

NH투자증권(005940)

기대에 못 미친 트레이딩

트레이딩이 아쉽게 나오면서 순이익은 컨센서스 소폭 하회
저수익성 자산 조정 과정을 거치면서 보수적 운용 기조 이어감
방어적 성격인 IB 실적의 하반기 반등 기대

Facts : 트레이딩 손익으로 인해 순이익은 기대에 다소 못 미침

2분기 연결 지배순이익은 1,073억원으로 우리 추정치를 15%, 컨센서스를 9% 하회했다. 2분기 증권 업황이 호조여서 트레이딩 실적에 대해 기대가 컸었는데 해당 부문 실적이 예상에 못 미쳤다. 레버리지비용을 낮추고 운용자산 ROA를 개선시키기 위해 자산조정을 거친 결과다. 관련해서 저수익성 채권 규모를 줄이는 과정에서 금리하락에 따른 채권평가의 혜택이 생각보다 적었고, ELS도 자체헤지 비중을 줄이고 산식을 조정하는 등 보수적으로 운용한 결과 관련된 파생운용 이익도 다소 적었던 것으로 추정된다. 헤지펀드를 포함한 주식운용 부문 이익도 주식시장 부진으로 인해 전분기대비 다소 감소한 것으로 보인다.

Pros & cons : IB는 어렵지만 선방

IB 부문 실적(관련 이자손익 포함)은 전분기대비 약 10% 감소해 아쉬웠으나, 전년동기대비로는 9% 증가해 선방했다. 세부적으로는 SNK IPO와 두산, 포스코 관련 분할합병 딜 기반으로 인수주선/M&A자문 수수료는 421억원을 기록했다. 채무보증 관련 수수료는 인수금융 및 대체투자 딜을 꾸준히 확보함에 따라 265억원을 기록했다. 미국 화력발전소 2건과 영국 철도 지분 인수, 대체투자 관련된 in-house 금융상품 공급 등이 꾸준히 IB와 WM은 주식시장의 부침에 큰 관계없이 꾸준히 수익을 창출하는 중이다.

Action : 방어적 성격의 IB 실적 하반기 개선

매수의견과 목표주가 18,000원을 유지한다. 레버리지비용 관리와 보수적 운용 등으로 트레이딩 손익이 기대에 다소 못 미친 것은 아쉬우나, 어려운 주식시장 여건 아래에 방어적 성격의 IB와 WM 실적이 빅딜 주관을 기반으로 하반기 개선될 것으로 기대되기 때문이다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

순이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 18,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(7/25)	2,074
주가(7/25)	14,150
시가총액(십억원)	3,982
발행주식수(백만)	281
52주 최고/최저가(원)	14,900/11,750
일평균거래대금(6개월, 백만원)	9,365
유동주식비율/외국인지분율(%)	50.3/15.8
주요주주(%)	농협금융지주 외 1 인 49.11
	국민연금공단 11.64

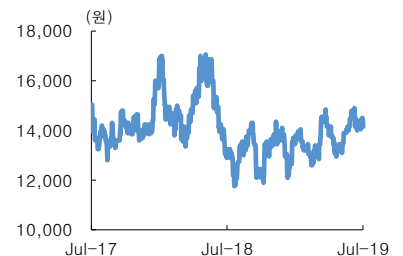
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	10.8	8.6	10.7
PBR(x)	0.8	0.8	0.7
ROE(%)	7.3	9.5	7.2
DY(%)	3.8	3.9	3.9
EPS(원)	1,206	1,652	1,323
BPS(원)	16,863	18,120	18,890

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.1)	2.5	8.0
KOSPI 대비(%p)	(0.9)	7.3	16.8

주가추이



자료: FnGuide

백두산, CFA

doosan@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
순수익	340	314	206	446	353	(20.9)	4.0	345
판매관리비	174	168	153	209	201	(4.2)	15.1	182
판관비용률	51	53	75	47	57	9.9	5.5	53
영업이익	165	146	52	237	153	(35.6)	(7.7)	165
당기순이익	117	106	10	171	107	(37.3)	(8.1)	118

