

## 삼성증권(016360)

Above

In line

Below

## 매수(유지)

목표주가: 43,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(5/15)	2,291
주가(5/15)	37,900
시가총액(십억원)	3,384
발행주식수(백만)	89
52주 최고/최저가(원)	37,900/30,506
일평균거래대금(6개월, 백만원)	10,240
유동주식비율/외국인지분율(%)	67.0/20.5
주요주주(%)	삼성생명보험 외 4인 29.66
국민연금	8.40

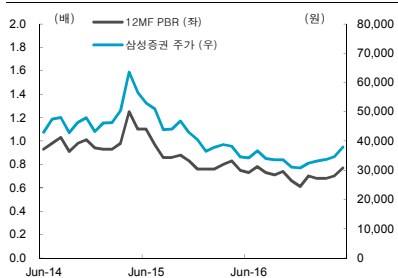
## Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	13.5	15.2	14.1
PBR(x)	0.6	0.8	0.7
ROE(%)	4.7	5.4	5.4
DY(%)	2.3	1.8	1.8
EPS(원)	2,280	2,489	2,696
BPS(원)	50,068	48,668	50,797

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	14.7	11.6	5.3
상대주가(%p)	7.4	(4.8)	(11.1)

## 12MF PBR 추이



## ‘삼성’과 ‘증권’ 사이

## What's new : 기대에 부합하는 무난한 실적

삼성증권의 1분기 지배주주 순이익은 558억원으로 우리 추정치와 시장 기대치에 부합하는 양호한 실적을 기록했다. 브로커리지 수익은 714억원(-13.6% YoY)으로 부진했는데, 거래대금 감소 때문이다. 하지만 증시 호조에 따른 금융상품 판매 및 그리변동성 축소 영향으로 전체 순이익은 전년 대비 20.4%, 전 분기 대비 119.4% 증가했다. 전 분기 대비 큰 폭의 이익 증가는 4Q16 ELS 헷지운용 손실에 따른 기저효과가 반영되었기 때문이다.

## Positives : ELS 조기상환이 견인한 1분기 실적

1분기 ELS 조기상환 이익은 505억원(+400% YoY, +94.2% QoQ)이다. 삼성증권의 ELS 자체 헷지 비중은 약 90%로 높기 때문에 잔고 규모가 5조원으로 작더라도 조기상환 이익 규모는 상대적으로 컸다. 또한, 조기 상환된 ELS가 재투자되며 1분기 파생결합증권 판매 규모는 3.4조원으로 전년 대비 79%, 전 분기 대비 53% 확대되며 금융상품 판매수익 증가를 이끌었다. 1분기 금융상품 판매수익은 961억원(+44.7% YoY, +38.9% QoQ)으로 이중 73.6%인 707억원이 파생결합증권 판매수익이다.

## Negatives : 금융자산 예탁자산 잔고 축소

삼성증권의 전통적인 강점은 고객자산가 고객을 바탕으로 한 자산관리 경쟁력이다. 그러나 2016년 이후 금융상품 예탁자산 잔고가 계속 감소하고 있다. 1Q17 말잔 기준 금융상품 예탁자산은 49조원으로 전년 대비 10.8%, 전 분기 대비 5.0% 줄었다. 다만 개인이 아닌 금융기관의 신탁자금 만기에 따른 자금 회수가 대부분이다. 또한 1분기 말 고객자산가 고객의 숫자는 92,019명, 고객예탁자산 규모는 88조원으로 회복된 점은 긍정적이다.

