

증권업

Nov 15, 2017

Overweight

유지

자본전쟁의 서막, 대형사 초대형IB지정

Top Picks

종목명	투자의견	목표주가(12M)
미래에셋대우	Buy	13,000 원
NH투자증권	Buy	18,000 원
한국금융지주	Buy	83,000 원



증권/보험 박혜진

3771-9320, oashes@iprovest.com



KYOBO 교보증권

5대 대형사 초대형IB지정, 발행어음업무는 한국투자증권이 유일

11월 13일 한국투자증권, 미래에셋대우, NH투자증권, 삼성증권, KB증권 자기자본 4조원 이상의 5대 대형사가 종합금융투자사업자(초대형IB)로 지정. 하지만 동 사업의 핵심인 발행어음업무는 한국투자증권만 인가됨. 먼저 삼성증권은 대주주 적격성 관련 재판기간 동안 심사 자체가 보류 중이며 미래에셋대우는 불완전판매로 인해 11월 23일 제재심의위원회 심사여부가 결정될 전망. NH투자증권은 케이뱅크 인허가 특혜관련 의혹으로 현재 심사 중에 있음. 따라서 3사 모두 발행어음업무 인가 시기는 불투명함.

한국금융지주는 사실상 다음주초부터 업무가 가능할 것으로 예상하고 있음. 관련하여 금융위원회에 제출한 사업계획서대로 조달 및 운용할 계획이며, 따라서 올해 연말까지 1조원 조달을 계획 중에 있음. 주요 투자처는 기업금융 관련 대출이 될 전망.

발행어음은 1년미만의 회사채를 발행하여 기업금융, 부동산 등에 투자하는 업무. 기업금융 최소운용비율은 수탁금의 50%이상, 부동산은 30%까지 제한됨. 발행어음은 자기자본의 2배까지 자금조달이 가능.

발행 첫 해 우리는 이 스프레드마진이 1~1.5%내외가 될 것으로 예상함. 그리고 규모는 5개회사 합산 11조원의 신규투자가 발생할 것으로 전망하였으나 이는 2018년으로 연기될 가능성이 커짐. 어쨌든 회사별 계획은 상이하지만 전반적인 방향성은 신용등급 A이하 채무증권, 중견·중소기업 대출 등 중소기업에 대한 직접투자가 절반이상. 그 뒤로 인수금융, 구조화금융 등. 발행 첫 해라 보수적으로 가정하면 5개증권사가 대략적으로 1,100억원의 신규이익이 발생, 회사당 평균 220억원 수준임.

한국금융지주, NH투자증권, 미래에셋대우 최선호주 유지

미래에셋대우는 초대형 투자은행 컨셉에 가장 잘 들어맞는 회사, NH투자증권은 발행어음 업무의 최소 50%는 기업금융에 투자되어야 하는데 그런 맥락에서 은행지주 산하 증권사가 유리하다고 판단. 뿐만 아니라 올해 순이익이 2,000억원만 발생해도 배당수익률은 4%를 상회. 한국금융지주는 선점효과뿐만 아니라 대형사 중 유일하게 ROE 10%상회가능할

증권업

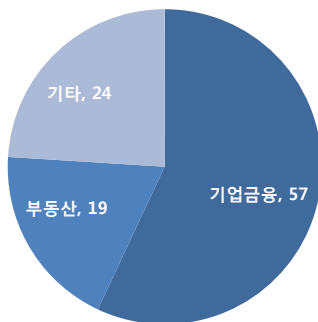
자본전쟁의 서막, 대형사 초대형 IB 지정

[도표 1] 단기금융업무에 따른 수탁금과 종합투자계좌 비교

구 분	단기금융업무	종합투자계좌
허용 대상	자기자본 4 조원이상	자기자본 8 조원이상
수익배분방식	약정금리 지급	실적배당방식
발행한도	자기자본의 2 배	한도 없음 *단, 경영실태평가 중 자본적정성 평가에 IMA 수탁금규모를 반영
기업금융 최소운용비율	수탁금의 50%이상	수탁금의 70%이상
부동산 투자 상한	수탁금의 30% 초과 제한	
여유자금운용규제	개인여신 금지 등 네거티브 방식	
구분 관리	구분계리(별도 자산부채현황표)	자기신탁
손실충당금적립	해당없음	수탁액의 5%가 될 때까지 적립

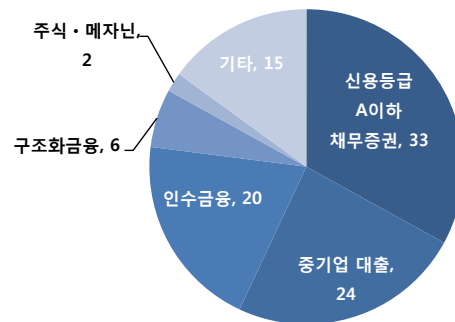
자료: 금융감독원, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 5 개 대형사 발행어음 자산별 투자 계획 비중 (단위: %)



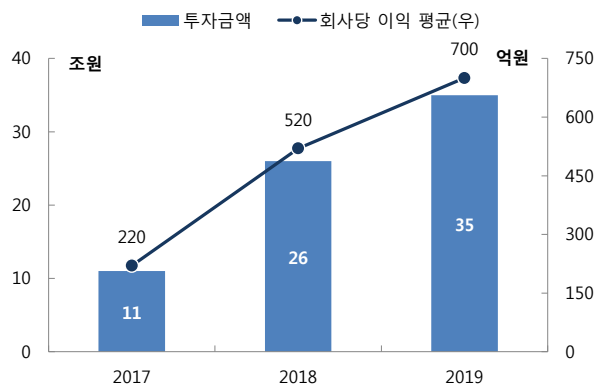
자료: 교보증권 리서치센터, 언론보도

[도표 3] 5 개 대형사 발행어음 기업금융 중 투자 계획 비중 (단위: %)



