

2025년 03월 12일 | 키움증권 리서치센터
산업분석 | 증권 Overweight(Maintain)

Korean Brokers

보험/증권 Analyst 안영준 yj.ahn@kiwoom.com



Contents



Korean Brokers	2
Key Chart	3
I. 증시 거래대금 현황	4
> 연초 이후 국내 증시 호조에 힘입어 거래대금은 점차 회복 중	4
II. 증시 거래대금, 꾸준히 증가 예상	10
> 여전히 높은 예탁금, 남아있는 다양한 이벤트	10
> 역대 최장기간의 공매도 금지, 공매도 재개 후 외국인 자금 유입 기대	11
> 대체거래소 넥스트레이드 출범, 투자자 편익 증가 예상	14
> ISA 세제혜택 확대에 따른 국내 투자 관심도 증가 기대	17
III. 수수료율 인하 경쟁 전망	19
> 증권사 위탁매매 수수료율 하락 기조 지속	19
> 그럼에도 답은 있다 - 미국과 일본에서 얻는 힌트	21
IV. 국내 증권주 투자지표	26
기업분석	27
> NH투자증권 (005940)	28
> 삼성증권 (016360)	32
> 미래에셋증권 (006800)	36
> 메리츠금융지주 (138040)	41
> 한국금융지주 (071050)	47
> 찰스 슈왈 (SCHW.US)	51
> 로빈훅 마케츠 (HOOD.US)	55
> SBI홀딩스 (8473.JP)	60

Compliance Notice

- 당사는 03월 12일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식은 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- "로빈훅" 종목은 2월 17일 해외관심종목에 언급된 바 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 제시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

Korean Brokers

>>> 증권 업종 관심도 상향 필요

연초 이후 국내 증시 호조에 따라 거래대금이 증가하고 있으며, 향후 1) 공매도 금지 해제, 2) 대체거래소 활성화, 3) ISA 세제혜택 확대 등 긍정적인 이벤트들이 기다리고 있어 국내 증시 거래대금 증가에 우호적인 환경이 조성될 예정이다. 이에 따라 연간 국내 증시 거래대금은 8% (YoY) 증가할 것으로 예상하며, 해외주식 거래대금 역시 국내 투자자들의 높은 관심도가 유지되면서 36% (YoY) 증가할 것으로 전망한다. 거래대금 증가에 힘입어 커버리지 증권사들의 합산 위탁매매 수수료수익은 11% (YoY) 증가할 것으로 추정하며, 부동산 관련 비용 축소 및 금리 하락에 따른 운용손익 호조 등으로 견조한 실적을 기록할 것으로 예상되는 바, 증권 업종 관심도를 상향할 필요가 있다고 판단한다.

>>> 수수료율 인하 경쟁 심화, 머지 않은 증권업 패러다임 전환

단기적으로는 증시 거래대금 증가에 따른 브로커리지 실적 호조가 예상되나, 중장기적으로는 수수료율 인하 경쟁 심화에 따른 수익성 하락이 불가피하다. 다만, 2020년 이후 거래수수료 무료 기조가 전체 시장으로 확산되었던 미국과 일본의 사례를 본다면 수수료 무료화는 비즈니스 패러다임의 전환일 뿐 증권업이 쇠퇴기에 진입한다는 의미라고는 볼 수 없다. 수수료 무료를 표방한 증권사들은 빠른 고객 확보 이후 PFOF, 암호화폐, FX 등 신사업에서 기회를 창출해낸 바 장기적 관점에서 증권사 투자 척도는 고객 계좌 확보 및 신사업 대응 능력이 될 것으로 예상된다.

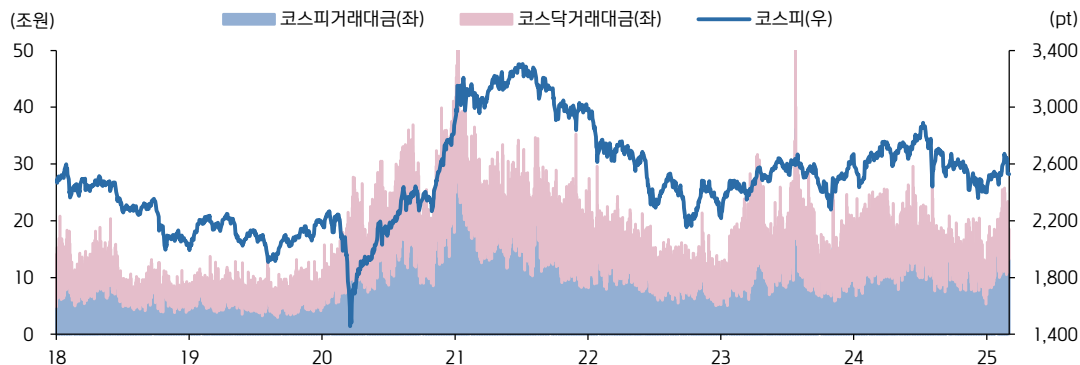
>>> 주주환원/브로커리지 중심 투자 권고

주주환원은 확실한 주가 상승 모멘텀으로 작용 중인 바 주주환원수익률이 가장 높은 NH투자증권을 최선호주로 유지한다.

추가적으로 브로커리지 호조가 예상되는 바, 수혜가 예상되는 삼성증권과 미래에셋증권을 관심종목으로 추가한다. 특히 미래에셋증권은 가장 낮은 밸류에이션을 적용받고 있는데 실적 턴어라운드 & 주주환원 확대가 기대되는 바 목표주가를 상향조정한다.

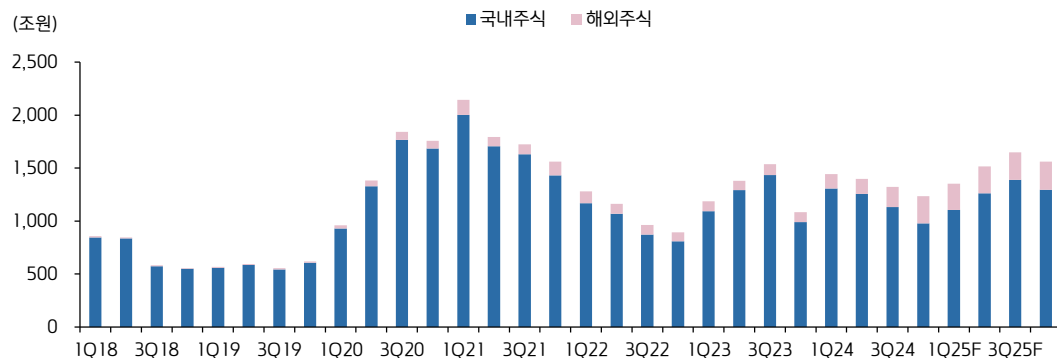
Key Chart

국내 증시 거래대금 및 코스피 지수 추이



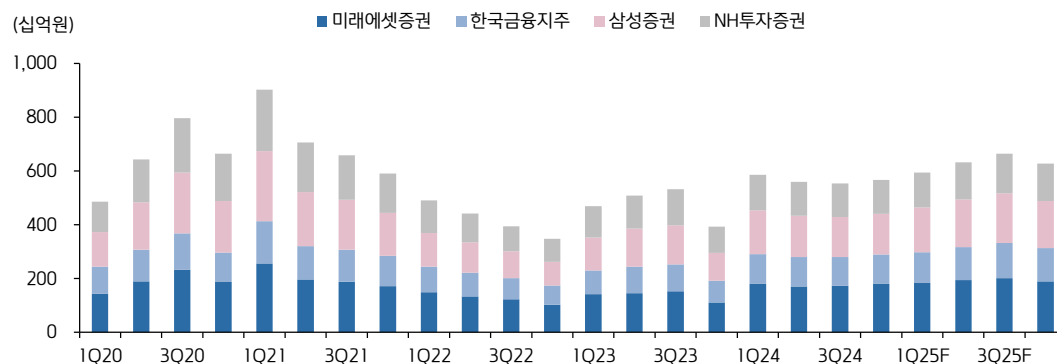
자료: KRX, 키움증권 리서치센터

국내 및 해외 증시 거래대금 추이 및 전망



자료: KRX, 예탁결제원, 키움증권 리서치센터

커버리지 증권사 브로커리지 수수료수익 추이 및 전망



자료: FISIS, 키움증권 리서치센터

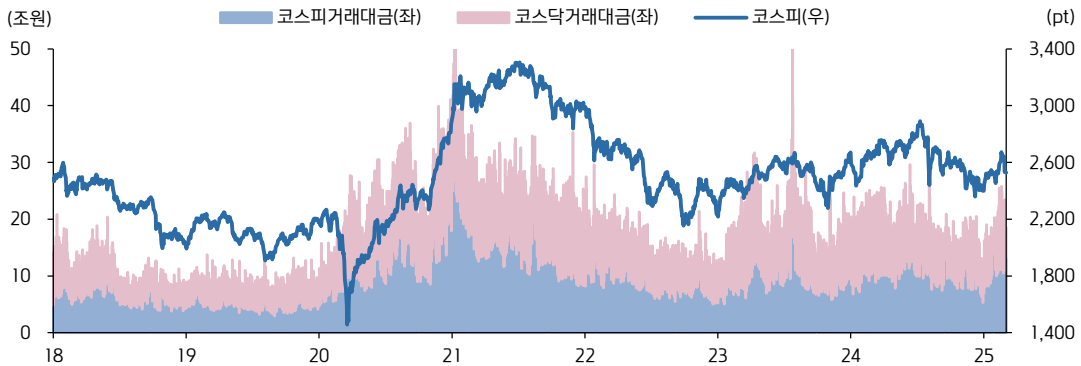
I. 증시 거래대금 현황

>>> 연초 이후 국내 증시 호조에 힘입어 거래대금은 점차 회복 중

작년 하반기 증시 부진으로 거래대금은 지속적으로 감소하는 모습을 보였으나, 올해 연초 이후 증시 호조에 힘입어 거래대금은 회복세를 보이고 있는 모습이다. 코스피와 코스닥 모두 2024 년 7 월부터 6 개월간 하락세를 지속해왔으나, 2025 년 1 월과 2 월에는 각각 코스피가 5%/1%, 코스닥은 7%/2%의 수익률을 기록하면서 반전에 성공한 모습이다. 이에 따라 국내 증시 거래대금은 올해 1 월/2 월은 각각 16.6 조원/21.2 조원으로 기록하며 증가세를 이어가고 있다(작년 하반기 평균 17.1 조원).

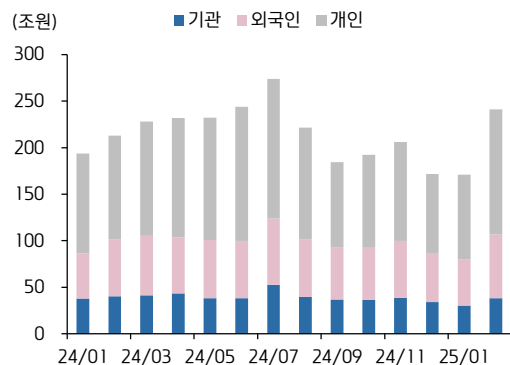
1~2 월의 거래대금 증가는 개인의 시장 참여 확대가 두드러졌다. 1 월/2 월 각각 전월대비 주체별 거래대금 변동은 개인이 +1%/+46%로 가장 높았고, 외국인은 -4%/+40%, 기관은 -13%/+28%를 기록했다. 시장별로는 코스피 시장의 전월대비 거래대금 증가율은 개인이 +6%/+48%로 가장 높았으며, 외국인 -4%/+37%, 기관 -11%/+26% 순이었으며, 코스닥은 외국인 -3%/+45%, 개인 -3%/+43%, 기관 -25%/+41% 순이었다.

국내 증시 거래대금 및 코스피 지수 추이



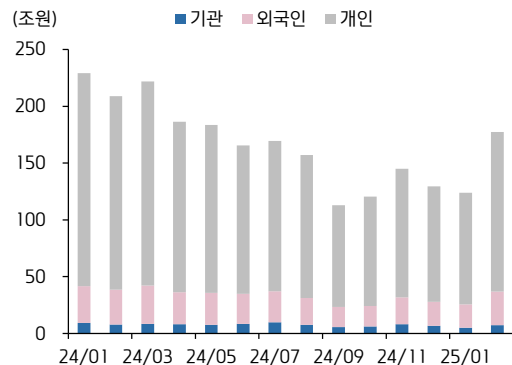
자료: KRX, 키움증권 리서치센터

코스피 시장 월별/주체별 거래대금 추이



자료: KRX, 키움증권 리서치센터

코스닥 시장 월별/주체별 거래대금 추이

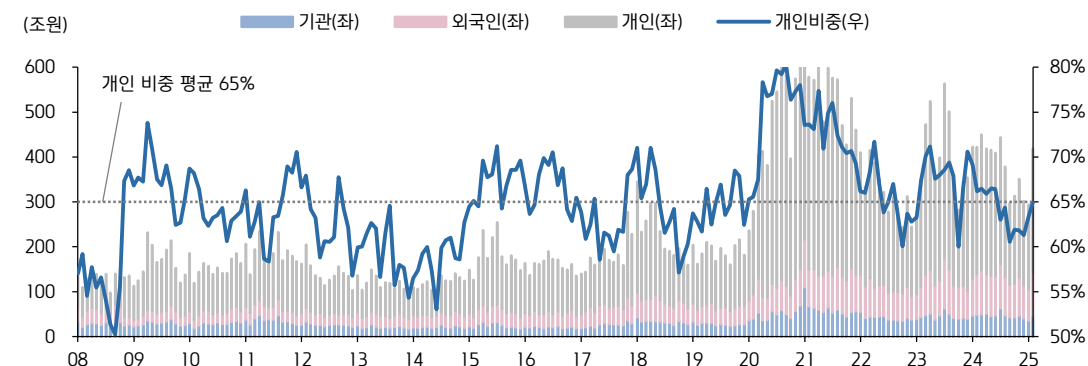


자료: KRX, 키움증권 리서치센터

올해 개인투자자 중심의 국내 증시 거래대금 증가가 있었으나, 장기 시계열로 보면 증시 거래대금 중 개인투자자가 차지하는 비중은 과거 대비 여전히 높지 않은 수준이다. 현재 국내 증시 거래대금 중 개인투자자가 차지하는 비중은 65%인데, 이는 장기 평균과 유사한 수준이다. 코로나19 발생 이후 급격한 개인투자자의 유입으로 거래대금 비중은 80%까지 상승한 바 있는데, 이후 증시가 조정 받으면서 개인투자자 거래대금 비중은 코로나19 발생 이전까지 하락한 상황이다.

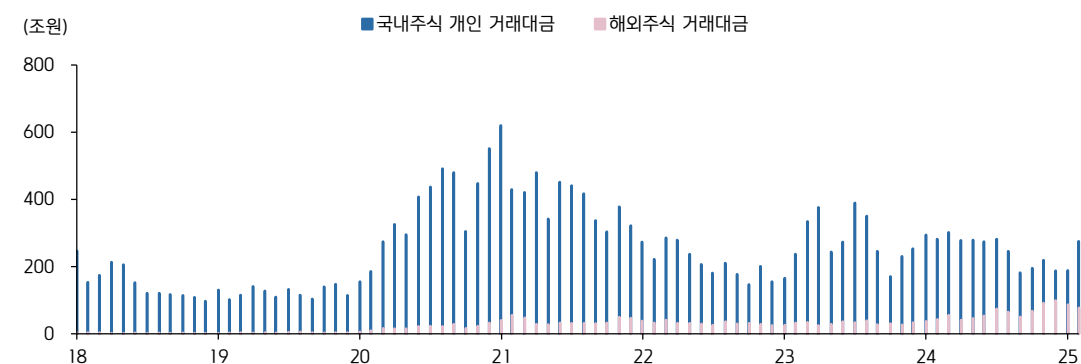
코로나19 이후 증시 조정 시기 국내 증시에서는 개인투자자의 자금 이탈이 빠르게 진행되었으나, 이를 해외주식 거래대금 증가가 상쇄하고 있어 개인들의 자금이 주식시장에서 완전히 떠나간 것은 아니라고 판단한다. 연간 개인 국내주식 거래대금과 해외주식 거래대금의 연간 합산 금액은 2019년 1,529조원에서 2021년 5,397조원까지 증가했으나 이후 증시 조정에 따라 2022년 2,960조원으로 감소했는데, 2024년 3,751조원까지 재차 증가했다. 고점 대비로는 낮아졌으나 코로나19를 기점으로 개인투자자 거래대금의 baseline은 확연하게 높아진 모습이다.

월간 국내주식 주체별 거래대금 및 개인투자자 거래대금 비중 추이



주: 코스피, 코스닥 합산 거래대금 기준
자료: KRX, 키움증권 리서치센터

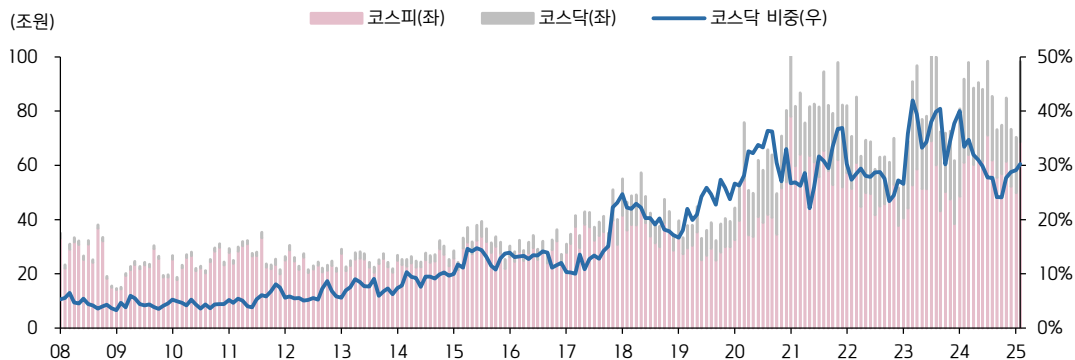
월간 국내주식 개인 거래대금 및 해외 거래대금 추이



주: 코스피, 코스닥 합산 거래대금 기준, 해외주식 거래대금은 월 평균환율 적용하여 원화로 환산
자료: KRX, 예탁결제원, 키움증권 리서치센터

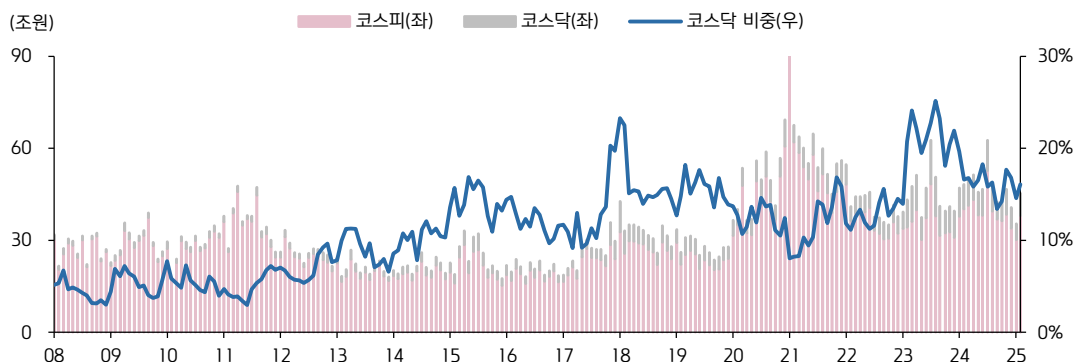
최근 국내 증시 거래대금 현황에서 한 가지 주목할만한 점은 외국인과 기관의 코스닥 거래 비중이 높아졌다는 것이다. 코스닥 시장은 개인들의 전유물로 인식되어왔으나, 외국인과 기관의 진입이 꾸준히 활발해지고 있다. 코스닥 상장 기업 중 시가총액이 외국인/기관이 매매할 수 있을 정도로 충분히 커진 기업들의 등장이 많아졌기 때문인 것으로 보인다.

외국인투자자의 국내 증시 거래대금 및 거래대금 중 코스닥 비중 추이



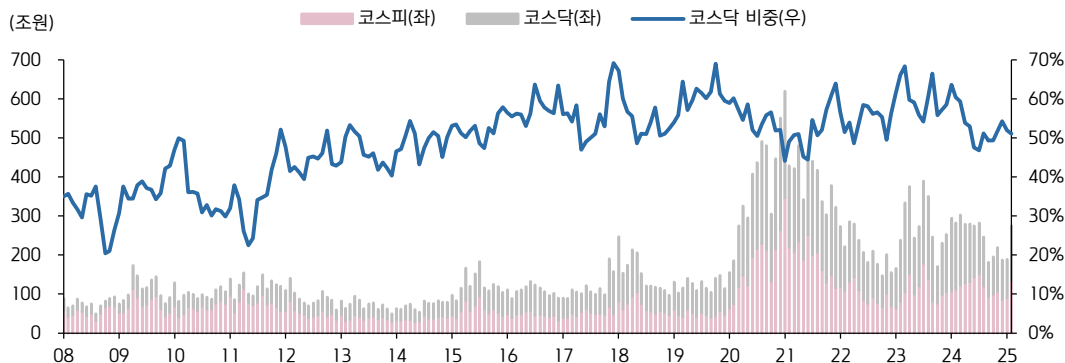
자료: KRX, 키움증권 리서치센터

기관투자자의 국내 증시 거래대금 및 거래대금 중 코스닥 비중 추이



자료: KRX, 키움증권 리서치센터

개인투자자의 국내 증시 거래대금 및 거래대금 중 코스닥 비중 추이

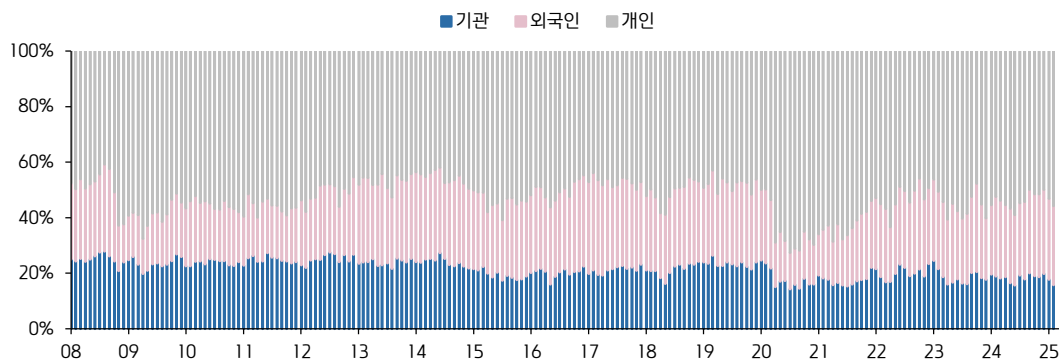


자료: KRX, 키움증권 리서치센터

국내 주식시장 거래대금을 주체별로 살펴보면, 코스피 시장의 경우 코로나 19 당시 개인투자자의 거래대금 비중이 큰 폭으로 상승했으나 이후 다시 조정받아 과거 평균 수준까지 하락한 상황이다. 또한 기관투자자의 거래대금 비중 소폭 축소, 외국인투자자의 거래대금 비중 소폭 확대가 점진적으로 이루어지고 있는 것으로 보인다. 코스닥 시장의 경우, 거래대금 중 개인투자자의 비중 감소와 외국인투자자의 비중 상승이 두드러진다. 상술한 것처럼 코스닥 상장 기업의 시가총액 증가 및 투자 매력도 향상이 주된 이유인 것으로 판단한다.

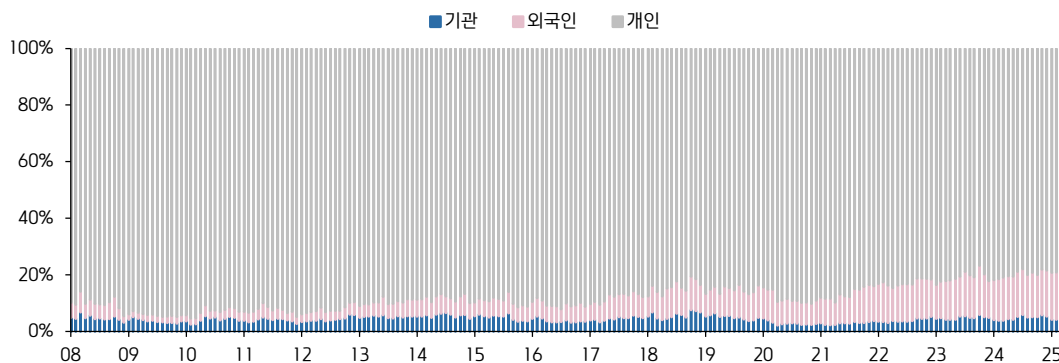
결론적으로, 코로나 19 발생 이후 개인투자자의 국내 증시 이탈은 지속되어 왔으나 이는 주식시장 이탈이 아닌 해외로의 이동이며, 최근 국내 증시 호조에 따라 다시금 국내 주식 거래대금이 증가세로 전환한 바 향후 추가적인 거래대금 증가 잠재력이 있다고 판단한다. 또한, 외국인 거래대금이 꾸준히 증가하고 있다는 점도 주목할 필요가 있다.

