



New Wave

증권 Initiation



2025.07.15

고연수 yeonsookoh@hanafn.com

하나증권

증권

New Wave

Summary

- ✓ 상법 개정을 계기로 국내 증시로의 자금 유입은 증가할 전망
- ✓ 금리 인하와 증시 상승 국면에서 브로커리지 및 트레이딩 호실적 예상
- ✓ 주주환원 확대 기대감도 유효

Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(7월14일)
키움증권(039490)	BUY	300,000원	240,000원
삼성증권(016360)	BUY	100,000원	80,600원
미래에셋증권(006800)	BUY	26,000원	22,150원
한국금융지주(071050)	BUY	190,000원	163,600원
NH투자증권(005940)	BUY	27,000원	23,400원

목차

Summary	3
1. 브로커리지: 외국인의 귀환	4
1) 국내 증시 - 증시 부양 정책과 함께 외국인 수급 회복	4
2) 해외 증시 - 해외주식 거래대금도 견조한 수준 유지	8
3) 2025년 국내 증시 일평균 거래대금 24조원 전망	10
2. 트레이딩: 금리 인하에 따른 채권 평가이익은 확대	11
3. IB: 부동산PF 실적 턴어라운드를 기대	13
1) 대체투자 - 대형사 중심의 실적 회복을 전망	13
2) DCM - 회사채 발행시장은 매우 견조	18
4. STO 시장 - 다시 한 번 갖는 기대감	20
1) STO 개념	20
2) 일본 사례를 통해서 살펴보는 금융기관의 역할	21
5. 증권업종 Valuation 및 Top Picks	29
기업분석	32
키움증권(039490)	33
삼성증권(016360)	38
미래에셋증권(006800)	43
한국금융지주(071050)	48
NH투자증권(005940)	53

2025년 7월 15일 | 산업분석_Initiation

Overweight

증권
New Wave

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 07월 14일

키움증권(039490)

BUY | TP 300,000원 | CP 240,000원

삼성증권(016360)

BUY | TP 100,000원 | CP 80,600원

한국금융지주(071050)

BUY | TP 180,000원 | CP 163,600원

NH투자증권(005940)

BUY | TP 27,000원 | CP 23,400원

미래에셋증권(006800)

BUY | TP 26,000원 | CP 22,150원

증권업종 투자 의견 'Overweight'으로 커버리지 개시

증권업종에 대해 투자 의견 'Overweight'을 제시하며 커버리지를 개시한다. 최근 가파른 주가 상승에도 불구하고, 실적 측면에서 업황 매력도는 여전히 높다. 1) 상법 개정을 계기로 국내 증시로의 자금 유입이 지속될 것으로 예상되고, 2) 금리 인하와 증시 상승이 맞물린 국면에서 브로커리지 및 트레이딩 부문의 실적 성장이 기대되는 가운데, 3) 하반기 발행어음 및 IMA 사업 인가를 통해 수신기반이 확대되며 추가적인 운용수익 확보도 가능하기 때문이다. 더하여 신정부의 부동산PF 지원 정책에 힘입어 그간 부진했던 PF 관련 실적은 대형사를 중심으로 점진적인 회복세가 기대된다. 증권사에 우수한 영업환경이 조성되고 있다.

상법 개정안 논의를 계기로 디스카운트 요인은 해소되는 중

상법 개정안이 증권주 주가에 긍정적으로 작용한 것은 단순 정책 기대감(자사주 소각 의무화, 배당 분리과세 등) 때문만은 아니다. 주주친화 정책을 뒷받침 할 수 있는 제도적 기반이 마련되는 한편, 국내 증시로의 자금 유입에 따른 거래대금 상승이 실적 개선으로 이어지고 있기 때문이다. 브로커리지는 국내 증권사의 주요 수익원이며, 수수료수익 내 위탁매매 수수료 비중은 평균 50%로 실적 기여도가 높다. 그동안 증시 업황에 실적이 연동되는 점이 디스카운트 요인이었다면, 이번 상법 개정안 논의를 계기로 디스카운트 요인이 해소되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

Top Picks 키움증권, 삼성증권 제시, 관심종목 미래에셋증권 제시

증권업종 최선호주로 키움증권(039490.KS)와 삼성증권(016360.KS)을 제시한다. 실적과 주주환원 측면에서 메리트가 있다. 키움증권은 증시 상승 국면에서 거래대금 민감도가 가장 높은 종목으로, ROE 개선이 기대된다. 자사주 매입/소각을 포함한 총주주환원율도 30% 이상으로, 경쟁사 대비 높은 수준이 유지되고 있다. 삼성증권은 상대적으로 높은 국내/해외주식 약정 점유율, 고액자산가 고객 기반의 리테일 경쟁력을 기반으로 실적 성장을 기대할 수 있으며, 배당성향은 35% 이상이다.

관심종목으로는 미래에셋증권을 제시한다. 거래대금 상승 국면에서 수혜주이며, 지배구조 개편 기대감과 함께 신사업 부문에서의 성과 가시성이 가장 높다. 최근 이슈가 되고 있는 가상자산 시장이 개화될 경우, 최대 수혜주로 부각받을 것으로 예상된다.



Analyst 고연수 yeonsookoh@hanafn.com

Summary

2025년 코스피 증권업종은 YTD 106% 상승하며, 수년간의 저평가를 벗어나 주도주의 위상을 되찾고 있다. 금리 인하 기조와 증시 부양 정책 기대감이 맞물리며 6월 한 달간 코스피 지수도 15% 상승한 가운데, 외국인 투자자는 5월부터 9개월 만에 순매수세로 전환하며, 수급 환경 역시 급격히 개선되고 있다. 신정부 출범 이후 가상자산 시장 개화에 대한 기대감까지 더해지며, 커버리지 증권사의 평균 P/B는 연초 0.5배에서 0.9배까지 상승했는데, 이는 단순 정책 기대감에 그치지 않을 것으로 판단한다. 주주친화 정책을 뒷받침할 수 있는 제도적 기반이 마련되는 가운데, 국내 증시로의 자금 유입에 따른 거래대금 상승이 실적 개선으로 이어질 수 있기 때문이다.

커버리지 증권사의 2025년 지배주주순이익은 전년대비 19% 증가한 5.2조원을 전망한다. 브로커리지 부문은 거래대금 상승에 따른 수수료수익 증가가 기대되며, 트레이딩 부문은 금리 인하로 인한 채권 평가이익 확대가 실적 성장을 견인할 전망이다. IB 부문은 그간 밸류에이션 할인 요소였던 부동산PF 관련 실적이 정부의 정책 지원에 힘입어 대형사 중심으로 점진적인 회복세를 보일 것으로 예상한다. 여기에 상법 개정이 추진되고 증시 부양 정책들이 구체화되면, 증권주 P/B 1배는 충분히 정당화될 수 있을 것으로 판단한다.

당장의 성과를 기대하기는 어려우나, 증권사들은 발행어음 및 IMA, 퇴직연금, 해외시장 등으로 포트폴리오를 다각화하며 성장을 도모하고 있다. 특히 최근에는 가상자산 정책들이 법제화될 가능성이 높아져, 증권사들은 STO 개화 시기에 시장 선점을 통해 새로운 성장 동력을 확보할 수 있을 것으로 예상한다.

증권업종에 대한 투자이견 'Overweight'을 제시하며 커버리지를 개시한다. 실적과 모멘텀 측면에서 모두 매수가 유효하다. Top Picks로 키움증권과 삼성증권을 제시한다. 키움증권은 증시 상승 국면에서 최대 수혜주로, 거래대금 민감도가 높아 추가적인 ROE 개선을 기대할 수 있다. 여기에 자사주 매입/소각을 포함한 총주주환원율도 30% 이상으로, 경쟁사 대비 높은 수준이다. 삼성증권은 IB 확장과 높은 브로커리지 점유율, 30%대의 배당 성향 등으로 현 업황에 적극 대응할 수 있는 역량을 보유하고 있으며, P/B 0.89배로 밸류에이션 매력도 또한 높다. 관심종목으로는 미래에셋증권을 제시한다. 거래대금 상승 국면에서 수혜주이며, 지배구조 개편 기대감과 함께 신사업 부문에서의 성과 가시성이 가장 높다. 특히, 가상자산 시장이 개화될 경우 최대 수혜주로 부각받을 것으로 예상한다.

1. 브로커리지 : 외국인의 귀환

1) 국내 증시 – 증시 부양 정책과 함께 외국인 수급은 회복되는 중

6월 일평균 거래대금
32.9조원 달성
(MoM +60.9%)

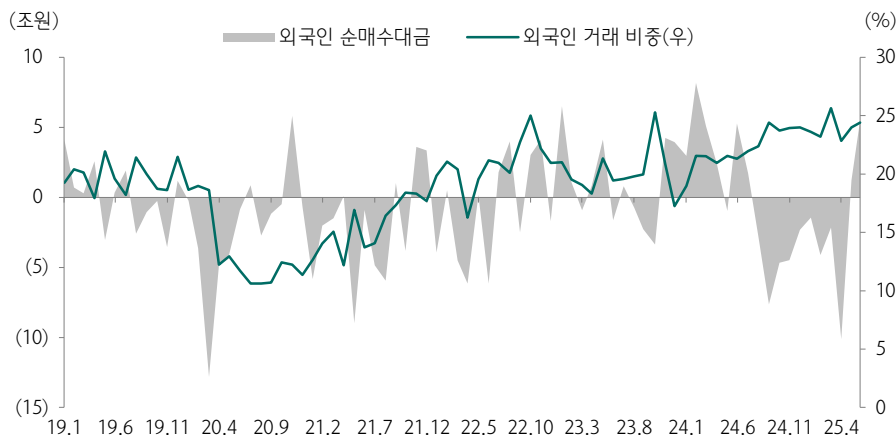
2025년 신정부 출범 이후, 코스피 지수는 증시 부양 정책 기대감과 함께 가파른 상승세를 이어가고 있다. 자사주 의무 소각, 배당소득 분리과세 등 상법 개정에 대한 논의는 한국 자본시장에 대한 관심을 환기시키며 국내 증시로의 자금 유입을 촉진했다. 그 결과, 6월 한 달 간 코스피는 15% 상승했으며, 월간 일평균 거래대금은 33.0조원(KRX 22.4조원, NXT 10.7조원)으로 전월(20.5조원) 대비 61% 증가했다. 투자자 예약금과 신용공여잔고 또한 각각 69.0조원, 20.8조원으로 전월대비 20%, 14% 증가했다.

외국인의 순매도세는 일단락,
5~6월 4.0조원 순매수

주목할만한 점은 외국인 수급의 전환이다. 2024년 8월~2025년 4월 외국인은 총 40조원을 순매도했으나, 5~6월 누적 기준 4조원을 순매수하며 매도세가 일단락되는 모습이 나타났다. 절대적인 거래금액이 증가해 투자자별 비중은 큰 변화가 없었으나(개인 64%, 외국인 24%, 기관 11%), 외국인 거래대금은 전월대비 59% 증가한 146조원(KRX+NXT)으로, 월간 기준 역대 최고치를 기록했다. 2020~2021년 동학개미가 증시를 이끌었던 과거와 달리, 최근 강세장은 외국인이 주도하고 있다.

도표 1. 월별 외국인 순매수대금 및 거래비중

5~6월 외국인 순매수 +4.0조원

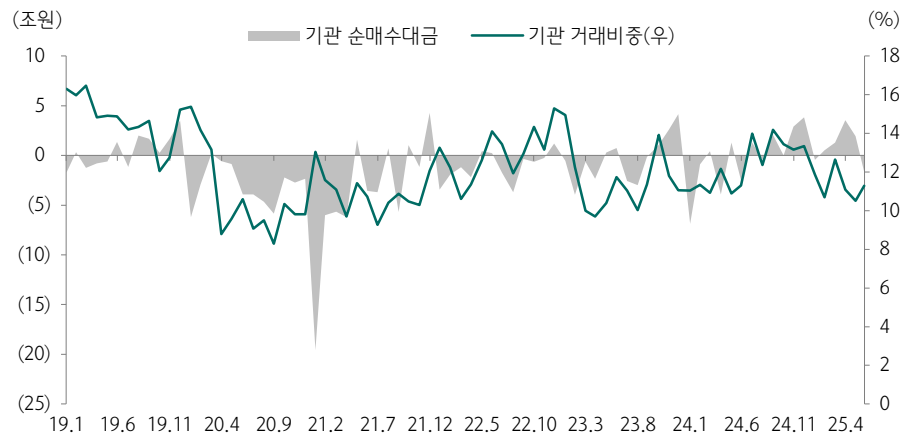


주: 순매수대금은 KRX 기준

자료: Quantiwise, 하나증권

도표 2. 월별 기관 순매수대금 및 거래비중

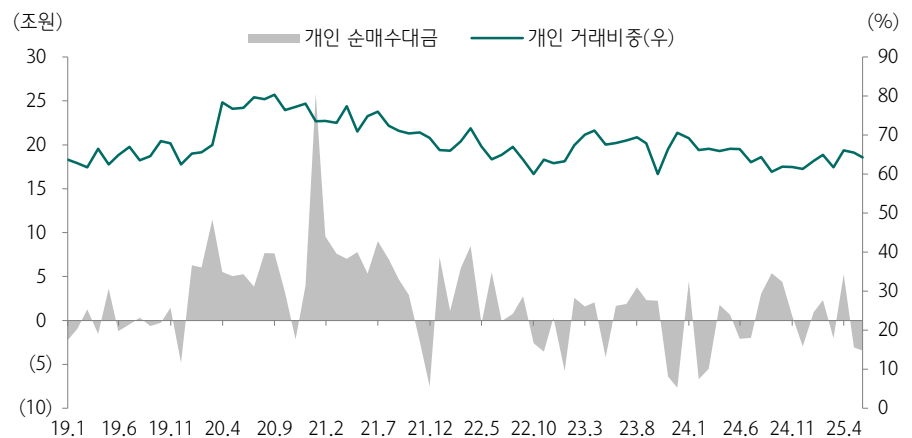
5~6월 기관 순매수 +0.1조원



주: 순매수대금은 KRX 기준
자료: Quantwise, 하나증권

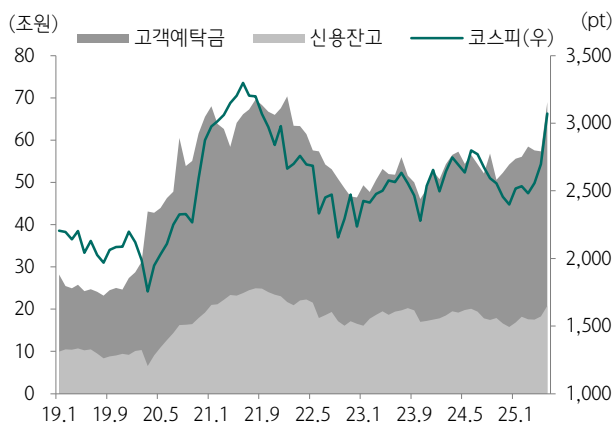
도표 3. 월별 개인 순매수대금 및 거래비중

5~6월 개인 순매수 -3.6조원



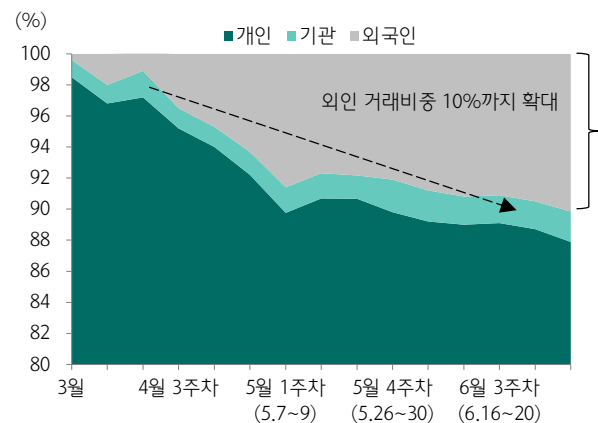
주: 순매수대금은 KRX 기준
자료: Quantwise, 하나증권

도표 4. 월별 고객예탁금, 신용잔고 및 코스피



자료: Quantwise, 하나증권

도표 5. NXT 투자자별 거래 비중



자료: NXT, 하나증권

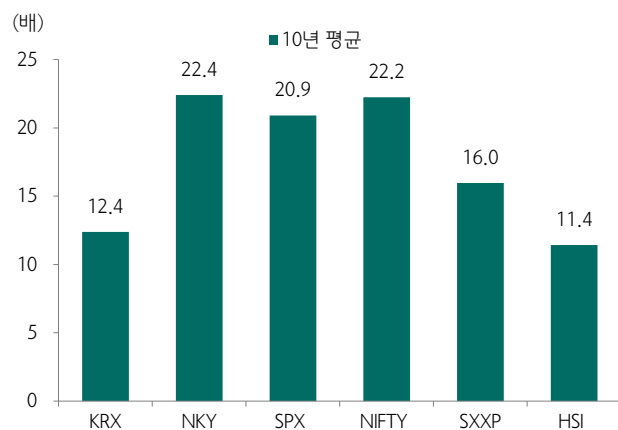
상법 개정 등 정책 기대가 반영되며 투자심리 개선되는 중

증시 상승의 지속 가능성은 과거보다 높아진 것으로 판단한다. 상법 개정에 대한 기대감과 함께 달러 약세 국면에서 국내 증시의 밸류에이션 매력도가 부각되고 있다. 국내 증시는 그동안 거버넌스 리스크, 낮은 주주환원율, 정책/제도 불확실성 등으로 디스카운트를 받아왔으나, 자본시장 투명성과 기업가치 제고를 위해 제도적 기반을 마련하는 과정에서 리레이팅 국면에 빠르게 진입했다. 그럼에도 불구하고 2025년 코스피 PER은 11배로, 여전히 글로벌 주요국 중 가장 낮은 수준이다.

이번 상법 개정안은 특히 주주 보호 강화와 기업의 주주환원 정책 유도에 초점을 맞추고 있으며, 주요 내용으로는 1) 이사 충실 의무 대상 확대, 2) 전자 주주총회 의무화, 3) 3% 룰 (감사위원 선출 시 최대주주 의결권 3%로 제한), 4) 집중투표제 의무, 5) 자사주 소각 의무화, 6) 배당소득 분리과세 등이 있다.

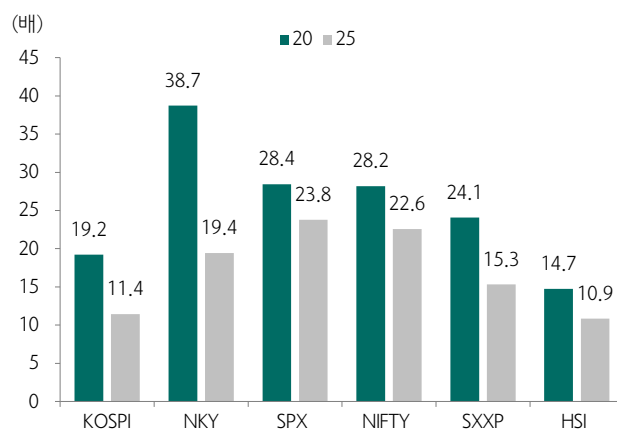
상법 개정안이 증권주 주가에 긍정적으로 작용한 배경은 주주환원 확대뿐만 아니라 증시 상승에 따른 중장기 실적 개선에 대한 기대감도 있다. 특히 코리아 디스카운트가 해소되는 과정에서 자금 유입이 지속될 경우, 브로커리지를 비롯한 WM, IB 등 전 사업 부문에서의 실적 개선을 기대할 수 있다. 그간 실적이 증시 업황에 연동되던 점이 주요 디스카운트 요인이었더라면, 이번 상법 개정 논의를 계기로 증권주의 디스카운트 요소가 해소되고 있음에 주목할 필요가 있다.

도표 6. 국가별 10년 평균 PER 비교



주: 2015~2024년 평균
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 국가별 2020년/2025년 PER 비교



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 제22대 국회 상법 개정 주요 내용

	현행	개정안
이사 충실의무	- '회사'에 대한 충실의무	- '회사+주주'에 대한 충실의무
집중투표제	- 이사 선출시 소액주주의 영향력을 높이는 제도로 '정관' 선택	- 집중투표제 의무화
전자 주주총회	- 이사회 결의로 도입	- 전자주주총회 병행 개최 허용 - 대규모 상장회사 의무화
감사위원 분리 선출	- 1명은 대주주가 뽑은 이사 중에 선출하지 않고 분리선출	- 2명 또는 전원으로 확대
3% 룰	- 개별 3%	- 감사 선임 시 최대주주/특수관계인 의결권을 '합산 3%'로 제한
독립이사제	- '사외이사' 명칭 사용	- '독립이사'로 변경 및 독립성 강화
자사주 소각 의무화	- 자사주 소각 의무 조항 없음	- 기업이 자사주를 매입할 경우, 원칙적으로 취득 후 1년 이내 소각 - 예외적으로 임직원 보상 등 정당한 사유가 있는 경우에 한해 보유를 허용
배당소득 분리과세	- 배당소득: 15.4% - 이자소득, 배당소득의 합 2,000만원 이상: 최대 49.5% (종합소득 합산 기준)	- 2,000만원 이하: 15.4% - 2,000만원 초과~3억원 이하: 22% - 3억원 초과: 27.5%

자료: 언론 보도, 하나증권

2) 해외 증시 – 해외주식 거래대금도 견조한 수준 유지되는 중

‘25년 상반기 월평균 거래대금
510억달러(YoY +50%),
외화증권 보관액
1,300억달러(YoY +44%)

현재 상법 개정안 이슈로 국내 주식시장에 대한 관심이 높으나, 국내 주식시장뿐만 아니라 해외주식 거래시장도 분위기도 우호적이다. 상반기 해외주식 거래시장은 글로벌 불확실성으로 인한 증시 조정으로 거래대금 성장 둔화에 대한 우려에도 불구하고, 양호한 흐름이 이어졌다.

2025년 1분기 월평균 거래대금은 약 510억달러로, 미국 증시 수익률이 양호했던 2024년 4분기 대비 15% 감소하며 상승세가 일시적으로 둔화되는 모습이 나타났다. 특히 미·중 관세 전쟁 충격 여파로 투자심리가 위축되며, 외화증권 보관액은 1월 1,200억달러에서 4월 900억달러까지 감소했다.

그러나 연간으로는 우상향 흐름이 이어지고 있다. 2025년 상반기 해외주식 월평균 거래대금은 510억달러로, 2024년 연간 월평균 거래대금(440억달러) 대비 16% 증가했다. 국내 증시 반등에도 불구하고 6월 미국 주식 거래대금은 550억달러를 기록했으며, 외화증권 보관액 또한 1,300억달러선까지 회복되며 안정세를 되찾은 모습이다.

개인 포트폴리오 다각화되며,
거래대금은 안정적인 수준
유지될 것

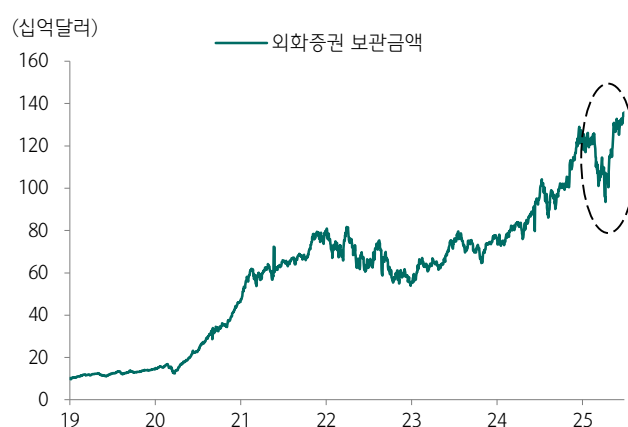
이는 개인 투자자의 포트폴리오 다각화에 기인한다. 2024년부터 개인 투자자의 미국 주식 투자 비중이 증가하며, 국내 및 해외주식 거래대금 내 해외 비중은 2024년말 기준 13%까지 상승했다. 2025년 상반기에는 8%대로 다소 낮아졌으나, 절대적인 거래 규모는 여전히 높은 수준이 유지되고 있다. 국내뿐만 아니라 해외주식 거래대금도 현 수준이 유지될 경우, 브로커리지 부문은 올해 증권사의 호실적을 견인할 것으로 전망한다.

