

증권업

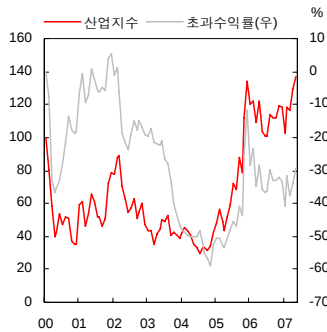
거래대금 감소에도 중장기적 Premium요인존재,
Top Pick : 미래에셋증권

Analyst 정제영, CPA (769-3069, pluto0977@daishin.co.kr)

Overweight(비중확대, 유지)

KOSPI (5/7)	1,584.46
시가총액(십억원)	18,623
시가총액비중	2.42%
최근1년간 베타(Daily)	1.48
주가상승률(%)	절대주가 상대주가
1개월	12.9 7.2
3개월	25.2 14.2
12개월	10.5 2.6

산업주가 추이



증권업중 Stance : Overweight 유지

증권업중에 대한 투자 의견 'Overweight' 를 유지하며, 미래에셋증권 및 한국금융지주를 신규 유니버스로 추가하고 커버리지를 개시한다. 증권업중에 대한 목표주가는 기존 유니버스에 대하여는 Historical P/B를 이용하여 산정하였으며, 신규편입 유니버스는 기존 Universe 4사 평균 Target P/B에 회사별로 Premium/Discount를 부여하여 산정하였다.

Top Pick : 미래에셋증권, ROE/ 이익성장성/ Potential에 Premium

증권업중 Top Pick을 미래에셋증권으로 변경한다. 변경사유는 1)5월 미수동결 제와 시행으로 거래대금의 단기적인 감소가 불가피한 상황이 예상되어 브로커리지 위주 증권사에 대한 단기적 리스크가 존재하며 2)미래에셋증권이 타 유니버스 증권사 대비 다원화된 수익구조, 높은 ROE 및 이익성장성을 시현해 왔으며, 향후 해외시장 성장성 및 미래에셋금융그룹에서 높은 Synergy가 예상되는 점에 높은 Premium을 부여하였다.

FY07 브로커리지 전망 : 일평균거래대금 5.7조원

당사는 4월 거래대금에 지수상승, 개인거래비중 증가 등으로 인한 일시적인 요인이 포함되어 있다고 보아 FY07 일평균거래대금을 5.7조원으로 추정하였다. 5월 미수동결제와 도입으로 단기적으로 1조원 이상의 일평균거래대금 감소가 불가피할 것으로 예상되며, 동 효과가 완전히 제거되는 데 6개월 이상 소요될 전망이다.

중장기적인 Premium요인 : 수익구조 다변화, PI로 인한 ROE Level-Up

다만 브로커리지 부문 하락에도 불구하고 1)자본시장통합법 및 실질적 증권사 수익구조 다변화가능성 2)Principle Investment로 인한 ROE Level-Up가능성 등 Premium 요인이 존재하여 중장기적인 Downside Risk는 낮을 것으로 판단한다.

영업실적 및 주요 투자지표

	영업수익 (억원)	영업이익 (억원)	경상이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)		BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)
2004A	31,398	3,395	501	-215	-39	적전	10,724	NA	0.9	-0.4
2005A	57,090	11,957	12,763	11,720	2,078	흑전	12,695	9.8	1.6	18.0
2006F	86,066	10,230	12,059	10,033	1,779	-14.4	13,924	13.5	1.7	13.4
2007F	82,484	14,718	16,318	11,958	2,120	19.2	16,097	11.3	1.5	14.2
2008F	92,801	17,723	17,723	12,938	2,294	8.2	18,444	10.5	1.3	13.3

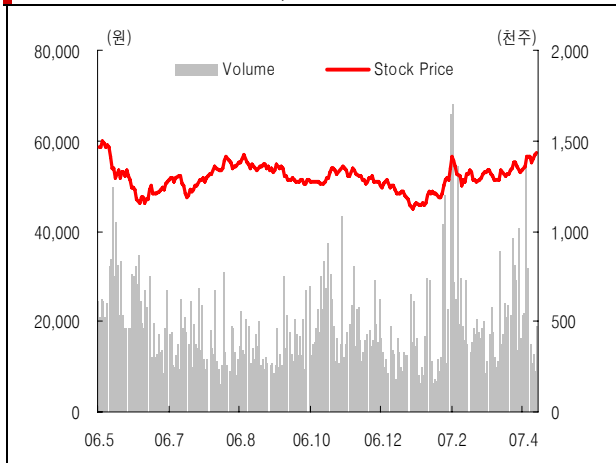
주: 영업실적 합산은 현대증권, 우리투자증권, 대우증권, 삼성증권, 미래에셋증권, 한국금융지주 등 6개사 기준임
자료: 각 사, 대신증권 추정

목 차

1. Valuation	4
업종투자자의견: Overweight, Top Pick: 미래에셋증권	
2. 거래대금과 증권업주가	6
① 2003 년~2005 년 : 거래대금과 증권업지수의 높은 상관관계	
② 2006 년 이후 동행성 악화	
3. 거래대금 회귀분석	9
① 거래대금과 증권업지수, KOSPI, 증권사PBR 의 회귀분석	
② 거래대금으로 현 주가 수준 1 차적 설명가능함	
4. Premium/Discount Factor 고려	12
① 자본시장통합법 및 증권사의 실질적인 수익구조 다변화가능성	
② Principle Investment 로 중장기적 ROE Level-Up 가능성	
5. 증권업 Valuation	15
① FY07 추정거래대금 5.7 조원에 따른 P/B + Premium 요소 고려	
② 신규 유니버스 편입종목은 추가적인 Premium 부여	
[부록] 주요 기업분석	17
① 미래에셋증권 (A037620)	
② 한국금융지주 (A071050)	

삼성증권(A016360)

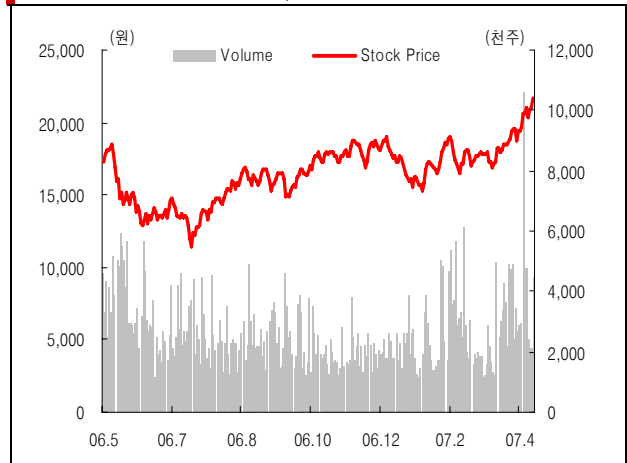
TP: 66,000원 - BUY



자료: 대신증권 리서치센터

대우증권(A006800)

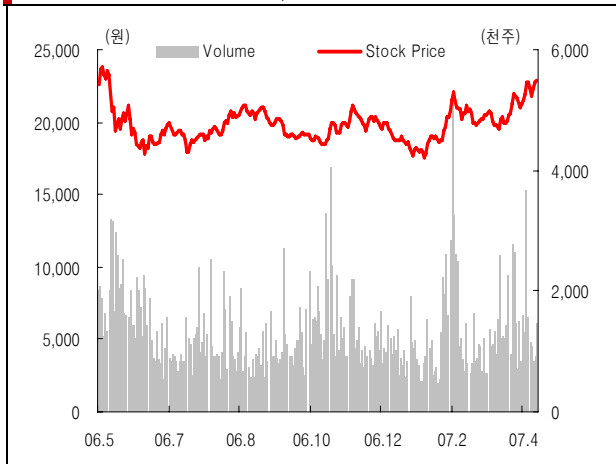
TP: 24,000원 - BUY



자료: 대신증권 리서치센터

우리투자증권(A005940)

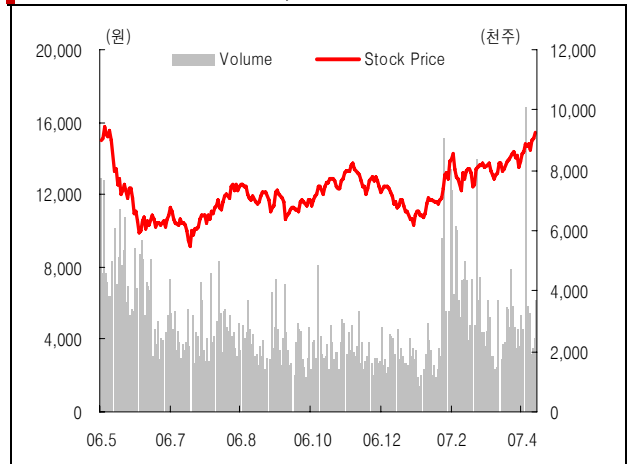
TP: 26,000원 - BUY



자료: 대신증권 리서치센터

현대증권(A003450)

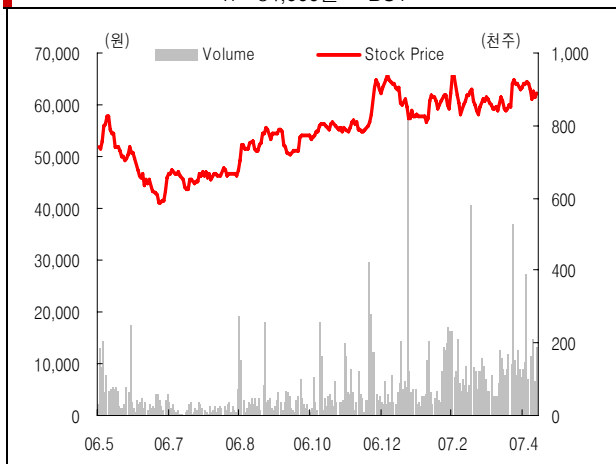
TP: 17,000원 - BUY



자료: 대신증권 리서치센터

미래에셋증권(A037620)

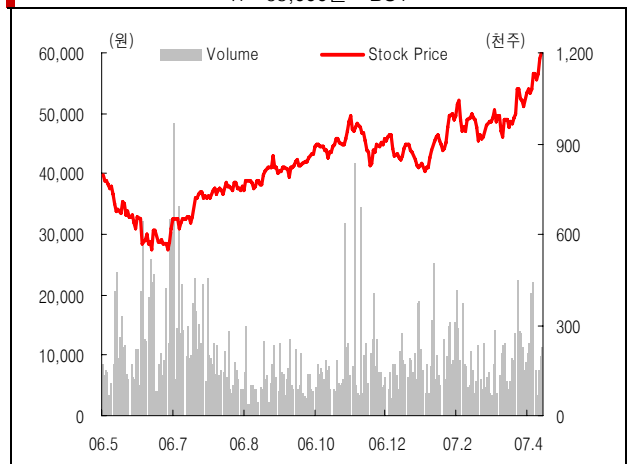
TP: 84,000원 - BUY



자료: 대신증권 리서치센터

한국금융지주(A071050)

TP: 65,000원 - BUY



자료: 대신증권 리서치센터

I. Valuation

[Universe Information]

Code	업체	투자의견	주가 (원)	목표주가 (원)	Beta 52주	시총 (십억원)	외인지분율 (%)	52주 주가	
								최고	최저
016360	삼성증권	Buy	57,300	66,000	1.26	3,830	33.0	59,800	44,950
006800	대우증권	Buy	21,700	24,000	2.15	4,125	9.1	21,700	11,400
005940	우리투자증권	Buy	22,900	26,000	1.32	3,035	20.6	23,750	17,600
003450	현대증권	Buy	15,450	17,000	1.98	2,153	13.9	15,700	9,150
037620	미래에셋증권	Buy	62,200	84,000	1.69	2,308	15.1	65,996	41,226
071050	한국금융지주	Buy	60,000	65,000	1.77	3,173	49.4	60,000	27,500

