

삼성증권(016360)

하회	부합	상회
순이익의 컨센서스 대비를 의미		

증시 변동 대응역량은 확보

2분기 순이익 1,000억원으로 컨센서스 11% 상회
 운용손익과 구조화금융 양호. 자산관리, 브로커리지, IB 부진
 브로커리지 및 조기상환 등 손익 낮추고 목표주가를 10% 하향

Facts : 양호한 운용손익 기반으로 순이익 컨센서스 11% 상회

2분기 순이익은 1,000억원으로 우리 추정치와 컨센서스를 각각 5%, 11% 상회했다. 기대이상으로 ‘운용손익 및 금융수익(운용손익)’가 잘 나온 덕분이다. 실제로 운용손익은 1,110억원으로 전분기대비 5%, 전년동기대비 252% 증가했다. RP나 고유자산 운용 규모가 감소했음에도 불구하고, 1분기에 이어 우호적 환율 및 변동성 등으로 인해 ELS 헤지손익이 크게 개선된 영향이다. 한편 2분기 ‘금융상품 판매수익(자산관리)’은 640억원으로 전분기대비 253억원 감소했는데 ELS 조기상환이익을 중심으로 한 ‘파생결합증권판매순수수료’가 동기간 244억원 감소했기 때문이다. 결론적으로 글로벌시장 변동성 확대로 ELS upfront 이익(조기상환이익 +거래일이익)은 감소했지만, 기타 헤지운용 손익은 양호했다.

Pros & cons : 아쉬운 수탁수수료 및 IB

2분기 순수탁수수료는 1,004억원으로 전분기대비 19% 감소했다. 양호했던 시장 거래대금에도 불구하고 마케팅과 거래비중 변화로 인한 수수료율 하락 때문이다. 한편 당초 영업외비용에 반영될 것으로 봤던 우리사주 배당사고 관련손실 100억 원은 대부분 기타 영업수익에 반영됐다. ‘인수 및 자문수수료’는 130억원으로 전분기대비 45% 감소하며 부진했는데, ECM 및 M&A 딜 부재 탓이다. 다만 IB 내 구조화금융은 채무보증 확대로 양호한 추세를 이어갔다.

Action : 목표주가 43,000원으로 10% 하향

삼성증권에 대한 매수의견을 유지하고 목표주가를 43,000원으로 10% 하향한다. 향후 일평균거래대금 추정치를 당초 11조원에서 9조원으로 추가로 낮추고, 3분기 글로벌 주식시장 하락으로 인한 ELS 관련익 감소를 반영했다. 향후 실적에 있어 관건은 거래대금과 더불어, 글로벌 주식시장 흐름에 파생된 ELS 조기상환이익 및 운용손익 부문이다. 다만 3분기에는 예정된 조기상환이익 감소를 운용손익이 어느 정도 만회할 수 있을 전망이다.

매수(유지)

목표주가: 43,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(8/13)	2,248
주가(8/13)	31,250
시가총액(십억원)	2,791
발행주식수(백만)	89
52주 최고/최저가(원)	43,900/31,250
일평균거래대금(6개월, 백만원)	23,542
유동주식비율/외국인지분율(%)	67.7/24.6
주요주주(%)	삼성생명보험 외 4 인
	29.73
	국민연금
	10.97

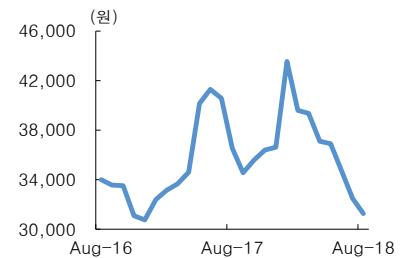
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	12.0	7.5	9.6
PBR(x)	0.74	0.59	0.57
ROE(%)	6.5	8.1	6.1
DY(%)	2.7	4.5	3.5
EPS(원)	3,042	4,150	3,257
BPS(원)	49,380	53,014	54,871

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.3)	(22.6)	(15.1)
KOSPI 대비(%p)	(3.6)	(16.5)	(12.0)

주가추이



자료: WISEfn

백두산

doosan@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
순수익	237	271	241	363	310	(14.5)	30.8	289
판매관리비	149	156	159	183	178	(2.5)	19.6	176
판관비용률	63	57	66	50	57	14.1	(8.6)	61
영업이익	88	116	82	180	132	(26.8)	49.8	126
당기순이익	67	88	61	133	100	(24.6)	49.5	90

