



BUY(Maintain)

목표주가: 15,000원  
주가(1/29): 11,050원

시가총액: 32,685억원



증권

Analyst 유근탁

02) 3787-0334 / ktyoo@kiwoom.com

금융총괄 서영수

02) 3787-0304 / ysyong@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/29)		2,976.21pt	
52주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가대비	12,400원	6,310원	
등락율	-10.89%	75.12%	
수익률	절대	상대	
	1M	-0.9%	-6.1%
	6M	26.3%	-4.0%
	1Y	-2.6%	-28.5%

Company Data

발행주식수	300,280	천주
일평균 거래량(3M)	1,693	천주
외국인 지분율	14.58%	
배당수익률(20E)	5.6%	
BPS(20E)	20,653	원
주요 주주	농협금융지주 외 4인	49.12%
	국민연금공단	9.92%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020E	2021E	2022E
순영업이익	1,368.9	1,695.0	1,933.8	1,992.9
증감률(%YoY)	16.7	23.8	14.1	3.1
지배주주순이익	475.5	577.0	713.7	719.5
증감률(%YoY)	31.8	21.3	23.7	0.8
보통주EPS	1,690	2,050	2,536	2,557
증감률(%YoY)	31.8	21.3	23.7	0.8
BPS(원)	19,183	20,653	23,227	26,180
PER(배)	7.5	5.7	4.4	4.4
PBR(배)	0.7	0.6	0.5	0.4
ROE(%)	0.9	1.0	1.2	1.1
ROA(%)	9.2	10.6	11.6	10.4
배당수익률(%)	3.9	5.6	7.1	7.1

Price Trend



# NH투자증권 (005940)

## 사모펀드 총당금 추가적립 가능성은 존재



2020년은 이전과 다른 거래대금 붐으로 인해 증권사의 전반적인 수익성이 개선된 한 해로 평가되고 있습니다. 이익 체력이 한단계 높아진 상태에서 코로나로 인한 리스크 요인들에 대한 보수적인 비용 적립은 관련 리스크에 대한 해소 시그널로 해석할 필요가 있지만, 사모펀드 추가 총당금은 예상대비 적어 추가 적립 가능성이 남아있다고 판단합니다.

### >>> 4분기, 총당금 인식으로 인한 컨센서스 하회한 실적

NH투자증권 4분기 지배주주순이익은 YoY 35.1% 감소한 756억원을 달성하였다. 당사 추정치 845억원을 10%, 컨센서스를 42.7% 크게 하회하는 모습을 보였다. 4분기 수익은 계절적 요인도 있으나 시장 기대치에 크게 못 미친 주된 요인은 사모펀드 및 해외 대체자산 건전성 악화로 인한 총당금 적립이다.

동사는 올해 사모펀드 관련 총당금을 이미 약 1,000억원 가량 누적으로 쌓은 바 있다. 이번 분기에 약 300억원의 추가적립으로 관련 총당금은 총 1,300억원 가량인데, 총 판매잔고 약 4,300억원에 비하면 30%에 불과, 추가 총당금 적립으로 관련 리스크를 해소했다고 하기에는 시기상조인 것으로 판단된다. 또한 코로나19 장기화로 인해 해외 대체자산 등에 대한 연말 자산 재평가 과정에서 약 1,400억원의 총당금을 적립하였다. 코로나19 회복 국면에서 해외 대체자산 총당금에 대한 일부 환입 등을 기대해볼 수 있겠지만, 위기 시기에 IB가 강한 대형증권사의 단면을 보여주었던 것으로 평가된다. 관련 총당금을 제외하면 영업이익 측면에서는 2분기 수준의 실적을 달성한 것으로 평가된다.

