증권

IMA 시작

IMA와 발행어음 사업자 확대

19일 금융위원회(금융위)는 미래에셋증권 등을 자기자본 8조원 이상의 종합금융투자사업자(종투사)로 지정했다. 이에 미래에셋증권을 포함한 2개사는 종합투자계좌(IMA, Investment Management Account) 업무 영위가 가능하다. 또한 금융위는 키움증권을 자기자본 4조원 이상의 종투사로 지정하고 단기금융업을 인가했다. 키움증권의 발행어음 업무 영위가 가능해진 것이다. 모두 연내 상품 출시 예정이다.

국민성장펀드를 국내 모험자본으로 인정

운용과 관련해 새로운 내용은 두가지다. 첫째, IMA와 발행어음 모두 국내 모험자본 공급의무액이 전체 조달액의 25%인데, 그 중 'A등급 채권 및 중견기업 투자액'을 모험자본 공급의무액의 최대 30%까지로만 인정할 예정이다. 리스크 낮은 자산에 운용이 편중되지 않도록 하는 조치이며, 이에 여타 투자나 중소·벤처기업 대출, BBB등급 채권 투자 유인이 강화됐다. 둘째, 국민성장펀드와 BDC(기업성장집합투자기구)가 국내 모험자본으로 인정됐다. 국민성장펀드가 12월 10일에 출범할 예정인데, 관련 기금발행 채권과 기금출자 펀드가 적격 운용처로 공식화된 것이다.

관련 부문 수익 확대뿐만 아니라 시너지도 발생

증권업 커버리지 4개사에 모두 긍정적인 사안이다. 우선 미래에셋증권은 IMA의 손실충당금 차감 후 총보수율은 0.8~1.0% 내외로 추정된다. 고객 입장에서는 비교적 소액으로도 장기 유망업종 등에 대해 투·융자할 수 있는 기회가 확대된다. 증권사 입장에서는 상품판매 관점에서 사모펀드와 비교 시 규모의 경제 효과가 있고, 운용 관점에서 전통 IB 부문 등과 시너지가 날 수 있다. 키움증권은 발행어음 관련 스프레드가 1.5~2.0%로 예상되는 가운데, PI 및 IB 부문과도 시너지가 있을 것이다. 나머지 인가작업이 진행 중인 증권사들도 상당수 추가 인가를 받을 경우 정부의 생산적 금융 대전환 정책에 적극 부응할 것으로 보인다.

키움증권 탑픽. 삼성증권 차선호주

증권 업종에 대한 비중확대 의견을 유지한다. 브로커리지와 북(book) 활용 IB 부문의 견조한 실적 증가가 핵심 투자 포인트다. 탑픽은 키움증권이다. 브로커리지와 발행어음 부문 모두 높은 이익 민감도를 가지고 있다. 차선호주는 삼성증권이다. 리테일 경쟁력과 고배당 매력에 더해 IB 신사업 영위까지 가능해질 경우, 밸류에이션 리레이팅이 예상된다.

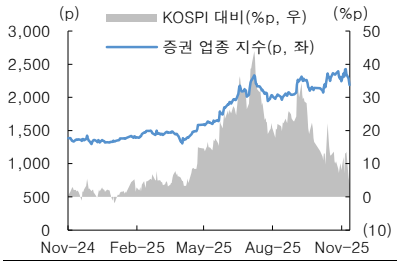
비중확대(유지)

종목	투자의견	목표주가
미래에셋증권	중립	-
키움증권	매수	350,000원
NH투자증권	매수	25,500원
삼성증권	매수	100,000원

주요 종목 valuation

		2024A	2025F	2026F
미래에셋증권 (006800)	PER(x)	5.1	10.1	8.8
	PBR(x)	0.39	0.99	0.90
	ROE(%)	8.1	10.3	10.6
	DY(%)	3.1	1.6	1.5
NH투자증권 (005940)	PER(x)	7.0	8.5	7.5
	PBR(x)	0.59	0.84	0.79
	ROE(%)	8.8	10.8	11.0
	DY(%)	6.8	4.8	5.7
삼성증권 (016360)	PER(x)	4.3	7.1	6.2
	PBR(x)	0.53	0.87	0.79
	ROE(%)	12.9	12.9	13.5
	DY(%)	8.0	5.1	6.2
키움증권 (039490)	PER(x)	3.7	6.5	5.4
	PBR(x)	0.55	1.08	0.93
	ROE(%)	16.0	18.0	18.5
	DY(%)	6.5	4.1	4.5

