

증권

증권

정태준 CFA



02 3770 5585

taejoon.jeong@yuantakorea.com

종목	투자의견	목표주가 (원)
미래에셋증권	HOLD (M)	7,500 (M)
NH투자증권	BUY (M)	12,500 (M)
한국금융지주	BUY (M)	75,000 (M)
삼성증권	BUY (M)	45,000 (M)
키움증권	BUY (M)	130,000 (M)

수면 위로 드러나는 문제들 [8월 monthly]

부동산 대체투자 현황 점검

최근 언론을 통해 증권사들이 주관한 해외 대체투자 건에 대한 부실 사례들이 다수 보도되는 이유는 그만큼 대형사들이 자본력과 영업력을 활용해 시장 우위를 점하고 있었기 때문이다. 그러나 대체투자가 선진국 상업용 부동산이 많다 보니 국내에서와 달리 주로 중순위 이하를 받치게 되는 경우가 많아 대형 증권사들은 해외 대체투자에서 불리한 위치에 있는 상황이다. 게다가 선순위 채권자들의 자금 회수를 촉발하게 한 해외 상업용 부동산 가격 하락이 한동안 이어질 전망이다라는 점도 우려 요인이다. 이는 곧 향후 대형 증권사를 중심으로 실적에 부정적인 영향이 장기간 반영될 수 있음을 시사한다.

PF 부실은 이제 시작 단계

한편 국내는 부동산PF 부실을 우려해야하는 상황이다. 최근 새마을금고 부실에 대한 우려가 확산된 점도 작년부터 이어져오던 브릿지론 문제가 아직도 해결되지 않았음을 시사한다. 그럼에도 채무보증에 대한 총당부채 적립률은 아직도 낮은데, 이는 손실이 확정되기 전에는 총당금을 전입하지 않아도 되는 채무보증의 특성에 기인하지만 그만큼 대비가 부족하다는 상황이라는 점도 의미한다. 게다가 이미 미분양이 한 차례 급등한 만큼 준공 후 미분양이 후행해서 상승하면 본PF 부실화 문제가 발생할 수도 있다. 브릿지론과 달리 본PF는 전체 PF 시장에서 차지하는 비중이 훨씬 높기 때문에 본PF 부실화는 증권업 전반에 분명한 부담으로 작용할 수 있는 문제다.

Monthly review

7월에는 2분기 내내 부진했던 키움증권은 가장 큰 폭으로 상승한 반면, 부동산 대체투자 익스포저가 많은 미래에셋증권과 PF 익스포저가 많은 한국금융지주는 부진한 모습을 보였다. 결국 해외 대체투자 손실과 새마을금고 이슈 등 부동산 관련 우려가 수면 위로 드러남에 따라 이런 모습이 나타난 것으로 판단한다. 당사는 지속적으로 키움증권에 대한 최선호 의견을 유지하는데, 1) 2분기 부진의 원인이었던 CFD 이슈는 일단락 되었고 2) 부동산 익스포저가 적으며 3) 향후 부동산 관련 문제 발생 시 한국은행에서 유동성을 완화할 경우 가장 크게 수혜를 받을 전망이다기 때문이다.

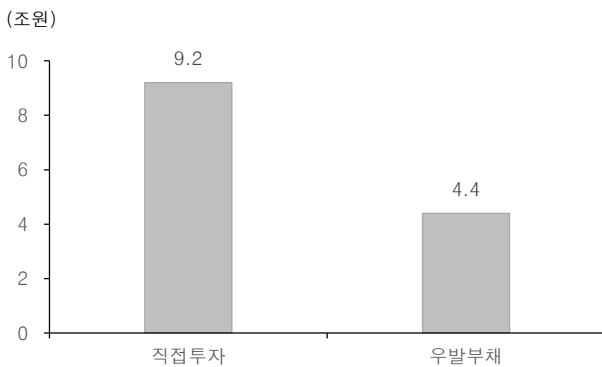
* 개인 사정으로 9월 monthly는 쉽니다.

