

2011년 04월 16일

삼성증권(016360)

BUY

증권업의 명실상부한 Top Player!

V 증권업 전망, 아직 솟불을 끌 때는 아니다.

11년 1분기 주식거래량 미진으로 인한 수익하락으로 삼성증권 및 증권업주는 주가 하락을 겪었다. 그러나 개인 예탁금이 추가로 유입되는데 따라 거래량은 회복될 것으로 보인다. 또한 부동산과 예금의 전망이 밝지 않아 증권시장의 매력을 더하고 있다. 더불어 8월 예정된 자본법 개정안은 증권사들이 브로커리지 사업에서 탈피, IB 및 고수익 사업으로 나아가는데 강력한 서포트가 될 것이다.

V 랩어카운트 절대강자

현재 시장의 Trend는 펀드가 아닌 랩어카운트다. 저금리 기조에 따른 시장의 풍부한 유동성이 랩어카운트 시장으로 몰림에 따라 랩어카운트 시장은 지속적으로 성장할 것으로 전망된다. 랩어카운트의 절대강자인 삼성증권은 PB인력확충과 HNW 고객 확보를 통해 기존의 1위 자리를 수성하는 것을 넘어 시장제패를 노리고 있다.

V 홍콩법인, 과연 미운 오리인가

삼성증권 홍콩법인은 2009년 8월 설립 이후 공격적인 투자를 통해 110여명의 고급 인력을 확보했다. 하지만, 본격적인 수익 창출 이전의 판관비 부담으로 인해 지속적으로 손실이 나고 있다. 하지만 주목해야 할 부분은 향후 전망이다. 동사의 홍콩법인은 이미 리서치 분야에서 역량을 발휘하기 시작했으며, 향후 글로벌 IB로의 도약 가능성은 공격적인 투자와 모기업과의 시너지를 고려할 때 매우 긍정적이다.



적정주가:

108,777원

현재주가:

81,900원 (04/15 기준)

상승여력: 33%

시가총액	54,738억원
ROE	8.62%
ROA	1.77%
영업이익률	12.94%
배당수익률	1.25%
P/E Ratio	22.31
P/B Ratio	2.11

주요주주:

삼성생명보험외6인

19.66%

한국투자신탁운용외 1인

7.92%

SMIC 리서치 1팀

팀장 조창현

팀원 김용안

원소정

최유경

황인선

I. Company : 삼성증권

1. 기업 소개

기업의 개요

삼성증권은 유가증권 매매, 중개, 대리, 인수를 주업으로 하는 삼성그룹 계열사로서 이른바 **빅3 증권사(삼성증권, 대우증권, 우리투자증권)** 중 **시가총액 기준 1위 증권사**이다. 2010년 기준으로 시가총액 5조 3468억원이다.

2. 삼성증권의 사업본부

리테일 사업본부

- Cash Cow

삼성증권에서 가장 큰 사업본부는 리테일 사업본부로서, 말 그대로 소매시장을 공략한다. 강남, 강북, 동부, 중부 등 전국에 4개 지역사업부는 영업점을 관리하는 역할을 맡고 있고 FN고객사업부와 UHNW 사업부가 따로 존재한다. FN고객사업부에서는 온라인과 관련된 모든 일들을 처리하며, UHNW사업부에서는 고액자산가들의 자산을 따로 관리한다. 사람들이 흔히 알고 있는 **랩 어카운트나 ELS와 같은 개인을 대상으로 한 금융 상품들이 바로 리테일 사업본부를 통해 판매되는 것이다.**

IB 사업본부

IB사업본부는 투자은행의 IBD파트와 같은 성격의 사업본부로서 IPO, 주식인수, 채권발행 등 자금조달(Financing)과 관련된 일체의 업무와 M&A자문 업무를 수행하고 있다. 2010년 약 100억원의 수익을 올린 바 있다.

법인사업본부

- 법인투자자 대상

먼저 법인사업본부는 크게 두 개의 영업파트로 나뉜다. 첫 번째 법인영업파트는 자산 운용사와 연기금 등 주요한 기관투자자에게 시장에 관한 정보를 제공하거나 필요로 하는 금융상품을 제공하는 일을 맡고 있다. 두 번째로 Sales Trading 파트와 시스템 영업파트는 해외 기관투자자들이 한국 주식에 투자할 때 정보제공과 중개역할을 하거나 한국의 기초자산을 기반으로 한 파생상품을 매매하거나 중개한다. 두 영업파트는 공통적으로 개인이 아닌 법인사업자를 대상으로 한다는 점에서 공통점을 지닌다.

그림 4. 삼성증권의 사업본부



출처: 삼성증권 홈페이지

그림 5. 리테일 사업본부의 구성



출처: 삼성증권 홈페이지

CM사업본부

- 지원기능 수행

CM(Capital Market)사업부는 위의 사업부를 제외한 모든 기능이 망라되어 있는 사업부로서, 주로 다른 사업부의 지원기능을 수행한다. 주식운용파트와 채권운용파트는 각각 주식과 채권을 파생상품과 연계하여 판매하거나 다른 사업부의 판매를 지원하고, QF(Quantitative Finance)파트는 파생상품을 평가하고 위험요소를 분석한다. 이외의 다른 파트 또한 다른 부서의 지원 역할을 하는 기능을 한다.

3. 사업의 모델

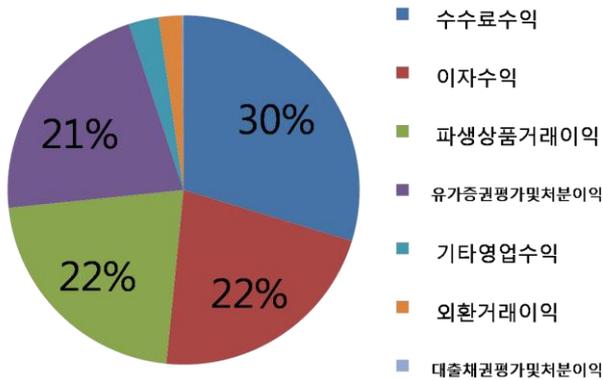
매출이 아닌 '수익'

BM을 살펴보기 전에 개념을 명확히 해둘 필요가 있다. 증권업은 업종의 특성상 <매출>이라는 말을 쓰지 않으며, 보통 <수익>이라는 표현을 이용한다. 그 이유는 금융상품을 판매할 지라도 그에 대한 대가는 거래대금 전체가 아닌 경우가 많기 때문이다. 수수료의 경우 거래대금의 일정한 비율을 기간별로 나누어 책정하며, 파생상품의 경우 포지션의 규모와 그로 인해 얻는 수익은 엄연히 다른 개념이다. 따라서 상품을 양도하고 그에 대한 대가를 받는다는 의미의 매출개념을 쓰지 않고, 기업 내부로 유입된 경제적 가치라는 의미의 수익개념을 이용하는 것이다.

주요한 수익원은 4가지로 분류

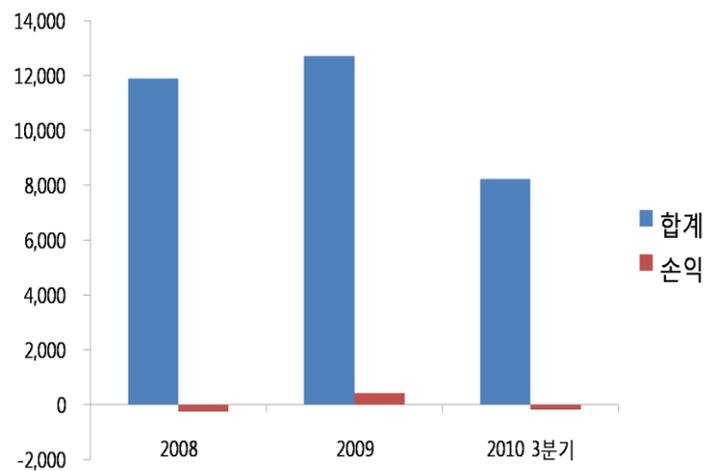
위에서 언급한 사업부에서 벌어들이는 수익 중 가장 큰 비중을 차지하는 주요한 수익원은 모두 4가지로 분류할 수 있다. 그것은 1) 유가증권 평가 및 처분이익, 2) 파생상품 거래이익 3) 수수료수익, 4) 이자수익 이다.

그림 6. 삼성증권의 주요 수익원



출처: 사업보고서

그림 7. 유가증권평가및처분이익과 파생상품 거래이익의 합계, 그에 대응되는 손익 (단위: 억원)



출처: 사업보고서

1) 유가증권 평가 및 처분이익, 2) 파생상품 거래이익

유가증권평가및처분이익과 파생상품 거래이익은 각각 총 수익원 중 각각 21.6%와 21.8%를 차지함으로써 이 둘을 합칠 경우 43.4%에 달한다. 하지만 이들 수익원은 아래와 같은 이유로 인해 증권업의 이익 창출원으로는 보기 힘들다.

파생상품 거래의 목적

1) 투기 2) 헤지

파생상품의 거래목적은 크게 두 가지로 구분되는데, 첫 번째는 투기목적이고 두 번째는 헤지목적이다. 투기목적으로 파생상품을 거래하는 경우 파생상품만 독립적으로 거래하지만, **헤지목적으로 거래하는 경우 기초자산과 파생상품을 동시에 거래한다. 그래야 미래 이익을 일정하게 고정시킬 수 있기 때문이다.** 예를 들어 개별주식과 그에 대한 선물매도 포지션을 동시에 취하면 개별주식의 가격이 어떻게 움직이든 미래 이익은 항상 0이 된다.

실질적인

이익 창출은 없음

삼성증권은 파생상품 거래에 있어 헤지목적의 비중이 크기 때문에, 언제나 **유가증권 평가이익과 파생상품거래이익 그리고 이에 대응되는 유가증권평가손실과 파생상품거래 손실을 합치면 실질적인 비중은 거의 0이 된다.** 위의 그림 5에서 보듯이, 총 거래대금에 비해 이 둘을 합쳐 궁극적으로 삼성증권의 손익에 영향을 미치는 금액은 매우 미미한 수준이라는 것을 알 수 있다. 따라서 **유가증권평가및처분이익과 파생상품 거래이익은 실질적인 이익창출원이라기 보다는 자금을 운용하는데 필요한 헤지적인 목적에서 나오는 수익이라고 볼 수 있다.**

3) 수수료수익

수수료수익

- Main 이익 창출원

중요한 부분은 수수료수익이다. **삼성증권을 포함한 증권사의 대부분의 이익이 바로 수수료수익을 통해 창출되므로 가장 눈여겨 봐야할 부분이다.** 일단 수수료 수익은 크게 4가지로 구분되는데, 수탁수수료, 파생결합증권 판매수수료, 자산관리 수수료, 집합투자증권 수수료 이다.

