

## LEAGUE TABLE

인베스트조선 2025.1Q Korea Capital Market

2025년 4월 3일 목요일

## SK도 없고, MBK도 없고... 수수료 장사 걱정하는 IB들

올해도 국내 투자은행(IB) 업계는 '보릿고개'를 걷고 있다. 구조조정 시장이 활발하게 돌아가고 있지만 정작 IB들이 수익을 거두기는 갈수록 어려워지는 분위기다. 대기업은 수수료를 깎고 있고, 사모펀드(PEF)는 보수적인 태도로 돌아섰으며, 외국계 IB의 자리를 회계법인이 대체하는 구조 변화까지 나타나고 있다.

수조원대 거래가 이뤄지고 있지만, IB들은 눈에 띄는 수수료 수익을 올리지 못하고 있다. 자문 기회를 아예 얻지 못하거나, 수십억원 이하의 수수료에 그치는 경우가 흔해졌다. 대기업의 리밸런싱(사업재편)도 회계법인이 턴키 방식으로 가져가면서 IB의 역할은 부수업무로 전락했다.

### SK도, MBK도 '조용'...대형 거래 있지만 IB는 없다

SK그룹은 최근 수년간 계열사 매각과 분할, JV 설립 등 대규모 리밸런싱을 벌이고 있지만, 이 과정에서 주요 IB들은 배제되고 있다. 과거 수백억원 수수료를 받을 수 있었던 조단위 거래들도 지금은 수수료가 10~30억원 수준으로 낮아졌고, 심지어 아예 자문 기회 자체를 얻지 못하는 경우도 있다.

SK그룹은 비용절감을 위해 회계법인 중심으로 리밸런싱을 진행 중이며, 삼일PwC가 SK스페셜티 매각(약 2.7조원) 등 굵직한 거래들을 도맡았다. 애경그룹은 그룹의 핵심자산 매각을 삼정KPMG에 맡겼다. 딜로이트안진, EY한영도 매각자문을 꾸준히 확대하고 있다.

회계법인은 기존 IB보다 낮은 수수료 기준으로 M&A 자문 시장에 깊숙이 들어오고 있다. 외국계 IB들이 최소 수수료 기준을 30억원 이상으로 잡는 반면, 회계법인은 수억원 수준에서도 거래를 수임한다. 이는 조단위 거래에서도 충분히 경쟁력을 갖추게 만들고 있다. 이에 반해 골드만삭스, JP모건, 모건스탠리로 대표되는 빅3 IB들의 아성은 이전만 못하다. 외국계 IB 중에선 수수료 경쟁에 불을 붙인 UBS(옛 CS 합병) 정도가 눈에 띄는 상황이다.

한 회계업체 관계자는 "거래 구조가 복잡하지 않다면, 대형 거래도 충분히 수행할 수 있다"며 "외국계 IB 출신 인력을 적극적으로 영입하며 경쟁력을 높이고 있다"고 전했다.

### 대기업 비용절감 기조에 IB 수수료 '뚝' 잠잠한 MBK에 PEF發 거래도 많지 않아 ECM·DCM 정통IB 업무 수수료는 '바닥' "IB도 투자 수익" 사업 패러다임 전환중

#### MBK 빠진 PEF 시장, 인수전 동력도 약해져

딜 성사 가능성도 갈수록 낮아지고 있다. 한때 빅딜의 핵심 인수 후보였던 MBK파트너스는 홈플러스 사태 이후 사실상 매각전에 모습을 드러내지 않고 있다. 클래시스, HPSP 등 주요 거래에서도 MBK는 빠졌고, 다른 대형 PEF들 역시 공격적 입찰을 자제하는 분위기다. MBK 부재로 경쟁 강도가 낮아지면서, 매각가 하락 압력도 커지고 있다.

홈플러스 사태는 PEF 전반에 대한 금융당국의 규제 강화로 이어졌다. 현재 금융감독원은 대형 PEF를 대상으로 전수조사를 벌이고 있고, 이는 딜 사이클 전반의 위축으로 이어질 수 있다. "이 시기에 대형 거래에 이름이 오르내리는 것조차 부담스럽다"는 업계 반응도 나온다.

이런 리스크는 IB 수익성과도 직결된다. 자문 대상이 줄고, 인수자도 줄며, 거래 성사 가능성까지 낮아졌기 때문이다.

#### 'DCM도, ECM도' 수수료는 바닥으로

IB의 핵심 수익원인 DCM(채권발행시장), ECM(주식발행시장)도 예외는 아니다. 삼성SDI와 한화에어로스페이스가 최근 진행한 유상증자에서 주관 수수료는 각각 30bp, 25bp 수준으로 형성됐다. 과거 2014년 유상증자 최저기준 '1% 수수료'가 깨진 이후 현재 4분의 1 이하로까지 떨어졌다.

회사채 시장도 마찬가지다. 20~30bp 수준이던 회사채 인수 수수료는 작년 15bp 이하로 내려갔다. 대형 증권사들이 발행어음을

활용한 풍부한 유동성으로 낮은 수수료에도 거래에 나서면서, 전체 수수료 구조가 무너지고 있는 것이다.

한 증권사 IB본부장은 "이제는 수수료 장사만으로는 연간 실적을 맞추기 어려운 구조가 됐다"고 전했다.

IPO(기업공개) 시장은 지난해 하반기부터 침체 국면에 접어들고 있다는 분석이 많다. 빅딜(big deal)들이 순서를 기다리고는 있지만, 미국의 관세정책과 경기침체 우려로 인한 변동성이 극에 달하며 일단 시장의 추이를 관망하려는 모습이 감지된다.

우려를 딛고 서울보증보험이 증시 입성에 성공했지만, 투자자들에게 큰 수익을 돌려주진 못했다는 점 역시 부담이다. 공모 규모가 곧 수수료 수익으로 직결되는 IPO 시장 특성상, 빅딜의 부재는 실적의 하락으로 이어질 수밖에 없는 상황이다.

#### 수수료 아닌 '투자 수익' 중심으로... IB 비즈니스 패러다임 변화

일부 증권사 IB들은 수수료 외 수익원 확보에 나서고 있다. 프리 IPO 투자나 메자닌 투자 등 자기자본을 활용한 전략을 강화하면서, 자문 수수료보다는 투자 수익 중심으로 포트폴리오를 전환 중이다.

최근엔 IPO를 앞둔 기업의 지분을 사전 취득해, 상장 이후 차익 실현에 초점을 맞추는 구조가 확산되고 있다. 대부분의 대형 증권사 IPO 부서들은 상장 전 투자와 IPO 주관을 연계하고 있다. 다만 '파두 사태' 이후 한국거래소의 심사 장벽이 두터워지며 비상장 기업 투자 리스크는 점점 커지고 있다는 평가다.

이는 외국계 IB와는 다른 방향이다. 2008년 금융위기 이후 글로벌 IB들은 자기자본 투자를 최소화하고, 수수료 기반 비즈니스에 집중해왔다. 반면 국내 IB들은 제한된 수수료 구조 속에서 자본 수익을 극대화하려는 흐름에 있다.

한 증권사 관계자는 "수수료 경쟁에서 벗어나 투자형 IB로 진화하지 않으면 생존이 어려운 시대"라며 "이미 주관사는 핵심 사업이 아닌, 수익을 위한 하나의 진입 수단으로 인식되고 있다"고 말했다.

# 몸풀기에 그친 1분기 M&A 시장... 재무자문 1위 UBS, 법률자문 1위에 율촌

빅딜은 아직 수면 아래...아직 관망국면인 1분기 M&A 시장  
롯데그룹 자산매각 도운 UBS가 재무자문 1위...2위는 삼정  
율촌, 법률자문 1위로...사업확장 들어간 한화그룹 법률지원  
리파이낸싱 본격화한 인수금융 시장에선 NH證이 1위 독주

1분기 인수합병(M&A) 시장은 기대와 달리 본격 반등에 이르지 못했다. 성사된 거래 대부분은 규모가 작았고 예정된 조 단위 거래들은 물밑에서 대기 중이다. 관망 국면에서 대기업들의 유동성 확보 작업이 본격화하는 가운데 사모펀드(PEF) 중심 중형 거래가 시장을 떠받친 모습이다.

