마이너스 실질임금상승률, 3) 가계부채문제 지속 요인에 근거.

### 처방은 결국 비유기적 M&A

증권산업 전체의 수익성은 훼손되는 상황. 파이는 줄어들고 있는데 국내 증권사 수는 62개로 정체. 2013년 국내 증권업 ROE는 0.46%수준. 은행과는 달리 대주주 특성상 증권사의 유기적 M&A는 어려운 상황. 주주만 바뀌는 형태의 M&A는 업계에 영향을 미치지 않음. 결국 시장 점유율에 변화를 일으킬 만한 수준의 정부 주도의 장기적 M&A가 필요.

### 산업이 최악이라면 하나라도 잘 하는 기업을 찾자

#### Top Picks: 키움증권, 미래에셋증권, 관심종목:메리츠종금증권, 신영증권

키움증권(TP/69,000원)은 한국 주식시장구조에 가장 잘 적응하여 브로커리지에 절대적 강점 보유. 다양한 투자처 발굴로 자산관리시장에 새로운 포트폴리오를 제시한 미래에셋증권(TP/48,500원)도 관심 요망.

최근 탁월한 실적이 돋보이는 메리츠종금증권과 업황에 구애 받지 않고 지속적 흑자기조 유지하는 신영증권도 중소형주 관심종목으로 추천



#### | 증권 |

연구위원 박혜진  
3771-9320  
oashes@iprovest.com

#### | 금융총괄 |

연구위원 황석규  
3771-9626  
hwangsk@iprovest.com

#### 향후 증권산업 방향성 및 투자유망 종목

이슈	향후 방향성 및 영향	
	P	Q
거래대금	-	↓
증권산업 구조 문제	↓	-
정부정책	↑	↑
결론	정부정책 가시적 성과 전까지 핵심경쟁력 위주 주가상승 모멘텀 보유 종목 발굴	
종목	키움증권, 미래에셋증권	

# Contents

3	<b>1. Summary</b>
4	<b>2. 거래대금 회복의 기미는 없어</b>
5	2-1. 개인 여유자금의 감소
8	2-2. 주식투자 할 사람이 없다
10	2-3. 기관·외국인 중심의 장세 지속
11	<b>3. 증권산업의 구조적 문제</b>
11	3-1. 한정된 시장에 플레이어는 너무 많다
13	3-2. 갈수록 심화되는 산업 내 경쟁강도
16	<b>4. 그나마 긍정적 요인, 정부의 증권산업 활성화 의지</b>
19	<b>5. 기타 고려사항: 거래소 선진화 전략(IPO, 거래시간 연장)</b>
21	<b>6. Valuation 및 투자전략: 힘든 펀더멘탈, 상승 모멘텀에 주목하자</b>
21	6-1. 2013년 Review & 2014년 실적전망
23	6-2. 투자전략 및 유망주: 핵심경쟁력을 보유한 기업을 찾자!
29	<b>기업분석</b>
	키움증권 (039490): TP 69,000 원 / BUY
	미래에셋증권 (037620): TP 48,500 원 / BUY
	삼성증권 (016360): TP 46,000 원 / TRADING BUY
	대우증권 (006800): TP 10,000 원 / HOLD
	메리츠증권 (008560): NR
	신영증권 (001720): NR

## 1. Summary

2013년 증권업지수 코스피 대비 18.3%p하회, 증권주 최악의 시기

2013년 증권업지수는 코스피 대비 18.3%p 하회하며 금융위기 이후 최저점을 갱신했다. PBR은 0.50 배 ~ 0.70 배 사이를 넘나들다 0.58 배로 마감했다. FY2013 ROE는 0.46%로 2002년 이래 최저를 기록했다. 이는 거래대금 급감에 따른 브로커리지 수익 하락, 시장금리 상승으로 인한 채권평가손 발생, 간접투자상품 수요 감소 등 증권사 수익구조 어느 부분에서도 개선여지가 보이지 않았기 때문이다.

2014년에도 수익성 개선 힘들 것

2014년에도 증권업 수익 개선 가능성은 낮을 것으로 전망된다. 근거는 첫째, 개인 여유자금 감소로 거래대금 회복의 기미가 보이지 않고 둘째, 산업 내 경쟁은 갈수록 심화되고 있으며 셋째, 2013년 동양그룹사태 등 증권사 불완전 판매로 인한 소비자 신뢰 하락 때문이다. 결국 구조적 문제이다.

FY2014 당사 커버리지 4개사 당기순이익 YOY 439.7%증가 예상

FY2014 당사 커버리지 기준 4개사 지배주주기준 순이익은 YOY +439.7% 증가한 4,712 억원을 시현할 것으로 예상된다. ROE도 FY2013, 1.8% → FY2014, 5.5%로 YOY 203.6%증가할 전망이다. 큰 폭의 상향은 FY2013 회계연도 변경(2013.03~2013.12, 3분기 합산) 때문이다.

증권업에 대한 투자 의견 Neutral 제시

따라서 증권업에 대한 투자 의견을 Neutral 로 제시한다. 이유는 줄어드는 파이와 완전 경쟁, 그리고 다른 수익원 발굴이 힘든 정부규제이다. 투자 의견 상향의 조건은 1)전세 가격 하락, 혹은 실질임금 상승에 따른 개인 여유자금의 증가, 2)정부주도 M&A의 본격적 시작, 3)NCR 등 실질적 정부 규제가 완화이다. 이 세가지 중 한가지 요인이라도 개선되어야 증권업에 대한 프리미엄 부여가 가능할 것으로 판단된다.

다만 소비자와 교섭력이 있는 증권사는 투자 매력 존재

어떤 산업을 막론하고 지속 가능한 비즈니스모델의 핵심은 '소비자와의 교섭력'이다. 즉 고객에게 어필할 수 있는 점이 있느냐는 것이다. 현재상황은 2007년 펀드나 Wrap 열풍처럼 혁신적인 상품이 없어 비슷한 금융상품만으로는 모두가 생존하기 힘들다. 더구나 동양사태로 증권사에 대한 고객의 신뢰가 땅에 떨어졌다. 결국 각 증권사가 신뢰구축을 통해 궁극적으로 잘 하는 것에 집중하는 것이 필요하다. 따라서 브로커리지, 자산관리, 상품운용, IB 등 어떤 분야에서든 강점이 있는 기업의 경쟁력이 더욱 강화될 것이다.

Top Picks: 키움증권, 미래에셋증권  
관심종목: 메리츠증권, 신영증권

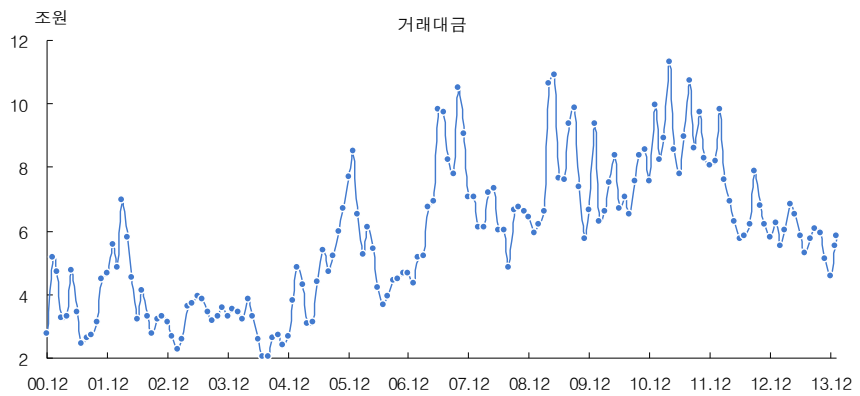
Top Picks는 한국 주식시장구조에 가장 잘 적응하여 브로커리지에 절대적 강점을 가진 키움증권, 다양한 투자처 발굴로 자산관리시장에 새로운 포트폴리오를 제시한 미래에셋증권이다. 최근 탁월한 실적이 돋보이는 메리츠증권과 업황에 구애 받지 않고 지속적 흑자기조 유지하는 신영증권도 중소형주 관심종목으로 추천한다.

## 2. 거래대금 회복의 기미는 없어

거래대금은 당분간  
증가하기 힘들 것

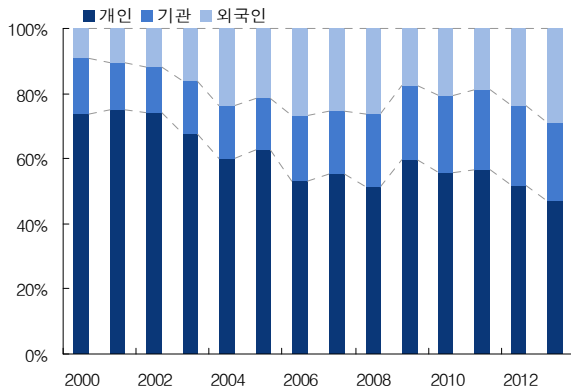
2011년 12조원을 상회했던 거래대금은 지속적인 하향추세를 거쳐 2014년 2월 10일 5조원을 하회하였다. 방향성을 잃은 주식시장은 개인거래비중을 하락시켰다. 거래대금을 이끄는 주체는 개인이다. 따라서 당분간 회복되기 힘들 것으로 보인다. 이는 1) 개인 여유자금의 감소, 2) 주식투자가능 인구 감소, 3) 외국인 및, 기관중심의 장세 때문이다.

도표 1. 지속적으로 감소추세인 거래대금



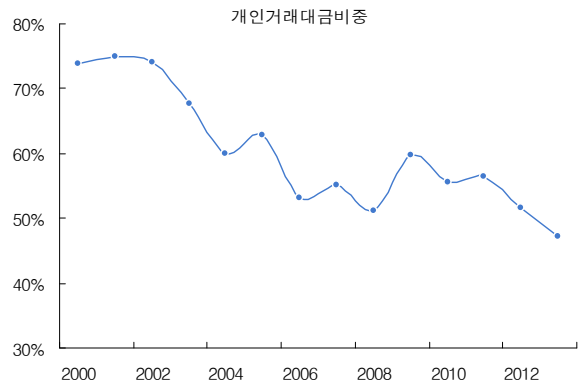
자료: DataGuide, 교보증권 리서치센터

도표 2. 투자자별 거래대금 비중



자료: KRX, 교보증권 리서치센터

도표 3. 개인 거래대금비중은 지속적 감소세



자료: KRX, 교보증권 리서치센터

## 2-1. 개인 여유자금의 감소

### 전세가격 상승은 개인 여유자금 감소 원인

개인의 주요 주식투자 동인(動因)은 가용자금 존재 여부다. 그러나 가용자금이 감소하고 있다. 주요 배경은 첫째, 전세가격 상승이다. 2009년 이후 전세가격 상승률이 가처분소득 증가율을 큰 폭으로 상회(2013년 기준 40.2%p)하고 있기 때문이다. 특히 주식투자에 적극적인 20대 ~30대에게 영향이 컸다. 물론 주식시장에 대한 낙관적 전망이 담보된다면 신용투자의 활성화가 가능하다. 그러나 현재 대내외 불확실성은 이마저 제한하고 있다.

### 정체된 실질임금상승률, 주식투자 제한

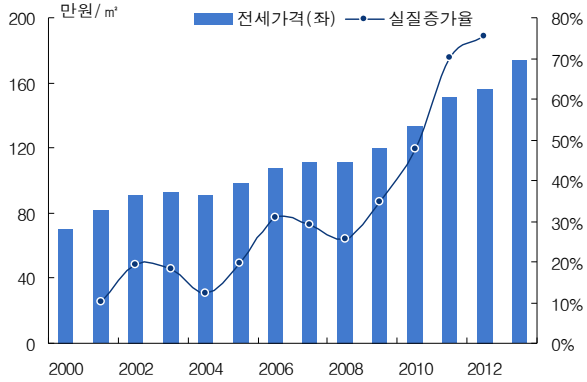
둘째, 마이너스인 실질임금상승률이다. 2013년 한국 경제 성장률은 2.8%였고 2014년 한국은행 전망치는 4.0%이다. 하지만 실질임금 성장률은 처음으로 마이너스를 기록한 2008년부터 2013년까지 2.1%상승에 그쳐 6년째 “임금 없는 성장”<sup>1</sup>이 지속되고 있다. 이는 정규직 근로자 대비 비정규직 근로자들이 차지하는 비율이 높은 수준에서 유지되고 있기 때문이다. 오르는 물가와 정체된 임금, 고용불안은 결국 개인들의 주식투자를 제한한다.

### 1,000조원이 넘는 가계부채, 매년 45조원의 가계자산 증발

셋째, 가계부채문제이다. 부동산 투자비중이 높은 한국 가계자산의 특성 때문이다. 정부가 경기회복을 위한 부동산 투자 활성화 대책을 쏟아내면서 가계부채는 2013년 12월 기준 1,021조를 기록했다. 4분기에만 27조원 이상 증가했다. 2014년 1월 잔액기준 가계대출금리는 평균 4.51%로 이자비용으로만 매년 45조원의 가계자산이 사라지고 있는 것이다. 특히 가처분 소득 대비 가계부채비율은 지속적으로 악화되어 2013년 137%로 최고치를 기록했다.

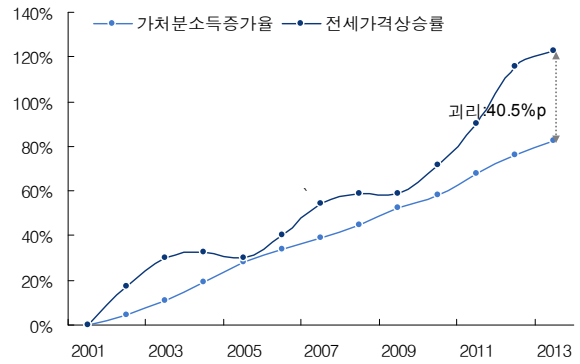
<sup>1</sup> 한국금융연구원 박종규 ‘임금 없는 성장과 기업저축의 역설

도표 4. 물가상승률을 반영한 전세가격의 실질증가율



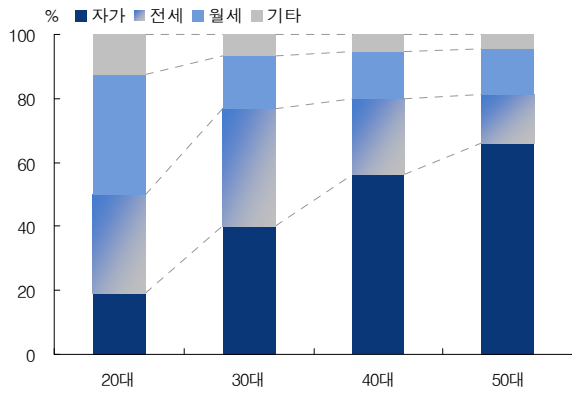
자료: 부동산114, 교보증권 리서치센터

도표 5. 전세가격상승률 > 가처분 소득 상승률



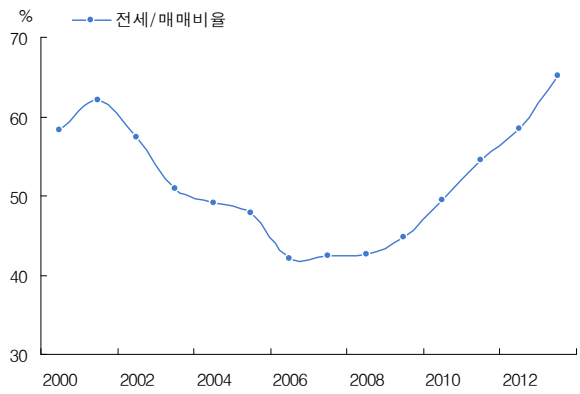
자료: 부동산114, 한국은행, 교보증권 리서치센터

도표 6. 전세비중이 높은 20-30대



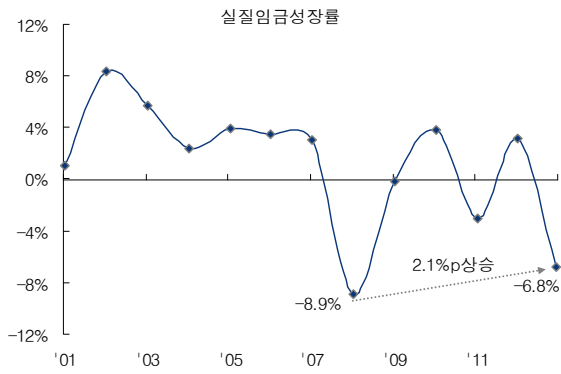
자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

도표 7. 전세/매매비율 추이



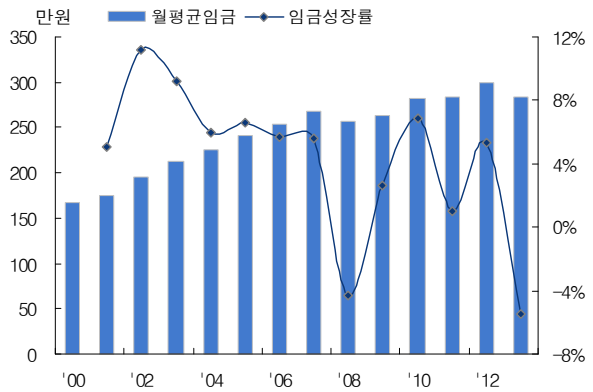
자료: 부동산114, 교보증권 리서치센터

도표 8. 실질임금성장률은 마이너스상태



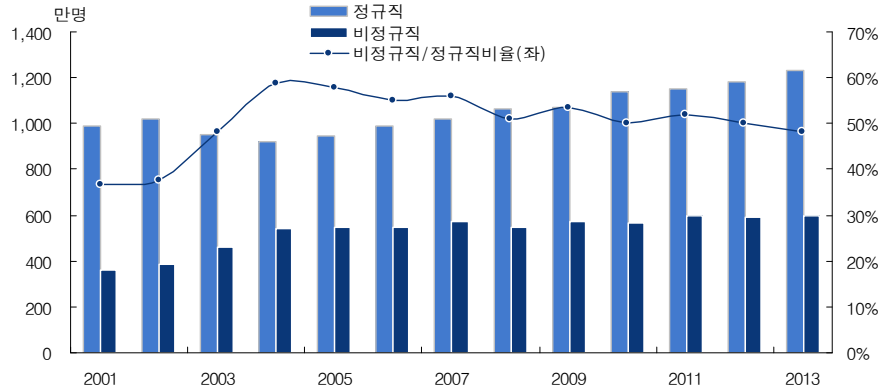
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

도표 9. 명목월평균임금과 성장률



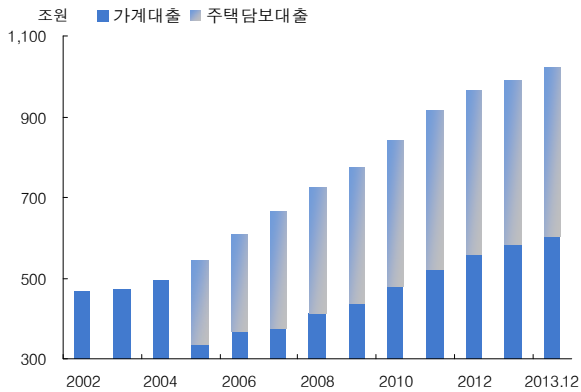
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

도표 10. 높은 수준에서 유지되고 있는 비정규직 비율



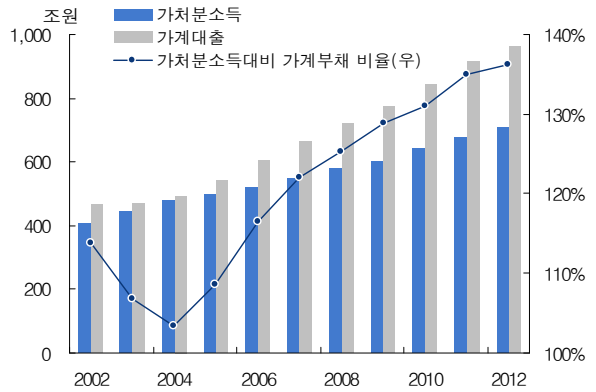
자료: 교보증권 리서치센터

도표 11. 1,021 조원을 기록한 가계부채



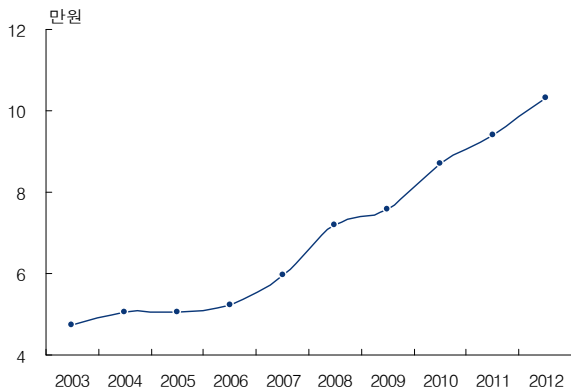
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

도표 12. 가처분소득대비 가계부채비율은 악화일로



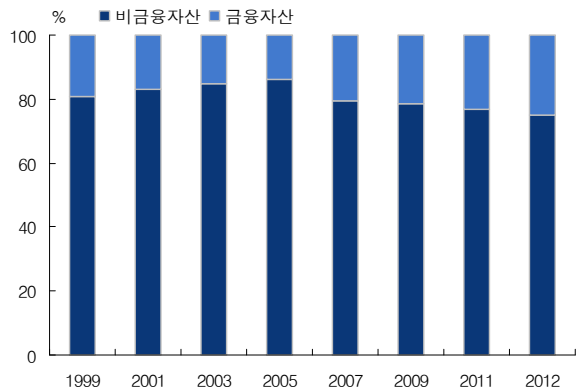
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

도표 13. 가구당 월평균 이자비용도 증가세



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

도표 14. 비금융자산이 월등히 많은 국내 가계자산구조



자료: 금융투자협회, 교보증권 리서치센터

## 2-2. 주식투자 할 사람이 없다

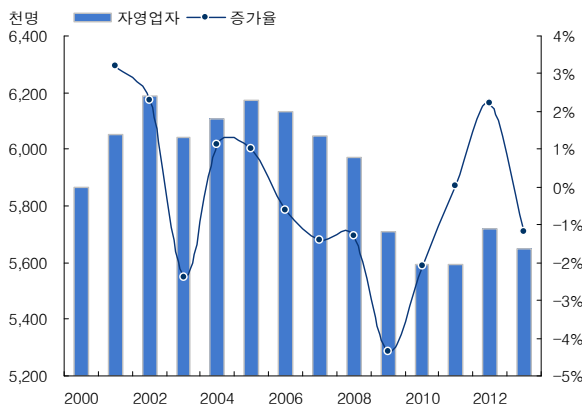
경제활동인구의 대부분을 차지하는 청년층과 베이비부머 세대의 침몰은 주식시장 활기 저해

주식투자 할 사람이 줄어들고 있다. 국내 경제활동인구 절반의 여유자금이 감소하고 있기 때문이다. 경제활동인구 2,565만 명중에서 20~29세 청년층과 베이비부머세대가 차지하는 비율은 47.2%이다. 이들 대부분이 다음과 같은 이유로 가용자금부족에 시달린다.

