

삼성증권 (016360)

증권



정태준 CFA

02 3770 5585

taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	40,000원 (D)
현재주가 (4/3)	27,300원
상승여력	47%

시가총액	24,379억원
총발행주식수	89,300,000주
60일 평균 거래대금	132억원
60일 평균 거래량	427,670주
52주 고	39,600원
52주 저	20,800원
외인지분율	28.34%
주요주주	삼성생명보험 외 5 인 29.76%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(17.8)	(28.3)	(23.0)
상대	(14.3)	(20.7)	(21.7)
절대(달러환산)	(20.0)	(31.9)	(28.9)

1Q20E: 작년 PF 확대 효과로 흑자 예상

투자의견 BUY 유지, 목표주가 40,000원으로 하향

1분기 연결 이익은 컨센서스 721억원을 88.2% 하회하는 85억원(-92.7% YoY, -90.5% QoQ) 예상. 파생결합상품 헤지운용 방식 자체는 보수적이지만 증시 낙폭과 자체헤지 규모가 크다보니 적절한 대응이 어려웠을 것으로 예상. 다만 작년말 PF 자산을 대폭 확대하여 IB 수수료수익과 이자손익은 전년동기대비 크게 개선될 전망. 2020E, 2021E 이익 추정치를 각각 28.4%, 1.8% 하향 조정하며 목표주가도 기존 47,000원에서 40,000원으로 하향.

순수수료이익 연결 +31.3% YoY, +15.5% QoQ, 별도 +33.3% YoY, +17.9% QoQ 예상. 위탁매매 수수료수익(+37.1% YoY, +38.5% QoQ) 증가가 두드러질 전망. IB 및 기타 수수료수익은 코로나19 영향으로 신규 PF와 셀다운이 어려움에 따라 전분기와 유사(+0.2% QoQ) 하겠으나 작년 4분기에 PF 채무보증을 크게 늘린 만큼 전년동기대비 48.2% 증가할 전망.

이자손익 연결 +6.2% YoY, -6.3% QoQ, 별도 +8.8% YoY, -4.0% QoQ 전망. 작년말 PF 대출 잔액 급증으로 전년동기대비로는 개선될 전망이지만 CP시장 마비에 따른 조달비용 상승이 예상되는 만큼 전분기대비로는 감소 예상.

트레이딩 및 상품손익 연결 1,640억원, 별도 1,600억원의 손실 예상. 이는 동사 제외 커버리지 5개사 평균(연결 1,441억원, 별도 1,199억원 손실 예상) 대비 높은 수준인데, 보수적인 운용 전략에도 불구하고 자체헤지 비중이 6개사 중 가장 높아 증시 급락에 대한 대응이 어려웠을 것으로 예상하기 때문.

작년에 확대한 PF 익스포저가 이익 체력을 지지할 전망

한편 동사는 작년 4분기에 타 대형사들이 부동산PF 규제에 의해 익스포저를 줄일 때 반대로 익스포저를 크게 늘려 올해 커버리지 6개사 중 IB 부문에서 가장 큰 폭의 성장을 보일 전망. 그러나 앞서 언급한 바와 같이 보수적인 헤지운용 전략을 보유하고 있어 시장 정상화에도 트레이딩 이익이 급증하기는 어려울 전망이다. 만큼 PF 익스포저로부터의 수수료 및 이자수익이 이익 체력을 지지할 전망.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
운영업수익	172	-44.7	-44.4	295	-41.8
영업이익	9	-93.9	-92.0	120	-92.4
세전이익	12	-92.3	-89.8	111	-89.5
연결순이익	8	-92.7	-90.5	78	-89.1
지배주주순이익	8	-92.7	-90.5	72	-88.2

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020E	2021E
운영업수익	1,134	1,222	1,078	1,304
영업이익	458	517	403	575
지배순이익	334	392	296	421
PER (배)	7.3	6.2	8.2	5.8
PBR (배)	0.52	0.49	0.48	0.46
ROE (%)	7.4	8.2	5.9	8.1
ROA (%)	0.88	0.94	0.64	0.86

자료: 유안타증권

[표 1] 목표주가 변경 상세

(단위: 원, %, 배)

