

2026-03-03



금융
**세상 모든 돈들이
증권으로 오너라**

금융. 장영임



증권

세상 모든 돈들이 증권으로 오나라

증권. 장영임 / yijang123@sks.co.kr / 02-3773-8424

Signal: KOSPI 6,000pt 돌파, 일평균 거래대금 60 조원 시대**Key:** BK 와 WM, 북 비즈니스까지 증권의 구조적 성장이 가능하다**Step:** 2007 년과 유사한 국면으로 P/B 2 배까지 리레이팅 가능

KOSPI 6,000pt 시대와 더불어
돌아온 증권주의 시간

기존 은행 중심의 금융시장
패러다임이 전환되는 초입
= 증권업 구조적 성장 가능하다

핵심은 '머니무브'
→ 밸류에이션 리레이팅 할 때

2007 년에도 '머니무브' 나타나고
P/B 2.6 배까지 리레이팅 되었다
= 지금도 업황이 유사하다

브로커리지 민감도 높고
북 비즈니스 경쟁력 있으며
상대적으로 밸류에이션 매력도 높은
종목 위주로 접근

증권업종에 대해 투자 의견 OVERWEIGHT 제시

증권업종에 대해 비중 확대(OVERWEIGHT) 의견 제시하며 커버리지를 개시한다.
KOSPI 지수가 6,000pt 를 돌파하며 엄청난 상승장을 시현하고 있고, 현재 일평균 거래대금도 60 조원을 넘어선 상황이다. 그만큼 증권주 주가도 가파르게 상승하였는데, 증권업에 대한 밸류에이션 리레이팅이 본격적으로 가능한 국면에 진입했다고 판단한다.

증권업은 더 이상 구조적 성장이 불가능하다는 편견을 버려라

증권업은 2010 년대부터 더 이상 구조적 성장이 어렵고 이익 변동성이 심한 산업이라는 점에서 ROE 수준과 관계없이 저평가가 고착화되어왔다. 하지만, 올해 이러한 패러다임이 바뀌고 있고 바뀔 수밖에 없는 구조적인 변화가 일어나고 있다.

핵심은 '머니무브' → 밸류에이션 리레이팅 가능

증권으로의 머니무브가 구조적으로 본격화되고 있다. 주식시장으로, ETF 로, IMA 로 자금이 이동하고 있으며, 퇴직연금 안에서도 은행에서 증권으로의 머니무브가 가속화되고 있다. 이로써 기존 한국의 은행 중심 금융시장의 패러다임이 증권으로 이동하는 초입에 들어섰다고 판단한다. 이에 대한 밸류에이션 리레이팅을 해야 할 때이다.

과거 2007 년에도 증시 호조, 펀드 열풍, CMA 보급으로 은행에서 증권으로 머니무브가 이루어지며 증권이 은행의 경쟁자로 부상하였다. 이 때, 증권업종의 P/B 밸류에이션은 2.6 배까지 가파르게 상승하였다. 그때와 국면이 유사하다고 판단한다.

- 1) KOSPI 지수 상승과 거래대금의 증가가 동행하며 폭발적으로 일어나고 있으며,
- 2) ETF 시장이 2007 년 적립식 펀드 열풍과 비견될 정도로 급성장하고 있고,
- 3) 퇴직연금 시장에서 증권으로의 머니무브가 두드러지는 것과 더불어,
- 4) 원금보장이 되는 실적 배당형 상품인 IMA 까지 올해 본격적으로 도입되면서, 은행의 예금 수요와 자산운용사의 펀드 수요를 흡수할 수 있는 새로운 시장이 열렸다.

Top Picks: 한국금융지주, 키움증권 / 관심종목: 삼성증권 제시

1) 증시 호황에 따라 브로커리지 민감도가 높아야 하고, 2) 구조적인 성장 기반이 될 수 있는 북 비즈니스 사업에서의 경쟁력이 있으면서, 3) 밸류에이션 매력도 있어야 할 것이 세 가지를 모두 고려하였을 때, 최선호주로 한국금융지주와 키움증권을 제시한다. 관심종목으로는 삼성증권을 제시하며, 삼성증권의 발행어음 사업이 확정된다면 증권업 내에서 상대적인 매력도가 올라갈 것으로 예상한다.

CONTENT

01	Key Charts	3
02	증권주 밸류에이션 추이 – 증권주 더 갈 수 있을까?	6
03	Again 2007 년? 밸류에이션 리레이팅의 근거	12
04	브로커리지가 강하게 끌고 간다	39
05	북 비즈니스 사업 확장에 따른 밸류에이션 리레이팅 전망	50
06	투자전략 및 결론	61
07	기업분석	66
	한국금융지주(071050)	
	키움증권(039490)	
	삼성증권(016360)	
	NH 투자증권(005940)	
	미래에셋증권(006800)	

COMPLIANCE NOTICE

작성자는 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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026 년 3 월 3 일 기준)

매수

93.90%

중립

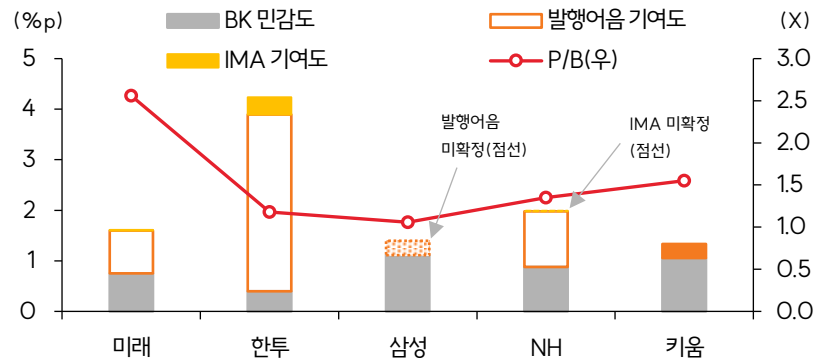
6.10%

매도

0.00%

1. Key Charts

유니버스 증권 BK 민감도 및 IMA/발행어음 기여도 비교



자료: SK 증권

주: 기존 영위하고 있던 사업은 공백(미래, 한투, NH 발행어음), 아직 미확정인 사업은 점선 테두리(삼성 발행어음, NH IMA)

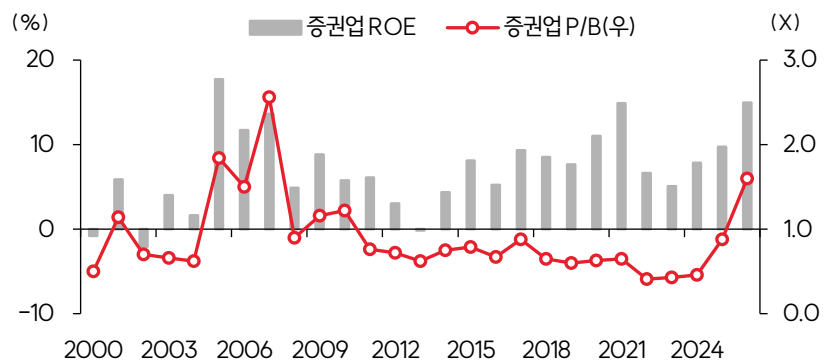
유니버스 증권 발행어음 및 IMA 2026F 조달규모 및 마진율



자료: SK 증권 추정

주: 삼성증권은 발행어음, NH 투자증권은 IMA 진출 가정(미확정 상태)

증권업 ROE 및 P/B 추이



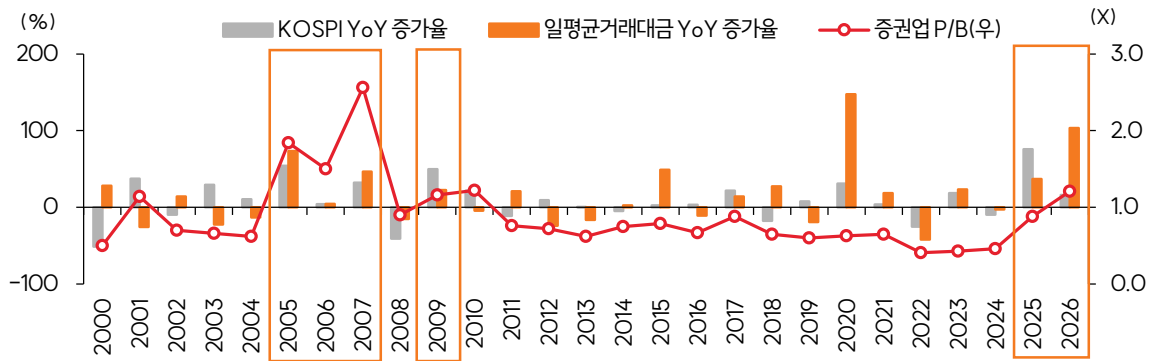
자료: Quantwise, SK 증권

2005년~2007년 vs 현재 증권업황 비교

	2005년~2007년	2024년~2026년
KOSPI 지수 상승률	+111.8%	+137.5%
거래대금 증가율	2004년 대비 +165.1% '04 2.9조원 → '07 7.5조원	2024년 대비 +235.8% '24 19.1조원 → '26 현재 기준 64.2조원
유니버스 증권 ROE 평균	17.5%	14.5%
신규 비즈니스 기대감	펀드 판매 호조, CMA 보급	ETF 활황, IMA 및 발행어음 신규 인가
증권업 관련 정책 기대감	2007년 자본시장통합법 통과	2025년 증권업 기업금융 경쟁력 제고방안

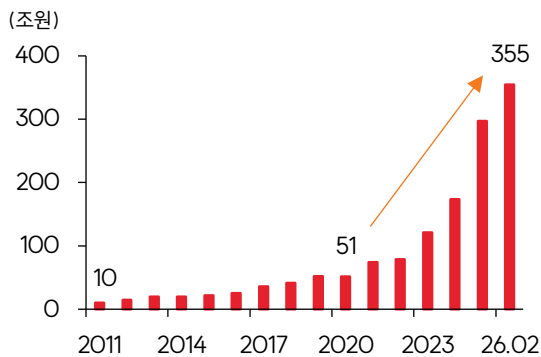
자료: SK 증권

KOSPI 지수 및 일평균 거래대금 YoY 증가율



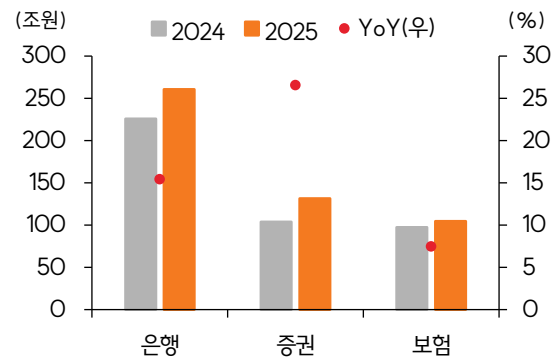
자료: Quantwise, SK 증권

ETF 순자산총액 추이



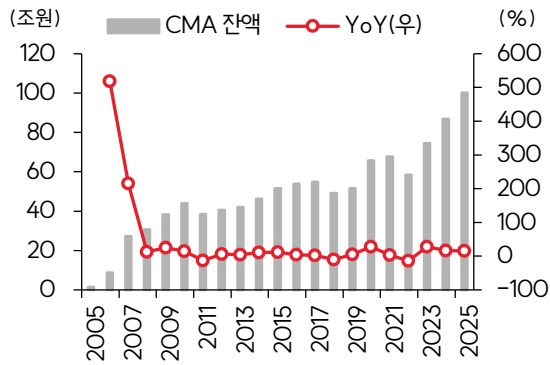
자료: 금융투자협회, SK 증권

업권별 퇴직연금 적립금 추이



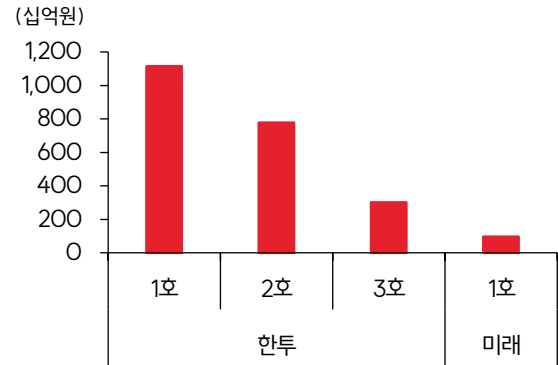
자료: 금융감독원, SK 증권

증권사 CMA 잔액 시계열 추이



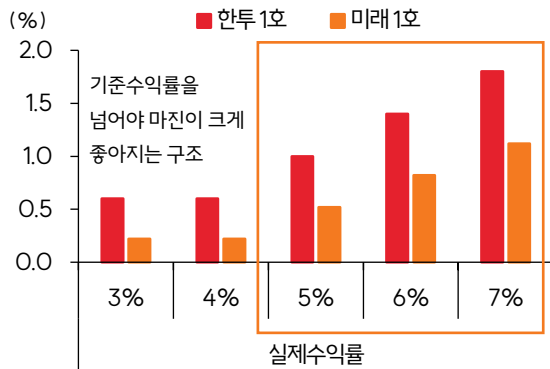
자료: 금융투자협회, SK 증권

IMA 회사별 조달 금액



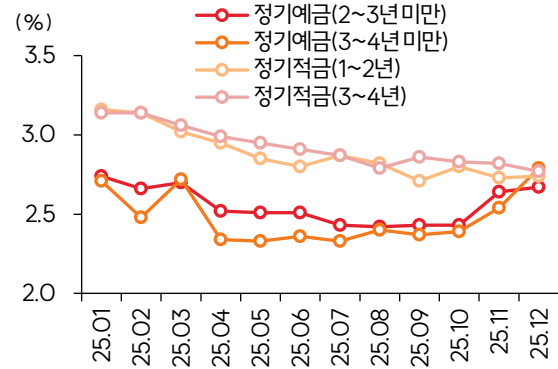
자료: 각 사, SK 증권

실제수익률에 따른 증권사 마진(연) 추정



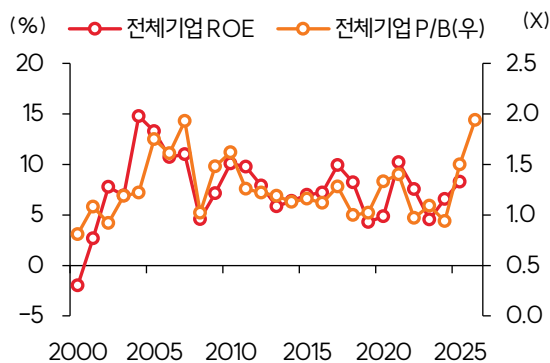
자료: 각 사, SK 증권

만기별 정기예금, 정기적금 금리 추이



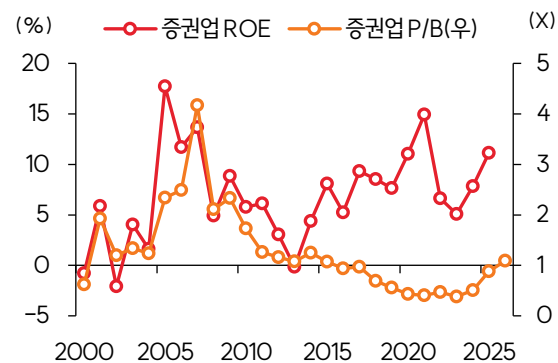
자료: 한국은행, SK 증권

전체기업 ROE 및 P/B 추이



자료: Quantwise, SK 증권

증권업 ROE 및 P/B 추이



자료: Quantwise, SK 증권

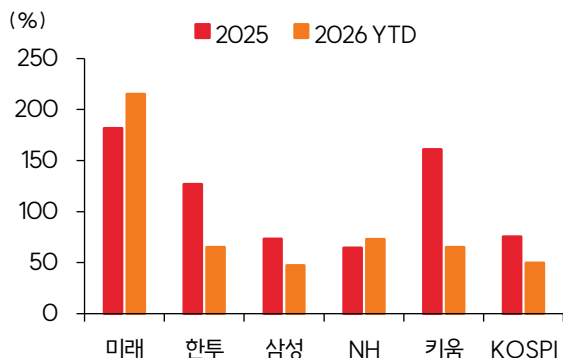
2. 증권주 밸류에이션 추이 – 증권주 더 갈 수 있을까?

(1) 2025 년 증권주는 KOSPI 대비 아웃퍼폼

KRX 증권지수는 2025 년에 전년 말 대비 107.6% 상승하며 KOSPI 대비 +31.9%p 아웃퍼폼하였다. 1) 업황 호조에 따라 연이은 어닝 서프라이즈를 시현하였고, 2) 정부의 자본시장 활성화 정책에 힘입어 거래대금이 증가하며 증권주 투자 심리에 불을 붙였으며, 3) 배당소득 분리과세, 자사주 소각 의무화 등의 법안에 대한 기대감, 4) 신규 증투사 추가 지정 등 여러 요인들이 복합적으로 작용한 결과다.

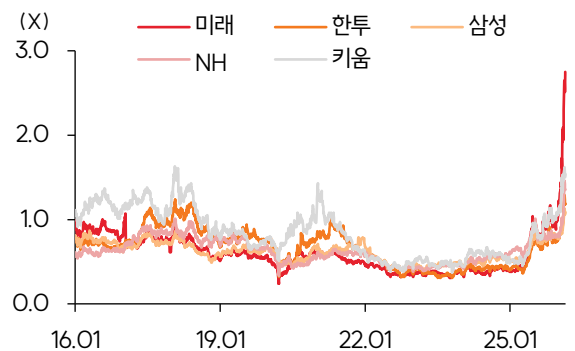
올해도 일평균 거래대금이 60 조원대를 시현함에 따라 KRX 증권지수도 YTD +95.0% 상승하며 KOSPI 아웃퍼폼하는 모습을 이어가고 있다. 이에 따라, 과거 대표적인 저PBR 주였던 증권사들의 P/B가 현재 1배를 넘어선 상황이다. 현재 유니버스 증권 12MF P/B는 1.4 배에 달하는데, 증권주의 추가적인 밸류에이션 상승이 가능한지에 대한 고민이 필요한 시점이다.

유니버스 증권 주가 상승률 추이



자료: Quantiwise, SK 증권
주: 2026은 02/27 까지 반영

유니버스 증권 12MF P/B 추이



자료: Quantiwise, SK 증권
주: 2026은 02/27 까지 반영

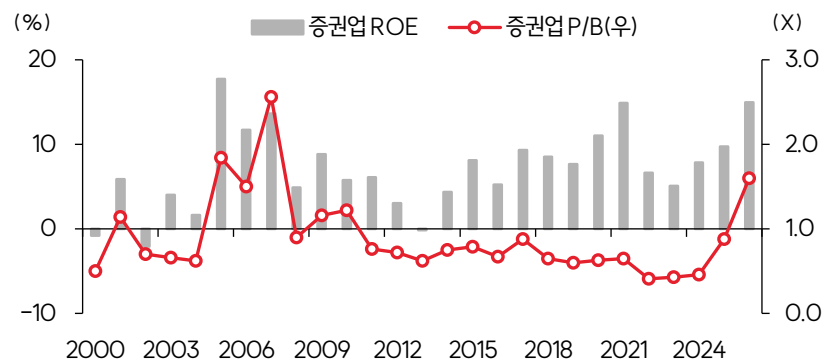
(2) 증권주 밸류에이션 추이

최근 증권업종의 P/B 는 KOSPI 6,000pt 와 더불어 거래대금이 급등한 영향으로 다시금 1 배 이상을 기록하는 시기에 접어들었다. 이에 2000년대 이후 증권업종의 밸류에이션 흐름을 살펴보고, 증권업종의 P/B 밸류에이션을 어느 수준까지 기대할 수 있는가에 대해 분석하고자 한다.

**증권주도 P/B 2 배 이상을
받았던 시기가 있다
= 2005년~2007년**

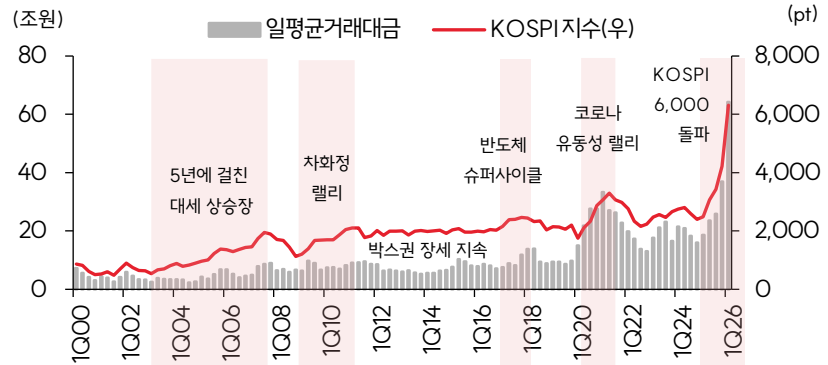
아래 차트를 살펴보면, KOSPI 지수가 상승 추세였던 국면은 여럿 있었으며, 2005년~2007년은 상승장에서 ROE 가 크게 증가함에 따라 증권업종의 P/B 가 2 배에 달하는 높은 밸류에이션을 받았던 시기였다. 하지만, 2010년대 초 박스권 장세 이후 증권업은 성장성이 낮다는 인식이 커졌고, 2017년~2018년, 2020년~2021년 KOSPI 지수 상승에 따라 거래대금과 ROE 가 상승하더라도 밸류에이션 상방은 막힌 채 P/B 1 배 미만의 저평가를 받아왔다. 이에 더해, 증권업의 리스크에 대해서는 민감하게 반응하는 모습인데, 이는 2022년 금리 급등에 따른 자산 건전성 리스크가 부각되던 시기에 P/B 0.4 배까지 하락하는 데에서 확인 가능하다.

증권업 ROE 및 P/B 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

일평균 거래대금 및 KOSPI 지수 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

① 2000년대 초~중반: 밸류에이션 리레이팅 시기

2005년~2007년

P/B 1.8~2.6 배의 이유

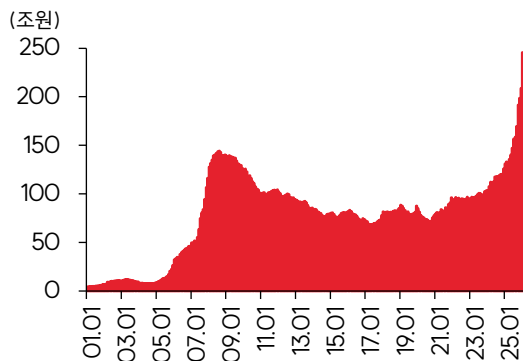
: 적립식 펀드 열풍

→ WM 비즈니스로 확장한 시기

2000년대 중반은 2000년대 이후로 현 시점까지 증권업종이 가장 높은 밸류에이션을 받았던 시기이다. 당시 KOSPI 지수는 2003년 500pt 수준에서 2007년 10월 2,000pt를 돌파하며 5년동안 4배 가까이 상승하였다. 이에 따라, 일평균거래대금은 2003년 3.3조원에서 2007년 7.6조원으로 증가하였고, 적립식 펀드 열풍이 불며 2007년 주식형 펀드 설정액이 116조원(국내 펀드 전체 설정액은 296조원)에 달하였다. 이로써 증권사들은 브로커리지 사업 뿐 아니라 WM 비즈니스로 사업 모델을 확장하는데 성공하였고 사상 최대 실적을 기록하였다.

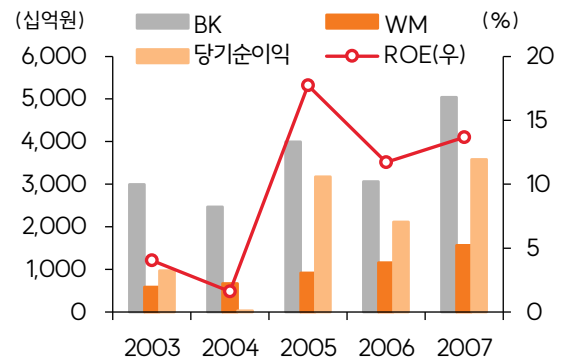
증권업종 ROE는 KOSPI 지수 상승에 따른 거래대금 증가, WM 비즈니스, CMA 보급 등에 따라 2005년~2007년 3년 연속 두 자릿수대를 기록하였고, 성장성을 높게 평가받으며 P/B는 2005년 1.8배에서 2007년 2.6배까지 상승하였다.

주식형 펀드 설정액 추이



자료: 금융투자협회, SK 증권

2003~2007 국내 증권사 BK, WM, 당기순이익, ROE 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

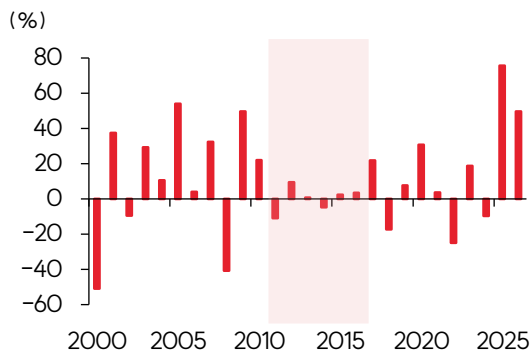
2010년대 KOSPI 정체 증권주 저 P/B 고착화

② 2010년대 초반: KOSPI 지수 박스권 및 저성장에 따라 저 P/B 고착화

KOSPI 지수가 2011년부터 2016년까지 1,800pt에서 2,200pt 사이에서 정체되며 장기 저성장 기조에 진입함에 따라 거래대금이 감소하였고, 증권사들이 점유율 확보를 위한 수수료를 인하 경쟁(2010년 12bp에서 2016년 6bp까지 하락)까지 펼치면서 수익성이 악화되었다. 이에 따라, ROE가 4~6% 수준에 불과하였고 증권업종의 P/B 밸류에이션도 0.6~0.7배 수준으로 고착화되어갔다.

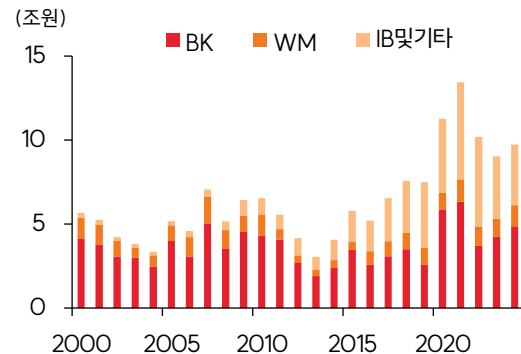
이러한 상황에서 증권사들은 브로커리지 중심의 수익구조 한계를 극복하기 위하여 WM, IB, PI 등으로 사업 다각화를 진행하였다. 하지만, 구조적 체질 개선을 시작한 초기 단계였기 때문에 IB 관련 수익 규모가 작고 불안정하였으며, 브로커리지 수익 기반을 완전히 탈피한 것도 아니었기에 P/B 1배 미만을 지속해서 받았다.

KOSPI 지수의 YoY 증감률



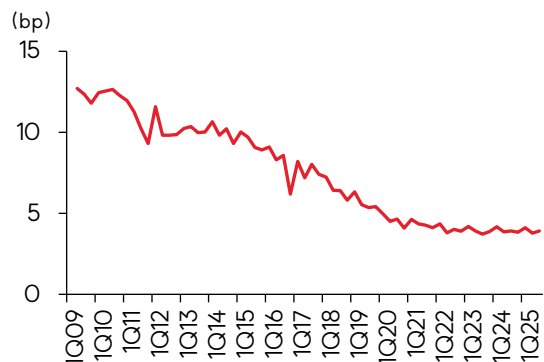
자료: Quantwise, SK 증권

수수료손익의 세부항목별 추이



자료: FISIS, SK 증권

국내 지분증권 거래 수수료율 추이



자료: FISIS, SK 증권

2010년대 국내 주요 증권사 사업 다각화 전략 요약

증권사	주요 전략
미래에셋증권	해외법인 설립, 글로벌 투자 중심 PI 강화 WM 강화(퇴직연금, 펀드 판매)
한국투자증권	베트남 현지 증권사 인수 후 법인 설립 전통 IB 및 PI 강화, 부동산 PF 진출
삼성증권	IB보다는 리스크 적은 WM 중심 확장 기업, 연금 자금 기반 안정적 수익구조 추구
NH투자증권	기업금융 강화(우리투자증권 합병) IPO, 회사채 주관 등 IB 중심 성장

자료: 각 사, SK 증권

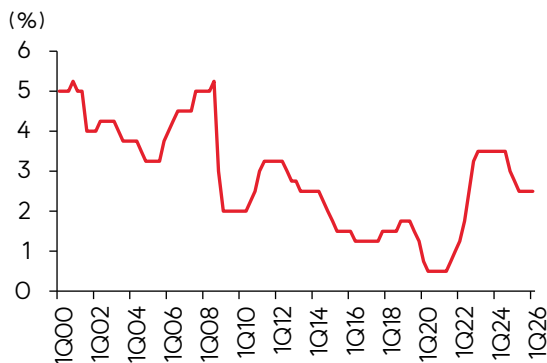
밸류에이션 리레이팅은

단기적 거래대금 증가만으로 x
구조적 성장이라는 믿음 필요

③ 2020년대: 유동성 증가에 따른 증시 호조에도 불구하고 낮은 밸류에이션

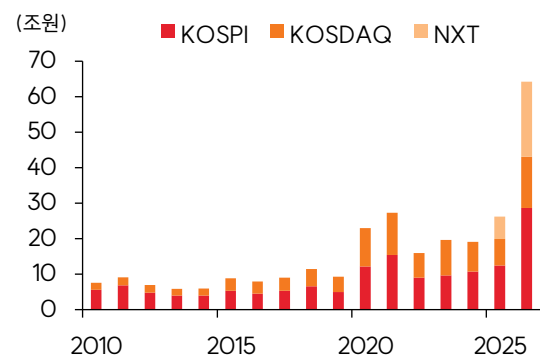
코로나 19 시기 제로 금리와 유동성 공급에 힘입어 KOSPI 지수는 2021년 1월 13년 5개월만에 3,000pt를 돌파하며 증시 랠리를 이어갔다. 개인 투자자가 급증한 시기였으며, 일평균거래대금은 2019년 9.3조원에서 2020년 23.0조원, 2021년 27.3조원으로 급증하였다. 이에 따라, 증권사의 브로커리지 수수료손익은 크게 증가하였으며, 증권업 ROE는 2020년~2021년 각각 11.0%, 14.9%를 기록하였다. 호실적에도 불구하고 증권업 P/B는 0.6배 수준에 그치며 밸류에이션 리레이팅에 실패하였는데, 이는 저금리 환경에서 유동성 확대에 따른 일시적 호황일 뿐 지속가능한 ROE로 평가받지 못했기 때문이다. 실제로, 2021년 중반부터 기준금리가 정상화되는 과정에서 증시가 하락했고, 2022년~2023년에 급격한 금리 인상에 따른 자산 건전성 리스크까지 부각되며 증권업 P/B는 0.4배까지 후퇴하게 되었다.

한국은행 기준금리 추이



자료: Quantwise, SK 증권

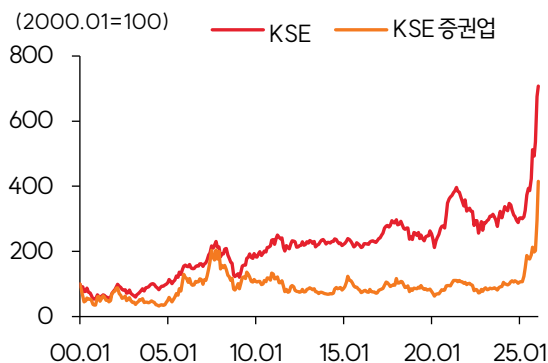
일평균 거래대금 추이



자료: Quantwise, SK 증권

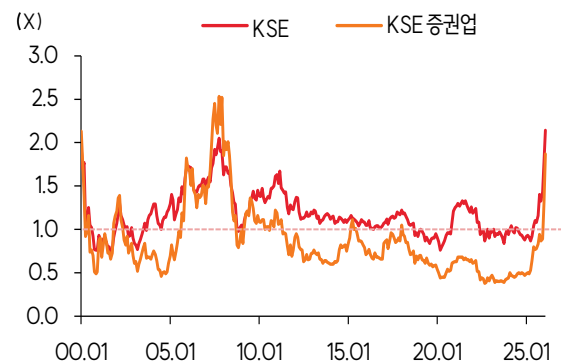
주: 2026년은 02/27까지 반영된 수치

KOSPI 지수 및 증권업 지수 추이



자료: Quantwise, SK 증권

KOSPI 지수 및 증권업 P/B 추이



자료: Quantwise, SK 증권

(3) 결국 관건은 밸류에이션 리레이팅이다

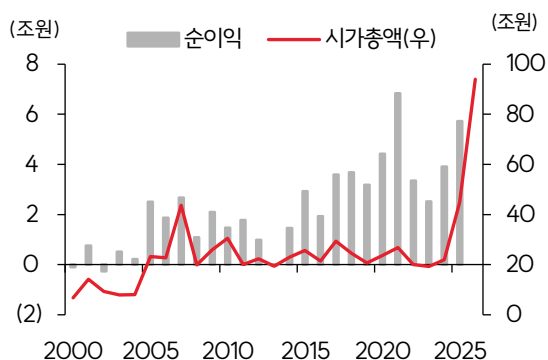
증권업이 장기간
P/B<1였던 이유는
'저성장'이 아닌 '저평가'

요약하자면, 2000 년대에 KOSPI 지수 상승과 거래대금 증가가 함께 나타날 때 증권업종의 P/B 가 상승하였다. 이는 2010 년대 초 KOSPI 지수가 박스권에 갇히며 증권업의 성장성에 대한 믿음이 깨지기 전까지 유효하였으며, 그 이후로는 P/B 가 0.4~0.9 배 사이에서 움직이며 1 배 미만의 저평가 상태가 지속되었다.

그렇다면, 2010 년대 이후로 증권업의 이익 성장세와 자본의 성장이 정체되었는가? 그렇지 않다. 2010 년 대비 2025 년 증권업종의 순이익은 3.9 배 증가하였고 자본 총계는 2 배 증가하였다. 이에 반해, 시가총액은 2025 년 증권주의 급격한 상승이 나타났음에도 불구하고 2010 년 대비 1.5 배 상승에 그쳤다. (2025 년 상승분을 제외하고 보면, 증권업 시가총액은 2010 년 대비 2024 년 -27.8% 감소)

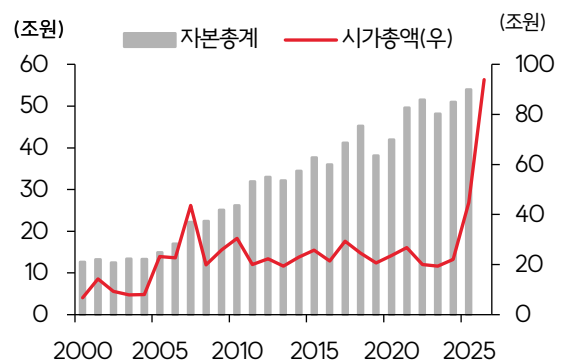
결국 증권주의 P/B 가 오랜 기간 1 배 미만을 받았던 이유는 '저성장'이라기보다는 '저평가'라고 보는 것이 맞다. 최근 증시 호조로 증권업황은 매우 우호적인 상황이며, 현재 증권주의 추가적인 상승을 위해서는 펀더멘털 외에 밸류에이션 리레이팅이 중요한 상황이다. 2010년대 이후 최근까지도 P/B 1배라는 벽에 갇혀 있었던 증권주에 대하여 이제는 'P/B 1 배에 도달하였으니 비싼 것 같다'는 편견에서 벗어나 P/B 1 배 그 이상의 가치로 당당히 평가받을 시기임을 증명하고자 한다.

증권업종 당기순이익 및 시가총액 추이



자료: Quantiwise, SK 증권
주: 2026 년은 01/31 까지 반영된 수치

증권업종 자본총계 및 시가총액 추이



자료: Quantiwise, SK 증권
주: 2026 년은 01/31 까지 반영된 수치

3. Again 2007 년? 밸류에이션 리레이팅의 근거

현재 증권업황은
2005 년~2007 년과
유사한 국면이라고 판단

(1) 밸류에이션 리레이팅 근거는 명확 – ROE 구조적 상승 기대

현 시점에서 증권업종의 리레이팅을 위해서는 단기적인 증시 호황이 아니라 과거처럼 구조적으로 ROE 가 향상될 수 있다는 논리가 필요하다. 현재 증권업황은 2005 년~2007 년과 유사하게 구조적 성장을 기대할 수 있기 때문에 밸류에이션 리레이팅이 가능한 국면이라고 보며, 최대 P/B 2 배까지 부여할 수 있다고 판단한다.

먼저 2005 년~2007 년은 앞서 기술했듯이 당시 증권업 호황이 단기 사이클이 아니라 구조적으로 ROE 향상이 가능하다는 성장성에 대한 믿음을 주었고, 그에 따라 P/B 2 배를 받았던 시기이다. 1) 증시 호조, 2) 펀드 판매 증가 및 CMA 보급 등 새로운 비즈니스 모델을 갖추에 따라 ROE 구조적 개선에 대한 기대감이 존재하였고, 3) 자본시장통합법 제정 등 정책 호재, 4) 거래대금 증가에 따른 실적 개선으로 3 년 연속 ROE 10% 이상을 시현하며 펀더멘털을 증명하였기 때문이다.