코스피 시장 거래대금 중 거래 주체별 비중 추이



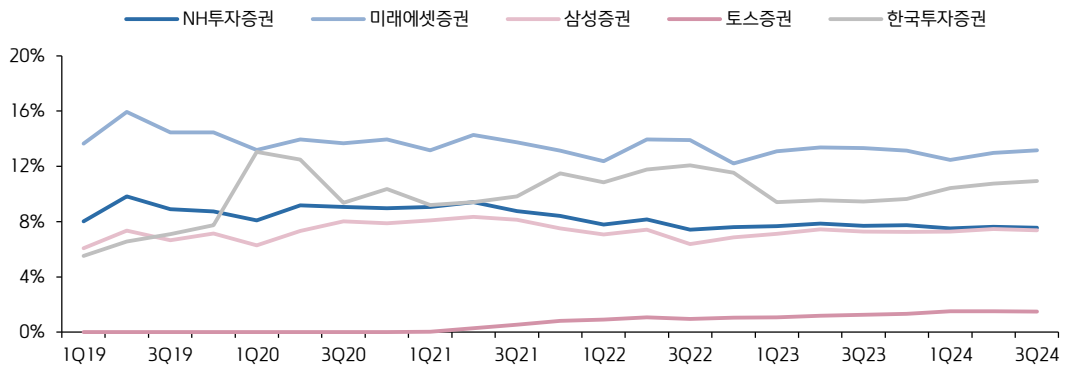
자료: KRX, 키움증권 리서치센터

코스닥 시장 거래대금 중 거래 주체별 비중 추이



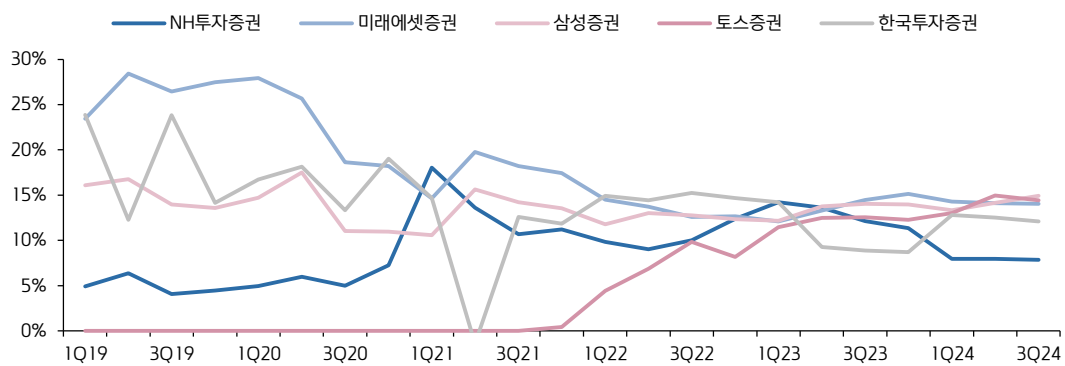
자료: KRX, 키움증권 리서치센터

국내 주요 증권사 지분증권 거래대금 점유율 추이



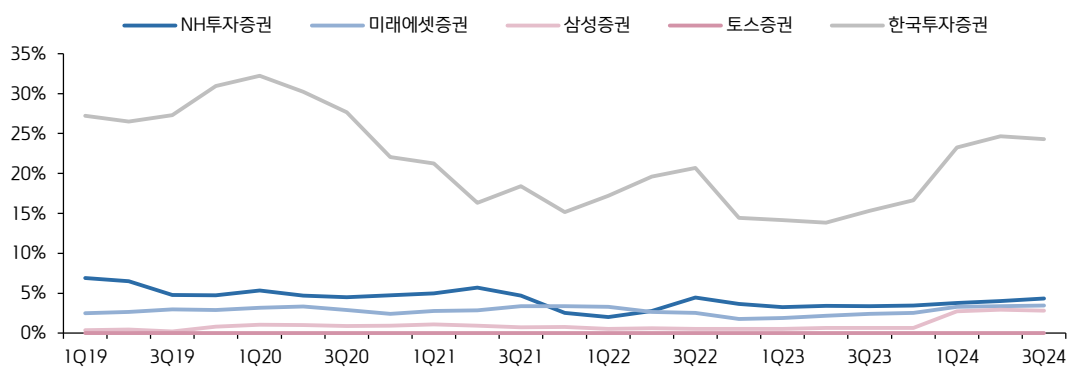
자료: FISIS, 키움증권 리서치센터

국내 주요 증권사 외화증권 거래대금 점유율 추이



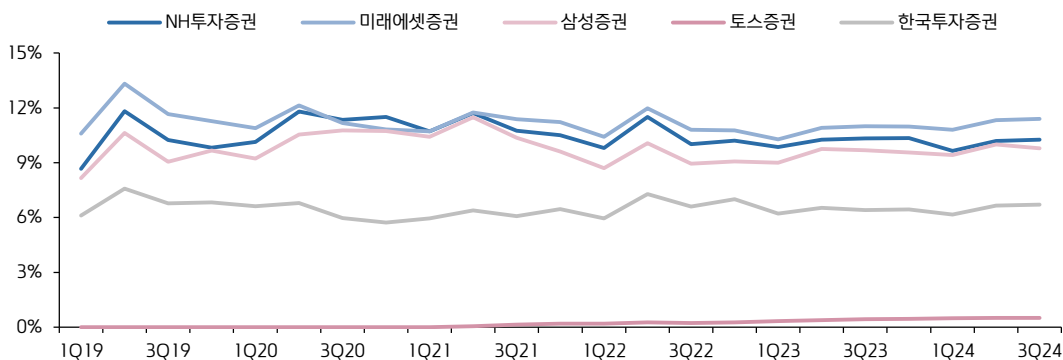
자료: FISIS, 키움증권 리서치센터

국내 주요 증권사 파생상품 거래대금 점유율 추이



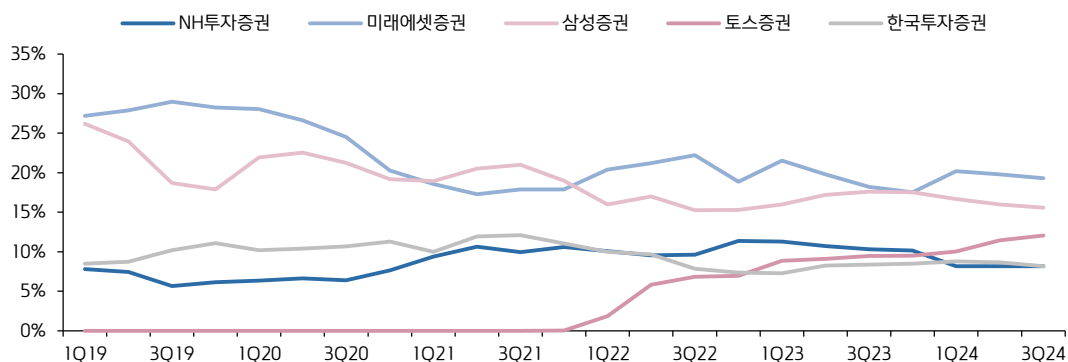
자료: FISIS, 키움증권 리서치센터

국내 주요 증권사 지분증권 수수료 점유율 추이



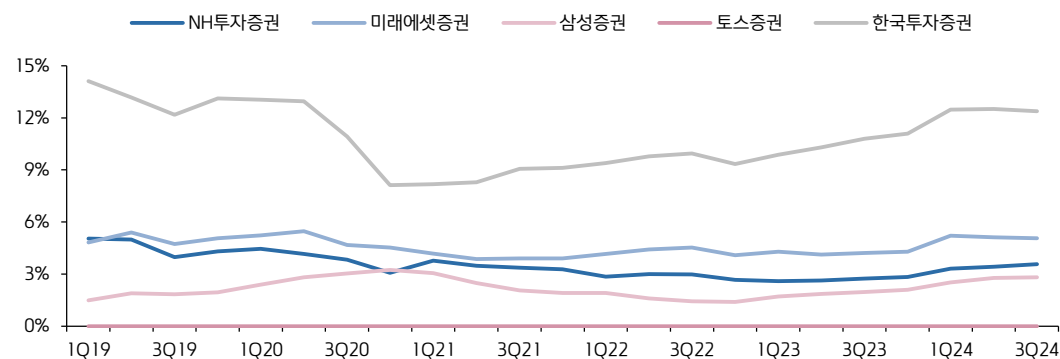
자료: FISIS, 키움증권 리서치센터

국내 주요 증권사 외화증권 수수료 점유율 추이



자료: FISIS, 키움증권 리서치센터

국내 주요 증권사 파생상품 수수료 점유율 추이



자료: FISIS, 키움증권 리서치센터

II. 증시 거래대금, 꾸준히 증가 예상

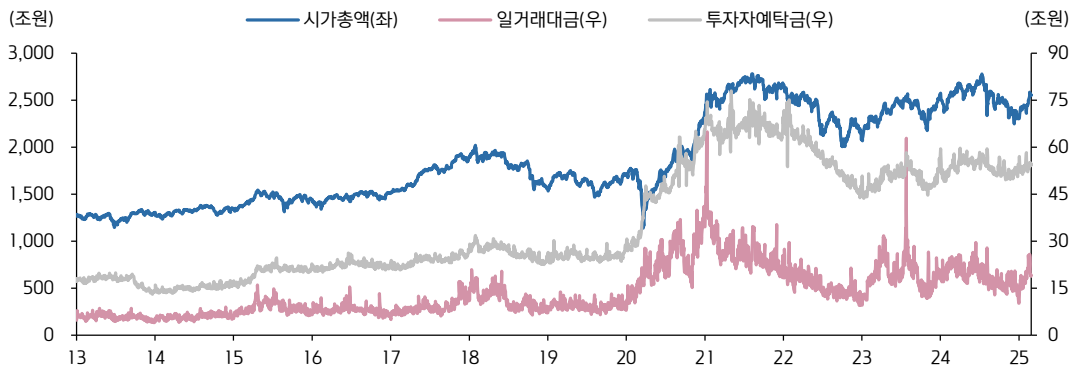
>>> 여전히 높은 예탁금, 남아있는 다양한 이벤트

증시 거래대금은 증시의 수익률, 변동성, 개인투자자 비중, 경제 성장률, 환율 등 다양한 요소와 유의미한 상관관계를 보이는데, 이중 가장 주요한 요인은 역시 증시의 수익률이다. 역사적으로 증시 거래대금이 크게 증가했던 시기는 모두 증시 수익률이 높았던 상승장이었다.

향후 증시 수익률을 예측하는 것은 불가능에 가까우나, 이전보다 증시 거래대금 증가에 유리한 환경이라고 생각하는 첫 이유는 과거보다 높은 수준의 투자자예탁금이 유지되고 있기 때문이다. 코로나 19 발생 이전 투자자예탁금은 30 조원 정도에 불과했으나, 이후 개인투자자의 증시에 대한 관심이 크게 증가하면서 75 조원까지 증가하는 모습이었다. 2022 년 및 2024 년 하반기 증시 조정 장세에도 투자자예탁금은 45 조원 이상으로, 과거 대비 50% 이상 증가한 모습을 보여주고 있다. 증시 대기 자금이 이전보다 현저히 높아짐에 따라 향후 증시 상승에 따른 거래대금 민감도는 큰 폭으로 상승했을 것으로 예상된다.

추가적으로, 향후 남아있는 다양한 이벤트들은 증시 거래대금 증가에 우호적인 환경을 조성하는 데에 도움이 될 것으로 예상된다. 증시 거래대금에 영향을 끼칠 것으로 예상되는 이벤트는 1) 3 월 말부터 공매도 금지 조치 해제 예정, 2) 대체거래소 넥스트레이드의 출범, 3) 밸류업 정책의 일환인 ISA 등 세제 지원 확대 논의 등이다.

국내 증시 시가총액, 일간거래대금, 투자자예탁금 추이



주: 코스피/코스닥 합산 금액
자료: KRX, 키움증권 리서치센터

>>> 역대 최장기간의 공매도 금지, 공매도 재개 후 외국인 자금 유입 기대

2023년 11월 6일부터 이어져온 당국의 국내 증시에 대한 공매도 금지 조치는 2025년 3월 30일 종료될 예정으로, 이에 따라 오는 3월 31일부터 공매도가 재개된다. 이번 공매도 금지 조치는 약 1년 4개월 동안 이어졌으며, 국내 증시 전종목에 대한 공매도 금지 조치로는 역대 최장 기간 동안 진행된 바 적잖은 영향이 있을 것으로 예상된다.

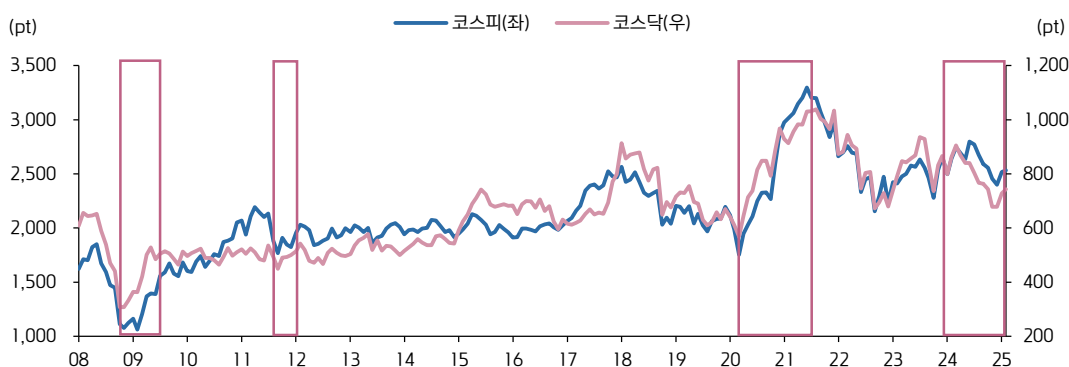
국내 증시 전종목에 대한 공매도 금지 조치는 현재 진행 중인 것을 제외하면 과거 3차례 있었다. 과거 공매도 금지 기간은 1) 2008년 금융위기 발발 이후(2008.10.1 ~ 2009.5.31, 약 8개월), 2) 2011년 유럽발 재정위기 기간(2011.8.10 ~ 2011.11.9, 약 3개월), 3) 2020년 코로나19 발생에 따른 국제 증시 폭락 사태 이후(2020.3.16 ~ 2021.5.2, 약 14개월) 등이었다. 이번 공매도 금지 조치 기간은 2023.11.6 ~ 2025.3.30으로 역대 최장 기간인 약 17개월이다.

과거 금융당국의 전종목 공매도 금지 조치 기간

(십억원,%)	1차 (2008년)	2차 (2011년)	3차 (2020년)	4차 (2023년)
시작일	2008. 10. 1	2011. 8. 10	2020. 3. 16	2023. 11. 6
종료일	2009. 5. 31	2011. 11. 9	2021. 5. 2	2025. 3. 30 (예정)
기간	8개월	3개월	14개월	17개월
공매도 금지 사유	미국발 서브프라임 모기지 사태와 리먼브라더스 파산 신청('08. 9. 15) 등에 따른 글로벌 증시 폭락	유럽발 재정위기 확산과 미국의 경기둔화 우려 및 재정적자 부담 확대에 따른 국가 신용등급 강등('11. 8. 5), 이로 인한 증시 폭락	코로나19의 글로벌 확산과 이로 인한 봉쇄 및 실물경제 침체 장기화 우려에 따른 증시 폭락	고금리, 글로벌 경제 성장 둔화, 이스라엘-하마스 무력분쟁 등 지정학적 리스크 증대와 글로벌 IB의 대규모 불법 무차입 공매도 사례 적발에 따른 증시 불확실성 확대

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

국내 증시 추이 및 과거 공매도 금지 기간



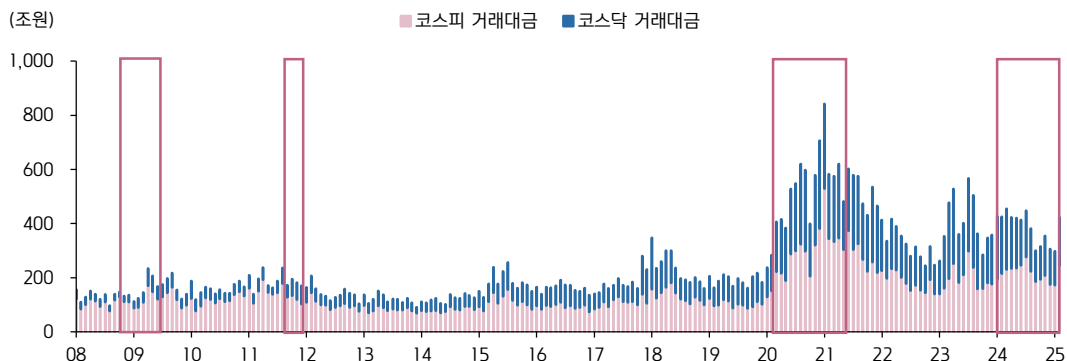
자료: KRX, 금융위원회, 키움증권 리서치센터

공매도 금지 조치는 통상 그 목적이 증시의 변동성을 완화시키는 것이며, 따라서 증시 거래대금은 공매도 금지 조치 기간 동안 감소할 것으로 생각하는 것이 합리적이다. 실제로 2008년과 2011년 글로벌 금융위기 이후에는 공매도 금지 조치 시행 이후 초반에는 증시 거래대금이 감소하는 모습을 보였다. 다만 공매도 금지 조치 해제 시점이 가까워질수록 증시 상승 및 거래대금 증가세를 보이는 모습이었는데, 시간이 지남에 따라 금융위기의 충격이 잦아들면서 위험자산 선호 심리가 향상되었기 때문인 것으로 보인다. 이러한 증시 거래대금 증가세는 공매도 금지 조치가 해제된 이후에도 당분간 이어졌다.

다만 이후의 공매도 금지 조치는 다소 다른 양상을 보인다. 코로나19의 대유행이 시작된 2020년 3월에는 공매도 금지 조치 직후에는 거래대금이 감소하는 양상을 보였으나, 이후 개인투자자 중심의 저가매수세가 급격하게 유입되면서 글로벌 증시는 빠르게 상승하여 폭락 이전의 고점을 상회하였으며, 국내 증시 거래대금 역시 이전보다 크게 증가하는 모습을 보였다. 하지만 이후 증시의 상승 동력이 사라지자 거래대금도 점차 감소했으며, 공매도 금지 조치가 해제된 이후에도 증시 부진에 따라 거래대금 감소세는 지속되었다.

현재 진행 중인 공매도 금지 조치는 상당 기간 이어져온 바, 공매도 금지 조치 시행 당시의 금융시장 충격이나 이후의 저가매수세 유입 효과는 이미 충분히 진행되었을 것으로 판단한다. 따라서 2008년과 2011년과 같은 공매도 금지 조치 해제에 따른 증시 거래대금 증가 효과를 기대하기는 어려운 상황으로 보인다. 다만 규제 완화 및 시장 효율성 향상에 따른 외국인 자금 유입은 어느정도 기대할 수 있을 것으로 예상된다.

국내 증시 월간 거래대금 추이 및 과거 공매도 금지 기간

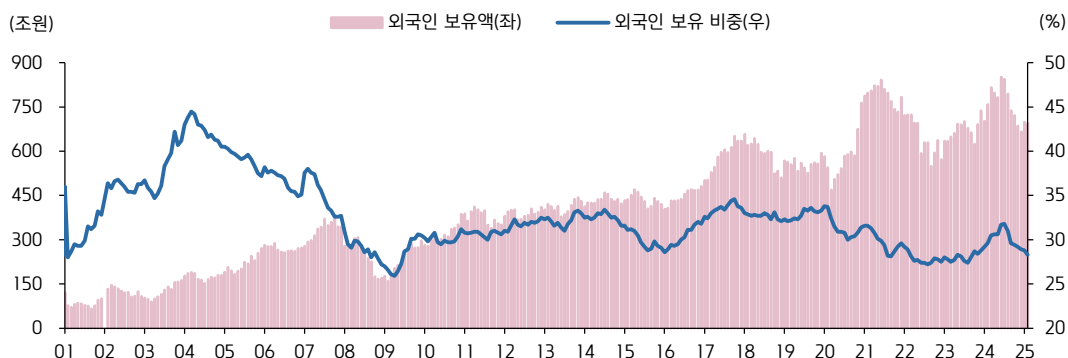


자료: KRX, 금융위원회, 키움증권 리서치센터

공매도 금지 조치 해제 시 이에 기인한 즉각적인 거래대금 증가를 기대하기는 어려우나, 증시 효율성 향상에 따라 외국인투자자의 자금 유입은 기대할 수 있을 것으로 예상된다. 그 이유로는 1) 작년 하반기 외국인투자자의 급격한 유출로 현재 국내 주식시장의 외국인 보유 비중은 역대 최저 수준까지 하락한 상황이며, 2) 과거 사례를 보았을 때 공매도 금지 조치 해제 이후에는 국내 주식시장의 외국인 보유 비중은 빠르게 상승했기 때문이다.

우리나라 주식시장의 외국인투자자 보유 비중은 과거 2000년대 초중반 증시 호황기 45%까지 상승한 적도 있지만, 이후 25% ~ 35% 수준에서 횡보하는 모습을 보여왔다. 최근 국내 증시 상승에도 불구하고 외국인투자자의 보유 비중은 2024년 12월 28.9%, 2025년 1월 28.8%, 2월 28.3%로 오히려 감소한 모습인데, 이에 따라 아직 외국인투자자의 신규 자금은 이루어지지 않았다고 볼 수 있다. 현재 외국인 보유 비중은 2024년 하반기 크게 하락하여 역사적 하단에 가까운 상황으로 추가 하방 압력은 제한적일 것으로 보인다. 추가적으로 과거 공매도 금지 조치 해제 이후에는 외국인 보유 비중은 상승세를 보였는데, 국내 주식시장 효율성이 향상됨에 따라 롱숏펀드 등의 진입 유인이 커졌기 때문인 것으로 추정된다. 이에 따라 향후 공매도 금지 조치 해제 시 외국인투자자의 자금 유입을 기대해볼 수 있다는 판단이다.

국내 주식시장 외국인 보유액 및 비중 추이



자료: KRX, 키움증권 리서치센터

국내 주식시장 외국인 보유 비중 추이 및 과거 공매도 금지 기간



자료: KRX, 키움증권 리서치센터

>>> 대체거래소 넥스트레이드 출범, 투자자 편익 증가 예상

3월 4일부터 국내 최초의 대체거래소인 넥스트레이드가 출범했다. 2013년 다자간매매체결회사 제도가 도입된 이후 12년만에 한국거래소의 독점 체제가 복수 거래소와 경쟁 체제로 전환되었다. 출범 첫 날에는 코스피/코스닥 각각 5종목씩 총 10종목 거래가 가능하지만, 매매체결대상종목을 단계적으로 확대하여 3월 31일부터는 코스피/코스닥 각각 380/420종목씩 총 800종목에 대한 거래를 지원할 예정이다

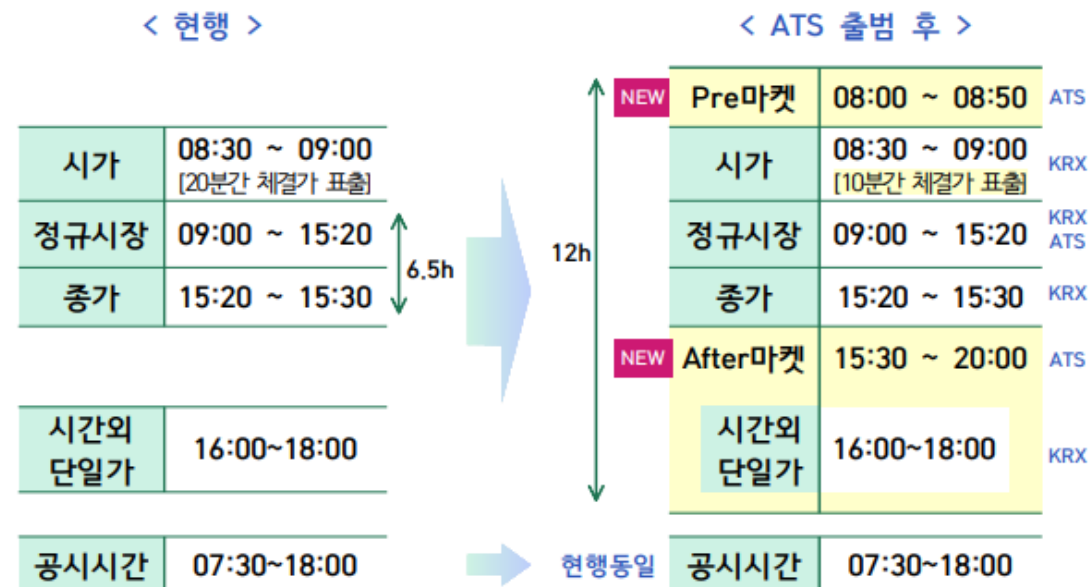
대체거래소 도입으로 달라지는 점은 1) 거래시간 확대, 2) 새로운 유형의 호가 제도 도입, 3) 거래수수료를 인하이다. 넥스트레이드는 정규 거래시간(09:00 ~ 15:20)은 한국거래소와 동시에 운영하는데, 그 전후로 Pre마켓(08:00 ~ 08:50)과 After마켓(15:30 ~ 20:00)을 신규로 운영하며 이에 따라 우리나라 주식거래 시간은 오전 8시부터 오후 8시까지 12시간이 된다. 다만 한국거래소의 시가/종가 단일가매매는 이전과 같으며 단일가매매 시간 중 08:50 ~ 09:00, 15:20 ~ 15:30에는 넥스트레이드의 거래가 중단된다.

대체거래소 넥스트레이드의 매매체결대상종목 지정 계획

		1단계	2단계	3단계	4단계
시작일		2025. 3. 4 ~	2025. 3. 17 ~	2025. 3. 24 ~	2025. 3. 31 ~
신규 추가 종목수	코스피	5	50	145	180
	코스닥	5	50	95	270
거래 가능 종목 수	코스피	5	55	200	380
	코스닥	5	55	150	420

자료: 넥스트레이드, 키움증권 리서치센터

대체거래소 도입 후 거래시간 변경



자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

새로운 호가 제도인 중간가호가와 스톱지정가호가도 도입된다. 중간가호가는 최우선 매수/매도 호가의 중간 가격으로 가격이 자동 조정되는 방식으로, 중간가호가로 주문을 낼 경우에는 기존 지정가/시장가 주문보다 자동으로 주문자에게 유리하게 체결될 것을 기대할 수 있다. 하단의 예시처럼 최우선매도호가 2,995 원이고 최우선매수호가 3,000 원일 경우 중간가호가를 선택하여 주문을 제출하면 매도/매수호가의 중간가인 2,997 원에 체결되는 방식이다.

중간가호가는 한국거래소와 넥스트레이드 모두 선택할 수 있는데, 매매체결 가능성 향상 및 호가 단위 세분화 등의 효과가 기대된다. 주문자에게 매수/매도호가 스프레드 축소에 따른 비용 감소라는 실질적인 이익이 있는 만큼 국내 증시 투자자의 효용 확대 및 거래 유인 증가가 기대된다.