	기존	신규
2019 BPS	55,423	55,423
2020E ROE	8.1	5.9
COE	9.6	8.2
Risk-free rate	1.7	1.7
Risk premium	9.6	10.4
Beta	0.8	0.6
Growth rate	0.0	0.0
목표주가	47,000	40,000

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 1Q20 연결 이익 추정치 상세

(단위: 십억원, %)

	1Q20E	YoY	QoQ	비고
순영업이익	172	-44.7	-44.4	
순수수료이익	167	31.3	15.5	1분기 거래대금 급증으로 브로커리지 호조 예상
이자손익	126	6.2	-6.3	PF 대출 및 신용공여 평잔 증가 / 조달비용 상승
트레이딩 및 상품손익	-164	N/A	N/A	글로벌 증시 급락 영향으로 대규모 손실 예상
기타손익	43	-4.9	116.5	셀다운 감소 영향 반영
판매비와관리비	163	1.0	-16.4	
영업이익	9	-93.9	-92.0	
영업외수익	3	0.0	-23.9	
영업외비용	0	0.0	-87.3	
세전이익	12	-92.3	-89.8	
법인세비용	3	-90.8	-87.4	
연결 당기순이익	8	-92.7	-90.5	
지배주주순이익	8	-92.7	-90.5	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 분기별 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
순영업이익	172	319	283	305	1,222	1,078	1,304
영업이익	9	155	120	119	517	403	575
세전이익	12	153	123	120	523	408	580
연결당기순이익	8	111	89	87	392	296	421
지배주주순이익	8	111	89	87	392	296	421

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성증권 (016360) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

별도 포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익	1,076	1,137	1,006	1,218	1,251
순수수료이익	534	496	570	587	598
수수료수익	644	612	711	733	746
위탁매매	363	279	285	288	288
자산관리	104	101	113	120	124
IB 및 기타	177	233	313	324	335
수수료비용	110	116	141	145	148
이자손익	427	422	456	486	508
트레이딩 및 상품손익	47	90	-149	16	16
기타손익	68	129	129	129	129
판매비와 관리비	633	643	622	664	682
영업이익	443	494	385	554	569
영업외수익	4	8	8	8	8
영업외비용	7	5	5	5	5
세전이익	440	497	388	557	572
법인세비용	119	126	107	153	157
당기순이익	321	370	281	404	414

별도 재무상태표	(단위: 원, 배, 십억원)				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산	35,633	41,228	43,632	46,931	48,766
현금 및 예치금	6,482	6,091	6,447	6,934	7,205
유가증권	23,356	28,642	30,313	32,605	33,880
대출채권	4,025	4,352	4,656	4,919	5,112
유형자산	42	77	81	88	91
무형자산	82	76	80	87	90
투자부동산	0	0	0	0	0
기타자산	1,646	1,989	2,055	2,299	2,388
부채	31,025	36,363	38,639	41,716	43,348
예수부채	4,366	5,529	5,622	6,029	6,259
차입부채	22,996	27,807	29,800	32,216	33,481
기타총당부채	13	14	15	17	17
이연법인세부채	18	97	104	112	116
기타부채	3,633	2,914	3,097	3,343	3,474
자본	4,608	4,865	4,994	5,215	5,418
자본금	458	458	458	458	458
자본잉여금	1,743	1,743	1,743	1,743	1,743
이익잉여금	2,285	2,531	2,660	2,880	3,085
기타자본	121	132	132	132	132

별도 ROA 분해	(단위: %)				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익 구성					
순수수료이익	49.6	43.6	56.7	48.2	47.8
수수료수익	59.9	53.9	70.7	60.2	59.6
위탁매매	33.7	24.5	28.3	23.7	23.0
자산관리	9.7	8.9	11.2	9.9	9.9
IB 및 기타	16.4	20.5	31.1	26.6	26.7
이자손익	39.7	37.1	45.4	39.9	40.6
트레이딩 및 상품손익	4.4	7.9	-14.8	1.3	1.3
기타손익	6.4	11.3	12.8	10.6	10.3
자산회전율					
순수수료이익	1.50	1.20	1.31	1.25	1.23
수수료수익	1.81	1.49	1.63	1.56	1.53
위탁매매	1.02	0.68	0.65	0.61	0.59
자산관리	0.29	0.25	0.26	0.26	0.25
IB 및 기타	0.50	0.56	0.72	0.69	0.69
이자손익	1.20	1.02	1.05	1.04	1.04
트레이딩 및 상품손익	0.13	0.22	-0.34	0.03	0.03
기타손익	0.19	0.31	0.29	0.27	0.26