현재 증권업황은 2005 년~2007 년의 상황과 유사하다고 보며, 밸류에이션 리레이팅에 대한 근거는 3 가지이다. 1) 과거 KOSPI 지수 및 거래대금이 모두 상승한 장에서 증권주의 밸류에이션이 상승하였는데, 현재 KOSPI 지수와 거래대금은 동행하며 크게 증가하고 있고, 2) ETF 호황, IMA 사업 진출 등 신규 비즈니스 확대에 따른 구조적 성장 기대감이 다시 떠오르고 있으며, 3) 정부의 자본시장 정책과 생산적 금융 등의 정책, 4) 증시 호조 및 운용 성과 가시화에 따라 증권업의 ROE 가 개선되며 두 자릿수 대를 시현할 것으로 전망되고 있다는 점에 기반한다.

2005 년~2007 년 vs 현재 증권업황 비교

	2005 년~2007 년	2024 년~2026 년
KOSPI 지수 상승률	+111.8%	+137.5%
거래대금 증가율	2004 년 대비 +165.1% '04 2.9 조원 → '07 7.5 조원	2024 년 대비 +235.8% '24 19.1 조원 → '26 현재 기준 64.2 조원
유니버스 증권 ROE 평균	17.5%	14.5%
신규 비즈니스 기대감	펀드 판매 호조, CMA 보급	ETF 활황, IMA 및 발행어음 신규 인가
증권업 관련 정책 기대감	2007 년 자본시장통합법 통과	2025 년 증권업 기업금융 경쟁력 제고방안

자료: SK 증권

(2) 지수 상승 & 거래대금 증가하였을 때 밸류에이션 상승

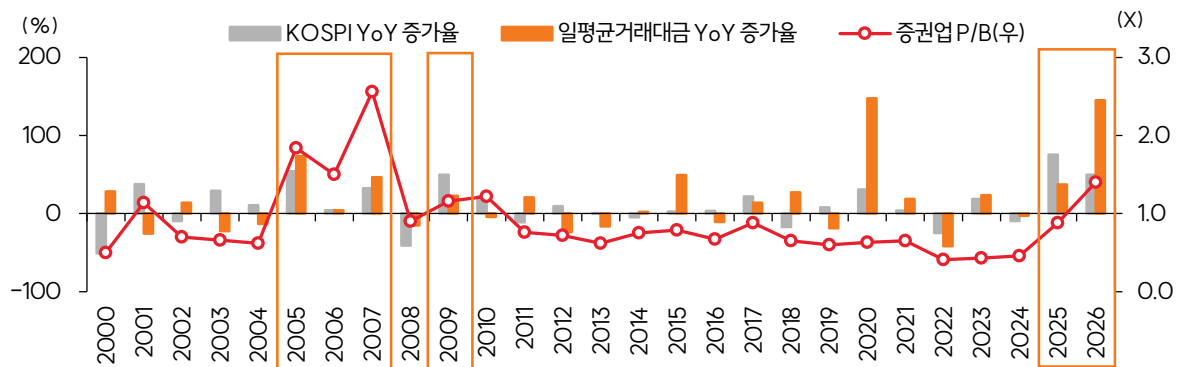
리레이팅 근거

1) 지수와 거래대금이

동행하며 증가

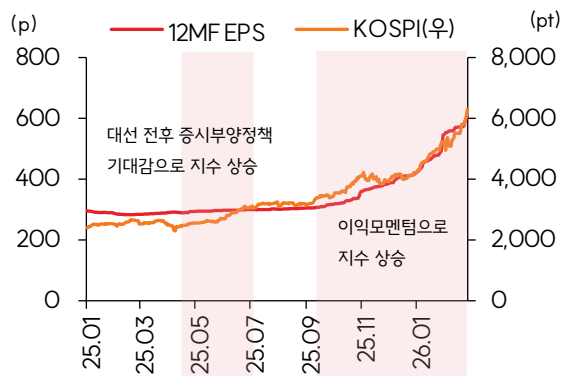
증권주 밸류에이션 리레이팅을 위한 첫 번째 조건은 KOSPI 지수 상승과 거래대금의 증가가 동행해야 한다는 것이다. 아래의 차트를 보면, KOSPI 지수와 거래대금이 모두 증가한 국면에서 증권주의 밸류에이션이 상승하는 모습을 확인 가능하다. 단, 유동성 장세로 거래대금이 크게 증가했던 2020 년은 제외이다. 즉, 실적 주도로 상승하는 장에서 거래대금이 동반 증가할 때 밸류에이션이 리레이팅 되었다. 최근 증시 상승이 해당 조건과 일치한다는 점에서 증권주 밸류에이션을 리레이팅할 수 있는 국면에 진입했다고 판단한다.

KOSPI 지수 및 일평균 거래대금 YoY 증가율



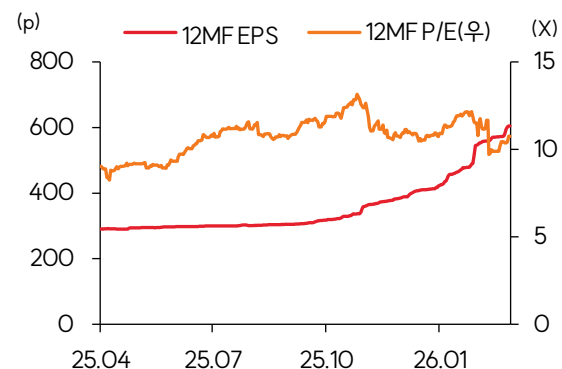
자료: Quantwise, SK 증권

KOSPI 지수 및 12MF EPS 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

KOSPI 지수 12MF P/E 및 12MF EPS 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

**작년 대선 전후 증시 상승은
정책 모멘텀 영향,
10월부터는 실적 주도 장세**

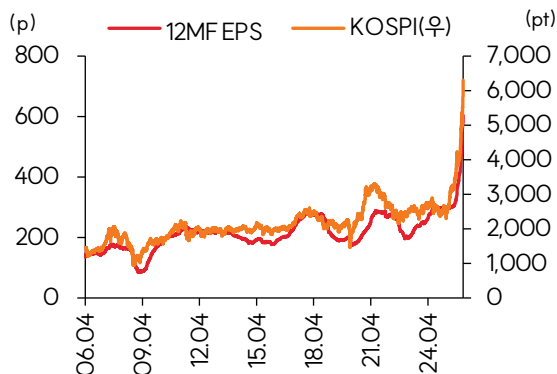
최근 KOSPI 지수는 작년 10월 4,000pt 돌파 후 3개월만인 올해 1월에 5,000pt를 돌파하며 엄청난 상승세를 보였다. 작년 대선 전후 KOSPI 지수가 상승한 배경은 정책 모멘텀이 주요했으며, 10월부터는 본격적으로 이익 모멘텀에 따라 지수가 4,000pt를 돌파하며 상승하였다. 실제로, 작년 5~6월 12MF EPS는 정체되어 있는 가운데 정책 효과로 지수가 상승하였음을 확인 가능하고, 정책만으로는 한계가 있어 7~8월 지수가 정체구간을 거쳤으나 10월 이후 본격적으로 이익 추정치가 상향되며 지수 상승을 이끌었다.

**이익 추정치 계속 상향 조정되며
실적 주도 장세 지속 전망
→ 증권주에 긍정적**

2026F KOSPI 지수의 영업이익과 순이익 컨센서스는 각각 연초 427조원, 310조원에서 현재 604조원, 454조원으로 연초 대비 +41%, +47% 상향 조정되었다. 통상적으로 KOSPI 지수의 12MF EPS가 상승할 때 KOSPI 지수가 상승(상관계수 0.89)하였다. 최근 증시가 가파르게 상승했음에도 불구하고 이익 추정치 상향 속도가 지수 상승 속도보다 빨라 현재 12MF P/E는 10.75배 수준이다. 또한, 12MF ROE가 16.8%로 추정되며 12MF P/E 11.67배를 고려 시 적정 P/B는 1.81배이다. 현재 12MF P/B는 1.71배로 단순히 계산해도 아직까지 상승여력이 남아있다고 보인다.

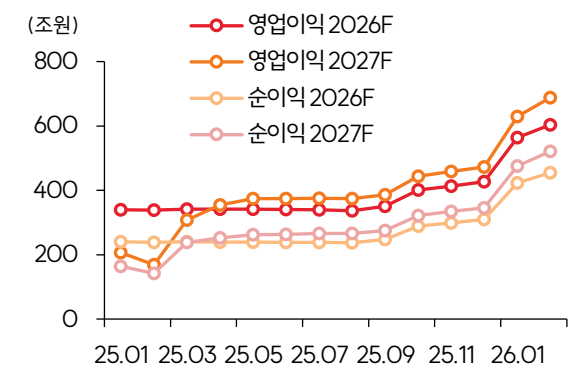
더 나아가, 올해 반도체 등을 중심으로 추가적인 이익 추정치 상향도 기대할 수 있으므로, 증시 호황에 따라 "KOSPI 지수와 거래대금이 동반 상승"하며 증권주 밸류에이션에도 긍정적인 것으로 전망한다. 다만, 선행 12MF EPS가 꺾이는지는 유의미하게 지켜볼 필요가 있겠다.

KOSPI 지수 및 12MF EPS 추이 (상관계수 0.89)



자료: Bloomberg, SK 증권

KOSPI 지수 영업이익 및 순이익 추정치 변화



자료: Quantiwise, SK 증권

리레이팅 근거

2) 신규 비즈니스 확장

: ETF, 퇴직연금, IMA

→ 증권으로 머니무브 유도

(3) 신규 수익원 확대: ETF 시장 급성장 + 퇴직연금 + IMA 사업

두 번째 리레이팅을 위한 핵심 조건은 신규 비즈니스 및 수익원 확대이다. 증권업의 구조적 성장을 논하기 위해서는 단순 거래대금 증가 뿐 아니라 비즈니스 확장에 대한 밸류에이션을 받을 수 있어야 한다고 판단한다

증시 호조에 따른 거래대금 증가만으로는 구조적 성장이 힘든 이유는 1) 증시는 언제든 꺾일 수 있고, 2) 현재 증권사들의 사업구조 상 순영업수익 내 브로커리지 수수료손익 비중은 20%대 수준으로 과거 2007 년 50%에 비해 비중이 축소되었고 거래 수수료를 또한 제로에 가까울 정도로 낮아짐에 따라, 거래대금 증가에 따른 ROE 민감도가 2007 년 대비 탄력성이 떨어졌기 때문이다.

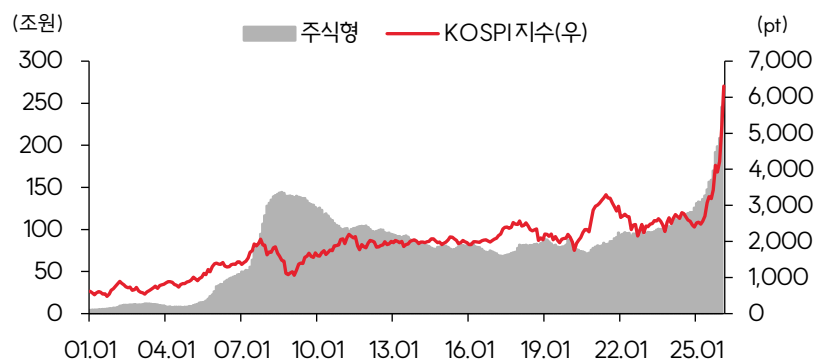
2007년 적립식 펀드 열풍

= 현재의 ETF, 퇴직연금, IMA

앞서 기술했듯이, 2007년 증권주에 밸류에이션 프리미엄을 줄 수 있었던 이유는 증시 호조와 더불어 적립식 펀드 열풍으로 주식형 펀드 설정액이 급증하며 WM 비즈니스 사업으로 한 단계 도약하였고, 사상 최대 실적을 기록하였기 때문이다.

최근 증권업의 신규 수익원 확대로는 ETF 와 퇴직연금, IMA 사업을 꼽을 수 있다. 물론, IMA 는 시행 원년이므로 성장세를 지켜보아야 하지만, 그 외 ETF 시장과 퇴직연금은 성장세가 가속화된 사업이라는 점이 긍정적이다.

주식형 펀드 설정액 추이



자료: 금융투자협회, SK 증권

① 현재의 ETF 현황 = 2007년 펀드 투자 대중화

ETF 시장 성장

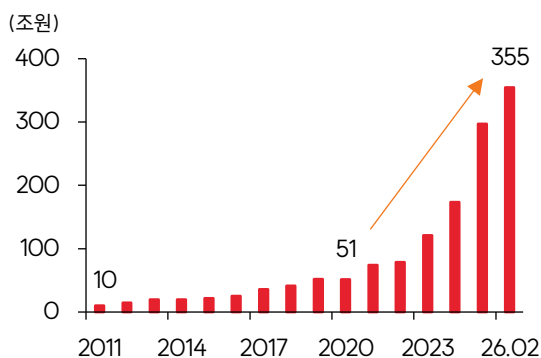
→ 브로커리지 수수료수익 ↑

현재 ETF 시장 현황은 2007년 적립식 펀드를 통한 투자문화가 대중화되며 주식형 펀드 시장이 크게 성장했던 때와 비견된다. ETF 시장의 성장은 단순히 증시 호조에 따른 일시적인 현상이라기보다는, 퇴직연금 시장이 성장하며 ETF 자금 유입에 기여함에 따라 구조적으로 성장 가능하다고 판단한다. 증권업의 수익구조 상으로는 증시 호황에 따라 ETF 거래대금이 증가하며 브로커리지 수수료수익에 기여하고, ETF LP 사업을 통해 운용손익도 창출 가능하다.

**올해 ETF 일평균 거래대금
16.2조원으로 전년 대비
195.4% 증가한 수준**

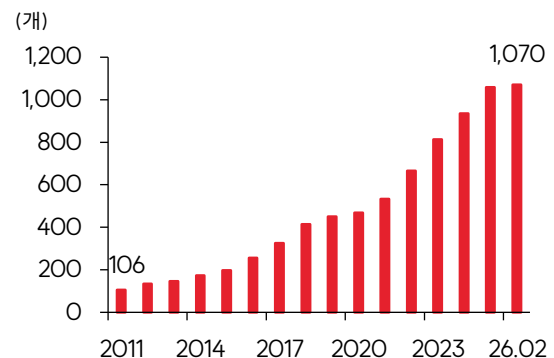
ETF는 2002년부터 도입되었는데, 2023년부터 성장세가 가속화되었다. 2025년 ETF 순자산총액이 297조원(YoY +71%)을 기록하였고, 올해 2월 기준 355조원으로 300조원을 돌파하였다. ETF 상품 수도 2020년 말 468개에서 현재 1,070개로 증가하였다. 이에 따라, 증권사 브로커리지 수수료수익 관련 핵심 지표인 ETF 총 거래대금은 2025년 1,328조원을 기록하며 최초로 1,000조원을 돌파하였으며, 일평균 거래대금은 5.5조원을 기록하며 전년(3.5조원) 대비 +57.8% 증가하였다. 특히, 올해 초 KOSPI 지수가 사상 최고치를 경신함에 따라 ETF 일평균 거래대금은 현재 기준 16.2조원으로 급증하며 전년 대비 195.4% 증가하였고, 총 거래대금은 2달만에 600조원 수준이다. 이에 따라, 올해 ETF의 브로커리지 수수료수익 기여는 지속될 것으로 전망하며, ETF LP 사업에서의 성과도 기대 가능하다.

ETF 순자산총액 추이



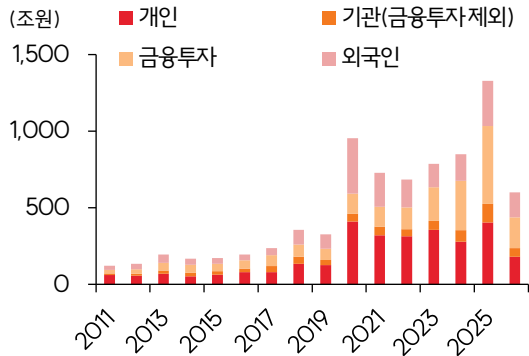
자료: 금융투자협회, SK 증권

ETF 상품 개수 추이



자료: 금융투자협회, SK 증권

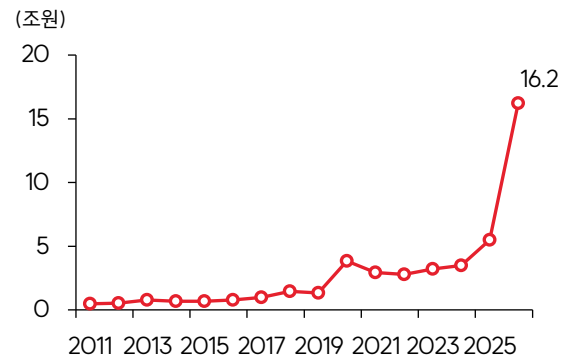
ETF 거래대금 추이



자료: 한국거래소, SK 증권

주: 2026은 02/26까지 반영. (매수+매도)/2 기준

ETF 일평균거래대금 추이



자료: 한국거래소, SK 증권

현재 ETF 시장 성장**= 2007년 적립식 펀드 열풍**

특히, 개인연금 및 퇴직연금(DC, IRP) 계좌에서 ETF 투자가 가능해지며 대규모 연금자산이 ETF 시장으로 유입되고 있는 점이 성장 동력이다. 현재 ETF 시장 성장은 2007년 적립식 펀드를 통한 투자문화가 대중화되며 주식형 펀드 시장이 크게 성장했던 때와 유사하다고 판단한다.

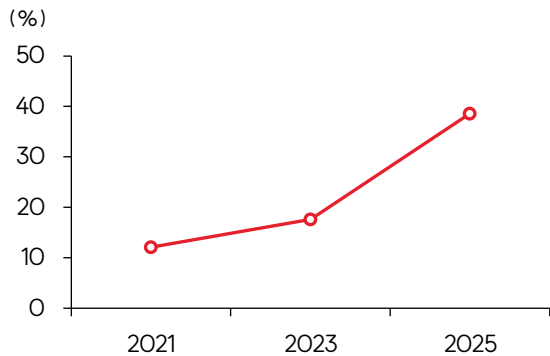
퇴직연금 시장 성장도**ETF 성장동력으로 작용**

실제로 최근 증권사 퇴직연금 적립금이 증가하는 추세에 접어든 가운데, 퇴직연금 내 ETF 비중도 크게 증가하고 있다. 증권사 퇴직연금 상위 3개사(미래에셋, 삼성, 한국투자) 기준 2021년 12.1%에서 2023년 17.6%, 2025년 38.6%까지 확대되었다. 즉, ETF가 연금 투자의 핵심 상품으로 부상하고 있다는 것을 시사한다.

이로써 거래대금에도 긍정적인 효과가 기대된다. 2025년 말 상위 3개사(미래에셋, 삼성, 한국투자)의 퇴직연금 적립금은 80조원이며, 그 안에서 ETF 비중이 38.6%이므로 ETF 잔액은 30.8조원으로 추정된다. 이를 2회만 회전시킨다고 가정하더라도 ETF 거래대금에 61.6조원을 기여할 수 있는 구조이다.

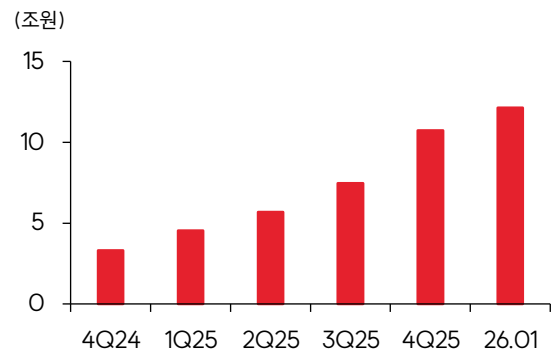
은행 퇴직연금 자금도**ETF 거래하며****브로커리지 수수료수익에 기여**

더 나아가, 4 대 시중은행의 퇴직연금 가입자들의 ETF 투자 또한 증가하고 있는 추세이다. 2025년 말 4대 은행의 퇴직연금 ETF 잔액은 10.7조원을 기록하며 2024년 말 3.3조원 대비 3배 이상 증가하였다. 은행에서 퇴직연금을 운용하는 고객들의 성향이 보수적인 투자 성향이 강한 편임에도 불구하고, 포트폴리오 내 ETF 잔액이 꾸준히 증가하고 있다는 점에서 퇴직연금 시장의 구조적 성장이 ETF 자금 유입을 촉진시키고 증권사 브로커리지 수수료수익에 지속적으로 기여할 것으로 전망한다.

증권사 퇴직연금 계좌 내 ETF 비중 추이

자료: 각 사, 언론보도, SK 증권

주: 상위 3개사 미래에셋, 삼성, 한국투자증권 기준

4대 시중은행 퇴직연금 내 ETF 잔액 추이

자료: 각 사, SK 증권

퇴직연금 자금
: 증권으로 머니무브
→ 잔고 기반의 안정적인
비즈니스 확보

② 퇴직연금: 신규 수익원으로 잔고 기반 안정적인 수수료수익 기여 전망

퇴직연금 시장의 트렌드가 저축 중심에서 ETF/펀드 등 실적 배당형 투자 중심으로 재편되고 있다. 이에 따라, 예·적금 중심의 은행보다 실적 배당형 자산 비중이 높은 증권사로 유입 속도가 빨라지고 있다. 앞으로도 퇴직연금 시장에서 증권사의 입지가 커질 것으로 전망하며, 신규 수익원으로서 퇴직연금 관련 수수료수익과 관련 상품 판매 보수가 증가할 것으로 예상한다.

전체 퇴직연금 적립금은 2018년 190조원에서 2025년 497조원으로 8년 간 2.6배 성장하였다. 또한, 2025년 14개 증권사 퇴직연금 적립금은 131.5조원으로 2024년(103.9조원) 대비 26.5% 증가하였다. 이는 은행권 증가율(15.4%)과 보험업 증가율(7.4%)보다 가파른 모습이다.

퇴직연금 트렌드
: 저축에서 투자로 이동

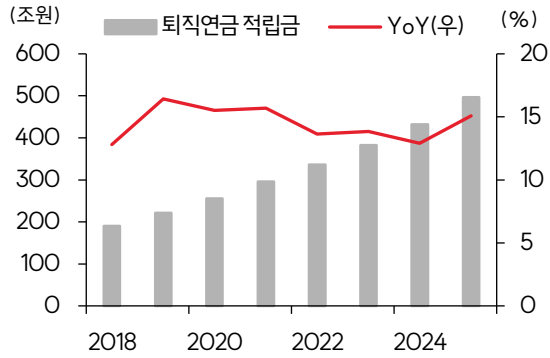
유형별로는 절대 금액으로는 여전히 확정급여형(DB)이 많으나, 증가율 측면에서는 수익 추구형인 확정기여형(DC)과 개인형퇴직연금(IRP) 중심으로 증가율이 두드러지고 있다. 또한, 적립금 중 실적 배당형 운용 비중이 증가 추세로, 2019년 10.4%에서 2024년 17.5%로 증가하였다. 다시 말해, 안정적인 원리금 보장상품만으로는 부족하고 가입자들이 적극적인 포트폴리오 운용에 관심이 커졌다는 것을 시사한다.

퇴직연금 자산관리 중심이
자본시장 중심으로
재편될 것

실적 배당형 투자 중심으로 재편되고 있는 트렌드를 감안할 때, 퇴직연금 시장에서 DC, IRP 중심 성장 기조가 지속되고 이 부분에서 증권사가 더욱 두각을 드러낼 것으로 전망한다. 이는 은행권은 원리금보장형 상품 중심의 안정성을 중시하는 기조가 유지되고 있는 반면, 증권업은 ETF, 펀드 등 다양한 상품을 활용함에 따라 은행권 대비 상대적으로 높은 수익률을 시현하고 있기 때문이다. 실제로, 2025년 4분기 기준 확정기여형(DC) 퇴직연금의 평균 수익률은 증권 13.7%, 보험 7.9%, 은행 6.4%로 추정되며, 개인형퇴직연금(IRP)의 평균 수익률은 증권 12.1%, 은행 8.0%, 보험 6.9%로 추정된다.

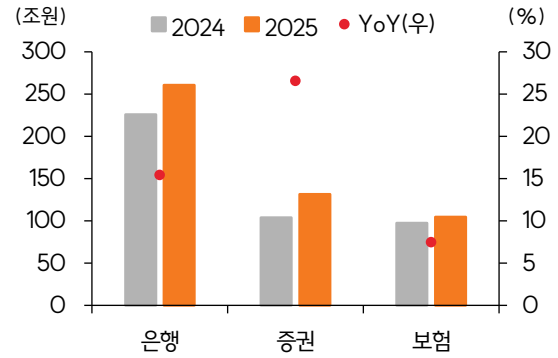
1) 투자를 중시하게 된 퇴직연금 트렌드, 2) 증가율이 두드러지는 DC와 IRP에서 증권사가 타 업권 대비 높은 수익률을 기록하고 있으며, 3) 2024년 10월부터 퇴직연금 실물이전 제도 도입함에 따라, 퇴직연금 자금이 은행에서 증권으로 넘어오는 머니무브 현상은 더욱 가속화될 것으로 예상한다.

퇴직연금 적립금 증가 추이



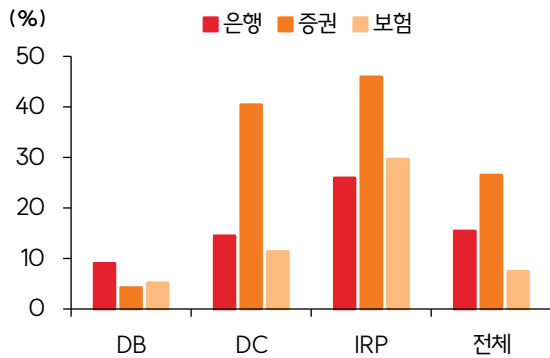
자료: 고용노동부, 금융감독원, SK 증권

업권별 퇴직연금 적립금 추이



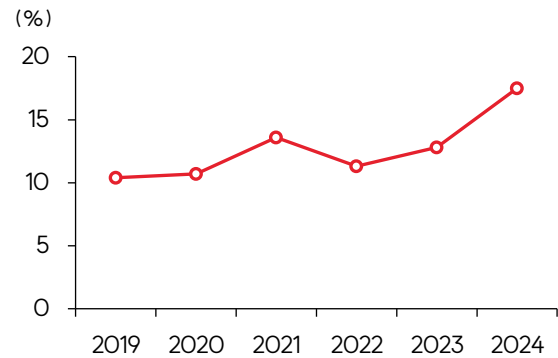
자료: 금융감독원, SK 증권

퇴직연금 적립금 유형별 증가율 (2024년 대비 2025년)



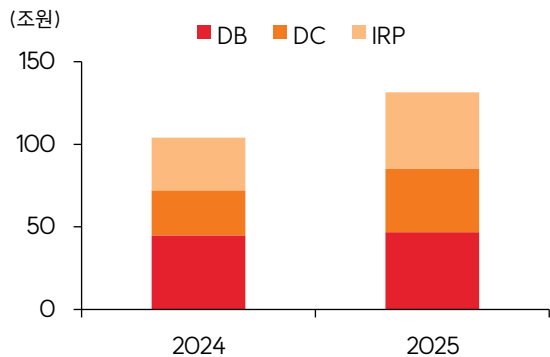
자료: 금융감독원, SK 증권

퇴직연금 적립금 내 실적 배당형 비중 추이



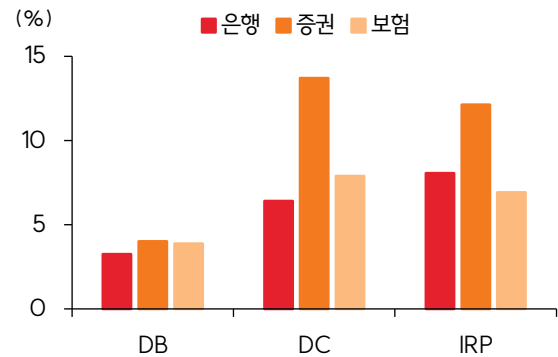
자료: 금융감독원, SK 증권

증권업 유형별 퇴직연금 적립금 추이



자료: 금융감독원, SK 증권

업권별 퇴직연금 평균수익률 추정(4Q25 기준)



자료: 금융감독원, SK 증권

**이익 변동성에 민감한
증권사 입장에서
퇴직연금은 안정적인
수수료 기반 비즈니스라는
점에서 매력적**

퇴직연금이 증권 수익구조에서 갖는 장점은 해지하기 전까지는 장기간 운용되는 자금이기 때문에 매년 안정적인 수수료수익 기반을 가져갈 수 있다는 것이다. 퇴직연금이 실적 배당형 상품 중심으로 재편됨에 따라 단순한 수탁을 넘어 자산관리의 핵심이 될 것으로 전망하며, 거래대금 민감도가 높다는 단점을 갖는 증권업 입장에서 타 사업부문 대비 안정적이라는 점에서 퇴직연금 사업을 매력적으로 느낄 수밖에 없다고 판단한다.

퇴직연금에서 창출되는 수수료수익은 크게 운용관리 수수료와 자산관리 수수료이며, 추가적으로 펀드 판매 관련 보수가 있다. 운용관리 수수료는 퇴직연금 적립금 운용 방법 컨설팅, 적립금 운용 현황 기록관리, 가입자 교육 등에 대한 서비스 비용으로, 적립금 대비 0.1~0.5% 수준인 것으로 추산된다. 또한, 자산관리 수수료는 적립금의 보관 및 관리, 운용지시 이행 등의 서비스에 대해 수취하며, 마찬가지로 적립금 대비 0.1~0.3% 수준이다. 펀드 판매 관련 보수는 실적 배당형 상품 투자 시 발생하는 각종 보수와 수수료로 기본적인 운용/자산관리 수수료 외에 추가적으로 기대되는 수익이다. 또한, 최근에는 퇴직연금 자문형 상품 등을 출시하며 운용/자산관리 수수료 외에 추가적으로 자문 관련 수수료수익도 추가적으로 창출하고 있다.

**잔고 기반 비즈니스이므로
적립금 규모가 중요**

결국 퇴직연금 수수료수익은 잔고 기반이므로, 증권사들은 퇴직연금 적립금을 늘리기 위해 노력을 기울이고 있다. 수익률 제고 뿐 아니라 퇴직연금에 ETF 적립식 자동투자 서비스, 인공지능 활용 등을 도입하는 등 서비스 차별화에도 주력하고 있다.

**증권 퇴직연금 적립금 순위
: 미래 > 삼성 > 한투**

현재 증권업계 내 퇴직연금 적립금 1위는 미래에셋증권으로 2025년 말 기준 38.1조원을 기록하며 전년 대비 30.4% 증가하였다. 또한, 2024년 말 4위였던 삼성증권은 2025년 퇴직연금 적립금 21.1조원(YoY +36.9%)을 기록하며 2위로 도약하였다. 한국투자증권은 20.7조원(YoY +31.2%)으로 3위를 유지하였다.

눈에 띄는 점은 미래에셋증권이 DC 형에서 전체 업권 내 1위가 되었다는 점이다. 2025년 DC형 유입액의 47.8%가 증권사로 향했으며(vs. 은행 44.2%, 보험 8.0%), 증권사로 유입된 11조 중 미래에셋증권이 4.4조원으로 39.9%를 차지(vs. 삼성 25.1%, 한투 14.1%, NH 7.2% 등)한다. 이를 통해, 가입자가 직접 운용하고자 하는 퇴직연금 자금이 주로 증권사 위주로 유입되고 있다는 점을 확인 가능하다.

드라마틱한 ROE 개선은

어려우나,

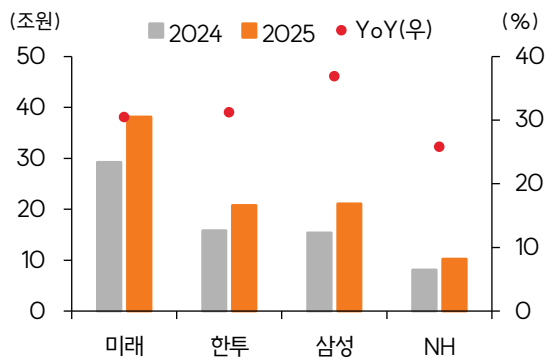
1) 잔고 기반으로 안정적

2) 신규 수익원이라는 점에서 긍정적

금융감독원 통합연금포털에서 공개된 정보를 통해, 2025년 퇴직연금 관련 수수료 수익으로 미래에셋증권은 850억원대, 한국투자증권과 삼성증권은 400억원대, NH투자증권은 150억원대를 기록했을 것으로 추정한다. 현재 ROE 기여도는 크지는 않지만, 자산관리 수수료수익 내 퇴직연금 관련 수익 비중은 미래에셋증권 27%, 삼성증권 25%, 한국투자증권 22%, NH투자증권 12%대로 커지고 있으며, 지배주주 순이익 대비 퇴직연금 수수료수익 비중은 미래에셋증권 6%, 삼성증권 4%, 한국투자증권 2%, NH투자증권 1%로 예상한다.

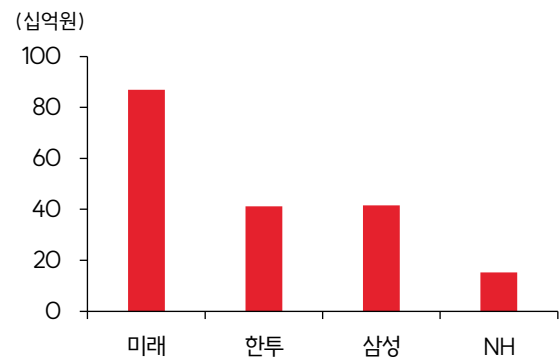
눈에 띄게 ROE 개선하는데 기여하기는 힘들지만, 이전에는 크지 않았던 신규 수익원이라는 점과 시황에 영향을 크게 받지 않고 안정적으로 가지고 갈 수 있는 수익이라는 점에서 긍정적으로 평가한다.

주요 증권사 퇴직연금 적립액 추이



자료: 금융감독원, SK 증권

주요 증권사 퇴직연금 관련 수수료수익 추정(2025)

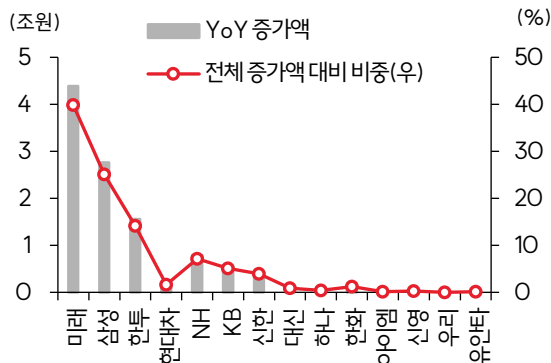


자료: 금융감독원, SK 증권

주1: 운용관리수수료, 자산관리수수료(펀드판매보수는 제외)

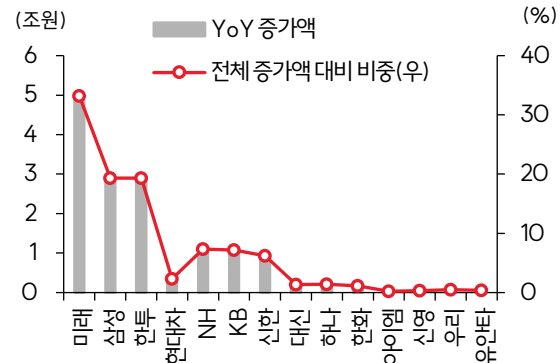
주2: 적립금 유형별(DB, DC, IRP)로 가중평균 수수료율을 산출하여 추정

증권사 DC 증가액 및 증가액 대비 비중(2024년 대비 2025년)



자료: 금융감독원, SK 증권

증권사 IRP 증가액 및 증가액 대비 비중(2024년 대비 2025년)



자료: 금융감독원, SK 증권

③ IMA 신규 도입: 2000년대 중반 CMA 보급과 유사

IMA 도입
= CMA 보급과 유사
은행의 기능을 증권사에
도입하는 상품이라는 점

올해 IMA(종합투자계좌, Investment Management Account)가 본격적으로 모집, 판매되기 시작하였다. IMA는 은행 예금처럼 원금보장형 상품이면서 투자 수익을 고객에게 나눠주는 실적 배당형 상품이다. 이로써 은행의 고유 업무였던 여수신 기능을 일부 증권사에게도 허용한 것을 의미한다. 이는 과거 CMA(종합자산관리계좌, Cash Management Account)가 보급되면서 은행의 수시입출식 통장과 경쟁상품이 되었던 국면과 유사하다고 판단한다.

CMA는 자유 입출식이며
수신, 지급결제 기능 도입

CMA는 2004년 1월부터 증권사에서 본격적으로 취급한 상품으로, IMA와 마찬가지로 실적 배당형 상품이자 자유입출금식 상품이다. CMA 도입은 증권사에 은행의 수신 및 지급결제 기능을 도입한 혁신적인 일이었다. 증권사들은 CMA 판매를 통해 고객의 단기 자금을 받아 이를 RP, MMF 등에 운용하고 그 수익을 이자형태로 제공함으로써 은행의 수신 기능을 일부 도입하게 되었으며, 급여이체 및 공과금 자동이체 등 지급결제 기능을 할 수 있게 되었고, CMA 체크카드 발급도 가능해졌다. 이로써 고객의 편의성을 제고하고 증권사의 CMA가 은행의 수시입출식 통장과 본격적으로 경쟁이 가능한 지위로 올라섰다.

