



BUY(Maintain)

목표주가: 29,000원
주가(5/13): 23,450원
시가총액: 26,800억원

증권/보험

Analyst 김태현
02) 3787- 4904
thkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/13)		1,966.99pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	41,578원	17,050원
등락률	-43.60%	37.54%
수익률	절대	상대
1M	4.2%	5.0%
6M	20.6%	21.0%
1Y	-37.6%	-33.0%

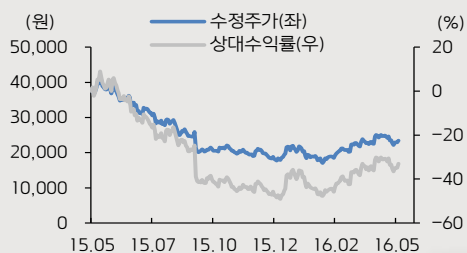
Company Data

발행주식수	114,286천주
일평균 거래량(3M)	678천주
외국인 지분율	11.12%
배당수익률(16E)	1.1%
BPS(16E)	30,834원
주요 주주	미래에셋캐피탈 37.07%
	국민연금 8.19%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
순영업수익	517	477	537	581
순수수료수익	223	246	231	253
순이자이익	287	271	322	325
상품운용이익	-34	-88	-73	-47
기타이익	40	49	57	50
판매비와관리비	318	328	335	353
영업이익	200	148	202	228
지배주주순이익	181	170	179	201
EPS(원)	4,380	2,190	1,572	1,768
PER(배)	4.9	10.7	14.9	13.3
BPS(원)	54,069	37,455	30,834	31,944
PBR(배)	0.4	0.6	0.8	0.7
영업이익률 (%)	49.7	47.4	44.6	46.6
판매비율(%)	61.4	68.9	62.4	60.8
ROE(%)	8.1	5.8	5.1	5.5
자산/자본(%)	962.6	823.2	845.4	889.5

Price Trend



실적 리뷰

미래에셋증권 (037620)

합병 이벤트가 단기 주가 흐름 좌우



미래에셋증권의 1분기 순이익은 400억원으로 당사 추정치에 부합했습니다. 시장 컨센서를 6% 하회하는 실적입니다. 지난 금요일 미래에셋대우증권과의 합병 결정을 공시한 가운데, 단기 주가흐름은 합병 이벤트에 의해 좌우될 예정입니다. 동사의 중장기 주가는 합병 후 시너지 효과 및 효율화 작업에 기인할 것이며, 지배구조 변화 불확실성은 아직 남아 있습니다.

>>> 1분기 순이익 400억원으로 컨센서스 6% 하회

미래에셋증권의 1분기 당기순이익은 400억원(-41.3%YoY, +1289.2%QoQ)로 당사추정치와 부합했다. 시장컨센서스를 소폭 하회하는 실적이다. 2~3월 금융시장이 안정화되면서 전분기비 상품운용수익이 안정화됐지만, 전년동기비 대비해선 전반적으로 시장 활력이 축소되며 순이익이 감소했다. 1분기 ELS 신규 발행잔고는 0.9조원으로 전년동기비 61% 감소했다. 동사의 ELS미상환잔고는 7.7조원으로 전분기 대비 2.7% 증가하며 증가속도가 다소 둔화됐다. 고객자산은 69조원으로 전분기 대비 4.4% 증가했고, HNW고객은 6.9만명으로 전분기 대비 소폭 감소했다. 동사가 적극적으로 추진하는 퇴직연금 사업부의 적립금은 4.5조원으로 전분기 대비 0.1조원 증가했다.

>>> 합병 이벤트가 단기 주가 흐름을 좌우

11일 미래에셋증권과 미래에셋대우증권은 합병결정을 공시했다. 존속법인을 미래에셋대우증권으로 11월 1일에 합병 예정(합병기일 기준)이다. 합병비율은 미래에셋대우증권 1주당 미래에셋증권 2.97주이다. 합병 후 미래에셋캐피탈(최대주주) 및 특수관계자 지분은 18.94%이며, 합병법인은 자사주 21.1%를 보유하게 된다. 합병 후 법인의 레버리지 비율이 900% 이상이고, 동사가 추구하는 비즈니스는 해외 IB및 모험자본 투자로 자본이 많이 소요되는 사업이라는 점을 감안하면, 자사주 활용 및 지배구조 변화 등의 추가 불확실성은 남아 있다.

단기적으로 미래에셋대우증권과 미래에셋증권의 합병비율이 정해진 가운데, 밸류에이션 차이를 활용한 차익거래가 예상된다. 주식매수청구권 최종 가격은 시장 가격의 영향을 받겠지만, 주가에 하방경직성을 제공해 줄 것이다.

