

SK COMPANY Analysis



Analyst
구경회

kh.koo@sks.co.kr
02-3773-9083

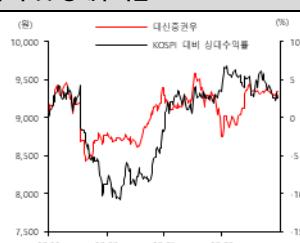
Company Data

자본금	130 십억원
발행주식수	2,600 만주
자사주	484 만주
액면가	5,000 원
시가총액	243.1 십억원
주요주주	
자사주	18.60%
외국인지분률	8.81%
배당수익률	7.69%

Stock Data

주가(19/11/04)	9,450 원
KOSPI	2130.2 pt
52주 Beta	0.46
52주 최고가	9,650 원
52주 최저가	8,400 원
60일 평균 거래대금	0.4 십억원

주가 및 상대수익률



대신증권우 (003545/KS | 매수(신규편입) | T.P 12,400 원(신규편입))

보통주보다 매력적인 우선주

보통주에 대해서는 '중립' 의견이지만 우선주에 대해서는 '매수' 의견 제시. 브로커리지 부진, 세금 이슈 등으로 2020년까지 감익 예상되나, 과거 경험상 배당금은 유지될 가능성 높음. 10년간 장기 투자 성과는 배당 효과로 인해 우선주가 보통주를 크게 상회. 향후 보통주와 우선주의 주가 갭은 더 줄어들 전망

12,400 원의 목표주가와 '매수' 의견 제시, 보통주와 격차는 더 줄어들 것

대신증권 우선주에 대해 12,400 원의 목표주가와 '매수' 의견을 제시한다. 목표주가 산정은 배당할인모형을 사용했다. 투자포인트는 세 가지다. 첫째, 2020년까지 이익 감소가 예상되나 배당금은 유지될 전망이다. 둘째, 보통주 대비 장기투자 성과가 우수하다. 셋째, 저금리와 배당 중시 트렌드 확산으로 우선주-보통주의 격차가 더 줄어들 전망이다.

이익 추정에는 브로커리지 부진, 세금 이슈 등을 반영

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 인한 금융상품 판매수수료의 감소 등이다. 다만 부동산 Exposure 확대로 인한 리스크는 시장의 우려만큼 크지 않다고 판단된다. 과거 경험을 고려하면 실적이 부진한 2019~2020년에도 배당금은 2018년과 수준으로 유지될 전망이다.

10년간 장기 투자 성과는 우선주가 보통주를 크게 상회

대신증권 우선주의 10년간 장기 투자 성과는 TR(Total Return) 기준 연평균 4.0%를 기록, 연평균 1.6%에 그친 보통주를 크게 상회했다. 투자 기간을 장기로 가져갈수록 배당 효과가 커지기 때문에 우선주의 성과가 보통주보다 우수한 경우가 많다. 대신증권 보통주에 대해서는 '중립' 의견이지만, 우선주에 대해서는 '매수' 의견이다.

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	월	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	600	660	670	670	670	680
PER	배	7.3	5.5	4.6	6.1	6.5	6.1
PBR	배	0.35	0.34	0.33	0.33	0.32	0.31
배당수익률	%	7.9	7.5	7.4	7.1	7.1	7.2

투자의견 '매수'와 12,400 원의 목표주가 제시

대신증권 우선주(003545/KS)에 대해 12,400 원의 목표주가와 '매수' 의견을 제시한다. 목표주가 산정은 배당할인모형(Dividend Discount Model)을 사용했으며, 無의결권 Discount 비율을 15% 추가 적용했다.

