

SK COMPANY Analysis



Analyst

구경회

kh.koo@sks.co.kr

02-3773-9083

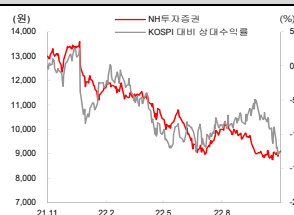
Company Data

자본금	17,826 억원
발행주식수	35,054 만주
자사주	68 만주
액면가	5,000 원
시가총액	30,778 억원
주요주주	
농협금융지주(외8)	56.83%
국민연금공단	6.23%
외국인지분률	12.90%
배당수익률	5.4%

Stock Data

주가(22/11/08)	9,280 원
KOSPI	2399.04 pt
52주 Beta	0.81
52주 최고가	13,600 원
52주 최저가	8,760 원
60일 평균 거래대금	41 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.0%	-5.9%
6개월	-12.9%	-2.9%
12개월	-29.7%	-12.0%

NH 투자증권 (005940/KS | 중립(하향) | T.P 10,000 원(하향))

업계 전체적으로 불안정성이 지속될 전망

2023 년 증시 거래대금에 대한 기대치를 일평균 20 조원 미만으로 조정. 앞으로 부동산 PF 해결, 유동성 확보 등 업종 전반적으로 어려운 시기가 전개될 전망. 2023 년 지배주주 순이익 전망치를 5,350 억원으로 -26% 낮추면서, 목표주가를 14,000 원에서 10,000 원으로 하향조정. 그래도 은행 계열 대형사로서, 앞으로 전개될 수도 있는 신용위험 상승기에 상대적으로 덜 힘들 것으로 예상

2023 년 증시 거래대금에 대한 기대치를 일평균 20 조원 미만으로 조정

주식시장 거래대금은 팬데믹 이전 수준인 일평균 17 조원 (코스피+코스닥+ETF) 수준으로 내려갔다. 2020~2021 년에 기록한 거래대금은 이제 당분간 증권주에게 있어서 기대치로 적용하기는 힘들 것으로 판단한다. 2023 년 일평균 거래대금 가정치를 23.3 조원에서 18.1 조원으로 변경하고, 증권주 전반적으로 브로커리지 수익 추정치를 낮췄다.

부동산 PF 해결, 유동성 확보 등 업종 전반적으로 어려운 시기가 전개될 전망

증권사들은 2 분기와 3 분기 연속 유가증권 운용 부문에서 저조한 실적을 기록했으며, 이는 NH 투자증권도 마찬가지다. 물론 앞으로 매 분기 금리가 오르면서 유가증권 운용 실적이 계속 적자를 기록하지는 않을 것이다. 하지만 각 증권사들이 보유한 부동산 PF 에서 대손비용이 발생할 것이며, 유동성을 확보하는 과정에서 이자부문의 수익성도 약화될 가능성이 높다. 업종 전반적으로 어려운 시기가 전개될 것으로 보인다.

