2025-08-01

NH 투자증권 (005940/KS)

불확실성 감안하여 일단 지켜보기

SK증권 리서치센터

중립(하향)

목표주가: 22,000 원(상향)
현재주가: 20,200 원
상승여력: 8.9%

목표주가 22,000 원으로 상향, 투자의견 중립으로 하향

NH 투자증권의 목표주가를 1) 실적 추정치 조정, 2) 무위험수익률 조정 등을 반영하여 22,000 원으로 상향한다. 목표주가는 Target PBR 0.89 배에 25E BVPS 24,242 원을 적용하여 산정했다. 25E~27E 평균 ROE 및 BVPS 는 이번 유상증자로 증가한 주식 수 3,226 만주와 6,500 억원의 증자 규모를 적용하여 산출했다. 대주주 대상 증자로 오버행 등에 대한 우려는 제한적이나 향후 IMA 관련 성장/수익성에 대한 불확실성과 기존 주주들의 주당가치 희석 효과 등을 감안하여 투자의견은 중립으로 하향한다.

2Q25 지배순이익 2,567 억원(+30.2% YoY) 기록

NH 투자증권의 2Q25 지배순이익은 2,567 억원(+30.2% YoY)로 컨센서스를 상회했다. 별도 브로커리지 수수료손익은 국내 양호한 증시 환경을 바탕으로 국내 수수료수익이 845 억원(+51.2% YoY)로 증가하는 등 영향으로 1,214 억원(+16.4% YoY)으로 증가했으며 IB 수수료수익도 PF 채무보증 등 중심으로 1,447 억원(+58.3% YoY)으로 큰 폭 증가하는 모습이 나타났다. 보수적인 운용기조에도 양호한 증시 등을 바탕으로 트레이딩 등 손익이 큰 폭 개선된 점도 전반적인 이익에 긍정적 영향을 미쳤다.

IMA 인가를 위한 유상증자, 불확실성 감안하여 일단 지켜보기

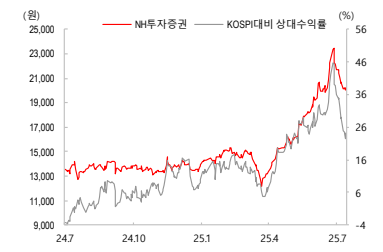
동사는 전일 IMA 인가 신청을 위한 6,500 억원 규모의 유상증자를 발표했다. 회사는 단기금융업 인가 신청 회사 증가 등 경쟁 심화 국면에서 수신 경쟁력 확보 등을 위한 타이밍의 중요성을 언급했으며, 8 월 말까지 기준을 충족하고 9 월 인가 신청을 위한 시간적 제약으로 대주주 대상 유증을 추진했음을 밝혔다. 다만 1) 동사의 발행어음 잔고가 약 7.9 조원으로 레버리지를 최대로 활용하고 있지 않은 상황에서 2) 농협금융지주의 2Q25 CET1 비율이 12.37%로 타 D-SIB 대비 낮은 점을 감안했을 때 계획 수준의 성장 달성에 대한 불확실성이 상존하고 있다고 판단한다. 발행어음(약 100bp 추정) 대비 수익성 우위 여부도 아직 확인하기 어려운 상황이다. IMA 자본 요건이 2016 년에 제시되었던 만큼 주주가치 희석 없이 배당이나 비용 조정 등을 통한 자본 유보를 고려해볼 수 있었던 점도 아쉽다고 판단하며 밸류업 공시 이행에 있어서도 IMA 를 위한 8 조 이상의 자본이라는 요건이 추가된 점도 불확실성 요인이라고 판단한다.

Analyst
설용진
s.dragon@sks.co.kr
3773-8610

Company Data	
발행주식수	32,409 만주
시가총액	6,547 십억원
주요주주	
농협금융지주(외6)	58.15%
국민연금공단	9.38%

Stock Data	
주가(25/07/31)	20,200 원
KOSPI	3,245.44 pt
52주 최고가	23,450 원
52주 최저가	12,200 원
60일 평균 거래대금	16 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
순영업수익	십억원	1,366	1,678	2,012	2,245	2,345	2,389
영업이익	십억원	521	726	901	1,129	1,232	1,243
순이익(지배주주)	십억원	303	556	687	846	909	917
EPS(계속사업)	원	871	1,619	2,039	2,321	2,494	2,514
PER	배	10.1	6.4	6.8	8.7	8.1	8.0
PBR	배	0.43	0.48	0.60	0.83	0.81	0.78
배당성향	%	81.0	50.5	48.0	44.3	43.3	45.0
ROE	%	4.3	7.5	8.7	9.8	9.8	9.6