브로커리지 수지는 전분기 대비 약 8.1% 감소한 1,746억원을 기록하였다. 분기 일평균 거래대금이 3분기 대비 4분기가 소폭 상승했음에도 수수료율 감소('19년 6.4bp → '20년 5.0bp)로 인해 수익이 소폭 감소한 것으로 판단된다. 1월 평균 거래대금 역시 전분기 대비 증가한 모습을 보이고 있는 가운데 전략의 방향을 수수료율 인하에서 다른 쪽으로 변화할 필요가 있다.

### >>> 올해 수익 기반은 견조할 전망. 투자의견 BUY 유지

기존 예상 대비 사모펀드 관련 총당금은 적었던 것으로 판단 돼, 추가적인 총당금이 추후에 발생할 가능성은 있다고 판단된다. 그러나 경성적 이익 측면에서 견조한 모습을 보여왔고, 올해 IPO 시장의 활발한 모습이 기대되는 가운데, 동사의 차별화된 모습이 예상된다. 거래대금이 예상대비 견조, 전분기 대비 상승한 모습을 보이고있어 위탁 수수료율 인하를 통한 경쟁 보다는 수익기반을 유지, 확대할 수 있는 방안이 필요한 것으로 판단된다.

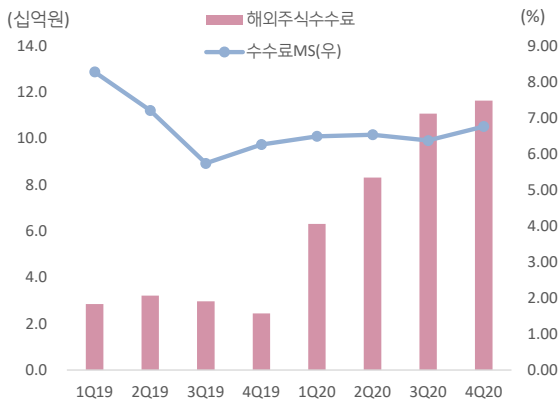
추후 사모펀드 총당금 추가 적립 가능성을 배제할 수는 없으나, FY21 PER, PBR이 각각 4.4배, 0.5배로 상대적으로 낮은 점을 감안해 투자의견 BUY와 목표주가 15,000원을 유지한다.

NH 투자증권 분기별 순이익 추이 및 전망

(십억원)	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	%QoQ, %p	%YoY, %p	1Q21E	FY21E
순영업이익	326.8	281.6	539.0	535.8	338.6	-36.8	3.6	493.8	1,946.0
판매관리비	199.8	181.4	195.8	221.2	237.7	7.4	19.0	215.0	874.4
총전영업이익	127.0	100.2	343.2	314.6	100.9	-67.9	-20.5	278.8	1,071.6
영업이익	67.3	92.3	239.6	276.3	115.7	-58.1	71.9	266.9	1,020.6
지배주주순이익	116.4	32.2	229.5	239.7	75.6	-68.5	-35.1	188.7	722.2
EPS(원)	1,655	458	3,262	3,407	1,074	-68.5	-35.1	2,682	2,567
(대손상각비)	59.7	7.9	103.6	38.2	78.9	106.5	32.2	11.8	51.0
총자산대비									
대손상각비	0.5	0.1	0.7	0.3	0.5	0.3	0.1	0.1	0.1
일반관리비	1.6	1.4	1.4	1.5	1.6	0.1	0.0	1.4	1.5
영업이익	0.5	0.7	1.7	1.9	0.8	-1.1	0.2	1.8	1.7
ROA(%)	0.9	0.2	1.6	1.7	0.5	-1.2	-0.4	1.3	1.2
ROE(%)	8.9	2.5	17.3	17.5	5.4	-12.1	-3.5	13.1	11.8
Cost Income Ratio(%)	54.6	43.9	44.3	41.4	44.5	3.0	-10.3	41.1	42.3
총자산성장률(%)	-6.9	7.4	14.4	9.3	28.2	18.9	35.1	4.2	1.1