수탁수수료

먼저 수탁수수료는 개인이 주식을 매매할 때 이를 중개하여 얻는 수수료이득을 말한다. 수탁수수료의 비중은 2010년 3분기 기준 53%에 달한다. 국내 증권사들의 대부분의 이익이 수탁수수료에서 창출되며, 삼성증권은 10년 반기 기준으로 8.32%의 점유율을 차지하고 있다. 수탁수수료는 **시장상황에 따른 개인의 주식거래대금에 크게 영향을 받으며, 국내의 다수 증권사들이 가장 치열하게 경쟁하고 있는 부분이다.**

파생결합증권

판매수수료

파생결합증권 판매수수료는 파생상품을 설계하여 판매하고 받는 수수료를 의미하는데, 수수료수익에서 차지하는 비중은 17.8%이다. ELS, ELW 이후 다양한 상품을 지속적으로 출시하고 있어 향후 지속적인 수수료수익 증가가 예상된다.

집합투자증권

집합투자증권이란 쉽게 말해 펀드를 의미하며 이를 운용하는데서 나오는 수수료이다.

취급수수료

07년 이후 펀드상품 비중이 폭발적으로 증가함에 따라 높은 성장률을 이루었으나 이후에는 완만한 감소세를 보이고 있다. 10년 3분기 기준으로 전체 수수료수익의 9.7% 정도를 차지하고 있다.

자산관리 수수료

자산관리수수료는 말 그대로 고객의 자산을 관리하는데서 나오는 수수료를 의미하는데, 최근 폭발적으로 늘어나고 있는 랩 어카운트 등의 상품이 여기에 포함된다. 현재 수수료수익에서 차지하는 비중은 크지 않지만, 향후 증권시장의 트렌드가 자산관리 부분으로 강하게 옮겨갈 것으로 예측됨에 따라 자산관리 수수료의 비중은 크게 증가할 것으로 예상된다. 10년 3분기 기준으로 전체 수수료수익의 10.4% 정도를 차지하고 있다.

4) 이자수익

이자수익

- 꾸준한 이익 창출원

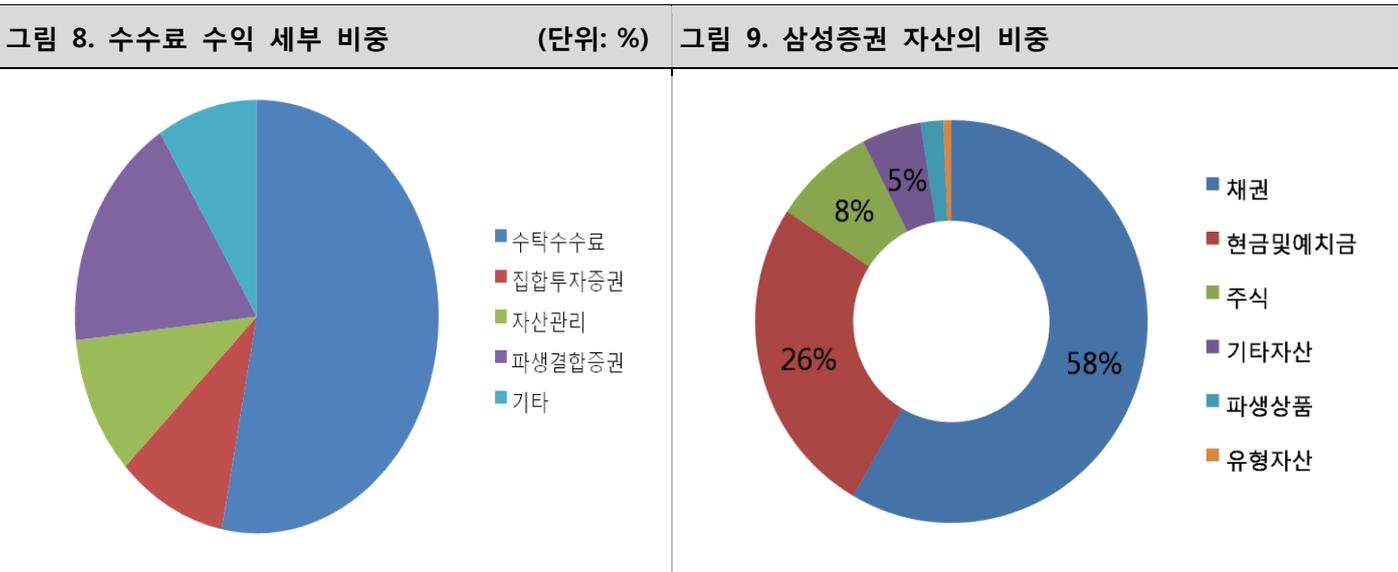
이자수익은 전체 수익 중 21.8%를 차지함으로써 두 번째로 큰 수익원이다. 2010년 3분기 기준으로 삼성증권의 총 자산 12조 2천억원 중 채권은 약 6조원으로, 총 자산의 49%의 비중을 차지한다. 채권은 자산의 크기 대비 창출하는 수익이 작은 편에 속하지만, 자산의 크기가 절대적으로 높기 때문에 이를 통해서도 상당 부분의 이익이 꾸준하게 발생하는 구조를 띄고 있다.

실질적인 이익창출원

1) 수수료수익

2) 이자수익

지금까지 다양한 사업부와 다양한 수익원을 통해서 삼성증권의 BM을 파악하였는데, 정리하면 다음과 같다. 먼저 **실질적으로 이익을 창출하는 수익원은 크게 수수료수익과 이자수익 두가지**이다. 수수료수익은 각종 금융상품을 매매 또는 중개함으로써 발생하므로 전 사업부에 걸쳐 수익을 발생시키고, 이자수익의 경우 채권이 자금조달 또는 파생상품거래 등의 목적으로 전 사업부에서 대량 운용되면서 발생한다. 여기에 각각의 수익에 대응되는 비용과 판매 및 관리비를 제외하면 영업이익이 도출되는 것이다.



출처: 사업보고서

출처: 사업보고서

<삼성증권의 주가의 발목을 잡고 있는 우려들>

2011 년 1 월 KOSPI 가 최고점을 돌파함과 동시에 급격한 상승 추세를 보이던 증권업종의 주가는 리비아 사태 발생과 일본 지진사태로 등으로 인한 KOSPI 조정과 함께 다시 하락세로 돌아섰다. 이후 KOSPI 는 무서운 상승세를 보이며 전고점을 돌파하였으나 증권업종의 주가는 큰 움직임을 보이지 않고 있는 상황이다. 그리고 **SMIC Research Team 1** 에서는 아래와 같은 이유가 주가 상승에 있어 큰 걸림돌 역할을 하고 있다고 판단하였다.

- 1) **예상보다 낮은 거래대금**: 2007 년 KOSPI 2000 선을 넘었을 때의 거래 대금은 14 조에 달했던 것에 비해 2011 년 현재 거래대금 약 8 조로, 과거의 KOSPI 상승과 대비하여 그 거래대금의 증가가 부진한 것으로 보인다.
- 2) **Wrap 상품에 대한 규제**: 현재 가장 유망하다고 평가되는 금융상품인 Wrap 상품에 대한 정부의 규제 관련 우려가 존재한다.
- 3) **Brokerage 수수료 경쟁**: 2008 년부터 증권회사들은 본격적인 수수료 경쟁을 시작하였는데, 이런 수수료 경쟁이 새로운 금융상품들에도 적용될 것이라는 우려가 높은 상황이다.
- 4) **시중금리 상승에 따른 채권평가손실**: 시중금리가 소폭 상승함에 따라 채권 손실이 발생했고, 미래에 저금리 기조가 끝나면 채권평가손실이 늘어날 수도 있다는 우려가 있다.
- 5) **홍콩 법인의 부진**: BEP(손익분기점) 도달이 지연되면서 국내 비즈니스의 수익성을 훼손하고 있다.

따라서 본 리서치 팀에서는 이후의 보고서를 통해 위와 같은 현 상황에 대한 우려가 타당한 수준인지, 향후 지속적으로 삼성증권 주가에 얼마나 영향을 미칠 것인지에 대해 분석해보고자 한다.

Ⅱ. 투자포인트1 : 다시 보자 증권업

3.1 코스피 거품진단, 아직 때가 이릅니다

**KOSPI 상승에
미치지 못하는 거래량**

증권업주의 수익을 가시적으로 결정하는 수수료(브로커리지)는 증시와 거래량의 방향에 의해 결정된다. 현재 삼성증권을 비롯한 증권업 전반의 undervalue는 KOSPI가 지난 1월 2000선을 기록했음에도 거래량은 직전동기 대비 감소, 이에 영업이익도 당사 목표에 미치지 못하여 실적 개선에 대한 기대를 저 버렸기 때문이다.

**거래량 부진의 원인
- 개인들의 참여 부족**

코스피 거래량 부진의 원인은 개인들의 미진한 시장참여 때문이다. 대형주와 외국인 자금의 주도로 증시가 상승하였으나 소형주 거래와 개인들의 시장참여는 부진, 09년 초반 66.8%에서 10년 9월 최저 60.5%를 기록하였다. 매수-매도 주기가 짧아 외인과 기관에 비해 3-4배 자주 거래하는 개인은 증권사 브로커리지 수익의 원천이다. 증시 회복 후 투자자들은 매도하여 차익을 실현했으며, 중동사태와 일본 대지진 등 연이은 외부 리스크들이 이어졌기에, 개인은 랠리에 뛰어들기 보다 관망하였던 것이다.

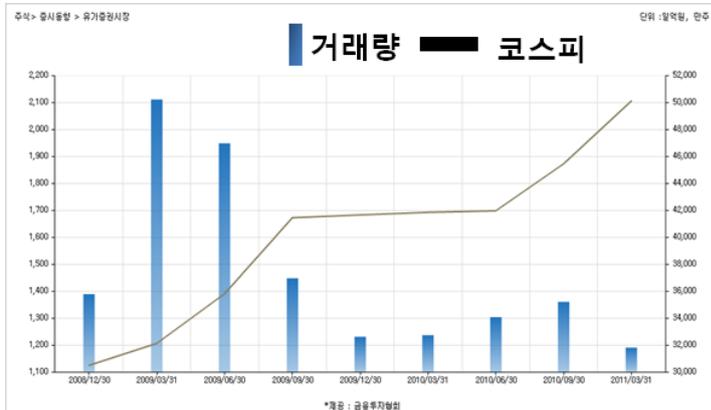
**여전히 매력적인
한국시장**

이에 현재 코스피지수는 과열국면으로 단정짓기에 이르며 거래량 또한 차츰 회복될 것이라 판단된다. 첫째, 외국인들의 자금이 추가적으로 유입될 여력이 있다. 지속적인 저금리 정책과 6월까지 실시될 미 연준의 양적 완화 정책으로 글로벌 유동성이 여전히 팽창되어 있는 상황이다. 이들 자금이 신흥시장으로 몰려들었을 때, 여러 신흥국 중 여전히 저평가되어있는 한국의 한국 증권시장은 매력적이다.

