

NH 투자증권 (005940/KS)

주주환원에 기반한 효율적 자본 활용 기대

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 18,000 원(신규편입)

현재주가: 14,200 원

상승여력: 26.8%

투자의견 매수, 목표주가 18,000 원으로 커버리지 개시

NH 투자증권에 대해 투자의견 매수, 목표주가 18,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 24E BVPS 23,462 원에 Target PBR 0.79 배를 적용해서 산출했으며 투자 리스크로는 1) 부동산 PF/해외 부동산 대체투자 관련 건전성 우려, 2) 국내 증시 부진으로 인한センチ먼트 악화 등을 제시한다.

조달 측면의 강점과 효율적인 자본 활용에 대한 기대감

NH 투자증권의 강점으로는 1) 발행어음을 통한 조달, 2) 보수적인 건전성 관리 및 3) 주주환원을 활용한 효율적인 자본 배분을 제시할 수 있다. 먼저 동사는 초대형 IB 로 RP, 파생결합부채 등 외에도 발행어음을 통한 조달이 가능하다는 점에서 최근 금리가 낮아지며 운용 등을 통한 마진 확대를 기대할 수 있는 시장 환경 속에서 보다 유연하게 복을 활용할 수 있는 여력을 보유하고 있다고 판단한다. 또한 시장금리 하락 등 영향으로 이전보다 부담은 낮아졌지만 여전히 부동산 PF 나 해외 상업용부동산 등 대체투자 관련 불확실성이 상존하고 있는 점을 감안했을 때 은행계 증권사 특성상 상대적으로 보수적인 투자 및 리스크 관리가 이뤄졌을 것으로 예상되는 동사의 안정성도 전반적으로 긍정적이라고 판단한다. 마지막으로 동사는 22 년~23 년 중 고금리 환경으로 자본 재투자에 따른 리턴이 제한적인 상황에서 배당성향을 이전보다 현저히 높은 81%, 50% 수준까지 확대하는 등 자본비용과 수익성을 고려한 효율적인 자본 활용 기조를 보였다는 점에서 업종 내 밸류업과 관련된 기대감이 가장 높다고 판단한다.



Analyst
설용진

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

Company Data

| | |
|------------|-----------|
| 발행주식수 | 32,749 만주 |
| 시가총액 | 4,650 십억원 |
| 주요주주 | |
| 농협금융지주(외7) | 57.55% |
| 국민연금공단 | 7.29% |

Stock Data

| | |
|--------------|-------------|
| 주가(20/09/20) | 14,200 원 |
| KOSPI | 2,593.37 pt |
| 52주 최고가 | 14,200 원 |
| 52주 최저가 | 9,680 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 9 십억원 |

주가 및 상대수익률



2024E 지배순이익 7,587 억원(+36.3% YoY) 전망

NH 투자증권의 24E 지배순이익은 7,587 억원(+36% YoY)를 전망한다. 인수금융 등을 중심으로 꾸준히 IB 부문 실적 회복 추세가 나타나고 있는 가운데 금리 하락에 따라 트레이딩 손익이 개선된데 기인한다. 24 년부터 자사주 매입/소각을 시행하는 모습이 나타났으며 향후 별도순이익에서 배당/적립금 차감 금액의 50%에 달하는 금액을 한도로 자사주 매입/소각을 지속적으로 시행할 계획을 제시한 만큼 향후 주가 수준과 수익성 수준을 고려한 효율적인 자본 배분을 통해 주주가치 제고를 지속적으로 기대할 수 있다고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 순영업수익 | 십억원 | 2,363 | 1,366 | 1,678 | 2,040 | 1,984 | 2,026 |
| 영업이익 | 십억원 | 1,317 | 521 | 726 | 998 | 963 | 967 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 948 | 303 | 556 | 759 | 714 | 717 |
| EPS(계속사업) | 원 | 3,001 | 864 | 1,578 | 2,190 | 2,060 | 2,069 |
| PER | 배 | 4.2 | 10.1 | 6.5 | 6.5 | 6.9 | 6.9 |
| PBR | 배 | 0.6 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 배당성향 | % | 35.0 | 81.0 | 50.5 | 43.4 | 41.3 | 43.5 |
| ROE | % | 15.0 | 4.3 | 7.5 | 9.6 | 8.6 | 8.3 |

