

# SK COMPANY Analysis



Analyst

구경호

kh.koo@sks.co.kr

02-3773-9083

## Company Data

자본금	435 십억원
발행주식수	6,077 만주
자사주	1,526 만주
액면가	5,000 원
시가총액	630 십억원
주요주주	
자사주	25.46%
양홍석(외7)	12.29%
외국인지분률	25.00%
배당수익률	5.00%

## Stock Data

주가(19/11/04)	12,800 원
KOSPI	2,130.2 pt
52주 Beta	1.12
52주 최고가	14,150 원
52주 최저가	10,700 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.1%	-7.3%
6개월	-2.8%	2.0%
12개월	11.7%	7.7%

## 대신증권 (003540/KS | 중립(신규편입) | T.P 13,500 원(신규편입))

### 실적 정체가 예상되지만 부동산 Risk 는 과잉 우려

실적이 2020년까지 정체될 전망이어서 '중립' 의견 제시 (TP 13,500 원). 이익 추정에는 브로커리지 부진, 세금 이슈 등을 반영. 다만 부동산 Exposure 확대의 리스크는 시장의 우려만큼 크지 않음. 이익 감소에도 배당금이 감소하지 않을 전망이어서 보통주보다는 우선주의 매력도가 높다고 판단

### 2020년까지 이익 정체 예상되어 '중립' 의견 제시

대신증권(003540/KS)에 대해 13,500 원의 목표주가와 '중립' 의견을 제시한다. 투자 매력도가 높지 않다고 판단한 가장 큰 이유는 2018년을 고점으로 2020년까지 이익 감소가 예상되기 때문이다. 과거 ROE가 6%를 하회하는 기간 중에는 PBR이 0.5 배 미만에서 형성되었다. 2019~2021년 평균 ROE는 5.2%로 추정된다.

### 이익 추정에는 브로커리지 부진, 세금 이슈 등을 반영

대신증권의 지배주주순이익은 2018년 1,408 억원에서 2019년 1,080 억원, 2020년 1,014 억원으로 부진할 전망이다. 실적 정체의 이유는 1) 브로커리지 부진, 2) 부동산 관련 세금 부담, 3) 사모펀드 이슈로 금융상품 판매수수료의 감소 가능성 등이다. 다만 부동산 Exposure 확대에 의한 리스크는 시장의 우려만큼 크지 않다고 판단된다.

### 보통주보다는 우선주의 매력도가 높다고 판단

2018년에 지급한 620 원(보통주)의 배당금을 2020년까지 유지할 가능성이 높다. 대신증권 배당의 특징은 이익이 감소했다 하더라도 구조적인 문제로 인한 실적 부진이 아닌 경우에는 배당금을 줄이지 않았다는 점이다. 2006년, 2009년, 2016년이 그 사례가 될 수 있다. 배당금이 안정적이라면 보통주보다 우선주의 매력도가 높다. SK 증권은 대신증권 보통주보다 우선주(003545)가 매력적이라고 판단(11/5 발간 리포트 참조) 한다.