자료: Company data, 유안타증권

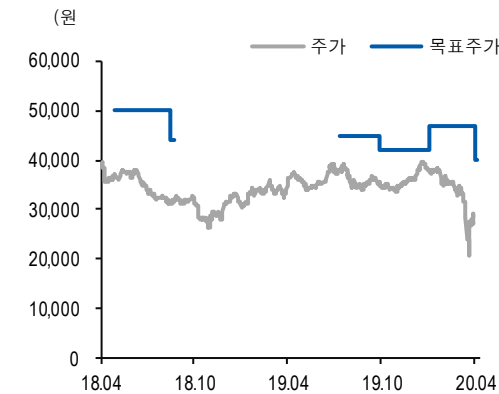
연결 재무제표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익	1,134	1,222	1,078	1,304	1,336
순수수료이익	567	515	589	607	617
이자손익	470	508	529	573	594
트레이딩 및 상품손익	41	74	-164	1	1
기타손익	57	125	124	124	124
판매비와 관리비	676	704	676	728	746
영업이익	458	517	403	575	590
영업외수익	10	10	10	10	10
영업외비용	7	5	5	5	5
세전이익	461	523	408	580	595
법인세비용	127	131	112	160	164
연결당기순이익	334	392	296	421	432
지배주주순이익	334	392	296	421	432
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
자산	38,331	44,839	47,148	50,950	52,721
부채	33,669	39,890	42,055	45,623	47,180
자본	4,662	4,949	5,093	5,327	5,540

주요 투자지표	(단위: 원, %)				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Valuation					
P/B	0.52	0.49	0.48	0.46	0.44
P/E	7.3	6.2	8.2	5.8	5.6
배당수익률	5.1	6.2	7.5	8.6	8.8
주당지표					
BPS	52,207	55,423	57,031	59,653	62,044
EPS	3,741	4,387	3,311	4,713	4,834
DPS	1,400	1,700	2,050	2,350	2,400
성장성					
BPS 성장률	5.7	6.2	2.9	4.6	4.0
EPS 성장률	19.3	17.3	-24.5	42.3	2.6
수익성					
ROE	7.4	8.2	5.9	8.1	7.9
ROA	0.88	0.94	0.64	0.86	0.83
비용/수익비율	58.8	56.6	61.8	54.5	54.5
영업이익률	40.4	42.4	37.3	44.1	44.2
세전이익률	40.7	42.8	37.8	44.5	44.5
순이익률	29.5	32.1	27.4	32.3	32.3
재무레버리지 (별도)	7.7	8.5	8.7	9.0	9.0

연결 ROA 분해	(단위: %)				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익 구성					
순수수료이익	50.0	42.1	54.6	46.5	46.2
이자손익	41.4	41.6	49.1	43.9	44.5
트레이딩 및 상품손익	3.6	6.1	-15.2	0.1	0.1
기타손익	5.0	10.2	11.5	9.5	9.3
자산회전율					
순수수료이익	1.48	1.15	1.25	1.19	1.17
이자손익	1.23	1.13	1.12	1.12	1.13
트레이딩 및 상품손익	0.11	0.17	-0.35	0.00	0.00
기타손익	0.15	0.28	0.26	0.24	0.23

주식 수와 배당성향	(단위: 백만 주, %)				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
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	37.4	38.7	61.9	49.9	49.7
보통주배당성향	37.4	38.7	61.9	49.9	49.7
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
2020-04-06	BUY	40,000	1년		
2020-01-06	BUY	47,000	1년	-28.89	-18.51
2019-10-01	BUY	42,000	1년	-14.61	-5.71
2019-07-16	BUY	45,000	1년	-20.13	-12.67
	담당자변경				
2019-01-14	BUY	38,000	1년	-7.34	3.42
	담당자변경				
2018-08-16	BUY	44,000	1년	-30.55	-24.77
2018-02-12	BUY	50,000	1년	-26.92	-16.40

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)	1.2
Buy(매수)	84.4
Hold(중립)	14.5
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-04-01 23:59:59

※ 해외 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.