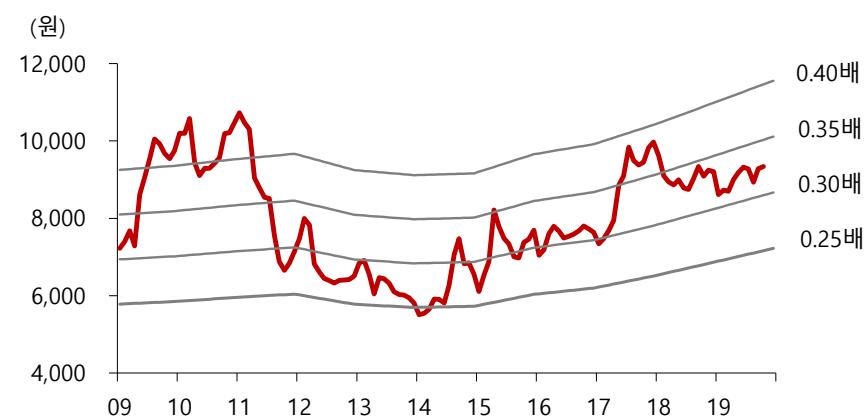
투자포인트는 다음과 같이 세 가지다. 첫째, 2020년까지 이익 감소가 예상되나 배당금은 유지될 전망이다. 둘째, 지난 10년 동안 보통주 대비 우수한 성과(Total Return, 배당을 포함한 총수익)를 증명했다. 셋째, 저금리와 배당 증시 트렌드의 확산으로 인해 우선주-보통주의 격차가 더 줄어들 전망이다.

대신증권 우선주(003545)의 투자포인트

1. 2019~2020년 이익 감소기에도 배당금은 2018년 수준이 유지될 전망
2. 지난 10년 동안 보통주 대비 우수한 성과(Total Return)를 증명
3. 저금리와 배당 증시 트렌드 확산으로 우선주-보통주의 격차 축소 예상

자료: SK증권

대신증권 우선주의 주가와 PBR 밴드



자료: 대신증권 KRX, SK 증권 추정

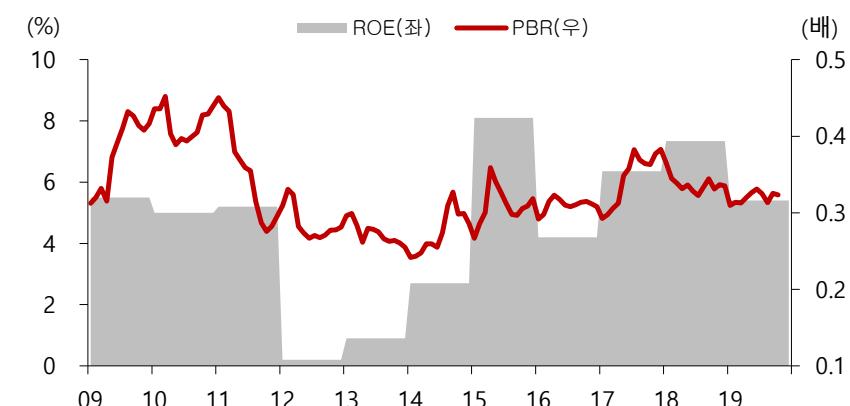
2018년부터 주가는 횡보 중

기업의 주요 의사결정에 참여할 수 없는 우선주의 특성을 고려하면, BPS(주당 순자산가치)는 주식가치 산정 시 큰 의미를 갖지 못한다. 그럼에도 불구하고 2015년 하반기부터 PBR 0.3 배가 저점으로 유지되고 있다는 것은 향후 주가 저점을 예측할 때 참고가 될 수 있다.

대신증권 우선주의 배당수익률(배당금/주가)은 2010년 이후 평균 7.3%를 기록했다. 긍정적인 것은 주가 하락의 결과로 배당수익률이 상승하는 악순환 흐름이 아니라는 점이다. 대신증권 우선주의 배당수익률은 2015년 이후 7% 내외에서 완만하게 횡보하는 추세다. SK 증권 리서치센터의 목표주가 12,400 원을 기준으로 한 목표 배당수익률은 5.5%다. 이는 바꿔 말하면 대신증권 우선주에게 기대할 수 있는 배당수익률은 5.5%이며, 그 이상의 배당수익률이 기대되는 상황이라면 매수해야 한다는 의미다. 만약 투자자의 기대만큼 주가가 상승하지 못한다 하더라도, 과거 경험으로 보면 배당수익으로 저조한 주가상승을 커버할 수 있다는 장점이 있다.

