

# SK COMPANY Analysis



Analyst

구경회

kh.koo@sks.co.kr

02-3773-9083

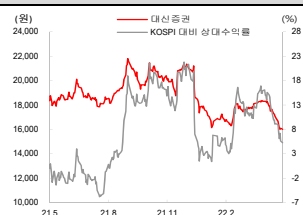
## Company Data

자본금	4,349 억원
발행주식수	8,677 만주
자사주	2,043 만주
액면가	5,000 원
시가총액	8,124 억원
주요주주	
자사주	28.36%
양홍석(외8)	14.81%
외국인지분률	14.30%
배당수익률	8.80%

## Stock Data

주가(22/05/17)	15,900 원
KOSPI	2620.4 pt
52주 Beta	0.75
52주 최고가	21,800 원
52주 최저가	15,900 원
60일 평균 거래대금	13 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-12.6%	-9.2%
6개월	-20.6%	-8.3%
12개월	-14.7%	3.6%

## 대신증권 (003540/KS | 매수(유지) | T.P 21,000 원(하향))

### 수익원 다각화 중인 고배당주

1Q22 지배주주순이익 663 억원으로 YoY -32%, 감익은 업계 공통적인 흐름. IB와 자회사 실적은 오히려 개선되면서, 타 증권사들에 비해 이익 감소 폭은 작음. 긴축으로 부동산 개발사업이 축소될 가능성이 높지만, 수익원 다각화로 이를 커버할 것. 목표주가 21,000 원으로 소폭 하향조정하지만, 지금은 주가 바닥 수준

### 1Q22 지배주주순이익 YoY -32%, IB와 자회사 실적은 오히려 개선

1Q22 지배주주순이익은 663 억원으로 전년동기대비 -32% 감소했다. 다른 증권주도 마찬가지지만 1) 주식거래대금의 감소와 2) 급리금등으로 인한 유가증권운용손익의 부진이 이익 감소의 주 원인이다. 오히려 대신증권은 수익원 다각화의 영향으로 이익 감소 폭이 작았던 편에 속한다. 전년동기와 비교해 보면, IB 수익과 자회사들의 실적은 오히려 개선되었다.

### 수익원 다각화로 부동산 개발사업의 축소를 다른 부문에서 커버할 것

사업구조가 대부분 비슷한 국내 증권업계에서, 대신증권처럼 부동산 금융, NPL 등으로 사업을 다각화한 기업이 있다는 것은 투자 선택의 폭을 넓혀줄 것이다. 향후 긴축으로 인해 신규 부동산 개발사업의 규모와 수익률이 저하될 수 있는 것은 단점이다. 하지만 반대로 고금리로 인해 NPL 시장이 커질 가능성을 감안하면, 수익원 다각화는 긍정적인 것으로 작용할 전망이다.

### 목표주가 21,000 원으로 소폭 하향조정하지만, 지금은 주가 바닥 수준

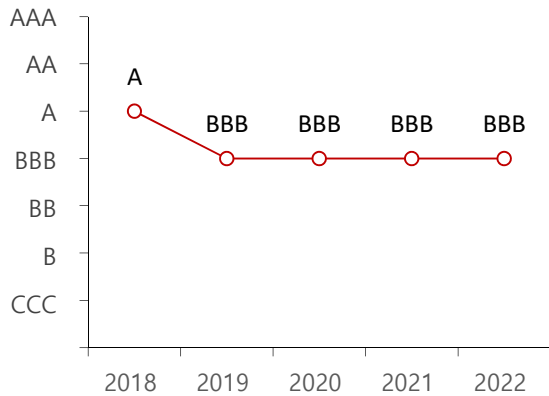
증시 부진을 감안하여 목표주가를 21,000 원으로 하향조정 (기존 24,000 원)한다. 하지만 배당의 가이드라인 (최하 1,200 원)을 감안하면 현 주가에서 7% 이상의 배당수익률을 기대할 수 있다. 최근 주가 하락으로 PBR 이 0.4 배 내외로 다시 내려왔는데, 경험적으로 지금보다 PBR 이 낮았던 시기는 그리 길지 않았다. '매수' 의견을 유지한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
순영업수익	십억원	530	722	1,421	778	805	826
YoY	%	-5.2	36.4	96.7	-45.2	3.5	2.6
영업이익	십억원	100	239	886	267	294	320
YoY	%	-37.1	140.0	270.2	-69.8	9.9	9.0
지배주주순이익	십억원	95	148	617	196	215	235
YoY	%	-32.8	56.4	316.1	-68.2	9.8	8.9
영업이익/순영업수익	%	18.8	33.1	62.3	34.4	36.5	38.7
순영업수익/자산	%	2.7	3.5	6.4	3.5	3.7	3.8
ROE	%	4.8	7.3	14.5	7.3	7.7	3.4
ROA	%	0.49	0.72	2.78	0.87	0.98	0.45
총배당성향	%	75.3	55.2	13.3	41.7	37.9	34.8
EPS	원	1,349	2,204	9,174	2,917	3,204	3,491
BPS	원	28,265	30,476	39,007	40,708	42,696	42,929
주당배당금	원	1,000	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
PER	배	8.9	5.0	2.2	5.5	5.0	4.6
PBR	배	0.43	0.36	0.51	0.39	0.37	0.37
배당수익률	%	8.3	10.9	6.0	7.5	7.5	7.5

