

증권

IB강자들의 귀환

박혜진 hyejin.park@daishin.com



증권

- '25년 국내 거래대금은 '24년 연평균 수준인 18.6조원이 유지, 다만 관건은 해외주식 거래대금으로 올 3분기 사상 최고치를 경신한 만큼 내년 실적의 변수로 작용할 가능성이 높음
- 국내 부동산 PF는 2022년 4분기부터 충당금 반영을 시작, 올해 3분기까지 총 3년여에 걸쳐 해외부동산 감액손실 및 PF 충당금 반영하며 충분한 손실흡수 능력 확보
- 금리 급등이 완화되고 PF 부실화 사업장 경공매 진행되며 IB 실적 회복되는 양상. 특히 조달 코스트 급증으로 유동성 경색에 따라 공사 중단되었던 사업장 일부가 회복되어 리파이낸싱 중심으로 PF 수요가 증가
- 한국은행 기준금리 한 차례 추가 인하 가능성 높아 조달금리 부담 더욱 완화되어 내년에는 더욱 유리한 환경 조성될 것으로 예상. 커버리지 합산 IB 수수료수익 '24년대비 +6.5% 증가 전망
- '24년 부동산 PF, 해외부동산 감액손실액이 트레이딩 수익에 반영되었음에도 금리 하락으로 FVPL자산 평가익 증가하며 다수 증권사가 트레이딩 수익 사상 최고 경신
- 부동산 PF 충당금 및 해외부동산 감액손실 반영이 '24년 3분기를 기점으로 마무리되는 추세, 해당 요인 소멸과 더불어 금리 하락세 지속되며 '25년 트레이딩 수익은 더욱 개선될 것
- 내년에도 IB를 잘 하는 회사에 유리한 환경이 지속될 전망, 한국금융지주 최선호주 유지

해외주식, IB Deal, 트레이딩수익에 거는 기대

증권업종 투자의견은 Overweight, Top-Picks는 한국금융지주 유지

- 커버리지 합산 2025년 순이익 '24년 대비 -9.6% 감소한 4.92조원 전망
- 거래대금은 '24년 연평균 수준인 18.6조원을 유지, 다만 관건은 해외주식 거래대금으로 올 3분기 사상 최고치를 경신한 만큼 내년 실적의 변수로 작용할 가능성이 높음
- 금리 급등이 완화되고 PF 부실화 사업장 경공매 진행되며 IB 실적 회복되는 양상. 한국은행 기준금리 한 차례 추가 인하 가능성 높아 내년에는 더욱 유리한 환경 조성
- 부동산 PF 충당금 및 해외부동산 감액손실 반영이 '24년 3분기를 기점으로 마무리되는 추세, 금리 하락에 따른 FVPL 평가익 까지 감안하면 트레이딩 수익 내년에도 호조 예상
- 내년에 IB를 잘 하는 회사에 유리한 환경이 지속될 전망, 한국금융지주 최선호주 유지

당사 Universe 증권의 실적 전망 및 투자의견

(단위: 십억원, %, 배)

종목	한국금융지주		미래에셋증권		NH투자증권		삼성증권		키움증권	
투자의견	BUY		BUY		BUY		BUY		BUY	
목표주가	92,000		10,000		18,000		52,000		180,000	
현주가(11/12)	76,800		8,370		13,530		45,450		127,600	
Upside	19.79%		19.47%		33.04%		14.41%		41.07%	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
순영업수익	2,629	2,710	2,657	2,498	1,943	2,035	2,310	2,350	1,759	1,797
상품운용수익	269.9	320.0	1,228	1,038	207	229	552	567	444.7	447.7
순이익	1,093.0	1,114.6	798	769	694	725	879	957	810	827
%yoy	54.6%	2.0%	178.3%	-3.7%	24.7%	4.6%	60.7%	8.8%	85.6%	2.1%
ROE	11.9	11.0	7.0	6.4	9.3	8.8	12.3	11.9	15.7	14.4
PBR	0.39	0.35	0.37	0.35	0.53	0.49	0.55	0.48	0.58	0.52
PER	3.3	3.2	3.6	4.0	5.8	5.5	4.7	4.3	4.3	4.3

