증권

비중확대(유지)

종목	투자의견	목표주가
미래에셋증권	중립	-
키움증권	매수	350,000원
NH투자증권	매수	25,500원
삼성증권	매수	100,000원

PF 제도 개편 틀 완성

부동산 PF 관련 제도 개편

23일 금융위는 '부동산 PF 건전성 제도개선 방안'을 발표했다. 핵심은 사업장별 특성에 따른 위험값 차등화다. 기존에는 채무보증 18%, 대출 100%로 위험값이 일괄 적용됐다. 향후에는 신규취급분에 대해 LTV 60% 초과 여부와 시행사 자기자본비율, 분양률에 따라 브릿지론·본PF별로 위험값이 12~90%로 차등화될 예정이다(표 1). 특히 브릿지론의 경우 시행사 에쿼티 출자가 크게 늘어나지 않는 한 위험값이 최대 90%까지 확대될 수 있다.

제도 개편에 대응해 선별적인 접근 예상. 다만 관리 가능한 수준

부동산금융 수익 확대에는 부정적인 사안이나 대형사 입장에서는 관리 가능한 수준일 것이다. 현재 시행사의 자기자본비율이 3% 내외라 금번 조치로 부동산 PF 익스포저의 평균 위험값은 올라갈 전망이다. 다만 증권사들은 가용 북(book)이 축소되는 것에 대응해 위험 조정 수익성 중심의 선별적인 딜 접근이 예상된다. 또한 금융위에서는 공적보증을 받거나 위험성이 낮은 사업장에 대해서는 자기자본비율 요건에 대해 예외 적용을 하는 등, 다양한 연착륙 조치를 시행할 계획이다. 해당 조치에는 새로운 자본규제에 대한 2030년까지의 단계적 도입 방안도 포함된다(표 2).

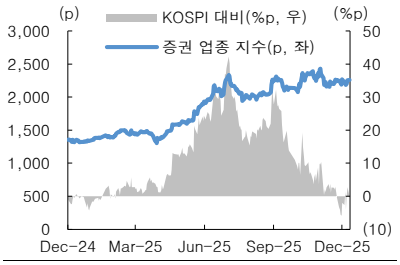
부동산보다는 모험자본에 방점. 키움증권 탑픽

증권 업종에 대한 비중확대 의견을 유지한다. 증권 업종의 핵심 투자 포인트는 브로커리지 수익 개선과 생산적 금융 대전환에 따른 자본활용 IB 비즈니스 확대다. 부동산금융에서 기업금융으로 정책 중심이 이동하는 상황에 맞춰, 부동산금융에서는 연착륙을 도모하는 가운데 기업금융에서는 발행어음과 IMA를 활용한 IB 관련 운용 비즈니스 수익 확대가 예상된다(표 4). 따라서 부동산 PF에 대한 규제 강화보다는 모험자본 공급 여건이 크게 개선되는 흐름에 더 주목하자는 의견이다. 증권 업종 탑픽으로 키움증권을 유지한다. 브로커리지 호실적뿐만 아니라 금번 발행어음 상품 출시를 통해 2026년부터 본격적으로 자본활용 IB 부문의 수익 확대가 예상되기 때문이다.

주요 종목 valuation

		2024A	2025F	2026F
미래에셋증권 (006800)	PER(x)	5.1	10.5	9.1
	PBR(x)	0.39	1.03	0.94
	ROE(%)	8.1	10.3	10.6
	DY(%)	3.1	1.6	1.4
NH투자증권 (005940)	PER(x)	7.0	8.7	7.6
	PBR(x)	0.59	0.86	0.80
	ROE(%)	8.8	10.8	11.0
	DY(%)	6.8	4.7	5.6
삼성증권 (016360)	PER(x)	4.3	7.3	6.3
	PBR(x)	0.53	0.89	0.81
	ROE(%)	12.9	12.9	13.5
	DY(%)	8.0	5.0	6.0
키움증권 (039490)	PER(x)	3.7	7.2	6.0
	PBR(x)	0.55	1.18	1.02
	ROE(%)	16.0	18.0	18.5
	DY(%)	6.5	3.7	4.1

12개월 업종 수익률



자료: FnGuide - WICS

백두산, CFA
doosan@koreainvestment.com

안현빈
ahyunbin@koreainvestment.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

