

삼성증권 (016360/매수)

증권

Retail 수익구조 분석에서 얻는 상대적 투자 아이디어

FY12 3Q Preview : 순이익 213억원 (QoQ -64.0%), 기저효과와 업황 부진의 중첩

삼성증권의 3Q 순이익은 213억 원으로 전분기 512억 원 대비 크게 부진할 것으로 보인다.

실적의 특징은 1) 전분기 세제개편을 계기로 급증했던 소매채권 판매 수익 감소에 따른 효과가 크고, 2) 매크로 불확실성이 지속되면서 거래 대금 감소 등 업황 부진 심화, 3) 일시적인 ELS 평가 손 등이다. 4) Bottom Line에 큰 변수가 없지만 전체적인 판관비 축소노력은 꾸준히 진행 중이다.

Retail 부문의 수익구조로 볼 때 지금은 바닥권

우리는 매우 간단한 접근법으로 삼성증권의 수익창출 능력을 추산해보았다. Retail의 수수료 수익과 자기자본 운용수익의 합이 그것이다. Retail 부문기여도는 73%~80%에 이른다. 이들 수익은 자기자본을 활용한다고 보기 어려운 수수료 수익으로 상대적으로 안정적인 수익이다. 자기자본 운용수익은 위험회피형 운용 정책 기조하에서 5.0% 정도이다. 이 둘을 조합하면 순영업수익 약 9,000억 원, 판관비 6,000억 원과 법인세를 차감하면 ROE는 6% 내외이다. 최악의 업황이었던 지난 해를 기준으로 하는 만큼 바닥 수준이라 할 수 있다.

13년 이익 개선도 높을 것으로 기대, 투자의견 매수, 목표주가 71,000원 상향

향후 경기 상황에 따라서 Brok 수익이나 금융상품 판매 등이 가세한다면 ROE Level은 상승할 것인데, 그 강도가 가장 강할 것이다. 그 이유는 1) Brok 수익 MS가 가장 높고, 2) 무엇보다 외부 환경 변화 시 대응 능력이 가장 높다. 다시 말하면 최근 수년간 확인하였듯이 Wrap, 물가연동채권 판매 등 유동성 유입 환경이 조성되었을 때 가장 그 성과가 뛰어나다. 3) 금리 환경의 이익의존성이 낮다. 지난해의 시중 금리의 하락 구간에서 얻었던 증권사들의 대규모 채권 관련 상품이익을 기대하기 힘든 상황이다. 금리 방향성이 작년처럼 우호적이라 판단하기 어렵다면 동사와의 이익 창출력이 부각될 수 있다.

삼성증권의 수익구조 분석에서 찾을 수 있는 의미는 1) 자본활용도가 낮은 대신 철저한 Retail · 수수료 수익이 주를 형성하고 있으며, 2) 현재 수익 수준에서 더 하락할 여지는 제한적이고, 3) 상품이익과 금리환경의 의존성이 낮아서 2013년 상대적 이익 방어가 가능하다는 점이다. 즉 안정적으로 Book Value를 늘릴 수 있고, 상대적인 투자 순위에서도 앞선다.

투자의견 매수, Top Picks를 유지하고, 목표주가는 71,000원으로 상향(기존 65,000원)한다.

정길원
02-768-3256
gilwon.jeong@dwsec.com

김해은
02-768-4180
haedeun.kim@dwsec.com

▶ Trading Data & Share Price

	Maintain
목표주가(원, 12M)	71,000
현재주가(13/01/08, 원)	55,500
상승여력	27.9
EPS 성장률(11F, %)	20.3
MKT EPS 성장률(12F, %)	9.1
P/E(12F,x)	20.6
MKT P/E(12F,x)	10.8
KOSPI	1,997.94
시가총액(십억원)	4,242
발행주식수(백만주)	76
60D 일평균 거래량(천주)	274
60D 일평균 거래대금(십억원)	14
배당수익률(12F, %)	1.4
유동주식비율(%)	77.6
52주 최저가(원)	45,050
52주 최고가(원)	65,900
베타(12M, 일간수익률)	1.33
주가변동성(12M daily, %, SD)	1.7
외국인 보유비중(%)	23.6

주요주주

삼성생명보험(주) 외 6인(19.72%)
한국투자신탁운용(주)(7.02%)
국민연금관리공단(6.23%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.7	9.5	13.3
상대주가	7.6	2.0	4.9

