

삼성증권 (016360/KS)

안정적인 이익체력에 비해 다소 저평가

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 65,000 원(상향)

현재주가: 56,100 원

상승여력: 15.9%

목표주가 65,000 원으로 상향

삼성증권의 목표주가를 1) 실적 추정치 조정, 2) 무위험수익률 조정 등을 반영하여 65,000 원으로 상향한다. 목표주가는 25E BVPS 88,790 원에 Target PBR 0.73 배를 적용하여 산출했다. 투자 리스크로는 발행어음 등 추가 레버리지 활용 제약, 보수적인 관리 기조로 상대적으로 약한 IB 부문 등을 제시한다.

고객기반과 양호한 운용손익에 기반한 안정적인 이익체력

삼성증권의 강점은 초고액 자산가 등 고객 기반을 바탕으로 WM 부문에서 지속적으로 Recurring 되는 이익을 기대할 수 있는 만큼 전반적인 이익체력의 안정성을 제시할 수 있다고 판단한다. 패밀리오피스 등 WM 시장을 선점하고 있는 만큼 최근 대형 증권사 중심으로 심화된 WM 부문 경쟁에도 전반적으로 우수한 시장 지위를 유지할 수 있을 것으로 예상된다. 증권업종 특성상 대내외 환경으로 인한 이익 변동성에서 자유로울 수는 없겠으나 상대적으로 ROE 변동성이 작고 안정적으로 우상향 추세를 보이는 경상 이익을 바탕으로 주주환원 확대를 꾸준히 기대할 수 있는 만큼 리스크 요인도 제한적이라고 판단한다. 향후 발행어음 사업 진출 시 기존 고객 기반을 바탕으로 빠르게 추가적인 자금 조달이 가능할 것으로 예상되며 IB 및 운용부문에서 추가적인 이익 개선을 기대할 수 있을 것으로 전망한다.



Analyst
설용진

s.dragon@sks.co.kr
3773-8610

Company Data

발행주식수	8,930 만주
시가총액	5,010 십억원
주요주주	
삼성생명보험(외3)	29.62%
국민연금공단	13.50%

Stock Data

주가(25/05/21)	56,100 원
KOSPI	2,625.58 pt
52주 최고가	56,100 원
52주 최저가	35,800 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

주가 및 상대수익률



ROE 대비 낮은 밸류에이션으로 상대적으로 높은 매력 보유

삼성증권은 25 년에도 24 년과 유사한 약 12% 수준의 ROE 를 안정적으로 기록할 것으로 예상되나 25E 밸류에이션은 PBR 0.63 배, PER 5.5 배로 상대적으로 낮은 수준에 머무르고 있는 상황이다. 과거 코로나 19 전 동사 ROE 가 약 7~8% 수준일 때 동사 PBR 이 약 0.6~0.7 배 수준이었던 점을 감안했을 때 전반적인 밸류에이션 매력 이전보다 높아졌다고 판단한다. 25 년의 경우 이전과 동일하게 35% 수준의 주주환율을 유지할 것으로 예상되나 동사 경상손익을 기준으로 2026년에는 IMA 인가 신청 조건인 자기자본 8 조를 달성할 수 있을 것으로 예상되는 만큼 향후 주주환원의 공격적인 확대에 대한 기대감도 유효하다고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
순영업수익	십억원	1,401	1,647	2,240	2,300	2,407	2,460
영업이익	십억원	578	741	1,206	1,253	1,321	1,330
순이익(지배주주)	십억원	422	547	899	910	961	967
EPS(계속사업)	원	4,730	6,130	10,068	10,195	10,757	10,833
PER	배	6.6	6.3	4.3	5.5	5.2	5.2
PBR	배	0.45	0.52	0.53	0.63	0.58	0.54
배당성향	%	35.9	35.9	34.8	35.3	35.3	36.0
ROE	%	6.9	8.5	12.9	11.9	11.6	10.9

목표주가 산정 테이블		
항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2025E ~2027F ROE 평균	11.5%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	7.9%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	초대형 IB 라이선스 및 밸류업 공시 등 바탕으로 디스카운트 부여	50%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.73
목표주가	2025F BPS 88,790 원에 Target PBR 적용	65,000
현재가		56,100
Upside / Downside		15.9%
투자의견		Buy

