

# 미래에셋증권 (006800/KS)

## 상업용 부동산 관련 우려에서 벗어나는 중

**SK증권 리서치센터**

### 매수(유지)

목표주가: 11,000 원(상향)

현재주가: 8,270 원

상승여력: 33.0%

### 목표주가 11,000 원으로 상향

미래에셋증권의 목표주가를 1) 무위험수익률 및 리스크 프리미엄 조정, 2) 실적 추정치 변경 등을 종합적으로 반영하여 11,000 원으로 상향한다. 목표주가는 25E BVPS 17,174 원에 Target PBR 0.64 배를 적용하여 산정했다. 투자리스크로는 높은 투자자산 비중으로 인해 전반적인 실적의 예측가능성이 상대적으로 낮은 점을 제시한다.

### 해외 상업용 부동산 관련 부담 전반적으로 완화 중

동사의 이익체력을 억눌러온 주요 요인으로는 해외 상업용 부동산 관련 손실 이슈를 제시할 수 있다. 24 년 말 기준으로 동사가 보유한 해외 상업용 부동산 익스포저는 약 1.4 조원으로 24 년 중 약 3,400 억원의 손실을 반영한 상황이다. 사측은 25 년 중 이슈가 될 만한 자산은 약 4 곳이 있으며 재구조화 등 방안이 검토되고 있는 만큼 손실 관련 우려는 이전 대비 크게 낮아질 것으로 전망하고 있는 상황이다. 동사가 24 년 중 발생한 해외 부동산 관련 손실을 일회성 이익(감자차익, 사옥 매각)으로 상쇄한 만큼 24 년 실적은 전반적으로 경상적인 이익 체력에 가까워졌다고 판단하며 향후 동사가 적극적으로 투자해온 해외 혁신기업 등에 대한 투자에서 평가손익이 발생하며 실적 개선이 나타날 것으로 예상된다. 동사가 보유한 혁신기업 투자 포지션은 24 년 말 약 1.9 조원이며 국내 대비 전반적으로 양호한 해외 증시 등을 감안했을 때 관련 이익을 충분히 기대해볼 수 있다고 판단한다. 그 외에도 11 월 인수한 인도 쉐어칸 손익 반영 등 전반적인 경상 이익체력 개선이 예상되는 점도 긍정적이다.



Analyst  
**설용진**

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

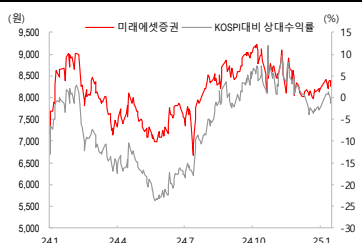
### Company Data

발행주식수	58,532 만주
시가총액	4,841 십억원
주요주주	
미래에셋캐피탈(외16)	31.30%
자사주	24.97%

### Stock Data

주가(25/02/07)	8,270 원
KOSPI	2,521.92 pt
52주 최고가	9,230 원
52주 최저가	6,660 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

### 주가 및 상대수익률



### 4Q24 지배순이익 2,349 억원(+흑전 YoY) 기록

미래에셋증권의 4Q24 지배순이익은 해외 상업용부동산 관련 손실 1,700 억원에도 사옥 매각이익 2,100 억원으로 상쇄하며 실적을 방어하며 2,349 억원(+흑전 YoY)을 기록하며 컨센서스에 부합하는 실적을 기록했다. BK 수수료(별도)는 국내 증시 부진에도 해외위탁매매수수료가 845 억원(+277% YoY)으로 높아지며 견조한 실적을 이어갔으며 IB 부문도 우량 딜 중심 PF 취급, IPO 주관 수수료 등 중심으로 안정적인 실적을 이어가는 모습이 나타났다. 24E DPS 는 보통주 기준 350 원을 전망하며 주총에서 재무제표 확정된 이후 자사주 소각도 이뤄질 것으로 예상된다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
순영업수익	십억원	2,977	2,176	1,887	2,835	2,807	3,014
영업이익	십억원	1,485	836	521	1,159	1,095	1,230
순이익(지배주주)	십억원	1,153	639	327	889	896	993
EPS(계속사업)	원	1,793	1,024	522	1,439	1,442	1,608
PER	배	4.8	5.9	14.6	5.6	5.8	5.2
PBR	배	0.65	0.46	0.52	0.49	0.49	0.46
배당성향	%	16.3	19.3	27.4	23.1	26.2	23.6
ROE	%	12.0	6.4	3.2	7.7	7.3	7.7

