

증권 (비중확대/상향)

증권업의 Next step

정태준, CFA
taejeon.jeong@miraeasset.com



CONTENTS

I. Investment Summary	3
새로운 사업, 새로운 시장으로의 진출 필요	3
II. 가계자산 구성의 변화	4
고착화된 자산 구조 변화의 초입	4
증시로의 자금 유입 활성화	5
브로커리지 중심 실적 개선	6
신사업 인가로 수신 기능 확대	7
잠재적인 리스크	8
포트폴리오 다변화 필요	9
III. 신사업 진출 사례: Robinhood	10
신사업 진출을 통해 부진을 극복	10
Robinhood의 큰 그림	11
실물자산 토큰화 진출	12
주식 토큰화 시장 공략	13
해외 토큰화 시장으로의 확장	14
IV. 글로벌 확장 사례: Futu	15
차별화된 시스템을 해외로 확장	15
Futu의 해자	16
미국, 싱가포르 등 6개 국가로 확장	17
V. 실패 사례: 골드만삭스의 플랫폼 사업 철수	20
Apple Card와 GreenSky	20
사업부문의 적극적인 변화는 진행 중	21
다변화된 지역 분포도 긍정적	22
VI. 국내 증권사 전략 점검	23
삼성증권	23
NH투자증권	24
키움증권	25
Global Company Analysis	26
삼성증권	27
NH투자증권	30

I. Investment Summary

새로운 사업, 새로운 시장으로의 진출 필요

지난 해부터 증시가 상승세를 거듭함에 따라 가계자산 구성에도 변화가 나타나고 있다. 한국의 가계자산은 전통적으로 비금융자산의 비중이 높고, 현금 및 예치금의 비중이 높은 모습을 보여왔으나, 증시가 본격적인 상승하기 시작한 지난 해부터 금융투자상품의 비중이 의미있게 증가했기 때문이다. 이를 반영해 업종 투자의견을 중립에서 비중확대로 상향한다.

이는 저축과 부동산으로 대표되는 기존의 자산 배분 방식에 변화가 발생하고 있음을 시사한다. 이런 흐름이 지속된다면 중장기적으로는 금융투자상품의 비중이 주요 선진국 수준으로 증가할 수 있을 전망이다. 당장 연초 이후로 코스피가 70% 이상 상승한만큼, 2026년의 가계자산 구성은 2025년과도 큰 차이를 보일 가능성도 있다.

관건은 이런 흐름이 단기간의 쓸림이 아닌, 장기간에 걸친 변화로 이어져야한다는 점이다. 정부가 수차례 상법 개정안과 배당소득 분리과세 등 코리아 디스카운트 해소를 위한 정책을 펼쳐온 것도 이런 취지의 맥락으로 풀이된다.

이와 같은 변화에 따라 향후 증권사들의 실적 개선세도 지속될 전망이다. 거래대금 증가는 순수수료이익 증가로, 신용공여 잔고 확대는 이자손익 증가로 이어지는데, 여기에 증시까지 좋은만큼 트레이딩 및 상품손익도 우상향할 것으로 예상하기 때문이다.

더불어 최근 증권사들은 거래대금 호조에만 만족하지 않고, 수신 기능까지 확대하고자 하는 움직임을 보이고 있다. 정부가 모험자본 확대를 위해 발행어음과 IMA의 인가를 적극 추진하자, 이를 취득하기 위한 노력이 업계 전반으로 확산되었기 때문이다. 이에 따라 발행어음 인가를 취득한 증권사는 기존 4개사에서 8개사로 늘어났으며, IMA 역시 제도 출범(2016.08.) 9년 만에 최초로 판매가 개시되었다.

궁극적으로는 사업의 포트폴리오를 다변화할 필요가 있다. 가계자산에서 투자자산의 비중이 높아지는 흐름을 제대로 향유하기 위해서는 고객들에게 다양한 투자상품과 수단을 공급해야 하기 때문이다. 이에 대한 해답은 비증권 분야로의 진출을 통해 얻을 수 있을 것으로 판단한다.

해외로의 적극적인 진출을 통해 고객군 포트폴리오를 다변화할 필요도 있다. 이미 투자자산의 비중을 높게 유지하는 해외 투자자들에게 국내 시장의 다양한 상품들을 공급한다면 국내 증시의 추가 활성화를 야기하는 선순환 구조를 구축할 수 있기 때문이다.

다만 현재 국내 증권사는 기존 사업에 대한 집중도가 높은 상황이다. 비증권 자회사가 없는 것은 아니지만 성장세는 아직 증권에 집중되어있으며, 해외 자회사는 없는 것이나 마찬가지로 작다. 당사는 해외 주요 경쟁사들의 사례를 분석, 국내 증권사들이 나아갈 방향에 대해 고민해보았다.

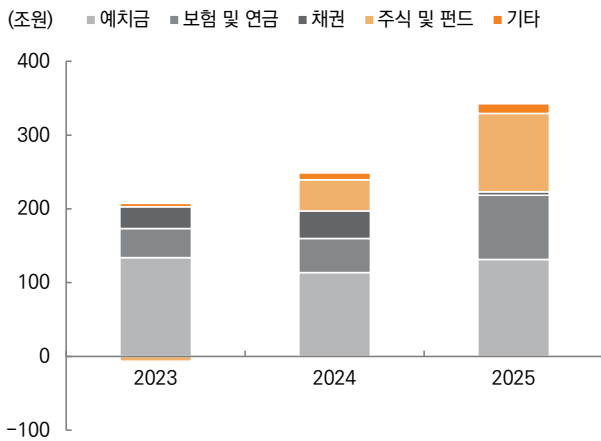
II. 가계자산 구성의 변화

고착화된 자산 구조 변화의 초입

지난 해부터 증시가 상승세를 거듭함에 따라 가계자산 구성에도 변화가 나타나고 있다. 한국의 가계자산은 전통적으로 비금융자산의 비중이 높고, 현금 및 예치금의 비중이 높은 모습을 보여왔으나, 증시가 본격적인 상승하기 시작한 지난 해부터 금융투자상품의 비중이 유의미하게 증가했기 때문이다. 이를 반영해 업종 투자 의견을 중립에서 비중확대로 상향한다.

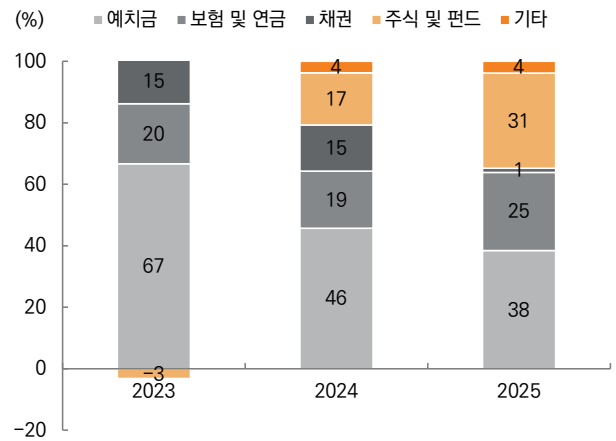
이는 저축과 부동산으로 대표되는 기존의 자산 배분 방식에 변화가 발생하고 있음을 시사한다. 이런 흐름이 지속된다면 중장기적으로는 금융투자상품의 비중이 주요 선진국 수준으로 증가할 수 있을 전망이다. 당장 연초 이후로 코스피가 70% 이상 상승한만큼, 2026년의 가계자산 구성은 2025년과도 큰 차이를 보일 가능성도 있다.

그림 1. 가계 및 비영리단체의 금융자산 잔액



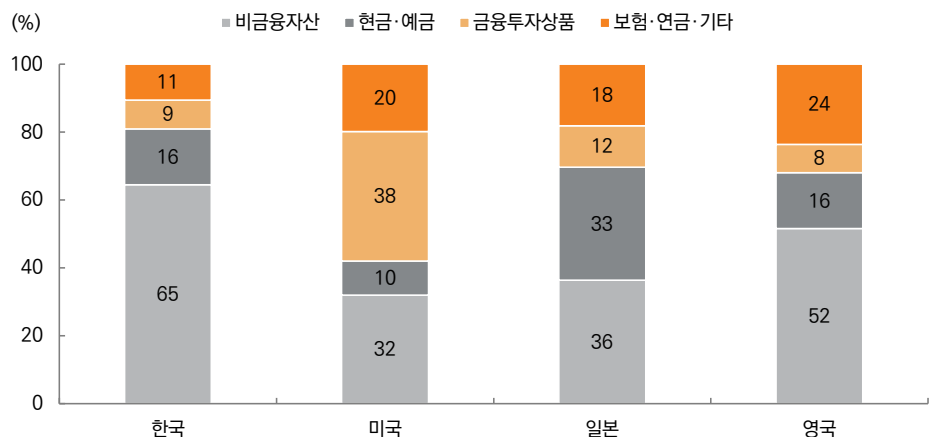
자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 가계 및 비영리단체의 금융자산 구성



자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 한국 vs. 일본 vs. 미국 가계자산 구성 비교



주: 2024년 기준, 일본은 2023년 기준, 자료: 한국경제인연합회, 미래에셋증권 리서치센터

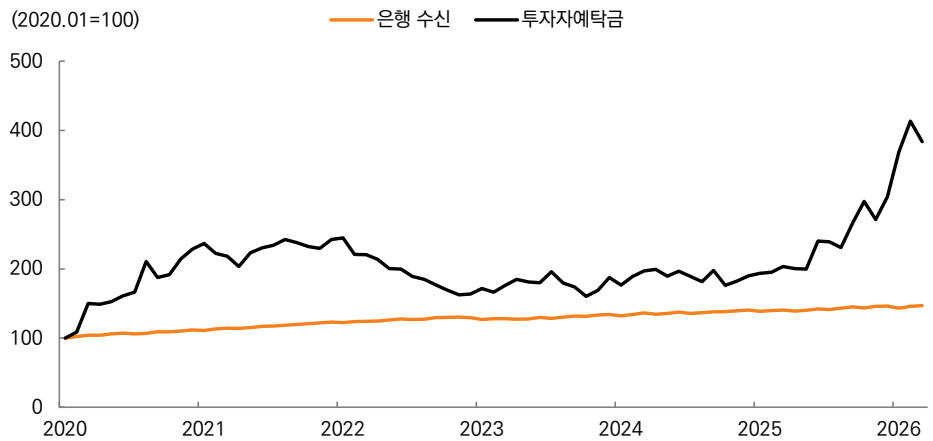
증시로의 자금 유입 활성화

이러한 흐름은 투자자예탁금의 빠른 증가세를 통해서도 짐작할 수 있다. 투자자예탁금의 절대 규모는 아직도 137조원으로, 은행 수신 약 2,000억원 대비 현저히 작지만, 성장률은 은행 수신을 압도하고 있기 때문이다.

실제로 지난 1분기 말 기준 투자자예탁금은 2024년말 대비 100% 이상 증가했으나, 은행 수신은 약 5% 증가에 그쳤다. 월별 증감액을 보더라도 은행 수신의 증감액과 동일 선상에서 비교조차 하기 어려웠던 투자자예탁금 증가액이, 최근 들어서는 이와 유사하거나 더 높은 수준을 보이기도 한다는 점도 유의미하다.

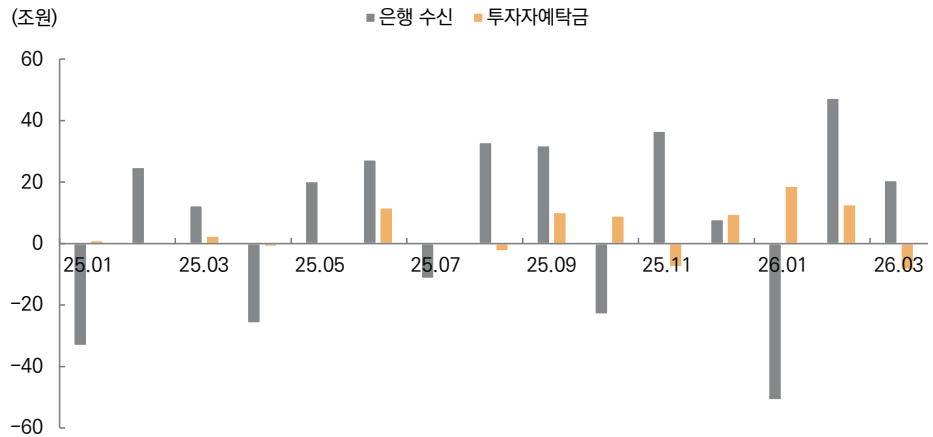
관건은 이런 흐름이 단기간의 쓸림이 아닌, 장기간에 걸친 변화로 이어져야한다는 점이다. 정부가 수차례 상법 개정안과 배당소득 분리과세 등 코리아 디스카운트 해소를 위한 정책을 펼쳐온 것도 이런 취지의 맥락으로 풀이된다.

그림 4. 은행 수신 vs. 증권 투자자예탁금 잔액 추이



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 은행 수신 vs. 증권 투자자예탁금 전월 대비 증감 폭



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

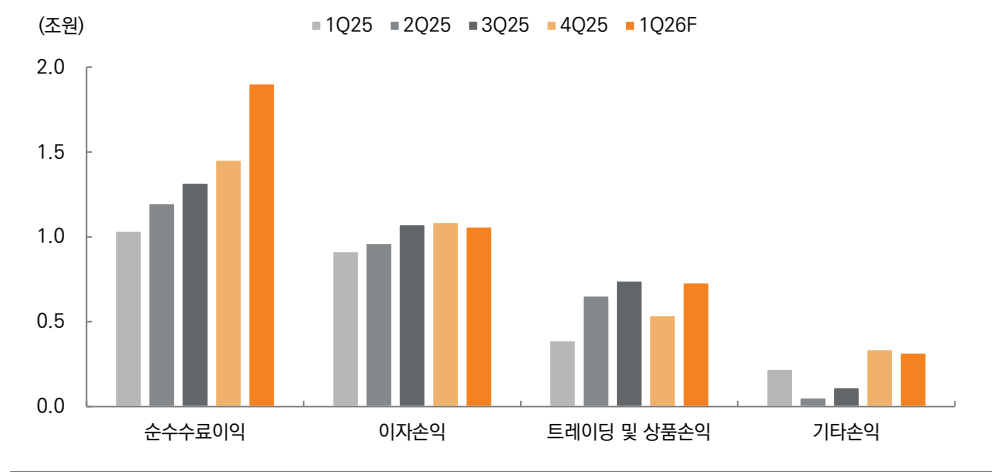
브로커리지 중심 실적 개선

이와 같은 변화에 따라 향후 증권사들의 실적 개선세도 지속될 전망이다. 거래대금 증가는 순수수수료이익 증가로, 신용공여 잔고 확대는 이자손익 증가로 이어지는데, 여기에 증시까지 좋은만큼 트레이딩 및 상품손익도 우상향할 것으로 예상하기 때문이다.

