



키움증권 (039490)

BUY | CP(02.03) 455,000원

2026.02.04 | 기업분석_2025년 4분기 컨퍼런스 콜

Analyst 고연수 yeonsookoh@hanafn.com

영업상황 및 경영목표

<4분기 실적 브리핑>

- 별도 기준 4분기 영업이익 2,966억원 (YoY +48.6%, QoQ -17.6%)
- 별도 기준 4분기 당기순이익 2,564억원 (YoY +67.0%, QoQ -7.0%)
- 별도 기준 4분기 자본총계 6.1조원 (YoY +22.3%, QoQ +5.1%)
- 별도 기준 4분기 연환산 ROE 19.9% (YoY +2.3%p, QoQ -1.0%p)
- 연결 기준 4분기 영업이익 3,456억원 (YoY +91.7%, QoQ -15.5%)
- 연결 기준 4분기 지배주주순이익 2,466억원 (YoY +68.8%, QoQ -23.4%)
- 연결 기준 4분기 지배주주지분 6.7조원 (YoY +20.0%, QoQ +4.5%)
- 연결 기준 4분기 연환산 ROE 18.1% (YoY +2.1%p, QoQ -1.1%p)

<위탁매매 수수료수익>

- 4분기 위탁매매 수수료수익 2,774억원 (YoY +48.0%, QoQ +26.5%)
- (주식) 수수료수익 2,051억원 (YoY +59.0%, QoQ +24.5%)
- 국내주식 : 국내 증시 활성화에 따라 4분기 일평균 약정은 15.5조원으로 증가했으나, 대형주 위주의 장 지속되며 M/S 소폭 하락. 평균수수료율은 1.4bp로 전분기와 유사한 수준
- 해외주식 : 일평균 약정 1.7조원으로 전분기대비 증가, 평균 수수료를 9.3bp로 전분기와 유사한 수준
- (파생) 수수료수익 468억원 (YoY +10.6%, QoQ +37.2%)

<IB 수수료수익>

- 4분기 IB 수수료수익 821억원 (YoY +70.8%, QoQ +37.8%), 이 중 구조화PF 수수료수익은 612억원
- ECM 부문은 큐리오시스(IPO), LS전선(유상증자) 등 주관
- DCM 부문은 연말 채권 발행 감소 영향으로 전분기대비 감소
- M&A 부문은 케이엘앤파트너스의 맘스터치 인수금융 리파이낸싱, KKR의 SK에코플랜트 환경사업부문 인수금융, 맥쿼리PE의 S&I코퍼레이션 인수금융 리파이낸싱 등 주선으로 수익 확대
- 구조화PF의 경우 목동KT 부지 오피스텔 개발사업, 한강지역주택조합 개발사업, 송도 GS 주상복합 개발사업 등으로 수익 큰 폭 확대
- 4분기말 기준 전체 채무보증 잔액 4.1조원, 이 중 부동산 관련 3.5조원으로 자기자본대비 57.1% 기록

<이자손익>

- 4분기 이자손익 2,051억원 (YoY +13.6%, QoQ +1.5%). 이 중 신용공여 1,100억, 예탁금 493억, 금융상품 308억, 기타 149억
- 4분기 신용공여잔고 평잔 4.7조원으로 전분기(4.2조원)대비 증가
- 4분기 투자자예탁금 16.6조원으로 전분기(14.4조원)대비 증가. 원화예수금 12.6조원, 외화예수금 4.0조원 기록
- 4분기 금융상품이자손익이 감소했으며, 금융상품이자손익에는 채권, 전자단기사채, 기업어음, 외화예탁금 등에 대한 이자가 포함

<S&T/운용손익>

- S&T부문과 프랍 트레이딩하는 투자운용부문의 주식, 채권, 파생, 외환 등 트레이딩 실적을 포함
- 4분기 총 운용손익 605억원 (YoY +48.6%, QoQ -18.0%)
- 이 중 트레이딩 손익 49억원 (YoY -67.5%, QoQ -90.6%), 배당금 및 분배금 556억원 (YoY +117.2%, QoQ +157.3%) 기록
- 파생상품으로부터 손실 발생하며 트레이딩 손익은 감소. ETF LP 역할하는 패시브 솔루션팀과 투자 운용팀들이 분배금 대거 수취하며 배당금 및 분배금은 전분기대비 157.3% 증가

