

SK COMPANY Analysis



Analyst
구경희

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

Company Data

자본금	1,451 억원
발행주식수	2,902 만주
자사주	50 만주
액면가	5,000 원
시가총액	27,662 억원
주요주주	
다우기술(외6)	41.26%
국민연금공단	12.50%
외국인지분률	25.50%
배당수익률	2.80%

Stock Data

주가(21/11/22)	109,000 원
KOSPI	3,013.25 pt
52주 Beta	1.45
52주 최고가	162,000 원
52주 최저가	101,000 원
60일 평균 거래대금	85 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.9%	0.1%
6개월	-16.3%	-10.6%
12개월	-8.7%	-21.7%

키움증권 (039490/KS | 매수(유지) | T.P 140,000 원(하향))

거래대금 감소세를 감안해도 낮은 주가

거래대금 감소와 금리 상승 등을 감안하여 목표주가 14 만원으로 하향조정. 그럼에도 PER 4배 내외에 불과한 최근 주가는 너무 낮아 매수 의견 유지. 2022년 실적 모멘텀이 떨어지는 것은 사실이지만, 증시 환경에 따라 변화 가능성도 큼. 비 브로커리지 부문의 탄탄한 추세와 글로벌 증시의 하방 경직성이 유지되는 것은 장점

거래대금 감소와 금리 상승 등을 감안하여 목표주가 14 만원으로 하향조정

지난 2 월 이후 키움증권은 증시 거래대금의 감소세를 반영하여 주가가 약세를 지속하고 있다. 증자로 인한 희석을 감안하더라도 금년의 주가 하락 폭 (최대 -40%)은 다소 과도하다. 거래대금 감소와 금리 상승 요인을 감안하여 목표주가를 140,000 원으로 하향 조정 (기존 165,000 원)한다. 그럼에도 비 브로커리지 부문에서의 탄탄한 추세와 글로벌 증시의 하방 경직성이 유지되는 점을 고려할 때, 현 주가는 낮다고 판단한다.

2022년 실적 모멘텀이 떨어지는 것은 사실이지만, 변화 가능성도 높음

2021년 지배주주순이익은 8,710 억원으로 전년대비 24% 늘어날 전망이다. 증시 거래대금 고점이 1Q 엿음에도 불구하고, 분기별 이익은 급감하지 않았다. 특히 IB 수수료와 이자이익이 크게 증가하면서 거래대금 감소세를 커버 중이다. 최근의 거래대금을 감안할 때 2022년에는 순이익이 15% 감소할 것으로 추정했다. 하지만 거래대금 자체의 변동성이 크기 때문에, 향후 증시 호전 여부에 따라 변화 가능성은 크다.

PER 4배에 불과한 최근 주가는 저평가

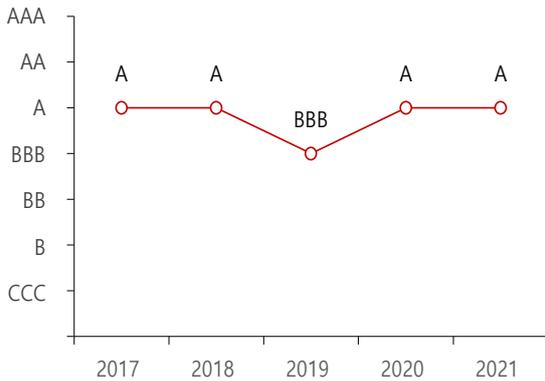
장기적인 관점에서 볼 때, 브로커리지 의존도가 높은 키움증권의 PER가 경쟁사들에 비해 낮은 것은 합리적이다. 하지만 2022년 PER가 4배 내외에 불과한 최근의 주가는 과도하게 낮은 것으로 판단하여 '매수(Buy)' 의견을 유지한다. 당분간 증권주 내에서도 증시에 가장 민감한 주식으로서의 성격을 이어갈 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
순영업수익	십억원	631	883	1,478	1,822	1,635	1,777
YoY	%	6.4	40.0	67.3	23.3	-10.3	8.7
영업이익	십억원	289	474	969	1,173	993	1,096
YoY	%	-8.5	63.9	104.6	21.0	-15.4	10.4
지배주주순이익	십억원	193	363	703	871	738	809
YoY	%	-19.6	87.7	93.9	23.9	-15.3	9.5
영업이익/순영업수익	%	45.8	53.6	65.6	64.4	60.7	61.7
순영업수익/자산	%	4.2	4.2	4.8	4.5	3.6	3.7
ROE	%	10.8	17.0	27.6	24.8	16.4	15.6
ROA	%	1.28	1.74	2.32	2.16	1.65	1.71
총배당성향	%	19.7	13.7	8.9	10.0	11.8	10.8
EPS	원	7,609	14,574	28,107	29,990	25,407	27,828
BPS	원	80,397	89,743	114,155	143,882	166,284	191,107
주당배당금	원	1,500	2,000	2,500	3,000	3,000	3,000
PER	배	12.9	5.3	3.3	3.6	4.3	3.9
PBR	배	1.22	0.86	0.81	0.76	0.66	0.57
배당수익률	%	1.5	2.6	2.7	2.8	2.8	2.8