베이비부머세대 대부분의 활발한 자영업 진출에도 불구하고, 창업 성공률이 높지 않다. 자영업은 일반적으로 은행대출을 포함한 채 시작한다. 따라서 자영업 가구의 평균부채는 일반 가구 평균보다 65%나 높다. 월 매출로 고정비용을 간신히 충당하기도 힘든 점포가 상당하고 부도율도 증가하고 있다. 베이비부머세대는 712.5만명으로 전체 인구의 14.6%를 차지한다.

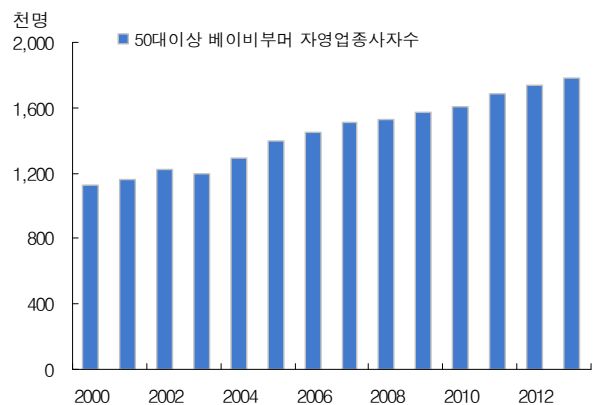
청년층 상황도 쉽지 않다. 20대~30대 인구는 취업난, 학자금 대출과 앞서 언급한 전세 가격 상승에 시름한다. 2010년 기준 20~29세 전체 대출자 중 학자금 대출자는 15.4%인 76.6만명이다. 하지만 이는 정량수집이 가능한 한국장학재단에서 대출받은 인원만 포함된 것으로 일반예금기관과 제 2 금융권까지 합산하면 훨씬 증가할 것이다. 더욱이 취업난으로 학자금 상황이 어려워 20대 저신용 하락률은 27.9%로 모든 연령대 중 가장 높다. 이들의 침몰은 주식시장의 활기를 떨어뜨린다.

도표 15. 전체 자영업자수는 감소세



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

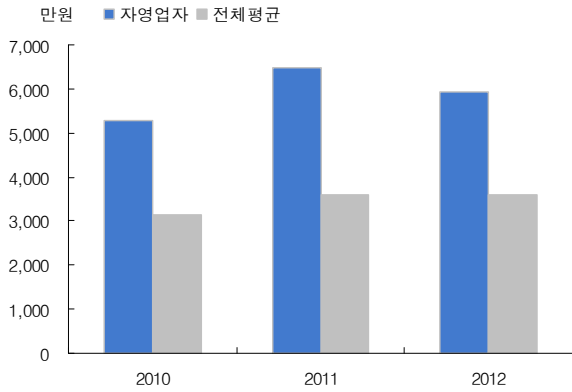
도표 16. 베이비부머 자영업 종사자수는 증가



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

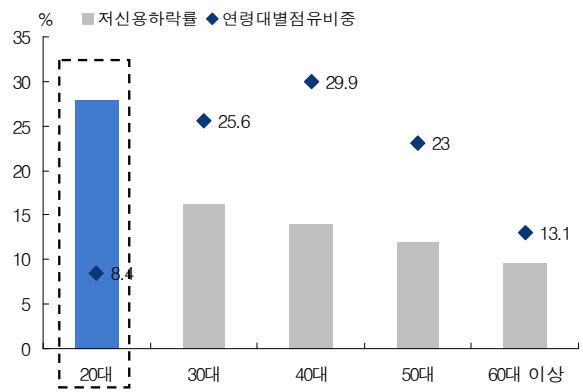


도표 17. 자영업자 부채는 전체가구 평균을 상회



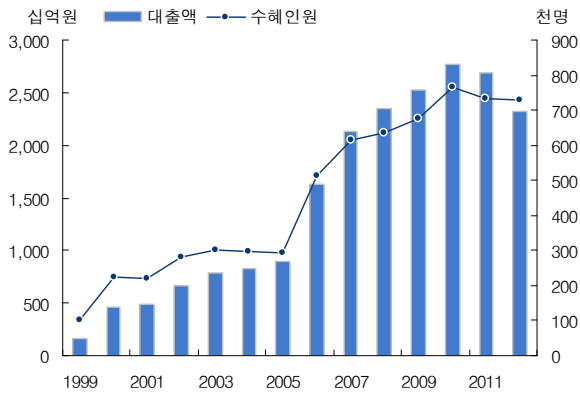
자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

도표 18. 연령대별 저신용자 하락률



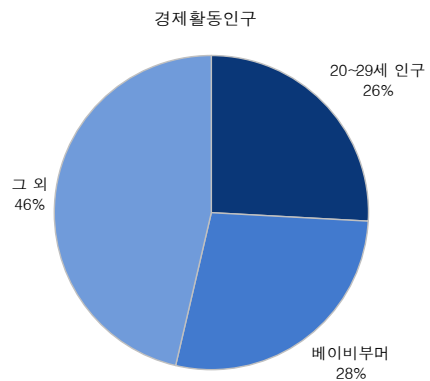
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

도표 19. 대학생 학자금대출 추이



자료: 한국장학재단, 교보증권 리서치센터

도표 20. 베이비부머+청년층 인구비중



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

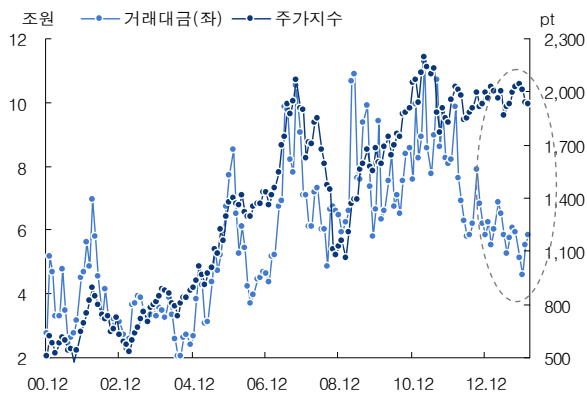
### 2-3. 기관 외국인 중심의 장세 지속

#### 주식시장 변동성 감소로 개인의 관심도 하락

국내 개인투자자들은 단기 투자 성향을 보여 거래회전율이 주식시장 변동성과 비례하는 양상을 보인다. 단기적인 투자 기회는 주가의 등락이 잦고 클 때 나타난다. 따라서 시장의 변동성 감소는 개인투자자들의 관심하락으로 이어진다.

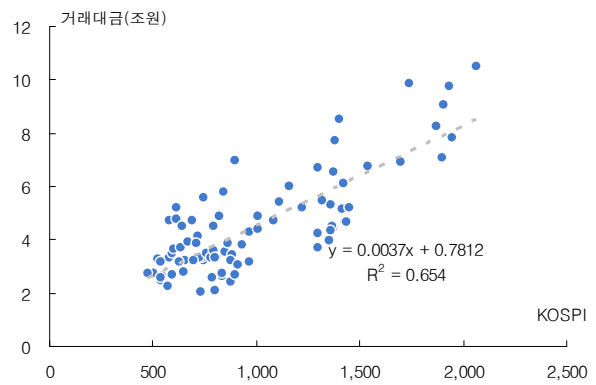
기관과 외국인 중심의 단조로운 장세 지속이 거래대금 회복을 지연시키는 것은 이 때문이다. 2008년을 기점으로 종합주가지수와 거래대금의 상관관계가 약해졌다. 주식시장 변동성도 2000년대 절반수준 까지 줄어들었다. 지수의 박스권이 연출 되면서 지지부진한 장세가 지속되는 것이다.

도표 21. 거래대금과 주가지수 연관성은 약해진 상태



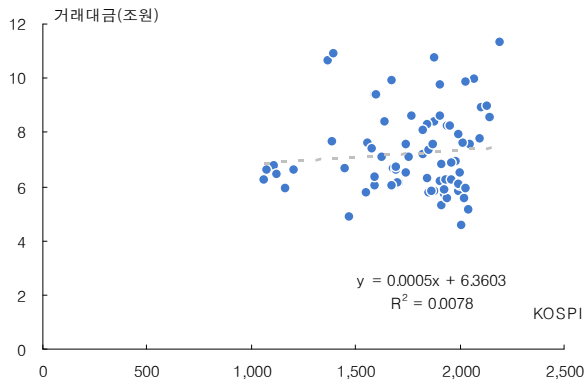
자료: Bloomberg, DataGuide, 교보증권 리서치센터

도표 22. 거래대금과 주가지수-2008년 이전



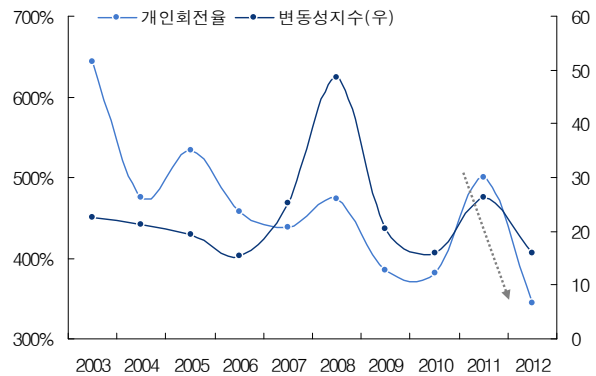
자료: DataGuide, 교보증권 리서치센터

도표 23. 거래대금과 주가지수-2008년 이후



자료: DataGuide, 교보증권 리서치센터

도표 24. 개인회전율-변동성지수\_동반하락



자료: KRX, 교보증권 리서치센터

### 3. 증권산업의 구조적 문제

#### 3-1. 한정된 시장에 플레이어는 너무 많다

정부주도의 비유기적 M&A가 절실한 상황

현재 국내 증권사 수는 62개이다. 금융위원회는 2008년 5월 자본시장통합법 도입에 맞추어 증권업의 시장 진입 요건을 완화하였다. 신규 증권사 유입에 따른 경쟁유도를 통해 기존 증권업의 경쟁력을 제고하기 위함이었다. 증권사 수는 증가했고 미국발 금융 위기가 닥쳤다. 수익성이 악화된 증권사들의 치킨게임이 시작되었고 ‘0’에 수렴하는 브로커리지 수수료 경쟁이 본격적으로 진행되었다.

당연히 산업 전체의 수익성은 훼손되었다. 파이는 줄어들고 있는데 국내 증권사 수는 아직도 그대로다. 은행과는 달리 대주주 특성상 증권사 유기적 M&A는 쉽지 않기 때문이다. 2013년 9월 국내 증권업 ROE는 0.46%수준이다. 주주만 바뀌는 형태의 M&A는 업계에 영향을 미치지 않는다. 결국 시장 점유율에 변화를 일으킬 만한 수준의 정부주도의 장기적 M&A가 필요하다.

국내 환경상 현재보다 50%이상의 증권사가 감소해야 수익성 유지 가능

자본시장연구원에 따르면 2004년 국내 증권사의 환경과 수익구조를 감안하였을 때 적정 증권사수는 30개 이내로 추산되었다. 지금의 영업환경은 그때와 크게 다르지 않거나 오히려 악화되었다. 즉 현재보다 50%이상의 증권사가 감소해야 수익성이 유지될 수 있는 것이다. 실질적으로 2013년과 2012년 말 기준 ROE 산출 시, 상위 30개사 단순합산으로 계산한 ROE는 각각 0.46%→3.14%, 2.95%→4.40% 로 개선되는 효과를 보였다. 특히 2013.3Q기준으로는 6.8배 증가했다.

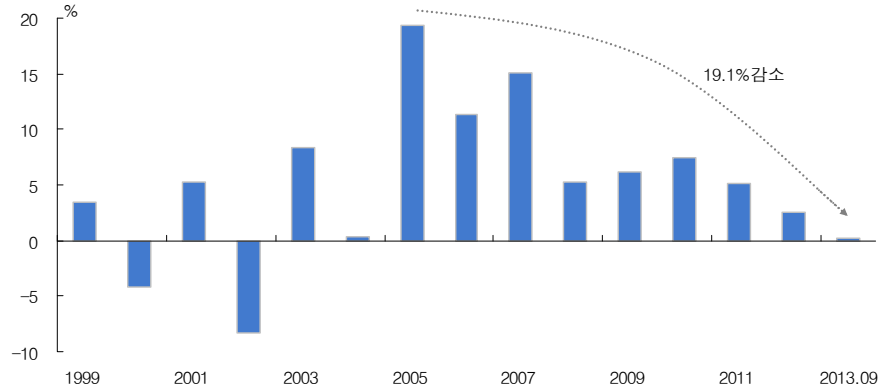
#### 도표 25. 진입장벽이 매우 낮은 금융투자업 인가 요건

##### 금융투자업 인가요건

1. 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 자일 것
  - 가. 「상법」에 따른 주식회사이거나 대통령령으로 정하는 금융기관
  - 나. 외국 금융투자업자(외국 법령에 따라 외국에서 금융투자업에 상당하는 영업을 영위하는 자
2. 인가업무 단위별로 5억원 이상으로서 대통령령으로 정하는 금액 이상의 자기자본을 갖출 것
3. 사업계획이 타당하고 건전할 것
4. 투자자의 보호가 가능하고 그 영위하고자 하는 금융투자업을 수행하기에 충분한 인력과 전산설비, 그 밖의 물적 설비를 갖출 것
5. 임원이 제 24 조에 적합할 것
6. 대주주나 외국 금융투자업자가 다음 각 목의 구분에 따른 요건을 갖출 것
  - 가. 제 1 호가목의 경우 대주주(최대주주의 특수관계인인 주주를 포함하며, 최대주주가 법인인 경우 그 법인의 중요한 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있는 자로서 대통령령으로 정하는 자를 포함한다)가 충분한 출자능력, 건전한 재무상태 및 사회적 신용을 갖출 것
  - 나. 제 1 호나목의 경우 외국 금융투자업자가 충분한 출자능력, 건전한 재무상태 및 사회적 신용을 갖출 것
  - 6 의 2. 대통령령으로 정하는 건전한 재무상태와 사회적 신용을 갖출 것
7. 금융투자업자와 투자자 간, 특정 투자자와 다른 투자자 간의 이해상충(利害相衝)을 방지하기 위한 체계를 갖출 것

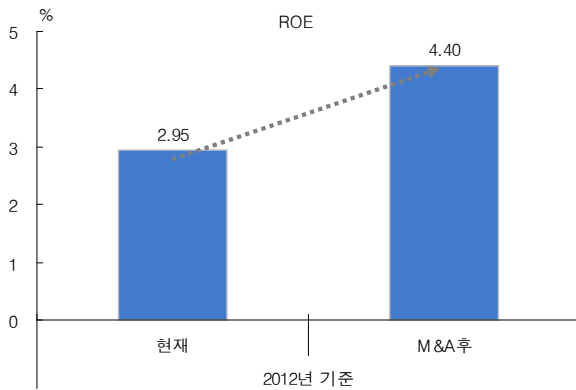
자료: 금융위원회, 교보증권 리서치센터

도표 26. 지속적 감소추세인 국내 증권사 ROE



자료: 교보증권 리서치센터

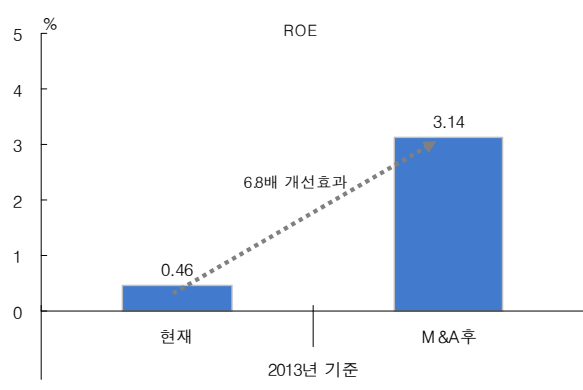
도표 27. 30 개 증권사로 통폐합되었을 때 ROE 효과\_2012년



자료: 금융통계시스템, 교보증권 리서치센터

\*2013년 당기손익은 연율화 했음, 상위 30개사 단순합산기준

도표 28. 30 개 증권사로 통폐합되었을 때 ROE 효과\_2013년



자료: 금융통계시스템, 교보증권 리서치센터

도표 29. 최근 5년간 증권업 주요 이벤트(요약)

	2008	영향	2009	영향	2010	영향	2011	영향	2012	영향	2013	영향
주요 이벤트	수수료경쟁 심화 시작	↓	정책금리인하, QE1 시행		QE2 시행	↑	유럽위기 발생	↓	QE3 시행	↑	자본시장법 개정 안 국회 통과	-
	미국발 금융위기로 지수하락	↓	→거래대금 급증	↑	Wrap, ELS 의 본격적 성장	↑	1 차 LTRO 시행	↑	2 차 LTRO 시행	↑	개인 거래비중 50%미만 감소	↓
	신규인허가 증권사 10 개	↓	(일평균 10.8 조원)				미국 더블딥 우려	↓	ETF 시장 성장 (거래비중 11%)	↑	우리금융지주 민영화 발표	-
			자본시장법 시행	↑			대형증권사 유상증자 시행	-			미 연준 Tapering 시행	↓
증권업 영향						Wrap 수수료 규제	↓					
	브로커리지 수익 감소시작		유동성증가로 수익성 증가		자산관리부문 강화, 수익성 개선		투자심리 위축, 수익성 감소		ETF 성장으로 자산관리 수요감소		거래대금 급감, 증권업지수 금융위기 이후 최저점 기록 (1,548.77pt→1,520.88pt)	

자료: 교보증권 리서치센터

도표 30. 최근 5년간 증권업 주요 이벤트

년도	이벤트	산업동향
2008	"0"에 수렴하는 브로커리지 수수료 경쟁의 본격적인 시작	기존 big5 증권사(대우, 삼성, 우리, 현대, 대신)의 MS 감소 전체적인 산업의 수익성 훼손
	증권업 신규 인허가(54개→62개) 자본력이 뒷받침된 은행, 그룹사들의 증권업 신규진출 IBK 투자증권, KTB 투자증권, SC 제일투자증권, 토러스증권 LIG 투자증권, ING 증권중개, 와우증권중개, 바로증권중개 리먼브러더스증권, BNP 파리바증권 그 외 현대차의 신흥증권 인수	
	베어스턴스 헐값 매각	JP 모건이 부채를 모두 인수하면서 국내금융기관 손실은 미미
	증권유관기관 수수료면제	수수료 추가적 하락
	리먼브러더스 파산	손실규모는 크지 않으나 증권주에 대한 투자심리 악화요인
	결론	수수료 경쟁 심화에 의한 브로커리지 수익 감소, 해외금융위기까지 겹쳐 시장지수 하락과 변동성 확대, 신용스프레드 확대, IB 시장 위축등 증권업계에는 악화일로였음.
2009	정책금리인하	신용스프레드 축소로 채권 평가이익 증가
	거래대금 급증(최고 일평균 10.8 조원)	브로커리지 수익창출력에 집중, 수익성 개선
	자본시장통합법 시행	신규업무는 확대되고 CMA 계좌수는 늘었지만 가시적인 성과는 없었음
	하반기 이후부터 개인거래감소로 증권시장 자금이탈 현상 발생	
결론	2008년 12월 단행된 정책금리 인하와 유동성의 증가로 거래대금이 급증하면서 상반기 증권사 수익성은 개선되었으나 하반기 이후부터 진행된 개인거래대금 감소와 회전을 하락으로 브로커리지에서의 모멘텀 감소, 자본시장법 시행에도 불구하고 IB, PI에서의 의미있는 수익구조 다변화는 나타나지 않았음.	
2010	펀드판매보수하락	Wrap 시장의 성장, ELS 발행 증가 등 간접투자상품시장에서의 변화 감지
	남유류재정위기	
	증권사 콜거래 규제(금융투자회사 유동성 리스크 관리기준)	
	미국, 일본의 양적완화조치	유동성 증가로 외국인의 매수세 증가, 개인투자자 비중도 높아져 거래대금 증가 (9.2조원)
	IPO, 유상증자, 회사채 발행 증가	증권사 IB 부문 실적개선
결론	2009년 거래대금 폭증 이후 새로운 모멘텀이 없어 상반기 증권업은 부진했으나 하반기 코스피가 1800 포인트를 탈출하면서 업황개선 기대감 및 선진국 양적완화 조치로 주가에 긍정적 작용, 특히 Wrap 및 ELS, IB 부문의 성장이 두드러지고 자산관리부문 강화움직임이 빨라짐	
2011	일본지진사태	일본인 투자자의 한국 주식시장 참여비중은 1.5%정도로 자금유출에 따른 충격은 크지 않음
	정부 Wrap 선취수수료 규제, 수수료 인하	3월 한달간 약재반영으로 증권주 침체
	4월 코스피 거래대금 12.7조원 사상 최고치 기록	브로커리지 증권사 이익 개선 견인, Wrap의 폭발적 성장
	한국형 헤지펀드 도입	
	6월 QE 종료, 그리스부채문제, 기준금리 인상	개인매매비중 큰 폭으로 하락, 채권부문 평가손 발생, 전반적 증권사 실적 둔화
	자본시장법 개정: 대형 IB 육성방안책 발표, NCR 규제완화	대우증권(1.4조원), 우리투자증권(6천억원), 삼성증권(4천억원), 현대증권, 한국투자증권(7.3천억원) 유상증자
	미국신용등급 강등	
	유럽 ECB 1차 LTRO 시행	
결론	거래대금증가, 자본시장법 개정 등 호재에도 불구하고 유럽 소비리스크, 미국 더블딕우려 등 매크로 환경 악화와 랩어카운트 수수료인하 및 마진축소, 대형증권사들의 유증에 따른 밸류에이션 희석 우려 부각 등으로 상반기 개선되던 증권업은 하반기 수익성 악화 및 De-rating 지속됨	
2012	유럽 ECB의 2차 LTRO 시행, 미연준 초저금리유지 확약, QE3 가능성 언급	유동성 증가로 1~2월기간중 업종 내 가장 큰 상승률 기록(코스피 11.2%↑, 증권업종 26.1%↑)
	BOE 500억 파운드 공급결정, BOJ 국채매입규모 증가	

2012	중국 지준율 0.5% 인하	
	헤지펀드시장 성장	초기 1,500 억원 수준 설정액 5,000 억원 상회
	ELW LP 호가 규제	11 년 2 조원을 넘던 ELW 시장 일 거래대금 5 천억원대로 급감
	유관기관 수수료 20%인하	영업익 2% 증가효과(온라인증권사위주)
	자본시장통합법 개정안 통과 무산	유증 증권사들의 수익성 훼손, 증권주 방향성 상실
	유럽재정위기 악화, 글로벌 경기침체 우려 확산	주식거래대금 일평균 5.5 조원수준으로 급감, 증권사 평균 ROE5.1%로 이익모멘텀 제한 상반기 증권사 어닝쇼크 발생
	ETF 시장의 성장(거래대금 기준 전체시장의 11%차지), MTS의 빠른성장	소비자들의 수수료 민감도 증가, 펀드잔고 및 랩잔고 감소
	미 연준 QE3 발표	지수는 상승했으나 거래대금은 재차 위축됨
결론	증권사 수익원 다변화로 거래대금증가가 더 이상 증권사 수익증가로 이어지지 않는 가운데 모바일거래 증가, 수수료 경쟁과다, 미 연준의 QE3 발표에도 불구하고 안전자산 선호현상으로 거래대금의 급감은 브로커리지 수익성 개선이 이뤄지지 않았으며 초저금리 유지기조는 증권사의 채권운용수익마저 급감시킴.	
	2013	한국형 헤지펀드 설정액 1 조원 상회
2013	자본시장법 개정안 국회 통과	이미 악화된 투자심리를 되돌리기엔 부족했음
	금융위 증권사 영업활력 제고 방안 발표	규제완화 긍정적이나 수익에 미치는 영향은 크지 않음
	코넥스 시장 개장	의미있는 영향 없음
	우리금융지주민영화발표	증권주 영향은 미미
	금리인하에도 불구하고 QE 종료 가능성으로 시장금리 상승	채권평가손 증가로 실적악화
결론	거래대금 급감으로 브로커리지 수익 하락, 시장금리 상승으로 채권운용수익 감소 및 채권평가손 발생, 간접투자상품에 대한 수요감소 등 증권사 수익구조 어느부분에서도 개선여지가 없어 서브프라임 이후 증권업종 지수 최저점 육박	

자료: 교보증권 리서치센터

### 3-2. 갈수록 심화되는 산업 경쟁강도

**증권업 경쟁강도 심화원인:**

- 1) 같은 사업모델
- 2) 정부의 NCR규제

한국 증권산업의 경쟁강도는 매우 심화된 상태이다. 원인은 다음과 같다. 첫째, 국내 증권사 대부분이 브로커리지 위주의 무차별적 사업모델을 영위하고 있기 때문이다. 줄어드는 파이+낮은 진입장벽+같은 사업모델=수익성 악화의 필연적 결과이다.

