

대우증권(006800)

중립(유지)

새 주인이 될 미래에셋컨소시엄, 주가에 도움될까?

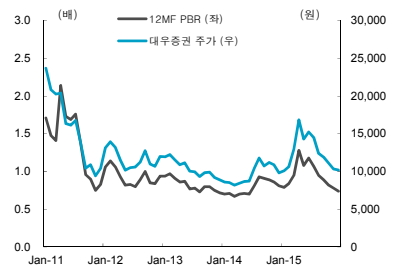
Stock Data

KOSPI(12/24)	1,991
주가(12/24)	10,200
시가총액(십억원)	3,332
발행주식수(백만)	327
52주 최고/최저가(원)	17,950/9,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	25,356
유동주식비율/외국인지분율(%)	54.8/14.7
주요주주(%)	한국산업은행 외 4인 43.07
	국민연금 7.56

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.0)	(33.6)	0.0
상대주가(%p)	(4.7)	(29.0)	(2.3)

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

산업은행 보유 지분 43%를 미래에셋증권과 미래에셋자산운용 컨소시엄에 매각

동사의 최대주주인 산업은행의 이사회는 지난 24일에 동사와 산은자산운용에 대해 보유 중인 지분 전량(전체 보통주 43.0%(140,481 천 주)와 산은자산운용 지분 100%)의 매각 우선협상대상자를 발표했다. 미래에셋증권(037620, Not rated)과 미래에셋자산운용으로 구성된 미래에셋컨소시엄(이하 '미래에셋')이 선정되었다. 예비우선인수협상대상자는 별도로 선정하지 않았다. 내년 1월 주식매매계약 체결 이후 최종 인수절차는 늦어도 내년 2분기까지는 마무리될 것이라고 한다.

매각가격은 '비밀유지협약'을 근거로 미래에셋의 낙찰가를 포함해, 나머지 응찰가들도 밝히지 않았다. 다만 언론에 따르면 미래에셋은 2.4조원, 한국투자증권 2.2조원 내외, KB금융(105560, 매수/TP 59,000원) 2.1조원 내외를 제시했다고 알려진다. 이는 산은이 내부적으로 설정했던 가격을 초과하는 수준으로 알려진다. 참고로 산은자산운용의 순자산가액은 작년말 기준 663억원, 대우증권은 최근 기준으로 1.812조원으로 계산된다. 따라서 낙찰가액을 2.4조원으로 가정한 상태에서의 순자산가액 대비 프리미엄은 28%, 금액은 5,200억원 정도로 추산한다. 반면 지분의 시장가액 대비로는 약 56%, 약 8,600억원에 달한다.

한국 금융사 M&A는 소액주주에 불리하게 작동했었는데, 이번에도?

우리는 금번 매각에서 주가가 아무 역할을 하지 못할 것이라는 의견을 이미 제시한 바 있다. 또 단기 주가는 의미가 없더라도, 장기적인 주가는 영향을 받을 수 있는데 누가 주인이 되건 추가 지분 확보를 둘러싸고 소액주주와 이해가 충돌하는 상황은 불가피할 것으로 예상했다. 적어도 한국의 금융사 M&A 경험으로는 소액주주에 부정적인 경우가 훨씬 많았다는 점을 되새겼다. 유력했던 다른 두 경쟁자였던 금융지주회사들이었다면 '상장 자회사 최소 지분율 30% 충족, 그리고 장기적인 완전자회사화(化)'의 경우를 따를 것이었다. 그런데 미래에셋으로 결정됨에 따라 소액주주의 셈법은 더 복잡해졌다. '중립'의견을 유지한다.