12개월 업종 수익률



자료: FnGuide - WICS

백두산, CFA
doosan@koreainvestment.com

안현빈
ahyunbin@koreainvestment.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

<표 1> 종투사 모험자본 공급 역할 확대를 위한 추가방안 등

내용
1. 국내 모험자본 정의 변경 → 국민성장펀드의 첨단전략산업기금(기금발행 채권, 기금출자 펀드 등) 및 BDC 투자도 추가
- 기존(25.4월): 중소·중견기업 자금공급·주식 투자, A등급 이하 채무증권, P-CBO 매입, 상생결제 및 VC·신기사 투자 등(VC, 신기사, 코벤펀드, 하이일드펀드, 소부장펀드, 모태펀드 투자)
- 입법예고(25.7월): 중소·중견·**벤처기업**, A등급 이하 채무증권**(대기업 계열사 제외)**, P-CBO 매입, 상생결제, VC, 신기사, 코벤펀드, 하이일드펀드, 소부장펀드, 모태펀드 투자
- 최종(25.11월): 중소·중견·벤처기업 발행 증권 및 이에 대한 대출, A등급 이하 채권(대기업 계열사 제외), 신·기보 보증 P-CBO, 상생결제 외상매출채권의 할인매입 및 이를 담보로 하는 대출, 벤처투자조합·신기사조합에 대한 출자지분 및 대출채권, 모태펀드·코벤펀드·하이일드펀드·소부장펀드에 대한 출자지분 및 대출채권, **국민성장펀드, BDC** 등
2. 리스크 낮은 자산 투자 편중되지 않도록 국내 모험자본 공급실적의 최대 인정한도 설정
- **A등급 채권 및 중견기업에 대한 투자액**: 모험자본 의무이행 실적은 모험자본 공급의무액의 **최대 30%까지만 인정**(BBB등급 이하 채권은 인정한도 없음)
3. 종투사의 코스닥 시장 정보제공 확대 등 인프라 역할 강화
- 3개사(한국투자증권/미래에셋증권/키움증권): 코스닥 상장기업에 대한 리서치 보고서 작성 위한 전담부서 확대·운영하고, 작성범위(분석대상 기업, 리서치 보고서 수) 확대. 다른 종투사들도 동참하도록 향후 협의 계획
4. 향후계획
- **종투사 추가 지정의 경우 심사 마무리 되는대로 관련 절차 신속히 진행**

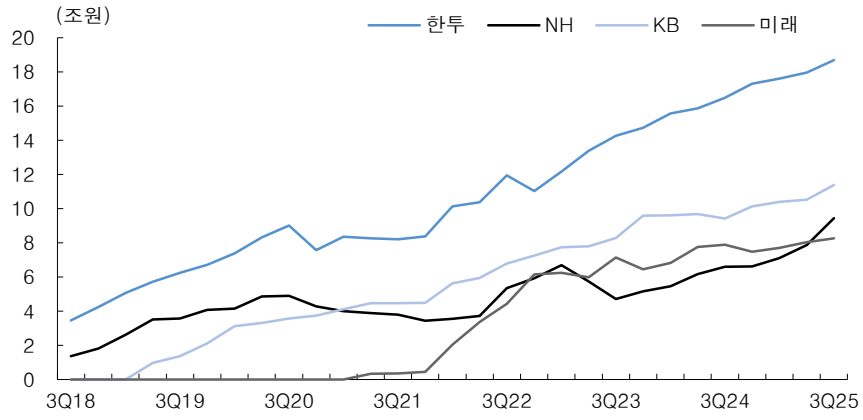
자료: 금융위원회, 한국투자증권

<표 2> 종합금융투자사업자 지정 현황

	한국투자	NH투자	KB	미래에셋	삼성	신한투자	메리츠	하나	키움	대신
종투사 지정										
자기자본 3조원 이상	13.10.30	13.10.30	13.10.30	13.10.30	13.10.30	17.03.08	17.11.22	19.07.10	22.04.27	24.12.24
자기자본 4조원 이상	17.11.13	17.11.13	17.11.13	17.11.13	17.11.13	-	-	-	**25.11.19**	-
자기자본 8조원 이상	**25.11.19**	-	-	**25.11.19**	-	-	-	-	-	-
발행어음										
단기금융업 인가	17.11.13	18.05.30	19.05.15	21.05.12	-	-	-	-	**25.11.19**	-

