

삼성증권(016360)

보수적으로 봐도 이익체력 한 단계 도약

1분기 순이익 1,326억원으로 컨센서스 24% 상회
ELS 헤지운용을 중심으로 한 운용손익과 IB 부문 실적 크게 개선
구조적인 IB와 WM 실적 증가를 고려하면 현재 저평가

Facts : 1분기 순이익 1,326억원으로 컨센서스 24% 상회

1분기 지배순이익은 1,326억원으로 컨센서스를 24%, 당사 추정치를 7% 상회했다. 브로커리지 수수료 증가는 어느 정도 예상됐던 가운데, 운용손익·금융수지와 인수·자문수수료가 예상보다 크게 증가했기 때문이다. 우선 1분기 브로커리지 수수료는 시장 일평균 거래대금 증가(+17.3% QoQ)와 점유율 상승(+0.2%p QoQ), 해외주식 선전 등으로 1,232억원을 기록하며 전분기대비 35% 증가했다. 한편 1분기 인수·자문수수료는 235억원으로 전년동기대비 131% 증가했다. JTC IPO, 미래에셋대우 유상증자 주관, 홈플러스 매각 자문으로 ECM과 M&A 수수료가 크게 증가한 덕분이다.

Pros & cons : 운용손익이 크게 증가한 것이 핵심

1분기 운용손익·금융수지는 1,059억원으로 전분기대비 212% 증가했다. 평분기보다 약 600억원 증가한 셈인데 대부분은 ELS 헤지운용 시 홍콩달러와 유로 관련 외환헤지손익이 크게 개선된 덕분이다. 그 외 신용공여 잔고가 3.2조원으로 전분기대비 6% 증가하며 금융수지 개선에 소폭 기여했다. 1분기 금융상품 판매수익은 893억원으로 전분기대비 5% 감소했다. 펀드 판매수익 증가(+42억원)를 파생결합증권 판매수익 감소(112억원)가 상쇄한 까닭이다. 파생결합증권 판매수익 감소는 대부분 ELS 조기상환이익 감소에 기인했다. 다만 1분기 파생결합증권 판매가 3.9조원으로 전분기대비 19% 증가하면서 향후 조기상환이익은 반등할 전망이다.

Action : 목표주가 48,000원 유지

매수의견과 목표주가 48,000원을 유지한다. 2분기에 우리사주 배당사태 관련 100억원 수준의 손실이 예상된다. 다만 현재까지의 대응으로 볼 때 규제리스크는 최소화될 전망이다. 또한 브로커리지 개선뿐만 아니라 구조적으로 IB와 WM 부문에서 금융상품 판매와 ELS 헤지운용, ECM, 구조화금융 실적 개선이 뒷받침되고 있다. 1분기 실적 중에 운용손익과 인수·자문수수료가 일시적으로 급증했던 것을 조정해도, 분기 1,000억원 수준으로 경상 순이익이 올라왔다. 18년 ROE 9.3% 대비 PBR은 0.72배로 저평가 구간이다.

하 회 부 합 상 회

순이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 48,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/14)	2,476
주가(5/14)	38,050
시가총액(십억원)	3,398
발행주식수(백만)	89
52주 최고/최저가(원)	43,900/34,200
일평균거래대금(6개월, 백만원)	25,432
유동주식비율/외국인지분율(%)	67.1/24.0
주요주주(%)	삼성생명보험 외 4인 29.74
국민연금	12.43

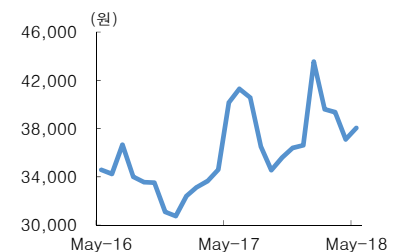
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	12.0	8.3	8.8
PBR(x)	0.74	0.72	0.68
ROE(%)	6.5	9.0	8.0
DY(%)	2.7	3.9	3.9
EPS(원)	3,042	4,592	4,324
BPS(원)	49,380	53,080	55,904

