증권

Neutral

보험/증권 서보익
Tel. 368-6875
seoboick@eugenefn.com

증권주 2Q FY2012 Preview: 기대치 하회

■ **Coverage 증권주 영업이익: 컨센서스 평균 -22.8% 하회 전망**

- 커버리지 8개 증권주의 2Q FY2012 영업이익은 시장 컨센서스를 평균 -22.8% 하회할 전망. 이로써 증권주의 실적 기대감은 눈높이를 추가로 낮춰야 할 것으로 판단
- 전분기 대비 영업이익은 평균 +70.6% 증가할 전망이나, 이는 시중금리 하락에 의한 일시적 채권운용이익에 주로 기인하여 긍정적 효과를 찾기 어려움
- 오히려 일회성 이익이 발생했음에도 불구하고 시장의 기대치를 하회함으로써 증권주의 이익모멘텀은 추가로 약화될 전망

■ **실적 시즌 증권주 투자전략: 기대치를 낮추자**

- 증권사의 실적 발표일은 11월 하순으로 예상. 증권주 특성 상 실적 review의 주가 영향력은 크지 않음(증권주는 당기의 예상 실적을 즉시 반영하는 특성이 강하기 때문)
- 다만 증권주의 2Q FY2012 영업이익이 시장 기대치를 하회할 것으로 예상되는 가운데, 현 시점에서의 이익모멘텀인 주식거래대금마저 감소함(3Q FY2012 일평균 주식거래대금은 7.5조원 전망)은 실적 발표 이전부터 증권주에 부정적으로 작용할 것으로 판단

■ **증권업 투자의견 Neutral 유지, Conviction Buy 추천 종목 없음**

- 증권사 자체적인 Fundamentals 개선이 어려운 가운데, 국내외 증시를 비롯한 외부 요인에 따라 증권주의 등락이 결정되는 제한적 베타플레이로만 접근
- 증권주의 EPS와 ROE의 개선이 없고, Valuation 재평가 요인도 제한적이기 때문에 증권업 투자의견은 Neutral을 유지
- Conviction Buy 추천은 없으며, 포트폴리오 구성을 위한 제한적 의미로 삼성증권(상대적 이익안정성)과 우리투자증권(PBR 0.71X의 상대적 저평가 메리트)의 Buy를 유지

2Q FY2012 영업이익 전망

영업이익(십억원)	2Q FY2011	3Q FY2011	4Q FY2011	1Q FY2012	2Q FY2012	컨센서스	컨센서스 대비	비고
삼성증권	70.7	19.4	99.0	43.3	77.4	65.5	18.1%	+ 채권평가이익
대우증권	43.3	25.1	102.9	20.7	54.6	74.5	-26.8%	+ 채권평가이익 - 유가증권 충당금
미래에셋증권	35.0	30.6	35.3	25.0	53.2	41.4	28.6%	+ 채권평가이익
키움증권	37.7	53.2	34.5	13.7	29.3	33.2	-11.8%	Na
동양증권	5.6	20.7	11.9	6.6	19.5	25.6	-23.7%	+ 채권평가이익
대신증권	34.5	32.1	11.1	1.3	19.0	18.5	2.8%	+ 채권평가이익
우리투자증권	15.0	49.7	99.3	34.7	17.9	60.2	-70.2%	+ 채권평가이익 - 유가증권 충당금
현대증권	12.0	47.4	-24.2	1.2	-20.8	5.3	적전	+ 채권평가이익 - 퇴직금 누진제 폐지 보상
합계	253.9	278.2	369.8	146.6	250.1	324.2	-22.8%	-22.8% 기대치 하회

자료: 유진투자증권
주: FY2011 이후 IFRS 별도 기준, 종목은 예상 영업이익 순으로 정렬

I. 2Q FY2012 Preview 요약

Coverage 증권주 영업이익: 컨센서스 평균 −22.8% 하회 전망

당사의 커버리지 8개 증권주의 2Q FY2012 영업이익은 시장 컨센서스를 평균 −22.8% 하회할 전망이다. 이로써 증권주의 실적 기대감은 눈높이를 추가로 낮춰야 할 것으로 판단한다.

한편 커버리지 8개 증권주의 2Q FY2012 영업이익은 전분기 대비 +70.6% 증가할 전망이다. 그러나 이는 2Q FY2012 기간 중 시중금리 하락에 의한 채권운용이익에 주로 기인하며, 동 기간 중 증권주 수익률에 충분히 반영된 것으로 판단한다. 오히려 일회성 이익이 발생했음에도 불구하고 시장의 기대치를 하회함으로써 증권주의 이익모멘텀은 약화될 전망이다.

종목별로는 우리투자증권과 대우증권, 현대증권의 영업이익이 시장 기대치에 못 미칠 것으로 예상하며, 삼성증권과 미래에셋증권은 시장 기대치를 상회할 것으로 예상한다.

도표 1 2Q FY2012 Coverage 증권주 Preview 요약: 컨센서스 평균 -22.8% 하회 전망 (단위: 십억원)

증권사 영업이익	2Q FY2011	3Q FY2011	4Q FY2011	1Q FY2012	2Q FY2012	2Q FY2012 컨센서스	qoq(%)	yoy(%)
삼성	70.7	19.4	99.0	43.3	77.4	65.5	78.6	9.4
대우	43.3	25.1	102.9	20.7	54.6	74.5	163.2	26.0
미래	35.0	30.6	35.3	25.0	53.2	41.4	112.6	52.1
키움	37.7	53.2	34.5	13.7	29.3	33.2	113.6	−22.4
동양	5.6	20.7	11.9	6.6	19.5	25.6	195.9	248.1
대신	34.5	32.1	11.1	1.3	19.0	18.5	1354.2	−44.8
우리	15.0	49.7	99.3	34.7	17.9	60.2	−48.3	19.3
현대	12.0	47.4	−24.2	1.2	−20.8	적전	na	적전
합계	253.9	278.2	369.8	146.6	250.1	324.2	70.6	−1.5

자료: 유진투자증권, Fn-guide
주: 2Q FY2012 영업이익 규모 순으로 정렬

한편 일회성 요인을 제외한 경상적 수준의 연환산 ROE는 8개 증권사 평균 4.5%에 불과할 전망이다. 이에 따라 증권사의 이익창출력은 여전히 낮은 ROE의 한계를 벗어나지 못하는 저수익성 국면이 지속됨이 재확인된다.

도표 2 2Q FY2012 Coverage 증권주의 경상적 영업이익 추정 (단위: 십억원, %, X)

항목	삼성	대우	미래	키움	동양	대신	우리	현대	합계(평균)
영업이익	77.4	54.6	53.2	29.3	19.5	19.0	17.9	-20.8	250.1
연환산 ROE	7.0	4.5	8.1	11.4	5.1	3.9	1.7	-1.9	5.0
경상적 영업이익	62.4	39.6	33.2	29.3	9.5	14.0	37.9	19.2	245.1
경상적 연환산 ROE	5.7	3.3	5.1	11.4	2.5	2.9	3.6	1.8	4.5
FY2012 PBR(연말 기준)	1.14	0.99	0.65	1.56	0.42	0.44	0.71	0.68	0.82

자료: 유진투자증권
주: 경상적 영업이익과 경상적 연환산 ROE는 일회성 요인을 제외한 기준

II. 실적 시즌 증권주 투자전략

증권사 자체의 긍정적 포인트 상실, 증시에 편승한 트레이딩만이 해법

증권사의 실적 발표일은 11월 하순으로 예상된다. 다만 증권주는 지난 실적 review가 주가에 미치는 영향은 매우 약하고, 당기의 예상 실적을 주가가 즉시 반영하는 특성이 강하기 때문에 실적 발표의 주가 영향력은 크지 않을 것으로 판단한다. 다만 증권주의 2Q FY2012 영업이익이 시장 기대치를 하회할 것으로 예상되는 가운데, 현 시점에서의 이익모멘텀인 주식거래대금마저 감소세로 전환됨은 부정적이다.

