2025년 11월 27일 | 산업분석_Update

증권

발행어음·IMA 사업 진출은 긍정적으로 판단

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 11월 26일

키움증권(039490)
BUY | TP 370,000원 | CP 273,000원

삼성증권(016360)
BUY | TP 120,000원 | CP 80,100원

미래에셋증권(006800)
BUY | TP 26,000원 | CP 22,500원

NH투자증권(005940)
BUY | TP 29,000원 | CP 21,000원

한국금융지주(071050)
BUY | TP 200,000원 | CP 162,700원

발행어음·IMA 인가: 한국투자증권, 미래에셋증권, 키움증권 연내 상품 출시 예정

금융위는 제20차 정례회의에서 한국투자증권·미래에셋증권을 **자기자본 8조원 이상 종투사**, 키움증권을 **자기자본 4조원 이상 종투사**로 지정했다. 이에 따라 한국투자증권·미래에셋증권은 IMA, 키움증권은 발행어음 상품을 연내 개발·출시할 계획이다.

발행어음은 만기 1년 이내의 원리금 확정형 상품으로 자기자본 4조원 이상 종투사만 취급할 수 있으며, IMA는 예탁금을 통합 운용해 실적을 배분하는 실적배당/원금지급형 상품으로 자기자본 8조원 이상 종투사만 취급할 수 있다.

또한 금융위는 종투사 지정과 함께 모험자본 공급의무도 구체화했다. 발행어음·IMA 인가를 받은 종투사는 **전체 운용자산의 25%**를 모험자본으로 공급해야 하며, 상대적으로 리스크가 낮은 A등급 회사채 및 중견기업 대출·투자분은 공급의무의 **최대 30%까지만** 인정된다. 모험자본에는 중소·중견기업 자금공급 및 주식투자, A등급 이하 채무증권, P-CBO 매입, VC·신기사·하이일드 투자 등이 포함되며, 모험자본 투자비중은 2026년 10% → 2027년 20% → 2028년 25%로 단계적으로 확대될 예정이다.

경쟁 심화에 따른 수익성 우려는 아직 시기상조

그 외 발행어음 인가를 대기 중인 증권사는 **삼성증권, 메리츠증권, 하나증권, 신한투자증권**이며, IMA 인가를 대기 중인 증권사는 **NH투자증권**이다. 발행어음의 경우, 신규 사업자 증가에 따른 경쟁 심화 우려가 제기되고 있는데, 모든 신규 사업자가 발행어음 인가를 취득하게 될 경우, 이론상 가능한 신규 조달금액은 약 64조원이다. 다만 각 사의 발행한도 대비 실제 발행률을 약 50%로 가정하면, 발행어음으로 유입될 신규 조달금액은 약 16조원이다. 기존 참여자들(한투, 미래, NH, KB)의 발행어음 한도 소진 속도를 고려하면, 단기적으로 경쟁 심화에 따른 물량 확보 및 수익성 훼손 가능성을 점치기에는 이르다는 판단이다.

중장기적으로 리테일 및 IB 부문간 시너지 확대를 기대

발행어음·IMA 사업을 통해 리테일과 IB 부문간 연계가 강화될 것으로 예상된다. 한국투자증권·미래에셋증권은 IMA 사업을 통해 1) 운용·성과보수를 확보함으로써 WM 수익원이 다변화될 것으로 예상되며, 2) 기존에 개인 투자자가 접근하기 어려웠던 기업금융 상품을 리테일 채널로 공급함에 따라 기업금융 부문의 고객 및 자산 기반이 확대될 것으로 기대된다. 키움증권은 발행어음을 활용해 장기 기업대출 외 기타투자자산을 확보할 수 있을 것으로 예상되며, 이 과정에서 IB 부문 역할이 확대될 것으로 판단한다. 다만 중장기적으로는 정부의 모험자본 공급 활성화 기조에 따라 증권사의 위험인수 영업이 본격화될 경우, 개별 증권사의 우량자산 선별 능력과 리스크 관리 역량에 따른 실적 차별화가 나타날 것으로 전망한다.