둘째, 정부의 NCR규제 영향 때문이다. 자본활용을 제한하기 때문에 Risk Taking을 꺼리고 안정적인 수익원에 매달리는 것이다. 현행규제는 위험자산대비 자기자본비율 150% 유지하도록 되어있지만 국내 증권사들의 평균은 2013년 9월말 기준 496.9%로 이를 훨씬 상회한다. 2013년 5월 정부는 증권사 영업활력 제고방안 및 증권회사 M&A 촉진방안을 통해 NCR규제 완화의지를 보였다. 하지만 국민연금 등 주요 연기금들이 수탁 기관 선정 관련 진입상한을 완화해야 가시적 움직임이 가능할 것이다.

**줄어드는 브로커리지의 대안은 결국 자산관리**

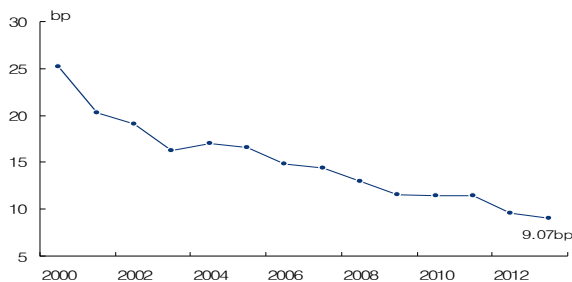
그렇다면 대안은 무엇인가? 결국 자산관리이다. 중산층 중심의 직접투자 감소로 위탁중개 형태의 증권 산업 모델이 재편될 수 있다. 부유층 중심의 간접투자방식 자산관리가 선호될 수 있는 것은 이 때문이다. 소득의 양극화가 심화되는 가운데 거액자산가(HNW) 비중은 증가하는 추세다. HNW는 개인뿐만 아니라 사업체부터 재단까지 법인 형태도 포함 되어있다. 따라서 자산의 증대는 지속적이며 다양한 형태로 가능하다.

2011년도에 1,000억원 이상 순이익을 시현한 증권사는 총 7개였으나 2012년도에는 미래에셋증권, 삼성증권, 한국투자증권 3개사에 불과했다. 이들 증권사는 모두 자산관리가 뛰어난 회사이다. 이는 수익구조의 안정성 측면에서 중요한 시사점을 제공한다. 성장이 둔화되고 있지만 자산관리 시장은 브로커리지의 부진을 보완할 수 있는 대안이 될 수 있는 것이다.

**궁극적으로 핵심경쟁력 강화로 차별화 필요**

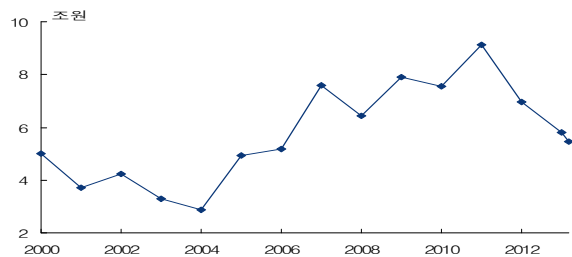
하지만 궁극적으로 잘 하는 것에 집중하는 것이 필요하다. 현재상황은 2007년 펀드나 Wrap 열풍처럼 혁신적인 상품이 나오지 않는 한 비슷한 금융상품만으로 모두가 생존하기 힘들다. 더군다나 동양사태로 증권사에 대한 고객의 신뢰가 땅에 떨어졌다. 결국 각 증권사가 신뢰구축을 통해 고유의 강점을 가지고 소비자와의 협상력을 키우는 것이 중요하다.

도표 31. 증권사들의 브로커리지 수수료율은 지속적 감소세



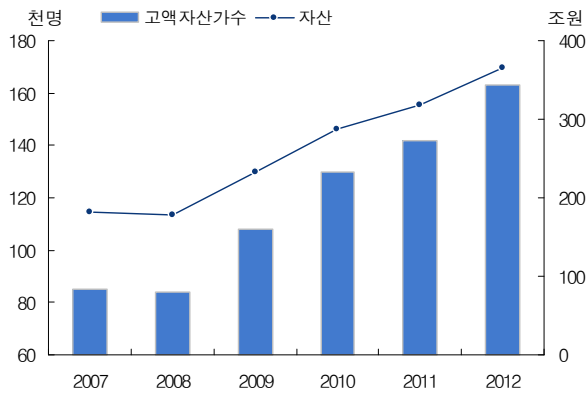
자료: 금융통계시스템, 교보증권 리서치센터

도표 32. 연평균 거래대금\_줄어드는 파이



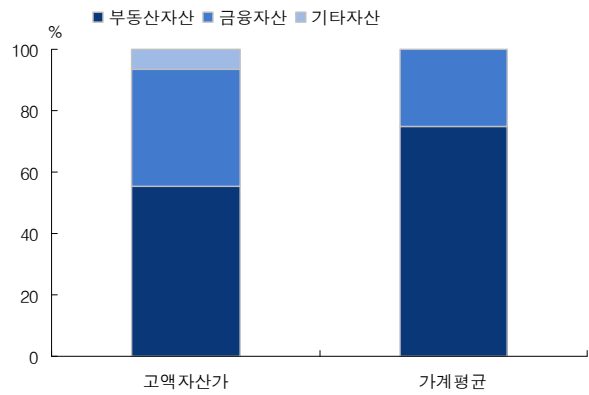
자료: DataGuide, 교보증권 리서치센터

도표 33. 꾸준히 증가하는 고액자산가와 자산규모



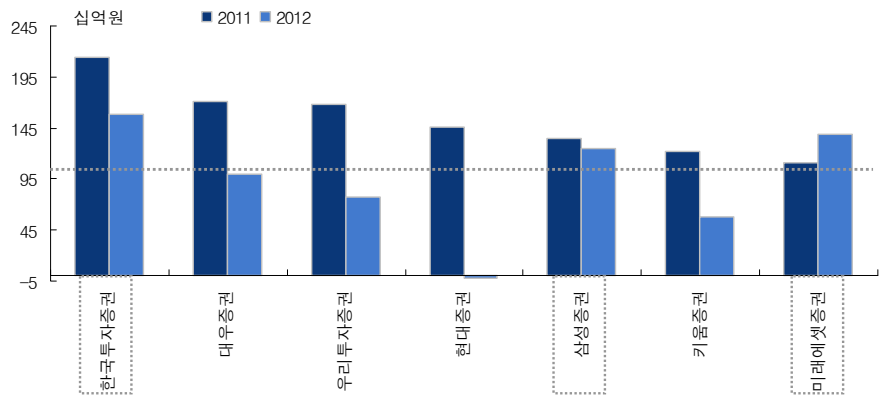
자료: KB금융지주연구소, 교보증권 리서치센터

도표 34. HNW의 금융자산의 비중은 가계평균보다 높음



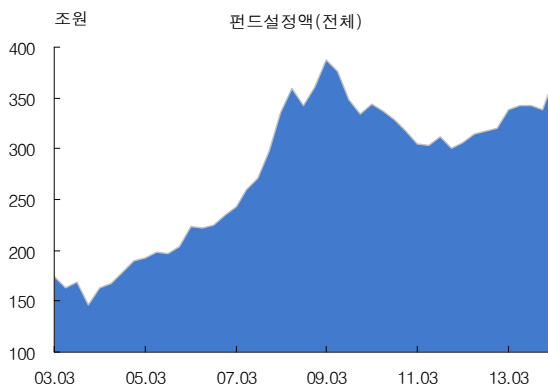
자료: KB금융지주연구소, 금융투자협회, 교보증권 리서치센터

도표 35. 자산관리형 증권사의 양호한 수익성



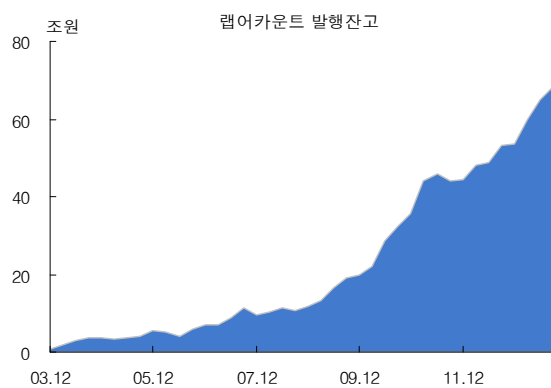
자료: 금융통계시스템, 교보증권 리서치센터

도표 36. 간접투자자산 펀드설정액 추이



자료: 금융투자협회, 교보증권 리서치센터

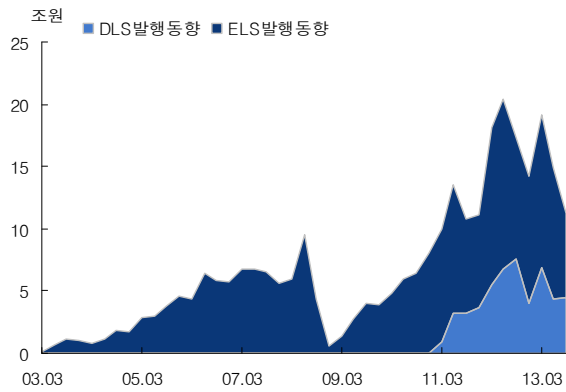
도표 37. 간접투자자산 랩어카운트 발행잔고 추이



자료: 금융투자협회, 교보증권 리서치센터

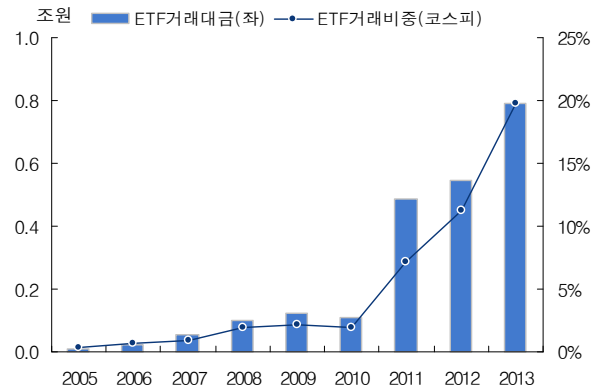


도표 38. 간접투자자산 ELS, DLS 판매잔고 추이



자료: 금융투자협회, 교보증권 리서치센터

도표 39. 간접투자자산 ETF거래대금 및 거래비중



자료: KRX, 교보증권 리서치센터

## 4. 그나마 긍정적 요인, 정부의 산업활성화 의지

### 정부, 최악인 증권업황에 대한 상황 인식

2013년 12월 금융당국은 증권회사 인수·합병(M&A)촉진방안을 발표했다. 주요 골자는 1)M&A 추진 증권회사에 대해 투자은행(IB) 지정요건 완화, 2)개인연금신탁 업무와 사모펀드 운용업 허용 등의 인센티브 부여 3)M&A를 제약하는 영업용순자본비율(NCR) 제도를 개선해 증권사 M&A의 장벽을 낮춘 것이다. 이미 매물로 나온 증권사가 10여 개나 되는 가운데 실효성에 대한 의문은 존재한다. 하지만 정부가 현 증권산업이 위기에 처했다는 인식을 갖고 구조조정에 의지를 보인 점은 긍정적이다. 상황에 대한 인식은 당장은 힘들겠지만 오랜 시간에 걸쳐 산업이 재편될 수 있을 것이란 희망을 준다.

### 일본 증권업, 정부주도 M&A로 브로커리지 의존도 50%→20%이하로 하락

장기침체와 저금리상황하에서 정부주도 M&A를 논의하기 위해선 일본의 증권산업 재편을 언급하지 않을 수 없다. 일본정부는 '90년대 버블 붕괴 이후 침체된 증권산업 육성을 위해 일본판 빅뱅을 추진했다. '91년 말부터 도산·폐업·피합병된 일본 증권회사 수는 총 147개에 달했다. 그러나 인가제에서 등록제변경으로 '12년 말 285개사로 증권사 총 개수는 늘었다. 많은 증권사가 없어지고 새로 생기는 과정에서 업계재편이 이루어졌다. 대형-중소형사 비중이 감소하고 대형2사, 은행계, 외자계, 온라인증권으로 특화업무에 집중되었다. 결과적으로 50%이상을 차지하던 위탁매매수익은 '09년 이후 20%이하로 하락하였다. 대신 펀드판매 및 기타수수료를 포함한 자산관리 수익이 40% 이상으로 확대되었다.

### 금융당국의 증권업관련 정책 발표는 산업재편에 대한 방향성 설정

금융당국은 '13년에만 [증권사 영업활력 제고방안], [증권회사 M&A촉진방안] 등 증권산업 육성을 위한 정책을 두 번이나 발표했다. 양(兩) 안의 공통점은 증권사간 기능분화 유도과 M&A이다. 산업재편은 단시간에 이루어 질 수 없다. 일단은 시도를 위한 방향성이 설정되었다. 일본과 같은 성공적 구조변화를 위해서는 효율적 기능분화와 의미 있는 M&A, 그리고 시간이 필요하다.

도표 40. 현재 매각대상 증권사

(단위: 십억원)

증권사	자기자본	매각 진행 상황
우리투자증권	3,478.3	NH 금융지주 패키지 인수
현대증권	3,023.0	산업은행 PE 경영권 인수 후 재매각 예정
동양증권	1,304.4	대만 유안타증권 인수
아이엠투자증권	378.7	CXC 종합캐피탈 정밀실사 종료, 주식양수도 계약(SPA)위한 가격조정 협상
이트레이드증권	316.5	사모펀드(G&A)가 펀드 해산위해 매각결정, 작업 지연
골든브릿지투자증권	184.9	
리딩투자증권	73.3	큐캐피탈파트너스 인수포기, 매각 무산
LIG 투자증권	188.9	LIG 손보매각과 맞물려 진행 예정
한맥투자증권	20.3	매각난항
흥국증권	43.0	

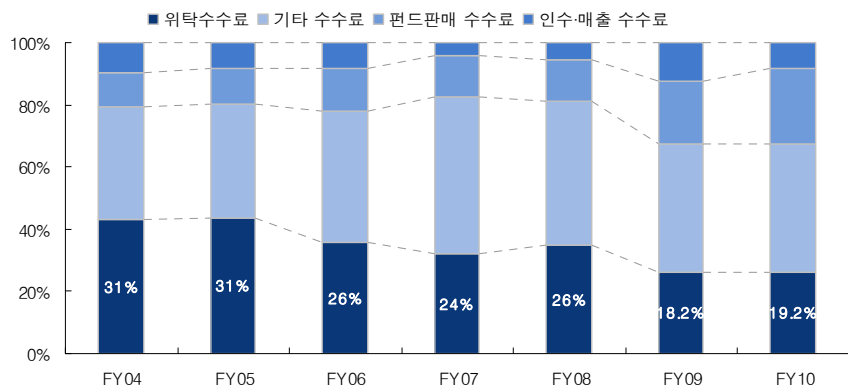
자료: 교보증권 리서치센터

도표 41. 일본 증권업계 재편내용

구분	대표 증권사명	특징
대형증권	노무라 다이와 SMBC	- 기존 단일증권사 형태에서 지주회사전환을 통해 증권 및 자산운용 자회사간 시너지효과 추구
은행계	미즈호 SMBC 니코	- 은행의 증권회사 인수합병을 통해 은행-증권업권간 협력강화
은행+외국계	미쓰비시 UFJ 모건스탠리 모건스탠리 MUFG	- 은행계열 증권사와 외국계 증권사의 합병으로 대형화 추구
외국계	골드만삭스 JP 모건	- '90년대 이후 20여개의 외국계회사가 신설되어 wholesale 업무수행
온라인	마쓰이 카부닷컴 라쿠텐	- 증권업의 등록제 전환 및 온라인거래 확산으로 온라인사 급성장

자료: 금융투자협회, 교보증권 리서치센터

도표 42. 일본 증권업 수익구조 추이



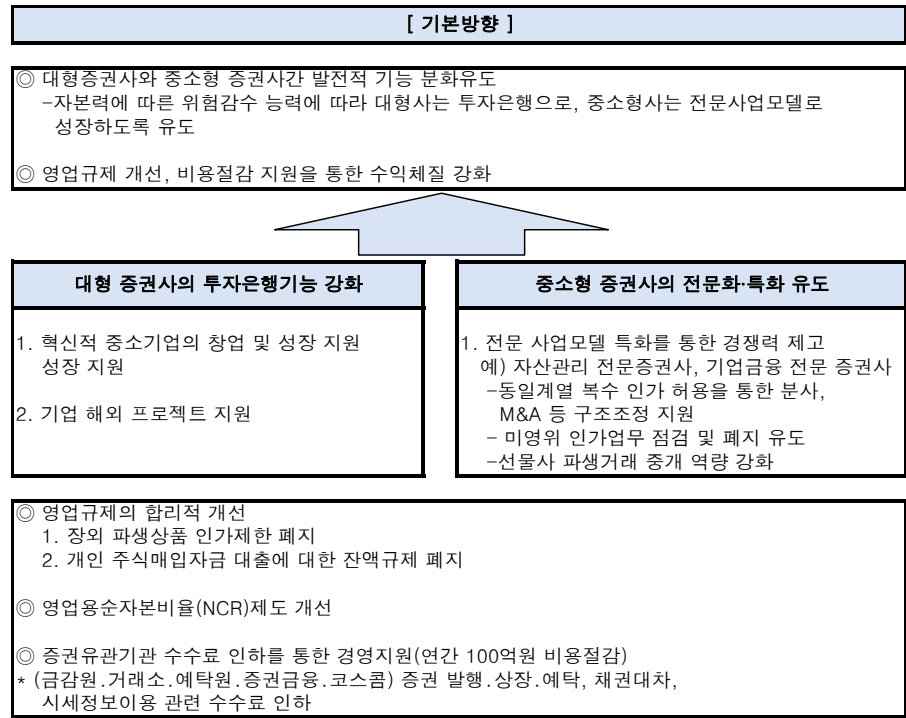
자료: 금융투자협회, 교보증권 리서치센터

도표 43. 증권회사 M&A 촉진방안 [2013년 12월 발표]

촉진방안		필요조치	시행시기
인센티브	IB 지정요건 완화	자기자본기준 3조→2.5조원 자기자본 5000억 이상 증가 M&A	2014년 1/4분기 중 법률 개정안 국회 제출 → '14년 하반기 시행목표
	개인연금신탁업 허용	자기자본 1~3천억원 이상 증가 M&A	2014년 2/4분기 중 시행
	사모펀드 운용업 허용	자기자본 0.5~1.5천억원 이상 증가 M&A	2014년 2/4분기 중 시행
경영부진 증권회사 등에 대한 적기시정조치 요건 강화		경영개선권고 -2년연속 당기순손실+레버리지비율 900% -레버리지비율만 1100%인회사→신규업무 제한이나 증자, 감자권고 등 경영개선 요구 -2년연속 당기순손실+레버리지비율 1100%이상 -레버리지비율만 1300%이상인 회사→영업일부정지 혹은 매각요구 등 조치	2014년 2/4분기 중 시행 * 2014년 회계연도 경영실적부터 적용 * 레버리지 비율 규제는 2016년부터 적용
M&A 관련 NCR 제도 개선		M&A를 위한 자회사 출자금을 자본에서 전액 차감하지 않도록 개선	2014년 2/4분기 중 시행

자료: 금융위원회, 교보증권 리서치센터

도표 44. 증권사 영업활력 제고방안 [2013년 5월 발표]



자료: 금융위원회, 교보증권 리서치센터

## 5. 기타 고려사항

### 5-1. KRX 상장이슈

#### - KRX상장 시 증권업 활성화 요인

1. 신규자금유입: 한국거래소는 30여 개의 증권사들이 2~5% 정도 지분을 보유한 상황, 따라서 공공기관 해제 후 상장한다면 평균 1,000억원의 Cash Flow유입

\* FY2013 ROE 5.58%, 당기순이익 1,220억원 시현, NYSE유로넥스트와 호주증권거래소와의 비교를 통해 산출한 KRX지분가치는 3조 2,000억원 수준

2. M&A동인: KRX공정가치 지분이 시가총액을 상회하는 증권사도 있는 바 새로운 현금유입으로 기업가치 재평가 이슈 부각

#### - KRX상장 가능성 점검

1. 정부지분이 없기 때문에 무기한 공공기관으로 지정 할 수 없는 상황

2. 2009년 MB정부시기 방만경영으로 공공기관 지정된 한국거래소는 현재 구조조정 진행 중, 현 정부의 스탠스가 창조경제이기 때문에 가시적 성과가 도출되면 충분히 민영화 가능성 존재

