

증권업

Keep Calm and Carry On



증권 | 김성훈 seonghun.kim@hmsec.com

CONTENTS

[Executive Summary] | 02

[Key Charts] | 03

동력 잃은 증권주. 고민이 필요한 시점 | 08

상반기 호실적과 엇갈린 주가 흐름 | 08

업황 둔화와 매크로 불확실성으로 26년 실적은 상고하자 전망 | 10

주가 조정기 높아진 Valuation 매력과 배당수익률 | 14

다음은 지속가능한 이익 Level Up 을 증명 | 15

천수답형 사업구조와 이익변동성 우려. 해소되지 않은 저 PBR | 15

일본 증권사들의 이익 안정성 제고 속 주주환원 강화 | 17

국내 증권업도 나아가고 있는 방향 | 19

리테일을 중심으로 한 이익 Level Up 에 주목 | 21

가계자산내 증권업으로의 자본 이동 수요 확대. 리테일 고객 자산의 높은 성장 여력 | 21

금융상품비즈니스의 성장. WM 사업의 실적 기여도 증가 전망 | 24

퇴직연금 사업과 ETF 시장의 성장세. 리테일 고객 자산의 장기 Lock in | 27

발행어음/IMA 를 중심으로 증권사들의 리테일 수신 기능 강화 | 30

Digital 과 Global 로 확장되는 리테일 | 33

디지털자산 비즈니스의 출발점 STO. 단기 이익 기여는 제한적 | 33

디지털 자산 비즈니스도 핵심은 리테일 기반 확대 | 41

외국인통합계좌. 글로벌 리테일과의 점점 확대 노력 | 45

결론 및 투자전략 | 48

리테일 역량을 기반으로 한 수익 체질 개선은 중장기 리레이팅 요인으로 귀결 | 48

최선호주: 삼성증권 / 차선후주: 한국금융지주 | 48

기업분석 | 51

삼성증권(016360)

한국금융지주(071050)

키움증권(039490)

미래에셋증권(006800)

증권업

Keep Calm and Carry On

중시 불확실성 확대 속 증권업의 리테일 역량 기반 수익구조 개선에 주목

1H26 증권주는 사상 최대 수준의 실적에도 불구하고 실적 Peak Out 우려와 함께 중시 조정 국면 속 연초 주가 상승분을 상당 부분 반납했다. 시장 및 거래대금 의존도가 높은 국내 증권업 특성상, 증시의 상승 국면 이탈로 가시화된 '상고하저' 실적에 대한 우려를 빠르게 반영한 결과이다.

지수의 단기간 가파른 상승이 실적 변동성을 키워냈지만, 그동안 증권업내에서는 이익 안정성 제고를 위한 사업구조 변화가 진행되었다. 리테일 고객 자산 기반 금융상품판매 및 자산관리(WM)비즈니스가 확대되고, 수신 기능 강화에 따른 안정적 조달 기반이 더해지며 반복·경상수익 기반이 공고해지고 있다. 자본시장 활성화와 가계자산의 금융소비트렌드 변화 속 타금융업권 대비 증권사의 리테일 고객 자산 확보 역량은 강화되고 있으며, 이에 더해 디지털자산 비즈니스와 글로벌 리테일 시장을 두 축으로 그 외연을 넓혀 나가고 있다. 수익구조의 체질개선은 장기적으로 증권사들의 실적 변동성 축소와 함께 지속가능한 이익 성장을 견인할 것으로 전망한다.

증권업종에 대해 투자 의견 OVERWEIGHT 제시하며 커버리지 개시

상반기 대비 제한적인 증시 상승 여력과 매크로 불확실성 속에서도, 현시점 증권업종은 충분히 비중확대 관점에서 접근 가능하다. 1)26년 견조한 실적(커버리지사 합산 지배순이익 YoY+ 79.4%, 평균 ROE 23.2%) 고려시 현시점 주가 수준은 높아진 Valuation 매력과 배당수익률에 주목할 필요가 있다. 특히 역사적 고점 수준의 배당수익률이 주가 하단을 지지할 것으로 본다. 2)리테일 역량 기반 지속가능한 이익 Level Up과 ROE 변동성 축소가 안정적인 주주환원 확대에 이어지며 증권주의 저평가 해소를 전망한다. 물론 증시의 추가 약세 및 시장금리의 재상승에 따라 단기적인 주가 변동성이 확대될 수 있다. 그러나 현 주가에는 관련 우려가 상당 부분 반영된 것으로 판단되며, 추가 하방 리스크보다는 중장기 리레이팅 가능성에 무게를 둘 수 있는 시점이다.

최선호주 삼성증권, 차선호주 한국금융지주 제시

주식시장 변동성 속에서도 견고한 리테일 역량을 바탕으로 안정적인 이익 성장세와 주주환원을 지속할 수 있는 종목들 위주로 저평가가 빠르게 해소될 것으로 전망한다.

삼성증권의 경우 고액자산가 기반 리테일 비즈니스의 안정적 이익 창출력과 함께 향후 발행어음(9월 인가) 잔고 확대를 통한 추가적인 실적 업사이드가 기대된다. 나아가 커버리지 내 최고 수준의 배당수익률과 중장기 배당성향 50% 정책 고려시, 중시 불확실성 확대 국면에서 최선호 방어주로 판단한다.

한국금융지주는 증권부문에서의 탄탄한 수신 역량과 높은 레버리지 기조로 수익원이 확대되고 있고, 자회사들에 의한 연결 이익 변동성 역시 축소될 것으로 전망한다. 향후 15% 이상의 지속 가능한 ROE 창출력을 감안할 때, 현 주가에 반영된 밸류에이션은 펀더멘털 대비 현저한 저평가를 받고 있다고 판단한다.

OVERWEIGHT

Analyst 김성훈 seonghun.kim@hmsec.com

[Executive Summary]

상반기 유례없는 증시 상승 랠리에 힘입어 국내 증권사들은 대형사를 중심으로 역대 최고 수준의 실적을 기록했다. 그러나 1분기 실적 발표 이후 증시가 조정 국면에 진입하면서, 시장은 피크아웃 우려를 주가에 빠르게 반영하기 시작했다. 거래대금 둔화를 비롯해 상반기 대비 비우호적인 업황과 높은 상반기 실적 기저를 감안하면, 연간 실적은 상저하고의 흐름이 불가피할 전망이다.

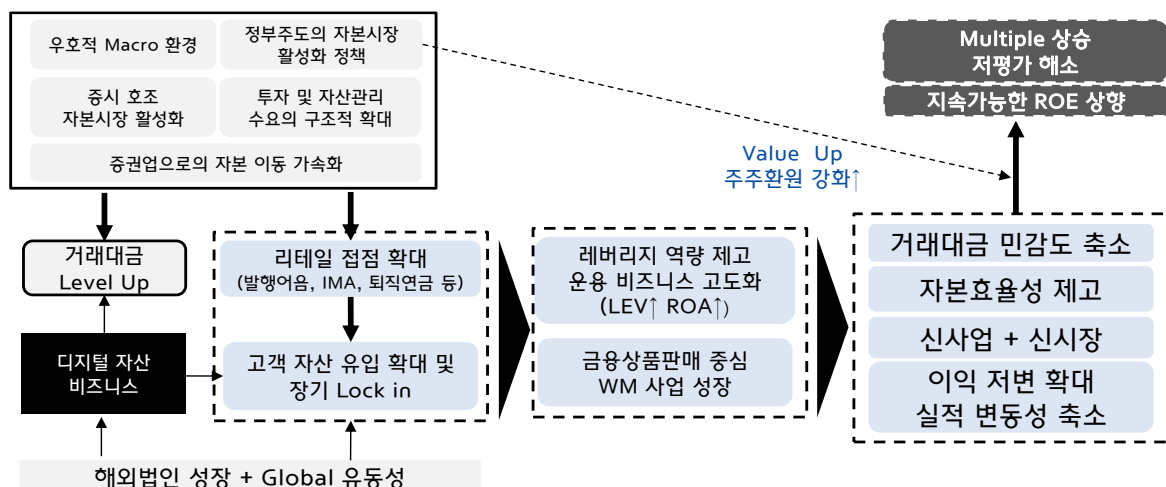
그럼에도 증권업에 대한 '비중확대' 의견을 제시한다. 먼저 올해 견조한 실적 전망(커버리지사 합산 지배순이익 YoY +79.4%)을 고려했을 때 PBR 0.8~0.9배는 충분히 Valuation 매력이 부각될 수 있으며 역사적 고점 수준의 배당수익률이 추가적인 주가 하방 리스크를 해소할 것으로 판단한다. 나아가 장기화된 저PBR에서 벗어나 중장기 리레이팅을 이끌어낼 수 있는 증권업의 질적 변화에 대해 주목하고자 한다.

가계 금융자산의 증권업권 유입 확대 속, 국내 증권사들은 타사업부문 대비 성장여력이 높은 리테일 시장에서 시황 의존도가 낮은 경상수익 기반을 강화하는 방향으로 사업구조 전환을 가속화했다. 단순 중개(브로커리지) 중심에서 벗어나, 누적되는 고객 잔고 기반 WM 수익(자산관리 및 금융상품판매), 퇴직연금을 중심으로 한 장기 고객 자산 유입, 발행어음/IMA 등 리테일 수신 Channel 강화 및 운용 자산 확대는 이미 본격화되고 있다. 이는 지속가능한 이익 수준의 상황과 안정적인 주주환원을 뒷받침하는 한편, 과거 대비 높아진 ROE 수준의 유지 가능성을 높여 밸류에이션 리레이팅으로 이어질 것으로 전망한다. 일본 증권주들(다이와증권그룹, 노무라홀딩스)의 경우 주주친화적 자본정책의 지속적 이행이 ROE 상승과 함께 밸류에이션 디스카운트 축소로 이어졌는데, WM사업부 중심으로 경상수익원을 확대하는 사업체질 개선이 이를 뒷받침하였다.

증권업 내 향후 주목받을 키워드로 토큰증권(STO)와 외국인통합계좌(Omnibus Account)가 있다. 모두 단기적인 실적 기여도 보다는 리테일 경쟁력 제고라는 측면에서 바라볼 필요가 있다. 증권사들의 디지털자산 비즈니스는 STO 외에 자산군과 해외 시장으로의 확장성을 지켜볼 필요가 있고, 디지털자산 중개 및 판매 역량은 분명 타금융업권 대비 고객 자산 확보 경쟁력을 강화시킬 것이다. 외국인통합계좌는 거래대금 성장성을 긍정적으로 평가할 수 있으면서도 해외 리테일 고객과의 접점이 확대되었다는 관점에서 전략적 가치를 찾을 수 있다.

투자 전략으로는, 보수적인 업황 회복 기대감 속 1)높은 수준의 이익 방어력과 주주환원을 유지하며, 2)견조한 리테일 역량을 바탕으로 높아진 실적 Level을 지속할 수 있는 종목 중심의 매수 접근을 추천한다. Top Pick으로는 삼성증권을 제시한다.

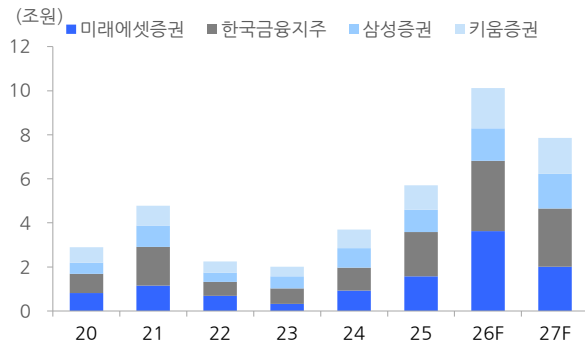
증권업 중장기 리레이팅 과정 도식화



자료: 현대차증권

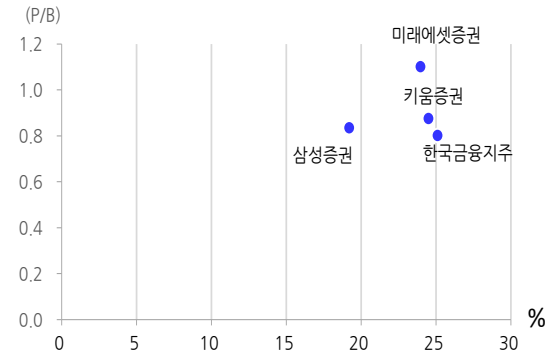
[Key Charts]

〈그림1〉 커버리지사 지배순이익 전망



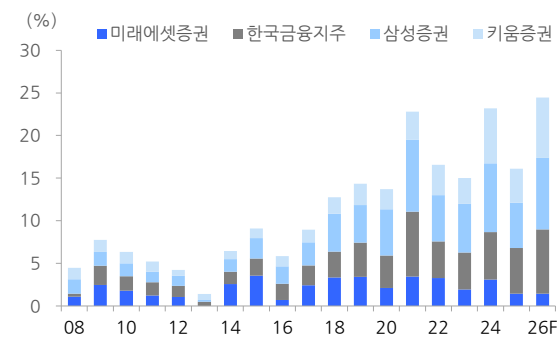
자료: 각 사, Quantwise, 현대차증권

〈그림2〉 커버리지사 ROE/PBR 점도표



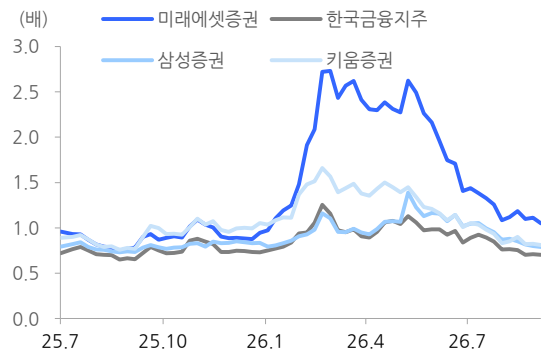
자료: 각 사, Quantwise, 현대차증권

〈그림3〉 커버리지사 26F 배당수익률 전망



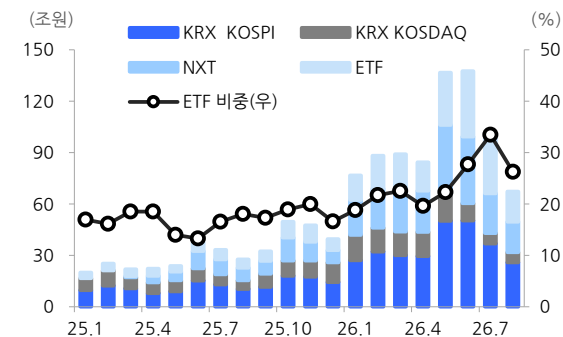
자료: Quantwise, 현대차증권

〈그림4〉 커버리지사 Valuation 추이(P/B Fwd. 12M)



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림5〉 일평균거래대금 추이



자료: KRX, NXT, 현대차증권

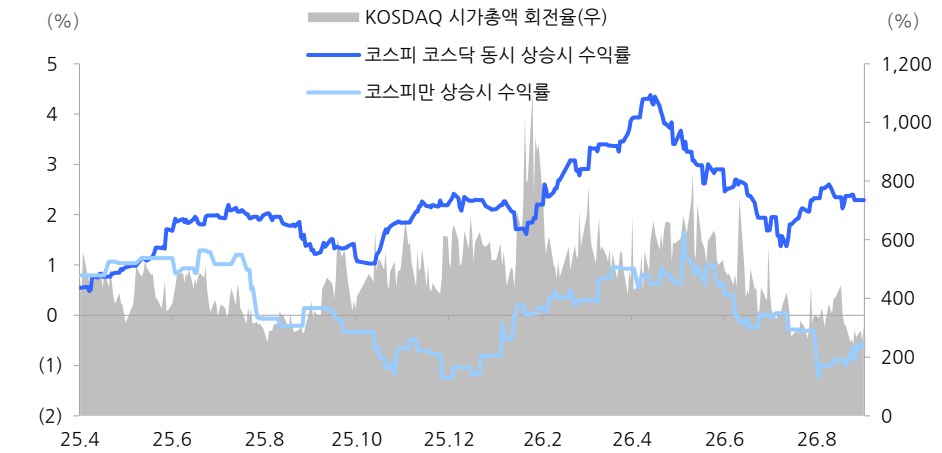
〈그림6〉 투자자예탁금/신용공여잔고 YoY 성장률



주: 26년 8월까지 데이터

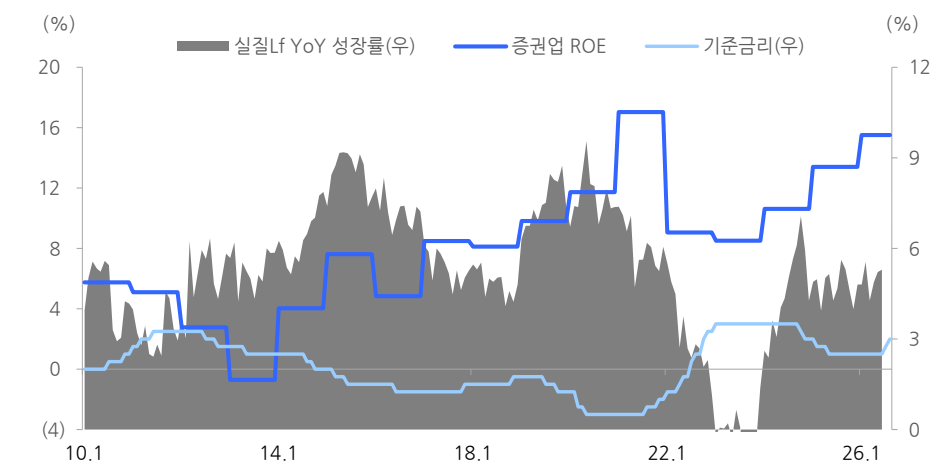
자료: 금융투자협회, 현대차증권

〈그림7〉 KRX증권, 코스닥 동반 강세에 민감도 확대



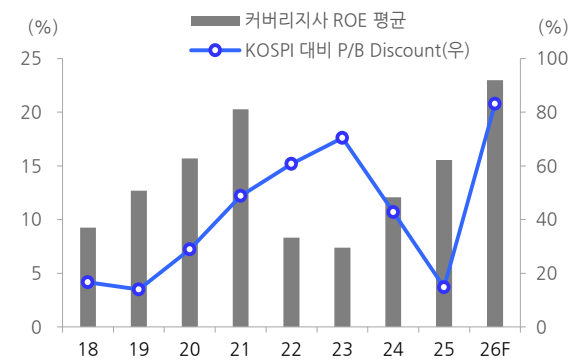
주: 60명업일 평균 수익률 기준, 일별 시가총액 회전율은 연율화
자료: Quantwise, 현대차증권

〈그림8〉 실질 유동성 성장률과 금리 상관관계



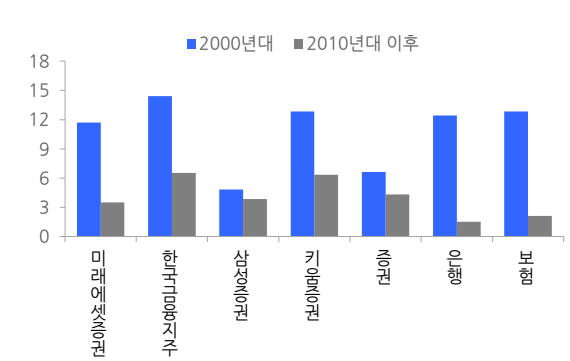
자료: ECOS, 현대차증권

〈그림9〉 ROE 상승에도 KOSPI 대비 P/B Discount 심화



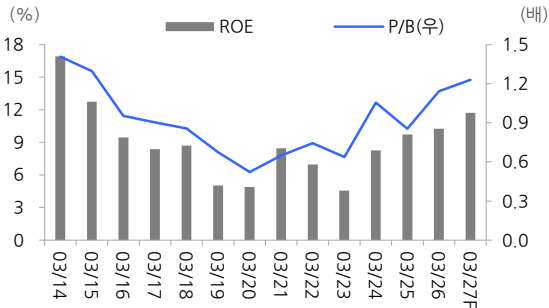
자료: Quantwise, 현대차증권

〈그림10〉 커버리지사 및 KRX증권/은행/보험 ROE 표준편차



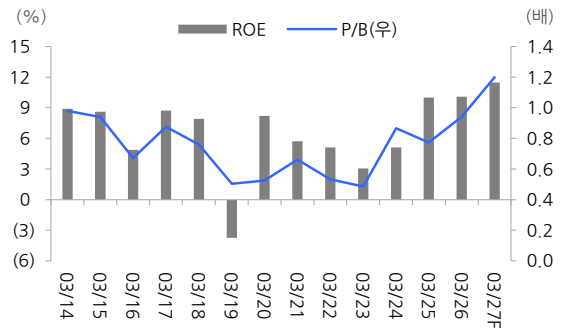
자료: Quantwise, 현대차증권

〈그림11〉 다이와증권그룹 ROE와 P/B



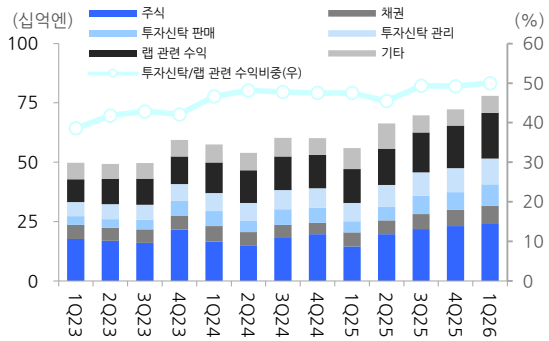
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림12〉 노무라홀딩스 ROE와 P/B

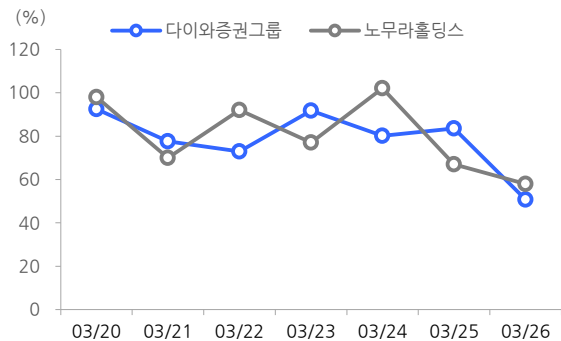


자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림13〉 다이와증권그룹 WM Divison 영업수익 구성

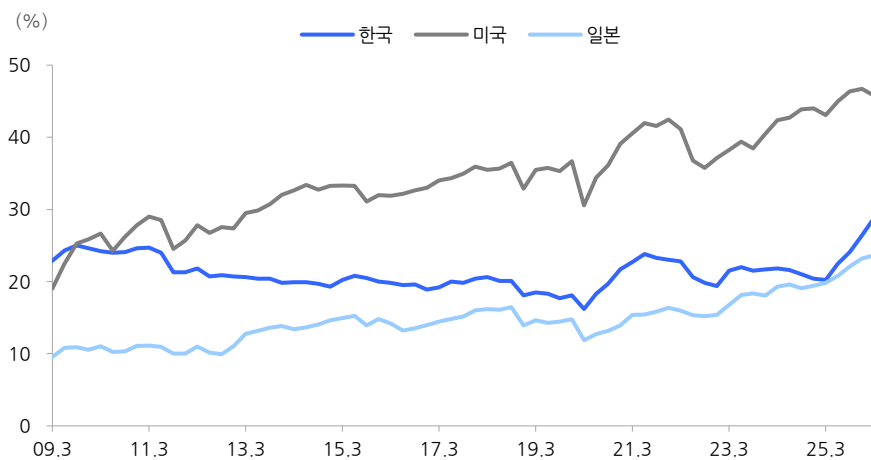
주: 다이와NextBank 제외
자료: 다이와증권그룹, 현대차증권

〈그림14〉 일본 Peer 주주환원을 추이



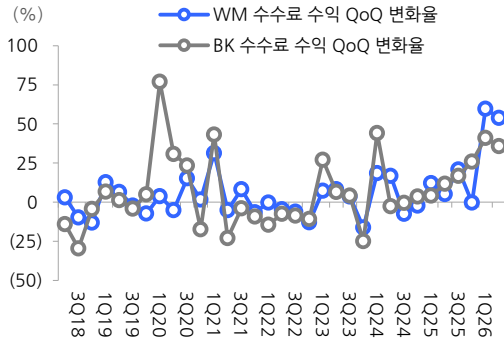
자료: 각 사, 현대차증권

〈그림15〉 한국/일본/미국 가계 및 비영리단체 금융자산내 주식투자 비중



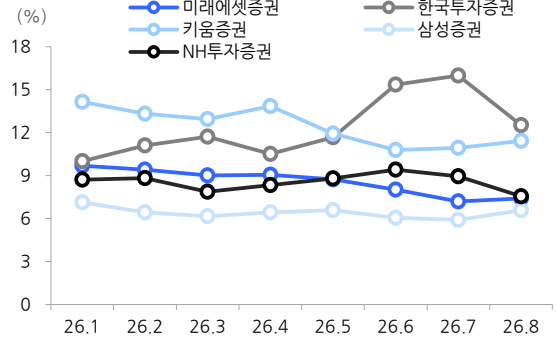
자료: ECOS, FRED, BOJ, 현대차증권

〈그림16〉 커버리지사 BK/WM 수수료 수익 QoQ 변화율 비교



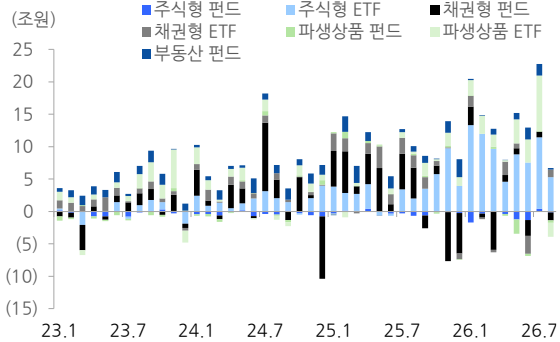
자료: 각 사, 현대차증권

〈그림17〉 커버리지사(증권) 위탁매매 점유율 추이



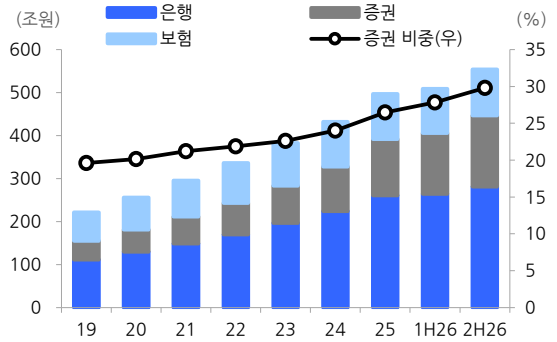
자료: 금융투자협회, 현대차증권

〈그림18〉 유형별 펀드 설정액 증감 추이



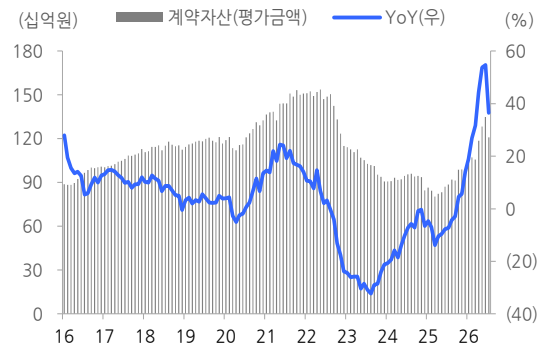
자료: 금융투자협회, 현대차증권

〈그림19〉 업권별 퇴직연금 적립액 추이



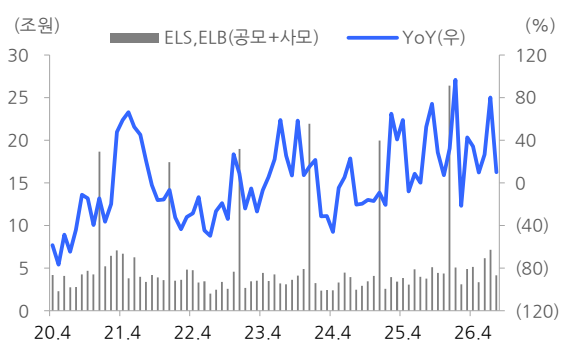
자료: 금융투자협회, 현대차증권

〈그림20〉 일임형 랩어카운트 계약자산 현황



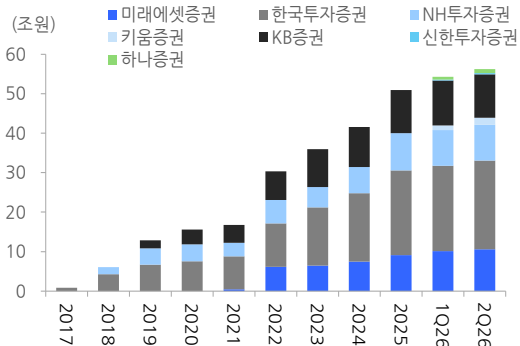
자료: 금융투자협회, 현대차증권

〈그림21〉 파생결합증권(ELS, ELB) 발행 규모



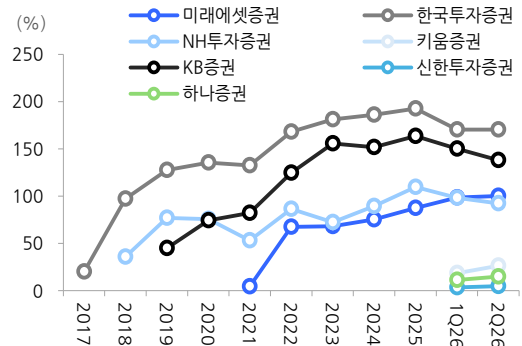
자료: 인포맥스, SEIBRO, 현대차증권

〈그림22〉 발행어음 잔고 추이



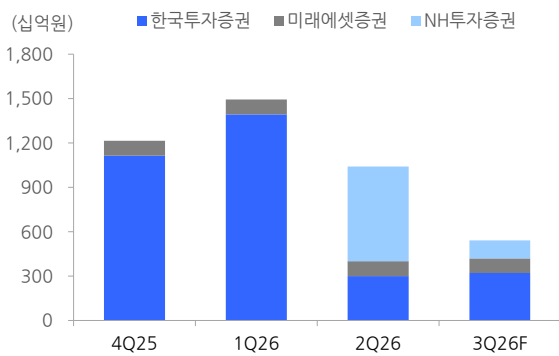
자료: 각 사, FISIS, 현대차증권

〈그림23〉 별도 자기자본 대비 발행어음 비중



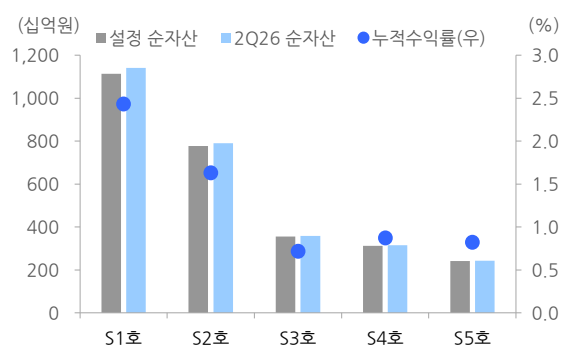
자료: 각 사, 현대차증권

〈그림24〉 IMA 모집액 추이



자료: 각 사, 현대차증권

〈그림25〉 한국투자증권 IMA 수익률 현황



주: 2Q26 순자산 기준

자료: 각 사, 현대차증권

동력 잃은 증권주. 고민이 필요한 시점

상반기 호실적과 엇갈린 주가 흐름

1H26 KOSPI의 가파른 랠리에 힘입어 국내 증권사들은 역대 최고 수준의 실적을 기록했다. 미래에셋증권의 경우 스페이스X 지분가치 평가이익에 힘입어 2분기 연결순이익 1조 9,052억원을 달성하며 5대 시중은행을 상회하는 분기 실적을 보였다. 커버리지 4개사 기준 합산 연결순이익은 6.9조를 기록하며 전년대비 +157% 증가했다. 공통적으로 거래대금 급증에 따라 브로커리지 수익에서의 이익레버리지 확대와 함께 WM부문에서도 금융상품 투자 수요 확대에 힘입어, 펀드 및 랩어카운트 중심으로 유의미한 성장세를 시현했다.

