

미래에셋증권 (006800/KS)

방향성 측면에서는 더할 나위 없음

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 10,000 원(신규편입)

현재주가: 8,610 원

상승여력: 16.1%



Analyst
설용진

s.dragon@sks.co.kr
3773-8610

Company Data

발행주식수	59,532 만주
시가총액	5,126 십억원
주요주주	
미래에셋캐피탈(와15)	30.77%
자사주	25.29%

Stock Data

주가(24/09/20)	8,610 원
KOSPI	2,593.37 pt
52주 최고가	9,020 원
52주 최저가	6,020 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

주가 및 상대수익률



투자의견 매수, 목표주가 10,000 원으로 커버리지 개시

미래에셋증권에 대해 투자의견 매수, 목표주가 10,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 24E BVPS 15,699 원에 Target PBR 0.62 배를 적용하여 산출했으며 투자리스크로는 1) 자본 대비 상대적으로 아쉬운 ROE, 2) 해외 부동산 대체투자 관련 불확실성 및 3) 투자자산 관련 실적의 낮은 가시성을 제시한다.

핵심 사업의 방향성은 긍정적. 궁극적인 관건은 수익성

미래에셋증권의 가장 큰 강점으로는 핵심 사업의 중장기적인 전망 등 방향성을 제시할 수 있다고 판단한다. 동사가 주력해왔던 주요 사업 부문으로는 크게 퇴직연금 및 해외 사업 등을 제시할 수 있는데 1) 베이비붐 세대 등의 은퇴나 2) 국내 경제의 제한적인 성장 여력 등 대내외 환경 요인을 감안했을 때 중장기적 관점에서 지속가능한 성장 및 실적 확대를 기대해 볼 수 있을 전망이다. 다만 1) 해외 부문 확대 과정에서 해외 상업용 부동산 관련 손실이 확대되는 등 투자자산 관련 실적이 다소 부진한 모습이 이어지고 있으며 2) 이러한 영향으로 보유 자본 대비 상대적으로 낮은 ROE 가 지속되고 있고, 3) 상대적으로 높은 투자자산 관련 실적 변동성으로 전반적인 실적의 예측가능성이 부진함에 따라 방향성 측면의 긍정적 영향이 밸류에이션에 온전히 반영되고 있지 않다고 판단한다. 향후 1) 해외 상업용부동산 등 관련 우려가 해소되고 2) 적극적인 주주환원 확대 등을 바탕으로 3) ROE 가 유의미한 개선세를 보일 때 본격적으로 Upside 를 확인할 수 있을 것으로 전망한다.

2024E 지배순이익 8,379 억원(+156.2% YoY) 전망

미래에셋증권의 24E 지배순이익은 8,379 억원(+156.2% YoY)를 전망한다. 해외부동산 관련 손실이 축소되는 가운데 채권 평가손익 개선, 브로커리지/IB 수수료 손익 개선에 따른 실적 개선이 예상되며 하반기 중 홍콩법인 감자 관련 환차익, 여의도 사옥 매각이익 등 일회성 이익이 추가적으로 반영될 것으로 전망된다. 주주환원에 있어서는 매년 최소 보통주 1,500 만주, 2 우선주 100 만주 소각을 포함하여 35%를 목표하고 있지만 23 년 중 전반적으로 실적이 부진할 때 50% 이상까지 총 주주환원율을 확대했던만큼 향후 실적에 따라 추가적인 주주환원율 확대를 기대해볼 수 있을 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
순영업수익	십억원	2,977	2,176	1,887	2,502	2,331	2,378
영업이익	십억원	1,485	836	521	985	972	970
순이익(지배주주)	십억원	1,153	639	327	838	728	727
EPS(계속사업)	원	1,922	1,113	589	1,520	1,323	1,320
PER	배	4.5	5.5	12.9	5.7	6.5	6.5
PBR	배	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
배당성향	%	15.9	18.7	27.0	22.5	24.7	24.8
ROE	%	12.0	6.4	3.2	7.5	6.2	5.9

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2024E ~ 2026F ROE 평균	6.5%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.34%, 베타 1 기준	9.0%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	초대형 IB 라이선스 및 밸류업 공시 등 바탕으로 디스카운트 부여	15%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.62
목표주가	2024F BPS 15,699 원에 Target PBR 적용	10,000
현재가		8,610
Upside / Downside		16.1%
투자 의견		Buy