<IR 4분기 총평>

- 4분기 별도와 연결 기준 순이익은 역대 최고 수준 기록. 특히 국내 증시 강세 속에 거래대금과 투자자 예탁금이 증가하는 등 우호적 환경 지속. 다만 결산 과정에서 해외 부동산 매입확약 충당금을 적극 반영했으며, 주가 연동 이연 성과급과 상여금 등 판관비가 일시적으로 증가
- 4분기 실적 주요 포인트 :
 - (1) 주식수수료수익과 신용공여이자수익이 각각 전분기대비 24%, 14% 증가
 - (2) S&T 부문은 ETF LP와 대차 비즈를 앞세운 에쿼티 부문 호조 이어진 반면, 금리 상승으로 FICC 성과 부진
 - (3) IB 부문은 M&A 인수금융과 부동산금융 수수료수익 큰 폭 증가. 인수금융은 리파이낸싱 딜 위주의 영업실적 확대, 부동산금융은 빅딜, 브릿지론의 본PF 전환 효과
- 기타 주요 이슈:
 - (1) 업계 다섯 번째로 발행어음 인가 취득. 상품 출시 후 2개월 채 안된 시점에서 수신 잔고 7,800억원 돌파하며 순항 중
 - (2) MTS 매체 경쟁력을 강화하기 위해 간편모드 출시한 데 이어 커뮤니티 서비스 전면 개편
 - (3) 조각투자 장외거래소 KDX 컨소시엄 주도적 참여 중
- 2026년 사업계획:
 - (1) 리테일 브로커리지, 자산관리 및 세일즈/트레이딩, IB, 자산운용 등 수익 다각화로 안정적 포트폴리오 구축
 - (2) 자산관리의 큰 축이 될 퇴직연금 서비스를 3분기 개시할 예정. 온라인 완결형 프로세스 구축, 실물 이전을 위한 라인업 및 경쟁력 있는 수수료율 등을 통해 경쟁력 확보할 것
 - (3) 플랫폼 경쟁력 강화 + 고객 자산 성장 + 수익 다변화라는 방향성 아래 지속 가능한 성장 추구

<Key Data - 부동산 익스포저 및 자회사 현황>**1. 키움증권**

- 매입확약 규모(부동산PF + 실물자산 등)는 부동산관련 확약 3.5조원, 인수금융등 확약 0.6조원으로 **총 4.1조원**, 전분기대비 8,650억 증가
- **부동산PF 3조 560억원으로 전분기대비 약 8,000억 증가**. 이 중 본PF는 2.3조원, 전분기대비 약 9,000억 증가. 주요 딜로는 한강지역주택조합 PF 대출, 목동 KT 부지 오피스 PF대출, 송도 주상복합 PF대출 리파이낸싱 등
- **브릿지론 약 7,400억원으로 전분기대비 925억 감소**
- 매입확약 4.1조와 관련된 **총당금 약 721억원**으로 해외부동산 관련 수익증권 건전성 악화로 총당금 추가 적립하면서 그 규모가 증가
- **해외 익스포저 3,810억원**으로 전분기대비 59억 증가

2. 자회사 현황

- 자회사 부동산PF 및 브릿지론 익스포저: 캐피탈 4,221억원(PF 3,716억, 브릿지론 505억), 저축은행 1,482억원(PF 1,246억, 브릿지론 236억), 예스저축은행 401억원(PF 235억, 브릿지론 166억) 등, 총 6,104억원으로 전분기대비 132억 증가
- 관련 PF 및 브릿지론 총당금은 캐피탈 78억원, 저축은행 119억원, 예스저축은행 66억원 등, 총 263억원으로 전분기대비 99억 감소