자료: 삼성증권, 한국투자증권

〈표 2〉 2분기 실적 및 전망 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	FY17		FY18(변경 전)		FY18(변경 후)					2Q18 리뷰			FY19F
	2Q	연간	2QF	연간	1Q	2QP	3QF	4QF	연간	기준대비	YoY	QoQ	연간
순영업수익	237	967	312	1,260	363	310	258	249	1,179	(0.6)	30.8	(14.5)	1,043
순수수료이익	133	509	169	651	187	153	125	116	581	(9.6)	14.5	(18.3)	493
브로커리지	85	340	119	450	130	108	72	75	386	(9.2)	27.1	(17.0)	295
자산관리	21	86	27	103	26	25	25	25	102	(5.4)	17.2	(3.4)	102
인수주선, M&A	22	66	14	65	22	11	19	10	62	(22.1)	(49.9)	(48.7)	70
기타	4	18	9	33	9	8	9	5	32	(8.6)	84.5	(6.7)	26
순이자이익	108	437	123	489	114	119	118	118	469	(3.0)	10.5	4.2	479
운용 및 기타	(4)	21	20	120	61	38	14	15	129	91.4	흑전	(37.9)	71
판매관리비	149	607	174	700	183	178	156	166	683	2.5	19.6	(2.5)	655
인건비	80	326	102	407	109	105	84	90	388	2.8	31.3	(3.4)	351
영업이익	88	360	138	560	180	132	102	82	496	(4.4)	49.8	(26.8)	388
영업외손익	0	(4)	(10)	(12)	0	3	1	1	6	흑전	1,354.6	17,354.7	4
세전이익	88	356	128	548	180	135	103	83	501	5.7	53.3	(24.8)	392
당기순이익	67	271	95	406	133	100	76	62	371	5.2	49.9	(24.6)	291
지배순이익	67	272	95	406	133	100	76	62	371	5.2	49.5	(24.6)	291
대차대조표													
총자산	35,413	37,948	39,868	40,994	40,195	38,497	38,175	38,678	38,678	(3.4)	8.7	(4.2)	40,763
유가증권	22,406	23,930	24,037	24,612	23,930	22,985	23,235	23,535	23,535	(4.4)	2.6	(3.9)	24,779
총부채	31,160	33,537	35,311	36,259	35,733	33,901	33,504	33,944	33,944	(4.0)	8.8	(5.1)	35,864
자기자본	4,254	4,412	4,557	4,735	4,463	4,596	4,672	4,733	4,733	0.9	8.0	3.0	4,899
지배자기자본	4,254	4,410	4,558	4,736	4,463	4,596	4,672	4,734	4,734	0.8	8.0	3.0	4,900
주요지표(KIS 기준)													
주식 약정대금	62,149	260,834	102,963	371,297	104,929	102,963	67,086	69,053	344,032	0.0	65.7	(1.9)	274,369
판관비용률(%)	62.8	62.7	55.7	55.6	50.3	57.4	60.5	67.0	57.9	1.7	(5.4)	7.1	62.8
ROE(%)	6.4	6.5	8.5	8.9	12.1	8.9	6.5	5.2	8.1	0.4	2.5	(3.3)	6.1
ROA(%)	0.78	0.77	0.95	1.02	1.38	1.02	0.79	0.64	0.96	0.07	0.24	(0.36)	0.73
레버리지비율(배)	8.2	8.5	8.9	8.7	8.8	8.7	8.3	8.2	8.5	(0.2)	0.5	(0.1)	8.3

자료: 삼성증권, 한국투자증권

〈표 3〉 삼성증권 분기 순영업수익

(단위: 십억원)

	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
순영업수익	203	177	198	206	192	149	209	224	257	227	356	294
순수수수료	91	76	74	73	69	58	65	78	79	92	123	100
금융상품판매수익	70	52	66	88	89	69	96	92	127	94	89	64
랩어카운트	7	7	7	6	6	5	4	4	4	5	5	5
펀드	13	11	14	15	14	12	13	14	14	13	17	17
파생결합증권	45	29	38	58	63	47	71	68	104	72	61	36
기타금융상품	5	5	8	10	6	6	8	5	5	4	6	5
운용순익 및 금융수지	22	43	48	39	30	10	37	32	22	34	106	111
인수 및 자문수수료	11	8	6	7	5	14	10	22	26	8	24	13
기타수지	20	5	9	6	5	6	9	10	11	9	23	15
일반수수료비용	(10)	(7)	(7)	8	(8)	(7)	(8)	(10)	(8)	(8)	(9)	(9)