도표 9. 월별 해외주식 거래대금 및 거래 비중



자료: KRX, NXT, SEIBro, 하나증권

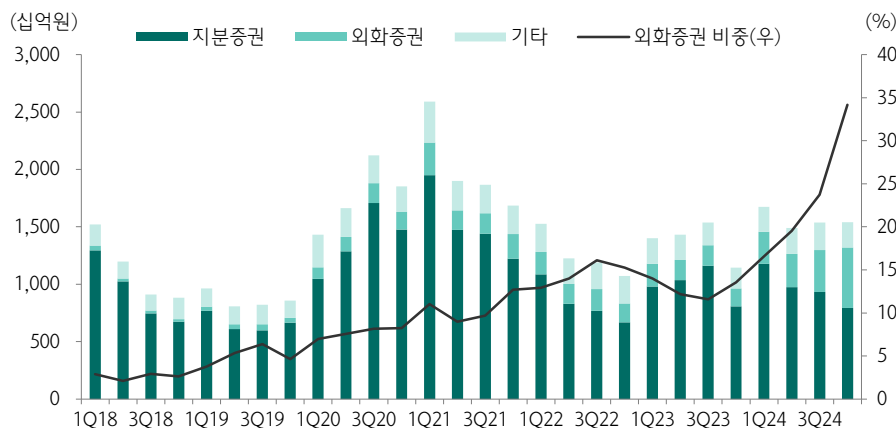
도표 10. 일별 외화증권 보관금액



자료: SEIBro, 하나증권

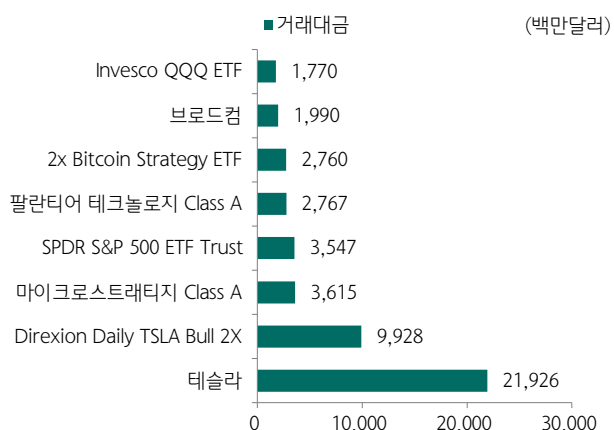
도표 11. 국내 증권사 분기별 거래수수료수익 및 해외주식 수수료수익 비중

국내증권사 거래수수료수익 내
해외주식 비중 34% 기록



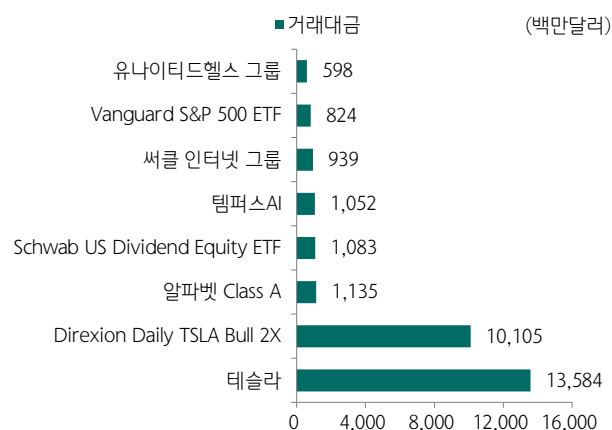
자료: FHS, 하나증권

도표 12. 2024년 연간 거래대금 상위 종목



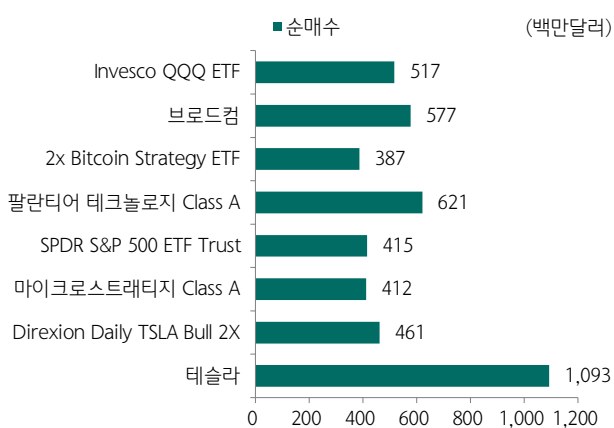
자료: SEIBro, 하나증권

도표 13. 2025년 YTD 거래대금 상위 종목



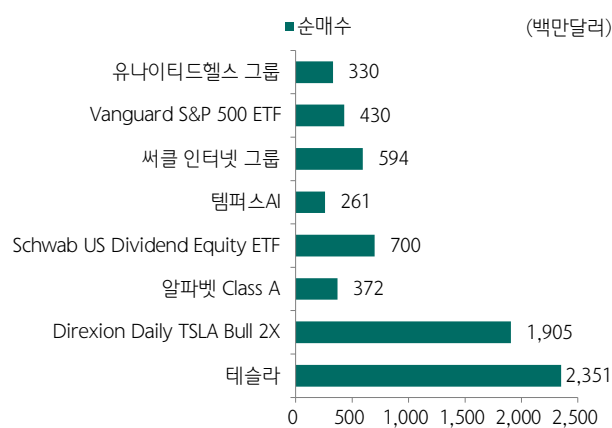
주: 6월 27일 누적 기준
자료: SEIBro, 하나증권

도표 14. 2024년 연간 거래대금 상위 종목의 순매수대금



자료: SEIBro, 하나증권

도표 15. 2025년 YTD 거래대금 상위 종목의 순매수대금



주: 6월 27일 누적 기준
자료: SEIBro, 하나증권

3) 2025년 국내 주식 일평균 거래대금 24조원 전망

대체거래소의 장외거래 비중
6월 누적 기준 약 7.0%

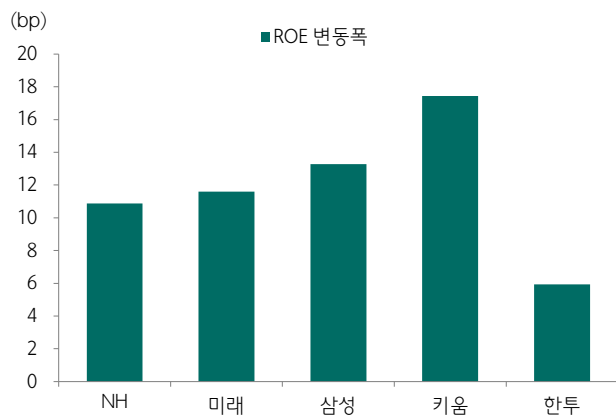
2025년 국내 주식 일평균 거래대금은 전년대비 18% 증가한 23.7조원, 해외주식 일평균 거래대금 전년대비 9% 증가한 460억달러로 추정한다. 국내 증시는 코스피 연평균 2,912pt, 코스피 회전을 150%를 적용해 산출했으며, 하반기 일평균 거래대금은 약 26조원으로 전망한다.

대체거래소 출범에 따른 거래대금 증가에 대한 기대감도 유효하다. 6월 누적 기준 메인마켓을 제외한 프리마켓 및 애프터마켓의 거래 비중은 전체의 7.0% 수준이며, 장외거래 기여도는 4월 6.4%에서 6월 10.6%까지 상승했다. 최근 거래량 제한 이슈에도 불구하고, NXT의 개인 투자자 비중이 약 90%에 달한다는 점을 감안하면, 장외거래 기여도는 유지될 가능성이 높아 거래대금 증가에 기여할 것으로 판단한다.

거래대금 민감도가 높은
증권사는 키움, 삼성, 미래 순

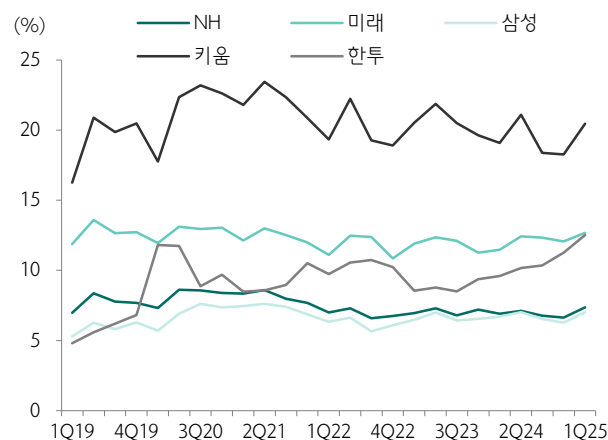
커버리지 증권사의 연간 브로커리지 수익은 전년대비 24% 증가한 3.4조원을 전망한다. 일평균 거래대금 1조원 증가 시, ROE 상승폭이 가장 큰 증권사는 키움증권(17bp), 삼성증권(13bp), 미래에셋증권(12bp), NH투자증권(11bp) 순으로, 증시 상승 국면에서는 해당 증권사들의 수혜를 예상한다.

도표 16. 일평균 거래대금 1조원 증가당 ROE 변동폭



자료: 하나증권

도표 17. 커버리지 증권사 국내주식 거래대금 점유율



자료: FISIS, 하나증권

2. 트레이딩 : 금리 인하에 따른 채권 평가이익은 확대

금리 인하 사이클 진입,
채권 평가손익 확대 기대

2025년은 브로커리지와 더불어 트레이딩 부문의 호실적을 전망한다. 트레이딩 부문에서는 기준금리 인하 기조에 따른 채권 평가이익 확대와 증시 상승에 따른 주식 관련 유가증권 평가이익 개선을 기대한다.

다만, 2분기 채권 평가이익은 전분기대비 축소될 것으로 추정한다. 4월말~5월초 기준금리 인하 기대감으로 단기물 국고채 금리가 연중 저점을 기록했으나, 이후 추경 편성 논의가 본격화되며 장기물 중심으로 금리 상승 압력이 나타났기 때문이다. 특히 6월 한 달간 국고채 3년물, 5년물, 10년물 금리는 각각 11bp, 13bp, 13bp 상승하며 일제히 반등세를 보였다. 이에 증권사들의 보유 채권 평가이익은 감소했을 것으로 예상한다.

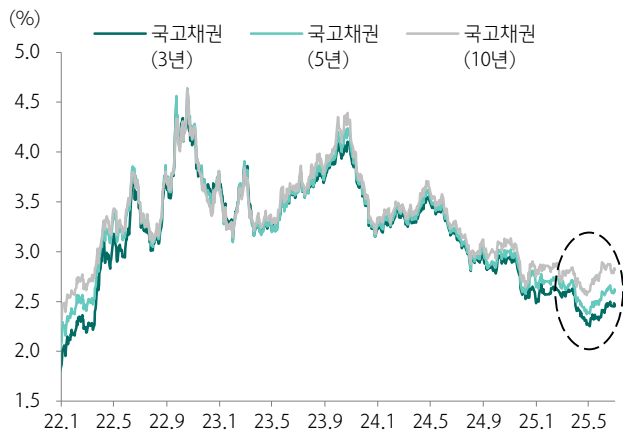
하반기에는 금리가 안정화되며 채권 평가이익이 재차 증가할 것으로 기대한다. 증권사들은 이번 금리 인하 사이클에 대비해 FVPL 채권을 선제적으로 확대해왔다. 2025년 1분기 커버리지 증권사의 FVPL 자산은 152조원으로 전년동기대비 18% 증가했으며, FVPL 채권은 92조원으로 전년동기대비 23% 증가했다. FVPL 자산 구성은 주식 6%, 채권 60%로, 채권 중심의 포트폴리오를 보유하고 있어 금리 변화에 대한 민감도가 매우 높다.

커버리지 증권사 중에서는 한국투자증권과 미래에셋증권의 FVPL 금융자산 규모가 가장 크며, 각각 48조원, 34조원을 보유하고 있다. 한국투자증권은 48조원 중 주식 10%, 채권 64%를 보유하고 있으며, 미래에셋증권은 34조원 중 주식 3%, 채권 61%를 보유하고 있어, 금리 하락과 증시 상승이 동반되는 현 시장 환경에서 유리한 포트폴리오를 갖춘 것으로 판단한다. 이에 따라 트레이딩 부문에서 경쟁사 대비 실적 차별화가 나타날 수 있을 것으로 예상한다.

‘25년 운용 손익 3.4조원
(YoY +4.7%) 전망

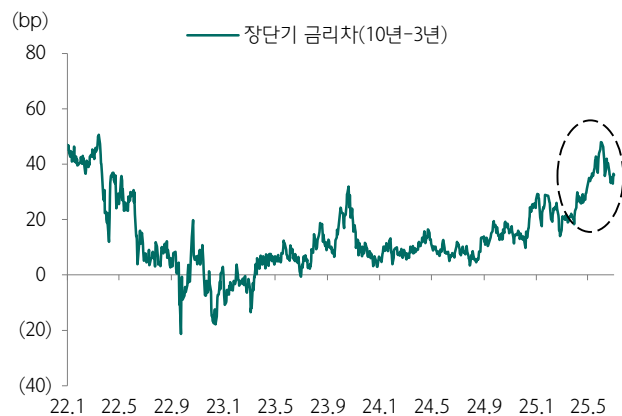
당사 채권팀은 하반기 기준금리가 총 두 차례(3Q 25bp, 4Q 25bp) 인하될 것으로 전망한다. 이에 국고채 3년물 금리는 1분기 2.6%에서 4분기 2.1% 수준까지 하락할 것으로 추정한다. 채권 평균 듀레이션을 0.5년~1년으로 가정할 경우, 시장금리 50bp 하락 시 커버리지 증권사의 채권 평가이익은 2,200억~4,400억원으로 추산된다. 이러한 양호한 시장 분위기에 힘입어, 2025년 커버리지 증권사의 운용 및 기타손익은 전년대비 5% 증가한 3.4조원을 전망한다.

도표 18. 일별 국고채 3년물, 5년물, 10년물



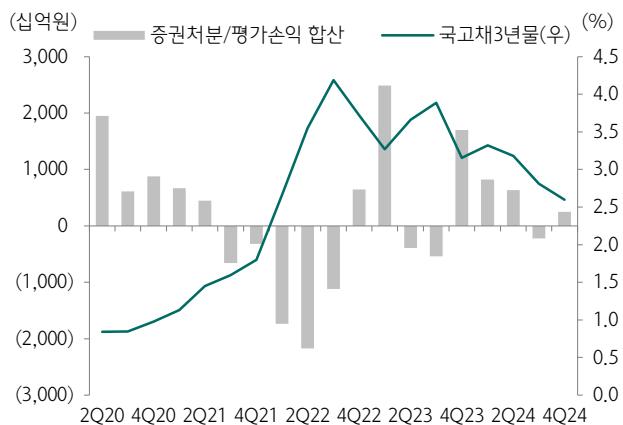
자료: 금융투자협회, 하나증권

도표 19. 일별 장단기 금리차



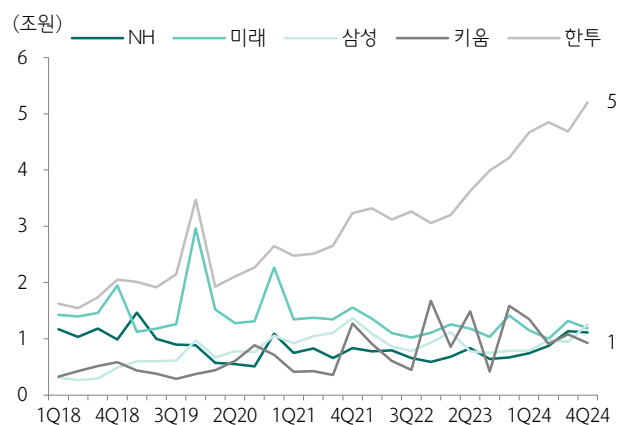
자료: 금융투자협회, 하나증권

도표 20. 커버리지사 분기별 증권처분/평가손익 및 국고채 3년물



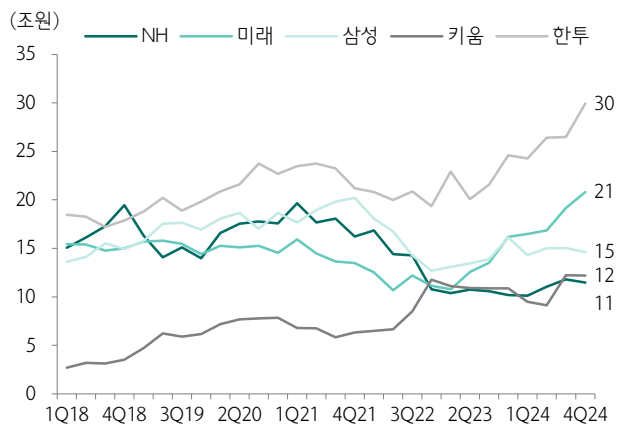
자료: FISIS, 하나증권

도표 21. 커버리지 증권사 분기별 FVPL 주식 보유액



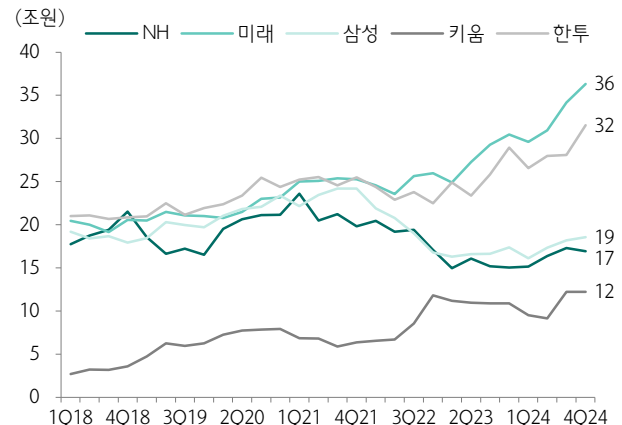
자료: FISIS, 하나증권

도표 22. 커버리지사 분기별 FVPL 채권 보유액



자료: FISIS, 하나증권

도표 23. 커버리지사 분기별 FVPL+FVOCI 채권 보유액



자료: FISIS, 하나증권

3. IB : 부동산PF 실적 턴어라운드를 기대

1) 대체투자 - 대형사 중심으로 실적 회복을 전망

국내 증권사의 IB 실적은
채무보증수수료가 약 50% 이상

IB 부문은 국내외 부동산 경기 둔화에 따른 우려가 지속되고 있다. 국내 증권사의 수수료수익 내 IB 부문 비중은 45%, 이 중 채무보증수수료가 50%를 차지하고 있어 업황 둔화에 따른 실적 타격이 불가피하다.

단기적으로 부동산 경기 회복은 쉽지 않아 보이나, 부동산PF 관련 실적은 점진적으로 개선될 것으로 전망한다. 1) 금융당국은 PF 연체율 상승에 대응해 연말까지 부동산PF 건전성 개선안을 마련할 계획이며, 2) 신정부는 건설 경기 부양을 위한 추경 편성을 통해 시장 내 유동성 공급을 확대할 예정이다. 이러한 정책적 지원에 힘입어, 증권사의 PF 관련 손상부담은 완화될 것으로 판단한다.

‘25년 3월 증권사 PF익스포저
27.9조원 (QoQ -5.1%),
연체율은 5.5%p 상승하며
업권 내 최고 상승폭 기록

금융감독원에 따르면, 2025년 3월말 기준 금융권 PF 익스포저는 190.8조원으로 전분기대비 11.5조원 감소했다. 그러나 유익/부실우려 여신은 19.2조원에서 21.9조원으로 확대되며, 전체 대비 비중은 9.5%에서 11.5%까지 상승했다. PF 대출 연체율은 2023년말 2.70%, 2024년말 3.42%, 2025년 3월 4.49%로 가파른 상승세를 이어갔다.

증권업종 또한 유사한 흐름이 나타났다. 2025년 3월말 기준, 증권사의 부동산PF 익스포저는 29.7조원(본PF 22.9조원, 브릿지론 6.9조원)으로 전분기대비 1.6조원 감소했다. 그러나 PF 대출 연체율은 26.14%로 5.5%p 상승하며 업권 내 최고 수준을 기록했고, 유익/부실우려 여신도 3.4조원에서 3.7조원으로 확대되었다.

‘25년 6월 부실PF 24조원 중
12.6조원 정리 완료,
수도권 사업장 위주로
재구조화·정리된 상황

연체율 급등은 신규 연체 발생뿐만 아니라, 부실PF 구조조정이 양호한 사업장 위주로 진행된 데 따른 결과로 추정한다. 금융당국은 2025년 6월말까지 전체 유익/부실 사업장(23.9조원) 중 16.2조원을 정리한다는 계획이었으나, 실제 정리된 규모는 12.6조원에 그치며 목표치를 22%p 미달했다. 특히 정리된 사업장의 70%가 수도권에 집중된 것으로 나타났으며, NICE신용평가에 따르면 수도권 내 사업성 양호 사업장은 금융기관 간 금리경쟁이 발생할 정도로 자금 유입이 활발한 반면, 지방 사업장은 자금조달 자체에 어려움을 겪고 있는 상황이다.

정보공개 플랫폼에서도 이러한 지역별 편차가 확인된다. 2025년 5월말 기준, 공개된 매각 추진 사업장은 총 355개, 금융권 익스포저는 6.1조원이다. 전체 유익/부실 우려 사업장의 40%에 불과하나, 지방 소재 비중은 67%, 이 중 주거시설 비중은 89%에 달해, 지방 주거시설 중심으로 구조조정이 지연되고 있음을 알 수 있다. 전반적으로 지방 사업장을 중심으로 회수 지연이 나타나고 있다는 점에서, 지방 사업장 정리가 PF 시장 안정의 핵심 변수가 될 것으로 판단한다.

도표 24. 국내 증권사 분기별 채무보증수수료수익

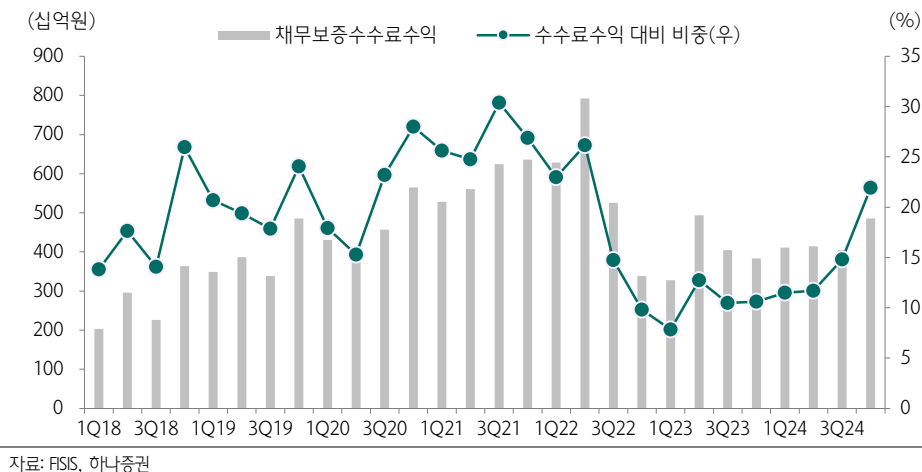
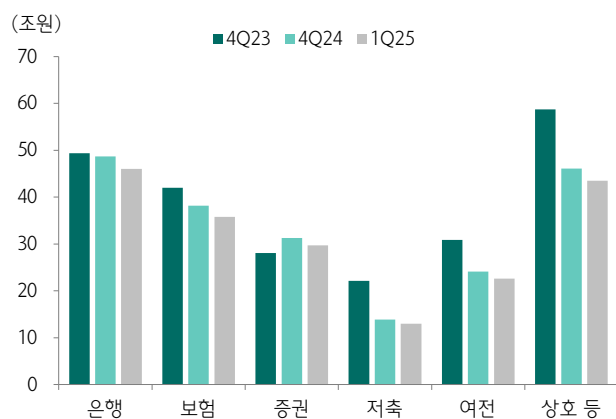
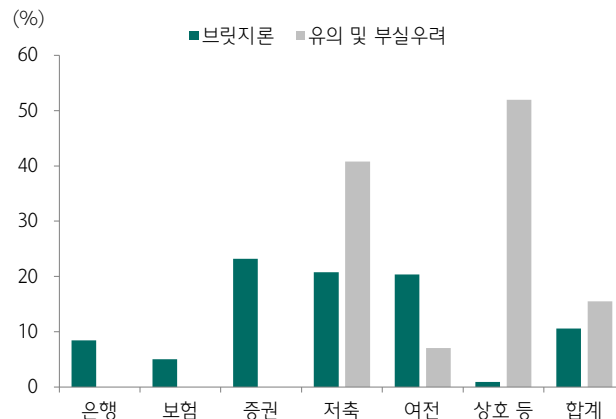


도표 25. 부동산PF 익스포저 현황



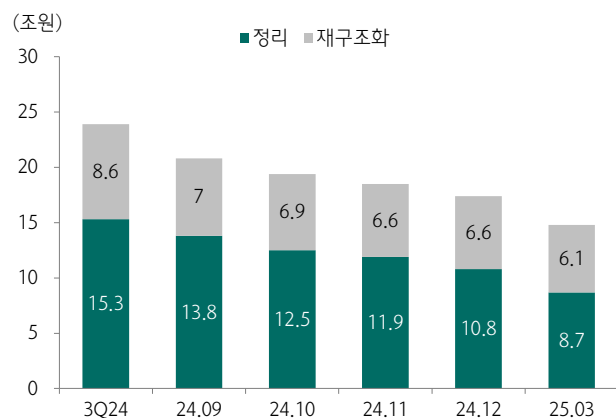
주: PF 익스포저 = PF성 대출(PF대출+토담대) + 채무보증 익스포저
자료: 금융감독원, 하나증권

도표 26. 2025년 3월말 금융업권 브릿지론 및 유의·부실우려 비중



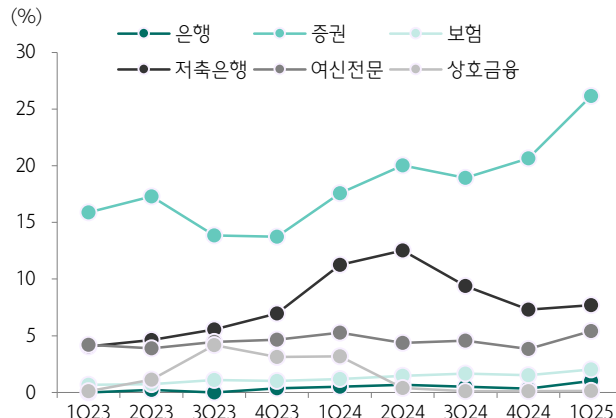
주: 금융업권별 PF 익스포저 대비 비중
자료: 금융감독원, 하나증권

도표 27. 정리·재구조화 대상PF 잔여 현황



자료: 한국신용평가, 하나증권

도표 28. 분기별 금융업권 PF대출 연체율



자료: 금융감독원, 하나증권

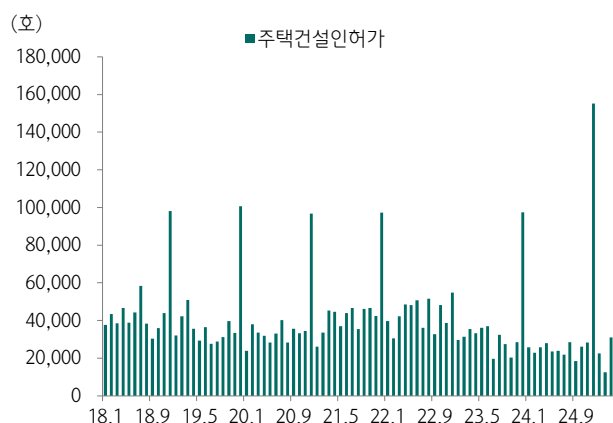
**주택 인허가·착공·분양 건수는
감소세가 이어져,
지역별 온도차는 뚜렷**

특히 주택시장에서의 지역 간 온도차는 뚜렷하다. 2025년 상반기에는 주택 인허가, 착공, 분양 등 공급 전 단계에서 부진했는데, 지방의 감소폭은 수도권 대비 현저히 컸다.

2025년 5월 누적 기준, 수도권 주택 인허가는 전년대비 17% 증가한 반면, 비수도권 주택 인허가는 33% 감소하며 전체 인허가는 12% 감소했다. 수도권 준공은 3% 증가했으나, 비수도권 준공이 19% 감소하며 전체 준공 실적은 42% 급감했다.

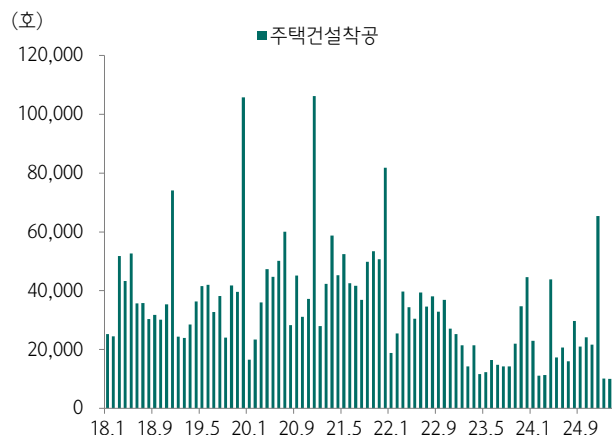
공급 위축과 함께 준공 후 미분양 물량도 22개월 연속 증가세를 보였다. 2025년 5월 준공 후 미분양 주택은 12년만에 최대치를 기록했으며, 이 중 83%가 지방에 집중되면서 지역 간 수급 불균형은 심화되는 양상이다.

