



BUY(Maintain)

목표주가: 52,000원

주가(2/22): 41,050원

시가총액: 17,008억원

금융(은행/증권)

Analyst 서영수

02) 3787-5111 ysyong@kiwoom.com

RA 안효정

02) 3787-4805 hyojeongahn@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/22)	2,018.89pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	43,500원	27,100원
등락률	-5.6%	51.5%
수익률	절대	상대
1M	8.3%	6.2%
6M	28.3%	23.4%
1Y	9.0%	7.5%

Company Data

발행주식수	41,892천주
일평균 거래량(3M)	85천주
외국인 지분율	0.2%
배당수익률(12E)	1.2%
BPS(12E)	50,493원
주요 주주	미래에셋캐피탈외24인 41.0%

투자지표

(십억원, IFRS연결)	2011	2012E	2013E	2014E
순영업이익	505.8	482.6	550.1	603.0
증감율(%YoY)	-5.9	-4.6	14.0	9.6
영업이익	153.5	171.5	227.9	259.3
증감율(%YoY)	-15.7	11.7	32.9	13.8
경상이익	102.5	115.3	197.8	231.6
증감율(%YoY)	-27.9	12.5	71.6	17.1
당기순이익	111.2	126.9	175.8	199.6
지배주주순이익	102.5	126.5	197.8	231.6
EPS(원)	2,491	3,076	4,808	5,629
EPS G/R(%YoY)	-27.8	23.5	56.3	17.1
BPS(원)	48,448	50,493	54,791	59,565
PER(배)	15.1	13.3	8.5	7.3
PBR(배)	0.78	0.81	0.75	0.69
ROE(%)	5.3	6.3	9.2	9.9
ROA(%)	0.7	0.8	1.1	1.2
배당수익률(%)	1.3	1.2	1.5	1.5

Price Trend



미래에셋증권 (037620)

Victory Loves Preparation !!



구조조정의 성과가 예상보다 빠르게 가시화되고 있습니다. 3/4 분기 실적도 시장보다 100억 이상 초과한, 경상 기준으로 업계 최고의 실적을 기록하였습니다. 무엇보다 주목할 점은 사업 구조조정에 중점을 둬으로써 수익 구조가 다변화 된 점, 자산관리 부문 실적이 예상보다 빠르게 호전된 점, 그리고 해외 부문 실적이 크게 개선된 점입니다.

>>> 자산관리·해외 부문 실적 호조로 서프라이징한 실적 시현

3/4분기 순이익은 전년 동기 대비 122% 증가. 시장 기대치 대비 100억 원 초과 달성한 실적으로 경상 기준으로는 업계 최고 수준의 순이익을 기록한 것으로 평가됨. 1) 자산관리 부문 이익이 전 분기 대비 12.9% 증가, 예상과 달리 큰 폭으로 증가하였기 때문임. 2) 지점 축소, 인력 감축의 효과가 비용에 반영되면서 판관비가 전 분기 대비 2.2%, 전년 동기 대비 15.0% 감소하였기 때문임. 3) 해외사업 부문의 구조조정 결과 홍콩, 브라질 법인 등 해외 법인의 실적이 가파르게 개선되고 있다는 점임.

>>> 성공적인 사업 구조조정이 실적 호전의 배경

6년 내 최저 수준의 거래대금 수준, 연일 지속되는 펀드 환매, IB 시장의 축소 등 2000pt를 넘지 못하는 종합지수 아래에서 증권산업은 최악의 상황이 지속되고 있음. 미래에셋증권은 위기를 기회로 삼고 비용 구조조정과 더불어 성공적으로 사업 구조조정을 마무리 한 결과 대형 증권사 중 가장 수익력이 뛰어난 증권사로 발돋움 한 것으로 평가됨. 재벌계·은행계 증권사에서 추진한 비용 중심의 구조조정에서 벗어나 사업 구조 구조조정에 성공한 점이 차별화 된 실적 시현의 주된 요인으로 평가됨.

>>> 새 정부 경제 정책의 대표적인 수혜업체

새 정부는 IT, SW 등 하이테크, 콘텐츠 중심의 중소기업 육성을 새 정부의 핵심 국정 과제로 선정 발표한 바 있으며 중소기업 육성을 위해 자본시장 활성화 역시 핵심 과제로 포함하였음. 자본시장 활성화는 자금의 유입 없이는 사실상 불가능한 사안으로 새 정부는 과세 한도 확대 등 부유층 여유자산의 증시 유입을 유도할 수 있는 대책을 가장 먼저 제시할 것으로 판단됨.