CMA로 머니무브
: 은행 보통예금 수요
흡수하며 폭발적 성장

2007년은 CMA가 폭발적으로 보급되고 성장했던 원년이다. CMA 잔액은 2005년 말 1.4조원에 불과하였으나, 2006년 말 8.6조원을 거쳐 2007년 말 27.2조원으로 급증하였다. 2007년 한 해 동안만 2006년 대비 3.2배 증가하였다. 계좌 수 또한 2006년 9월 100만개를 돌파하였고 2008년 초 500만개를 돌파하였다.

CMA가 폭발적으로 성장할 수 있었던 배경은

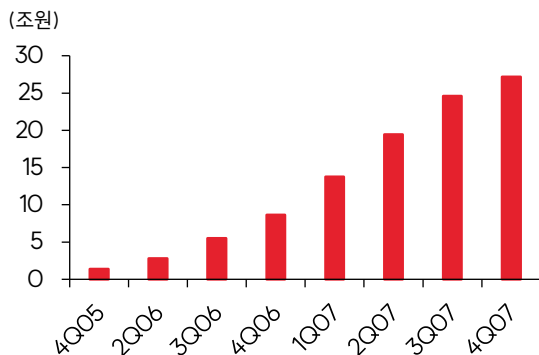
- 1) 매일 이자 지급 & 고금리 매력: 자유입출금 방식이면서 하루만 맡겨도 이자를 지급하고, 은행의 보통예금통장 금리가 0.1~0.3%대 인 것 대비 CMA는 4~5%대의 높은 금리를 지급한다는 점이다. 이에 급여통장 등의 용도로 인기를 끌었다.
- 2) 지급결제 및 체크카드 도입: 급여이체, 자동이체, 체크카드 결합 등 은행과 같은 부가서비스를 제공하며 편의성을 향상시켰다.
- 3) 증시 활황과 펀드 열풍: 2007년 KOSPI 상승세와 맞물리며 증시 대기자금이 CMA로 유입되었다.

CMA가 자산관리 수단이 되며 은행에서 증권으로 머니무브 가시화

2000년대 중반에 CMA는 단순 증권의 금융상품을 넘어서 고금리와 입출금 편의성을 바탕으로 일상적인 자산관리 수단으로 자리 잡았다. 이에 따라, 주식시장 호조와 더불어 CMA의 등장으로 2007년 은행에서 증권 및 주식 시장으로의 머니무브가 두드러지게 나타났다.

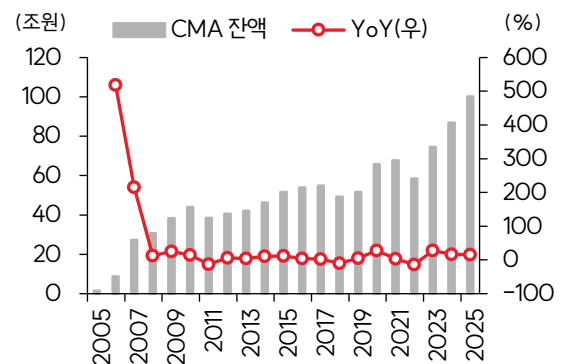
특히, 요구불예금과 저축예금 중심으로 증권사 CMA로 일부 이동하는 모습을 보였다. 2007년 요구불예금 잔액은 전년 대비 +0.7조원 증가하며 증가세가 크게 둔화되었다(vs. 2006년은 전년 대비 +7.6조원 증가). 이는 입출금이 자유로운 대신 이자율은 거의 없는 요구불예금이 가장 먼저 고금리 CMA로 빠르게 자금 이동한 영향이다. 저축예금 수신 잔액 역시 CMA 및 주식형 펀드로 대거 이탈한 영향으로 전년 대비 -12.8조원 감소하였다. 저축예금 수신 잔액 감소는 당시 기준으로 2004년 이후로 3년만에 처음이었다. 은행권은 2007년 정기예금 특판상품 판매 전략 등으로 정기예금이 전년 대비 +17.8조원 증가하며 은행권 전체 수신 잔액 증가세를 이어갈 수 있었지만, 증권사의 CMA 도입에 따른 은행과 증권 간 수신 경쟁이 본격화되었다.

2005년~2007년 증권사 CMA 잔액 추이



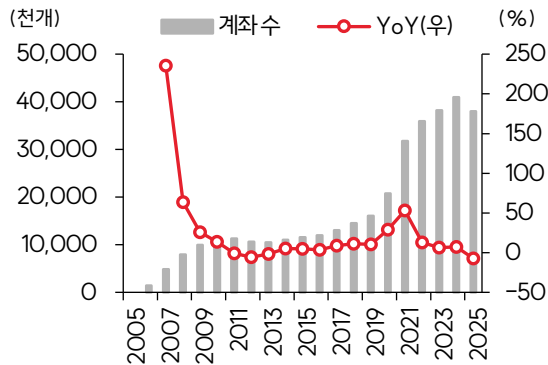
자료: 금융위원회, SK 증권

증권사 CMA 잔액 시계열 추이



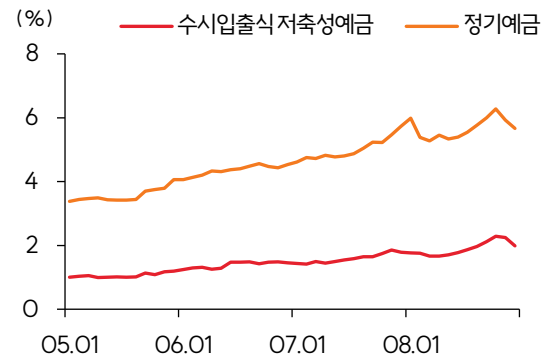
자료: 금융투자협회, SK 증권

증권사 CMA 계좌 수 시계열 추이



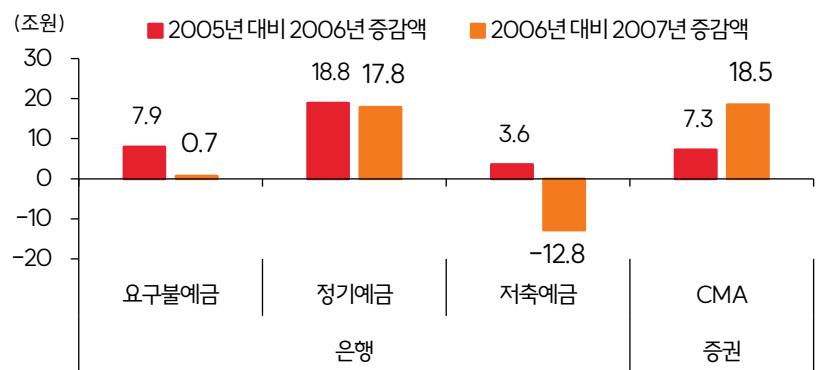
자료: 금융위원회, SK 증권

2005년~2008년 수시입출식 및 정기예금 금리 추이



자료: 한국은행, SK 증권

은행, 증권 수신잔액 전년 대비 증감액 추이



자료: 한국은행, SK 증권

CMA로 증권업은 신규 자금 조달원 확보, 잔고 기반 스프레드 마진 수취

CMA 보급 및 활성화를 통해 증권업은 신규 자금 조달원을 확보하였을 뿐 아니라, 잔고를 바탕으로 스프레드 마진을 수취하는 비즈니스를 수행하고, WM 비즈니스와 연계하여 추가 수익원을 창출할 수 있게 되었다. 1) CMA를 통해 신규 수익원을 확보하였고, 2) 은행의 수신, 지급결제 기능을 제한적이거나 일부 도입하고 수신 경쟁력을 키웠다는 점에서, 증권주는 업황 호조에 더해 밸류에이션이 상승할 수 있었다.

덧붙여, 2007년에는 자본시장통합법(2009년 2월 본격 시행, 1년 6개월 유예 기간)이 국회 본회의를 통과하였고, 관련 기대감으로 증권주 밸류에이션이 상승한 측면도 있다. 5개의 자본시장 관련업권(증권업, 자산운용업, 선물업, 증금업, 신탁업)을 '금융투자업' 단일 업종으로 합치고 겸영을 허용하며 '대형화'와 '겸업화'를 골자로 한다. 이로써, 증권사들이 미국의 대형 투자은행처럼 도약할 수 있는 제도적 기틀이 마련되었다는 점에서 기대감이 컸다.

**2007년 자본시장통합법
= 2025년 기업금융 경쟁력
제고방안
증권사 업무 영역 확장 중심**

2007년 CMA 보급과 자본시장통합법 제정은 2025년 증권업 기업금융 경쟁력 제고방안을 발표하여 IMA 및 발행어음 사업자를 신규 지정하고 기업금융과 모험자본 공급을 위한 제도적 기반을 마련한 것과 궤를 같이한다고 본다.

지난 해 금융위원회는 증권업 기업금융 경쟁력 제고방안을 발표하며 발행어음 및 IMA 신규 사업자를 지정하겠다고 밝혔다. 현재 기준으로 발행어음 신규 사업자로 지정된 증권사는 키움증권, 신한투자증권, 하나증권이며, IMA 1호 신규 사업자는 미래에셋증권과 한국투자증권이 되었다.

IMA는 2017년 제도 도입 이후 인가 요건인 자기자본 8조원을 맞추는 증권사가 없어 그동안 유명무실하였지만, 지난 12월부터 IMA 신규 상품이 출시되기 시작하였다. 증권사로서는 새로운 수신 상품이 등장하며 수신 경쟁력 제고를 기대할 수 있고, 오랜만에 증권업에 신규 비즈니스가 등장했다는 점에서 의미가 크다고 본다.

**올해는 IMA 도입 원년.
연초 상품 수요 확인 완료**

미래에셋증권과 한국투자증권은 지난 12월부터 IMA 상품을 출시하며 모집을 시작하였다. 지난 12월 미래에셋증권은 1호 상품을 출시하여 950억원 모집을 발표하였고, 사흘동안 약 4,750억원이 몰리며 최종 경쟁률 5:1로 마감하였다. 한국투자증권의 경우, 지난 12월 1호 상품에서 1조원을 모집할 계획이었으며, 4영업일간 총 1조 590억원의 자금이 유입되며 판매를 조기 마감하였다. 한국투자증권은 1호에 이어 연초 2호 상품에서 7,772억원, 2월 3호 상품에서 3,000억원을 모집하였다. 이로써, 현재까지 IMA로 미래에셋증권은 950억원, 한국투자증권은 누적 2조 1,900억원 가량을 조달하였다.

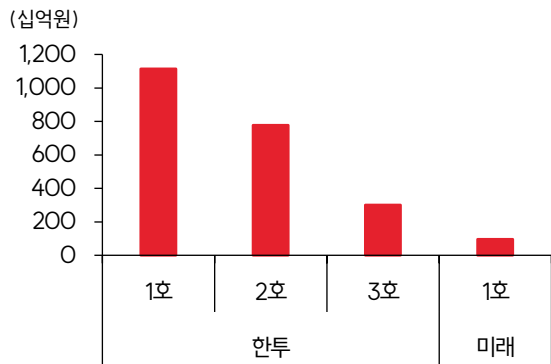
언론보도에 따르면, 한국투자증권은 올해 말까지 IMA 상품 판매 잔액을 최소 4~5조원까지 늘릴 계획이라고 알려졌다. 이는 2025년 말 증권 별도 자기자본 규모로 고려 시, 조달 가능 금액의 36~45% 가량을 조달하겠다는 것이다. 발행어음 사업에 이어 IMA에서도 적극적인 한국투자증권과 점진적으로 시행하고자 하는 미래에셋증권의 사업 전략에 차이가 두드러진다.

한국투자증권, 미래에셋증권 IMA 상품 내역

구분	한국투자증권			미래에셋증권
상품	1호(IMA S1)	2호(IMA S2)	3호(IMA S3)	1호(IMA 1)
조달금액	1조 1,147 억원	7,772 억원	3,000 억원	950 억원
만기	2년	2년 3개월	2년	3년
유형	폐쇄형			폐쇄형
기준수익률	연 4.0%			연 4.0%
보수율	연 0.6%			연 0.22%
성과보수율	40%			30%
투자대상	M&A 인수금융 대출, 국내 중소, 중견 대기업 대상 대출, 글로벌 BDC 등에 투자			- 금리 수취형 자산 (전자단기사채, 기업어음, 회사채 등) 20% 이상 - 기업대출, 인수금융, 대출채권 및 메자닌 증권 등 50% 이상 - 비상장사 주식, 신가사, 벤처투자조합, PEF, 펀드, ETF 등 20% 이내

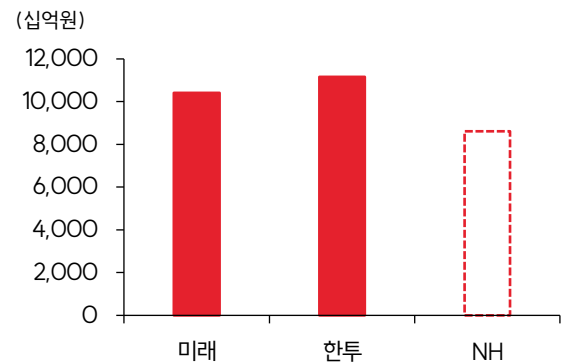
자료: 각 사, SK 증권

IMA 회사별 조달 금액



자료: 각 사, SK 증권

IMA 최대 조달 가능 금액 (4Q25 기준)



자료: 각 사, SK 증권

주: NH 투자증권은 아직 미정이므로 점선으로 표시

IMA 흥행요인은 정기예금보다 높은 기준수익률

IMA 상품은 원금보장형 상품이면서 은행의 정기예금보다 높은 4%대 기준 수익률을 제시한 점이 흥행요인이다. 출시된 IMA 상품이 2년 만기 상품이 대부분이므로 정기예금(2~3년 미만) 금리와 비교해보자면, 정기예금(2~3년 미만) 금리는 2025년 12월 말 기준 2.67%, 정기적금(1~2년) 금리는 2.74%이다. 따라서, 증권사들이 제시한 기준수익률 4%는 충분히 매력적인 금리 수준이다. 단점으로는 은행 예·적금과 마찬가지로 중도 해지가 불가능하다는 점과 총보수와 성과보수, 투자수익에 대해 만기 때 배당소득세 15.4%를 적용받는다라는 점이다.

당사가 출시된 상품 구조를 통해 고객 수익률(연, 세후)을 추정해본 것에 따르면, 실제수익률이 기준수익률 4%보다 미달하여 3%를 기록할 경우 고객 수익률(연, 세후)은 2.5%이며, 기준수익률 4%를 달성 시에는 3.4%, 기준수익률 4%를 초과하여 실제수익률이 5%~7%일 경우에는 3.9%~4.9%로 추정된다. 즉, 기준수익률 4%를 달성하기만 한다면, 정기예금과 정기적금 금리보다 더 나은 수익률을 실현할 것으로 예상된다.

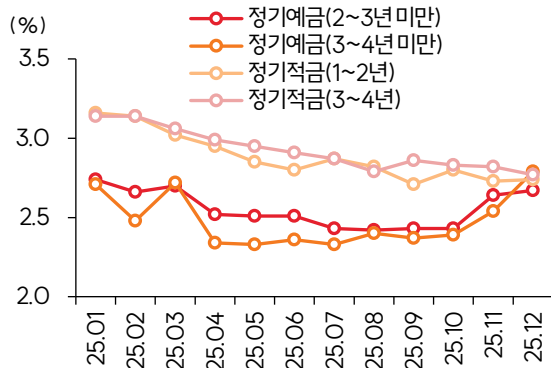
레버리지 한도 정해져 있어 CMA와 같은 급성장은 불가 but 신규 조달원 등장은 긍정적

그동안 한국투자증권이 발행어음 사업을 영위하며 보여주었던 스프레드 마진을 고려하면, 기준수익률 4%는 달성하기 매우 어려운 수준은 아니라고 판단한다. 따라서, IMA 상품이 향후 은행의 예·적금 수요를 끌어들이는 만큼 매력적이라고 본다. 모집 가능한 규모가 정해져 있기 때문에 2007년 CMA와 같이 급성장하기는 힘들겠지만, 증권사 입장에서 조 단위의 신규 조달원이 새로 등장하였다는 점에서 밸류에이션 리레이팅에 기여할 것으로 전망한다.

증권사 마진은 기준수익률을 넘어서야 1%대 수익률 기대 가능

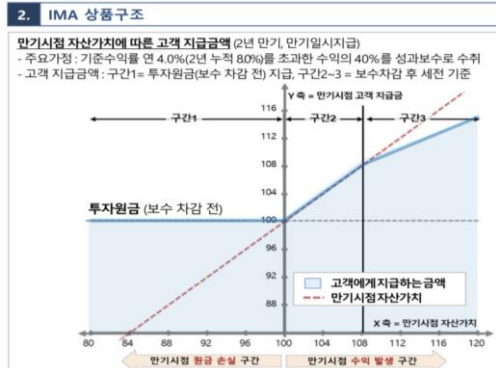
추가적으로 증권사의 마진을 살펴보면, 증권사 입장에서 고객과 마찬가지로 기준수익률을 넘어서는 것이 관건이다. 증권사의 마진은 기준수익률까지는 한국투자증권은 0.6%, 미래에셋증권은 0.2%에 불과하다. 하지만, 기준수익률을 넘어서서 성과보수를 수취하게 된다면, 실제수익률 5% 가정 시 한국투자증권은 1%, 미래에셋증권은 0.5%의 마진을 얻게 될 것으로 추정한다.

만기별 정기예금, 정기적금 금리 추이



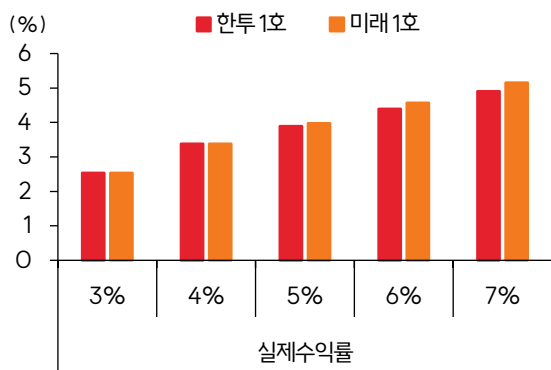
자료: 한국은행, SK 증권

IMA 상품 구조



자료: 한국투자증권, SK 증권

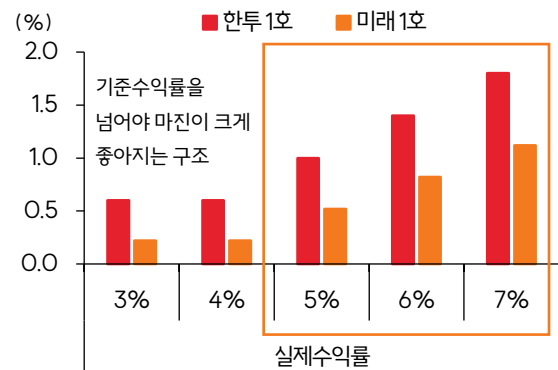
실제수익률에 따른 고객 세후 수익률(연) 추정



자료: 각 사, SK 증권

주: 금융소득 2,000만원 이하의 15.4% 배당소득세 적용 가정

실제수익률에 따른 증권사 마진(연) 추정

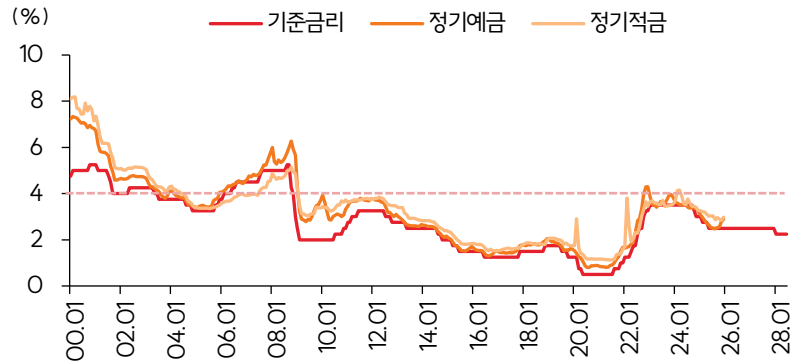


자료: 각 사, SK 증권

IMA 수신 경쟁력은 운용 능력이 가장 중요

결국 증권사들의 IMA 수신 경쟁력은 운용 능력으로 결정될 것으로 전망한다. 수익률이 높아야 자금이 유입될 것이기 때문이다. 또한, 1호 상품의 만기가 2년이므로 2027년 말까지는 구체적인 수익률에 대해 알기 어렵다는 점에서 IMA 인기가 크게 상승하기는 어려울 수 있지만, 1호 상품의 만기 이후 IMA가 자산관리의 핵심 상품으로 부상할 것으로 예상된다. IMA의 흥행을 예상하는 근거는 Bloomberg 컨센서스에 따르면 2028년 상반기 기준금리는 2.25%로 전망된다는 점에서 정기예금과 정기적금의 금리가 IMA 기준수익률 4%를 능가하기는 쉽지 않을 것으로 보이기 때문이다. 따라서, IMA 상품이 운용 능력만 수반된다면 과거 2007년 CMA 인기처럼 향후 3년 안에 핵심적인 자산관리 상품으로 자리잡을 것으로 기대한다.

기준금리, 정기예금, 정기적금 금리 시계열 추이



자료: 한국은행, SK 증권

주: 기준금리 전망치는 Bloomberg 컨센서스 기준

ROE 변동성은
수익원 다변화를 통해
과거 대비 완화되었음

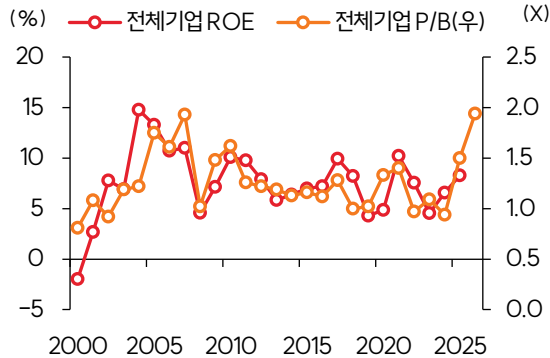
(4) ROE 변동성 과거 대비 낮아지며, 디스카운트 축소 가능

증권업종 P/B 저평가의 가장 큰 이유는 ROE 가 높더라도 거래대금과 운용손익에 따라 변동성이 크다는 점에서 구조적으로 밸류에이션 디스카운트를 받은 것에 기인한다. 하지만 이제는 IB, WM 등 수익원이 다변화되었으며, 운용손익 또한 리스크 관리와 포트폴리오 다변화에 따라 안정화되는 추세에 있기 때문에 ROE 변동성은 과거 대비 완화되는 추세이다. 이에 따라, 기존에 증권업 밸류에이션에 주던 디스카운트 폭을 축소하는 것이 타당한 국면이라고 판단한다.

증권업의 ROE와 P/B는
2010년대 중반부터
괴리가 벌어졌음

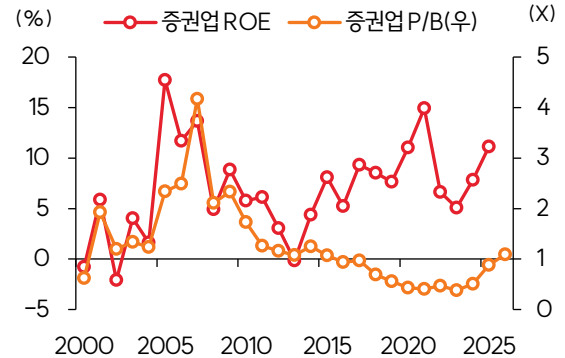
실제 데이터에서도 증권업종의 밸류에이션 디스카운트가 관찰된다. 2000년 이후부터 전체기업의 ROE와 P/B는 상관관계수 0.7로 높은 수준의 동행관계가 보인다. 반면, 증권업의 경우에는 ROE 수준에 상관없이 2010년대 중반부터 계속해서 P/B 1배 미만을 시현하며, 상관관계수가 0.3으로 상관관계가 다소 낮은 편이다. 이는 증권업의 성장성보다는 업황 민감도가 높다는 인식이 강해짐에 따라 ROE 수준보다는 지속 가능성에 대한 의문으로 인해 ROE가 높더라도 할인율이 올라가며 P/B 상승을 제한하였던 구조로 보인다.

전체기업 ROE 및 P/B 추이



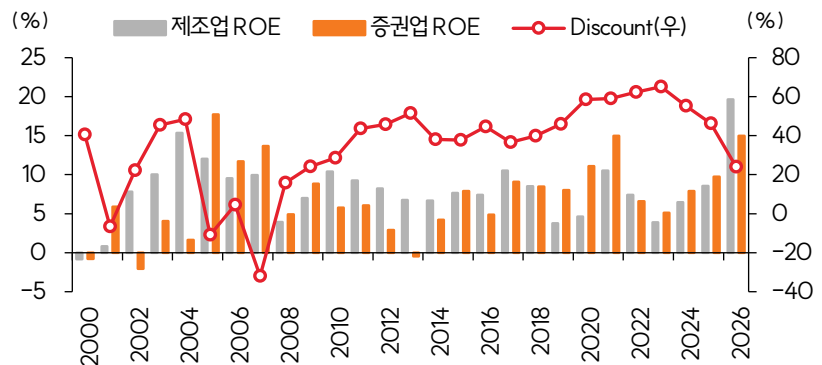
자료: Quantiwise, SK 증권

증권업 ROE 및 P/B 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

전체기업 및 증권업 ROE, 전체기업 대비 증권업 P/B Discount 추이



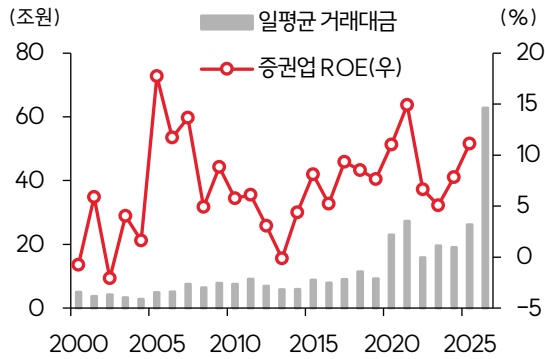
자료: Quantiwise, SK 증권

주: 2026년 ROE는 컨센서스 기반

증권업 장기 저평가 국면의 시작점은 2013년이라고 봄 증권의 실적 하방은 뿔려있다는 불안감을 준 해

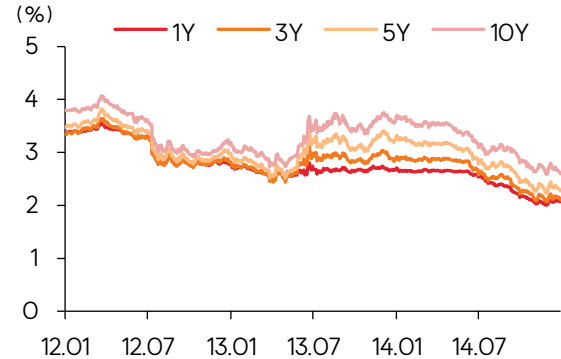
증권업종의 장기적인 저평가 국면에 진입하게 된 결정적인 변곡점은 2013 년으로 보인다. 2005 년~2007 년 브로커리지 위주로 높은 ROE 를 시현하는 동시에, 2007 년 자본시장통합법 시행을 앞두고 PI 투자를 강화하였다. 이후 브로커리지 중심의 수익 구조를 바탕으로 PI 운용 비중이 높아지며 증시와 운용손익에 따라 ROE 의 변동성이 컸다. 이에 따라 디스카운트 폭이 2007 년 대비 점점 확대되는 모습이 나타났는데, 증권주에 대한 할인율이 전체기업 대비 40~50%대까지 높아진 배경은 2013 년 미국의 테이퍼링 발표 이후 대규모 채권 투자손실이 발생하며 어닝 쇼크를 시현한 데 있다. 즉, 브로커리지 뿐 아니라 운용 부문까지 시장 변수에 대한 민감도가 크다는 것이 2013 년 실적에서 여실히 드러남에 따라, 증권주 실적의 하방을 예측할 수 없다는 구조적 불안정성이 오랜 기간 디스카운트 요인으로 작용하였다.

일평균 거래대금 및 증권업 ROE 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

2013년 국고채 금리 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

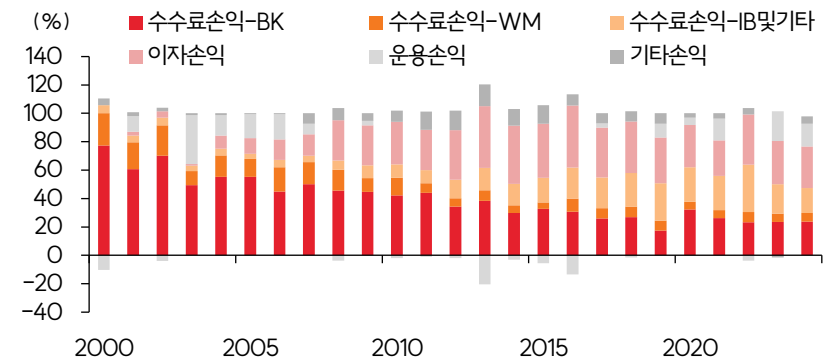
사업 다각화, 운용 리스크 관리 강화로 변동성 완화

그러나 최근에는 1) IB, WM 등으로 수익원이 다변화되며 브로커리지 민감도가 과거 대비 낮아졌으며, 2) 운용 부문에서 리스크 관리 강화 및 포트폴리오 다변화를 통해 변동성을 완화하고 있다.

2010년대부터 증권사들은 본격적으로 IB 역량을 강화하며 시황에 비교적 덜 민감한 IB 사업으로 확장하는 시기를 거쳤다. 이를 통해, 순영업수익 내 IB 및 기타 수수료손익 비중은 2010년 9%에서 2018년 24%로 증가하여 지속적으로 25%대 비중을 유지하고 있다. 이제는 IB 부문이 꾸준히 실적 기여를 하는 국면에 접어들었다고 보며, WM 등 기타 사업부문도 기여하면서 2000년대 50% 이상이었던 브로커리지 수수료손익 비중이 이제는 24%대로 축소되었다.

운용 부문에서도 포트폴리오 다변화, 헤지 관리 강화 등 리스크 관리 체계화를 통해 변동성을 최대한 완화하기 위해 노력하고 있다. 2010년대 초중반에는 자기자본운용을 채권, 주식, 파생 등에 의존하여 시장 변동성이 커질 때는 운용손익이 대규모 손실을 낼 수 있는 구조였다. 하지만 이제는 운용 포트폴리오를 단기 트레이딩 자산 비중을 낮추고 대체투자, 구조화증권, IB 연계 운용 등 포트폴리오를 다변화하여 리스크를 분산하고 있다. 이로써 운용 부문 특성 상 시장 변수에 대한 민감도를 완전히 제거할 수는 없지만, 과거에 비해 리스크 관리 역량은 강화되어 손실을 줄이고 있다고 본다. 실제로, 지난 4분기 시장 금리가 갑자기 상승하면서 채권 부문 손실이 발생했지만, 커버리지가사 기준으로 운용손익이 감익하기는 하였지만 2013년처럼 증권사 실적 전체를 흔들지는 못했다.

국내 증권사 순영업수익 대비 각 손익 비중 추이



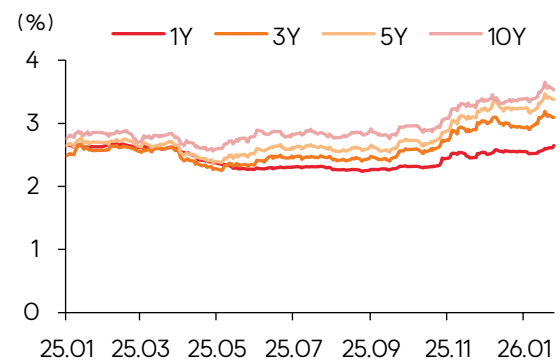
자료: FISIS, SK 증권

IB 사업 육성 과정에서의 제도 도입 요약

구분	주요 내용
자본시장법 (2009)	한국형 투자은행 육성을 목표로 증권사 업무 영역 확대 금융투자업으로 자본시장 통합하여 자본시장 내 업무 겸업 가능 투자상품의 범위 확대
종투사 제도 도입 (2013)	자기자본 3 조원 이상 증권사를 '종합금융투자사업자'로 지정. 기업 신용공여 및 PBS(프라임 브로커리지 서비스) 등 IB 업무 허용
초대형 IB 지정 (2017)	자기자본 4 조원 이상 증권사를 초대형 IB 로 지정 자기자본의 2 배 이내에서 발행어음 사업을 허용

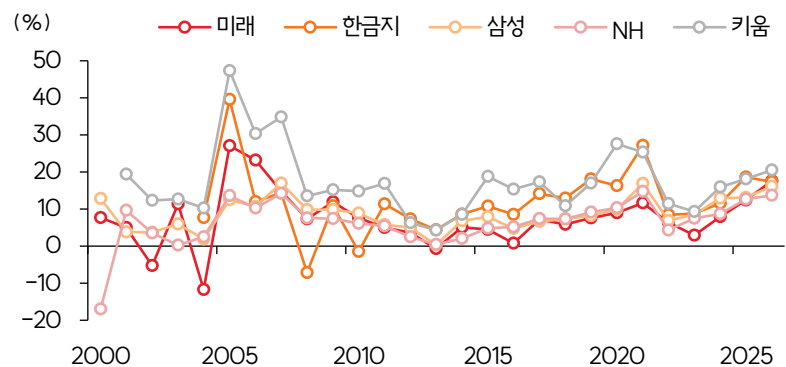
자료: 금융위원회, SK 증권

최근 국고채 금리 추이



자료: Quantwise, SK 증권

커버리지사 ROE 추이 및 전망



자료: 각 사, SK 증권

증권업 ROE 안정성 제고 : ROE 변동계수 하향 안정화

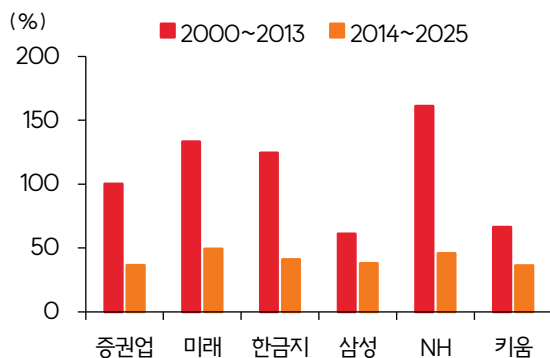
이에 따라, 증권업의 ROE 안정성이 과거 대비 유의미하게 높아졌다고 판단한다. 2013 년 전후 ROE 변동계수를 통해서도 관찰이 되는데, 2000 년~2013 년에 증권업 변동계수가 100%였던 것에서 2014 년~2015 년에 36%로 하향 안정화되었다. 커버리지사들도 마찬가지로 2014 년부터의 ROE 변동계수는 40%대로, 과거 변동성이 매우 높은 불안정한 상태에서 약간의 변동성이 있는 정도로 안정화되었다.

물론, 브로커리지 외에 IB, WM 등으로 수익구조를 다변화하였고 운용손익의 변동성을 줄였다고 하더라도, 증권업이 구조적으로 시황에 대한 민감도가 높다는 것을 부정할 수는 없다. 하지만, 과거 대비 ROE 안정성이 유의미하게 높아진 것은 사실이며, 이에 따라 밸류에이션 디스카운트 축소는 충분히 가능하다고 판단한다.

2005~2007 년 밸류의 요구수익률에 15%를 할증하여 P/B 2 배까지 리레이팅 전망

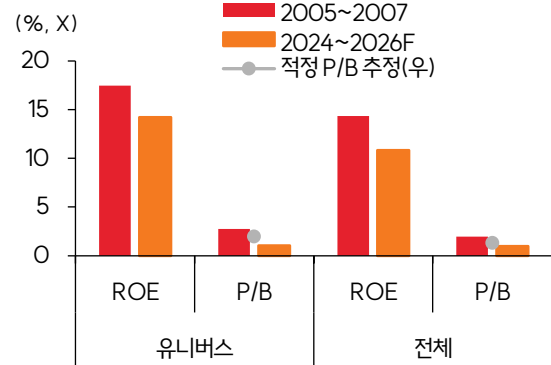
다만, 과거 대비 안정적이지만 낮은 수준의 ROE 라는 점에서 2007 년과 같이 밸류에이션 프리미엄을 받기는 어렵다고 본다. 유니버스 증권사의 2005 년~2007 년 평균 ROE 가 17.5%이고, 2024 년~2026F 평균 ROE 는 14.2%로 추정한다. ROE 변동성은 완화되었지만 절대적인 수준은 차이가 난다는 점에서, 2005 년~2007 년 적용된 요구수익률에 15%(ROE 차이만큼) 추가 반영하여 적정 P/B 를 산출 시 유니버스 증권사의 P/B 는 2 배까지 리레이팅이 가능할 것으로 전망한다.