1. 부동산 대체투자 현황 점검

대형사 위주 익스포저 집중

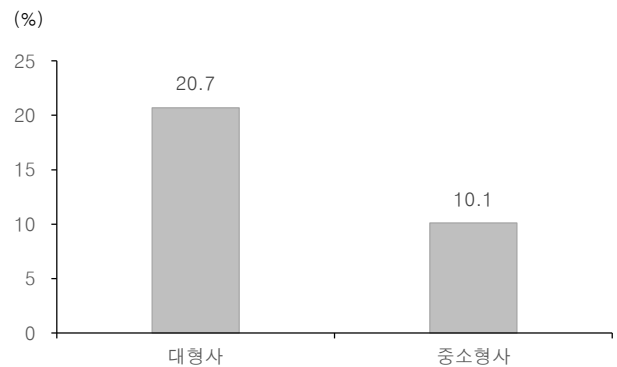
최근 언론을 통해 증권사들이 주관한 해외 대체투자 건에 대한 부실 사례들이 다수 보도되는 이유는 그만큼 대형사들이 자본력과 영업력을 활용해 시장 우위를 점하고 있었기 때문이다. 이는 한국신용평가가 지난 2일 발간한 「증권 및 보험사의 해외부동산 리스크 점검」의 내용에서도 나타나는 바로, 해외 부동산 투자 잔액의 자기자본 대비 비중은 대형사(20.7%)가 중소형사(10.1%)보다 높음을 알 수 있다. 그러나 대체투자가 집중된 지역이 주로 미국과 유럽 등 선진국이고, 용도 또한 상업용 부동산이 많다 보니 국내에서와 달리 주로 중순위 이하를 받치게 되는 경우가 많아 선순위 채권자가 자금 회수 절차에 돌입하면 손실을 인식해야하는 상황이라는 점이 문제다. 중소형 증권사들이 국내 PF에서 불리한 위치에 있는 것과 마찬가지로, 대형 증권사들은 해외 대체투자에서 불리한 위치에 있는 것이다.

[그림 1] 해외 부동산 투자 잔액



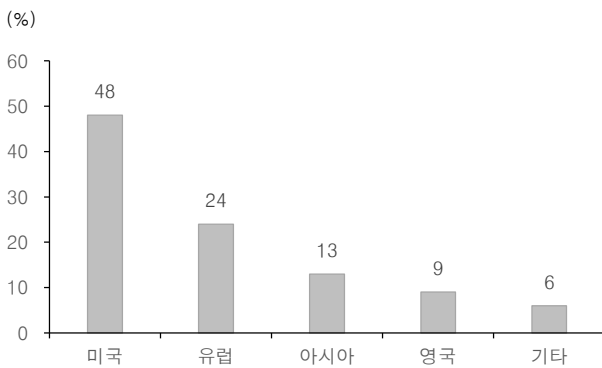
주: 1Q23 기준, 한국신용평가 평가 대상 증권사(28 개사) 합산 기준,
자료: 한국신용평가, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 자기자본 대비 비중



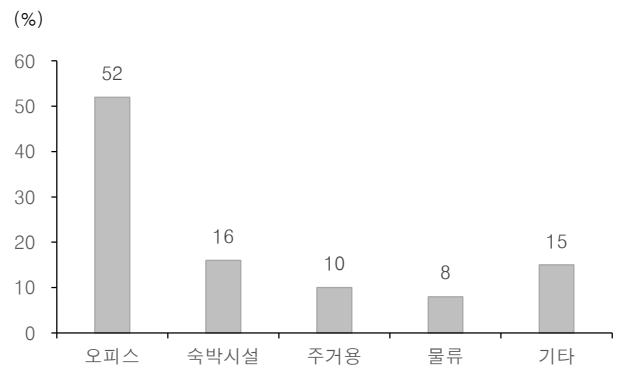
주: 1Q23 기준, 한국신용평가 평가 대상 증권사(28 개사) 합산 기준,
자료: 한국신용평가, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 해외 부동산 지역별 비중



주: 1Q23 기준, 한국신용평가 평가 대상 증권사(28 개사) 합산 기준,
자료: 한국신용평가, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 해외 부동산 용도별 비중