그 중에서도 두드러지는 것은 순수수수료이익일 전망이다. 투자자예탁금의 빠른 증가에 더불어 회전율까지 급등하면서 거래대금이 역대 최고치를 기록하고 있기 때문이다. 더욱이 최근에는 외국인 통합계좌가 출범하면서 외국인들의 거래대금까지 급증할 조짐이 보이고 있다.

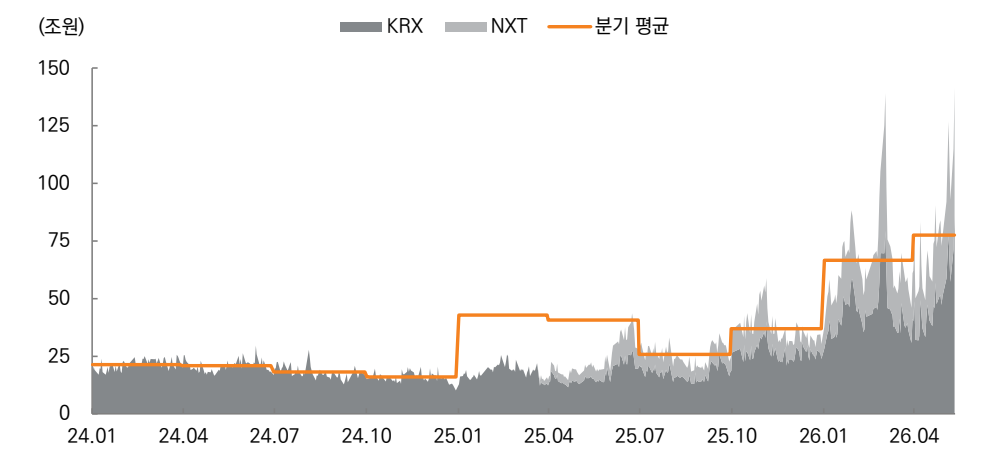
이에 따라 증권사들의 1분기 실적에서는 순수수수료이익의, 그리고 그 중에서도 위탁매매 수수료이익의 증가세가 가장 가파르게 나타났다. 게다가 2분기 누적 일평균 거래대금은 이미 1분기 평균을 넘어선만큼, 2분기에도 이와 같은 실적 흐름이 지속될 것으로 예상된다.

그림 6. 합산 순영업수익 구성



주: 커버리지 합산 기준, 자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 증시 거래대금



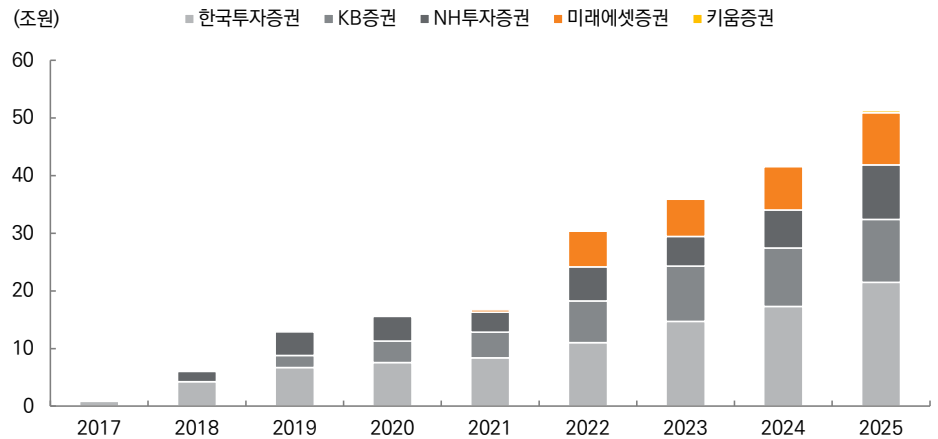
자료: 한국거래소, 빅스트레이드, 미래에셋증권 리서치센터

신사업 인가로 수신 기능 확대

더불어 최근 증권사들은 거래대금 호조에만 만족하지 않고, 수신 기능까지 확대하고자 하는 움직임을 보이고 있다. 정부가 모험자본 확대를 위해 발행어음과 IMA의 인가를 적극 추진 하자, 이를 취득하기 위한 노력이 업계 전반으로 확산되었기 때문이다. 이에 따라 발행어음 인가를 취득한 증권사는 기존 4개사에서 8개사로 늘어났으며, IMA 역시 제도 출범(2016. 08.) 9년 만에 최초로 판매가 개시되었다.

특히 발행어음은 1) 연 3~4%의 확정 금리를 제공하고 2) 수시입출금이 가능하다는 점에 힘입어 예금자보호가 되지 않음에도 불구하고, 예금의 대체재로 떠오르고 있다. IMA의 경우 발행어음과 달리 확정 금리를 제공하지는 않지만, 1) 당국이 증권사들에게 원금 보장을 권고하고 있고 2) 장기간 폐쇄형으로 운용되는만큼, 연금 보험을 대체할만한 수단으로 부각될 수 있을 전망이다. 현재 당사를 포함한 세 곳의 증권사에서 서비스를 제공하고 있으며, 최근 발행어음 인가를 취득한 자본 4조원 이상의 증권사들도 유예기간(3년)이 지난 후 자본요건을 충족할 경우 인가를 취득할 수 있을 전망이다.

그림 8. 연간 발행어음 조달 금액



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 종합금융투자사업자 인가 현황

	8조원 종투사			4조원 종투사				3조원 종투사		
	미래	한투	NH	KB	키움	신한	하나	삼성	메리츠	대신
3조원 지정	○ '13.10	○ '13.10	○ '13.10	○ '13.10	○ '22.4	○ '17.3	○ '19.7	○ '13.10	○ '17.11	○ '24.12
발행어음	○ '17.11	○ '17.11	○ '17.11	○ '17.11	○ '25.11	○ '25.12	○ '25.12	○ '17.11		
	○ '21.5	○ '17.11	○ '18.5	○ '19.5	○ '25.11	○ '25.12	○ '25.12	-		
8조원 지정 (IMA)	○ '25.11	○ '25.11	○ '26.3							

자료: 금융감독원, 미래에셋증권 리서치센터

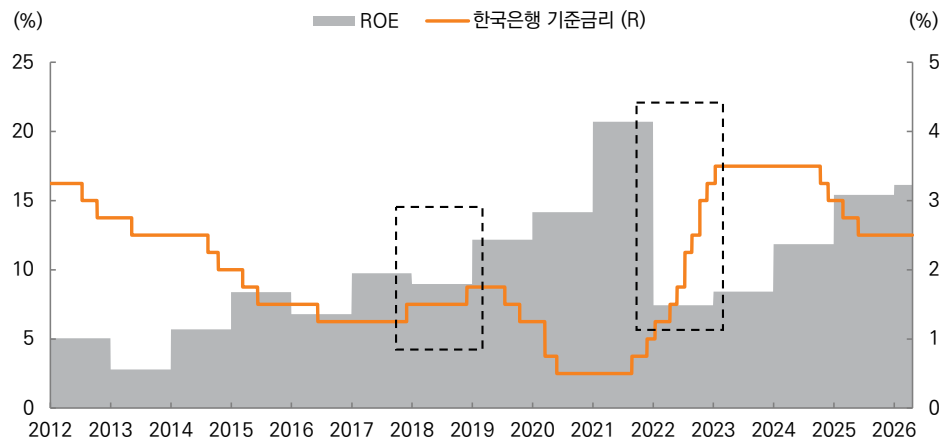
잠재적인 리스크

다만 여기에는 위험요인도 존재한다. 신사업에서 조달한 자금은 25% 이상을 모험자본에 투자해야 하기 때문이다. ‘모험’자본의 투자 대상은 신용등급이 낮을 가능성이 높고, 발행어음은 자산-부채 듀레이션 매칭을 위해 대출자산에 주로 투자하는만큼 금리가 상승할 때 부실이 발생할 가능성을 배제할 수 없다.

실제로 부동산PF가 크게 증가한 직후였던 2022년에는 기준금리가 급등하면서 낮은 신용등급의 시행사들이 급격히 부실화되며 증권사들이 대규모 손실을 인식한 사례가 있다. 이때 PF 자산을 많이 보유했던 증권사들은 그만큼 큰 폭의 이익 감소를 겪어야만 했으며, 진통도 타사보다 오래 갔다.

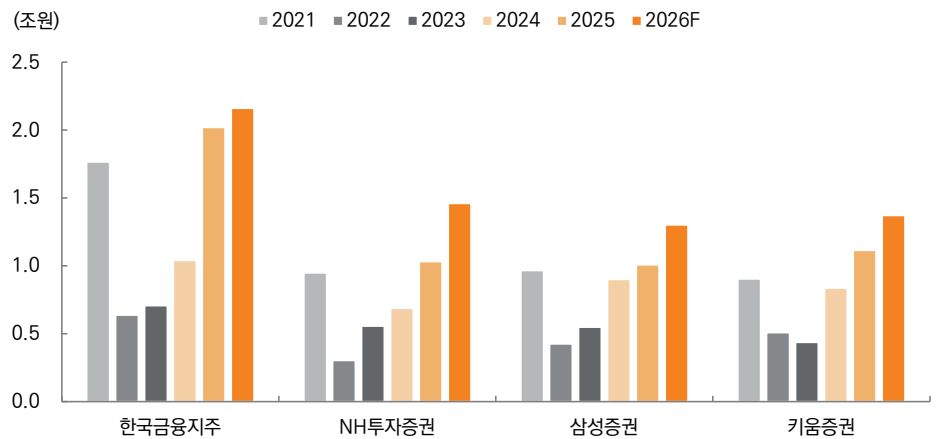
물론 이후 부동산PF에 대한 규제가 강화되었고, 모험자본에 부동산PF는 포함되지 않기 때문에 향후 기준금리가 인상될 때 동일한 충격이 발생할 것이라고 볼 수는 없다. 그럼에도 모험자본의 규모가 커질수록 리스크 관리의 중요성 역시 부각될 것으로 예상된다.

그림 9. 증권업 ROE vs. 한국은행 기준금리



주: 커버리지 합산 기준, 2026년 ROE는 추정치, 자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 증권사별 연간 순이익



자료: 미래에셋증권 리서치센터

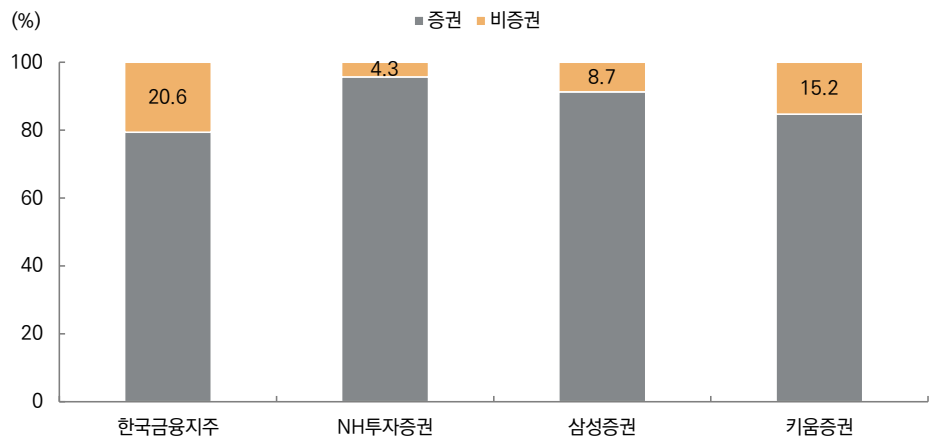
포트폴리오 다변화 필요

궁극적으로는 사업의 포트폴리오를 다변화할 필요가 있다. 가계자산에서 투자자산의 비중이 높아지는 흐름을 제대로 향유하기 위해서는 고객들에게 다양한 투자상품과 수단을 공급해야 하기 때문이다. 이에 대한 해답은 비증권 분야로의 진출을 통해 얻을 수 있을 것으로 판단한다.

해외로의 적극적인 진출을 통해 고객군 포트폴리오를 다변화할 필요도 있다. 이미 투자자산의 비중을 높게 유지하는 해외 투자자들에게 국내 시장의 다양한 상품들을 공급한다면 국내 증시의 추가 활성화를 야기하는 선순환 구조를 구축할 수 있기 때문이다.

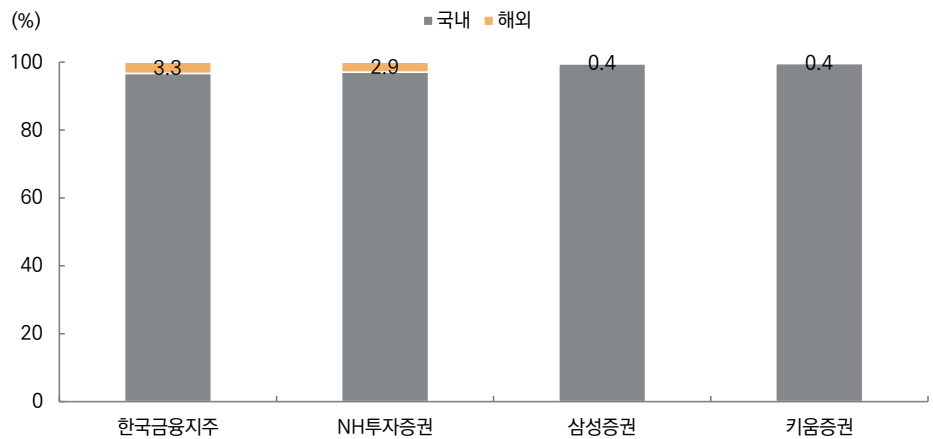
다만 현재 국내 증권사는 기존 사업에 대한 집중도가 높은 상황이다. 비증권 자회사가 없는 것은 아니지만 성장세는 아직 증권에 집중되어있으며, 해외 자회사는 없는 것이나 마찬가지로 작다. 당사는 해외 주요 경쟁사들의 사례를 분석, 국내 증권사들이 나아갈 방향에 대해 고민해보았다.