새로 도입된 중간가호가 예시

<중간가호가 체결 사례(예시)>

매도(수량)	호가가격	매수(수량)
20,000주	3,015원	
30,000주	3,010원	
40,000주	3,005원	
80,000주	3,000원	
50,000주	2,997원	
	2,995원	20,000주
	2,990원	40,000주
	2,985원	30,000주
	2,980원	20,000주

매도중간가호가
50,000주

매수지정가호가
70,000주 (3,000원)

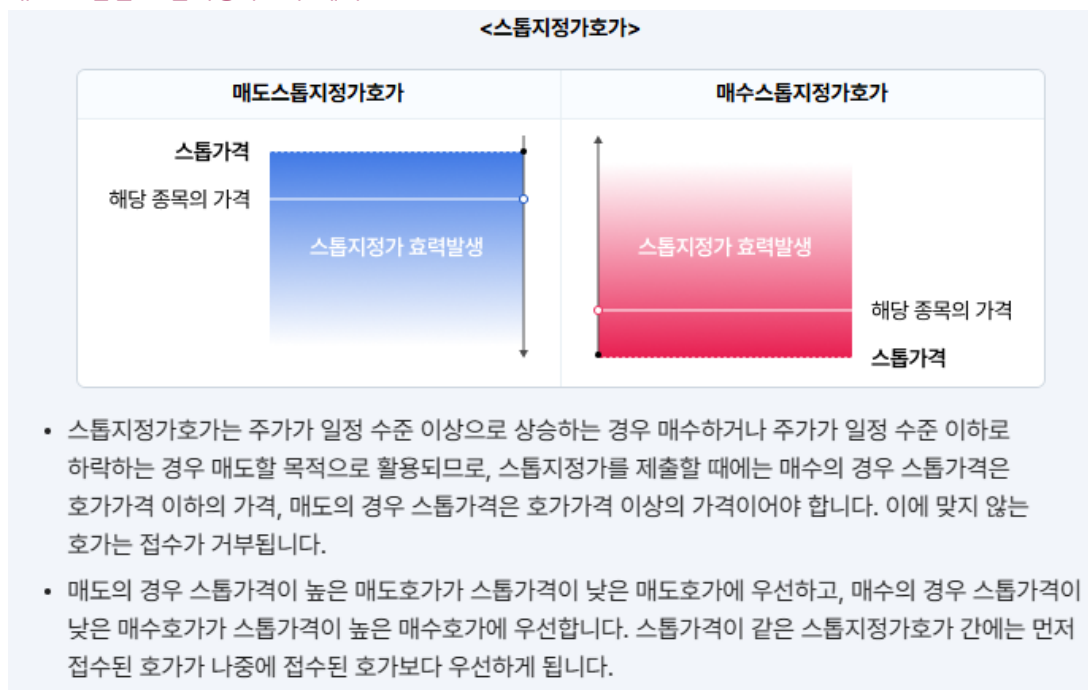
- 호가상향 : 직전가격2,995원/최우선매도호가3,000원/최우선매수호가2,995원/중간가격2,997원
- 체결시나리오
 - ① A투자자 : 매도중간가호가 50,000주 제출
 - ② B투자자 : 최우선매도호가가격인 3,000원에 매수호가 70,000주 제출
 - 50,000주는 중간가호가와 체결 (50,000주@2,997원)
 - 20,000주는 최우선매도호가와 체결 (20,000주@3,000원)
 - ③ A투자자는 중간가호가로 인해 최우선매도호가보다 우선하여 체결
 - ④ A투자자, B투자자 모두 중간가호가로 인해 각각 150,000원의 가격개선(비용절감)

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

스톱지정가호가는 시장 가격이 투자자가 정한 가격에 도달하면 지정가 주문을 내는 방식이다. 스톱지정가호가에는 스톱가격과 호가 두 가지를 정하여 주문을 내게 되는데, 매수스톱지정가호가의 경우 주가가 스톱가격과 같거나 높게 된 때 스톱가격보다 높은 가격으로 매수 호가를 접수하는 방식이며 반대로 매도스톱지정가호가는 주가가 스톱가격과 같거나 낮게 된 때 스톱가격보다 낮은 가격으로 매도 호가를 접수하는 방식이다.

스톱지정가호가 역시 한국거래소와 넥스트레이드 모두 사용 가능하며, 주가가 상승 추세에 돌입할 경우 추격매수, 하락 추세에 돌입할 경우 손절매 등에 활용할 수 있기 때문에 다양한 투자전략을 구사하는 데에 도움이 될 것으로 보인다.

새로 도입된 스톱지정가호가 예시



자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

대체거래소 출범으로 주식 거래시간이 확대됨과 동시에 새로운 호가 제도가 도입됨에 따라 시장 접근성이 향상되었으며 비용 감소, 투자전략 다양화 등 투자자의 효용이 증가함에 따라 시장 참여 확대 및 거래대금 증가의 방향성을 기대할 수 있다고 판단한다.

>>> ISA 세제혜택 확대에 따른 국내 투자 관심도 증가 기대

기획재정부가 발표한 2025년 경제정책방향에 따르면, 밸류업 프로그램 촉진의 일환으로 ISA(개인종합자산관리계좌) 세제지원을 확대할 방침임을 밝혔다. 주요 내용으로는 1) ISA의 납입한도와 비과세한도를 확대시키고, 2) 국내 투자형 ISA를 신설하며, 3) 1인 1계좌 규제를 폐지하는 것이다. 동시에 최근 야당에서도 ISA의 세제혜택 확대를 골자로 하는 법안을 발의했으며, 이에 따라 향후 ISA 혜택은 기존보다 확대될 가능성이 높은 상황이다.

기획재정부는 ISA의 납입한도를 기존 연 2천만원(총 1억원)에서 연 4천만원(총 2억원)으로 상향하며, 비과세한도 역시 기존 200만원(서민형 400만원)에서 500만원(서민형 1,000만원)으로 확대할 계획이다. 납입한도 및 비과세한도가 약 2배로 증가함에 따라 ISA 납입금은 큰 폭으로 증가할 전망이다.

국내 투자형 ISA는 납입한도는 연 4천만원(총 2억원)으로 일반 ISA와 같지만, 비과세한도는 1,000만원(서민형 2,000만원)으로 일반 ISA의 2배에 달한다. 특히, 기존 ISA 가입이 불가능했던 금융소득종합과세 대상자도 국내 투자형 ISA에 가입할 수 있게 된다.

기획재정부의 ISA 관련 세제혜택 확대 방안

- ③ ISA 납입한도·비과세한도 확대,
- ④ 국내 투자형 ISA(국내 상장주식, 국내 주식형 펀드만 투자 가능) 신설

- ▶ [일반 ISA] ①납입한도: 연 2천만원(총 1억원) → 연 4천만원(총 2억원)
 ②비과세한도: 200만원(서민형 400만원) → 500만원(1,000만원)
- ▶ [국내투자형 ISA] ①납입한도: 연 4천만원(총 2억원)
 ②비과세한도: 1,000만원(서민형 2,000만원)
 ③가입대상: 금융소득 종합과세자까지 포함
 (금융소득 종합과세자는 비과세 없이 14% 분리과세)

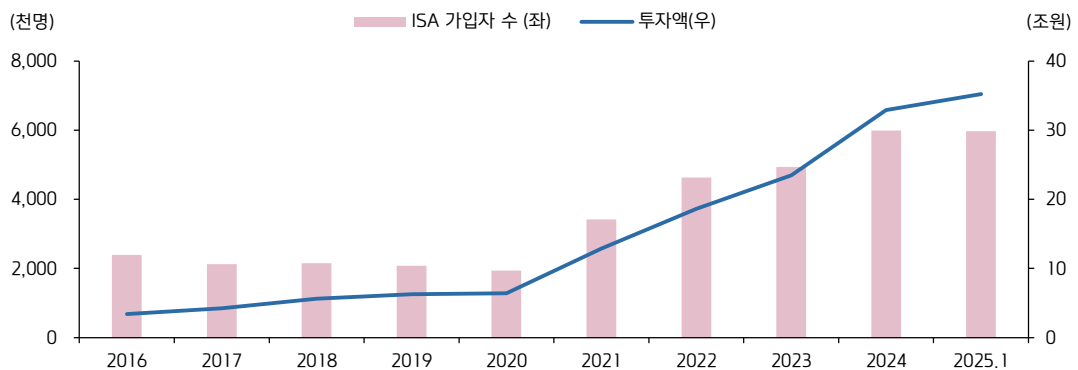
자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

ISA 세제혜택이 확대될 경우 투자에 대한 관심도 증가 및 국내 투자 활성화가 기대된다. 2016 년 ISA 도입 이후 개인투자자의 투자에 대한 관심도가 급격히 확대된 2021 년부터 ISA 가입자와 납입금액은 급격한 성장세를 보였는데, 이는 가계자산의 증시로의 유입이 지속되고 있음을 나타낸다. ISA 의 비과세한도가 2 배 이상으로 확대될 예정이고, 특히 상대적으로 금융자산이 많은 금융소득종합과세의 대상자도 국내 투자형 ISA 가입이 가능한 바 국내 증시에 유입되는 자금은 빠르게 증가할 것으로 기대할 수 있다.

일본의 경우, 주식시장 활성화 및 가계의 자산형성 지원 등을 위해 2014 년부터 일본의 ISA 인 NISA 를 도입한 바 있는데, NISA 계좌 수 및 납입금액이 꾸준히 증가한 것은 물론 가계자산이 주식시장으로 유입되며 증시 호조 및 거래대금 증가세에 기여하는 모습이었다. NISA 도입 효과에 힘입어 일본 정부는 2024 년 비과세 한도를 대폭 확대하고 비과세 보유기간을 무제한으로 늘린 新 NISA 를 출시함에 따라 향후에도 가계자산의 증시 유입 효과가 이어질 것으로 기대 중이다.

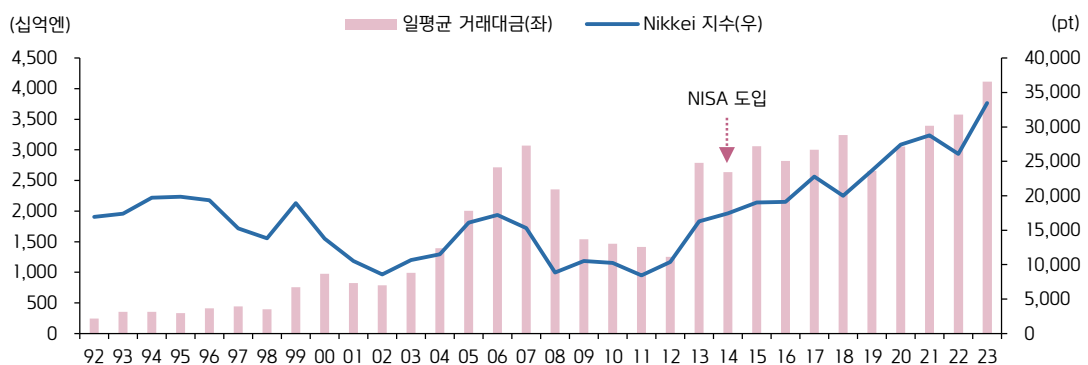
우리나라의 ISA 가입자는 약 600 만명으로 일본의 약 2,300 만명 대비 가입자 비중은 낮은 상황인데, 향후 세제혜택 확대가 이루어질 경우 ISA 활성화 및 국내 증시로의 자금 유입이 기대된다.

국내 ISA 가입자 수 및 투자액 추이



자료: 금융투자협회, 키움증권 리서치센터

일본 증시 일평균 거래대금 및 Nikkei 지수 추이



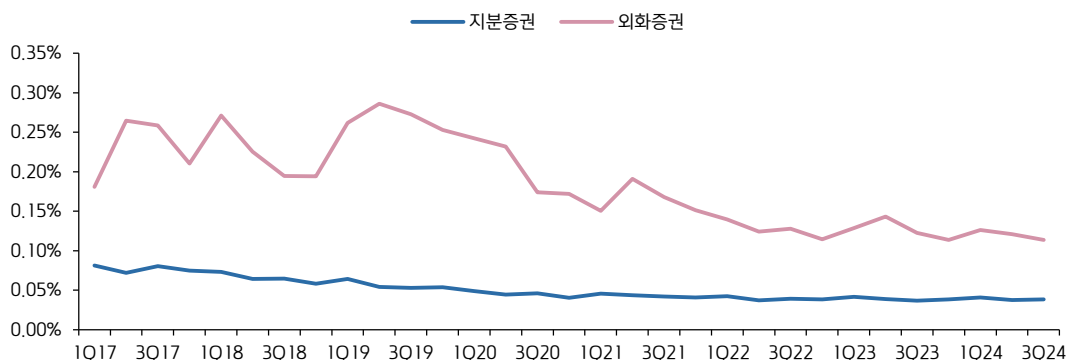
자료: 일본증권협회, 키움증권 리서치센터

III. 수수료율 인하 경쟁 전망

>>> 증권사 위탁매매 수수료율 하락 기조 지속

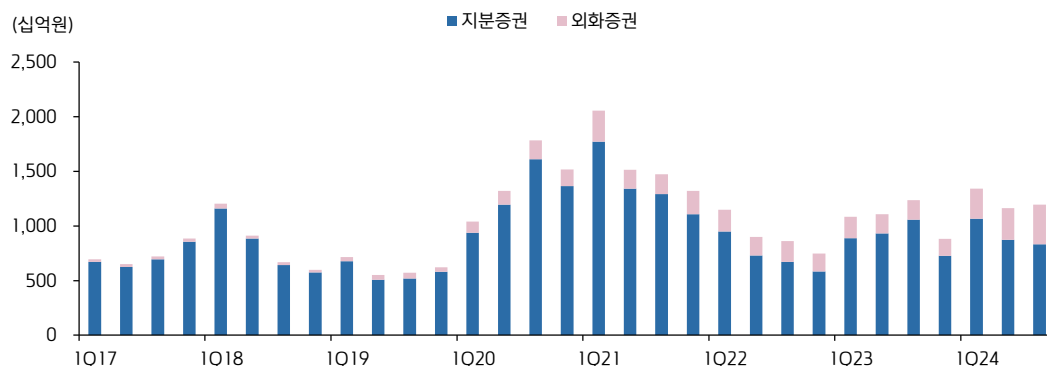
증권사들의 수수료 경쟁이 계속되고 있다. 증권 거래의 온라인화가 가속화됨에 따라 주식시장에 대한 개인투자자의 접근성이 크게 향상되었으며, 증권사들은 고객 유치를 위해 낮은 수수료율을 내세우며 경쟁해왔다. 또한, HTS/MTS 사용률이 꾸준히 상승하면서 상대적으로 수수료율이 높은 ARS/오프라인 주문 등의 비중은 하락하였으며, 이는 믹스 악화로 추가적인 수수료율 하락 요인으로 작용하고 있다. 국내 증권사의 합산 수수료율(위탁매매수수료/거래대금)은 2017 년 국내/해외 각각 0.081%/0.181%에서 2024 년 3 분기에는 그 절반 수준인 0.038%/0.114%로 하락했다.

국내 증권사 합산 위탁매매수수료율 추이



주: 수수료율은 국내 증권사 합산 수수료를 합산 거래대금으로 나누어 계산
 자료: FISIS, 키움증권 리서치센터

국내 증권사 합산 위탁매매수수료 추이

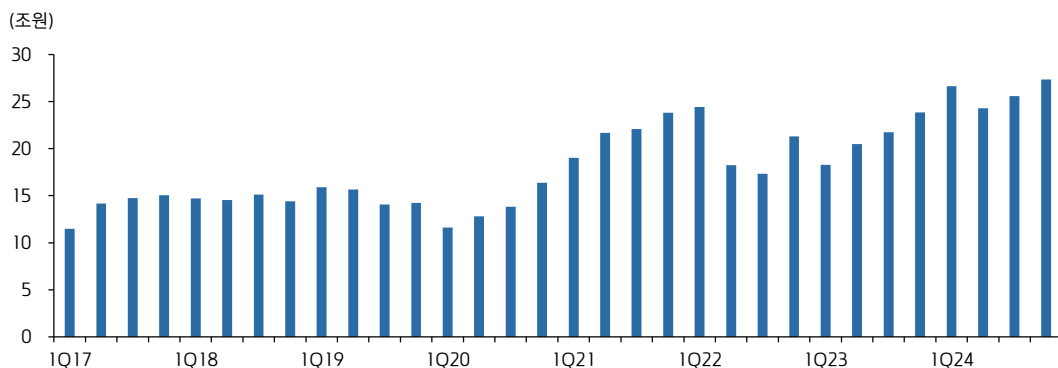


자료: FISIS, 키움증권 리서치센터

특히 최근에는 무료수수료를 내세운 메리츠증권이 투자자에게 큰 반향을 불러일으키고 있다. 이전부터 증권사들의 위탁매매수수료 인하 이벤트는 여러 번 진행되어왔으나, 2026년 말까지 진행되는 이번 메리츠증권의 이벤트는 유관기관수수료 등 관련 제비용과 달러에 대한 환전수수료까지 부과하지 않는다는 점이 특징이다. 이번 이벤트는 2024년 11월부터 진행되었는데, 2024년 연말 메리츠증권의 리테일고객 예탁자산은 전분기대비 7%, 전년말대비로는 15% 증가한 27.3 조원을 기록했다. 리테일 1억원 이상 고객수는 전분기대비 29%, 전년말대비 45% 증가한 14,068명을 기록했다.

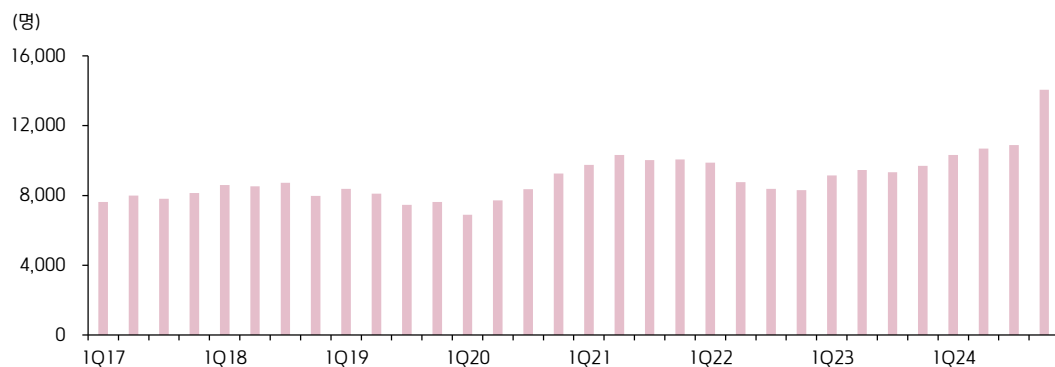
개인투자자의 금융시장에 대한 관심도는 꾸준히 증가하고 있고, 이에 따라 퇴직연금과 자산관리 시장도 급격히 커질 것으로 예상되는 만큼 고객 예탁자산 확보를 위한 증권사들의 수수료율 경쟁은 향후에도 이어질 것으로 예상된다.

메리츠증권의 리테일 고객 예탁자산 추이



자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠증권의 1억원 이상 고객수 추이



자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

>>> 그럼에도 답은 있다 - 미국과 일본에서 얻는 힌트

단기적으로는 상술한 개인투자자의 주식시장 관심 지속, 공매도 금지 조치 해제, 대체거래소 출범 등으로 증권사 브로커리지 업황은 부진했던 전년 대비 개선될 것으로 예상된다. 하지만, 장기적으로는 경쟁 심화에 따른 수익성 감소 추세 지속은 불가피할 것으로 보인다. 미국과 일본 등에는 이미 주식 거래수수료 무료를 표방하는 증권사들이 있는데, 우리나라도 머지않아 이와 같은 증권사가 등장할 가능성을 배제할 수 없다.

장기적으로 증권사 위탁매매 수익성 감소가 예상되지만, 이미 미국과 일본에서는 성공적으로 거래수수료 무료 전략을 안착시킨 증권사가 있는 만큼 국내 브로커리지 산업의 쇠퇴로 이어지지는 않을 것으로 판단한다. 다만 먼저 간 그들이 주는 힌트를 보았을 때, 어떤 전략을 사용하여 적절하게 대응하는 지가 중요해질 것으로 보인다.

거래수수료 무료를 선언한 증권사는 대표적으로 미국의 로빈후드와 찰스 슈왑, 그리고 일본의 SBI홀딩스가 있다. 로빈후드는 설립 당시부터 수수료 무료를 내세웠으며, 찰스 슈왑은 2019년 수수료 무료화를 선언했고, SBI홀딩스는 2023년 '제로 혁명'을 통해 수수료를 받지 않을 것임을 밝혔다.

위 증권사들은 거래수수료 무료를 내세운 이후 수수료 감소의 여파가 실적에 반영되기도 했으나, 빠른 고객 유입으로 이내 여타 사업 영역에서 호조를 보이며 최근 견조한 실적 흐름을 보이고 있다는 특징을 보이고 있다. 공통적으로는 수수료 무료 선언 이후 고객 계좌 수의 급증이 신용공여 확대 등으로 이어지면서 이자수익이 큰 폭으로 증가한 모습이었으며, 그 외로는 찰스 슈왑은 자산 관리, 로빈후드는 PFOF와 암호화폐 시장, SBI홀딩스는 FX 거래와 암호화폐 등 신사업 진출 등 제각기 특화된 전략으로 통해서 성장 동력을 확보하고 있다.

국내 증권업 투자자의 입장에서는, 해당 사례를 살펴본 이후 향후 증권사들이 시장 변화에 어떻게 대응하는 지에 대한 평가가 투자 대상 기업을 결정하는 기준이 될 것으로 예상된다.

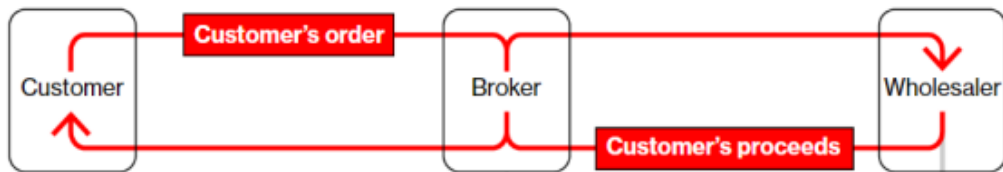
로빈후드 (HOOD.US)

2013년 설립된 로빈후드는 미국의 대표적인 주식 거래 플랫폼으로, 거래 시 수수료를 부과하지 않는 대신 PFOF(Payment for Order Flow)를 주요 수입원으로 삼았다. PFOF란 증권사가 리테일 투자자들의 주문 정보를 시장 조성자(Wholesaler)에게 판매하는 것으로, 시장 조성자들은 증권사에게 수수료를 지불하고 확보한 리테일 투자자의 주문 정보를 바탕으로 매수/매도호가 스프레드를 활용하여 수익을 얻는다. PFOF는 거래수수료 인하의 이점이 있지만 주문 정보를 판매한다는 점에서 아직 법적으로 논란의 소지가 있으며, SEC는 이에 대해 다양한 규제안을 제시하였으나 아직 완전히 금지하지는 않고 있어 로빈후드는 이로부터 수익을 얻고 있다.

로빈후드는 실적에서 PFOF 방식으로 창출한 수익을 '거래관련수익'으로 표기하며, 2024년 순영업수익 중 거래관련수익의 비중은 54%를 기록했다. 다만 PFOF 수익에 대한 규제 리스크 등으로 최근 암호화폐 거래 지원, 이자수익/구독서비스 등으로 수익원을 다각화하고 있는 추세이다.

PFOF(Payment of Order Flow) 개념

❶ A buy or sell order is placed with a broker, who sends it to a wholesaler for execution

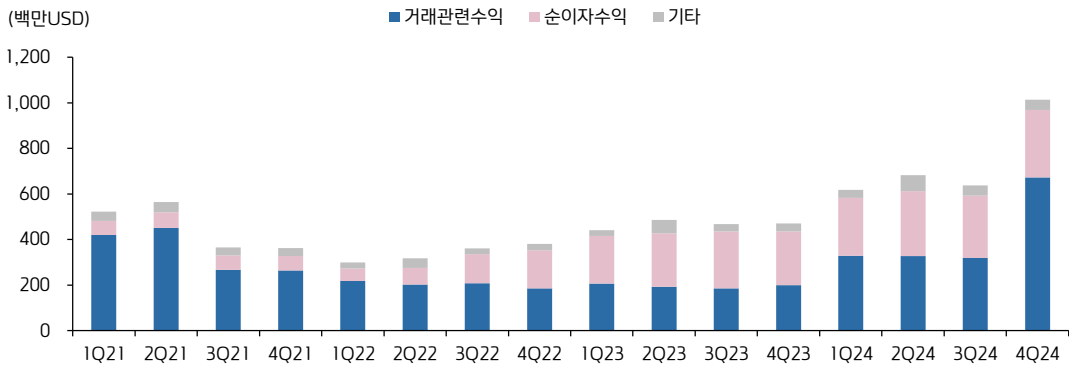


❷ The wholesaler sends the trade's proceeds to the broker, who passes it to the customer

❸ The wholesaler pays the broker a fee for the business. The fee is usually split between covering the cost of the trade and a profit for the broker

자료: SEC, Congressional Research Service, 키움증권 리서치센터

로빈후드의 매출 구성



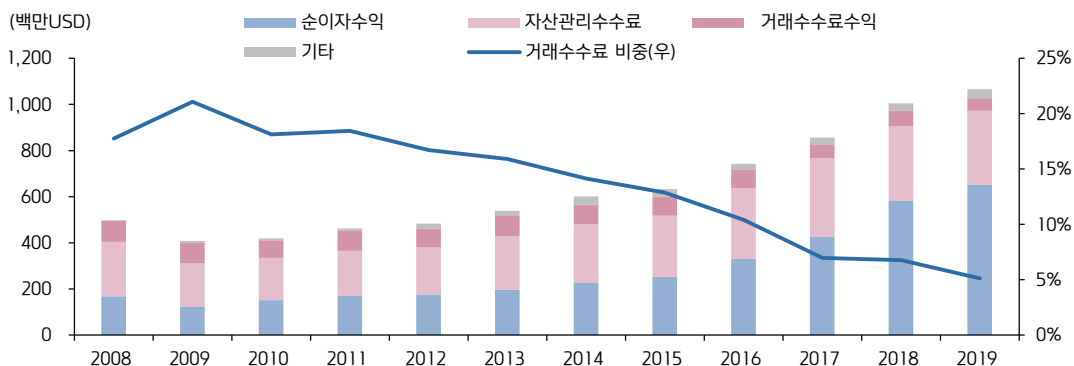
자료: 로빈후드 마케츠, 키움증권 리서치센터

찰스 슈왓 (SCHW.US)

미국의 리테일 브로커리지 1위 기업인 찰스 슈왓은 2019년 대규모 변화를 시도했는데, 1) 주식 거래수수료 무료를 선언하였으며, 2) 리테일 브로커리지 2위 기업인 TD아메리트레이드 인수를 발표했다. 수수료 인하 경쟁이 지속되었고, 로빈후드 등 거래수수료 무료를 내세우는 기업이 등장하면서 다른 수익원을 모색해야 했기 때문이다. 2009년 21%에 달했던 운영업수익 중 거래수수료 비중은 경쟁이 이어진 끝에 2019년 5%까지 하락했다.

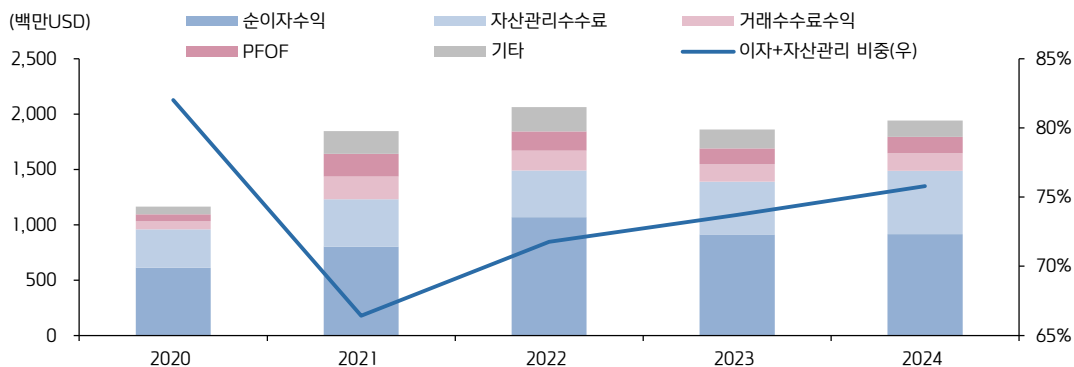
찰스 슈왓은 거래수수료 무료 대신 TD아메리트레이드 인수로 큰 폭의 외형 성장 이후 늘어난 보유자산을 기반으로 이자손익과 자산관리수수료 확대에 집중하는 모습이다. 인수는 2020년 말 마무리되었는데, 인수 직후 일시적으로 거래수수료의 비중이 상승하기는 했으나 수수료 무료 정책으로 이내 하락하였으며 이자손익 및 자산관리수수료의 합산 비중은 2021년 66%에서 2024년 76%로 상승했다. 자회사 은행을 활용한 스윕 계좌(Sweep Account)를 통해 이자수익률을 향상시키고 있으며, 기존 강점이었던 뮤추얼펀드와 ETF 운용 등의 자산관리 수익도 고객 증가와 더불어 커지고 있다. 거래수수료율 인하를 경쟁사 인수를 통한 규모의 경제 달성으로 극복하고 있다.