PI북, ETF LP 중심
트레이딩 손익 고정장에도
교육세 부담 가중

트레이딩 부문 역시 ETF LP 사업 확대와 주식/수익증권 평가이익에 힘입어 높은 성과를 이뤄냈지만, 이것이 교육세를 매개로 판관비 부담 가중으로 이어진 점은 아쉬웠다. 최근 인상된 교육세(0.5%→1%)는 유가증권거래에 있어 매매이익만이 과세표준에 반영된다. 증권업 전반 강화된 리스크 기조에 따라 유가증권 운용 과정에서 헤지운용 비중이 높아졌음에도, 헤지거래에서 발생한 손실이 상계되지 않아 실제 수익성 대비 교육세 부담이 확대되고 있다.

대형사/중소형사
양극화 심화

강한 머니무브 흐름이 이어졌던 상반기, 브로커리지 중심으로 리테일 기반이 탄탄한 대형증권사와 그렇지 못한 중소형사와의 실적 양극화도 뚜렷했다. 중소형 증권사들 역시 견조한 성장세를 보였음에도, 대형사와 중소형 증권사들의 1H26 증권별도 기준 순이익 격차는 전년대비 +107.1% 증가했다(상장사 중 별도 자기자본 기준으로 대형사/중소형사 분류)

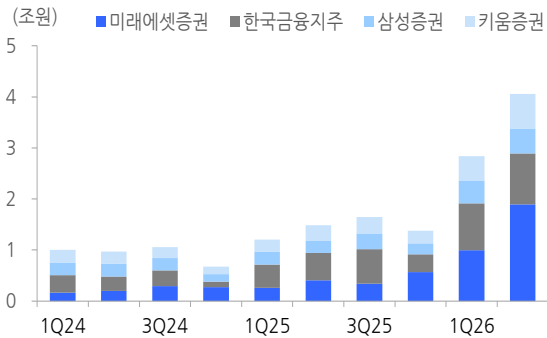
1분기 실적 발표 이후
Peak Out 우려 선반영

그러나 증권주들은 1분기 실적 발표 이후 Peak Out 우려를 빠르게 반영했고, 외국인 중심으로 매도세가 집중되며 쌓아왔던 상승분을 반납하기 시작했다. 이는 과거 코로나 시기('21년 5월1분기 실적 발표 이후)와 유사한 모습이며, 실적의 절대 수준보다 향후 증시 유동성의 방향과 함께 이익 성장의 지속가능성에 시장의 관심이 더 빠르게 이동한 결과이다. 커버리지사 기준 5~8월 수익률은 삼성증권 -18.1% 한국금융지주 -19.9% 키움증권 -30.3% 미래에셋증권 -46.5%를 기록했다. Valuation 부담이 높았던 미래에셋증권과 거래대금 민감도가 높은 키움증권이 상대적으로 높은 하락률을 보였다

반도체수급 쏠림에 이어
증시 조정 국면 속 낙폭 확대

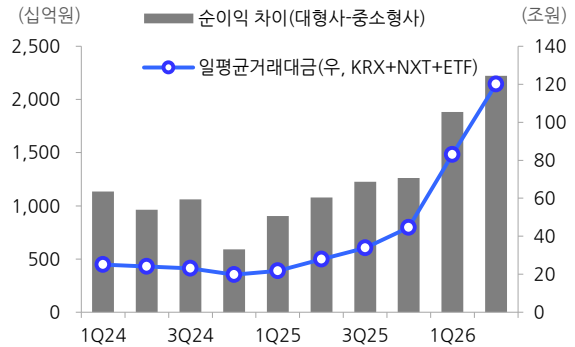
반도체업종으로의 수급 쏠림 역시 증권주의 상대수익률을 제약하였다. '반도체 좋으면 증권주도 좋다'라는 동행관계는 약해졌고, 상승세를 보이던 메모리 반도체주와 증권업종 간 수익률 상관관계는 5월 이후 방향성을 잃었다. 또한 증권주는 하반기 들어 코스닥 시장에 대한 민감도가 커지며 코스닥 상승이 수반되지 않은 KOSPI 중심의 상승장에서는 오히려 수익률이 둔화되었다. 시장 전반 거래 활성화와 증권업 이익 개선 모멘텀을 가늠할 수 있는 코스닥은 6월부터 부진을 지속 중이다. 피크아웃 우려, 반도체 수급 쏠림, 코스닥 부진 지속에 더해 결국 KOSPI까지 조정 국면에 진입하며 증권주의 하락 압력은 한층 확대되었다.

〈그림26〉 커버리지사 합산 연결순이익 추이



자료: 각 사, 현대차증권

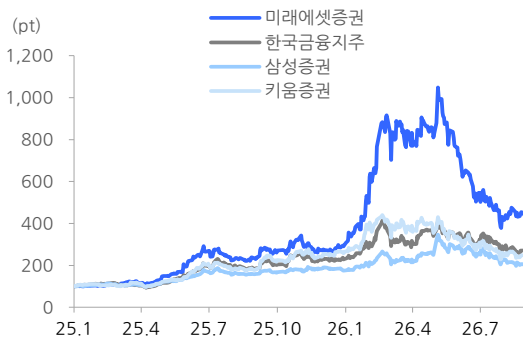
〈그림27〉 주요 대형사/중소형사 증권사 실적 양극화



주: 상장사 중 별도자기자본 1~5위 대형사, 6~10위 중소형사들의 증권별도 순이익 기준

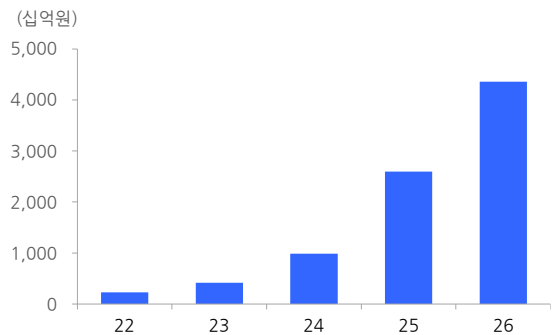
자료: 각 사, 현대차증권

〈그림28〉 커버리지사 상대주가 추이(25년 1월 기준)



자료: Quantwise, 현대차증권

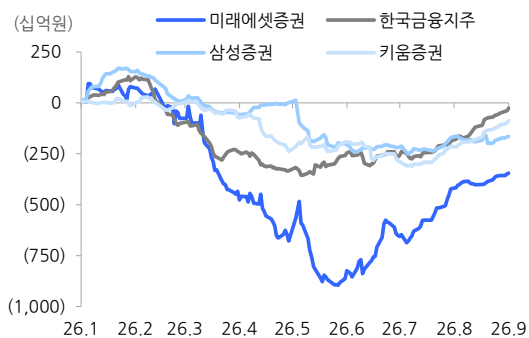
〈그림29〉 미래에셋증권 SpaceX 지분가치 추정



주: 스페이스X 9월 4일 종가 기준

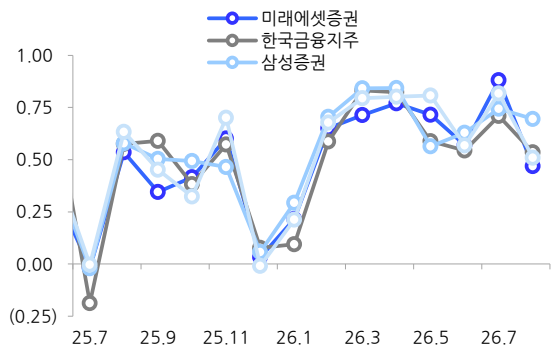
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림30〉 주요 증권주 외국인 순매수세 추이



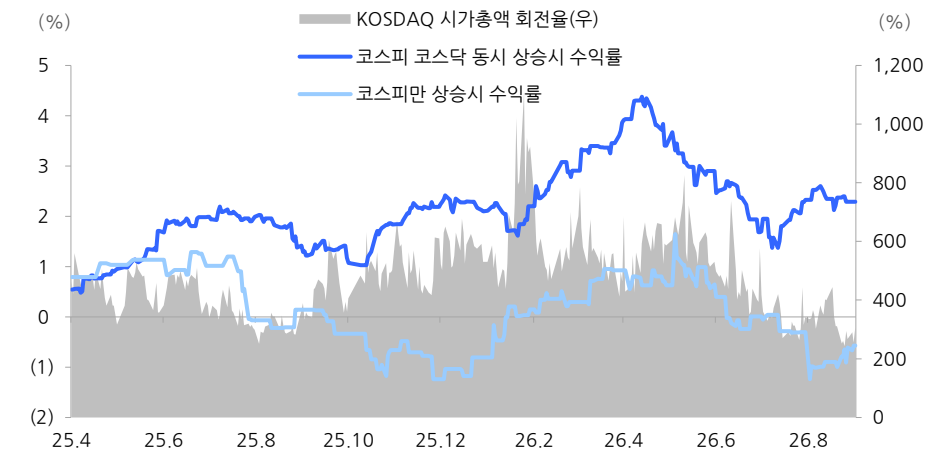
자료: Quantwise, 현대차증권

〈그림31〉 삼성전자/SK하이닉스의 수익률 상관관수



자료: Quantwise, 현대차증권

〈그림32〉 KRX증권, 코스닥 동반 강세에 민감도 확대



주: 60영업일 평균 수익률 기준, 시가총액 회전율은 연율화
 자료: Quantwise, 현대차증권

업황 둔화와 매크로 불확실성으로 26년 실적은 상고하저 전망

8월 일평균거래대금
 MoM -32.5%

증시 전반의 상승 기대가 낮아지면서 증권업 지표의 활력도 둔화되고 있다. 높은 성장세를 보여왔던 일평균거래대금(KRX+NXT+ETF)은 단일종목 레버리지 ETF로 수급이 집중된 6월(137.5조원 그 중 ETF 38.1조원)을 고점으로 7월 99.5조원(MoM -27.6%), 8월 67.2조원(MoM -32.5%)을 기록하며 둔화흐름을 보이고 있다. 투자자예탁금은 6월 초 139.7조원으로 고점을 기록한 이후 감소세를 지속하며, 9월 초에 100조원 미만으로 축소되는 모습을 보였다.

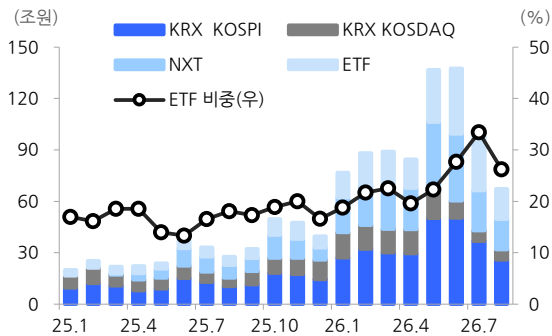
신용공여잔고 회복은
 긍정적

신용공여잔고는 8월 평잔 기준 30.9조원으로 MoM -10.4% 감소했지만, 8월 말부터 다시 반등세를 보이고 있다. 이는 시장 전반의 투자심리 회복보다는 앞선 잔고 감소로 증권사들의 신용공여 한도에 여유가 생긴 가운데 일부 증권사가 신용용자 한도를 완화한 영향으로 해석하는 것이 적절하다. 한편 해외주식 거래대금은 1분기 부진 이후 2분기에는 QoQ+15.2% 증가하며 반등했으나, 다시 둔화 국면에 진입했다.

커버리지사 합산
 (증권별도)브로커리지 손익
 YoY +100.3% 전망

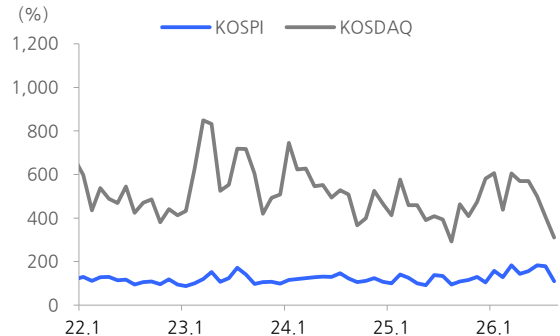
견조한 KOSPI 12개월 선행 EPS, 중등발 지정학적 리스크 완화, 실적주 중심의 순환매 가능성, 그리고 KRX 애프터마켓 도입은 하반기 증시와 거래대금에 우호적인 요인이다. 다만 상반기 반도체 업종이 주도한 강한 주가 랠리와 같은 수준의 거래 활력이 재현되기는 어려운 전망이다. 증시 레벨 상승에 따른 회전율 둔화와 위험선호 약화 가능성을 감안할 때, 커버리지사(증권별도) 합산 브로커리지 손익은 연간 기준으로 전년대비 YoY +100.3% 증가하겠으나, 하반기에는 상반기 대비 -15.2% 감소할 것으로 전망한다

〈그림33〉 일평균 거래대금 및 ETF 비중



자료: KRX, NXT, 현대차증권

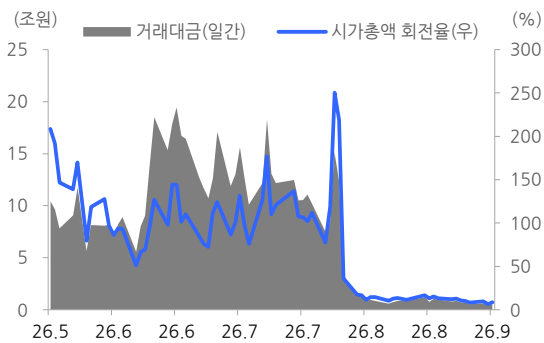
〈그림34〉 코스피/코스닥 시가총액 회전을 추이(연환산)



주: 월간 누계 거래대금 / 시가총액 * 12

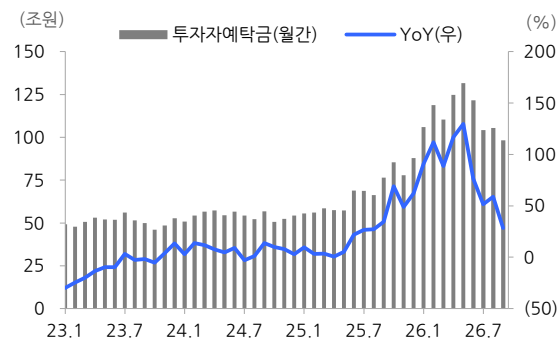
자료: KRX, NXT, 현대차증권

〈그림35〉 단일종목 레버리지 ETF 거래대금



자료: Quantwise, 현대차증권

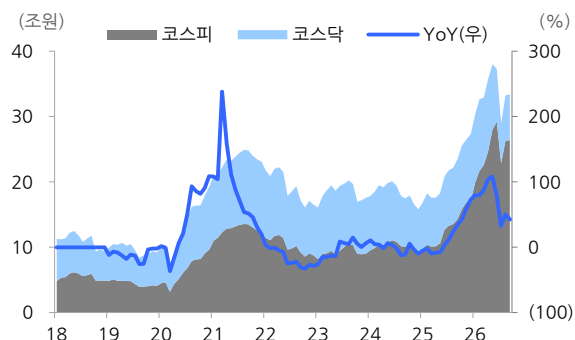
〈그림36〉 투자자예탁금 9월 2일 기준 100조원 하회



주: 9월 데이터는 9월 1일 기준

자료: 금융투자협회, 현대차증권

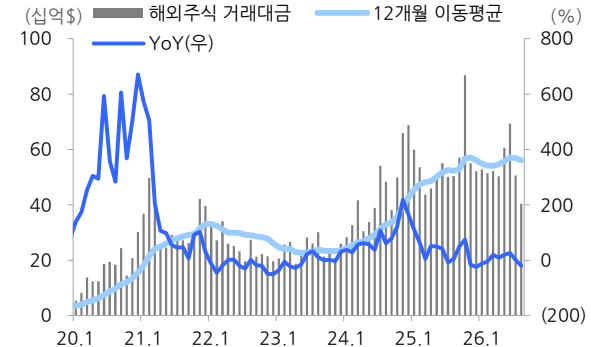
〈그림37〉 신용공여잔고는 소폭 반등



주: 말잔 기준. 9월 데이터는 9월 1일 기준

자료: 금융투자협회, 현대차증권

〈그림38〉 해외주식 거래대금



자료: Seibro, 현대차증권

한국은행 기준금리 2회 연속 인상

한국은행은 8월 금융통화위원회에서 기준금리를 3.00%로 25bp 인상하며 두 차례 연속 긴축을 단행했다. 시장금리는 기준금리 인상 가능성을 선반영하며 상승해 온 만큼, 금통위 결정 이후에는 추가적인 상방 압력이 제한됐다. 금리 상승기는 기본적으로 유동성 확대를 제약한다는 점에서 증권업 업황에는 우호적이지 않다. 2H25부터 운용손익의 부담 요인이었던 채권 평가손익 악화는 금리 상승 압력 완화와 듀레이션 관리로 올해 하반기에는 축소될 것으로 기대한다. 다만 물가와 성장에 대한 경계감과 추가 긴축 가능성을 고려하면 시장금리의 추가 상승 가능성을 배제하기는 어렵다.

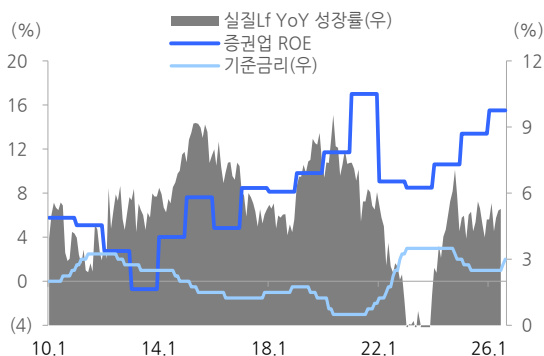
IB 업황 역시 우호적이지 않은 하반기

IB업황 역시 우호적이지 않을 전망이다. PF·구조화금융은 신규 딜 감소와 금리 부담으로 성장성이 제한되는 가운데, 우량 딜은 일부 대형사 중심으로 집중될 가능성이 높다. 회사채 시장도 수익률이 4.5 ~ 4.6% 수준이(AA-무보증 3년물) 유지되고 있고 상반기 신규 발행 물량은 약 42.6조원으로 전년 동기 대비 약 -19.2% 감소한 것으로 파악된다. 높은 조달금리 부담으로 기업의 대출 및 회사채 발행이 단기간 내 뚜렷하게 회복되기는 어려울 전망이지만 최근에는 기업들이 보유 자금을 활용해 유동성을 확보할 수 있는 PRS 거래(26년 누적 6.4조원)가 대안적 자금조달 수단으로 부상하면서 관련 딜과 운용자산 확대는 긍정적이다.

IPO 시장은 코스닥 부진과 강화된 상장심사사후관리 기조로 위축된 상황이다. 전체 공모금액은 전년 동기 대비 44.7% 감소했으며, 일부 대형사의 양호한 실적은 대형 딜 확보에 따른 개별 성과로 판단된다. 정부의 코스닥 활성화 정책은 중장기적으로 IPO 시장의 수급 및 투자심리 개선에 긍정적일 수 있으나, 정책의 구체화와 신규 상장 종목의 추가 성과가 확인되기 전까지 업황의 본격적인 회복을 기대하기는 이르다.

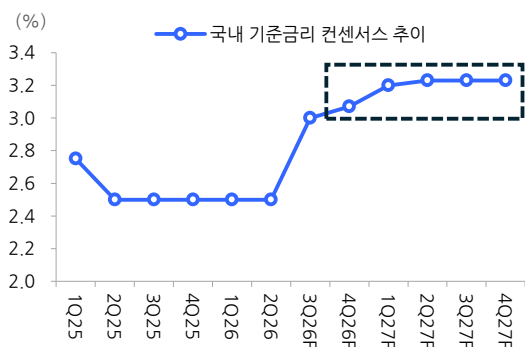
1)거래대금 둔화, 2)증시와 연동된 유가증권 운용손익의 악화, 3)추가적인 시장금리 상승시의 자금조달비용 증가 및 채권평가손익 부담, 4)IB업황 부진 등이 향후 실적의 하방 요인으로 작용할 것으로 전망한다. 무엇보다 상반기 사상 최대 수준 실적의 기저효과를 고려하면 증권업 실적 전반의 상고하저가 불가피할 것으로 보인다.

〈그림39〉 실질 유동성 성장률과 금리 상관관계



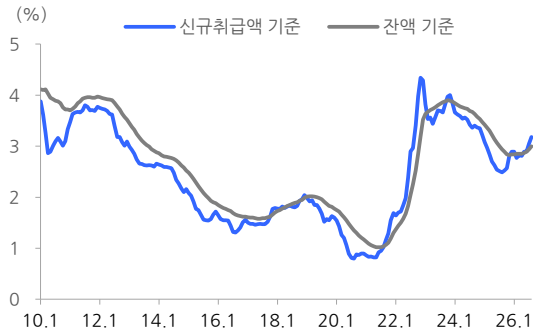
자료: ECOS, Quantiwise, 현대차증권

〈그림40〉 한국 기준금리 컨센서스



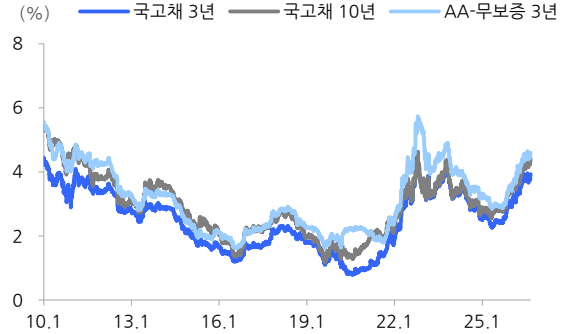
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림41〉 COFIX금리 금리 추이



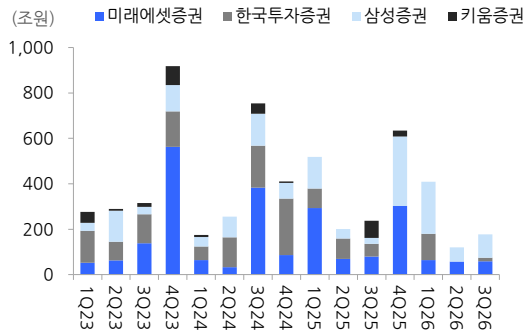
자료: 은행연합회, 현대차증권

〈그림42〉 국고채/회사채 금리



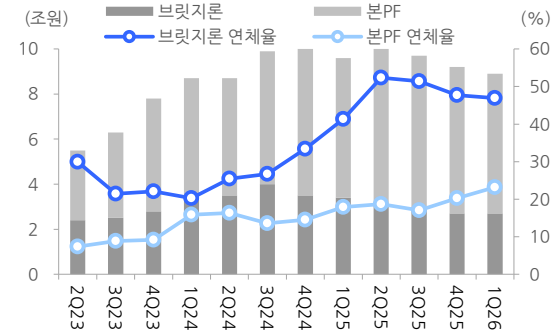
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림43〉 커버리지사 IPO 인수 수수료(상장 완료 기준)



주: 3Q26은 8월까지
자료: KIND, 인포맥스, 현대차증권

〈그림44〉 증권업 부동산 PF대출잔액 및 연체율



자료: 금융감독원, 현대차증권

〈표1〉 2026년 주요 PRS 계약완료건

기업명	처분결정일	기초자산	주요 참여 증권사	금액(십억원)
SK	2 월	SK 바이오팜 지분(14%)	한국투자증권, 메리츠증권, 신한투자증권, SK 증권	1,250
한화시스템	3 월	한화오션 지분(4.5%)	NH 투자증권, 한국투자증권, 미래에셋증권, 대신증권	1,700
한화솔루션	3 월	한화큐셀 미국법인 RCPS	신한투자증권	400
일진홀딩스	4 월	일진전기 지분(11.3%)	미래에셋증권	130
고려아연	7 월	호주 계열사 (Richmond Valley Energy Reserve) 지분	메리츠증권	401
포스코홀딩스	8 월	포스코 DX 지분(0.77%)	KB 증권, NH 투자증권, 키움증권, 메리츠증권, 미래에셋증권	482
	8 월	포스코인터내셔널 지분(3.24%)		2,018

자료: ECOS, 현대차증권

주가 조정기 높아진 Valuation 매력과 배당수익률

26F 커버리지사 순이익
YoY + 전망
실적과 Valuation의
괴리

다만 하반기 이익 둔화 가능성에도 불구하고, 연간 기준으로는 과거 평균을 크게 상회하는 높은 수준의 실적을 기록할 전망이다. 커버리지사 합산 연간 지배순이익은 YoY+79.4%, 평균 ROE는 23.2%가 전망된다. 과거대비 현저히 높아진 이익 수준과 ROE 감안시, 커버리지사들의 26F PBR은 0.8~1.1배 수준에 머물러 있어 실적과 밸류에이션 간 괴리는 과거 대비 확대된 상태다. 지금과 같은 주가 조정기는 Valuation 매력이 충분히 높아진 구간으로 판단한다.

주가 하단을 지지할
배당매력

배당 수익률 관점 역시 유효하다. 커버리지사 26F 배당수익률은 평균 6.1%. 배당성향이 낮은 미래에셋증권 제외시 평균 7.6% 수준을 전망한다. 이는 은행/보험 등 타금융업종 종목(시총 상위 4개사 평균) 대비 높은 수준이며 예상 배당수익률이 과거 고점권에 근접해 있는 만큼, 추가적인 주가 하방 리스는 제한적일 것으로 판단한다.

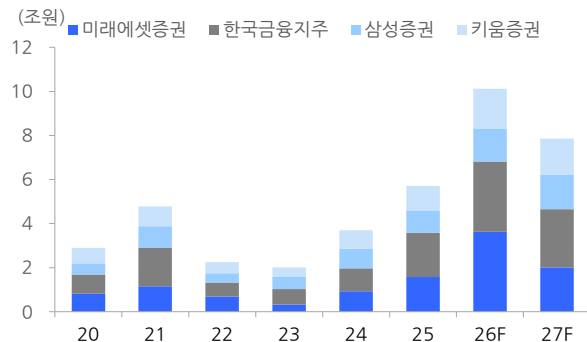
실적 모멘텀에 기반한
주가 상승 여력은 제한적

완화된 Valuation 부담과 배당매력은 분명 유효하지만, 증시 방향성의 불확실성이 업종 전반의 투자 심리를 제약하는 요인으로 작용하며 증권업종은 제한적인 주가 흐름을 이어나가고 있다. 낙관적으로 증시가 연초와 같은 상승 모멘텀을 회복한다면 증권주의 기계적인 동반 상승을 기대할 수 있겠지만, 현시점에서는 보수적인 매크로 전망 속 중장기 리레이팅 요인의 가시성을 점검할

다음 리레이팅 요인에
대한 고민이 필요

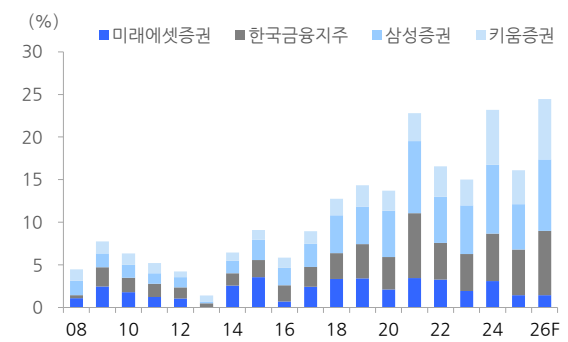
필요가 있다.