### M&A 재무자문

순위	주관사	금액 (억원)	건수	주요 거래	전년 순위
1	UBS	26,464	4	롯데렌탈 S, 교보생명보험 S	3
2	삼정KPMG	13,420	7	엠캐피탈 S, 가영세라믹스·성창세라믹스 S	2
3	삼일PwC	6,660	3	엠캐피탈 B, 실리콘투 B	1
4	BDA파트너스	4,743	1	FICT S	8
4	다이와증권	4,743	1	FICT S	17
6	KB증권	3,432	2	가영세라믹스·성창세라믹스 B, 코엔텍 B	5
7	BofA	3,162	1	FICT B	9
7	모건스탠리	3,162	1	FICT B	4
9	EY한영	2,335	2	티앤에프글로벌 S, 플레이디 S	15
10	씨티글로벌마켓증권	1,480	2	Atlantica Sustainable Infrastructure S, Nel ASA B	12
11	딜로이트안진	1,440	1	실리콘투 S	14

\* 공동으로 진행한 거래는 전체 금액을 회사수로 나눠 금액 반영/는 매각 자문, B는 인수 자문

M&A 재무자문에선 UBS가 1위를 기록했다. 롯데렌탈과 롯데케미칼 파키스탄 법인 매각 등 롯데그룹 자산 정리에 깊이 관여했다. HD현대중공업의 IMM크레딧솔루션 대상 교환사채(EB) 발행 등 대기업 유동성 확보를 두루 도왔다. 2분기 이후 E&F PE 컨소시엄 코엔텍·코어엔텍 매각 작업에 나설 것으로 보인다.

2위는 삼정KPMG다. ST리더스PE의 엠캐피탈 매각과 스카이라이크PE의 가영·성창세라믹 매각, 에코프라이미PE의 WIK 매각 등 PE 회수 작업에 여럿 참여했다. 대기업 사업 조정이 늘어나며 카브아웃(Carved-out) 딜 수입에 집중하는 것으로 파악된다.

작년 1위 삼일PwC는 3위로 집계됐다. 지난 연말 SK스페셜티와 SK엔벨스 등 SK그룹 리밸런싱을 성사시키며 활약했지만 집계상 이번 분기 포함되지 못했다. 엠캐피탈 거래에선 MG새마을금고를 대리했고 글렌우드크레딧의 실리콘투 투자를 도왔다.

BDA파트너스와 다이와증권은 어드밴티지파트너스의 일본 PCB 회사 FICT 매각을 공동 자문하며 함께 4위를 차지했다. 일본 노무라증권과 함께 인수 측 MBK파트너스를 대리한 뱅크오브아메리카와 모건스탠리는 공동 7위다. 모건스탠리는 CJ그의 바이오 매각도 담당하고 있지만 더딘 분위기가 전해진다.

6위는 KB증권이다. 케이스톤파트너스의 가영·성창세라믹 인수를 자문했다. 작년에 이어 1분기 중에도 E&F PE 컨소시엄 코엔텍 공개매수를 주관하는 등 영역을 확장하는 모습이 눈에 띈다.

집계에 들지 못한 JP모건은 최근 제프리스와 함께 센트로이드인베스트먼트의 테일러메이드 매각 주관사로 선정됐다. 골드만삭스와 함께 맥쿼리PE의 DIG에어가스 매각 주관도 맡고 있다.

씨티증권도 성과를 내지 못했지만 현대자동차의 인도 현지 기업 공개(IPO)에 이어 LG전자 인도 IPO도 돕고 있다. 공모도 재개로 교환사채(EB) 발행에 대한 기대감도 큰 분위기다. 이외 SK에코플랜트 친환경 사업 매각까지 수면 아래 조 단위 거래가 다수 대기 중이다.

### M&A회계실사

순위	인수사	금액 (억원)	건수	주요 거래	전년 순위
1	삼정KPMG	50,917	10	롯데렌탈 S, 아워홈 B	2
2	삼일PwC	34,578	8	롯데렌탈 B, 엠캐피탈 B	1
3	EY한영	2,335	2	티앤에프글로벌 S, 플레이디 S	4
4	딜로이트안진	500	1	Nel ASA B	3

회계실사에선 삼정KPMG가 10건의 거래에 참여하며 1위에 올랐다. 한화에어로스페이스, 한화오션의 싱가포르 다이내믹 인수 실사와 한화호텔앤리조트의 아워홈 인수 실사 등 한화그룹 거래에서 존재감이 두드러진다.

2위 삼일PwC는 롯데렌탈과 엠캐피탈 등 1분기 주요 거래에서 인수 측 실사를 도왔다. 글렌우드크레딧의 실리콘투 투자와 KCGI컨소시엄의 에식스솔루션즈 투자 등 PE의 소수지분 투자에 다수 참여했다.

EY한영은 티앤에프그룹의 티앤에프홀딩스 매각과 KT의 디지털 광고사 플레이디 매각 작업에서 회계실사 자문을 맡으며 3위를 기록했다. 4위 딜로이트안진은 삼성E&A의 노르웨이 벨ASA 지분 인수에서 실사를 담당했다.

### M&A법률자문

순위	주관사	금액 (억원)	건수	주요 거래	전년 순위
1	율촌	33,705	11	롯데렌탈 S, 에식스솔루션즈 B	4
2	광장	22,670	10	엠캐피탈 B, 아워홈 B	3
3	세종	20,942	9	아시아나항공 S, 아워홈 B	2
3	김앤장	61,613	6	미츠비시타나베 제약 B, 교보생명보험 S	1
5	화우	9,804	5	아워홈 S, 티웨이홀딩스 S	7
6	태평양	23,129	4	롯데렌탈 B, LSA B	5
7	베이크맥켄지 & KL파트너스	3,598	2	아워홈 S, 이니바이오 B	8
8	세움	750	2	노아액츄에이션 S, 퓨리오사에이아이 S	14
9	지평	4,670	1	엠캐피탈 S	6
10	LAB파트너스	4,341	1	교보생명보험 B	10
11	린	2,800	1	리젠바이오텍 B	13

법률자문 시장에선 율촌이 1위로 치고 올라갔다. 승계 관련 움직임을 보이는 한화그룹과의 관계가 돋보인다. 집계에서 제외됐지만 한화에어로스페이스의 한화오션 지분 인수 작업에 참여했다.

2위는 광장이다. LS그룹의 에식스솔루션 투자 유치를 도왔고, LG전자의 베어로보틱스 인수 마무리 작업에 참여했다. 엠캐피

탈 거래에선 MG새마을금고 측을 대리했고, 세종과 함께 한화그룹 아워홈 인수도 담당했다.

3위 세종은 아워홈 인수 외에도 롯데케미칼의 파키스탄 법인 매각 작업과 케이스톤파트너스의 가영·성창세라믹 인수, 킬링턴의 한미사이언스 지분 추가 인수 등 다방면으로 실적을 쌓았다.

김앤장은 거래 총액으로는 단연 1위였으나 건수 기준 4위로 집계됐다. 한앤컴퍼니의 SK해운 벌크선 매각과 교보생명 지분 매각, 현대위아 공작기계 사업부 분할 매각 등을 자문했다. 고려아연 분쟁과 홈플러스 법정관리에서도 주도적 역할을 맡고 있다.

5위는 건설폐기물 처리 업체 WIK 매각을 도운 화우다. 아워홈에선 세종, 베이크맥켄지케이엘앤파트너스와 함께 매각 측을 지원했다. 6위 태평양은 에피네티에퀴티파트너스의 롯데렌탈 인수전을 대리했고 실리콘투의 투자유치를 자문했다.

7위는 베이크맥켄지케이엘앤파트너스다. 아워홈 매각 외에 녹십자홀딩스의 이니바이오 지분 인수를 도왔다. 이어서 엠캐피탈 매각을 지원한 지평이 8위, SBI홀딩스의 교보생명 지분 인수를 자문한 LAB파트너스가 9위에 올랐다. 중국 에스테틱 기업 아이메이커의 리젠바이오텍 인수를 자문한 린은 10위를 기록했다.

### M&A 인수금융 주관

순위	주관사	금액 (억원)	건수	주요 거래	전년 순위
1	NH투자증권	20,336	8	에이치라인해운, SK스페셜티	4
2	하나은행	15,645	3	에이치라인해운, 현대글로벌비스	7
3	신한은행	10,520	3	마이크로웍스, 솔믹스	8
4	KB증권	6,850	2	코엔텍, 대우건설	1
5	신한투자증권	6,805	5	마이크로웍스, 교보생명	11
6	하나증권	5,430	3	BMC, 교보생명	9
7	한국투자증권	4,835	7	대한항공 C&D서비스, BeF	6
8	키움증권	4,000	4	교보생명, 스타비전	10
9	KB국민은행	3,751	3	SK스페셜티, 효성네오켐	2
10	대신증권	3,000	1	교보생명	-

1분기 인수금융 시장은 작년과 마찬가지로 리파이낸싱(차환) 수요가 꾸준히 이어졌다. 추산금액 기준 56%에 달한다.