도표 45. 한국거래소 지분가치 산정방법

	연도	한국거래소	호주증권거래소	NYSE 유로넥스트
자기자본 (십억원, Mn\$)	2011	2,131	2,995	6,933
	2012	2,190	3,322	6,643
당기순이익 (십억원, Mn\$)	2011	260	339	619
	2012	122	348	348
ROE (%)	2011	12.21	11.51	10.13
	2012	5.58	11.03	7.06
BPS (원)	2011	106,558		
	2012	109,488		
PBR (배)	2011		1.79	1.02
	2012		1.79	1.20
<b>예상 PBR(배)</b>		<b>1.50</b>		
<b>KRX 지분가치(십억원)</b>		<b>3,197</b>		

자료: 교보증권 리서치센터

도표 46. 증권사별 지분율 및 예상 Cash inflow

(단위: 십억원)

주 주 명	납입자본금	지분율(%)	실질지분기치	시가총액
한화투자증권(주)	5.0	5.00%	159.8	300.2
우리투자증권(주)	4.6	4.60%	147.0	1,855.6
동양증권(주)	3.5	3.46%	110.6	329.2
대우증권(주)	3.2	3.23%	103.3	2,736.5
대신증권(주)	3.2	3.22%	102.9	626.9
한국투자증권(주)	3.2	3.20%	102.3	2,137.2
(주)골든브릿지투자증권	3.1	3.12%	99.7	43.3
현대증권(주)	3.1	3.12%	99.7	1,478.9
유진투자증권(주)	3.0	3.04%	97.2	139.7
신영증권(주)	3.0	3.01%	96.2	650.1
부국증권(주)	3.0	2.98%	95.3	160.6
삼성증권(주)	2.9	2.95%	94.3	2,835.7
교보증권(주)	2.9	2.94%	94.0	182.2
유화증권(주)	2.9	2.92%	93.3	173.1
메리츠종합금융증권(주)	2.9	2.90%	92.7	667.1
한양증권(주)	2.9	2.89%	92.4	84.5
에이치엠씨투자증권(주)	2.9	2.87%	91.7	285.5
에스케이증권(주)	2.9	2.86%	91.4	231.3
NH농협증권(주)	2.9	2.86%	91.4	586.2
동부증권(주)	2.8	2.83%	90.5	155.1

자료: 교보증권 리서치센터

## 5-2. 거래소 선진화 전략

- ‘14년 1월 한국거래소는 침체된 자본시장 타개를 위한 “한국거래소 선진화 전략” 발표
- 주목할 점은 앞서 언급한 거래소 IPO와 현행 오전 9시~오후 3시까지인 6시간의 정규 거래시간을 30분 내지 1시간 정도 연장하는 방안
- 하지만 전개과정에 있어 금융당국과 공론화 과정을 거쳐야 현실화 될 것으로 보임

도표 47. 거래소 선진화 전략

자본시장거래 활성화	▪ 정규거래시간 연장 검토
	▪ 파생상품 투자자 최저 위탁증거금을 하향조정
	▪ 현 선물 차익거래에 대한 증권거래세 감면 건의
유망기업 상장 촉진	▪ 상장요건 다양화 추진
	▪ 수시공시 의무 조정
	▪ 상장유치 전담조직 신설
투자자보호	▪ 주문사고 재발방지, 회사사 착오거래 구제제도 개선
일반상품시장 육성	▪ 금·탄소 배출권시장 개설
	▪ 비철금속, 종산물, 에너지 등으로 상품 라인업 확대
거래소 지배구조 선진화	▪ 거래소 IPO 재논의, 지주회사 전환 검토
방만경영 해소	▪ 비용예산 30% 삭감, 임원 성과급 상한선 60% 하향조정
	▪ 복리후생제도 축소

자료: 한국경제, 교보증권 리서치센터

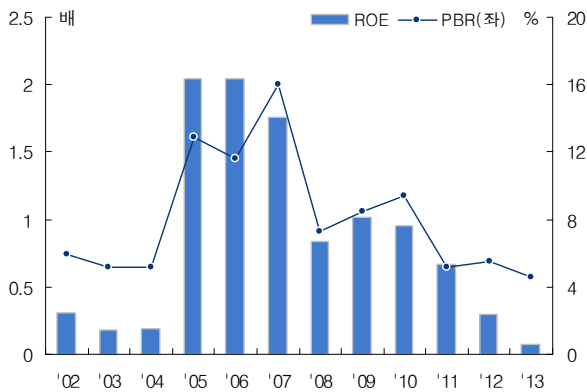
## 6. Valuation 및 투자전략: 힘든 펀더멘탈, 상승 모멘텀에 주목하자

### 6-1. 2013년 Review & 2014년 전망

**2013년 증권업지수는 코스피 대비 18.3%p 하회, 증권주 최악의 시기**

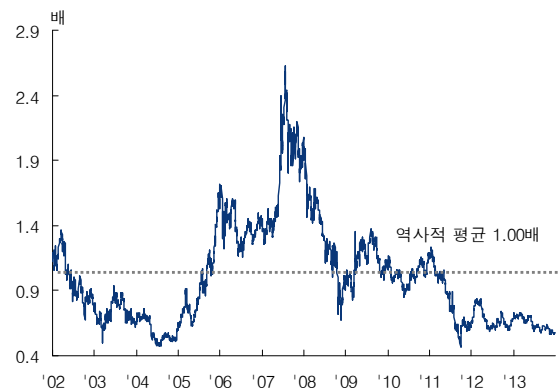
2013년 증권업지수는 코스피 대비 18.3% 하락하며 금융위기 이후 최저점을 갱신했다. PBR은 0.50 배 ~ 0.70 배 사이를 넘나들다 0.58 배로 마감했다. '13년 증권업 전체 ROE는 0.46%로 2002년 이래 최저를 기록했다. 금융위기 당시 보다 낮은 수치다. 이렇게 저조한 실적은 1)거래대금 급감으로 브로커리지 수익 하락 2)시장금리 상승으로 채권평가손 발생 3)간접투자상품 수요 감소 등 증권사 수익구조 어느 부분에서도 개선여지가 보이지 않았기 때문이다. 더군다나 동양그룹사태로 한번 악화된 투자심리는 쉽게 회복 되지 않았다.

도표 48. 2013년 증권업 PBR,ROE 최저기록



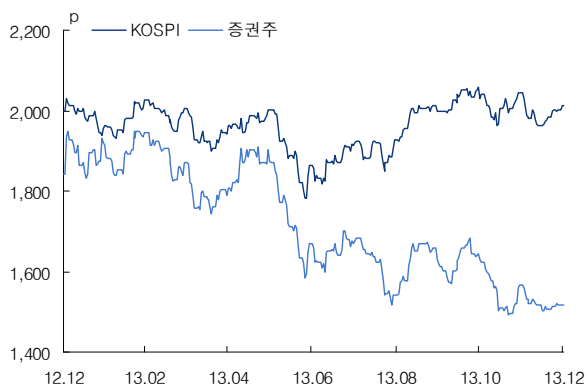
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 49. 증권주 PBR 역사적 평균 큰 폭으로 하회



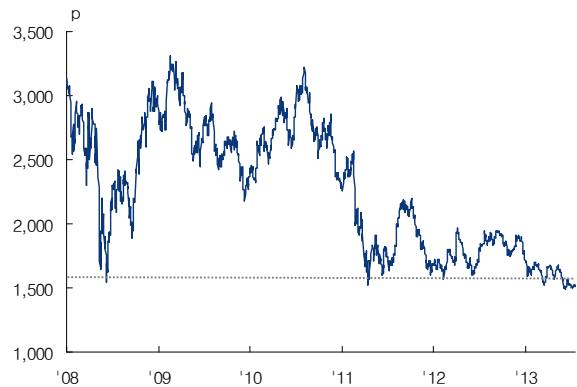
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 50. 2013년 증권주는 코스피대비 18.3%p 하회



자료: DataGuide, 교보증권 리서치센터

도표 51. 증권업지수 금융위기보다 하락



자료: DataGuide, 교보증권 리서치센터

**FY2014 당사 커버리지  
4개사 당기순이익  
YOY 439.7%증가 예상**

FY2014 당사 커버리지 기준 4 개사 지배주주기준 순이익은 YOY +439.7% 증가한 4,712 억원을 시현할 것으로 예상된다. 이에 따라 ROE 는 FY2013, 1.8% → FY2014, 5.5%로 YOY 203.6%증가할 전망이다. 실적이 큰 폭으로 상향된 이유는 FY2013 회계연도 변경으로 인한 기저효과도 있지만 2013 년 브로커리지 수익악화 및 대외적 요인으로 채권관련 자기매매이익 감소에 따른 수익성 악화요인이 컸기 때문이다. FY2014 브로커리지수익은 7,070 억원으로 FY2013 대비 소폭 상승하겠지만(YOY +25.6%) FY2012년 수준에는 못 미치고 상품운용수익은 금리 변동성 축소로 3,360 억원이 예상되어 평년수준을 회복할 것으로 (YOY 흑.전) 전망한다.

**도표 52. 당사 커버리지 4개사 실적전망** (단위: 십억원)

		2012	2013	2014E	YOY	YOY
순영업수익	삼성	968	559	878	-42.2%	57.0%
	대우	681	368	632	-45.9%	71.4%
	키움	229	179	276	-22.0%	54.4%
	미래	514	294	472	-42.8%	60.7%
	합산	2,392	1,401	2,258	-41.4%	61.2%
영업이익	삼성	229	39	258	-83.1%	567.2%
	대우	111	-35	122	적.전	흑.전
	키움	63	37	98	-41.3%	165.7%
	미래	185	71	187	-61.7%	164.2%
	합산	587	111	665	-81.1%	500.2%
순이익	삼성	158	11	177	-93.0%	1505.1%
	대우	127	-29	93	적.전	흑.전
	키움	51	36	74	-29.6%	104.7%
	미래	133	69	127	-48.3%	85.2%
	합산	469	87	471	-81.4%	439.7%
브로커리지 수익	삼성	305	232	262	-23.8%	12.6%
	대우	228	178	240	-21.7%	34.8%
	키움	110	83	121	-24.4%	45.7%
	미래	86	70	85	-19.2%	21.7%
	합산	728	563	707	-22.7%	25.6%
상품운용 수익	삼성	113	2	129	-98.7%	8495.8%
	대우	163	-17	136	적.전	흑.전
	키움	29	11	57	-62.0%	419.1%
	미래	12	-95	14	적.전	흑.전
	합산	317	-99	336	적.전	흑.전

자료: 교보증권 리서치센터



## 6-2. 투자전략 및 유망주: 핵심경쟁력을 보유한 기업을 찾자!

증권업에 대한 프리미엄 부여 당분간 힘들 것으로 판단

증권업은 이보다 더 나빠질 수 있을까? 단순히 “역사적 저점”, “싸다”라는 이유만으로 증권주를 추천할 수 있을까? 2014년 증권주는 PBR 0.55 배 수준이다. 하지만 수익성 개선이 선행되어야 한다. 2Q13 기준 연율화한 ROE 는 0.46%인데 3Q13 적자 지속 및 적자 전환된 증권사가 이미 28 개이다.

투자의견 Neutral 제시

본 산업분석의 핵심은 줄어드는 파이와 완전경쟁, 그리고 다른 수익원 발굴이 힘든 정부규제이다. 따라서 전세가격 하락, 혹은 실질임금이 상승하여 개인의 여유자금이 늘어나거나, 정부주도의 M&A 가 본격적으로 시작되거나, NCR 등 실질적 정부 규제가 완화되기 전까지 증권업에 대한 투자의견을 Neutral 로 제시한다. 이 세가지 중 하나라도 해결되지 않는다면 증권업에 대한 프리미엄 부여는 당분간 힘들 것으로 판단된다. 그렇다면 증권주를 외면해야 하는가?

증권주 종목중심의 선별적 투자전략이 필요

산업이 부진해도 잘 하는 기업은 존재하기 마련이다. 큰 폭은 아니지만 산업 내 MS를 조금씩 잠식해 나간다. 앞서 언급한대로 증권주는 싸다. 그러나 싸다고 무조건 좋은 것은 아니다. 대부분 짠 게 비지떡이지만 개중 “득템” 가능한 것들도 있다. 증권주는 종목중심의 선별적 투자전략이 필요하다. Top Pick은 한국 주식시장구조에 가장 잘 적응한 키움증권, 다양한 투자처 발굴로 자산관리 포트폴리오가 잘 분산된 미래에셋증권이다.

### \*자산관리형 증권사: 미래에셋증권, 삼성증권, 대우증권

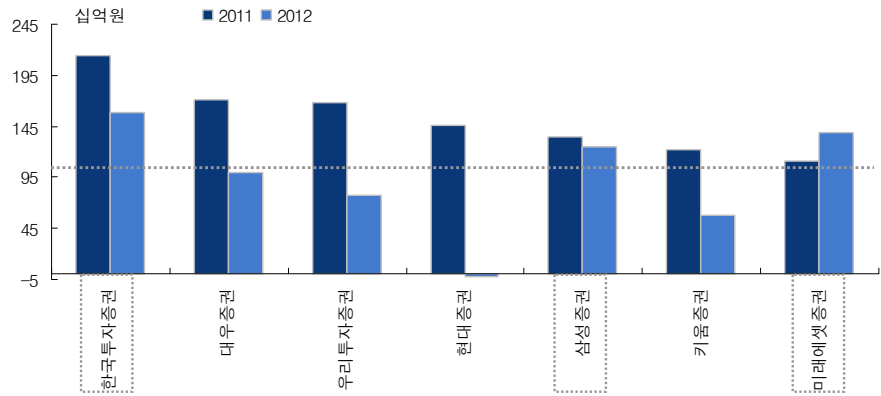
Top Picks: 키움증권, 미래에셋증권

중산층 중심의 직접투자 감소로 위탁중개 형태의 증권 산업 모델이 재편될 수 있다. 부유층 중심의 간접투자방식 자산관리가 선호될 수 있는 것은 이 때문이다. 소득의 양극화가 심화되는 가운데 거액자산가(HNW) 비중은 증가하는 추세다. HNW는 개인뿐만 아니라 사업체부터 재단까지 법인형태도 포함 되어있다. 따라서 자산의 증대는 지속적이며 다양한 형태로 가능하다.

2011년도에 1,000억원 이상 순이익을 시현한 증권사는 총 7개였으나 2012년도에는 미래에셋증권, 삼성증권, 한국투자증권 3개사에 불과했다. 이들 증권사는 모두 자산관리가 뛰어난 회사이다. 이는 수익구조의 안정성 측면에서 중요한 시사점을 제공한다. 성장이 둔화되고 있지만 자산관리 시장은 브로커리지의 부진을 보완할 수 있는 대안이 될 수 있는 것이다.

대우증권은 2011년부터 브로커리지에 집중되었던 인력을 WM중심으로 재배치 했으며 최근 리테일 관련 본사 부서를 3개나 신설했다. 타사에 비해 늦은 감은 없지만 특유의 자본력과 기본 고객기반, 영업력이 탄탄하기 때문에 가시적 성과가 가능할 것으로 보인다.

도표 53. 자산관리형 증권사의 양호한 수익성

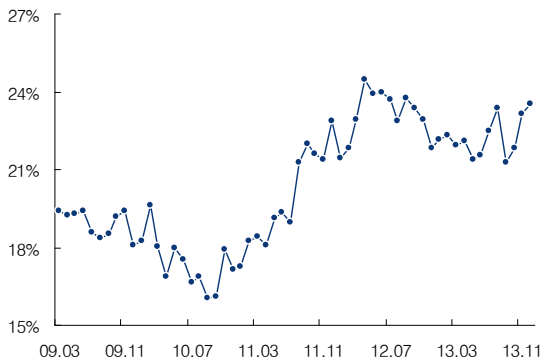


자료: 금융통계시스템, 교보증권 리서치센터

**\*Brand Value: 키움증권**

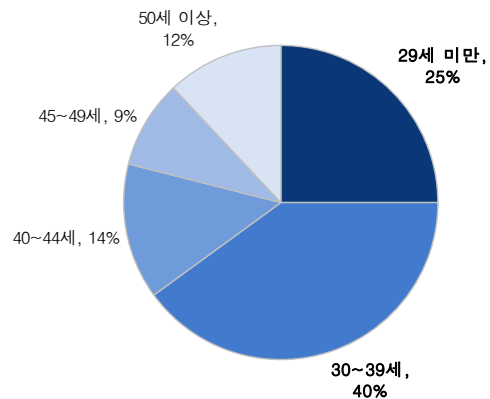
한국 증권업의 특성을 잘 아는 증권사이다. 동사의 시장지배력은 유저 의견의 신속한 반영을 통한 가장 활동적인 고객층의 충성도에서 나온다. 장점활용의 이해가 높고 환경 변화에 민감하다. 개인거래 MS가 꾸준히 증가하고 있고 우리자산운용 인수로 WM 부문 강화가 예상된다. 기존 충성고객기반과 WM의 시너지 효과가 기대된다.

도표 54. 키움증권 개인시장 점유율



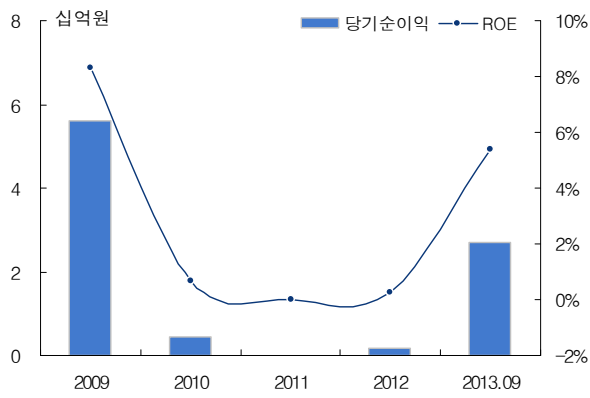
자료: 키움증권, 교보증권 리서치센터

도표 55. 키움증권 연령별 신규고객 비중



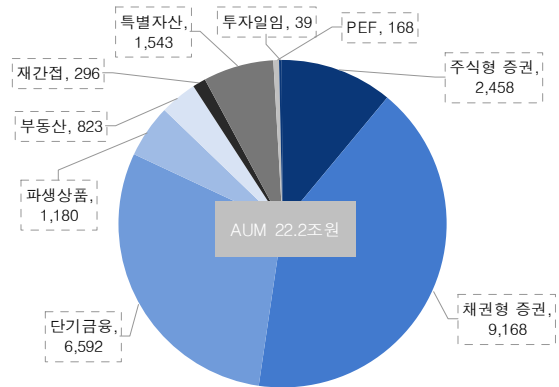
자료: 키움증권, 교보증권 리서치센터

도표 56. 우리자산운용 수익성



자료: 금융통계정보시스템, 교보증권 리서치센터

도표 57. 우리자산운용 AUM



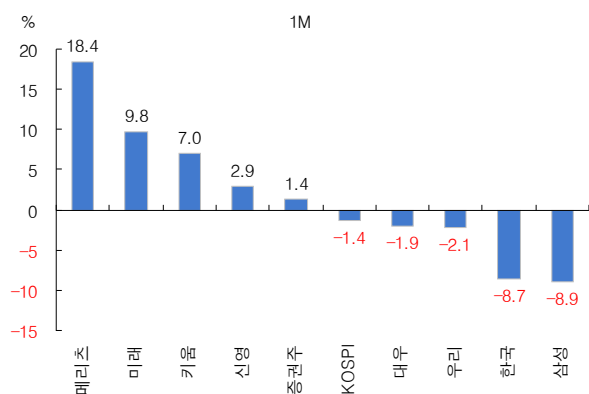
자료: 금융투자협회, 교보증권 리서치센터 \*2014년 3월 기준

도표 58. Valuation Table

회사명	당사커버리지				당사커버리지 4개사 평균	관심종목	
	키움증권	미래에셋증권	삼성증권	대우증권		메리츠증권	신영증권
투자의견	BUY	BUY	TRADING BUY	HOLD	Neutral	NR	NR
목표주가(원, 12MF)	68,000	48,500	46,000	10,000			
주가(03/20)	54,700	37,100	35,400	8,060		2,190	40,900
상승여력	24.3%	30.7%	29.9%	24.1%			
시가총액(조원)	1.2	1.6	2.6	0.7		0.7	0.4
당기순이익 (십억원)	2012: 51.5 2013: 36.2 2014E: 74.2	2012: 133.0 2013: 68.8 2014E: 127.3	2012: 157.8 2013: 11.0 2014E: 177.1	2012: 126.7 2013: -28.7 2014E: 92.6	2012: 117.2 2013: 21.8 2014E: 117.8	2012: 62.9	2012: 44.8
자기자본 (십억원)	2012: 836.7 2013: 848.9 2014E: 918.5	2012: 2,091.8 2013: 2,090.7 2014E: 2,267.6	2012: 3,342.7 2013: 3,295.8 2014E: 3,441.5	2012: 4,051.7 2013: 3,914.5 2014E: 4,147.1	2012: 2,580.7 2013: 2,537.5 2014E: 2,693.7	2012: 711.7	2012: 965.7
ROA (%)	2012: 3.0 2013: 0.9 2014E: 1.4	2012: 0.8 2013: 0.4 2014E: 0.7	2012: 1.1 2013: 0.1 2014E: 0.8	2012: 0.8 2013: -0.1 2014E: 0.3	2012: 1.4 2013: 0.3 2014E: 0.8	2012: 0.8	2012: 0.9
ROE (%)	2012: 6.3 2013: 4.3 2014E: 8.5	2012: 6.5 2013: 3.3 2014E: 5.8	2012: 4.8 2013: 0.3 2014E: 5.3	2012: 3.2 2013: -0.7 2014E: 2.3	2012: 5.2 2013: 1.8 2014E: 5.4	2012: 9.1	2012: 4.9
EPS (원)	2012: 2,329 2013: 1,640 2014E: 3,357	2012: 3,175 2013: 1,641 2014E: 3,039	2012: 2,064 2013: 148 2014E: 2,380	2012: 388 2013: -88 2014E: 283	2012: 1,989 2013: 835 2014E: 2,265	2012: 203	2012: 4,776
PER (배)	2012: 24.6 2013: 33.2 2014E: 16.2	2012: 12.3 2013: 22.7 2014E: 12.2	2012: 22.9 2013: 295.0 2014E: 15.3	2012: 25.7 2013: -92.4 2014E: 28.7	2012: 21.4 2013: 64.6 2014E: 18.1	2012: 7.7	2012: 8.6
BPS (원)	2012: 37,861 2013: 38,413 2014E: 41,560	2012: 49,933 2013: 49,907 2014E: 54,129	2012: 43,732 2013: 44,291 2014E: 46,249	2012: 12,402 2013: 11,982 2014E: 12,694	2012: 35,982 2013: 36,148 2014E: 38,658	2012: 2,300	2012: 98,850
PBR (배)	2012: 1.51 2013: 1.42 2014E: 1.31	2012: 0.78 2013: 0.75 2014E: 0.69	2012: 1.08 2013: 0.99 2014E: 0.78	2012: 0.80 2013: 0.68 2014E: 0.64	2012: 1.04 2013: 0.96 2014E: 0.86	2012: 0.68	2012: 0.41

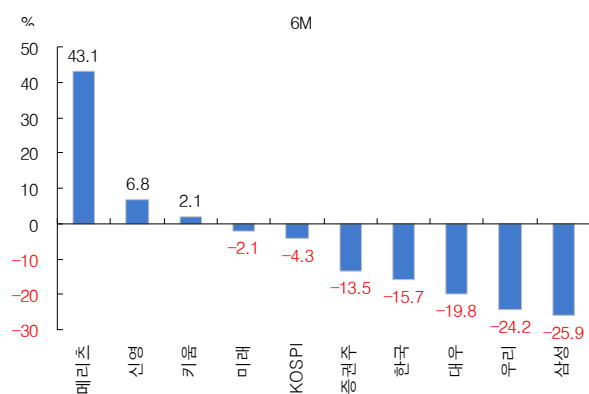
자료: 교보증권 리서치센터

도표 59. 증권업 수익률 1M



자료: 교보증권 리서치센터

도표 60. 증권업 수익률 6M



자료: 교보증권 리서치센터

# 키움증권 039490

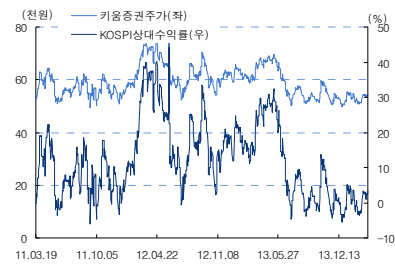
Mar 24, 2014

**Buy** [신규]  
**TP 69,000원** [신규]

**Company Data**

현재가(03/20, 원)	54,700
액면가(원)	5,000
52 주 최고가(보통주, 원)	69,800
52 주 최저가(보통주, 원)	49,750
KOSPI (03/20, Pt)	1,919.5
KOSDAQ (03/20, Pt)	541.8
자본금(억원)	1,015
시가총액(억원)	12,088.6
발행주식수(보통주, 만주)	2,210.0
발행주식수(우선주, 만주)	0
평균거래량(60 일, 만주)	2.7
평균거래대금(60 일, 억원)	14.1
외국인지분(보통주)	30.65
주요주주 (%)	
주디우기술(외 5인)	47.83

**Price & Relative Performance**



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.0	2.1	-18.1
상대주가(%)	5.5	2.6	4.0

## 개인 충성도가 Brand Value로

### 투자이견 ‘매수’, 목표주가 69,000원 제시

키움증권에 대해 투자이견 ‘매수’와 목표주가 69,000원을 제시하며 커버리지를 개시. 목표주가는 2014년 예상 BPS 41,560원에 Target PBR 1.65x를 적용하여 산출. 현재 주가 대비 24.3%의 상승 여력 보유.

