

2025년 11월 27일 | 키움증권 리서치센터
산업분석 | 보험(Neutral)/증권(Overweight)

생산적 금융의 시대

보험/증권 Analyst 안영준 yj.ahn@kiwoom.com



Contents



생산적 금융의 시대 2

I. 내년 금융시장, 큰 거 온다 3

- > 2026년 금융 대전환을 천명한 정부 3
- > 증권, 생산적 금융 전환의 수혜 예상 6
- > 보험, 일단 자본 건전성 우려는 완화될 것 9

II. 증권(Overweight)

: BK 호조/수익성 향상 지속 11

- > 증시 거래대금 증가는 구조적인 현상 11
- > 자산 증가로 안정성/수익성도 향상 13
- > IMA, 좋은데 효과는 좀 더 지켜봐야 15

III. 보험(Neutral)

: 업황 회복은 아직 오리무중 18

- > 내년도 실적 개선을 쉽사리 예상하기는 어려울 듯 18

IV. 증권/보험주

투자전략 및 주요 지표 20

- > 증권/보험주 투자전략 20
- > 증권/보험주 주요 투자 지표 24

기업분석 26

- > 미래에셋증권 (006800) 27
- > 한국금융지주 (071050) 31
- > 삼성생명 (032830) 35
- > 현대해상 (001450) 39
- > 메리츠금융지주 (138040) 43

Compliance Notice

- 당사는 11월 27일 현재 보고서에 언급된 종목들 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

생산적 금융의 시대

>>> 정책금융/금융사/자본시장 대전환

금융당국은 지난 9월 생산적 금융으로의 대전환을 추진하겠다고 밝혔다. 주요 추진 방향으로는 1) 150조원 규모의 국민성장펀드를 조성하여 첨단전략산업에 집중 투자하며, 2) 감독 개선을 통해 부동산금융으로의 쏠림을 완화시키고, 3) 자본시장과 주식시장 등을 활성화한다는 것이다. 금융산업은 대표적인 규제산업으로, 내년 대규모 정책 집행이 예정되어 있어 이에 따른 파급력이 클 것으로 예상된다.

증권 업종은 수혜가 예상된다. 자금조달시장이 확대됨에 따라 인수/주선 시장에서 새로운 기회를 찾을 수 있을 것으로 보이는 동시에 차입 규제 완화로 직접투자/기업대출 규모 증가에 따른 수익성 향상도 기대된다. 자본시장 활성화로 브로커리지 호조 기조도 이어갈 것이다.

보험 업종은 자본 규제 완화로 건전성 우려가 완화될 것으로 예상된다. 자본과 주주환원 재원 축소 우려는 업종 디레이팅 요인으로 작용해왔는데, 생산적 금융 전환 정책의 연장선상인 보험업권 자본 규제개선 추진방향 발표로 향후 자본 규제 완화 및 주주환원 기대감 상승이 기대된다.

>>> 업황 점검: 증권 견조, 보험 불확실

증권 업종의 업황은 우호적이다. 증시 친화적인 정책이 이어지며 브로커리지 호조가 이어질 것으로 예상되며, 이전보다 확연히 늘어난 자산으로 실적 안정과 수익성 모두 향상된 모습을 보일 것으로 기대된다. IMA/발행어음 등 추가 자본 활용이 가능해지는 점도 긍정적이다.

보험 업종의 업황은 아직 확인이 필요하다. 손해율 상승 기조 완화 및 예실차 실적이 회복되어야 하나, 단기간에 이루어지기는 쉽지 않다. 자동차보험 손해율 상승 기조도 당분간 이어질 것으로 전망된다.

>>> Top Pick: 미래에셋증권, 삼성생명

미래에셋증권은 브로커리지/IMA/주주환원 등 주요 추가 변인 모두의 수혜가 예상된다. 삼성생명은 업종 내 실적 안정성이 가장 높을 것으로 예상되며, 이전과 확연히 달라진 펀더멘털에 대한 프리미엄 부여가 가능할 것으로 판단한다.

I. 내년 금융시장, 큰 거 온다

>>> 2026년 금융 대전환을 천명한 정부

금융은 대표적인 규제산업이다. 자금의 공급자와 수요자를 중개하는 역할을 하는 특성상 금융사는 시장실패 시 경제에 미치는 파급력이 상당히 크기 때문에, 당국은 다양한 규제를 통해 시스템리스크를 최소화하고자 노력한다. 이러한 특성으로 인해 금융사는 영업활동을 하면서 감내하고자 하는 리스크 수준을 결정할 때 당국의 규제를 염두에 둘 수밖에 없으며, 이는 금융사의 실적과 수익성에도 영향을 주게 된다. 따라서 금융사에 투자할 때에는 금융업에 대한 당국의 정책적인 스탠스가 어떤 지를 확인하는 것이 합리적일 것이다.

이재명 대통령이 취임한 지 3개월이 지난 지난 9월, 금융위원회는 [생산적 금융 대전환] 추진방향을 발표했다. 당국은 그간 부동산, 수도권, 예금/대출에 대한 금융 쏠림이 심화되면서 지속가능한 경제성장을 뒷받침하는 생산적 금융에는 미흡했다고 지적하였으며, 금융사도 리스크 없이 담보대출 위주로 안정적 수익을 실현하면서 성장동력 저하, 지역간 양극화, 민생경제 위축 등의 현상으로 이어졌다고 언급했다. 이에 따라 시중 자금을 비생산적 영역에서 생산적 영역으로 유입시켜 경제의 선순환 구조를 만들겠다는 것이 [생산적 금융 대전환] 정책의 추진 방향이다.

생산적 금융 대전환 추진방향

「금융 대전환 회의」를 통해 「생산적 금융」으로 전환 〈 3대 전환 9대 과제 추진 〉

과제1) 정책금융이 시중자금의 물꼬 전환을 선도

- ① 국민성장펀드를 통해 미래 첨단전략산업에 150조원+α 집중 투자
- ② 장기·스케일업 투자와 세컨더리 마켓 활성화를 통한 벤처금융 혁신
- ③ 맞춤형 지역 정책금융을 제공하고, 지역 중심의 에너지전환 지원

과제2) 규제·감독 개선을 통한 금융회사의 자금중개 역할 확립

- ① 생산적 자금공급을 촉진하고 부동산 쏠림을 억제하는 규제 개편
- ② 감독 개선을 통해 금융회사의 리스크 회피 성향 완화
- ③ 사각지대에 있는 지역·소상공인 금융 채널을 재구축

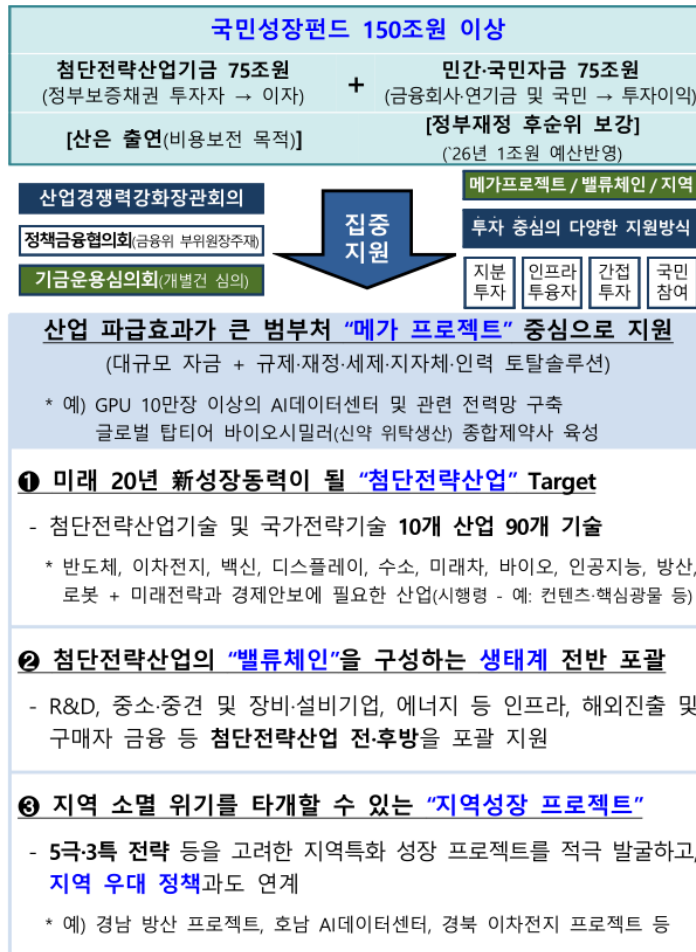
과제3) 기업 성장단계별 투자를 제공하는 건전한 자본시장 활성화

- ① 초기 창업기업 및 중기 성장기업의 자본시장 자금조달 수단 확대
- ② 자본시장 Player의 모험자본 공급 기능 강화
- ③ 상장기업에 믿고 투자할 수 있는 주식시장으로 변모

자료: 금융위원회, 금융중권 리서치센터

현재까지의 생산적 금융 대전환 회의에서 논의된 안건은 추진 방향과 더불어 국민성장펀드 조성 및 운용방안, 그리고 은행/보험 자본규제 합리화 방안이다. 주요 추진 과제 중 하나인 150 조원의 국민성장펀드 조성은 금융대전환의 대표 과제로서 12 월부터 출범될 예정이다. 150 조원의 재원으로는 정부보증채권 발행을 통해 조성되는 첨단전략산업기금이 75 조원, 나머지 75 조원은 투자 성격으로 금융회사/연기금 및 국민 등으로부터 조달하게 된다. 민간 참여 확대를 위해 국민참여형펀드 등에 대해서는 향후 세제혜택도 추진할 계획이다. 조달된 자금은 지분투자/간접투자/인프라투자/초저리대출 등의 형식으로 산업 파급효과가 큰 ‘메가 프로젝트’를 중심으로 지원하게 될 예정이다.

국민성장펀드 운영개요



자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

은행/보험 자본규제 합리화 방안의 골자는 현재의 보수적인 규제 적용 기조는 금융사 자본의 효율적인 활용을 제약하는 부분이 있으며, 이에 따라 생산적 분야로의 자금 지원이 어려워 향후 주식 및 펀드 등에 대한 위험계수를 합리적으로 보다 낮게 조정한다는 것이다. 동시에 주택담보대출 등에 대해서는 전반적인 위험계수를 높여 부동산금융보다는 생산적 금융으로의 투자를 유도한다는 계획이다.

은행의 주식 보유 관련 위험가중치(RW) 개선 계획

< 현행 기준과 개선방안 >

	현행	개선방안
250%	은행이 기업과 장기적 경영관계를 목적으로 보유하거나, 채권 조정 목적의 출자전환주식, 상장주식	원칙적으로 모든 주식
400%	매매 목적의 비상장 주식, 벤처캐피탈(주식)이나 자본이득을 위한 투기적 비상장 주식거래	단기매매(3년 미만) 목적의 비상장주식, 벤처캐피탈(주식)이나 자본이득을 위한 투기적 비상장 주식거래

자료: 금융위원회, 금융증권 리서치센터

보험업권의 규제개선 추진방향으로는 주식과 펀드 등에 대한 위험계수를 완화하여 요구자본항목(K-ICS 비율의 분모)인 시장위험액이 과다하게 산출되지 않도록 하는 동시에 시장/신용위험액 관련 과제를 지속 발굴하고 중복규제 여부도 검토하여 다양한 위험액을 낮추도록 하고 있다. 추가로 인프라 펀드 등이 보험사 ALM에 유리한 장기자산 투자처로서 활용이 가능하도록 지원할 계획이다.

금융 대전환을 발표하면서 예고했던 대로 10 월에는 생산적 금융 활성화를 위한 보험사 운용 및 자본 규제 개선 방안이 발표되었다. 주요 내용은 최종관찰만기 30 년 적용 일정을 기존 2027 년에서 2035 년까지로 확대하여 보험사의 자본 부담을 완화시키는 것과 듀레이션갭 규제를 도입하여 금리 변동에 취약한 체질을 개선하고자 하는 것이다.

다만, K-ICS 비율 상승으로 투자 가능 재원이 늘어나고 듀레이션갭 규제 도입으로 만기가 긴 자산에 대한 투자 수요가 증가할 것으로 예상되나, 현재로서는 배당 가능 재원이 확보되기 위해서 해약환급금준비금 관련 규제가 추가로 완화되어야 한다는 것은 주의해야 한다.

최종관찰만기를 20년에서 30년으로 확대하는 시기를 2027년에서 2030년으로 확대

< 최종관찰만기 확대 일정 >

시기		'23	'24	'25	'26	'27	'28	'29	'30	'31	'32	'33	'34	'35
최종 관찰 만기	현행	20	20	23	26	30	30	30	30	30	30	30	30	30
	개선			23	23	23	24	24	25	26	27	28	29	30

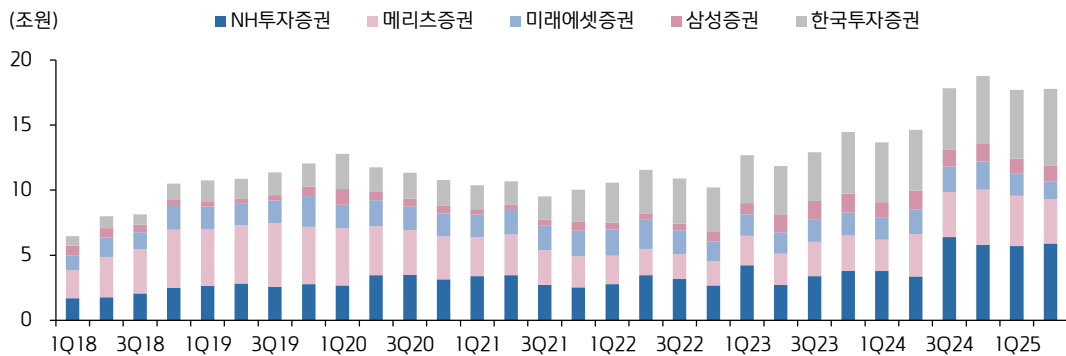
자료: 금융위원회, 금융증권 리서치센터

>>> 증권, 생산적 금융 전환의 수혜 예상

생산적 금융으로의 전환은 1) 150 조원의 국민성장펀드를 위시한 대규모 정책금융, 2) 자본 규제 완화로 금융회사 자금중개 역할 확립, 3) 모험자본과 주식 등 자본시장 활성화 등의 3대 추진 계획으로 진행된다. 이에 따라 향후 자금조달시장의 급격한 확대가 예상되며, 이에 따라 증권사의 대출금 증가에 따른 이자수익 증가, 기업금융 확대에 따른 관련 수수료수익 증가, 증시 활성화에 따른 브로커리지 수익 증가 등의 수혜를 기대해볼 수 있다.

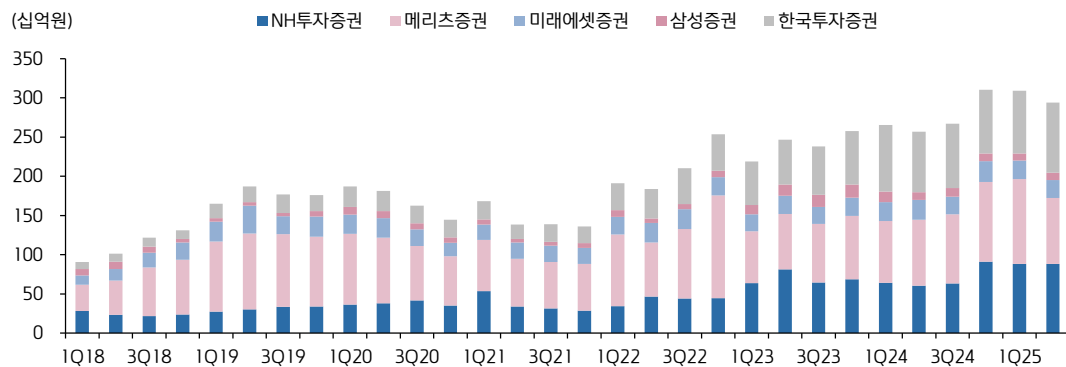
최근 증권사들은 신용공여가 아닌 직접 대출의 익스포저를 늘리고 있으며, 이자수익의 실적 기여도 높아지고 있다. 커버리지 증권사들의 합산 대출금 잔액은 2025 년 2 분기말기준 17.8 조원으로 전년동기대비 22% 증가했다. 대출금은 2024 년부터 급격히 증가했는데, 기업의 자금조달 수요는 늘어난 반면 은행권의 대출 공급은 여의치 않았던 환경의 영향인 것으로 보인다. 향후 생산적 금융 전환 시에는 기업의 자금 수요가 추가적으로 확대될 것으로 예상되는데, 상대적으로 자본 규제가 적은 증권사의 대출 비중이 높아질 것으로 예상되는 바 이자수익도 한 단계 높아질 것으로 보인다.

커버리지 증권사의 대출금 추이



주: 재무제표상 대출채권 내 신용공여를 제외한 대출금 계정, 말잔 기준
자료: FISIS, 키움증권 리서치센터

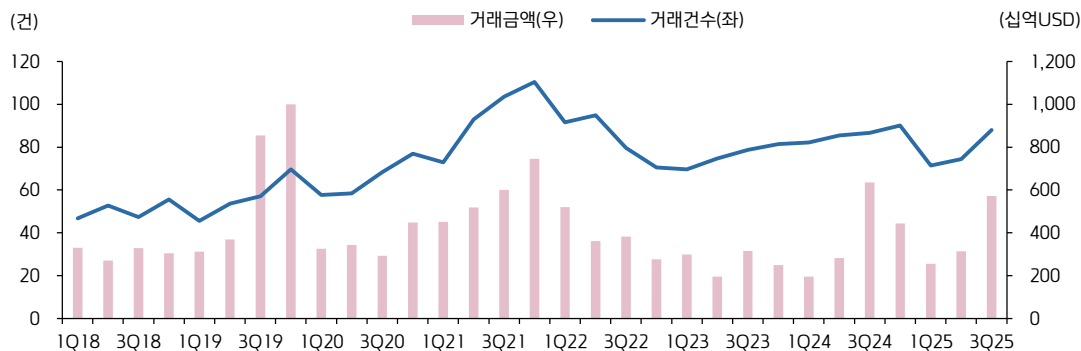
커버리지 증권사의 대출금이자 추이



자료: FISIS, 키움증권 리서치센터

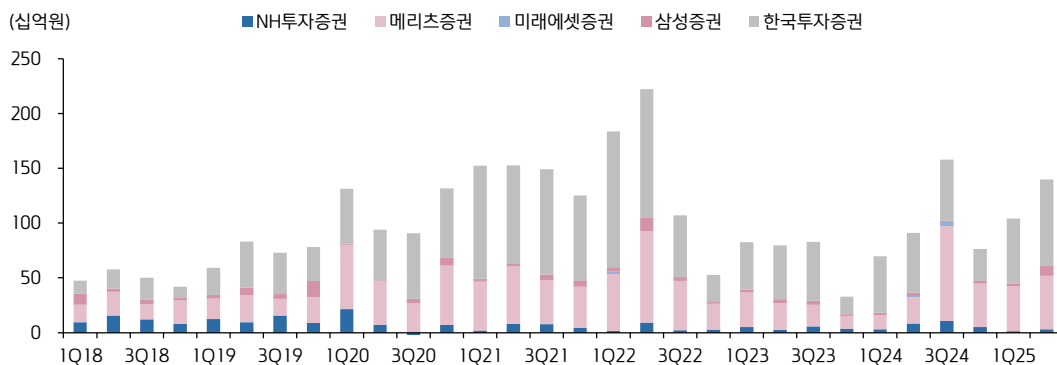
당국은 또한 자본시장의 세컨더리 시장을 조성하고, M&A 와 CVC 활성화 등의 방안도 모색하겠다는 계획을 밝혔다. 그간 증시 악화 및 급격한 금리 상승 등으로 인해 침체되었던 세컨더리 시장을 활성화할 것으로 기대되며, 이에 따른 증권사 실적 개선을 전망해볼 수 있다. M&A 거래 건수는 금리가 빠르게 상승하게 시작한 2022 년부터 감소하기 시작했으며, 증권사의 매수맞합병수수료도 2022 년 하반기부터 급감하는 모습을 보였다. 최근 다시금 금리가 하락세를 보이고 있음에 따라 M&A 거래건수와 금액도 재차 증가하고 있는데, 향후 금리 하락과 더불어 세컨더리 시장 활성화 정책, 그리고 상법 개정 등에 따른 지배구조 개편 수요 상승 등으로 M&A 시장 확대 및 증권사 실적 개선이 예상된다.