<표 1> 부동산 PF 건전성 제도개선 방안

항목	내용
요건 충족 여부별 자본규제 차등화	
은행	
① PF사업 자기자본비율 20% 이상 여부, ② 지역별 분양률 기준(서울·수도권 80%, 비수도권 70%)	
은행 위험가중치(표준방법)	기존: 150%
	변경: ①&② 충족 100%, ① 충족 120%, ② 충족 130%, 모두 미충족 150%
증권	
① 저LTV(60%↓), ② 추가요건	
② 추가요건: 브릿지론(PF자본비율 20%↑, 1순위 저당권), 본PF(PF자본비율 20%↑, 1순위 저당권, 분양률(서울·수도권 80%, 비수도권 70%)	
증권 위험값	기존: 채무보증 18%, 대출 100%(자본차감)
	변경(브릿지론): ①&② 충족 40%, ① 충족 60%, ② 충족 60%, 모두 미충족 90%
	변경(본PF): ①&② 충족 16%, ① 충족 24%, ② 충족 24%, 모두 미충족 36%
	변경(non-PF): ① 충족 12%, ① 미충족 18%
건전성 및 충당금 정비	
PF 사업성평가 시 국내 시행사 자기자본비율 단계적 반영	
현재	약 3%
2027년	(5% 미만) 보통, (3% 미만) 유의, (2% 미만) 부실우려
2028년	(10% 미만) 보통, (5% 미만) 유의, (2% 미만) 부실우려
2029년	(15% 미만) 보통, (10% 미만) 유의, (2% 미만) 부실우려
2030년	(20% 미만) 보통, (10% 미만) 유의, (2% 미만) 부실우려
1년 미경과 및 지급보증(정상, 0.5%) 및 아파트(요주의, 7%)에 대한 적립률 차등요인 삭제	
PF 투입자본: 기투입자본의 50% 범위 내에서 보완자본(투입예정자본 및 후순위 대출 등) 인정	
업권별 부동산 한도 규제	
증권	부동산 투자금액을 **자기자본의 100% 이내로 제한**
	부동산 투자금액 정의: **PF 이외에도 부동산 관련 국내외 대출·채무보증·지분투자·펀드 등 전체**
	(다만 제3자가 지급보증한 PF-ABCP는 한도 산정시 불포함)

주: 1. 분양률 산정 어려운 상업용부동산(데이터센터 등)은 대체방법(예: 임대율 등) 통한 차등화 방안 마련 예정, 2. 비종투사 대출채권은 현행 위험값 유지(100%, 자본차감),
3. 증권의 위험값 관련 조치는 2026년 상반기부터 시행(PF사업 자기자본비율 따른 차등화는 2027년 시행). 증권 외 업권 조치는 2027년부터 시행
자료: 금융위원회, 한국투자증권

<표 2> 업계 의견 반영한 PF 관련 조치 주요내역

내용
1) PF시장의 과도한 위축을 방지하기 위해 대출제한 규제(자기자본비율 요건) 관련하여 실질적 위험이 낮은 경우에는 규제 예외 허용
(예) a) 공적보증(HUG, HF)을 받거나 LH가 시행하는 사업장, b) 위험성이 낮은 것으로 평가되는 사업장 → 상세 대상은 추후 확정 예정
2) 현재 국내 PF 사업의 자기자본비율 수준을 감안하여 자기자본 산정 시 투입 예정 자본 및 후순위 대출 등도 보완자본으로 인정
3) 사업추진 과정에서 대규모 자본확충이 어려운 점을 감안하여 최초 취급 시점의 '자기자본비율 기준(사업성 평가, 대출제한)'을 사업종료 시까지 적용
→ PF대출취급 측면에서 27년 브릿지론 단계에서 5% 적용한 이후 본PF 전환한 29년 15%('30년 20%) 적용 시 최초 개시시점보다 3~4배 자본을 확충할 필요
4) 위험가중치 관련하여 분양률 산정이 어려운 상업용부동산(데이터센터 등)에 대해서는 대체적인 방법(예: 임대율 등)을 통한 차등화 방안을 마련
→ 구체적인 내용에 대해 제도 시행 전까지 업계와 소통할 계획

자료: 금융위원회, 한국투자증권

<표 3> 증권업 PF 관련 주요 지표

(단위: 조원)