## 영업실적 및 투자지표

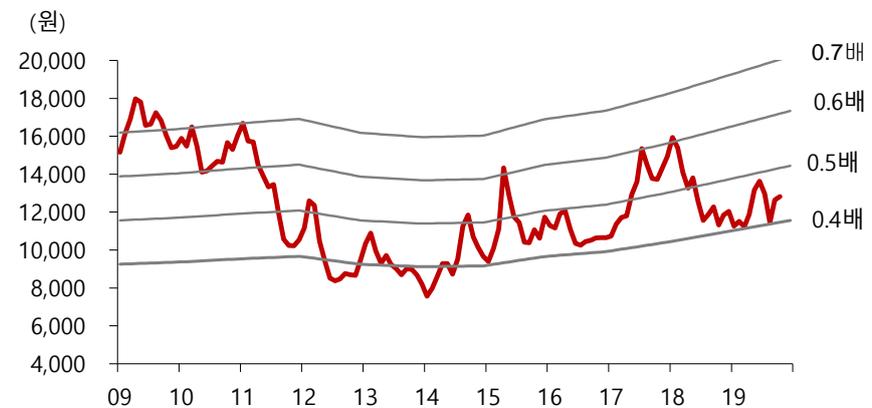
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업수익	십억원	459	494	559	529	553	575
YoY	%	-14.3	7.6	13.1	-5.3	4.6	3.8
영업이익	십억원	83	133	158	112	138	148
YoY	%	-51.0	59.6	19.2	-29.5	23.5	7.0
지배주주순이익	십억원	74	116	141	108	101	109
YoY	%	-45.6	56.6	21.5	-23.3	-6.2	7.2
영업이익/순영업수익	%	18.1	26.9	28.4	21.1	24.9	25.7
순영업수익/자산	%	2.5	2.8	3.1	2.7	2.7	2.8
ROE	%	3.6	6.4	7.3	5.4	4.9	5.1
ROA	%	0.41	0.72	0.80	0.55	0.49	0.53
총배당성향	%	53.6	38.7	32.3	41.3	44.0	41.7
EPS	원	1,032	1,616	1,964	1,538	1,444	1,547
BPS	원	21,635	26,046	27,460	28,897	29,705	30,617
주당배당금	원	550	610	620	620	620	630
PER	배	10.6	8.2	6.6	8.3	8.9	8.3
PBR	배	0.50	0.51	0.47	0.44	0.43	0.42
배당수익률	%	5.0	4.6	4.8	4.8	4.8	4.9

## 투자의견 '중립'과 13,500 원의 목표주가 제시

대신증권(003540/KS)에 대해 13,500 원의 목표주가와 '중립' 의견을 제시한다. 목표주가 산정은 배당할인모형(Dividend Discount Model)을 사용했다. 현재 시점에서 투자 매력도가 높지 않다고 판단한 가장 큰 이유는 2018 년을 고점으로 2020 년까지 이익 감소가 예상되기 때문이다. 주식시장에 동반 상장된 우선주들, 즉 우선주(003545)와 2 우선주 B(003547)에 비해 투자매력도가 높다고 보기 어렵다. 참고로 SK 증권은 대신증권 우선주에 대해 '매수' 의견(11/4 발간 리포트 참조)을 제시 중이다.

2018 년 이후 주가가 저조한 이유로는 1) 타사의 대형화 과정에서 상대적인 경쟁력 약화, 2) 부동산 개발사업 과정에서의 리스크 상승, 3) WM 부문의 부진 등을 들 수 있다. 그리고 2017~2018 년 실적 호전이 2017 년 주가에 너무 많이 선반영된 영향도 작용했다. 다만 부동산 Exposure 확대에 의한 리스크는 시장에서 우려하는 것만큼 크지 않다고 판단된다.

