

미래에셋대우 (006800)

증권



정태준 CFA

02 3770 5585

taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	9,000원 (I)
현재주가 (7/15)	7,890원
상승여력	14%

시가총액	58,224억원
총발행주식수	812,392,158주
60일 평균 거래대금	113억원
60일 평균 거래량	1,465,812주
52주 고	8,550원
52주 저	6,360원
외인지분율	15.15%
주요주주	미래에셋캐피탈 외 30인 20.55%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.1	(2.5)	(5.8)
상대	(0.6)	(7.2)	(9.9)
절대(달러환산)	2.6	(6.3)	(10.3)

투자자산 매각에 대한 기대

투자의견 BUY, 목표주가 9,000원으로 커버리지 개시

미래에셋대우 투자의견 BUY, 목표주가 9,000원으로 커버리지 개시. 동사의 투자포인트는 1) 다양한 IB딜 경험의 축적과 풍부한 자본으로 신규 투자여력이 크다는 점과 2) 지금까지 확대에 주력했던 투자 자산의 매각 사이클이 임박했다는 점.

투자포인트 1 경험과 자본이 만들어 낸 투자여력 IB산업에서는 투자 파트너를 1) 트랙 레코드와 2) 자금조달 능력을 기준으로 선정. 특히 해외 투자의 경우 해외 대형 증권사들이 주도권을 쥐고 있기 때문에 경험과 자금이 더욱 중요. 동사는 투자회사를 표방하고 있는 만큼 오랜 기간 해외 투자에 참여. 또한 국내 증권사 중 가장 큰 자본을 보유하고 있어 자금조달 능력도 우수. IB 시장 성숙에 따라 신규 투자가 점점 어려워지는 상황에서 신규 투자여력이 크다는 점은 경쟁력.

투자포인트 2 드디어, 매각 사이클 동사의 고질적인 문제는 ROE가 낮다는 점. 이는 투자자산의 평균 ROE가 충분히 높지 않기 때문. ROE를 끌어올릴 수 있는 방법으로는 투자자산의 적절한 매각과 고수익 자산에의 신규 투자 필요. 하지만 신규 투자만 이루어지고 매각은 활발하지 않아 매각 가능성에 대한 우려 존재. 그러나 1) 최근 경영진이 투자자산 매각에 대한 의지를 표명했고 2) 투자자산이 자본에 근접하게 성장했기 때문에 신규 투자여력 확보를 위해서라도 매각이 필요한 상황이 됐다는 점에서 매각 사이클 도래가 임박했다는 판단.

2Q19 preview: 전분기에 이어 양호한 실적 예상

2분기 연결 이익은 컨센서스 1,355억원을 상회하는 1,555억원(-0.1% YoY, -6.9% QoQ) 예상. 주요 특이요인으로는 자회사 염가매수차익(약 100억원)이 있음.

순수수료이익 해외법인 성장과 IB수수료 호조로 전분기대비 증가할 전망.

이자손익 자본확대에 따른 이자부자산 성장으로 증가세 유지 예상.

트레이딩 및 상품손익 파생결합증권 운용을 보수적으로 하기 때문에 주식 수익률 감소에도 선방 전망.

기타손익 해외 투자자산이 많아 2분기에 분배금/배당금이 높은 계절성을 보유해 호조 예상.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
순영업수익	490	-3.5	-0.7	460	6.5
영업이익	181	-15.1	27.3	175	3.5
세전이익	215	-1.9	-4.2	183	17.9
연결 순이익	156	-0.7	-7.2	-	-
순이익(지배주주)	155	-0.1	-6.9	136	14.7

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS)

(십억원)

결산	2017A	2018A	2019E	2020E
순영업수익	1,712	1,627	1,969	1,781
영업이익	628	512	686	660
지배순이익	503	456	592	508
PER (배)	8.5	12.2	9.4	11.0
PBR (배)	0.61	0.67	0.63	0.61
ROE (%)	7.2	5.8	6.9	5.7
ROA (%)	0.68	0.44	0.49	0.40

