



# 미래에셋대우 (006800)

증권



정태준 CFA

02 3770 5585  
taejoon.jeong@yuantakorea.com

| 투자의견       | BUY (M)    |
|------------|------------|
| 목표주가       | 7,800원 (D) |
| 현재주가 (4/3) | 4,920원     |
| 상승여력       | 59%        |

|             |                          |
|-------------|--------------------------|
| 시가총액        | 36,673억원                 |
| 총발행주식수      | 812,392,158주             |
| 60일 평균 거래대금 | 174억원                    |
| 60일 평균 거래량  | 3,044,760주               |
| 52주 고       | 8,280원                   |
| 52주 저       | 3,595원                   |
| 외인지분율       | 15.05%                   |
| 주요주주        | 미래에셋캐피탈 외 26<br>인 22.08% |

| 주가수익률(%) | 1개월    | 3개월    | 12개월   |
|----------|--------|--------|--------|
| 절대       | (22.8) | (34.9) | (36.5) |
| 상대       | (14.3) | (20.7) | (21.7) |
| 절대(달러환산) | (24.8) | (38.2) | (41.4) |

## 1Q20E: 자체해지가 적어 흑자 예상

### 투자의견 BUY 유지, 목표주가 7,800원으로 하향

1분기 연결 이익은 컨센서스 1,111억원을 42.5% 하회하는 639억원(-61.8% YoY, -53.1% QoQ) 예상. 파생결합상품 해지 운용에서의 대규모 손실이 예상되지만 1) 자체해지 규모가 적고 2) 브로커리지 호황이 예상됨에 따라 이익을 흑자로 방어할 수 있을 전망. 2020E, 2021E 이익 추정치를 각각 11.0%, 5.9% 하향 조정하며 목표주가도 기존 8,700원에서 7,800원으로 하향.

**순수수료이익** 연결 +15.7% YoY, +14.5% QoQ, 별도 +15.6% YoY, +11.6% QoQ 성장 예상. 성장은 주로 위탁매매 수수료수익(+43.4% YoY, +51.5% QoQ)이 견인할 전망. IB 및 기타 수수료수익은 위험회피 성향 상승에 따른 셀다운 감소로 전년동기대비 5.6%, 전분기대비 10.5% 감소 예상.

**이자손익** 연결 -25.0% YoY, -11.5% QoQ, 별도 -27.2% YoY, -14.5% QoQ 전망. 1) 시장 금리 하락과 2) CP 시장 경색에 따른 조달비용 상승이 예상되기 때문. 다만 신용공여 평잔 증가로 브로커리지 이자손익이 전체 이자손익의 감소를 일정 부분 방어했을 것으로 판단.

**트레이딩 및 상품손익** 연결 1,239억원, 별도 1,039억원의 손실 예상. 절대 금액은 크지만 자체해지 규모가 타사보다 작아 트레이딩 손실 규모도 동사 제외 커버리지 5개사 평균(연결 1,521억원, 별도 1,311억원 손실 예상) 대비 낮을 전망.

### 해외 투자자산 가격 하락으로 ROE 회복 지연될 전망

한편 해외 투자자산 가격 하락은 장기적인 ROE 하락 요소. 동사는 해외 부동산, 특히 호텔에 투자한 비중이 높기 때문에 투자자산 가격 하락이 강하게 나타났을 것으로 판단. 다만 가격 하락이 곧 자산 부실화를 의미하지는 않기 때문에 손상차손 인식보다는 처분의 발생의 지연으로 판단.

