국내 증시 자금 추가 유입 기대

4분기 실적 전망

증권 Top pick: 삼성증권

01
- 2026 -

[월간 리서치] 증권

이제는 브로커리지 싸움

정태준, CFA taejoon.jeong@miraeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

CONTENTS

I. Investment Summary 3
삼성증권 최선호주 유지 3

II. 국내 증시 자금 추가 유입 기대 4
삼성증권 최선호주 유지 4
신용공여 잔고 추가 확대 여력에서의 우위 5
고객당 수익성에서의 우위 6

III. 4분기 실적 전망 7
4분기 합산 이익 컨센서스 부합 예상 7
신용공여 잔고 증가세 지속 8
한숨 돌린 매크로 환경 9

IV. Monthly review 10
배당락을 극복해낸 주가 10
Valuation table 13

I. Investment Summary

삼성증권 최선호주 유지

최근 정부는 환율 안정과 국내 증시 활성화를 위해, 해외주식을 매도하고 국내주식을 매도할 경우 비과세 혜택을 부여하는 '국내시장 복귀계좌' 도입을 논의 중이다. 이는 국내 증시에 자금이 추가로 유입될 수 있다는 점을 시사하며, 증권업에는 브로커리지의 중요성이 더욱 부각됨을 의미한다.

당사는 삼성증권을 증권업 최선호주로 유지한다. 삼성증권은 1) 순영업수익 내에서 브로커리지 관련 수익이 차지하는 비중이 가장 높고 2) 신용공여 잔고의 추가 확대 여력이 높으며, 3) 고액자산가 비중이 높아 브로커리지의 수익성도 높기 때문이다.

현재 신용공여 시장에서의 점유율은 신용공여 확대 여력이 부족한 키움증권을 제외하고는 큰 변화 없이 유지되고 있다. 다만 대출채권의 구성이나 자본 대비 대출채권 비중을 고려할 때, 당사는 삼성증권이 신용공여금을 추가로 확대할 여력이 가장 크다고 판단한다. 대출채권 내에서 상대적으로 만기가 긴 대출금의 비중이 작고, 타사들과 달리 대출금 자체도 감소하고 있어 자본 대비 대출채권의 비중도 낮아졌기 때문이다. 이는 곧 신용공여에 대한 수요가 증가할 때 이를 더 많이 수용할 수 있음을 의미한다.

위탁매매에서의 수익성 역시 삼성증권이 높다. 동사는 회사별 거래대금과 위탁매매 수수료 수익을 근거로 산출한 가중평균 수수료율이 당사 커버리지 증권사 중 가장 높은데, 이는 고액자산가들의 충성도가 높기 때문으로 판단한다. 해외주식 수수료율은 회사별로 크게 차이가 나지 않기 때문에, 투자자들이 해외주식을 매도하고 국내주식을 매수할 때 발생하는 수익성 하락 영향도 동사가 가장 적을 것으로 예상한다.

더욱이 삼성증권은 연중 내내 해외주식 거래대금 점유율에서의 회복을 시현했다. 이는 곧 해외주식 매도와 국내주식 매수가 이루어질 때에 고객들이 잔류할 확률이 높아짐을 시사한다. 토스증권의 약진에도 불구, 동사의 점유율이 회복 기조를 이어가고 있다는 점은 브로커리지 경쟁력을 방증한다고 판단한다.

4분기 증권업 합산 이익은 컨센서스에 부합(-3.2%)할 것으로 예상한다. 회사별로는 한국금융지주(-3.2%)와 삼성증권(-2.0%), 키움증권(+0.7%)은 컨센서스에 부합, NH투자증권(-10.1%)은 하회할 전망이다. 연말 자산 재평가가 있기 때문에 변동성이 있을 수는 있으나, 전분기와 같은 대규모 일회성 손익이 발생하지는 않을 것으로 예상한다.

삼성증권과 키움증권은 배당기준일을 연말로 유지하고 있어 배당락을 지나갔다. 삼성증권의 컨센서스 기준 배당락 전 예상 배당수익률은 5.0%, 이미 배당금액을 발표한 키움증권의 배당수익률은 3.9%였으며, 배당락은 양 사 모두 이보다 낮았다. 특히 키움증권은 배당락일에 반도체업종 강세에 힘입어 낙폭을 대부분 회복했다. NH투자증권과 한국금융지주는 1분기 중 배당락이 예정되어있는만큼, 양사 모두 다음 연말까지 배당락이 발생할 염려가 없다는 점은 긍정적이다.

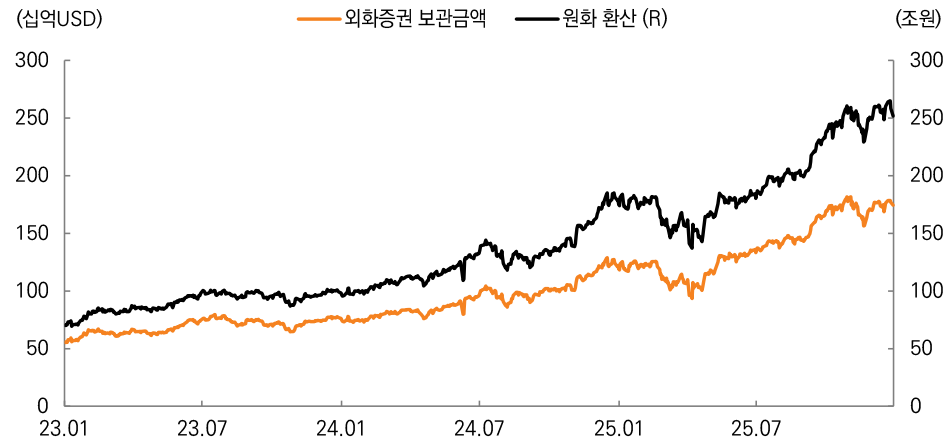
II. 국내 증시 자금 추가 유입 기대

삼성증권 최선호주 유지

최근 정부는 환율 안정과 국내 증시 활성화를 위해, 해외주식을 매도하고 국내주식을 매도할 경우 비과세 혜택을 부여하는 '국내시장 복귀계좌' 도입을 논의 중이다. 이는 국내 증시에 자금이 추가로 유입될 수 있다는 점을 시사하며, 증권업에는 브로커리지의 중요성이 더욱 부각됨을 의미한다.