**개인 거래대금
추가로 유입될 것**

외국인들 자금의 견조세 조건에서 현재 관망중인 개인자금이 추가로 증시에 유입될 것이다. 역사적으로 개인 거래대금은 코스피 지수를 추격하는 성향이 있다. 11년 현재와 비슷한 지수를 기록하였던 07년도에 비해 현재 개인 거래대금비중은 낮은 상황으로, 이후 추가적으로 개인 거래대금이 유입될 여력이 있다고 판단된다. 실제로 4월 현재 고객 예탁금은 2월 반등, 16조 6840억 원으로 사상 최대에 이르고 있다.

그림 10. KOSPI를 따라가지 못하는 거래량
(단위: 일억원) (단위: 만주)



출처: 금융투자협회

그림 11. 회복하고 있는 예탁금 규모

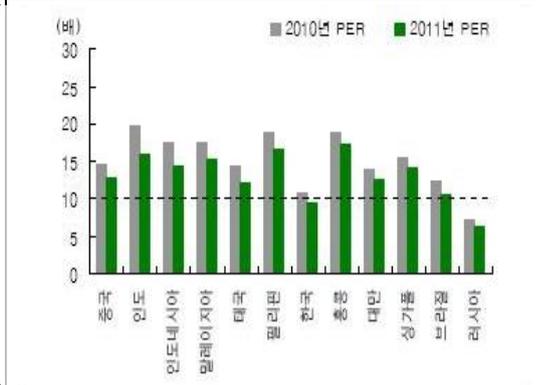
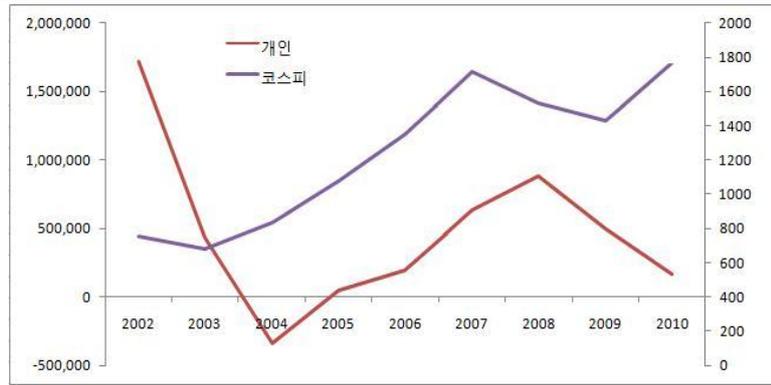


출처: MK뉴스

그림 12. 코스피에 후행하는 개인자금

(단위: 천주/지수)

그림 13. 신흥시장 대비 낮은 PER인 한국시장



출처: 금융투자협회, SMIC Research Team 1

출처: Bloomberg, 신영증권

3.2 예금과 부동산, 주식의 대체 투자안의 매력이 낮은 상황이다

갈 곳없는 부동산자금

11년 시중 부동산자금 규모는 600조로 추정되어 금융위기인 작년 9월 이후 꾸준히 상승하고 있다. 부동산자금을 투자처를 찾지 못하고 유보되어 있는 자금으로 본다면, 향후 주식과 채권, 예금과 실물자산(부동산) 등 여러 자산 시장으로 유입될 가능성이 있고 이들의 향방이 여러 자산시장의 가격을 움직일 거라 추측할 수 있다.

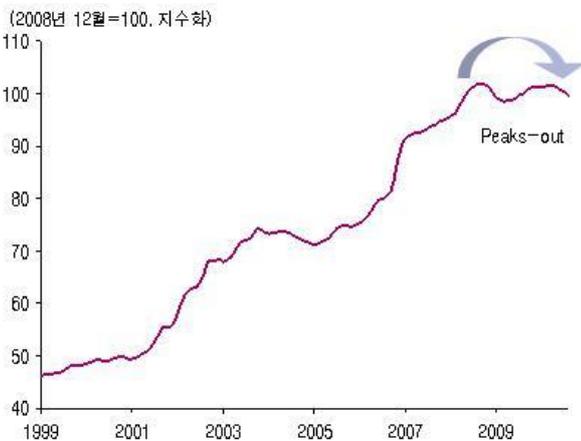
대체 투자안 상황

1) 얼어붙은 부동산 시장

2) 실질금리 마이너스

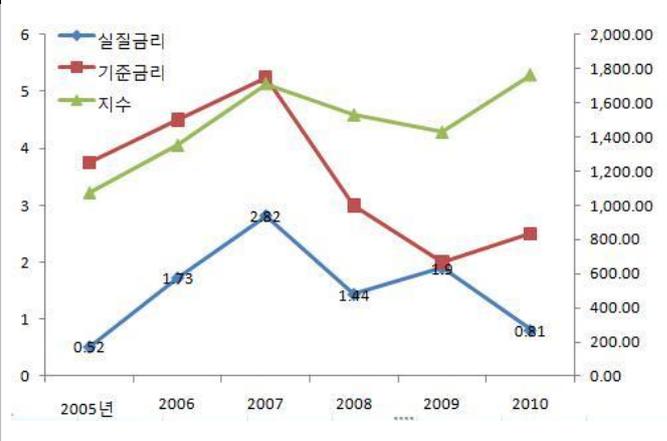
그러나 현재 증권시장의 대표적인 대체자산인 예금과 부동산의 수익률은 좋지 않은 상황이다. 1) 부동산은 시장이 얼어붙어 있으며 DTI규제와 금리 인상으로 외부 환경도 우호적이지 않다. 2) 예금 또한 저금리 기조가 유지됨에 따라 실질금리가 마이너스 수준이라는 점에서 매력적인 투자처가 되지 못한다. 과거 국내 증시 상승에 따라 여러 차례에 걸쳐 고수익을 경험한 직/간접 주식 투자자들에게 있어 부동산 투자와 예금은 마땅한 대체 투자가 될 수 없다. 따라서 향후 증시 상황에 따라 시중의 부동산자금이 주식시장으로 몰릴 가능성이 높다.

그림 14. 주택가격지수와 거래량



출처: 국민은행

그림 15. 실질금리 추세와 금리 인상, 코스피



출처: 한국은행

3.3 증권업 선진화를 위한 포석, 준비되고 있다.

09년 출범한
자본시장통합법

09년 자본시장통합법(이하 자통법)이 출범한 바 있다. 자통법은 은행과 보험사를 제외한 자산업무사(증권사, 자산운용사, 선물회사, 증금회사, 신탁회사)를 하나의 업종으로 통합하고 이들의 업무에 대한 규제완화와 투자자 보호를 골자로 한다. 증권업 기업들 간의 합병과 겸업을 통해 시너지 효과를 기대하고, 해외 대형 금융산업 대비 규모와 경쟁력을 갖추게 하려는 의도인 것이다.

서브프라임 사태 이후 일부 선진국에서는 금융기관의 과도한 레버리지 사용 및 상품 개발에 대해 정부규제를 강화하는 추세로 가닥을 잡은 바 있다. 그러나 레버리지 문제나 과도한 부채사용 등은 우리나라에는 해당되지 않으며, 글로벌 금융규제에 따른 바젤 협약도 은행에 적용되어 증권업에는 해당이 없다.

규제보다는 완화

실제 우리 정부는 규제보다는 금융선진화를 표방, 금융상품의 다양화와 증권업사의 대형화를 추진하고 있다. 11년 자본시장법 개정을 추진하려는 계획이 그 예로, 정부는 한국형 IB를 출범시키겠다는 강력한 의지를 표현하고 있다. 예상안에 따르면 투자대상과 레버리지 비율, 고위험 파생상품에 대한 규제가 완화되어 보다 자유로운 헤지펀드 운용이 가능하다. 또한 정부가 나서 증권업사간 합병을 유도, 현재 64개에 달하는 증권사들간의 판세변화가 예측된다. 이는 09년 자통법 발효 뒤 2년이 지났지만, 크게 실효성이 없다고 판단하여 더 강력한 규제완화를 준비하고 있는 것이다.

규제완화는
장기적으로 고무적

현재 헤지펀드와 IB업무로부터의 수익비중이 크지 않고, 자통법 확정안이 제시되지 않은 상황이기 때문에 단기간에 수익 신장이 보장되는 것은 아니다. 그러나 장기적으로 증권업 전반이 레드오션인 국내 리테일 및 브로커리지 사업에서 나아가, 고수익업무인 IB 및 PI(자기거래)등으로 자유롭게 사업을 확대할 수 있도록 법률적 제약이 완화된다는 사실은 고무적이다.

그림 16. 자본시장법 규제 완화 주요 내용 (예상)

구분	규정	현행	개정 방향(예상)
헤지펀드 활성화	투자대상 한정	▪ 펀드자산 50% 이상 구조조정 대상 기업에 투자해야	▪ 구조조정 대상 기업 투자비율 대폭 하향조정 또는 폐지
	레버리지 비율 규정	▪ 펀드자산 대비 300%까지만 허용	▪ 레버리지 비율 400%로 상향조정
	파생상품 투자 한도 제한	▪ 펀드자산 대비 100%까지만 허용	▪ 투자한도 폐지 또는 상향조정
대형 IB 육성	금융투자회사 업무장벽 제한	▪ 금융투자회사 각 업무영역 간 정보교류 금지	▪ 업무영역 간 정보교류 허용(단 불공정거래 검사 강화)
	국책은행 기능 재편과 증권사 M&A 유도	▪ 증권사에 선물 등 신규 업무 허용 (법 취지와 달리 실효성 거의 없음)	▪ 정부 차원 IB 육성 추진(각 부처 간 업무협조 통해 각 수출입은행, 산업은행 등 국책 금융기관 기능 조정) ▪ 민간 차원 초대형 IB 육성 위해 대형 증권사 합병 유도

출처: 언론사 자료 취합

**규제완화의 수혜는
대형주 위주가 될 것**

자본법 개정으로 인한 수혜는 대형 증권사, 특히 오랜 기간 IB 진출을 준비해오고 자 산운용에 강점이 있는 증권사에게 차별적으로 가해지며 이들을 위주로 증권업계가 재 편될 것이라 전망할 수 있다. 첫째로, 상품을 자유롭게 설계 운용할 여력이 있는 전문 인력을 보유해야 하기 때문이다. 둘째로, 고객의 자산상태, 투자목적, 투자경험을 종합 적으로 고려하여 상품을 설계하고 위험을 충분히 고지해야 할 의무가 증권사에게 가기 때문이다. 이는 매스고객 위주로 동질적인 펀드를 판매하였던 증권사 보다는, **자산관리 및 PB 영업에 특화되어 있는 삼성증권에게 고무적이다.** 추후 헤지펀드의 운용 시에도 고액 자산가 비중이 대형사 3사 중 가장 높아, 대규모의 자기자본 및 펀딩을 필요로 하 는 헤지펀드 세일즈 및 헤지펀드를 위한 prime brokerage 업무에도 유리하게 작용할 것이다.

