

삼성증권 (016360)

증권



정태준 CFA

02 3770 5585

tajeon.jeong@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	45,000원 (I)
현재주가 (7/15)	38,000원
상승여력	18%

시가총액	33,934억원
총발행주식수	89,300,000주
60일 평균 거래대금	86억원
60일 평균 거래량	236,289주
52주 고	39,300원
52주 저	26,350원
외인지분율	29.10%
주요주주	삼성생명보험 외 4인 29.77%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.7	1.2	13.9
상대	(0.6)	(7.2)	(9.9)
절대(달러환산)	7.3	(2.8)	8.6

ROE 8%의 벽을 넘다

투자 의견 BUY, 목표주가 45,000원으로 커버리지 개시

삼성증권 투자 의견 BUY, 목표주가 45,000원으로 커버리지 개시. 동사의 투자포인트는 1) 안정적인 이익성장을 바탕으로 올해 ROE가 8%를 상회할 것이라는 점과 2) 향후 3년간 업계 최고수준의 배당 성향을 제공할 계획이라는 점.

투자포인트 1 안정 성장 유지에도 ROE 8% 상회 동사는 압도적인 고객 위탁자산과 보수적인 파생결합증권 헤지운용을 바탕으로 낮은 이익 변동성 유지. 안정성을 추구하기 때문에 경쟁사 대비 늦게 IB 업무를 시작했으며, 위탁매매 수익성 둔화에 따라 ROE가 6~7%에서 정체. 한편 18년 증자로 자본 4조원을 달성하고 이후 IB 인력을 강화하는 등 성장에 집중. 그 결과 IB수수료가 급성장 하면서 ROE를 견인, 마침내 2019F ROE가 8%를 상회할 것으로 예상. 이는 기존의 강점인 안정 성장을 유지하면서 이루어낸 것이기에 더욱 고무적.

투자포인트 2 향후 3년간 업계 최고 배당성향 제공 동사는 오는 21년까지 배당성향 50%를 목표로 매년 점진적으로 배당성향을 높일 계획. 그렇기 때문에 19년 이후 배당수익률은 5~6%에 이를 전망. 당사 커버리지 6개사 중 배당수익률과 배당성향이 가장 높기 때문에 장기 보유 매력 높음. 동사의 계열 보험사들도 동일한 배당 계획을 제시하였으나 동사의 ROE가 더 높기 때문에 가장 선호.

2Q19 preview: IB수수료 호조로 서프라이즈 예상

2분기 연결 이익은 컨센서스 872억원을 상회하는 924억원(-7.6% YoY, -21.1% QoQ) 예상. 별다른 특이요인은 없는 것으로 판단.

순수수료이익 위탁매매 수수료 감소를 IB 및 기타수수료 성장이 상쇄하여 순수수료이익은 전분기대비 연결 2.0%, 별도 3.8% 감소에 그칠 전망.

이자손익 안정적인 ROE 창출로 자본이 지속 증가하며 이자손익은 두 자릿 수 성장세 시현 예상.

트레이딩 및 상품손익 전분기대비로는 감소하겠으나 타사대비 변동성이 낮기 때문에 흑자 유지 전망.

기타손익 2분기에는 배당금이 많이 들어오지 않기 때문에 전분기대비 감소 예상.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
순영업수익	273	-11.9	-12.1	283	-3.4
영업이익	124	-6.0	-17.1	119	4.0
세전이익	127	-5.8	-16.2	119	6.9
연결 순이익	92	-7.6	-21.1	-	-
순이익(지배주주)	92	-7.6	-21.1	87	6.0

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS)

(십억원)