도표 29. 주택건설인허가 월별 실적



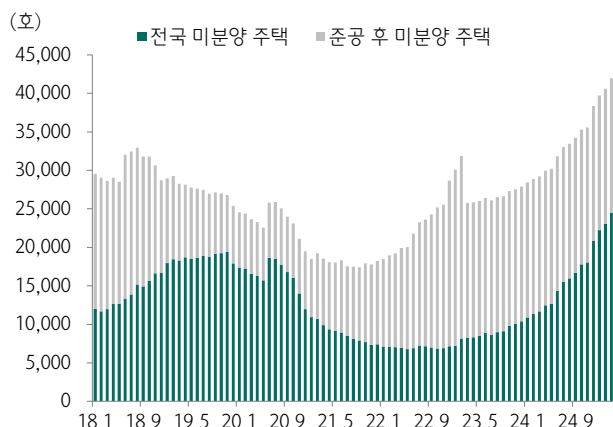
자료: 국토교통부, 하나증권

도표 30. 주택건설착공 월별 실적



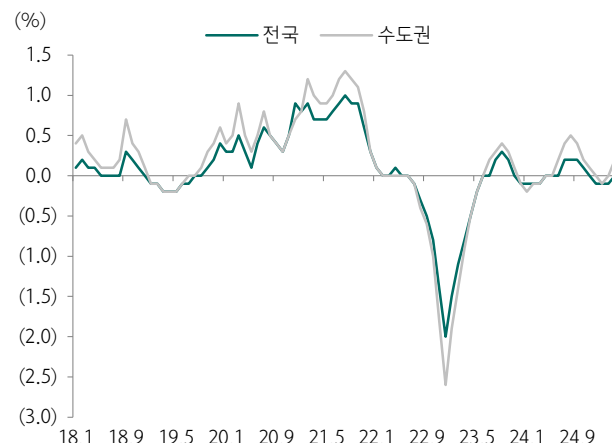
자료: 국토교통부, 하나증권

도표 31. 월별 전국 미분양 주택 현황



자료: 국토교통부, 하나증권

도표 32. 주택매매가격 월별 동향



자료: 국토교통부, 하나증권

**부동산PF 제도개선방향은
연말까지 마련될 예정**

이에 따라 금융당국은 2025년 상반기에 종료 예정이던 부동산PF 관련 한시적 금융규제 완화 조치를 연말까지 연장했으며, 부동산PF 건전성 제도개선방안도 함께 마련할 계획임을 밝혔다. 이번 제도개선방향은 지난 3월 논의된 ‘부동산PF 제도개선방안’의 후속 조치로, 과거와 달리 PF사업의 자기자본비율을 반영해 건전성을 관리하겠다는 점이 핵심이다. PF사업의 자기자본비율에 따라 PF대출 위험가중치를 100~150% 범위 내에서 차등 적용하고, 총당금 적립 비율에도 차등 적용될 예정이다.

아울러 증권사의 NCR 위험값 산정 방식도 개편된다. 기존에는 채무보증(18%), 지분증권(20%), 대출(100%) 등 계약 형태에 따라 위험값이 일률적으로 적용되었으나, 앞으로는 사업 진행단계, LTV, 자기자본비율 등 PF사업의 실질적인 리스크 요인을 반영해 위험값이 산정될 예정이다.

**이번 규제 강화는
대형사와 중소형사의
실적 격차를 확대시킬 것**

이번 규제 강화는 업계 전반의 리스크 관리 체계를 강화하는 조치이나, 결과적으로는 대형사에 우호적인 영업환경이 조성될 것으로 예상된다. 중소형사는 그간 자본 효율성을 높이기 위해 채무보증 위주의 PF 영업에 주력해왔으나, 자본 여력이 제한적인 상황에서 위험가중치가 상향될 경우 기존 익스포저 유지나 신규 딜 참여에 상당한 제약이 따를 것으로 보인다. 실제로 위험회피 성향이 낮은 소형 증권사일수록 고위험 부동산PF 채무보증 또는 브릿지론 비중이 높은 경향이 있다. 한국신용평가에 따르면, 중소형사의 중후순위 브릿지론 비중은 65%로 대형사의 2배 수준이며, 브릿지론 고정이하여신 비율은 55%로 대형사의 3배에 달한다. 따라서, 이번 규제 강화로 중소형사는 리스크 관리에 집중할 수 밖에 없으며, PF 영업은 위축될 가능성이 높다.

반면, 대형사는 자기자본 규모가 크고 NCR 여력도 충분해 규제 강화 이후에도 우량 자산 위주로 딜을 확보해 나갈 것으로 예상된다. 특히 대형사는 본래부터 본PF 중심의 보수적 취급 기초를 유지해온 만큼, 이번 규제에 따른 영향도 상대적으로 제한적일 것으로 판단한다.

도표 33. 부동산PF 건전성 제도개선 방향

업권	세부 내용	추진 일정
PF사업 자기자본비율(예:20%) 반영 건전성 관리	위험가중치 차등화 건전성/총당금 차등화 PF대출시 자기자본요건 추가	은행, 증권, 보험, 저축, 여전 소금융업권 상호, 금고, 여전
연체율 등 실제리스크 반영 건전성규제 정비	(계약형태 무관) NCR에 실제위험값 반영 부동산대출등 위험가중치(예:10%) 가산 저축/여전업권 수준으로 총당금 조정	증권 상호 증권
거액신용규제 도입 및 업권별 PF한도 정비	PF거액신용공여한도 규제 도입 업권별 부동산(PF) 한도규제 정비	은행, 보험, 저축, 상호 업권별

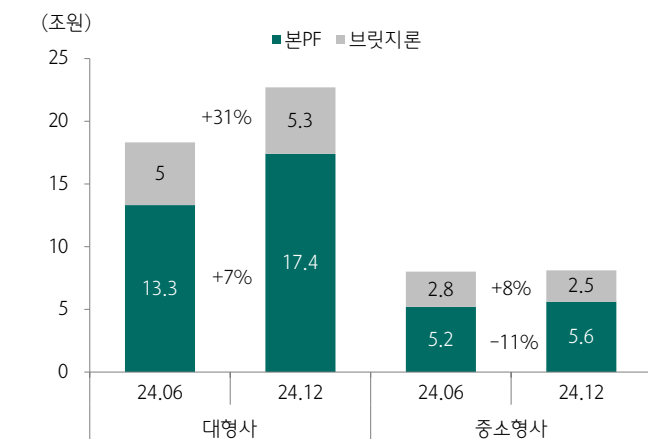
자료: 금융감독원, 하나증권

도표 34. PF 관련 한시적 금융규제 완화 조치 및 연장 여부('25.12월말까지 연장)

업권	세부 내용	추진 일정
공통	1) 자금 공급, 재구조화/정리 관련 임직원 면책	6개월 연장
	2) 신규자금 공급시 자산건전성 별도 분류 허용	6개월 연장
보험	3) PF 정상화 지원 등을 위한 RP매도 인정	6개월 연장
	4) PF 정사오하 지원 등에 대한 K-ICS(위험계수) 완화 적용	6개월 연장
저축은행	5) PF 관련 유가증권 보유한도 완화	6개월 연장
	6) 영업구역 내 신용공여 한도 규제 완화	6개월 연장
여전	7) 여신성 자산 대비 PF익스포저 비율 완화	정상화
금융투자	8) 자사보증 PF-ABCP 매입 NCR 위험값 완화	6개월 연장
	9) 주거용 부동산 대출에 대한 한시적 NCR 위험값 완화	6개월 연장
	10) 채무보증 대출전환 관련 한시적 NCR 위험값 완화	6개월 연장
상호금융	11) 재구조화 대출 등에 공동대출 취급기준 일부 완화	6개월 연장

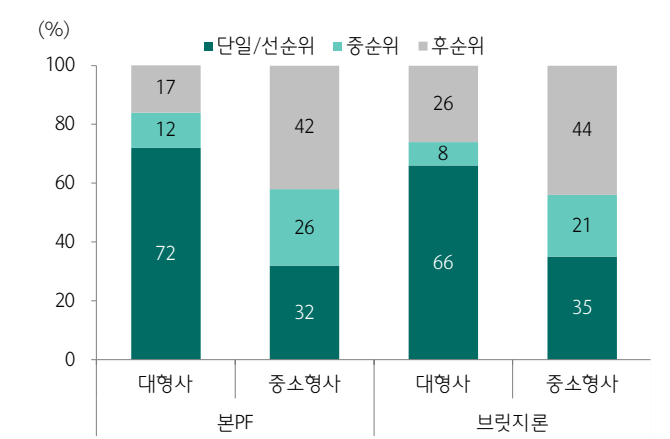
자료: 금융감독원, 하나증권

도표 35. 대형/중소형 증권사 PF 익스포저 변화(24.06 vs. 24.12)



자료: 한국신용평가, 하나증권

도표 36. 대형/중소형 증권사 PF익스포저 변제순위 구성



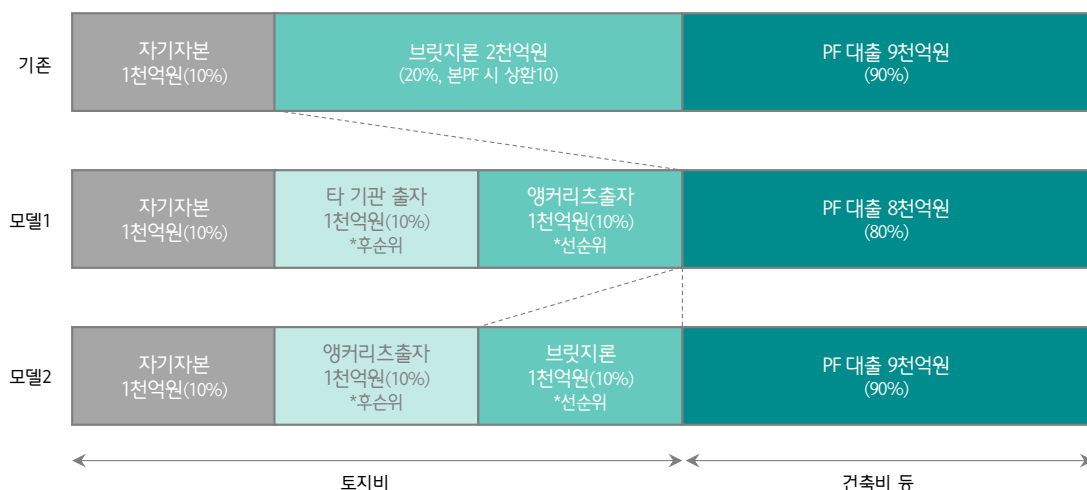
자료: 한국신용평가, 하나증권

건설 경기 활성화를 위해
PF 지원금 0.7조원 조성,
우량 사업장 위주로 집중될 전망

한편, 신정부는 PF 시장의 원활한 연착륙을 위해 추경 편성을 통한 정책적 대응에 나섰다. 추경예산 심사 과정에서 예산안이 일부 삭감되었으나, 신규 브릿지론, 2금융/중소건설사, 미분양주택 매입 등에 신규 투입 및 주택도시보증공사의 2028년 준공 전 미분양 주택 1만호 환매조건부 매입 계획은 유지되었다. 또한, 자금조달이 어려운 사업장에 지원하는 특별 보증 및 정부 출자 리츠에 4,000억원을 투입해 금융지원에 나설 예정이다. 저축은행, 캐피탈 등 고위험 부동산PF 익스포저가 높은 자회사를 보유한 키움증권, 한국금융지주 등의 총당금 부담이 완화될 수 있을 것으로 예상된다.

PF 구조조정 지연과 시장 불균형은 지속되고 있으나, 규제 강화 및 정부 지원에 따라 대형사의 상대적 우위는 더욱 부각될 것으로 전망한다.

도표 37. PF 선진화 마중물 개발앵커리츠 사업 구조도 예시



자료: 언론 보도, 하나증권

도표 38. 국토부 주택토지실 2차 추경 주요 사업

사업명	투자 예산	개요	지원 대상
PF 선진화 마중물 개발앵커리츠	2,000억원	브릿지론 단계에서 공공 선투자로 마중물 역할을 할 수 있도록 신규 앵커리츠 사업 추진	우수 개발 사업장 (경제적 파급력, 공공성, 안정성 등을 종합적으로 고려해 선별)
중소건설사 PF 특별보증	2,000억원	중소 건설사와 2금융권 사업장에 특화된 전용 PF 대출보증 신설	국토부 시공능력평가 100위 밖 건설사
미분양 안심환매	2,500억원	지방의 준공 전 미분양 물량을 주택도시보증공사(HUG)가 환매조건부로 매입, 준공 후 사업 주체에게 환매	공정률 50% 이상, HUG 분양보증 가입한 지방 아파트 건설 사업장

자료: 국토교통부, 하나증권

2) DCM – 회사채 발행시장은 매우 견조

회사채는 약 2.9%로
조달비용 메리트 높음

2025년 DCM 부문은 기준금리 인하 기조 속에서 양호한 흐름을 이어갈 것으로 전망한다. 2022년 하반기부터 발행된 고금리 회사채가 2025년 하반기를 기점으로 본격 만기도래함에 따라, 차환 목적의 발행 수요가 지속될 것으로 예상되기 때문이다.

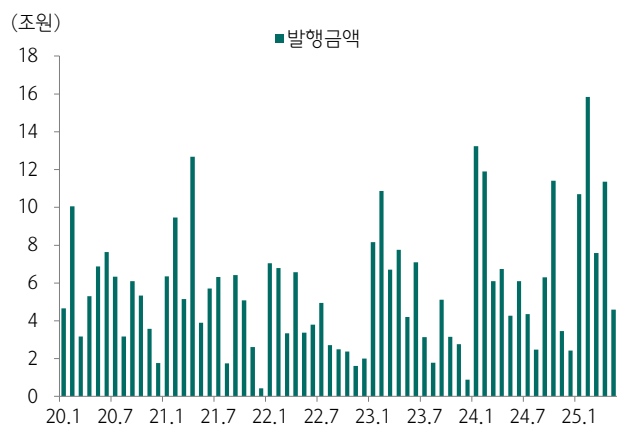
2022년에는 금리 인상과 레고랜드 사태 등으로 채권시장이 위축되면서, 기업들은 주로 은행 대출이나 단기금융시장을 통해 자금을 조달했다. 그러나 최근에는 상대적으로 조달비용이 낮은 회사채 발행이 다시 부각되고 있다. 대기업의 경우, 회사채 금리가 은행 대출금리보다 낮은 상황이 지속되고 있으며, 2025년 5월 기준 AA- 등급 회사채 금리는 2.91%로, 대기업 대출금리대비 120bp 이상 낮은 수준이다.

다만, 6월 누적 기준 56조원의 역대급 발행이 이루어진 가운데, 하반기 만기도래 규모는 24조원으로 상반기(44조원) 대비 크게 줄어든 전망이다. 이에 따라 하반기 발행규모는 다소 축소될 수 있으나, 연간 기준 순발행은 확대될 것으로 추정한다.

회사채 수요예측도 견조한 흐름
이어지는 중

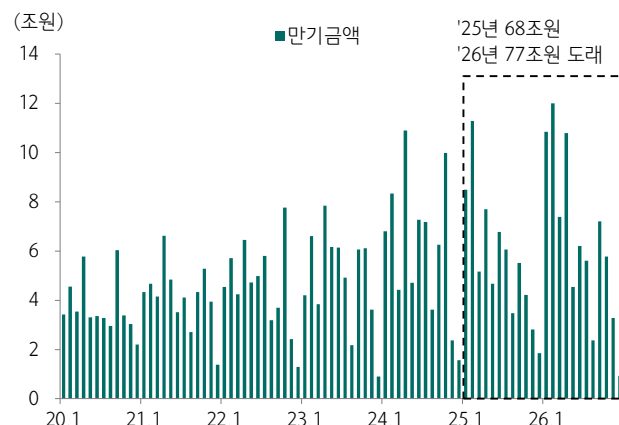
2026년 상반기에는 약 52조원이 만기도래할 예정이다. 회사채는 낮아진 금리 레벨과 자금 소요 확대에 의한 발행 증가가 예상되며, 수요예측 또한 견조한 흐름을 보이고 있다. 따라서 2026년까지 DCM 부문 실적은 우상향 기조가 유지될 것으로 전망한다.

도표 39. 일반회사채 월별 발행액



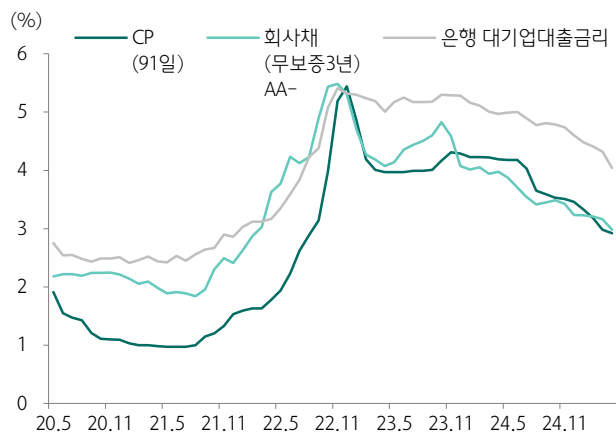
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 40. 일반회사채 월별 만기액



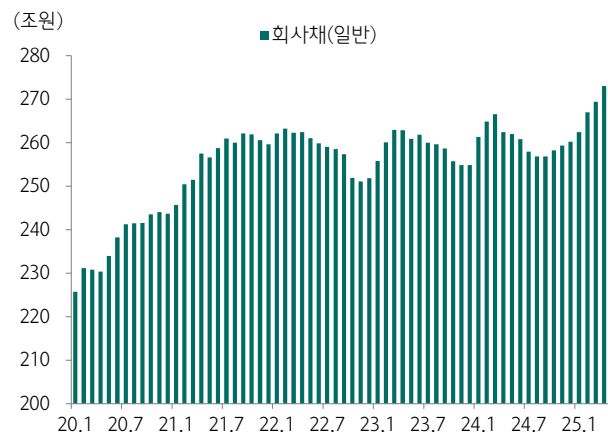
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 41. 월별 회사채/CP/은행대출 금리



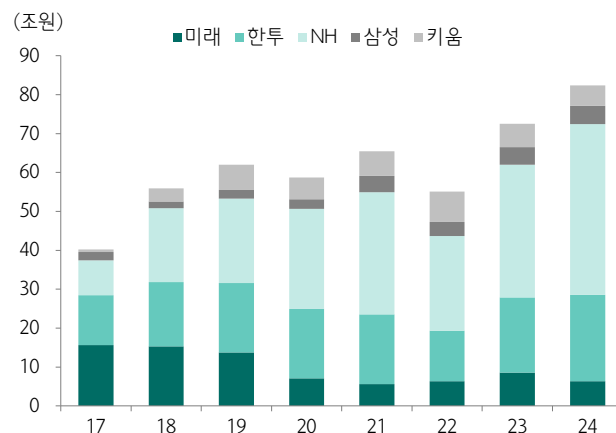
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 42. 일반회사채 월별 잔액



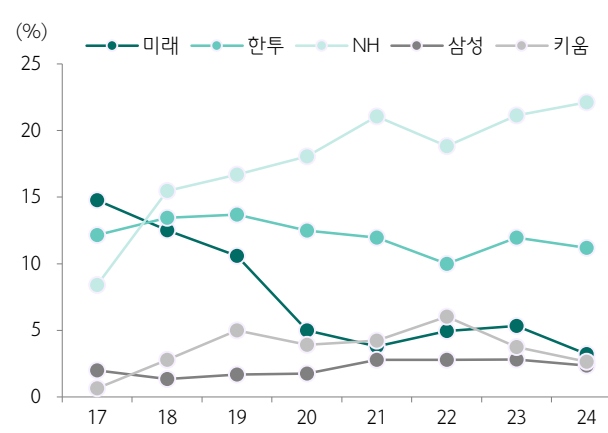
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 43. 커버리지사 DCM 주관금액



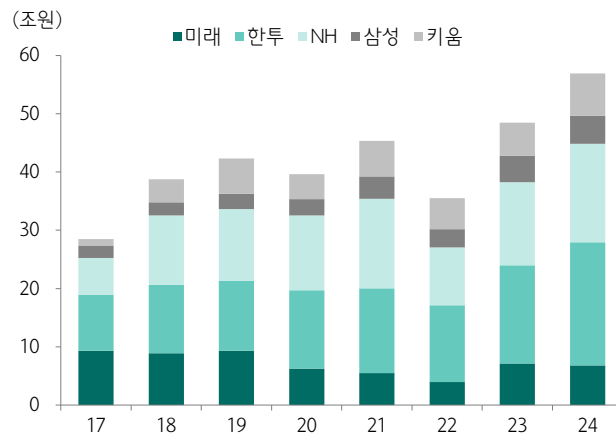
주: 은행채 제외 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 44. 커버리지사 DCM 주관금액 점유율



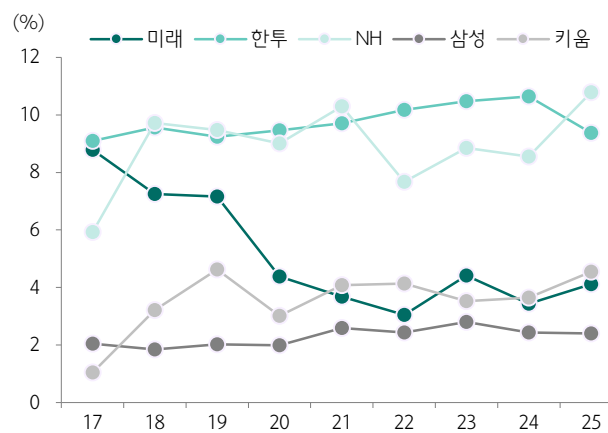
주: 은행채 제외 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 45. 커버리지사 DCM 인수금액



주: 은행채 제외 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 46. 커버리지사 DCM 인수금액 점유율



주: 은행채 제외 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

4. 다시 한 번 갖는 기대감 – STO 시장

1) STO 개념

토큰증권은 증권을
블록체인 기술(분산원장)을
활용해 디지털화한 것

최근 가장 화두가 되는 분야는 가상자산 시장이다. 신정부 출범과 함께 이에 대한 제도화 논의가 본격화되고 있기 때문인데, 정부는 1) 가상자산 현물 ETF, 2) 증권형토큰(STO), 3) 스테이블 코인 등 규율체계를 완비하는 것을 공약으로 내세웠다. 특히 오는 7~8월 임시국회에서는 STO 법제화 내용을 담은 법안이 본회의에 상정될 예정이다. 이 중 STO 시장은 증권사의 신성장 동력이 될 가능성이 높으며, 스테이블 코인 도입과 함께 기존 금융업의 생태계가 변화될 것으로 예상된다.

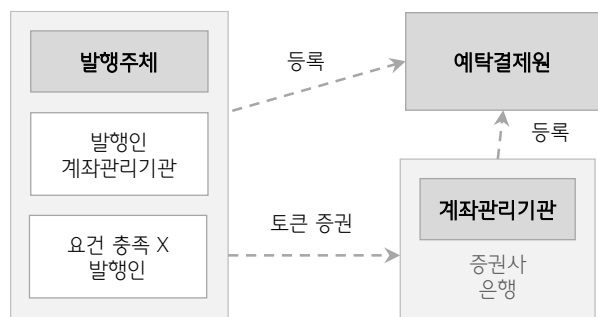
STO 생태계를 이해하기 위해서는 토큰증권 개념을 먼저 짚고 넘어갈 필요가 있다. 토큰증권은 분산원장 기술(Distributed Ledger)을 활용해 자본시장법상 증권을 디지털화한 형태를 의미한다. 토큰증권은 여러 노드가 참여해 기록을 검증하므로 사후적 조작 및 변경을 방지할 수 있다. 이러한 분산원장 특성상 중앙화된 계좌관리기관(증권사)의 필요성이 사라져, 기업이 자체적으로 증권을 발행하고 관리할 수 있게 된다. 현행 자본시장법 및 전자증권법에는 토큰증권이 발행 및 유통될 수 있는 제도적 기반이 마련되어 있지 않으나, 금융위원회가 2023년 2월에 발표한 ‘토큰증권 발행·유통 규율체계 정비방안’ 및 일본 사례를 토대로 앞으로의 방향성을 유추해볼 수 있다.

STO 생태계는
1) 유동화 주체,
2) 발행사업자,
3) 유통사업자로 구분

2023년 2월 당시 금융위원회가 발표한 입법안에 따르면, STO 생태계는 유동화 주체, 발행사업자 및 유통사업자로 구성된다. 유동화 주체인 기업은 자산 유동화를 위해 토큰증권을 활용한다. 기업은 동시에 발행사업자의 업무를 수행할 수 있는데, 전자증권법상 계좌관리기관 요건을 충족해야 한다. 요건을 충족하지 못할 경우, 기존 금융회사(증권사)에 발행을 위탁하게 된다.

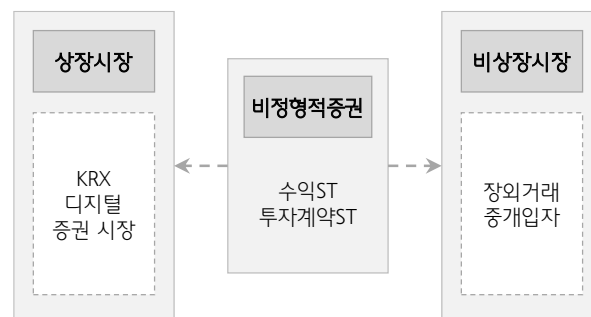
유통사업자 또한 기존 금융회사가 아니더라도 장외거래중개업자 요건을 충족하면 장외 유통 플랫폼을 통해 업무를 수행할 수 있으며, 발행 업무까지도 겸업할 수 있다. 다만, 발행-유통 분리 원칙에 따라 기업이 자체적으로 발행한 증권을 중개하는 행위는 금지된다. 이는 투기를 억제하고, 소비자를 보호하기 위한 조치이다.