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		54%
Sustainable ROE	금리 상승, 비은행 계열사 실적 호조	8.0%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.34%, 베타 1 기준	9.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	예상 대비 가파른 실적 회복 및 주주환원 확대	-5.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.85
목표주가(Bull case)	2024F BPS 15,699 원에 Target PBR 적용	13,300
Downside case		-23%
Sustainable ROE	금리 하락, 부실 확대, 경기 환경 악화 등	5.0%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.34%, 베타 1 기준	9.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	부동산 PF/해외 부동산 관련 손실 악화	-25.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.42
목표주가(Bear case)	2024F BPS 15,699 원에 Target PBR 적용	6,600

자료: SK 증권 추정

미래에셋증권 - 연결 기준 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
순영업수익	523.5	235.1	677.5	699.3	552.7	572.2	-21.0	5.6
수수료손익	236.0	191.3	256.8	247.9	250.1	256.0	0.9	5.9
Brokerage	161.6	107.3	184.5	175.2	156.0	161.3	-11.0	-3.5
WM	57.9	49.9	54.9	61.6	55.0	55.6	-10.7	-5.1
IB	20.4	22.0	22.5	19.2	24.1	24.2	25.7	18.0
기타	-3.9	12.2	-5.1	-8.0	15.0	15.0	흑전	흑전
이자손익	96.5	99.6	101.9	113.6	110.1	108.1	-3.1	14.1
트레이딩 및 기타	191.0	-55.9	318.9	337.8	192.5	208.1	-43.0	0.8
판매관리비	350.5	325.5	407.1	426.0	335.8	347.3	-21.2	-4.2
영업이익	173.1	-90.4	270.5	273.3	216.8	224.9	-20.7	25.3
세전이익	64.5	-152.3	232.3	276.7	419.3	229.8	51.5	550.3
당기순이익	76.9	-118.1	170.5	201.2	310.3	170.0	54.2	303.6
지배지분순이익	77.4	-119.7	164.7	198.7	306.5	168.0	54.2	295.7
자산	128,810	128,177	136,542	139,859	140,071	140,648	0.2	8.7
부채	117,317	116,938	125,248	128,333	128,239	128,716	-0.1	9.3
자본	11,494	11,239	11,293	11,526	11,833	11,932	2.7	2.9
ROE(%)	2.7	-4.2	6.1	7.2	10.8	5.8	3.6	8.0

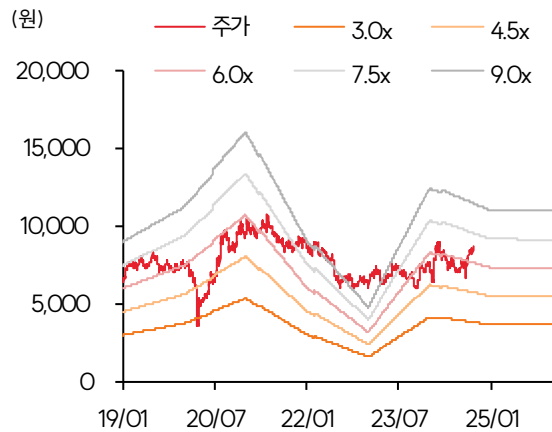
자료: 미래에셋증권, SK 증권 추정

미래에셋증권 - 증권 별도 기준 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
순영업수익	332.1	200.6	545.6	555.3	476.0	412.1	-14.3	43.3
수수료손익	219.2	174.3	242.7	240.6	236.7	242.1	-1.6	8.0
Brokerage	132.1	96.4	161.7	153.0	136.2	140.8	-11.0	3.1
WM	61.2	54.6	60.9	67.8	60.6	61.2	-10.7	-1.0
IB	20.1	23.9	23.6	19.9	25.0	25.1	25.7	24.6
기타	5.8	-0.6	-3.6	0.0	15.0	15.0	N/A	157.4
이자손익	58.0	61.7	60.2	68.1	78.9	80.0	15.8	35.9
트레이딩 및 기타	54.9	-35.4	242.7	246.5	160.4	90.1	-34.9	192.2
판매관리비	245.6	224.8	296.5	290.1	243.8	264.1	-15.9	-0.7
영업이익	86.6	-24.1	249.0	265.2	232.2	148.0	-12.4	168.3
세전이익	-37.5	-12.6	220.4	245.0	427.8	145.7	74.6	흑전
당기순이익	-4.0	12.8	164.5	179.9	316.6	107.8	76.0	흑전
자산	87,814	85,965	89,764	88,866	88,908	89,232	0.0	1.2
부채	78,481	76,496	80,371	79,335	79,061	79,346	-0.3	0.7
자본	9,332	9,468	9,393	9,530	9,847	9,886	3.3	5.5
ROE(%)	-0.2	0.5	7.0	7.6	13.1	4.4	5.5	13.2