〈그림45〉 커버리지사 지배순이익 전망



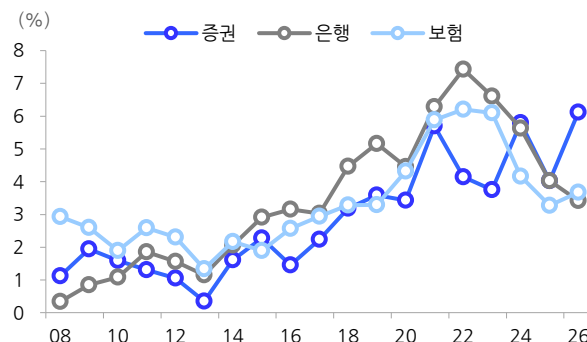
자료: 각 사, Quantwise, 현대차증권

〈그림46〉 커버리지사 26F 배당수익률 전망



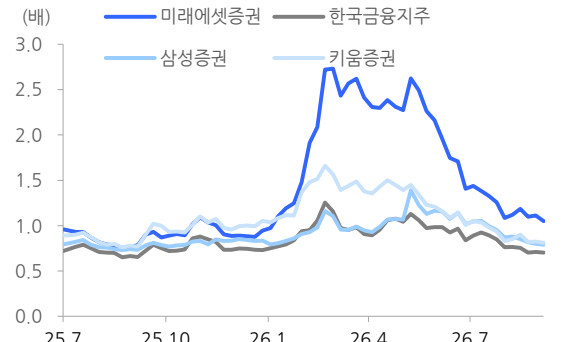
자료: 각 사, Quantwise, 현대차증권

〈그림47〉 커버리지사 vs 은행/보험 평균 배당수익률 비교



주: 은행/보험업종은 시총 상위 4개사 컨센서스 평균 기준
자료: 금융투자협회, 현대차증권

〈그림48〉 커버리지사 Valuation 추이(P/B 12M Fwd)



자료: Bloomberg, 현대차증권

다음은 지속가능한 이익 Level Up을 증명

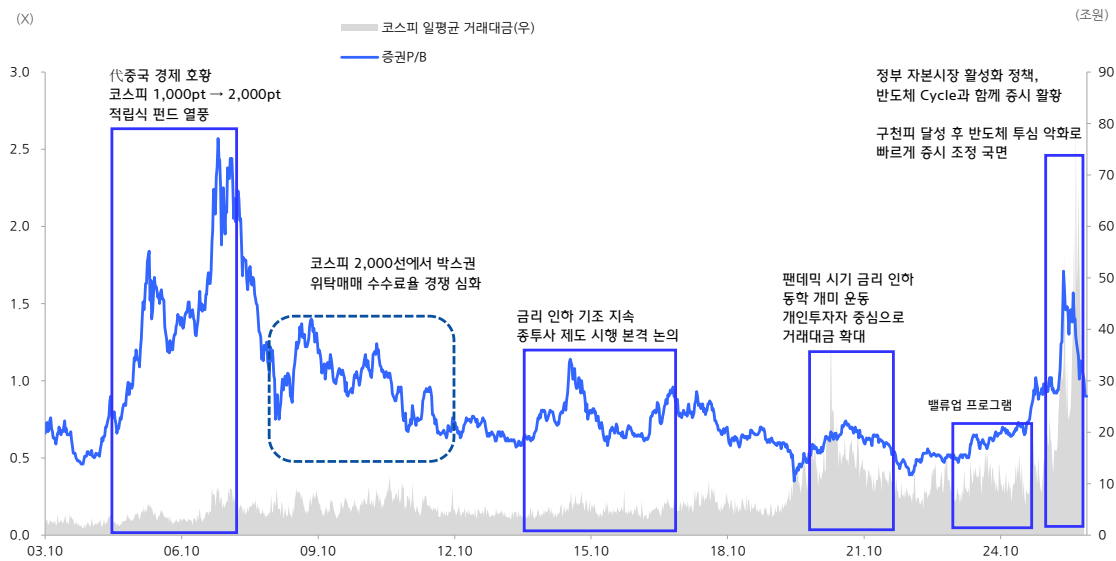
천수답형 사업구조와 이익변동성 우려. 해소되지 않은 저PBR

증권주 과거 증권주의 흐름을 보면 증권업이 시장에서 지속적으로 PBR 1배 미만의 낮은 멀티플을 받아
Valuation History 온 구조적 배경을 확인할 수 있다. 증권업종은 2000년대 중반 대중국 수출 중심 경제 호황과 공모펀드 열풍을 기반으로 PBR 2배 이상의 높은 밸류에이션을 받았었지만, 글로벌 금융위기 이후 증권업의 높은 시장 민감도와 이익 변동성이 재차 확인되며 빠르게 디레이팅이 진행되었다. 사업 포트폴리오 다변화에도 불구하고 브로커리지 수수료를 경쟁 심화와 부동산, IB 및 기타 운용 자산의 리스크 관리 실패가 실적 성장의 발목을 잡았다.

2010년대 이후 증권업 ROE 표준편차는 4.3으로 타금융업권인 은행(1.5), 보험(2.1) 대비 높은 수준이다. 과거 대비 개선되었지만, 증권업은 여전히 타금융업권 대비 높은 ROE 변동성을 보이며, 이는 투자자 입장에서 실적과 주주환원 예측가능성을 낮추는 요인으로 작용했다. 팬데믹 시기에도 거래대금 확대와 저금리에 따른 ROE 개선에도 PBR 1배 미만에서 밸류에이션 상승이 제한되었다. 당시에도 호실적 발표 이후 피크아웃 우려가 부각되면서 주가는 빠르게 조정을 받았다. 이는 시장이 증권주를 시황과 거래대금, 트레이딩 손익의 변화에 따라 단기 실적 모멘텀이 크게 좌우되는 업종으로 평가해 왔음을 보여준다. 현재도 증권업종은 견조한 연간 실적을 기록할 것으로 예상되지만, 미래셋증권을 제외한 커버리지 종목은 여전히 PBR 1배 미만에서 거래되며 실적과 Valuation의 괴리가 확대되었다.

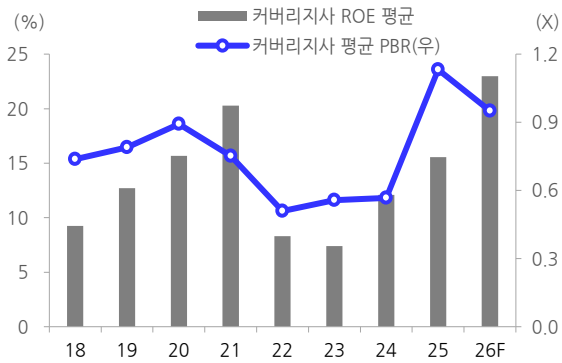
- 1)천수답형 1)시장과 정책 변수에 민감한 천수답형 수익구조로 실적의 높은 변동성과 낮은 예측가능성 2) 경쟁 심화와 제한적인 국내 시장 성장성으로 구조적인 이익 성장에 대한 낮은 기대치 3)자본 축적 과정에서 제한된 주주환원 여력의 제한이 증권주의 멀티플 상단을 제한하고 있다고 판단한다. 결국 증권업종의 중장기 리레이팅은 이러한 제약 요건을 해결할 수 있는 **지속가능한 이익 성장을 뒷받침하는 사업구조와, 이를 주주환원 확대로 연결할 수 있는 자본정책이 병행될 때** 가능하다고 판단한다.

〈그림49〉 KRX증권 Valuation History



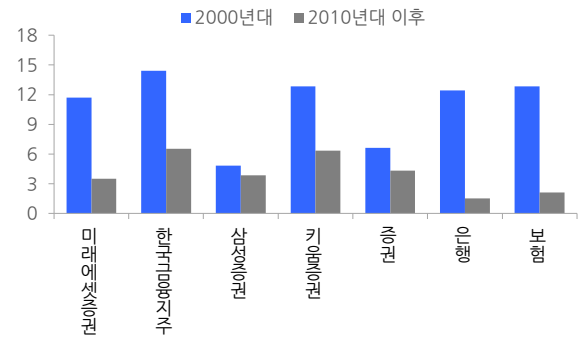
자료: Quantwise, 현대차증권

〈그림50〉 커버리지사 평균 ROE와 PBR 추이



자료: Quantwise, 현대차증권

〈그림51〉 커버리지사 및 KRX증권/은행/보험 ROE 표준편차



자료: Quantwise, 현대차증권

일본 증권사들의 이익 안정성 제고 속 주주환원 강화

리레이팅 지속 중인
일본 증권주

일본 Peer로서의 노무라홀딩스(8604.T)와 다이와증권그룹(8601.T) Case는 국내 증권주의 증자기 리레이팅 가능성을 판단하는 데 하나의 방향성을 제시할 수 있다. 양사는 점진적인 멀티플 상승을 받아오며 20년도 PBR 0.5~0.7배에서 현재 1.1~1.2배 수준까지 올라왔다. TOPIX 지수 대비 할 인율도 축소되는 모습이다.

주주친화적 자본정책을
가능케 하는 사업구조 변화

일본 증권주의 리레이팅 배경에는 무엇보다 주주친화적 자본정책이 자리한다. 노무라홀딩스는 연결 기준 배당성향 40% 이상, 다이와증권그룹은 50% 이상을 유지하고 있으며, 자사주 매입 역시 적극적으로 활용하면서 목표한 주주환원율을 달성하고 있다. ROE 역시 10% 이상 수준으로 올라왔는데, 일본내 증시 호조뿐만 아니라 주주친화적인 자본운용의 결과로 볼 수 있다. 국내 증권사 대비 낮은 수준의 ROE이지만, PBR과 ROE와의 연계성이 뚜렷하게 나타나며 추가 상승을 지속한 것은 현행 ROE 수준 자체보다 증자기 ROE의 개선 방향성과 유지 가능성에 대한 시장의 신뢰가 반영된 것으로 평가할 수 있다.

WM사업 내
반복수익 비중 확대로
이익 안정성 제고

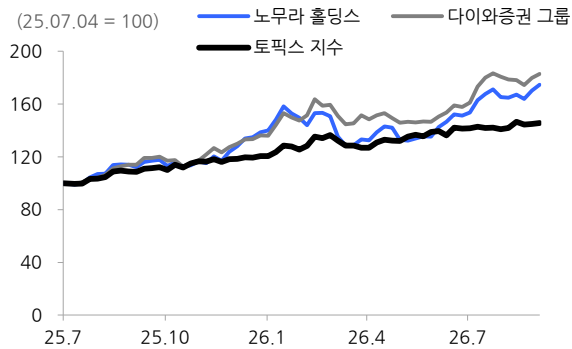
일본 대형 증권사의 적극적인 주주친화적 자본정책은 밸류업 프로그램이라는 제도적 환경 변화 뿐 아니라, 사업구조 고도화를 통한 이익 안정성 제고가 뒷받침되었다고 본다. 무엇보다 리테일 고객 기반 WM사업부문에 대한 집중 육성으로 고객자산 잔고에 기반한 반복수익을 확대하면서 이익의 변동성을 낮춘 점이 중요했다. 다이와증권그룹의 경우 WM부문 영업수익은 지속적으로 상승하면서 FY26/27 1분기에 879억엔(YoY+40.6%)을 기록했으며, 그 중 투자신탁/랩 관련 수익 비중이 50%에 달했다. 노무라홀딩스도 WM사업내 반복수익이 점진적으로 확대되며 그 비중이 40% 이상 수준으로 올라왔고, FY30/31까지 반복수익의 비이자비용 충당률을 100% 이상으로 목표하고 있다.

성장 여력이 큰
일본 리테일 시장

일본 가계금융자산은 2026년 1분기 말 기준 2,385.7조엔에 달하며, 현금 및 예금 비중이 47.2%를 차지한다. 이는 일본 리테일 금융시장이 이미 큰 자산 기반을 보유하고 있을 뿐 아니라, 예금성 자산의 시장성 금융상품 전환을 통해 추가 성장할 여지도 크다는 의미다. 2024년 도입된 신NISA의 확산에 따라 투자신탁·ETF·주식 중심의 리테일 고객자산이 확대되고 있으며, 이는 일본 증권사의 WM 기반 반복수익 성장과 이익 안정성 제고로 연결되고 있다.

결국 일본 Peer들의 멀티플 상향의 주요 동인은 성장여력이 높은 리테일 자산 시장을 기반으로 안정된 이익 성장이 가능한 사업 구조로의 변화를 진행했고, 이것이 지속가능한 주주친화적 자본정책과 ROE 성장의 질적 기반이 된 것에 있다고 판단한다.

〈그림52〉 다이와증권그룹/노무라홀딩스 상대주가 추이



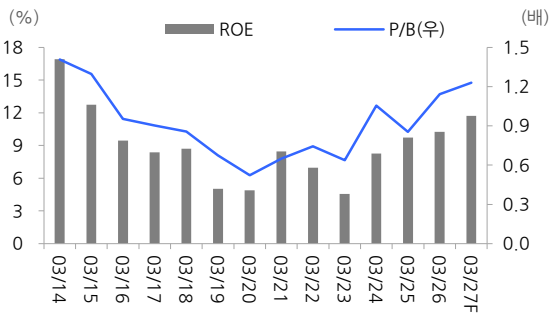
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림53〉 다이와증권그룹/노무라홀딩스 52주 베타 추이



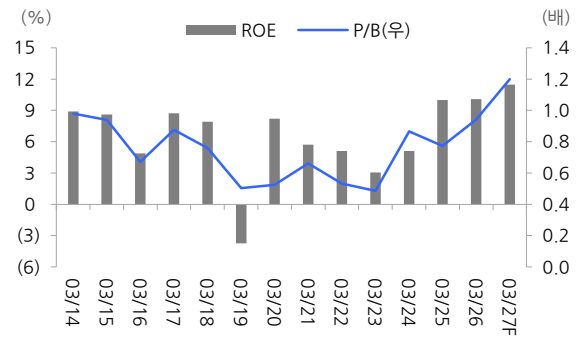
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림54〉 다이와증권그룹 ROE와 P/B



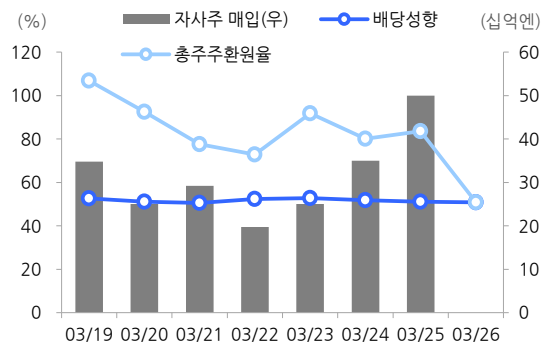
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림55〉 노무라홀딩스 ROE와 P/B



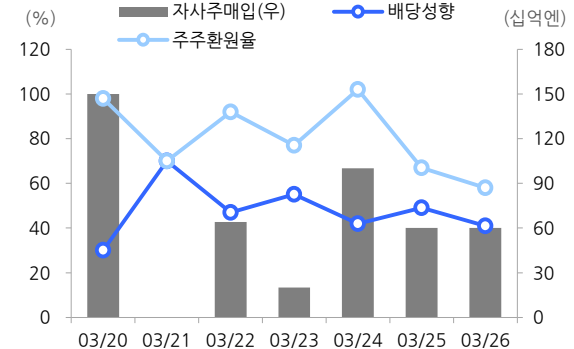
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림56〉 다이와증권그룹 주주환원율



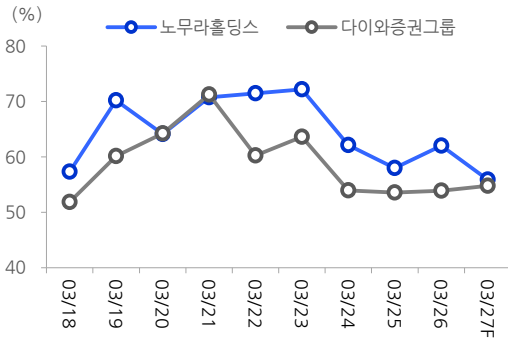
자료: 다이와증권그룹, 현대차증권

〈그림57〉 노무라홀딩스 주주환원율



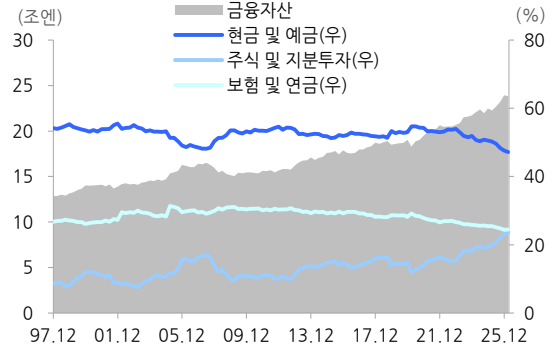
자료: 노무라홀딩스, 현대차증권

〈그림58〉 일본 Peer TOPIX 지수 대비 P/B Discount



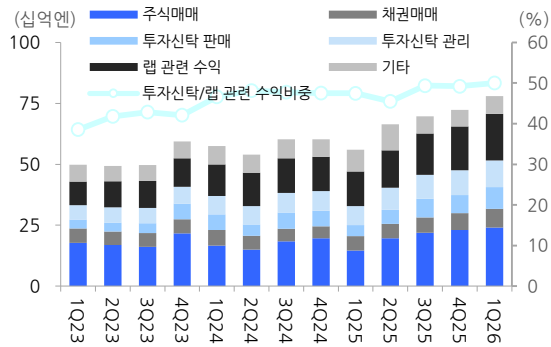
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림59〉 일본 가계 금융자산 구성비



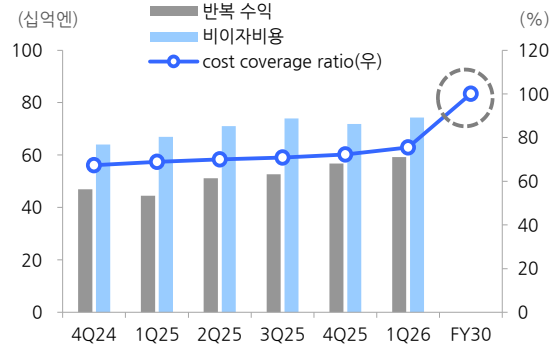
자료: BOJ, 현대차증권

〈그림60〉 다이와증권그룹 WM Division내 영업수익구조



자료: 다이와증권그룹, 현대차증권

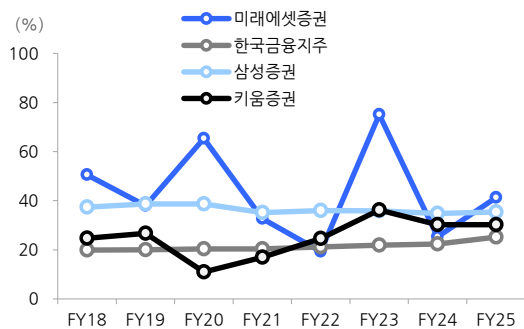
〈그림61〉 노무라홀딩스 WM Division내 반복수익 추이



자료: 노무라홀딩스, 현대차증권

지수의 단기간 가파른 등락이 실적과 주가 변동성을 키워냈지만, 일본 Peer와 같은 사업체질 개선과 주주친화적 자본정책은 현재 국내 증권업에도 진행되고 있는 변화라고 판단한다. 국내 증권사의 지속가능한 이익 증가를 위해서는 리테일 중심 사업구조 고도화의 역할이 더욱 부각될 것으로 전망한다. 1)성장 잠재력이 높은 리테일 고객 자산, 2)자산관리 및 금융상품 판매를 통한 고객자산 잔고 기반의 정상수익 증가, 3)발행어음/IMA 등 리테일 신 기반을 활용한 자금조달 경쟁력 제고 및 운용 자산 확대, 4)기업가치제고계획 발표 이후 예측 가능한 주주환원 정책이 결국 중장기 리레이팅 요인으로 이어질 것으로 기대한다.

〈그림62〉 커버리지사 주주환원을 추이



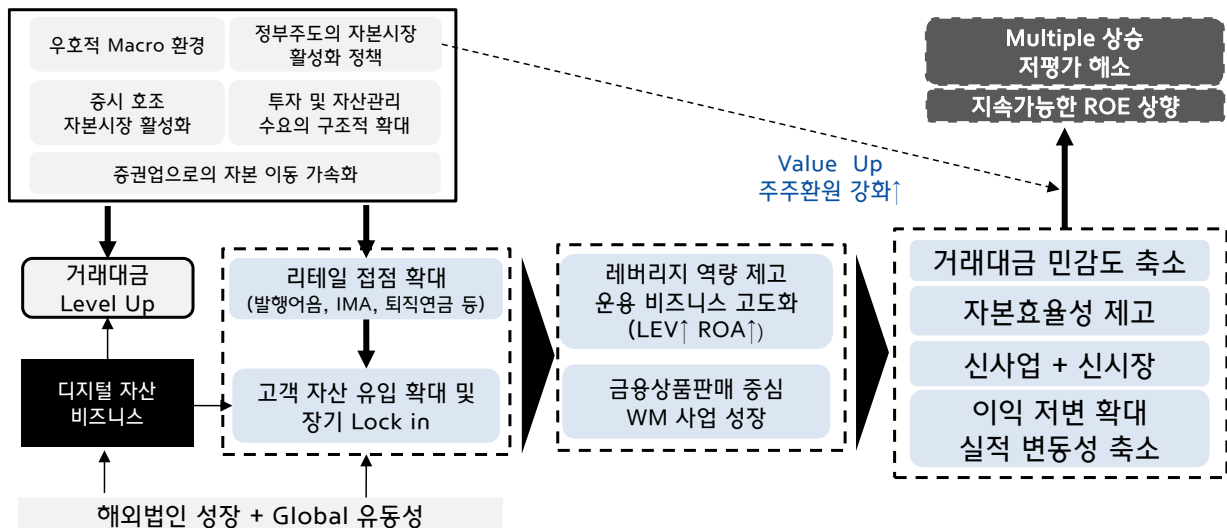
주: (총 배당+자사주매입)/연결당기순이익의 기준으로 계산
자료: 각 사, 현대차증권

〈표2〉 커버리지사 기업가치제고계획 주요 내용 정리

기업명	핵심목표
미래에셋증권	- 24~26F ROE 10% 이상. 주주환원성향 35% - 27~30F 글로벌 세전이익 5천억원 이상. 자사주 1억주 소각
한국금융지주	- 2030년 ROE 15% 이상. 자기자본 15조 이상. PBR 1배 이상
삼성증권	- 중장기 배당성향 50%
키움증권	- (별도)ROE 15% 이상, 주주환원을 30% 이상, PBR 1배 이상 - 28F내 감액배당 도입

자료: 각 사, 현대차증권

〈그림63〉 증권업의 리테일 역량 확대를 통한 중장기 리레이팅



자료: 현대차증권

리테일을 중심으로 한 이익 Level Up에 주목

가계자산내 증권업으로의 자본 이동 수요 확대. 리테일 고객 자산의 높은 성장 여력

국내 가계자산내
주식투자 비중
역사적 고점 돌파

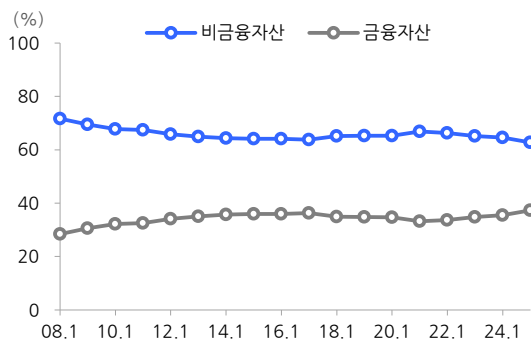
주식, 펀드, ETF 등 시장성 금융상품에 대한 개인투자자의 접근성이 높아지고, 자본시장 참여 경향이 축적되면서, 보다 폭넓은 투자수단을 제공하는 증권사를 통한 자산관리 및 투자 수요는 중장기적으로 확대될 전망이다. 국내 가계의 자산구성은 여전히 부동산과 예금성 자산 비중이 높은 편이지만 최근 가계금융자산 내 주식 및 자본증권 비중은 1Q26 기준 사상 최고 수준(28.8%)을 기록하였다. 정부 역시 생산적 금융 기조 아래 자본시장 활성화와 기업가치 제고를 핵심 과제로 제시하고 있으며, 고배당 기업에 대한 분리과세 요건 신설 등을 통해 기업의 주주환원 확대를 유도하고 있다. 이는 투자자의 기대수익률 제고와 국내 주식시장에 대한 신뢰 회복을 통해 가계자금의 위험자산 편입을 촉진할 수 있는 정책 환경으로 판단된다.

일본 역시 신NISA 제도 확대와 기업자배구조 개선, 도쿄증권거래소의 기업가치 제고 요구 등을 계기로 개인의 주식 및 투자신탁 편입 수요가 확대되고 있다. 한국과 일본은 모두 가계자산에서 위험자산 비중이 미국 등 주요 선진국 대비 낮고, 안전자산 및 부동산 선호가 강하다는 공통점을 지닌다. 이는 양국 가계의 보수적인 자산운용 성향을 보여주는 동시에, 중장기적으로는 예금·부동산 중심 자산이 금융투자자산으로 재배분될 수 있는 잠재력이 크다는 점을 시사한다.

성장 잠재력이 높은
리테일 사업

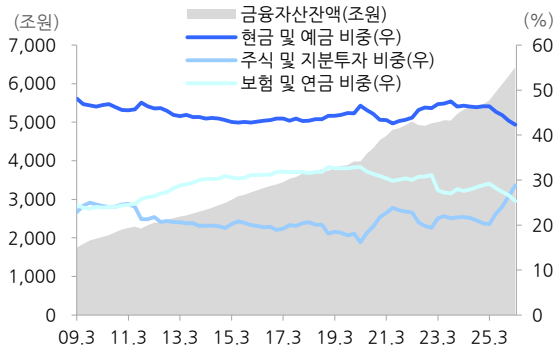
그동안 증권사의 기관영업, IB, 부동산금융 관련 사업은 성장 둔화와 업황 불확실성에 직면해 왔으나, 가계자산의 금융투자 비중 확대에 따른 리테일 고객자산 성장 잠재력은 충분히 증권사의 중장기 외형 성장을 뒷받침할 수 있을 것으로 전망한다

〈그림64〉 한국 가계 및 비영리단체 금융/비금융 자산비중



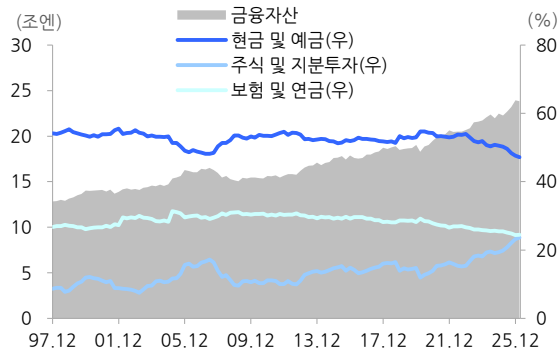
주: 2025년까지의 국민대차대조표
자료: ECOS, 현대차증권

〈그림65〉 한국 가계 및 비영리단체 금융자산 구성비



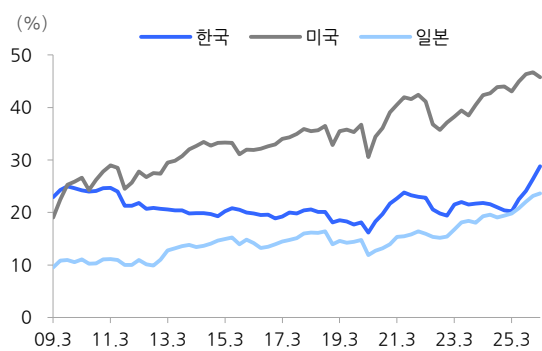
주: 1Q26까지 통계 자료
자료: BOJ, 현대차증권

〈그림66〉 미국 가계 및 비영리단체 금융자산 구성비



자료: FRED, 현대차증권

〈그림67〉 한국/일본/미국 가계금융자산내 주식투자 비중



자료: ECOS, FRED, BOJ, 현대차증권

〈표3〉 조세특례제한법 104조의 27 신설에 따른 고배당기업 배당소득 분리과세(25년 12월 국회 본회의 통과)

대상	고배당 상장법인 주주란? 전년대비 현금배당이 감소하지 않고, 1) 배당성향 40% 이상 2) 배당성향 25% 이상 및 직전 평균 대비 10% 이상 배당 증가 중 하나라도 충족하는 법인 (공모/사모펀드, 리츠, SPC 등은 제외)
과세특례	고배당기업 배당소득은 금융소득 종합과세 대상에서 제외하여 분리과세(중간/분기/결산배당 모두 포함)
적용세율	- 2,000만원 이하: 14% - 2,000만원 초과 ~ 3억원 이하: 20% - 3억원 초과 ~ 50억원 이하: 25% - 50억원 초과: 30%
적용기간	- 2026년 4월 결산법인 배당부터 적용 - 2028년 12월 31일이 속하는 사업연도에 귀속되는 배당분까지 3년 한시 특례

자료: 기획재정부, 현대차증권

〈표4〉 금융위 자본시장 체질개선 방안(26년 3월)

4대 정책 방향	추진과제	주요 개선 방안
신뢰	주가조작 적발역량 및 처벌 강화	- 주가조작 합동대응단의 인력 및 조직을 대폭 확대 - 신고 포상금 강화 - 미공개정보 이용, 사기적 부정거래 적발시 투자원금 몰수가 가능한 법적 근거 마련
	회계부정 엄단 등 회계투명성 강화	- 회계부정에 대한 과징금 부과 및 책임자 시장퇴출 - 지배구조 취약 및 분식위험 우려 등의 경우 비상장사라도 지정감사를 통한 회계검증 강화
	자본시장 평가인프라 기관의 객관성·공정성 제고	- 관련 법규, 평가기관 가이드선스와 함께 이해상충 관리 및 정보교류 차단 관련 관행 점검
	부실·저성과 기업 신속퇴출	- 1H27까지 '상장 폐지 집중관리기간' 운영 - 주주 이익 관점에서 저성과·부실 기업에 대한 적대적 M&A 유인
주주 보호	중복상장 원칙 금지	- 쪼개기 상장은 물론 실질적 지배력을 기준으로 중복 상장 심사기준 명확화 - 자회사 중복상장시 모회사 이사회에 주주 충실의무 부여
	낮은 주가 방치 등 기업가치 훼손 방지	- M&A시 공정가액 산정 및 외부평가 의무화 - 저PBR 기업의 기업가치 제고 노력 유도(저PBR 기업 리스트 상시 공표 등) - 기업들의 주요 자산 재평가를 통한 장부가치 - 공정가치 차이를 재무제표 주석공시 의무화
	스튜어드십코드 내실화	- 스튜어드십 코드 개정, 이행점검 체계 신설, 관련 법령해석집 개정 - 기관투자자들의 스튜어드십 코드 이행여부에 대한 제3자 점검체계 신설 및 통합공시
혁신	KONEX 시장의 인큐베이팅 기능 활성화	- KONEX 상장 수수료 지원, 지방 기업 대상 상장 유치 및 코스닥 이전상장 지원 - 성장단계별 맞춤형 컨설팅·IR 지원 및 주요 IB의 지정자문인 참여 유인 확대
	코스닥 시장의 경쟁력 및 역동성 제고	- 국가전략기술 분야 등에 대한 맞춤형 기술특례상장 도입 - 기업의 장기적 성장에 기반한 건전한 투자 확대를 위한 VC 등 투자의 회수시장 정상화 추진 - 코스닥 승강제 도입하여 역동성과 경쟁력 제고
	국민성장펀드·대형IB 모험자본 공급 본격 가동	- 국민성장펀드 '26년 30조원 이상 투자, 대형 IB는 '28년까지 20조원 이상 모험자본 신규 공급
시장 접근성	국내 장기투자 확대기반 마련	- RIA, 개인선물환, 단일종목·레버리지 ETF, BDC, 국민참여펀드 등 투자상품 출시 - 기금운용평가 기준수익률 변경 등을 통해 연기금의 코스닥 투자 확대
	외환·증권시장 시스템 선진화를 통한 외국인 투자 촉진	- 외환시장 24시간 개장, 역외 원화결제시스템 구축 - 외국인통합계좌 활성화 - KRX 지수 기반 파생상품을 해외거래소에 단계적 개방
	디지털 자본시장 확대를 위한 신규 투자상품 활성화	- 27년 2월 STO법 시행에 맞춰 기술·제조업 인프라 구축을 통한 새로운 투자상품 활성화

자료: 금융위원회, 현대차증권

금융상품비즈니스의 성장. WM사업의 실적 기여도 증가 전망

브로커리지에서 WM으로 리테일 수익구조의 전환

브로커리지는 여전히 리테일 수익의 핵심이지만, 거래대금과 시장 방향성에 좌우되는 대표적 천수답형 사업이다. 호황기 이익 레버리지는 높지만 불황기 실적 방어력이 낮고, 평균 약 1.5bp 미만으로 하락한 국내주식 수수료율과 점유율 경쟁까지 감안하면 장기 성장성도 제한적이다. 반면 금융상품 판매 및 자산관리 비즈니스(WM)는 브로커리지 대비 시장 민감도가 낮고, 장기적으로 축적한 고객 네트워크와 금융상품 공급 역량을 바탕으로 성장할 수 있는 사업이다. 이에 따라 증권사별 리테일 역량에 따라 이익 기여도와 수익성의 차별화가 만들어질 수 있다.

