

미래에셋대우(006800)

트레이딩 부진이 기대치 하회로 연결

순이익 739억원으로 컨센서스 43% 하회
 트레이딩과 이자손익이 기대에 크게 못 미침
 브로커리지와 트레이딩 불확실성이 높아져 투자의견 중립으로 하향

Facts : 순이익 739억원으로 컨센서스 43% 하회

3분기 지배순이익은 739억원으로 우리 추정치와 컨센서스를 각각 36%, 43% 하회했다. 전분기대비로는 53% 감익한 수치다. IB는 예상보다 선방했으나 트레이딩과 이자손익이 크게 부진했다. 우선 브로커리지 부문은 924억원으로 전분기대비 29% 감소했다. 시장 거래대금이 33% 감소했는데 해외주식 수수료가 안정적으로 유지되면서 다소 감소폭이 완화됐다. 자산관리 부문은 499억원으로 전분기대비 16% 감소했다. 홍콩증시 하락으로 파생결합증권 발행액이 2.1조원으로 전분기 4.0조원 대비 감소하면서 ELS/DLS 판매수수료 부문이 부진했다. 다만 동 판매수수료를 제외한 자산관리 부문은 타사와 비슷하게 전분기대비 7% 감소했다.

Pros & cons : 전반적으로 전분기대비 감익

IB는 816억원으로 전분기대비 19% 감소했다. 2분기에 ING생명 리파이낸싱, 알파돔씨티 PF 등 대형 딜이 워낙 많아 기저효과가 컸기 때문이다. 실제로 IB 부문은 전년동기대비로는 3% 증가한 무난한 실적이었다. 실적악화의 주요인인 트레이딩은 3분기 150억원에 그쳐 전분기대비 653억원 감소했다. 금리하락으로 채권운용 실적은 양호했지만, ELS 조기상환 감소로 파생운용이 부진했고(100~200억원 감소효과 추정), 분배금도 360억원으로 전분기대비 37억원 감소했다. 하지만 제일 큰 요인은 중국 관련 펀드 및 주식에서 평가손실이 발생하면서 트레이딩 내 PI 투자 부문의 수익이 감소한 것이다. 한편 3분기 이자손익은 921억원으로 전분기 대비 24% 감소했는데, 신용공여 및 기업여신은 꾸준한 가운데 계절성으로 인해 배당금이 177억원에 불과해 전분기대비 282억원 감소했기 때문이다.

Action : 투자의견을 중립으로 하향

투자의견을 중립으로 하향한다. 현재 PBR은 0.58배인 가운데 내년 ROE를 기준 6.1%에서 5.4%로 하향조정함으로 인해 주가 상승여력이 제한될 것으로 보기 때문이다. IB 성장세는 계속되는 것은 고무적이거나, 국내외 시장약세 흐름이 반전되지 않는 이상 이번 분기 실적악화의 주요인인 브로커리지와 트레이딩이 단기간에 개선되기는 어렵다.

하회 부합 상회

순이익의 컨센서스 대비를 의미

중립(하향)

Stock Data

KOSPI(11/14)	2,068
주가(11/14)	6,840
시가총액(십억원)	4,503
발행주식수(백만)	658
52주 최고/최저(원)	11,400/6,410
일평균거래대금(6개월, 백만원)	16,079
유동주식비율/외국인지분율(%)	63.9/12.9
주요주주(%)	미래에셋캐피탈 외 31 인 19.12
	국민연금 9.99

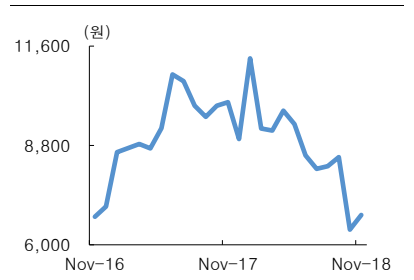
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	10.1	9.6	10.5
PBR(x)	0.7	0.6	0.6
ROE(%)	7.2	6.2	5.4
DY(%)	2.4	3.2	3.2
EPS(원)	889	711	651
BPS(원)	13,002	11,879	12,310