### 브로커리지 수익이 증가할 유일한 증권사

철저한 리테일 중심의 사업모델로 시장 내 개인거래비중(2013년 12월 기준 23.5%)이 꾸준히 증가. 특히 주식투자에 활동적이고 위험감수능력이 큰 20~39세 비중이 65%를 차지. 이는 이자마진이 높은 신용공여, 주식담보대출, 스타크론 등의 수익 증가로 이어짐

영업기반이 아닌 플랫폼 기반 비즈니스 모델로 오프라인 영업점이 없는 것은 동사의 최대 강점. 판관비에서 인건비가 차지하는 비중이 적기 때문에 앞으로도 비용통제는 원활하게 이루어 질 것으로 전망. 향후 리테일 수익이 증가할 유일한 증권사.

### 개인거래비중 증가로 ‘14년 안정적 실적시현 전망

2014년 전반적인 거래대금 증가는 제한되었지만 시장 내 동사의 개인거래비중은 더욱 증가할 것으로 예상됨. 따라서 브로커리지 수익 증가와 효율적 판관비 통제로 FY‘14년 실적은 ‘13년 대비 소폭 개선된 순영업수익 2,760억원 (YOY+16.4%), 영업이익 979억원 (YOY+92.6%), 당기순이익 742억원 (YOY+46.6%)을 기록할 것으로 전망.

**Forecast earnings & Valuation**

12 결산 (십억원)	2011.12	2012.12	2013.12	2014.12E	2015.12E
순영업수익 (십억원)	336	229	179	276	310
YOY(%)	15.0	-31.8	-22.0	54.4	12.5
영업이익 (십억원)	168	63	37	98	131
순이익 (십억원)	127	51	36	74	99
EPS(원)	5,745	2,329	1,640	3,357	4,492
YOY(%)	0	-59.5	-29.6	104.7	33.8
BPS(원)	36,407	37,861	38,413	41,560	45,928
YOY(%)		4.0	1.5	8.2	10.5
PER(배)	10.9	24.6	33.2	16.2	12.1
PBR(배)	1.71	1.51	1.42	1.31	1.19
ROE(%)	16.9	6.3	4.3	8.4	10.3

# 1. Valuation

매수, TP: 69,000원

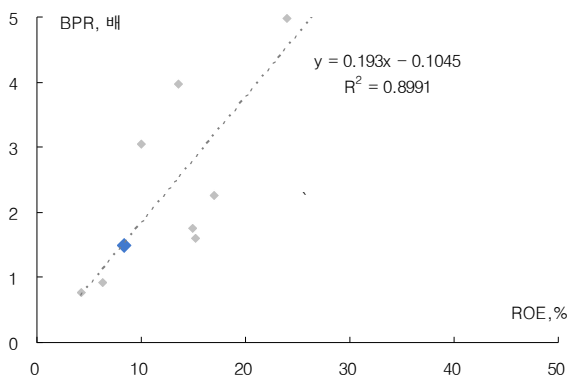
키움증권(039490, KS)에 대해 투자 의견 ‘매수’와 목표주가 69,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2014년 예상 BPS 41,560원에 Target PBR 1.65x (①베타: 0.87, ②ROE: 8.5%, ③COE: 5.61%)를 적용하여 산출했다. Target PBR 1.65x는 FY2014 Implied PBR 1.50x에 2014년 증권사 중 가장 높은 ROE(8.5%)를 시현할 것으로 전망하여 10%프리미엄을 적용하였다. 이는 과거 9년 PBR/ROE 회귀분석 대비 적절한 수준이다. 현재 주가 대비 31.8%의 상승 여력을 보유하고 있다. 5년 평균 ROE, 17.5%, 2014 예상 ROE 8.5%로 업종 내 최고수준임을 감안할 때 상승여력은 충분할 것으로 보인다.

도표 61. 목표주가 산정

COE	%	5.61
Rf	%	2.88
Equity Risk Premium	%	2.75
Market Risk Premium	%	6.02
Beta (52 week)	X	0.87
ROE (2014E)	%	8.5
<b>Target PBR</b>	<b>X</b>	<b>1.65</b>
2014F BPS	원	41,560
<b>Target Price</b>	<b>원</b>	<b>69,000</b>

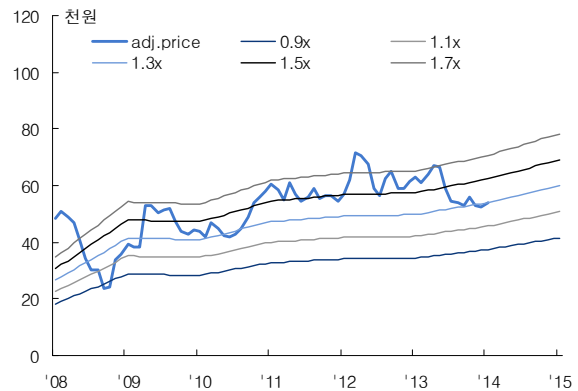
자료: 교보증권 리서치센터

도표 62. 과거 PBR/ROE 회귀분석



자료: 교보증권 리서치센터

도표 63. PBR Band (Forward) 추이



자료: 교보증권 리서치센터

## 2. 투자 포인트

### 2-1. 브로커리지 수익이 증가할 유일한 증권사

**개인거래비중 23.5%**  
**절대적**

철저한 리테일 중심의 사업모델로 시장 내 개인거래비중(2013년 12월 기준 23.5%)이 꾸준히 증가하고 있다. 특히 신규 고객 중 20~39세 비중이 65%를 차지한다. 2~30대 연령층은 주식투자에 활동적이고 위험감수능력이 크기 때문에 이자마진이 높은 신용공여, 주식담보대출, 스타론등의 수익 증가로 이어진다.

신속한 유저 의견 반영으로 온라인 시장점유율은 29.8%에 육박하고 고객 충성도가 높다. 이는 고객 이탈 감소뿐만 아니라 파생수익증가로 연결되는데 순영업수익에서 선물·옵션 거래 이익비중이 타사에 비해 높다.

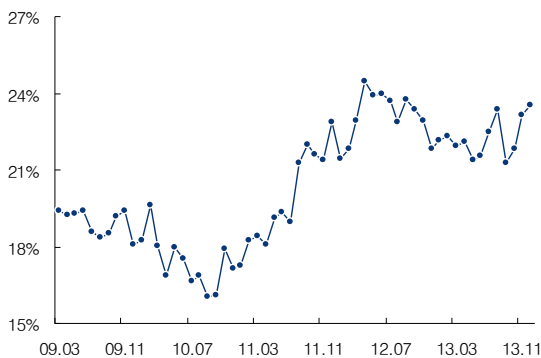
일평균 신규 계좌수 520개로 개인거래는 지속적 증가추세이다. 이는 브로커리지 수익뿐만 아니라 관련 제반이익의 증가를 의미한다. 향후 리테일 수익이 증가할 유일한 증권사이다.

### 2-2. 무점포, 최적의 비용효율성

**무점포, 강력한 비용통제**

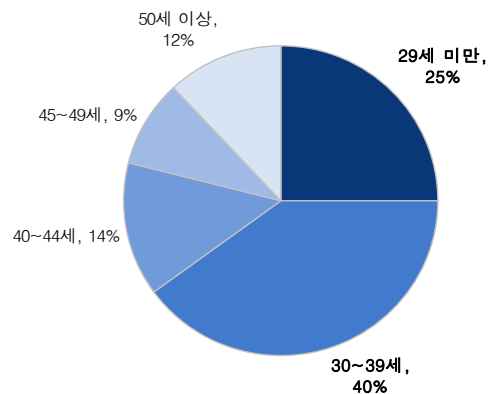
영업기반이 아닌 플랫폼 기반 비즈니스 모델로 오프라인 영업점이 없는 것은 동사의 최대 강점 중 하나이다. 특히 최근처럼 어려운 시황에 최적의 비용효율성을 보여준다. 판관비에서 인건비가 차지하는 비중이 적기 때문에 앞으로도 비용통제는 원활하게 이루어 질 것으로 보인다. 향후 시황개선이 요원한 증권업에서 비용통제는 가장 강력한 무기가 될 것이다.

도표 64. 키움증권 개인시장 점유율



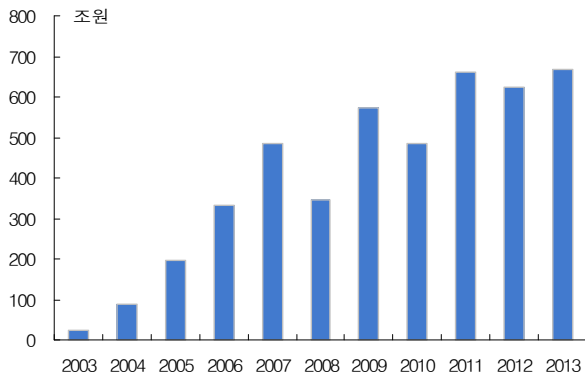
자료: 키움증권, 교보증권 리서치센터

도표 65. 키움증권 연령별 신규고객 비중



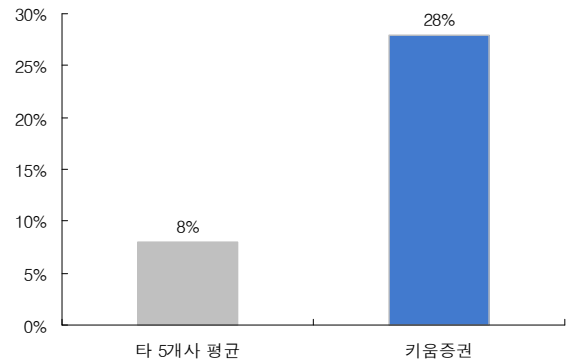
자료: 키움증권, 교보증권 리서치센터

도표 66. 키움증권 신용공여 추이(주식담보대출 포함)



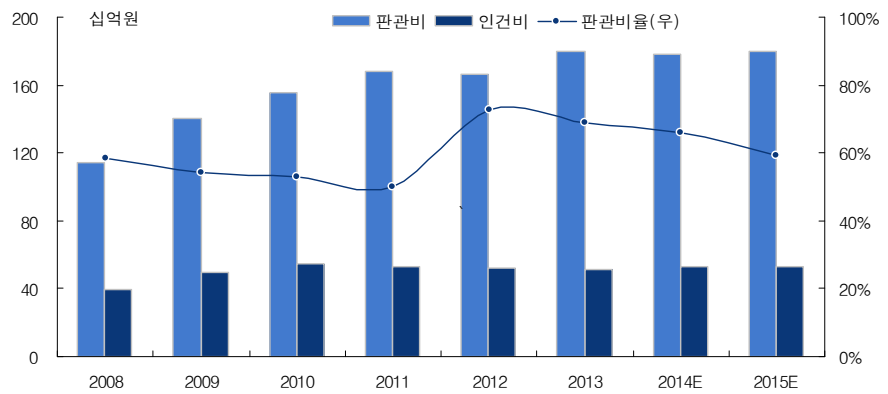
자료: 교보증권 리서치센터

도표 67. 선물옵션 수익 비중(FY2012 기준)



자료: 키움증권, 교보증권 리서치센터

도표 68. 판관비율 전망



자료: 교보증권 리서치센터

### 2-3. 기타 긍정적 요소

- 우리자산운용인수로 기존고객기반을 이용한 자산관리 부문 강화 예상
- 6월 시작하는 중소형주 위주 대차Pool 시스템(1조원 규모)으로 추가적 수수료 이익 증가 가능성



### 3. 실적 전망

FY' 14년 순영업수익  
2,760억원(YOY+54.4%),  
당기순이익 742억원  
(YOY+104.7%) 전망

FY2013 동사의 연결 실적은 순영업수익 1,788억원(YOY-28.9%), 영업이익 368억원(YOY-55.9%), 지배주주순이익 362억원(YOY-44.2%)을 시현하였다. 2014년 전반적인 거래대금 증가는 제한되겠지만 시장 내 동사의 개인거래비중은 더욱 증가할 것으로 예상된다. 따라서 브로커리지 수익 증가와 효율적 판관비 통제로 FY'14년 실적은 순영업수익 2,760억원(YOY+54.4%), 영업이익 979억원(YOY+165.7%), 당기순이익 742억원(YOY+104.7%)을 기록할 것으로 전망한다.

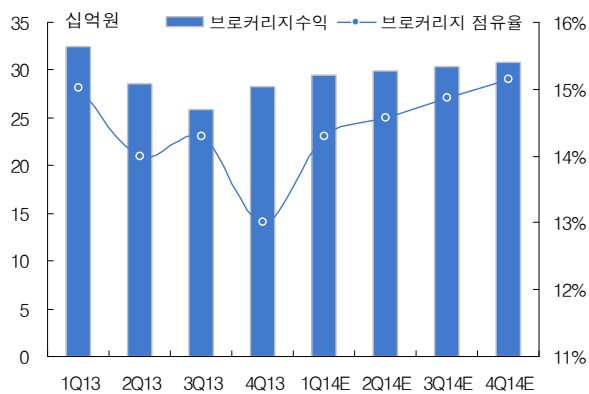
도표 69. 키움증권 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	FY2013	FY2014	YOY
순영업수익	43.6	64.0	71.2	66.0	68.0	70.0	72.1	178.8	276.0	54.4%
수수료순수익	24.5	22.3	28.2	28.0	28.3	28.7	29.1	74.9	114.2	52.4%
브로커리지	28.5	25.9	28.2	29.5	29.9	30.4	30.8	82.7	120.5	45.7%
자산관리	0.1	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.7	1.6	138.3%
IB 관련	4.0	5.3	5.4	5.4	5.4	5.5	5.5	14.7	21.8	48.1%
수수료비용	8.6	8.1	7.3	7.3	7.4	7.5	7.6	24.1	29.8	23.8%
순이자수익	24.4	25.2	26.4	23.5	23.8	24.1	24.5	75.9	95.9	26.4%
상품운용손익	-9.4	3.7	16.7	12.4	13.6	14.9	16.2	11.0	57.1	419.1%
기타손익	4.1	12.9	0.0	2.1	2.2	2.2	2.3	17.0	8.9	-47.7%
판관비	43.0	44.3	47.9	44.4	44.5	44.6	44.7	135.1	178.2	31.9%
영업이익	0.6	19.7	16.5	21.6	23.5	25.4	27.4	36.8	97.9	165.7%
당기순이익(지배주주)	7.3	19.2	9.7	16.4	17.8	19.3	20.8	36.2	74.2	104.7%

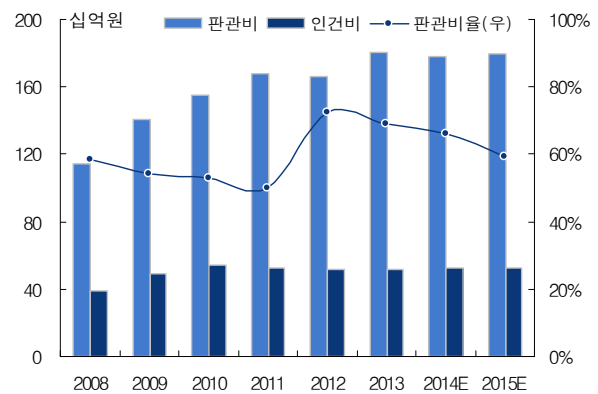
자료: 교보증권 리서치센터

도표 70. 브로커리지 점유율 증가예상



자료: 교보증권 리서치센터

도표 71. 비용통제로 판관비를 하락예상



자료: 교보증권 리서치센터

[키움증권 039490]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
순영업수익	336	229	179	276	310
수수료순수익	179	129	75	114	121
브로커리지	167	110	83	121	128
자산관리	-2	0	1	2	2
IB 관련	12	18	15	22	23
신종증권판매	0	0	0	0	0
기타	2	1	1	0	0
수수료비용	39	33	24	30	32
순이자수익	63	72	76	96	101
상품운용손익	89	29	11	57	79
기타손익	5	-1	17	9	10
판관비	168	166	135	178	180
인건비	53	52	39	53	53
전산운영비	31	35	30	41	43
광고선전비	12	9	8	6	6
임차료	5	5	4	5	5
유무형자산감가상각비	14	16	16	18	18
그외	53	49	39	54	54
영업이익	168	63	37	98	131
영업외이익	10	10	6	0	0
영업외비용	11	3	6	0	0
법인세차감전 순이익	167	70	37	98	131
법인세비용	40	19	18	24	32
당기순이익	128	50	19	74	99
당기순이익(지배주주)	127	51	36	74	99

재무상태표

단위: 십억원

12 결산	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
현금및예치금	1,707	1,763	170	2,221	2,357
유가증권	562	627	2,230	677	733
단기매매증권	376	434	539	562	608
매도가능증권	55	63	90	88	95
지분법주식	27	16	29	28	30
기타유가증권	104	114	5	0	0
대출채권	712	1,051	1,133	1,037	1,100
신용공여	15	31	645	1,018	1,080
유형자산	25	32	44	31	31
기타자산	813	757	643	2,065	2,192
자산총계	3,804	4,201	4,225	6,030	6,412
예수부채	1,753	2,103	2,139	2,234	2,456
차입부채	257	323	376	302	327
기타부채	973	914	474	2,550	2,585
부채총계	2,982	3,340	3,369	5,085	5,368
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	188	189	190	189	189
자본조정	14	20	-21	0	0
기타포괄손익누계액	4	3	5	2	2
이익잉여금	506	538	565	643	742
자본총계	822	861	855	945	1,044
지배주주지분	805	837	831	918	1,015
부채및자본총계	3,804	4,201	4,225	6,030	6,412

Valuation Index

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
BPS	36,407	37,861	38,413	41,560	45,928
EPS	5,745	2,329	1,640	3,357	4,492
PBR	1.71	1.51	1.42	1.31	1.19
PER	10.85	24.63	33.24	16.23	12.13
DPS	850	450	350	780	1100
배당성향	14.7	19.8	40.1	24.7	24.7

Financail Ratio

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
순영업수익증가율	15.0	-31.8	-22.0	54.4	12.5
영업이익증가율	22.6	-62.6	-41.3	165.7	33.8
순이익증가율	21.6	-59.5	-29.6	104.7	33.8
ROE	16.93	6.27	4.34	8.40	10.27
ROA	3.02	3.02	3.02	1.45	1.45
자기자본회전율	0.41	0.27	0.21	0.29	0.30

순영업수익구성비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
브로커리지	49.7	47.8	46.3	43.7	41.2
자산관리	-0.6	0.1	0.4	0.6	0.6
IB 관련	3.4	8.0	8.2	7.9	7.3
기타수수료	0.7	0.4	0.5	0.0	0.0
순이자수익	18.9	31.6	42.4	34.8	32.6
상품운용손익	26.4	12.6	6.1	20.7	25.4
기타손익	1.4	-0.4	9.5	3.2	3.2

자료: 키움증권, 교보증권 리서치센터

Growth Rate

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
총자산증가율	-17.4	10.4	0.6	42.7	6.3
자기자본증가율	15.8	4.0	-0.6	10.5	10.5
고객예수금증가율	-5.7	20.1	-5.0	8.2	8.2
순영업수익증가율	15.0	-31.8	-22.0	54.4	12.5
수수료순수익증가율	28.7	-28.1	-41.8	52.4	5.7
판관비증가율	8.2	-1.0	-18.8	31.9	0.8
순이익증가율	21.6	-59.5	-29.6	104.7	33.8

# 미래에셋증권 037620

Mar 24, 2014

**Buy** [신규]  
**TP 48,500원** [신규]

**Company Data**

현재가(03/20, 원)	37,100
액면가(원)	5,000
52 주 최고가(보통주, 원)	50,600
52 주 최저가(보통주, 원)	30,500
KOSPI (03/20, Pt)	1,919.5
KOSDAQ (03/20, Pt)	541.8
자본금(억원)	2,095
시가총액(억원)	15,542.0
발행주식수(보통주, 만주)	4,189.2
발행주식수(우선주, 만주)	0
평균거래량(60 일, 만주)	10.8
평균거래대금(60 일, 억원)	39.7
외국인지분(보통주)	18.83
주요주주 (%)	
미래에셋캐피탈(의 20 인)	38.94

**Price & Relative Performance**



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	9.8	-2.1	-6.8
상대주가(%)	-17.2	-20.1	-18.7

## 뭐든지 한 우물만 판다

### 투자 의견 '매수', 목표주가 48,500원 제시

미래에셋증권(037620, KS)에 대해 투자 의견 '매수'와 목표주가 48,500원을 제시하며 커버리지를 개시. 목표주가는 2014년 예상 BPS 54,657원에 Target PBR 0.88x를 적용하여 산출. Target PBR 0.88x는 과거 8년 기준 PBR/ROE 회귀분석 대비 보수적 수치. 현재 주가 대비 30.7%의 상승 여력을 보유.