WM 수수료수익의 고성장

WM 수수료 수익은 크게 집합투자증권취급수수료, 자산관리수수료, 신탁보수 및 기타 수익으로 집계되는데, 1H26기준 커버리지(증권별도) 합산 7,800억원 수준을 기록하며 전년대비 +150.2% 성장했다. 이는 브로커리지 수수료수익(1H26 YoY +158.2%)과 견줄만한 성장률이었다. 특히 증시 활황기 속 목표전환형 랩 및 펀드 판매 급증이 이러한 성장세를 견인했다. WM 수수료수익의 증가는 증시 활황 국면에서 주식 매매뿐 아니라 랩/펀드/ETF/퇴직연금/채권 등 다양한 금융상품에 대한 수요도 견조했으며, 이에 따라 증권사로의 고객자산 유입과 금융상품 잔고 확대가 가속화되었음을 의미한다. 일례로 일임형 랩어카운트의 경우 2Q26말 총 계약자산 134.8조원으로 전분기대비 +55% 증가했으며, 고객수는 2025년까지 YoY 성장률이 1% 내외였지만 2026년 상반기에 들어서 5~6% 성장세를 보이며 2백만명을 돌파했다. 계약자산의 증대가 시장 평가이익에만 의존한 것이 아니라 신규 고객 유입이 뒷받침되었다고 볼 수 있다.

WM, 지속가능한 이익의 하단을 높인다

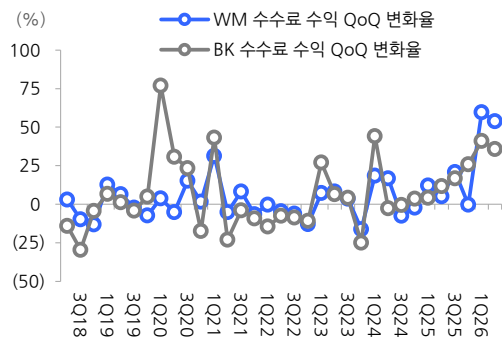
WM 사업부문 역시 증시 및 매크로 영향에서 자유로울 수는 없지만, 브로커리지 수익 대비 변동성은 상대적으로 낮다(커버리지사 증권별도 기준 합산 WM 수수료 수익의 21~25년 QoQ 평균 변화율 9.7%). 증시 조정 국면에서는 직접 주식 매매 수요가 둔화되는 반면 대체 금융상품에 대한 수요가 확대될 수 있어 이익의 하방을 일부 방어하는 역할을 할 수 있다. 무엇보다 고객자산(AUM) 누적 기반 반복수익 확대에 따라 지속가능한 이익의 하단을 올릴 수 있는 수익원이다

WM 손익은 커버리지사 기준 영업손익내 비중이 10% 미만이다. 수치상의 작은 수익 기여도로 중요도가 떨어져 보일 수 있지만, 일부 금융상품에 대한 판매수수료는 별도의 고유계정과 혼합되어 운용되기 때문에 WM 수수료 수익에 포함되지 않을 수 있고, 최근 파생결합증권과 같은 금융상품판매 확대는 결국 증권사들의 운용자산 확대에 이어져 간접적으로 트레이딩 및 이자손익에 기여할 수 있다는 점을 고려할 필요가 있다.

주거래증권사 경쟁의 확산과 브로커리지 점유율 변동

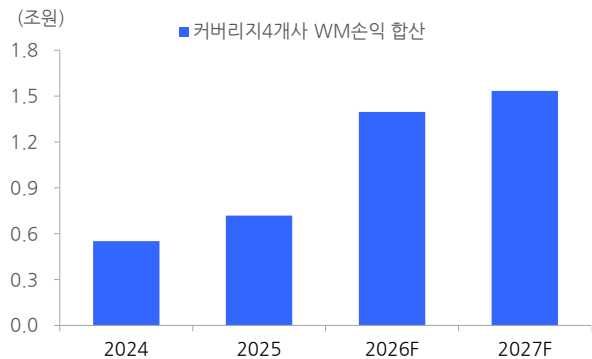
한편 WM 역량을 바탕으로 오프라인PB·퇴직연금·IMA·발행어음 등 다층적인 리테일 접점을 확보한 증권사들이 고객들에게 '주거래증권사' 지위를 강화하며, 브로커리지 점유율을 점진적으로 확대할 가능성이 높다고 생각한다. 온라인 서비스 중심의 키움증권은 거래 편의성과 낮은 수수료율을 바탕으로 업계 1위 위탁매매 점유율을 확보했지만, 최근 점유율 부진의 배경에는 코스닥 시장의 부진과 함께 오프라인 지점 거래 및 퇴직연금내 ETF 거래대금 증가 영향이 있었다. 동사는 향후 퇴직연금·발행어음 등 리테일 사업 범위 확장을 통해 이를 방어할 수 있을 것으로 전망한다

〈그림68〉커버리지사합산BKvs.WM수수료수익QoQ변화율



자료: 각 사, 현대차증권

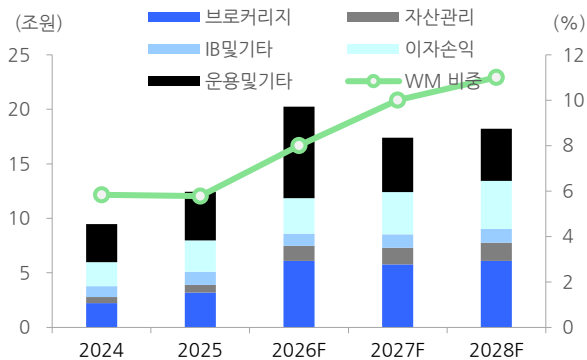
〈그림69〉커버리지사 WM 수수료 손익 전망



주: 증권 별도 기준

자료: 각 사, 현대차증권

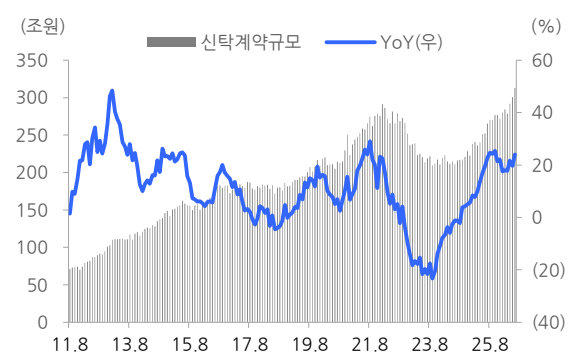
〈그림70〉커버리지사 영업손익내 WM손익 비중 추이 전망



주: 증권 별도 기준

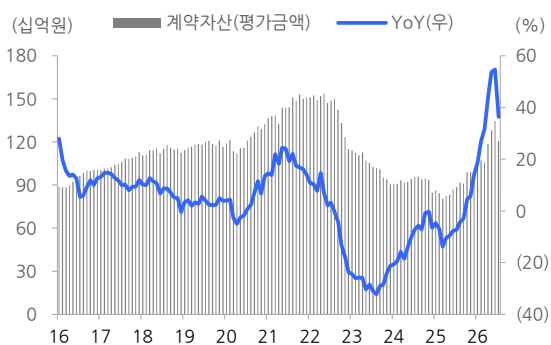
자료: 각 사, 현대차증권

〈그림71〉증권사 신탁계약규모 추이



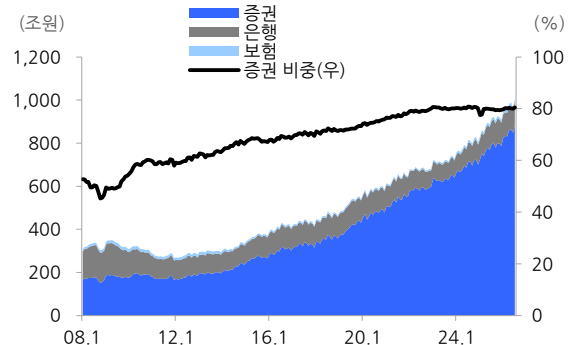
자료: 금융투자협회, 현대차증권

〈그림72〉일임형 랩어카운트 계약자산(평가금액)



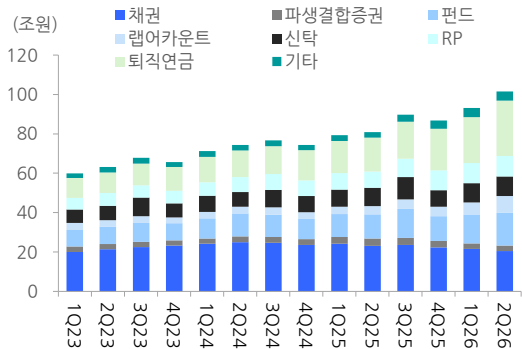
자료: 금융투자협회, 현대차증권

〈그림73〉펀드 판매기관별 규모



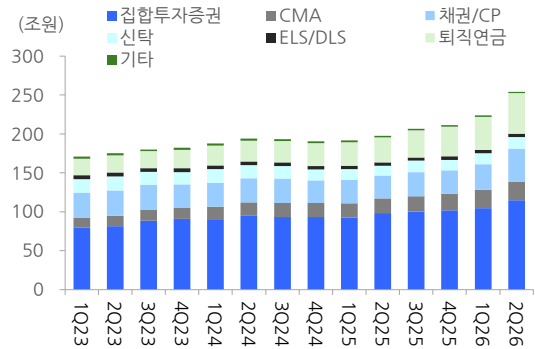
자료: 금융투자협회, 현대차증권

〈그림74〉 삼성증권 고객 예탁자산 잔고 추이



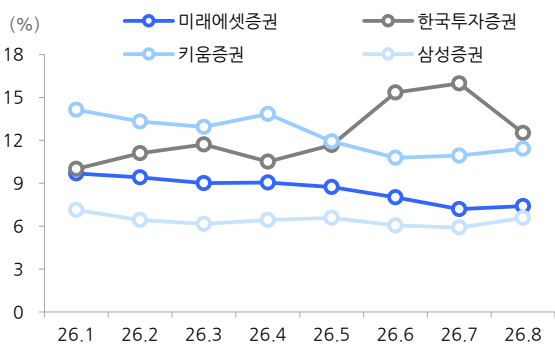
자료: 삼성증권, 현대차증권

〈그림75〉 미래에셋증권 고객 예탁자산 잔고 추이



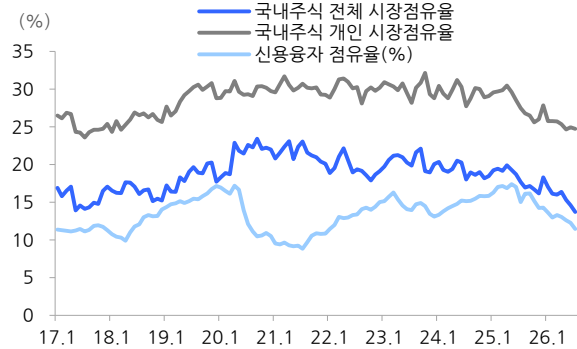
자료: 미래에셋증권, 현대차증권

〈그림76〉 커버리지사 전체 약정대금 점유율 추이



자료: CHECK, 현대차증권

〈그림77〉 키움증권 국내주식 점유율 추이



자료: 키움증권, 현대차증권

퇴직연금 사업과 ETF 시장의 성장세, 리테일 고객 자산의 장기 Lock in

타금융업권 대비
증권사들의 높은
퇴직연금 적립금
성장률

24년 퇴직연금 실물이전제도 도입을 계기로 증권사들의 퇴직연금 적립액이 빠르게 늘고 있다. 2026년 2분기 말 증권업권 퇴직연금 적립금은 165.0조원으로 전분기 대비 16.5% 증가했다. 같은 기간 은행권 적립금은 281.5조원으로 6.6% 증가했고, 보험사들의 적립금은 107.3조원 수준을 기록했다. 증권업권은 여전히 적립금 규모에서는 은행권을 하회하지만, 증가율 측면에서는 은행·보험을 유의미하게 상회하고 있다. 전체 퇴직연금 적립금에서 증권업권의 비중도 29.8%로 전분기 대비 1.9%p 상승했다. 미래에셋증권의 경우 2Q26 기준 52조원의 적립금을 기록하며 전금융권내 4위를 차지했으며, 삼성증권의 경우 28.1조원으로 9위를 차지했다. 증권사는 은행·보험사 대비 주식, ETF, 채권, 공모펀드, TDF 등 실적배당형 상품에 대한 접근성이 높고, 모바일 기반의 ETF 실시간 매매 서비스를 제공한다는 점에서 DC·IRP 가입자의 수요를 효과적으로 흡수하고 있다.

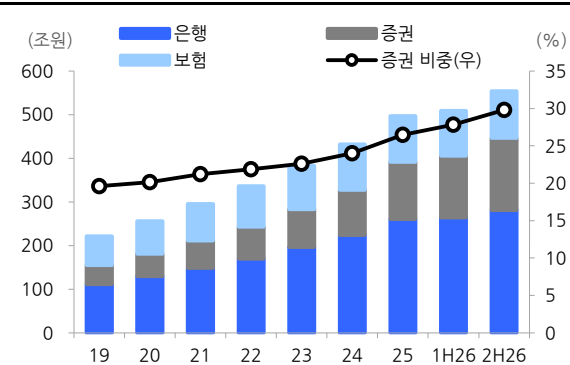
ETF 시장의 성장세로
DC·IRP형 퇴직연금
수요 증가

ETF 시장의 견조한 성장과 함께 증권사들의 퇴직연금 경쟁력을 강화시킬 전망이다. 26년 8월 기준 국내 상장 ETF는 총 1,167개, 총 AUM은 450조원(25년 대비 +51.5% 성장) 수준이다. 단일종목 레버리지 ETF 규제 이후 주춤한 모습을 보이고 있지만 8월까지의 누적 거래대금은 전년 대비 +442.1% 성장하였다. ETF 시장 확대는 주식시장 강세 국면에만 의존하지 않는다. 시장 변동성이 확대되거나 주식 기대수익률이 낮아지는 환경에서도 실제로 투자자들은 채권형·단기금리형 ETF 등을 활용해 포트폴리오를 다변화할 수 있다. 투자중개형 ISA 계좌 운용자산내에서도 24년도부터 주식보다 ETF비중이 높게 유지되고 있다. 퇴직연금과 ETF 시장은 상호 보완적 성장 구조를 형성하고 있다. DC·IRP 중심의 퇴직연금 적립금 확대는 장기·반복 납입형 자금의 유입을 통해 ETF 시장에 안정적인 수요 기반을 제공하고, ETF 시장이 점차 성숙해지면서 실적배당형 중심의 퇴직연금 운용 수요가 늘어나게 된다.

단기 수익성 보다는
확장성과 장기 Lock in

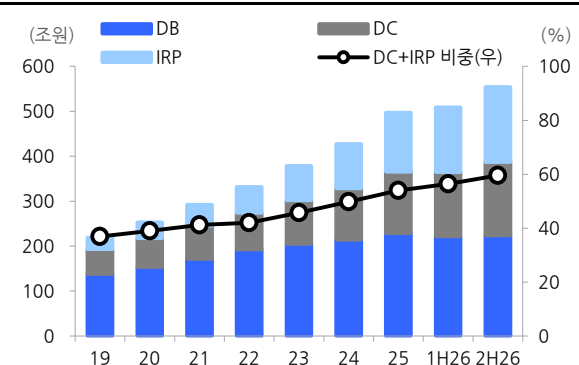
퇴직연금 사업의 자산관리·운용관리 수수료율은 통상 20~30bp 수준이지만, 최근 증권사 간 고객 유치 경쟁이 심화되면서 수수료 면제 및 인하 사례가 확대되고 있다. 또한 다른 사업 대비 인력 투입이 많은 편이라 즉각적인 수익성 기여가 제한적일 수 있다. 그러나 퇴직연금사업의 핵심 가치는 단기 ROIC보다 장기 고객자산의 축적과 락인 효과에 있다. 퇴직연금은 정기적인 사용자 부담금 납입과 장기 투자기간을 바탕으로 잔고가 구조적으로 증가하는 성격을 지닌다. 축적된 연금자산은 장기적으로 금융상품 판매, 랩신탁, 자문 및 자산관리 서비스 수익의 기반이 될 수 있으며, 은퇴 이후 일반 WM 자산으로의 전환 가능성도 크다. 이에 따라 증권사 입장에서는 퇴직연금이 단기 수수료수익보다 고객 생애가치(LTV) 확대와 경장 수익원 다변화 측면에서 전략적 중요성이 높은 사업이다.

〈그림78〉 업권별 퇴직연금 적립액 추이



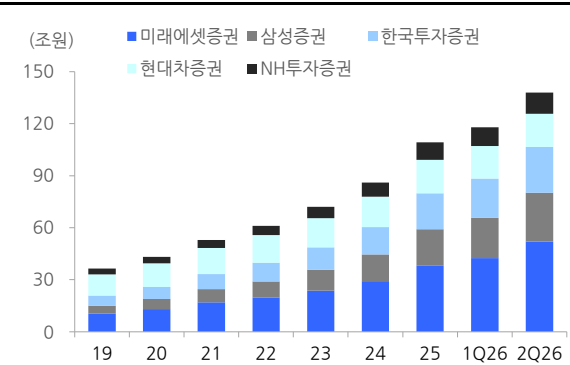
자료: 금융투자협회, 현대차증권

〈그림79〉 상품별 퇴직연금 적립액 추이



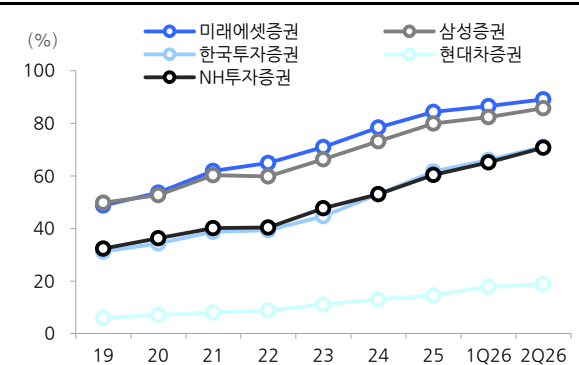
자료: 금융투자협회, 현대차증권

〈그림80〉 주요 증권사 퇴직연금 적립액 추이



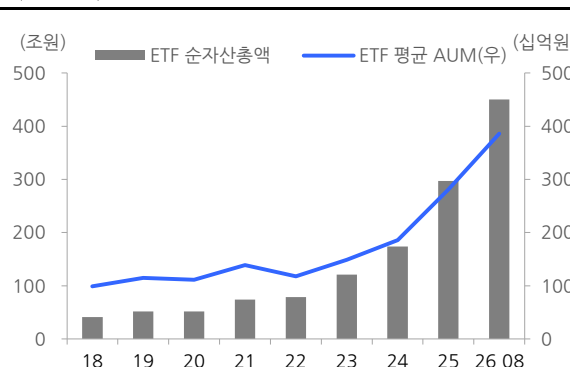
자료: 금융투자협회, 현대차증권

〈그림81〉 주요 증권사 퇴직연금내 DC+HRP형 비중



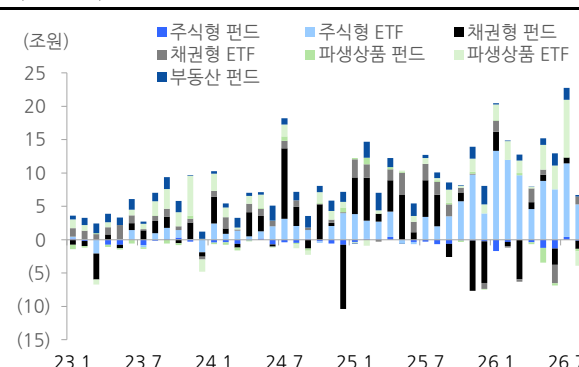
자료: 금융투자협회, 현대차증권

〈그림82〉 ETF AUM 성장 추이



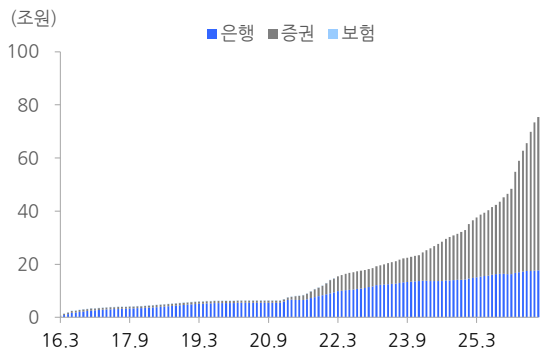
자료: 금융투자협회, 현대차증권

〈그림83〉 유형별 펀드 설정액 추이



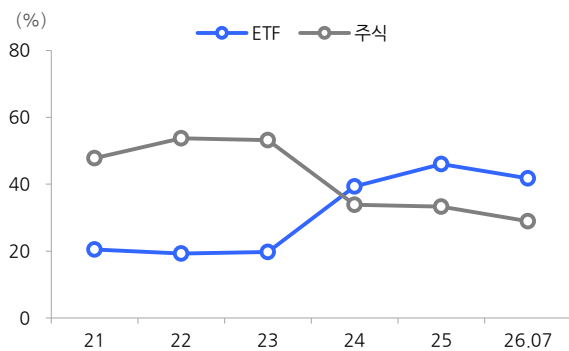
자료: 금융투자협회, 현대차증권

〈그림84〉 업권별 ISA 투자금액 추이



자료: 금융투자협회, 현대차증권

〈그림85〉 ISA 운용자산내 ETF와 주식 비중 비교



주: 투자중개형 ISA 기준
자료: 금융투자협회, 현대차증권

발행어음/IMA를 중심으로 증권사들의 리테일 수신 기능 강화

발행어음 · IMA,
증권사 리테일 수신
기반의 확장

발행어음과 IMA 라이선스를 통해 증권사들의 리테일 수신 기능이 제고되고 있다. IMA는 고객 예탁금을 통합 운용해 성과를 지급하는 원금지급형 실적배당 상품이며, 발행어음은 만기 1년 이내의 원리금 확정형 상품이다. IMA(자기자본 요건 8조 이상)의 경우 현재 미래에셋증권, 한국투자증권, NH투자증권 3개사가 사업을 영위하고 있으며, 발행어음(자기자본 요건 4조 이상)은 올해 키움증권, 하나증권, 신한투자증권, 삼성증권이 추가되며 총 8개사로 확대되었다. 메리츠증권은 올해 하반기에 발행어음 사업 인가를 받을 것으로 예상된다.

현재 발행어음 잔고는 2Q26 기준 약 56.2원이며 2025년말 기준으로 리테일 고객들의 비중이 60% 이상으로 추정된다. 정확한 수치를 파악하기 힘들지만 IMA 역시 누적 총 모집액이 3.6조원 수준이며 3분기내 4.2조원 수준으로 증가할 것으로 전망된다. 초기 한국투자증권과 미래에셋증권의 IMA의 경우 리테일 고객들의 비중이 70~80% 수준으로 파악된다.

발행어음
안정적 이자손익
Level Up

발행어음과 IMA는 결국 증권사들의 레버리지 역량 제고와 운용자산 확대에 이어지는데 실제 이익 기여의 지속가능성을 점검해볼 필요가 있다. 발행어음의 경우 순이자마진(NIM) 80~120bp 선에서 이자부자산 위주로 안정적으로 운용되고 있기에 경망적인 이자손익 확대에 기여할 수 있다. 물론 가파른 금리 상승기에 마진 축소 또는 역마진이 나올 수 있는 상품구조이지만, 최근 안정화된 시장금리 고려시 리스크는 제한적일 것으로 보인다. 한국투자증권은 2025년 기준 별도 자기자본대비 190% 이상의 발행어음 잔고(21.5조원)를 유지하며 타사대비 공격적으로 운영하고 있는데, 여기에 100bp 정도의 NIM 적용시 연간 2,150억 수준 이상의 이자손익 창출이 가능할 것으로 추정된다. 리테일 고객 기반이 탄탄한 한국투자증권이기에 추가적인 잔고 증가에 따른 안정적인 이자 손익 확대를 기대할 수 있다.

건조한 초기 운용성과 속
장기 리테일 수익원으로서의
IMA

IMA의 경우 기준수익률(4~4.5%)을 넘는 경우 증권사에게 성과보수가 발생하며, 손실을 기록할 경우 증권사가 관련 원금보장을 위한 관련 비용을 부담해야 한다. IMA는 발행어음 대비 만기가 길고 기업금융·모험자본 자산에 대한 운용 의무가 큰 데다, 증권사가 만기 원금지급 의무까지 부담한다는 점에서 상대적으로 높은 위험을 수반한다. 다만 현재까지 공개된 운용 성과는 건조한 수준으로 파악된다.

제도 시행 초기 모집된 주요 IMA의 자산운용보고서(분기별 1회 이상 교부 의무)를 보면, 2Q26까지의 누적수익률(순자산총액 증가율)은 미래에셋증권 1호가 11.9%, 한국투자증권 S1호가 2.43%를 기록했다. 미래에셋증권 1호의 경우 대출채권 비중을 늘림과 동시에 비상장AI반도체 기업 투자에서의 수익을 만들어내며 높은 운용 수익률을 보인 것으로 전해진다. 한편 운용자산내역이 파악되는 다른 IMA들의 연환산 수익률은 대략 3~6% 수준인 것으로 파악된다.

안정적인 운용성과와 듀레이션 관리, 모집 규모 통제가 뒷받침된다면 IMA는 안정적인 운용·판매·관리·성과 보수 수익을 창출하는 동시에 장기 리테일 고객자산을 확대하며 증권사의 경상 이익 기반을 강화할 수 있다.

결국 IMA와 발행어음의 확산은 증권사의 리테일 기반 자금조달 여력을 높이고, 이를 바탕으로 기업금융·채권·대체투자 등 운용자산의 확대를 촉진할 것으로 예상된다. 여기에 기존 주요 리테일 자금조달 수단인 ELS 등 파생결합증권의 발행도 전년 대비 회복세를 나타내고 있다. 과거 대비 강화된 증권사들의 리스크 관리 기조 속 조달 기반이 다변화되고 운용자산 규모가 확대됨에 따라, 증권사의 이자수익 및 운용손익의 하단은 점진적으로 높아질 전망이다.