목표주가를 10,000 원으로 낮추면서 투자 의견 '중립'으로 하향조정

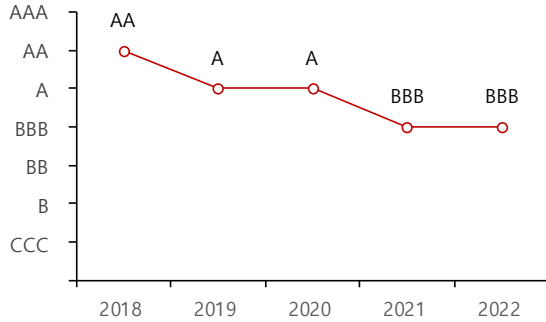
다소 늦었지만 2023 년 지배주주순이익 전망치를 5,350 억원으로 -26% 낮추면서, 목표주가를 14,000 원에서 10,000 원으로 하향조정한다. 그 결과 현주가에서 상승 여력이 크지 않아 투자 의견도 '매수'에서 '중립'으로 변경한다. 금년 배당금도 감소할 가능성이 높다. 그래도 은행 계열 대형사로서, 앞으로 전개될 수도 있는 신용위험 상승기에 상대적으로 덜 힘들 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
순영업이익	십억원	1,460	1,791	2,366	1,448	1,706	1,878
YoY	%	15.6	22.7	32.2	-38.8	17.8	10.0
영업이익	십억원	575	787	1,317	471	724	842
YoY	%	6.5	36.8	67.2	-64.2	53.5	16.4
지배주주순이익	십억원	476	577	948	301	535	620
YoY	%	31.8	21.3	64.3	-68.2	77.6	16.1
영업이익/순영업이익	%	39.4	44.0	55.6	32.5	42.4	44.8
순영업이익/자산	%	2.8	3.2	3.9	2.5	3.0	3.1
ROE	%	9.1	10.3	15.0	4.3	7.2	8.0
ROA	%	0.92	1.02	1.56	0.52	0.93	1.03
총배당성향	%	31.7	36.6	35.1	52.8	41.5	43.4
EPS	원	1,587	1,921	3,001	953	1,692	1,964
BPS	원	17,974	19,308	21,635	22,877	24,066	25,328
주당배당금	원	500	700	1,050	500	700	850
PER	배	8.3	5.1	4.2	9.7	5.5	4.7
PBR	배	0.73	0.51	0.58	0.41	0.39	0.37
배당수익률	%	3.8	7.1	8.4	5.4	7.5	9.2

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+	56.4
환경(Environment)	12.4	B+	35.0
사회(Social)	42.3	B+	44.1
지배구조(Governance)	60.4	B	89.9
<비교업체 종합 등급>			
키움증권	BBB	NA	40.0
대신증권	BBB	NA	43.5
삼성증권	A	A-	62.3
한국금융투자	A	D+	36.9
미래에셋증권	A	B+	53.6

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 NH 투자증권 ESG 평가

국내 ESG 평가기관(지속가능발전소)으로부터 경쟁 대형 증권사들에 비해 높지 않은 평가 (종합등급 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

그럼에도 Bloomberg 의 최근 평가는 종합 56.4 점으로, 이전 (49.0 점)에 비해 상승. Bloomberg 는 NH 투자증권의 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

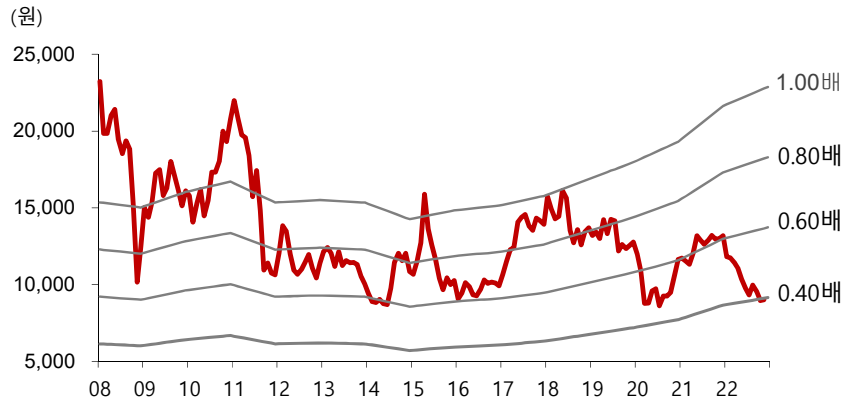
NH 투자증권의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.10.05	지배구조 (Governance)	"NH 투자증권 옵티머스 송방망이 처벌하고 수십억 성과급 지급"
2022.09.20	지배구조 (Governance)	동양생명NH 투자증권, 횡령 임직원 업계 최다 불명예
2022.08.29	사회 (Social)	10 대 증권사 과징금·과태료, 반년 만에 작년 2 배
2022.08.08	지배구조 (Governance)	효성 태양광 사업 손배소 책임...최초 주관사로 바뀐 이유는
2022.05.29	지배구조 (Governance)	금융사 임직원 1092 억원 횡령...우리는행KB 저축KB 손보NH 증권 최다
2022.03.02	사회 (Social)	옵티머스펀드 판매-관리한 NH 투자-하나은행 업무 일부정지 3 개월