Q&A

1) 거래대금 M/S 하락하는 추세, 신용공여잔고 M/S 도 마찬가지. 이에 대한 원인 및 대응방안

- 자기자본 한계 하에서 자본 확충 방안 모색 중
- 단일 종목 2배 레버리지 ETF 상장 허용. 최근 삼성전자, SK하이닉스 등 주요 대형주에 대해 단일 종목 2배 레버리지 ETF 상장이 허용되었으며, 이는 거래소 간담회를 통해 지속적으로 건의해온 사항
- 키움 고객 특성상 레버리지 상품 선호도 높음. 신용매매와 레버리지 ETF 상품 매매는 동일한 레버리지 효과를 제공. 신용 버퍼도 확보해나갈 계획
- M/S 25~26% 수준. M/S 하락세는 구조적으로 고객 구성 특성에 기인. 대형주 중심 매매 고객은 타사 비중이 높고, 키움 고객은 변동성이 큰 코스닥 종목 중심의 고빈도 매매 성향이 강함. 단기간 내 코스피 중심 고객군 확대는 쉽지 않으나, 신규 계좌수 증대 전략으로 대응 중. **특히 해외주식 관련 노이즈를 감안해 국내주식 신규계좌 마케팅 및 프로모션 적극 전개**
- **ETF 시장 성장 속 포지셔닝 기회는 존재.** 시장 내 ETF 비중은 약 7~10%까지 확대 중이며, 거래 비중도 빠르게 증가 중. 반면 ETF 거래 과정에서의 페인 포인트는 다수 존재하고, 아직 ETF 부문에서 포지셔닝된 회사는 없음. **시장은 성장하고, 페인 포인트는 존재하고, 포지셔닝된 회사는 없어서 지금이 좋은 기회로 판단. 작년 하반기부터 TF 가동시켜서 5월 완료로 목표로 하고 있음**
- ETF 고객 유입 시 고객 구성 다변화 가능

2) 밸류업 관련 업데이트 사항 및 가이드라인

- 주총 직전으로 발표할 예정
- 주주들이 배당소득 분리과세를 누릴 수 있는 방향에서 가이드라인 제시할 것

3) 배당소득 분리과세 요건 충족을 고려한 배당정책 방향성

*최근 거래대금 흐름이 매우 견조하고 우호적인 업황이 연중 지속된다고 가정할 경우, 올해 실적은 큰 폭의 성장이 가능할 것으로 판단. 이 경우 배당소득 분리과세 요건(배당성향 25% 이상, 배당총액 전년대비 10% 이상 증가)을 충족하기 위해 올해 DPS 큰 폭으로 증가할 가능성 존재. 다만 내년 실적이 정상화되며 이익이 감소할 경우, 분리과세 요건 중 배당총액 10% 이상 증가 조건을 맞추기 위해 일시적으로 배당성향이 상승하는 현상이 나타날 수 있는지, 그리고 이러한 경우에도 배당소득 분리과세 요건 충족을 계속 목표로 하는지?

- 추가적인 중기 주주환원 계획은 2027년까지로 설정. 이는 현재 배당소득 분리과세 제도가 2027년까지 한정되어 있기 때문. 그 기준에 맞춰서 추가 계획 수립 중
- 배당소득 분리과세 요건 충족하기 위해서는 배당성향 25% 이상 및 배당총액 전년대비 10% 이상 증가 또는 배당성향 40% 이상 중 하나를 충족해야 함
- 실적 개선된다고 보면 배당성향 25% 이상 및 배당총액 전년대비 10% 이상 증가 요건은 충족시킬 수 있을 것으로 생각
- 내년에 업황이 둔화되는 경우에도, 가능하면 배당성향 25% 이상 요건을 충족하기 위해서 노력할 것
- **향후에 실적 추가적으로 악화되면, 요건 충족을 위해 배당성향이 일부 상향되는 흐름도 나타날 수 있음**