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2025E ~2027F ROE 평균	9.8%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.75%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	7.7%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	초대형 IB 라이선스 및 밸류업 공시 등 바탕으로 디스카운트 부여	30%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.89
목표주가	**2025F BPS 24,242 원에 Target PBR 적용**	**22,000**
현재가		20,200
Upside / Downside		8.9%
투자의견		Hold

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		**42%**
Sustainable ROE	금리 상승, 비은행 계열사 실적 호조	11.3%
COE	무위험수익률 2.75%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	7.7%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	예상 대비 가파른 실적 회복 및 주주환원 확대	-20.0%
Fair P/B	(a-c)/(b-c)x(1-d)	1.16
목표주가(Bull case)	**2025F BPS 24,242 원에 Target PBR 적용**	**28,600**
Downside case		**-36%**
Sustainable ROE	금리 하락, 부실 확대, 경기 환경 악화 등	6.8%
COE	무위험수익률 2.75%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	7.7%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	부동산 PF/해외 부동산 관련 손실 악화	-40.0%
Fair P/B	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.52
목표주가(Bear case)	**2025F BPS 24,242 원에 Target PBR 적용**	**12,900**

자료: SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2024	2025E	2026E	2027E
순영업수익	수정 후	2,012	2,245	2,345	2,389
	수정 전		2,115	2,168	2,208
	증감률(%)		*6.1*	*8.2*	*8.2*
영업이익	수정 후	901	1,129	1,232	1,243
	수정 전		1,054	1,079	1,087
	증감률(%)		*7.1*	*14.2*	*14.3*
세전이익	수정 후	925	1,112	1,229	1,240
	수정 전		973	988	996
	증감률(%)		*14.3*	*24.4*	*24.5*
지배지분 순이익	수정 후	687	846	909	917
	수정 전		724	731	737
	증감률(%)		*16.9*	*24.4*	*24.4*

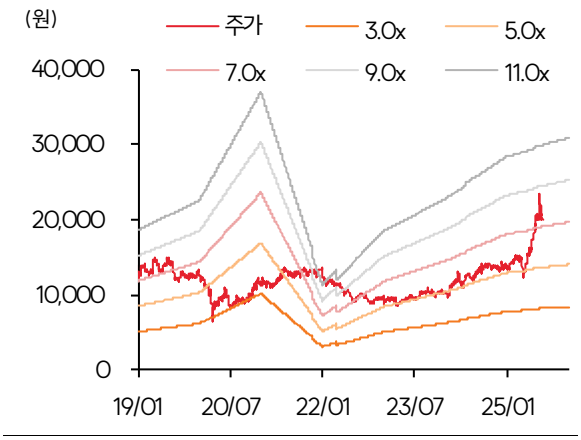
자료: SK 증권 추정

NH 투자증권 – 연결 기준 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	% QoQ	% YoY
순영업수익	**563.4**	**455.9**	**453.0**	**556.7**	**639.3**	**568.9**	**14.8**	**13.5**
수수료손익	227.3	238.9	250.8	259.1	298.0	266.0	15.0	31.1
Brokerage	116.1	110.7	112.9	117.5	137.6	126.6	17.1	18.5
WM	29.0	21.8	22.5	25.8	29.5	29.8	14.5	1.8
IB	90.1	103.4	106.4	107.9	129.9	94.2	20.4	44.1
기타	-8.0	3.1	9.0	7.9	0.9	15.4	-88.0	흑전
이자손익	201.5	194.9	203.7	214.1	228.3	211.2	6.6	13.3
트레이딩 및 기타	134.7	22.1	-1.6	83.5	113.1	91.8	35.4	-16.0
판매관리비	294.6	267.7	285.8	267.6	317.4	256.5	18.6	7.7
영업이익	**268.8**	**188.2**	**167.2**	**289.0**	**321.9**	**312.4**	**11.4**	**19.7**
세전이익	270.4	203.4	159.8	276.8	319.6	309.9	15.5	18.2
당기순이익	**197.2**	**154.0**	**110.0**	**208.2**	**256.9**	**229.3**	**23.4**	**30.3**
지배지분순이익	**197.2**	**153.9**	**110.0**	**208.2**	**256.7**	**229.2**	**23.3**	**30.2**
자산	61,206	64,003	62,427	68,070	74,359	75,500	9.2	21.5
부채	53,414	56,104	54,308	60,087	66,214	66,521	10.2	24.0
자본	7,792	7,899	8,119	7,983	8,146	8,979	2.0	4.5
ROE(%)	**10.3**	**7.9**	**5.5**	**10.3**	**12.7**	**10.7**	**2.4**	**2.5**

