Issue Comment

증권업

10년전엔 안그랬는데…

- IMA 포함 증권사 기업금융 활성화 방안, 10년만에 발표
- 일정비율 모험자본 투자 의무 부담 VS 조달 수단 추가 무조건 이득
- 삼성, 키움 발행어음/ 한국, 미래 IMA 4분기께 인가 가능할 듯

박혜진 hyejin.park@daishin.com

투자의견

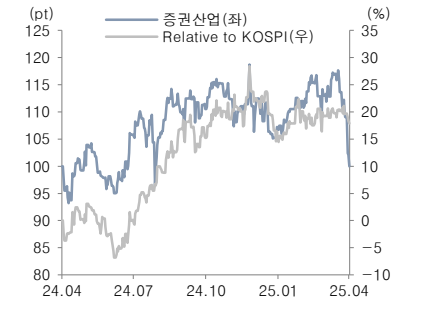
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
키움증권	Buy	160,000
한국금융지주(★)	Buy	100,000
NH투자증권	Buy	18,000
미래에셋증권	Buy	13,000
삼성증권	Buy	52,000

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.8%	-6.8%	-9.6%	-0.1%
상대수익률	-1.2%	1.3%	2.3%	17.9%



기업금융 경쟁력 제고방안, 2014년부터 시작된 증권사 대형화의 연장선

금융당국의 규제 개선이 속도감 있게 처리되고 있다. 9일 증권업 기업금융 활성화를 위한 많은 방안이 발표됐다. 기대했던 IMA도 포함되었다. 평가는 일단 뒤에서 논의하고, 발표는 크게 4가지 안건이다: 1) 종투사 운용규제 개편, 2) 종투사 추가 지정, 3) NCR, 레버리지, 유동성 비율 개선, 4) 건전성/유동성 강화다. 여기서 우리가 주목할 부분은, IMA 가이드라인 발표, 발행어음 운용방식 변경, 종투사 추가 지정이다.

자기자본 8조원 이상 종투사가 영위할 수 있는 IMA는 발행어음 다음 스텝이다. 실적 배당형이고, 원금 보장해야 하며, 기업금융 70% 이상, 부동산 10% 이하, 모험자본 25% 의무적으로 공급해야 한다. 발행어음은, 기존 기업금융 50% 이상, 부동산 30% 이하였으나, 부동산 10% 이하, 모험자본 단계적 25% 상향으로 조정된다. IMA와 발행어음 합산 한도는 자기자본의 200%+100%(발행어음 한도는 200% 기존 유지) 통합한도가 설정된다. IMA는, 최대 100bp 운용보수 외 초과수익의 최대 40%까지 성과보수 설정이 허용된다. 발행어음은 삼성, 키움, 메리츠증권이, IMA는 한국금융지주, 미래에셋증권이 올 4분기중 신규 지정될 것으로 보인다.

발행어음과 IMA는 증권사 조달창구로의 좋은 기능, 근데 모험자본…?

수신기능이 없는 증권사 특성상 발행어음과 IMA는 자금 조달 차원에서 유용하다. 다만, 금번 제고방안에서 모험자본 투자가 강조되고 있는데, 투자 비중이 증권사 전체 운용자산이 아닌 발행어음 조달액의 25%를 공급해야 한다. 모험자본이라는 영역이 애매하기도 하고, 일정 비중을 일단 채우고 시작해야 된다는 점에서 증권사에게 부담이다. 또한'16년 발표안에서 IMA는 원래 한도가 없었는데, 200%+100%로 설정되었다. NCR 산출 시 IMA자산이 전액 제외되지 않는 부분도 아쉽다. 종투사는 구 NCR기준(영업용 순자본/위험액)도 다시 살아난다. IMA자산 레버리지 비율 포함 여부도 보도자료 상에서는 알 수 없다. 아무래도 이제 막 발표한 사안이기도 하고, 시간이 지나면서 세부 사항이 바뀌거나 완화되어야 할 것이다.

공정위 제재 과징금에 불과하면 4분기중 인가 받을 듯

일단 도입 취지는 긍정적이다. 제한은 있으나 새로운 조달 수단이 확보된다는 점과 모든 증권사가 아닌 일부 증권사만 할 수 있다는 것은 경쟁력 확보 차원에서 무조건 이득이다. 다만 국고채 입찰 담합 관련 공정위 결과가 불확실성이다. 만일 기관경고 이상 받게 되면 신사업 진출이 5년간 금지되기 때문이다. 따라서 관련 현안이 순조롭게 해결된다면 우리의 커버리지 중 삼성, 키움증권은 발행어음 사업을, 한국금융지주, 미래에셋증권은 IMA진출이 올 4분기경 가능할 전망이다.

