



Buy (Maintain)

목표주가: 65,000 원 (상향)

주가(2/4): 51,200 원

시가총액: 290,348 억원



보험/증권 Analyst 안영준
yj.ahn@kiwoom.com

Stock Data

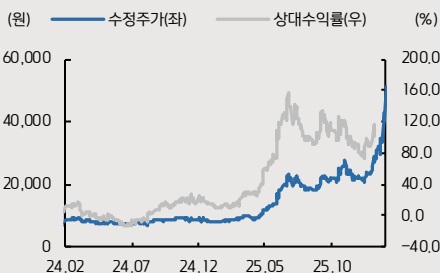
KOSPI	5,371.10pt		
시가총액	290,348억 원		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	51,200 원	8,140 원	
최고/최저가대비 등락율	0.00%	528.99%	
수익률	절대	상대	
	1M	78.4%	33.3%
	6M	170.9%	182.4%
	1Y	511.0%	696.8%

Company Data

발행주식수	739,392 천주
일평균 거래량(3M)	7,934 천주
외국인 지분율	13.19%
배당수익률(25E)	1.7%
BPS(25E)	22,785 원
주요 주주	미래에셋캐피탈 외 23인 33.05%

(십억원, 배)	2023	2024	2025E	2026E
순영업수익	1,478.3	2,070.6	2,530.2	2,860.5
이자이익	507.0	893.9	1,109.7	1,420.7
비이자이익	232.8	897.8	812.5	1,359.0
영업이익	333.3	893.7	1,419.6	1,823.6
연결순이익	322.4	887.6	1,413.4	1,814.8
ROE (%)	3.1	7.6	11.3	13.7
ROA (%)	0.3	0.7	1.0	1.3
EPS	533	1,516	2,478	3,268
BPS	18,507	20,897	22,785	24,669
PER	8.6	7.1	9.4	15.2
PBR	0.4	0.4	1.0	2.0
DPS	150	250	400	600
배당수익률 (%)	1.5	2.3	1.7	1.2

Price Trend



미래에셋증권 (006800)

펼쳐질 미래에 투자하라 (PBR 에서 PER 로)



- 자산 토크화라는 구조적 전환점, 기존 증권주 밸류에이션에서 탈피할 필요
- 로빈후드의 사례 감안 시 이익 기반 밸류에이션&시장 선점 프리미엄 부여 가능
- Target PER Multiple 20 배, 목표주가 65,000 원으로 상향조정. 최선호주 유지

>>> 기존 증권주 밸류에이션 관점에서 탈피할 때

그간 시장에서 증권주를 평가할 때는 PBR 밸류에이션을 주로 사용하며 이익에 대해서는 가치를 부여하지 않았는데, 그 이유는

- 1) 대부분 내수 중심의 사업으로 장기 성장성이 제한되며,
 - 2) 브로커리지의 비중이 높아 거래대금의 변동에 따른 실적 민감도가 컸으며,
 - 3) IB 딜과 운용 부문 등에서 발생하는 이익은 대부분 일회적이기 때문이다.
- 그러나 미래에셋증권은 '투자이익 지속성'과 '일원화 플랫폼'에 대한 가시성이 높아지고 있어 기존과 다른 방법론의 가치 평가가 합당하다고 판단한다.

>>> Winner takes it all, 미국 로빈후드의 사례

로빈후드는 미국의 대표적인 개인 대상 거래 플랫폼 기업으로, 거래 대상은 주식, 암호화폐, 선물/옵션 등이다. 로빈후드는 전통적인 금융상품을 토크화하여 하나의 앱에서 모든 자산의 거래가 가능케 하는 'Everything Exchange' 프로젝트를 진행 중이며, 유럽에서는 토크화된 미국주식의 24 시간 거래를 지원하고 있기도 하다. 작년 비상장사 등 금융자산 토크화 계획 발표 이후 로빈후드의 주가는 큰 폭으로 상승했는데, 금융상품 토크화 시장 선점에 대한 기대감이 반영된 것으로 판단한다. 24 시간 거래를 지원할 경우 자체적인 호가 제공이 중요한데, 플랫폼의 네트워크 효과 특성상 시장 선점은 곧 독보적인 유동성과 점유율로 이어질 것으로 기대할 수 있다.