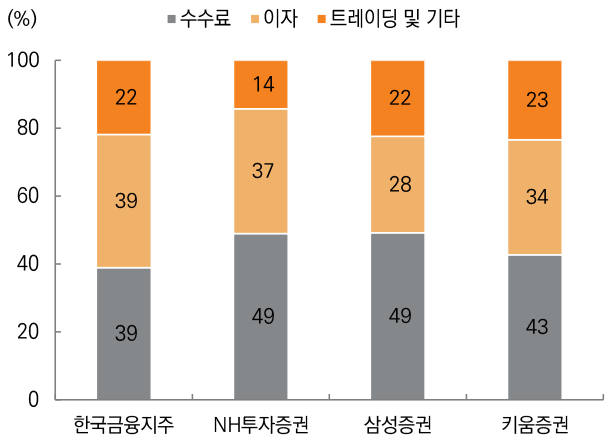
당사는 삼성증권을 증권업 최선호주로 유지한다. 삼성증권은 1) 순영업수익 내에서 브로커리지 관련 수익이 차지하는 비중이 가장 높은 점에 더불어, 2) 신용공여 잔고의 추가 확대 여력이 높고 3) 고액자산가 비중이 높아 브로커리지의 수익성도 높기 때문이다.

그림 1. 예탁결제원 외화증권 보관금액 추이



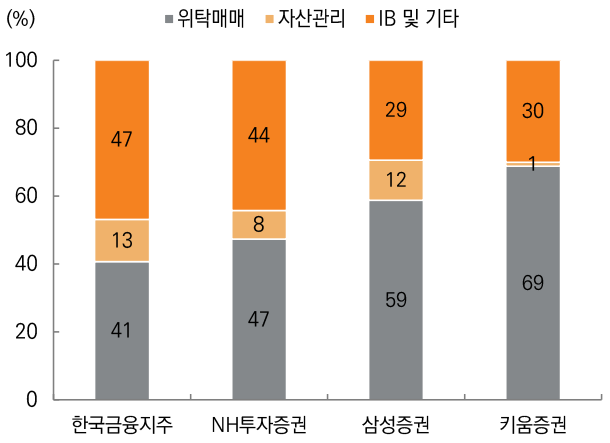
자료: 예탁결제원, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 2025F 순영업수익 구성



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 2025F 수수료수익 구성



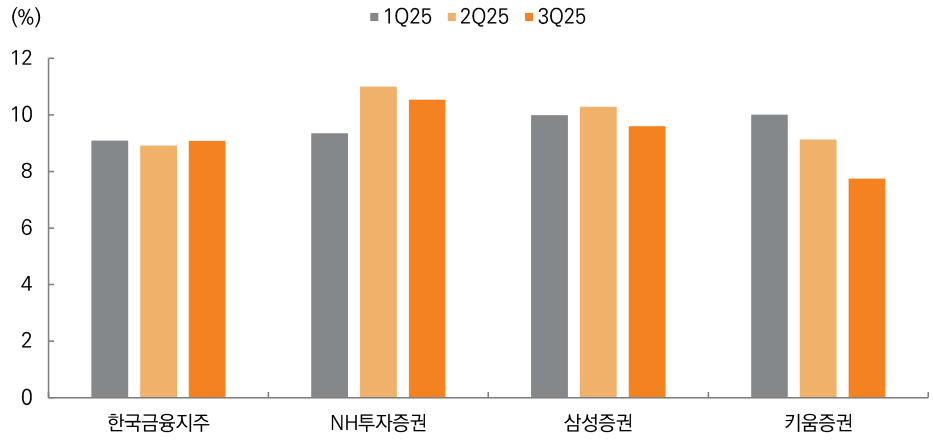
자료: 미래에셋증권 리서치센터

신용공여 잔고 추가 확대 여력에서의 우위

현재 신용공여 시장에서의 점유율은 신용공여 확대 여력이 부족한 키움증권을 제외하고는 큰 변화 없이 유지되고 있다. 다만 대출채권의 구성이나 자본 대비 대출채권 비중을 고려할 때, 당사는 삼성증권이 신용공여금을 추가로 확대할 여력이 가장 크다고 판단한다. 대출채권 내에서 상대적으로 만기가 긴 대출금의 비중이 작고, 타사들과 달리 대출금 자체도 감소하고 있어 자본 대비 대출채권의 비중도 낮아졌기 때문이다. 이는 곧 신용공여에 대한 수요가 증가할 때 이를 더 많이 수용할 수 있음을 의미한다.

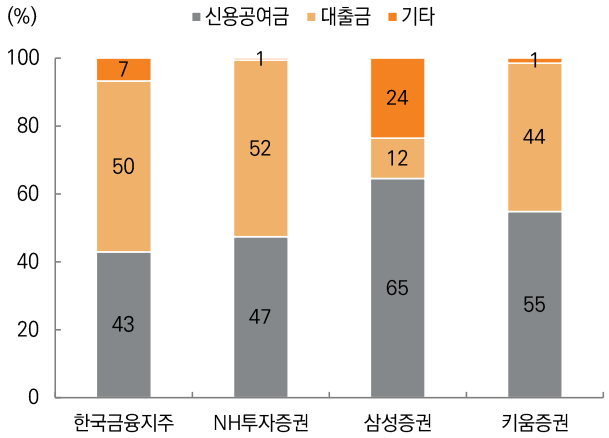
물론 이와 같은 상황은 발행어음 인가를 취득한 후, 모험자본 확대의 필요성이 가중되면 달리질 수도 있다. 그러나 타사는 신용공여금을 축소해서 모험자본을 늘려야 할 때 동사는 신용공여금을 유지하면서도 늘릴 수 있을 것이라는 점에서 우위는 지속될 전망이다.