NH투자증권은 에이치라인해운 리파이낸싱과 SK스페셜티 신규 인수금융까지 조 단위 거래에 빠짐없이 참여하며 1위를 기록했다. 2조원 규모 실적을 쌓으며 경쟁사를 압도하는 모습을 보였다.

2위는 에이치라인해운 리파이낸싱에 참여한 하나은행이다. 단일 기준으로 가장 큰 금액을 담당했다. 3위는 마이크로웍스 리파이낸싱과 솔믹스 신규 인수금융을 담당한 신한은행이 차지했다.

KB증권과 신한투자증권은 근소한 차이로 4위와 5위에 올랐다. KB증권은 매각을 앞둔 코엔텍 리파이낸싱에 이어 대우건설 리파이낸싱을 담당했다. 신한투자증권은 마이크로웍스와 교보생명 인수금융 거래를 주선했다.

# 대형 M&A 소문난 잔치 기대했지만... 몸값차 1조원 이상 거래만 수두룩

작년 하반기부터 조단위 M&A 쏟아져  
호황 기대했지만 성사 가능성은 물음표  
안급한 매도자-조심스런 원매자 시각차  
MBK-홈플러스 사태로 PEF 원매자 위축

올해 M&A 시장에선 조단위 거래들이 본격화할 것으로 예상됐지만 아직까지는 잠잠하다. 유동성 호황기 거래 배수를 원하는 매도자와 현재 시장 환경을 반영하려는 원매자간 시각차만 부각되는 모습이다. 국내외 정세가 불안정한 가운데 홈플러스 기업 회생절차 신청 후 사모펀드(PEF)들이 주춤해진 것도 대형 거래 성사 전망을 흐리게 하고 있다.

현재 시장에 나와 있는 조단위 M&A는 CJ제일제당 그린바이오 사업부를 필두로 DIG에어가스, SK에코플랜트 환경 사업(리뉴얼·리뉴어스), HPSP, 클래시스, 코엔텍·코어엔텍, HS효성첨단소재 타이어 스틸코드 사업 등이다. 앞서 매각 절차를 밟았던 롯데카드와 롯데손해보험, 에어프로덕츠코리아 등도 언제든 다시 움직일 수 있는 대상으로 꼽힌다.

작년 하반기 이후 시장금리가 본격적으로 하락하면서 대형 거래를 하기 용이해졌다는 인식이 늘었다. 시장 위축기에 아직 풀리지 않은 대기 자금도 많았다. 기업들은 경영환경 악화로 사업조정 등에 들어갔고, PEF들은 회수에 나섰다. 시장이 들쭉이면서 투자은행(IB)과 자문사, 금융사들도 지난 2년여의 부진을 만회할 기회로 보고 분주하게 움직였다.

아직까지 이런 기대를 충족할 거래 낙관하기 어려운 분위기다. 매도자와 원매자간 시각차가 좁혀지지 않고 있다. 매도자는 원만급한 상황이 아니면 낮춰 팔려 하지 않고, 원매자 역시 무리수를 둘 이유가 없다는 인식이 강하다. 양쪽이 가격을 두고 물밑에서부터 줄다리기를 하는 것은 흔하지만 이전보다 그 격차가 큰 거래들이 많다.

DIG에어가스 매각은 올해 최대 거래 중 하나다. 시장의 선호도가 높은 인프라 성격 거래지만 결과는 예단하기 이르다. 매도자는 4조원을 훌쩍 넘는 가격을 원하지만 잠재 인수후보들은 3조원대만 적정하다는 분위기다. 정통 인프라산업으로 보기 어렵고 업황이나 시장 거래배수도 하락하는 추세라 3조원을 맞추기 부담스럽다는 시각도 있다.

한 IB 관계자는 "DIG에어가스는 인프라보다는 가스를 나르는 셔틀 사업에 가깝고 수요처의 경영 환경도 악화하고 있다"며 "올해 성사될 것으로 예상되긴 하지만 파는 쪽과 사는 쪽의 입장을 조율하는 과정이 쉽지 않을 것"이라고 말했다.

SK에코플랜트는 환경 사업 매각으로 투자 원금 이상을 거두길 원하고 있다. 여러 사업을 사들이는 데 2조원을 쓴 점을 감안하면 2조원 초중반대를 바랄 것으로 보인다. 환경사업에 집중하고자 높은 가격에 인수했는데, 처리 단가와 거래 배수가 함께 낮아지고 있는 점은 부담이다. 일부 해외 투자사는 1조원 중반대 이상은 무리라는 입장을 보였다.

한 투자업계 관계자는 "SK에코플랜트 입장에서 투자 원금 이상으로 팔아야 한다는 입장"이라며 "볼트온을 통한 사업 확장까지 감안하고 들어오는 대형 투자사가 아니라면 매각자 측 기대치를 충족하긴 어려울 것"이라고 말했다.

미용 의료기기 기업 클래시스의 시총은 3조8000억원 수준인데, 매각대상 지분 61% 가격이 최대 3조원으로 거론된다. 성장성 잠재력이 크지만 급변하는 산업 환경을 감안하면 부담스러운 수

자란 평이 있다. 반도체 공정기기 업체 HPSP도 시총 2조2000억원인데 매각대상 지분 약 40% 가치는 최대 2조원으로 언급된다. 주가가 지금보다 높을 때도 1조원 이상 몸값은 부담스럽다는 의견이 있었다.

한 인수금융 업계 관계자는 "현재 시장에 대기 중인 조단위 거래만 해도 열손에 꼽히지만 다들 가격차가 너무 크게 나고 있다"며 "M&A에 돈을 대는 입장에서 지금 상황에 원매자가 돈을 더 써서 거래가 되는 것도 부담스럽다"고 말했다.

매도자들은 급한 상황이 아니면 기대치를 낮추지 않고 있다. 롯데렌탈 매각은 인수자가 눈높이를 맞춰줬고, 프리드라이프는 매도자 쪽이 좀더 급해 보이는 상황이다. 원매자라고 여유가 충분한 것은 아니다. 국내 모든 산업의 실적과 거래 배수가 꺾이는 상황을 도외시킬 수는 없다. 투자 실패 사례가 속속 나타나며 기관투자자들도 위축된 분위기다.

아직 시장 불안정성이 큰데 MBK파트너스가 홈플러스 회생절차를 신청하며 다시 찬물을 끼얹었다. 시장의 주축인 PEF에 대한 부정적 인식이 늘어나면서 대형 거래 성사 가능성이 더 불투명해졌다. 당장 MBK파트너스가 유력한 원매자로 꼽힌 CJ제일제당 사업부나 HPSP M&A도 진행이 쉽지 않아 보인다.

한 PEF 관계자는 "M&A 시장이 이제 살아나나 했는데 홈플러스 사태로 다시 분위기가 가라 앉았다"며 "당분간 중소형 거래는 물론 이름 있는 PEF가 참여하는 대형 거래도 자금 조달에 애를 먹을 것"이라고 말했다.

위상호 기자

HANA  
THE NEXT  
하나더넥스트

시니어의 소중한 인생 2막을 위한  
하나금융그룹만의 솔루션



나를 위한  
현명한 선택!



▶ 액티브 시니어를 위한

# 하나더넥스트 랩 시리즈

안정적인 삶을 위한 균형잡힌 투자전략으로  
미래를 준비하세요

◆ 은퇴 전/후 손님을 위한 미래자산 포트폴리오 설계 ◆



**하나더넥스트 K배당재투자랩**

랩 수수료 | 선취형: 선취 0.6%, 후취 연 1.2% | 기본형: 후취 연 1.5%



**하나더넥스트 글로벌인컴랩**

랩 수수료 | 선취형: 선취 0.8%, 후취 연 1.0% | 기본형: 후취 연 1.5%

랩상품 Point

- 안정성 추구 전략으로 수익 다각화
- 시알고리즘을 통한 투자 최적화 추구
- 손님 니즈에 따른 투자 지역 선택 가능(국내 / 해외)

[투자자 유의사항] ※투자자는 이 금융상품에 대하여 금융회사로부터 충분한 설명을 받을 권리가 있으며, 투자 전 상품설명서 및 약관을 반드시 읽어보시기 바랍니다. ※이 금융상품은 예금자보호법에 따라 보호되지 않습니다. ※이 금융상품은 자산가격 변동, 환율 변동 등에 따라 투자 원금의 손실(0~100%)이 발생할 수 있으며, 그 손실은 투자자에게 귀속됩니다. 한국금융투자협회 심사필 제25-00164호(2025.01.17~2026.01.16), CC브랜드250117-0267

하나증권

# 올해 인수금융 1위는 NH투자증권이 예약?... 2분기 이후 차환 거래가 변수

NH證, 한앤컴퍼니와 거래 힘입어 1분기 1위  
벌써 작년 1위 실적 절반 채우며 독주 예고  
대형 신규 딜 준비하지만 성사 난이도 높아  
경쟁사들 리파이낸싱 거래 주선 성과 중요

NH투자증권이 인수금융 시장에서 1분기부터 앞서나가고 있다. 한앤컴퍼니와의 관계에 힘입어 벌써 작년 1위 주선 실적의 절반을 채웠다. 시장에 대형 신규 거래가 많지만 홈플러스 기업회생절차 신청 후 금융사들의 시각이 보수적으로 변했다. 금리 인하기에 쏟아지는 리파이낸싱(차환) 거래를 얼마나 따내느냐에 따라 올해 금융사들의 순위가 갈릴 전망이다.