표 1. 증권업 기업금융 경쟁력 제고방안

종합금융투자사업자 운용규제 개편			
기업신용공여 추가한도	중견기업, 금융회사 관련 등	– 자금공급과 직접 관련 없는 금융회사 제한, SPC 실질에 따라 한도 적용 – 추가한도 적용 확대 (M&A 리파이낸싱, 구조조정, 중견기업, 상생결제)	법 개정안 (2H25)
	재무구조 개선기업 관련 등		시행령 개정 (4Q25)
	M&A 리파이낸싱, SPC 관련		해석 (2Q25)
발행어음	모험자본 공급의무, 부동산 운용한도	– 종투사 전체 운용자산에서 발행어음 조달액 25% 규모의 국내 모험자본 공급 의무화 ('26 년 10% → '27 년 20% → '28 년 25% 단계적 상향) – 부동산 운용 한도 현재 30% → '26 년 15% → '27 년 10%로 단계적 하향	시행령 개정 (4Q25)
	투자성 상품 규제 적용	– 발행어음을 금소법상 투자성 상품으로 열거 → 적용 판매규제 명확화	금소규정 개정 (4Q25)
종합투자계좌 (IMA)	만기 지급의무, 조달한도 등	– 기업금융 70% 운용규제 유지 / 부동산 운용한도 10% 즉시 적용 – 종투사 전체 운용자산에서 발행어음 조달액 25%의 국내 모험자본 공급 의무화 ('26 년 10% → '27 년 20% → '28 년 25% 단계적 상향) – 발행어음+IMA 통합한도 200+100 설정(발행어음은 200% 한도)	시행령 개정 (4Q25)
	손실충당금 강화 등	– IMA 운용자산의 5%를 고유재산으로 우선 적립, 5% 이상 평가손실 발생 시 해당액만큼 추가 적립	규정 개정 (4Q25)
종합금융투자사업자 지정			
추가 지정	4 조원·8 조원 초대형 IB 접수	– 현행 요건으로 올해 종투사 지정	접수 · 지정 (3Q25)
지정요건 신설	사업계획, 본인 제재이력	– 금년 이후 지정요건 강화(사업계획, 본인 제재이력, 대주주요건 등)	시행령 개정 (4Q25)
증권업 제도정비			
해외진출 인센티브 제공	NCR·유동성비율 산출 개선	해외 자회사 유동자산 인정 기준 및 해외 현지법인 NCR 위험값 개선	세칙 개정 (4Q25)
은행계열 증권사 제약 해소	BIS 비율 제도 정비 방안	지주 연결 BIS 비율 적용시 증권업 특성 반영될 수 있도록 개선	방안 확정 (3Q25)
파생결합증권·사채	내부대여 한도	내부대여 한도 10%로 제한 ('26 년 20% → '27 년 10%)	규정 개정 (4Q25)
	레버리지비율 가산	파생결합사채를 파생결합증권과 동일한 수준으로 레버리지비율 산출시 가산 반영	세칙 개정 (4Q25)
기타 제도개선	고유 외화증권 집중예탁 폐지, 전담중개업무 확대	– 증권사 고유분 외화증권의 증권사 명의 계좌 통한 보관 및 자금조달 시 활용 허용 – 종투사 전담중개업무 대상 VC, 리츠, 신기술조합 등으로 확대	시행령 개정 (4Q25)
건전성 · 유동성 관리 강화			
부동산 NCR·익스포저 한도		– 진행단계, LTV, 분양·보증 여부 등에 따른 실질 리스크를 NCR 에 반영 – 부동산 총 익스포저 한도규제 신설	방안 확정 (25.06)
유동성 규제체계 개선		– 중 · 소형사에도 유동성비율 규제 적용 및 산출방식 합리화	방안 확정 (25.06)
종투사 건전성 제도 개편		– 종투사 건전성 비율을 영업용순자본/위험액으로 개편 – 요구자본을 결정하는 위험값을 여수신 업무를 감안해 강화	방안 발표 (25.06)

