

증권

거래대금, 그리고 빈익빈부익부

SK증권 리서치센터

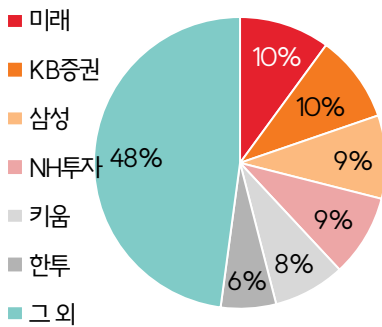

Analyst
설용진

s.dragon@sks.co.kr
3773-8610

여전히 거래대금은 중요한 지표

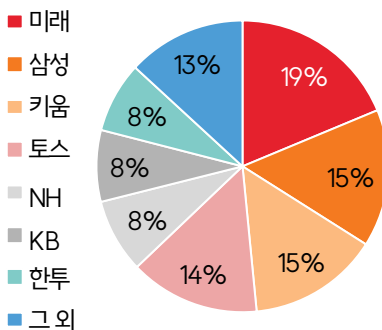
과거 대비 증권업종의 실적에서 브로커리지 수수료손익 비중이 줄어들었으며 IB 등 사업 부문 비중이 높아진 것은 사실이지만 여전히 증권업종에 대한 접근에 있어 거래대금은 핵심적인 역할을 수행한다고 판단한다. 이는 1) 거래대금이 단순 브로커리지 수수료 외에도 ECM, 신용융자 등 다양한 수익의 원천이며 2) 증권사들이 확대해 왔던 Book 활용 비즈니스가 부동산 PF, 트레이딩 등 유동성과 밀접한 영향을 지닌 부문에 집중되었던 점에 기인한다. 유동성과 거래대금, 부동산 경기, 금리 등 그동안 증권업종의 실적을 견인해왔던 주요 지표가 밀접한 연관성을 보유한 만큼 여전히 거래대금은 증권업종에 있어 핵심 지표 역할을 수행할 수 있다고 판단한다. 따라서 최근 넥스트레이드 출범에 따라 추가적인 거래대금 확대가 기대되는 점은 분명 긍정적이라고 판단한다. 넥스트레이드 거래 10 개 종목의 거래대금 증가(약 30%)를 기준으로 전반적인 국내주식 거래대금 증가를 가정할 경우 초대형 IB/키움증권 기준 수탁수수료수익 약 17% 증가가 나타날 것으로 추정된다. 거래소 수수료 비용 등을 감안했을 때 순수탁수수료수익은 더욱 높은 개선세를 시현할 것으로 전망한다.

국내주식 - 수탁수수료수익 기준 점유율



자료: 금융투자협회, SK 증권, 주: KOSPI+KOSDAQ 기준

외화증권 - 수탁수수료수익 기준 점유율



자료: 금융투자협회, SK 증권

빈익빈 부익부 현상은 더욱 심화될 수밖에 없을 전망

다만 상대적으로 위탁매매 부문에서 규모의 경제 효과를 기대하기 쉽지 않은 중소형사의 경우 넥스트레이드 거래에 따른 수익 개선 영향보다 SOR 솔루션 도입 및 운영 비용 등으로 인한 지출 부담이 더욱 클 것으로 예상된다. 이미 해외주식/퇴직연금 등 성장성/수익성에 대한 기대감이 높은 사업 영역에서 상대적으로 높은 자본력과 경쟁력을 보유한 대형사 중심으로 시장이 형성되고 있던 점을 감안했을 때 종합금융 서비스에 대한 수요가 높은 리테일 고객을 중심으로 대형사 쏠림 현상이 지속될 것으로 전망한다. 향후 적극적인 니치마켓 공략이나 선택과 집중을 통한 경쟁력 제고를 하지 못하는 중소형사 중심으로 시장지위 하락 추세가 이어질 전망이다.

브로커리지 부문의 강점이 모멘텀이 되는 구간

1) 25년 중 양호한 국내 증시와 거래대금 반등, 그리고 넥스트레이드 출범에 따른 추가적인 거래대금 확대 기대감과 2) 신규 초대형 IB 지정/IMA 가이드라인 도입 등 신규 사업 진출에 대한 기대감을 모두 감안했을 때 대형 증권사 전반적인 매력은 높아질 것으로 예상된다. 전반적인 대형사 모두 긍정적이라 판단하며 그 중에서도 상대적으로 1) 브로커리지 부문의 점유율이 높고 2) IMA 나 발행어음 등 신규 사업 진출에 대한 기대감이 유효한 미래에셋증권, 키움증권의 매력이 부각될 전망이다. 양사 중에서는 상대적으로 해외부동산 등 불확실성 우려가 적은 키움증권을 선호한다.

Contents

1. 여전히 거래대금은 중요한 지표	3pg
2. 빈익빈 부익부 현상은 더욱 심화될 수밖에 없을 전망	13pg
3. 브로커리지 부문의 강점이 모멘텀이 되는 구간	21pg

Company Analysis

키움증권(A039490)

미래에셋증권(A006800)

Compliance Notice

작성자(관리자)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~-15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 03월 17일 기준)

매수	97.53%	중립	2.47%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

1. 여전히 거래대금은 중요한 지표

(1) 과거 대비 브로커리지 수수료 의존도는 분명 낮아짐

과거 대비 브로커리지 수수료손익 비중 축소

과거 증권업은 흔히 천수답형 사업구조로 불리는 브로커리지 중심의 사업구조를 영위하는 모습이 나타났다. 실제로 국내 증권사 전체 순영업수익에서 브로커리지 수수료손익이 차지하는 비중은 09년~13년 중 평균 약 47%에 달하는 모습을 확인할 수 있다. 다만 10년대 중반부터는 브로커리지 수수료손익 비중이 축소되고 IB/기타 수수료손익 비중이 늘어나는 모습을 확인할 수 있다. 이는 1) 경쟁 심화로 수수료를 이 하락한 가운데 2) 부동산 PF를 중심으로 IB 관련 실적이 증가한데 기인한다.

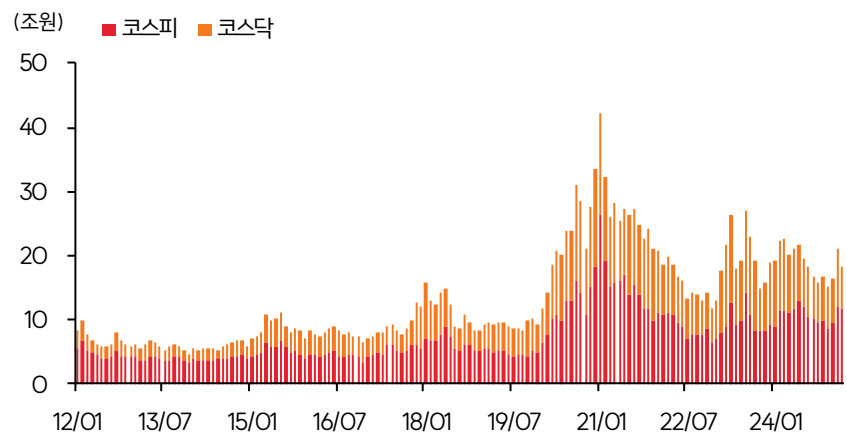
IB/기타수수료손익 비중 지속적으로 확대

실제로 국내 증권사의 전체 순영업수익에서 브로커리지 수수료손익이 차지하는 비중은 2014년 이후로 지속적으로 하락하며 2019년의 경우 21% 수준까지 낮아지는 등 이전 대비 순영업수익 내 차지하는 비중이 줄어든 반면 IB 및 기타수수료손익 비중은 지속적으로 증가하며 2009년~2013년 10%에서 2014년~2019년 24%, 2020년~3Q24 누계 31%로 지속적으로 확대되는 모습이 나타났다.

20년부터 브로커리지 비중 확대.
개인투자자 비중 증가 및
해외주식 수수료수익 확대 영향

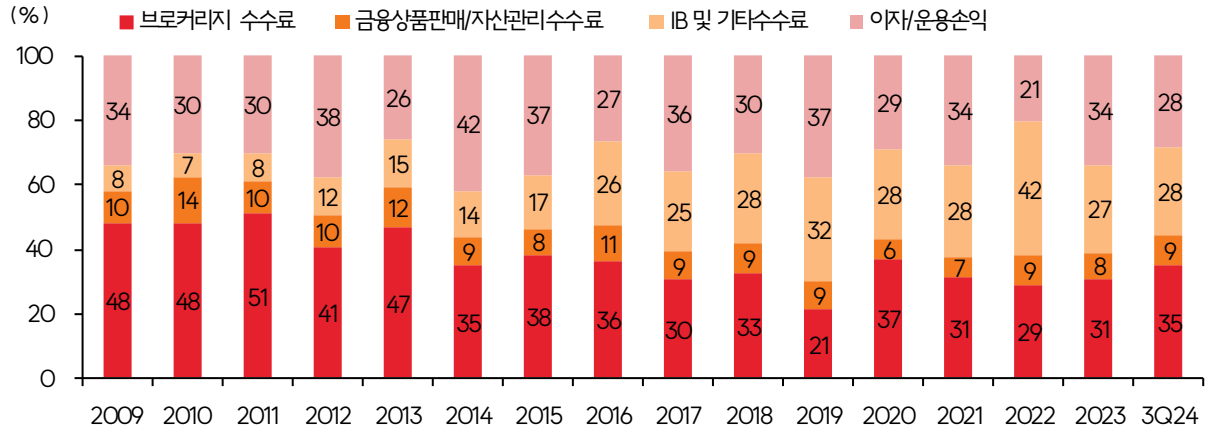
한편 2020년부터는 브로커리지 부문 손익의 실적기여도가 다시 반등하는 모습을 확인할 수 있는데 코로나 19로 인한 유동성 확대 국면에서 개인 투자자 중심으로 주식 투자에 대한 수요가 증가하는 등 영향으로 거래대금이 큰 폭 증가하는 등 영향에 기인한다. 2024년부터는 국내주식 위탁매매수수료 수익은 다소 부진했으나 해외주식 수수료수익이 큰 폭으로 증가하는 등 영향이 나타났다.

국내주식 - 월간 일평균 거래대금 추이



자료: FnGuide, SK 증권

국내 증권사 - 순영업수익 부문별 비중 추이



자료: FnGuide, FISIS, SK 증권

주1) 브로커리지수수료는 FISIS 부문별 손익 - 수수료 항목 기준 수탁수수료에서 매매수수료 차감하여 산정

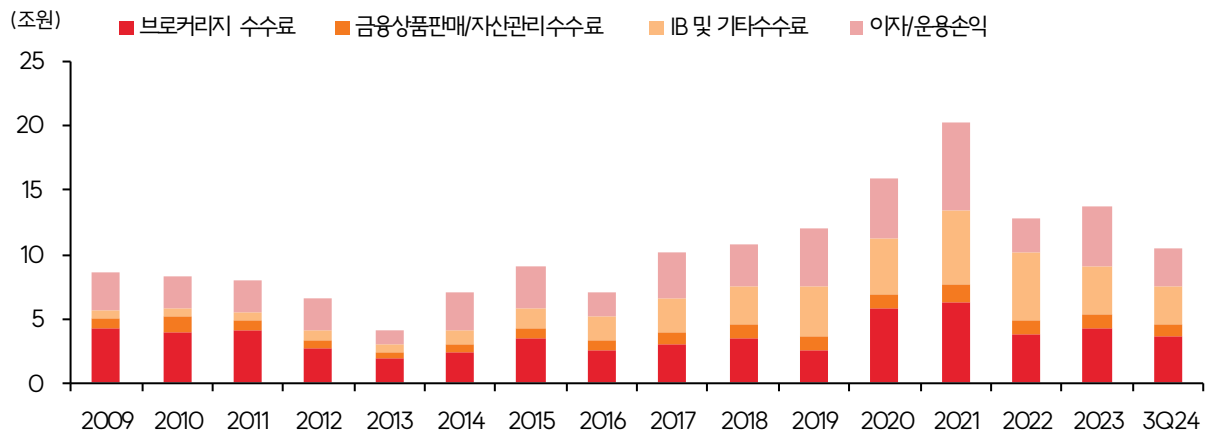
주2) 금융상품판매/자산관리수수료는 FISIS 부문별 손익 - 수수료 항목 기준 집합투자증권 취급수수료, 자산관리 수수료, 집합투자기구 운용보수, 파생결합증권 판매수수료, 대리업무보수 등에서 투자상담수수료, 투자자문수수료, 투자일임수수료, 운용위탁수수료 등을 차감하여 산정

주3) IB 및 기타수수료는 FISIS 부문별 손익 - 수수료 항목 기준으로 인수/주선수수료, 사채모집수탁수수료, 어음지급보증료, 매수/합병수수료, 지급보증료, 기타 수수료수익에서 기타수수료비용을 차감하여 산정

주4) 이자/운용손익은 FISIS 부문별 손익 중 증권 평가/처분손익, 파생손익, 대출채권/외환 및 이자손익 등 항목 합산하여 산정

주5) 2023년의 경우 한국투자증권이 1Q23 중 자회사로부터 지급받은 배당 약 1.7 조원을 제외하고 산정

국내 증권사 - 순영업수익 추이



자료: FnGuide, FISIS, SK 증권

주1) 브로커리지수수료는 FISIS 부문별 손익 - 수수료 항목 기준 수탁수수료에서 매매수수료 차감하여 산정

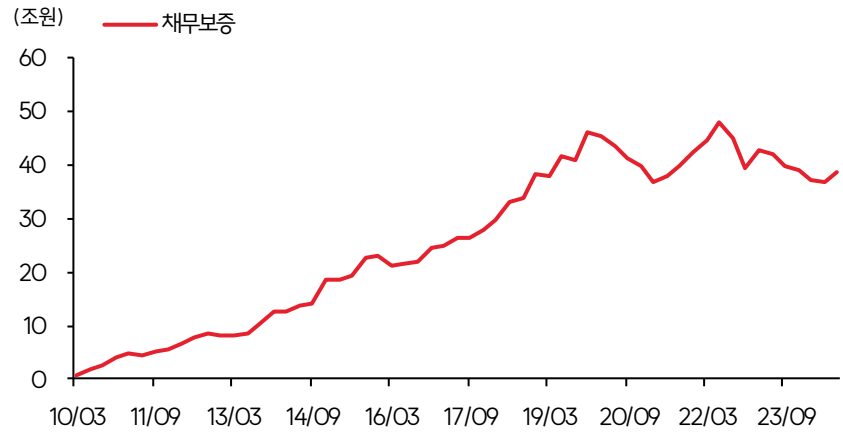
주2) 금융상품판매/자산관리수수료는 FISIS 부문별 손익 - 수수료 항목 기준 집합투자증권 취급수수료, 자산관리 수수료, 집합투자기구 운용보수, 파생결합증권 판매수수료, 대리업무보수 등에서 투자상담수수료, 투자자문수수료, 투자일임수수료, 운용위탁수수료 등을 차감하여 산정