# 1. ESG 하이라이트

## 대신증권의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

## Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
<b>대신증권 종합 등급</b>	<b>BBB</b>	<b>N.A</b>	<b>40.8</b>
환경(Environment)	15.3	NA	18.1
사회(Social)	35.3	NA	14.3
지배구조(Governance)	54.6	NA	89.9
<b>&lt;비교업체 종합 등급&gt;</b>			
키움증권	A	NA	39.9
NH 투자증권	A	B+	49.0
삼성증권	A	A-	59.0
한국금융지주	A	D+	32.4
미래에셋증권	A	B+	37.7

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

## SK 증권 리서치의 대신증권 ESG 평가

ESG 평가기관들로부터의 등급은 높은 편이 아님. 국내 평가사로부터는 환경 (E) 부문에서, Bloomberg 로부터는 환경과 사회 (S) 부문에서 낮은 평가를 받음

환경 부문에서의 낮은 점수는 타 증권사들과 마찬가지로 환경과 관련되어 ESG 정책을 적극적으로 보유하지 않았기 때문

아직 ESG 채권 발행에 대해서는 데이터가 없음. 언론 기사에 라임펀드 관련 내용, DLS 판매관련 소송 등이 많이 회자되는 것이 불리하게 작용

자료: SK 증권

## 대신증권의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

## 대신증권의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.02.03	사회 (Social)	美서 국내 금융사 상대로 잇따른 소송...대신증권 "적극 대응"
2022.02.03	사회 (Social)	대신증권 DLS 판매 관련 600 억원대 소송
2021.11.12	사회 (Social)	금융당국 라임 사태 신한금융KB 증권-대신증권 제재
2021.9.24	기타	금감원 DLF 항소결정에 대신 등 라임-옵티머스 판매사 징계에 영향
2021.8.31	사회 (Social)	서울고검 라임펀드 환매취소 대신증권 재수사 명령
2021.8.25	사회 (Social)	라임펀드 대신증권 피해자, 분주위 80% 배상 조정안 수용

자료: 주요 언론사 (지속가능발전소 정리), SK 증권

## 2. 목표주가 및 밸류에이션

### 대신증권 목표주가 계산 방법

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

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

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

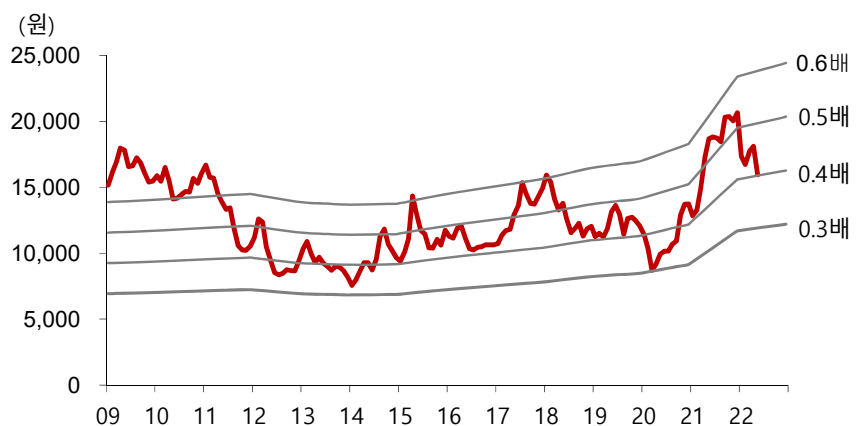
- ROE = 2022~2023 년 예상치 (평균 7.5%)에 장기 배당성향을 50%로 적용하여 계산된 <배당가능 ROE> 3.8%를 적용
- g 는 영구배당성장률 → 0.2% 가정
- Rf 는 국고채수익률 장기 전망치인 1.3% (최근 금리가 아닌 장기 전망치)
- β 는 60 개월 주식베타인 1.25 적용 (실제보다 보수적 수치)
- BPS (주당순자산가치)는 2022 년 6 월말 예상치 39,858 원
- Risk Premium 다모다란 교수가 제시한 신흥국의 ERP 추정식을 활용 → 4.8%
- $\text{Ke} = 1.3\% + 1.25 \times 4.8 = 7.4\%$

$$\Rightarrow 3.8\% / (7.4\% - 0.2\%) \times 39,858 \text{ 원} \approx 21,000 \text{ 원}$$