	22.09	22.12	23.03	23.06	23.09	23.12	24.03	24.06	24.09	24.12	25.03	25.06	25.09
PF대출 잔액	**3.5**	**4.5**	**5.3**	**5.5**	**6.3**	**7.8**	**8.7**	**8.8**	**9.9**	**10.9**	**9.6**	**10.1**	**9.7**
브릿지론	-	-	2.4	2.4	2.5	2.8	3.4	3.5	4.0	3.5	3.4	3.1	3.0
본PF	-	-	2.9	3.1	3.8	5.0	5.3	5.2	5.9	7.3	6.2	7.0	6.7
채무보증	*45.1*	*39.6*	*42.7*	*42.2*	*40.0*	*39.1*	*37.2*	*36.8*	*38.9*	*42.7*	*43.6*	*46.5*	-
PF채무보증	**23.9**	**22.2**	**21.9**	**22.8**	**21.7**	**20.1**	**18.2**	**17.7**	**18.7**	**20.4**	**20.1**	**22.5**	**22.5**
Non-PF채무보증	21.2	17.4	20.8	19.4	18.3	19.0	19.0	19.1	20.2	22.3	23.5	24.0	-
PF대출 연체율(%)	8.2	10.4	15.9	17.3	13.9	13.7	17.6	20.0	18.9	20.7	26.1	28.9	27.7
브릿지론	-	-	27.0	29.9	21.4	22.1	20.3	25.5	26.7	33.4	41.3	52.4	51.4
본PF	-	-	6.5	7.3	8.8	9.2	15.8	16.3	13.6	14.5	17.9	18.7	17.0
PF대출 NPL비율(%)	-	-	-	-	-	13.5	-	16.9	16.3	14.9	16.8	15.7	14.2
채무보증 수수료(십억원)	*525*	*338*	*327*	*493*	*405*	*383*	*411*	*414*	*406*	*485*	*434*	*558*	-

주: 채무보증 수수료는 non-PF까지 포괄하는 전체 채무보증에 대한 수수료수익
자료: 금융위원회, 금융감독원, 한국투자증권

<표 4> 대형 IB 5개사 모험자본 공급계획

(단위: 십억원)

구분			2026년	2027년	2028년	3년간 투자계획
연초 기투자 모험자본 잔액(a)			**5,138**	9,775	15,045	-
직접투자	기업자금 직접공급	중소·벤처기업	715	635	642	1,992
		중견기업	495	531	538	1,564
		A등급 이하 채무증권	526	693	982	2,201
	구조화금융	신·기보 보증 P-CBO	308	442	263	1,013
		상생결제 외상매출채권	11	11	17	38
직접투자 소계(b)			2,053	2,312	2,443	6,807
간접투자	투자조합	벤처투자조합	203	476	491	1,170
		신기사조합	260	364	401	1,026
	정책펀드	모태펀드	161	125	127	413
		코스닥벤처펀드	96	164	114	375
		하이일드펀드	138	199	167	505
		소부장펀드	16	21	29	65
		국민성장펀드	1,385	1,385	1,300	4,070
		BDC	324	224	240	788
간접투자 소계(c)			2,584	2,958	2,869	8,411
신규 모험자본 투자금액(d=b+c)			4,637	5,269	5,312	15,218
모험자본 투자잔액 합계(a+d)			9,775	15,045	**20,357**	-

주: 2026년 연초 기투자 모험자본 잔액의 경우 25.9월말 기준 기투자 모험자본 잔액 5조 1,381억원 활용
자료: 금융위원회, 한국투자증권