자료: SK증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력		
항목	비고	내용
Upside case		56%
Sustainable ROE	금리 상승, 비은행 계열사 실적 호조	13.0%
COE	무위험수익률 3%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	7.9%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	예상 대비 가파른 실적 회복 및 주주환원 확대	-40.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.99
목표주가(Bull case)	2025F BPS 88,790 원에 Target PBR 적용	87,600
Downside case		-20%
Sustainable ROE	금리 하락, 부실 확대, 경기 환경 악화 등	10.0%
COE	무위험수익률 3%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	7.9%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	부동산 PF/해외 부동산 관련 손실 악화	-60.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.51
목표주가(Bear case)	2025F BPS 88,790 원에 Target PBR 적용	44,900

자료: SK증권 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	% QoQ	% YoY
순영업수익	599.8	595.3	566.9	477.8	588.9	598.8	23.2	-1.8
수수료손익	248.9	243.0	230.8	225.9	231.9	236.5	2.7	-6.8
Brokerage	163.0	156.9	153.1	156.6	160.4	164.5	2.4	-1.6
WM	26.7	35.0	26.3	23.0	29.4	30.3	28.2	10.3
IB	44.3	56.0	36.2	41.5	33.0	39.4	-20.7	-25.7
기타	14.9	-4.9	15.2	4.8	9.2	2.3	89.8	-38.7
이자손익	162.9	185.1	159.0	161.2	165.7	169.0	2.8	1.7
트레이딩 및 기타	188.0	167.2	177.1	90.7	191.2	193.3	110.8	1.7
판매관리비	268.2	256.1	242.8	267.0	254.2	259.8	-4.8	-5.2
영업이익	331.6	339.2	324.1	210.8	334.6	338.9	58.7	0.9
세전이익	336.3	344.7	322.6	206.1	335.4	337.8	62.7	-0.3
당기순이익	253.1	257.9	240.3	147.7	248.4	250.0	68.2	-1.9
지배지분순이익	253.1	257.9	240.3	147.7	248.4	250.0	68.2	-1.9
자산	60,117	62,408	62,758	62,274	67,451	67,967	8.3	12.2
부채	53,425	55,459	55,597	54,950	60,184	60,450	9.5	12.7
자본	6,692	6,949	7,160	7,324	7,267	7,517	-0.8	8.6
ROE(%)	15.2	15.1	13.6	8.2	13.6	13.5	5.5	-1.6

자료: 삼성증권, SK 증권 추정

		2024	2025E	2026E	2027E
순영업수익	수정 후	2,240	2,300	2,407	2,460
	수정 전		2,184	2,258	2,309
	증감률(%)		5.3	6.6	6.6
영업이익	수정 후	1,206	1,253	1,321	1,330
	수정 전		1,146	1,176	1,184
	증감률(%)		9.4	12.3	12.3
세전이익	수정 후	1,210	1,230	1,298	1,307
	수정 전		1,142	1,172	1,180
	증감률(%)		7.7	10.8	10.8
지배지분 순이익	수정 후	899	910	961	967
	수정 전		845	867	873
	증감률(%)		7.7	10.8	10.8