Analyst 고연수 yeonsookoh@hanafn.com

하나증권 리서치센터

도표 1. 발행어음 및 IMA 인가 현황

	한투	미래	NH	KB	삼성	하나	신한	메리츠	키움
자기자본(억원)	120,219	103,106	83,667	68,646	73,870	61,058	56,311	71,917	57,862
발행어음	O	O	O	O	-	-	-	-	-
IMA	-	-	-	-	-	-	-	-	-
인가신청	IMA	IMA	IMA	-	발행어음	발행어음	발행어음	발행어음	발행어음
진행현황	금융위인가 (11.19)	금융위인가 (11.19)	진행중	-	진행중	진행중	진행중	진행중	금융위인가 (11.19)

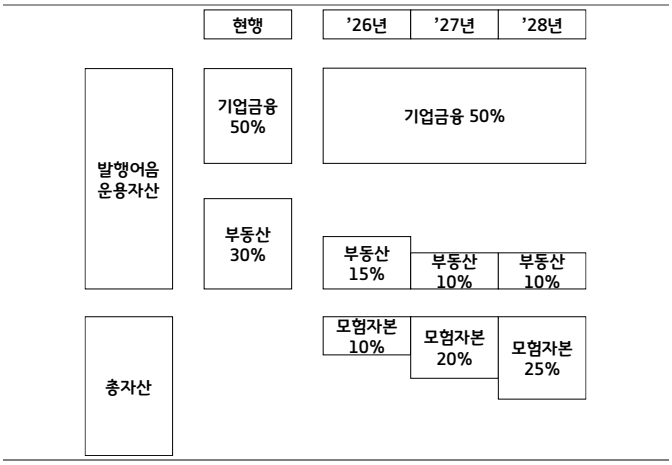
자료: 언론보도, 하나증권

도표 2. 모험자본 범위

모험자본 범위	비고
중소/중견/벤처기업이 발행한 증권/대출채권	중견기업의 경우 모험자본 공급의무액의 최대 30%까지만 인정
A등급 이하 채무증권	A등급의 경우 모험자본 공급의무액의 최대 30%까지만 인정, 대기업 계열사는 제외됨
상생결제외상매출채권 및 이에 대한 담보대출	-
신/기보 보증 P-CBO	-
벤처투자조합/신기사조합 출자지분 및 대출채권	-
모태펀드/코스닥벤처펀드/하이일드펀드/소부장펀드 출자지분 및 대출채권	-
국민성장펀드의 첨단전략산업기금 투자분	법 개정 이후 추가 예정
BDC 투자분	법 개정 이후 추가 예정

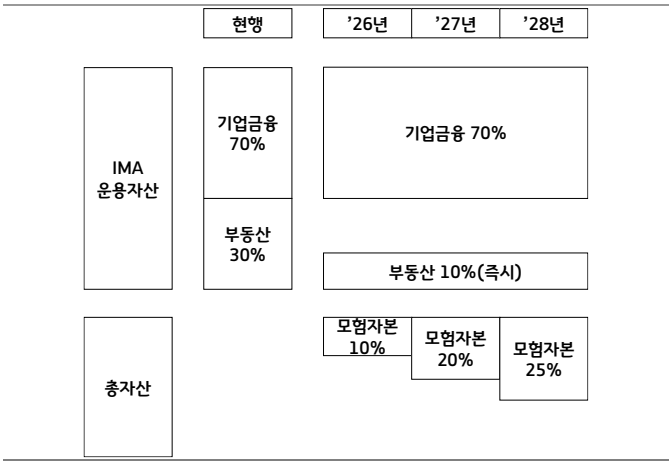
자료: 한신평, 언론보도, 하나증권

도표 3. 발행어음 운용규제



자료: 금융위, 하나증권

도표 4. IMA 운용규제



자료: 금융위, 하나증권

도표 5. 신규 사업자 발행어음 규모 가정

증권사	발행어음	자기자본	자기자본 대비	최대 한도
미래	8.3	10.3	80%	20.6
한투	18.7	12.0	156%	24.0
NH	9.4	8.4	113%	16.7
KB	11.4	6.9	166%	13.7
i) 발행어음 한도 50% 가정				
키움		5.8	50%	2.9
삼성		7.4	50%	3.7
하나		6.1	50%	3.1
메리츠		7.2	50%	3.6
신한		5.6	50%	2.8
신규 합산		**32.1**		**16.1**
ii) 발행어음 한도 100% 가정				
키움		5.8	100%	5.8
삼성		7.4	100%	7.4
하나		6.1	100%	6.1
메리츠		7.2	100%	7.2
신한		5.6	100%	5.6
신규 합산		**32.1**		**32.1**
iii) 발행어음 한도 200% 가정				
키움		5.8	200%	11.6
삼성		7.4	200%	14.8
하나		6.1	200%	12.2
메리츠		7.2	200%	14.4
신한		5.6	200%	11.3
신규 합산		**32.1**		**64.2**

