

미래에셋대우 (006800)

트레이딩 손익 개선과 효율성 향상 작업 진행

1Q19 Review: 순이익 1,670억으로 컨센서스 상회

1분기 순이익은 1,670억원(+518% (QoQ)), -16% (YoY)로 컨센서스를 17% 상회했다. 시장 환경 개선에 힘입어 트레이딩 손익이 1,237억원(+619% (QoQ))로 증가한 효과가 컸다. 분배금과 배당금 수익이 746억원(+23% (QoQ))로 늘었고, 이를 제외한 트레이딩 손익이 491억원(vs. 4Q18 -433억원)으로 크게 개선되었다. 우호적인 시장 환경 속에서 채권운용 및 주식형 자산의 평가이익이 늘었다. IB 수익도 1,093억원(+2% (QoQ))로 양호했는데, 수수료수익과 기업여신수익이 각각 829억원(-2%), 264억원(+15%)였다. 개별 수수료 수익은 인수주선이 377억원(+12% (QoQ)), PF/자문 227억원(+71%), 채무보증 170억원(-31%)였다. 이번 분기에도 쌍용양회 리파이낸싱 인수금융(딜 규모 1.4조원), 뉴욕 타임스퀘어 개발사업 선순위대출(1.2조원) 등 대형 딜들이 진행된 효과이다. 해외법인의 세전이익도 428억원(+293% (QoQ))로 양호했다. 홍콩/LA 등 IB를 주력으로 하는 법인들의 세전이익이 292억원(+1,847%)으로 늘었고, BK 수수료 기반의 브라질/인도네시아/베트남 법인도 116억원(+38% (QoQ))로 양호했다. 일회성 요인으로는 희망퇴직 비용과 임금피크제 도입 관련 충당금 등으로 810억원이 판관비에 그리고, 미래에셋생명 주식 열가매수차익 660억원이 영업외이익에 반영되었다.

비용 효율화와 안정적인 IB 수익 창출능력

수익성 향상 작업들이 진행되고 있다. 1Q18 162개였던 지점 수는 통합 과정을 거쳐 1Q19 111개로 줄었고, 2분기에는 100개 이하로 낮아질 것으로 추정된다. 희망퇴직 등으로 인력도 4,295명(-6% (QoQ))로 변동되며 2분기부터 인건비 부담 축소에 이어질 전망이다. 늘어난 자본을 기반으로 4개 분기 연속 1,000억원 이상의 IB 수익이 안정적으로 창출되고 있고, 해외법인의 세전이익 비중이 20%까지 상승한 점 등은 ROE 향상의 가능성을 보여준다. 기업여신 잔고의 부침에도 관련 수익은 우상향 추세를 유지하는 점 역시 딜 소싱 경쟁력을 보여주는 사례로 생각된다. 투자자산들이 늘어나며 배당금 및 분배금 수익이 분기 평균 700억원 수준까지 올라온 점도 긍정적이다. 물론 지분 투자 확대 등이 트레이딩 및 전체 실적 변동성 확대 요소로도 작용하고 있지만, 수익성 향상을 위한 리스크 테이킹 과정으로 이해된다. 시장 상황이 악화되었을 때 손실 폭을 최소화하는 능력에 대한 검증이 더 중요할 것이다.

IB 수익 증가 추세 유지와 리스크 관리 능력이 중요할 것

1분기 이후 높아진 메크로 변수의 불확실성은 실적의 시황 의존도가 높은 미래에셋대우에게 우호적인 환경은 아니다. 다만, 현재 PBR은 0.47배에 불과하고, 비용 효율화 등 수익성 향상 작업들이 진행되고 있다. IB 수익 증가 추세 유지와 트레이딩 손익 리스크 관리 능력이 향후 실적과 주가의 방향성을 결정할 것으로 예상된다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 9,000원 | CP(5월 13일): 7,260원

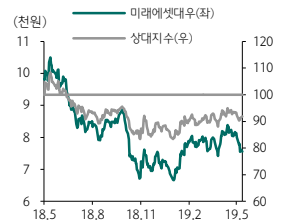
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,079.01
52주 최고/최저(원)	10,200/6,360
시가총액(십억원)	4,779.4
시가총액비중(%)	0.40
발행주식수(천주)	658,316.4
60일 평균 거래량(천주)	1,539.7
60일 평균 거래대금(십억원)	11.7
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	14.56
주요주주 지분율(%)	
미래에셋캐피탈 외 31인	19.56
국민연금	9.20
주가상승률	1M 6M 12M
절대	14.7 (8.2) (32.5)
상대	6.1 (4.6) (21.5)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)		14,049.1
영업이익(십억원)		652.8
순이익(십억원)		525.7
EPS(원)		660
BPS(원)		12,440