도표 47. 국내 토큰증권 발행시장 구조(2023년 가이드라인)



자료: 금융위원회, 하나증권

도표 48. 국내 토큰증권 유통시장 구조(2023년 가이드라인)



자료: 금융위원회, 하나증권

도표 49. 당시 토큰증권의 발행 및 유통 제도 변화

	현행	개정안
발행	전자증권법상 등록 방식으로 전자등록계좌부만을 허용	전자증권법상 등록 방식으로 분산원장 기술 허용
	발행주체의 계좌관리기관 겸업 금지	발행인 계좌관리기관 신설
유통	투자계약증권 유통 제한	자본시장법상 증권 유통제도 적용
	비정형적 증권 유통플랫폼 부재	장외거래 중개업자 및 KRX 디지털 증권 시장 신설

자료: 금융위원회, 하나증권

2) 일본 사례를 통해서 살펴보는 금융기관의 역할

일본 사례를 통해 살펴보는 STO 생태계 내 증권사의 역할

일본 사례를 통해 향후 국내 토큰증권 시장의 방향성을 유추해보고자 한다. 일본은 토큰증권을 제도권에 편입하는 방식에서 국내와 가장 유사한 모습을 보이고 있어, 비교 대상으로 적합하다고 판단한다. 일본은 1) 토큰증권을 기존 증권법에 편입해 유가증권으로 분류했으며, 2) 컨소시엄 형태의 블록체인 기반 발행 플랫폼을 구축함과 더불어, 3) 장내외 유통시장을 신설해 토큰증권 거래 서비스를 제공하고 있다.

특히 일본은 비정형적 증권뿐만 아니라 정형적 증권도 토큰증권의 범주에 포함시켜 규제안을 정립했으며, 현재는 제도권 내 금융기관을 중심으로 시장을 형성해 나가고 있다. 국내의 경우, 2024년 5월 국회 임기 만료로 관련 법안이 폐기되며 제도화가 지연되었으나, 일본과 마찬가지로 금융기관이 토큰증권 시장에서 핵심 역할을 수행할 것으로 기대한다.

토큰증권의 본질은 기존 유가증권과 동일

일본은 2019년 5월과 2020년 5월 두 차례에 걸쳐 자금결제법과 금융상품거래법의 개정을 통해 토큰증권을 제도권 내로 편입시켰으며, 주식, 회사채 등 전형적 증권과 같은 선상에서 취급하기 시작했다. 일본은 토큰증권을 '전자정보처리조직을 이용하여 금융상품법에 의하여 유가증권으로 간주되는 권리를 기록한 것'으로 정의했는데, 토큰증권은 발행 방식이 바뀌었을 뿐, 본질은 기존 유가증권과 동일하다고 보았다.

**토큰증권 발행은
블록체인 플랫폼이 활용되며
스테이블 코인도 연동되는 구조**

토큰증권의 발행 구조는 기존 유가증권의 발행 구조와 유사하다. 기업이 토큰증권을 발행하면, 증권사, 은행 등 인수기관을 통해 투자자를 모집하게 된다. 하지만 분산원장 기술이 적용됨에 따라 사채원부 관리를 증권보관업체가 아닌 블록체인 플랫폼에서 담당하게 된다. 일본에서는 금융청(FSA)의 감독 체계 하에 블록체인 운영 주체(노드)에 대한 엄격한 사전 검증(screening)이 요구되며, 이에 따라 컨소시엄 형태의 블록체인 플랫폼이 일반적으로 사용된다. 플랫폼에는 발행 주체, 사채원부 관리자, 중개업자, 수탁인 등이 노드로서 참여하고 있다.

대표적인 블록체인 플랫폼으로는 노무라홀딩스의 자회사 Boostry가 운영하는 'ibet for Fin'과 미쓰비시UFJ금융그룹(MUFG) 산하에서 출범해 이후 분사한 'Progmatic'이 있다. 2025년 4월 기준, 두 플랫폼의 시장 점유율은 각각 50%, 48%로 압도적인 비중을 차지하고 있다. ibet for Fin은 SBI증권, 노무라증권 등 20여개의 금융기관이 공동 개발 및 운영 중이며, Progmatic은 MUFG 외에도 미쓰이스미토모금융그룹(SMBC), 미즈호금융그룹, 일본거래소그룹(JPX) 등이 출자하여 운영 중이다.

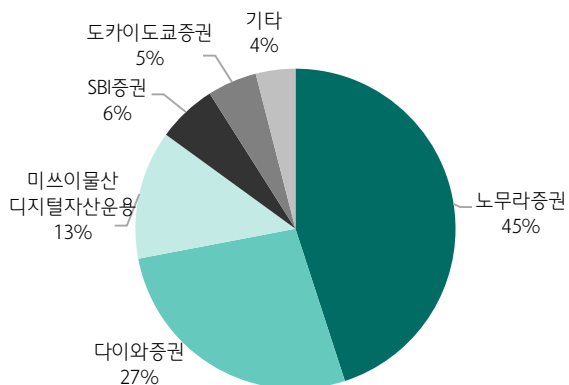
특히 Progmatic의 행보에 주목할 필요가 있다. Progmatic은 토큰증권의 거래 및 관리 효율화를 위해 자체 스테이블 코인인 'Progmatic Coin'을 발행해 사용하고 있다. 분산원장 시스템에서는 스마트계약에 의한 자동화된 거래가 이루어지는데, 거래의 정합성을 위해서는 DvP(Delivery versus Payment)를 위한 결제수단의 토큰화도 함께 이루어져야 하기 때문이다. 참고로, 일본은 이미 2023년 6월에 엔화 스테이블 코인에 관한 법적 체계를 완비해 주요 금융회사의 참여를 유도하고 있다. 따라서, 국내 토큰증권 시장도 스테이블 코인 거래 시장과 함께 성장할 것으로 예상된다.

**‘24년 하반기부터
영화제작, 녹색채권 등
다양한 기초자산이
활용되기 시작**

기업들은 이러한 방식으로 블록체인 플랫폼을 통해 토큰증권을 발행하게 된다. 노무라증권, MUFG, SMBC 등 전통 금융회사들이 디지털 채권, 부동산, 예금 등 다양한 기초자산을 토큰화하며 다양한 BM을 시도 중에 있다. Boostry에 따르면, FY2021~2024 누적 공모 발행금액은 총 1,682억엔(1.7조원)에 달했으며, FY2024 기준 부동산 토큰증권이 89%를 차지해 전통적인 자산 중심으로 시장이 형성되고 있다.

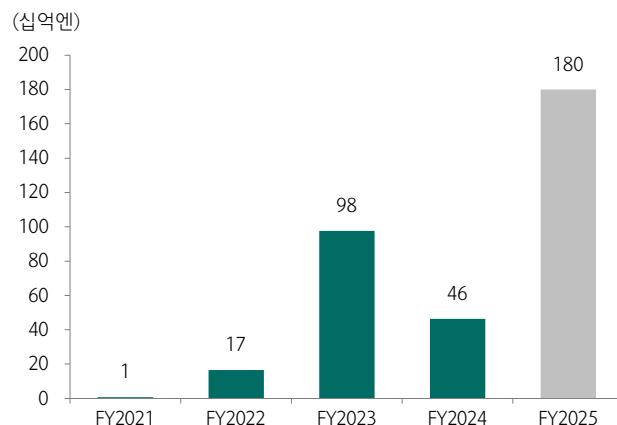
최근에는 부동산 외에도 영화, 재생가능 에너지 발전설비 등 여러 자산을 연계한 토큰증권이 발행되고 있다. 예로, 2024년 6월 일본 유통업체 마루이그룹은 녹색채권을 토큰증권으로 발행해 1억 5,000만엔(14억원)을 조달했으며, 2024년 7월 필립 증권의 일본 자회사는 소니의 영화 '히어로 아일랜드' 제작을 위해 제작비 3억 6,800만엔(33억원)을 토큰증권으로 조달한 바 있다.

도표 50. 일본 공모형 토큰증권 유통시장 점유율 (FY2023)



자료: Boostry, 하나증권

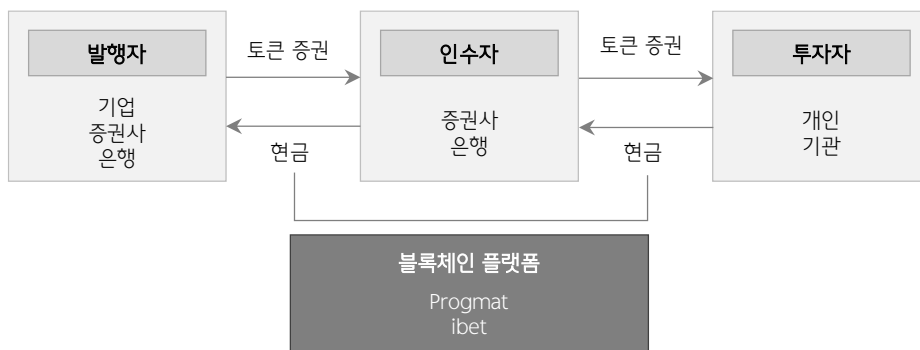
도표 51. 일본 공모형 토큰증권 연간 발행금액



자료: Boostry, 하나증권

도표 52. 일본 토큰증권 발행시장 구조

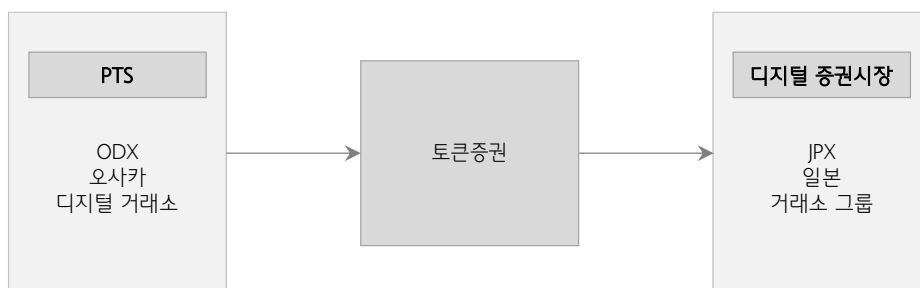
기존 유가증권 발행구조에서
블록체인 플랫폼이 등장



자료: JSTOA, 하나증권

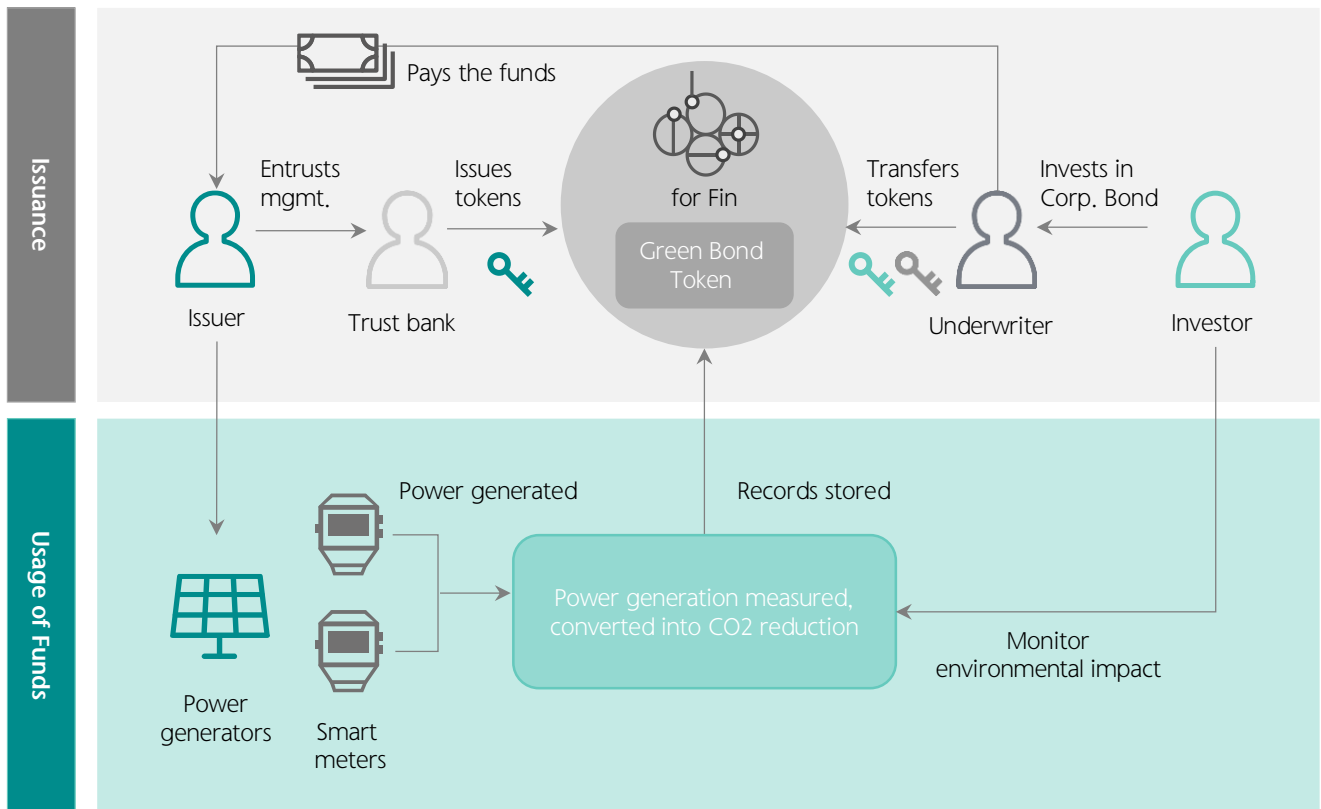
도표 53. 일본 토큰증권 유통시장 구조

토큰증권은 주로
대체거래소(PTS)에서
거래되는 중



자료: JSTOA, 하나증권

도표 54. 녹색채권 토큰화 과정 예시



자료: JPX, 하나증권

도표 55. 일본 비정형적 토큰증권 판매 내용 예시

구분	토큰증권 모집 개요
투자 대상	오토모 케이시 감독의 'Hero's Island'
발행 증권 종류	ETRs(Electronic Registered Transferable Rights, 전자기록이전권리) *익명조합 출자지분
총 모집금액	3억 6,800만엔
1구좌당 발행가	100,000엔
기본 매매단위/발행량	1구좌/3,680구좌
발행 기관	CPF Film Fund LLC
주관사	Phillip Securities Co., Ltd
블록체인 플랫폼	Securitize PF
청약 기간	2024.07.24~2024.08.13
청약금 납입일	2024.08.15
투자 기간	2024.08.15~2027.05.31(약 3년, 단 계약에 따라 조기 상환될 수 있음)
분배금	회계 기간 종료 후 3개월 이내, 마지막 회계 기간은 최종 배당금까지 지급
환매	투자 기간 중 환매(중도 해지) 불가, 투자 기간 종료 시 자동 청산 및 종료

자료: Securitize, 하나증권

도표 56. 일본 금융회사의 STO 활용 사례 예시

시기	회사명	내용
미즈호 은행	2020년 2월	- 패밀리마트, 야마다 전기 등 일반 기업에 대한 채권을 STO로 발행하는 실증시험 실시 - 미즈호 증권을 포함한 4개의 증권사가 개인 투자자를 대상으로 판매 - 실증시험 성격상, 개인투자자는 채권 발행기업의 임직원으로 한정 - 블록체인 네트워크를 활용해 투자자에 대한 데이터를 실시간으로 확인할 수 있다는 점을 이용. 투자자에게는 매장/온라인쇼핑몰 포인트 지급
SBI 그룹	2020년 10월	- 자회사 자금 조달 시 STO 방식을 채택함으로써 프로세스를 효율화 - 자회사 SBI e-Sports의 자금조달을 위해 보통주를 STO 방식으로 발행 - Boostry 플랫폼에서 토큰증권 관리 - SBI증권이 증권사로는 최초로 STO를 진행, SBI 홀딩스는 주관사로서의 역할 수행 - 기관투자자 대상 제3자 배정 유상증자 방식으로 토큰증권 1,000개를 개당 5만엔에 발행, 총 5,000만엔 규모
	2021년 4월	- SBI 증권이 자사 채권을 STO 방식으로 발행. 개인도 투자자 범위에 포함 - 최소 투자금액을 10만엔(100만원)으로 책정, 일반투자자도 부담 없이 회사채 투자 가능 - 투자자에게는 회사채 토큰 수량과 비례해 가상화폐 리플(XRP)을 증정
미쓰이스미토모 신탁은행	2021년 3월	- 미국 스타트업 'Securitize'와 제휴해 STO 방식으로 자산유동화 진행 - 신용카드 채권을 기초자산으로 하는 토큰증권을 미쓰이 미쓰이스미토모 신탁은행이 Securitize의 블록체인 플랫폼을 이용해 발행하는 구조 - 토큰증권 기반 유동화 상품 최초로 신용평가기관으로부터 '투자적격등급(A-1)'을 취득
미쓰비시 UFJ 신탁은행	2021년 7월	- 부동산자산운용사 '케네딕스'와 부동산을 기초자산으로 하는 토큰증권 발행 - 케네딕스가 제공한 부동산자산을 유동화. 블록체인 플랫폼 'Progmatt'을 통해 공모방식으로 투자자 모집 - 임대 부동산에서 발생하는 수익에 대해 투자자들이 분배를 받는 구조 - *토큰을 인수해 투자자를 대상으로 판매하는 역할은 노무라증권과 SBI증권이 담당 - 기존 REITs 상품은 기초자산이 복수의 대형부동산으로 국한되었다면, 토큰증권을 활용 시 중소형 단일 부동산에 대한 유동화가 가능
소니은행	2023년 7월	- 일본 은행 최초로 대출채권(부동산담보채권)을 STO 방식으로 개인 투자자에게 판매 - 소니은행 계좌보유자 대상으로 한 계좌당 10만엔부터 판매, 발행액 약 1억엔

자료: 언론 보도, 우리금융경영연구소, 하나증권

아직은 장외거래 위주로 판매 및 유통되는 중

거래 플랫폼 구축 측면에서도 전통 금융회사의 활약이 독보적이다. 2021년 SBI홀딩스, SMFG, 노무라홀딩스, 다이와증권은 공동출자해 대체거래소인 오사카 디지털 거래소(ODX, Osaka Digital Exchange)를 설립했으며, 토큰증권 거래를 개시했다. 반면, 정규거래소인 일본증권거래소(JPX)는 토큰증권 발행 활성화를 위한 발행시장 인프라 정비에 집중하고 있어, 현재까지는 토큰증권이 장외거래시장 중심으로 유통되고 있는 상황이다.

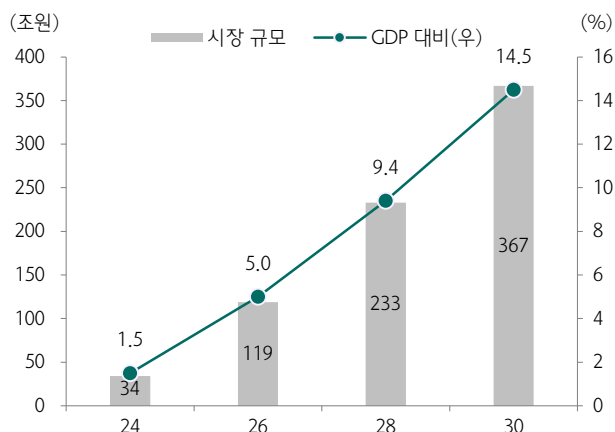
디지털 자산의 주류 금융 편입은 필수적, 가상자산 시장에서의 수혜주는 미래에셋증권이 될 전망

국내 역시 일본과 비슷한 흐름이 전개될 가능성이 높다. 일본과 한국은 공통적으로 저성장 국면에 직면해 있어 새로운 성장 동력 확보가 절실한 상황이다. 다만 STO 시장은 아직 시장 초기 단계에 있어, 당장의 수익성보다는 장기적으로 시장 주도권 확보를 위한 기업들의 전략적 대응에 주목할 필요가 있다고 판단한다.

가상자산 시장에서 가장 활약을 보이는 증권사는 미래에셋증권이다. 미래에셋증권은 2022년부터 STO 관련 TF를 출범시켰으며, 2023년에는 SKT와 토큰증권 컨소시엄 ‘넥스트 파이낸스 이니셔티브’를 결성하는 등, STO 시장이 개화되기 전부터 선제적으로 대응해왔다. 최근에는 스테이블 코인 관련 상표권 8개를 출원하며, STO를 넘어 가상자산 전반으로 사업 영역을 확장하고 있다.

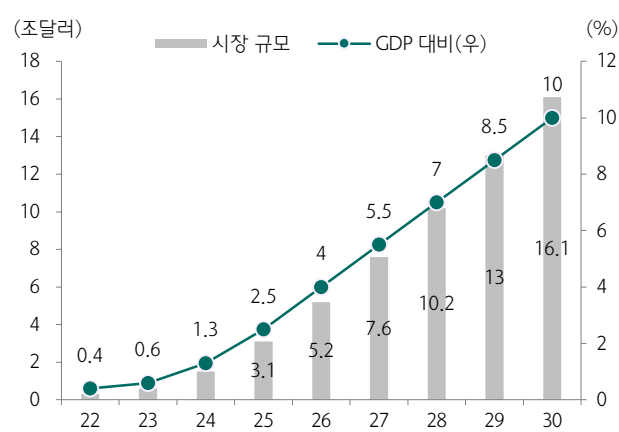
STO 법제화에는 다소 시간이 소요될 것으로 예상되나, 민간과 금융권의 기술 및 인프라 선점을 위한 경쟁은 이미 본격화되고 있다. 금융기관들은 블록체인 기술을 보유한 스타트업과의 업무협약, 자체 유통 플랫폼 개발, 스테이블 코인 상표 출원 등 시장 선점을 위한 움직임을 보이고 있다. 다양한 자산 및 IP 확보가 중요해질 것으로 예상되는 토큰증권 시장에서는 증권사의 영업 역량이 핵심 경쟁력이 될 것으로 전망한다.

도표 57. 국내 토큰증권 시장규모 전망



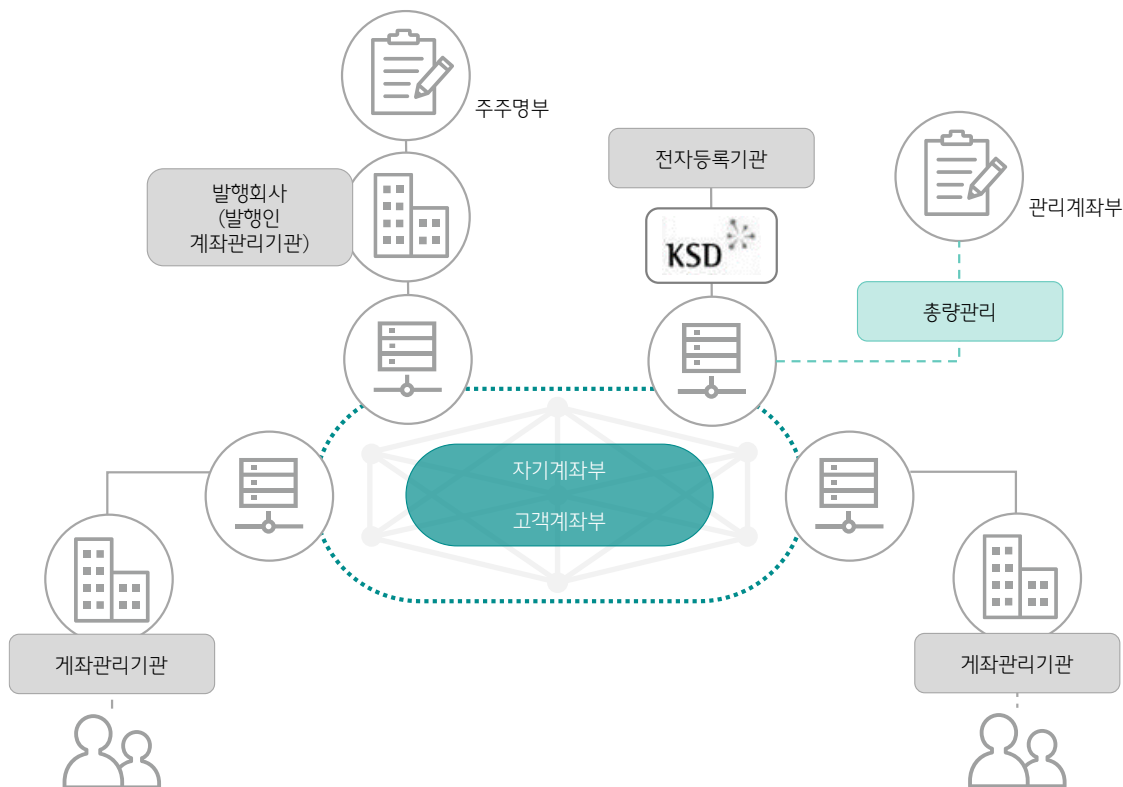
자료: 하나금융연구소, 하나증권

도표 58. 글로벌 토큰증권 시장규모 전망



자료: BCG, 하나금융연구소, 하나증권

도표 59. 국내 토큰증권 운영 방식



자료: 한국예탁결제원, 하나증권

도표 60. 국내 STO 관련 주요 사업 현황

구분	기업	내용
증권사	미래에셋증권	- 토큰증권 협의체 '넥스트 파이낸스 이니셔티브(NFI)' 결성, 당사는 기초자산 발굴과 발행, SKT는 블록체인 인프라 구축 담당, 한국토지신탁, 서울옥션블루 등과도 협업 체계 구성
	하나증권	- 2023년 6월 상기 NFI에 참여. - 토큰증권 발행 플랫폼 구축을 위한 주사업자로 아이티센과 NF컨설팅 선정
	NH투자증권	- 토큰증권 생태계 조성을 위한 협의체 'STO 비전그룹' 조성, 조각투자업체 투게더아트, 트레저러, 그리너리, 비상장주식중개업자 서울거래비상장, 블록체인 기술기업 블록오디세이, 파라메타, 기초자산 실물평가사 한국기업평가 등 참여
	KB증권	- 토큰증권 사업 협력체 'ST 오너스' 구성, 조각투자 플랫폼 기업 스타키퍼, 서울옥션블루, 실물자산 기반 STO 발행유통 플랫폼 하이카이프 등 참여. - 기술기업으로는 SK C&C, EQBR(블록체인 기술 개발사), 하이파이브랩(분산암호기술 전문기업), 웨이브릿지(퀀트 기반 디지털자산 전문기업) 포함
	신한투자증권	- 민간 토큰협의체 'STO 얼라이언스' 구성, 조각투자 플랫폼 기업인 열매컴퍼니, 바이셀 스탠다드 등 50여개 기업 참여
	한국투자증권	- 2023년 3월, 카카오뱅크, 토스뱅크와 함께 토큰증권 협의체 '한국투자 ST프렌즈' 결성, 한국은행의 CBCD 모의실험 사업 수행한 카카오엔터프라이즈가 분산원장 구축 기술 파트너로 합류
	유진투자증권	- 블록체인 솔루션 전문기업 람다256, 아이티아이즈, 델리오 등과 토큰증권 플랫폼 구축을 위한 업무협약 체결
은행	NH농협은행 SH수협은행 전북은행	- 2023년 4월, 조각투자기업 6개사(서울옥션블루, 테사, 갤럭시아머니트리, 스타키퍼, 서울거래 등)과 JB인베스트먼트 등과 함께 토큰증권 생태계 구축을 위한 '은행권 STO 컨소시엄' 결성
	IBK기업은행 신한은행 우리은행	- 상기 은행권 STO 컨소시엄에 추가 참여
	우리은행	- 토큰증권 제도화 대응 및 신속한 시장 진입을 위해 삼성증권, SK증권과 업무협약 체결, 전담부서 지정, TFT 운영
	하나은행	- 미래에셋증권의 NFI에 참여
공기업	한국마사회	- 신사업 발굴(조각투자) 부서 구축, 경주마 조각투자 플랫폼 출시 계획
	한국동서발전	- KB증권, 하이카이프와 신재생에너지 토큰증권 사업 추진

자료: 삼일PwC경영연구원, 하나증권

5. Valuation 및 Top Picks

증권업종 투자의견 'Overweight'으로 커버리지를 개시한다. 현재 증권업종은 실적과 모멘텀 측면에서 모두 매수가 유효하다. 거래대금 레벨 상승에 힘입어 주요 수익원인 브로커리지 실적은 우상향할 것이며, 중시 호황과 금리 인하 기조 속에서 트레이딩과 IB 부문은 시장 기대치를 상회할 가능성이 높다.