자료: 유안타증권

2018 BPS	11,956
2019E ROE	6.9
COE	9.2
Risk-free rate	1.6
Risk premium	5.4
Beta	1.4
Growth rate	0.0
목표주가	9,000

자료: 유안타증권 리서치센터

ROE vs. PBR



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

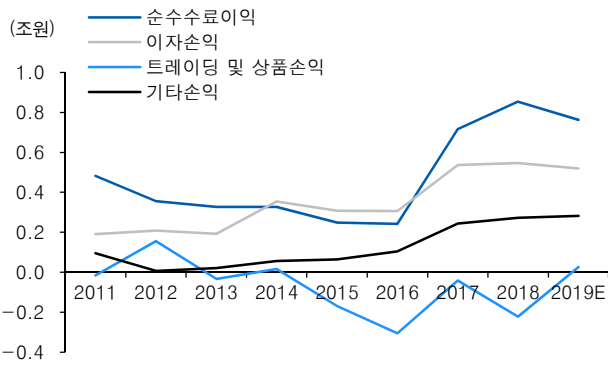
분기별 연결 이익 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
순영업수익	493	490	445	541	1,627	1,969	1,781
순수수료이익	189	219	213	211	863	831	825
이자손익	149	160	174	184	648	666	706
트레이딩 및 상품손익	64	-3	6	56	-223	124	-105
기타손익	92	114	52	90	340	348	356
판매비와관리비	351	309	282	342	1,116	1,283	1,121
영업이익	142	181	163	200	512	686	660
영업외수익	100	31	26	26	154	184	100
영업외비용	18	-3	20	23	82	57	58
세전이익	225	215	169	203	584	812	703
법인세비용	57	59	47	56	123	218	193
연결당기순이익	168	156	123	147	461	594	510
지배주주순이익	167	155	122	147	456	592	508
비지배주주순이익	1	1	0	0	5	2	2

