

삼성증권(016360)

꾸준한 실적이 강점

순이익 1,172억원으로 컨센서스 18% 상회
 운용손익이 호조를 보인 가운데 IB도 생각보다 양호
 꾸준한 실적과 우호적 배당정책 고려하면 저평가

Facts : 운용손익 개선되며 컨센서스 18% 상회

1분기 지배순이익은 1,172억원으로 우리 추정치를 14%, 컨센서스를 18% 상회했다. ‘운용손익 및 금융수지’가 1,547억원으로 전분기대비 104% 개선된 것이 주효했다. 우선 시장반등 및 원화약세로 인한 환율변동이익 발생 등으로 ELS 헤지 운용이익이 크게 증가한 덕분이다. 또한 금리하락으로 채권손익이 개선됐고, 계정성으로 인해 배당금수익도 전분기대비 134억원 증가했다.

Pros & cons : 브로커리지, WM, IB도 양호

순수탁수수료는 670억원으로 전분기대비 20% 증가했다. 1월 말 브로커리지 신규 업무 재개로 브로커리지 점유율이 전분기대비 0.3%p 개선됐다. 또한 해외주식 거래확대로 관련 수수료가 83억원 발생해 전분기대비 119% 증가한 것도 기여했다. 한편 금융상품판매수익은 392억원으로 전분기대비 59% 증가했다. 랩, 펀드, 신탁 관련이익은 완만하게 개선된 가운데 파생결합증권 관련 이익이 135억원으로 전분기대비 255% 개선된 덕분이다. 인수 및 자문수수료는 303억원으로 전분기대비 10% 감소했다. 다만 이는 전분기 텅케르크 LNG터미널, 판교 PF 등으로 구조화 금융이 역대 최고 실적을 기록함에 따른 기저효과 탓이다. 전년동기대비로는 8% 증가한 모습을 보였다.

Action : 꾸준한 실적과 배당으로 밸류에이션 매력 부각

매수의견과 목표주가 45,000원을 유지한다. 올해 말 자금운용 규모가 34.3조원으로 전년대비 5.2조원 늘릴 계획인데 이 중 일부가 IB에서 활용되며, 관련 인력도 늘어남에 따라 IB 실적은 크게 증가할 전망이다. 또한 운용손익을 둘러싼 여건이 생각보다 양호하고 다른 사업 부문도 안정적으로 전체 실적이 꾸준히 개선되는 가운데 배당성향이 매년 3~4%p씩 개선되고 있어 배당수익률 관점에서 밸류에이션 매력이 부각됐다.

하 회 부 합 상 회

순이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 45,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/14)	2,082
주가(5/14)	34,200
시가총액(십억원)	3,054
발행주식수(백만)	89
52주 최고/최저(원)	38,200/26,350
일평균거래대금(6개월, 백만원)	8,794
유동주식비율/외국인지분율(%)	68.2/27.3
주요주주(%)	삼성생명보험 외 4 인 29.76
	국민연금 10.40

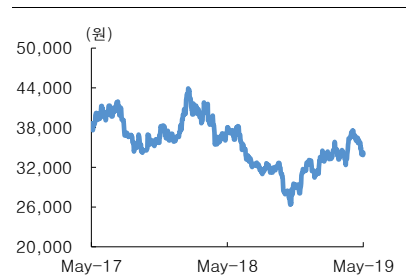
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	8.4	8.1	7.6
PBR(x)	0.6	0.6	0.6
ROE(%)	7.3	7.9	8.0
DY(%)	4.4	4.8	5.3
EPS(원)	3,741	4,219	4,478
BPS(원)	52,207	55,279	58,107

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.3)	17.5	(10.1)
KOSPI 대비(%)	(1.5)	16.9	5.8

