

SK COMPANY Analysis



Analyst

구경희

kh.koo@sksec.co.kr

02-3773-9083

Company Data

자본금	435 십억원
발행주식수	8,677 만주
자사주	2,092 만주
액면가	5,000 원
시가총액	711 십억원
주요주주	
자사주	29.32%
양홍석(외8)	13.70%
외국인지분률	18.90%
배당수익률	7.10%

Stock Data

주가(20/12/07)	13,750 원
KOSPI	2745.44 pt
52주 Beta	0.93
52주 최고가	14,100 원
52주 최저가	6,690 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.9%	-7.8%
6개월	34.6%	6.0%
12개월	17.2%	-11.3%

대신증권 (003540/KS | 매수(상향) | T.P 16,800 원(상향))

배당성향을 높인다면 주가 상승여력은 확대될 전망

목표주가 16,800 원, 투자의견 '매수'로 상향 조정. 상대적인 자본경쟁력 약화, 부동산 리스크, 리임 이슈 등은 현재의 낮은 PBR 에 기반영되어 있음. 향후 배당성향을 높일 경우 주가 상승여력은 더 확대될 전망. 2020 년 지배주주순이익 28.6% 증가할 전망이지만, 2021년에는 정체될 듯

부동산 리스크, 리임 이슈 등은 현 주가에 기반영

2015 년 이후 주가는 10,000~14,000 원 (급락 시점 제외)에서 장기 횡보하고 있다. 그 이유로는 1) 경쟁사의 대형화로 인한 상대적인 자본경쟁력 약화, 2) 부동산 개발사업 과정에서 리스크 상승, 3) WM 부문의 부진 등을 들 수 있다. 게다가 최근 1년 동안은 리임 펀드 판매문제로 투자심리가 악화된 바 있다. 그러나 이러한 단점들은 현재의 낮은 밸류에이션에 충분히 반영되어 있는 것으로 판단된다.

2020 년 지배주주순이익 28.6% 증가할 전망

주식시장의 거래대금 급증은 대신증권의 실적 개선에 큰 도움을 주고 있다. 2020 년 순이익은 1,220 억원으로 전년 대비 28.6% 늘어날 것으로 예상된다. 2021년에는 증시 거래대금 감소 (-20%)를 가정했기 때문에 순이익이 정체 (-1.2%)될 것으로 예상된다.

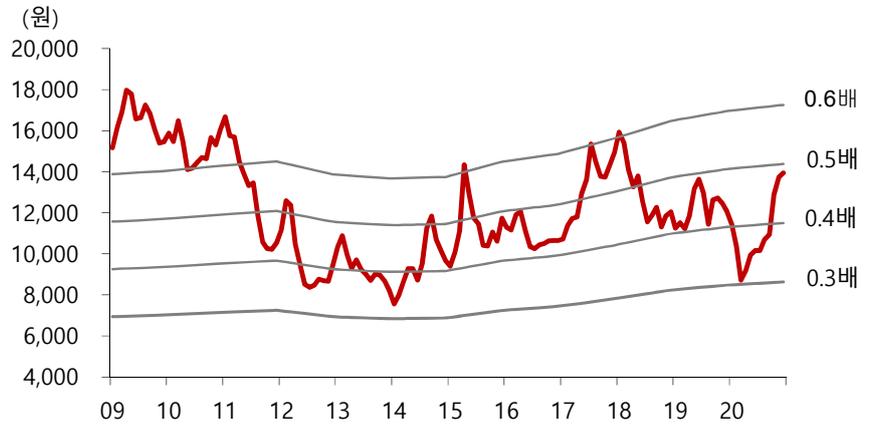
목표주가 16,800 원, 투자의견 '매수'로 상향조정

'배당가능 ROE'를 자기자본요구수익률로 할인한 PBR 모델을 사용하여 16,800 원의 목표주가를 제시한다. 목표주가 상향조정을 감안하여 투자의견을 '중립'에서 '매수'로 변경한다. 목표주가를 기준으로 한 Target Valuation 은 PBR 0.58 배, 배당수익률은 3.7%다. 만약 배당성향을 우리가 기대하는 30%대 후반보다 더 높인다면, 주가 상승 여력은 확대될 것으로 판단된다.