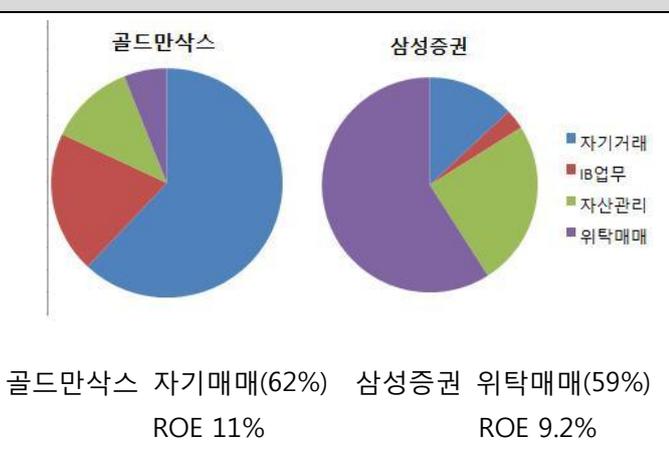
**금리 인상은
불리하게 작용하나
인상폭은 제한적일 것**

3.4 향후의 금리인상 국면에 주목할 필요

지난 3월 한국은행은 정책 금리를 인상하였으며, 점진적인 금리인상이 전 세계적인 추세이다. 금리 인상은 증권시장으로의 자금 유입에 영향을 미치며, 자산비중이 가장 높은 채권 수익성에 영향을 미칠 수 있어 결과적으로 증권사의 실적에 불리하게 작용 하게 된다. 따라서 향후 금리의 향방에 촉각을 곤두세울 필요가 있다.

그럼에도 불구하고 본 리서치 팀에서는 **앞으로의 금리인상이 동사의 수익성에 미치는 영향이 크지 않을 것으로 판단한다.** 현재의 금리인상 국면은 직접적인 긴축 정책을 의미하기 보다는 지나친 저금리 기조 탈피 및 인플레이션을 적정수준에서 억제하는 목 적에서 이루어지는 것으로 봐야 하며, 실제로 **한국은행이 금리 인상폭을 최소한도로 제 한하려 하고 있다.** 또한, 현재 800조원에 이르는 가계부채 부담을 무시할 수도 없는 상 황으로 앞으로의 금리 인상폭은 제한적일 것으로 보인다.

그림 17. 골드만삭스와 삼성증권의 수익구조 비교 (2008년)



출처: 조선일보

그림 18. 주요 증권사들의 IB 준비사항

삼성	IB인력확대. 홍콩법인기반 아시아 진출
대우	자기자본확충. 중개와 자산관리 접목
우리	자기자본확충. M&A 통한 해외진출
미래에셋	증자 통해 자기자본 확충. 법인영업강화

출처: 각 증권사 자료 취합

Ⅲ. 투자포인트2 : 증권업종 Top pick, 삼성증권

4.1. 자산관리 부분의 중요성 확대.

증권업계
Trend 대이동!

증권사의 수익구조에 중대한 trend의 변화가 나타났다. 증권사의 수익의 가장 큰 부분을 차지하는 수수료 수익 중에서 **펀드 취급 수수료는 감소추세에 있고 랩어카운트를 필두로 자산관리수수료는 증가하고 있는 추세이다.** 집합투자증권(펀드)운용의 강자인 미래에셋증권과 대형 증권 3사의 2008년부터 2010년까지 최근 3년간 추이를 분석해 보면 4개사 모두 펀드 취급수수료 수익은 계속 감소하고 있는 반면 랩어카운트로 대표되는 자산관리 수수료는 증가하고 있는 추세이다. 이는 **증권업계의 trend가 과거 펀드 중심에서 랩어카운트로 대표되는 자산관리 중심으로 이동하고 있음을 보여준다.**

New trend
1:1 자산관리

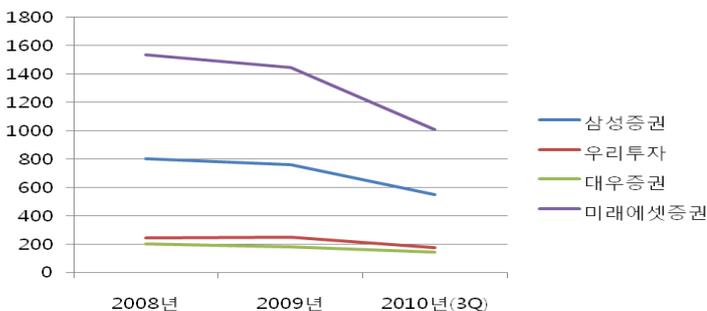
한국의 자산관리 시장의 대부분을 차지하고 있는 랩어카운트란 증권회사가 고객의 투자 성향에 따라 적절한 자산운용 배분과 투자종목 추천 등의 서비스를 제공하고 그 대가로 일정률의 수수료(wrap fee)를 받는 종합자산관리 서비스이다. **랩어카운트는 개별성의 원칙에 따라 SMA (Separately Managed Account)로 운용되는데 기존 펀드와 달리 고객의 Needs를 반영한 맞춤형품을 제공할 수 있고 시장의 변동상황에 대해서도 펀드보다 유연하게 대응 할 수 있다는 장점이 있다.**

펀드에 뿔난 투자자
랩어카운트로 몰려

2007년 일어난 펀드 붐으로 주식형펀드 잔고는 가파르게 상승하여 2008년 세계금융위기 발생 전까지 140조에 육박했다. 그러나 세계금융위기로 인해 주식형펀드에 엄청난 손실이 발생한 뒤 세계금융위기가 안정 국면으로 접어들고 KOSPI지수가 회복세로 접어들자 원금을 회복한 펀드투자자들이 환매에 나섰다. 그 결과 2008년 정점을 찍은 주식형 펀드 잔고는 급격하게 감소하였다.

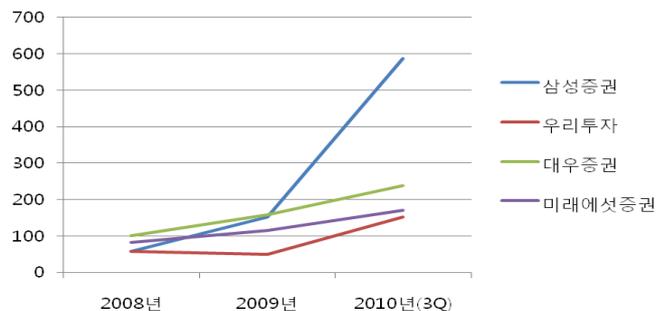
금융위기 회복과정에서의 절대저금리 기조로 시장의 풍부한 유동성이 확보된 반면 한국 가계자산의 70%이상을 차지하고 있는 부동산 부문이 침체를 이루자 투자처를 잃은 부동자금의 급격하게 증가하였고, 이로 인해 새로운 고수익 투자상품에 대한 Needs 역시 늘어났다. **펀드실패경험으로 인한 위험자산회피성향과 새로운 고수익 투자상품에 대한 Needs는 랩어카운트에 대한 수요를 증폭시켰다.**

그림 19. 증권사 집합투자증권취급 수수료 추이 단위: 억원



출처 : 각사 사업보고서

그림 20. 자산관리 수수료 추이 단위: 억원



출처 : 각사 사업보고서

랩어카운트,
여전히 증권가의
주요한 모멘텀

랩 어카운트는 증권업계의 가장 주목받는 모멘텀이다. 대규모 펀드환매로 인한 집합 투자증권취급수수료 감소에 따른 전체적인 수수료 수익 약화 국면에서 랩어카운트의 성패는 집합투자증권취급수수료 감소 부분을 만회 할 수 있는 중요한 요인이다. 그 이유는 보통 랩어카운트의 수수료는 펀드운용 수수료의 2배에 달하는 수익성 높은 서비스 상품이기 때문이다. 마땅한 투자처를 찾지 못한 부동산금이 위험회피성향과 맞물려 랩어카운트 시장으로 몰리고 있는 추세에서 랩어카운트로 대표되는 1:1 자산관리 서비스는 앞으로도 증권가의 주요한 수익모델이 될 것이다.

4.2 랩어카운트 시장에서의 압도적인 시장지배력

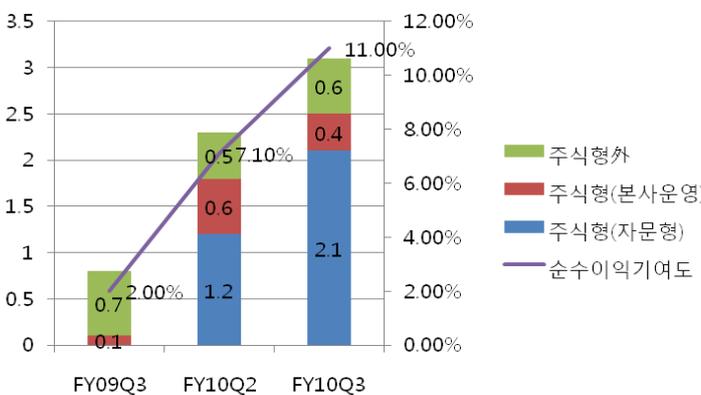
시장점유율 39%
독보적 1위

삼성증권은 랩어카운트 시장에서 독보적인 선두 업체이다. 삼성증권은 랩어카운트 수익 시장점유율에서 2010년 3분기에 39%를 기록하며 2위 업체와 두 배 이상의 격차를 보이는 압도적인 시장지배력을 나타냈다. 또한 증권사의 수익과 직접적으로 연결되는 랩어카운트잔고는 자문형을 중심으로 0.9조 상승하였으며 이에 따라 랩어카운트의 순영업수익 기여도가 11%까지 상승하였다. 삼성증권은 가입자수에서도 2010년 3분기 기준 1만3천명을 돌파하였고 이들의 평균잔고는 2.4억원으로 HNW고객들을 중심으로 이루어져 있음을 보여준다.

향후에도 지속적인
경쟁우위 가능할까?