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

대신증권의 ROE와 우선주의 PBR(분기말 Forward) 추이



자료: 대신증권 KRX, SK 증권 추정

대신증권 우선주의 배당수익률 추이

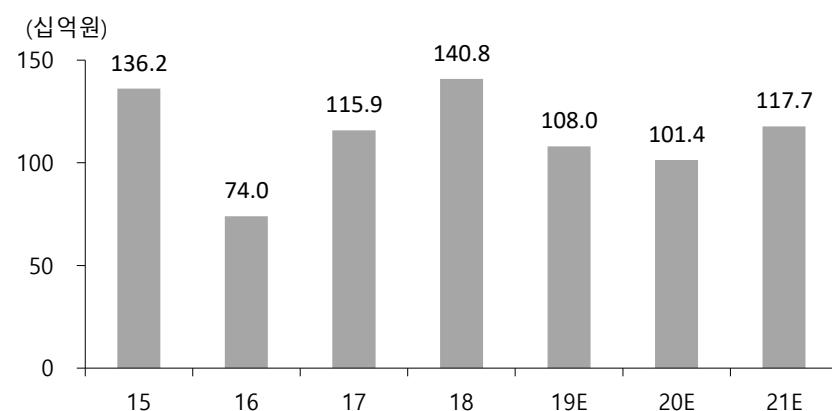


자료 대신증권 KRX, SK 증권 추정

2019~2020년 지배주주순이익은 감소세로 추정

대신증권은 2018년 실적을 고점으로 2020년까지 이익이 둔화될 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 2018년 1,408 억원에서 2019년 1,080 억원, 2020년 1,014 억 원으로 정체할 전망이다. 그래도 증권업황 Cycle에 따라 이익이 크게 변하는 증권업의 특성을 감안하면, 과거에 비해서 실적 변동 폭은 완만한 편이다.

대신증권의 지배주주순이익 추이와 전망



자료 삼성카드, KRX, SK 증권 추정

이익 감소에도 배당금은 2018년 수준이 유지될 것으로 예상

대신증권은 그 동안 배당에 대한 장기 정책을 주주들에게 뚜렷하게 발표한 적이 없다. 배당금의 정확한 추정은 어렵지만 2018년에 자급한 620 원(보통주)의 배당금을 2020년까지 유지할 가능성이 높다. 대신증권 배당의 특징은 이익이 전년대비 감소했을 경우에도 구조적인 문제로 인한 실적 부진이 아닌 경우에는 배당금을 줄이지 않았다는 점이다. 2006년, 2009년, 2016년이 그 사례가 될 수 있다. 이러한 과거 사례를 감안할 때, 실적이 부진한 2019~2020년에도 배당금은 2018년과 같은 수준으로 유지될 것으로 판단된다.

대신증권의 배당금과 배당성향 추이



자료 대신증권 SK 증권 추정

주: 배당금과 배당성향은 보통주와 우선주를 가중평균한 기준

과거 10년간 대신증권 우선주는 보통주에 비해 우월한 성과를 거둠

대신증권 우선주의 장기 투자 성과는 보통주에 비해 우위를 보이고 있다. 지금으로부터 10년 전인 2009년 10월말 대신증권 우선주, 2 우선주 B, 보통주를 당시 종가 (각각 9,500 원, 8,840 원, 15,200 원)에 매입했다고 가정해 보자. 최근 세 주식의 종가는 당시 주가를 하회하므로, 절대 주가만 보면 모두 마이너스를 기록했다. 그렇지만 10년간 배당금(세금 제외)을 포함한 TR(Total Return) 수익률은 우선주의 경우 연평균 4.0%, 2 우선주 B는 4.1%로 비교적 양호한 반면, 보통주는 1.6%의 수익률을 내는데 그쳤다. 투자 기간을 장기로 가져갈수록 배당 효과가 커지기 때문에 우선주의 성과가 보통주보다 우수한 경우가 많다.

대신증권 보통주에 비해 우선주의 장기 성과가 우수한 것은 배당 때문이다. 우선주가 실현한 연평균 4.0~4.1%의 수익률은 현재 시장금리 기준으로 보면 ‘중위험-중수익’ 상품의 기대 수익률이다. 반면 보통주가 기록한 연평균 1.6%의 수익률은 은행 이자 수준에 불과하다. 한 기업에서 파생된 3 개의 주식의 결과 치고는 차이가 크다. 향후 저금리 시대가 정착되면서 배당의 중요성이 더 높아질 것이어서, 앞으로도 대신증권 우선주의 성과가 보통주를 상회할 가능성이 높다. 대신증권에 투자한다면 우선주를 사는 것이 정답이다.