자료: 대신증권 리서치센터

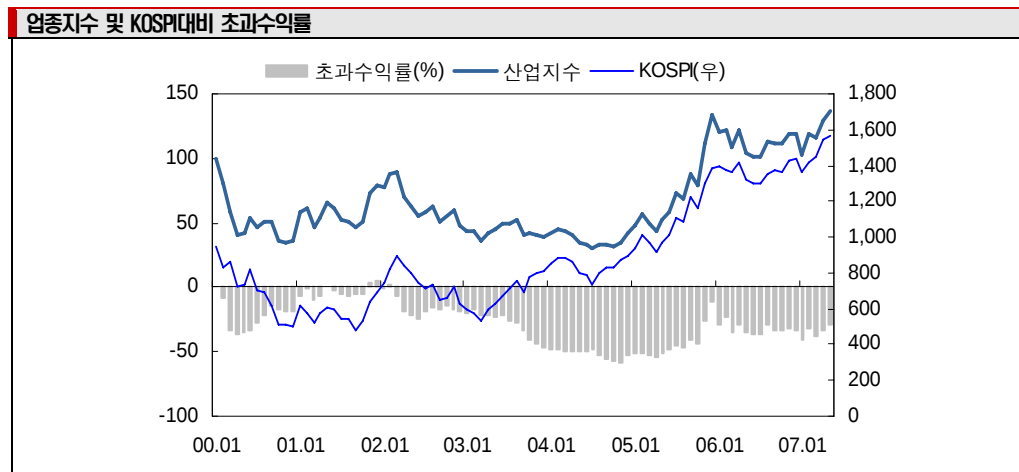
주: 2007년 5월 4일 기준, 목표주가는 본 리포트에 의해 신규제시됨

[주가수익률]

Code	업체	절대주가수익률(%)				상대주가수익률(%)			
		1개월	3개월	6개월	12개월	1개월	3개월	6개월	12개월
016360	삼성증권	6.9	19.4	13.0	-2.1	1.2	7.6	-0.2	-10.0
006800	대우증권	19.2	29.2	21.2	21.6	12.8	16.4	7.0	11.7
005940	우리투자증권	13.6	24.1	21.2	-3.4	7.5	11.9	7.0	-11.2
003450	현대증권	12.8	34.3	23.6	2.3	6.7	21.1	9.1	-6.0
037620	미래에셋증권	1.1	8.3	13.3	20.5	-4.3	-2.4	0.0	10.8
071050	한국금융지주	22.4	36.4	34.5	54.6	15.9	22.9	18.8	42.1

자료: 대신증권 리서치센터

주: 2007년 5월 4일 기준



자료: 대신증권리서치센터

업종투자의견 Overweight, Top Pick 미래에셋증권

당사는 증권업종에 대한 투자의견 'Overweight' 를 유지하며 미래에셋증권 및 한국금융지주를 신규 유니버스로 추가하고 커버리지를 개시한다. 증권업종에 대한 목표주가는 기존 유니버스에 대하여는 Historical P/B를 이용하였으며, 신규편입 유니버스는 기존 Universe 4사 평균 Target P/B에 회사별 Premium/Discount를 부여하여 산정하였다.

한편 당사의 증권업종 Top Pick을 미래에셋증권으로 변경한다.

Top Pick 변경사유는 1)5월 미수동결계좌 시행으로 거래대금의 단기적인 감소가 불가피한 상황이 예상되어, 브로커리지 위주 증권사에 대한 단기적 리스크가 존재하며 2)미래에셋증권이 타 유니버스 증권사 대비 다원화된 수익구조, 높은 ROE 및 이익성장성을 시현해 왔으며, 향후 해외시장 성장 및 미래에셋금융그룹에서 높은 Synergy가 예상되는 점에 높은 Premium을 부여함에 있다.

증권업종 목표주가 산정

(단위: X, 원)	삼성증권 (016360)	대우증권 (006800)	우리투자증권 (005940)	현대증권 (003450)	미래에셋증권 (037620)	한국금융지주 (071050)
Historical P/B	1.66	1.66	1.25	1.11	1.65	1.65
Premium/Discount Rate	16.92%	16.75%	-12.00%	-21.67%	50%	10%
Target P/B	1.93	1.93	1.45	1.29	2.48	1.82
FY07 BPS	34,282	12,281	17,826	13,166	33,808	35,622
목표주가	66,000	24,000	26,000	17,000	84,000	65,000

자료: 대신증권리서치센터

주: Historical P/B은 2005년 4월 이후 수치로 계상함, 미래에셋증권과 한국금융지주는 Historical P/B 대신 기존 Universe 4사 평균 Target P/B에 회사별로 각각 Premium을 부여함

증권업종 유니버스 투자지표

(단위: 억원, 원, %)	삼성증권 (016360)	대우증권 (006800)	우리투자증권 (005940)	현대증권 (003450)	미래에셋증권 (037620)	한국금융지주 (071050)
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	66,000	24,000	26,000	17,000	84,000	65,000
현재주가	57,300	21,700	22,900	15,450	62,200	60,000
상승여력	15.2	10.6	13.5	10.0	38.3	8.3
Target P/B(FY07F)	1.9	1.9	1.5	1.3	2.5	1.8
당기순이익(FY06F)	2,031	4,709	2,138	1,156	1,143	2,085
ROE	10.3	23.8	10.1	7.5	15.0	11.7
EPS	3,064	2,327	1,532	846	3,388	3,584
BPS	31,025	10,950	15,905	11,584	29,560	32,409
PER	18.7	9.3	14.9	18.3	18.4	16.7
PBR	1.8	2.0	1.4	1.3	2.1	1.9
당기순이익(FY07F)	2,715	3,412	3,208	2,623	1,860	2,383
ROE	12.5	14.5	13.6	15.5	17.4	12.0
EPS	4,096	1,686	2,299	1,921	5,514	4,097
BPS	34,282	12,281	17,826	13,166	33,808	35,622
PER	14.0	12.9	10.0	8.0	11.3	14.6
PBR	1.7	1.8	1.3	1.2	1.8	1.7

자료: 대신증권리서치센터

주: 2007년 5월 4일 기준

II. 거래대금과 증권업주가

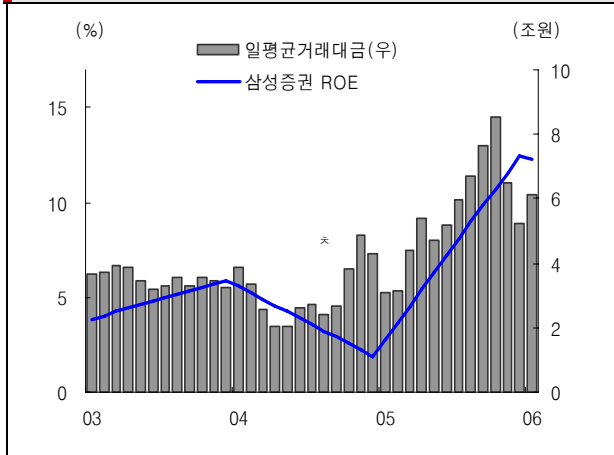
2003년 ~ 2005년: 주식거래대금과 KOSPI, 증권업지수의 높은 상관관계

2003년 이후 주식거래대금은 KOSPI 및 증권업지수와 유사한 흐름을 시현해 왔다. 거래대금과 증권업지수의 밀접한 상관관계는 대형 증권사들이 대부분 브로커리지 위주의 수익구조를 보유하고 있음에 기인한다. 즉 거래대금 Level이 증권사 실적 및 ROE에 반영되어 증권업 Valuation을 결정 지어 온 것이다.

[표1] 거래대금과 증권업 Valuation의 상관관계

거래대금	Level-Up	Level-Down
증권사 ROE	10% 이상으로 상승	10% 미만으로 하락
증권사 PBR Multiple	1.5X 상회	1.0X 하회

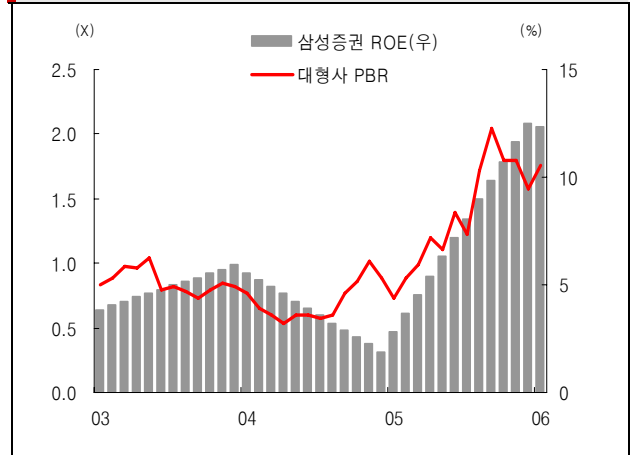
[그림1] 주식거래대금과 삼성증권ROE (FY03 ~ FY05)



자료: Fn-Guide, 대신증권리서치센터

주: 증권업 ROE의 변동성이 심하여 삼성증권 ROE를 대용치로 사용함

[그림2] 삼성증권ROE와 증권사PBR (FY03 ~ FY05)

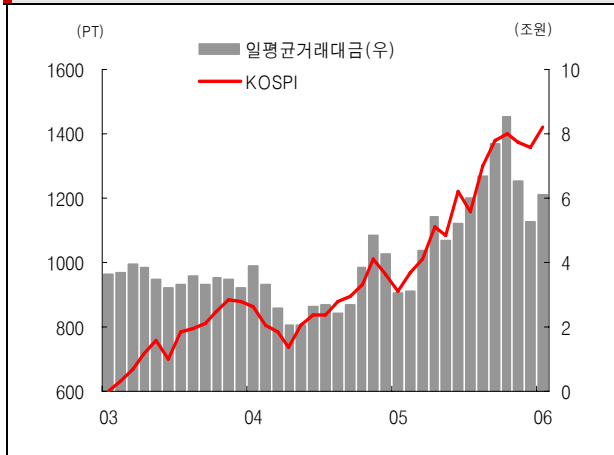


자료: Fn-Guide, 대신증권리서치센터

주: 증권업 ROE의 변동성이 심하여 삼성증권 ROE를 대용치로 사용함
대형사 PBR은 삼성, 대우, 우리투자, 현대증권 4사 평균치임

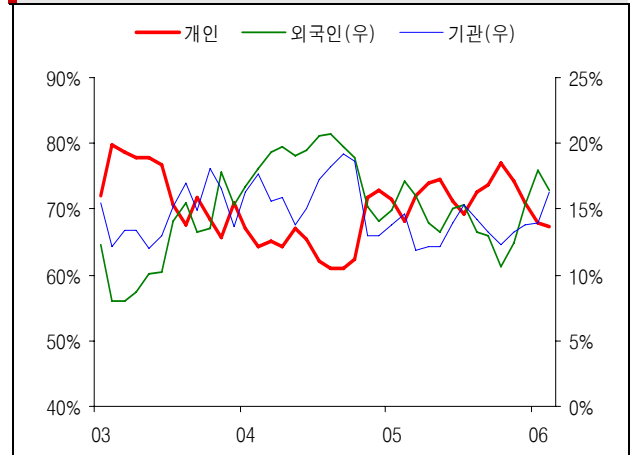
한편 거래대금과 KOSPI가 동행성을 보인 원인은 투자주체별 매매패턴 및 매매비중이 유사하게 유지됨에 따라, 거래대금의 회전율에 큰 변동이 없었기 때문이다. (거래대금회전율의 변동이 없을 때 거래대금과 KOSPI는 동행함)

[그림3] 주식거래대금과 KOSPI (FY03 ~ FY05)



자료: Fn-Guide, 대신증권리서치센터

[그림4] 투자주체별 매매동향 (FY03 ~ FY05)



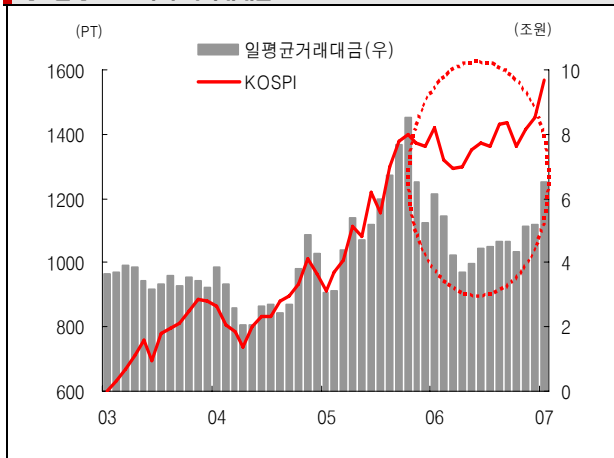
자료: Fn-Guide, 대신증권리서치센터

2006년 이후 거래대금과 KOSPI, 증권업지수의 동행성 약화

2006년 이후 주식거래대금과 KOSPI, 증권업종지수의 동행성은 약화되는 추세이다.