〈표5〉 발행어음 개요

항목	내용
개요	1년 이내의 약정된 수익률에 따라, 고객을 수취인으로 하고 증권사가 원리금 지급인이 되어 발행하는 단기약속형 어음
가입 대상	개인/법인
유형	수시형/만기형/적립식형/CMA형/외환형
수익률	- 회사가 고지한 약정 수익률 적용 (예. 수시형: 평균 2.0~2.5%, 만기형: 평균 3.0~3.3%) - 만기 전 상환시 중도매도수익률 적용
원금보장	예금자보호법에 따른 보호X(증권사 신용위험시 손실 가능)
최소 가입금액	10~100만원(유형마다 상이) *CMA형의 경우 제한 없음
운용 방식	주로 여신성 자산(기업 대출, 회사채, CP, PF)
발행 증권사 (2026년 9월 기준)	미래에셋증권/한국투자증권/NH투자증권/KB증권/키움증권/ 신한투자증권/하나증권/삼성증권

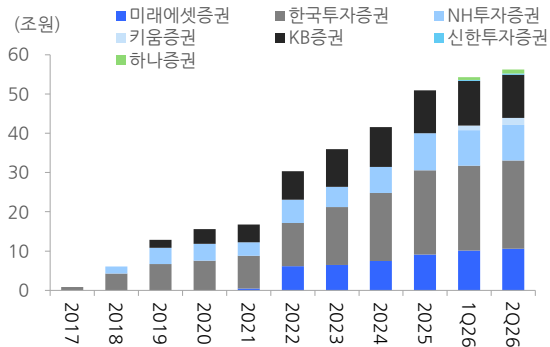
자료: 산업 자료, 현대차증권

〈표6〉 IMA 개요

항목	IMA
개요	고객으로부터 예약받은 자금을 통합하여 기업금융관련 자산 등에 운용하고 원금과 함께 발생한 수익을 고객에게 지급하는 것을 목적으로 하는 계좌(만기 2~7년의 중장기 투자상품)
가입 대상	개인/법인
유형	폐쇄형, 개방형, 안정형, 투자형 등
수익률	실적 배당형 상품으로 확정 수익률 지급X 평균 수익률은 유형마다 차이가 있으나 약 4~8%
원금보장	예금자보호법에 따른 보호X(증권사 신용위험시 손실 가능) 다만 운용손실에도 증권사의 원금 지급 의무 손실충당금 - 고유재산으로 5% 적립
최소 가입금액	10~100만원(유형마다 상이) *CMA형의 경우 제한 없음
운용 방식	주식, 채권, 기업대출, 벤처투자, 인수금융 등 다양하며 유형 및 모집 회차별로 운용 자산 상이
발행 증권사 (2026년 6월 기준)	미래에셋증권/한국투자증권/NH투자증권

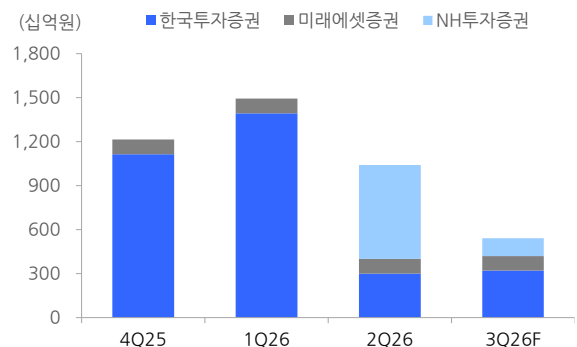
자료: 산업 자료, 현대차증권

〈그림86〉 발행어음 잔고 추이



자료: 각 사, 현대차증권

〈그림87〉 IMA 모집액 추이



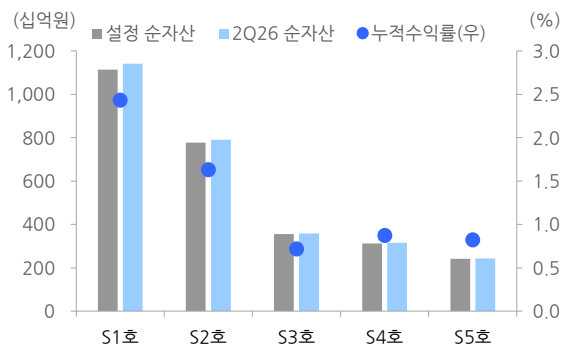
자료: 각 사, 현대차증권

〈표7〉 주요 IMA 운용 자산 현황

(십억원, %)	설정일	초기 설정자산	순자산(2Q26)	누적 수익률	주요 자산 비중(2Q26)
미래에셋증권 1 호	2025-12-26	100	112	11.9%	채권 47% 대출 40% 주식 7%
한국투자증권 S1 호	2025-12-24	1,115	1,142	2.4%	수익증권 42% 대출 53%
한국투자증권 S2 호	2026-01-22	777	790	1.6%	수익증권 40% 대출 41%
한국투자증권 S3 호	2026-02-25	355	358	0.7%	수익증권 52% 대출 33%

자료: 각 사, 현대차증권

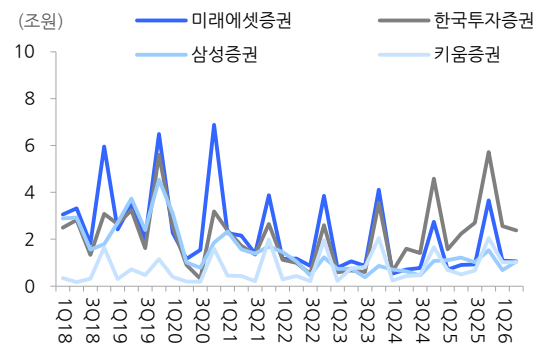
〈그림88〉 IMA 운용 수익률 현황



주: 2Q26까지 순자산 증가율로 수익률 집계

자료: 각 사, 현대차증권

〈그림89〉 커버리지사 ELS/ELB 발행 추이



자료: 인포맥스, 현대차증권

Digital과 Global로 확장되는 리테일

증권업내 향후 주목할 키워드로 토큰증권(STO)과 외국인통합계좌(Omnibus Account)가 거론되고 있다. 새로운 수익원으로 발전할 가능성이 있으나, 단기 실적에 대해서는 보수적인 접근이 필요하다. 다만 장기적인 관점에서 국내 증권업이 디지털 자산과 해외 시장이라는 두 축으로 리테일 저변을 확장해 나가고 있다는 점에 주목하고, 이번 글에서는 이러한 변화의 전략적 가치에 대해 논의하고자 한다.

디지털자산 비즈니스의 출발점 STO. 단기 이익 기여는 제한적

본격적인
제도화 국면에
진입한 STO

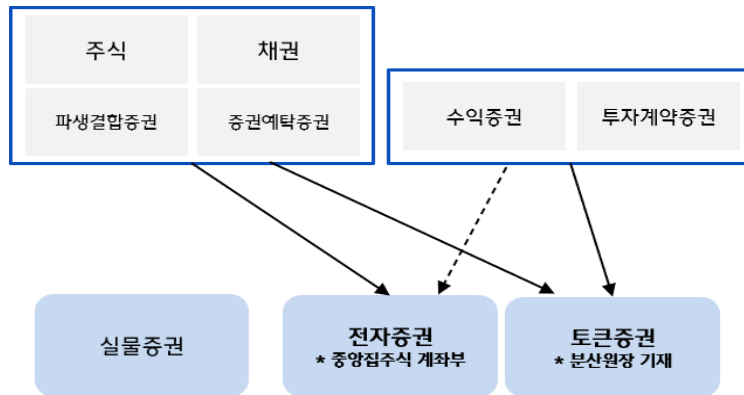
분산원장기술(DLT)을 기반으로 발행·관리되는 토큰증권은 1)거래 및 권리기록의 투명성 제고, 2)스마트 컨트랙트를 통한 권리 이행의 자동화 등 기술적 장점의 활용 가능성이 국내에서도 지속적으로 논의돼 왔다. 제도적 기반 부재로 제한적 논의에 머물렀던 증권사들의 토큰증권사업은 최근 법제화 진전과 함께 본격적인 추진 국면에 진입했다. 올해 1월 전자증권법·자본시장법 개정안이 국회 본회의를 통과하며 제도화의 틀이 마련됐다. 개정안은 2027년에 시행될 예정이며, 현재 제3차 토큰증권 협의체 회의까지 진행되었다. 향후 하위법규 및 세부 가이드라인이 발표되면서 증권사별 사업모델(발행/상품화/판매유통/계좌관리/수탁 등)과 인프라 구축이 가속화될 전망이다.

한편 2월에 이루어진 금융위원회의 수익증권 장외거래중개업 예비인가(기존 전자증권 방식의 신탁수익증권 유통에 한정)는 조각투자 유통시장의 제도권 편입과 함께, 향후 토큰증권 유통 시장을 위한 선행 인프라가 구축되기 시작했다는 점에서 의미가 있다. 금감원(외평위)의 평가에 따라 다수의 증권사들이 참여한 NXT컨소시엄과 KDX컨소시엄에 대한 예비인가가 승인되었고 8월 두 컨소시엄이 본인가 신청서를 제출한 상황이다.

정형증권 토큰화로 넓어진
STO 수익 기회

9월 4일 제3차 토큰증권 협의체에서 발표된 정책 방향에 따르면, STO의 적용 범위를 조각투자 중심의 비정형증권에서 정형증권(주식/채권/펀드 등)으로 확장했다. 우선 기관투자자 전용 사모 MMF·사모사채와 신탁방식 비상장주식을 대상으로 인프라를 구축한 뒤, 공모증권으로 확장될 전망이다. 전통 금융상품군과 기존 증권사들의 사업영역과의 연계 가능성이 높아질 수 있고 기관리테일 투자자들의 시장 참여 기반을 강화한 것으로 평가할 수 있다.

〈그림90〉 토큰증권 개념 및 범위



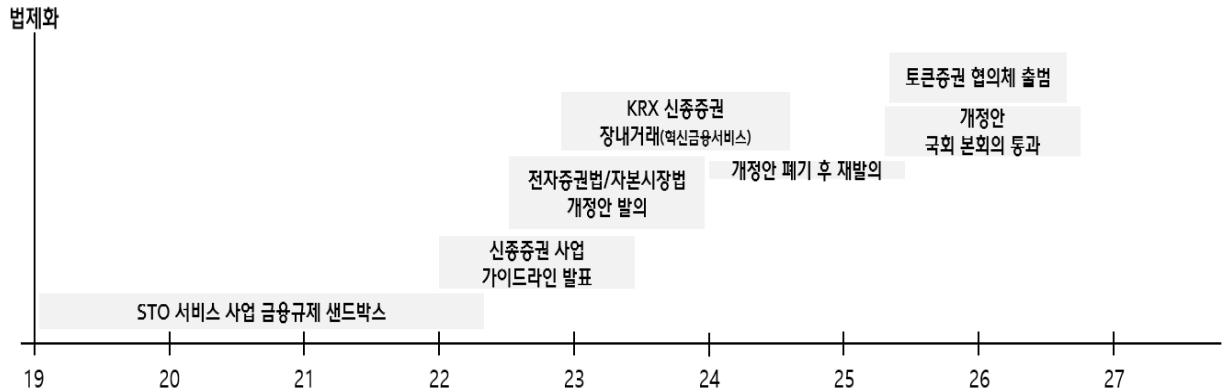
자료: 금융위원회, 현대차증권

〈표8〉 26년 1월 전자증권법/자본시장법 개정안 국회 본회의 통과

전자증권법 개정 주요 내용	- 분산원장의 개념 정의 - 다수 참여자에 의한 분산원장시스템 허용(법적 효력이 부여되는 증권 계좌부로 인정) →토큰증권 발행 허용 - 토큰증권은 증권에 관한 제도 적용(중개사 인가 필요, 공모시 증권신고서 제출 및 공시 의무)
자본시장법 개정 주요 내용	- 투자계약증권 유통 허용. 관련 장외거래중개업 인가 신설 -(기존)투자계약증권의 비정형적 특성 때문에 증권사를 통한 유통 금지→(개정) 증권사 중개 대상 포함
향후 계획	- 금번 개정안은 공포 1년 후 시행 예정 - 유관기관 합동 [토큰증권 협의체] 구성 예정→26년 2월 Kick Off 회의 개최

자료: 금융위원회, 현대차증권

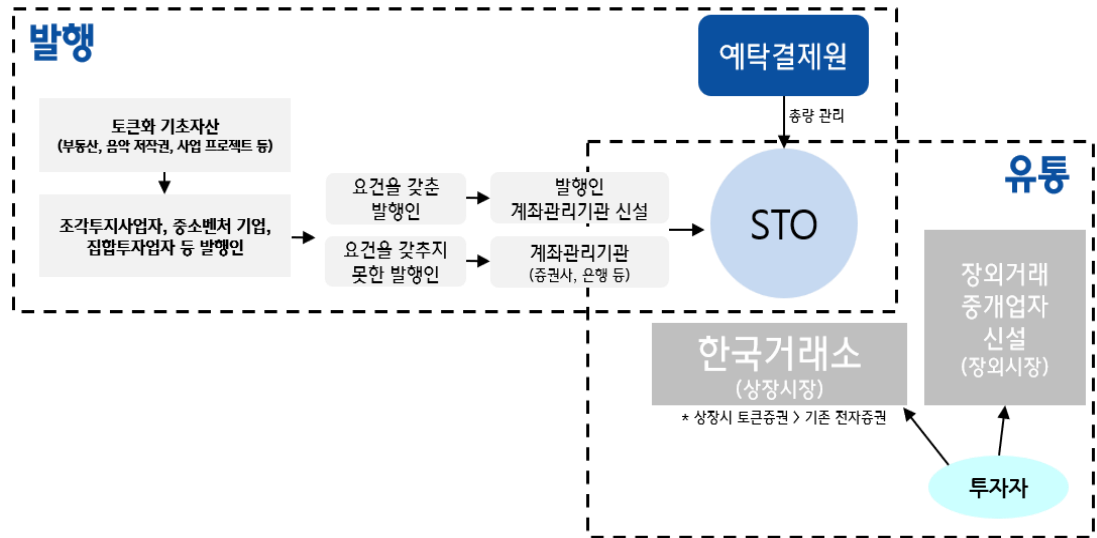
〈그림91〉 STO 법제화 타임라인



금융규제 샌드박스 [금융혁신지원 특별법]	STO 서비스 사업 '혁신 금융 서비스'로 지정(* 최대 4년 동안 별도의 인허가 없이 시범 영업 가능) - 뮤직카우, 카사, 비브릭, 펀블, 소유, 루센트블록 등 스타트업 대상으로 혁신금융서비스 지정
신종증권 사업 가이드 라인 발표	- 22년 금융위, 조각투자/토큰증권 가이드라인 발표 증권성 판단원칙, 발행 및 유통 관련 규율 등 제시
전자증권법 발의	- 23년 7월 국회, 전자증권법 및 자본시장법 개정안 발의 - 23년 8월 금융감독원, 투자계약증권 증권신고서 개정안 발표
KRX 신종증권 시장	23년 12월 KRX의 신종증권 장내거래 혁신금융서비스 지정 - 유가증권시장 내 투자계약증권과 비금전신탁수익증권 거래(STO가 아닌 기존 전자증권 형태로 운영)
개정안 폐기 후 재발의	- 24년 5월 21대 국회 임기 종료로 토큰증권 법제화 관련 개정안 폐기 - 24년 10월 22대 국회에서 전자증권법 및 자본시장법 개정안 재발의
전자증권법 및 자본시장법 개정안 국회 본회의 통과	25년 12월 법사위 의결 이후 본회의 최종 통과 - (전자증권법) 분산원장 기술을 활용한 토큰증권 도입. 자본시장법상의 증권과 같은 규제 적용 - (자본시장법) 투자계약증권의 증권사 유통을 허용 공표 1년 후(27년 2월 잠정) 시행. 유관기관 합동 [토큰증권 협의체]를 구성

자료: 정부부처 보도자료, 언론, 현대차증권

〈그림92〉 확장된 토큰증권 발행 및 유통 체계



자료: 금융위원회, KRX, 현대차증권

〈표9〉 수익증권 장외거래중개업 예비인가 신청 컨소시엄

컨소시엄명	주요 참여 증권사	비고
KDX (한국거래소)	키움증권, 교보생명, 카카오페이증권, 흥국증권 등 20여개	예비인가 승인
NXT (넥스트트레이드)	신한투자증권, 하나증권, 한양증권, 유진투자증권, 한화투자증권, IBK투자증권, 코리아에셋투자증권	예비인가 조건부 승인 (기술탈취 문제에 따른 행정조사 개시되는 경우 인가절차 중단)
루센트블록	하나증권, 교보증권, IBK투자증권, 유진투자증권	낮은 자본금과 지배구조 이슈 등으로 예비인가 제외

자료: 금융위원회, 현대차증권

〈표10〉 토큰증권 발행 인프라 단계별 로드맵(3차 토큰증권 협의체 회의)

	1단계(27년 2월 법 시행)		2 단계	3 단계
기존 정형 증권	펀드	기관투자자 전용 사모 MMF 토큰화	공모 증권 토큰화 인프라 확대	스테이블코인 등을 결제수단으로 하는 온체인 결제 인프라 구축
	채권	기관투자자 전용 사모사채 토큰화		
	주식	신탁방식을 이용한 비상장주식 토큰화		
신종 비정형 증권	조각투자	공모 조각투자증권 토큰화 * 투자자보호를 위해 기초자산 적격성 등 관련 별도 모범규준 적용		

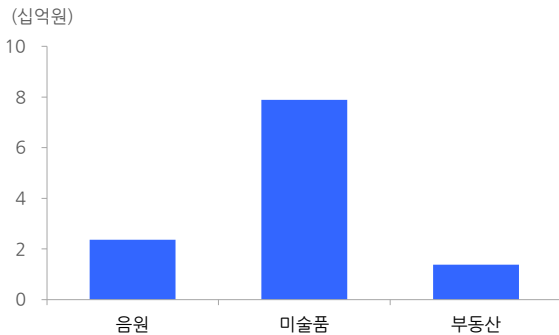
자료: 금융위원회, 현대차증권

사업 초기 단기 수익화 가시성은 제한적	국내 STO 사업은 단기간 내 유의미한 사업성은 기대하기는 힘들 것으로 판단한다. 토큰 증권 관련 증권사의 예상 수수료 수익모델은 1)유통 단계에서 플랫폼 매매중개/수탁/계좌관리 관련 수수료 수익, 2)발행 단계에서는 IPO와 유사하게 주관 및 인수 수수료 수익을 확보할 수 있다. 다만 초기 플랫폼 선점 경쟁이 수수료율 하락으로 이어질 가능성이 있으며, 사업성 판단에서 보다 중요한 변수는 바로 시장 규모다
투자수요 위축과 제도화 지연으로 위축된 조각투자 시장	제도 시행 초기 국내 토큰증권 시장은 조각투자자와 기업금융형 STO를 중심으로 형성될 것으로 예상된다. 조각투자 시장의 경우 2020년 기준 대폭 성장하였지만 투자 수요 둔화와 함께 일부 조각투자자들의 샌드박스 특례만료 및 제도화 지연 등의 이유로 시장이 축소되고 있다. 주요 음악/미술품/부동산 조각투자사들(총 6개사)의 수익증권/투자계약증권 신규발행실적을 집계한 결과 2025~1H26년까지 100억원 수준에 머물러 있는 것으로 추정된다.
STO를 통한 벤처투자 접근성 제고	중소 벤처기업의 자금조달 경로 다변화를 위한 기업금융형 STO가 구상되고 있다. 이미 일본, 유럽, 미국내에서 벤처투자 자금 조달에 있어 토큰증권 활용 사례는 존재한다. 국내에서는 정형적 증권보다는 프로젝트 파이낸싱, IP, 특정 기술에 대한 비정형적 증권(수익증권, 투자계약증권) 대상으로 STO 도입이 우선 이루어질 것으로 본다. 기업금융형 STO의 경우 우선 일부 벤처투자, 중소기업 대출, 비상장주식 발행시장 등의 일부를 흡수할 가능성이 높다. 참고로 1H26 국내 상반기 벤처펀드 결성액은 생산적 금융 정책 기조와 정책금융 출자 증가 속 총 8조 4천억원 수준으로 전년 대비 33% 증가했다.
일본 Case로 보는 국내 STO 시장 규모	국내 STO 초기 시장 규모를 가늠함에 있어서 일본 사례가 좋은 기준이 된다. 일본은 2020년까지 이미 두 차례의 금융상품거래법 개정을 통해 STO를 제도권 금융상품으로 편입했다. 이후 주요 6개 증권사는 자율규제기구인 JSTOA를 설립해 감독당국과 협력하며 업계 기준과 투자자 보호체계를 정비했다. 발행·관리 인프라는 MUFG 주도의 Progmart과 노무라 주도의 BOOSTRY가 주도하고 있으며, ODX의 'START'는 PTS 기반의 토큰증권 유통 플랫폼 역할을 수행하고 있다. 초기에는 부동산 수익증권 중심으로 발행이 이뤄졌으나, 최근에는 채권과 사업 프로젝트 등으로 기초 자산 범위가 확대되는 추세다.
	Progmart의 최근 시장집계에 따르면, 2021~2025년 일본의 STO 공모 누적 발행액은 약 3,003억 엔이며, 2026년까지 누적 발행액은 5,225억 엔에 이를 것으로 전망된다. 비교 대상이 될 수 있는 시장을 단순하게 IPO로 가정한다면, 2021~2025년 간의 한국 IPO 공모 시장이 일본 IPO 공모 시장 대비 평균적으로 4~50% 수준인 것을 감안했을 때, 보수적으로 40%를 적용할 경우 5년간 1.1조원 수준의 시장규모로 추정할 수 있다. 다만 일본 STO 시장은 부동산 기반 신탁수익증권형 발행이 중심인 만큼, IPO 공모시장보다 한일 상업용 부동산 투자거래액의 상대 규모를 적용하는 것이 보다 적절할 수 있기에 이 기준에서는 예상 국내 시장 규모가 더 높아질 가능성이 있다.

STO 사업성은
보수적으로 접근할 필요

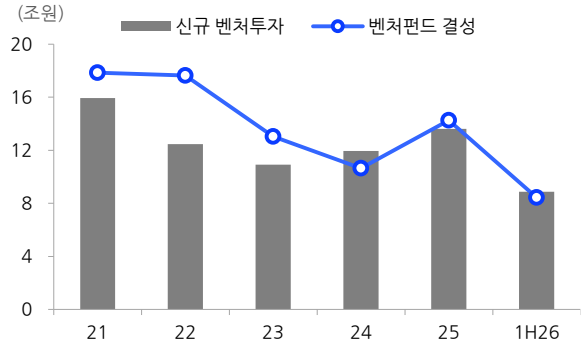
고객 기반 확보를 위한 낮은 수수료율, 여기에 초기 발행시장 자체가 아직 크지 않다는 점을 감안하면 단기간 내 유의미한 수익성을 기대하기는 어렵다. 인프라 구축, 인력 확보 및 협업 업체와의 제휴 비용까지 고려하면, 초기 STO 사업은 투자 부담이 수익 기여를 크게 상회할 가능성이 높다.

〈그림93〉 주요 조각투자사 수익증권/투자계약증권 발행 실적



주: 음원/미술품/부동산 기준 25년~1H26년 누적 발행실적
자료: 각 사, 현대차증권

〈그림94〉 국내 신규 벤처 투자 현황



자료: 중소벤처기업부, 현대차증권

〈표11〉 STO 활용 기업/벤처펀드 자금 조달 사례

구분	기업명/펀드명	국가	조달 금액
기업발행형 STO	Greyp Bikes(전기자전거)	크로아티아	€ 1.4백만
	Beself Brands(전자상거래)	스페인	€ 8백만
	tZERO(STO 거래 플랫폼)	미국	\$13,4백만
벤처펀드형 STO	SPICE Fund	싱가포르	\$1,5백만
	Blockchain Capital Digital Liquid Venture Fund(BCAP)	미국	\$1,0백만
	Nomura Private Series B Dash Fund	일본	¥80억

자료: 산업자료, 현대차증권

〈표12〉 IPO, STO, ICO 간단 비교

	IPO	STO	ICO
발행 대상	지분 증권	토큰증권	유틸리티 토큰
주요 발행 목적	기업 공개시장 상장을 통한 자본조달	증권의 토큰화를 통한 자금조달	블록체인 프로젝트 초기 자금 확보
발행 비용	IPO > STO > ICO		
투자자 권리	의결권, 배당 등	기초자산에 연동된 지분, 수익권 등	서비스 이용권, 발행토큰 구매권한 등
관련 규제	자본시장법	자본시장법, 전자증권법	명확한 규제 부재
규제 강도 및 투자자 보호	IPO > STO > ICO		
자금 조달 성격	전통적 공모	블록체인 기반	
투자금 유형	법정통화	법정통화 + 가상자산	가상자산

자료: 산업자료, 현대차증권

〈표13〉 일본 STO 법제화 타임라인

제1차 자금결제법 개정	2016년 자금결제법 개정 - 가상자산을 가상통화로 명칭 변경(지급결제수단으로서 인정) - 가상자산교환업자 등록제 도입
제2차 자금결제법 개정	2019~2020년 2회에 걸쳐 자금결제법과 금융상품거래법 개정 - 가상통화 명칭을 암호자산으로 변경 후 관련 금융투자자산을 규제 대상에 포함 - 지급 결제 토큰은 자금결제법, 증권토큰은 금융상품으로 규정하며 금융상품거래법을 적용 금융상품거래법 제2조 제1항과 제3항에 따라 증권토큰은 제 1항 유가증권(주식, 회사채 등)을 전자기록 이전 유가증권 표시권리에 따라 발행하는 것으로 규정 = 주식발행과 동등한 규제
JSTOA 설립	2019년 10월 일본 주요 증권사 6개사(SBI증권, 노무라증권, 다이와증권, 라쿠텐증권, 모넥스증권, 카부닛컴증권) 에 의해 JSTOA(Japan Security Token Offering Association) 설립 토큰 증권 발행 및 유통과 관련된 자율규제 정비 및 시장 조성 역할 수행 2020년 금융청(FSA)로부터 자율규제기관으로 공식 인정(금융상품거래법 의거)
발행 및 유통 인프라 구축	- 20년 BOOSTRY(노무라)의 ibet for Fin, 21년 Progmatic ST(MUFG) 등 토큰증권 발행 및 관리 플랫폼 구축 - 23년 12월 ODX(Osaka Digital Exchange)는 토큰증권의 2차 유통 전용 PTS인 'START'를 개설

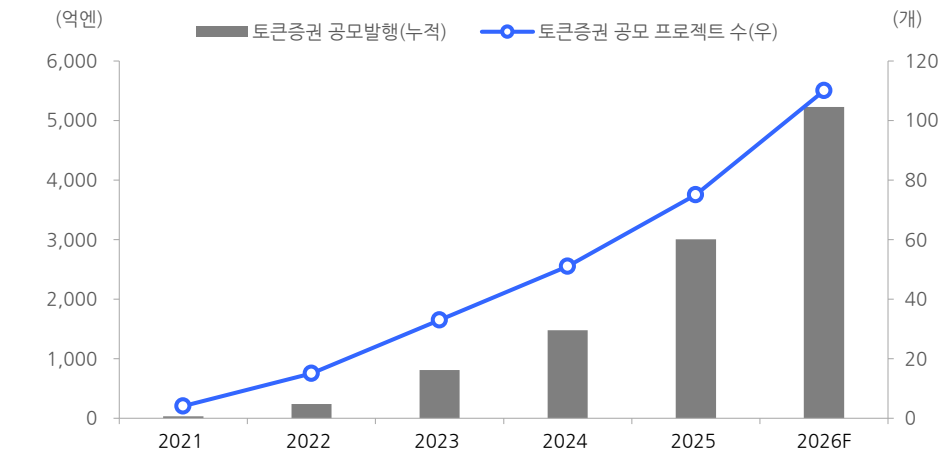
자료: 각 기업, 현대차증권

〈표14〉 일본내 증권사들이 참여한 STO 사업 주요 사례

회사명	STO 사업 내용
SBI증권	- SBI홀딩스의 지분을 토큰화하여 SBI e-Sports의 제 3자 배정 유상증자에 활용 - SBI START Bond 회사채(100억엔 규모) 공모 - Kenedix의 부동산 수익증권 토큰 공모 및 유통 - DCJPY 기반 토큰증권 결제 PoC 프로젝트 참여
다이와증권	- 부동산 자산담보부 증권형 토큰 발행 사업 상용화(24년까지 누적 338억엔 규모) - DCJPY 기반 토큰증권 결제 PoC 프로젝트 참여
노무라증권	- 노무라홀딩스의 80억엔 규모의 벤처 펀드(Nomura Private Series B Dash Fund)에 투자하는 STO 발행 - Kenedix의 부동산 수익증권 토큰 공모 및 유통 - 토큰증권 발행 및 유통 플랫폼 BOOSTRY 개발(컨소시엄형 블록체인 네트워크 ibet for Fin)
미즈호증권	- 블루스카이솔라와 협력하여 태양광 발전 사업 자금 조달을 위한 토큰증권 발행
도카이도쿄증권	- LIERRE ICHIGAYA 오피스 주거 복합시설, W OSAKA 호텔 등 부동산형 토큰증권 공모

자료: 각 기업, 현대차증권

〈그림95〉 일본 토큰증권 시장 현황(공모)



자료: Progmart, 현대차증권

디지털 자산 비즈니스도 핵심은 리테일 기반 확대

디지털자산 사업은 타 금융업권 및 경쟁사로부터 고객자산 유입을 유도하고, WM·브로커리지의 수익기반을 강화하는 요인으로 작용할 수 있다. 그리고 그 전략적 가치를 극대화하기 위해서는 디지털자산 비즈니스의 확장성을 지켜볼 필요가 있다

STO 그 다음의 디지털 자산들

국내 증권사의 디지털자산 전략은 STO에만 한정되지 않을 것이다. 향후 퍼블릭 블록체인 기반 RWA, 가상자산 ETF, 스테이블코인 연계 사업 등으로 그 영역이 확장될 가능성이 높다. 특히 RWA 중심의 디지털자산 시장은 퍼블릭 블록체인 기반의 상시 거래·결제 구조를 바탕으로 국가별 금융 인프라의 경계를 낮추고, 글로벌 유동성과 투자자 수요를 연결할 수 있다는 특징이 있다. rwa.xyz에 따르면 스테이블코인을 제외한 글로벌 토큰화 RWA의 유통규모는 현재 400억 달러에 가까워지고 있다.