국내 분기별 M&A 거래건수 및 거래금액 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

커버리지 증권사의 매수맞합병수수료 추이



자료: FISIS, 키움증권 리서치센터

또한, 주요 추진 계획 중 하나인 자본시장 활성화의 과제로는 토큰증권 제도화와 주식시장 개선에 대한 내용도 담겼다. 올해 추진된 상법 개정안 등에 이어 주식시장에 우호적인 정책 기조가 지속될 것으로 예상됨에 따라 증권사 브로커리지 업황에 긍정적인 영향이 예상된다. 향후 정책 구체화가 필요하겠으나, 토큰증권 제도화 역시 미국에서 추진 중인 모든 자산을 하나의 플랫폼에서 거래가 가능토록 하는 “Everything Exchange” 프로젝트와 유사성을 찾을 수 있는 바 새로운 수익원 확보에 대한 기대감도 가져볼 수 있다.

생산적 금융 대전환 추진방향 중 자본시장 활성화 계획

과제3) 기업 성장단계별 투자를 제공하는 건전한 자본시장 활성화

◆ 초기 창업 → 중기 성장 → 후기 상장의 단계별로 기업이 원활히 자금을 조달하고 국민은 투자수익을 향유하는 자본시장 선순환 강화

① 초기 창업기업 및 중기 성장기업의 자본시장 자금조달 수단 확대

- ① (STO) 중기·소상공인이 보유자산·사업의 증권화를 통해 보다 원활히 자금을 조달할 수 있도록 토큰증권(STO) 제도화
- ② (BDC) 일반 국민의 벤처투자 확대를 위해 기업성장집합투자 기구(BDC)를 도입하고 세제혜택 부여 검토(세제당국 협의)
- ③ (플랫폼) 벤처·혁신기업의 주식을 제도권에서 편리하게 거래할 수 있는 비상장주식 거래플랫폼 정착

② 자본시장 Player의 모험자본 공급 기능 강화

- ① (대형IB) 대형 IB(중투사)에 새로운 조달(발행어음)과 운용(IMA) 수단을 허용하고, 모험자본 공급을 의무화*

* 예) 발행어음·IMA를 통한 조달액의 25% 이상 모험자본에 공급
→ 최대 약 20조원 내외 의무 발생 추정

- ② (PEF) PEF 투자기업 선별 및 투자운용의 투명성·책임성 제고

③ 상장기업에 믿고 투자할 수 있는 주식시장으로 변모

- ① (시장구조) 상장기업의 단계별 특성에 따른 합리적 진입·퇴출이 이루어지도록 3개 주식시장(코넥스·코스닥·코스피) 역할 재정립
- ② (시장신뢰) 불공정거래 엄단 등 시장질서 확립 및 일반주주 권익 강화를 통해 주식시장에 대한 투자자 신뢰 회복
- ③ (수요기반) 외국인 투자여건 개선, MSCI 선진지수 편입 로드맵 마련, 퇴직연금 개선 등 주식시장 수요기반 확충 노력

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

>>> 보험, 일단 자본 건전성 우려는 완화될 것

보험사는 국내 금융사 중 자본 활용의 자유도가 상대적으로 낮다. 운용자산은 미래에 피보험자에게 돌려줘야 하는 책임준비금으로 구성되어 있어 리스크가 높은 자산에 대한 투자는 어려우며, 보험상품은 상대적으로 만기가 길다는 특징이 있어 투자 대상이 만기가 긴 자산에 한정된다. 금리 변화에 따른 자본의 민감도가 크다는 점 역시 자산운용에 있어 수익률보다는 ALM과 자본건전성을 우선적으로 고려해야 하는 제약 요건으로 작용한다. 이러한 특징으로, 보험사의 운용자산은 대부분 만기가 길고 리스크가 적은 장기 채권으로 구성되어 있다.

생산적 금융 대전환을 발표하면서 보험업권에는 자본 규제개선 추진방향을 발표했다. 주요 규제 개선 방안은 1) 시장위험액 산정 시 주식 및 펀드 투자에 대한 위험계수 완화 추진, 2) 자산-부채 현금흐름이 유사한 경우 자산 스프레드를 부채평가 할인율에 가산, 3) 시장/신용위험액 관련 중복규제 여부 검토 등이다. 공통적으로 자본 규제를 완화해주는 방향이다.

금융위원회의 보험업권 규제개선 추진방향 - 자본 규제 완화 시사

2 보험업권 규제개선 추진방향

- K-ICS¹⁾는 보험사에 예상하지 못한²⁾ 위기 발생 시, 손실(요구자본) 대비 활용 가능 자본(가용자본)이 100% 이상을 유지하도록 규제

- 1) K-ICS(Korean-Insurance Capital Standard) : 국제표준인 ICS를 토대로 도입
2) 계약자에게 지급해야할 예상 가능 범위 내 보험금은 부채(책임준비금)로 既積된

- 실무 T/F를 통한 의견수렴 결과 보험사는 자산 운용 시 ①K-ICS 부담, ②ALM 영향, ③손익 변동성 제거를 중요 요소로 고려

가용자본	순자산+후순위채 등 자본증권	
요구자본	보험·시장·신용위험액 등 향후 발생가능한 손실액	≥ 100%

- 요구자본항목인 시장위험액³⁾ 산정 시 주식 및 펀드 투자 위험계수가 K-ICS에 주요한 영향을 미치는 점을 감안하여 합리적으로 개선

* 금리, 주가, 환율 등 변동 위험을 충격 시나리오 방식으로 측정

- (주식) 지분 투자에 대해 주식 유형별로 차등화된 주가 하락 충격계수 부여 ※ 비상장 49%, 상장 35%, 인프라·장기 20%

- 정책프로그램 구조상 투자 위험이 경감될 수 있는 측면을 충분히 고려하여 위험계수 완화 추진

- (펀드) 펀드의 경우 실제 투자 자산을 분해하여 해당 자산의 위험액을 측정 ※ 편입자산분해

- 현 제도상 위험이 과다하게 산출되거나(예: 레버리지펀드)과 불명확하게 규정된 부분에 대한 개선 추진

- ALM 제고 측면에서 생산적 분야가 장기 투자처로써 대안이 될 수 있도록 투자구조를 구체화하고 현금흐름 매칭조정⁴⁾ 지원

* 자산-부채 현금흐름이 유사한 경우 자산 스프레드를 부채평가 할인율에 가산(부채↓)

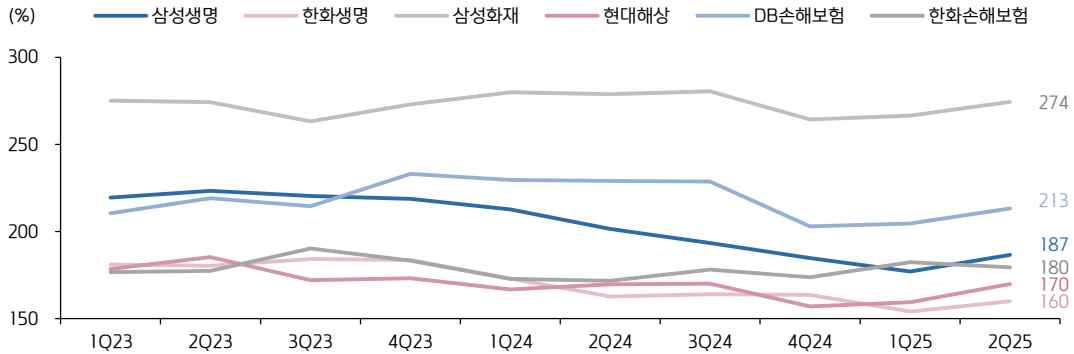
- 이를 통해 금리위험을 경감하고 지속 가능한 투자여건 제공

- 위험계수 이외에, 시장·신용위험액 관련 추가 과제를 지속 발굴하고, K-ICS 등 新제도 정착에 맞추어 중복규제 여부도 검토

자료: 금융위원회, 금융중권 리서치센터

자본 규제 완화는 보험사의 자본건전성 지표인 K-ICS 비율의 상승으로 이어질 것으로 기대된다. 지난 6월 감독당국의 K-ICS 비율 권고 기준이 기존 150%에서 130%로 하락하기는 했지만, 자본비율의 하락은 곧 배당재원의 감소를 의미하는 만큼 보험사의 지속가능한 배당 지급을 위해서는 보다 높은 자본비율을 유지하는 것이 요구된다. 현 주요 보험사의 K-ICS 비율은 대부분 160%~180%대 수준을 보이고 있다.

커버리지 보험사 K-ICS 비율 추이

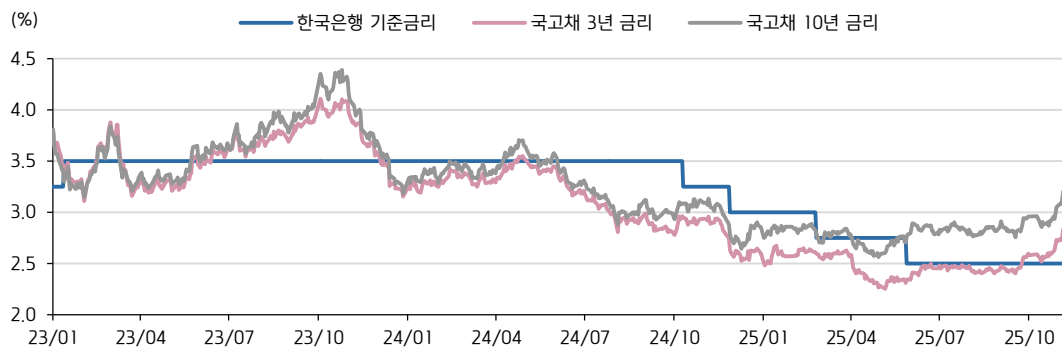


자료: FISIS, 키움증권 리서치센터

IFRS17과 함께 도입된 K-ICS 비율은 이익잉여금과 신계약 CSM 확보에도 좀처럼 상승하지 못했는데, 그 이유는 1) 시중금리의 빠른 하락으로 인한 부채 할인율 하락 및 규모 증가, 2) 당국의 계리적 가정 가이드라인 도입으로 인한 보험부채 증가, 3) 자산-부채 듀레이션 매칭에 대한 어려움 등이다.

상술한 보험업권 규제개선이 이루어진다면 K-ICS 비율은 상승할 것으로 보이는데, 위험계수 축소에 따른 요구자본 감소와 ALM 제고 등에 따른 보험부채 규모 감소 등이 예상되기 때문이다. 추가적으로 2025년 하반기부터 반등하고 있는 시중금리 역시 보험사 자본비율에 우호적인 방향이다. 향후 규제 완화 및 금리 반등에 힘입어 이전보다 보험사 자본에 대한 우려는 완화될 것으로 판단한다.

한국은행 기준금리, 국고채 3년물, 10년물 금리 추이



자료: 한국은행, Quantiwise, 키움증권 리서치센터

다만 아직까지는 자본건전성 규제 완화 외에 추가적인 효용을 기대하기는 어렵다. 완화된 규제에 늘어난 자본은 듀레이션 등을 고려하여 국민성장펀드 등에 일부 출자가 이루어질 것으로 예상되는데, 펀드 성과에 따라 자산운용수익률의 변동이 예상되는 바 아직은 예단이 어려운 상황이다.

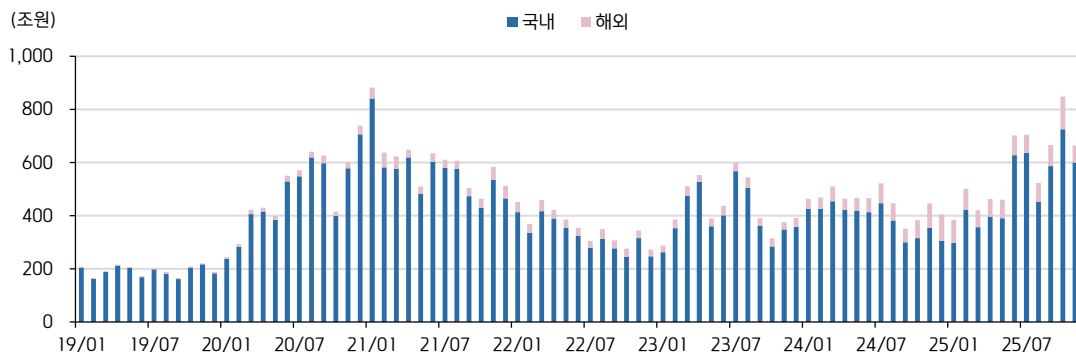
II. 증권(Overweight): BK 호조/수익성 항상 지속

>>> 증시 거래대금 증가는 구조적인 현상

2025년 10월까지의 국내 증시 일평균거래대금은 24.4조원으로 2024년 19.1조원 대비 28% 증가하면서 증권사 브로커리지 실적 호조에 크게 기여했다. 특히 국내 증시 상승이 본격적으로 시작되었던 6월부터 거래대금 역시 빠르게 증가했으며, 이후 상승세를 지속적으로 이어가고 있다.

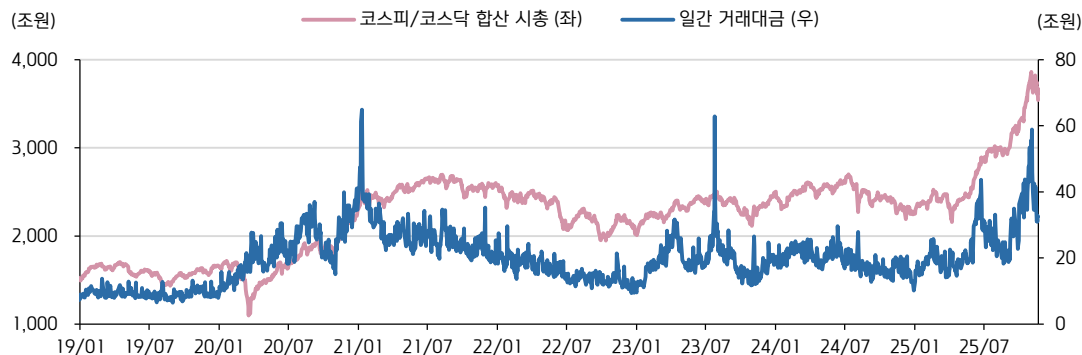
국내 투자자의 해외주식 거래대금 역시 꾸준히 증가하고 있다. 2025년 10월 해외주식 거래대금은 일평균 37.7억달러로 전월대비 45% 증가하며 월간 역대 최대치를 기록했으며, 일간 환율을 적용하여 원화 환산 시 일평균 거래대금은 5.4조원으로 국내와 해외 합산 거래대금 중 비중은 12%였다.

증시 월간 거래대금 추이



자료: 금융투자협회, 예탁결제원, Quantiwise, NXT, SEIBRO, 키움증권 리서치센터

국내 증시 코스피/코스닥 합산 시가총액 및 일간 거래대금 추이



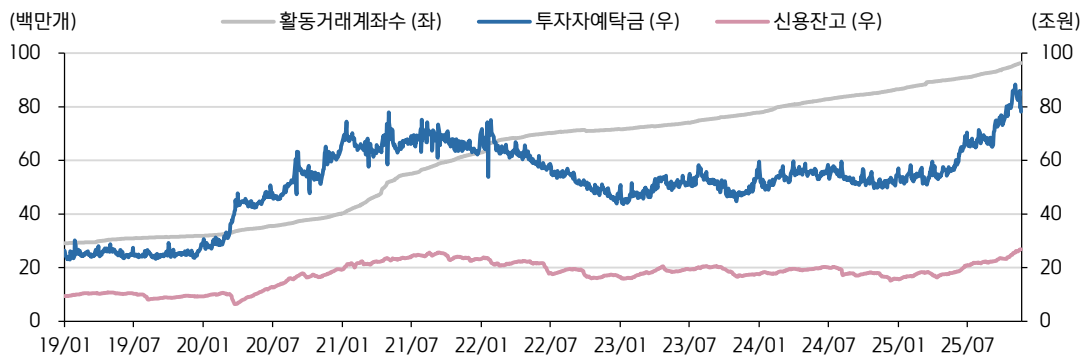
자료: 금융투자협회, NXT, 키움증권 리서치센터

국내 증시가 가파르게 상승한 영향도 있겠으나, 주식거래활동계좌수와 투자자예탁금을 고려하면 증시 거래대금 증가는 일시적인 현상이 아닌 구조적인 변화일 것으로 판단한다. 10월말 기준 국내 주식거래활동계좌수는 전년말대비 10% 증가한 9,524만개에 달하는데, 이는 국내 인구인 5,114만명보다 86% 많은 것이다. 특히 2020년 이후의 주식계좌수가 이전보다 가파른 기울기의 증가세를 보이고 있다는 것은 금융시장에 대한 국민적인 관심도 자체가 증가하는 것으로 판단한다.

10월말 기준 투자자예탁금은 전월대비 12% 증가한 85.5조원으로 역대 최고치를 지속 경신 중이다. 투자자예탁금과 국내 증시의 시가총액이 같이 증가하고 있다는 것은 주식시장으로 계속해서 자금이 유입되고 있다는 것을 의미하며, 역시 금융시장에 대한 관심도가 높아지고 있다는 증거로 볼 수 있다.

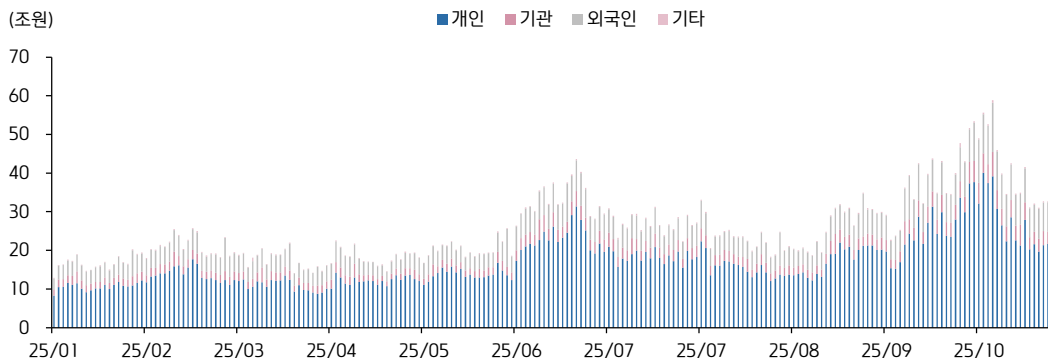
추가적으로 시중 자금을 부동산에서 금융시장으로 전환하려는 정책적 움직임이 이어지고 있는 만큼 금융시장으로의 추가적인 자금 유입도 기대된다. 금융시장에 대한 국민의 관심도가 이전보다 훨씬 높아진 동시에 정책적인 지원으로 높은 수준의 증시 거래대금, 그리고 이에 따른 증권 업종의 수혜는 향후에도 이어질 것으로 예상된다.

국내 투자자예탁금 및 주식거래활동계좌수, 투자자예탁금, 신용잔고 추이



자료: 금융투자협회, 키움증권 리서치센터

국내 투자 주체별 거래대금 추이



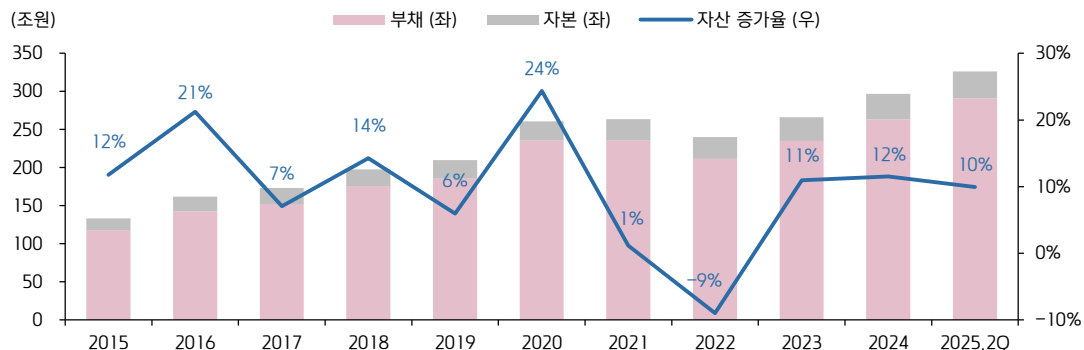
자료: 금융투자협회, 키움증권 리서치센터

>>> 자산 증가로 안정성/수익성도 향상

증권사들의 자산 규모는 빠르게 증가해왔다. 커버리지 4개사의 자산 총액 합계는 2015년 133조원에서 2025년 2분기말 326조원으로 145% 증가했는데, 이는 지난 10년간 매년 연평균 9.4%의 증가율을 보인 것이다. 동기간 우리나라의 연평균 경제성장률은 2.5%에 불과했다는 점을 고려하면 전체 경제 성장과 비교했을 때 증권사들의 성장 폭이 두드러졌다.