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018F	2019F	2020F	2021F
순영업수익	십억원	1,720.9	1,627.5	1,631.4	1,652.4	1,723.0
영업이익	십억원	627.8	511.6	434.7	506.1	537.7
순이익	십억원	503.2	455.8	580.5	646.9	680.9
EPS	십억원	889	806	1,026	1,143	1,203
증감률	%	1,072	(9)	27	11	5
PER	배	10.3	9.0	7.1	6.3	6.0
PBR	배	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
ROE	%	7.2	5.8	6.8	7.1	7.0
BPS	원	13,002	14,692	15,497	16,634	17,830
DPS	원	220	220	240	250	260



Analyst 신동하
02-3771-7794
asdfhjkl@hanafn.com

표 1. 미래에셋대우 실적

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	QoQ	YoY	2017	2018	YoY
별도 순영업수익	297.9	386.7	397.2	372.5	411.0	464.8	310.9	262.8	382.8	46	(7)	1,454.3	1,449.5	(0)
위탁매매	83.3	101.0	98.0	118.1	153.1	130.7	92.4	83.9	88.7	6	(42)	400.4	460.1	15
자산관리	52.8	56.3	58.0	57.1	60.4	59.3	49.9	46.2	49.1	6	(19)	224.2	215.8	(4)
투자금융 (IB)	38.0	87.7	77.2	52.9	57.6	101.1	81.6	84.3	82.9	(2)	44	255.8	324.6	27
트레이딩	86.8	72.3	94.1	71.3	91.2	126.2	32.7	17.2	123.7	619	36	324.5	267.3	(18)
이자손익	63.1	110.6	98.1	89.2	71.1	75.7	74.5	68.1	62.6	(8)	(12)	361.0	289.4	(20)
수수료비용 등	26.1	41.2	28.3	38.1	22.4	28.2	20.0	36.9	24.1	(35)	8	133.7	107.5	(20)
판관비	206.4	220.8	232.3	241.5	229.4	239.3	220.0	220.8	301.7	37	32	901.0	909.5	1
영업이익	91.5	165.9	164.9	131.0	181.6	225.5	90.9	42.0	81.1	93	(55)	553.3	540.0	(2)
세전순이익	90.7	165.0	165.9	132.7	179.7	205.7	93.1	76.7	92.5	21	(49)	554.3	555.2	0
연결 세전순이익	138.6	212.3	174.8	139.2	216.2	219.3	106.2	42.5	224.7	429	4	664.9	584.2	(12)
당기순이익	110.1	162.0	134.2	96.9	200.7	157.1	76.5	26.9	168.2	525	(16)	503.2	461.2	(8)
지배주주순이익	110.1	162.0	134.2	97.0	199.3	155.6	73.9	27.0	167.0	519	(16)	503.3	455.8	(9)

주 1: 수수료비용 등에는 기타 손익이 포함됨

주 2: 2018년부터 P 관련 배당수익이 이자손익에서 트레이딩으로 분류 변경

자료: 미래에셋대우, 하나금융투자

표 2. 최근 진행된 주요 투자 딜/자산

단위: 조원

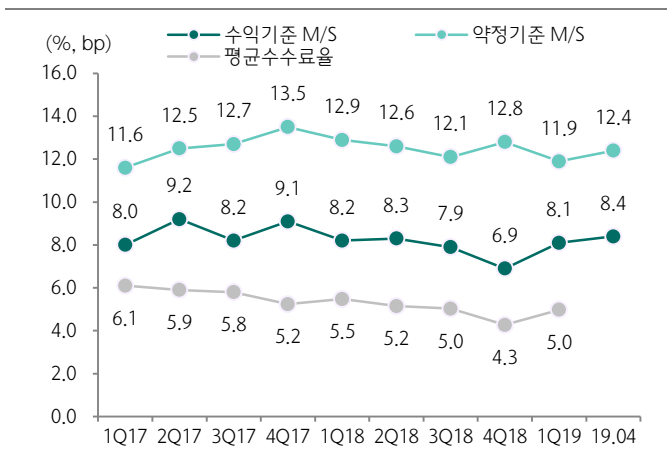
주요 투자 딜/자산	투자/딜 규모
쌍용양회 인수금융 리파이낸싱	1.40*
미국 뉴욕 타임스퀘어 개발사업 선순위대출	1.23*
미국 EPIC Crude 파이프라인 선순위 대출	1.13*
프랑스 마중가타워 지분투자	1.08*
일본 도쿄 아오야마 빌딩 지분투자	0.85*
스테이트 남산 오피스빌딩 금융주선 및 지분투자	0.63*
SK인천석유화학 신종자본증권 유통화	0.60*
미국 Blue Racer Midstream 지분인수	0.34*
홍콩 구룡반도 오피스빌딩 메자닌 대출	0.28
Pre-IPO 지분투자 (부갈라팍, 빅바스켓, 올라, 해피프레시)	0.17

