

Analyst 전배승 · 02)6923-7353 · junbs@capefn.com

미래에셋대우 (006800KS | Buy 유지 | TP 10,000원 유지)**수익성 개선 전망**

운용이익 회복으로 1분기 큰 폭의 실적개선을 예상합니다. 리테일, IB부문의 경상이익력이 유지되는 가운데 비용효율성 개선과 누적적 투자수익 확대로 향후 수익성 개선추세는 지속될 전망입니다. 기존 목표주가 10,000원과 Top Picks의견을 유지합니다.

'19.1Q 예상순이익 1,563억원. Trading 부문이 이익회복 견인

- 2019년 1분기 순이익은 1,563억원으로 컨센서스(1,356억원) 상회 예상. 4분기 부진했던 운용이익이 큰 폭으로 개선되며 이익회복을 견인할 전망. 국내외 증시여건 개선에 따른 ELS 조기상환 증가와 PI수익 회복, 시장금리 하락에 따른 채권운용이익 증가가 Trading수익 호조의 배경
- 1분기 중 특이요인으로는 희망퇴직 실시와 임금피크제 적용에 따른 약 600억원의 판관비 증가가 예상되나, 미래에셋생명 지분관련 염가매수차익이 영업외수익으로 인식되며 이를 상당부분 커버할 전망
- 수수료이익과 이자이익의 경우 전반적으로 양호한 흐름이 이어질 것으로 보이며, 지난해 하반기 주춤했던 해외법인 실적 또한 회복이 예상됨

수익성 개선추세 지속 예상

- 리테일과 IB부문의 경상이익력이 유지되는 가운데 운용이익 회복, 누적적 투자자산에서 발생하는 이익기여가 확대되며 향후 수익성 개선추세는 지속될 전망
- 비용 측면에서도 희망퇴직 및 영업점 대형화 효과로 비용효율성 개선이 예상됨
- 분기 이익변동성 축소되는 가운데 2019년 순이익은 20%내외 증가할 전망. 가파른 외형성장 효과가 시차를 두고 자본활용도 증가로 나타날 것으로 보여 '19~20년 7% 수준의 ROE 실현이 가능할 전망

목표주가 10,000원 유지, Top Picks의견 유지

- 기존 목표주가 10,000원과 Top Picks의견을 유지함
- 예상 수익성 대비 주가 저평가 영역으로 판단

**경영실적 전망**

결산기(12월)	단위	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
순영업수익	(십억원)	796.0	1,711.9	1,627.5	1,857.6	1,977.6
영업이익	(십억원)	3.2	627.8	511.6	701.1	836.8
지배순이익	(십억원)	39.3	503.2	455.8	572.7	636.7
EPS	(원)	76	901	826	992	1,103
증감률	(%)	-91.6	1,082.3	-8.3	20.0	11.2
수정BPS	(원)	12,805	13,002	11,901	12,513	13,142
ROE	(%)	0.8	7.2	5.6	6.7	7.2
ROA	(%)	0.1	0.7	0.4	0.5	0.5
PER	(배)	102.1	10.6	10.3	8.0	7.2
PBR	(배)	0.61	0.73	0.72	0.64	0.61

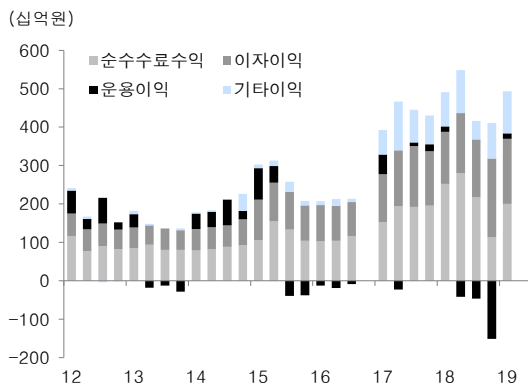
표1. 미래에셋대우 분기실적

(단위: 십억원, %)