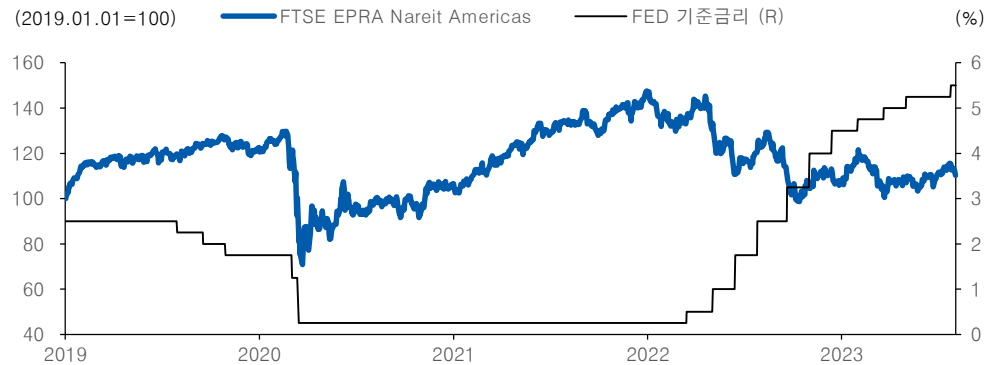


주: 1Q23 기준, 한국신용평가 평가 대상 증권사(28 개사) 합산 기준,
자료: 한국신용평가, 유안타증권 리서치센터

해외 상업용 부동산 가격 하락은 장기간 이어질 것

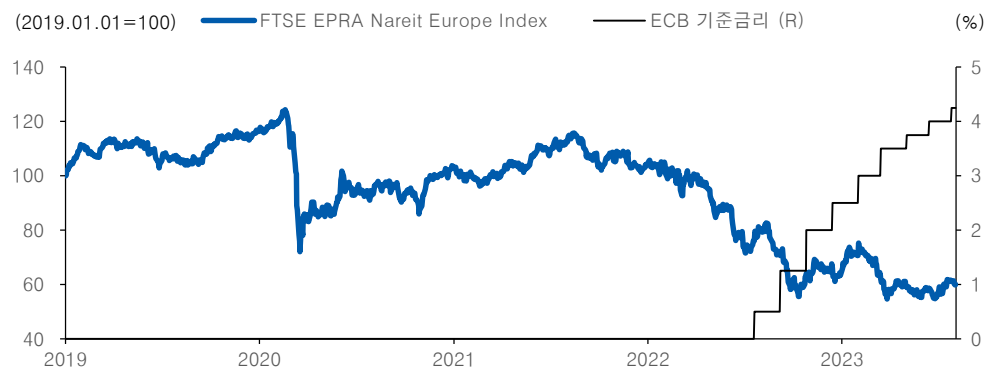
게다가 선순위 채권자들의 자금 회수를 촉발하게 한 해외 상업용 부동산 가격 하락이 한동안 이어질 전망이다. 이는 점도 우려 요인이다. 1) 경기가 둔화되면서 가격이 하락하는 중에 2) 물가 상승 압력이 높아져 기준금리의 급격한 인상이 이루어졌고, 3) 이로 인해 경기가 추가로 둔화되면서 4) 부동산 가격이 재차 하락하는 모습을 보였기 때문이다. 이제는 물가 상승 압력이 둔화되는 모습이 보이면서 추가 긴축에 대한 우려는 줄어들었으나 반대로 고금리 상황이 유지되면서 경기가 침체 국면으로 접어드는 상황이기 때문에 하락세가 끝날 때까지는 상당한 기간이 필요할 것으로 예상된다. 이는 곧 향후 대형 증권사를 중심으로 실적에 부정적인 영향이 장기간 반영될 수 있음을 시사한다.

[그림 5] FTSE EPRA Nareit Americas vs. FED 기준금리



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] FTSE EPRA Nareit Europe Index vs. ECB 기준금리



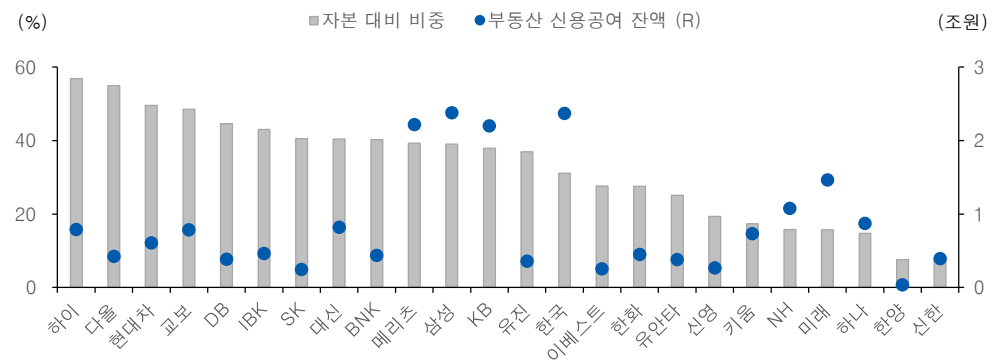
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2. PF 부실은 이제 시작 단계