#### Quarterly earning Forecasts

|         | 1Q20E | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스 | 컨센서스대비 | (십억원, %) |
|---------|-------|--------|-------|------|--------|----------|
| 순영업수익   | 301   | -39.0  | -36.6 | 458  | -34.3  |          |
| 영업이익    | 40    | -71.6  | -73.5 | 157  | -74.3  |          |
| 세전이익    | 89    | -60.6  | -51.9 | 153  | -42.3  |          |
| 연결순이익   | 64    | -61.8  | -53.7 | 107  | -39.8  |          |
| 지배주주순이익 | 64    | -61.8  | -53.1 | 111  | -42.5  |          |

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

| 결산 (12월) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 순영업수익    | 1,627 | 1,979 | 1,766 | 1,959 |
| 영업이익     | 512   | 727   | 585   | 677   |
| 지배순이익    | 456   | 658   | 527   | 595   |
| PER (배)  | 7.5   | 5.2   | 6.3   | 5.6   |
| PBR (배)  | 0.41  | 0.39  | 0.37  | 0.35  |
| ROE (%)  | 5.8   | 7.5   | 5.6   | 6.1   |
| ROA (%)  | 0.44  | 0.52  | 0.38  | 0.40  |

자료: 유안타증권

[표 1] 목표주가 변경 상세

(단위: 원, %, 배)

|                | 기존     | 신규     |
|----------------|--------|--------|
| 2019 BPS       | 12,705 | 12,705 |
| 2020E ROE      | 6.3    | 5.6    |
| COE            | 9.3    | 9.2    |
| Risk-free rate | 1.7    | 1.6    |
| Risk premium   | 8.5    | 9.3    |
| Beta           | 0.9    | 0.8    |
| Growth rate    | 0.0    | 0.0    |
| 목표주가           | 8,700  | 7,800  |

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 1Q20 연결 이익 추정치 상세

(단위: 십억원, %)

|             | 1Q20E | YoY   | QoQ   | 비고                          |
|-------------|-------|-------|-------|-----------------------------|
| 순영업수익       | 301   | -39.0 | -36.6 |                             |
| 순수수료이익      | 219   | 15.7  | 14.5  | 1분기 거래대금 급증으로 브로커리지 호황 예상   |
| 이자손익        | 111   | -25.0 | -11.5 | 시장금리 하락과 조달비용 상승으로 마진 둔화 예상 |
| 트레이딩 및 상품손익 | -124  | N/A   | N/A   | 글로벌 증시 급락 영향으로 대규모 손실 예상    |
| 기타손익        | 95    | 3.3   | 4.4   | 보유자산 증가 및 셀다운 감소 영향 반영      |
| 판매비와관리비     | 260   | -25.8 | -19.2 |                             |
| 영업이익        | 40    | -71.6 | -73.5 |                             |
| 영업외수익       | 66    | -33.8 | 15.2  |                             |
| 영업외비용       | 18    | 3.6   | -28.5 |                             |
| 세전이익        | 89    | -60.6 | -51.9 |                             |
| 법인세비용       | 24    | -57.0 | -46.7 |                             |
| 연결 당기순이익    | 64    | -61.8 | -53.7 |                             |
| 지배주주순이익     | 64    | -61.8 | -53.1 |                             |

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 분기별 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

|         | 1Q20E | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E | 2019  | 2020E | 2021E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 순영업수익   | 301   | 510   | 468   | 488   | 1,979 | 1,766 | 1,959 |
| 영업이익    | 40    | 200   | 183   | 162   | 727   | 585   | 677   |
| 세전이익    | 89    | 234   | 217   | 196   | 893   | 736   | 827   |
| 연결당기순이익 | 64    | 170   | 157   | 142   | 664   | 534   | 600   |
| 지배주주순이익 | 64    | 167   | 155   | 141   | 658   | 527   | 595   |