디지털자산 제도화의 가속 가능성

한국의 디지털 자산 제도화 속도는 미국·홍콩·일본과의 격차를 빠르게 해소할 것으로 기대된다. 정부는 가상자산 현물 ETF 도입을 위한 법 개정 지원과 디지털자산기본법 제정을 추진하고 있으며, 금융권과 가상자산 산업 간 분리 원칙인 ‘금가분리’의 재검토 가능성도 거론되고 있다. 글로벌 금융시장에서 가상자산과 RWA가 제도권 금융상품으로 편입되는 흐름을 감안하면, 국내에서도 관련 사업의 인가·규율 체계는 점진적으로 확대 및 구체화될 가능성이 높다.

로빈후드의 유럽 리테일 수요를 겨냥한 Stock Token 전략

미국의 대표적인 온라인 브로커 로빈후드(HOOD)는 디지털 자산을 리테일 비즈니스 확장의 핵심 축으로 활용한 대표 사례다. 동사는 유럽 리테일 고객에게 미국 주식·ETF 가격에 연동된 Stock Token 서비스를 제공하며, 이를 Robinhood Chain 기반의 온체인 거래 서비스로 확장했다. 유럽 리테일 고객은 국가별로 분절된 브로커리지 인프라, 환전비용, 거래시간의 제약, 상품 규제 등으로 인해 미국 주식에 직접 투자하는 데 제약을 받아왔다. 로빈후드는 Stock Token 서비스를 통해 이러한 접근성 제약을 해결하고, 유럽 내 미국 주식 투자 수요를 흡수하고 있다. 참고로 언론에 따르면 최근 로빈후드 체인내 거래소들이 일으킨 Stock Token 일거래대금이 1.3억달러까지 성장했고, 밌코인 등을 포함한 전체 RWA 일거래대금이 3.9억달러 수준에 도달하며 역대 최고치를 경신하였다. 이에 따른 로빈후드 체인내 하루 수수료 수익이 600만달러까지 증가한 것으로 확인되었다.

동사는 2025년 6월 글로벌 가상자산거래소 Bitstamp를 약 2억달러에 인수하였다. 디지털자산 서비스 역량과 글로벌 유동성 접근성을 보완하는 동시에, 미국 중심의 리테일 사업을 해외 시장으로 확장할 기반을 마련했다. Bitstamp는 유럽연합(EU), 영국, 싱가포르 등 주요 지역에서의 사업 기반과 다수의 라이선스·등록을 보유하고 있으며, 리테일뿐 아니라 기관 대상 거래 인프라를 함께 갖춘 글로벌 가상자산거래소다.

글로벌 리테일 공략에 있어 디지털자산은 필요조건

최근 국내 증권사들도 가상자산거래소 지분 투자 및 인수 사례가 이어지고 있으며, 미래에셋그룹은 미래에셋컨설팅을 통해 코빗 지분을 97.2%까지 확보하고, 코빗 운영법인의 사명을 '디지털엑스(Digital X)'로 변경하였다. 동사는 홍콩에서 전통 금융자산과 디지털자산을 하나의 모바일 환경에서 거래할 수 있는 글로벌 투자 플랫폼 'MAPS'를 출시했으며, 향후 한국·미국·일본·싱가포르 등으로 서비스 범위를 확대할 계획이다. MAPS를 통해 글로벌 고객자산을 자사 플랫폼으로 유입시켰다는 전략이다. 국내 증권사들의 글로벌 금융시장 진출 과정에서 리테일 대상 사업은 현지 기관 투자자 네트워크나 대규모 자본에 대한 의존도가 상대적으로 낮아, 성장 가능성을 낮게 평가할 필요는 없다. 로빈후드뿐만 아니라 Fidelity, IBKR, Charles Schwab, Futu 등 글로벌 리테일 증권사들의 디지털 자산 사업 진출은 일찍이 진행되어왔다. 글로벌 증권사들의 전략 변화를 감안할 때, 디지털자산 비즈니스는 해외 리테일 시장 공략에 있어 필수 요건에 가까워지고 있다.

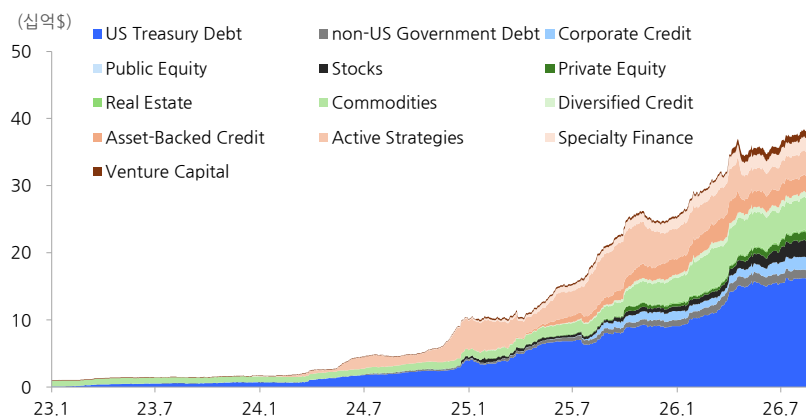
증권업의 디지털 자산의 범위가 확대될수록, 다양한 금융자산에 대한 접근성 및 거래 편의성을 중시하는 리테일 고객을 중심으로 수요가 확대될 가능성이 높다. 디지털 자산 비즈니스 역량을 선제적으로 확보한 증권사와 그렇지 못한 증권사 간 고객 유입 및 자산 격차가 커질 것이며, 이는 중장기적 이익 성장 업사이드를 좌우하는 요인으로 작용할 수 있다.

〈표15〉 RWA와 STO 비교

구분	RWA	STO
개념	실물경제 내 존재하는 유·무형 실물자산의 권리를 디지털자산 형태로 변환하는 '포괄적 개념' 또는 그 결과물인 '자산'	'증권'의 성격을 갖는 토큰증권을 발행하여 자금을 조달하는 '과정' 또는 '행위'
기초자산	미술품, 원자재, 지적재산권, 탄소배출권 등 증권을 포함한 다양한 실물자산을 대상 (가상자산 포함) 자산 유형 제한 없음	투자계약증권, 수익증권 등 자본시장법 상 증권
법적 성격	기초자산의 성격에 따라 상이	명확히 '증권'으로 분류
특징	퍼블릭 블록체인 기반 자유로운 거래접근성	제도권 내에서 운용되며 자본시장법 또는 전자증권법상 규제 적용

자료: 해시드오픈리서치, 현대차증권

〈그림96〉 RWA 시장 규모



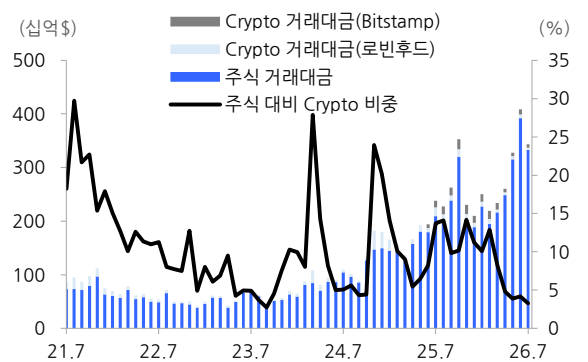
자료: rwa.xyz, 현대차증권

〈그림97〉 Robinhood 주가 추이



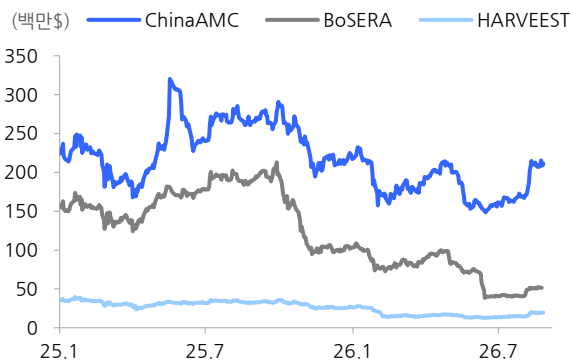
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림98〉 Robinhood 월별 거래대금(7월까지)



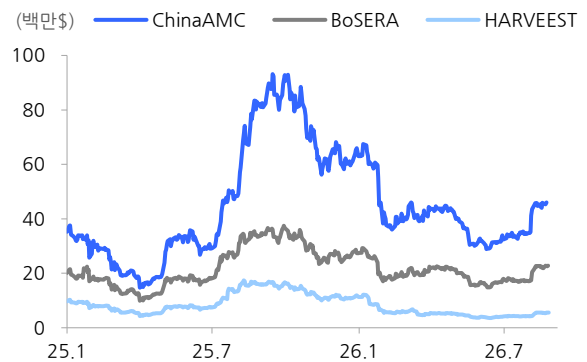
자료: Robinhood, 현대차증권

〈그림99〉 홍콩내 주요 비트코인 ETF AUM 추이



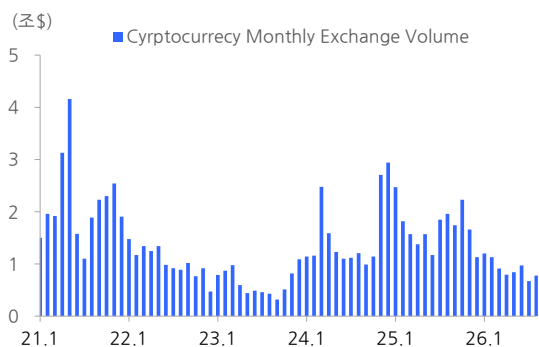
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림100〉 홍콩내 주요 이더리움 ETF AUM 추이



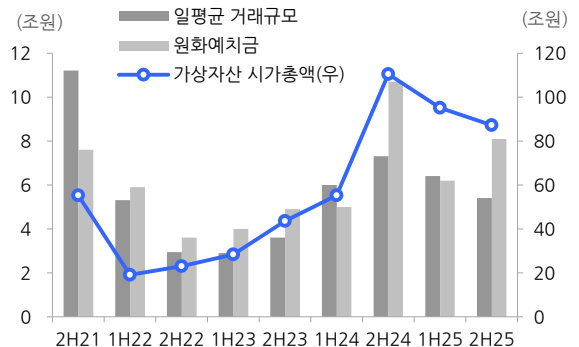
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림101〉 글로벌 가상자산 거래소 월간 거래대금



자료: The Block, 현대차증권

〈그림102〉 국내 가상자산 시장 현황



자료: 금융위원회, 현대차증권

〈표16〉 국내 주요 증권사 가장자산거래소 지분 보유 현황

가상자산 거래소	지분 보유 기업	보유 지분	관련 내용
업비트 (두나무)	한화투자증권	9.8%	- 26년 5월 카카오인베스트먼트 보유 지분 3.9%(약 6,000억원)를 추가 취득 결의. 기존 5.8% 보유
	삼성증권	2%	- 26년 6월 카카오 계열사가 보유한 두나무 지분 취득(약 3,000억원)
코인원	한국투자증권	20%	- 26년 5월 지분 20% 인수 결정 및 투자금 집행(약 800억원)
코빗	미래에셋컨설팅 (미래에셋증권 지분 34% 보유)	97.2%	- 25년 12월 MOU 체결 이후 26년 2월 NXC,SK플래닛 보유 코빗 지분 취득 결정(약 1,335억원) - 공정위, 26년 7월 미래에셋컨설팅/코빗 기업결합 승인 발표 - 26년 7월 79억 추가 출자로 지분을 97.2%까지 상승

자료: 각 사, 현대차증권

외국인통합계좌. 글로벌 리테일과의 접점 확대 노력

외국인통합계좌,
해외 리테일 투자자들의
국내시장
진입장벽 완화

정부는 국내 증시의 MSCI 선진국지수 편입 불발 요인으로 지적돼 온 외국인 투자자의 낮은 시장 접근성을 개선하기 위해 외국인통합계좌 제도를 도입했다. 과거 외국인 투자자들은 외국인 투자등록 제도 절차를 거쳐 직접 한국에 등록된 증권사에 계좌 개설을 해야 했고, 이 과정에서의 복잡한 행정절차로 개인보다는 주로 영미권 국가들의 기관투자자가 대부분이었다. 외국인통합계좌는 해외 투자자가 국내 증권사에 별도 계좌를 개설하지 않고, 해외 증권사 명의로 국내 증권사에 개설된 통합계좌를 통해 한국 주식을 일괄 주문·결제할 수 있도록 한 제도이다(금융투자업규정 제6-7조제7항). 이는 국내 투자자가 국내 증권사 플랫폼을 통해 미국 주식을 거래하는 방식과 유사한 매커니즘이다.

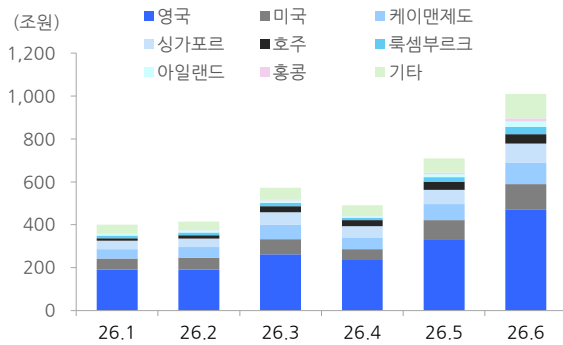
외국인통합계좌 제도
개선으로 본격화되는
해외 증권사 제휴

2017년 도입 이후 보고·개설 요건의 부담으로 사실상 활용되지 못했던 외국인통합계좌는, 2023년 말 보고의무 완화와 2025년 개설 주체 확대를 계기로 해외 증권사와 국내 증권사 간 제휴가 본격화되는 국면에 진입했다. 하나증권은 홍콩 Emperor증권과의 제휴를 통해 작년에 최초로 외국인 통합계좌 운영을 시작했고, 삼성증권(IBKR)과 미래에셋증권(UoB Kay Hian)도 뒤따라 사업을 진행 중이다. 삼성증권에 따르면 외국인통합계좌의 일평균 거래대금은 현재 수천억원 수준인 것으로 파악된다. IBKR는 2026년 8월 말 기준 546만 개의 고객계좌를 보유한 글로벌 대형 전자브로커리지 플랫폼이다. 고객계좌당 자산은 약 17.6만 달러로, 개인 리테일 고객을 넘어 자산 규모가 있는 글로벌 투자자와 자문사기관 고객을 아우르는 고객기반을 확보하고 있음을 알 수 있다.

아시아/이머징마켓 기준
분명 투자 매력도 높은
한국 증시

외국인통합계좌 사업은 제도 초기인 만큼 단기 외형은 제한적일 수 있지만, 성장 가능성을 낮게 평가할 필요는 없다. 그간 해외 개인 투자자의 한국 증시 투자는 해외 상장 ETF와 펀드 등 간접투자를 중심으로 이뤄져 왔으나, 개별 종목에 대한 직접투자 수요도 충분히 존재할 것으로 판단한다. iShares MSCI South Korea ETF(NYSE Arca 상장)는 삼성전자와 SK하이닉스 비중이 높은 미국 상장 한국 주식 ETF로, 2026년 반도체 업황과 AI 투자 모멘텀에 힘입어 iShares의 일본·중국·대만 단일국가 ETF 대비 상대적으로 높은 거래대금과 자금 유입을 기록했다.(월간누계거래대금 7월 1,009억달러 8월 570억 달러 수준) 한국 증시는 분명 아시아 및 이머징마켓 내에서 상대적으로 높은 투자 매력도를 보유하고 있으며, 반도체·IT 외에도 자동차·조선·방산·전력기·화장품 등 다수 업종에서 글로벌 경쟁력을 갖춘 상장기업이 존재한다. 향후 제휴 증권사 증가와 함께 외국인통합계좌내 ETF 거래까지 허용될 경우 상품 선택 폭이 넓어지면서 거래대금 성장도 한층 가속화될 전망이다.

〈그림103〉 외국인투자자 국적별 코스피 투자 동향



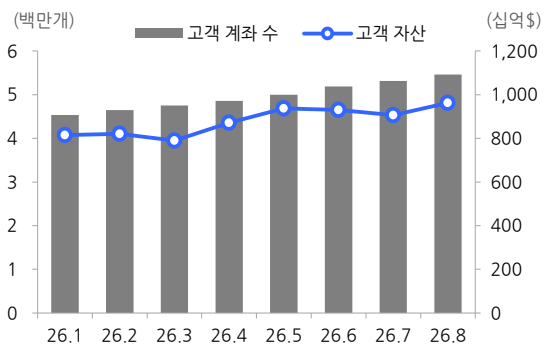
자료: 금융감독원, 현대차증권

〈그림104〉 외국인통합계좌 운영 현황

국내 증권사	파트너 해외 증권사	운영 시점
하나증권	Emperor(홍콩)	25 년 10 월
	Capital Partners(일본)	26 년 4 월
	Futu(홍콩)	26 년 7 월
삼성증권	IBKR(영국)	26 년 5 월
미래에셋증권	UoB Kay Hian(싱가포르)	26 년 6 월

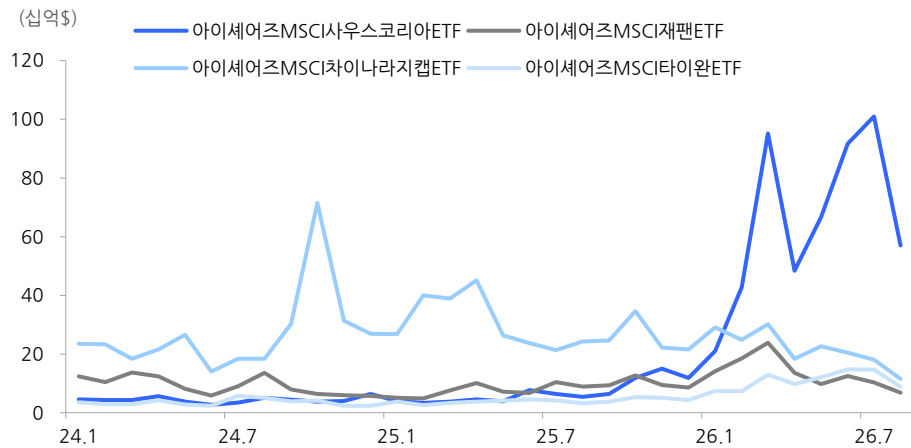
자료: 각 사, 언론, 현대차증권

〈그림105〉 IBKR 글로벌 계좌 수 및 고객 자산



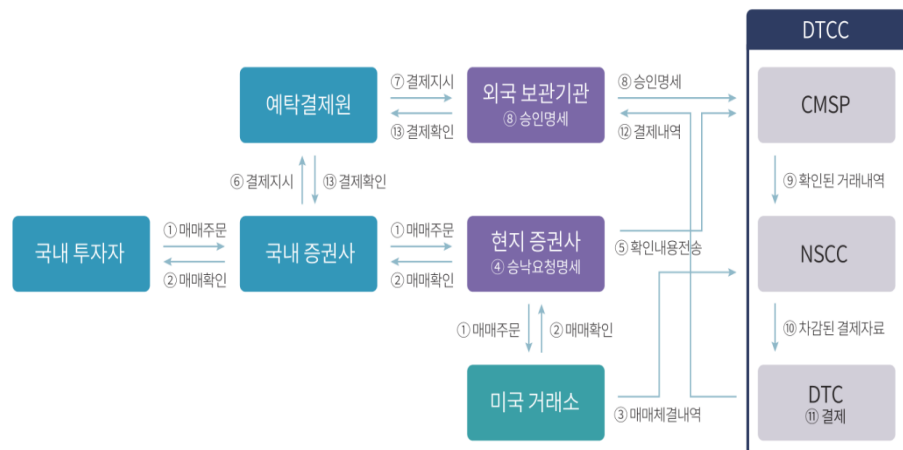
자료: IBKR, 현대차증권

〈그림106〉 iShares 한국/일본/중국/대만 ETF 거래대금(월간누적)



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림107〉 국내투자자의 외화증권 매매거래 프로세스



자료: 자본시장연구원, 현대차증권

결론 및 투자전략

향후 증권업의 핵심은
리테일 역량과
지속가능한 이익 Level Up

리테일 역량을 기반으로 한 수익 체질 개선은 중장기 리레이팅 요인으로 귀결

가계 금융자산의 증권업권 유입 확대 속, 국내 증권사들은 타사업부문 대비 성장여력이 높은 리테일 시장에서 시황 의존도를 낮춘 경상수익 기반을 강화하는 방향으로의 사업구조 전환을 가속화하고 있다. 단순 중개(브로커리지) 중심에서 벗어나, 누적되는 고객 잔고 기반 WM수익(자산관리 및 금융상품판매), 퇴직연금을 중심으로 한 장기 고객 자산 유입, 발행어음/IMA 등 리테일 수신 Channel 강화 및 운용 자산 확대는 이미 본격화되고 있다. 이러한 리테일 역량 중심의 사업구조는 지속가능한 이익 수준의 상향과 안정적인 주주환원을 뒷받침하는 한편, 과거 대비 높아진 ROE 수준의 유지 가능성을 높여 중장기 리레이팅을 이끌 것으로 전망한다.

토큰증권(STO)을 포함한 디지털자산 비즈니스와 외국인통합계좌(Omnibus Account) 역시 단기적인 실적 기여도 보다는 리테일 경쟁력 제고라는 측면에서 바라볼 필요가 있다. 증권사들의 디지털자산 비즈니스는 STO 외에 자산군과 해외 시장으로의 확장성을 지켜볼 필요가 있고, 디지털자산 중개 및 판매 역량은 분명 타금융업권 대비 고객 자산 확보 경쟁력을 강화시킬 것이다. 외국인통합계좌는 거래대금 성장성을 긍정적으로 평가할 수 있으면서도 해외 리테일 고객과의 접점이 확대되었다는 관점에서 전략적 가치를 찾을 수 있다.

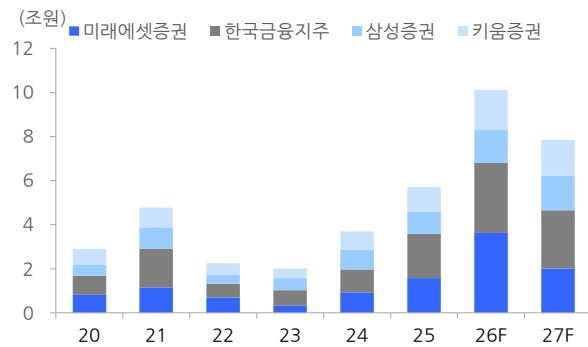
최선호주: 삼성증권 / 차선호주: 한국금융지주

주식시장 변동성 속에서도 여전히 증권주에 대한 Buy & Hold 전략은 유효하다고 판단한다. 1) 높은 배당수익률과 실적 대비 낮은 Valuation 부담으로 주가의 추가적인 하방 리스크가 낮으며 2) 견고한 리테일 역량을 바탕으로 전년 대비 안정적인 이익 level을 지속할 수 있는 종목들 위주의 접근을 추천한다. 업종 최선호주로 삼성증권, 차선호주로 한국금융지주를 제시한다.

삼성증권의 경우 고객자산가 기반 리테일 비즈니스의 안정적 이익 창출력과 함께 향후 발행어음(9월 인가) 잔고 확대를 통한 추가적인 실적 업사이드가 기대된다. 나아가 커버리지 내 최고 수준의 배당수익률과 중장기 배당성장 50% 정책 고려시, 증시 불확실성 확대 국면에서 최선호 방어주로 판단한다.

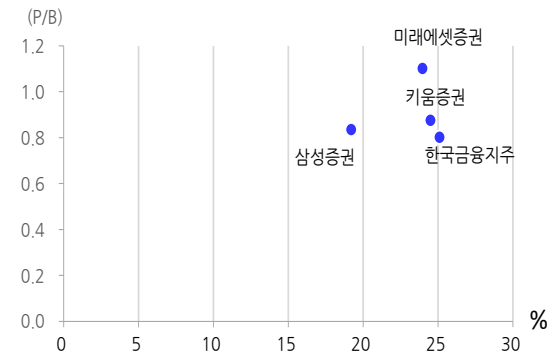
한국금융지주는 증권부문에서의 탄탄한 수신 역량과 높은 레버리지 기조로 수익원이 확대되고 있고, 자회사들에 의한 연결 이익 변동성 역시 축소될 것으로 전망한다. 향후 15% 이상의 지속 가능한 ROE 창출력을 감안할 때, 현 주가에 반영된 밸류에이션은 펀더멘털 대비 현저한 저평가를 받고 있다고 판단한다.

〈그림108〉 커버리지사 지배순이익 전망



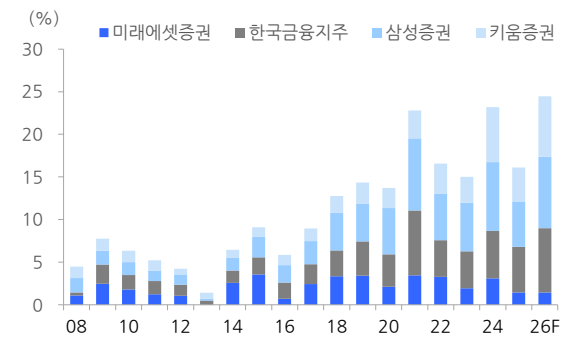
자료: 각 사, Quantwise, 현대차증권

〈그림109〉 커버리지사 ROE/PBR 점도표



자료: 각 사, Quantwise, 현대차증권

〈그림110〉 커버리지사 배당수익률 전망



자료: 각 사, Quantwise, 현대차증권

〈표17〉 Global Peer Valuation

국가	기업명	FY	순영업수익	영업이익	순이익	P/E	P/B	ROE
미국	GOLDMAN SACHS GROUP INC	24	53,512	18,397	14,276	14.0	1.6	12.6
		25	58,283	21,852	17,176	15.7	2.7	18.3
		26F	71,983	26,944	21,403	14.6	2.7	19.6
		27F	73,307	27,320	21,656	14.0	2.5	19.3
		28F	75,184	29,460	22,365	13.2	2.4	19.3
	MORGAN STANLEY	24	61,761	17,596	13,390	15.8	2.1	13.8
		25	70,645	21,954	16,861	17.3	3.2	19.1
		26F	82,472	22,628	20,439	16.5	3.1	19.2
		27F	86,711	23,264	21,082	15.7	2.8	18.8
		28F	91,239	29,284	22,314	14.5	2.6	18.6
	SCHWAB (CHARLES) CORP	24	19,606	7,692	5,942	24.3	3.5	15.5
		25	23,921	11,459	8,852	19.3	4.2	22.5
		26F	28,299	14,957	11,257	16.5	3.8	25.0
		27F	31,894	17,241	13,194	13.6	3.4	27.0
		28F	34,460	18,840	14,596	11.8	2.9	27.4
	INTERACTIVE BROKERS GRO-CL A	24	5,185	3,695	755	25.9	4.5	19.2
		25	6,205	4,771	984	36.2	6.9	21.0
		26F	7,441	5,771	1,218	33.4	6.2	17.7
		27F	8,648	6,774	1,462	28.4	5.2	17.7
		28F	9,897	7,618	1,768	24.6	4.4	19.0
	ROBINHOOD MARKETS INC - A	24	2,951	1,054	1,411	24.4	4.1	19.2
		25	4,473	2,094	1,883	52.9	10.9	23.6
		26F	5,224	2,283	1,974	53.5	9.8	19.0
		27F	6,648	3,329	2,664	39.6	8.3	22.5
		28F	7,878	4,089	3,272	31.9	6.3	21.8
일본	NOMURA HOLDINGS INC	03/25	12,424	3,098	2,237	7.9	0.8	10.0
		03/26	14,401	3,586	2,406	9.8	0.9	10.1
		03/27F	15,782	3,874	2,873	10.6	1.2	11.6
		03/28F	16,167	3,969	2,870	10.5	1.1	11.0
		03/29F	16,610	4,130	2,934	10.2	1.0	10.7
	DAIWA SECURITIES GROUP INC	03/25	4,286	1,140	1,013	9.1	0.9	9.7
		03/26	4,906	1,498	1,164	11.6	1.1	10.3
		03/27F	5,504	1,764	1,311	12.5	1.4	10.6
		03/28F	5,691	1,833	1,313	12.4	1.3	11.1
		03/29F	5,844	1,914	1,367	11.9	1.2	10.9
대만	YUANTA FINANCIAL HOLDING CO	24	4,012	1,422	1,115	12.3	1.4	11.9
		25	4,407	1,510	1,175	17.4	2.5	16.2
		26F	4,926	1,953	1,918	15.9	2.5	15.3
		27F	4,835	2,460	1,840	16.5	2.2	14.1
		28F	5,053	2,714	1,730	17.8	2.3	13.6
	KGI FINANCIAL HOLDING CO LTD	24	2,844	1,236	1,045	8.7	1.0	12.3
		25	2,655	925	967	11.9	1.4	13.5
		26F	3,547	1,828	1,490	13.5	1.3	9.9
		27F	3,325	1,686	1,420	14.2	1.3	8.1
		28F	3,981	N/A	1,628	13.2	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 현대차증권

삼성증권 (016360)

