증권

통 큰 베팅의 결과, 미래에셋대우증권

비중확대 (유지)

손미지 ☎ 02-3772-1572 ✉ mjson@shinhan.com

임희연 ☎ 02-3772-3498 ✉ heeyeon.lim@shinhan.com

- 대우증권 매각 우선협상대상자에 미래에셋컨소시움 선정
- 상호 보완적 시너지 창출이 기대되는 초대형 증권사 탄생
- 통합 법인 출범은 2017년 예상, 미래에셋증권 목표주가 26,000원으로 상향

대우증권 매각 우선협상대상자에 미래에셋컨소시움 선정

12월 24일 산업은행의 대우증권 지분 43.0%와 산은자산운용 지분 100%를 인수하는 우선협상대상자에 2.4조원을 제시한 미래에셋컨소시움(미래에셋증권+미래에셋자산운용)이 선정되었다. 가장 높은 인수가액과 적극적인 시너지 방안을 제시하는 등 오너의 강한 의지가 이끌어 낸 승리라고 할 수 있다.

인수가액 2.4조원은 9월말 기준 자본총계에 43% 지분율을 감안한 1.9조원 대비 PBR(주가순자산비율) 1.3배에 해당되며, 시가총액(12/24) 대비 약 70% 프리미엄이다. 9월말 기준 2.5조원에 불과했던 미래에셋증권 자기자본은 증자 이후 3.4조원으로 증가했으며 대우증권 합병으로 7.8조원에 달하게 됐다(단순 합산). 유상증자로 조달한 9,561억원 외에도 신한은행이 추진하는 7~8천억 규모의 인수금융(주식담보대출) 등으로 나머지 금액을 조달할 예정이다.

상호 보완적 시너지 창출이 기대되는 초대형 증권사 탄생

당사는 미래에셋이 지난 9월 증자 당시 내세운 대우증권 인수 의지에 대해서 현실성이 높은 시나리오로 판단했다. 우선 1) 대우+미래 합병시 자기자본 8조원 규모의 초대형 증권사가 탄생하게 되는데 이는 금융당국의 대형화 정책 방향에 부합한다. 2) 금융당국은 초대형 증권사가 적극적인 위험 인수 및 투자 기회 창출의 첨병 역할을 해주길 기대하고 있는데, 미래에셋 그룹은 과거 국내외 오피스 빌딩, PEF[1], 호텔 투자 등을 통해 PI[2] 역량을 보여준 바 있다.

특히 3) 양 사가 강점을 가지고 있는 분야가 각각 달라 상호 보완적 시너지 창출을 기대할 수 있다. 미래에셋증권은 퇴직연금을 중심으로 한 자산관리(WM), 온라인 브로커리지, 해외 투자 등에 강점을 가지고 있는 반면, 대우증권은 오프라인 브로커리지, IB[3], 채권 운용 등에 강점을 가지고 있다.

통합 법인 출범은 2017년 예상, 미래에셋증권 목표주가 26,000원으로 상향

우선협상대상자 선정 이후에도 본계약 체결, 대금 납입, 금융위원회 승인 등 여러 절차가 남아있기 때문에 통합 미래에셋대우증권 출범은 2017년으로 예상된다. FY16 실적 추정치 기준 합병 법인의 이익 규모는 영업이익 5,774억원, 순이익 4,916억원, ROE 6.7%가 전망된다. 미래에셋증권(037620)의 M&A 불확실성이 해소되면서 목표주가를 기존 23,000원에서 26,000원으로 상향하며 대우증권(006800) 목표주가는 14,000원을 유지한다.

