

은행/보험 Analyst 이신영
증권/퀀트 Analyst 박재위

02)3787-2643 stan.lee@hmcib.com
02) 3787-2634 jae.wee.park@hmcib.com

2015년 합병 시너지와 배당성향 주목

현재주가 (3/9)	11,950원	
상승여력	25.5%	
시가총액	3,363십억원	
발행주식수	281,409천주	
자본금/액면가	1,531십억원/5,000원	
52주 최고가/최저가	12,650원/8,340원	
일평균 거래대금 (60일)	12십억원	
외국인지분율	13.37%	
주요주주	농협금융지주 외 4인 9.12%	
주가상승률	1M	3M 6M
절대주가(%)	3.5	8.6 0.8
상대주가(%)	1.1	7.4 3.7

※ K-IFRS 연결 기준

(단위 원)	EPS(15F)	EPS(16F)	T/P
Before	1,080	1,191	13,000
After	955	1,073	15,000
Consensus	737	768	14,663
Cons. 차이	29.6%	39.7%	2.3%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 새로운 점과 결론

- 동사의 4분기 실적은 NH농협증권의 실적이 12월 31일부터 적용되어 발표 되었으며, 전분기 대비 71.6% 하향한 219억 수준을 기록함. 실적이 감소한 데는, 운용수익 부분에서 실적이 부진하게 나타났기 때문이며, 판관비도 소폭 증가하면서 영향을 받음.
- 4분기 컨센서스 대비(410억, 46.8% 차이)로는 어닝 쇼크를 기록했고, 당사 추정치 대비(620억, -64.7% 차이)로도 하회 하였음. 당사 추정치와 차이가 발생한 데는 전술한 운용수익부분이 가장 영향이 컸음.
- 최근 NH농협금융지주와의 합병으로 배당 정책이 변화했는데, 금융지주의 배당정책에 따라 배당성향 부분도 14년 71%로 증가해, 향후 배당에 대한 매력은 증가.
- 투자 의견은 BUY를 유지. 거래대금 상승으로 인한 영업환경 안정과 합병으로 인한 시너지 및 고객증가로 안정적인 수익구조를 지속할 수 있기 때문. 또한 정부정책 또한 대형 증권사에 유리하게 진행되고 있는 점도 긍정적.

2) 주요 영업 현황과 실적전망

- 2014년 동사는 IB부분에서 주요 밑을 성사해오면서 해당 부분에서 강점을 보여 왔고, 연내 수익다각화를 위해 헤지펀드 운용업 인가신청 예정임. 이는 전년말 통합법인출범과 함께 발표한 성장 동력 내용에 해당되는 부분으로, 운용수익률 제고와 기관 및 고액자산가를 위한 투자수단을 제공하기 위함(2014년 기준 WM/IB/트레이딩 비중이 59%).
- 15년도 순이익은 2,690억원 수준으로 전망되며, 최근 거래대금 상승과 기업상장 활성화 정책 등에 힘입어 2014년 이후로 IPO 시장회복 추이. 현재 동사의 위탁 및 IB부분에 대한 수익비중과 시장지위를 고려할 경우 안정적인 실적 기대됨, 다만 채권운용비중이 높아 매크로 변화로 인한 운용수익 부분은 모니터링이 필요한 부분.

3) 주가전망 및 Valuation

- 목표주가는 과거 5년 평균 P/B 기준인 0.80배에 올해 BPS를 적용해 15,000원으로 산출.
- 직전 목표주가 대비 15.4% 상향했으며, 이는 평균 P/B 기준변경(연도변경, 0.94->0.80로 변화)을 반영했기 때문, 현재 상승여력은 25.5%로 기대됨.

요약 실적 및 Valuation

구분	순영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	증감율 (%)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROAE (%)	ROAA (%)	배당수익률 (%)
2012	825	233	166	8.3	833	17,361	14.3	0.7	5.6	0.8	1.9
2013	419	22	16	-90.3	80	17,349	148.5	0.7	0.5	0.1	0.4
2014F	709	129	81	405.7	407	21,989	29.4	0.5	2.2	0.2	1.3
2015F	1,059	372	269	193.9	955	19,222	12.5	0.6	5.0	0.5	4.4
2016F	1,110	417	302	12.4	1,073	19,760	11.1	0.6	5.5	0.6	4.8

* K-IFRS 연결 기준, 15F01후는 합병기준

〈표1〉 분기 실적 발표

(단위: 십억원, %)