>>> 투자의견 유지

미래에셋증권에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 29,000원을 유지한다. 금융당국의 대형증권사 육성 의지가 동사 투자심리에 긍정적으로 작용하는 가운데, 중장기 주가는 합병 후 효율화와 시너지 효과에 달려 있다.

미래에셋증권 1Q16P 실적 Review (단위: 십억원, %, %p)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	%YoY	%QoQ	당사추정치	시장컨센서스
순영업수익	155	146	101	76	127	-18.0	67.8	132	
순수수료수익	59	66	66	55	52	-12.1	-6.3	57	
수수료수익	70	79	81	66	64	-8.4	-3.0	68	
수탁수수료	26	35	33	26	24	-6.8	-4.4	24	
금융상품판매수수료	28	31	28	26	26	-7.9	-2.4	27	
IB 관련수수료	9	4	10	7	6	-33.8	-14.5	8	
기타수수료수익	7	10	10	7	8	14.2	10.0	9	
(수수료 비용)	11	14	15	11	12	11.0	13.5	11	
상품운용관련손익	20	15	-57	-66	-14	적전	적유	-15	
순이자이익	64	52	75	80	73	13.6	-8.2	83	
기타영업이익	11	13	17	7	17	43.7	148.7	7	
판매비와 관리비	82	82	77	87	78	-4.8	-10.1	87	
영업이익	72	64	24	-12	48	-33.0	흑전	45	
세전이익	91	69	63	4	53	-41.8	1370.9	53	
자배주주순이익	68	55	44	3	40	-41.3	1289.2	40	43

자료: 미래에셋증권, 키움증권

미래에셋증권과 미래에셋대우증권 합병 관련 지표

구분	미래에셋대우증권	미래에셋증권	합병법인
발행주식수(천주)			
보통주	326,701	114,292	666,149
자사주	3,799	565	
우선주	14,076		
자사주	1,796		
합병비용	1.00	2.97	
미래에셋그룹 지분율(%)			
미래에셋캐피탈		36.23	18.5
미래에셋컨설팅		0.31	0.2
미래에셋증권	43.00		21.1
자산(십억원, 별도기준, 15년말)	34,547	27,992	60,681
부채	30,227	24,561	54,788
자본총계	4,320	3,431	5,893
BPS(원/주)	13,223	30,020	8,847
현주가	8,100	23,450	
PBR(배)	0.6	0.8	0.9
당기순이익(십억원, FY15, 별도)	286	170	456
ROE(%)	6.6	4.9	7.7

자료: 금감원, 키움증권

미래에셋대우증권과 미래에셋증권의 합병 일정

구분	일자
합병계약일	2016년 5월 13일
주주확정기준일	2016년 9월 30일
주주명부폐쇄기간	2016년 10월 4일~10월 6일
합병반대의사통지접수기간	2016년 9월 21일~10월 19일
주주총회예정일자	2016년 10월 20일
주식매수청구권행사기간	2016년 10월 20일~10월 31일(매수예정가격 27,372원)
채권자이의제출기간	2016년 10월20일~10월 31일
합병기일	2016년 11월 1일
종료보고총회일	2016년 11월 1일
합병등기예정일자	2016년 11월 2일
신주권교부예정일	2016년 11월 25일
신주의 상장 예정일	2016년 11월 26일

자료: 금감원, 키움증권

연결 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16E	FY17E
현금과 예치금	2,409	778	1,530	1,651	1,844
유가증권	12,211	16,595	21,707	22,963	25,108
파생상품자산	390	583	438	455	498
대출채권	1,164	1,336	1,395	1,490	1,631
유형자산	12	9	11	11	12
기타자산	3,893	3,370	3,336	3,229	3,223
자산총계	20,079	22,672	28,416	30,103	32,954
예수부채	657	728	945	972	1,001
차입부채	13,327	15,177	19,311	21,183	23,790
파생상품부채	473	937	1,224	886	960
기타부채	3,511	3,144	3,200	3,202	3,202
부채총계	17,968	20,316	24,964	26,543	29,254
자배주주지분	2,089	2,331	3,429	3,535	3,674
자본금	209	209	571	571	571
자본잉여금	852	852	1,448	1,450	1,450
자본조정	-60	-57	-57	-57	-57
이익잉여금	1,077	1,243	1,398	1,502	1,642
기타포괄손익	10	84	68	68	68
비지배지분	23	24	23	26	30
자본총계	2,111	2,355	3,452	3,561	3,705