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.5)	(32.9)	(30.4)
KOSPI 대비(%p)	(0.1)	(16.5)	(12.2)

주가추이



자료: FnGuide

백두산

doosan@truefriend.com

<표 1> 3분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
순수익	446	430	491	507	369	(27.2)	(17.1)	465
판매관리비	277	290	277	294	271	(8.1)	(2.2)	278
판매비용률(%)	62	67	56	58	73	-	-	60
영업이익	169	141	215	213	99	(53.6)	(41.5)	175
당기순이익	134	97	199	156	74	(52.5)	(45.0)	131

자료: 미래에셋대우, 한국투자증권

<표 2> 3분기 실적 및 전망 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	FY17		FY18(변경 전)		FY18(변경 후)					3Q18 리뷰			FY19F
	3Q	연간	3QF	연간	1Q	2Q	3QP	4QF	연간	기존대비	YoY	QoQ	연간
순영업이익	446	1,712	416	1,845	491	507	369	365	1,733	(11.2)	(17.1)	(27.2)	1,706
순수수료이익	192	734	195	924	252	280	217	203	953	11.5	13.1	(22.4)	804
브로커리지	98	385	99	515	168	152	111	108	539	12.4	13.9	(27.0)	427
자산관리	40	152	43	173	43	46	48	42	177	10.9	17.8	4.4	169
인수주선, M&A	30	85	22	102	18	33	32	23	106	46.0	7.8	(0.9)	87
기타	24	112	31	135	23	50	26	31	130	(15.1)	8.3	(47.0)	120
순이자이익	159	571	153	601	135	157	151	155	598	(1.3)	(4.9)	(3.9)	662
운용 및 기타	95	406	69	320	103	70	1	7	182	(98.0)	(98.6)	(98.1)	240
판매관리비	277	1,084	258	1,104	277	294	271	273	1,115	5.1	(2.2)	(8.1)	1,094
인건비	168	647	146	644	166	177	160	153	657	9.9	(4.7)	(9.8)	627
영업이익	169	628	159	741	215	213	99	91	618	(37.7)	(41.5)	(53.6)	612
영업외순이익	6	37	2	12	2	6	7	5	20	272.7	24.0	18.3	33
세전이익	175	665	161	753	216	219	106	96	638	(33.8)	(39.2)	(51.6)	645
당기순이익	134	505	116	588	201	157	76	70	505	(34.3)	(43.1)	(51.3)	471
지배순이익	134	503	115	583	199	156	74	68	497	(35.9)	(45.0)	(52.5)	455
대차대조표													
총자산	81,507	90,627	106,832	108,435	94,932	102,400	107,436	120,152	120,152	0.6	31.8	4.9	128,286
유가증권	37,018	35,235	35,592	35,932	36,236	36,568	35,978	42,791	42,791	1.1	(2.8)	(1.6)	45,417
총부채	74,174	83,242	98,466	99,955	86,851	94,146	99,167	111,821	111,821	0.7	33.7	5.3	119,653
자기자본	7,332	7,385	8,366	8,479	8,081	8,254	8,269	8,331	8,331	(1.2)	12.8	0.2	8,633
지배자기자본	7,303	7,357	8,333	8,446	8,052	8,218	8,230	8,298	8,298	(1.2)	12.7	0.1	8,599
주요지표(KIS 기준)													
주식 약정대금	133,133	550,116	140,865	717,173	224,231	214,163	140,865	137,913	717,173	0.0	5.8	(34.2)	547,971
판매비용률(%)	62.1	63.3	61.9	59.8	56.3	58.0	73.3	74.9	64.3	11.4	11.1	15.2	64.1
ROE(%)	7.3	7.2	5.5	7.2	10.5	7.7	3.6	3.3	6.2	(2.0)	(3.8)	(4.1)	5.4
ROA(%)	0.70	0.70	0.44	0.58	0.87	0.63	0.28	0.24	0.48	(0.16)	(0.43)	(0.35)	0.37
레버리지비율(배)	10.4	10.2	12.6	12.5	12.0	12.1	12.8	13.8	12.8	0.1	2.3	0.6	14.8