자료: NH투자증권, FnGuide, 한국투자증권

〈표 2〉 2분기 실적 및 전망 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	FY18		FY19(변경 전)		FY19(변경 후)					2Q19 리뷰			FY20F
	2Q	연간	2QF	연간	1Q	2QP	3QF	4QF	연간	기존대비	YoY	QoQ	연간
순영업수익	340	1,232	348	1,360	446	353	301	274	1,375	1.6	4.0	(20.9)	1,279
순수수료이익	187	639	168	601	174	147	133	127	581	(12.4)	(21.4)	(15.3)	572
브로커리지	101	340	65	251	64	66	62	60	252	0.8	(34.7)	3.2	243
자산관리	24	82	20	81	20	20	21	21	82	2.5	(13.2)	3.6	117
인수주선, M&A	36	111	42	140	47	42	27	23	139	(1.1)	16.9	(12.4)	115
기타	28	106	41	129	43	20	23	22	108	(52.3)	(28.9)	(54.6)	97
순이자이익	157	639	139	593	164	162	131	137	594	16.2	2.9	(1.4)	564
운용 및 기타	(5)	(47)	40	166	108	44	37	11	200	9.8	흑전	(59.4)	142
판매관리비	174	691	182	726	209	201	167	171	748	10.4	15.1	(4.2)	730
인건비	118	469	124	497	155	144	113	108	521	16.1	22.3	(7.2)	497
영업이익	165	540	166	634	237	153	134	103	626	(8.0)	(7.7)	(35.6)	548
영업외손익	(6)	(35)	4	60	(7)	(8)	63	(7)	41	적전	적지	적지	(12)
세전이익	160	505	170	694	230	145	197	96	668	(14.7)	(9.2)	(37.1)	536
당기순이익	117	361	126	515	172	108	146	71	496	(14.5)	(7.9)	(37.3)	397
지배순이익	117	361	126	514	171	107	146	71	495	(14.5)	(8.1)	(37.3)	396
대차대조표													
총자산	48,120	53,423	55,104	58,444	54,223	53,218	53,049	54,319	54,319	(3.4)	10.6	(1.9)	60,164
유가증권	32,477	37,802	38,514	40,489	37,535	36,941	37,354	38,127	38,127	(4.1)	13.7	(1.6)	41,464
총부채	43,213	48,369	49,903	53,026	49,148	47,999	47,686	48,884	48,884	(3.8)	11.1	(2.3)	54,498
자기자본	4,908	5,054	5,200	5,418	5,075	5,219	5,363	5,435	5,435	0.4	6.3	2.8	5,666
지배자기자본	4,902	5,048	5,194	5,411	5,069	5,212	5,358	5,428	5,428	0.3	6.3	2.8	5,659
주요지표(KIS 기준)													
주식 약정대금	106,727	362,171	77,630	300,623	71,561	77,630	75,847	75,585	300,623	0.0	(27.3)	8.5	304,882
판관비용률	51.3	56.1	52.3	53.4	46.9	56.8	55.5	62.5	54.4	4.5	5.5	9.9	57.1
ROE	9.7	7.3	9.8	9.9	13.7	8.4	10.9	5.2	9.5	(1.4)	(1.3)	(5.3)	7.2
ROA	0.99	0.75	0.92	0.92	1.29	0.80	1.09	0.52	0.92	(0.12)	(0.19)	(0.49)	0.69
레버리지비율(배)	9.7	9.8	10.7	10.7	10.6	10.5	10.1	10.0	10.3	(0.2)	0.7	(0.2)	10.4