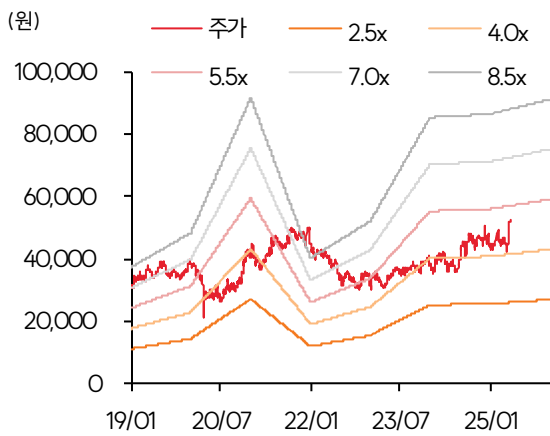
자료: 삼성증권, SK 증권 추정

삼성증권 - 별도 기준 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	% QoQ	% YoY
순영업수익	560.0	549.4	525.8	430.7	545.1	575.8	26.6	-2.7
수수료손익	236.0	247.4	214.1	213.8	226.7	243.7	6.0	-3.9
Brokerage	149.2	142.0	136.3	138.0	143.2	146.9	3.8	-4.0
WM	26.7	35.0	26.3	23.0	29.5	30.4	28.2	10.3
IB	58.4	76.1	50.7	55.2	54.4	65.0	-1.4	-6.9
기타	1.7	-5.7	0.7	-2.4	-0.4	1.5	적지	적전
이자손익	137.4	136.0	130.6	128.6	132.8	143.2	3.2	-3.4
트레이딩 및 기타	186.7	166.0	181.1	88.3	185.7	188.9	110.4	-0.5
판매관리비	246.9	237.2	228.5	247.8	236.4	254.3	-4.6	-4.2
영업이익	313.1	312.2	297.2	182.9	308.7	321.5	68.8	-1.4
세전이익	313.7	316.3	295.6	179.4	309.6	322.0	72.6	-1.3
당기순이익	235.9	236.2	219.1	127.6	227.9	238.2	78.6	-3.4
자산	55,263	57,596	57,524	56,976	61,743	62,233	8.4	11.7
부채	48,883	50,988	50,711	50,046	54,888	55,141	9.7	12.3
자본	6,380	6,608	6,813	6,931	6,854	7,092	-1.1	7.4
ROE(%)	14.8	14.5	13.1	7.4	13.2	13.7	5.8	-1.6

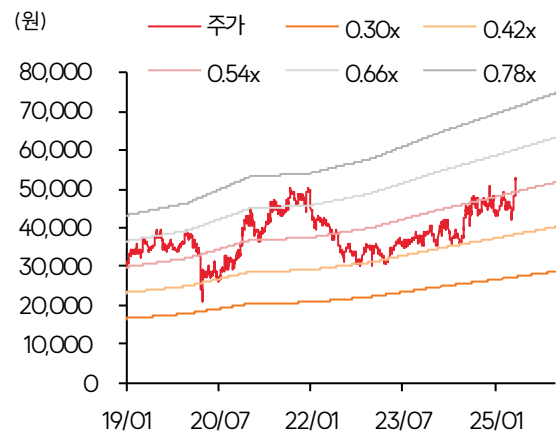
자료: 삼성증권, SK 증권 추정

PER 밴드 차트



자료: FnGuide, SK 증권 추정

PBR 밴드 차트



자료: FnGuide, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
현금 및 현금성자산	1,835	2,961	2,361	1,825	1,241
FVPL 금융자산	33,173	33,215	34,942	36,001	37,091
FVOCI 금융자산	1,639	4,279	4,002	4,128	4,258
AC 금융자산	19,443	21,311	27,085	28,184	29,329
중속/관계기업투자지분	170	176	173	173	173
기타자산	248	331	355	355	355
자산총계	56,508	62,274	68,918	70,666	72,446
투자지예탁금	12,824	14,064	14,304	14,370	14,436
발행어음	0	0	0	0	0
매도파생결합증권	6,567	5,512	6,428	6,557	6,689
차입금/사채	19,715	22,491	23,893	24,864	25,873
기타부채	10,779	12,883	16,364	16,308	16,251
부채총계	49,885	54,950	60,989	62,098	63,250
지배주주지분	6,623	7,324	7,929	8,568	9,196
자본금	458	458	458	458	458
자본잉여금	1,743	1,743	1,743	1,743	1,743
이익잉여금	2,358	2,358	2,358	2,358	2,358
기타지분	2,063	2,765	3,369	4,008	4,636
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,623	7,324	7,929	8,568	9,196

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
순영업수익	1,647	2,240	2,300	2,407	2,460
수수료손익	799	949	949	980	1,010
Brokerage	517	630	653	663	672
WM	91	111	123	139	156
IB	165	178	142	146	151
기타	27	30	31	31	31
이자손익	649	668	679	695	707
트레이딩 및 기타	199	623	671	732	743
판매관리비	906	1,034	1,046	1,086	1,130
판매비율(%)	55.0	46.2	45.5	45.1	45.9
영업이익	741	1,206	1,253	1,321	1,330
영업외손익	6	4	-23	-23	-23
세전이익	747	1,210	1,230	1,298	1,307
법인세	199	311	320	338	340
법인세율(%)	26.7	25.7	26.0	26.0	26.0
당기순이익	547	899	910	961	967
지배주주순이익	547	899	910	961	967
비지배주주순이익	0	0	0	0	0