아울러 2Q FY2012 중에는 금리 하락에 의한 채권평가이익이 유일한 추가 이익 요인이었으나, 향후에는 이 또한 제한적이란 점에서 증권주의 이익모멘텀을 찾기는 쉽지 않다.

증권사 자체적인 Fundamentals 개선이 어렵다면, 결국 증시를 비롯한 외부 요인에 따라 증권주의 상승 하락이 결정될 수 밖에 없다. 다만 KOSPI 기대수익률이 높지 않고, 증권사의 Fundamentals 개선이 약하다는 측면에서 증권주의 베타플레이는 매우 제한적일 것으로 판단한다.

이에 따라 당사는 증권업 투자의견 Neutral을 유지하며, 종목별 투자의견과 목표주가도 유지한다. EPS와 ROE의 개선이 없는 가운데, Valuation 재평가 요인도 없기 때문이다. 당사의 증권주 Conviction Buy 종목은 없으며, 포트폴리오 구성을 위한 제한적 의미의 Buy 투자의견으로 삼성증권(상대적 이익안정성 확인)과 우리투자증권(PBR 0.71X의 상대적 저평가 메리트)을 유지한다.

도표 3 **당사 제시 증권주 투자의견, 목표주가** (단위: 배, 원, %)

	투자의견	목표 PBR	ROE	BPS	목표주가	현 주가	Upside	FY2012 PBR(E)	FY2012 PER(E)
삼성증권	BUY(유지)	1.5	5.9	43,461	65,000	49,650	30.9	1.14	19.9
우리투자증권	BUY(유지)	0.9	2.8	15,673	14,000	11,050	26.7	0.71	25.6
키움증권	HOLD(유지)	1.8	9.5	39,142	70,000	61,000	14.8	1.56	16.9
대신증권	HOLD(유지)	0.5	2.4	19,802	10,000	8,710	14.8	0.44	18.5
동양증권	HOLD(유지)	0.5	3.2	9,513	4,300	3,950	8.9	0.42	12.9
미래에셋증권	HOLD(유지)	0.7	6.3	50,245	35,000	32,800	6.7	0.65	10.6
현대증권	HOLD(유지)	0.7	0.9	12,704	9,000	8,590	4.8	0.68	72.6
대우증권	REDUCE(유지)	0.9	3.2	11,773	10,000	11,700	-14.5	0.99	30.9
업종 투자의견					Neutral				

자료: 유진투자증권
주: Upside 순서로 정렬, BPS는 FY12말 기준. 현주가는 2012. 10. 16 종가 기준
목표PBR은 2001년 이후 ROE-PBR Historical Data 적용, ROE는 FY2012 예상치

III. Brokerage

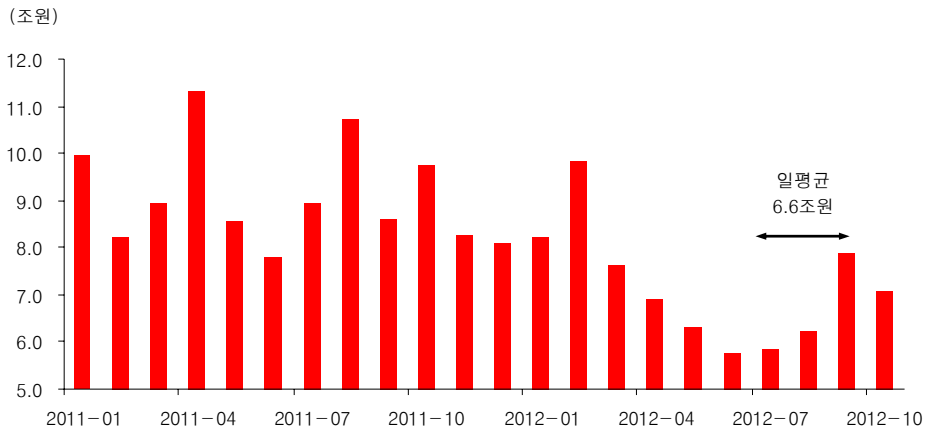
1. QE3로 주식거래대금은 일시 증가, 그러나 감소 전환

2Q FY2012 일평균 주식거래대금(코스피 + 코스닥, ELW/ELF 등 제외, 이하 동일)은 6.6조원(+4.4%qoq, -30.2%yoy)을 기록했다.

2012년 5월 이후 주식거래대금은 일평균 7조원을 하회했고, 2012년 9월 QE3 이후 주식거래대금이 일시 증가했으나 다시 감소세로 전환되었다.

주식시장의 방향성이 불투명하고 기대수익률도 제한적이라면 주식거래대금은 당분간 일평균 7조원대에 머물 가능성이 높다. 물론 일시적으로 주식거래대금이 일평균 8조원을 상회할 수 있겠으나, 일평균 주식거래대금 8조원에서도 증권사 ROE는 평균 5.1%에 불과하여 실적 개선의 수혜도 크지 않다.

도표 4 2Q FY2012: QE3 이후 주식거래대금 일시 증가, 그러나 10월 이후 감소 전환



자료: 유진투자증권

도표 5 2012년 기준 주식거래대금별 증권사 ROE 시나리오: ROE 개선 폭 미미 (단위: %)

주식거래대금	삼성증권	우리증권	대우증권	미래에셋	현대증권	대신증권	동양증권	키움증권	평균
5조원	3.5	2.9	1.9	3.5	2.1	1.1	-0.5	7.9	2.8
6조원	4.4	3.4	2.4	4.0	2.8	2.0	0.5	8.9	3.6
7조원	5.3	4.0	3.0	4.5	3.4	2.9	1.5	9.8	4.3
8조원	**6.2**	**4.6**	**3.5**	**5.0**	**4.1**	**3.8**	**2.5**	**10.8**	**5.1**
9조원	7.1	5.2	4.1	5.5	4.8	4.7	3.5	11.7	5.8
10조원	8.0	5.7	4.6	6.1	5.5	5.6	4.5	12.6	6.6
11조원	8.9	6.2	5.1	6.6	6.2	6.5	5.5	13.6	7.3
12조원	9.8	6.8	5.7	7.1	6.8	7.4	6.5	14.5	8.1

자료: 유진투자증권

2. 증권사별 주식위탁수수료 분석

2Q FY2012 일평균 주식거래대금은 6.6조원으로 전분기 대비 +4.4% 증가, 전년동기 대비 -30.2% 감소한 가운데, 8개 커버리지 증권사의 수탁수수료는 평균 전분기 대비 +10.5% 증가, 전년동기 대비 -36.3% 감소할 전망이다.

주식위탁 시장점유율(약정 기준)은 삼성증권(+0.43%p), 대신증권(+0.40%p), 대우증권(+0.19%p), 미래에셋증권(+0.19%p), 현대증권(+0.08%p), 동양증권(+0.03%p)이 확대된 반면, 우리투자증권(-0.57%p), 키움증권(-0.14%p)은 축소된 것으로 예상한다.

수탁수수료는 삼성증권이 787억원으로 가장 큰 가운데, 전분기 대비 개선 폭도 +15.1%로 가장 클 전망이다.