미래에셋은 최근 언론을 통해 코빗 인수 추진 및 하나의 디지털 월렛을 통해 전통자산/암호화폐/토크증권 등 모든 자산 거래가 가능하도록 하겠다는 전략을 밝힌 바 있는데, 주요 국내 증권사 중 관련 사업 영역에서 가장 앞서 있는 것으로 판단되는 바 국내 시장 선점 기대감 반영이 가능하다.

>>> Target PER 20 배, 목표주가 65,000 원. 최선호주 유지

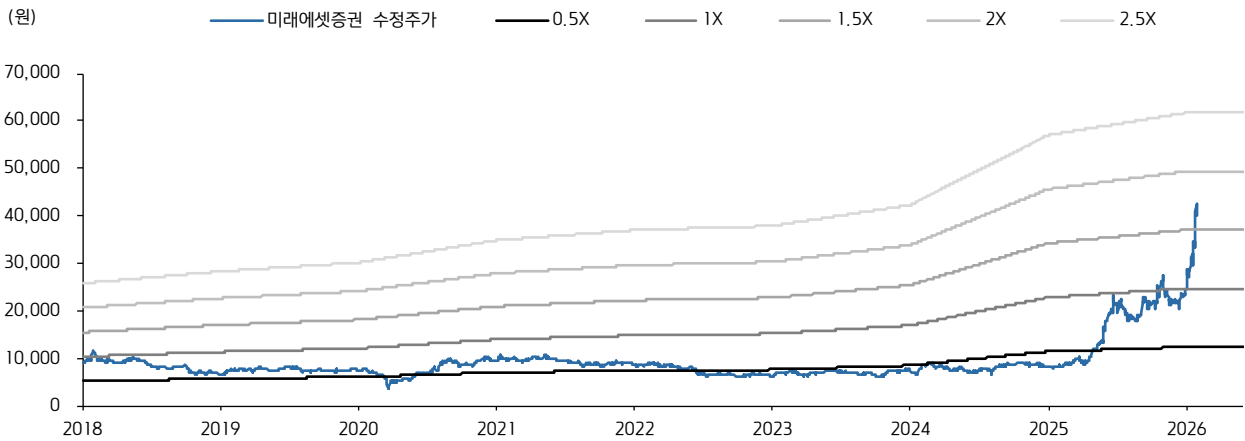
미래에셋증권에 대한 투자이견 BUY 를 유지하고, 목표주가는 2026 년 실적 추정치(1.8 조원) 기반 PER 20 배를 적용한 65,000 원으로 상향조정한다. 로빈후드의 경우, 작년 토크화 계획을 발표할 당시 PER 은 30 배, 고점은 90 배, 최근에는 50 배 수준을 기록 중이다. 국내 시장 규모 등을 감안해 보수적으로 산정한 멀티플이며, 향후 추진 상황에 따라 추가적인 상승이 가능할 것으로 보인다. 글로벌 투자의 경우에는 투자 지분 평가이익은 일회성이거나 2018 년부터 유니콘 기업 투자를 단행해왔으며 향후 회수액을 기반으로 추가적인 투자를 계획중인 바 지속성에 대한 가치 반영이 가능하다. 또한 장기간 쌓아온 피투자사와의 우호적인 관계 역시 프리미엄 요인이다.