계열사 주식형 펀드 중심의 자산관리 사업 모델에서 종합 자산관리 형태로의 사업 구조를 재편, 자산관리 부문의 경쟁력을 제고한 미래에셋증권은 자금 이동의 수혜 폭을 더 많이 받을 것으로 예상됨. 준비된 자가 2~3년 이내에 예상되는 “유동 자금의 대 이동” 과정에서 승리자가 될 것임.

자산관리 수익 증가, 해외 사업 부문의 수익 호전이 3Q 서프라이징한 실적 시현의 배경

미래에셋증권은 3/4분기에 전 분기 대비 9.2% 감소하였지만 전년 동기 대비 122% 증가한 373억 원의 순이익을 시현함. 시장 기대치 277억 원 대비 100억 원 정도 초과 달성한 실적으로 경상 기준으로는 업계 최고 수준의 순이익을 기록한 것으로 평가됨. 2/4분기에 이어 3/4분기에도 양호한 실적을 시현한 이유는 다음과 같음.

첫째, '10년 3분기 이후 8분기 연속 감소 추세를 보였던 자산관리 부문 이익이 전 분기 대비 12.9% 증가, 예상과 달리 큰 폭으로 증가하였기 때문임. 해외채권 등 중 위험 자산에 대한 마케팅 확대의 영향으로 자산이 꾸준히 증가한 데다 순자산가치 상승으로 펀드 판매이익이 소폭 증가한 데 따름. 둘째, 지점 축소, 인력 감축의 효과가 비용에 반영되면서 판관비가 전 분기 대비 2.2%, 전년 동기 대비 15.0% 감소하였기 때문임. 셋째, 해외사업 부문의 구조조정 결과 홍콩, 브라질 법인 등 해외 법인의 실적이 가파르게 개선되고 있다는 점임. 실제 3분기 자회사 순이익은 126억 원으로 전 분기 -103억 원 대비 크게 개선된 것으로 분석됨.

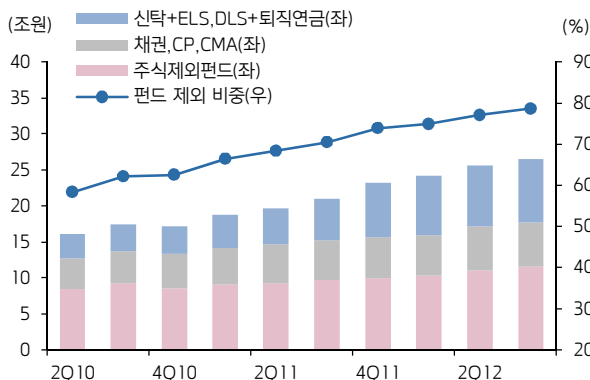
무엇보다 주목할 점은 당초 FY13 이후에나 반등할 것으로 기대했던 자산관리 부문 수익이 예상보다 빠르게 개선되었다는 점임. 이는 주식형 펀드 및 랩어카운트 등 고 위험자산의 비중이 줄이는 대신 국내·해외채권 등 저위험자산 비중을 지속적으로 늘린 결과 수익 구조가 크게 개선되었기 때문임. 실제 2/4분기 자산관리 수익 가운데 펀드와 랩을 제외한 안정형 자산관리 수익 비중은 36.2%로 전년 동기 대비 1.6%포인트 증가하였음.

미래에셋증권 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, IFRS 연결)	1Q12	2Q12	3Q12	%QoQ	%YoY	4Q12E	1Q13E	2012E	% YoY
순영업수익	104.2	144.2	111.5	-22.7	-6.9	122.8	134.7	482.6	-4.6
이자순수익	54.3	52.7	51.3	-2.7	12.7	52.4	55.0	212.3	11.9
위탁수수료(주식+선물)	24.6	25.3	22.1	-12.7	-33.2	24.8	31.2	96.9	-61.6
자산관리수익	30.3	26.4	29.8	12.9	-6.3	30.5	31.3	117.1	-21.0
IB 및 기타	12.2	16.1	11.4	-29.1	32.9	14.6	16.9	54.4	72.2
유가증권손익	-8.1	34.4	3.0	-91.3	-56.7	9.4	9.4	38.7	44.6
판관비	79.1	77.4	75.8	-2.2	-15.0	78.3	78.9	310.7	-11.8
당기순이익	16.6	51.4	24.7	-51.9	15.9	34.1	42.7	126.9	14.1
지배주주순이익	11.0	41.1	37.3	-9.2	122.0	37.1	47.7	126.5	23.5
비용률	76.0	53.7	68.0	26.6	-8.7	63.8	58.6	64.4	-5.3
EPS(원)	1,069	3,996	3,627	-9.2	122.0	3,610	4,641	3,076	23.5
ROE(%)	2.2	8.2	7.3	-10.6	106.9	7.2	9.1	6.3	0.9
일평균거래대금	6,188	6,570	6,583	0.2	-41.2	8,750	9,430	7,023	-27.6