도표 6 **주식위탁영업 관련 주요 지표**

항목	2Q FY2011	3Q FY2011	4Q FY2011	1Q FY2012	2Q FY2012(E)	qoq(%, %p, bp)	yoy(%, %p, bp)
일평균 주식거래대금(조원)	**9.5**	**8.7**	**8.6**	**6.3**	**6.6**	**4.4**	**-30.2**
8개 증권사 합계(평균)							
수탁수수료(십억원)	661.2	579.0	556.0	381.2	**421.3**	10.5	-36.3
주식위탁수수료(십억원)	555.4	510.5	495.0	325.9	**352.0**	8.0	-36.6
주식약정 점유율(%)	52.65	53.00	55.09	49.89	**50.46**	0.57	-2.19
주식위탁 수수료율(bp)	10.3	10.6	11.1	10.4	**10.4**	0.00	0.09
삼성증권							
수탁수수료(십억원)	116.3	100.7	101.7	68.4	**78.7**	15.1	-32.3
주식위탁수수료(십억원)	104.7	92.7	94.8	62.8	**71.8**	14.4	-31.4
주식약정 점유율(%)	5.75	4.96	5.96	5.20	**5.63**	0.43	-0.12
주식위탁 수수료율(bp)	14.4	15.4	16.0	15.1	**15.1**	0.00	0.69
대우증권							
수탁수수료(십억원)	99.9	91.1	92.7	57.9	**64.4**	11.1	-35.6
주식위탁수수료(십억원)	89.0	83.3	86.3	52.1	**57.1**	9.6	-35.8
주식약정 점유율(%)	5.42	5.29	6.05	4.86	**5.05**	0.19	-0.37
주식위탁 수수료율(bp)	13.0	13.0	14.3	13.4	**13.4**	0.00	0.39
우리투자증권							
수탁수수료(십억원)	106.0	89.9	84.3	62.7	**61.5**	-1.9	-42.0
주식위탁수수료(십억원)	93.0	81.2	77.5	55.9	**53.1**	-5.0	-42.9
주식약정 점유율(%)	6.05	5.75	6.31	5.69	**5.12**	-0.57	-0.93
주식위탁 수수료율(bp)	12.2	11.6	12.3	12.3	**12.3**	0.00	0.10

자료: 유진투자증권
주: 2Q FY2012 예상 수탁수수료 기준 정렬

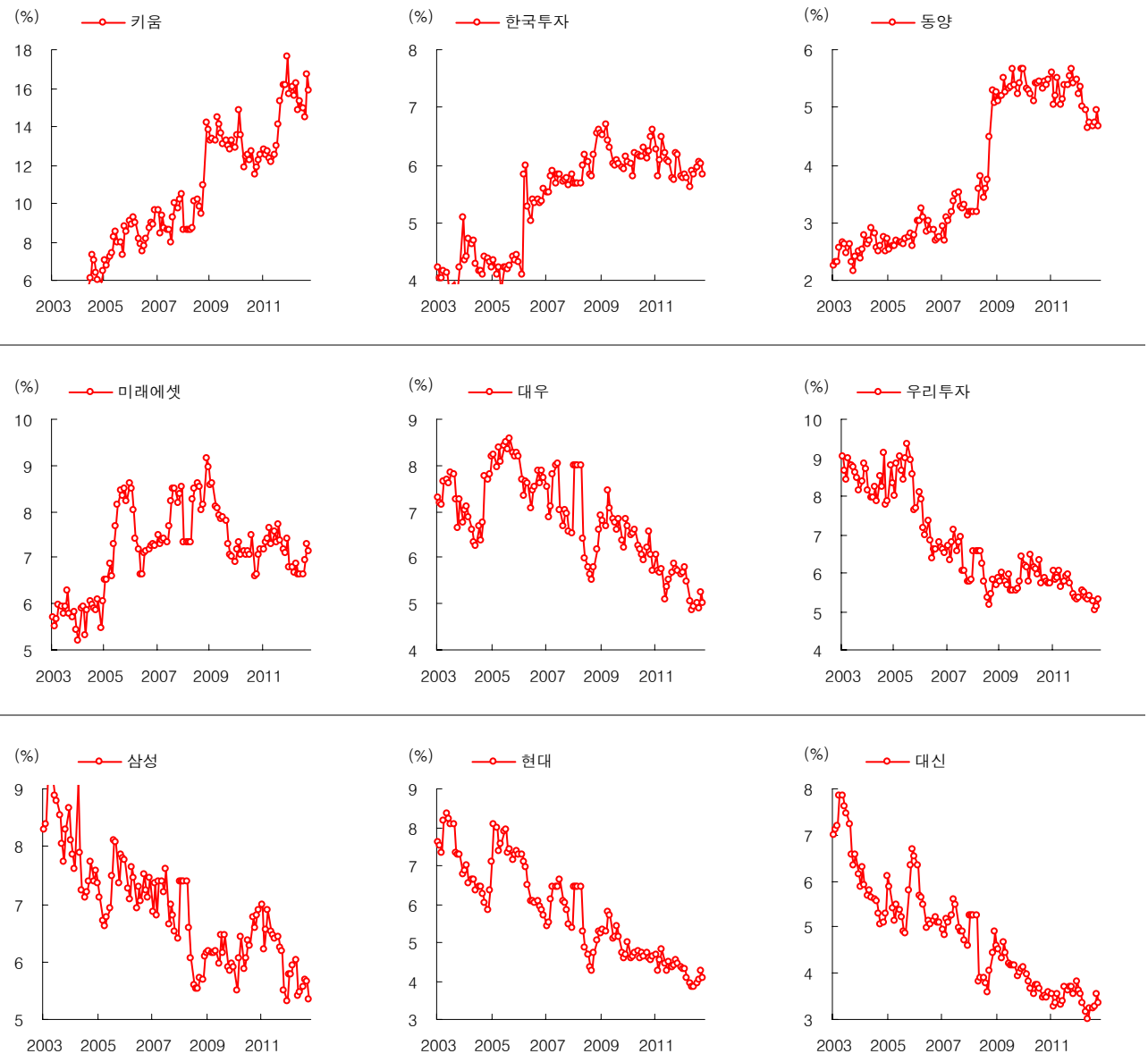
도표 7 주식위탁영업 관련 주요 지표 비교(계속)

항목	2Q FY2011	3Q FY2011	4Q FY2011	1Q FY2012	2Q FY2012(E)	qoq(%, %p, bp)	yoy(%, %p, bp)
일평균 주식거래대금(조원)	**9.5**	**8.7**	**8.6**	**6.3**	**6.6**	**4.4**	**-30.2**
현대증권							
수탁수수료(십억원)	102.3	88.4	84.1	55.2	**61.1**	10.7	-40.2
주식위탁수수료(십억원)	89.3	82.1	79.5	50.7	**54.6**	7.7	-38.9
주식약정 점유율(%)	4.43	3.75	4.57	4.00	**4.08**	0.08	-0.35
주식위탁 수수료율(bp)	16.0	18.0	17.4	15.8	**15.8**	0.00	-0.12
대신증권							
수탁수수료(십억원)	80.0	70.2	64.3	41.6	**50.2**	20.6	-37.3
주식위탁수수료(십억원)	64.7	59.4	56.2	33.5	**40.1**	19.7	-38.1
주식약정 점유율(%)	3.37	3.26	3.70	2.97	**3.37**	0.40	0.00
주식위탁 수수료율(bp)	15.2	15.0	15.2	14.1	**14.1**	0.00	-1.13
동양증권							
수탁수수료(십억원)	56.8	52.0	49.9	35.5	**38.5**	8.6	-32.1
주식위탁수수료(십억원)	41.3	43.3	40.7	26.1	**27.7**	6.3	-33.0
주식약정 점유율(%)	5.39	5.29	5.69	4.76	**4.79**	0.03	-0.60
주식위탁 수수료율(bp)	6.1	6.7	7.2	6.8	**6.8**	0.00	0.77
키움증권							
수탁수수료(십억원)	55.9	53.6	45.7	35.1	**39.6**	12.6	-29.2
주식위탁수수료(십억원)	35.5	39.0	30.1	23.8	**24.8**	4.6	-30.1
주식약정 점유율(%)	14.22	17.60	15.26	15.58	**15.44**	-0.14	1.22
주식위탁 수수료율(bp)	2.0	1.8	2.0	1.9	**1.9**	0.00	-0.07
미래에셋증권							
수탁수수료(십억원)	44.0	33.1	33.3	24.6	**27.3**	10.6	-38.0
주식위탁수수료(십억원)	37.7	29.4	29.9	21.1	**22.7**	7.7	-39.8
주식약정 점유율(%)	8.01	7.10	7.55	6.84	**6.98**	0.14	-1.03
주식위탁 수수료율(bp)	3.7	3.4	4.0	3.8	**3.8**	0.00	0.12

자료: 유진투자증권
주: 2Q FY2012 예상 수탁수수료 기준 정렬

다만 장기 추세로는 종합증권사의 주식위탁 시장점유율이 하락하고, 온라인 전문 증권사의 시장점유율이 상승하는 트렌드가 지속 중이다.