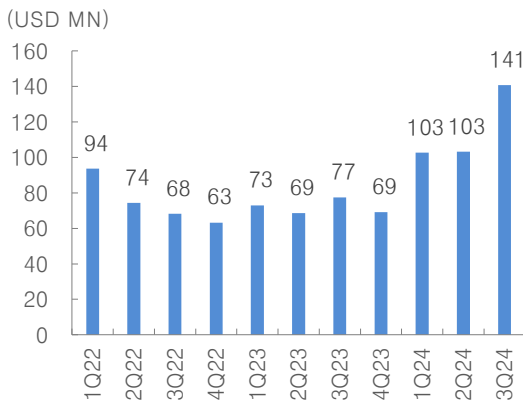
자료 : 대신증권 Research Center

[브로커리지] 2025년 일평균 거래대금 18.7조원 전망

국내는 2024년과 유사한 수준, 외화거래대금이 관건

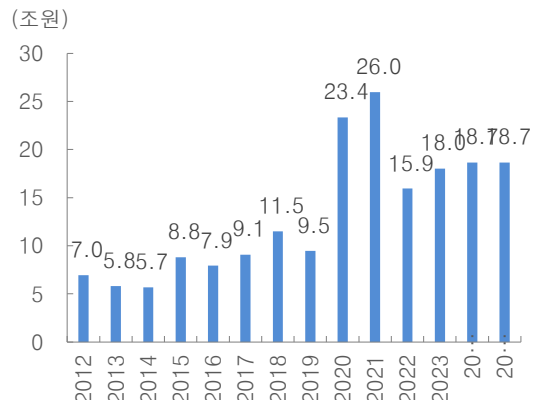
- 올 들어 국내 거래대금은 1분기 21.4조원을 고점으로 하락세, 4분기 15.8조원까지 하락. '24년 연평균 일간 거래대금은 18.6조원이었는데 '25년도 이와 유사한 수준 기록할 것으로 전망
- 다만 관건은 외화거래대금인데, 올해 3분기 141조원으로 역대 최고치를 경신, 국내 주식시장이 답보 상태인 가운데 미국주식에 대한 개인투자자들의 유입이 지속되고 있음
- 국내 주식거래 수수료를 평균이 1.5bp인데 비해 해외주식의 경우 6~8bp로 높고 환차익 수수료까지 수취하여 리테일 부문의 효자 부문으로 자리매김
- 따라서 커버리지 5사 합산 BK 수수료수익은 3.07조원으로 '24년 대비 -0.4% 소폭 하락 하는 것으로 전망하였으나 외화거래대금에 따라 변동성이 확대될 수 있음