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2025E ~ 2027F ROE 평균	7.5%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.4%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.3%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	초대형 IB 라이선스 및 밸류업 공시 및 실적 예측가능성 등 바탕으로 디스카운트 부여	30%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.64
목표주가	2027F BPS 17,174 원에 Target PBR 적용	11,000
현재가		8,270
Upside / Downside 투자의견		33.0% Buy

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		81%
Sustainable ROE	금리 상승, 비은행 계열사 실적 호조	9.0%
COE	무위험수익률 3.4%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.3%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	예상 대비 가파른 실적 회복 및 주주환원 확대	-20.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.87
목표주가(Bull case)	2027F BPS 17,174 원에 Target PBR 적용	15,000
Downside case		-9%
Sustainable ROE	금리 하락, 부실 확대, 경기 환경 악화 등	6.0%
COE	무위험수익률 3.4%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.3%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	부동산 PF/해외 부동산 관련 손실 악화	-40.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.44
목표주가(Bear case)	2027F BPS 17,174 원에 Target PBR 적용	7,500

자료: SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2023	2024E	2025E	2026E
순영업이익	수정 후	1,887	2,835	2,807	3,014
	수정 전		2,502	2,331	2,378
	증감률(%)		13.3	20.4	26.7
영업이익	수정 후	521	1,159	1,095	1,230
	수정 전		985	972	970
	증감률(%)		17.7	12.7	26.8
세전이익	수정 후	379	1,184	1,220	1,352
	수정 전		1,158	996	994
	증감률(%)		2.3	22.5	36.0
지배지분 순이익	수정 후	327	889	896	993
	수정 전		852	737	736
	증감률(%)		4.4	21.6	34.9

자료: SK 증권 추정

미래에셋증권 - 연결 기준 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	% QoQ	% YoY
순영업수익	235.1	677.5	699.3	764.4	693.4	705.8	-9.3	194.9
수수료손익	191.3	256.8	247.9	271.9	265.7	279.6	-2.3	38.9
Brokerage	107.3	184.5	175.2	182.9	178.2	178.3	-2.6	66.1
WM	49.9	54.9	61.6	60.2	59.6	60.2	-1.0	19.4
IB	22.0	22.5	19.2	29.9	23.3	36.1	-22.2	6.0
기타	12.2	-5.1	-8.0	-1.1	4.6	5.0	흑전	-61.9
이자손익	99.6	101.9	113.6	78.5	90.7	106.3	15.6	-9.0
트레이딩 및 기타	-55.9	318.9	337.8	414.0	337.0	319.9	-18.6	흑전
판매관리비	325.5	407.1	426.0	393.6	449.0	401.8	14.1	37.9
영업이익	-90.4	270.5	273.3	370.8	244.4	304.0	-34.1	흑전
세전이익	-152.3	232.3	276.7	356.8	318.7	339.2	-10.7	흑전
당기순이익	-118.1	170.5	201.2	290.1	231.9	251.0	-20.1	흑전
지배지분순이익	-119.7	164.7	198.7	291.2	234.9	249.1	-19.3	흑전
자산	128,177	136,542	139,859	135,390	137,192	137,692	1.3	7.0
부채	116,938	125,248	128,333	123,932	124,961	125,417	0.8	6.9
자본	11,239	11,293	11,526	11,458	12,231	12,275	6.7	8.8
ROE(%)	-4.2	6.1	7.2	10.2	7.9	8.3	-2.3	12.2

자료: 미래에셋증권, SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2023	2024E	2025E	2026E
순영업수익	수정 후	1,887	2,835	2,807	3,014
	수정 전		2,502	2,331	2,378
	증감률(%)		13.3	20.4	26.7
영업이익	수정 후	521	1,159	1,095	1,230
	수정 전		985	972	970
	증감률(%)		17.7	12.7	26.8
세전이익	수정 후	379	1,184	1,220	1,352
	수정 전		1,158	996	994
	증감률(%)		2.3	22.5	36.0
지배지분 순이익	수정 후	327	889	896	993
	수정 전		852	737	736
	증감률(%)		4.4	21.6	34.9