미래에셋증권 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E
순영업수익	545.6	555.3	572.8	397.0	539.3	713.8	594.9	682.2	2,070.6	2,530.2
(YoY)	-6%	51%	72%	98%	-1%	29%	4%	72%	40%	22%
수수료손익	242.7	240.6	248.7	239.4	253.0	273.3	334.4	413.6	971.4	1,274.3
브로커리지	161.7	153.0	155.6	164.1	180.8	197.7	239.8	298.2	634.4	916.5
IB	23.6	19.9	31.1	22.4	21.4	34.3	23.7	25.1	97.0	104.5
기타	57.3	67.8	62.0	52.8	50.8	41.3	70.9	90.2	239.9	253.2
이자손익	60.2	68.1	49.0	55.6	70.2	79.7	104.0	111.8	232.9	365.7
운용 및 기타	242.7	246.5	275.1	102.0	216.2	360.8	156.5	156.8	866.3	890.3
충당금 등	(1.0)	(0.8)	0.5	(1.3)	(7.7)	(5.1)	0.3	0.0	(2.6)	(12.5)
판관비	296.5	290.1	283.2	306.9	311.4	342.7	390.0	376.5	1,176.7	1,420.6
인건비	197.8	184.4	172.4	172.2	198.5	226.0	269.7	255.6	726.9	949.7
인건비 외	98.7	105.6	110.8	134.6	112.9	116.7	120.3	120.9	449.8	470.8
영업이익	249.0	265.2	289.6	90.1	227.9	371.1	205.0	305.7	893.9	1,109.7
(YoY)	-20%	102%	235%	흑전	-8%	40%	-29%	239%	76%	24%
영업외손익	(28.6)	(20.2)	43.0	9.7	(104.3)	(56.4)	(116.0)	(20.4)	3.9	(297.1)
세전이익	220.4	245.0	332.6	99.8	123.6	314.7	88.9	285.3	897.8	812.5
법인세비용	55.9	65.2	67.5	32.4	33.0	80.6	18.1	58.2	221.0	190.0
당기순이익	164.5	179.9	265.1	67.4	90.6	234.1	70.8	227.1	676.9	622.6
(YoY)	-7%	239%	흑전	428%	-45%	30%	-73%	237%	184%	-8%
연결당기순이익	170.5	201.2	290.1	231.9	258.2	405.9	343.8	411.8	893.7	1,419.6
지배주주순이익	164.7	198.7	291.2	234.9	258.7	403.3	340.4	411.0	887.6	1,413.4
(YoY)	-30%	50%	276%	흑전	59%	103%	17%	75%	175%	59%

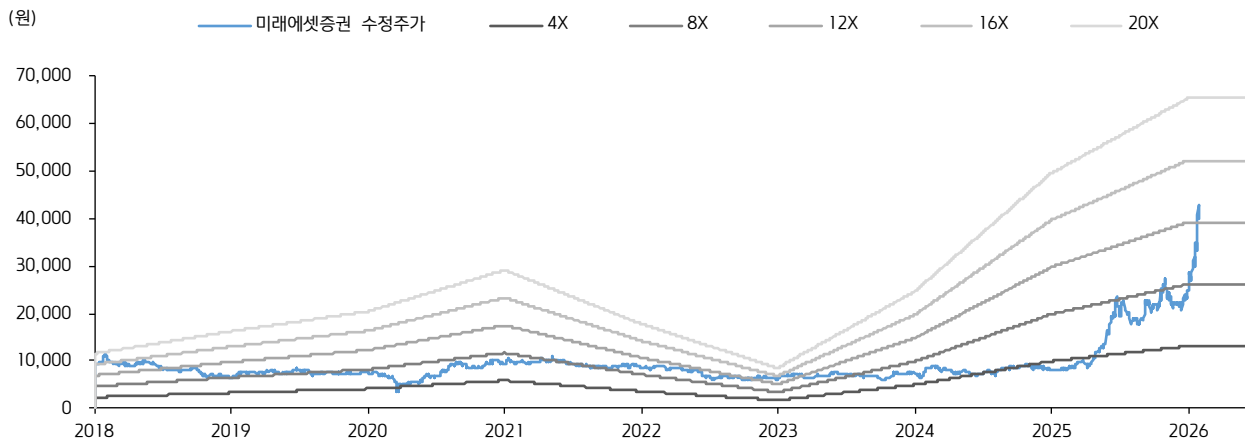
자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