NH투자증권은 1분기에만 2조원 규모의 인수금융 주관 실적을 쌓으며 1위를 기록했다. 에이치라인해운과 대한항공C&D 서비스 리파이낸싱, SK스페셜티 신규 인수금융 등 한앤컴퍼니와의 거래로만 약 1조8000억원의 실적을 쌓았다. 한앤컴퍼니가 적극 리파이낸싱을 검토하고 있어 실적이 더 늘어날 가능성도 있다는 평가다.

작년 1위는 4조4000억원의 실적을 쌓은 KB증권이었는데 NH투자증권은 1분기 만에 그 절반 수준을 달성한 것이다. 경쟁사들이 웬만한 대형 거래를 단독으로 맡지 않는 한 NH투자증권의 독주를 막기 어려울 것이라 관측이 벌써부터 제기되고 있다.

현재 M&A 시장엔 CJ제일제당 그린바이오 사업부, DIG에어가스, SK에코플랜트 환경 사업(리뉴원·리뉴어스) 등 조 단위 거래들이 다수 존재한다. 금융사들은 올해 이런 거래의 인수금융 주선 실적을 쌓을 것으로 기대했는데 현재까지 상황은 썩 밝지 않다.

MBK파트너스가 홈플러스 기업회생절차를 신청한 후 신규 거래, 특히 대형 거래에 대해 보수적인 시각이 강해졌다. 인수금융 리스크를 꼼꼼하게 따지기 시작하며, 신디케이션 작업도 어려워지는 분위기다. 특히 CJ제일제당 사업부, HPSP 등 MBK파트너스와 직접적으로 엮인 거래는 대주단이 꺼리는 분위기가 역력하다.

한 금융투자업계 관계자는 "셀다운 분위기를 사전에 확인하고 미매각이 날 것 같으면 아예 대출 심사를 올리지 않는다"며 "금리가 낮고 대주단의 재참여 비율이 높아 리파이낸싱이 용이하지만 셀다운을 확보할 수 있는 거래에만 참여하는 게 내부 방침"이라 말했다.

신규 거래가 주춤한 자리는 리파이낸싱이 채울 것으로 예상된다. 이미 한 번 취급하고 관리해 온 자산이라 다시 담는 부담이 덜하다. 재무약정 압박이 있더라도 웬만하면 조건 면제(웨이버)를 통해 풀어갈 수 있다. 리파이낸싱 주선 성과에 따라 금융사들의 연간 실적도 달라질 것으로 보인다.

인수금융 대출 금리는 2023년 7%대에서 작년 5~7%로 내려왔고, 올해는 5%대에 안착했다. 한화그룹의 아워홈 인수를 위한 인수금융에서 우리은행은 4%대 금리를 제시하기도 했다. 금리가 높았던 2023년 전후 거래를 중심으로 리파이낸싱 수요가 꾸준히 이어질 것으로 보인다.

1분기 집계된 27건의 인수금융 거래 중 13건이 리파이낸싱이다. 주선금액 기준으로는 56%에 달한다. 어피니티에쿼티파트너스의 서브원·롯데렌탈, 한앤컴퍼니의 쌍용C&E, EQT파트너스의 SK실더스 등 리파이낸싱 마무리를 앞둔 거래가 많다.

종합금융투자사업자 제도 개선이 이뤄지느냐도 변수다. 금융위원회는 작년 11월 제도 개선에 나섰다가 계엄사태로 멈춘 상태다. 현행 자본시장법상 인수금융 리파이낸싱은 기업금융 업무로 인정되지 않아 순자본비율(NCR) 관리 부담이 크다. 올해 제도가 개선되면 증권사들은 리파이낸싱 역시 신규 인수금융처럼 자기 자본의 2배 범위까지 주선 영업에 나설 수 있다.

한 증권사 관계자는 "올해 신규 거래는 색안경을 끼고 간간히 볼 것"이라며 "기존 대주단의 동의를 받기 쉬운 리파이낸싱 거래가 올해 실적의 많은 부분을 차지할 것"이라 전했다.

이지훈 기자



# LG CNS 공동주관에 외국계 약진... 거래 건수 앞선 KB證이 1위 수성

LG CNS 대표주관한 KB증권, 2위와 간격 벌리며 전체 주관 1위  
'빅딜'은 LG CNS뿐... 대규모 유상증자 기대되는 2분기  
LG CNS 공동주관 외국계 4위, 주관서 빠진 한투는 6위로

지난 1분기 주식자본시장(ECM)에서는 조 단위 빅딜이었던 LG CNS의 기업공개(IPO)를 도운 증권사들이 일제히 상위권을 차지했다. 2분기에는 삼성SDI와 한화에어로스페이스 유상증자 등 굵직한 딜이 예고돼 있어 ECM 시장 판도에 변화가 예상된다.

KB증권은 미래에셋증권과 약 1500억원의 격차를 벌리며 전체 주관 1위를 차지했다. LG CNS 대표주관을 맡은 영향이 컸다. KB증권은 IPO 주관 5건과 유상증자 3건 등 총 8건을 주관하며 가장 많은 딜을 수임했다.

1분기 주요 빅딜(Big Deal)은 단연 LG CNS의 IPO(1조1995억원)였다. 다음으로 큰 규모인 서울보증보험의 공모 규모는 1815억원에 그쳤고, 현대차증권과 지아이이노베이션의 유상증자 규모 역시 1000억원대에 머물렀다. LG CNS의 주관사는 총 7곳, 인수사는 9곳에 달한다.

LG CNS 영향으로 외국계 증권사들의 약진이 두드러졌다. KB증권과 함께 공동주관을 맡은 모간스탠리와 메릴린치인터내셔널은 LG CNS 딜 하나만으로 ECM 전체 주관 4위를 차지했다.

미래에셋증권은 LG CNS 공동주관과 함께 서울보증보험 대표주관을 맡으며 2위에 올랐다. 이외에도 대진첨단소재, 미트박스글로벌 등 코스닥 상장 5곳을 주관하며 유상증자 실적 없이도 상위권에 이름을 올렸다.

NH투자증권은 LG CNS와 서울보증보험 IPO 주관사단에서 빠지면서 3위로 내려갔다. 1600억원 규모의 현대차증권 유상증자 딜과 500억원 미만의 중소형 IPO 4건을 주관하며 실적을 쌓았다.

IPO 전통 강자로 꼽히는 한국투자증권은 6위로 밀려났다. LG CNS와 서울보증보험 등 대규모 공모 딜에서 빠지면서다. 오름테라퓨틱 등 중소형 IPO 4건과 지아이이노베이션 유상증자 1건을 주관하며 중소형 딜에 집중했다.

2분기에는 삼성SDI와 한화에어로스페이스의 대규모 유상증자, DN솔루션즈와 롯데글로벌로지스의 IPO 등 올 한 해 순위를 가를 주요 빅딜이 예정돼 있다. 특히 삼성SDI는 2조원, 한화에어로스페이스는 3조6000억원 규모의 유상증자를 계획 중으로, 두 딜에 모두 참여하는 NH투자증권과 한국투자증권의 실적이 크게 개선될 것으로 전망된다.

1분기에는 CB(전환사채), BW(신주인수권부사채), EB(교환사채) 등 공모 메자닌 거래는 한 건도 이뤄지지 않았다. 다만 2분기부터는 공모 메자닌 거래가 재개되면서 EB 거래가 늘어날 수 있다는 분석이 나온다. 교환 대상 주식을 공모해도 해지 전략을 활용할 수 있게 되기 때문이다.