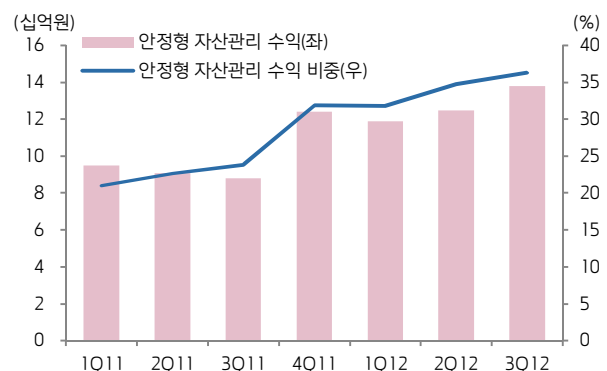
자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

자산관리 구조조정 통해 중위험 자산을 80%까지 늘려



자료: 미래에셋증권

중위험 자산관리 수익, 자산관리 수익 증가의 주요인



자료: 미래에셋증권

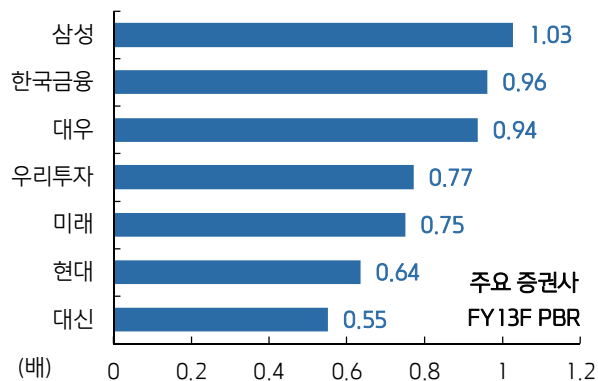
주: 안정형 자산=신탁, ELS/DLS, 소매채권, 방카슈랑스, CMA RP

투자의견 BUY와 목표주가 52,000원으로 상향 조정함.

자산관리 분야의 실적 개선 추이, 해외 사업부문의 실적 호전을 감안하여 FY13, FY14 순이익을 각각 15.2%, 14.7% 상향 조정함. 이에 따라 목표주가를 43,000원에서 52,000원으로 상향 조정하며 증권업종 Top-Pick의견을 제시함. 동사에 대해 긍정적인 시각을 제시하는 이유는 다음과 같음.

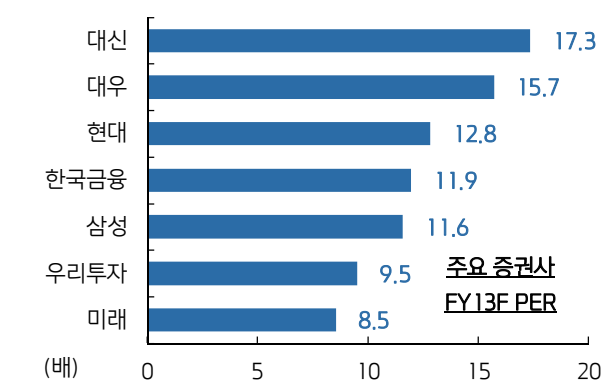
첫째, 적극적인 비용 및 사업 구조조정 결과 대형 증권사 중 가장 빠른 속도로 실적이 개선되고 있다는 점임. 지점과 인력 축소 등 비용 구조조정을 통해 200억 원 이상의 비용 절감 효과가 발생한 데다 중위험자산 중심으로의 사업구조 개편에 따라 자산관리 수익이 FY13부터 빠르게 개선되는 점이 타사와 달리 차별화된 실적을 시현하는 원동력이 될 것임. 둘째, 2013년 예상 ROE가 7.8%로 수익성이 업계 내 가장 높은 수준으로 향상되었지만 동사의 1년 FPBR은 0.7배로 여타 대형 증권사와 비교해 볼 때 현저히 저평가되어 있다는 점임. FY13 PER 역시 8.5배로 여타 대행사 대비 상대적으로 낮은 것으로 분석됨. 셋째, 벤처산업 육성, 자본시장 활성화 등과 같은 새 정부 정책의 대표적인 수혜업체라는 점임. IT, SW 등 하이테크, 콘텐츠 중심의 중소기업 육성을 새 정부의 핵심 국정 과제로 선정 발표한 바 있으며 중소기업 육성을 위해 자본시장 활성화 역시 핵심 과제로 포함하였음. 새 정부는 자본시장 활성화를 위해 금융소득 종합과세 한도 확대 등 부유층 여유자산의 증시 유입을 유도할 수 있는 대책을 가장 먼저 제시할 것으로 판단됨. 상대적으로 자산관리 부문에 경쟁력을 지닌 미래에셋증권이 자금 이동의 수혜 폭을 더 많이 받을 것으로 예상됨.