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.6	4.0	0.7
KOSPI 대비(%p)	5.7	6.0	(7.7)

주가추이



자료: WISEfn

백두산

doosan@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
순이익	218	237	271	241	363	50.5	66.5	309
판매관리비	143	149	156	159	183	14.7	27.5	165
판매비용율	66	63	57	66	50	(23.8)	(23.4)	54
영업이익	75	88	116	82	180	119.9	141.3	145
당기순이익	56	67	88	61	133	117.5	137.5	107

자료: 삼성증권, 한국투자증권

〈표 2〉 1분기 실적 및 전망 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	FY17		FY18(변경 전)		FY18(변경 후)					FY18 1Q 리뷰			FY19F
	1Q	연간	1QF	연간	1QP	2QF	3QF	4QF	연간	기존대비	YoY	QoQ	연간
순영업이익	218	967	322	1,221	363	311	305	291	1,269	12.6	66.5	50.5	1,228
순수수료이익	107	509	182	651	187	182	172	158	699	3.0	74.3	47.0	674
브로커리지 수수료	71	340	129	474	130	128	119	120	497	1.5	82.7	32.7	469
자산관리 수수료	23	86	26	99	26	27	25	25	103	0.9	11.9	33.2	101
인수주선, M&A 수수료	10	66	20	52	22	19	19	9	69	9.9	114.6	283.7	70
기타 수수료	3	18	8	27	9	9	9	4	31	17.8	240.9	135.1	34
순이자이익	103	437	134	545	114	122	126	127	490	(14.7)	10.8	0.2	526
운용 및 기타	7	21	6	25	61	6	6	6	80	862.5	743.3	흑전	28
판매관리비	143	607	157	678	183	173	168	179	703	16.3	27.5	14.7	703
인건비	75	326	87	389	109	102	97	103	410	25.0	44.6	27.5	401
영업이익	75	360	165	544	180	137	136	112	566	9.1	141.3	119.9	524
영업외손익	(2)	(4)	1	(11)	0	(10)	(1)	(1)	(12)	(97.9)	흑전	흑전	(4)
세전이익	73	356	166	533	180	127	135	111	554	8.5	146.9	125.7	520
당기순이익	56	271	125	398	133	94	101	82	410	6.5	137.5	117.0	386
지배순이익	56	272	124	397	133	94	101	82	410	6.8	137.5	117.5	386
대차대조표													
총자산	33,690	37,948	39,565	41,000	40,195	39,868	40,402	40,995	40,995	1.6	19.3	5.9	43,473
유가증권	22,152	23,930	25,080	25,808	23,990	24,097	24,359	24,674	24,674	(4.3)	8.3	0.3	25,977
총부채	29,521	33,537	35,122	36,283	35,733	35,312	35,745	36,256	36,256	1.7	21.0	6.5	38,481
자기자본	4,168	4,412	4,444	4,717	4,463	4,556	4,657	4,739	4,739	0.4	7.1	1.2	4,991
지배자기자본	4,168	4,410	4,445	4,718	4,463	4,557	4,658	4,740	4,740	0.4	7.1	1.2	4,992
주요지표(KIS 기준)													
주식 약정대금	53,294	260,834	104,929	394,966	104,929	106,910	99,576	100,385	411,800	0.0	96.9	30.1	391,988
판매비용율(%)	65.7	62.7	48.8	55.5	50.3	55.8	55.2	61.5	55.4	1.6	(15.4)	(15.7)	57.3
ROE(%)	5.7	6.5	11.4	8.7	12.1	8.4	8.7	7.0	9.0	0.7	6.5	6.6	8.0
ROA(%)	0.68	0.77	1.30	1.00	1.38	0.95	0.99	0.80	1.03	0.08	0.70	0.73	0.91
레버리지비율(배)	8.4	8.5	8.8	8.7	8.8	8.9	8.7	8.7	8.7	0.1	0.4	0.2	8.7