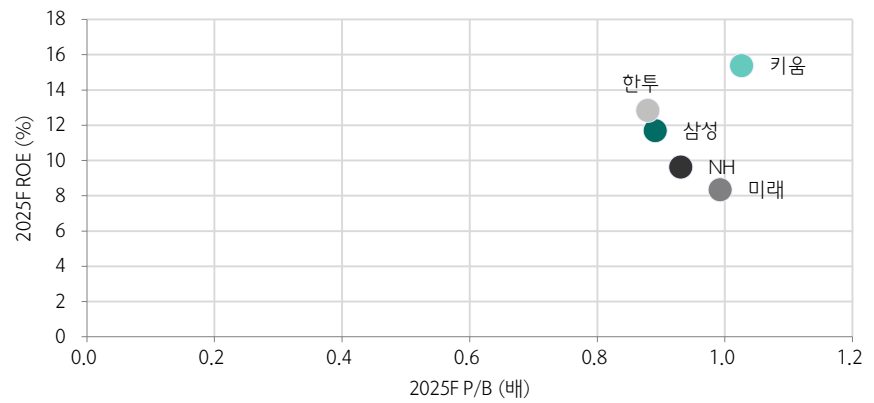
증권주는 그동안 1) 중시 업황에 따른 실적 변동성, 2) 브로커리지 의존도, 3) 낮은 주주환원율 등으로 인해 밸류에이션 디스카운트를 받아왔다. 증권주가 P/B 1배 이상에서 거래되던 시기는 2005~2013년으로, 국내 주식시장이 강세를 지속했던 시기다. 코스피는 2007년 사상 처음으로 2,000pt를 돌파했으며, 거래대금의 비약적인 증가, 펀드 열풍, 자본시장법 제정 등 제도적 변화가 맞물리며, 증권주는 대표적인 강세장 수혜주로 부각되었다.

최근 상법 개정과 중시 부양 정책에 대한 기대감도 이와 유사한 흐름을 보이고 있다. '코스피 5000 시대'를 겨냥한 정책들이 구체화되어 시행될 경우, 자본시장에 대한 신뢰 회복과 시장 참여 확대를 바탕으로 증권업종 밸류에이션도 과거 1배 이상까지 회복될 가능성이 있다. 커버리지 증권사의 평균 P/B 연초 0.5배에서 0.9배까지 상승했음에도 불구하고 멀티플 리레이팅 가능성은 충분하다는 판단이다.

또한, 앞서 살펴본 일본 사례처럼, 디지털자산의 부상과 함께 새로운 시장이 열리고 있다. 토큰증권 시장은 이미 무시할 수 없는 수준의 잠재력을 보이고 있으며, 지금은 시장 형성 초기단계로 빠른 진입을 통한 선점 효과가 극대화될 수 있는 시기이다. 증권사의 막대한 자본, 네트워크, 강력한 디지털 플랫폼의 이점을 충분히 활용할 수 있다면, 중장기적으로 증권업의 구조적 성장 및 밸류에이션 확장이 나타날 수 있을 것으로 기대한다.

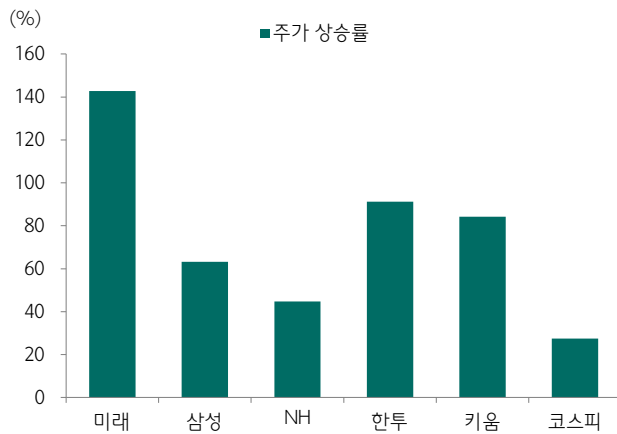
Top Picks로 키움증권과 삼성증권을 제시한다. 키움증권은 중시 상승 국면에서 최대 수혜주로, 거래대금 민감도가 높아 ROE 개선을 기대할 수 있다. 여기에 자사주 매입/소각을 포함한 총주주환원율도 30% 이상으로, 경쟁사 대비 높은 수준이다. 삼성증권은 IB 확장과 높은 브로커리지 점유율, 30%대의 배당 성향 등으로 현 업황에 적극 대응할 수 있는 역량을 보유하고 있으며, P/B 0.89배로 밸류에이션 매력 또한 높다. 관심종목으로는 미래에셋증권을 제시한다. 거래대금 상승 국면에서 수혜주이며, 지배구조 개편 기대감과 함께 신사업 부문에서의 성과 가시성이 가장 높다. 특히, 가상자산 시장이 개화될 경우 최대 수혜주로 부각받을 것으로 예상된다.

도표 61. 커버리지 증권사 ROE-PBR Matrix



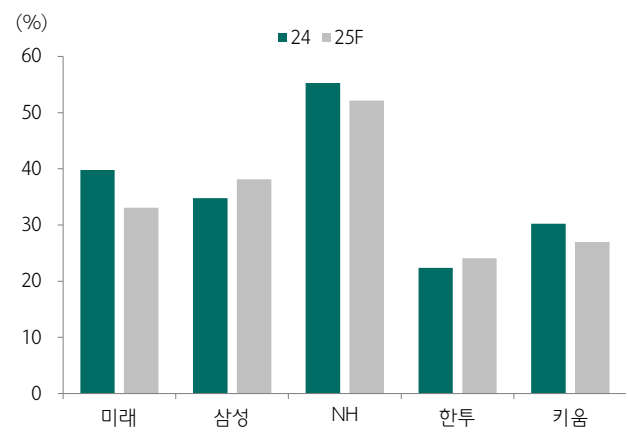
자료: 하나증권

도표 62. 커버리지 증권사 연초대비 주가 상승률



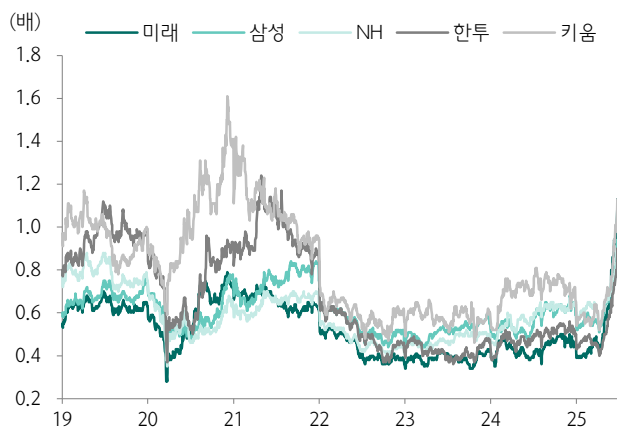
자료: Quantwise, 하나증권

도표 63. 커버리지 증권사 연간 총주주환원율



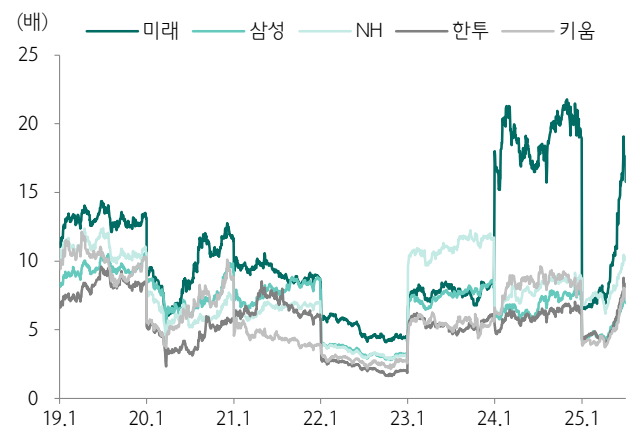
자료: 각 사, 하나증권

도표 64. 커버리지 증권사 PBR



자료: Quantwise, 하나증권

도표 65. 커버리지 증권사 PER



자료: Quantwise, 하나증권

도표 66. 커버리지 증권사 Valuation Table

		한국금융지주	삼성증권	NH투자증권	키움증권	미래에셋증권
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가		190,000	100,000	27,000	300,000	26,000
현재주가		163,600	80,600	23,400	240,000	22,150
상승여력		16%	24%	15%	25%	17%
PER	2024A	4.0	4.3	7.0	3.7	5.1
	2025F	6.9	7.6	9.7	6.7	11.9
	2026F	7.3	7.2	8.5	6.2	11.1
PBR	2024A	0.4	0.5	0.6	0.6	0.4
	2025F	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
	2026F	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
EPS	2024A	17,689	10,068	1,986	31,393	1,574
	2025F	23,843	10,579	2,415	35,900	1,857
	2026F	22,467	11,244	2,755	38,445	1,990
DPS	2024A	3,980	3,500	950	7,500	250
	2025F	5,200	4,000	1,100	10,000	350
	2026F	5,700	4,500	1,250	12,000	450
ROE	2024A	10.7	12.3	8.5	14.9	7.6
	2025F	12.8	11.7	9.6	15.4	8.3
	2026F	11.0	11.5	10.2	14.6	8.1
배당성향	2024A	20.2	34.8	45.2	21.4	11.9
	2025F	19.6	37.8	43.0	24.9	14.1
	2026F	22.9	40.0	42.8	27.9	16.8
배당수익률	2024A	5.6	8.0	6.8	6.5	3.1
	2025F	3.2	5.0	4.7	4.2	1.6
	2026F	3.5	5.6	5.3	5.0	2.0
총주주환원률	2024A	22.4	34.8	55.2	30.3	39.8
	2025F	21.8	37.8	51.6	31.0	31.9
	2026F	25.3	40.0	52.4	33.6	35.2

주: DPS는 보통주 기준
자료: 하나증권

기업분석

키움증권(039490)	33
삼성증권(016360)	38
한국금융지주(071050)	43
NH투자증권(005940)	48
미래에셋증권(006800)	53

2025년 7월 15일 | 기업_Initiate

BUY (신규)

목표주가(12M) 300,000원
현재주가(7.14) 240,000원

Key Data

KOSPI 지수(pt)	3,203.03
52주최고/최저(원)	240,000/109,200
시가총액(십억원)	6,161.0
시가총액비중(%)	0.24
발행주식수(천주)	25,670.9
60일 평균거래량(천주)	156.5
60일 평균거래대금(십억원)	30
외국인 지분율(%)	25.27
주요주주 지분율(%)	
다우기술 외 5인	43.41
국민연금공단	12.64

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	14,192	14,064
영업이익(십억원)	1,227	1,285
순이익(십억원)	918	974
EPS(원)	34,641	36,246
BPS(원)	234,819	261,830

Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
순영업수익	1,159.6	1,845.9	2,071.1	2,153.0
영업이익	564.7	1,098.2	1,314.8	1,390.6
세전이익	585.1	1,092.3	1,329.5	1,400.8
순이익	436.3	835.0	973.4	1,030.9
PER	6.2	3.7	6.7	6.2
PBR	0.6	0.6	1.0	0.9
ROA	0.8	1.5	1.5	1.6
ROE	9.0	14.9	15.4	14.6
DPS	3,000	7,500	10,000	12,000
배당수익률	3.0	6.5	4.2	5.0



Analyst 고연수 yeonsookoh@hanafn.com

키움증권(039490)

브로커리지 최강자

투자의견 BUY, 목표주가 300,000원 제시

키움증권에 대해 투자의견 'BUY', 목표주가 300,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd BVPS 235,796원에 Target P/B 1.25배를 적용해 산출하였다. 키움증권은 거래대금 민감도가 높아 증시 상승 국면에서는 ROE 개선을 기대할 수 있다. 특히 높은 개인 투자자 비중에 따라 NXT에서의 상대적 우위도 지속될 전망이다. 하반기 발행어음 인가 취득 시, 수신기반 확대를 통한 이자수익도 확보 가능해 증시 호황을 온전히 누릴 수 있을 것으로 전망한다. 2025년 지배주주순이익은 전년대비 17% 증가한 9,734억원, 연결 ROE는 15.3%로 전망한다.

2025년 2분기 실적은 컨센서스를 19% 상회할 전망

2025년 2분기 지배주주순이익은 전년동기대비 14% 증가한 2,639억원으로, 컨센서스(2,236억원)를 약 18% 상회할 것으로 예상한다. 국내주식 거래대금 증가 및 해외주식 프로모션 정상화에 따른 수수료율 회복으로 위탁매매 수수료손익은 전년동기대비 20% 증가하며 실적 성장을 견인할 전망이다. IB 및 기타수수료손익은 부동산PF 시장 부진에 따라 14% 감소할 것으로 예상되나, 운용 및 기타손익은 금리 인하 및 증시 호조에 따라 유가증권 관련 평가이익이 확대되며 39% 증가할 것으로 추정한다. 이에 따른 2분기 연환산 연결 ROE는 17.9% 수준이다.

오버행 리스크는 해소되는 중

키움증권은 일평균 거래대금 1조원 증가 시 ROE 상승폭이 17bp로, 증시와의 실적 연동성이 가장 높다. 증시 상승이 지속될 경우, 실적 개선 가시성이 가장 높아 향후 밸류에이션 매력도 부각될 것으로 판단한다. 하반기 중 기업가치 제고 방안이 발표될 경우, 현재 주주환원 수준(별도 기준 30%)을 상회하는 정책 또한 기대할 수 있다.

또한, RCPS 4,000억원 중 약 1,225억원이 보통주로 전환되며, 오버행 리스크가 점진적으로 해소되고 있는 점도 긍정적이다. 실적과 정책 모멘텀 측면에서 모두 매수가 유효하며, 증권업종 최선호주로 제시한다.

Valuation

투자의견 BUY, 목표주가 300,000원으로 커버리지 개시

키움증권에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 300,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF BPS 235,796원에 Target P/B 1.25배를 적용해 산출했다. 국내주식 거래대금 상승에 따른 ROE 민감도 및 주주환원 확대 가능성을 고려해 적정 P/B 1.14배에 프리미엄 10%를 반영했다. 적정 P/B에 내재된 ROE와 COE는 각각 15.4%, 13.3%다.

2025년 지배주주순이익은 전년대비 17% 증가한 9,734억원으로 전망한다. 브로커리지 부문과 트레이딩 실적이 각각 18%, 12% 성장하며 전사 실적을 견인할 것으로 예상한다. 2025년 하반기 국내주식 일평균 거래대금은 26조원으로 가정했으며, 기존 추정치를 상회하는 흐름이 이어질 경우, 동사의 이익 증가 폭은 더욱 확대될 수 있다.

이익 성장과 더불어 주주환원 정책 강화에 대한 기대감도 유효하다. 2023~2025년 주주환원 정책으로 1) 별도 기준 주주환원을 30%, 2) 별도 ROE 30%, 3) P/B 1배 이상 달성을 목표로 제시했으며, 기존 자사주는 2026년 3월까지 전량 소각할 예정이다. 하반기 중 한 층 강화된 기업가치 제고 계획이 발표되면, 주주환원에 대한 높아진 시장의 기대치를 충족할 수 있을 것으로 기대한다.

도표 1. 키움증권 Valuation

항목	수치	단위	비고
자기자본비용	13.31	%	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.45	%	(b): 국고채 3년 수익률
시장위험프리미엄	8.82	%	(c): 한국시장 위험 프리미엄
종목베타	1.25		(d) 2Y 조정베타
예상 ROE	15.36	%	(e): 12M Fwd ROE
적정 P/B	1.25	배	(f): (e)/(a)
예상 BPS	235,796	원	(g): 12M Fwd BPS
적정주가	295,738	원	(h): (f)*(g)
목표주가	300,000	원	
현재주가	240,000	원	2025년 7월 14일 종가 기준
상승여력	25	%	

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 키움증권 분기별 별도 실적

(단위: 십억원)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F
순영업수익	431.2	405.7	397.9	369.8	454.9	481.8	470.6	415.9	1,823.2	1,838.1
수수료손익	181.2	189.3	188.2	194.7	203.0	206.0	219.4	202.1	830.6	835.1
브로커리지	125.3	128.8	131.9	142.5	137.7	154.4	172.3	160.9	625.4	640.8
IB	0.1	0.2	1.3	1.4	2.4	0.0	(0.3)	(0.0)	2.2	1.2
자산관리 및 기타	55.8	60.3	54.9	50.8	62.8	51.6	47.4	41.2	203.0	193.1
이자손익	93.2	104.0	85.3	114.8	113.4	119.3	124.7	126.9	484.3	522.9
운용 및 기타	156.8	112.4	124.4	60.4	138.5	156.5	126.4	86.8	508.2	480.1
판매비및관리비	130.3	140.5	138.8	170.2	159.4	140.8	133.1	147.7	581.0	579.9
인건비	36.9	44.0	38.0	67.9	49.4	44.3	35.8	45.9	175.4	172.0
인건비 외	93.4	96.5	100.9	102.3	110.0	96.6	97.3	101.8	405.6	407.9
영업이익	300.9	265.2	259.0	199.6	295.5	341.0	337.5	268.2	1,242.2	1,258.2
영업외손익	28.8	8.8	17.3	10.7	12.2	(5.7)	2.0	3.2	11.7	6.5
세전이익	329.7	274.0	276.3	210.3	307.7	335.3	339.5	271.4	1,253.9	1,264.7
법인세비용	83.9	67.3	67.3	56.7	77.4	88.5	89.6	71.6	327.2	333.9
당기순이익	245.8	206.7	209.0	153.5	230.3	246.8	249.9	199.7	926.7	930.8
연결당기순이익	244.8	232.1	211.6	146.3	235.6	264.3	254.2	220.1	974.1	1,031.0
지배주주순이익	245.5	231.7	211.7	146.1	235.3	263.9	253.3	221.0	973.4	1,030.9

자료: 키움증권, 하나증권

도표 3. 키움증권 2025년 2분기 연결 실적 예상

(단위: 십억원)

구분	2Q25F	2Q24	YoY	1Q25	QoQ	3Q25F
순영업수익	546.3	492.1	11.0	524.5	4.2	515.7
영업이익	363.1	312.5	16.2	325.5	11.6	341.9
지배주주순이익	263.9	231.7	13.9	235.3	12.1	253.3

자료: 키움증권, 하나증권

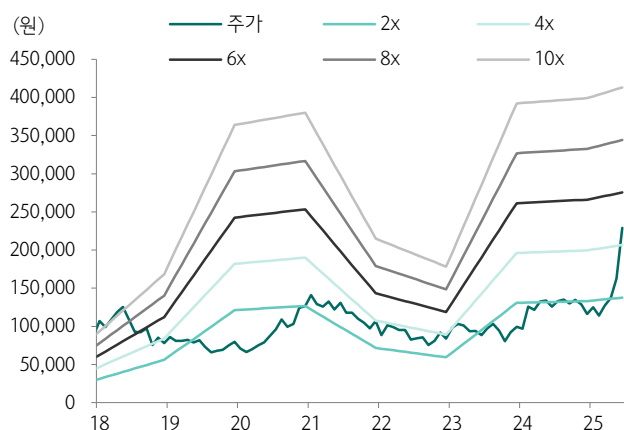
도표 4. 자회사 분기별 연결당기순이익

(단위: 십억원)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
키움저축은행	(1.2)	1.5	1.3	8.1	(10.1)	7.1	(3.2)	2.9	(6.6)
키움YES저축은행	(2.0)	(3.2)	(5.2)	8.5	(3.2)	(4.0)	(3.4)	(21.4)	(5.9)
키움캐피탈	15.1	8.5	6.3	(3.2)	8.1	10.5	6.7	4.6	10.5
키움에프앤아이	1.0	0.8	2.1	(1.9)	8.0	1.6	1.7	0.8	4.3
키움투자자산운용	5.5	5.0	4.9	3.8	5.1	5.5	8.0	4.9	1.5
키움PE	1.5	(0.3)	0.3	5.7	(2.5)	0.5	(0.7)	0.2	(0.4)
키움인베스트먼트	0.9	1.5	1.4	1.8	1.1	0.1	3.7	0.0	0.2
키움인도네시아	0.0	(0.5)	(0.2)	(0.6)	(1.7)	(0.7)	(2.1)	(1.9)	(1.6)
기타(투자조합및펀드)	0.4	15.5	3.2	15.9	(5.8)	4.8	(8.1)	2.7	3.3
자회사 합산	21.2	28.8	14.1	38.1	(1.0)	25.4	2.6	(7.2)	5.3

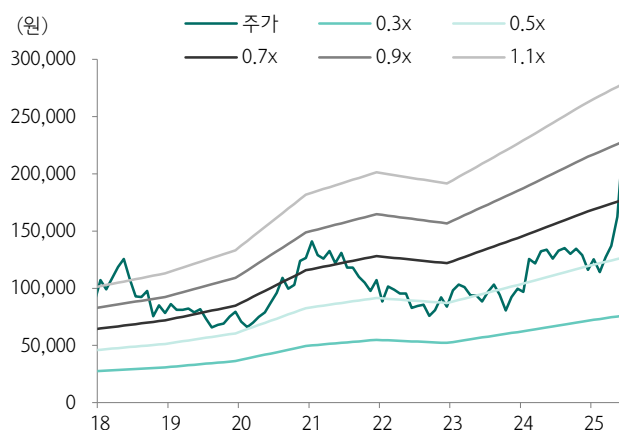
자료: 키움증권, 하나증권

도표 5. 키움증권 12M Fwd PER 밴드



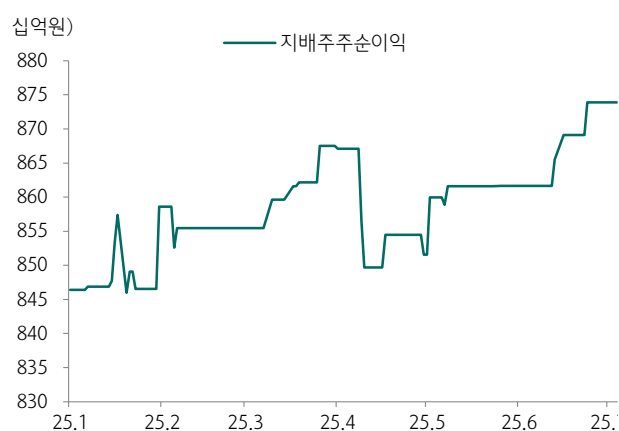
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 키움증권 12M Fwd PBR 밴드



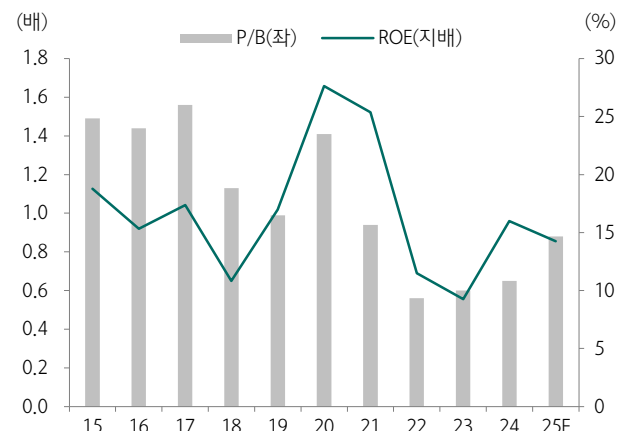
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 키움증권 지배주주순이익 컨센서스



자료: Quantiwise, 하나증권

도표 8. 키움증권 연간 PBR 및 ROE



자료: Quantiwise, 하나증권

추정 재무제표

연결손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
순영업수익	1,268.7	1,159.6	1,845.9	2,071.1	2,153.0
수수료손익	725.9	649.7	803.8	887.7	902.8
브로커리지	475.6	470.5	530.9	627.1	642.0
자산관리	76.3	60.8	73.0	71.8	76.6
IB 및 기타	174.0	118.5	199.9	188.8	184.2
이자손익	637.6	644.7	623.4	771.9	816.2
운용 및 기타	(94.9)	(134.8)	418.7	411.5	434.0
판매비및관리비	612.3	595.0	747.7	756.2	762.3
인건비	222.9	195.9	271.2	266.1	264.2
인건비 외	389.4	399.0	476.5	490.2	498.2
영업이익	656.4	564.7	1,098.2	1,314.8	1,390.6
영업외손익	23.7	20.4	(6.0)	14.7	10.2
세전이익	680.2	585.1	1,092.3	1,329.5	1,400.8
법인세비용	172.0	144.3	257.4	355.4	369.8
당기순이익	508.2	440.7	834.9	974.1	1,031.0
지배주주순이익	507.3	436.3	835.0	973.4	1,030.9

별도 순영업수익 구성(%)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
수수료손익	59.1	64.3	46.9	45.6	45.4
브로커리지	42.6	51.0	32.9	34.3	34.9
자산관리	0.2	(0.5)	0.2	0.1	0.1
IB 및 기타	16.3	13.7	13.8	11.1	10.5
이자손익	36.0	49.6	24.8	26.6	28.4
운용 및 기타	5.0	(13.9)	28.3	27.9	26.1
판매비	41.8	48.7	36.1	31.9	31.5