증권 별도 재무제표

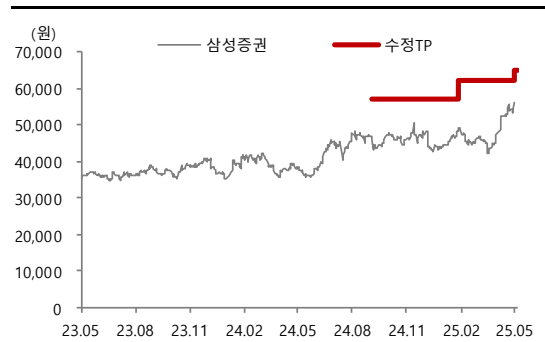
12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
순영업수익	1,495	2,066	2,164	2,283	2,342
수수료손익	785	911	940	972	1,005
Brokerage	464	565	583	592	600
WM	91	111	123	139	156
IB	228	240	234	241	249
기타	2	-6	-1	-1	-1
이자손익	507	533	568	591	606
트레이딩 및 기타	204	622	656	720	731
판매관리비	833	960	1,015	1,062	1,107
판매비율(%)	55.7	46.5	46.9	46.5	47.2
영업이익	662	1,105	1,148	1,220	1,235
영업외손익	-4	-1	-4	-2	-3
세전이익	658	1,105	1,144	1,218	1,232
법인세	177	286	299	317	320
법인세율(%)	26.9	25.9	26.1	26.0	26.0
당기순이익	481	819	846	901	912
연결당기순이익 대비 비중(%)	87.9	91.1	92.9	93.8	94.3
자산총계	50,946	56,976	63,124	64,757	66,423
연결 자산총계 대비 비중(%)	90.2	91.5	91.6	91.6	91.7
부채총계	44,609	50,046	55,652	56,705	57,798
연결 부채총계 대비 비중(%)	89.4	91.1	91.2	91.3	91.4
자본총계	6,338	6,931	7,472	8,052	8,625
연결 자본총계 대비 비중(%)	95.7	94.6	94.2	94.0	93.8
별도 ROE(%)	7.8	12.3	11.7	11.6	10.9
별도 ROA(%)	1.0	1.5	1.4	1.4	1.4

자료: 삼성증권, SK증권 추정

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성(%)					
자산	4.9	10.2	10.7	2.5	2.5
자본(지배주주지분)	6.9	10.6	8.3	8.1	7.3
순영업수익	17.6	36.0	2.7	4.7	2.2
지배순이익	29.6	64.2	1.3	5.5	0.7
EPS	29.6	64.2	1.3	5.5	0.7
BPS	6.9	10.6	8.3	8.1	7.3
DPS	29.4	59.1	2.9	5.6	2.6
수익성(%)					
ROE	8.5	12.9	11.9	11.6	10.9
ROA	1.0	1.5	1.4	1.4	1.4
밸류에이션(배)					
PER	6.3	4.3	5.5	5.2	5.2
PBR	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5
주당지표(원)					
EPS	6,130	10,068	10,195	10,757	10,833
BPS	74,162	82,018	88,790	95,947	102,980
보통주 DPS	2,200	3,500	3,600	3,800	3,900
주주환원(%)					
전체 배당성장	35.9	34.8	35.3	35.3	36.0
총주주환원율	35.9	34.8	35.3	35.3	36.0
보통주 배당수익률	5.7	8.0	6.4	6.8	7.0
자본적정성(%)					
구 NCR	165.8	163.8	161.2	151.8	142.0
신 NCR	1,357.9	1,479.3	1,573.2	1,528.1	1,421.2

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.05.22	매수	65,000원	6개월		
2025.02.17	매수	62,000원	6개월	-23.23%	-9.52%
2024.09.24	매수	57,000원	6개월	-19.50%	-11.05%



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 05월 22일 기준)

매수	96.86%	중립	3.14%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------