주가추이



자료: FnGuide

백두산, CFA

doosan@truefriend.com

〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ	YoY	컨센서스
순수익	363	310	252	209	311	48.4	(14.3)	298
판매관리비	183	178	160	156	161	3.5	(11.8)	164
판관비용률	50	57	63	74	52	(22.5)	1.5	55
영업이익	180	132	92	54	150	178.1	(16.9)	135
당기순이익	133	100	64	37	117	214.7	(11.6)	99

자료: 삼성증권, FnGuide, 한국투자증권

〈표 2〉 1분기 실적 및 전망 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	FY18		FY19(변경 전)		FY19(변경 후)				1Q19 리뷰				FY20F
	1Q	연간	1QF	연간	1QP	2QF	3QF	4QF	연간	기존대비	YoY	QoQ	연간
순영업수익	363	1,134	305	1,121	311	287	298	287	1,183	1.8	(14.3)	48.4	1,251
순수수료이익	187	567	119	468	128	124	119	118	489	7.2	(31.8)	8.5	484
브로커리지	130	375	68	282	74	73	73	70	290	8.4	(43.3)	15.0	275
자산관리	26	93	19	79	24	23	21	22	90	23.2	(8.5)	24.7	92
인수주선, M&A	22	65	17	58	20	14	16	15	64	20.0	(8.1)	(4.5)	65
기타	9	34	15	49	10	14	10	11	45	(33.5)	11.1	(25.6)	53
순이자이익	114	470	106	440	118	120	123	124	486	11.9	3.5	6.1	509
운용 및 기타	61	98	80	213	65	43	56	45	208	(19.5)	5.6	흑전	259
판매관리비	183	676	169	686	161	170	169	184	684	(4.7)	(11.8)	3.5	715
인건비	109	380	93	382	94	94	97	102	388	0.7	(13.9)	21.8	410
영업이익	180	458	136	434	150	118	129	103	499	10.0	(16.9)	178.1	536
영업외손익	0	3	2	2	3	1	1	(2)	3	28.8	12,775.8	흑전	3
세전이익	180	461	138	436	152	119	130	101	502	10.2	(15.5)	191.0	539
당기순이익	133	334	102	324	117	88	96	75	377	14.4	(11.6)	214.7	400
지배순이익	133	334	102	324	117	88	96	75	377	14.4	(11.6)	214.7	400
대차대조표													
총자산	40,195	38,331	38,880	40,963	40,034	39,993	40,684	41,390	41,390	3.0	(0.4)	4.4	44,255
유가증권	23,930	23,071	23,503	24,854	24,628	25,078	25,538	26,007	26,007	4.8	2.9	6.8	27,986
총부채	35,733	33,669	34,241	36,103	35,357	35,229	35,824	36,454	36,454	3.3	(1.1)	5.0	39,067
자기자본	4,463	4,662	4,639	4,860	4,677	4,764	4,860	4,936	4,936	0.8	4.8	0.3	5,188
지배자기자본	4,463	4,662	4,640	4,861	4,677	4,765	4,861	4,936	4,936	0.8	4.8	0.3	5,189
주요지표(KIS 기준)													
주식 약정대금	104,929	337,674	65,747	282,598	65,747	71,342	72,892	72,617	282,598	0.0	(37.3)	8.0	292,199
판관비용률(%)	50.3	59.6	55.4	61.2	51.8	59.1	56.8	64.0	57.8	(3.6)	1.5	(22.5)	57.2
ROE(%)	12.1	7.3	8.9	6.8	10.2	7.5	7.9	6.1	7.9	1.2	(1.9)	7.0	8.0
ROA(%)	1.38	0.86	1.08	0.82	1.21	0.88	0.95	0.73	0.94	0.14	(0.16)	0.83	0.93
레버리지비율(배)	8.8	8.5	8.3	8.4	8.4	8.5	8.4	8.4	8.4	0.1	(0.4)	0.1	8.5