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
연평균 TR 수익률 (%)	4.0	4.1	1.6

자료 대신증권 KRX, SK 증권

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

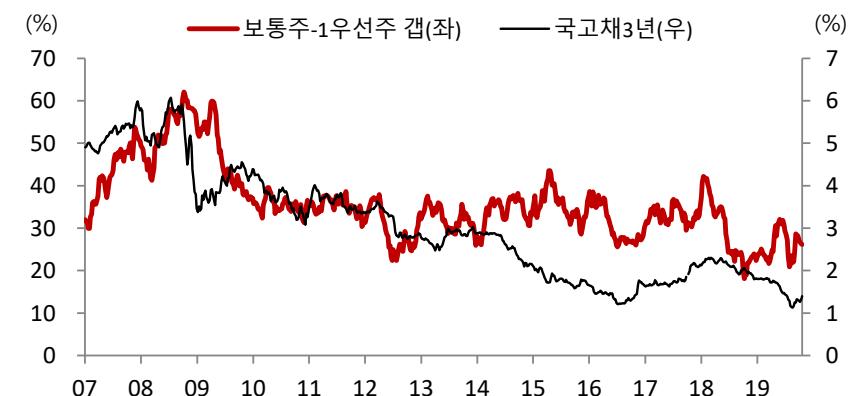
2. 10년간 연평균은 CAGR로 계산

3. 배당금의 재투자수익률은 감안하지 않음

대신증권 보통주 대비 우선주의 캡은 더 줄어들 전망

2007년 이후 대신증권의 보통주와 우선주의 캡은 금리와 동행한다. 다만 실적이 악화되었던 2013년을 기점으로 금리 하락 속도에 비해 보통주-우선주 캡의 축소 폭이 작아진 바 있다. 그 결과 현재의 금리 수준에 비해 보통주-우선주 캡 26%는 다소 큰 편이다. SK 증권 리서치는 장기적으로 대신증권의 보통주-우선주 캡이 10% 내외로 줄어들 것으로 예상하고 있다.

대신증권 보통주-우선주 갭과 시장금리 비교



자료: KRX, SK 증권

주: 보통주와 우선주의 주가 차이를 보통주로 나눈 비율

일부에서는 M&A 가치가 있기 때문에 보통주와 우선주의 갭이 더 커야 한다고 보는 시각도 있으나, 우리는 이에 동의하지 않는다. 국내 금융회사들은 적대적 M&A가 매우 어렵다. 금융위원회에 대주주 변경의 승인을 신청해야 하고, 매우 엄격한 대주주 심사 과정이 필요하기 때문이다. 대신증권의 대주주 지분율이 낮다고 해서 대신증권의 M&A 가능성을 과대평가해서는 안되며, 보통주-우선주 갭을 크게 평가할 이유도 부족하다.

대신증권은 우선주 발행 규모가 많고 자사주도 많다

대신증권이 발행한 우선주는 1975년에 발행한 '우선주(003545)'와 2007년 발행한 '2 우선주 B (003547)' 두 가지가 있다. 두 주식 모두 비누적적이며, 우선주 배당이 없을 경우에만 한시적으로 의결권이 발생한다. 우선주는 보통주보다 50 원의 추가 배당이 있으며, 2 우선주 B는 보통주와 동일한 배당을 하는 대신 최저배당금(50 원)이 있다. 따라서 우선주(003545)가 2 우선주 B(003547)보다 비싸게 형성되어 있다. 2019년 6 월말 현재 우선주는 2,600 만주가 발행되어 460 만주의 자사주를 보유 중이다. 2 우선주 B는 1,000 만주가 발행되어 108 만주의 자사주를 보유 중이다.

우선주(003545)는 지난 1년 동안 일평균 4.8 억원의 거래대금을 기록한 반면, 2 우선주 B는 1.3 억원에 불과하다. 두 주식 모두 비슷한 배당수익률을 보이고 있어 투자 매력도에서 차이가 없다. 다만 주식유동성에서는 우선주(003545)가 낫다.