사상 최고를 경신한 해외주식 거래대금



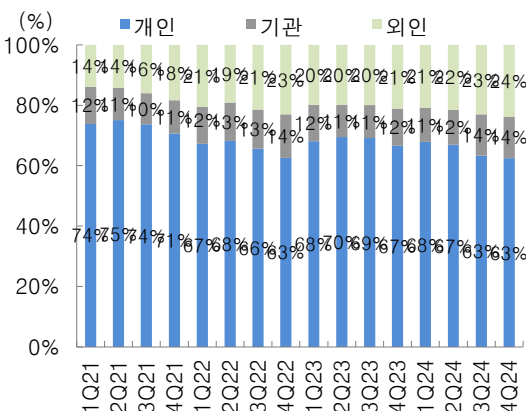
자료: 예탁결제원, 대신증권 Research Center

국내주식 거래대금 추이 및 전망



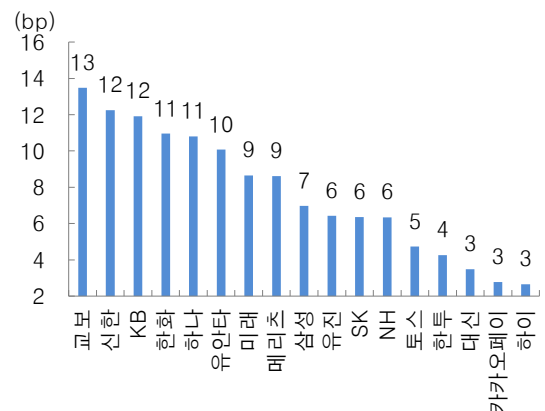
자료: 데이터가이드, 대신증권 Research Center

갈수록 줄어드는 개인 거래 비중



자료: 데이터가이드, 대신증권 Research Center

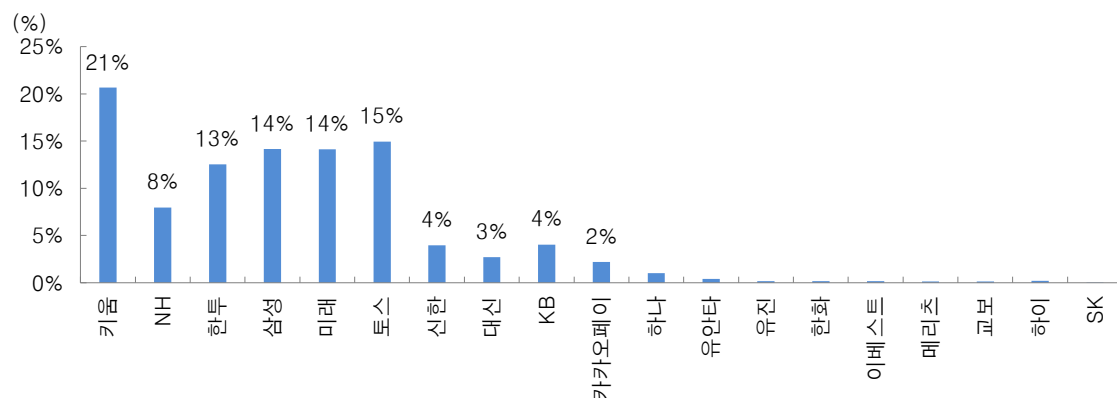
증권사별 해외주식 수수료를 추정



자료: 금융통계정보시스템, 대신증권 Research Center

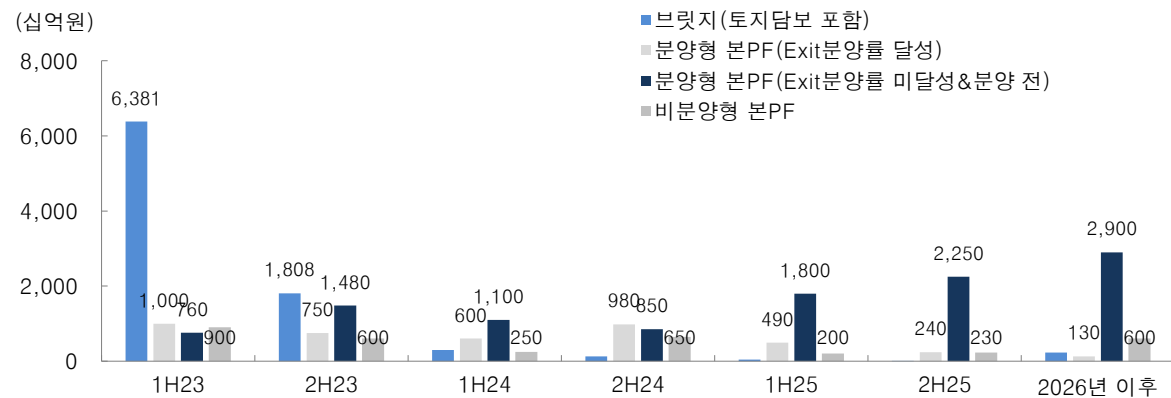
회사명	비율 (%)
미래	22%
삼성	16%
키움	14%
NH	11%
토스	9%
한투	7%
KB	7%
신한	6%
대진	2%
하나	1%
카카오	0.5%
페이	0.5%
유안타	0.5%
신한	0.5%
교보	0.5%
이베스	0.5%
트	0.5%
유진	0.5%
메리츠	0.5%