내년 중 증권사 합병 계획과 관련해 규제 측면의 불확실성도 고려해야 함

불가피할 미래에셋증권과의 합병 외에도, 그룹의 소유구조 변경 가능성으로 인한 불확실성도 더해진다. 그룹의 실질적 지주회사인 미래에셋캐피탈을 제약하는 여신전문금융업법의 변화 탓인데, 자회사 출자 한도가 축소되는 방향으로 개정될 예정이다. 변경될 법규 준수를 위해서는 미래에셋캐피탈의 자기자본 금액과 계열사투자금액의 차이 약 3,000억원을 해소해야 한다. 알려지는 유예기간이 5년이므로 이 기간 동안 계열사 투자금액의 축소 또는 자기자본 증대를 동시에 이루어야 할 것이다.

	영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)
2013A	2,468	(35)	(29)	(114)	(127.0)	11,110	NM	0.8	(0.2)	(0.9)	0.0
2014A	4,014	271	205	602	NM	11,885	16.3	0.8	0.8	5.3	2.5
2015F	5,843	482	362	1,062	76.4	12,810	9.6	0.8	1.2	8.7	3.9
2016F	3,457	388	293	861	(18.9)	13,276	11.8	0.8	0.8	6.6	2.9
2017F	3,467	404	306	897	4.2	13,876	11.4	0.7	0.8	6.6	2.9

미래에셋캐피탈과 그룹 소유구조 변화까지 신경써야 하는 상황

미래에셋캐피탈의 투자액 축소 필요성은 계열사간 소유관계의 대폭 조정을 뜻한다. 미래에셋캐피탈이 지분을 보유 중인 계열사는 네 곳으로 미래에셋증권(장부가 6,724억원), 미래에셋생명((085620, Not rated), 장부가 1,693억원(19%)), 부동산일일사(132억원), Mirae Asset Finance Company(Vietnam)(282억원)이다. 2014년에 대주주 지위를 내려놓은 미래에셋생명보험의 잔여 지분은 다른 계열사로 이동될 가능성이 높다. 다만 이렇게 하더라도 미래에셋증권 한 회사의 지분가치만으로도 변경될 여전업법의 요구를 충족시키지 못한다. 따라서, 그룹 소유구조 변화를 위해 필요한 여러 재무활동(합병, 계열사간 지분이동, 증자, 신종자본증권 발행 등)은 불가피하고, 대우증권 소액주주에는 불확실성일 수 있다.

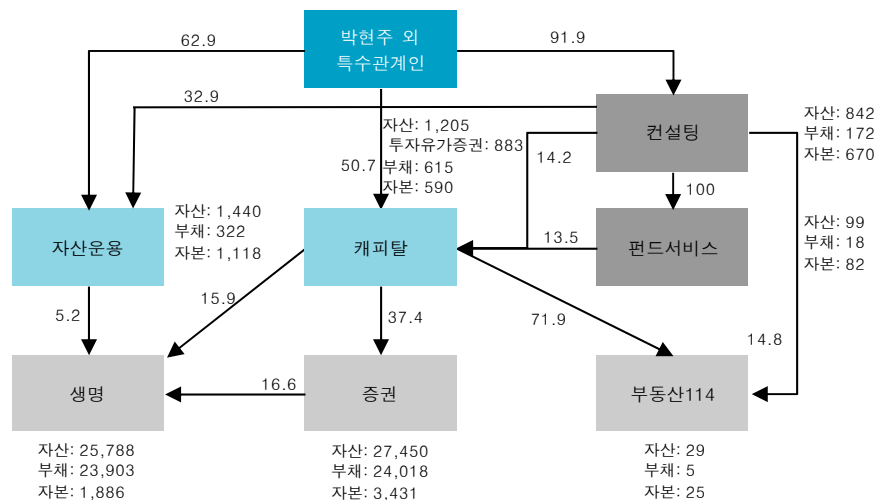
최근 주가에 내재된 합병 후 증권사의 PBR은 1배 수준, 예상되는 ROE는 9% 수준

