



2026년 05월 21일
키움증권 리서치센터 | 산업분석
증권 Overweight(Maintain)/보험Neutral(Maintain)

멀티플의 벽을 깨라

증권/보험/지주 Analyst 안영준
RA 박정현

Contents



멀티플의 벽을 깨라 2

I. 증권: 멀티플 상향이 가능할까 3

- > 증권 업종, 상반기 증시 활황에 힘입어 시장수익률 상회 3
- > 실적 호조는 하반기에도 이어질 것으로 전망 5
- > 주가 추가 상승은 멀티플의 벽을 깨는지 여부가 중요 7

II. 보험: 수급 개선 기대되나
아직은 회복 단계 10

- > 보험 업종, 상반기 업황 부진으로 시장수익률 하회 10
- > 안정적인 실적 흐름 확보가 먼저 이루어져야 함 11
- > 실적 개선을 가정하더라도 배당에 대한 프리미엄은 낮아진 상황 12

III. 증권 보험주 주요 투자지표 15

기업분석 17

- > 미래에셋증권 (006800) 18
- > 삼성생명 (032830) 22
- > 삼성증권 (016360) 28
- > NH투자증권 (005940) 32
- > 한국금융지주 (071050) 36
- > 메리츠금융지주 (138040) 40
- > 한화생명 (088350) 45
- > 한화손해보험 (000370) 49
- > 현대해상 (001450) 53
- > DB손해보험 (005830) 57
- > 삼성화재 (000810) 61

Compliance Notice

- 당사는 5월 21일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식은 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.

멀티플의 벽을 깨라

>>> 증권: 실적 초과 상승은 멀티플 상향 필요

상반기 증권 업종의 상승 배경에는 국내 증시 활황 및 큰 폭의 거래대금 증가가 있었다. 거래대금은 연일 최고치를 경신하고 있고, 주요 지표 모두 양호한 흐름을 보이고 있어 하반기에도 증권 업종은 브로커리지 중심의 좋은 실적 기조를 이어갈 것으로 전망한다.

그러나 멀티플 상향이 이루어지지 않는다면 실적 혹은 자본 증가율 이상의 주가 상승을 기대할 순 없다. 상반기 거래대금 증가에 따른 멀티플 향상은 이미 가격에 반영되었으며, 기존의 자본 비즈니스는 수익성을 늘리기 어렵다. 시장은 구조적 전환을 시도하는 증권사에 멀티플 상향으로 보답할 것이다.

>>> 보험: 아직은 회복 단계

통상 방어주로 인식되는 보험 업종은 증시 상승기 상대적으로 소외되었다. 시중금리 상승, 규제 완화 및 배당 재개 기대감 등으로 수급이 개선될 여지는 충분하나, 실적 변동성이 여전히 높고 배당 재개도 규제 완화라는 조건이 필요한 만큼 아직은 회복 및 안정화를 꾀하는 단계이다.

배당주의 가격은 밸류에이션 멀티플보다는 DPS와 주가로 계산되는 배당수익률에 앵커링되는 경향이 강하다.

시장 및 주가 상승의 반대급부로 기대되는 배당수익률 수준은 과거보다 하락한 상황이다. 문제는 증시 호조로 주가가 상승하면서 반대급부로 배당수익률은 하락한 상황이며, 보험사 자본정책 특성상 배당가능이익이 확보되더라도 단기적으로 큰 폭의 배당 증가는 어렵다는 것이다. 낮아진 배당수익률은 멀티플이 높아졌음을 의미하는데, 이에 대한 합리성 증명이 요구되는 상황이다.

>>> Top Picks: 미래에셋증권/삼성생명

업종 내에서 멀티플의 벽을 깰 가능성이 가장 높은 미래에셋증권과 삼성생명을 최선호주로 지속 제시한다.

미래에셋증권은 내수산업/성장성 제약이라는 증권 업종 멀티플의 벽을 해외 진출/핵심기업 투자/암호화폐라는 무기로 돌파하고 있으며, 로빈후드/소프트뱅크와 같은 비즈니스모델의 구조적 전환과 멀티플 확장이 기대된다.

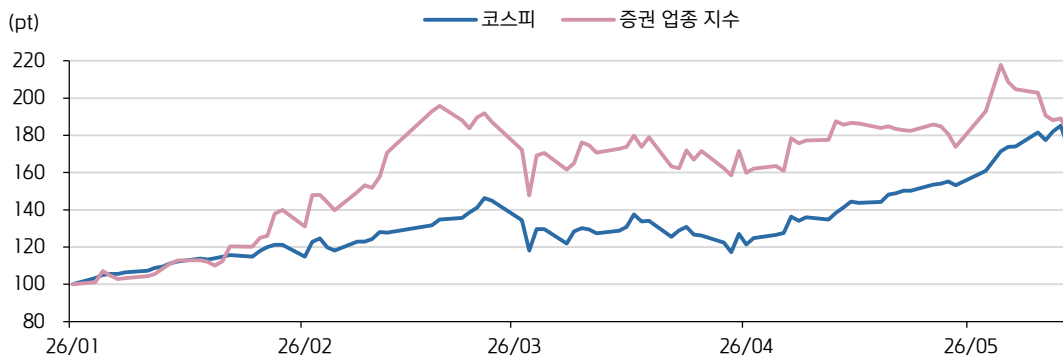
삼성생명은 낮은 배당수익률을 보유 중인 삼성전자 지분가치와 그룹 내의 지위로 설명이 가능하다. 특히 삼성전자 특별배당 지급 시 내년 1분기 6조원의 배당수익이 반영될 것으로 예상된다. 장기적으로는 기업가치 증가가 주주가치 제고로 연결되면서 멀티플 확장이 이루어질 수 있을 것으로 예상된다.

I. 증권: 멀티플 상향이 가능할까

>>> 증권 업종, 상반기 증시 활황에 힘입어 시장수익률 상회

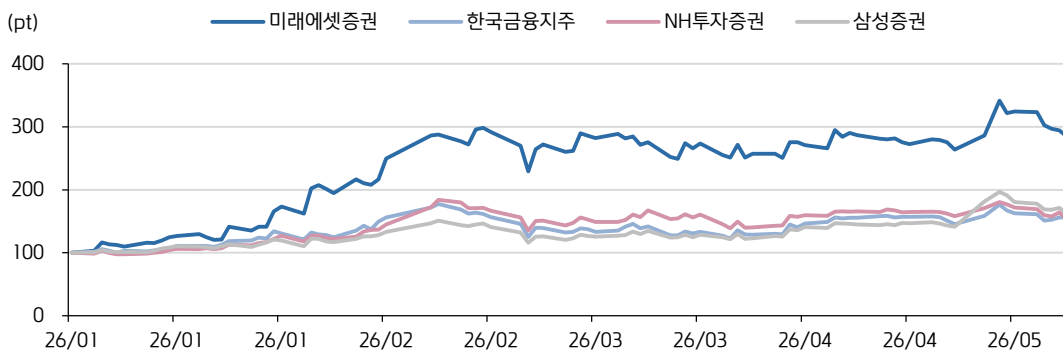
연초 이후 증권 업종은 코스피의 상승률을 상회했다. 올해 국내 증시가 활황을 보이면서 거래대금의 증가세도 지속되었고, 이에 따라 증권사들의 브로커리지 실적이 호조를 보이면서 전체적인 실적 성장을 이끌었기 때문이다. 커버리지 내 증권사 중에는 미래에셋증권의 주가 상승률이 특히 높았는데, 스페이스 X의 상장이 임박한 것으로 알려짐에 따라 보유 중인 지분가치의 평가이익이 부각되었기 때문인 것으로 보인다.

상반기 코스피 지수와 증권 업종 지수의 흐름



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

커버리지 증권사의 상반기 주가 흐름 추이



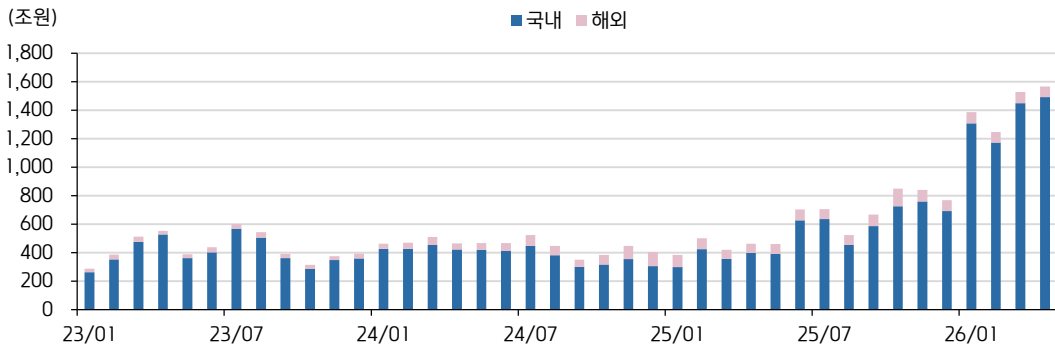
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

증시 거래대금 등 브로커리지 관련 주요 지표는 하반기에도 양호한 흐름이 이어질 것으로 예상된다. 4월 월간 국내 증시 거래대금은 역대 최대인 1,492 조원을 기록했으며, 5월 중순인 현재는 최근까지의 기초가 이어진다면 2,000 조원 이상의 월간 거래대금을 기록할 것으로 예상된다. 작년 국내 증시의 일평균 거래대금은 26.2 조원이었는데, 올해 현재까지의 일평균 거래대금은 71.6 조원으로 173% 증가한 수준을 기록하고 있다.

국내 증시 거래대금의 증가세가 이어지고 있는 바 하반기에도 전년대비 높은 수준의 거래대금이 이어질 것으로 예상되는데, 그 이유로는 첫째, 하반기 증시 상승이 둔화되더라도 과거 사례를 봤을 때 거래대금이 단기간에 급격히 감소하지는 않기 때문이다. 이전 국내 증시 상승장이었던 2020~2021년의 거래대금 추이를 살펴보면, 코스피 지수는 2021년 6월 최고점을 기록했지만 증시 거래대금은 한동안 높은 수준에서 유지되었다. 통상 거래대금의 감소는 증시의 하락을 더디게 반영하기 때문이다.

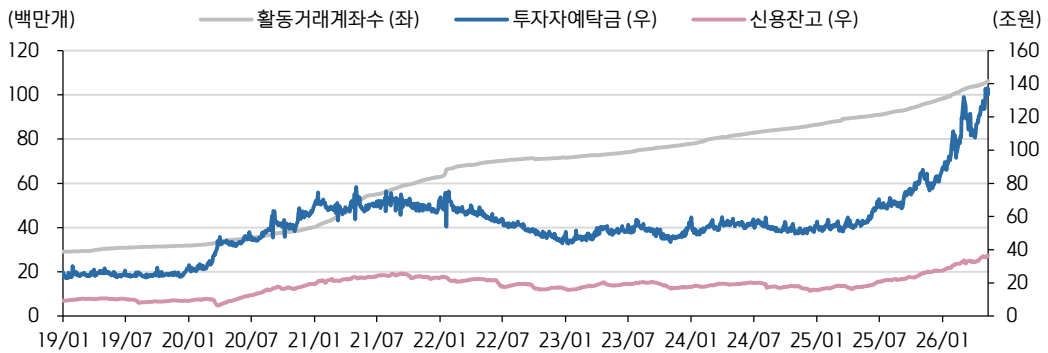
하반기 국내 증시 거래대금이 높은 수준을 유지할 것으로 보는 두 번째는 주식활동거래계좌수와 투자자예탁금 등 국민의 증시 참여도를 나타내는 지표 역시 꾸준히 높아지고 있기 때문이다. 투자자예탁금의 꾸준한 증가는 우리나라 가구 자산에서 주식이 차지하는 비중이 상승하는 '머니 무브'가 일어나고 있다는 것을 의미한다. 증시 유입을 대기 중인 성격의 자금이 늘어나고 있어 향후 거래대금 역시 빠르게 감소하기는 어려울 것으로 예상된다.

국내 및 해외 월간 거래대금 추이



자료: 한국거래소, FnGuide, NXT, 키움증권 리서치센터

국내 활동거래계좌수, 투자자예탁금, 신용잔고 추이



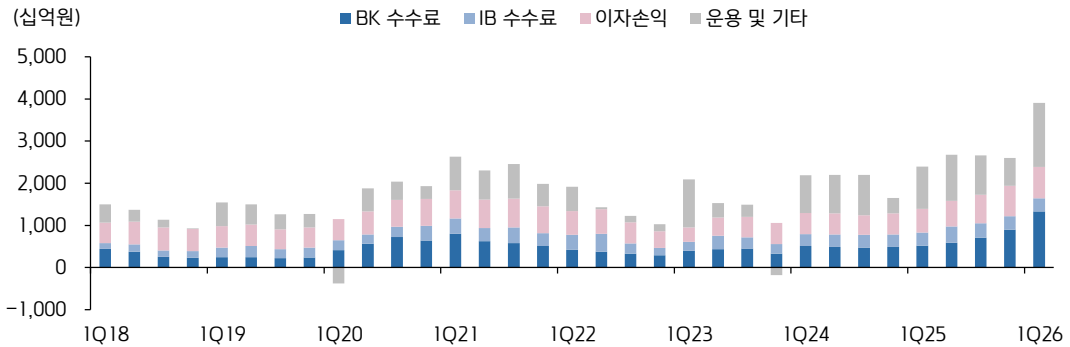
자료: 금융투자협회, 키움증권 리서치센터

>>> 실적 호조는 하반기에도 이어질 것으로 전망

하반기 증권사 실적은 브로커리지 호조와 더불어 타 부문도 견조할 것으로 예상된다. IPO 를 포함한 기업금융이나 부동산 PF 주관 등 IB 부문의 업황 회복은 더딜 것으로 예상되나, 이전보다 늘어난 자본을 기반으로 이자수익 증가와 올해 글로벌 증시 활황에 따른 투자자산 가치 상승 등이 실적을 견인할 것으로 보인다.

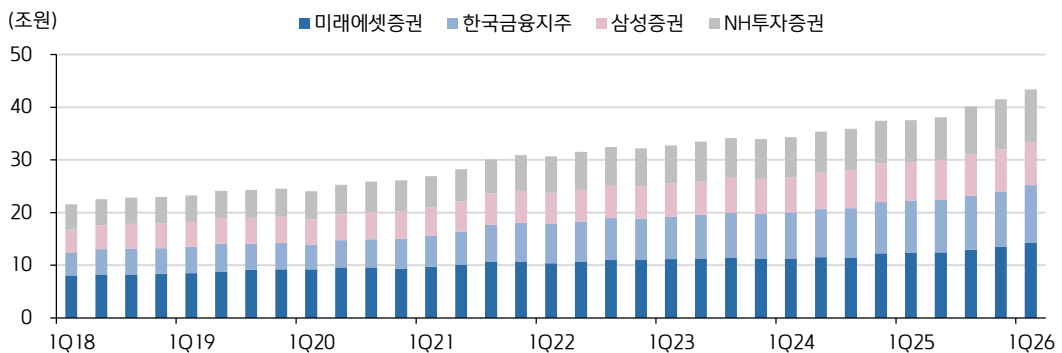
증권사들의 수익은 크게 수수료수익과 금융수익으로 구분할 수 있는데, 수수료수익은 브로커리지와 기업금융 딜 수행 등을 통한 수수료 수취에서 발생하며 금융수익은 신용공여를 통한 이자수익 혹은 고유자본 운용을 통해 얻어진다. 최근 증권사들은 수수료수익보다는 자본 확대 및 이를 기반으로 한 금융수익 극대화 전략을 취하고 있다. 자본 수익성에 따라 실적은 달라질 수 있으나, 실적 안정성이 높은 이자수익의 실적 기여가 확대되었다는 것을 감안한다면 이전보다 큰 폭으로 증가한 자본이 당분간 증권사들의 실적 향상에 기여할 수 있을 것으로 예상된다.

커버리지 증권사의 합산 부문별 순영업수익 구성



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

커버리지 증권사의 자본 규모 추이

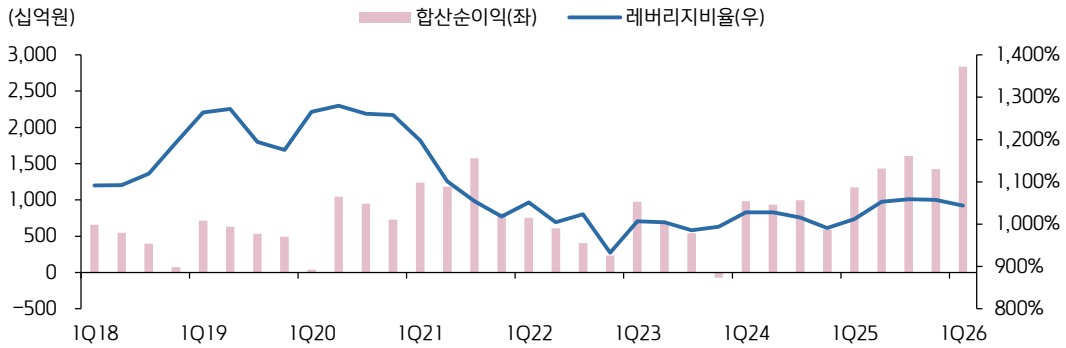


자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

더불어 레버리지비율도 상향될 전망이다. 통상 증권사의 레버리지비율은 증권사 실적에 선행하는 경향이 있는데, 업황이 좋을 것으로 기대될 때는 수익성 향상을 위해 추가 자금을 확보하는 반면 업황이 부진할 것으로 예상될 때에는 수익성 방어를 위해 레버리지비율을 축소시키기 때문이다.

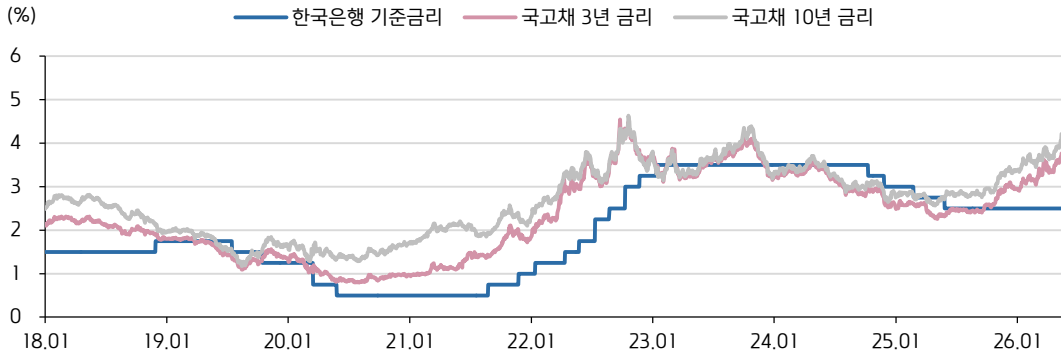
과거 2010년대 후반 금리가 낮아질 때 증권사들은 추가 차입을 통해 레버리지비율을 상향시켜 수익성을 극대화한 반면 2020년대 초반 금리 상승기에는 조달비용 축소를 위해 차입을 줄여왔다. 올해 시중금리가 점진적으로 상승하고 있기는 하나, 기업의 투자 확대 등으로 증권사들의 자금 공급처가 다양해짐에 따라 증권사들의 레버리지비율 상승 및 이에 기반한 실적 증가가 이어질 가능성이 높다고 판단한다. 금융당국의 IMA/발행어음 인가 등 증권업 활성화 방안 등 역시 증권사 레버리지비율 상승 및 수익성 향상에 기여할 것으로 예상된다.

커버리지 증권사의 합산순이익 및 평균 레버리지비율 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

한국은행 기준금리, 국고채 3년, 10년 금리 추이



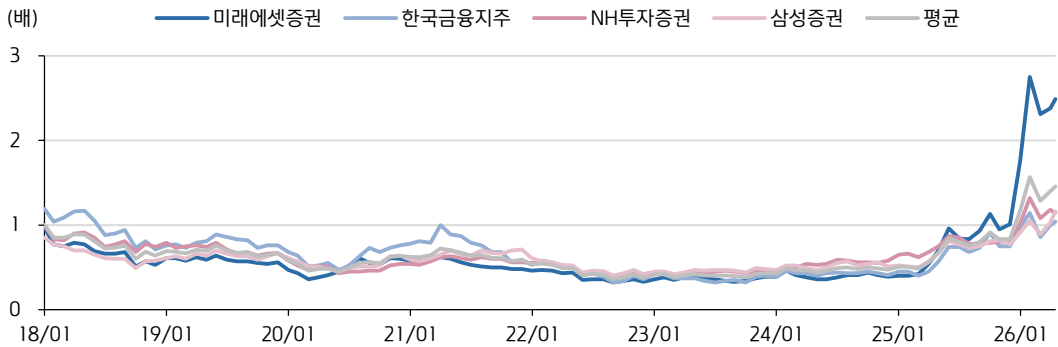
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

>>> 주가 추가 상승은 멀티플의 벽을 깨는지 여부가 중요

증권 업종의 실적 호조는 이어질 것으로 예상되나, 주가 상승세를 이어가기 위해서는 멀티플의 벽을 깰 수 있는지 여부가 중요할 것으로 예상된다. 최근 높은 업종 주가 수익률을 이어가면서 PBR 멀티플 역시 상승하기는 했으나, 업종 평균 PBR 은 아직 1 배 중반에 불과하며 미래에셋증권을 제외한 타 증권사의 PBR 멀티플은 여전히 1 배 전후에 머물고 있다. 장기적으로 증권 업종의 PBR 은 2011 년 1~1.5 배를 기록한 이후 줄곧 하락세에 있다가 최근에서야 비슷한 수준까지 상승한 것이다.

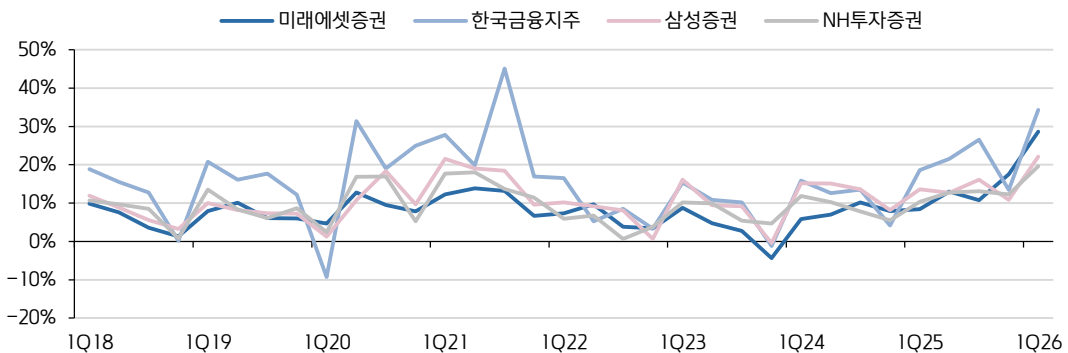
통상 PBR 멀티플은 ROE 에 연동되는 것으로 알려져 있으나, 실제로 주식시장에서는 이와 다른 양상이 전개되고 있다. 올해 1 분기 증권사들의 ROE 가 20~30%를 기록하는 등 이전보다 크게 향상되었다는 점을 감안하면 이와 연동하여 PBR 이 지금보다 더 상승하더라도 납득할 수 있는 수준일 것이다. 그러나 ROE 의 상승분이 PBR 에 미치는 영향은 생각보다 적었으며, ROE 의 순위와 PBR 의 순위가 반드시 같은 것도 아니었고, 특히 최근에는 상대적으로 그간 ROE 가 낮았던 미래에셋증권이 독보적인 PBR 상승을 보였다.