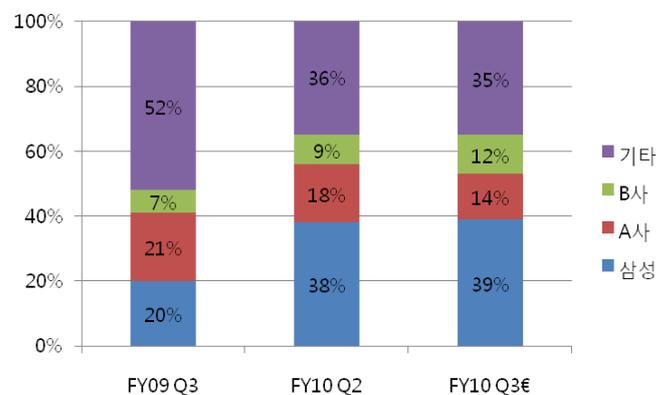
현재의 자산관리 추세가 아직 펀드에서 랩어카운트로 전환되는 과도기임을 감안할 때, 향후에도 현재와 같은 경쟁우위를 지속적으로 유지한다면 이 분야의 수익도 자연스럽게 늘어날 것으로 예상할 수 있다. 하지만 대형3사를 비롯한 다수의 경쟁업체들이 랩어카운트 시장에 뒤늦게 뛰어들어 수수료 인하 등을 통한 공격적인 전략을 펼치고 있는 상황이다. 경쟁강도가 심화되고 있는 상황에서 동사는 랩어카운트 시장에서 지속적인 경쟁우위를 유지할 수 있을까?

그림 21. 랩어카운트 잔고 및 순수이익기여도(단위: 조원,%)



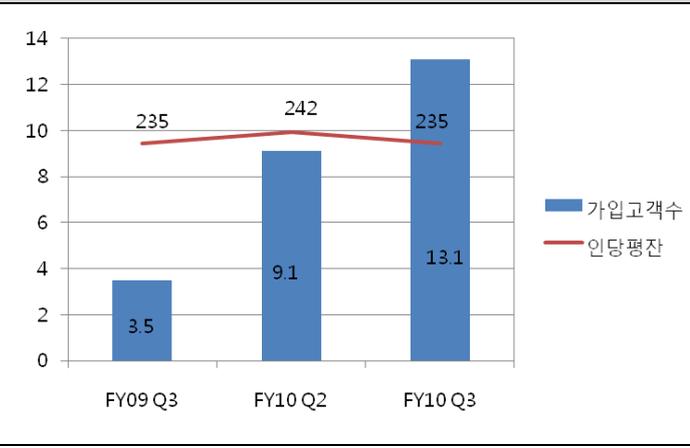
출처: IR자료

그림 22. 랩어카운트 수수료 M/S



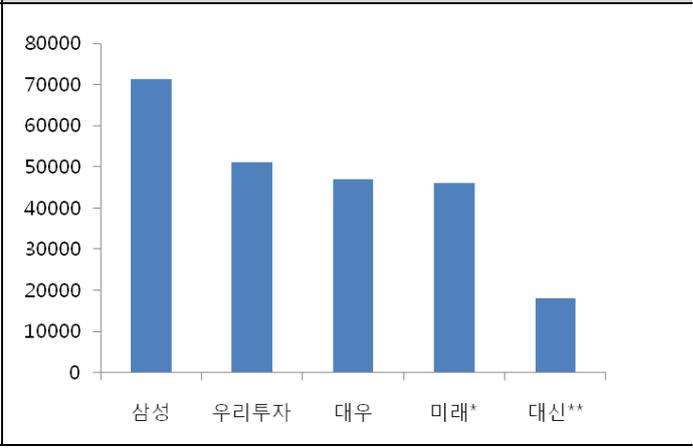
출처: IR자료

그림 23. 삼성증권 랩어카운트 가입고객수 및 인당 평균잔고 (단위 : 천명, 백만원)



출처: IR자료

그림 24. 각사별 HNW 회원수 (단위: 명)



출처: 각 사 (2010년 8월 기준)

4.3 향후 랩어카운트 시장도 지배 할 삼성증권

랩어카운트의
핵심 경쟁력을
고루 갖춘 삼성증권

랩어카운트는 대중을 대상으로 한 상품이 아닌 고액자산가를 상대로 한 맞춤형 상품으로 타겟 고객이 한정되어 있다. 따라서 1)HNW 고객 확보, 2)경쟁력있는 PB확보, 3)자산관리 부분의 브랜드 파워 등 기본적인 인프라를 구축하는 것이 무엇보다 중요하다. 삼성증권은 위와 같은 핵심 경쟁력에 있어 경쟁사에 우위를 점하고 있으며 지속적으로 인프라 강화를 위한 활발한 움직임을 보이고 있다.

1) HNW 고객 수
: 꾸준한 증가 추세

삼성증권은 압도적인 HNW 고객 기반을 활용하여 향후 랩 어카운트부분에서 시장을 선도해 나갈 것이다. HNW이 중심이 되는 랩어카운트 시장에서 HNW 고객확보는 중요한 경쟁력이다. 현재 HNW 고객 보유 수 1위인 삼성증권의 HNW 고객은 꾸준히 증가 추세에 있다. 삼성증권의 HNW 고객은 전년대비 14,157(+21.8%)증가하여 2010년 3분기 기준 79,018명을 기록하였다. 현재 HNW 고객 보유수 업계 1위인 삼성증권은 꾸준한 HNW 고객 유치를 통하여 지속적인 경쟁우위를 점할 수 있을 것이다.

2) PB 확보
: 공격적인 인력 확대

랩어카운트는 SMA로 운영되기 때문에 PB인력에 대한 의존도가 높다. 삼성증권은 시장지배력 확대를 위하여 신규PB채용(경력150명, 신입130명)을 통하여 PB채널을 강화해왔다. 2011년, 삼성증권은 랩어카운트 시장에서의 지배력을 더욱 공고히 하고 나아가 더 많은 고객 유치를 위하여 322명의 PB인력을 추가로 확보하는 공격적인 PB 영입에 나설 계획이다. 업계에 따르면 고객맞춤으로 이루어지는 랩어카운트의 특성상 PB의 이동은 고객의 이동으로 이어지는 경우가 많으므로 PB의 영입은 PB채널 강화와 더불어 신규 HNW고객 확보에도 주요한 전략이다. 삼성증권은 랩어카운트 시장의 핵심 경쟁력인 PB인력 확보를 효과적으로 해 나가고 있으며 PB인력을 바탕으로 향후 랩어카운트시장에서의 지배력을 확대해 나갈 것이다.

3) 브랜드 파워

: 고급화 전략

삼성증권은 HNW고객 수는 물론 시장 점유율 또한 압도적인 삼성증권은 자산관리 분야에서 업계를 주도해 나가는 선도 기업으로써 자산관리 분야에서 업계 1위의 브랜드 파워를 가지고 있다. 또한 삼성증권은 HNW/UHNW 고객들을 위한 인프라 측면에서도 업계 최고이다. 삼성증권은 호텔신라, 코엑스인터콘티넨탈, 강남파이낸스센터에 SNI(Special Noble and Intelligent)지점을 설립하였고 올해 3월 서울파이낸스센터 SNI점을 추가로 설립하는 등 HNW/UHNW 고객을 위한 인프라 구축에서도 업계를 선도하고 있다. 삼성증권의 SNI지점을 이용하는 HNW/UHNW 고객들을 위한 랩 상품인 SAA(Separately Advised Account)를 제공함으로써 경쟁력을 강화하고 있다.

4.4 대형증권사 대비 안정적 재무구조.

안정적인 재무구조

: NCR 622%

NCR(영업용순자본비율)이란 은행의 BIS비율과 대치되는 증권업종의 재무건전성 측정 비율로써 높을수록 건전함을 의미한다. 삼성증권의 NCR 비율은 2010년 3분기 기준 622%로 다른 대형 3사인 대우증권 423.1%, 우리투자증권 413.9%에 비해 월등히 높다. 이는 삼성증권이 재무안정성 측면에서 우위에 있으며, 대형 3사보다 2011년 금리상승에 따른 채권보유 손실 등에 따른 총 위험액에 대한 대응력이 높다고 해석할 수 있다. 또한 삼성증권은 높은 NCR비율을 바탕으로 향후 증권시장을 공격적으로 공략할 수 있게 됨으로써 타사보다 유리한 고지를 점할 수 있을 것이다.

V. 투자포인트3. 해외법인, 과연 독인가

1. 홍콩법인, 아직은 적자 행보

2009년 8월
홍콩법인 설립

삼성증권은 본격적인 해외 투자의 일환으로 2009년 8월 홍콩법인을 설립했다. 이 과정에서 1억불의 증자를 통해 글로벌 증권사 출신 인력을 대거 영입하였고, 홍콩법인장으로 전 크레디트스위스(CS) 아시아태평양 공동대표로 CS를 홍콩 주식 Brokerage 부분 1위로 올려놓은 황성준 부사장을 영입하였다..

아시아 금융의 허브,
홍콩

그렇다면 왜 홍콩인가? 결론부터 말하면 **홍콩시장은 아시아 금융의 허브**이다. IPO 자금조달 규모 세계 1위, 주식자금조달 규모 아시아 1위인 홍콩시장은 전세계 글로벌 증권사들이 총집합해 있는 시장이다. 중국이 수년간 높은 성장을 이룩함에 따라 향후 중국기업들의 해외진출이 본격화되면 IPO, 인수합병, 회사채 발행 등 홍콩시장에서의 딜이 급증할 것으로 예상되며, 글로벌 금융의 중심이 아시아로 이동하는 추세에 있어 가장 주목받는 시장이다.

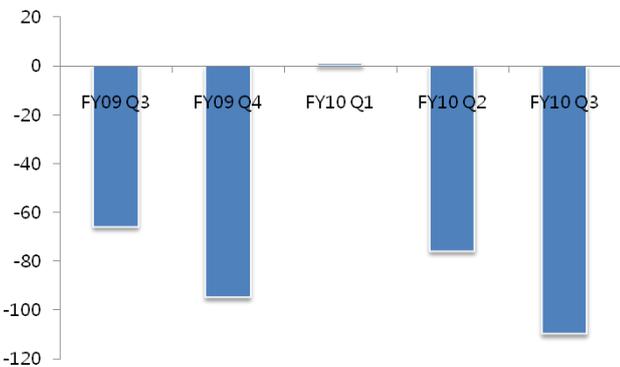
설립 이후 계속되는
적자

하지만 삼성증권의 홍콩법인은 최근 삼성증권 주가의 발목을 잡고 있는 대표적인 리스크 중 하나이다. 삼성증권은 09년 164억, 10년 반기까지 78억의 손실을 기록하였으며, 2011년 말에야 비로소 BEP(손익분기점)에 도달할 것으로 보인다. 이러한 **지속적인 해외법인의 손실이 국내 비즈니스의 수익성을 훼손하고 있다는 것이 시장의 우려**이다.