자료: 미래에셋대우, 한국투자증권

<표 3> 미래에셋대우 분기 순영업이익

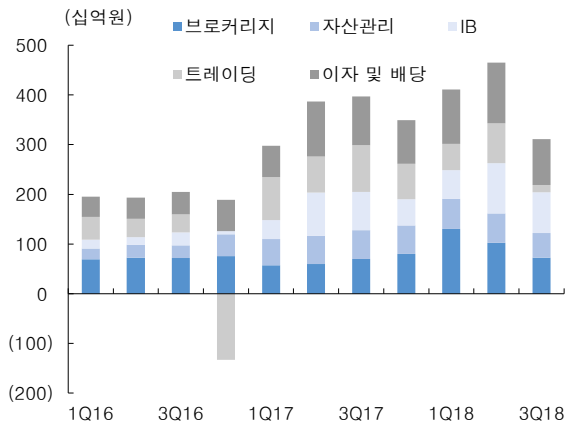
(단위: 십억원)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
순영업이익	170	196	194	205	56	298	387	397	373	411	465	311
위탁매매	76	75	76	76	83	83	101	98	118	153	131	92
자산관리	21	21	27	26	44	53	56	58	57	60	59	50
투자금융	21	18	15	26	6	38	88	77	53	58	101	82
트레이딩	(2)	46	37	36	(133)	87	72	94	71	53	80	15
이자 및 배당	63	41	43	46	63	63	111	98	89	110	122	92
수수료 비용 등	(10)	(6)	(4)	(4)	(7)	(26)	(41)	(28)	(16)	(22)	(28)	(20)

주: ~3Q16 (구)대우증권 연결기준, 4Q16 합병 연결기준, 1Q17~ 합병 별도기준

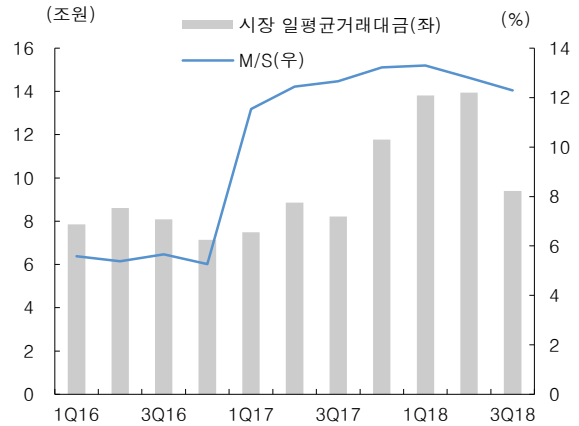
자료: 미래에셋대우, 한국투자증권

[그림 1] 운영업수익 구성



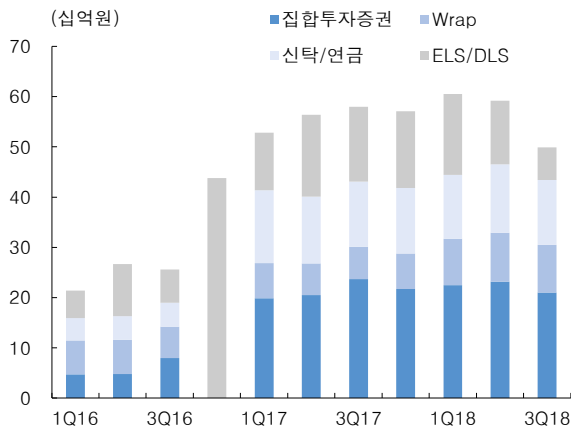
주: 1. 브로커리지는 수수료비용 등 차감기준
 2. ~3Q16 (구)대우증권 연결기준, 4Q16 합병 연결기준, 1Q17~ 합병 별도기준
 자료: 미래에셋대우, 한국투자증권