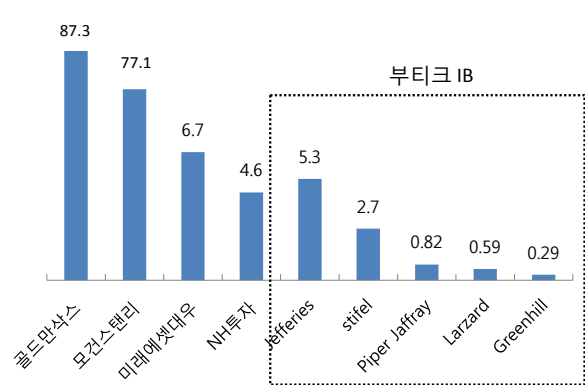
자료: 교보증권 리서치센터, 언론보도

[도표 4] 발행어음 연도별 투자금액 및 회사당 평균이익 추정



자료: 언론보도, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 미국-한국 증권사 자기자본 비교



자료: 자본시장연구원, 교보증권 리서치센터 *2016년 말 기준

증권업

자본전쟁의 서막, 대형사 초대형 IB 지정

[도표 6] 발행어음업무 회사별 사업 계획

초대형 IB 회사별 계획	발행금액	평균 스프레드마진	투자자산별 비중	투자 계획
미래에셋대우	초기 2 조원	100bp 미만	초기 유동자산 위주	1 년미만 유동성 자산
NH 투자증권	초기 5,000 억원, 2018 년 2 조원	150~200bp	기업금융 50%, 부동산 15%, 유동자산 35%	인수금융, 신기술투자금융 등 IB 연계 투자
삼성증권	초기 1 조원	100bp	유동자산 위주	해외채권 등 유동자산, 이후 부동산 투자
한국금융지주	초기 2 조원	150bp	초기 기업금융 위주	브릿지론, 직접대출

자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

증권업

자본전쟁의 서막, 대형사 초대형 IB 지정

[도표 7] Valuation Table

(단위: 십억원)

회사명		한국금융	미래에셋 대우	삼성증권	키움증권	NH 투자증권	커버리지 5개사 평균
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	Over weight
목표주가(원, 12MF)		83,000	13,000	47,000	91,000	18,000	
주가		65,100	10,200	36,900	81,300	14,250	
상승여력		27.5%	27.5%	27.4%	11.9%	26.3%	
시가총액(조원)		3.6	6.8	3.3	1.8	4.0	
당기순이익 (십억원)	2015	324	170	275	165	215	230
	2016	280	40	174	180	236	182
	2017E	471	489	244	256	357	364
	2018E	364	582	213	214	409	357
	2019E	389	623	208	235	452	381
자기자본 (십억원)	2015	3,170	3,452	3,404	1,110	4,551	3,137
	2016	3,378	6,666	4,168	1,248	4,649	4,022
	2017E	3,747	6,896	4,267	1,507	4,684	4,220
	2018E	4,038	7,325	4,413	1,725	4,894	4,479
	2019E	4,348	7,798	4,550	1,964	5,115	4,755
ROE (%)	2015	10.2	4.6	8.4	16.7	4.7	8.9
	2016	8.0	0.7	4.8	15.5	5.1	6.8
	2017E	12.1	7.0	6.0	18.6	7.6	10.3
	2018E	8.7	7.8	5.1	13.3	8.3	8.6
	2019E	8.6	7.8	4.8	12.8	8.8	8.6
EPS (원)	2015	5,820	520	3,696	7,453	764	3,651
	2016	4,866	59	2,342	8,142	839	3,249
	2017E	8,311	734	2,736	11,576	1,270	4,925
	2018E	6,534	874	2,386	9,705	1,452	4,190
	2019E	6,973	936	2,327	10,644	1,607	4,497
DPS (원)	2015	1,000	330	1,000	700	400	686
	2016	800	50	650	850	400	550
	2017E	1,000	150	700	950	651	600
	2018E	1,453	150	700	950	651	781
	2019E	1,123	160	750	1,000	745	756
PER (배)	2015	1,198	200	800	1,100	825	825
	2016	8.5	18.2	11.0	8.3	13.2	11.8
	2017E	9.0	121.9	13.5	8.2	11.5	32.8
	2018E	8.0	14.4	13.0	6.3	9.6	10.2
	2019E	10.1	12.1	14.9	7.5	8.4	10.6
BPS (원)	2015	9.5	11.3	15.2	6.8	7.6	10.1
	2016	56,901	10,566	43,904	48,827	16,171	35,274
	2017E	62,798	10,004	53,769	56,473	16,520	39,913
	2018E	69,656	10,561	45,868	68,177	16,680	42,188
	2019E	75,067	11,218	47,439	78,062	17,390	45,835
PBR (배)	2015	80,842	11,942	48,905	88,888	18,175	49,750
	2016	0.87	0.90	0.92	1.27	0.62	0.92
	2017E	0.70	0.72	0.59	1.18	0.58	0.76
	2018E	0.95	1.00	0.77	1.07	0.73	0.90
	2019E	0.88	0.94	0.75	0.93	0.70	0.84

자료: 교보증권 리서치센터