주요사업

브로커리지, 금융상품 판매 등 자산관리사업
중심의 삼성그룹 계열 종합증권사



▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	순영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (x)	PBR (x)	ROE (%)	배당수익률 (%)	자기자본 (십억원)
03/11	977	356	238	3,566	41,874	22.6	1.9	8.8	1.6	2,799
03/12	1,174	282	192	2,245	45,078	25.3	1.3	6.2	1.2	3,380
03/13F	1,058	300	227	2,700	44,745	20.6	1.3	6.5	1.4	3,559
03/14F	1,143	362	278	3,298	47,597	16.8	1.2	7.6	1.8	3,786
03/15F	1,239	406	311	3,693	50,690	15.0	1.1	8.0	2.2	4,032

주: K-IFRS 연결 기준 / 자료: 삼성증권, KDB대우증권 리서치센터

■ FY12 3Q Preview : 기저효과와 업황 부진의 중첩

업황 부진, 상품손실의 왜곡, 기저효과 등으로 FY12 3Q

삼성증권의 순이익(IFRS 연결 기준) 213억 원으로 전분기 512억 원 대비 크게 부진할 것으로 추정된다.

실적 은 부진

부진의 요인 및 특징은 다음과 같다.

- 1) 지난 분기 세제개편 이슈와 맞물려 물가연동채권 등을 대규모로 소매고객에게 판매하여 발생한 이익의 축소되면서 나타난 기저효과가 크다. 지난 분기의 그 규모는 500억 원 가량으로 타사 대비 실적 선방의 요인이었다.
- 2) 전반적인 업황 부진이 지속되었다. 통상적으로 12월에 발생하는 거래위축에 더불어 전반적인 자본시장위축과 매크로 불확실성이 이어지면서 거래대금 역시 지난 분기 대비 9.0% 감소하였다.
- 3) ELS의 기초자산 중 12월 결산 법인의 배당락에 의한 평가손이 120억 원 가량 발생하였다. 이는 ELS 발행이 많은 상위 증권사에 공히 나타나는 현상인데, 동사는 특히 지수형 보다는 종목형 ELS 발행이 많아 그 효과가 큰 편이다. 작년과 비슷한 규모로 추정된다. 배당금이 인식되는 3월에 환입되는 회계적인 왜곡현상이다.
- 4) Bottom Line에 변수는 없다. 통상적으로 12월에 발생하는 기부금이 있을 수 있으나, 지난해부터 홍콩법인의 구조조정과 전체적인 판관비 축소노력이 진전되고 있다. 2년 연속 진행한 인력 조정의 영향도 나타나고 있는 상황이다.

표 1. 삼성증권 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	FY11					FY12					QoQ	YoY	
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q(기준)	3Q(Preview)	4QF	연간		
순영업수익	314.6	301.5	242.9	315.5	1,174.4	228.5	282.9	260.4	218.5	285.8	1,057.6	-22.8	-10.0
수수료순수익	211.8	202	177.8	184	775.6	144.7	152.7	149.4	141.2	162.0	608.8	-7.6	-20.6
순수탁수수료	111.9	116.4	105.1	97.8	431.2	63.7	72.1	64.0	60.0	75.1	274.8	-16.7	-42.9
자산관리수수료	84.7	66.8	54.9	64.3	270.7	57.4	57.2	58.2	56.2	59.3	232.1	-1.7	2.4
IB관련수수료	8.7	11.8	11.2	10.7	42.4	10.3	4.1	7.7	5.5	8.3	30.4	35.8	-50.9
순이자수익	80.9	80.4	76.6	80.1	317.9	77.2	80.6	86.4	83.2	85.4	329.6	3.3	8.6
상품운용순수익	18.9	18.5	-13	55.1	79.6	3.2	43.0	10.4	-10.4	24.1	80.7	적전	적지
기타이익	2.9	0.7	1.5	-3.7	1.4	3.4	6.6	14.2	4.5	14.2	38.5	-31.8	200.0
판매비와관리비	220	222.9	229.8	219.6	892.3	187	193.6	186.9	188.1	190.1	757.7	-2.9	-18.1
영업이익	94.5	78.6	13.1	95.8	282.1	41.5	89.3	73.5	30.4	95.7	299.9	-66.0	131.9
영업외이익	0	0	0	3.8	3.9	0.9	0.4	0.4	0.4	0.9	2.6	0.0	-
세전이익	94.5	78.6	13.1	99.7	286	42.4	89.7	73.9	30.8	96.6	302.6	-65.7	134.9
법인세비용	25.5	25.1	5.2	37.7	93.5	9.1	25.1	17.9	7.4	23.4	75.4	-70.3	43.2
당기순이익	69	53.5	7.9	62	192.5	33.4	64.6	56.0	23.3	73.2	227.2	-63.9	195.2
당기순이익(지배주주)	64.3	46.5	2.9	57.8	171.6	29	59.3	51.2	21.3	66.9	206.4	-64.0	635.4