자료: 금융위원회, 한국투자증권

[그림 1] 증권사별 발행어음 잔액



자료: 금융감독원, 한국투자증권

<표 3> 미래에셋증권 IMA 총보수율 계산

항목	내용 비고
중수익 추구형	
만기(년)	**3.0 폐쇄형**
목표수익률(보수차감 전)	**4.43% 운용보수율 가정에 따른 역산치**
운용보수율	0.65% 상품별 상이(타사 사례 고려해 가정)
기준수익률	**3.50% –**
성과보수 비중	**30% –**
총보수율(손실충당금 차감 전)	0.93% –
운용보수율(손실충당금 차감 전)	0.65% –
실질 성과보수율	0.28% –
총보수율(손실충당금 차감 후)	**0.77% –**
운용보수율(손실충당금 차감 후)	0.49% –
실질 성과보수율	0.28% –
목표수익률(보수차감 후)	**3.50% 3.50% 이상**
고수익 추구형	
만기(년)	**6.0 5~7년(폐쇄형)**
목표수익률(보수차감 전)	**6.46% 운용보수율 가정에 따른 역산치**
운용보수율	0.90% 상품별 상이(타사 사례 고려해 가정)
기준수익률	**5.50% –**
성과보수 비중	**30% –**
총보수율(손실충당금 차감 전)	1.19% –
운용보수율(손실충당금 차감 전)	0.90% –
실질 성과보수율	0.29% –
총보수율(손실충당금 차감 후)	**0.96% –**
운용보수율(손실충당금 차감 후)	0.68% –
실질 성과보수율	0.29% –
목표수익률(보수차감 후)	**5.50% 5.50% 이상**

자료: 금융위원회, 한국투자증권

<표 4> 참고: 4월 발표된 증권업 기업금융 경쟁력 제고방안 중 종투사 내용

내용
1. 발행어음 모험자본 공급 강화
– **종투사 전체 운용자산(발행어음 운용자산에 한정되지 않음*)에서 발행어음 조달액의 25%에 상응하는 국내 모험자본* 공급 의무화**
* 배경: 단기·원리금 지급상품인 발행어음 특성상 장기·고위험인 모험자본 공급에 한계
* 모험자본: 중소·중견기업 자금공급·주식투자, A등급 이하 채무증권, VC·신기사·코벤펀드·하이일드펀드·모태펀드·소부장펀드 투자 등
– 24.9말 발행어음 4사의 모험자본 비율(11.3~27.0%) 감안, 모험자본 공급의무 비율은 26년 10%, 27년 20%, 28년 25%로 단계적 상향
– **부동산 운용 한도**를 현재 30%에서 26년 15%, 27년 **10%로 하향**(24.6말 발행어음 4사 부동산 운용비율은 0.2~15.2%)
2. 종합투자계좌(IMA) 제도 구체화
1) 세부제도
– 종투사가 원금 지급하는 상품임을 명확히 하고, 폐쇄형·추가형 및 다양한 만기·성과보수 등 자유로운 상품 설계 허용
– 다만 만기가 설정된 경우 종투사가 **만기에만 원금 지급**하고, **중도해지시에는 NAV 기준**으로 지급 및 해지수수료도 부과 가능
– **만기 1년 이상을 70% 이상**으로 구성
– **기업금융에 70% 이상** 운용 의무
– **부동산 운용한도 10%**(즉시) 및 **25% 모험자본 공급의무**(26년 10%, 27년 20%, 28년 25%) 적용
– 책임성 제고 위해 **5% seeding 투자** 의무화. 고유재산 거래·자전거래 제한 적용
– 자기신탁 설정해 도산절연. **손실충당금으로 운용보수 25%를 운용자산 5%까지 고유재산으로 적립. 5% 이상 평가손실 발생시 추가 적립**
– **손실충당금 적립액이 '평가손실+5%'를 초과할 경우 NCR 산출시 IMA자산은 50% 반영**
– **'발행어음+IMA' 통합한도는 자기자본 대비 '200+100%'(발행어음은 한도 200%)**
3. 종투사 지정
– 현행 요건으로 준비해 온 상황 감안, 3Q25에 4조·8조원 종투사 신청 접수(실무협의 2Q25~)하여 현행 요건 따라 추가 지정
– **금년 이후부터**는 지정요건 강화하고, 단계적 지정 적용
↑핵심요건인 **자기자본은 연말 결산 기준 2기간 충족**을 요구
↑사업계획과 본인 제재이력 요건 신설하고 **8조원 종투사에는 대주주 요건 도입(변경인가 수준)**
↑기업금융 기능을 단계적으로 확대해 나가도록, 3조원 종투사→발행어음→IMA **각 단계마다 2년 이상 영위** 후 지정