### 대신증권의 주가와 PBR 밴드

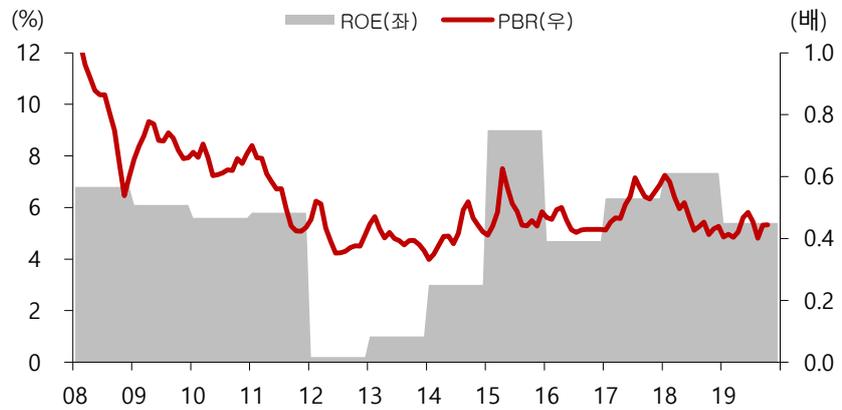


자료: 대신증권 KRX, SK 증권 추정

### ROE 가 6%를 하회하는 기간에는 PBR 0.5 배 미만에서 주가가 형성

2011 년 이후 대신증권의 2015 년과 2017~2018 년에는 PBR 0.5~0.6 배에서 형성되었다. 이 당시에는 ROE 6~8%의 양호한 실적을 기록한 바 있다. 하지만 ROE 가 6%를 하회한 시기에는 대부분 PBR 0.5 배 미만에서 형성되었다. 2019~2021 년 대신증권의 ROE 는 각각 5.4%, 4.9%, 5.1%로 예상되어, 6%를 넘기 어려워 보인다. 경험적으로 볼 때 대신증권의 PBR 은 당분간 0.5 배 미만에서 형성될 가능성이 높다. 대신증권의 배당수익률은 4.8%로 예상되어, 국내 증시에서는 높은 수준이다. 하지만 비교기업인 은행, 카드 등과 비교할 경우 상대적인 메리트가 더 큰 것은 아니다.

대신증권의 ROE와 PBR (분기말 Forward) 추이



자료 대신증권 KRX, SK 증권 추정

대신증권의 배당수익률 추이

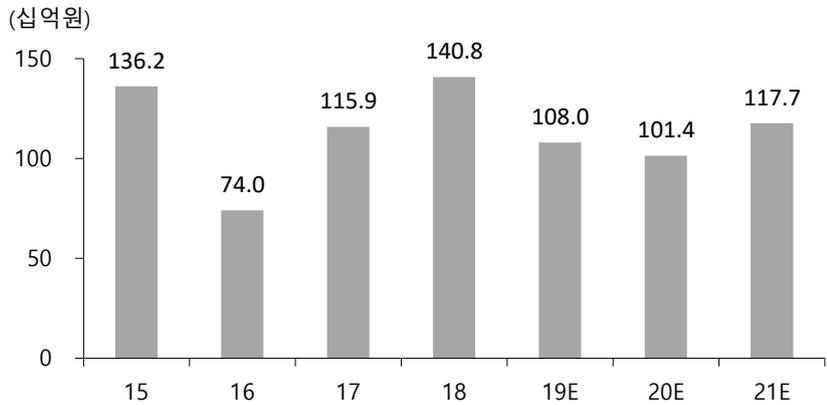


자료 대신증권 KRX, SK 증권 추정

2019~2020 년 지배주주순이익은 감소세로 추정

대신증권의 순이익은 2018 년을 고점으로 2020 년까지 감소할 것으로 예상된다. 그 이유는 1) 주식 브로커리지 시장의 부진이 계속되고 있으며, 2) 부동산 개발사업 과정에서 자회사의 세금 부담이 확대되었기 때문이다. 그리고 3) 사모펀드 시장의 부정적인 이슈로 인해 금융상품 판매수수료가 감소할 가능성도 있다. 이러한 이유로 인해 대신증권의 지배주주순이익은 2018 년 1,408 억원에서 2019 년 1,080 억원, 2020 년 1,014 억원으로 정체를 전망한다. 그래도 시장 Cycle 에 따라 이익이 크게 변하는 증권업의 특성을 감안하면, 과거에 비해서 실적 변동 폭은 완만한 편이다.