증권사 자산의 증가는 자본의 증가와 레버리지 확대에 기인한다. 그간 증권사들은 주주환원보다는 재투자를 통한 성장에 집중해왔으며, 낮은 주주환원율(20~30%)의 자본정책으로 지난 10년간 합산 자본은 126%, 연평균으로는 매년 8.5% 증가했다. 이전까지는 증권 업종이 타 금융 업종 대비 자본 규모가 상대적으로 적어 시스템 리스크에 취약하다는 우려가 높았으나, 장기간 자본이 복리로 축적되면서 해당 우려가 크게 완화될 정도까지 올라온 것으로 판단된다.

커버리지 4개 증권사 합산 별도 기준 자산 규모 증가율 추이



주: 미래에셋증권, 한국투자증권, 삼성증권, NH투자증권 합산
자료: FISIS, 키움증권 리서치센터

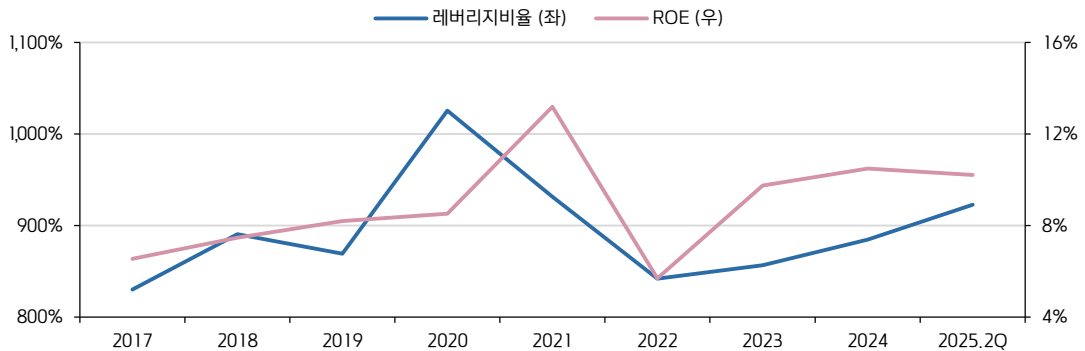
자본이 축적되면서 이익 체력이 향상되는 동시에 리스크도 축소되었으며, 이는 증권사의 적극적인 사업 확장과 레버리지 확대에 이어지고 있다. 커버리지 증권사의 합산 레버리지비율(총자산/자본)은 2017년 830%에서 2025년 2분기말 923%로 약 93%p 상승했다. 법령상 금융투자업자의 레버리지비율 규제 상한선은 1100%인데, 증권사들은 이전보다 강화된 리스크 관리 능력과 영업활동에 대한 자신감 등으로 차입 규모를 확대하고 있는 것으로 보인다. 2020년~2022년 급격한 금리 상승에 따른 업황 악화로 차입을 크게 줄이기도 했으나, 최근 다시금 늘리고 있는 모습을 확인할 수 있다.

증권사의 부채비율 상승은 레버리지 효과에 따른 수익성 향상으로 이어진다. 증권사의 레버리지비율과 ROE는 높은 상관관계를 보임을 알 수 있는데, 통상 레버리지비율이 상승할 경우 다음 연도에는 레버리지 효과가 반영되어 증권사의 ROE가 상승한다. 업황 부진 시기 레버리지비율 축소는 증권사 수익성에도 부정적인 영향을 주었으나, 2022년 이후 레버리지비율의 꾸준한 상승세는 증권사의 수익성이 추가적으로 향상될 수 있음을 암시한다.

발행어음과 종합투자계좌(IMA) 사업자 확대 역시 증권 업종의 수익성 향상 요인으로 기대할 수 있다. 발행어음과 IMA를 통한 자금조달은 레버리지비율 적용 대상에서 제외되며 이에 따라 지정 사업자들은 기존 차입과는 별도로 추가 자금 조달이 가능하다. 즉 발행어음과 IMA를 통한 수익은 기존 보유 자본을 통한 경상적인 이익 체력과 별도로 가산되며, 이는 전반적인 증권사 수익성 향상으로 이어질 것이다.

결론적으로는 그간 증권사의 자본 확대 및 리스크 완화 → 추가 차입으로 레버리지비율 상승 → 수익성 향상으로 이어질 것으로 예상되며, 발행어음/IMA 등에 따른 수익은 추가 수익성 향상 요인으로 작용할 것으로 전망한다. 이에 따라 증권사 ROE 향상 기조는 이어질 것으로 기대된다.

커버리지 4개 증권사 합산 레버리지비율 및 ROE 추이



주: 미래에셋증권, 한국투자증권, 삼성증권, NH투자증권 합산
자료: FISIS, 키움증권 리서치센터

>>> IMA, 좋은데 효과는 아직 좀 더 지켜보아야

내년 출시가 예정된 종합금융투자사업자의 IMA(종합투자계좌) 상품은 레버리지비율 규제 외로 추가적인 자금 조달이 가능하다는 면에서 수익성 향상에 기여할 것으로 예상되나, 추가 자금 조달 규모나 실적에 대한 영향은 좀 더 지켜볼 필요가 있다고 판단한다. 그 이유는 1) 만기까지 환매가 어려운 폐쇄형이라는 특징, 2) 목표수익률 달성 가능성, 3) 운용/성과보수 차감 후 가입자의 실질 수익률의 매력도 수준 등을 고려해야 하기 때문이다.

증권사들이 제시한 IMA 상품 예시안을 살펴보면 모든 상품이 폐쇄형으로 설계되어 있으며, 만기는 최소 1~2년에서 최대 5~7년이다. IMA와 달리 발행어음의 만기는 최대 1년이며 추가 보수 지급이 없어 정기예금 등과 직관적인 비교가 가능하다는 점이 흥행의 주요 요인 중 하나였다. 증권사 계좌를 사용하는 투자자들은 타 금융 사용자보다 유동성과 환금성을 중시할 것으로 보이는데, 만기가 긴 폐쇄형 상품에 대한 흥행 가능성은 아직 불확실하다.

목표수익률 달성 가능성도 아직 증명되지 않은 부분이다. IMA 상품은 원금이 보장되기는 하나 목표수익률이 보장되지는 않는다. IMA 운용에 대한 제약 조건으로는 70% 이상을 기업금융 관련 자산에 운용해야 하며, 만기 1년 이상인 상품을 70% 이상 구성해야 한다. 이에 따라 대부분 회사채 중심으로 운용하면서 일부 인수금융/메자닌/대체투자 등으로 수익률을 제고하는 전략을 사용할 것으로 예상된다. 이러한 포트폴리오를 장기간 구성했을 경우 목표수익률 달성이 가능한 지에 대해서는 아직 확인되지 않았으며, IMA 도입 초기 가입을 주저하는 이유로도 작용할 수 있다.

IMA 가입 시 모집금액의 20~100bp가 운용보수로, 목표수익률 달성 시에는 기준수익률을 초과하는 수익률에 대해 30% 이상이 성과보수로 차감된다. 보수 차감 후 가입자의 실질 수익률을 산정할 때에는 제시된 목표수익률 대비 50~140bp 하락한다. 초과수익에 대해 30% 이상이 성과보수라는 특징으로 높은 수익률을 거두었을 때에도 가입자 입장에서는 실질적인 수익의 상방은 다소 제한되게 된다.

결론적으로는 IMA 상품 출시는 추가 자금 조달이 가능해진다는 점에서 긍정적이며, 특히 종합금융투자사업자는 대규모 자금이 필요한 인수금융 등에 참여할 수 있는 여력이 높다는 점에서 수익성 향상에 기여할 것으로 예상된다. 다만, 아직까지는 자금 조달 규모나 수익성 확보 가능성 등에 대해서는 추가적인 확인이 필요할 것으로 보이며, 실제 실적까지 연결되기에는 다소 시간이 필요할 것으로 전망한다.

IMA 상품 예시

참 고

IMA 상품 예시(안)

① ◇◇ 증권 IMA 상품 예시(안)

□ 상품 개요: 원금을 지급하는 실적배당 상품

구분	(저수익) 안정형	(중수익) 일반형	(고수익) 투자형
만기	1~2년 (폐쇄형)	2~3년 (폐쇄형)	3~7년 (폐쇄형)
보수차감 전 목표수익률	연 4.0~4.5%	연 5.0~6.0%	연 6.0~8.0%
운용보수 (모집금액 대비)	20~50bp	50~80bp	80~100bp
성과보수	기준수익률(3.0%) 초과수익의 30%	기준수익률(4.0%) 초과수익의 30%	기준수익률(5.0%) 초과수익의 40%
보수차감 후 목표수익률	연 3.5~3.7%	연 4.2~4.9%	연 4.8%~ 6.6%
주요 투자대상 (상품특징)	● A급 이상 기업대출, 회사채 ● A2급 이상 전단채 ● 글로벌 BBB급 이상 국외기업 회사채, 인수금융 대출 (우량 대/중견기업, 국외 우량기업 투자, 낮은 수익 변동성)	● BBB급 이상 기업대출, 회사채 ● A3급 이상 전단채 ● 글로벌 BB급 이상 국외기업 회사채, 인수금융 대출 ● 국내외 우량 부동산, 인프라 등 대체투자 (우량 중견/중소기업, 중수익 대체투자, 일반적인 수익 변동성)	● 중견/중소/벤처 지분, 회사채 등 ● 글로벌 B급 이상 국외기업 회사채, 인수금융 대출 ● 국내외 부동산, 인프라 등 대체투자 (중소/벤처 모험자본 중심, 고수익 대체투자, 높은 수익 변동성)
	(원금을 지급하는 실적배당 상품)		

주) 상품 출시 시점의 기준금리 및 투자대상 자산 비중에 따라 보수 및 수익률은 달라질 수 있음

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

② △△ 증권 IMA 상품 예시(안)

□ 중수익 추구형 IMA



AA신용도의(글로벌 신용등급BBB, Baa2)
당사 원금지급으로 원금상환 안정성 강화



우량기업 사채·대출채권·전자단기사채
및 선별적인 우량기업 인수금융 투자로
일반 회사채 대비 높은 수익률 추구

➔ 안정적으로 일반 회사채 대비 높은 수준의 추가 수익 달성 목표

상품개요

상품기간	3년 (폐쇄형)
타겟 고객	당사의 원금지급을 기초로 안정적 수익을 추구하는 투자자 대상(위험중립형, 안정추구형, 안정형)
주 운용대상	A급 이상 회사채 / A2급 이상 전자단기사채 / A급 이상 회사 대출 / 우량 기업 인수금융 대출
목표수익률	3.50% 이상 (보수 차감 후)
원금지급	만기 상환 시 원금지급
운용보수	상품별 상이
성과보수	기준수익률(3.50%) 초과분의 30%

□ 고수익 추구형 IMA



AA신용도의(글로벌 신용등급BBB, Baa2)
당사 원금지급으로 원금상환 안정성 강화



성장잠재력이 높은 성장기업 메자닌 증권
및 신성장 우량 기업 Pre-IPO 투자를
통해 시장 수익률 대비 높은 수익률 달성

➔ 일반 투자자가 직접 투자 불가능한 우량 성장기업에 간접적 투자 기회 제공

상품개요

상품기간	5 ~ 7년 (폐쇄형)
타겟 고객	당사의 원금지급을 기초로 시장 수익률 대비 높은 수익을 추구하는 투자자 대상(성장추구형, 성장형)
주 운용대상	BBB급 이상 회사채/우량기업 인수금융 대출/성장기업 메자닌 증권 (CB,BW,EB) 및 Pre-IPO 투자
목표수익률	5.50% 이상 (보수 차감 후)
원금지급	만기 상환 시 원금지급
운용보수	상품별 상이
성과보수	기준수익률(5.50%) 초과분의 30%

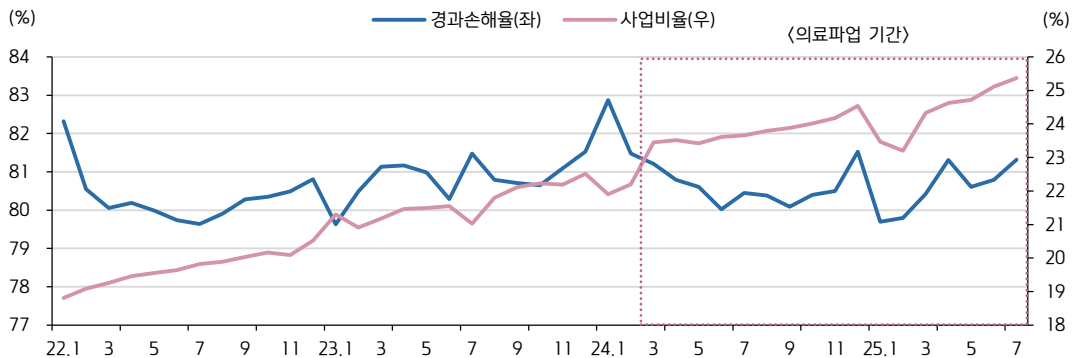
III. 보험(Neutral): 업황 회복 아직 오리무중

>>> 내년도 실적 개선을 쉽사리 예상하기는 어려울 듯

올해 보험사 실적은 보험손익 악화로 부진했다. 전년 금융당국의 계리적 가정 가이드라인 적용 및 일회성 비용 반영으로 상대적으로 낮았던 기저에도 불구하고, 장기보험 부문의 예실차 악화 및 자동차보험 손해율 상승 기조 지속 등의 영향이었다. 실적 부진의 원인이 해소되더라도 보험손익은 점진적으로 이를 반영하는 특징이 있어 단기간에 실적 회복을 기대하기는 어려울 것으로 판단한다.

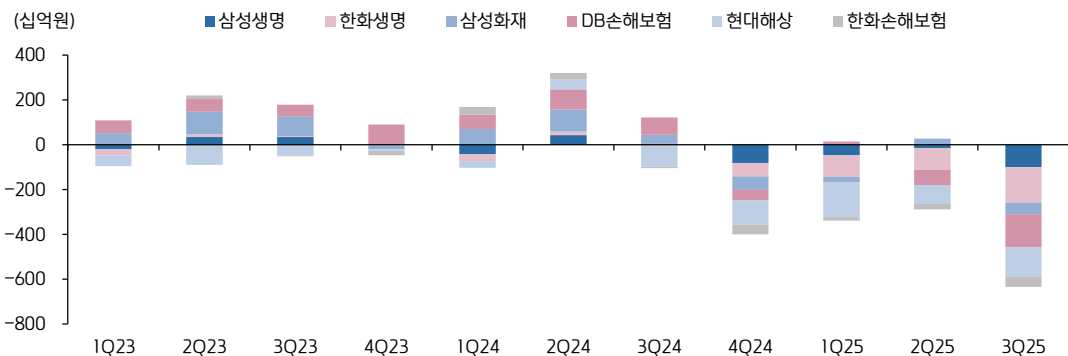
올해 보험사들의 예실차 악화는 의료파업 완화의 영향과 신계약 경쟁 심화 등의 영향이다. 의료파업에 따른 비상진료체계는 2024년 2월 1일 정부가 의료인력 확충의 내용을 담은 "필수의료 정책 패키지"를 발표한 이후 동월 23일부터 시작되었으며, 지난 2025년 10월 20일 이를 해제하며 약 1년 8개월만에 공식적으로 마무리되었다. 해당 기간에는 보험금 청구 감소로 손해율이 낮게 유지되었으나, 올해 3분기부터는 점차 보험금 청구량 증가 및 이에 따른 예실차 실적 악화가 두드러지고 있다.

국내 손해보험사의 월별 경과손해율 및 사업비율 추이



자료: 손해보험협회, 키움증권 리서치센터

IFRS17 도입 이후 커버리지 보험사의 분기별 보험금예실차 추이

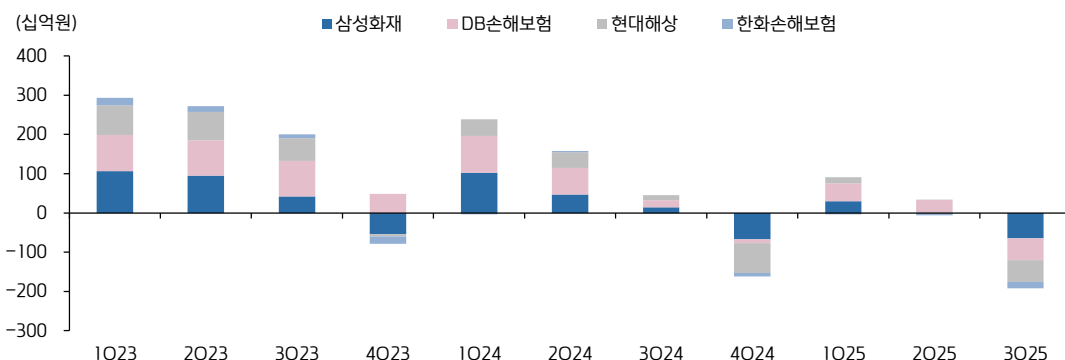


주: 각 사마다 산식에 일부 차이가 있으나, 비교가능성을 위해 IS상 예상보험금과 실제보험금을 사용하여 계산
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

올해 발생한 보험금예실차 부진은 연말 계리적 가정 변경 및 CSM 조정 이후 어느 정도 완화될 것으로 기대해볼 수 있으나, 전체적인 실적 개선에는 다소 시간이 필요할 것으로 예상된다. 그 이유로는 1) 이연된 진료 수요가 발현되는 현상이 당분간 지속될 것으로 예상되며, 2) 올해 연말 CSM 조정에 따라 내년 CSM 상각이익의 증가를 기대하기는 어렵고, 3) IFRS17 이후 신계약 판매 경쟁 심화로 손해를 관리가 어려운 신담보 상품을 제공한 영향도 당분간 이어질 것으로 전망되기 때문이다. 향후 손해를 관리가 적절하게 되고 있는지를 확인하기 전까지는 보험손익에 대해 보수적인 접근이 필요하다고 판단한다. 당국은 신담보 상품에 대한 손해를 가이드라인을 준비하여 내년 적용할 것으로 알려졌다, 전반적으로 보험사 실적에 긍정적인 영향이 있을 것으로 보기는 어려우며 향후 관련 영향을 지켜볼 필요가 있다.

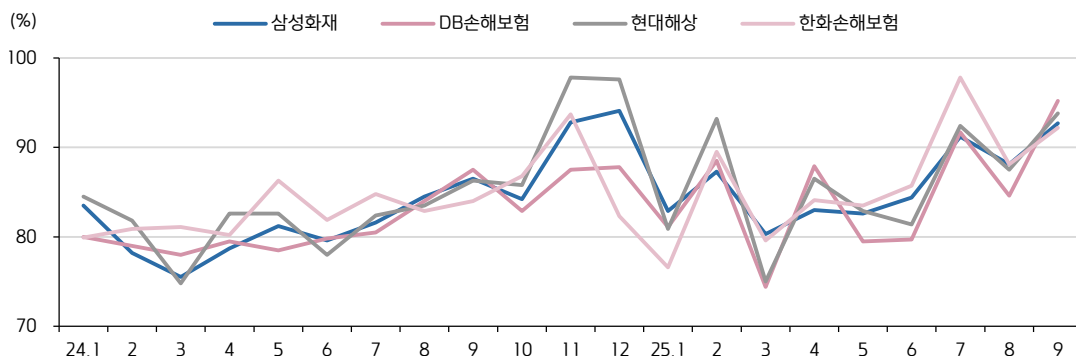
손해보험사의 경우에는 자동차보험 손해를 상승도 실적 부진의 원인 중 하나로 작용 중이다. 지난 4년간의 보험료 인하가 누적되면서 자동차보험손익은 점진적으로 악화되고 있는데, 보험료 조정의 영향은 실적에 이연하여 반영되는 특성이 있는 바 내년 요율 인상을 가정하더라도 당분간은 부진한 흐름이 이어질 것으로 전망된다.