## 결론 : 자본 활용도 측면의 변화가 진행 중

삼성증권은 보수적인 관리기조 아래 자산관리 중심의 경영 방침을 유지해 왔다. 하지만 삼성증권의 자본 규모는 유상증자를 거치며 1분기 말 기준 4.2조원에 달한다. 따라서 자본 활용도 제고가 필요한 상황이다. 우리는 변화가 서서히 시작되고 있는 것으로 판단한다. 미래전략실 해체 후 각 회사별 성장이 중요해진 상황에서 삼성증권은 기존 보수적인 전략에서 벗어나려는 노력을 기울이고 있다. IB 인력을 확충하고 있으며, 해외 부동산투자와 같이 자기자본을 사용하는 사업에 적극적으로 진출할 계획이다. 이에 따라 IB부문의 수익 증가가 전망된다. 또한, IB에서 소싱한 상품을 리테일에 sell-down 하는 측면에서는 고객자산가 고객을 확보한 삼성증권의 자산관리 경쟁력이 두드러질 것으로 판단한다. 삼성증권에 대한 투자자의견 ‘매수’와 목표주가 43,000원을 유지한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
순수익	215	218	1.3	213	35.3	5.8	875	884
판매관리비	143	143	0.2	141	(5.4)	(0.3)	580	589
판매비용률	66.4	65.7	(0.7)	66.1	(27.1)	(4.0)	66.2	66.6
영업이익	72	75	3.3	72	406.8	20.0	295	296
당기순이익	54	56	2.8	57	142.0	20.4	222	218

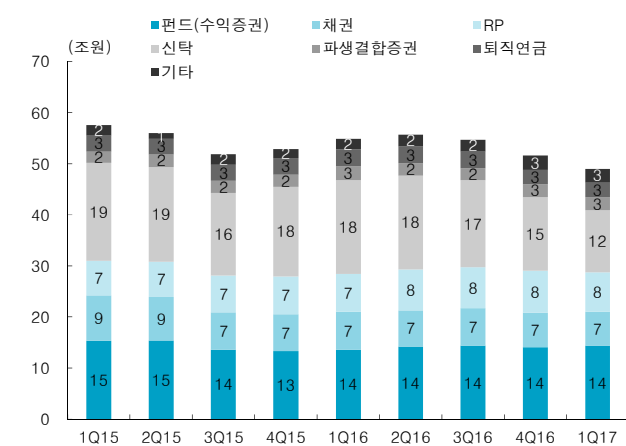
<표 1> 삼성증권 수익 추정 변경 내역

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	FY16			FY2017(preview)		FY2017(revised)					FY17 1Q review		
	1Q	4Q	Annual	1QF	Annual	1QP	2QF	3QF	4QF	Annual	vs. KIS est.	YoY	QoQ
순영업수익	206	163	794	215	872	218	224	220	213	875	1.3	5.8	35.3
수수료수익	117	103	450	96	407	107	113	111	102	433	12.0	(8.3)	7.6
이자수익	100	103	404	107	441	103	105	107	109	424	(4.0)	3.6	4.0
자기매매 및 기타수익	(11)	(43)	(60)	12	24	7	6	3	3	19	(38.2)	NM	NM
판관비	144	147	583	143	579	143	150	139	147	580	0.2	(0.3)	(5.4)
인건비	78	71	301	78	299	75	79	71	72	296	(3.7)	(4.3)	(0.9)
영업이익	62	16	212	72	293	75	73	82	66	295	3.3	20.0	406.8
영업외손익	(1)	18	18	(1)	(1)	(2)	(1)	(0)	(0)	(3)	NM	NM	NM
세전이익	61	34	230	72	291	73	73	81	65	293	1.8	19.7	137.8
법인세	15	9	56	17	70	17	18	20	16	70	(1.3)	17.6	125.5
계속사업이익	46	25	174	54	221	56	55	62	50	222	2.8	20.4	142.0
중단사업손익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	NM	NM	NM
지배주주지분 당기순이익	46	25	174	54	221	56	55	62	50	222	2.8	20.4	142.0
비지배지분순이익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	NM	NM	NM
<b>총자산</b>	<b>32,816</b>	<b>33,230</b>	<b>33,230</b>	<b>34,754</b>	<b>36,245</b>	<b>33,690</b>	<b>34,235</b>	<b>34,778</b>	<b>35,213</b>	<b>35,213</b>	<b>(3.1)</b>	<b>2.7</b>	<b>4.7</b>
유가증권	21,286	22,508	22,508	23,494	24,553	22,164	22,512	22,887	23,187	23,187	(5.7)	4.1	1.7
총부채	29,412	29,403	29,403	30,583	31,906	29,521	30,009	30,486	30,867	30,867	(3.5)	0.4	3.7
자기자본	3,404	3,827	3,827	4,171	4,339	4,168	4,225	4,293	4,346	4,346	(0.1)	22.5	12.2
<b>(지배주주지분)자기자본</b>	<b>3,404</b>	<b>3,827</b>	<b>3,827</b>	<b>4,171</b>	<b>4,339</b>	<b>4,168</b>	<b>4,225</b>	<b>4,292</b>	<b>4,346</b>	<b>4,346</b>	<b>(0.1)</b>	<b>22.5</b>	<b>12.2</b>
이익잉여금	1,762	1,889	1,889	1,894	2,061	1,896	1,952	2,018	2,071	2,071	0.1	7.6	6.8
비지배주주지분	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	(7.0)	NM	(7.0)
<b>주요 지표 (KIS 기준)</b>													
BPS	49,997	50,068	50,068	46,703	48,590	46,679	47,317	48,068	48,668	48,668	(0.1)	(6.6)	(4.0)
EPS	2,725	2,280	2,280	2,432	2,473	2,501	2,488	2,579	2,489	2,489	2.8	(8.2)	13.1
DPS(보통주)	0	650	650	0	700	0	0	0	700	700	NM	NM	NM
판관비용률	69.8	90.1	73.3	66.4	66.4	65.7	67.2	63.0	69.1	66.2	(0.7)	(4.0)	(27.1)
ROE	5.4	2.8	4.7	5.4	5.4	5.6	5.3	5.8	4.6	5.4	0.2	0.2	3.0