대우증권 주주들의 불확실성은 밸류에이션과 합병비율 두 가지에서 비롯된다. 먼저 밸류에이션은 지난주 종가 기준으로 합병 후 증권사의 PBR은 1.0배 수준이고, ROE는 9% 중반 정도로 전망한다. 합병 후 기준으로 적정 수준이다. 미래에셋대우증권의 합병 후 자기자본은 최근 기준으로는 5.4조원 내외로 추산된다(합병 과정에서의 자산/부채 재평가로 변경될 가능성 매우 높음). 미래에셋증권이 지불(2.4조원 전액 지불 가정)하고, 대가로 보유할 대우증권 지분은 합병 후 증권사의 자사주로 바뀌는 탓이다. 한편, 두 증권회사의 시가총액 합계는 5.7조원으로 합병 후 증권사 자기자본의 1.04배다. 합병 증권사의 연간 이익 창출 능력은 5,000억원 내외로 ROE는 9.6% 수준일 것이다.

합병 비율 결정 이전까지 대우증권 주가의 상대강도는 미래에셋증권보다 약할 것

밸류에이션 매력이 낮은 가운데, 미래에셋그룹의 소유구조 변화 관련한 불확실성까지 감안하면 투자의견을 상향할 근거가 부족하다. 미래에셋증권과 대우증권의 PBR이 각각 0.65배, 0.78배로 1배 미만인데 합병 후 증권사의 PBR이 1배를 상회하는 것은 대우증권 지분 매입 구조에서 비롯되는 자사주의 발생 탓이다. 그룹 입장에서 합병 후 증권사에 대한 지분율을 높이기 위해서는 합병비율을 미래에셋증권에 유리하게 이끌어내야 한다. 따라서, 양사 합산 시가총액은 5.7조원 수준에서 등락하는 가운데 이를 구성하는 대우증권과 미래에셋증권의 시가총액 구성비는 대우증권에 불리하게 전개될 가능성이 높다.

[그림 1] 미래에셋그룹 지배구조



주: 단위는 % 및 십억원, 15년 3분기말 별도 기준(단 미래에셋증권은 최근 유무상증자를 반영한 추정치), 컨설팅과 펀드서비스 재무현황은 14년말 기준, 우선주 포함 지분율, 1% 이하 지분생략
 자료: 금융감독원, 한국투자증권

<표 1> 미래에셋증권과 대우증권 현황 및 향후 전망

(단위: 십억원, 천 주, 원)

	미래에셋증권 (최근 증자 후 추정)	대우증권 ('15.9월말)	합병 후 증권사 (미래에셋대우증권)
총자산(연결)	27,450	35,192	60,242
자기자본(연결)	3,431	4,397	5,428
지배주주 지분	3,402	4,396	5,398
발행주식수	114,286	340,777	291,178
보통주	114,286	326,701	283,871
우선주	0	14,076	7,306
주가(2015.12.24)	19,650	10,200	19,474
시가총액	2,246	3,425	5,670
보통주 시가총액	2,246	3,332	5,578
우선주 시가총액	0	92	92
PBR	0.65	0.78	1.04
합병비율 가정	1.00	0.52	

대주주, 보유 주식수 및 지분율

미래에셋캐피탈 외	42,696		42,696
미래증권		140,481	72,922
미래에셋캐피탈 외	37.4%		15.0%
미래에셋(증권+자산운용)		43.0%	25.7%
BPS	29,766	12,900	18,538

연간순이익(인수 후, FY16 부터 인식 가정)

FY15	180	362	542
FY16	355	293	522
FY17	379	306	553

ROE

FY16	10.4%	6.6%	9.6%
------	-------	------	------

주: 1) 미래에셋증권이 대우증권 지분 매각 대상을 전액 매입하는 것으로 가정했음. 미래에셋자산운용의 역할에 따라 상기 전망은 바뀔 수 있음. 2) 두 증권사 연간순이익 전망의 출처는 미래에셋증권은 FnGuide 컨센서스, 대우증권은 당사 추정치, 3) 지분율은 종류별 주식 내에서의 비율임. 4) 합병 후 발행주식수는 분석의 편의를 위해 가정한 것이므로 바뀔 수 있음

자료: 금융감독원, FnGuide, 각 사, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

지배회사인 대우증권은 금융투자업을 영위하고 있으며, 연결기준 주요 종속회사는 뉴욕현지법인, 런던현지법인, 홍콩현지법인, 싱가포르현지법인, 한우성해투자자문, 인도네시아현지법인, 몽골현지법인이다. 대우증권은 자기자본기준 국내 5대 대형증권사 중 하나로, 현재 KDB산업은행이 최대주주이다.