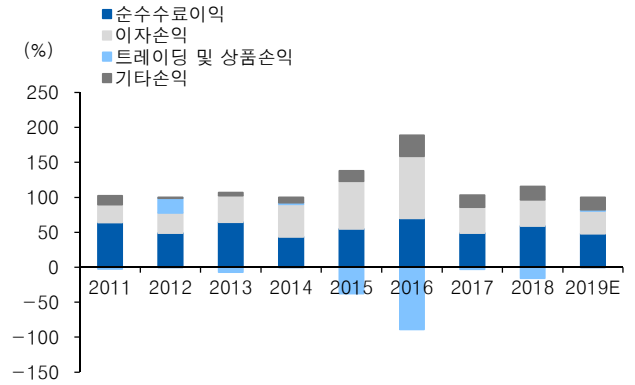
자료: 유안타증권 리서치센터

순영업수익 항목별 추이



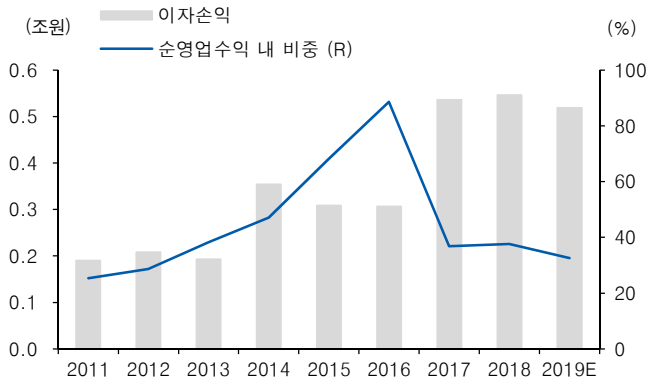
자료: 유안타증권 리서치센터

순영업수익 구성



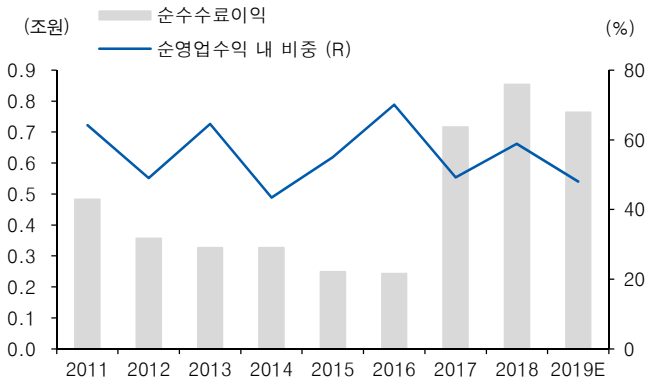
자료: 유안타증권 리서치센터

이자손익 추이



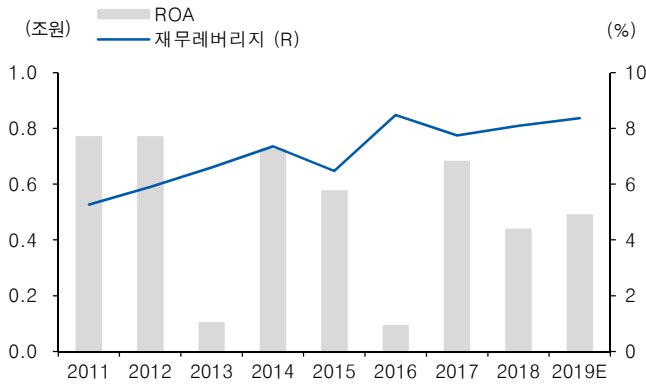
자료: 유안타증권 리서치센터

순수수료이익 추이



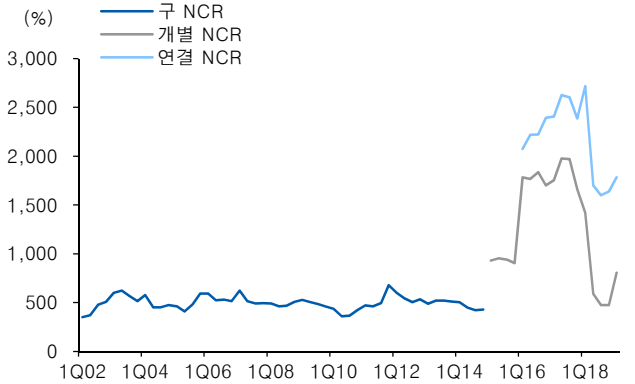
자료: 유안타증권 리서치센터

ROE 구성



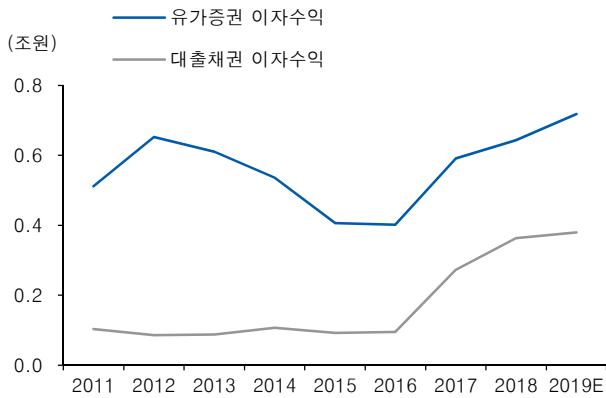
자료: 유안타증권 리서치센터

NCR 비율 추이



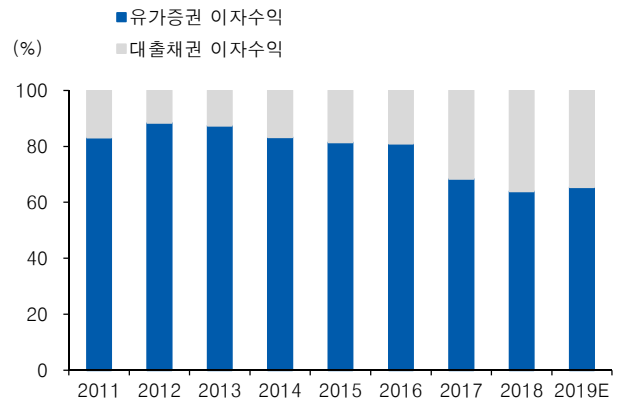
자료: 유안타증권 리서치센터

이자수의 항목별 추이



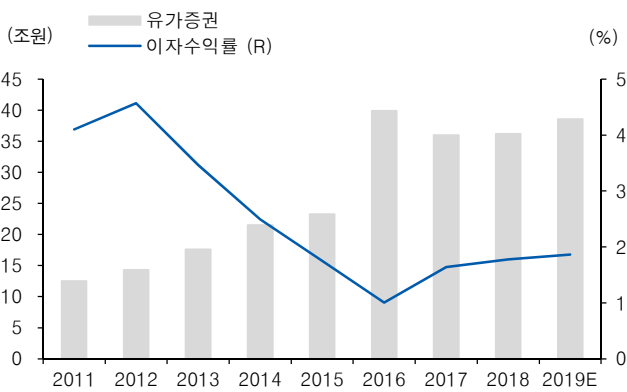
자료: 유안타증권 리서치센터

이자수의 구성



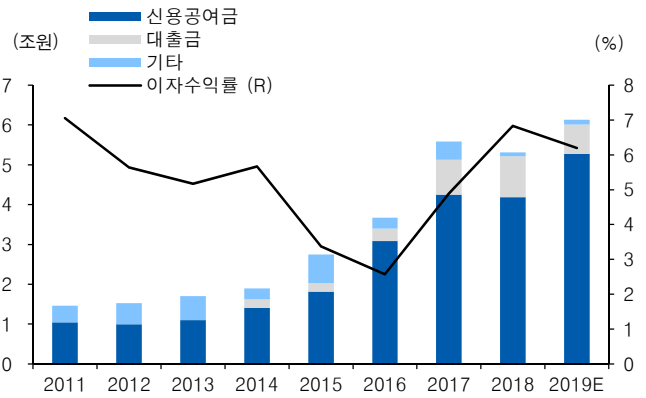
자료: 유안타증권 리서치센터

유가증권 vs. 이자수익률



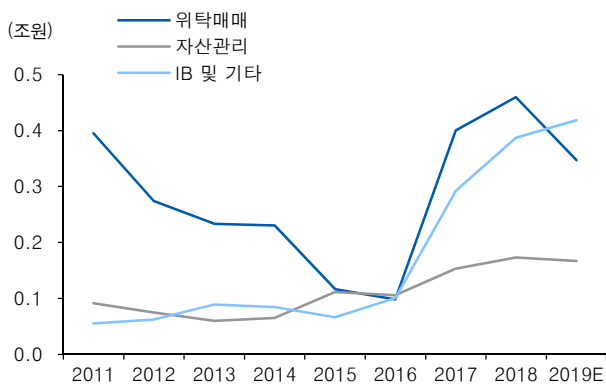
자료: 유안타증권 리서치센터

대출채권 vs. 이자수익률



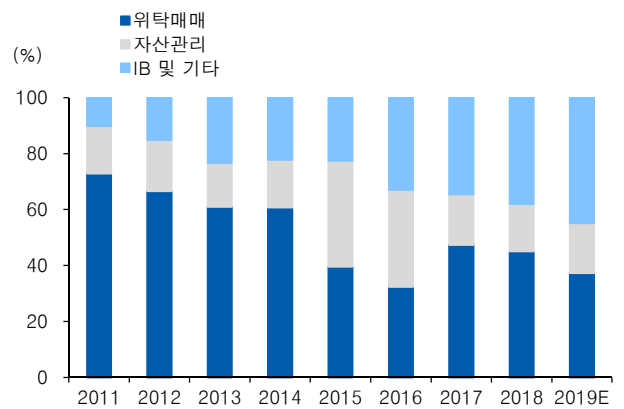
자료: 유안타증권 리서치센터

수수료수익 항목별 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

수수료수익 구성



자료: 유안타증권 리서치센터

미래에셋대우 (006800) 추정재무제표 (K-IFRS)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업이익	1,454	1,449	1,589	1,413	1,337
순수수료이익	716	854	763	756	724
수수료이익	846	1,021	933	925	886
위탁매매	400	460	347	315	273
자산관리	153	173	167	180	174
IB 및 기타	292	387	419	430	440
수수료비용	130	167	170	169	162
이자손익	536	546	519	544	539
트레이딩 및 상품손익	-42	-223	25	-177	-223
기타손익	244	272	282	290	297
판매비와 관리비	901	910	1,086	918	856
영업이익	553	540	503	495	481
영업외수익	16	52	36	16	16
영업외비용	15	37	14	15	15