### 이제 모든 역량은 자산관리에

앞서 브로커리지의 대안으로 자산관리가 성장할 것으로 전망한바 향후 증권업 비즈니스 모델에서 동사의 수익구조가 가장 유망할 것으로 전망함. 이유는 첫째, 이용하는 자산의 수익구조가 다각화되어 있고 둘째, 은퇴자산 규모가 꾸준히 늘고 있으며 셋째, HNWI고객의 증가세가 이어지고 있기 때문.

또한 운용할 기초자산이 국내에는 한정된 바 안정적 지배구조 덕분에 지속적 해외 시장 개척으로 투자자들에게 다양한 투자처를 제공하는 것은 향후 동사만의 차별화된 자산관리강점이 될 것으로 전망함.

### 2014년 자산관리부문 양호한 실적 시현 전망

자산관리부문의 지속적인 수익증가가 기대되며 '14년 금리변동성 축소예상으로 채권평가손 발생가능성이 적고 2011년 단행된 구조조정으로 판관비 통제는 효율적으로 이루어 질 것으로 예상. FY2014 운영업수익 4,723억원(YOY+60.7%), 영업이익 1,866억원(YOY+164.2%), 지배주주기준 순이익 1,273억원(YOY+85.2%)을 기록할 것으로 전망.

**Forecast earnings & Valuation**

12결산 (십억원)	2011.12	2012.12	2013.12	2014.12E	2015.12E
운영업수익 (십억원)	546	514	294	472	558
YOY(%)	0.1	-5.8	-42.8	60.7	18.1
영업이익 (십억원)	140	185	71	187	276
순이익 (십억원)	103	133	69	127	188
EPS(원)	2,447	3,175	1,641	3,039	4,497
YOY(%)	0	29.8	-48.3	85.2	48.0
BPS(원)	47,580	49,933	49,907	54,129	59,078
YOY(%)		4.9	-0.1	8.5	9.1
PER(배)	13.9	12.3	22.7	12.2	8.3
PBR(배)	0.71	0.78	0.75	0.69	0.63
ROE(%)	5.3	6.5	3.3	5.8	7.9

| 증권 |

연구원 박해진  
 3771-9320  
 oashes@iprovest.com

# 1. Valuation

매수, TP: 48,500원

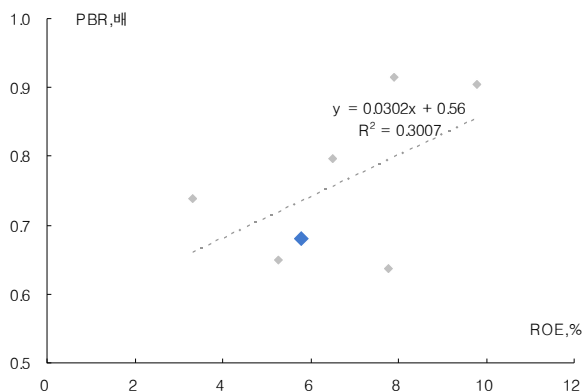
미래에셋증권(037620, KS)에 대해 투자 의견 ‘매수’와 목표주가 48,500원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2014년 예상 BPS 54,657원에 Target PBR 0.88x (①베타: 1.50, ②ROE: 5.8%, ③COE: 7.81%)를 적용하여 산출했다. Target PBR 0.88x는 FY2014 Implied PBR 0.74x에 2014년 자산관리 수수료 수익 1,315억원 (YOY +47.5%)으로 자산관리부문 양호한 실적을 시현한 과거 5년 평균인 1,341억원 수준을 달성할 것으로 전망하여 20%프리미엄을 적용하였다. 이는 과거 7년 기준 PBR/ROE 회귀분석 대비 보수적 수치이다. 현재 주가 대비 30.7%의 상승 여력을 보유하고 있다.

도표 72. 목표주가 산정

COE	%	7.81
Rf	%	2.88
Equity Risk Premium	%	6.09
Market Risk Premium	%	6.17
Beta (52 week)	X	1.50
ROE (2014E)	%	5.8
<b>Target PBR</b>	<b>X</b>	<b>0.88</b>
2014F BPS	원	54,657
<b>Target Price</b>	<b>원</b>	<b>48,500</b>

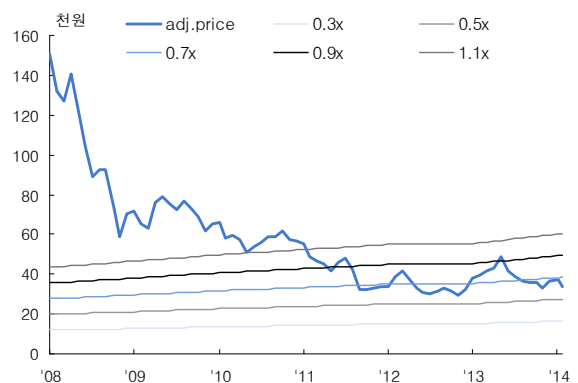
자료: 교보증권 리서치센터

도표 73. 과거 7년 PBR/ROE 회귀분석



자료: 교보증권 리서치센터

도표 74. PBR Band (Forward) 추이



자료: 교보증권 리서치센터

## 2. 투자 포인트

### 2-1. 모든 역량을 자산관리에

#### 자산관리수익 비중이 타사에 비해 높음

동사는 자산관리수수료비중이 타사에 비해 높다. 이는 1) 자산관리 수수료가 선취형이 아닌 Fee Base로 작용하는 상품이 많고, 2) 영업점 평가모델 80~85%가 자산관리 중심이며, 3) 78개 모든 지점자체가 PB구조이기 때문이다. 회사의 모든 역량이 자산관리에 집중되어 있다. 앞서 브로커리지의 대안으로 자산관리가 성장할 것으로 전망한바 향후 증권업 비즈니스 모델에서 동사의 수익구조가 가장 유망할 것으로 전망한다. 이유는 다음과 같다.

#### 자산관리시장에서 가장 유망한 비즈니스 모델

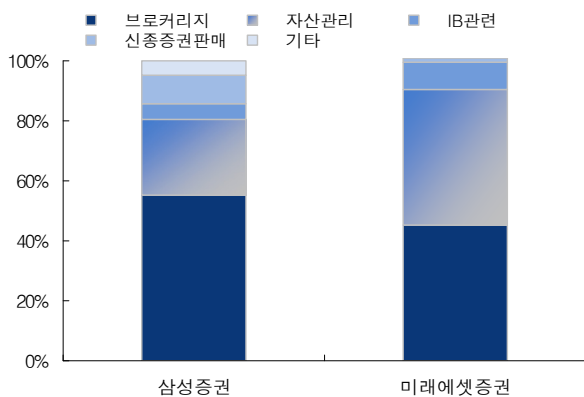
- 1) 운용자산 다각화
- 2) 은퇴자산규모 증가
- 3) HNWI고객 증가

첫째, 운용하는 자산의 수익구조가 다각화되어 있다. 운용펀드의 36%가 부동산, PEF, 특별자산, 재간접 등에 분포되어 있다. 삼성증권이 19.5%인 것을 감안하면 자산배분이 꽤 다변화 되어있다. 이는 미래에셋자산운용과 더불어 해외 네트워크 구축 등 다양한 상품개발에 집중하고 있기 때문이다. 주식, 채권 등의 국내 기초자산이 매크로 불확실성 때문에 수익률이 제한적인 점을 감안할 때 중위험 중수익 구조의 안정적 수익창출이 가능할 것으로 전망된다.

둘째, 은퇴자산 규모가 꾸준히 늘고 있다. 적립금 대부분이 모기업인 현대자동차 그룹 및 계열사위주로 되어있는 HMC투자증권을 제외하면 퇴직연금 분야 점유율 1위이다.

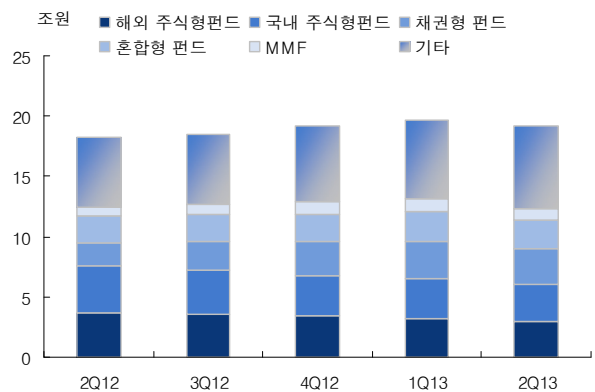
셋째, HNWI고객의 증가세가 이어지고 있다. 현재 HNWI 고객 수는 58,000여명으로 전체고객자산에서 48.5%를 차지한다. 특히 금융소득종합과세 기준이 4,000만원에서 2,000만원으로 인하됨에 따라 비과세 상품에 대한 VIP고객의 수요는 늘어날 전망이다. 동사는 연금저축, 변액보험 등 다양한 비과세 상품 포트폴리오를 가지고 있기 때문에 HNWI고객의 유입은 지속적일 것으로 예상된다.

도표 75. 미래에셋증권\_수수료이익 중 자산관리 비중이 큼



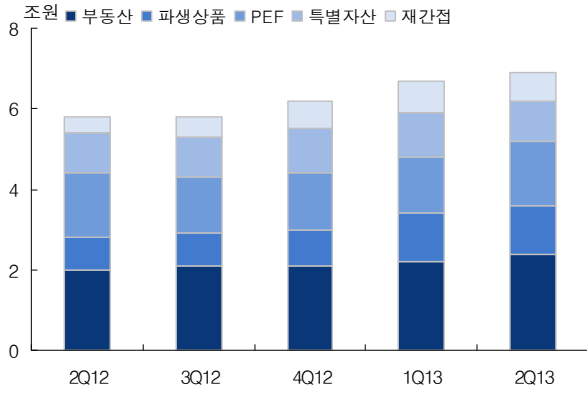
자료: 교보증권 리서치센터

도표 76. 미래에셋증권\_자산관리\_펀드잔고



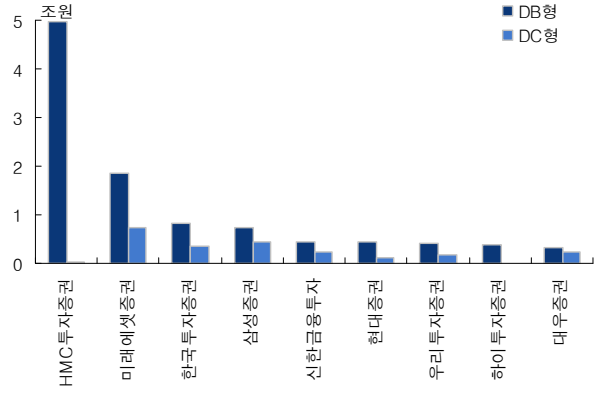
자료: 미래에셋증권, 교보증권 리서치센터

도표 77. 미래에셋증권\_기타펀드잔고 자산배분추이



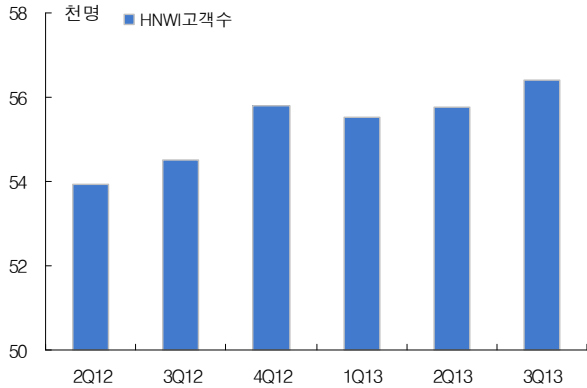
자료: 미래에셋증권, 교보증권 리서치센터

도표 78. 퇴직연금 적립금 현황(2013 연말 기준)



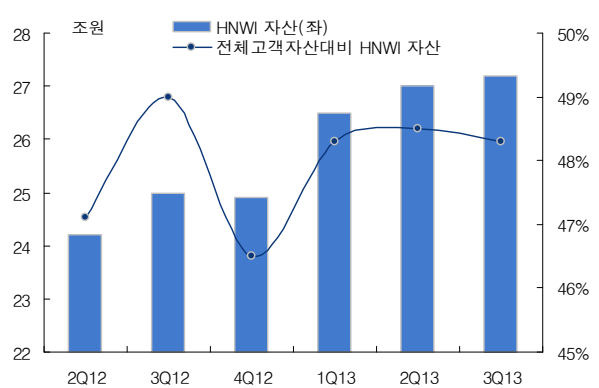
자료: 금감원, 교보증권 리서치센터

도표 79. 미래에셋증권\_HNWI 고객수



자료: 미래에셋증권, 교보증권 리서치센터

도표 80. 미래에셋증권\_HNWI 자산규모 및 비중



자료: 미래에셋증권, 교보증권 리서치센터

## 2-2. 지배구조

### 안정된 지배구조로 장기적 사업집중 가능

미래에셋은 자산운용, 증권, 생명 등으로 구성된 금융전문그룹으로 그룹 전체 비전 자체가 고객자산관리로 일관된 경영철학을 가지고 있다. 따라서 단기적 성과위주가 아닌 장기적인 목표추구가 가능하다. 특히 해외법인, 해외시장 개척은 초기비용 및 매몰비용이 크고 BEP까지 끌어올리는데 몇 년이 걸린다. 따라서 CEO의 확고한 의지 없이는 성공하기 힘든 사업이다. 높은 자기자본 활용도는 이를 방증한다. 부동산, PF 등 국내 운용 기초자산 성장성 둔화에 따라 지속적 해외시장 개척으로 투자자들에게 다양한 투자처를 제공하는 것은 향후 동사만의 차별화된 자산관리강점이 될 것이다.

도표 81. 미래에셋증권 해외법인 현황\_2013.03 기준

(단위: 십억원)

회사명	자산총액	부채총액	자본총액	영업수익	당기순이익
홍콩법인	388.7	90.3	298.4	46.6	7.2
베트남법인	16.0	1.9	14.1	2.5	0.0
브라질법인	105.2	18.2	87.0	18.9	3.3
영국법인	0.8	0.3	0.6	1.2	-0.9
미국법인	7.9	0.2	7.6	2.6	-0.6
중국법인(컨설팅)	0.9		0.9	0.3	-0.8

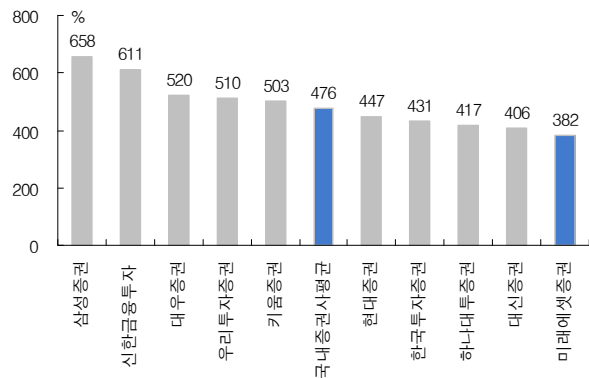
자료: 교보증권 리서치센터

도표 82. 미래에셋증권 PI 투자현황

국가	미래 PI 투자현황	액 (십억원)
한국	센터원빌딩	120
상해	푸동빌딩	80
브라질	오피스빌딩	50
미국	타이틀리스트 PF	100
	합계	350

자료: 미래에셋증권, 교보증권 리서치센터

도표 83. 증권사별 NCR 비율



자료: 금융통계시스템, 교보증권 리서치센터

### 3. 실적 전망

FY' 14 운영업수익  
4,723억원 (YOY+60.7%),  
당기순이익 1,273억원  
(YOY+85.2%) 전망

FY2013 동사의 연결 실적은 운영업수익 2,940억원(YOY-40.2%), 영업이익 706억원(YOY-56.3%), 지배주주순이익 688억원(YOY-48.3%)을 시현하였다. 자산관리부문의 지속적인 수익증가가 기대되며 '14년 금리변동성 축소로 채권평가손 발생가능성이 적고 2011년 단행된 구조조정으로 판관비 통제는 효율적으로 이루어 질 것으로 예상된다. FY2014 운영업수익 4,723억원(YOY+60.7%), 영업이익 1,866억원(YOY+164.2%), 당기순이익 1,273억원(YOY+85.2%)을 기록할 것으로 전망한다.

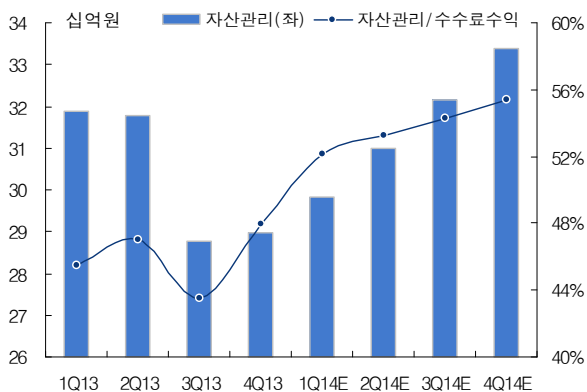
도표 84. 미래에셋증권 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	FY2013	FY2014	YOY
운영업수익	80.2	118.5	95.4	106.8	116.9	121.8	126.9	294.0	472.3	60.7%
수수료순수익	57.2	56.2	53.8	46.0	47.5	49.4	51.1	167.2	194.0	16.0%
브로커리지	26.8	21.5	21.1	21.5	21.3	21.0	20.8	69.5	84.6	21.7%
자산관리	31.8	28.8	29.0	30.3	31.9	33.8	35.6	89.5	131.5	46.9%
IB 관련	5.8	5.3	5.8	5.4	5.4	5.4	5.5	16.8	21.7	28.7%
수수료비용	10.4	10.0	6.6	11.7	11.6	11.5	11.4	27.0	46.1	71.0%
순이자수익	75.6	66.5	72.0	57.5	63.1	63.2	63.3	214.1	247.0	15.4%
상품운용손익	-62.9	-1.6	-30.0	-0.9	2.0	4.9	8.0	-94.5	14.1	흑전
기타손익	10.2	-2.6	-0.4	4.1	4.2	4.4	4.5	7.3	17.2	137.0%
판관비	77.1	73.6	70.4	72.3	71.7	71.1	70.5	221.1	285.7	29.2%
영업이익	3.0	44.9	22.7	34.4	45.1	50.7	56.4	70.6	186.6	164.2%
당기순이익(지배주주)	6.2	40.6	22.0	23.5	30.8	34.6	38.4	68.8	127.3	85.2%

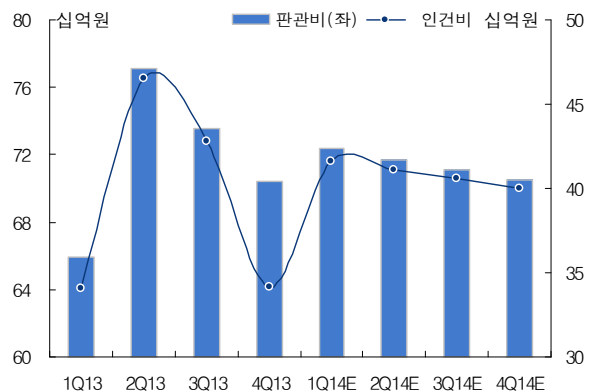
자료: 교보증권 리서치센터

도표 85. 자산관리 꾸준한 성장세



자료: 교보증권 리서치센터

도표 86. 효율적 판관비 통제 예상



자료: 교보증권 리서치센터



[미래에셋증권 037620]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
순영업수익	546	514	294	472	558
수수료순수익	320	259	167	194	220
브로커리지	144	86	70	85	80
자산관리	137	119	90	131	158
IB 관련	21	32	17	22	23
신종증권판매	0	0	0	0	0
기타	19	22	18	2	2
수수료비용	42	42	27	46	44
순이자수익	201	219	214	247	253
상품운용손익	16	12	-95	14	65
기타손익	9	24	7	17	19
판관비	406	330	221	286	281
인건비	239	194	123	163	160
전산운영비	17	16	12	14	13
광고선전비	16	11	8	6	6
임차료	26	21	15	19	19
유무형자산감가상각비	20	17	12	16	16
그외	87	70	51	67	67
영업이익	140	185	71	187	276
영업외이익	28	35	26	0	0
영업외비용	7	17	1	0	0
법인세차감전 순이익	161	203	95	187	276
법인세비용	40	47	24	45	67
당기순이익	121	156	71	141	209
당기순이익(지배주주)	103	133	69	127	188

재무상태표

단위: 십억원

12 결산	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
현금및예치금	2,950	2,721	2,409	2,557	2,714
유가증권	8,602	10,959	10,042	10,870	11,766
단기매매증권	5,870	6,136	8,093	8,760	9,483
매도가능증권	754	1,457	1,944	2,104	2,277
자본법주식	122	12	5	6	6
기타유가증권	1,857	3,354	390	0	0
대출채권	910	1,233	1,164	1,032	317
신용공여	10	27	824	733	0
유형자산	19	15	12	12	12
기타자산	2,147	2,219	3,893	3,481	3,694
자산총계	14,618	17,120	20,079	17,951	18,503
예수부채	868	785	657	2,165	2,343
차입부채	5,737	6,138	7,366	6,799	7,359
기타부채	6,003	8,085	3,511	6,698	6,302
부채총계	12,608	15,007	17,968	15,662	16,004
자본금	209	209	209	209	209
자본잉여금	852	852	852	852	852
자본조정	-47	-40	-60	0	0
기타포괄손익누계액	49	43	10	10	10
이익잉여금	947	1,047	1,077	1,218	1,427
자본총계	2,010	2,112	2,111	2,290	2,499
지배주주지분	1,993	2,092	2,091	2,268	2,475
부채및자본총계	14,618	17,120	20,079	17,951	18,503

Valuation Index

단위: 원, 배, %

12 결산	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
BPS	47,580	49,933	49,907	54,129	59,078
EPS	2,447	3,175	1,641	3,039	4,497
PBR	0.71	0.78	0.75	0.69	0.63
PER	13.89	12.27	22.66	12.24	8.27
DPS	500	1000	350	640	960
배당성향	17.0	26.4	20.7	19.0	19.0

Financcil Ratio

단위: %

12 결산	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
순영업수익증가율	0.1	-5.8	-42.8	60.7	18.1
영업이익증가율	-13.8	31.8	-61.7	164.2	48.0
순이익증가율	-16.6	29.8	-48.3	85.2	48.0
ROE	5.27	6.51	3.29	5.84	7.95
ROA	0.76	0.76	0.76	0.67	0.67
자기자본회전율	0.27	0.24	0.14	0.21	0.22