찰스 슈왓의 연간 운영업수익 구성 및 거래수수료 비중 추이



자료: 찰스 슈왓, 키움증권 리서치센터

찰스 슈왓의 TD아메리트레이드 인수 이후 운영업수익 구성 및 이자+자산관리 비중 추이



자료: 찰스 슈왓, 키움증권 리서치센터

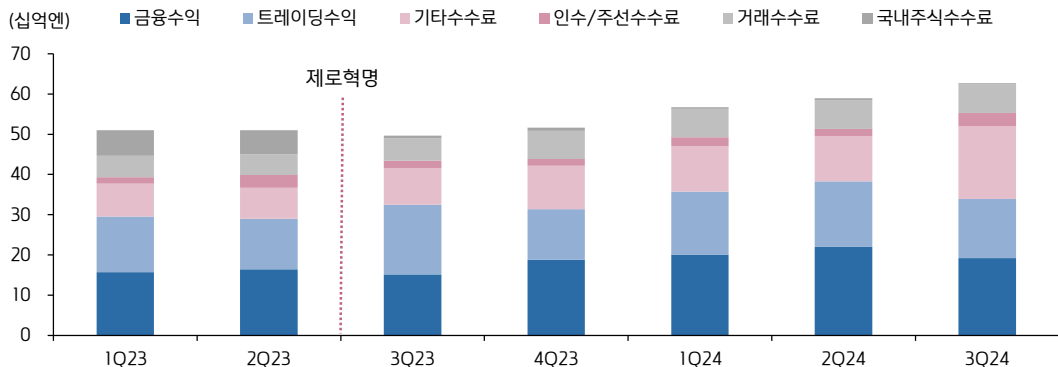
SBI홀딩스 (8473.JP)

일본의 대표적인 인터넷 금융 그룹인 SBI홀딩스는 1999년 소프트뱅크의 투자를 받아 설립되었으며, 자회사로 증권, 은행, 손해보험, 생명보험, 카드 등을 가지고 있어 종합적인 금융서비스를 제공하는 기업이다. 2024년 3분기 누적 기준 세전이익은 1,794억엔을 기록했는데, 이중 은행/증권의 세전이익이 각각 993억엔/616억엔으로 비중으로는 55%/34%이며 대부분의 이익이 은행과 증권 자회사로부터 나온다.

SBI증권은 2023년 9월 주식 투자의 대중화를 촉진시키겠다는 명목으로 '제로 혁명(Zero Revolution)'을 시행했다. 신용 거래를 포함한 국내 주식 거래에 대한 완전 수수료 무료를 선언했으며, 다음 단계로는 미국 주식과 해외 ETF, 달러/엔 환율 등에 대해서도 수수료를 받지 않을 계획이다. 국내 주식 수수료 무료화에 따른 실적 영향은 2024년 9월 누적 285억엔의 순영업수익 감소가 있었던 것으로 추산 중이며, 이는 전체 순영업수익의 16%에 해당하는 규모이다.

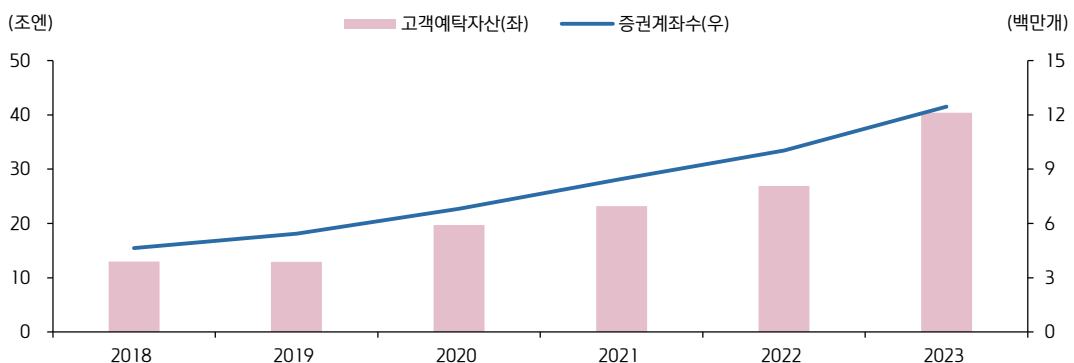
3분기 전분기대비 금융수익과 트레이딩수익이 감소했음에도 역대 최대 실적을 기록했는데, 이는 제로혁명 이후 고객 계좌수가 증가하면서 신탁수수료, 자문수수료 등 브로커리지기 아닌 기타수수료가 증가했기 때문이다. 제로 혁명 이후 전년대비 고객예탁자산은 50%, 증권계좌 수는 24% 증가했다.

SBI홀딩스의 부문별 순영업수익 추이



자료: SBI홀딩스, 키움증권 리서치센터

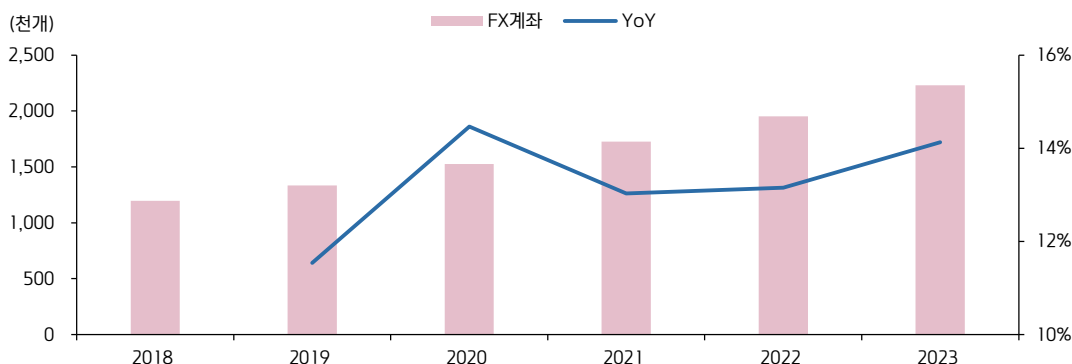
SBI홀딩스의 연간 고객예탁자산 및 증권계좌수 추이



주: Fiscal Year 기준, FY2023은 23년 4월 ~ 24년 3월
 자료: SBI홀딩스, 키움증권 리서치센터

SBI 홀딩스는 제로 혁명을 통해 확보한 고객들을 은행, 자산관리 등의 비즈니스와 시너지를 낼 계획이며, 특히 SBI 증권은 FX 거래에 주목하고 있다. SBI 증권은 일본 내 FX 거래 계좌 점유율 1위를 기록 중인데, 제로 혁명을 통해 그 격차를 더욱 확대하려 하고 있다. 일본의 신 NISA 계좌 도입과 투자자들의 수준 향상 등으로 FX 시장은 더욱 커질 것으로 예상 중이며, 이에 대해 고객 확보 및 시스템 업그레이드 등을 통해서 선제적으로 대응 중이다.

SBI홀딩스의 FX 계좌 수 및 증가율 추이



자료: SBI홀딩스, 키움증권 리서치센터

암호화폐 등 신사업에도 적극적인 모습이다. 디지털 자산 시장이 더욱 확대될 것으로 예상 중이며, SBI 증권과 VC 자회사 등을 통해 암호화폐 거래 플랫폼, 스테이블 코인 등 디지털 자산 시장 대부분의 영역에 투자를 진행했다. 자회사인 BITPOINT 는 일본 내 3 대 암호화폐 거래소이고, SBI 홀딩스는 2016 년부터 XRP(리플)에 투자하여 SBI Ripple Asia 라는 JV 를 설립하기도 했으며 약 9%의 XRP 를 보유 중이다. 기성 금융사 중 암호화폐에 대해 가장 기민하고 적극적인 모습을 보이고 있다.

SBI홀딩스의 암호화폐 관련 투자 현황

Service Layer Axis						
		Platform	Market Maker	Project (Issuer)	Custody	Others
Handling Targets	Crypto Asset	 VC Trade  BITPOINT  SBI証券 [SBI SECURITIES]		 OASYS	 VC Trade  BITPOINT	 HashHub  SBI XOC SBI XOC Network APAC
	Stable Coin	 VC Trade		 CIRCLE  ripple	SHINSEI TRUST  SHINSEI BANK GROUP	 Remit
	Security Token, RWA Token	 ODX Overseas Digital Exchange Co., Ltd.		 SBI Digital Asset Holdings an SBI company		 ISTOA 日本STO協会 Japan Security Token Offering Association  SBI3 Japan
	NFT, etc.	 SBINFT WHERE THE NEW CREATIVES MEET		 SBI Digital Community		 SBI Digital Hub 日本デジタル空間経済連盟 Japan Digital Space Economy Federation  SBI Financial and Economic Research Institute

자료: SBI홀딩스, 키움증권 리서치센터

IV. 국내 증권주 투자지표

증권사 Valuation Table 및 주요 지표

		메리츠금융지주	미래에셋증권	한국금융지주	NH투자증권	삼성증권
	투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
Valuation Table	목표주가 (원)	150,000	12,000	95,000	19,000	60,000
	현재주가 (원)	118,500	9,390	74,800	14,600	45,200
	상승여력 (%)	27%	28%	27%	30%	33%
	시총(십억원)	22,600	5,496	4,168	4,781	4,036
	PBR (배)	1.88	0.43	0.41	0.59	0.50
	PER (배)	9.1	7.4	4.2	6.6	4.6
순이익 (십억원)	2022	N/A	639	637	303	422
	2023	2,042	322	708	556	548
	2024	2,306	889	1,033	687	899
	2025F	2,335	893	1,078	771	931
증가율 (% YoY)	2023	N/A	(55)	11	83	30
	2024	13	176	46	23	64
	2025F	1	0	4	12	4
ROE (%)	2023	27.7	2.8	8.8	7.5	8.5
	2024	22.8	7.6	11.7	8.7	12.9
	2025F	22.4	7.3	12.2	9.3	12.4
DPS (원)	2022	105	200	2,300	700	1,700
	2023	2,360	150	2,650	800	2,200
	2024	1,350	350	3,980	1,000	3,500
	2025F	1,400	450	4,200	1,100	4,000
증가율 (% YoY)	2023	2,148	(25)	15	14	29
	2024	(43)	133	50	25	59
	2025F	4	29	6	10	14
배당성향 (%)	2022	N/A	15	19	76	36
	2023	22	21	20	48	36
	2024	11	17	20	48	35
	2025F	10	21	21	46	38
배당수익률 (%)	2022	0.2	3.3	4.3	8.0	5.4
	2023	4.0	2.0	4.3	7.7	5.7
	2024	1.1	3.7	5.3	6.8	7.7
	2025F	1.2	4.8	5.6	7.5	8.8
주주환원수익률(%)	2022	0.2	2.5	4.3	8.0	5.4
	2023	9.4	1.5	4.3	7.7	5.7
	2024	5.6	5.9	5.3	8.2	7.7
	2025F	5.7	6.3	5.6	8.6	8.8

주: 주주환원수익률은 배당과 자사주 매입액을 포함하여 계산
 자료: 각 사, 키움증권 리서치센터



기업분석

NH투자증권
(005940)

BUY(Maintain)/목표주가 19,000원
가장 높은 주주환원수익률 예상

삼성증권
(016360)

BUY(Maintain)/목표주가 60,000원
안정적 주주환원 증가 예상

미래에셋증권
(006800)

BUY(Maintain)/목표주가 12,000원(상향)
슬슬 담을 때가 됐다

메리츠금융지주
(138040)

BUY(Maintain)/목표주가 150,000원
향후 실적이 관건

한국금융지주
(071050)

BUY(Maintain)/목표주가 95,000원(하향)
부동산 PF 완전 회복은 아직일 듯

찰스 슈왑
(SCHW.US)

Not Rated
SCHD를 아시나요?

로빈훗 마케츠
(HOOD.US)

Not Rated
주가 변동성은 높지만 향후 기대되는 성장성

SBI홀딩스
(8473.JP)

Not Rated
제로 혁명, 기대되는 다음 행보

NH투자증권 (005940)



BUY(Maintain)

목표주가 19,000원

주가(3/12) 14,600원

보험/증권 Analyst 안영준
yj.ahn@kiwoom.com

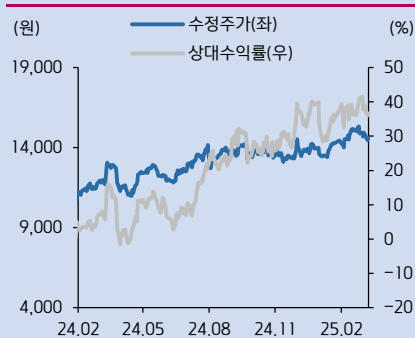
Stock Data

KOSPI		2,574.82pt
시가총액		47,814억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	15,320원	10,990원
최고/최저가 대비 등락	-4.70%	32.85%
주가수익률	절대	상대
	1M	0.5%
	6M	3.0%
	1Y	13.7%
		-5.0%

Company Data

발행주식수	346,363천주
일평균 거래량(3M)	589천주
외국인 지분율	16.73%
배당수익률(24E)	7.2%
BPS(24E)	24,793원
주요 주주	농협금융 외 7인
	57.55%

Price Trend



가장 높은 주주환원수익률 예상

>>> 업황 회복에 힘입어 견조한 실적 예상

금리 하락 및 증시 거래대금 증가 등 우호적인 업황에 힘입어 양호한 실적을 기록할 것으로 예상된다. 특히 2024년 4분기 약 400억원의 총당금을 적립함에 따른 낮은 기저와 대규모 PF 딜 주관에 따른 수수료 이연 인식 등이 실적 증가에 긍정적인 영향을 끼칠 것으로 추정한다.

>>> 자기주식 매입 및 소각 지속될 전망.

2025년 8% 중반대의 주주환원수익률 예상

작년 12월 19일 기업가치제고계획을 발표하였으며, 지속가능한 ROE 12% 확보 및 예측가능한 주주환원 정책으로 PBR 1배를 목표로 설정했다. 발표 당시에는 주주환원 규모에 대한 설명이 상대적으로 구체적이지 않아 일부 실망감도 있었으나, 지난 3월 7일 작년에 이어 올해도 추가적으로 500억원의 자기주식 매입 및 소각을 진행할 것을 공시함에 따라 주주환원의 예측가능성이 향상되었다. 자기주식 소각 포함 주주환원수익률은 연간 8% 중반대를 기록할 것으로 예상되며, 업종 내 최고 수준임에 따라 주가 상승 모멘텀으로 작용할 것으로 예상된다. 목표주가 19,000원과 투자 의견 BUY, 증권 업종 내 최선호주로 유지한다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
순영업이익	1,325.1	1,564.0	1,903.0	2,051.8	2,249.8
영업이익	550.2	689.9	879.2	1,009.5	1,267.7
세전이익	480.3	586.3	850.2	958.1	1,264.8
당기순이익	302.9	553.0	686.6	771.2	983.9
지배주주순이익	303.4	556.4	686.7	771.2	983.9
ROE	4.3	7.5	8.7	9.3	11.9
ROA	0.5	1.0	1.2	1.2	1.5
EPS	913	1,667	2,097	2,380	3,036
BPS	21,793	22,955	24,793	25,909	25,059
PER	5.6	6.0	6.6	6.1	4.8
PBR	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
DPS	700	800	1,000	1,100	1,300
배당수익률	8.0	7.7	7.2	7.6	8.9

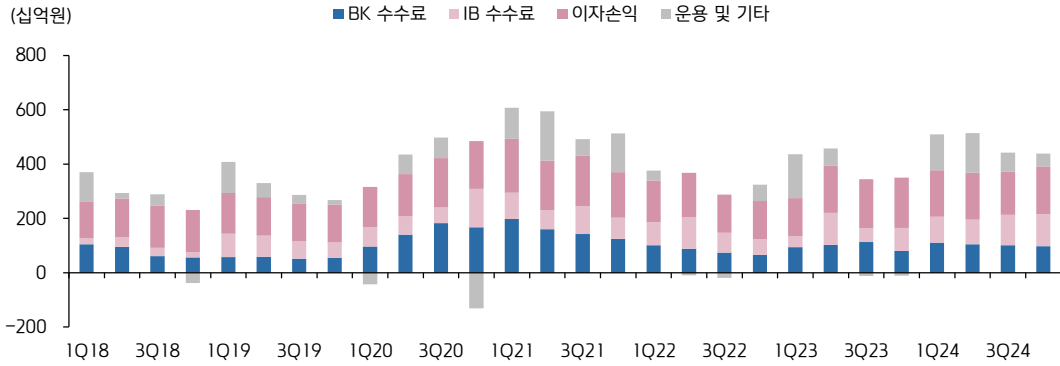
자료: 키움증권 리서치센터

NH투자증권 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025E
순영업수익	508.9	514.2	442.0	357.5	502.8	525.6	538.2	485.2	1,903.0	2,051.8
(YoY)	17%	12%	34%	5%	-1%	2%	22%	11%	22%	8%
수수료손익	240.9	226.2	239.8	196.7	245.6	244.2	243.5	224.4	951.4	957.7
브로커리지	110.6	104.2	101.0	98.6	101.3	108.1	114.7	108.0	413.5	432.0
IB	94.9	91.4	111.6	75.1	118.3	111.3	102.1	90.1	415.9	421.8
기타	35.4	30.6	27.2	23.1	26.1	24.8	26.7	26.3	122.0	103.9
이자손익	172.0	172.7	160.1	112.7	176.0	201.4	195.4	188.8	680.3	761.5
운용 및 기타	96.0	115.3	42.1	48.1	81.1	80.0	99.3	72.1	271.4	332.6
충당금 등	2.5	(19.7)	(13.3)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(70.3)	0.0
판관비	240.8	273.6	245.7	239.5	257.9	263.3	258.2	262.9	1,023.8	1,042.2
인건비	167.0	181.1	161.7	153.2	173.0	174.2	169.6	172.2	676.1	688.9
인건비 외	73.7	92.5	84.0	86.3	84.9	89.1	88.6	90.7	347.8	353.3
영업이익	268.1	240.6	196.3	118.0	244.9	262.3	280.0	222.3	879.2	1,009.5
(YoY)	22%	4%	64%	0%	-9%	9%	43%	28%	27%	15%
영업외손익	(3.8)	(14.6)	5.6	(9.0)	(10.8)	(11.6)	(17.0)	(12.0)	(29.0)	(51.4)
세전이익	264.3	225.9	201.8	109.0	234.1	250.8	263.0	210.3	850.2	958.1
법인세비용	59.4	71.3	52.0	26.2	56.2	60.2	63.1	50.5	224.3	230.0
당기순이익	204.9	154.7	149.8	82.8	177.9	190.6	199.9	159.8	625.9	728.2
(YoY)	44%	-5%	160%	15%	-13%	23%	33%	37%	44%	16%
연결당기순이익	225.5	197.2	154.0	110.6	193.1	204.4	206.6	167.1	686.6	771.2
지배주주순이익	225.5	197.2	153.9	111.1	193.1	204.4	206.6	167.1	686.7	771.2
(YoY)	22%	8%	53%	25%	-14%	4%	34%	52%	23%	12%

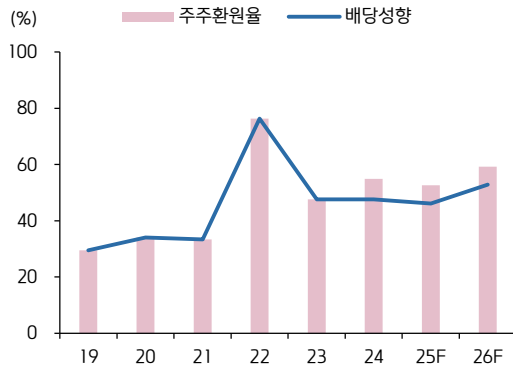
자료: NH투자증권, 키움증권 리서치센터

NH투자증권의 부문별 실적 추이



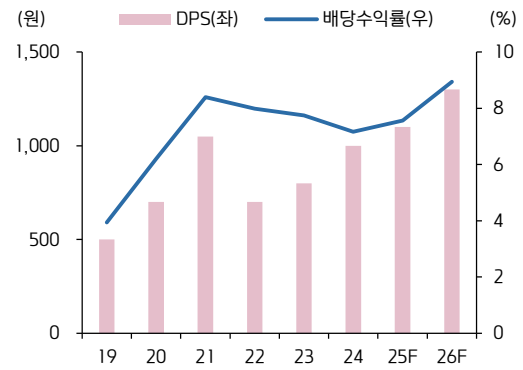
자료: NH투자증권, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



자료: NH투자증권, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



자료: NH투자증권, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
순영업수익	1,325.1	1,564.0	1,903.0	2,051.8	2,135.4
수수료손익	757.3	789.2	951.4	957.7	957.7
브로커리지	329.4	388.0	413.5	432.0	435.6
IB	331.9	294.2	415.9	421.8	420.6
기타	95.9	107.0	122.0	103.9	101.5
이자손익	595.8	679.2	680.3	761.5	779.5
운용 및 기타	(28.0)	95.6	271.4	332.6	398.2
충당금 등	(8.0)	(69.9)	(70.3)	0.0	0.0
판매비	774.9	874.0	1,023.8	1,042.2	1,093.6
인건비	483.7	564.3	676.1	688.9	731.8
인건비 외	291.2	309.7	347.8	353.3	361.9
영업이익	550.2	689.9	879.2	1,009.5	1,041.8
영업외손익	(69.9)	(103.7)	(29.0)	(51.4)	(46.2)
세전이익	480.3	586.3	850.2	958.1	995.5
법인세비용	141.8	151.3	224.3	230.0	238.9
당기순이익	338.5	435.0	625.9	728.2	756.6
연결당기순이익	302.9	553.0	686.6	771.2	794.7
지배주주순이익	303.4	556.4	686.7	771.2	794.7
부문별 손익 비중 (%)					
수수료손익	57	50	50	47	45
브로커리지	25	25	22	21	20
IB	25	19	22	21	20
자산관리 및 기타	7	7	6	5	5
이자손익	45	43	36	37	37
운용 및 기타	(2)	6	14	16	19
기타 지표 (%)					
이자수익률	3.4	4.5	4.7	4.9	4.8
조달금리	1.8	2.8	2.9	2.8	2.8
스프레드	1.5	1.7	1.9	2.1	2.0
판매비율	58	56	54	51	51
인건비	37	36	36	34	34
인건비 외	22	20	18	17	17

투자지표 (I)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
성장률 (%)					
자산	(9)	6	10	4	3
부채	(11)	6	11	4	3
자본	6	5	7	3	4
순영업수익	(40)	18	22	8	4
수수료손익	(30)	4	21	1	(0)
이자손익	(19)	14	0	12	2
운용 및 기타	적전	흑전	184	23	20
판매비및관리비	(21)	13	17	2	5
영업이익	(55)	25	27	15	3
당기순이익	(58)	29	44	16	4
연결당기순이익	(67)	83	24	12	3
지배주주순이익	(67)	83	23	12	3
자본적정성지표 (%)					
신NCR	1,302	1,510	1,880	2,104	2,242
구NCR	150	153	156	159	162

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
현금및현금성자산	1,967	2,175	1,584	2,155	2,315
FVPL 금융자산	24,979	27,337	32,132	32,289	33,266
지분상품자산	1,079	1,175	1,521	1,554	1,603
채무증권	11,104	10,645	11,879	12,163	12,563
FVOCI 금융자산	8,434	7,009	8,228	8,340	8,591
채무상품	6,410	5,009	5,599	5,763	5,952
AC 금융자산	16,842	18,828	19,188	20,584	21,337
예치금	4,039	3,577	5,128	4,477	4,498
대출채권	8,997	9,866	9,601	9,875	10,196
종속기업및관계기업지분	0	0	0	0	0
유형자산	182	183	139	161	168
투자부동산	57	259	290	290	298
무형자산	64	65	99	85	85
기타	902	841	768	780	804
자산총계	53,428	56,698	62,427	64,683	66,864
FVPL금융부채	13,916	12,755	12,163	12,203	12,531
매도파생결합증권	7,877	7,991	7,771	7,832	8,047
예수부채	5,600	7,177	7,972	8,661	9,042
차입부채	18,026	18,919	24,447	24,130	24,816
발행사채	3,518	2,915	2,850	2,805	2,869
기타	5,140	7,318	6,875	8,488	8,884
부채총계	46,200	49,084	54,308	56,287	58,142
자본금	1,783	1,783	1,783	1,783	1,783
자본잉여금	1,883	1,882	1,882	1,882	1,882
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	289	364	514	482	490
이익잉여금	3,274	3,585	3,941	4,249	4,567
이익준비금	213	238	266	279	293
대손준비금	90	86	118	124	130
임의적립금	2,371	2,443	2,487	2,487	2,487
미처분이익잉여금	593	810	1,062	1,359	1,656
자본총계	7,228	7,613	8,119	8,396	8,722

투자지표 (II)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산별 비중 (%)					
FVPL	47	48	51	50	50
FVOCI	16	12	13	13	13
AC	32	33	31	32	32
주요비율 (% 배)					
ROA	0.5	1.0	1.2	1.2	1.2
ROE	4.3	7.5	8.7	9.3	9.3
P/E	5.6	6.0	6.6	6.1	5.9
P/B	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5
주주환원지표					
DPS (원)	700	800	1,000	1,100	1,300
증가율(YoY, %)	(33)	14	25	10	18
배당성향 (%)	76.4	47.6	47.6	46.1	52.9
배당수익률 (%)	8.0	7.7	7.2	7.6	8.9
현금배당액 (십억원)	231.7	264.8	326.8	355.7	420.4
자기주식수 (천주)	684	684	684	684	684

삼성증권 (016360)



BUY(Maintain)

목표주가 60,000원

주가(3/12) 45,200원

보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

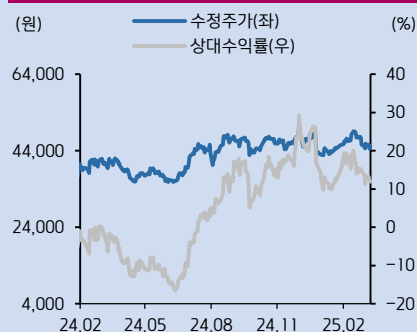
Stock Data

KOSPI		2,574.82pt
시가총액		40,364억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	50,700원	35,800원
최고/최저가 대비 등락	-10.85%	26.26%
주가수익률	절대	상대
	1M	-3.1% 1.4%
	6M	-3.9% 0.0%
	1Y	10.6% -4.9%

Company Data

발행주식수	89,300천주	
일평균 거래량(3M)	324천주	
외국인 지분율	30.92%	
배당수익률(24E)	8.0%	
BPS(24E)	82,018원	
주요 주주	삼성생명보험 외 3인	29.62%

Price Trend



안정적 주주환원 증가 예상

>>> 높은 안정성이 강점

업종 내 가장 높은 실적 안정성을 자랑한다. 높은 리테일 점유율로 브로커리지 부문에서도 강점이 있는 동시에 최근 IB 영업력 강화가 실적 증가로 이어지고 있는 모습이다. 운용 기조 역시 업종 내 가장 안정적으로 평가받고 있으며, 2024년 4분기에는 부동산 관련 총당금도 대폭 축소되는 모습이었다. 이에 따라 업황 개선에 따른 무난한 실적 증가를 기대할 수 있다는 판단이다. 특히, 중개형 ISA의 잔고는 3조원 이상으로 향후 ISA 세제혜택 확대도 긍정적일 것으로 예상된다.