자료: 주요 언론사 (지속가능발전소에서 집계), SK 증권

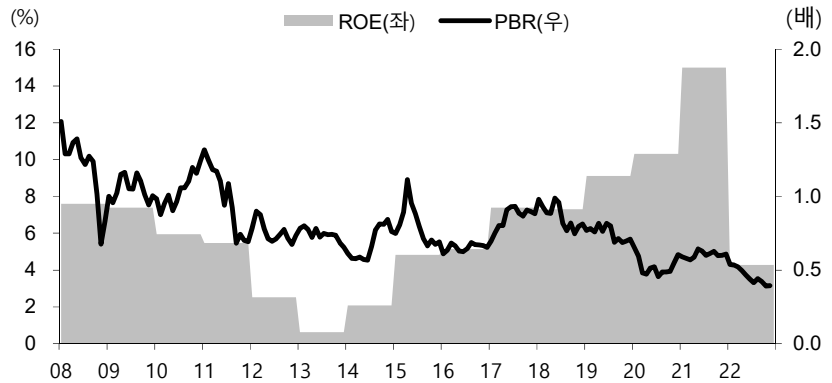
2. 밸류에이션 그래프 및 수익추정 변경

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

NH 투자증권의 수익추정치 변경 내용

(십억원)	변경된 추정치		기존 추정치		시장 컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
순영업수익	1,448	1,706	2,009	2,084	1,439	1,664
영업이익	471	724	942	986	613	835
지배주주순이익	301	535	693	725	391	573
수정 ROE(%)	4.3	7.2	9.9	9.8	5.5	7.4
주당배당금(원)	500	700	800	850	490	676

자료 NH 투자증권 KRX, SK 증권 추정

NH 투자증권 목표주가 계산 방법

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

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

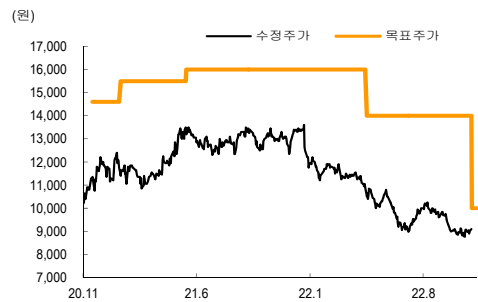
$$\text{Ke} = \text{Rf} + (\beta \times \text{Market Risk Premium})$$

- ROE = 2022~2023 년 수정 ROE 예상치 6.2% (2023 년에 2 배 가중치) 에 장기 배당성장 50%를 적용한 3.1%
- g 는 영구배당성장률 → 2.0% 가정
- Rf (무위험수익률)는 국고채수익률 장기전망치인 2.5% 사용
- β 는 2000 년 이후 월간 주식베타를 고려한 1.35 적용
- BPS(주당순자산가치)는 2022 년말 예상치 22,877 원
- Risk Premium 다모다란 교수가 제시한 신흥국의 ERP 추정식을 활용 → 4.8%
- Ke = 2.5% + 1.35 X 4.8 = 9.0%
- 목표 PBR 은 3.1% / (9.0% - 2.0%) → 0.44 배

⇒ 0.44 배 X 22,877 원 ≒ 10,000 원 (14,000 원에서 하향조정)

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.11.09	중립	10,000원	6개월		
2022.04.25	매수	14,000원	6개월	-30.86%	-22.50%
2021.11.23	매수	16,000원	6개월	-21.78%	-15.00%
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%



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 11월 9일 기준)