2013 년 전후 ROE 변동계수 변화



자료: SK 증권

유니버스 증권 및 전체 증권사의 ROE, P/B 시기별 비교



자료: Quantiwise, SK 증권

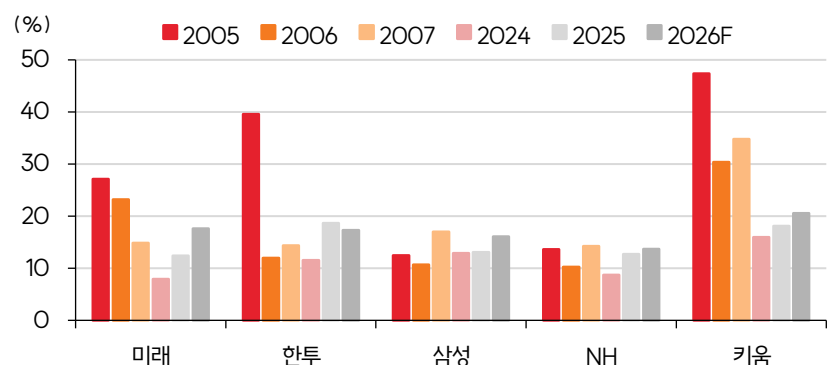
향후 밸류에이션 상승의 핵심은 북 비즈니스

향후 추가적인 밸류에이션 상승에 가장 핵심은 운용손익이 될 것이다. 현재 10%대 초반의 비교적 안정적인 ROE로 밸류에이션 디스카운트 폭을 축소할 수 있다면, 앞으로 북 비즈니스를 통해 15% 이상의 높고 안정적인 ROE를 실현할 수 있는 종목은 밸류에이션 프리미엄을 받게 될 것으로 예상된다.

특히, 2025년은 거래대금 증가에 따른 브로커리지 호황 뿐 아니라 대형 증권사들이 자본을 활용한 운용 부문에서 성과를 증명해낸 해라고 평가한다. 그동안 증권사들이 투자했던 건들의 평가이익이 크게 올라온 것이 주로 기여하였다. 이는 증권주가 과거 북 비즈니스의 성과를 증명하지 못하여 디스카운트를 받고 있었다는 점에서, 북 비즈니스에서의 성과를 증명해냈다는 것은 체질 개선에 대한 기대감을 끌어올리는 터닝포인트이다.

투자 건들의 평가이익은 일회성이 아닌 증권사가 본업을 통해 얻은 이익이라는 점에서 비경상으로 치부할 수 없는 이익이다. 물론, 최근 시장 호조로 엑시트도 원활히 이루어지고 평가이익이 많이 발생할 수 있는 국면이라는 하지만, 시장 호황기에 레버리지 효과로 초과 수익을 창출하며 디스카운트를 축소해 나가는 증권업의 특성상 북 비즈니스에 대해 매우 보수적이었던 관점을 이제는 긍정적으로 바꿀 때가 되었다. 더 나아가, 중장기적으로 안정적인 운용손익을 창출하며 ROE를 구조적으로 개선하는 종목에 대해서는 향후 프리미엄을 줄 수 있을 것으로 예상하며, 향후 증권업 내 대형사와 중소형사는 자본 규모의 차이로 점점 양극화가 심해질 것으로 전망한다.

유니버스 증권 회사별 ROE 추이 및 전망



자료: 각 사, SK증권

(5) 결론: 2000년대처럼 밸류에이션 리레이팅 가능하다

결론적으로, 2007년과 같이 증권주 리레이팅이 가능한 국면이라고 판단한다. 2007년은 앞서 기술했듯이 1) 주식시장 호황, 2) 펀드 판매 증가 및 CMA 보급을 통해 증권업이 단순 브로커리지 사업을 넘어 은행의 수신 및 결제 기능까지 일부 도입하며 자본시장의 핵심 플레이어로 부상하였고, 3) 10% 중후반의 높은 ROE를 실현했던 시기였다. 현재도 1) KOSPI 지수 상승에 따른 거래대금 급등, 2) ETF 시장 확대 및 IMA 도입을 통해 은행 고유 업무였던 여수신 기능이 일부 증권사에게도 허용되었으며, 3) ROE 변동성 완화 및 북 비즈니스 성과 개선이 나타났고 2026F ROE는 17.0%에 달할 것으로 전망되며 2007년과 비슷한 환경이 조성되었다.

현재 레버리지 효과가 더 크게 나타나는 국면

증권업의 구조적 특성 상 ROE 변동성이 완화되었다고 하더라도 여전히 존재하나, 현재 구간에서는 리스크보다 레버리지 효과가 더 크게 작동하고 있다. 거래대금 급증에 따라 이익 레버리지 효과가 나타나고 있고, 유니버스 증권사의 2026F ROE가 10% 중후반까지 상승할 것으로 예상됨에 따라 2000년대 중반과 같이 밸류에이션 리레이팅 트리거로 작용하고 있다.

과거 2005년~2007년 유니버스 증권사의 평균 ROE가 17.5%, 평균 P/B가 2.7배였던 것을 감안 시, 2026F ROE가 17.0%로 전망되는 상황에서 현재 12MF P/B 1.4배로 최근 밸류에이션이 급격히 상승하였다고 하더라도 아직 과한 레벨이 아니다. 앞서 설명했듯이, 당사는 2005년~2007년 적용된 요구수익률에 15%(3개년 평균 ROE 간의 차이)를 추가 반영하여 유니버스 증권사의 P/B가 2배까지 리레이팅이 가능할 것으로 전망한다.

밸류에이션 리레이팅의 핵심 : 브로커리지 증가 + 북 비즈니스 기여도 개선

결국 밸류에이션 리레이팅의 핵심은 거래대금 확대에 따른 브로커리지 수수료 수익 증가와 북 비즈니스 기반 운용손익 기여도 개선이다. 거래대금은 업종 전반적으로 수혜를 입는 영역이므로, 운용 능력에 따라 향후 밸류에이션 차별화가 나타날 것으로 전망한다. 브로커리지 중심의 의존도를 낮추고 자기자본을 활용한 운용·IB 중심의 이익 비중이 확대되면서, 자본 여력에 따른 차별화가 불가피하며 대형사와 중소형사의 양극화는 더욱 심해질 것으로 예상된다. 또한, 최근 정부에서 모험자본 공급 기조를 강화함에 따라, 위험을 관리하며 ROE를 제고할 수 있는 운용 역량이 가장 중요해질 것이다.

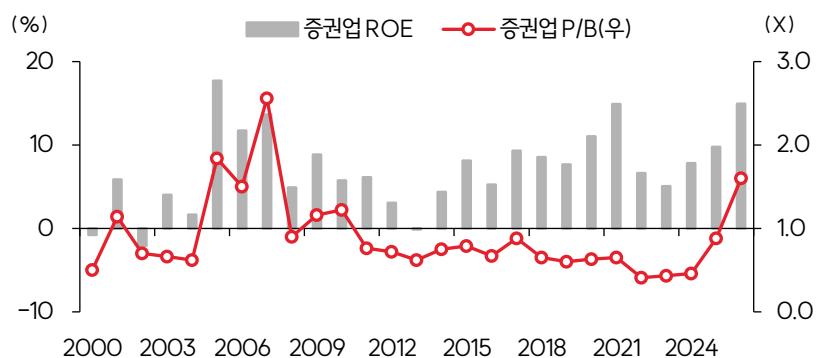
작년에는 증시 부양 정책과 IMA 및 발행어음 신규 사업에 들어간다는 기대감이 주 요했다면, 올해는 본격적인 KOSPI 지수 호조인 상황에서 기초 체력인 브로커리지 에서 ROE 기여를 크게 해주고 운용에서 안정적인 성과를 바탕으로 ROE 기여도를 증명해내는 종목 위주로 주가 차별화가 나타날 것으로 예상된다.

2010년대 이후 오랜 기간 P/B 1배 미만이었기 때문에 P/B 1배 이상을 주는 것에 대해 심리적 저항이 있을 수 있다고 보이나, 올해는 증권주가 KOSPI와 함께 P/B 1배 그 이상으로 리레이팅이 될 한 해가 될 것으로 전망한다.

한편, 리스크도 분명히 존재한다. 현재 증시 분위기 호조 뿐 아니라 정책적으로도 부동산에 편중된 자산을 주식시장 중심으로 바꾸겠다는 기조에 힘입어 증권업에 우호 적인 상황이다. 하지만, 갑자기 시장의 변동성이 확대되며 거래대금과 금리 등 시장 민감 변수들의 변동성이 커져 브로커리지와 운용 부문에 부정적 영향을 준다면 증권 주 밸류에이션 상승이 제한적일 수 있다.

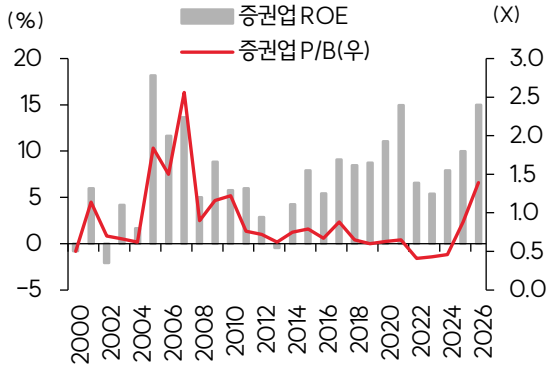
본 자료에서는 올해 가장 중요하다고 생각하는 두 개의 축인 브로커리지와 운용을 중심으로 업황을 살펴보겠다.

유니버스 증권 ROE 및 P/B 추이



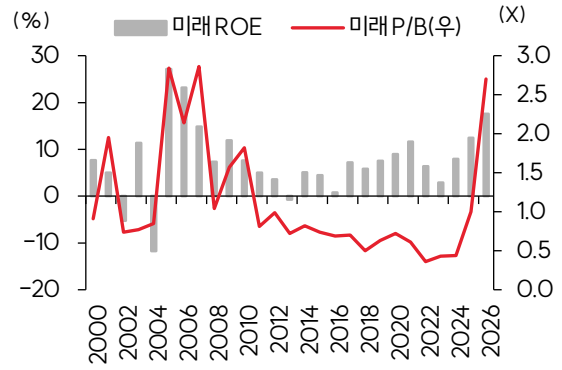
자료: 각 사, SK 증권

증권업 ROE 및 P/B 추이



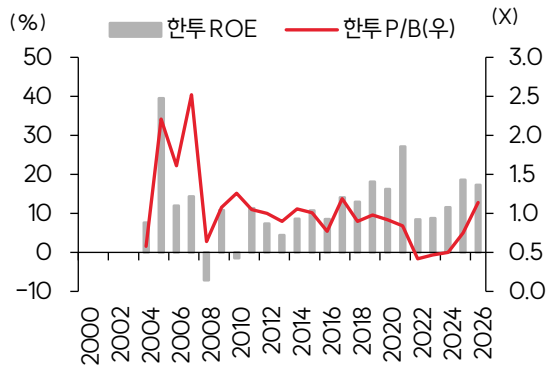
자료: Quantwise, SK 증권

미래에셋증권 ROE 및 P/B 추이



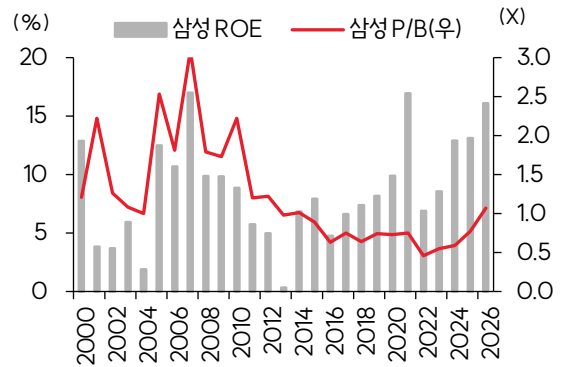
자료: Quantwise, SK 증권

한국금융지주 ROE 및 P/B 추이



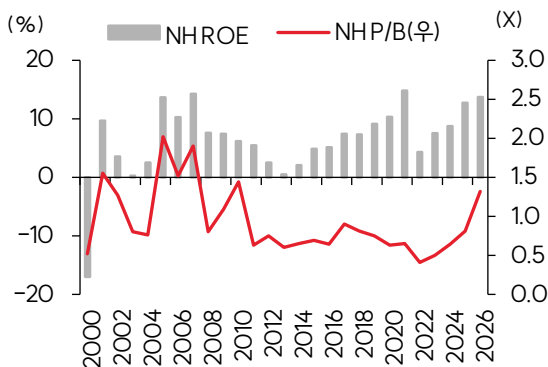
자료: Quantwise, SK 증권

삼성증권 ROE 및 P/B 추이



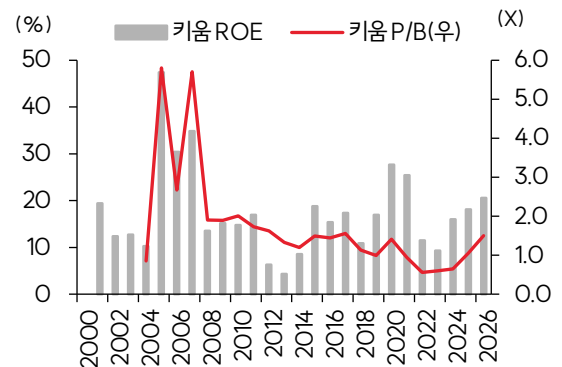
자료: Quantwise, SK 증권

NH투자증권 ROE 및 P/B 추이



자료: Quantwise, SK 증권

키움증권 ROE 및 P/B 추이



자료: Quantwise, SK 증권

4. 브로커리지가 강하게 끌고 간다

정부의 자본시장 활성화 정책, 은행에서 증권으로의 머니무브 본격화, ETF 성장 등으로 브로커리지 수수료수익이 단순 거래대금 급증에 따른 증익이 아니라 구조적 성장 초입이라는 기대감이 존재한다. 상법개정, 배당소득 분리과세 도입 등 자본시장 신뢰를 제고하기 위해 제도를 개선하고, 거래시간 연장 등 자본시장으로의 자금 유입에 긍정적인 환경을 조성하고 있다. 거래대금 증가 및 펀드/ETF 호조에 따라 증권업 ROE가 개선되고 밸류에이션 리레이팅으로 이어질 것으로 전망한다.

(1) 정부의 자본시장 활성화 정책으로 브로커리지 구조적 성장 초입

작년부터 추진되고 있는 자본시장 활성화 정책으로 증시 자금 유입이 촉진되고 있으며, 그에 따라 증권사들의 브로커리지 수수료수익이 구조적으로 확대될 것이라는 기대감이 존재한다.

지난 해부터 정부는 부동산에서 주식 시장으로 머니무브를 시키기 위해 자본시장 활성화 정책을 적극적으로 추진하며 'KOSPI 5,000pt'를 제시하였다. 반도체 중심의 실적 개선과 더불어 정책 효과까지 더해지며 KOSPI 지수는 지난 10 월 4,000pt를 돌파하였고 현재는 6,200pt 에서 거래되고 있다. 올해 1 월에는 'KOSDAQ 3,000pt'를 제시하였고, 연초부터 KOSPI 지수는 49.7%, KOSDAQ 지수는 28.4% 상승하였다.

자본시장 활성화 정책은 가계자산 내 금융자산 비중을 높이겠다는 것

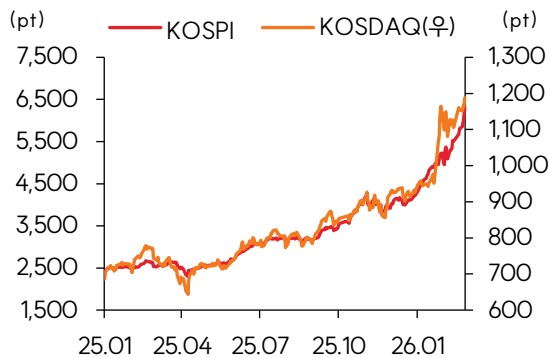
정책적 차원에서 자본시장 활성화 정책을 추진하는 이유는 한국의 가계자산이 부동산 중심으로 치중되어 있기 때문이다. 실제로, 2024 년 기준 한국의 가계자산 내 비금융자산 비중은 64.5%로 4 개국(한, 미, 일, 영) 중 가장 높았다. 금융·비금융자산을 모두 통합하여 살펴보면, 한국은 비금융자산(64.5%), 현·예금(16.4%), 금융투자상품(8.5%), 보험·연금(10.3%) 순이며, 미국은 금융투자상품(38.1%), 비금융자산(32.0%), 보험·연금(18.1%), 현·예금(10.0%)순이다. 미국은 4 개국 가운데 가계자산에서 금융투자상품 비중이 가장 높아 투자 중심의 자산 구조가 형성되어 있다. 반면, 한국은 부동산 등의 비금융자산 비중이 제일 높고, 이를 제외하고 보더라도 현·예금이 금융투자상품 비중보다 앞서며 안전한 예금 선호가 강하다.

주식/펀드 비중 확대된다면 브로커리지 사업 구조적 성장 기대

이러한 가계자산 구조를 고려할 때, 가계자산 내에서 주식·펀드 비중을 확대하겠다는 정책은 증권사의 브로커리지 사업의 구조적 성장의 밑거름이 될 것으로 전망한다. 금융자산 비중 증가에 따른 거래대금 영향을 파악하기 위해 2024년 기준 금융투자상품의 비중을 15%(vs. 기존 8.5%)로 확대 가정하였다. 증가분을 금융투자상품 하위항목인 지분증권에 더하여 2024년 회전율을 적용 시 산출되는 거래대금이 기존 거래대금 대비 77% 가량 증가하였다. 이로써 구조적으로 미국과 같이 가계자산 내 주식·펀드 비중을 키워 나갈 수 있다면, 브로커리지 사업의 구조적 성장을 기대할 수 있다.

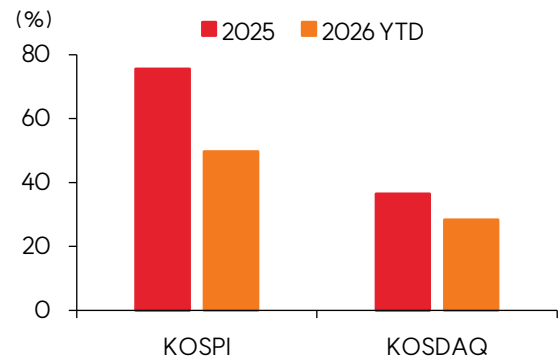
자본시장 활성화를 위해 자본시장에 대한 신뢰 강화 정책이 잇따르고 있다. 1~2차 상법개정안을 통해 기업 지배구조 개선 및 주주권을 강화하였고, 현재 자사주 소각 의무화를 골자로 한 3차 상법개정안에 대한 논의는 진행 중이다. 또한, 고배당기업 배당소득 분리과세 제도가 올해부터 도입될 예정이다. 고배당기업 요건은 배당성향이 40% 이상이거나 배당성향이 25% 이상이면서 전년 대비 현금배당액이 10% 이상 증가한 기업이다. 이를 통해, 주주환원 확대 및 배당 투자를 유도함으로써 자본시장 체질 개선이 될 것으로 보이며, 증권주의 브로커리지 수익에도 기여할 것이다.

KOSPI 지수 및 KOSDAQ 지수 추이



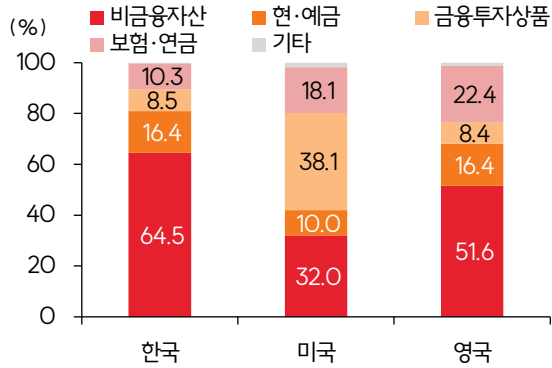
자료: Quantwise, SK 증권

KOSPI 지수 및 KOSDAQ 지수 2025, 2026 YTD 상승률



자료: Quantwise, SK 증권
주: 2026년은 02/26까지 반영

국가별 가계자산 구성 세부 breakdown (2024)



자료: 한국은행, 미국 Fed, 영국 통계청, SK 증권

고배당기업 배당소득 분리과세 개요

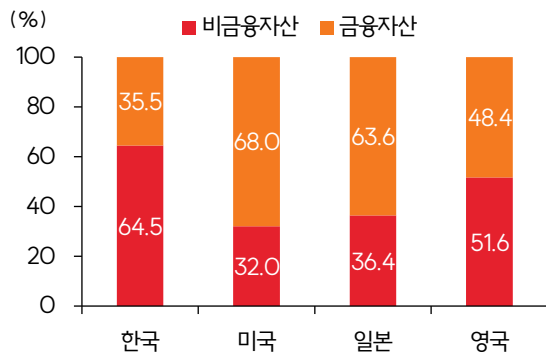
과세표준	적용세율
2,000만원 이하	14%
2,000만원 초과~3억원 이하	20%
3억원 초과~50억원 이하	25%
50억원 초과	30%

주: 고배당기업 요건: 1) 배당성향 40% 이상 or

2) 배당성향 25% 이상이면서 전년 대비 배당액 10% 이상 증가

자료: 기획재정부, SK 증권

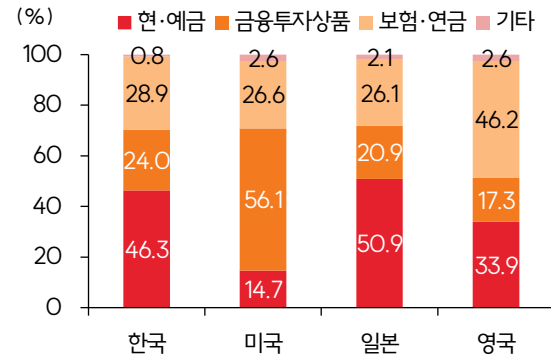
국가별 가계자산 구성 (2024)



자료: 한국은행, 미국 Fed, 일본 내각부 경제사회종합연구소, 영국 통계청, SK 증권

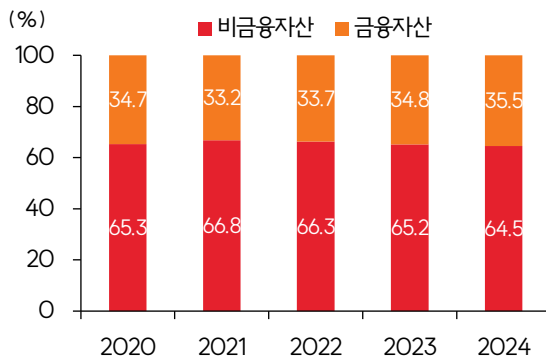
주: 일본은 2023년 기준

국가별 금융자산 내 비중 (2024)



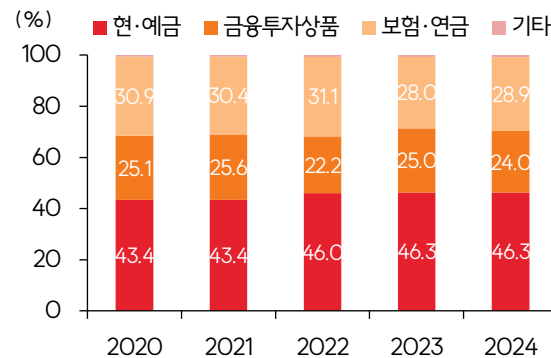
자료: 한국은행, 미국 Fed, 일본 내각부 경제사회종합연구소, 영국 통계청, SK 증권

한국 연도별 가계자산 구성 변화



자료: 한국은행, SK 증권

한국 금융자산 내 비중 변화



자료: 한국은행, SK 증권

(2) 은행에서 증권으로 머니무브 본격화 + ETF 성장

은행에서 증권으로의 머니무브가 본격화되고 있다. 과거에도 증시가 좋을 때 증권으로의 머니무브 현상이 발생하였으나, 이번에는 규모가 다르다. 앞서 설명한 퇴직연금 내 증권으로의 머니무브 뿐 아니라, 증시 호조에 따라 투자자예탁금, 주식형 펀드 및 ETF로 유입되는 자금의 속도가 매우 빠르다. 2007 년과 같이 다시 한번 자본시장의 핵심 플레이어로서 두각을 나타낼 것으로 전망한다.

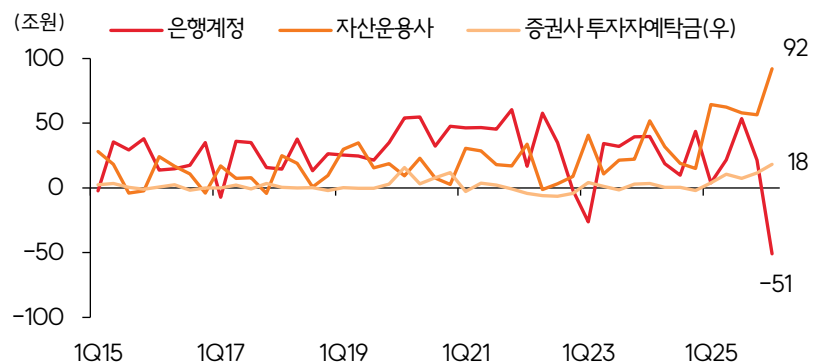
은행에서 증권으로 머니무브

- 은행 수신 ↓
- 증권 투자자예탁금 ↑
- 자산운용 수신 ↑

최근 은행에서 증권으로의 머니무브가 두드러지게 나타나고 있다. 증시가 강세를 이어감에 따라, 올해 1 월 한달 동안 은행권 수신은 전월 대비 50.8 조원 감소하였고 이는 역대 최대 감소 폭이다. 실세요구불예금(-14.8 조원), 수시입출식(-34.8 조원) 중심으로 크게 감소하였다. 수시입출식의 경우에는 연말에 일시적으로 유입되었던 법인 자금이 이탈한 것이라고 크다고 하더라도, 실세요구불예금이 14.8 조원이 감소한 것은 주식시장 활황으로 자금이 대거 증시로 이동한 것으로 해석된다. 또한, 정기예금 잔액도 지난 12 월에 전월 대비 31.9 조원 감소한 것에 이어, 이번 1 월에도 1 조원 감소하였다.

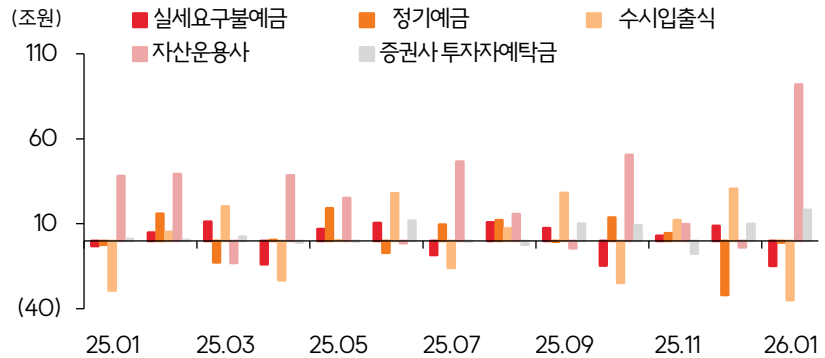
한편, 은행 수신 감소와 달리 1 월 자산운용 수신은 전월 대비 91.9 조원, 증권 투자자예탁금은 18.2 조원 증가하였다. 1 월 자산운용 수신잔액의 경우, 주식형 펀드로 자금이 유입되며 MoM +37 조원 증가한 것이 수신 증가의 가장 주요한 배경이었다. 이처럼 증시 호조에 따라 은행 예금에서 주식으로 머니무브 현상이 가속화되고 있다.

주요 금융기관 수신잔액 QoQ 증감액 추이



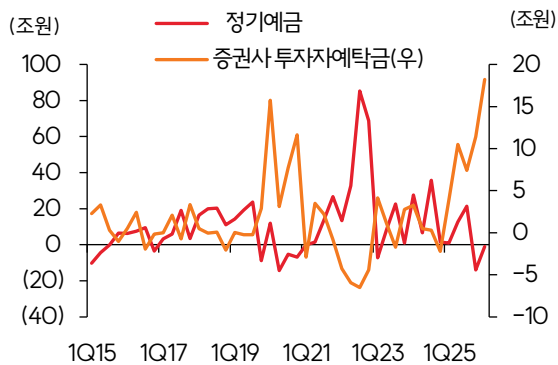
자료: 한국은행, SK 증권
주: 1Q26은 26.01까지 반영

월별 주요 금융기관 수신 MoM 잔액 증감 추이



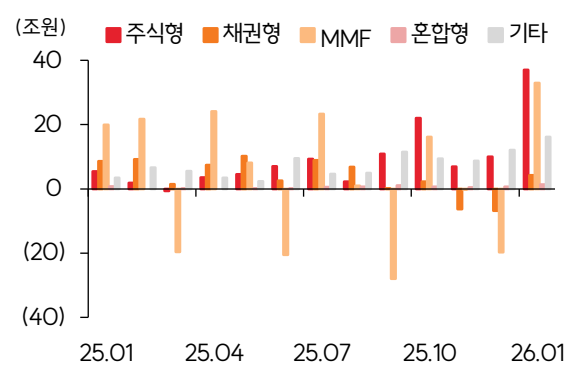
자료: 한국은행, SK 증권

정기예금 및 증권사 투자자예탁금 QoQ 증감액 추이



자료: 한국은행, SK 증권

자산운용사 수신잔액 MoM 증감 세부



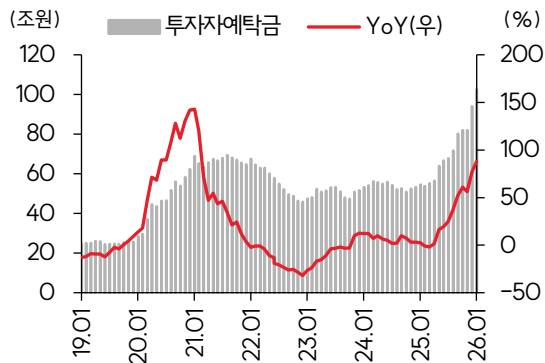
자료: 한국은행, SK 증권

2월 기준 월 평잔 투자자예탁금은 100 조원을 돌파한 103 조원을 기록하며 전월 (94.1 조원) 대비 +9.1% 증가하였고, 전년 동기(54.6 조원) 대비 +88.0% 증가하였다. 현재 투자자예탁금 증가 속도는 매우 빠르며, 이는 과거 코로나 초기 유동성이 확대되기 시작하던 때의 증가율(YoY +60~80%)과 비슷한 속도이다. 투자자예탁금은 증시 대기자금 성격을 가지고 있다는 점을 고려할 때, 거래대금이 현재 매우 가파르게 증가한 상황에서 투자자예탁금 또한 최대치를 기록한다는 점은 아직 추가적인 매수 여력이 남아있고, 거래대금의 탄력성을 더해줄 수 있을 것으로 예상된다.

또한, 신용거래융자잔고도 2월 평잔 31.1조원으로 30조원을 돌파하였다. 전년 동기 에 17.4 조원 수준이었음을 감안 시 YoY +79.0% 증가하였다.

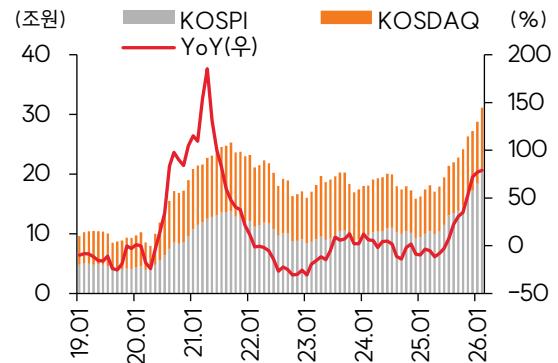
현재 일평균 거래대금은 64.2 조원을 기록하며 전년(26.2 조원) 대비 +144.9% 증가하였다. 주식 거래 활동 계좌 수도 사상 처음으로 1 억개를 돌파하였고, 국내 거래대금 절대 규모 자체는 사상 처음으로 1,000 조원을 넘어서며 엄청난 유동성을 시현하고 있다.

월별 투자자예탁금 추이



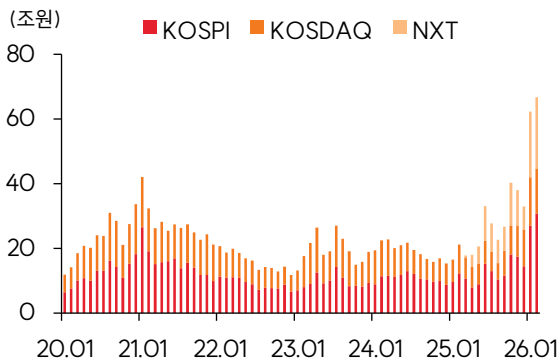
자료: 금융투자협회, SK 증권

월별 신용거래용자잔고 추이



자료: 금융투자협회, SK 증권

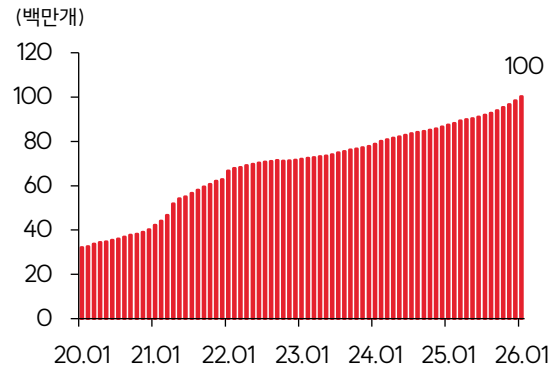
일평균 거래대금 추이



자료: Quantwise, 넥스트레이드, SK 증권

주: 26.02는 02/26 까지 반영

주식 거래 활동 계좌 수



자료: 금융투자협회, SK 증권

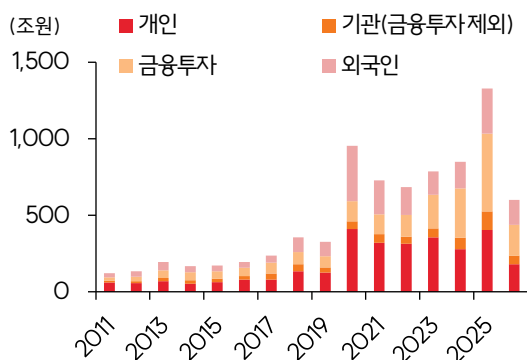
ETF 시장 구조적 성장
: 투자자들의 ETF 선호
+ 퇴직연금 자산의 ETF 유입

또한, ETF 시장 역시 구조적으로 성장하고 있다. 2025년 ETF 거래대금은 1,329조 원으로 처음으로 1,000조 원을 넘어섰고 2024년 849조 원 대비 56.5% 증가하였다. 이에 따라, 전체 거래대금(KRX+NXT+ETF) 내 ETF 비중은 2026년 기준 18.7%로 2010년 1.4%, 2020년 14.3% 대비 증가하였다. 이는 투자자들의 활발한 거래와 더불어 퇴직연금 자산의 ETF 유입과 맞물리며 나타난 결과이다(p.17 참고). 2012년 퇴직연금(DC, IRP) 계좌의 ETF 투자 허용, 2016년 합성 ETF 편입 가능 등 제도 개선을 통해 퇴직연금 자산의 유입이 확대되며 구조적 성장이 가능해진 것이다.

2026 YTD ETF 거래대금 규모는 600조 원을 기록하고 있다. 이처럼 ETF 거래 활성화에 따라 증권사의 브로커리지 수수료수익에 기여도가 지속 증가할 수 있다. 또한, 퇴직연금 자산이 ETF 시장으로 유입되어 거래할 경우, 잔고를 바탕으로 꾸준히 거래할 가능성이 높기 때문에 브로커리지 사업에서 ETF는 일반 주식 대비 안정적인 수익 기반이다. 이로써 거래대금에 민감한 브로커리지 부문에서 질적 개선이 이루어질 것으로 예상된다. 추가적으로, ETF LP(유동성공급자) 사업 수익으로 운용손익에 기여할 것이다.

결과적으로, ETF 시장 성장과 은행에서 증권으로의 머니무브(예탁금 & 퇴직연금)는 브로커리지 리레이팅의 핵심 축매로 작용하고 있다.

