

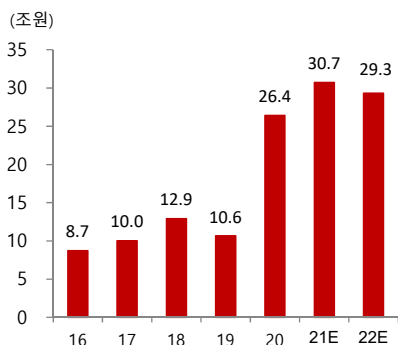
SK INDUSTRY Analysis



Analyst
구경희

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

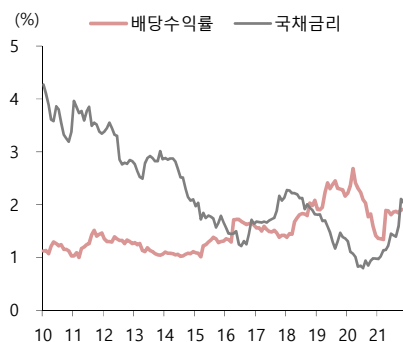
국내 증시 일평균 거래대금 추정



자료: KRX, SK 증권

주: KOSPI+코스닥+ETF 기준

국내 증시 배당수익률과 국채금리 (3년물)



자료: KRX, Quantwise, SK 증권

증권

장기 전망은 밝으나 거래대금 둔화로 단기 모멘텀 부족

거래대금 감소 추세로 인해 단기적으로 상승 모멘텀 부족, 증권업에 대해 '중립' 의견 제시. 최근 흐름을 감안해 2022년 국내 증시의 일평균 거래대금 추정치를 29.3조원, 회전율을 235%로 하향조정. 단기적인 정체에도 불구하고 증권시장으로의 자금 유입은 지속될 것이어서, 증권업의 장기 전망은 밝음. Top Pick은 삼성증권으로, WM과 IB의 균형 성장이 예상되는 기업

증권업, 장기 전망은 밝으나 단기적으로는 상승 모멘텀 부족

2022년에는 증시 거래대금이 감소할 가능성이 높아 주가 상승 모멘텀이 부족하다. 업종 투자 의견으로 '중립 (Neutral)'을 제시한다. 반면 장기적으로 증권업의 미래는 밝다. 금융시장 자금이 증권시장으로 계속 유입될 가능성이 높기 때문이다. 브로커리지보다는 개인자산관리 위주의 리테일 사업구조를 보유한 증권사가 유망하다. 금리 상승세가 유지되는 동안에는 부동산 금융 의존도가 높은 증권사는 매력적이지 않아 보인다.

2022년 거래대금 추정치 하향조정, 1회성 요인 소멸로 이익은 감소 예상

최근 증시 흐름을 감안하여 2022년 국내 증시의 일평균 거래대금 추정치를 29.3조원으로 하향조정한다. 거래대금 추정을 위한 시가총액회전율(거래대금/시가총액)은 235%로 가정했다. 이는 2020년 (360%)과 2021년 (290% 예상)에 비해서는 낮지만, 그 이전 200%를 하회하던 시기에 비해서는 여전히 높은 수준이다. SK증권이 커버하는 5개 증권사 (한국, 삼성, 키움, NH, 대신)의 2022년 지배주주순이익은 3.5조원으로 전년대비 30% 감소할 전망이다. 위탁수수료의 감소세를 반영했으며, 유가증권운용이익이 계속 초호황을 유지하기는 어렵다는 점을 감안했다. 1회성 요인 (카카오뱅크 상장, 나인원한남 분양 등)이 소멸된 영향도 반영했다.

증권시장으로의 자금 유입이 지속될 것이어서, 장기 전망은 밝음

2022년의 수익 정체에도 불구하고, 장기적인 차원에서 증권시장으로의 자금 유입은 지속될 것이어서 증권업의 전망은 밝다. 그 이유는 세 가지다. 첫째, 많은 투자자산 중에서 한국 주식의 밸류에이션이 가장 덜 올랐다. 둘째, 국내 상장사들의 배당 확대 및 주주환원이 늘어날 가능성이 높고, 금리에 비해 배당수익률이 매력적이다. 셋째, 인구구조 변화가 주식 투자의 저변을 확대할 전망이다.

Top Pick은 삼성증권(016360), WM과 IB의 균형 성장 예상

SK리서치의 Top Pick은 삼성증권이다. 삼성증권은 1) 개인 자산관리의 경쟁력에서 나오는 높은 잠재성장률, 2) IB에서의 경쟁력, 3) 대형 증권사 중 가장 주주친화적인 배당정책 등이 투자 포인트다. 현 주가 기준으로 6%대의 배당수익률을 기대할 수 있다. 64,000원의 목표주가와 '매수' 의견을 유지한다.

Contents

1. 증권업종 투자의견 '중립'	3
2. 거래대금 감소세를 감안해 수익 추정치 변경	7
3. 장기적으로 주식시장으로의 자금 유입은 지속될 것	12
4. Company Analysis	20
삼성증권 (016360, 매수, TP 64,000 원)	21
한국금융지주 (071050, 매수, TP 130,000 원)	26
NH투자증권 (005940, 매수, TP 16,000 원)	32
키움증권 (039490, 매수, TP 140,000 원)	37
대신증권 (003540, 매수, TP 24,000 원)	43

Compliance Notice

- 작성자(구경화)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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 (6개월 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%
----	--------	----	-------	----	----

1. 증권업종 투자의견 '중립'

(1) 증권주 투자의견 '중립'이지만 장기 전망은 밝음

2022 년 거래대금 감소할
전망이어서, 상승 모멘텀 부족

증권업종에 대한 투자전략은 다음과 같다. 첫째, 2022년에는 증시 거래대금이 감소할 가능성이 높아, 당분간 주가 상승 모멘텀이 부족하다. 증권업종 투자의견으로 '중립(Neutral)'을 제시한다. 둘째, 그럼에도 장기적으로 증권업의 미래는 밝다. 금융시장 자금이 증권시장으로 계속 유입될 가능성이 높기 때문이다. 셋째, 브로커리지보다는 WM (Wealth Management) 위주의 리테일 사업구조를 가진 증권사가 유망하다. 삼성증권 (016360/KS)을 Top Pick 으로 제시하는 이유다. 넷째, 금리 상승세가 유지되는 동안에는 부동산 금융 의존도가 높은 증권사는 매력적이지 않아 보인다.

증권업종 투자전략 요약

1. 2022 년 거래대금 감소 가능성이 높아 단기 모멘텀 부족
2. 금융시장 자금이 증권시장으로 계속 유입될 전망이어서 장기 전망은 밝음
3. WM 위주의 리테일 사업구조가 유리, 삼성증권을 Top Pick 으로 제시
4. 금리 상승세 유지될 경우 부동산금융 의존도 높은 증권사는 매력적이지 않음

자료: SK 증권

(2) 2022 년 순이익은 1 회성 요인 소멸 등으로 인해 감소할 전망

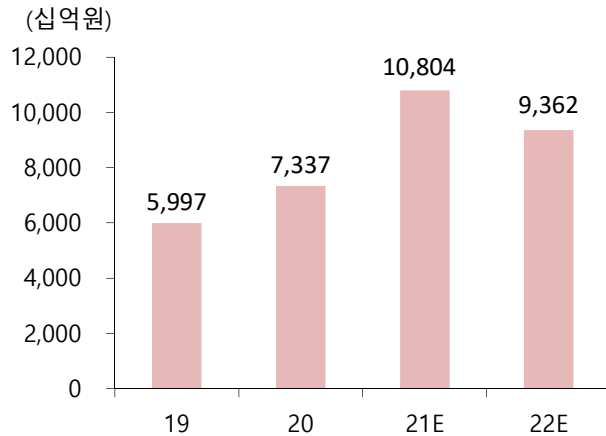
2022 년 순영업수익, YoY
13% 감소할 전망

2022 년 5 개 커버리지 증권사 (한국, 삼성, 키움, NH, 대신)의 순영업수익은 9.4 조원, 순이익은 3.5 조원으로 각각 전년대비 -13%, -30% 감소할 전망이다. 위탁수수료의 감소 추정치를 반영했으며, 아무래도 유가증권운용이익이 계속 호조황을 유지하기는 어렵다는 점을 감안했다. 1 회성 요인 (카카오뱅크 상장, 나인원한남 분양 등)들이 소멸되는 영향도 반영했다.

2022 년, 일평균 거래대금
29.3 조원으로 추정

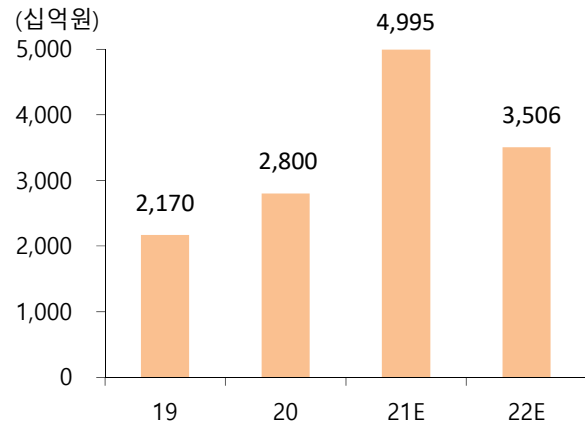
기준에 제시하던 2022 년 국내 증시 거래대금 추정치를 일평균 35.3 조원에서 29.3 조원으로 수정 제시한다. 이미 금년 하반기부터 시가총액회전율(거래대금/시가총액)이 낮아지고 있는 점을 반영한 것이다. 2022 년 시가총액회전율은 235%로 전년도 (290%)에 비해 낮아질 전망이다. 하지만 200%에도 못미치던 2019 년까지의 수치에 비해서는 한 단계 높아진 수준을 유지할 전망이다.

5개 커버리지 증권사의 순영업수익 전망



자료: 각 회사, SK 증권 추정
주: 한국금융지주, 삼성증권, 키움증권, NH투자증권, 대신증권 기준

5개 커버리지 증권사의 지배주주순이익 전망



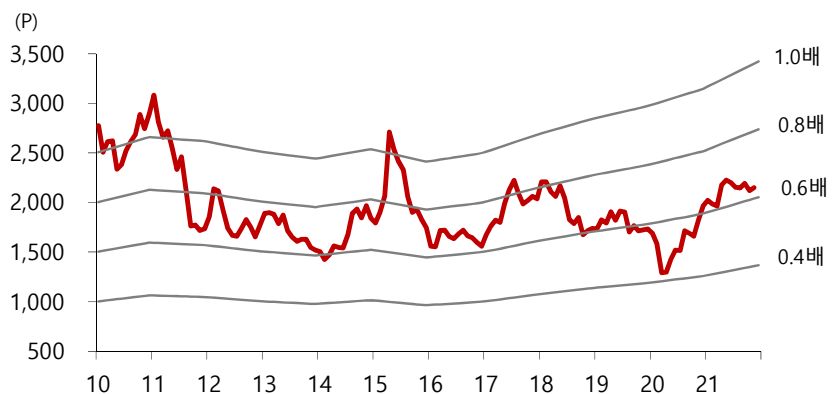
자료: 각 회사, SK 증권 추정
주: 한국금융지주, 삼성증권, 키움증권, NH투자증권, 대신증권 기준

(3) Cyclical 주식의 패턴을 감안해야 할 것

당분간 낮은 PER, PBR 이
유지될 가능성 높음

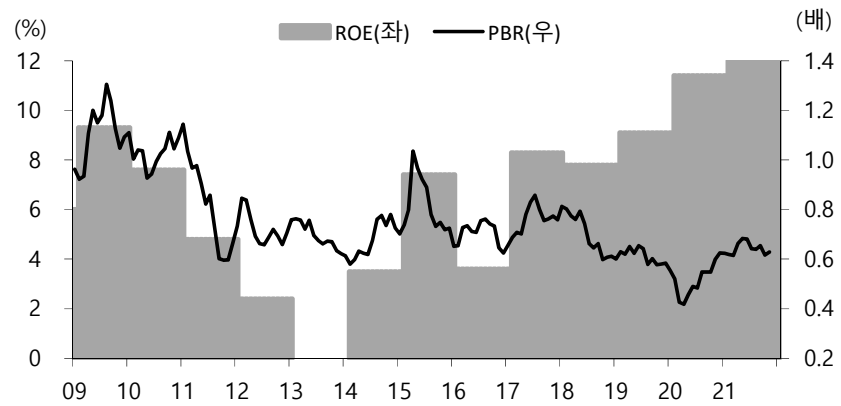
11월 22일 현재 증권업종 평균 PBR은 0.63배, 수정 PER는 5.6에 불과하다. 실적이 부진했던 2013년 (적자), 그리고 2016년 (업종 ROE 3.6%)과 비슷한 수준이다. 이 당 시보다 지금의 상황이 훨씬 양호한데도 불구하고 비슷한 PBR에 그치고 있는 이유는 이익 모멘텀이 떨어지기 때문이다. 증권주는 전형적인 Cyclical 주식의 패턴을 보이고 있으며, 이러한 패턴이 나오는 이유는 브로커리지 업황이 Cycle 비즈니스이기 때문이다. 따라서 당분간은 증권주가 저평가되는 시기가 이어질 가능성이 있다.

증권업종지수와 PBR 밴드



자료: 금감원, Quantwise, KRX, SK 증권

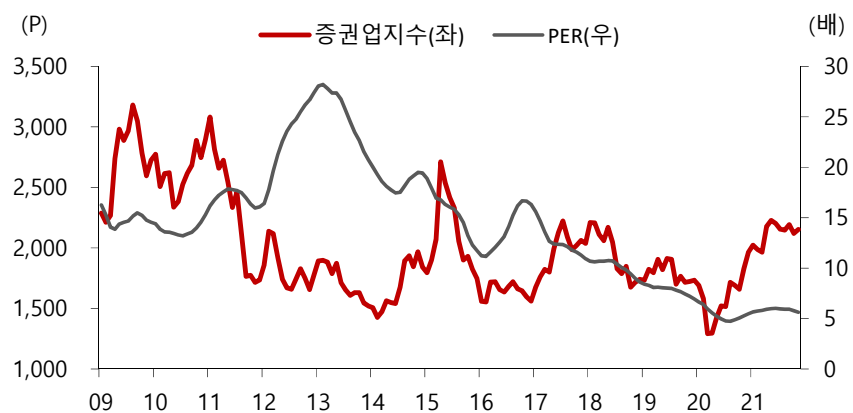
증권업종 ROE와 PBR 비교



자료: 금감원, Quantwise, KRX, SK 증권

주: 상장 증권사 기준

증권업종지수와 PER 밴드



자료: 금감원, Quantwise, KRX, SK 증권

주: 상장 증권사 기준

(4) Top Pick 은 삼성증권 (016360/KS)

브로커리지보다는 IB와 WM
전망이 밝다

장기적으로 국내 브로커리지 수수료율은 더 낮아질 가능성이 있다. 미국처럼 온라인 수수료가 거의 무료화되거나, 핀테크를 내세운 증권사가 등장하여 시장에서 중요한 위치를 차지할 수도 있다. 따라서 장기적으로 브로커리지보다는 IB 또는 WM을 잘하는 증권사가 상대적으로 높게 평가받을 것이다.

삼성증권 Top Pick

SK 증권 리서치의 Top Pick 은 삼성증권이다. 삼성증권은 1) 개인 자산관리의 경쟁력에서 나오는 높은 잠재성장률, 2) IB 에서의 경쟁력, 3) 대형 증권사 중 가장 주주친화적인 배당정책 등이 투자 포인트다. 64,000 원의 목표주가와 ‘매수’ 의견을 유지한다.