COVERAGE INITIATION

Analyst 김성훈 seonghun.kim@hmsec.com

성장과 배당 모두 그림감이 좋다

BUY

TP 146,000원

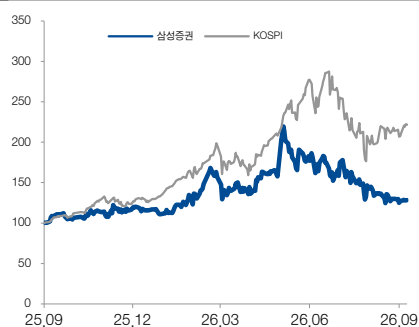
현재주가 (9/10)	87,400원
상승여력	67.0%
시가총액	7,805십억원
발행주식수	89,300천주
자본금/액면가	458십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	80,600원/42,050원
일평균 거래대금 (60일)	47십억원
외국인 지분율	26.71%
주요주주 지분율	
삼성생명보험외 3인	29.62%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-6.2	-22.1	-6.4
상대주가(%p)	-16.0	-14.4	-26.4

※ K-FRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	N/A	N/A	N/A
After	18,722	19,112	146,000
Consensus	19,009	17,560	14,9941
Cons. 차이	-1.5%	8.8%	-2.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 삼성증권에 대해 투자의견 BUY, 목표주가는 146,000원 제시하며 커버리지 개시
- 2026F 연결지배순이익은 1.7조원으로 전년대비 +67.1% 증가할 것으로 전망(ROE 19.3%)
- 3분기는 일평균거래대금 감소와 유가증권 손익 악화 영향으로 전사업부문의 실적이 조정 받을 것으로 예상되지만, 동사는 고액자산가 중심의 견조한 WM 사업 성장세와 함께 발행어음/외국인통합계좌 등 추가적인 이익 성장 동력까지 붙으며 중장기적 펀더멘털 개선을 이어 나갈 것으로 기대

주요이슈 및 실적전망

- 동사의 WM경쟁력은 57만명 이상의 고액자산가와 패밀리오피스 중심으로 빠르게 성장하며 2분기 기준 리테일 고객 예탁자산이 100조원 상회. 랩어카운트와 퇴직연금 성장세가 두드러지며 이를 바탕으로 한 경수익원 확대가 향후 실적과 주주환원의 안전성을 높일 것. WM손익은 26F YoY+136.7% 증가하며 향후 영업수익 내 점진적 비중 확대 전망
- 발행어음 인가 이후 9월내 상품 출시 예정. 리테일 채널 경쟁력을 바탕으로 잔고의 조기 안착과 운용자산 확대가 가능할 것으로 전망. 외국인통합계좌(BKR와의 제휴)는 현재 일평균거래대금이 수천억원 수준인 것으로 파악. 향후 ETF 등 거래상품 다변화 및 제휴 증권사 확대에 따른 실적 기여도 가시화될 것
- 동사는 중장기 배당성향 50% 달성과 고배당기업 요건 충족을 목표. 2분기 별도 자기자본 8조원(IMA 인가 기준) 달성 후 기업가치제고계획 구체화와 함께 배당성향 확대 속도 지켜볼 필요

주가전망 및 Valuation

- 목표주가는 26F BPS에 Target P/B 1.4배(Sustainable ROE 17.5% COE 12.5%)적용하여 산출
- 주가 조정기에 완화된 Valuation 부담과 역사적 고점 수준의 배당수익률(26F 8.2%)이 주가 하단을 지지할 것으로 전망. 불확실성 확대 국면 속 견조한 이익 성장세와 함께 업종내 최선호 방어주로 판단. Top Pick으로 제시

요약 실적 및 Valuation

구분	순영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2024	2,240	1,206	1,210	899	10,068	64.2	4.3	0.5	12.9	1.5	8.1
2025	2,522	1,377	1,359	1,008	11,292	12.2	6.7	0.8	13.1	1.4	5.3
2026F	3,841	2,276	2,276	1,672	18,722	65.8	4.7	0.8	19.2	1.8	8.2
2027F	3,959	2,326	2,318	1,707	19,112	2.1	4.6	0.7	17.2	1.5	8.8
2028F	4,083	2,394	2,387	1,757	19,678	3.0	4.4	0.7	16.0	1.4	9.6

* K-FRS 연결 기준

〈표 1〉 삼성증권 상세실적표

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
순영업수익	589	614	659	660	907	1,105	935	895	2,522	3,841	3,959
YoY	-2%	3%	16%	38%	54%	80%	42%	36%	13%	52%	3%
수수료손익	232	270	341	340	517	644	548	522	1,184	2,231	2,297
YoY	-7%	11%	48%	51%	123%	139%	60%	53%	25%	88%	3%
브로커리지	160	180	213	261	377	469	390	378	814	1,614	1,608
WM	29	33	41	35	71	88	83	87	139	329	380
IB 및기타	42	58	87	44	69	88	75	56	231	288	310
이자손익	166	172	180	196	181	188	185	191	714	746	818
YoY	2%	-7%	13%	22%	9%	9%	3%	-3%	7%	4%	10%
운용 및 기타손익	191	172	138	123	208	272	202	183	624	865	843
YoY	2%	3%	-22%	36%	9%	58%	46%	48%	0%	39%	-2%
판매및관리비	(254)	(305)	(258)	(328)	(297)	(429)	(373)	(466)	(1,145)	(1,565)	(1,633)
영업이익	335	309	402	332	610	676	561	430	1,377	2,276	2,326
YoY	1%	-9%	24%	57%	82%	119%	40%	29%	14%	65%	2%
세전이익	335	313	412	298	615	670	565	426	1,359	2,276	2,318
연결 당기순이익	248	235	309	216	451	488	418	315	1,008	1,672	1,707
YoY	-2%	-9%	29%	46%	81%	108%	35%	46%	12%	66%	2%
지배주주순이익	248	235	309	216	451	488	418	315	1,008	1,671.9	1,707

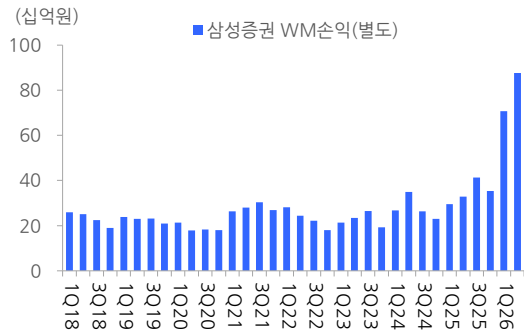
자료: 현대차증권

〈표 2〉 삼성증권 Valuation Table

	단위	값	비고
Sustainable ROE	%	17.5	2026F~2028F 평균
자기자본비용(COE)	%	12.5	CAPM 산출 (R_f :국고채 3년물 3.5%, Risk Premium: 8.5%, 베타: 1.0)
영구성장률(g)	%	1.0	보수적으로 1% 가정
Target P/B	배	1.4	$(ROE-g) / (COE-g)$
26F BPS	원	104,775	
적정 주가	원	146,685	Target P/B * 26F BPS
목표주가	원	146,000	
전일 종가	원	87,400	2026년 9월 10일 기준
상승여력	%	67.0%	

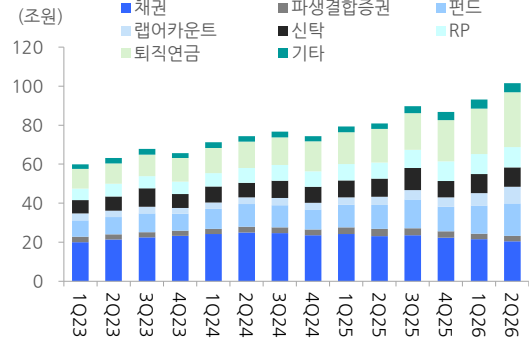
자료: 현대차증권

〈그림 1〉 삼성증권 WM 손익 추이



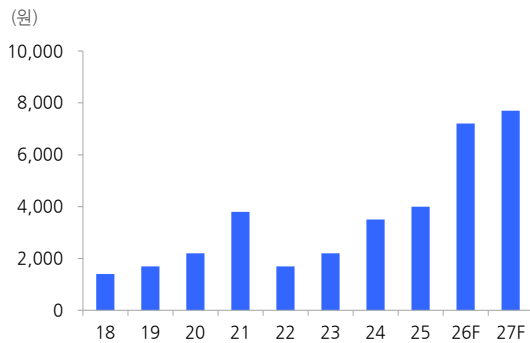
자료: 삼성증권, 현대차증권

〈그림 2〉 삼성증권 리테일 금융상품 예탁자산



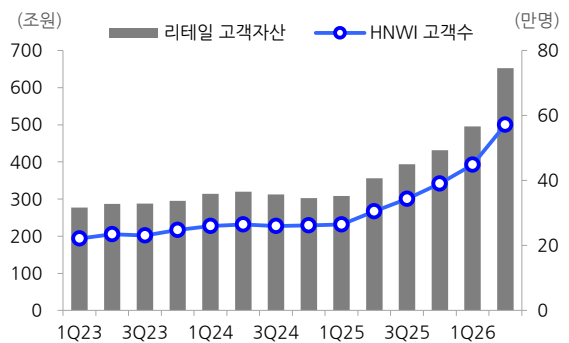
자료: 삼성증권, 현대차증권

〈그림 3〉 삼성증권 DPS 추이 및 전망



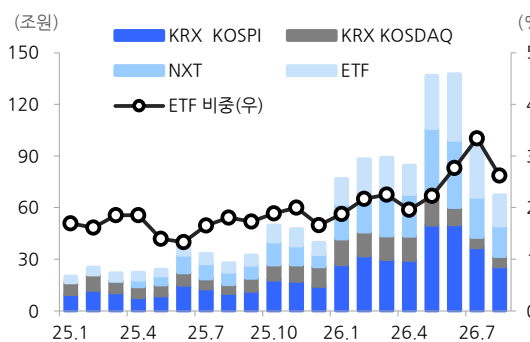
자료: 삼성증권, 현대차증권

〈그림 4〉 HNWI 고객 수 및 리테일 고객 자산



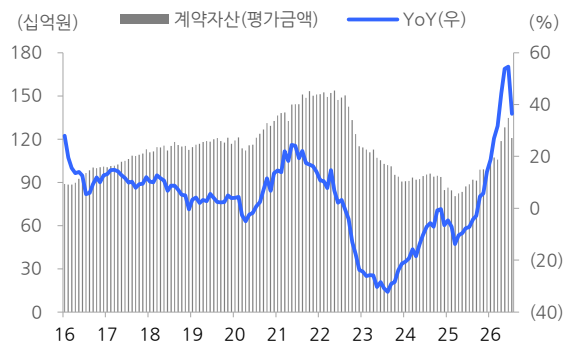
자료: 삼성증권, 현대차증권

〈그림 5〉 일평균거래대금 추이



자료: KRX, NXT, 인포맥스, 현대차증권

〈그림 6〉 일임형 랩어카운트 잔고 추이



자료: 금융투자협회, 현대차증권

(단위:십억원)					
손익계산서(연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
순영업수익	2,240	2,522	3,841	3,959	4,083
수수료손익	949	1,184	2,231	2,297	2,433
브로커리지	630	814	1,614	1,608	1,686
WM	111	139	329	380	426
IB 및기타	208	231	288	310	320
이자손익	668	714	746	818	920
운용 및 기타손익	623	624	865	843	730
판매및관리비	(1,034)	(1,145)	(1,565)	(1,633)	(1,688)
영업이익	1,206	1,377	2,276	2,326	2,394
세전이익	1,210	1,359	2,276	2,318	2,387
당기순이익	899	1,008	1,672	1,707	1,757
지배순이익	899	1,008	1,672	1,707	1,757

(단위:십억원)					
손익계산서(별도)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
순영업수익	2,066	2,399	3,509	3,670	3,803
수수료손익	911	1,163	2,148	2,211	2,341
브로커리지	565	746	1,496	1,484	1,557
WM	111	139	329	380	426
IB 및기타	235	278	322	347	358
이자손익	533	567	606	730	833
운용 및 기타손익	622	668	755	729	629
판매및관리비	(960)	(1,073)	(1,482)	(1,517)	(1,547)
영업이익	1,105	1,326	2,028	2,153	2,256
세전이익	1,105	1,297	2,016	2,133	2,236
당기순이익	819	971	1,478	1,568	1,645

(단위:%)					
순영업수익기여도(별도)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
수수료손익	44%	48%	61%	60%	62%
브로커리지	27%	31%	43%	40%	41%
WM	5%	6%	9%	10%	11%
IB 및기타	11%	12%	9%	9%	9%
이자손익	26%	24%	17%	20%	22%
운용 및 기타손익	30%	28%	22%	20%	17%

(단위:십억원)					
재무상태표(연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	62,274	79,683	107,987	123,842	135,785
현금및 예치금	11,048	13,571	17,835	20,999	22,359
FVPL 금융자산	33,215	42,246	59,252	66,730	73,722
FVOCI 금융자산	4,279	5,123	5,803	7,725	8,217
AC 금융자산	13,224	18,176	24,292	27,437	30,444
종속 및 계기업투자	176	189	286	337	387
유형자산	161	155	219	271	279
무형자산	116	128	194	218	235
기타자산	54	94	108	125	142
부채총계	54,950	71,615	98,055	112,675	123,407
예수부채	16,288	22,018	32,916	38,975	43,400
차입부채	19,915	25,339	30,647	36,449	40,972
사채	2,576	4,076	2,895	2,653	2,432
FVPL 금융부채	9,374	10,954	11,633	9,979	8,794
기타부채	6,797	9,227	19,965	24,619	27,808
자본총계	7,324	8,068	9,932	11,167	12,378
지배주주지분	7,324	8,068	9,356	10,453	11,551
자본금	458	458	458	458	458
자본잉여금	1,743	1,743	1,743	1,743	1,743
이익잉여금	4,931	5,625	6,940	8,003	9,069
기타자본	192	241	215	248	280

(단위:%,원X)					
주요 지표(연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
수익성(%)					
ROE(지배)	12.9	13.1	19.2	17.2	16.0
ROA(지배)	1.5	1.4	1.8	1.5	1.4
투자지표(원)					
EPS(지배)	10,068	11,292	18,722	19,112	19,678
BPS(지배)	82,018	90,348	104,775	117,052	129,354
DPS(보통주)	3,500	4,000	7,200	7,700	8,400
Valuation(X)					
P/E	4.3	6.7	4.7	4.6	4.4
P/B	0.5	0.8	0.8	0.7	0.7
배당성장률(%)	34.8	35.4	38.5	40.5	42.5
배당수익률(%)	8.0	5.3	8.2	8.8	9.6

* K-IFRS 별도 및 연결기준

한국금융지주 (071050)

Coverage Initiation

Analyst 김성훈 seonghun.kim@hmsec.com

뒷심이 중요할 때

BUY

TP 312,000원

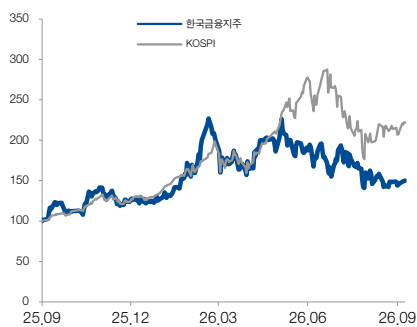
현재주가 (9/10)	193,400원
상승여력	61.0%
시가총액	10,777십억원
발행주식수	55,726천주
자본금/액면가	308십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	292,500원/139,000원
일평균 거래대금 (60일)	18십억원
외국인 지분율	37.70%
주요주주 지분율	
김남구외 1인	21.30%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-0.3	-15.5	-12.1
상대주가(%)	-10.7	-7.2	-30.9

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	N/A	N/A	N/A
After	56,036	41,067	312,000
Consensus	50,012	42,601	319,125
Cons. 차이	12.0%	-3.6%	-2.2%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 한국금융지주에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가는 312,000원 제시하며 커버리지 개시
- 2026F 연결지배순이익은 3.1조원으로 전년대비 54.6% 성장 전망(ROE 24.6%)
- 상반기 2조원에 가까운 순이익(YoY+91.5%)을 시현했음에도 실적 변동성과 피크아웃 우려가 주가 부담으로 작용. 다만 타 증권사 대비 낮은 거래대금 민감도와 우수한 ROE 창출력을 감안하면, 현 주가 조정은 펀더멘털 대비 과도한 수준

주요이슈 및 실적전망

- 상반기 실적 상승세를 이끌었던 위탁매매/금융상품(랩)판매수익/자회사들의 운용수익 기여는 하반기에 제한될 여지가 높지만, 증권내 이자부자산 확대 및 신용공여 회복에 따른 이자손익 기반 강화가 실적 감소폭을 완화할 것
- 동사는 자기자본 대비 발행어음 잔고를 높은 수준까지 확대하며 적극적인 레버리지 전략 전개. 최근 발행어음으로 조달한 자금을 바탕으로 PRS 등 수익성 높은 운용자산에 참여하며 스프레드 개선 노력. 리스크 관리 내에서 안정적 리테일 조달 기반으로 한 경상수익원 확대 전망
- 쌓아온 자본력을 바탕으로 사업 범위 확대 가속화. 보험사 인수는 자본투입 규모에 따른 ROE 희석 위험을 확인할 필요가 있지만, 보험업으로의 금융상품 라인업 확대와 리테일 저변을 넓힌다는 측면에서 중장기 성장 동력으로 평가받을 수 있음.

주가전망 및 Valuation

- 목표주가는 26F BPS에 Target P/B 1.4배(Sustainable ROE 18.9% COE 14.2%)적용하여 산출
- 펀더멘털과 주가의 괴리는 확대 중. 기저효과로 인한 실적 변동성이 불가피하지만, 주가 조정기 안화된 Valuation 부담과 높은 배당수익률(7.4%)을 고려하였을 때 현시점 주가 수준에서는 Buy & Hold 접근 유효. 향후 이익 방어력과 지속가능한 주주환원이 확인될 필요

요약 실적 및 Valuation

구분	순영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2024	2,635	1,200	1,399	1,040	18,658	47.7	3.8	0.4	13.3	1.0	5.6
2025	4,009	2,345	2,724	2,020	36,255	94.3	4.5	0.8	16.0	1.6	5.4
2026F	6,336	4,129	4,299	3,123	56,036	54.6	3.5	0.8	24.6	2.1	7.4
2027F	5,476	3,065	3,215	2,288	41,067	(26.7)	4.7	0.7	16.2	1.4	5.5
2028F	5,763	3,360	3,480	2,513	45,097	9.8	4.3	0.6	15.9	1.4	6.2

* K-IFRS 연결 기준

〈표 1〉 한국금융지주 상세실적표

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
한국투자증권 별도											
순영업수익	840	787	960	722	1,160	1211	1031	1139	3,308	4,541	3,936
YoY	3%	35%	46%	48%	38%	54%	7%	58%	30%	37%	-13%
수수료손익	276	304	327	352	512	676	549	561	1,260	2,298	2,059
YoY	16%	20%	35%	45%	85%	122%	68%	59%	29%	82%	-10%
브로커리지	91	107	128	163	249	350	275	280	490	1,154	998
WM	34	38	48	46	97	213	168	182	167	660	559
IB 및기타	151	159	151	143	167	113	105	99	603	484	501
이자손익	170	197	210	222	243	290	271	297	799	1,101	1,003
YoY	28%	63%	62%	52%	43%	47%	29%	34%	51%	38%	-9%
운용 및 기타손익	393	285	423	148	405	246	212	281	1,250	1,143	875
YoY	-11%	38%	48%	49%	3%	-14%	-50%	90%	21%	-9%	-23%
판매및관리비	(265)	(282)	(299)	(344)	(339)	(451)	(444)	(470)	(1,189)	(1,703)	(1,684)
영업이익	575	505	661	264	821	760	587	670	2,005	2,838	2,252
YoY	-3%	49%	71%	18%	43%	50%	-11%	154%	30%	42%	-21%
세전이익	577	612	666	368	860	779	606	688	2,223	2,933	2,342
별도 당기순이익	466	436	532	302	621	550	446	502	1,735	2,118	1,698
YoY	-11%	72%	82%	138%	33%	26%	-16%	66%	45.2%	22.1%	-19.8%
한국금융지주 연결											
순영업수익	890	997	1,260	862	1,569	2,001	1,402	1,363	4,009	6,336	5,476
수수료손익	333	379	416	435	622	786	587	592	1,562	2,587	2,485
이자손익	354	374	442	421	432	454	447	459	1,591	1,793	1,878
운용 및 기타	203	245	402	5	516	760	368	312	855	1,956	1,114
판매및관리비	(360)	(412)	(411)	(481)	(463)	(657)	(512)	(575)	(1,663)	(2,304)	(2,412)
영업이익	530	586	849	381	1,106	1,344	890	789	2,345	4,129	3,065
세전이익	615	733	922	453	1,236	1,386	901	776	2,724	4,299	3,215
연결당기순이익	459	540	675	350	917	998	653	563	2,025	3,131	2,298
지배순이익	458	539	674	349	915	996	651	561	2,020	3,123	2,288

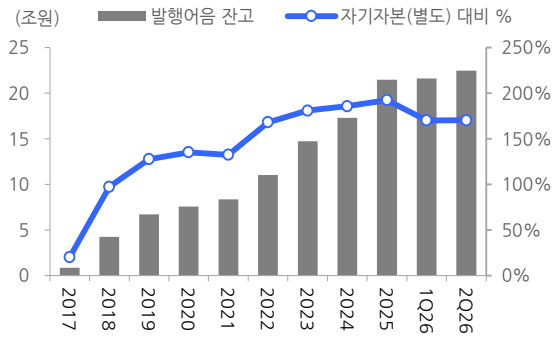
자료: 현대차증권

〈표 2〉 한국금융지주 Valuation Table

	단위	값	비고
Sustainable ROE	%	18.9	2026F~2028F 평균
자기자본비용(COE)	%	14.2	CAPM 산출 (R _f :국고채 3년물 3.5%, Risk Premium: 8.5%, 베타: 1.1)
영구성장률(g)	%	1.0	보수적으로 1% 가정
Target P/B	배	1.4	(ROE-g) / (COE-g)
26F BPS	원	240,292	
적정 주가	원	312,379	Target P/B * 26F BPS
목표주가	원	312,000	
전일 종가	원	193,400	2026년 9월 10일 기준
상승여력	%	61%	

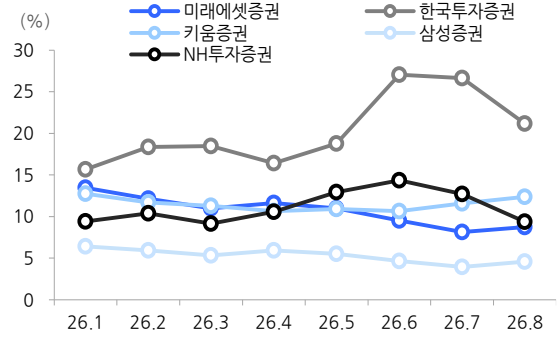
자료: 현대차증권

〈그림 1〉 한국투자증권 발행어음 잔고 추이



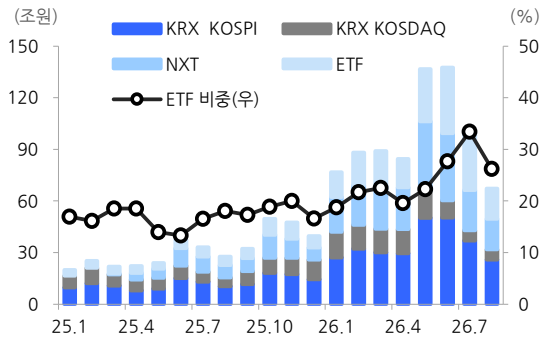
자료: 한국투자증권, 현대차증권

〈그림 2〉 증권사별 ETF 거래금 점유율



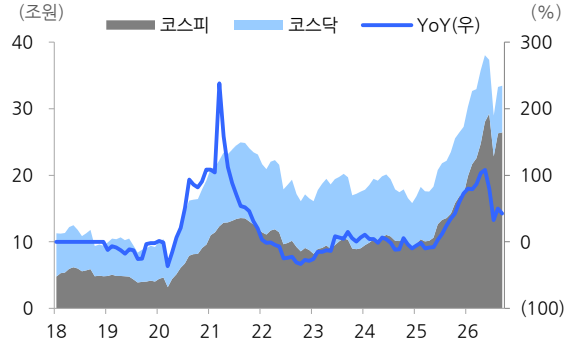
자료: CHECK, 현대차증권

〈그림 3〉 일평균거래대금 추이



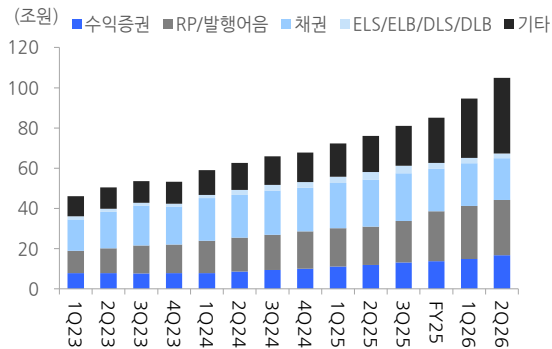
자료: KRX, NXT, 인포맥스, 현대차증권

〈그림 4〉 신용공여잔고 현황(말잔)



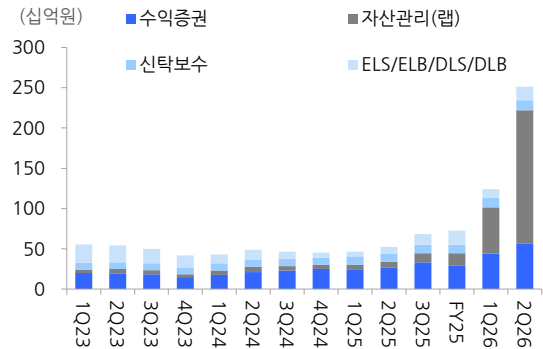
자료: 금융투자협회, 현대차증권

〈그림 5〉 한국투자증권 리테일 고객 금융상품 잔고



자료: 한국금융지주, 현대차증권

〈그림 6〉 한국투자증권 금융상품 판매수수료 수익 현황



자료: 한국금융지주, 현대차증권

COMPANY REPORT

(단위:십억원)

손익계산서(증권 별도)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
순영업수익	2,540	3,308	4,541	3,936	4,231
수수료손익	976	1,260	2,298	2,059	2,121
브로커리지	345	490	1,154	998	1,013
WM	124	167	660	559	637
IB 및 기타	507	603	484	501	515
이자손익	530	799	1,101	1,003	1,098
운용 및 기타손익	1,033	1,250	1,143	875	1,012
판매및관리비	(1,000)	(1,189)	(1,703)	(1,684)	(1,700)
영업이익	1,540	2,005	2,838	2,252	2,530
세전이익	1,464	2,223	2,933	2,342	2,680
당기순이익(별도)	1,195	1,735	2,118	1,698	1,943

(단위:십억원)

손익계산서(자주 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
순영업수익	2,635	4,009	6,336	5,476	5,763
수수료손익	1,225	1,562	2,587	2,485	2,511
이자손익	1,255	1,591	1,793	1,878	1,903
운용 및 기타손익	155	855	1,956	1,114	1,349
판매및관리비	(1,435)	(1,663)	(2,304)	(2,385)	(2,402)
영업이익	1,200	2,345	4,129	3,065	3,360
세전이익	1,399	2,724	4,299	3,215	3,480
당기순이익	1,046	2,025	3,131	2,298	2,523
자배순이익	1,040	2,020	3,123	2,288	2,513

(단위:원 %)

순영업수익 기여도(별도)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
수수료손익	38%	38%	51%	52%	50%
브로커리지	14%	15%	25%	25%	24%
WM	5%	5%	15%	14%	15%
B 및 기타	20%	18%	11%	13%	12%
이자손익	21%	24%	24%	25%	26%
운용 및 기타손익	41%	38%	25%	22%	24%

(단위:십억원)

재무상태표(연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	109,220	136,162	159,259	165,110	186,637
현금및예치금	11,178	13,794	16,134	16,727	17,341
FVPL 금융자산	64,823	83,301	97,431	101,011	104,722
FVOCI 금융자산	2,362	3,037	3,552	3,683	3,818
AC 금융자산	25,090	30,400	35,557	36,863	38,218
종속 및 관계기업투자	4,831	4,565	5,340	5,536	5,739
유형자산	483	527	616	639	663
무형자산	165	263	307	319	330
기타자산	288	275	322	333	346
부채총계	99,486	124,062	145,787	150,143	169,751
예수부채	16,139	19,809	23,278	23,973	27,104
차입부채 및 사채	59,733	72,824	85,576	88,133	99,643
FVPL 금융부채	16,702	16,702	24,428	28,706	29,563
기타부채	6,911	7,002	8,228	8,474	9,581
자본총계	9,735	12,100	13,472	14,967	16,886
자배주주지분	9,651	12,011	13,390	14,883	16,801
자본금	308	308	308	308	308
이익잉여금	8,036	10,283	12,899	14,391	16,309
비자배주주지분	84	89	81	85	85

(단위:% 원 %)

주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
수익성(%)					
ROE(자배)	13.3	16.0	24.6	16.2	15.9
ROA(자배)	1.0	1.6	2.1	1.4	1.4
투자지표(원)					
EPS(자배)	18,658	36,255	56,036	41,067	45,097
BPS(자배)	173,182	215,535	240,292	267,069	301,489
DPS(보통주)	3,980	8,690	14,300	10,700	12,000
Valuation(X)					
P/E	3.8	4.5	3.5	4.7	4.3
P/B	0.4	0.8	0.8	0.7	0.6
배당성향(%)	22.4	25.1	25.5	26.0	26.5
배당수익률(%)	5.6	5.4	7.4	5.5	6.2

* K-IFRS 별도 및 연결기준

키움증권 (039490)