자료: NH투자증권, 한국투자증권

〈표 3〉 NH투자증권 분기 순영업수익

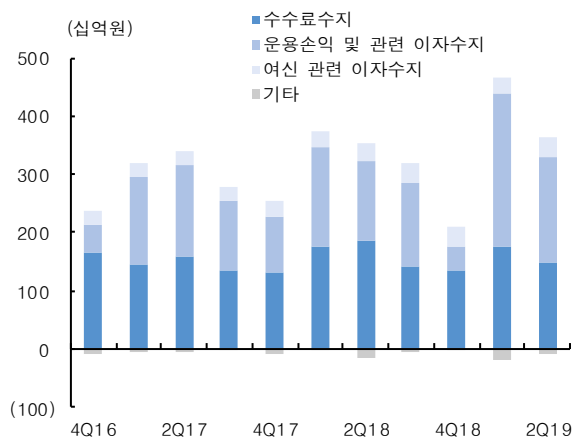
(단위: 십억원)

	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
전체	234	227	314	332	278	245	372	340	314	206	446	353
수수료수지	117	165	146	157	134	131	176	187	143	134	174	147
브로커리지	72	62	60	72	68	88	110	101	67	63	64	66
금융상품판매	15	13	15	16	17	17	20	24	20	19	20	20
IB	11	40	39	41	19	11	23	36	32	20	76	68
기타수수료	19	49	32	28	30	15	22	28	24	32	14	(7)
IB 관련 기타수수료	18	52	34	29	34	14	26	31	29	32	1	0
운용수익 및 관련 이자수지	79	48	149	159	120	97	171	134	143	42	263	181
운용손익(처분/평가손익)	(58)	(78)	17	26	(7)	(19)	44	3	5	(100)	122	46
운용관련 이자수지	137	125	132	132	128	116	126	131	138	142	141	135
여신관련 이자수지	23	23	22	22	24	26	29	33	34	33	30	34
증권여신 관련	21	20	19	20	21	23	25	29	30	29	27	29
예탁금 관련	2	3	3	3	3	3	4	4	4	4	3	5
기타	1	(0)	2	(6)	0	2	0	(10)	(3)	16	(21)	(4)
대출채권 평가/처분손익	14	(8)	(6)	0	(1)	(11)	(3)	(5)	(4)	(18)	1	(5)

주: 1. 연결기준, 2. IB 관련 기타수수료는 ~4Q16 연결기준, 1Q17~ 별도기준, 3. 1Q19부터 기존 'IB 관련 기타수수료'에 포함되던 채무보증 관련 수수료가 'IB'로 이동