SK 증권 증권업 Coverage 종목 투자지표 요약

		한국금융지주	삼성증권	NH투자증권	키움증권	대신증권
주가(원, 11/22)		85,100	47,800	13,100	109,000	19,900
목표주가(원)		130,000	64,000	16,000	140,000	24,000
투자의견		매수	매수	매수	매수	매수
순영업수익(십억원)	2020	1,927	1,490	1,720	1,478	722
	2021E	2,886	2,217	2,356	1,822	1,522
	2022E	2,779	1,973	2,132	1,635	842
지배주주순이익(십억원)	2020	863	508	577	703	148
	2021E	1,628	939	876	871	680
	2022E	1,089	749	738	738	192
ROE(%)	2020	16.3	9.9	10.3	27.6	7.3
	2021E	25.6	16.5	14.2	24.8	29.0
	2022E	14.4	11.9	10.8	16.4	7.1
ROA(%)	2020	1.31	0.94	1.02	2.32	0.72
	2021E	2.22	1.42	1.39	2.16	2.44
	2022E	1.40	1.06	1.14	1.65	0.59
EPS(원)	2020	14,786	5,686	1,926	28,107	2,204
	2021E	27,879	10,520	2,924	29,990	10,121
	2022E	18,640	8,389	2,464	25,407	2,855
BPS(원)	2020	96,097	59,542	19,352	114,155	30,476
	2021E	121,753	67,977	21,935	143,882	39,381
	2022E	136,887	73,366	23,596	166,284	40,820
주당배당금(원)	2020	3,000	2,200	700	2,500	1,200
	2021E	3,500	3,000	800	3,000	1,400
	2022E	3,700	3,000	800	3,000	1,200
PER(배)	2020	4.2	5.7	5.1	3.3	5.0
	2021E	3.1	4.5	4.5	3.6	2.0
	2022E	4.6	5.7	5.3	4.3	7.0
PBR(배)	2020	0.64	0.54	0.51	0.81	0.36
	2021E	0.70	0.70	0.60	0.76	0.51
	2022E	0.62	0.65	0.56	0.66	0.49
배당수익률(%)	2020	4.9	6.8	7.1	2.7	10.9
	2021E	4.1	6.3	6.1	2.8	7.0
	2022E	4.3	6.3	6.1	2.8	6.0
배당성장률(%)	2020	20.3	38.7	36.5	8.9	55.2
	2021E	12.6	28.5	27.5	10.0	14.0
	2022E	19.8	35.8	32.6	11.8	42.6

자료: 각 기업 KRX, SK 증권 추정

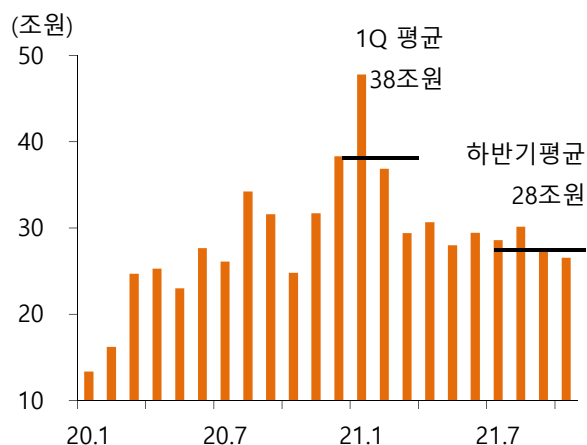
2. 거래대금 감소세를 감안해 수익 추정치 변경

(1) 수익 추정의 근간이 되는 증시 거래대금 추세를 반영

2021 년 하반기에는 증시
거래대금이 완만한 감소세

SK 증권 리서치는 기존에 증권사들의 수익 추정 시 국내 증시 거래대금 (KOSPI+코스닥+ETF 기준)을 2021 년 36.0 조원, 2022 년 35.3 조원으로 가정한 바 있다. 이는 2021 년 1 분기의 호황 (일평균 거래대금 38 조원, 거래대금회전을 380%)이 반영된 전망이었다. 그러나 그 이후 국내 증시 거래가 조정세를 보이면서, 기본 가정치를 하향조정할 필요가 생겼다. 2021 년 하반기 일평균 거래대금은 28 조원, 거래대금회전은 257%로 줄어들었다.

주식시장 일평균 거래대금 추이 (월별)



자료: KRX, SK 증권
주: KOSPI+코스닥+ETF 기준

주식시장 거래대금회전율 (거래대금/시가총액) 추이

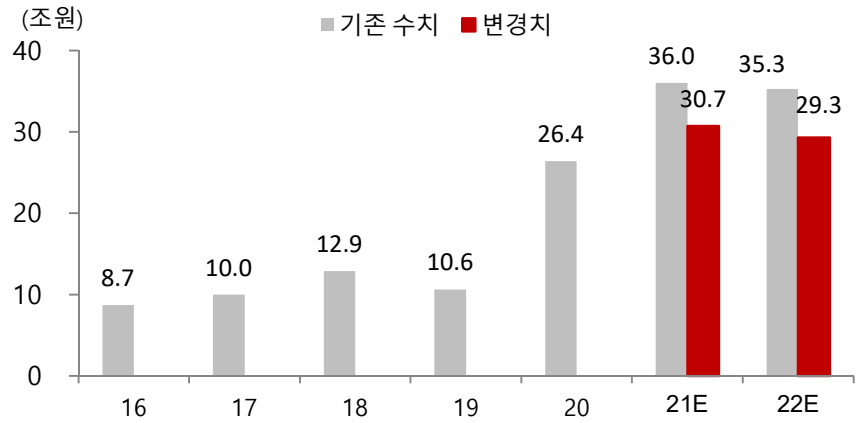


자료: KRX, SK 증권
주: KOSPI+코스닥+ETF 기준

2022 년 증시 거래대금
일평균 29.3 조원으로
하향조정

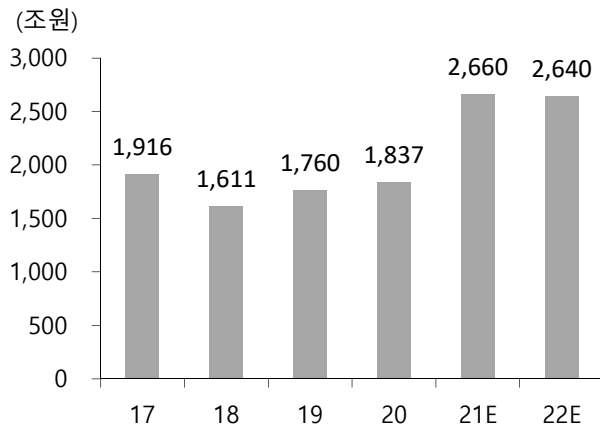
이러한 증시 거래 데이터의 변화를 감안하여 증권사 수익추정을 위한 전망치를 변경할 필요성이 커졌다. 국내 증시의 일평균 거래대금 가정치를 2021 년 30.7 조원, 2022 년 29.3 조원으로 각각 하향조정한다. 거래대금 추정을 위한 2022 년 시가총액회전율(거래대금/시가총액)은 235%로 가정했다. 이는 2020 년 (360%)과 2021 년 (290% 예상)에 비해서는 낮지만, 그 이전 200%를 하회하던 시기에 비해서는 여전히 높은 수준이다. 지난 2 년 동안에 비해 신규 유입 투자자는 감소하더라도, 기본적인 주식투자자들의 투자 비중이 크게 낮아지지는 않을 것이라는 시각이 반영된 것이다.

주식시장 일평균 거래대금 추이 및 전망치 변경 내용



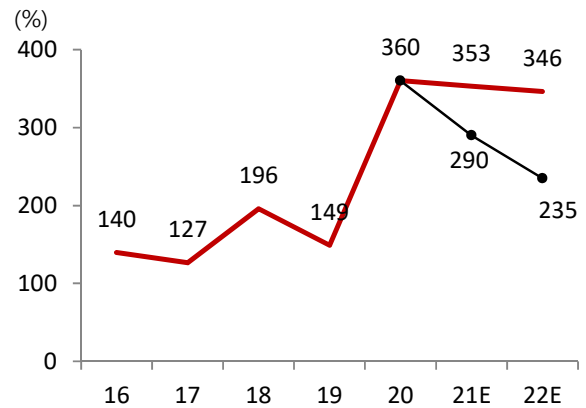
자료: KRX, SK 증권
주: KOSPI+코스닥+ETF 기준

주식시장 연평균 시가총액 가정치



자료: KRX, SK 증권
주: KOSPI+코스닥+ETF 기준

거래대금회전을 추정



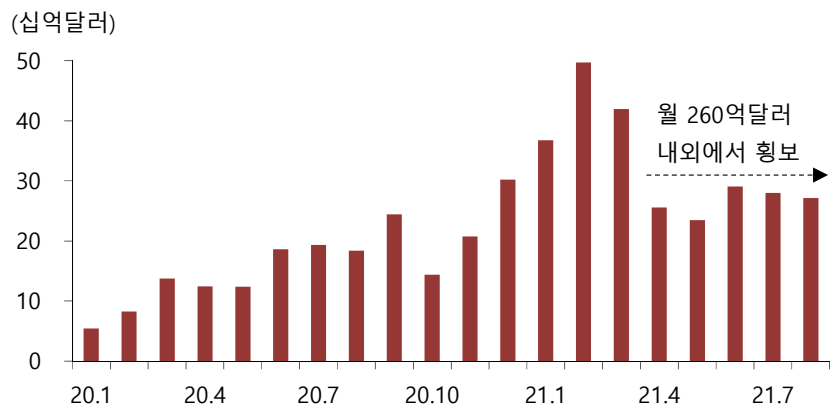
자료: KRX, SK 증권
주: 2020년 연평균 기준

(2) 해외 주식투자자의 신규 유입은 둔화되는 중

금년 하반기부터 해외주식 신규 자금 유입 감소세

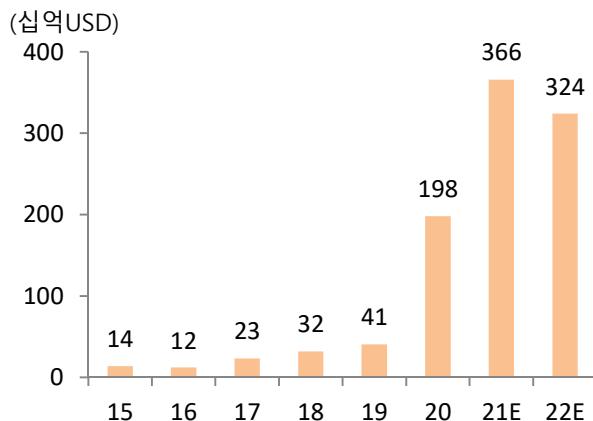
국내 투자자들의 해외주식 거래대금은 2014 년만 해도 연간 120 억 달러에 불과했으나, 2020 년 1,980 억 달러로 14 배 급증했다. 2021 년에는 상반기 호조세로 인해 3,660 억 달러로 더 늘어날 전망이다. 다만 2 월까지만 해도 월 500 억 달러에 달했던 해외주식 거래대금이 하반기 들어서는 월 260 억 달러 수준으로 줄어든 상태다. 지난 2 년 동안 국내 개인투자자들의 해외주식 신규 투자가 급격히 늘었기 때문에, 향후에 신규 자금 유입은 감소할 전망이다. 따라서 최근 수준의 주식 거래가 유지된다고 볼 경우, 2022 년 해외주식 거래대금은 3,240 억달러로, 전년대비 12% 감소할 전망이다.

국내 투자자들의 해외주식 거래대금 월별 추이



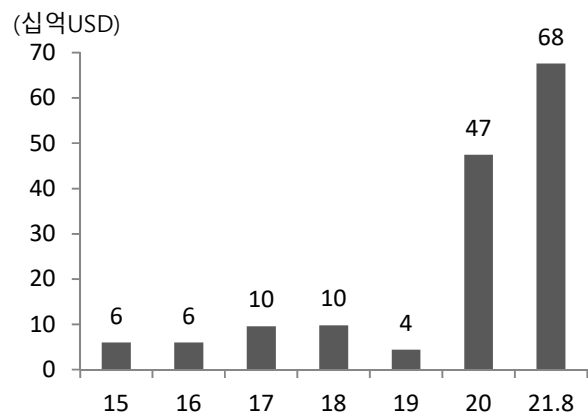
자료: 한국예탁결제원 SK 증권

국내 투자자들의 해외주식 거래대금 추이



자료: 한국예탁결제원 SK 증권 추정

국내 투자자들이 보유한 해외주식 잔고



자료: 한국예탁결제원 SK 증권 추정

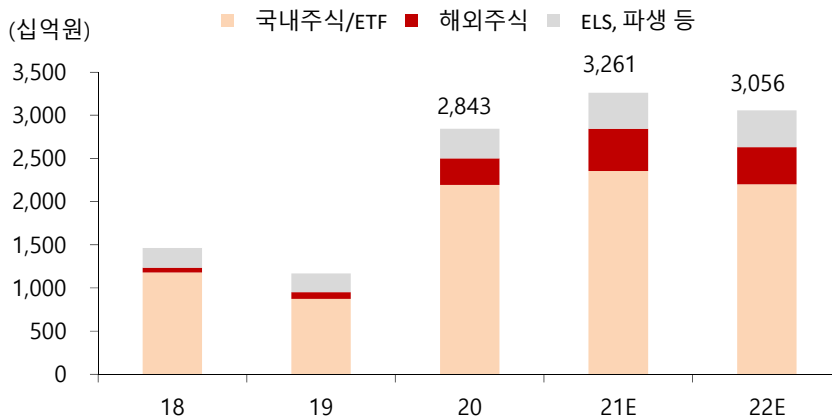
(3) 2022 년 실적은 둔화될 가능성이 높음

2022 년 위탁수수료 6%
감소할 것으로 추정

SK 증권이 커버하는 5 개사 (한투, 삼성, 키움, NH, 대신)의 2021 년 위탁수수료는 3.26 조원으로 전년대비 15% 늘어날 전망이다. 2020 년부터 한 단계 업그레이드된 점을 감안하면, 2021 년의 추가적인 증시 호황은 증권사 수익에 매우 긍정적으로 작용 중이다.

다만 하반기부터 국내외 주식 거래회전율이 하락하는 추세임을 측면을 감안할 때, 2022 년에는 위탁수수료가 감소세로 돌아설 것으로 예상된다. 2022 년 5 개사의 위탁수수료는 3.06 조원으로 전년대비 6% 감소할 전망이다. 물론 증권사의 위탁수수료 전망은 증시 변화에 따라 변동폭이 커, 시장 상황에 따라 예상치가 바뀔 가능성을 열어 놓아야 할 것이다.

국내 5 개 증권사들의 위탁수수료 추정치



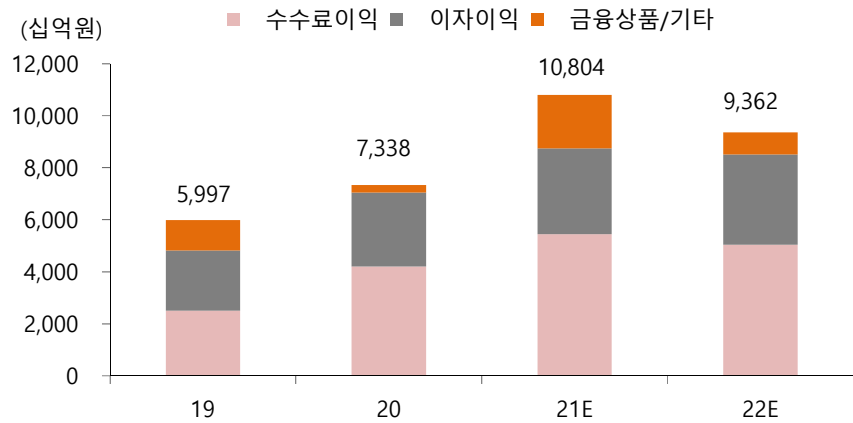
자료: 각 회사, SK 증권 추정

주: 한투증권 삼성증권 키움증권 NH투자증권 대신증권 기준

2022 년, 5 개사 순영업수익,
13% 감소할 전망

SK 증권이 커버하는 5 개사의 2022 년 순영업수익은 9.36 조원으로 전년대비 13% 감소할 전망이다. 위탁수수료의 감소 전망치를 반영했으며, 아무래도 유가증권운용이익이 계속 초호황을 유지하기는 어렵다는 점을 감안했다. 그럼에도 이자이익은 증권사들의 비즈니스 확대에 힘입어 5% 늘어날 전망이다. 순영업수익 감소 및 1 회성 요인 (카카오뱅크 상장, 나인원한남 분양 등)의 소멸을 감안할 때, 2022 년 5 개사의 지배주주순이익은 3.5 조원으로 전년대비 30% 감소할 것으로 추정된다.