미래에셋증권의 수정주가 및 PBR 추이



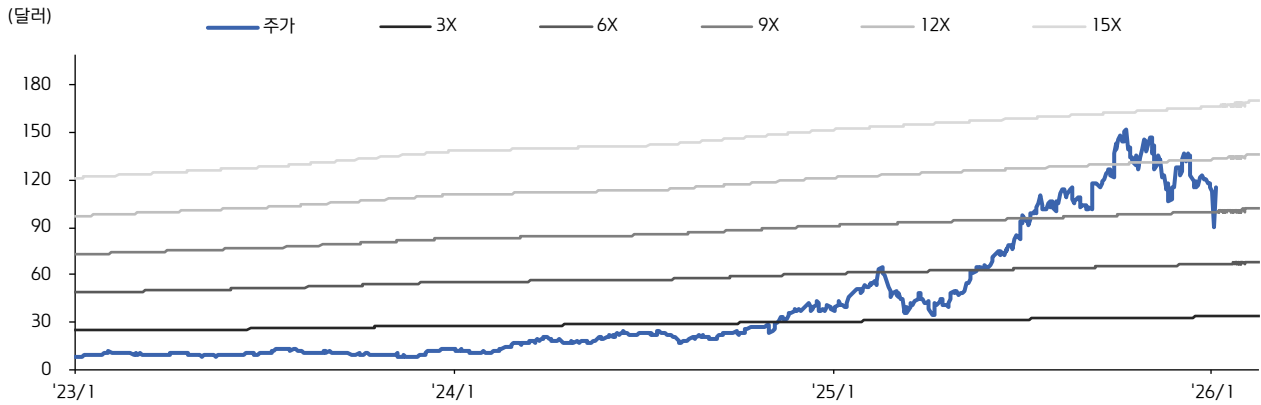
자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

미래에셋증권의 수정주가 및 PER 추이



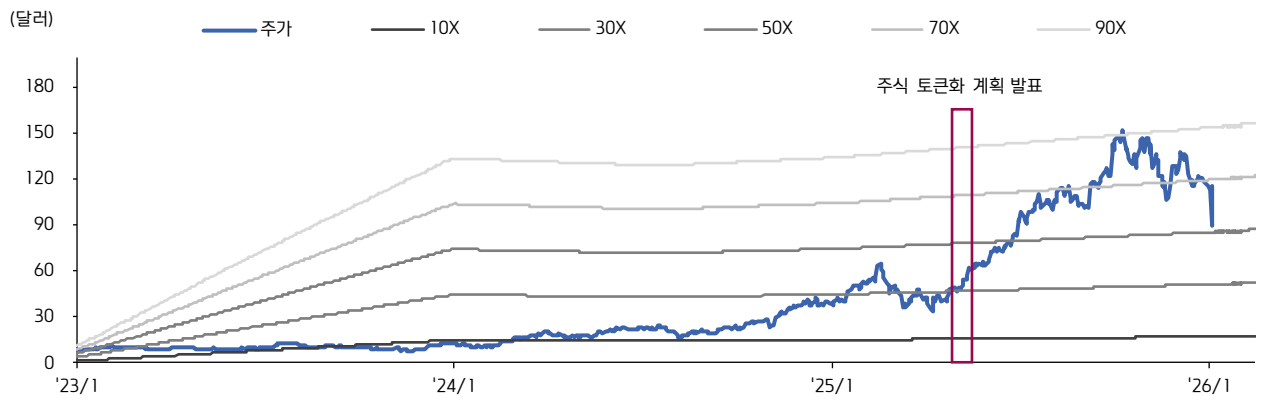
자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