연결재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
자산총계	48,037.3	52,046.4	55,688.4	63,127.0	65,690.3
현금및현금성자산	1,244.0	1,588.9	1,721.8	1,606.1	1,671.3
FVPL 금융자산	27,847.7	29,660.3	30,537.8	33,323.6	34,676.6
FVOCI 금융자산	461.0	447.5	516.9	564.2	587.2
AC 금융자산	14,653.7	15,708.0	17,912.7	19,763.2	20,565.6
종속및관계기업투자지분	602.4	828.6	869.2	891.8	928.0
유형자산	127.3	123.9	134.7	145.9	151.8
투자부동산	325.3	276.2	496.4	684.3	712.1
무형자산	107.2	107.2	108.1	108.2	112.6
기타자산	2,668.7	3,305.8	3,390.9	6,039.8	6,285.1
부채총계	43,444.2	47,142.3	50,056.5	63,824.6	65,945.2
FVPL 금융부채	6,756.4	6,371.6	5,003.3	5,950.5	6,192.1
매도파생결합증권	4,772.6	4,808.1	3,664.9	4,239.1	4,411.2
예수부채	15,267.7	16,764.3	15,711.7	16,699.5	17,377.5
차입부채	13,175.6	15,934.0	19,056.6	19,363.9	20,150.2
발행어음	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
발행사채	4,545.0	4,091.7	5,952.6	7,051.8	7,338.1
기타부채	7,488.2	7,810.4	9,680.9	13,943.3	14,038.5
자본총계	4,593.1	4,904.1	5,631.9	6,354.2	7,083.2
지배주주지분	4,556.0	4,860.7	5,587.7	6,337.4	7,066.3
자본금	145.2	145.2	145.2	145.2	145.2
자본잉여금	1,038.9	1,038.9	1,038.9	1,038.9	1,038.9
자본조정	(147.7)	(184.0)	(199.7)	(239.6)	(271.3)
기타포괄손익누계액	(16.1)	1.4	66.1	87.8	87.8
이익잉여금	3,535.8	3,859.3	4,537.2	5,305.1	6,065.7

Valuation I

	2022	2023	2024	2025F	2026F
성장률(%)					
자산총계	6.0	8.3	7.0	13.4	4.1
부채총계	6.0	8.5	6.2	27.5	3.3
자본총계	6.8	6.8	14.8	12.8	11.5
순영업수익	(30.9)	(8.6)	59.2	12.2	4.0
수수료손익	(25.0)	(10.5)	23.7	10.4	1.7
이자손익	23.6	1.1	(3.3)	23.8	5.7
운용 및 기타	(127.0)	42.1	(410.6)	(1.7)	5.5
판매비및관리비	(2.3)	(2.8)	25.7	1.1	0.8
영업이익	(45.7)	(14.0)	94.5	19.7	5.8
당기순이익	(44.2)	(13.3)	89.4	16.7	5.8
자본적정성지표(%)					
신NCR	1,310.1	1,272.3	1,301.6	1,473.6	1,641.7
구NCR	226.5	212.7	194.0	198.0	202.0

자료: 하나증권

Valuation II

	2022	2023	2024	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	18,351	16,000	31,393	35,900	38,445
BPS	164,802	178,259	210,068	233,730	263,530
DPS	3,000	3,000	7,500	10,000	12,000
투자지표(% 배)					
PER	4.6	6.2	3.7	6.7	6.2
PBR	0.5	0.6	0.6	1.0	0.9
ROA	1.1	0.8	1.5	1.5	1.6
ROE	11.1	9.0	14.9	15.4	14.6
배당지표(%)					
배당성장	14.7	16.6	21.4	24.9	27.9
배당수익률(보통주)	3.6	3.0	6.5	4.2	5.0
총주주환원율	34.1	35.9	30.3	31.0	33.6

BUY (신규)

목표주가(12M) 100,000원
현재주가(7.14) 80,600원

Key Data

KOSPI 지수(pt)	3,202.03
52주최고/최저(원)	80,600/40,300
시가총액(십억원)	7,197.6
시가총액비중(%)	0.27
발행주식수(천주)	89,300.0
60일 평균거래량(천주)	472.2
60일 평균거래대금(십억원)	30
외국인 지분율(%)	28.18
주요주주 지분율(%)	
삼성생명보험 외 3인	29.62
국민연금공단	13.58

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	14,982	15,579
영업이익(십억원)	1,249	1,302
순이익(십억원)	936	976
EPS(원)	10,568	10,971
BPS(원)	87,860	95,049

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
순영업수익	1,662.4	2,239.8	2,346.3	2,476.8
영업이익	741.1	1,205.8	1,278.0	1,360.0
세전이익	746.8	1,209.6	1,281.4	1,364.2
지배순이익	547.4	899.0	944.7	1,004.0
PER	6.3	4.3	7.4	6.9
PBR	0.5	0.5	0.9	0.8
ROA	1.0	1.4	1.3	1.4
ROE	8.3	12.3	11.7	11.5
DPS	2,200	3,500	4,000	4,500
배당성향	35.9	34.8	37.8	40.0
배당수익률	5.7	8.0	5.1	5.8



Analyst 고연수 yeonsookoh@hanafn.com

2025년 7월 15일 | 기업_Initiate

삼성증권(016360)

안정적인 배당주

투자 의견 BUY, 목표주가 100,000원 제시

삼성증권에 대해 투자 의견 'BUY', 목표주가 100,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 12M Fwd BPS 90,486원에 Target P/B 1.11배를 적용해 산출했다. 삼성증권은 1) 높은 국내주식 약정 점유율을 바탕으로 거래대금 증가 수혜를 누릴 수 있으며, 2) 하반기 발행어음 인가 취득 시 추가 이자수익을 확보할 수 있고, 3) 배당성향은 35% 이상으로 증권업종 평균 대비 높은 수준이 유지되고 있어 주가 하방 리스크는 낮다는 판단이다. 2025년 지배주주순이익은 전년대비 5% 증가한 9,447억원, 연결 ROE는 11.7%로 전망한다.

2025년 2분기 실적은 컨센서스 8% 상회할 것으로 전망

2025년 2분기 지배주주순이익은 전년동기대비 5% 감소한 2,441억원으로, 컨센서스(2,268억원)를 약 8% 상회할 것으로 예상된다. 국내주식 거래대금 증가에 따라 위탁매매 수수료 손익은 전년동기대비 8% 증가하나, IB 및 기타수수료손익은 부동산PF 관련 딜 부재 및 IPO 시장 부진에 따라 15% 감소할 것으로 예상된다. 운용 손익은 금리 변동성 확대에 채권 평가이익이 전분기대비 소폭 감소할 것으로 예상되나, 전년동기대비로는 6% 증가할 것으로 전망한다. 이에 따른 2분기 연결 ROE는 12.8% 수준이다.

현재 P/B 0.89배, 배당수익률 5.1% 수준에서 거래 중

밸류업 정책의 일환으로 2027~2030년까지 배당성향 50% 달성을 목표로 제시했으며, 2025년 배당성향은 38%로 커버리지 증권사 평균 대비 높은 수준을 유지하고 있다. 향후 정부가 배당성향 35% 이상 기업에 대해 배당소득 분리과세를 시행할 경우, 관련 정책 수혜 기대감이 주가에 긍정적으로 작용할 수 있다. 최근 주가 상승에도 2025년 P/B 0.89배, 배당수익률 5.0% 수준에서 거래되고 있어, 경쟁사 대비 밸류에이션 매력도 높다. 증권업종 최선호주로 제시한다.

Valuation

투자의견 BUY, 목표주가 100,000원으로 커버리지 개시

삼성증권에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 100,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF BPS 90,486원에 Target P/B 1.11배를 적용해 산출했다. Target P/B에 내재된 ROE와 COE는 각각 11.7%, 10.6%다.

2025년 지배주주순이익은 전년대비 5% 증가한 9,447억원으로 전망한다. 최근 주가 상승폭 대비 이익 증가폭은 다소 제한적이거나, 증시 호황 국면에서 고액자산가 고객 기반으로 브로커리지, WM 등 리테일 부문에서의 안정적인 실적 성장을 기대한다.

다만, 향후 IMA 사업 인가를 위한 요건인 별도 기준 자기자본 8조원 달성을 위해 자본 확충이 불가피한만큼, 배당성향은 2030년까지 점진적으로 확대될 가능성이 높다. 그럼에도 불구하고 30%대의 배당성향, 상대적으로 높은 국내(7%)/해외주식(11%) 거래대금 점유율 및 IB 부문 확장을 통해, 현 업황에 유연하게 대응할 수 있을 것으로 기대한다.

도표 1. 삼성증권 Valuation

항목	수치	단위	비고
자기자본비용	10.57	%	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.45	%	(b): 국고채 3년 수익률
시장위험프리미엄	8.82	%	(c): 한국시장 위험 프리미엄
종목베타	0.92		(d) 2Y 조정베타
예상 ROE	11.69	%	(e): 12M Fwd ROE
적정 P/B	1.11	배	(f): (e)/(a)
예상 BPS	90,486	원	(g): 12M Fwd BPS
적정주가	100,128	원	(h): (f)*(g)
목표주가	100,000	원	
현재주가	80,600	원	2025년 7월 14일 종가 기준
상승여력	24	%	

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 삼성증권 분기별 별도 실적

(단위: 십억원)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F
순영업수익	560.0	549.4	525.8	430.7	545.1	555.4	555.9	526.8	2,183.2	2,302.0
수수료손익	236.0	247.4	214.1	213.8	226.7	242.9	258.0	244.1	971.7	1,061.6
브로커리지	149.2	142.0	136.3	138.0	143.2	153.2	166.1	156.9	619.3	648.9
IB	58.4	76.1	50.7	55.2	54.4	56.6	58.5	60.3	229.8	281.3
자산관리 및 기타	28.4	29.3	27.1	20.6	29.1	33.2	33.4	26.9	122.6	131.4
이자손익	137.4	136.0	130.6	128.6	132.8	136.3	135.8	137.8	542.6	578.5
운용 및 기타	186.7	166.0	181.1	88.3	185.7	176.2	162.1	144.9	974.7	995.8
판매비및관리비	246.9	237.2	228.5	247.8	236.4	245.9	266.0	243.0	991.3	1,036.1
인건비	154.8	134.0	122.6	125.6	137.3	134.5	146.7	123.2	541.7	573.6
인건비 외	92.1	103.2	106.0	122.2	99.2	111.4	119.3	119.8	449.7	462.5
영업이익	313.1	312.2	297.2	182.9	308.7	309.4	289.9	283.8	1,191.8	1,265.9
영업외손익	0.5	4.1	(1.6)	(3.5)	0.9	0.6	0.5	1.1	3.1	3.4
세전이익	313.7	316.3	295.6	179.4	309.6	310.1	290.3	284.9	1,194.9	1,269.3
법인세비용	77.7	80.2	76.5	51.7	81.7	81.9	76.6	75.2	315.4	335.1
당기순이익	235.9	236.2	219.1	127.6	227.9	228.2	213.7	209.7	879.5	934.2
연결당기순이익	253.1	257.9	240.3	147.7	248.4	243.9	230.0	222.4	944.7	1,004.0
지배주주순이익	253.1	257.9	240.3	147.7	248.4	243.9	230.0	222.4	944.7	1,004.0

자료: 삼성증권, 하나증권

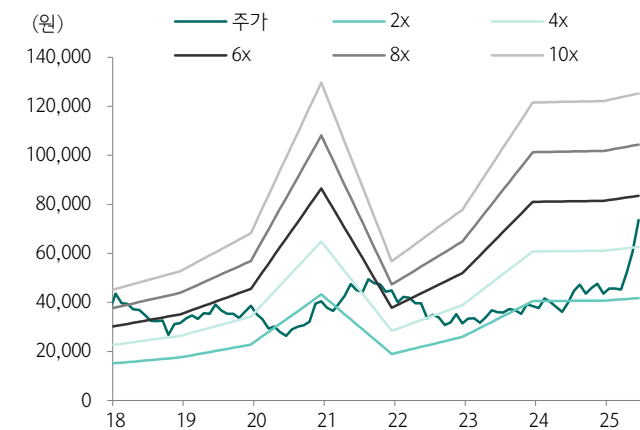
도표 3. 삼성증권 2025년 2분기 연결 실적 예상

(단위: 십억원)

구분	2Q25F	2Q24	YoY	1Q25	QoQ	3Q25F
순영업수익	594.1	595.3	(0.2)	588.9	0.9	596.6
영업이익	330.0	339.2	(2.7)	334.6	(1.4)	311.4
지배주주순이익	243.9	257.9	(5.4)	248.4	(1.8)	230.0

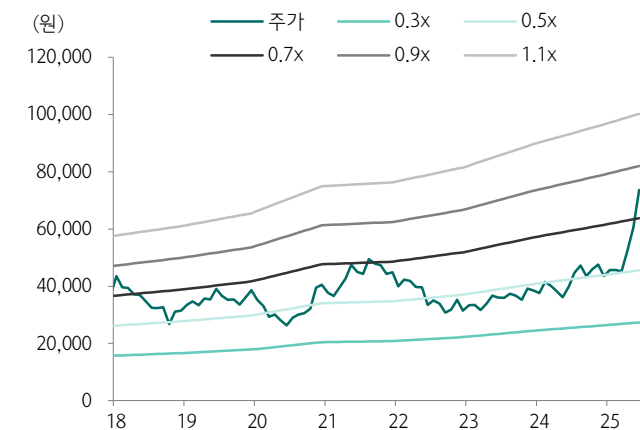
자료: 삼성증권, 하나증권

도표 4. 삼성증권 12M Fwd PER 밴드 추이



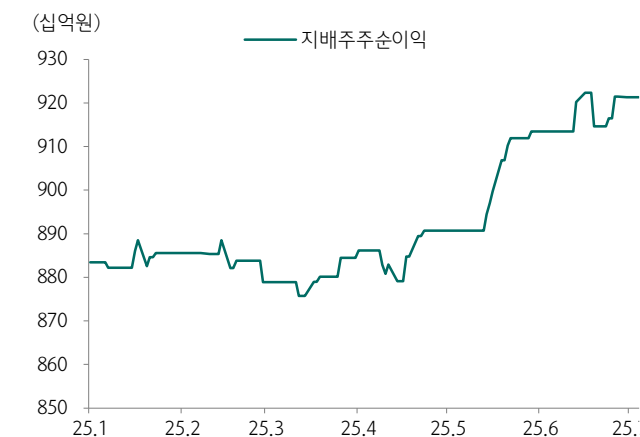
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 삼성증권 12M Fwd PBR 밴드 추이



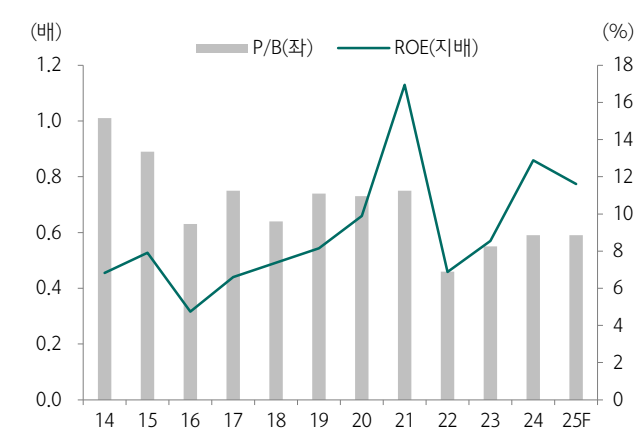
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 삼성증권 지배주주순이익 컨센서스



자료: Quantiverse, 하나증권

도표 7. 삼성증권 연간 PBR 및 ROE



자료: Quantiverse, 하나증권

추정 재무제표

연결손익계산서

(단위: 십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
순영업수익	1,400.6	1,662.4	2,239.8	2,346.3	2,476.8
수수료손익	714.0	798.9	948.5	983.8	1,074.8
브로커리지	470.7	551.4	663.6	722.1	756.7
자산관리	92.7	90.6	111.0	118.5	130.8
IB 및 기타	150.6	156.9	173.9	143.1	187.3
이자손익	621.2	649.2	668.1	670.6	714.7
운용 및 기타	65.4	214.4	623.1	691.9	687.4
판매비및관리비	822.5	905.9	1,034.0	1,068.3	1,116.8
인건비	424.3	505.8	575.8	599.0	624.9
인건비 외	398.2	400.1	458.2	469.3	492.0
영업이익	578.1	741.1	1,205.8	1,278.0	1,360.0
영업외손익	(3.4)	5.7	3.9	3.4	4.2
세전이익	574.7	746.8	1,209.6	1,281.4	1,364.2
법인세비용	152.3	199.4	310.6	336.7	360.1
당기순이익	422.4	547.4	899.0	944.7	1,004.0
지배주주당기순이익	422.4	547.4	899.0	944.7	1,004.0

별도 순영업수익 구성(%)

수수료손익	54.6	52.5	44.1	44.0	45.2
브로커리지	29.8	31.0	27.4	27.8	27.1
자산관리	17.3	15.3	11.6	10.6	12.3
IB 및 기타	7.4	6.2	5.1	5.7	5.8
이자손익	40.2	33.9	25.8	25.2	25.8
운용 및 기타	13.2	9.3	37.1	44.8	43.6
판매비	59.6	55.7	46.5	45.6	45.3

연결재무상태표

(단위: 십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
자산총계	53,848.3	56,507.9	62,273.9	70,201.4	74,065.6
현금및예치금	2,848.7	1,826.0	2,960.7	2,551.6	2,655.2
FVPL 금융자산	27,118.8	33,192.9	33,215.4	35,870.6	38,167.6
FVOCI 금융자산	4,515.2	1,638.7	4,279.4	4,035.6	4,207.3
AC 금융자산	18,883.3	19,478.7	21,311.1	27,199.6	28,469.3
종속및관계기업투자지분	175.6	170.5	175.8	178.1	185.3
유형자산	106.2	87.3	161.0	161.4	167.9
투자부동산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산	104.1	108.1	116.2	124.8	129.9
기타자산	96.3	5.6	54.2	79.8	83.0
부채총계	47,652.4	49,885.2	54,949.7	62,121.0	65,338.4
FVPL 금융부채	10,276.3	9,980.0	9,373.7	10,563.5	11,232.6
매도파생결합증권	7,821.2	6,567.3	5,511.5	6,621.4	7,027.8
예수부채	13,358.7	14,570.5	16,288.4	16,935.3	17,622.9
차입부채	17,185.7	17,163.6	19,915.2	21,132.0	21,990.1
발행어음	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
발행사채	3,400.1	2,590.4	2,575.8	2,545.4	2,648.8
기타부채	3,228.1	5,286.2	6,427.2	10,652.8	11,540.1
자본총계	6,195.9	6,622.7	7,324.2	8,080.4	8,727.2
지배주주지분	6,195.9	6,622.7	7,324.2	8,080.4	8,727.2
자본금	458.5	458.5	458.5	458.5	458.5
자본잉여금	1,743.5	1,743.5	1,743.5	1,743.5	1,743.5
자본조정	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6
기타포괄손익누계액	220.1	250.4	250.3	257.1	257.1
이익잉여금	3,832.4	4,228.6	4,930.6	5,562.7	6,209.6

Valuation I

	2022	2023	2024	2025F	2026F
성장률(%)					
자산총계	(18.0)	4.9	10.2	12.7	5.5
부채총계	(20.1)	4.7	10.2	13.1	5.2
자본총계	1.9	6.9	10.6	10.3	8.0
순영업수익	(37.5)	18.7	34.7	4.8	5.6
수수료손익	(35.9)	11.9	18.7	3.7	9.2
이자손익	(12.7)	4.5	2.9	0.4	6.6
운용 및 기타	(84.3)	228.0	190.7	11.0	(0.7)
판매비및관리비	(11.9)	10.1	14.1	3.3	4.5
영업이익	(55.8)	28.2	62.7	6.0	6.4
당기순이익	(56.2)	29.6	64.2	5.1	6.3
자본적정성지표(%)					
신NCR	1,440.8	1,357.9	1,479.3	1,651.6	1,809.7
구NCR	173.6	165.8	163.8	167.2	170.6

자료: 하나증권

Valuation II

(단위: 십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	4,730.2	6,130.0	10,067.6	10,578.7	11,243.6
BPS	69,383.1	74,162.5	82,018.1	90,485.6	97,729.1
DPS	1,700.0	2,200.0	3,500.0	4,000.0	4,500.0
투자지표(% 배)					
PER	6.6	6.3	4.3	7.4	6.9
PBR	0.5	0.5	0.5	0.9	0.8
ROA	0.8	1.0	1.4	1.3	1.4
ROE	6.8	8.3	12.3	11.7	11.5
배당지표(%)					
배당성장	35.9	35.9	34.8	37.8	40.0
배당수익률(보통주)	5.4	5.7	8.0	5.1	5.8
총주주환원율	5.4	5.7	8.0	5.1	5.8

2025년 7월 15일 | 기업_Initiate

BUY (신규)

목표주가(12M) 26,000원
현재주가(7.14) 22,150원

Key Data

KOSPI 지수(pt)	3,202.03
52주최고/최저(원)	23,450/6,660
시가총액(십억원)	12,632.5
시가총액비중(%)	0.48
발행주식수(천주)	570,316.4
60일 평균거래량(천주)	3,511.6
60일 평균거래대금(십억원)	66
외국인 지분율(%)	12.28
주요주주 지분율(%)	
미래에셋캐피탈 외 17인	32.61
네이버	8.31

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)		
영업이익(십억원)	1,329	1,439
순이익(십억원)	1,010	1,119
EPS(원)	1,427	1,529
BPS(원)	21,703	23,171

Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
순영업수익	1,887.4	2,834.4	3,208.4	3,220.8
영업이익	521.0	1,188.1	1,426.8	1,486.5
세전이익	374.2	1,224.5	1,425.6	1,485.4
순이익	322.4	921.6	1,054.8	1,095.4
PER	14.3	5.1	11.9	11.1
PBR	0.4	0.4	1.0	0.9
ROA	0.3	0.7	0.8	0.8
ROE	2.9	7.6	8.2	8.0
DPS	150	250	350	450
배당성장	21.4	11.9	14.1	16.8
배당수익률	2.0	3.1	1.6	2.0



Analyst 고연수 yeonsookoh@hanafn.com

미래에셋증권(006800)

큰 그림을 봐야할 때

투자의견 BUY, 목표주가 26,000원 제시

미래에셋증권에 대해 투자의견 'BUY', 목표주가 26,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd BPS 22,150원에 Target P/B 1.0배를 적용해 산출했으며, 우선주 가치는 제외했다. 주가는 신정부 출범 이후 증시 부양 정책 및 가상자산 시장 진출에 대한 기대감이 반영되며 YTD 178% 상승했다. 단기적으로 밸류에이션 부담은 존재하나, 여전히 투자 매력도 높다고 판단한다. 올해 주주환원 확대 기조 속에서 실적 성장을 기대할 수 있기 때문이다. 특히, 투자목적자산(9.8조원) 중 AI, 우주, 방산 등 해외 혁신기업 중심으로 공정가치 재평가가 나타나고 있어 올해 호실적에 기여할 전망이다. 2025년 지배주주순이익은 전년 대비 14% 증가한 1.0조원, 연간 ROE 8.2%로 전망한다.

2분기 지배주주순이익은 컨센서스에 부합할 전망

2025년 2분기 지배주주순이익은 전년대비 17% 증가한 2,327억원으로, 컨센서스(2,349억원)에 부합할 것으로 예상된다. 거래대금 증가로 위탁매매 수수료손익은 전년동기대비 27% 증가할 것으로 예상되나, IB 및 기타수수료손익은 보수적인 운용 기조 및 신규 딜 부재에 따라 20% 감소할 것으로 예상된다. 운용 및 기타 손익은 지난 분기에 이어 투자목적자산 관련 평가이익이 반영되며 양호한 편이나, 지난해 파생상품 관련 평가이익(2,400억)의 기저효과로 19% 감소할 것으로 추정한다. 이에 따른 2분기 연결 ROE는 7.6% 수준이다.

주주환원 확대와 신사업 성장에 대한 기대감 유효

2024~2026년 주주환원 정책으로 1) 연결 기준 주주환원을 35% 이상, 2) 매년 보통주 1,500만주 및 우B 100만주 이상 소각 및 3) 2030년까지 발행주식 1억주 소각을 목표로 제시했다. 전체 자사주(발행주식수 대비 23%) 1.3억주 중 1.1억주는 합병 자사주로 아직 소각 계획은 없으나, 하반기에는 신규 자사주 매입/소각이 예상되어 적극적인 주주환원 기조를 이어가고 있는 점에 주목할 필요가 있다. 또한, 퇴직연금 시장, 해외시장 및 가상자산 시장 등 사업 다각화를 위해 신사업 부문에 대한 투자를 활발히 진행하고 있어, 주주환원과 더불어 신사업 육성에 대한 프리미엄 부여 가능하다고 판단한다.

Valuation

투자의견 BUY, 목표주가 26,000원으로 커버리지 개시

미래에셋증권에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 26,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF BPS 22,150원에 Target P/B 1.0배를 적용했으며, 우선주 가치는 제외했다. Target P/B는 주주환원 확대 및 신사업 부문 성장 기대감을 반영해 적정 P/B 0.73배에 프리미엄을 적용해 산출했다.

2024~2026년 주주환원 정책으로 1) 연결 기준 주주환원을 35% 이상, 2) 매년 보통주 1,500만주 및 2우B 100만주 이상 소각 및 3) 2030년까지 발행주식 1억주 소각을 목표로 제시했다. 전체 자사주 1.3억주 중 1.1억주는 과거 대우증권과 합병 시 취득한 자사주로, 소각 계획은 없는 것으로 판단되나, 하반기에는 신규 자사주 매입/소각을 기대할 수 있을 것으로 예상한다. 2025년 자사주 매입/소각을 제외한 총주주환원율은 31.9%로, 경쟁사 대비 적극적인 주주환원 기조를 이어가는 점은 긍정적이다.

또한, 퇴직연금 시장, 해외시장 및 가상자산 시장 등 사업 다각화를 위해 신사업 부문에 대한 투자를 가장 활발히 진행하고 있다. 현재 가장 기대감을 가질 수 있는 신사업 부문은 가상자산 시장으로, 향후 관련 정책들이 법제화될 경우, 최대 수혜주로 부각받을 수 있을 것으로 전망한다.