대규모 인력 고용으로
인한 고정비 증가

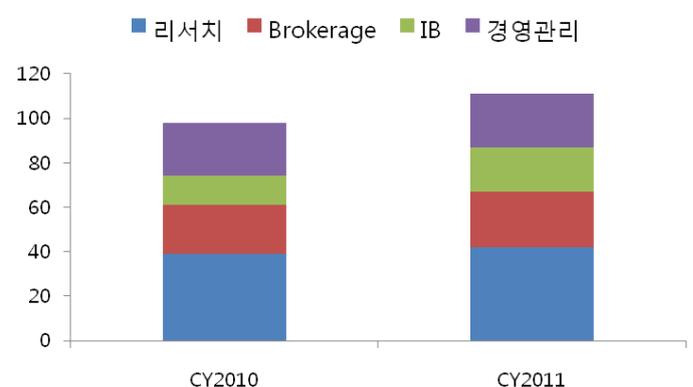
이러한 대규모 적자의 주 원인은 대형 IB 도약을 위한 대규모 인력 확충이다. 현재 홍콩법인은 지속적으로 인력을 확보하여 설립 초기 10여명에서 2010년 반기에 60여명, 2011년 3월 기준 110여명의 인력을 확보한 상태이다. 증권업의 특성상 주요 인력에 대한 고정비가 높기 때문에 현재 본격적인 수익 창출이 이루어지지 않은 시점에서 적자가 나는 것이며, 기본적인 인력 확보가 끝난 현재, **이후의 본격적인 수익 창출에 따른 적자폭 감소는 당연한 수순**이다.

그림 27. 해외법인 손익 추이 (단위: 억 원)



출처 : IR자료

그림 28. 홍콩법인 인력 총원 현황 (단위: 명)



출처: IR자료

2. 중요한 것은 향후 전망

리서치 분야는

이미 역량을 발휘중

중요한 것은 단기적인 적자 행보가 아니라 홍콩법인의 현 상황과 향후 전망이다. 현재 삼성증권 홍콩법인은 본격적인 글로벌 IB 도약의 전초단계로 볼 수 있는 **리서치 분야에서 이미 어느 정도의 역량을 발휘하고 있는 상황**이다. 40여명의 리서치 인력을 통해 현재 홍콩시장의 60%, 중국시장의 80%, 대만시장의 30% 정도를 커버하고 있으며, 삼성증권 IR에 따르면 동사에서 작성되는 애널리스트 보고서가 시장에서 이미 어느 정도의 인지도를 확보한 수준이라고 한다. 따라서 업계의 Poll을 바탕으로 수익을 얻는 리서치 분야의 수익구조상 하반기부터 본격적인 이익 창출에 기여할 것으로 보인다.

본격적인 IB로의

업무 확장 단계

리서치 분야에서의 역량 확보는 글로벌 IB로의 본격적인 도약을 위한 플랫폼을 구축한 것으로 볼 수 있다. 동사는 200여개 종목을 커버하며 투자자들에게 정보를 제공할 수 있는 시스템을 우선적으로 갖추었을 뿐 아니라, 이미 160여개의 글로벌 기관투자가가 삼성증권을 통해 홍콩물을 거래하고 있다. 또한 삼성증권 홍콩법인은 세일즈, 트레이딩, IB 등의 인력을 이미 확충한 상황에서 IB 관련 딜 10여건을 성사시켰을 뿐 아니라, 본격적인 대형 딜을 진행하고 있는 상황이다.

사실 홍콩시장에서 그동안 골드만삭스, 메릴린치 등의 글로벌 IB들이 득세함으로 인해 삼성증권의 글로벌 IB 도약 단계에 있어 어느 정도 우려가 있는 것도 사실이다. 하지만 **Research Team 1에서는 다음과 같은 이유로 인해 삼성증권 홍콩법인의 성공 가능성이 높은 것으로 판단한다.**

1) 든든한 지원을 통한

공격적인 투자

우선 모그룹의 든든한 지원을 통한 집중적인 투자이다. 홍콩법인은 단순히 삼성증권 내 하나의 해외법인이 아닌, 계열사 차원에서의 시너지 창출을 위한 핵심적인 사업부이다. 이러한 투자규모는 인력 확충에서부터 나타나는데, 증권업종의 특성상 고급 인력의 확보가 곧 기업의 경쟁력으로 이어진다고 볼 수 있다. 동사의 홍콩법인은 국내의 여타 증권사의 해외진출과는 달리 법인 설립부터 과감한 투자를 통해 글로벌 증권사 출신들을 대거 흡수하여 고급 인력을 대규모로 확충했다. 이러한 인력 확충은 글로벌 금융위기 이후 아시아 시장에서의 기존 대형 IB들의 지배력이 많이 약해졌고, 인력 또한 15~30% 가량 감축한 상황에서 더욱 강점으로 작용할 수 있다.

2) 삼성 그룹의

브랜드 파워

또한, **삼성이라는 브랜드가 동반하는 영향력 역시 삼성증권의 글로벌 IB 도약 가능성을 긍정적으로 평가하는 원동력**이다. 이는 단순히 삼성의 전세계적인 브랜드 인지도만을 고려하는 것이 아니다. 보다 실질적인 측면에서 삼성전자를 비롯한 삼성그룹은 대만·홍콩을 비롯한 중화권 국가에서 매출 500억달러를 돌파했다. 삼성 24개 계열사에서 154개의 거점이 중국에 진출해 있고, 앞으로도 현지 거점이 더욱 늘어날 것이다.

3) 삼성 그룹의

시너지 종결자

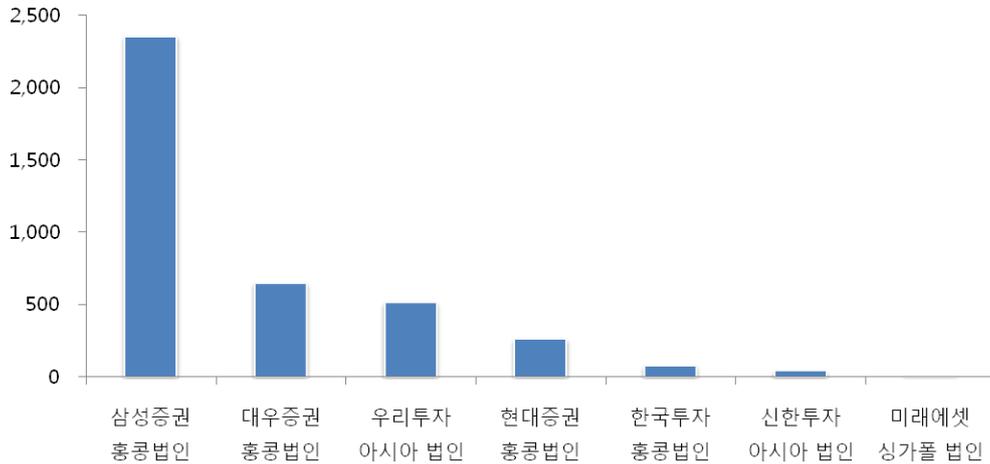
홍콩증시의 주요 영향권 내에 삼성그룹과의 거래처와 하청업체는 수천개에 달한다. 이 같은 다수의 업체들과의 네트워크는 삼성그룹 계열사로서 얻을 수 있는 일종의 보너스로 이를 통해 향후 이들 기업의 자금조달이나 IPO, M&A 등에 있어서 핵심적인 역

할 수 있는 것이다. 소위 안하는 장사가 없는 삼성 그룹의 시너지가 모든 업종의 자금 관련 업무를 총괄하는 증권업종, 즉 삼성증권으로 발휘될 수 있는 것이다.

또한 삼성증권은 이러한 그룹 계열사의 강점을 십분 활용하여 기존 대형 IB들이 득세하고 있는 대형 딜보다는 Mid-Cap 중심의 IB 딜을 적극적으로 공략할 계획이다.

그림 29. 국내 주요증권사 해외법인 규모 - 2010년 반기 기준

(단위: 억 원)



출처: 각 사 사업보고서

3. 현지법인은 독이 아닌 성배

4분기의 일시적인

판관비 부담

위와 같은 이유로 Research Team 1에서는 삼성증권이 글로벌 IB로 도약할 가능성이 매우 크다고 판단하였다. 물론 시장에서 단기적인 손실에 대해 우려하는 부분은 다소 명확하다. 5월 중순경에 발표될 동사의 4분기 실적만 해도 홍콩법인 일부 인력들의 Signing Season이 돌아오기 때문에 본격적인 수익 창출 전에 판관비 부담이 있는 상황이다.

해외 진출의

Top Player

하지만, 언급한 바와 같이 삼성증권 홍콩법인의 가치는 당장의 실적보다 향후의 전망에 초점을 맞춰야 할 필요가 있다. 국내 증권시장이 치열한 경쟁으로 인해 어느 정도 레드오션화 된 상황임을 감안한다면, 국내 증권사들의 해외 시장 진출은 꼭 필요하고, 실제로도 많은 증권사들이 해외 진출을 추진하고 있다. 향후 증권업종이 Re-rating되기 위해서는 해외법인의 성공이 꼭 필요하다고 여겨진다. 삼성증권은 모기업을 바탕으로 한 역량으로 경쟁사보다 강도 높은 투자를 해왔으며, 그 결과 현 시점에서 가장 가시적인 성과를 내고 있을 뿐 아니라 향후의 전망도 가장 밝다.

따라서 본 리서치 팀에서는 삼성증권의 기업 가치를 평가하는 데 있어 글로벌 IB로의 도약 가능성에 대해 과거 상황과 경쟁사들에 비해 일정 Premium을 받아야 한다고 판단한다.

VI. RISK & ISSUE

5.1. 랩어카운트 수수료 인하 경쟁.

경쟁사의 수수료 인하

랩 어카운트 시장의 후발주자인 미래에셋과 현대증권, SK증권이 2월 중순부터 수수료 인하를 차례로 발표하였다. 미래에셋은 현재 3% 안팎의 랩어카운트 수수료는 지나치게 높은 편이라고 지적하며 미래에셋이 주도적으로 나서 수수료 인하를 주도할 것이라고 발표하였다. 현대증권은 수수료를 업계 최저 수준인 1.0%~1.5% 수준으로 낮추고 기존의 랩 상품 가입 최소금액을 5000만원에서 3000만원으로 하향 조정한다고 발표하였다.

3사의 특징은

HNW 고객기반 부족

주목할 것은 수수료 인하를 발표한 3개사의 특징이다. 이들 증권사는 공통적으로 HNW 고객 기반이 매우 부족한 증권사로 HNW고객이 중심인 랩 어카운트 시장에서 고전하고 있던 기업이다. 따라서 이들 3사의 수수료 인하는 전략적으로 Mass고객들에 Focusing하여 이들이 랩 어카운트 시장에 진입할 수 있도록 문을 낮춘 것으로 볼 수 있다.