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 삼성증권 분기별 순영업수익

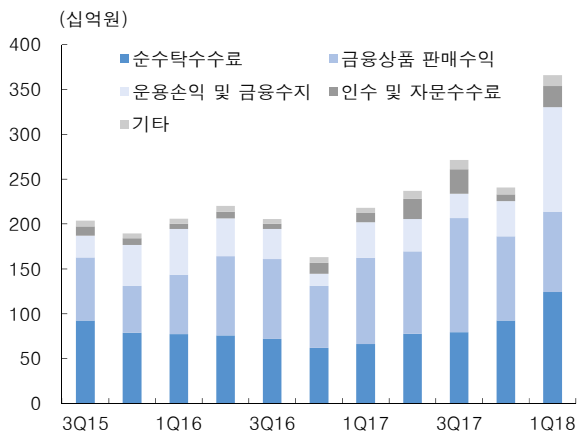
(단위: 십억원)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
순영업수익	327.2	203.1	177.0	197.7	206.4	192.0	149.4	209.1	224.2	256.5	227.2	355.7
순수탁수수료	127.8	90.9	76.0	74.4	73.3	69.2	57.9	64.7	78.4	78.7	91.6	123.2
금융상품판매수익	95.6	70.3	52.4	66.4	88.3	89.4	69.2	96.1	91.9	127.3	93.7	89.3
렐어카운트	5.6	7.2	7.0	6.6	6.2	5.5	4.7	4.1	4.2	4.2	4.5	5.1
펀드	13.4	12.8	11.3	14.3	14.8	14.4	12.3	13.4	14.3	14.3	13.2	17.4
파생결합증권	69.5	45.0	29.0	37.9	57.5	63.1	46.7	70.7	68.2	103.5	71.8	60.6
기타금융상품	7.0	5.3	5.1	7.6	9.8	6.4	5.5	7.8	5.3	5.3	4.3	6.3
운용손익 및 금융수지	5.8	10.5	43.2	48.1	39.0	30.1	9.5	36.8	31.6	22.0	34.0	105.7
인수 및 자문수수료	100.1	21.6	7.5	5.9	7.4	5.4	13.8	10.2	22.4	26.2	7.5	23.5
기타수지	6.0	19.7	5.3	9.3	6.3	5.4	6.1	9.1	9.7	10.6	8.5	22.6
일반수수료비용	(8.0)	(9.9)	(7.4)	(6.5)	8.0	(7.1)	(7.1)	(7.8)	(9.7)	(8.3)	(8.0)	(8.7)