그림 11. 증권-비증권 자산 구성



주: 2025년 기준, 자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 국내-해외 자산 구성



주: 2025년 기준, 연결 및 종속기업 소재지 기준, 자료: 미래에셋증권 리서치센터

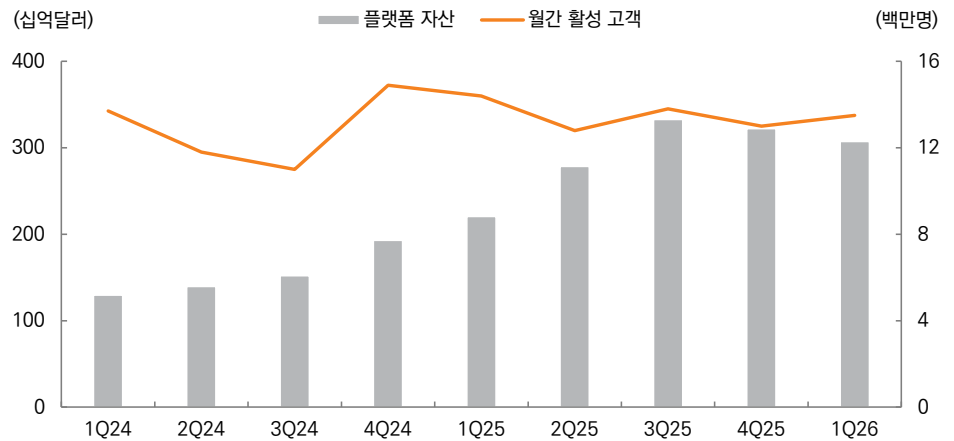
III. 신사업 진출 사례: Robinhood

신사업 진출을 통해 부진을 극복

Robinhood는 2013년에 설립된 미국의 핀테크 증권사로, 설립 당시부터 거래 수수료를 완전 무료로 제시하며 빠르게 성장했다. 이후 경쟁사들이 무료 수수료 정책을 차용하며 경쟁이 심화되자 2019년부터는 조각투자 기능을 선보이며 새로운 성장 동력을 마련했으며, 2021년 초에는 게임스탑 매수 열풍의 주요 플랫폼으로 자리매김하며 고객 수와 수익이 급등하기도 했다.

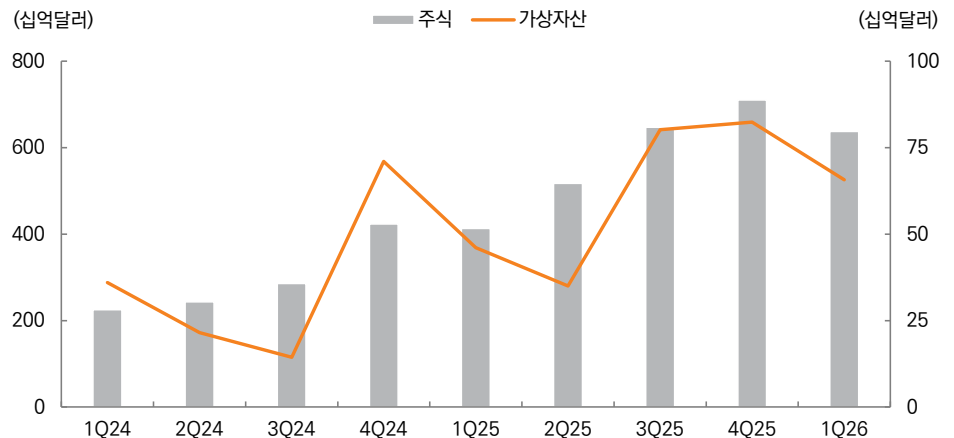
이후 게임스탑 열풍이 가라앉으면서 실적 부진에 빠졌으나, 동사는 이에 굴하지 않고 코인 거래 사업에 진출하며 활로를 찾아내었다. 이에 힘입어 2024년부터 고객 자산 규모가 다시 성장세를 되찾았고, 거래대금 역시 다시 빠른 성장세를 되찾았다.

그림 13. 플랫폼 자산 vs. 월간 활성 고객



자료: Robinhood, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 분기별 거래대금



자료: Robinhood, 미래에셋증권 리서치센터

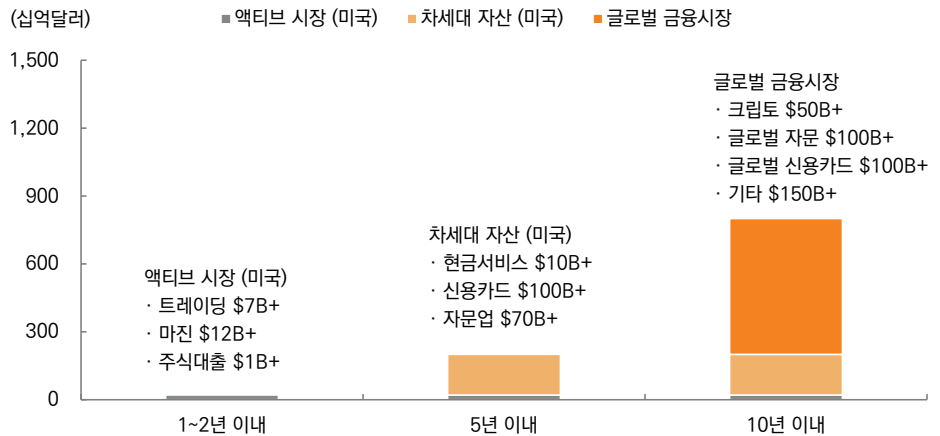
Robinhood의 큰 그림

하지만 동사는 이에 만족하지 않고 더욱 적극적인 신사업 진출을 통해 단순히 브로커리지 사업에서의 1등이 아닌, 글로벌 금융 시장 전체에서 1위 사업자가 되겠다는 포부를 밝히고 있다. 경쟁사들이 보유한 자산뿐만 아니라, 전통 금융기관들이 보유한 자산들까지 노리고 있는 것이다.

동사의 실적발표 자료에는 이런 포부가 잘 나타나 있다. 미국의 액티브 시장, 전체 자산 시장, 그리고 글로벌 금융시장에서 각각 1~2년 내, 5년 이내, 10년 이내 점유율 1위 사업자가 될 목표를 제시하고 있기 때문이다. 이 중 현재 동사가 시행하고 있는 사업은 극히 일부에 지나지 않고, 대부분의 진출 방향은 신사업에 맞춰져 있다.

최근 동사가 실물 자산 토큰화 시장에 진출한 것도 이런 맥락으로 볼 수 있다. 게다가 토큰화 시장의 경우, 주요 기관들에서 2030년까지 연평균 61% 이상의 급격한 성장이 가능하다는 분석을 제시하는 엄청난 확장성을 가진 시장이다.

그림 15. 진출 가능한 잠재 시장 규모 및 1위 달성 목표 기간



자료: Robinhood, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 2030년 토큰화 시장 규모 전망



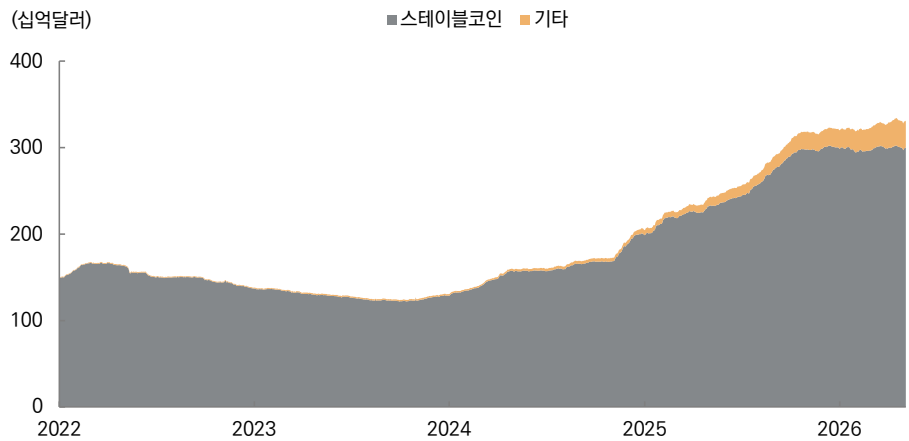
자료: Binayx, 미래에셋증권 리서치센터

실물자산 토큰화 진출

실제로 실물자산 토큰화 시장은 이미 급격한 성장세를 보이고 있다. 가장 규모가 큰 자산은 단연 스테이블 코인이며, 지난 해 미국 정부가 본격적으로 통화가치 방어를 위해 이를 활용 하면서부터는 증가세가 더욱 가팔라졌다. 최근에는 물가 상승 압력으로 달러가 다시 강해지 면서 스테이블코인의 성장세가 정체되었으나, 결제 과정에서의 효율성이 이미 입증된만큼 중장기적으로는 성장세가 지속될 것으로 예상된다.

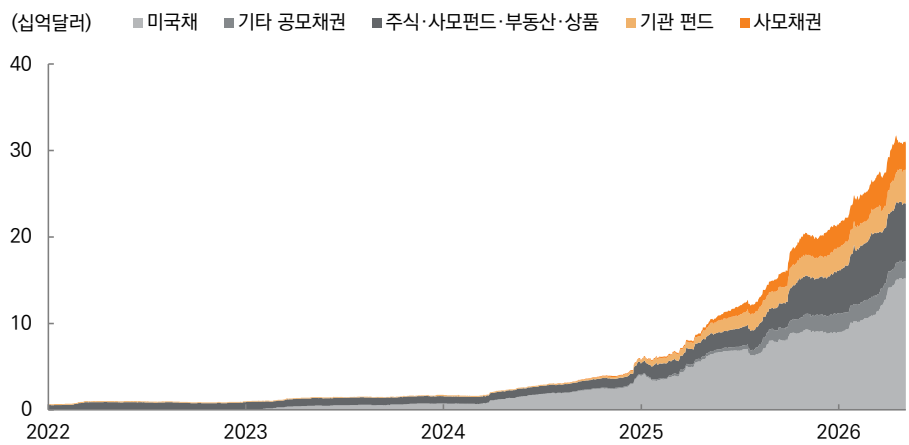
그러나 스테이블 코인을 제외한 실물자산 토큰화 시장은 오히려 높은 성장세를 시현하고 있다. 1분기 말 기준 스테이블코인 시가총액은 연초 이후 0.2% 증가에 그쳤지만, 기타자산 은 30.2% 증가했기 때문이다. 이는 그만큼 이 시장이 새로운 투자자산으로 떠오르고 있다 는 점을 시사한다.

그림 17. 실물자산 토큰화 시장 규모 (스테이블코인 포함)



주: 10월 19일 기준, 자료: RWA.xyz, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 실물자산 토큰화 시장 규모 (스테이블코인 제외)



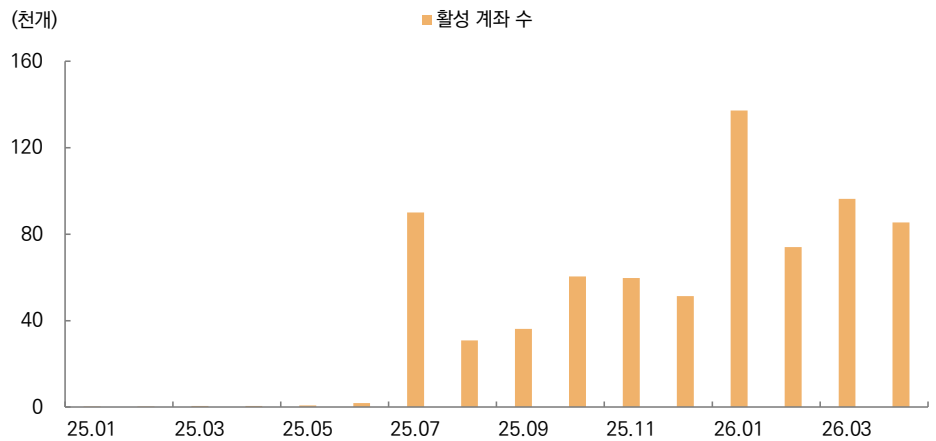
주: 10월 19일 기준, 자료: RWA.xyz, 미래에셋증권 리서치센터

주식 토큰화 시장 공략

그 중에서도 동사는 주식 토큰화 시장을 공략하기 시작했다. 지난 6월 말에는 유럽 지역 사용자를 대상으로 200개 이상의 미국 주식과 ETF를 토큰화하여 거래할 수 있는 서비스를 출시했는데, 1) 상장사 주식뿐만 아니라 비상장사의 토큰화 주식도 거래할 수 있고 2) 24시간, 소수점 단위 거래가 가능하며 3) 빠른 결제와 유로화 결제가 가능하고, 4) 거래 수수료는 무료, 환전 수수료는 0.10%에 불과하다. 이런 특징은 전적으로 새로운 시장에서 빠른 점유율을 확보하겠다는 전략에 기반한 것으로 판단한다.

