

NH투자증권 (005940)

BUY | CP(7.31) 20,200원 | TP 25,000원

2025.7.31 | 기업분석_2025년 2분기 컨퍼런스 콜

Analyst 고연수 yeonsookoh@hanafn.com

<유상증자 관련 코멘트>

- 7월 정기 이사회에서 IMA 인가 신청에 필요한 자본 요건 8조원을 충족하기 위해 대주주 및 농협금융지주를 대상으로 6,500억원의 제 3자배정방식 유상증자를 결의
- 이번 유상증자의 목적은 IMA 인가 요건인 별도 기준 자기자본 8조원 충족에 있음
- 2024년 12월말 별도 기준 자기자본은 7.4조원, 6,500억원의 증자 규모는 신사업 인가 신청 자격 확보에 필요한 최소 수준에 맞춰 결정한 것으로 대주주 지분 확대 등 다른 목적은 전혀 고려되지 않았음
- 4/9 금융위의 종투자 운용 규제 개편안 발표 이후, IMA 진출 여부에 대해 검토하기 시작했음. 8월말까지 자본 여건 충족 후, 9월내 인가 신청서를 제출해야 하는 일정상 기존주주 배정 방식의 유상증자를 통해서는 기한 내 필요금액을 조달하는 것이 불가능했기 때문에 자금 납입의 확실성을 담보할 수 있는 대주주 대상 제3자 배정방식의 유상증자를 선택할 수 밖에 없었음
- 사업성 검토와 함께 중앙회, 지주와 의사 결정 과정에서는 2개월 간의 기간이 소요되었음

IMA 사업 추진 목적

- IMA는 증권사의 원금지급의무가 있으면서 운용수익을 고객에게 지급하는 상품으로써, 강력한 수신 경쟁력을 가질 수 있을 것으로 기대
- 전략컨설팅 펌에 의뢰해 실시한 포커스 그룹 인터뷰를 통해서도 은행권 고위층 고객의 투자 수요가 있을 것으로 확인함
- 당사는 IMA를 통해 고객 기반과 고객 자산을 획기적으로 증대하여 리테일 사업의 성장을 우선적으로 도모하고자 함
- IMA를 통해 유입된 고객의 자산은 다양한 기업금융 자산에 투자되어 실물경제 성장에 밀거름이 되는 동시에 투자수익으로 고객에게 돌아가 고객 자산의 성장에 기여하게 될 것
- 전통적 IB 강자로서 딜 취급/주선 경험이 풍부해 우량 기업 금융자산을 안정적으로 확보할 수 있는 역량을 보유하고 있으며, 농협중앙회 산하 은행계 금융지주의 계열 증권사로서 높은 신용등급과 지배구조 안정성을 겸비하고 있어 수익 실현 가능성과 원금지급 안전성 측면에서 경쟁사 대비 우위에 있다고 조심스레 판단

유상증자 이후 주주환원 정책

- IMA 인가 이후에도 8조원 이상의 자본을 유지해야 하는 요건이 있어, 이를 충족하는 범위 내에서 배당과 자사주 매입 규모를 결정할 수 밖에 없음
- 증자 계획 수립 시 올해 예상 실적과 과거 배당성향 등을 충분히 고려했기 때문에 전년 수준의 배당성향은 유지할 수 있을 것으로 예상. 그리고 기업가치 제고 계획에 따라 ROE가 COE 하회할 경우 자사주 매입 소각을 통해 주주가치를 제고한다는 원칙은 그대로 유지할 계획
- 다만 자사주 매입 실행 여부와 규모 또한 IMA 사업 영위를 위한 자본 유지 요건 충족 여부에 따라 결정될 것으로 판단
- 구체적인 배당 규모, 자사주 매입 소각 규모 등은 이사회 검토 및 주주총회 결의가 필요한 사항이므로 현 단계에서는 확답하기 어려움
- 기업금융 분야에서 축적된 딜 취급 역량과 우수한 신용등급을 바탕으로 경쟁력 있는 IMA 상품을 출시할 계획이며, 이를 통해 리테일의 새로운 성장동력을 확보하고, 시장 내 확실한 경쟁우위를 유지하고자 이번 유상증자를 실시하게 되었음
- 성공적인 신사업 추진을 위해 모든 역량을 동원할 예정이며, ROE를 개선시켜 주주환원 확대에 이어질 수 있도록 노력하겠음

Q&A

1) 증자를 단행하면서까지 연내 IMA 사업 인가를 받아야 하는 이유

- IMA 인가 요건은 자기자본 기준으로 설정되어 있어, 현재 시점이 진입을 위한 가장 적절한 타이밍으로 판단. 발행어음 시장에는 이미 4개 증권사가 추가 진입 중이며, 미래에셋증권과 한국투자증권도 IMA 사업을 준비 중인 상황. 증권업 전반적으로 차입 레버리지를 활용한 복 기반 비즈니스로 전환되는 가운데, IMA는 발행어음과 차별화된 수신 기반을 확보할 수 있는 수단으로 평가. 이를 통해 자금을 조달하고, 당사가 보유한 IB 역량과 결합해 기업금융 부문의 수익성을 확대할 수 있을 것으로 판단
- 이번에 진입하지 않을 경우, 금융당국이 예고한 지정 요건을 고려하면 최소 2027~2028년까지 진입이 늦춰질 가능성 존재. 설령 지금 진입하지 않더라도 자기자본 8조원 유지 요건을 충족하기 위해 증자는 필요하며, 어차피 해야 할 증자라면 경쟁 구도상 가장 유리한 지금이 최적의 시점이라는 판단. 이 타이밍을 놓칠 경우 시장 내 경쟁에서 후순위로 밀릴 수 있다는 우려도 상존. 경쟁 구도상 지금이 IMA 사업 진입을 위한 가장 전략적인 시점으로 판단