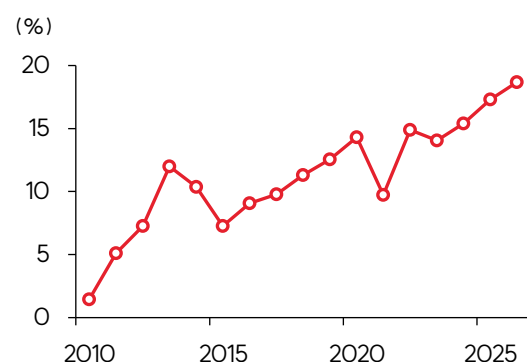
ETF 거래대금 추이



자료: 한국거래소, SK 증권

주: 2026은 02/26까지 반영. (매수+매도)/2 기준

전체 거래대금 대비 ETF 거래대금 비중



자료: Quantwise, 넥스트레이드, SK 증권

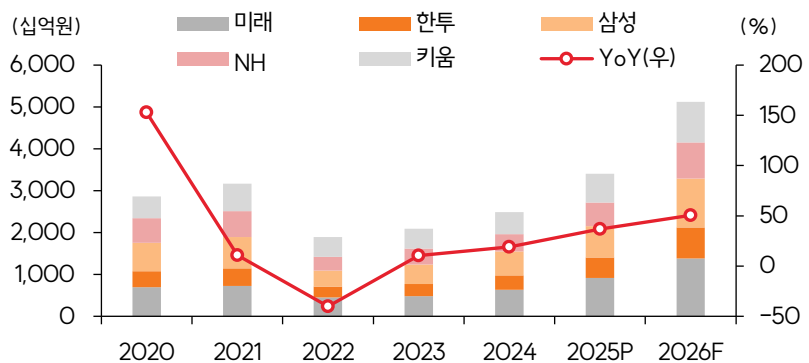
거래대금 증가에 따른 브로커리지 사업 부문에서의 영업 레버리지 효과

(3) 일평균 거래대금의 폭발적 증가에 따른 영업 레버리지 효과에 주목

올해 국내 증시 활황으로 일평균 거래대금이 증가함에 따라, 브로커리지 수수료수익 부문에서 영업 레버리지 효과가 크게 나타날 것으로 전망한다. 브로커리지 수수료 수익은 거래대금에 수수료율을 곱하여 산출되는 만큼, 시장 거래대금이 증가하면 그에 비례하여 수수료수익도 증가하는 구조이다. 고정비는 크게 변하지 않은 상태에서 거래대금이 급증하면서 올해 증권사들의 브로커리지 수수료수익은 거래대금에 따라 탄력적으로 확대될 것으로 예상된다.

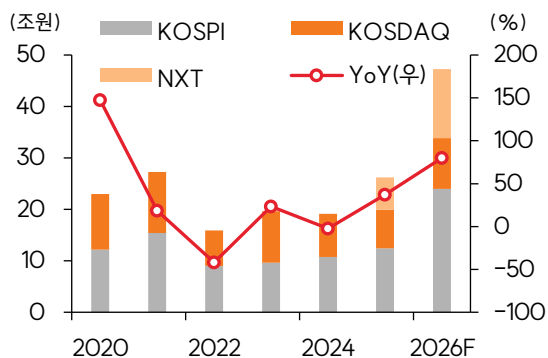
올해 국내 증시 일평균 거래대금은 전년 대비 80.2% 증가한 47.3 조원에 달할 것으로 전망한다. 이에 따라, 유니버스 증권사의 2026F 브로커리지 수수료수익은 5 조 1,265 억원(YoY +50.5%)을 기록할 것으로 예상된다.

유니버스 증권 브로커리지 수수료수익 전망



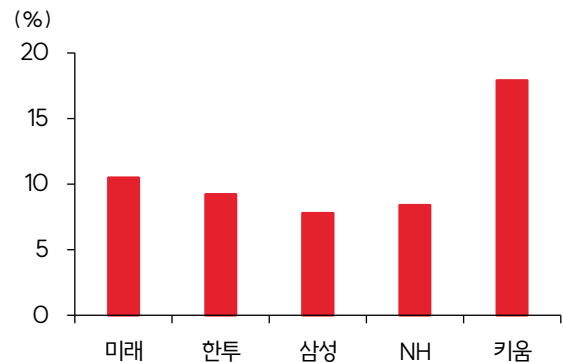
자료: 각 사, SK 증권

국내 일평균 거래대금 추이 및 전망



자료: Quantiwise, 넥스트레이드, SK 증권

유니버스 증권 브로커리지 점유율(1Q26 QTD)



자료: Check Expert+, SK 증권

일평균 거래대금 전망치(47.3 조원) 대비 거래대금이 더 증가할 때, 유니버스 증권
의 브로커리지 수수료수익의 이익 기여도를 분석해보고자 한다. 일평균 거래대금이
전망치 대비 1 조원 증가 시, 브로커리지 수수료수익은 NH 투자증권 +209 억원, 삼
성증권 +208 억원, 키움증권 +194 억원, 미래에셋증권 +185 억원, 한국투자증권
+131 억원이 더 증가할 것으로 추정한다. 삼성증권과 NH 투자증권은 점유율이 상대
적으로 낮지만 국내 평균 수수료율이 50bp 대로 높기 때문에 이익 기여도가 더 큰
것으로 보인다. 그 외 3사는 20~30bp로 점유율이 큰 순서대로 기여도가 크다.

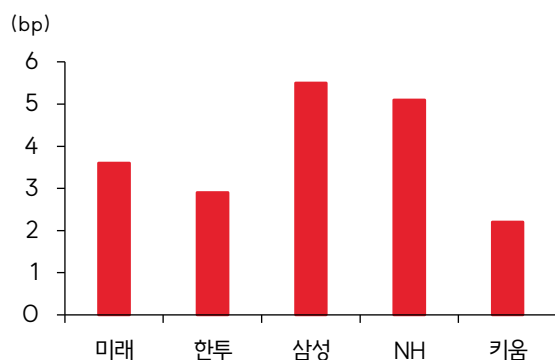
BK 기여도

: 삼성=키움>NH>미래>한투

브로커리지 수수료손익의 ROE 기여도(세전 기준)의 경우에는, 삼성증권=키움증권
> NH 투자증권 > 미래에셋증권 > 한국투자증권 순이다. 거래대금 증가에 따른
ROE 기여도는 브로커리지 비중이 높은 회사일수록, 자기자본 규모가 작을수록 더
탄력적으로 나타난다.

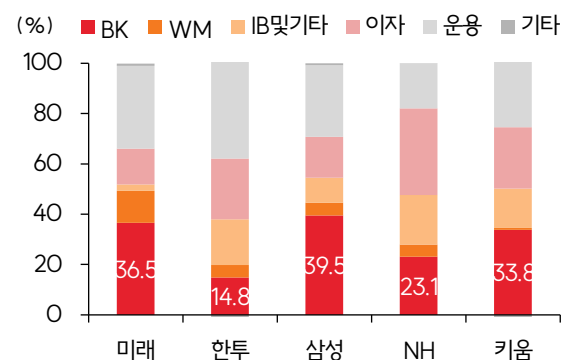
증시 호조와 더불어 거래시간 연장 시, 유니버스 증권은 삼성, 키움, NH, 미래, 한투
순으로 수혜 전망된다. 한국거래소는 올해 6월부터 정규장(오전 9시~오후 3시 30
분)에 앞서 프리마켓(오전 7시~오전 8시)과 애프터마켓(오후 4시~오후 10시)를
도입할 계획이라고 밝혔다. 이에 따라, 일평균 거래대금 증가에 기여하고 증권업에
우호적으로 작용할 것이다.

국내 지분증권 거래 수수료율



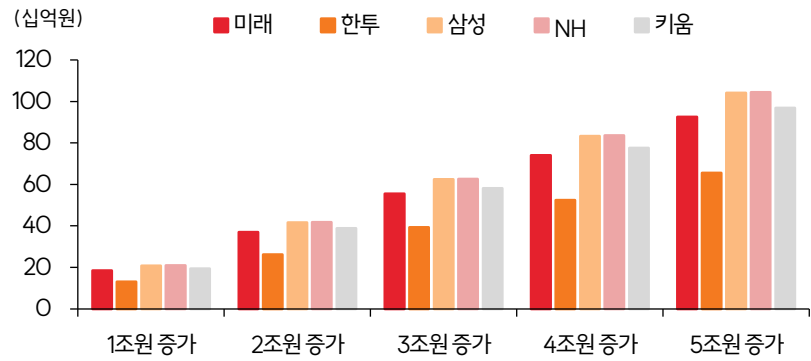
자료: FISIS, SK 증권

유니버스 증권 운영업수익 내 비중(2025)



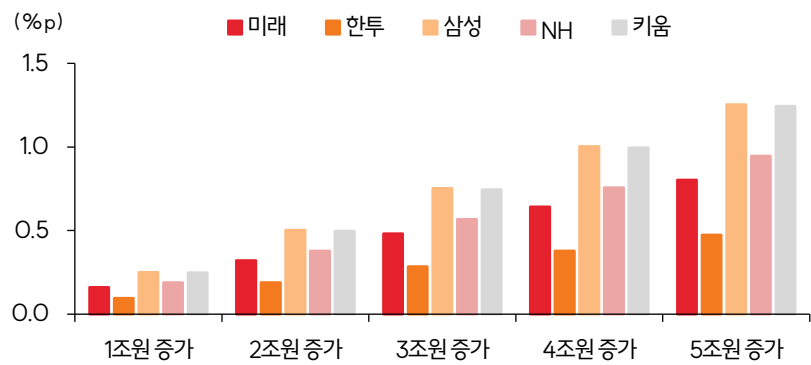
자료: 각사, SK 증권

일평균 거래대금 증가에 따른 국내 브로커리지 수수료수익 변화



자료: 각 사, SK 증권

일평균 거래대금 증가에 따른 국내 브로커리지 손익의 ROE 기여도



자료: 각 사, SK 증권

주: 세전 기준

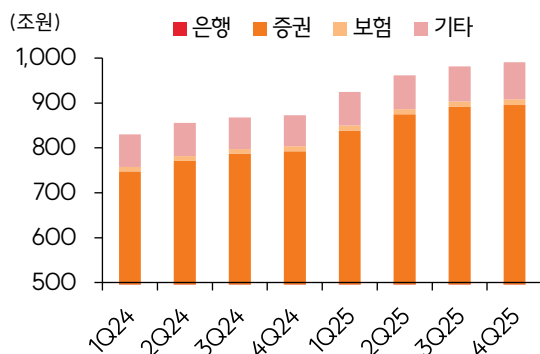
(4) 집합투자증권 판매 수수료이익 기여도도 중요

WM 기여도도 함께 봐야 함
→ 삼성>미래>한투>NH>키움

앞서 일평균 거래대금이 전망치 대비 증가할 때 브로커리지 수수료손익의 ROE 기여도를 살펴보았다. 증시 호조에 따른 거래대금 증가로 브로커리지가 가장 주목받고 있지만, 집합투자증권 판매 수수료이익의 이익 기여도도 중요하다. 증시 호조로 판매사 설정 규모가 거래대금과 마찬가지로 전년 대비 13.5% 증가하였기 때문이다. 2026F 집합투자증권 취급수수료의 ROE(세전) 기여도는 삼성증권 > 미래에셋증권 > 한국투자증권 > NH 투자증권 > 키움증권 순이다.

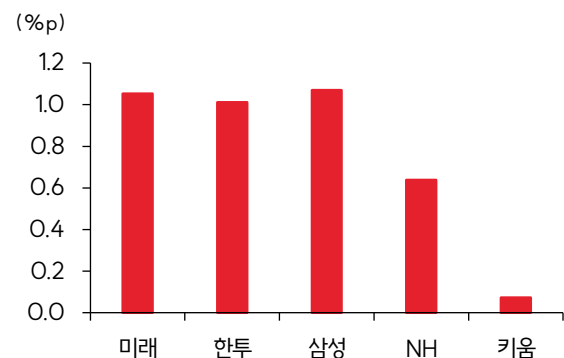
이로써 증시 호조에 따라 주식 거래대금 및 펀드 판매 증가로 나타나는 ROE(세전) 기여도는 삼성증권 > 미래에셋증권 > 한국투자증권 > NH 투자증권 > 키움증권 순이다. 삼성증권은 BK와 WM 경쟁력을 바탕으로 가장 높고, 키움증권은 BK 점유율은 가장 높지만 WM 경쟁력은 아직 두드러지지 않는다는 점에서 순위의 변동이 있다.

판매사 설정규모 추이



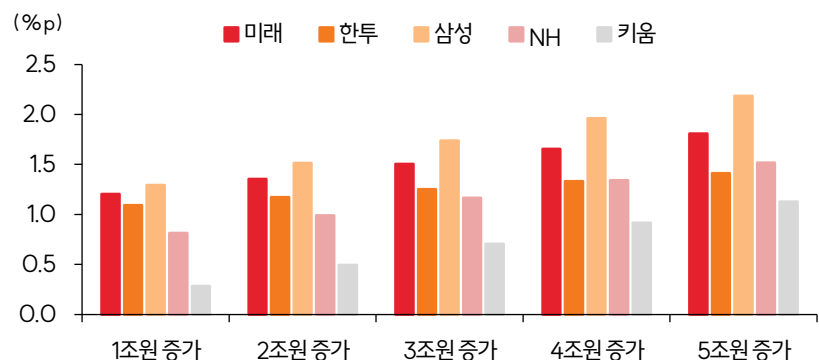
자료: 금융투자협회, SK 증권

2026F 집합투자증권 판매 수수료이익 ROE(세전) 기여도



자료: 각 사, SK 증권

일평균 거래대금 증가에 따른 브로커리지 손익 및 집합투자증권 판매 수수료이익 ROE(세전) 기여도



자료: 각 사, SK 증권

5. 북 비즈니스 사업 확장에 따른 밸류에이션 리레이팅 전망

2025 년은
투자자산 평가이익 대규모로
발생하며 운용성과 증명

(1) 2025 년은 운용손익 성과를 증명한 한 해

2025 년은 브로커리지 뿐 아니라 운용 부문에서 높은 성과를 보였던 한 해였다. 1분기에는 우호적인 금리 환경을 바탕으로 채권 매매평가이익 중심으로 운용 호조를 보였으며, 2~4 분기는 주식시장 호조로 주식 및 관련 투자자산 평가이익이 크게 기여하였다. 특히, 4 분기에는 시장 금리 급등으로 채권 매매평가손실이 다소 발생하였으나, 이를 자산 재평가이익이 상쇄하고도 남았다.

증권사들이 북 비즈니스에서 괄목할만한 성과를 낸 것은 2025 년이 처음이다. 자기 자본 규모가 중요한 산업인만큼 자기자본은 계속 늘려가는데 순이익이 자본 성장 속도를 따라가지 못하여 ROE 는 다소 정체되는 느낌이 있었고, 그에 따라 저평가를 받아왔다. 하지만, 2025 년 북 비즈니스에서 성과를 증명하면서 체질 개선에 대한 기대감이 존재한다.

자본 효율성 제고
1) 운용 수익률 개선
2) 레버리지 확대
→ 밸류에이션 리레이팅

북 비즈니스 사업 확장에 따라 대형사 중심으로 증권업의 자본 효율성이 제고되고 그에 따라 밸류에이션 리레이팅이 가능하다고 전망한다. ROE 를 분해하면 (순이익/총자산 * 총자산/자기자본)이라는 점에서 1) 운용 수익률 개선, 2) 레버리지를 확대할수록 자본 효율성이 높아지는 것이다.

1) 운용 수익률 개선 - 올해도 증시 호조로 그동안 투자를 해왔던 건들의 평가이익이 발생할 가능성이 있다는 점이 긍정적이고, 그동안 축적한 딜소싱, 자금조달, Pre-IPO 및 IPO 등 신기술사업금융업에 대한 전문성이 생산적 금융 기조 하에서 운용 능력에 기여할 것으로 예상된다.

2) 레버리지 확대 - 생산적 금융 정책과 IMA 및 발행어음 신규 사업자 지정이 맞물리며 신규 조달 가능한 자금이 늘어나며 추가적인 레버리지 확대가 예상된다.

이에 따라, 올해 증권업의 ROE 구조적 상향 및 자본 효율성 제고에 따른 리레이팅에 주목해야 한다. 레버리지 확대를 통한 자본효율성 제고가 가능해진 국면이라고 판단하며, 이에 따라 북 비즈니스에 대해 보수적이었던 관점을 이제는 긍정적으로 재평가해야 한다.

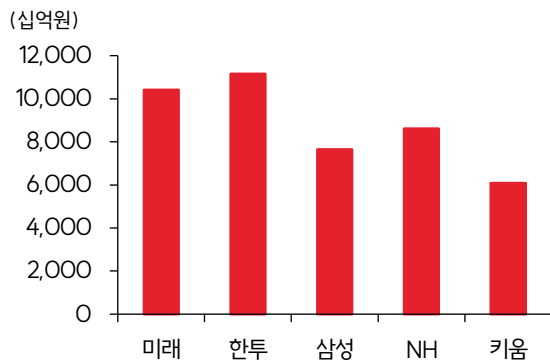
(2) IMA 와 발행어음으로 수신 및 수수료/이자이익 기반 확장될 전망

IMA 상품 흥행하며
수신 경쟁 격화 전망

IMA 신규 상품 등장에 따라 은행과 증권 간 수신 경쟁이 과거 CMA 도입 때와 같이 격화될 것으로 전망한다. 작년 12월에 첫 IMA 상품이 출시되었고, 한국투자증권이 2.2조원(IMA 1~3호), 미래에셋증권이 950억원을 판매하였다. 특히, 한국투자증권 IMA 1호는 규모가 1조 수준임에도 불구하고, 빠른 속도로 완판되었다. 위 상품들은 기준수익률 4%를 제시하며 정기예금 금리보다 매력적이라는 점 때문이다.

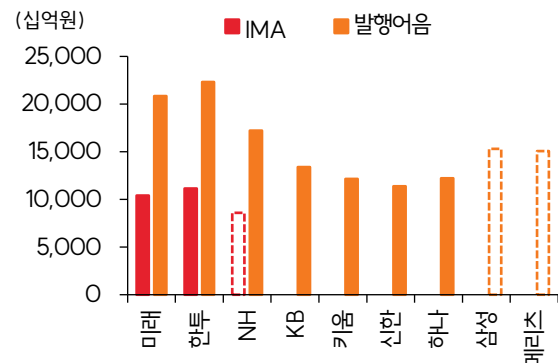
증권사들은 초대형 IB가 영위할 수 있는 발행어음 사업을 통해 스프레드 마진을 얻던 것에 더해, IMA 도입을 바탕으로 별도 자기자본 8조원 이상의 한국투자증권과 미래에셋증권은 올해부터 본격적인 IMA 관련 수수료수익과 운용보수를 수취하는 신사업을 영위하기 시작하였다.

유니버스 증권 별도 자기자본 (4Q25)



자료: 각 사, SK 증권

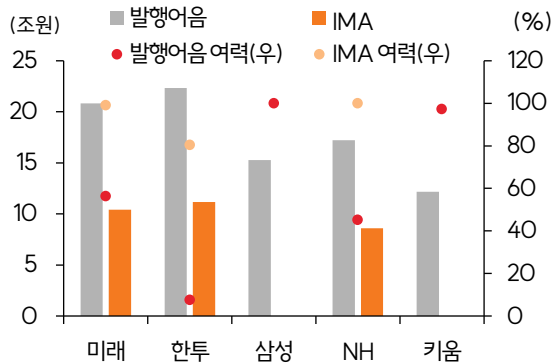
IMA 및 발행어음 회사별 최대 조달 가능 금액 (4Q25 기준)



자료: 각 사, SK 증권

주: NH투자증권은 IMA 미확정, 삼성/메리츠증권은 발행어음 미확정하므로 점선 표시

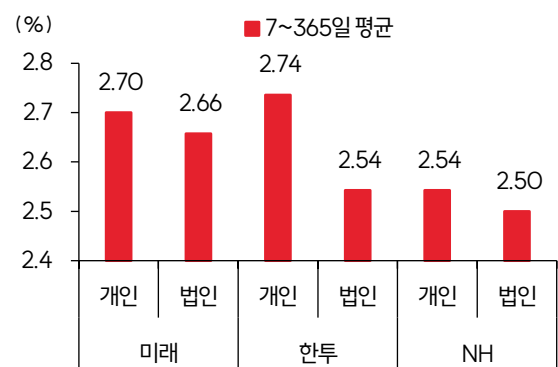
유니버스 증권 발행어음, IMA 한도 및 잔여 여력



자료: SK 증권

주: 삼성증권은 발행어음, NH투자증권은 IMA 잔출을 가정, 한도 여력 100%로 기재

유니버스 증권 발행어음 이자율 (26.02 기준)



자료: 각 사, SK 증권

IMA 및 발행어음 신규 사업자들의 조달 규모와 그에 따른 세전이익, ROE(세전 기준) 기여도를 추정해보았다. 참고로 NH투자증권은 IMA, 삼성증권은 발행어음 사업 인가 결과가 아직 나오지 않았지만, IMA 및 발행어음 신규 사업자들의 이익 민감도 계산 시 두 회사를 일단 포함하여 비교해 보았다.

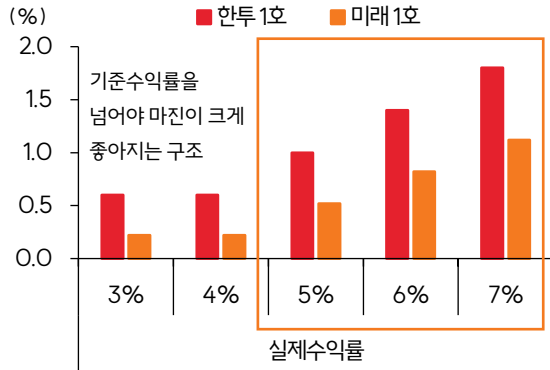
IMA 이익 기여도는 한투가 제일 높을 것

IMA 에서는 한국투자증권이 제일 두각을 나타낼 것으로 보며, 발행어음에서는 키움증권과 삼성증권이 비등할 것으로 전망한다. IMA 의 ROE(세전) 기여도는 한국투자증권이 0.4%p~0.5%p 로 가장 높고, 미래에셋증권과 NH 투자증권은 0.01%p~0.02%p 로 보수적으로 추정한다. 발행어음의 경우, 키움증권과 삼성증권 모두 ROE(세전)에 0.3%p~0.6%p 기여할 것으로 보인다.

(조달 규모 추정) IMA 조달은 발행어음 한도를 많이 소진한 한국투자증권이 가장 적극적으로 조달할 것이다. 언론 보도에 따르면, 한국투자증권이 올해 IMA 를 4~5조원 조달하는 것이 목표라고 알려졌으며, 이는 2026F 자기자본 추정치 대비 34.2% 수준이다. 당사는 한국투자증권이 2028F 에 자기자본 대비 50.8%까지 확대할 것으로 추정한다. 또한, 미래에셋증권과 NH 투자증권은 자기자본 대비 5~6%에서 시작하여 2028F 에 12% 정도로 확대할 것으로 추정하였다.

(마진을 추정) 마진율은 IMA 한국투자증권 1.0%, 미래에셋증권과 NH 투자증권은 0.5%, 발행어음(키움증권, 삼성증권)은 0.8%로 가정하였다. IMA 의 경우, 한국투자증권은 기존 발행어음 사업에서 스프레드 마진을 200bp 기록하고 있다는 점에서 기준수익률 4%를 초과한 5%까지 달성 가능하다고 보아, 그에 따른 마진율 1.0%(상품 구조를 통해 계산)를 주었다. 미래에셋증권은 발행어음 사업의 스프레드 마진이 100bp 가 좀 안된다는 점을 고려하여 기준수익률 4% 정도 충족할 것으로 보아, 그에 따른 마진율 0.2%(상품 구조를 통해 산출, 한국투자증권에 비해 보수율과 성과보수율이 더 낮기 때문, p.27 상품 요약 표 참고)으로 추정하였으며, NH 투자증권은 아직 IMA 인가를 받은 것이 아니기 때문에 상품 예시 없어 미래에셋증권과 동일하게 0.2%를 가정하였다. 발행어음 사업자인 키움증권과 삼성증권의 스프레드 마진율은 80bp 로 전제하였다. 발행어음의 만기가 1년으로 짧기 때문에 듀레이션 관리, 고객 데이터 확보 등 시행착오를 거쳐가는 과정을 고려하여 통상적인 100bp 대비 낮은 수준을 적용하였다.

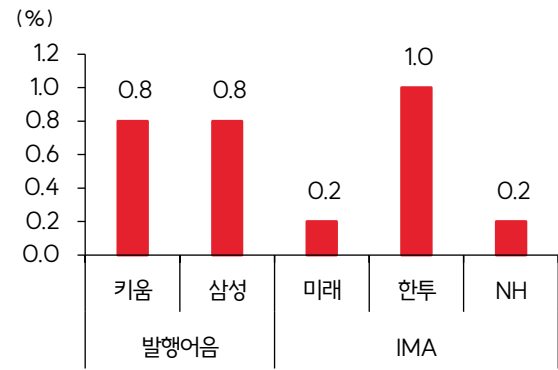
실제수익률에 따른 증권사 IMA 마진(연) 추정



자료: 각 사, SK 증권

주: 금융소득 2,000만원 이하의 15.4% 배당소득세 적용 가정

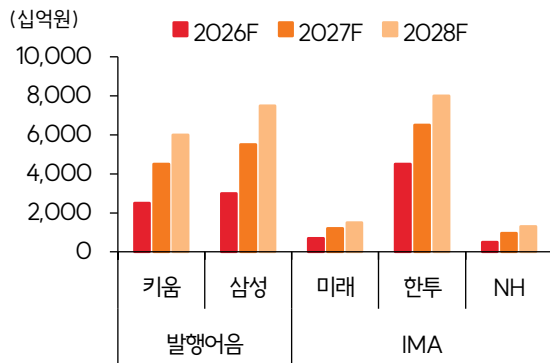
유니버스 증권 발행어음 및 IMA 스프레드 마진 가정



자료: SK 증권

주: 삼성증권은 발행어음, NH투자증권은 IMA 진출 가정(미확정 상태)

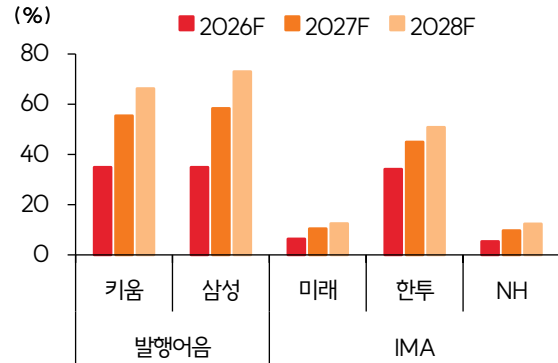
유니버스 증권 발행어음 및 IMA 조달 규모 추정



자료: SK 증권

주: 삼성증권은 발행어음, NH투자증권은 IMA 진출 가정(미확정 상태)

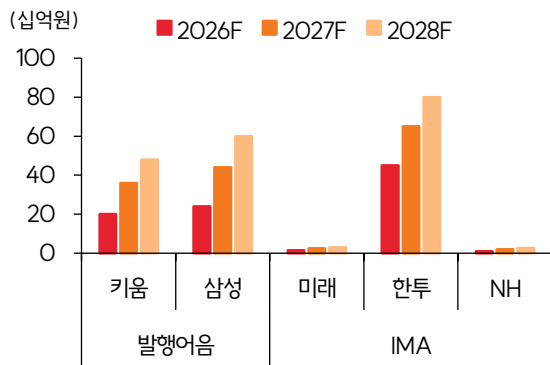
유니버스 증권 발행어음 및 IMA 자기자본 대비 조달 비중 추정



자료: SK 증권

주: 삼성증권은 발행어음, NH투자증권은 IMA 진출 가정(미확정 상태)

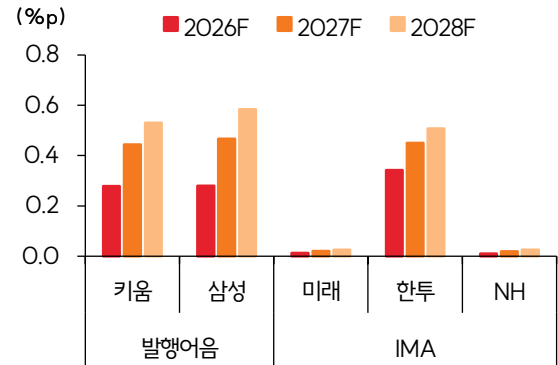
유니버스 증권 발행어음 및 IMA 세전이익 기여 추정



자료: SK 증권

주: 삼성증권은 발행어음, NH투자증권은 IMA 진출 가정(미확정 상태)

유니버스 증권 발행어음 및 IMA ROE 기여도(세전)



자료: SK 증권

주: 삼성증권은 발행어음, NH투자증권은 IMA 진출 가정(미확정 상태)

현재 IMA 운용에 있어서 듀레이션 미스매치가 쟁점으로 떠오르고 있다. 기준수익률 4%를 달성하기 위해서는 증권사 입장에서 듀레이션이 긴 자산을 편입할 필요가 있다. 하지만, 금융당국은 유동성 리스크를 고려하여 상품 만기와 듀레이션을 맞춰야 한다는 입장이다.

당분간은 저수익 안정형이 주로 출시될 것으로 예상

이러한 상황으로 인해 향후 출시될 IMA 상품은 지금까지 출시된 것과 마찬가지로 저수익 안정형이 주를 이룰 것으로 예상된다. 모험자본 공급 의무를 이행하면서 듀레이션을 매칭하고 원금보장까지 충족하기 위해서는 비교적 안정적인 기업금융 자산 중심으로 집행될 가능성이 크다고 판단한다.

IB 경쟁력 높은 한투와 NH가 경쟁 우위 있을 것으로 예상

또한, 자본시장법 시행령 개정안에 따르면, 모험자본 공급의무 이행 시 상대적으로 리스크가 낮은 자산(중견기업 및 A 등급 채권)에 투자가 편중되지 않도록, 중견기업 및 A 등급 채권 투자액은 모험자본 공급의무액의 30%까지만 이행 실적으로 인정하기로 하였다. 이에 따라, 기업금융 딜 소싱 능력이 중요할 것으로 전망한다. 이에 IB 경쟁력을 바탕으로 차별화된 딜 소싱 능력을 보유하고 있는 한국투자증권과 NH투자증권(IMA 진출 시)이 경쟁우위 있을 것으로 예상된다.

한국투자증권 IMA 포트폴리오 투자전략

포트폴리오 투자 투자전략

- 국내 인수금융, 기업대출을 핵심자산으로 투자 운용
- 글로벌 BDC 등을 통해 수익성 제고
- 투자 스케줄에 따라 발생하는 일시적 잉여현금 단기 유동성 자산 투자 운용

포트폴리오 주요 투자대상 자산군

구 분	주 요 투자대상	수익성 ^{주1)}			유동성 ^{주2)}		
		상	중	하	상	중	하
국내	인수금융	○					
	기업대출	○					
	Venture Capital	△					
	회사채, 기업어음	○					
	MMF, MMIDA	○					
해외	인프라펀드	△					
	Private Credit 펀드	○					
	글로벌 BDC 등	○					

주1) 수익성 분류기준: 해당 자산군 내 주요자산 기대수익률 기준

주2) 유동성 분류기준: 해당 자산군 내 주요자산 만기 5년 초과(하), 1년 초과 ~ 5년 이하(중), 1년 이하(상)

자료: 한국투자증권

발행어음 운용규제 개선

[발행어음 운용규제 개선]

	현 행	'26년	'27년	'28년
발행어음 운용자산	기업금융 50%	기업금융 50%	기업금융 50%	기업금융 50%
	부동산 30%	부동산 15%	부동산 10%	부동산 10%
		+	+	+
총자산		모험자본 10%	모험자본 20%	모험자본 25%

자료: 금융위원회, SK 증권

IMA 관련 세부제도 요약

구분	세부	내용
상품 구조	원금지급	원금지급 상품. 단, 만기 설정 시 만기예만 원금지급 의무 발생
	만기	자유롭게 설정. 단, 만기 1년 이상이 70% 이상
	유형	폐쇄형·개방형, 단위형·추가형 등 자유롭게 설계 가능 단, NAV 기준으로 추가가입 및 해지, 해지 수수료 부과 가능
운용 규제	기업금융	기업금융 70% 이상
	부동산	부동산 10% 이하 (IMA는 즉시 실시) * 발행어음은 단계적 하향: 현행 30% > '26년 15% > '27년 10%
	모험자본	총자산에서 IMA의 25%만큼 모험자본 공급 의무 (발행어음도 동일) * 단계적 적용: '26년 10% > '27년 20% > '28년 25%
투자자 보호	Seeding	5% 고유재산 투자 의무화
	자기신탁	자기신탁을 설정해 도산절연 (신탁업 예외 인정)
	이해상충 방지	고유재산 거래, 자전거래 제한 적용 (신탁과 유사)
	판매규제	금소법상 투자성상품 판매 규제 적용
	운용보고서	주기적으로 운용보고서 교부 - 중도가입 및 해지가 가능한 경우 분기별 1회 이상 - 폐쇄형인 경우 연 1회 이상 투자자 교부
건전성 규제	통합한도	발행어음+IMA 합산 자기자본 200+100% 한도 (발행어음 200% 限)
	손실충당금	고유재산으로 5% 적립, 5% 이상 평가손실 발생시 추가 적립
	NCR 규제	손실충당금 적립액이 평가손실 +5% 초과할 경우, NCR 산출시 IMA 자산은 50% 반영
	유동성비율	만기 3개월 이하 IMA 만 중투사 유동성비율 산출시 반영

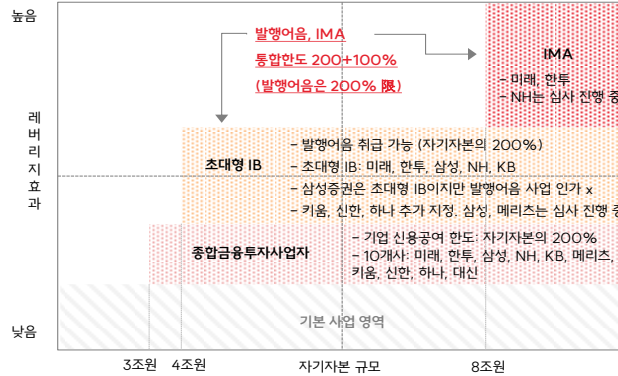
* 자본시장법 시행령 개정안에 따르면, 모험자본의 범위는

- ▲ 중소·중견·벤처기업이 발행한 증권 및 이에 대한 대출채권
- ▲ A 등급 이하 채무증권(대기업 계열사 제외)
- ▲ 신·기보 보증 P-CBO(프라이머리 채권담보부증권)
- ▲ 상생결제 외상매출채권의 할인매입 및 이를 담보로 하는 대출채권
- ▲ 벤처투자조합·신기사조합에 대한 출자지분 및 대출채권
- ▲ 모태펀드·코스닥벤처펀드·하이일드펀드·소부장펀드에 대한 출자지분 및 대출채권
- ▲ 국민성장펀드의 첨단전략산업기금(기금발행 채권, 기금출자 펀드 등)
- ▲ BDC(기업성장집합투자기구)에 대한 투자 등을 포함

* '중견기업 및 A 등급 채권' 투자액은 모험자본 공급의무액의 30%까지만 이행 실적으로 인정
(BBB 등급 이하 채권은 인정한다 없음)

자료: 금융위원회, SK 증권

자기자본 규모에 따른 사업영역 요약



자료: SK 증권

IMA 상품 예시

구분	(저수익) 안정형	(중수익) 일반형	(고수익) 투자형
만기	1~2년 (폐쇄형)	2~3년 (폐쇄형)	3~7년 (폐쇄형)
보수차감 전 목표수익률	연 4.0~4.5%	연 5.0~6.0%	연 6.0~8.0%
운용보수 (모집금액 대비)	20~50bp	50~80bp	80~100bp
성과보수	기준수익률(3.0%) 초과수익의 30%	기준수익률(4.0%) 초과수익의 30%	기준수익률(5.0%) 초과수익의 40%
보수차감 후 목표수익률	연 3.5~3.7%	연 4.2~4.9%	연 4.8%~6.6%
주요 투자대상 (상품특징)	● A 급 이상 기업대출, 회사채 ● A2 급 이상 전단채 ● 글로벌 BBB 급 이상 국외기업 회사채, 인수금융 대출 (우량 대/중견기업, 국외 우량기업 투자, 낮은 수익 변동성)	● BBB 급 이상 기업대출, 회사채 ● A3 급 이상 전단채 ● 글로벌 BB 급 이상 국외기업 회사채, 인수금융 대출 ● 국내외 우량 부동산, 인프라 등 대체투자 (우량 중견/중소기업, 총수익 대체투자, 일반적인 수익 변동성)	● 중견/중소/벤처 지분, 회사채 등 ● 글로벌 B 급 이상 국외기업 회사채, 인수금융 대출 ● 국내외 부동산, 인프라 등 대체투자 (중소/벤처 모집자본 중심 고수익 대체투자, 높은 수익 변동성)
	(원금을 지급하는 실적배당 상품)		

주) 상품 출시 시점의 기준금리 및 투자대상 자산 비중에 따라 보수 및 수익률은 달라질 수 있음

자료: 금융위원회, SK 증권

(3) IMA 사업의 핵심은 잔고 기반의 WM 비즈니스 확장판

**IMA 는 발행어음에 비해
수익성이 높지는 않음**

지난 해 증권업 기업금융 경쟁력 제고방안을 발표한 이후, IMA 의 수익성이 발행어음보다 높기 어렵다는 점에서 사업에 대한 회의적인 시각이 존재하였다. 앞서 기술했듯이, IMA 사업의 ROE(세전) 기여도는 IMA 를 적극적으로 추진할 것으로 보이는 한국투자증권조차 0.4~0.5%p 에 불과할 것으로 추정된다. 이는 자기자본이 쌓이는 속도 대비 IMA 의 이익 기여도가 뚜렷하게 나타나지 않기 때문이다.