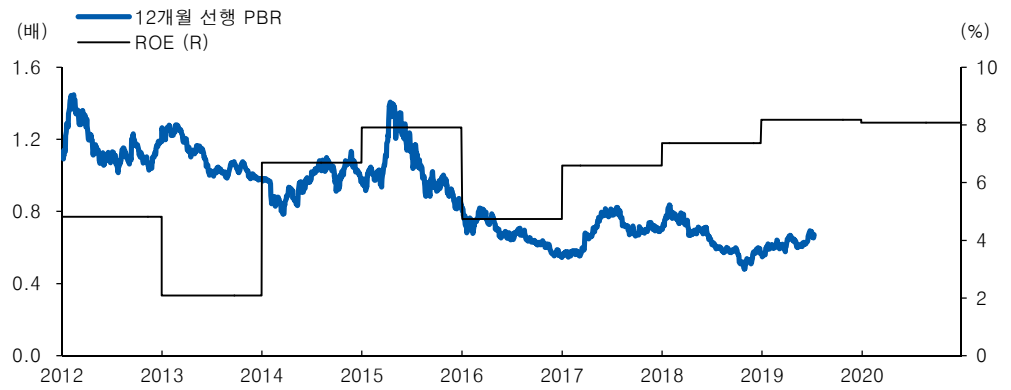
결산 (월)	2017A	2018A	2019E	2020E
순영업수익	509	567	509	499
영업이익	360	458	527	559
지배순이익	272	334	393	410
PER (배)	12.2	10.2	8.7	8.3
PBR (배)	0.77	0.73	0.69	0.66
ROE (%)	6.6	7.4	8.2	8.1
ROA (%)	0.76	0.88	0.94	0.86

자료: 유안타증권

Valuation table		(단위: 원, %, 배)
2018 BPS		52,207
2019E ROE		8.2
COE		9.5
Risk-free rate		1.6
Risk premium		7.3
Beta		1.1
Growth rate		0.0
목표주가		45,000

자료: 유안타증권 리서치센터

ROE vs. PBR



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

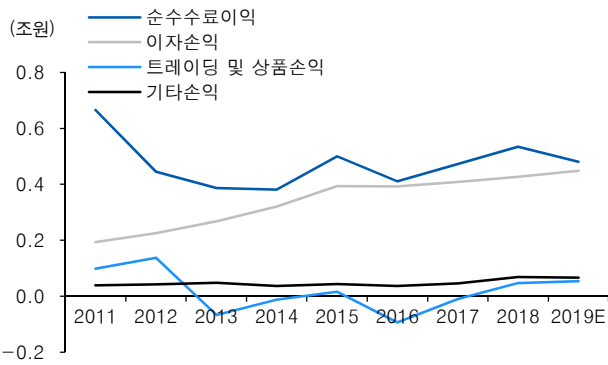
분기별 연결 이익 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
순영업수익	311	273	282	275	1,134	1,141	1,183
순수수료이익	128	125	129	127	567	509	499
이자손익	118	131	137	138	470	524	593
트레이딩 및 상품손익	20	5	6	9	41	40	24
기타손익	45	12	10	1	57	67	67
판매비와관리비	161	149	154	150	676	614	624
영업이익	150	124	128	125	458	527	559
영업외수익	3	4	4	0	10	12	12
영업외비용	0	1	3	2	7	6	6
세전이익	152	127	130	123	461	533	565
법인세비용	35	35	36	34	127	140	155
연결당기순이익	117	92	94	89	334	393	410
지배주주순이익	117	92	94	89	334	393	410
비지배주주순이익	0	0	0	0	0	0	0