순영업수익구성비율

단위: %

12 결산	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
브로커리지	26.4	16.7	23.6	17.9	14.4
자산관리	25.1	23.1	30.4	27.8	28.4
IB 관련	3.9	6.3	5.7	4.6	4.0
기타수수료	3.4	4.2	6.2	0.5	0.4
순이자수익	36.8	42.6	72.8	52.3	45.5
상품운용손익	3.0	2.4	-32.2	3.0	11.7
기타손익	1.6	4.7	2.5	3.6	3.4

자료: 미래에셋증권, 교보증권 리서치센터

Growth Rate

단위: %

12 결산	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
총자산증가율	19.1	17.1	17.3	-10.6	3.1
자기자본증가율	5.2	4.9	-0.1	8.5	9.1
고객예수금증가율	-15.0	-9.8	12.5	-10.3	1.7
순영업수익증가율	0.1	-5.8	-42.8	60.7	18.1
순수수료수익증가율	-7.6	-19.3	-35.4	16.0	13.3
판관비증가율	6.0	-18.8	-33.0	29.2	-1.5
순이익증가율	-16.6	29.8	-48.3	85.2	48.0

# 삼성증권 016360

Mar 24, 2014

## Trading Buy [신규] TP 46,000원 [신규]

### Company Data

현재가(03/20, 원)	35,400
액면가(원)	5,000
52 주 최고가(보통주, 원)	54,200
52 주 최저가(보통주, 원)	35,400
KOSPI (03/20, Pt)	1,919.5
KOSDAQ (03/20, Pt)	541.8
자본금(억원)	3,462
시가총액(억원)	27,058.1
발행주식수(보통주, 만주)	7,643.5
발행주식수(우선주, 만주)	0
평균거래량(60 일, 만주)	45.7
평균거래대금(60 일, 억원)	181.5
외국인지분(보통주)	22.12
주요주주 (%)	
삼성생명보험(주)(외 6 인)	19.73

### Price & Relative Performance



주가지수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가지수(%)	-8.9	-25.9	-34.4
상대주가지수(%)	-51.9	-54.9	-53.5

## 자산관리의 Origin

### 투자 의견 'Trading Buy', 목표주가 46,000으로 신규 제시

삼성증권에 대해 투자 의견 'Trading Buy'와 목표주가 46,000원을 제시하며 커버리지를 개시. 목표주가는 2014년 예상 BPS 46,249원에 COE 5.3%, PBR 0.99배 적용. 현재 주가 대비 29.9%의 상승 여력 보유. FY2014 예상 ROE는 5.3%로 수익성 개선 추세는 둔화될 것으로 전망하여 투자 의견 Trading Buy 제시

### 1Q14 Preview: 당기순이익의 385억원으로 흑자전환 전망

ELS배당락 손실과 결산시점 일회성요인 반영으로 FY 3Q13 지배주주 기준 순이익 -93억원 적자 시현. ELS배당락 관련 손실은 환입될 예정. 일회성 요인을 제외하면 구조조정으로 인한 판관비 감소와 꾸준한 고객예탁자산 증가로 '14년 1분기 지배주주 기준 순이익 385억원 흑자 전환할 것으로 전망

### 자산관리의 Origin, HNWI(고액자산가)고객 최다 보유

FY2013기준 HNWI고객 80,000여명, 자산규모 59.4조원으로 국내 증권사 중 가장 많은 고액자산가 확보. VIP고객이 선호하는 보수적 운용으로 고객충성도가 높음. 시황악화에도 불구하고 꾸준한 고객 예탁자산 유입은 긍정적임(4Q13 118조 원, QoQ+0.5%, YOY+7.0%). 금융주 공매도 허용과 맞물려 동사를 기초자산으로 하는 ELS knock-in물량 때문에 하락폭 컸으나 최근 대차잔고 감소가 눈에 띄고 청산물량도 거의 정리된 것으로 보임. 2014 BPS기준 PBR 0.78배 수준, 통상적으로 받아왔던 프리미엄을 감안하면 PBR 1.00배 수준까지 상승여력 존재

### Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2011.12	2012.12	2013.12	2014.12E	2015.12E
순영업수익 (십억원)	1,183	968	559	878	953
YOY(%)	1.7	-18.2	-42.2	57.0	8.5
영업이익 (십억원)	291	229	39	258	353
순이익 (십억원)	172	158	11	177	242
EPS(원)	2,244	2,064	148	2,380	3,257
YOY(%)	0	-8.0	-92.8	1505.1	36.8
BPS(원)	42,473	43,732	44,291	46,249	46,851
YOY(%)		3.0	1.3	4.4	1.3
PER(배)	23.0	22.9	295.0	15.3	11.1
PBR(배)	1.21	1.08	0.99	0.78	0.77
ROE(%)	5.7	4.8	0.3	5.3	7.0

### | 증권 |

연구원 박혜진  
3771-9320  
oashes@iprovest.com

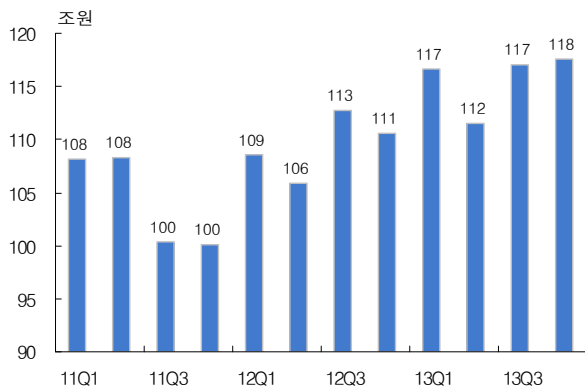
도표 87. 삼성증권 실적전망

(단위: 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	FY2013	FY2014	YOY
순영업수익	191.0	189.3	179.1	213.1	217.3	221.6	226.1	559.4	878.1	57.0%
수수료순수익	145.1	130.1	137.5	101.5	101.9	102.4	102.9	412.7	408.8	-0.9%
브로커리지	88.0	74.9	69.6	65.9	65.6	65.3	64.9	232.5	261.7	12.6%
자산관리	35.6	42.4	58.0	42.5	43.0	43.6	44.1	136.0	173.2	27.3%
IB 관련	4.4	3.3	16.3	3.4	3.5	3.5	3.6	24.0	14.0	-41.6%
기타	34.0	25.0	9.7	9.8	9.9	10.0	10.1	68.8	39.7	-42.2%
수수료비용	16.8	15.4	16.3	20.1	20.0	19.9	19.8	48.5	79.8	64.4%
순이자수익	72.5	71.9	74.0	81.6	81.8	82.0	82.2	218.4	327.6	50.0%
상품운용손익	-31.9	0.6	32.8	26.9	30.4	34.0	37.7	1.5	129.0	8495.8%
기타손익	5.2	-13.3	0.4	3.0	3.1	3.2	3.3	-7.7	12.6	흑전
판관비	175.6	159.6	185.5	156.9	155.6	154.3	153.1	520.7	619.9	19.1%
영업이익	15.4	29.7	-6.4	56.2	61.6	67.3	73.1	38.7	258.1	567.2%
법인세비용	4.9	8.8	-2.0	13.6	14.9	16.3	17.7	11.6	62.5	436.6%
당기순이익(지배주주)	4.7	15.7	-9.3	38.5	42.3	46.2	50.1	11.0	177.1	1505.1%

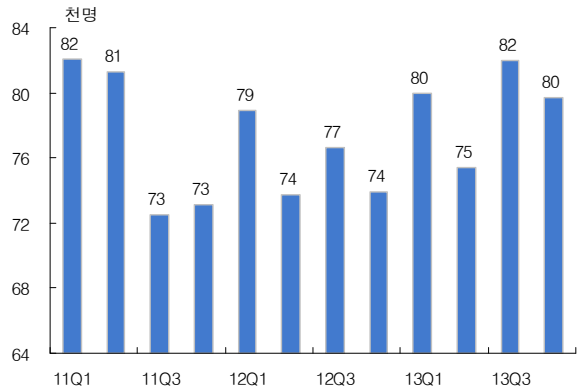
자료: 교보증권 리서치센터

도표 88. 고객 예탁자산 추이



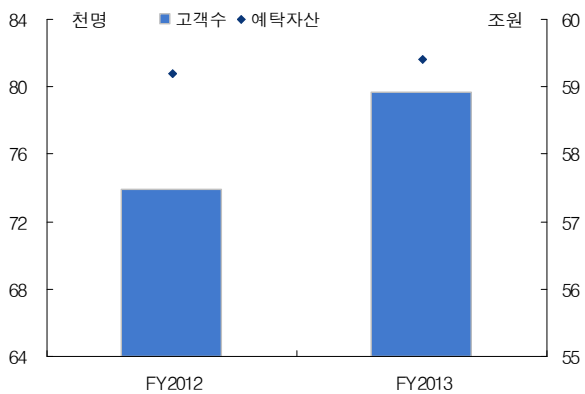
자료: 삼성증권, 교보증권 리서치센터

도표 89. HNWI 고객수 추이



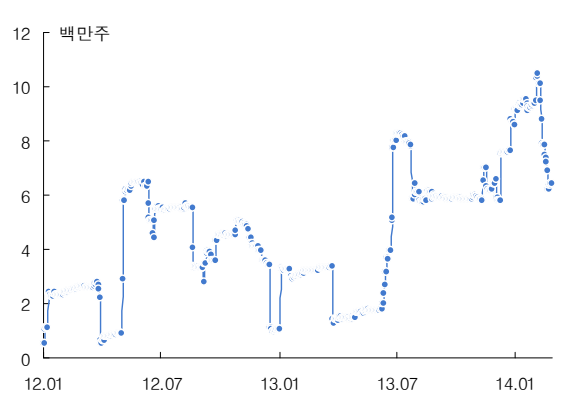
자료: 삼성증권, 교보증권 리서치센터

도표 90. HNWI 고객수 및 자산규모



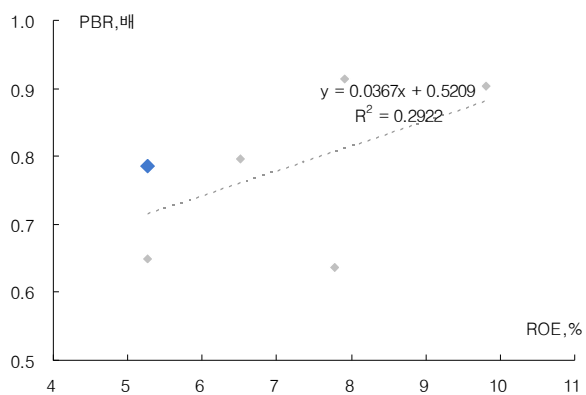
자료: 삼성증권, 교보증권 리서치센터

도표 91. 대차잔고 물량은 감소 중



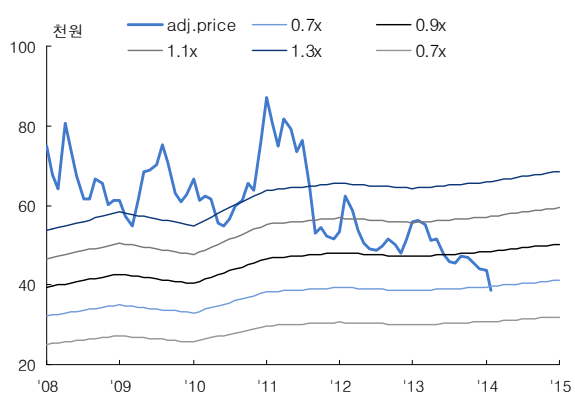
자료: 교보증권 리서치센터

도표 92. 과거 PBR/ROE 회귀분석



자료: 교보증권 리서치센터

도표 93. PBR Band (Forward) 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[삼성증권 016360]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
순영업수익	1,183	968	559	878	953
수수료순수익	776	578	413	409	417
브로커리지	469	305	232	262	256
자산관리	170	123	136	173	182
IB 관련	42	30	24	14	15
신종증권판매	0	0	0	0	0
기타	94	120	69	40	41
수수료비용	65	74	49	80	78
순이자수익	236	256	218	328	331
상품운용손익	154	113	2	129	191
기타손익	17	21	-8	13	14
판관비	892	739	521	620	600
인건비	502	391	268	304	289
전산운영비	72	76	56	69	66
광고선전비	50	33	20	17	16
임차료	55	56	40	53	53
유무형자산감가상각비	49	49	37	51	51
그외	165	134	100	126	126
영업이익	291	229	39	258	353
영업외이익	4	5	2	0	0
영업외비용	9	10	5	0	0
법인세차감전 순이익	286	224	36	258	353
법인세비용	94	50	12	62	85
당기순이익	192	174	24	196	268
당기순이익(지배주주)	172	158	11	177	242

재무상태표

단위: 십억원

12 결산	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
현금및예치금	4,833	4,319	3,992	4,237	4,497
유가증권	8,932	12,476	13,971	15,116	16,355
단기매매증권	7,165	10,777	11,914	12,896	13,959
매도가능증권	1,630	1,336	1,745	1,888	2,044
자본법주식	10	8	7	8	9
기타유가증권	127	354	305	324	344
대출채권	1,042	1,197	1,010	1,088	377
신용공여	4	10	675	733	0
유형자산	97	82	70	70	70
기타자산	1,876	1,423	1,697	1,801	1,912
자산총계	16,776	19,487	20,740	22,313	23,211
예수부채	3,411	2,977	3,002	3,228	3,472
차입부채	4,991	5,626	6,223	6,736	7,291
기타부채	4,988	7,396	8,106	8,744	8,577
부채총계	13,390	15,998	17,331	18,708	19,339
자본금	394	394	394	394	394
자본잉여금	1,505	1,507	1,508	1,508	1,508
자본조정	34	35	0	0	0
기타포괄손익누계액	201	195	167	167	167
이익잉여금	1,246	1,352	1,339	1,535	1,803
자본총계	3,380	3,482	3,409	3,451	3,498
지배주주지분	3,246	3,343	3,272	3,313	3,358
부채및자본총계	16,770	19,481	20,740	22,313	23,211

Valuation Index

단위: 원, 배, %

12 결산	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
BPS	42,473	43,732	44,291	46,249	46,851
EPS	2,244	2,064	148	2,380	3,257
PBR	1.21	1.08	0.99	0.78	0.77
PER	22.99	22.89	294.96	15.25	11.14
DPS	700	650	100	780	1100
배당성향	27.1	27.7	31.0	27.7	25.0

Financcil Ratio

단위: %

12 결산	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
순영업수익증가율	1.7	-18.2	-42.2	57.0	8.5
영업이익증가율	-22.8	-21.2	-83.1	567.2	36.8
순이익증가율	-25.1	-8.0	-93.0	1,505.1	36.8
ROE	5.68	4.79	0.33	5.38	7.27
ROA	1.11	1.11	1.11	0.82	0.82
자기자본회전율	0.35	0.28	0.16	0.25	0.27

순영업수익구성비율

단위: %

12 결산	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
브로커리지	39.6	31.5	41.6	29.8	26.9
자산관리	14.4	12.7	24.3	19.7	19.1
IB 관련	3.6	3.1	4.3	1.6	1.6
기타수수료	8.0	12.4	12.3	4.5	4.3
순이자수익	20.0	26.5	39.0	37.3	34.8
상품운용손익	13.1	11.7	0.3	14.7	20.0
기타손익	1.4	2.1	-1.4	1.4	1.5

자료: 삼성증권, 교보증권 리서치센터

Growth Rate

단위: %

12 결산	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
총자산증가율	18.1	16.2	6.4	7.6	4.0
자기자본증가율	16.0	3.0	-2.1	1.2	1.4
고객예수금증가율	-6.2	-12.8	-4.3	8.2	8.2
순영업수익증가율	1.7	-18.2	-42.2	57.0	8.5
순수수료수익증가율	-15.1	-25.4	-28.6	-0.9	2.0
판관비증가율	13.4	-17.2	-29.5	19.1	-3.2
순이익증가율	-25.1	-8.0	-93.0	1,505.1	36.8

# 대우증권 006800

Mar 24, 2014

**Hold [신규]**  
**TP 10,000원 [신규]**

**Company Data**

현재가(03/20,원)	8,060
액면가(원)	5,000
52 주 최고가(보통주,원)	11,600
52 주 최저가(보통주,원)	8,050
KOSPI (03/20,Pt)	1,919.5
KOSDAQ (03/20,Pt)	541.8
자본금(억원)	10,209
시가총액(억원)	26,897.9
발행주식수(보통주,만주)	32,670.1
발행주식수(우선주,만주)	1407.575
평균거래량(60 일,만주)	94.2
평균거래대금(60 일,억원)	79.7
외국인지분(보통주)	13.04
주요주주 (%)	
신은금융지주	43.00

**Price & Relative Performance**



주가지수	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-1.9	-19.8	-30.5
상대주가(%)	-62.5	-65.5	-64.1

## 형! 어디가?

### 투자의견 'Hold, 목표주가 10,000으로 신규 제시

대우증권에 대해 투자의견 'Hold'와 목표주가 10,000원을 제시하며 커버리지를 개시. 목표주가는 2014년 예상 BPS 12,694원에 COE 3.34%를 적용한 Implied PBR 0.69x에 10%프리미엄 적용. 현재 주가 대비 24.1%의 상승 여력 보유. FY2014 예상 ROE는 2.3%로 의미 있는 수익성개선까지는 시간이 필요할 것으로 전망하여 투자의견 Hold 제시

### FY 1Q14 Preview: 당기순이익 176억원 시현 전망

3Q13 304억원 적자 기록. 이는 중국 고섬 관련 180억원, 경남기업 140억원, STX 75억원의 충당금 및 소송 등의 영향으로 500억원 가량의 일회성 비용발생 때문. 고섬은 잔존가 70억원이 싱가포르 원주로 교환되어 있는 상태로 주가 추가하락에 대한 부담은 크지 않음. FY2013 대부분 비용 반영하여 FY1Q14부터는 일회성 손실 우려 없이 지배주주기준 순이익 176억원 흑자 전환할 것으로 예상.

### 업종 대표주다운 면모를 보여줘야 할 때

IB, 리서치, 상품운용 부문의 강한 경쟁력, 업계 1위 자기자본 기반으로 추진하는 해외진출, 과감한 WM 중심의 비즈니스모델 전환 등 수익률 다각화에 최적의 구조를 가지고 있음에도 '1등' 분야가 없는 것은 동사의 지속적 디스카운트 요인. 최근 PBS점유율도 한국투자증권에게 2위 자리를 내어주면서 유상증자로 보강한 자본력이 무색해진 상황. 하지만 최근 리테일 관련 부서와 해외사업본부를 신설하면서 WM과 해외진출에 대한 의지를 보임. 특유의 자본력과 기본 고객기반, 탄탄한 영업력으로 시황개선 시 수익성 개선세가 가장 높을 것으로 기대됨.

**Forecast earnings & Valuation**

12 결산 (십억원)	2011.12	2012.12	2013.12	2014.12E	2015.12E
순영업수익 (십억원)	774	681	368	632	718
YOY(%)	-19.6	-12.1	-45.9	71.4	13.7
영업이익 (십억원)	211	111	-35	122	200
순이익 (십억원)	167	127	-29	93	152
EPS(원)	511	388	-88	283	465
YOY(%)	0	-24.1	-122.7	-422.3	64.1
BPS(원)	12,161	12,402	11,982	12,694	13,159
YOY(%)		2.0	-3.4	5.9	3.7
PER(배)	22.3	25.7	-92.4	28.7	17.5
PBR(배)	0.94	0.80	0.68	0.64	0.62
ROE(%)	5.0	3.2	-0.7	2.3	3.6

| 증권 |

연구원 박해진  
3771-9320  
oashes@iprovest.com

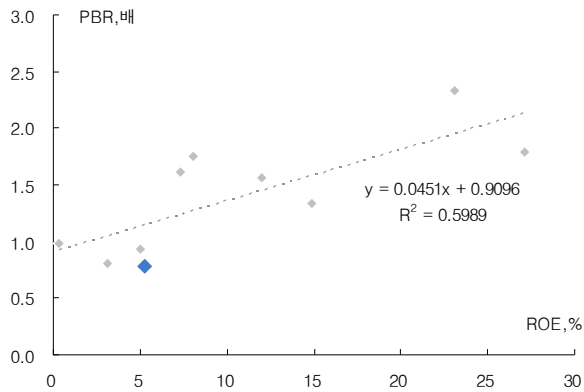
도표 94. 대우증권 실적전망

(단위: 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	FY2013	FY2014	YOY
순영업수익	130.4	124.4	113.6	150.6	155.3	160.3	165.5	368.4	631.6	71.4%
수수료순수익	94.2	80.3	80.4	68.7	68.8	68.8	68.9	254.9	275.2	8.0%
브로커리지	63.8	54.5	60.0	61.5	60.5	59.6	58.8	178.3	240.4	34.8%
자산관리	19.3	17.7	16.9	18.6	19.2	19.8	20.5	53.9	78.0	44.7%
IB 관련	7.4	4.0	6.9	4.2	4.3	4.4	4.5	18.3	17.4	-4.7%
기타	3.7	4.0	-3.4	0.2	0.2	0.2	0.2	4.3	0.7	-84.8%
수수료비용	12.6	12.6	13.7	15.7	15.5	15.2	15.0	38.9	61.4	57.8%
순이자수익	50.3	56.0	51.0	54.3	54.2	54.1	53.9	157.3	216.5	37.6%
상품운용손익	-50.5	37.7	-3.9	26.7	31.5	36.5	41.7	-16.6	136.3	흑전
기타손익	36.4	-49.6	-13.9	0.9	0.9	0.9	1.0	-27.1	3.7	흑전
판관비	126.6	127.6	144.1	127.4	127.2	127.1	127.8	398.3	509.5	27.9%
영업이익	3.8	-3.2	-36.0	23.2	28.1	33.2	37.7	-35.4	122.1	흑전
법인세비용	-0.1	5.8	-13.1	5.6	6.8	8.0	9.1	-7.3	29.6	흑전
당기순이익(지배주주)	7.2	-5.5	-30.4	17.6	21.3	25.1	28.6	-28.7	92.6	흑전