**IMA 사업의 핵심은
수익성보다는
잔고 기반 비즈니스면서
원금보장형으로
예금 수요 흡수 가능**

하지만, IMA 의 핵심은 수익성보다는 사업 모델에 있다고 판단한다. IMA 는 퇴직연금과 더불어 잔고 기반의 WM 비즈니스이면서 수신 자금을 운용하고 성과를 고객에게 배당하는 상품으로 자산운용사의 '펀드'와 같은 성격을 지니고 있다. 결국 2000 년대 중반 CMA 보급이 은행의 수시입출식 기능을 증권업에 도입한 것이라면, IMA 는 은행의 예금을 투자형 잔고로 유치하는 것이다.

이는 증권업에서는 큰 구조적인 변화이다. 기존 단순 예치금(투자자예탁금, CMA 등) 위주에서 은행 예금처럼 1년 이상의 기간동안 자금을 묶어두면서 투자형 자산관리로 확장되는 것이기 때문이다. 이로써, 은행 예금과 자산운용사의 펀드 수요가 일정 부분 증권사 및 자본시장으로 이동하는 계기가 될 것으로 전망한다. 과거 CMA 보급 국면에서 은행권과 수신 경쟁을 펼쳤듯이 이번에도 은행권과 수신 잔고 유치에 있어 핵심적인 경쟁 플레이어로 부상하고, 퇴직연금과 더불어 증권이 자산관리의 주도권을 가져갈 수 있는 기회로 작용할 것이다.

**예금 수요가 IMA 로
머니무브 가능
→ 레버리지 확대, 밸류에이션
리레이팅 가능**

IMA 는 정부가 가계자산 내 금융자산 비중을 늘리기 위한 정책을 펼치는 것과 더불어, 한국의 금융시장이 예금 기반에서 투자 기반 금융으로 패러다임이 바뀔 수 있다는 기대를 갖게 하는 상품이라고 본다. 단순히 현재 증시가 좋은 것을 넘어서서 IMA 및 발행어음 신규 사업자 지정으로 추가적인 레버리지 확대가 예상되고, IMA 라는 신규 비즈니스 모델을 통한 구조적인 변화로 증권주 밸류에이션 리레이팅에 긍정적이라고 평가한다.

안정적인 잔고라는 점에서 ROE 변동성 완화에도 긍정적

더 나아가, 증권업의 고질적인 문제로 지적되었던 ROE 변동성을 완화하는 데에도 기여할 것으로 예상된다. 출시된 IMA 상품들이 만기 등을 고려하여 폐쇄형으로 출시되고 있기 때문에 입출금이 제한적이다. 이에 따라, 투자자예탁금처럼 증시에 따라 변동성이 심한 부채가 아니라 안정적으로 유지되는 잔고라는 점이 긍정적이며, 수신 잔고에 대해 매년 보수율을 수취하며 안정적인 수익기반이 될 것이다.

이는 은행의 NIM 비즈니스와 일부 유사하다고 판단한다. 은행의 이자이익 비즈니스는 대출과 예금 기반으로 견조하게 유지되는 이자부자산과 이자부부채 사이에서 안정적으로 NIM 을 수취하는 구조인데, IMA 역시 조달한 잔고 기반으로 일정한 보수율을 수취한다는 점에 기인한다.

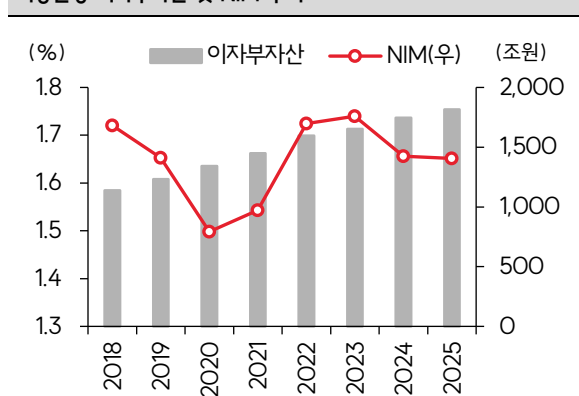
물론, 은행과 완벽하게 같지는 않다. 1) 은행의 경우 대출 자산이므로 금리 리스크만 존재하나, IMA 는 시장 리스크도 존재하여 보다 변동성이 크며, 2) 은행 이자이익은 비교적 선형적인(대출/예금 잔액*마진) 수익 구조를 갖지만 증권의 IMA 는 기본적으로 수취하는 보수율 외에 기준수익률 초과 시 받을 수 있는 성과보수는 수익률, 시장상황 등에 따라 비선형적이라는 단점이 있다. 그럼에도 불구하고, 업황 민감도가 높은 브로커리지를 탈피하고 비교적 안정적인 새로운 비즈니스를 영위하는 것이기 때문에 긍정적인 시각 유지한다.

IMA, CMA, 은행 예금 비교

구분	IMA	CMA	은행 예금
원금 보장	증권사가 원금 보장 약속	예금자보호 x	예금자보호법 (최대 1억원)
입출금 자유도	현재까지는 폐쇄형으로 중도 해지 불가 (출시 상품 기준)	자유로움	해지 가능하지만, 중도 해지 시 이율 달라짐
수익률	기준 수익률 4% 제시	연 2~3%	연 2~3%
만기	출시 상품 기준 2~3년 사이	X	6개월~3년

자료: SK 증권

시중은행 이자부자산 및 NIM 추이



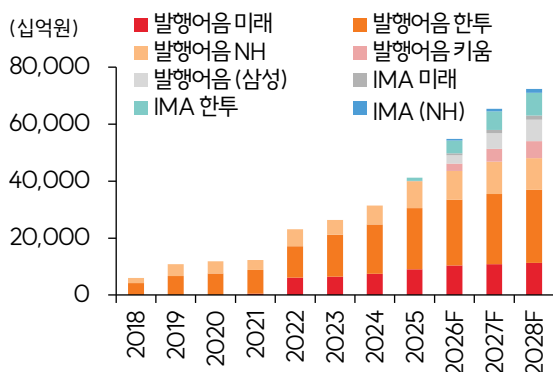
자료: 각 사, SK 증권

한편, 시장 리스크에 노출되어 있다는 것은 관점을 바꿔보면 그만큼 업사이드가 열려 있다는 것이다. IMA 기준수익을 이상 달성 시 그 수준에 따라 증권사가 얻을 수 있는 성과보수의 규모가 달라진다. 증권사별 운용 역량에 따라 2025 년 여러 건의 투자자산 평가이익이 발생한 것처럼 2-3 년 후에 성과보수에서 서프라이즈를 낼 가능성이 존재한다. 또한, 최근에 특정 증권사들의 자산 재평가로 시장이 안전자산 중심으로 이자마진을 추구하는 은행보다 북 비즈니스 투자성가에 더 높은 점수를 주기 시작한 상황이라는 점도 IMA 고객 수요에 긍정적이다.

요약하자면, IMA 가 증권업에 갖는 구조적 의미는

- 1) 투자자예탁금, CMA 등과 같이 단순 예치의 의미를 넘어 중장기적으로 고객 자금을 유치하고 운용하여 고객에게 실적을 배당하는 상품으로서, 원금보장까지 되기에 퇴직연금과 함께 은행에서 증권으로 머니무브가 두드러질 사업이라고 보며,
- 2) IMA 잔고 확대에 따라 레버리지가 증가될 뿐 아니라, 안정적인 이익 기반을 형성함으로써 증권업의 ROE 안정성 제고에 질적으로 기여할 것이고,
- 3) IMA 도입으로 수신 및 WM 형 수익구조를 추가적으로 확보하고 머니무브가 나타남에 따라, 밸류에이션 리레이팅이 가능할 것으로 전망한다. 이는 과거 CMA 보급 당시 은행권의 수신, 결제 기능을 일부 도입하고 머니무브가 두드러지며 밸류에이션이 리레이팅 되었던 때와 비슷한 양상일 것으로 예상한다.

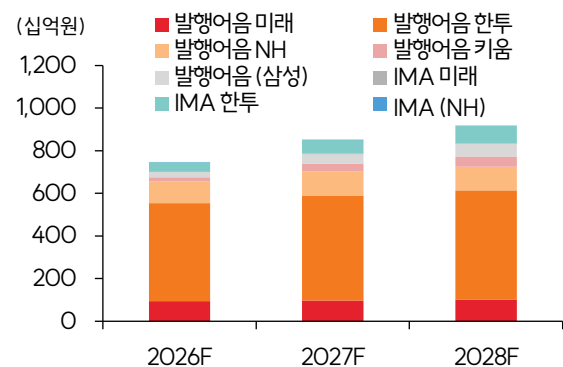
유니버스 증권 IMA 및 발행어음 조달 규모 추정



자료: 각 사, SK 증권

주: 삼성증권은 발행어음, NH투자증권은 IMA 진출 가정(미확정 상태)

유니버스 증권 IMA 및 발행어음 관련 이익 규모 추정



자료: 각 사, SK 증권

주: 삼성증권은 발행어음, NH투자증권은 IMA 진출 가정(미확정 상태)

유니버스 증권 주요 실적 추정 및 Valuation Table

(단위: 십억원)

		유니버스 합산	미래에셋증권	한국금융지주	삼성증권	NH 투자증권	키움증권
투자 의견 목표주가		Overweight	HOLD	BUY 399,000 원	BUY 154,000 원	BUY 42,000 원	BUY 593,000 원
순영업수익	2025P	12,696	2,512	3,308	2,399	2,439	2,038
	2026F	15,041	3,036	3,790	2,868	2,792	2,555
	2027F	15,363	3,051	4,135	2,921	2,763	2,493
영업이익	2025P	7,176	1,131	2,119	1,326	1,274	1,325
	2026F	9,398	1,599	2,575	1,772	1,550	1,901
	2027F	9,420	1,557	2,810	1,763	1,510	1,780
별도 순이익	2025P	5,307	593	1,735	971	908	1,099
	2026F	7,055	1,169	1,960	1,322	1,145	1,458
	2027F	7,089	1,143	2,134	1,319	1,128	1,364
지배주주순이익	2025P	6,754	1,580	2,020	1,008	1,032	1,114
	2026F	8,886	2,532	2,236	1,379	1,256	1,484
	2027F	8,040	1,522	2,476	1,356	1,242	1,437
자산총계(조 원)	2025P	531	150	136	80	83	81
	2026F	561	164	147	75	89	86
	2027F	587	168	157	78	94	90
부채총계(조 원)	2025P	481	137	124	72	74	74
	2026F	514	148	133	75	79	79
	2027F	535	152	141	78	83	82
자본총계(조 원)	2025P	50	13	12	8	9	7
	2026F	57	16	14	9	10	8
	2027F	62	16	16	10	11	9
ROA(%)	2025P	1.4	1.1	1.6	1.4	1.4	1.6
	2026F	1.6	1.6	1.6	1.7	1.5	1.8
	2027F	1.4	0.9	1.6	1.6	1.4	1.6
ROE(%)	2025P	14.1	12.4	18.7	13.1	12.7	18.1
	2026F	16.7	17.6	17.3	16.1	13.7	20.5
	2027F	13.6	9.6	16.7	14.3	11.8	17.4
EPS(원)	2025P		2,717	34,598	11,292	2,754	42,190
	2026F		4,455	38,290	15,438	3,353	57,732
	2027F		2,678	42,404	15,184	3,317	55,927
BPS(원)	2025P		22,894	205,667	90,361	21,736	254,008
	2026F		27,211	236,967	101,584	27,186	301,238
	2027F		28,492	269,451	111,243	29,064	341,921
P/E(X)	2025P		8.6	2.1	6.7	7.7	6.9
	2026F		15.9	7.6	7.0	11.7	7.9
	2027F		26.5	6.9	7.1	11.8	8.2
P/B(X)	2025P		1.0	0.4	0.83	1.0	1.1
	2026F		2.6	1.2	1.06	1.4	1.5
	2027F		2.5	1.1	0.97	1.3	1.3
DPS(원)	2025P		300	8,690	4,000	1,300	11,500
	2026F		1000	9,800	5,500	1,400	16,000
	2027F		640	10,600	5,600	1,450	16,500
배당수익률(%)	2025P		1.3	5.4	5.3	6.2	4.0
	2026F		1.4	3.4	5.1	3.6	3.5
	2027F		0.9	3.6	5.2	3.7	3.6

자료: 각 사, SK 증권

6. 투자전략 및 결론

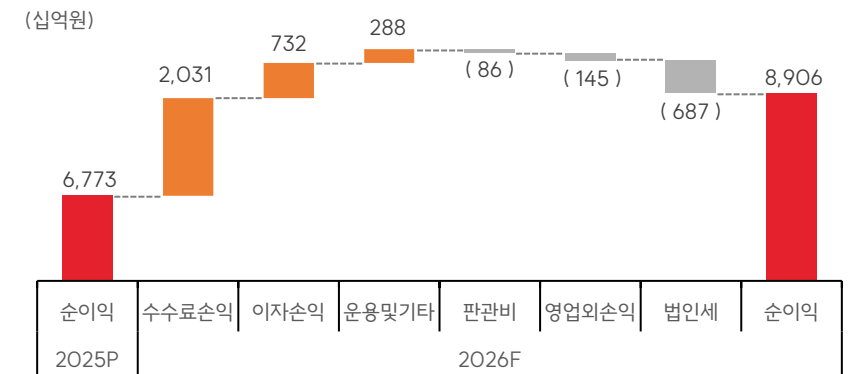
(1) 2026F 이익 성장률은 전년 대비 둔화되나, ROE는 두 자릿수 유지

유니버스 증권은 지배주주순이익은 8 조 8,860 억원으로 전년 대비 +31.6% 성장할 것으로 전망한다. 증시 호황에 따라 전 부문의 실적이 개선되며 견조한 성장세를 시현하나, 전년도 성장률 +54.1% 대비해서는 소폭 둔화될 것으로 예상한다. 연결 순이익 전망을 세부적으로 breakdown 하여 보면, 영업외손익만 전년 대비 감익하는데 이는 전년도 미래에셋증권의 건물 매각이익이 크게 반영되었던 기저 영향이다.

유니버스 증권은 별도 운영업수익은 전년 대비 18.5% 증가한 15 조 407 억원으로 전망한다. 2025 년 배당 및 분배금 수익과 유가증권 평가이익 등으로 기저가 높은 운용손익은 전년 대비 -5.9% 소폭 감소할 것으로 추정되나, 그 외 전 부문이 양호하게 성장할 것으로 예상한다.

부문별로는 1) 브로커리지 수수료손익(YoY +50.5%), 2) 이자손익(YoY +19.0%), 3) 자산관리 수수료손익 (YoY +16.2%)이 성장세를 견인할 것이다. 이는 증시 호조로 2026F 일평균 거래대금이 47.3 조원(YoY +80.2%)으로 전망되고, 신용공여잔고 및 투자자예탁금 잔고가 최고치를 경신함에 따라 브로커리지 관련 이자손익도 크게 기여할 것으로 보인다.

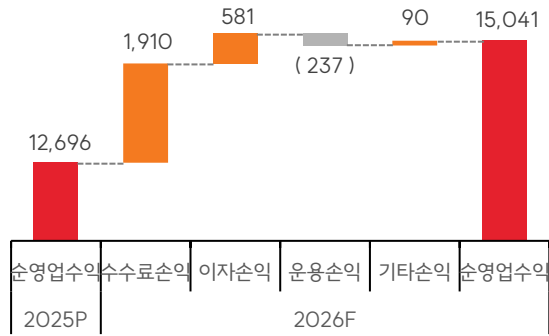
유니버스 증권 2026F 연결 순이익 전망 세부 breakdown



자료: SK 증권

유니버스 증권 2026F 별도 운영업수익 전망

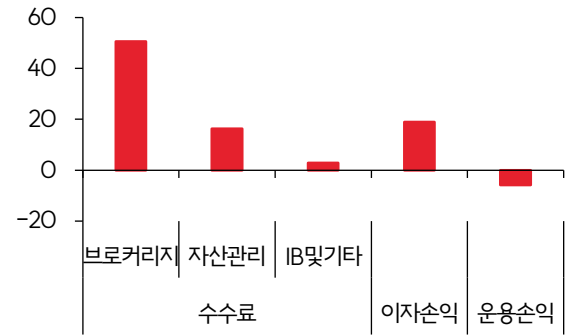
(십억원)



자료: 각 사, SK 증권

유니버스 증권 2026F 부문별 손익 증가율 전망

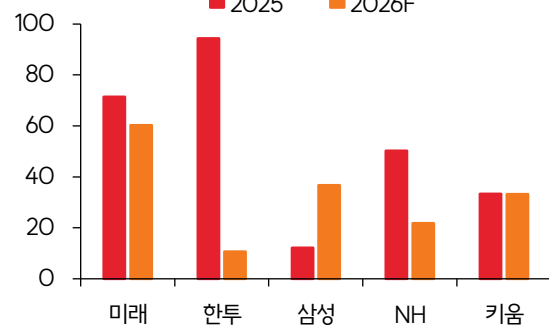
(%)



자료: 각 사, SK 증권

유니버스 증권 지배주주순이익 증가율

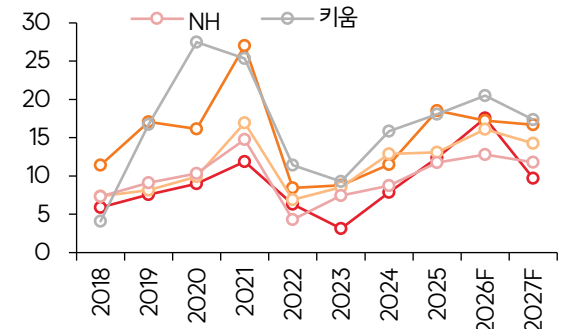
(%)



자료: 각 사, SK 증권

유니버스 증권 ROE 추이 및 전망

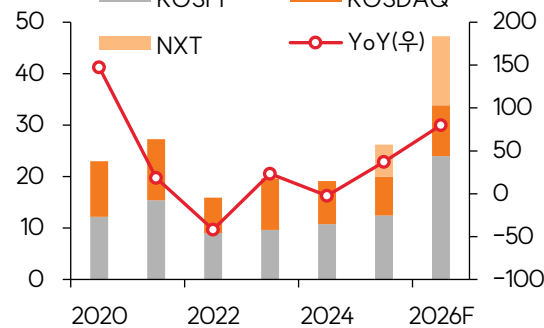
(%)



자료: 각 사, SK 증권

국내 일평균 거래대금 추이 및 전망

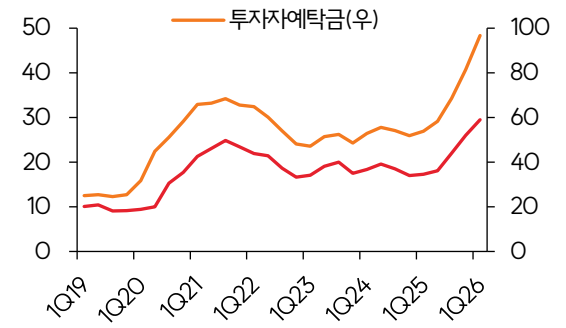
(조원)



자료: Quantwise, 넥스트레이드, SK 증권

신용공여용자잔고 및 투자자예탁금 추이

(조원)



자료: 금융투자협회, SK 증권

(2) 최선희주: 한국금융지주, 키움증권 & 관심종목: 삼성증권 제시

증권업종에 대해 투자 의견 OVERWEIGHT 제시한다. 2024년 밸류업 프로그램 이후 금융주에 갖던 기대는 주로 주주환원이었는데, 2025년 증시 호조와 신규 종투사 지정과 맞물리며 시장에서도 레버리지 확대를 통한 자본 효율성 제고에 방점을 두기 시작하였다. 올해도 그 기조가 지속될 것으로 전망한다.

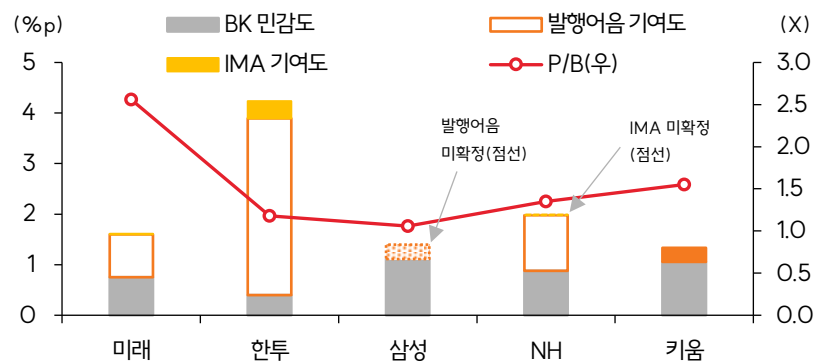
1) 올해 일평균 거래대금이 유례없이 크게 증가한 시기라는 점에서 브로커리지 민감도가 높고, 2) IMA/발행어음 신규 추가 지정한 첫 해이기에 레버리지를 높여 조달을 확대하고 자본 효율성을 제고하는 종목 위주로 접근하기를 추천한다. 증시 호조에 따른 브로커리지 호황은 긍정적이지만, 가장 중요한 것은 증권업의 구조적 성장이다. 따라서, 북 비즈니스 확장이 갖는 의미에도 관심을 가져야 한다고 판단하며, BK와 운용 두 가지 측면을 모두 고려하여 최선희주로 한국금융지주, 키움증권을 제시한다.

- 한국금융지주: 2026F 별도 자기자본 13.3 조원을 바탕으로 올해 발행어음 23조원(자기자본 대비 173%), IMA 4.5 조원을 조달하며 레버리지를 확대할 것으로 예상하며, 발행어음/IMA의 ROE 기여도가 업계 최고 수준으로 전망한다. 그에 반해, P/B는 종투사 관련 이익 기여도가 레벨업된 것을 충분히 반영하지 못하였다고 판단한다. 브로커리지의 경우, 브로커리지의 순영업수익 내 비중이 타사 대비 작고 자기자본은 크기 때문에 브로커리지 민감도는 상대적으로 낮게 나타나지만, 시장 거래대금 성장에 따라 브로커리지 손익은 YoY +52.2% 성장하며 높은 수준이 예상된다. 이에 전년도 기저가 높음에도 불구하고 올해 ROE 17.3%로 전망한다. 더 나아가, 그동안 주주환원에 소극적이라는 이유로 디스카운트 받았던 측면도 큰데 2025년 배당성향 25.1%(YoY +2.8%p)로 크게 늘리며 배당소득 분리과세 기준을 맞췄다는 점에서도 긍정적이다.

- 키움증권: 올해 브로커리지 경쟁력과 비용 효율성을 바탕으로 ROE 20.5%(YoY +2.4%p)에 달하며 가장 높은 수준의 ROE를 시현할 것으로 예상된다. 이에 더해, 발행어음 라이선스를 확보함에 따라 발행어음 조달을 시작하였다. 초기이므로 올해 2.5조원 정도 조달할 것으로 추정하고, 올해 이익 기여도가 0.3%p에 불과하나 신규 조달원 및 수익원을 확보했다는 점에서 긍정적으로 평가한다.

삼성증권은 관심종목으로 제시한다. 키움증권과 마찬가지로 브로커리지 경쟁력을 바탕으로 브로커리지 민감도가 높은 편이며, 리테일 경쟁력만으로 올해 ROE 16.1% (YoY +3%p)에 달할 것으로 전망한다. 다만, 발행어음 사업 진출이 아직 최종 확정되지 않았고 최종 결과를 기다리고 있는 점이 리스크다. 발행어음 진출 확정 시, 삼성증권은 BK, 발행어음 기여도, 밸류에이션 레벨을 모두 고려했을 때 매력적이라고 판단하여 인가 결과를 기다리며 관심종목으로 제시한다.

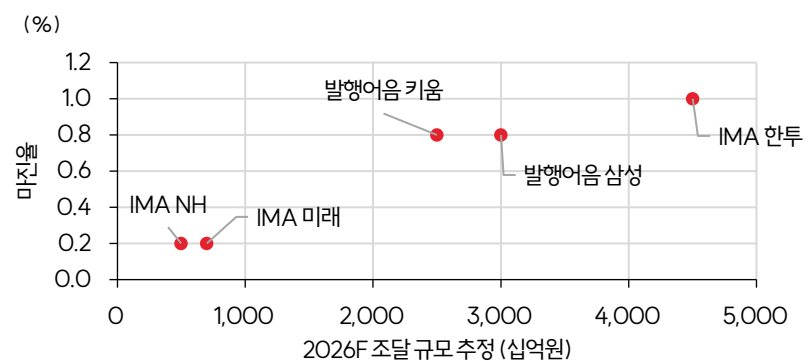
유니버스 증권 BK 민감도 및 IMA/발행어음 기여도 비교



자료: SK 증권

주: 기존 영위하고 있던 사업은 공백(미래, 한투, NH 발행어음), 아직 미확정인 사업은 점선 테두리(삼성 발행어음, NH IMA)

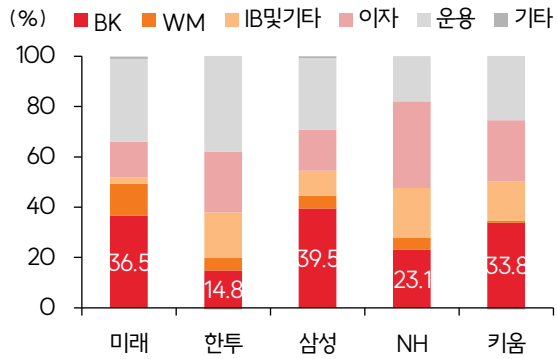
유니버스 증권 발행어음 및 IMA 2026F 조달규모 및 마진율



자료: SK 증권 추정

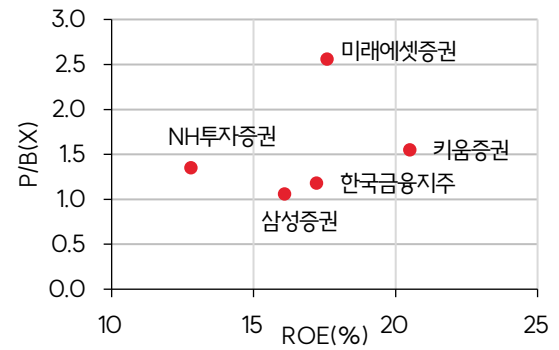
주: 삼성증권은 발행어음, NH 투자증권은 IMA 진출 가정(미확정 상태)

유니버스 증권 순영업수익 내 비중(2025)



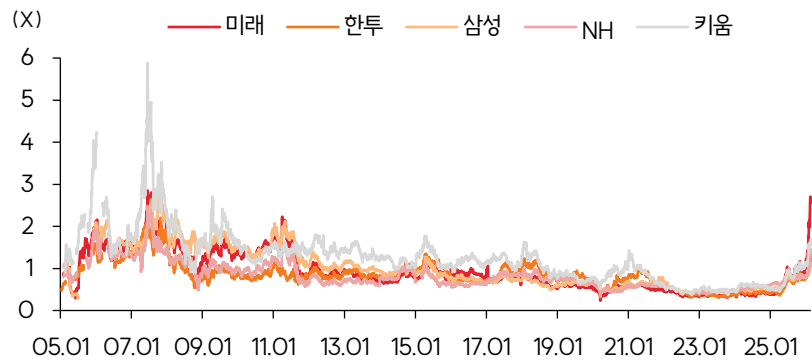
자료: 각 사, SK 증권

유니버스 증권 2026F ROE - P/B Matrix



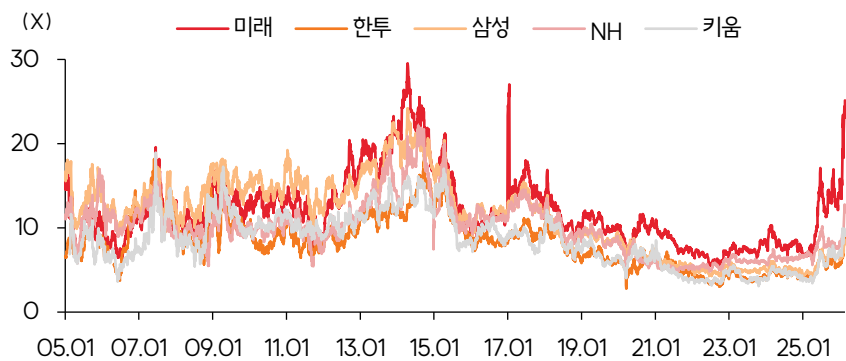
자료: 각 사, SK 증권

유니버스 증권 12MF P/B 추이



자료: Quantwise, SK 증권

유니버스 증권 12MF P/E 추이



자료: Quantwise, SK 증권

COMPANY ANALYSIS



한국금융지주 (071050/KS)

비싸다고? 나 지금 2 조 버는데?

증권. 장영임 / yijang123@sks.co.kr / 3773-8424

Signal: 브로커리지 호황 & IMA 1~3 호 흥행하며 머니무브 확인**Key:** 북 비즈니스 확장에 대한 밸류에이션 Multiple 상향 가능**Step:** 순이익 2.2 조, ROE 17.3%에도 2026F P/B 1.2 배에 불과

매수(신규편입)

목표주가: 399,000 원(신규편입)

현재주가: 258,500 원

상승여력: 54.4%

STOCK DATA

주가(26/02/27)	258,500 원
KOSPI	6,244.13 pt
52 주 최고가	292,500 원
60 일 평균 거래대금	61 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	5,573 만주
시가총액	14,405 십억원
주요주주	
김남규(외 1)	21.30%
국민연금공단	13.35%
외국인 지분율	36.43%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2025P	2026E	2027E
순영업수익	십억원	4,009	4,334	4,777
영업이익	십억원	2,345	2,585	2,937
순이익(지배주주)	십억원	2,020	2,236	2,476
EPS	원	34,598	38,290	42,404
BPS	원	205,667	236,967	269,451
PER	배	2.1	7.6	6.9
PBR	배	0.4	1.2	1.1
ROE	%	18.7	17.3	16.7
배당성향	%	25.1	25.6	25.0

투자 의견 '매수', 목표주가 399,000 원 제시

한국금융지주에 대해 투자 의견 '매수', 목표주가 399,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 2026 년 연결 지배주주순이익은 2 조 2,360 억원(YoY +10.7%), ROE 는 17.3%(YoY -1.4%p)로 전망한다. 업계 전반적으로 거래대금 증가에 따른 브로커리지 수수료수익 증가가 전망되는 상황에서 동사는 발행어음/IMA 의 ROE 기여도가 업계 최고 수준인 것으로 추정되며, 2026F P/B 는 1.2 배에 불과하여 밸류에이션 매력 이 높다. 또한, 2025 년 배당성향을 25.1%(YoY +2.8%p)로 늘리며 배당소득 분리와세 기준을 맞췄다는 점도 긍정적이다. 이로써 그동안 주주환원에 소극적이라는 이유로 디스카운트 받았던 점도 해소하였다. 이에 브로커리지 수수료수익 증가(YoY +51.7%), 북 비즈니스 확대, 밸류에이션 매력도 등을 고려하여 업종 내 최선호주로 제시한다.

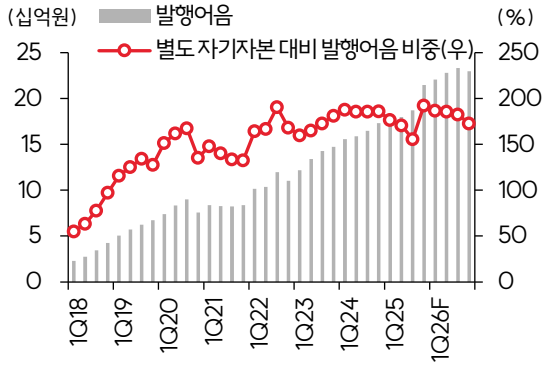
업황 호조로 불붙은 조달 확대 → ROE 17.3% 전망

올해도 우호적인 업황이 전망됨에 따라, 적극적인 레버리지 확대를 통해 ROE 가 개선 될 것으로 전망한다. 올해 1월 동사는 자회사 한국투자증권에 1.5 조원 규모의 유상증자 를 단행하며 자본을 재배치하였다. 이에 따라 2026 년 말 증권의 별도 자기자본은 13.3 조원(vs. 4Q25 11.2 조원)으로 추정되며, 이로써 발행어음 한도가 26.6 조원까지 확대될 수 있다. 작년 말 발행어음 잔고가 21.5 조원임을 고려 시 약 5.1 조원의 추가 여 력이 있다. 동사의 발행어음 스프레드 마진이 200bp 수준을 유지하고 있다는 점을 고 려하면, 자기자본 대비 180%만 조달하여도 레버리지 확대에 따른 발행어음 관련 이익 이 추가적으로 발생할 것으로 기대된다.

북 비즈니스 확장에 대한 밸류에이션 리레이팅 전망

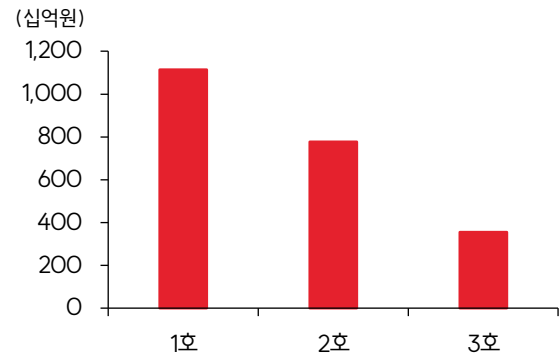
IMA 의 경우, 올해 4.5 조원을 조달할 것으로 추정한다. 2 월 판매한 IMA 3 호도 목표 한 3,000 억원을 초과한 3,553 억원을 모집하며 누적 약 2.2 조원을 모집하였다. 이 중 절반 정도가 신규 고객 자금인 것으로 알려졌다고, IMA 1~3 호 판매를 통해 IMA 가 시장 유동성을 흡수할 수 있는 상품임을 확인하였다. 매년 보수율을 수취하는 것 외에 만기가 지난 후에야 성과보수 등 수익성을 온전히 확인할 수 있겠으나, 동사가 그동안 발행어음 사업을 해 온 이력을 토대로 기준수익률 4%를 달성할 수 있다고 평가한다. IMA 인가를 둘러싸고 2025 년에 관련 기대감이 주가에 반영되었는데, 그 기대감을 현 실화하며 성과를 의미있게 보여주는 것은 동사가 유일할 것으로 전망한다. 북 비즈니스 확장에 따른 밸류에이션 리레이팅이 적극적으로 반영되어야 한다고 보며, 이에 현재 주가는 추가적인 상승 여력이 높은 상황이다.

한국투자증권 자기자본 대비 발행어음 비중



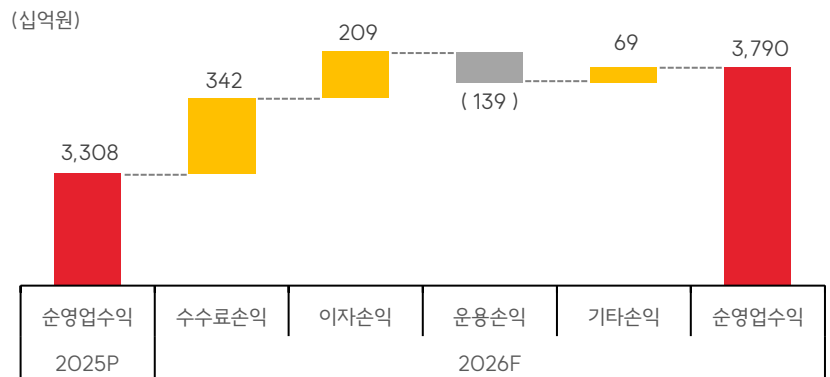
자료: 한국금융지주, SK 증권

한국투자증권 IMA 조달 금액



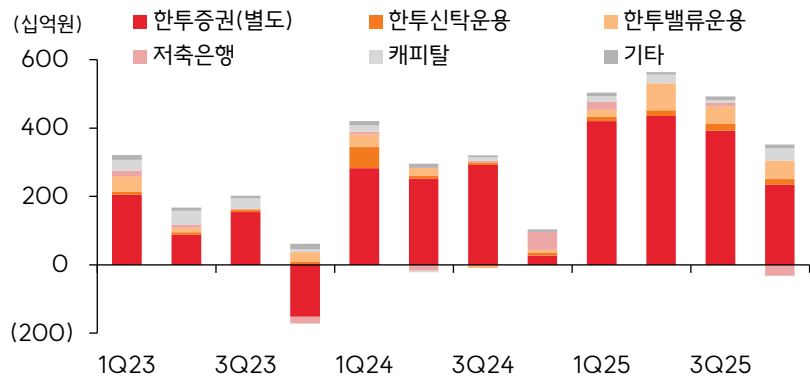
자료: 한국금융지주, SK 증권

한국투자증권 2026F 별도 순영업수익 전망



자료: 한국금융지주, SK 증권

주요 자회사 실적 추이



자료: 한국금융지주, SK 증권

한국금융지주 및 한국투자증권 4Q25 Review 주요 실적

(단위: 십억원)

	4Q25P	4Q24	YoY	3Q25	QoQ	2025P	2024	YoY
순영업수익	722	487	48.2%	960	-24.8%	3,308	2,540	30.3%
수수료손익	352	242	45.4%	327	7.8%	1,260	976	29.1%
수수료수익	429	282	52.1%	387	10.8%	1,490	1,149	29.7%
위탁매매	202	109	85.7%	158	28.1%	609	436	39.7%
자산관리	54	38	39.5%	54	-0.5%	190	143	33.3%
IB 및기타	172	134	28.4%	175	-1.4%	691	570	21.2%
수수료비용	76	40	92.9%	60	26.7%	231	173	33.3%
이자손익	222	146	51.7%	210	5.8%	799	530	50.6%
운용손익	260	74	250.9%	408	-36.2%	1,361	865	57.3%
기타손익	-112	24	적자전환	16	적자전환	-112	168	적자전환
판매및관리비	344	264	30.4%	299	15.1%	1,189	1,000	18.9%
영업이익	378	224	68.6%	661	-42.8%	2,119	1,540	37.6%
영업외손익	-10	-94	적자지속	5	적자전환	103	-75	흑자전환
세전이익	368	130	182.3%	666	-44.7%	2,223	1,464	51.8%
법인세비용	66	3	1817.7%	134	-50.3%	487	269	80.9%
당기순이익(증권 별도)	302	127	137.7%	532	-43.3%	1,735	1,195	45.2%
한국금융지주(연결)								
당기순이익	350	107	225.9%	675	-48.2%	2,024	1,046	93.6%
지배주주순이익	349	106	228.9%	674	-48.2%	2,020	1,040	94.3%

자료: 한국금융지주, SK 증권

Valuation

한국금융지주에 대해 투자 의견 '매수', 목표주가 399,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 지속가능한 ROE 16.5%(2026F~2028F ROE 평균), COE 11.0%를 바탕으로 Target P/B 1.62 배를 산출하였다. 이를 12MF BPS 246,580 원에 적용하여 목표주가 399,000 원을 도출하였다.