국내증권사 해외주식거래 점유율 거래대금 기준, '24년 6월말 기준



자료: 금융감독원, 대신증권 Research Center

국내 금융기관 PF 익스포저별 만기도래 추이



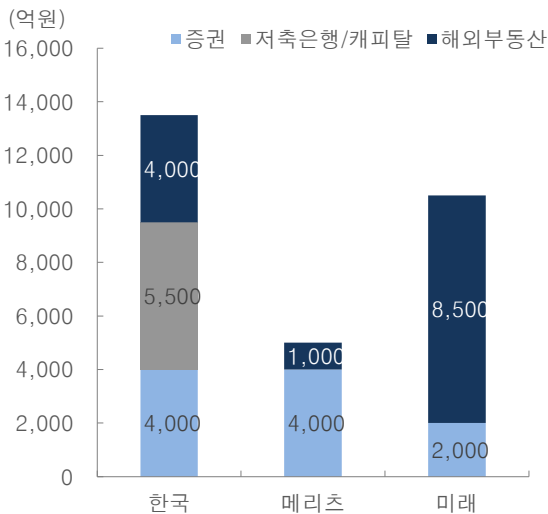
자료: 한국신용평가, 대신증권 Research Center

[IB] 부동산 PF 강자들의 귀환, 조달코스트 부담 서서히 완화

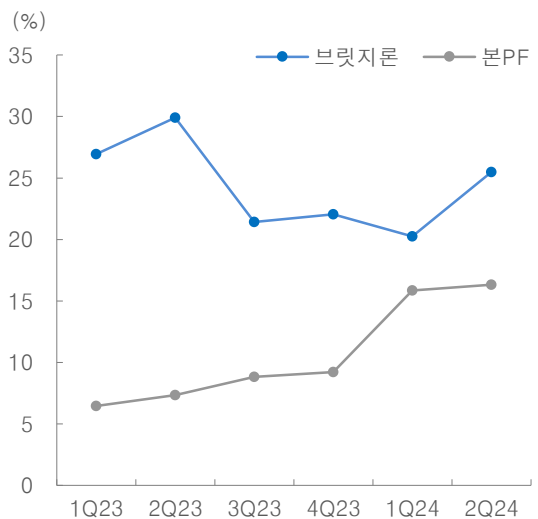
빚을 만큼 쌓은 충당금, 경/공매 진행으로 RWA확보 및 최근 딜 플로 증가세

- 국내 부동산 PF의 경우 2022년 4분기부터 충당금 반영을 시작, 올해 3분기까지 총 3년여에 걸쳐 해외 부동산 감액손실 및 PF 충당금 반영
- 금융지주 증권사인 한국금융지주의 경우 저축은행 2개, 캐피탈까지 보유하고 있어 타사 대비 충당금 적립규모 컸는데, 2022년 4분기부터 국내 부동산 PF 9,500억원, 해외부동산 감액손실 4,000억원 등 총 1.4조원에 육박하는 비용 부담이 반영됐을 것으로 추정
- 해외투자자산이 많은 미래에셋증권도 해외부동산 감액손 8,500억원, 국내 부동산 PF 충당금 2,000억원 이상 반영되었을 것으로 추정
- 따라서 최근 금리 급등세가 완화되었고, 정부의 부동산 PF 정상화 방안에 따른 경/공매 물량 증가로 PF 시장이 조금씩 회복되고 있는 상황. 특히 조달 코스트 급증으로 유동성 경색에 따라 공사 중단되었던 사업장 일부가 회복되어 리파이낸싱 중심으로 PF 수요가 증가
- '25년 한국도 기준금리 추가 인하가 예상되는 만큼 조달금리 부담 더욱 완화되어 올해보다 IB deal은 더 많아질 것으로 예상
- 커버리지 합산 IB수수료수익 1.25조원, '24년대비 +6.5% 증가 전망