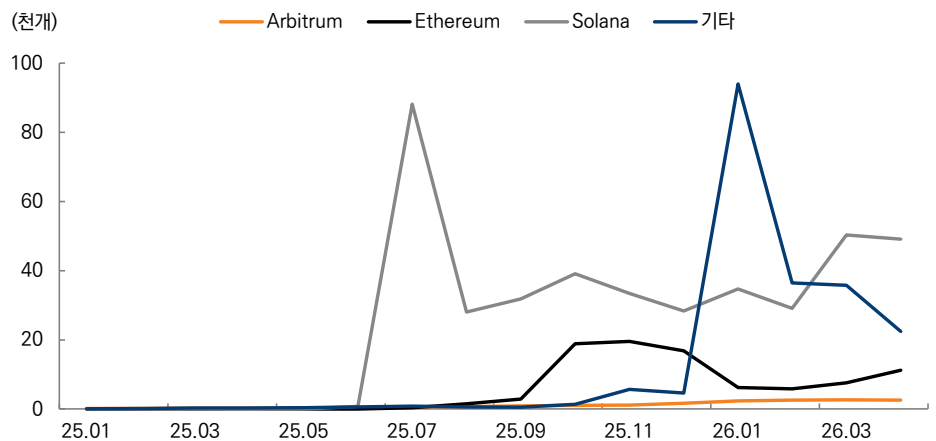
현재 주식 토큰화 시장은 상대적으로 작은 규모에 불과하며, 동사가 채택한 블록체인인 Arbitrum의 점유율도 미진한 모습을 보이고 있는 것은 사실이다. 그럼에도 전체 주식 토큰화 시장 활성 계좌 수는 다른 블록체인을 통해서라도 확장세를 이어가고 있고, Arbitrum을 사용하는 계좌 수 역시 점진적으로 증가하고 있기 때문에 향후 확장 가능성은 충분할 것으로 예상된다.

그림 19. 월별 주식 토큰화 시장 활성 계좌 수



자료: RWA.xyz, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 블록체인별 주식 토큰화 시장 활성 계좌 수



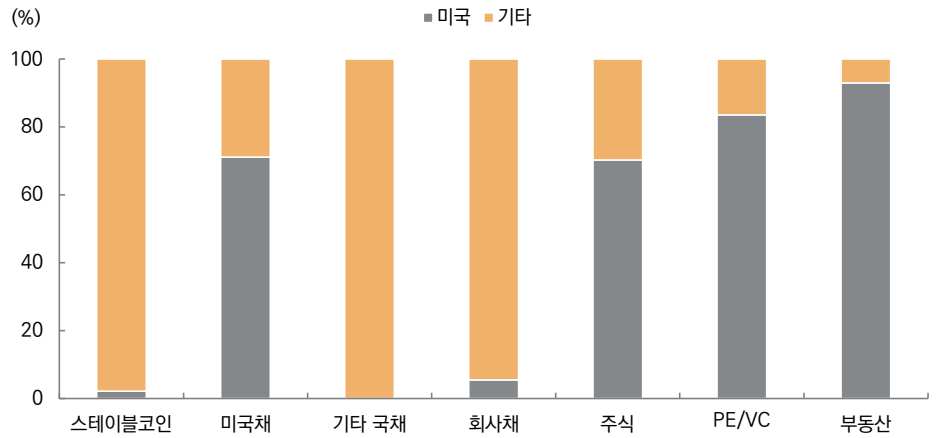
자료: RWA.xyz, 미래에셋증권 리서치센터

해외 토큰화 시장으로의 확장

장기적으로는 유럽 외 해외로까지의 확장도 가능할 것으로 예상된다. 현재 토큰화 시장은 대부분 미국과 유럽 중심으로 형성되어있으며, 특히 주식 토큰화 시장에서의 미국 비중은 70% 이상이다. 스테이블코인 정도가 그나마 엘살바도르의 비중이 높으며, 아시아권에서는 홍콩과 싱가포르가 제한적으로나마 기타 국채 시장에서 점유율을 보이고 있다.

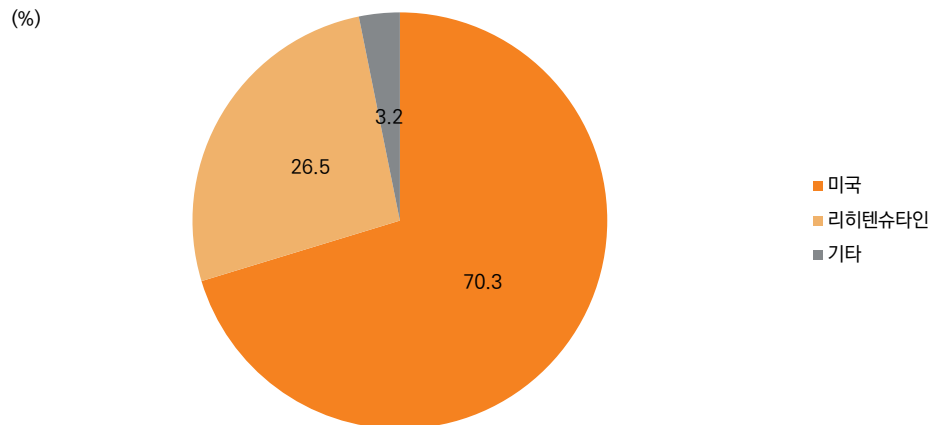
이는 곧 1) 아직 주식 토큰화가 가능한 시장은 매우 제한적이라는 점과 2) 동사와 같은 선도 사업자가 새로 진출할 수 있는 영역이 아직도 크다는 점을 시사한다. 미국 시장의 시가총액이 모든 국가들보다 큰 것은 사실이지만, 전세계 시가총액의 약 50%는 다른 국가들에서 나오기 때문이다. 동사의 잠재적인 성장성은 이런 점에서도 기대해볼 수 있다.

그림 21. 국가별 실물자산 토큰화 시장 점유율



주: 2025년 기준, 자료: RWA.xyz, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 국가별 주식 토큰화 시장 점유율



주: 2025년 기준, 자료: RWA.xyz, 미래에셋증권 리서치센터

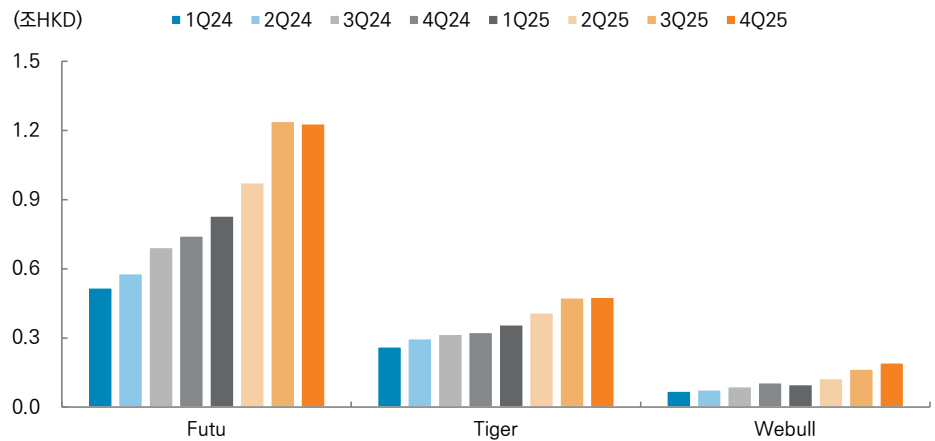
IV. 글로벌 확장 사례: Futu

차별화된 시스템을 해외로 확장

Futu는 2012년 설립된 홍콩의 핀테크 증권사로, 홍콩 투자자들을 위한 주식 거래 플랫폼인 Futubull과 해외 투자자들을 위한 플랫폼 Moomoo를 운영하고 있다. 동사의 주요 경쟁력으로는 1) SNS의 형태와 유사한 커뮤니티 서비스와 2) 무료 수수료 정책을 제공해도 수익이 발생할 수 있도록 하는 PFOF(Payment of Order Flow) 모델을 들 수 있다.

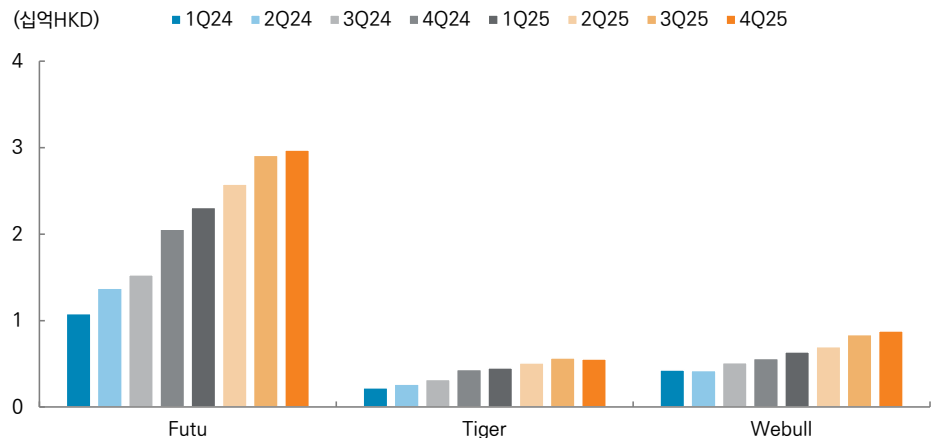
이런 경쟁력에 힘입어 동사의 고객 자산과 거래수익은 주요 경쟁사인 Tiger나 Webull 대비 현저히 빠른 속도로 증가하고 있다. 이에 그치지 않고 동사는 같은 전략을 구사하며 미국, 싱가포르 등 6개 국가에 적극 진출하고 있다. 이는 동사의 높은 성장세를 지속시킬 동인이 될 것으로 예상된다.

그림 23. Futu vs. Tiger vs. Webull 고객 자산 비교



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. Futu vs. Tiger vs. Webull 거래 수익 비교



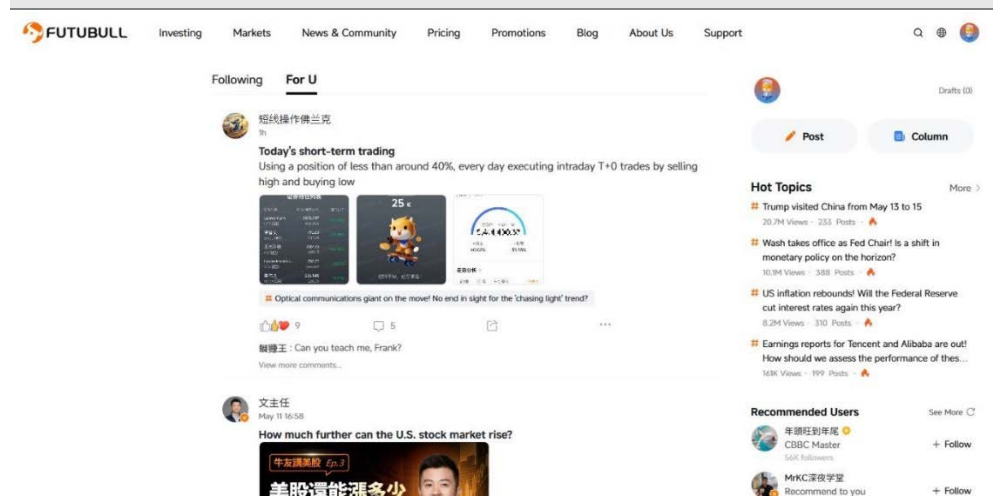
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Futu의 해자

커뮤니티 서비스는 SNS와 유사한 화면을 채택하고 있다. 투자자마다 개인의 페이지를 운영할 수 있으며, 이들이 게시하는 의견이 한 곳에 모여 사용자들에게 노출된다. Futu에서 제공하는 전문 리서치 자료 역시 이런 형태로 게시되며, 전문가들 역시 동일한 방식으로 개인 페이지를 운영하는만큼 투자 의견의 변화를 추적하기도 용이하다.

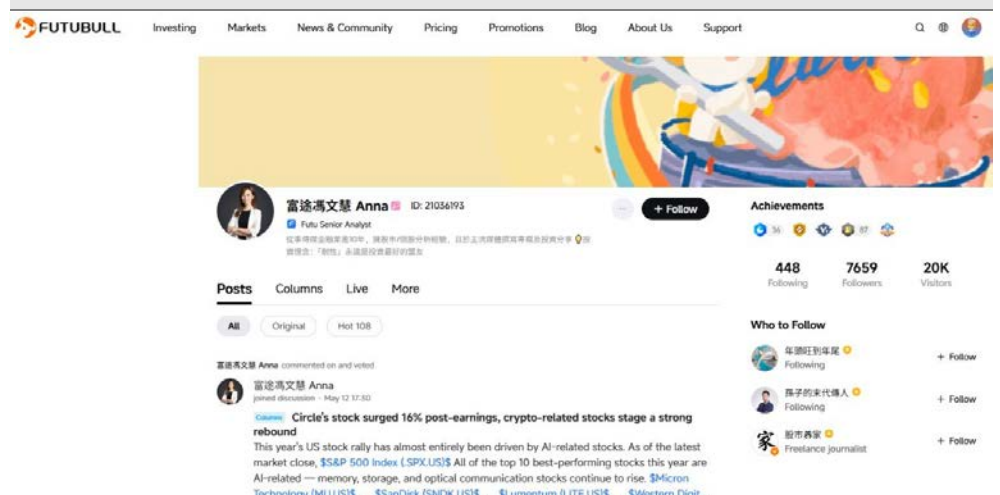
PFOF는 미국 증시에서 적용하는 모델로, 1) 고객이 매매 주문을 넣으면, 2) 그 주문은 거래소가 아닌, 시장 조성자에게 전달되며, 3) 시장 조성자는 이를 처리하는 대신 동사에게 수수료를 지급하는 구조로 이루어진다. 고객들은 무료 서비스를 위해 동사를 이용할 유인이 생기고, 시장 조성자들은 이 넓은 고객층을 잡기 위해 동사에 비용을 지불할 유인이 생기는 것이다. 이런 구조는 동사가 거래 서비스를 제공하는 주식, 옵션, 암호화폐 모든 자산에 적용되며, 고객은 어느 자산을 선택하든 무료로 거래할 수 있다.