주3) IB 및 기타수수료는 FISIS 부문별 손익 - 수수료 항목 기준으로 인수/주선수수료, 사채모집수탁수수료, 어음지급보증료, 매수/합병수수료, 지급보증료, 기타 수수료수익에서 기타수수료비용을 차감하여 산정

주4) 이자/운용손익은 FISIS 부문별 손익 중 증권 평가/처분손익, 파생손익, 대출채권/외환 및 이자손익 등 항목 합산하여 산정

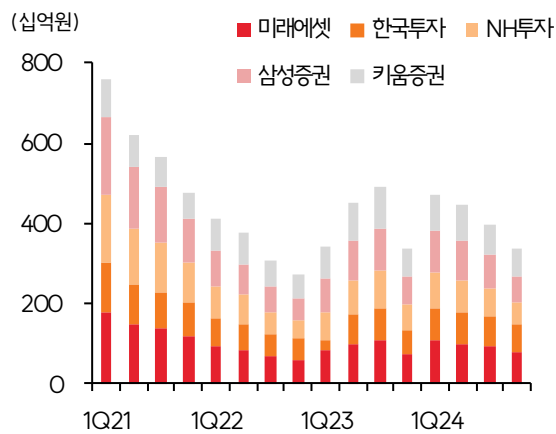
주5) 2023년의 경우 한국투자증권이 1Q23 중 자회사로부터 지급받은 배당 약 1.7 조원을 제외하고 산정

국내증권사 - 채무보증 규모 추이



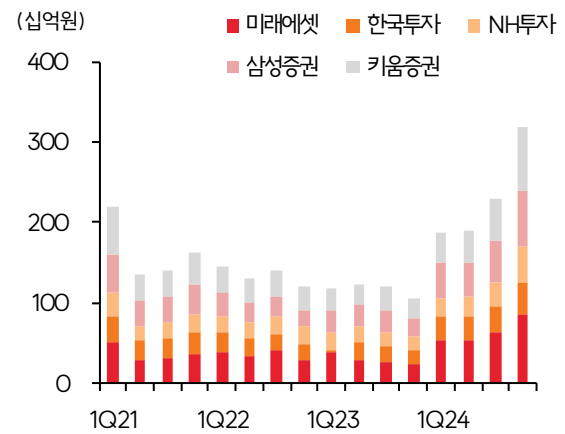
자료: FnGuide, FISIS, SK 증권

커버리지 5 개사 - 국내주식 위탁매매 수수료수익



자료: 각사, SK 증권

커버리지 5 개사 - 해외주식 위탁매매 수수료수익



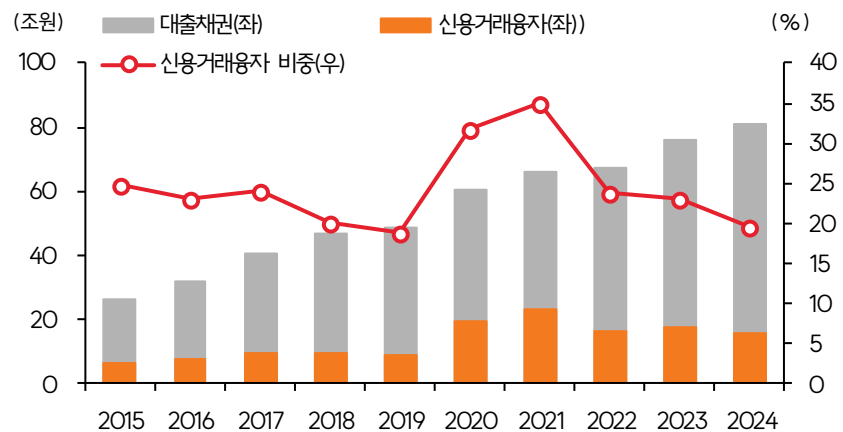
자료: 각사, SK 증권

(2) 그럼에도 여전히 거래대금은 중요한 지표

여전히 거래대금은 증권업종에
있어 핵심 지표라고 판단

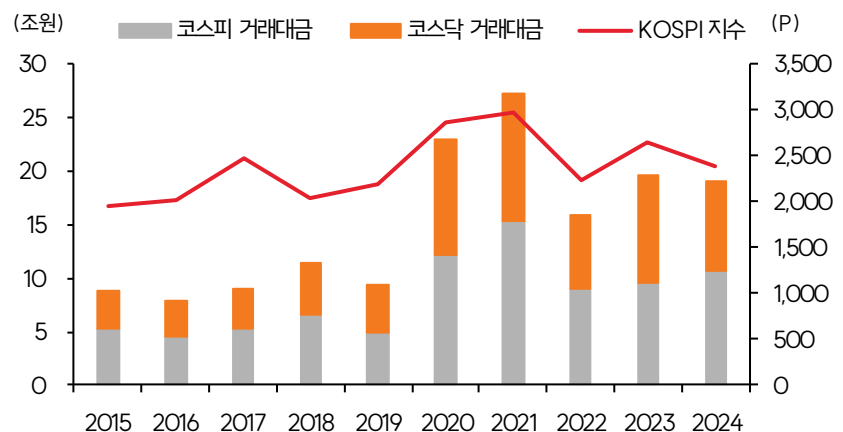
그럼에도 여전히 증권업종에 대한 접근에 있어 거래대금은 핵심적인 Key index 역할을 수행한다고 판단한다. 거래대금은 1) 단순히 거래대금 확대에 따른 위탁매매 증가 영향 외에도 2) 신용거래용자 등 이자손익, 3) IPO 등 IB 부문 비즈니스 등 다양한 부문의 실적에 직간접적인 영향이 발생하기 때문이다. 거래대금과 밀접한 영향을 보이는 증시 지수 등을 감안했을 때 자기매매 등 사업 부문에 있어서도 일정 수준의 영향이 나타날 것으로 예상된다.

증권업종 - 대출채권 및 신용거래용자 추이



자료: 금융투자협회, SK 증권

국내증시 - 거래대금 및 KOSPI 지수 추이

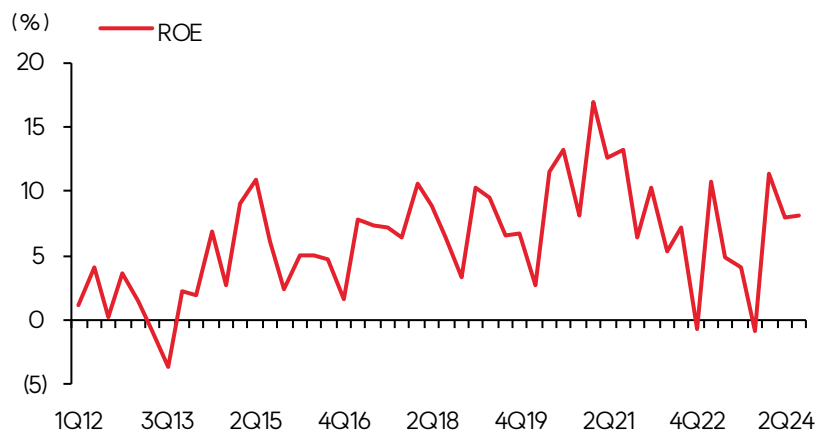


자료: FnGuide, SK 증권

ROE와 거래대금 간 상관관계는 여전히 높은 상황

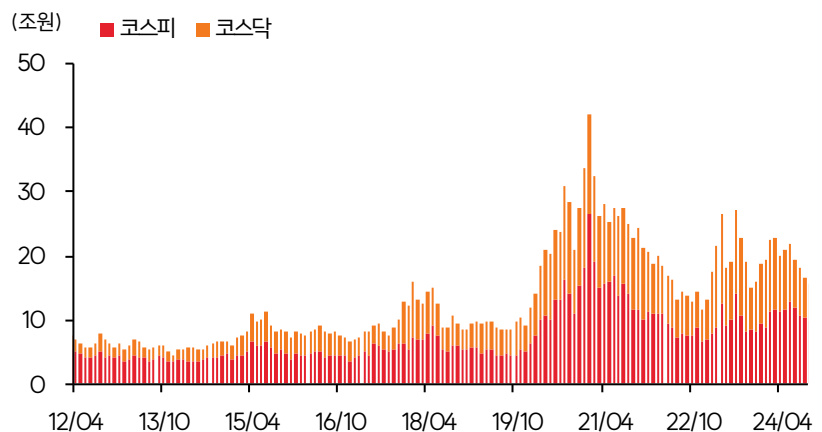
그동안 정책적으로 초대형 IB/중투사 제도, 신 NC 등을 시행하며 적극적으로 자본 여력을 확대함에 따라 기업금융 및 트레이딩 등의 이익 기여도가 전반적으로 증가하는 등 과거 대비 증권업종의 Book 활용 비즈니스 비중이 높아진 것은 사실이다. 다만 여전히 국내 증권업종의 ROE를 살펴보면 국내 거래대금과 밀접한 연관성을 보여주는 모습이 나타나고 있다. 초대형 IB/중투사 제도 등 도입에 따른 영향으로 2010년대 중반부터 전반적인 ROE 레벨이 거래대금 수준에 비해 높아진 것은 사실이나 여전히 전반적인 방향성은 거래대금과 유사한 모습을 보이고 있다. 1Q12~3Q24 기준 거래대금과 증권업종 ROE 간 상관계수를 살펴보면 전체 0.63 수준을 기록했으며 중투사 등 제도 도입이 본격화되기 시작한 1Q17~3Q24 기준으로 범위를 조정해도 0.48 수준의 유의미한 상관관계를 보이는 모습이 나타났다.

증권업종 - 분기별 ROE 추이



자료: FnGuide, SK 증권; 주: 1Q23 한국투자증권 자회사 배당 약 1.7조 제외 기준

국내증시 - 거래대금 추이

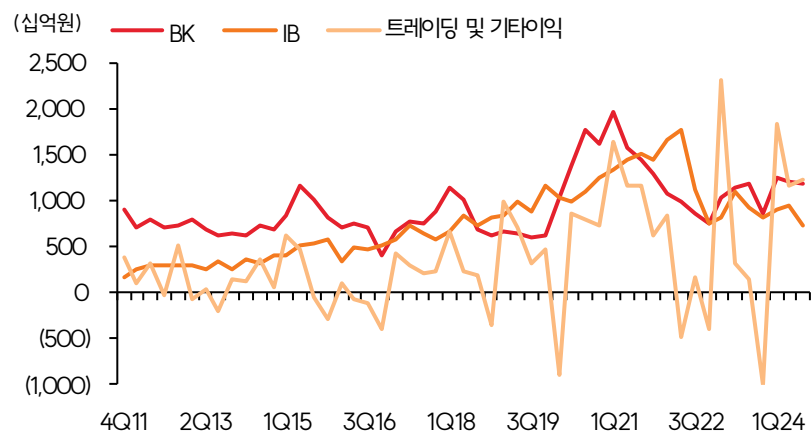


자료: FnGuide, SK 증권

북 활용 비즈니스가 유동성과
밀접한 영향을 보유한 부문에
집중된 영향

이는 증권사들이 확대해온 Book 활용 비즈니스가 부동산 PF, 트레이딩 등 유동성과 밀접한 영향을 보유한 부문에 집중되었던 점에 기인하는 것으로 추정된다. 통상적으로 유동성과 거래대금, 부동산 경기, 금리 등 그동안 증권업종의 실적을 견인해왔던 주요 지표가 밀접한 연관성을 보유한 점을 감안했을 때 여전히 거래대금은 증권업종에 있어 핵심 지표 역할을 수행할 수 있다고 판단한다.