커버리지 손해보험사 분기별 자동차보험손익 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

주요 손해보험사 월별 자동차보험 손해를 추이



자료: 대한금융신문, 키움증권 리서치센터

IV. 증권/보험주 투자전략 및 주요 지표

>>> 증권/보험주 투자전략

증권 업종에 대한 투자의견 Overweight을 유지한다. 올해 업종 전체적으로 큰 폭의 주가 상승을 시현했으나, 이는 최근 3년간 작용해온 밸류에이션 디레이팅 요인이 해소된 것에 불과하다. 증권사들의 펀더멘털이 이전보다 확연히 좋아진 점과 업황도 크게 좋아진 점을 감안하면 추가적인 멀티플 프리미엄은 합리적이라고 판단한다.

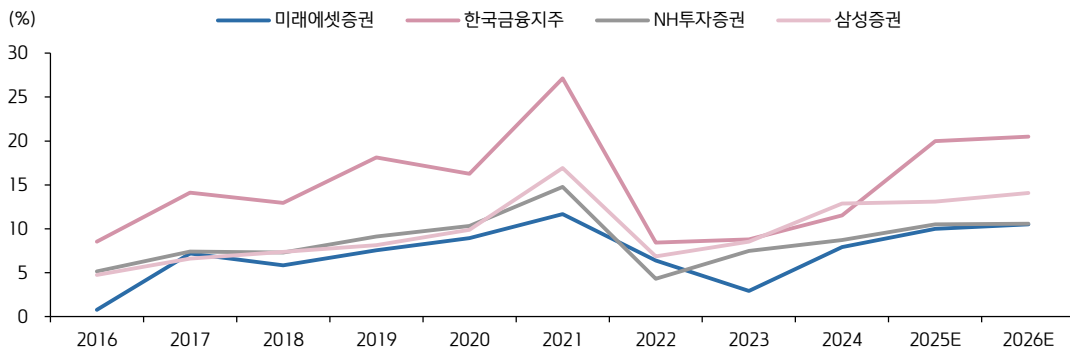
팬데믹 이후 2022년부터 2024년까지 증권사들의 PBR이 0.4배~0.5배 수준에 불과했던 이유는 동기간 국내 증시 부진과 금리의 급격한 상승에 따른 부동산 경기 악화 등의 영향이었다. 국내 증시 호조와 더불어 거래대금 규모도 크게 증가했으며(일평균 거래대금 2016년 8조원 vs. 2025년 25조원), 부동산 경기 악화는 증권사들이 대규모로 총당금을 적립하면서 2025년부터의 실적 훼손 기여도는 크게 낮아진 상황이다. 업황 개선과 동시에 ROE가 다시금 높아지는 구간에 돌입하고 있음에 주목할 필요가 있다.

커버리지 증권사의 평균 PBR 추이



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

커버리지 증권사의 ROE 추이



주: 2025년, 2026년은 추정치 기준

자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

내년 증권 업종의 주요 주가 상승 촉매는 1) 높은 수준의 거래대금 유지에 따른 브로커리지 호조, 2) IMA/발행어음 등 추가 자본 활용에 따른 수익성 향상, 3) 주주환원 확대 및 주주환원에 우호적인 정책 기조 등이 될 것으로 예상된다.

위 요인 중 증권 업종 투자 시 선호도는 브로커리지 > IMA/발행어음 > 주주환원 순이다. 브로커리지의 선호도가 가장 높은 이유는 증권사들의 주가는 역사적으로 실적 증가율보다는 증시 상승 및 거래대금 증가의 영향을 더욱 크게 받아왔으며, 활동거래계좌수/예탁금 증가를 고려할 때 당분간 강한 흐름이 이어질 것으로 예상되기 때문이다. 향후 유동성 증가와 STO 등 증권사를 통한 거래가 가능한 자산이 증가할 것이라는 점도 긍정적이다.

IMA/발행어음 등 추가 차입 허용도 수익성 향상 측면에서는 긍정적이다. 다만 아직까지 그 실효성에 대해서는 추가적인 확인이 필요하다. 인가 후 자기자본의 100%나 200% 만큼 즉각적으로 자금을 조달하기는 어려워 손익에도 점진적으로 반영될 것으로 예상되고, 한도와 수익성을 고려했을 때 추가 레버리지 라이선스를 통한 이익 규모의 증가 수준은 기존 이익 수준의 10% 내외가 될 것으로 보이기 때문이다. 자금 조달 확대는 긍정적이나, 향후 상품 판매 속도와 수익성 등에 대해서 확인할 필요가 있다.

주주환원이 주가 상승 동인으로 작용하기 위해서는 다음과 같은 3가지 경우를 생각해볼 수 있다. 1) 성향 유지에도 실적 증가에 따른 주주환원 규모가 증가할 경우, 2) 실적 증가율은 높지 않지만 주주환원 성향에 대한 상향이 이루어지는 경우, 3) 정책 등 외부적인 요인에 따라 주주환원에 대한 투자자의 관심도가 증가할 경우가 그것이다. 물론 실적이 증가하는 동시에 주주환원 성향도 향상되며, 우호적인 정책도 이어진다면 금상첨화이다.

다만 증권사는 주주환원 정책을 고려할 때 1) 실적과 2) 성향이 동시에 크게 증가하기는 어렵다는 것을 염두에 두어야 한다. 금리 등 외부 환경에 따라 실적 변동성이 큰 증권 업종의 특성상 실적이 크게 증가했을 때 성향도 같이 늘려 대규모 주주환원이라는 높은 기저를 형성한다면 차년도 업황이 부진할 경우 부담으로 작용할 수 있어 보수적인 자본 활용에 대한 유인이 클 것이다. 또한 주주환원 성향을 늘린다는 것은 증권사의 핵심 영업 역량인 자본을 성장이 아닌 주주환원에 사용하는 것으로 장기적으로 주주가치 극대화에 부합하지 않을 수 있다는 지적도 있을 수 있다. 결과적으로는 단기에 절대적인 주주환원 규모를 급격히 증가시키기는 어려울 것으로 예상된다. 경영진이나 모회사의 의중도 주주환원 규모를 예상하는 데 중요한 요인이다.

보험 업종의 대한 투자의견 Neutral을 유지한다. 업종 투자의견을 유지하는 이유는 1) 손해율 안정화에 대한 가닥이 아직 잡히지 않았으며, 2) 주주환원 결정 요인 중 실적 증가와 성향 상향을 모두 기대하기는 어려워 절대적인 주주환원 규모가 크게 증가하지는 않을 것으로 전망되고, 3) 주주환원수익률을 기준으로 보았을 때 주주환원만으로는 매력도가 크지 않은 주가 수준이기 때문이다. 금리 상승과 자본 규제 완화 등으로 건전성 우려는 저하될 것으로 기대되나, 부정적 요인의 축소 외에 추가적인 주가 상승 동인을 찾기는 어려운 상황으로 판단한다.

보험사는 자본 변동성이 커 금융 업종 중 가장 보수적인 자본 활용 정책을 보인다. 주요 보험사들의 주주환원 정책을 보더라도 실적/성향을 기준으로 내세우기보다는 ‘안정적인 DPS의 우상향’을 주요 목표로 내세우고 있다. 실적과 자본 변동성이 크다는 특징으로 주주환원 정책도 보수적인 스탠스를 보인다. 반대로 말하자면 보험사들의 DPS는 실적 등 다양한 요인이 있음에도 불구하고 시장에서의 추정치(연간 적절한 수준의 증가율을 적용한)에서 크게 벗어나지 않을 것으로 기대해볼 수 있다는 것이다.

연간 DPS를 오차가 크지 않은 범위 내에서 예상해볼 수 있다면, 이를 기반으로 무위험수익률과의 스프레드 비교를 통해 현재의 주가 수준을 파악할 수 있다. 현재의 주가 수준을 파악한 후 그 외 요인들(특별배당, 규제에 따른 배당 중단/재개 가능성 등)을 고려하여 매매 전략을 수립하는 것이 수익률을 극대화할 수 있는 방법이라고 판단한다.

현재로서 배당이 가능한 보험사들에게 기대할 수 있는 배당수익률의 무위험수익률 대비 프리미엄은 과거와 비교했을 때 평균정도 수준이다. 당장의 주가 상승을 기대하기보다는 긴 호흡으로 기대되는 배당수익률이 충분히 매력적인 구간에 도달할 때까지 기다리는 것이 기회비용을 최소화할 수 있을 것으로 예상된다.

삼성생명의 배당수익률 및 국고채 3년물 금리 추이



주: 2025년 배당수익률은 DPS 추정치(5,500원)를 기준으로 계산
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

삼성화재의 배당수익률 및 국고채 3년물 금리 추이



주: 2025년 배당수익률은 DPS 추정치(22,000원)를 기준으로 계산
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

DB손해보험의 배당수익률 및 국고채 3년물 금리 추이



주: 2025년 배당수익률은 DPS 추정치(7,500원)를 기준으로 계산
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

>>> 증권/보험주 주요 투자 지표

보험사 Valuation Table 및 주요 지표

		삼성생명	삼성화재	DB손해보험
Valuation	시총 (십억원)	30,680	22,407	8,921
	PBR (배)	0.62	1.04	0.77
	PER (배)	12.5	11.1	5.3
순이익 (십억원)	2023	1,895	1,818	1,537
	2024	2,107	2,074	1,772
	2025F	2,364	2,125	1,506
	2026F	2,620	2,106	1,764
증가율 (% YoY)	2024	11	14	15
	2025F	12	2	(15)
	2026F	11	(1)	17
ROE (%)	2023	4.4	6.3	17.2
	2024	5.5	13.1	20.7
	2025F	6.5	12.7	18.3
	2026F	6.2	12.0	20.3
DPS (원)	2023	3,700	16,000	5,300
	2024	4,500	19,000	6,800
	2025F	5,500	22,000	7,500
	2026F	6,500	24,000	9,000
증가율 (% YoY)	2023	23	16	15
	2024	22	19	28
	2025F	22	16	10
	2026F	18	9	20
배당성장 (%)	2023	35	35	21
	2024	38	36	23
	2025F	42	41	30
	2026F	45	45	31
배당수익률 (%)	2023	5.4	6.1	6.3
	2024	2.8	4.3	5.1
	2025F	3.4	4.9	5.7
	2026F	4.1	5.4	6.8
주주환원수익률(%)	2023	5.4	6.1	6.3
	2024	2.8	4.3	5.1
	2025F	3.4	6.8	5.7
	2026F	4.1	7.1	6.8

주: 주주환원수익률은 배당과 자사주 매입액을 포함하여 계산
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

증권사 Valuation Table 및 주요 지표

		메리츠금융지주	미래에셋증권	한국금융지주	NH투자증권	삼성증권
Valuation	시총(십억원)	18,994	12,661	9,078	7,394	7,099
	PBR (배)	1.93	0.96	0.77	0.80	0.82
	PER (배)	7.6	13.2	5.5	7.6	6.6
순이익 (십억원)	2023	2,042	287	708	556	548
	2024	2,306	888	1,033	687	899
	2025F	2,492	1,257	2,027	907	998
	2026F	2,595	1,379	2,241	996	1,148
증가율 (% YoY)	2023	N/A	(55)	11	83	30
	2024	13	175	46	23	64
	2025F	8	42	96	32	11
	2026F	4	10	11	10	15
ROE (%)	2023	27.7	2.8	8.8	7.5	8.5
	2024	22.8	7.6	11.4	8.7	12.9
	2025F	22.2	10.0	20.1	10.5	13.1
	2026F	22.4	10.5	21.4	10.6	14.1
DPS (원)	2023	2,360	150	2,650	800	2,200
	2024	1,350	350	3,980	1,000	3,500
	2025F	1,400	400	7,500	1,200	4,200
	2026F	1,450	500	8,500	1,300	5,200
증가율 (% YoY)	2023	2,148	(25)	15	14	29
	2024	(43)	133	50	25	59
	2025F	4	60	88	20	20
	2026F	4	25	13	8	24
배당성향 (%)	2023	22	24	20	48	36
	2024	11	17	20	48	35
	2025F	10	13	20	47	38
	2026F	9	15	20	46	40
배당수익률 (%)	2023	4.0	1.5	4.3	7.7	5.7
	2024	1.3	1.5	5.6	7.2	8.0
	2025F	1.2	1.6	4.3	5.6	5.3
	2026F	1.2	2.0	4.8	6.1	6.6
주주환원수익률(%)	2023	9.4	1.5	4.3	7.7	5.7
	2024	5.6	5.0	5.6	8.2	8.0
	2025F	7.0	4.0	4.3	6.7	5.3
	2026F	6.8	4.5	4.8	7.1	6.6

주: 주주환원수익률은 배당과 자사주 매입액을 포함하여 계산

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터



기업분석

미래에셋증권
(006800)

BUY(Maintain)/목표주가 33,000원
증권의 대장

한국금융지주
(071050)

BUY(Maintain)/목표주가 260,000원
정석적인 투자 대상

삼성생명
(032830)

BUY(Maintain)/목표주가 220,000원
보험의 대장

현대해상
(001450)

Outperform(Maintain)/목표주가 36,000원
연 10%의 주가 상승 기대 가능

메리츠금융지주
(138040)

BUY(Maintain)/목표주가 150,000원
변한 건 투자자 마음



BUY(Maintain)

목표주가 33,000원

주가(11/27) 22,200원

보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

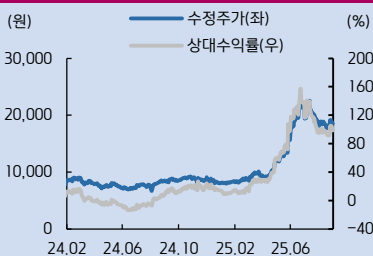
Stock Data

KOSPI	3,986.91pt	
시가총액	126,610억 원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	27,500원	7,980원
최고/최저가 대비 등락	-19.27%	178.20%
주가수익률	절대	상대
1M	-14.1%	-2.0%
6M	42.1%	67.8%
1Y	160.0%	153.8%

Company Data

발행주식수	739,392천주
일평균 거래량(3M)	4,770천주
외국인 지분율	12.99%
배당수익률(25E)	1.9%
BPS(25E)	22,648원
주요 주주	미래에셋캐피탈(주) 외 20인
	32.47%

Price Trend



증권의 대장

>>> 거래대금 증가 + IMA 인가 + 주주환원 전부 수혜

내년 증권 업종 주가 상승 동인으로 거래대금 증가에 따른 브로커리지 실적 호조, 생산적 금융 대전환으로 금융시장 확대 및 IMA 인가로 인한 증권사의 자금조달/집행 능력 향상, 증시 친화 정책 등에 따른 주주환원의 효용 증가 기대감 등으로 제시했다. 미래에셋증권은 높은 리테일 MS를 보유 중인 동시에 IMA 사업자로 지정되었으며 기업가치제고계획 공시 등으로 주주환원에도 적극적인 모습으로 위 조건들에 모두 부합하는 증권사이다.

>>> 실적 안정성 높아질 것으로 기대

그간 높은 실적 변동성은 디레이팅 요인으로 작용해왔으나, 브로커리지를 통한 안정적인 실적 기반 형성, 대체투자 손실 축소 등으로 향후 실적 안정성이 높아질 것으로 기대된다. 실적 턴어라운드 및 안정성 향상으로 디레이팅 요인이 해소되는 동시에 해외법인의 성장, 디지털자산 비즈니스의 높은 준비도 등 국내 타 증권사와 차별화된 성장 동력도 기대해볼 수 있다. 업종 최선호주로 유지한다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024	2025F	2026F
순영업수익	1,537.4	1,478.3	2,070.6	2,396.7	2,374.0
영업이익	548.4	507.0	893.9	976.2	934.1
세전이익	553.2	232.8	897.8	679.0	872.5
당기순이익	659.7	333.3	893.7	1,263.4	1,386.7
지배주주순이익	639.5	322.4	887.6	1,257.4	1,379.3
ROE	6.3	3.1	7.6	10.0	10.5
ROA	0.6	0.3	0.7	0.9	1.0
EPS	1,072	551	1,516	2,205	2,484
BPS	16,837	18,507	20,897	22,648	24,215
PER	6.5	8.6	7.1	9.5	8.4
PBR	0.3	0.4	0.4	0.9	0.9
DPS	200	150	250	400	500
배당수익률	2.5	1.5	2.3	1.9	2.4

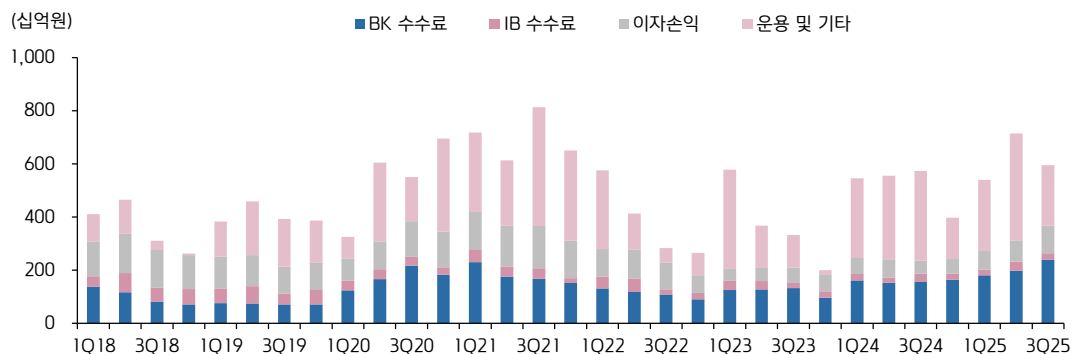
자료: 키움증권 리서치센터

미래에셋증권 분기실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026F
순영업수익	539.3	713.8	594.9	548.7	597.9	633.2	589.7	553.2	2,396.7	2,374.0
(YoY)	-1%	29%	4%	38%	11%	-11%	-1%	1%	16%	-1%
수수료손익	253.0	273.3	334.4	330.7	340.0	351.8	347.7	337.4	1,191.4	1,376.9
브로커리지	180.8	197.7	239.8	228.0	235.6	244.5	236.7	227.2	846.3	944.0
IB	21.4	34.3	23.7	25.1	25.6	25.7	26.3	25.0	104.5	102.7
기타	50.8	41.3	70.9	77.5	78.8	81.6	84.8	85.1	240.5	330.2
이자손익	70.2	79.7	104.0	99.2	93.4	91.2	98.3	87.0	353.0	369.9
운용 및 기타	216.2	360.8	156.5	118.8	164.4	190.2	143.6	128.9	852.3	627.1
총당금 등	(7.7)	(5.1)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(12.5)	0.0
판관비	311.4	342.7	390.0	376.5	345.7	362.9	365.7	365.5	1,420.6	1,439.8
인건비	198.5	226.0	269.7	255.6	229.5	244.7	246.1	241.1	949.7	961.4
인건비 외	112.9	116.7	120.3	120.9	116.2	118.3	119.6	124.4	470.8	478.4
영업이익	227.9	371.1	205.0	172.2	252.2	270.2	223.9	187.8	976.2	934.1
(YoY)	-8%	40%	-29%	91%	11%	-27%	9%	9%	9%	-4%
영업외손익	(104.3)	(56.4)	(116.0)	(20.4)	(26.1)	(19.1)	(11.1)	(5.4)	(297.1)	(61.6)
세전이익	123.6	314.7	88.9	151.8	226.1	251.1	212.8	182.4	679.0	872.5
법인세비용	33.0	80.6	18.1	31.0	56.5	62.8	53.2	45.6	162.7	218.1
당기순이익	90.6	234.1	70.8	120.8	169.6	188.3	159.6	136.8	516.3	654.4
(YoY)	-45%	30%	-73%	79%	87%	-20%	126%	13%	-24%	27%
연결당기순이익	258.2	405.9	343.8	255.5	346.8	368.8	356.2	314.9	1,263.4	1,386.7
지배주주순이익	258.7	403.3	340.4	255.0	345.1	366.6	354.1	313.4	1,257.4	1,379.3
(YoY)	59%	103%	17%	9%	33%	-9%	4%	23%	42%	10%

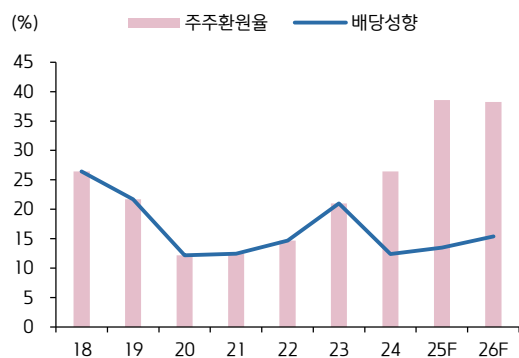
자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