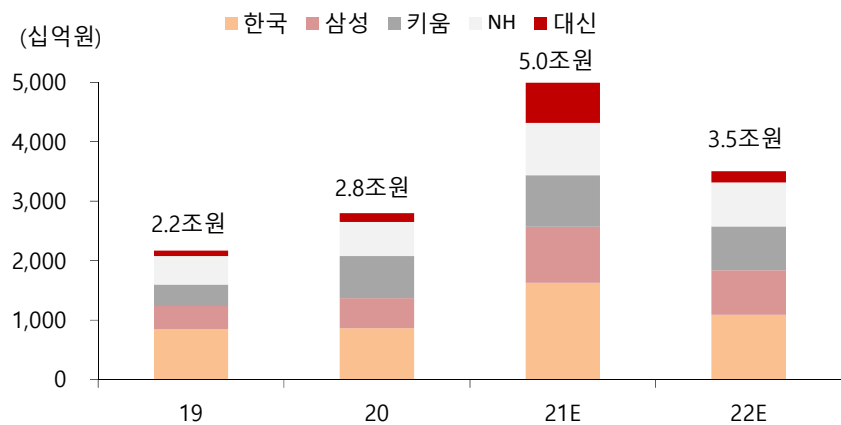
국내 5개 증권사들의 순영업수익 추정치



자료: 각 회사, SK 증권 추정

주: 한국금융지주, 삼성증권, 키움증권, NH투자증권, 대신증권 기준

국내 5개 증권사들의 지배주주순이익 추정치



자료: 각 회사, SK 증권 추정

주: 한국금융지주, 삼성증권, 키움증권, NH투자증권, 대신증권 기준

4. 장기적으로 주식시장으로의 자금 유입은 지속될 것

(1) 한국 주식의 밸류에이션이 가장 덜 올랐다

투자자들의 주식 비중은 계속
상승할 전망

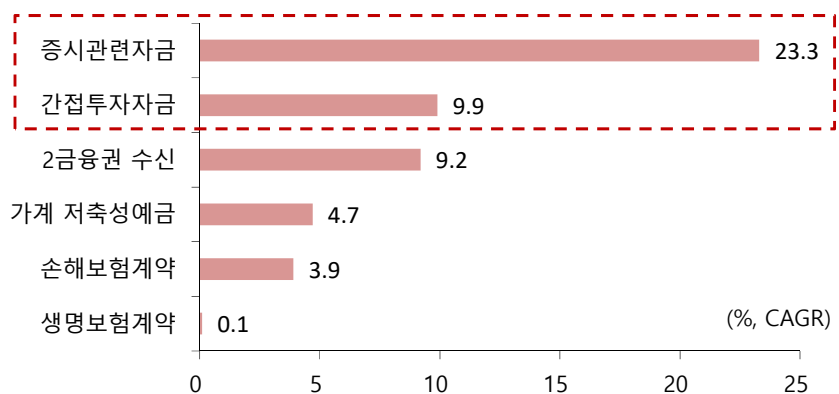
2020 년 증권사들의 수탁수수료가 급증한 것은 펀드, 부동산, 예금 등 다른 자산에서 주식으로의 '투자자산 로테이션(Rotation)' 에 의한 결과다. 다만 개인 투자자들의 주식 열풍이 다소 누그러지면서, 과도한 수준으로 늘어난 주식 거래대금은 점차 하향 압력을 받을 것으로 보인다. 이러한 움직임은 증권사들의 수익 추정에 보수적인 시각으로 반영되어 있다. 그럼에도 불구하고 SK 증권 리서치센터는 장기적인 차원에서 증권시장으로의 자금 유입이 지속될 것으로 보고 있다. 그렇게 보는 이유는 다음 <표>와 같다.

증시로의 자금 유입이 계속될 이유

1. 한국 주식의 밸류에이션이 가장 덜 올랐다
2. 배당 확대 가능성이 높아지고 배당수익률이 매력적으로 변했다
3. 인구구조 변화가 주식 투자의 저변을 확대할 것이다

자료: SK 증권

2015~2020 년 연평균 (CAGR) 증가율



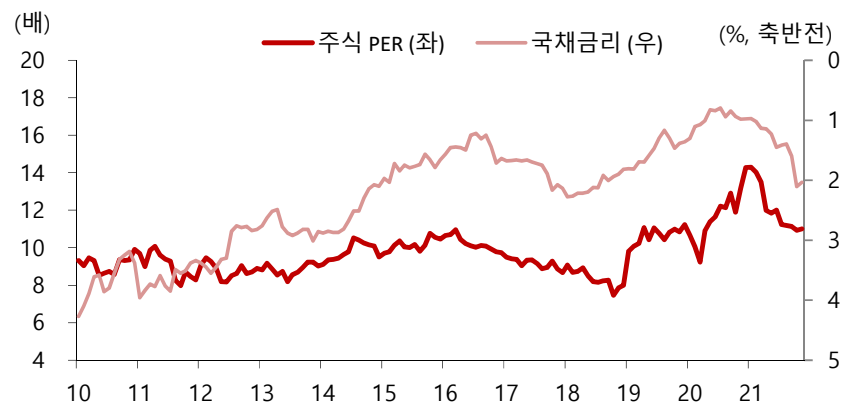
자료: KRX, 금융투자협회, 한국은행(BOK), SK 증권

- 주. 1. 증권관련자금은 고객예탁금, 파생예수금, 신용융자의 합
 2. 간접투자자금은 펀드, 일임, 자문, 금전신탁의 합
 3. 제2 금융권 수신은 저축은행, 신탁, 상호금융, 새마을금고의 합
 4. 보험계약은 보유보험료 기준

한국 주식의 밸류에이션이 가장 덜 올랐다

첫째, 결론적으로 지금 현재 투자자들 입장에서 10년 전에 비해 가장 밸류에이션이 덜 오른 자산에 투자하려면 국내 주식에 투자하는 것이 유리하다. 저금리와 과잉유동성으로 인해 전세계 자산이 모두 상승한 가운데, 한국 주식시장의 밸류에이션이 가장 덜 올랐다. 현재 한국 증시의 PER는 11배 내외에 불과해 9~10배를 기록한 10년 전과 큰 차이가 없다. 하지만 채권 금리는 국채 3년물 기준으로 10년 전에 비해 절반 수준에 불과하다. 국내 주식시장은 금리 하락으로 인한 Valuation 상승 효과를 전혀 보지 못한 것이다.

국내 주식시장 PER와 국채금리 비교



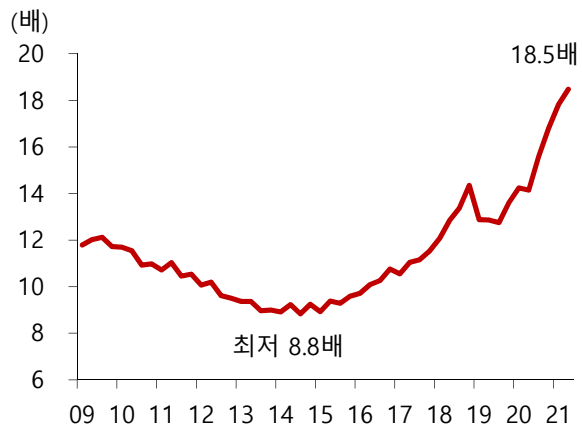
자료: KRX, Quantwise, SK 증권

주: 국채금리는 3년물, PER는 12M Forward 기준

부동산에 비해 주식의 가치는 너무 낮은 수준

부동산과 비교하면 주식시장의 밸류에이션은 너무 낮은 상태다. KB국민은행 데이터를 보면, 국내 주택시장의 PIR (소득대비 주택가격 배율)은 큰 폭으로 상승했다. 2021년 2분기말 서울지역 주택 기준 PIR은 18.5배로, 저점 (8.8배) 대비 두 배 이상으로 상승한 상황이다. 같은 소득을 기준으로 서울지역에 집을 가려면 2013~2014년에 비해 두 배 이상의 가격을 지불해야 한다는 뜻이다. 그로 인해 현재 서울지역의 아파트를 살 수 있는 주택구매력지수는 크게 하락한 상황이다.

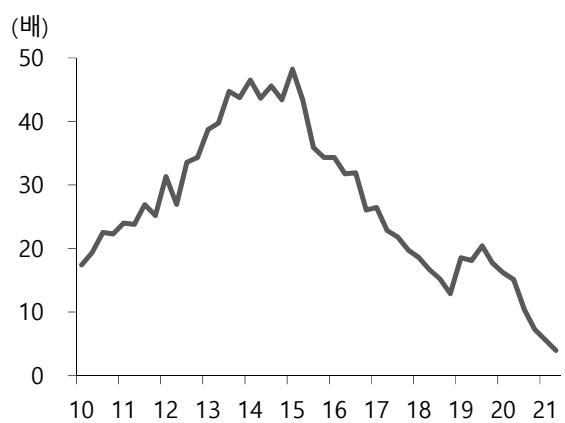
서울지역 주택 기준 PIR (Price to income ratio) 추이



자료: KB 국민은행, SK 증권

주: 3분위 소득자의 중위 소득과 주택가격의 중위수를 기준으로 산정

서울지역 아파트 기준 KB 주택구매력지수 추이



자료: KB 국민은행, SK 증권

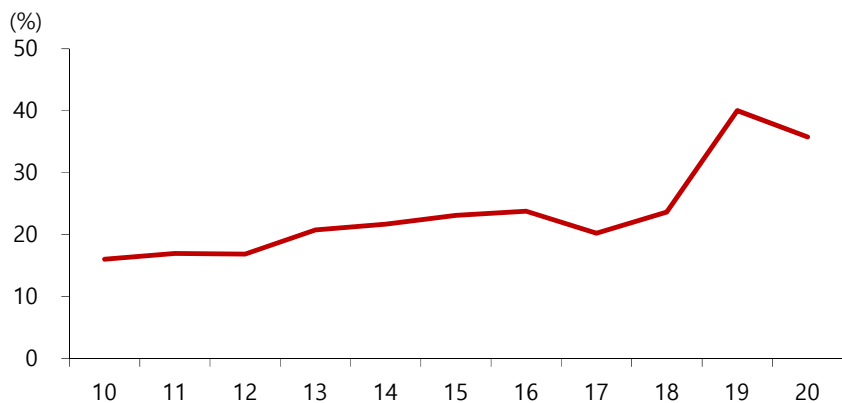
주: 중위 소득의 가구가 대출을 받아 주택을 구입할 경우, 경제능력(소득, 자산 등)의 제약 하에서 구입 가능한 주택 재고량을 조사한 지표

(2) 배당 확대 가능성이 높아지고 배당수익률이 매력적

한국증시도 배당성향 20%대 중후반을 기대

국내 주식시장은 전세계에서 배당에 인색한 시장 중의 하나이지만, 2018년부터 서서히 변화의 흐름이 나타나고 있다. 10년 전만 해도 국내 증시의 배당성향 (배당금/순이익)은 20%를 하회했으나, 지금은 30%대 (삼성전자 제외 기준)로 상승했다. 이익 감소로 인한 일시적인 요인을 제외하면, 향후 배당성향이 소폭 내려갈 가능성은 있다. 그럼에도 시장의 기대치가 올라갔기 때문에, 한국 증시의 배당성향은 20%대 중후반을 유지할 수 있을 전망이다. 국내 기업들이 배당을 늘려갈 경우 주가에 긍정적으로 작용할 전망이다.

한국증시의 배당성향 (배당금/순이익) 추이



자료: Quantivise, SK 증권

주: 삼성전자 제외 기 (삼성전자가 증시전체 배당에 미치는 영향이 과도하기 때문)

상장사들이 배당을 올릴만한 여러 가지 요인이 존재

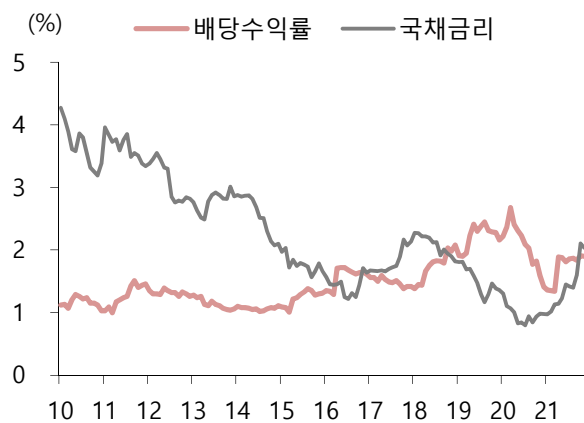
국내 상장사들이 배당금을 올리고 있는 추세는 앞으로도 지속될 가능성이 높다. 그 이유는 1) 미국 주식시장의 우수한 장기 성과의 이유 중 주주환원 확대가 큰 역할을 하고 있음이 증명되고 있으며, 2) 기업들이 배당을 늘리는 것에 대한 여론이 긍정적인 쪽으로 확산되고 있기 때문이다. 게다가 3) 상장사들이 CEO를 평가할 때 주가 상승률을 포함시키는 비율이 높아지고 있는 것도 매우 긍정적이다. 그리고 4) 주식양도소득세가 강화되고 나면 배당확대가 세제 상 불리했던 측면도 많이 사라지게 되는 점도 상장사들이 배당을 늘리려는 요인으로 작용할 전망이다.

배당수익률을 기준으로 생각해 보면 더하다. 안전자산인 국채금리 (3년물 기준)와 국내 증시 (KRX100 기준)의 배당수익률의 갭은 최근 들어 0% 내외다. 10년 전만 해도 국채금리가 배당수익률에 비해 2% 이상 높았던 것을 감안하면, 주식시장의 매력트는 그 만큼 커진 상황이다.

한국 증시의 배당수익률이 낮았던 것은 여러 약점 중 중요한 요인

다른 시각에서 보면, 과거에 국내 주식시장이 장기투자자들로부터 외면받은 것과 해외 증시에 비해 밸류에이션이 낮은 주요 이유는 배당수익률이 낮기 때문이다. 무위험자산인 국채보다도 배당수익률이 낮은 주식시장은 이익 성장률이 높지 않은 한 매력이 떨어지는 것은 당연할 것이다.