커버리지 증권사의 12M fwd PBR 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

커버리지 증권사의 분기별 연환산 ROE 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

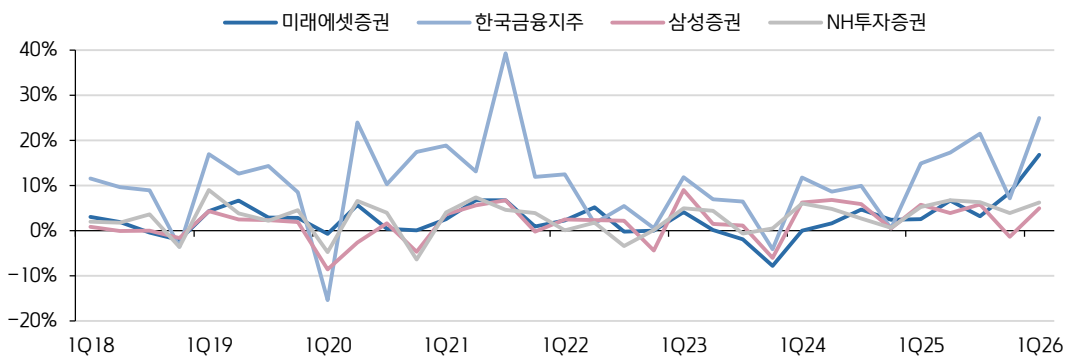
시장에서 증권 업종의 멀티플이 좀처럼 상향되지 않는 이유는 다음과 같다고 판단한다.

첫째, 내수 산업으로 성장성이 제한적이기 때문이다. 증권을 포함한 금융업은 감독규제가 원활하지 않을 경우 국가경제에 시스템 리스크를 불러올 수 있다는 특징으로 자연스럽게 대표적인 규제산업이 되었다. 특히 한 나라의 금융업이 대규모 외국 자본에 노출될 경우에는 경제 시스템 자체가 자본시장의 논리에 따라 경제 시스템 자체가 흔들릴 우려가 있다. 이에 따라 대부분의 국가들은 자국의 금융업을 엄격한 규제를 통해 보호하고 있으며, 금융업의 해외 진출은 그만큼 기대하기 어렵다. 통상 이익이나 자본에 대한 주가의 멀티플은 기업의 성장성에 의해 부여된다는 점을 감안했을 때, 해외 진출이 어려운 금융 업종의 멀티플 상향은 좀처럼 어려울 것으로 보인다.

둘째, 자본을 활용한 투자 비즈니스의 수익성은 제한적이다. 즉 증권사 ROE 의 추가 상승은 구조적으로 어렵다. 이전 증권사의 PBR 추이를 보면 대체로 꾸준히 10% 내외의 ROE 를 기록하는 것처럼 보이나, 아래 그래프처럼 위탁매매수수료손익을 제외한다면 ROE 수준은 5% 내외로 감소한다. 더욱 중요한 점은 ROE 가 좀처럼 좁은 범위에서 변하지 않는다는 것인데, 자본 비즈니스는 기본적으로 가능한 낮은 금리로 자금을 조달해서 가능한 높은 금리에 분배하며 그 과정에서 마진을 수익으로 인식하는, 유통업과 유사한 비즈니스 모델을 가지고 있다. 물론 추가 차입을 통한 레버리지 극대화 시에는 자본 효율성이 향상될 수 있으나 레버리지 역시 상단은 규제 등(레버리지비율 1100% 제한 등)으로 인해 막혀 있다. 보다 높은 리스크를 감수하면서 자본 비즈니스의 마진을 향상시킬 수는 있으나, 해당 마진이 구조적 조달 경쟁력이나 운영 역량에서 비롯된 것이 아니라 더 높은 신용위험, 유동성위험, 만기 미스매치, 비유동성 자산 익스포저 확대의 결과라면, 이는 초과수익력이 아니라 위험 프리미엄의 반영으로 해석하는 것이 타당하다. 즉 높은 수익성이 주가 멀티플 확대로 이어지기는 어려울 것이다.

단적인 예로 3Q21 한국금융지주와 1Q26 미래에셋증권을 들 수 있다. 한국금융지주는 당시 카카오뱅크 상장에 따른 평가이익이 반영되며 ROE 의 상승폭이 매우 컸으나, PBR 멀티플 상승폭은 1Q26 스페이스 X 평가이익이 반영된 미래에셋증권이 훨씬 높았다. 이는 시장에서 단순히 자본 비즈니스의 지분가치 혹은 ROE 의 상승보다는 글로벌 핵심 기업과의 커넥션을 멀티플 향상의 근거로 반영했음을 유추해볼 수 있다.

커버리지 증권사의 위탁매매수수료손익을 제외한 분기별 연환산 ROE 추이



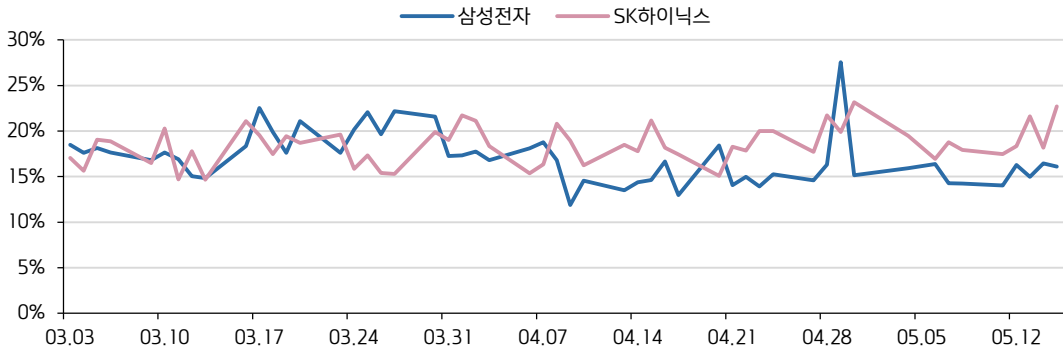
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

실적이 좋더라도 주가가 BPS 혹은 EPS의 성장률을 초과하는 수익률을 위해서는 결국 멀티플이 상향되어야 한다.

현재 증권 업종 멀티플의 벽을 깨고 있는 기업은 미래에셋증권이 유일한데, 그 동력은 크게 1) 스페이스 X 등 글로벌 핵심 기업과의 관계, 2) 해외법인의 유의미한 실적 기여, 3) 암호화폐와 자산 토큰화 모멘텀 등 세 가지로 판단한다. 글로벌 핵심 기업과의 관계는 투자한 지분가치의 평가이익도 있으나, 2020년대 초반부터 우주/AI 관련 다양한 혁신 기업에 투자해온 바 피투자기업들과의 관계 자체가 경쟁력으로 작용할 수 있다. 미래에셋증권의 해외법인은 1Q26 세전 2,432억원의 이익을 기록하며 해외 실적 기여 비중이 거의 없는 증권 업종 대비 독보적인 모습을 보였으며 전략적으로도 현지 리테일 라이선스 획득 등 적극적인 모습이다. 암호화폐 관련으로는 업종 내에서 가장 빠르게 전통/디지털자산 통합 투자 플랫폼을 구축할 것으로 예상된다. 모두 성장과 수익성이 향상될 수 있는 기대감을 가질 수 있는 요인들로 멀티플 향상에 기여하고 있다.

그 외로 현재 업종 내 멀티플 상향 요인으로 기대할 수 있는 것은 외국인 통합계좌를 통한 브로커리지 수익 확대이다. 이전까지는 없었던 비즈니스 모델로 아직 성장성의 상방이 열려있다는 점에서 멀티플 향상이 이루어질 가능성이 있다. 다만 아직까지는 여의치 않은 모습인데, 5월 12일부터 정식적으로 서비스를 시작한 것으로 알려진 삼성증권의 경우 해당 창구를 통한 거래량 증가가 두드러지게 나타나고 있지는 않기 때문이다. 국내 증시 대표 종목인 삼성전자와 SK하이닉스의 거래량 중 삼성증권을 통한 물량의 비중은 외국인 통합계좌 정식 출범 전후로 크게 달라지지는 않은 모습이다. 다만 아직 사업 운영 초기에 불과하며, 당분간은 향후 외국인 통합계좌가 거래량 변동에 미치는 영향을 주목할 필요가 있다.

일자별 삼성증권 창구의 삼성전자와 SK하이닉스 거래량 비중 추이



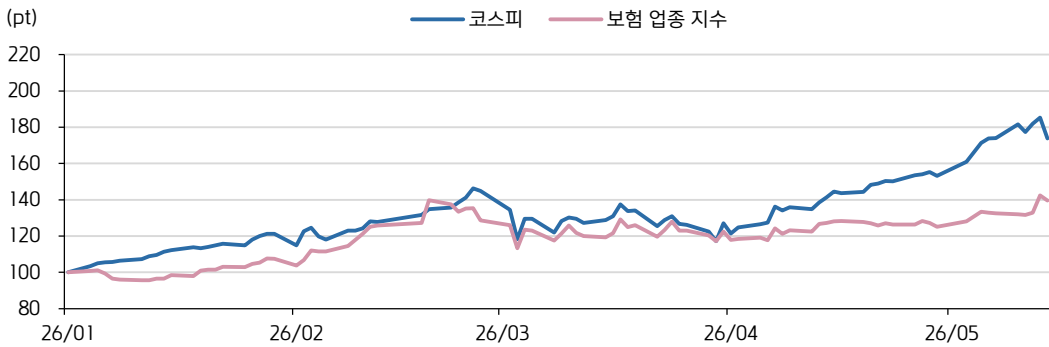
자료: 한국거래소, 키움증권 리서치센터

II. 보험: 수급 개선 기대되나 아직은 회복 단계

>>> 보험 업종, 상반기 업황 부진으로 시장수익률 하회

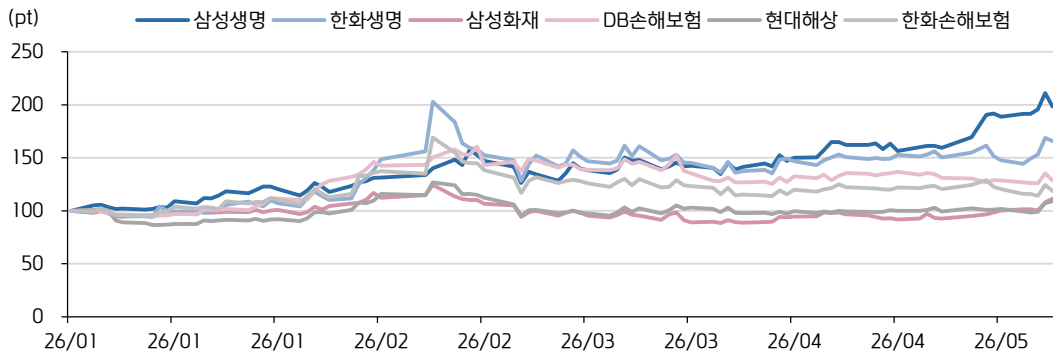
연초 이후 보험 업종은 코스피의 상승률을 하회했다. 2023년 IFRS17 도입 이후 규제와 업황 부진 등 부정적인 환경이 이어지고 있으며, 증시가 활황을 보임에 따라 방어주 성격을 가진 보험주는 상승 랠리에서 소외되는 모습이었다. 커버리지 보험사 중에서는 삼성생명과 한화생명 등 생명보험사의 주가 상승폭이 높았는데, 삼성생명은 보유한 삼성전자의 지분가치가 두드러졌으며 한화생명은 그룹 지배구조 개편 기대감 등이 반영된 영향으로 판단한다.

상반기 코스피 지수와 보험 업종 지수의 흐름



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

커버리지 보험사의 상반기 주가 흐름 추이



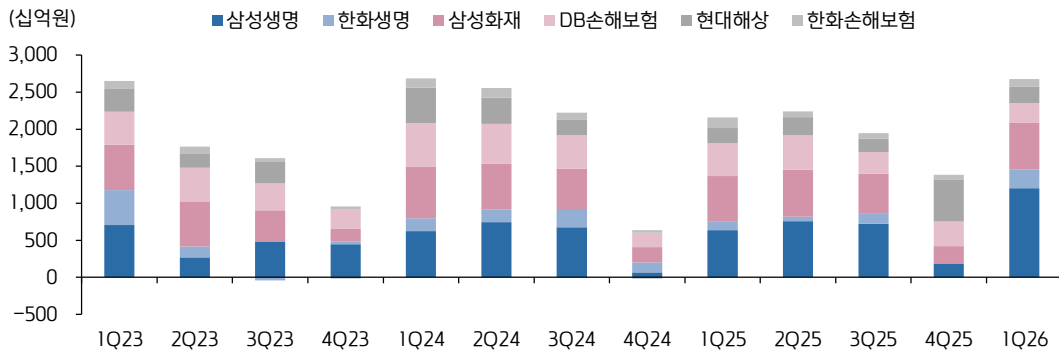
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

>>> 안정적인 실적 흐름 확보가 먼저 이루어져야 함

IFRS17 도입 이후 보험사들의 실적은 전반적으로 좀처럼 증가하지 않고 있으며, 분기별 실적 안정성도 아직까지 확보되지 못한 모습이다. 보험사의 실적 안정성이 낮아진 이유로는 크게 세 가지를 들 수 있다. 이는 1) 규제 적용에 따른 일회성 비용 반영 및 CSM 감소, 2) 신계약 판매 경쟁 심화 및 신규 담보 상품 판매 확대에 기인한 손해율과 예실차 악화, 3) 자동차보험 요율 인하 누적 및 손해율 상승에 따른 실적 악화 등이다.

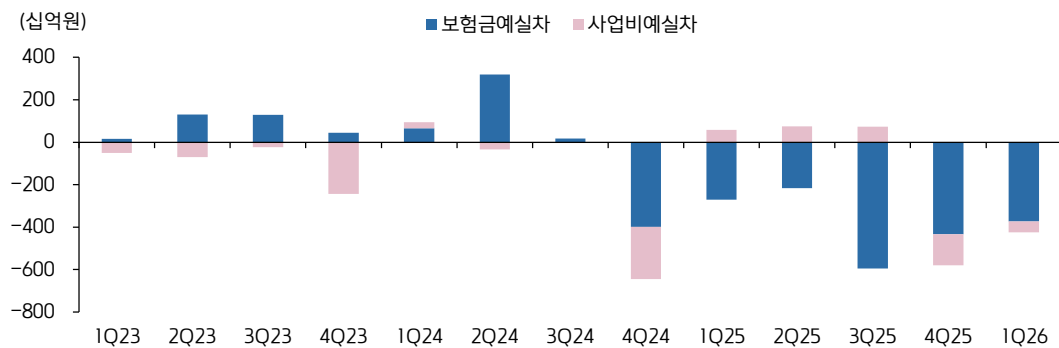
규제에 따른 실적 영향은 대부분 반영되었으며 자동차보험 손해율도 실적에는 점진적으로 반영되어 실적 안정성에 미치는 영향은 상대적으로 작다. 아직까지 실적 안정성을 확보하지 못하고 있는 원인은 예실차 악화 때문인데, 시간이 지날수록 오히려 음의 예실차가 커지고 있는 모습이다. 이는 작년 의료파업 완화에 따른 보험금 증가의 영향도 있겠지만, 근본적으로는 과거 판매한 신담보 상품의 손해율 상승이 주요 원인이다. 신담보 상품에 대해서는 당국의 규제가 적용될 예정이며 보험사 자체적으로도 최근에는 판매 물량보다는 질적 개선에 집중하고 있기는 하나, 상품 판매가 약 3년에 달하는 기간 동안 누적되어 온 만큼 그 영향이 해소되어 예실차가 개선되는 데에는 시간이 좀 더 걸릴 것으로 예상된다.

커버리지 보험사의 순이익 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

커버리지 보험사의 합산 예실차손익 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

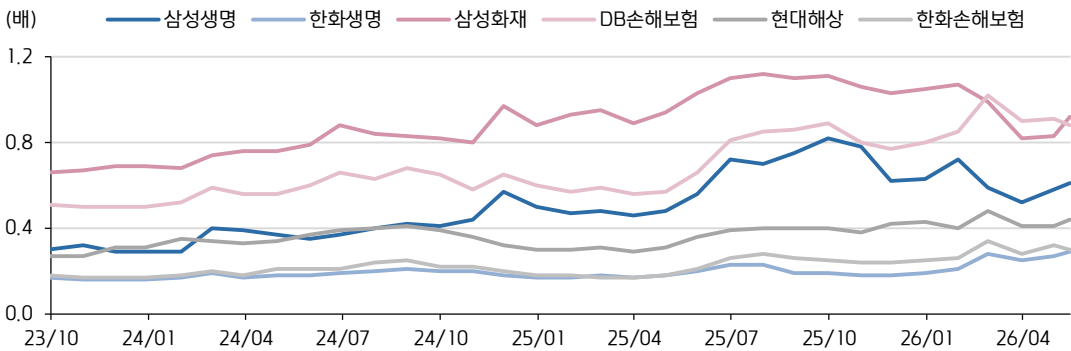
>>> 실적 개선을 가정하더라도 배당에 대한 프리미엄은 낮아진 상황

보험주는 대표적인 방어주이자 배당주로, 투자자에 대한 유인 중 배당이 상당한 비중을 차지할 것으로 판단된다. 만약 향후 보험사들의 실적이 개선되더라도 배당에 대한 기대감이 같이 높아지기는 다소 무리가 있을 것으로 보이는데, 그 이유는 1) 해약한급금준비금 제도 개선이 이루어지지 않을 경우 삼성생명/삼성화재/DB 손해보험 이외 보험사들의 배당 재개는 여전히 불가능하고, 2) 증시 활황에 따라 보험사 주가도 소폭 상승하면서 배당수익률은 오히려 낮아진 상황이며, 3) 최근 시증금리가 빠르게 상승하고 있어 채권금리와 비교한 배당수익률의 매력도는 하락하고 있기 때문이다.

또한, 금리 상승 등으로 자본비용의 여유가 더 생기더라도 보험사들이 주주환원을 급격하게 늘릴 수 없다는 점도 염두에 두어야 한다. 보험사들은 외부 환경 변화에 따라 자본과 실적 변동성이 크다는 특징이 있으며, 이로 인해 통상 보수적인 자본정책을 시행하게 된다. 만약 주주환원 확대에 유리한 환경이 되었다고 해서 이를 급격히 늘릴 경우 높은 기저가 형성되는 것으로, 그 이후에 외부 환경이 부정적으로 바뀌었을 때에는 이전보다 주주환원을 더 늘리기 어려울 것이다. 배당주에 대해서 시장에서는 일반적으로 단기적으로 배당의 증가율이 높은 것보다 장기적으로 꾸준히 배당을 줄이지 않은 기업에 더 높은 가치를 부여하는 바, 보험사도 마찬가지로 단기적으로 주주환원 확대에 우호적인 환경이 조성된다고 하더라도 장기적인 자본정책과 기업가치 제고 전략을 보다 우선적으로 고려할 가능성이 높다.

이러한 이유로 보험 업종은 전반적인 멀티플 상황이 어려우며, 주가수익률은 개별 종목의 모멘텀에 따라 좌우되는 경향이 강하다. 보유한 지분가치가 부각되거나, 행동주의 펀드의 지분 매입 및 경영 개입이 기대되거나 혹은 그룹 지배구조 개편 시 그룹 내 지위에 따른 가치가 새롭게 인정받을 수도 있다. 그동안 배당을 재개하지 못한 보험사라면, 향후 제도 개선 시 배당 재개에 따른 모멘텀이 있을 수도 있다. 다만 이 경우에는 보수적인 배당 추정 및 기대배당수익률이 과거 평균 배당수익률 대비 어떤 수준인지를 파악해야 보다 전략적인 투자가 가능할 것이다. 결론적으로는 보험주는 업종을 접근하기보다는 보험사들이 제각기 가진 모멘텀들에 대해 시장에서 추가적인 멀티플 부여가 가능할 지를 파악하는 것이 중요할 것으로 보인다.

커버리지 보험사의 12M fwd PBR 추이



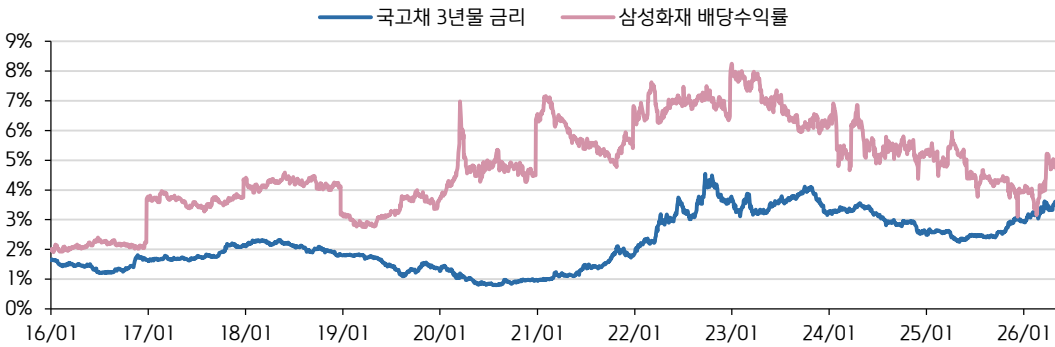
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

삼성생명의 예상 배당수익률과 국고채 3년물 금리 추이



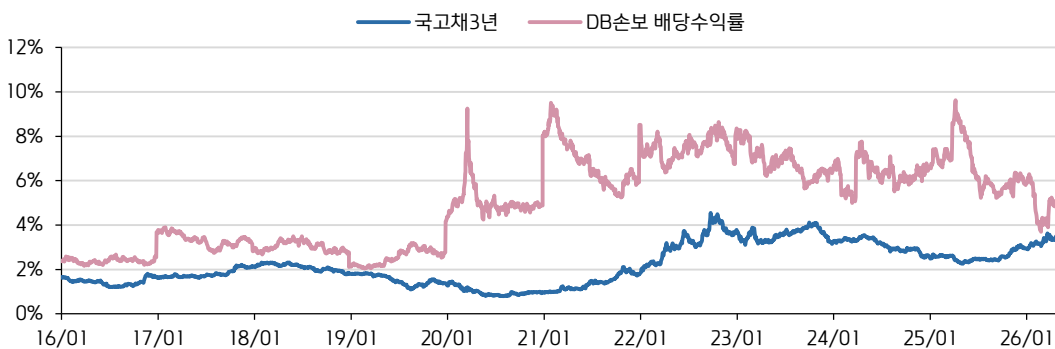
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

삼성화재의 예상 배당수익률과 국고채 3년물 금리 추이



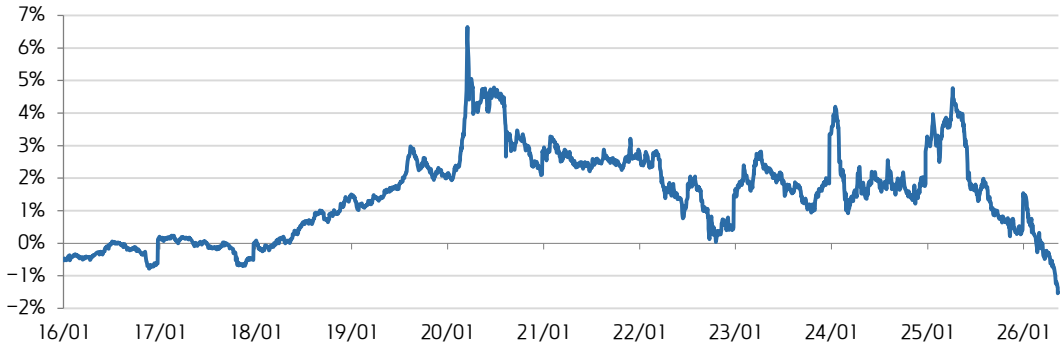
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

DB손해보험의 예상 배당수익률과 국고채 3년물 금리 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

삼성생명의 무위험수익률 대비 배당수익률의 프리미엄 (배당수익률 - 국고채 3년물 금리)



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

삼성화재의 무위험수익률 대비 배당수익률의 프리미엄 (배당수익률 - 국고채 3년물 금리)



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

DB손해보험의 무위험수익률 대비 배당수익률의 프리미엄 (배당수익률 - 국고채 3년물 금리)