미래에셋증권의 부문별 실적 추이



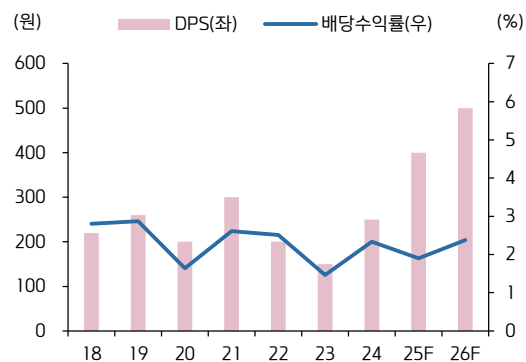
자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
순영업수익	1,537.4	1,478.3	2,070.6	2,396.7	2,374.0
수수료손익	895.6	844.6	971.4	1,191.4	1,376.9
브로커리지	449.1	482.3	634.4	846.3	944.0
IB	137.7	110.3	97.0	104.5	102.7
기타	308.8	251.9	239.9	240.5	330.2
이자손익	379.5	212.4	232.9	353.0	369.9
운용 및 기타	262.3	421.4	866.3	852.3	627.1
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	976.2	934.1
영업외손익	4.8	(274.2)	3.9	(297.1)	(61.6)
세전이익	553.2	232.8	897.8	679.0	872.5
법인세비용	155.6	(5.1)	221.0	162.7	218.1
당기순이익	397.6	237.9	676.9	516.3	654.4
연결당기순이익	659.7	333.3	893.7	1,263.4	1,386.7
지배주주순이익	639.5	322.4	887.6	1,257.4	1,379.3
부문별 손익 비중 (%)					
수수료손익	58	57	47	50	58
브로커리지	29	33	31	35	40
IB	9	7	5	4	4
자산관리 및 기타	20	17	12	10	14
이자손익	25	14	11	15	16
운용 및 기타	17	29	42	36	26
기타 지표 (%)					
이자수익률	3.7	5.2	5.3	5.2	5.1
조달금리	1.9	3.5	3.3	2.8	2.6
스프레드	1.8	1.7	1.9	2.4	2.4
판매비율	64	66	57	59	61
인건비	37	38	35	40	40
인건비 외	28	27	22	20	20

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	4
순영업수익	(45)	(4)	40	16	(1)
수수료손익	(27)	(6)	15	23	16
이자손익	(36)	(44)	10	52	5
운용 및 기타	(73)	61	106	(2)	(26)
판매비및관리비	(20)	(2)	21	21	1
영업이익	(65)	(8)	76	9	(4)
당기순이익	(52)	(40)	184	(24)	27
연결당기순이익	(44)	(49)	168	41	10
지배주주순이익	(45)	(50)	175	42	10
자본적정성지표 (%)					
신NCR	(178)	(118)	(58)	1	61
구NCR	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
종속기업및관계기업지분	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
FVPL금융부채	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	20,385	20,920
부채총계	95,853	116,950	124,961	130,313	134,219
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	6,317	6,869
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	5,980	6,514
자본총계	10,360	11,203	12,231	12,917	13,447

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	0.9	1.0
ROE	6.3	3.1	7.6	10.0	10.5
P/E	6.5	8.6	7.1	9.5	8.4
P/B	0.3	0.4	0.4	0.9	0.9
주주환원지표					
DPS (원)	200	150	250	400	500
증가율(YoY, %)	(33)	(25)	67	60	25
배당성향 (%)	14.7	21.0	12.4	13.5	15.4
배당수익률 (%)	2.5	1.5	2.3	1.9	2.4
현금배당액 (십억원)	93.9	67.7	109.8	169.7	212.1
자기주식수 (천주)	146,036	146,036	146,036	146,036	146,036



BUY(Maintain)

목표주가 260,000원

주가(11/27) 162,900원

보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

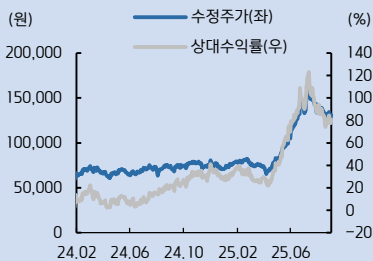
Stock Data

KOSPI	3,986.91pt	
시가총액	90,778억 원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	182,300원	65,400원
최고/최저가 대비 등락	-10.64%	149.08%
주가수익률	절대	상대
	1M	-7.8%
	6M	55.3%
	1Y	117.2%
		-2.1%
		74.1%
		128.5%

Company Data

발행주식수	61,584천주	
일평균 거래량(3M)	342천주	
외국인 지분율	34.75%	
배당수익률(25E)	4.9%	
BPS(25E)	188,403원	
주요 주주	김남구 외 1인	21.30%

Price Trend



정석적인 투자 대상

>>> 산업 성장 중, 높은 ROE와 낮은 P/E

증권 업종은 금융 업종 내에서 꾸준히 높은 성장률을 보이고 있으며, 인지산업의 특성상 산업 성숙에 따른 수익성 저하도 좀처럼 나타나지 않고 있다. 또한 이전보다 증권사들의 절대적인 규모도 커져 시스템리스크도 축소되어 안정성도 높아졌다.

한국금융지주는 이러한 환경에서 가장 정석적인 투자 대상이다. 대규모 자본을 기반으로 수익성 높은 비즈니스를 선도적으로 단행함에 따라 실적 창출 능력을 증명하고 있음에도 불구하고 이익 체력과 비교했을 때 시가총액은 타 업종 대비 낮은 수준이기 때문이다. 연간 예상 순이익은 약 2조원 내외임에도 불구하고 시가총액은 여전히 9조원 수준에 불과하다.

>>> 금융사도 수익성 기반 밸류에이션이 가능할까?

이전부터 높은 수익성을 유지해왔음에도 밸류에이션 프리미엄으로 적용되지 않은 것은 실적의 높은 변동성으로 지속가능한 이익인가에 대한 의문이 해소되지 않았던 것으로 판단된다. 향후 이전보다 높은 수준의 실적이 안정적으로 유지될 것으로 예상되는 바 수익성 기반의 밸류에이션을 인정받는다면 추가적인 주가 상승은 충분히 가능할 것으로 기대된다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024	2025F	2026F
순영업수익	1,449.5	3,104.1	2,539.6	3,302.3	3,502.9
영업이익	601.0	2,308.0	1,539.6	2,194.2	2,396.0
세전이익	559.9	2,021.8	1,464.3	2,260.1	2,351.8
당기순이익	639.8	708.9	1,039.1	2,031.3	2,343.1
지배주주순이익	636.9	707.8	1,033.0	2,027.3	2,240.6
ROE	8.5	8.8	11.4	20.1	21.4
ROA	0.8	0.8	1.0	1.8	2.0
EPS	11,481	12,722	18,647	36,451	42,047
BPS	138,279	151,546	174,686	188,403	204,573
PER	4.0	4.3	3.9	4.2	3.7
PBR	0.4	0.4	0.4	0.8	0.8
DPS	2,300	2,650	3,980	7,500	8,500
배당수익률	4.3	4.3	2.6	4.9	5.5

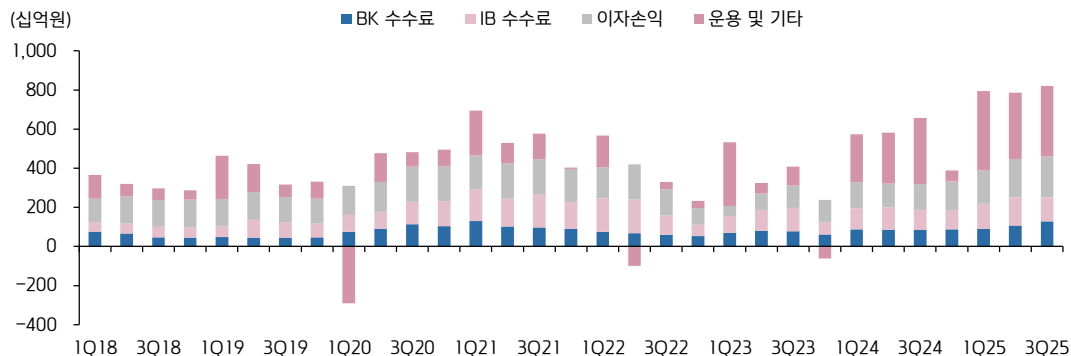
자료: 키움증권 리서치센터

한국금융지주 분기실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026E
한국투자증권										
순영업수익	839.5	786.8	959.7	716.2	855.2	947.0	919.8	781.0	3,302.3	3,502.9
(YoY)	3%	35%	46%	47%	2%	20%	-4%	9%	30%	6%
수수료손익	276.2	304.3	326.8	310.7	327.1	334.4	325.4	317.5	1,218.0	1,304.4
브로커리지	91.3	107.2	127.8	122.4	124.1	128.4	121.8	114.9	448.7	489.3
IB	127.5	143.8	122.8	115.5	129.1	131.2	126.4	125.6	509.6	512.3
기타	57.4	53.3	76.2	72.8	73.8	74.8	77.2	76.9	259.7	302.8
이자손익	170.3	197.0	209.6	209.2	222.9	223.0	221.3	211.4	786.2	878.5
운용 및 기타	393.0	285.5	423.3	196.4	305.2	389.6	373.1	252.1	1,298.1	1,320.1
총당금 등	25.4	(38.7)	2.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(10.5)	0.0
판관비	264.6	281.9	298.6	262.8	271.6	277.1	281.4	276.8	1,108.0	1,107.0
인건비	166.7	167.1	180.7	150.4	162.6	163.3	166.7	161.8	664.8	654.3
인건비 외	98.0	114.8	118.0	112.5	109.1	113.9	114.7	115.0	443.3	452.6
영업이익	574.9	504.9	661.1	453.4	583.5	669.8	638.4	504.2	2,194.2	2,396.0
(YoY)	-3%	49%	71%	102%	2%	33%	-3%	11%	43%	9%
영업외손익	1.7	107.2	4.7	(47.8)	6.1	11.5	5.0	(66.8)	65.9	(44.2)
세전이익	576.6	612.1	665.8	405.6	589.6	681.3	643.3	437.5	2,260.1	2,351.8
법인세비용	110.9	176.4	133.7	101.4	147.4	170.3	160.8	109.4	522.4	587.9
당기순이익	465.7	435.7	532.1	304.2	442.2	511.0	482.5	328.1	1,737.7	1,763.8
(YoY)	-11%	72%	82%	140%	-5%	17%	-9%	8%	45%	2%
한국금융지주										
연결당기순이익	459.3	540.2	675.0	356.8	641.5	635.2	612.0	454.5	2,031.3	2,343.1
지배주주순이익	458.4	539.0	673.9	355.9	590.2	619.6	593.7	437.1	2,027.3	2,240.6
(YoY)	34%	92%	116%	258%	29%	15%	-12%	23%	96%	11%

자료: 한국금융지주, 키움증권 리서치센터

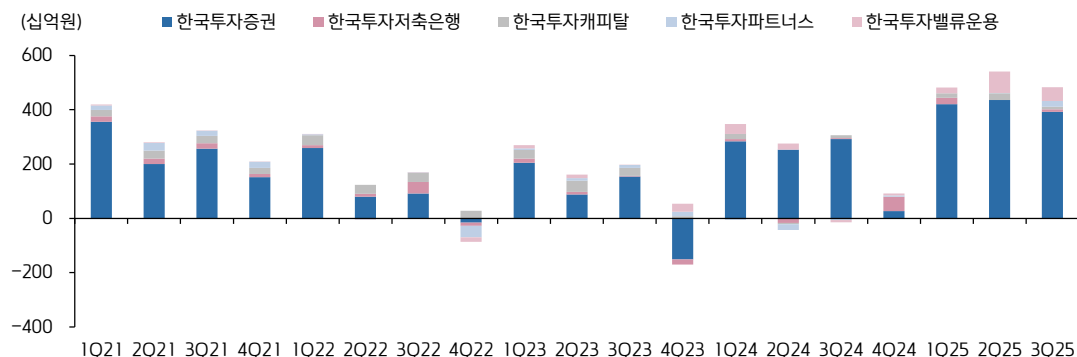
한국투자증권의 부문별 순영업수익 구성



주: 자회사 배당 제외

자료: 한국금융지주, 키움증권 리서치센터

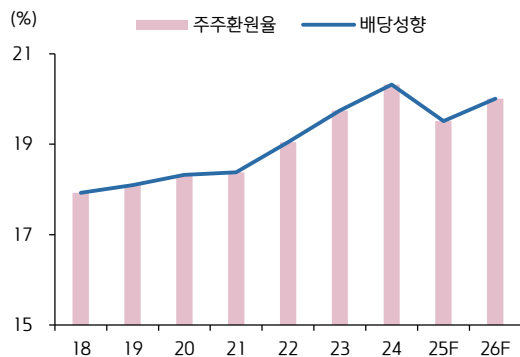
한국금융지주의 주요 자회사 실적 추이



주: 자회사 배당 제외, 계열사 별도 기준

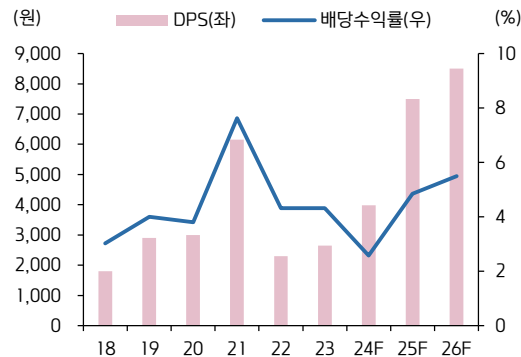
자료: 한국금융지주, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



자료: 한국금융지주, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



자료: 한국금융지주, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
순영업수익	1,449.5	3,104.1	2,539.6	3,302.3	3,502.9
수수료손익	918.3	844.4	976.0	1,218.0	1,304.4
브로커리지	256.2	286.8	345.3	448.7	489.3
IB	502.0	375.8	424.5	509.6	512.3
기타	160.1	181.9	206.2	259.7	302.8
이자손익	553.0	363.8	530.4	786.2	878.5
운용 및 기타	(21.8)	1,895.9	1,033.2	1,298.1	1,320.1
총당금 등	(41.1)	(384.6)	143.6	(10.5)	0.0
판매비	848.5	796.1	1,000.0	1,108.0	1,107.0
인건비	526.7	382.0	582.3	664.8	654.3
인건비 외	321.8	414.1	417.7	443.3	452.6
영업이익	601.0	2,308.0	1,539.6	2,194.2	2,396.0
영업외손익	(41.1)	(286.2)	(75.3)	65.9	(44.2)
세전이익	559.9	2,021.8	1,464.3	2,260.1	2,351.8
법인세비용	146.2	61.5	269.4	522.4	587.9
당기순이익	413.7	1,960.3	1,194.9	1,737.7	1,763.8
연결당기순이익	639.8	708.9	1,039.1	2,031.3	2,343.1
지배주주순이익	636.9	707.8	1,033.0	2,027.3	2,240.6
부문별 손익 비중 (%)					
수수료손익	63.4	27.2	38.4	36.9	37.2
브로커리지	17.7	9.2	13.6	13.6	14.0
IB	34.6	12.1	16.7	15.4	14.6
자산관리 및 기타	11.0	5.9	8.1	7.9	8.6
이자손익	38.1	11.7	20.9	23.8	25.1
운용 및 기타	(1.5)	61.1	40.7	39.3	37.7
기타 지표 (%)					
이자수익률	3.1	4.4	4.6	4.6	4.5
조달금리	2.9	5.3	5.1	4.3	4.1
스프레드	0.2	(0.9)	(0.5)	0.2	0.5
판매비율	58.5	25.6	39.4	33.6	31.6
인건비	36.3	12.3	22.9	20.1	18.7
인건비 외	22.2	13.3	16.4	13.4	12.9

투자지표 (I)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
성장률 (%)					
자산	5	11	14	5	3
부채	5	11	14	5	3
자본	4	10	15	8	9
순영업수익	(34)	114	(18)	30	6
수수료손익	(26)	(8)	16	25	7
이자손익	(21)	(34)	46	48	12
운용 및 기타	적전	흑전	(46)	26	2
판매비및관리비	(8)	(6)	26	11	(0)
영업이익	(53)	284	(33)	43	9
당기순이익	(57)	374	(39)	45	2
연결당기순이익	(64)	11	47	95	15
지배주주순이익	(64)	11	46	96	11
자본적정성지표 (%)					
신NCR	(78)	(15)	48	110	182
구NCR	98	100	102	104	106

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
현금및현금성자산	14,673	13,845	15,481	12,221	12,016
FVPL 금융자산	37,945	47,581	59,550	65,516	68,107
지분상품자산	0	0	0	0	0
채무증권	0	0	0	0	0
FVOCI 금융자산	3,929	5,183	2,362	2,515	2,608
채무상품	0	0	0	0	0
AC 금융자산	22,197	23,101	24,844	26,027	26,994
예치금	146	85	51	72	76
대출채권	22,052	23,016	24,793	25,955	26,918
종속기업및관계기업지분	4,321	4,260	4,831	4,806	4,926
유형자산	725	732	853	875	901
투자부동산	154	4	4	4	5
무형자산	133	144	139	141	145
기타	2,231	1,052	1,157	2,399	2,700
자산총계	86,309	95,901	109,220	114,504	118,403
FVPL금융부채	5,659	5,152	6,529	6,481	6,629
매도파생결합증권	0	0	0	0	0
예수부채	13,938	13,656	16,139	16,540	17,056
차입부채	33,831	43,349	51,430	53,962	55,781
발행사채	10,299	11,433	11,153	11,429	11,812
기타	14,876	13,865	14,235	15,593	15,725
부채총계	78,603	87,456	99,486	104,005	107,003
자본금	308	308	308	308	308
자본잉여금	608	608	608	185	185
자본조정	(51)	(51)	(51)	(53)	(55)
기타포괄손익누계액	236	358	750	717	724
이익잉여금	6,579	7,151	8,036	9,342	10,238
이익준비금	308	308	308	308	308
대손준비금	0	0	0	0	0
임의적립금	685	703	712	828	908
미처분이익잉여금	5,587	6,141	7,016	8,156	8,938
자본총계	7,706	8,445	9,735	10,499	11,400

투자지표 (II)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산별 비중 (%)					
FVPL	44	50	55	57	58
FVOCI	5	5	2	2	2
AC	26	24	23	23	23
주요비율 (% 배)					
ROA	0.8	0.8	1.0	1.8	2.0
ROE	8.5	8.8	11.4	20.1	21.4
P/E	4.0	4.3	3.9	4.2	3.7
P/B	0.36	0.40	0.41	0.82	0.76
주주환원지표					
DPS (원)	2,300	2,650	3,980	7,500	8,500
증가율(YoY, %)	(63)	15	50	88	13
배당성향 (%)	19.0	19.7	20.3	19.5	20.0
배당수익률 (%)	4.3	4.3	2.6	4.9	5.5
현금배당액 (십억원)	121.3	139.8	209.9	395.5	448.3
자기주식수 (천주)	2,987	2,987	2,987	2,987	2,987



BUY(Maintain)

목표주가 220,000원

주가(11/27) 153,400원

보험/증권 Analyst 안영준
yj.ahn@kiwoom.com

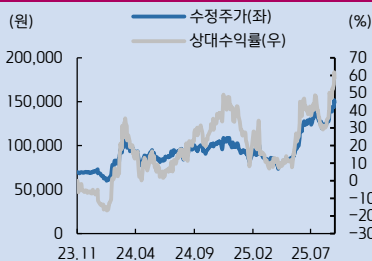
Stock Data

KOSPI	3,986.91pt		
시가총액	306,800억 원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	168,400원	73,600원	
최고/최저가대비 등락	-8.91%	108.42%	
수익률	절대	상대	
	1M	-3.9%	-2.2%
	6M	53.6%	73.3%
	1Y	42.2%	84.1%

Company Data

발행주식수	200,000천주
일평균 거래량(3M)	317천주
외국인 지분율	22.83%
배당수익률(25E)	3.3%
BPS(25E)	199,115원
주요 주주	삼성물산 외 8인 44.14%

Price Trend



보험의 대장

>>> 오히려 내년 실적 기대감은 편안

여타 요인들이 없다면 보험 업종의 핵심 주가 동인은 배당이 될 것이며, 배당은 실적과 성향의 함수이다. 코리아 디스카운트 해소 정책 기조에 발맞춰 보험사들은 배당 성향을 점진적으로 늘려나갈 계획이나, 실적이 받쳐주지 않는다면 주주환원이 큰 폭으로 증가할 것으로 기대하기는 어렵다. 이러한 상황에서 보험 업종 내에서 실적 안정성이 높을 것으로 예상된다는 점은 강점으로 작용할 것으로 보인다. 실적이 안정적일 것으로 기대하는 이유는 분기 3%에 가까운 최상위권의 CSM 증가율을 보이고 있으며(3Q25 14조원 vs. 24년말 12.9조원), 전체 이익 수준 대비 예실차도 상대적으로 안정적으로 관리되고 있고, 손해보험사와 달리 실적 훼손 우려가 있는 자동차보험 사업을 영위하지 않고 있으며 자회사 실적도 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 양호한 실적에 성향 상향으로 안정적인 배당 증가가 예상되는 동시에 특별배당 가능성도 추가적인 프리미엄 요인이다.