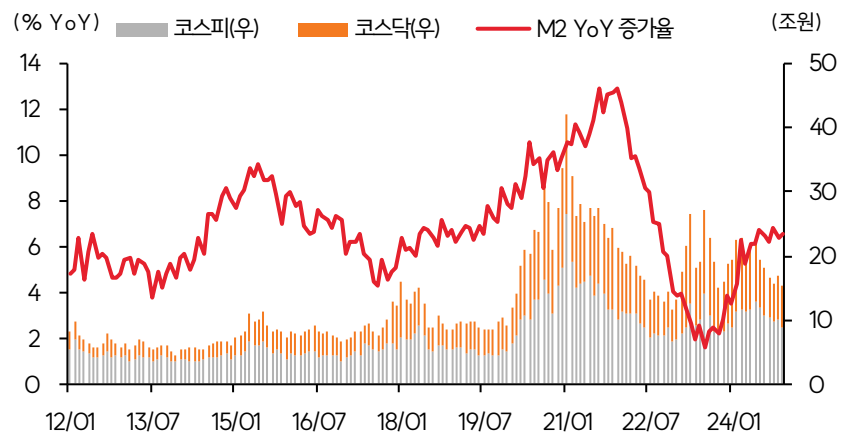
국내 증권사 - 브로커리지, IB 수수료, 트레이딩/기타손익 모두 유사한 방향성



자료: FnGuide, FISIS, SK 증권

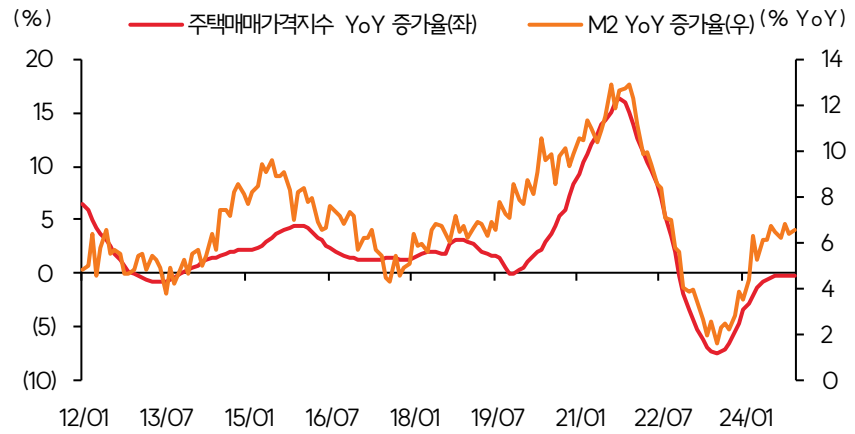
주: 1Q23 한국투자증권 자회사 배당 약 1.7 조 제외 기준

거래대금 - M2와 유사한 방향성



자료: FnGuide, SK 증권

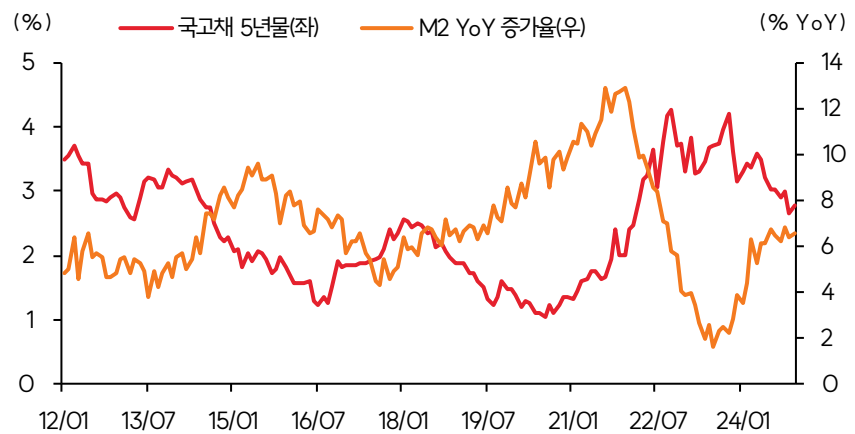
주택매매가격 - M2와 유사한 방향성



자료: FnGuide, SK 증권

주: 전국 기준

시장금리 - M2와 역의 방향성



자료: FnGuide, SK 증권

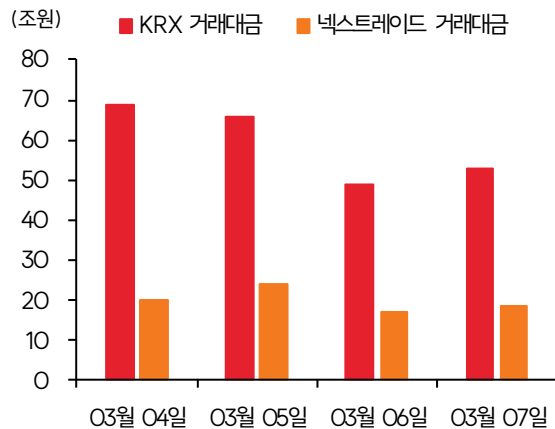
(3) 넥스트레이드에 따른 거래대금의 +@는 긍정적 요인

넥스트레이드 출범에 따른
추가적인 거래대금 확대 기대되는
점 긍정적이라고 판단

여전히 증권업종에 있어 거래대금의 중요성이 높다는 점을 감안했을 때 최근 넥스트레이드 출범에 따라 추가적인 거래대금 확대가 기대되는 점은 분명 긍정적이라고 판단한다. 실제로 거래소 출범 후 3/4~3/7 동안 넥스트레이드에서 거래된 10개 종목(LG 유플러스, S-Oil, 골프존, 동국제약, 롯데쇼핑, 에스에프에이, 와이지엔터테인먼트, 제일기획, 컴투스, 코오롱인더)의 거래대금은 KRX 합산 거래대금의 약 30% 내외 수준을 기록하는 모습이 나타났다.

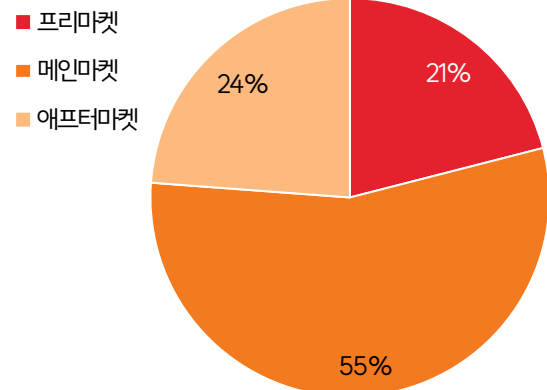
넥스트레이드는 향후 단계적으로 거래 종목을 확대하여 3월 말까지 800개 종목을 거래하는 것을 목표로 언급하고 있으며 거래 종목은 시가총액/거래대금 상위 종목 중심으로 선정될 예정이다.

10개 종목 기준 거래대금 추이



자료: FnGuide, 넥스트레이드, SK 증권

10개 종목 기준 거래대금 현황(3/4~3/7 기준)



자료: 넥스트레이드, SK 증권

비용 측면에서도 KRX 대비 낮은 수수료로 거래

비용 측면에서도 일정 부분 증권사에 긍정적인 영향을 예상한다. 국내주식 기준 증권사가 KRX에 지급하는 국내주식 거래수수료는 0.0023%이나 넥스트레이드는 지정가주문에 대해서 0.00134%, 시장가주문에 대해 0.00182%를 부과하는 등 KRX 대비 상대적으로 낮은 수수료에서 거래가 이루어진다.

이에 따라 증권사도 이전보다 전반적으로 수수료율을 낮추거나 차등 수수료를 부과하는 모습이 나타나고 있다. 대표적으로 키움증권의 경우 KRX 거래의 경우 0.015%의 수탁수수료를 적용하고 있으나 넥스트레이드 거래의 경우 0.0145%를 적용하는 것을 확인할 수 있다.

국내주식 거래 수수료율 - 넥스트레이드 거래 시 낮은 비용 지급

거래소	증권사가 거래소에 지급하는 국내주식 거래수수료	
KRX	0.00230%	
넥스트레이드	지정가주문	0.00134%
	시장가주문	0.00182%
	단일가	0.00158%

자료: 언론보도, SK증권

키움증권 - 주식 매매 수수료율

구분		영웅문4 영웅문Easy 번개3	영웅문S#	웹 트레이딩 오픈API	증권통	ARS	키움금융센터	반대매매 청산거래
NXT	코스피/코스닥	0.0145%	0.0145%	0.0145%	0.05%	-	0.2995%	-
KRX	코스피/코스닥/ETF	0.015%	0.015%	0.015%	0.05%	0.15%	0.3%	0.3%
	ETN	0.015%	0.015%	0.015%	-	0.15%	0.3%	0.3%
	코넥스	0.015%	0.015%	-	-	-	0.3%	0.3%
	ELW	0.015%	0.015%	0.015%	0.05%	-	0.3%	0.3%

자료: 키움증권, SK증권

거래대금 30% 증가 가정시
초대형 IB/키움증권 수탁수수료
수익 13~22% 증가 예상

단순하게 1) 10 개 종목에서 추가적으로 30% 수준의 거래대금이 나타난 점을 감안하여 전체 국내 주식시장의 거래대금이 30% 증가한다고 가정하고 2) 키움증권이 넥스트레이드 거래에 대해 적용하는 주식 매매 수수료율이 0.0145%로 KRX 0.015% 대비 약 3% 낮은 점을 감안하여 KRX 대비 약 3% 낮은 수수료율이 적용된다고 가정했을 때 국내 초대형 IB 및 키움증권의 수탁수수료수익은 13%~22% 내외 수준 증가할 것으로 예상된다. 거래소에 지급하는 수수료가 넥스트레이드가 더 작다는 점을 생각할 때 순 수탁수수료수지는 훨씬 더 크게 증가할 것으로 예상된다.

키움증권의 경우 상대적으로 추정 수탁수수료수익 증가 폭이 낮아보이는데 이는 전체 수탁수수료 수익 중 주식 외에 파생 등 거래에서 발생하는 수익 비중이 높은 영향으로 판단한다. 다만 넥스트레이드 거래의 98%가 개인투자자에 의해 이루어진 점 등을 감안할 때 실질적인 수혜는 키움증권 등 개인투자자 고객 비중 높으니 회사에 더욱 크게 나타날 것으로 전망한다.

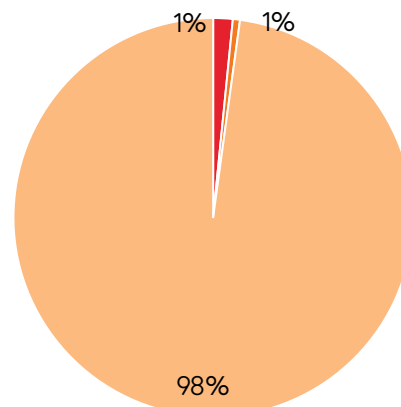
초대형 IB 및 키움증권 - 수탁수수료 추정

(십억원)	미래에셋 증권	한국투자 증권	NH 투자 증권	삼성증권	KB 증권	키움증권	6사 합산
24년 총 수탁수수료수익	704.9	436.1	508.8	617.3	527.1	713.9	3,508.2
국내주식 수수료수익	402.9	245.5	365.6	370.6	389.0	318.8	2,092.2
해외주식 수수료수익	270.1	113.1	118.5	220.2	114.5	208.9	1,045.4
기타 파생 등	31.9	77.5	24.8	26.5	23.6	186.3	370.6
넥스트레이드 거래대금 30% 증가 가정 (고객 대상 수수료율은 기존 대비 3% 낮다고 가정)	117.2	71.4	106.4	107.8	113.2	92.8	608.8
넥스트레이드 영향 추정 수탁수수료수익	822.1	507.5	615.2	725.2	640.2	806.7	4,117.0
수탁수수료수익 증가 폭	16.6%	16.4%	20.9%	17.5%	21.5%	13.0%	17.4%

자료: 금융투자협회, SK 증권 추정

넥스트레이드 - 투자자별 거래 현황

- 기관
- 외국인
- 개인



자료: 넥스트레이드, SK 증권

2. 빈익빈 부익부 현상은 더욱 심화될 수밖에 없는 전망

(1) 대형사 중심의 넥스트레이드 수혜 나타날 것으로 예상

중소형증권사의 경우
넥스트레이드 등 참여 제한적

한편 넥스트레이드의 경우 중소형 증권사 상당수 및 외국계증권사가 참여하지 않았으며 참여한 중소형 증권사도 대부분 프리/애프터마켓에만 참여하는 모습이 나타났다. 이는 증권사가 넥스트레이드의 모든 거래시간에 참여하기 위해서는 최선집행의 무 이행을 위해 SOR(Smart Order Routing) 시스템을 구축해야 하는 만큼 전산비용 등 추가적인 비용이 상당 수준 요구될 것으로 예상되는데 기인한다.

넥스트레이드 출범 등에 따른
거래대금 증가의 긍정적 효과는
대형사에 국한될 전망

상대적으로 위탁매매 부문에서 규모의 경제 효과를 기대하기 쉽지 않은 중소형사의 경우 넥스트레이드 거래에 따른 수익 개선 영향보다 SOR 솔루션 도입 및 운영 비용 등으로 인한 지출 부담이 더욱 클 것으로 예상된다. 특히 프리/애프터마켓 비중 및 개인투자자 비중이 높은 넥스트레이드 특성을 감안했을 때 지점/오프라인 거래 등보다 MTS 등 비대면 거래가 주로 이뤄질 수밖에 없는 만큼 MTS/HTS 측면의 강점이 없는 경우 기대 실익은 더욱 작을 것으로 예상된다. 따라서 넥스트레이드 출범에 따라 전체적인 국내 주식시장 거래대금이 증가하더라도 그로 인한 실적 측면의 긍정적 영향은 경쟁력을 보유한 대형사에 국한되는 모습이 나타날 전망이다.

넥스트레이드 - 참여 증권사

거래참여증권사	조건부 참여 증권사
미래에셋증권	메리츠증권
한국투자증권	신한투자증권
NH 투자증권	신영증권
삼성증권	다올투자증권
키움증권	부국증권
KB 증권	유진투자증권
하나증권	카카오페이증권
대신증권	케이프투자증권
유안타증권	한양증권
교보증권	DB 금융투자
한화투자증권	BNK 투자증권
현대차증권	iM 증권
LS 증권	SK 증권
토스증권	IBK 투자증권
넥스트레이드 전체 시장 거래 가능	프리/애프터마켓, 종가매매, 대량/바스켓매매만 가능

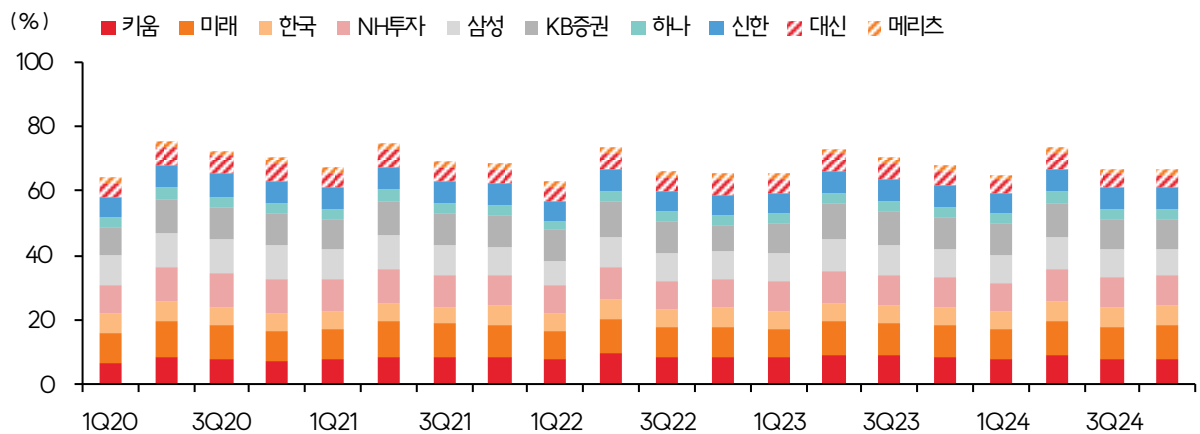
자료: 넥스트레이드, SK 증권

(2) 해외주식/퇴직연금도 모두 유사한 환경

대형사 국내주식 수탁수수료
점유율 60~70%, 외화증권 점유율
토스증권 포함 시 95% 상회

이미 해외주식/퇴직연금 등 사업에서도 유사한 모습이 나타나고 있다. 실제로 수탁 수수료 중 국내 주식(코스피+코스닥) 기준으로 초대형 IB/종투사의 점유율을 살펴 보면 금융투자협회 자료 기준 약 60~70% 수준의 점유율을 보이고 있다. 반면 외화증권 수탁수수료의 경우 지속적으로 2022년까지 초대형 IB/종투사의 점유율이 지속적으로 90% 수준 이상으로 시장 대부분을 차지하고 있었으며 23년부터는 점유율이 다소 낮아졌으나 이는 토스증권의 적극적인 해외주식 확대에 따른 영향으로 토스증권을 포함한 점유율은 95%를 상회하는 상황이다.