도표 8 주식위탁 시장점유율: 온라인 전문 증권사 상승 트렌드 vs. 종합증권사 하락 트렌드

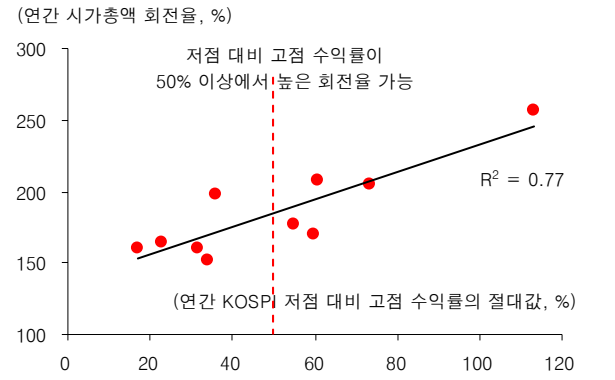


자료: 유진투자증권

3. 주식거래대금: 일평균 7~8조원 Box에 갇힐 전망

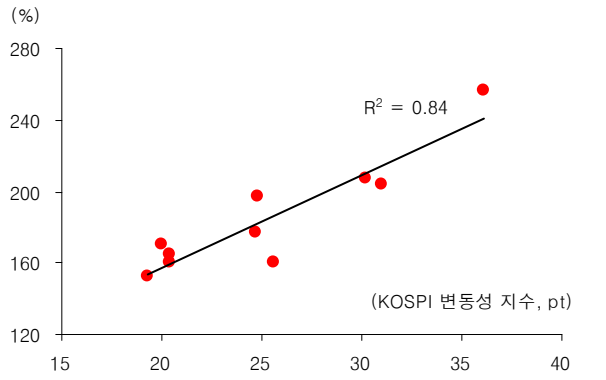
2012년 9월 QE3 이후 주식거래대금이 일시 9조원을 상회했으나, 다시 감소세로 전환되었다. 아울러 당사는 2012년 하반기 일평균 주식거래대금을 7~8조원의 box(평균 7.5조원)로 전망한다. 이는 ①KOSPI 기대수익률의 하락, ②KOSPI 변동성 축소, ③고객예탁금 유입 둔화, ④실질예탁금 감소 등에서 기인한다.

도표 9 시가총액 회전율과 KOSPI 고점/저점 수익률



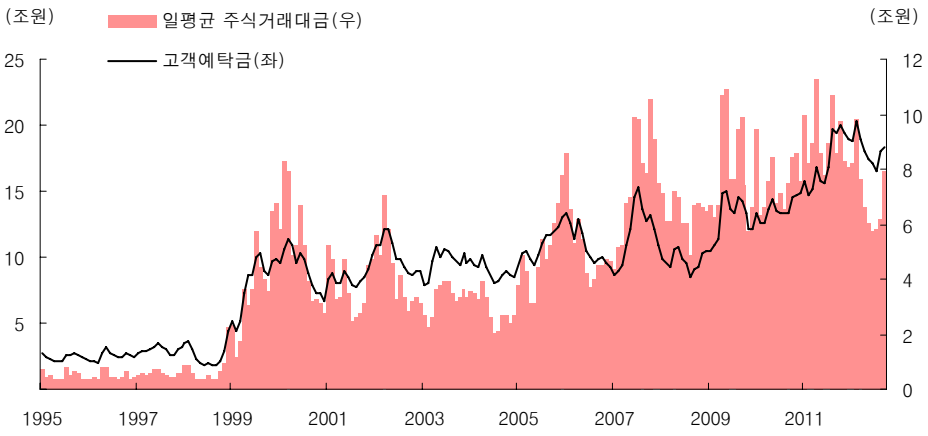
자료: 유진투자증권

도표 10 시가총액 회전율과 KOSPI 변동성 지수



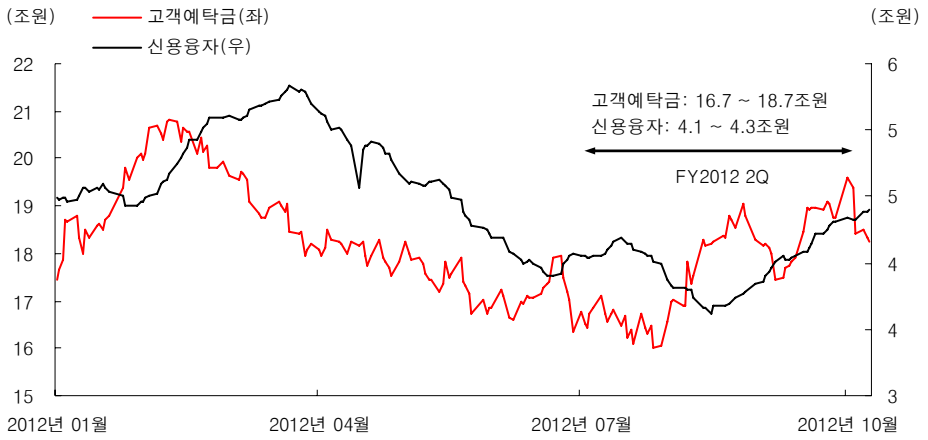
자료: 유진투자증권
주: KOSPI 변동성 지수는 KRX의 VKOSPI 지수

도표 11 고객예탁금 유입 둔화 ➔ 주식거래대금 증가세 둔화



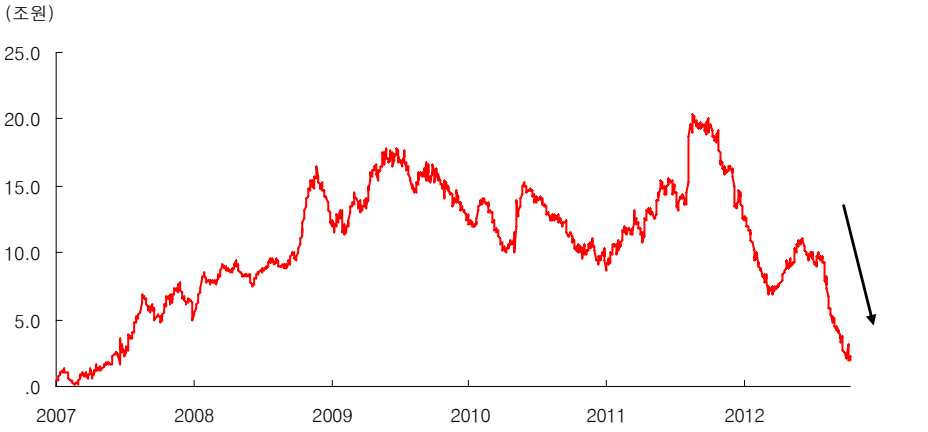
자료: 유진투자증권

도표 12 고객예탁금: 증가세 둔화



자료: 유진투자증권

도표 13 실질 고객예탁금: 감소 추세의 지속



자료: 유진투자증권
주: 실질 고객예탁금 = 고객예탁금 + 개인 순매수 – 신용융자 – 미수금

IV. 금융상품 판매

1. 수익증권 판매

2Q FY2012 8개 증권사의 수익증권 판매수수료(회계 용어상 취급수수료)는 평균 -14.6%qoq, -26.5%yoy 감소할 전망이다. 이는 주식형수익증권 설정액의 감소 추세가 지속된 가운데, 수수료율의 하락이 작용한 결과다. 특히 증권사가 판매한 주식형 수익증권은 KOSPI 상승 국면에서도 여전히 환매가 지속되고 있고, 이익모멘텀으로 작용할 만큼의 판매 신장이 이루어지지 못한 상황이다. 이로써 증권사의 수익추정에서 수익증권 판매수수료의 기여도는 여전히 제한적이다.