주: 19년 4월 말 기준

주: *투자목적으로 진행 또는 참여한 딜 자체의 전체 규모

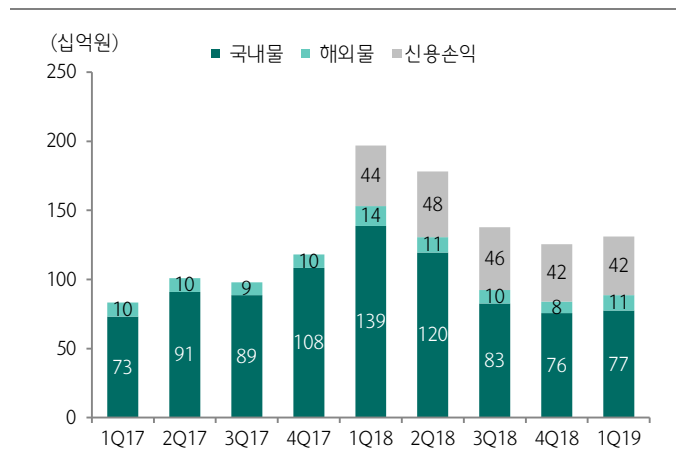
자료: 미래에셋대우, 하나금융투자

그림 1. 위탁매매 M/S 및 평균수수료율



자료: 미래에셋대우, 하나금융투자

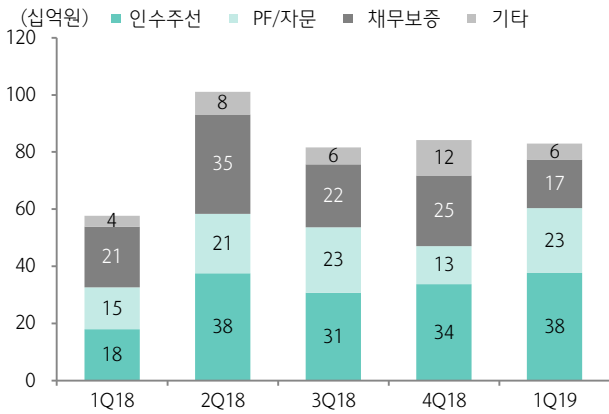
그림 2. 위탁매매 수수료 수익 및 신용손익 추이



주: 신용손익 수치는 1Q18부터 공개됨

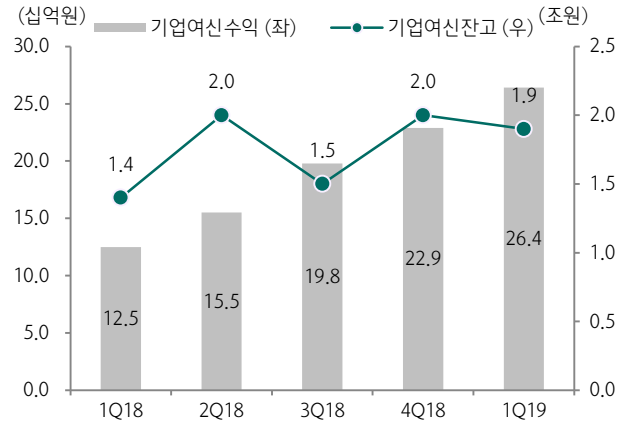
자료: 미래에셋대우, 하나금융투자

그림 3. IB 수수료 수익 추이



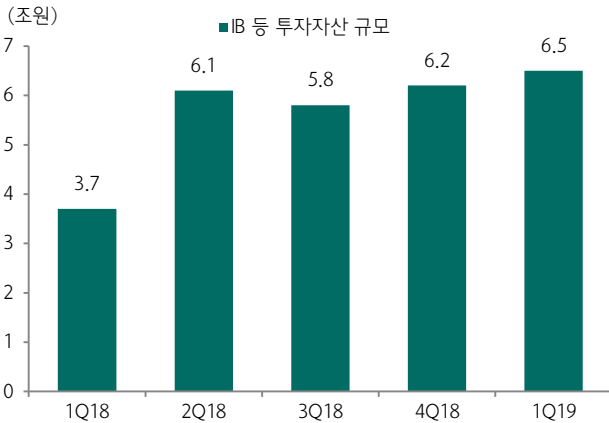
자료: 미래에셋대우, 하나금융투자

그림 4. 기업여신잔고 및 수익 추이



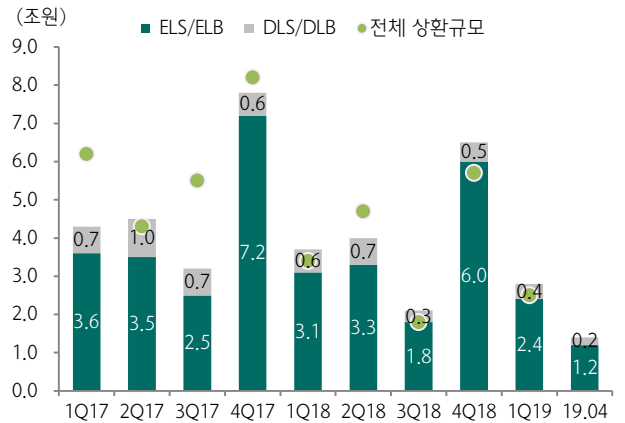
자료: 미래에셋대우, 하나금융투자

그림 5. IB 등 투자자산 규모



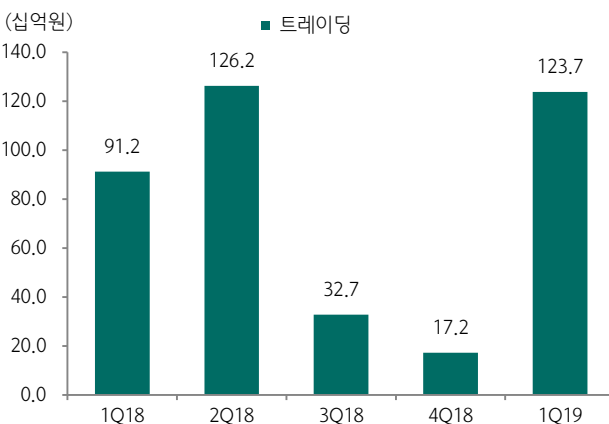
자료: 미래에셋대우, 하나금융투자

그림 6. 파생결합증권 발행 및 상환 추이



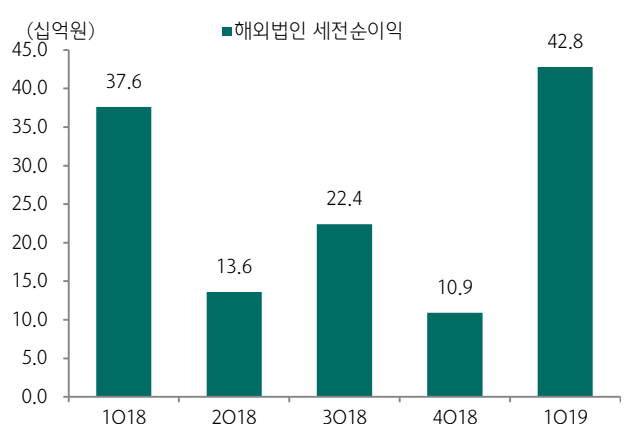
자료: 미래에셋대우, 하나금융투자

그림 7. 트레이딩 수익 추이



자료: 미래에셋대우, 하나금융투자

그림 8. 해외법인 세전이익 추이