한국금융지주 목표주가 산출

구분	내용
Sustainable ROE(%)	16.5
자기자본비용(COE)(%)	11.0
영구성장률(g)(%)	2.0
Target P/B(배)	1.62
12M Forward BPS(원)	246,580
적정 주가(원)	399,334
목표 주가(원)	399,000
전일 종가(원)	258,500
상승여력(%)	54.4%
투자의견	BUY

자료: SK 증권

손익계산서(한국투자증권 별도)

12월 결산(십억원)	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
순영업수익	2,540	3,308	3,790	4,135	4,423
수수료손익	976	1,260	1,602	1,625	1,682
수수료수익	1,149	1,490	1,906	1,933	1,999
위탁매매	436	609	924	894	912
자산관리	143	190	250	272	297
IB및기타	570	691	732	767	790
수수료비용	173	231	304	308	317
이자손익	530	799	1,008	1,159	1,333
운용손익	865	1,361	1,223	1,406	1,464
기타손익	168	-112	-43	-55	-55
판매및관리비	1,000	1,189	1,215	1,325	1,428
영업이익	1,540	2,119	2,575	2,810	2,996
영업외손익	-75	103	39	36	44
세전이익	1,464	2,223	2,614	2,846	3,040
법인세비용	269	487	653	711	760
당기순이익	1,195	1,735	1,960	2,134	2,280

손익계산서(한국금융지주 연결)

12월 결산(십억원)	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
순영업수익	2,635	4,009	4,334	4,777	5,065
수수료손익	1,225	1,562	1,920	1,946	2,003
이자손익	1,255	1,591	1,818	1,972	2,146
운용손익	235	1,449	1,247	1,555	1,619
기타손익	-80	-594	-651	-696	-703
판매및관리비	1,435	1,663	1,750	1,840	1,920
영업이익	1,200	2,345	2,585	2,937	3,146
영업외손익	199	378	316	275	274
세전이익	1,399	2,724	2,901	3,212	3,420
법인세비용	353	699	661	732	779
당기순이익	1,046	2,024	2,240	2,480	2,641
지배순이익	1,040	2,020	2,236	2,476	2,637

전년 대비 성장성 (한국금융지주 연결, %)

	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
순영업수익	32.5	52.1	8.1	10.2	6.0
수수료손익	17.8	27.5	22.9	1.4	2.9
이자손익	28.0	26.8	14.2	8.4	8.9
운용손익	-61.0	516.5	-13.9	24.7	4.1
기타손익	적지	적지	적지	적지	적지
판매및관리비	22.8	15.9	5.2	5.2	4.3
영업이익	46.2	95.5	10.2	13.6	7.1
당기순이익	47.7	93.6	10.6	10.7	6.5
지배순이익	47.1	94.3	10.7	10.7	6.5
자산총계	13.9	24.7	7.9	6.8	5.7
부채총계	13.8	24.7	7.2	6.1	4.9
자본총계	15.3	24.3	15.1	13.6	12.7
지배주주지분	15.3	24.4	15.2	13.7	12.8

자료: 한국금융지주, SK증권 추정

재무상태표(한국금융지주 연결)

12월 결산(십억원)	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
자산총계	109,220	136,162	146,878	156,925	165,910
현금 및 예치금	11,178	13,794	14,668	15,085	15,854
FVPL 금융자산	64,823	83,301	86,456	92,077	97,426
FVOCI 금융자산	2,362	3,037	3,242	3,478	3,694
AC 금융자산	25,090	30,400	35,616	36,607	38,455
종속관계기업투자자산	4,831	4,565	5,289	8,063	9,081
유형자산	483	527	515	517	520
무형자산	165	263	232	238	247
기타자산	288	275	859	859	633
부채총계	99,486	124,062	132,953	141,103	148,070
예수부채	16,139	19,809	25,758	27,109	29,282
차입부채	59,733	72,824	74,532	81,065	87,694
FVPL 금융부채	16,702	21,733	19,929	21,317	22,142
매도파생결합증권	10,173	13,031	13,939	15,060	16,143
기타부채	6,911	9,696	12,734	11,612	8,952
자본총계	9,735	12,099	13,925	15,822	17,839
지배주주지분	9,651	12,010	13,838	15,735	17,752
자본금	308	308	308	308	308
자본잉여금	608	184	184	184	184
신종자본증권	0	498	648	648	648
이익잉여금	8,036	10,283	12,011	13,915	15,932
기타자본	699	738	687	681	680
비지배주주지분	84	89	87	87	87

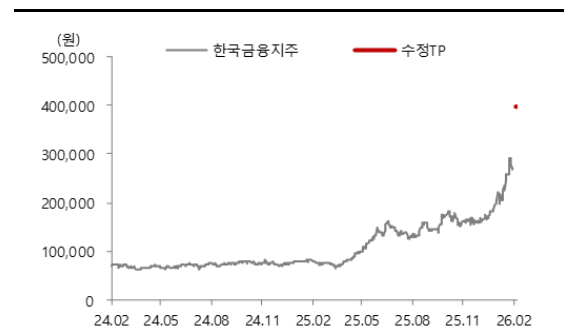
순영업수익 구성(한국투자증권 별도, %)

	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
수수료손익	38.4%	38.1%	42.3%	39.3%	38.0%
Brokerage	13.6%	14.8%	19.7%	17.3%	16.4%
WM	4.9%	5.0%	6.4%	6.7%	7.0%
IB및기타	20.0%	18.2%	16.8%	16.1%	15.6%
이자손익	20.9%	24.1%	26.6%	28.0%	30.1%
운용손익	34.1%	41.1%	32.3%	34.0%	33.1%
기타손익	6.6%	-3.4%	-1.1%	-1.3%	-1.2%

주요 지표(연결)

	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
수익성(%)					
ROE(지배)	11.5	18.7	17.3	16.7	15.8
ROA(지배)	1.0	1.6	1.6	1.6	1.6
판관비용률	54.5	41.5	40.4	38.5	37.9
투자지표(원)					
EPS(지배)	17,805	34,598	38,290	42,404	45,162
BPS(지배)	165,262	205,667	236,967	269,451	303,995
DPS(보통주)	3,980	8,690	9,800	10,600	10,700
Valuation					
P/E(x)	4.0	2.1	7.0	6.3	5.9
P/B(x)	0.4	0.4	1.1	1.0	0.9
배당성향(%)	22.3	25.1	25.6	25.0	23.7
배당수익률(보통주, %)	5.6	5.4	3.7	4.0	4.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.03.03	매수 담당자 변경	399,000원	6개월		



COMPLIANCE NOTICE

작성자(장영임)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 (2026년 3월 3일 기준)	매수	91.98%	중립	8.02%	매도	0.00%
-------------------------------------	----	--------	----	-------	----	-------

키움증권 (039490/KS)

브로커리지 하면 나야 나!

증권. 장영임 / yijang123@sk.com / 3773-8424

Signal: 브로커리지 경쟁력으로 지난해 첫 순이익 1조원 돌파**Key:** 올해도 브로커리지 수수료 및 이자손익 중심으로 실적 견인 전망**Step:** 2026F ROE 20.5%로 밸류에이션 매력 유효

매수(신규편입)

목표주가: 593,000 원(신규편입)

현재주가: 466,000 원

상승여력: 27.3%

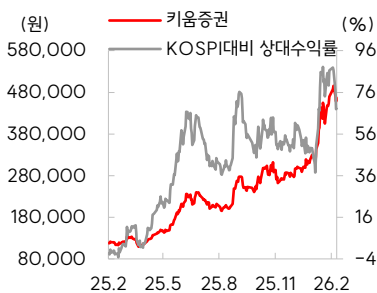
STOCK DATA

주가(26/02/27)	466,000 원
KOSPI	6,244.13 pt
52 주 최고가	495,500 원
60 일 평균 거래대금	51 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	2,621 만주
시가총액	12,634 십억원
주요주주	
다우기술(외 4)	41.10%
국민연금공단	11.67%
외국인 지분율	29.32%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2025P	2026E	2027E
순영업수익	십억원	2,396	2,937	2,881
영업이익	십억원	1,488	2,076	1,956
순이익(지배주주)	십억원	1,114	1,484	1,437
EPS	원	42,190	57,732	55,927
BPS	원	254,008	301,238	341,921
PER	배	6.9	7.9	8.2
PBR	배	1.1	1.5	1.3
ROE	%	18.1	20.5	17.4
배당성향	%	27.1	27.5	29.3

투자의견 '매수', 목표주가 593,000 원 제시

키움증권에 대해 투자의견 '매수', 목표주가 593,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 올해 브로커리지 경쟁력과 비용 효율성을 바탕으로 연결 지배주주순이익은 1조 4,837 억원(YoY +33.2%), ROE는 20.5% (YoY +2.4%p)로 유니버스 증권 내에서 가장 높은 수준의 ROE를 시현할 것으로 예상된다. 이에 더해, 발행어음 라이선스를 확보함에 따라 발행어음 조달을 시작하였다. 사업 시행 초기이므로 올해 2.5조원 정도(자기자본 대비 34.8%) 조달할 것으로 추정하며, 올해 발행어음 이익 기여도는 초기 세팅비 등으로 0.3%p에 불과할 것으로 예상하나 신규 조달원 및 수익원을 확보했다는 점에서 긍정적으로 평가한다. 1) 브로커리지 M/S 1위이자 브로커리지 이익 민감도가 가장 높은 종목이고, 2) 발행어음 사업을 시작하며 북 비즈니스를 더 확장하게 되었으며, 3) 총주회환율을 30%대임을 고려하여 업종 내 최선호주로 제시한다.

거래대금 확대에 따른 영업 레버리지 효과 가장 클 것

올해 유례없는 국내 증시 상승과 더불어 일평균 거래대금이 큰 폭으로 증가하고 있다. 이러한 국면에서 매력도가 높은 종목이다. 대형주 중심의 장세가 펼쳐지며 점유율이 소폭 하락세를 보였으나, 최근에 다시 반등하고 있다. 점유율 소폭 하락에도 불구하고, 브로커리지 점유율은 17.9%로 업종 내 1위이다. 또한, 올해 6월부터 주식 거래시간을 연장하는 것이 논의되고 있고, 정부에서는 코스닥 3,000pt를 제시하며 코스닥 활성화 정책을 추진 중이라는 점도 긍정적이다. 이로써 거래대금 증가에 따른 이익 기여도가 가장 민감하면서 지점이 없어 비용 효율성이 높기 때문에 영업 레버리지 효과가 가장 크게 나타날 수 있다.

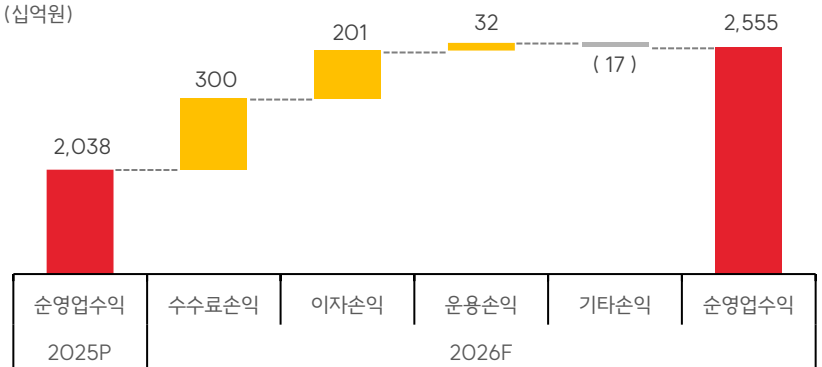
ROE 20.5%, 2026F P/B 1.5 배로 밸류에이션 매력 유효

키움증권은 비용 효율성을 토대로 업계 평균을 상회하는 ROE를 보인다는 점에서 과거 장기간 피어 대비 P/B 밸류에이션 프리미엄을 받았다. 20년 평균을 보면, 유니버스 증권의 평균 P/B 대비 1.3배를 받아왔다. 한편, 최근에는 유니버스 평균 P/B와 일치하는 수준으로, 경쟁사 대비 높은 ROE임을 고려할 때 밸류에이션 매력 유효하다.

또한, 주주회환의 경우에는 배당소득 분리과세 요건을 맞출 것으로 전망한다. 3월 경 새로운 밸류업 공시를 할 것으로 예상되며, 현재 P/B 1 배 이상이므로 자사주 매입, 소각 보다는 배당 위주로 전개될 것으로 보인다. 2026F DPS 16,000 원(연결 배당성향 27.5%)으로 전망한다.

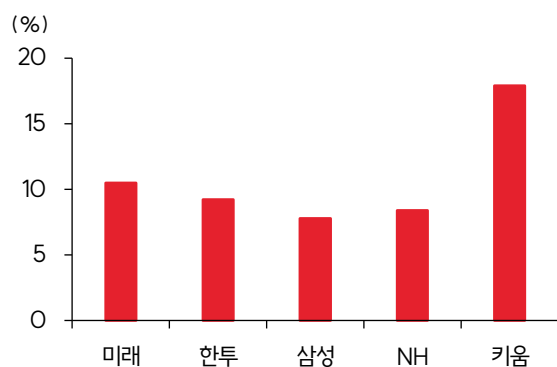
키움증권 2026F 별도 순영업수익 전망

(십억원)



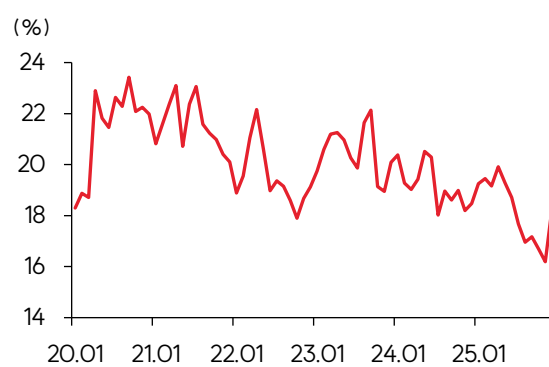
자료: 키움증권, SK 증권

유니버스 증권 브로커리지 점유율



자료: CheckExpert+, SK 증권

키움증권 국내주식 전체 시장점유율 추이



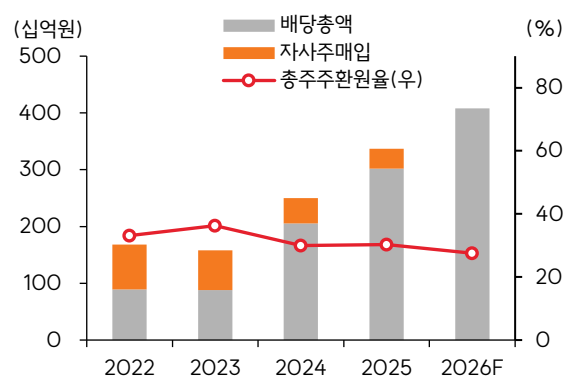
자료: 키움증권, SK 증권

키움증권 12MF P/B 및 유니버스 증권 평균 대비 프리미엄



자료: Quantwise, SK 증권

키움증권 총주주환원을 추이 및 전망



자료: 키움증권, SK 증권

키움증권 4Q25 Review 주요 실적

(단위: 십억원)

	4Q25P	4Q24	YoY	3Q25	QoQ	2025P	2024	YoY
순영업수익	528	374	41.0%	519	1.7%	2,038	1,609	26.7%
수수료손익	319	195	64.0%	249	28.2%	1,023	753	35.8%
수수료수익	419	248	68.9%	328	27.7%	1,327	981	35.2%
위탁매매	278	188	48.0%	220	26.4%	888	714	24.3%
자산관리	3	3	27.1%	3	36.8%	15	12	18.7%
IB 및기타	138	58	138.9%	106	30.0%	424	255	66.5%
수수료비용	99	53	86.6%	79	25.8%	304	228	33.4%
이자손익	131	115	14.5%	135	-3.0%	495	397	24.7%
운용손익	141	113	24.3%	150	-6.1%	672	595	12.8%
기타손익	-64	-48.6	적자지속	-16	적자지속	-152	-137	적자지속
판매및관리비	231	170	35.6%	159	45.3%	713	580	23.0%
영업이익	297	200	48.6%	360	-17.6%	1,325	1,025	29.3%
영업외손익	50	11	366.2%	11	346.6%	132	66	100.7%
세전이익	346	210	64.7%	371	-6.6%	1,457	1,090	33.6%
법인세비용	90	57	58.5%	95	-5.5%	358	275	29.9%
별도 당기순이익	256.4	154	67.0%	276	-7.0%	1,099	815	34.9%
당기순이익	247	146	68.8%	322	-23.4%	1,115	835	33.5%
지배주주순이익	246.6	146	68.8%	322	-23.4%	1,113.6	835	33.4%

자료: 키움증권 SK 증권

Valuation

키움증권에 대해 투자 의견 '매수', 목표주가 593,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 지속가능한 ROE 17.8%(2026F~2028F ROE 평균), COE 10.3%를 바탕으로 Target P/B 1.90 배를 산출하였다. 이를 12MF BPS 312,098 원에 적용하여 목표주가 593,000 원을 도출하였다.

키움증권 목표주가 산출

구분	내용
Sustainable ROE(%)	17.8
자기자본비용(COE)(%)	10.3
영구성장률(g)(%)	2.0
Target P/B(배)	1.90
12M Forward BPS(원)	312,098
적정 주가(원)	593,361
목표 주가(원)	593,000
전일 종가(원)	466,000
상승여력(%)	27.3%
투자 의견	BUY

자료: SK 증권

손익계산서(별도)

12월 결산(십억원)	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
순영업수익	1,609	2,038	2,555	2,493	2,547
수수료손익	753	1,023	1,323	1,311	1,340
수수료수익	981	1,327	1,724	1,706	1,738
위탁매매	714	888	1,254	1,217	1,233
자산관리	12	15	15	16	18
IB및기타	255	424	455	473	488
수수료비용	228	304	402	395	399
이자손익	397	495	696	670	688
운용손익	595	672	704	686	698
기타손익	-137	-152	-169	-175	-179
판매및관리비	580	713	653	714	763
영업이익	1,025	1,325	1,901	1,780	1,784
영업외손익	66	132	59	55	59
세전이익	1,090	1,457	1,960	1,835	1,844
법인세비용	275	358	503	470	473
당기순이익	815	1,099	1,458	1,364	1,371

손익계산서(연결)

12월 결산(십억원)	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
순영업수익	1,846	2,396	2,937	2,881	2,935
수수료손익	804	1,047	1,349	1,338	1,367
수수료수익	1,050	1,382	1,783	1,766	1,798
위탁매매	716	891	1,257	1,220	1,236
자산관리	87	106	112	115	117
IB및기타	247	385	413	430	445
수수료비용	247	335	434	427	431
이자손익	623	776	977	951	969
운용손익	532	697	712	689	700
기타손익	-114	-124	-102	-98	-99
판매및관리비	748	908	861	925	974
영업이익	1,098	1,488	2,076	1,956	1,961
영업외손익	-6	52	-20	-25	-20
세전이익	1,092	1,541	2,055	1,932	1,941
법인세비용	257	426	570	493	495
당기순이익	835	1,115	1,485	1,439	1,445
지배순이익	835	1,114	1,484	1,437	1,444

전년 대비 성장성 (연결, %)

	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
순영업수익	59.2	29.8	22.6	-1.9	1.9
수수료손익	23.7	30.3	28.8	-0.8	2.1
이자손익	-3.3	24.5	26.0	-2.7	1.8
운용손익	5.2	31.0	2.2	-3.3	1.5
판매및관리비	25.7	21.4	-5.2	7.4	5.4
영업이익	94.5	35.5	39.5	-5.8	0.3
당기순이익	89.4	33.5	33.2	-3.1	0.5
지배순이익	91.4	33.4	33.2	-3.1	0.5
자산총계	7.0	45.8	6.4	4.6	3.3
부채총계	6.2	48.7	5.6	3.7	2.5
자본총계	14.8	19.4	15.4	13.5	11.6

자료: 키움증권, SK증권 추정

재무상태표(연결)

12월 결산(십억원)	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
자산총계	55,688	81,174	86,349	90,325	93,347
현금 및 예치금	7,780	9,282	10,613	11,956	13,037
FVPL 금융자산	30,537	47,744	49,694	51,701	53,713
FVOCI 금융자산	517	858	895	933	970
AC 금융자산	14,915	20,467	22,343	22,601	22,925
종속관계기업투자자산	869	1,340	1,211	1,232	1,276
유형자산	135	207	178	174	173
투자부동산	496	689	676	674	674
무형자산	108	80	94	96	96
기타자산	331	506	644	957	483
부채총계	50,057	74,451	78,589	81,520	83,524
예수부채	15,712	22,101	26,155	27,469	28,047
차입부채	19,057	25,984	27,123	28,145	29,212
사채	5,953	9,303	8,724	8,730	8,818
FVPL 금융부채	5,607	10,646	9,898	10,375	10,666
매도파생결합증권	3,665	6,874	7,172	7,524	7,856
기타부채	3,728	6,417	6,690	6,802	6,782
자본총계	5,632	6,722	7,759	8,805	9,823
지배주주지분	5,588	6,704	7,742	8,787	9,806
자본금	145	145	145	145	145
자본잉여금	1,039	1,039	1,039	1,039	1,039
이익잉여금	4,537	5,340	6,522	7,551	8,574
기타자본	-134	180	35	52	48
비지배주주지분	44	18	18	18	18

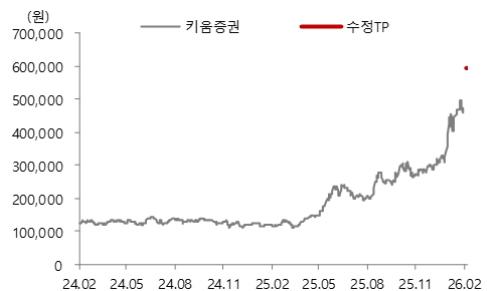
순영업수익 구성(별도, %)

	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
수수료손익	46.8%	50.2%	51.8%	52.6%	52.6%
Brokerage	32.8%	33.8%	38.1%	38.0%	37.7%
WM	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
IB및기타	13.3%	15.7%	13.2%	14.0%	14.3%
이자손익	24.7%	24.3%	27.3%	26.9%	27.0%
운용손익	37.0%	33.0%	27.6%	27.5%	27.4%
기타손익	-8.5%	-7.4%	-6.6%	-7.0%	-7.0%

주요지표(연결)

	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
수익성(%)					
ROE(지배)	16.0	18.1	20.5	17.4	15.5
ROA(지배)	1.6	1.6	1.8	1.6	1.6
판매비용률	40.5	37.9	29.3	32.1	33.2
투자지표(원)					
EPS(지배)	31,393	42,190	57,732	55,927	56,191
BPS(지배)	210,068	254,008	301,238	341,921	381,553
DPS(보통주)	7,500	11,500	16,000	16,500	17,000
Valuation					
P/E(x)	3.7	6.9	7.9	8.2	8.2
P/B(x)	0.6	1.1	1.5	1.3	1.2
배당성향(%)	24.6	27.1	27.5	29.3	30.0
배당수익률(보통주, %)	6.5	4.0	3.5	3.6	3.7

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.03.03	매수 담당자 변경	593,000원	6개월		



COMPLIANCE NOTICE

작성자(장영임)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 (2026년 3월 3일 기준)

매수	91.98%	중립	8.02%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

삼성증권 (016360/KS)

조용히 강한 리테일의 품격

증권. 장영임 / yijang123@sk.com / 3773-8424

Signal: 고객자산가를 기반으로 한 리테일 경쟁력 부각**Key:** BK와 WM이 실적을 견인하며 경쟁사 대비 높은 이익성장률**Step:** 발행어음 인가 시, 북 비즈니스까지 더해져 매력도 부각될 듯

매수(신규편입)

목표주가: 154,000 원(신규편입)

현재주가: 106,800 원

상승여력: 44.2%

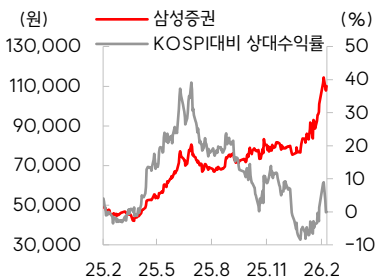
STOCK DATA

주가(26/02/27)	106,800 원
KOSPI	6,244.13 pt
52주 최고가	114,500 원
60일 평균 거래대금	48 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	8,930 만주
시가총액	9,537 십억원
주요주주	
삼성생명보험(외 2)	29.62%
국민연금공단	13.31%
외국인 지분율	27.83%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2025P	2026E	2027E
순영업수익	십억원	2,522	3,095	3,121
영업이익	십억원	1,377	1,924	1,888
순이익(지배주주)	십억원	1,008	1,379	1,356
EPS	원	11,292	15,438	15,184
BPS	원	90,361	101,584	111,243
PER	배	6.7	7.0	7.1
PBR	배	0.8	1.1	1.0
ROE	%	13.1	16.1	14.3
배당성향	%	35.4	35.6	36.9

투자 의견 '매수', 목표주가 154,000 원 제시

삼성증권에 대해 투자 의견 '매수', 목표주가 154,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 2026F 연결 지배주주순이익은 1조 3,787 억원(YoY +36.7%), ROE는 16.1%(YoY +3.0%p)로 전망한다. 올해 이익 성장률이 높는데, 이는 채권 위주의 포트폴리오를 갖고 있다는 점에서 운용손익은 기저 영향으로 감소할 것으로 보이나, 브로커리지와 자산관리 부문이 실적을 견인할 것으로 예상되기 때문이다. 증시 호조로 리테일 경쟁력이 부각되는 국면이라는 점은 긍정적이지만, 발행어음 사업 인가가 지연되고 있다는 점은 리스크이다.

고객자산가를 기반으로 한 리테일 경쟁력이 부각되는 국면

동사는 고객자산가를 기반으로 리테일 강점이 두드러진다. 증시 호조에 따라 2025년 동사의 리테일 고객자산은 400조원을 돌파한 431.9조원(YoY +42.8%)을 기록하였으며, 고객자산가 수도 39만명으로 YoY +48.9% 증가하였다. 고객자산가 기반으로 브로커리지 및 자산관리 부문의 ROE 기여도가 유니버스 증권 내에서 가장 높다. 향후 발행어음 사업에 진출하게 된다면, 발행어음 조달에도 용이할 것으로 예상된다.

발행어음 사업 인가 시, 업종 내 매력도 올라갈 것으로 예상

발행어음 사업 진출이 확정된다면, 동사는 1) 브로커리지 및 자산관리 경쟁력, 2) 발행어음을 통한 조달 확대 및 이익 기여, 3) 2026F ROE 16.1%에 달하나 2026F P/B는 1.06배에 불과하여 경쟁사 대비 상대적으로 낮은 밸류에이션 등으로 업종 내 매력도가 올라갈 것으로 전망한다. 이에 인가 결과를 기다리며 관심종목으로 제시한다.

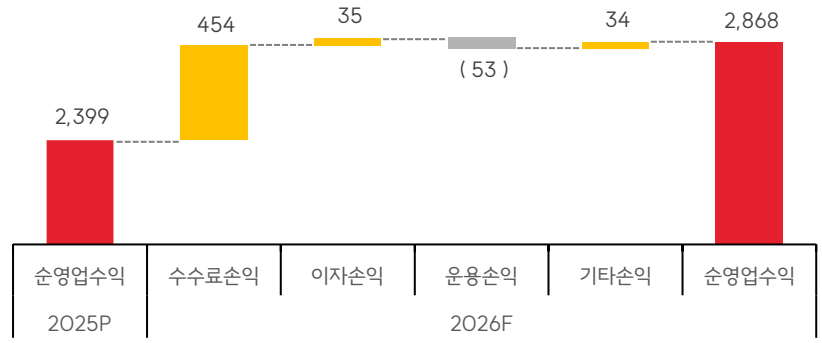
배당소득 분리과세 요건 충족

작년에 동사는 배당성향을 중장기적으로 50%까지 확대하겠다고 밝혔다. 다만, IMA 등을 고려하여 자기자본 8조원을 달성할 때까지는 배당성향을 점진적으로 상향할 계획이다. 올해 동사의 별도 자기자본이 8.6조원일 것으로 추정됨에 따라, 2027년부터는 적극적으로 배당성향을 확대할 것으로 예상된다.

2026F DPS는 5,500 원으로, 2025년 배당총액 대비 10% 이상 증가할 것으로 예상된다. 동사의 배당성향은 25%를 상회(2025년 35.4%)하고 전년 대비 배당액이 10% 이상 증가하기에 배당소득 분리과세 요건을 충족한다는 점도 긍정적이다.

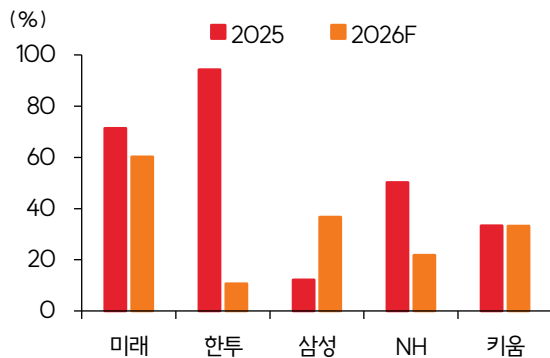
삼성증권 2026F 별도 순영업수익 전망

(십억원)



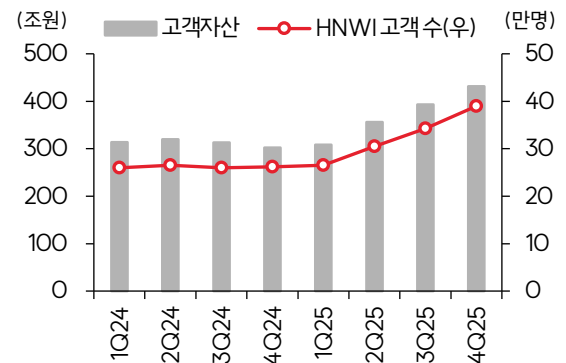
자료: 삼성증권, SK 증권

유니버스 증권 지배주주순이익 증가율



자료: 삼성증권, SK 증권

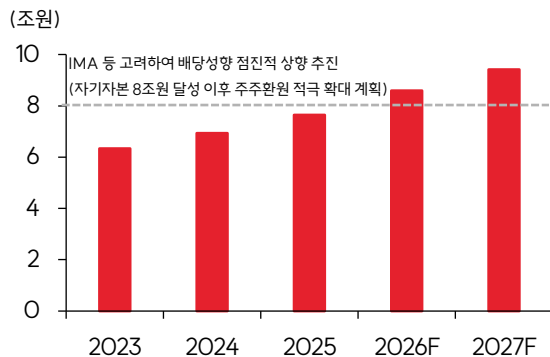
리테일 고객자산 및 HNW 고객 수 추이



자료: 삼성증권, SK 증권

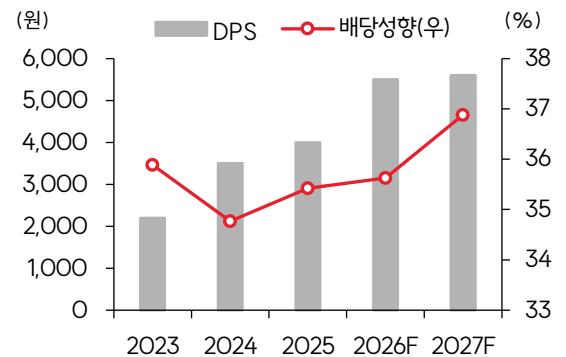
주: HNW(고객순자산보유자) = 자산 1억 이상의 고객

별도 자기자본 추이 및 전망



자료: 삼성증권, SK 증권

주주환원 추이 및 전망



자료: 삼성증권, SK 증권

삼성증권 4Q25 Review 주요 실적

(단위: 십억원)

	4Q25P	4Q24	YoY	3Q25	QoQ	2025P	2024	YoY
순영업수익	665	431	54.4%	618	7.6%	2,399	2,066	16.1%
수수료손익	344	214	60.9%	333	3.3%	1,163	911	27.7%
수수료수익	405	249	62.8%	385	4.9%	1,358	1,063	27.7%
위탁매매	264.4	152	74.2%	214	23.6%	812	617	31.5%
자산관리	44	27	64.1%	48	-8.7%	165	130	27.1%
IB 및기타	96	70	37.5%	123	-22.0%	381	316	20.7%
수수료비용	61	35	74.2%	53	15.2%	195	152	28.2%
이자손익	149.8	129	16.4%	147	2.2%	567	533	6.5%
운용손익	266.9	115	131.7%	151	76.5%	756	622	21.5%
기타손익	-96	-27	적자지속	-13	적자지속	-87	-0.1	적자지속
판매및관리비	304	248	22.6%	242	25.5%	1,073	960	11.8%
영업이익	361	183	97.5%	376	-3.9%	1,326	1,105	19.9%
영업외손익	-35	-4	적자지속	2	적자전환	-29	-1	적자지속
세전이익	326	179	81.9%	378	-13.6%	1,297	1,105	17.4%
법인세비용	78	52	51.1%	95	-17.6%	326	286	13.9%
별도 당기순이익	248	128	94.4%	283	-12.3%	971	819	18.6%
당기순이익	216	148	46.4%	309	-30.1%	1,008	899	12.2%
지배주주순이익	216	148	46.4%	309	-30.1%	1,008	899	12.2%

자료: 삼성증권, SK 증권

Valuation

삼성증권에 대해 투자 의견 '매수', 목표주가 154,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 지속가능한 ROE 14.6%(2026F~2028F ROE 평균), COE 10.5%를 바탕으로 Target P/B 1.48 배를 산출하였다. 이를 12MF BPS 103,998 원에 적용하여 목표주가 154,000 원을 도출하였다.