그림 4. 신용공여 점유율



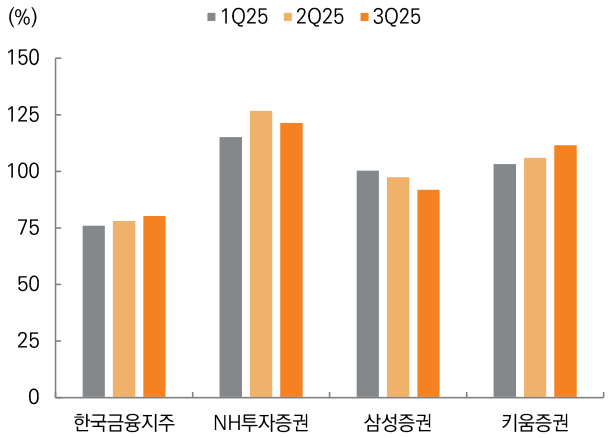
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 3Q25 대출채권 구성



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 3Q25 자본 대비 대출채권 비중



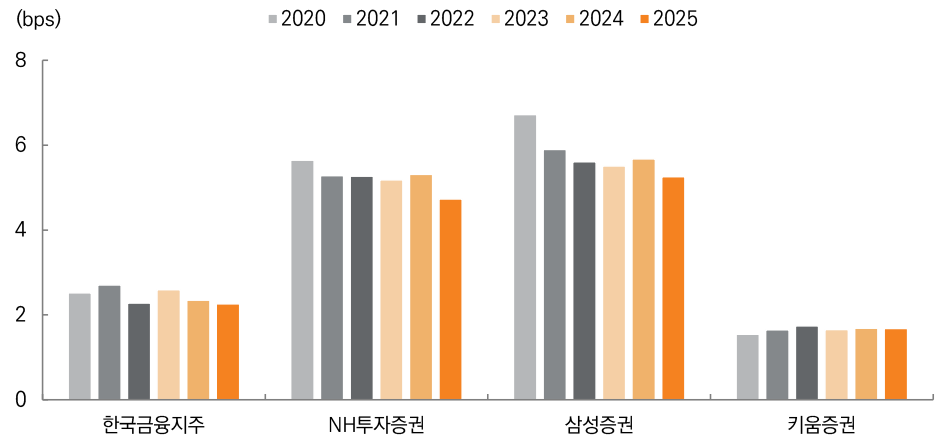
자료: 미래에셋증권 리서치센터

고객당 수익성에서의 우위

위탁매매에서의 수익성 역시 삼성증권이 높다. 동사는 회사별 거래대금과 위탁매매 수수료 수익을 근거로 산출한 가중평균 수수료율이 당사 커버리지 증권사 중 가장 높은데, 이는 고액자산가들의 충성도가 높기 때문으로 판단한다. 해외주식 수수료율은 회사별로 크게 차이가 나지 않기 때문에, 투자자들이 해외주식을 매도하고 국내주식을 매수할 때 발생하는 수익성 하락 영향도 동사가 가장 적을 것으로 예상한다.

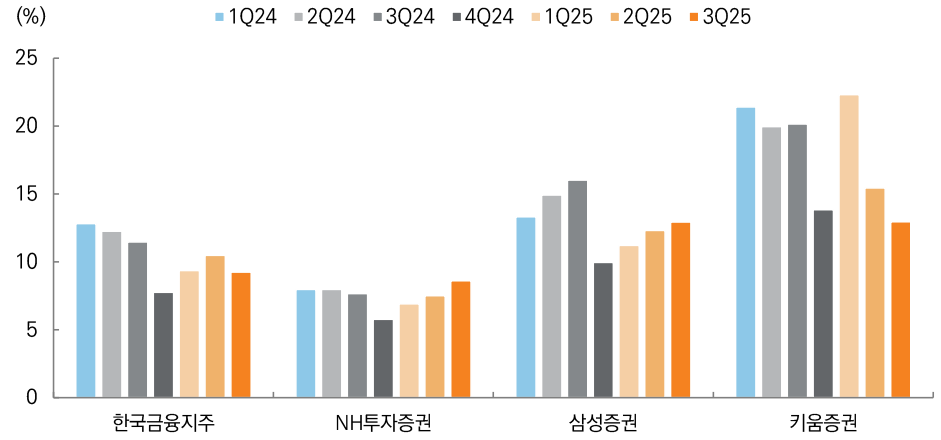
더욱이 삼성증권은 연중 내내 해외주식 거래대금 점유율에서의 회복을 시현했다. 이는 곧 해외주식 매도와 국내주식 매수가 이루어질 때에 고객들이 잔류할 확률이 높아짐을 시사한다. 토스증권의 약진에도 불구, 동사의 점유율이 회복 기조를 이어가고 있다는 점은 브로커리지 경쟁력을 방증한다고 판단한다.