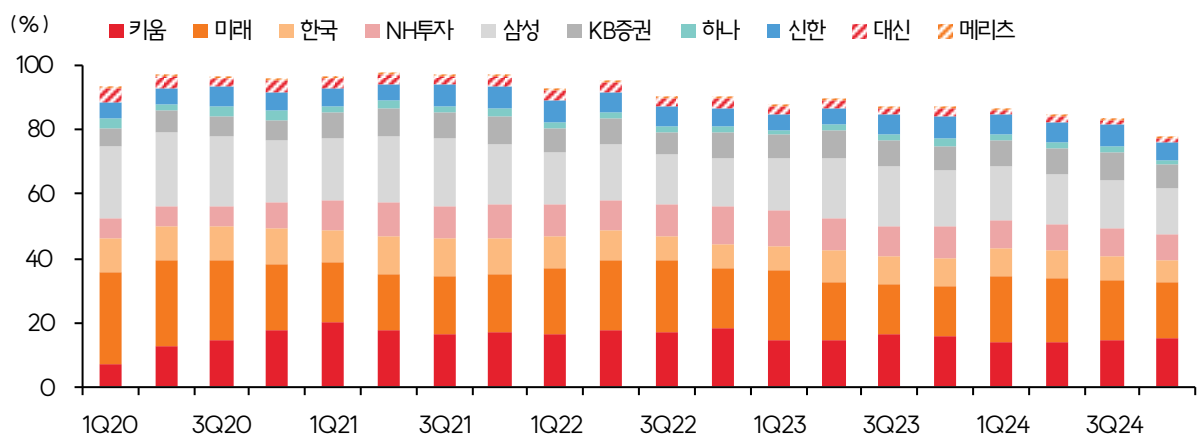
국내주식 수탁수수료 - 초대형 IB 및 종투사 점유율 현황



자료: 금융투자협회, SK 증권

주: 24년 12월 중 종투사 인가 받은 대신증권 포함하여 산정

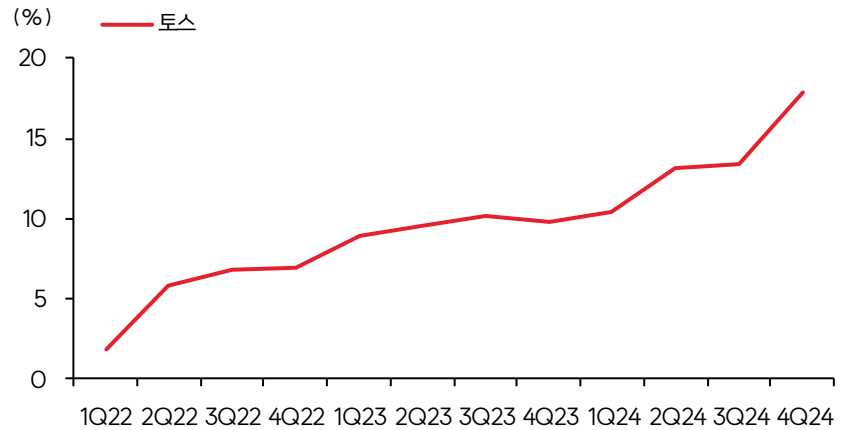
외화증권 수탁수수료 - 초대형 IB 및 종투사 점유율 현황



자료: 금융투자협회, SK 증권

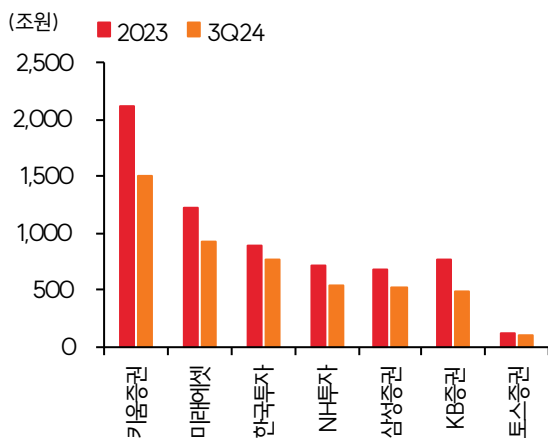
주: 24년 12월 중 종투사 인가 받은 대신증권 포함하여 산정

토스증권 - 외화증권 수탁수수료 점유율 추이



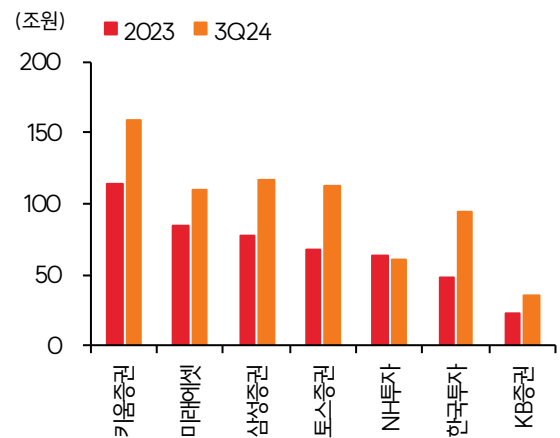
자료: 금융투자협회, SK 증권

지분증권 - 위탁매매 거래금액 현황



자료: FISIS, SK 증권

해외증권 - 위탁매매 거래금액 현황



자료: FISIS, SK 증권

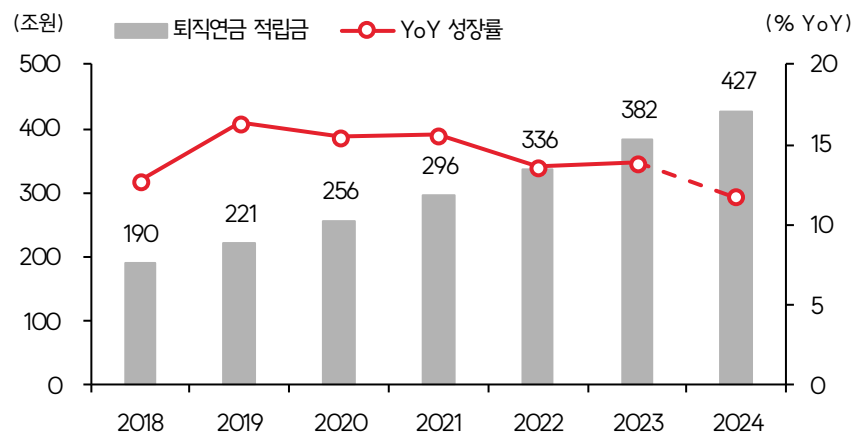
가격경쟁력 등 측면에서도 대형사
유리. 중소형사의 해외주식
경쟁력 제한적

가격 경쟁력 측면에서도 대형사의 우위가 지속될 것으로 예상된다. 대표적으로 미래에셋증권같은 경우 미국 현지법인이 브로커딜러 라이선스를 보유하고 있어 인터브로커비용 등 측면의 우위를 보유함에 따라 더 높은 마진을 확보할 수 있는 환경이 갖춰진 것을 확인할 수 있다. 상대적으로 인프라/인력 측면의 한계가 뚜렷한 중소형사의 경우 향후에도 해외주식 측면의 경쟁력 자체가 다소 제한적일 수밖에 없을 것으로 전망한다.

퇴직연금의 경우에도 증권업종
성장세 뚜렷. 다양한 취급 상품
가능한 증권사 수요 증가 전망

또한 최근 가파른 성장세를 보이는 퇴직연금에서도 비슷한 양상을 찾아볼 수 있다. 퇴직연금 시장은 매년 10%를 상회하는 성장률을 보이고 있으며 그 중에서도 증권업종의 성장률이 가장 가파른 증가세를 보이고 있는데 24년 기준 증권업종 합산 퇴직연금 적립금 증가율은 19.8%로 타 업권을 상회하고 있다. 24년 10월부터 시행된 퇴직연금 실물이전 제도 등을 감안하면 ETF 등 다양한 상품을 취급할 수 있는 증권사의 퇴직연금에 대한 수요가 더욱 증가할 것으로 전망한다.

퇴직연금 적립금 - 추이 및 현황



자료: 금융감독원, SK 증권; 주: 24년의 경우 근로복지공단 제외하고 합산하여 산정

퇴직연금 - 업권별 적립금 현황 및 추이

(조원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	24년 YTD 증가율
증권	76.9	79.2	80.6	86.7	90.7	94.1	96.5	103.9	19.8%
생보	72.3	73.1	73.4	78.4	77.9	78.4	78.6	81.8	4.3%
손보	14.2	14.2	14.0	14.8	14.8	14.6	14.6	15.7	5.8%
은행	174.9	179.4	181.9	198.0	202.4	207.2	210.3	225.8	14.0%
합계	338.4	345.8	349.9	378.0	385.8	394.3	400.1	427.2	13.0%

자료: 금융감독원, SK 증권

IRP - 업권별 취급 가능 상품

	은행	증권사	보험사
정기예금 등 원리금 보장상품	O	O	O
펀드	O	O	O 주1)
실적배당보험	X	X	O
ETF	O 주2)	O	X
ETN	X	O	X
리츠	X	O	X
인프라펀드	X	O	X

자료: 미래에셋증권, 연원보도, SK 증권

주1) 신탁업 인가 받은 보험사 기준

주2) 신탁계약 통해 ETF 거래 가능

퇴직연금 적립금 기준 1 조원
상회하는 회사는 모두 종투자
라이선스 보유

다만 증권사 중 퇴직연금 적립금 기준 1 조원을 상회하는 회사는 현대차증권을 제외
하면 모두 종투자 라이선스를 보유하고 있으며 현대차증권의 경우에도 계열사 캡티
브 물량 비중이 상당부분을 차지하고 있는 상황이다. 전체적인 성장세는 가파르나
경쟁 심화에 따라 높은 수수료율을 부과하기 어려운 퇴직연금 특성상 규모의 경제를
확보할 때까지 지속적인 투자 및 마케팅 비용을 투입할 여력을 보유한 대형사 위주
로 수혜가 나타날 것으로 전망한다.

종합금융서비스 수요가 높은
리테일 고객 중심으로 대형사
이용 수요 높아질 전망

해외주식/퇴직연금 등 대부분의 수익성/성장성 높은 사업 부문에 있어 대형 증권사
중심의 시장 형성이 이뤄지고 있는 만큼 종합금융서비스에 대한 수요가 높은 리테일
고객을 중심으로 대형 증권사 이용 수요가 높아질 것으로 전망한다. 향후 유의미한
경쟁력이 갖춰진 대형 증권사 중심으로 전반적인 시장 점유율 및 수익성 강화 추세
가 지속될 것으로 예상하며 중소형사의 경우 적정 수준의 규모의 경제를 확보할 수
있는 일부 회사를 제외하면 리테일 부문의 부진 추세가 지속될 전망이다.

24년 말 기준 증권사 퇴직연금 적립금 현황

(억원)	퇴직금 전체				계열사 물량	
	DB	DC	IRP	합계	DB	DC
미래에셋증권	63,058	118,745	110,142	291,945	0	1,065
현대차증권	152,430	5,611	17,110	175,151	133,100	1,723
한국투자증권	74,137	38,009	46,002	158,148	178	981
삼성증권	41,289	49,545	63,023	153,857	502	16,534
NH투자증권	38,188	17,432	25,651	81,271	4,930	213
KB증권	35,215	12,570	18,596	66,381	5,027	2,127
신한투자증권	24,646	16,037	16,865	57,548	4,712	1,685
대신증권	6,791	6,063	5,321	18,175	56	148
하나증권	7,617	2,374	4,417	14,408	1,914	41
iM증권	3,601	1,173	2,217	6,991	473	25
한화투자증권	0	3,136	3,848	6,984	0	1,573
신영증권	1,135	1,251	873	3,259	7	43
우리투자증권	0	0	2,767	2,767	0	0
유안타증권	293	723	1,356	2,372	0	0

자료: 금융감독원, SK증권

(3) 대형사/중소형사 간 ROE 갭 지속적으로 확대될 전망

초대형 IB 등 도입 이후로도
부동산 PF 등 영향으로 대형사-
중소형사 간 ROE 갭 축소

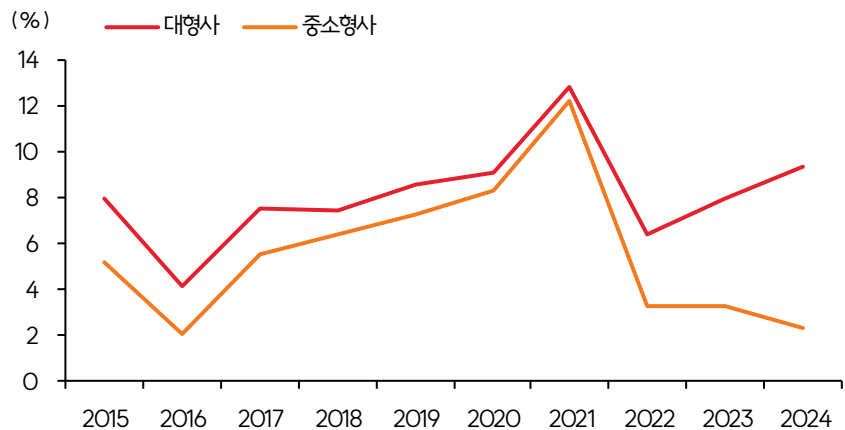
과거 초대형 IB 등 도입 이후 지속적으로 자본력 높은 대형사와 중소형사 간 전반적인 실적 격차가 벌어질 것이라는 의견이 제시되었으나 21 년도까지는 오히려 대형사와 중소형사 간 ROE Gap 이 좁혀지는 모습이 나타났다. 이는 부동산 PF 로 IB 중심으로 중소형사 실적이 우려 대비 양호한 모습을 보인 점에 기인한다.