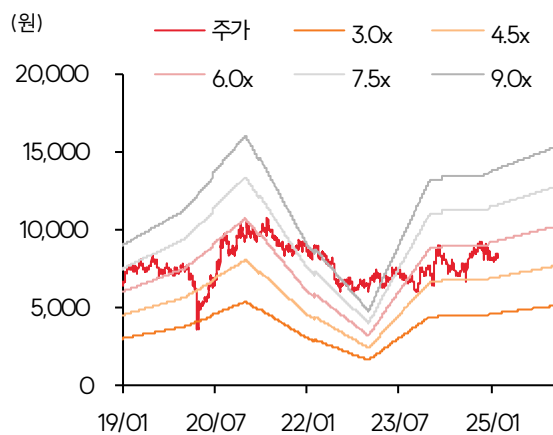
자료: SK 증권 추정

미래에셋증권 - 증권 별도 기준 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	% QoQ	% YoY
순영업수익	200.6	545.6	555.3	572.8	397.0	542.7	-30.7	97.9
수수료손익	174.3	242.7	240.6	248.7	239.4	271.2	-3.7	37.3
Brokerage	96.4	161.7	153.0	155.6	164.1	164.2	5.5	70.3
WM	54.6	60.9	67.8	67.1	66.6	67.2	-0.8	22.0
IB	23.9	23.6	19.9	31.1	22.4	34.8	-28.0	-6.3
기타	-0.6	-3.6	0.0	-5.1	-13.7	5.0	적지	적지
이자손익	61.7	60.2	68.1	49.0	55.6	53.8	13.4	-9.9
트레이딩 및 기타	-35.4	242.7	246.5	275.1	102.0	217.7	-62.9	흑전
판매관리비	224.8	296.5	290.1	283.2	306.9	295.9	8.3	36.5
영업이익	-24.1	249.0	265.2	289.6	90.1	246.9	-68.9	흑전
세전이익	-12.6	220.4	245.0	332.6	99.8	273.2	-70.0	흑전
당기순이익	12.8	164.5	179.9	265.1	67.4	202.2	-74.6	428.4
자산	85,965	89,764	88,866	92,131	95,177	95,482	3.3	10.7
부채	76,496	80,371	79,335	82,340	85,287	85,595	3.6	11.5
자본	9,468	9,393	9,530	9,791	9,890	9,887	1.0	4.5
ROE(%)	0.5	7.0	7.6	11.0	2.7	8.2	-8.2	2.2

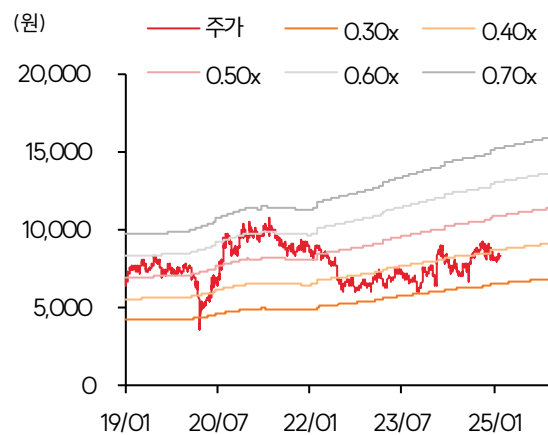
자료: 미래에셋증권, SK 증권 추정

PER 밴드 차트



자료: FnGuide, SK 증권 추정

PBR 밴드 차트



자료: FnGuide, SK 증권 추정

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
현금 및 현금성자산	9,354	8,194	10,518	9,122	7,698
FVPL 금융자산	39,179	44,783	55,246	57,149	59,117
FVOCI 금융자산	15,913	16,088	17,578	17,968	18,367
AC 금융자산	33,906	51,175	46,077	47,650	49,282
종속/관계기업투자지분	1,711	2,022	1,614	1,614	1,614
기타자산	6,150	5,916	6,158	6,158	6,158
<b>자산총계</b>	<b>106,213</b>	<b>128,177</b>	<b>137,192</b>	<b>139,661</b>	<b>142,236</b>
투자자예탁금	9,650	10,926	12,222	12,271	12,321
발행어음	6,150	6,449	7,473	7,624	7,778
매도파생결합증권	10,468	9,424	6,559	6,691	6,826
차입금/사채	54,595	68,422	77,390	78,981	80,604
기타부채	14,989	21,717	21,317	21,232	21,147
<b>부채총계</b>	<b>95,853</b>	<b>116,938</b>	<b>124,961</b>	<b>126,799</b>	<b>128,675</b>
지배주주지분	10,239	11,081	12,067	12,698	13,397
자본금	4,102	4,102	4,102	4,102	4,102
자본잉여금	2,160	2,158	2,157	2,157	2,157
이익잉여금	2,250	2,250	2,250	2,250	2,250
기타자본	1,727	2,571	3,558	4,189	4,887
비지배주주지분	122	158	164	164	164
<b>자본총계</b>	<b>10,360</b>	<b>11,239</b>	<b>12,231</b>	<b>12,862</b>	<b>13,560</b>