그림 7. 국내주식 가중평균 수수료율



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 해외주식 거래대금 점유율



자료: 금융통계정보시스템, 미래에셋증권 리서치센터

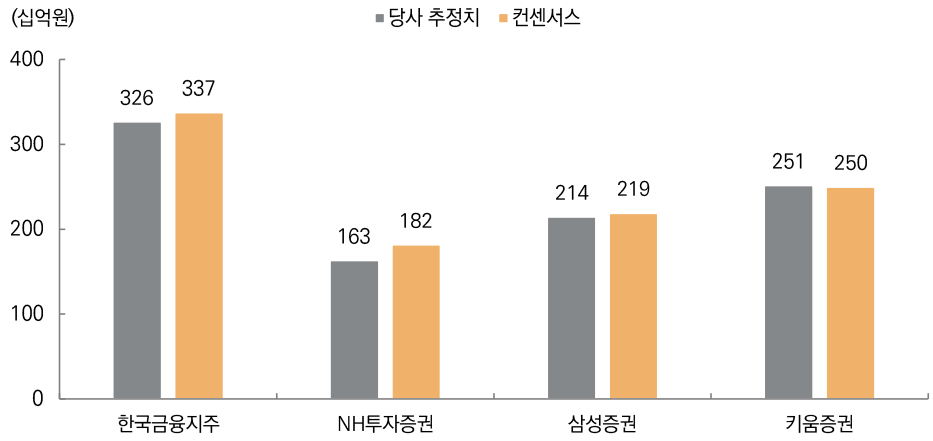
III. 4분기 실적 전망

4분기 합산 이익 컨센서스 부합 예상

4분기 증권업 합산 이익은 컨센서스에 부합(-3.2%)할 것으로 예상한다. 회사별로는 한국금융지주(-3.2%)와 삼성증권(-2.0%), 키움증권(+0.7%)은 컨센서스에 부합, NH투자증권(-10.1%)은 하회할 전망이다. 연말 자산 재평가가 있기 때문에 변동성이 있을 수는 있으나, 전분기와 같은 대규모 일회성 손익이 발생하지는 않을 것으로 예상한다.

4개사 모두 전분기대비로는 이익이 크게 감소할 전망인데, 이는 10월과 11월에 시장금리와 환율이 동반 상승했기 때문이다. 그러나 12월에는 두 지표 모두 하락 안정되며 마무리되었고 2) 거래대금과 신용공여 잔고는 전분기대비 크게 증가했기 때문에 컨센서스를 크게 하회하지는 않을 것으로 예상한다.

그림 9. 4Q25F 순이익 당사 추정치 vs. 컨센서스



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 실적 주요 항목 비교 (십억원)

	한국금융지주	NH투자증권	삼성증권	키움증권
순영업수익	852	599	642	601
순수수료이익	430	364	389	289
이자손익	398	235	195	223
트레이딩 및 상품손익	119	-21	38	122
기타손익	4	21	21	-32
판매비와 관리비	467	370	346	251
영업이익	385	229	296	350
세전이익	445	222	292	344
법인세비용	118	59	77	92
연결 당기순이익	328	163	214	252
지배주주순이익	326	163	214	251

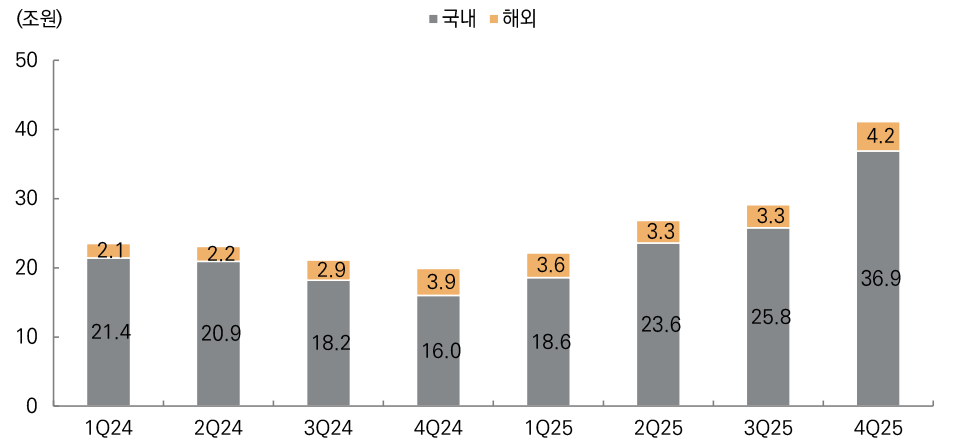
자료: 미래에셋증권 리서치센터

신용공여 잔고 증가세 지속

4분기 국내주식 일평균거래대금은 36.9조원을 기록하며 전분기대비 43.0% 증가했다. 이는 추석 이후 반도체업종 주가가 급격한 강세를 보였기 때문으로 판단한다. 다만 10월 40.3조원을 고점으로 11월 38.0조원, 12월 33.0조원의 감소세가 나타나고는 있다. 해외주식 일평균거래대금은 전분기대비 28.4% 증가한 4.2조원을 기록했다. 다만 이 역시 10월 5.4조원을 고점으로 11월 4.0조원, 12월 3.3조원의 감소세를 보인다.

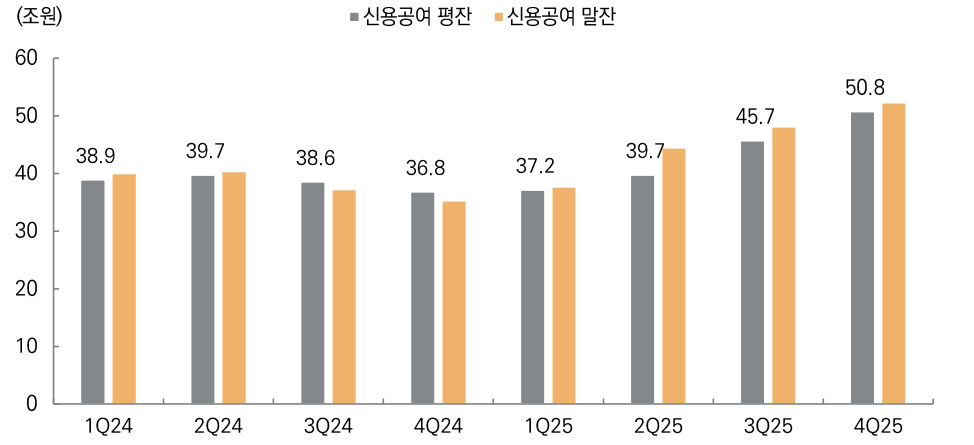
반면 신용공여 잔고는 지속적인 증가세를 보이고 있다. 신용공여 잔고는 증시와 동행하는 성격이 강하기 때문이다. 이로 인해 분기 평잔은 전분기대비 11.1% 증가한 50.8조원을 기록했으나, 분기 말잔은 52.3조원까지 상승한 상황이다. 증시로의 자금 유입으로 증시가 추가 상승할 경우, 신용공여 잔고 역시 더욱 증가할 것으로 예상한다.