주: 2025년 4월 8일 발표 내용
자료: 금융위원회, 한국투자증권

<표 5> 커버리지 valuation

투자의견 및 목표주가			실적 및 Valuation									
종목				순영업수익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	DY (%)
미래에셋증권	투자의견	중립	2023A	1,887	374	322	532	18,330	14.3	0.42	2.9	0.27	2.0
(006800)	목표주가(원)	-	2024A	2,832	1,224	922	1,574	20,662	5.1	0.39	8.1	0.68	3.1
	현재가 (11/19,원)	22,150	2025F	3,496	1,691	1,275	2,197	22,300	10.1	0.99	10.3	0.90	1.6
	시가총액(십억원)	12,633	2026F	4,092	1,963	1,436	2,517	24,554	8.8	0.90	10.6	0.92	1.5
			2027F	4,263	2,063	1,510	2,722	27,016	8.1	0.82	10.4	0.91	1.5
키움증권	투자의견	매수	2023A	1,160	585	436	16,004	178,306	6.2	0.56	9.0	0.85	3.0
(039490)	목표주가(원)	350,000	2024A	1,846	1,092	835	31,393	210,068	3.7	0.55	16.0	1.55	6.5
	현재가 (11/19,원)	270,500	2025F	2,298	1,478	1,092	41,371	251,540	6.5	1.08	18.0	1.65	4.1
	시가총액(십억원)	7,162	2026F	2,643	1,769	1,306	49,782	289,959	5.4	0.93	18.5	1.68	4.5
			2027F	2,904	1,976	1,458	55,985	333,708	4.8	0.81	18.0	1.75	5.1
NH투자증권	투자의견	매수	2023A	1,678	721	556	1,590	21,757	6.5	0.47	7.5	0.98	7.7
(005940)	목표주가(원)	25,500	2024A	2,012	925	687	1,986	23,474	7.0	0.59	8.8	1.13	6.8
	현재가 (11/19,원)	20,950	2025F	2,441	1,203	920	2,456	24,813	8.5	0.84	10.8	1.25	4.8
	시가총액(십억원)	7,465	2026F	2,735	1,423	1,044	2,811	26,651	7.5	0.79	11.0	1.21	5.7
			2027F	2,878	1,503	1,103	2,993	28,484	7.0	0.74	10.9	1.20	6.2
삼성증권	투자의견	매수	2023A	1,647	747	547	6,130	74,162	6.3	0.52	8.5	0.95	5.7
(016360)	목표주가(원)	100,000	2024A	2,240	1,210	899	10,068	82,018	4.3	0.53	12.9	1.48	8.0
	현재가 (11/19,원)	77,800	2025F	2,397	1,310	977	10,945	89,817	7.1	0.87	12.9	1.37	5.1
	시가총액(십억원)	6,948	2026F	2,678	1,540	1,126	12,604	98,421	6.2	0.79	13.5	1.33	6.2
			2027F	2,842	1,648	1,204	13,487	107,108	5.8	0.73	13.3	1.29	7.1