자료: 삼성증권, 한국투자증권

〈표 3〉 삼성증권 분기 순영업수익

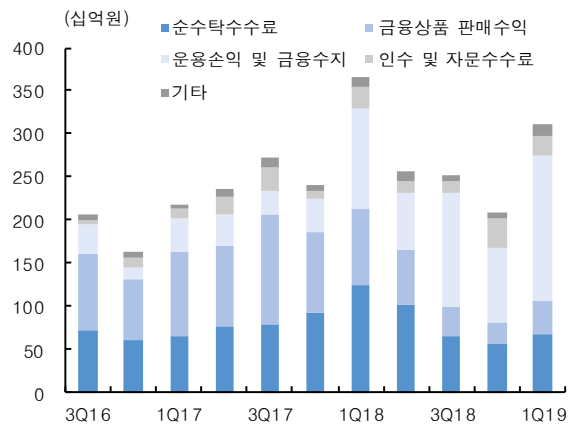
(단위: 십억원)

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
순영업수익	206	192	149	209	224	257	227	356	294	239	187	292
순수수료	73	69	58	65	78	79	92	123	100	64	56	67
금융상품판매수익	88	89	69	96	92	127	94	89	64	34	25	39
라이어카운트	6	6	5	4	4	4	5	5	5	5	4	5
펀드	15	14	12	13	14	14	13	17	17	15	12	14
파생결합증권	58	63	47	71	68	104	72	61	36	9	4	14
신탁 등	10	6	6	8	5	5	4	6	5	5	4	7
운용손익 및 금융수지	39	30	10	37	32	22	34	106	111	121	76	155
인수 및 자문수수료	7	5	14	10	24	28	9	28	18	18	34	30
기타	6	5	6	9	9	9	7	18	10	11	8	9
일반수수료비용	(8)	(8)	(7)	(8)	(10)	(8)	(8)	(9)	(9)	(9)	(10)	(9)

주: 별도기준

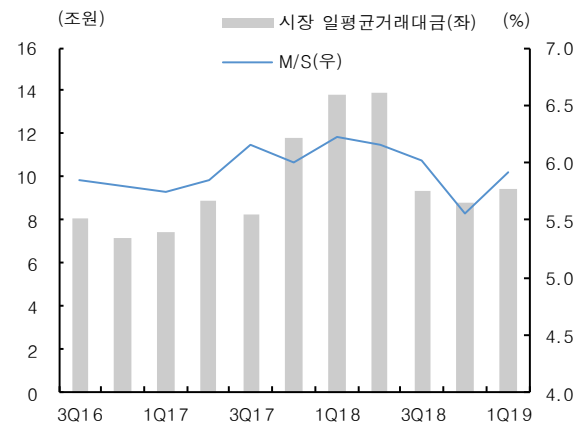
자료: 삼성증권, 한국투자증권

[그림 1] 운영업수익 구성



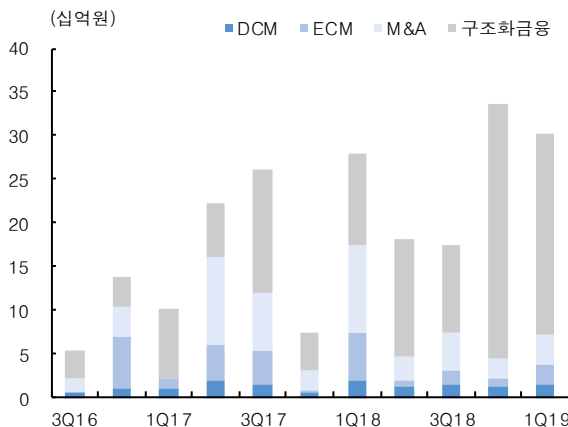
주: 1. 연결기준, 2. 금융상품판매수익: wrap, 펀드, 파생결합증권 등 판매수수료
3. 브로커리지는 수수료비용 등 차감 기준
자료: 삼성증권, 한국투자증권