주: K-IFRS 연결 기준, 자료: 삼성증권, KDB 대우증권 리서치센터 예상

■ Retail 부문의 수익구조로 볼 때 지금이 바닥

수수료 중심의 Retail 부문의 수익이 전체의 80% 기여

**나머지는 안정적
운용기조에서 창출되는
자기자본 운용 수익**

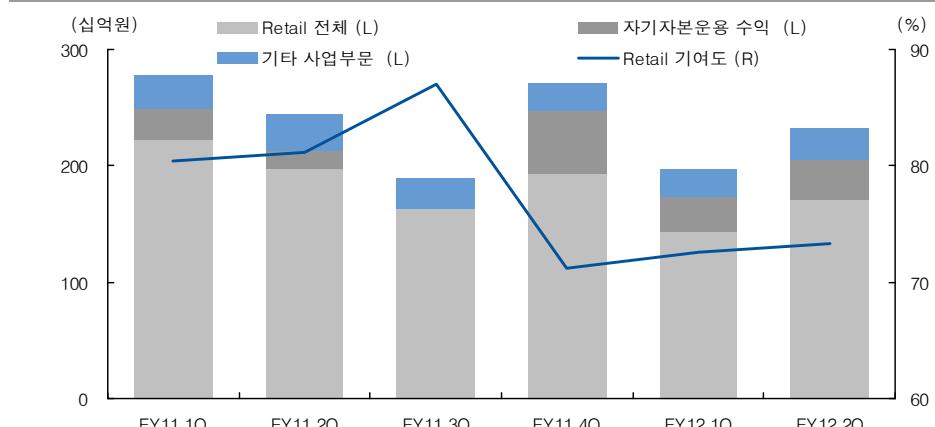
Retail 부문이 중요한 이유는 우리가 누차 강조하는 금융주의 Valuation, 즉 안정적으로 Book을 증대시킬 수 있는 근간이기 때문이다. 증권업종이 낮은 ROE에도 할증 받는 이유도 후행적인 손실가능성이 없는 수수료 수익 중심의 수익구조와 높은 자산건전성에서 출발한다.

우리는 매우 간단한 접근법으로 삼성증권의 수익창출 능력을 추산해보았다. Retail의 수수료 수익과 자기자본 운용수익의 합이 그것이다.

삼성증권 Retail 부문으로부터 발생하는 순영업수익은 FY12 상반기 3천억 원을 소폭 상회한다. 10년 이래 가장 업황이 부진했던 지난 상반기를 기준으로 삼은 것이다. 업종의 특성상 부침은 있지만 삼성증권 Retail 부문의 순영업수익은 분기 1,600억 원이 하한인 셈이다. 전체 회사의 기여도는 73%~80%로 거의 대부분이다. 이들 수익은 신용용자 이익을 제외하면 자기자본을 활용한다고 보기 어려운 수수료 수익 또는 무위험 이자수익이다.(표 2참조)

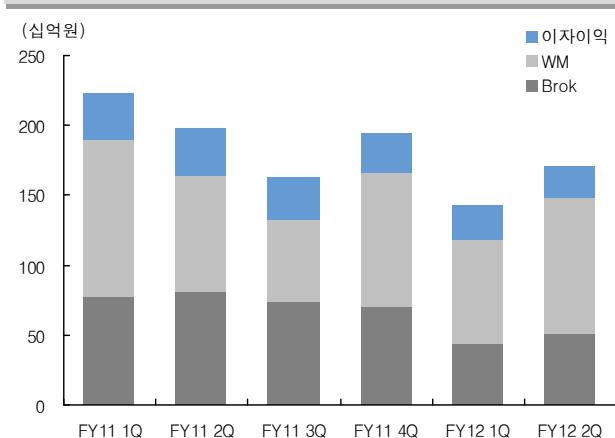
동사의 경우 위험회피형 자본운용 정책을 고수하고 있는데 일부 IB수수료 등을 합산하면 5.0% 정도의 자기자본의 운용수익을 거두는 것으로 보인다. 자기자본 3.4조원으로 운용수익은 연간 1,500억 원 내외인 셈이다.