채무보증 충당부채 적립은 대체로 저조

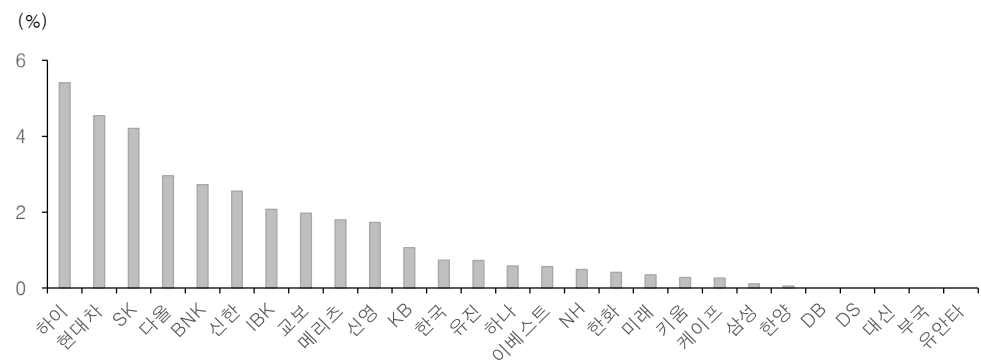
한편 국내는 부동산PF 부실을 우려해야하는 상황이다. 최근 새마을금고 부실에 대한 우려가 확산된 점도 작년부터 이어져오던 브릿지론 문제가 아직도 해결되지 않았음을 시사한다. 정부에서도 밝혔듯이 새마을금고 자체에 문제가 생길 가능성은 제한적이지만 새마을금고가 자금 회수를 위해 포지션을 청산하려 한다면 자본 대비 부동산 신용공여 비중이 높은 중소형사들은 또다시 급격한 유동성 위기를 맞을 가능성이 있다. 이는 곧 지금 당장은 대주단 협의체를 통해 브릿지론의 만기를 연장하면서 PF 시장이 현상을 유지하고 있으나 반대로 특정 차주의 상황이 전체 시장을 흔들 수 있는 위험도 잠재되어 있음을 의미한다. 그럼에도 채무보증에 대한 충당부채 적립률은 아직도 낮은데, 이는 손실이 확정되기 전에는 충당금을 전입하지 않아도 되는 채무보증의 특성에 기인하지만 그만큼 대비가 부족하다는 상황이라는 점도 의미한다.

[그림 7] 증권사별 자본 대비 부동산 신용공여 비중



주: 부동산 신용공여 잔액은 8월 4일 기준, 자본은 1Q23 기준, 자료: 금융통계정보시스템, 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 증권사별 채무보증 충당부채 적립률

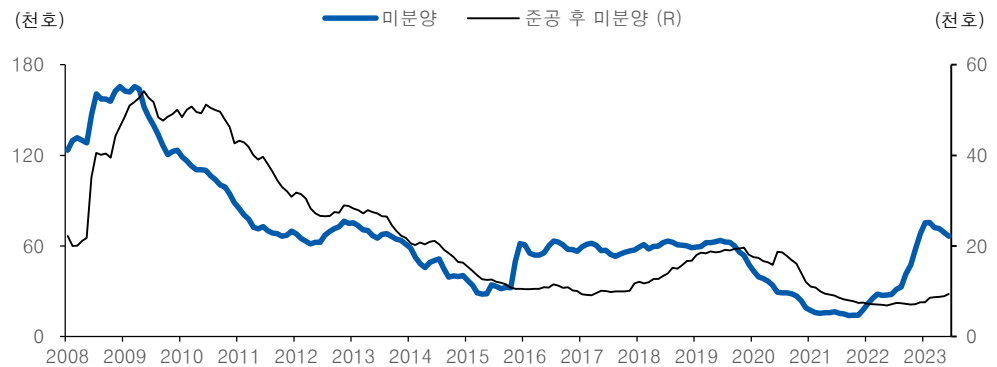


주: 1Q23 기준, 자료: 금융통계정보시스템, 유안타증권 리서치센터

장기적으로는 본 PF 부실화를 우려

게다가 이미 미분양이 한 차례 급등한 만큼 준공 후 미분양이 후행해서 상승하면 본PF 부실화 문제가 발생할 수도 있다. 이는 앞서 언급한 해외 대체투자와 같은 맥락으로, 준공이 완료된 후에도 미분양이 남아있는 사업장에 대해서 선순위 채권자가 자금 회수를 위해 경매에 돌입하면 중순위 이후 채권자들은 손실을 입는 결과로 이어진다. 게다가 브릿지론과 달리 본PF는 전체 PF 시장에서 차지하는 비중이 훨씬 높기 때문에 본PF 부실화는 증권업 전반에 분명한 부담으로 작용할 수 있는 문제다. 준공 후 미분양이 상승하지 않으려면 준공이 완료되는 시점에 분양에 대한 수요가 회복되어야 하는데, 국내도 해외와 마찬가지로 기준금리의 급격한 인상과 이에 따른 경기 둔화가 나타나는 상황이기 때문에 마냥 안심할 수는 없는 상황이라고 판단한다.