자료: 금융위원회, 대신증권 Research Center

표 2. 종합투자계좌(IMA) 상품 예시

구분	(저수익) 안정형	(중수익) 일반형	(고수익) 투자형
만기	1~2년 (폐쇄형)	2~3년 (폐쇄형)	3~7년 (폐쇄형)
보수차감 전 목표수익률	연 4.0~4.5%	연 5.0~6.0%	연 6.0~8.0%
운용보수 (모집금액 대비)	20~50bp	50~80bp	80~100bp
성과보수	기준수익률(3.0%) 초과수익의 30%"	기준수익률(4.0%) 초과수익의 30%	기준수익률(5.0%) 초과수익의 40%
보수차감 후 목표수익률	연 3.5~3.7%	연 4.2~4.9%	연 4.8%~ 6.6%
주요 투자대상 (상품특징)	– A급 이상 기업대출, 회사채 – A2급 이상 전단채 – 글로벌 BBB급 이상 국외기업 회사채, 인수금융 대출 (우량 대/중견기업, 국외 우량기업 투자, 낮은 수익 변동성)	– BBB급 이상 기업대출, 회사채 – A3급 이상 전단채 – 글로벌 BB급 이상 국외기업 회사채, 인수금융 대출 – 국내외 우량 부동산, 인프라 등 대체투자 (우량 중견/중소기업, 중수익 대체투자, 일반적인 수익 변동성)	– 중견/중소/벤처 지분, 회사채 등 – 글로벌 B급 이상 국외기업 회사채, 인수금융 대출 – 국내외 부동산, 인프라 등 대체투자 (중소/벤처 모험자본 중심, 고수익 대체투자, 높은 수익 변동성)
	(**원금을** 지급하는 **실적배당** 상품)		

자료: 금융위원회, 대신증권 Research Center

표 3. 종합금융투자사업자 지정 현황

		4조원 종투사 5개사					3조원 종투사 5개사				
		미래	한투	NH	KB	삼성	신한	메리츠	하나	키움	대신
자기자본 ('24말, 조원)		9.9	9.3	7.4	6.7	6.9	5.5	6.3	6.0.	5.0	3.1
3조원 지정		O '13.10	O '13.10	O '13.10	O '13.10	O '13.10	O '17.3	O '17.11	O '19.07	O '22.04	O '24.12
발행 어음	4조원 지정	O '17.11	O '17.11	O '17.11	O '17.11	O '17.11					
	단기 금융업 인가	O '21.05	O '17.11	O '18.05	O '19.05	X					
8조원 지정 (IMA)		없 음									

자료: 금융위원회, 대신증권 Research Center *25년 3월말 기준

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 박혜진)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자의견

Overweight(비중확대):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

Neutral(중립):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

Underweight(비중축소):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

Buy(매수):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

Marketperform(시장수익률):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

Underperform(시장수익률 하회):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

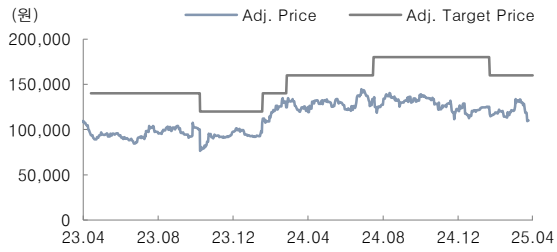
[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.9%	0.0%

(기준일자: 20250408)

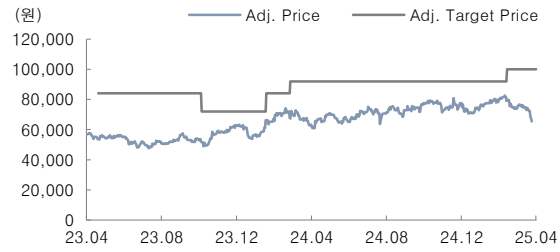
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