그림 1. 부문별 순영업수익 추이



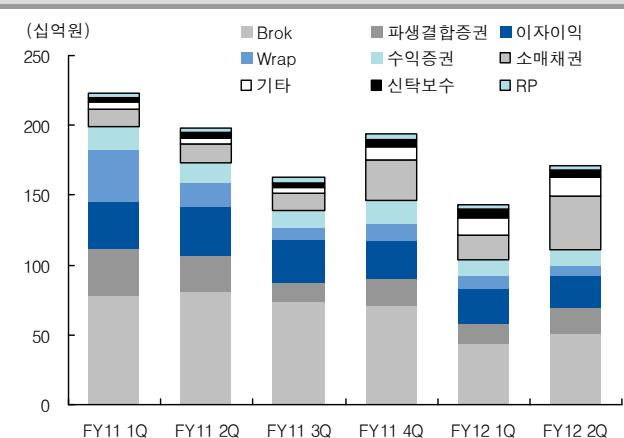
자료: 삼성증권 IR자료, KDB대우증권 리서치센터 추정

그림 2. Retail 부문 수익 추이



자료: 삼성증권 IR자료, KDB대우증권 리서치센터 추정

그림 3. Retail 부문 상품별 수익 추이



자료: 삼성증권 IR자료, KDB대우증권 리서치센터 추정

**FY12 상반기가 하한 수준의
수익 Level**

자기자본 운용수익에 연환산 Retail 수익 6,400억 원과 기타 부문의 1천 억원 등을 합산하면 회사 전체 순영업수익 약 9,000억 원, 판관비 6,000억 원과 법인세를 차감하면 ROE는 6% 수준이다.

표 2. Retail 부문 순영업수익의 재구성(추정)

(십억원, %)

	FY11				FY 12		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	1H
Brok	78.2	81.3	73.5	70.5	43.4	50.7	94.1
수수료 수익	97.8	97.4	84.4	85.2	57.3	65.1	122.4
수수료 비용	19.6	16.1	10.9	14.7	13.9	14.3	28.3
WM	111.3	82.1	59.0	95.8	74.7	97.3	172.0
수수료 수익	57.0	34.6	24.3	33.3	26.4	23.1	49.5
수익증권	17.2	14.4	12.1	16.1	11.4	11.1	22.5
Wrap	36.9	16.8	9.1	12.0	8.7	7.5	16.2
신탁보수	2.9	3.3	3.1	5.1	6.2	4.5	10.7
파생결합증권	34.0	26.0	14.0	20.0	15.0	19.0	34.0
기타 수익	20.3	21.6	20.7	42.5	33.4	55.2	88.6
소매채권	12.0	13.0	12.0	29.0	18.0	38.0	56.0
RP	3.3	3.6	3.7	3.5	3.4	3.2	6.6
기타	5.0	5.0	5.0	10.0	12.0	14.0	26.0
이자이익	33.4	34.8	30.3	27.2	24.8	22.9	47.7
예탁금 수지	15.7	17.2	16.0	13.6	10.5	10.9	21.4
수익	20.4	22.0	20.6	18.8	18.4	17.8	36.2
예탁금 이용료	4.7	4.8	4.7	5.3	7.9	6.9	14.8
신용융자 수지	17.7	17.6	14.4	13.6	14.4	12.0	26.3
Retail 전체	222.9	198.2	162.8	193.5	143.0	170.9	313.9
기여도	80.4	81.1	87.0	71.2	72.6	73.4	73.0
자기자본운용 수익	26.0	14.8	-2.2	53.9	30.6	34.5	65.1
기타 사업부문	28.2	31.4	26.6	24.3	23.4	27.5	51.0
회사 전체	277.2	244.3	187.2	271.8	197.0	233.0	430.0