대신증권의 지배주주순이익 추이와 전망

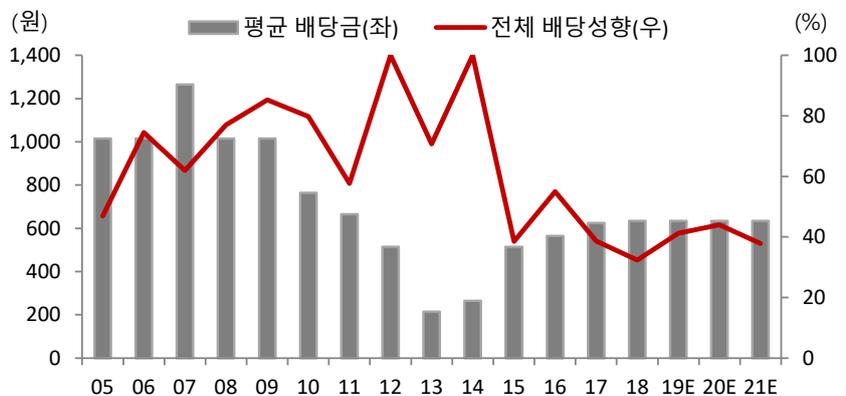


자료 대신증권 SK 증권 추정

이익 감소에도 배당금은 2018년 수준이 유지될 것으로 예상

대신증권은 그 동안 배당에 대한 장기 정책을 주주들에게 뚜렷하게 제시한 바 없어, 배당금의 정확한 추정은 어렵다. 하지만 2018년에 지급한 620원(보통주)의 배당금을 2020년까지 유지할 가능성이 높다. 대신증권 배당의 특징은 이익이 전년대비 감소한 경우에도 구조적인 문제로 인한 실적 부진이 아닌 경우에는 배당금을 줄이지 않았다는 점이다. 2006년, 2009년, 2016년이 그 사례가 될 수 있다. 과거 경험 고려시 실적 부진이 구조적이라기 보다는 단기 Cycle의 영향이 큰 2019~2020년 배당금은 2018년과 같은 620원 수준으로 유지될 것으로 보인다.

대신증권의 배당금과 배당성향 추이



자료 대신증권 SK 증권 추정

주. 배당성향은 보통주와 우선주를 가중평균한 기준

## 과거 10년간 대신증권 보통주는 우선주에 비해 저조한 성과를 거둠

대신증권 보통주의 장기 투자 성과는 우선주에 비해 저조하다. 지금으로부터 10년 전인 2009년 10월말 대신증권 우선주, 2우선주 B, 보통주를 당시 종가(각각 9,500원, 8,840원, 15,200원)에 매입했다고 가정해 보자. 최근 세 주식의 종가는 당시 주가를 하회하므로, 절대 주기만 보면 모두 마이너스를 기록했다. 그렇지만 10년간 배당금(세금 제외)을 포함한 TR(Total Return) 수익률은 우선주의 경우 연평균 4.0%, 2우선주 B는 4.1%로 비교적 양호한 반면, 보통주는 1.6%의 수익률을 내는데 그쳤다. 우선주의 장기 수익률이 훨씬 우수하다.

대신증권 보통주에 비해 우선주의 장기 성과가 우수한 것은 배당 때문이다. 우선주가 실현한 연평균 4.0~4.1%의 수익률은 국내 금융투자업계의 기준으로 보면 '중위험-중수익' 상품의 기대 수익률이다. 반면 보통주가 기록한 연평균 1.6%의 수익률은 은행이자 수준에 불과하다. 한 기업에서 파생된 3개의 주식의 결과 차이는 차이가 크다.

### 지난 10년간 대신증권 상장 주식들의 투자 성과

(원, %)	우선주 (003545)	2 우선주 B (003547)	보통주 (003540)
2009년 10월말	9,500	8,840	15,200
현재 주가 (2019.11.1)	9,350	8,630	12,400
단순 누적 수익률 (%)	-1.6	-2.4	-18.4
10년간 배당금총액	6,130	5,630	5,630
배당포함 수정주가	14,536	13,393	17,163
누적 TR 수익률 (%)	53.0	51.5	12.9
<b>연평균 TR 수익률 (%)</b>	<b>4.0</b>	<b>4.1</b>	<b>1.6</b>