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
순영업수익	1,720.9	1,627.5	1,631.4	1,652.4	1,723.0
수수료이익	734.2	862.9	774.7	807.1	832.7
수탁수수료	432.3	504.4	403.4	401.1	401.4
자산관리수수료	156.5	173.7	168.0	174.8	181.9
인수추진, M&A 수수료	85.3	120.9	142.7	148.1	158.7
기타수수료	221.1	268.0	257.6	278.8	301.8
수수료비용	161.0	204.0	196.9	195.8	211.1
이자손익	571.3	648.1	599.7	614.4	642.1
운용손익	55.3	(225.2)	(30.6)	(42.1)	(43.2)
기타손익	360.0	341.7	287.7	273.1	291.4
판매관리비	1,084.2	1,115.9	1,196.7	1,146.3	1,185.4
인건비	647.3	660.9	655.0	627.4	654.7
기타 판관비	436.9	455.0	541.7	518.9	530.7
영업이익	627.8	511.6	434.7	506.1	537.7
영업외이익	37.0	72.7	341.8	357.0	370.7
세전이익	664.7	584.3	776.5	863.1	908.4
법인세비용	159.8	123.0	194.5	215.8	227.1
당기순이익	504.9	461.2	582.0	647.3	681.3
지배주주순이익	503.2	455.8	580.5	646.9	680.9