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

III. 증권/보험주 주요 투자지표

증권사 Valuation Table 및 주요 지표

| | 메리츠금융지주 | 미래에셋증권 | 한국금융지주 | NH투자증권 | 삼성증권 | |
|-----------------|----------|---------|--------|---------|--------|---------|
| | BUY | BUY | BUY | BUY | BUY | |
| Valuation Table | 투자의견 | BUY | BUY | BUY | BUY | |
| | 목표주가 (원) | 170,000 | 95,000 | 310,000 | 44,000 | 180,000 |
| | 현재주가 (원) | 108,900 | 66,500 | 249,500 | 31,900 | 122,400 |
| | 상승여력 (%) | 56% | 43% | 24% | 38% | 47% |
| | 시총(십억원) | 19,818 | 37,211 | 13,904 | 11,367 | 10,930 |
| | PBR (배) | 1.98 | 2.37 | 1.00 | 1.11 | 1.15 |
| | 7.9 | 18.9 | 6.1 | 8.3 | 7.2 | |
| 순이익 (십억원) | 2023 | 2,042 | 333 | 709 | 553 | 547 |
| | 2024 | 2,306 | 894 | 1,039 | 687 | 899 |
| | 2025 | 2,300 | 1,594 | 2,024 | 1,032 | 1,007 |
| | 2026F | 2,446 | 3,132 | 2,669 | 1,721 | 1,602 |
| 증가율 (% YoY) | 2024 | 13 | 168 | 47 | 24 | 64 |
| | 2025 | (0) | 78 | 95 | 50 | 12 |
| | 2026F | 6 | 97 | 32 | 67 | 59 |
| ROE (%) | 2024 | 22.2 | 7.6 | 11.4 | 8.7 | 12.9 |
| | 2025 | 20.9 | 12.4 | 20.0 | 11.7 | 13.1 |
| | 2026F | 21.3 | 22.1 | 24.2 | 17.3 | 19.1 |
| DPS (원) | 2023 | 2,360 | 150 | 2,650 | 800 | 2,200 |
| | 2024 | 1,350 | 250 | 3,980 | 950 | 3,500 |
| | 2025 | 0 | 300 | 8,690 | 1,300 | 4,000 |
| | 2026F | 0 | 1,000 | 11,500 | 2,000 | 6,600 |
| 증가율 (% YoY) | 2024 | (43) | 67 | 50 | 19 | 59 |
| | 2025 | (100) | 20 | 118 | 37 | 14 |
| | 2026F | - | 233 | 32 | 54 | 65 |
| 배당성향 (%) | 2023 | 22 | 21 | 20 | 48 | 36 |
| | 2024 | 11 | 12 | 20 | 48 | 35 |
| | 2025 | 0 | 8 | 23 | 45 | 35 |
| | 2026F | 0 | 14 | 23 | 41 | 37 |
| 배당수익률 (%) | 2023 | 4.0 | 1.5 | 4.3 | 7.7 | 5.7 |
| | 2024 | 1.3 | 1.8 | 5.6 | 6.8 | 8.0 |
| | 2025 | - | 1.4 | 5.4 | 6.2 | 5.3 |
| | 2026F | - | 1.5 | 4.6 | 6.3 | 5.4 |
| 주주환원수익률(%) | 2023 | 9.4 | 1.5 | 4.3 | 7.7 | 5.7 |
| | 2024 | 5.6 | 5.0 | 5.6 | 8.2 | 8.0 |
| | 2025 | 6.6 | 3.6 | 5.4 | 6.8 | 5.3 |
| | 2026F | 9.0 | 3.7 | 4.6 | 6.9 | 5.4 |

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

보험사 Valuation Table 및 주요 지표

| | | 삼성생명 | 삼성화재 | DB손해보험 |
|-------------|----------|--------|--------|--------|
| Valuation | 시총 (십억원) | 71,000 | 25,270 | 10,179 |
| | PBR (배) | 0.70 | 0.94 | 0.81 |
| | PER (배) | 23.3 | 12.4 | 6.4 |
| 순이익 (십억원) | 2024 | 2,107 | 2,074 | 1,772 |
| | 2025 | 2,303 | 2,018 | 1,535 |
| | 2026F | 2,945 | 2,118 | 1,574 |
| 증가율 (% YoY) | 2025 | 9 | (3) | (13) |
| | 2026F | 28 | 5 | 3 |
| ROE (%) | 2024 | 5.5 | 13.1 | 20.7 |
| | 2025 | 4.7 | 10.9 | 16.8 |
| | 2026F | 4.2 | 9.3 | 15.8 |
| DPS (원) | 2023 | 3,700 | 16,000 | 5,300 |
| | 2024 | 4,500 | 19,000 | 6,800 |
| | 2025 | 5,300 | 19,500 | 7,600 |
| 증가율 (% YoY) | 2024 | 22 | 19 | 28 |
| | 2025 | 18 | 3 | 12 |
| | 2026F | 32 | 18 | 11 |
| 배당성장 (%) | 2024 | 35 | 36 | 23 |
| | 2025 | 38 | 38 | 30 |
| | 2026F | 42 | 43 | 32 |
| 배당수익률 (%) | 2023 | 5.4 | 6.1 | 6.3 |
| | 2024 | 4.7 | 5.3 | 6.6 |
| | 2025 | 3.4 | 3.9 | 5.8 |
| | 2026F | 2.0 | 4.1 | 5.4 |
| 주주환원수익률(%) | 2023 | 5.4 | 6.1 | 6.3 |
| | 2024 | 4.7 | 5.3 | 6.6 |
| | 2025 | 3.4 | 6.4 | 5.8 |
| | 2026F | 2.0 | 7.2 | 5.4 |

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



기업분석

미래에셋증권
(006800)

BUY(Maintain)/목표주가 90,000원
새로운 영역으로의 도전

삼성생명
(032830)

BUY(Maintain)/목표주가 450,000원(상향)
내년 배당수익 6조원 전망

삼성증권
(016360)

BUY(Maintain)/목표주가 180,000원
안정적 실적에 멀티플 상향 기대

NH투자증권
(005940)

BUY(Maintain)/목표주가 44,000원
늘어난 자본이 이익 증가로 연결될 것

한국금융지주
(071050)

BUY(Maintain)/목표주가 310,000원
멀티플 향상의 조건을 찾아라

메리츠금융지주
(138040)

BUY(Maintain)/목표주가 170,000원
추가 하방 리스크는 제한적

한화생명
(088350)

BUY(Maintain)/목표주가 8,500원
우려는 완화, 기대감은 부각

한화손해보험
(000370)

BUY(Re-initiate)/목표주가 9,000원
회복 사이클 진입

현대해상
(001450)

Outperform(Maintain)/목표주가 42,000원(상향)
배당 재개를 가정해보면

DB손해보험
(005830)

BUY(Maintain)/목표주가 250,000원
1Q 부진에도 배당 증가 무리 없을 것

삼성화재
(000810)

BUY(Maintain)/목표주가 750,000원
안정적인 투자릿수 배당 성장 전망

미래에셋증권 (006800)



BUY(Maintain)

목표주가 90,000원

주가(5/21) 66,500원

보험/증권/지주 Analyst 안영준

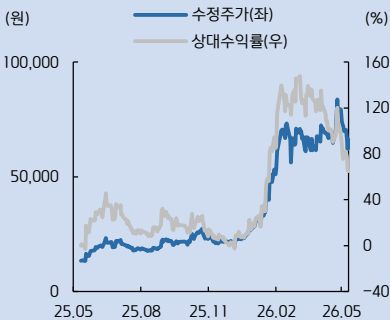
Stock Data

| | | | |
|--------------|------------|---------|---------|
| KOSPI | 7,815.59pt | | |
| 시가총액 | 372,112억 원 | | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 | |
| | 83,800원 | 13,342원 | |
| 최고/최저가 대비 등락 | -20.64% | 398.43% | |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 | |
| | 1M | -3.8% | 21.0% |
| | 6M | 215.0% | 325.2% |
| | 1Y | 397.3% | 1001.2% |

Company Data

| | |
|-------------|----------------------|
| 발행주식수 | 739,392천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 5,338천주 |
| 외국인 지분율 | 11.78% |
| 배당수익률(26E) | 1.3% |
| BPS(26E) | 26,826원 |
| 주요 주주 | 미래에셋캐피탈 외 20인 33.22% |

Price Trend



새로운 영역으로의 도전

>>> 멀티플의 벽을 깨는 시도 중

1분기 실적은 스페이스X 평가이익에 힘입어 전년대비 큰 폭의 성장을 기록했으며, 향후 기업가치 증가에 따라 지분가치도 추가적으로 증가할 것인 바 연간 실적도 큰 폭의 성장이 예상된다. 스페이스X 투자는 단순 평가이익을 넘어 그 이상의 의미가 있다고 판단하는데, 글로벌 탐티어 기업과의 관계 구축은 추가적인 딜 소싱 역량으로 연결될 수 있기 때문이다. 특히 과거부터 지속적으로 추진해온 글로벌 진출 전략과 연계되면서 높은 사업 확장성도 기대된다. 동시에 암호화폐 사업에도 적극적인 모습인 바 국내 시장 개화 시 시장을 선점할 가능성이 매우 높다.

혁신기업 투자라는 새로운 비즈니스의 진출, 증권업의 글로벌 진출에 따른 높은 성장성, 암호화폐 등 신사업에 대한 선제적인 대응 등 다양한 근거를 기반으로 그간 고착화된 국내 증권 업종 멀티플의 벽을 파괴하는 시도를 하고 있다.

>>> 로빈후드 혹은 소프트뱅크의 사례

미국 개인투자자 대상 주식거래 플랫폼으로 출발한 로빈후드는 암호화폐와 자산 토큰화로 사업영역을 확장하며 브로커리지 이상의 플랫폼 가치를 인정받기 시작했고, 이는 멀티플 확장으로 이어졌다. 소프트뱅크 또한 통신사업자에서 글로벌 기술 투자지주회사로 정체성을 전환하며 기존 밸류에이션 프레임에서 벗어났다. 우리는 어쩌면 국내 기업 중에서도 그런 변화를 목격하게 될 지도 모른다. 현재로서 그 가능성이 가장 큰 증권사는 미래에셋증권이다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 순영업이익 | 1,478.3 | 2,070.6 | 2,512.2 | 3,232.5 | 3,424.3 |
| 영업이익 | 507.0 | 893.9 | 1,131.2 | 1,555.4 | 1,718.1 |
| 세전이익 | 232.8 | 897.8 | 786.5 | 1,478.8 | 1,671.6 |
| 당기순이익 | 333.3 | 893.7 | 1,593.6 | 3,132.2 | 2,112.4 |
| 지배주주순이익 | 322.4 | 887.6 | 1,579.8 | 3,108.1 | 2,095.0 |
| ROE | 3.1 | 7.6 | 12.4 | 22.1 | 13.8 |
| ROA | 0.3 | 0.7 | 1.1 | 2.0 | 1.3 |
| EPS | 533 | 1,516 | 2,770 | 5,597 | 3,877 |
| BPS | 18,507 | 20,897 | 23,651 | 26,826 | 29,151 |
| PER | 8.6 | 7.1 | 8.3 | 13.2 | 19.0 |
| PBR | 0.4 | 0.4 | 1.0 | 2.8 | 2.5 |
| DPS | 150 | 250 | 300 | 1,000 | 1,200 |
| 배당수익률 | 1.5 | 2.3 | 1.9 | 1.3 | 1.6 |

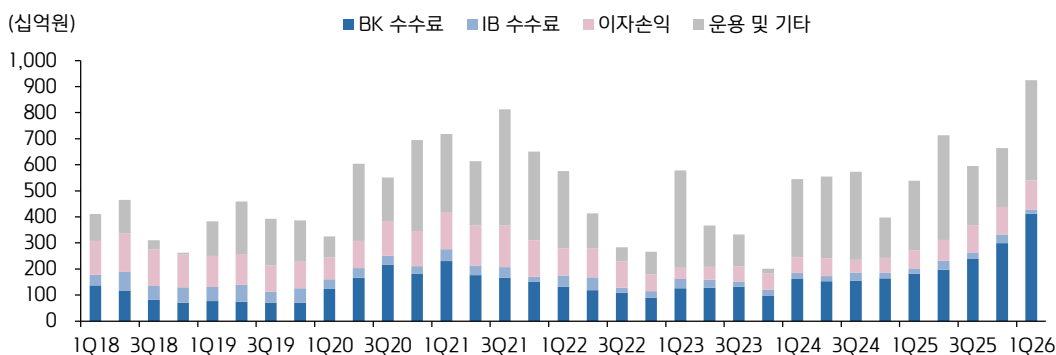
자료: 키움증권 리서치센터

미래에셋증권 분기실적 추이

| (십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025 | 2026E |
|---------|---------|--------|---------|--------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|
| 순영업수익 | 539.3 | 713.8 | 594.9 | 664.2 | 925.0 | 778.4 | 806.2 | 722.9 | 2,512.2 | 3,232.5 |
| (YoY) | -1% | 29% | 4% | 67% | 72% | 9% | 36% | 9% | 21% | 29% |
| 수수료손익 | 253.0 | 273.3 | 334.4 | 442.1 | 518.1 | 554.0 | 561.7 | 544.2 | 1,302.7 | 2,178.0 |
| 브로커리지 | 180.8 | 197.7 | 239.8 | 299.3 | 411.9 | 415.4 | 395.4 | 373.1 | 917.5 | 1,595.9 |
| IB | 21.4 | 34.3 | 23.7 | 33.0 | 16.6 | 25.5 | 26.0 | 24.7 | 112.4 | 92.8 |
| 기타 | 50.8 | 41.3 | 70.9 | 109.8 | 89.6 | 113.2 | 140.2 | 146.3 | 272.8 | 489.4 |
| 이자손익 | 70.2 | 79.7 | 104.0 | 106.3 | 112.0 | 142.0 | 116.4 | 103.1 | 360.1 | 473.5 |
| 운용 및 기타 | 216.2 | 360.8 | 156.5 | 115.9 | 294.9 | 82.4 | 128.2 | 75.6 | 849.4 | 581.0 |
| 총당금 등 | (7.7) | (5.1) | 0.3 | (8.2) | (6.6) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | (20.7) | 0.0 |
| 판관비 | 311.4 | 342.7 | 390.0 | 337.0 | 498.0 | 386.2 | 393.7 | 399.2 | 1,381.0 | 1,677.2 |
| 인건비 | 198.5 | 226.0 | 269.7 | 187.1 | 333.1 | 252.0 | 255.0 | 251.9 | 881.3 | 1,092.0 |
| 인건비 외 | 112.9 | 116.7 | 120.3 | 149.9 | 165.0 | 134.1 | 138.7 | 147.4 | 499.8 | 585.2 |
| 영업이익 | 227.9 | 371.1 | 205.0 | 327.2 | 427.0 | 392.2 | 412.5 | 323.7 | 1,131.2 | 1,555.4 |
| (YoY) | -8% | 40% | -29% | 263% | 87% | 6% | 101% | -1% | 27% | 38% |
| 영업외손익 | (104.3) | (56.4) | (116.0) | (68.0) | (28.1) | (23.1) | (15.4) | (10.0) | (344.6) | (76.5) |
| 세전이익 | 123.6 | 314.7 | 88.9 | 259.3 | 398.9 | 369.1 | 397.1 | 313.7 | 786.5 | 1,478.8 |
| 법인세비용 | 33.0 | 80.6 | 18.1 | 61.3 | 111.8 | 92.3 | 99.3 | 78.4 | 193.1 | 381.8 |
| 당기순이익 | 90.6 | 234.1 | 70.8 | 197.9 | 287.1 | 276.9 | 297.8 | 235.3 | 593.4 | 1,097.0 |
| (YoY) | -45% | 30% | -73% | 194% | 217% | 18% | 321% | 19% | -12% | 85% |
| 연결당기순이익 | 258.2 | 405.9 | 343.8 | 585.7 | 1,001.9 | 1,413.5 | 388.5 | 328.3 | 1,593.6 | 3,132.2 |
| 지배주주순이익 | 258.7 | 403.3 | 340.4 | 577.3 | 996.2 | 1,401.4 | 385.0 | 325.4 | 1,579.8 | 3,108.1 |
| (YoY) | 59% | 103% | 17% | 146% | 285% | 247% | 13% | -44% | 78% | 97% |

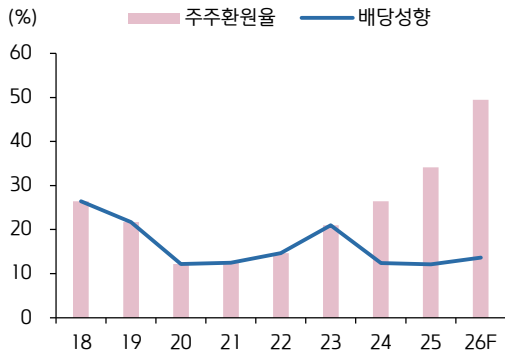
자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

미래에셋증권의 부문별 실적 추이



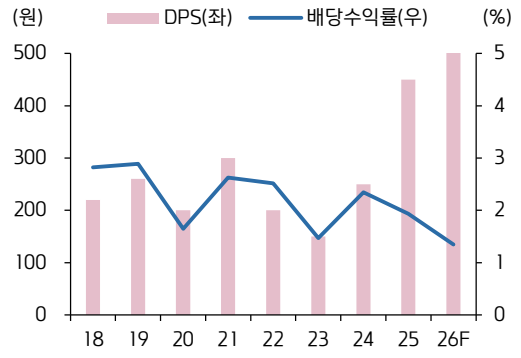
자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 순영업수익 | 1,478.3 | 2,070.6 | 2,512.2 | 3,232.5 | 3,424.3 |
| 수수료손익 | 844.6 | 971.4 | 1,302.7 | 2,178.0 | 2,269.1 |
| 브로커리지 | 482.3 | 634.4 | 917.5 | 1,595.9 | 1,580.1 |
| IB | 110.3 | 97.0 | 112.4 | 92.8 | 100.7 |
| 기타 | 251.9 | 239.9 | 272.8 | 489.4 | 588.4 |
| 이자손익 | 212.4 | 232.9 | 360.1 | 473.5 | 399.3 |
| 운용 및 기타 | 421.4 | 866.3 | 849.4 | 581.0 | 755.8 |
| 충당금 등 | (108.3) | (2.6) | (20.7) | 0.0 | 0.0 |
| 판매비 | 971.3 | 1,176.7 | 1,381.0 | 1,677.2 | 1,706.2 |
| 인건비 | 568.8 | 726.9 | 881.3 | 1,092.0 | 1,100.4 |
| 인건비 외 | 402.5 | 449.8 | 499.8 | 585.2 | 605.8 |
| 영업이익 | 507.0 | 893.9 | 1,131.2 | 1,555.4 | 1,718.1 |
| 영업외손익 | (274.2) | 3.9 | (344.6) | (76.5) | (46.5) |
| 세전이익 | 232.8 | 897.8 | 786.5 | 1,478.8 | 1,671.6 |
| 법인세비용 | (5.1) | 221.0 | 193.1 | 381.8 | 417.9 |
| 당기순이익 | 237.9 | 676.9 | 593.4 | 1,097.0 | 1,253.7 |
| 연결당기순이익 | 333.3 | 893.7 | 1,593.6 | 3,132.2 | 2,112.4 |
| 지배주주순이익 | 322.4 | 887.6 | 1,579.8 | 3,108.1 | 2,095.0 |
| 부문별 손익 비중 (%) | | | | | |
| 수수료손익 | 57 | 47 | 52 | 67 | 66 |
| 브로커리지 | 33 | 31 | 37 | 49 | 46 |
| IB | 7 | 5 | 4 | 3 | 3 |
| 자산관리 및 기타 | 17 | 12 | 11 | 15 | 17 |
| 이자손익 | 14 | 11 | 14 | 15 | 12 |
| 운용 및 기타 | 29 | 42 | 34 | 18 | 22 |
| 기타 지표 (%) | | | | | |
| 이자수익률 | 5.2 | 5.3 | 5.1 | 5.5 | 5.9 |
| 조달금리 | 3.5 | 3.3 | 2.7 | 2.8 | 3.2 |
| 스프레드 | 1.7 | 1.9 | 2.4 | 2.7 | 2.8 |
| 판매비용 | 66 | 57 | 55 | 52 | 50 |
| 인건비 | 38 | 35 | 35 | 34 | 32 |
| 인건비 외 | 27 | 22 | 20 | 18 | 18 |

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 현금및현금성자산 | 1,751 | 1,867 | 1,698 | 1,989 | 2,117 |
| FVPL 금융자산 | 44,784 | 55,246 | 67,398 | 72,391 | 74,595 |
| 지분상품자산 | 41,926 | 50,813 | 64,361 | 68,974 | 71,048 |
| 채무증권 | 1,311 | 1,670 | 1,365 | 1,448 | 1,504 |
| FVOCI 금융자산 | 16,088 | 17,578 | 14,016 | 13,997 | 14,308 |
| 채무상품 | 16,088 | 17,578 | 14,016 | 13,997 | 14,308 |
| 금융자산 | 57,590 | 54,729 | 60,996 | 66,190 | 68,428 |
| 예치금 | 6,443 | 8,651 | 8,209 | 8,138 | 8,365 |
| 대출채권 | 39,078 | 35,618 | 37,558 | 39,473 | 40,696 |
| 중속기업및관계기업지분 | 2,029 | 1,614 | 1,786 | 1,848 | 1,911 |
| 유형자산 | 519 | 534 | 573 | 583 | 599 |
| 투자부동산 | 3,725 | 3,680 | 1,801 | 2,030 | 2,135 |
| 무형자산 | 507 | 761 | 742 | 768 | 793 |
| 기타 | 1,160 | 1,182 | 1,267 | 1,460 | 1,518 |
| 자산총계 | 128,153 | 137,192 | 150,277 | 161,256 | 166,403 |
| FVPL 금융부채 | 14,158 | 11,915 | 12,122 | 12,553 | 12,958 |
| 매도파생결합증권 | 9,424 | 6,559 | 7,197 | 7,302 | 7,505 |
| 예수부채 | 10,927 | 12,230 | 17,546 | 19,186 | 19,711 |
| 차입부채 | 67,875 | 77,119 | 77,089 | 81,209 | 83,767 |
| 발행사채 | 6,976 | 7,744 | 9,757 | 10,266 | 10,518 |
| 기타 | 17,015 | 15,953 | 20,274 | 23,146 | 23,699 |
| 부채총계 | 116,950 | 124,961 | 136,789 | 146,360 | 150,652 |
| 자본금 | 4,102 | 4,102 | 4,102 | 4,123 | 4,123 |
| 자본잉여금 | 2,158 | 2,157 | 2,157 | 2,167 | 2,167 |
| 자본조정 | (359) | (360) | (246) | (215) | (215) |
| 기타포괄손익누계액 | 356 | 729 | 571 | 609 | 625 |
| 이익잉여금 | 4,788 | 5,439 | 6,729 | 8,212 | 9,050 |
| 이익준비금 | 199 | 208 | 223 | 240 | 240 |
| 대손준비금 | 69 | 111 | 115 | 146 | 146 |
| 임의적립금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 미처분이익잉여금 | 4,130 | 4,106 | 4,686 | 7,826 | 8,664 |
| 자본총계 | 11,203 | 12,231 | 13,488 | 14,897 | 15,751 |

투자지표 (I)

| | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장률 (%) | | | | | |
| 자산 | 21 | 7 | 10 | 7 | 3 |
| 부채 | 22 | 7 | 9 | 7 | 3 |
| 자본 | 8 | 9 | 10 | 10 | 6 |
| 순영업수익 | (4) | 40 | 21 | 29 | 6 |
| 수수료손익 | (6) | 15 | 34 | 67 | 4 |
| 이자손익 | (44) | 10 | 55 | 32 | (16) |
| 운용 및 기타 | 61 | 106 | (2) | (32) | 30 |
| 판매비및관리비 | (2) | 21 | 17 | 21 | 2 |
| 영업이익 | (8) | 76 | 27 | 38 | 10 |
| 당기순이익 | (40) | 184 | (12) | 85 | 14 |
| 연결당기순이익 | (49) | 168 | 78 | 97 | (33) |
| 지배주주순이익 | (50) | 175 | 78 | 97 | (33) |
| 자본적정성지표 (%) | | | | | |
| 신NCR | (118) | (58) | 1 | 65 | 133 |
| 구NCR | 96 | 98 | 100 | 102 | 104 |

투자지표 (II)

| | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 자산별 비중 (%) | | | | | |
| FVPL | 35 | 40 | 45 | 45 | 45 |
| FVOCI | 13 | 13 | 9 | 9 | 9 |
| AC | 45 | 40 | 41 | 41 | 41 |
| 주요비율 (% , 배) | | | | | |
| ROA | 0.3 | 0.7 | 1.1 | 2.0 | 1.3 |
| ROE | 3.1 | 7.6 | 12.4 | 22.1 | 13.8 |
| P/E | 8.6 | 7.1 | 8.3 | 13.2 | 19.0 |
| P/B | 0.4 | 0.4 | 1.0 | 2.8 | 2.5 |
| 주주환원지표 | | | | | |
| DPS (원) | 150 | 250 | 300 | 1,000 | 1,200 |
| 증가율(YoY, %) | (25) | 67 | 80 | 122 | 20 |
| 배당성향 (%) | 21.0 | 12.4 | 12.1 | 13.7 | 24.3 |
| 배당수익률 (%) | 1.5 | 2.3 | 1.9 | 1.3 | 1.6 |
| 현금배당액 (십억원) | 67.7 | 109.8 | 190.9 | 424.3 | 509.1 |
| 자기주식수 (천주) | 146,036 | 146,036 | 146,036 | 146,036 | 146,036 |

자료: 키움증권 리서치센터

삼성생명 (032830)



BUY(Maintain)

목표주가 450,000원 (상향)

주가(5/21) 355,000원

보험/증권/지주 Analyst 안영준

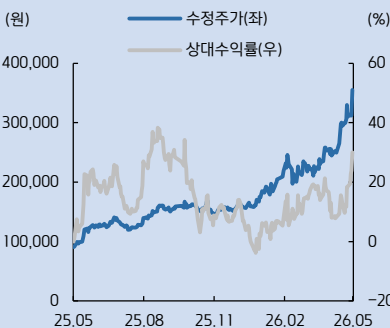
Stock Data

| | | | |
|--------------|------------|---------|--------|
| KOSPI | 7,815.59pt | | |
| 시가총액 | 710,000억 원 | | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 | |
| | 355,000원 | 90,600원 | |
| 최고/최저가 대비 등락 | 0.00% | 291.83% | |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 | |
| | 1M | 43.4% | 31.2% |
| | 6M | 145.2% | 253.0% |
| | 1Y | 291.8% | 788.9% |

Company Data

| | |
|-------------|---------------------|
| 발행주식수 | 200,000천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 452천주 |
| 외국인 지분율 | 23.31% |
| 배당수익률(26E) | 2.1% |
| BPS(26E) | 380,060원 |
| 주요 주주 | 삼성물산(주) 외 7인 43.56% |

Price Trend



내년 배당수익 6조원 전망

>>> 실적도 좋고 내년까지 모멘텀도 지속

1분기 실적은 일회성 요인 반영에 따른 투자이익 호조로 시장 기대치를 상회했으며, 이에 따라 연간 이익 성장에 대한 눈높이도 높아지고 있다. 보험손익에서도 안정적인 흐름을 유지하고 있어 무난하게 높은 연간 이익 성장률을 기록할 수 있을 것으로 예상된다.