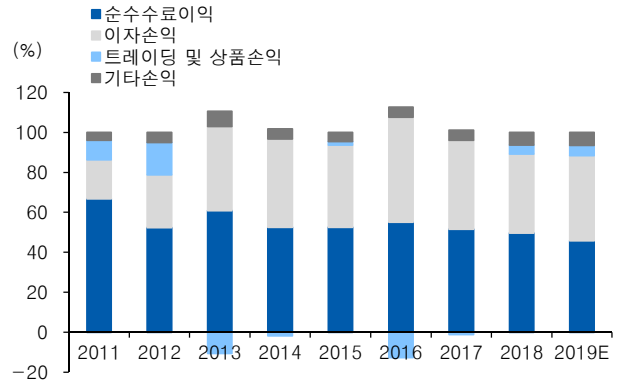
자료: 유안타증권 리서치센터

순영업수익 항목별 추이



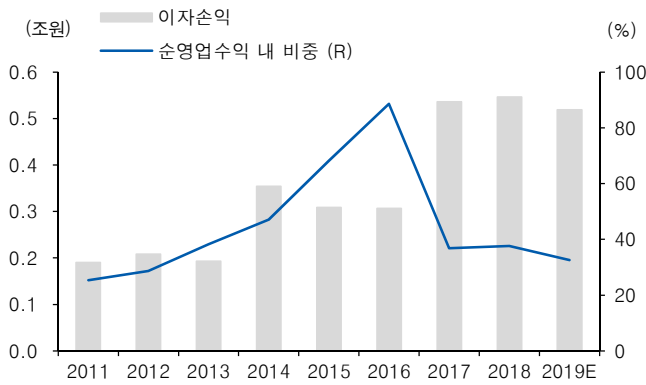
자료: 유안타증권 리서치센터

순영업수익 구성



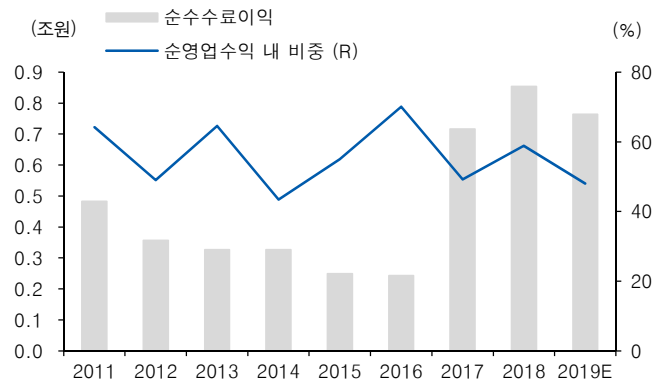
자료: 유안타증권 리서치센터

이자손익 추이



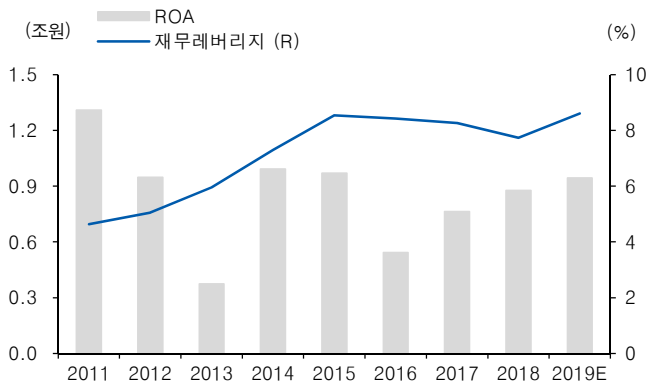
자료: 유안타증권 리서치센터

순수수료이익 추이



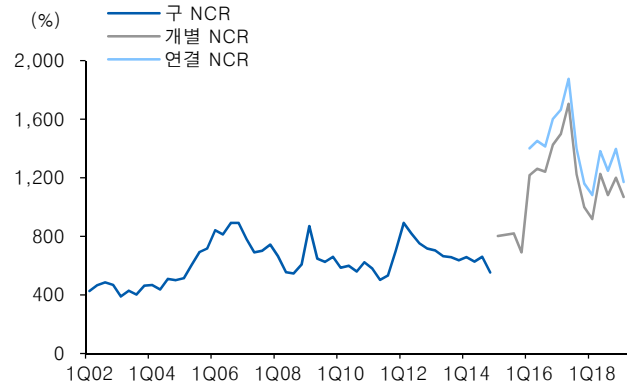
자료: 유안타증권 리서치센터

ROE 구성



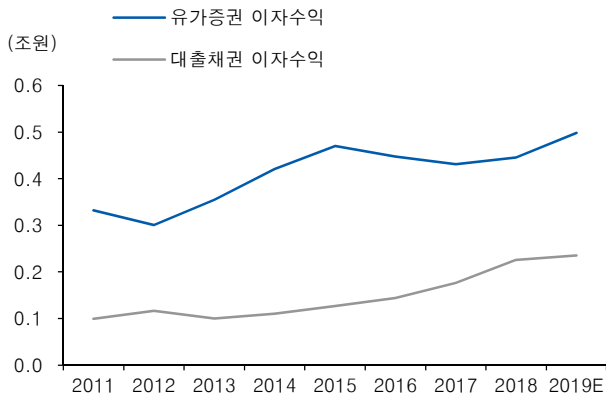
자료: 유안타증권 리서치센터

NCR 비율 추이



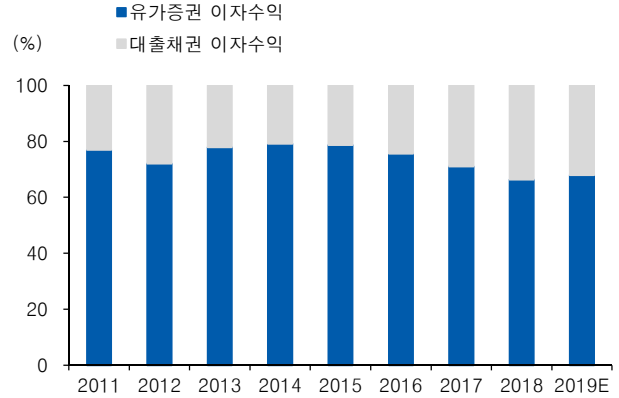
자료: 유안타증권 리서치센터

이자수의 항목별 추이



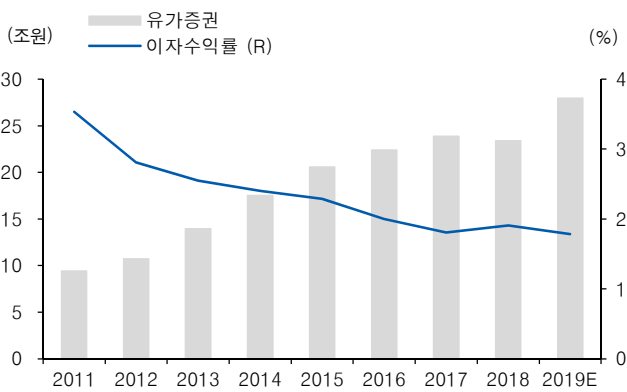
자료: 유안타증권 리서치센터

이자수의 구성



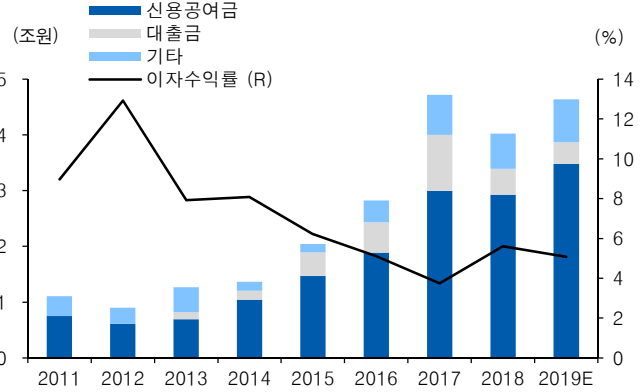
자료: 유안타증권 리서치센터

유가증권 vs. 이자수익률



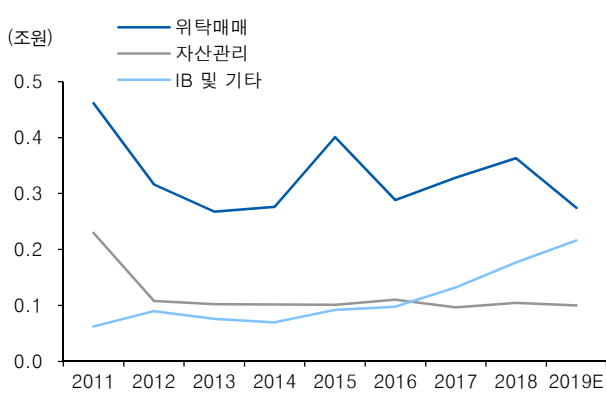
자료: 유안타증권 리서치센터

대출채권 vs. 이자수익률



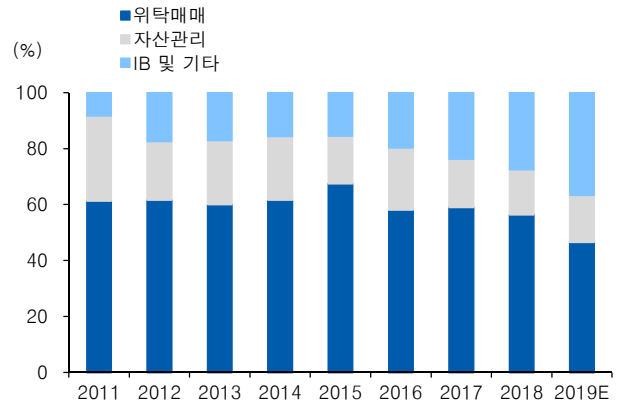
자료: 유안타증권 리서치센터

수수료수익 항목별 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

수수료수익 구성



자료: 유안타증권 리서치센터