강지수·최수빈 기자

## ECM 전체 주관

순위	주관사	금액 (억원)	건수	주요 거래	전년 순위
1	KB증권	4,415	8	LG CNS	2
2	미래에셋증권	2,957	7	LG CNS	4
3	NH투자증권	2,667	5	현대차증권	1
4	모간스탠리	2,459	1	LG CNS	-
4	메릴린치인터내셔널	2,459	1	LG CNS	-
6	한국투자증권	2,297	5	지아이이노베이션	3
7	삼성증권	1,399	3	LG CNS	8
8	대신증권	1,377	5	서울보증보험	5
9	신한투자증권	1,202	2	LG CNS	7
10	제이피모간	1,080	1	LG CNS	-

## IPO 주관

순위	주관사	금액 (억원)	건수	주요 거래	전년 순위
1	KB증권	3,192	5	LG CNS	-
2	미래에셋증권	2,957	7	LG CNS	2
3	모간스탠리	2,459	1	LG CNS	-
3	메릴린치인터내셔널	2,459	1	LG CNS	-
5	삼성증권	1,399	5	서울보증보험	6
6	대신증권	1,377	2	LG CNS	-
7	신한투자증권	1,202	2	LG CNS	5
8	한국투자증권	1,185	4	오름테라퓨틱	4
9	제이피모간	1,079	1	LG CNS	-
10	NH투자증권	1,046	4	티엑스알로보틱스	1

## 유상증자 주관

순위	주관사	금액 (억원)	건수	주요 거래	전년 순위
1	NH투자증권	1,620	1	현대차증권	1
2	KB증권	1,223	3	현대바이오	2
3	한국투자증권	1,112	1	지아이이노베이션	4
4	IM증권	905	1	태성	-
5	IBK투자증권	146	1	한국피아이엠	-
6	키움증권	91	1	이에이트	-
7	SK증권	91	1	손오공	6

## ECM 전체 인수

순위	인수사	금액 (억원)	건수	주요 거래	전년 순위
1	KB증권	3,925	8	LG CNS	2
2	미래에셋증권	2,957	7	LG CNS	5
3	NH투자증권	2,756	6	현대차증권	1
4	메릴린치인터내셔널	2,399	1	LG CNS	-
4	모간스탠리	2,399	1	LG CNS	-
6	한국투자증권	2,297	5	지아이이노베이션	3
7	삼성증권	1,399	5	서울보증보험	8
8	대신증권	1,377	2	LG CNS	4
9	IM증권	1,334	2	태성	-
10	신한투자증권	1,202	2	LG CNS	6

## IPO 인수

순위	인수사	금액 (억원)	건수	주요 거래	전년 순위
1	KB증권	3,132	5	LG CNS	-
2	미래에셋증권	2,957	8	LG CNS	2
3	메릴린치인터내셔널	2,399	1	LG CNS	-
3	모간스탠리	2,399	1	LG CNS	-
5	삼성증권	1,399	5	서울보증보험	6
6	대신증권	1,377	2	LG CNS	-
7	신한투자증권	1,202	2	LG CNS	3
8	한국투자증권	1,185	4	오름테라퓨틱	4
9	NH투자증권	1,136	6	티엑스알로보틱스	1
10	제이피모간	1,079	1	LG CNS	-

## 유상증자 인수

순위	인수사	금액 (억원)	건수	주요 거래	전년 순위
1	NH투자증권	1,620	1	현대차증권	2
2	IM증권	1,334	2	태성	-
3	한국투자증권	1,112	1	지아이이노베이션	4
4	KB증권	794	3	현대바이오	1
5	IBK투자증권	145	1	한국피아이엠	-
6	SK증권	91	1	손오공	6
7	키움증권	64	1	이에이트	-
8	한양증권	27	1	이에이트	-

# 채권 수수료 수준까지 떨어진 유상증자 수수료… "그래도 빅딜 유치가 우선"

유상증자 수수료율, 채권 수준까지 하락했다는 평가  
삼성SDI의 인색한 수수료율…각 증권사 수익 12억원  
"수익성보다 빅딜 참여가 중요"… 삼성SDI 유증 경쟁 치열  
한화에어로, 낮은 수수료율에도 절대적인 수익 확보 평가

유상증자 인수수수료율이 갈수록 낮아지고 있다. 최근 진행 중인 한화에어로스페이스와 삼성SDI의 유상증자 수수료율이 각각 모집총액의 25bp(1bp=0.01%), 30bp 수준으로 결정된 것을 두고 업계에서는 논란이 일고 있다. 특히 수수료율이 30bp 이하로 내려간 것은 과거와 비교해도 이례적으로 낮다는 평가다.

이처럼 낮아진 수수료율에도 불구하고, 두 건 모두 대형 딜이라는 점에서 증권사들 사이의 리그테이블 경쟁은 치열하다. 사실상 올해 ECM 리그테이블은 한화에어로스페이스와 삼성SDI 유상증자가 가를 것이란 전망이 나온다. 두 증자에 모두 주관사로 참여한 NH투자증권과 한국투자증권이 상위권을 차지할 가능성이 크다는 분석이다. 삼성SDI와 한화에어로스페이스는 각각 2조 원, 3조6000억원 규모의 유상증자를 진행하고 있다.

다만 삼성SDI의 유상증자는 한화에어로스페이스에 비해 지나치게 '인색하다'는 평가가 많다. 삼성SDI는 NH, 한국, KB, 미래, 신한투자증권 총 5곳의 주관사를 선정해, 각 증권사가 수취할 수 있는 수수료는 12억원에 불과하다.

증권사들 사이에서는 사실상 수익성을 기대하기 어려운 수준이라는 목소리가 나온다. 그럼에도 불구하고 삼성SDI 유상증자에는 증권사들이 몰렸다는 분석이다. '삼성그룹 딜'이라는 상징성을 고려하면 수수료보다 레퍼런스를 쌓기 위한 경쟁이 우선됐다는 것이다. 특히 삼성그룹은 주관사 선정에서 지정 방식보다는 공개 경쟁을 선호하는 경향이 있어, 증권사들 사이에서 출혈 경쟁이 발생했을 가능성이 높다.

한 증권사 ECM 부서 관계자는 "주식발행(ECM)은 채권발행(DCM)보다 난도가 높다. 증자는 주관사가 총액인수를 하지만, 채권 발행은 셀다운을 하는 것 아니냐"라며 "유상증자에 참여하는 부차적인 장점을 빼고 봤을 때, 30bp는 절대적으로 낮다"라고 말했다.

반면 한화에어로스페이스는 수수료율은 낮지만, 절대적인 액수는 크다는 분석이 많다. 모집총액의 25bp라는 낮은 수수료율로

## 최근 3개년 조단위 유상증자 (CJ CGV 제외)

(단위: 억원)

기업	증자시기	공모규모	인수수료 (모집총액의 n%)	총 인수수료	주관사
두산에너지빌리티	2022년 2월	11,478	40bp(+대표 20bp)	46(인수), 23(대표)	NH, 한투, KB, 미래, 키움, 신영
삼성바이오로직스	2022년 4월	32,008	30bp(+대표 5bp)	96(인수), 16(대표)	NH, 한투, KB
롯데케미칼	2023년 1월	12,155	40bp	44	NH, KB, 미래, 삼성, 신한, 하나, 유안타
SK이노베이션	2023년 9월	11,433	45bp	51	NH, 한투
CJ CGV	2023년 9월	4,153	70bp(+대표 20bp)	29(인수), 8.3(대표)	한투, 삼성, 신한
한화오션	2023년 11월	14,971	30bp	59	NH, 한투, KB, 대신, 신한
LG디스플레이	2024년 3월	12,925	40bp	52	NH, 한투, KB, 대신
삼성SDI	2025년 6월	20,001	30bp	60(인수), 7(모집)	NH, 한투, KB, 미래, 신한
한화에어로스페이스	2025년 6월	36,001	25bp	90	NH, 한투

출처 DART, 삼성SDI와 한화에어로스페이스는 예상치

유상증자를 진행하지만, 규모가 워낙 커서 절대적인 수수료는 상당하다. NH투자증권은 약 54억원, 한국투자증권은 약 36억원을 수령할 수 있을 것으로 전망된다.