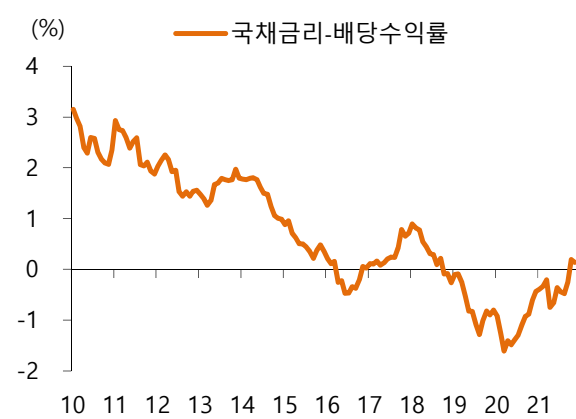
국내 배당수익률과 금리 비교



자료: KRX, Quantwise, SK 증권

주: 국채금리는 3년물, 배당수익률은 12M Forward 기준

국내 배당수익률과 금리



자료: KRX, Quantwise, SK 증권

주: 국채금리는 3년물, 배당수익률은 12M Forward 기준

(3) 인구구조의 변화가 주식투자자들의 저변을 확대할 것

퇴직자들은 주식 비중을
높일 수 밖에 없음

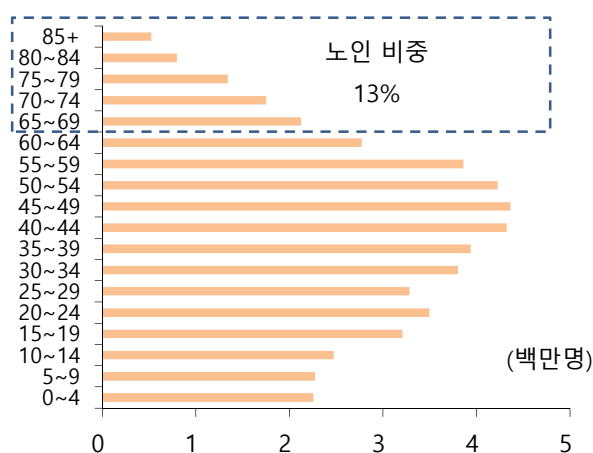
인구구조의 변화가 주식투자자들의 저변을 확대할 것이다. 국내에서 점차 늘어나는 퇴직자들의 주식투자가 크게 늘어날 전망이다기 때문이다. 한국의 인구구조 상 앞으로 퇴직자들이 크게 늘어날 것이고, 새로운 퇴직자 세대는 그들의 선배들과 달리 이자수익만으로 노후 생활을 하기에 어려움을 느낄 것이다. 저금리 때문이다. 이를 해결하는 방법은 ▶ 투자 대상을 다각화하고, ▶ 리스크를 높여 리턴을 상향조정하는 것뿐이다. 퇴직자들의 운용자산에서 주식에 차지하는 비중은 점차 늘어날 수 밖에 없다.

한국은 고령화가 빠르게 진행
되어, 은퇴자들의 자산운용이
매우 중요해짐

한국의 인구 구조는 고령화가 계속 진행 중이다. 한국 통계청에 따르면 앞으로 5년 후인 2026년에는 65세 이상 인구(UN이 규정한 노인 기준)가 전체의 21%에 달할 것이다. 이는 한국 사회가 '고령사회(노인 비중 14% 이상, 한국은 2017년 진입)'를 지나 '초고령사회(노인비중 20% 이상)에 진입하게 된다는 것이다. UN의 장기 추정치에 의하면 2040년에는 노인 인구가 총 1,640만명으로 전체 인구의 33%에 달하게 된다.

문제는 자영업자가 아닌 급여소득자의 경우 은퇴 시점이 대부분 65세가 아닌 60세라는 점이다. 국내 60세 이상 인구는 2015년 931만명에서 2020년 1,187만명으로 급증할 전망이다. 2040년에는 2,015만명으로 전체 인구의 40%에 달할 것이다. 참고로 2040년 핵심 근로자층인 25~55세 인구는 1,720만명으로 2015년(2,390만명)에 비해 크게 감소할 전망이다. 결국 2040년 한국은 근로자 1명이 은퇴자 1명을 부양해야 하는 사회가 될 것이다.

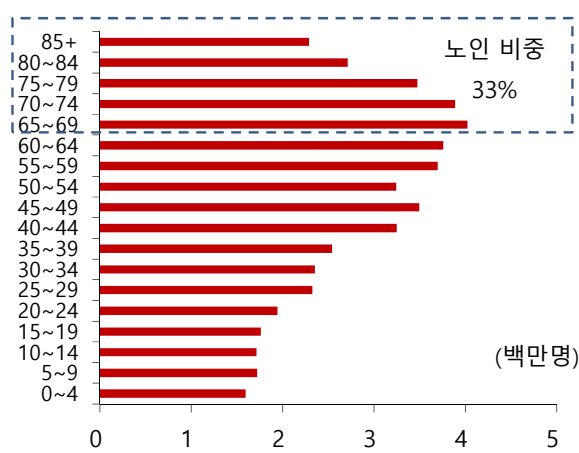
2015년 한국의 인구구조



자료: UN, SK 증권

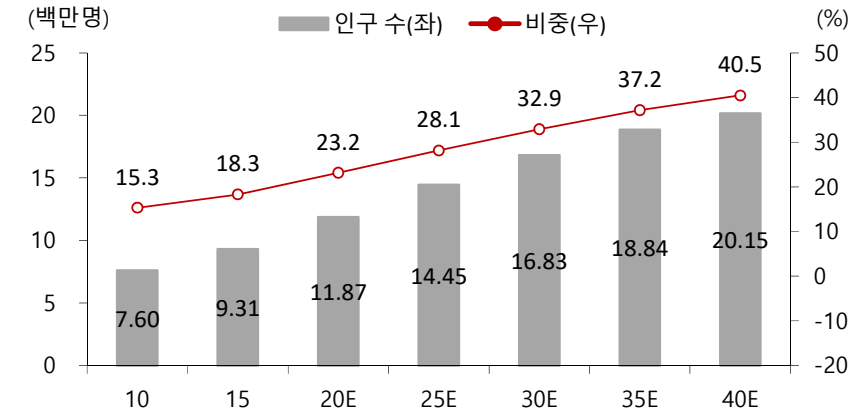
주: UN의 <World Population Prospects 2019>에서 데이터 인용

2040년 한국의 인구구조



자료: UN, SK 증권

국내 인구 전망: 60 세 이상 인구 수와 전체 인구에서 차지하는 비중



자료: UN, SK 증권

주: UN 의 <World Population Prospects 2019>에서 데이터 인용

은퇴자금 10 억원을 은행에 넣어도 이자는 2 천만원 미만

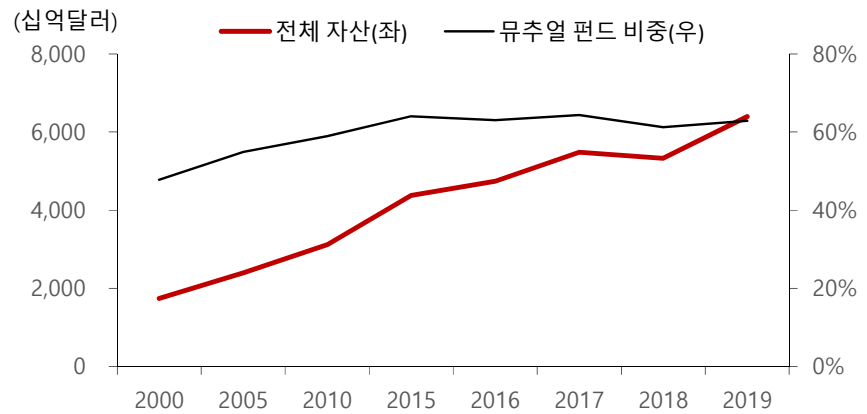
이렇게 은퇴자들이 크게 늘어나는 시대에는 1) 국민연금의 고갈, 2) 세금 증가, 3) 잉여 주택, 4) 은퇴자들의 빈곤이 큰 사회 문제가 될 수 있다. 이 중에서 은퇴자의 빈곤 문제는 심각하다. 모든 급여소득자들은 60 세 이후에도 생활을 유지해야 하는데, 은퇴 자금이 10 억원이 있어도 1 년에 은행 이자가 2 천만원에도 못 미치는 최근 금리를 감안하면 저축으로 노후를 설계한다는 것은 불가능하다.

따라서 직접적인 주식 투자 비중을 늘릴 전망이다. 게다가 은퇴 급여소득자들에게 중요한 역할을 하는 '사적 연금'에서도 주식 투자 비중을 늘릴 가능성이 높다.

퇴직연금이 발달된 미국의 시스템을 고려할 필요 있음

퇴직연금 제도가 잘 발달되어 있는 미국의 사례를 알아보자. 미국의 401(k) 제도는 세제 혜택이 있는 DC 형 연금으로 분류된다. 기본적으로 납입 금액과 투자처를 근로자가 결정하고 운용 성과를 본인이 책임지는 구조다. 401(k) 퇴직연금은 세제 혜택이 있고 고용주가 납입금의 일부를 추가로 지원하는 매칭 시스템이 있어, 미국에서 근로자가 가장 많이 선택하는 유형이다. 매칭 시스템은 회사마다 규정이 다른데, 뱅가드에 의하면 납입금의 50%를 회사가 지원하고, 연봉의 3%를 상한선으로 두는 것이 일반적이다. 현재 401(k) 는 2019 년말 현재 자산 규모가 6.4 조 달러로, 미국의 전체 퇴직연금의 19%를 차지한다.

401(k) 자산 규모 및 그 중에서 뮤추얼 펀드가 차지하는 비중



자료: Investment Company Institute, SK 증권

401k에 가입한 미국의 퇴직자들은 주식시장 호황의 혜택을 크게 받는 중

미국 401(k)의 특징 중 하나는 뮤추얼 펀드 (Mutual Fund)에 투자하는 비중이 절반을 넘는다는 점이다. 2019 년말 현재 전체 자산의 63%가 벵가드나 피델리티와 같은 유명 운용사의 뮤추얼 펀드에 위탁 운용되고 있다. 그 외에 우리사주, 개별 주식, 채권, GIC (Guaranteed Investment Certificate) 등이 있지만 펀드의 비중이 압도적이다.

401(k)의 운용 자산 중 주식형 펀드가 가장 우세하다는 점이 눈에 띈다. 전체자산의 63%인 펀드 중에서 무려 43%가 주식형 펀드이고, 근로자의 은퇴 시점에 맞춰 자산배분형 투자를 실현하는 TDF (Target Dated Fund)는 19%에 불과하다. 연령별로 보면 젊은 세대의 근로자들이 위험자산을 선호하는 투자 성향을 보인다. 401(k)에 참가한 20대 근로자의 경우 75%가 본인의 연금 자산 중 주식에 80% 이상 투자하고 있는 상황이다.

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst

구경희

kh.koo@sk.co.kr

02-3773-9083

Company Data

자본금	4,585 억원
발행주식수	8,930 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	42,685 억원
주요주주	
삼성생명보험(외5)	29.83%
국민연금공단	12.63%
외국인지분률	29.90%
배당수익률	4.60%

Stock Data

주가(21/11/22)	47,800 원
KOSPI	3013.25 pt
52주 Beta	0.89
52주 최고가	50,300 원
52주 최저가	36,550 원
60일 평균 거래대금	129 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.9%	-1.2%
6개월	7.5%	12.7%
12개월	25.0%	5.9%

삼성증권 (016360/KS | 매수(유지) | T.P 64,000 원(유지))

리테일 금융시장의 구조 변화에 강하고 배당도 매력적

국내 리테일 금융시장이 자산관리 위주로 변화 중이어서, 삼성증권의 입지는 더 강화될 전망이다. 2021 년 3Q 까지 삼성증권의 WM 관련 수수료는 YoY 40% 이상 증가. 거래대금이 감소 추세에 있어도 2022~2023 년 11%대의 ROE 예상. 현재 배당수익률이 6%대로 추정되어 배당투자에 유리

리테일 금융시장에서 자산관리의 확대는 삼성증권 입장에서 유리

삼성증권은 리테일과 IB 에 걸쳐 골고루 경쟁력을 입증하고 있으며, 리테일 내에서도 특히 자산관리에서 좋은 성과를 기록 중이다. 장기적으로 국내 리테일 금융시장에서 자산관리의 중요도가 계속 높아질 전망이어서, 삼성증권 입장에서는 유리한 흐름이 진행될 것으로 판단된다.

WM 비즈니스에서 은행 계열 증권사들과의 경쟁이 가능한 대기업 계열사

삼성증권은 고객 자산관리 수익이 꾸준히 성장하고 있다. 2021 년 들어서도 3Q 까지 WM 관련 수수료 (펀드, 자산관리, 신탁 기준)가 전년동기대비 40% 이상 증가세를 보인 바 있다. 국내에서 가장 큰 대기업 집단에 속해 있다는 점이 장점이고 과거 성과도 좋아, WM 비즈니스에서 은행 계열 증권사들과의 경쟁이 가능하다.

2022~2023 년에도 11%대의 ROE 예상되고, 배당수익률도 6%대 전망

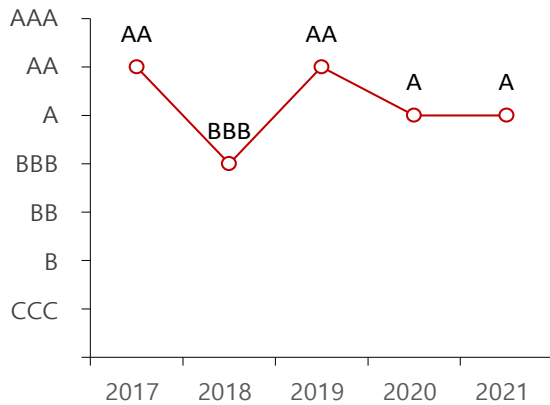
2021 년 실적은 브로커리지뿐 아니라 유가증권 운용, WM, IB 등 전 부문에 걸쳐 크게 개선될 전망이다. 그러다보니 2022 년에는 다소 이익이 감소하겠지만, 기저효과를 배제하고 보면 과거보다 한 단계 높아진 수익성을 유지하는 셈이다. 2022~2023 년 ROE 는 11%대를 유지할 수 있을 전망이다. 2021~2022 년 배당금은 3,000 원으로 예상되어, 6%대의 높은 배당수익률을 기대할 수 있다. 기존에 갖고 있던 64,000 원의 목표주가와 '매수 (Buy)' 의견을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
순영업수익	십억원	1,134	1,222	1,490	2,217	1,973	2,087
YoY	%	17.2	7.7	22.0	48.8	-11.0	5.8
영업이익	십억원	458	518	678	1,277	1,015	1,082
YoY	%	27.1	13.0	31.0	88.4	-20.6	6.6
지배주주순이익	십억원	334	392	508	939	749	798
YoY	%	23.0	17.3	29.6	85.0	-20.3	6.5
영업이익/순영업수익	%	40.4	42.4	45.5	57.6	51.4	51.8
순영업수익/자산	%	3.0	2.9	2.7	3.3	2.8	2.8
ROE	%	7.4	8.2	9.9	16.5	11.9	11.7
ROA	%	0.88	0.94	0.94	1.42	1.06	1.08
총배당성향	%	37.4	38.7	38.7	28.5	35.8	35.8
EPS	원	3,741	4,388	5,686	10,520	8,389	8,934
BPS	원	52,207	55,423	59,542	67,977	73,366	79,300
주당배당금	원	1,400	1,700	2,200	3,000	3,000	3,200
PER	배	9.3	8.1	5.7	4.5	5.7	5.4
PBR	배	0.67	0.64	0.54	0.70	0.65	0.60
배당수익률	%	4.0	4.8	6.8	6.3	6.3	6.7

1. ESG 하이라이트

삼성증권의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
삼성증권 종합 등급	A	A-	46.9
환경(Environment)	15.7	A-	27.7
사회(Social)	54.3	A	68.3
지배구조(Governance)	55.9	A-	62.5
<비교업체 종합 등급>			
키움증권	A	NA	21.9
대신증권	BBB	NA	38.6
NH 투자증권	BBB	B+	47.4
한국금융투자	A	D+	19.7
미래에셋증권	A	B-	29.8

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 삼성증권 ESG 평가

국내외 ESG 평가기관으로부터 전반적으로 경쟁사들에 비해 높은 점수를 받고 있는 상황.