그림 25. SNS와 유사한 커뮤니티 화면



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 커뮤니티에서 제공하는 전문가 서비스



자료: 미래에셋증권 리서치센터

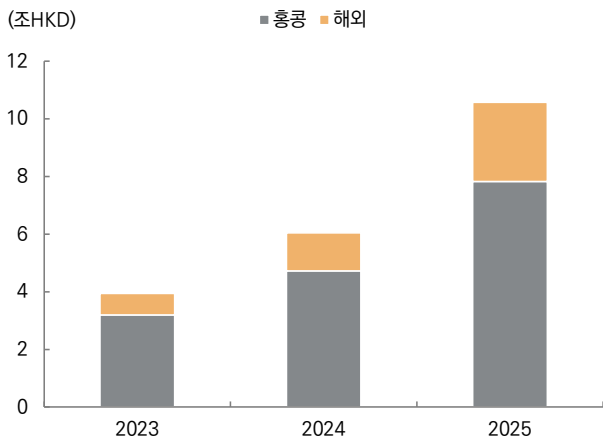
미국, 싱가포르 등 6개 국가로 확장

동사는 미국과 싱가포르, 호주, 캐나다, 일본, 그리고 말레이시아에 진출하며 위의 시스템을 확산시키고 있다. 해외 자회사들도 본사와 마찬가지로 커뮤니티 서비스를 제공하고 있으며, 다양한 상품군을 제공하는 플랫폼의 역할을 담당하고 있다.

물론 PFOF 모델의 경우 법령의 문제로 미국 증시에서만 적용되기 때문에 홍콩의 시스템을 해외로 수출했다기보다는, 미국 자회사 고유의 방식이라고 보는 편이 더 타당하다. 대신 타 국가에서는 경쟁사보다 낮은 수수료를 제공하는 방식으로 경쟁을 벌이고 있다.

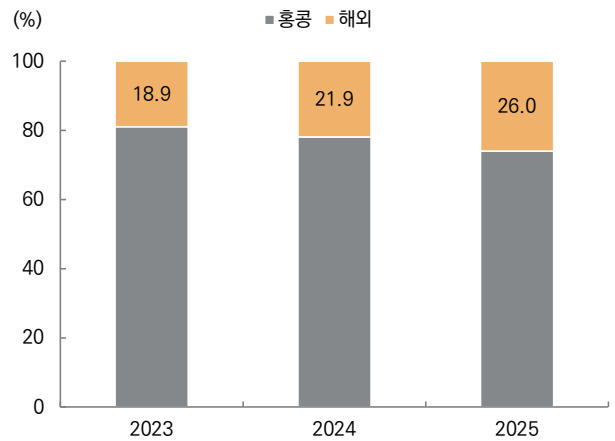
이런 노력에 따라 동사의 해외 수익은 규모와 비중이 모두 증가하고 있다. 이는 곧 해외에서의 성장률이 홍콩에서의 성장률을 상회한다는 점을 의미한다. 실제로 2025년 홍콩 수익 성장률은 65.8%, 해외 수익 성장률은 107.6%를 기록했으며, 이는 경쟁사 대비 동사의 우위를 굳히는 요인이 될 것으로 예상된다.

그림 27. 홍콩 vs. 해외 수익 비교



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 홍콩 vs. 해외 수익 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. Moomoo US vs. 주요 증권사 수수료 정책 비교

	Moomoo	Robinhood	Webull	Charles Schwab (online)	E*Trade
중개 수수료 (주식/ETF/옵션)	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
주식 옵션 이용료	\$0	\$0	\$0	계약당 \$0.65	분기 30회 미만 계약당 \$0.65
지수 옵션 이용료	계약당 \$0.50	계약당 \$0.35 (Gold 등급) 계약당 \$0.50 (Gold 외 등급)	계약당 \$0.55	계약당 \$0.65	분기 30회 미만 계약당 \$0.65
지수 옵션 이용료 (거래소 지불)	계약당 \$0~\$0.66	계약당 \$0~\$0.75	계약당 \$0~\$0.75	계약당 \$0.02~\$0.63	계약당 \$0.06~\$0.55
OTC 수수료	\$0	\$0	\$0	체결 계약당 \$6.95	분기 30회 미만 계약당 \$0.65
신용공여 이자율	6.8%	5.75%	8.74%	12.575%	12.95%~13.2%

자료: moomoo.com, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. Moomoo Singapore vs. 주요 증권사 수수료 정책 비교

	Moomoo	Webull	IBKR	Tiger
미국				
주식 수수료	\$0	0.025%	\$0.005	\$0.005
신용공여 이자율	4.8%	6.53%	6.83%	6.5%
옵션 이용료	\$0	계약당 \$0.55	계약당 \$0.65	계약당 \$0.35
싱가포르				
주식 수수료	신규 가입고객 1년간 \$0	0.025%	N/A	\$0.005
신용공여 이자율	4.8%	4.05%	N/A	4.8%
홍콩				
주식/ETF 수수료	신규 가입고객 30일간 \$0	0.03%	N/A	0.03%
신용공여 이자율	6.80%	6.78%	N/A	6.80%
중국				
주식 수수료	신규 가입고객 30일간 \$0	0.02%	N/A	0.03%

자료: moomoo.com, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. Moomoo Australia vs. 주요 증권사 수수료 정책 비교

	Moomoo	CommSec	nabtrade	westpac
호주 (거래 규모별)				
A\$ 5,000	A\$3.00	A\$19.95	A\$14.95	A\$19.95
A\$ 10,000	A\$3.00	A\$19.95	A\$19.95	A\$19.95
A\$ 20,000	A\$6.00	A\$29.95	A\$19.95	A\$29.95
A\$ 50,000	A\$15.00	A\$60.00	A\$55.00	A\$55.00
미국: NVDA를 주당 \$150에 매수할 경우				
5주 (\$750)	\$1.01	\$3.00	\$5.00	\$9.71
50주 (\$7,500)	\$1.14	\$3.00	\$9.00	\$12.95
100주 (\$15,000)	\$1.29	\$3.00	\$18.00	\$16.50
200주 (\$30,000)	\$1.59	\$3.00	\$36.00	\$33.00

주: A\$는 호주달러를 의미, 자료: moomoo.com, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. Moomoo Canada vs. 주요 증권사 수수료 정책 비교

	Moomoo	Questrade
캐나다/미국 주식 수수료		
거래 수수료	주당 \$0.0099 최소 거래당 \$1.99	\$0
환전 수수료 (미국)	\$0	1.50%
미국 옵션 수수료		
주식 옵션 이용료	계약당 \$0.65 최소 계약당 \$1	계약당 \$0.99
지수 옵션 이용료	계약당 \$0.65 최소 계약당 \$1	N/A
권리 행사 이용료	\$0	\$24.95
환전 수수료	\$0	1.50%
신용공여 이자율	\$100,000 이하 6.75% \$100,000 초과 6.15%	\$100,000 이하 11.25% \$100,000 초과 10.25%

자료: moomoo.com, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. Moomoo Japan vs. 주요 증권사 수수료 정책 비교

	moomoo	SBI	Rakuten	Monex	Matsui	Mitsubishi
거래 수수료						
미국 주식/ETF	0.132%	0.495%	0.495%	0.495%	0.495%	0.495%
미국 주식 단주		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
신용거래		0.330%	0.330%	0.330%	0.330%	N/A
옵션	계약당 \$0.33	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
환전 수수료						
엔화 결제	¥0.00	¥0.25	¥0.25	¥0.00	¥0.25	¥0.20
환전 거래		¥0.00	¥0.00	¥0.25	¥0.00	¥0.20
실시간 환율 지원	실시간	실시간	실시간	실시간	정규 거래시	거래시

자료: moomoo.com, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. Moomoo Malaysia vs. 주요 증권사 수수료 정책 비교

	Moomoo	RHB	Maybank
미국 (거래 규모별)			
\$5,000	RM 2.49	RM 5	RM 5
\$10,000	RM 3.99	RM 10	RM 10
\$20,000	RM 6.99	RM 20	RM 20
\$30,000	RM 9.99	RM 25	RM 30
\$60,000	RM 18.99	RM 25	RM 60
말레이시아 (거래 규모별)			
RM 1,000	RM 3.3	RM 2.88	RM 8
RM 5,000	RM 4.5	RM 2.88	RM 8
RM 10,000	RM 6.0	RM 10.00	RM 8
RM 15,000	RM 7.5	RM 15.00	RM 8
RM 20,000	RM 9.0	RM 20.00	RM 10
홍콩 (거래 규모별)			
HKD 25,000	RM 22.5	RM 35	RM 25
HKD 30,000	RM 24	RM 35	RM 30
HKD 50,000	RM 30	RM 50	RM 50
HKD 100,000	RM 45	RM 100	RM 100
HKD 200,000	RM 75	RM 200	RM 200
신용공여 이자율	6.8%	7.8%	

자료: moomoo.com, 미래에셋증권 리서치센터

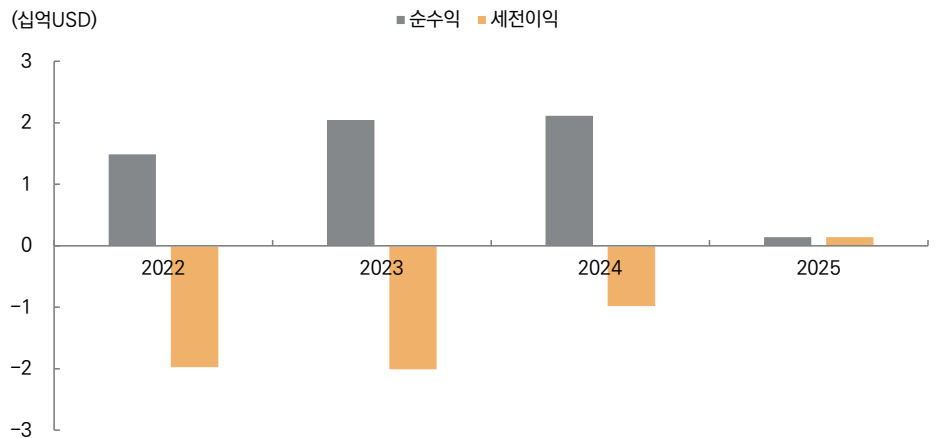
V. 실패 사례: 골드만삭스의 플랫폼 사업 철수

Apple Card와 GreenSky

물론 모든 포트폴리오 다변화가 성공으로 끝나는 것은 아니다. 최근의 실패 사례로는 골드만삭스의 플랫폼 사업 철수를 들 수 있다. 골드만삭스는 2019년 애플과 함께 Apple Card를 출시한 것에 이어 2022년에는 핀테크 업체 GreenSky까지 인수하며 플랫폼 사업 진출을 선언했다. 그러나 결국 GreenSky는 2023년에, Apple Card는 2026년 1월에 매각하며 플랫폼 사업에서 철수했다.

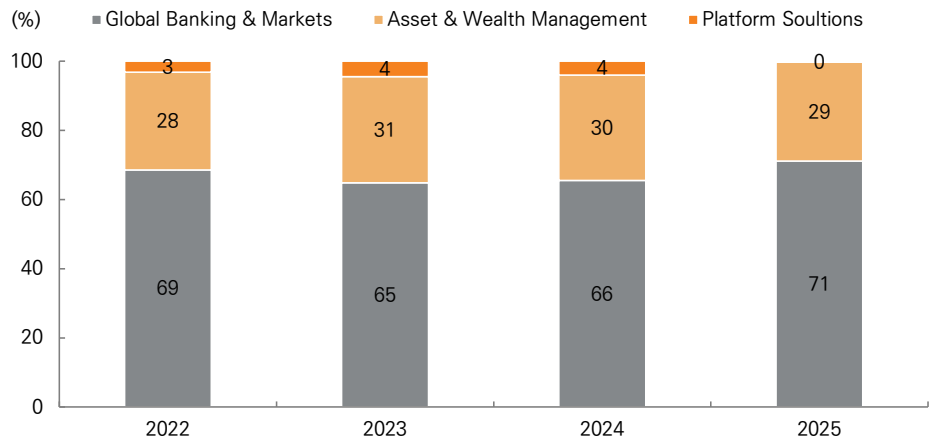
이는 당초 목표했던 수익성과 성장성을 달성할 수 없었기 때문으로 추정한다. 신사업을 영속하기 위해서는 당장 이익이 발생하지 않더라도 수익이라도 크게 증가하는 성장성을 보여야 하는데, 결론적으로 양사는 이에 실패했기 때문이다.

그림 29. 플랫폼 사업부문 순이익 vs. 세전이익



주: 2025년은 추정치, 자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 사업부문별 수익 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

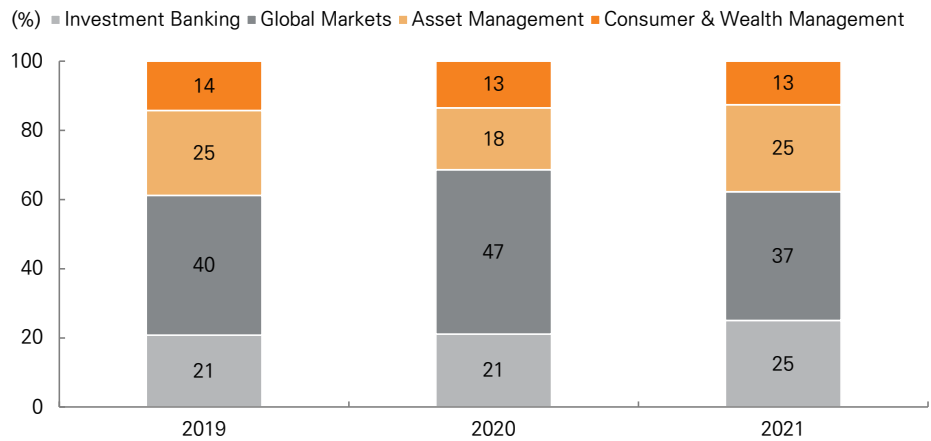
사업부문의 적극적인 변화는 진행 중

물론 이런 실패가 동사 역사에 처음 있는 일은 아닐 것이다. 그럼에도 불구하고 동사는 사업부문 변화를 지속적으로 꾀하고 있다. 당장 지난 10년만 놓고 보아도 사업부문 구분에 두 번이나 큰 변화가 있었기 때문이다.

2010년부터 2018년까지는 B2B 사업에 집중하면서 기업금융과 기관서비스, 투자 및 대출, 그리고 자산운용의 네 가지 사업부로 관리했다. 그러나 2019년부터 2021년까지는 B2C 사업에 진출하면서 기관서비스와 투자 및 대출을 글로벌 시장 부문으로 통합, WM 사업부를 추가로 신설했다. 그리고 GreenSky 인수를 마친 2022년부터는 플랫폼 사업부를 신설했고, 기업금융과 글로벌 시장을 통합, 그리고 자산운용과 WM 사업을 통합했다.