자료: 유안타증권 리서치센터

## 미래에셋대우 (006800) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 별도 포괄손익계산서  |  | (단위: 십억원) |       |       |       |       |
|-------------|--|-----------|-------|-------|-------|-------|
|             |  | 2018      | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
| 순영업수익       |  | 1,449     | 1,620 | 1,543 | 1,717 | 1,757 |
| 순수수료이익      |  | 854       | 784   | 807   | 839   | 851   |
| 수수료수익       |  | 1,021     | 949   | 973   | 1,010 | 1,024 |
| 위탁매매        |  | 460       | 343   | 375   | 381   | 380   |
| 자산관리        |  | 173       | 165   | 179   | 190   | 194   |
| IB 및 기타     |  | 387       | 440   | 419   | 439   | 450   |
| 수수료비용       |  | 167       | 165   | 165   | 171   | 173   |
| 이자손익        |  | 546       | 440   | 412   | 454   | 468   |
| 트레이딩 및 상품손익 |  | -223      | 113   | 29    | 122   | 126   |
| 기타손익        |  | 272       | 284   | 294   | 302   | 311   |
| 판매비와 관리비    |  | 910       | 1,019 | 998   | 1,048 | 1,072 |
| 영업이익        |  | 540       | 602   | 545   | 669   | 685   |
| 영업외수익       |  | 52        | 44    | 44    | 44    | 44    |
| 영업외비용       |  | 37        | 16    | 15    | 15    | 15    |
| 세전이익        |  | 555       | 630   | 575   | 699   | 715   |
| 법인세비용       |  | 122       | 181   | 158   | 192   | 197   |
| 당기순이익       |  | 433       | 448   | 417   | 507   | 518   |

| 별도 재무상태표 |  | (단위: 원, 배, 십억원) |        |        |        |        |
|----------|--|-----------------|--------|--------|--------|--------|
|          |  | 2018            | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| 자산       |  | 66,684          | 69,198 | 75,825 | 83,545 | 86,644 |
| 현금 및 예치금 |  | 6,871           | 5,417  | 5,936  | 6,540  | 6,782  |
| 유가증권     |  | 36,211          | 37,576 | 41,174 | 45,366 | 47,049 |
| 대출채권     |  | 5,315           | 4,636  | 5,167  | 5,930  | 6,054  |
| 유형자산     |  | 200             | 201    | 220    | 243    | 252    |
| 무형자산     |  | 648             | 613    | 671    | 740    | 767    |
| 투자부동산    |  | 148             | 242    | 266    | 293    | 304    |
| 기타자산     |  | 17,292          | 20,514 | 22,391 | 24,434 | 25,437 |
| 부채       |  | 58,450          | 60,501 | 66,882 | 74,262 | 77,017 |
| 예수부채     |  | 5,372           | 5,935  | 6,415  | 7,099  | 7,359  |
| 차입부채     |  | 42,567          | 46,594 | 51,654 | 57,379 | 59,511 |
| 기타총당부채   |  | 22              | 20     | 22     | 24     | 25     |
| 이연법인세부채  |  | 0               | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타부채     |  | 10,489          | 7,951  | 8,790  | 9,760  | 10,122 |
| 자본       |  | 8,234           | 8,698  | 8,944  | 9,283  | 9,627  |
| 자본금      |  | 4,102           | 4,102  | 4,102  | 4,102  | 4,102  |
| 자본잉여금    |  | 2,152           | 2,156  | 2,156  | 2,156  | 2,156  |
| 이익잉여금    |  | 2,081           | 2,377  | 2,622  | 2,961  | 3,305  |
| 기타자본     |  | -101            | 63     | 64     | 63     | 64     |

| 별도 ROA 분해   |  | (단위: %) |      |       |       |       |
|-------------|--|---------|------|-------|-------|-------|
|             |  | 2018    | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 순영업수익 구성    |  |         |      |       |       |       |
| 순수수료이익      |  | 58.9    | 48.4 | 52.3  | 48.9  | 48.5  |
| 수수료수익       |  | 70.4    | 58.5 | 63.1  | 58.8  | 58.3  |
| 위탁매매        |  | 31.7    | 21.2 | 24.3  | 22.2  | 21.6  |
| 자산관리        |  | 11.9    | 10.2 | 11.6  | 11.1  | 11.0  |
| IB 및 기타     |  | 26.7    | 27.2 | 27.1  | 25.6  | 25.6  |
| 이자손익        |  | 37.7    | 27.2 | 26.7  | 26.4  | 26.7  |
| 트레이딩 및 상품손익 |  | -15.4   | 7.0  | 1.9   | 7.1   | 7.2   |
| 기타손익        |  | 18.8    | 17.5 | 19.1  | 17.6  | 17.7  |
| 자산회전율       |  |         |      |       |       |       |
| 순수수료이익      |  | 1.28    | 1.13 | 1.06  | 1.00  | 0.98  |
| 수수료수익       |  | 1.53    | 1.37 | 1.28  | 1.21  | 1.18  |
| 위탁매매        |  | 0.69    | 0.50 | 0.49  | 0.46  | 0.44  |
| 자산관리        |  | 0.26    | 0.24 | 0.24  | 0.23  | 0.22  |
| IB 및 기타     |  | 0.58    | 0.64 | 0.55  | 0.53  | 0.52  |
| 이자손익        |  | 0.82    | 0.64 | 0.54  | 0.54  | 0.54  |
| 트레이딩 및 상품손익 |  | -0.33   | 0.16 | 0.04  | 0.15  | 0.15  |
| 기타손익        |  | 0.41    | 0.41 | 0.39  | 0.36  | 0.36  |