사회 (S)와 지배구조 (G)에서는 좋은 평가를 받고 있으나, 환경 (E) 관련해서 회사측 정책을 강하게 표방하지 않아 낮은 점수를 받고 있는 것은 경쟁사들과 비슷한 상황

각종 금융 사고 관련한 뉴스 플로우들이 많으나, 비교기업들에 비해 특별히 많다고 보기는 어려움

자료: SK 증권

삼성증권의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
2021.2.25	녹색채권	100,000	1.59

자료: KRX, SK 증권

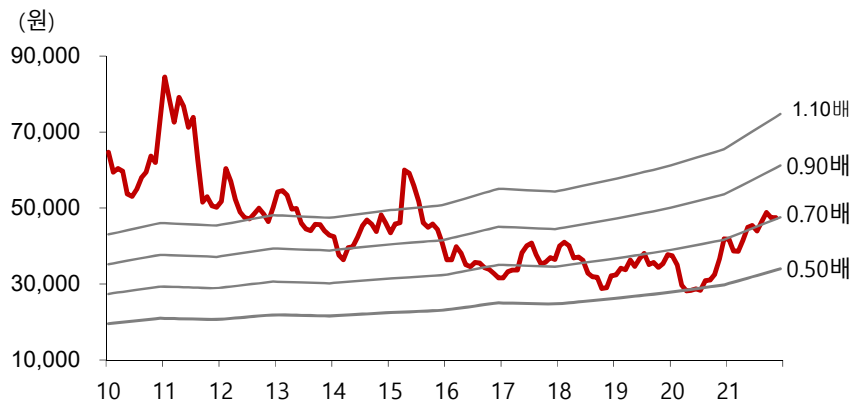
삼성증권의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.10.21	지배구조 (Governance)	한투연 TRS 6000 억 탈세 혐의 삼성증권 등 7 개 증권사 검찰 고발
2021.10.21	지배구조 (Governance)	정은보 금감원장 "삼성증권 불법 신용공여 조사 중"
2021.9.26	기타	법원 "유령 주식 배당사고 삼성증권, 주가 하락 손해 절반 배상"
2021.7.29	사회 (Social)	증권사 공모주 청약수수료 제각각... "책정 기준 불투명" 지적
2021.7.27	사회 (Social)	삼성 대신증권 등 증권사 MTS 오류 빈번
2021.6.4	지배구조 (Governance)	삼성 승계문건 관여 前삼성증권 직원 "삼성도 고객사 중 하나, 상하관계 아냐"

자료: 주요 언론사, SK 증권

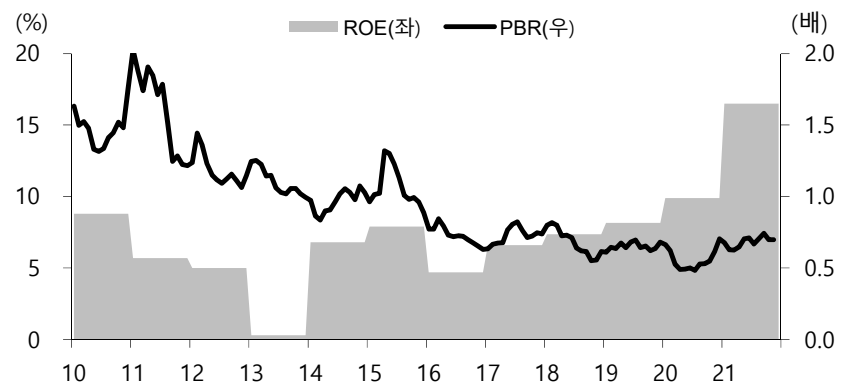
2. 밸류에이션 그래프

삼성증권의 주가와 PBR 밴드 추이



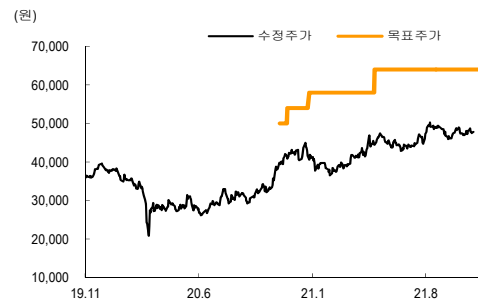
자료: 삼성증권, KRX, SK 증권

삼성증권의 PBR 과 ROE 추이



자료: 삼성증권, KRX, SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.11.23	매수	64,000원	6개월		
2021.05.21	매수	64,000원	6개월	-27.40%	-21.41%
2021.01.18	매수	58,000원	6개월	-30.30%	-19.14%
2020.12.08	매수	54,000원	6개월	-21.53%	-16.67%
2020.11.24	매수	50,000원	6개월	-18.77%	-15.90%



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 (6개월 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	4,404	2,870	3,705	3,890	4,011
유가증권, 금융자산	31,176	40,735	43,500	45,240	46,597
대출채권	6,226	20,034	21,036	22,824	23,737
유형자산, 부동산	87	118	122	126	130
무형자산	80	80	16	16	16
기타자산	2,758	33	473	596	607
자산총계	44,730	63,870	68,852	72,692	75,098
예수부채	7,040	15,074	18,100	19,910	20,507
차입성부채	18,062	25,935	26,713	27,487	28,312
기타금융부채	11,503	10,157	10,360	10,754	10,969
비이자부채	3,175	7,387	7,608	7,989	8,229
부채총계	39,780	58,553	62,782	66,140	68,017
자배주주지분	4,949	5,317	6,070	6,552	7,081
보통주자본금	458	458	458	458	458
우선주자본금	0	0	0	0	0
자본잉여금	1,743	1,743	1,743	1,743	1,743
이익잉여금	2,624	2,980	3,723	4,205	4,735
기타자본	123	135	145	145	145
자기주식	0	0	0	0	0
비배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,949	5,317	6,070	6,552	7,081

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
순영업수익	1,222	1,490	2,217	1,973	2,087
수수료이익	515	911	1,116	1,068	1,145
수수료수익	638	1,074	1,294	1,254	1,333
수수료비용	123	163	178	186	188
이자이익	509	646	732	775	802
이자수익	817	883	966	1,012	1,097
이자비용	308	237	234	238	295
금융상품관련손익	69	-326	330	90	100
기타 손익	130	259	40	40	40
대손비용	0	-2	3	3	2
판매관리비	704	815	937	956	1,003
영업이익	518	678	1,277	1,015	1,082
영업외이익	5	8	5	5	5
세전이익	523	686	1,282	1,020	1,087
법인세비용	131	179	343	270	289
법인세율 (%)	(25.0)	(26.1)	(26.7)	(26.5)	(26.6)
당기순이익	392	508	939	749	798
자배주주순이익	392	508	939	749	798
비배주주순이익	0	0	0	0	0
보통주수정순이익	392	508	939	749	798
우선주배당금	0	0	0	0	0

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
수익성 지표					
ROE	8.2	9.9	16.5	11.9	11.7
ROA	0.94	0.94	1.42	1.06	1.08
영업이익/순영업수익	42.4	45.5	57.6	51.4	51.8
순영업수익/자산	2.9	2.7	3.3	2.8	2.8
판매비/순영업수익	57.6	54.7	42.3	48.4	48.1
순영업수익 구성비					
수수료이익	42.1	61.1	50.3	54.1	54.8
이자이익	41.6	43.3	33.0	39.3	38.4
금융상품관련손익	5.6	-21.9	14.9	4.6	4.8
기타	10.6	17.4	1.8	2.0	1.9
자본적정성, 신용위험					
구(舊) NCR (%)	148.9	183.8	189.4	195.2	202.5
자산/자기자본 (배)	9.0	12.0	11.3	11.1	10.6
채무보충/자기자본 (%)	62.8	32.9	31.7	30.9	31.4
주식수 (천주)					
보통주	89,300	89,300	89,300	89,300	89,300
자기주식	0	0	0	0	0
우선주	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0

주요투자지표 II

12월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
수수료 상세금액 (십억원)					
Brokerage수수료	279	723	832	782	815
자산관리수수료	101	90	130	134	147
IB, 기타 수수료	233	233	280	288	317
성장률 (%)					
순영업수익증가율	7.7	22.0	48.8	-11.0	5.8
자산증가율	16.7	42.8	7.8	5.6	3.3
EPS증가율	17.3	29.6	85.0	-20.3	6.5
BPS증가율	6.2	7.4	14.2	7.9	8.1
배당금증가율	21.4	29.4	36.4	0.0	6.7
주당 지표 (원)					
EPS	4,388	5,686	10,520	8,389	8,934
보통주수정EPS	4,388	5,686	10,520	8,389	8,934
BPS	55,423	59,542	67,977	73,366	79,300
주당배당금	1,700	2,200	3,000	3,000	3,200
총배당성장률 (%)	38.7	38.7	28.5	35.8	35.8
Valuation 지표					
PER(배)	8.1	5.7	4.5	5.7	5.4
PBR(배)	0.64	0.54	0.70	0.65	0.60
배당수익률 (%)	4.8	6.8	6.3	6.3	6.7

자료 삼성증권 KRX, SK 증권 추정

주. 주가는 11월 22일 기준

SK COMPANY Analysis



Analyst

구경회

kh.koo@sk.co.kr

02-3773-9083

Company Data

자본금	3,079 억원
발행주식수	6,158 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	47,256 억원
주요주주	
김남규(와1)	20.70%
국민연금공단	11.56%
외국인지분률	35.00%
배당수익률	3.50%

Stock Data

주가(21/11/22)	85,100 원
KOSPI	3,013.25 pt
52주 Beta	1.16
52주 최고가	119,500 원
52주 최저가	74,100 원
60일 평균 거래대금	187 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.4%	-0.5%
6개월	-19.6%	-14.2%
12개월	14.6%	-1.7%

한국금융지주 (071050/KS | 매수(유지) | T.P 130,000 원(하향))

우수한 장기 성과는 미래에도 이어질 것

지주회사 구조라는 측면에서 ESG 에 유리한 평가를 받을 수 있는 장점 보유. 2022 년 이익 모멘텀 약화, 카카오뱅크 재료 소멸 등으로 목표주가 13 만원으로 하향조정. 그럼에도 장기적으로 대형증권주 중에서 가장 우수한 성과를 기록하고 있다는 점은 큰 장점. 카카오뱅크 지분가치를 제외하고도 본업 가치만으로도 상승 여력이 충분해 '매수' 유지

지주회사 구조는 ESG 측면에서 높은 평가를 받을 수 있는 장점

한국금융지주는 비은행 지주회사로서, 증권주 중에서 가장 수익원 다각화에 유리한 기업구조를 갖고 있다. 뿐만 아니라 ESG 가 갈수록 중요해지는 상황 하에서, G (기업지배구조) 측면에서 좋은 평가를 받을 가능성이 높다. 장기적으로 증권업종을 대표하는 기업으로, 업계에서의 지위가 더 올라갈 것으로 판단한다.

2022 년 이익 모멘텀 약화, 카카오뱅크 재료 소멸 등으로 목표주가 하향조정

카카오뱅크 (지분 27.3%) IPO 로 인한 1 회성 이익 (5,550 억원) 때문에, 2022 년에는 이익이 감소하는 기저효과가 나타날 전망이다. 게다가 증시 거래대금이 감소하고 있어 시장에서 추정하는 이익 예상치도 내려가는 추세다. 이익 모멘텀 및 카카오뱅크 상장 재료의 소멸 등을 감안하여, 목표주가를 160,000 원에서 130,000 원으로 하향조정한다.

본업 가치만으로도 현재 주가를 충분히 설명할 수 있는 우량 기업

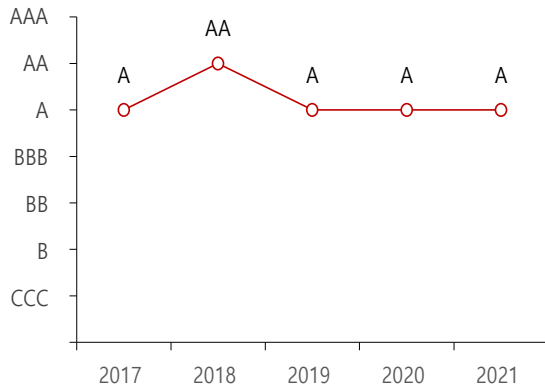
그럼에도 불구하고 장기적으로 대형증권주 중에서 가장 우수한 성과를 기록하고 있다는 점은 큰 장점이다. 2022 년 순이익은 1 조 890 억원 (컨센서스는 1 조 670 억원)으로, 업종 내 1 위로 예상한다. 카카오뱅크 지분을 보유한 것을 제외하고도 본업 가치만으로도 상승 여력이 충분하다. '매수 (Buy)' 의견을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
순영업수익	십억원	1,605	1,903	1,927	2,886	2,779	2,864
YoY	%	10.7	18.6	1.3	49.8	-3.7	3.0
영업이익	십억원	621	942	856	1,467	1,275	1,303
YoY	%	-5.0	51.5	-9.1	71.3	-13.1	2.2
지배주주순이익	십억원	530	845	863	1,628	1,089	1,135
YoY	%	3.8	59.6	2.2	88.6	-33.1	4.3
영업이익/순영업수익	%	38.7	49.5	44.4	50.8	45.9	45.5
순영업수익/자산	%	2.8	3.1	2.9	3.9	3.6	3.5
ROE	%	13.0	18.1	16.3	25.6	14.4	13.4
ROA	%	0.92	1.36	1.31	2.22	1.40	1.39
총배당성향	%	19.8	20.0	20.3	12.6	19.8	20.6
EPS	원	9,068	14,473	14,786	27,879	18,640	19,438
BPS	원	73,919	85,684	96,097	121,753	136,887	152,620
주당배당금	원	1,800	2,900	3,000	3,500	3,700	4,000
PER	배	8.4	4.8	4.2	3.1	4.6	4.4
PBR	배	1.03	0.82	0.64	0.70	0.62	0.56
배당수익률	%	2.4	4.1	4.9	4.1	4.3	4.7

1. ESG 하이라이트

한국금융지주의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
한국금융지주 종합 등급	A	D+	19.7
환경 (Environment)	9.3	B-	1.8
사회 (Social)	52.0	D	23.3
지배구조 (Governance)	65.2	D	51.8
<비교업체 종합 등급>			
키움증권	A	NA	21.9
대신증권	BBB	NA	38.6
NH 투자증권	BBB	B+	47.4
삼성증권	A	A-	46.9
미래에셋증권	A	B-	29.8

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 한국금융지주 ESG 평가

국내 평가기관으로부터는 ESG에 좋은 평가를 받고 있음. 특히 지주회사 제도를 채택하고 있어 이해상충 구조가 작은 측면이 지배구조 측면에서 높은 점수를 받는 원인이라고 판단

다만 환경 (E) 측면에서 적극적인 계획을 발표한다면 더 상승할 여지도 있음. 해외 평가기관은 환경에 대해 Refinitiv는 B-를 준 반면, Bloomberg는 매우 낮게 평가해, 의견이 갈림

금융상품의 불완전 판매에 대해 확실히 책임지는 태도는 ESG 측면에서 매우 잘한 것으로 판단

자료: SK 증권

한국금융지주의 ESG 채권 발행 내역 (자회사 포함)

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
2021.6.4	녹색채권	150,000	1.63

자료: KRX, SK 증권

한국금융지주의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.9.3	지배구조 (Governance)	금감원 한투증권 등 증권사 9곳에 480억원 과징금 예고...시장교란 혐의
2021.8.13	지배구조 (Governance)	고승범 금융위 후보자의 매제가 김남규 한국금융지주 회장... 이해충돌 우려 제기
2021.8.6	사회 (Social)	한국투자증권, 카뱅 상장 첫날 MTS 전산장애
2021.7.23	지배구조 (Governance)	경찰, 디스커버리 펀드 판매 기업銀한투·하나금투 압수수색
2021.6.23	사회 (Social)	100% 보상안 통했다...한국투자증권, 팝펀딩 펀드 판매에 기관주의 경징계
2021.6.17	사회 (Social)	한투증권, 부실 사모펀드 100% 보상