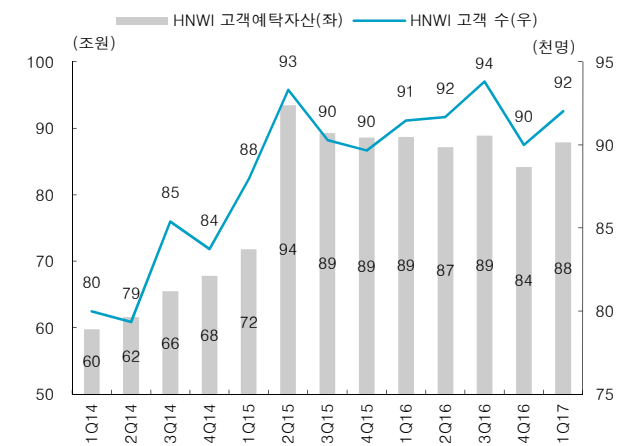
자료: 삼성증권, 한국투자증권

[그림 1] 금융상품 고객예탁자산 잔액 추이



자료: 삼성증권, 한국투자증권

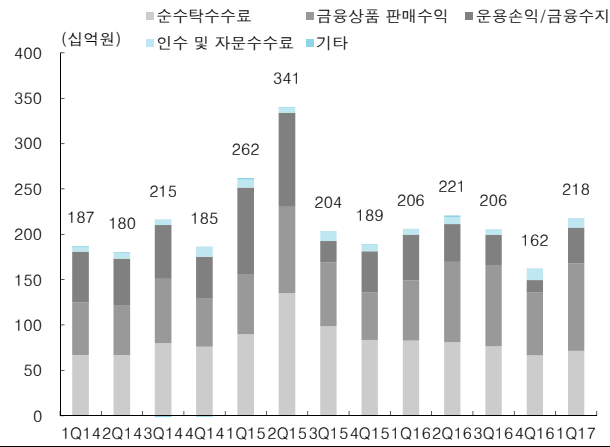
[그림 2] HNWI 고객예탁자산과 고객 수 추이



주: HNWI는 예탁자산 1억원 이상 고객

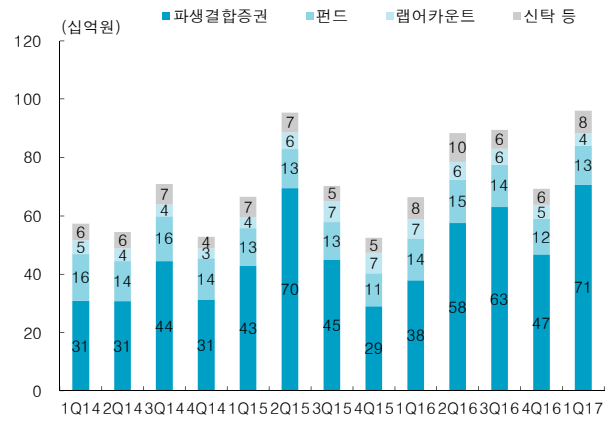
자료: 삼성증권, 한국투자증권

[그림 3] 영업수익의 부문별 breakdown



주: 별도 기준  
자료: 삼성증권, 한국투자증권

[그림 4] 금융상품별 판매수익 추이



주: 별도 기준  
자료: 삼성증권, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
현금 및 예치금	6,183	6,200	6,548	6,854	7,226
유가증권	20,786	22,508	23,187	24,453	25,804
단기매매증권	17,472	16,741	18,363	19,020	20,230
매도가능증권	3,302	5,755	4,812	5,421	5,561
만기보유증권	0	0	0	0	0
지분법적용주식	12	12	12	12	12
파생결합상품	0	0	0	0	0
파생상품	461	426	478	497	517
대출채권	2,156	2,931	3,360	3,661	4,039
(대손충당금)	19	19	22	22	25
유형자산	58	51	50	51	52
CMA 및 리스자산(총금)	0	0	0	0	0
기타자산	1,371	1,132	1,612	1,711	1,828
자산총계	30,994	33,230	35,213	37,206	39,441
예수부채	4,522	4,557	5,025	5,319	5,650
투자자에게수금	4,468	4,441	4,883	5,142	5,471
CMA 및 리스(총금)	0	0	0	0	0
차입부채	21,288	23,768	23,911	24,300	24,388
R P매도	11,004	12,446	11,940	11,657	10,994
매도유가증권	136	212	183	191	198