키움증권(039490) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



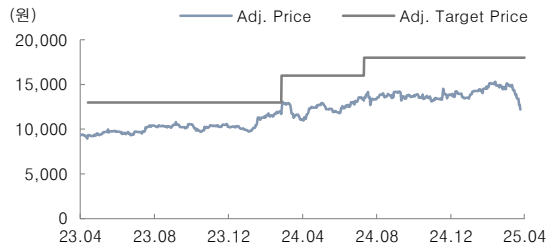
제시일자	25.04.10	25.03.31	25.03.28	25.03.18	25.02.28	25.02.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000
괴리율(평균,%)		(24.35)	(24.01)	(24.10)	(25.94)	(26.21)
괴리율(최대/최소,%)		(16.31)	(16.31)	(16.31)	(21.69)	(23.81)
제시일자	25.02.05	25.01.31	25.01.20	24.11.21	24.11.16	24.10.17
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	160,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000
괴리율(평균,%)	(26.73)	(32.24)	(28.64)	(28.51)	(26.61)	(26.43)
괴리율(최대/최소,%)	(25.00)	(30.50)	(21.94)	(21.94)	(21.94)	(21.94)
제시일자	24.09.25	24.09.24	24.09.05	24.07.31	24.07.11	24.07.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	180,000	180,000	180,000	180,000	160,000	160,000
괴리율(평균,%)	(26.43)	(26.73)	(26.79)	(26.65)	(19.27)	(20.04)
괴리율(최대/최소,%)	(21.94)	(21.94)	(21.94)	(21.94)	(9.63)	(13.44)
제시일자	24.06.07	24.05.02	24.04.09	24.03.12	24.02.14	24.02.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	160,000	160,000	160,000	160,000	140,000	140,000
괴리율(평균,%)	(20.40)	(19.90)	(20.77)	(20.75)	(13.42)	(21.36)
괴리율(최대/최소,%)	(15.81)	(15.81)	(15.81)	(15.81)	(3.71)	(18.21)

한국금융지주(071050) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



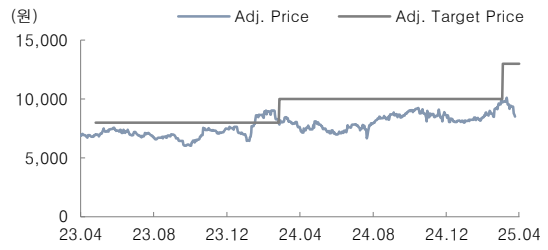
제시일자	25.04.10	25.03.28	25.03.18	25.02.28	25.02.19	25.01.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	100,000	100,000	100,000	100,000	92,000	92,000
괴리율(평균,%)		(25.95)	(24.70)	(24.92)	(17.06)	(17.45)
괴리율(최대/최소,%)		(22.90)	(22.90)	(22.90)	(10.33)	(11.96)
제시일자	24.11.21	24.11.16	24.10.17	24.09.25	24.09.24	24.09.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	92,000	92,000	92,000	92,000	92,000	92,000
괴리율(평균,%)	(18.11)	(17.22)	(16.99)	(18.55)		(19.85)
괴리율(최대/최소,%)	(12.17)	(13.91)	(13.91)	(15.54)		(17.93)
제시일자	24.09.05	24.08.06	24.07.11	24.07.01	24.06.07	24.05.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	92,000	92,000	92,000	92,000	92,000	92,000
괴리율(평균,%)	(24.95)	(25.00)	(25.77)	(26.66)	(27.04)	(27.07)
괴리율(최대/최소,%)	(17.83)	(17.83)	(18.26)	(20.87)	(20.87)	(20.87)
제시일자	24.04.09	24.03.12	24.02.02	24.01.19	23.12.04	23.12.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	92,000	92,000	84,000	72,000	72,000	72,000
괴리율(평균,%)	(27.49)	(25.19)	(17.78)	(17.94)	(17.95)	(18.52)
괴리율(최대/최소,%)	(20.87)	(20.87)	(11.79)	(8.06)	(12.08)	(16.81)