>>> 과거와 비교하면 전혀 비싸지 않음

2010년대 생명보험사에 불리했던 저금리 기간에도 배당수익률이 1% 대에 그칠 만큼 상대적으로 높은 주가 수준을 유지했다는 것은 시장에서 본업 이상의 밸류에이션 프리미엄을 부여받았던 것이다. 현재는 강해진 펀더멘털을 고려하면 오히려 당시보다 프리미엄을 덜 부여받고 있어 매력도 높다고 판단한다.

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
보험이익	1,448.2	536.6	1,130.0	1,341.2
투자이익	(23.7)	1,000.9	649.4	887.0
영업이익	1,424.8	1,542.9	1,765.4	2,228.2
세전이익	1,681.2	1,821.3	2,102.7	2,575.5
당기순이익	1,382.9	1,486.9	1,702.5	2,033.2
ROE	4.4	5.5	6.5	6.2
ROA	0.6	0.7	0.7	0.8
EPS	6,915	7,435	8,513	10,166
BPS	221,593	163,690	199,115	220,949
PER	7.3	9.0	14.2	12.9
PBR	0.3	0.6	0.8	0.8
DPS	3,700	4,500	5,500	6,500
배당수익률 (%)	5.4	4.7	3.3	3.9

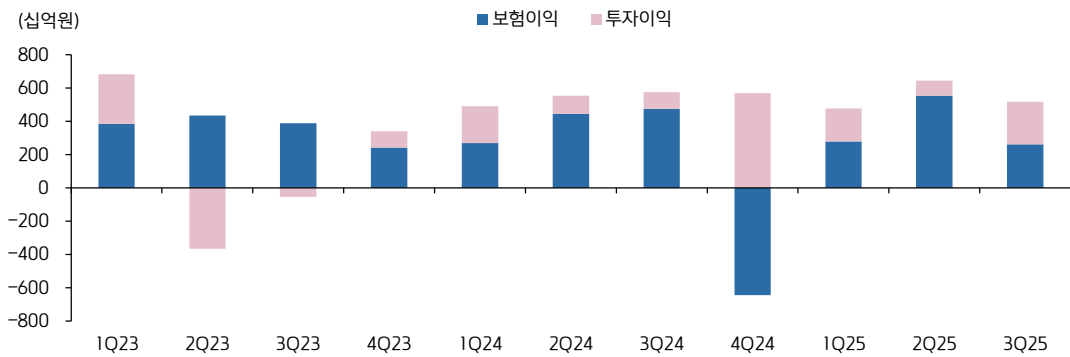
자료: 키움증권 리서치센터

삼성생명 분기실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026E
보험이익	277.9	553.5	261.6	23.0	363.2	469.7	377.5	130.8	1,130.0	1,341.2
(YoY)	4%	25%	-45%	흑전	31%	-15%	44%	468%	111%	19%
일반/VFA	277.9	553.5	261.6	28.1	363.4	461.9	370.4	136.2	1,121.1	1,331.9
CSM 상각	361.1	382.6	378.4	386.6	378.3	383.1	386.2	387.0	1,508.7	1,534.6
RA 해제	85.2	83.8	89.3	90.6	90.6	90.6	90.6	90.6	348.9	362.3
예실차	(6.4)	45.9	(54.4)	(99.9)	(34.4)	52.3	(34.6)	(75.6)	(114.7)	(92.4)
보험금예실차	(46.2)	(15.3)	(99.2)	(45.1)	(73.0)	(9.8)	(78.5)	(9.6)	(205.8)	(170.8)
사업비예실차	39.9	61.2	44.8	(54.8)	38.6	62.0	43.9	(66.1)	91.1	78.5
기타	(162.0)	41.1	(151.7)	(349.2)	(71.1)	(64.0)	(71.7)	(265.8)	(621.8)	(472.6)
투자이익	199.1	90.0	255.6	104.7	191.2	174.8	147.4	373.5	649.4	887.0
(YoY)	-10%	-18%	156%	-82%	-4%	94%	-42%	257%	-35%	37%
보험금융손익	(1,915.0)	(2,962.2)	(2,626.0)	(2,323.0)	(2,572.1)	(2,569.2)	(2,418.4)	(2,415.5)	(9,826.2)	(9,975.2)
투자서비스손익	2,114.1	3,052.2	2,881.6	2,427.6	2,763.3	2,744.1	2,565.8	2,789.0	10,475.6	10,862.2
영업이익	476.9	643.5	517.2	127.7	554.4	644.5	525.0	504.3	1,765.4	2,228.2
(YoY)	-3%	16%	-10%	흑전	16%	0%	1%	295%	14%	26%
영업외손익	331.5	10.6	5.9	(10.6)	344.2	8.9	2.0	(7.8)	337.3	347.3
세전이익	808.5	654.0	523.1	117.1	898.6	653.4	526.9	496.5	2,102.7	2,575.5
법인세비용	104.7	157.3	113.7	24.5	185.3	139.8	111.6	105.7	400.2	542.4
당기순이익	703.7	496.8	409.4	92.6	713.4	513.7	415.3	390.8	1,702.5	2,033.2
(YoY)	8%	13%	-11%	흑전	1%	3%	1%	322%	14%	19%
연결당기순이익	677.5	793.6	760.9	259.7	709.9	776.1	710.7	561.4	2,491.8	2,758.1
지배주주순이익	635.3	758.9	723.0	246.8	674.5	737.4	675.2	533.4	2,363.9	2,620.5
(YoY)	2%	2%	7%	281%	6%	-3%	-7%	116%	12%	11%

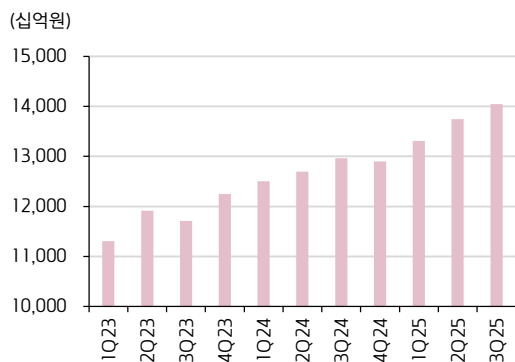
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

삼성생명의 보험이익과 투자이익 추이



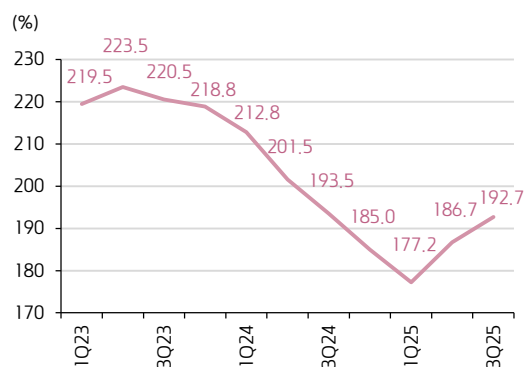
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

CSM 기말 잔액 추이



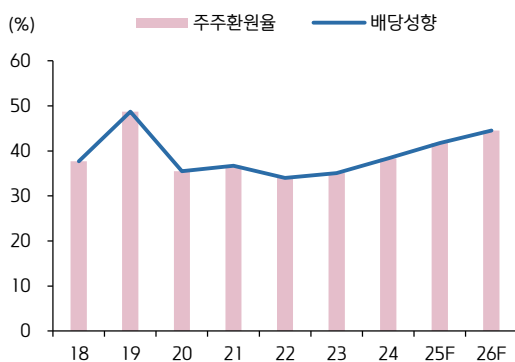
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

K-ICS 비율 추이



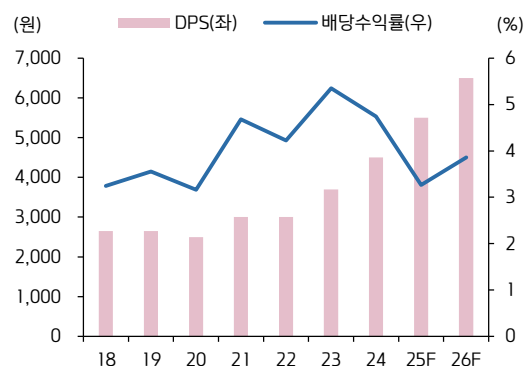
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



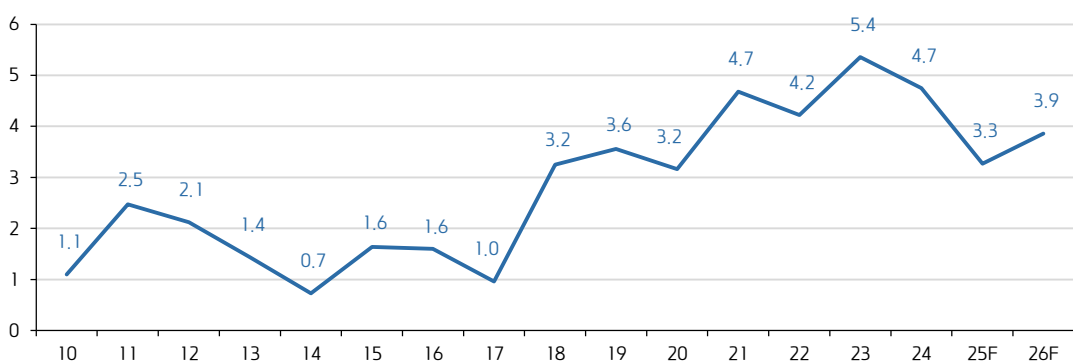
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

삼성생명의 상장 이후 배당수익률 추이 및 전망



자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
보험이익		1,448.2	536.6	1,130.0	1,341.2
일반/VFA		1,448.5	542.0	1,121.1	1,331.9
CSM 상각		1,367.7	1,369.5	1,508.7	1,534.6
RA 해제		467.5	321.8	348.9	362.3
예실차		(158.2)	(207.9)	(114.7)	(92.4)
보험금예실차		51.1	(74.4)	(205.8)	(170.8)
사업비예실차		(209.4)	(133.6)	91.1	78.5
기타		(228.4)	(941.5)	(621.8)	(472.6)
PAA		0.0	0.0	0.0	0.0
자동차보험손익		0.0	0.0	0.0	0.0
일반보험손익		0.0	0.0	0.0	0.0
투자이익		(23.7)	1,000.9	649.4	887.0
보험금융손익		(9,189.0)	(6,208.4)	(9,826.2)	(9,975.2)
투자서비스손익		9,165.3	7,209.4	10,475.6	10,862.2
영업이익		1,424.8	1,542.9	1,765.4	2,228.2
영업외손익		256.3	278.4	337.3	347.3
세전이익		1,681.2	1,821.3	2,102.7	2,575.5
법인세비용		298.3	334.4	400.2	542.4
당기순이익		1,382.9	1,486.9	1,702.5	2,033.2
연결당기순이익		2,033.7	2,260.3	2,491.8	2,758.1
지배주주순이익		1,895.3	2,106.8	2,363.9	2,620.5
CSM Movement					
기시		10,749	12,247	12,902	13,743
신계약		856	780	716	690
이자부리		105	125	132	132
상각		381	301	387	387
조정		41	666	765	462
기말		12,247	12,902	13,743	14,033
CSM 증감 (YoY, %)		14	5	7	2
순증액		1,499	655	841	290
K-ICS 비율		218.8	185.0	206.4	217.3
지급여력금액		53,373	45,418	54,599	59,750
지급여력기준금액		24,390	25,188	26,456	27,497

투자지표 (I)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
운용자산 비중 (%)					
FVPL		14.9	15.0	14.7	14.9
FVOCI		53.4	56.3	56.8	53.4
AC		0.0	0.0	0.0	0.0
대출채권		25.4	23.3	23.3	25.4
부동산		2.2	1.9	1.9	2.2
주요비율 (% , 배)					
ROA		0.6	0.7	0.7	0.7
ROE		4.4	5.5	7.0	7.2
P/E		7.3	9.0	8.2	7.8
P/B		0.31	0.58	0.59	0.54

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계		314,696	312,219	327,539	333,152
운용자산		310,586	307,236	322,462	327,988
FVPL		44,552	45,753	48,480	48,332
FVOCI		167,665	164,154	181,692	186,288
AC		39	61	84	86
대출채권		78,220	78,118	75,100	76,387
부동산		6,549	6,612	6,042	6,145
비운용자산		4,110	4,983	5,076	5,163
부채총계		270,378	279,481	287,716	288,962
책임준비금		190,261	203,097	208,358	208,607
보험계약부채		190,261	203,097	208,358	208,607
잔여보장요소		185,824	198,197	203,227	203,517
최선추정		170,586	182,157	186,207	186,207
위험조정		2,846	2,959	3,058	3,058
보험계약마진		12,393	13,081	13,963	14,253
보험료배분접근법		0	0	0	0
발생사고요소		4,437	4,901	5,131	5,090
최선추정		4,321	4,790	5,113	5,072
위험조정		27	21	19	19
재보험계약부채		521	592	1,038	1,029
투자계약부채		29,308	30,298	29,786	29,688
기타부채		80,117	76,383	79,357	80,355
자본총계		44,319	32,738	39,823	44,190
자본금		100	100	100	100
자본잉여금		125	125	125	125
신종자본증권		0	0	0	0
이익잉여금		17,978	19,420	20,158	22,739
해약환급금준비금		0	0	0	0
자본조정		(2,117)	(2,117)	(2,117)	(2,117)
기타포괄손익누계액		26,333	13,205	19,539	21,316
비지배지분		1,900	2,005	2,018	2,027

투자지표 (II)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주주환원지표					
DPS (원)		3,700	4,500	5,500	6,500
증가율(YoY, %)		23	22	22	18
배당성향 (%)		35.1	38.4	41.8	44.5
배당수익률 (%)		5.4	4.7	3.3	3.9
현금배당액 (십억원)		664.4	808.1	987.7	1,167.2
자기주식수 (천주)		20,425	20,425	20,425	20,425
발행주식수 (천주)		200,000	200,000	200,000	200,000
자기주식 비중 (%)		10.2	10.2	10.2	10.2
자기주식 소각액		0	0	0	0
총주주환원율 (%)		35.1	38.4	41.8	44.5



Outperform(Maintain)

목표주가 36,000원 (상향)

주가(11/27) 30,150원

보험/증권 Analyst 안영준
yj.ahn@kiwoom.com

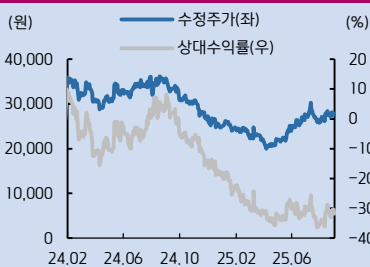
Stock Data

KOSPI	3,986.91pt	
시가총액	26,954억 원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	30,250원	19,960원
최고/최저가대비 등락	-0.33%	51.05%
수익률	절대	상대
1M	8.5%	-2.5%
6M	25.9%	60.1%
1Y	11.0%	65.7%

Company Data

발행주식수	89,400천주
일평균 거래량(3M)	464천주
외국인 지분율	35.72%
배당수익률(25E)	0.0%
BPS(25E)	54,034원
주요 주주	정몽윤 외 3인 22.84%

Price Trend



연 10%의 주가 상승 기대 가능

>>> 내년 배당 재개 가능성 높아지는 중

2023년 2,063원의 배당을 지급했으나, 2024년 해약환급금준비금 적립금 증가로 인해 배당을 지급하지 못했다. 아직까지는 해약환급금준비금 관련 제도 개선이 충분히 이루어지지 않아 배당 재개가 가능해진 것은 아니나, 가능성은 점차 상승하고 있다. K-ICS 권고 기준 비율이 150%에서 130%로 낮추면서 준비금 적립 완화 기준 비율도 170%로 조정된 바 있으며, 최근에는 그간 필요성에 의문이 제기되던 비상위험준비금의 적립 기준도 완화되었다. 배당 재개가 가능해진 것은 아니지만 당국의 우호적인 정책 기조가 이어지고 있는 바 내년에 재개가 가능해질 확률은 높아지고 있다고 판단한다. 2026년 실적 추정치를 기준으로 2023년의 배당성향(21%)을 적용하면 예상 DPS는 2,500원이다. 배당을 지급했던 2021~2023년 평균 배당수익률은 6.6%였는데, 예상 DPS를 기준으로 역산하면 향후 배당 재개 시 주가 38,000원 수준에서의 배당수익률이다.

>>> 리스크는 실적 정상화&규제 개선 지연

다만 여전히 규제가 충분히 완화된 것은 아니며, 최근 손해를 상승 기조로 인해 보험사의 실적 불확실성이 커지고 있다는 점은 부담 요인이다. 방향성은 유지될 것으로 예상되는 바 긴 호흡으로의 접근을 권고한다.