삼성전자 지분가치 부각 모멘텀도 내년까지 이어질 것으로 기대된다. 특히 삼성전자가 이전과 같이 3개년 주주환원 정책을 시행한다면, 삼성생명이 배당수익을 인식하는 시기는 2027년 1분기가 된다.

>>> 전자 특별배당, 이론상 순이익 +6조원

지난 1월 22일 보고서를 통해 삼성전자의 2024~2026년 FCF가 당시 컨센서스인 121조원일 경우, 삼성생명은 2027년 1분기 약 1.3조원의 순이익 증가 효과를 기대할 수 있다고 언급했다. 이후 최근 삼성전자의 2024~2026년 3개년 FCF 컨센서스는 265조원까지 증가했으며, 이 경우 삼성생명이 기대할 수 있는 순이익 증가분은 6조원에 달한다. 해당 수익이 삼성생명의 주주환원 확대 재원으로 곧바로 사용되지 않더라도, 기업가치를 키우는 요인이 될 것임은 자명하다. 실적과 특별배당 외에도 지분가치 자체의 부각과 지배구조 개편 기대감 등 부가적인 모멘텀도 있으며, 멀티플 확장에 기여할 것으로 기대된다. 투자이건 BUY를 유지하고 목표주가를 45만원으로 상향조정한다. 업종 내 최선호주로 지속 제시한다.

| (실익원, IFRS 연결) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 보험이익 | 1,448.2 | 536.6 | 981.0 | 1,057.8 | 1,278.9 |
| 투자이익 | (23.7) | 1,000.9 | 691.7 | 1,147.4 | 6,587.3 |
| 영업이익 | 1,424.8 | 1,542.9 | 1,666.5 | 2,210.4 | 7,866.2 |
| 세전이익 | 1,681.2 | 1,821.3 | 2,007.0 | 2,579.1 | 8,229.0 |
| 당기순이익 | 1,382.9 | 1,486.9 | 1,699.8 | 2,108.0 | 6,725.8 |
| ROE | 4.4 | 5.5 | 4.7 | 4.2 | 18.2 |
| ROA | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 2.3 |
| EPS | 6,915 | 7,435 | 8,499 | 10,540 | 33,629 |
| BPS | 221,593 | 163,690 | 324,177 | 380,060 | 28,733 |
| PER | 7.3 | 9.0 | 13.7 | 22.4 | 8.9 |
| PBR | 0.3 | 0.6 | 0.5 | 0.9 | 11.5 |
| DPS | 3,700 | 4,500 | 5,300 | 7,000 | 15,000 |
| 배당수익률 | 5.4 | 4.7 | 3.4 | 2.1 | 4.5 |

자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자의 3개년 주주환원 정책 및 컨센서스

| (단위: 조원) | 2018 ~ 2020 | 2021 ~ 2023 | 2024 ~ 2026F |
|--------------------|-------------|-------------|--------------|
| FCF | 79.2 | 17.3 | 264.8 |
| 주주환원 자원 (FCF의 50%) | 39.6 | 8.6 | 132.4 |
| 정규 배당 총액 | 28.9 | 29.2 | 30.5 |
| 추가 주주환원 자원 | 10.7 | (20.6) | 101.8 |

주 1) FCF는 계산 방식에 따라 다소 차이가 있을 수 있음
 2) 2018~2020년 추가 주주환원 자원인 10.7조원은 전액 특별배당 재원으로 사용
 3) 2021~2023년은 FCF 미달에 따라 정규배당만 지급
 4) 2024~2026년 FCF는 5/20 FnGuide 컨센서스 기준
 자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

삼성전자 특별배당 가정 시 2027년 삼성생명의 이익 증가분 추정

| 항목 | 금액(십억원/백만주) | 비고 |
|-------------------------|-------------|--|
| 삼성전자 추가 주주환원 자원 (A) | 101,849 | 2024년 ~ 2026년 FCF 컨센서스에서 정규 배당 총액 차감 |
| 자기주식 매입 공시액 (B) | 12,500 | '24.11 3조원, '25.2 3조원, '25.7월 4조원, '26.1월 2.5조원 합계 임직원 주식보상 목적 취득 공시 포함 |
| 잔액 (C) | 89,349 | (C) = (A) - (B) |
| 전액 특별배당 시 예상 DPS (원, D) | 15,330 | (D) = (C) / 보통주 유통주식수 5,814백만주 |
| 삼성생명의 삼성전자 보유 주식수 (E) | 497,654 | 1/22 기준 |
| 예상 배당금수익 증가분 (F) | 7,629 | (F) = (D) * (E) |
| 예상 법인세비용 (G) | 1,469 | (G) = (F) * 법인세율 27.5% * 자회사 배당 익금불산입 (1-30%) |
| 예상 삼성생명 순이익 증가분 (H) | 6,161 | (H) = (F) - (G) |

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

삼성전자의 3개년 주주환원 정책

FY 2024-2026

| | | | |
|----|------------|--------|----------|
| 배당 | 연간 약 9.8조원 | 총 주주환원 | FCF의 50% |
|----|------------|--------|----------|

주주환원 정책 (FY 2024-2026)

- 2024년 1월에 2024-2026년 주주환원 정책을 발표했습니다. 주주가치 제고 및 경영 환경, 투자 전략, 재무구조 등 다각적 측면에서 심도 있게 검토했으며 기존 주주환원 정책을 유지하기로 했습니다.
- 3년간 발생하는 Free Cash Flow의 50%를 환원하고, 연간 9.8조원의 정규배당을 지급할 예정입니다.
- 매년 잔여재원을 산정하여 충분한 잔여재원이 발생할 경우 정규 배당 외에 일부 조기 추가 환원 검토 프로세스도 유지할 계획입니다.
- 3개년 주주환원 정책 대상 기간 종료 이전이라도 M&A 추진, 현금 규모 등을 감안하여 탄력적으로 새로운 주주환원 정책 발표 및 시행을 검토할 것입니다.

FY 2021-2023

| | | | |
|----|--------|--------|--------|
| 배당 | 29.4조원 | 총 주주환원 | 29.4조원 |
|----|--------|--------|--------|

주주환원 정책 (FY 2021-2023)

- 2021년 1월에 2021-2023년 주주환원 정책을 발표하였습니다. 3년간 발생하는 Free Cash Flow의 50% 환원 정책을 유지하기로 했습니다.
- 정규 배당은 매년 약 9.8조원 수준으로 지급했습니다.
- 3년간 총 Free Cash Flow는 18.8조원, 정책상 주주환원 재원인 50%는 약 9.4조원이었으며, 지급한 배당금 29.4조원은 Free Cash Flow의 157%와 총 주주환원 재원의 313%에 해당하였습니다. 메모리 시장의 급격한 위축 및 글로벌 경기 둔화 등으로 현금흐름 측면의 어려움에도 불구하고, 약속 드린 주주환원 정책을 충실하게 이행했습니다.

FY 2018-2020

| | | | | | |
|----|--------|--------|--------|-----------------|------------------------------------|
| 배당 | 39.6조원 | 총 주주환원 | 39.6조원 | 보유 자사주 소각(2018) | '18.12/4일, 보유 자사주 잔여분을 전량 소각하였습니다. |
|----|--------|--------|--------|-----------------|------------------------------------|

주주환원 정책 (FY 2018-2020)

- 합리적이며 보다 예측가능성을 높이기 위한 정책 수립을 위해 다각적으로 검토해왔으며, 2017년 10월에 2018-2020년 주주환원 정책을 발표하였습니다.
- 정규 배당은 매년 9.6조원 수준으로 지급했습니다.
- 주주환원의 기준이 되는 Free Cash Flow를 계산할 때 M&A를 차감하지 않도록 하여 예측가능성을 제고했습니다.
- 주주환원 규모의 급격한 변동을 방지하기 위해 Free Cash Flow 50% 환원 기준을 기존 1년에서 3년 단위로 변경하였습니다. 3년간 Free Cash Flow의 50% 중 정규 배당 집행 후 발생한 잔여재원 10.7조원에 대해서는 특별배당금 성격의 현금 배당을 결정하였고, '21.4/16일에 지급하였습니다.

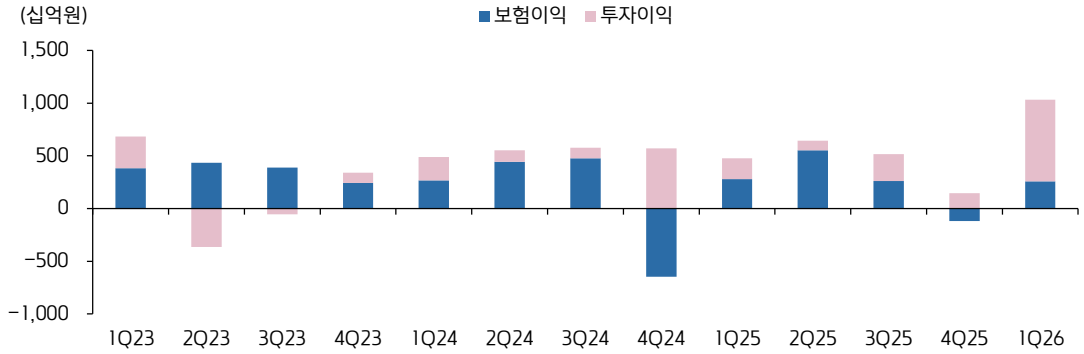
자료: 삼성전자, 키움증권 리서치센터.

삼성생명 분기실적 추이

| (십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025 | 2026E |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|
| 보험이익 | 277.9 | 553.5 | 261.6 | (118.2) | 256.5 | 372.6 | 357.3 | 76.6 | 981.0 | 1,057.8 |
| (YoY) | 4% | 25% | -45% | 적지 | -8% | -33% | 37% | 흑전 | 83% | 8% |
| 일반/VFA | 277.9 | 553.5 | 261.6 | (118.2) | 256.5 | 364.8 | 350.2 | 84.7 | 974.7 | 1,056.2 |
| CSM 상각 | 361.1 | 382.6 | 378.4 | 357.6 | 367.4 | 379.3 | 385.5 | 390.1 | 1,479.6 | 1,522.3 |
| RA 해제 | 85.2 | 83.8 | 89.3 | 87.2 | 87.2 | 89.4 | 89.0 | 89.0 | 345.6 | 354.6 |
| 예실차 | (6.4) | 45.9 | (54.4) | (146.1) | (81.1) | (27.3) | (38.0) | (111.6) | (160.9) | (258.0) |
| 보험금예실차 | (46.2) | (15.3) | (99.2) | (73.1) | (56.3) | (43.0) | (32.2) | (55.6) | (233.8) | (187.1) |
| 사업비예실차 | 39.9 | 61.2 | 44.8 | (73.0) | (24.8) | 15.7 | (5.7) | (56.0) | 72.9 | (70.9) |
| 기타 | (162.0) | 41.1 | (151.7) | (416.9) | (117.0) | (76.6) | (86.3) | (282.7) | (689.5) | (562.7) |
| 투자이익 | 199.1 | 90.0 | 255.6 | 147.0 | 774.1 | 153.3 | 83.8 | 136.2 | 691.7 | 1,147.4 |
| (YoY) | -10% | -18% | 156% | -74% | 289% | 70% | -67% | -7% | -31% | 66% |
| 보험금융손익 | (1,915.0) | (2,962.2) | (2,626.0) | (3,042.8) | (2,902.2) | (3,350.9) | (2,896.9) | (3,143.7) | (10,546) | (12,293) |
| 투자서비스손익 | 2,114.1 | 3,052.2 | 2,881.6 | 3,189.9 | 3,676.2 | 3,504.3 | 2,980.7 | 3,279.9 | 11,237.8 | 13,441.1 |
| 영업이익 | 476.9 | 643.5 | 517.2 | 28.8 | 1,030.5 | 525.9 | 441.1 | 212.8 | 1,666.5 | 2,210.4 |
| (YoY) | -3% | 16% | -10% | 흑전 | 116% | -18% | -15% | 639% | 8% | 33% |
| 영업외손익 | 331.5 | 10.6 | 5.9 | (7.4) | 366.8 | 8.6 | 1.5 | (8.3) | 340.5 | 368.7 |
| 세전이익 | 808.5 | 654.0 | 523.1 | 21.4 | 1,397.4 | 534.5 | 442.7 | 204.5 | 2,007.0 | 2,579.1 |
| 법인세비용 | 104.7 | 157.3 | 113.7 | (68.4) | 255.3 | 97.6 | 80.9 | 37.4 | 307.2 | 471.1 |
| 당기순이익 | 703.7 | 496.8 | 409.4 | 89.9 | 1,142.1 | 436.9 | 361.8 | 167.2 | 1,699.8 | 2,108.0 |
| (YoY) | 8% | 13% | -11% | 흑전 | 62% | -12% | -12% | 86% | 14% | 24% |
| 연결당기순이익 | 677.5 | 793.6 | 760.9 | 219.5 | 1,240.3 | 753.9 | 714.2 | 326.3 | 2,451.5 | 3,034.7 |
| 지배주주순이익 | 635.3 | 758.9 | 723.0 | 185.7 | 1,203.6 | 731.6 | 693.0 | 316.6 | 2,302.8 | 2,944.8 |
| (YoY) | 2% | 2% | 7% | 187% | 89% | -4% | -4% | 70% | 9% | 28% |

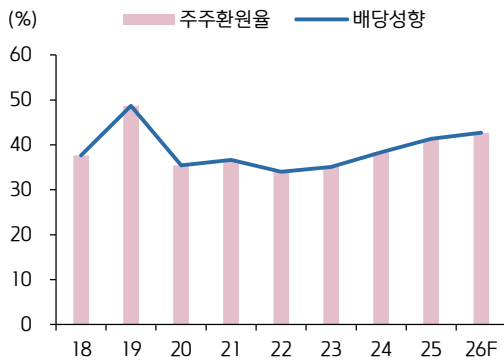
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

삼성생명의 부문별 실적 추이



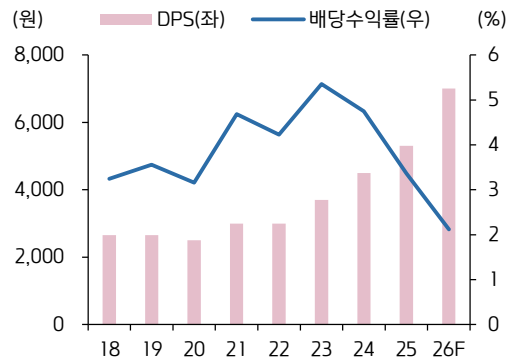
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



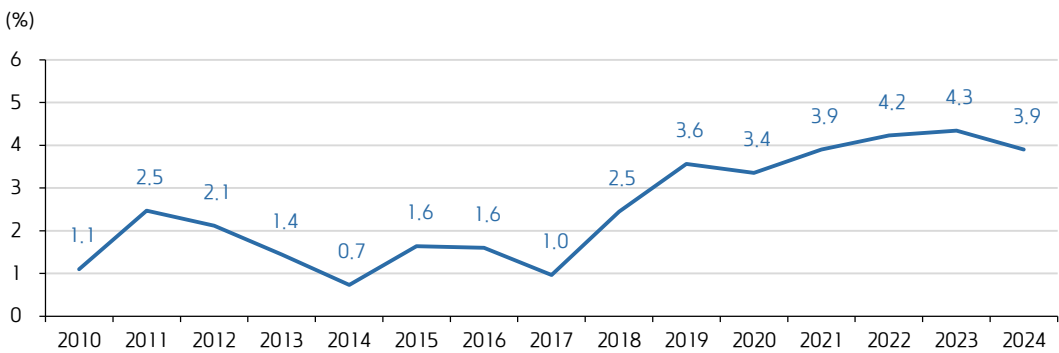
자료: 삼성증권, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



자료: 삼성증권, 키움증권 리서치센터

삼성생명의 배당수익률 추이 및 전망



자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2026F |
|---------------------|-----------|-----------|----------|----------|----------|
| 보험이익 | 1,448.2 | 536.6 | 981.0 | 1,057.8 | 1,278.9 |
| 일반/VFA | 1,448.5 | 542.0 | 974.7 | 1,056.2 | 1,277.3 |
| CSM 상각 | 1,367.7 | 1,369.5 | 1,479.6 | 1,522.3 | 1,630.3 |
| RA 해제 | 467.5 | 321.8 | 345.6 | 354.6 | 355.9 |
| 예실차 | (158.2) | (207.9) | (160.9) | (258.0) | (240.5) |
| 보험금예실차 | 51.1 | (74.4) | (233.8) | (187.1) | 37.6 |
| 사업비예실차 | (209.4) | (133.6) | 72.9 | (70.9) | (278.1) |
| 기타 | (228.4) | (941.5) | (689.5) | (562.7) | (468.4) |
| PAA | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자동차보험손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 일반보험손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 투자이익 | (23.7) | 1,000.9 | 691.7 | 1,147.4 | 6,587.3 |
| 보험금융손익 | (9,189.0) | (6,208.4) | (10,546) | (12,293) | (13,633) |
| 투자서비스손익 | 9,165.3 | 7,209.4 | 11,237.8 | 13,441.1 | 20,220.8 |
| 영업이익 | 1,424.8 | 1,542.9 | 1,666.5 | 2,210.4 | 7,866.2 |
| 영업외손익 | 256.3 | 278.4 | 340.5 | 368.7 | 362.8 |
| 세전이익 | 1,681.2 | 1,821.3 | 2,007.0 | 2,579.1 | 8,229.0 |
| 법인세비용 | 298.3 | 334.4 | 307.2 | 471.1 | 1,503.2 |
| 당기순이익 | 1,382.9 | 1,486.9 | 1,699.8 | 2,108.0 | 6,725.8 |
| 연결당기순이익 | 2,033.7 | 2,260.3 | 2,451.5 | 3,034.7 | 7,658.0 |
| 지배주주순이익 | 1,895.3 | 2,106.8 | 2,302.8 | 2,944.8 | 7,431.3 |
| CSM Movement | | | | | |
| 기시 | 10,749 | 12,247 | 12,902 | 13,218 | 14,123 |
| 신계약 | 856 | 780 | 762 | 764 | 759 |
| 이자부리 | 105 | 125 | 131 | 135 | 146 |
| 상각 | 381 | 301 | 358 | 390 | 423 |
| 조정 | 41 | 666 | 1,364 | 419 | 82 |
| 기말 | 12,247 | 12,902 | 13,218 | 14,123 | 15,610 |
| CSM 증감 (YoY, %) | 14 | 5 | 2 | 7 | 11 |
| 순증액 | 1,499 | 655 | 316 | 905 | 1,487 |
| K-ICS 비율 | | | | | |
| 지급여력금액 | 218.8 | 185.0 | 198.0 | 216.9 | 226.1 |
| 지급여력기준금액 | 53,373 | 45,418 | 63,022 | 59,640 | 64,557 |

투자지표 (I)

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

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2026F |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 자산총계 | 314,696 | 312,219 | 350,686 | 356,729 | 288,042 |
| 운용자산 | 310,586 | 307,236 | 345,253 | 351,960 | 284,190 |
| FVPL | 44,552 | 45,753 | 51,529 | 51,767 | 40,969 |
| FVOCI | 167,665 | 164,154 | 198,656 | 208,080 | 169,362 |
| AC | 39 | 61 | 141 | 134 | 109 |
| 대출채권 | 78,220 | 78,118 | 76,408 | 74,448 | 60,113 |
| 부동산 | 6,549 | 6,612 | 6,009 | 5,642 | 4,555 |
| 비운용자산 | 4,110 | 4,983 | 5,433 | 4,770 | 3,852 |
| 부채총계 | 270,378 | 279,481 | 285,850 | 280,717 | 282,295 |
| 책임준비금 | 190,261 | 203,097 | 202,007 | 192,902 | 194,348 |
| 보험계약부채 | 190,261 | 203,097 | 202,007 | 192,902 | 194,348 |
| 잔여보장요소 | 185,824 | 198,197 | 196,813 | 187,758 | 189,245 |
| 최선추정 | 170,586 | 182,157 | 180,204 | 170,174 | 170,174 |
| 위험조정 | 2,846 | 2,959 | 3,156 | 3,219 | 3,219 |
| 보험계약마진 | 12,393 | 13,081 | 13,453 | 14,365 | 15,852 |
| 보험료배분접근법 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 발생사고요소 | 4,437 | 4,901 | 5,194 | 5,143 | 5,102 |
| 최선추정 | 4,321 | 4,790 | 5,082 | 5,118 | 5,078 |
| 위험조정 | 27 | 21 | 23 | 25 | 25 |
| 재보험계약부채 | 521 | 592 | 574 | 873 | 866 |
| 투자계약부채 | 29,308 | 30,298 | 29,166 | 28,895 | 28,905 |
| 기타부채 | 80,117 | 76,383 | 83,843 | 87,816 | 87,947 |
| 자본총계 | 44,319 | 32,738 | 64,835 | 76,012 | 5,747 |
| 자본금 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 자본잉여금 | 125 | 125 | 125 | 125 | 125 |
| 신종자본증권 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | 17,978 | 19,420 | 21,085 | 23,077 | 44,671 |
| 해약환급금준비금 | 0 | 0 | 832 | 4,149 | 19,913 |
| 자본조정 | (2,117) | (2,117) | (2,117) | (2,117) | (2,117) |
| 기타포괄손익누계액 | 26,333 | 13,205 | 43,531 | 52,742 | (39,112) |
| 비지배지분 | 1,900 | 2,005 | 2,111 | 2,084 | 2,080 |

투자지표 (II)

| | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2026F |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주주환원지표 | | | | | |
| DPS (원) | 3,700 | 4,500 | 5,300 | 7,000 | 15,000 |
| 증가율(YoY, %) | 23 | 22 | 18 | 32 | 114 |
| 배당성향 (%) | 35.1 | 38.4 | 41.3 | 42.7 | 36.2 |
| 배당수익률 (%) | 5.4 | 4.7 | 3.4 | 2.1 | 4.5 |
| 현금배당액 (십억원) | 664.4 | 808.1 | 951.7 | 1,257.0 | 2,693.6 |
| 자기주식수 (천주) | 20,425 | 20,425 | 20,425 | 20,425 | 20,425 |
| 발행주식수 (천주) | 200,000 | 200,000 | 200,000 | 200,000 | 200,000 |
| 자기주식 비중 (%) | 10.2 | 10.2 | 10.2 | 10.2 | 10.2 |
| 자기주식 소각액 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총주주환원율 (%) | 35.1 | 38.4 | 41.3 | 42.7 | 36.2 |

삼성증권 (016360)



BUY(Maintain)

목표주가 180,000원

주가(5/21) 122,400원

보험/증권/지주 Analyst 안영준

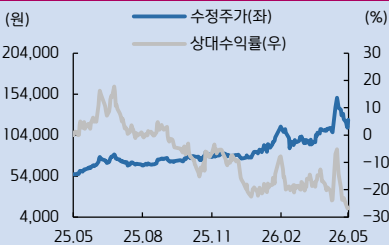
Stock Data

| | | | |
|--------------|------------|---------|--------|
| KOSPI | 7,815.59pt | | |
| 시가총액 | 109,303억 원 | | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 | |
| | 149,500원 | 56,000원 | |
| 최고/최저가 대비 등락 | -18.13% | 118.57% | |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 | |
| | 1M | 11.9% | 24.4% |
| | 6M | 54.4% | 159.3% |
| | 1Y | 118.6% | 440.1% |

Company Data

| | |
|-------------|-------------|
| 발행주식수 | 89,300천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 665천주 |
| 외국인 지분율 | 26.37% |
| 배당수익률(26E) | 5.5% |
| BPS(26E) | 97,494원 |
| 주요 주주 | 삼성생명보험 외 2인 |
| | 29.62% |

Price Trend



안정적 실적에 멀티플 상향 기대

>>> 높은 안정성과 리테일의 강점

업종 내에서 높은 실적 안정성을 자랑하며, 브로커리지 부문의 높은 역량으로 최근 증시 활황의 수혜도 상대적으로 크다는 점이 강점이다. 1분기에는 실적 증가와 더불어 고객자산이 크게 증가한 점이 두드러졌다. 향후 멀티플 상향 요인들로의 발행어음 인가 시 레버리지 확대에 기반한 수익성 향상이나 외국인 통합계좌 선점을 통한 성장성 확보 등을 기대해볼 수 있다.