별도 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16E	FY17E
현금과 예치금	2,746	1,097	1,896	2,010	2,203
유가증권	11,987	16,336	21,070	22,339	24,484
파생상품자산	373	575	428	454	498
대출채권	1,077	1,291	1,370	1,452	1,592
유형자산	10	8	10	10	11
기타자산	3,202	2,886	2,902	2,902	2,902
자산총계	19,512	22,090	27,992	29,677	32,528
예수부채	656	725	938	966	995
차입부채	13,014	15,177	19,488	21,372	23,980
파생상품부채	465	944	1,233	898	972
기타부채	3,202	2,886	2,902	2,902	2,902
부채총계	17,338	19,733	24,561	26,139	28,850
자본금	209	209	571	571	571
자본잉여금	845	845	1,447	1,447	1,447
자본조정	-53	-50	-50	-50	-50
이익잉여금	1,115	1,250	1,379	1,486	1,626
기타포괄손익	56	102	83	83	83
자본총계	2,174	2,357	3,431	3,538	3,678

연결 손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16E	FY17E
순영업수익	292	517	477	537	581
순수수료손익	167	223	246	231	253
순이자이익	214	287	271	322	325
상품운용이익	-117	-34	-88	-73	-47
기타이익	27	40	49	57	50
판매비와관리비	221	318	328	335	353
영업이익	71	200	148	202	228
영업외이익	24	57	78	38	43
세전이익	95	257	226	240	271
법인세비용	24	75	51	58	66
당기순이익	71	182	175	182	205
자배주주순이익(연결순이익)	69	181	170	179	201
비지배주주순이익	2	1	5	3	4

별도 손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16E	FY17E
순영업수익	297	511	454	501	537
순수수료수익	158	224	249	237	253
수수료수익	181	252	294	282	302
수탁수수료	65	83	116	100	108
금융상품판매수수료	99	137	131	134	145
IB관련수수료	7	7	10	10	11
기타수수료 수익	11	25	37	37	37
(수수료 비용)	23	28	46	45	49
상품운용관련손익	-110	-49	-182	-145	-120
순이자이익	216	279	311	344	336
기타영업이익	34	56	77	65	68
판매비와 관리비	197	295	302	311	320
영업이익	100	216	152	190	217
영업외손익	-9	1	35	5	5
법인세 차감전 계속사업이익	92	217	188	194	221
법인세 비용	23	65	42	47	54
당기순이익	68	149	143	147	168

Valuation 지표 및 재무비율

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16E	FY17E
EPS	2,222	4,380	2,190	1,572	1,768
BPS	51,167	54,069	37,455	30,834	31,944
DPS	350	100	350	247	244
PER	17.3	4.9	10.7	14.9	13.3
PBR	0.8	0.4	0.6	0.8	0.7
ROA	0.5	0.8	0.7	0.6	0.6
ROE	4.3	8.1	5.8	5.1	5.5
영업이익률	32.5	49.7	47.4	44.6	46.6
판매비용(판매비/순영업수익)	75.8	61.4	68.9	62.4	60.8
자산/자본	951.1	962.6	823.2	845.4	889.5

수익기여도(별도기준)

(단위: %)

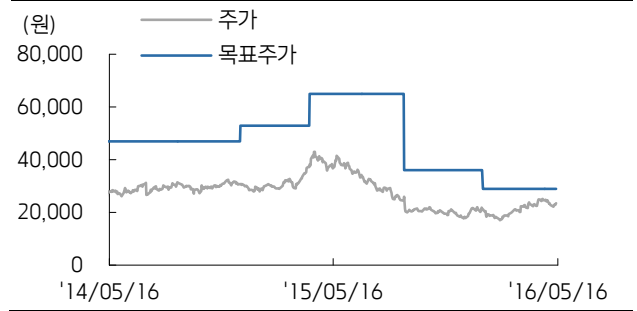
12월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16E	FY17E
위탁매매	14.0	10.8	15.6	11.0	11.1
자산관리	33.3	26.9	28.9	26.7	27.1
IB+기타	17.5	17.2	27.1	22.5	21.5
이자손익	72.8	54.7	68.4	68.7	62.6
상품운용손익	-37.2	-9.6	-40.1	-29.0	-22.3

- 당사는 5월 13일 현재 '037620' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
미래에셋증권(037620)	2014/01/14	BUY(Maintain)	47,000원
	2014/12/16	Marketperform(Reinitiate)	53,000원
	2015/04/08	BUY(Upgrade)	65,000원
담당자 변경	2015/05/19	BUY(Maintain)	65,000원
	2015/09/09	Marketperform(Downgrade)	36,000원
	2016/01/15	BUY(Upgrade)	29,000원
	2016/03/31	BUY(Maintain)	29,000원
	2016/04/18	BUY(Maintain))	29,000원
	2016/05/16	BUY(Maintain))	29,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%