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
보험이익	526.5	1,043.1	547.1	820.9
투자이익	450.8	352.1	413.0	419.6
영업이익	977.3	1,395.2	960.1	1,240.5
세전이익	952.9	1,366.4	933.9	1,240.5
당기순이익	772.3	1,030.7	697.3	930.4
ROE	9.9	18.7	14.3	18.4
ROA	0.5	2.2	1.4	1.8
EPS	8,639	11,529	7,800	10,407
BPS	68,424	55,114	54,034	59,195
PER	3.6	2.6	3.8	2.9
PBR	0.5	0.5	0.6	0.5
DPS	2,063	0	0	2,500
배당수익률 (%)	6.7	0.0	0.0	8.4

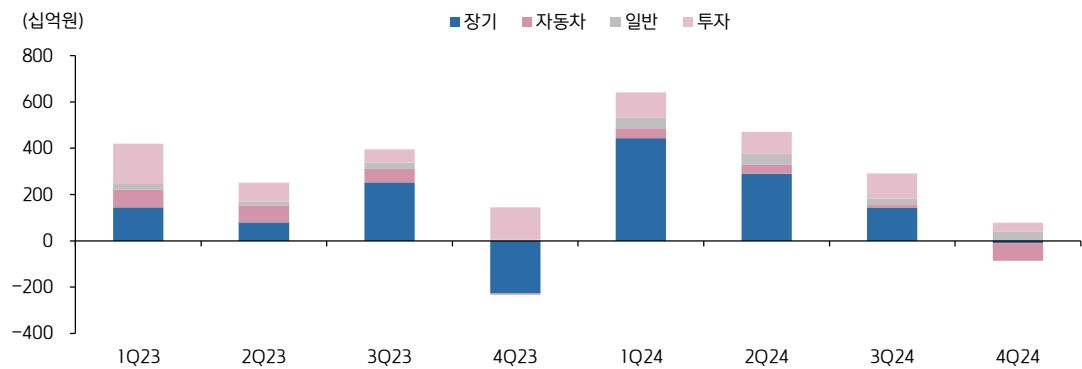
자료: 키움증권 리서치센터

현대해상 분기실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026F
보험이익	175.9	212.7	161.4	(2.9)	271.1	268.2	212.2	69.5	547.1	820.9
(YoY)	-67%	-43%	-11%	적지	54%	26%	31%	흑전	-48%	50%
일반/VFA	114.3	184.1	181.5	33.7	201.6	231.9	245.4	119.7	513.7	798.6
CSM 상각	234.2	239.6	245.7	252.3	262.1	273.6	282.2	291.2	971.8	1,109.3
RA 해제	30.8	32.8	36.5	36.3	36.3	36.3	36.3	36.3	136.5	145.2
예실차	(155.5)	(81.2)	(110.4)	(216.3)	(89.0)	(67.1)	(61.2)	(190.5)	(563.3)	(407.9)
보험금예실차	(157.0)	(83.8)	(128.8)	(250.5)	(92.4)	(71.6)	(82.9)	(229.5)	(620.0)	(476.4)
사업비에실차	1.5	2.6	18.4	34.2	3.3	4.5	21.7	39.0	56.7	68.6
기타	4.8	(7.1)	9.7	(38.6)	(7.8)	(11.0)	(11.9)	(17.3)	(31.3)	(48.0)
PAA	61.6	28.5	(20.1)	(36.6)	69.5	36.3	(33.2)	(50.2)	33.4	22.4
자동차보험손익	15.7	0.9	(55.3)	(81.7)	32.4	(0.1)	(72.7)	(89.9)	(120.5)	(130.4)
일반보험손익	45.9	27.6	35.2	45.1	37.1	36.4	39.5	39.7	153.9	152.8
투자이익	107.0	129.5	89.4	87.2	117.4	115.1	105.4	81.7	413.0	419.6
(YoY)	-1%	35%	-18%	125%	10%	-11%	18%	-6%	17%	2%
보험금융손익	(210.0)	(186.9)	(202.1)	(203.2)	(204.2)	(205.2)	(206.2)	(207.3)	(802.2)	(822.8)
투자서비스손익	317.0	316.4	291.5	290.3	321.6	320.3	311.6	289.0	1,215.3	1,242.5
영업이익	282.9	342.1	250.8	84.3	388.5	383.3	317.6	151.2	960.1	1,240.5
(YoY)	-56%	-27%	-14%	흑전	37%	12%	27%	79%	-31%	29%
영업외손익	(10.6)	(9.5)	(6.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(26.2)	0.0
세전이익	272.3	332.6	244.8	84.3	388.5	383.3	317.6	151.2	933.9	1,240.5
법인세비용	69.1	84.8	61.6	21.1	97.1	95.8	79.4	37.8	236.6	310.1
당기순이익	203.2	247.8	183.2	63.2	291.3	287.5	238.2	113.4	697.3	930.4
(YoY)	-57%	-30%	-14%	흑전	43%	16%	30%	79%	-32%	33%

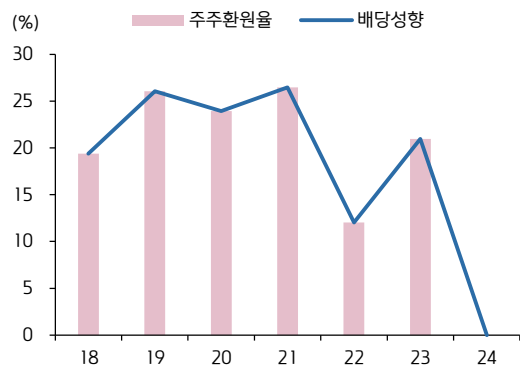
자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터

현대해상의 부문별 이익 추이 및 전망



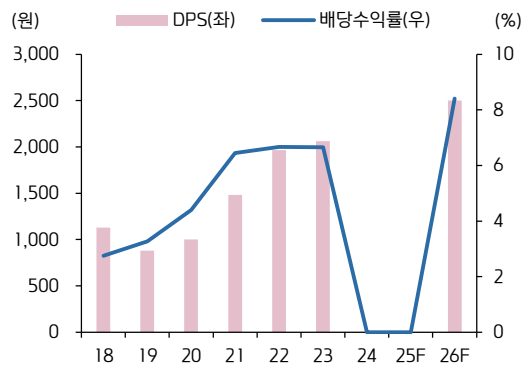
자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



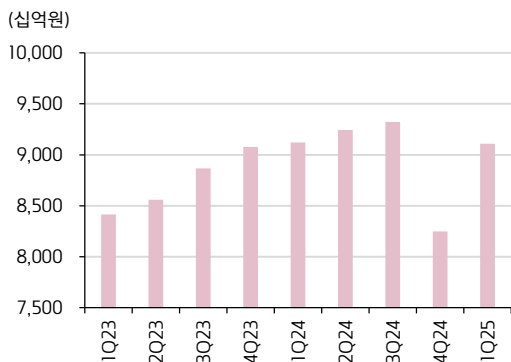
자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



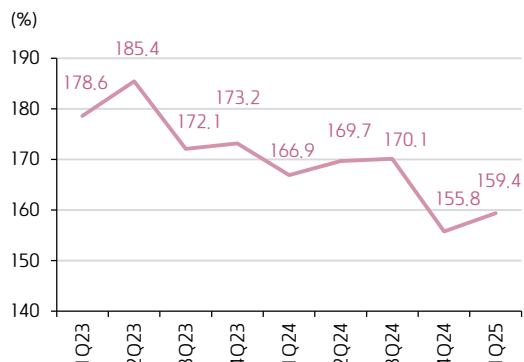
자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터

CSM 기말 잔액 추이



자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터

K-ICS 비율 추이



자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
보험이익		526.5	1,043.1	547.1	820.9
일반/VFA		248.8	865.3	513.7	798.6
CSM 상각		872.9	932.8	971.8	1,109.3
RA 해제		130.0	132.5	136.5	145.2
예실차		(205.7)	(212.4)	(563.3)	(407.9)
보험금예실차		(194.6)	(188.3)	(620.0)	(476.4)
사업비예실차		(11.1)	(24.1)	56.7	68.6
기타		(548.4)	12.4	(31.3)	(48.0)
PAA		277.7	177.8	33.4	22.4
자동차보험손익		201.2	19.2	(120.5)	(130.4)
일반보험손익		76.4	158.6	153.9	152.8
투자이익		450.8	352.1	413.0	419.6
보험금융손익		(828.3)	(856.4)	(802.2)	(822.8)
투자서비스손익		1,279.1	1,208.4	1,215.3	1,242.5
영업이익		977.3	1,395.2	960.1	1,240.5
영업외손익		(24.4)	(28.7)	(26.2)	0.0
세전이익		952.9	1,366.4	933.9	1,240.5
법인세비용		180.6	335.8	236.6	310.1
당기순이익		772.3	1,030.7	697.3	930.4
CSM Movement					
기시		8,319	9,079	8,248	10,003
신계약		357	496	516	535
이자부리		70	83	83	96
상각		237	216	252	291
조정		(21)	1,436	(28)	(27)
기말		9,079	8,248	10,003	11,479
CSM 증감 (YoY, %)		9	(9)	21	15
순증액		759	(831)	1,756	1,476
K-ICS 비율		173.2	155.8	182.3	177.9
지급여력금액		12,074	11,984	13,029	13,637
지급여력기준금액		6,972	7,442	7,790	8,123

투자지표 (I)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
운용자산 비중 (%)					
FVPL		19.6	18.5	19.2	18.8
FVOCI		47.0	49.5	54.1	54.5
AC		0.0	0.0	0.0	0.0
대출채권		25.1	22.4	19.9	19.2
부동산		2.6	2.7	2.5	2.5
주요비율 (% , 배)					
ROA		0.5	2.2	1.4	1.8
ROE		9.9	18.7	14.3	18.4
P/E		3.6	2.6	3.8	2.9
P/B		0.45	0.54	0.55	0.50

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계		43,758	47,978	50,077	52,118
운용자산		41,500	45,787	47,493	49,428
FVPL		8,130	8,453	9,121	9,305
FVOCI		19,515	22,671	25,688	26,950
AC		0	0	0	0
대출채권		10,397	10,246	9,437	9,475
부동산		1,092	1,234	1,207	1,256
비운용자산		2,241	2,168	2,584	2,689
부채총계		37,641	43,051	45,247	46,826
책임준비금		34,817	38,302	40,291	41,849
보험계약부채		31,527	34,802	36,674	38,182
잔여보장요소		27,226	30,166	31,778	33,325
최선추정		12,970	16,462	16,287	16,287
위험조정		1,586	1,908	1,929	1,929
보험계약마진		9,142	8,305	10,045	11,521
보험료배분접근법		3,527	3,490	3,517	3,587
발생사고요소		4,301	4,636	4,896	4,857
최선추정		4,134	4,451	4,702	4,665
위험조정		167	185	193	192
재보험계약부채		0	0	0	0
투자계약부채		3,290	3,500	3,617	3,667
기타부채		2,825	4,749	4,956	4,977
자본총계		6,117	4,927	4,831	5,292
자본금		45	45	45	45
자본잉여금		113	113	113	113
신종자본증권		0	0	0	0
이익잉여금		6,526	7,391	8,046	8,480
해약환급금준비금		3,422	4,018	4,063	4,382
자본조정		(69)	(68)	(68)	(68)
기타포괄손익누계액		(498)	(2,554)	(3,305)	(3,279)
비지배지분		0	0	0	0

투자지표 (II)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주주환원지표					
DPS (원)		2,063	-	-	2,500
증가율(YoY, %)		5	(100)	-	-
배당성향 (%)		20.9	0.0	0.0	21.1
배당수익률 (%)		6.7	0.0	0.0	8.4
현금배당액 (십억원)		161.8	0.0	0.0	196.0
자기주식수 (천주)		10,986	10,986	10,986	10,986
발행주식수 (천주)		89,400	89,400	89,400	89,400
자기주식 비중 (%)		12.3	12.3	12.3	12.3
자기주식 소각액		0	0	0	0
총주주환원율 (%)		20.9	0.0	0.0	21.1

메리츠금융지주 (138040)



BUY(Maintain)

목표주가 150,000원

주가(11/27) 108,400원

보험/증권 Analyst 안영준
yj.ahn@kiwoom.com

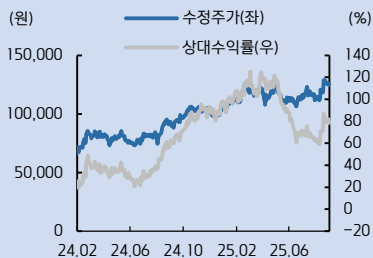
Stock Data

KOSPI (10/30)		3,986.91pt	
시가총액		189,940억 원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		129,000원	97,300원
최고/최저가 대비 등락		-15.97%	11.41%
주가수익률		절대	상대
1M	-3.2%		-2.2%
6M	-2.6%		46.5%
1Y	3.3%		61.2%

Company Data

발행주식수	190,720천주
일평균 거래량(3M)	247천주
외국인 지분율	14.83%
배당수익률(25E)	1.3%
BP(25E)	62,841원
주요 주주	조정호 외 9인
	54.63%

Price Trend



변한 건 투자자 마음

>>> 내년 정책 관련 기대감 가장 높음

생산적 금융 대전환으로 대규모 자금 조달 시장이 열릴 것으로 예상되는 바, 빠른 의사결정과 효율적 자본 배치의 강점이 두드러질 것으로 예상된다. 금융사가 인수금융이나 M&A 등에 참여할 때에는 대규모 자금을 일시에 집행할 수 있는 회사의 강한 의지가 필요한데, 이러한 점에서 경쟁사보다 높은 역량을 보유하고 있는 것으로 판단된다. 최근 증권 자회사로의 증자를 통한 자본 추가 배치를 단행한 것도 본격적인 영업 확대를 위한 준비 과정인 것으로 보인다. 내년 자금 조달 시장 선점 및 이에 따른 실적 증가를 기대해볼 수 있다.

>>> 순이익 50% 이상의 주주환원 유지

지난 2025년 3분기 실적발표 시 2026~2028년의 증기 주주환원 정책을 발표했는데, 이전과 동일하게 연결 당기순이익 50% 이상을 주주환원에 사용하고 수익률 비교를 통한 자본 배분 결정 방법을 제시했다. 아직 자사주 매입소각의 수익률(1/fwd PER)이 현금배당 수익률(CoE 10%)보다 높은 바 당분간 자사주 매입소각 중심의 주주환원이 이어질 것으로 보인다. 올해 주가는 높았던 자체 주주환원의 기저로 상대적으로 소외됐으나, 실적 증가 및 자기주식 매입 지속에 따른 안정적인 주가 상승이 기대된다.

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
보험이익	877.9	864.0	674.5	733.3
투자이익	2,050.5	2,044.4	2,087.9	1,978.6
영업이익	582.9	496.7	627.9	736.8
세전이익	52.6	526.7	655.5	765.7
당기순이익	2,125.4	2,333.4	2,540.4	2,644.1
ROE	22.8	22.2	22.4	22.1
ROA	2.2	2.1	2.1	2.1
EPS	10,039	12,092	13,375	14,269
BPS	49,649	57,309	62,841	67,429
PER	5.7	8.5	7.6	7.6
PBR	1.2	1.8	1.7	1.6
DPS	2,360	1,350	1,400	1,450
배당수익률	4.0	1.3	1.3	1.3

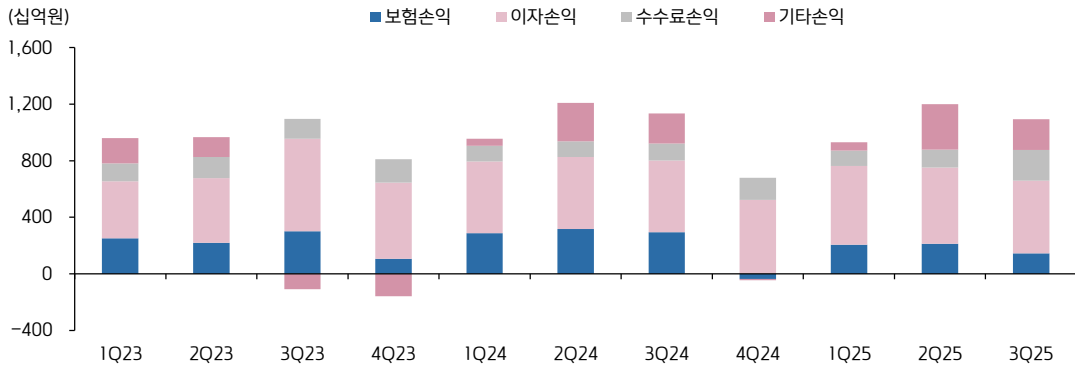
자료: 키움증권 리서치센터

메리츠금융지주 분기실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026E
보험손익	205.5	212.9	144.2	111.9	183.3	250.4	147.5	152.1	674.5	733.3
(YoY)	-29%	-33%	-51%	흑전	-11%	18%	2%	36%	-22%	9%
이자손익	557.8	538.0	514.9	477.2	500.0	490.3	493.3	495.0	2,087.9	1,978.6
(YoY)	10%	6%	2%	-9%	-10%	-9%	-4%	4%	2%	-5%
수수료손익	107.3	126.1	216.3	178.2	175.5	189.6	193.5	178.2	627.9	736.8
(YoY)	-3%	14%	80%	15%	64%	50%	-11%	0%	26%	17%
기타손익	59.4	322.2	217.7	56.2	311.9	224.5	183.9	45.3	655.5	765.7
(YoY)	19%	19%	2%	흑전	425%	-30%	-15%	-19%	24%	17%
판매비및관리비	208.2	249.6	230.7	151.7	181.0	218.4	210.4	177.9	840.2	787.7
영업이익	721.7	949.7	862.3	651.9	971.0	917.7	788.6	673.5	3,185.6	3,350.7
(YoY)	-6%	-6%	-4%	28%	35%	-3%	-9%	3%	0%	5%
영업외손익	117.4	49.3	30.0	42.5	59.8	45.4	44.4	48.0	239.1	197.6
세전이익	839.1	999.0	892.3	694.3	1,030.8	963.0	833.0	721.5	3,424.7	3,548.3
법인세비용	218.3	261.4	223.9	180.7	262.3	245.4	211.3	185.2	884.4	904.3
당기순이익	620.8	737.6	668.4	513.6	768.5	717.6	621.7	536.3	2,540.4	2,644.1
(YoY)	5%	0%	2%	47%	24%	-3%	-7%	4%	9%	4%
지배주주순이익	609.8	725.1	654.7	501.9	756.2	705.1	609.2	524.0	2,491.5	2,594.5
(YoY)	4%	-1%	1%	48%	24%	-3%	-7%	4%	8%	4%

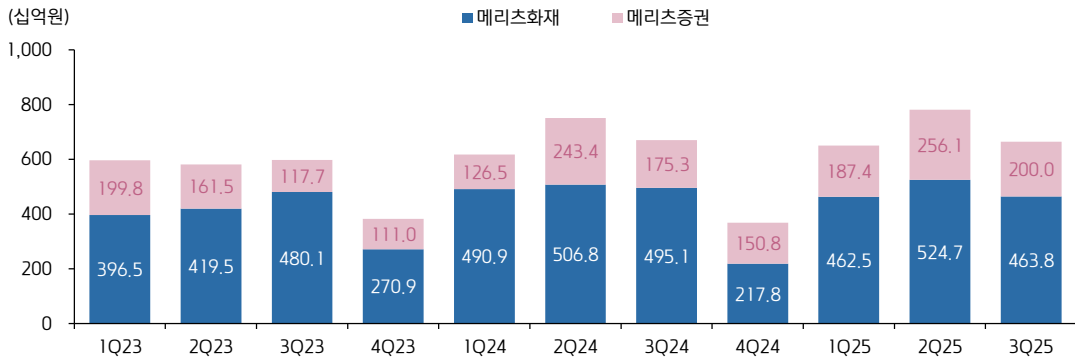
자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠금융지주의 이익 추이



자료: 메리츠금융지주, 키움증권

메리츠금융지주 주요 자회사의 순이익 추이



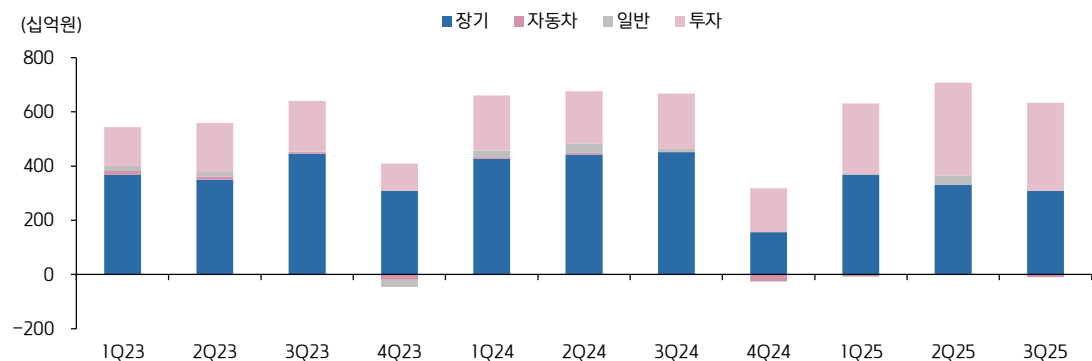
자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠화재 분기실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026E
보험이익	359.8	364.4	300.1	268.8	337.9	405.2	303.0	307.6	1,293.1	1,353.7
(YoY)	-21%	-25%	-35%	108%	-6%	11%	1%	14%	-16%	5%
일반/VFA	368.8	330.9	309.0	296.8	347.1	371.0	312.1	336.0	1,305.4	1,366.2
CSM 상각	287.6	286.8	294.7	300.5	305.8	308.8	312.7	317.0	1,169.6	1,244.3
RA 해제	43.0	45.0	46.8	47.5	47.5	47.5	47.5	47.5	182.3	190.0
예실차	28.2	50.7	(24.5)	(20.0)	11.4	37.9	(30.0)	(8.7)	34.4	10.7
보험금예실차	19.8	40.0	(34.3)	15.6	3.8	27.8	(39.1)	31.8	41.1	24.3
사업비예실차	8.4	10.7	9.8	(35.6)	7.6	10.1	9.1	(40.5)	(6.7)	(13.6)
기타	9.9	(51.6)	(8.0)	(31.2)	(17.7)	(23.3)	(18.1)	(19.8)	(80.9)	(78.8)
PAA	(8.9)	33.5	(8.9)	(27.9)	(9.1)	34.2	(9.1)	(28.5)	(12.3)	(12.5)
자동차보험손익	(6.9)	(0.6)	(8.9)	(24.4)	(7.0)	(0.7)	(9.0)	(24.9)	(40.8)	(41.6)
일반보험손익	(2.1)	34.1	(0.1)	(3.5)	(2.1)	34.8	(0.1)	(3.6)	28.5	29.1
투자이익	262.1	342.7	325.0	280.1	323.5	284.4	325.2	182.0	1,209.8	1,115.0
(YoY)	29%	77%	59%	73%	23%	-17%	0%	-35%	59%	-8%
보험금융손익	(161.8)	(156.8)	(161.5)	(161.5)	(161.5)	(161.5)	(161.4)	(161.4)	(641.6)	(645.8)
투자서비스손익	423.9	499.5	486.5	441.6	484.9	445.8	486.6	343.4	1,851.4	1,760.8
영업이익	621.9	707.0	625.0	548.9	661.4	689.5	628.2	489.6	2,502.9	2,468.7
(YoY)	-6%	5%	-6%	89%	6%	-2%	1%	-11%	9%	-1%
영업외손익	2.1	0.4	2.0	1.6	1.5	1.4	1.6	1.6	6.2	6.1
세전이익	624.0	707.5	627.1	550.5	662.9	690.9	629.8	491.1	2,509.1	2,474.8
법인세비용	161.5	182.7	163.2	137.6	165.7	172.7	157.5	122.8	645.1	618.7
당기순이익	462.5	524.7	463.8	412.9	497.2	518.2	472.4	368.3	1,864.0	1,856.1
(YoY)	-6%	4%	-6%	90%	8%	-1%	2%	-11%	9%	0%