4) 4분기 판관비 증가 요인은 성과급으로 언급했는데 향후 인건비 전망

- 영업수익 증가는 영업비용 증가를 수반하는 구조. 특히 스왑 비즈 비중이 확대되면서 관련 수익과 비용이 동시에 증가
- 인건비의 경우, 비즈니스가 호조를 보일 경우 영업부서 중심으로 PSR도 같이 증가
- 2025년에는 당초 이행 계획을 크게 상회하는 실적을 기록하며, 일회성 성격의 특별 상여금이 일부 반영. 다만 2026년 이후에는 상여금은 정상적 범위에서 지급될 것으로 전망
- 한편 퇴직연금, 발행어음 등 신규 사업을 지속적으로 확대 중으로, 관련 인력은 완만한 증가 예상. 이에 따라 인건비는 중장기적으로 우상향 추세를 보일 전망

5) S&T 부문 배당금/분배금 증가 요인

- S&T 부문에서 배당금/분배금이 크게 증가한 배경은 ETF LP 비즈니스와 연관. ETF LP 관련 분배금 수익이 크게 늘어난 반면, 운용손익은 감소
- 4분기 국내 증시 활황에 따라 ETF 매매가 급증하면서 ETF LP들의 보유잔고도 크게 증가. 동시에 배당 투자에 대한 투자자 관심이 높아지면서, 운용사들이 기존 ETF 분배금을 늘리거나 새로 지급하는 사례가 증가하면서 분배액 규모 또한 확대
- 이 과정에서 ETF 가격은 분배락으로 하락해 LP 기준 운용손실이 발생했으나, 동시에 ETF 보유에 따른 분배금이 유입되며 분배금 수익이 크게 증가
- 결과적으로 ETF를 보유한 증권사 입장에서는 경제적 실질 손익에는 큰 변화가 없으나, 회계상으로는 운용손익 감소와 분배금 증가가 동시에 나타나는 현상이 4분기에 나타났다고 보면 됨

6) 최근 금융당국의 부동산금융 위험가중치 조정 등 규제 강화로 구조화PF를 통한 신규 수익 창출 여건은 과거 대비 녹록지 않은 상황. 또한 금리 반등으로 인수금융 리파이낸싱 규모가 축소되고, DCM 채권 발행 시장 역시 위축되고 있다는 우려 존재. 이에 대한 회사의 IB 사업 전략 방향성

- 4분기 전체 매입확약 규모는 전분기대비 28% 증가. 이 중 부동산 관련 매입확약은 전분기대비 약 8천억원 증가했으며, 본PF는 약 9천억원 증가, 브릿지론은 약 920억원 감소
- 매입확약 증가분은 목동 KT 부지 개발, 송도 주택·주상복합 개발 등 우량 딜 중심으로 본PF가 실행된 데 따른 결과. 부동산 정책 변화 가능성을 감안해 선제적으로 대응한 측면이 있음
- 기존 셀다운 중심 전략보다는, 보유 기간을 늘려 캐리 수익을 확보하는 방향으로 수익 극대화 전략을 추진
- 향후에도 우량 딜에 대한 선별적 접근 기조를 유지

7) 1월 기준 국내주식 거래대금 및 신용 M/S

- 국내시장 호황 보이면서 전체 거래대금 큰 폭 증가. 25년 키움 일평균 약정 11.4조원 → 1월 두 배 정도 증가, 최근에는 역대 최고 수준 기록 중
- 1월 M/S는 지난해와 비슷한 수준에서 유지되는 중. 신용 M/S의 경우 자기자본 한도 내에서 리테일 신용공여 한도가 충분히 제공되고 있기 때문에 신용 M/S 소폭 하락하는 모습은 불가피함

8) 최근 증권사 전반적으로 신용 한도가 빠르게 소진되고 있는 가운데, 정부 차원에서 생산적 금융 및 모험자본 공급 확대 정책이 병행되고 있음. 발행어음 사업 확대 및 향후 IMA 인가 대응을 위해 자본 확충 필요성이 커지고 있는 상황에서, 회사의 대응 전략 및 추가 자본확충 계획