로빈후드의 12M forward PBR 밴드차트



자료: Robinhood, 키움증권 리서치센터

로빈후드의 12M forward PER 밴드차트



자료: Robinhood, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
순영업수익	1,537.4	1,478.3	2,070.6	2,530.2	2,860.5
수수료손익	895.6	844.6	971.4	1,274.3	1,748.9
브로커리지	449.1	482.3	634.4	916.5	1,236.6
IB	137.7	110.3	97.0	104.5	102.7
기타	308.8	251.9	239.9	253.2	409.7
이자손익	379.5	212.4	232.9	365.7	430.5
운용 및 기타	262.3	421.4	866.3	890.3	681.1
총당금 등	(26.6)	(108.3)	(2.6)	(12.5)	0.0
판매비	989.0	971.3	1,176.7	1,420.6	1,439.8
인건비	566.2	568.8	726.9	949.7	961.4
인건비 외	422.8	402.5	449.8	470.8	478.4
영업이익	548.4	507.0	893.9	1,109.7	1,420.7
영업외손익	4.8	(274.2)	3.9	(297.1)	(61.6)
세전이익	553.2	232.8	897.8	812.5	1,359.0
법인세비용	155.6	(5.1)	221.0	190.0	339.8
당기순이익	397.6	237.9	676.9	622.6	1,019.3
연결당기순이익	659.7	333.3	893.7	1,419.6	1,823.6
지배주주순이익	639.5	322.4	887.6	1,413.4	1,814.8
부문별 손익 비중 (%)					
수수료손익	58	57	47	50	61
브로커리지	29	33	31	36	43
IB	9	7	5	4	4
자산관리 및 기타	20	17	12	10	14
이자손익	25	14	11	14	15
운용 및 기타	17	28	42	35	24
기타 지표 (%)					
이자수익률	3.7	5.2	5.3	5.4	5.7
조달금리	1.9	3.5	3.3	2.9	2.9
스프레드	1.8	1.7	1.9	2.5	2.8
판매비율	64	66	57	56	50
인건비	37	39	35	38	34
인건비 외	28	27	22	19	17

투자지표 (I)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
성장률 (%)					
자산	(2)	21	7	4	3
부채	(2)	22	7	4	3
자본	(2)	8	9	6	5
순영업수익	(45)	(4)	40	22	13
수수료손익	(27)	(6)	15	31	37
이자손익	(36)	(44)	10	57	18
운용 및 기타	(73)	61	106	3	(23)
판매비및관리비	(20)	(2)	21	21	1
영업이익	(65)	(8)	76	24	28
당기순이익	(52)	(40)	184	(8)	64
연결당기순이익	(44)	(49)	168	59	28
지배주주순이익	(45)	(50)	175	59	28
기본적정성지표 (%)					
신 NCR	(178)	(118)	(58)	1	62
구 NCR	94	96	98	100	102

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
현금및현금성자산	2,848	1,751	1,867	2,440	2,606
FVPL 금융자산	39,179	44,784	55,246	59,532	62,431
지분상품자산	35,214	41,926	50,813	56,043	59,027
채무증권	1,334	1,311	1,670	1,430	1,451
FVOCI 금융자산	15,913	16,088	17,578	14,351	13,928
채무상품	15,913	16,088	17,578	14,351	13,928
AC 금융자산	40,412	57,590	54,729	59,242	60,986
예치금	6,506	6,443	8,651	8,205	8,312
대출채권	27,648	39,078	35,618	36,135	37,240
총속기업및관계기업지분	1,711	2,029	1,614	1,805	1,884
유형자산	537	519	534	544	558
투자부동산	3,910	3,725	3,680	3,266	3,144
무형자산	480	507	761	763	781
기타	1,223	1,160	1,182	1,288	1,347
자산총계	106,213	128,153	137,192	143,230	147,666
FVPL 금융부채	14,964	14,158	11,915	12,199	12,563
매도파생결합증권	10,468	9,424	6,559	6,805	7,012
예수부채	9,651	10,927	12,230	13,726	14,578
차입부채	52,059	67,875	77,119	75,866	77,718
발행사채	8,686	6,976	7,744	8,136	8,440
기타	10,493	17,015	15,953	20,307	20,668
부채총계	95,853	116,950	124,961	130,235	133,967
자본금	4,102	4,102	4,102	4,102	4,102
자본잉여금	2,160	2,158	2,157	2,157	2,157
자본조정	(372)	(359)	(360)	(254)	(254)
기타포괄손익누계액	(212)	356	729	594	573
이익잉여금	4,561	4,788	5,439	6,395	7,121
이익준비금	187	199	208	223	234
대손준비금	110	69	111	115	121
임의적립금	0	0	0	0	0
미처분이익잉여금	3,624	4,130	4,106	6,057	6,767
자본총계	10,360	11,203	12,231	12,995	13,699