세전이익	554	555	526	496	482
법인세비용	130	122	144	136	133
당기순이익	424	433	382	359	350

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산	57,417	66,684	70,990	75,399	79,853
현금 및 예치금	8,130	6,871	5,858	6,222	6,590
유가증권	35,973	36,211	38,548	40,943	43,361
대출채권	5,584	5,315	6,133	6,030	6,261
유형자산	168	200	278	295	313
무형자산	241	648	684	726	769
투자부동산	261	148	186	198	210
기타자산	7,061	17,292	19,302	20,985	22,350
부채	50,010	58,450	62,510	66,718	70,980
예수부채	5,083	5,372	6,241	6,785	7,243
차입부채	37,648	42,567	45,610	48,556	51,633
기타충당부채	20	22	25	27	29
이연법인세부채	0	0	0	0	0
기타부채	7,258	10,489	10,634	11,350	12,075
자본	7,407	8,234	8,480	8,681	8,873
자본금	3,402	4,102	4,102	4,102	4,102
자본잉여금	2,163	2,152	2,156	2,156	2,156
이익잉여금	1,765	2,081	2,310	2,511	2,703
기타자본	77	-101	-88	-89	-89

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업이익 구성					
순수수료이익	49.2	58.9	48.0	53.5	54.2
수수료이익	58.2	70.4	58.7	65.5	66.3
위탁매매	27.5	31.7	21.9	22.3	20.4
자산관리	10.5	11.9	10.5	12.8	13.0
IB 및 기타	20.1	26.7	26.3	30.5	32.9
이자손익	36.9	37.7	32.6	38.5	40.3
트레이딩 및 상품손익	-2.9	-15.4	1.6	-12.5	-16.7
기타손익	16.8	18.8	17.7	20.5	22.2
자산회전율					
순수수료이익	1.25	1.28	1.07	1.00	0.91
수수료이익	1.47	1.53	1.31	1.23	1.11
위탁매매	0.70	0.69	0.49	0.42	0.34
자산관리	0.27	0.26	0.24	0.24	0.22
IB 및 기타	0.51	0.58	0.59	0.57	0.55
이자손익	0.93	0.82	0.73	0.72	0.68
트레이딩 및 상품손익	-0.07	-0.33	0.04	-0.23	-0.28
기타손익	0.42	0.41	0.40	0.38	0.37