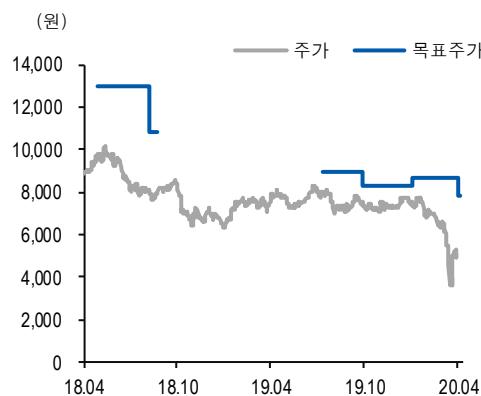
자료: Company data, 유안티증권

| 연결 재무제표     |  | (단위: 십억원) |         |         |         |         |
|-------------|--|-----------|---------|---------|---------|---------|
|             |  | 2018      | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
| 순영업수익       |  | 1,627     | 1,979   | 1,766   | 1,959   | 2,005   |
| 순수수료이익      |  | 863       | 770     | 793     | 825     | 837     |
| 이자손익        |  | 648       | 557     | 511     | 557     | 576     |
| 트레이딩 및 상품손익 |  | -223      | 233     | 33      | 140     | 147     |
| 기타손익        |  | 340       | 419     | 430     | 438     | 446     |
| 판매비와 관리비    |  | 1,116     | 1,252   | 1,181   | 1,283   | 1,319   |
| 영업이익        |  | 512       | 727     | 585     | 677     | 686     |
| 영업외수익       |  | 154       | 250     | 233     | 233     | 233     |
| 영업외비용       |  | 82        | 84      | 83      | 83      | 83      |
| 세전이익        |  | 584       | 893     | 736     | 827     | 836     |
| 법인세비용       |  | 123       | 229     | 202     | 227     | 230     |
| 연결당기순이익     |  | 461       | 664     | 534     | 600     | 606     |
| 지배주주순이익     |  | 456       | 658     | 527     | 595     | 602     |
| 비자배주주순이익    |  | 5         | 5       | 6       | 5       | 5       |
| 자산          |  | 117,794   | 133,194 | 142,516 | 153,011 | 158,991 |
| 부채          |  | 109,443   | 124,001 | 132,960 | 143,024 | 148,571 |
| 자본          |  | 8,352     | 9,193   | 9,556   | 9,988   | 10,420  |

| 주요 투자지표     |  | (단위: 원, %) |        |        |        |        |
|-------------|--|------------|--------|--------|--------|--------|
|             |  | 2018       | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| Valuation   |  |            |        |        |        |        |
| P/B         |  | 0.41       | 0.39   | 0.37   | 0.35   | 0.34   |
| P/F         |  | 7.5        | 5.2    | 6.3    | 5.6    | 5.5    |
| 배당수익률       |  | 4.5        | 5.3    | 5.3    | 5.5    | 5.7    |
| 주당지표        |  |            |        |        |        |        |
| BPS         |  | 11,900     | 12,705 | 13,453 | 14,065 | 14,679 |
| EPS         |  | 660        | 954    | 776    | 877    | 887    |
| DPS         |  | 220        | 260    | 260    | 270    | 280    |
| 성장성         |  |            |        |        |        |        |
| BPS 성장률     |  | -8.5       | 6.8    | 5.9    | 4.5    | 4.4    |
| EPS 성장률     |  | -30.1      | 44.6   | -18.7  | 13.0   | 1.2    |
| 수익성         |  |            |        |        |        |        |
| ROE         |  | 5.8        | 7.5    | 5.6    | 6.1    | 5.9    |
| ROA         |  | 0.44       | 0.52   | 0.38   | 0.40   | 0.39   |
| 비용/수익비율     |  | 62.7       | 62.9   | 64.7   | 61.0   | 61.0   |
| 영업이익률       |  | 31.4       | 36.8   | 33.1   | 34.5   | 34.2   |
| 세전이익률       |  | 35.9       | 45.1   | 41.7   | 42.2   | 41.7   |
| 순이익률        |  | 28.0       | 33.3   | 29.8   | 30.4   | 30.0   |
| 재무레버리지 (별도) |  | 8.1        | 8.0    | 8.5    | 9.0    | 9.0    |