[그림 2] 시장 일평균거래대금 및 약정점유율



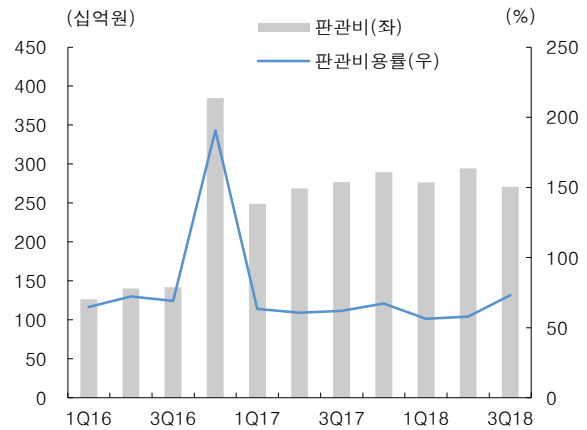
주: 유가증권, 코스닥 합산기준(ETF 제외)
 자료: 미래에셋대우, 한국투자증권

[그림 3] WM 수익



주: ~3Q16 (구)대우증권 연결기준, 4Q16 합병 연결기준, 1Q17~ 합병 별도기준
 자료: 미래에셋대우, 한국투자증권

[그림 4] 판관비 및 판관비용률



주: ~3Q16 (구)대우증권 연결기준, 4Q16~ 합병 연결기준
 자료: 미래에셋대우, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

미래에셋대우의 전신인 대우증권은 1970년 설립됐으며, 증권의 투자매매업·투자중개업, 장내파생상품의 투자매매업·투자중개업, 투자자문업, 투자일임업 등을 영위하는 금융투자업자. 2000년 산업은행이 대주주로 있다가 2016년 미래에셋 그룹이 인수했으며, 이후 미래에셋증권과 합병.

- 브로커리지: 주식, 선물, 옵션 관련 위탁거래를 중개하는 사업부문
- IB: Investment Bank의 약자. 주로 직접금융 시장에서 효율적 자금중개를 수행하는 투자은행을 가리킴
- ECM: Equity Capital Market의 약자. IPO, 유상증자 등 주식 관련 IB 업무
- DCM: Debt Capital Market의 약자. 채권 관련 IB 업무
- WM: Wealth Management의 약자. 자산관리(AM, Asset Management)와 혼용해서 쓰임
- S&T: Sales & Trading의 약자. 자기자금 및 타인자금을 활용한 ELS, 프랍 등 다양한 트레이딩 업무를 포괄
- 발행어음: 증권사가 자기신용으로 발행하는 1년 이내 단기어음. 주로 기업금융을 수행하기 위한 자금조달 수단
- PI: Principal Investment의 약자. 자기자본의 직접투자

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
총자산	57,268	90,627	120,152	128,286	138,222
현금 및 예치금	8,322	8,826	11,581	12,404	13,294
유가증권	38,744	35,235	42,791	45,417	48,026
대출채권	4,422	35,745	47,807	50,725	55,171
관계기업투자	415	673	776	776	776
유형자산	348	199	225	225	225
기타자산	5,017	9,949	16,972	18,740	20,730
총부채	50,602	83,242	111,821	119,653	129,245
예수부채	4,125	5,119	6,297	6,813	8,639
당기손익인식금융부채	19,996	16,112	17,577	18,516	19,176
차입부채	21,673	52,476	66,137	70,196	74,503
기타부채	4,809	9,535	21,809	24,128	26,926
자기자본	6,666	7,385	8,331	8,633	8,977
지배주주지분	6,639	7,357	8,298	8,599	8,942
자본금	3,402	3,402	4,102	4,102	4,102
자본잉여금	1,813	2,165	2,154	2,154	2,154
자본조정	(103)	(8)	(7)	(7)	(7)
기타포괄손익누계액	129	(77)	(241)	(241)	(241)
이익잉여금	1,398	1,875	2,290	2,591	2,934