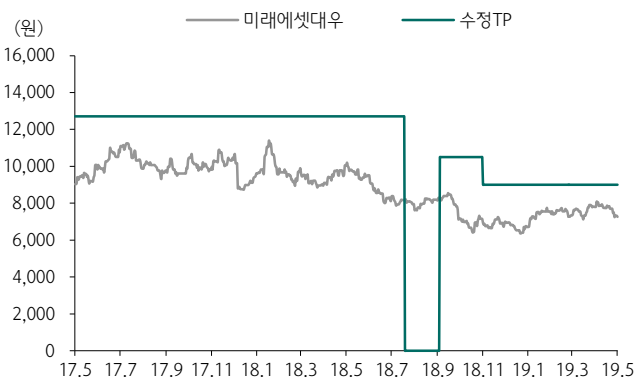
대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
자산총계	90,626.6	117,794.4	132,704.3	138,131.6	143,782.4
현금 및 예치금	8,826.2	7,965.7	6,741.4	7,015.1	7,300.0
단기매매금융자산	27,521.3	35,963.9	40,349.6	41,987.9	43,692.8
매도가능금융자산	8,838.5	8,203.4	7,983.5	8,307.7	8,645.0
대출채권	35,750.1	54,694.9	67,470.8	70,249.3	73,143.9
리스자산	198.6	232.2	526.0	547.4	569.6
기타자산	9,492.0	10,734.3	9,633.0	10,024.1	10,431.1
부채총계	83,242.1	109,442.8	123,875.3	128,659.6	133,633.6
예수부채	5,118.9	5,465.3	5,718.1	5,950.3	6,191.9
단기매매금융부채	15,295.4	15,459.6	17,147.8	17,844.0	18,568.6
매도파생결합증권	43,132.9	62,648.5	71,942.8	74,863.9	77,903.7
차입금	6,897.9	8,150.5	10,072.2	10,481.1	10,906.7
기타부채	12,797.0	17,719.0	18,994.4	19,520.2	20,062.7
자본	7,384.5	8,351.6	8,829.1	9,472.0	10,148.8
지배주주지분	7,356.7	8,312.8	8,768.3	9,411.3	10,088.0
자본금	7,384.5	4,102.0	4,102.0	4,102.0	4,102.0
자본잉여금	2,164.6	2,153.9	2,157.2	2,157.2	2,157.2
이익잉여금	1,875.0	2,249.3	2,677.1	3,324.4	4,005.7
기타자본	(4,039.6)	(153.6)	(107.2)	(111.6)	(116.1)

주요 성장성 및 수익성 지표	(단위: %)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
총자산증가율	58	30	13	4	4
자본증가율	11	13	6	7	7
순영업수익증가율	116	(5)	0	1	4
수수료이익증가율	35	18	(10)	4	3
이자손익증가율	5	13	(7)	2	5
판관비증가율	37	3	7	(4)	3
지배주주순이익증가율	1,181	(9)	27	11	5
순영업수익 구성					
수수료이익	43	53	47	49	48
이자손익	33	40	37	37	37
운용손익	3	(14)	(2)	(3)	(3)
기타이익	21	21	18	17	17
판관비	63	69	73	69	69

주요 밸류에이션 지표	(단위: 십억원, 원, 배, %)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS	889	806	1,026	1,143	1,203
BPS	13,002	14,692	15,497	16,634	17,830
P/E (배)	10.3	9.0	7.1	6.3	6.0
P/B (배)	0.71	0.49	0.47	0.44	0.41
ROE	7.2	5.8	6.8	7.1	7.0
ROA	0.6	0.4	0.4	0.5	0.5
DPS, 보통주	220	220	240	250	260
DPS, 우선주	242	242	264	275	286
배당성향	25	27	23	22	22
배당수익률, 보통주	2.4	3.0	3.3	3.4	3.6
배당수익률, 우선주	2.6	3.3	3.6	3.8	3.9
NCR비율	2,387	1,640			

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

미래에셋대우



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.14	BUY	9,000		
18.9.17	BUY	10,500	-29.78%	-18.57%
18.8.1	Analyst Change	0	-	-
17.5.29	BUY	12,709	-23.60%	-10.30%

투자등급 관련사항 및 투자이견 비율공시

- 투자이견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.7%	7.7%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 5월 10일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(신동하)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 05월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(신동하)는 2019년 05월 14일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.