[그림 9] 미분양 vs. 준공 후 미분양



자료: 국토교통부, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 기준금리 vs. 시장금리



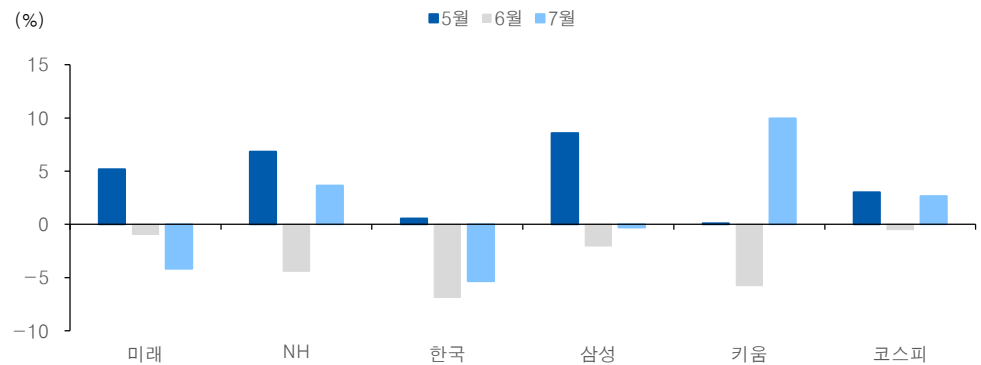
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

3. Monthly review

키움증권의 부활

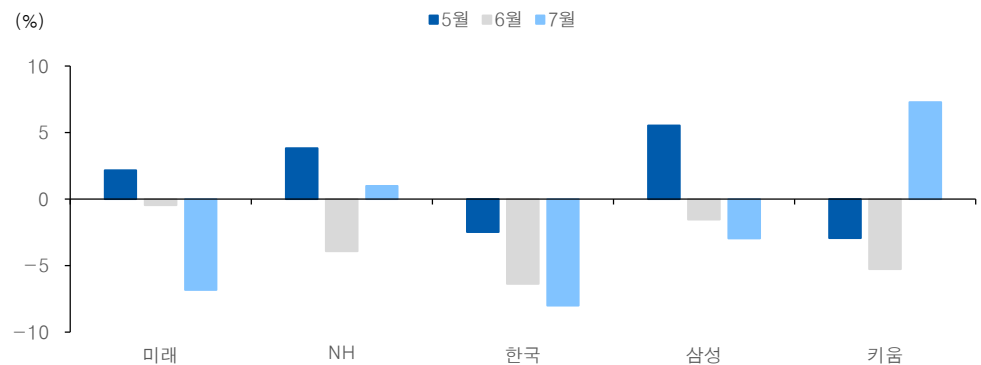
7월에는 2분기 내내 부진했던 키움증권은 가장 큰 폭으로 상승한 반면, 부동산 대체투자 익스포저가 많은 미래에셋증권과 PF 익스포저가 많은 한국금융지주는 부진한 모습을 보였다. 결국 해외 대체투자 손실과 새마을금고 이슈 등 부동산 관련 우려가 수면 위로 드러남에 따라 이런 모습이 나타난 것으로 판단한다. 당사는 지속적으로 키움증권에 대한 최선호 의견을 유지하는데, 1) 2분기 부진의 원인이었던 CFD 이슈는 일단락 되었고 2) 부동산 익스포저가 적으며 3) 향후 부동산 관련 문제 발생 시 한국은행에서 유동성을 완화할 경우 가장 크게 수혜를 받을 전망이기 때문이다.