>>> 주주환원성향 지속 상향 계획 중

아직 기업가치제고계획을 발표하지는 않았으나, 작년 4분기 실적 발표를 통해 현재 35% 수준의 주주환원성향을 중장기 50%까지 확대할 계획임을 밝혔다. 추가적으로 IMA 라이선스 확보 조건인 자기자본 8조원을 달성할 경우 적극적으로 주주환원을 확대할 계획이다. 실적 변동성이 가장 낮아 안정적인 실적에 기반한 꾸준한 주주환원 확대가 예상되는 동시에 향후 삼성그룹 지배구조 개편 및 추가적인 자기주식 활용 주주환원 기대감 등이 주가에 반영될 가능성도 있다. 목표주가 60,000원과 투자의견 BUY를 유지한다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
순영업이익	1,292.1	1,511.1	2,065.9	2,148.0	2,231.9
영업이익	522.4	661.9	1,105.5	1,193.0	1,249.8
세전이익	514.8	658.0	1,105.0	1,190.2	1,246.9
당기순이익	422.4	547.4	899.0	930.5	971.2
지배주주순이익	422.4	548.0	899.0	930.5	971.2
ROE	6.9	8.5	12.9	12.4	12.3
ROA	0.7	1.0	1.5	1.5	1.5
EPS	4,730	6,130	10,068	10,420	10,876
BPS	69,383	74,159	82,018	86,294	90,735
PER	5.0	5.1	4.4	4.6	4.4
PBR	0.4	0.5	0.5	0.6	0.5
DPS	1,700	2,200	3,500	4,000	4,500
배당수익률	5.4	5.7	8.0	8.3	9.3

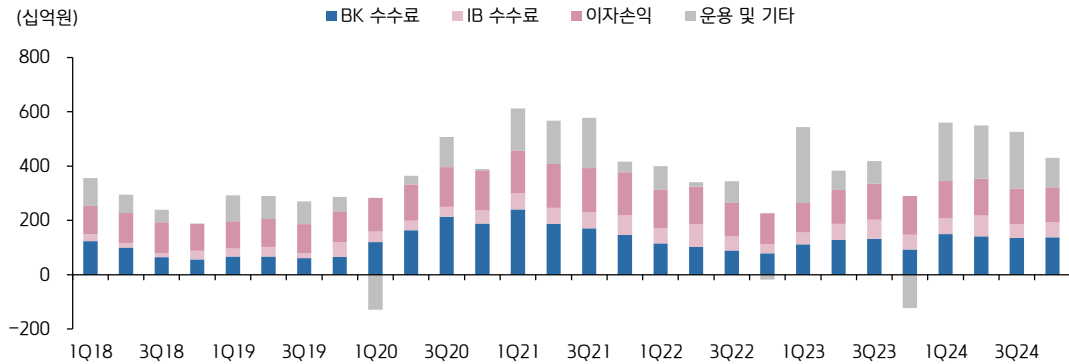
자료: 키움증권 리서치센터

삼성증권 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025E
순영업수익	560.0	549.4	525.8	430.7	585.5	555.7	501.8	504.9	2,065.9	2,148.0
(YoY)	3%	43%	26%	160%	5%	1%	-5%	17%	37%	4%
수수료손익	236.0	247.4	214.1	213.8	229.7	241.3	248.4	243.3	911.2	962.7
브로커리지	149.2	141.6	135.2	138.0	151.6	160.7	167.7	158.9	563.9	638.8
IB	58.4	76.1	50.7	55.2	56.8	59.6	58.6	63.6	240.4	238.7
기타	28.4	29.7	28.2	20.6	21.3	21.1	22.1	20.8	106.9	85.3
이자손익	137.4	136.0	130.6	128.6	137.0	151.4	148.9	149.8	532.7	587.2
운용 및 기타	186.7	166.0	181.1	88.3	218.8	163.0	104.5	111.7	622.0	598.1
충당금 등	2.7	3.0	9.2	(35.1)	0.0	0.0	0.0	0.0	(20.3)	0.0
판관비	246.9	237.2	228.5	247.8	241.0	234.8	241.1	238.0	960.4	954.9
인건비	154.8	134.0	122.6	125.6	137.6	127.2	131.2	124.8	537.0	520.8
인건비 외	92.1	103.2	106.0	122.2	103.4	107.6	109.9	113.2	423.5	434.1
영업이익	313.1	312.2	297.2	182.9	344.5	320.9	260.7	266.9	1,105.5	1,193.0
(YoY)	-3%	67%	58%	흑전	10%	3%	-12%	46%	67%	8%
영업외손익	0.5	4.1	(1.6)	(3.5)	0.8	(0.7)	(1.3)	(1.7)	(0.5)	(2.8)
세전이익	313.7	316.3	295.6	179.4	345.4	320.3	259.4	265.2	1,105.0	1,190.2
법인세비용	(77.7)	(80.2)	(76.5)	(51.7)	(99.6)	(92.4)	(74.8)	(76.5)	(286.2)	(343.3)
당기순이익	235.9	236.2	219.1	127.6	245.7	227.9	184.5	188.7	818.8	846.9
(YoY)	-1%	73%	57%	흑전	4%	-4%	-16%	48%	70%	3%
연결당기순이익	253.1	257.9	240.3	147.7	266.1	249.1	205.6	209.7	899.0	930.5
지배주주순이익	253.1	257.9	240.3	147.7	266.1	249.1	205.6	209.7	899.0	930.5
(YoY)	0%	70%	59%	흑전	5%	-3%	-14%	42%	64%	4%

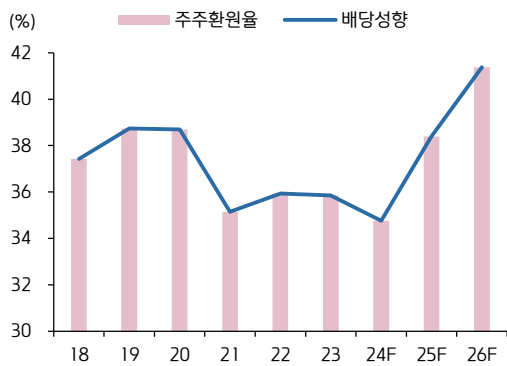
자료: 삼성증권, 키움증권 리서치센터

삼성증권의 부문별 실적 추이



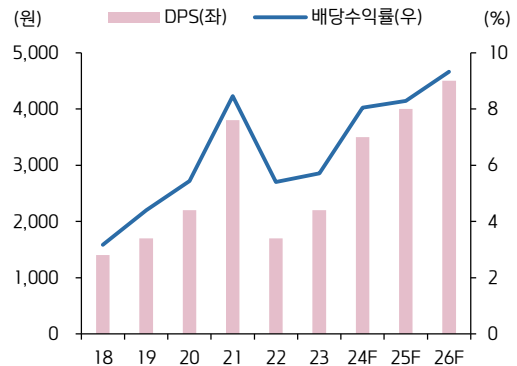
자료: 삼성증권, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



자료: 삼성증권, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



자료: 삼성증권, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
순영업수익	1,292.1	1,511.1	2,065.9	2,148.0	2,231.9
수수료손익	704.9	784.8	911.2	962.7	969.4
브로커리지	384.6	464.1	563.9	638.8	638.0
IB	224.1	228.2	240.4	238.7	249.4
기타	96.2	92.5	106.9	85.3	82.0
이자손익	519.1	506.6	532.7	587.2	599.0
운용 및 기타	68.2	219.7	622.0	598.1	663.4
총당금 등	(13.2)	(289.7)	(20.3)	0.0	0.0
판매비	769.8	849.2	960.4	954.9	982.1
인건비	397.0	461.7	537.0	520.8	0.0
인건비 외	372.7	387.5	423.5	434.1	982.1
영업이익	522.4	661.9	1,105.5	1,193.0	1,249.8
영업외손익	(7.6)	(3.8)	(0.5)	(2.8)	(2.8)
세전이익	514.8	658.0	1,105.0	1,190.2	1,246.9
법인세비용	(137.3)	(177.0)	(286.2)	(343.3)	(359.7)
당기순이익	377.5	481.0	818.8	846.9	887.2
연결당기순이익	422.4	547.4	899.0	930.5	971.2
지배주주순이익	422.4	548.0	899.0	930.5	971.2
부문별 손익 비중 (%)					
수수료손익	55	52	44	45	43
브로커리지	30	31	27	30	29
IB	17	15	12	11	11
자산관리 및 기타	7	6	5	4	4
이자손익	40	34	26	27	27
운용 및 기타	5	15	30	28	30
기타 지표 (%)					
이자수익률	2.9	4.1	4.1	3.8	3.7
조달금리	1.3	2.4	2.5	2.4	2.3
스프레드	1.6	1.7	1.6	1.4	1.4
판매비용	60	56	46	44	44
인건비	31	31	26	24	24
인건비 외	29	26	20	20	20

투자지표 (I)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
성장률 (%)					
자산	(18)	5	10	4	3
부채	(20)	5	10	4	3
자본	2	7	11	5	5
순영업수익	(41)	17	37	4	4
수수료손익	(37)	11	16	6	1
이자손익	(19)	(2)	5	10	2
운용 및 기타	(84)	222	183	(4)	11
판매비및관리비	(13)	10	13	(1)	3
영업이익	(59)	27	67	8	5
당기순이익	(60)	27	70	3	5
연결당기순이익	(56)	30	64	4	4
지배주주순이익	(56)	30	64	4	4
자본적정성지표 (%)					
신NCR	1,195	1,300	1,453	1,557	1,665
구NCR	163	167	170	173	177

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
현금및현금성자산	2,849	1,826	2,961	2,771	2,821
FVPL 금융자산	27,119	33,193	33,215	34,784	35,979
지분상품자산	1,696	1,643	2,319	2,168	2,205
채무증권	13,926	17,917	15,981	16,898	17,509
FVOCI 금융자산	4,515	1,639	4,279	3,763	3,801
채무상품	4,096	1,239	3,923	3,380	3,404
AC 금융자산	18,883	19,479	21,311	22,833	23,696
예치금	7,116	6,233	8,087	8,033	8,247
대출채권	8,359	8,317	6,762	7,384	7,674
중속기업및관계기업지분	176	170	176	184	190
유형자산	106	87	161	159	164
투자부동산	0	0	0	0	0
무형자산	104	108	116	117	120
기타	96	52	54	49	50
자산총계	53,848	56,555	62,274	64,660	66,822
FVPL금융부채	10,276	9,980	9,374	10,077	10,448
매도파생결합증권	7,821	6,567	5,512	5,962	6,188
예수부채	13,359	14,570	16,288	16,420	16,896
차입부채	17,186	17,164	19,915	19,972	20,542
발행사채	3,400	2,590	2,576	2,962	3,107
기타	3,432	5,628	6,797	7,522	7,726
부채총계	47,652	49,932	54,950	56,954	58,720
자본금	458	458	458	458	458
자본잉여금	1,743	1,743	1,743	1,743	1,743
자본조정	(59)	(59)	(59)	(59)	(59)
기타포괄손익누계액	220	250	250	260	268
이익잉여금	3,832	4,229	4,931	5,303	5,691
이익준비금	188	203	223	234	246
대손준비금	103	225	255	287	302
임의적립금	2,958	3,172	3,307	3,307	3,307
미처분이익잉여금	584	628	1,145	1,474	1,837
자본총계	6,196	6,622	7,324	7,706	8,103

투자지표 (II)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산별 비중 (%)					
FVPL	50	59	53	54	54
FVOCI	8	3	7	6	6
AC	35	34	34	35	35
주요비율 (% 배)					
ROA	0.7	1.0	1.5	1.5	1.5
ROE	6.9	8.5	12.9	12.4	12.3
P/E	5.0	5.1	4.4	4.6	4.4
P/B	0.4	0.5	0.5	0.6	0.5
주주환원지표					
DPS (원)	1,700	2,200	3,500	4,000	4,500
증가율(YoY, %)	(55)	29	59	14	13
배당성향 (%)	35.9	35.8	34.8	38.4	41.4
배당수익률 (%)	5.4	5.7	8.0	8.3	9.3
현금배당액 (십억원)	151.8	196.5	312.6	357.2	401.9
자기주식수 (천주)	0	0	0	0	0

미래에셋증권 (006800)



BUY(Maintain)

목표주가 12,000원(상향)

주가(3/12) 9,390원

보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

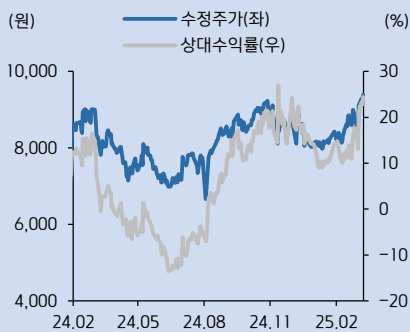
Stock Data

KOSPI	2,574.82pt		
시가총액	54,961억 원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	9,390원	6,660원	
최고/최저가 대비 등락	0.00%	40.99%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	14.7%	1.6%
	6M	7.9%	0.0%
	1Y	16.5%	-5.1%

Company Data

발행주식수	739,392천주
일평균 거래량(3M)	788천주
외국인 지분율	12.45%
배당수익률(24E)	3.3%
BPS(24E)	20,897원
주요 주주	미래에셋캐피탈㈜
	외 17인
	30.77%

Price Trend



슬슬 답을 때가 됐다

>>> 부동산 손실 축소와 실적 개선 전망

2021년 이후 금리 상승기에 돌입하면서 보유 중인 부동산 관련 손실이 반영되며 실적 및 주가는 장기간 부진한 모습이었으나, 금리 하락 구간에 본격적으로 진입함에 따라 향후 실적 개선이 예상된다. 아직 부동산 자산 관련 평가 손실은 작년 4분기에도 일부 반영되며 실적으로 확인하지는 못했으나, 최근 미국 금리 인하가 가속화되고 있는 바 올해 실적에는 부동산 자산들의 긍정적 기여가 예상된다. 추가적으로 브로커리지, 특히 해외주식에서 상대적으로 높은 점유율을 확보하고 있는 바 해외주식 거래대금 증가에 따른 수혜가 예상되며 4조원 이상의 ISA 잔고를 확보하고 있어 세제 혜택 확대 시 수혜가 예상된다.

>>> 다양한 실적 개선 요소 + 주주환원

상술한 부동산 비용 축소 및 해외주식 거래대금 증가 외에도 인도법인의 실적 온기 반영(연간 800억원 예상)과 미국 비상장 기업과 같은 비시장성 자산의 평가이익 등도 실적 개선 요인으로 기대해볼 수 있다. 미국의 금리 하락세가 지속될 경우 연간 호실적 기록 가능성은 상승할 것으로 전망한다. 추가적으로 2024~2026년 주주환원성향 35% 이상 및 보통주 최소 1,500만주 이상 소각 계획을 밝힌 바 주주환원수익률은 그 어느 때보다도 높은 상황이다. 실적 개선과 더불어 향후 연내 이루어질 자기주식 추가 매입/소각 등이 주가 상승 모멘텀으로 작용할 것으로 예상된다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
순영업수익	1,537.4	1,478.3	2,070.6	2,048.3	2,102.9
영업이익	548.4	507.0	893.9	863.2	876.5
세전이익	553.2	232.8	897.8	846.4	873.1
당기순이익	659.7	333.3	893.7	892.8	900.0
지배주주순이익	639.5	322.4	889.5	893.5	901.6
ROE	6.3	3.1	7.6	7.3	7.3
ROA	0.6	0.3	0.7	0.6	0.6
EPS	1,072	551	1,527	1,565	1,578
BPS	16,837	18,507	20,897	21,431	22,024
PER	6.5	8.6	7.1	5.9	5.9
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
DPS	200	150	350	450	550
배당수익률	2.5	1.5	3.3	3.6	5.9

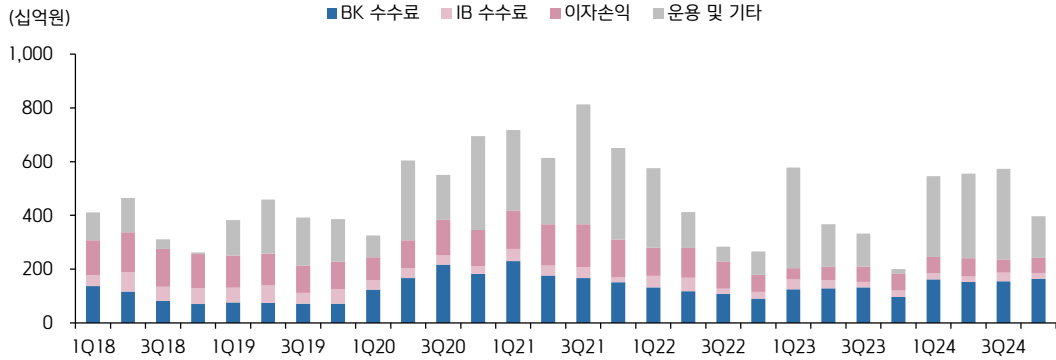
자료: 키움증권 리서치센터

미래에셋증권 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025E
순영업수익	545.6	555.3	572.8	397.0	516.0	567.4	528.1	436.7	2,070.6	2,048.3
(YoY)	-6%	51%	72%	98%	-5%	2%	-8%	10%	40%	-1%
수수료손익	242.7	240.6	248.7	239.4	255.2	266.9	270.8	258.5	971.4	1,051.5
브로커리지	161.7	153.0	155.6	164.1	168.6	178.2	185.4	174.7	634.4	706.9
IB	23.6	19.9	31.1	22.4	26.6	26.1	25.3	24.9	97.0	102.8
기타	57.3	67.8	62.0	52.8	59.9	62.7	60.2	59.0	239.9	241.8
이자손익	60.2	68.1	49.0	55.6	37.2	81.1	69.3	66.2	232.9	253.8
운용 및 기타	242.7	246.5	275.1	102.0	223.7	219.3	188.0	112.0	866.3	743.0
충당금 등	(1.0)	(0.8)	0.5	(1.3)	0.0	0.0	0.0	0.0	(2.6)	0.0
판관비	296.5	290.1	283.2	306.9	299.5	293.9	296.7	295.0	1,176.7	1,185.1
인건비	197.8	184.4	172.4	172.2	188.7	179.0	180.2	175.7	726.9	723.7
인건비 외	98.7	105.6	110.8	134.6	110.8	114.9	116.5	119.3	449.8	461.5
영업이익	249.0	265.2	289.6	90.1	216.5	273.5	231.5	141.7	893.9	863.2
(YoY)	-20%	102%	235%	흑전	-13%	3%	-20%	57%	76%	-3%
영업외손익	(28.6)	(20.2)	43.0	9.7	(6.7)	(3.9)	(6.6)	0.3	3.9	(16.8)
세전이익	220.4	245.0	332.6	99.8	209.8	269.7	224.9	142.0	897.8	846.4
법인세비용	55.9	65.2	67.5	32.4	52.5	67.4	56.2	35.5	221.0	211.6
당기순이익	164.5	179.9	265.1	67.4	157.4	202.2	168.7	106.5	676.9	634.8
(YoY)	-7%	239%	흑전	428%	-4%	12%	-36%	58%	184%	-6%
연결당기순이익	170.5	201.2	290.1	231.9	194.6	264.6	242.0	191.6	893.7	892.8
지배주주순이익	164.7	198.7	291.2	234.9	193.6	264.8	242.8	192.2	889.5	893.5
(YoY)	-30%	50%	276%	흑전	18%	33%	-17%	-18%	176%	0%

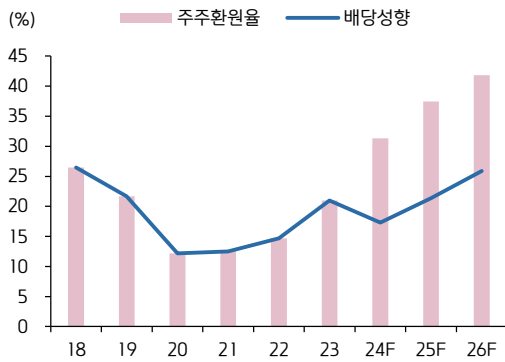
자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

미래에셋증권의 부문별 실적 추이



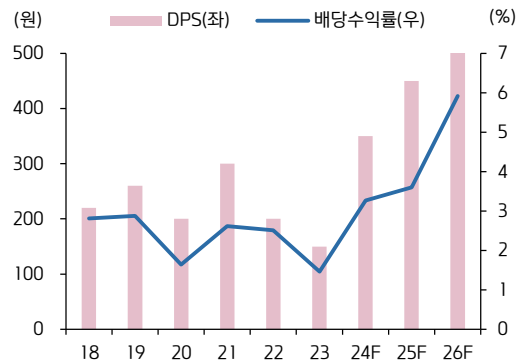
자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



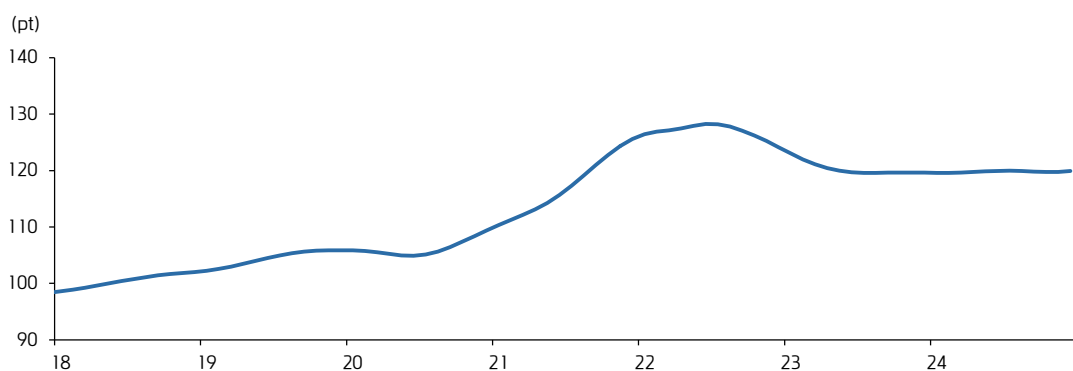
자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



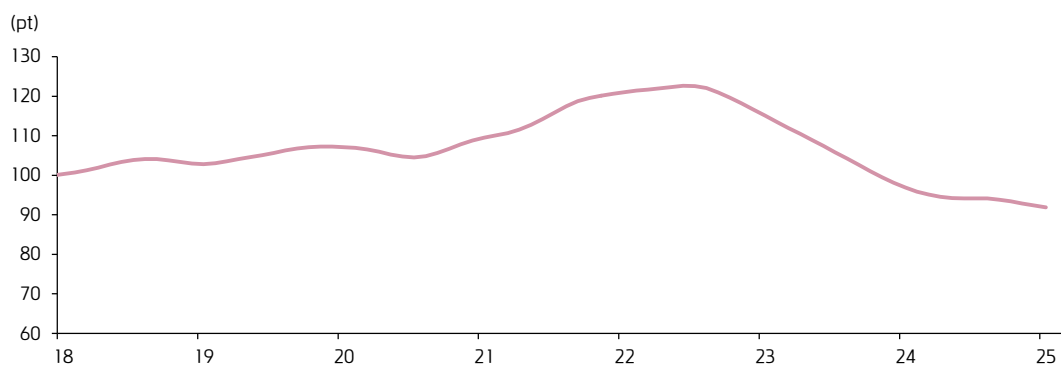
자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

CPPI Core Commercial Index 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

CPPI Office Index 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
순영업수익	1,537.4	1,478.3	2,070.6	2,048.3	2,102.9
수수료손익	895.6	844.6	971.4	1,051.5	1,032.5
브로커리지	449.1	482.3	634.4	706.9	701.3
IB	137.7	110.3	97.0	102.8	100.3
기타	308.8	251.9	239.9	241.8	230.8
이자손익	379.5	212.4	232.9	253.8	272.0
운용 및 기타	262.3	421.4	866.3	743.0	798.4
총당금 등	(26.6)	(108.3)	(2.6)	0.0	0.0
판매비	989.0	971.3	1,176.7	1,185.1	1,226.3
인건비	566.2	568.8	726.9	723.7	755.0
인건비 외	422.8	402.5	449.8	461.5	471.3
영업이익	548.4	507.0	893.9	863.2	876.5
영업외손익	4.8	(274.2)	3.9	(16.8)	(3.4)
세전이익	553.2	232.8	897.8	846.4	873.1
법인세비용	155.6	(5.1)	221.0	211.6	218.3
당기순이익	397.6	237.9	676.9	634.8	654.8
연결당기순이익	659.7	333.3	893.7	892.8	900.0
지배주주순이익	639.5	322.4	889.5	893.5	901.6
부문별 손익 비중 (%)					
수수료손익	58	57	47	51	49
브로커리지	29	33	31	35	33
IB	9	7	5	5	5
자산관리 및 기타	20	17	12	12	11
이자손익	25	14	11	12	13
운용 및 기타	17	29	42	36	38
기타 지표 (%)					
이자수익률	3.7	5.2	5.3	5.3	5.2
조달금리	1.9	3.5	3.3	3.1	3.2
스프레드	1.8	1.7	1.9	2.2	2.0
판매비용	64	66	57	58	58
인건비	37	38	35	35	36
인건비 외	28	27	22	23	22