NH투자증권(005940) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



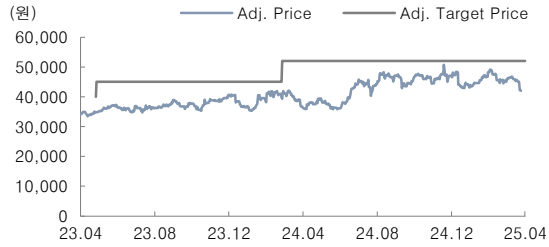
제시일자	25.04.10	25.04.09	25.04.03	25.03.28	25.03.18	25.02.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	18,000	18,000	18,000	18,000	18,000	18,000
괴리율(평균,%)		(19.39)	(19.39)	(18.09)	(17.28)	(17.17)
괴리율(최대/최소,%)		(14.89)	(14.89)	(14.89)	(14.89)	(14.89)
제시일자	25.02.19	25.01.26	25.01.20	24.11.21	24.11.16	24.10.17
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	18,000	18,000	18,000	18,000	18,000	18,000
괴리율(평균,%)	(15.94)	(18.99)	(23.91)	(24.04)	(24.21)	(24.15)
괴리율(최대/최소,%)	(14.89)	(15.78)	(19.28)	(19.28)	(21.11)	(21.11)
제시일자	24.09.25	24.09.24	24.09.05	24.07.26	24.07.11	24.07.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	18,000	18,000	18,000	18,000	16,000	16,000
괴리율(평균,%)	(23.97)	(23.86)	(23.91)	(24.28)	(22.65)	(23.50)
괴리율(최대/최소,%)	(21.11)	(21.11)	(21.11)	(21.28)	(15.19)	(18.38)
제시일자	24.06.07	24.05.06	24.05.03	24.04.09	24.03.12	24.02.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	13,000
괴리율(평균,%)	(23.88)	(23.98)	(25.04)	(25.12)	(23.19)	(17.71)
괴리율(최대/최소,%)	(18.38)	(18.38)	(18.38)	(18.38)	(18.38)	(7.85)

미래에셋증권(006800) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.04.10	25.03.28	25.03.20	25.03.18	25.02.28	25.02.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	13,000	13,000	13,000	10,000	10,000	10,000
괴리율(평균,%)		(27.66)	(24.28)	(13.60)	(13.80)	(14.40)
괴리율(최대/최소,%)		(22.31)	(22.31)	(0.80)	(0.80)	(7.70)
제시일자	25.02.11	25.01.20	24.11.21	24.11.16	24.10.17	24.09.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
괴리율(평균,%)	(14.59)	(14.51)	(14.05)	(11.83)	(11.71)	(12.85)
괴리율(최대/최소,%)	(7.70)	(7.70)	(7.70)	(7.70)	(7.70)	(9.50)
제시일자	24.09.24	24.09.12	24.09.05	24.08.08	24.07.11	24.07.01
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
괴리율(평균,%)		(12.86)	(22.87)	(23.20)	(24.14)	(24.10)
괴리율(최대/최소,%)		(11.30)	(14.40)	(14.40)	(15.40)	(15.40)
제시일자	24.06.07	24.04.09	24.03.12	24.02.02	23.12.02	23.11.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Marketperform	Marketperform	Buy
목표주가	10,000	10,000	10,000	8,000	8,000	8,000
괴리율(평균,%)	(23.99)	(22.68)	(18.91)	(2.89)	(9.40)	(8.32)
괴리율(최대/최소,%)	(15.40)	(15.40)	(15.40)	(19.63)	3.63	(6.00)

삼성증권(016360) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.04.10	25.04.09	25.04.03	25.03.28	25.03.24	25.03.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	52,000	52,000	52,000	52,000	52,000	52,000
괴리율(평균,%)		(15.11)	(15.11)	(12.69)	(10.99)	(11.49)
괴리율(최대/최소,%)		(12.12)	(12.12)	(12.12)	(10.19)	(2.50)
제시일자	25.02.28	25.02.19	25.01.20	24.11.21	24.11.16	24.10.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	52,000	52,000	52,000	52,000	52,000	52,000
괴리율(평균,%)	(11.51)	(11.37)	(11.63)	(11.78)	(11.93)	(11.97)
괴리율(최대/최소,%)	(2.50)	(2.50)	(2.50)	(2.50)	(8.17)	(8.17)
제시일자	24.09.25	24.09.24	24.09.12	24.09.05	24.07.11	24.07.01
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	52,000	52,000	52,000	52,000	52,000	52,000
괴리율(평균,%)	(14.02)		(10.17)	(21.20)	(21.70)	(25.77)
괴리율(최대/최소,%)	(9.90)		(8.65)	(7.21)	(7.21)	(16.44)
제시일자	24.06.07	24.04.09	24.03.12	24.02.02	23.12.02	23.11.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	52,000	52,000	52,000	45,000	45,000	45,000
괴리율(평균,%)	(26.49)	(25.99)	(22.31)	(14.37)	(15.73)	(16.04)
괴리율(최대/최소,%)	(19.23)	(19.23)	(19.23)	(6.78)	(9.44)	(12.89)