주: 별도기준

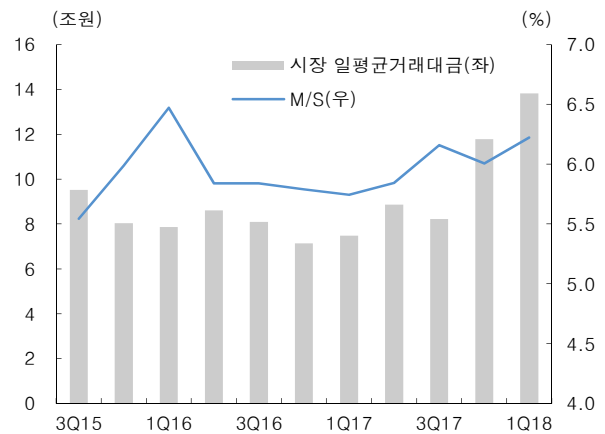
자료: 삼성증권, 한국투자증권

[그림 1] 순영업수익 구성

주: 1. 연결기준, 2. 금융상품판매수익: 렐어카운트, 펀드, 파생결합증권 등 판매수수료
3. 브로커리지는 수수료비용 등 차감 기준

자료: 삼성증권, 한국투자증권

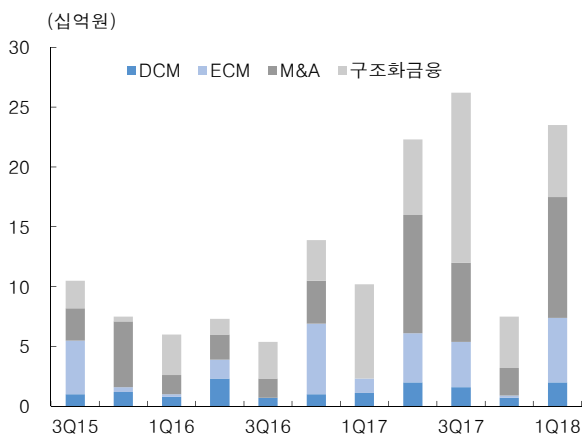
[그림 2] 시장 일평균거래대금 및 삼성증권 점유율



주: 점유율은 유가증권, 코스닥 합산기준(ETF제외)

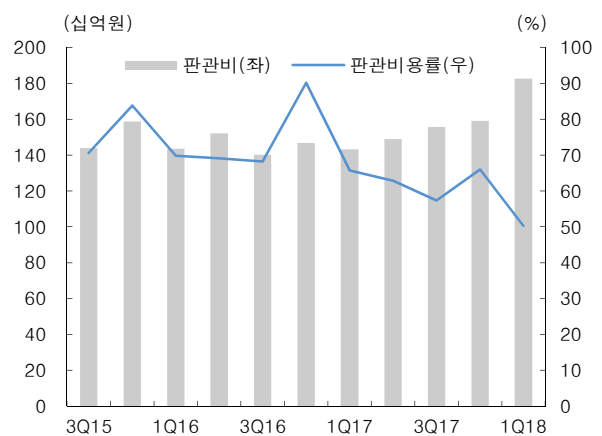
자료: 삼성증권, 한국투자증권

[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 금융투자업자이다. 1982년 설립되었으며, 1992년 삼성그룹에 편입되었다. 2003년 자산관리 영업모델을 도입하였으며, 2015년에는 우리은행과 포괄적 업무제휴를 맺었다. 최대주주는 삼성생명이다.

- 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 다양항 트레이딩 업무를 포괄
- 발행어음: 증권사가 자기신용으로 발행하는 1년 이내 단기어음. 주로 기업금융을 수행하기 위한 자금조달 수단

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
총자산	33,230	37,948	40,995	43,473	47,388
현금 및 예치금	6,200	6,505	8,202	8,787	9,420
유가증권	22,496	23,930	24,674	25,977	27,352
대출채권	2,910	5,178	5,394	5,789	7,481
관계기업투자	12	12	80	80	80
유형자산	51	49	46	46	46
기타자산	1,560	2,274	2,599	2,794	3,009
총부채	29,403	33,537	36,256	38,481	42,132
예수부채	4,557	5,628	6,238	6,719	8,489
당기손익인식금융부채	9,396	9,909	10,666	11,099	11,550
차입부채	13,454	15,253	15,270	16,207	17,201
기타부채	1,995	2,748	4,082	4,457	4,892
자기자본	3,827	4,412	4,739	4,991	5,255
지배주주지분	3,827	4,410	4,740	4,992	5,256
자본금	394	458	458	458	458
자본잉여금	1,471	1,743	1,743	1,743	1,743
자본조정	(59)	(59)	(59)	(59)	(59)
기타포괄손익누계액	131	155	163	163	163
이익잉여금	1,889	2,111	2,434	2,686	2,950