자료: 하나증권

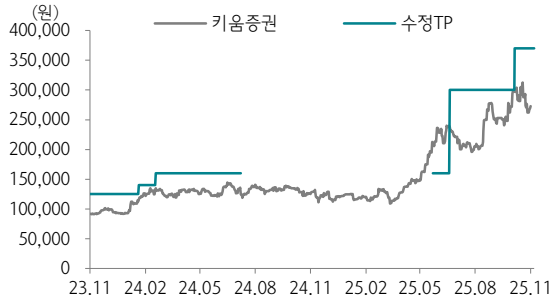
도표 6. 증권 IMA 상품 예시안

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) 상품 출시 시점의 기준금리 및 투자대상 자산 비중에 따라 보수 및 수익률은 달라질 수 있음		

자료: 금융위, 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

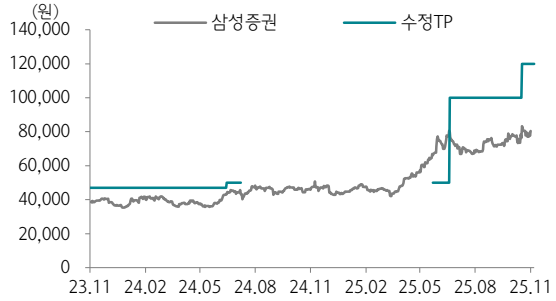
키움증권



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.10.31	BUY	370,000		
25.7.15	BUY	300,000	-21.71%	-0.17%
25.6.17	담당자 변경		-	-
24.3.14	BUY	160,000	-18.63%	32.81%
24.2.15	BUY	140,000	-10.15%	-3.71%
23.10.24	BUY	125,000	-24.32%	-8.40%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

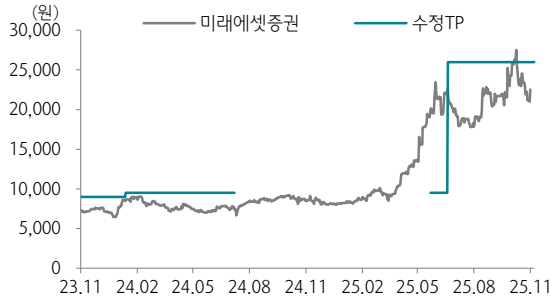
삼성증권



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.12	BUY	120,000		
25.7.15	BUY	100,000	-27.50%	-21.00%
25.6.17	담당자 변경		-	-
24.7.10	BUY	50,000	-5.31%	34.00%
23.8.11	BUY	47,000	-18.55%	-7.55%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

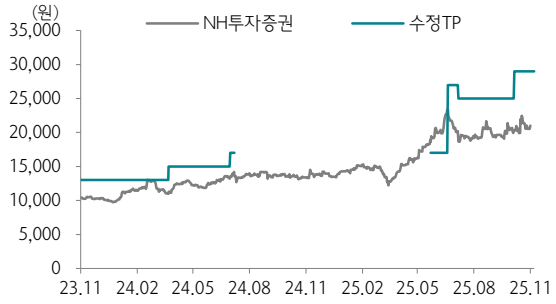
미래에셋증권



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.15	BUY	26,000		
25.6.17	담당자 변경		-	-
24.2.7	BUY	9,500	-6.19%	109.16%
23.8.11	BUY	9,000	-22.28%	-4.22%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

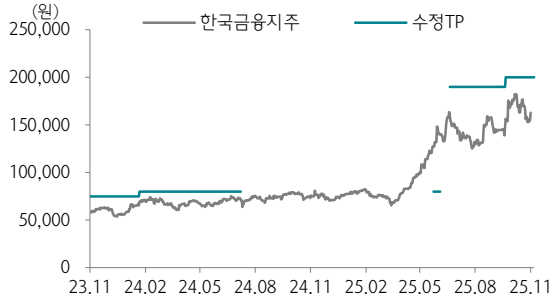
NH투자증권



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.10.31	BUY	29,000		
25.8.1	BUY	25,000	-20.74%	-13.40%
25.7.15	BUY	27,000	-22.15%	-17.59%
25.6.17	담당자 변경		-	-
24.7.26	BUY	17,000	-15.96%	11.00%
24.4.17	BUY	15,000	-16.59%	-9.53%
23.8.11	BUY	13,000	-17.56%	0.46%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국금융지주



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.10.16	BUY	200,000		
25.7.15	BUY	190,000	-25.31%	-16.32%
25.6.30	Not Rated	-	-	-
25.6.18	담당자 변경		-	-
24.2.16	BUY	80,000	-5.99%	59.25%
23.8.11	BUY	75,000	-24.62%	-10.40%

Compliance Notice

- 당사는 2025년 11월 27일 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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(고연수)는 2025년 11월 27일 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 신뢰할 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	95.71%	4.29%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 11월 27일