1) PEF(Private Equity Fund, 사모투자펀드): 부실한 기업을 인수하여 구조조정을 통해 경영을 정상화하여 가치를 높힌 후에 경영권을 판매, 수익을 얻는 펀드

2) PI(Principal Investment, 자기자본투자): 금융기관이 자기의 돈을 직접 주식과 채권은 물론 부동산이나 인수·합병(M&A) 금융 등에 투자해 수익을 얻는 것

3) IB(Investment Banking): 기업의 인수 · 합병(M&A) 중개, 프로젝트 파이낸스 중개 등을 하는 기업 금융 업무

대우증권 매각 우선협상대상자에 미래에셋컨소시움 선정

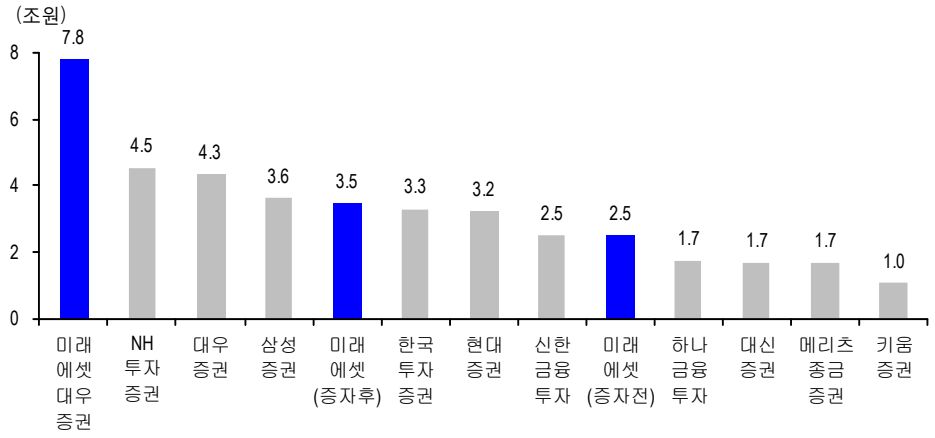
12월 24일 산업은행의 대우증권 지분 43.0%와 산은자산운용 지분 100%를 인수하는 우선협상대상자에 2.4조원을 제시한 미래에셋컨소시움(미래에셋증권+미래에셋자산운용)이 선정되었다. 사실상 본입찰 전까지 시장 참여자들은 자금 여력 측면에서 가장 우위에 있는 KB금융의 인수 가능성을 가장 높게 점치고 있었다. 그럼에도 불구하고 미래에셋컨소시움은 가장 높은 인수가액과 적극적인 시너지 방안을 제시하는 등 오너의 강한 의지가 이끌어 낸 승리라고 할 수 있다.

인수가액 2.4조원은 9월말 기준 자본총계에 43% 지분율을 감안한 1.9조원 대비 PBR(주가순자산비율) 1.3배에 해당되며, 시가총액(12/24) 대비 약 70% 프리미엄이다. 산은자산운용 지분 100%의 경우 9월말 자본총계 649억원의 PBR 1배 수준으로 평가된다(과거 우리자산운용 매각시 PBR 1.1배).

미래에셋증권은 금년 9월 9일 1.2조원 규모의 주주배정 유상증자 및 무상증자를 발표했다. 이후 주가 하락으로 실제 조달 규모는 9,561억원으로 줄어들었다. 9월말 기준 2.5조원에 불과했던 자기자본은 증자 이후 3.4조원으로 증가했으며 대우증권 합병으로 7.8조원에 달하게 됐다(단순합산). 합병 이후 자기자본은 단순합산 수치보다는 줄어들 가능성이 높다.

유상증자로 조달한 9,561억원 외에도 신한은행이 추진하는 7~8천억 규모의 인수금융(주식담보대출) 등으로 나머지 금액을 조달할 예정이다. 3% 초중반의 금리로 인수금융을 조달하는 데에 대한 이자 비용은 연간 250억원 내외로 추정된다.