그림 10. 분기별 거래대금



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 분기별 신용공여 잔고



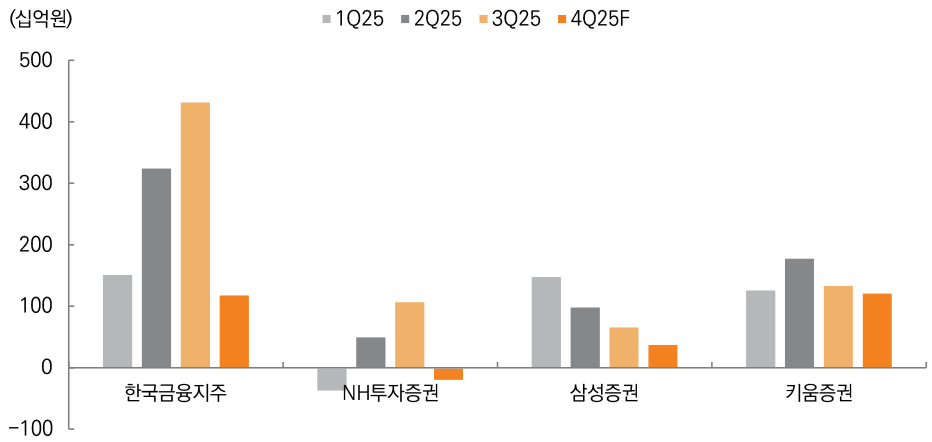
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

한숨 돌린 매크로 환경

시장금리와 원/달러 환율의 상승세가 진정된 점도 긍정적이다. 물론 두 지표 모두 전분기대비 크게 상승하기는 했으나, 분기 중 고점보다는 하락한만큼 연말에는 손실을 일부 회복했을 것이기 때문이다. 이에 따라 트레이딩 및 상품손익은 경상적인 수준을 소폭 하회하는 선에서 마무리될 전망이다. 물론 연말에는 비시장성 자산에 대한 재평가 주기가 집중되어있어 손익 변동성이 확대될 수는 있으나, 전분기와 같은 대규모 일회성 손익이 발생하지는 않을 것으로 예상한다.

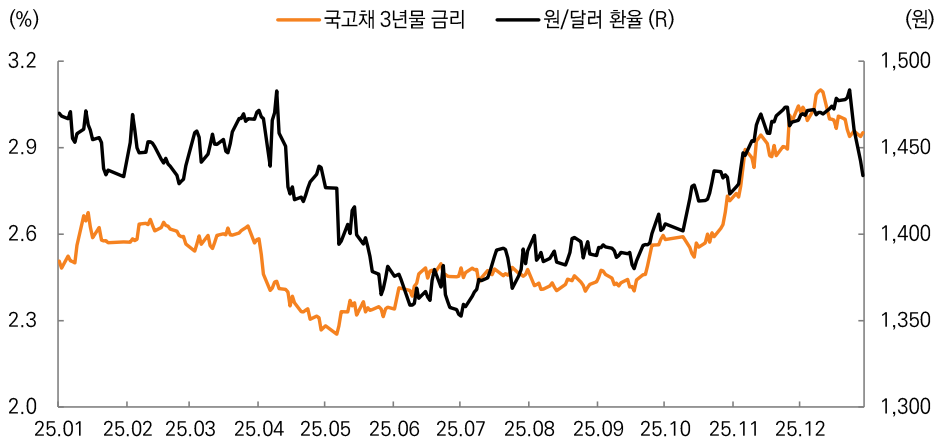
한편 2026년에는 트레이딩 및 상품손익의 비중이 전년대비 감소할 전망이다. 일부 투자자산에서의 대규모 차익이 발생할 가능성은 배제할 수 없으나, 1) 증시 상승 폭은 전년대비 감소할 전망이고 2) 금리도 유의미한 하락을 보이지는 않을 것으로 예상하기 때문이다.

그림 12. 트레이딩 및 상품손익 비교



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 국고채 3년물 금리 vs. 원/달러 환율 변동 폭



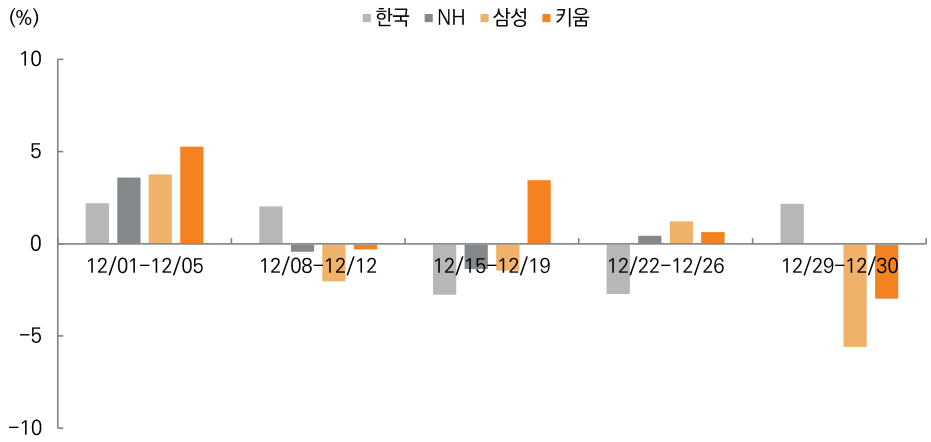
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