자료: 각 사, 한국투자증권

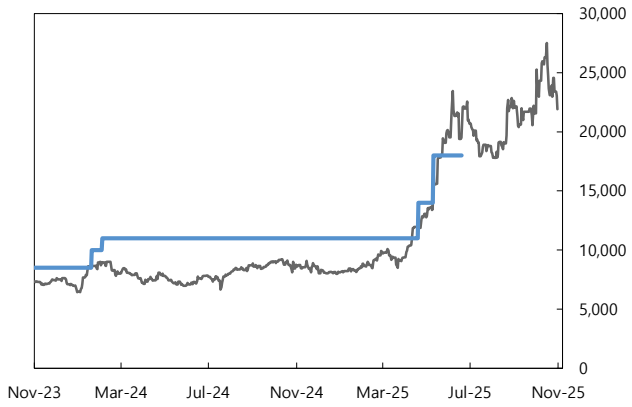
용어해설

- 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

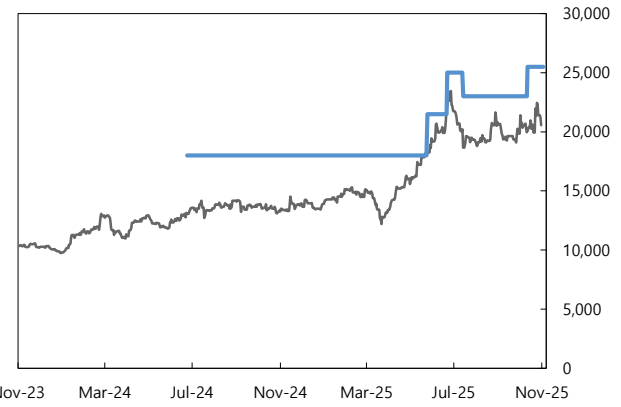
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
미래에셋증권 (006800)	2023.10.10	매수	8,500원	-16.1	1.4
	2024.02.07	매수	10,000원	-12.7	-9.8
	2024.02.22	매수	11,000원	-26.2	-16.1
	2025.02.22	1년경과		-12.8	8.9
	2025.05.08	매수	14,000원	-6.8	-2.4
	2025.05.29	매수	18,000원	10.2	30.3
	2025.07.08	중립	-	-	-
NH투자증권 (005940)	2023.01.11	중립	-	-	-
	2024.01.11	1년경과		-	-
	2024.07.12	매수	18,000원	-21.2	1.4
	2025.06.12	매수	21,500원	-7.5	1.6
	2025.07.10	매수	25,000원	-14.2	-6.2
	2025.08.01	매수	23,000원	-13.9	-5.9
	2025.10.30	매수	25,500원	-	-
삼성증권 (016360)	2023.04.12	매수	48,000원	-21.9	-12.5
	2024.04.12	1년경과		-20.9	-9.5
	2024.07.10	매수	53,000원	-13.7	-4.3
	2025.01.15	매수	59,000원	-22.8	-20.0
	2025.02.14	매수	65,000원	-23.6	-0.5
	2025.06.12	매수	78,000원	-8.5	-1.0
	2025.07.10	매수	86,000원	-15.4	-6.3
	2025.11.12	매수	100,000원	-	-
키움증권 (039490)	2023.11.07	매수	130,000원	-26.2	-11.9
	2024.02.14	매수	145,000원	-13.0	-7.0
	2024.04.04	매수	155,000원	-17.3	-10.6
	2024.07.11	매수	170,000원	-25.5	-15.5
	2025.04.30	매수	185,000원	-16.0	3.5
	2025.06.12	매수	235,000원	-6.3	0.6
	2025.07.07	매수	260,000원	-12.3	-7.7
	2025.07.30	매수	280,000원	-18.2	-0.7
	2025.10.20	매수	310,000원	-9.5	-3.7
	2025.10.30	매수	350,000원	-	-

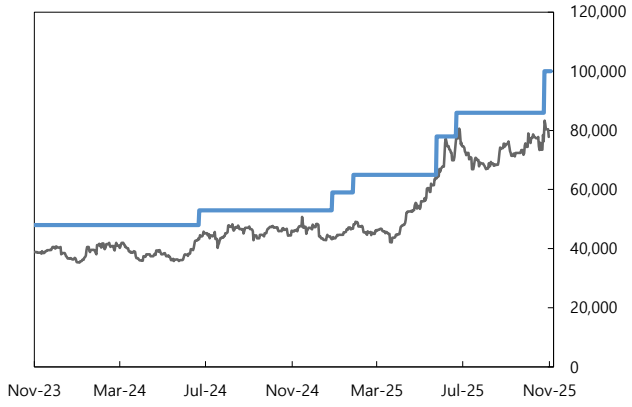
미래에셋증권(006800)



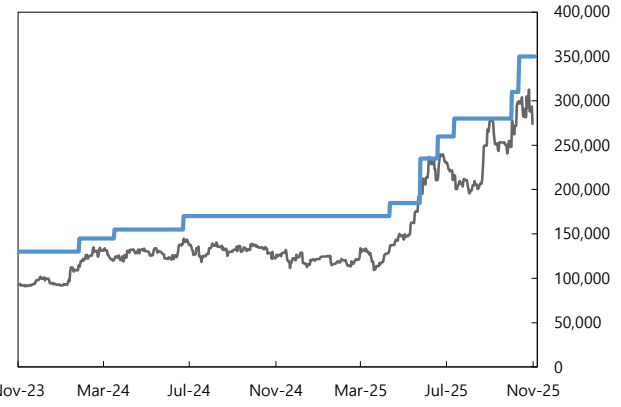
NH투자증권(005940)



삼성증권(016360)



키움증권(039490)



■ Compliance notice

- 당사는 2025년 11월 19일 현재 NH투자증권, 미래에셋증권, 삼성증권, 키움증권 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 미래에셋증권 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다

■ 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 (2025. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
81.5%	18.5%	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 높이 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 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

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

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

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