주요 증권사 별도 자기자본 현황 (2015년 9월말)



자료: 금융투자협회, 신한금융투자

대우증권 지분 가치 valuation

(단위:조원)	현재(12/24) 시가총액	PBR 0.8배	PBR 0.9배	PBR 1.0배	PBR 1.1배	PBR 1.2배	PBR 1.3배
대우증권 기업가치	3.3	3.5	3.9	4.3	4.8	5.2	5.6
대우증권 주당가치(원)	10,200	10,591	11,915	13,238	14,562	15,886	17,210
산업은행 지분율(%)				43.0			
산업은행 지분가치	1.4	1.5	1.7	1.9	2.0	2.2	2.4
시가총액 대비 프리미엄(%)	0.0	3.8	16.8	29.8	42.8	55.7	68.7

자료: 대우증권, 신한금융투자 추정

주: 자본총계는 2015년 9월말 기준

상호 보완적 시너지 창출이 기대되는 초대형 증권사 탄생

당사는 미래에셋이 지난 9월 증자 당시 내세운 대우증권 인수 의지에 대해서 현실성이 높은 시나리오로 판단했는데, 그 이유는 다음과 같다.

1) 대우+미래 합병시 자기자본 8조원 규모의 초대형 증권사가 탄생하게 되는데 이는 금융당국의 대형화 정책 방향에 부합한다. 2) 금융당국은 초대형 증권사가 적극적인 위험 인수 및 투자 기회 창출의 첨병 역할을 해주길 기대하고 있는데, 미래에셋 그룹은 과거 국내외 오피스 빌딩, PEF(Private Equity Fund, 사모투자펀드), 호텔 투자 등을 통해 PI(Principal Investment, 자기자본투자) 역량을 보여준 바 있다.

특히 3) 양 사가 강점을 가지고 있는 분야가 각각 달라 상호 보완적 시너지 창출을 기대할 수 있다. 미래에셋증권은 퇴직연금을 중심으로 한 자산관리(WM), 온라인 브로커리지, 해외 투자 등에 강점을 가지고 있다. 반면 대우증권은 오프라인 브로커리지, IB(Investment Banking, 투자은행), 채권 운용 등에 강점을 가지고 있다.

미래에셋증권, 대우증권 실적 및 현황 (3Q15 누적 별도 기준)

(십억원,명,개,%,위)	미래에셋증권			대우증권			미래+대우(단순합산)		
	금액	M/S	순위	금액	M/S	순위	금액	M/S	순위
Brokerage수수료수익	91.2	2.6	12	279.0	7.8	3	370.2	10.4	1
WM관련수수료수익	101.9	14.8	1	56.6	8.2	6	158.4	23.0	1
집합투자증권(펀드)취급수수료	52.1	15.3	1	14.1	4.1	8	66.1	19.4	1
자산관리(wrap)수수료	26.1	15.0	1	22.7	13.0	3	48.8	28.0	1
신탁보수	23.7	13.5	1	19.8	11.3	2	43.5	24.9	1
IB관련수수료수익	6.4	0.8	29	40.5	4.8	7	46.8	5.5	7
인수및주선수수료	6.4	1.6	23	21.0	5.1	6	27.4	6.7	3
사채모집수탁수수료	-	-	-	-	-	7	-	-	7
매수및합병수수료	0.0	0.0	-	19.4	4.4	6	19.4	4.4	6
수수료손익	228.3	3.8	9	432.1	7.2	3	660.4	11.0	1
이자손익	373.9	6.4	6	476.2	8.1	3	850.0	14.5	1
핵심이익(수수료+이자)	602.2	5.1	7	908.3	7.6	3	1,510.4	12.7	1
순영업수익	160.2	4.4	9	352.5	9.6	1	512.8	14.0	1
임직원수	1,863	5.2	7	2,968	8.2	2	4,831	13.4	1
지점수	82	6.4	6	114	8.9	1	196	15.3	1
자본총계	3,439.9	7.5	4	4,325.6	9.6	2	7,765.5	16.9	1
자산총계	27,976.1	7.5	4	34,893.9	9.4	2	62,870.0	16.9	1