자료: 대신증권 KRX, SK 증권

주: 1. TR(Total Return)은 배당금을 포함한 실질적인 총 수익률

2. 10년간 연평균은 CAGR로 계산

3. 배당금의 재투자수익률은 감안하지 않음

## 배당할인모형을 적용하여 목표주가 13,500 원 제시

대신증권 보통주 (003540) 대해 13,500 원의 목표주가를 제시한다. 현 주가로부터 상승 여력이 크지 않아 '중립' 의견을 제시한다. 목표주가 산정은 배당할인모형 (Dividend Discount Model)을 사용했다. 목표주가를 기준으로 계산한 Target 배당수익률은 4.7% (2021 년 예상 배당금 기준), Target PBR 은 0.47 배다. SK 증권은 배당이 중시되는 은행, 카드 및 일부 증권사들에 배당할인모형을 적용하고 있다. 물론 향후 고성장단계가 예상되거나 비즈니스 모델 등이 차별화된 증권사에는 다른 Valuation 모델을 적용할 계획이다.

### 대신증권 보통주(003540) 목표주가 계산 방법

$$\text{Target Price} = D1 / (K_e - g)$$

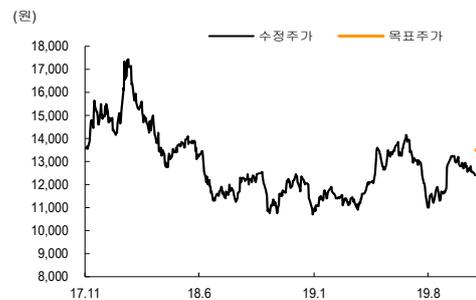
$$K_e = R_f + \text{Risk Premum}$$

- D1 은 2021 년 예상 배당금 630 원
- g 는 영구배당성장률 → 국내 TIPs Premium 0.7% 가정
- Rf 는 국고채수익률 10 년물 평균인 1.4%
- β 는 2000 년 이후 배당수익률의 변동성을 고려 → 1.45 적용
- K<sub>e</sub> 는 Risk Premum 계산 모델 3 개를 평균 → 5.4%
  - 1) Macro Model → 3.5%
  - 2) 현재 금융주 주가를 역산한 모델 → 7.2%
  - 3) 금융업종 배당수익률+영구배당성장률 → 5.4%

$$\Rightarrow 630 \text{ 원} / (5.4\% - 0.7\%) \approx 13,500 \text{ 원}$$

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.11.05	중립	13,500원	6개월		



### Compliance Notice

- 작성자(구경화)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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 11월 5일 기준)

매수	87.67%	중립	12.33%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

**재무상태표**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
현금, 예치금	2,043	2,128	2,580	2,528	2,553
유가증권, 금융자산	8,156	8,835	8,846	9,023	9,113
대출채권	4,268	4,567	4,725	4,866	4,769
유형자산, 부동산	620	1,716	2,016	2,056	2,015
무형자산	108	170	168	166	161
기타자산	2,252	1,735	2,247	2,269	2,201
<b>자산총계</b>	<b>17,447</b>	<b>19,151</b>	<b>20,581</b>	<b>20,909</b>	<b>20,813</b>
예수부채	3,054	2,931	2,680	2,707	2,734
차입성부채	7,213	8,914	9,954	8,892	8,803
기타금융부채	4,144	4,062	3,860	3,918	3,879
비이자부채	1,168	1,244	2,025	3,273	3,213
<b>부채총계</b>	<b>15,579</b>	<b>17,150</b>	<b>18,519</b>	<b>18,790</b>	<b>18,629</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,868</b>	<b>1,969</b>	<b>2,029</b>	<b>2,086</b>	<b>2,150</b>
보통주자본금	255	255	255	255	255
우선주자본금	180	180	180	180	180
자본잉여금	695	695	695	695	695
이익잉여금	807	903	966	1,023	1,087
기타자본	-69	-64	-67	-67	-67
자기주식	-180	-177	-194	-194	-194
비지배주주지분	0	32	33	34	35
<b>자본총계</b>	<b>1,868</b>	<b>2,001</b>	<b>2,062</b>	<b>2,119</b>	<b>2,184</b>