[그림 11] 월별 주가수익률



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 코스피 대비 상대 주가수익률



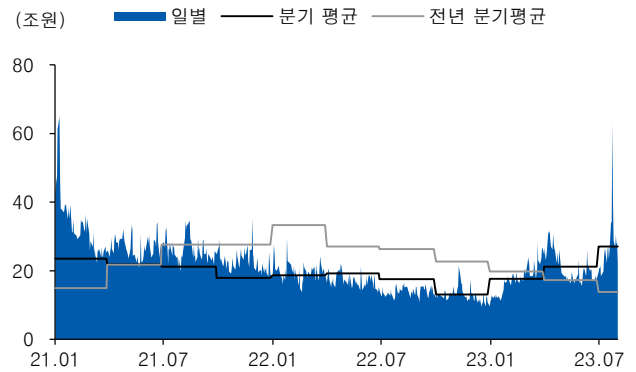
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 코스피 vs. 코스닥



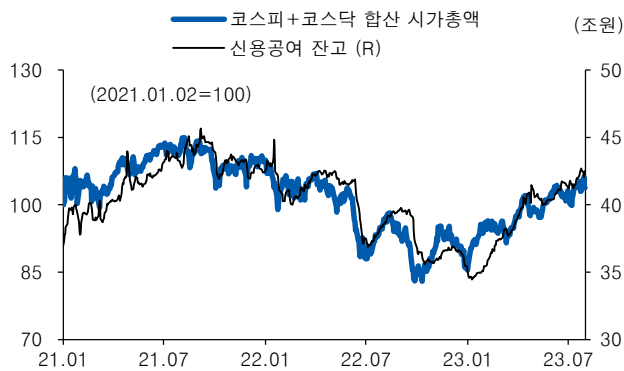
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 14] 일평균거래대금 추이



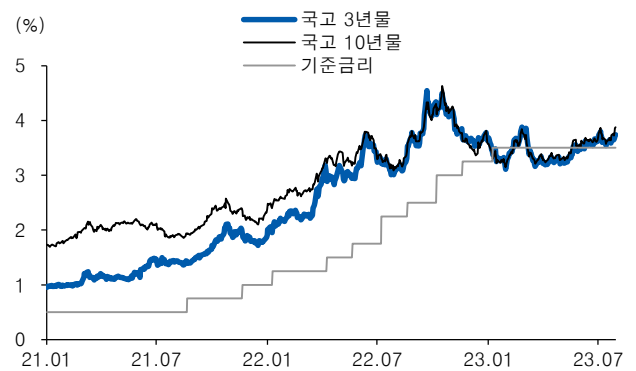
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 15] 신용공여 잔고 추이



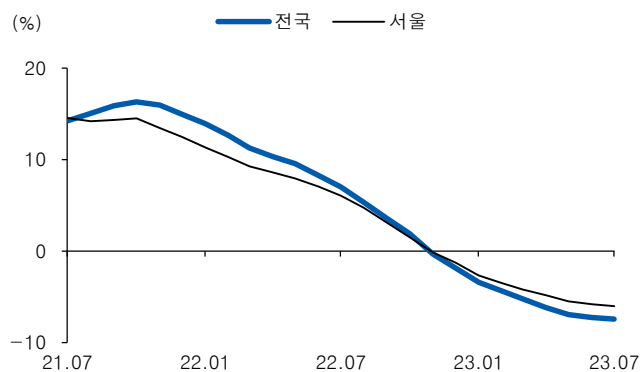
자료: 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 16] 시장금리 vs. 기준금리



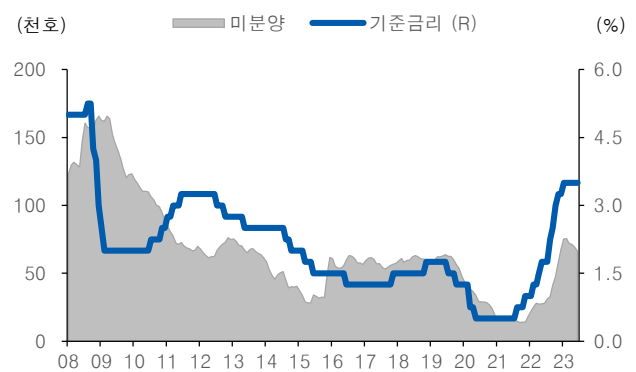
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 17] 주택 매매가 지수 YoY 증가율