자료: 금융투자협회, 신한금융투자 / 주: 3Q15말 기준 미래에셋증권 자본총계 및 자산총계는 증자 후 수치로 수정

미래에셋그룹 및 대우증권 글로벌 대체투자 현황

미래에셋그룹(미래에셋자산운용)		대우증권	
2006	중국 상하이 미래에셋타워	2013	미국 애플社 실리콘밸리 사옥 인수
2010	브라질 상파울로 파리아리마4440 타워	2013	미얀마 양곤 호텔 개발 사업에 투자
2012	브라질 상파울로 호샤베라 타워	2014	핀란드항공 항공기 세일앤리스백 투자
2013	미국 시카고 225 웨스트웨커 빌딩 매입	2015	에미레이트(Emirates) 항공, 아시아나항공, DHL 항공기 세일앤리스백 투자
2013	호주 시드니 포시즌 호텔 매입		
2013	미국 워싱턴DC 2550 M Street 빌딩		
2014	미국 워싱턴DC 1801K Street 빌딩		
2015	미국 워싱턴DC 1750K Street 빌딩		
2015	미국 하와이 5성급 리조트 호텔 페어몬트 오키드 매입		
2015	미국 6개 도시 페덱스 물류센터		
2015	미국 샌프란시스코 페어몬트 노브힐 호텔 매입		

자료: 언론 보도, 신한금융투자

통합 법인 출범은 2017년 예상, 미래에셋증권 목표주가 26,000원으로 상향

우선협상대상자 선정 이후에도 본계약 체결, 대금 납입, 금융위원회 승인 등 여러 절차가 남아있기 때문에 실제 통합 법인 출범에는 보다 시간이 소요될 가능성이 높다. 과거 우리투자증권-NH농협증권 합병 사례를 참고하면 통합 미래에셋대우증권 출범은 2017년으로 예상된다. NH투자증권의 경우 우선협상대상자 선정 이후 본계약 체결까지 4개월, 인수대금 납입에 2개월, 금융위 승인 이후 합병까지 6개월이 소요되었다.

FY16 실적 추정치 기준 합병 법인의 이익 규모는 영업이익 5,774억원, 순이익 4,916억원, ROE 6.7%가 전망된다. 다만 이후 동사가 제시하는 합병 시나리오 구상에 따른 시너지 및 자기시장잠식(cannibalization) 효과, 합병 비용 및 고정비 절감 효과 등을 보다 정교하게 추정할 필요가 있다.

미래에셋증권과 대우증권의 실적은 기존 추정치를 그대로 유지한다. 다만 미래에셋증권(037620)의 M&A 관련 불확실성이 해소되면서 Target PBR을 0.7배에서 0.8배로 상향하고 목표주가도 기존 23,000원에서 26,000원으로 상향한다. 대우증권(006800) 목표주가는 14,000원을 유지한다.