주: K-IFRS 개별 기준, 자료: 삼성증권 IR자료, KDB 대우증권 리서치센터 추정

■ 2013년 상대적인 이익 개선도 높을 것으로 기대하는 3가지 이유

2013년 상대적인 이익 방어

능력 부각

- 1) Brok MS수익
- 2) WM 상품 판매력
- 3) 낮은 금리 및 상품이익

의존도

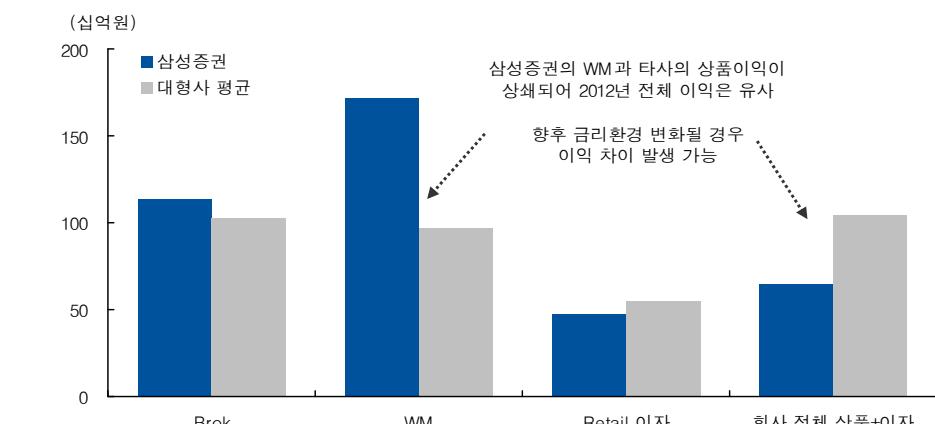
중요한 것은 이 수준이 최악의 불황이었던 지난 해의 실적에 근거한다는 점이다. 향후 경기 상황에 따라서 Brok 수익이나 소매채권 등의 증대가 가세한다면 ROE Level은 상승할 것인데, 그 강도가 가장 강할 것이다. 그 이유는 다음과 같다.

1) Brok 수익 MS가 가장 높고,

2) 무엇보다 외부 환경 변화 시 대응 능력이 가장 높다. 다시 말하면 최근 수년간 확인하였듯이 Wrap, 물가연동채권 판매 등 유동성 유입 환경이 조성되었을 때 가장 그 성과가 좋았으므로 이의 Leverage 역시 연동된다. 세제개편 이슈가 발생한 지난 분기의 경우 대안상품(물가연동채권)을 판매하는 능력은 삼성생명의 그것(즉시연금)과 대동소이한 수준이었다.

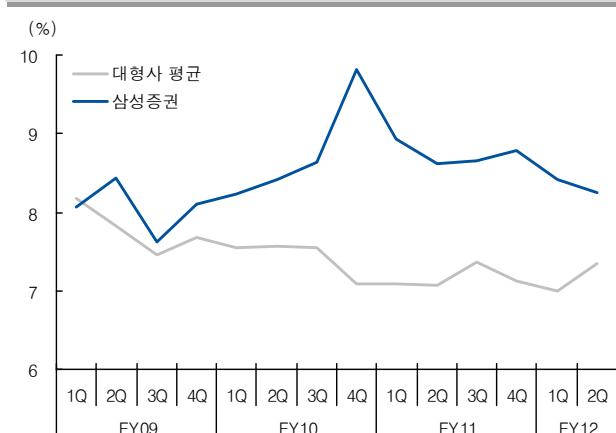
3) 금리 환경의 이익의존성이 낮다. 지난해의 시중 금리의 하락 구간에서 얻었던 상위 증권사들의 대규모 채권관련 상품이익을 기대하기 힘든 상황이다. FY12 상반기의 수익은 타 상위사들과 유사한데 이는 타사들이 채권평가익 또는 일회성 상품이 등의 의존도가 높기 때문이다. 금리 방향성이 작년처럼 우호적 (혹은 거꾸로 갈 수도 있고)이라 판단하기 어렵다면 동사와의 이익괴리가 커질 것이다.