주: 별도기준

자료: 삼성증권, 한국투자증권

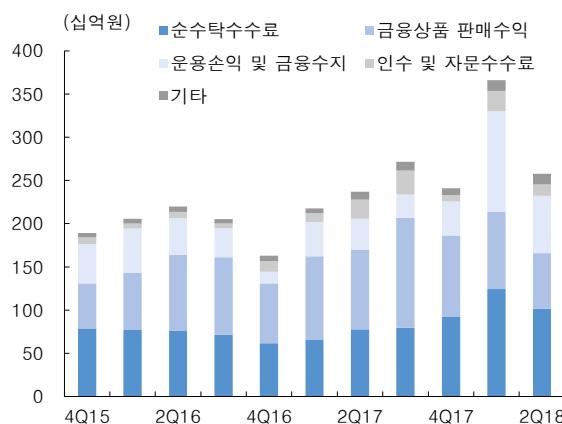
〈표 4〉 삼성증권 월별실적

(단위: 십억원)

	17.05	2Q17	1Q18	2Q18			2Q18 리뷰	QoQ(%)	YoY(%)
				18.04	18.05	18.06			
(별도)순영업수익	82	224	356	106	106				
(별도)판관비	49	141	173	62	54				
(별도)영업이익	33	84	183	44	53	29	126	(31.3)	50.2
(별도)세전이익	33	84	182	44	52	29	126	(31.0)	49.7
(별도)실효세율	24.2%	24.2%	25.5%	27.5%	27.5%	25.2%	27.0%		
(별도)순이익	25	64	136	32	38	22	92	(32.3)	44.3
(연결)지배순이익		67	133				100	(24.5)	49.5

자료: 삼성증권, 한국투자증권

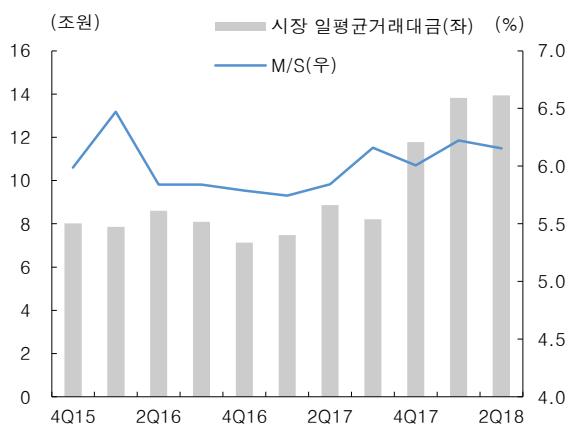
[그림 1] 순영업수익 구성



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

자료: 삼성증권, 한국투자증권

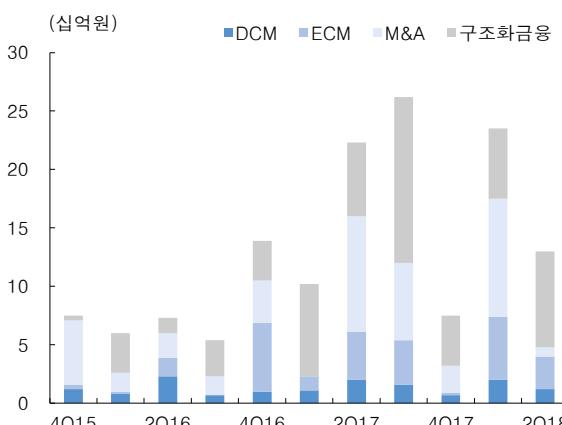
[그림 2] 시장 일평균거래대금 및 약정점유율



주: 유가증권, 코스닥 합산기준(ETF 제외)