미래에셋증권, 대우증권 합병 전후 실적 전망

(십억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	FY14	FY15F	FY16F
미래에셋증권															
순영업수익	125.4	127.2	147.4	117.1	154.5	146.1	100.8	**130.2**	145.6	152.7	152.8	155.9	517.0	**531.6**	607.0
판매비와관리비	74.7	75.0	80.4	87.4	82.3	81.9	77.0	**78.7**	77.7	78.9	80.1	81.9	317.5	**319.9**	318.5
영업이익	50.7	52.2	67.0	29.7	72.2	64.2	23.8	**51.5**	68.0	73.8	72.7	74.0	199.5	**211.7**	288.5
세전이익	59.8	59.9	75.0	62.1	90.9	68.7	62.9	**63.2**	79.9	86.0	85.1	86.7	256.8	**285.8**	337.8
(지배)순이익	44.5	45.4	55.5	35.4	68.2	54.6	44.1	**48.3**	60.2	64.8	64.9	65.7	180.9	**215.2**	255.6
BPS (원)	51,129	52,236	53,802	55,650	55,188	55,870	56,338	**39,594**	30,601	31,168	31,736	32,311	55,650	**39,594**	32,311
PBR (배)	0.8	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9	0.5	**0.5**	0.6	0.6	0.6	0.6	0.8	**0.5**	0.6
ROE (%)	8.4	8.4	10.0	6.2	11.5	9.0	7.1	**6.5**	6.9	7.3	7.2	7.2	8.2	**8.9**	7.1
대우증권															
순영업수익	178.0	183.7	210.4	226.6	302.3	313.2	218.7	**245.9**	225.6	232.9	225.9	225.7	798.7	**1,080.1**	910.1
판매비와관리비	116.6	119.4	71.5	220.3	159.8	159.6	137.0	**146.2**	134.2	135.6	136.9	150.2	527.9	**602.6**	557.0
영업이익	61.3	64.3	138.9	6.3	142.5	153.7	81.8	**99.6**	91.4	97.3	88.9	75.4	270.8	**477.6**	353.1
세전이익	61.8	67.1	133.5	11.5	145.2	155.1	70.3	**101.9**	93.7	99.6	91.3	77.8	273.8	**472.5**	362.5
(지배)순이익	46.0	51.6	97.9	9.7	111.0	118.4	55.4	**80.6**	72.8	77.7	71.6	60.9	205.2	**365.5**	283.0
BPS (원)	12,185	12,286	12,660	12,755	12,847	13,175	13,469	**13,716**	13,578	13,816	14,035	14,222	12,755	**13,716**	14,222
PBR (배)	0.7	0.7	0.8	0.8	1.0	1.2	0.9	**0.7**	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	**0.7**	0.7
ROE (%)	4.7	5.2	9.6	0.9	10.6	11.1	5.1	**7.3**	6.5	6.9	6.3	5.3	6.8	**8.5**	6.2
미래에셋대우증권															
순영업수익									334.2	347.0	340.8	343.4			1,365.3
판매비와관리비									190.7	193.0	195.4	208.9			788.0
영업이익									143.4	154.0	145.5	134.5			577.4
세전이익									156.3	167.1	158.8	148.1			630.3
(지배)순이익									121.9	130.3	123.9	115.5			491.6
BPS (원)									N/A	N/A	N/A	N/A			N/A
PBR (배)									N/A	N/A	N/A	N/A			N/A
ROE (%)									6.8	7.2	6.8	6.2			6.7

자료: 미래에셋증권, 대우증권, 신한금융투자 추정

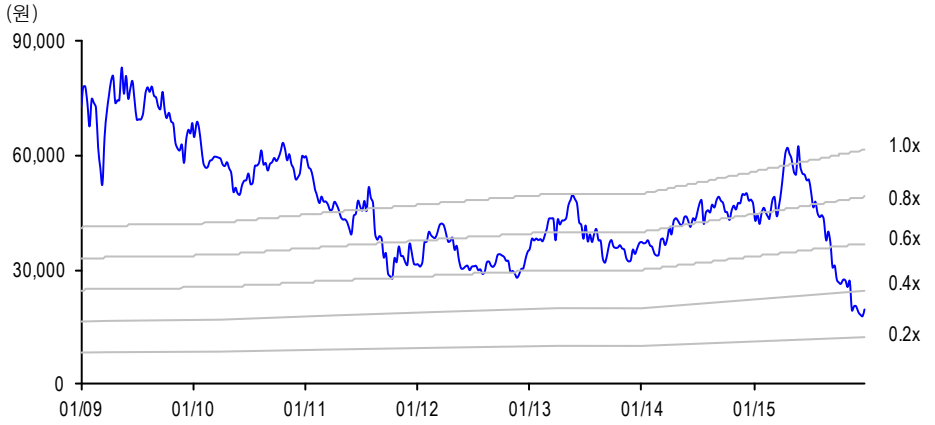
주: 실제 합병은 FY17을 예상하나, 합병 법인의 이익 규모 추정을 위해 FY16 합병을 가정함, BPS 및 PBR은 합병비율이 결정된 후 산출 가능