- HNWI: High net worth individual의 약자로, 자산 1억원 이상을 가지고 있는 고액자산 고객을 의미한다.
- 약정 점유율: 약정은 약속하여 정한다는 뜻으로, 약정점유율이란 거래대금 기준의 점유율을 뜻한다. 증권사에 들어오는 수수료수익 기준의 수수료 수익 점유율하고는 다른 개념이다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
현금 및 예치금	4,875	5,160	3,631	3,760	3,926
유가증권	17,877	21,579	27,287	28,433	29,908
단기매매증권	13,113	13,645	19,641	20,557	21,738
매도가능증권	4,743	7,904	7,614	7,843	8,138
만기보유증권	1	0	0	0	0
지분법적용주식	19	30	33	33	33
파생결합상품	0	0	0	0	0
파생상품	0	0	0	0	0
대출채권	1,798	2,386	3,238	3,238	3,238
(대손충당금)	102	93	93	93	93
유형자산	245	249	248	248	248
CMA 및 리스자산(종금)	0	0	0	0	0
기타자산	1,312	1,332	2,409	2,439	2,478
자산총계	26,005	30,613	36,720	38,025	39,706
예수부채	1,859	2,321	3,405	3,526	3,682
투자자에수금	1,826	2,239	3,238	3,359	3,510
CMA 및 리스(종금)	0	0	0	0	0
차입부채	18,629	21,884	24,078	24,858	26,003
RP매도	7,295	8,338	9,862	10,094	10,499
매도유가증권	724	394	420	420	420
매도파생결합증권	7,869	10,407	12,296	12,644	13,184
파생상품	0	0	0	0	0
사채, 후순위사채 및 차입금	2,741	2,745	1,500	1,700	1,900
발행어음(종금)	0	0	0	0	0
기타부채	1,602	2,234	4,759	5,003	5,178
부채총계	22,090	26,439	32,242	33,388	34,863
자본금	1,704	1,704	1,704	1,704	1,704
자본잉여금	660	660	660	660	660
자본조정	(119)	(126)	(119)	(119)	(119)
기타포괄손익누계액	22	128	153	153	153
이익잉여금	1,641	1,801	2,079	2,238	2,442
자기주식취득가액	(122)	(117)	(112)	(112)	(112)
자본총계	3,914	4,174	4,478	4,637	4,842

주요 재무지표

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
수익성					
ROE	(0.9)	5.3	8.7	6.6	6.6
ROA	(0.2)	0.8	1.2	0.8	0.8
위탁수수료율(bp)	16.3	14.4	14.1	14.1	14.1
수익증권수수료율(bp)	5.9	3.6	3.1	3.1	3.1
영업 기초여건					
지접수	101	103	103	103	103
종업원수(명)	3,090	3,044	2,968	2,968	2,968
주식약정(조원)	108	152	254	242	246
수익자유가증권(십억원)	8,545	11,227	12,957	12,957	12,957
고객예수금 잔액(십억원)	1,859	2,321	3,405	3,526	3,682
자산구성비 (예수금/예치금 제외기준)					
운용자산	94.0	94.8	92.2	92.2	92.2
현예금	18.7	16.9	9.9	9.9	9.9
주식	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
채권	52.4	50.3	53.4	53.4	53.4
수익증권	3.3	2.5	3.1	3.1	3.1
파생상품 및 기타유가증권	12.0	16.6	16.4	16.4	16.4
대출 및 기타	6.8	7.8	8.7	8.7	8.7
비운용자산	6.0	5.2	7.8	7.8	7.8