투자지표 (I)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
성장률 (%)					
자산	(2)	21	7	4	3
부채	(2)	22	7	4	3
자본	(2)	8	9	(0)	3
순영업수익	(45)	(4)	40	(1)	3
수수료손익	(27)	(6)	15	8	(2)
이자손익	(36)	(44)	10	9	7
운용 및 기타	(73)	61	106	(14)	7
판매비및관리비	(20)	(2)	21	1	3
영업이익	(65)	(8)	76	(3)	2
당기순이익	(52)	(40)	184	(6)	3
연결당기순이익	(44)	(49)	168	(0)	1
지배주주순이익	(45)	(50)	176	0	1
자본적정성지표 (%)					
신NCR	(178)	(118)	(58)	1	61
구NCR	94	96	98	100	102

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
현금및현금성자산	2,848	1,751	1,867	1,985	2,057
FVPL 금융자산	39,179	44,784	55,246	53,902	55,195
지분상품자산	35,214	41,926	50,813	49,982	51,250
채무증권	1,334	1,311	1,670	1,473	1,480
FVOCI 금융자산	15,913	16,088	17,578	17,386	17,849
채무상품	15,913	16,088	17,578	17,386	17,849
AC 금융자산	40,412	57,590	54,729	61,244	63,840
예치금	6,506	6,443	8,651	8,377	8,566
대출채권	27,648	39,078	35,618	40,970	42,849
종속기업및관계기업지분	1,711	2,029	1,614	1,815	1,895
유형자산	537	519	534	516	526
투자부동산	3,910	3,725	3,680	3,799	3,919
무형자산	480	507	761	655	656
기타	1,223	1,160	1,182	1,290	1,344
자산총계	106,213	128,153	137,192	142,591	147,281
FVPL금융부채	14,964	14,158	11,915	12,785	13,258
매도파생결합증권	10,468	9,424	6,559	7,255	7,546
예수부채	9,651	10,927	12,230	12,351	12,703
차입부채	52,059	67,875	77,119	79,952	82,564
발행사채	8,686	6,976	7,744	8,100	8,382
기타	10,493	17,015	15,953	17,180	17,813
부채총계	95,853	116,950	124,961	130,369	134,720
자본금	4,102	4,102	4,102	4,102	4,102
자본잉여금	2,160	2,158	2,157	2,157	2,157
자본조정	(372)	(359)	(360)	(360)	(360)
기타포괄손익누계액	(212)	356	729	527	504
이익잉여금	4,561	4,788	5,439	5,797	6,157
이익준비금	187	199	208	219	230
대손준비금	110	69	111	116	122
임의적립금	0	0	0	0	0
미처분이익잉여금	3,624	4,130	4,106	5,462	5,806
자본총계	10,360	11,203	12,231	12,222	12,561

투자지표 (II)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산별 비중 (%)					
FVPL	37	35	40	38	37
FVOCI	15	13	13	12	12
AC	38	45	40	43	43
주요비율 (% 배)					
ROA	0.6	0.3	0.7	0.6	0.6
ROE	6.3	3.1	7.6	7.3	7.3
P/E	6.5	8.6	7.1	5.9	5.9
P/B	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
주주환원지표					
DPS (원)	200	150	350	450	550
증가율(YoY, %)	(33)	(25)	133	29	22
배당성향 (%)	14.7	21.0	17.3	21.4	25.9
배당수익률 (%)	2.5	1.5	3.3	3.6	5.9
현금배당액 (십억원)	93.9	67.7	153.7	190.9	233.3
자기주식수 (천주)	146,036	146,036	146,164	146,064	146,064

메리츠금융지주 (138040)



BUY(Maintain)

목표주가 150,000원

주가(3/12) 118,500원

보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

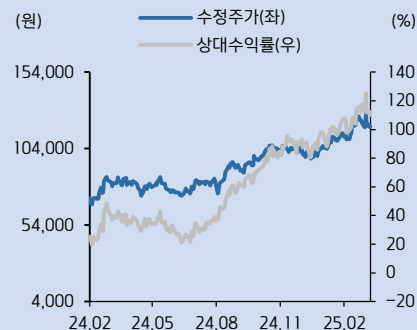
Stock Data

KOSPI	2,574.82pt		
시가총액	226,003억 원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	127,200원	73,100원	
최고/최저가 대비 등락	-6.84%	62.11%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	6.4%	1.5%
	6M	27.3%	0.0%
	1Y	43.6%	-6.3%

Company Data

발행주식수	190,720천주
일평균 거래량(3M)	281천주
외국인 지분율	15.65%
배당수익률(24E)	1.3%
BP(24E)	56,246원
주요 주주	조정호 외 9인
	51.54%

Price Trend



향후 실적이 관건

>>> 홈플러스 관련 비용 약 1,000억원 반영

지난 4분기 실적발표 컨퍼런스콜을 통해 향후 실적 성장에 대한 자신감을 나타냈지만, 아직까지는 불확실성이 남아있는 바 연간 실적은 작년과 유사한 수준으로 추정한다. 추정치에는 홈플러스 사태 관련하여 그룹 전체 대출 익스포저 약 1.2조원에 대한 이자수익 감소를 약 1,000억원 반영하였다. 부동산담보신탁에 대해 원금의 120% 규모로 수익권을 설정한 것으로 알려져 있어 원금 회수에 대한 우려는 제한적이나, 이자수익 감소 및 충당금 설정에 따른 이익 훼손 가능성은 배제하기 어려울 것으로 보인다.

>>> 연간 1조원 규모의 자기주식 매입소각 지속될 것으로 전망

당분간 자기주식 매입 및 소각 중심의 주주환원을 이어갈 계획임을 밝힌 바, 2025년에도 연간 1조원 규모의 자기주식 매입/소각이 있을 것으로 예상된다. 2024년 9월 26일 시작한 5,000억원의 자기주식취득 신탁계약의 남은 물량은 약 500억원이며, 작년 사례를 봤을 때 3~4월 중 매입한 자기주식 소각 및 향후 추가 계획을 공시할 것으로 예상된다. 연간 기대되는 주주환원수익률은 5% 후반대로 상대적으로 낮은 수준이나, 실적이 크게 감소하지 않는다면 자기주식 지속 매입이 주가 하방을 지지해줄 것으로 예상된다.

(십억원)	2024	2025F	2026F
보험이익	864.0	861.6	921.3
투자이익	2,044.4	1,980.1	2,006.0
영업이익	496.7	657.4	666.0
세전이익	526.7	447.5	541.3
당기순이익	2,333.4	2,364.5	2,482.1
ROE	22.4	20.6	19.8
ROA	2.2	2.2	2.2
EPS	12,092	12,807	14,097
BPS	56,246	67,367	73,606
PER	8.5	9.2	8.4
PBR	1.8	1.8	1.6
DPS	1,350	1,400	1,450
배당수익률	1.3	1.2	1.2

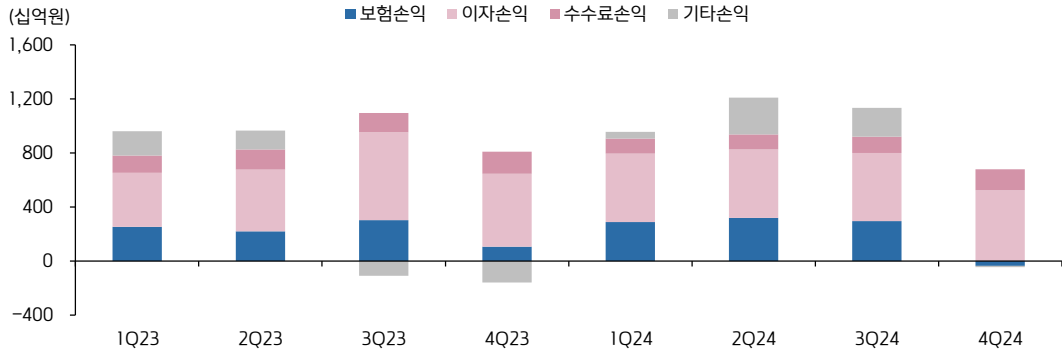
자료: 키움증권 리서치센터

메리츠금융지주 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
보험손익	288.3	317.9	294.7	(36.8)	276.4	248.9	229.8	106.5	864.0	861.6
(YoY)	15%	45%	-2%	적전	-4%	-22%	-22%	흑전	-2%	0%
이자손익	506.6	508.5	505.7	523.6	475.6	495.6	504.3	504.6	2,044.4	1,980.1
(YoY)	26%	11%	-23%	-3%	-6%	-3%	0%	-4%	0%	-3%
수수료손익	110.4	110.8	120.0	155.6	151.8	168.8	172.3	164.6	496.7	657.4
(YoY)	-13%	-26%	-15%	-6%	37%	52%	44%	6%	-15%	32%
기타손익	49.8	271.4	213.7	(8.3)	107.5	133.4	120.3	86.2	526.7	447.5
(YoY)	-72%	93%	흑전	적지	116%	-51%	-44%	흑전	900%	-15%
판매비및관리비	184.3	203.0	232.5	123.1	148.9	159.5	149.2	126.5	742.9	584.0
영업이익	770.8	1,005.6	901.5	511.0	839.5	863.4	850.4	710.6	3,188.9	3,263.8
(YoY)	-4%	32%	11%	-8%	9%	-14%	-6%	39%	9%	2%
영업외손익	38.4	(18.2)	(41.1)	(26.9)	(11.9)	(24.5)	(26.1)	(22.4)	(47.7)	(84.9)
세전이익	809.2	987.4	860.4	484.1	827.5	838.9	824.3	688.2	3,141.1	3,178.9
법인세비용	217.9	251.2	204.4	134.2	210.9	213.8	210.3	179.4	807.7	814.4
당기순이익	591.3	736.2	656.0	349.9	616.6	625.1	614.1	508.8	2,333.4	2,364.5
(YoY)	-2%	28%	13%	-4%	4%	-15%	-6%	45%	10%	1%
지배주주순이익	585.8	730.1	649.9	340.2	609.8	617.9	606.6	501.0	2,306.1	2,335.3
(YoY)	11%	27%	13%	-6%	4%	-15%	-7%	47%	13%	1%

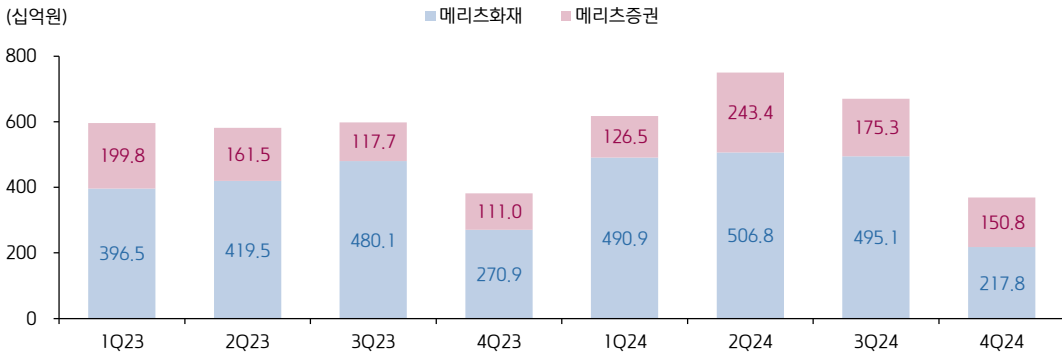
자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠금융지주의 이익 추이 및 전망



자료: 메리츠금융지주, 키움증권

메리츠금융지주 주요 자회사의 순이익 추이 및 전망



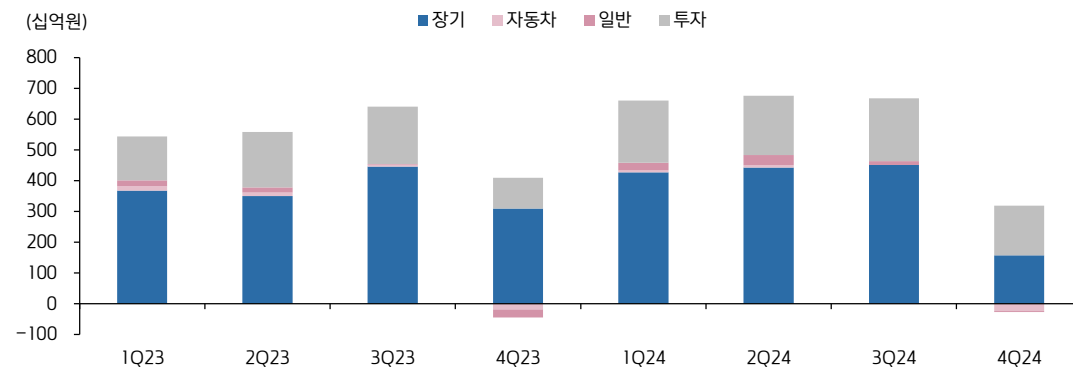
자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠화재 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
보험이익	457.9	483.2	463.2	129.3	443.8	415.8	397.0	273.4	1,533.6	1,530.0
(YoY)	14%	28%	2%	-51%	-3%	-14%	-14%	111%	2%	0%
일반/VFA	426.5	442.3	451.1	156.7	411.7	374.1	384.7	301.3	1,476.7	1,471.8
CSM 상각	289.0	286.9	281.7	292.5	295.6	300.3	304.3	309.8	1,150.2	1,210.0
RA 해제	40.6	40.0	39.5	37.6	28.1	28.1	28.1	28.1	157.7	112.4
예실차	83.1	157.8	136.3	55.6	121.2	120.5	126.6	58.4	432.8	426.6
보험금예실차	65.7	143.8	126.5	96.6	95.8	98.9	109.2	95.4	432.6	399.3
사업비예실차	17.4	14.0	9.8	(41.0)	25.3	21.7	17.3	(37.0)	0.2	27.3
기타	13.7	(42.4)	(6.5)	(228.9)	(33.1)	(74.9)	(74.3)	(95.0)	(264.1)	(277.2)
PAA	31.4	40.9	12.0	(27.4)	32.0	41.7	12.3	(27.9)	57.0	58.1
자동차보험손익	6.4	7.3	(0.6)	(23.9)	6.5	7.4	(0.6)	(24.4)	0.0	0.0
일반보험손익	25.0	33.6	12.6	(3.4)	25.5	34.3	12.9	(3.5)	0.0	0.0
투자이익	202.7	193.2	203.9	161.8	185.1	194.8	209.0	211.0	761.6	799.9
(YoY)	42%	7%	9%	61%	-9%	1%	3%	30%	25%	5%
보험금융손익	(175.2)	(171.1)	(173.8)	(171.2)	(152.9)	(136.5)	(129.1)	(122.0)	(691.3)	(540.5)
투자서비스손익	378.0	364.3	377.7	333.0	338.0	331.3	338.1	333.0	1,452.9	1,340.4
영업이익	660.6	676.4	667.0	291.1	628.8	610.6	606.0	484.4	2,295.2	2,329.8
(YoY)	22%	21%	4%	-20%	-5%	-10%	-9%	66%	9%	2%
영업외손익	0.4	0.3	0.5	1.9	0.8	0.9	1.0	1.2	3.2	3.9
세전이익	661.1	676.7	667.6	293.1	629.6	611.5	607.0	485.6	2,298.4	2,333.7
법인세비용	170.2	169.9	172.5	75.3	157.4	152.9	151.8	121.4	587.9	583.4
당기순이익	490.9	506.8	495.1	217.8	472.2	458.6	455.3	364.2	1,710.5	1,750.3
(YoY)	24%	21%	3%	-20%	-4%	-10%	-8%	67%	9%	2%

자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠화재의 부문별 이익 추이



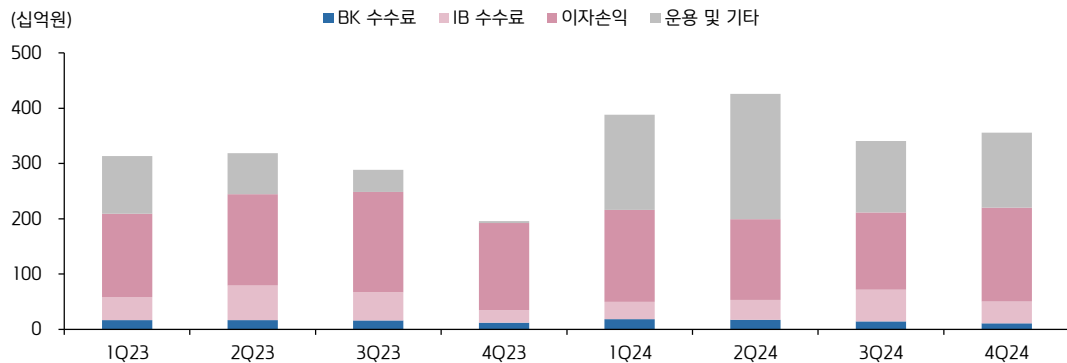
자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠증권 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
순영업수익	388.0	426.1	340.7	355.5	357.8	372.1	371.0	335.0	1,510.3	1,435.8
(YoY)	24%	34%	18%	81%	-8%	-13%	9%	-6%	35%	-5%
수수료손익	112.8	156.0	155.8	131.7	129.7	144.1	143.9	130.6	556.3	548.3
브로커리지	18.5	17.4	14.4	11.1	10.7	12.2	13.5	12.6	61.5	49.0
IB	30.9	35.8	57.4	39.0	41.1	47.2	47.2	39.4	163.2	174.9
기타	63.4	102.7	83.9	81.6	77.9	84.7	83.2	78.6	331.7	324.5
이자손익	166.6	146.1	139.7	170.2	153.6	156.2	156.2	157.3	622.6	623.3
운용 및 기타	108.6	124.0	45.1	53.7	74.4	71.8	70.9	47.1	331.4	264.2
총당금 등	37.0	(16.0)	(38.7)	(13.1)	0.0	0.0	0.0	0.0	(30.8)	0.0
판관비	146.0	171.9	175.8	100.1	148.9	159.5	149.2	126.5	593.8	584.0
인건비	93.3	119.4	120.8	24.8	90.0	98.8	86.9	61.2	358.2	336.8
인건비 외	52.7	52.5	55.1	75.3	58.9	60.8	62.3	65.3	235.6	247.3
영업이익	242.0	254.2	164.8	255.4	208.9	212.6	221.9	208.5	916.5	851.8
(YoY)	30%	78%	10%	83%	-14%	-16%	35%	-18%	48%	-7%
영업외손익	(1.9)	3.7	(0.2)	(116.8)	(22.5)	(29.1)	(43.5)	(44.2)	(115.1)	(139.4)
세전이익	240.1	257.9	164.7	138.6	186.4	183.4	178.3	164.2	801.4	712.4
법인세비용	40.4	65.9	35.0	29.9	40.2	39.5	38.4	35.4	171.2	153.5
당기순이익	199.8	192.0	129.6	108.7	146.2	143.9	139.9	128.8	630.1	558.9
(YoY)	39%	87%	65%	9%	-27%	-25%	8%	18%	49%	-11%
연결당기순이익	126.5	243.4	175.3	150.8	162.7	182.8	175.7	162.1	696.0	683.3
지배주주순이익	126.5	243.4	175.3	150.8	162.7	182.8	175.7	162.1	696.0	683.3
(YoY)	-37%	51%	49%	36%	29%	-25%	0%	8%	18%	-2%

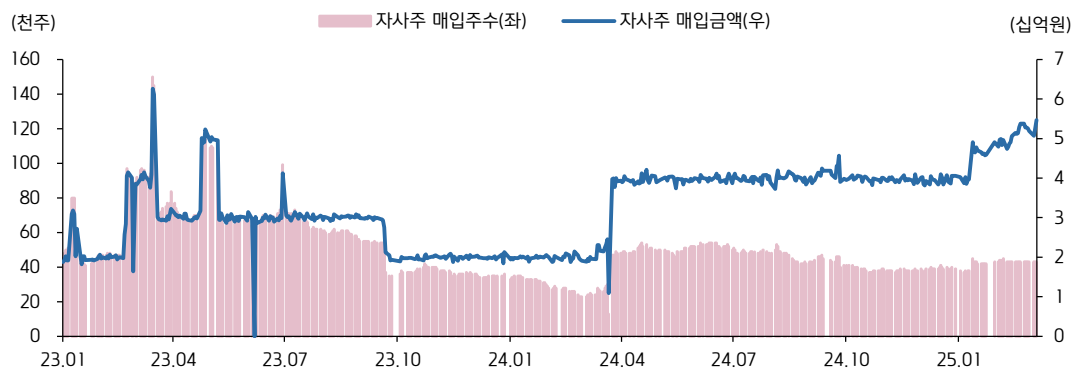
자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠증권의 부문별 이익 추이



자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠금융지주의 일간 자기주식 매입 추이



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

메리츠금융지주의 주주환원 규모 추정

항목	단위	2024	2025F	2026F
주가	원	104,000	119,400	119,400
상장주식수	천주	190,720	182,345	173,970
시가총액	십억원	19,834.9	21,772.0	20,772.0
자기주식매입액	십억원	870.6	1,000.0	1,000.0
DPS	원	1,350	1,400	1,450
현금배당액	십억원	242.7	239.9	236.4
주주환원총액	십억원	1,113.3	1,239.9	1,236.4
연결당기순이익	십억원	2,333.4	2,364.5	2,482.1
주주환원율	%	48	52	50
주주환원수익률	%	5.6	5.7	6.0

주: 1) CY 기준으로 사측 제공 자료와 소폭 차이가 있을 수 있음

2) 시가총액은 상장주식수를 이용하여 계산하였으며 배당총액은 자기주식수를 제외한 유통주식수를 이용하여 계산

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2023A	2024F	2025F	2026F
보험손익	877.9	864.0	861.6	921.3
보험수익	8,734.1	9,032.5	9,024.4	9,022.0
보험비용	7,856.2	8,168.5	8,162.9	8,100.7
이자손익	2,050.5	2,044.4	1,980.1	2,006.0
이자수익	3,903.9	4,021.7	4,069.8	4,082.0
이자비용	1,853.4	1,977.3	2,089.7	2,076.0
수수료손익	582.9	496.7	657.4	666.0
수수료수익	679.5	598.1	756.6	746.5
수수료비용	96.6	101.3	99.2	80.5
기타손익	52.6	526.7	447.5	541.3
기타수익	45,241	32,922	32,408	32,367
기타비용	45,188	32,396	31,961	31,826
판매비및관리비	630.3	742.9	584.0	605.8
영업이익	2,933.5	3,188.9	3,263.8	3,428.4
영업외손익	(89.6)	(47.7)	(84.9)	(90.7)
세전이익	2,843.9	3,141.1	3,178.9	3,337.7
법인세비용	719.2	807.7	814.4	855.6
당기순이익	2,125.4	2,333.4	2,364.5	2,482.1
지배주주순이익	2,041.7	2,306.1	2,335.3	2,452.4
[매리츠화재]				
CSM Movement				
기시	9,638	10,469	11,188	11,992
신계약	381	324	340	342
이자부리	82	84	93	99
상각	285	292	310	332
조정	47	(431)	(142)	(96)
기말	10,469	11,188	11,992	12,789
CSM 증감 (YoY, %)	9	7	7	7
순증액	831	719	804	796
K-ICS 비율	242	248	237	251
지급여력금액	12,950	13,495	14,573	16,112
지급여력기준금액	5,346	5,450	6,159	6,427
[매리츠증권]				
신NCR	1,723	1,759	1,796	1,831
구NCR	197	201	205	209

투자지표 (I)

	2023A	2024F	2025F	2026F
운용자산 비중 (%)				
FVPL	45	42	42	41
FVOCI	27	28	27	27
AC	14	14	14	14
현금및예금	5	4	4	4
부동산	1	1	1	1
주요비율 (% , 배)				
ROA	2.2	2.2	2.2	2.2
ROE	22.8	22.4	20.6	19.8
P/E	5.7	8.5	9.2	8.4
P/B	1.19	1.85	1.77	1.62

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024F	2025F	2026F
현금및예치금	4,928	4,760	4,860	4,886
FVPL 금융자산	45,835	44,941	45,887	46,129
파생금융자산	1,076	1,140	1,182	1,192
FVOCI 금융자산	27,918	29,188	30,177	30,429
AC 금융자산	14,634	14,764	15,174	15,278
관계(공동)기업투자	1,012	993	1,012	1,016
유형자산	802	880	920	930
투자부동산	690	728	756	763
무형자산	102	102	104	105
리스자산	1,638	1,707	1,767	1,782
이연법인세자산	14	178	207	215
당기법인세자산	133	85	78	76
보험계약자산	11	12	12	12
재보험계약자산	951	965	993	1,001
기타자산	2,489	5,131	5,796	5,966
매각예정비유동자산	1	1	1	1
자산총계	102,236	105,857	110,372	111,648
보험계약부채	21,576	22,447	23,170	23,354
재보험계약부채	1	0	0	0
예수부채	11,423	12,075	12,470	12,570
FVPL 금융부채	19,862	19,662	20,045	20,143
파생금융부채	1,277	1,113	1,115	1,116
차입부채	32,968	32,343	33,166	33,376
순확정급여부채	0	0	0	0
충당부채	47	47	48	49
이연법인세부채	371	340	349	352
당기법인세부채	205	354	379	385
기타부채	4,409	6,749	7,344	7,496
매각예정부채	0	0	0	0
부채총계	92,139	95,130	98,088	98,842
자본금	113	113	113	113
신종자본증권	593	792	792	792
자본잉여금	125	125	125	125
자본조정	587	799	799	799
기타포괄손익누계액	553	115	331	376
이익잉여금	7,611	8,079	9,174	9,576
비지배지분	515	704	950	1,024
자본총계	10,097	10,727	12,284	12,805

투자지표 (II)

	2023A	2024F	2025F	2026F
주주환원지표				
DPS (원)	2,360	1,350	1,400	1,450
증가율(YoY, %)	2,148	(43)	4	4
배당성향 (%)	22	11	10	10
배당수익률 (%)	4.0	1.3	1.2	1.2
현금배당액 (십억원)	448.3	242.7	239.9	236.4
자기주식수 (천주)	13,469	10,953	10,953	10,953
발행주식수 (천주)	203,372	190,720	182,345	173,970
자기주식 비중 (%)	7	6	6	6
자기주식 소각액 (십억원)	300	640	1,000	1,000
총주주환원율 (%)	53%	48%	52%	50%



BUY(Maintain)

목표주가 95,000원(하향)

주가(3/12) 74,800원

보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

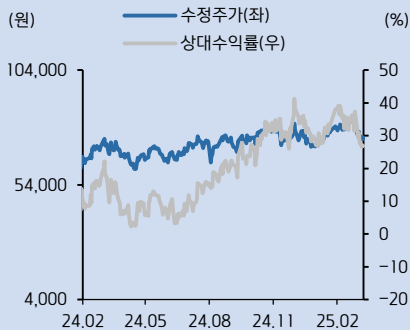
Stock Data

KOSPI	2,574.82pt	
시가총액	43,522억 원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	80,800원	60,900원
최고/최저가 대비 등락	-3.34%	28.24%
주가수익률	절대	상대
1M	4.3%	1.5%
6M	6.3%	0.0%
1Y	19.2%	-5.3%

Company Data

발행주식수	61,584천주
일평균 거래량(3M)	145천주
외국인 지분율	37.88%
배당수익률(24E)	5.1%
BPS(24E)	167,005원
주요 주주	김남구 외 1인 21.30%

Price Trend



부동산 PF 완전 회복은 아직일 듯

>>> 상대적으로 보수적인 실적 전망 제시

2024년 연간 지배주주순이익은 46% (YoY) 증가한 1조 330억원을 기록했으며, 보통주 DPS는 50% (YoY) 증가한 3,980원으로 제시하는 등 큰 폭의 성장을 보였다. 다만 이는 총당금 적립액이 전년대비 큰 폭으로 줄어든 것의 영향이 컸던 것으로 보이는 바, 올해의 실질적인 이익 성장은 다소 보수적으로 추정한다. 향후 금리 하락에 따른 업황 개선이 기대되나, 캐피탈과 신탁 자회사 등의 실적 부진이 이어지고 있으며 최근 경공매 진행 중인 물건들의 낙찰가율이 약 60% 선을 기록하고 있어 아직 부동산 PF의 완전한 회복을 기대하기는 이르다고 판단한다. 현재의 진행 속도를 감안하면 2025년 말까지는 금융사 전체적으로 경공매에 따른 손실 인식 가능성이 있을 것으로 보인다.