(24,000 원에서 하향조정)

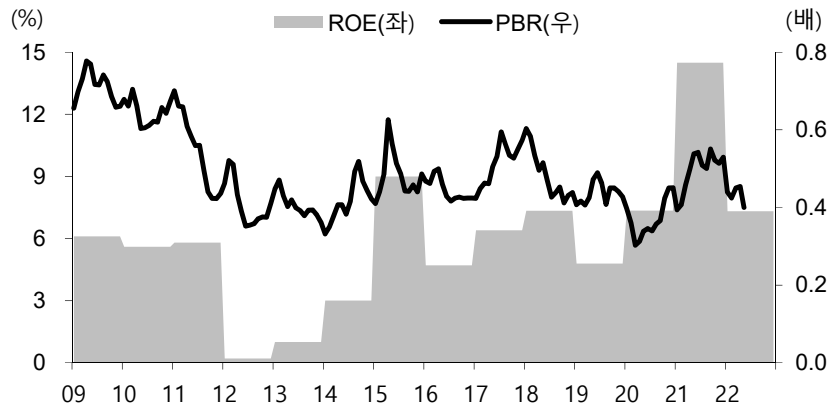
자료: SK 증권

### 대신증권의 주가와 PBR 밴드



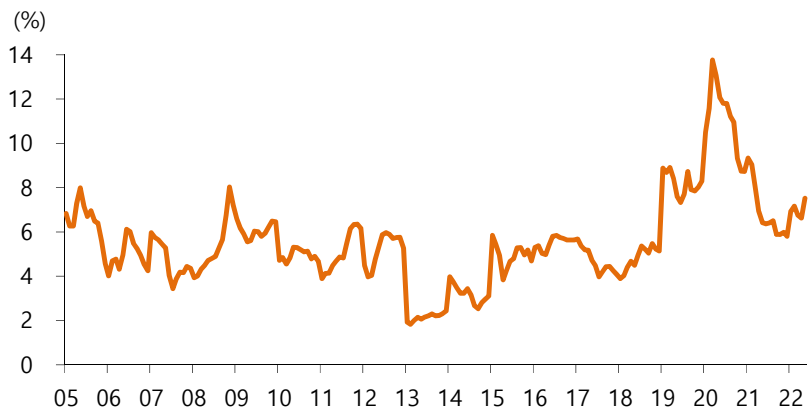
자료: 대신증권, KRX, SK 증권 추정

대신증권의 PBR 과 ROE 추이



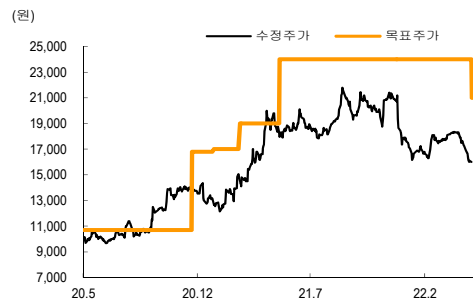
자료: 대신증권, KRX, SK 증권 추정

대신증권의 배당수익률 추이



자료: 대신증권, KRX, SK 증권 추정 (2022년 배당금 1,200 원 가정)

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.05.18	매수	21,000원	6개월		
2021.11.23	매수	24,000원	6개월	-21.84%	-9.17%
2021.05.21	매수	24,000원	6개월	-19.38%	-9.17%
2021.03.08	매수	19,000원	6개월	-11.08%	5.26%
2021.01.18	매수	17,000원	6개월	-22.11%	-11.47%
2020.12.08	매수	16,800원	6개월	-19.90%	-14.58%
2020.05.19	중립	10,700원	6개월	6.39%	31.78%



### 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 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 (2022년 5월 18일 기준)