<표 5> 커버리지 valuation

투자의견 및 목표주가			실적 및 Valuation									
종목				순영업수익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	DY (%)
미래에셋증권	투자의견	중립	2023A	1,887	374	322	532	18,330	14.3	0.42	2.9	0.27	2.0
(006800)	목표주가(원)	-	2024A	2,832	1,224	922	1,574	20,662	5.1	0.39	8.1	0.68	3.1
	현재가 (12/22,원)	23,000	2025F	3,496	1,691	1,275	2,197	22,300	10.5	1.03	10.3	0.90	1.6
	시가총액(십억원)	13,043	2026F	4,092	1,963	1,436	2,517	24,554	9.1	0.94	10.6	0.92	1.4
			2027F	4,263	2,063	1,510	2,722	27,016	8.4	0.85	10.4	0.91	1.4
키움증권	투자의견	매수	2023A	1,160	585	436	16,004	178,306	6.2	0.56	9.0	0.85	3.0
(039490)	목표주가(원)	350,000	2024A	1,846	1,092	835	31,393	210,068	3.7	0.55	16.0	1.55	6.5
	현재가 (12/22,원)	296,500	2025F	2,298	1,478	1,092	41,371	251,540	7.2	1.18	18.0	1.65	3.7
	시가총액(십억원)	7,924	2026F	2,643	1,769	1,306	49,782	289,959	6.0	1.02	18.5	1.68	4.1
			2027F	2,904	1,976	1,458	55,985	333,708	5.3	0.89	18.0	1.75	4.6
NH투자증권	투자의견	매수	2023A	1,678	721	556	1,590	21,757	6.5	0.47	7.5	0.98	7.7
(005940)	목표주가(원)	25,500	2024A	2,012	925	687	1,986	23,474	7.0	0.59	8.8	1.13	6.8
	현재가 (12/22,원)	21,250	2025F	2,441	1,203	920	2,456	24,813	8.7	0.86	10.8	1.25	4.7
	시가총액(십억원)	7,572	2026F	2,735	1,423	1,044	2,811	26,651	7.6	0.80	11.0	1.21	5.6
			2027F	2,878	1,503	1,103	2,993	28,484	7.1	0.75	10.9	1.20	6.1
삼성증권	투자의견	매수	2023A	1,647	747	547	6,130	74,162	6.3	0.52	8.5	0.95	5.7
(016360)	목표주가(원)	100,000	2024A	2,240	1,210	899	10,068	82,018	4.3	0.53	12.9	1.48	8.0
	현재가 (12/22,원)	79,600	2025F	2,397	1,310	977	10,945	89,817	7.3	0.89	12.9	1.37	5.0
	시가총액(십억원)	7,108	2026F	2,678	1,540	1,126	12,604	98,421	6.3	0.81	13.5	1.33	6.0
			2027F	2,842	1,648	1,204	13,487	107,108	5.9	0.74	13.3	1.29	6.9

자료: 각 사, 한국투자증권

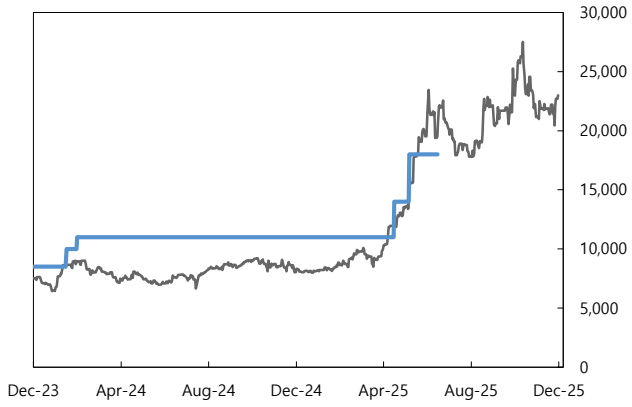
용어해설

- 브로커리지: 주식, 선물, 옵션 관련 위탁거래를 중개하는 사업부문
- IB: Investment Bank의 약자. 주로 직접금융 시장에서 효율적 자금중개를 수행하는 투자은행을 가리킴
- ECM: Equity Capital Market의 약자. IPO, 유상증자 등 주식 관련 IB 업무
- DCM: Debt Capital Market의 약자. 채권 관련 IB 업무
- WM: Wealth Management의 약자. 자산관리(AM, Asset Management)와 혼용해서 쓰임
- S&T: Sales & Trading의 약자. 자기자금 및 타인자금을 활용한 ELS, 프랍 등 다양한 트레이딩 업무를 포괄
- 발행어음: 증권사가 자기신용으로 발행하는 1년 이내 단기어음. 주로 기업금융을 수행하기 위한 자금조달 수단
- PI: Principal Investment의 약자. 자기자본의 직접투자