23 년부터 부동산 PF 손익
부진하며 대형사-중소형사 간
Gap 확대

다만 22 년부터 급격한 금리 상승 영향으로 부동산 PF 관련 손익이 큰 폭으로 부진한 모습을 보인 가운데 대형사의 경우 1) 해외주식 등 브로커리지 손익이 견조한 가운데 2) 인수금융, DCM 등 전통 IB 및 트레이딩을 중심으로 실적이 회복되는 모습이 나타났다. 3) 부동산 PF 등 대손비용도 23 년 중 대체로 마무리되었으며 24 년부터는 관련 부담이 축소되는 모습이 나타났다. 반면 상대적으로 후순위 사업장 비중이 높은 중소형사의 경우에도 iM 증권, BNK 투자증권, SK 증권 등을 중심으로 23 년에 이어 24 년에도 대규모 충당금 적립이 이어지며 실적 부진 추세가 이어졌다.

과거 NCR 제도 개편 이후 대형사의 자본여력이 확대된 만큼 다각화된 사업 영위가 가능해진 반면 중소형사의 경우 한정된 자본력에서 복을 부동산 PF 위주로 사용함에 따라 시장 둔화와 함께 전반적인 실적 타격과 ROE 부진이 확대되는 모습이 나타났다. 과거 부동산 PF 처럼 중소형사의 실적을 견인할 만한 사업 영역이 제한적인 상황임을 감안할 때 해당 기조는 한동안 지속될 전망이다.

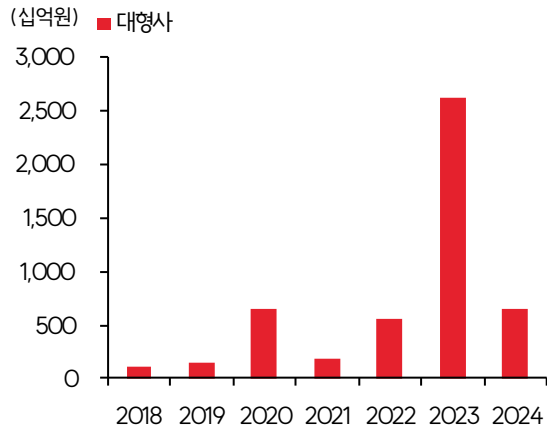
ROE - 대형사 vs 중소형사



자료: FISIS, SK 증권

주: 대형사는 24 년 말 기준 중투자 라이선스 보유한 10 개사 합산 기준(미래, 한국, NH, 삼성, KB, 하나, 신한, 메리츠, 키움, 대신). 중소형사는 그 외 자기자본 3 조 미만 증권사 중 유안타, 한화, 신영, 현대차, 교보, iM, 유진, IBK, DB, SK, 다올, LS, 부국, 유화, BNK, 한양, 케이프, 상상인, DS, 흥국 합산 기준. 신영증권의 경우 3 월 결산임을 감안하여 12 월까지 실적 기준 연율화하여 적용

대형사 - 대손비용 추이

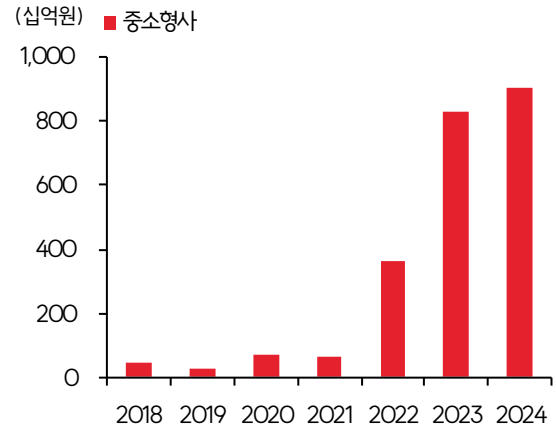


자료: 금융투자협회, SK 증권

주: 24년 말 종투사 10개사 합산 기준

주: 충당금 전입액, 대출채권 관련손실, 대손상각비에서 충당금 환입, 대출채권 관련 이익 등 차감하여 산출한 순 대손비용 기준

중소형사 - 대손비용 추이

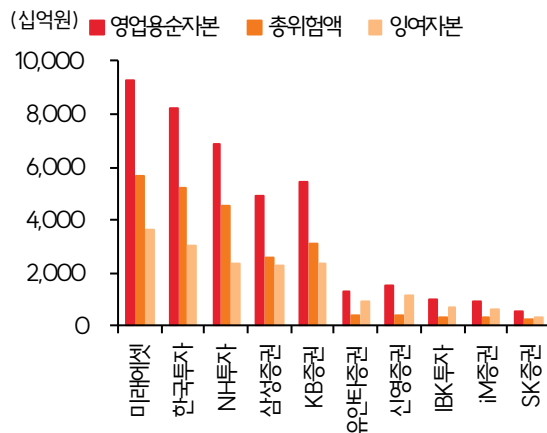


자료: 금융투자협회, SK 증권

주: 자기자본 3조 이하 증권사 중 DB, DS, IBK, SK, 교보, 한양, 한화, 현대차, 흥국, 다올, 대신, 부국, BNK, 상상인, iM, LS, 유안타, 유진 등 합산 기준

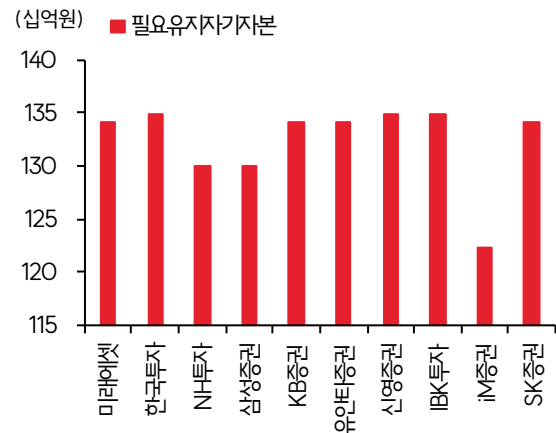
주: 충당금 전입액, 대출채권 관련손실, 대손상각비에서 충당금 환입, 대출채권 관련 이익 등 차감하여 산출한 순 대손비용 기준

연결 NCR 비율 - 영업용순자본 및 총 위험액 현황



자료: FISIS, SK 증권

연결 NCR 비율 - 필요유지 자기자본 현황



자료: FISIS, SK 증권

일부 긍정적 업황 예상되나
대형사에 국한될 전망

넥스트레이드 등에 기반한 거래대금 증가, 금리 하락 등 증권업종에 있어 긍정적인
업황이 예상되지만 높은 자본력을 바탕으로 1) 다각화된 사업 영위가 가능하고 2)
종합 금융 서비스 제공을 통해 고객을 끌어들이 수 있는 대형사에 국한될 전망이다.

중소형사: 니치마켓 공략이나
선택과 집중을 통한 경쟁력
제고없으면 도태될 것으로 예상

상대적으로 경쟁력이 부족한 중소기업의 경우 1) 2010년대 초반 저축은행 사태 등
부동산 시장 불확실성이 높아진 상황에서 적극적으로 부동산 금융을 공략했던 과거
메리츠증권과 같이 니치마켓을 적극적으로 찾아서 공략할 수 있는 역량을 보유하고
있거나 2) 토스 앱 이용 고객, UI/UX 측면의 강점, 적극적인 마케팅을 통한 고객 선
점 효과 등을 바탕으로 업계 상위권의 해외주식 브로커리지 점유율을 확보하고 있는
토스증권처럼 고유한 강점에 대한 선택과 집중을 통해 대형사와 경쟁할 수 있는 부
문을 확보할 수 있는 일부 회사를 제외하면 점진적으로 시장지위가 축소되며 도태되
는 흐름이 나타날 것으로 전망한다.

규제 완화 등 검토해볼 수 있으나
자체적인 경쟁력 확보 없이는
임시방편에 불과

규모나 영업 범위 등에 따라 자본규제를 차등하여 적용하는 등(골드만삭스, 모건스
탠리 등 대형 IB 그룹의 경우 바젤 자본규제 적용/로빈후드 등 중소형 Broker-
dealer 에 NCR 규제 적용) 완화 방안 등을 검토해볼 수는 있겠지만 본질적으로 중
소형사들의 자체적인 경쟁력 확보 노력 없이는 임시방편에 불과할 전망이다.

3. 브로커리지 부문의 강점이 모멘텀이 되는 구간

(1) 양호한 지수와 거래대금으로 기대감 제고

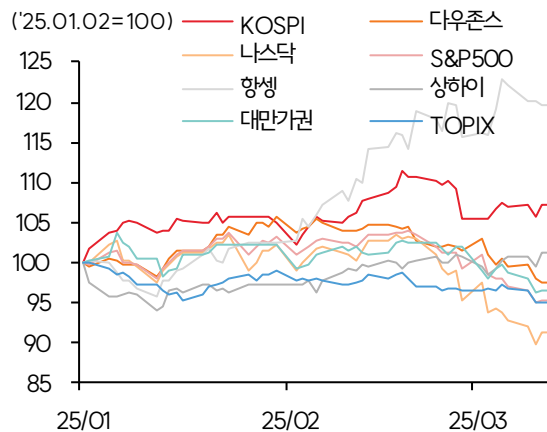
24년까지 부진했던 국내 증시
회복 추세. 거래대금도 반등

24년까지 국내 증시는 글로벌 대비 부진한 흐름을 보였으나 25년부터는 해외 주요 국가 대비 상대적으로 양호한 수익률을 기록하고 있는 상황이다. 이러한 영향으로 24년 하반기 중 다소 부진한 흐름을 보인 거래대금도 25년 들어 다시 반등 추세가 나타나고 있는 상황이다.

넥스트레이드 등 추가 거래대금
증가 등 감안했을 때 위탁매매
중심 경상이익 개선 기대

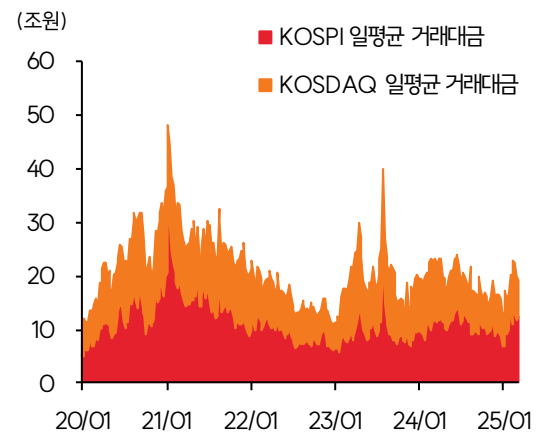
여기에 넥스트레이드 출범에 따라 개인투자자 중심으로 추가적인 거래대금 증가가 기대되는 점 등을 종합적으로 감안했을 때 커버리지 5사 모두 위탁매매 중심으로 견조한 경상이익 개선 추세를 기대할 수 있을 것으로 예상된다. 24년 하반기 중 가파르게 상승한 해외주식의 경우 최근 미국 증시 부진 등을 감안했을 때 일부 하락할 수 있겠으나 국내증시 중심으로 견조한 실적이 지속될 전망이다.

주요국가 지수 - 상대적으로 양호한 KOSPI 흐름



자료: FnGuide, SK 증권

거래대금 - 25년부터 다시 상승하는 모습



자료: FnGuide, SK 증권

(2) 상반기 브로커리지/IMA 그리고 하반기 주주환원 기반 접근 유효

거래대금: 개인투자자 비중 높고
브로커리지 점유율 높은 키움,
미래에셋 긍정적

IMA 등 신사업: 자기자본 8 조
요건 기달성한 미래에셋,
한국금융지주 기대감

배당/주주환원: 하반기부터
NH 투자증권, 삼성증권 매력
제고될 것으로 예상

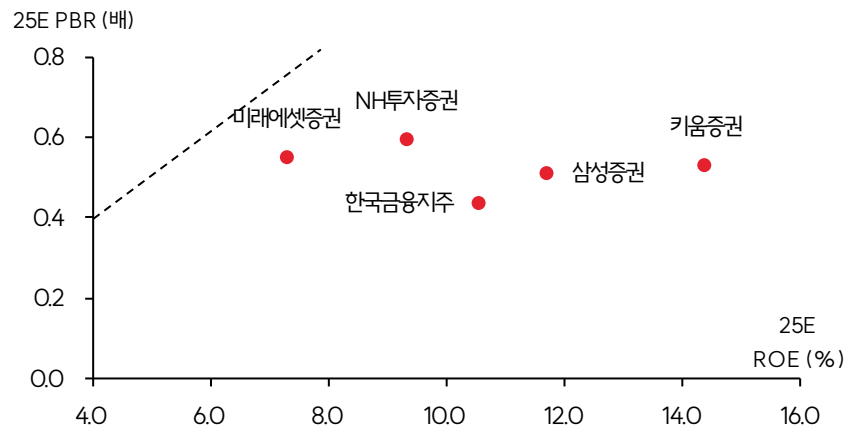
최근 넥스트레이드 등 거래대금 측면의 요인을 감안했을 때 1) 개인 투자자 비중이 높고 2) 브로커리지 부문에서 높은 점유율을 보유하고 있어 위탁매매 증가에 따른 수혜가 기대되는 키움증권, 미래에셋증권의 매력이 부각될 것으로 예상된다.