도표 1. 미래에셋증권 Valuation

항목	수치	단위	비고
자기자본비용	11.27	%	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.45	%	(b): 국고채 3년 수익률
시장위험프리미엄	8.82	%	(c): 한국시장 위험 프리미엄
종목베타	1.00		(d) 2Y 조정베타
예상 ROE	8.24	%	(e): 12M Fwd ROE
적정 P/B	0.99	배	(f): (e)/(a)
예상 BPS	22,150	원	(g): 12M Fwd BPS
합산 적정주가	21,864	원	(h): (f)*(g)
합산 가치	12,802	십억원	(i): 자사주 제외
우선주 가치	1,404	십억원	(j): 전일 종가 기준, 자사주 제외
보통주 가치	11,398	십억원	(k): (i)-(j)
보통주 유통주식수	439,152	천주	(l): 자사주 제외
적정주가	25,955	원	(m): (k)/(l)
목표주가	26,000	원	
현재주가	22,150	원	2025년 7월 14일 종가 기준
상승여력	17	%	

자료: 하나증권

도표 2. 미래에셋증권 분기별 별도 실적

(단위: 십억원)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F
순영업수익	545.6	555.3	572.8	397.0	539.3	552.6	596.1	587.4	2,275.4	2,382.5
수수료손익	242.7	240.6	248.7	239.4	253.0	280.4	321.9	307.9	1,163.2	1,266.3
브로커리지	161.7	153.0	155.6	164.1	180.8	194.3	239.6	227.7	842.4	913.8
IB	60.9	67.8	67.1	66.2	73.7	69.8	70.9	71.8	286.1	298.6
자산관리 및 기타	20.0	19.9	26.1	9.0	(1.5)	16.4	11.4	8.5	34.8	53.9
이자손익	60.2	68.1	49.0	55.6	70.2	71.2	79.0	82.4	302.8	354.0
운용 및 기타	242.7	246.5	275.1	102.0	216.2	201.0	195.2	197.0	809.4	762.2
판매비및관리비	296.5	290.1	283.2	273.5	311.4	313.3	308.5	270.6	1,203.8	1,242.7
인건비	197.8	184.4	172.4	138.9	198.5	193.0	186.9	149.6	728.0	741.2
인건비 외	98.7	105.6	110.8	134.6	112.9	120.3	121.6	120.9	475.8	501.5
영업이익	249.0	265.2	289.6	123.5	227.9	239.3	287.6	316.8	1,071.7	1,139.8
영업외손익	(28.6)	(20.2)	43.0	9.7	(104.3)	(24.1)	(20.1)	(18.7)	(167.2)	(91.2)
세전이익	220.4	245.0	332.6	133.1	123.6	215.2	267.5	298.2	904.5	1,048.6
법인세비용	55.9	65.2	67.5	40.4	33.0	56.8	70.6	78.7	239.2	276.8
당기순이익	164.5	179.9	265.1	92.8	90.6	158.4	196.9	219.4	665.3	771.7
연결당기순이익	170.5	201.2	290.1	263.7	258.2	247.2	270.3	277.1	1,052.7	1,093.3
지배주주순이익	164.7	198.7	291.2	267.0	258.7	247.7	270.8	277.6	1,054.8	1,095.4

자료: 미래에셋증권, 하나증권

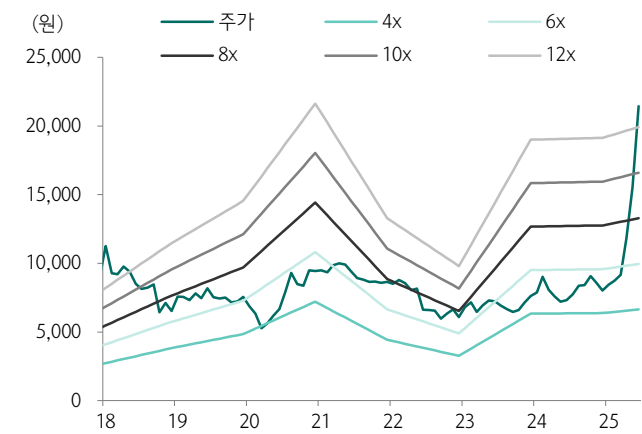
도표 3. 미래에셋증권 2025년 2분기 연결 실적 예상

(단위: 십억원)

구분	2Q25F	2Q24	YoY	1Q25	QoQ	3Q25F
순영업수익	786.0	699.3	12.4	812.9	(3.3)	803.3
영업이익	336.3	273.3	23.0	346.2	(2.9)	367.3
지배주주순이익	247.7	198.7	24.6	258.7	(4.3)	270.8

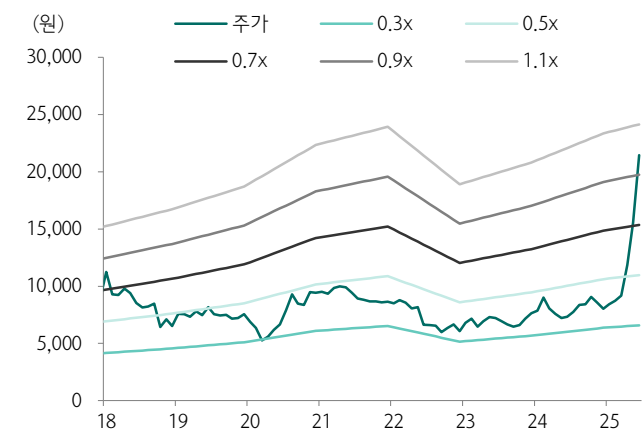
자료: 미래에셋증권, 하나증권

도표 4. 미래에셋증권 12M Fwd PER 밴드 추이



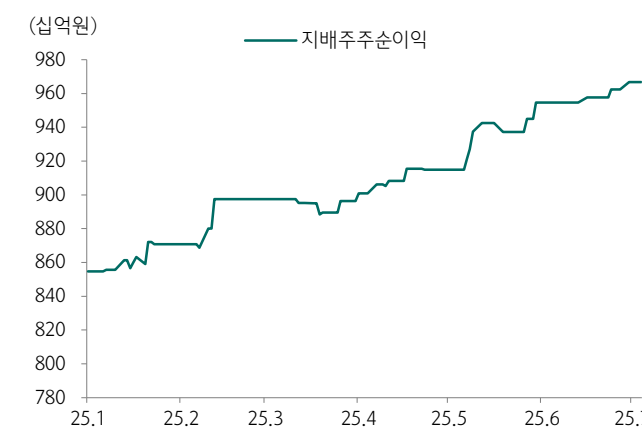
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 미래에셋증권 12M Fwd PBR 밴드 추이



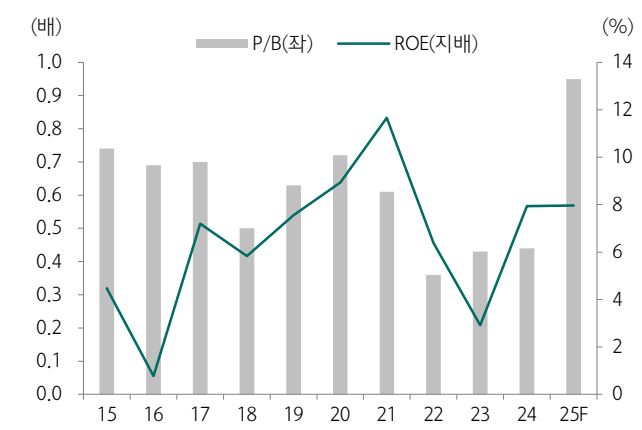
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 미래에셋증권 지배주주순이익 컨센서스



자료: Fnguide, 하나증권

도표 7. 미래에셋증권 연간 PBR 및 ROE



자료: Fnguide, 하나증권

추정 재무제표

연결손익계산서

(단위: 십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
순영업수익	2,176.0	1,887.4	2,834.4	3,208.4	3,220.8
수수료손익	951.5	899.6	1,042.0	1,285.0	1,434.8
브로커리지	542.6	556.9	720.8	1,069.8	1,148.6
자산관리	213.6	210.8	236.2	274.5	285.3
IB 및 기타	195.3	131.9	85.0	(59.4)	0.9
이자손익	499.7	364.7	384.6	419.2	525.6
운용 및 기타	724.8	623.0	1,407.7	1,504.3	1,320.3
판매비및관리비	1,340.5	1,366.3	1,643.4	1,781.7	1,794.2
인건비	692.2	705.0	871.1	952.6	946.1
인건비 외	648.3	661.3	772.3	829.1	848.1
영업이익	835.6	521.0	1,188.1	1,426.8	1,486.5
영업외손익	13.7	(146.9)	36.4	(1.2)	(1.1)
세전이익	849.2	374.2	1,224.5	1,425.6	1,485.4
법인세비용	143.1	40.9	299.0	372.8	392.2
당기순이익	706.1	333.2	925.5	1,052.7	1,093.3
지배주주순이익	685.9	322.4	921.6	1,054.8	1,095.4

별도 순영업수익의 구성(%)

수수료손익	58.3	57.1	46.9	51.1	53.1
브로커리지	29.2	32.6	30.6	37.0	38.4
자산관리	14.9	15.3	12.7	12.6	12.5
IB 및 기타	14.1	9.2	3.6	1.5	2.3
이자손익	24.7	14.4	11.2	13.3	14.9
운용 및 기타	17.1	28.5	41.8	35.6	32.0
판매비	64.3	65.7	55.2	52.9	52.2

연결재무상태표

(단위: 십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
자산총계	106,952.2	128,206.9	137,177.0	136,165.7	142,109.4
현금및예치금	5,021.1	4,631.1	6,229.2	6,659.2	7,013.6
FVPL 금융자산	39,179.1	44,784.3	55,246.3	57,234.4	59,558.4
FVOCI 금융자산	15,913.0	16,087.7	17,578.4	15,055.9	15,979.8
AC 금융자산	33,906.1	51,147.4	46,077.4	44,762.0	46,593.2
종속및관계기업투자지분	1,710.9	2,029.1	1,614.3	1,900.7	1,977.9
유형자산	536.7	518.7	534.4	562.6	585.4
투자부동산	3,910.1	3,724.5	3,680.1	3,800.7	3,955.0
무형자산	480.0	506.9	760.9	780.4	812.1
기타자산	6,248.0	4,684.6	5,315.4	5,522.2	5,746.4
부채총계	95,852.9	116,938.4	124,913.3	123,333.5	128,335.3
FVPL 금융부채	14,963.6	14,157.8	11,914.8	12,289.1	12,788.1
매도파생결합증권	10,468.5	9,424.5	6,558.7	7,027.5	7,312.9
예수부채	9,651.0	10,926.7	12,229.7	12,724.1	13,240.7
차입부채	52,059.5	67,874.6	77,118.8	74,680.3	77,712.6
발행어음	6,150.3	6,448.6	7,473.3	7,935.7	8,258.0
발행사채	8,685.8	6,976.3	7,744.3	8,155.8	8,486.9
기타부채	19,130.1	23,879.8	23,570.7	23,556.8	24,507.3
자본총계	11,099.3	11,268.5	12,263.7	12,832.2	13,774.1
지배주주지분	10,977.5	11,110.6	12,100.4	12,666.6	13,601.7
자본금	4,102.0	4,102.0	4,102.0	4,102.0	4,102.0
자본잉여금	2,159.7	2,157.9	2,157.1	2,157.1	2,157.1
자본조정	(372.0)	(359.1)	(360.1)	(360.1)	(360.1)
기타포괄손익누계액	337.3	359.8	729.9	691.0	691.0
이익잉여금	4,750.5	4,850.0	5,471.5	6,242.3	7,184.2

Valuation I

	2022	2023	2024	2025F	2026F
성장률(%)					
자산총계	(1.6)	19.9	7.0	(0.7)	4.4
부채총계	(2.2)	22.0	6.8	(1.3)	4.1
자본총계	4.6	1.5	8.8	4.6	7.3
순영업수익	(26.9)	(13.3)	50.2	13.2	0.4
수수료손익	(28.6)	(5.5)	15.8	23.3	11.7
이자손익	(34.9)	(27.0)	5.5	9.0	25.4
운용 및 기타	(17.2)	(14.0)	125.9	6.9	(12.2)
판매비및관리비	(10.1)	1.9	20.3	8.4	0.7
영업이익	(43.8)	(37.6)	128.0	20.1	4.2
당기순이익	(40.3)	(52.8)	177.7	13.8	3.9
자본적정성지표(%)					
신NCR	1,871.1	2,142.4	2,857.8	3,152.8	3,434.8
구NCR	145.9	151.1	165.6	169.0	172.4

자료: 하나증권

Valuation II

(단위: 십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,113	532	1,574	1,857	1,990
BPS	17,817	18,330	20,666	22,300	24,707
DPS	200	150	250	350	450
투자지표(% 배)					
PER	5.5	14.3	5.1	11.9	11.1
PBR	0.3	0.4	0.4	1.0	0.9
ROA	0.6	0.3	0.7	0.8	0.8
ROE	6.2	2.9	7.6	8.3	8.1
배당지표(%)					
배당성향(보통주)	13.7	21.4	11.9	14.1	16.8
배당수익률(보통주)	3.3	2.0	3.1	1.6	2.0
총주주환원율	30.6	53.7	39.8	31.9	35.2

2025년 7월 15일 | 기업_Initiate

BUY (신규)

목표주가(12M) 190,000원
현재주가(7.14) 163,600원

Key Data

KOSPI 지수(pt)	3,202.03
52주최고/최저(원)	162,600/63,700
시가총액(십억원)	9,116.8
시가총액비중(%)	0.35
발행주식수(천주)	55,726.0
60일 평균거래량(천주)	263.2
60일 평균거래대금(십억원)	31
외국인 지분율(%)	36.81
주요주주 지분율(%)	
김남구 외 1인	21.30
국민연금공단	13.77

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	22,349	23,434
영업이익(십억원)	1,664	1,636
순이익(십억원)	1,348	1,340
EPS(원)	22,390	21,636
BPS(원)	183,141	199,877

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
순영업수익	1,989.0	2,635.2	3,288.2	3,236.9
영업이익	820.4	1,199.7	1,752.8	1,654.3
세전이익	885.8	1,398.9	1,887.4	1,787.4
지배순이익	707.0	1,039.7	1,392.3	1,312.0
PER	5.1	4.0	6.9	7.3
PBR	0.4	0.4	0.9	0.8
ROA	0.7	0.9	1.2	1.1
ROE	8.5	10.7	12.8	11.0
DPS	2,650	3,980	5,200	5,700
배당성향	19.7	20.2	19.6	22.9
배당수익률	4.3	5.6	3.2	3.5

한국금융지주(071055)

유력한 IMA 1호 사업자

투자의견 BUY, 목표주가 190,000원 제시

한국금융지주에 대해 투자의견 'BUY', 목표주가 190,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd BPS 187,404원에 Target P/B 0.98배를 적용해 산출하였다. 한국금융지주는 1) 발행어음 사업을 적극적으로 활용하는 등 다변화된 조달원을 바탕으로 사업 확장을 이루어 나가고 있으며, 2) 신정부의 부동산PF 지원 정책에 따라 저축은행, 캐피탈 등 자회사들의 PF 관련 손상부담은 축소될 것으로 예상되고, 3) 최근 추진중인 보험사 인수를 통해 자산운용 규모 증대 및 그룹 내 자회사 간의 시너지 확대를 기대할 수 있기 때문이다. 2025년 지배주주순이익은 전년대비 23% 증가한 1.3조원, 연간 ROE 11.8%로 전망한다.

2025년 2분기 실적은 컨센서스를 13% 상회할 것으로 전망

2025년 2분기 지배주주순이익은 전년동기대비 24% 증가한 3,413억원으로, 컨센서스(3,013억원)를 약 13% 상회할 것으로 예상된다. 국내주식 거래대금 증가에 따라 위탁매매 수수료 손익은 전년동기대비 9% 증가, IB 및 기타수수료손익은 인수금융 딜 주관에 따라 전년동기대비 5% 증가할 것으로 추정한다. 운용 및 기타손익은 채권 평가이익이 소폭 감소할 것으로 예상되나, 과거 발행한 외화채권의 환평가이익 500억원이 반영되며 전년동기대비 9% 증가할 전망이다. 캐피탈, 저축은행 등 주요 자회사의 실적은 평분기 수준으로 회복될 것으로 예상되며, 이에 따른 2분기 연결 ROE는 13.5% 수준이다.

하반기 IMA 사업 인가를 통한 ROE 개선 기대감도 유효

정부는 3분기 중 IMA 사업자 신청을 받아 연내 지정을 완료할 방침이다. 2025년 1분기 기준 한국투자증권의 발행어음 잔고는 17.6조원으로(기업금융 10조원, 부동산 2.5조원, 기타 5.1조원), 자기자본 대비 177%에 달해 현행 한도 200%에 근접한 상황이다. 이에 따라 IMA 인가 취득 시 자기자본의 100%에 달하는 추가 레버리지 활용이 가능해질 전망이다. 특히 고수익성 자산 중심의 포트폴리오 운용 전략을 유지하고 있어, 금리 하락 및 증시 강세 국면에서는 NIM이 확대될 여력도 있다.



Analyst 고연수 yeonsookoh@hanafn.com

Valuation

투자의견 BUY, 목표주가 190,000원으로 커버리지 개시

한국금융지주에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 190,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd BPS 187,404원에 Target P/B 0.98배를 적용해 산출했다. Target P/B 배에 내재된 ROE와 COE는 각각 12.8%와 13.0%이다.

2025년 지배주주순이익은 전년대비 23% 증가한 1.3조원으로 전망한다. 약 10조원의 자기자본을 바탕으로, 발행어음, IMA 등 다양한 조달 수단을 통해 수신 기반을 확대하고, 이를 통한 이자수익 증가가 기대된다. 부동산PF 관련 리스크는 정부의 구조조정 정책과 정책금융지원에 따라 점진적으로 완화될 것으로 예상한다.

기업가치 제고 계획으로 2030년까지 자기자본 15조원, ROE 15% 이상 달성을 목표로 제시한 바 있다. 자사주 매입·소각, 배당 확대 등 주주환원 정책은 부재한 상황이나, 하반기 IMA 인가 취득과 함께 실적 성장이 가시화될 경우, 자본 유보를 통한 이익 성장에 대한 신뢰도가 제고될 수 있을 것으로 기대한다.

도표 1. 한국금융지주 Valuation

항목	수치	단위	비고
자기자본비용	13.03	%	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.45	%	(b): 국고채 3년 수익률
시장위험프리미엄	8.82	%	(c): 한국시장 위험 프리미엄
종목베타	1.20		(d) 2Y 조정베타
예상 ROE	12.82	%	(e): 12M Fwd ROE
적정 P/B	0.98	배	(f): (e)/(a)
예상 BPS	187,404	원	(g): 12M Fwd BVPS
합산 적정주가	184,401	원	(h): (f)*(g)
합산 가치	10,768	십억원	(i): 자사주 제외
우선주 가치	622	십억원	(j): 전일 종가 기준, 자사주 제외
보통주 가치	10,147	십억원	(k): (i)-(j)
보통주 유통주식수	52,749	천주	(l): 자사주 제외
적정주가	192,394	원	(l): (k)/(l)
목표주가	190,000	원	
현재주가	163,600	원	2025년 7월 14일 종가 기준
상승여력	16	%	

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 한국투자증권 분기별 실적

(단위: 십억원)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F
순영업수익	813.0	581.6	656.9	488.1	839.5	668.5	644.2	596.8	2,749.0	2,684.6
수수료손익	239.0	253.1	241.6	242.3	276.2	270.9	286.5	237.6	1,071.1	1,144.0
브로커리지	88.1	86.4	83.4	87.5	91.3	94.4	111.8	103.9	401.4	430.4
IB	27.1	31.2	31.3	34.1	34.4	34.5	34.8	35.2	138.9	145.0
자산관리 및 기타	123.8	135.5	126.9	120.8	150.5	141.9	139.9	98.5	530.9	568.6
이자손익	133.3	121.2	129.7	146.3	170.3	172.7	167.0	162.5	672.6	703.0
운용 및 기타	440.8	207.4	285.6	99.4	393.0	225.0	190.8	196.6	1,005.3	837.5
판매비및관리비	223.4	243.5	269.4	263.7	264.6	271.7	266.6	265.1	1,068.0	1,091.0
인건비	132.0	139.7	160.5	150.0	166.7	161.5	157.3	152.2	637.6	643.9
인건비 외	91.3	103.9	108.9	113.7	98.0	110.3	109.3	113.0	430.5	447.1
영업이익	589.7	338.1	387.5	224.4	574.9	396.8	377.6	331.7	1,681.0	1,593.6
영업외손익	22.4	(6.6)	2.9	(94.0)	1.7	(1.1)	(0.2)	(7.3)	(6.9)	(10.4)
세전이익	612.1	331.4	390.5	130.4	576.6	395.7	377.4	324.4	1,674.1	1,583.2
법인세비용	88.9	78.4	98.7	3.5	110.9	104.5	99.6	85.6	400.6	418.0
당기순이익	523.2	253.0	291.8	126.9	465.7	291.2	277.8	238.7	1,273.4	1,165.3
연결당기순이익	342.4	281.6	314.5	100.6	459.3	347.0	352.0	237.4	1,395.8	1,315.5
지배주주순이익	340.4	280.5	312.7	99.4	458.4	346.4	351.0	236.5	1,392.3	1,312.0

자료: 한국투자증권, 하나증권

도표 3. 한국금융지주 2025년 2분기 실적 예상

(단위: 십억원)

구분	2Q25F	2Q24	YoY	1Q25	QoQ	3Q25F
순영업수익	825.2	651.5	26.7	889.8	(7.3)	801.9
영업이익	423.6	299.5	41.5	529.6	(20.0)	432.6
지배주주순이익	346.4	280.0	23.7	458.4	(24.4)	351.0

자료: 한국금융지주, 하나증권

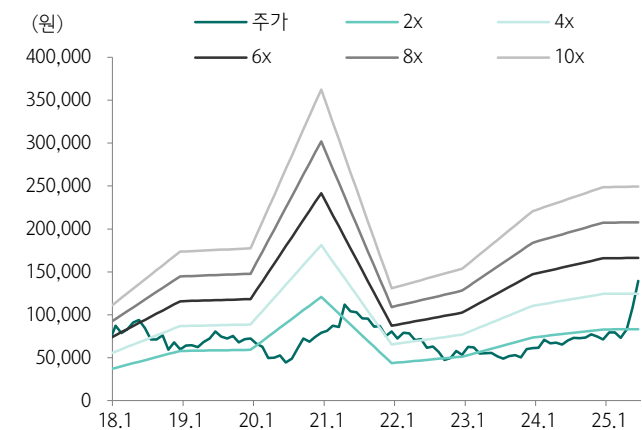
도표 4. 한국금융지주 자회사 분기별 당기순이익

(단위: 십억원)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
한국투자저축은행	15.7	8.8	2.3	(19.2)	8.9	(17.2)	3.9	52.4	23.3
한국투자파트너스	4.8	10.0	10.3	17.2	(5.1)	(21.9)	(5.9)	4.5	(3.3)
한국투자캐피탈	32.1	41.2	29.5	7.6	18.4	(4.0)	10.6	(1.5)	16.7
한국투자PE	2.2	1.5	1.6	4.0	1.9	8.4	(6.9)	4.5	(0.9)
KIARA Advisors	0.2	0.2	(2.2)	2.1	1.1	2.0	(0.5)	(0.7)	1.3
한국투자부동산신탁	6.5	2.0	7.7	5.0	6.4	(2.3)	9.3	(1.5)	2.2
한국투자엑셀러레이터	(0.5)	(0.5)	(0.3)	(0.5)	(0.5)	(0.6)	(0.3)	0.0	(0.3)
한국투자리얼에셋운용	5.6	6.4	0.7	6.0	2.8	3.9	4.0	5.3	8.0
자회사 합산	66.6	69.6	49.6	22.2	33.9	(31.7)	14.2	63.0	47.1

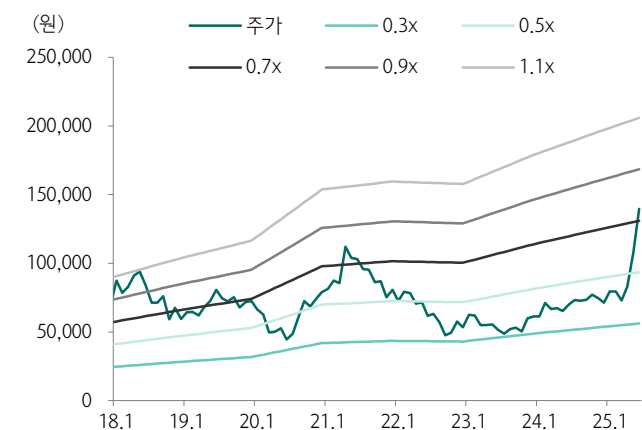
자료: 한국금융지주, 하나증권

도표 5. 한국금융지주 12M Fwd PER 밴드 추이



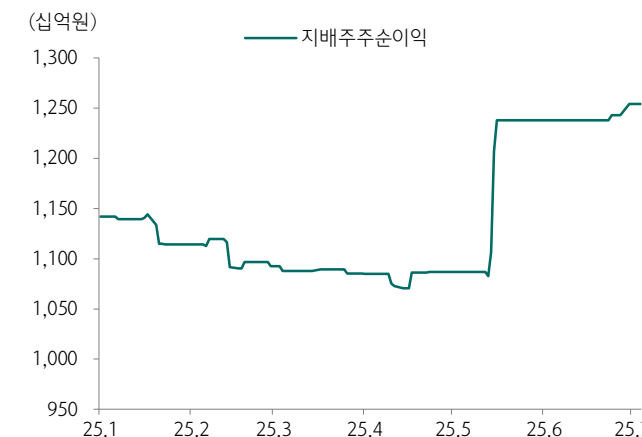
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 한국금융지주 12M Fwd PBR 밴드 추이



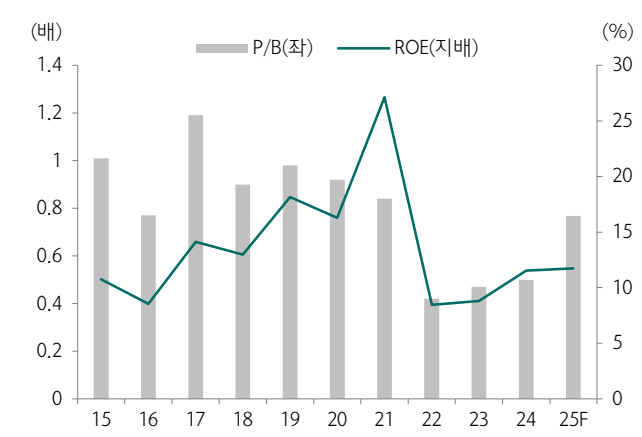
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 한국금융지주 지배주주순이익 컨센서스