자료: 주요 언론사, SK 증권

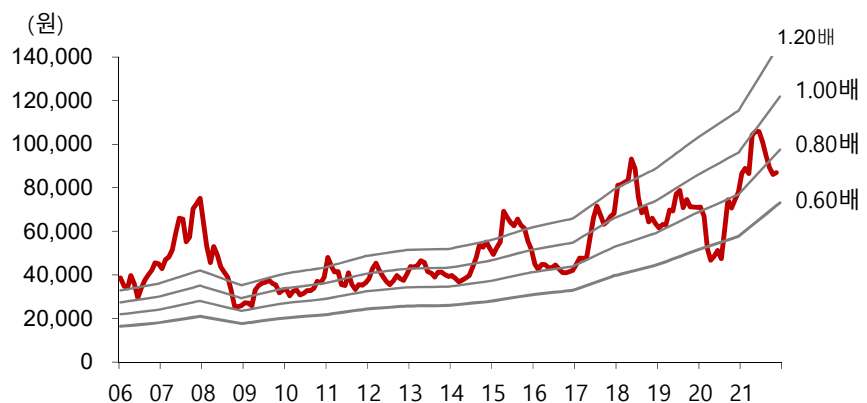
2. 밸류에이션

한국금융지주 목표주가 계산 방법

- Target Price = Target PBR X BPS
 - Target PBR = ROE / (Ke - g)
 - Ke = Rf + (β X Market Risk Premium)
 - ROE = 2022~2023 년 예상치 평균에 장기 배당성향을 40%로 적용하여 계산된 <배당가능 ROE> 5.6%를 적용
 - g는 영구배당성장률 → 2.0% 가정
 - Rf는 국고채수익률 장기 전망치인 1.3% (기존 1.1%에서 변경)
 - β는 1.23 적용 (60개월 월간 기준)
 - BPS (주당순자산가치)는 2021 년말 예상치 121,753 원
 - Risk Premium 다모다란 교수가 제시한 신흥국의 ERP 추정식을 활용 → 4.8%
 - Ke = 1.3% + 1.23 X 4.8% = 7.3%
- ⇒ 5.6% / (7.3% - 2.0%) X 121,753 원 = **130,000 원**

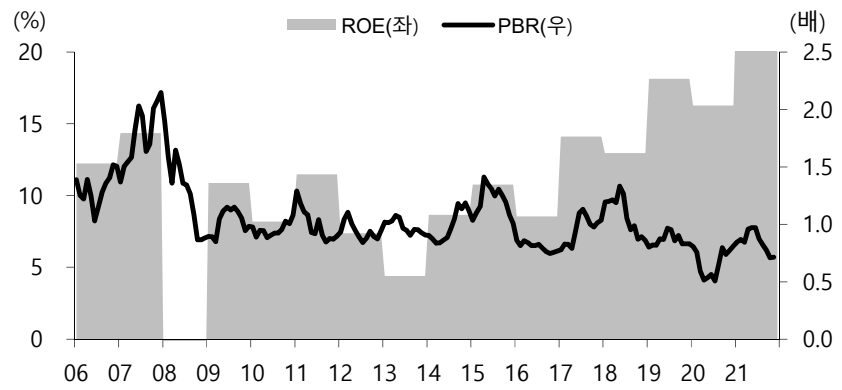
자료 SK 증권

한국금융지주의 주가와 PBR 밴드 추이



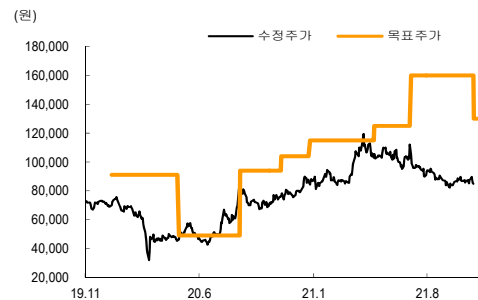
자료 한국금융지주, KRX, SK 증권

한국금융지주의 PBR 과 ROE 추이



자료: 한국금융지주, KRX, SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.11.23	매수	130,000원	6개월		
2021.07.26	매수	160,000원	6개월	-43.69%	-34.38%
2021.06.17	매수	125,000원	6개월	-16.92%	-10.40%
2021.05.21	매수	125,000원	6개월	-15.52%	-12.00%
2021.05.18	매수	125,000원	6개월	-16.80%	-15.60%
2021.01.18	매수	115,000원	6개월	-17.95%	3.91%
2020.12.08	매수	104,000원	6개월	-22.78%	-13.65%
2020.11.25	매수	104,000원	6개월	-25.36%	-22.40%
2020.11.16	매수	94,000원	6개월	-22.08%	-13.72%
2020.09.09	매수	94,000원	6개월	-22.48%	-13.72%
2020.05.18	중립	49,000원	6개월	9.67%	67.76%
2020.01.13	매수	91,000원	6개월	-37.47%	-16.70%



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 기관투자자 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 (2021 년 11 월 23 일 기준)

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

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
현금, 예치금	5,569	6,137	8,592	8,936	9,829
유가증권, 금융자산	41,454	46,018	48,089	50,157	52,414
대출채권	12,221	16,350	17,658	18,540	19,616
유형자산, 부동산	543	543	560	577	595
무형자산	102	106	16	16	16
기타자산	879	1,283	1,271	1,394	1,601
자산총계	60,766	70,438	76,186	79,621	84,072
예수부채	6,590	13,155	14,734	15,324	15,936
차입성부채	25,260	31,447	33,334	34,667	36,747
기타금융부채	17,938	17,914	18,631	19,190	19,958
비이자부채	5,945	2,289	2,357	2,428	2,501
부채총계	55,733	64,805	69,056	71,608	75,142
지배주주지분	5,004	5,612	7,110	7,994	8,913
보통주자본금	279	279	279	279	279
우선주자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	615	615	615	615	615
이익잉여금	4,019	4,713	6,165	7,049	7,968
기타자본	62	22	22	22	22
자기주식	-50	-50	-50	-50	-50
비지배주주지분	29	21	20	18	17
자본총계	5,033	5,632	7,130	8,012	8,930

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
순영업수익	1,903	1,927	2,886	2,779	2,864
수수료이익	808	1,099	1,603	1,414	1,451
수수료수익	981	1,333	1,883	1,736	1,789
수수료비용	172	234	280	322	338
이자이익	819	1,044	1,128	1,176	1,213
이자수익	1,400	1,571	1,728	1,800	1,857
이자비용	581	527	600	624	644
금융상품관련손익	283	-185	175	210	220
기타 손익	-7	-31	-20	-21	-20
대손비용	52	119	68	100	114
판매관리비	909	951	1,351	1,405	1,447
영업이익	942	856	1,467	1,275	1,303
영업외이익	120	339	763	211	248
세전이익	1,062	1,195	2,231	1,486	1,550
법인세비용	214	319	604	399	416
법인세율 (%)	(20.2)	(26.7)	(27.1)	(26.8)	(26.9)
당기순이익	847	860	1,627	1,087	1,134
지배주주순이익	845	863	1,628	1,089	1,135
비지배주주순이익	2	-3	-1	-1	-1
보통주수정순이익	828	846	1,206	1,067	1,112
우선주배당금	17	17	20	21	23

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
수익성 지표					
ROE	18.1	16.3	25.6	14.4	13.4
ROA	1.36	1.31	2.22	1.40	1.39
영업이익/순영업수익	49.5	44.4	50.8	45.9	45.5
순영업수익/자산	3.1	2.9	3.9	3.6	3.5
판매비/순영업수익	47.8	49.4	46.8	50.5	50.5
순영업수익 구성비					
수수료이익	42.5	57.0	55.5	50.9	50.7
이자이익	43.0	54.2	39.1	42.3	42.4
금융상품관련손익	14.9	-9.6	6.1	7.6	7.7
기타	-0.4	-1.6	-0.7	-0.8	-0.7
증권 자본적정성, 신용위험					
구(舊) NCR (%)	157.5	178.4	185.9	190.3	195.8
자산/자기자본 (배)	12.1	12.5	10.7	9.9	9.4
채무보증/자기자본 (%)	115.1	57.8	47.9	47.8	45.0
주식수 (천주)					
보통주	55,726	55,726	55,726	55,726	55,726
자기주식	2,987	2,987	2,987	2,987	2,987
우선주	5,858	5,858	5,858	5,858	5,858
자기주식	200	200	200	200	200

주요투자지표 II

12월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
증권사 수수료 (십억원)					
Brokerage수수료	237	464	521	480	495
자산관리수수료	132	132	178	180	185
IB, 기타 수수료	389	416	730	657	677
성장률 (%)					
순영업수익증가율	18.6	1.3	49.8	-3.7	3.0
자산증가율	-5.1	15.9	8.2	4.5	5.6
EPS증가율	59.6	2.2	88.6	-33.1	4.3
BPS증가율	15.9	12.2	26.7	12.4	11.5
배당금증가율	61.1	3.4	16.7	5.7	8.1
주당 지표 (원)					
EPS	14,473	14,786	27,879	18,640	19,438
보통주수정EPS	15,708	16,044	22,864	20,237	21,088
BPS	85,684	96,097	121,753	136,887	152,620
주당배당금	2,900	3,000	3,500	3,700	4,000
총배당성장률 (%)	20.0	20.3	12.6	19.8	20.6
Valuation 지표					
PER(배)	4.8	4.2	3.1	4.6	4.4
PBR(배)	0.82	0.64	0.70	0.62	0.56
배당수익률 (%)	4.1	4.9	4.1	4.3	4.7

자료: 한국금융지주, KRX, SK 증권 추정

주: 주가는 11월 22일 기준

SK COMPANY Analysis



Analyst

구경희

kh.koo@sks.co.kr

02-3773-9083

Company Data

자본금	15,313 억원
발행주식수	30,028 만주
자사주	68 만주
액면가	5,000 원
시가총액	38,911 억원
주요주주	
농협금융지주(외2)	49.11%
국민연금공단	7.87%
외국인지분률	17.50%
배당수익률	5.30%

Stock Data

주가(21/11/22)	13,100 원
KOSPI	3013.25 pt
52주 Beta	0.88
52주 최고가	13,500 원
52주 최저가	10,750 원
60일 평균 거래대금	73 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.0%	-0.2%
6개월	-0.8%	4.0%
12개월	21.3%	2.8%

NH 투자증권 (005940/KS | 매수(유지) | T.P 16,000 원(유지))

다양한 부문에서 경쟁력을 보유한 은행계 증권사

증시 거래대금 감소 시에도 이익의 하방 경직성을 감안하면 현재 PER 는 충분히 낮은 편. IB, WM, 브로커리지 등 다양한 부문에서 경쟁력을 보유한 은행계 대형 증권사라는 점은 장점. 증권업종 내에서 가장 유망하다고 보기는 어렵지만, 최근 주가는 저평가되어 있어 '매수' 의견 유지. 배당의 강점이 반영되면서 보통주와 우선주의 주가 갭이 10% 미만으로 좁혀짐.

거래대금 감소 시에도 이익의 하방 경직성을 감안하면 현재 PER 는 낮은 편

NH 투자증권은 PER 5 배 미만의 낮은 밸류에이션에 머물고 있다. 2021 년 실적이 증시상황으로 인한 일시적인 이익 증가라고 해도, 거래대금 감소시에도 이익의 감소세가 그리 크지 않을 것을 감안하면 다소 아쉬운 평가다. 자기자본을 활용한 IB, 대출사업 등을 통해 꾸준한 이익을 늘려 나갈 전망이어서, 이익의 하방 경직성이 크다고 본다.

IB, WM, 브로커리지 등 다양한 부문에서 경쟁력을 보유한 대형 증권사

NH 투자증권의 투자 포인트는 1) IB 에서의 경쟁력을 바탕으로 한 높은 성장성, 2) 수익원 다각화로 인한 안정적인 실적, 3) 은행계 증권사로서의 장점 (자산관리 부문) 등이다. 지금 당장의 브로커리지 시장 호황보다 장기적으로는 IB 시장의 고성장을 예상한다면 NH 투자증권은 좋은 투자 대상이다.

목표주가 16,000 원 유지, 증권업종 내에서 배당투자에 적합한 종목

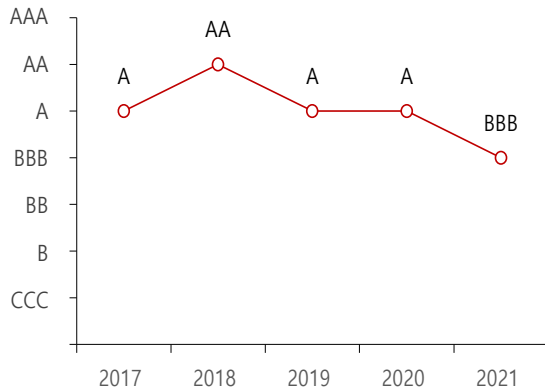
기업 가치 (목표주가 16,000 원)에 비해 주가는 저평가되어 있어, 기존의 '매수 (Buy)' 의견을 유지한다. 다만 다른 증권사들에 비해 뚜렷한 주가 강세를 보일 만한 재료도 부족한 것이 사실이다. 2021 년 예상 배당수익률은 6% 내외로 업종 내에서도 매력적인 수준이다. 배당투자에서의 강점이 반영되면서 우선주 (005945/KS)의 주가 상승 폭이 커져, 보통주와 우선주의 주가 갭이 10% 미만으로 좁혀졌다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
순영업이익	십억원	1,262	1,460	1,720	2,356	2,132	2,271
YoY	%	6.5	15.6	17.8	36.9	-9.5	6.5
영업이익	십억원	540	575	787	1,276	1,011	1,069
YoY	%	17.6	6.5	36.8	62.1	-20.8	5.7
지배주주순이익	십억원	361	476	577	876	738	780
YoY	%	3.1	31.8	21.3	51.8	-15.7	5.6
영업이익/순영업이익	%	42.8	39.4	45.8	54.2	47.4	47.0
순영업이익/자산	%	2.6	2.8	3.0	3.7	3.3	3.4
ROE	%	7.3	9.1	10.3	14.2	10.8	10.6
ROA	%	0.74	0.92	1.02	1.39	1.14	1.15
총배당성향	%	41.7	31.7	36.5	27.5	32.6	32.8
EPS	원	1,206	1,587	1,926	2,924	2,464	2,603
BPS	원	16,863	17,974	19,352	21,935	23,596	25,396
주당배당금	원	500	500	700	800	800	850
PER	배	11.8	8.3	5.1	4.5	5.3	5.0
PBR	배	0.84	0.73	0.51	0.60	0.56	0.52
배당수익률	%	3.5	3.8	7.1	6.1	6.1	6.5

1. ESG 하이라이트

NH 투자증권의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
NH 투자증권 종합 등급	BBB	B+	47.4
환경(Environment)	17.7	B+	31.3
사회(Social)	43.9	B+	63.3
지배구조(Governance)	62.6	B+	62.5
<비교업체 종합 등급>			
키움증권	A	NA	21.9
대신증권	BBB	NA	38.6
삼성증권	A	A-	46.9
한국금융투자	A	D+	19.7
미래에셋증권	A	B-	29.8

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 NH 투자증권 ESG 평가

국내 ESG 평가기관(지속가능발전소)으로부터 경쟁 대형 증권사들에 비해 낮은 평가 (종합 등급 BBB)를 받고 있음

사회 (S) 등급의 하락은 펀드 불안전판매로 인한 결과로 보이며, 환경 (E)과 관련한 정책이 부족한 것이 낮은 점수를 받고 있는 원인이라고 추정