한편 금리 하락으로 채권운용손익 중심으로 트레이딩 손익이 개선되는 상황에서 3월 IMA 가이드라인 발표 추진 등 신사업을 바탕으로 추가적인 북 활용/레버리지 확대를 기대할 수 있다는 점에서는 이미 자기자본 8 조 요건을 달성하여 신사업 진출이 가능한 미래에셋증권, 한국금융지주의 수혜가 예상된다.

마지막으로 하반기에는 배당수익률/주주환원 중심의 접근이 유효하다고 판단하며 주주환원 측면의 매력이 상대적으로 높은 NH 투자증권, 삼성증권의 매력이 전반적으로 높아질 것으로 전망한다. 상대적으로 보수적인 경영 기조 감안했을 때 투자자산 관련 불확실성도 상대적으로 적을 것으로 예상된다.

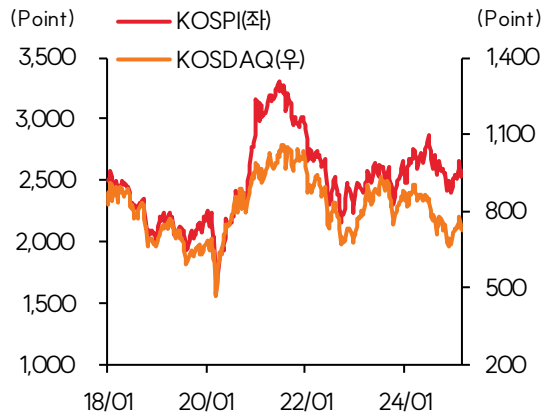
관심종목으로는 미래에셋증권, 키움증권을 제시한다. 두 회사 모두 1) 최근 거래대금 증가 추세 및 넥스트레이드 출범에 따른 기대감이 가장 크게 반영될 것으로 예상되는 가운데 2) 신규 사업 부문에 있어서도 각각 IMA 사업 인가, 초대형 IB 라이선스 취득을 통한 발행어음 사업 진출 등을 충분히 기대할 수 있는 여력이 확보된 만큼 보다 높은 기대감을 가지고 접근해볼 수 있다고 판단한다. 양사 중에서는 상대적으로 불확실성에 대한 우려가 적은 키움증권을 Top pick 으로 제시한다.

증권업종 - 25E Valuation Table



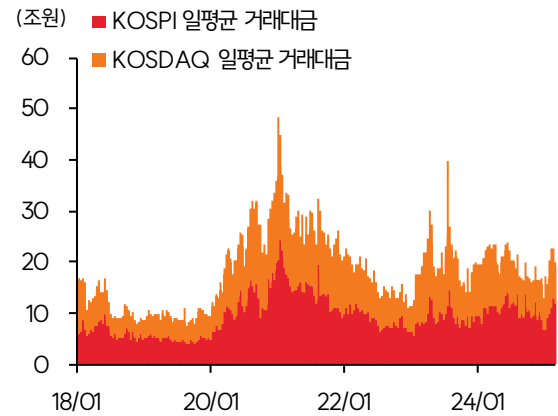
자료: SK 증권 추정

국내증시 - 지수 추이



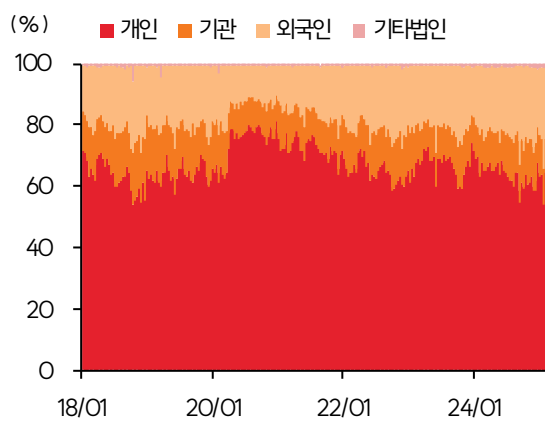
자료: FnGuide, SK 증권

국내증시 - 일평균 거래대금 추이



자료: FnGuide, SK 증권

국내증시 - 투자자 비중 추이



자료: FnGuide, SK 증권

국내증시 - 예탁금 및 신용융자 추이



자료: FnGuide, SK 증권

국고채 5년물 추이



자료: FnGuide, SK 증권

증권업종 – Valuation Table						
기업명		미래에셋증권	한국금융지주	NH투자증권	삼성증권	키움증권
Code		A006800	A071050	A005940	A013630	A039490
투자 의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
현재주가		9,550	74,600	14,730	45,500	120,700
목표주가		11,000	100,000	18,000	62,000	157,000
상승여력		15.2%	34.0%	22.2%	36.3%	30.1%
전체 자본	2024	12,231	9,728	8,119	7,324	5,632
	2025E	12,897	10,538	8,513	7,899	6,219
	2026F	13,635	11,407	8,954	8,485	6,817
	2027F	14,397	12,295	9,383	9,081	7,430
순영업수익	2024	2,834.68	2,634.96	2,011.97	2,239.78	1,845.94
	2025E	2,817.76	2,753.43	2,089.09	2,244.68	1,888.37
	2026F	3,031.18	2,851.96	2,166.60	2,298.88	1,930.57
	2027F	3,173.95	2,942.43	2,207.19	2,374.32	1,979.79
판매관리비	2024	1,675.7	1,435.5	1,110.9	1,034.0	747.7
	2025E	1,726.8	1,436.2	1,056.4	1,040.7	756.6
	2026F	1,800.3	1,472.5	1,084.7	1,081.2	784.0
	2027F	1,869.4	1,509.0	1,117.2	1,130.1	812.9
지배지분순이익	2024	889.5	1,033.0	686.7	899.0	835.0
	2025E	892.8	1,043.1	772.9	887.6	843.2
	2026F	993.6	1,102.6	807.8	898.0	853.5
	2027F	1,047.5	1,134.2	813.7	917.5	868.7
PER	2024	5.49	3.91	6.84	4.32	3.56
	2025E	6.54	4.03	6.39	4.58	3.41
	2026F	5.89	3.81	6.12	4.52	3.37
	2027F	5.57	3.70	6.07	4.43	3.31
PBR	2024	0.49	0.46	0.60	0.53	0.53
	2025E	0.55	0.44	0.60	0.51	0.53
	2026F	0.52	0.41	0.57	0.48	0.49
	2027F	0.50	0.38	0.54	0.45	0.45
ROE	2024	7.7	11.5	8.7	12.9	16.0
	2025E	7.3	10.5	9.3	11.7	14.4
	2026F	7.6	10.2	9.3	11.0	13.2
	2027F	7.6	9.8	8.9	10.4	12.3
배당성장률(%)	2024	16.5	22.5	48.0	34.8	24.6
	2025E	19.7	22.4	40.4	35.2	21.4
	2026F	20.7	22.3	40.8	35.8	21.2
	2027F	19.6	22.2	40.5	41.9	22.2
보통주 DPS	2024	250	3,980	950	3,500	7,500
	2025E	300	4,000	950	3,500	7,500
	2026F	350	4,200	950	3,600	7,500
	2027F	350	4,300	950	4,300	8,000
배당수익률(%)	2024	3.1	5.6	6.8	8.0	6.5
	2025E	3.1	5.4	6.4	7.7	6.2
	2026F	3.7	5.6	6.4	7.9	6.2
	2027F	3.7	5.8	6.4	9.5	6.6
총주주환원율(%)	2024	41.3	22.5	55.5	34.8	36.6
	2025E	46.2	22.4	46.8	35.2	34.5
	2026F	44.4	22.3	47.6	35.8	35.2
	2027F	42.2	22.2	47.2	41.9	36.0

자료: 각사, SK 증권 추정

Company Analysis

키움증권 (039490/KS)

브로커리지 그 잡채

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 157,000 원(유지)

현재주가: 120,700 원

상승여력: 30.1%

거래대금 증가에 따른 수혜는 가장 크게 나타날 전망

키움증권은 국내 브로커리지 시장 내 가장 높은 점유율을 보유하고 있으며 해외주식 부문에서도 최상위 수준의 경쟁력을 보유하고 있는 만큼 업종 내 거래대금과 가장 높은 연관성을 보유하고 있다고 판단한다. 따라서 1) 1Q25 중 국내 증시 거래대금이 다시 회복 추세를 보이고 있는 동시에 2) 해외주식 거래대금이 24 년 말에 비해 감소 추세가 나타나고 있으나 여전히 3Q24 에 비해 높은 수준이 이어지고 있는 점을 감안했을 때 브로커리지 측면의 우호적인 여황에 기반한 기대감이 가장 크게 반영될 것으로 전망한다. 최근 넥스트레이드 출범에 따라 개인투자자 중심으로 추가적인 거래대금 증가가 예상되는 상황에서 개인 투자자 비중이 높은 동사 중심으로 추가적인 이익 개선을 기대할 수 있을 것으로 예상되는 만큼 최근 증시 환경에서 가장 긍정적인 모습이 나타날 것으로 전망한다.

초대형 IB 신규인가 가능할 경우 신사업 통한 이익체력 제고 기대

최근 금융당국 중심으로 IMA 가이드라인 제시, 초대형 IB 신규 인가 등이 추진되고 있는 상황에서 동사가 메리츠, 하나증권 등과 함께 신규 인가를 기대할 수 있는 회사 중 하나라는 점도 긍정적이라고 판단한다. 발행어음을 통한 조달이 레버리지 비율 산정에서 제외되는 만큼 보다 추가적인 북 활용을 통한 이익체력 개선, 고객 확보 측면에서도 추가적인 상품 라인업 확대를 기대할 수 있는 만큼 전반적인 수익성 개선을 기대할 수 있을 것으로 예상된다.



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
3773-8610

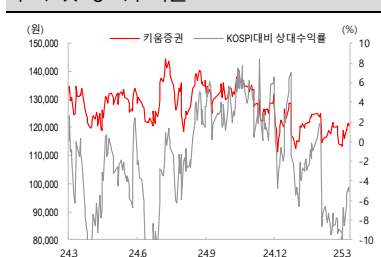
Company Data

발행주식수	2,448 만주
시가총액	3,081 십억원
주요주주	
다우기술(외6)	42.36%
국민연금공단	13.10%

Stock Data

주가(25/03/14)	120,700 원
KOSPI	2,566.36 pt
52주 최고가	144,600 원
52주 최저가	111,400 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



25E 지배순이익 8,432 억원(+1.0% YoY) 전망

키움증권의 25E 지배순이익은 8,432 억원(+1.0% YoY) 를 예상한다. 넥스트레이드 출범에 따라 개인투자자 중심으로 전반적인 거래대금 증가가 예상되나 시장 전체적으로 확대될 경우 이전 10 개 종목에서 나타났던 30% 수준에는 미치지 못할 것으로 예상되는 만큼 아직 관련 영향을 반영하지 않았으며 향후 관련 거래대금 추이 등을 종합적으로 고려하여 실적 추정치를 상향 조정할 계획이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
순영업수익	십억원	1,269	1,160	1,846	1,888	1,931	1,980
영업이익	십억원	656	565	1,098	1,132	1,147	1,167
순이익(지배주주)	십억원	507	436	835	843	854	869
EPS(계속사업)	원	19,322	16,748	32,613	35,406	35,826	36,447
PER	배	4.3	5.9	3.6	3.4	3.4	3.3
PBR	배	0.48	0.54	0.53	0.53	0.49	0.45
배당성향	%	17.6	20.2	24.6	21.4	21.2	22.2
ROE	%	11.5	9.4	16.0	14.4	13.2	12.3

키움증권 - 연결 기준 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	% QoQ	% YoY
순영업수익	504.7	492.1	445.7	403.4	479.0	471.7	18.7	-5.1
수수료손익	185.7	211.1	194.8	212.2	222.1	230.8	4.7	19.6
Brokerage	125.8	129.5	132.6	143.0	145.2	150.1	1.5	15.5
WM	29.2	29.4	26.8	29.8	33.8	34.1	13.2	15.6
IB	39.5	54.3	36.6	40.9	43.7	47.2	6.9	10.8
기타	-8.8	-2.1	-1.1	-1.7	-0.6	-0.6	적지	적지
이자손익	146.9	160.1	140.3	176.3	163.8	169.6	-7.0	11.5
트레이딩 및 기타	172.1	121.0	110.6	15.0	93.1	71.3	519.6	-45.9
판매관리비	167.0	179.8	177.7	223.2	173.2	178.4	-22.4	3.7
영업이익	337.7	312.3	268.0	180.2	305.8	293.3	69.7	-9.4
세전이익	337.9	306.2	273.6	174.7	305.8	290.5	75.1	-9.5
당기순이익	244.8	232.1	211.6	146.3	229.4	217.9	56.8	-6.3
지배지분순이익	245.5	231.7	211.7	146.1	229.1	217.7	56.8	-6.7
자산	52,291	51,596	57,155	55,688	57,221	57,729	2.8	9.4
부채	47,233	46,302	51,671	50,057	51,566	51,856	3.0	9.2
자본	5,057	5,294	5,484	5,632	5,655	5,873	0.4	11.8
ROE(%)	19.8	18.1	15.8	10.6	16.4	15.2	5.8	-3.4

자료: 키움증권, SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2024	2025E	2026E	2027E
순영업수익	수정 후	1,846	1,888	1,931	1,980
	수정 전		1,847	1,902	1,950
	증감률(%)		2.2	1.5	1.5
영업이익	수정 후	1,098	1,132	1,147	1,167
	수정 전		1,096	1,125	1,145
	증감률(%)		3.3	1.9	1.9
세전이익	수정 후	1,092	1,125	1,139	1,159
	수정 전		1,090	1,118	1,138
	증감률(%)		3.3	1.9	1.9
지배지분 순이익	수정 후	835	843	854	869
	수정 전		817	837	852
	증감률(%)		3.2	2.0	2.0