| 목표주가 산정 Table | | |
|---------------------------|---------------------------------------|--------------|
| 항목 | 비고 | 내용 |
| Sustainable ROE (a) | 2024E ~ 2026F ROE 평균 | 8.8% |
| Cost of Equity (b) | 무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.34%, 베타 1 기준 | 9.0% |
| Growth (c) | 보수적으로 0% 가정 | 0.0% |
| Discount (d) | 초대형 IB 라이선스 및 밸류업 공시 등 바탕으로 디스카운트 부여 | 20% |
| Target PBR | $(a-c)/(b-c) \times (1-d)$ | 0.79 |
| 목표주가 | 2024F BPS 23,462 원에 Target PBR 적용 | 18,000 |
| 현재가 | | 14,200 |
| Upside / Downside 투자의견 | | 26.8% Buy |

자료: SK 증권 추정

| 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력 | | |
|---------------------|---------------------------------------|--------|
| 항목 | 비고 | 내용 |
| Upside case | | 71% |
| Sustainable ROE | 금리 상승, 비은행 계열사 실적 호조 | 10.3% |
| COE | 무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.34%, 베타 1 기준 | 9.0% |
| Growth | 보수적으로 0% 가정 | 0.0% |
| Premium/Discount | 예상 대비 가파른 실적 회복 및 주주환원 확대 | -10.0% |
| Fair P/B | $(a-c)/(b-c) \times (1-d)$ | 1.04 |
| 목표주가(Bull case) | 2024F BPS 23,462 원에 Target PBR 적용 | 24,300 |
| Downside case | | -6% |
| Sustainable ROE | 금리 하락, 부실 확대, 경기 환경 악화 등 | 7.3% |
| COE | 무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.34%, 베타 1 기준 | 9.0% |
| Growth | 보수적으로 0% 가정 | 0.0% |
| Premium/Discount | 부동산 PF/해외 부동산 관련 손실 악화 | -30.0% |
| Fair P/B | $(a-c)/(b-c) \times (1-d)$ | 0.57 |
| 목표주가(Bear case) | 2024F BPS 23,462 원에 Target PBR 적용 | 13,400 |

자료: SK 증권 추정

NH 투자증권 - 연결 기준 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24E | 4Q24E | % QoQ | % YoY |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 순영업수익 | 347.7 | 377.9 | 539.7 | 563.4 | 489.2 | 447.5 | -13.2 | 40.7 |
| 수수료손익 | 197.3 | 178.2 | 237.7 | 227.3 | 227.7 | 206.0 | 0.2 | 15.4 |
| Brokerage | 121.8 | 86.7 | 119.2 | 116.1 | 100.2 | 103.0 | -13.7 | -17.7 |
| WM | 26.7 | 19.5 | 29.7 | 29.0 | 24.7 | 24.9 | -15.0 | -7.7 |
| IB | 46.0 | 77.7 | 81.8 | 90.1 | 88.8 | 71.1 | -1.5 | 93.1 |
| 기타 | 2.9 | -5.7 | 7.0 | -8.0 | 14.0 | 7.0 | 흑전 | 389.4 |
| 이자손익 | 211.4 | 216.3 | 201.7 | 201.5 | 203.0 | 210.1 | 0.8 | -4.0 |
| 트레이딩 및 기타 | -61.0 | -16.6 | 100.3 | 134.7 | 58.6 | 31.4 | -56.5 | 흑전 |
| 판매관리비 | 229.3 | 242.5 | 262.8 | 294.6 | 239.6 | 244.6 | -18.7 | 4.5 |
| 영업이익 | 118.4 | 135.4 | 276.9 | 268.8 | 249.7 | 202.9 | -7.1 | 110.8 |
| 세전이익 | 124.0 | 128.5 | 291.3 | 270.4 | 251.7 | 202.3 | -6.9 | 103.0 |
| 당기순이익 | 100.7 | 85.6 | 225.5 | 197.2 | 186.3 | 149.7 | -5.5 | 84.9 |
| 지배지분순이익 | 100.8 | 88.9 | 225.5 | 197.2 | 186.3 | 149.7 | -5.5 | 84.7 |
| 자산 | 54,388 | 56,698 | 58,713 | 61,206 | 61,379 | 61,761 | 0.3 | 12.9 |
| 부채 | 46,837 | 49,084 | 51,131 | 53,414 | 53,400 | 53,633 | -0.0 | 14.0 |
| 자본 | 7,551 | 7,613 | 7,582 | 7,792 | 7,978 | 8,128 | 2.4 | 5.7 |
| ROE(%) | 5.4 | 4.5 | 11.9 | 10.3 | 9.5 | 7.4 | -0.8 | 4.1 |