	2018				2019				2018 연간	2019 연간
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QE	QoQ(%)	YoY(%)	2QE		
순영업수익	491.2	507.4	369.4	259.4	493.3	90.1	0.4	466.9	1,627.5	1,857.6
순수수료수익	252.4	280.0	217.3	113.3	199.9	76.5	-20.8	204.2	862.9	817.1
수탁수수료	184.5	166.7	121.8	31.5	104.5	232.0	-43.3	108.8	504.4	433.0
자산관리수수료	44.3	46.8	43.6	38.9	40.4	3.9	-8.8	42.0	173.7	171.7
IB수수료	18.2	32.6	32.3	37.9	34.9	-7.9	91.5	32.1	120.9	123.8
기타수수료	52.2	84.3	67.8	63.7	67.4	5.7	29.2	69.5	268.0	281.7
(수수료비용)	46.8	50.4	48.1	58.7	47.3	-19.5	1.1	48.3	204.0	193.2
순이자이익	135.5	156.9	150.8	204.9	169.9	-17.1	25.4	175.2	648.1	699.9
상품운용이익	13.7	-41.4	-46.3	-151.2	13.8	-	-	-10.2	-225.2	-22.9
기타영업이익	89.6	111.9	47.7	92.5	109.6	18.5	22.3	97.6	341.7	363.4
판관비	276.6	294.4	270.7	274.2	337.5	23.1	22.0	279.5	1,115.9	1,156.5
영업이익	214.6	213.0	98.8	-14.8	155.8	-	-27.4	187.4	511.6	701.1
세전이익	216.2	219.3	106.2	42.5	212.6	400.3	-1.7	194.4	584.3	779.1
지배주주순이익	199.3	155.6	73.9	27.0	156.3	478.1	-21.6	142.9	455.8	572.7

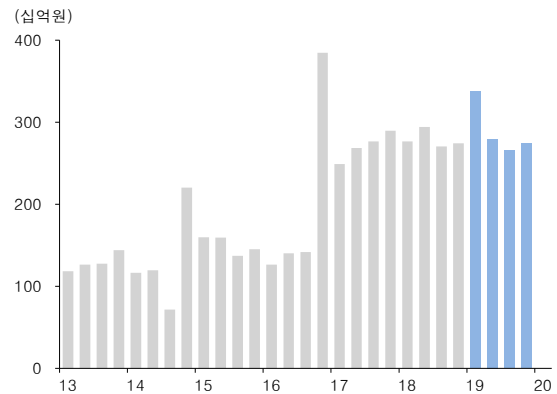
자료: 미래에셋대우, 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 순영업수익 추이



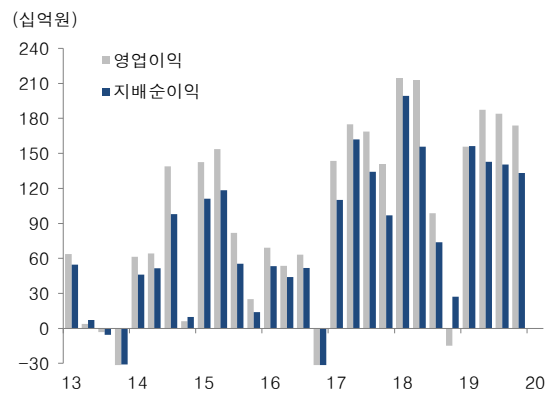
자료: 미래에셋대우, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 판관비 추이 및 예상



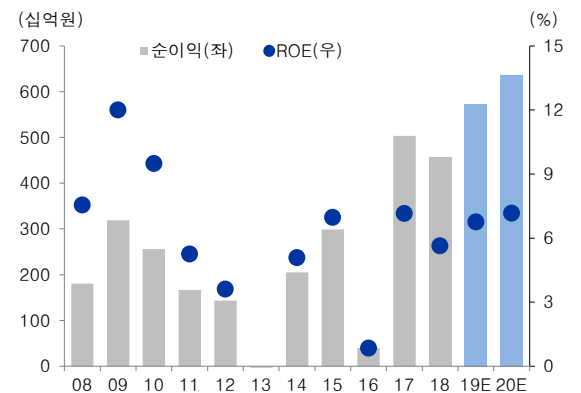
자료: 미래에셋대우, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 분기순이익 추이 및 예상



자료: 미래에셋대우, 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 연간순이익, ROE 추이 및 예상



자료: 미래에셋대우, 케이프투자증권 리서치본부

미래에셋대우 | 수익성 개선 전망

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
순영업수익	796.0	1,711.9	1,627.5	1,857.6	1,977.6
순수수료수익	544.2	734.2	862.9	817.1	858.3
수탁수수료	311.9	432.3	504.4	433.0	429.6
자산관리수수료	155.9	156.5	173.7	171.7	202.4
IB업무수수료	35.6	85.3	120.9	123.8	124.4
기타수수료	167.8	221.1	268.0	281.7	304.9
(수수료비용)	127.1	161.0	204.0	193.2	202.9
순이자수익	542.6	571.3	648.1	699.9	747.1
상품운용손익	-466.2	55.3	-225.2	-22.9	-16.1
기타영업손익	175.5	351.1	341.7	363.4	388.4
판매비	792.9	1,084.2	1,115.9	1,156.5	1,140.8
인건비	459.9	647.3	343.9	337.1	288.7
물건비	332.9	436.9	772.0	819.4	852.2
영업이익	3.2	627.8	511.6	701.1	836.8
영업외손익	17.8	37.0	72.7	78.0	29.5
세전이익	20.9	664.7	584.3	779.1	866.2
법인세	5.2	159.8	123.0	206.5	229.6
(유효세율%)	25.0	24.0	21.1	26.5	26.5
당기순이익	15.7	504.9	461.2	572.6	636.7
지배주주지분	39.3	503.2	455.8	572.7	636.7
비지배주주지분	-23.6	1.8	5.4	0.0	0.0