>>> 관건은 수익성 높은 자산 확보

과거 성장 동력이었던 부동산 PF를 대신하여 기업금융 등이 거론되고 있으나, 아직까지는 산업 전체적으로 금리 하락 국면에서 높은 수익성을 보장할 수 있는 단계는 아닌 것으로 판단한다. 자기자본 8조원 확보로 IMA 사업 진출 등의 기대감은 있으나, 결국 조달금리와 투자수익률의 스프레드가 가장 중요하다. 향후 수익성 높은 자산을 확보하는 것이 관건이 될 것으로 보인다. 아직까지는 기대감이 구체화되지 않은 바 투자의견 BUY는 유지하나 목표주가를 95,000원으로 5% 하향조정한다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
순영업수익	1,449.5	3,104.1	2,539.6	2,793.8	3,116.7
영업이익	601.0	2,308.0	1,539.6	1,801.5	2,100.8
세전이익	559.9	2,021.8	1,464.3	1,744.8	2,026.0
당기순이익	639.8	708.9	1,039.1	1,165.1	1,263.3
지배주주순이익	636.9	707.8	1,033.0	1,077.7	1,094.2
ROE	8.5	8.8	11.7	12.2	12.6
ROA	0.8	0.8	1.1	1.1	1.2
EPS	11,481	12,722	18,647	20,907	22,670
BPS	138,279	151,546	167,005	175,338	183,510
PER	4.0	4.3	3.9	3.7	3.4
PBR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
DPS	2,300	2,650	3,980	4,200	4,500
배당수익률	4.3	4.3	5.1	5.4	5.8

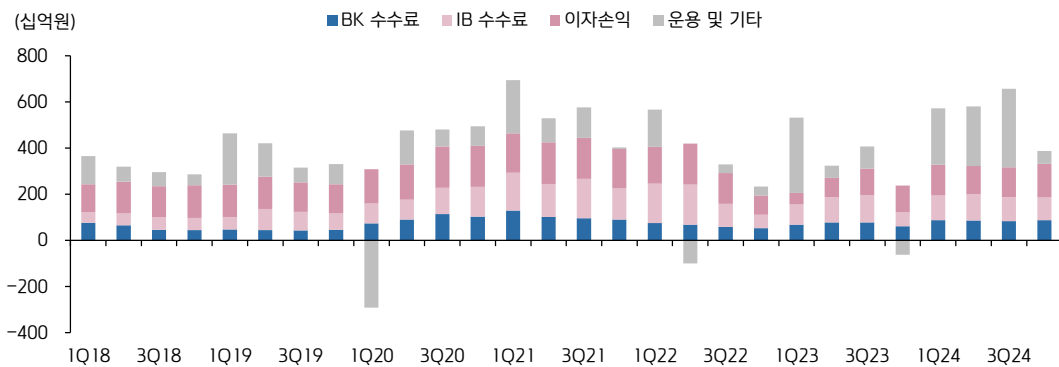
자료: 키움증권 리서치센터

한국금융지주 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
한국투자증권										
순영업수익	813.0	581.6	656.9	488.1	1,089.6	539.9	607.2	557.1	2,539.6	2,793.8
(YoY)	-63%	79%	61%	179%	34%	-7%	-8%	14%	-18%	10%
수수료손익	239.0	253.1	241.6	242.3	250.5	262.4	271.4	253.9	976.0	1,038.2
브로커리지	88.1	86.4	83.4	87.5	91.4	99.0	104.7	99.2	345.3	394.4
IB	106.9	114.6	104.5	98.5	106.9	111.5	112.9	102.3	424.5	433.6
기타	44.0	52.2	53.7	56.3	52.2	52.0	53.7	52.4	206.2	210.3
이자손익	133.3	121.2	129.7	146.3	147.4	139.4	139.2	140.0	530.4	565.9
운용 및 기타	440.8	207.4	285.6	99.4	691.7	138.1	196.6	163.3	1,033.2	1,189.7
총당금 등	54.0	33.3	33.1	23.1	0.0	0.0	0.0	0.0	143.6	0.0
판관비	223.4	243.5	269.4	263.7	251.0	243.9	254.2	243.2	1,000.0	992.4
인건비	132.0	139.7	160.5	150.0	149.0	131.7	144.1	132.1	582.3	556.8
인건비 외	91.3	103.9	108.9	113.7	102.0	112.2	110.2	111.2	417.7	435.5
영업이익	589.7	338.1	387.5	224.4	838.6	296.1	352.9	313.9	1,539.6	1,801.5
(YoY)	-70%	116%	105%	흑전	42%	-12%	-9%	40%	-33%	17%
영업외손익	22.4	(6.6)	2.9	(94.0)	7.8	(21.6)	4.9	(47.8)	(75.3)	(56.6)
세전이익	612.1	331.4	390.5	130.4	846.4	274.5	357.8	266.1	1,464.3	1,744.8
법인세비용	88.9	78.4	98.7	3.5	211.6	68.6	89.4	66.5	269.4	436.2
당기순이익	523.2	253.0	291.8	126.9	634.8	205.9	268.3	199.6	1,194.9	1,308.6
(YoY)	-72%	187%	89%	흑전	21%	-19%	-8%	57%	-39%	10%
한국금융지주										
연결당기순이익	342.4	281.6	314.5	100.6	561.7	192.8	245.2	165.4	1,039.1	1,165.1
지배주주순이익	340.4	280.5	312.7	99.4	508.4	184.0	231.5	153.8	1,033.0	1,077.7
(YoY)	13%	28%	47%	흑전	49%	-34%	-26%	55%	46%	4%

자료: 한국금융지주, 키움증권 리서치센터

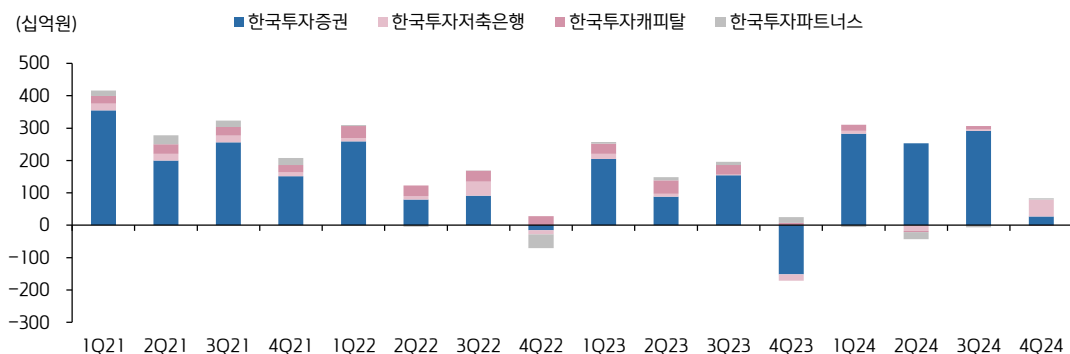
한국투자증권의 부문별 실적 추이



주: 회사사 배당 제외

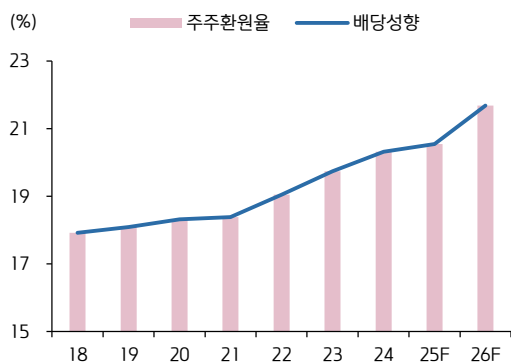
자료: 한국금융지주, 키움증권 리서치센터

한국금융지주의 주요 자회사 실적 추이



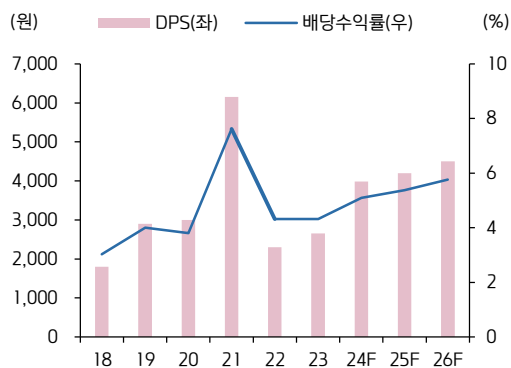
자료: 한국금융지주, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



자료: 한국금융지주, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



자료: 한국금융지주, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
순영업수익	1,449.5	3,104.1	2,539.6	2,793.8	3,116.7
수수료손익	918.3	844.4	976.0	1,038.2	1,067.9
브로커리지	256.2	286.8	345.3	394.4	403.7
IB	502.0	375.8	424.5	433.6	458.3
기타	160.1	181.9	206.2	210.3	205.9
이자손익	553.0	363.8	530.4	565.9	578.6
운용 및 기타	(21.8)	1,895.9	1,033.2	1,189.7	1,470.2
총당금 등	(41.1)	(384.6)	143.6	0.0	0.0
판매비	848.5	796.1	1,000.0	992.4	1,015.9
인건비	526.7	382.0	582.3	556.8	572.0
인건비 외	321.8	414.1	417.7	435.5	443.9
영업이익	601.0	2,308.0	1,539.6	1,801.5	2,100.8
영업외손익	(41.1)	(286.2)	(75.3)	(56.6)	(74.8)
세전이익	559.9	2,021.8	1,464.3	1,744.8	2,026.0
법인세비용	146.2	61.5	269.4	436.2	506.5
당기순이익	413.7	1,960.3	1,194.9	1,308.6	1,519.5
연결당기순이익	639.8	708.9	1,039.1	1,165.1	1,263.3
지배주주순이익	636.9	707.8	1,033.0	1,077.7	1,094.2
부문별 손익 비중 (%)					
수수료손익	63.4	27.2	38.4	37.2	34
브로커리지	17.7	9.2	13.6	14.1	13
IB	34.6	12.1	16.7	15.5	15
자산관리 및 기타	11.0	5.9	8.1	7.5	7
이자손익	38.1	11.7	20.9	20.3	19
운용 및 기타	(1.5)	61.1	40.7	42.6	47
기타 지표 (%)					
이자수익률	3.1	4.4	4.9	5.0	4.9
조달금리	2.9	5.3	5.2	5.2	5.1
스프레드	0.2	(0.9)	(0.4)	(0.2)	(0.1)
판매비율	58.5	25.6	39.4	35.5	33
인건비	36.3	12.3	22.9	19.9	18
인건비 외	22.2	13.3	16.4	15.6	14

투자지표 (I)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장률 (%)					
자산	5	11	5	4	3
부채	5	11	5	4	3
자본	4	10	10	5	5
순영업수익	(34)	114	(18)	10	12
수수료손익	(26)	(8)	16	6	3
이자손익	(21)	(34)	46	7	2
운용 및 기타	적전	흑전	(46)	15	24
판매비및관리비	(8)	(6)	26	(1)	2
영업이익	(53)	284	(33)	17	17
당기순이익	(57)	374	(39)	10	16
연결당기순이익	(64)	11	47	12	8
지배주주순이익	(64)	11	46	4	2
자본적정성지표 (%)					
신NCR	(78)	(15)	48	110	177
구NCR	98	100	102	104	106

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
현금및현금성자산	14,673	13,845	12,228	12,300	12,629
FVPL 금융자산	37,945	47,581	53,963	56,713	58,745
지분상품자산	0	0	0	0	0
채무증권	0	0	0	0	0
FVOCI 금융자산	3,929	5,183	3,440	3,172	3,210
채무상품	0	0	0	0	0
AC 금융자산	22,197	23,101	24,274	25,265	26,140
예치금	146	85	59	56	58
대출채권	22,052	23,016	24,215	25,208	26,083
종속기업및관계기업지분	4,321	4,260	4,380	4,497	4,633
유형자산	725	732	743	762	785
투자부동산	154	4	4	5	5
무형자산	133	144	144	147	152
기타	2,231	1,052	1,721	1,868	1,939
자산총계	86,309	95,901	100,896	104,728	108,238
FVPL금융부채	5,659	5,152	5,539	5,710	5,883
매도파생결합증권	0	0	0	0	0
예수부채	13,938	13,656	14,765	15,361	15,874
차입부채	33,831	43,349	45,610	47,548	49,218
발행사채	10,299	11,433	11,534	11,809	12,162
기타	14,876	13,865	14,143	14,529	14,875
부채총계	78,603	87,456	91,590	94,957	98,012
자본금	308	308	308	308	308
자본잉여금	608	608	608	608	608
자본조정	(51)	(51)	(52)	(54)	(56)
기타포괄손익누계액	236	358	473	508	527
이익잉여금	6,579	7,151	7,970	8,401	8,838
이익준비금	308	308	308	308	308
대손준비금	0	0	0	0	0
임의적립금	685	703	783	825	868
미처분이익잉여금	5,587	6,141	6,844	7,214	7,590
자본총계	7,706	8,445	9,307	9,771	10,226

투자지표 (II)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산별 비중 (%)					
FVPL	44	50	53	54	54
FVOCI	5	5	3	3	3
AC	26	24	24	24	24
주요비율 (% 배)					
ROA	0.8	0.8	1.1	1.1	1.2
ROE	8.5	8.8	11.7	12.2	12.6
P/E	4.0	4.3	3.9	3.7	3.4
P/B	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
주주원인지표					
DPS (원)	2,300	2,650	3,980	4,200	4,500
증가율(YoY, %)	(63)	15	50	6	7
배당성향 (%)	19.0	19.7	20.3	20.6	21.7
배당수익률 (%)	4.3	4.3	5.1	5.4	5.8
현금배당액 (십억원)	121.3	139.8	209.9	221.5	237.3
자기주식수 (천주)	2,987	2,987	2,987	2,987	2,987

찰스 슈왓 (SCHW.US)

SCHD를 아시나요?

- 미국 배당 ETF로 유명한 SCHD를 출시 및 운영하는 금융지주사
- 금리 상승기 채권 평가손실 인식 우려가 있었으나 금리 하락으로 펀더멘털 개선 중
- 금리 하락으로 이자마진 개선 및 암호화폐 현물 시장 진출 등에 따른 수혜 예상

미국의 대표적인 리테일 브로커리지 중심의 금융지주회사

찰스 슈왓은 미국 최대의 리테일 브로커리지 기업으로, 자회사로 은행/증권사/자산운용사 등을 보유하고 있다. 배당 ETF 로 유명한 SCHD 등을 출시 및 운영하는 등 자산관리 시장에서도 독보적인 지위를 확보하고 있다. 2019 년 말에는 브로커리지 시장 2 위사인 TD 아메리트레이드를 260 억달러에 인수하기도 했다.

2019 년 수수료 무료화 선언, 이자수의 중심으로 실적 체질 개선

2019 년 주식 거래수수료 무료 선언 및 PFOF 를 도입하였으며, 기존 강점이었던 자산관리 외에도 외형 성장에 따른 이자수의 중심의 전략을 펼치고 있다. 대표적으로 Bank Sweep 서비스를 운영 중인데, 증권 계좌의 고객 자산 중 미투자예탁금을 계열사인 은행에 예치하도록 하는 것이다. CMA 계좌는 단기자금상품 운용 수익을 고객에게 지급하지만 Bank Sweep 계좌의 경우 예금자보호를 받는 대신 고객에게는 은행 예금 금리만 지급하여 높은 스프레드를 확보할 수 있다는 장점이 있다. 무료 수수료 및 합병 등을 통한 대규모 계좌 확보가 조달금리를 낮추는 역할을 하는 것이다.

긍정적 가이던스 제시, 영업 지표 호조 지속

2025 년 가이던스로는 전년대비 영업수익 13~15% 증가, 비용 4.5~5.5% 증가를 제시했다. 고객자산과 활동계좌 등 영업지표의 호조가 이어지고 있음에 따라 향후 외형 성장과 규모의 경제 실현에 따른 수익성 개선을 기대할 수 있다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25.3.11): \$72.47

목표주가 컨센서스: \$88.50

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유	매도
61%	30%	9%

Stock Data

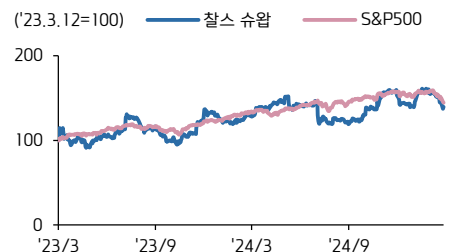
산업분류	캐피탈 시장
S&P 500	5,572.07
현재주가/목표주가	72.47 / 88.5
52주 최고/최저 (\$)	84.5 / 61.01
시가총액 (백만\$)	131,429
유통주식 수 (백만)	1,650
일평균거래량 (3M)	11,252,505

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	18,837	19,606	22,540	25,387
영업이익	6,378	8,337	10,717	12,957
순이익	6,159	5,969	7,694	9,368
EPS	3.1	3.3	4.2	5.2
증가율(%)	-19.7	3.8	29.3	24.0
PER(배)	22.7	23.8	17.2	13.9
PBR(배)	3.9	3.5	2.6	2.4
ROE(%)	16.0	14.4	17.1	19.4
배당수익률(%)	1.5	1.4	1.5	1.8

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-2.1	-12.9	14.3	8.2
S&P Index	-5.3	-8.2	0.3	8.9



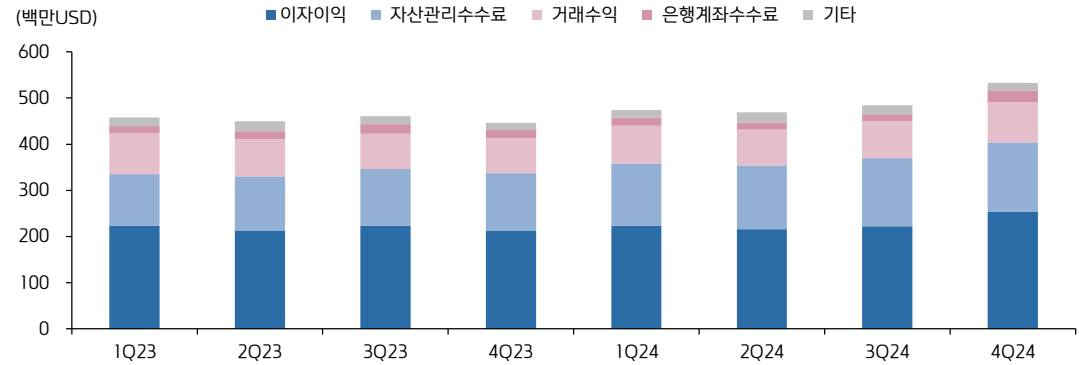
자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

찰스 슈왓의 상세 실적

(백만 USD)	FY4Q23	FY3Q24	FY4Q24	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
영업수익	445.9	484.7	532.9	20	10
이자이익	213.0	222.2	253.1	19	14
이자수익	396.3	392.8	385.1	-3	-2
이자비용	183.3	170.6	132.0	-28	-23
자산관리수수료	124.1	147.6	150.9	22	2
거래수익	76.7	79.7	87.3	14	10
은행계좌수수료	17.4	15.2	24.1	39	59
기타	14.7	20.0	17.5	19	-13
영업비용	326.5	300.5	302.4	-7	1
영업이익	119.4	184.2	230.5	93	25
법인세비용	14.9	43.4	46.5	212	7
순이익	104.5	140.8	184.0	76	31

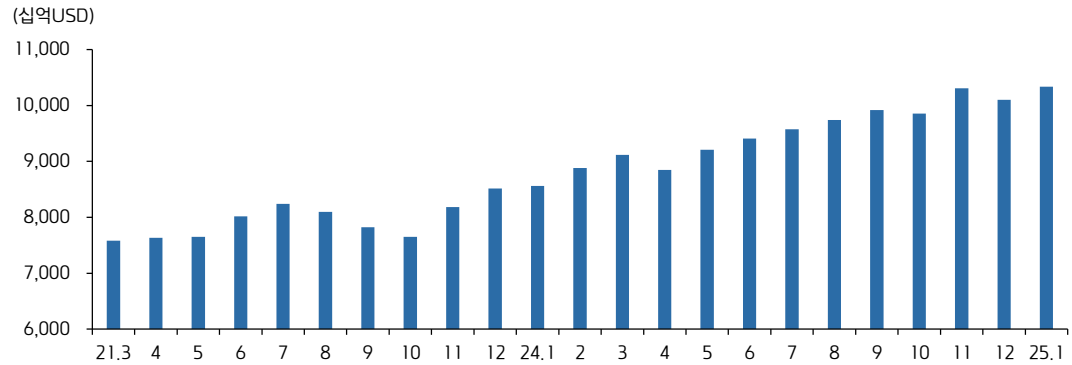
자료: Charles Schwab, 키움증권 리서치센터

찰스 슈왓의 분기별 순영업수익 추이



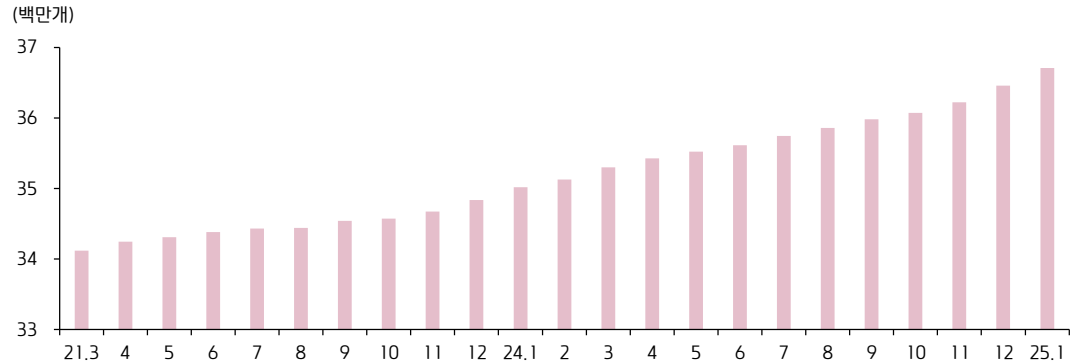
자료: Charles Schwab, 키움증권 리서치센터

찰스 슈왑의 월간 총고객자산 추이



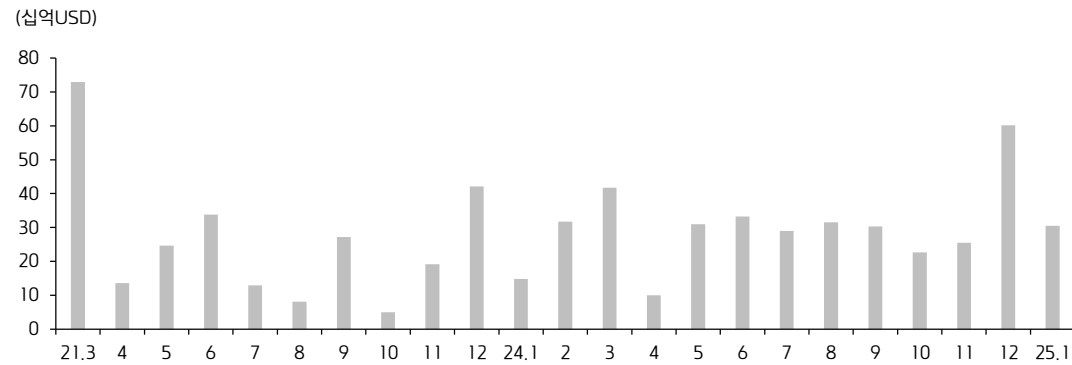
자료: Charles Schwab, 키움증권 리서치센터

찰스 슈왑의 월간 활동계좌수 추이



자료: Charles Schwab, 키움증권 리서치센터

찰스 슈왑의 월간 NNA(Net New Assets) 추이



자료: Charles Schwab, 키움증권 리서치센터

찰스 슈왁의 2025년 가이드런스

2025	
Our financial scenario reflects our momentum entering 2025.	
Revenue	Anticipate revenue to increase by 13% to 15% versus the prior year as clients continue to utilize our broad array of services and solutions ▪ Further reduction of Bank Supplemental Funding¹ supports full-year NIM expansion into the 2.55% to 2.65% range – with 4Q25 NIM into the 280s basis points range ▪ FY25 average interest-earning assets down slightly versus full-year 2024 average
Expenses	Expect adjusted expenses² to grow by 4.5% to 5.5% versus 2024 ▪ Continue prioritize growth and scale investments to deliver value through-the-cycle for all stakeholders – clients, stockholders, and employees ▪ Assume historical intra-year seasonality, including typical sequential increase in expenses from 4Q24 to 1Q25
Pre-tax Profit Margin	Implies full-year adjusted pre-tax margin² expansion into the upper 40% zone ▪ Positive operating leverage to build through the year with 4Q25 adjusted PTPM² approaching 50%

자료: Charles Schwab, 키움증권 리서치센터

찰스 슈왁의 중장기 성장 전략

Our consistent focus on clients and disciplined approach enables Schwab to drive profitable growth through-the-cycle.	
2024 Delivered strong results during a transitional year	▪ Delivered strong growth across client, solutions, and financial measures ▪ Grew 4Q24 revenue by 20% year-over-year ▪ Expanded 4Q24 GAAP earnings per share by 84%, 49% adjusted⁽¹⁾, versus 4Q23 ▪ Observed 2H24 build in transactional sweep cash¹ as realignment activity further decelerated ▪ Reduced Bank Supplemental Funding to \$50B – down ~50% from peak levels ▪ Built capital to target operating objective
2025 Momentum continuing to build	▪ Well-positioned for financial growth across a range of potential environments ▪ Anticipate meaningful NIM expansion as we further reduce Bank Supplemental Funding² ▪ Maintain a balanced approach to expense management – supporting growth and efficiency ▪ Poised for opportunistic capital return during 2025
Long-term Profitable growth through-the-cycle	▪ Continue to make sustained investments and evolve our offerings to support our clients – helping to further diversify revenue and bolster the durability of our long-term financial results

자료: Charles Schwab, 키움증권 리서치센터

로빈훅 마케츠 (HOOD.US)

주가 변동성은 높지만 향후 기대되는 성장성

- 거래수수료 무료를 표방하는 대표적인 리테일 브로커리지 플랫폼 기업
- 4분기 암호화폐 시장 활황에 따른 실적 호조로 주가 상승했으나, 이후 암호화폐 시장 부진으로 주가 하락 추세 진행 중
- 이자수익 개선세 지속되며 펀더멘털 개선 중이며, 향후 시장 호조 시 주가 상승 기대

무료수수료와 간편한 UI/UX 등을 제공하는 브로커리지 플랫폼

2013 년 설립된 스타트업 기업이었던 로빈훅은 2020 년 개인투자자들의 급격한 증시 유입이 이루어지면서 빠르게 성장했다. 거래수수료를 받지 않는 대신 PFOF(Payment for Order Flow) 방식으로 수익을 얻고 있으며, 최근에는 암호화폐 거래 지원 및 구독서비스, 신용카드 출시 등 사업다각화를 진행 중이다.