대신증권이 발행한 우선주 현황

	우선주 (003545)	2 우선주 B (003547)
발행시기	1975년	2007년
무배당시 누적 여부	비누적적	비누적적
의결권 부활 조항	무배당시 한시적 부활	무배당시 한시적 부활
배당 조건	보통주+1%(50 원)	보통주와 동일
최저 배당	1%(50 원)	1%(50 원)
총 주식수(A)	26,000,000	10,000,000
자사주(B)	4,600,000	1,080,000
유통주식수(A-B)	21,400,000	8,920,000

자료 대신증권 SK증권

2010년부터 대신증권 우선주들의 평균 배당수익률은 우선주 7.3%, 2 우선주 B 7.2%로 거의 같다. 우선주와 2 우선주 B 사이에 차익거래를 시도할만한 주가 격차는 존재하지 않는다. 10년 동안의 평균 배당수익률이 7.3%, 2019년 예상 배당수익률이 7.1%라는 점은 매우 매력적이다. 투자자들이 금융시장의 초기금리에 적응할수록 대신증권 우선주의 배당수익률은 내려갈 전망이다. 2013년처럼 배당금이 감소하는 것이 아니라, 주가가 상승하여 배당수익률이 내려갈 가능성성이 높다.

대신증권 우선주들의 배당수익률 추이



자료 대신증권 KRX, SK 증권

배당할인모형을 적용하여 목표주가 12,400 원 제시

대신증권 우선주 (003545)에 대해 12,400 원의 목표주가를 제시한다. 현 주가로부터 31%의 상승 여력이 있어 ‘매수’ 의견을 제시한다. 목표주가 산정은 배당할인모형 (Dividend Discount Model)을 사용했으며, 적정 배당수익률 4.7%를 적용한 후 無의결권 Discount 15%를 추가 적용했다. 목표주가 12,400 원을 기준으로 한 목표 배당수익률은 5.5%다. 이는 대신증권 우선주에게 기대할 수 있는 배당수익률은 5.5%이며, 그 이상의 배당수익률이 기대되는 상황이라면 매수해야 한다는 의미다.

국내 주식시장에서 우선주를 보는 시각은 다양하다. SK 증권은 대신증권 1 우선주를 ‘보통주 배당금에 연동(+50 원)하여 현금을 지급하는 영구신종자본증권’으로 보는 것이 실체(Entity)에 가장 가깝다고 판단한다. 대신증권의 실적이 크게 부진하지 않는다면 현 주가 기준으로 배당수익률이 급락하지는 않을 전망이다. 반대로 기업 실적이 호전될 경우 추가적인 배당금을 지급받을 수 있다는 장점도 있다.

대신증권 우선주(003545) 목표주가 계산 방법

$$\text{Target Price} = D_1 / (K_e - g)$$

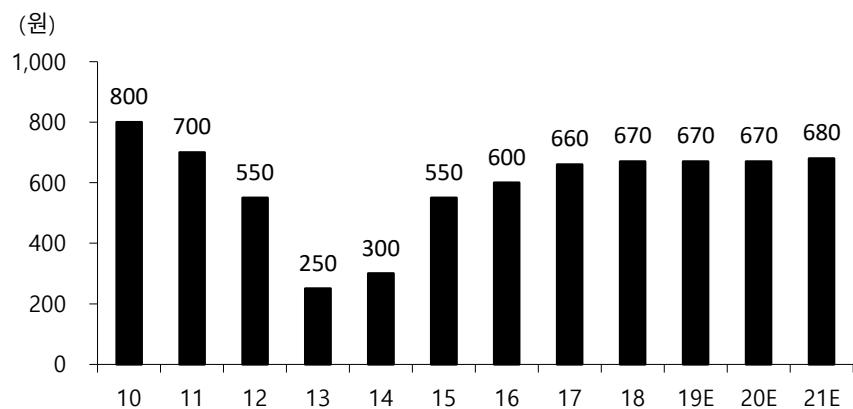
$$K_e = R_f + \text{Risk Premium}$$

- D_1 은 2021년 예상 배당금 680 원(보통주+50 원)
 - g 는 영구배당성장률 → 국내 TIPs Premium 0.7% 가정
 - R_f 는 국고채수익률 10년물 평균인 1.4%
 - β 는 2000년 이후 배당수익률의 변동성을 고려 → 1.45 적용
 - K_e 는 Risk Premium 계산 모델 3개를 평균 → 5.4%
 - 1) Macro Model → 3.5%
 - 2) 현재 금융주 주가를 역산한 모델 → 7.2%
 - 3) 금융업종 배당수익률+영구배당성장률 → 5.4%
- $\Rightarrow 680 원 / (5.4\% - 0.7\%) = 14,606 원$
- 1차 목표가격인 14,606 원에 15%의 無의결권 Discount 추가 적용