1. ESG 하이라이트

키움증권의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
키움증권 종합 등급	A	NA	21.9
환경 (Environment)	9.3	NA	NA
사회 (Social)	38.7	NA	35.0
지배구조 (Governance)	62.1	NA	51.8
<비교업체 종합 등급>			
대신증권	BBB	NA	38.6
NH 투자증권	BBB	B+	47.4
삼성증권	A	A-	46.9
한국금융지주	A	D+	19.7
미래에셋증권	A	B-	29.8

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 키움증권 ESG 평가

전반적으로 ESG 등급은 국내 평가사로부터는 좋은 평가를 받고 있으나, 해외 평가사로부터는 낮은 평가를 받고 있음. 환경과 관련해서 정책을 적극적으로 갖고 있지 않기 때문으로 추정

타 대형 증권사들에 비해 ESG 채권 발행 등이 부족하기 때문에, 이 부분을 강화해야 할 것으로 판단

국내 뉴스 상으로는 트레이딩 시스템 장애로 인한 투자자들의 불편이 종종 발생하는 것으로 나타남. 하지만 워낙 시장점유율이 높기 때문에 나타나는 모습이라고 판단

자료: SK 증권

키움증권의 ESG 채권 발행 내역

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

자료: KRX, SK 증권

키움증권의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.1.21	사회 (Social)	특 하면 멈추는 주식 MTS..키움증권 피해보상 19년 대비 20년 10배 늘어
2020.10.7	사회 (Social)	[2020 국감] 키움증권 시스템 장애, 최다 민원 1위는 KB 증권
2020.9.28	사회 (Social)	올해 전산사고만 6번째 키움증권 MTS 장초반 먹통
2020.8.22	사회 (Social)	HTS 오류 펀드 환매 연기 바람잘날 없는 키움증권
2020.7.3	사회 (Social)	홍콩 젠투파트너스, 키움증권 등 판매한 1조 3000억원 규모 젠투 펀드 환매 연기
2020.6.26	사회 (Social)	만기 남은 옵티머스펀드 4,500억대..젠투펀드는 또 환매 중단

자료: 주요 언론사, SK 증권

2. 밸류에이션

키움증권 목표주가 계산 방법

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

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

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

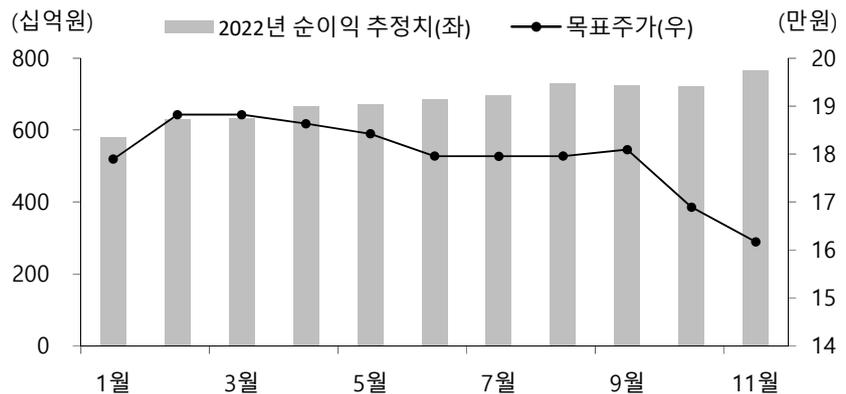
- ROE = 2022~2023 년 예상치 (평균 16.0%)에 장기 배당성향을 40%로 적용하여 계산된 <배당가능 ROE> 6.4%를 적용
- g 는 영구배당성장률 → 1.3% 가정
- Rf 는 국고채수익률 장기 전망치인 1.3% (1.1%에서 변경)
- β 는 60 개월 주식베타인 1.35 적용
- BPS(주당순자산가치)는 2021 년말 예상치 143,882 원
- Risk Premium 다모다란 교수가 제시한 신흥국의 ERP 추정식을 활용 → 4.8%
- Ke = 1.3% + 1.35 X 4.8 = 7.8%