[그림 2] 시장 일평균거래대금 및 약정점유율



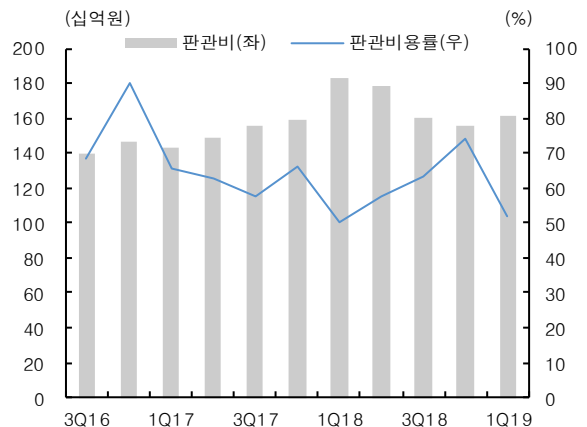
주: 유가증권, 코스닥 합산기준(ETF 제외)
자료: 삼성증권, 한국투자증권

[그림 3] IB 수수료



자료: 삼성증권, 한국투자증권

[그림 4] 판관비 및 판관비용률



주: 연결기준
자료: 삼성증권, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

삼성증권은 증권의 투자매매업·투자중개업, 장내파생상품의 투자매매업·투자중개업, 투자자문업, 투자일임업 등을 영위하는 대표적인 금융투자업자. 1982년 설립되었으며, 1992년 삼성그룹에 편입. 2003년 자산관리 영업모델을 도입하였으며, 2015년에는 우리은행과 포괄적 업무제휴를 맺음. 최대주주는 삼성생명.

- 브로커리지: 주식, 선물, 옵션 관련 위탁거래를 중개하는 사업부문
- IB: Investment Bank의 약자. 주로 직접금융 시장에서 효율적 자금중개를 수행하는 투자은행을 가리킴
- ECM: Equity Capital Market의 약자. IPO, 유상증자 등 주식 관련 IB 업무
- DCM: Debt Capital Market의 약자. 채권 관련 IB 업무
- WM: Wealth Management의 약자. 자산관리(AM, Asset Management)와 혼용해서 쓰임
- S&T: Sales & Trading의 약자. 자기자금 및 타인자금을 활용한 ELS, 프랍 등 다양한 트레이딩 업무를 포괄
- 발행어음: 증권사가 자기신용으로 발행하는 1년 이내 단기어음. 주로 기업금융을 수행하기 위한 자금조달 수단
- PI: Principal Investment의 약자. 자기자본의 직접투자

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
총자산	37,948	38,331	41,390	44,255	48,621
현금 및 예치금	6,505	7,958	7,630	8,172	8,759
유가증권	23,930	23,071	26,007	27,986	30,141
대출채권	5,178	5,179	5,115	5,351	6,860
관계기업투자	12	85	76	76	76
유형자산	49	44	91	91	91
기타자산	2,274	1,993	2,471	2,580	2,695
총부채	33,537	33,669	36,454	39,067	43,168
예수부채	5,628	5,836	5,899	6,351	8,091
당기손익인식금융부채	9,909	9,987	11,512	11,979	12,466
차입부채	15,253	14,145	15,071	16,627	18,343
기타부채	2,748	3,700	3,972	4,110	4,267
자기자본	4,412	4,662	4,936	5,188	5,453
지배주주지분	4,410	4,662	4,936	5,189	5,454
자본금	458	458	458	458	458
자본잉여금	1,743	1,743	1,743	1,743	1,743
자본조정	(59)	(59)	(59)	(59)	(59)
기타포괄손익누계액	155	161	184	184	184
이익잉여금	2,111	2,358	2,610	2,862	3,127