그림 4. FY12 상반기 주요 수익원 별 순영업수익 : 삼성증권 VS 표준형 대형사



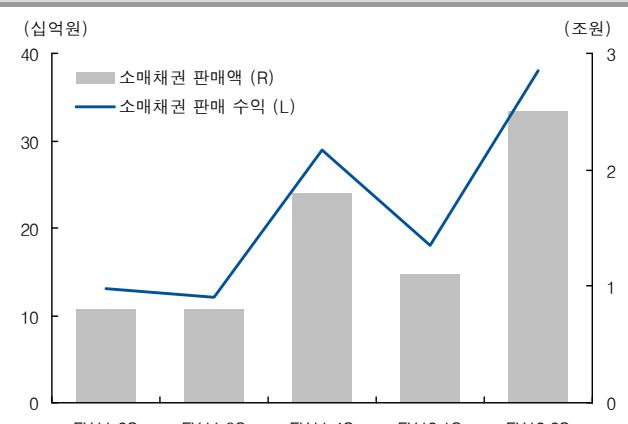
자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. Brok 수익 MS 추이



자료: 금융감독원 통계시스템, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 소매채권 판매 추이



자료: 삼성증권, KDB대우증권 리서치센터

■ 2013년 상대적 투자 매력 부각, 매수 / Top Picks/ 목표주가 71,000원

**Retail+수수료 중심 수익
구조는 안정적 Book Value
순증을 담보**

**투자의견 매수, Top Picks
목표주가 71,000원 상향**

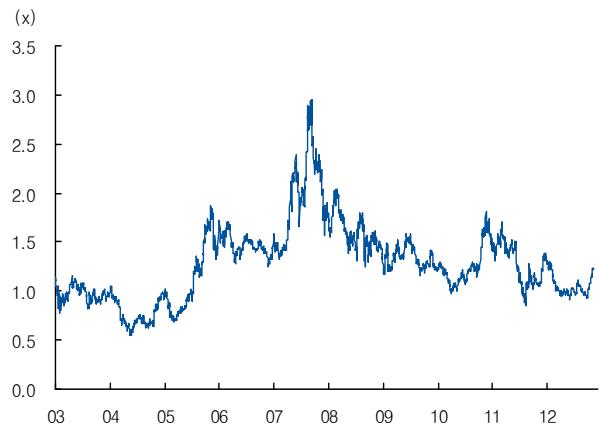
삼성증권의 수익구조 분석에서 찾을 수 있는 의미는 1) 자본활용도가 낮은 대신 철저한 Retail · 수수료 수익이 주를 형성하고 있으며, 2) 현재 수익 수준에서 더 하락할 여지는 제한적이고, 3) 상품이익과 금리환경의 의존성이 낮아서 2013년 상대적 이익 방어가 가능하다는 점이다.

이를 추가에 대입하면 금융주 Valuation의 이론적 관점에서 볼 때 이상적(금융회사의 수익성은 단순히 ROE Level 뿐 아니라 수수료와 같은 Book 훠손 가능성성이 제한되고, 낮은 Leverage가 이상적)이고, 이익 모멘텀의 가능성성이 잠복해 있다고 할 수 있다. 유동성 환경과 경기 여건 등의 개선되면서 통상적으로 나타나는 증권업의 수익성 개선도 우위에 있는 Retail 영업력을 고려하면 높을 것이다.

특히 향후 정책의 기조가 자본시장의 기능 강화, 은행 중심의 금융중개 기능 분산이라는 대 전제가 제작동한다면, 동사의 비즈니스 모델은 매력적이다. ‘금리+α’ 상품에 대한 판매에 있어 확보된 경쟁력 때문이다. 금리 하락으로 높은 리스크·높은 수익성의 상품이 아닌 중위험 상품에 대한 수요가 커질 것이다. 해외사업 및 Wrap 판매 집중으로 일시적으로 초점이 흐려졌으나, Retail을 중심으로 유일하게 고객자산 100조 원(HNW 58조 원)을 상회하는 점은 차별적 경쟁력이다.

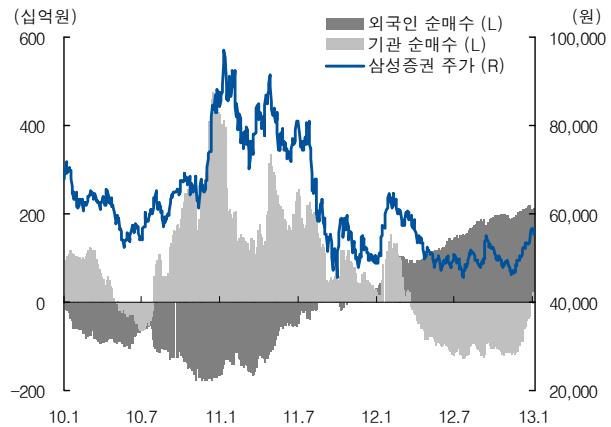
투자의견은 매수, Top Picks를 유지한다. 목표주가 설정의 기준 BPS 이연율 반영하여 12개월 목표주가는 71,000원으로 상향(기준 65,000원)한다.