>>> 배당수익률 5% 중반대로 적은 밸류 부담

중장기 50%까지 주주환원율을 상향할 계획이다. 최근 업황 호조 및 외국인 통합계좌에 대한 기대감 등으로 주가는 거듭 상승세를 기록하기는 했으나, 여전히 5% 중반대의 배당수익률이 예상되어 주가 하방을 지지해줄 것으로 기대된다. 안정적인 실적과 더불어 멀티플 상향 요인들이 현실화될 수 있을지 주목해야 한다. 투자 의견 BUY와 목표주가 180,000원을 유지한다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 순영업수익 | 1,511.1 | 2,065.9 | 2,399.2 | 3,257.8 | 3,590.2 |
| 영업이익 | 661.9 | 1,105.5 | 1,325.8 | 2,133.1 | 2,425.5 |
| 세전이익 | 658.0 | 1,105.0 | 1,296.9 | 2,108.7 | 2,398.4 |
| 당기순이익 | 547.4 | 899.0 | 1,007.2 | 1,601.8 | 1,800.8 |
| 지배주주순이익 | 548.0 | 899.0 | 1,008.4 | 1,603.2 | 1,802.6 |
| ROE | 8.5 | 12.9 | 13.1 | 19.1 | 19.9 |
| ROA | 1.0 | 1.5 | 1.4 | 2.0 | 2.2 |
| EPS | 6,130 | 10,068 | 11,279 | 17,938 | 20,166 |
| BPS | 74,159 | 82,018 | 90,361 | 97,494 | 105,654 |
| PER | 5.1 | 4.4 | 6.7 | 6.7 | 5.9 |
| PBR | 0.5 | 0.5 | 0.8 | 1.2 | 1.1 |
| DPS | 2,200 | 3,500 | 4,000 | 6,600 | 7,500 |
| 배당수익률 | 5.7 | 8.0 | 5.3 | 5.5 | 6.3 |

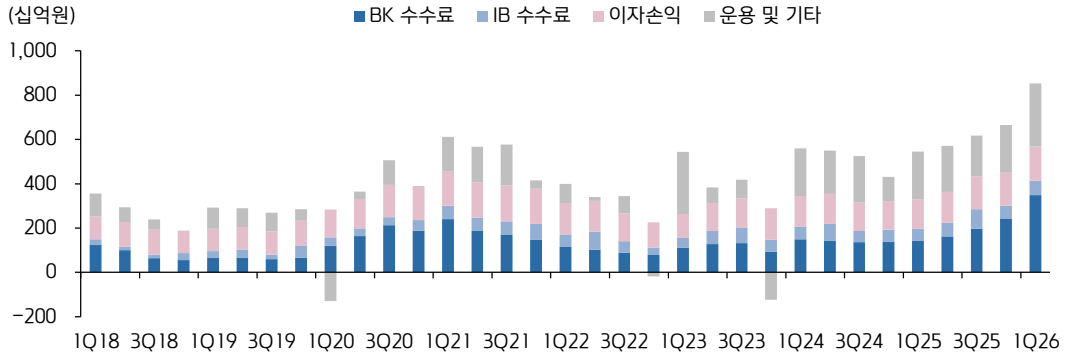
자료: 키움증권 리서치센터

삼성증권 분기실적 추이

| (십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025 | 2026E |
|---------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 순영업수익 | 545.1 | 571.3 | 617.9 | 665.0 | 853.6 | 873.2 | 807.7 | 723.4 | 2,399.2 | 3,257.8 |
| (YoY) | -3% | 4% | 18% | 54% | 57% | 53% | 31% | 9% | 16% | 36% |
| 수수료손익 | 226.7 | 259.7 | 332.9 | 344.0 | 495.4 | 494.9 | 487.7 | 471.5 | 1,163.4 | 1,949.6 |
| 브로커리지 | 143.2 | 162.2 | 197.4 | 243.5 | 349.3 | 337.0 | 315.9 | 293.5 | 746.3 | 1,295.7 |
| IB | 54.4 | 62.4 | 88.4 | 57.2 | 64.4 | 69.7 | 66.0 | 69.5 | 262.4 | 269.7 |
| 기타 | 29.1 | 35.2 | 47.1 | 43.4 | 81.7 | 88.2 | 105.8 | 108.5 | 154.7 | 384.2 |
| 이자손익 | 132.8 | 138.3 | 146.6 | 149.8 | 154.3 | 170.7 | 173.9 | 166.5 | 567.4 | 665.5 |
| 운용 및 기타 | 185.7 | 173.2 | 138.4 | 171.2 | 203.9 | 207.5 | 146.1 | 85.4 | 668.4 | 642.8 |
| 충당금 등 | (18.0) | (6.7) | (3.0) | 4.7 | 16.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | (23.0) | 16.3 |
| 판관비 | 236.4 | 291.4 | 241.9 | 303.7 | 279.7 | 280.7 | 276.6 | 287.7 | 1,073.4 | 1,124.7 |
| 인건비 | 137.3 | 183.4 | 123.3 | 161.1 | 153.3 | 158.6 | 151.0 | 157.4 | 605.1 | 620.2 |
| 인건비 외 | 99.2 | 108.0 | 118.6 | 142.6 | 126.4 | 122.2 | 125.6 | 130.4 | 468.4 | 504.5 |
| 영업이익 | 308.7 | 279.9 | 376.0 | 361.3 | 573.9 | 592.4 | 531.1 | 435.7 | 1,325.8 | 2,133.1 |
| (YoY) | -1% | -10% | 26% | 98% | 86% | 112% | 41% | 21% | 20% | 61% |
| 영업외손익 | 0.9 | 3.3 | 1.9 | (35.0) | (0.5) | (5.2) | (8.1) | (10.5) | (28.9) | (24.4) |
| 세전이익 | 309.6 | 283.2 | 377.8 | 326.3 | 573.4 | 587.2 | 523.0 | 425.2 | 1,296.9 | 2,108.7 |
| 법인세비용 | (81.7) | (71.1) | (94.9) | (78.2) | (153.4) | (157.1) | (139.9) | (113.7) | (325.9) | (564.0) |
| 당기순이익 | 227.9 | 212.1 | 282.9 | 248.1 | 420.0 | 430.1 | 383.1 | 311.4 | 971.0 | 1,544.7 |
| (YoY) | -3% | -10% | 29% | 94% | 84% | 103% | 35% | 26% | 19% | 59% |
| 연결당기순이익 | 248.4 | 234.6 | 309.2 | 215.0 | 450.9 | 442.1 | 392.4 | 316.5 | 1,007.2 | 1,601.8 |
| 지배주주순이익 | 248.4 | 234.6 | 309.2 | 216.2 | 450.9 | 442.5 | 392.9 | 316.9 | 1,008.4 | 1,603.2 |
| (YoY) | -2% | -9% | 29% | 46% | 81% | 89% | 27% | 47% | 12% | 59% |

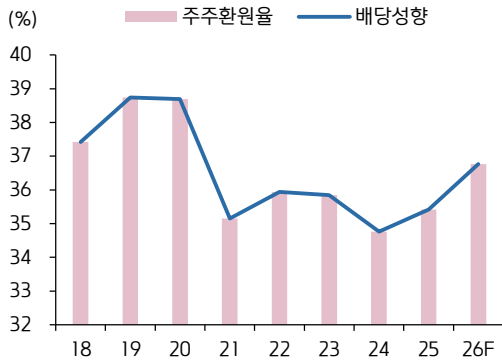
자료: 삼성증권, 키움증권 리서치센터

삼성증권의 부문별 실적 추이



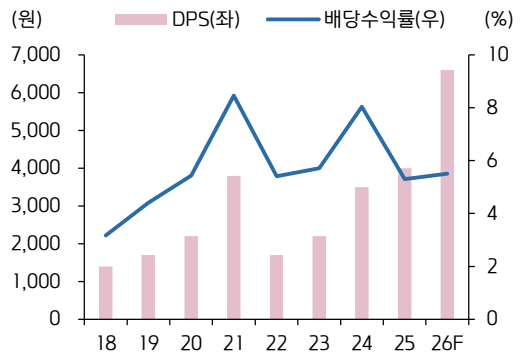
자료: 삼성증권, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



자료: 삼성증권, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



자료: 삼성증권, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 순영업수익 | 1,511.1 | 2,065.9 | 2,399.2 | 3,257.8 | 3,590.2 |
| 수수료손익 | 784.8 | 911.2 | 1,163.4 | 1,949.6 | 1,926.1 |
| 브로커리지 | 464.1 | 565.5 | 746.3 | 1,295.7 | 1,201.5 |
| IB | 228.2 | 240.4 | 262.4 | 269.7 | 275.6 |
| 기타 | 92.5 | 105.3 | 154.7 | 384.2 | 449.0 |
| 이자손익 | 506.6 | 532.7 | 567.4 | 665.5 | 761.5 |
| 운용 및 기타 | 219.7 | 622.0 | 668.4 | 642.8 | 902.6 |
| 충당금 등 | (289.7) | (20.3) | (23.0) | 16.3 | 0.0 |
| 판매비 | 849.2 | 960.4 | 1,073.4 | 1,124.7 | 1,164.7 |
| 인건비 | 461.7 | 537.0 | 605.1 | 620.2 | 658.3 |
| 인건비 외 | 387.5 | 423.5 | 468.4 | 504.5 | 506.4 |
| 영업이익 | 661.9 | 1,105.5 | 1,325.8 | 2,133.1 | 2,425.5 |
| 영업외손익 | (3.8) | (0.5) | (28.9) | (24.4) | (27.1) |
| 세전이익 | 658.0 | 1,105.0 | 1,296.9 | 2,108.7 | 2,398.4 |
| 법인세비용 | (177.0) | (286.2) | (325.9) | (564.0) | (641.5) |
| 당기순이익 | 481.0 | 818.8 | 971.0 | 1,544.7 | 1,756.9 |
| 연결당기순이익 | 547.4 | 899.0 | 1,007.2 | 1,601.8 | 1,800.8 |
| 지배주주순이익 | 548.0 | 899.0 | 1,008.4 | 1,603.2 | 1,802.6 |
| 부문별 손익 비중 (%) | | | | | |
| 수수료손익 | 52 | 44 | 48 | 60 | 54 |
| 브로커리지 | 31 | 27 | 31 | 40 | 33 |
| IB | 15 | 12 | 11 | 8 | 8 |
| 자산관리 및 기타 | 6 | 5 | 6 | 12 | 13 |
| 이자손익 | 34 | 26 | 24 | 20 | 21 |
| 운용 및 기타 | 15 | 30 | 28 | 20 | 25 |
| 기타 지표 (%) | | | | | |
| 이자수익률 | 4.1 | 4.1 | 3.4 | 3.7 | 4.4 |
| 조달금리 | 2.4 | 2.5 | 2.1 | 2.3 | 2.9 |
| 스프레드 | 1.7 | 1.6 | 1.3 | 1.4 | 1.5 |
| 판매비율 | 56 | 46 | 45 | 35 | 32 |
| 인건비 | 31 | 26 | 25 | 19 | 18 |
| 인건비 외 | 26 | 20 | 20 | 15 | 14 |

투자지표 (I)

| | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장률 (%) | | | | | |
| 자산 | 5 | 10 | 28 | (0) | 3 |
| 부채 | 5 | 10 | 30 | (1) | 2 |
| 자본 | 7 | 11 | 10 | 8 | 8 |
| 순영업수익 | 17 | 37 | 16 | 36 | 10 |
| 수수료손익 | 11 | 16 | 28 | 68 | (1) |
| 이자손익 | (2) | 5 | 7 | 17 | 14 |
| 운용 및 기타 | 222 | 183 | 7 | (4) | 40 |
| 판매비및관리비 | 10 | 13 | 12 | 5 | 4 |
| 영업이익 | 27 | 67 | 20 | 61 | 14 |
| 당기순이익 | 27 | 70 | 19 | 59 | 14 |
| 연결당기순이익 | 30 | 64 | 12 | 59 | 12 |
| 지배주주순이익 | 30 | 64 | 12 | 59 | 12 |
| 자본적정성지표 (%) | | | | | |
| 신NCR | 1,300 | 1,453 | 1,616 | 1,765 | 1,932 |
| 구NCR | 167 | 170 | 173 | 177 | 181 |

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 현금및현금성자산 | 1,826 | 2,961 | 3,390 | 3,280 | 3,359 |
| FVPL 금융자산 | 33,193 | 33,215 | 42,233 | 41,436 | 42,504 |
| 지분상품자산 | 1,643 | 2,319 | 3,171 | 2,853 | 2,893 |
| 채무증권 | 17,917 | 15,981 | 19,122 | 18,964 | 19,451 |
| FVOCI 금융자산 | 1,639 | 4,279 | 5,123 | 5,018 | 5,165 |
| 채무상품 | 1,239 | 3,923 | 4,675 | 4,575 | 4,710 |
| AC 금융자산 | 19,479 | 21,311 | 28,354 | 29,134 | 30,291 |
| 예치금 | 6,233 | 8,087 | 10,181 | 9,716 | 9,911 |
| 대출채권 | 8,317 | 6,762 | 9,389 | 9,257 | 9,496 |
| 중속기업및관계기업지분 | 170 | 176 | 189 | 189 | 194 |
| 유형자산 | 87 | 161 | 155 | 161 | 167 |
| 투자부동산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산 | 108 | 116 | 128 | 131 | 135 |
| 기타 | 52 | 54 | 95 | 83 | 83 |
| 자산총계 | 56,555 | 62,274 | 79,668 | 79,432 | 81,898 |
| FVPL금융부채 | 9,980 | 9,374 | 10,942 | 11,130 | 11,469 |
| 매도파생결합증권 | 6,567 | 5,512 | 6,256 | 6,672 | 6,921 |
| 예수부채 | 14,570 | 16,288 | 22,018 | 21,370 | 21,905 |
| 차입부채 | 17,164 | 19,915 | 25,357 | 24,680 | 25,288 |
| 발행사채 | 2,590 | 2,576 | 4,076 | 3,433 | 3,427 |
| 기타 | 5,628 | 6,797 | 9,205 | 10,113 | 10,374 |
| 부채총계 | 49,932 | 54,950 | 71,598 | 70,726 | 72,463 |
| 자본금 | 458 | 458 | 458 | 458 | 458 |
| 자본잉여금 | 1,743 | 1,743 | 1,743 | 1,743 | 1,743 |
| 자본조정 | (59) | (59) | (59) | (59) | (59) |
| 기타포괄손익누계액 | 250 | 250 | 299 | 295 | 303 |
| 이익잉여금 | 4,229 | 4,931 | 5,626 | 6,268 | 6,989 |
| 이익준비금 | 203 | 223 | 234 | 241 | 241 |
| 대손준비금 | 225 | 255 | 231 | 243 | 243 |
| 임의적립금 | 3,172 | 3,307 | 3,787 | 3,787 | 3,787 |
| 미처분이익잉여금 | 628 | 1,145 | 1,374 | 1,997 | 2,718 |
| 자본총계 | 6,622 | 7,324 | 8,069 | 8,706 | 9,435 |

투자지표 (II)

| | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 자산별 비중 (%) | | | | | |
| FVPL | 59 | 53 | 53 | 52 | 52 |
| FVOCI | 3 | 7 | 6 | 6 | 6 |
| AC | 34 | 34 | 36 | 37 | 37 |
| 주요비율 (% 배) | | | | | |
| ROA | 1.0 | 1.5 | 1.4 | 2.0 | 2.2 |
| ROE | 8.5 | 12.9 | 13.1 | 19.1 | 19.9 |
| P/E | 5.1 | 4.4 | 6.7 | 6.7 | 5.9 |
| P/B | 0.5 | 0.5 | 0.8 | 1.2 | 1.1 |
| 주주환원지표 | | | | | |
| DPS (원) | 2,200 | 3,500 | 4,000 | 6,600 | 7,500 |
| 증가율(YoY, %) | 29 | 59 | 14 | 65 | 14 |
| 배당성향 (%) | 35.8 | 34.8 | 35.4 | 36.8 | 37.2 |
| 배당수익률 (%) | 5.7 | 8.0 | 5.3 | 5.5 | 6.3 |
| 현금배당액 (십억원) | 196.5 | 312.6 | 357.2 | 589.4 | 669.8 |
| 자기주식수 (천주) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

NH투자증권 (005940)



BUY(Maintain)

목표주가 44,000원
주가(5/21) 31,900원

보험/증권/지주 Analyst 안영준

Stock Data

| | | | |
|--------------|------------|---------|--------|
| KOSPI | 7,815.59pt | | |
| 시가총액 | 113,674억 원 | | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 | |
| | 39,200원 | 15,980원 | |
| 최고/최저가 대비 등락 | -18.62% | 99.62% | |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 | |
| | 1M | -10.4% | 19.5% |
| | 6M | 55.2% | 160.2% |
| | 1Y | 99.6% | 401.9% |

Company Data

| | |
|-------------|-----------------------|
| 발행주식수 | 346,363천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 1,236천주 |
| 외국인 자본율 | 12.54% |
| 배당수익률(26E) | 6.4% |
| BPS(26E) | 29,364원 |
| 주요 주주 | 농협금융지주(주) 외 5인 61.94% |

Price Trend



늘어난 자본이 이익 증가로 연결될 것

>>> 모회사로부터의 자본 지원 지속 기대

작년 증자를 통해 모회사인 농협금융지주로부터 6,500억원 규모의 자본을 지원받았으며, 이에 따라 자기자본이 8조원 이상으로 증가했다. 자본 확대를 통해 경상 이익 체력을 향상시킨 것은 물론 금융당국으로부터 IMA 사업자로 인가받으며 새로운 성장 동력을 마련하기도 했다. 농협중앙회는 추가로 농협금융지주에 자본을 출자할 계획인 것으로 알려졌는데, 주요 계열사 중 하나인 NH투자증권도 작년에 이어 추가적인 자본 증가를 기대해볼 수 있다. 모회사로부터의 증자로 자본이 단기간에 크게 증가함에 따라 실적 성장 및 수익성 향상이 예상된다.