주요 재무지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업 기초여건					
임직원수(명)	2,268	2,297	2,343	2,343	2,343
주식 약정대금	2,608,339	3,376,736	2,825,983	2,921,989	2,984,857
예수유가증권	2,789,989	2,327,513	2,458,169	2,609,011	2,769,109
채무보증	14,933	23,532	24,912	26,186	27,523
자본적정성					
NCR(%)	1,160	1,392	1,475	1,566	1,636
단순 레버리지(배)	8.6	8.2	8.4	8.5	8.9
실질 레버리지(배)	7.7	7.4	8.4	8.5	8.9
성장성(%)					
총자산 증가율	14.2	1.0	8.0	6.9	9.9
자기자본 증가율	15.2	5.7	5.9	5.1	5.1
순영업이익 증가율	21.8	17.3	4.3	5.8	5.2
당기순이익 증가율	55.9	23.0	12.8	6.1	6.4

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

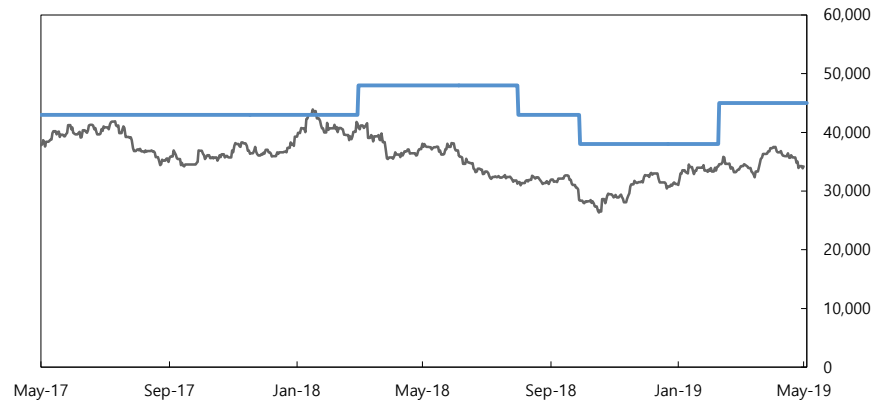
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
순영업이익	967	1,134	1,183	1,251	1,317
순수수료이익	509	567	489	484	485
브로커리지 수수료	340	375	290	275	264
자산관리 수수료	86	93	90	92	98
인수주선, M&A 수수료	66	65	64	65	68
기타 수수료	18	34	45	53	55
순이자이익	437	470	486	509	567
운용 및 기타	21	98	208	259	265
판매관리비	607	676	684	715	746
인건비	326	380	388	410	432
기타 판관비	280	296	296	305	314
영업이익	360	458	499	536	571
영업외이익	(4)	3	3	3	3
법인세비용차감전계속사업이익	356	461	502	539	574
법인세비용	85	127	125	139	148
계속사업이익	271	334	377	400	426
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	271	334	377	400	426
지배주주지분 당기순이익	272	334	377	400	426

Valuation

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당 지표(원)					
BPS	49,380	52,207	55,279	58,107	61,073
EPS	3,042	3,741	4,219	4,478	4,766
DPS	1,000	1,400	1,650	1,800	1,950
주가 지표(배)					
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
PER	12.0	8.4	8.1	7.6	7.2
배당수익률(%)	2.7	4.4	4.8	5.3	5.7
배당성향(%)	32.9	37.4	39.1	40.2	40.9
수익성(%)					
ROE	6.5	7.3	7.9	8.0	8.1
ROA	0.77	0.86	0.94	0.93	0.92
위탁수수료율(bp)	13.0	11.1	10.3	9.4	8.8
판관비용률	62.7	59.6	57.8	57.2	56.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성증권 (016360)	2017.03.27	매수	43,000원	-12.0	2.1
	2018.03.14	매수	48,000원	-25.2	-13.4
	2018.08.14	매수	43,000원	-26.5	-24.1
	2018.10.12	매수	38,000원	-18.4	-9.2
	2019.02.22	매수	45,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 5월 14일 현재 삼성증권 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 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 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	0%

※ 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
- 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.