그림 7. PBR 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 기관, 외국인 순매수 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

삼성증권 (016360)

예상 대차대조표(요약)				
(십억원)	11/03	12/03	13/03F	14/03F
현금 및 예치금	3,256	4,833	5,226	5,199
유기증권	7,997	8,812	9,860	10,589
단기매매증권	5,864	7,173	8,153	8,837
매도기능증권	1,769	1,620	1,698	1,743
지분법적용투자주식	336	10	9	10
신종증권	28	0	0	0
파생상품	134	127	313	345
대출채권	1,002	1,034	1,031	1,041
유형자산	79	97	87	87
CMA운용자산(종금계정)	0	0	0	0
리스자산(종금계정)	0	0	0	0
기타자산	653	1,867	1,846	1,941
자산총계	13,121	16,771	18,365	19,202
예수부채	2,757	3,411	3,817	3,768
차입부채	7,114	8,416	9,088	9,747
기타부채	451	1,564	1,901	1,901
부채총계	10,322	13,390	14,806	15,416
자본금	346	394	394	394
자본잉여금	1,145	1,505	1,507	1,507
자본조정	-103	100	-100	-100
기타포괄손익누계액	181	201	208	208
이익잉여금	1,230	1,246	1,411	1,629
자본총계	2,799	3,380	3,559	3,786

예상 손익계산서(요약)				
(십억원)	11/03	12/03	13/03F	14/03F
순영업수익	977	1,174	1,058	1,143
수수료순수익	641	776	609	663
순수탁수수료	358	431	275	347
자산관리수수료	169	271	232	248
IB관련수수료	35	42	30	30
신종증권판매수수료	48	0	0	0
기타 수수료	31	31	71	38
순이자수익	215	318	330	372
상품운용순수익	117	80	81	96
기타이익	4	1	38	12
판매비와관련비	621	892	758	781
인건비	330	502	394	419
전선운용비	53	72	78	79
고정상비용	76	104	108	107
변동상비용	163	214	177	175
대손상각비	0	0	0	0
영업이익	356	282	300	362
영업외이익	-18	4	3	4
법인세차감전 순이익	338	286	303	366
법인세 비용	100	94	75	89
당기순이익	238	192	227	278
당기순이익 (자배주주)	0	172	206	252

성장성 및 효율성 지표(요약)				
	11/03	12/03	13/03F	14/03F
성장성(%)				
총자산 증가율	-0.4	27.8	9.5	4.6
예수금 증가율	32.8	26.3	11.9	-1.3
자기자본증가율	7.7	20.8	5.3	6.4
수수료순이익증가율	15.4	21.0	-21.5	8.9
순영업수익증가율	12.9	20.2	-9.9	8.1
영업이익증가율	13.0	-20.8	6.3	20.7
순이익증가율	-2.9	-19.2	18.0	22.2
수익성(%)				
ROE	8.8	6.2	6.5	7.6
ROA	1.8	1.3	1.3	1.5
경영효율성(%)				
영업수지율	157.4	131.6	139.6	146.4
판관비효율성	103.2	86.9	80.3	84.9

자료: 삼성증권, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation				
	11/03	12/03	13/03F	14/03F
안정성(%)				
유보율	708.5	757.6	791.8	846.8
실질부채비율	52.6	72.1	88.0	85.3
Valuation 지표(원, 배, %)				
EPS	3,566	2,245	2,700	3,298
BPS	41,874	45,078	44,745	47,597
PER	22.6	25.3	20.6	16.8
PBR	1.9	1.3	1.24	1.2
DPS(원)				
보통주	1,250	700	800	1,000
우선주	0	0	0	0
배당수익률(%)				
보통주	1.6	1.2	1.4	1.8
우선주	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향(%)	33.9	27.1	26.2	26.8

▶ Compliance Notice

- 당시는 자료작성이 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당시 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 시전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성이 현재 해당 회사의 유기증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(—), Not covered(☒))
- ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예보되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자사기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 저작자산권은 당시에 있으므로 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