**포괄손익계산서**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>순영업수익</b>	<b>494</b>	<b>559</b>	<b>529</b>	<b>553</b>	<b>575</b>
수수료이익	212	260	220	214	220
수수료수익	254	313	260	257	266
수수료비용	42	53	40	43	46
이자이익	128	91	45	87	101
이자수익	287	290	302	311	320
이자비용	159	200	257	224	220
금융상품관련손익	66	172	210	189	187
기타 손익	88	36	54	64	67
대손비용	6	45	52	50	51
판매관리비	355	355	365	365	376
<b>영업이익</b>	<b>133</b>	<b>158</b>	<b>112</b>	<b>138</b>	<b>148</b>
영업외이익	18	31	32	-3	-3
<b>세전이익</b>	<b>151</b>	<b>189</b>	<b>144</b>	<b>135</b>	<b>145</b>
법인세비용	35	49	35	33	35
법인세율 (%)	(23.4)	(25.7)	(24.2)	(24.2)	(24.2)
<b>당기순이익</b>	<b>126</b>	<b>146</b>	<b>109</b>	<b>102</b>	<b>110</b>
<b>지배주주순이익</b>	<b>116</b>	<b>141</b>	<b>108</b>	<b>101</b>	<b>109</b>
비지배주주순이익	10	5	1	1	1
보통주주정순이익	96	121	88	81	88
우선주배당금	20	20	20	20	20

**주요투자지표 I**

12월 결산(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>수익성 지표</b>					
ROE	6.4	7.3	5.4	4.9	5.1
ROA	0.72	0.80	0.55	0.49	0.53
영업이익/순영업수익	26.9	28.4	21.1	24.9	25.7
순영업수익/자산	2.8	3.1	2.7	2.7	2.8
판매비/순영업수익	71.9	63.6	69.0	65.9	65.4
<b>순영업수익 구성비</b>					
수수료이익	42.9	46.6	41.66	38.66	38.30
이자이익	25.8	16.3	8.46	15.73	17.55
금융상품관련손익	13.4	30.7	39.67	34.14	32.55
기타	17.8	6.4	10.20	11.47	11.60
<b>자본적정성, 신용위험</b>					
영업용순자본비율	398	494	472	458	465
자산/자기자본 (배)	9.3	9.6	10.0	9.9	9.5
매입확약/자기자본	46.9	37.6	51.5	0.0	0.0
<b>주식수 (천주)</b>					
보통주	50,773	50,773	50,773	50,773	50,773
자기주식	9,383	9,383	10,883	10,883	10,883
우선주	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000
자기주식	5,680	5,680	5,680	5,680	5,680

**주요투자지표 II**

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>수수료 상세금액 (십억원)</b>					
Brokerage수수료	173	203	146	147	151
자산관리수수료	29	37	39	34	35
IB, 기타 수수료	52	74	75	76	80
<b>성장률 (%)</b>					
순영업수익증가율	4.2	13.1	-5.3	4.6	3.8
자산증가율	-1.4	9.8	7.5	1.6	-0.5
EPS증가율	56.6	21.5	-21.7	-6.2	7.2
BPS증가율	5.0	5.4	5.2	2.8	3.1
배당금증가율	10.9	1.6	0.0	0.0	1.6
<b>주당 지표 (원)</b>					
EPS	1,616	1,964	1,538	1,444	1,547
보통주주정EPS	2,327	2,923	2,210	2,043	2,217
BPS	26,046	27,460	28,897	29,705	30,617
주당배당금	610	620	620	620	630
총배당성장률 (%)	38.7	32.3	41.3	44.0	41.7
<b>Valuation 지표</b>					
PER(배)	8.2	6.6	8.3	8.9	8.3
PBR(배)	0.51	0.47	0.44	0.43	0.42
배당수익률 (%)	4.6	4.8	4.8	4.8	4.9

자료: 대신증권, KRX, SK 증권