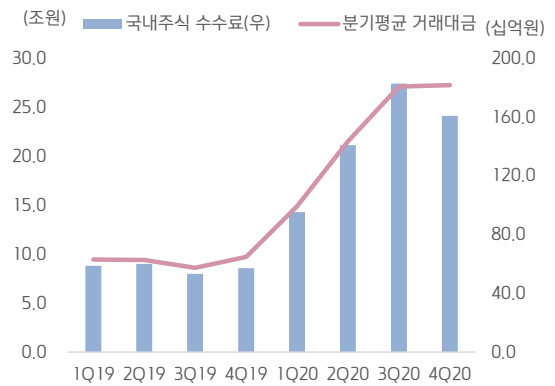
자료: NH투자증권, 키움증권 리서치센터 추정

NH투자증권 해외주식수수료 및 수수료 MS추이



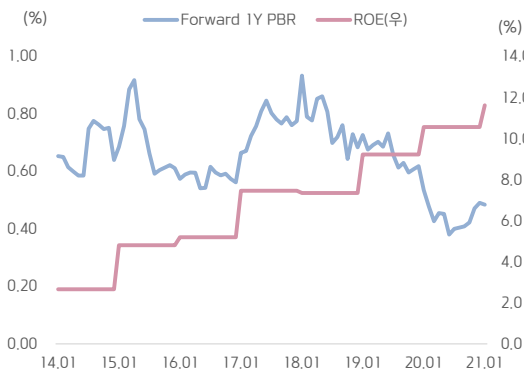
자료: 금융감독원, Seibro, 키움증권 리서치센터  
 주: 4Q20의 시장전체 규모는 추정에 근거

분기평균 거래대금과 NH투자증권 국내주식수수료 추이



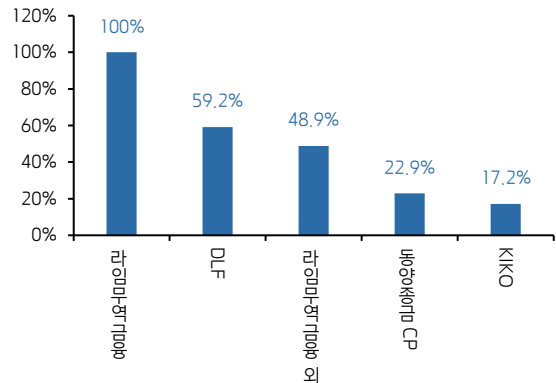
자료: NH투자증권, Fnguide, 키움증권 리서치센터

NH투자증권 FPBR 과 ROE 추이



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

금융사고 발생 사안에 대한 배상률 현황



자료: 키움증권 리서치센터 정리

재무상태표

(단위 :십억원)

	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
<b>자산총계</b>	<b>51,124.2</b>	<b>47,601.1</b>	<b>61,027.4</b>	<b>61,686.7</b>	<b>67,634.4</b>
현금 및 예치금	6,524.9	5,304.0	6,356.1	7,153.9	8,051.8
유가증권	35,988.1	33,078.9	40,839.4	38,475.3	41,706.6
주식+신주인수권	1,782.4	1,771.3	1,560.0	1,755.8	1,976.1
채권 등	32,801.0	29,895.0	37,681.7	35,079.3	38,042.4
관계회사투자지분	1,003.3	1,180.9	1,258.6	1,258.6	1,258.6
파생결합증권	401.4	231.7	339.0	381.6	429.5
대출채권	5,253.8	5,723.2	7,568.1	9,007.6	9,941.3
신용공여	2,733.0	2,581.2	3,656.8	4,352.3	4,803.4
기타 대출금	991.4	985.1	1,949.5	2,276.7	2,369.1
파생+유형+기타자산	3,357.4	3,495.0	7,424.2	8,356.0	9,404.7
<b>부채총계</b>	<b>46,113.3</b>	<b>42,314.5</b>	<b>55,407.6</b>	<b>55,315.6</b>	<b>60,434.4</b>
예수부채	3,458.0	3,847.8	5,527.4	5,710.1	5,915.7
위탁자예수금	1,622.9	1,807.3	4,072.0	4,072.0	4,072.0
차입부채	38,823.7	34,984.1	39,059.4	42,037.8	46,001.3
차입성부채	16,192.6	14,871.7	18,798.2	21,157.6	23,813.0
매도파생결합증권	15,103.5	12,482.5	9,925.6	9,247.5	9,095.5
파생+기타부채	3,831.7	3,482.6	6,723.8	7,567.7	8,517.5
<b>자기자본</b>	<b>5,010.9</b>	<b>5,286.6</b>	<b>5,648.4</b>	<b>6,371.1</b>	<b>7,200.0</b>
자본금	1,531.3	1,531.3	1,531.3	1,531.3	1,531.3
연결자산	53,423	50,075	63,168	63,827	69,775
주요주주자기자본	5,048	5,385	5,798	6,520	7,349
채무보증	4,638	3,316	1,904	1,721	1,755

