

SK COMPANY Analysis



Analyst
구경회

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

Company Data

자본금	16,094 억원
발행주식수	30,028 만주
자사주	68 만주
액면가	5,000 원
시가총액	36,151 억원
주요주주	
농협금융지주(외2)	49.11%
국민연금공단	7.87%
외국인지분율	15.80%
배당수익률	8.4%

Stock Data

주가(22/04/22)	10,900 원
KOSPI	2704.71 pt
52주 Beta	0.88
52주 최고가	13,600 원
52주 최저가	10,900 원
60일 평균 거래대금	74 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.2%	-3.7%
6개월	-16.6%	-8.1%
12개월	-7.5%	7.5%

NH 투자증권 (005940/KS | 매수(유지) | T.P 14,000 원(하향))

업계 공통적으로 거래대금 감소와 유가증권 운용 부진

1Q22 지배주주순이익은 1,024 억원으로 전년동기대비 -60% 급감. 금리급등으로 유가증권운용손익이 적자를 기록했으며, 증시 거래대금 감소로 위탁수수료가 급감. 실적 추정치를 낮추면서 (8,060 억 → 6,930 억원) 목표주가를 14,000 원으로 하향조정. 증권업종 실적은 지금이 바닥일 가능성 높아, 저점에 매도할 필요는 없다고 판단

1Q 실적은 위탁수수료 감소와 운용손익 적자로 YoY -60%

1Q22 지배주주순이익은 1,024 억원으로 전년동기대비 -60% 급감했다. 금리급등으로 유가증권운용손익이 적자를 기록했으며, 증시 거래대금 감소로 위탁수수료가 -47% 감소한데 따른 결과다. 사실 금년 1 월부터 주가가 하락하는 과정에 이러한 이슈들이 모두 반영된 측면이 있으며, 전년동기 실적이 너무 좋았던 것에 따른 기저효과도 크다.

실적 추정치 낮추면서 목표주가를 14,000 원으로 하향조정

2022년 실적의 저하는 증권업계 공통적인 사안이어서 NH 투자증권만의 문제라고 볼 수는 없다. 시각을 달리하면 2020년 하반기부터 2021년 상반기까지의 증시 호황이 일시적인 국면이었다고 봐야 한다. 이제는 증권사 실적에 대한 눈높이를 조금 낮출 필요가 있다. 2022년 실적 추정치를 낮추면서 목표주가를 16,000 원에서 14,000 원으로 하향조정한다. 최근의 주가 하락은 다소 과도한 측면이 있어, 기존 '매수' 의견을 유지한다.

NH 투자증권을 포함한 증권업종 전체 실적은 지금이 바닥일 가능성 높다

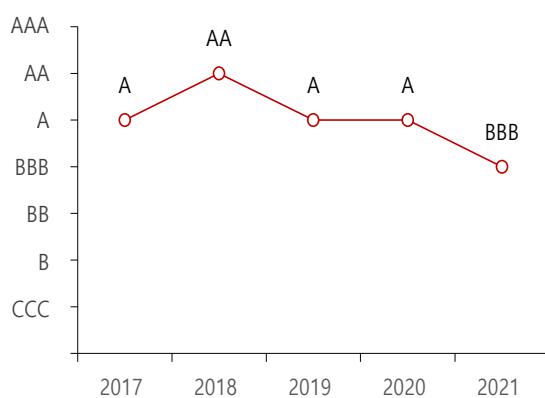
최근 증권업종에 대한 투자 심리가 그리 좋지 못하다. 하지만 장기적으로 볼 때 지금의 부진한 실적이 바닥일 가능성이 높다. 1분기 거래대금 평균치 (ETF 포함 22 조원)는 거래회전율 200%까지 하락한 결과여서, 추세적으로 더 내려갈 가능성은 낮다. 그리고 향후 금리가 추가 상승하더라도 1분기의 상승 폭 (국고채 3년물 0.86%p 상승)보다는 작을 가능성이 높다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
순영업수익	십억원	1,460	1,791	2,366	2,009	2,084	2,179
YoY	%	15.6	22.7	32.2	-15.1	3.7	4.5
영업이익	십억원	575	787	1,317	942	986	995
YoY	%	6.5	36.8	67.2	-28.4	4.7	0.9
지배주주순이익	십억원	476	577	948	693	725	731
YoY	%	31.8	21.3	64.3	-26.9	4.6	0.8
영업이익/순영업수익	%	39.4	44.0	55.6	46.9	47.3	45.7
순영업수익/자산	%	2.8	3.2	3.9	3.4	3.3	3.3
ROE	%	9.1	10.3	15.0	9.9	9.8	9.3
ROA	%	0.92	1.02	1.56	1.16	1.16	1.12
총배당성향	%	31.7	36.6	35.1	36.6	37.2	39.0
EPS	원	1,587	1,921	3,001	2,194	2,295	2,315
BPS	원	17,974	19,308	21,635	22,776	24,269	25,731
주당배당금	원	500	700	1,050	800	850	900
PER	배	8.3	5.1	4.2	5.0	4.7	4.7
PBR	배	0.73	0.51	0.58	0.48	0.45	0.42
배당수익률	%	3.8	7.1	8.4	7.3	7.8	8.3