⇒ **6.4% / (7.8% - 1.3%) X 143,882 원 ≒ 140,000 원**

(165,000 원에서 하향조정)

자료: SK 증권

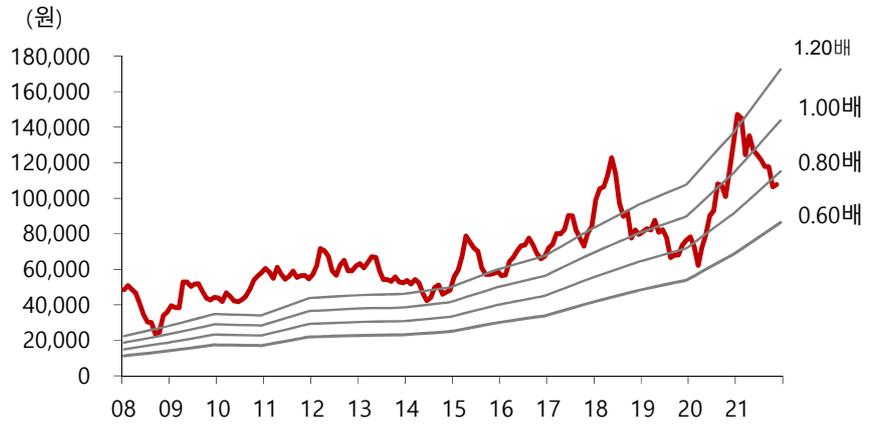
2022 년 키움증권 순이익과 목표주가 컨센서스의 변화 추이



자료: FnGuide, SK 증권

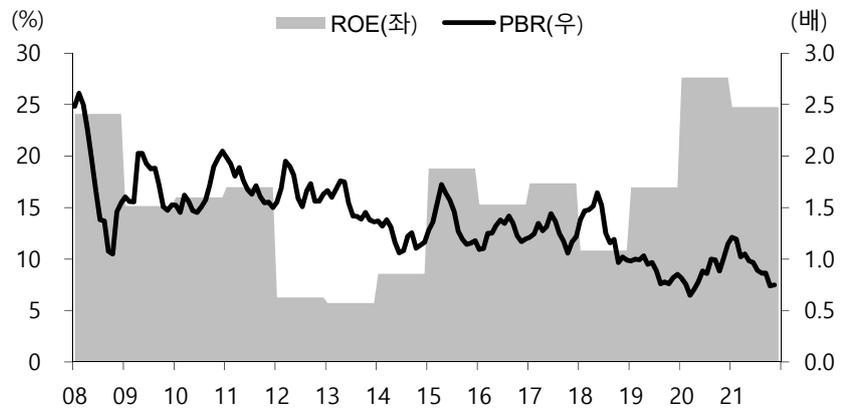
주: SK 증권 추정치가 아니라 FnGuide 에서 취합한 시장 컨센서스

키움증권의 주가와 PBR 밴드 추이



자료: 키움증권, KRX, SK 증권

키움증권의 PBR 과 ROE 추이



자료: 키움증권, KRX, SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.11.23	매수	140,000원	6개월		
2021.06.23	매수	165,000원	6개월	-29.85%	-18.18%
2021.05.21	매수	195,000원	6개월	-32.16%	-19.23%
2021.05.13	매수	195,000원	6개월	-30.75%	-19.23%
2021.02.10	매수	195,000원	6개월	-30.43%	-19.23%
2021.01.18	매수	195,000원	6개월	-23.98%	-19.23%
2020.12.08	매수	170,000원	6개월	-19.67%	-4.71%
2020.09.03	중립	120,000원	6개월	-8.19%	20.42%
2020.05.26	중립	80,000원	6개월	20.47%	47.50%



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 (2021년 11월 23일 기준)