>>> 높은 주주환원율로 주가 하방 지지

업종 내에서 가장 높은 주주환원율을 보이고 있으며, 기업가치제고계획을 통해 PBR 1배의 목표를 제시한 바 현금배당을 비롯한 자기주식 매입/소각 등 전향적인 주주환원 정책을 이어갈 것으로 기대된다. 추가적으로 안정적인 운용 전략으로 시중금리 인상 시에도 견조한 운용손익을 기대할 수 있으며, 늘어난 자본을 강점을 가진 기업금융에 활용하여 실적의 안정성도 더욱 향상될 것으로 예상된다. 증권 업종에 불리한 금리 상승기에도 안정적인 선택지가 될 수 있을 것이라는 판단이다. 투자 의견 BUY와 목표주가 44,000원을 유지한다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 순영업이익 | 1,564.0 | 1,903.0 | 2,440.7 | 3,479.5 | 3,758.4 |
| 영업이익 | 689.9 | 879.2 | 1,274.2 | 2,091.9 | 2,340.9 |
| 세전이익 | 586.3 | 850.2 | 1,204.7 | 2,028.0 | 2,275.1 |
| 당기순이익 | 553.0 | 686.6 | 1,031.5 | 1,721.2 | 1,918.8 |
| 지배주주순이익 | 556.4 | 686.7 | 1,031.6 | 1,721.3 | 1,918.9 |
| ROE | 7.5 | 8.7 | 11.7 | 17.3 | 17.7 |
| ROA | 1.0 | 1.2 | 1.4 | 2.1 | 2.3 |
| EPS | 1,667 | 2,097 | 2,886 | 4,838 | 5,418 |
| BPS | 22,955 | 24,793 | 26,409 | 29,364 | 31,752 |
| PER | 6.0 | 6.6 | 7.3 | 6.4 | 5.7 |
| PBR | 0.45 | 0.58 | 0.80 | 1.06 | 0.98 |
| DPS | 800 | 1,000 | 1,300 | 2,000 | 3,000 |
| 배당수익률 | 7.7 | 7.2 | 6.2 | 6.4 | 9.7 |

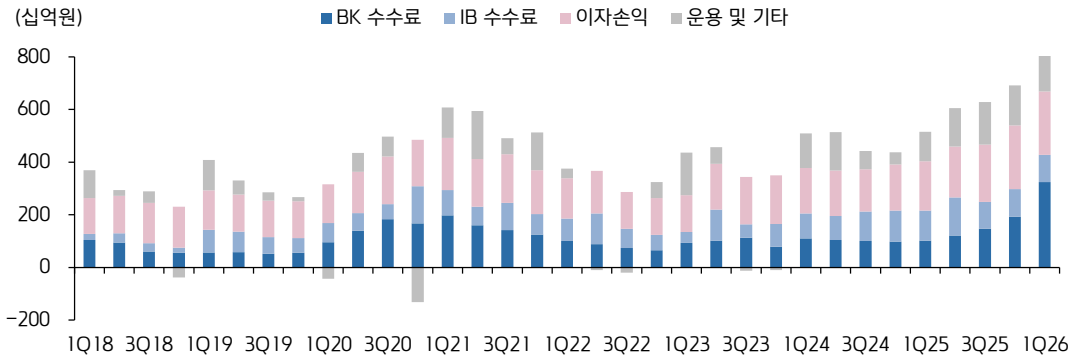
자료: 키움증권 리서치센터

NH투자증권 분기실적 추이

| (십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025 | 2026E |
|---------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 순영업수익 | 515.1 | 605.6 | 628.6 | 691.4 | 967.0 | 851.5 | 835.7 | 825.4 | 3,479.5 | 3,758.4 |
| (YoY) | 1% | 18% | 42% | 58% | 88% | 41% | 33% | 19% | 43% | 8% |
| 수수료손익 | 247.5 | 289.5 | 293.3 | 330.1 | 493.5 | 498.4 | 484.1 | 463.0 | 1,939.0 | 1,911.4 |
| 브로커리지 | 102.3 | 121.4 | 146.5 | 193.2 | 324.1 | 325.6 | 300.4 | 274.7 | 1,224.7 | 1,145.2 |
| IB | 113.4 | 144.7 | 102.1 | 104.0 | 104.3 | 109.3 | 106.3 | 108.4 | 428.2 | 440.6 |
| 기타 | 31.7 | 23.5 | 44.7 | 32.9 | 65.1 | 63.6 | 77.5 | 79.9 | 286.1 | 325.5 |
| 이자손익 | 187.6 | 194.0 | 218.5 | 242.5 | 240.0 | 261.7 | 258.4 | 283.8 | 1,043.9 | 1,166.3 |
| 운용 및 기타 | 80.0 | 122.2 | 116.9 | 118.8 | 233.5 | 91.3 | 93.1 | 78.6 | 496.6 | 680.8 |
| 충당금 등 | (7.6) | (7.3) | 0.1 | (32.1) | (6.6) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 판관비 | 245.7 | 296.4 | 299.8 | 324.6 | 387.7 | 329.3 | 330.3 | 340.4 | 1,387.6 | 1,417.5 |
| 인건비 | 166.1 | 201.4 | 212.0 | 218.4 | 272.7 | 228.0 | 229.5 | 234.1 | 964.4 | 986.9 |
| 인건비 외 | 79.6 | 95.1 | 87.7 | 106.2 | 114.9 | 101.3 | 100.8 | 106.2 | 423.2 | 430.6 |
| 영업이익 | 269.4 | 309.2 | 328.8 | 366.8 | 579.3 | 522.2 | 505.3 | 485.0 | 2,091.9 | 2,340.9 |
| (YoY) | 0% | 29% | 68% | 111% | 115% | 69% | 54% | 32% | 64% | 12% |
| 영업외손익 | (13.4) | (3.7) | (16.5) | (36.0) | (12.6) | (16.7) | (15.2) | (19.3) | (63.9) | (65.8) |
| 세전이익 | 256.0 | 305.5 | 312.4 | 330.8 | 566.7 | 505.5 | 490.1 | 465.7 | 2,028.0 | 2,275.1 |
| 법인세비용 | 68.8 | 63.5 | 82.9 | 81.1 | 153.1 | 121.3 | 117.6 | 111.8 | 503.8 | 546.0 |
| 당기순이익 | 187.2 | 242.0 | 229.4 | 249.7 | 413.6 | 384.2 | 372.5 | 353.9 | 1,524.2 | 1,729.1 |
| (YoY) | -9% | 56% | 53% | 114% | 121% | 59% | 62% | 42% | 68% | 13% |
| 연결당기순이익 | 208.2 | 256.9 | 283.1 | 283.4 | 475.7 | 425.3 | 420.1 | 400.1 | 1,721.2 | 1,918.8 |
| 지배주주순이익 | 208.2 | 256.7 | 283.1 | 283.5 | 475.7 | 425.3 | 420.2 | 400.1 | 1,721.3 | 1,918.9 |
| (YoY) | -8% | 30% | 84% | 158% | 128% | 66% | 48% | 41% | 67% | 11% |

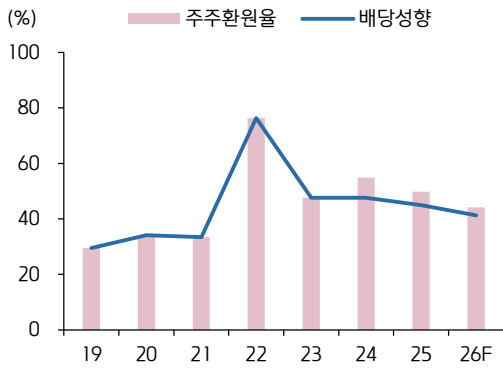
자료: NH투자증권, 키움증권 리서치센터

NH투자증권의 부문별 실적 추이



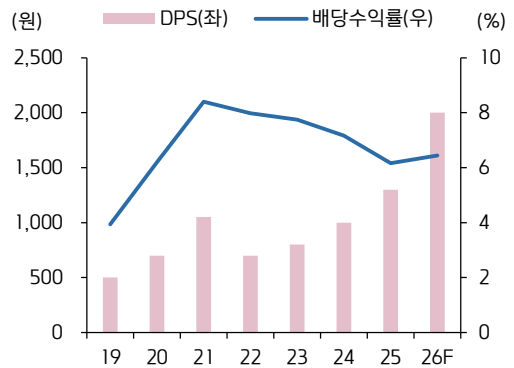
자료: NH투자증권, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



자료: NH투자증권, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



자료: NH투자증권, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 순영업수익 | 1,564.0 | 1,903.0 | 2,440.7 | 3,479.5 | 3,758.4 |
| 수수료손익 | 789.2 | 951.4 | 1,160.3 | 1,939.0 | 1,911.4 |
| 브로커리지 | 388.0 | 413.5 | 563.4 | 1,224.7 | 1,145.2 |
| IB | 294.2 | 415.9 | 464.3 | 428.2 | 440.6 |
| 기타 | 107.0 | 122.0 | 132.7 | 286.1 | 325.5 |
| 이자손익 | 679.2 | 680.3 | 842.6 | 1,043.9 | 1,166.3 |
| 운용 및 기타 | 95.6 | 271.4 | 437.8 | 496.6 | 680.8 |
| 총당금 등 | (69.9) | (70.3) | (46.9) | 0.0 | 0.0 |
| 판매관비 | 874.0 | 1,023.8 | 1,166.5 | 1,387.6 | 1,417.5 |
| 인건비 | 564.3 | 676.1 | 797.9 | 964.4 | 986.9 |
| 인건비 외 | 309.7 | 347.8 | 368.6 | 423.2 | 430.6 |
| 영업이익 | 689.9 | 879.2 | 1,274.2 | 2,091.9 | 2,340.9 |
| 영업외손익 | (103.7) | (29.0) | (69.5) | (63.9) | (65.8) |
| 세전이익 | 586.3 | 850.2 | 1,204.7 | 2,028.0 | 2,275.1 |
| 법인세비용 | 151.3 | 224.3 | 296.4 | 503.8 | 546.0 |
| 당기순이익 | 435.0 | 625.9 | 908.3 | 1,524.2 | 1,729.1 |
| 연결당기순이익 | 553.0 | 686.6 | 1,031.5 | 1,721.2 | 1,918.8 |
| 지배주주순이익 | 556.4 | 686.7 | 1,031.6 | 1,721.3 | 1,918.9 |
| 부분별 손익 비중 (%) | | | | | |
| 수수료손익 | 50 | 50 | 48 | 56 | 51 |
| 브로커리지 | 25 | 22 | 23 | 35 | 30 |
| IB | 19 | 22 | 19 | 12 | 12 |
| 자산관리 및 기타 | 7 | 6 | 5 | 8 | 9 |
| 이자손익 | 43 | 36 | 35 | 30 | 31 |
| 운용 및 기타 | 6 | 14 | 18 | 14 | 18 |
| 기타 지표 (%) | | | | | |
| 이자수익률 | 4.5 | 4.7 | 4.4 | 4.3 | 4.4 |
| 조달금리 | 2.8 | 2.9 | 2.3 | 2.4 | 2.8 |
| 스프레드 | 1.7 | 1.9 | 2.1 | 1.9 | 1.6 |
| 판매관비율 | 56 | 54 | 48 | 40 | 38 |
| 인건비 | 36 | 36 | 33 | 28 | 26 |
| 인건비 외 | 20 | 18 | 15 | 12 | 11 |

투자지표 (I)

| | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장률 (%) | | | | | |
| 자산 | 6 | 10 | 34 | 1 | 3 |
| 부채 | 6 | 11 | 36 | (0) | 2 |
| 자본 | 5 | 7 | 16 | 11 | 8 |
| 순영업수익 | 18 | 22 | 28 | 43 | 8 |
| 수수료손익 | 4 | 21 | 22 | 67 | (1) |
| 이자손익 | 14 | 0 | 24 | 24 | 12 |
| 운용 및 기타 | 흑전 | 184 | 61 | 13 | 37 |
| 판매비및관리비 | 13 | 17 | 14 | 19 | 2 |
| 영업이익 | 25 | 27 | 45 | 64 | 12 |
| 당기순이익 | 29 | 44 | 45 | 68 | 13 |
| 연결당기순이익 | 83 | 24 | 50 | 67 | 11 |
| 지배주주순이익 | 83 | 23 | 50 | 67 | 11 |
| 자본적정성지표 (%) | | | | | |
| 신NCR | 1,510 | 1,880 | 2,415 | 2,711 | 2,969 |
| 구NCR | 153 | 156 | 159 | 162 | 166 |

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 현금및현금성자산 | 2,175 | 1,584 | 2,631 | 2,628 | 2,702 |
| FVPL 금융자산 | 27,337 | 32,132 | 37,616 | 37,726 | 38,848 |
| 지분상품자산 | 1,175 | 1,521 | 3,087 | 2,466 | 2,438 |
| 채무증권 | 10,645 | 11,879 | 13,326 | 14,369 | 14,974 |
| FVOCI 금융자산 | 7,009 | 8,228 | 11,260 | 10,900 | 11,141 |
| 채무상품 | 5,009 | 5,599 | 7,646 | 7,268 | 7,398 |
| AC 금융자산 | 18,828 | 19,188 | 30,373 | 31,257 | 32,223 |
| 예치금 | 3,577 | 5,128 | 8,099 | 7,832 | 8,032 |
| 대출채권 | 9,866 | 9,601 | 14,133 | 13,270 | 13,520 |
| 중속기업및관계기업지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산 | 183 | 139 | 114 | 124 | 128 |
| 투자부동산 | 259 | 290 | 280 | 289 | 298 |
| 무형자산 | 65 | 99 | 62 | 75 | 79 |
| 기타 | 841 | 768 | 1,050 | 1,036 | 1,067 |
| 자산총계 | 56,698 | 62,427 | 83,385 | 84,035 | 86,486 |
| FVPL금융부채 | 12,755 | 12,163 | 13,210 | 14,157 | 14,652 |
| 매도파생결합증권 | 7,991 | 7,771 | 7,956 | 8,170 | 8,453 |
| 예수부채 | 7,177 | 7,972 | 13,001 | 14,099 | 14,479 |
| 차입부채 | 18,919 | 24,447 | 32,673 | 33,742 | 34,690 |
| 발행사채 | 2,915 | 2,850 | 4,707 | 4,686 | 4,794 |
| 기타 | 7,318 | 6,875 | 10,356 | 6,904 | 6,625 |
| 부채총계 | 49,084 | 54,308 | 73,947 | 73,588 | 75,241 |
| 자본금 | 1,783 | 1,783 | 1,944 | 1,944 | 1,944 |
| 자본잉여금 | 1,882 | 1,882 | 2,370 | 2,670 | 2,670 |
| 자본조정 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄손익누계액 | 364 | 514 | 529 | 751 | 782 |
| 이익잉여금 | 3,585 | 3,941 | 4,595 | 5,081 | 5,849 |
| 이익준비금 | 238 | 266 | 299 | 347 | 347 |
| 대손준비금 | 86 | 118 | 100 | 125 | 125 |
| 임의적립금 | 2,443 | 2,487 | 2,722 | 3,068 | 3,068 |
| 미처분이익잉여금 | 810 | 1,062 | 1,467 | 1,541 | 2,308 |
| 자본총계 | 7,613 | 8,119 | 9,438 | 10,447 | 11,245 |

투자지표 (II)

| | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 자산별 비중 (%) | | | | | |
| FVPL | 48 | 51 | 45 | 45 | 45 |
| FVOCI | 12 | 13 | 14 | 13 | 13 |
| AC | 33 | 31 | 36 | 37 | 37 |
| 주요비율 (% 배) | | | | | |
| ROA | 1.0 | 1.2 | 1.4 | 2.1 | 2.3 |
| ROE | 7.5 | 8.7 | 11.7 | 17.3 | 17.7 |
| P/E | 6.0 | 6.6 | 7.3 | 6.4 | 5.7 |
| P/B | 0.5 | 0.6 | 0.8 | 1.1 | 1.0 |
| 주주환원지표 | | | | | |
| DPS (원) | 800 | 1,000 | 1,300 | 2,000 | 3,000 |
| 증가율(YoY, %) | 14 | 25 | 30 | 54 | 50 |
| 배당성향 (%) | 47.6 | 47.6 | 45.0 | 41.3 | 55.3 |
| 배당수익률 (%) | 7.7 | 7.2 | 6.2 | 6.4 | 9.7 |
| 현금배당액 (십억원) | 264.8 | 326.8 | 463.7 | 710.2 | 1,060.4 |
| 자기주식수 (천주) | 684 | 684 | 684 | 684 | 684 |

한국금융지주 (071050)



BUY(Maintain)

목표주가 310,000원

주가(5/21) 249,500원

보험/증권/지주 Analyst 안영준

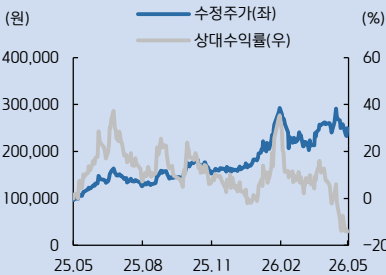
Stock Data

| | | | |
|--------------|------------|---------|--------|
| KOSPI | 7,815.59pt | | |
| 시가총액 | 139,036억 원 | | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 | |
| | 292,500원 | 96,500원 | |
| 최고/최저가 대비 등락 | -14.70% | | |
| 158.55% | | | |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 | |
| | 1M | -3.3% | 21.1% |
| | 6M | 59.7% | 164.9% |
| | 1Y | 158.5% | 520.5% |

Company Data

| | | |
|-------------|----------|--------|
| 발행주식수 | 61,584천주 | |
| 일평균 거래량(3M) | 360천주 | |
| 외국인 지분율 | 33.90% | |
| 배당수익률(26E) | 4.9% | |
| BPS(26E) | 207,563원 | |
| 주요 주주 | 김남규 외 1인 | 21.30% |

Price Trend



멀티플 향상의 조건을 찾아라

>>> 흡잡을 데 없는 펀더멘털

꾸준히 시장 기대치를 상회하는 실적을 기록하면서 흡잡을 데 없는 펀더멘털을 과시하고 있다. 과거 부동산 업황 약화에 따른 우려가 있기도 했으나 뛰어난 리스크 관리 능력으로 업종 내 높은 수익성을 유지 중이다. 증권 자회사가 지속적으로 수익성을 높여가고 있는 동시에 증시 활황에 따라 운용 자회사들의 실적도 빠르게 증가하고 있고, 상대적으로 부진했던 자회사들도 점차 회복세를 보이고 있다. IMA 인가를 받은 후 적극적으로 추가 자금을 조달하고 있으며, 수익성 추가 향상에도 유리한 조건을 갖춘 상황이다.

>>> 멀티플 향상 요인은 무엇일까

강력한 실적 성장을 지속적으로 보이고 있으나, 실적 성장률을 뛰어넘는 주가 상승률을 기록하기 위해서는 멀티플 향상이 부여될 만한 유인이 있어야 한다. 적극적인 해외 진출이나 기존 증권업이 아닌 다른 비즈니스를 통해 새로운 성장 동력을 찾을 경우 멀티플 향상 및 큰 폭이 주가 상승이 가능할 것으로 기대된다. 투자의견 BUY와 목표주가 310,000원을 유지한다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 순영업이익 | 3,104.1 | 2,539.6 | 3,308.1 | 3,994.4 | 4,461.1 |
| 영업이익 | 2,308.0 | 1,539.6 | 2,119.2 | 2,709.9 | 3,180.9 |
| 세전이익 | 2,021.8 | 1,464.3 | 2,222.6 | 2,707.3 | 3,155.7 |
| 당기순이익 | 708.9 | 1,039.1 | 2,024.4 | 2,669.0 | 2,925.6 |
| 지배주주순이익 | 707.8 | 1,033.0 | 2,020.4 | 2,663.9 | 2,919.9 |
| ROE | 8.8 | 11.4 | 20.0 | 24.2 | 24.1 |
| ROA | 0.8 | 1.0 | 1.7 | 2.1 | 2.2 |
| EPS | 12,722 | 18,647 | 36,327 | 47,895 | 52,499 |
| BPS | 151,546 | 174,686 | 188,354 | 207,563 | 228,848 |
| PER | 4.3 | 3.9 | 4.5 | 4.9 | 4.5 |
| PBR | 0.4 | 0.4 | 0.9 | 1.1 | 1.0 |
| DPS | 2,650 | 3,980 | 8,690 | 11,500 | 12,700 |
| 배당수익률 | 4.3 | 5.6 | 5.4 | 4.9 | 5.4 |

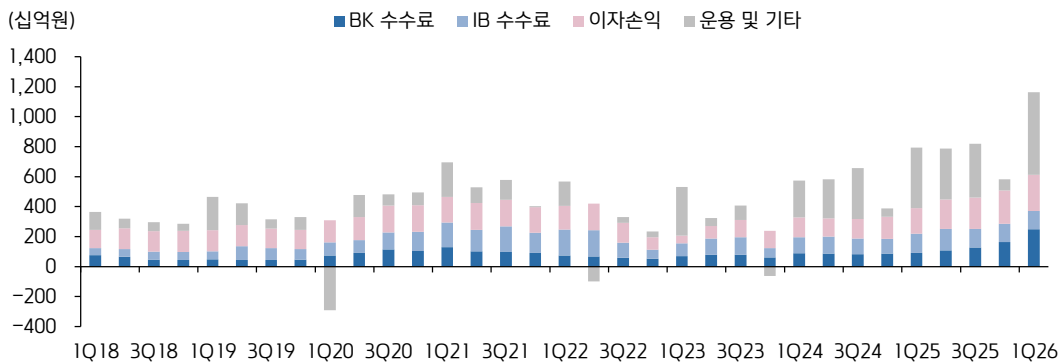
자료: 키움증권 리서치센터

한국금융지주 분기실적 추이

| (십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025 | 2026E |
|---------------|-------|--------|-------|---------|---------|-------|---------|--------|---------|---------|
| 한국투자증권 | | | | | | | | | | |
| 순영업수익 | 839.5 | 786.8 | 959.7 | 722.1 | 1,162.7 | 931.1 | 1,024.7 | 875.9 | 3,308.1 | 3,994.4 |
| (YoY) | 3% | 35% | 46% | 48% | 39% | 18% | 7% | 21% | 30% | 21% |
| 수수료손익 | 276.2 | 304.3 | 326.8 | 352.4 | 515.0 | 516.6 | 520.6 | 509.1 | 1,259.7 | 2,061.2 |
| 브로커리지 | 91.3 | 107.2 | 127.8 | 163.3 | 248.6 | 251.0 | 235.8 | 219.7 | 489.6 | 955.0 |
| IB | 127.5 | 143.8 | 122.8 | 122.3 | 121.3 | 130.8 | 126.0 | 125.1 | 516.4 | 503.2 |
| 기타 | 57.4 | 53.3 | 76.2 | 66.8 | 145.1 | 134.8 | 158.9 | 164.3 | 253.7 | 603.0 |
| 이자손익 | 170.3 | 197.0 | 209.6 | 221.9 | 243.1 | 250.3 | 255.0 | 258.0 | 798.9 | 1,006.4 |
| 운용 및 기타 | 393.0 | 285.5 | 423.3 | 147.8 | 404.6 | 164.2 | 249.1 | 108.9 | 1,249.5 | 926.8 |
| 총당금 등 | 25.4 | (38.7) | 2.8 | (117.4) | 19.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | (127.9) | 0.0 |
| 판관비 | 264.6 | 281.9 | 298.6 | 343.7 | 338.7 | 307.3 | 317.8 | 320.6 | 1,188.9 | 1,284.5 |
| 인건비 | 166.7 | 167.1 | 180.7 | 212.1 | 220.6 | 187.7 | 196.2 | 197.2 | 726.5 | 801.6 |
| 인건비 외 | 98.0 | 114.8 | 118.0 | 131.7 | 118.2 | 119.6 | 121.7 | 123.4 | 462.4 | 482.9 |
| 영업이익 | 574.9 | 504.9 | 661.1 | 378.3 | 824.0 | 623.8 | 706.8 | 555.3 | 2,119.2 | 2,709.9 |
| (YoY) | -3% | 49% | 71% | 69% | 43% | 24% | 7% | 47% | 38% | 28% |
| 영업외손익 | 1.7 | 107.2 | 4.7 | (10.2) | 38.3 | 11.5 | 5.0 | (57.4) | 103.5 | (2.6) |
| 세전이익 | 576.6 | 612.1 | 665.8 | 368.2 | 862.3 | 635.3 | 711.8 | 498.0 | 2,222.6 | 2,707.3 |
| 법인세비용 | 110.9 | 176.4 | 133.7 | 66.5 | 238.2 | 174.7 | 195.7 | 136.9 | 487.5 | 745.6 |
| 당기순이익 | 465.7 | 435.7 | 532.1 | 301.7 | 624.0 | 460.6 | 516.1 | 361.0 | 1,735.2 | 1,961.7 |
| (YoY) | -11% | 72% | 82% | 138% | 34% | 6% | -3% | 20% | 45% | 13% |
| 한국금융지주 | | | | | | | | | | |
| 연결당기순이익 | 459.3 | 540.2 | 675.0 | 349.8 | 916.7 | 575.8 | 664.9 | 511.6 | 2,024.4 | 2,669.0 |
| 지배주주순이익 | 458.4 | 539.0 | 673.9 | 349.1 | 914.9 | 574.7 | 663.6 | 510.6 | 2,020.4 | 2,663.9 |
| (YoY) | 34% | 92% | 116% | 251% | 100% | 7% | -2% | 46% | 96% | 32% |