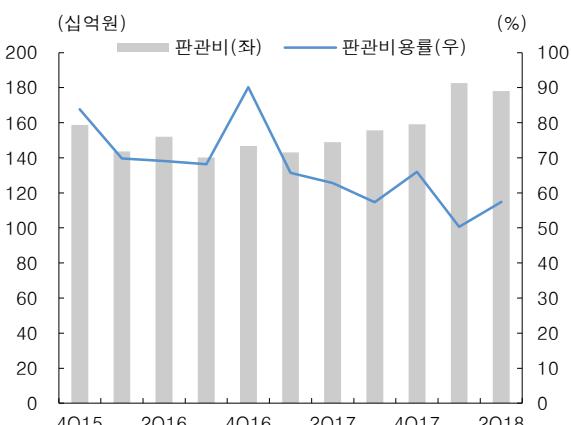
자료: 삼성증권, 한국투자증권

[그림 3] IB 수수료



자료: 삼성증권, 한국투자증권

[그림 4] 판관비 및 판관비율



주: 연결기준

자료: 삼성증권, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

삼성증권은 증권의 투자매매업 · 투자증개업, 장내파생상품의 투자매매업 · 투자증개업, 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, 프랩 등 다양한 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	38,678	40,763	44,237
현금 및 예치금	6,200	6,505	7,185	7,687	8,230
유가증권	22,496	23,930	23,535	24,779	26,092
대출채권	2,910	5,178	5,217	5,451	6,957
관계기업투자	12	12	87	87	87
유형자산	51	49	45	45	45
기타자산	1,560	2,274	2,608	2,714	2,826
총부채	29,403	33,537	33,944	35,864	39,128
예수부채	4,557	5,628	5,642	6,073	7,790
당기순익인식금융부채	9,396	9,909	10,368	10,773	11,194
차입부채	13,454	15,253	14,361	15,242	16,177
기타부채	1,995	2,748	3,574	3,776	3,966
자기자본	3,827	4,412	4,733	4,899	5,110
지배주주지분	3,827	4,410	4,734	4,900	5,110
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	196	196	196
이익잉여금	1,889	2,111	2,394	2,560	2,771

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
순영업수익	794	967	1,179	1,043	1,093
순수수료이익	450	509	581	493	467
브로커리지 수수료	306	340	386	295	268
자산관리 수수료	100	86	102	102	107
인수주선, M&A 수수료	31	66	62	70	65
기타 수수료	13	18	32	26	27
순이자이익	404	437	469	479	537
운용 및 기타	(60)	21	129	71	89
판매관리비	583	607	683	655	681
인건비	301	326	388	351	368
기타 판관비	282	280	295	304	313
영업이익	212	360	496	388	412
영업외이익	18	(4)	6	4	4
법인세비용차감전계속사업이익	230	356	501	392	416
법인세비용	56	85	131	101	107
계속사업이익	174	271	371	291	309
종단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	174	271	371	291	309
지배주주지분 당기순이익	174	272	371	291	309

주요 재무지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업 기초여건					
임직원수(명)	2,162	2,268	2,316	2,316	2,316
주식 약정대금	2,330,059	2,608,339	3,440,318	2,743,686	2,694,223
예수유가증권	2,380,874	2,789,989	2,943,949	3,063,485	3,187,875
재무보증	2,800	14,933	21,747	17,147	17,883
자본적정성					
NCR(%)	1,601	1,160	1,086	919	686
단순 레버리지(배)	8.7	8.6	8.2	8.3	8.7
실질 레버리지(배)	7.7	7.7	8.2	8.3	8.7
성장성(%)					
총자산 증가율	7.2	14.2	1.9	5.4	8.5
자기자본 증가율	8.6	15.2	7.4	3.5	4.3
순영업수익 증가율	(20.2)	21.8	21.9	(11.5)	4.8
당기순이익 증가율	(36.6)	55.9	36.4	(21.5)	6.1

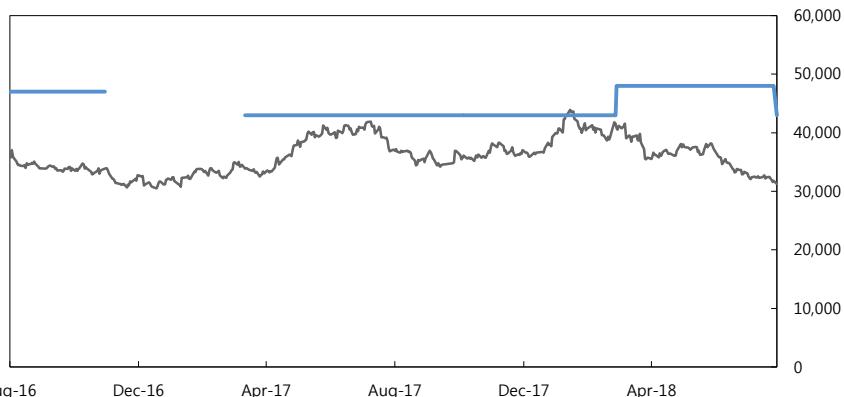
Valuation

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당 지표(원)					
BPS	50,068	49,380	53,014	54,871	57,227
EPS	2,280	3,042	4,150	3,257	3,456
DPS	650	1,000	1,400	1,100	1,200
주가 지표(배)					
PBR	0.63	0.74	0.59	0.57	0.55
PER	13.9	12.0	7.5	9.6	9.0
배당수익률(%)	2.1	2.7	4.5	3.5	3.8
배당성향(%)	28.5	32.9	33.7	33.8	34.7
수익성(%)					
ROE	4.9	6.5	8.1	6.1	6.2
ROA	0.53	0.77	0.96	0.73	0.73
위탁수수료율(bp)	13.2	13.0	11.2	10.8	9.9
판관비용률	73.3	62.7	57.9	62.8	62.3

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성증권(016360)	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	-25.1	-13.4
	2018.08.13	매수	43,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 13일 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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 돋기 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.