Focusing 하는

고객층이 다름

반면 삼성증권이 집중하고 있는 고객층은 HNW 고객이다. 최소가입금액 하향조정과 수수료 인하를 통해 Mass 고객이 랩어카운트 시장에 진입할 수 있도록 문턱을 낮춘 것은 HNW 고객 중심의 삼성증권에 위협적인 상황이 아니다. 또한 SMA방식으로 운용되는 랩어카운트 특성상 Mass 고객을 대상으로 할 경우 PB인력이 많이 필요하게 되고 이에 따른 비용증가로 인해 큰 수익을 기대하기 힘들다.

랩 어카운트에서

중요한 것은

양질의 서비스

물론 경쟁사의 상대적으로 낮은 수수료로 인한 기존 고객들의 이탈이 있을 수 있겠지만 그 수는 많지 않을 것으로 생각된다. 그 이유는 PB인력에서 우위에 있는 삼성증권의 양질의 서비스에 있다. 랩 어카운트는 1:1 서비스이기 때문에 고객과 PB의 소통이 매우 중요하고, PB의 역량이 매우 중요하다. 압도적인 PB인프라에서 제공되는 서비스는 상대적으로 높은 수수료를 합리화 할 수 있을 것이다.

5.2. 랩어카운트 시장에 대한 정부의 규제

정부의 규제는

오히려 호재

정부는 랩 어카운트에 대한 규제를 발표하였다. 투자권유 시 일정 수익률을 제시하는 스팟형 랩에 대한 규제와 랩 어카운트가 펀드식으로 변질되고 있다는 판단 하에 적립식 자문형 랩에 대한 규제를 각각 1월 19일, 2월 28일에 발표하였다. 또한 정부는 랩어카운트 최소가입금액에 대한 규제 방안도 검토 중에 있다. 이러한 정부의 규제는 폭발적인 성장을 보이고 있는 랩 어카운트가 변질되는 것을 막으려는 의도의 규제이다. 즉, PB인력확충과 인프라 구축 등 기본에 충실한 기업만이 랩 어카운트 시장에서 살아남게 되는 것이다. 결국 랩 어카운트 시장의 성장은 증권업종의 전반적인 Re-rating 논리이 기보다는 **Company-Specific 모멘텀이 될 것이고**, 정부규제는 랩 어카운트 본질에 충실한 삼성증권에 호재로 작용할 것이다

VII. Valuation

본 리서치 팀에서는 삼성증권의 기업 가치를 평가하는 데 있어 아래와 같은 이유로 Historical PBR Method 방법을 사용하였다.

1) 절대적 평가 방법은?

- 삼성증권의 수익구조가 다양하고, 급변하는 시장 상황에서 향후의 현금흐름을 합리적으로 예측하기가 어렵다고 판단하여 절대적 평가 방법을 지양하였다.

2) 왜 PBR인가?

- 증권업종은 업종 특성상 이익의 변동성이 매우 높기 때문에 기업의 가치를 판단하는데 있어 단기적으로 발생하는 이익 규모보다는 얼마나 많은 규모의 자금을 운용하는지의 여부가 절대적으로 중요하다. 따라서 순자산 가치를 통해 기업의 가치를 평가하는 PBR 방식을 사용하였다.

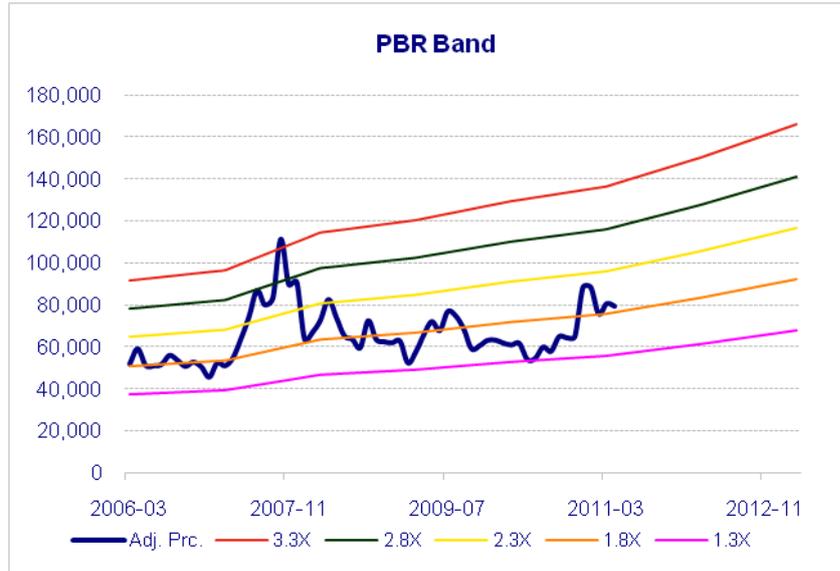
3) 그렇다면 왜 Historical인가?

- 삼성증권은 과거부터 아래와 같은 이유로 인해 국내의 다른 증권사들에 비해 일정 부분의 프리미엄을 받아왔다.

- ① 업계 시가총액 1위의 Top Player
- ② 자산관리(PB) 부분에서의 확실한 인프라 구축
- ③ 삼성계열사 프리미엄
- ④ 향후 글로벌 IB로의 도약 가능성

이후에도 이러한 평가는 지속될 것으로 판단되나 그 Premium을 어느 정도로 부여해야 하는지에 대해 수치상으로 명확히 평가하기 어렵기 때문에 PBR-ROE 방식으로는 동사의 적정 가치를 구하기 힘들다고 판단하였다. 따라서 SMIC Research Team 1에서는 동사의 과거 추이와 비교하여 Historical PBR Method를 사용하였다.

<적정 PBR 추정>



삼성증권의 과거 5년간 PBR 추이를 살펴보면 2007년 코스피가 최고점을 경신한 주식 시장의 활황기 당시에 가장 높은 3.3배 이상의 PBR 추이를 보이다가 이후 지속적으로 하락한 모습을 보였다. 2008년 이후 글로벌 금융위기 여파로 인한 주식시장 침체로 지속적으로 낮은 수준에서 유지되다가 2010년 말 이후 증권업종 전반이 어느 정도 Re-rating됨에 따라 급격히 상승하였다. 하지만 앞의 보고서에서 제시했듯이 여러 가지 시장의 우려로 인해 1월 이후 다소 하락한 모습을 보이고 있다.

본 리서치 팀에서는 보고서의 논리에 따라 삼성증권의 적정 PBR로 2.5를 제시한다. 그 근거를 요약하면 다음과 같다.

- 1) KOSPI가 최대 활황기였던 2007년의 고점을 넘어 최고가를 연일 경신하고 있고, 투자포인트1에서 제시한 바와 같이 이후에도 주식시장으로의 자금 유입은 지속될 전망이다. 따라서 2007년의 PBR 3.3과 비교했을 때 한참 보수적인 수치이다.
- 2) 투자포인트2에서 제시한 바와 같이 삼성증권은 랩 어카운트로 대표되는 자산관리 부분에서 압도적인 시장점유율을 보이고 있으며, 경쟁사 대비 월등한 PB 인프라를 통해 이후의 자산관리 시장에서도 Top Player로 지속적인 성장세를 유지할 것이다.
- 3) 삼성증권은 홍콩법인의 인프라 구축이 어느 정도 완료된 상태로 리서치 분야에서 역량을 발휘하기 시작하였고, 투자포인트3에서 제시한 향후 글로벌 IB로의 도약 가능성에 대해 일정 Premium을 받을 만 하다고 판단한다.

<적정 BPS 추정>

증권업종의 경우 위에서 언급한 바와 같이 매출액과 대조되는 수익 부분에서 실질적인 이익이 나는 부분이 한정적이고, 영업이익률 등의 지표를 통해 일괄적으로 실적을 추정할 수 없다. 따라서 BM에서 언급한 수익원별로 수익과 비용을 대조하여 순수익을 구한 후 판관비 등을 제하여 영업이익을 산출하는 방식으로 BPS를 추정하였다. 또한 증권업의 경우 FY(Fiscal Year)를 적용하기 때문에 10년 4Q(11년 1~3월) 실적이 발표되지 않았기 때문에 10년 3Q(~10년 12월)까지의 실적을 바탕으로 산출하였다.

1) 수수료수익 Part

① 수탁수수료의 경우 주식시장에의 추가적인 자금 유입여력이 충분하다는 투자포인트 1의 논리에 따라 10년도 분기 평균 수익에 10%를 할증하여 4Q 실적을 산정하였고, 11년도 역시 10년도 총 수익에서 10% 성장할 것으로 반영하였다.

② 집합투자증권 취급수수료는 펀드 판매량이 07년도 이후 꾸준히 하락세를 보이고 있고, 이후에도 이런 추세가 이어질 것이라고 판단하여 10년 4Q에 10년도 분기 평균 대비 30% 할인하였고, 11년도에도 30% 하락할 것으로 반영하였다.

③ 자산관리 수수료의 경우 10년도에 랩 어카운트가 본격적으로 성장하기 시작, 10년 1Q 2Q 3Q에 전 분기 대비 각각 250%, 25%, 72%의 놀라운 성장률을 보였다. 하지만 랩 어카운트 잔고 증가 추세가 점점 감소세에 있음을 감안하여 10년 4Q 이후 매분기 각각 10%씩 성장할 것으로 반영하였다.

④ 파생결합증권 판매수수료의 경우 ELS 판매액이 지속적으로 증가 추세에 있고, 향후 완만한 성장세가 기대됨에 따라 수탁수수료와 마찬가지로 10년도 분기 평균 수익에 10%를 할증하여 4Q 실적을 산정하였고, 11년도 역시 10년도 총 수익에서 10% 성장할 것으로 반영하였다.

⑤ 인수 및 주선 수수료와 기타 부문 역시 완만한 성장세를 보이고 있지만, 그 비중이 크지 않고 다소 보수적인 추정을 위해 10년도 수치를 그대로 반영하였다. 또한 수수료 비용의 경우 순수익률이 꾸준히 94~96%에 이르는 점을 감안, 순수익률 94%를 반영하여 비용을 추정하였다.

(단위 : 억)

		2005	2006	2007	2008	2009	2010(~3Q)	2010 4Q(F)	2010(F)	2011(F)
수수료 수익	수탁수수료	4,068	2,986	4,836	3,216	4,103	2,995	824	3,819	4,200
	집합투자증권	608	904	1,274	803	762	551	96	647	453
	자산관리	41	65	88	58	153	587	310	897	1,611
	파생결합증권 판매	1,496	697	846	941	1,012	1,006	277	1,283	1,411
	인수 및 주선	158	83	172	127	321	217	54	271	271
	기타	139	193	188	255	254	286	72	358	358
	소계	6,510	4,928	7,404	5,400	6,605	5,642	1,632	7,274	8,305
수수료 비용	353	264	379	219	299	342	98	436	498	
수수료 순수익	6,157	4,664	7,025	5,181	6,306	5,300	1,535	6,838	7,806	
수수료 순수익률	95%	95%	95%	96%	95%	94%	94%	94%	94%	

2) 이자수익 Part

이자수익의 경우 매년 꾸준한 성장세를 보이고 있고, 증권사로의 자금 유입 여력이 충분하다는 보고서의 논리에 따라 10년도 분기 평균 수치에 10%를 할증하여 4Q 실적을 반영하였고, 11년에도 10년 대비 10% 성장할 것으로 예측하였다. 이자 순수익률의 경우 09~10년 3Q까지의 최근 수치인 29%를 일괄 반영하였다.