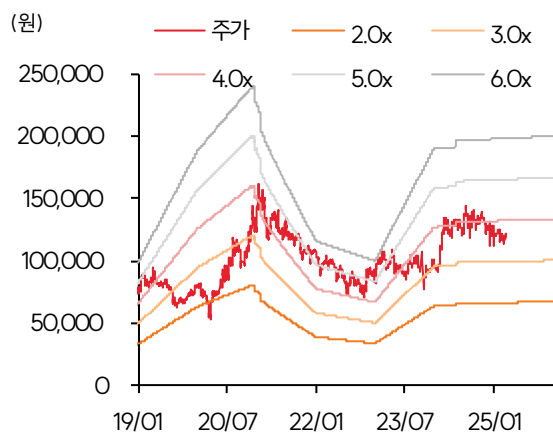
자료: 키움증권, SK 증권 추정

키움증권 - 별도 기준 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	% QoQ	% YoY
순영업수익	431.2	405.7	397.9	369.8	419.4	405.6	13.4	-2.7
수수료손익	181.2	189.3	188.2	194.7	201.3	210.1	3.4	11.1
Brokerage	125.3	128.8	131.9	142.5	144.6	149.5	1.5	15.5
WM	10.4	9.0	7.3	6.6	7.4	7.5	13.2	-28.5
IB	52.8	51.8	48.3	46.2	49.4	53.3	6.9	-6.5
기타	-7.3	-0.3	0.7	-0.6	-0.2	-0.2	적지	적지
이자손익	93.2	104.0	85.3	114.8	108.2	105.7	-5.7	16.1
트레이딩 및 기타	156.8	112.4	124.4	60.4	110.0	89.8	82.1	-29.9
판매관리비	130.3	140.5	138.8	170.2	142.2	141.9	-16.4	9.1
영업이익	300.9	265.2	259.0	199.6	277.2	263.6	38.9	-7.9
세전이익	329.7	274.0	276.3	210.3	291.2	276.0	38.5	-11.7
당기순이익	245.8	206.7	209.0	153.5	218.4	207.0	42.2	-11.2
자산	42,772	42,207	47,238	45,678	46,915	47,364	2.7	9.7
부채	38,347	37,572	42,415	40,706	41,930	42,173	3.0	9.3
자본	4,424	4,635	4,822	4,972	4,984	5,191	0.3	12.7
ROE(%)	22.6	18.3	17.7	12.5	17.5	16.3	5.0	-5.1

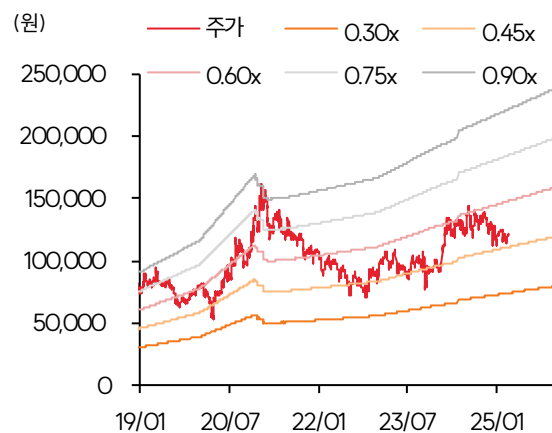
자료: 키움증권, SK 증권 추정

PER 밴드 차트



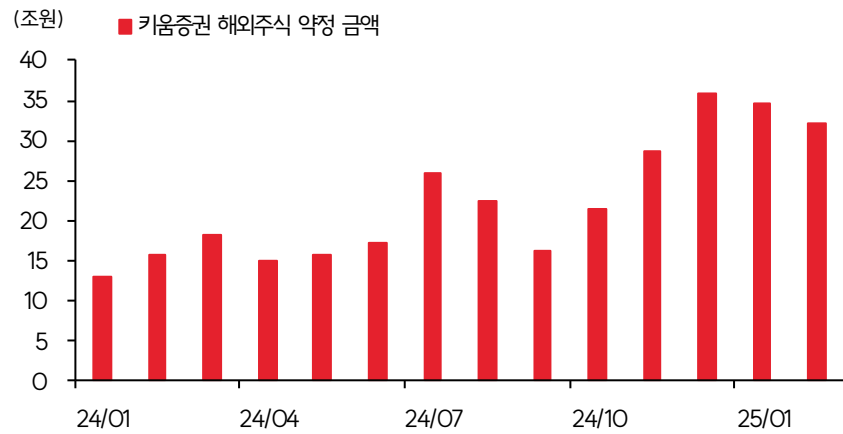
자료: FnGuide, SK 증권 추정

PBR 밴드 차트



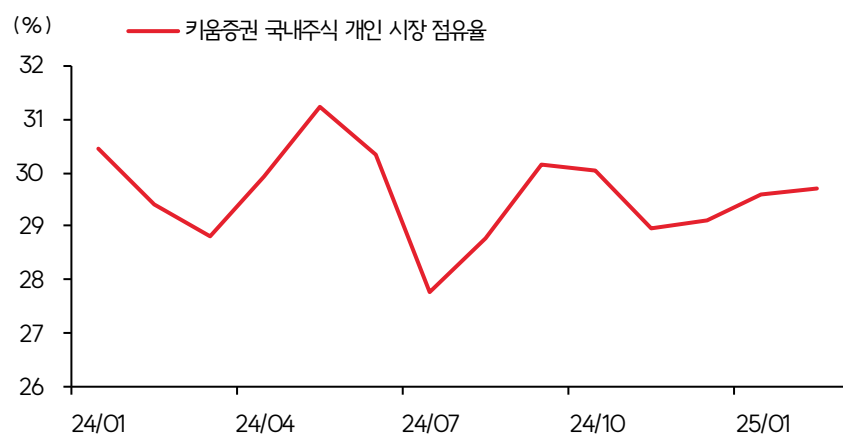
자료: FnGuide, SK 증권 추정

키움증권 - 해외주식 약정 금액



자료: 키움증권, SK 증권

키움증권 - 국내주식 개인 시장 점유율



자료: 키움증권, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
현금 및 현금성자산	6,593	7,780	9,014	9,401	9,819
FVPL 금융자산	29,327	29,929	31,098	32,018	32,948
FVOCI 금융자산	447	517	609	609	609
AC 금융자산	10,704	11,855	12,336	12,836	13,357
중속/관계기업투자지분	829	869	869	869	869
기타자산	4,146	4,739	4,739	4,739	4,739
자산총계	52,046	55,688	58,664	60,473	62,341
투자자예탁금	15,531	15,144	16,433	16,502	16,570
발행어음	0	0	0	0	0
매도파생결합증권	6,372	5,003	5,104	5,207	5,312
차입금/사채	20,026	25,009	26,025	27,081	28,181
기타부채	5,214	4,900	4,883	4,865	4,848
부채총계	47,142	50,057	52,445	53,655	54,911
지배주주지분	4,861	5,588	6,175	6,773	7,386
자본금	145	145	145	145	145
자본잉여금	1,039	1,039	1,039	1,039	1,039
이익잉여금	1,342	1,342	1,342	1,342	1,342
기타지분	2,334	3,061	3,649	4,247	4,860
비지배주주지분	43	44	44	44	44
자본총계	4,904	5,632	6,219	6,817	7,430

증권 별도 재무제표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
순영업수익	920	1,605	1,613	1,649	1,690
수수료손익	591	753	852	875	898
Brokerage	469	528	593	608	622
WM	55	33	30	31	33
IB	89	199	230	237	244
기타	-22	-7	-1	-1	-1
이자손익	457	397	435	453	471
트레이딩 및 기타	-128	454	326	321	321
판매관리비	448	580	591	598	604
판매비율(%)	48.7	36.1	36.7	36.2	35.8
영업이익	472	1,025	1,021	1,051	1,086
영업외손익	-21	66	52	51	51
세전이익	451	1,090	1,073	1,103	1,137
법인세	113	275	268	276	284
법인세율(%)	25.0	25.2	25.0	25.0	25.0
당기순이익	338	815	805	827	853
연결당기순이익 대비 비중(%)	76.8	97.6	95.4	96.8	98.1
자산총계	43,353	45,678	48,235	49,865	51,560
연결 자산총계 대비 비중(%)	83.3	82.0	82.2	82.5	82.7
부채총계	39,081	40,706	42,663	43,673	44,720
연결 부채총계 대비 비중(%)	82.9	81.3	81.3	81.4	81.4
자본총계	4,273	4,972	5,571	6,193	6,840
연결 자본총계 대비 비중(%)	87.1	88.3	89.6	90.8	92.1
별도 ROE(%)	8.1	17.6	15.3	14.1	13.1
별도 ROA(%)	0.8	1.8	1.7	1.7	1.7

자료: 키움증권, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
순영업수익	1,160	1,846	1,888	1,931	1,980
수수료손익	650	804	933	960	987
Brokerage	470	531	595	610	624
WM	128	115	137	143	149
IB	78	171	204	210	216
기타	-27	-14	-2	-2	-2
이자손익	645	623	684	704	727
트레이딩 및 기타	-135	419	271	266	266
판매관리비	595	748	757	784	813
판매비율(%)	51.3	40.5	40.1	40.6	41.1
영업이익	565	1,098	1,132	1,147	1,167
영업외손익	20	-6	-6	-7	-7
세전이익	585	1,092	1,125	1,139	1,159
법인세	144	257	281	285	290
법인세율(%)	24.7	23.6	25.0	25.0	25.0
당기순이익	441	835	844	854	870
지배주주순이익	436	835	843	854	869
비지배주주순이익	4	-0	1	1	1

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성(%)					
자산	8.3	7.0	5.3	3.1	3.1
자본(지배주주지분)	6.7	15.0	10.5	9.7	9.1
순영업수익	-8.6	59.2	2.3	2.2	2.5
지배순이익	-14.0	91.4	1.0	1.2	1.8
EPS	-13.3	94.7	8.6	1.2	1.7
BPS	6.7	18.1	3.4	9.7	9.1
DPS	0.0	150.0	0.0	0.0	6.7
수익성(%)					
ROE	9.4	16.0	14.4	13.2	12.3
ROA	0.9	1.5	1.5	1.4	1.4
밸류에이션(배)					
PER	5.9	3.6	3.4	3.4	3.3
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
주당지표(원)					
EPS	16,748	32,613	35,406	35,826	36,447
BPS	185,334	218,898	226,245	248,149	270,610
보통주 DPS	3,000	7,500	7,500	7,500	8,000
주주환원(%)					
전체 배당성향	20.2	24.6	21.4	21.2	22.2
총주주환원율	20.2	36.6	34.5	35.2	36.0
보통주 배당수익률	3.0	6.5	6.2	6.2	6.6
자본적정성(%)					
구 NCR	212.7	194.0	197.9	200.4	201.8
신 NCR	1,272.3	1,301.6	1,467.8	1,629.4	1,788.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격	괴리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비

2024.09.24 매수 157,000원 6개월



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 03월 17일 기준)

매수	97.53%	중립	2.47%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

미래에셋증권 (006800/KS)

양호한 방향성에 축소되는 불확실성

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 11,000 원(유지)

현재주가: 9,550 원

상승여력: 15.2%



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
3773-8610

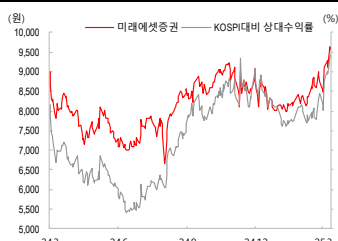
Company Data

발행주식수	57,032 만주
시가총액	5,447 십억원
주요주주	
미래에셋캐피탈(외17)	31.31%
자사주	24.97%

Stock Data

주가(25/03/14)	9,550 원
KOSPI	2,566.36 pt
52주 최고가	9,630 원
52주 최저가	6,660 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



주요 사업부문의 긍정적인 방향성

최근 증권업종에서 성장성/수익성 측면에서 매력이 부각되고 있는 주요 사업부문인 해외주식/퇴직연금 등 사업부문에서 동사가 보유한 높은 경쟁력이 부각되고 있다. 4Q24 기준 전체 증권업종 퇴직연금 적립금 기준 동사의 점유율은 28%(DB/DC/IRP 합산 기준)로 가장 높은 수준을 기록하고 있다. 전체적인 시장이 빠르게 성장하고 있는 만큼 적립금에 기반한 관련 수수료 손익 개선에 따른 경상실적 개선을 기대한다. 해외주식 부문에서도 전반적으로 높은 시장 점유율을 확보하고 있는 가운데 해외 법인을 활용하여 인터브로커 비용 등을 절감할 수 있다는 점에서 상대적으로 높은 마진이 기대된다. 해외주식 잔고는 4Q24 40.8 조원에서 1월 39.6 조원, 2월 35.7 조원으로 최근 미국 장 부진과 함께 다소 위축된 모습을 보이고 있으나 여전히 3Q24 31.4 조원 대비 높은 수준이 이어지고 있는 만큼 견조한 이익이 지속될 것으로 예상한다. 최근 넥스트레이드 출범에 따라 개인투자자 중심으로 거래대금의 추가적인 확대가 예상되는 상황에서 상대적으로 높은 개인 투자자 비중을 보유한 동사의 수혜가 상대적으로 높게 나타날 것으로 전망한다.

해외 부동산 관련 불확실성도 점진적으로 개선될 전망

동사의 24년 말 해외 부동산 익스포저는 약 1.4조원 규모에 달하며 여전히 미국 등 상업용 부동산 시장이 부진한 모습을 보이고 있는 만큼 관련 불확실성에 대한 고려는 필요할 전망이다. 다만 24년까지 보수적으로 손상차손을 인식하며 비용처리를 해왔던 만큼 전반적인 부담 수준은 이전보다 낮아질 것으로 예상하며 인도 쉐어칸 인수 등 경상적인 이익체력 개선 여지를 감안할 때 불확실성은 점진적으로 완화될 전망이다.