자료: Company data, 유안타증권

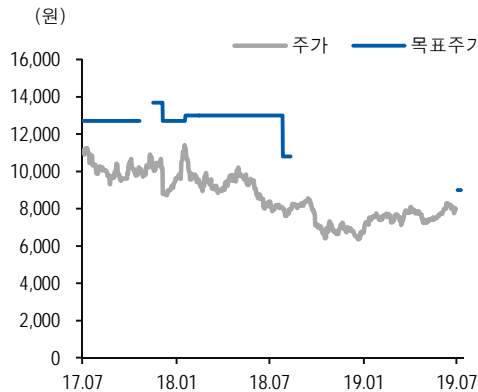
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업이익	1,712	1,627	1,969	1,781	1,711
순수수료이익	734	863	831	825	794
이자손익	571	648	666	706	710
트레이딩 및 상품손익	55	-223	124	-105	-156
기타손익	351	340	348	356	362
판매비와 관리비	1,084	1,116	1,283	1,121	1,061
영업이익	628	512	686	660	649
영업외수익	112	154	184	100	100
영업외비용	75	82	57	58	58
세전이익	665	584	812	703	692
법인세비용	160	123	218	193	190
연결당기순이익	505	461	594	510	502
지배주주순이익	503	456	592	508	500
비지배주주순이익	2	5	2	2	2
자산	90,627	117,794	124,383	131,097	137,945
부채	83,242	109,443	115,573	121,937	128,440
자본	7,385	8,352	8,810	9,161	9,505

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Valuation					
P/B	0.61	0.67	0.63	0.61	0.59
P/E	8.45	12.18	9.43	10.99	11.16
배당수익률	2.3	2.8	3.0	3.0	3.0
주당지표					
BPS	13,002	11,956	12,597	13,099	13,590
EPS	944	655	846	726	715
DPS	184	220	240	240	240
성장성					
BPS 성장률	1.4	-8.0	5.4	4.0	3.8
EPS 성장률	713.8	-30.6	29.1	-14.2	-1.5
수익성					
ROE	7.2	5.8	6.9	5.7	5.4
ROA	0.68	0.44	0.49	0.40	0.37
비용/수익비율	62.0	62.7	68.3	65.0	64.0
영업이익률	36.7	31.4	34.8	37.1	38.0
세전이익률	38.8	35.9	41.3	39.5	40.5
순이익률	29.4	28.0	30.1	28.5	29.2
재무레버리지 (별도)	7.8	8.1	8.4	8.7	9.0

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업이익 구성					
순수수료이익	42.9	53.0	42.2	46.3	46.4
이자손익	33.4	39.8	33.8	39.6	41.5
트레이딩 및 상품손익	3.2	-13.7	6.3	-5.9	-9.1
기타손익	20.5	20.9	17.7	20.0	21.2
자산회전율					
순수수료이익	0.81	0.73	0.67	0.63	0.58
이자손익	0.63	0.55	0.54	0.54	0.51
트레이딩 및 상품손익	0.06	-0.19	0.10	-0.08	-0.11
기타손익	0.39	0.29	0.28	0.27	0.26

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
기말발행주식수	680,392	812,392	812,392	812,392	812,392
보통주	666,316	658,316	658,316	658,316	658,316
우선주	14,076	154,076	154,076	154,076	154,076
배당성향	24.8	40.0	33.5	39.0	39.6
보통주배당성향	24.3	31.8	26.7	31.1	31.6
우선주배당성향	0.5	8.2	6.8	7.9	8.0

미래에셋대우 (006800) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-07-16	BUY	9,000	1년		
	담당자 변경				
2019-01-14	BUY	7,800	1년	-2.17	6.15
	담당자 변경				
2018-08-09	BUY	10,800	1년	-32.33	-20.83
2017-12-18	BUY	12,709	1년	-27.37	-10.30
2017-11-29	BUY	13,686	1년	-24.49	-22.14
	담당자 변경				
2017-05-30	BUY	12,709	1년	-19.93	-11.54

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)	0.5
Buy(매수)	86.9
Hold(중립)	12.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-07-13

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 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.