매수	92.86%	중립	7.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
현금, 예치금	3,681	4,132	2,893	2,922	2,045
유가증권, 금융자산	8,227	8,970	9,150	9,241	9,426
대출채권	4,668	5,010	5,161	5,057	5,209
유형자산, 부동산	2,761	3,045	3,105	3,043	3,104
무형자산	131	114	166	161	166
기타자산	2,036	1,491	1,506	1,461	1,476
<b>자산총계</b>	<b>21,504</b>	<b>22,763</b>	<b>21,981</b>	<b>21,886</b>	<b>21,426</b>
예수부채	4,618	5,302	5,355	5,408	5,462
차입성부채	9,990	12,025	10,221	10,119	8,601
기타금융부채	2,256	1,542	1,565	1,550	1,573
비이자부채	2,563	1,241	2,073	1,909	2,875
<b>부채총계</b>	<b>19,426</b>	<b>20,110</b>	<b>19,214</b>	<b>18,986</b>	<b>18,512</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>2,048</b>	<b>2,622</b>	<b>2,736</b>	<b>2,870</b>	<b>2,885</b>
보통주자본금	255	255	255	255	255
우선주자본금	180	180	180	180	180
자본잉여금	695	695	695	695	695
이익잉여금	1,032	1,569	1,683	1,817	1,833
기타자본	-114	-77	-77	-77	-77
자기주식	-229	-229	-229	-229	-229
비지배주주지분	29	32	31	30	29
<b>자본총계</b>	<b>2,077</b>	<b>2,653</b>	<b>2,767</b>	<b>2,899</b>	<b>2,915</b>

**포괄손익계산서**

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>순영업수익</b>	<b>722</b>	<b>1,421</b>	<b>778</b>	<b>805</b>	<b>826</b>
수수료이익	445	518	408	413	456
수수료수익	479	580	474	483	532
수수료비용	34	62	66	70	75
이자이익	69	141	155	156	155
이자수익	281	346	378	369	355
이자비용	212	204	224	213	200
금융상품관련손익	89	164	95	98	95
기타 손익	119	597	120	138	120
대손비용	56	60	45	41	45
판매관리비	427	475	466	470	461
<b>영업이익</b>	<b>239</b>	<b>886</b>	<b>267</b>	<b>294</b>	<b>320</b>
영업외이익	-20	-18	0	0	0
<b>세전이익</b>	<b>219</b>	<b>867</b>	<b>267</b>	<b>294</b>	<b>320</b>
법인세비용	72	251	72	79	86
법인세율 (%)	(33.0)	(29.0)	(27.0)	(27.0)	(27.0)
<b>당기순이익</b>	<b>147</b>	<b>616</b>	<b>195</b>	<b>214</b>	<b>234</b>
지배주주순이익	148	617	196	215	235
비지배지분순이익	-1	-1	-1	-1	-1
보통주수정순이익	111	302	159	178	197
우선주배당금	37	37	37	37	37

**주요투자지표 I**

12월 결산(%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>수익성 지표</b>					
수정ROE	7.3	14.5	7.3	7.7	3.4
ROA	0.72	2.78	0.87	0.98	0.45
영업이익/순영업수익	33.1	62.3	34.4	36.5	48.9
순영업수익/자산	3.5	6.4	3.5	3.7	1.1
판매비/순영업수익	59.1	33.4	59.9	58.4	46.6
<b>순영업수익 구성비</b>					
수수료이익	61.6	36.5	52.5	51.3	57.8
이자이익	9.6	10.0	19.9	19.4	11.8
금융상품관련손익	12.3	11.6	12.2	12.2	25.7
기타	16.5	42.0	15.4	17.1	4.8
<b>자본적정성, 신용위험</b>					
구(舊) NCR (%)	307.4	342.3	350.5	368.9	350.5
자산/자기자본 (배)	10.4	8.6	7.9	7.5	7.4
채무보증/자기자본 (%)	43.7	37.2	38.0	34.0	36.0
<b>주식수 (천주)</b>					
보통주	50,773	50,773	50,773	50,773	50,773
자기주식	13,883	13,883	13,883	13,883	13,883
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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>수수료 분류 (별도, 십억원)</b>					
Brokerage수수료	323	346	255	273	317
자산관리수수료	26	40	42	44	46
IB, 기타 수수료	113	147	177	166	168
<b>성장률 (%)</b>					
순영업수익증가율	36.4	96.7	-45.2	3.5	2.6
자산증가율	10.6	5.9	-3.4	-0.4	-2.1
EPS증가율	63.4	316.1	-68.2	9.8	8.9
BPS증가율	7.8	28.0	4.4	4.9	0.5
배당금증가율	20.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>주당 지표 (원)</b>					
EPS	2,204	9,174	2,917	3,204	3,491
보통주수정EPS	3,001	8,179	4,299	4,822	5,345
BPS	30,476	39,007	40,708	42,696	42,929
주당배당금	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
총배당성장률 (%)	55.2	13.3	41.7	37.9	34.8
<b>Valuation 지표</b>					
PER(배)	5.0	2.2	5.5	5.0	4.6
PBR(배)	0.36	0.51	0.39	0.37	0.37
배당수익률 (%)	10.9	6.0	7.5	7.5	7.5

자료: 대신증권, KRX, SK 증권 추정