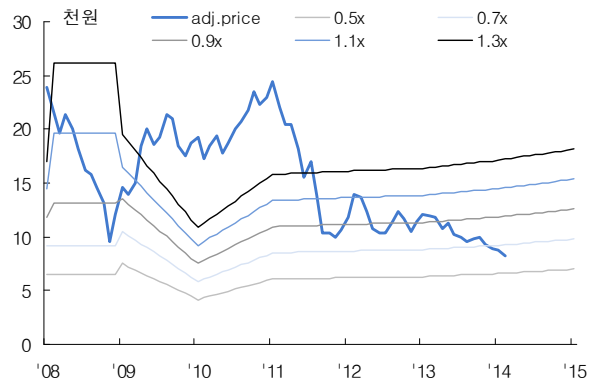
자료: 교보증권 리서치센터

도표 95. 과거 PBR/ROE 회귀분석



자료: 교보증권 리서치센터

도표 96. PBR Band (Forward) 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[대우증권 006800]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
순영업수익	774	681	368	632	718
수수료순수익	470	303	255	275	277
브로커리지	364	228	178	240	226
자산관리	77	43	54	78	89
IB 관련	35	21	18	17	18
신종증권판매	0	0	0	0	0
기타	-6	12	4	1	1
수수료비용	47	46	39	61	58
순이자수익	205	222	157	216	215
상품운용손익	70	163	-17	136	223
기타손익	30	-8	-27	4	4
판관비	563	570	398	510	518
인건비	342	372	174	310	320
전산운영비	21	21	15	20	19
광고선전비	21	18	21	16	16
임차료	19	22	17	23	23
유무형자산감가상각비	33	30	23	31	31
그외	127	107	148	108	108
영업이익	211	111	-35	122	200
영업외이익	21	22	17	0	0
영업외비용	10	6	18	0	0
법인세차감전 순이익	222	127	-36	122	200
법인세비용	55	30	-7	30	48
당기순이익	167	96	-29	93	152
당기순이익(지배주주)	167	127	-29	93	152

재무상태표

단위: 십억원

12 결산	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
현금및예치금	5,011	5,568	3,227	5,286	5,611
유가증권	13,357	16,750	16,611	18,590	20,123
단기매매증권	7,863	11,919	11,848	14,329	15,510
매도가능증권	4,934	3,620	4,743	4,256	4,606
자본법주식	23	23	19	6	6
기타유가증권	536	1,188	0	0	0
대출채권	1,559	1,666	1,692	1,288	1,333
신용공여	72	78	-102	1,045	1,075
유형자산	258	250	245	241	241
기타자산	2,375	1,302	1,316	2,040	2,165
자산총계	22,488	25,458	26,005	27,445	29,472
예수부채	1,740	2,075	1,859	2,889	2,892
차입부채	8,102	9,785	10,042	9,451	10,230
기타부채	8,673	9,546	10,189	10,958	12,050
부채총계	18,515	21,406	22,090	23,298	25,173
자본금	1,704	1,704	1,704	1,704	1,704
자본잉여금	661	660	660	660	660
자본조정	-131	-126	-119	0	0
기타포괄손익누계액	134	136	22	50	50
이익잉여금	1,604	1,677	1,641	1,733	1,885
자본총계	3,973	4,052	3,914	4,147	4,299
지배주주지분	3,973	4,052	3,914	4,147	4,299
부채및자본총계	22,488	25,458	26,005	27,445	29,472

Valuation Index

단위: 원, 배, %

12 결산	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
BPS	12,161	12,402	11,982	12,694	13,159
EPS	511	388	-88	283	465
PBR	0.94	0.80	0.68	0.64	0.62
PER	22.34	25.73	-92.35	28.66	17.46
DPS	160	120	0	85	153
배당성향	32.2	41.9	0.0	30.0	33.0

Financail Ratio

단위: %

12 결산	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
순영업수익증가율	-19.6	-12.1	-45.9	71.4	13.7
영업이익증가율	-29.4	-47.7	-132.0	후.전	64.1
순이익증가율	-26.1	-24.1	-122.7	후.전	64.1
ROE	4.98	3.16	-0.72	2.30	3.60
ROA	0.80	0.80	0.80	0.35	0.35
자기자본회전율	0.19	0.17	0.09	0.15	0.17

순영업수익구성비율

단위: %

12 결산	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
브로커리지	47.0	33.5	48.4	38.1	31.5
자산관리	9.9	6.3	14.6	12.4	12.4
IB 관련	4.6	3.0	5.0	2.8	2.6
기타수수료	-0.8	1.7	1.2	0.1	0.1
순이자수익	26.4	32.7	42.7	34.3	29.9
상품운용손익	9.0	23.9	-4.5	21.6	31.0
기타손익	3.9	-1.2	-7.4	0.6	0.6

자료: 대우증권, 교보증권 리서치센터

Growth Rate

단위: %

12 결산	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
총자산증가율	15.7	13.2	2.2	5.5	7.4
자기자본증가율	45.5	2.0	-3.4	5.9	3.7
고객예수금증가율	-16.9	20.0	-17.1	8.2	8.2
순영업수익증가율	-19.6	-12.1	-45.9	71.4	13.7
순수수료수익증가율	-10.4	-35.5	-15.9	8.0	0.5
판관비증가율	-15.2	1.3	-30.1	27.9	1.6
순이익증가율	-26.1	-24.1	-122.7	후.전	64.1



# 메리츠종금증권 008560

Mar 24, 2014

N/R [신규]

## Company Data

현재가(03/20,원)	2,190
액면가(원)	1,000
52 주 최고가(보통주,원)	2,195
52 주 최저가(보통주,원)	1,365
KOSPI (03/20,Pt)	1,919.5
KOSDAQ (03/20,Pt)	541.8
자본금(억원)	3,089
시가총액(억원)	6,779.5
발행주식수(보통주,만주)	30,956.7
발행주식수(우선주,만주)	0
평균거래량(60 일,만주)	90.4
평균거래대금(60 일,억원)	17.4
외국인지분(보통주)	9.69
주요주주 (%)	
메리츠금융지주(의 4 인)	42.06

## Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	18.4	43.1	45.5
상대주가(%)	124.1	121.1	122.5

## 아직도 상승여력은 충분하다

### 적극적 수익창출 기회 모색 + 신중한 Risk Managing

현행 유일한 종금업무 가능 증권사. PF, NPL, 오토리스, 기업여신 등 확장 가능한 범위 내에서 적극적 수익창출 기회를 모색. 적극적 확장 기반은 투자심사인력의 Risk Management 능력. 무수익 여신은 거의 없음. CMA 금리 하락으로 3Q13 NIM은 3.13%수준, 분기별 지속적 증가추세. 경영진의 의사결정능력이 빠르고 변화가 유연함.

### FY 2013 Review: 운영업수익 2,125억원, 순이익 466억원 시현

동사는 '13 운영업수익 2,125억원(YOY -23.6%), 지배주주기준 당기순이익 466억원(YOY -26.0%)시현. ROE 7.2%수준. 트레이딩부문 채권평가손은 FX부문의 실적 호조로 만회, NPL, 기업여신, 오토리스 등 기업금융부문의 선전. 특히 3Q13 CMA예금금리 하락으로 전년동기 대비 NIM 7.9bp상승은 고무적

### FY2013 업종 최고 ROE 7.2%, 경쟁력은 더욱 강화될 것

핵심경쟁력 강화를 통한 지속적 ROE증가 기대됨. 1) 브로커리지 부문 체질개선, 최근 20개 리테일 점포 중 종금업무 영위하는 리테일종금본부 7개 신설, 2) 외형 성장과 NIM증가가 동시 진행 중, 기업금융부문의 실적호조가 이어지고 있는 가운데 현행 대출금액 8%만이 영업용 순자본에서 차감되는 종금 Book을 기반으로 활용가능자본 여력은 3.5조원, 거액여신한도는 8,000억원까지 가능한 상황. 2013년 CMA자산 2.4조원(YOY +27%), 대출자산 2.1조원(YOY +7.4%)기록, 3)2012년 선제적으로 단행한 구조조정으로 효율적 비용통제가 이뤄지고 있음.

## Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2009.12	2010.12	2011.12	2012.12	2013.12
운영업수익 (십억원)	186	162	254	278	212
YOY(%)	11.7	-12.8	56.9	9.5	-23.6
영업이익 (십억원)	32	5	70	82	68
순이익 (십억원)	21	8	53	63	47
EPS(원)	71	26	172	203	167
YOY(%)	0	-62.8	552.3	18.5	-18.1
BPS(원)	1,914	2,026	2,191	2,300	2,305
YOY(%)	0	5.9	8.1	5.0	0.2
PER(배)	14.3	31.3	6.3	7.7	10.2
PBR(배)	0.53	0.41	0.49	0.68	0.74
ROE(%)	3.9	1.3	8.1	9.1	7.2

| 증권 |

연구원 박혜진  
3771-9320  
oashes@iprovest.com

[메리츠증권 008560]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산	2009	2010	2011	2012	2013
순영업수익	186	162	254	278	212
수수료순수익	91	80	91	96	83
브로커리지	61	55	55	41	29
자산관리	4	7	6	8	9
IB 관련	11	7	5	8	2
신종증권판매	10	0	0	0	0
기타	5	11	26	39	47
수수료비용	0	0	14	9	10
순이자수익	38	74	102	90	79
상품운용손익	21	31	10	18	15
기타손익	35	-23	51	74	36
판관비	153	157	184	196	144
인건비	92	92	119	130	97
전산운영비	15	16	16	16	12
광고선전비	7	3	2	1	1
임차료	5	5	5	6	3
유무형자산감가상각비	8	7	9	12	10
그외	27	32	32	31	27
영업이익	32	5	70	82	68
영업외이익	1	8	1	3	2
영업외비용	3	1	2	1	0
법인세처감전 순이익	31	13	69	84	71
법인세비용	9	4	16	21	14
당기순이익	22	8	53	63	52
당기순이익(지배주주)	21	8	53	63	47

재무상태표

단위: 십억원

12 결산	2009	2010	2011	2012	2013
현금및예치금	434	393	525	433	463
유가증권	1,605	2,273	3,044	4,067	3,771
단기매매증권	1,087	1,439	2,377	3,530	3,449
매도가능증권	419	783	553	474	322
자본법주식	4	0	5	5	0
기타유가증권	95	51	108	58	0
대출채권	904	1,366	2,091	2,395	3,608
신용공여	29	75	71	78	675
유형자산	70	83	79	73	68
기타자산	331	905	1,646	1,257	988
자산총계	3,315	4,945	7,314	8,148	8,897
예수부채	1,364	1,843	2,378	2,665	4,552
차입부채	1,188	1,404	2,417	2,951	2,310
기타부채	406	1,166	1,899	1,854	1,312
부채총계	2,958	4,414	6,694	7,470	8,174
자본금	270	309	309	309	309
자본잉여금	92	121	120	120	120
자본조정	65	-3	1	1	0
기타포괄손익누계액	66	77	83	78	75
이익잉여금	97	122	164	204	220
자본총계	591	626	677	712	723
지배주주지분	525	626	677	712	723
부채및자본총계	3,549	5,040	7,371	8,182	8,897

Valuation Index

단위: 원, 배, %

12 결산	2009	2010	2011	2012	2013
BPS	1,914	2,026	2,191	2,300	2,305
EPS	71	26	172	203	167
PBR	0.53	0.41	0.49	0.68	0.74
PER	14.31	31.32	6.27	7.70	10.18
DPS	0	35	75	85	70
배당성향	0.0	131.3	43.7	41.8	42.0

Financcil Ratio

단위: %

12 결산	2009	2010	2011	2012	2013
순영업수익증가율	11.7	-12.8	56.9	9.5	-23.6
영업이익증가율	21.9	-83.6	1,225.7	17.2	-16.9
순이익증가율	-4.1	-62.8	552.9	18.6	-18.1
ROE	3.88	1.34	8.14	9.06	7.24
ROA	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87
자기자본회전율	0.31	0.26	0.37	0.39	0.29

순영업수익구성비율

단위: %

12 결산	2009	2010	2011	2012	2013
브로커리지	33.1	34.2	21.6	14.8	13.7
자산관리	2.3	4.3	2.4	2.9	4.1
IB 관련	5.7	4.1	1.8	2.8	1.2
기타수수료	2.6	6.6	10.0	13.9	22.3
순이자수익	20.4	45.8	40.3	32.3	37.0
상품운용손익	11.3	19.2	3.9	6.5	7.1
기타손익	19.1	-14.2	20.0	26.7	16.9

Growth Rate

단위: %

12 결산	2009	2010	2011	2012	2013
총자산증가율	37.4	49.2	47.9	11.4	9.2
자기자본증가율	7.2	19.1	8.2	5.1	1.7
고객예수금증가율	-24.9	3.0	2.5	-2.3	-17.3
순영업수익증가율	11.7	-12.8	56.9	9.5	-23.6
순수수료수익증가율	16.0	-12.8	14.4	5.2	-13.5
판관비증가율	9.7	2.1	17.5	6.6	-26.4
순이익증가율	-4.1	-62.8	552.9	18.6	-18.1

자료: 메리츠증권, 교보증권 리서치센터

# 신영증권 001720

Mar 24, 2014

N/R [신규]

## Company Data

현재가(03/20,원)	40,900
액면가(원)	5,000
52 주 최고가(보통주,원)	41,800
52 주 최저가(보통주,원)	32,800
KOSPI (03/20,Pt)	1,919.5
KOSDAQ (03/20,Pt)	541.8
자본금(억원)	822
시가총액(억원)	6,487.7
발행주식수(보통주,만주)	938.6
발행주식수(우선주,만주)	705.4
평균거래량(60 일,만주)	0.2
평균거래대금(60 일,억원)	1.0
외국인지분(보통주)	15.66
주요주주 (%)	
신영증권 자사주	26.77

## Price & Relative Performance



주기수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.9	6.8	15.4
상대주가(%)	13.5	10.5	11.9

## 증권주의 베타플레이가 지겹다면...

### 실적변동성 적은 안정적 기업

업황에 관계없는 꾸준한 실적 시현이 동사의 최대 장점. 이는 브로커리지, 자산관리, IB등 수익구조가 가장 다변화 되어 있기 때문. 업계 10위권의 계열 운용사도 안정적 이익 창출에 기여. 동사의 베타평균은 0.5배 수준, 주가의 변동성 적고 시장상황에 관계없이 지속적 이익창출이 동사의 가장 큰 장점.

### FY 2013 Review: 순영업수익 1,468억원, 순이익 448억원 시현

동사는 '13 순영업수익 1,468억원(YOY -22.8%), 지배주주기준 당기순이익 448억원(YOY -14.2%)시현. ROE 4.9%수준. FY2013 회계연도 변경을 감안하면 오히려 증가한 수준. 대부분 증권사의 역성장 폭이 컸던 점을 감안하였을 때 동사의 안정적 이익 창출력은 더욱 부각됨.

### Valuation매력, 낮은 주기변동성, 배당투자유망주

42년 연속 흑자기조 유지하고 있는 펀더멘탈 강한 기업. 안정적, 장기적 투자대상으로 유망할 전망. 1)업황에 상관없는 이익창출력과 마찬가지로 주기변동성 또한 크지 않음. 10년 평균 베타는 0.52배 수준. 2)2013년 BPS기준 PBR은 0.41배로 증권주 평균에 비해 저평가된 상태. 3)우호적 주주정책으로 배당성향이 높은 증권사, 2012년 보통주 2,000원 배당, 10년평균 배당성향은 34.3%. 다만 자사주 비중이 높아 거래 주식수가 적은 점은 제약요인.

## | 증권 |

연구원 박해진  
3771-9320  
oashes@iprovest.com

## Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2009.12	2010.12	2011.12	2012.12	2013.12
순영업수익 (십억원)	230	202	196	190	147
YOY(%)	57.2	-12.3	-2.6	-3.1	-22.8
영업이익 (십억원)	117	91	79	67	61
순이익 (십억원)	88	65	57	52	45
EPS(원)	9,381	6,941	6,108	5,569	4,776
YOY(%)	0	-26.0	-12.0	-8.8	-14.2
BPS(원)	83,162	91,405	93,650	96,335	98,850
YOY(%)	0	9.9	2.5	2.9	2.6
PER(배)	3.9	4.4	5.1	6.8	8.6
PBR(배)	0.44	0.34	0.33	0.39	0.41
ROE(%)	12.2	8.0	6.6	5.9	4.9

[신영증권 001720]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산	2009	2010	2011	2012	2013
순영업수익	230	202	196	190	147
수수료순수익	85	97	92	86	67
브로커리지	36	38	37	23	14
자산관리	34	16	17	16	16
IB 관련	9	13	15	14	12
신종증권판매	6	9	6	8	5
기타	0	21	17	26	19
수수료비용	0	0	7	5	4
순이자수익	91	83	111	120	82
상품운용손익	30	1	-33	-45	-13
기타손익	24	20	27	29	10
판관비	113	110	117	123	86
인건비	71	67	73	75	52
전산운영비	8	8	8	8	6
광고선전비	0	0	1	2	1
임차료	2	2	3	2	2
유무형자산감가상각비	11	11	9	9	6
그외	21	22	24	27	20
영업이익	117	91	79	67	61
영업외이익	4	3	4	4	3
영업외비용	2	0	2	3	1
법인세처감전 순이익	118	94	82	69	63
법인세비용	28	27	23	16	16
당기순이익	90	67	59	53	48
당기순이익(지배주주)	88	65	57	52	45

Valuation Index

단위: 원, 배, %

12 결산	2009	2010	2011	2012	2013
BPS	83,162	91,405	93,650	96,335	98,850
EPS	9,381	6,941	6,108	5,569	4,776
PBR	0.44	0.34	0.33	0.39	0.41
PER	3.91	4.43	5.11	6.77	8.55
DPS	2000	2000	2000	2000	2000
배당성향	21.1	28.0	32.0	35.5	39.4

순영업수익구성비율

단위: %

12 결산	2009	2010	2011	2012	2013
브로커리지	15.5	18.8	18.7	11.8	9.6
자산관리	14.7	8.1	8.7	8.5	11.2
IB 관련	4.1	6.3	7.5	7.4	8.4
기타수수료	0.1	10.4	8.7	13.5	12.7
순이자수익	39.8	41.2	56.3	62.9	55.8
상품운용손익	13.1	0.5	-16.6	-23.5	-8.6
기타손익	10.2	10.1	13.7	15.4	7.1

자료: 신영증권, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산	2009	2010	2011	2012	2013
현금및예치금	896	1,141	992	544	867
유가증권	2,611	2,684	3,353	3,836	4,135
단기매매증권	1,807	1,923	2,511	3,005	3,276
매도가능증권	422	430	309	289	275
자본법주식	0	0	0	0	0
기타유가증권	382	331	534	542	584
대출채권	97	89	181	98	112
신용공여	30	27	30	29	29
유형자산	116	41	50	54	54
기타자산	139	308	297	293	356
자산총계	3,829	4,235	4,844	4,796	5,494
예수부채	190	121	119	90	122
기타부채	1,240	1,361	1,207	1,119	1,692
부채총계	1,608	1,881	2,516	2,641	2,709
자본금	3,038	3,362	3,842	3,850	4,523
자본잉여금	82	82	82	82	82
자본잉여금	115	114	114	114	114
자본조정	-95	-94	-69	-71	-71
기타포괄손익누계액	98	125	111	102	100
이익잉여금	591	642	680	713	741
자본총계	791	869	918	941	966
지배주주지분	781	858	879	904	928
부채및자본총계	3,829	4,232	4,759	4,791	5,489

Financcil Ratio

단위: %

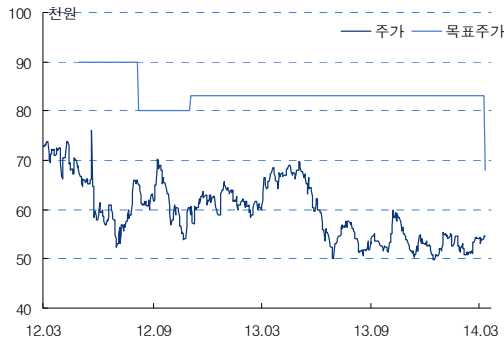
12 결산	2009	2010	2011	2012	2013
순영업수익증가율	57.2	-12.3	-2.6	-3.1	-22.8
영업이익증가율	112.6	-21.6	-13.3	-15.1	-9.7
순이익증가율	72.3	-25.3	-12.5	-8.8	-14.2
ROE	12.24	7.95	6.60	5.86	4.89
ROA	1.26	1.26	1.26	1.26	1.26
자기자본회전율	0.29	0.23	0.21	0.20	0.15

Growth Rate

단위: %

12 결산	2009	2010	2011	2012	2013
총자산증가율	2.4	10.6	14.4	-1.0	14.6
자기자본증가율	18.5	9.9	2.5	2.9	2.6
고객예수금증가율	-28.8	26.4	4.6	-23.8	-1.7
순영업수익증가율	57.2	-12.3	-2.6	-3.1	-22.8
순수수료수익증가율	8.7	14.3	-5.7	-6.1	-22.1
판관비증가율	24.0	-2.9	6.3	4.9	-30.0
순이익증가율	72.3	-25.3	-12.5	-8.8	-14.2

**키움증권 최근 2년간 목표주가 변동추이**



**최근 2년간 목표주가 변동추이**

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2012.05.10	매수	90,000			
2012.08.17	매수	80,000			
2012.11.12	매수	83,000			
	(담당자변경)				
2014.03.24	매수	69,000			

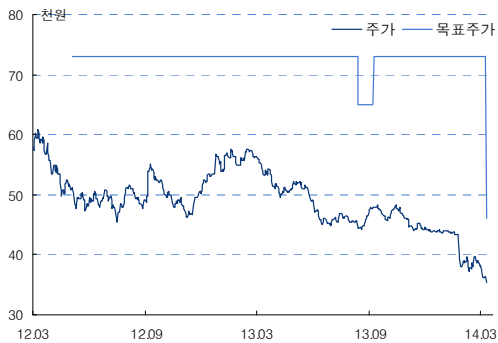
**미래에셋증권 최근 2년간 목표주가 변동추이**



**최근 2년간 목표주가 변동추이**

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2014.03.24	매수	48,500			

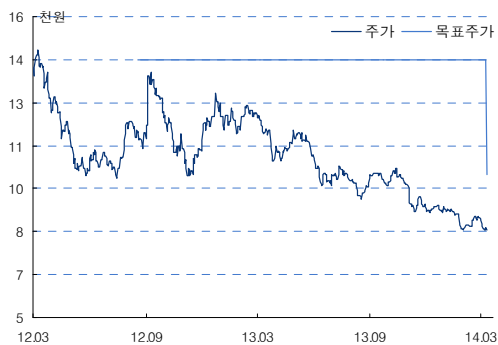
**삼성증권 최근 2년간 목표주가 변동추이**



**최근 2년간 목표주가 변동추이**

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2012.05.14	매수	73,000			
2012.08.23	매수	65,000			
2012.09.17	매수	73,000			
	(담당자변경)				
2014.03.24	Trading Buy	46,000			

**대우증권 최근 2년간 목표주가 변동추이**



**최근 2년간 목표주가 변동추이**

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2012.08.28	매수	14,000			
	(담당자변경)				
2014.03.24	Hold	10,000			

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

▶ **투자기간 및 투자등급** : 향후 6개월 기준, 2008.7.1일 Trading Buy 등급 추가  
 적극매수(Strong Buy): KOSPI 대비 기대수익률 30% 이상  
 Trading Buy: KOSPI 대비 10% 이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
 매도(Sell): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

매수(Buy): KOSPI 대비 기대수익률 10~30% 이내  
 보유(Hold): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

▶ **업종 투자의견**  
 비중확대(Overweight): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
 비중축소(Underweight): 업종 펀더멘털의 악화과 함께 업종주가의 하락 기대

중립(Neutral): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음