매도파생결합증권	8,036	9,184	10,417	11,025	11,711
파생상품	1,047	917	754	784	816
사채, 후순위사채 및 차입금	1,065	1,009	618	643	669
발행어음(총금)	0	0	0	0	0
기타부채	1,661	1,078	1,930	3,051	4,664
부채총계	27,471	29,403	30,867	32,670	34,701
자본금	394	394	458	458	458
자본잉여금	1,508	1,471	1,743	1,743	1,743
자본조정	(330)	(59)	(59)	(59)	(59)
기타포괄손익누계액	166	131	131	134	137
이익잉여금	1,785	1,889	2,071	2,259	2,459
자기주식취득가액	(307)	0	0	0	0
자본총계	3,524	3,827	4,346	4,536	4,739

주요 재무지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>수익성</b>					
ROE	7.9	4.7	5.4	5.4	5.6
ROA	1.0	0.5	0.6	0.7	0.7
위탁수수료율(bp)	14.9	14.3	14.3	14.3	14.3
수익증권수수료율(bp)	8.3	8.5	9.1	9.2	9.3
<b>영업 기초여건</b>					
지점수	73	67	67	67	67
종업원수(명)	2,202	2,162	2,162	2,162	2,162
주식약정(조원)	255	233	230	234	236
수익자유가증권(십억원)	13,458	14,246	14,403	14,519	14,635
고객예수금 잔액(십억원)	4,522	4,557	5,025	5,319	5,650
<b>자산구성비</b> (예수금/예치금 제외기준)					
운용자산	93.9	95.2	94.0	94.0	94.0
현예금	19.9	18.7	18.6	18.4	18.3
주식	1.4	0.8	1.3	1.1	1.0
채권	55.7	59.0	57.7	58.1	58.1
수익증권	1.2	1.7	1.5	1.3	1.2
파생상품 및 기타유가증권	8.6	6.2	5.4	5.2	5.1
대출 및 기타	7.0	8.9	9.5	9.8	10.2
비운용자산	6.1	4.8	6.0	6.0	6.0