25E 지배순이익 8,928억원(+0.4% YoY) 전망

미래에셋증권의 25E 지배순이익은 8,928억원(+0.4% YoY)을 예상한다. 넥스트레이드 출범에 따른 거래대금 증가 수혜가 예상되나 시장 전체적으로 확대될 경우 이전 10개 종목에서 나타났던 30% 수준에는 미치지 못할 것으로 예상되는 만큼 관련 영향을 반영하지 않았으며 실제 데이터 등을 고려하여 실적 추정치를 조정할 계획이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
순영업수익	십억원	2,176	1,887	2,835	2,818	3,031	3,174
영업이익	십억원	836	521	1,159	1,091	1,231	1,305
순이익(지배주주)	십억원	639	327	889	893	994	1,048
EPS(계속사업)	원	1,024	522	1,464	1,461	1,622	1,715
PER	배	5.9	14.6	5.5	6.5	5.9	5.6
PBR	배	0.46	0.52	0.49	0.55	0.52	0.50
배당성향	%	19.3	27.4	16.5	19.7	20.7	19.6
ROE	%	6.4	3.2	7.7	7.3	7.6	7.6

미래에셋증권 - 연결 기준 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	% QoQ	% YoY
순영업수익	677.5	699.3	764.4	693.4	688.9	734.3	-0.7	1.7
수수료손익	256.8	247.9	271.9	265.7	273.7	292.0	3.0	6.6
Brokerage	184.5	175.2	182.9	178.2	184.0	184.8	3.3	-0.2
WM	54.9	61.6	60.2	59.6	64.1	64.8	7.6	16.8
IB	22.5	19.2	29.9	23.3	20.6	37.3	-11.7	-8.7
기타	-5.1	-8.0	-1.1	4.6	5.0	5.1	7.8	흑전
이자손익	101.9	113.6	78.5	90.7	105.3	111.4	16.1	3.4
트레이딩 및 기타	318.9	337.8	414.0	337.0	309.9	330.9	-8.1	-2.8
판매관리비	407.1	426.0	393.6	449.0	403.8	440.4	-10.1	-0.8
영업이익	270.5	273.3	370.8	244.4	285.1	293.9	16.6	5.4
세전이익	232.3	276.7	356.8	318.7	320.3	321.9	0.5	37.9
당기순이익	170.5	201.2	290.1	231.9	237.0	238.2	2.2	39.0
지배지분순이익	164.7	198.7	291.2	234.9	235.2	236.5	0.2	42.8
자산	136,542	139,859	135,390	137,192	138,437	139,052	0.9	1.4
부채	125,248	128,333	123,932	124,961	126,117	126,576	0.9	0.7
자본	11,293	11,526	11,458	12,231	12,320	12,476	0.7	9.1
ROE(%)	6.1	7.2	10.2	7.9	7.8	7.8	-0.1	1.7

자료: 미래에셋증권, SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2024	2025E	2026E	2027E
순영업수익	수정 후	2,835	2,818	3,031	3,174
	수정 전		2,807	3,014	3,156
	증감률(%)		0.4	0.6	0.6
영업이익	수정 후	1,159	1,091	1,231	1,305
	수정 전		1,095	1,230	1,304
	증감률(%)		-0.4	0.1	0.1
세전이익	수정 후	1,184	1,216	1,353	1,426
	수정 전		1,220	1,352	1,425
	증감률(%)		-0.4	0.1	0.1
지배지분 순이익	수정 후	889	893	994	1,048
	수정 전		896	993	1,047
	증감률(%)		-0.4	0.1	0.1

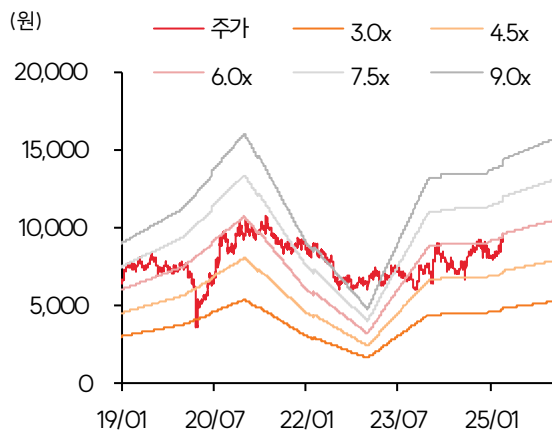
자료: 미래에셋증권, SK 증권 추정

미래에셋증권 - 별도 기준 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	% QoQ	% YoY
순영업수익	545.6	555.3	572.8	397.0	526.1	563.7	32.5	-3.6
수수료손익	242.7	240.6	248.7	239.4	265.9	283.6	11.1	9.6
Brokerage	161.7	153.0	155.6	164.1	169.5	170.2	3.3	4.8
WM	60.9	67.8	67.1	66.6	71.6	72.3	7.6	17.6
IB	23.6	19.9	31.1	22.4	19.8	35.9	-11.7	-16.2
기타	-3.6	0.0	-5.1	-13.7	5.0	5.1	흑전	흑전
이자손익	60.2	68.1	49.0	55.6	52.5	56.8	-5.6	-12.8
트레이딩 및 기타	242.7	246.5	275.1	102.0	207.7	223.3	103.6	-14.4
판매관리비	296.5	290.1	283.2	306.9	297.1	306.3	-3.2	0.2
영업이익	249.0	265.2	289.6	90.1	229.0	257.3	154.1	-8.0
세전이익	220.4	245.0	332.6	99.8	255.4	275.3	155.9	15.9
당기순이익	164.5	179.9	265.1	67.4	189.0	203.7	180.4	14.9
자산	89,764	88,866	92,131	95,177	96,219	96,653	1.1	7.2
부채	80,371	79,335	82,340	85,287	86,287	86,597	1.2	7.4
자본	9,393	9,530	9,791	9,890	9,933	10,056	0.4	5.7
ROE(%)	7.0	7.6	11.0	2.7	7.6	8.2	4.9	0.6

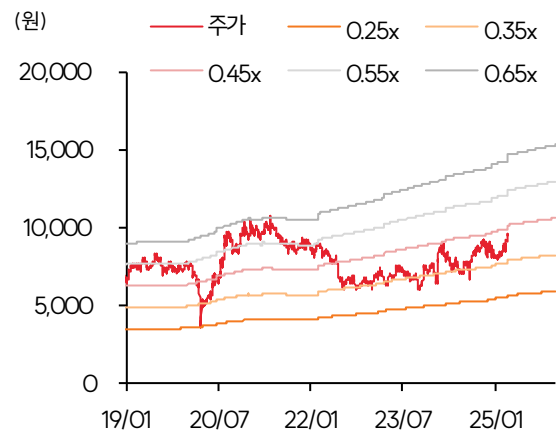
자료: 미래에셋증권, SK 증권 추정

PER 밴드 차트



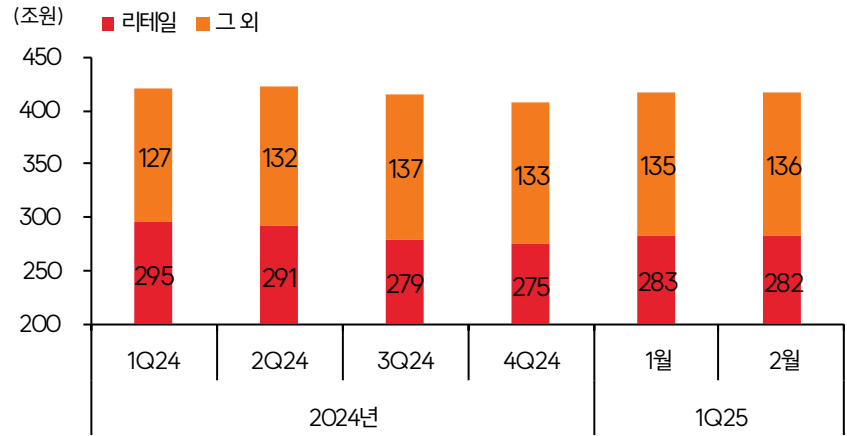
자료: FnGuide, SK 증권 추정

PBR 밴드 차트



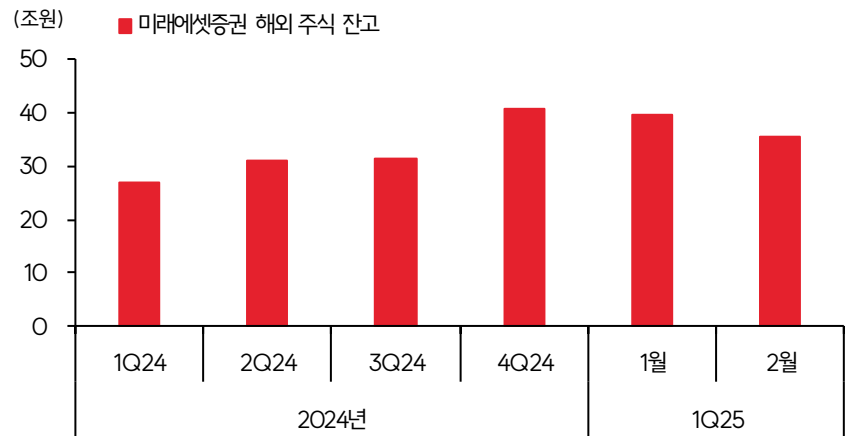
자료: FnGuide, SK 증권 추정

미래에셋증권 - 고객 예탁자산 추이



자료: 미래에셋증권, SK 증권

미래에셋증권 - 해외주식 잔고 추이



자료: 미래에셋증권, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
현금 및 현금성자산	8,194	10,518	9,860	8,478	7,021
FVPL 금융자산	44,783	55,246	57,149	59,117	61,153
FVOCI 금융자산	16,088	17,578	17,968	18,367	18,775
AC 금융자산	51,175	46,077	47,650	49,282	50,977
중속/관계기업투자지분	2,022	1,614	1,614	1,614	1,614
기타자산	5,916	6,158	6,158	6,158	6,158
자산총계	128,177	137,192	140,398	143,016	145,697
투자자예탁금	10,926	12,222	12,974	13,026	13,078
발행어음	6,449	7,473	7,624	7,778	7,934
매도파생결합증권	9,424	6,559	6,691	6,826	6,963
차입금/사채	68,422	77,390	78,981	80,604	82,262
기타부채	21,717	21,317	21,232	21,147	21,062
부채총계	116,938	124,961	127,501	129,380	131,300
지배주주지분	11,081	12,067	12,734	13,471	14,234
자본금	4,102	4,102	4,102	4,102	4,102
자본잉여금	2,158	2,157	2,157	2,157	2,157
이익잉여금	2,250	2,250	2,250	2,250	2,250
기타지분	2,571	3,558	4,225	4,962	5,724
비지배주주지분	158	164	164	164	164
자본총계	11,239	12,231	12,897	13,635	14,397

증권 별도 재무제표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
순영업수익	1,478	2,071	2,174	2,280	2,355
수수료손익	845	971	1,135	1,164	1,195
Brokerage	482	634	682	690	699
WM	227	262	291	303	315
IB	110	97	142	149	156
기타	25	-22	21	22	24
이자손익	212	233	243	313	324
트레이딩 및 기타	421	866	795	803	836
판매관리비	971	1,177	1,248	1,298	1,345
판매비율(%)	65.7	56.8	57.4	56.9	57.1
영업이익	507	894	925	983	1,009
영업외손익	-274	4	87	83	83
세전이익	233	898	1,012	1,066	1,092
법인세	-5	221	263	277	284
법인세율(%)	-2.2	24.6	26.0	26.0	26.0
당기순이익	238	677	749	789	808
연결당기순이익 대비 비중(%)	70.4	75.7	83.2	78.8	76.6
자산총계	85,965	95,177	97,635	99,441	101,266
연결 자산총계 대비 비중(%)	67.1	69.4	69.5	69.5	69.5
부채총계	76,496	85,287	87,223	88,495	89,797
연결 부채총계 대비 비중(%)	65.4	68.3	68.4	68.4	68.4
자본총계	9,468	9,890	10,412	10,945	11,469
연결 자본총계 대비 비중(%)	84.2	80.9	80.7	80.3	79.7
별도 ROE(%)	2.6	7.0	7.4	7.4	7.2
별도 ROA(%)	0.3	0.7	0.8	0.8	0.8

자료: 미래에셋증권, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
순영업수익	1,887	2,835	2,818	3,031	3,174
수수료손익	900	1,042	1,168	1,238	1,309
Brokerage	557	721	740	790	840
WM	211	236	260	271	282
IB	108	95	147	155	163
기타	24	-10	21	22	24
이자손익	365	385	445	480	513
트레이딩 및 기타	623	1,408	1,204	1,313	1,352
판매관리비	1,366	1,676	1,727	1,800	1,869
판매비율(%)	72.4	59.1	61.3	59.4	58.9
영업이익	521	1,159	1,091	1,231	1,305
영업외손익	-142	26	125	122	122
세전이익	379	1,184	1,216	1,353	1,426
법인세	41	291	316	352	371
법인세율(%)	10.9	24.6	26.0	26.0	26.0
당기순이익	338	894	900	1,001	1,055
지배주주순이익	327	889	893	994	1,048
비지배주주순이익	11	4	7	7	8

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성(%)					
자산	20.7	7.0	2.3	1.9	1.9
자본(지배주주지분)	8.2	8.9	5.5	5.8	5.7
순영업수익	-13.3	50.2	-0.6	7.6	4.7
지배순이익	-48.9	172.0	0.4	11.3	5.4
EPS	-49.1	180.7	-0.2	11.0	5.7
BPS	9.7	11.8	5.5	5.8	5.7
DPS	-25.0	66.7	20.0	16.7	0.0
수익성(%)					
ROE	3.2	7.7	7.3	7.6	7.6
ROA	0.3	0.7	0.6	0.7	0.7
밸류에이션(배)					
PER	14.6	5.5	6.5	5.9	5.6
PBR	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
주당지표(원)					
EPS	522	1,464	1,461	1,622	1,715
BPS	14,592	16,321	17,222	18,219	19,250
보통주 DPS	150	250	300	350	350
주주환원(%)					
전체 배당성향	27.4	16.5	19.7	20.7	19.6
총주주환원율	52.6	41.3	46.2	44.4	42.2
보통주 배당수익률	2.0	3.1	3.1	3.7	3.7
자본적정성(%)					
구 NCR	151.1	164.8	167.0	169.6	172.1
신 NCR	2,142.4	2,826.8	3,041.3	3,290.6	3,546.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.02.10	매수	11,000원	6개월		
2024.09.24	매수	10,000원	6개월	-14.46%	-7.70%



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 03월 17일 기준)

매수	97.53%	중립	2.47%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------