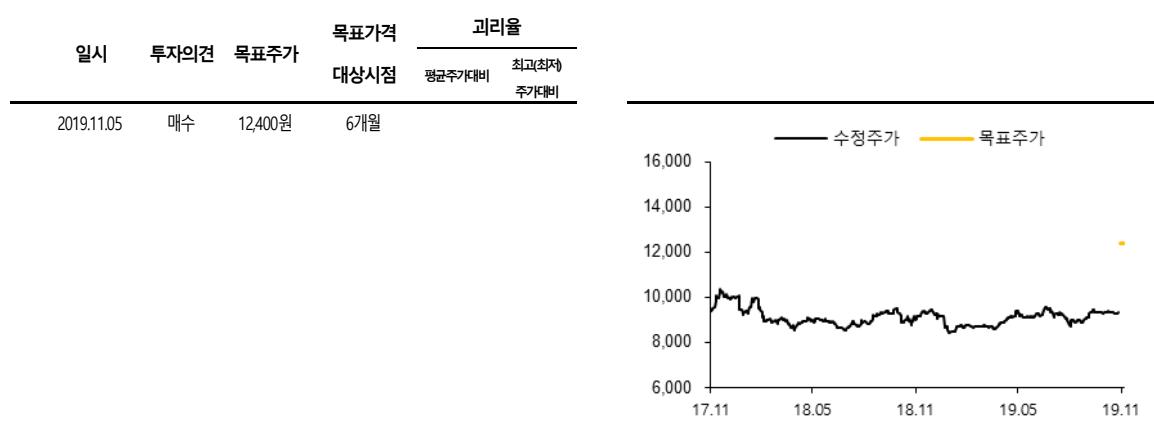
$$\Rightarrow 14,606 \times 85\% \approx 12,400 원$$

자료 SK 증권

대신증권 우선주의 배당금 추이와 예상



자료: 대신증권 SK 증권 추정



Compliance Notice

- 작성자(구경화)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 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
자산총계	17,447	19,151	20,581	20,909	20,813
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
부채총계	15,579	17,150	18,519	18,790	18,629
지배주주지분	1,868	1,969	2,029	2,086	2,150
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
자본총계	1,868	2,001	2,062	2,119	2,184

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업수익	494	559	529	553	575
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
영업이익	133	158	112	138	148
영업외이익	18	31	32	-3	-3
세전이익	151	189	144	135	145
법인세비용	35	49	35	33	35
법인세율 (%)	(23.4)	(25.7)	(24.2)	(24.2)	(24.2)
당기순이익	126	146	109	102	110
지배주주순이익	116	141	108	101	109
비지배주주순이익	10	5	1	1	1
보통주수정순이익	96	121	88	81	88
우선주배당금	20	20	20	20	20

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성 지표					
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
판관비/순영업수익	71.9	63.6	69.0	65.9	65.4
순영업수익 구성비					
수수료이익	42.9	46.6	41.7	38.7	38.3
이자이익	25.8	16.3	8.5	15.7	17.5
금융상품관련손익	13.4	30.7	39.7	34.1	32.5
기타	17.8	6.4	10.2	11.5	11.6
자본적정성, 신용위험					
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
주식수 (천주)					
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
수수료 상세금액 (십억원)					
Brokerage수수료	173	203	146	147	151
자산관리수수료	29	37	39	34	35
IB, 기타 수수료	52	74	75	76	80
성장률 (%)					
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
주당 지표 (원)					
EPS	1,616	1,964	1,538	1,444	1,547
보통주수정EPS	2,327	2,923	2,210	2,043	2,217
BPS	26,046	27,460	28,897	29,705	30,617
주당배당금	660	670	670	670	680
총배당성향 (%)	38.7	32.3	41.3	44.0	41.7
Valuation 지표					
PER(배)	5.5	4.6	6.1	6.5	6.1
PBR(배)	0.34	0.33	0.33	0.32	0.31
배당수익률 (%)	7.5	7.4	7.1	7.1	7.2

자료: 대신증권, SK 증권 추정