삼성증권 (016360) 추정재무제표 (K-IFRS)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업이익	917	1,076	1,049	1,086	1,077
순수수료이익	473	534	480	470	448
수수료이익	557	644	590	577	551
위탁매매	329	363	274	247	213
자산관리	97	104	100	106	104
IB 및 기타	132	177	216	225	233
수수료비용	84	110	110	108	103
이자손익	409	427	448	512	536
트레이딩 및 상품손익	-10	47	54	36	26
기타손익	46	68	67	67	67
판매비와 관리비	573	633	567	575	561
영업이익	344	443	482	510	516
영업외수익	2	4	5	5	5
영업외비용	6	7	6	6	6
세전이익	341	440	481	509	515
법인세비용	84	119	126	140	142
당기순이익	257	321	356	369	374

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산	36,169	35,633	41,829	47,109	52,490
현금 및 예치금	5,164	6,482	6,335	7,134	7,949
유가증권	23,841	23,356	27,956	31,485	35,081
대출채권	4,717	4,025	4,638	4,534	4,708
유형자산	46	42	93	105	117
무형자산	87	82	89	100	111
투자부동산	3	0	0	0	0
기타자산	2,310	1,646	2,718	3,751	4,523
부채	31,792	31,025	36,969	42,045	47,241
예수부채	4,330	4,366	5,199	5,924	6,659
차입부채	24,768	22,996	27,396	31,147	34,992
기타충당부채	13	13	14	16	18
이연법인세부채	70	18	74	84	95
기타부채	2,613	3,633	4,286	4,874	5,476
자본	4,376	4,608	4,859	5,063	5,249
자본금	458	458	458	458	458
자본잉여금	1,743	1,743	1,743	1,743	1,743
이익잉여금	2,052	2,285	2,516	2,720	2,906
기타자본	122	121	141	141	141

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업이익 구성					
순수수료이익	51.5	49.6	45.8	43.3	41.6
수수료이익	60.7	59.9	56.2	53.2	51.1
위탁매매	35.8	33.7	26.2	22.7	19.8
자산관리	10.5	9.7	9.5	9.7	9.6
IB 및 기타	14.4	16.4	20.6	20.7	21.7
이자손익	44.6	39.7	42.7	47.2	49.7
트레이딩 및 상품손익	-1.1	4.4	5.1	3.4	2.5
기타손익	5.0	6.4	6.4	6.2	6.2
자산회전율					
순수수료이익	1.31	1.50	1.15	1.00	0.85
수수료이익	1.54	1.81	1.41	1.23	1.05
위탁매매	0.91	1.02	0.66	0.52	0.41
자산관리	0.27	0.29	0.24	0.22	0.20
IB 및 기타	0.36	0.50	0.52	0.48	0.44
이자손익	1.13	1.20	1.07	1.09	1.02
트레이딩 및 상품손익	-0.03	0.13	0.13	0.08	0.05
기타손익	0.13	0.19	0.16	0.14	0.13