미래에셋증권 목표주가 산출			
과거 3년(FY12~FY14) 평균 ROE (%)	6.4	산출주가 (원)	31,878
과거 3년(FY12~FY14) 평균 PBR (배)	0.8	할인/할증 (%)	(20.0)
ROE/PBR	7.9	목표주가 (원)	26,000
미래 3년(FY15F~FY17F) 평균 ROE (%)	7.8	Target PBR (배)	0.8
적용 PBR (배)	1.0	현재주가 (원, 12/24)	19,650
12개월 forward BPS (원)	32,371	상승여력 (%)	32.3

자료: 신한금융투자 추정

주: 증시 조정 및 WM 시장 둔화, 증자로 인한 ROE 희석 효과 등을 감안하여 20% 할인

미래에셋증권 1yr forward PBR 밴드 차트



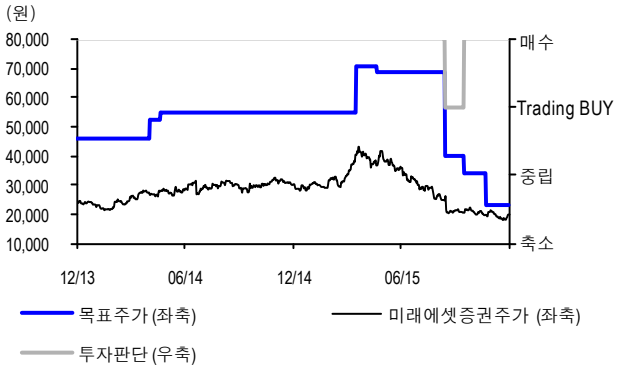
자료: Quantiwise, 신한금융투자 추정

대우증권 1yr forward PBR 밴드 차트

자료: Quantiwise, 신한금융투자 추정

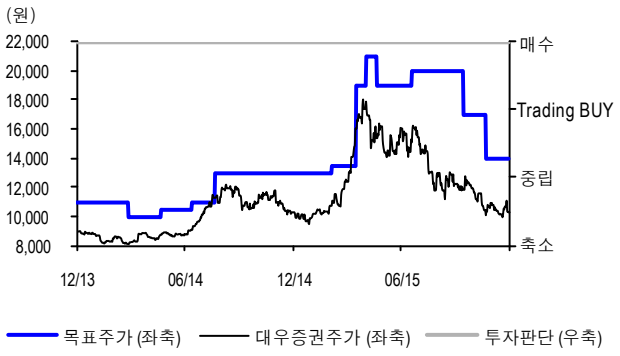
투자의견 및 목표주가 추이

미래에셋증권 (037620)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2013년 12월 27일	매수	46,000
2014년 04월 30일	매수	52,500
2014년 05월 18일	매수	55,000
2015년 04월 13일	매수	71,000
2015년 05월 18일	매수	69,000
2015년 09월 10일	Trading BUY	40,000
2015년 10월 12일	매수	34,000
2015년 11월 18일	매수	23,000

대우증권 (006800)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2013년 12월 27일	매수	11,000
2014년 03월 25일	매수	10,000
2014년 05월 19일	매수	10,500
2014년 07월 10일	매수	11,000
2014년 08월 18일	매수	13,000
2015년 03월 03일	매수	13,500
2015년 04월 13일	매수	19,000
2015년 04월 30일	매수	21,000
2015년 05월 18일	매수	19,000
2015년 05월 18일	매수	21,000
2015년 07월 16일	매수	20,000
2015년 10월 11일	매수	17,000
2015년 11월 18일	매수	14,000

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 손미지, 임희연)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 상기 회사(대우증권)를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다.
- 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용)

종목

- **매수** : 향후 6개월 수익률이 +15% 이상
- **Trading BUY** : 향후 6개월 수익률이 0% ~ +15%
- **중립** : 향후 6개월 수익률이 -15% ~ 0%
- **축소** : 향후 6개월 수익률이 -15% 이하

섹터

- **비중확대** : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
- **중립** : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
- **축소** : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2015년 12월 25일 기준)

매수 (매수)	89%	Trading BUY (중립)	6.50%	중립 (중립)	4.50%	축소 (매도)	0%