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+	49.0
환경(Environment)	17.7	B+	19.8
사회(Social)	43.9	B+	37.4
지배구조(Governance)	66.0	B+	89.9
<비교업체 종합 등급>			
키움증권	A	N.A.	39.9
대신증권	BBB	N.A.	40.8
삼성증권	A	A-	59.0
한국금융지주	A	D+	32.4
미래에셋증권	A	B-	37.7

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 불완전판매로 인한 결과로 보이며, 환경 (E)과 관련한 정책이 부족한 것이 낮은 점수를 받고 있는 원인이라고 추정

그럼에도 Bloomberg 의 평가는 종합 49.0 점으로 국내 대형 증권사 중 삼성증권 다음으로 높은 편. Bloomberg 는 지배구조에 89.9 점으로, 매우 높은 점수를 주고 있음

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

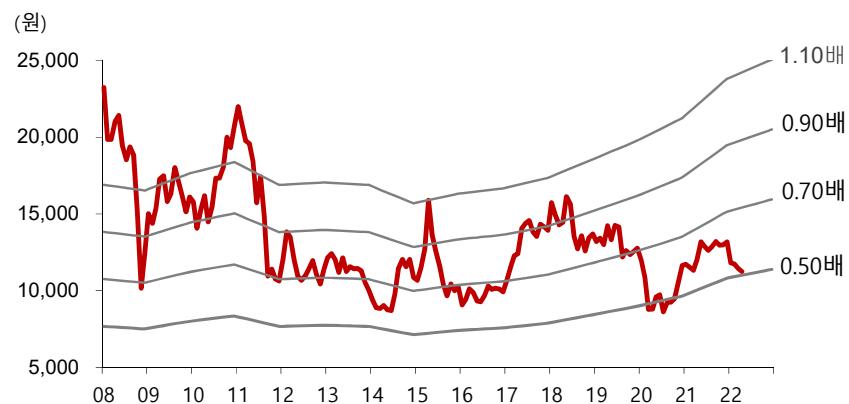
NH 투자증권의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.03.02	사회 (Social)	옵티머스펀드 판매·관리한 NH 투자·하나은행 업무 일부정지 3 개월
2021.11.04	사회 (Social)	NH 증권 아일랜드캐슬 펀드 소송 또 패소...법원 "투자자보호의무 위반"
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 협의 전면 부인
2021.8.8	기타	檢, 옵티머스 사기 관련해 NH 투자증권 직원 등 32 명 기소...정·관계로비는 못박혀
2021.6.20	사회 (Social)	NH 투자증권 금감원 결정 존중해 피해자들에게 옵티머스 전액배상 결정