국내 주요 IB 부동산 관련 충당금/감액손 추정



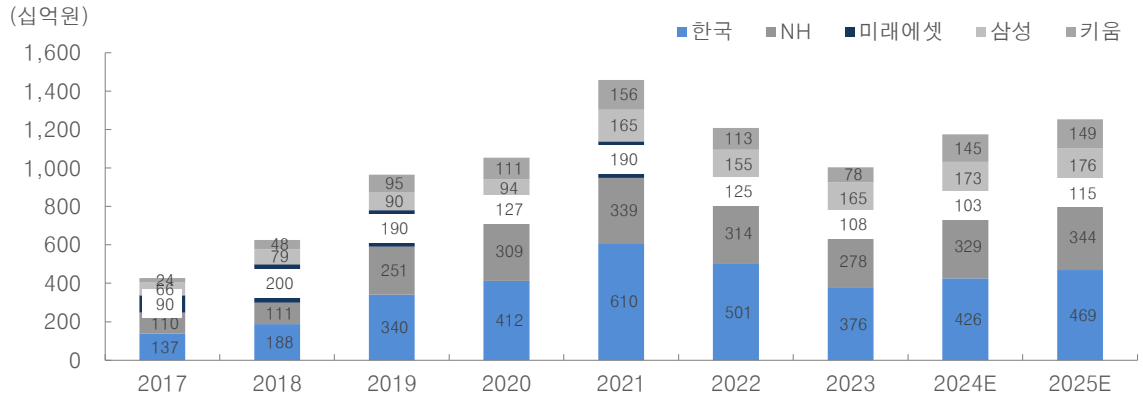
국내 증권사 부동산 PF 연체율 추이



자료: 대신증권 Research Center *2022년부터 3년간 누적액

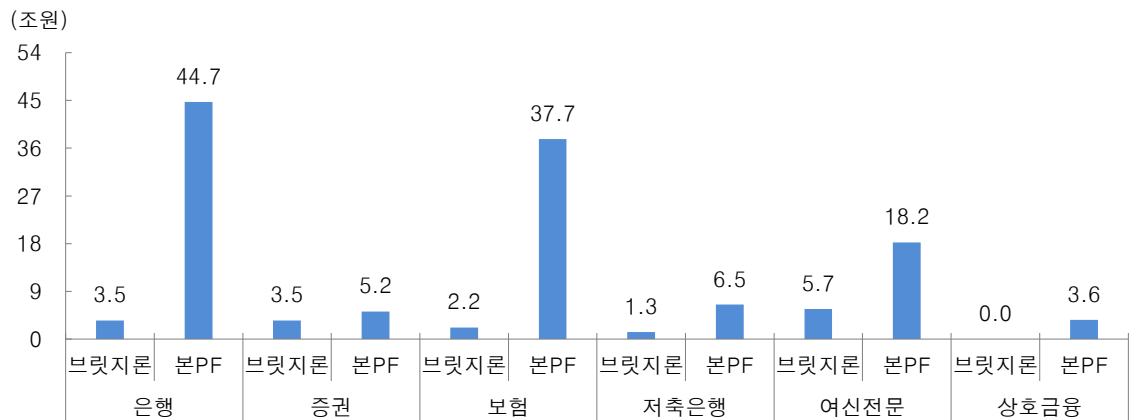
자료: 금융감독원, 대신증권 Research Center

커버리지 증권사 IB수수료 수익 추이 및 전망



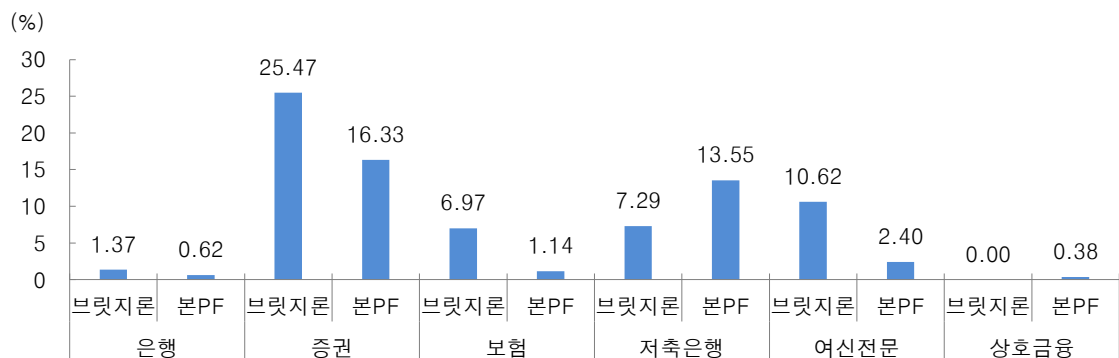
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