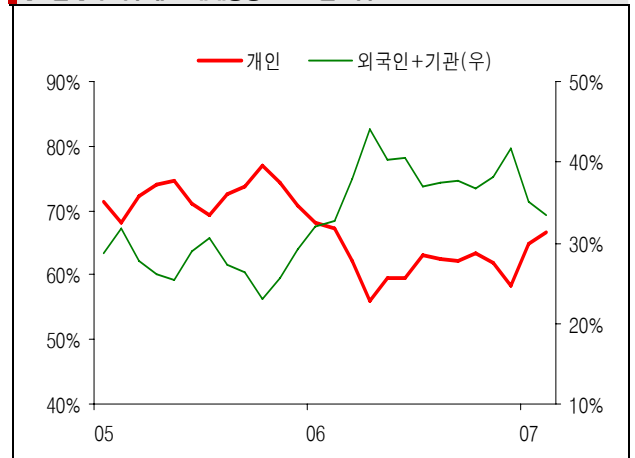
2006년 초 일평균 8조원에 육박하였던 거래대금은 2007년 1분기 일평균 5조원 이하로 하락하였다가, 4월에 지수상승으로 일평균거래대금은 6.7조원 수준까지 상승하였다. 그러나 증가한 일평균 거래대금도 전고점 대비 80% Level에 불과한 것은 1)최근 주식시장을 회전율이 낮은 기관 및 외국인들이 주도하고 있으며 2)5월 미수금 규제에 앞서 증권사의 자율규제를 시행하여 회전율이 높은 개인비중이 감소함에 따른 것이다.

[그림5] KOSPI와 주식거래대금



자료: Fn-Guide, 대신증권리서치센터

[그림6] 투자주체별 매매동향 (2005년 이후)



자료: Fn-Guide, 대신증권리서치센터

상대적인 거래대금의 더딘 회복세에도 불구하고 증권업종 주가는 연일 상승세를 시현하고 있다. 동 상승세는 실적 등 fundamental 요인뿐만 아니라 M&A 등 Momentum 요인도 영향을 미치고 있는 것으로 판단된다.

[표2] 증권업 주가상승요인

Fundamental Factor	Momentum Factor
- 지수 상승 및 거래대금 증가 - 자본시장통합법 시행 및 간접투자확산에 따른 수익모델 다변화 진행 - 증권사의 PI 확대에 따른 ROE 상승가능성	- 국민은행 KGI증권 인수인행서 제출로 촉발된 M&A 가능성 - 자본시장통합법 통과 기대감

그러나 주가상승요인의 이면에는 다음 불확실성이 존재한다.

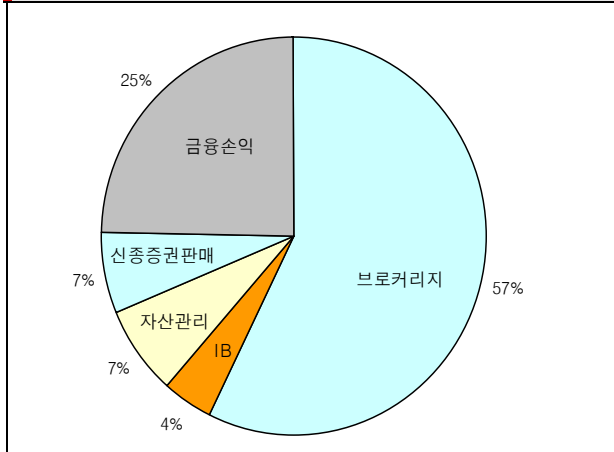
[표3] 증권업 주가상승요인에 대한 불확실성

Fundamental Factor	Momentum Factor
- 지수 조정 및 거래대금의 하락가능성 (5월 미수금규제시행) - 장기적인 펀드수수료 인하가능성 - PI는 영업리스크 증대요인이며 예상 ROIC는 15% 수준에 그침	- 대형사 M&A 가능성은 낮으며 중소형사 M&A는 대형사의 위협요인 - 자본시장통합법 원안 통과여부는 불확실성이 큼

브로커리지 위주의 수익구조 지속

ELS 등 신종증권판매의 증가, 간접투자의 확산에 따른 자산관리수수료의 증가 등에도 불구하고 증권사의 브로커리지 위주의 수익구조는 지속되고 있다. 주요 증권사의 순영업수익에서 브로커리지가 차지하는 비중은 50%를 훨씬 상회하는 상태이며, 향후 신규 수익모델의 비중이 확대되는 데 좀 더 시간이 소요될 전망이다.

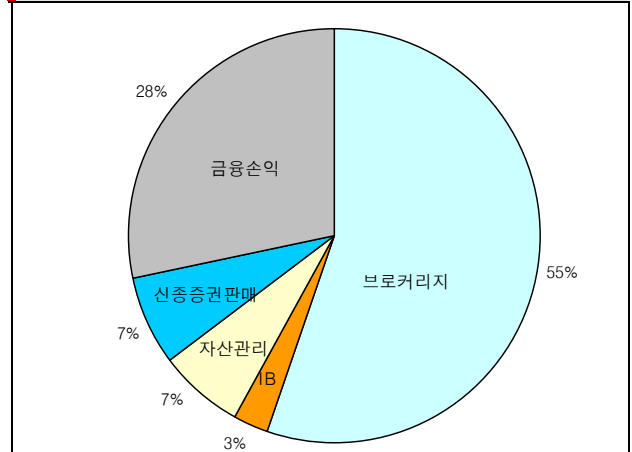
[그림7] 주요 증권사 수익구조FY04A]



자료: 각 사, 대신증권리서치센터

주: 주요 증권사는 삼성증권, 우리투자증권, 대우증권, 현대증권

[그림8] 주요 증권사 수익구조FY06E]



자료: 각 사, 대신증권리서치센터

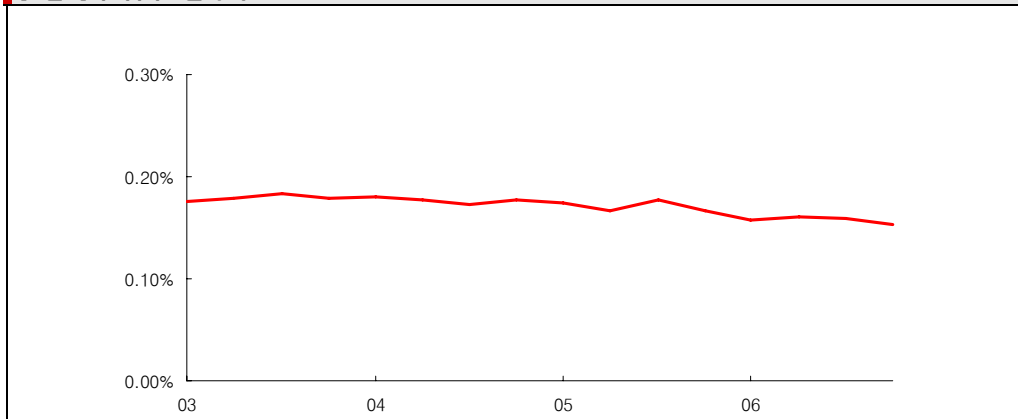
주: 주요 증권사는 삼성증권, 우리투자증권, 대우증권, 현대증권

거래대금 Level로 증권업지수 및 Valuation 산정 + Upside/Downside 반영

증권사 실적 및 주가가 거래대금 Level에 따라 좌우된다고 볼 수 있는 전제는 1)브로커리지 위주의 수익구조가 지속적이고 2)수탁수수료율의 변동성이 낮게 유지된다는 것이다.

전술한 바와 같이 브로커리지 위주의 수익구조에는 큰 변동이 없는 상황이며, 2003년 이후 수탁수수료율도 안정화되는 추이를 보여주고 있다. 따라서 당사는 적정 증권업지수 및 Valuation Multiple 산정 시 거래대금 Level과 증권사 실적 및 주가의 정의 상관관계를 이용하여 1차적인 값을 산정한 후, 자본시장통합법, 펀드수수료 인하가능성 등 Premium/Discount 요인을 반영하여 증권업에 대한 최종 Multiple을 도출할 것이다.

[그림 9] 수탁수수료율 추이



자료: 금융감독원, 대신증권리서치센터

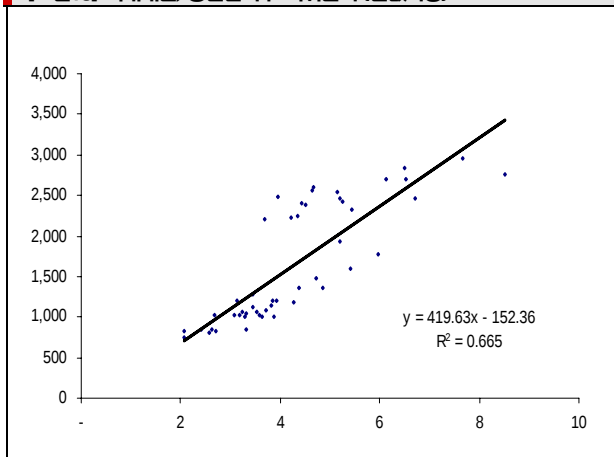
III. 거래대금 회귀분석

거래대금과 증권업지수, KOSPI, 증권사PBR의 회귀분석

2003년 이후 주식거래대금과 증권업지수, KOSPI, 증권사PBR의 관계에 대해 선형회귀분석을 시행하였다. 거래대금을 유일한 독립변수로 가정한 것은 최근 동행성 둔화에도 불구하고 여전히 증권업지수, 실적 및 Valuation에 가장 큰 영향을 미치고 있다고 판단하였기 때문이다.