도표 14 수익증권 판매액과 수수료 추이

항목	2Q FY2011	3Q FY2011	4Q FY2011	1Q FY2012	2Q FY2012(E)	qoq(%, %p, bp)	yoy(%, %p, bp)
8개 증권사 합계(평균)							
수익증권 취급수수료(백만원)	71,765	63,257	56,262	61,769	52,776	-14.6	-26.5
주식형 수익증권 평잔(십억원)	21,025	20,774	20,111	19,417	18,965	-2.3	-9.8
혼합주식형 수익증권 평잔(십억원)	3,100	2,872	2,844	2,868	2,806	-2.2	-9.5
혼합채권형 수익증권 평잔(십억원)	6,091	5,944	5,637	5,800	6,035	4.1	-0.9
채권형 수익증권 평잔(십억원)	13,370	12,984	12,908	12,618	12,880	2.1	-3.7
미래에셋증권							
수익증권 취급수수료(백만원)	28,630	24,526	22,482	21,723	20,891	-3.8	-27.0
주식형 수익증권 평잔(십억원)	9,549	9,119	8,735	8,362	8,047	-3.8	-15.7
혼합주식형 수익증권 평잔(십억원)	1,353	1,228	1,150	1,055	999	-5.3	-26.2
혼합채권형 수익증권 평잔(십억원)	1,219	1,238	1,304	1,504	1,613	7.2	32.3
채권형 수익증권 평잔(십억원)	1,738	1,743	1,588	1,538	1,575	2.4	-9.4
삼성증권							
수익증권 취급수수료(백만원)	17,216	14,395	12,094	16,122	11,420	-29.2	-33.7
주식형 수익증권 평잔(십억원)	3,932	3,804	3,511	3,553	3,583	0.8	-8.9
혼합주식형 수익증권 평잔(십억원)	216	158	160	244	267	9.4	23.6
혼합채권형 수익증권 평잔(십억원)	1,421	1,330	1,105	1,085	1,070	-1.4	-24.7
채권형 수익증권 평잔(십억원)	2,229	2,249	2,328	2,267	2,275	0.4	2.1
동양증권							
수익증권 취급수수료(백만원)	10,009	9,322	7,916	7,871	7,238	-8.0	-27.7
주식형 수익증권 평잔(십억원)	2,981	2,994	2,997	2,863	2,749	-4.0	-7.8
혼합주식형 수익증권 평잔(십억원)	512	486	587	608	570	-6.3	11.3
혼합채권형 수익증권 평잔(십억원)	509	475	379	337	356	5.6	-30.1
채권형 수익증권 평잔(십억원)	1,523	1,373	1,296	1,526	1,779	16.6	16.8

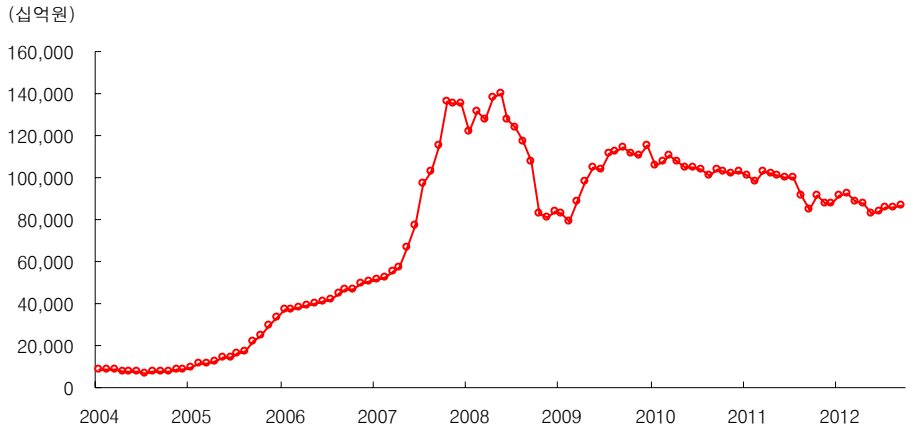
자료: 유진투자증권
주: 2Q FY2012 예상 수익증권취급수수료 기준 정렬

도표 15 수익증권 판매액과 수수료 추이(계속)

항목	2Q FY2011	3Q FY2011	4Q FY2011	1Q FY2012	2Q FY2012(E)	qoq(%, %p, bp)	yoy(%, %p, bp)
우리투자증권							
수익증권 취급수수료(백만원)	5,133	5,101	4,993	5,153	4,647	-9.8	-9.5
주식형 수익증권 평잔(십억원)	1,379	1,484	1,521	1,406	1,366	-2.8	-0.9
혼합주식형 수익증권 평잔(십억원)	508	527	557	589	572	-2.9	12.6
혼합채권형 수익증권 평잔(십억원)	717	719	719	700	698	-0.3	-2.6
채권형 수익증권 평잔(십억원)	2,772	2,767	2,917	2,852	3,057	7.2	10.3
대우증권							
수익증권 취급수수료(백만원)	4,732	4,797	4,083	6,248	4,174	-33.2	-11.8
주식형 수익증권 평잔(십억원)	1,697	1,780	1,779	1,750	1,747	-0.2	2.9
혼합주식형 수익증권 평잔(십억원)	290	264	232	236	251	6.4	-13.4
혼합채권형 수익증권 평잔(십억원)	1,217	1,192	1,120	1,102	1,193	8.3	-2.0
채권형 수익증권 평잔(십억원)	2,415	2,182	2,114	2,029	2,192	8.0	-9.2
현대증권							
수익증권 취급수수료(백만원)	3,855	2,974	2,777	2,797	2,705	-3.3	-29.8
주식형 수익증권 평잔(십억원)	918	978	1,006	958	951	-0.7	3.6
혼합주식형 수익증권 평잔(십억원)	75	64	47	58	79	36.2	5.3
혼합채권형 수익증권 평잔(십억원)	777	766	780	821	802	-2.3	3.2
채권형 수익증권 평잔(십억원)	2,153	1,976	1,830	1,790	1,559	-12.9	-27.6
대신증권							
수익증권 취급수수료(백만원)	1,860	1,831	1,640	1,581	1,440	-8.9	-22.6
주식형 수익증권 평잔(십억원)	455	492	436	399	394	-1.3	-13.4
혼합주식형 수익증권 평잔(십억원)	145	144	110	77	66	-14.3	-54.5
혼합채권형 수익증권 평잔(십억원)	227	219	226	248	301	21.4	32.6
채권형 수익증권 평잔(십억원)	539	693	833	614	441	-28.2	-18.2
키움증권							
수익증권 취급수수료(백만원)	331	312	276	274	262	-4.6	-20.9
주식형 수익증권 평잔(십억원)	114	123	126	126	128	1.6	12.3
혼합주식형 수익증권 평잔(십억원)	1	1	1	1	2	100.0	100.0
혼합채권형 수익증권 평잔(십억원)	4	5	4	3	2	-33.3	-50.0
채권형 수익증권 평잔(십억원)	1	1	2	2	2	0.0	100.0

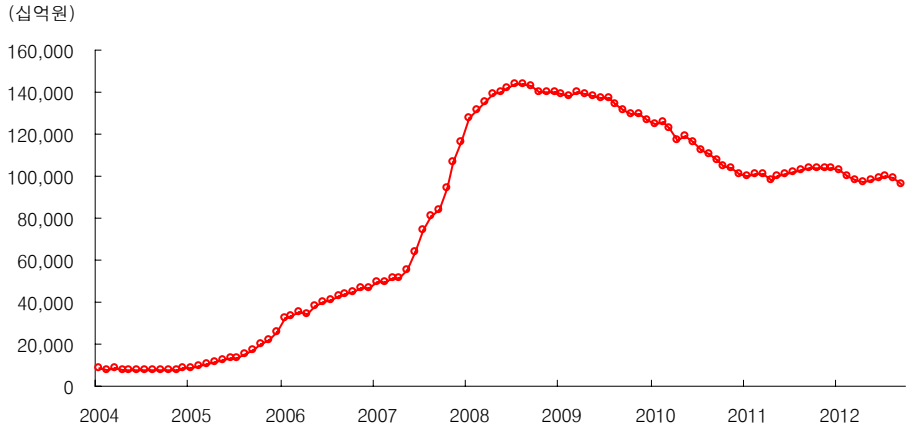
자료: 유진투자증권
주: 2Q FY2012 예상 수익증권취급수수료 기준 정렬