국내 금융기관 PF 잔액 현황_’24년 6월말 기준



자료: 금융감독원, 대신증권 Research Center

국내 금융기관 PF 연체율 현황_’24년 6월말 기준



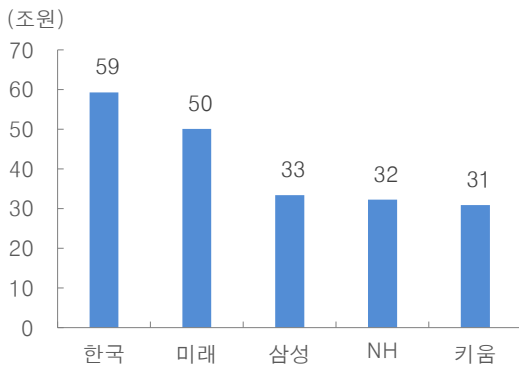
자료: 금융감독원, 대신증권 Research Center

[트레이딩] 충당금/감액손 완화, 채권운용손익 증가, 자산평가익 증가

충당금/감액손 반영에도 선전했던 2024년 트레이딩수익, '25년에도 개선세 지속 전망

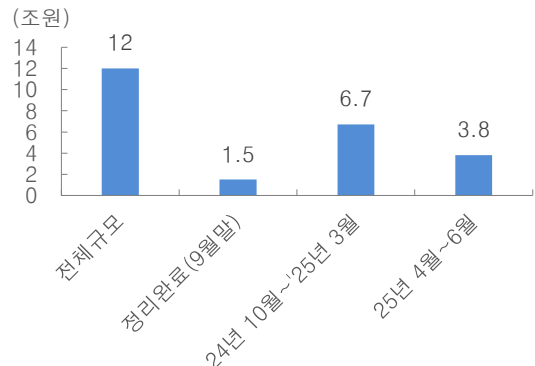
- '24년에도 부동산 PF, 해외부동산 감액손실액이 트레이딩(상품운용)수익에 반영되었음에도 금리 하락으로 FVPL자산 평가익 증가가 상당하였음
- 채권을 비롯한 수익증권의 대부분으로 FVPL계정으로 보유하고 있고, 대형사의 경우 채권만 20조원 내외로 보유하고 있기 때문
- 올해 트레이딩수익이 사상 최고를 경신하는 증권사가 많은데, 그 중 미래에셋증권이 1.2조원을 상회하는 수익이 예상됨. 삼성증권, 키움증권도 창립이래 가장 많은 트레이딩 수익 기록 전망
- 이는 부동산 PF 관련 충당금, 해외부동산 감액손실까지 반영된 결과이기 때문에 이런 요인이 소멸되는 '25년 트레이딩 수익은 더욱 개선될 공산이 큼
- 다만 커버리지 합산 트레이딩수익은 2.6조원으로 '24년 대비 소폭 감소하는 것으로 추정하였는데, 이는 미래에셋증권 해외법인 감자차익/부동산 매각익 등 일회성 이익 소멸한 영향에 기인. 경상적인 수익 레벨은 증가할 것

커버리지 FVPL자산 현황



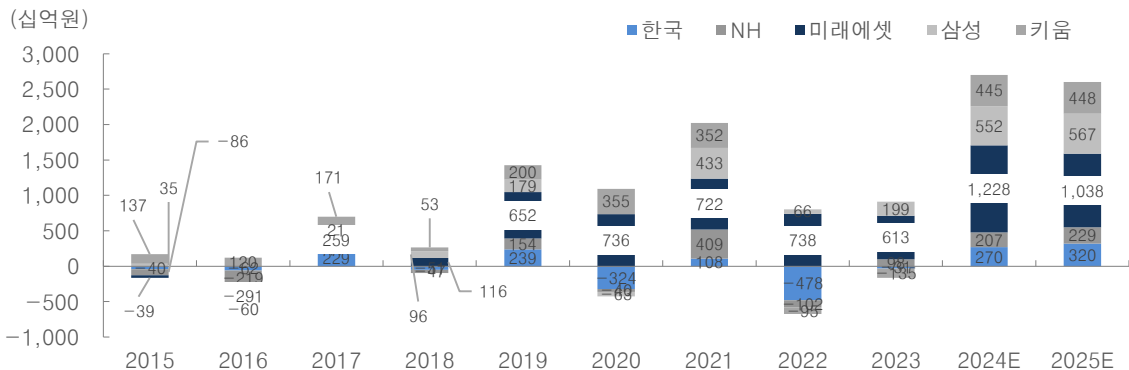
자료: 각 사, 대신증권 Research Center *'24년 9월말 기준