한화에어로스페이스는 상대적으로 딜 난도가 낮다는 평가도 나온다. 실권주 발생 가능성이 적다는 이유에서다. 지분 40%를 보유하고 있는 ㈜한화가 유상증자에 100% 참여하기로 선언하면서, 투자 수요에 대한 불확실성이 크게 줄어들었기 때문이다. 주요 주주가 확실하게 참여하겠다는 의지를 보였다는 점은 주관사들에게도 부담을 덜어준 요소로 작용했다.

딜 난이도는 수수료율과 직결된다는 평가다. 딜 난도가 높다는 평가가 지배적이었던 CJ CGV는 기본 수수료율을 70bp로 설정하고, 대표주관사에게 추가로 20bp를 얹어주는 방식으로 사실상 90bp 수준의 수수료를 제공했다.

CJ CGV는 코로나19 팬데믹 기간 동안 영화 산업이 직격타를 맞으며 대규모 영업적자가 누적됐고, 부채비율도 크게 증가했다. 영화 산업 회복 시점에 대한 불확실성까지 더해지면서 주관사 입장에서 실권주 발생 위험을 무시할 수 없었다.

그럼에도 전반적으로 유상증자 인수수수료율이 낮아지는 경향은 점점 두드러지고 있다는 평가다. 2021년 3월 한화솔루션은 약 1조3000억원 규모로 유상증자를 진행하며 수수료율을 40bp로 책정했는데, 당시 업계에서는 이례적으로 낮은 수준이라는 평가가 나왔다. 일반적으로 국내 공모 유상증자의 평균 수수료는 1% 내외에서 결정됐기 때문이다.

2022년 삼성바이오로직스는 3조2000억원이라는 역대 최대 규모의 유상증자를 진행하면서 수수료율을 30bp로 책정했다. 수수료율 자체는 낮았지만, 거래 규모가 워낙 컸기 때문에 절대적인 수수료 총액은 상당한 수준으로 평가됐다. 대표 주관사에게는 기본 수수료율 외에도 5bp를 추가로 얹어줘, 총 수수료로만 100억원 이상을 지급했다. 수수료율은 낮았지만, 거래 규모의 영향으로 인해 수수료 총액은 '역대급'이라는 평가도 나왔다.

한 투자은행 업계 관계자는 "딜 난이도는 수수료랑 비례한다고 보는 것이 가장 정확한 설명"이라며 "유상증자 수수료가 회사채 수수료 수준이라면, 유증 난이도가 회사채 난이도와 비슷하다고 볼 수도 있다. 증권사들이 이전 수수료 수익만으로는 한계를 느끼고 있다"라고 말했다.

최수빈 기자



# 분석의 깊이가 남다르다! 한국투자 Sleepless in USA

미국 애널리스트의 리포트 당일 제공  
현지 기업과의 직접적인 커뮤니케이션을 통해  
양질의 투자 정보와 깊이 있는 분석 제공



# SK·LG가 주도한 1분기 회사채 시장, NH증권이 주관 1위로 출발

상위권 증권사 격차 좁혀져...KB·NH 접전 치열  
미래에셋 영업력 저하 속 키움·하나·대신 약진  
SK 16개 계열사 총출동...LG그룹도 공격적 조달  
LG엔솔 兆단위 발행에 극단적 손절매 경쟁도

증권사간 채권자본시장(DCM) 주관 경쟁이 연초부터 혼전 양상을 보이고 있다. 순위권 간 격차가 대폭 축소된 가운데, NH투자증권이 KB증권을 근소한 차이로 앞서며 1분기를 출발했다. 금융당국도 과열된 경쟁 양상에 주목하며 현장조사에 나서는 등 올해 DCM 시장은 그 어느 때보다 뜨거운 경쟁이 예상된다.

인베스트조선이 집계한 2025년 상반기 채권자본시장(DCM) 리그테이블에 따르면 증권사가 주관을 맡은 무보증 공모회사채(일괄신고 제외)는 30조1195억원이다. 연초 발행 급증에 힘입어 전년 동기(27조6995억원) 대비 발행 규모가 약 10% 늘었다.

작년까지만 해도 상·중·하위권 간 격차가 뚜렷했던 DCM 리그테이블에 변화의 바람이 불고 있다.

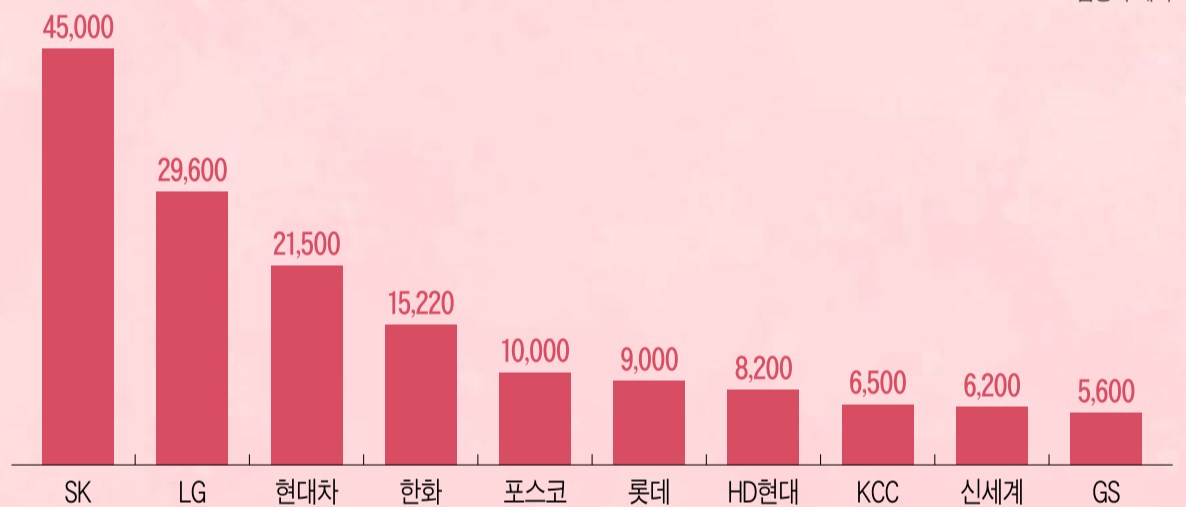
2024년에는 KB증권이 NH투자증권을 1조5000억원가량 앞서며 여유 있게 1위를 차지했고, 3위 한국투자증권도 신한투자증권과 1조2000억원 이상의 격차를 유지하며 중위권을 따돌렸었다. 반면 올해 1분기에 NH투자증권이 5조7369억원으로 KB증권(5조5697억원)을 2000억원 안팎의 근소한 차이로 앞서며 1위에 올랐다. 3위 한국투자증권(3조5544억원)과 5위 SK증권(3조2450억원) 간 격차도 6000억원 안팎에 불과한 상황이다.

한 대형 증권사 기업금융본부장은 "1분기 일반회사채 순위에서 NH투자증권의 선전은 SK그룹의 영향이 컸다"며 "SK하이닉스, SK케미칼, SK텔레콤 등 주요 계열사 물량을 농협중앙회나 자기자본(PI) 등의 수요예측 참여 영업으로 확보하면서 SK그룹 물량에서만 1조원 가까운 차이가 났다"고 설명했다.

부동산 PF 영업이 힘들어지면서 전통 IB 강화를 외친 중소형 증권사들이 회사채 영업 경쟁에 뛰어든 영향도 컸다. 우리투자증권에 인력을 뺐던 미래에셋증권의 영업력이 저하되면서 순위권에서 밀려났고 그 자리를 키움증권, 하나증권, 대신증권이 나눠 차지하는 모양새다.

대신증권의 약진이 두드러졌다. 대신증권은 지난해 연간 기준 1조2000억원을 주관했는데, 올해 1분기에만 약 9000억원을 주관하며 한 분기만에 작년 한 해 실적을 거의 달성했다. LG에너지솔루션 주관에 참여하는 등 주요 대기업 발행에서 성과를 거뒀다.

2025 1분기 기업집단별 회사채 발행 규모



(단위: 억원)  
\* 금융사 제외

다른 증권사 기업금융부 관계자는 "대신증권이 작년 말 종합금융투자사업자(종투사) 인가를 받으면서 북(book·운용한도)을 활용한 영업을 강화할 수 있게 됐다"며 "언더 금리로 회사채를 낙찰받아 발행 당일에 손실을 보고 팔더라도 대기업과의 네트워크를 강화하려고 시도했다"고 설명했다.

기업집단별 회사채 발행량은 SK그룹이 단연 돋보였다. SK그룹은 무려 16개 계열사가 모두 나서 발행에 참여해 총 4조3800억원 규모의 채권을 발행하며 1위를 차지했다. SK텔레콤, SK하이닉스, SK케미칼이 가장 적극적으로 발행을 진행했고, 작년에는 보이지 않았던 SK실트론, SK머티리얼즈도 올해 채권 시장에 나섰다.