2) IMA와 발행어음의 수익구조 차이

- 발행어음과 IMA는 수익 구조 측면에서 명확히 구분되는 상품군으로, 두 상품은 조달 구조와 운용 방식, 타겟 고객층 측면에서 차이점이 존재. 발행어음은 비교적 낮은 금리로 조달한 자금을 통해 운용 수익을 창출하는 NIM 기반의 비즈니스 모델로, 조달과 운용 사이의 마진 확보가 핵심. 반면, IMA는 실적배당형 상품으로, 자산 운용에 따른 **운용보수·성과보수 등에서 수익이 발생하는 구조**
- 그간 발행어음 비즈니스를 통해 확보한 운영 노하우를 바탕으로, IMA는 보다 명확한 타겟 고객층을 설정하고 있음. 특히 원금보장형 구조를 선호하는 **정기예탁금·저축성보험·ELB 등 시장**의 고객 수요를 흡수할 수 있을 것으로 판단. 이와 같은 수요는 **고객 자산가 및 은행 기반 포트폴리오를 보유한 고객군**에서 유입될 가능성이 높으며, 이는 증권사가 전통적으로 접근하지 못했던 고객층을 확보할 수 있는 기회로 작용
- 또한 IMA 외 교차판매되는 자산의 유입 효과도 클 것으로 예상하며, 이에 따른 고객 락인(lock-in) 효과를 기대. 특히 IMA는 장기 상품이라는 점에서 향후 퇴직연금 편입 가능성까지 염두에 두고 있으며, 이는 고객과의 장기적 관계 형성 및 종합자산관리 역량 확대에 긍정적
- IMA는 단순한 상품군이 아닌, 고객 자산가 대상 앵커형 상품으로 기능할 수 있으며, 고객의 평생가치를 증대시키는 전략적 수단으로 주목. 이와 달리 발행어음은 단기 자금 운용에 특화된 상품으로, 당사는 타사 대비 보수적인 운용 전략을 택하며 레버리지 활용을 제한적으로 가져왔음
- 향후에는 발행어음과 IMA의 상품 성격을 구분하고, 운용정책과 포트폴리오 구성을 다르게 가져갈 계획. 구체적인 세부 내용은 아직 언급하기 어려움

3) 지주 RWA 규제에도 불구하고 IMA 사업 확장이 가능한 구조인지? ROE 개선에 대한 기대는?

- 발행어음 사업에 대해 과거 적극적인 확장이 어려웠던 배경에는 **지주 기존의 위험가중자산(RWA) 규제**가 있었던 것으로 판단. 특히 은행계 지주사의 경우, 지주 차원에서 RWA 규제를 받기 때문
- IMA 사업의 경우 지주와의 사전 협의를 통해 해당 리스크 한도를 충분히 확보한 상태. 사업 초기 단계부터 **지주와의 긴밀한 협의 하에 계획** 중이며, 지주 역시 본 사업의 전략적 의미를 인식하고 **리스크 한도 배분에 적극적인** 입장
- ROE 개선 효과는 **운용 전략과 자산 구성에 따라 상이**할 수 있으며, 사업 초기에는 4~5개 사업자가 출현하고 모험자본 투자 중심으로 진행됨에 따라 단기 성과는 제한적일 수 있음. 다만, IMA는 장기 상품으로 ROE 개선 효과는 점진적으로 나타날 것으로 기대

4) 과거 제재 이력에 따른 IMA 사업 인가 영향 여부

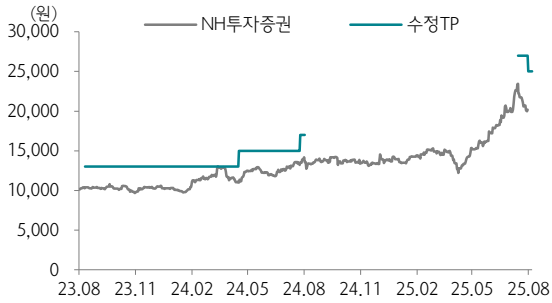
- 지난 2월 받은 기관경고 제재와 관련해, 신규 사업 진출 시 인가에 미치는 영향 여부에 대한 우려가 존재. 다만, 현행 금융당국의 판단 기준은 '현재 요건 충족 여부'에 집중되어 있으며, 과거 제재 이력은 IMA 인가 심사에서 별도로 배제해 검토하는 것으로 파악

5) IMA는 은행과 경쟁 구도에 있는 상품인지, 아니면 시너지를 낼 수 있는 구조인지?

- IMA 사업은 **은행 고객의 자산을 증권사로 유입**시킬 수 있는 구조, 특히 **보장형·원금보장형 상품 수요**에 대한 대체재로 볼 수 있음. 상품 구조 자체로만 보면 경쟁 관계로 평가됨

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

NH투자증권



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.8.1	BUY	25,000		
25.7.15	BUY	27,000	-22.15%	-17.59%
24.8.2	담당자 변경			
24.7.26	BUY	17,000	-12.81%	37.65%
24.4.17	BUY	15,000	-16.59%	-9.53%
23.8.11	BUY	13,000	-17.56%	0.46%

Compliance Notice

- 당사는 2025년 8월 1일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(고연수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(고연수)는 2025년 8월 1일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.91%	4.09%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 08월 01일