	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14F	4Q14P	% 차이	yoy %	qoq %	Con.	Con. 대비 %
순수수료이익	72	68	75	78	78	81	2.9%	12.2%	3.7%		
순이자이익	106	117	134	130	120	138	15.5%	30.8%	5.9%		
순상품운용이익	-29	-32	-47	27	12	-120	-1077.0%	적지	적전		
기타순영업이익	-14	-5	0	-3	-1	70	6176.5%	흑전	흑전		
판매관리비	134	122	193	129	127	139	9.6%	3.8%	7.5%		
순영업수익	134	148	162	231	209	168	-19.6%	25.6%	-27.4%		
영업이익	0	26	-32	102	82	29	-64.8%	흑전	-71.6%		
영업외수익	0	0	-6	0	0	1	319.1%	95.8%	흑전		
세전이익	0	26	-38	102	82	30	-63.5%	10050.7%	-70.7%		
당기순이익	1	11	-30	78	62	22	-65.0%	1670.5%	-72.0%		
지배주주순이익	1	11	-30	78	62	22	-64.74%	1556.4%	-71.7%	41	-46.8%
비지재주주순이익	0	0	0	0	0	0	-238.66%	적지	적전		
비용 / 수익 비율	75.5%	65.9%	92.6%	62.1%	64.1%	63.6%					
ROA	0.0%	0.0%	-0.1%	0.2%	0.2%	0.1%					
ROE	0.0%	0.3%	-0.9%	2.2%	1.8%	0.6%					

자료: HMC투자증권, WiseFn, 각 회사자료, 주: Con. : 컨센서스

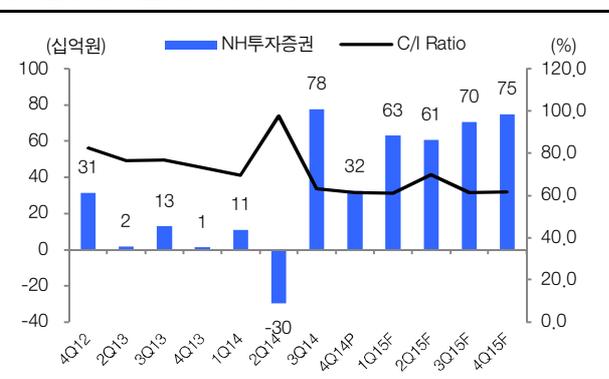
〈표2〉 연간 실적 추정 변경 세부내역

(단위: 십억원, %)

포괄손익계산서	2014P 조정전	2015F 조정전	2014P 조정후	%, %pt 조정	% yoy	2015F 조정후	%, %pt 조정	% yoy
순영업수익	750	1,063	709	-5.5%	69.1%	1,059	-0.3%	15.6%
수수료수익	299	430	297	-0.5%	23.9%	431	0.3%	7.3%
기타수익	451	633	451	0.0%	151.7%	633	0.0%	14.4%
판매관리비	571	652	580	1.5%	46.1%	688	5.5%	-8.3%
영업이익	179	411	129	-27.7%	476.3%	372	-9.5%	123.8%
영업외수익	-7	-9	-6	18.9%	적전	-4	59.4%	적지
세전이익	172	401	124	-28.1%	436.7%	368	-8.4%	139.0%
당기순이익	122	304	122	0.0%	661.0%	304	0.0%	118.3%
지배주주순이익	121	304	81	-33.2%	405.7%	269	-11.6%	193.9%
비지재주주순이익	0	-	0	-59.1%	흑전	-1	-	적지
EPS	609	1,080	407	-33.2%	405.7%	955	-11.6%	193.9%
BPS	17,695	13,982	21,989	24.3%	26.7%	19,222	37.5%	2.6%
ROAA	0.37	0.64	0.24	-36.1%	295.7%	0.57	-10.7%	142.3%
x leverage	9.99	11.22	9.99	0.0%	14.9%	11.22	0.0%	-0.9%
ROAE	3.51	7.80	2.18	-37.9%	368.1%	6.39	-18.1%	147.8%