자료: NH 투자증권, SK 증권 추정

NH 투자증권 - 증권 별도 기준 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24E | 4Q24E | % QoQ | % YoY |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 순영업수익 | 330.9 | 339.6 | 508.9 | 514.2 | 449.9 | 408.5 | -12.5 | 36.0 |
| 수수료손익 | 196.3 | 189.1 | 240.9 | 226.2 | 208.6 | 186.4 | -7.8 | 6.2 |
| Brokerage | 112.6 | 79.4 | 110.6 | 104.2 | 89.9 | 92.5 | -13.7 | -20.1 |
| WM | 26.7 | 19.4 | 29.7 | 29.0 | 24.6 | 24.9 | -15.0 | -7.8 |
| IB | 51.1 | 85.3 | 94.9 | 91.4 | 90.0 | 72.0 | -1.5 | 76.2 |
| 기타 | 6.0 | 5.0 | 5.7 | 1.7 | 4.0 | -3.0 | 142.1 | -32.9 |
| 이자손익 | 180.1 | 185.5 | 172.0 | 172.7 | 179.9 | 182.2 | 4.1 | -0.1 |
| 트레이딩 및 기타 | -45.5 | -35.1 | 96.0 | 115.3 | 61.5 | 39.9 | -46.7 | 흑전 |
| 판매관리비 | 211.2 | 221.5 | 240.8 | 273.6 | 220.4 | 223.9 | -19.4 | 4.4 |
| 영업이익 | 119.7 | 118.1 | 268.1 | 240.6 | 229.5 | 184.6 | -4.6 | 91.8 |
| 세전이익 | 67.6 | 113.4 | 264.3 | 225.9 | 220.3 | 172.7 | -2.5 | 226.0 |
| 당기순이익 | 57.7 | 71.8 | 204.9 | 154.7 | 163.0 | 127.8 | 5.4 | 182.7 |
| 자산 | 51,253 | 53,454 | 55,354 | 57,991 | 58,166 | 58,534 | 0.3 | 13.5 |
| 부채 | 44,239 | 46,347 | 48,342 | 50,845 | 50,857 | 51,097 | 0.0 | 15.0 |
| 자본 | 7,014 | 7,107 | 7,013 | 7,146 | 7,309 | 7,437 | 2.3 | 4.2 |
| ROE(%) | 3.3 | 4.1 | 11.6 | 8.7 | 9.0 | 6.9 | 0.3 | 5.7 |