개별기업 기준으로는 LG에너지솔루션이 단일 발행 기준으로 1조6000억원의 대규모 회사채를 발행했다. 이 과정에서 증권사간 과열 경쟁이 벌어져 결국 16개 증권사가 참여하는 대규모 주관단이 꾸려졌다. 2년 만기 채권(6400억원)은 시장 대비 낮은 3.138% 금리로 인수된 후, 당일에 4500억원 규모가 손실을 감수하고 세컨더리 시장에서 팔렸다. LG에너지솔루션 주관 실적을 확보하기 위해 증권사들이 단기 손실까지 감수하는 극단적 경쟁이 벌어진 것으로 풀이된다.

지난해 말 롯데케미칼의 기한이익상실(EOD) 사태 이후 다시 조달시장을 찾은 롯데그룹의 회사채 발행도 시장의 주목을 받았다. 롯데물산 회사채는 그간 KB증권이 독점하다시피 주관해왔는데, 이번엔 NH투자증권이 대표주관을 맡았다. KB증권은 대신롯데칠성, 롯데웰푸드, 롯데렌탈 등 다른 계열사 발행을 담당했다.

한 금융권 관계자는 "롯데물산이 보유한 롯데월드타워가 롯데케미칼 회사채 담보로 제공된 상황에서 KB증권이 주관 역할을 재고한 것으로 보인다"며 "NH투자증권은 리스크 요인을 감안하면서도 향후 영업 관계를 고려해 발행을 맡은 것"이라고 말했다.

올해 상반기 이후 채권 시장에 대해서는 우려의 목소리가 높아지고 있다. 홈플러스 법정관리 사태로 리테일에서 소화되던 비우량 등급 채권 시장이 크게 위축될 것이라는 전망이 지배적이다. 다만 CJ제일제당, CJ대한통운 등 CJ그룹 물량이 대거 출회될 것으로 예상돼 대기업을 둔 주관사 확보 경쟁은 여전히 치열할 전망이다.

증권업계 관계자는 "올해 초엔 다들 금리가 빠른 속도로 하락할 것으로 예상했지만, 막상 미국도 물가 문제로 금리를 두 번 내리기 쉽지 않아 보이는 상황"이라며 "발행사와 주관사가 단기물 채권이나 변동금리 채권 비중을 더욱 확대하는 전략을 모색하고 있다"고 전했다.

한설희·박태환 기자



## ▶▶ SK·LG가 주도한 1분기 회사채 시장, NH증권이 주관 1위로 출발

### DCM 전체 주관

순위	주관사	금액 (억원)	건수	주요 거래	전년 순위
1	NH투자증권	57,369	93	SK텔레콤 90 더블케이가양 1	2
2	KB증권	55,697	96	LG에너지솔루션 4 유플러스파이브지 79	1
3	한국투자증권	38,544	78	SK 314 퍼스트파이브지 78	3
4	신한투자증권	33,737	45	LG에너지솔루션 4 티월드 107	4
5	SK증권	32,450	33	SK하이닉스 226 티월드 100	5
6	삼성증권	16,142	27	포스코 314 티월드 100	7
7	키움증권	15,186	36	롯데렌탈 61 대한항공 110	8
8	미래에셋증권	14,548	25	LG화학 58 유플러스파이브지 79	6
9	하나증권	10,812	18	GS에너지 18 퍼스트파이브지 78	-
10	대신증권	8,740	15	LG에너지솔루션 4 필릭스일광 1	10

### 일반회사채 주관

순위	주관사	금액 (억원)	건수	주요 거래	전년 순위
1	KB증권	53,625	93	LG에너지솔루션 4 대상 148	1
2	NH투자증권	52,942	91	SK텔레콤 90 SK지오센트릭 23	2
3	한국투자증권	35,524	74	SK 314 포스코 314	3
4	신한투자증권	33,537	45	LG에너지솔루션 4 현대제철 140	4
5	SK증권	29,115	30	SK하이닉스 226 SK엔무브 13	5
6	삼성증권	15,842	26	포스코 314 동원산업 39	7
7	키움증권	15,186	36	롯데렌탈 61 대한항공 110	8
8	미래에셋증권	14,068	23	LG화학 58 포스코 314	6
9	하나증권	10,412	17	GS에너지 18 코리아에너지터미널 5	-
10	대신증권	6,540	14	LG에너지솔루션 4 한국타이어엔테크놀로지 85	10

### ABS 주관

순위	주관사	금액 (억원)	건수	주요 거래	전년 순위
1	NH투자증권	4,426	2	더블케이가양 1 큐브진주 1	10
2	SK증권	3,335	3	티월드 100 티월드 107	3
3	한국투자증권	3,020	4	퍼스트파이브지 78 은평진관 4	2
4	교보증권	3,000	1	더블케이가양 1	-
5	대신증권	2,200	1	필릭스일광 1	-
6	KB증권	2,071	3	유플러스파이브지 79 신보2025 1	1
7	한국산업은행	1,380	2	유플러스파이브지 79 퍼스트파이브지 78	4
8	현대차증권	1,080	2	제네시스등촌공공임대 1 유플러스파이브지 79	-
9	한화투자증권	800	1	필릭스일광 1	-
10	IBK투자증권	700	2	퍼스트파이브지 78 신보2025 1	-

### DCM 전체 인수

순위	인수사	금액 (억원)	건수	주요 거래	전년 순위
1	NH투자증권	47,737	99	LG에너지솔루션 4 더블케이가양 1	3
2	KB증권	42,298	103	LG에너지솔루션 4 유플러스파이브지 79	1
3	한국투자증권	32,922	92	LG에너지솔루션 4 퍼스트파이브지 78	2
4	신한투자증권	28,610	72	LG에너지솔루션 4 티월드 107	4
5	SK증권	26,890	49	SK하이닉스 226 티월드 100	5
6	삼성증권	16,465	51	포스코 314 티월드 100	7
7	대신증권	15,865	53	LG에너지솔루션 4 필릭스일광 1	10
8	미래에셋증권	15,730	40	포스코 314 유플러스파이브지 79	6
9	하나증권	15,165	55	GS에너지 18 퍼스트파이브지 78	9
10	키움증권	14,690	58	포스코 314 대한항공 110	8

### 일반회사채 인수

순위	인수사	금액 (억원)	건수	주요 거래	전년 순위
1	NH투자증권	43,311	97	LG에너지솔루션 4 한국타이어엔테크놀로지 85	2
2	KB증권	40,227	100	LG에너지솔루션 4 포스코 314	1
3	한국투자증권	29,902	88	LG에너지솔루션 4 포스코 314	3
4	신한투자증권	28,410	71	LG에너지솔루션 4 LG화학 58	4
5	SK증권	23,555	46	SK하이닉스 226 SK엔무브 13	5
6	삼성증권	16,165	50	포스코 314 한국항공우주산업 28	7
7	미래에셋증권	15,250	38	포스코 314 LG화학 58	6
8	하나증권	14,765	58	포스코 314 대한항공 110	8
9	키움증권	14,690	54	GS에너지 18 LG에너지솔루션 4	9
10	대신증권	13,665	52	LG에너지솔루션 4 한국타이어엔테크놀로지 85	10

### ABS 인수

순위	인수사	금액 (억원)	건수	주요 거래	전년 순위
1	NH투자증권	4,426	2	더블케이가양 1 큐브진주 1	-
2	SK증권	3,335	3	티월드 100 티월드 107	3
3	한국투자증권	3,020	4	퍼스트파이브지 78 은평진관 4	2
4	교보증권	3,000	1	더블케이가양 1	-
5	대신증권	2,200	1	필릭스일광 1	-
6	KB증권	2,071	3	유플러스파이브지 79 신보2025 1	1
7	한국산업은행	1,380	2	유플러스파이브지 79 퍼스트파이브지 78	4
8	현대차증권	1,080	2	제네시스등촌공공임대 1 유플러스파이브지 79	-
9	한화투자증권	800	1	필릭스일광 1	-
10	IBK투자증권	700	2	퍼스트파이브지 78 신보2025 1	-



# 캡티브 영업·금리 왜곡 심화에 '칼날'... 올해 DCM 판도 바꿀 금융당국 조사

SK·LG그룹 잡으려 KB·NH證 계열사 동원 활발  
대신·키움證도 영향력 높이며 캡티브 영업 격화  
금리 왜곡에 국민연금 등 연기금·공제회 회사채 외면  
현장검사 돌입하는 금감원에 숨죽이는 주관사·발행사

연초부터 증권사들의 채권자본시장(DCM) 주권 경쟁이 뜨겁다. 부동산 프로젝트파이낸싱(PF) 시장 경색이 장기화하면서 중·소형 증권사들은 전통 IB 강화에 힘을 주고 있다. KB증권과 NH투자증권 등 DCM 전통 강호들도 점유율을 빼앗기지 않기 위해 영업에 더욱 열을 올리는 모양새다.