| 연결 ROA 분해     |         | (단위: %) |         |         |         |       |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|
|               |         | 2018    | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E |
| 순영업수익 구성      |         |         |         |         |         |       |
| 순수수료이익        |         | 53.0    | 38.9    | 44.9    | 42.1    | 41.7  |
| 이자손익          |         | 39.8    | 28.2    | 28.9    | 28.4    | 28.7  |
| 트레이딩 및 상품손익   |         | -13.7   | 11.8    | 1.9     | 7.1     | 7.3   |
| 기타손익          |         | 20.9    | 21.2    | 24.3    | 22.4    | 22.3  |
| 자산회전율         |         |         |         |         |         |       |
| 순수수료이익        |         | 0.73    | 0.58    | 0.56    | 0.54    | 0.53  |
| 이자손익          |         | 0.55    | 0.42    | 0.36    | 0.36    | 0.36  |
| 트레이딩 및 상품손익   |         | -0.19   | 0.17    | 0.02    | 0.09    | 0.09  |
| 기타손익          |         | 0.29    | 0.31    | 0.30    | 0.29    | 0.28  |
| 주식 수와 배당성향    |         |         |         |         |         |       |
| (단위: 백만 주, %) |         |         |         |         |         |       |
| 2018          | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |         |       |
| 기밀발행주식수       | 812,392 | 812,392 | 812,392 | 812,392 | 812,392 |       |
| 보통주           | 658,316 | 658,316 | 645,316 | 645,316 | 645,316 |       |
| 우선주           | 154,076 | 154,076 | 154,076 | 154,076 | 154,076 |       |
| 배당성향          | 40.0    | 32.7    | 40.0    | 36.8    | 37.7    |       |
| 보통주배당성향       | 31.8    | 26.0    | 31.8    | 29.3    | 30.0    |       |
| 우선주배당성향       | 8.2     | 6.7     | 8.2     | 7.5     | 7.7     |       |

## 미래에셋대우 (006800) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 괴리를     |              |
|------------|-------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |       |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2020-04-06 | BUY   | 7,800   | 1년        |         |              |
| 2020-01-06 | BUY   | 8,700   | 1년        | -26.44  | -10.92       |
| 2019-10-01 | BUY   | 8,300   | 1년        | -11.03  | -6.27        |
| 2019-07-16 | BUY   | 9,000   | 1년        | -16.95  | -10.00       |
|            |       |         | 담당자변경     |         |              |
| 2019-01-14 | BUY   | 7,800   | 1년        | -2.17   | 6.15         |
|            |       |         | 담당자변경     |         |              |
| 2018-08-09 | BUY   | 10,800  | 1년        | -32.33  | -20.83       |
| 2017-12-18 | BUY   | 12,709  | 1년        | -27.37  | -10.30       |

자료: 유안타증권

주: 괴리를 = (실제주가 \* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가치의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분             | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 1.2        |
| Buy(매수)        | 84.4       |
| Hold(중립)       | 14.5       |
| Sell(비중축소)     | 0.0        |
| 합계             | 100.0      |

주: 기준일 2020-04-01 23:59:59

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 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, 절대수익률을 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 투자 의사결정은 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.