자료: KB 부동산, 유안타증권 리서치센터

[그림 18] 미분양 주택 vs. 기준금리



자료: 국토교통부, 한국은행, 유안타증권 리서치센터

4. Valuation

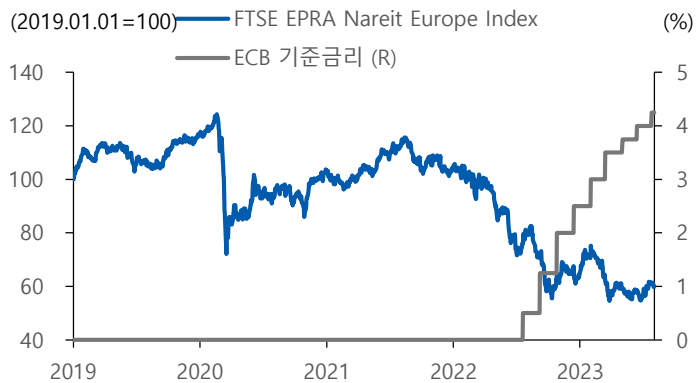
[표 1] Valuation table

(단위: 배, %, 원)

	미래	NH	한국	삼성	키움
목표주가	7,500	12,500	75,000	45,000	130,000
목표 PBR	0.40	0.57	0.52	0.60	0.70
목표 PER	4.8	7.2	5.9	7.2	5.5
PBR					
2022	0.41	0.50	0.38	0.53	0.62
2023E	0.38	0.47	0.35	0.49	0.55
2024E	0.37	0.45	0.33	0.46	0.51
PER					
2022	6.9	11.6	4.9	7.7	5.7
2023E	4.5	5.9	4.0	5.8	4.3
2024E	5.0	6.2	4.5	7.1	5.3
ROE					
2022	5.7	4.3	8.4	6.9	11.4
2023E	5.0	8.2	9.6	9.9	13.7
2024E	4.3	7.4	7.9	7.6	10.1
ROA					
2022	0.56	0.54	0.76	0.71	1.09
2023E	0.49	1.05	0.85	1.09	1.29
2024E	0.41	0.91	0.71	0.80	0.94
배당수익률					
2022	2.8	6.8	4.6	4.7	2.9
2023E	2.5	6.8	5.3	7.1	3.9
2024E	2.5	6.8	4.8	5.8	3.4
배당성향					
2022	15.6	76.4	19.0	35.8	14.7
2023E	15.2	38.1	18.3	36.2	14.8
2024E	16.8	40.0	18.3	35.9	16.1
주당배당금					
2022	200	700	2,300	1,700	3,000
2023E	180	700	2,700	2,600	4,000
2024E	180	700	2,400	2,100	3,500

주: 배당 지표는 보통주 기준, 자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

Key Chart

FTSE EPRA Nareit Europe Index
vs. ECB 기준금리

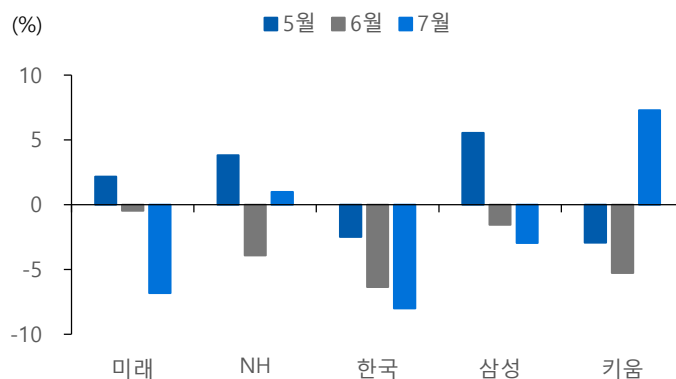
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미분양 vs. 준공 후 미분양



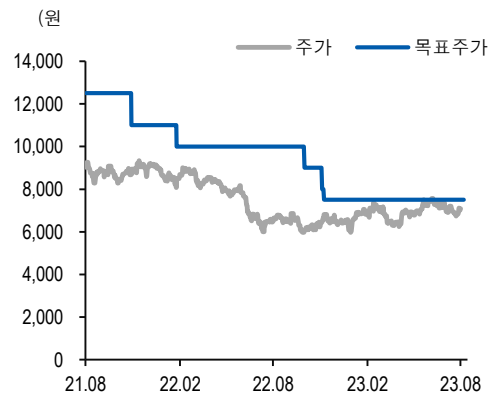
자료: 국토교통부, 유안타증권 리서치센터

코스피 대비 상대 주가수익률



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

미래에셋증권 (006800) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-08-07	HOLD	7,500	1년		
2023-02-03	HOLD	7,500	1년		
2022-11-11	BUY	7,500	1년	-12.14	-6.00
2022-11-07	BUY	8,000	1년	-17.79	-17.00
2022-10-04	BUY	9,000	1년	-30.66	-28.33
2022-01-28	BUY	10,000	1년	-25.20	-9.90
2021-11-01	BUY	11,000	1년	-19.61	-15.09
2020-12-07	BUY	12,500	1년	-24.27	-13.60