IV. Monthly review

배당락을 극복해낸 주가

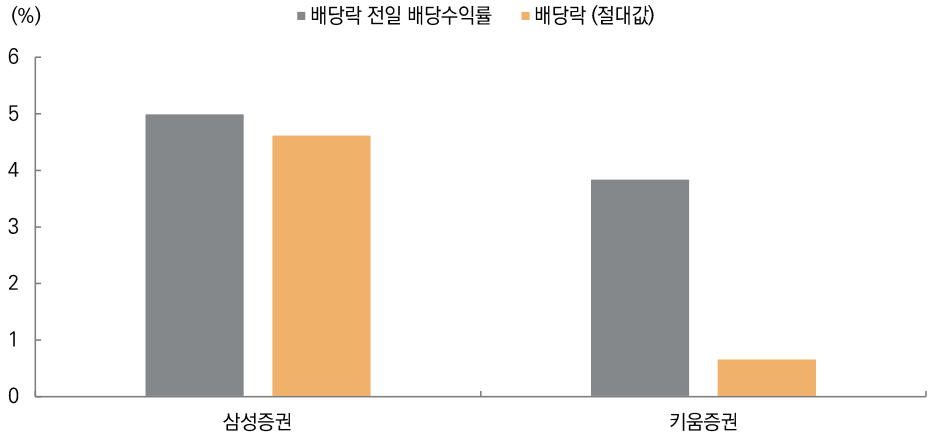
삼성증권과 키움증권은 배당기준일을 연말로 유지하고 있어 배당락을 지나갔다. 삼성증권의 컨센서스 기준 배당락 전 예상 배당수익률은 5.0%, 이미 배당금액을 발표한 키움증권의 배당수익률은 3.9%였으며, 배당락은 양 사 모두 이보다 낮았다. 특히 키움증권은 배당락일에 반도체업종 강세에 힘입어 낙폭을 대부분 회복했다. NH투자증권과 한국금융지주는 1분기 중 배당락이 예정되어있는만큼, 양사 모두 다음 연말까지 배당락이 발생할 염려가 없다는 점은 긍정적이다.

그림 14. 12월 주간 수익률



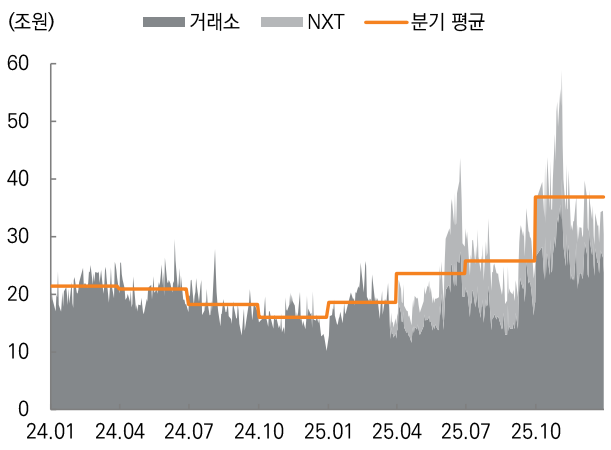
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 삼성증권 키움증권 배당락 전일 배당수익률 vs. 배당락



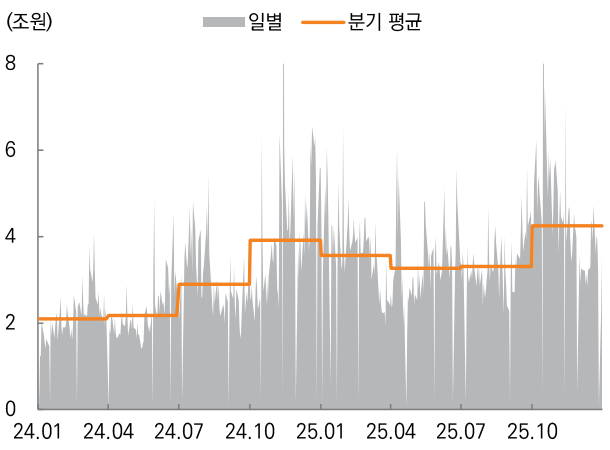
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 국내 주식 거래대금



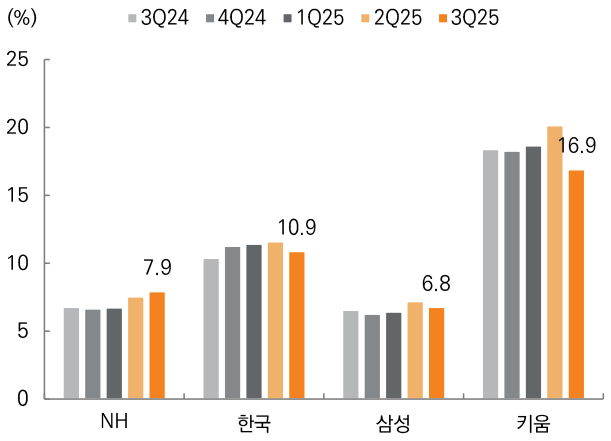
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 해외 주식 거래대금



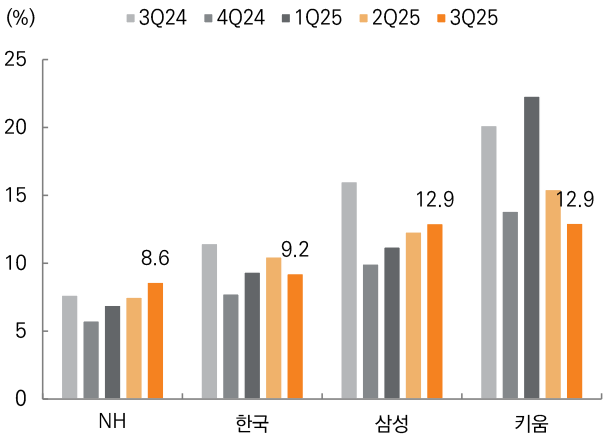
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 국내 주식 위탁매매 거래대금 점유율