경쟁이 격화하면서 회사채 캡티브 영업 논란이 화두로 떠올랐다. 캡티브 영업은 주관 증권사들이 회사채 수요예측에서 계열 금융사 동원을 약속하고 주관 지위를 따내는 관행이다. 어제오늘의 일은 아니지만, 최근 회사채 금리 왜곡이 심화하면서 연기금·공제회 등 기관투자자들이 아예 회사채 수요예측에 참여하지 않기로 시작했고 이에 금융당국이 칼을 빼들었다. 이달 중 현장 검사에 나설 것으로 보이는데, 결과에 따라 올해 전체 DCM 판도에도 영향을 줄 것이라 분석이다.

1분기 회사채 시장은 SK그룹과 LG그룹이 주도했다. 두 그룹사의 회사채 주관을 두고 NH투자증권과 KB증권사 사이의 경쟁이 치열했다는 후문이다. 이들 증권사는 계열 금융사의 북(book·운용 한도)을 적극적으로 활용했다. KB증권의 경우 KB자산운용이, NH투자증권은 농협중앙회를 수요예측에 적극 활용했던 것으로 전해진다. 사실상 계열사를 동원한 캡티브 영업이다.

여기에 대신증권과 키움증권 등 그동안 중·하위권에 머물렀던 주관사들까지 경쟁에 뛰어들었다. 특히 대신증권은 1분기에만 약 9000억원 규모의 발행을 주관했는데, 이는 지난해 연간 기준(1조2000억원) 실적과 거의 맞먹는 규모다. 지난해 말 종합금융투자사업자(종투사) 인가를 받은 대신증권은 신용공여 한도가 늘어나면서 수요예측에 PI(자기자본)를 적극 활용했다는 평가다.

키움증권은 최근 핵심 역량인 '리테일'이 토스증권과 메리츠증권 등 후발주자의 사정권에 놓이는 등 위기감이 고조되고 있는 상황에서, 내부적으로 DCM과 인수금융 등 전통 IB 부문에 강하게 드라이브를 걸고 있는 것으로 전해진다. 특히 주관사단 참여가

힘들 경우, 인수단 참여를 적극 타진하는 등 발행사와의 관계를 트기 위한 노력이 많았다는 평가다.

한 증권사 기업금융부문 관계자는 "1분기 채권 시장은 그 어느 때보다 주관사들 사이의 경쟁이 심했다"라며 "KB증권과 NH투자증권 등 대형사들의 영향력이 여전한 가운데, 키움증권과 대신증권 등 중소형사들까지 주권 경쟁에 뛰어들면서营业을 하는 입장에서는 힘들었던 것이 사실"이라고 말했다.

주권 경쟁 속 대다수의 발행사들이 민평금리(민간채권 평가회사 평균금리) 대비 낮은 금리에서 조달을 이어갔다. 계열사를 동원해 주관 지위를 따낸 주관사들이 민평금리 이하로 수요예측에 참여한 뒤, 일부 손해를 감수하고서라도 유통시장에 물량을 넘기는 사례가 이어졌다. 일례로 LG에너지솔루션의 2년 만기 채권은 민평 이하인 3.138% 금리로 인수된 후, 당일 4500억원 규모가 유통시장에서 팔린 것으로 알려졌다.

캡티브 영업에 따른 금리 왜곡의 피해는 고스란히 연기금과 공제회 등 기관투자자들에 전가됐다. 내부 지침상 민평금리 대비 파(par·0bp) 수준 이하로 수요예측에 참여하는 것이 사실상 불가능한 연기금·공제회들은 물량을 받는 것이 불가능하다는 설명이다. 국민연금은 아예 회사채 수요예측에 참여하지 않거나, 물량을 받지 못할 것을 알면서도 크게 높은 오버금리를 써내기도 했다.

한 주관사 관계자는 "올해는 국민연금이 회사채 수요예측 자체에 거의 참여하지 않았다"라며 "국민연금 입장에선 실제 투자 목적으로 회사채를 인수하는데, 시장금리보다 지나치게 낮은 금리에서는 인수할 메리트가 없다 보니 '언더 발행'이 이어지는 최근의 상황에서 아예 회사채를 외면한 것으로 보인다"라고 말했다.

캡티브 영업의 폐해가 진성 수요자인 연기금·공제회까지 이어지자, 금융당국도 칼을 빼들었다. 이달 중 KB증권과 NH투자증권

등 상위권 주관사들을 대상으로 회사채 캡티브 영업 현장 검사에 나설 것으로 알려졌다. 아직 중·하위권 주관사들을 대상으로 한 검사는 예정된 것이 없지만, 현장 검사에서 문제가 발견될 경우 범위를 확대할 가능성도 있는 것으로 전해진다.

이번 금감원의 현장 검사는 국민연금을 위시한 기관투자자들의 민원에서 촉발된 것이라 목소리도 나온다. 캡티브 영업 관행은 최근 수년간 꾸준히 문제로 지적되어 왔지만, 금감원이 실제 검사까지 나선 데는 '트리거'가 될 만한 것이 있었을 것이라 관측이다. 앞서 이복현 금감원장은 "채권시장 캡티브 영업 관련 검사에 올 상반기 역량을 집중해 채권시장 내 불공정한 부분을 개선할 계획"이라고 발표한 바 있다.

가뜩이나 홈플러스 기업회생절차 사태로 리테일 시장에서 비우량 채권의 수요가 급감한 상황에서, 금융당국의 검사까지 겹치며 비우량 신용등급 발행사들의 회사채 발행이 더욱 어려워질 것이라 관측이 나온다. 이에 올해 DCM 판도는 금감원의 조사 결과에 달려 있다는 평가다.

벌써부터 회사채 시장에서는 우려의 분위기가 감지되고 있다. 통상 회사채 발행은 연초효과로 1~2월에 발행량이 급증하고, 정기 주주총회와 사업보고서 제출이 있는 3월에는 감소한 뒤 4월에 다시 늘어나는 게 일반적이다. 하지만 올해는 4월 발행을 준비하는 발행사들이 예년 대비 크게 줄어들었다는 분석이다. 당국의 조사를 앞두고 주관사와 발행사 모두 '숨죽이기에' 들어갔다는 평가다.

한 증권업계 관계자는 "4월에 발행을 준비하는 기업들이 예년 대비 많이 줄었는데, 곧 예정된 금감원 감사가 일부 영향을 미친 것으로 보인다"라며 "A나 BBB 등급 등 비우량 신용도의 발행사들을 위주로 발행 계획을 아예 철회하거나 연기하는 사례가 늘어나고 있다"라고 말했다.

박태환 기자

함께 성장하며  
행복을 나누는 금융



하나금융그룹 100호 어린이집 완공

# 하나금융그룹의 진심 어린 마음으로 아이들의 웃음과 희망을 지킵니다

단 한 명의 아이를 위해서라도  
행복한 보육환경을 만들어야 한다는 진심은

하나금융그룹이 6년간 쉼 없이  
달려올 수 있는 원동력이 되었습니다

100개의 어린이집을  
세우는 데 그치지 않고

소외 없는 틈새 돌봄으로  
보육 사각지대를 채우는 데 집중하며

하나금융그룹은 앞으로도  
아이 키우기 행복한 세상에 진심을 다하겠습니다



100호 봉화군 석포하나어린이집

꿈을 담은 100호 어린이집의 완공으로  
7,519명 어린이 돌봄 가능

누구 하나 소외 없이, 평등한 보육을 약속하는 어린이집  
장애아 대상 18개소 / 농어촌 지역 30개소 건립

100호 어린이집으로 이루는 상생  
1,510명 일자리 창출

하나금융그룹

하나금융지주 | 하나은행 | 하나증권 | 하나카드 | 하나캐피탈 | 하나생명 | 하나손해보험 | 하나저축은행 | 하나자산신탁 | 하나자산운용 | 하나대체투자자산운용 | 하나에프앤아이 | 하나벤처스 | 하나펀드서비스 | 하나금융티아이 | 핑크 |