주요투자지표

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	76	901	826	992	1,103
BPS	12,805	13,002	11,901	12,513	13,142
DPS	50	220	220	276	307
Valuation					
PER	102.1	10.6	10.3	8.0	7.2
PBR	0.61	0.73	0.72	0.64	0.61
수익성 및 효율성					
ROE	0.8	7.2	5.6	6.7	7.2
ROA	0.1	0.7	0.4	0.5	0.5
순영업수익/총자산	2.0	2.4	1.6	1.5	1.5
영업이익/자기자본	0.1	8.9	6.3	8.2	9.4
수탁수수료/순영업수익	23.2	15.8	18.5	12.9	11.5
판매비/순영업수익	99.6	63.3	68.6	62.3	57.7

자료: 케이프투자증권

재무상태표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
총자산	57,268	90,627	117,794	126,875	137,314
현금및예치금	8,322	8,826	7,966	11,476	12,422
유가증권	39,160	35,908	43,198	43,296	46,865
당기손익인식	30,005	26,396	34,995	37,879	41,002
매도가능증권	8,740	8,839	8,203	4,698	5,085
기타유가증권	415	673	0	719	778
파생상품	0	0	0	0	0
대출채권	4,422	35,745	54,695	59,204	64,084
유형자산	348	199	232	232	231
기타자산	5,017	9,949	11,704	12,668	13,713
총부채	50,602	83,242	109,443	118,095	128,094
예수부채	4,125	5,119	5,465	5,916	6,403
차입부채	21,922	52,476	76,321	82,244	89,287
기타부채	24,555	25,648	27,656	29,936	32,404
자본총계	6,666	7,385	8,352	8,780	9,220
지배주주지분	6,639	7,357	8,313	8,741	9,180
자본금	3,402	3,402	4,102	4,102	4,102
자본잉여금	1,813	2,165	2,154	2,154	2,154
이익잉여금	1,398	1,875	2,249	2,699	3,155
기타자본	26	-85	-192	-214	-231
비지배주주지분	27	28	39	39	40

주요재무지표

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
성장성(%)					
총자산증가율	64.4	58.3	30.0	7.7	8.2
예수부채증가율	35.7	24.1	6.8	8.2	8.2
자기자본증가율	52.0	10.8	13.1	5.1	5.0
순영업수익증가율	-20.8	115.1	-4.9	14.1	6.5
영업이익증가율	-99.2	19,698.5	-18.5	37.0	19.4
순이익증가율	-86.9	1,180.6	-9.4	25.6	11.2
EPS증가율	-91.6	1,082.3	-8.3	20.0	11.2
BPS증가율	-2.1	1.5	-8.5	5.1	5.0
안정성(%)					
부채비율	759.1	1,127.3	1,310.4	1,345.0	1,389.3
자기자본비율	11.6	8.1	7.1	6.9	6.7
재무레버리지	8.6	12.3	14.1	14.5	14.9
배당성향	64.6	24.3	26.5	26.5	26.5

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

미래에셋대우(006800) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-11-15	2017-12-18	2018-01-05	2018-02-07	2018-04-24	2018-05-11	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	12,709원	11,242원	11,731원	12,500원	12,500원	12,500원	
제시일자	2018-08-09	2018-09-17	2018-02-11	2018-02-15			
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy			
목표주가	12,000원	12,000원	10,000원	10,000원			
제시일자							
투자의견							
목표주가							

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-11-15	Buy	12,709원	-18.27	-14.23
2017-12-18	Buy	11,242원	-20.65	-18.00
2018-01-05	Buy	11,731원	-13.04	-2.82
2018-02-07	Buy	12,500원	-25.32	-20.40
2018-08-09	Buy	12,000원	-32.98	-30.92
2019-02-11	Buy	10,000원		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음. * 기준일 2019.03.31까지
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(93.83%) · 매도(0.00%) · 중립(6.17%)	

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

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 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.