금융회사 부동산 PF 부실사업장 경/공매 정리 계획



자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

커버리지 증권사 트레이딩 수익 추이 및 전망



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

커버리지 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)		2021	2022	2023	2024E	2025E	yoy
순영업수익	한국	2,720.9	1,798.2	1,988.9	2,629.0	2,710.1	3.1%
	NH	2,333.5	1,347.6	1,678.2	1,943.1	2,034.7	4.7%
	미래에셋	2,822.5	2,160.2	1,882.2	2,657.2	2,498.2	-6.0%
	삼성	2,183.2	1,426.3	1,848.2	2,310.5	2,349.9	1.7%
	키움	1,824.5	1,258.7	1,151.0	1,758.9	1,796.8	2.2%
	합산	11,884.6	7,991.0	8,548.5	11,298.6	11,389.7	0.8%
브로커리지	한국	513.2	334.1	366.5	410.4	414.9	1.1%
	NH	791.4	466.7	501.8	525.5	533.2	1.5%
	미래에셋	979.0	601.4	644.9	774.5	754.3	-2.6%
	삼성	884.9	512.0	601.6	668.7	653.8	-2.2%
	키움	928.2	700.0	716.7	701.7	711.5	1.4%
	합산	4,096.7	2,614.2	2,831.5	3,080.8	3,067.7	-0.4%
IB	한국	609.6	501.3	375.8	426.0	468.6	10.0%
	NH	338.6	313.8	277.8	329.3	344.3	4.6%
	미래에셋	189.6	125.4	107.7	102.6	114.7	11.8%
	삼성	164.5	154.5	164.5	173.1	176.0	1.7%
	키움	156.3	113.5	78.0	144.5	148.8	3.0%
	합산	1,458.5	1,208.4	1,003.8	1,175.5	1,252.4	6.5%
상품운용	한국	107.6	-478.4	-31.4	269.9	320.0	18.6%
	NH	409.4	-102.2	97.9	207.1	228.9	10.5%
	미래에셋	721.6	737.7	613.4	1,228.2	1,038.3	-15.5%
	삼성	432.6	66.5	198.9	552.4	567.4	2.7%
	키움	351.7	-94.9	-134.8	444.7	447.7	0.7%
	합산	2,022.8	128.8	744.0	2,702.3	2,602.3	-3.7%
순이자이익	한국	1,152.4	1,114.7	980.5	1,236.2	1,262.8	2.2%
	NH	769.7	675.5	791.3	817.6	829.9	1.5%
	미래에셋	766.7	491.7	369.9	403.0	419.1	4.0%
	삼성	697.8	621.5	649.2	667.7	687.7	3.0%
	키움	515.7	637.6	644.7	590.2	601.4	1.9%
	합산	3,902.3	3,541.1	3,435.7	3,714.8	3,800.9	2.3%
판관비	한국	1,205.1	1,207.7	1,168.5	1,360.2	1,400.2	2.9%
	NH	1,046.6	845.1	952.7	1,047.9	1,092.1	4.2%
	미래에셋	1,492.7	1,315.1	1,371.8	1,587.2	1,604.0	1.1%
	삼성	933.1	822.5	905.9	998.2	1,000.4	0.2%
	키움	626.4	612.3	595.0	694.5	697.6	0.4%
	합산	5,303.9	4,802.6	4,993.9	5,688.1	5,794.2	1.9%
순이익	한국	1,761.5	669.9	707.0	1,093.0	1,114.6	2.0%
	NH	948.0	302.9	556.4	693.6	725.5	4.6%
	미래에셋	1,156.5	601.2	286.9	798.3	768.6	-3.7%
	삼성	965.8	423.9	547.0	879.1	956.7	8.8%
	키움	903.7	507.3	436.3	809.7	826.8	2.1%
	합산	5,735.5	2,505.2	2,533.5	4,273.7	4,392.2	2.8%