긍정적인 사업 다변화

COVERAGE INITIATION

Analyst 김성훈 seonghun.kim@hmsec.com

BUY

TP 434,000원

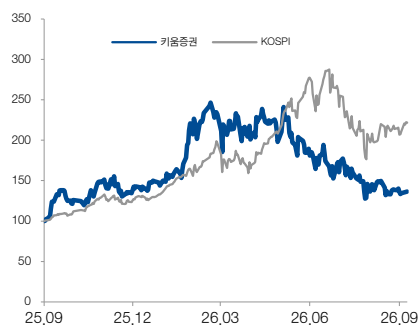
현재주가 (9/10)	274,500원
상승여력	58.1%
시가총액	7,200십억원
발행주식수	26,228천주
자본금/액면가	145십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	495,500원/240,050원
일평균 거래대금 (60일)	33십억원
외국인 지분율	29.87%
주요주주 지분율	
다우기술 외 5인	42.49%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-7.7	-19.9	-35.6
상대주가(%p)	-17.4	-11.9	-49.4

※ K-FRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	N/A	N/A	N/A
After	69,572	53,674	62,809
Consensus	69,225	56,558	442,941
Cons. 차이	+0.5%	-5.1%	-2.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 키움증권에 대해 투자의견 BUY, 목표주가는 434,000원 제시하며 커버리지 개시
- 2026F 연결지배순이익은 1.8조원으로 전년 대비 63.9% 성장 전망(ROE 24.4%)
- 거래대금 민가도가 높은 사업구조상 하반기 실적 부담이 높아진 상황이지만, 최근 브로커리지 외 사업으로의 다각화에 주목할 필요

주요이슈 및 실적전망

- 8월 일평균거래대금(KRX+NXT+ETF)는 67.2조원을 기록하며 전월 대비 -32.5% 하락. 이에 따라 3분기 브로커리지 손익 -28% 감소 예상. 최근 동사의 거래대금 M/S 하락의 배경은 1)코스닥 시장의 부진과 개인 수급 저하, 2)오프라인채널 주문 증가 3)퇴직연금계좌내 ETF 거래 확대 등이 있음. 높아진 지수 level 대비 브로커리지 기대치가 낮아지고 있지만 ETF LP 사업, 퇴직연금, 발행어음 등으로의 수익 기반 다변화는 긍정적
- 2분기 기준 발행어음 잔고는 1.8조원 이상으로 별도자기자본 대비 26% 수준. 증시 변동성 확대 속 투자대기자금을 흡수하며 빠르게 늘어날 것으로 기대. 퇴직연금의 경우 2분기 기준 천억원 미만(IRP형)인 것으로 파악되며 향후 수익화 단계까지 지켜볼 필요. 리테일 고객 자산 기반 비즈니스 확대는 중장기 펀더멘털 개선 요인
- 동사는 별도 순이익 기준 주주환원율 30% 이상 유지 및 28년 이내 감액배당을 계획. 높아진 ROE를 유지할 수 있는 주주친화적 자본정책의 구체화가 멀티플 반등을 이끌 것

주가전망 및 Valuation

- 목표주가는 26F BPS에 Target P/B 1.4배(Sustainable ROE 19.2% COE 14.1%)적용하여 산출
- 실적의 상고하자 흐름은 불가피하겠으나, 코스닥 및 개인 수급 회복시 주가의 탄력적인 반응이 기대됨과 동시에 실적 대비 Valuation 매력과 높은 배당수익률(7.1%) 고려시 매수 접근 유효

요약 실적 및 Valuation

구분	순영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2024	1,846	1,098	1,092	835	32,713	97	4	3.6	16.0	1.6	6.5
2025	2,396	1,488	1,541	1,114	41,562	27	7	1.2	18.1	1.6	4.0
2026F	3,386	2,244	2,359	1,825	69,572	67	4	0.9	24.4	1.9	7.1
2027F	2,918	1,707	1,912	1,408	53,674	(23)	5	0.8	16.2	1.2	5.5
2028F	3,300	2,025	2,239	1,647	62,809	17	4	0.7	16.9	1.2	6.6

* K-FRS 연결 기준

〈표 1〉 키움증권 상세실적표

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
순영업수익	524	615	614	643	868	1,134	684	700	2,396	3,386	2,918
YoY	4%	25%	38%	59%	65%	84%	11%	9%	30%	41%	-14%
수수료손익	212	251	254	330	373	536	367	374	1,047	1,650	1,576
YoY	14%	19%	30%	56%	76%	114%	44%	13%	30%	58%	-4%
BK	138	158	174	221	290	407	294	282	692	1,272	1,177
WM	21	24	20	32	28	47	33	36	96	144	167
IB 및기타	53	69	60	78	55	83	39	56	259	234	233
이자손익	181	187	208	199	199	193	197	220	776	809	664
YoY	23%	17%	48%	13%	10%	3%	-5%	10%	24%	4%	-18%
운용및기타손익	132	176	152	113	296	404	120	106	573	927	678
YoY	-23%	46%	37%	654%	125%	129%	-21%	-6%	37%	62%	-27%
판매및관리비	(199)	(207)	(205)	(298)	(246)	(345)	(232)	(319)	(908)	(1,142)	(1,211)
영업이익	325	408	409	346	621	789	452	381	1,488	2,244	1,707
YoY	-4%	31%	53%	92%	91%	93%	11%	10%	36%	51%	-24%
세전이익	326	416	439	359	662	789	473	435	1,541	2,359	1,912
연결 당기순이익	236	310	322	247	477	681	348	321	1,115	1,827	1,409
YoY	-4%	34%	52%	69%	103%	119%	8%	30%	34%	64%	-23%
지배주주순이익	235	310	322	247	476	680	348	320	1,114	1,825	1,408

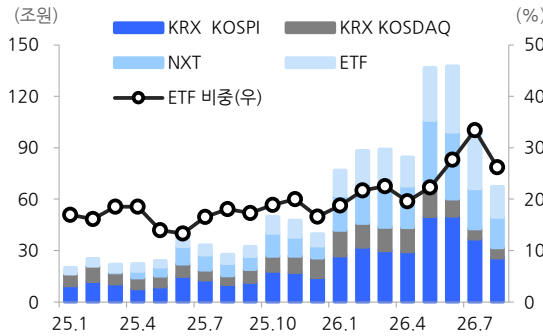
자료: 키움증권, 현대차증권

〈표 2〉 키움증권 Valuation Table

	단위	값	비고
Sustainable ROE	%	19.2	2026F~2028F 평균 ROE
자기자본비용(COE)	%	14.1	CAPM 산출 (R_f : 국고채 3년물 3.5%, Risk Premium: 8.5%, 베타: 1.2)
영구성장률(g)	%	1	보수적으로 1% 가정
Target P/B	배	1.4	(ROE-g) / (COE-g)
26F BPS	원	313,731	
적정 주가	원	434,431	
목표주가	원	434,000	
전일 종가	원	274,500	2026년 9월 10일 기준
상승여력	%	58.1%	

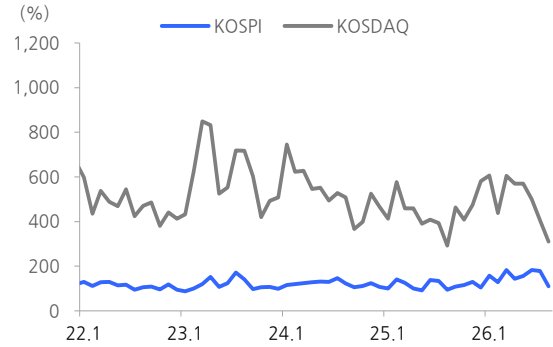
자료: 현대차증권

〈그림 1〉 일평균거래대금 추이



자료: KRX, NXT, 인포맥스, 현대차증권

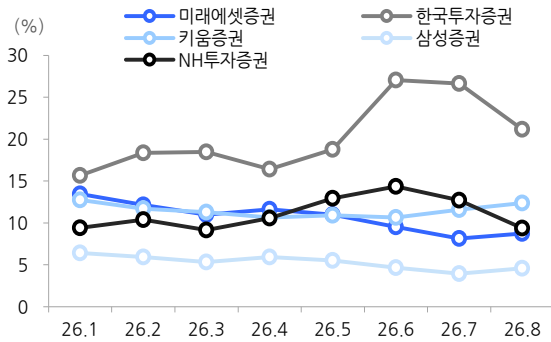
〈그림 2〉 코스피/코스닥 시가총액 회전율(연환산)



주: 월간누계거래대금/시가총액 * 12

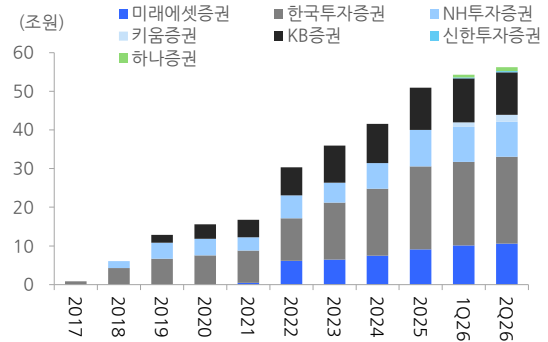
자료: Quantivise, 현대차증권

〈그림 3〉 증권사별 ETF 거래대금 점유율



자료: CHECK, 현대차증권

〈그림 4〉 증권사별 발행어음 잔고 추이



자료: FISIS, 각 사, 현대차증권

(단위: 십억원)

손익계산서(연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
순영업수익	1,846	2,396	3,386	2,918	3,300
수수료손익	804	1,047	1,650	1,576	1,687
위탁매매	531	692	1,272	1,177	1,239
자산관리	81	96	144	167	214
IB 및 기타	192	259	234	233	235
이자손익	623	776	809	664	985
운용및기타손익	419	573	927	678	627
판매및관리비	(748)	(908)	(1,142)	(1,211)	(1,275)
영업이익	1,098	1,488	2,244	1,707	2,025
세전이익	1,092	1,541	2,359	1,912	2,239
당기순이익	835	1,115	1,827	1,409	1,649
지배순이익	835	1,114	1,825	1,408	1,647

(단위: 십억원)

손익계산서(별도)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
순영업수익	1,605	2,038	2,858	2,496	2,900
수수료손익	753	1,023	1,585	1,505	1,605
위탁매매	528	689	1,266	1,169	1,230
자산관리	11	14	14	27	60
IB 및 기타	214	320	305	309	315
운용및기타손익	397	495	507	345	683
판매및관리비	454	520	765	645	612
영업이익	(580)	(713)	(927)	(960)	(1,005)
세전이익	1,025	1,325	1,931	1,536	1,895
당기순이익	1,090	1,457	2,179	1,702	2,067

(단위: %)

순영업수익 기여도(별도)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
수수료손익	47%	50%	55%	60%	55%
위탁매매	33%	34%	44%	47%	42%
자산관리	1%	1%	0%	1%	2%
IB 및 기타	13%	16%	11%	12%	11%
이자손익	25%	24%	18%	14%	24%
운용및기타손익	28%	26%	27%	26%	21%

(단위: 십억원)

재무상태표(연결)	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
자산총계	55,688	81,174	113,926	124,895	148,711
현금 및 예치금	7,780	9,282	13,260	14,570	17,449
FVPL 금융자산	30,538	47,745	65,803	71,391	85,641
FVOCI 금융자산	517	858	1,141	1,222	1,468
AC 금융자산	14,915	20,467	30,028	33,844	39,360
종속 및 관계기업투자	869	1,340	1,992	1,963	2,655
유형자산	135	207	253	273	320
투자부동산	496	689	753	865	928
무형자산	108	80	109	121	142
기타자산	331	506	587	646	747
부채총계	50,057	74,451	105,675	115,747	138,315
예수부채	15,712	22,101	30,846	32,437	35,247
차입부채	19,057	25,984	35,020	43,349	61,657
발행사채	5,953	5,953	9,303	13,170	13,918
FVPL 금융부채	5,607	10,646	14,640	14,227	14,292
기타부채	3,728	6,417	12,000	11,816	11,911
자본총계	5,632	6,722	8,251	9,149	10,396
자배주주지분	5,588	6,704	8,229	9,127	10,374
자본금	145	145	144	144	144
자본잉여금	1,039	1,039	1,000	1,000	1,000
이익잉여금	4,537	5,340	6,763	7,661	8,908
비자배주주지분	44	18	22	22	22

(단위: %, 원, X)

주요 지표(연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
수익성(%)					
ROE(지배)	16.0	18.1	24.4	16.2	16.9
ROA(지배)	1.6	1.6	1.9	1.2	1.2
투자지표(원)					
EPS(지배)	32,713	41,562	69,572	53,674	62,809
BPS(지배)	218,898	250,224	313,731	347,964	395,522
DPS(보통주)	7,500	11,500	19,400	15,200	18,100
Valuation(X)					
P/E	3.6	7.0	3.9	5.1	4.4
P/B	0.5	1.2	0.9	0.8	0.7
배당성향(%)	24.6	27.1	28	28.5	29.0
배당수익률(%)	6.5	4.0	7.1	5.5	6.9

* K-IFRS 별도 및 연결기준

미래에셋증권 (006800)

COVERAGE INITIATION

Analyst 김성훈 seonghun.kim@hmsec.com

미래에 대한 증명을 지켜본다

BUY

TP 42,000원

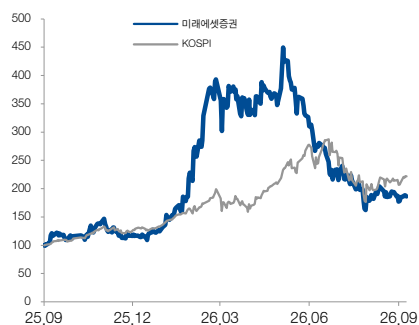
현재주가 (9/10)	34,750원
상승여력	20.9%
시가총액	18,870십억원
발행주식수	543,021천주
자본금/액면가	4,123십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	83,800원/20,312원
일평균 거래대금 (60일)	78십억원
외국인 지분율	28.37%
주요주주 지분율	
미래에셋캐피탈 외16인	11.65%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-4.5	-32.1	-46.0
상대주가(%)p	-14.5	-25.4	-57.5

※ K-FRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	N/A	N/A	N/A
After	6,482	3,595	42,000
Consensus	4,962	2,849	54,563
Cons. 차이	30.6%	26.2%	-23.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 미래에셋증권에 대해 투자의견 BUY, 목표주가는 42,000원 제시하며 커버리지 개시
- 2026F 연결지배순이익은 3.6조원으로 전년대비 131.1% 성장 전망(ROE 23.9%)
- 2분기 실적에서 스페이스X 지분가치 평가이익을 제외하더라도 별도 기준 전 사업부문에서 분기 최대치의 실적을 보여주며 펀더멘털 강화 재차 확인

주요이슈 및 실적전망

- 하반기 실적의 가장 큰 변수는 스페이스X의 지분가치 평가손실. 2분기 평가이익에 반영된 스페이스X 시가총액은 2.25조 달러 수준으로 파악되며, 최근 주가(시총 1.9~2조달러)에서는 5~7천억원의 평가손실이 발생할 것으로 추정. 다만 3분기 손실을 감안해도 누적 평가이익은 2조원 수준
- 상대적으로 낮은 배당성향에도 적극적인 자사주 매입 및 소각으로 높은 수준의 주주환원을 유지 (25년 41.3%). 합병자사주 소각에 대한 계획 구체화가 새로운 주가 트리거가 될 것으로 기대
- 일찍이 WM/금융상품판매 중심 사업구조 고도화를 진행했으며, 퇴직연금에서는 두드러진 성장세를 시현 중. 장기간 누적 및 반복되는 수익원의 확대는 동사의 구조적 이익 스텝업을 뒷받침할 것
- 보수적인 리스크 관리 기조로 발행어음과 IMA 잔고 속도를 조절 중이지만, 리테일 자금 조달 기반 운용자산은 점진적으로 확대 중(2분기 발행어음 10.5조원 3분기 IMA 4천억원)
- 해외법인투자/디지털 자산 비즈니스/외국인통합계좌 등을 통한 해외 리테일 시장 공략의 성과를 지켜볼 필요.

주가전망 및 Valuation

- 목표주가는 26F BPS에 Target P/B 1.4배(Sustainable ROE 15.7% COE 11.6%)적용하여 산출
- 지속가능한 이익 상승을 위한 사업구조 고도화, 디지털 자산 및 해외 시장 공략 등 본업의 경쟁력과 함께 중장기 성장 기반 역시 견조하지만, 상반기 기저효과로 인한 실적 변동성과 상대적 Valuation 부담 고려할 필요
- 실적 안정화 이후 일관된 주주환원 정책 이행이 밸류에이션 재평가를 이끌 것으로 기대

요약 실적 및 Valuation

구분	순영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2024	2,832	1,188	1,224	922	1,575	191	5.1	0.4	8.0	0.7	3.1
2025	3,909	1,915	2,079	1,570	2,768	76	8.4	1.0	12.4	1.1	1.4
2026F	7,476	4,776	4,871	3,627	6,482	134	5.4	1.1	23.9	2.1	1.4
2027F	5,214	2,547	2,696	2,012	3,595	(45)	9.7	1.1	11.3	1.0	0.9
2028F	5,645	2,876	3,087	2,304	4,117	15	8.4	0.9	11.8	1.1	1.4

* K-FRS 연결 기준

〈표 1〉 미래에셋증권 상세실적표

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
순영업수익	813	1,004	761	1,332	2,016	3,328	896	1,236	3,909	7,476	5,214
YoY	20%	44%	0%	93%	148%	232%	18%	-7%	38%	91%	-30%
수수료손익	240	320	341	397	346	313	461	520	1,298	1,641	2,259
YoY	-6%	29%	25%	50%	44%	-2%	35%	31%	25%	26%	38%
BK	240	265	311	370	483	629	471	465	1,186	2,048	1,980
WM	72	71	87	88	106	121	104	111	317	442	494
IB	19	31	18	33	14	23	8	15	101	60	63
이자손익	102	122	144	211	167	183	129	158	580	637	990
YoY	1%	7%	84%	133%	63%	50%	-10%	-25%	51%	10%	55%
운용및기타손익	470	562	276	724	1,503	2,831	305	558	2,031	5,198	1,964
YoY	47%	66%	-33%	117%	220%	404%	11%	-23%	45%	156%	-62%
판매및관리비	(467)	(503)	(538)	(486)	(641)	(838)	(639)	(582)	(1,994)	(2,699)	(2,667)
영업이익	346	500	223	846	1,375	2,490	257	654	1,915	4,776	2,547
YoY	28%	83%	-40%	209%	297%	398%	15%	-23%	61%	149%	-47%
세전이익	346	520	447	766	1,358	2,529	290	695	2,079	4,871	2,696
연결 당기순이익	258	406	344	575	1,002	1,905	217	521	1,583	3,646	2,022
YoY	51%	102%	19%	118%	288%	369%	-37%	-9%	71%	130%	-45%
지배주주순이익	259	403	340	567	996	1,896	216	519	1,570	3,627	2,012

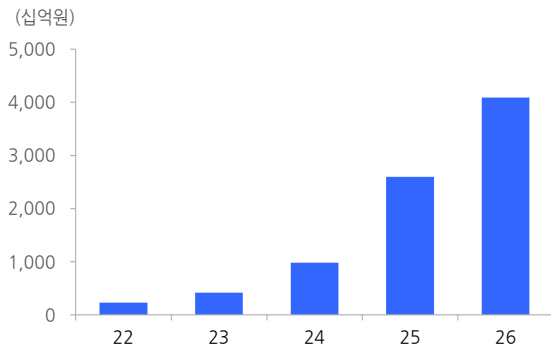
자료: 미래에셋증권, 현대차증권

〈표 2〉 미래에셋증권 Valuation Table

	단위	값	비고
Sustainable ROE	%	15.7	2026F~2028F 평균 ROE
자기자본비용(COE)	%	11.6	CAPM 산출 (R _f :국고채 3년물 3.5%, Risk Premium: 8.5%, 베타: 1.0)
영구성장률(g)	%	1	보수적으로 1% 가정
Target P/B	배	1.4	(ROE-g) / (COE-g)
26F BPS	원	30,363	
적정 주가	원	42,193	
목표주가	원	42,000	
전일 종가	원	34,750	2026년 9월 10일 기준
상승여력	%	20.9%	

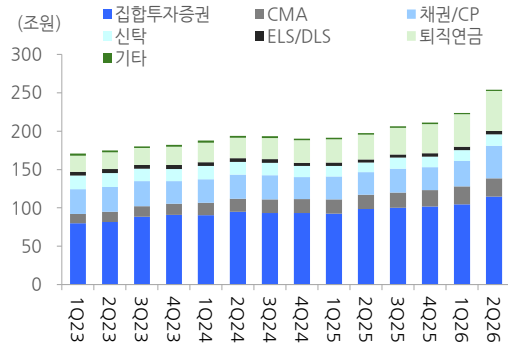
자료: 현대차증권

〈그림 1〉 스페이스 X 지분가치 추정



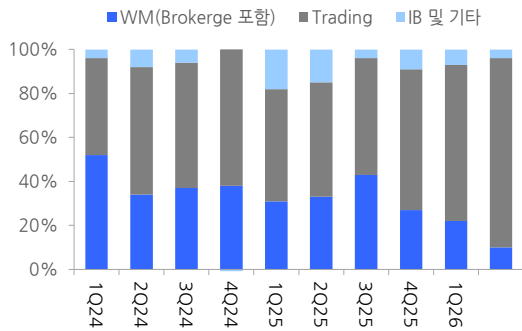
주: 9월 1일 종가 기준
자료: 현대차증권

〈그림 2〉 미래에셋증권 금융상품 고객 잔고



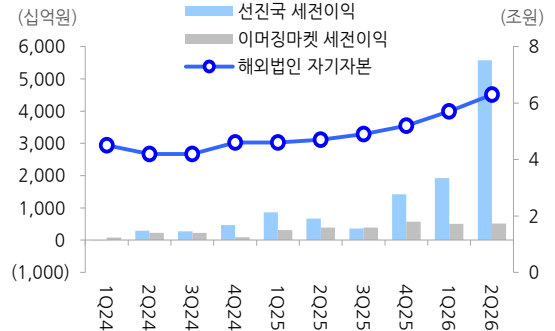
자료: 미래에셋증권, 현대차증권

〈그림 3〉 미래에셋증권 해외법인 수익 비중



자료: 미래에셋증권, 현대차증권

〈그림 4〉 미래에셋증권 해외법인 세전이익



자료: 미래에셋증권, 현대차증권

(단위: 십억원)

손익계산서(연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
순영업수익	2,832	3,909	7,476	5,214	5,645
수수료손익	1,042	1,298	1,641	2,259	2,505
위탁매매	721	1,186	2,048	1,980	2,150
자산관리	236	317	442	494	539
IB	92	101	60	63	68
이자손익	385	580	637	990	1,278
운용및기타손익	1,405	2,031	5,198	1,964	1,862
판매및관리비	(1,643)	(1,994)	(2,699)	(2,667)	(2,768)
영업이익	1,188	1,915	4,776	2,547	2,876
세전이익	1,224	2,079	4,871	2,696	3,087
당기순이익	925	1,583	3,646	2,022	2,315
지배순이익	922	1,570	3,627	2,012	2,304

(단위: 십억원)

손익계산서(별도)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
순영업수익	2,068	2,511	3,972	3,623	3,997
수수료손익	971	1,303	2,164	2,062	2,188
위탁매매	634	918	1,775	1,657	1,751
자산관리	262	322	430	466	498
IB	97	112	96	105	107
이자손익	233	360	357	677	951
운용및기타손익	864	849	1,452	884	858
판매및관리비	(1,143)	(1,380)	(2,009)	(1,844)	(1,872)
영업이익	924	1,131	1,963	1,779	2,124
세전이익	928	787	1,794	1,551	1,908
당기순이익	699	595	1,309	1,164	1,431

순영업수익 기여도(별도)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
수수료손익	47%	52%	54%	57%	55%
위탁매매	31%	37%	45%	46%	44%
자산관리	13%	13%	11%	13%	12%
IB 및기타	5%	4%	2%	3%	3%
이자손익	11%	14%	9%	19%	24%
운용및기타손익	42%	34%	37%	24%	21%

(단위: 십억원)

재무상태표(연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	137,177	150,284	202,545	202,579	213,798
현금 및 예치금	10,518	9,907	12,801	12,856	13,593
FVPL 금융자산	55,235	67,397	91,944	91,322	96,519
FVOCI 금융자산	17,578	14,016	18,209	17,784	18,838
AC 금융자산	46,073	52,805	70,446	71,699	75,306
종속 및 관계기업투자	1,626	1,786	3,206	2,848	3,148
유형자산	534	573	690	706	738
투자부동산	3,680	1,801	2,367	2,505	2,622
무형자산	761	742	959	964	1,017
기타자산	1,171	1,257	1,925	1,895	2,018
부채총계	124,913	136,806	185,303	183,777	192,948
예수부채	12,230	17,887	24,819	25,998	27,222
차입부채	77,117	77,103	89,136	92,183	95,349
발행사채	7,744	9,757	14,236	13,822	14,986
FVPL 금융부채	11,906	12,122	13,884	12,727	13,784
기타부채	15,916	19,937	35,822	33,142	35,349
자본총계	12,264	13,478	17,242	18,801	20,850
지배주주지분	12,100	13,304	16,990	18,512	20,522
자본금	4,102	4,102	4,123	4,123	4,123
자본잉여금	2,157	2,157	2,167	2,167	2,167
신종자본증권	0	0	0	0	0
이익잉여금	5,472	6,719	9,908	11,458	13,471
기타자본	370	326	792	763	760

(단위: %, 원, X)

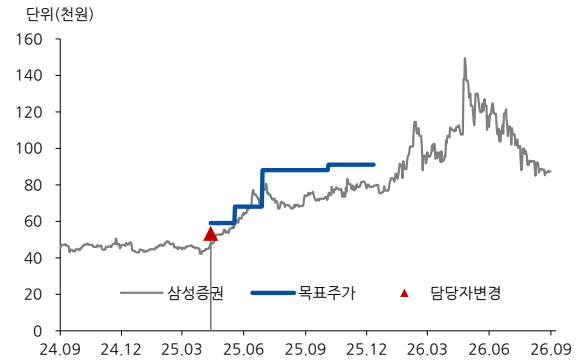
주요 지표(연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
수익성(%)					
ROE(지배)	8.0	12.4	23.9	11.3	11.8
ROA(지배)	0.7	1.1	2.1	1.0	1.1
투자지표(원)					
EPS(지배)	1,575	2,768	6,482	3,595	4,117
BPS(지배)	20,673	23,460	30,363	33,082	36,674
DPS(보통주)	250	337	500	300	500
Valuation(X)					
P/E	5.1	8.4	5.4	9.7	8.4
P/B	0.4	1.0	1.1	1.1	0.9
배당성향(%)	15.9	12.5	13.0	15.0	21.0
배당수익률(%)	3.1	1.4	1.4	0.9	1.4

* K-IFRS 별도 및 연결기준

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.06.05	BUY	47,000	-4.35	7.87
2025.04.23	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2025.04.23	BUY	59,000	-9.31	-3.22
2025.05.29	BUY	68,000	0.65	13.53
2025.07.09	BUY	88,000	-18.61	-8.41
2025.10.15	BUY	91,000	-13.75	-8.46
2026.04.15	AFTER 6M	91,000	18.71	-6.59
2026.09.11	담당자 변경	담당자 변경		
2026.09.11	BUY	146,000		

▶ 최근 2년간 삼성증권 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.05.27	BUY	81,000	-9.12	1.85
2025.04.23	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2025.04.23	BUY	102,000	-18.52	-12.35
2025.05.15	BUY	111,000	8.77	33.69
2025.07.09	BUY	180,000	-17.83	-9.11
2025.08.07	BUY	186,000	-24.31	-14.52
2025.10.16	BUY	202,000	-14.61	-9.75
2025.11.12	BUY	228,000	-29.25	-22.37
2026.05.12	AFTER 6M	228,000	-4.65	-20.31
2026.09.11	담당자 변경	담당자 변경		
2026.09.11	BUY	312,000		

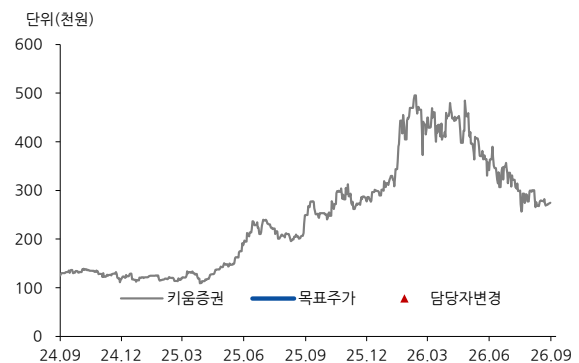
▶ 최근 2년간 한국금융지주 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
신규 커버리지 개시				
2026.09.11	BUY	434,000		

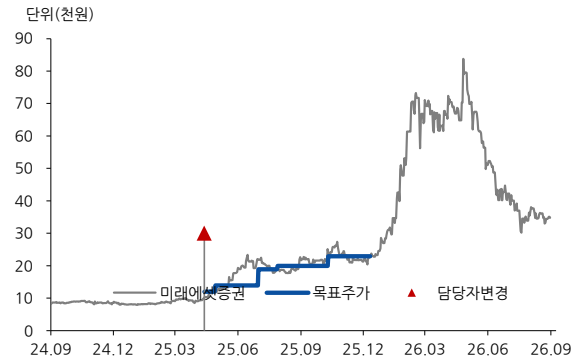
▶ 최근 2년간 키움증권 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.04.17	M.PERFORM	7,468	10.76	34.66
2025.04.23	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2025.04.23	BUY	11,948	-6.31	1.42
2025.05.09	BUY	13,940	27.23	67.49
2025.07.11	M.PERFORM	18,918	4.34	-5.68
2025.08.08	M.PERFORM	19,914	1.89	26.25
2025.10.21	M.PERFORM	22,901	0.10	-11.09
2026.04.21	AFTER 6M	22,901	110.20	31.87
2026.09.11	담당자변경	담당자변경		
2026.09.11	BUY	42,000		

▶ 최근 2년간 미래에셋증권 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김성훈의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

투자등급 통계 (2025.07.01~2026.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	189건	95.5%
보유	9건	4.5%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.