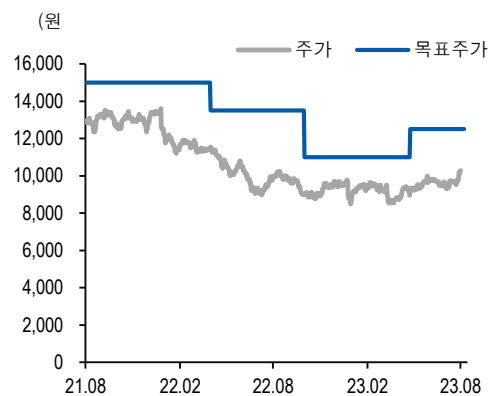
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

NH투자증권 (005940) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-08-07	BUY	12,500	1년		
2023-04-28	BUY	12,500	1년		
2022-10-04	BUY	11,000	1년	-16.24	-11.09
2022-04-04	BUY	13,500	1년	-26.01	-15.19
2021-06-07	BUY	15,000	1년	-16.21	-9.33

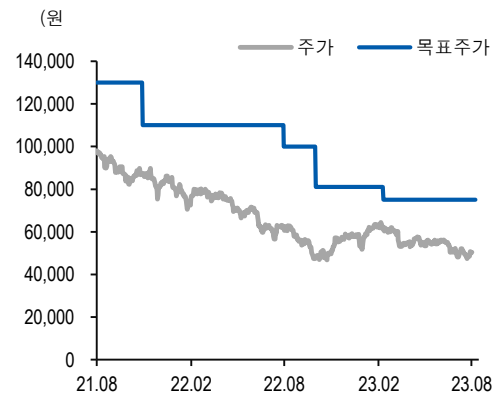
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

한국금융지주 (071050) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-08-07	BUY	75,000	1년		
2023-02-13	BUY	75,000	1년		
2022-10-04	BUY	81,000	1년	-30.69	-20.49
2022-08-03	BUY	100,000	1년	-43.26	-37.10
2021-11-01	BUY	110,000	1년	-32.30	-18.45
2021-03-08	BUY	130,000	1년	-25.30	-8.08

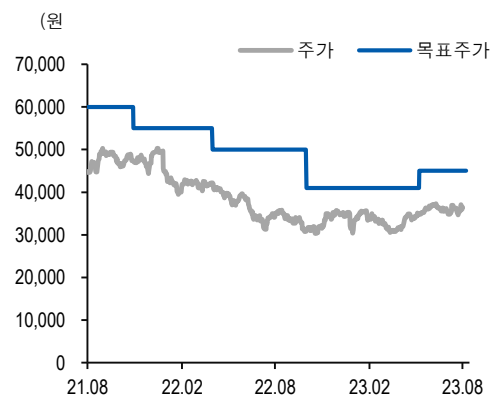
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

삼성증권 (016360) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-08-07	BUY	45,000	1년		
2023-05-12	BUY	45,000	1년		
2022-10-04	BUY	41,000	1년	-18.79	-12.80
2022-04-04	BUY	50,000	1년	-28.24	-16.30
2021-11-01	BUY	55,000	1년	-19.15	-8.55
2021-06-07	BUY	60,000	1년	-22.85	-16.17

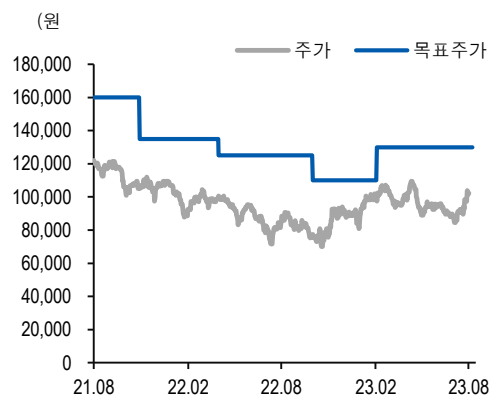
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

키움증권 (039490) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-08-07	BUY	130,000	1년		
2023-02-06	BUY	130,000	1년		
2022-10-04	BUY	110,000	1년	-20.16	-7.36
2022-04-04	BUY	125,000	1년	-30.53	-19.60
2021-11-01	BUY	135,000	1년	-24.54	-17.04
2020-12-07	BUY	160,000	1년	-20.74	1.25

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	91.4
Hold(중립)	8.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-08-03

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 발표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 정태준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.