투자지표 (II)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산별 비중 (%)					
FVPL	37	35	40	42	42
FVOCI	15	13	13	10	9
AC	38	45	40	41	41
주요비율 (% 배)					
ROA	0.6	0.3	0.7	1.0	1.3
ROE	6.3	3.1	7.6	11.3	13.7
P/E	6.5	8.6	7.1	9.4	8.3
P/B	0.3	0.4	0.4	1.0	1.1
주주환원지표					
DPS (원)	200	150	250	400	600
증가율(YoY, %)	(33)	(25)	67	60	50
배당성향 (%)	14.7	21.0	12.4	12.0	14.0
배당수익률 (%)	2.5	1.5	2.3	1.7	2.2
현금배당액 (십억원)	93.9	67.7	109.8	169.7	254.6
자기주식수 (천주)	146,036	146,036	146,036	146,036	146,036

Compliance Notice

- 당사는 2월 4일 현재 '미래에셋증권(006800)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

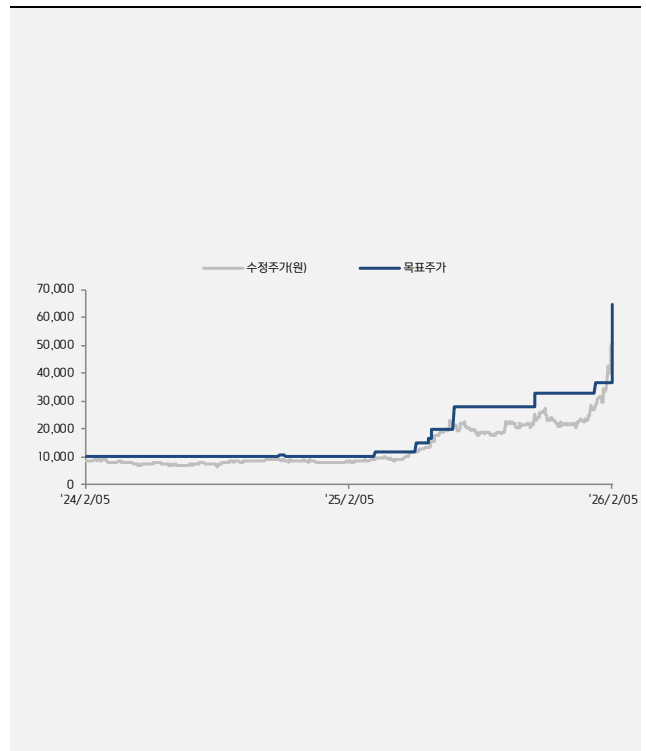
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2 개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
미래에셋증권 (006800)	2024-02-07	Outperform (Maintain)	10,000 원	6개월	-16.24	-9.80
	2024-04-15	Buy(Upgrade)	10,000 원	6개월	-18.72	-9.80
	2024-05-10	Buy(Maintain)	10,000 원	6개월	-21.97	-9.80
*담당자변경	2024-10-30	Outperform (Reinitiate)	11,000 원	6개월	-18.67	-16.09
	2024-11-08	Outperform (Maintain)	10,000 원	6개월	-14.20	-10.00
	2024-11-19	Outperform (Maintain)	10,000 원	6개월	-16.08	-9.00
	2025-01-20	Buy(Upgrade)	10,000 원	6개월	-16.35	-9.00
	2025-02-10	Buy(Maintain)	10,000 원	6개월	-15.49	-7.10
	2025-03-12	Buy(Maintain)	12,000 원	6개월	-20.78	-15.83
	2025-04-11	Buy(Maintain)	12,000 원	6개월	-17.23	-0.17
	2025-05-08	Buy(Maintain)	15,000 원	6개월	-14.27	-9.40
	2025-05-26	Buy(Maintain)	17,000 원	6개월	-16.07	-2.59
	2025-05-30	Buy(Maintain)	20,000 원	6개월	-4.68	17.25
	2025-06-30	Buy(Maintain)	28,000 원	6개월	-27.79	-19.46
	2025-08-08	Buy(Maintain)	28,000 원	6개월	-27.34	-9.82
	2025-10-21	Buy(Maintain)	33,000 원	6개월	-23.82	-16.67
2025-11-07	Buy(Maintain)	33,000 원	6개월	-28.03	-16.67	
2025-11-28	Buy(Maintain)	33,000 원	6개월	-28.86	-13.03	
2026-01-12	Buy(Maintain)	37,000 원	6개월	-4.19	38.38	
2026-02-05	Buy(Maintain)	65,000 원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2 개년)