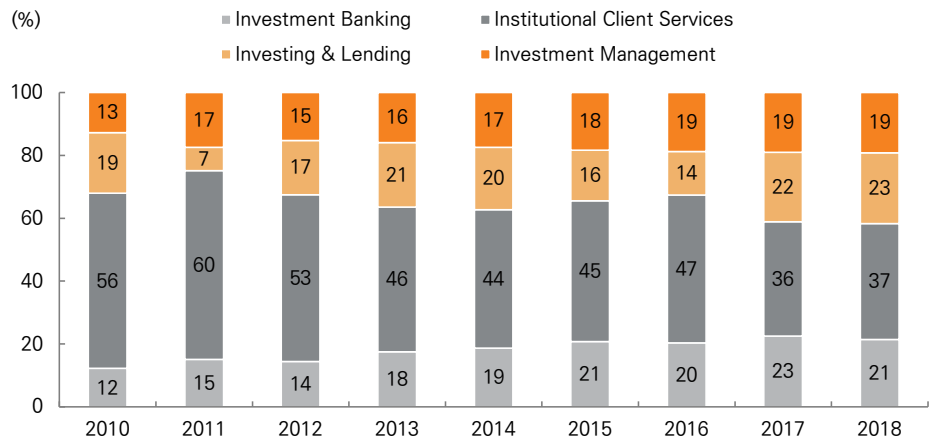
이는 동사 역시 고객 다변화와 상품 다각화의 필요성을 인지하고 있다는 점을 시사한다. 따라서 이번의 실패를 딛고 새로운 성장 동력을 찾을 가능성 또한 높다고 판단한다.

그림 31. 2019-2021년 사업부문별 수익 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 2010-2018년 사업부문별 수익 비중



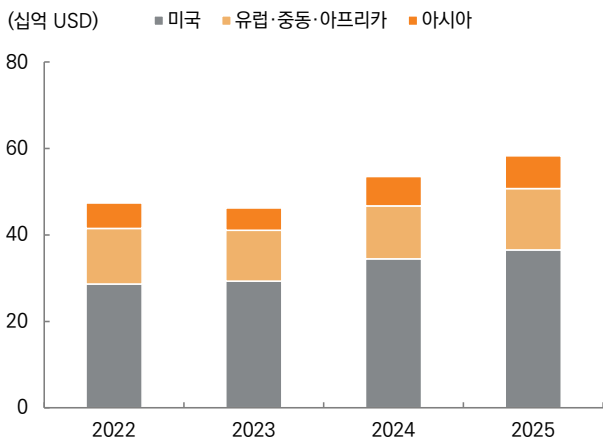
자료: 미래에셋증권 리서치센터

다변화된 지역 분포도 긍정적

게다가 동사는 해외 수익 비중이 30~40%대에 달한다. 해외에 진출한지도 이제는 오래되어서 Futu와 같이 높은 성장세를 보이지는 않지만, 전체 수익이 지속적으로 증가세를 보이고 있음에도 30%를 상회하는 수익 비중을 유지하고 있다는 것은 그만큼 해외 사업에서도 수익이 크게 성장하고 있음을 의미한다.

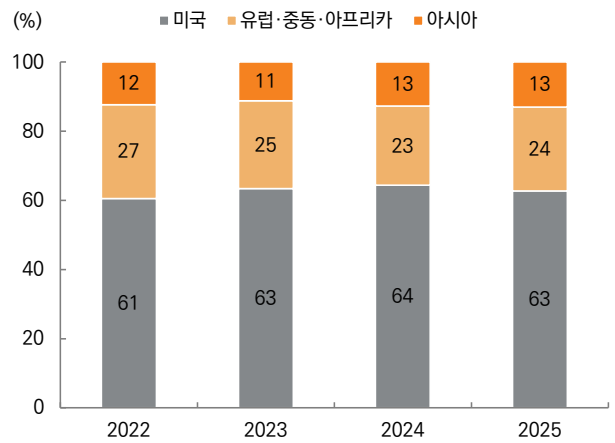
더욱이 해외 사업이 자리를 공고히 잡고 있는만큼 이익 기여도는 수익 비중보다도 높은 수준을 기록하는 경우도 종종 있다. 동사의 세계적인 위상은 단순히 미국 시장에서의 경쟁력에서 비롯한 것이 아닌, 전세계적에 걸친 존재감에서 비롯한 셈이다.

그림 33. 지역별 수익 비교



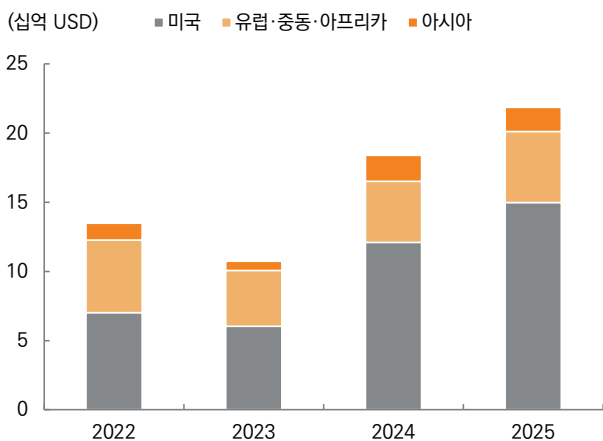
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 지역별 수익 비중



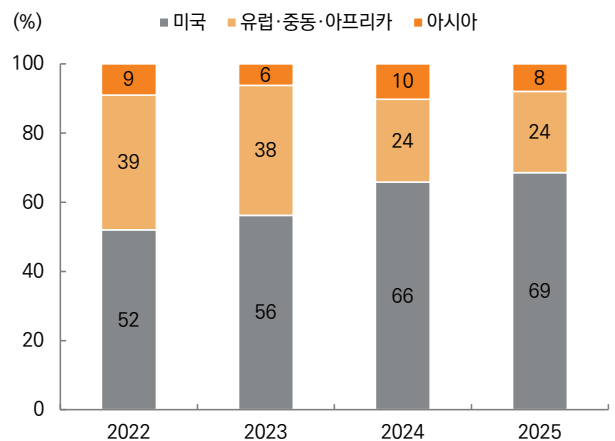
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 지역별 세전이익 비교



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 지역별 세전이익 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

VI. 국내 증권사 전략 점검

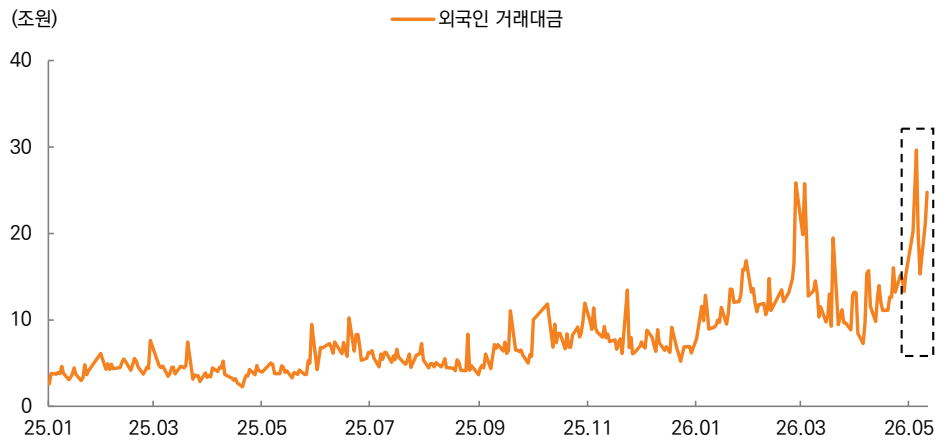
삼성증권

삼성증권은 외국인 통합계좌 사업에 발빠르게 진출해 고객군을 확대하고 있다. 동사가 제휴한 Interactive Brokers는 고객 계좌 475만 개, 고객 자산 7,894억 달러를 보유한 영국의 증권사로, 통합계좌 서비스는 지난 5월 7일 공식 출범했다.

외국인 통합계좌 사업은 지난 9월 금융위원회가 혁신금융서비스로 지정한 사업으로, 외국인들의 국내 증시 투자 편의성 증대를 위해 시행되었다. 동사 외에도 하나증권은 Futu와, 키움증권은 Webull과 제휴를 맺었으며, 다른 증권사들도 해외 증권사와 제휴를 맺거나 인수를 하는 방식으로 이 사업에 진출하고 있다.

Interactive Brokers가 한국 시장에 부과하는 수수료가 3~6bps이고, 삼성증권이 이 중 일부를 공유할 것이기 때문에 수수료를 자체는 높지 않을 것으로 예상된다. 그럼에도 불구하고 위 사업이 의미 있는 이유는, 국내에 갇혀있던 고객군이 전세계로 확장되는 것이기 때문이다. 아직은 사업 초기라 수익 기여도 파악이 어렵지만, 장기적으로는 거래대금 수준 자체가 상승하는 요인이 될 전망이다.

그림 37. 외국인 거래대금



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 8. Interactive Brokers 한국 증시 수수료 정책

월간 거래대금	수수료율	건당 최소 비용
22.5억원 이하	6bps	4,000원
22.5억원 ~ 450억원	5bps	3,400원
450억원 ~ 1,350억원	4bps	3,000원
1,350억원 초과	3bps	2,700원

자료: 미래에셋증권 리서치센터

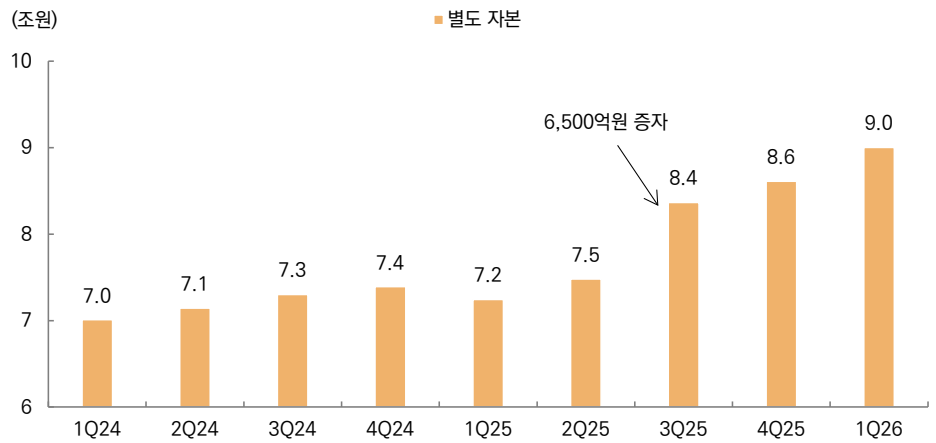
NH투자증권

NH투자증권은 증권 외 신사업 확장에 대해서는 보수적인 입장을 보여왔다. 그렇다보니 비 증권 자회사나 해외 자회사의 자산 규모나 이익 기여도도 크지 않으며, 이익 성장률이나 ROE도 경쟁사 대비 낮은 편이다. 시장에서 동사를 바라보는 주요 투자포인트 역시 성장성 보다는 강한 주주환원에 맞추어져 있기도 하다.

그러나 지난 3월, IMA 인가 취득에 성공하면서 ROE 개선 요인을 확보했다는 점은 고무적이다. IMA는 기존의 레버리지 비율 규제를 넘어 자본의 100%만큼을 추가로 조달할 수 있는만큼, 여기서 발생하는 이익은 전부 ROE 순증 요인이기 때문이다.

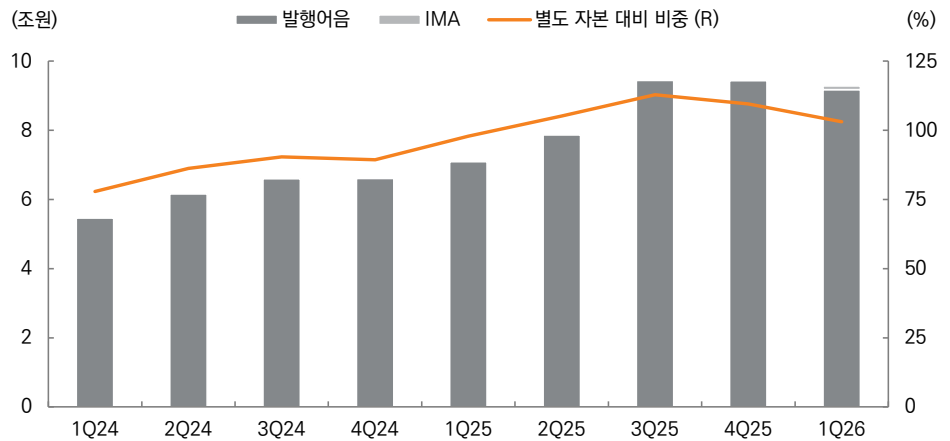
심지어 지배주주인 NH농협지주는 동사의 IMA 인가 취득을 위해 6,500억원을 증자하는 결단력을 보이기도 했다. 평소에는 높은 배당을 선호하지만 필요할 때는 자본 확충에 적극적이라는 것을 보여주었다는 점에서 고무적이라고 판단한다.

그림 38. 증권 별도 자본 추이



주: 2025년은 추정치, 자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. 발행어음·IMA 잔고



자료: 미래에셋증권 리서치센터

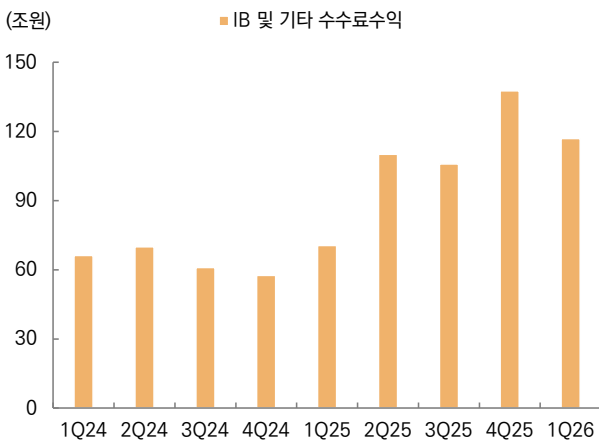
키움증권

키움증권은 지난 해부터 기존의 브로커리지 중심 증권사에서 종합증권사로의 변모를 꾀하고 있으며, 이를 위해 기업금융 확대를 위한 노력을 기울이고 있다. 실제로 기존에는 미미했던 IB 및 기타 수수료수익은 2025년에 전년대비 66.5%의 성장을 보였으며, 대출금 역시 빠른 속도로 증가하고 있다.