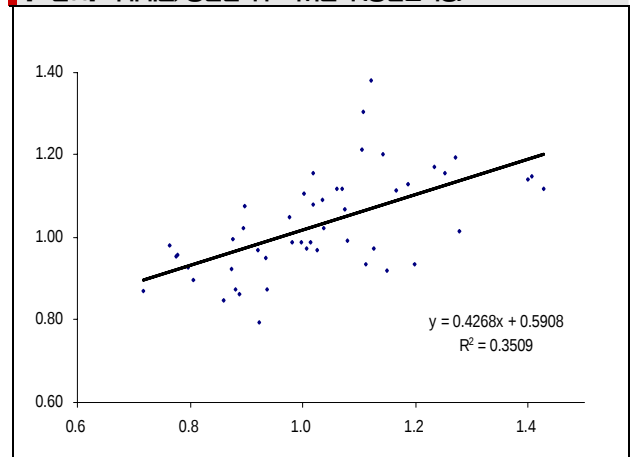
한편 선형회귀분석 시 1)원 값을 이용한 방법 2)전기대비 증감률을 이용한 방법을 모두 사용하였다. 두 방법 중 증감률을 이용한 회귀분석이 과거시계열이 현재수치에 영향을 주는 것(자기회귀)을 제거할 수 있어 이론적으로 더 적합한 방법이다. 그러나 회귀식의 설명력(R^2) 및 신뢰성(P값)은 원 값 이용시가 더 높은 것으로 나타나 두 방법을 병행하여 사용하였다.

[그림10] 거래대금, 증권업지수 회귀분석 (원값이용)



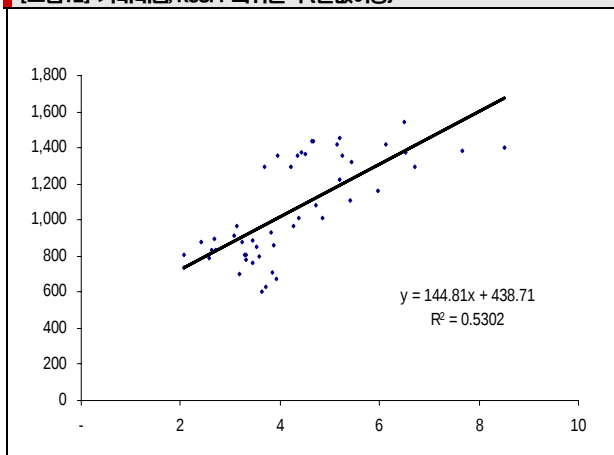
자료: Wise-net, 대신증권리서치센터
주: X는 거래대금(조원), Y는 증권업지수

[그림11] 거래대금, 증권업지수 회귀분석 (증감률이용)



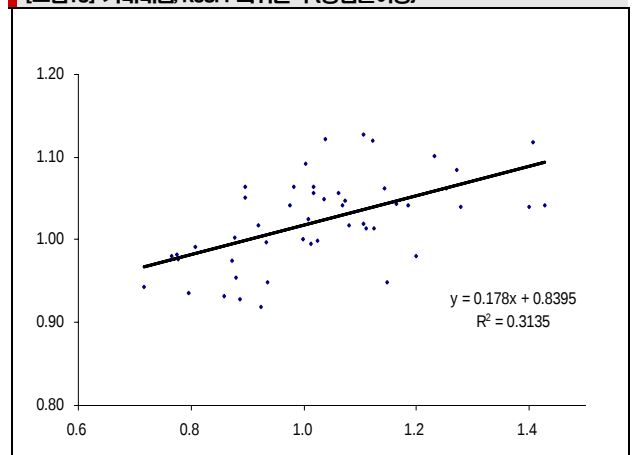
자료: Wise-net, 대신증권리서치센터
주: X는 거래대금, Y는 증권업지수

[그림12] 거래대금, KOSPI 회귀분석 (원값이용)



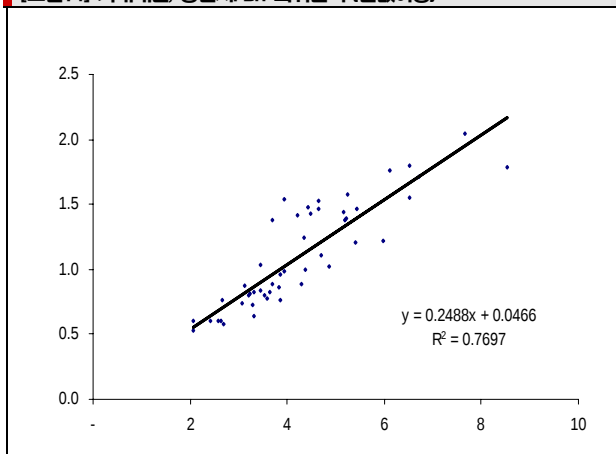
자료: Wise-net, 대신증권리서치센터
주: X는 거래대금(조원), Y는 KOSPI

[그림13] 거래대금, KOSPI 회귀분석 (증감률이용)



자료: Wise-net, 대신증권리서치센터
주: X는 거래대금, Y는 KOSPI

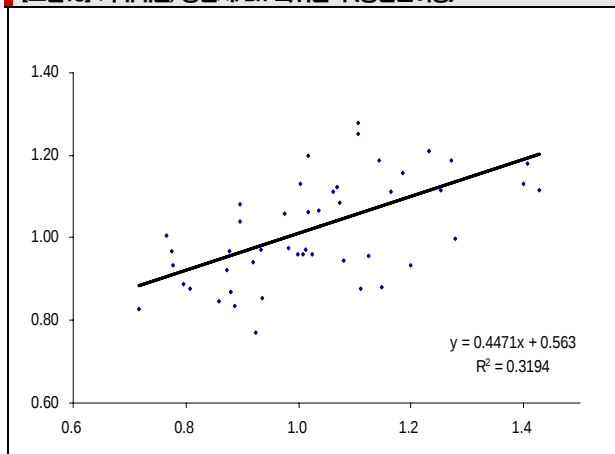
[그림14] 거래대금, 증권사PBR 회귀분석 (원값이용)



자료: Wise-net, 대신증권리서치센터

주: X는 거래대금(조원), Y는 증권사PBR (삼성, 우리투자, 대우, 현대의 평균)

[그림15] 거래대금, 증권사PBR 회귀분석 (증감률이용)



자료: Wise-net, 대신증권리서치센터

주: X는 거래대금, Y는 증권사PBR (삼성, 우리투자, 대우, 현대의 평균)

회귀분석 결과 현행 거래대금과 증권업지수, 증권사PBR은 회귀식과 거의 일치함

선형회귀분석 수행결과 거래대금과 증권업지수 및 증권사PBR의 상관관계가 높게 나타났다. 원값을 이용한 회귀분석 시 4월말 현재 증권업지수 2,772pt에 해당하는 일평균거래대금은 6.3조원으로 계산되어, 실제 4월 일평균거래대금인 6.7조원과 거의 일치하였다.

[표3] 선형회귀분석(원값이용)에 의한 거래대금, 증권업지수, 증권사PBR

(단위: 조원, pt, X)

	거래대금	증권업지수	증권사PBR
비관적 가정	4	1,814	1.04
중립적 가정	6	2,648	1.54
낙관적 가정	8	3,483	2.04
2007년 4월 일평균거래대금 대입	6.7	2,940	1.71
증권업지수(2007년 4월말) 대입	6.3	<u>2,772</u>	<u>1.55</u>

자료: 대신증권리서치센터, 증권사PBR은 삼성, 우리투자, 대우, 현대의 평균

한편 증감률을 이용한 회귀분석 결과 거래대금의 변동에 따른 증권업지수 및 증권사PBR의 변동률은 다음과 같다.

[표4] 선형회귀분석(증감률이용) 시 거래대금 변동에 따른 증권업지수 및 증권사PBR의 변동률

거래대금		증권업지수		증권사PBR
10.00% 증가	→	4.75% 증가	→	5.03% 증가
7.4조원		3,080pt		1.80X
10.00% 감소	→	4.75% 감소	→	5.03% 감소
6.0조원		2,801pt		1.63X

자료: 대신증권리서치센터, 증권사PBR은 삼성, 우리투자, 대우, 현대의 평균

당사는 4월 거래대금에 지수상승, 개인거래비중 증가 등으로 인한 일시적인 요인이 포함되어 있다고 보고 **FY07 일평균거래대금을 5.7조원**으로 추정하였다. 동 거래대금을 적용한 증권업 지수 및 증권사 PBR은 다음과 같다.

[표5] FY07 당사추정거래대금 적용시 증권업지수 및 증권사PBR

거래대금	증권업지수	증권사PBR
5.7조원	2,630pt	1.52X

자료: 대신증권리서치센터, 증권사PBR은 삼성, 우리투자, 대우, 현대의 평균

주: 증권업지수 및 증권사PBR은 양 회귀분석(원값 및 증감률 이용)으로 산정한 값을 평균함

거래대금만으로도 현 주가수준에 대한 설명력

4월 거래대금의 폭발적인 증가로 현 증권업지수 및 증권사PBR은 FY07 추정거래대금을 이용한 회귀식보다 다소 높게 형성되어 있으나, 그 괴리율은 5.5%정도에 불과한 것으로 나타났다. 따라서 현 주가수준은 거래대금만으로도 일차적인 설명이 가능한 것으로 판단된다.

[표6] FY07 당사추정거래대금 적용시 증권업지수 및 증권사PBR

4월말 증권업지수	회귀식에 의한 증권업지수	괴리율
2,772 pt	2,630pt	5.4%

자료: 대신증권리서치센터

IV. Premium/Discount Factor 고려

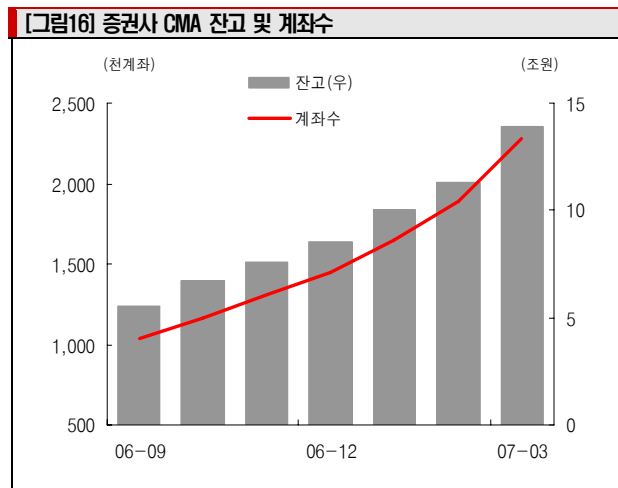
Premium Factor 1: 자본시장통합법보다는 실질적인 변화가능성에 주목하는 것이 합리적임

자본시장통합법이 향후 1~2년간 국내증권사에 큰 변동을 가져올 가능성은 낮다.

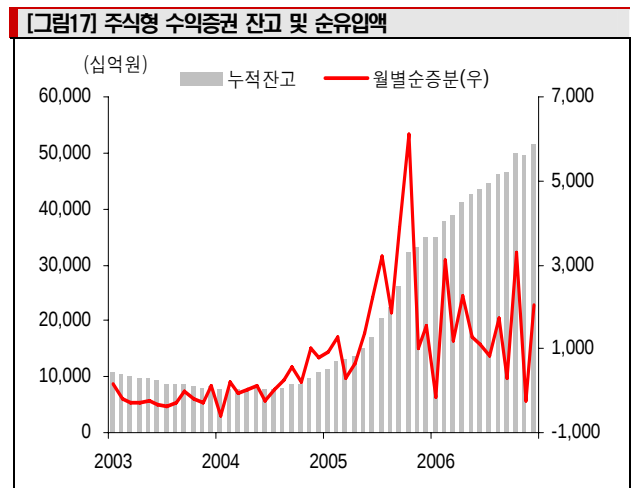
1)법 시행에 따른 유예기간이 1년 6개월 이상 소요되며 2)법 시행이 실질적인 증권업의 지각변동을 가져오는 데 최소 2년 이상의 과도기를 거칠 것으로 보이며 3)국회 심의지연 및 수정안 발의가능성으로 6월에 원안대로 통과될 가능성이 높지 않은 점 등으로 보아, 자본시장통합법의 실질적인 수혜는 2010년 이후를 기대하는 것이 합리적이다.