손익계산서

(단위 :십억원)

	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
리테일부문	834.3	684.4	949.5	1,176.7	1,207.7
중개수수익	315.7	222.1	586.2	746.4	731.6
신용용자+증권대여	358.3	233.9	195.5	275.8	322.6
자산관리수익	160.4	228.4	167.8	154.5	153.4
IB수익	331.7	400.5	416.9	347.5	343.8
이자수수익	7.3	284.0	328.6	409.6	441.4
증권, 파생, 외환손익 등	311.3	385.6	251.1	215.7	233.4
<b>운영업수익</b>	<b>1,173.3</b>	<b>1,368.9</b>	<b>1,695.0</b>	<b>1,933.8</b>	<b>1,992.9</b>
판매관리비	655.0	768.3	836.1	874.4	923.7
인건비	450.3	551.0	594.8	678.5	707.1
전산운영비	47.0	62.1	69.9	70.0	75.8
기타 일반관리비	157.7	155.1	171.5	125.9	140.8
충전영업이익	518.3	600.6	858.9	1,059.4	1,069.2
대손상각비	27.5	77.9	228.7	51.0	54.1
영업이익	490.8	522.7	723.9	1,008.3	1,015.0
영업외이익	-28.1	57.2	-37.5	0.0	0.0
세전손익	462.7	579.9	686.4	1,008.3	1,015.0
세금	138.6	149.8	197.2	303.4	305.4
Tax rate (%)	30.0	25.8	28.7	30.1	30.1
당기순이익	324.1	430.2	489.2	704.9	709.6
<b>지배주주순이익</b>	<b>360.9</b>	<b>475.5</b>	<b>577.0</b>	<b>713.7</b>	<b>719.5</b>
수정영업수익(유가증권제외)	815.0	1,135.0	1,499.6	1,658.0	1,670.3

주요지표 I

(단위 :십억원)

	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
<b>운영업수익구성(%)</b>					
리테일수익	48.3	48.6	56.0	60.8	60.6
브로커리지수익	23.8	15.2	34.6	38.6	36.7
신용용자+증권대여	13.5	11.8	11.5	14.3	16.2
자산관리수익	6.0	17.8	9.9	8.0	7.7
IB 수익+이자이익	51.7	51.4	24.6	18.0	17.3
운영업수익대비 운용수익비중	-5.1	0.0	17.4	19.1	19.9
<b>성장성 지표</b>					
자산 증가율	21.8	-6.9	28.2	1.1	9.6
예수금 증가율	31.9	11.3	43.7	3.3	3.6
운영업수익증가율	0.0	16.7	23.8	14.1	3.1
당기순이익 증가율	-8.5	32.7	13.7	44.1	0.7
<b>자산 및 부채구성</b>					
현예금	1.3	2.1	2.2	2.4	2.5
예치금	12.4	9.9	9.7	11.0	11.3
유가증권	75.3	75.0	76.2	72.1	71.6
대출채권	11.0	13.0	14.1	16.9	17.1
예수금	3.8	6.8	11.4	12.0	11.4
차입금	96.2	93.2	88.6	88.0	88.6
<b>점유율&amp;수수료율 지표</b>					
위탁점유율	7.8	8.8	8.4	8.2	8.1
해외점유율	5.0	17.1	9.2	6.9	6.8
인수+주간 점유율	6.6	5.5	6.4	5.2	5.2
보장확약 점유율	11.8	7.6	6.4	5.1	5.1
파생결합증권 점유율	13.8	11.7	11.0	11.0	11.0