영업실적 및 투자지표

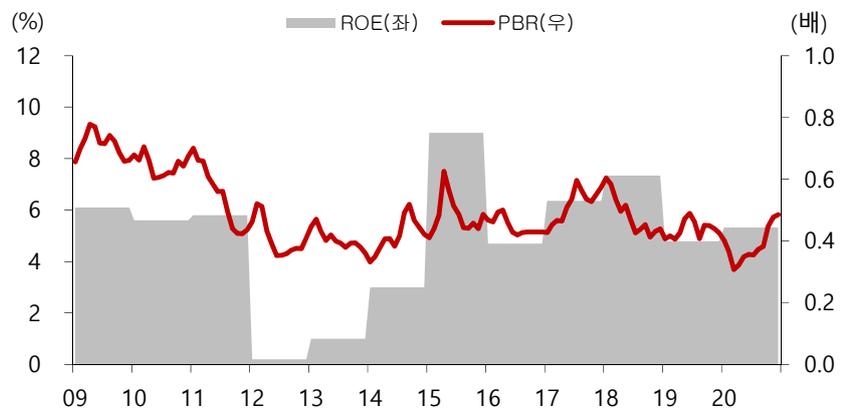
	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익	십억원	494	559	530	615	593	620
YoY	%	7.6	13.1	-5.2	16.1	-3.6	4.6
영업이익	십억원	133	158	100	154	152	171
YoY	%	59.6	19.2	-37.1	54.8	-1.4	12.2
지배주주순이익	십억원	116	141	95	122	120	134
YoY	%	56.6	21.5	-32.8	28.6	-1.2	11.5
영업이익/순영업수익	%	26.9	28.4	18.8	25.1	25.7	27.5
순영업수익/자산	%	2.8	3.1	2.7	3.1	2.9	3.0
ROE	%	6.4	7.3	4.8	6.1	5.8	6.2
ROA	%	0.72	0.80	0.49	0.60	0.58	0.64
총배당성향	%	38.7	32.3	75.3	36.6	37.1	37.4
EPS	원	1,616	1,964	1,349	1,734	1,713	1,910
BPS	원	26,046	27,460	28,265	28,984	30,061	31,336
주당배당금	원	610	620	1,000	620	620	700
PER	배	8.2	6.6	8.9	7.9	8.0	7.2
PBR	배	0.51	0.47	0.43	0.47	0.46	0.44
배당수익률	%	4.6	4.8	8.3	4.5	4.5	5.1

대신증권의 주가와 PBR 밴드



자료 대신증권, KRX, SK 증권

대신증권의 ROE와 PBR 추이



자료 대신증권, KRX, SK 증권

대신증권 목표주가 계산 방법

$$\text{Target Price} = \text{Target PBR} \times \text{BPS}$$

$$\text{Target PBR} = \text{'배당가능 ROE'} / (\text{Ke} - \text{g})$$

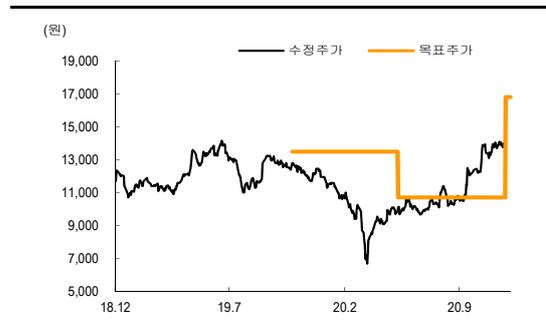
$$\text{Ke} = \text{Rf} + (\beta \times \text{Risk Premium})$$

- ROE 는 2000~2021 년 예상치 5.9%에서 장기 배당성향을 50%로 적용하여 계산된 배당가능 ROE 3.0%를 적용
- g 는 영구 배당성장률 → 1.1% 적용
- Rf 는 국고채수익률 장기 전망치인 0.9%
- β 는 60 개월 주식베타 (0.90)를 타사와의 격차를 줄이기 위해 할증 → 1.10 적용
- BPS (주당순자산가치)는 현 시점에서의 가치 적용 (2020 년말 예상치)
- Risk Premium 은 다모다란 교수가 제시한 신흥국의 ERP 추정식을 활용 → 4.8%
 - 1) 미국의 Risk Premium 5.02%
 - 2) S&P500 과 KOSPI 의 상대변동성 0.91
 - 3) 한국의 CDS 프리미엄 반영
- $\text{Ke} = 0.9\% + (1.10 \times 4.8\%) = 6.2\%$

$$\Rightarrow 3.0\% / (6.2\% - 1.1\%) \times 28,984 \approx 16,800 \text{ 원}$$

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.12.08	매수	16,800원	6개월		
2020.05.19	중립	10,700원	6개월	6.22%	31.78%
2019.11.05	중립	13,500원	6개월	-21.50%	-5.19%