다만 증권사 CMA계좌의 폭발적인 증가사례처럼 저축에서 투자로의 자금이동은 자본시장통합법 통과여부와 관계없이 이미 본격화되고 있는 상황이다. 주식형 수익증권으로의 자금유입도 지속되고 있으며, 여유자본을 활용한 PI도 확대되어 FY07의 주요 증권사의 총투자금액은 2조원을 상회할 것이다.

현실적인 법안의 통과여부와 관계없이 증권사들의 수익구조 다변화는 서서히 진행될 전망이다. 따라서 자본시장통합법 자체보다 증권사의 실질적인 변화가능성에 주목하는 것이 유효할 것이다.



자료: 증권업협회, 대신증권리서치센터



자료: Wise-net, 대신증권리서치센터

Premium Factor 2: Principal Investment, 중장기적 ROE 상향요인

주요 주요증권사들은 FY07 자기자본의 10~20% 수준인 2~3천억을 PI(자기자본투자)로 집행할 예정이다. 자기자본투자의 영역은 주식, PF, PEF, SOC, 해외투자 및 M&A등 재무적 투자로 점차 확대되고 있다. 그러나 자기자본투자가 리스크 관리능력이 뒷받침되어야 하는 바 아직 노하우가 충분치 못한 국내 증권사로써는 단기적으로 High Risk/High Return을 추구하기 어려울 것이다. 다만 자기자본투자가 기존 사업부문보다 요구수익률이 높을 것으로 판단되며, FY06의 성과로 보아 최소 ROIC 15% 달성은 무난할 전망이다.

자기자본투자는 증권사의 유희자본을 활용하여 이루어짐에 따라 동 수익은 그대로 증권사의 ROE 증대로 이어질 것이다.

[표7] 자기자본투자로 인한 ROE 증대효과 추정

자기자본	PI집행	증분 ROIC	증분수익	ROE 증가효과
2조원	3천억원	10%p	300억원	1.5%p

자료: 대신증권리서치센터

주: 자기자본투자 및 PI집행액은 단순화한 가정임, 증분ROIC는 PI기대수익률 15% - 채권수익률 5%

Premium Factor 3: M&A Momentum, 실질적인 프리미엄 요인 부재

국민은행의 KGI증권 인수에의향서 제출로 증권업에 다시 M&A Momentum이 대두되고 있는 상황이다. 그러나 당사는 은행의 추가적인 증권사 인수계획의 실현여부에 관계없이 적어도 **대형 증권사의 M&A 가능성은 낮은 것으로 판단하고 있다.**

그 판단근거는 1)국민은행이 (신한지주, 우리지주, 하나은행 대비) 후발주자로서 대형 증권사를 인수할 Needs는 낮은 것으로 보이며 2)은행입장에서 현 주가 수준대비 높은 Premium을 주면서 금융지주회사의 Sustainable ROE를 희석시킬 우려가 높은 대형증권사를 인수할 만한 동기는 약할 것으로 판단되며 3)현 대형 증권사들의 대주주 지분율이 낮아 인수은행이 금융지주회사로 전환하기 위해 추가적인 지분매입을 필요로 하는 점 등이 낮은 M&A 가능성의 근거이다.

따라서 KGI 인수전 참여는 대형증권사 인수를 위한 서곡이라기보다는 은행의 업무영역확장을 위한 증권업 라이선스에 대한 Needs로 해석하는 것이 타당해 보인다.

압도적인 판매채널을 보유한 대형은행이 중소형 증권사를 인수할 경우 증권업의 경쟁 강도가 높아질 Risk가 존재한다. 따라서 대형증권사 입장에서 M&A현실화 시 득보다는 실이 많을 것으로 판단된다.

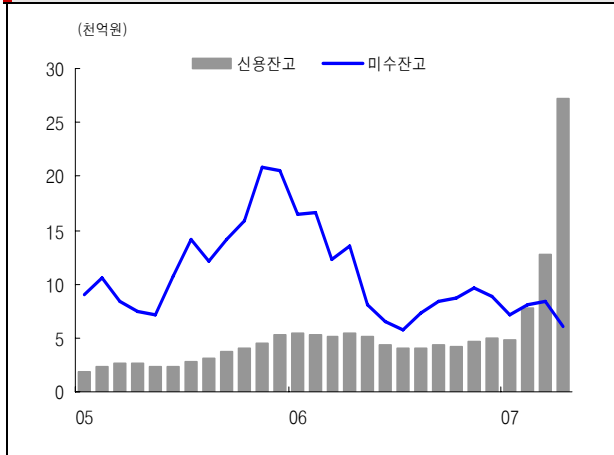
Discount Factor 1: 미수금규제, 일평균거래대금 4월 대비 1조원 이상 하락전망

2007년 5월부터 미수금 발생 후 당일에 결제하지 않을 경우 30일간 미수거래가 정지되는 미수동결제제가 도입되었다. 3월 이후의 미수잔고 감소 및 신용잔고 증가 추이로 보아, 장기적으로는 미수거래가 대부분 신용거래로 전환 가능할 것으로 전망된다.

그러나 미수동결제화로 인한 단기적인 거래대금 감소효과는 분명히 존재한다. 1)지속적인 지수상승에도 불구하고 미수금 규제 전후의 거래대금은 미수금잔고의 감소로 인해 감소하였으며 2)4월말 미수잔고 6천억원이 첫 동결제화 대상에 포함됨에 따라 동결제화로 인한 거래대금 감소가 불가피해졌다. 현 추이로 보아 향후 1~2개월간 1조원 이상의 일평균거래대금 감소가 불가피할 것으로 예상되며, 동 효과가 완전히 제거되는 데 6개월 이상 소요될 전망이다.

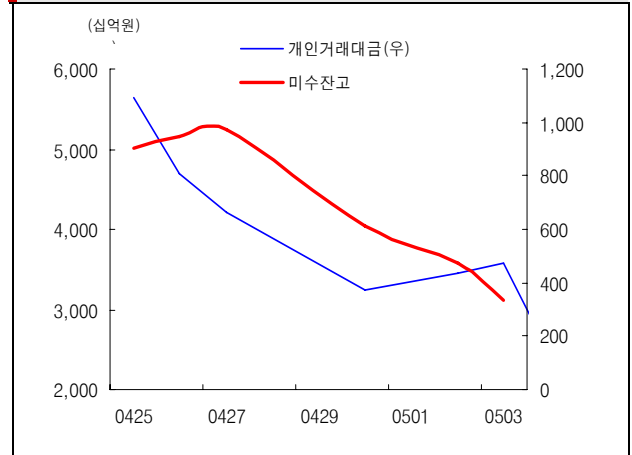
다만 당사의 FY07 일평균거래대금 전망치인 5.7조원은 동 미수동결제화 도입에 따른 감소효과를 기반영한 수치이므로, Valuation 시 추가적인 Discount 요인으로 반영하지는 않는다.

[그림18] 미수 및 신용잔고추이



자료: Fn-Guide, 대신증권리서치센터

[그림19] 미수동결계좌 시행 전후 개인거래대금과 미수잔고



자료: Wise-net, 대신증권리서치센터

Discount Factor 2: 펀드판매수수료의 인하가능성, 단기적 실현가능성 낮음

금융감독당국이 3월 펀드판매수수료 개선을 위한 작업이 진행중인 것으로 보도된 이후, 펀드판매수수료의 인하가능성이 증권업의 Risk 요인으로 부각되고 있다.

펀드판매수수료 관련 이슈를 요약하면 1) 주식형 펀드의 수수료가 250bp로 미국 등의 2배 이상의 높은 수준이며 2) 판매보수와 운용보수가 7: 3의 형태로 배분되어 판매보수의 비중이 지나치게 높다는 것이다.

그러나 1) 해외 사례로 보아 펀드 관련 수수료 인하는 통상 장기적으로 이루어져 동 리스크는 자산관리시장 규모 증가로 충분히 상쇄 가능할 전망이다 2) 국내시장 특성상 고객로열티 및 접근성이 우수한 은행, 대형증권사가 시장의 주도권을 지니고 있는데 이러한 시장여건의 변화없이 정책당국의 수수료 배분에 대한 인위적인 개선안 도출은 어려울 것으로 판단된다. 따라서 당사는 동 이슈가 단기적인 리스크 요인으로 작용하지는 않을 것으로 전망하고 있다

Premium/Discount Factor 반영 : Historical P/B 대비 20% Premium 존재

현시점에서 증권사 Valuation 시 반영 가능한 Premium 요인은 1) 자본시장통합법 및 실질적 증권사 수익구조 다변화가능성 2) Principal Investment로 인한 ROE level 상향가능성이다.

M&A Momentum, 펀드수수료 인하가능성은 증권사 Fundamental에 영향을 주는 변수는 아닌 것으로 판단되며, 미수금 규제에 의한 거래대금 감소효과는 거래대금 및 수익추정에 반영되어 있으므로 추가적인 Discount 요인으로 반영하지 아니한다.

당사는 반영 가능한 Factor에 대하여 각각 10%의 Premium을 부여하였다.

[표8] 증권사 Valuation 시 반영할 Premium 요인

Premium Factor	할증률	할증사유
자본시장통합법 및 실질적 증권사 수익구조 다변화가능성	10%	간접투자, CMA계좌 증가 등 증권업으로 자금이동 가능성 존재
Principal Investment	10%	자기자본투자로 중장기적 ROE Level-Up 가능함

자료: 대신증권리서치센터

IV. 증권업 Valuation

FY07 추정거래대금(5.7조원)에 따른 P/B + 20% Premium

당사는 Universe 증권사 목표주가 산정 시 FY07추정거래대금 5.7조원을 적용한 적정 P/B(회귀 분석에 의해 도출)을 산정한 후, 반영 가능한 Premium 요인을 고려하여 20%의 Premium을 부여 하였다.

[표9] FY07 당사추정거래대금 적용한 Target P/B 도출과정

일평균 거래대금	거래대금에 따른 적정P/B		할증률	Target P/B (Forward)
	Trailing P/B	Forward P/B		
5.7조원	1.52X	1.37X	20%	1.65X

자료: 대신증권리서치센터, 거래대금에 따른 P/B는 삼성, 우리투자, 대우, 현대의 평균

주: 거래대금에 따른 P/B는 양 회귀분석(원값 및 증감률 이용)으로 산정한 값을 평균함

Historical P/B 적용 Target P/B 및 목표주가 산정 : 기존 Universe

기존 Universe 증권사에 대한 목표주가 설정 시, FY05 이후 각 사의 Historical P/B와 평균값의 차이율이 유지된다고 가정하고, 이를 이용 Target P/B를 산정하였다. 차이율이 유지된다고 가정한 것은 Universe 증권사들의 거래대금 M/S 및 순영업수익에서 브로커리지 차지하는 비중에 큰 변화가 없어, 상대적인 Valuation Gap이 유지되고 있다는 판단에 따른 것이다.