## 증권 별도 재무제표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>순영업수익</b>	<b>1,537</b>	<b>1,478</b>	<b>2,071</b>	<b>2,166</b>	<b>2,267</b>
수수료손익	896	845	971	1,096	1,124
Brokerage	449	482	634	660	669
WM	230	227	262	273	284
IB	138	110	97	142	149
기타	79	25	-22	21	22
이자손익	379	212	233	235	299
트레이딩 및 기타	262	421	866	835	843
판매관리비	989	971	1,177	1,237	1,285
판매비율(%)	64.3	65.7	56.8	57.1	56.7
<b>영업이익</b>	<b>548</b>	<b>507</b>	<b>894</b>	<b>929</b>	<b>982</b>
영업외손익	5	-274	4	87	83
세전이익	553	233	898	1,016	1,065
법인세	156	-5	221	264	277
법인세율(%)	28.1	-2.2	24.6	26.0	26.0
<b>당기순이익</b>	<b>398</b>	<b>238</b>	<b>677</b>	<b>752</b>	<b>788</b>
연결당기순이익 대비 비중(%)	60.3	70.4	75.7	83.3	78.8
<b>자산총계</b>	<b>77,529</b>	<b>85,965</b>	<b>95,177</b>	<b>96,905</b>	<b>98,669</b>
연결 자산총계 대비 비중(%)	73.0	67.1	69.4	69.4	69.4
<b>부채총계</b>	<b>68,433</b>	<b>76,496</b>	<b>85,287</b>	<b>86,529</b>	<b>87,799</b>
연결 부채총계 대비 비중(%)	71.4	65.4	68.3	68.2	68.2
<b>자본총계</b>	<b>9,096</b>	<b>9,468</b>	<b>9,890</b>	<b>10,377</b>	<b>10,870</b>
연결 자본총계 대비 비중(%)	87.8	84.2	80.9	80.7	80.2
별도 ROE(%)	4.3	2.6	7.0	7.4	7.4
별도 ROA(%)	0.5	0.3	0.7	0.8	0.8

자료 : 미래에셋증권, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>순영업수익</b>	<b>2,176</b>	<b>1,887</b>	<b>2,835</b>	<b>2,807</b>	<b>3,014</b>
수수료손익	952	900	1,042	1,129	1,198
Brokerage	543	557	721	717	766
WM	214	211	236	244	254
IB	126	108	95	147	155
기타	69	24	-10	21	22
이자손익	500	365	385	434	463
트레이딩 및 기타	725	623	1,408	1,244	1,353
판매관리비	1,340	1,366	1,676	1,712	1,784
판매비율(%)	61.6	72.4	59.1	61.0	59.2
<b>영업이익</b>	<b>836</b>	<b>521</b>	<b>1,159</b>	<b>1,095</b>	<b>1,230</b>
영업외손익	-9	-142	26	125	122
세전이익	826	379	1,184	1,220	1,352
<b>법인세</b>	<b>167</b>	<b>41</b>	<b>291</b>	<b>317</b>	<b>351</b>
법인세율(%)	20.2	10.9	24.6	26.0	26.0
<b>당기순이익</b>	<b>660</b>	<b>338</b>	<b>894</b>	<b>903</b>	<b>1,000</b>
<b>지배주주순이익</b>	<b>639</b>	<b>327</b>	<b>889</b>	<b>896</b>	<b>993</b>
비지배주주순이익	20	11	4	7	7

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>성장성(%)</b>					
자산	-2.2	20.7	7.0	1.8	1.8
자본(지배주주지분)	-2.6	8.2	8.9	5.2	5.5
순영업수익	-26.9	-13.3	50.2	-1.0	7.4
지배순이익	-44.5	-48.9	172.0	0.7	10.8
EPS	-42.9	-49.1	175.9	0.2	11.6
BPS	-0.0	9.7	11.8	5.2	5.5
DPS	-33.3	-25.0	133.3	14.3	0.0
<b>수익성(%)</b>					
ROE	6.4	3.2	7.7	7.3	7.7
ROA	0.6	0.3	0.7	0.7	0.7
<b>밸류에이션(배)</b>					
PER	5.9	14.6	5.6	5.8	5.2
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,024	522	1,439	1,442	1,608
BPS	13,307	14,592	16,321	17,174	18,118
보통주 DPS	200	150	350	400	400
<b>주주환원(%)</b>					
전체 배당성향	19.3	27.4	23.1	26.2	23.6
총주주환원율	32.9	52.6	37.5	40.2	36.2
보통주 배당수익률	3.3	2.0	4.4	4.8	4.8
<b>자본적정성(%)</b>					
구 NCR	145.9	151.1	159.1	154.6	150.6
신 NCR	1,871.1	2,142.4	2,732.4	2,730.7	2,738.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.02.10	매수	11,000원	6개월		
2024.09.24	매수	10,000원	6개월	-14.46%	-7.70%



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 (2025년 02월 10일 기준)

매수	97.45%	중립	2.55%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------