- 2025년 실적에서 확인되듯, 연간 1조원 수준의 순이익 창출이 가능한 체질 구축
- 주주환원액을 제외하면 연간 7천억 수준의 내부 유보를 통한 자본 확충이 가능
- 이정도 속도면 발행어음 사업 규모 확대 및 중장기적으로 IMA 대응까지 감안하더라도 충분히 적절한 수준
- 유상증자를 통한 자본확충 계획은 고려하고 있지 않음
- 다만, 자회사 배당을 활용한 합리적인 자본 확충은 충분히 검토 가능한 대안
- 발행어음 사업자로서 모험자본 공급 및 생산적 금융 확대 기조에는 선제적으로 대응 중. 향후 모험자본 공급 비중을 25% 까지 확대해야 하나, 조기에 25% 이상 비중을 달성해 정부의 생산적 금융 육성 정책에 기여할 계획

9) 저축은행 부문 적자 지속 및 턴어라운드 시점

- 저축은행 업권은 최근 증시 활성화에 따른 머니무브와 부동산 경기 침체가 맞물리며 여전히 업황 회복이 지연되는 국면
- 키움저축은행의 경우 지방사업장 비중이 상대적으로 높음. 부실자산 매각을 진행 중이나 지방 부동산 낙찰률 하락으로 부도를 상승하며 총당금 적립 부담이 지속
- 예스저축은행도 부실자산 매각 과정에서 총당금이 반영되며 단기 수익성 압박이 이어지는 상황
- 단기적으로 저축은행 업권 전반은 수익성보다는 연체율 관리, 부실자산 정리, 자산 포트폴리오 조정에 초점을 두고 있음
- 턴어라운드 시점과 관련해, **예스저축은행은 올해 하반기 중 실적 개선이 가능할 것으로 예상. 키움저축은행은 2025년도 기준으로 부실자산 매각이 상당 부분 마무리된 것으로 보고 있어 2026년 중 턴어라운드 가능할 것으로 기대**

10) ETF LP 시장 확대 속 키움증권의 포지션 및 수익 기여도

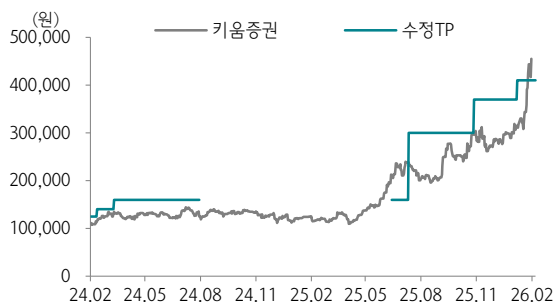
- ETF LP 비즈니스는 회사가 전략적으로 내세우고 싶은 핵심 S&T 비즈 영역 중 하나
- 키움의 ETF LP 시장 점유율은 약 25% 내외로, 업계 내 압도적 1위 유지 중
- 시장 유동성 증가와 더불어 ETF 매매 비중도 빠르게 확대되고 있으며, 이는 S&T 에쿼티 부문 실적 호조의 중요한 배경요인으로 작용
- 많은 인력을 통해서 ETF 커버하는 부분도 있지만 자체 시스템 구축을 통해서 시스템 편의성을 높임
- 중소형 운용사까지 커버리지를 확대하면서 적극적으로 지원하는 중
- 향후에도 높은 점유율을 유지하는 가운데, ETF 시장 활성화에 따른 수혜를 누릴 것으로 기대

11) ETF LP 사업 손익 추가 설명 (운용 손익 (-) & 분배금 (+) → 넷팅치면 (+)가 맞는지)

- ETF LP 사업손익은 평가손익, 매매손익, 분배금 손익으로 구분
- 결과적으로 운용손익과 분배금 손익을 넷팅하면 실질적인 순수익은 (+)
- 해당 업무 수행하는 부서에서 4분기 150억원 수익 달성

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

키움증권



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.1.11	BUY	410,000		
25.10.31	BUY	370,000	-22.12%	-13.78%
25.7.15	BUY	300,000	-21.71%	-0.17%
25.6.17	담당자 변경		-	-
24.3.14	BUY	160,000	-18.63%	32.81%
24.2.15	BUY	140,000	-10.15%	-3.71%
23.10.24	BUY	125,000	-24.32%	-8.40%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 2월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(고연수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(고연수)는 2026년 2월 4일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	96.31%	3.69%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 02월 04일