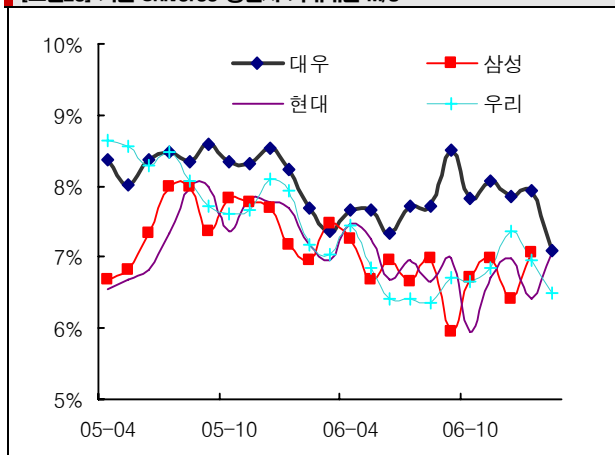
[표10] 증권업종 목표주가 산정 [기존 Universe]

(단위: X, 원)	삼성증권 (016360)	우리투자증권 (005940)	대우증권 (006800)	현대증권 (003450)	4사 평균
Historical P/B	1.66	1.25	1.66	1.11	1.42
평균대비 차이율	16.92%	-12.00%	16.75%	-21.67%	
Target P/B	1.93	1.45	1.93	1.29	1.65
FY07 BPS	34,282	17,826	12,281	13,166	
목표주가	66,000	26,000	24,000	17,000	

자료: 대신증권리서치센터

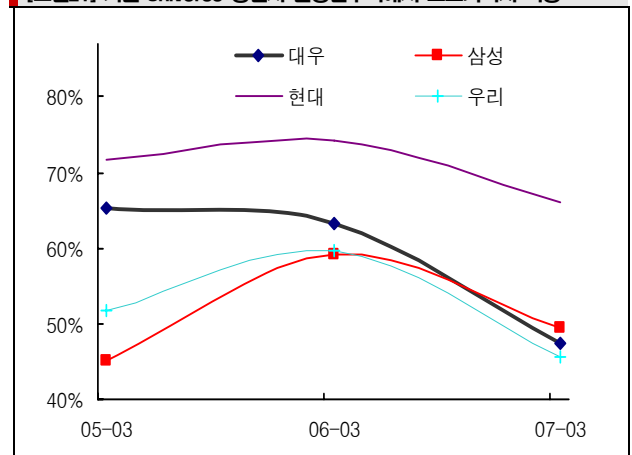
주: Historical PBR은 2005년 4월 이후 수치로 계상함.

[그림20] 기존 Universe 증권사 거래대금 M/S



자료: 산업자료, 대신증권리서치센터

[그림21] 기존 Universe 증권사 순영업수익에서 브로커리지 비중



자료: 대신증권리서치센터

증권업 Target P/B에 별도 할증을 부여 Target P/B 및 목표주가 산정 : 신규 Universe

신규로 Universe에 편입한 미래에셋증권 및 한국금융지주의 경우는 각 사의 자산관리사로서의 성장가능성을 고려하여 기존 Universe 평균Target P/B에 추가적인 Premium을 부여하였다. 동 Premium의 근거는 1) 높은 ROE 및 이익성장성 2) 상대적으로 낮은 브로커리지 의존도 3) 계열 자산운용사의 존재에 따른 Synergy 이다.

[표4] 증권업종 목표주가 산정 (신규 Universe)

(단위: X, 원)	미래에셋증권 (037620)	한국금융지주 (071050)	기존 Universe 평균
Historical P/B	2.33	1.37	1.47
평균대비 차이율	58.82%	-6.80%	
Premium/Discount Rate	50%	10%	
Target P/B	2.48	1.82	1.65
FY07 BPS	33,808	35,622	
목표주가	84,000	65,000	

자료: 대신증권리서치센터

주: Historical PBR은 2006년 4월 이후 수치로 계상함

미래에셋증권

(037620)

성장성/ 수익성/ Potential 완비, Top Pick

Analyst 정제영, CPA (769-3069, pluto0977@daishin.co.kr)

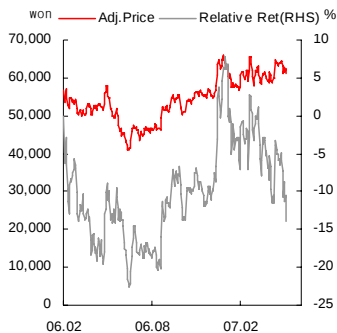
Buy(매수, 신규)

현재가(05/07) : 61,000원

목표주가(6개월) : 84,000원

액면가	5,000원
KOSPI	1,584.46
52주 최고/최저	65,996원/ 41,226원
자본금(보통주)	1,687억원
시가총액	22,636억원
시가총액비중	0.29%
외국인지분율	14.8%
주가상승률(%)	절대주가 상대주가
1개월	3.2 -3.3
6개월	8.7 -4.8
12개월	18.2 7.5

Stock Performance



목표주가 84,000원, 투자 의견 '매수', 유니버스로 커버리지 개시함

당사는 미래에셋증권을 신규 유니버스로 편입하고 커버리지를 개시한다. 동사의 6개월 목표주가 84,000원, 투자 의견 '매수'로 제시한다. 동사의 목표주가는 FY07 Target P/B 2.48x를 적용하여 산정한 것이다. Target P/B는 기존 Universe 평균 Target P/B에 50%의 Premium을 부여하여 산정하였다. 동 Premium의 근거는 1) 높은 ROE 및 이익성장성 2) 다원화된 수익구조 3) 간접 투자시장 및 해외시장에서의 높은 성장성 4) 금융그룹으로써 Synergy이다.

높은 ROE 및 이익성장성 지속 가능성

당사는 당사 유니버스 증권사 중 최고 수준의 ROE 및 이익성장성을 시현하고 있다. 2007년 2월 유상증자대금으로 납입된 3,375억원도 대부분 해외자산투자, PEF, PF, 채권 및 주식운용 등에 사용될 예정인데, 신규투자자 기대되는 ROE Level은 15%~20% 수준으로 유지될 것으로 보여 유상증자로 인해 동사의 ROE가 희석될 가능성은 낮은 것으로 판단된다.

다원화된 수익구조 및 간접투자시장의 높은 성장성

당사는 유니버스 증권사 중 가장 브로커리지 비중이 낮고 자산관리부문의 비중이 높은 다원화된 수익구조를 보유하고 있다. 5월 미수동결계좌 도입으로 브로커리지 부문의 리스크는 커지고 있으나 자산관리부문은 주식시장의 성장 및 투자문화의 변화로 지속적으로 성장할 전망이다. 특히 미래에셋금융그룹은 1) 동사의 판매M/S 증대 2) 계열사인 미래에셋자산운용의 운용M/S증대가 모두 진행중인데 향후에도 M/S 확대는 지속될 전망이다.

해외부문의 성장성 및 금융그룹 Synergy

당사는 해외시장에서 1) 수익증권 판매 2) 해외자산투자 3) 해외주식 브로커리지 시장진출 등을 통해 Regional Player로써 변신할 가능성이 존재한다. 또한 계열사인 미래에셋자산운용, 미래에셋생명보험이 고성장을 유지함에 따라 미래에셋금융그룹의 입지는 강화되는 추세이며, 당사는 그룹내 핵심 판매 및 유통채널로써 수혜가 기대된다.

영업실적 및 주요 투자지표

	영업수익 (억원)	영업이익 (억원)	경상이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)		BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)
04.3A	2,939	640	633	437	1,935		9,915	0.0	0.0	21.2
05.3A	2,728	525	466	313	1,386	-28.4	10,884	0.0	0.0	13.3
06.3F	4,321	1,375	1,283	915	3,396	145.1	19,675	16.8	2.9	23.6
07.3F	5,847	1,575	1,603	1,143	3,388	-0.2	29,560	18.4	2.1	15.0
08.3F	6,805	2,476	2,566	1,860	5,514	62.7	33,808	11.3	1.8	17.4

자료: 미래에셋증권, 대신증권 추정

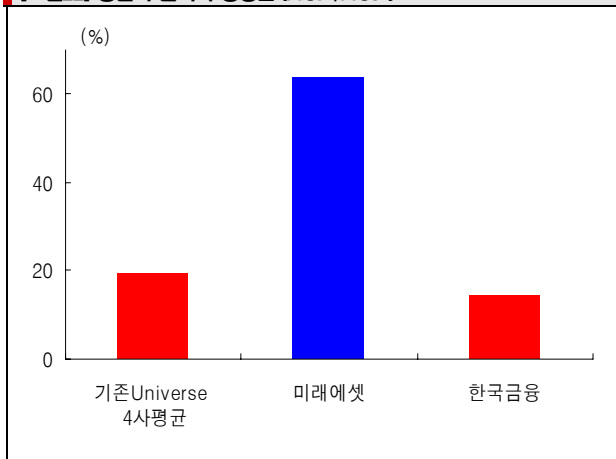
투자 Point 요약

- ① 상대적으로 높은 ROE 및 이익성장성
- ② 다원화된 수익구조
- ③ 간접투자시장 및 해외시장에서의 높은 성장성
- ④ 자본시장 통합법 시행 시 금융그룹으로써의 시너지

높은 ROE 및 이익성장성

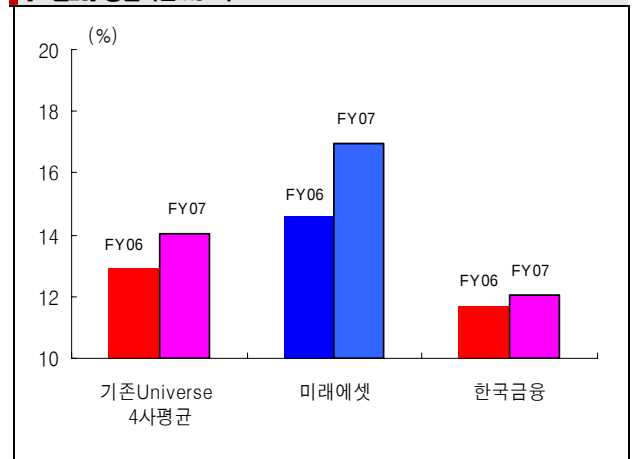
미래에셋증권은 당사 유니버스 증권사 중 최고 수준의 ROE 및 이익성장성을 시현하고 있다. 2007년 2월 유상증자대금으로 납입된 3,375억원은 대부분 해외자산투자, PEF, PF, 채권 및 주식운용 등에 사용될 예정이다. 신규투자자 기대되는 ROE Level은 15%~20% 수준으로 유지될 것으로 보여 유상증자로 동사의 ROE가 회복될 가능성은 낮은 것으로 판단된다.