도표 16 주식형 수익증권 NAV: 트렌드 변화 없음



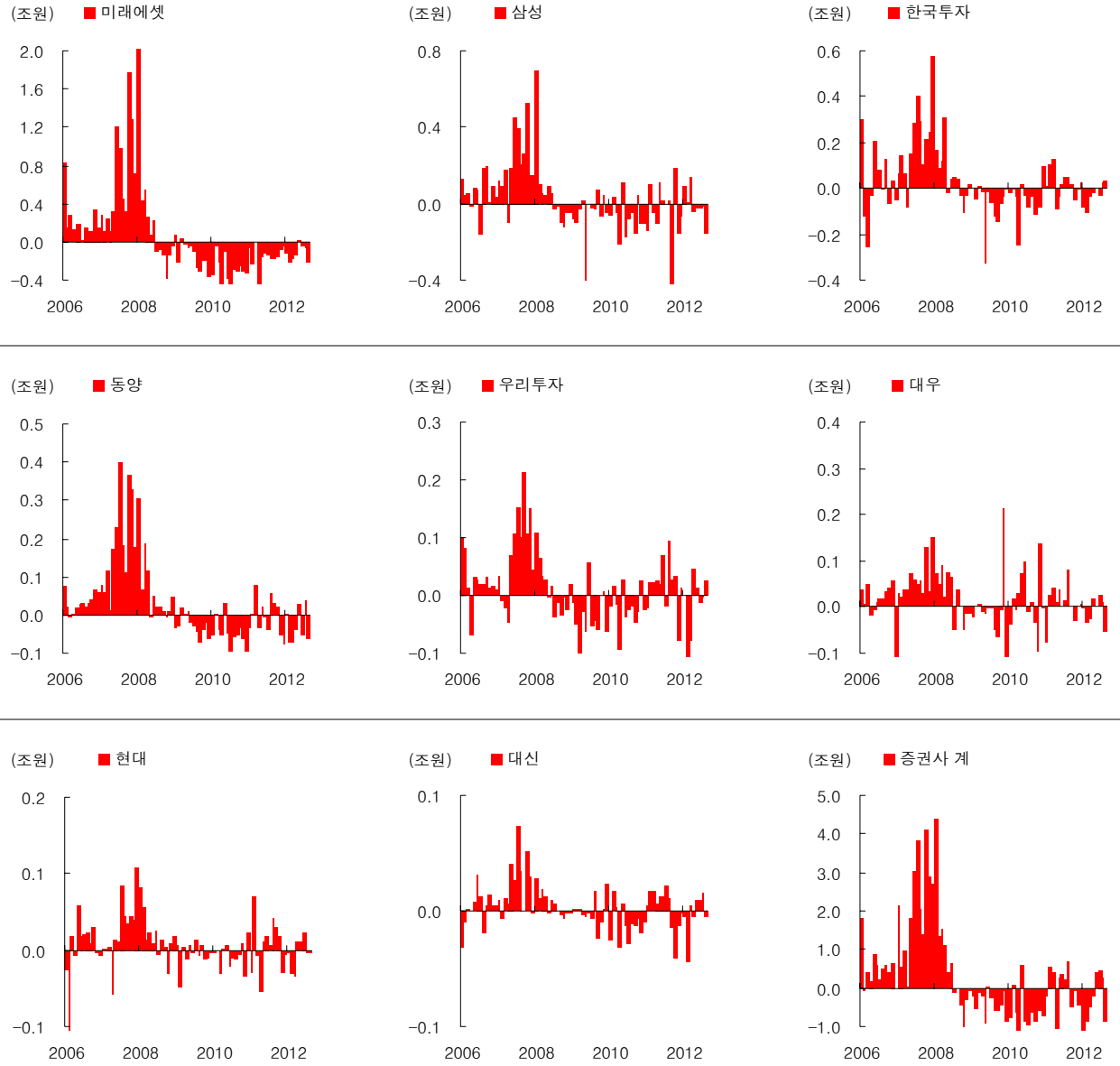
자료: 유진투자증권

도표 17 주식형 수익증권 설정액: 트렌드 변화 없음



자료: 유진투자증권

도표 18 주식형 수익증권 월별 순증액

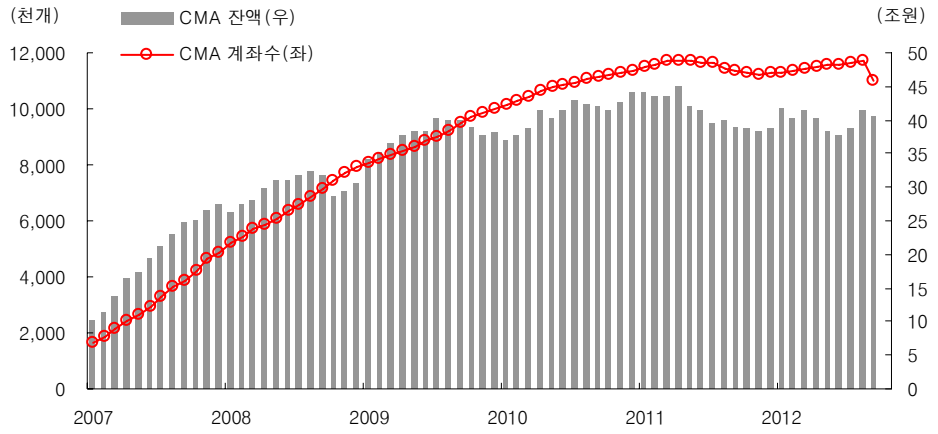


자료: 유진투자증권

2. 기타 금융상품

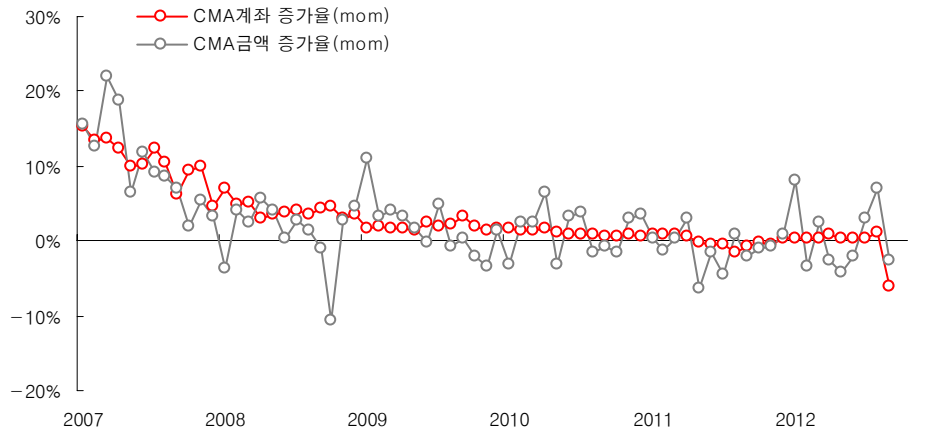
증권사 CMA는 증가 추세는 2011년 이후 이미 둔화되었고, CMA 보장금리가 낮아짐에 따라 감소세로 전환 중이다. 아울러 CMA 보장금리가 상승하지 못하는 한, CMA 운용규모의 증가세 전환은 쉽지 않을 전망이다.