다만 증권사는 위험 관리를 위해 최대 가능 한도보다 작은 범위에서 대출채권을 관리하는 탓에, 기업금융에서 대출채권 한도를 많이 소진하게 되면 리테일 부문에서 소진할 수 있는 여력은 감소하게 된다. 그렇다보니 신용공여 수요가 급증하는 지금과 같은 강세장에서는 상대적으로 점유율을 지키기가 어려울 수 있다.

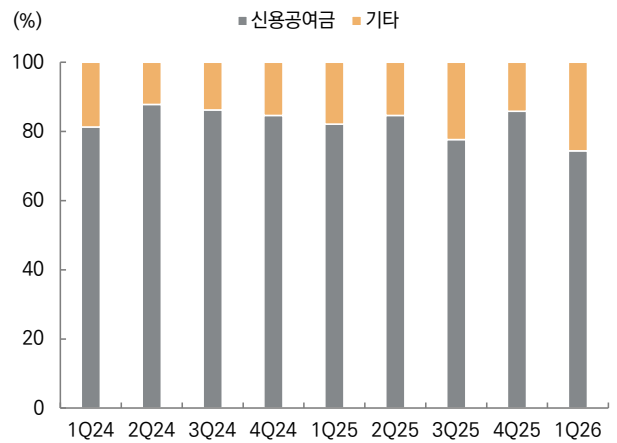
그럼에도 동사가 이와 같은 전략을 유지하는 것은 1) 고객들에게 기존에 주력하던 주식과 신용공여가 아닌, 기업금융과 연계된 다양한 상품을 제공하고 2) 이를 통해 새로운 고객을 유치하려는 목적 때문이라고 판단한다.

그림 40. IB 및 기타 수수료수익



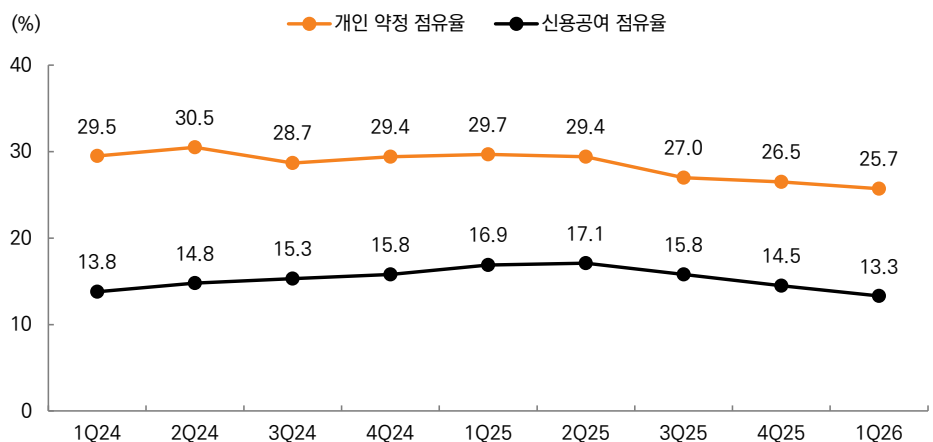
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. 대출채권 구성



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. 개인 거래대금 및 신용공여 점유율



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Global Company Analysis

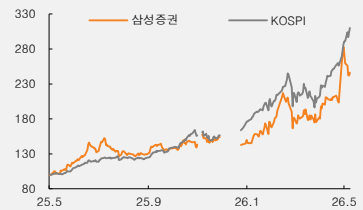
투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 178,000원
현재주가(26/5/14)	130,000원
상승여력	36.9%

영업이익(26F,십억원)	2,437
Consensus 영업이익(26F,십억원)	2,122

EPS 성장률(26F,%)	74.0
MKT EPS 성장률(26F,%)	228.0
P/E(26F,x)	6.6
MKT P/E(26F,x)	8.9
KOSPI	7,981.41

시가총액(십억원)	11,609
발행주식수(백만주)	89
유동주식비율(%)	69.8
외국인 보유비중(%)	26.1
베타(12M) 일간수익률	1.14
52주 최저가(원)	53,500
52주 최고가(원)	149,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	16.7	61.7	135.1
상대주가	-12.7	-18.7	-22.2



[금융]
정태준, CFA
taejoon.jeong@miraeasset.com

삼성증권

거래대금 증가의 최고 수혜주

투자 의견 매수 유지, 목표주가 178,000원으로 상향

삼성증권에 대한 투자 의견 매수를 유지, 목표주가는 기존 138,000원에서 178,000원으로 상향한다. 목표주가 산출에 적용한 목표 배당수익률은 기존 4.2%를 유지했다. 동사는 최근 거래대금 급증의 가장 큰 수혜주가 될 전망이며, Interactive Brokers와 함께 제휴를 통해 새로운 고객군을 확보한만큼 성장성을 기대할 수 있을 것으로 예상된다. 상승여력은 36.9%로, 투자 의견 매수를 유지한다.

1분기 실적 추정치 상회

1분기 지배주주순이익은 4,509억원으로 당사 추정치 3,725억원과 컨센서스 3,835억원을 상회했다. 위탁매매 수수료수익은 추정치에 부합했으나 자산관리 수수료수익이 크게 증가했기 때문이다.

특히 자산관리 수수료수익은 펀드 판매 수수료수익과 랩어카운트 수수료수익, 신탁 보수 모두 공히 증가하며 전분기대비 2배 가까운 성장을 보였다. 다만 이자손익은 신용공여 잔고 증가에도 불구하고, 이자비용을 상승으로 예상보다 적었고, 트레이딩 및 상품손익 역시 기대에 미치지 못했다.

새로운 고객군 확보

동사는 지난 5월 7일, Interactive Brokers와 제휴한 외국인 통합계좌 서비스를 공식 출범했다. 외국인 투자자들은 이미 가오픈 시점인 5월 4일부터 대규모로 유입되었고, 이에 따라 동사 주가 역시 큰 폭으로 상승하였다.

아직은 사업 초기라 위 사업이 수익에 얼마나 기여할지는 알 수 없으나, Interactive Brokers가 한국 증시에 3~6bps의 수수료를 부과하고 삼성증권이 이를 공유하는 구조이기 때문에 수수료가 높지는 않을 것으로 추정한다. 그러나 외국인들의 국내 증시 유입을 증대하는 역할을 수행한다는 점에서 확장성은 클 것이라는 점에는 의심의 여지가 없다고 판단한다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
순영업수익 (십억원)	2,240	2,522	3,757	2,726	2,563
영업이익 (십억원)	1,206	1,377	2,437	1,619	1,518
순이익 (십억원)	899	1,008	1,762	1,164	1,091
EPS (원)	10,069	11,280	19,629	12,967	12,156
BPS (원)	82,018	90,348	98,643	106,176	112,695
P/E (배)	4.3	6.7	6.6	10.0	10.7
P/B (배)	0.53	0.83	1.32	1.22	1.15
ROE (%)	12.9	13.1	20.9	12.7	11.2
주주환원수익률 (%)	8.0	3.1	5.8	4.2	4.4
자기자본 (십억원)	7,324	8,069	8,810	9,483	10,065

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 삼성증권, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 목표주가 산출

(원, 배, %)

항목	값	비고
기존 목표주가	138,000	
2026F ROE	15.1	당사 추정치
수정 할인율	10.8	내재 할인율을 기준으로 당사 조정
목표 P/B	1.40	
2026F BPS	98,851	당사 추정치
신규 목표주가	178,000	2026년 예상 배당수익률 4.2%에 해당
2026F ROE	20.9	당사 추정치
수정 할인율	11.6	내재 할인율을 기준으로 당사 조정
목표 P/B	1.80	
2026F BPS	98,643	당사 추정치
현재 주가	130,000	전일 종가 기준
상승여력	36.9	
투자의견	매수	상승여력 20% 이상

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 1분기 연결 실적 상세

(십억원, %)

	기존 추정치	실적 잠정치	비고
순영업수익	855	907	
순수수료이익	429	517	위탁매매 부합, 자산관리 상회
이자손익	215	181	
트레이딩 및 상품손익	169	100	
기타손익	43	108	
판매비와 관리비	342	297	경비율(32.8%)은 추정치(40.0%) 하회
영업이익	513	610	
세전이익	514	615	
법인세비용	141	165	
연결 당기순이익	373	451	
지배주주순이익	373	451	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 11. 연결 실적 전망

(십억원)

	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
순영업수익	907	1,124	915	812	2,522	3,757	2,726
순수수료이익	517	662	542	476	1,184	2,197	1,433
이자손익	181	274	223	210	714	889	594
트레이딩 및 상품손익	100	115	79	24	337	318	346
기타손익	108	73	71	101	288	353	353
판매비와 관리비	297	338	319	365	1,145	1,320	1,107
영업이익	610	786	596	446	1,377	2,437	1,619
세전이익	615	790	606	413	1,359	2,424	1,606
법인세비용	165	217	167	114	350	662	442
연결 당기순이익	451	572	440	299	1,008	1,762	1,164
지배주주순이익	451	572	440	299	1,008	1,762	1,164

자료: 미래에셋증권 리서치센터

삼성증권 (016360)

별도 포괄손익계산서

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
순영업수익	2,399	3,608	2,577	2,415
순수수료이익	1,163	2,111	1,347	1,173
수수료수익	1,358	2,451	1,563	1,361
위탁매매	812	1,742	860	587
자산관리	165	248	209	258
IB 및 기타	381	461	494	516
수수료비용	195	339	216	188
이자손익	567	781	486	478
트레이딩 및 상품손익	331	317	345	365
기타손익	337	399	399	399
판매비와 관리비	1,073	1,271	1,058	996
영업이익	1,326	2,337	1,519	1,418
영업외수익	10	10	10	10
영업외비용	39	40	40	40
세전이익	1,297	2,307	1,488	1,388
법인세비용	326	630	409	382
당기순이익	971	1,677	1,079	1,006

별도 재무상태표

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
자산	72,720	78,749	84,333	89,055
현금 및 예치금	20,299	21,544	23,071	24,363
유가증권	36,351	34,103	36,521	38,566
대출채권	7,285	9,253	5,923	8,388
유형자산	144	128	137	145
무형자산	122	121	130	137
투자부동산	0	0	0	0
기타자산	8,519	13,600	18,550	17,456
부채	65,076	70,460	75,456	79,681
예수부채	17,886	18,112	19,414	20,487
차입부채	33,966	32,279	34,550	36,499
기타충당부채	75	71	77	81
이연법인세부채	97	114	122	129
기타부채	13,052	19,883	21,293	22,485
자본	7,644	8,289	8,877	9,374
자본금	458	458	458	458
자본잉여금	1,743	1,743	1,743	1,743
이익잉여금	5,243	5,893	6,481	6,978
기타자본	199	194	194	194

별도 순영업수익 분해

(%)	2025	2026F	2027F	2028F
순영업수익 구성				
순수수료이익	48.5	58.5	52.3	48.6
수수료수익	56.6	67.9	60.7	56.4
위탁매매	33.8	48.3	33.4	24.3
자산관리	6.9	6.9	8.1	10.7
IB 및 기타	15.9	12.8	19.2	21.4
이자손익	23.6	21.6	18.9	19.8
트레이딩 및 상품손익	13.8	8.8	13.4	15.1
기타손익	14.1	11.1	15.5	16.5
자산회전율				
순수수료이익	1.60	2.68	1.60	1.32
수수료수익	1.87	3.11	1.85	1.53
위탁매매	1.12	2.21	1.02	0.66
자산관리	0.23	0.31	0.25	0.29
IB 및 기타	0.52	0.59	0.59	0.58
이자손익	0.78	0.99	0.58	0.54
트레이딩 및 상품손익	0.46	0.40	0.41	0.41
기타손익	0.46	0.51	0.47	0.45

연결 재무제표

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
순영업수익	2,522	3,757	2,726	2,563
순수수료이익	1,184	2,197	1,433	1,259
이자손익	714	889	594	586
트레이딩 및 상품손익	337	318	346	365
기타손익	288	353	353	353
판매비와 관리비	1,145	1,320	1,107	1,045
영업이익	1,377	2,437	1,619	1,518
영업외수익	23	28	28	28
영업외비용	41	41	41	41
세전이익	1,359	2,424	1,606	1,505
법인세비용	350	662	442	414
연결당기순이익	1,008	1,762	1,164	1,091
지배주주순이익	1,008	1,762	1,164	1,091
비지배주주순이익	0	0	0	0
자산	79,668	88,282	93,951	98,758
부채	71,598	79,472	84,468	88,693
자본	8,069	8,810	9,483	10,065

주요 투자지표

(배, %, 원)	2025	2026F	2027F	2028F
Valuation				
P/B	0.83	1.32	1.22	1.15
P/E	6.7	6.6	10.0	10.7
배당수익률	5.3	5.8	4.2	4.4
주당지표				
BPS	90,348	98,643	106,176	112,695
EPS	11,280	19,629	12,967	12,156
DPS	4,000	7,500	5,500	5,700
성장성				
BPS 성장률	10.2	9.2	7.6	6.1
EPS 성장률	12.0	74.0	-33.9	-6.3
수익성				
ROE	13.1	20.9	12.7	11.2
ROA	1.42	2.10	1.28	1.13
비용/수익비율	44.7	35.2	41.1	41.3
영업이익률	54.6	64.9	59.4	59.2
세전이익률	53.9	64.5	58.9	58.7
순이익률	40.0	46.9	42.7	42.6
재무레버리지 (별도)	9.5	9.5	9.5	9.5

연결 ROA 분해

(%)	2025	2026F	2027F	2028F
순영업수익 구성				
순수수료이익	46.9	58.5	52.6	49.1
이자손익	28.3	23.6	21.8	22.9
트레이딩 및 상품손익	13.4	8.5	12.7	14.2
기타손익	11.4	9.4	13.0	13.8
자산회전율				
순수수료이익	1.49	2.49	1.53	1.27
이자손익	0.90	1.01	0.63	0.59
트레이딩 및 상품손익	0.42	0.36	0.37	0.37
기타손익	0.36	0.40	0.38	0.36
주식 수와 배당성향				
(천주, %)	2025	2026F	2027F	2028F
기발발행주식수	89,300	89,300	89,300	89,300
보통주	89,300	89,300	89,300	89,300
우선주	0	0	0	0
배당성향	35.4	38.0	42.2	46.6
보통주배당성향	35.4	38.0	42.2	46.6
우선주배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성증권, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 44,000원
현재주가(26/5/14)	35,000원
상승여력	25.7%

영업이익(26F,십억원)	2,325
Consensus 영업이익(26F,십억원)	1,981

EPS 성장률(26F,%)	52.6
MKT EPS 성장률(26F,%)	228.0
P/E(26F,x)	8.0
MKT P/E(26F,x)	8.9
KOSPI	7,981.41

시가총액(십억원)	12,472
발행주식수(백만주)	356
유동주식비율(%)	36.8
외국인 보유비중(%)	12.6
베타(12M) 일간수익률	1.02
52주 최저가(원)	15,580
52주 최고가(원)	39,200

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-0.6	63.6	115.0
상대주가	-25.7	-17.8	-28.9



[금융]
정태준, CFA
taejeon.jeong@miraeasset.com

NH투자증권

ROE 개선 요인 확보

투자의견 매수 유지, 목표주가 44,000원으로 상향

NH투자증권에 대한 투자의견 매수를 유지, 목표주가는 기존 37,000원에서 44,000원으로 상향한다. 목표주가 산출에 적용한 목표 배당수익률은 기존 4.5%을 유지했다. 당사는 최근 IMA 상품을 출시한만큼, 레버리지비율 확대를 통해 ROE를 추가로 개선시킬 수 있을 전망이다. 상승여력은 25.7%로, 투자의견 매수를 유지한다.