매수	91.04%	중립	8.96%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
현금, 예치금	1,945	3,620	6,516	7,167	7,454
유가증권, 금융자산	14,855	22,277	22,990	24,140	24,912
대출채권	5,382	6,763	8,995	9,534	10,011
유형자산, 부동산	263	495	510	528	544
무형자산	60	71	71	71	71
기타자산	869	4,365	5,067	5,259	6,059
자산총계	23,374	37,591	44,148	46,700	49,052
예수부채	6,416	14,376	17,251	18,286	19,200
차입성부채	9,360	11,497	12,991	13,381	13,783
기타금융부채	4,205	3,933	4,051	4,234	4,361
비이자부채	1,135	4,900	5,636	5,917	6,095
부채총계	21,115	34,706	39,929	41,818	43,438
지배주주지분	2,234	2,857	4,181	4,832	5,553
보통주자본금	110	120	131	131	131
우선주자본금	16	7	14	14	14
자본잉여금	527	541	1,039	1,039	1,039
이익잉여금	1,660	2,306	3,115	3,765	4,487
기타자본	-80	-118	-118	-118	-118
자기주식	-39	-39	-39	-39	-39
비지배주주지분	24	28	39	50	61
자본총계	2,258	2,885	4,220	4,882	5,614

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
순영업수익	883	1,478	1,822	1,635	1,777
수수료이익	363	728	975	887	1,005
수수료수익	472	917	1,172	1,092	1,225
수수료비용	110	189	197	205	220
이자이익	302	386	529	568	592
이자수익	521	608	747	813	849
이자비용	219	222	218	246	256
금융상품관련손익	156	438	280	150	150
기타 손익	63	-73	38	31	30
대손비용	18	9	9	9	9
판매관리비	391	500	640	634	672
영업이익	474	969	1,173	993	1,096
영업외이익	19	15	30	28	20
세전이익	492	984	1,203	1,021	1,116
법인세비용	130	278	321	271	297
법인세율 (%)	(26.5)	(28.2)	(26.7)	(26.5)	(26.6)
당기순이익	362	706	882	750	819
지배주주순이익	363	703	871	738	809
비지배지분순이익	-1	3	11	12	11
보통주수정순이익	348	697	859	726	796
우선주배당금	15	7	12	12	12

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
수익성 지표					
ROE	17.0	27.6	24.8	16.4	15.6
ROA	1.74	2.32	2.16	1.65	1.71
영업이익/순영업수익	53.6	65.6	64.4	60.7	61.7
순영업수익/자산	4.2	4.8	4.5	3.6	3.7
판매비/순영업수익	44.3	33.8	35.1	38.8	37.8
순영업수익 구성비					
수수료이익	41.1	49.3	53.5	54.2	56.5
이자이익	34.2	26.1	29.0	34.7	33.3
금융상품관련손익	17.6	29.6	15.4	9.2	8.4
기타	7.1	-4.9	2.1	1.9	1.7
자본적정성, 신용위험					
구(舊) NCR (%)	163.8	226.1	215.0	231.0	233.5
자산/자기자본 (배)	10.3	13.0	10.5	9.6	8.7
채무보증/자기자본 (%)	96.0	59.1	44.4	42.3	40.4
주식수 (천주)					
보통주	22,100	24,029	26,034	26,034	26,034
자기주식	500	500	500	500	500
우선주	3,293	1,496	2,825	2,825	2,825
자기주식	0	0	0	0	0

주요투자지표 II

12월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
수수료 분류 (별도, 십억원)					
Brokerage수수료	240	664	810	792	811
WM, 상품수수료	8	14	17	18	19
IB, 기타 수수료	186	192	263	282	297
성장률 (%)					
순영업수익증가율	40.0	67.3	23.3	-10.3	8.7
자산증가율	28.1	60.8	17.4	5.8	5.0
EPS증가율	91.5	92.9	6.7	-15.3	9.5
BPS증가율	11.6	27.2	26.0	15.6	14.9
배당금증가율	33.3	25.0	20.0	0.0	0.0
주당 지표 (원)					
EPS	14,574	28,107	29,990	25,407	27,828
보통주수정EPS	16,121	29,613	32,744	27,667	30,349
BPS	89,743	114,155	143,882	166,284	191,107
주당배당금	2,000	2,500	3,000	3,000	3,000
총배당성장률 (%)	13.7	8.9	10.0	11.8	10.8
Valuation 지표					
PER(배)	5.3	3.3	3.6	4.3	3.9
PBR(배)	0.86	0.81	0.76	0.66	0.57
배당수익률 (%)	2.6	2.7	2.8	2.8	2.8

자료: 키움증권, KRX, SK 증권 추정

주: 주가는 11월 22일 기준