해외 평가기관들이 국내 증권사들에 대해 전반적으로 낮은 ESG 등급을 부여하고 있는 이유도 환경 (E)과 관련한 정책 부재 때문이라고 판단

자료: SK 증권

NH 투자증권의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
2021.2.16	지속가능채권	110,000	1.55

자료: KRX, SK 증권

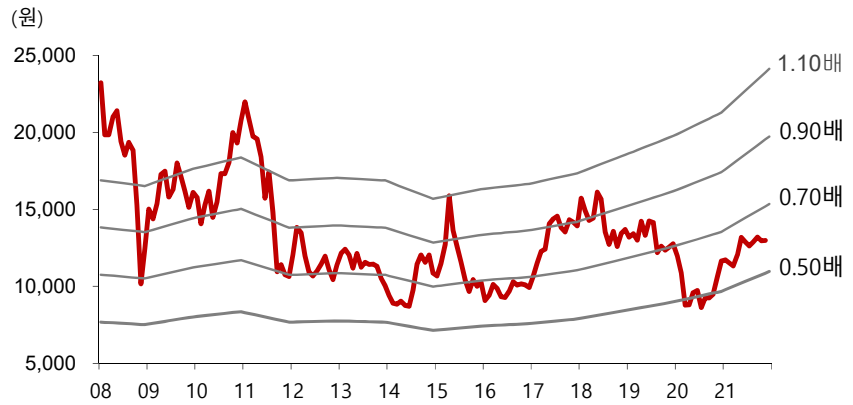
NH 투자증권의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.10.15	사회 (Social)	[2021 국감] NH 투자증권 사장 "옵티머스 사태 자산 회수 최선 다할 것"
2021.9.15	사회 (Social)	옵티머스 판매사 NH 투자증권, 펀드 수익보전 혐의 전면 부인
2021.8.8	기타	檢, 옵티머스 사기 관련해 NH 투자증권 직원 등 32명 기소...정·관계로비는 못밝혀
2021.6.20	사회 (Social)	NH 투자증권 금감원 결정 존중해 피해자들에게 옵티머스 전액배상 결정
2021.6.16	환경 (Environment)	주민단체, 석탄화력발전소 건설 삼척블루파워 회사채 발행 주관 NH 투자증권 규탄회견
2021.6.2	사회 (Social)	미국 더드루 리조트 국내 투자자, 미래에셋과 NH 투자에 919억 소송

자료: 주요 언론사, SK 증권

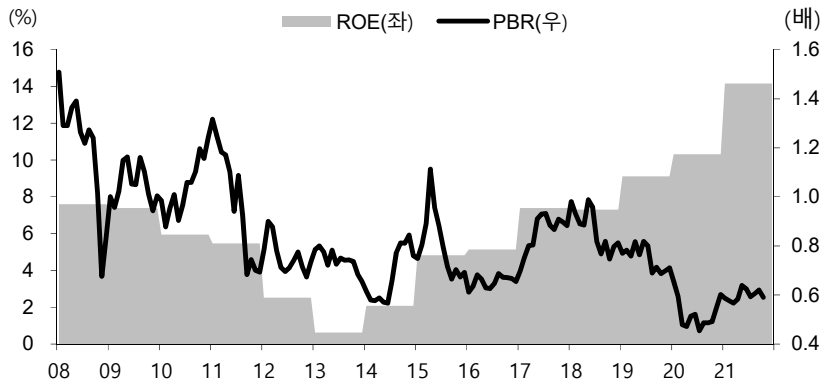
2. 밸류에이션 그래프

NH 투자증권의 주가와 PBR 밴드 추이



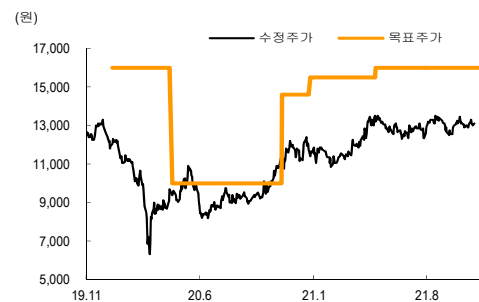
자료: NH 투자증권, KRX, SK 증권

NH 투자증권의 PBR 과 ROE 추이



자료: NH 투자증권, KRX, SK 증권 추정

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.11.23	매수	16,000원	6개월		
2021.05.21	매수	16,000원	6개월	-19.09%	-15.63%
2021.01.28	매수	15,500원	6개월	-23.65%	-12.90%
2021.01.18	매수	15,500원	6개월	-25.12%	-23.55%
2020.12.08	매수	14,600원	6개월	-19.95%	-15.07%
2020.11.26	매수	14,600원	6개월	-22.47%	-19.18%
2020.07.28	중립	10,000원	6개월	-5.38%	13.00%
2020.05.04	중립	10,000원	6개월	-6.77%	9.00%
2020.01.13	매수	16,000원	6개월	-38.22%	-23.13%



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 투자이건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 11 월 23 일 기준)

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

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
현금, 예치금	996	1,213	1,250	1,294	1,334
유가증권, 금융자산	40,538	44,699	42,464	44,162	45,531
대출채권	8,031	16,201	17,821	19,603	21,171
유형자산, 부동산	182	193	199	206	212
무형자산	58	57	16	16	16
기타자산	270	377	1,603	798	1,096
자산총계	50,075	62,738	63,352	66,079	69,360
예수부채	4,338	7,027	9,280	9,930	10,923
차입성부채	20,223	27,063	24,410	25,093	26,122
기타금융부채	19,939	22,316	22,539	23,396	24,098
비이자부채	183	529	545	583	601
부채총계	44,683	56,936	56,774	59,002	61,743
지배주주지분	5,385	5,798	6,572	7,069	7,609
보통주자본금	1,432	1,432	1,432	1,432	1,432
우선주자본금	99	99	99	99	99
자본잉여금	1,520	1,520	1,535	1,535	1,535
이익잉여금	2,157	2,582	3,247	3,745	4,284
기타자본	176	165	258	258	258
자기주식	-15	-15	-15	-15	-15
비지배주주지분	7	5	6	7	8
자본총계	5,392	5,803	6,578	7,077	7,617

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
순영업수익	1,460	1,720	2,356	2,132	2,271
수수료이익	598	1,025	1,271	1,205	1,281
수수료수익	790	1,193	1,446	1,388	1,471
수수료비용	191	168	175	183	190
이자이익	635	696	755	787	855
이자수익	1,049	982	1,062	1,100	1,170
이자비용	414	286	308	313	315
금융상품관련손익	42	169	180	50	40
기타 손익	185	-170	150	90	95
대손비용	73	110	52	42	37
판매관리비	812	894	1,028	1,079	1,165
영업이익	575	787	1,276	1,011	1,069
영업외이익	58	2	-80	-5	-5
세전이익	633	789	1,196	1,006	1,064
법인세비용	157	212	319	267	283
법인세율 (%)	(24.8)	(26.9)	(26.7)	(26.5)	(26.6)
당기순이익	476	577	877	739	781
지배주주순이익	476	577	876	738	780
비지배지분순이익	1	0	1	1	1
보통주주정순이익	400	563	860	722	763
우선주배당금	10	14	16	16	17

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
수익성 지표					
ROE	9.1	10.3	14.2	10.8	10.6
ROA	0.92	1.02	1.39	1.14	1.15
영업이익/순영업수익	39.4	45.8	54.2	47.4	47.0
순영업수익/자산	2.8	3.0	3.7	3.3	3.4
판매비/순영업수익	55.6	51.9	43.6	50.6	51.3
순영업수익 구성비					
수수료이익	41.0	59.6	54.0	56.5	56.4
이자이익	43.5	40.5	32.0	36.9	37.7
금융상품관련손익	2.9	9.8	7.6	2.3	1.8
기타	12.7	-9.9	6.4	4.2	4.2
자본적정성, 신용위험					
구(舊) NCR (%)	157.6	147.6	158.4	161.6	158.4
자산/자기자본 (배)	9.3	10.8	9.6	9.3	9.1
채무보증/자기자본 (%)	46.5	37.3	48.2	48.8	41.6
주식수 (천주)					
보통주	281,409	281,409	281,409	281,409	281,409
자기주식	684	684	684	684	684
우선주	18,871	18,871	18,871	18,871	18,871
자기주식	0	0	0	0	0

주요투자지표 II

12월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
비연결 수수료 (십억원)					
Brokerage수수료	266	649	739	659	695
WM, 상품수수료	82	83	101	106	117
IB, 기타 수수료	401	461	577	594	630
성장률 (%)					
순영업수익증가율	15.6	17.8	36.9	-9.5	6.5
자산증가율	-6.3	25.3	1.0	4.3	5.0
EPS증가율	31.7	21.3	51.8	-15.7	5.6
BPS증가율	6.6	7.7	13.3	7.6	7.6
배당금증가율	0.0	40.0	14.3	0.0	6.3
주당 지표 (원)					
EPS	1,587	1,926	2,924	2,464	2,603
보통주주정EPS	1,424	2,005	3,063	2,573	2,718
BPS	17,974	19,352	21,935	23,596	25,396
주당배당금	500	700	800	800	850
총배당성향 (%)	31.7	36.5	27.5	32.6	32.8
Valuation 지표					
PER(배)	8.3	5.1	4.5	5.3	5.0
PBR(배)	0.73	0.51	0.60	0.56	0.52
배당수익률 (%)	3.8	7.1	6.1	6.1	6.5

자료: NH 투자증권, KRX, SK 증권 추정

주: 주가는 11월 22일 기준

SK COMPANY Analysis



Analyst

구경호

kh.koo@sks.co.kr

02-3773-9083

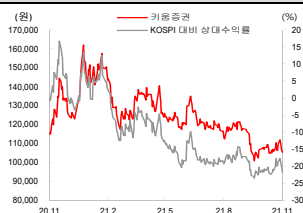
Company Data

자본금	1,451 억원
발행주식수	2,902 만주
자사주	50 만주
액면가	5,000 원
시가총액	27,662 억원
주요주주	
다우기술(외)	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 4 배 내외에 불과한 최근 주가는 너무 낮아 '매수' 의견 유지. 2022 년 실적 모멘텀이 떨어지는 것은 사실이지만, 증시 환경에 따라 변화 가능성도 큼. 비 브로커리지 부문 의 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 하향조정 (기존 165,000 원)한다. 그럼에도 비 브로커리지 부문에서의 탄탄한 추세와 글로벌 증시의 하방 경직성이 유지되는 점을 고려할 때, 현 주가는 낮다고 판단한다.

2022 년 실적 모멘텀이 떨어지는 것은 사실이지만, 변화 가능성도 높음

2021 년 지배주주순이익은 8,710 억원으로 전년 대비 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 2022 년에는 순이익이 15% 감소할 것으로 추정했다. 하지만 거래대금 자체의 변동성이 크기 때문에, 향후 증시 호전 여부에 따라 변화 가능성은 크다.

PER 4 배에 불과한 최근 주가는 저평가

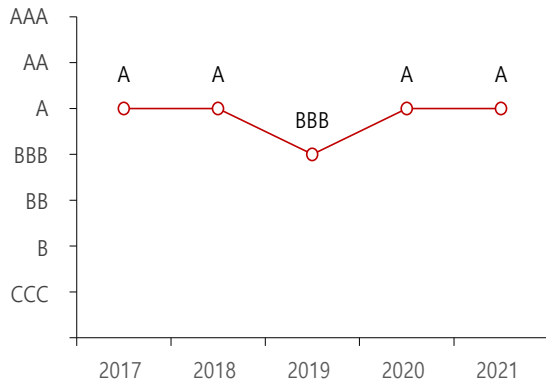
장기적인 관점에서 볼 때, 브로커리지 의존도가 높은 키움증권의 PER 가 경쟁사들에 비해 낮은 것은 합리적이다. 하지만 2022 년 PER 가 4 배 내외에 불과한 최근의 주가는 과도하게 낮은 것으로 판단하여 '매수(Buy)' 의견을 유지한다. 당분간 증권주 내에서도 증시에 가장 민감한 주식으로서의 성격을 이어갈 전망이다.

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
한국금융투자	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 때문에 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 19 년 대비 20 년 10 배 늘어
2020.10.7	사회 (Social)	[2020 국감] 키움증권 시스템 장애, 최다 민원 1 위는 KB
2020.9.28	사회 (Social)	올해 전산사고만 6 번째 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 1 조 3000 억원 규모 젠투 펀드 환매 연기
2020.6.26	사회 (Social)	만기 남은 옵티머스펀드 4,500 억대..젠투펀드는 또 환매 중단

자료: 주요 언론사, SK 증권

2. 밸류에이션

키움증권 목표주가 계산 방법

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

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

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

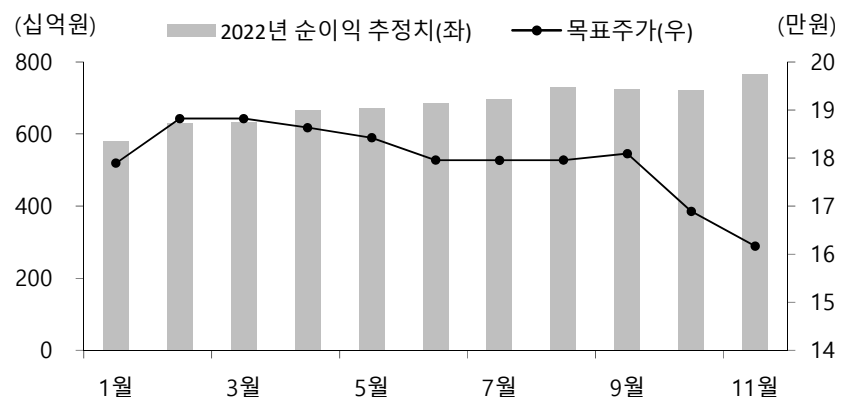
- ROE = 2022~2023 년 예상치 (평균 16.0%)에 장기 배당성향을 40%로 적용하여 계산된 <배당가능 ROE> 6.4%를 적용
- g 는 영구배당성장률 → 1.3% 가정
- Rf 는 국고채수익률 장기 전망치인 1.3% (1.1%에서 변경)
- β 는 60 개월 주식베타인 1.35 적용
- BPS(주당순자산가치)는 2021 년말 예상치 143,882 원
- Risk Premium 다모다란 교수가 제시한 신흥국의 ERP 추정식을 활용 → 4.8%
- $\text{Ke} = 1.3\% + 1.35 \times 4.8 = 7.8\%$

$$\Rightarrow 6.4\% / (7.8\% - 1.3\%) \times 143,882 \text{ 원} \approx 140,000 \text{ 원}$$

(165,000 원에서 하향조정)