도표 19 CMA 계좌 및 금액: 상승 둔화, 2012년 9월 감소 전환



자료: 유진투자증권

도표 20 CMA 계좌 및 금액의 mom 증가율: 2012년 9월 감소세 전환

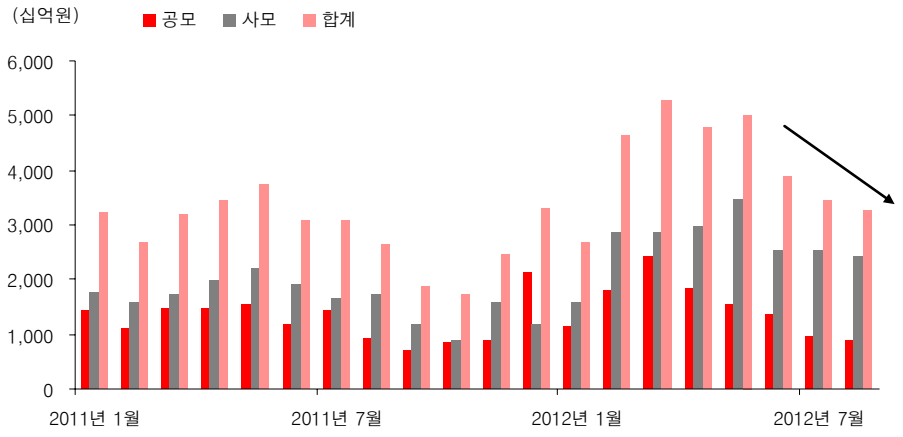


자료: 유진투자증권

ELS는 2Q FY2012 이후 KOSPI 변동성이 확대됨에 따라 발행 규모가 일시 감소한 반면, DLS는 발행 규모가 지속 증가하고 있다. 그러나 KOSPI 기대수익률이 제한적인 가운데, 향후 ELS, DLS 등 대체투자상품의 판매 호조는 지속될 가능성이 높다.

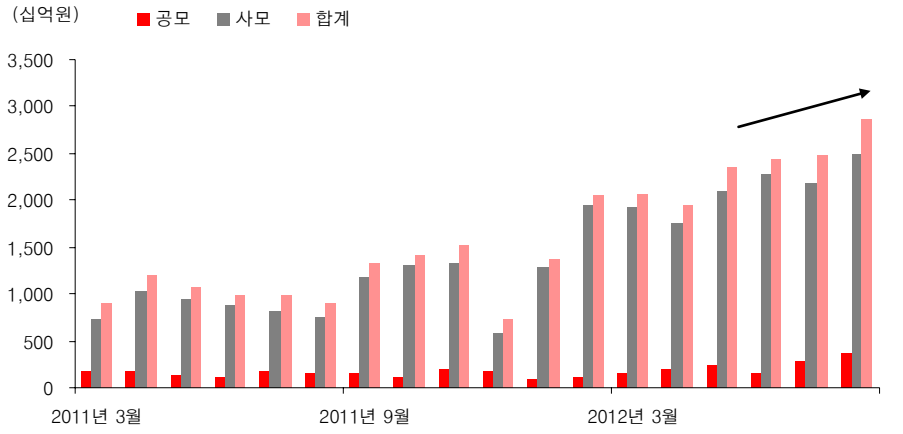
한편 증권사 손익계산서 상에는 ELS 등의 판매수수료가 운용손익에 포함되어 추산이 어렵고, 자체 운용의 경우 주가 변동에 따른 손실 규모도 상당한 것으로 파악되어 증권주의 이익모멘텀으로 작용하기엔 제한적이다.

도표 21 ELS 발행 규모: 2Q FY2012 감소 전환



자료: 유진투자증권

도표 22 DLS 발행 규모: 증가세 지속



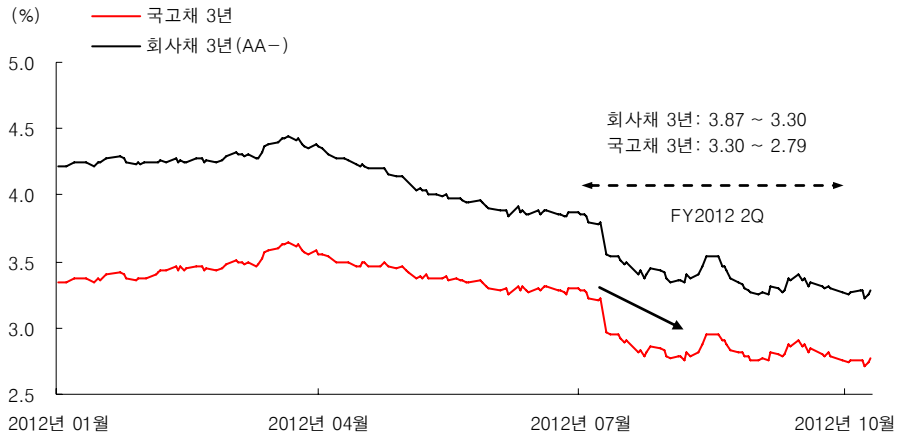
자료: 유진투자증권

V. 채권평가이익

2Q FY2012 일회성 이익의 주 요인

2Q FY2012 기간 중 시중금리는 국고채 3년 -0.51%p(3.30 → 2.79), 회사채 3년 -0.57%p(3.87 → 3.30) 하락했다. 이로 인해 증권사의 채권평가 및 운용이익은 150~300억원 내외로 발생한 것으로 추산된다. 증권사 보유 채권은 평균 듀레이션이 0.2~0.3년(헤지 후 기준)으로 짧게 운용되나, 채권 보유액이 10조원 규모일 경우 시중금리 50bp 하락 시 100~150억원의 평가이익이 발생 가능하다. 아울러 시중금리의 하락이 예상될 경우, 보유채권의 매각으로 평가이익을 실현하거나 헤지 비율을 조정함으로써 채권운용이익은 일반적인 추정치를 상회할 수 있다. 2Q FY2012 기간 중 대우증권(300억원), 우리/현대/미래에셋증권(200억원), 한국투자/삼성증권(150억원) 등 채권운용이익이 발생한 것으로 파악된다.

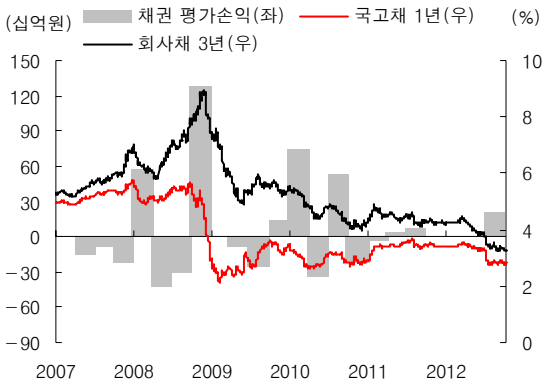
도표 23 시중금리: 국고채 3년 -0.51%p, 회사채 3년 -0.57%p 하락



자료: 유진투자증권

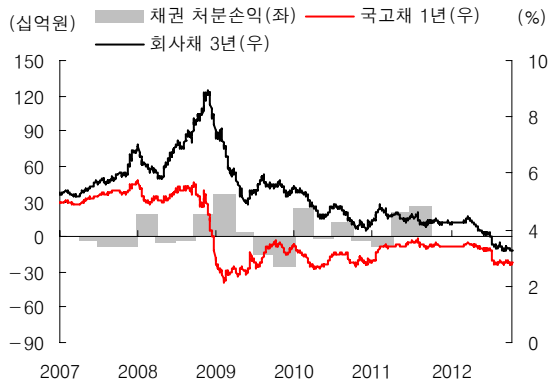
다만 시중금리가 채권 운용에 의한 일회성 이익을 추가로 기대하기는 당분간 쉽지 않을 것으로 예상한다. 이는 2012년 10월 기준금리 인하에도 불구하고 예상된 정책으로 인식되어 시중금리가 반등한 바 있고, 향후에도 기준금리 인하가 지속 예상되어 시중금리의 급격한 하락이 연출될 가능성이 제한적이기 때문이다. 따라서 증권사의 일회성 이익으로 작용한 채권운용이익은 향후 크게 기대하기는 어려울 전망이다.