자료: 한국금융지주, 키움증권 리서치센터

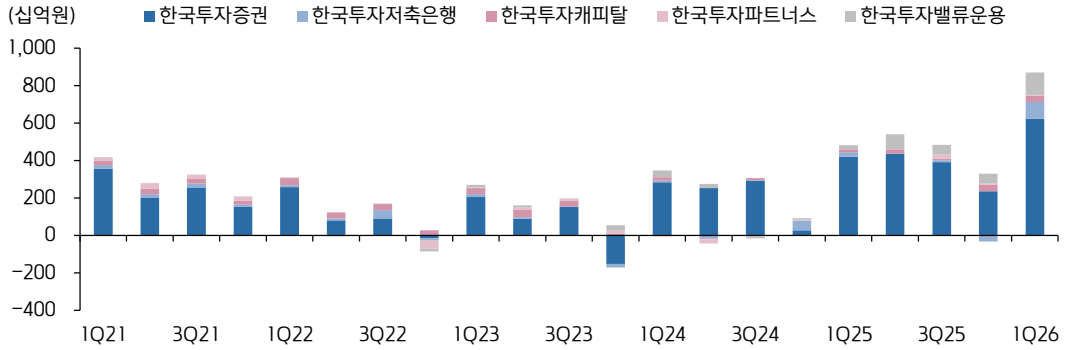
한국투자증권의 부문별 실적 추이



주: 자회사 배당 제외

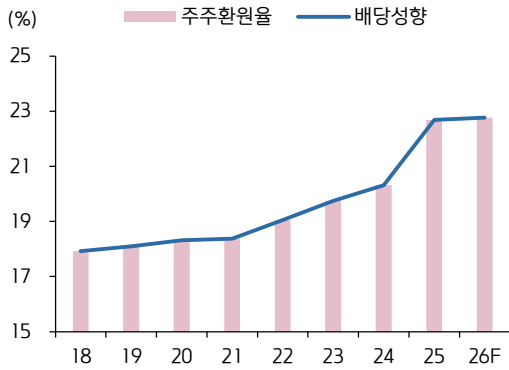
자료: 한국금융지주, 키움증권 리서치센터

한국금융지주의 주요 자회사 실적 추이



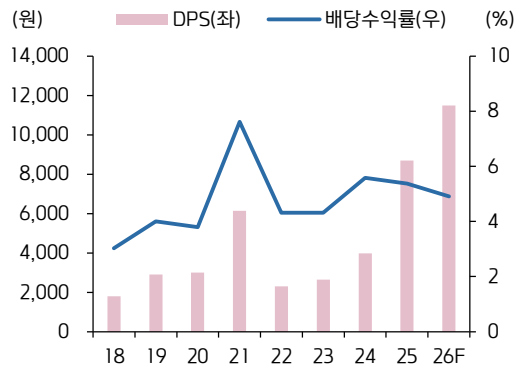
자료: 한국금융지주, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



자료: 한국금융지주, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



자료: 한국금융지주, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 운영업이익 | 3,104.1 | 2,539.6 | 3,308.1 | 3,994.4 | 4,461.1 |
| 수수료손익 | 844.4 | 976.0 | 1,259.7 | 2,061.2 | 2,135.1 |
| 브로커리지 | 286.8 | 345.3 | 489.6 | 955.0 | 919.6 |
| IB | 375.8 | 424.5 | 516.4 | 503.2 | 542.1 |
| 기타 | 181.9 | 206.2 | 253.7 | 603.0 | 673.4 |
| 이자손익 | 363.8 | 530.4 | 798.9 | 1,006.4 | 1,162.7 |
| 운용 및 기타 | 1,895.9 | 1,033.2 | 1,249.5 | 926.8 | 1,163.3 |
| 충당금 등 | (384.6) | 143.6 | (127.9) | 0.0 | 0.0 |
| 판관비 | 796.1 | 1,000.0 | 1,188.9 | 1,284.5 | 1,280.2 |
| 인건비 | 382.0 | 582.3 | 726.5 | 801.6 | 790.5 |
| 인건비 외 | 414.1 | 417.7 | 462.4 | 482.9 | 489.8 |
| 영업이익 | 2,308.0 | 1,539.6 | 2,119.2 | 2,709.9 | 3,180.9 |
| 영업외손익 | (286.2) | (75.3) | 103.5 | (2.6) | (25.2) |
| 세전이익 | 2,021.8 | 1,464.3 | 2,222.6 | 2,707.3 | 3,155.7 |
| 법인세비용 | 61.5 | 269.4 | 487.5 | 745.6 | 867.8 |
| 당기순이익 | 1,960.3 | 1,194.9 | 1,735.2 | 1,961.7 | 2,287.9 |
| 연결당기순이익 | 708.9 | 1,039.1 | 2,024.4 | 2,669.0 | 2,925.6 |
| 지배주주순이익 | 707.8 | 1,033.0 | 2,020.4 | 2,663.9 | 2,919.9 |
| 부문별 손익 비중 (%) | | | | | |
| 수수료손익 | 27.2 | 38.4 | 38.1 | 51.6 | 47.9 |
| 브로커리지 | 9.2 | 13.6 | 14.8 | 23.9 | 20.6 |
| IB | 12.1 | 16.7 | 15.6 | 12.6 | 12.2 |
| 자산관리 및 기타 | 5.9 | 8.1 | 7.7 | 15.1 | 15.1 |
| 이자손익 | 11.7 | 20.9 | 24.1 | 25.2 | 26.1 |
| 운용 및 기타 | 61.1 | 40.7 | 37.8 | 23.2 | 26.1 |
| 기타 지표 (%) | | | | | |
| 이자수익률 | 4.4 | 4.6 | 4.7 | 5.5 | 6.1 |
| 조달금리 | 5.3 | 5.1 | 4.4 | 5.1 | 5.5 |
| 스프레드 | (0.9) | (0.5) | 0.2 | 0.4 | 0.5 |
| 판관비율 | 25.6 | 39.4 | 35.9 | 32.2 | 28.7 |
| 인건비 | 12.3 | 22.9 | 22.0 | 20.1 | 17.7 |
| 인건비 외 | 13.3 | 16.4 | 14.0 | 12.1 | 11.0 |

투자지표 (I)

| | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장률 (%) | | | | | |
| 자산 | 11 | 14 | 15 | 4 | 7 |
| 부채 | 11 | 14 | 16 | 4 | 7 |
| 자본 | 10 | 15 | 8 | 10 | 10 |
| 운영업이익 | 114 | (18) | 30 | 21 | 12 |
| 수수료손익 | (8) | 16 | 29 | 64 | 4 |
| 이자손익 | (34) | 46 | 51 | 26 | 16 |
| 운용 및 기타 | 흑전 | (46) | 21 | (26) | 26 |
| 판매비및관리비 | (6) | 26 | 19 | 8 | (0) |
| 영업이익 | 284 | (33) | 38 | 28 | 17 |
| 당기순이익 | 374 | (39) | 45 | 13 | 17 |
| 연결당기순이익 | 11 | 47 | 95 | 32 | 10 |
| 지배주주순이익 | 11 | 46 | 96 | 32 | 10 |
| 자본적정성지표 (%) | | | | | |
| 신NCR | (15) | 48 | 110 | 185 | 270 |
| 구NCR | 100 | 102 | 104 | 106 | 108 |

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|--------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 현금및현금성자산 | 13,845 | 15,481 | 12,393 | 12,272 | 12,614 |
| FVPL 금융자산 | 47,581 | 59,550 | 75,693 | 79,409 | 86,765 |
| 지분상품자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 채무증권 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| FVOCI 금융자산 | 5,183 | 2,362 | 2,666 | 2,832 | 2,944 |
| 채무상품 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| AC 금융자산 | 23,101 | 24,844 | 26,276 | 27,364 | 28,303 |
| 예치금 | 85 | 51 | 75 | 81 | 84 |
| 대출채권 | 23,016 | 24,793 | 26,201 | 27,282 | 28,219 |
| 중속기업및관계기업지분 | 4,260 | 4,831 | 4,838 | 4,975 | 5,133 |
| 유형자산 | 732 | 852 | 891 | 925 | 956 |
| 투자부동산 | 4 | 4 | 4 | 5 | 5 |
| 무형자산 | 144 | 139 | 141 | 144 | 149 |
| 기타 | 1,052 | 1,157 | 2,521 | 2,880 | 3,018 |
| 자산총계 | 95,901 | 109,220 | 125,425 | 130,805 | 139,887 |
| FVPL 금융부채 | 5,152 | 6,529 | 6,551 | 6,732 | 6,946 |
| 매도파생결합증권 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 예수부채 | 13,656 | 16,139 | 17,172 | 17,992 | 18,648 |
| 차입부채 | 43,349 | 51,430 | 54,968 | 57,271 | 59,239 |
| 발행사채 | 11,433 | 11,153 | 11,410 | 11,784 | 12,167 |
| 기타 | 13,865 | 14,235 | 24,826 | 25,459 | 30,135 |
| 부채총계 | 87,456 | 99,486 | 114,928 | 119,238 | 127,135 |
| 자본금 | 308 | 308 | 308 | 308 | 308 |
| 자본잉여금 | 608 | 608 | 185 | 185 | 185 |
| 자본조정 | (51) | (51) | (53) | (55) | (57) |
| 기타포괄손익누계액 | 358 | 750 | 717 | 724 | 744 |
| 이익잉여금 | 7,151 | 8,036 | 9,339 | 10,405 | 11,573 |
| 이익준비금 | 308 | 308 | 308 | 308 | 308 |
| 대손준비금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 임의적립금 | 703 | 712 | 828 | 922 | 1,026 |
| 미처분이익잉여금 | 6,141 | 7,016 | 8,153 | 9,084 | 10,103 |
| 자본총계 | 8,445 | 9,735 | 10,496 | 11,567 | 12,753 |

투자지표 (II)

| | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|-------------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 자산별 비중 (%) | | | | | |
| FVPL | 50 | 55 | 60 | 61 | 62 |
| FVOCI | 5 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| AC | 24 | 23 | 21 | 21 | 20 |
| 주요비율 (% 배) | | | | | |
| ROA | 0.8 | 1.0 | 1.7 | 2.1 | 2.2 |
| ROE | 8.8 | 11.4 | 20.0 | 24.2 | 24.1 |
| P/E | 4.3 | 3.9 | 4.5 | 4.9 | 4.5 |
| P/B | 0.40 | 0.41 | 0.86 | 1.13 | 1.02 |
| 주주원인지표 | | | | | |
| DPS (원) | 2,650 | 3,980 | 8,690 | 11,500 | 12,700 |
| 증가율(YoY, %) | 15 | 50 | 118 | 32 | 10 |
| 배당성향 (%) | 19.7 | 20.3 | 22.7 | 22.8 | 22.9 |
| 배당수익률 (%) | 4.3 | 5.6 | 5.4 | 4.9 | 5.4 |
| 현금배당액 (십억원) | 139.8 | 209.9 | 458.3 | 606.5 | 669.8 |
| 자기주식수 (천주) | 2,987 | 2,987 | 2,987 | 2,987 | 2,987 |

메리츠금융지주 (138040)



BUY(Maintain)

목표주가 170,000원

주가(5/21) 108,900원

보험/증권/지주 Analyst 안영준

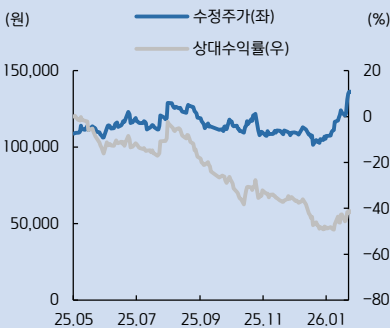
Stock Data

| | | |
|--------------|------------|----------|
| KOSPI | 7,815.59pt | |
| 시가총액 | 182,241억 원 | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| | 146,200원 | 101,500원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -25.51% | 7.29% |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 |
| | 1M | 20.5% |
| | 6M | 1.1% |
| | 1Y | 201.3% |

Company Data

| | |
|-------------|------------------|
| 발행주식수 | 190,720천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 288천주 |
| 외국인 지분율 | 14.06% |
| 배당수익률(26E) | 0.0% |
| BPS(26E) | 72,382원 |
| 주주 주주 | 조정후 외 10인 56.13% |

Price Trend



추가 하방 리스크는 제한적

>>> 증시 랠리에서 상대적으로 소외

일찍이 전향적인 주주환원정책을 시행했으며 이에 맞게 시장에서 상대적으로 높은 밸류에이션을 인정받아왔다. 그러나 강력한 주주환원 이외에 추가적인 주가 상승 모멘텀을 찾기는 어려웠던 바 최근 이어진 국내 증시 상승 랠리에서는 상대적으로 소외된 모습이었다. 그러나 1분기 실적은 양호한 수준을 기록하면서 주주환원 규모 증가에 대한 기대감을 이어갈 수 있을 것으로 보인다. 2026년 연간 순이익 2.5조원 및 1.4조원 이상의 주주환원 규모가 예상되는 바 8%에 가까운 높은 주주환원수익률에 기반하여 주가 하방 리스크는 제한적일 것으로 판단한다.

>>> 새로운 주가 상승 동력을 찾아야

건조한 실적이 예상되는 동시에 이익의 50% 이상을 자기주식 매입소각에 활용하고 있는 바 이론적으로 업종 내 높은 BPS 증가율을 기대해볼 수 있다. 다만 추가 멀티플 상향 동력을 찾지 못한다면 BPS 증가율 이상의 주가 상승률을 기대하기는 어려울 것으로 예상되는 바 새로운 주가 상승 동력을 찾을 필요가 있다. 주주환원에 우호적인 시장 환경이 조성되면 수급을 통해서도 멀티플 상향이 가능할 것이며, 혹은 증권의 리테일 강화 전략의 성과 및 발행어음 인가 등 추가 성장 기대감 등이 반영될 가능성이 있으나 이러한 기대감이 주가로 반영되는 시기는 향후 지켜볼 필요가 있다. 투자이견 BUY와 목표주가 17만원을 유지한다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 보험손익 | 877.9 | 864.0 | 807.4 | 769.7 | 890.0 |
| 이자손익 | 2,050.5 | 2,044.4 | 2,109.7 | 2,110.8 | 2,056.5 |
| 수수료손익 | 582.9 | 496.7 | 652.3 | 867.5 | 909.8 |
| 기타손익 | 52.6 | 526.7 | 307.2 | 390.9 | 596.4 |
| 당기순이익 | 2,125.4 | 2,333.4 | 2,350.1 | 2,497.3 | 2,682.0 |
| ROE | 22.8 | 22.2 | 20.9 | 21.3 | 22.2 |
| ROA | 2.2 | 2.1 | 2.0 | 2.0 | 2.1 |
| EPS | 10,039 | 12,092 | 13,128 | 15,018 | 16,799 |
| BPS | 49,649 | 57,309 | 65,905 | 73,109 | 78,097 |
| PER | 5.7 | 8.5 | 8.4 | 7.1 | 6.4 |
| PBR | 1.2 | 1.8 | 1.7 | 1.5 | 1.4 |
| DPS | 2,360 | 1,350 | 0 | 0 | 0 |
| 배당수익률 (%) | 4.0 | 1.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

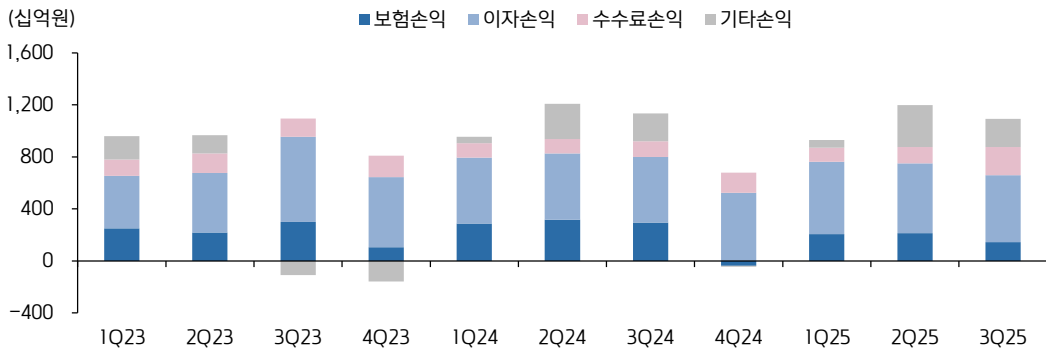
자료: 키움증권 리서치센터

메리츠금융지주 분기실적 추이

| (십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025 | 2026E |
|---------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 보험손익 | 205.5 | 212.9 | 144.2 | 244.8 | 180.1 | 283.8 | 178.2 | 127.7 | 807.4 | 769.7 |
| (YoY) | -29% | -33% | -51% | 흑전 | -12% | 33% | 24% | -48% | -7% | -5% |
| 이자손익 | 557.8 | 538.0 | 514.9 | 498.9 | 512.2 | 608.2 | 486.8 | 503.6 | 2,109.7 | 2,110.8 |
| (YoY) | 10% | 6% | 2% | -5% | -8% | 13% | -5% | 1% | 3% | 0% |
| 수수료손익 | 107.3 | 126.1 | 216.3 | 202.7 | 185.0 | 227.8 | 235.1 | 219.6 | 652.3 | 867.5 |
| (YoY) | -3% | 14% | 80% | 30% | 72% | 81% | 9% | 8% | 31% | 33% |
| 기타손익 | 59.4 | 322.2 | 217.7 | (292.0) | 234.9 | 4.1 | 74.4 | 77.4 | 307.2 | 390.9 |
| (YoY) | 19% | 19% | 2% | 적지 | 296% | -99% | -66% | 흑전 | -42% | 27% |
| 판매비및관리비 | 208.2 | 249.6 | 230.7 | 315.5 | 250.6 | 252.9 | 252.0 | 228.1 | 1,004.0 | 983.6 |
| 영업이익 | 721.7 | 949.7 | 862.3 | 338.9 | 835.5 | 843.1 | 691.6 | 666.5 | 2,872.7 | 3,036.7 |
| (YoY) | -6% | -6% | -4% | -34% | 16% | -11% | -20% | 97% | -10% | 6% |
| 영업외손익 | 117.4 | 49.3 | 30.0 | 92.2 | 102.0 | 68.4 | 73.2 | 83.9 | 288.8 | 327.5 |
| 세전이익 | 839.1 | 999.0 | 892.3 | 431.1 | 937.6 | 911.5 | 764.7 | 750.5 | 3,161.6 | 3,364.2 |
| 법인세비용 | 218.3 | 261.4 | 223.9 | 107.8 | 241.5 | 234.1 | 196.3 | 195.0 | 811.4 | 866.9 |
| 당기순이익 | 620.8 | 737.6 | 668.4 | 323.3 | 696.1 | 677.3 | 568.5 | 555.4 | 2,350.1 | 2,497.3 |
| (YoY) | 5% | 0% | 2% | -8% | 12% | -8% | -15% | 72% | 1% | 6% |
| 지배주주순이익 | 609.8 | 725.1 | 654.7 | 310.7 | 683.6 | 664.5 | 555.6 | 542.8 | 2,300.4 | 2,446.5 |
| (YoY) | 4% | -1% | 1% | -9% | 12% | -8% | -15% | 75% | 0% | 6% |

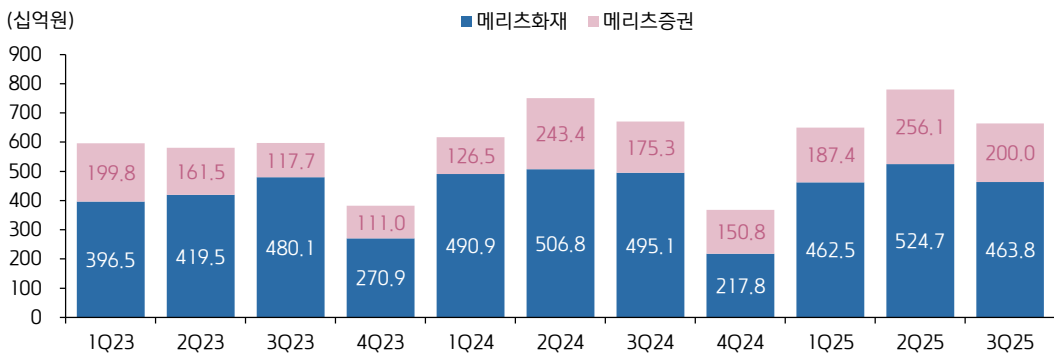
자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠금융지주의 이익 추이 및 전망



자료: 메리츠금융지주, 키움증권

메리츠금융지주 주요 자회사의 순이익 추이 및 전망



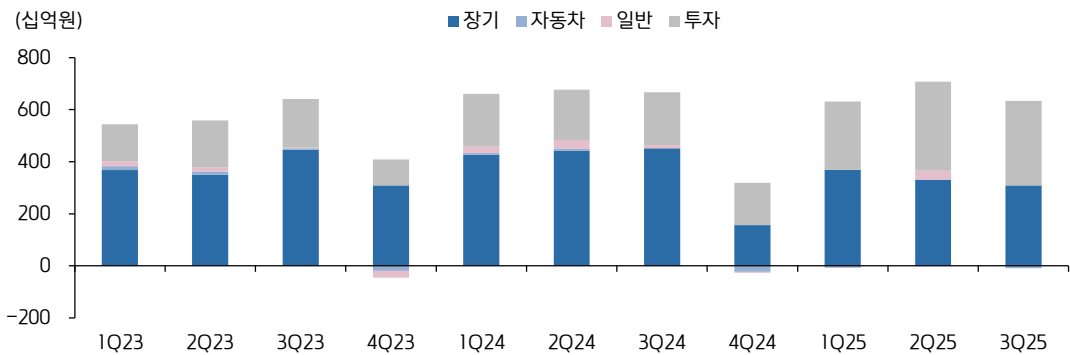
자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠화재 분기실적 추이

| (십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025 | 2026E |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 보험이익 | 359.8 | 364.4 | 300.1 | 401.2 | 334.6 | 438.4 | 333.5 | 282.8 | 1,425.4 | 1,389.2 |
| (YoY) | -21% | -25% | -35% | 210% | -7% | 20% | 11% | -29% | -7% | -3% |
| 일반/VFA | 368.8 | 330.9 | 309.0 | 425.3 | 315.7 | 404.2 | 342.6 | 307.5 | 1,434.0 | 1,370.0 |
| CSM 상각 | 287.6 | 286.8 | 294.7 | 298.2 | 304.1 | 309.3 | 311.7 | 314.3 | 1,167.3 | 1,239.5 |
| RA 해제 | 43.0 | 45.0 | 46.8 | 49.5 | 50.5 | 50.3 | 49.1 | 49.0 | 184.3 | 198.9 |
| 예실차 | 28.2 | 50.7 | (24.5) | (69.8) | (8.8) | 47.6 | (21.9) | (58.9) | (15.3) | (42.0) |
| 보험금예실차 | 19.8 | 40.0 | (34.3) | (28.1) | (18.5) | 35.1 | (33.3) | (8.1) | (2.5) | (24.8) |
| 사업비예실차 | 8.4 | 10.7 | 9.8 | (41.7) | 9.7 | 12.5 | 11.4 | (50.8) | (12.8) | (17.3) |
| 기타 | 9.9 | (51.6) | (8.0) | 147.4 | (30.1) | (2.9) | 3.7 | 3.0 | 97.8 | (26.3) |
| PAA | (8.9) | 33.5 | (8.9) | (24.2) | 18.9 | 34.2 | (9.1) | (24.7) | (8.6) | 19.3 |
| 자동차보험손익 | (6.9) | (0.6) | (8.9) | (30.0) | (6.4) | (0.7) | (9.0) | (30.6) | (46.3) | (46.7) |
| 일반보험손익 | (2.1) | 34.1 | (0.1) | 5.8 | 25.3 | 34.8 | (0.1) | 5.9 | 37.8 | 65.9 |
| 투자이익 | 262.1 | 342.7 | 325.0 | (67.4) | 296.2 | 160.0 | 293.8 | 249.3 | 862.3 | 999.3 |
| (YoY) | 29% | 77% | 59% | 적전 | 13% | -53% | -10% | 흑전 | 13% | 16% |
| 보험금융손익 | (161.8) | (156.8) | (161.5) | (161.5) | (166.2) | (166.2) | (166.2) | (166.1) | (641.6) | (664.7) |
| 투자서비스손익 | 423.9 | 499.5 | 486.5 | 94.1 | 462.4 | 326.2 | 460.0 | 415.4 | 1,503.9 | 1,664.0 |
| 영업이익 | 621.9 | 707.0 | 625.0 | 333.8 | 630.7 | 598.3 | 627.3 | 532.1 | 2,287.8 | 2,388.5 |
| (YoY) | -6% | 5% | -6% | 15% | 1% | -15% | 0% | 59% | 0% | 4% |
| 영업외손익 | 2.1 | 0.4 | 2.0 | 1.7 | 0.3 | 1.1 | 1.3 | 1.1 | 6.3 | 3.8 |
| 세전이익 | 624.0 | 707.5 | 627.1 | 335.5 | 631.0 | 599.5 | 628.6 | 533.2 | 2,294.0 | 2,392.3 |
| 법인세비용 | 161.5 | 182.7 | 163.2 | 105.5 | 165.0 | 149.9 | 157.1 | 133.3 | 613.0 | 605.3 |
| 당기순이익 | 462.5 | 524.7 | 463.8 | 229.9 | 466.1 | 449.6 | 471.4 | 399.9 | 1,681.0 | 1,787.0 |
| (YoY) | -6% | 4% | -6% | 6% | 1% | -14% | 2% | 74% | -2% | 6% |