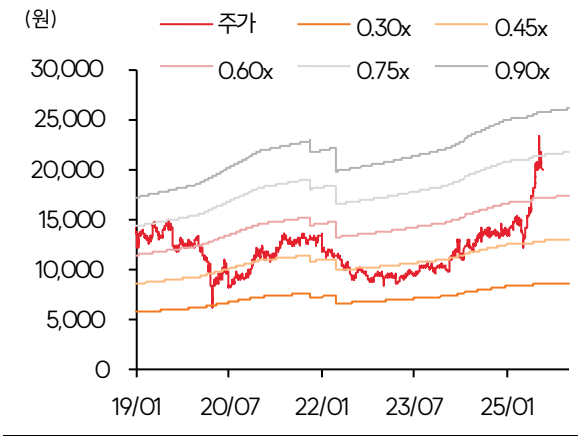
자료: NH 투자증권, SK 증권 추정

PER Band 차트



자료: SK 증권 추정

PBR Band 차트



자료: SK 증권 추정

NH 투자증권 – 별도 기준 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	% QoQ	% YoY
순영업수익	**514.2**	**442.0**	**438.0**	**515.1**	**605.6**	**545.6**	**17.6**	**17.8**
수수료손익	226.2	239.8	244.5	247.5	289.5	251.7	17.0	28.0
Brokerage	104.2	101.0	97.6	102.3	121.4	111.6	18.6	16.4
WM	29.0	21.8	22.5	25.8	29.5	29.8	14.4	1.7
IB	91.4	111.6	118.1	113.4	144.7	104.9	27.5	58.3
기타	1.7	5.4	6.2	5.9	-6.0	5.4	적전	적전
이자손익	172.7	160.1	175.4	187.6	194.0	215.7	3.4	12.3
트레이딩 및 기타	115.3	42.1	18.1	80.0	122.2	78.3	52.8	6.0
판매관리비	273.6	245.7	263.7	245.7	296.4	249.8	20.7	8.3
영업이익	**240.6**	**196.3**	**174.2**	**269.4**	**309.2**	**295.8**	**14.8**	**28.5**
세전이익	225.9	201.8	158.1	256.0	305.5	287.3	19.3	35.2
당기순이익	**154.7**	**149.8**	**116.5**	**187.2**	**242.0**	**212.6**	**29.3**	**56.5**
자산	57,991	60,878	59,281	64,984	70,888	72,020	9.1	22.2
부채	50,845	53,575	51,889	57,738	63,407	63,719	9.8	24.7
자본	7,146	7,302	7,392	7,246	7,481	8,301	3.2	4.7
ROE(%)	**8.7**	**8.3**	**6.3**	**10.2**	**13.1**	**10.8**	**2.9**	**4.4**