자료: SK 증권

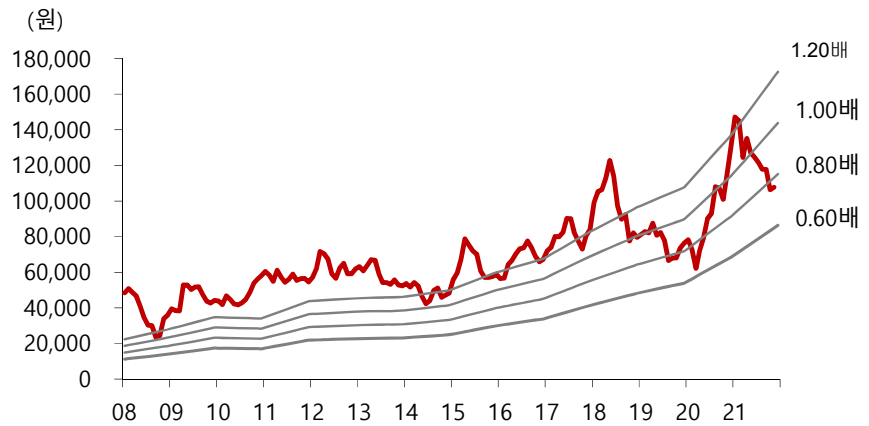
2022 년 키움증권 순이익과 목표주가 컨센서스의 변화 추이



자료: FnGuide, SK 증권

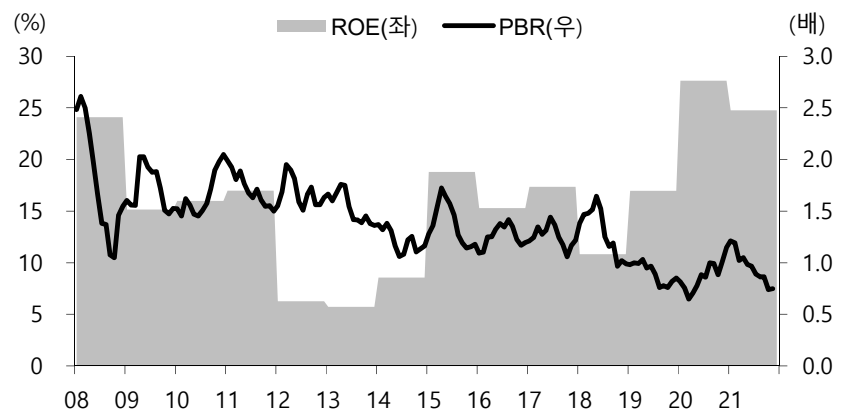
주: SK 증권 추정치가 아니라 FnGuide 에서 취합한 시장 컨센서스

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 정확히 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 (2021 년 11 월 23 일 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
비지배주주순이익	-1	3	11	12	11
보통주주정순이익	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
보통주주정EPS	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

SK COMPANY Analysis



Analyst

구경회

kh.koo@sk.co.kr

02-3773-9083

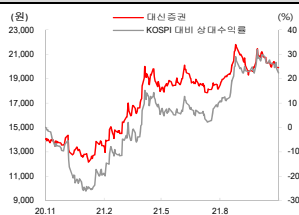
Company Data

자본금	4,349 억원
발행주식수	8,677 만주
자사주	2,043 만주
액면가	5,000 원
시가총액	10,104 억원
주요주주	
자사주	28.36%
양흥석(외8)	14.81%
외국인지분율	15.40%
배당수익률	6.00%

Stock Data

주가(21/11/22)	19,900 원
KOSPI	3013.25 pt
52주 Beta	0.68
52주 최고가	21,800 원
52주 최저가	12,150 원
60일 평균 거래대금	25 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.8%	-5.0%
6개월	10.9%	16.1%
12개월	44.2%	22.2%

대신증권 (003540/KS | 매수(유지) | T.P 24,000 원(유지))

부동산 금융으로의 사업다각화, 증권주 선택의 폭을 넓히다

부동산 금융으로의 사업 다각화는 증시에서 증권주 선택의 폭을 넓힐 것. 2019년부터 투자자 기대에 부응하는 주주환원 정책에 힘입어 주가 흐름도 양호한 추세. 2022년 기준으로 배당수익률은 약 6% 내외로 예상. 목표주가 24,000 원 유지. 테이퍼링과 금리 인상은 유리한 환경 변화는 아님.

부동산 금융으로의 사업 다각화, 증권주 선택의 폭을 넓힐 것

서로 비슷한 사업구조를 가진 국내 증권업계에서, 대신증권처럼 부동산 금융으로 사업을 다각화한 기업이 있다는 것은 투자자들의 선택의 폭을 넓혀줄 것이다. 2021년 나인원한남 및 춘천 온의지구 분양 수익이 인식되면서 이익이 급증한 바 있다. 2022년에는 이익이 급감하는 것처럼 보이겠지만, 2021년처럼 분양 수익이 매년 거액으로 발생하지는 않는다는 점을 감안하고 보면, 이익 모멘텀의 악화라고 볼 필요는 없다.

투자자 기대에 부응하는 주주환원 정책에 힘입어 주가 흐름도 양호

많은 투자자들이 대신증권에 대해 안정적인 배당 성장을 기대하고 있으며, 회사 측도 지난 2019년부터 투자자들의 기대에 부응하는 주주환원 정책을 보여주고 있다. 이로 인해 주가 흐름도 업종지수를 상회하는 양호한 추세다. 회사 측은 9월 CEO 레터를 통해 증권사 비연결 이익의 30%를 최소 배당성향으로 제시한 바 있다. 1회성 요인이 반영되지 않은 2022년 예상 실적 (EPS 2,855 원, DPS 1,200 원) 기준으로 배당수익률은 6% 내외로 추정된다.

목표주가 24,000 원 유지, 테이퍼링 및 금리인상은 유리한 변화는 아님

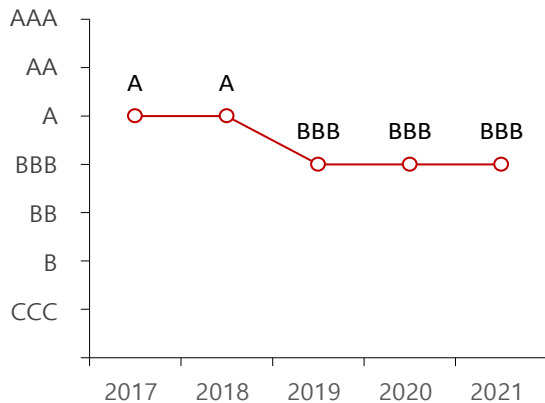
글로벌 금융시장에서 테이퍼링 및 금리인상이 주요 화두가 되면서, 아무래도 부동산 개발사업에 대한 기대수익률이 낮아질 수 밖에 없다. 그럼에도 불구하고 주가 상승 여력 (목표가 24,000 원)이 남아 있어 '매수 (Buy)' 의견을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
순영업수익	십억원	559	530	722	1,522	842	871
YoY	%	13.1	-5.2	36.4	110.8	-44.7	3.4
영업이익	십억원	158	100	239	911	253	280
YoY	%	19.2	-37.1	140.0	280.8	-72.2	10.7
지배주주순이익	십억원	141	95	148	680	192	212
YoY	%	21.5	-32.8	56.4	359.1	-71.8	10.7
영업이익/순영업수익	%	28.4	18.8	33.1	59.9	30.1	32.2
순영업수익/자산	%	3.1	2.7	3.5	5.5	2.6	2.8
ROE	%	7.3	4.8	7.3	29.0	7.1	7.6
ROA	%	0.80	0.49	0.72	2.44	0.59	0.69
총배당성향	%	32.3	75.3	55.2	14.0	42.6	38.5
EPS	원	1,964	1,349	2,204	10,121	2,855	3,159
BPS	원	27,460	28,265	30,476	39,381	40,820	42,763
주당배당금	원	620	1,000	1,200	1,400	1,200	1,200
PER	배	6.6	8.9	5.0	2.0	7.0	6.3
PBR	배	0.47	0.43	0.36	0.51	0.49	0.47
배당수익률	%	4.8	8.3	10.9	7.0	6.0	6.0

1. ESG 하이라이트

대신증권의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
대신증권 종합 등급	BBB	N.A	38.6
환경(Environment)	15.3	N.A	34.8
사회(Social)	35.3	N.A	23.3
지배구조(Governance)	54.6	N.A	62.5
<비교업체 종합 등급>			
키움증권	A	N.A	21.9
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 대신증권 ESG 평가

ESG 평가기관들로부터의 등급은 높은 편이 아님. 국내사로부터는 환경 (E) 부문에서, Bloomberg로부터는 사회 (S) 부문에서 낮은 평가를 받음

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

아직 ESG 채권 발행에 대해서는 데이터가 없음. 언론 기사에는 라임펀드 관련 내용이 아닌 많이 회자되는 상황

자료: SK 증권

대신증권의 ESG 채권 발행 내역

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

자료: KRX, SK 증권

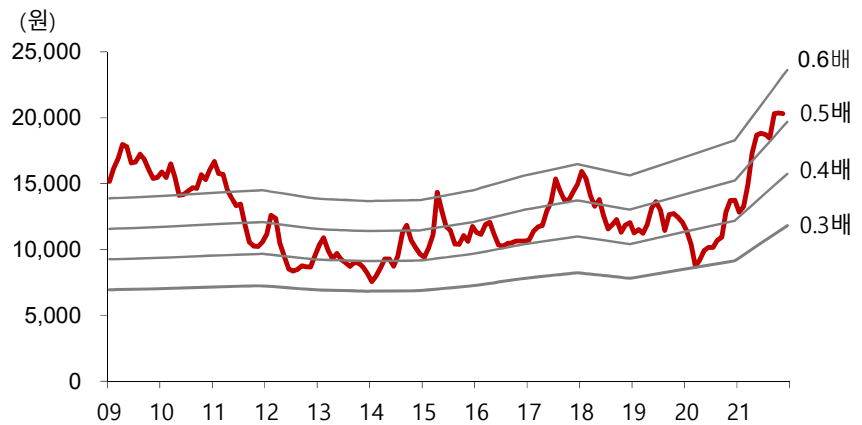
대신증권의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
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, 분조위 80% 배상 조정안 수용
2021.8.10	사회 (Social)	"라임펀드 최대 80% 배상"...대신증권 금감원 권고 수용
2021.7.29	사회 (Social)	금감원 "대신증권 라임펀드 배상비율 최대 80% 결정... 업계 최고 수준"
2021.7.27	사회 (Social)	대신증권 HTS-MTS 접속 오류...오익근 대표 "보상 신속 처리"

자료: 주요 언론사, SK 증권

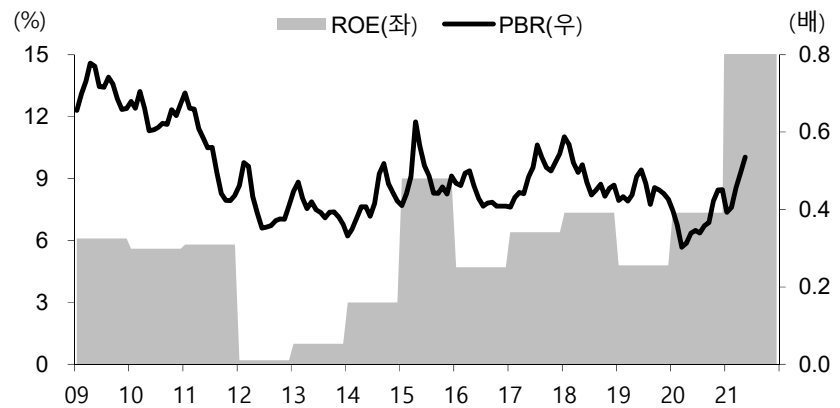
2. 밸류에이션 그래프

대신증권의 주가 및 PBR 밴드



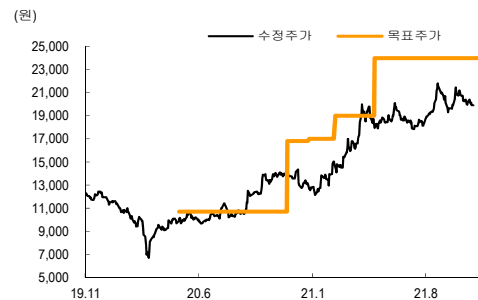
자료: 대신증권, KRX, SK 증권

대신증권의 ROE와 PBR 비교



자료: 대신증권, KRX, SK 증권

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.11.23	매수	24,000원	6개월		
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(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 투자이건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 11 월 23 일 기준)

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

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
현금, 예치금	2,358	3,681	13,865	9,706	9,803
유가증권, 금융자산	8,846	8,227	8,144	8,307	8,390
대출채권	4,363	4,668	7,283	7,501	7,351
유형자산, 부동산	2,467	2,761	3,037	3,098	3,036
무형자산	153	131	118	166	161
기타자산	1,250	2,036	1,832	1,850	1,795
자산총계	19,437	21,504	34,279	30,628	30,536
예수부채	2,813	3,900	10,510	10,615	10,721
차입성부채	9,415	10,156	17,062	14,503	14,358
기타금융부채	3,860	2,400	1,520	1,543	1,527
비이자부채	1,332	2,970	2,509	1,192	1,024
부채총계	17,420	19,426	31,601	27,853	27,630
자배주지분	1,984	2,048	2,647	2,744	2,874
보통주자본금	255	255	255	255	255
우선주자본금	180	180	180	180	180
자본잉여금	695	695	695	695	695
이익잉여금	953	1,032	1,631	1,728	1,858
기타자본	-98	-114	-114	-114	-114
자기주식	-194	-229	-229	-229	-229
비지배주지분	33	29	32	32	32
자본총계	2,017	2,077	2,679	2,776	2,906

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
순영업수익	530	722	1,522	842	871
수수료이익	229	445	484	467	491
수수료수익	273	479	546	533	562
수수료비용	44	34	62	66	71
이자이익	46	69	146	160	144
이자수익	300	281	339	392	365
이자비용	254	212	194	231	221
금융상품관련손익	168	89	110	95	98
기타 손익	87	119	782	120	138
대손비용	52	56	56	45	41
판매관리비	378	427	555	544	550
영업이익	100	239	911	253	280
영업외이익	29	-20	-15	0	0
세전이익	129	219	896	253	280
법인세비용	35	72	217	61	68
법인세율 (%)	(27.2)	(33.0)	(24.2)	(24.2)	(24.2)
당기순이익	94	147	679	192	212
지배주주순이익	95	148	680	192	212
비지배주주순이익	-1	-1	-1	0	0
보통주주정순이익	63	111	637	154	175
우선주배당금	31	37	44	37	37

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
수익성 지표					
ROE	4.8	7.3	29.0	7.1	7.6
ROA	0.49	0.72	2.44	0.59	0.69
영업이익/순영업수익	18.8	33.1	59.9	30.1	32.2
순영업수익/자산	2.7	3.5	5.5	2.6	2.8
판매비/순영업수익	71.4	59.1	36.5	64.6	63.1
순영업수익 구성비					
수수료이익	43.3	61.6	31.8	55.4	56.4
이자이익	8.6	9.6	9.6	19.1	16.5
금융상품관련손익	31.7	12.3	7.2	11.3	11.3
기타	16.3	16.5	51.4	14.2	15.9
자본적정성, 신용위험					
구(舊) NCR (%)	282.1	307.4	342.3	350.5	368.9
자산/자기자본 (배)	9.6	10.4	12.8	11.0	10.5
채무보증/자기자본 (%)	68.9	43.7	36.8	37.8	33.9
주식수 (천주)					
보통주	50,773	50,773	50,773	50,773	50,773
자기주식	10,883	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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
수수료 분류 (별도, 십억원)					
Brokerage수수료	146	323	359	342	354
자산관리수수료	26	26	40	42	44
IB, 기타 수수료	96	113	147	149	164
성장률 (%)					
순영업수익증가율	-5.2	36.4	110.8	-44.7	3.4
자산증가율	1.5	10.6	59.4	-10.7	-0.3
EPS증가율	-31.3	63.4	359.1	-71.8	10.7
BPS증가율	2.9	7.8	29.2	3.7	4.8
배당금증가율	61.3	20.0	16.7	-14.3	0.0
주당 지표 (원)					
EPS	1,349	2,204	10,121	2,855	3,159
보통주주정EPS	1,587	3,001	17,261	4,186	4,741
BPS	28,265	30,476	39,381	40,820	42,763
주당배당금	1,000	1,200	1,400	1,200	1,200
총배당성향 (%)	75.3	55.2	14.0	42.6	38.5
Valuation 지표					
PER(배)	8.9	5.0	2.0	7.0	6.3
PBR(배)	0.43	0.36	0.51	0.49	0.47
배당수익률 (%)	8.3	10.9	7.0	6.0	6.0

자료: 대신증권 KRX, SK 증권 추정

주. 주가는 11월 22일 기준

memo