Compliance Notice

- 작성자(구경희)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 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 12월 8일 기준)

매수	86.47%	중립	13.53%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
현금, 예치금	2,128	2,358	3,681	3,718	3,643
유가증권, 금융자산	8,835	8,846	8,227	8,309	8,475
대출채권	4,567	4,363	4,668	4,575	4,712
유형자산, 부동산	1,716	2,467	2,761	2,706	2,760
무형자산	170	153	131	127	166
기타자산	1,735	1,250	1,263	1,225	1,237
자산총계	19,151	19,437	20,731	20,660	20,994
예수부채	2,931	2,813	3,900	3,939	3,978
차입성부채	8,914	9,415	10,156	10,054	8,995
기타금융부채	4,062	3,860	2,400	2,376	2,412
비이자부채	1,244	1,332	2,209	2,149	3,379
부채총계	17,150	17,420	18,665	18,519	18,764
지배주주지분	1,969	1,984	2,035	2,111	2,200
보통주자본금	255	255	255	255	255
우선주자본금	180	180	180	180	180
자본잉여금	695	695	695	695	695
이익잉여금	903	953	1,003	1,079	1,168
기타자본	-64	-98	-98	-98	-98
자기주식	-177	-194	-194	-194	-194
비지배주주지분	32	33	32	31	30
자본총계	2,001	2,017	2,067	2,141	2,230

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성 지표					
ROE	7.3	4.8	6.1	5.8	6.2
ROA	0.80	0.49	0.60	0.58	0.64
영업이익/순영업수익	28.4	18.8	25.1	25.7	27.5
순영업수익/자산	3.1	2.7	3.1	2.9	3.0
판매비/순영업수익	63.6	71.4	67.6	66.6	65.2
순영업수익 구성비					
수수료이익	46.6	43.34	73.01	62.82	62.60
이자이익	16.3	8.60	11.55	13.19	13.22
금융상품관련손익	30.7	31.73	8.13	16.02	15.31
기타	6.4	16.34	7.32	7.97	8.87
자본적정성, 신용위험					
구(舊) NCR (%)	359.4	282.1	276.5	264.5	260.0
자산/자기자본 (배)	9.6	9.6	10.0	9.6	9.4
채무보증/자기자본 (%)	37.6	68.9	44.7	46.0	47.1
주식수 (천주)					
보통주	50,773	50,773	50,773	50,773	50,773
자기주식	9,383	10,883	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

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익	559	530	615	593	620
수수료이익	260	229	449	372	388
수수료수익	313	273	496	422	442
수수료비용	53	44	47	50	53
이자이익	91	46	71	78	82
이자수익	290	300	281	287	281
이자비용	200	254	210	209	199
금융상품관련손익	172	168	50	95	95
기타 손익	36	87	45	47	55
대손비용	45	52	45	46	45
판매관리비	355	378	416	395	405
영업이익	158	100	154	152	171
영업외이익	31	29	5	5	5
세전이익	189	129	159	157	176
법인세비용	49	35	39	38	42
법인세율 (%)	(25.7)	(27.2)	(24.2)	(24.2)	(24.2)
당기순이익	146	94	121	119	133
지배주주순이익	141	95	122	120	134
비지배주주순이익	5	-1	-1	-1	-1
보통주주정순이익	121	63	102	100	112
우선주배당금	20	31	20	20	22

주요투자지표 II

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수수료 분류 (별도, 십억원)					
Brokerage수수료	203	146	365	290	297
자산관리수수료	37	26	22	25	26
IB, 기타 수수료	58	96	98	108	119
성장률 (%)					
순영업수익증가율	13.1	-5.2	16.1	-3.6	4.6
자산증가율	9.8	1.5	6.7	-0.3	1.6
EPS증가율	21.5	-31.3	28.6	-1.2	11.5
BPS증가율	5.4	2.9	2.5	3.7	4.2
배당금증가율	1.6	61.3	-38.0	0.0	12.9
주당 지표 (원)					
EPS	1,964	1,349	1,734	1,713	1,910
보통주주정EPS	2,923	1,587	2,554	2,517	2,803
BPS	27,460	28,265	28,984	30,061	31,336
주당배당금	620	1,000	620	620	700
총배당성장률 (%)	32.3	75.3	36.6	37.1	37.4
Valuation 지표					
PER(배)	6.6	8.9	7.9	8.0	7.2
PBR(배)	0.47	0.43	0.47	0.46	0.44
배당수익률 (%)	4.8	8.3	4.5	4.5	5.1

자료: 대신증권 KRX, SK 증권 추정