투자의견 및 적용기준

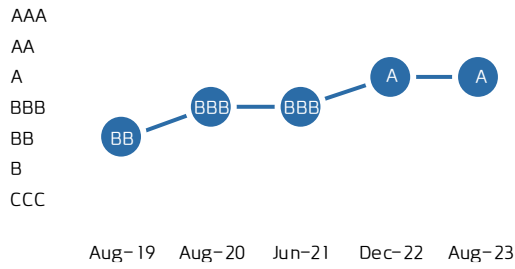
기업	적용기준(6 개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6 개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2025/01/01~2025/12/31)

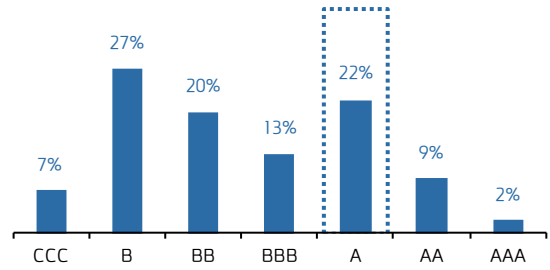
매수	중립	매도
96.39%	3.61%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터
Universe: MSCI ACWI Index 내, 55 개 증권사 기준

세부 항목별 점수 및 산업 평균

항목	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균값	5.2	4.1		
환경	7.4	5.2	15.0%	▼0.1
자금조달의 환경 영향	7.4	4.6	15.0%	▼0.1
사회	5.3	3.5	50.0%	▼0.8
인적 자원 개발	4.5	2.3	20.0%	▼0.9
책임 투자	8.7	5	15.0%	▼0.4
개인정보 보호와 데이터 보안	2.8	3.1	15.0%	▼1.1
지배구조	4.2	4.8	35.0%	▲1.4
기업 지배구조	5.7	6.2		▲1.8
기업 활동	3.8	4.6		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치센터

ESG 최근 이슈

일자	내용

자료: 키움증권 리서치센터

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 6 개사 (증권)	자금조달의 환경 영향	인적 자원 개발	개인정보 보호와 데이터 보안	소비자 금융 보호	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
SAMSUNG SECURITIES CO.,LTD	● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	●	AA	▲
MIRAE ASSET SECURITIES CO.,LTD.	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	● ●	● ●	A	◀▶
NH INVESTMENT & SECURITIES CO.,LTD	● ● ●	● ● ●	● ● ●	● ● ●	● ● ●	● ●	BBB	◀▶
Korea Investment Holdings Co., Ltd	● ●	●	● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	●	B	◀▶
KIWOOM Securities Co.,Ltd.	● ● ●	●	● ●	● ●	●	● ● ●	B	◀▶
DAOU TECHNOLOGY INC	● ● ●	●	●	●	●	●	CCC	◀▶

4 분위 등급: 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●
등급 추세: 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
자료: MSCI, 키움증권 리서치센터