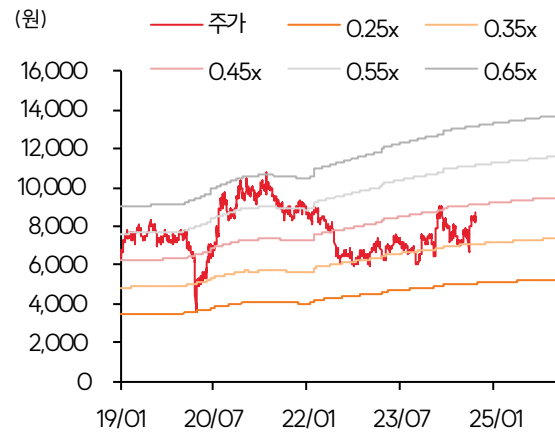
자료: 미래에셋증권, SK 증권 추정

미래에셋증권 - PER 밴드 Chart



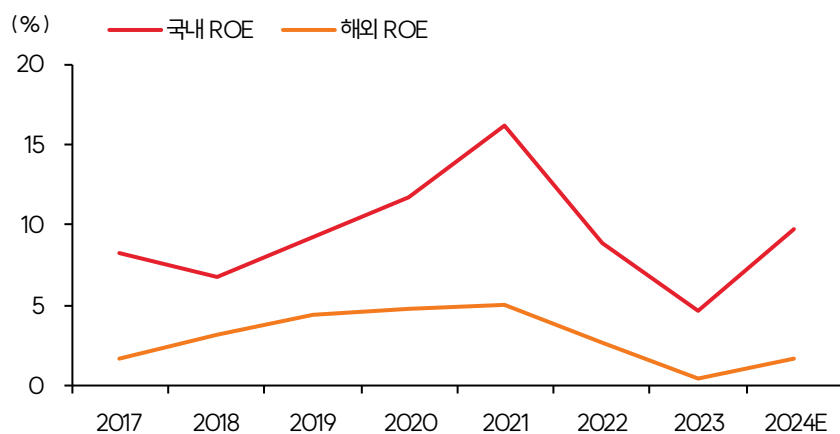
자료: FnGuide, SK 증권 추정

미래에셋증권 - PBR 밴드 Chart



자료: FnGuide, SK 증권 추정

미래에셋증권 - 국내 ROE 및 해외 ROE 추이



자료: 미래에셋증권, SK 증권

주: 내부 관리회계 기준이며 24E는 상반기 연환산 기준

연결 재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
현금 및 현금성자산	9,354	8,194	7,728	5,935	3,985
FVPL 금융자산	39,179	44,783	48,508	50,179	51,906
FVOCI 금융자산	15,913	16,088	15,965	16,328	16,700
AC 금융자산	33,906	51,175	60,634	62,747	64,941
중속/관계기업투자지분	1,711	2,022	1,864	1,864	1,864
기타자산	6,150	5,916	5,949	5,949	5,949
자산총계	106,213	128,177	140,648	143,001	145,346
투자지예탁금	9,650	10,926	10,652	10,694	10,737
발행어음	6,150	6,449	7,828	7,986	8,147
매도파생결합증권	10,468	9,424	7,326	7,473	7,624
차입금/사채	54,595	68,422	81,424	83,096	84,802
기타부채	14,989	21,717	21,486	21,400	21,315
부채총계	95,853	116,938	128,716	130,650	132,625
자본금	4,102	4,102	4,102	4,102	4,102
자본잉여금	2,160	2,158	2,157	2,157	2,157
이익잉여금	4,561	4,821	5,412	5,832	6,202
기타자본	-584	1	93	93	93
비배분주지분	122	158	168	168	168
자본총계	10,360	11,239	11,932	12,352	12,721