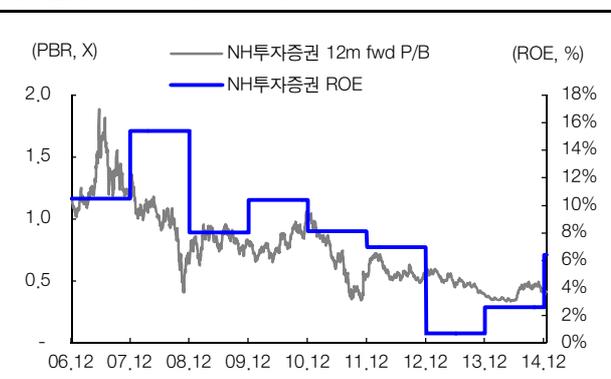
자료: HMC투자증권, WiseFn, 각 회사자료

〈그림1〉 분기별 순이익 추이



자료: HMC투자증권, WiseFn, 각 회사자료

〈그림2〉 ROE vs. PBR 차트



자료: HMC투자증권, WiseFn, 각 회사자료

(단위:십억원)						(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2011	2012	2013	2014P	2015F	재무상태표	2011	2012	2013	2014P	2015F
수수료수익	561	571	287	378	529	자산총계	19,359	22,985	29,986	41,059	51,362
수탁수수료	386	409	190	243	342	현금 & 예치금	2,486	4,748	4,388	6,821	7,974
인수 및 조달 수수료	47	45	24	30	38	유기증권	11,663	13,760	21,156	29,359	34,048
중개매매수수료	23	20	15	22	27	대출채권	3,592	1,815	1,447	2,350	3,064
기타 수수료	105	96	59	84	122	유형자산	325	317	298	287	255
수수료비용	75	71	47	81	98	기타자산	1,328	1,740	2,052	2,235	6,028
순수수료이익	486	500	240	297	431	부채총계	16,730	19,535	26,538	36,681	45,962
순이자이익	322	345	291	520	653	예수부채	1,158	1,444	1,335	1,729	2,131
금융자산관련이익	-7	-45	-105	-172	-8	차입부채	10,220	8,886	13,057	16,153	21,281
기타영업이익	-121	25	-6	64	-17	기타부채	719	2,499	2,764	4,356	5,481
판관비	516	592	397	580	688	자본총계	2,629	3,450	3,447	4,369	5,399
순영업이익	681	825	419	709	1,059	지배주주지분	2,629	3,440	3,440	4,360	5,390
영업이익	165	233	22	129	372	자본금	787	1,121	1,121	1,531	2,132
영업외수익	30	-4	1	-6	-4	자본잉여금	884	1,160	1,178	1,532	1,618
세전이익	194	229	23	124	368	자본조정	-29	-6	-21	-20	-28
당기순이익	153	170	16	81	268	기타포괄손익누	189	171	136	223	283
지배주주순이익	153	166	16	81	269	이익잉여금	798	995	1,026	1,103	1,386
비지배주주순이익	0	4	0	0	-1	비지배주주지분	0	9	8	9	9

(단위:십억원)					
효율성지표	2011	2012	2013	2014P	2015F
영업효율성					
순영업이익 기여도 (%)					
순수수료이익	74.2	63.7	61.6	48.3	45.7
수탁수수료	51.1	45.6	40.8	30.7	29.6
인수주선수수료	6.2	5.1	5.1	3.8	3.3
수익증권수수료	3.0	2.3	3.1	2.8	2.3
기타수수료	13.9	10.7	12.6	10.6	10.6
순이자이익	42.7	38.5	62.3	65.8	56.5
금융자산관련이익	-0.9	-5.0	-22.5	-21.8	-0.7
기타순영업이익	-16.1	2.8	-1.3	8.2	-1.5
자산대비 비중 (%)					
순영업이익	3.6	3.9	1.6	2.0	2.1
판관비	2.7	2.8	1.5	1.6	1.4
영업이익	0.9	1.1	0.1	0.4	0.7
영업외수익	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	0.8	0.8	0.1	0.2	0.5
레버리지 (x)	7.3	7.0	7.7	9.1	9.4
ROE (%)	6.0	5.6	0.5	2.2	5.0

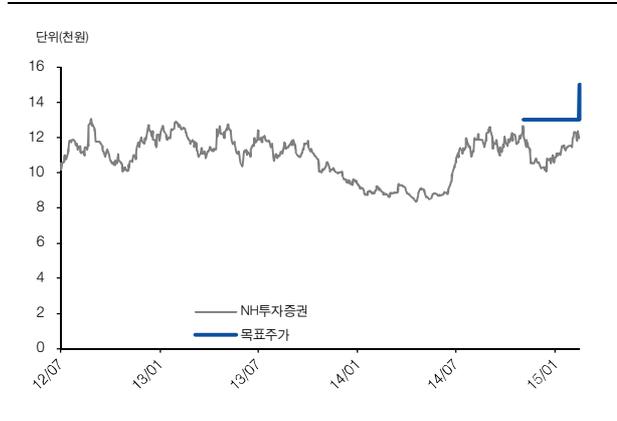
* K-IFRS 연결/지배 기준, 15F 이후는 합병기준

(단위:원,배,%)					
주요투자지표	2011	2012	2013	2014P	2015F
밸류에이션					
PER	10.7	14.8	153.5	30.3	12.9
PBR	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
배당수익률	2.4	1.9	0.4	1.3	4.4
주당지표					
EPS	1,157	833	80	407	955
BPS	20,021	17,361	17,349	21,989	19,222
DPS	300	230	50	160	540
성장성					
EPS	-15.1	-28.0	-90.3	405.7	193.9
BPS	5.1	-13.3	-0.1	26.7	2.6
수익성					
ROA	0.8	0.8	0.1	0.2	0.6
ROE	6.0	5.6	0.5	2.2	6.4
비율/수익비율	63.8	70.1	74.8	70.7	63.4
안정성					
부채비율	636.5	566.3	769.8	839.6	851.2
자기자본비율	13.6	15.0	11.5	10.6	10.5

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
14/11/26	M,PERFORM	13,000			
15/01/20	BUY	13,000			
15/03/10	BUY	15,000			

▶ 최근 2년간 미래에셋증권 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ HMC투자증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.