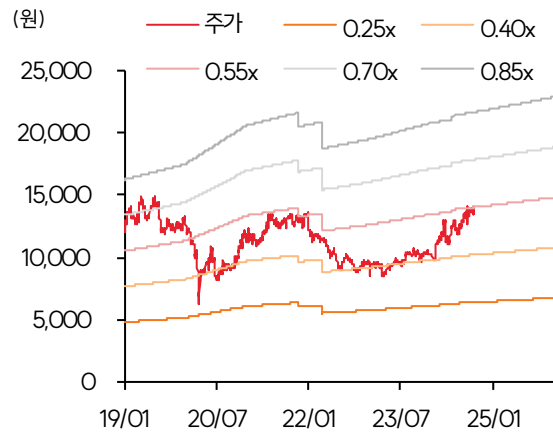
자료: NH 투자증권, SK 증권 추정

NH투자증권 - PER 밴드 Chart



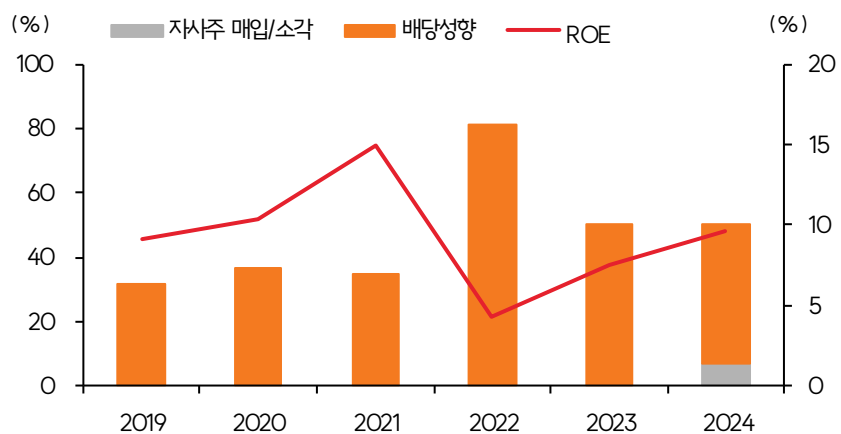
자료: FnGuide, SK 증권 추정

NH투자증권 - PBR 밴드 Chart



자료: FnGuide, SK 증권 추정

NH투자증권 - ROE 및 주주환원율 추이



자료: Dart, SK 증권 추정

연결 재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 현금 및 현금성자산 | 1,967 | 2,175 | 2,445 | 2,290 | 2,079 |
| FVPL 금융자산 | 24,979 | 27,337 | 29,078 | 29,795 | 30,613 |
| FVOCI 금융자산 | 8,434 | 7,009 | 7,914 | 8,138 | 8,375 |
| AC 금융자산 | 16,842 | 18,828 | 21,207 | 21,701 | 22,211 |
| 중속/관계기업투자지분 | 398 | 337 | 285 | 285 | 285 |
| 기타자산 | 808 | 1,012 | 831 | 831 | 831 |
| 자산총계 | 53,428 | 56,698 | 61,761 | 63,041 | 64,394 |
| 투자자예탁금 | 5,597 | 7,176 | 7,328 | 7,357 | 7,387 |
| 발행어음 | 5,920 | 5,148 | 6,222 | 6,348 | 6,475 |
| 매도파생결합증권 | 7,710 | 7,782 | 7,171 | 7,316 | 7,463 |
| 차입금/차입 | 15,624 | 16,686 | 17,560 | 18,273 | 19,015 |
| 기타부채 | 11,350 | 12,292 | 15,351 | 15,290 | 15,229 |
| 부채총계 | 46,200 | 49,084 | 53,633 | 54,584 | 55,569 |
| 자본금 | 1,783 | 1,783 | 1,783 | 1,783 | 1,783 |
| 자본잉여금 | 1,883 | 1,882 | 1,882 | 1,882 | 1,882 |
| 이익잉여금 | 3,274 | 3,585 | 4,013 | 4,342 | 4,709 |
| 기타자본 | 289 | 362 | 449 | 449 | 449 |
| 비지배주주지분 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 자본총계 | 7,228 | 7,613 | 8,128 | 8,458 | 8,824 |

포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 순영업수익 | 1,366 | 1,678 | 2,040 | 1,984 | 2,026 |
| 수수료손익 | 784 | 789 | 899 | 899 | 921 |
| Brokerage | 371 | 425 | 439 | 413 | 420 |
| WM | 94 | 94 | 108 | 102 | 106 |
| IB | 314 | 278 | 332 | 335 | 345 |
| 기타 | 5 | -7 | 20 | 49 | 49 |
| 이자손익 | 676 | 791 | 816 | 844 | 861 |
| 트레이딩 및 기타 | -93 | 98 | 325 | 241 | 244 |
| 판매관리비 | 845 | 953 | 1,042 | 1,021 | 1,059 |
| 판매관리비율(%) | 61.8 | 56.8 | 51.1 | 51.5 | 52.3 |
| 영업이익 | 521 | 726 | 998 | 963 | 967 |
| 영업외손익 | -81 | -5 | 17 | 1 | 1 |
| 세전이익 | 440 | 721 | 1,016 | 964 | 968 |
| 법인세 | 137 | 168 | 257 | 251 | 252 |
| 법인세율(%) | 31.2 | 23.3 | 25.3 | 26.0 | 26.0 |
| 당기순이익 | 303 | 553 | 759 | 714 | 717 |
| 지배지분순이익 | 303 | 556 | 759 | 714 | 717 |
| 비지배지분순이익 | 0 | -3 | 0 | 0 | 0 |