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

Valuation Table

회사명		한국금융	미래에셋	삼성증권	키움증권	NH투자증권	5개사 평균
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	overweight
목표주가(원, 12MF)		92,000	10,000	52,000	180,000	18,000	
주가		76,800	8,370	45,450	127,600	13,530	
상승여력		19.8%	19.5%	14.4%	41.1%	33.0%	
시가총액(조원)		4.3	5.0	4.1	3.3	4.4	21.0
당기순이익 (십억원)	2023P	707	287	424	436	556	482
	2024E	1,093	798	547	810	694	788
	2025E	1,115	769	879	827	725	863
자기자본 (십억원)	2023P	8,445	11,100	6,700	4,904	7,613	7,752
	2024E	9,217	11,330	7,579	5,418	7,497	8,208
	2025E	10,097	12,091	0	6,075	8,224	7,297
ROE (%)	2023P	8.4	2.6	8.5	9.2	7.3	7.2
	2024E	11.9	7.0	12.3	15.7	9.3	11.2
	2025E	11.0	6.4	11.9	14.4	8.8	10.5
EPS (원)	2023P	13,405	861	6,125	15,995	1,878	7,653
	2024E	20,725	2,549	9,844	30,044	2,341	13,100
	2025E	21,134	2,308	10,714	30,680	2,448	13,457
DPS (원)	2023P	3,200	150	2,200	3,000	800	1,870
	2024E	3,600	300	2,600	6,000	900	2,680
	2025E	4,000	330	2,700	6,100	950	2,816
PER (배)	2023P	4.2	10.6	6.0	6.2	5.3	6.5
	2024E	3.3	3.6	4.7	4.3	5.8	4.3
	2025E	3.2	4.0	4.3	4.3	5.5	4.2
BPS (원)	2023P	160,131	23,657	75,029	200,510	25,691	97,003
	2024E	174,764	24,668	84,873	224,501	25,297	106,821
	2025E	191,462	25,771	95,586	251,735	27,750	118,461
PBR (배)	2023P	0.36	0.39	0.49	0.50	0.39	0.42
	2024E	0.39	0.37	0.55	0.58	0.53	0.48
	2025E	0.35	0.35	0.48	0.52	0.49	0.44

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

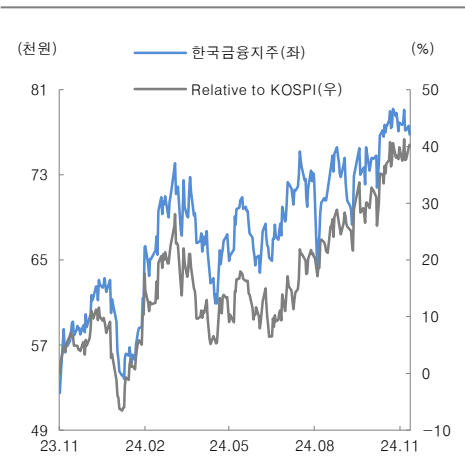
한국금융지주 (071050)

전성기 시절 IB 수익 회복 전망

투자 의견	BUY 매수, 유지
목표주가	92,000원 유지
현재주가 (24.11.12)	76,800원

KOSPI	2,482.57
시가총액	4,595십억원
시가총액비중	0.21%
자본금(보통주)	279십억원
52주 최고/최저	79,200원 / 53,800원
120일 평균거래대금	96억원
외국인지분율	41.44%
주요주주	김남구 외 1 인 21.30% 국민연금공단 10.01%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.1	8.5	10.0	35.0
상대수익률	4.7	14.4	20.9	31.0



- 투자의견 매수, 목표주가 92,000원 유지
- 동사의 자회사인 한국투자증권은 메리츠증권과 더불어 국내에서 IB사업을 가장 잘 하는 증권사
- 전성기 시절 동사의 IB수수료수익은 2021년 6,000억원을 상회, 주로 부동산 PF 딜 스트러처 구성에 강점
- 금리 급등으로 쉽지 않은 환경이었음에도 '23년 3,758억원의 IB수익을 실현하였는데, '24년, '25년 환경이 개선되며 관련 수익은 꾸준히 개선 전망
- 2025년 동사의 IB수수료수익은 4,700억원(YoY +10%) 기록 전망, 전성기 시절로 회복 중
- 특히 국내 부동산, 해외부동산 관련 비용 인식이 '22년부터 1조원을 상회할 정도로 대규모였음을 감안하면 관련 부담이 완화되는 것도 긍정적
- 2025년 금리의 기간평균값은 꾸준히 낮아질 수 밖에 없으므로 동사의 IB가 더욱 부각되는 한 해가 될 것

(십억원, 원, %)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
순영업수익	2,721	1,798	1,989	2,629	2,710
영업이익	1,516	590	820	1,269	1,310
순이익	1,762	670	707	1,093	1,115
YoY(%)	104.0%	-62.0%	5.5%	54.6%	2.0%
EPS	31,610	12,702	13,405	20,725	21,134
PER	2.55	4.20	4.24	3.26	3.20
BPS	125,430	157,239	160,131	174,764	191,462
PBR	0.64	0.34	0.36	0.39	0.35
ROE	25.20	8.08	8.37	11.86	11.04

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준
자료: 한국금융지주, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 박혜진)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자의견 비율공시

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.5%	7.5%	0.0%

기준일자: 2024.11.18

[증권]

한국금융지주(071050) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