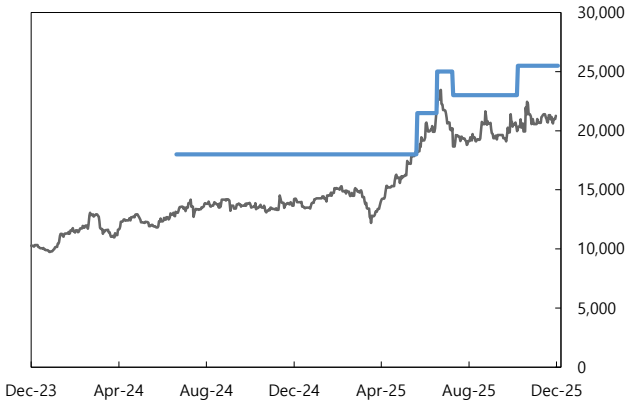
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
미래에셋증권 (006800)	2023.10.10	매수	8,500원	-16.1	1.4
	2024.02.07	매수	10,000원	-12.7	-9.8
	2024.02.22	매수	11,000원	-26.2	-16.1
	2025.02.22	1년경과		-12.8	8.9
	2025.05.08	매수	14,000원	-6.8	-2.4
	2025.05.29	매수	18,000원	10.2	30.3
	2025.07.08	중립	-	-	-
NH투자증권 (005940)	2023.01.11	중립	-	-	-
	2024.01.11	1년경과		-	-
	2024.07.12	매수	18,000원	-21.2	1.4
	2025.06.12	매수	21,500원	-7.5	1.6
	2025.07.10	매수	25,000원	-14.2	-6.2
	2025.08.01	매수	23,000원	-13.9	-5.9
	2025.10.30	매수	25,500원	-	-
삼성증권 (016360)	2023.04.12	매수	48,000원	-21.9	-12.5
	2024.04.12	1년경과		-20.9	-9.5
	2024.07.10	매수	53,000원	-13.7	-4.3
	2025.01.15	매수	59,000원	-22.8	-20.0
	2025.02.14	매수	65,000원	-23.6	-0.5
	2025.06.12	매수	78,000원	-8.5	-1.0
	2025.07.10	매수	86,000원	-15.4	-6.3
	2025.11.12	매수	100,000원	-	-
키움증권 (039490)	2023.11.07	매수	130,000원	-26.2	-11.9
	2024.02.14	매수	145,000원	-13.0	-7.0
	2024.04.04	매수	155,000원	-17.3	-10.6
	2024.07.11	매수	170,000원	-25.5	-15.5
	2025.04.30	매수	185,000원	-16.0	3.5
	2025.06.12	매수	235,000원	-6.3	0.6
	2025.07.07	매수	260,000원	-12.3	-7.7
	2025.07.30	매수	280,000원	-18.2	-0.7
	2025.10.20	매수	310,000원	-9.5	-3.7
	2025.10.30	매수	350,000원	-	-

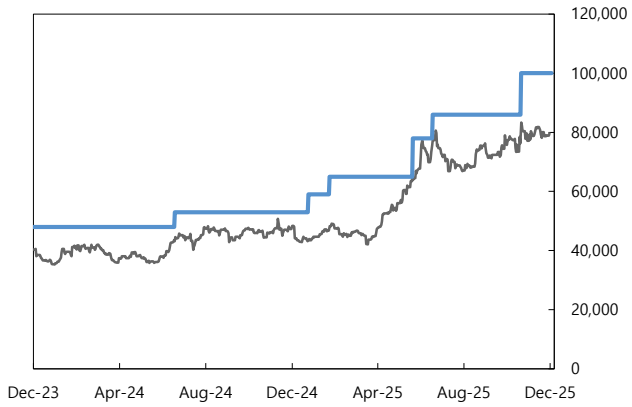
미래에셋증권(006800)



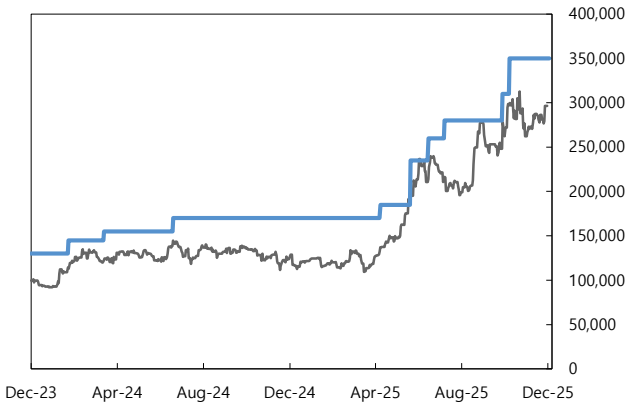
NH투자증권(005940)



삼성증권(016360)



키움증권(039490)



■ Compliance notice

- 당사는 2025년 12월 23일 현재 NH투자증권, 미래에셋증권, 삼성증권, 키움증권 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 미래에셋증권 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2025. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
81.5%	18.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.