완전한 흑자 기초 진입, 향후 추가 성장 기대

2024 년 첫 연간 흑자를 기록했으며, 고객수 성장세를 이어가는 등 긍정적인 흐름을 보이고 있다. 특히 친암호화폐적인 기조로 암호화폐 거래 서비스도 일찍부터 지원하였으며, 2024 년 4 분기 암호화폐 선물 거래도 지원함에 따라 관련 수익은 큰 폭으로 증가했다. 최근 암호화폐 시장 부진으로 주가는 조정을 받은 상황이나, 주요 영업 지표는 긍정적인 상황이며 흑자 구간 진입에 따른 수익성의 빠른 개선을 기대해볼 수 있다는 판단이다.

증시 상황에 따라 주가 변동폭이 큰 모습이나, 구조적 성장 기대

영업실적 중 거래관련수익의 비중이 높고 특히 2024 년 4 분기에는 암호화폐 거래 관련 실적이 큰 폭으로 증가했던 바, 단기 증시 및 암호화폐 시장 조정에 따른 주가 하락은 불가피하다. 다만 3 월 백악관의 가상자산 서밋에도 참석한 바 있으며 실물자산 토큰화도 준비 중인 등 암호화폐 시장과 관련하여 다양한 준비를 하고 있다. 향후 암호화폐 시장 확대 및 개인투자자들의 투자 관심도 확대에 따른 구조적 성장이 기대된다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25.3.11): \$36.36

목표주가 컨센서스: \$69.03

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유	매도
71%	24%	6%

Stock Data

산업분류	캐피탈 시장
S&P 500	5,572.07
현재주가/목표주가	36.36 / 69.03
52주 최고/최저 (\$)	66.91 / 13.98
시가총액 (백만\$)	32,195
유통주식 수 (백만)	756
일평균거래량 (3M)	30,159,779

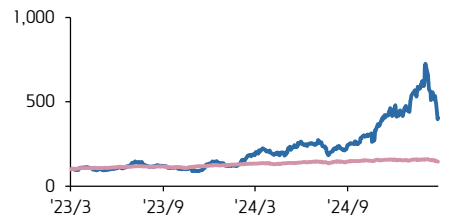
Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	1,865	2,951	3,734	4,239
영업이익	-536	-	1,628	1,990
순이익	-541	1,411	1,323	1,516
EPS	-0.6	1.6	1.4	1.6
증가율(%)	적지	흑전	-8.5	14.9
PER(배)	-	24.6	25.5	22.2
PBR(배)	1.7	4.1	3.8	3.3
ROE(%)	-	19.2	19.6	18.3
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-2.4	-31.8	76.2	115.7
S&P Index	-5.3	-8.2	0.3	8.9

('23.3.12=100) — 로빈훅 — S&P500



자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

로빈훅 마케츠의 상세 실적

(백만 USD)	FY4Q24	FY3Q24	FY4Q24	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
영업수익	460.5	469.0	484.7	5	3
거래관련수익	200	319	672	236.0	110.7
옵션	121	202	222	83.5	9.9
주식	25	37	61	144.0	64.9
암호화폐	43	61	358	732.6	486.9
기타	11	19	31	181.8	63.2
순이자수익	236	274	296	25.4	8.0
기타	35	44	46	31.4	4.5
영업비용	445	486	458	2.9	-5.8
영업이익	26	151	556	흑전	268.2
영업외손익	3	2	2	흑전	0.0
세전이익	29	153	558	흑전	264.7
순이익	30	150	916	흑전	510.7

자료: Charles Schwab, 키움증권 리서치센터

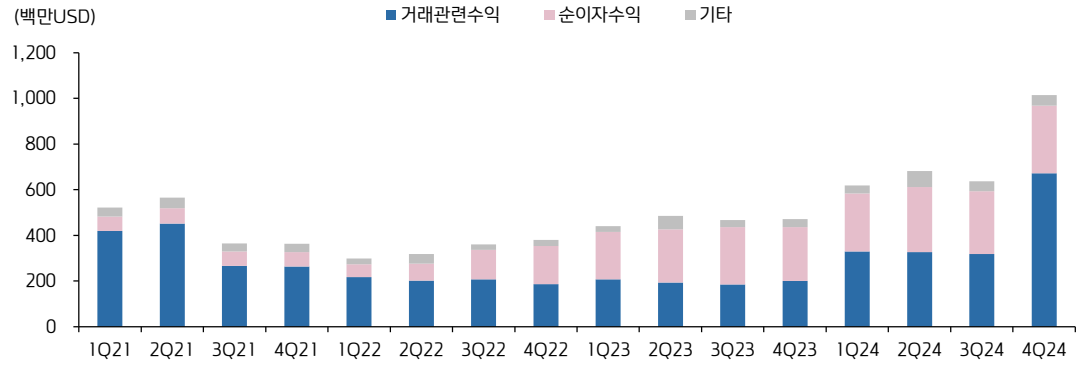
로빈훅 마케츠의 실적 컨센서스

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(백만 USD)	FY25Q1	YoY 성장률	FY25Q2	YoY 성장률	FY25	YoY 성장률	FY26	YoY 성장률
매출액	846	37%	876	42%	3,461	21%	3,856	11%
영업이익	302	91%	322	104%	1,260	39%	1,472	17%
순이익	272	73%	281	79%	1,117	20%	1,205	8%
EPS(USD)	0.31	72%	0.322	53%	1.25	23%	1.38	10%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

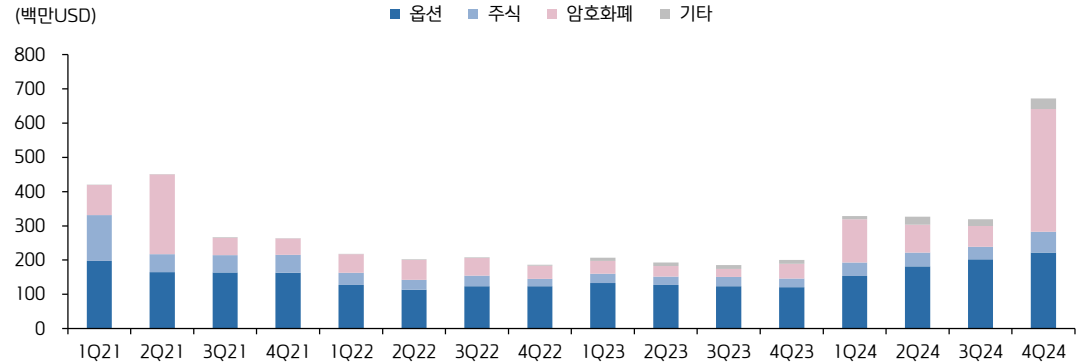
주: 컨센서스는 2025-2-13 블룸버그 GAAP 기준

로빈훅 마케츠의 부문별 순영업수익 추이



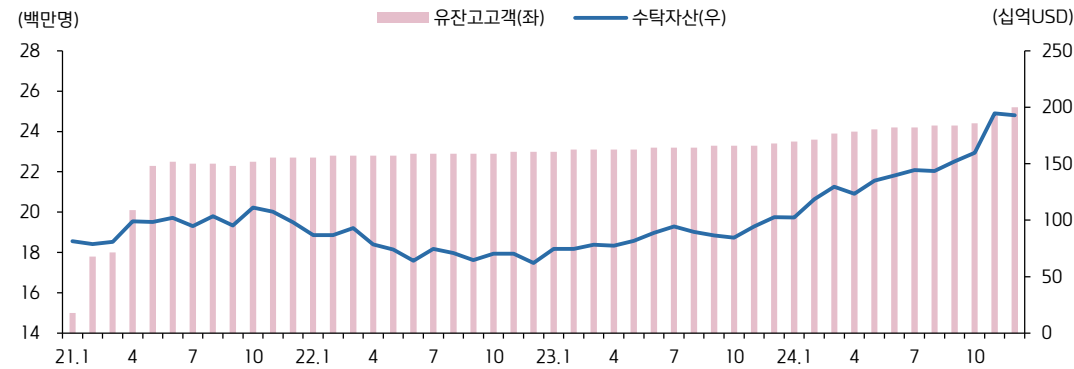
자료: Robinhood, 키움증권 리서치센터

로빈훅 마케츠의 상품별 거래관련수익 추이



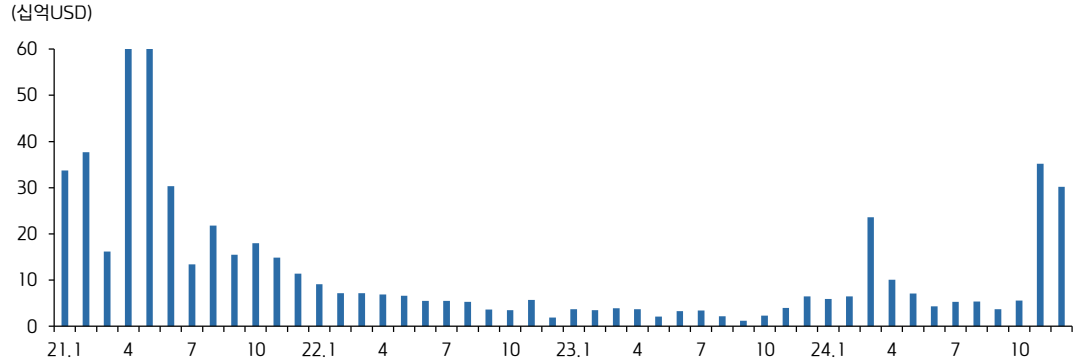
자료: Robinhood, 키움증권 리서치센터

로빈훅 마케츠의 월간 유잔고고객 및 수탁자산 추이



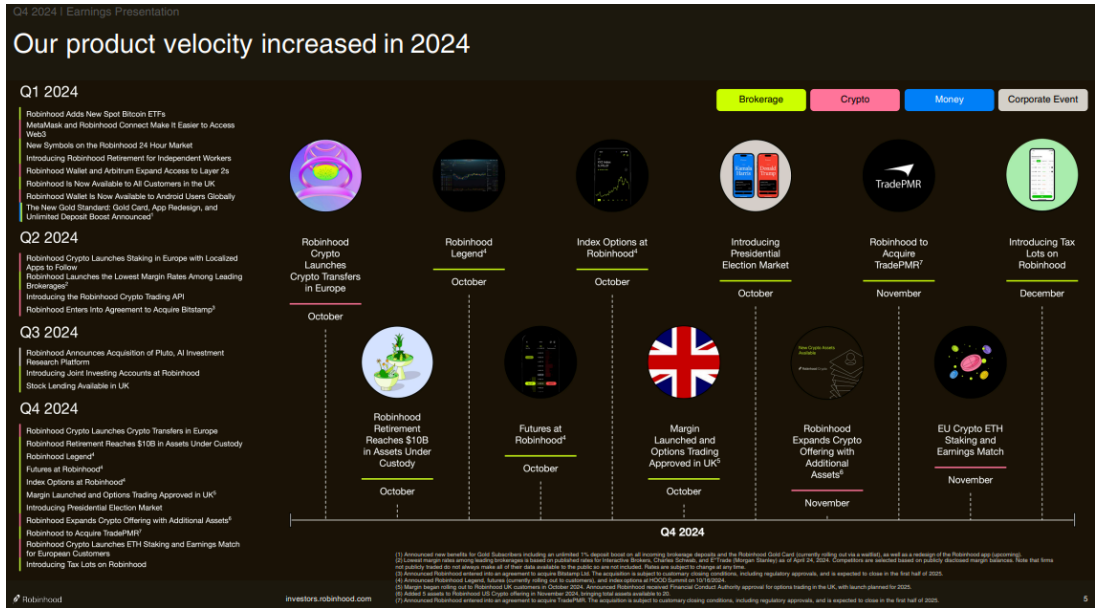
자료: Robinhood, 키움증권 리서치센터

로빈훅 마케츠의 암호화폐 거래량 추이



자료: Robinhood, 키움증권 리서치센터

로빈훅 마케츠의 2024년 영업 성과



자료: Robinhood, 키움증권 리서치센터

로빈훅 마케츠의 2025년 로드맵

Q4 2024 | Earnings Presentation

2025 Roadmap

	Active Traders	Wallet Share for Next Generation	Global Financial Ecosystem
Products	- Robinhood Legend enhancements - Futures rollout - Event contracts platform - Additional trading tools	- Gold Card expansion - Advisory (incl. TradePMR) - New Money capabilities - Additional account types	- Additional Crypto selection & capabilities - Crypto geographic expansion & vertical integration (incl. Bitstamp) - Tokenization - Brokerage UK expansion, APAC launch & licenses in 3 more markets
Measures	- Equity market share - Options market share - Crypto market share - Margin market share	- Net Deposits - Gold Subscribers	- Total international Funded Customers¹ - Total international AUC¹

자료: Robinhood, 키움증권 리서치센터

SBI홀딩스 (8473.JP)

제로 혁명, 기대되는 다음 행보

- 일본의 대표적인 온라인 증권사
- 2023년 '제로 혁명'을 통해 주식 거래수수료 무료 선언 후 고객 계좌 빠르게 확보 중
- 향후 고객 계좌를 기반으로 FX, 암호화폐 등 신사업 확대 계획 중

소프트뱅크의 투자로 설립된 일본의 대표적인 온라인 증권사

일본의 대표적인 인터넷 금융 그룹인 SBI 홀딩스는 1999 년 소프트뱅크의 투자를 받아 설립되었으며, 자회사로 증권, 은행, 손해보험, 생명보험, 카드 등을 가지고 있어 종합적인 금융서비스를 제공하는 기업이다. 주 자회사는 SBI 증권인데, 일본 내에서 노무라, 다이와에 이어 시가총액 3 위에 해당하며 가장 많은 거래 계좌를 확보하고 있는 증권사이다.

2023 년 9 월, 'Zero Revolution'을 통해 수수료 무료 선언

SBI 증권은 2023 년 9 월 주식 투자의 대중화를 촉진시키겠다는 명목으로 '제로 혁명(Zero Revolution)'을 시행했다. 신용 거래를 포함한 국내 주식 거래에 대한 완전 수수료 무료를 선언했으며, 다음 단계로는 미국 주식과 해외 ETF, 달러/엔 환율 등에 대해서도 수수료를 받지 않을 계획이다. 국내 주식 수수료 무료화에 따른 실적 영향은 2024 년 9 월 누적 285 억엔의 순영업수익 감소가 있었던 것으로 추산 중이며, 이는 전체 순영업수익의 16%에 해당하는 규모이다.

고객 대거 유입, 계열사 시너지 기대 및 적극적인 신사업 진출 중

SBI 홀딩스는 제로 혁명을 통해 확보한 고객들을 은행, 자산관리 등의 비즈니스와 시너지를 낼 계획이며, 특히 SBI 증권은 FX 거래에 주목하고 있다. 암호화폐 등 신사업에도 적극적인 모습인데, 자회사인 BITPOINT 는 일본 내 3 대 암호화폐 거래소이며, 2016 년부터 XRP(리플)에 투자하여 약 9%의 XRP 를 보유 중이다. 기성 금융사 중 암호화폐에 대해 가장 기민하고 적극적인 모습을 보이고 있다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25.3.11): ¥4,082

목표주가 컨센서스: ¥4,730

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유	매도
50%	50%	0%

Stock Data

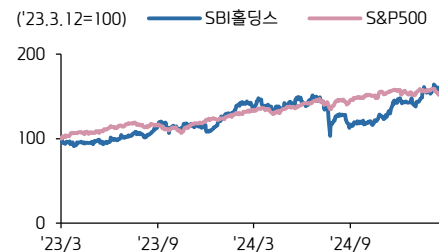
산업분류	캐피탈 시장
Topix	2,670.72
현재주가/목표주가	4,082 / 4,730
52주 최고/최저 (\$)	4,669 / 2,855
시가총액 (백만\$)	1,240,467
유통주식 수 (백만)	271
일평균거래량 (3M)	1,710,584

Earnings & Valuation

(백만 ¥)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	998,559	1,210,504	1,353,485	1,447,031
영업이익	-	-	-	-
순이익	35,000	87,243	121,517	128,323
EPS	132.2	316.4	361.2	393.2
증가율(%)	-91.2	139.4	14.1	8.9
PER(배)	6.2	6.1	11.3	10.4
PBR(배)	0.7	0.9	0.9	0.9
ROE(%)	3.6	7.7	8.6	8.6
배당수익률(%)	4.6	3.0	4.2	4.8

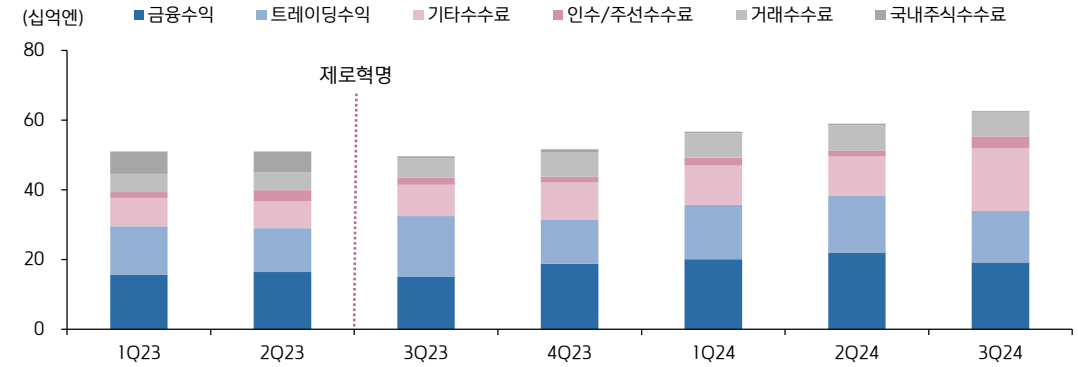
Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	2.5	-6.3	29.5	6.6
S&P Index	-5.3	-8.2	0.3	8.9



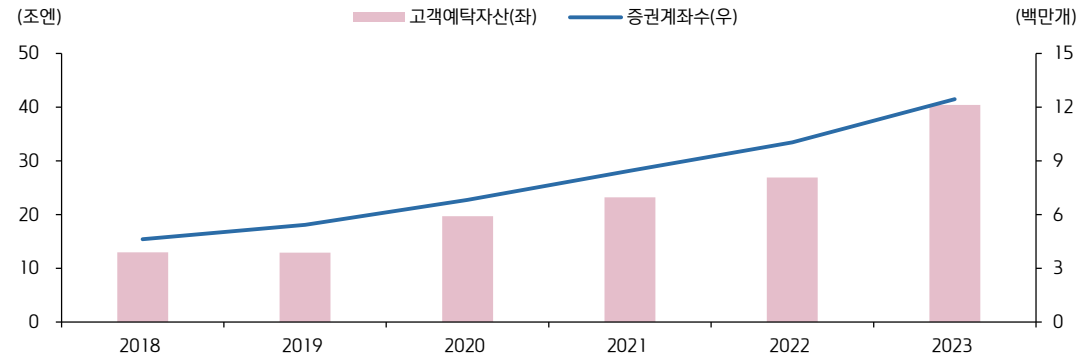
자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

SBI홀딩스의 부문별 순영업수익 추이



자료: SBI홀딩스, 키움증권 리서치센터

SBI홀딩스의 연간 고객예탁자산 및 증권계좌수 추이



주: Fiscal Year 기준, FY2023은 23년 4월 ~ 24년 3월
자료: SBI홀딩스, 키움증권 리서치센터

SBI홀딩스의 암호화폐 관련 투자 현황

		Service Layer Axis				
		Platform	Market Maker	Project (Issuer)	Custody	Others
Handling Targets	Crypto Asset	 [SBI SECURITIES]				 SBI XOC Network APAC
	Stable Coin					
	Security Token, RWA Token	 ODX Digital Exchange Co., Ltd.		 an SBI company		 ISTOA Japan STO Association
	NFT, etc.	 WHERE THE NEW CREATIVITIES BELONG				 日本デジタル空間経済連盟 Japan Digital Space Economy Federation

자료: SBI홀딩스, 키움증권 리서치센터

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

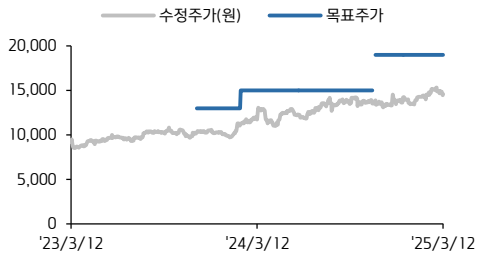
종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
메리츠	2024-10-30	Buy(Initiate)	140,000원	6개월	-25.68	-24.43
금융지주	2024-11-14	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-25.96	-24.43
(138040)	2024-11-19	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-24.38	-14.64
	2025-02-20	Buy(Maintain)	150,000원	6개월	-17.43	-16.67
	2025-03-12	Buy(Maintain)	150,000원	6개월		
미래에셋증권	2023-11-14	Outperform (Initiate)	8,500원	6개월	-14.78	-10.12
(006800)	2024-01-22	Outperform (Maintain)	7,500원	6개월	3.95	14.93
	2024-02-07	Outperform (Maintain)	10,000원	6개월	-16.24	-9.80
	2024-04-15	Buy(Upgrade)	10,000원	6개월	-18.72	-9.80
	2024-05-10	Buy(Maintain)	10,000원	6개월	-21.97	-9.80
*담당자변경	2024-10-30	Outperform (Reinitiate)	11,000원	6개월	-18.67	-16.09
	2024-11-08	Outperform (Maintain)	10,000원	6개월	-14.20	-10.00
	2024-11-19	Outperform (Maintain)	10,000원	6개월	-16.08	-9.00
	2025-01-20	Buy(Upgrade)	10,000원	6개월	-16.35	-9.00
	2025-02-10	Buy(Maintain)	10,000원	6개월	-16.17	-9.00
	2025-03-12	Buy(Maintain)	12,000원	6개월		
NH투자증권	2023-11-14	Buy(Initiate)	13,000원	6개월	-21.26	-18.54
(005940)	2024-01-22	Buy(Maintain)	13,000원	6개월	-20.71	-13.15
	2024-02-08	Buy(Maintain)	15,000원	6개월	-22.58	-19.67
	2024-03-13	Buy(Maintain)	15,000원	6개월	-21.02	-12.93
	2024-04-15	Buy(Maintain)	15,000원	6개월	-21.50	-12.93
	2024-04-25	Buy(Maintain)	15,000원	6개월	-17.96	-5.53
*담당자변경	2024-10-30	Buy(Reinitiate)	19,000원	6개월	-28.61	-27.00
	2024-11-19	Buy(Maintain)	19,000원	6개월	-28.12	-23.53
	2025-01-20	Buy(Maintain)	19,000원	6개월	-27.39	-23.47
	2025-02-11	Buy(Maintain)	19,000원	6개월	-26.63	-20.21
	2025-03-12	Buy(Maintain)	19,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

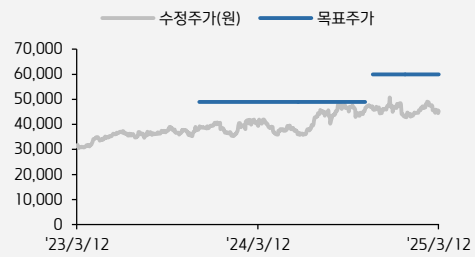
종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
한국금융지주	2023-11-14	Buy(Initiate)	80,000원	6개월	-26.14	-20.88
(071050)	2024-01-22	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-25.78	-17.13
	2024-02-05	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-24.93	-16.00
	2024-02-16	Buy(Maintain)	88,000원	6개월	-20.34	-19.32
	2024-02-28	Buy(Maintain)	88,000원	6개월	-21.48	-15.80
	2024-04-15	Buy(Maintain)	88,000원	6개월	-22.89	-15.80
	2024-05-08	Buy(Maintain)	88,000원	6개월	-21.99	-14.55
*담당자변경	2024-10-30	Buy(Reinitiate)	100,000원	6개월	-25.99	-17.51
	2024-11-07	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-22.63	-14.85
	2024-11-19	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-24.40	-19.20
	2025-01-20	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-24.45	-19.20
	2025-03-12	Buy(Maintain)	95,000원	6개월		
삼성증권	2023-11-14	Buy(Initiate)	49,000원	6개월	-21.44	-16.84
(016360)	2024-01-22	Buy(Maintain)	49,000원	6개월	-21.58	-16.84
	2024-02-16	Buy(Maintain)	49,000원	6개월	-20.03	-14.29
	2024-04-15	Buy(Maintain)	49,000원	6개월	-20.56	-14.29
*담당자변경	2024-10-30	Buy(Reinitiate)	60,000원	6개월	-23.00	-21.67
	2024-11-08	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-23.00	-21.67
	2024-11-19	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-23.67	-15.50
	2025-01-20	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-23.62	-15.50
	2025-02-17	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-23.42	-15.50
	2025-03-12	Buy(Maintain)	60,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)

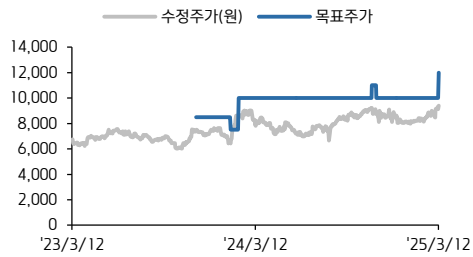
NH투자증권 (005940)



삼성증권 (016360)



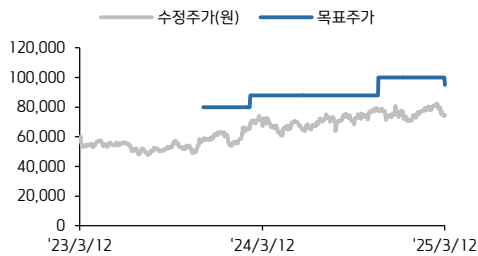
미래에셋증권 (006800)



메리츠금융지주 (138040)



한국금융지주 (071050)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과이익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2024/01/01~2024/12/31)

매수	중립	매도
96.37%	3.63%	0.00%