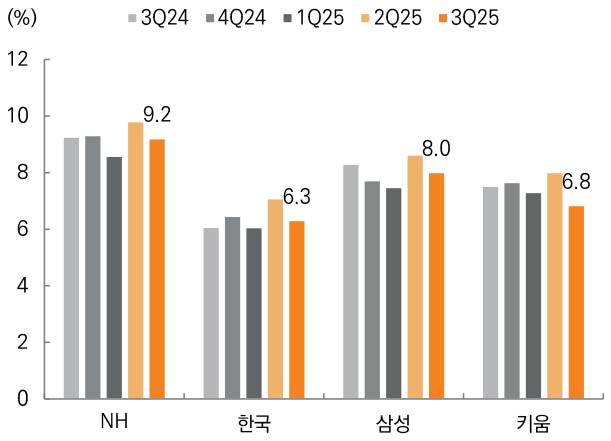
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 해외 주식 위탁매매 거래대금 점유율



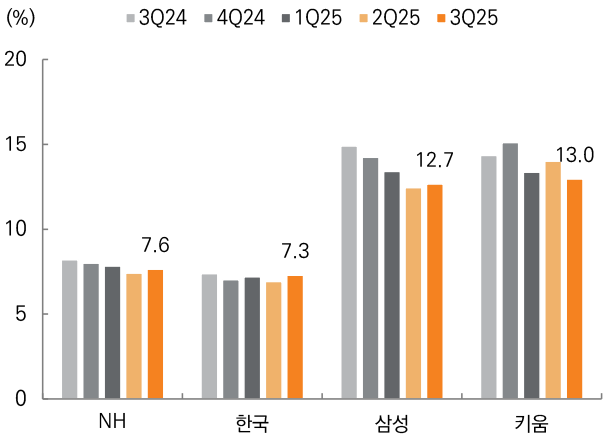
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 국내 주식 위탁매매 수수료수익 점유율



자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 해외 주식 위탁매매 수수료수익 점유율

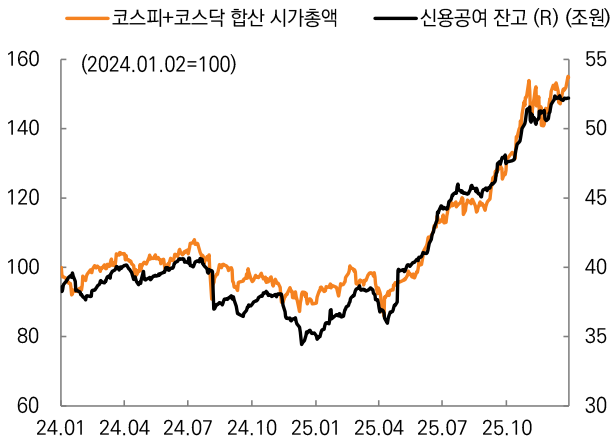


자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 코스피 vs. 코스닥

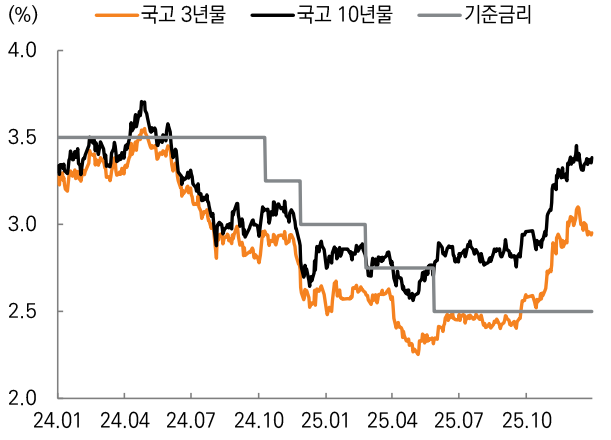
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 신용공여 잔고



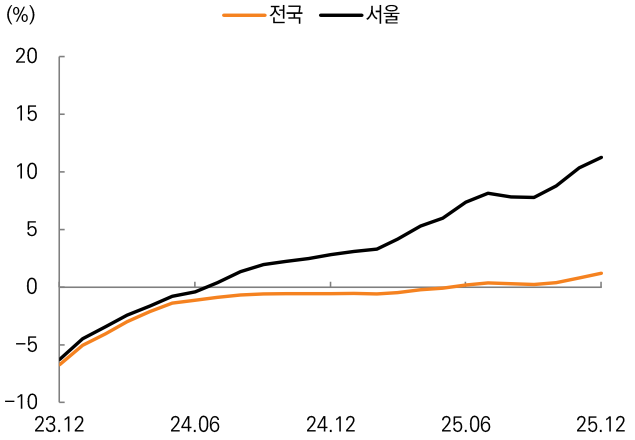
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 시장금리 vs. 기준금리



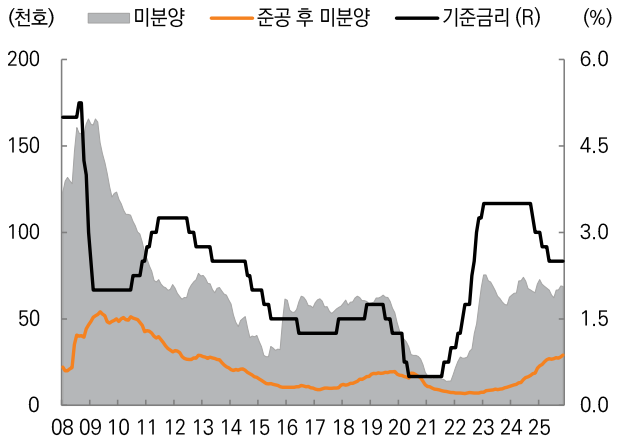
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 주택 매매가 지수 YoY 증가율