(단위 : 억)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010(~3Q)	2010 4Q(F)	2010(F)	2011(F)
이자수익	1,274	1,712	3,228	4,378	5,175	4,170	1,390	5,560	6,116
이자비용	746	982	1,998	2,674	3,663	2,967	989	3,956	4,342
이자 순수익	528	730	1,230	1,704	1,512	1,203	401	1,604	1,774
이자 순수익률	41%	43%	38%	39%	29%	29%	29%	29%	29%

3) 유가증권 자기매매손익 / 파생상품 거래손익 Part

유가증권 자기매매와 파생상품 거래손익의 경우 위에서 언급했듯이 동사의 실질적인 이익창출원이 아닌, 기타 수익원의 원활한 운용을 위한 헷지 용도로 발생하는 수익으로 아래의 표와 같이 두 Part의 손익의 합이 0에 거의 수렴하게 된다. 따라서 실정 추정에서 배제하였다.

(단위 : 억)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010(~3Q)
유가증권 자기매매수익	4,837	3,331	3,914	8,868	5,526	4,101
유가증권 자기매매비용	5,410	3,721	3,852	4,622	9,272	5,574
유가증권 자기매매 순수익(A)	(573)	(390)	62	4,246	(3,746)	(1,473)
파생상품 거래수익	1,170	1,421	1,654	3,043	7,198	4,137
파생상품 거래비용	1,686	1,008	1,618	7,532	3,007	2,822
파생상품 거래 순수익(B)	(516)	413	36	(4,489)	4,191	1,315
손익 합계(A+B)	(1,089)	23	98	(243)	445	(158)

4) 기타 영업수익 Part

기타 영업수익은 배당금수익, 분배금수익, 별도대치금 평가이익, 기타 대손상각비 등으로 구성되어 있으며 10년도 분기 평균 수익을 4Q에 그대로 반영하였고, 과거 5년 평균 수치를 11년에 적용하였다.

(단위 : 억)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010(~3Q)	2010 4Q(F)	2010(F)	2011(F)
기타 영업수익	1033	954	1156	1154	1141	956	319	1275	1275
기타 영업비용	22	60	88	246	744	378	127	510	510
기타 영업 순수익	1011	894	1068	908	397	578	191	765	765
기타 영업 순수익률	98%	94%	92%	79%	35%	60%	60%	60%	60%

5) 이후의 BPS 산정

① 1), 2), 4)에서 나온 영업순수익에 2009~2010년 3Q의 판관비 비중인 64%를 반영하여 영업이익을 산출하였다.

② 지분법손익의 경우 삼성선물과 삼성자산운용을 통해 꾸준히 지분법이익이 반영되어 왔으나 2009년 8월 홍콩법인 설립에 이은 집중적인 투자로 10년 3Q까지 적자세를 보여 왔다. 투자포인트3에서 언급한 바와 같이 홍콩법인의 일시적인 Signing Season을 감안 4분기에 100억 가량의 지분법손실이 발생할 것으로 예상하였고, 2011년 말 BEP 도달이 예상되기 때문에 지분법손실 규모를 50% 축소하였다.

③ 이후 10년 3Q까지의 법인세 비율 32%를 일괄 적용하여 당기순이익을 산출하였고, 09년도의 현금배당성향을 감안하여 2010년과 2011년에도 순이익의 28%를 배당할 것으로 산정하였다.

④ 이후 10년 3Q 기준 순자산에 10년 4Q~11년까지의 당기순이익 및 현금배당액을 반영하여 11년 예상 순자산을 발행주식수로 나누어 11년 추정 BPS 43,511을 산출하였다.

6) 목표주가 산출

11년 추정 BPS에 적정 PBR 2.5를 곱하여 **12개월 적정 주가 108,777원을 산출하였고, 현재주가 대비 33%의 상승여력이 있어 본 리서치 팀에서는 삼성증권에 대해 Buy를 추천하는 바이다.**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010(~3Q)	2010 4Q(F)	2010(F)	2011(F)
영업순수익 합계	6,607	6,311	9,421	7,550	8,660	6,923	2,127	9,207	10,345
판관비	4,310	3,385	5,006	4,848	5,502	4,445	1,361	5,892	6,621
판관비/영업순수익 비중	65%	54%	53%	64%	64%	64%	64%	64%	64%
영업이익	2,297	2,926	4,415	2,702	3,158	2,478	766	3,314	3,724
지분법이익	343	320	510	346	245	219	73	292	300
지분법손실	0	0	0	0	164	225	100	325	163
지분법손익	343	320	510	346	81	(6)	(27)	(33)	147
기타영업외수익	84	69	57	52	37	41	14	55	55
기타영업외비용	377	124	114	63	81	69	23	92	92
영업외손익	50	265	453	335	37	(34)	(36)	(70)	110
법인세자감전순이익	2,347	3,191	4,868	3,037	3,195	2,444	729	3,244	3,834
법인세비용	147	647	1,285	740	739	771	233	1,038	1,227
법인세비용(%)	6%	20%	26%	24%	23%	32%	32%	32%	32%
당기순이익	2,200	2,544	3,583	2,297	2,456	1,673	496	2,206	2,607
현금배당성향(%)	45%	32%	27%	26%	28%			28%	28%
현금배당액	990	814	967	597	688			618	730
당기순이익-현금배당액									1,877
해당년도 순자산						27,325	27,821	27,203	29,080
발행주식수						66,835,165	66,835,165	66,835,165	66,835,165
추정 BPS(주당순자산)									43,511
적정 PBR									2.5
적정주가									108,777
현재주가(4/15 기준)									81,900
상승여력									33%

VIII. Appendix

1. 재무상태표 (단위 : 백만원)

과 목	2010. 12	2010. 3	2009. 3
자산			
Ⅰ. 현금및예치금	3,161,715	3,177,258	2,938,719
(1) 현금및현금성자산	407,195	552,041	866,917
(2) 예치금	2,754,520	2,625,217	2,071,802
Ⅱ. 유가증권	7,325,878	8,283,757	7,626,978
(1) 단기매매증권	5,302,394	6,620,873	6,826,610
(2) 매도가능증권	1,631,470	1,105,040	268,435
(3) 지분법적용투자주식	355,730	368,743	284,677
(4) 파생결합증권	36,285	189,101	247,256
Ⅲ. 파생상품	193,615	164,530	112,077
(1) 장내파생상품	6,244	4,871	215
(2) 장외파생상품	187,370	159,659	111,862
Ⅳ. 대출채권	878,111	813,518	469,746
Ⅴ. 유형자산	79,765	81,633	65,046
Ⅵ. 기타자산	597,307	654,184	356,760
자산총계	12,236,391	13,174,881	11,569,325
부채			
Ⅰ. 예수부채	2,311,737	2,120,918	2,120,058
Ⅱ. 차입부채	6,701,748	7,786,754	6,827,675
Ⅲ. 기타부채	490,383	668,472	227,844
부채총계	9,503,868	10,576,143	9,175,577
자본			
Ⅰ. 자본금	346,154	346,154	346,154
Ⅱ. 자본잉여금	1,144,185	1,143,547	1,143,128
Ⅲ. 자본조정	-109,134	-110,567	-111,813
Ⅳ. 기타포괄손익누계액	194,038	162,935	140,384
Ⅴ. 이익잉여금(결손금)	1,157,280	1,056,669	875,896
자본총계	2,732,523	2,598,738	2,393,749
부채와자본총계	12,236,391	13,174,881	11,569,325

2. 손익계산서 (단위 : 백만원)

	2010년 3분기		2009년 3분기		2009년	2008년
	3개월	누적	3개월	누적		
I. 영업수익	645,385	1,898,843	623,037	1,958,074	2,564,719	2,284,614
1. 수수료수익	210,939	564,241	139,141	513,368	660,513	540,049
2. 유가증권평가및처분이익	146,113	410,119	192,994	378,382	552,681	886,895
3. 파생상품거래이익	125,884	413,759	130,502	598,421	719,816	304,335
4. 이자수익	134,088	415,084	130,317	387,828	517,536	437,887
5. 대출채권평가및처분이익	0	2,202	580	754	772	3,617
6. 외환거래이익	10,519	40,963	16,722	39,779	51,028	29,989
7. 기타영업수익	17,841	52,474	12,781	39,543	62,372	81,843
II. 영업비용	551,559	1,653,131	575,918	1,747,706	2,249,209	2,014,299
1. 수수료비용	14,235	34,295	5,676	22,987	29,952	21,920
2. 유가증권평가및처분손실	244,274	557,489	219,124	770,805	927,236	462,209
3. 파생상품거래손실	35,782	282,235	106,993	221,943	300,789	753,274
4. 이자비용	90,241	296,771	92,784	275,887	366,390	267,452
5. 대출평가및처분손실	466	384	0	1,384	4,457	167
6. 외환거래손실	10,867	34,049	18,670	53,332	69,250	23,720
7. 판매비와관리비	154,027	444,512	132,671	401,059	550,293	484,819
8. 기타의 영업비용	1,666	3,396	0	308	844	739
III. 영업이익(손실)	93,826	245,711	47,119	210,368	315,510	270,314
IV. 영업외수익	9,188	26,028	3,586	21,982	28,273	39,811
1. 유형자산처분이익	2	68	41	71	170	104
2. 임대료	501	1,534	530	1,538	2,027	2,143
3. 지분법이익	8,261	21,907	2,901	19,104	24,542	34,673
4. 기타	425	2,519	114	1,268	1,534	2,891
V. 영업외비용	17,379	29,413	10,964	14,967	24,574	6,346
1. 유형자산처분손실	250	423	765	866	1,010	502
2. 지분법손실	14,150	22,540	6,461	7,597	16,442	0
3. 기부금	2,772	5,589	3,649	5,242	5,518	5,206
4. 기타	207	861	89	1,263	1,603	638
VI. 법인세비용차감전순이익	85,635	242,326	39,741	217,384	319,209	303,779
VII. 법인세비용	20,228	77,110	7,972	48,298	73,901	74,067
VIII. 당기순이익(손실)	65,408	165,216	31,769	169,085	245,308	229,713
IX. 주당손익						
1. 기본주당순이익(손실)	1,011 원	2,558 원	492 원	2,619 원	3,800 원	3,560 원
2. 희석주당순이익(손실)	1,010 원	2,557 원	491 원	2,614 원	3,794 원	3,552 원