주요 재무지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업 기초여건					
임직원수(명)	2,162	2,268	2,292	2,292	2,292
주식 약정대금	2,330,059	2,608,339	4,118,003	3,919,878	3,775,406
예수유가증권	2,380,874	2,789,989	2,903,273	3,021,158	3,143,829
채무보증	2,800	14,933	16,042	17,470	18,394
자본적정성					
NCR(%)	1,601	1,160	914	621	235
단순 레버리지(배)	8.7	8.6	8.7	8.7	9.0
실질 레버리지(배)	7.7	7.7	8.7	8.7	9.0
성장성(%)					
총자산 증가율	7.2	14.2	8.0	6.0	9.0
자기자본 증가율	8.6	15.2	7.5	5.3	5.3
순영업이익 증가율	(20.2)	21.8	31.3	(3.3)	3.0
당기순이익 증가율	(36.6)	55.9	51.0	(5.8)	3.1

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

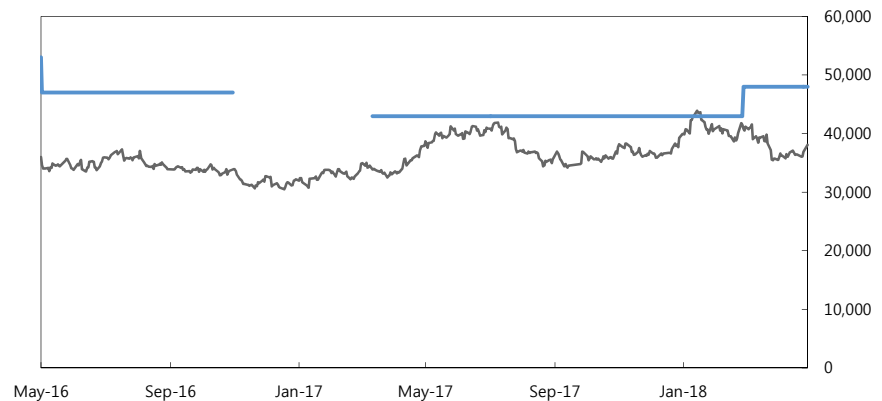
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
순영업이익	794	967	1,269	1,228	1,265
순수수료이익	450	509	699	674	646
브로커리지 수수료	306	340	497	469	438
자산관리 수수료	100	86	103	101	107
인수주선, M&A 수수료	31	66	69	70	65
기타 수수료	13	18	31	34	36
순이자이익	404	437	490	526	587
운용 및 기타	(60)	21	80	28	32
판매관리비	583	607	703	703	725
인건비	301	326	410	401	413
기타 판관비	282	280	293	302	311
영업이익	212	360	566	524	540
영업외이익	18	(4)	(12)	(4)	(4)
법인세비용차감전계속사업이익	230	356	554	520	536
법인세비용	56	85	144	134	138
계속사업이익	174	271	410	386	398
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	174	271	410	386	398
지배주주지분 당기순이익	174	272	410	386	398

Valuation

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당 지표(원)					
BPS	50,068	49,380	53,080	55,904	58,860
EPS	2,280	3,042	4,592	4,324	4,457
DPS	650	1,000	1,500	1,500	1,600
주가 지표(배)					
PBR	0.63	0.74	0.72	0.68	0.65
PER	13.9	12.0	8.3	8.8	8.5
배당수익률(%)	2.1	2.7	3.9	3.9	4.2
배당성장률(%)	28.5	32.9	32.7	34.7	35.9
수익성(%)					
ROE	4.9	6.5	9.0	8.0	7.8
ROA	0.53	0.77	1.03	0.91	0.88
위탁수수료율(bp)	13.2	13.0	12.1	12.0	11.6
판관비용률	73.3	62.7	55.4	57.3	57.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성증권(016360)	2016.04.19	매수	53,000원	-29.3	-24.7
	2016.05.17	매수	47,000원	-26.3	-20.6
	2016.11.15	중립	-	-	-
	2017.03.27	매수	43,000원	-12.0	2.1
	2018.03.14	매수	48,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 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 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 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.