자료: NH 투자증권, 키움증권 리서치센터

주요지표 II

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
<b>수익성지표</b>					
수정순이자마진(총자산대비)	2.49	2.71	2.74	3.08	2.88
대손상각비/평균총자산	0.06	0.15	0.40	0.09	0.08
일반관리비/평균총자산	1.39	1.52	1.45	1.46	1.41
영업이익/평균총자산	1.04	1.04	1.25	1.68	1.55
ROA	0.76	0.94	1.00	1.19	1.10
ROE	7.35	9.22	10.56	11.62	10.43
<b>NIM</b>	1.60	1.67	2.01	2.36	2.22
<b>NIS(신용공여 제외)</b>	1.20	1.03	1.14	1.16	1.16
이자수익	2.05	1.97	1.74	1.63	1.63
조달비용	0.85	0.94	0.60	0.47	0.47
신용공여	5.90	5.93	6.93	7.00	7.00
<b>효율성 및 생산성 (%)</b>					
수정비용율	49.4	52.6	45.5	42.5	43.6
운영업수지율	179.1	178.2	202.7	221.1	215.7
순자본비용	1,365.2	1,307.7	1,521.5	1,767.4	2,060.9
영업용순자본비용(연결)	170.0	157.6	162.1	164.5	167.3
영업용순자본비용(별도)	161.7	149.7	144.3	143.9	143.9
레버리지승수(그룹)	9.5	10.8	9.2	10.2	10.5
<b>주당지표(원, %)</b>					
보통주 EPS	1,282	1,690	2,050	2,536	2,557
주당배당금	500	500	650	800	800
배당성향(%)	39.0	29.6	31.7	31.5	31.3
주당순자산	17,998	19,183	20,653	23,227	26,180

Compliance Notice

- 당사는 1월 29일 현재 'NH투자증권(005940)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

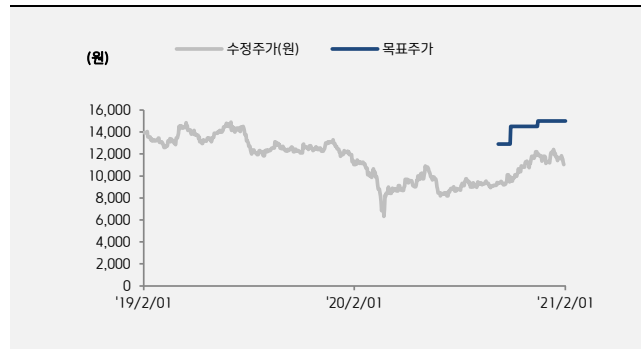
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
NH투자증권 (005940)	2020/10/07	BUY(Re-Initiate)	12,900원	6개월	-26.31	-21.71
	2020/10/29	BUY(Maintain)	14,500원	6개월	-25.08	-15.86
	2020/12/15	BUY(Maintain)	15,000원	6개월	-21.65	-17.33
담당자 변경	2021/01/18	BUY(Re-Initiate)	15,000원	6개월	-22.04	-17.33
	2021/02/01	BUY(Maintain)	15,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2020/01/01~2020/12/31)

매수	중립	매도
99.40%	0.60%	0.00%