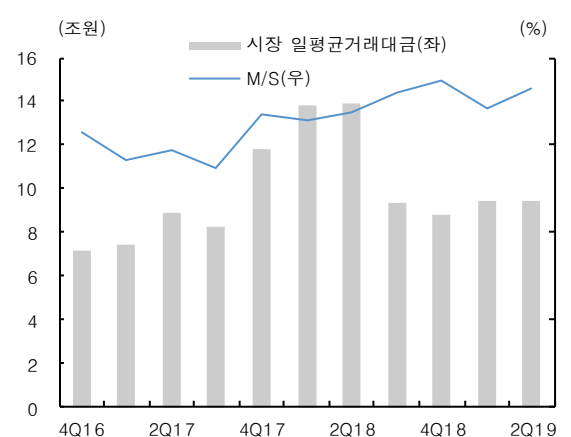
자료: NH투자증권, 한국투자증권

[그림 1] 순영업수익 구성



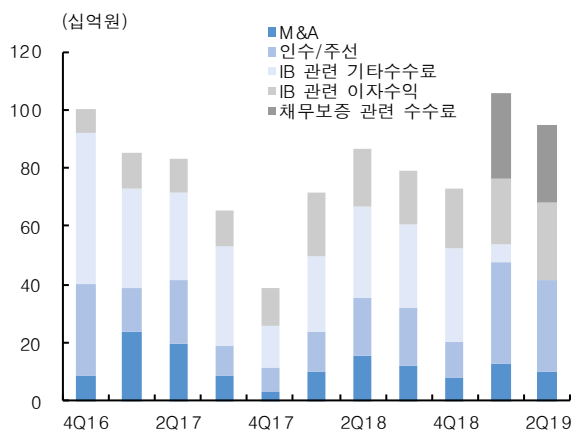
주: 연결기준
자료: NH투자증권, 한국투자증권

[그림 2] 시장 일평균거래대금 및 약정점유율



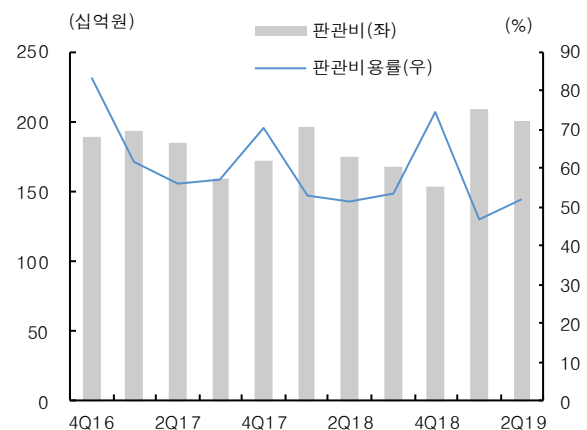
주: 유가증권, 코스닥 합산기준(ETF 제외)
자료: NH투자증권, 한국투자증권

[그림 3] IB 수익



주: IB 관련 기타수수료에 포함되던 채무보증 관련 수수료가 1Q19부터 별도 계상
자료: NH투자증권, 한국투자증권

[그림 4] 판관비 및 판관비용률



자료: NH투자증권, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

NH투자증권은 증권업의 투자매매업·투자중개업, 장내파생상품의 투자매매업·투자중개업, 투자자문업, 투자일임업 등을 영위하는 금융투자업자. 1969년 설립되었으며, 2005년 LG투자증권에서 우리투자증권으로 변경되었다가, 2014년 12월 최종적으로 NH투자증권으로 사명을 변경.

- 브로커리지: 주식, 선물, 옵션 관련 위탁거래를 중개하는 사업부문
- IB: Investment Bank의 약자. 주로 직접금융 시장에서 효율적 자금중개를 수행하는 투자은행을 가리킴
- ECM: Equity Capital Market의 약자. IPO, 유상증자 등 주식 관련 IB 업무
- DCM: Debt Capital Market의 약자. 채권 관련 IB 업무
- WM: Wealth Management의 약자. 자산관리(AM, Asset Management)와 혼용해서 쓰임
- S&T: Sales & Trading의 약자. 자기자금 및 타인자금을 활용한 ELS, 프랍 등 다양한 트레이딩 업무를 포괄
- 발행어음: 증권사가 자기신용으로 발행하는 1년 이내 단기어음. 주로 기업금융을 수행하기 위한 자금조달 수단
- PI: Principal Investment의 약자. 자기자본의 직접투자

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
총자산	43,893	53,423	54,319	60,164	62,585
현금 및 예치금	6,136	7,226	6,240	6,452	6,673
유가증권	30,190	37,802	38,127	41,464	42,930
대출채권	4,796	5,950	7,503	9,731	10,394
관계기업투자	66	75	95	95	95
유형자산	300	297	286	286	286
기타자산	2,405	2,072	2,067	2,135	2,207
총부채	39,057	48,369	48,884	54,498	56,657
예수부채	3,081	4,045	4,300	4,474	4,656
당기손익인식금융부채	13,511	20,833	20,274	22,681	23,505
차입부채	18,494	19,433	21,919	24,308	25,112
기타부채	3,971	4,057	2,391	3,035	3,384
자기자본	4,836	5,054	5,435	5,666	5,927
지배주주지분	4,831	5,048	5,428	5,659	5,920
자본금	1,531	1,531	1,531	1,531	1,531
자본잉여금	1,539	1,537	1,537	1,537	1,537
자본조정	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)
기타포괄손익누계액	167	167	168	168	168
이익잉여금	1,614	1,832	2,213	2,443	2,704