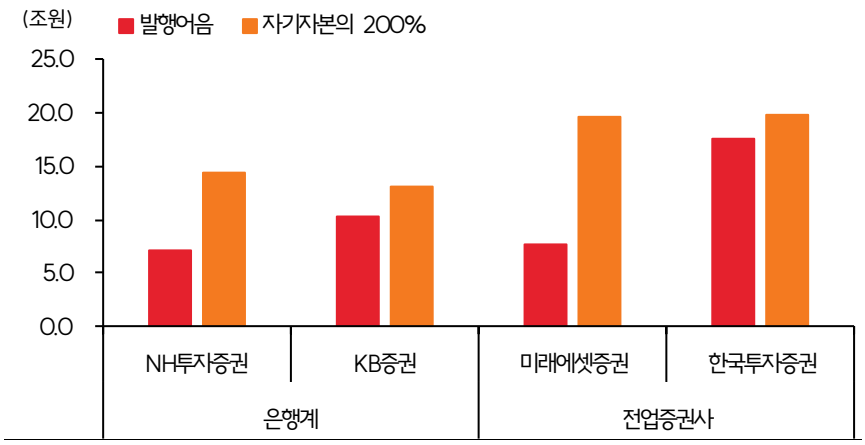
자료: NH 투자증권, SK 증권 추정

NH 투자증권 – 유상증자 세부 내용

	주식 수(주)	종가(25/07/31)	시가총액(십억원)
현재 보통주(A)	324,086,305	20,200	6,546.5
현재 우선주	18,870,968	16,910	319.1
신주 수(B)	32,258,064		
신주 비중(B/A)	10.0%		
신주 발행가액	20,150		
기준 주가	20,101		
납입일	2025-08-08		
신주 상장 예정일	2025-08-25		

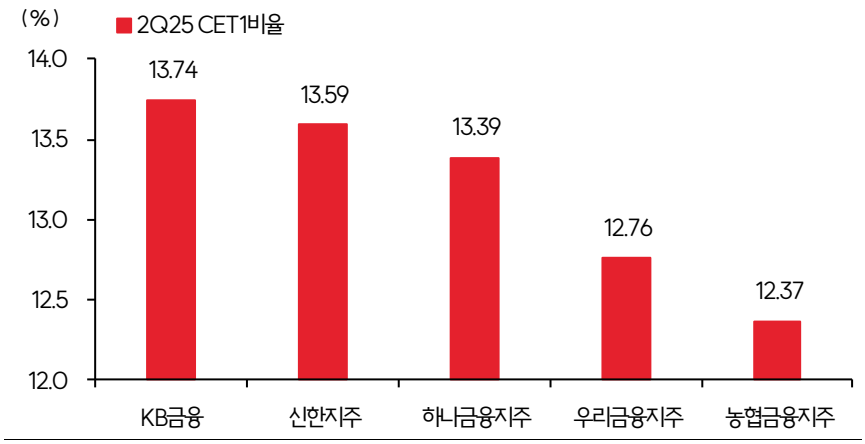
자료: DART, SK 증권

1Q25 기준 발행어음 현황



자료: Fisis, SK 증권

2Q25 기준 D-SIB 해당 금융지주 CET1 비율 현황



자료: 각사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
현금 및 현금성자산	2,175	1,584	2,562	2,153	1,763
FVPL 금융자산	27,337	32,132	34,048	35,021	35,990
FVOCI 금융자산	7,009	8,228	10,124	10,438	10,749
AC 금융자산	18,828	19,188	27,918	28,590	29,285
종속/관계기업투자지분	337	472	450	450	450
기타자산	1,012	823	827	827	827
자산총계	**56,698**	**62,427**	**75,928**	**77,479**	**79,063**
투자자예탁금	7,176	7,972	10,487	10,529	10,571
발행어음	5,148	6,607	7,945	8,105	8,268
매도파생결합증권	7,782	7,581	7,708	7,863	8,022
차입금/사채	16,686	20,690	23,750	24,714	25,718
기타부채	12,292	11,458	16,938	16,870	16,802
부채총계	**49,084**	**54,308**	**66,827**	**68,081**	**69,381**
지배주주지분	7,612	8,114	9,096	9,393	9,677
자본금	1,783	1,783	1,944	1,944	1,944
자본잉여금	1,882	1,882	2,371	2,371	2,371
이익잉여금	1,832	1,832	1,832	1,832	1,832
기타자본	2,114	2,617	2,948	3,245	3,530
비지배주주지분	2	5	5	5	5
자본총계	**7,613**	**8,119**	**9,101**	**9,398**	**9,682**

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
순영업수익	**1,678**	**2,012**	**2,245**	**2,345**	**2,389**
수수료손익	789	955	1,089	1,160	1,191
Brokerage	425	459	510	555	569
WM	94	103	115	124	129
IB	278	382	423	430	443
기타	-7	11	40	52	52
이자손익	791	802	887	935	945
트레이딩 및 기타	98	256	268	250	252
판매관리비	953	1,111	1,116	1,113	1,146
판관비율(%)	56.8	55.2	49.7	47.5	48.0
영업이익	**726**	**901**	**1,129**	**1,232**	**1,243**
영업외손익	-5	24	-17	-3	-3
세전이익	721	925	1,112	1,229	1,240
법인세	**168**	**238**	**265**	**320**	**322**
법인세율(%)	23.3	25.8	23.9	26.0	26.0
당기순이익	**553**	**687**	**847**	**910**	**917**
지배주주순이익	**556**	**687**	**846**	**909**	**917**
비지배지분순이익	-3	-0	0	1	1