1분기 실적 추정치 상회

1분기 지배주주순이익은 4,757억원으로 당사 추정치 4,150억원과 컨센서스 3,940억원을 상회했다. 위탁매매, 자산관리, IB 수수료수익 모두 호조를 보여 순수수수료이익이 예상치를 크게 상회했고, 비시장성 자산 평가의 증가로 트레이딩 및 상품손익 역시 급증했기 때문이다.

당사는 매년 별도 이익의 50% 이상의 배당성향을 보여왔기 때문에, 거래대금 호조에 따른 실적 개선이 현금 배당 증대로 이어질 전망이다. 이에 따라 올해 주당배당금은 2,000원까지 상승할 전망이며, 배당수익률은 6.0%를 예상한다.

ROE 개선 요인 확보

당사는 지난 3월, 금융당국으로부터 IMA 사업자 인가를 취득했다. 인가 취득을 위해 지난 해에는 증자까지 받았으며, 이에 따라 연말 별도 자본이 8조원을 달성하며 요건 충족에 성공했다.

당사의 이런 노력은 고객들에게 새로운 상품을 제공하고, 이를 통해 새로운 고객군까지 확보하려는 전략에 따른 것으로 판단한다. 고객군 확대가 장기적인 변화라면, 단기적으로는 ROE가 개선될 것으로 예상된다. IMA는 기존의 레버리지 비율 규제를 넘어 자본의 100%만큼을 추가로 조달할 수 있는만큼, 여기서 발생하는 이익은 전부 ROE 순증 요인이기 때문이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
순영업수익 (십억원)	2,012	2,676	3,946	3,095	2,992
영업이익 (십억원)	901	1,421	2,325	1,778	1,714
순이익 (십억원)	687	1,032	1,656	1,255	1,208
EPS (원)	1,960	2,877	4,391	3,327	3,205
BPS (원)	23,474	25,187	27,743	29,489	31,163
P/E (배)	7.1	7.3	8.0	10.5	10.9
P/B (배)	0.59	0.84	1.26	1.19	1.12
ROE (%)	8.7	11.8	16.7	11.7	10.6
주주환원수익률 (%)	7.9	6.8	5.7	4.6	4.4
자기자본 (십억원)	8,119	9,438	10,395	11,050	11,677

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: NH투자증권, 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 목표주가 산출

(원, 배, %)

항목	값	비고
기존 목표주가	37,000	
2026F ROE	13.9	당사 추정치
수정 할인율	10.0	내재 할인율을 기준으로 당사 조정
목표 P/B	1.37	
2026F BPS	27,176	당사 추정치
신규 목표주가	44,000	2026년 예상 배당수익률 4.5%에 해당
2026F ROE	14.9	당사 추정치
수정 할인율	10.7	내재 할인율을 기준으로 당사 조정
목표 P/B	1.57	
2026F BPS	27,743	당사 추정치
현재 주가	35,000	전일 종가 기준
상승여력	25.7	
투자의견	매수	상승여력 20% 이상

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 13. 1분기 연결 실적 상세

(십억원, %)

	기존 추정치	실적 잠정치	비고
순영업수익	933	1,051	
순수수료이익	419	515	
이자손익	274	266	
트레이딩 및 상품손익	117	182	비시장성 자산 평가의 증가
기타손익	122	88	
판매비와 관리비	348	414	경비율(39.4%)은 추정치(37.3%) 상회
영업이익	585	637	
세전이익	572	650	
법인세비용	157	174	
연결 당기순이익	415	476	
지배주주순이익	415	476	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 14. 연결 실적 전망

(십억원)

	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
순영업수익	1,051	1,098	930	868	2,676	3,946	3,095
순수수료이익	515	625	517	461	1,212	2,118	1,470
이자손익	266	274	282	270	954	1,092	1,149
트레이딩 및 상품손익	182	136	77	62	197	457	197
기타손익	88	62	54	75	314	280	280
판매비와 관리비	414	426	361	420	1,256	1,622	1,318
영업이익	637	672	569	448	1,421	2,325	1,778
세전이익	650	669	549	409	1,348	2,278	1,730
법인세비용	174	184	151	112	316	622	476
연결 당기순이익	476	485	398	296	1,032	1,656	1,255
지배주주순이익	476	485	398	296	1,032	1,656	1,255

자료: 미래에셋증권 리서치센터

NH투자증권 (005940)

별도 포괄손익계산서

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
순영업수익	2,441	3,607	2,883	2,778
순수수료이익	1,160	2,032	1,384	1,216
수수료수익	1,511	2,628	1,797	1,581
위탁매매	720	1,763	913	649
자산관리	125	158	150	164
IB 및 기타	666	706	734	767
수수료비용	351	596	413	365
이자손익	843	1,000	1,057	1,109
트레이딩 및 상품손익	199	331	199	209
기타손익	239	244	244	244
판매비와 관리비	1,167	1,523	1,220	1,180
영업이익	1,274	2,084	1,663	1,598
영업외수익	27	24	24	24
영업외비용	97	93	93	93
세전이익	1,205	2,015	1,594	1,530
법인세비용	296	551	438	421
당기순이익	908	1,464	1,156	1,109

별도 재무상태표

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
자산	79,820	98,690	105,180	111,404
현금 및 예치금	9,123	11,111	11,842	12,543
유가증권	46,180	52,193	55,626	58,917
대출채권	11,845	14,205	15,053	15,859
유형자산	106	102	108	115
무형자산	53	54	58	61
투자부동산	54	60	64	68
기타자산	12,459	20,964	22,429	23,842
부채	71,207	89,386	95,321	101,017
예수부채	12,314	14,380	15,303	16,192
차입부채	47,159	52,180	55,676	59,029
기타충당부채	62	56	59	63
이연법인세부채	254	251	268	284
기타부채	11,418	22,519	24,014	25,449
자본	8,613	9,304	9,860	10,387
자본금	1,944	1,944	1,944	1,944
자본잉여금	2,373	2,373	2,373	2,373
이익잉여금	4,016	4,242	4,798	5,325
기타자본	280	746	746	746

별도 순영업수익 분해

(%)	2025	2026F	2027F	2028F
순영업수익 구성				
순수수료이익	47.5	56.3	48.0	43.8
수수료수익	61.9	72.9	62.3	56.9
위탁매매	29.5	48.9	31.7	23.4
자산관리	5.1	4.4	5.2	5.9
IB 및 기타	27.3	19.6	25.5	27.6
이자손익	34.5	27.7	36.7	39.9
트레이딩 및 상품손익	8.1	9.2	6.9	7.5
기타손익	9.8	6.8	8.5	8.8
자산회전율				
순수수료이익	1.45	2.06	1.32	1.09
수수료수익	1.89	2.66	1.71	1.42
위탁매매	0.90	1.79	0.87	0.58
자산관리	0.16	0.16	0.14	0.15
IB 및 기타	0.83	0.72	0.70	0.69
이자손익	1.06	1.01	1.00	1.00
트레이딩 및 상품손익	0.25	0.34	0.19	0.19
기타손익	0.30	0.25	0.23	0.22

연결 재무제표

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
순영업수익	2,676	3,946	3,095	2,992
순수수료이익	1,212	2,118	1,470	1,302
이자손익	954	1,092	1,149	1,202
트레이딩 및 상품손익	197	457	197	207
기타손익	314	280	280	280
판매비와 관리비	1,256	1,622	1,318	1,278
영업이익	1,421	2,325	1,778	1,714
영업외수익	84	95	95	95
영업외비용	157	143	143	143
세전이익	1,348	2,278	1,730	1,667
법인세비용	316	622	476	458
연결당기순이익	1,032	1,656	1,255	1,208
지배주주순이익	1,032	1,656	1,255	1,208
비지배주주순이익	0	0	0	0
자산	83,385	102,549	109,166	115,517
부채	73,947	92,153	98,116	103,840
자본	9,438	10,395	11,050	11,677

주요 투자지표

(배, %, 원)	2025	2026F	2027F	2028F
Valuation				
P/B	0.84	1.26	1.19	1.12
P/E	7.3	8.0	10.5	10.9
배당수익률	6.2	5.7	4.6	4.4
주당지표				
BPS	25,187	27,743	29,489	31,163
EPS	2,877	4,391	3,327	3,205
DPS	1,300	2,000	1,600	1,550
성장성				
BPS 성장률	7.3	10.1	6.3	5.7
EPS 성장률	46.8	52.6	-24.2	-3.7
수익성				
ROE	11.8	16.7	11.7	10.6
ROA	1.41	1.78	1.19	1.08
비용/수익비율	47.8	42.2	42.3	42.5
영업이익률	53.1	58.9	57.4	57.3
세전이익률	50.4	57.7	55.9	55.7
순이익률	38.5	42.0	40.5	40.4
재무레버리지 (별도)	8.2	9.5	9.5	9.5

연결 ROA 분해

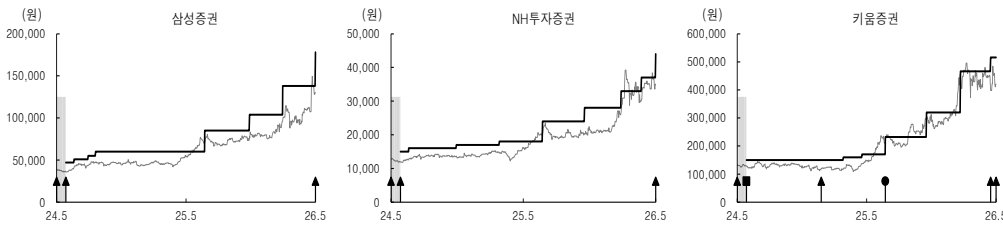
(%)	2025	2026F	2027F	2028F
순영업수익 구성				
순수수료이익	45.3	53.7	47.5	43.5
이자손익	35.6	27.7	37.1	40.2
트레이딩 및 상품손익	7.4	11.6	6.4	6.9
기타손익	11.7	7.1	9.0	9.4
자산회전율				
순수수료이익	1.45	2.07	1.35	1.13
이자손익	1.14	1.06	1.05	1.04
트레이딩 및 상품손익	0.24	0.45	0.18	0.18
기타손익	0.38	0.27	0.26	0.24
주식 수와 배당성향				
(천주, %)	2025	2026F	2027F	2028F
기발발행주식수	375,215	375,215	375,215	375,215
보통주	356,344	356,344	356,344	356,344
우선주	18,871	18,871	18,871	18,871
배당성향	47.3	45.3	47.8	48.1
보통주배당성향	44.8	43.0	45.4	45.6
우선주배당성향	2.5	2.3	2.5	2.5

자료: NH투자증권, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성증권 (016360)									
2026.05.15	매수	178,000	-	-	2025.03.10	매수	18,000	-11.05	15.00
2026.02.12	매수	138,000	-22.49	8.33	2024.11.11	매수	17,000	-17.23	-9.88
2025.11.10	매수	104,000	-21.39	-7.79	2024.07.03	매수	16,000	-15.06	-11.25
2025.07.07	매수	85,000	-14.43	-5.18	2024.06.10	매수	15,000	-17.98	-15.40
2024.09.02	매수	60,000	-17.51	28.67	2024.01.08	분석 대상 제외		-	-
2024.08.12	매수	55,000	-15.50	-12.27	키움증권 (039490)				
2024.07.03	매수	51,000	-14.02	-10.29	2026.04.30	매수	516,000	-	-
2024.06.10	매수	47,000	-19.71	-14.47	2026.02.04	중립	466,000	-5.16	6.33
2024.01.08	분석 대상 제외		-	-	2025.10.31	중립	320,000	-4.02	42.19
NH투자증권 (005940)									
2026.05.15	매수	44,000	-	-	2025.07.07	중립	232,000	1.27	29.09
2026.04.06	매수	37,000	-5.41	3.92	2025.05.02	매수	170,000	7.15	39.12
2026.02.09	매수	33,000	-0.49	18.79	2025.03.10	매수	160,000	-22.69	-14.38
2025.10.31	매수	28,000	-21.62	-3.21	2025.01.07	매수	150,000	-14.96	-3.60
2025.07.07	매수	24,000	-15.87	-2.29	2024.06.10	Trading Buy	150,000	-13.50	-3.60
					2024.01.08	분석 대상 제외		-	-

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



투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익의 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 약화

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
80.84%	0%	18.56%	0.6%

* 2026년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 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.