증권 별도 재무제표

| 12월 결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 순영업수익 | 1,325 | 1,564 | 1,881 | 1,789 | 1,849 |
| 수수료손익 | 757 | 789 | 862 | 821 | 842 |
| Brokerage | 329 | 388 | 397 | 371 | 377 |
| WM | 93 | 94 | 108 | 102 | 106 |
| IB | 332 | 294 | 348 | 340 | 350 |
| 기타 | 3 | 13 | 8 | 9 | 9 |
| 이자손익 | 596 | 679 | 707 | 768 | 805 |
| 트레이딩 및 기타 | -28 | 96 | 313 | 200 | 201 |
| 판매관리비 | 775 | 874 | 959 | 937 | 972 |
| 판매관리비율(%) | 58.5 | 55.9 | 51.0 | 52.4 | 52.6 |
| 영업이익 | 550 | 690 | 923 | 852 | 876 |
| 영업외손익 | -70 | -104 | -40 | -44 | -44 |
| 세전이익 | 480 | 586 | 883 | 808 | 832 |
| 법인세 | 142 | 151 | 233 | 210 | 216 |
| 법인세율(%) | 29.5 | 25.8 | 26.4 | 26.0 | 26.0 |
| 당기순이익 | 338 | 435 | 650 | 598 | 616 |
| 연결당기순이익 대비 비중(%) | 111.7 | 78.7 | 85.7 | 83.8 | 86.0 |
| 자산총계 | 50,403 | 53,454 | 58,534 | 59,729 | 61,013 |
| 연결 자산총계 대비 비중(%) | 94.3 | 94.3 | 94.8 | 94.7 | 94.7 |
| 부채총계 | 43,550 | 46,347 | 51,097 | 52,078 | 53,096 |
| 연결 부채총계 대비 비중(%) | 94.3 | 94.4 | 95.3 | 95.4 | 95.5 |
| 자본총계 | 6,853 | 7,107 | 7,437 | 7,651 | 7,917 |
| 연결 자본총계 대비 비중(%) | 94.8 | 93.3 | 91.5 | 90.5 | 89.7 |
| 별도 ROE(%) | 5.1 | 6.2 | 8.9 | 7.9 | 7.9 |
| 별도 ROA(%) | 0.6 | 0.8 | 1.2 | 1.0 | 1.0 |

자료: NH투자증권, SK증권 추정

주요투자지표

| 12월 결산(% , 원, 배) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 성장성(%) | | | | | |
| 자산 | -8.7 | 6.1 | 8.9 | 2.1 | 2.1 |
| 자본(지배주주지분) | 5.8 | 5.3 | 6.8 | 4.1 | 4.3 |
| 순영업수익 | -42.2 | 22.8 | 21.5 | -2.7 | 2.1 |
| 자배순이익 | -68.0 | 83.4 | 36.3 | -5.9 | 0.4 |
| EPS | -71.2 | 82.6 | 38.8 | -5.9 | 0.4 |
| BPS | -4.7 | 5.3 | 8.0 | 4.1 | 4.3 |
| DPS | -33.3 | 14.3 | 18.8 | -10.5 | 5.9 |
| 수익성(%) | | | | | |
| ROE | 4.3 | 7.5 | 9.6 | 8.6 | 8.3 |
| ROA | 0.5 | 1.0 | 1.3 | 1.1 | 1.1 |
| 밸류에이션(배) | | | | | |
| PER | 10.1 | 6.5 | 6.5 | 6.9 | 6.9 |
| PBR | 1.6 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.4 |
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 864 | 1,578 | 2,190 | 2,060 | 2,069 |
| BPS | 20,620 | 21,715 | 23,462 | 24,413 | 25,472 |
| 보통주 DPS | 700 | 800 | 950 | 850 | 900 |
| 주주환원(%) | | | | | |
| 전체 배당성향 | 81.0 | 50.5 | 43.4 | 41.3 | 43.5 |
| 총주주환원율 | 81.0 | 50.5 | 50.2 | 49.0 | 51.2 |
| 보통주 배당수익률 | 8.0 | 7.7 | 6.7 | 6.0 | 6.3 |
| 자본적정성(%) | | | | | |
| 구 NCR | 164.6 | 174.1 | 167.2 | 160.7 | 154.9 |
| 신 NCR | 1,852.2 | 2,036.9 | 2,090.5 | 2,044.9 | 2,002.1 |

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 | 과리율 | |
|------------|------|---------|------|--------|-------------|
| | | | 대상시점 | 평균주가대비 | 최고(최저) 추가대비 |
| 2024.09.24 | 매수 | 18,000원 | 6개월 | | |



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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 09월 24일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 98.15% | 중립 | 1.85% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|