[그림22] 증권사 순이익 성장률 (FY07/FY06)



자료: 각 사, 대신증권리서치센터

[그림23] 증권사별 ROE 비교

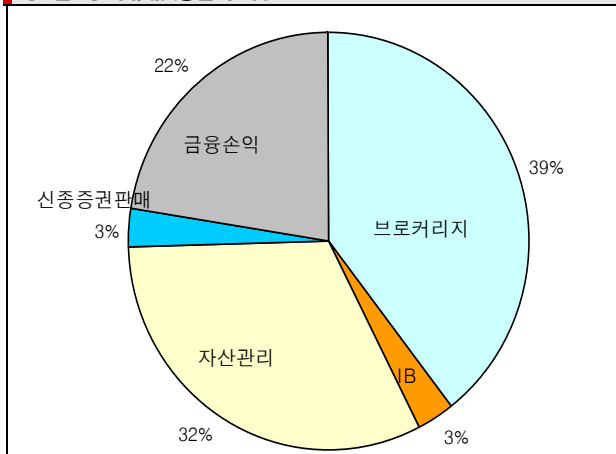


자료: 각 사, 대신증권리서치센터

다원화된 수익구조 및 간접투자시장의 높은 성장성

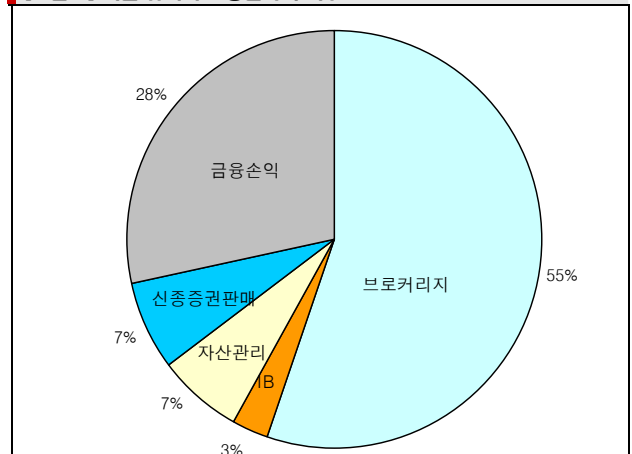
미래에셋증권은 유니버스 증권사 중 가장 브로커리지 비중이 낮고 자산관리부문의 비중이 높은 다원화된 수익구조를 보유하고 있다.

[그림24] 미래에셋증권 수익구조 (FY06E)



자료: 대신증권리서치센터

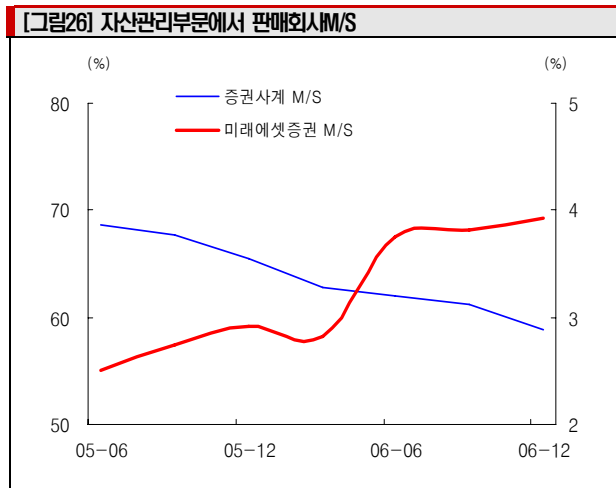
[그림25] 기존 유니버스 증권사 수익구조 (FY06E)



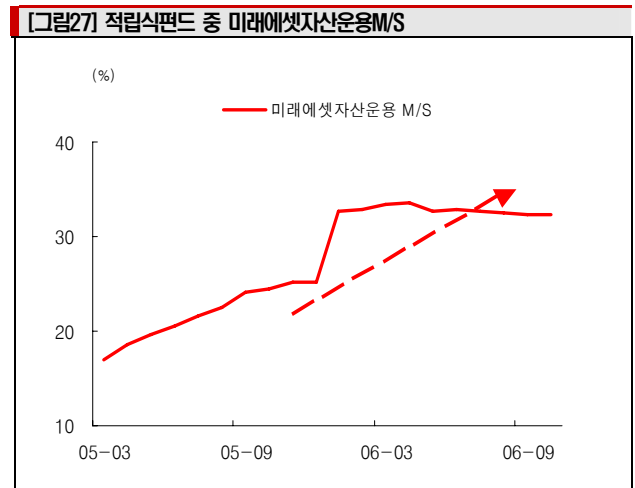
자료:대신증권리서치센터

5월 미수동결계좌 도입으로 브로커리지 부분의 리스크는 커지고 있다. 그러나 자산관리부문은 주식 시장의 성장 및 투자문화의 변화로 지속적으로 성장할 전망이다.

특히 강력한 자산운용계열사를 바탕으로 한 미래에셋금융그룹의 자산관리시장부문에서의 M/S는 갈수록 확대되고 있다. 동 시장점유율 확대는 1)미래에셋증권의 판매사 M/S 증대 2)계열사인 미래에셋자산운용의 운용사 M/S증대가 모두 나타나고 있는데, 향후에도 관련시장의 성장과 함께 미래에셋금융그룹의 M/S 확대는 지속될 전망이다.



자료: 자산운용협회, 대신증권리서치센터



자료: 자산운용협회, 대신증권리서치센터

기타 가능성: 해외부문의 성장성 및 금융그룹 Synergy

이 외에도 미래에셋증권은 해외현지법인(중국 등) 설립을 통해 1)수익증권 판매 2)해외자산투자 3)해외주식 브로커리지 시장진출 등에서 해외시장에서 선도적인 입지를 구축하고 있다. 특히 동사의 아시아시장진출은 실질적인 국내시장과의 연계 및 새로운 시장진출을 통해 Regional Player로써 변신할 기회를 제공할 것이다.

미래에셋자산운용, 미래에셋생명보험이 고성장을 유지함에 따라 미래에셋금융그룹의 자산관리시장에서 입지는 강화되는 추세이다. 미래에셋증권은 그룹내에서 핵심 판매 및 유통채널로써 수혜를 받을 것으로 기대되며, 자본시장통합법 도입 시 전문 자산관리사 및 종합증권사로써 가장 먼저 포지셔닝이 가능할 전망이다.

리스크요인: 유상증자 가능성 및 높은 Valuation 부담

2007년 2월 유상증자를 실시한 미래에셋증권이 단기간내에 유상증자를 재단행할 가능성은 낮아 보인다. 다만 중장기적인 견지에서 보면 대형사 중 가장 낮은 자기자본을 추가로 확충할 가능성은 계속 존재한다. 그러나 동사의 높은 수익창출능력으로 보아 유상증자대금도 ROE를 유지할 수 있는 신규사업에 투자 가능할 것으로 보여 동 리스크가 ROE를 희석시킬 가능성은 낮다.

동사의 주가는 FY07 PBR 2.1x에 거래되고 있어 증권업종 중 가장 높은 Multiple을 적용받고 있다. 그러나 동사의 1)높은 성장성 2)이익창출능력 3)다원화된 수익구조 등으로 보아 이러한 높은 Multiple은 타당한 것으로 판단된다.

대차대조표

(단위:십억원)

	2005.3	2006.3	2007.3E	2008.3E	2009.3E
유동자산	678	1,374	3,079	3,754	4,623
현금및예치금	434	746	1,152	1,404	1,730
유가증권	137	335	662	807	994
대출채권	51	149	216	264	325
기타유동자산	56	145	1,049	1,279	1,575
고정자산	146	136	214	261	321
투자유가증권	67	36	78	96	118
투자자산	64	78	108	131	162
유형자산	8	13	18	22	27
기타고정자산	8	8	10	12	15
자산총계	824	1,510	3,293	4,015	4,944
유동부채	578	978	2,336	2,872	3,564
단기차입금	0	0	6	8	10
예수금	461	679	743	914	1,134
기타유동부채	117	299	1,587	1,950	2,420
고정부채	1	1	2	3	3
부채총계	579	979	2,339	2,874	3,567
자본금	113	135	169	169	169
자본잉여금	36	213	520	520	520
이익잉여금	99	183	270	456	693
자본조정	-2	0	-1	-1	-1
자본총계	246	530	954	1,141	1,377
부채와자본총계	824	1,510	3,293	4,015	4,944

투자지표

(단위: 배, %)

	2005.3	2006.3	2007.3E	2008.3E	2009.3E
EPS(원)	1,386	3,396	3,388	5,514	7,019
PER	13.3	23.6	15.0	17.4	18.8
BPS(원)	10,884	19,675	29,560	33,808	40,827
PBR	0.0	2.9	2.1	1.8	1.5
ROA	4.1	7.8	4.6	5.0	5.3
ROE	13.3	23.6	15.0	17.4	18.8

안전성지표

(단위: %)

	2005.3	2006.3	2007.3E	2008.3E	2009.3E
유동비율	117	140	132	131	130
유보비율	118	293	466	576	717

자료 : 미래에셋증권, 대신증권추정

손익계산서

(단위:십억원)

	2005.3	2006.3	2007.3E	2008.3E	2009.3E
영업수익	273	432	585	680	810
수수료수익	106	234	264	379	482
수탁수수료	74	142	116	151	182
인수 및 주선수수료	5	10	9	18	23
수익증권수수료	14	62	94	135	177
신종증권판매수수료	0	0	9	13	18
기타수수료수익	13	20	37	62	82
이자수익	32	67	96	119	146
배당및분배금수익	0	0	1	1	1
유가증권매매평가이익	38	47	152	94	94
파생상품거래이익	97	83	72	87	87
영업비용	220	295	427	433	493
수수료비용	20	37	31	52	66
이자비용	8	15	31	37	45
유가증권매매평가손실	20	37	133	62	62
파생상품거래손실	73	57	54	63	63
판매비와관리비	99	148	178	219	256
순영업수익	152	286	335	467	574
영업이익	52	138	157	248	318
경상이익	47	128	160	257	327
법인세차감전순이익	47	128	160	257	327
법인세	15	37	46	71	90
당기순이익	31	92	114	186	237

성장성 지표

(단위: %)

	2005.3	2006.3	2007.3E	2008.3E	2009.3E
영업수익	-7.2	58.4	35.3	16.4	19.1
수수료수익	1.1	120.4	12.9	43.5	27.1
수탁수수료	-4.4	91.2	-18.8	30.7	20.7
수익증권수수료	40.0	344.4	51.1	43.7	31.4
영업비용	-4.1	33.7	45.0	1.3	13.8
판매비와관리비	-2.4	49.5	19.9	23.2	16.9
순영업수익	-8.4	88.5	17.3	39.2	22.9
영업이익	-18.0	162.1	14.5	57.2	28.3
당기순이익	-28.4	192.8	24.9	62.7	27.3
총자산	16.9	83.2	126.6	17.4	23.2
부채	20.2	69.2	147.4	18.6	24.1
자본	9.8	115.9	88.1	14.4	20.8

한국금융지주

(071050)

자산관리사로 Positioning이 Premium의 근거임

Analyst 정제영, CPA (769-3069, pluto0977@daishin.co.kr)

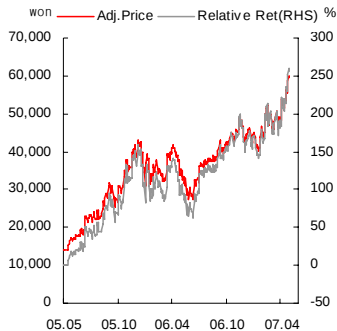
Buy(매수, 신규)

현재가(05/07) : 59,700원

목표주가(6개월) : 65,000원

액면가	5,000원
KOSPI	1,584.46
52주 최고/최저	60,000원/ 27,500원
자본금(보통주)	0억원
시가총액	31,567억원
시가총액비중	0.41%
외국인지분율	49.6%
주가상승률(%)	절대주가 상대주가
1개월	25.0 17.1
6개월	35.8 18.9
12개월	53.9 39.9

Stock Performance



목표주가 65,000원, 투자 의견 '매수' 유니버스로 커버리지 개시함

당사는 한국금융지주를 신규 유니버스로 편입하고 커버리지를 개시한다. 동사의 6개월 목표주가는 65,000원 투자 의견은 '매수'로 제시한다. 동사의 목표주가는 FY07 Target P/B 1.82x를 적용하여 산정한 것이다. Target P/B는 기존 Universe 평균 Target P/B에 10%의 Premium을 부여하여 산정하였다. 동 Premium의 근거는 1) 다원화된 수익구조 및 간접투자시장의 높은 성장성 2) PI 및 해외시장에서의 높은 성장성 3) 자본시장통합법 시행 시 경쟁력 있는 계열자산운용사를 보유한 동사의 수혜 예상 4) 금융지주회사로써 Synergy이다.