자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠화재의 부문별 이익 추이 및 전망



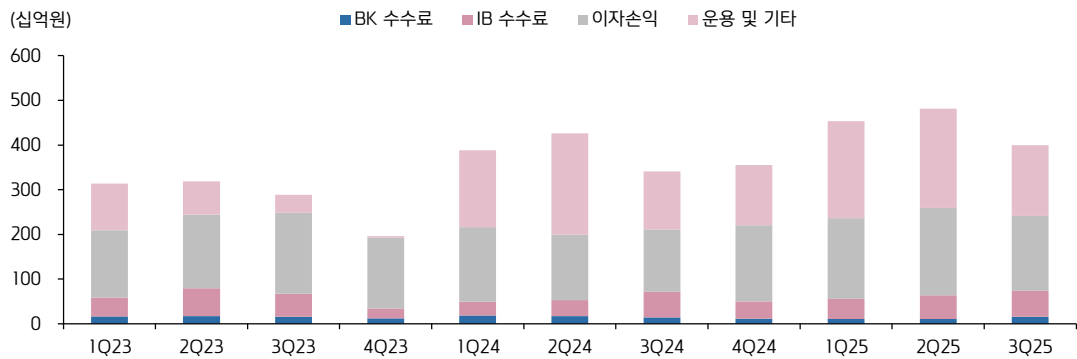
자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠증권 분기실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026E
순영업수익	453.4	481.1	399.3	308.3	552.0	470.6	395.7	424.3	1,642.1	1,842.6
(YoY)	17%	13%	17%	-13%	22%	-2%	-1%	38%	9%	12%
수수료손익	136.8	146.2	227.8	151.8	157.7	169.9	173.4	157.2	662.7	658.1
브로커리지	10.6	10.9	15.8	12.9	13.2	14.0	13.2	12.3	50.2	52.7
IB	45.4	52.6	57.7	43.4	46.0	47.1	50.3	45.2	199.1	188.6
기타	80.9	82.8	154.3	95.5	98.5	108.8	109.9	99.7	413.4	416.8
이자손익	180.2	195.9	168.1	170.2	194.1	191.3	194.1	198.0	714.4	777.4
운용 및 기타	136.3	139.0	3.5	(13.7)	200.2	109.4	28.3	69.1	265.0	407.0
총당금 등	(14.7)	(14.4)	(41.7)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(70.9)	0.0
판관비	171.5	212.6	194.6	151.7	181.0	218.4	210.4	177.9	730.3	787.7
인건비	111.1	150.2	126.4	84.5	117.6	154.4	145.6	109.6	472.2	527.2
인건비 외	60.4	62.4	68.1	67.1	63.4	64.0	64.8	68.3	258.1	260.5
영업이익	281.9	268.5	204.8	156.6	371.0	252.2	185.3	246.4	911.8	1,054.9
(YoY)	16%	6%	24%	-39%	32%	-6%	-9%	57%	-1%	16%
영업외손익	(1.7)	0.1	5.0	(24.5)	(4.6)	(4.1)	(5.7)	(31.1)	(21.2)	(45.5)
세전이익	280.2	268.6	209.7	132.1	366.4	248.1	179.6	215.3	890.6	1,009.4
법인세비용	49.5	63.3	52.1	32.8	91.0	61.6	44.6	53.5	197.7	250.7
당기순이익	230.7	205.3	157.7	99.3	275.4	186.5	135.0	161.8	692.9	758.7
(YoY)	15%	7%	22%	-9%	19%	-9%	-14%	63%	10%	9%
연결당기순이익	187.4	256.1	200.0	122.3	293.6	220.1	164.3	187.8	765.8	865.9
지배주주순이익	187.4	256.1	200.0	122.3	293.6	220.1	164.3	187.8	765.8	865.9
(YoY)	48%	5%	14%	-19%	57%	-14%	-18%	54%	10%	13%

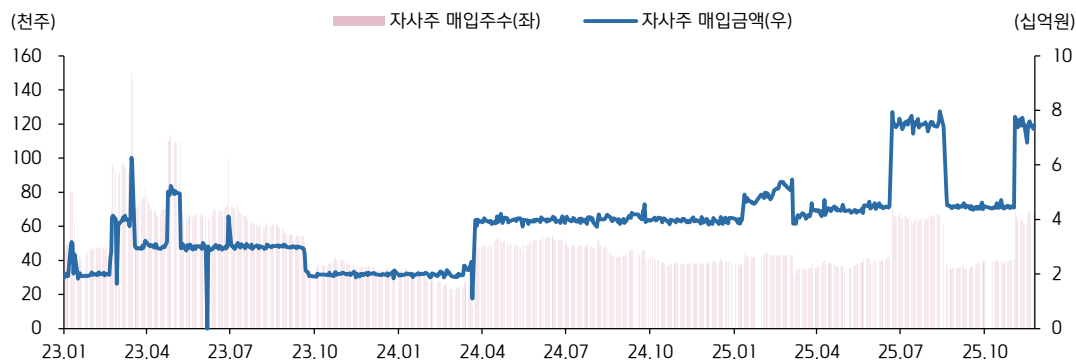
자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠증권의 부문별 이익 추이 및 전망



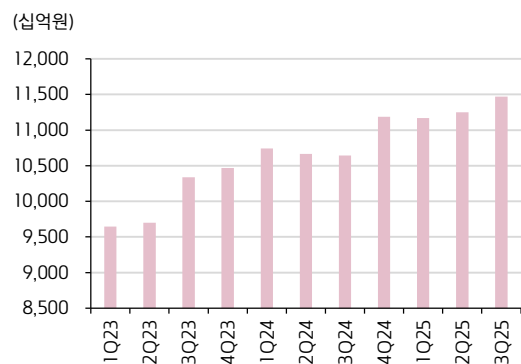
자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠금융지주의 일간 자기주식 매입 추이



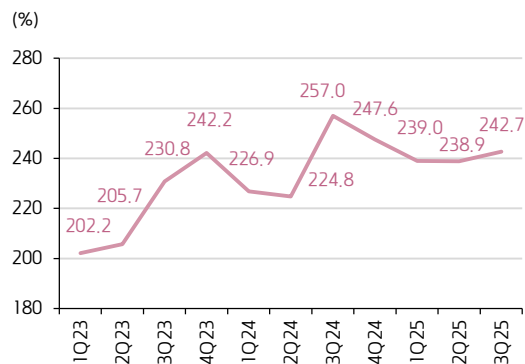
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

메리츠화재 CSM 기말 잔액 추이



자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠화재 K-ICS 비율 추이



자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
보험손익		877.9	864.0	674.5	733.3
보험수익		8,734.1	9,032.5	9,595.5	9,600.5
보험비용		7,856.2	8,168.5	8,921.0	8,867.2
이자손익		2,050.5	2,044.4	2,087.9	1,978.6
이자수익		3,903.9	4,021.7	4,160.6	4,142.7
이자비용		1,853.4	1,977.3	2,072.6	2,164.1
수수료손익		582.9	496.7	627.9	736.8
수수료수익		679.5	598.1	788.2	872.5
수수료비용		96.6	101.3	160.4	135.7
기타손익		52.6	526.7	655.5	765.7
기타수익		45,241	32,922	19,642	19,745
기타비용		45,188	32,396	18,986	18,979
판매비및관리비		630.3	742.9	840.2	787.7
영업이익		2,933.5	3,188.9	3,185.6	3,350.7
영업외손익		(89.6)	(47.7)	239.1	197.6
세전이익		2,843.9	3,141.1	3,424.7	3,548.3
법인세비용		719.2	807.7	884.4	904.3
당기순이익		2,125.4	2,333.4	2,540.4	2,644.1
지배주주순이익		2,041.7	2,306.1	2,491.5	2,594.5
[매리츠화재]					
CSM Movement					
기시		9,638	10,469	11,188	11,675
신계약		381	324	373	384
이자부리		82	84	92	97
상각		285	292	300	317
조정		47	(431)	(40)	14
기말		10,469	11,188	11,675	12,251
CSM 증감 (YoY, %)		9	7	4	5
순증액		831	719	487	576
K-ICS 비율		242	248	218	234
지급여력금액		12,950	13,495	13,343	14,930
지급여력기준금액		5,346	5,450	6,119	6,367
[매리츠증권]					
신NCR		1,723	1,759	1,795	1,830
구NCR		197	201	205	209

투자지표 (I)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
운용자산 비중 (%)					
FVPL		45	44	42	42
FVOCI		27	27	26	26
AC		14	14	14	14
현금및예금		5	4	5	5
부동산		1	1	1	1
주요비율 (% , 배)					
ROA		2.2	2.1	2.1	2.1
ROE		22.8	22.2	22.4	22.1
P/E		5.7	8.5	7.6	7.6
P/B		1.19	1.81	1.66	1.64

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
현금및예치금		4,928	5,000	5,803	6,008
FVPL 금융자산		45,835	50,936	52,015	52,290
파생금융자산		1,076	1,999	2,292	2,366
FVOCI 금융자산		27,918	31,652	32,475	32,685
AC 금융자산		14,634	16,720	17,630	17,863
관계(공동)기업투자		1,012	745	1,005	1,072
유형자산		802	994	1,032	1,042
투자부동산		690	770	753	749
무형자산		102	95	96	96
리스자산		1,638	1,829	1,914	1,936
이연법인세자산		14	243	283	294
당기법인세자산		133	3	3	3
보험계약자산		11	13	13	13
재보험계약자산		951	967	1,015	1,028
기타자산		2,489	3,611	5,996	6,604
매각예정비유동자산		1	1	1	1
자산총계		102,236	115,578	122,773	124,964
보험계약부채		21,576	24,376	25,842	26,216
재보험계약부채		1	0	0	0
예수부채		11,423	13,316	14,128	14,336
FVPL 금융부채		19,862	20,178	20,270	20,294
파생금융부채		1,277	1,189	1,271	1,292
차입부채		32,968	39,594	41,123	41,513
순확정급여부채		0	0	1	1
충당부채		47	44	48	49
이연법인세부채		371	281	286	287
당기법인세부채		205	457	349	322
기타부채		4,409	5,212	7,748	8,395
매각예정부채		0	0	0	0
부채총계		92,139	104,648	111,067	112,704
자본금		113	113	113	113
신종자본증권		593	892	973	973
자본잉여금		125	125	125	125
자본조정		587	307	760	760
기타포괄손익누계액		553	(133)	(699)	(734)
이익잉여금		7,611	8,791	9,211	9,685
비지배지분		515	836	1,222	1,339
자본총계		10,097	10,930	11,706	12,261

투자지표 (II)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주주환원지표					
DPS (원)		2,360	1,350	1,400	1,450
증가율(YoY, %)		2,148	(43)	4	4
배당성향 (%)		22	11	10	9
배당수익률 (%)		4.0	1.3	1.3	1.3
현금배당액 (십억원)		448.3	242.7	238.1	243.7
자기주식수 (천주)		13,469	10,953	16,224	13,789
발행주식수 (천주)		203,372	190,720	186,275	181,829
자기주식 비중 (%)		7	6	9	8
자기주식 소각액 (십억원)		300	640	1,552	1,400
총주주환원율 (%)		53%	48%	53%	52%

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 사용 될 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.

투자의견 변동내역 (2개년)

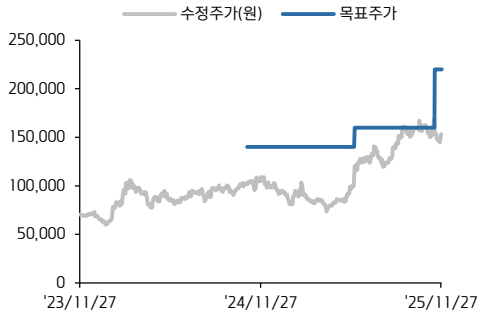
종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%) 평균 주가 대비	최고 주가 대비
삼성생명 (032830)	2024-10-30	Buy(Initiate)	140,000원	6개월	-25.86	-25.07
	2024-11-18	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-26.94	-22.29
	2024-11-19	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-36.24	-24.29
	2024-01-09	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-30.19	-22.14
	2025-02-03	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-34.25	-22.14
	2025-05-26	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-28.75	-22.29
	2025-06-05	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-20.38	-12.06
	2025-08-14	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-20.67	-12.06
	2025-08-18	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-12.15	4.38
	2025-11-14	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-30.18	-30.18
한국금융지주 (071050)	2023-11-14	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-26.14	-20.88
	2024-01-22	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-25.78	-17.13
	2024-02-05	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-24.93	-16.00
	2024-02-16	Buy(Maintain)	88,000원	6개월	-20.34	-19.32
	2024-02-28	Buy(Maintain)	88,000원	6개월	-21.48	-15.80
	2024-04-15	Buy(Maintain)	88,000원	6개월	-22.89	-15.80
	2024-05-08	Buy(Maintain)	88,000원	6개월	-21.99	-14.55
	2024-10-30	Buy(Reinitiate)	100,000원	6개월	-20.12	-14.23
	2024-11-07	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-23.77	-20.90
	2024-11-19	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-24.40	-19.20
*담당자변경	2025-01-20	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-21.23	-19.60
	2025-02-14	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-23.76	-17.50
	2025-03-12	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-22.41	-19.37
	2025-04-11	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-19.66	-1.58
	2025-05-16	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	0.71	29.04
	2025-06-30	Buy(Maintain)	175,000원	6개월	-16.98	-6.51
	2025-08-07	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-28.93	-12.15
	2025-10-21	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-21.29	-17.14
	2025-11-12	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-37.62	-31.92
	2025-11-27	Buy(Maintain)	260,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

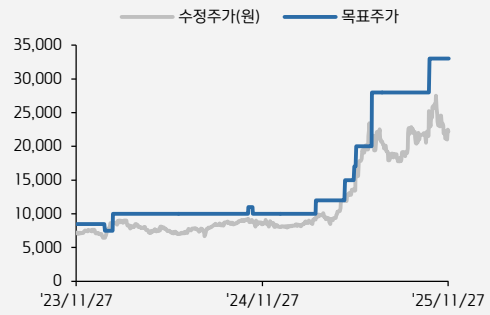
종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%) 평균 주가 대비	최고 주가 대비
미래에셋증권 (006800)	2024-01-22	Outperform (Maintain)	7,500원	6개월	3.95	14.93
	2024-02-07	Outperform (Maintain)	10,000원	6개월	-16.24	-9.80
	2024-04-15	Buy(Upgrade)	10,000원	6개월	-18.72	-9.80
	2024-05-10	Buy(Maintain)	10,000원	6개월	-21.97	-9.80
	2024-10-30	Outperform (Reinitiate)	11,000원	6개월	-18.67	-16.09
	2024-11-08	Outperform (Maintain)	10,000원	6개월	-14.20	-10.00
	2024-11-19	Outperform (Maintain)	10,000원	6개월	-16.08	-9.00
	2025-01-20	Buy(Upgrade)	10,000원	6개월	-16.35	-9.00
	2025-02-10	Buy(Maintain)	10,000원	6개월	-15.49	-7.10
	2025-03-12	Buy(Maintain)	12,000원	6개월	-20.78	-15.83
*담당자변경	2025-04-11	Buy(Maintain)	12,000원	6개월	-17.23	-0.17
	2025-05-08	Buy(Maintain)	15,000원	6개월	-14.27	-9.40
	2025-05-26	Buy(Maintain)	17,000원	6개월	-16.07	-2.59
	2025-05-30	Buy(Maintain)	20,000원	6개월	-4.68	17.25
	2025-06-30	Buy(Maintain)	28,000원	6개월	-27.79	-19.46
	2025-08-08	Buy(Maintain)	28,000원	6개월	-27.34	-9.82
	2025-10-21	Buy(Maintain)	33,000원	6개월	-23.82	-16.67
	2025-11-07	Buy(Maintain)	33,000원	6개월	-28.03	-16.67
	2025-11-27	Buy(Maintain)	33,000원	6개월		
	2025-11-27	Buy(Maintain)	33,000원	6개월		
현대해상 (001450)	2024-10-30	Outperform (Initiate)	36,000원	6개월	-16.59	-14.44
	2024-11-15	Outperform (Maintain)	33,000원	6개월	-21.61	-14.39
	2025-02-03	Outperform (Maintain)	28,000원	6개월	-19.65	-11.61
	2025-05-15	Outperform (Maintain)	26,000원	6개월	0.04	16.35
	2025-08-18	Outperform (Maintain)	31,000원	6개월	-9.46	-2.74
	2025-11-27	Outperform (Maintain)	36,000원	6개월		
	2025-11-27	Outperform (Maintain)	36,000원	6개월		
	2025-11-27	Outperform (Maintain)	36,000원	6개월		
	2025-11-27	Outperform (Maintain)	36,000원	6개월		
	2025-11-27	Outperform (Maintain)	36,000원	6개월		
메리츠금융지주 (138040)	2024-10-30	Buy(Initiate)	140,000원	6개월	-25.68	-24.43
	2024-11-14	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-25.96	-24.43
	2024-11-19	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-25.16	-18.43
	2025-02-20	Buy(Maintain)	150,000원	6개월	-18.78	-15.20
	2025-03-12	Buy(Maintain)	150,000원	6개월	-20.82	-15.20
	2025-05-15	Buy(Maintain)	150,000원	6개월	-22.70	-15.20
	2025-08-14	Buy(Maintain)	150,000원	6개월	-22.60	-15.20
	2025-11-17	Buy(Maintain)	150,000원	6개월	-27.20	-26.07
	2025-11-27	Buy(Maintain)	150,000원	6개월		
	2025-11-27	Buy(Maintain)	150,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)

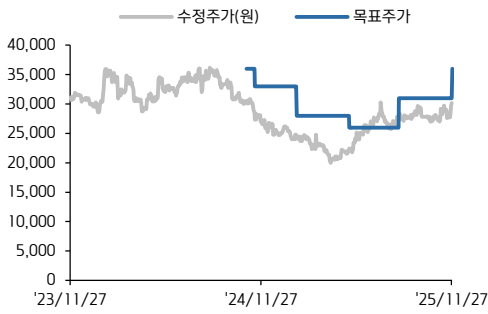
삼성생명 (032830)



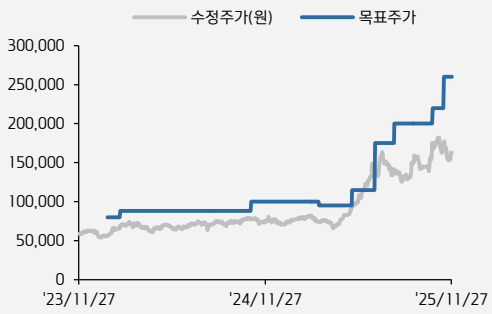
미래에셋증권 (006800)



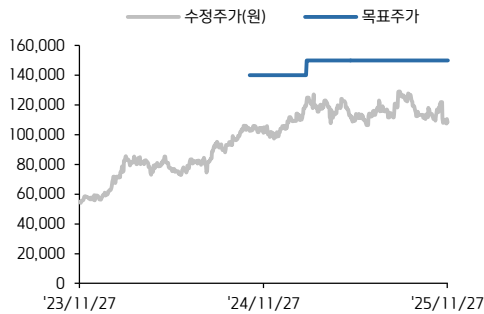
현대해상 (001450)



한국금융지주 (071050)



메리츠금융지주 (138040)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과이익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2024/10/01~2025/09/30)

매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%