자료: 주요 언론사, SK 증권

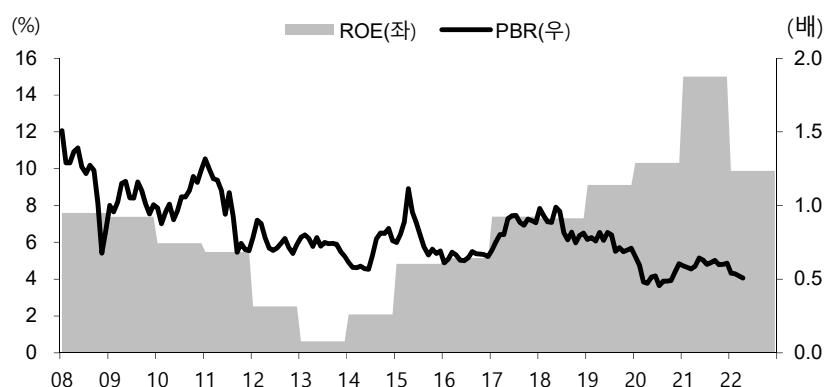
2. 밸류에이션 그래프 및 수익추정 변경

NH 투자증권의 주가와 PBR 밴드 추이



자료 NH 투자증권, KRX, SK 증권

NH 투자증권의 PBR과 ROE 추이



자료 NH 투자증권, KRX, SK 증권 추정

NH 투자증권의 수익추정치 변경 내용

(십억원)	변경된 추정치		기존 추정치		시장 컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
순영업수익	2,009	2,084	2,212	2,309	1,913	1,976
영업이익	942	986	1,103	1,169	939	977
지배주주순이익	693	725	806	854	671	699
수정 ROE(%)	9.9	9.8	11.4	11.2	-	-
주당배당금(원)	800	850	900	950	797	830

자료 NH 투자증권, KRX, SK 증권 추정

NH 투자증권 목표주가 계산 방법

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

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

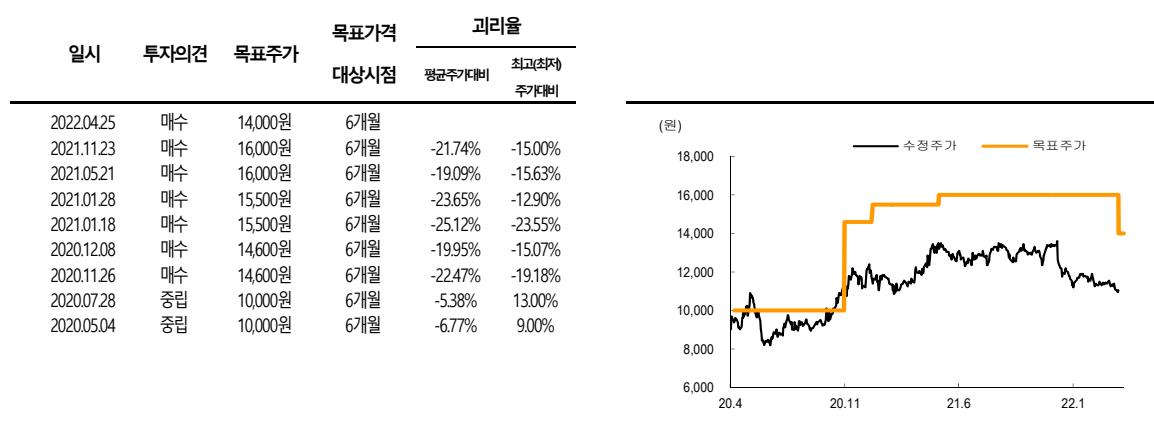
$$\text{Ke} = \text{Rf} + (\beta \times \text{Market Risk Premium})$$

- ROE = 2022~2023년 수정 ROE 예상치 9.8% (하향조정)에 장기 배당성향 44%를 적용한 4.3%
- g는 영구배당성장을 → 1.0% 가정
- Rf (무위험수익률)는 국고채수익률 1.3% → 장기전망치
- β는 2000년 이후 월간 주식베타를 고려한 1.35 적용
- BPS(주당순자산가치)는 2022년 6월말 예상치 22,206 원
- Risk Premium 다모다란 교수가 제시한 신흥국의 ERP 추정식을 활용 → 4.8%
- $\text{Ke} = 1.3\% + 1.35 \times 4.8 = 7.8\%$

$$\Rightarrow 4.3\% / (7.8\% - 1.0\%) \times 22,206 \text{ 원} \approx 14,000 \text{ 원}$$

(16,000 원에서 하향조정)

자료 SK 증권



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 (2022년 4월 25일 기준)