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
순영업수익	2,176	1,887	2,502	2,331	2,378
수수료손익	952	900	1,011	1,065	1,091
Brokerage	543	557	677	644	655
WM	214	211	227	228	237
IB	126	108	90	133	140
기타	69	24	17	60	60
이자손익	500	365	434	481	494
트레이딩 및 기타	725	623	1,057	785	792
판매관리비	1,340	1,366	1,516	1,359	1,408
판매비율(%)	61.6	72.4	60.6	58.3	59.2
영업이익	836	521	985	972	970
영업외손익	-9	-142	173	25	24
세전이익	826	379	1,158	996	994
법인세	167	41	306	259	258
법인세율(%)	20.2	10.9	26.4	26.0	26.0
당기순이익	660	338	852	737	736
지배지분순이익	639	327	838	728	727
비지배지분순이익	20	11	14	9	9

증권 별도 재무제표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
순영업수익	1,537	1,478	1,989	1,990	2,040
수수료손익	896	845	962	1,012	1,038
Brokerage	449	482	592	562	571
WM	230	227	250	251	261
IB	138	110	94	138	145
기타	79	25	26	60	60
이자손익	379	212	287	325	342
트레이딩 및 기타	262	421	740	654	660
판매관리비	989	971	1,095	1,039	1,078
판매비율(%)	64.3	65.7	55.0	52.2	52.9
영업이익	548	507	894	951	962
영업외손익	5	-274	145	-4	-4
세전이익	553	233	1,039	947	958
법인세	156	-5	270	246	249
법인세율(%)	28.1	-2.2	26.0	26.0	26.0
당기순이익	398	238	769	701	709
연결당기순이익 대비 비중(%)	60.3	70.4	90.2	95.1	96.3
자산총계	77,529	85,965	89,232	90,838	92,428
연결 자산총계 대비 비중(%)	73.0	67.1	63.4	63.5	63.6
부채총계	68,433	76,496	79,346	80,502	81,686
연결 부채총계 대비 비중(%)	71.4	65.4	61.6	61.6	61.6
자본총계	9,096	9,468	9,886	10,336	10,742
연결 자본총계 대비 비중(%)	87.8	84.2	82.9	83.7	84.4
별도 ROE(%)	4.3	2.6	7.9	6.9	6.7
별도 ROA(%)	0.5	0.3	0.9	0.8	0.8

자료: 미래에셋증권, SK증권 추정

주요투자지표

12월 결산(% 원 배)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성(%)					
자산	-2.2	20.7	9.7	1.7	1.6
자본(지배주주지분)	-2.6	8.2	6.2	3.6	3.0
순영업수익	-26.9	-13.3	32.6	-6.8	2.0
지배순이익	-44.5	-48.9	156.2	-13.1	-0.2
EPS	-42.1	-47.0	157.9	-13.0	-0.2
BPS	0.0	9.7	7.6	3.6	3.0
DPS	-33.3	-25.0	180.0	-4.8	0.0
수익성(%)					
ROE	6.4	3.2	7.5	6.2	5.9
ROA	0.6	0.3	0.6	0.5	0.5
밸류에이션(배)					
PER	5.5	12.9	5.7	6.5	6.5
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
주당지표(원)					
EPS	1,113	589	1,520	1,323	1,320
BPS	13,307	14,592	15,699	16,259	16,752
보통주 DPS	200	150	420	400	400
주주환원(%)					
전체 배당성향	18.7	27.0	22.5	24.7	24.8
총주주환원율	31.8	51.3	35.9	36.9	37.0
보통주 배당수익률	3.3	2.0	4.9	4.6	4.6
자본적정성(%)					
구 NCR	145.9	151.1	155.2	154.4	152.8
신 NCR	1,871.1	2,142.4	2,378.7	2,439.0	2,464.2

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.09.24	매수	10,000원	6개월		



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 09월 24일 기준)

매수	98.15%	중립	1.85%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------