증권 별도 재무제표

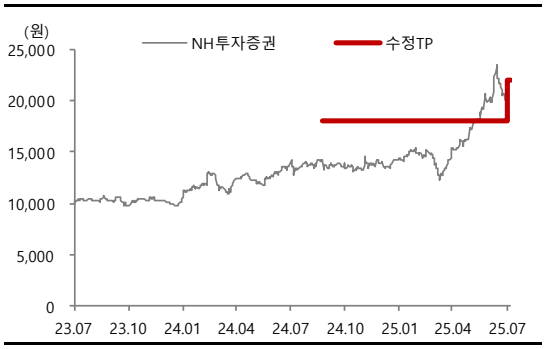
12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
순영업수익	**1,564**	**1,903**	**2,168**	**2,243**	**2,288**
수수료손익	789	951	1,040	1,103	1,134
Brokerage	388	413	449	490	502
WM	94	103	115	123	128
IB	294	416	465	479	493
기타	13	19	12	12	12
이자손익	679	680	812	837	848
트레이딩 및 기타	96	271	316	303	306
판매관리비	874	1,024	1,057	1,089	1,126
판관비율(%)	55.9	53.8	48.7	48.5	49.2
영업이익	**690**	**879**	**1,112**	**1,154**	**1,162**
영업외손익	-104	-29	-32	-28	-28
세전이익	586	850	1,080	1,126	1,135
법인세	151	224	267	293	295
법인세율(%)	25.8	26.4	24.7	26.0	26.0
당기순이익	**435**	**626**	**813**	**833**	**840**
연결당기순이익 대비 비중(%)	78.7	91.2	96.0	91.6	91.5
자산총계	**53,454**	**59,281**	**72,468**	**73,979**	**75,524**
연결 자산총계 대비 비중(%)	94.3	95.0	95.4	95.5	95.5
부채총계	**46,347**	**51,889**	**64,030**	**65,305**	**66,628**
연결 부채총계 대비 비중(%)	94.4	95.5	95.8	95.9	96.0
자본총계	**7,107**	**7,392**	**8,438**	**8,674**	**8,897**
연결 자본총계 대비 비중(%)	93.3	91.0	92.7	92.3	91.9
별도 ROE(%)	6.2	8.6	10.3	9.7	9.6
별도 ROA(%)	0.8	1.1	1.2	1.1	1.1

자료: NH투자증권, SK증권 추정

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성(%)					
자산	6.1	10.1	21.6	2.0	2.0
자본(지배주주지분)	5.3	6.6	12.1	3.3	3.0
순영업수익	22.8	19.9	11.6	4.5	1.9
지배순이익	83.4	23.4	23.3	7.4	0.9
EPS	86.0	25.9	13.8	7.5	0.8
BPS	5.3	7.9	3.5	3.3	3.0
DPS	14.3	18.8	5.3	5.0	4.8
수익성(%)					
ROE	7.5	8.7	9.8	9.8	9.6
ROA	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2
밸류에이션(배)					
PER	6.4	6.8	8.7	8.1	8.0
PBR	0.5	0.6	0.8	0.8	0.8
주당지표(원)					
EPS	1,619	2,039	2,321	2,494	2,514
BPS	21,715	23,427	24,242	25,033	25,791
보통주 DPS	800	950	1,000	1,050	1,100
주주환원(%)					
전체 배당성향	50.5	48.0	44.3	43.3	45.0
총주주환원율	50.5	55.5	50.3	49.4	51.0
보통주 배당수익률	7.7	6.8	5.0	5.2	5.4
자본적정성(%)					
구 NCR	174.1	141.1	153.0	148.9	144.5
신 NCR	2,036.9	1,548.7	2,058.3	2,013.7	1,946.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.08.01	중립	22,000원	6개월		
2024.09.24	매수	18,000원	6개월	-14.28%	30.28%



Compliance Notice

작성자(설용진)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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 08 월 01 일 기준)

매수	95.57%	중립	4.43%	매도	0.00%