매수	96.61%	중립	3.39%	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	42,219	43,528	44,877
대출채권	14,040	12,548	11,293	12,197	13,173
유형자산, 부동산	193	216	223	230	237
무형자산	57	57	57	16	16
기타자산	1,666	1,292	1,176	1,511	1,834
자산총계	62,738	58,542	56,364	58,921	61,621
예수부채	7,027	7,575	6,312	6,943	7,638
차입성부채	27,063	23,488	24,145	25,135	26,166
기타금융부채	22,316	20,102	18,092	18,634	19,193
비이자부채	529	545	583	601	619
부채총계	56,936	51,702	49,132	51,313	53,615
지배주주지분	5,798	6,835	7,227	7,603	8,001
보통주자본금	1,432	1,485	1,683	1,683	1,683
우선주자본금	99	99	99	99	99
자본잉여금	1,536	1,657	1,883	1,883	1,883
이익잉여금	2,582	3,319	3,287	3,663	4,061
기타자본	149	274	274	274	274
자기주식	-15	-15	-15	-15	-15
비지배주주지분	5	5	5	5	5
자본총계	5,803	6,840	7,232	7,608	8,006

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
순영업수익	1,791	2,366	1,448	1,706	1,878
수수료이익	1,025	1,183	910	883	943
수수료수익	1,193	1,418	1,168	1,151	1,222
수수료비용	168	235	257	268	278
이자이익	696	770	698	703	724
이자수익	982	999	1,147	1,160	1,149
이자비용	286	230	449	457	425
금융상품관련손익	300	497	-510	200	190
기타 손익	-230	-83	350	-80	20
대손비용	110	3	35	32	8
판매관리비	894	1,047	942	951	1,027
영업이익	787	1,317	471	724	842
영업외이익	2	8	-70	0	0
세전이익	789	1,325	401	724	842
법인세비용	212	354	100	189	222
법인세율 (%)	(26.9)	(26.8)	(25.0)	(26.1)	(26.3)
당기순이익	577	948	301	535	620
지배주주순이익	577	948	301	535	620
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
보통주수정순이익	563	927	291	520	603
우선주배당금	14	21	10	14	17

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
수익성 지표					
ROE	10.3	15.0	4.3	7.2	8.0
ROA	1.02	1.56	0.52	0.93	1.03
영업이익/순영업수익	44.0	55.6	32.5	42.4	44.8
순영업수익/자산	3.2	3.9	2.5	3.0	3.1
판매비/순영업수익	49.9	44.2	65.0	55.8	54.7
순영업수익 구성비					
수수료이익	57.2	50.0	62.8	51.8	50.2
이자이익	38.9	32.5	48.2	41.2	38.6
금융상품관련손익	16.7	21.0	-35.2	11.7	10.1
기타	-12.9	-3.5	24.2	-4.7	1.1
자본적정성, 신용위험					
구(舊) NCR (%)	147.6	178.2	172.1	158.4	164.3
자산/자기자본 (배)	10.8	8.6	7.8	7.7	7.7
채무보증/자기자본 (%)	37.3	46.3	20.4	19.6	19.5
주식수 (천주)					
보통주	281,409	297,034	331,666	331,666	331,666
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	464	489	516
WM, 상품수수료	80	102	97	106	117
IB, 기타 수수료	417	455	502	452	479
성장률 (%)					
순영업수익증가율	22.7	32.2	-38.8	17.8	10.0
자산증가율	25.3	-6.7	-3.7	4.5	4.6
EPS증가율	21.1	56.2	-68.2	77.6	16.1
BPS증가율	7.4	12.1	5.7	5.2	5.2
배당금증가율	40.0	50.0	-52.4	40.0	21.4
주당 지표 (원)					
EPS	1,921	3,001	953	1,692	1,964
보통주수정EPS	2,000	3,122	978	1,752	2,032
BPS	19,308	21,635	22,877	24,066	25,328
주당배당금	700	1,050	500	700	850
총배당성장률 (%)	36.6	35.1	52.8	41.5	43.4
Valuation 지표					
PER(배)	5.1	4.2	9.7	5.5	4.7
PBR(배)	0.51	0.58	0.41	0.39	0.37
배당수익률 (%)	7.1	8.4	5.4	7.5	9.2

자료: NH 투자증권, KRX, SK 증권 추정