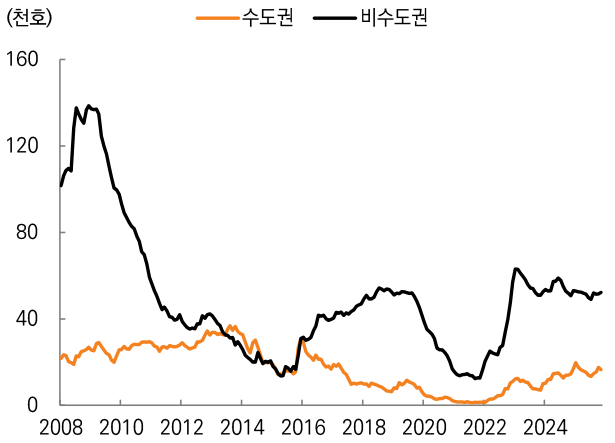
자료: KB부동산, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 미분양 주택 vs. 기준금리



자료: 국토교통부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 수도권 vs. 비수도권 미분양 주택



자료: 국토교통부, 미래에셋증권 리서치센터

Valuation table

표 2. 증권업 valuation table (원, %, 배)

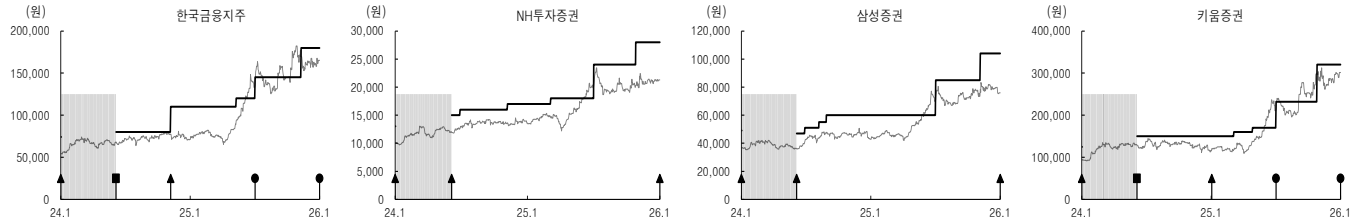
	한국금융지주	NH투자증권	삼성증권	키움증권
P/E				
2024	4.2	7.1	4.3	3.7
2025F	5.0	8.2	6.7	6.4
2026F	5.2	7.8	5.9	5.7
P/B				
2024	0.43	0.59	0.53	0.55
2025F	0.82	0.89	0.88	1.20
2026F	0.74	0.85	0.81	1.09
ROE				
2024	11.5	8.7	12.9	16.0
2025F	18.9	10.7	13.4	18.7
2026F	16.1	10.8	14.2	18.7
ROA				
2024	1.01	1.15	1.51	1.55
2025F	1.72	1.28	1.50	1.72
2026F	1.52	1.20	1.53	1.60
배당수익률				
2024	5.6	6.8	8.0	6.5
2025F	4.9	5.5	5.3	4.0
2026F	4.9	5.9	6.3	4.3
배당성향				
2024	20.2	45.2	34.8	21.4
2025F	20.7	44.9	35.5	26.6
2026F	21.7	45.0	37.5	26.3
주주환원수익률				
2024	5.6	7.9	8.0	8.8
2025F	4.8	6.1	5.3	5.2
2026F	4.9	5.9	6.3	4.3
주주환원율				
2024	20.2	52.5	34.8	29.1
2025F	20.7	50.4	35.5	36.0
2026F	21.7	45.0	37.5	26.3

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국금융지주 (071050)				
2025.11.14	중립	180,000	-	-
2025.07.07	중립	145,000	3.54	25.72
2025.05.15	매수	120,000	-0.33	23.67
2024.11.11	매수	110,000	-30.93	-18.73
2024.06.10	Trading Buy	80,000	-9.23	-1.00
2024.01.08	분석 대상 제외		-	-
2023.05.31	매수	74,000	-26.63	-14.46
NH투자증권 (005940)				
2025.10.31	매수	28,000	-	-
2025.07.07	매수	24,000	-15.87	-2.29
2025.03.10	매수	18,000	-11.05	15.00
2024.11.11	매수	17,000	-17.23	-9.88
2024.07.03	매수	16,000	-15.06	-11.25
2024.06.10	매수	15,000	-17.98	-15.40
2024.01.08	분석 대상 제외		-	-
2023.05.31	매수	13,000	-22.27	-16.85
삼성증권 (016360)				
2025.11.10	매수	104,000	-	-
2025.07.07	매수	85,000	-14.43	-5.18
2024.09.02	매수	60,000	-17.51	28.67
2024.08.12	매수	55,000	-15.50	-12.27
2024.07.03	매수	51,000	-14.02	-10.29
2024.06.10	매수	47,000	-19.71	-14.47
2024.01.08	분석 대상 제외		-	-
2023.05.31	매수	49,000	-23.94	-16.84
키움증권 (039490)				
2025.10.31	중립	320,000	-	-
2025.07.07	중립	232,000	1.27	29.09
2025.05.02	매수	170,000	7.15	39.12
2025.03.10	매수	160,000	-22.69	-14.38
2025.01.07	매수	150,000	-14.96	-3.60
2024.06.10	Trading Buy	150,000	-13.50	-3.60
2024.01.08	분석 대상 제외		-	-
2023.08.09	매수	125,000	-23.76	-14.00

* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한국금융지주 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.