도표 24 시중 A 증권사의 채권평가손익 추이



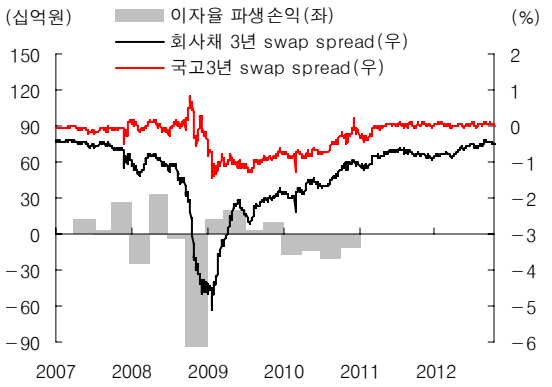
자료: 유진투자증권

도표 25 시중 A 증권사의 채권처분손익 추이



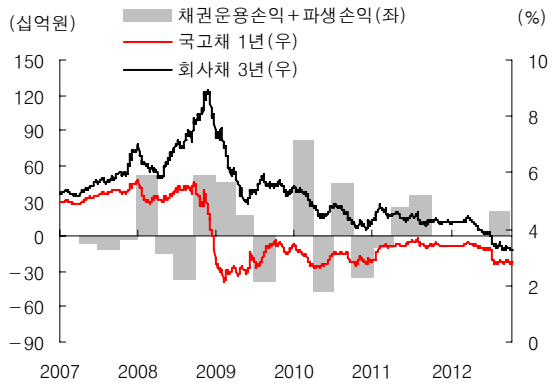
자료: 유진투자증권

도표 26 시중 A 증권사의 이자율파생손익 추이



자료: 유진투자증권

도표 27 시중 A 증권사의 채권운용손익 추이



자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급

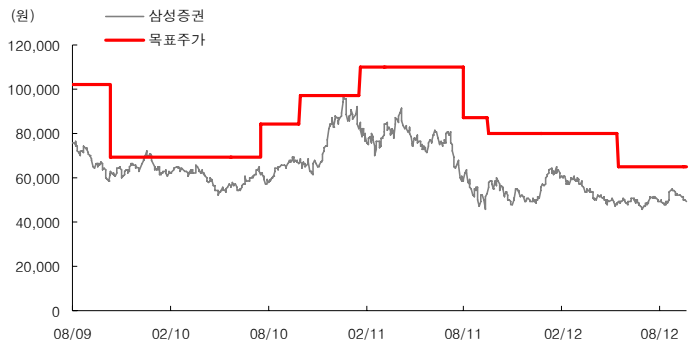
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

• STRONG BUY	추천기준일 종가대비 +50%이상
• BUY	추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만
• HOLD	추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만
• REDUCE	추천기준일 종가대비 0%미만

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)
20110706	Buy	110,000
20110727	Buy	110,000
20110829	Buy	87,000
20111011	Buy	80,000
20111114	Buy	80,000
20120111	Buy	80,000
20120118	Buy	80,000
20120227	Buy	80,000
20120330	Buy	80,000
20120611	Buy	65,000
20120823	Buy	65,000
20121017	Buy	65,000

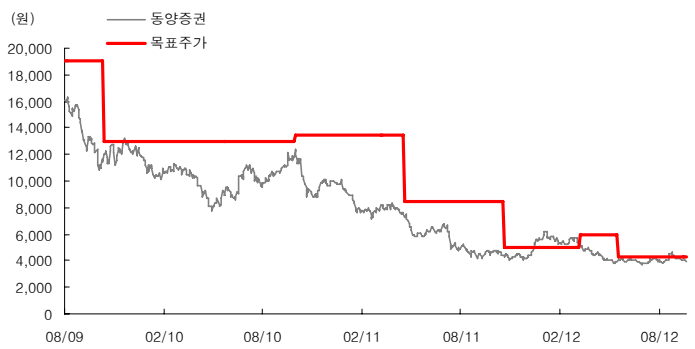
삼성증권(016360.KS) 주가 및 목표주가 추이



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)
20091208	Hold	13,000
20100113	Hold	13,000
20100406	Hold	13,000
20100604	Hold	13,000
20100702	Hold	13,000
20101025	Hold	13,400
20110516	Hold	8,500
20110706	Hold	8,500
20111114	Hold	5,000
20120330	Hold	6,000
20120611	Hold	4,300
20121017	Hold	4,300

동양증권(003470.KS) 주가 및 목표주가 추이

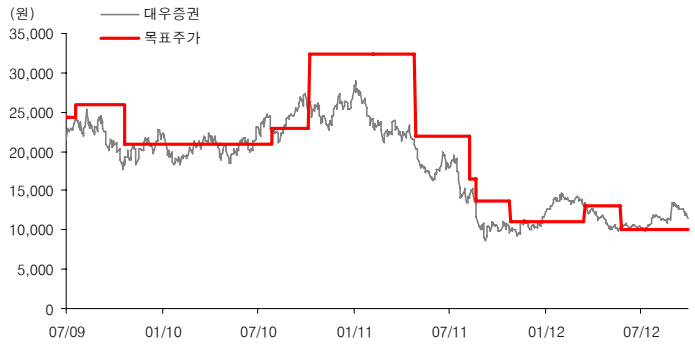


과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역		
추천일자	투자의견	목표가(원)
20100113	Hold	67,000
20100406	Hold	67,000
20100604	Hold	67,000
20100702	Hold	67,000
20101025	Buy	75,000
20110210	Buy	75,000
20110516	Hold	50,000
20110706	Hold	50,000
20111114	Hold	40,000
20120330	Hold	45,000
20120611	Hold	35,000
20121017	Hold	35,000

미래에셋증권(037620.KS) 주가 및 목표주가 추이

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역		
추천일자	투자의견	목표가(원)
20110118	Buy	32,400
20110210	Buy	32,400
20110425	Buy	32,400
20110516	Reduce	22,000
20110706	Reduce	22,000
20110829	Reduce	16,500
20110908	Reduce	13,600
20111114	Reduce	11,000
20120330	Reduce	13,000
20120611	Reduce	10,000
20120823	Reduce	10,000
20121017	Reduce	10,000

대우증권(006800.KS) 주가 및 목표주가 추이



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역		
추천일자	투자의견	목표가(원)
20110727	Buy	26,000
20110826	Buy	20,000
20111010	Buy	16,000
20111114	Buy	17,000
20120111	Buy	17,000
20120118	Buy	17,000
20120302	Buy	17,000
20120330	Buy	17,000
20120611	Buy	14,000
20120716	Buy	14,000
20120820	Buy	14,000
20121017	Buy	14,000

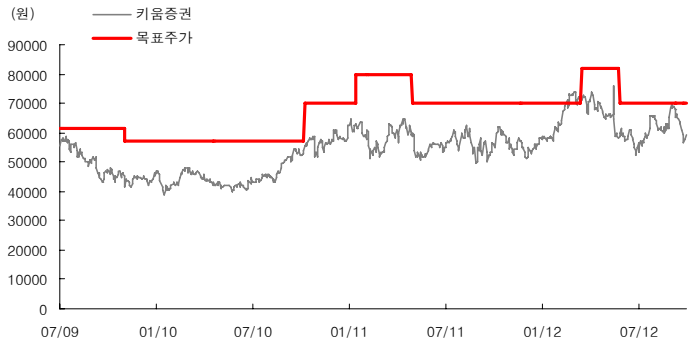
우리투자증권(005940.KS) 주가 및 목표주가 추이

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역		
추천일자	투자의견	목표가(원)
20091208	Buy	17,000
20100113	Buy	17,000
20100406	Buy	17,000
20100604	Buy	17,000
20100702	Buy	17,000
20101025	Buy	20,000
20110516	Hold	15,000
20110706	Hold	15,000
20111114	Hold	10,500
20120330	Hold	12,000
20120611	Hold	9,000
20121017	Hold	9,000

현대증권(003450.KS) 주가 및 목표주가 추이

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역		
추천일자	투자의견	목표가(원)
20091208	Reduce	15,600
20100113	Reduce	15,600
20100406	Reduce	15,600
20100604	Reduce	15,600
20100702	Reduce	15,600
20101025	Hold	18,200
20110516	Hold	16,500
20110706	Hold	16,500
20111114	Hold	12,000
20120330	Hold	13,000
20120611	Hold	10,000
20121017	Hold	10,000

대신증권(003540.KS) 주가 및 목표주가 추이

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역		
추천일자	투자의견	목표가(원)
20100406	Buy	57,000
20100604	Buy	57,000
20100702	Buy	57,000
20101025	Buy	69,800
20101119	Buy	69,800
20110128	Buy	80,000
20110516	Hold	70,000
20110706	Hold	70,000
20111114	Hold	70,000
20120330	Hold	82,000
20120611	Hold	70,000
20121017	Hold	70,000

키움증권(039490.KS) 주가 및 목표주가 추이