손익계산서

(단위: 십억원)

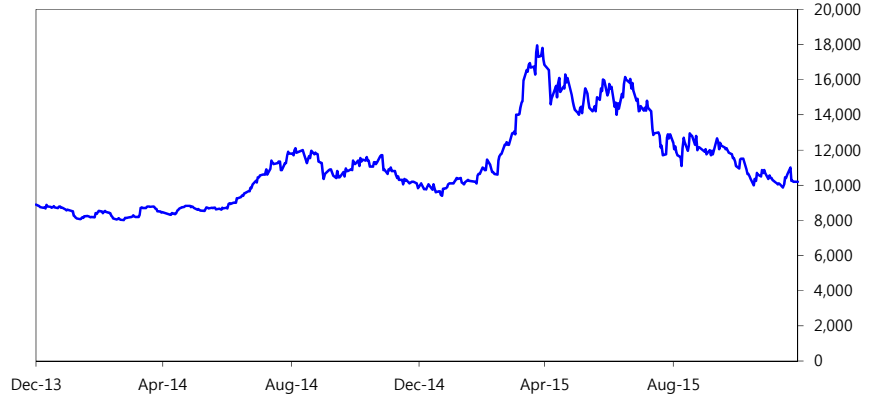
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업수익	2,468	4,014	5,843	3,457	3,467
수수료수익	294	390	565	479	483
수탁수수료	178	237	371	343	347
Underwriting	16	22	26	20	20
집합증권취급수수료	11	15	18	16	16
파생결합증권 판매수수료	0	0	0	0	0
기타	88	116	150	100	100
이자수익	542	753	683	740	740
유가증권 및 파생상품관련이익	1,550	2,531	4,042	1,600	1,600
기타영업수익	83	341	434	160	160
영업비용	2,106	3,215	4,771	2,534	2,517
수수료비용	39	49	57	23	23
이자비용	384	515	284	393	377
유가증권 및 파생상품관련비용	1,567	2,387	3,956	1,200	1,200
기타비용	116	264	350	423	417
순수익	363	799	1,072	923	950
판매비와관리비	398	528	590	536	546
인건비	247	345	404	345	352
영업이익	(35)	271	482	388	404
영업외수익	17	23	15	20	20
영업외비용	18	19	24	20	20
법인세차감전순이익	(36)	274	472	388	404
법인세등	(7)	68	110	94	98
당기순이익	(29)	205	362	293	306

Valuation 지표

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
BVPS	11,110	11,885	12,810	13,276	13,876
EPS	(114)	602	1,062	861	897
DPS	0	250	400	300	300
Payout Ratio	0.0	41.5	37.7	34.8	33.4
PBVR(기말/평균)	0.8/0.9	0.8/0.8	0.8	0.8	0.7
PBVR(최고/최저)	1.1/0.8	1.0/0.7			
PER(기말/평균)	NM/NM	16.3/16.0	9.6	11.8	11.4
PER(최고/최저)	NM/NM	20.3/13.2			
Dividend Yield	0.0	2.5	3.9	2.9	2.9
효율성과 안정성					
영업수지율	103.5	109.6	152.9	146.9	147.8
판관비/순수익	109.8	66.1	55.1	58.0	57.5
단순 레버리지(배)	6.6	7.3	8.2	8.2	8.2
실질 레버리지(배)	6.2	6.8	7.5	7.5	7.5
성장성(증가율)					
총자산	9.5	17.7	19.9	3.6	4.4
자기자본	(2.1)	6.6	7.3	3.6	4.4
수익자유가증권	(0.5)	31.4	15.4	0.0	0.0
고객예수금	2.4	24.8	46.7	3.6	4.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
대우증권(006800)	2014.04.09	중립	-



■ Compliance notice

- 당사는 2015년 12월 28일 현재 대우증권 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 대우증권 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2015.9.30 기준)

매 수	중립	비중축소(매도)
76.7%	19.9%	3.4%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.