손익계산서

(단위: 십억원)

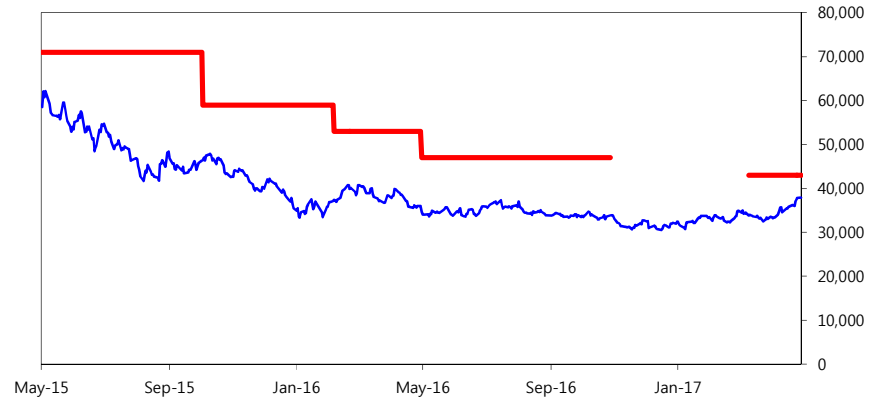
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업수익	3,941	4,429	4,599	4,836	4,785
수수료수익	637	542	473	461	467
수탁수수료	444	336	329	334	337
Underwriting	17	22	24	20	19
집합증권취급수수료	50	56	53	54	55
파생결합증권	0	0	0	0	0
판매수수료	0	0	0	0	0
기타	125	129	66	53	56
이자수익	628	608	624	661	703
유가증권 및	2,438	2,991	3,376	3,216	3,193
파생상품관련이익					
기타영업수익	239	288	127	497	421
영업비용	2,945	3,634	3,724	3,926	3,838
수수료비용	97	92	40	27	27
이자비용	207	203	200	213	226
유가증권 및	2,444	3,087	3,353	3,226	3,209
파생상품관련비용					
기타비용	197	252	131	461	375
순수익	996	794	875	909	947
판매비와관리비	619	583	580	591	603
인건비	338	303	296	302	308
영업이익	377	212	295	318	344
영업외수익	3	25	5	1	2
영업외비용	15	7	8	2	3
법인세차감전순이익	365	230	293	318	343
법인세등	90	56	70	77	83
당기순이익	275	174	222	241	260

Valuation 지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
BVPS	50,264	50,068	48,668	50,797	53,071
EPS	3,923	2,280	2,489	2,696	2,913
DPS	700	700	700	700	700
Payout Ratio	17.8	30.7	28.1	26.0	24.0
PBVR(기말/평균)	0.8/1.0	0.6/0.7	0.8	0.7	0.7
PBVR(최고/최저)	1.3/0.8	0.8/0.6			
PER(기말/평균)	10.3/12.4	13.5/15.5	15.2	14.1	13.0
PER(최고/최저)	16.8/10.0	18.2/13.4			
Dividend Yield	1.7	2.3	1.8	1.8	1.8
<b>효율성과 안정성</b>					
영업수지율	155.2	146.7	147.8	149.4	152.1
판관비/순수익	62.2	73.3	66.2	65.0	63.7
단순 레버리지(배)	8.8	8.7	8.1	8.2	8.3
실질 레버리지(배)	7.5	7.5	7.0	7.1	7.2
<b>성장성(증가율)</b>					
총자산	20.3	7.2	6.0	5.7	6.0
자기자본	2.8	8.6	13.6	4.4	4.5
수익자유가증권	(7.6)	5.9	1.1	0.8	0.8
고객예수금	27.4	0.8	10.3	5.8	6.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
삼성증권(016360)	2015.05.20	매수	71,000 원
	2015.10.20	매수	59,000 원
	2016.02.23	매수	53,000 원
	2016.05.17	매수	47,000 원
	2016.11.15	중립	-
	2017.03.27	매수	43,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 5월 16일 현재 삼성증권 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.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※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 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 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.