자료: Quantivise, 하나증권

도표 8. 한국금융지주 연간 PBR 및 ROE



자료: Quantivise, 하나증권

추정 재무제표

포괄손익계산서(증권)

(단위: 십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
순영업수익	1,449.5	3,104.1	2,539.6	2,749.0	2,684.6
수수료손익	918.3	844.4	976.0	1,071.1	1,144.0
브로커리지	256.2	286.8	345.3	401.4	430.4
자산관리	131.6	109.1	123.7	138.9	145.0
IB 및 기타	530.5	448.5	507.0	530.9	568.6
이자손익	553.0	363.8	530.4	672.6	703.0
운용 및 기타	(21.8)	1,895.9	1,033.2	1,005.3	837.5
판매비및관리비	848.5	796.1	1,000.0	1,068.0	1,091.0
인건비	465.3	382.0	582.3	637.6	643.9
인건비 외	383.2	414.1	417.7	430.5	447.1
영업이익	601.0	2,308.0	1,539.6	1,681.0	1,593.6
영업외손익	(41.1)	(286.2)	(75.3)	(6.9)	(10.4)
세전이익	559.9	2,021.8	1,464.3	1,674.1	1,583.2
법인세비용	146.2	61.5	269.4	400.6	418.0
당기순이익	413.7	1,960.3	1,194.9	1,273.4	1,165.3
지배주주당기순이익	639.8	708.9	1,039.1	1,433.5	1,315.5

증권 순영업수익 구성(%)

수수료손익	63.4	27.2	38.4	39.0	42.6
브로커리지	17.7	9.2	13.6	14.6	16.0
자산관리	9.1	3.5	4.9	5.1	5.4
IB 및 기타	36.6	14.4	20.0	19.3	21.2
이자손익	38.1	11.7	20.9	24.5	26.2
운용 및 기타	(1.5)	61.1	40.7	36.6	31.2
판매비	58.5	25.6	39.4	38.9	40.6

Valuation I

	2022	2023	2024	2025F	2026F
성장률(%)					
자산총계	5.2	11.1	13.9	7.4	6.5
부채총계	5.4	11.3	13.8	6.9	6.2
자본총계	3.7	9.6	15.3	12.4	9.5
순영업수익	(35.7)	13.4	32.5	24.8	(1.6)
수수료손익	(20.5)	(10.5)	17.8	10.2	4.6
이자손익	(3.0)	(12.2)	28.0	8.2	(0.5)
운용 및 기타	(567.0)	(94.0)	(595.2)	274.6	(18.6)
판매비및관리비	0.2	(3.2)	22.8	7.0	3.1
영업이익	(64.1)	50.3	46.2	46.1	(5.6)
당기순이익	(63.7)	10.7	47.7	33.5	(5.7)
자본적정성지표(%)					
신NCR	2,038.2	2,105.7	2,521.1	2,969.5	3,293.7
구NCR	167.1	159.7	161.6	164.9	168.2

자료: 하나증권

연결재무상태표

(단위: 십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
자산총계	86,308.6	95,901.2	109,220.2	117,258.0	124,854.8
현금및예치금	10,881.1	9,722.7	11,178.1	11,082.2	11,532.2
FVPL 금융자산	38,810.7	49,606.1	61,475.8	67,792.3	73,380.6
FVOCI 금융자산	3,928.5	5,182.6	2,361.7	2,585.5	2,690.4
AC 금융자산	21,684.7	22,159.3	23,772.8	24,402.9	25,393.8
종속및관계기업투자지분	4,321.2	4,259.8	4,830.9	4,786.0	4,980.3
유형자산	545.4	370.9	486.1	489.4	509.3
투자부동산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산	177.8	169.2	165.4	168.8	175.7
기타자산	5,950.3	4,424.3	4,949.4	5,950.9	6,192.6
부채총계	78,602.8	87,456.1	99,485.7	106,314.2	112,871.8
FVPL 금융부채	15,800.8	15,472.7	16,702.3	17,388.1	18,094.1
매도파생결합증권	10,142.0	10,320.5	10,173.1	10,862.1	11,303.1
예수부채	13,938.0	13,656.4	16,138.9	16,411.4	17,077.7
차입부채	45,927.7	54,736.4	62,922.9	66,908.8	69,625.6
발행어음	11,023.2	14,730.9	17,316.3	18,682.8	20,222.9
발행사채	7,007.6	8,423.1	8,390.2	8,518.7	8,864.6
기타부채	11,594.7	10,452.5	11,682.8	14,100.5	16,913.8
자본총계	7,705.7	8,445.1	9,734.5	10,943.8	11,983.0
지배주주지분	7,679.5	8,373.7	9,650.8	10,859.4	11,898.6
자본금	307.9	307.9	307.9	307.9	307.9
자본잉여금	608.2	608.2	608.2	185.0	185.0
자본조정	(51.4)	(51.4)	(51.4)	(51.4)	(51.4)
기타포괄손익누계액	235.6	357.5	750.0	769.8	801.0
이익잉여금	6,579.1	7,151.4	8,036.1	9,648.1	10,656.1

Valuation II

(단위: 십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	10,906	12,121	17,689	23,843	22,467
BPS	131,505	143,392	165,262	185,958	203,754
DPS	2,300	2,650	3,980	5,200	5,700
투자지표(% 배)					
PER	4.9	5.1	4.0	6.9	7.3
PBR	0.4	0.4	0.4	0.9	0.8
ROA	0.7	0.7	0.9	1.2	1.1
ROE	8.3	8.5	10.7	12.8	11.0
배당지표(%)					
배당성향	19.0	19.7	20.2	19.6	22.9
배당수익률(보통주)	4.3	4.3	5.6	3.2	3.5
총주주환원율	4.3	4.3	5.6	3.4	3.7

BUY (신규)

목표주가(12M) 27,000원
현재주가(7.14) 23,400원

Key Data

KOSPI 지수(p)	3,202.03
52주최고/최저(원)	23,400/12,200
시가총액(십억원)	7,583.6
시가총액비중(%)	0.29
발행주식수(천주)	324,086.3
60일 평균거래량(천주)	804.8
60일 평균거래대금(십억원)	15
외국인 지분율(%)	15.84
주요주주 지분율(%)	
농협금융지주 외 3인	58.15
국민연금공단	9.38

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)		
영업이익(십억원)	1,079	1,114
순이익(십억원)	790	827
EPS(원)	2,343	2,428
BPS(원)	24,670	25,710

Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
순영업수익	1,678.5	2,012.0	2,216.0	2,352.7
영업이익	725.8	901.1	1,123.9	1,260.0
세전이익	720.7	924.9	1,116.7	1,268.0
지배순이익	556.4	686.7	826.6	933.5
PER	6.5	7.0	9.2	8.1
PBR	0.5	0.6	0.9	0.8
ROA	1.0	1.1	1.2	1.3
ROE	7.3	8.5	9.6	10.2
DPS	800	950	1,100	1,250
배당성향	47.6	45.2	43.0	42.8
배당수익률	7.7	6.8	4.9	5.6



Analyst 고연수 yeonsookoh@hanafn.com

2025년 7월 15일 | 기업_Initiate

NH투자증권(005940)

돈보이는 실적과 주주환원

투자의견 BUY, 목표주가 27,000원 제시

NH투자증권에 대해 투자의견 'BUY', 목표주가 27,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd BPS 25,143원에 Target P/B 1.08배를 적용해 산출하였다. NH투자증권은 전통 IB 부문에서의 경쟁력과 다각화된 포트폴리오를 바탕으로 안정적인 이익 성장을 기대한다. 두 자릿수의 견조한 이익 성장이 예상되는 만큼, 향후 주주환원 확대 여력도 충분하다고 판단한다. 2025년 지배주주순이익은 전년대비 20% 증가한 8,266억원, 연간 ROE 9.6%로 전망한다.

2025년 2분기 실적은 컨센서스 15% 상회할 전망

2025년 2분기 지배주주순이익은 전년동기대비 10% 증가한 2,141억원으로, 컨센서스(1,869억원)를 약 15% 상회할 것으로 예상된다. 국내주식 거래대금 증가에 따라 위탁매매 수수료 손익은 전년동기대비 18% 증가할 것으로 전망한다. IB 및 기타수수료손익은 DCM 실적과 부동산PF 잔고 확대에 힘입어 25% 증가할 것으로 추정한다. 운용 및 기타손익은 전년동기대비 30% 감소할 것으로 예상되는데, 이는 지난해 반영된 비시장성 자산 평가이익(500억원)에 따른 기저효과에 기인한다. 이를 제외 시, 전분기대비로는 유사한 수준을 기록할 전망이다. 전 사업부문에서의 양호한 실적이 기대되며, 이에 따른 2분기 연결 ROE는 10.6% 수준이다.

강력한 주주환원을 바탕으로 실적 성장은 지속될 것

NH투자증권은 경쟁사 대비 상대적으로 저조한 실적에도 불구하고 2024년부터 매년 500억 원 상당의 자사주 매입/소각 등 주주환원 확대 기조를 이어가고 있다. 이에 총 주주환원율은 50%, 배당성향은 40%대 중반으로 업계 최고 수준을 유지하고 있다. 향후 정부가 배당성향 35% 이상 기업에 대해 배당소득 분리과세를 시행할 경우, 이에 따른 정책 수혜가 기대감이 주가에 긍정적으로 작용할 것으로 예상된다. 압도적인 주주환원에도 불구하고 현재 P/B 0.93배 수준에서 거래되고 있어, 주가 하방 리스크는 제한적일 것으로 판단한다.

Valuation

투자의견 BUY, 목표주가 27,000원으로 커버리지 개시

NH투자증권에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 27,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF BPS 25,143원에 Target P/B 1.08배를 적용해 산출했다. Target P/B에 내재된 ROE와 COE는 각각 9.6%와 8.9%이다.

2025년 지배주주순이익은 전년대비 19% 증가한 8,172억원으로 전망한다. 다변화된 사업 포트폴리오와 전통 IB 부문에서의 경쟁력을 바탕으로 두 자릿수의 이익 성장이 지속될 것으로 기대한다. 보수적인 운용 기조에 따라 경쟁사 대비 운용 수익의 증가폭은 제한적일 수 있으나, 부동산PF 관련 질적 부담이 크지 않아 비교적 안정적인 이익 성장을 바탕으로 주주 환원 확대가 이어질 것으로 전망한다. 총주주환원율은 50%대로 업계 내 최상위 수준이다. 현재 주가는 P/B 0.93배 수준에서 거래되고 있어, 추가 하방 리스크는 제한적일 것으로 판단한다.

도표 1. NH투자증권 Valuation

항목	수치	단위	비고
자기자본비용	8.93	%	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.45	%	(b): 국고채 3년 수익률
시장위험프리미엄	8.82	%	(c): 한국시장 위험 프리미엄
종목베타	0.73		(d) 2Y 조정베타
예상 ROE	9.61	%	(e): 12M Fwd ROE
적정 P/B	1.08	배	(f): (e)/(a)
예상 BPS	25,143	원	(g): 12M Fwd BPS
합산 적정주가	27,069	원	(h): (f)*(g)
합산 가치	9,625	십억원	(i): 자사주 제외
우선주 가치	380	십억원	(j): 전일 종가 기준
보통주 가치	8,885	십억원	(k): (i)-(j)
보통주 유통주식수	323,403	천주	(l): 자사주 제외
적정주가	27,473	원	(m): (k)/(l)
목표주가	27,000	원	
현재주가	23,400	원	2025년 7월 14일 종가 기준
상승여력	15	%	

자료: 하나증권

도표 2. NH투자증권 분기별 별도 실적

(단위: 십억원)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F
순영업수익	508.9	514.2	442.0	438.0	515.1	537.1	522.8	537.9	2,112.9	2,237.4
수수료손익	240.9	226.2	239.8	244.5	247.5	265.9	269.6	261.5	1,044.4	1,107.3
브로커리지	110.6	104.2	101.0	97.6	102.3	122.8	140.5	125.7	491.4	537.0
IB	29.7	29.0	21.8	22.5	25.8	27.1	25.0	23.0	100.8	113.7
자산관리 및 기타	100.6	93.0	116.9	124.3	119.3	116.0	104.1	112.8	452.2	456.6
이자손익	172.0	172.7	160.1	175.4	187.6	191.3	192.9	195.8	767.7	799.6
운용 및 기타	96.0	115.3	42.1	18.1	80.0	79.9	60.3	80.6	300.8	330.5
판매비및관리비	240.8	273.6	245.7	263.7	245.7	249.2	251.6	269.3	1,015.8	1,010.0
인건비	167.0	181.1	161.7	166.3	166.1	162.1	159.8	160.7	648.7	654.4
인건비 외	73.7	92.5	84.0	97.5	79.6	87.1	91.8	108.6	367.1	355.5
영업이익	268.1	240.6	196.3	174.2	269.4	287.9	271.2	268.6	1,097.1	1,227.5
영업외손익	(3.8)	(14.6)	5.6	(16.1)	(13.4)	(2.0)	(7.4)	(6.7)	(29.5)	(23.9)
세전이익	264.3	225.9	201.8	158.1	256.0	285.9	263.8	262.0	1,067.7	1,203.6
법인세비용	59.4	71.3	52.0	41.6	68.8	75.5	69.6	69.2	283.1	317.8
당기순이익	204.9	154.7	149.8	116.5	187.2	210.4	194.2	192.8	784.6	885.9
연결당기순이익	225.5	197.2	154.0	110.0	208.2	217.7	196.3	204.2	826.4	933.2
지배주주순이익	225.5	197.2	153.9	110.0	208.2	217.8	196.4	204.2	826.6	933.5

자료: NH투자증권, 하나증권

도표 3. NH투자증권 2025년 2분기 연결 실적 예상

(단위: 십억원)

구분	2Q25F	2Q24	YoY	1Q25	QoQ	3Q25F
순영업수익	562.3	563.4	(0.2)	556.7	1.0	538.6
영업이익	293.7	268.8	9.3	289.0	1.6	264.8
지배주주순이익	217.8	197.2	10.4	208.2	4.6	196.4

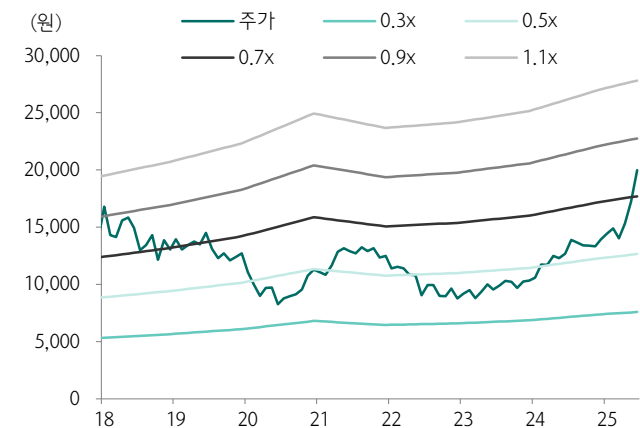
자료: NH투자증권, 하나증권

도표 4. NH투자증권 12M Fwd PER 밴드 추이



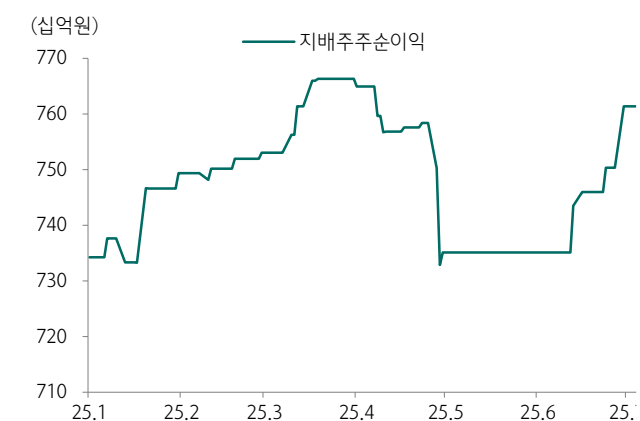
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. NH투자증권 12M Fwd PBR 밴드 추이



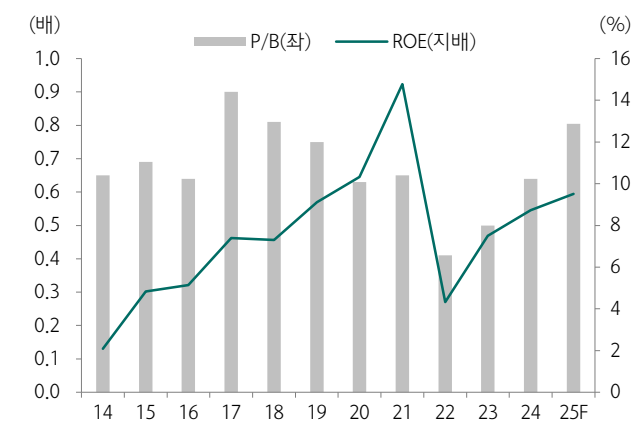
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. NH투자증권 지배주주순이익 컨센서스



자료: Quantivise, 하나증권

도표 7. NH투자증권 연간 PBR 및 ROE



자료: Quantivise, 하나증권

추정 재무제표

연결손익계산서

(단위: 십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
순영업수익	1,366.4	1,678.5	2,012.0	2,216.0	2,352.7
수수료손익	784.1	789.3	954.7	1,050.9	1,108.3
브로커리지	371.3	424.6	458.9	549.5	599.4
자산관리	93.5	94.1	103.2	101.3	113.9
IB 및 기타	319.3	270.6	392.5	400.1	395.0
이자손익	675.5	791.3	801.8	870.5	912.9
운용 및 기타	(93.2)	97.9	255.5	294.7	331.5
판매비및관리비	845.1	952.7	1,110.9	1,092.1	1,092.8
인건비	524.5	607.2	723.8	690.1	699.4
인건비 외	320.5	345.5	387.1	402.0	393.4
영업이익	521.4	725.8	901.1	1,123.9	1,260.0
영업외손익	(81.1)	(5.0)	23.8	(7.2)	8.0
세전이익	440.2	720.7	924.9	1,116.7	1,268.0
법인세비용	137.3	167.7	238.2	290.3	334.8
당기순이익	302.9	553.0	686.6	826.4	933.2
지배주주순이익	303.4	556.4	686.7	826.6	933.5

별도 순영업수익 구성(%)

수수료손익	57.2	50.5	50.0	49.4	49.5
브로커리지	24.9	24.8	21.7	23.3	24.0
자산관리	7.0	6.0	5.4	4.8	5.1
IB 및 기타	25.3	19.6	22.9	21.4	20.4
이자손익	45.0	43.4	35.7	36.3	35.7
운용 및 기타	(2.1)	6.1	14.3	14.2	14.8
판매비	58.5	55.9	53.8	48.1	45.1

Valuation I

	2022	2023	2024	2025F	2026F
성장률(%)					
자산총계	(8.7)	6.1	10.1	13.1	5.0
부채총계	(10.7)	6.2	10.6	14.2	4.8
자본총계	5.9	5.3	6.6	6.0	6.5
순영업수익	(42.2)	22.8	19.9	10.1	6.2
수수료손익	(33.7)	0.7	21.0	10.1	5.5
이자손익	(12.2)	17.1	1.3	8.6	4.9
운용 및 기타	(122.7)	(205.0)	161.1	15.3	12.5
판매비및관리비	(19.3)	12.7	16.6	(1.7)	0.1
영업이익	(60.4)	39.2	24.2	24.7	12.1
당기순이익	(68.0)	82.6	24.2	20.4	12.9
자본적정성지표(%)					
신NCR	1,852.2	2,036.9	1,548.6	1,701.9	1,871.2
구NCR	164.6	174.1	141.1	144.0	146.9

자료: 하나증권

연결재무상태표

(단위: 십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
자산총계	53,428.3	56,697.9	62,427.1	70,617.1	74,165.0
현금및예치금	6,005.9	5,752.5	6,712.3	8,597.7	8,946.8
FVPL 금융자산	24,979.4	27,336.6	32,131.6	32,929.3	34,538.6
FVOCI 금융자산	8,433.9	7,009.2	8,228.1	9,895.0	10,502.1
AC 금융자산	12,803.3	15,251.0	14,060.6	17,891.9	18,821.3
종속및관계기업투자지분	398.2	336.8	471.9	472.8	492.0
유형자산	182.1	182.7	138.6	137.4	143.0
투자부동산	57.3	259.5	289.5	295.1	307.1
무형자산	63.9	65.4	98.6	81.7	85.1
기타자산	504.1	504.2	295.8	316.2	329.1
부채총계	46,200.2	49,084.5	54,307.7	62,011.4	65,003.2
FVPL 금융부채	13,915.7	12,755.0	12,163.5	12,401.3	13,127.8
매도파생결합증권	7,876.9	7,991.0	7,771.2	7,889.9	8,374.1
예수부채	5,600.4	7,177.4	7,971.8	9,504.5	9,890.5
차입부채	18,026.3	18,919.1	24,446.5	26,778.2	28,100.9
발행어음	5,920.1	5,148.5	6,606.6	7,308.1	7,604.9
발행사채	3,517.7	2,915.0	2,850.4	3,450.5	3,590.8
기타부채	4,924.5	7,097.0	6,470.1	9,575.2	9,979.4
자본총계	7,228.1	7,613.4	8,119.4	8,605.7	9,161.7
지배주주지분	7,223.4	7,611.8	8,114.4	8,601.2	9,157.2
자본금	1,782.6	1,782.6	1,782.6	1,782.6	1,782.6
자본잉여금	1,882.8	1,882.4	1,882.4	1,882.4	1,882.4
자본조정	(15.3)	(15.3)	(15.3)	(15.3)	(15.3)
기타포괄손익누계액	299.2	377.4	523.8	513.3	513.3
이익잉여금	3,274.1	3,584.7	3,940.8	4,438.1	4,994.2

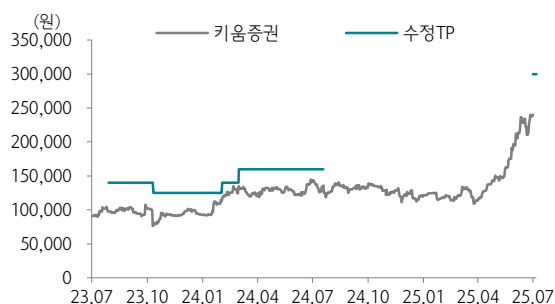
Valuation II

(단위: 십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	867.3	1,590.5	1,986.4	2,415.0	2,754.8
BPS	20,646.9	21,757.1	23,473.7	25,129.5	27,023.0
DPS	700.0	800.0	950.0	1,100.0	1,250.0
투자지표(% 배)					
PER	10.1	6.5	7.0	9.7	8.5
PBR	0.4	0.5	0.6	0.9	0.9
ROA	0.6	1.0	1.1	1.2	1.3
ROE	4.2	7.3	8.5	9.6	10.2
배당지표(%)					
배당성장	76.4	47.6	45.2	43.0	42.8
배당수익률(보통주)	8.0	7.7	6.8	4.7	5.3
총주주환원율	81.0	59.7	55.2	51.6	52.4

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

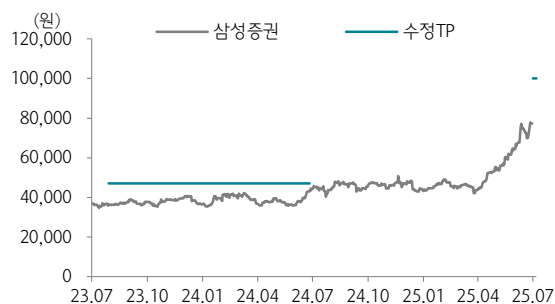
키움증권



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.14	BUY	300,000		
25.7.14	담당자 변경		-	-
24.3.14	BUY	160,000	-19.25%	-9.63%
24.2.15	BUY	140,000	-10.15%	-3.71%
23.10.24	BUY	125,000	-24.32%	-8.40%
23.8.11	BUY	140,000	-29.44%	-23.21%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

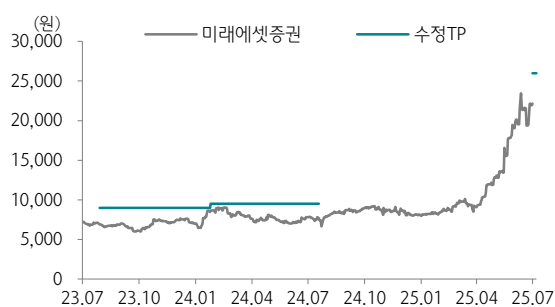
삼성증권



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.14	BUY	100,000		
25.7.14	담당자 변경		-	-
24.7.10	BUY	50,000	-1.81%	54.40%
23.8.11	BUY	47,000	-18.55%	-7.55%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

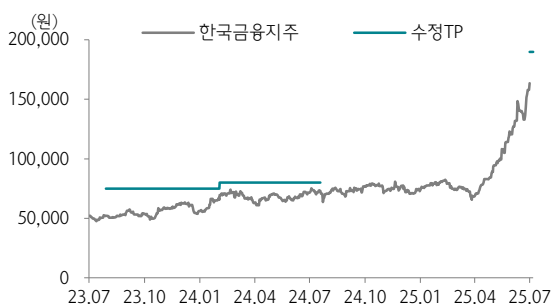
미래에셋증권



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.14	BUY	26,000		
25.7.14	담당자 변경			
24.2.7	BUY	9,500	0.94%	146.84%
23.8.11	BUY	9,000	-22.28%	-4.22%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

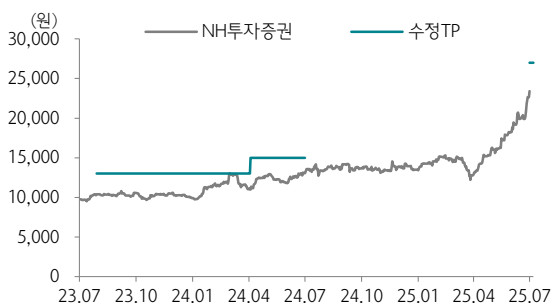
한국금융지주



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.14	BUY	190,000		
25.7.14	담당자 변경			
25.6.30	Not Rated	-	-	-
24.2.16	BUY	80,000	-4.11%	85.50%
23.8.11	BUY	75,000	-24.62%	-10.40%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

NH투자증권



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.14	BUY	27,000		
25.7.14	담당자 변경			
24.7.26	BUY	17,000	-13.03%	33.24%
24.4.17	BUY	15,000	-16.59%	-9.53%
23.8.11	BUY	13,000	-17.56%	0.46%

Compliance Notice

- 당사는 2025년 7월 15일 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
- 본 자료를 작성한 애널리스트(고연수)는 2025년 7월 15일 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 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 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 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 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	95.43%	4.57%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 07월 15일