자료: Company data, 유안타증권

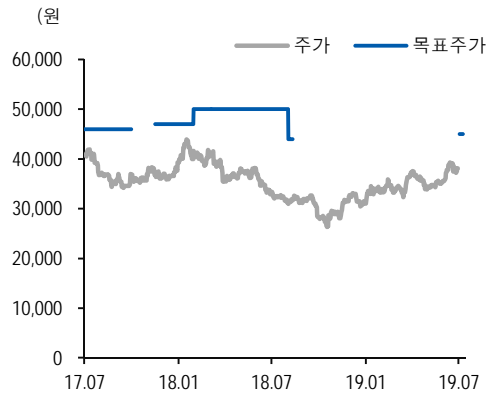
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업이익	967	1,134	1,141	1,183	1,176
순수수료이익	509	567	509	499	478
이자손익	437	470	524	593	617
트레이딩 및 상품손익	-21	41	40	24	14
기타손익	42	57	67	67	67
판매비와 관리비	607	676	614	624	610
영업이익	360	458	527	559	566
영업외수익	2	10	12	12	12
영업외비용	6	7	6	6	6
세전이익	356	461	533	565	572
법인세비용	85	127	140	155	157
연결당기순이익	271	334	393	410	415
지배주주순이익	272	334	393	410	415
비지배주주순이익	-1	0	0	0	0
자산	37,948	38,331	44,909	50,198	55,750
부채	33,537	33,669	39,956	45,004	50,333
자본	4,412	4,662	4,953	5,194	5,416

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Valuation					
P/B	0.77	0.73	0.69	0.66	0.63
P/E	12.17	10.20	8.67	8.32	8.22
배당수익률	2.6	3.7	4.8	5.5	6.0
주당지표					
BPS	49,380	52,207	55,464	58,158	60,654
EPS	3,135	3,741	4,400	4,586	4,642
DPS	1,000	1,400	1,850	2,100	2,300
성장성					
BPS 성장률	1.7	5.7	6.2	4.9	4.3
EPS 성장률	23.9	19.3	17.6	4.2	1.2
수익성					
ROE	6.6	7.4	8.2	8.1	7.8
ROA	0.76	0.88	0.94	0.86	0.78
비용/수익비율	62.5	58.8	54.0	53.0	52.1
영업이익률	37.3	40.4	46.2	47.3	48.1
세전이익률	36.8	40.7	46.7	47.7	48.6
순이익률	28.1	29.5	34.5	34.6	35.2
재무레버리지 (별도)	8.3	7.7	8.6	9.3	10.0

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업이익 구성					
순수수료이익	52.6	50.0	44.6	42.2	40.6
이자손익	45.2	41.4	46.0	50.1	52.5
트레이딩 및 상품손익	-2.1	3.6	3.5	2.0	1.2
기타손익	4.3	5.0	5.9	5.7	5.7
자산회전율					
순수수료이익	1.34	1.48	1.13	0.99	0.86
이자손익	1.15	1.23	1.17	1.18	1.11
트레이딩 및 상품손익	-0.05	0.11	0.09	0.05	0.03
기타손익	0.11	0.15	0.15	0.13	0.12

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
기말발행주식수	89,300	89,300	89,300	89,300	89,300
보통주	89,300	89,300	89,300	89,300	89,300
우선주	0	0	0	0	0
배당성향	32.9	37.4	42.0	45.8	49.5
보통주배당성향	32.9	37.4	42.0	45.8	49.5
우선주배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

삼성증권 (016360) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-07-16	BUY	45,000	1년		
	담당자 변경				
2019-01-14	BUY	38,000	1년	-7.58	3.42
	담당자 변경				
2018-08-16	BUY	44,000	1년	-30.55	-24.77
2018-02-12	BUY	50,000	1년	-26.92	-16.40
2017-11-29	BUY	47,000	1년	-17.42	-6.60
	담당자 변경				
2017-05-31	BUY	46,000	1년	-17.71	-8.91

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	86.9
Hold(중립)	12.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-07-16

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 정태준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.