삼성증권 목표주가 산출

구분	내용
Sustainable ROE(%)	14.6
자기자본비용(COE)(%)	10.5
영구성장률(g)(%)	2.0
Target P/B(배)	1.48
12M Forward BPS(원)	103,998
적정 주가(원)	154,366
목표 주가(원)	154,000
전일 종가(원)	106,800
상승여력(%)	44.2%
투자 의견	BUY

자료: SK 증권

손익계산서(별도)

12월 결산(십억원)	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
순영업수익	2,066	2,399	2,868	2,921	3,000
수수료손익	911	1,163	1,617	1,565	1,586
수수료수익	1,063	1,358	1,832	1,781	1,802
위탁매매	617	812	1,270	1,195	1,199
자산관리	130	165	183	196	207
IB및기타	316	381	378	390	396
수수료비용	152	195	215	216	216
이자손익	533	567	603	652	733
운용손익	622	756	702	768	747
기타손익	0	-87	-54	-65	-66
판매및관리비	960	1,073	1,096	1,157	1,194
영업이익	1,105	1,326	1,772	1,763	1,806
영업외손익	-1	-29	-33	-29	-22
세전이익	1,105	1,297	1,739	1,735	1,784
법인세비용	286	326	417	416	428
당기순이익	819	971	1,322	1,319	1,356

손익계산서(연결)

12월 결산(십억원)	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
순영업수익	2,240	2,522	3,095	3,121	3,196
수수료손익	949	1,184	1,633	1,580	1,600
수수료수익	1,147	1,421	1,892	1,841	1,862
위탁매매	715	911	1,370	1,295	1,299
자산관리	130	165	183	196	207
IB및기타	301	345	339	351	356
수수료비용	198	237	258	261	262
이자손익	668	714	755	806	888
운용손익	728	533	434	487	463
기타손익	-105	92	273	248	245
판매및관리비	1,034	1,145	1,171	1,233	1,270
영업이익	1,206	1,377	1,924	1,888	1,927
영업외손익	4	-18	-22	-18	-10
세전이익	1,210	1,359	1,902	1,870	1,916
법인세비용	311	350	523	515	527
당기순이익	899	1,008	1,379	1,356	1,389
지배순이익	899	1,008	1,379	1,356	1,389

전년 대비 성장성 (연결, %)

	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
순영업수익	36.0	12.6	22.7	0.9	2.4
수수료손익	18.7	24.8	38.0	-3.3	1.3
이자손익	2.9	6.8	5.8	6.8	10.1
운용손익	53.7	-26.9	-18.6	12.2	-4.9
판매및관리비	14.1	10.7	2.2	5.3	3.0
영업이익	62.7	14.2	39.8	-1.9	2.0
당기순이익	64.2	12.2	36.7	-1.6	2.4
지배순이익	64.2	12.2	36.7	-1.6	2.4
자산총계	10.2	27.9	5.5	4.3	1.6
부채총계	10.2	30.3	4.7	3.6	0.6
자본총계	10.6	10.2	12.4	9.5	8.9

자료: 삼성증권, SK증권 추정

재무상태표(연결)

12월 결산(십억원)	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
자산총계	62,274	79,668	84,035	87,633	89,010
현금 및 예치금	11,048	13,571	12,243	12,813	13,099
FVPL 금융자산	33,215	42,233	43,372	46,317	45,864
FVOCI 금융자산	4,279	5,123	5,276	5,636	5,586
AC 금융자산	13,224	18,173	22,478	22,072	23,698
종속관계기업투자자산	176	189	222	280	293
유형자산	161	155	161	178	178
투자부동산	0	0	0	0	0
무형자산	116	128	131	145	144
기타자산	54	95	151	191	149
부채총계	54,950	71,598	74,964	77,699	78,188
예수부채	16,288	22,018	25,581	26,094	26,780
차입부채	19,915	25,357	26,565	28,577	27,951
사채	2,576	4,076	3,135	3,120	3,138
FVPL 금융부채	9,374	10,942	10,438	10,699	11,025
매도파생결합증권	5,512	6,256	6,480	6,743	6,988
기타부채	6,797	9,205	9,244	9,210	9,294
자본총계	7,324	8,069	9,071	9,934	10,823
지배주주지분	7,324	8,069	9,071	9,934	10,823
자본금	458	458	458	458	458
자본잉여금	1,743	1,743	1,743	1,743	1,743
이익잉여금	4,931	5,626	6,648	7,513	8,402
기타자본	192	241	222	219	219
비지배주주지분	0	0	0	0	0

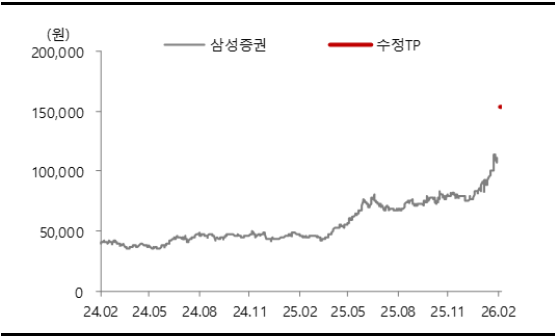
순영업수익 구성(별도, %)

	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
수수료손익	44.1%	48.5%	56.4%	53.6%	52.9%
Brokerage	27.4%	31.1%	40.7%	37.6%	36.8%
WM	5.4%	5.8%	5.3%	5.5%	5.7%
IB및기타	11.4%	11.6%	10.3%	10.4%	10.4%
이자손익	25.8%	23.7%	21.0%	22.3%	24.4%
운용손익	30.1%	31.5%	24.5%	26.3%	24.9%
기타손익	0.0%	-3.6%	-1.9%	-2.2%	-2.2%

주요지표(연결)

	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
수익성(%)					
ROE(지배)	12.9	13.1	16.1	14.3	13.4
ROA(지배)	1.5	1.4	1.7	1.6	1.6
판관비용률	46.2	45.4	37.8	39.5	39.7
투자지표(원)					
EPS(지배)	10,068	11,292	15,438	15,184	15,554
BPS(지배)	82,018	90,361	101,584	111,243	121,194
DPS(보통주)	3,500	4,000	5,500	5,600	5,900
Valuation					
P/E(x)	4.3	6.7	7.0	7.1	6.9
P/B(x)	0.53	0.83	1.06	0.97	0.89
배당성향(%)	34.8	35.4	35.6	36.9	37.9
배당수익률(보통주, %)	8.0	5.3	5.1	5.2	5.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.03.03	매수 담당자 변경	154,000원	6개월		



COMPLIANCE NOTICE

작성자(장영임)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 (2026년 3월 3일 기준)	매수	91.98%	중립	8.02%	매도	0.00%
-------------------------------------	----	--------	----	-------	----	-------

NH 투자증권 (005940/KS)

모범생은 일단 다해요 – 호실적, 고배당, 그리고 IMA

증권. 장영임 / yijang123@sk.com / 3773-8424

Signal: BK + IMA 인가 가능성 + 총주주환원율 3 박자

Key: 업황 호조로 3년 평균 ROE 12% 전망

Step: 2026F P/B 1.4 배로 상승여력 유효

매수(신규편입)

목표주가: 42,000 원(신규편입)

현재주가: 35,500 원

상승여력: 18.3%

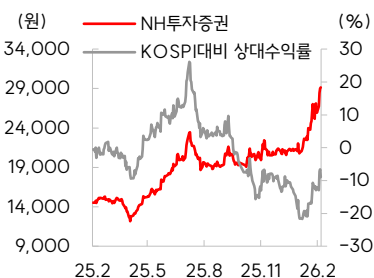
STOCK DATA

주가(26/02/27)	35,500 원
KOSPI	6,244.13 pt
52 주 최고가	39,200 원
60 일 평균 거래대금	31 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	35,634 만주
시가총액	12,650 십억원
주요주주	
농협금융지주(외 4)	61.94%
국민연금공단	8.36%
외국인 지분율	13.05%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2025P	2026E	2027E
순영업수익	십억원	2,674	3,051	3,028
영업이익	십억원	1,421	1,720	1,684
순이익(지배주주)	십억원	1,032	1,256	1,242
EPS	원	2,754	3,353	3,317
BPS	원	21,736	27,186	29,064
PER	배	7.7	11.7	11.8
PBR	배	1.0	1.4	1.3
ROE	%	12.7	13.7	11.8
배당성향	%	47.3	41.8	43.8

투자 의견 '매수', 목표주가 42,000 원 제시

NH 투자증권에 대해 투자 의견 '매수', 목표주가 42,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 2026F 연결 지배주주순이익은 1 조 2,559 억원(YoY +21.7%), ROE 는 13.7% (YoY +1.0%p)로 전망한다. 2025 년 사상 처음으로 순이익 1조원을 기록하였고, 2028 년까지 계속해서 ROE 10%대를 기록할 것으로 전망됨에 따라 밸류에이션 상향이 가능하다고 판단한다. 최근 주가 상승으로 2026F P/B 는 1.4 배 수준으로 올라왔으나, 1) BK 호조, 2) IMA 인가 가능성, 3) 업종 내 가장 높은 총주주환원율을 고려할 때 아직 추가적인 업사이드 존재한다.

올해의 포인트는 브로커리지와 IB 비시장성 자산 평가이익

올해처럼 거래대금이 크게 늘어나며 브로커리지가 중요한 국면에서 눈에 띄는 점은 브로커리지 점유율 역전 현상이 관찰된다는 점이다. CheckExpert+ 기준 점유율을 살펴보면, 2025 년 2분기 동사의 M/S 는 7.2%로 유니버스 증권 5 개사 중 4 위였는데, 3분기부터 점유율이 소폭 상승하며 3 위로 도약하였다. 이에 올해 브로커리지 손익은 전년 대비 53.2% 성장할 것으로 전망한다. 또한, 작년 한 해 IB 비시장성 자산 평가이익이 실적에 기여하였다. 올해도 증시 호조가 지속되고 있기에 IB 비시장성 자산에서의 평가이익이 견조하게 지속될 것으로 예상한다.

IMA 인가 절차 마무리 단계. 사업 진출 기대감 유효

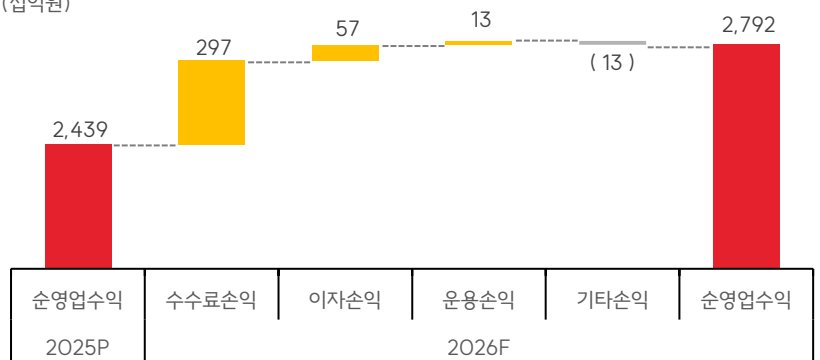
언론보도에 따르면, 최근 NH 투자증권의 IMA 인가를 위한 실사가 마무리되었고 이르면 3 월에 인가가 나올 수 있다고 기대되는 상황이다. 동사의 IB 부문 경쟁력과 더불어 발행어음 스프레드 마진이 100~150bp 수준으로 한국투자증권 다음으로 발행어음의 ROE 기여도가 높은 것으로 추정된다는 점에서 IMA 사업 진출 시 경쟁력이 있을 것으로 평가한다.

업종 내 가장 높은 총주주환원율

올해도 증권업종 내에서 가장 높은 총주주환원율을 시현할 것으로 전망한다. 2025 년 DPS 는 1,300 원으로 예상하며, 연초 500 억원의 자사주 매입까지 고려하면 2025 년 총주주환원율은 52.1%로 추정한다. 동사는 2024 년에 13 년만에 500 억원 규모의 자사주 매입, 소각을 실시한 이후 2024~2025 년 두 차례 실시하였는데, 현재 P/B 가 1 배를 넘는 상황임을 고려할 때 2026 년은 배당 정책 위주로 주주환원이 이루어질 것으로 예상된다.

NH투자증권 2026F 별도 순영업수익 전망

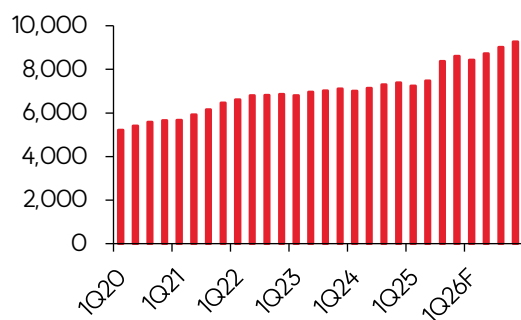
(십억원)



자료: NH투자증권, SK증권

별도 자기자본 추이

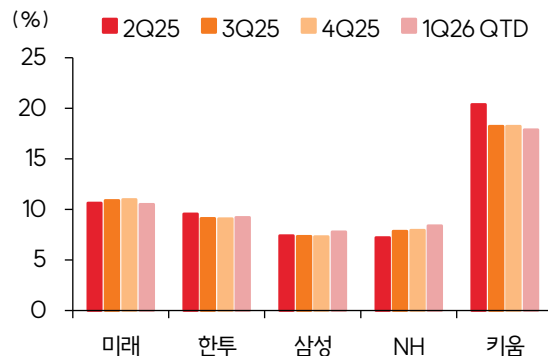
(십억원)



자료: NH투자증권, SK증권

유니버스 증권 KRX+NXT 시장 점유율

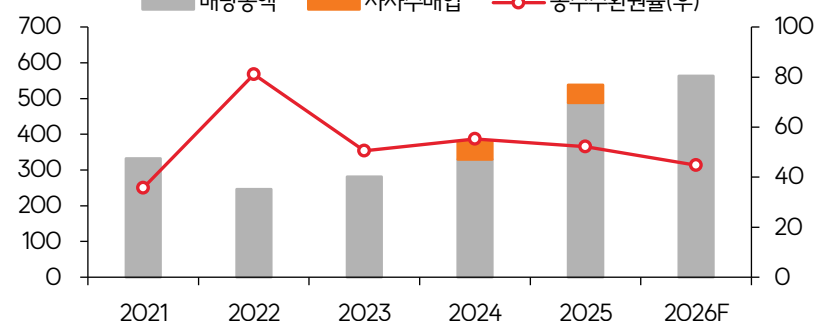
(%)



자료: CheckExpert+, SK증권

NH투자증권 총주주환원(배당+자사주매입) 규모

(십억원)



자료: NH투자증권, SK증권

NH 투자증권 4Q25 Review 주요 실적

(단위: 십억원)

	4Q25P	4Q24	YoY	3Q25	QoQ	2025P	2024	YoY
순영업수익	690	438	57.7%	628	10.0%	2,439	1,902	28.2%
수수료손익	330	245	35.0%	293	12.6%	1,160	951	22.0%
수수료수익	443	300	47.7%	391	13.1%	1,511	1,144	32.1%
위탁매매	244.9	126	95.1%	189	29.4%	720	510	41.1%
자산관리	29.1	23	25.7%	38	-24.2%	125	106	17.2%
IB 및기타	169	151	11.6%	164	3.1%	666	527	26.4%
수수료비용	113	55	103.5%	98	14.9%	351	193	82.2%
이자손익	241	175	37.8%	218	10.9%	840	680	23.7%
운용손익	118.3	81	46.8%	128	-7.7%	433	356	21.5%
기타손익	0	-62	목자전환	-11	목자전환	5	-85	목자전환
판매및관리비	325	264	23.1%	300	8.3%	1,167	1,024	13.9%
영업이익	367	174	110.5%	329	11.5%	1,274	879	44.9%
영업외손익	-36	-16	적자지속	-16	적자지속	-70	-29	적자지속
세전이익	331	158	109.2%	312	5.9%	1,205	850	41.7%
법인세비용	81	42	94.8%	83	-2.2%	296	224	32.2%
별도 당기순이익	250	117	114.3%	229	8.8%	908	626	45.1%
당기순이익	283	110	157.6%	283	0.1%	1,032	687	50.2%
지배주주순이익	284	110	157.7%	283	0.2%	1,032	687	50.2%

자료: NH 투자증권, SK 증권

Valuation

NH 투자증권에 대해 투자 의견 '매수', 목표주가 42,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 지속가능한 ROE 12.0%(2026F~2028F ROE 평균), COE 8.6%를 바탕으로 Target P/B 1.51 배를 산출하였다. 이를 12MF BPS 27,644 원에 적용하여 목표주가 42,000 원을 도출하였다.

NH 투자증권 목표주가 산출

구분	내용
Sustainable ROE(%)	12.0
자기자본비용(COE)(%)	8.6
영구성장률(g)(%)	2.0
Target P/B(배)	1.51
12M Forward BPS(원)	27,644
적정 주가(원)	41,680
목표 주가(원)	42,000
전일 종가(원)	35,500
상승여력(%)	18.3%
투자 의견	BUY

자료: SK 증권

손익계산서(별도)

12월 결산(십억원)	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
순영업수익	1,902	2,439	2,792	2,763	2,832
수수료손익	951	1,160	1,457	1,445	1,477
수수료수익	1,144	1,511	1,923	1,906	1,943
위탁매매	510	720	1,104	1,069	1,083
자산관리	106	125	137	142	147
IB및기타	527	666	682	695	712
수수료비용	193	351	466	461	466
이자손익	680	840	897	896	912
운용손익	356	433	446	442	451
기타손익	-85	5	-8	-20	-8
판매및관리비	1,024	1,167	1,241	1,253	1,304
영업이익	879	1,274	1,550	1,510	1,529
영업외손익	-29	-70	-33	-15	-8
세전이익	850	1,205	1,517	1,495	1,521
법인세비용	224	296	372	366	373
당기순이익	626	908	1,145	1,128	1,148

손익계산서(연결)

12월 결산(십억원)	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
순영업수익	2,011	2,674	3,051	3,028	3,099
수수료손익	955	1,212	1,512	1,501	1,533
수수료수익	1,178	1,553	1,971	1,957	1,994
위탁매매	543	759	1,144	1,109	1,124
자산관리	106	125	137	142	147
IB및기타	528	669	690	705	722
수수료비용	223	341	460	456	461
이자손익	801	952	1,007	1,005	1,021
운용손익	319	501	547	549	559
기타손익	-63	10	-14	-26	-15
판매및관리비	1,111	1,256	1,331	1,344	1,394
영업이익	901	1,421	1,720	1,684	1,704
영업외손익	24	-73	-39	-22	-15
세전이익	925	1,348	1,681	1,663	1,690
법인세비용	238	316	425	421	428
당기순이익	687	1,032	1,256	1,242	1,262
지배순이익	687	1,032	1,256	1,242	1,262

전년 대비 성장성 (연결, %)

	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
순영업수익	19.9	32.9	14.1	-0.8	2.3
수수료손익	21.0	26.9	24.8	-0.7	2.2
이자손익	1.4	18.8	5.8	-0.2	1.6
운용손익	31.3	57.1	9.2	0.3	1.9
판매및관리비	16.6	13.0	6.0	0.9	3.8
영업이익	24.2	57.7	21.1	-2.1	1.2
당기순이익	24.2	50.2	21.7	-1.1	1.6
지배순이익	23.4	50.2	21.7	-1.1	1.6
자산총계	10.1	33.6	6.7	5.9	0.8
부채총계	10.6	36.2	6.5	5.8	0.1
자본총계	6.6	16.2	7.9	6.5	6.3

자료: NH투자증권, SK증권 추정

재무상태표(연결)

12월 결산(십억원)	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
자산총계	62,427	83,385	88,960	94,228	94,992
현금 및 예치금	6,712	10,730	11,401	11,430	11,762
FVPL 금융자산	32,132	37,594	39,962	43,634	43,403
FVOCI 금융자산	8,228	11,260	11,927	13,029	12,966
AC 금융자산	14,061	22,274	24,198	24,935	25,740
중속관계기업투자자산	472	534	37	118	131
유형자산	139	114	124	128	127
투자부동산	290	280	283	288	286
무형자산	181	124	142	147	147
기타자산	214	475	887	519	430
부채총계	54,308	73,947	78,773	83,375	83,456
예수부채	7,972	13,001	15,486	15,616	15,985
차입부채	24,447	32,673	35,178	39,009	38,274
사채	2,850	4,707	4,336	4,352	4,417
FVPL 금융부채	12,163	13,210	13,037	13,495	13,884
매도파생결합증권	7,581	7,725	8,076	8,493	8,887
기타부채	6,875	10,356	10,736	10,903	10,895
자본총계	8,119	9,438	10,187	10,853	11,536
지배주주지분	8,114	8,141	10,182	10,848	11,531
자본금	1,783	1,944	1,944	1,944	1,944
자본잉여금	1,882	2,370	2,370	2,370	2,370
이익잉여금	3,941	4,595	5,363	6,043	6,724
기타자본	509	524	505	491	493
비지배주주지분	5	5	5	5	5

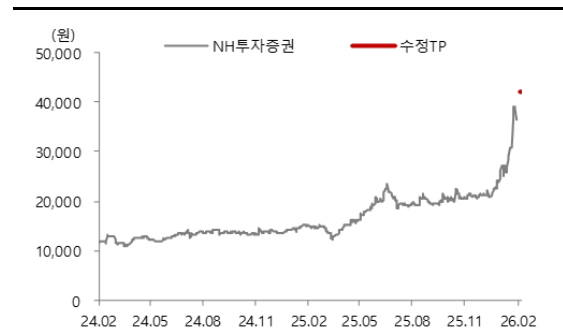
순영업수익 구성(별도, %)

	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
수수료손익	50.0%	47.6%	52.2%	52.3%	52.2%
Brokerage	21.7%	23.1%	30.9%	30.3%	29.9%
WM	5.4%	4.8%	4.5%	4.7%	4.8%
IB및기타	22.9%	19.7%	16.8%	17.3%	17.5%
이자손익	35.7%	34.5%	32.1%	32.4%	32.2%
운용손익	18.7%	17.7%	16.0%	16.0%	15.9%
기타손익	-4.5%	0.2%	-0.3%	-0.7%	-0.3%

주요지표(연결)

	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
수익성(%)					
ROE(지배)	8.7	12.7	13.7	11.8	11.3
ROA(지배)	1.2	1.4	1.5	1.4	1.3
판관비용률	55.2	47.0	43.6	44.4	45.0
투자지표(원)					
EPS(지배)	1,986	2,754	3,353	3,317	3,370
BPS(지배)	23,474	21,736	27,186	28,964	30,788
DPS(보통주)	950	1,300	1,500	1,550	1,600
Valuation					
P/E(x)	7.0	7.7	11.7	11.8	11.6
P/B(x)	0.6	1.0	1.4	1.4	1.3
배당성향(%)	48.0	47.3	44.8	46.8	47.6
배당수익률(보통주, %)	6.8	6.2	3.8	4.0	4.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.03.03	매수 담당자 변경	42,000원	6개월		



COMPLIANCE NOTICE

작성자(장영임)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 (2026년 3월 3일 기준)

매수	91.98%	중립	8.02%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

미래에셋증권 (006800/KS)

성과는 화려, 시험대에 오른 지속 가능성

증권. 장영임 / yijang123@sks.co.kr / 3773-8424

Signal: 2025 년은 투자목적자산에서의 성과를 증명한 한 해

Key: 다만, 지속성에 대한 의문은 존재하는 상황

Step: 향후 3년 평균 ROE 12.1%로 예상되는데 P/B는 2.7 배 수준

중립(신규편입)

목표주가: -(신규편입)

현재주가: 72,000 원

상승여력: -

STOCK DATA

주가(26/02/27)	72,000 원
KOSPI	6,244.13 pt
52 주 최고가	73,600 원
60 일 평균 거래대금	273 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	55,532 만주
시가총액	40,830 십억원
주요주주	
미래에셋캐피탈(외 17)	33.23%
자사주	23.23%
외국인 지분율	10.53%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2025P	2026E	2027E
순영업수익	십억원	3,910	5,146	4,018
영업이익	십억원	1,915	3,206	1,985
순이익(지배주주)	십억원	1,580	2,532	1,522
EPS	원	2,717	4,363	2,623
BPS	원	22,894	26,354	27,588
PER	배	8.6	16.2	27.0
PBR	배	1.0	2.7	2.6
ROE	%	12.4	17.7	9.7
배당성향	%	21.8	22.9	24.4

투자의견 '중립' 제시

미래에셋증권에 대해 투자의견 '중립'을 제시하며 커버리지를 개시한다. 2026F 연결 지배주주순이익은 2조 5,318 억원(YoY +60.3%), ROE는 17.6% (YoY +5.2%p)로 전망한다. 올해 가파른 이익 성장의 배경은 1조원에 달하는 스페이스 X 및 xAI 평가이익의 기여가 주요하다. 투자의견을 '중립'으로 제시하는 근거는 1) 1 조원에 달하는 평가이익을 창출한 투자는 매우 성공적이지만, 이런 케이스는 희귀하다고 보며 향후 지속 가능성에 대한 의문이 존재하고, 2) 대규모 평가이익을 반영한 2026F ROE는 17.7%로 높지만 2026F P/B는 2.7 배에 달하며 주가에 이미 반영되었다고 본다. 물론, 스페이스 X와 xAI 합병법인 관련 평가이익이 향후 추가적으로 더 잡힐 수 있겠으나, 이에 대한 기대감 역시 일정 부분 선반영되었다고 판단한다.

발목을 잡던 해외법인에서 사상 최대 실적을 기록한 것은 긍정적

2025년 해외법인 세전이익은 4,981 억원(YoY +200%)으로 사상 최대치를 기록하였다. 그동안 해외법인의 기여도가 낮아 자본 규모 대비 비효율적이었으나, 올해 해외법인 ROE가 8%대로 개선되었다는 점은 긍정적이다. 다만, 올해도 해외법인의 실적이 견조하게 유지되는지가 관건이다. 작년에도 해외 상업용 부동산 평가손실이 꾸준히 반영되었고 이를 다른 투자자산 평가이익으로 상쇄하며 흑자를 시현하였지만, 올해는 어떨지 지켜볼 할 필요가 있다.

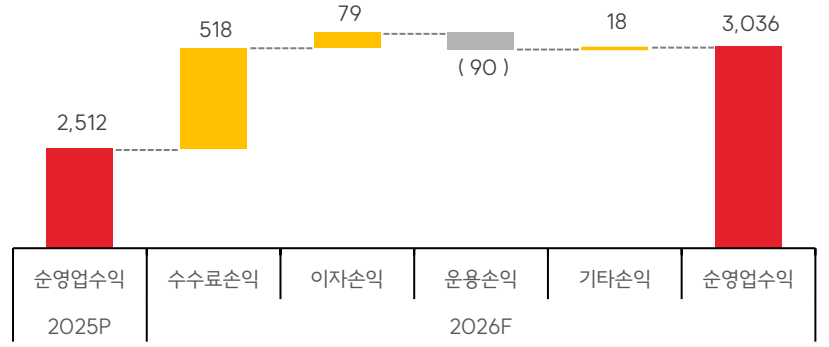
배당/자사주 소각과 주식배당 실시. 2025년 주주환원을 40.2%

기준에 발표하였던 동사의 기업가치 제고계획에서 2024~2026년 동안 주주환원을(배당+자사주 소각)을 35% 이상, 매년 최소 보통주 1,500 만주 및 우선주 100 만주 이상 소각하겠다고 제시하였다. 올해 보통주 DPS 300원(우선주 DPS 330원)으로 배당 성향은 11.0%이며, 추가 자사주 소각 1,318 억원 규모 발표(지난 11월 383 억원 규모와 합하면 총 1,702 억원)하였다. 예상하지 못했던 점은 주식배당인데, 보통주, 우선주, 2우선주 주주에게 보통주를 각각 0.0073주(우선주는 0.0081)를 지급하기로 발표하였다. 이로써 총주주환원율은 40.2%(현금배당 11.0%, 자사주 소각 10.8%, 주식배당 18.4%)으로 전년도(39.8%)보다 소폭 증가하였다.

주식배당을 통해 동사는 별도 자기자본 유출을 최소화하면서 35% 이상의 주주환원율을 시현하였다. 또한, 1) 합병 자사주 1.1 억주를 소각해야 하는 상황에서 소각으로 4,500 억원의 자본금이 차감된다는 부담과 2) 올해 이익의 상당 부분이 투자자산 평가이익이라는 점에서 현명한 방법이었다.

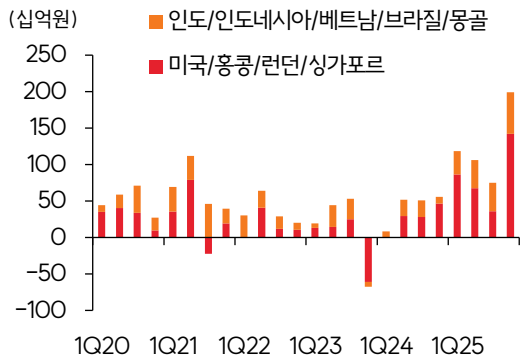
미래에셋증권 2026F 별도 순영업수익 전망

(십억원)



자료: 미래에셋증권, SK 증권

해외법인 세전이익 추이



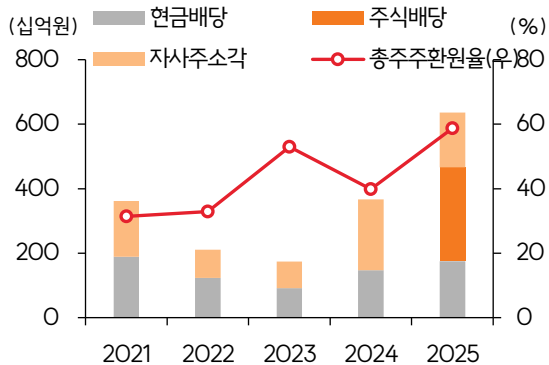
자료: 미래에셋증권, SK 증권

미래에셋증권 기업가치 제고계획



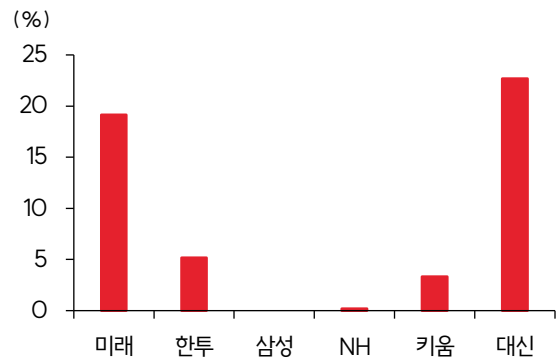
자료: 미래에셋증권, SK 증권

주주환원 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권, SK 증권

주요 증권사 자기주식 비중



자료: 각 사, SK 증권

미래에셋증권 4Q25 Review 주요 실적

(단위: 십억원)

	4Q25P	4Q24	YoY	3Q25	QoQ	2025P	2024	YoY
순영업수익	664	394	68.6%	595	11.6%	2,512	2,068	21.5%
수수료손익	442	239	84.9%	334	32.2%	1,303	971	34.2%
수수료수익	503	300	67.5%	425	18.2%	1,605	1,193	34.5%
위탁매매	332	180	84.1%	264	26.0%	1,011	705	43.4%
자산관리	91	67	35.8%	88	3.4%	327	266	22.9%
IB 및기타	79	52	50.9%	73	7.6%	267	222	20.4%
수수료비용	61	61	-0.9%	91	-33.4%	303	222	36.2%
이자손익	106	56	91.1%	104	2.2%	360	233	54.6%
운용손익	111	97	14.2%	128	-12.8%	826	857	-3.6%
기타손익	5	2	149.7%	29	-84.1%	23	6	261.9%
판매및관리비	337	274	23.2%	390	-13.6%	1,381	1,143	20.8%
영업이익	327	120	171.8%	205	59.6%	1,131	924	22.4%
영업외손익	-68	10	적자전환	-116	적자지속	-345	4	적자전환
세전이익	259	130	99.4%	89	191.6%	787	928	-15.3%
법인세비용	61	40	51.9%	18	238.0%	193	229	-15.7%
별도 당기순이익	198	90	120.7%	71	179.7%	593	699	-15.1%
당기순이익	586	264	122.1%	344	70.4%	1,594	925	72.2%
지배주주순이익	577	267	116.2%	340	69.6%	1,580	922	71.4%

자료: 미래에셋증권, SK 증권

Valuation

미래에셋증권에 대해 투자 의견 '중립'을 제시하며 커버리지를 개시한다. 지속가능한 ROE 12.1%(2026F~2028F ROE 평균), COE 6.4%를 바탕으로 Target P/B 2.32 배를 산출하였다. 이를 12MF BPS 27,829 원에 적용하면 적정 주가는 65,000 원 수준으로 추정한다.

미래에셋증권 적정주가

구분	내용
Sustainable ROE(%)	12.1
자기자본비용(COE)(%)	6.4
영구성장률(g)(%)	2.0
Target P/B(배)	2.32
12M Forward BPS(원)	27,829
적정 주가(원)	65,000
전일 종가(원)	72,000
상승여력(%)	-9.7%
투자 의견	HOLD

자료: SK 증권

손익계산서(별도)

12월 결산(십억원)	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
순영업수익	2,068	2,512	3,036	3,051	3,134
수수료손익	971	1,303	1,820	1,814	1,864
수수료수익	1,193	1,605	2,179	2,163	2,205
위탁매매	705	1,011	1,525	1,480	1,493
자산관리	266	327	375	393	413
IB및기타	222	267	279	289	299
수수료비용	222	303	359	349	341
이자손익	233	360	439	439	465
운용손익	857	826	736	758	764
기타손익	6	23	41	40	41
판매및관리비	1,143	1,381	1,437	1,494	1,580
영업이익	924	1,131	1,599	1,557	1,554
영업외손익	4	-345	-71	-65	-61
세전이익	928	787	1,529	1,492	1,493
법인세비용	229	193	360	349	349
당기순이익	699	593	1,169	1,143	1,144

손익계산서(연결)

12월 결산(십억원)	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
순영업수익	2,832	3,910	5,146	4,018	4,167
수수료손익	1,042	1,298	1,922	1,928	2,013
수수료수익	1,308	1,951	2,563	2,586	2,667
위탁매매	801	1,295	1,848	1,836	1,885
자산관리	270	348	399	419	441
IB및기타	237	308	315	329	338
수수료비용	266	653	641	657	654
이자손익	385	580	787	789	818
운용손익	1,080	2,353	2,734	1,643	1,687
기타손익	325	-321	-297	-342	-351
판매및관리비	1,643	1,995	1,940	2,033	2,132
영업이익	1,188	1,915	3,206	1,985	2,035
영업외손익	36	165	125	27	3
세전이익	1,224	2,080	3,331	2,012	2,039
법인세비용	299	486	786	475	481
당기순이익	925	1,594	2,545	1,537	1,558
지배순이익	922	1,580	2,532	1,522	1,542

전년 대비 성장성 (연결, %)

	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
순영업수익	50.0	38.1	31.6	-21.9	3.7
수수료손익	15.8	24.6	48.0	0.4	4.4
이자손익	5.5	50.7	35.8	0.2	3.8
운용손익	142.4	117.8	16.2	-39.9	2.7
판매및관리비	20.3	21.4	-2.8	4.8	4.9
영업이익	128.0	61.2	67.4	-38.1	2.5
당기순이익	173.9	72.2	59.7	-39.6	1.3
지배순이익	181.8	71.4	60.3	-39.9	1.3
자산총계	7.0	9.5	9.1	2.4	3.0
부채총계	6.8	9.5	8.4	2.2	2.7
자본총계	9.1	10.0	15.9	4.7	5.9

자료: 미래에셋증권, SK증권 추정

재무상태표(연결)

12월 결산(십억원)	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
자산총계	137,177	150,277	163,922	167,872	172,885
현금 및 예치금	10,518	9,907	11,811	12,071	12,298
FVPL 금융자산	55,235	67,398	71,904	73,898	76,613
FVOCI 금융자산	17,578	14,016	15,307	15,804	16,489
AC 금융자산	46,073	52,787	55,916	57,460	58,677
종속관계기업투자자산	1,626	1,786	2,236	2,393	2,512
유형자산	534	573	551	547	547
투자부동산	3,680	1,801	2,314	2,367	2,370
무형자산	761	742	749	756	763
기타자산	1,171	1,267	3,135	2,576	2,617
부채총계	124,913	136,789	148,293	151,515	155,555
예수부채	12,230	17,546	22,115	22,526	23,116
차입부채	77,117	77,089	83,773	85,677	88,276
사채	7,744	9,757	9,218	9,442	9,770
FVPL 금융부채	11,906	12,122	13,069	13,929	14,519
매도파생결합증권	6,559	7,197	7,467	7,784	8,080
기타부채	15,916	20,274	20,119	19,941	19,874
자본총계	12,264	13,488	15,629	16,356	17,330
지배주주지분	12,100	13,313	15,460	16,188	17,161
자본금	4,102	4,102	4,102	4,102	4,102
자본잉여금	2,157	2,157	2,157	2,157	2,157
이익잉여금	5,472	6,729	8,898	9,654	10,626
기타자본	370	325	303	274	276
비지배주주지분	163	175	170	169	169

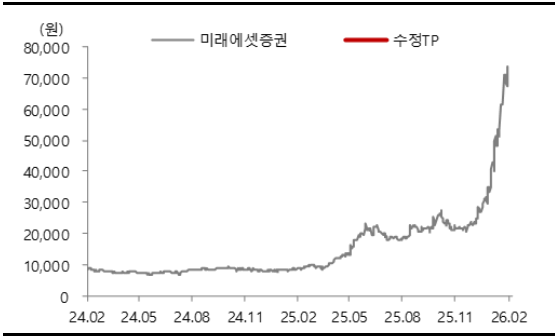
순영업수익 구성(별도, %)

	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
수수료손익	47.0%	51.9%	60.0%	59.4%	59.5%
Brokerage	30.7%	36.5%	45.4%	43.8%	43.4%
WM	12.7%	12.8%	12.1%	12.7%	13.0%
IB및기타	3.6%	2.5%	2.4%	3.0%	3.1%
이자손익	11.3%	14.3%	14.5%	14.4%	14.8%
운용손익	41.5%	32.9%	24.2%	24.9%	24.4%
기타손익	0.3%	0.9%	1.4%	1.3%	1.3%

주요지표(연결)

	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
수익성(%)					
ROE(지배)	8.0	12.4	17.6	9.6	9.2
ROA(지배)	0.7	1.1	1.6	0.9	0.9
판관비용률	58.0	51.0	37.7	50.6	51.2
투자지표(원)					
EPS(지배)	1,574	2,717	4,455	2,678	2,713
BPS(지배)	20,662	22,894	27,203	28,484	30,197
DPS(보통주)	250	300	1,000	640	650
Valuation					
P/E(x)	5.1	8.6	15.9	26.5	26.1
P/B(x)	0.4	1.0	2.6	2.5	2.3
배당성향(현금, %)	16.2	11.0	22.5	23.9	23.9
배당수익률(보통주, %)	3.1	1.3	1.4	0.9	0.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.03.03	중립 담당자 변경		6개월		



COMPLIANCE NOTICE

작성자(장영임)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 (2026년 3월 3일 기준)	매수	91.98%	중립	8.02%	매도	0.00%
-------------------------------------	----	--------	----	-------	----	-------