미래에셋증권 PBR기준으로 볼 때 저평가



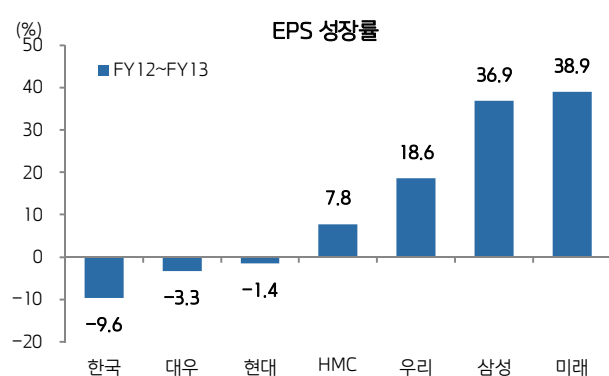
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

미래에셋증권 PER기준으로 볼 때 저평가



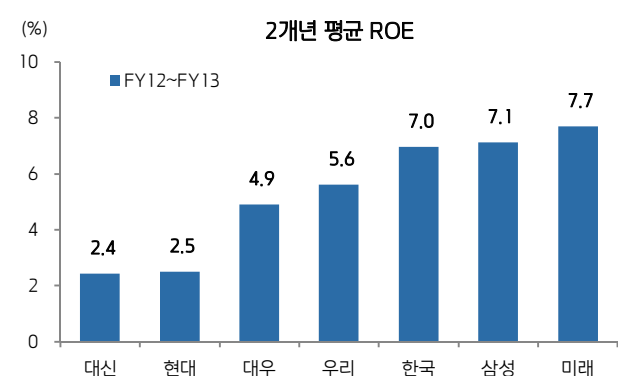
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

가장 이익 성장률을 기록할 것으로 예상되는 미래에셋증권



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

가장 높은 수익성을 시현할 것으로 예상되는 미래에셋증권



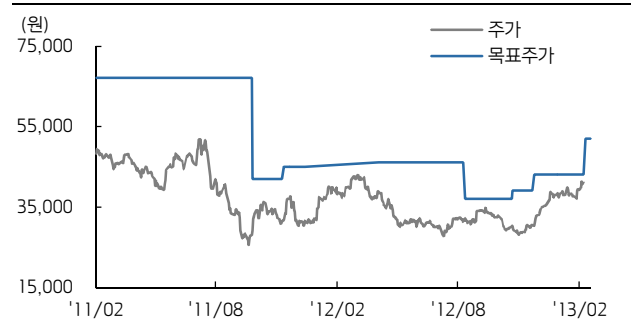
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

- 당사는 2월 22일 현재 '미래에셋증권' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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.

투자의견 변동내역(2개월)

종목명	일자	투자의견	목표주가
미래에셋증권 (037620)	2011/10/11	Buy(Upgrade)	42,000원
	2011/11/28	Buy(Maintain)	45,000원
	2012/02/13	Buy(Maintain)	45,000원
	2012/02/20	Buy(Maintain)	45,000원
	2012/02/27	Buy(Maintain)	47,000원
	2012/03/19	Outperform(Down grade)	46,000원
	2012/08/27	Outperform(Maintain)	37,000원
	2012/11/07	BUY(Upgrade)	39,000원
	2012/11/26	BUY(Maintain)	39,000원
	2012/12/10	BUY(Maintain)	43,000원
	2013/02/25	BUY(Maintain)	52,000원

목표주가 추이



투자의견 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