주요 재무지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업 기초여건					
임직원수(명)	2,859	2,980	2,983	2,983	2,983
주식 약정대금	2,626,587	3,621,711	3,006,227	3,048,818	3,137,582
예수유가증권	2,173,111	2,126,147	2,286,022	2,378,843	2,475,434
채무보증	36,950	48,061	33,018	34,422	36,010
자본적정성					
NCR(%)	1,811	1,365	1,164	526	14
단순 레버리지(배)	9.1	10.6	10.0	10.6	10.6
실질 레버리지(배)	8.7	10.2	10.0	10.6	10.6
성장성(%)					
총자산 증가율	2.1	21.7	1.7	10.8	4.0
자기자본 증가율	4.1	4.5	7.5	4.3	4.6
순영업수익 증가율	25.0	5.4	11.6	(7.0)	5.9
당기순이익 증가율	48.3	3.1	37.1	(19.9)	7.7

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

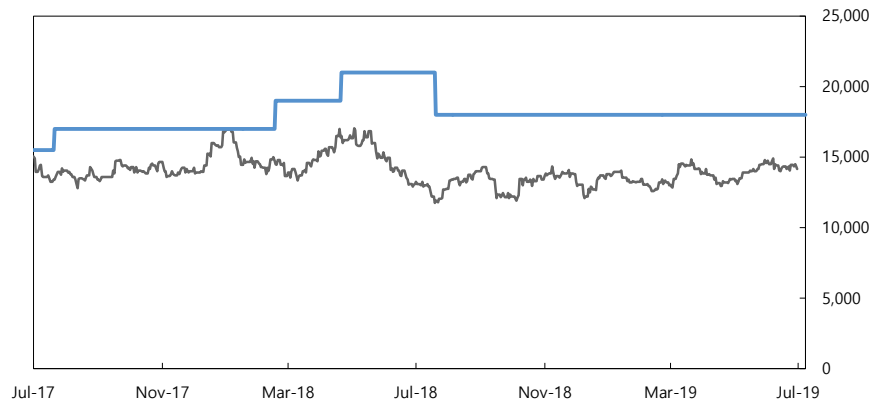
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
순영업수익	1,168	1,232	1,375	1,279	1,354
순수수료이익	568	639	581	572	597
브로커리지 수수료	289	340	252	243	251
자산관리 수수료	64	82	82	117	122
인수주선, M&A 수수료	110	111	139	115	123
기타 수수료	105	106	108	97	101
순이자이익	583	639	594	564	595
운용 및 기타	17	(47)	200	142	162
판매관리비	709	691	748	730	765
인건비	502	469	521	497	527
기타 판관비	207	223	228	233	238
영업이익	459	540	626	548	589
영업외이익	(17)	(35)	41	(12)	(12)
법인세비용차감전계속사업이익	443	505	668	536	577
법인세비용	93	143	172	139	150
계속사업이익	350	361	496	397	428
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	350	361	496	397	428
지배주주지분 당기순이익	350	361	495	396	427

Valuation

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당 지표(원)					
BPS	16,138	16,863	18,120	18,890	19,761
EPS	1,170	1,206	1,652	1,323	1,425
DPS	500	500	550	550	550
주가 지표(배)					
PBR	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
PER	11.9	10.8	8.6	10.7	9.9
배당수익률(%)	3.6	3.8	3.9	3.9	3.9
배당성장률(%)	40.1	38.9	31.2	38.9	36.2
수익성(%)					
ROE	7.4	7.3	9.5	7.2	7.4
ROA	0.80	0.75	0.92	0.69	0.70
위탁수수료율(bp)	11.0	9.4	8.4	8.0	8.0
판관비용률	60.7	56.1	54.4	57.1	56.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
NH투자증권 (005940)	2017.03.27	매수	15,500원	-11.0	-2.9
	2017.08.15	매수	17,000원	-15.3	0.0
	2018.03.14	매수	19,000원	-22.8	-10.5
	2018.05.16	매수	21,000원	-30.7	-18.8
	2018.08.14	매수	18,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 7월 26일 현재 NH투자증권 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2019. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.