다원화된 수익구조 및 간접투자시장의 높은 성장성

당사는 유니버스 증권사 중 상대적으로 브로커리지 비중이 낮고 자산관리부문의 비중이 높은 다원화된 수익구조를 보유하고 있다. 5월 미수동결계좌 도입으로 브로커리지 부문의 리스크는 커지고 있으나 자산관리부문은 주식시장의 성장 및 투자문화의 변화로 지속적으로 성장할 전망이다. 향후 자본시장통합법 시행 시 계열 자산운용사를 보유한 동사의 상대적인 수혜가 기대되는 점도 동사에 대한 프리미엄의 근거이다.

PI로 ROE 상향 기대됨

당사는 Principal Investment로 약 1조원의 투자를 계획하고 있다. 동 투자는 부동산, M&A 등 재무적 투자, 주식 및 채권 투자 등에 사용될 예정으로 동사의 Sustainable ROE를 높이는 데 기여할 전망이다.

영업실적 및 주요 투자지표

	영업수익 (억원)	영업이익 (억원)	경상이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)		BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)
04.3A	1,268	-235	-43	242	397		16,709	14.8	0.4	4.8
05.3A	5,206	987	1,252	995	1,636	311.8	18,897	8.4	0.7	9.2
06.3F	12,668	2,136	4,175	4,758	8,178	399.8	28,754	4.3	1.2	33.7
07.3F	14,358	2,137	2,418	2,085	3,584	-56.2	32,409	16.7	1.9	11.7
08.3F	17,492	3,310	3,304	2,383	4,097	14.3	35,622	14.6	1.7	12.0

자료: 한국금융지주, 대신증권 추정

대차대조표

(단위:십억원)

	2005.3	2006.3	2007.3E	2008.3E	2009.3E
유동자산	3,933	4,608	8,930	10,229	11,886
현금및예치금	1,144	1,270	1,223	1,401	1,628
유가증권	2,178	2,510	6,585	7,542	8,764
대출채권	611	828	1,123	1,286	1,495
고정자산	553	434	434	498	578
기타자산	315	418	532	609	708
자산총계	4,801	5,461	9,897	11,335	13,172
단기차입금	1,205	502	3,776	4,337	5,054
사채	170	499	628	722	841
예수금	1,270	1,380	1,547	1,777	2,071
기타부채	1,007	1,407	2,113	2,427	2,829
부채총계	3,652	3,788	8,064	9,263	10,795
자본금	308	308	308	308	308
연결자본잉여금	515	607	607	607	607
연결이익잉여금	144	591	741	981	1,286
연결자본조정	165	165	175	175	175
외부주주지분	17	2	2	2	2
자본총계	1,149	1,673	1,833	2,072	2,378
부채와자본총계	4,801	5,461	9,897	11,335	13,172

투자지표

(단위: 배, %)

	2005.3	2006.3	2007.3E	2008.3E	2009.3E
EPS(원)	1,636	8,178	3,584	4,097	5,223
PER	8.4	4.3	16.7	14.6	11.5
BPS(원)	18,897	28,754	32,409	35,622	40,871
PBR	0.7	1.2	1.9	1.7	1.5
ROA	2.6	9.3	2.7	2.2	2.5
ROE	9.2	33.7	11.7	12.0	13.7

안전성지표

(단위: %)

	2005.3	2006.3	2007.3E	2008.3E	2009.3E
유동비율	326	918	237	236	235
유보비율	273	443	495	573	672

자료 : 한국금융지주, 대신증권추정

손익계산서

(단위:십억원)

	2005.3	2006.3	2007.3E	2008.3E	2009.3E
영업수익	521	1,267	1,436	1,749	1,975
수수료수익	166	480	457	635	793
이자수익	132	197	317	402	479
유가증권매매평가이익	117	350	144	149	149
파생상품거래이익	33	192	166	206	206
기타이익	73	47	352	356	348
영업비용	422	1,053	1,222	1,418	1,541
수수료비용	28	43	35	42	53
이자비용	47	89	177	186	193
유가증권매매평가손실	51	204	106	100	97
파생상품거래손실	32	183	143	183	183
판매비와관리비	188	415	452	629	757
기타손실	75	121	310	278	259
순영업수익	287	628	666	960	1,190
영업이익	99	214	214	331	434
경상이익	125	418	242	330	421
법인세차감전순이익	125	421	242	330	421
법인세	26	-55	32	91	116
당기순이익	100	476	209	240	305
연결당기순이익	99	476	208	238	304

성장성 지표

(단위: %)

	2005.3	2006.3	2007.3E	2008.3E	2009.3E
영업수익	310.7	143.3	13.3	21.8	12.9
수수료수익	375.6	189.3	-4.8	38.9	24.9
영업비용	180.8	149.6	16.0	16.0	8.7
판매비와관리비	110.7	120.1	9.0	39.2	20.3
순영업수익	335.6	118.8	5.9	44.3	24.0
영업이익	-520.4	116.3	0.1	54.9	31.0
당기순이익	1,386.7	377.6	-56.0	14.4	27.5
연결당기순이익	311.8	378.3	-56.2	14.3	27.5
총자산	60.2	13.7	85.8	11.8	16.2
부채	84.4	3.7	118.0	12.2	16.5
자본	13.1	45.6	12.7	9.9	14.7

Compliance Notice

- ▶ 본 자료를 작성한 애널리스트(정제영)는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- ▶ 증권업 감독규정 제 4-16조에 따라 다음과 같이 알려드립니다.
 - 대신증권은 자료 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
 - 조사분석담당자는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다.
- ▶ 본 조사자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

▶ 산업투자의견

분 류	적 용 기 준
Overweight (비중확대)	향후 6개월 간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
Neutral (중립)	향후 6개월 간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
Underweight (비중축소)	향후 6개월 간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

▶ 투자의견 및 목표주가 변동주의

상성증권 (016360)

제시일자	07.05.08	07.05.04	07.01.31	06.11.24	06.11.15	06.11.01	06.05.04	06.02.08	05.11.30	05.11.04	05.09.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	66,000	64,000	64,000	64,000	64,000	64,000	71,000	68,000	75,000	50,000	50,000
제시일자	05.08.24	05.08.18	05.08.02								
투자의견	Buy	Buy	Buy								
목표주가	50,000	50,000	50,000								

대우증권 (006800)

제시일자	07.05.08	07.01.31	06.12.01	06.11.24	06.11.15	06.11.02	06.09.06	06.07.25	06.06.21	06.05.22	05.10.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	24,000	23,000	23,000	23,000	23,000	23,000	21,200	21,200	21,200	21,200	17,100
제시일자	05.09.14	05.07.27	05.07.13	05.05.19	05.05.16						
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy						
목표주가	17,100	13,000	13,000	9,300	9,300						

우리투자증권 (005940)

제시일자	07.05.08	06.11.24	06.11.15	06.09.11	05.12.05	05.10.21	05.09.23	05.05.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	26,000	24,000	24,000	30,500	30,500	20,000	20,000	12,500

현대증권 (003690)

제시일자	07.05.08	07.03.19	06.11.24	06.11.15	06.08.10	06.01.19	05.12.29	05.12.20	05.10.26	05.09.08	05.08.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	17,000	16,000	16,000	16,000	21,000	21,000	21,000	21,000	14,800	14,800	14,800
제시일자	05.08.17	05.07.12	05.06.13	05.05.24	05.05.11						
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy						
목표주가	14,800	11,800	11,800	11,800	11,800						

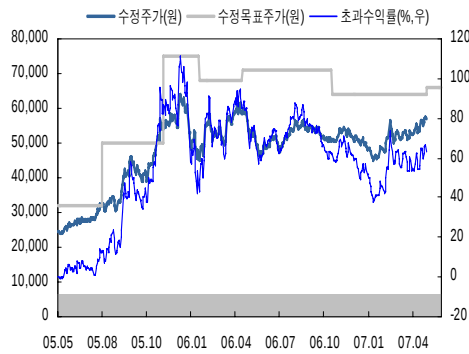
미래에셋증권 (037620)

제시일자	07.05.08
투자의견	Buy
목표주가	84,000

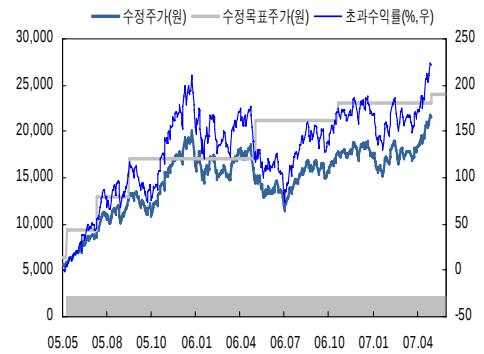
한국금융지주 (071050)

제시일자	07.05.08
투자의견	Buy
목표주가	65,000

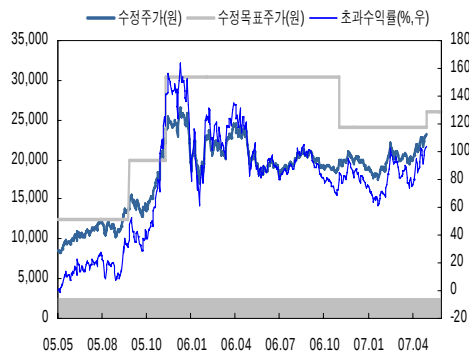
삼성증권



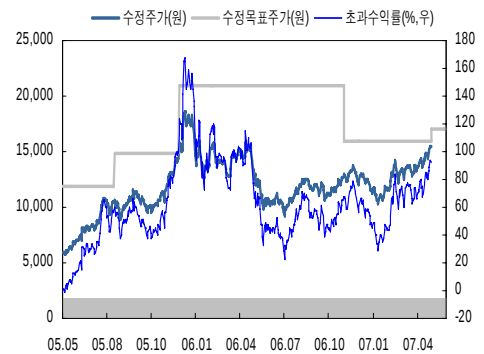
대우증권



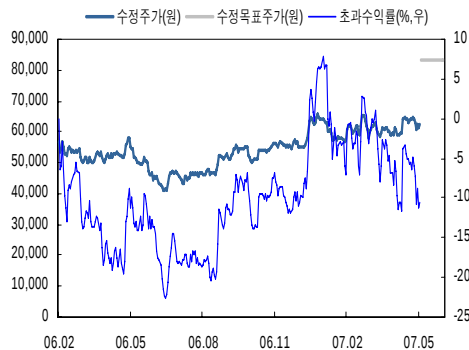
우리투자증권



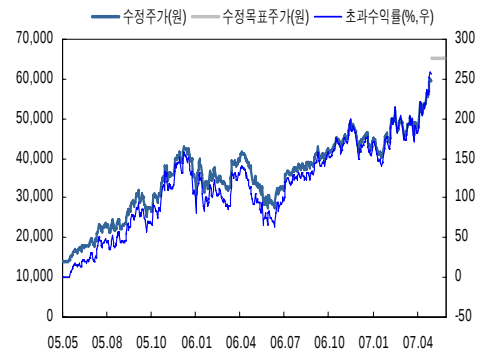
현대증권



미래에셋증권



한국금융지주



▶ 본 조사자료는 고객들의 투자에 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포하는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 또한 본 조사자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.