매수	92.8%	중립	7.2%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
현금, 예치금	1,213	1,349	1,396	1,439	1,484
유가증권, 금융자산	45,571	43,081	44,804	46,193	47,625
대출채권	14,040	12,548	13,803	14,907	16,100
유형자산, 부동산	193	216	223	230	237
무형자산	57	57	57	16	16
기타자산	1,666	1,292	617	1,030	1,400
자산총계	62,738	58,542	60,900	63,815	66,862
예수부채	7,027	7,575	8,105	8,916	9,808
차입성부채	27,063	23,488	24,145	25,135	26,166
기타금융부채	22,316	20,102	20,866	21,492	22,136
비이자부채	529	545	583	601	619
부채총계	56,936	51,702	53,700	56,144	58,728
지배주주지분	5,798	6,835	7,195	7,667	8,128
보통주자본금	1,432	1,432	1,432	1,432	1,432
우선주자본금	99	99	99	99	99
자본잉여금	1,536	1,657	1,657	1,657	1,657
이익잉여금	2,582	3,319	3,680	4,151	4,613
기타자본	149	327	327	327	327
자기주식	-15	-16	-16	-16	-16
비지배주주지분	5	5	5	5	5
자본총계	5,803	6,840	7,200	7,672	8,133

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
순영업수익	1,791	2,366	2,009	2,084	2,179
수수료이익	1,025	1,183	973	1,038	1,108
수수료수익	1,193	1,418	1,218	1,293	1,373
수수료비용	168	235	245	255	265
이자이익	696	770	776	816	850
이자수익	982	999	1,051	1,113	1,160
이자비용	286	230	275	297	311
금융상품관련손익	300	497	200	200	190
기타 손익	-230	-83	60	30	32
대손비용	110	3	10	9	8
판매관리비	894	1,047	1,057	1,089	1,176
영업이익	787	1,317	942	986	995
영업외이익	2	8	0	0	0
세전이익	789	1,325	942	986	995
법인세비용	212	354	249	261	264
법인세율 (%)	(26.9)	(26.8)	(26.4)	(26.5)	(26.5)
당기순이익	577	948	693	725	731
지배주주순이익	577	948	693	725	731
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
보통주수정순이익	563	927	677	708	713
우선주배당금	14	21	16	17	18

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
수익성 지표					
ROE	10.3	15.0	9.9	9.8	9.3
ROA	1.02	1.56	1.16	1.16	1.12
영업이익/순영업수익	44.0	55.6	46.9	47.3	45.7
순영업수익/자산	3.2	3.9	3.4	3.3	3.3
판관비/순영업수익	49.9	44.2	52.6	52.2	54.0
순영업수익 구성비					
수수료이익	57.2	50.0	48.4	49.8	50.8
이자이익	38.9	32.5	38.6	39.1	39.0
금융상품관련손익	16.7	21.0	10.0	9.6	8.7
기타	-12.9	-3.5	3.0	1.4	1.4
자본적정성, 신용위험					
구(舊) NCR (%)	147.6	158.4	161.6	158.4	158.4
자산/자기자본 (배)	10.8	8.6	8.5	8.3	8.2
채무보증/자기자본 (%)	37.3	46.3	41.8	47.1	46.6
주식수 (천주)					
보통주	281,409	297,034	297,034	297,034	297,034
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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
비연결 수수료 (십억원)					
Brokerage수수료	650	726	533	562	593
WM, 상품수수료	80	102	107	117	129
IB, 기타 수수료	417	455	469	497	527
성장률 (%)					
순영업수익증가율	22.7	32.2	-15.1	3.7	4.5
자산증가율	25.3	-6.7	4.0	4.8	4.8
EPS증가율	21.1	56.2	-26.9	4.6	0.8
BPS증가율	7.4	12.1	5.3	6.6	6.0
배당금증가율	40.0	50.0	-23.8	6.3	5.9
주당 지표 (원)					
EPS	1,921	3,001	2,194	2,295	2,315
보통주수정EPS	2,000	3,122	2,280	2,384	2,401
BPS	19,308	21,635	22,776	24,269	25,731
주당배당금	700	1,050	800	850	900
총배당성향 (%)	36.6	35.1	36.6	37.2	39.0
Valuation 지표					
PER(배)	5.1	4.2	5.0	4.7	4.7
PBR(배)	0.51	0.58	0.48	0.45	0.42
배당수익률 (%)	7.1	8.4	7.3	7.8	8.3

자료: NH 투자증권, KRX, SK 증권 추정