주요 재무지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업 기초여건					
임직원수(명)	4,818	4,659	4,571	4,571	4,571
주식 약정대금	2,132,605	5,501,156	7,171,726	5,479,711	5,380,923
예수유가증권	1,756,853	1,861,245	1,864,782	1,940,499	2,019,291
채무보증	22,204	33,026	34,237	35,395	36,806
자본적정성					
NCR(%)	2,391	2,385	1,384	1,399	1,387
단순 레버리지(배)	8.6	12.3	14.4	14.9	15.4
실질 레버리지(배)	8.0	11.7	14.4	14.9	15.4
성장성(%)					
총자산 증가율	64.4	58.3	32.6	6.8	7.7
자기자본 증가율	51.4	10.8	12.8	3.6	4.0
순영업수익 증가율	(20.8)	115.1	1.2	(1.5)	6.0
당기순이익 증가율	(86.9)	1,180.7	(1.3)	(8.5)	9.2

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

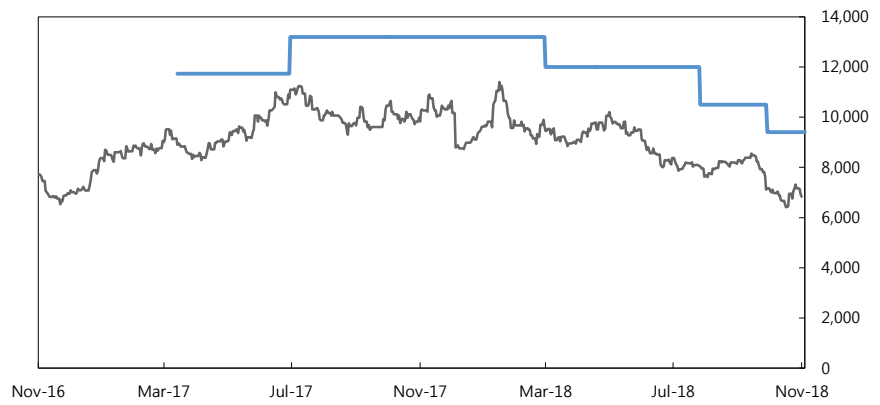
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
순영업수익	796	1,712	1,733	1,706	1,809
순수수료이익	544	734	953	804	814
브로커리지 수수료	283	385	539	427	417
자산관리 수수료	154	152	177	169	176
인수주선, M&A 수수료	36	85	106	87	91
기타 수수료	71	112	130	120	130
순이자이익	543	571	598	662	729
운용 및 기타	(291)	406	182	240	266
판매관리비	793	1,084	1,115	1,094	1,150
인건비	460	647	657	627	674
기타 판매비	333	437	458	467	476
영업이익	3	628	618	612	659
영업외이익	18	37	20	33	46
법인세비용차감전계속사업이익	21	665	638	645	704
법인세비용	5	160	133	174	190
계속사업이익	16	505	505	471	514
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	16	505	505	471	514
지배주주지분 당기순이익	39	503	497	455	497

Valuation

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당 지표(원)					
BPS	12,821	13,002	11,879	12,310	12,800
EPS	76	889	711	651	711
DPS	50	220	220	220	220
주가 지표(배)					
PBR	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5
PER	93.1	10.1	9.6	10.5	9.6
배당수익률(%)	0.7	2.4	3.2	3.2	3.2
배당성장률(%)	64.6	24.3	24.3	26.5	24.3
수익성(%)					
ROE	0.8	7.2	6.2	5.4	5.7
ROA	0.10	0.70	0.48	0.37	0.37
위탁수수료율(bp)	13.3	7.0	7.5	7.8	7.8
판매비용률	99.6	63.3	64.3	64.1	63.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
미래에셋대우 (006800)	2015.12.28	중립	-	-	-
	2016.12.28	1년경과	-	-	-
	2017.03.27	매수	11,731원	-19.8	-6.2
	2017.07.13	매수	13,198원	-24.1	-13.6
	2018.03.14	매수	12,000원	-25.2	-15.0
	2018.08.09	매수	10,500원	-23.2	-18.6
	2018.10.12	매수	9,400원	-26.7	-22.1
	2018.11.14	중립	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 11월 14일 현재 미래에셋대우 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 미래에셋대우 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.