자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠화재의 부문별 이익 추이



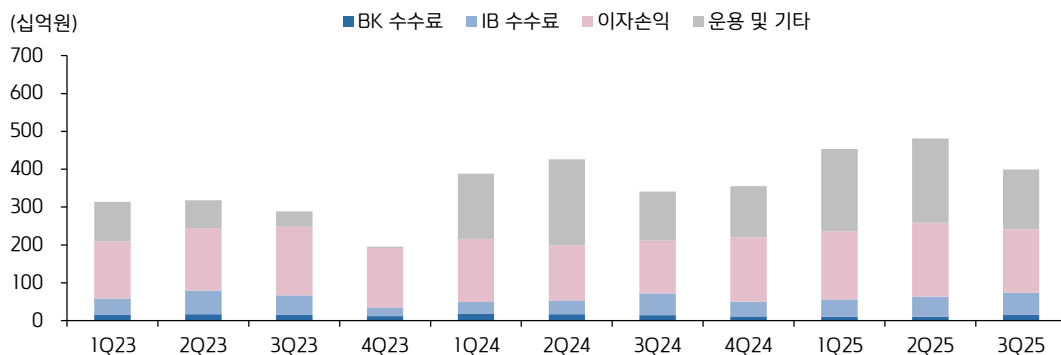
자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠증권 분기실적 추이

| (십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025 | 2026E |
|---------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|---------|---------|
| 순영업수익 | 453.4 | 481.1 | 399.3 | 416.6 | 613.0 | 553.2 | 398.2 | 491.3 | 1,750.4 | 2,055.8 |
| (YoY) | 17% | 13% | 17% | 17% | 35% | 15% | 0% | 18% | 16% | 17% |
| 수수료손익 | 136.8 | 146.2 | 227.8 | 234.0 | 172.4 | 214.7 | 223.2 | 208.9 | 744.9 | 819.2 |
| 브로커리지 | 10.6 | 10.9 | 15.8 | 17.4 | 35.6 | 36.7 | 34.6 | 32.3 | 54.7 | 139.2 |
| IB | 45.4 | 52.6 | 57.7 | 46.0 | 46.3 | 47.7 | 51.0 | 46.0 | 201.7 | 191.1 |
| 기타 | 80.9 | 82.8 | 154.3 | 170.6 | 90.5 | 130.3 | 137.6 | 130.6 | 488.6 | 488.9 |
| 이자손익 | 180.2 | 195.9 | 168.1 | 193.8 | 213.9 | 300.3 | 175.1 | 189.7 | 737.9 | 879.0 |
| 운용 및 기타 | 136.3 | 139.0 | 3.5 | (11.2) | 226.7 | 38.3 | (0.1) | 92.7 | 267.6 | 357.5 |
| 총당금 등 | (14.7) | (14.4) | (41.7) | (39.7) | 13.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | (110.6) | 0.0 |
| 판관비 | 171.5 | 212.6 | 194.6 | 249.2 | 250.6 | 252.9 | 252.0 | 228.1 | 827.8 | 983.6 |
| 인건비 | 111.1 | 150.2 | 126.4 | 154.4 | 153.0 | 176.3 | 172.0 | 141.5 | 542.0 | 642.8 |
| 인건비 외 | 60.4 | 62.4 | 68.1 | 94.8 | 97.6 | 76.6 | 80.0 | 86.6 | 285.8 | 340.8 |
| 영업이익 | 281.9 | 268.5 | 204.8 | 167.4 | 362.4 | 300.3 | 146.2 | 263.2 | 922.6 | 1,072.2 |
| (YoY) | 16% | 6% | 24% | -34% | 29% | 12% | -29% | 57% | 1% | 16% |
| 영업외손익 | (1.7) | 0.1 | 5.0 | (64.8) | 8.9 | (9.4) | (12.1) | (38.9) | (61.5) | (51.5) |
| 세전이익 | 280.2 | 268.6 | 209.7 | 102.6 | 371.3 | 290.9 | 134.1 | 224.4 | 861.1 | 1,020.7 |
| 법인세비용 | 49.5 | 63.3 | 52.1 | (5.3) | 70.9 | 55.6 | 25.6 | 42.9 | 159.5 | 195.0 |
| 당기순이익 | 230.7 | 205.3 | 157.7 | 107.9 | 300.4 | 235.3 | 108.5 | 181.5 | 701.6 | 825.7 |
| (YoY) | 15% | 7% | 22% | -1% | 30% | 15% | -31% | 68% | 11% | 18% |
| 연결당기순이익 | 187.4 | 256.1 | 200.0 | 122.8 | 254.3 | 250.8 | 115.1 | 179.2 | 766.3 | 799.5 |
| 지배주주순이익 | 187.4 | 256.1 | 200.0 | 122.8 | 254.3 | 250.8 | 115.1 | 179.2 | 766.3 | 799.5 |
| (YoY) | 48% | 5% | 14% | -19% | 36% | -2% | -42% | 46% | 10% | 4% |

자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠증권의 부문별 이익 추이



자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산 | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|
| 보험손익 | 864.0 | 807.4 | 769.7 | 890.0 |
| 보험수익 | 9,032.5 | 9,611.4 | 9,623.4 | 9,623.4 |
| 보험비용 | 8,168.5 | 8,803.9 | 8,853.6 | 8,733.4 |
| 이자손익 | 2,044.4 | 2,109.7 | 2,110.8 | 2,056.5 |
| 이자수익 | 4,021.7 | 4,145.9 | 4,121.5 | 4,117.6 |
| 이자비용 | 1,977.3 | 2,036.2 | 2,010.7 | 2,061.1 |
| 수수료손익 | 496.7 | 652.3 | 867.5 | 909.8 |
| 수수료수익 | 598.1 | 831.5 | 1,039.2 | 1,047.8 |
| 수수료비용 | 101.3 | 179.1 | 171.7 | 138.0 |
| 기타손익 | 526.7 | 307.2 | 390.9 | 596.4 |
| 기타수익 | 32,922 | 20,669 | 21,225 | 21,392 |
| 기타비용 | 32,396 | 20,361 | 20,834 | 20,795 |
| 판매비및관리비 | 742.9 | 1,004.0 | 983.6 | 1,038.6 |
| 영업이익 | 3,188.9 | 2,872.7 | 3,036.7 | 3,291.5 |
| 영업외손익 | (47.7) | 288.8 | 327.5 | 318.1 |
| 세전이익 | 3,141.1 | 3,161.6 | 3,364.2 | 3,609.5 |
| 법인세비용 | 807.7 | 811.4 | 866.9 | 927.5 |
| 당기순이익 | 2,333.4 | 2,350.1 | 2,497.3 | 2,682.0 |
| 지배주주순이익 | 2,306.1 | 2,300.4 | 2,446.5 | 2,631.0 |
| [매리츠화재] | | | | |
| CSM Movement | | | | |
| 기시 | 10,469 | 11,188 | 11,104 | 11,534 |
| 신계약 | 1,380 | 1,588 | 1,715 | 1,661 |
| 이자부리 | 338 | 362 | 362 | 377 |
| 상각 | 1,150 | 1,167 | 1,239 | 1,291 |
| 조정 | (152) | 867 | 407 | 57 |
| 기말 | 11,188 | 11,104 | 11,534 | 12,224 |
| CSM 증감 (YoY, %) | 7 | (1) | 4 | 6 |
| 순증액 | 719 | (84) | 430 | 690 |
| K-ICS 비율 | 248 | 237 | 229 | 0 |
| 지급여력금액 | 13,495 | 13,980 | 14,578 | 0 |
| 지급여력기준금액 | 5,450 | 6,119 | 6,367 | 0 |
| [매리츠증권] | | | | |
| 신NCR | 201 | 205 | 209 | 213 |
| 구NCR | 10,469 | 11,188 | 11,104 | 11,534 |

투자지표 (I)

| | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| 운용자산 비중 (%) | | | | |
| FVPL | 44 | 42 | 42 | 42 |
| FVOCI | 27 | 26 | 26 | 26 |
| AC | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 현금및예금 | 4 | 5 | 5 | 5 |
| 부동산 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 주요비율 (% , 배) | | | | |
| ROA | 2.1 | 2.0 | 2.0 | 2.1 |
| ROE | 22.2 | 20.9 | 21.1 | 21.9 |
| P/E | 8.5 | 8.4 | 7.3 | 6.8 |
| P/B | 1.81 | 1.72 | 1.50 | 1.47 |

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 현금및예치금 | 5,000 | 5,803 | 6,008 | 5,918 |
| FVPL 금융자산 | 50,936 | 52,015 | 52,290 | 52,772 |
| 파생금융자산 | 1,999 | 2,292 | 2,366 | 2,346 |
| FVOCI 금융자산 | 31,652 | 32,475 | 32,685 | 33,015 |
| AC 금융자산 | 16,720 | 17,630 | 17,863 | 18,020 |
| 관계(공동)기업투자 | 745 | 1,005 | 1,072 | 1,066 |
| 유형자산 | 994 | 1,032 | 1,042 | 1,048 |
| 투자부동산 | 770 | 753 | 749 | 751 |
| 무형자산 | 95 | 96 | 96 | 97 |
| 리스자산 | 1,829 | 1,914 | 1,936 | 1,951 |
| 이연법인제자산 | 243 | 283 | 294 | 297 |
| 당기법인제자산 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 보험계약자산 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 재보험계약자산 | 967 | 1,015 | 1,028 | 1,038 |
| 기타자산 | 3,611 | 5,996 | 6,604 | 6,826 |
| 매각예정비유동자산 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 자산총계 | | | | |
| 보험계약부채 | 24,376 | 25,842 | 26,216 | 26,274 |
| 재보험계약부채 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 예수부채 | 13,316 | 14,128 | 14,336 | 14,520 |
| FVPL 금융부채 | 20,178 | 20,270 | 20,294 | 20,441 |
| 파생금융부채 | 1,189 | 1,271 | 1,292 | 1,296 |
| 차입부채 | 39,594 | 41,123 | 41,513 | 41,953 |
| 순확정급여부채 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 충당부채 | 44 | 48 | 49 | 51 |
| 이연법인세부채 | 281 | 286 | 287 | 301 |
| 당기법인세부채 | 457 | 349 | 322 | 318 |
| 기타부채 | 5,212 | 7,748 | 8,395 | 8,519 |
| 매각예정부채 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | | | | |
| 자본금 | 113 | 113 | 113 | 113 |
| 신총자본증권 | 892 | 973 | 973 | 973 |
| 자본잉여금 | 125 | 125 | 125 | 125 |
| 자본조정 | 307 | 760 | 760 | 760 |
| 기타포괄손익누계액 | (133) | (699) | (734) | (766) |
| 이익잉여금 | 8,791 | 9,054 | 9,537 | 9,752 |
| 비지배지분 | 836 | 1,222 | 1,339 | 1,428 |
| 자본총계 | | | | |
| | 10,930 | 11,548 | 12,113 | 12,385 |

투자지표 (II)

| | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 주주환원지표 | | | | |
| DPS (원) | 1,350 | 0 | | |
| 증가율(YoY, %) | (43) | (100) | | |
| 배당성향 (%) | 11 | 0 | | |
| 배당수익률 (%) | 1.3 | 0.0 | | |
| 현금배당액 (십억원) | 242.7 | 0.0 | | |
| 자기주식수 (천주) | 10,953 | 6,923 | 4,301 | 4,301 |
| 발행주식수 (천주) | 190,720 | 175,222 | 162,902 | 156,618 |
| 자기주식 비중 (%) | 6 | 4 | 3 | 3 |
| 자기주식 소각액 (십억원) | 640 | 1,552 | 1,400 | 1,600 |
| 총주주환원율 (%) | 48% | 56% | 64% | 63% |

한화생명 (088350)



BUY(Maintain)

목표주가 8,500원

주가(5/21) 5,450원

보험/증권/지주 Analyst 안영준

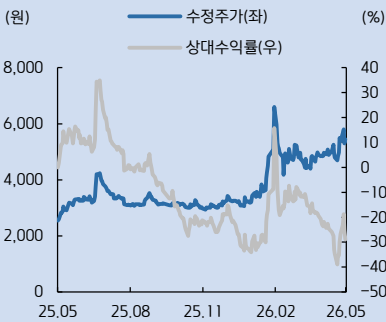
Stock Data

| | | | |
|--------------|------------|---------|--------|
| KOSPI | 7,815.59pt | | |
| 시가총액 | 47,335억 원 | | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 | |
| | 6,600원 | 2,545원 | |
| 최고/최저가 대비 등락 | -17.42% | 114.15% | |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 | |
| | 1M | 12.6% | 24.5% |
| | 6M | 84.7% | 190.7% |
| | 1Y | 114.1% | 431.1% |

Company Data

| | | |
|-------------|------------|--------|
| 발행주식수 | 868,530천주 | |
| 일평균 거래량(3M) | 12,204천주 | |
| 외국인 지분율 | 6.82% | |
| 배당수익률(26E) | 0.0% | |
| BPS(26E) | 18,392원 | |
| 주요 주주 | (주)한화 외 4인 | 45.05% |

Price Trend



우려는 완화, 기대감은 부각

>>> 실적 회복과 더불어 금융그룹의 면모 부각

1분기 실적은 펀드 평가이익이 반영되며 호조를 보인 투자손익을 중심으로 좋은 모습을 보였으며, 특히 종속법인의 실적 기여도 향상된 모습이었다. 금융 업종 내 다양한 종속법인의 지분을 가지고 있는 바 향후 보유한 지분 가치와 지배구조 측면에서의 지위가 부각될 수 있을 것으로 기대된다.

>>> 금리 상승 수혜, 제도 개선 기대

최근 시중금리가 상승세를 보이고 있는데, 금리 상승은 일부 채권평가손실이 발생할 수 있으나 부채 할인을 상승 및 규모 축소와 이에 따른 자본 증가와 자본비율 향상 효과를 기대할 수 있다. 그간 자본비율에 대한 우려가 상대적으로 높았던 점을 감안하면 반대로 우려 해소에 대한 업사이드는 클 것으로 기대된다. 배당 재개는 해약환급금준비금 제도 개선 이후에 가능할 것으로 예상됨에 따라 그 시점은 아직 미정이나, 금리 상승에 따른 수혜와 지배구조 개편 기대감 등이 반영되면서 우호적인 주가 흐름을 이어갈 것으로 기대된다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F |
|----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 보험이익 | 650.9 | 506.3 | 344.4 | 476.8 | 604.9 |
| 투자이익 | 90.4 | 390.7 | 86.8 | 440.6 | 466.2 |
| 영업이익 | 741.3 | 897.0 | 431.3 | 917.5 | 1,071.1 |
| 세전이익 | 753.4 | 904.9 | 412.7 | 904.4 | 1,052.6 |
| 당기순이익 | 616.3 | 720.6 | 313.3 | 694.9 | 789.5 |
| ROE | 4.5 | 6.6 | 2.7 | 4.9 | 4.8 |
| ROA | 0.3 | 0.6 | 0.3 | 0.5 | 0.6 |
| EPS | 710 | 830 | 361 | 800 | 909 |
| BPS | 13,111 | 11,899 | 14,347 | 18,392 | 19,299 |
| PER | 4.0 | 3.0 | 9.0 | 4.1 | 3.6 |
| PBR | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| DPS | 150 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당수익률 | 5.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

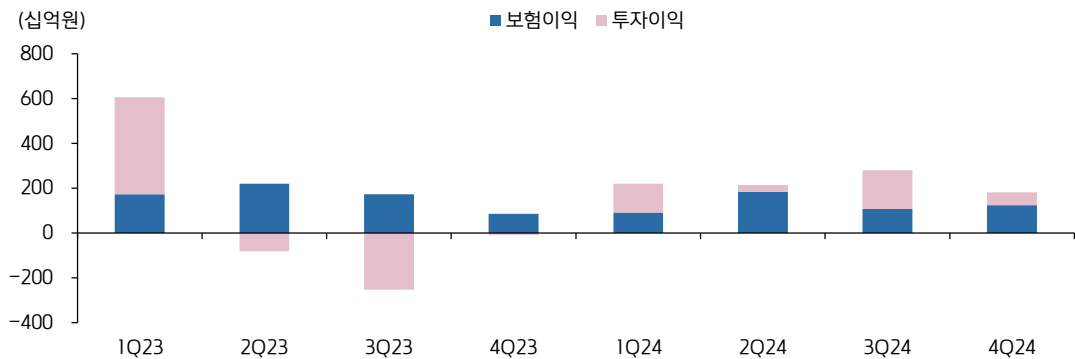
자료: 키움증권 리서치센터

한화생명 분기실적 추이

| (십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025 | 2026E |
|---------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
| 보험이익 | 104.2 | 71.8 | (36.6) | 205.0 | 62.4 | 107.7 | 161.9 | 144.8 | 787.3 | 787.4 |
| (YoY) | 15% | -61% | 적전 | 64% | -40% | 50% | 흑전 | -29% | 155.6 | 177.4 |
| 일반/VFA | 104.2 | 71.8 | (36.6) | 205.0 | 62.4 | 107.7 | 161.9 | 144.8 | (453.2) | (345.2) |
| CSM 상각 | 198.6 | 195.8 | 196.0 | 196.8 | 191.4 | 196.0 | 198.4 | 201.5 | (498.5) | (266.5) |
| RA 해제 | 38.9 | 37.2 | 39.5 | 40.0 | 44.3 | 44.3 | 44.3 | 44.3 | 45.3 | (78.8) |
| 예실차 | (79.5) | (68.8) | (153.5) | (151.3) | (145.9) | (96.4) | (59.2) | (43.7) | (145.3) | (142.6) |
| 보험금예실차 | (96.6) | (97.8) | (159.5) | (144.5) | (134.1) | (97.8) | (32.8) | (1.8) | 787.3 | 787.4 |
| 사업비예실차 | 17.1 | 29.0 | 6.0 | (6.8) | (11.9) | 1.4 | (26.5) | (41.9) | 155.6 | 177.4 |
| 기타 | (53.8) | (92.4) | (118.6) | 119.5 | (27.5) | (36.2) | (21.5) | (57.4) | (453.2) | (345.2) |
| 투자이익 | 44.5 | (4.0) | 215.1 | (168.8) | 241.9 | 65.6 | 74.5 | 58.7 | 86.8 | 440.6 |
| (YoY) | -66% | 적전 | 24% | 적전 | 444% | 흑전 | -65% | 흑전 | -78% | 407% |
| 보험금융손익 | (1,060.4) | (1,234.4) | (1,060.3) | (994.9) | (837.6) | (884.4) | (837.6) | (863.4) | (4,350.1) | (3,422.9) |
| 투자서비스손익 | 1,104.9 | 1,230.4 | 1,275.4 | 826.2 | 1,079.5 | 949.9 | 912.0 | 922.1 | 4,436.9 | 3,863.6 |
| 영업이익 | 148.7 | 67.8 | 178.5 | 36.2 | 304.3 | 173.3 | 236.4 | 203.5 | 431.3 | 917.5 |
| (YoY) | -32% | -68% | -36% | -80% | 105% | 156% | 32% | 461% | -52% | 113% |
| 영업외손익 | 3.4 | 3.5 | (8.2) | (17.4) | 4.0 | (4.5) | (6.5) | (6.1) | (18.6) | (13.0) |
| 세전이익 | 152.1 | 71.3 | 170.3 | 18.9 | 308.3 | 168.8 | 229.9 | 197.4 | 412.7 | 904.4 |
| 법인세비용 | 30.1 | 13.6 | 34.2 | 21.4 | 60.5 | 42.2 | 57.5 | 49.3 | 99.3 | 209.5 |
| 당기순이익 | 122.0 | 57.7 | 136.1 | (2.5) | 247.8 | 126.6 | 172.4 | 148.0 | 313.3 | 694.9 |
| (YoY) | -31% | -67% | -43% | 적전 | 103% | 119% | 27% | 흑전 | -57% | 122% |

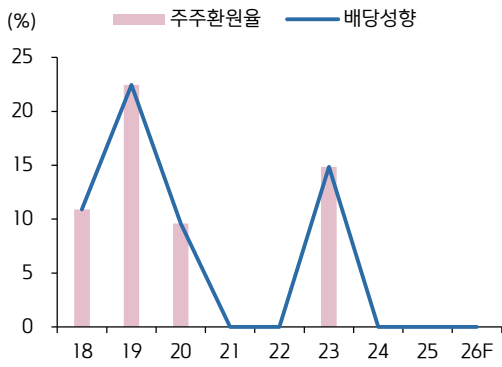
자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터

한화생명의 보험이익과 투자이익 추이 및 전망



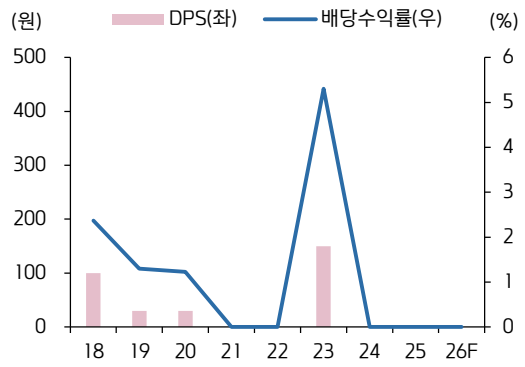
자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



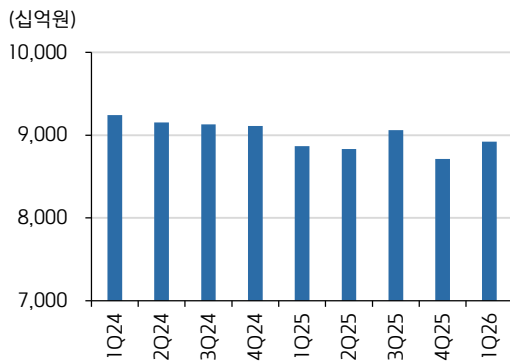
자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



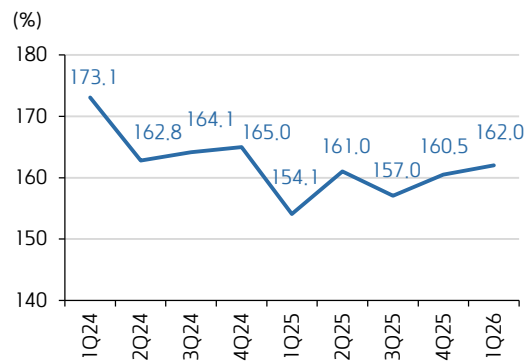
자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터

CSM 기말 잔액 추이



자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터

K-ICS 비율 추이



자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 보험이익 | 650.9 | 506.3 | 344.4 | 476.8 | 604.9 |
| 일반/VFA | 650.9 | 506.3 | 344.4 | 476.8 | 604.9 |
| CSM 상각 | 887.7 | 851.9 | 787.3 | 787.4 | 845.3 |
| RA 해제 | 117.7 | 138.1 | 155.6 | 177.4 | 177.3 |
| 예실차 | (39.4) | (82.2) | (453.2) | (345.2) | (209.1) |
| 보험금예실차 | (13.8) | (78.2) | (498.5) | (266.5) | 18.8 |
| 사업비예실차 | (25.6) | (4.0) | 45.3 | (78.8) | (227.9) |
| 기타 | (315.1) | (401.5) | (145.3) | (142.6) | (208.7) |
| PAA | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자동차보험손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 일반보험손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 투자이익 | 90.4 | 390.7 | 86.8 | 440.6 | 466.2 |
| 보험금융손익 | (4,326) | (3,040) | (4,350) | (3,422) | (3,400) |
| 투자서비스손익 | 4,416.5 | 3,431.1 | 4,436.9 | 3,863.6 | 3,866.4 |
| 영업이익 | 741.3 | 897.0 | 431.3 | 917.5 | 1,071.1 |
| 영업외손익 | 12.1 | 8.0 | (18.6) | (13.0) | (18.5) |
| 세전이익 | 753.4 | 904.9 | 412.7 | 904.4 | 1,052.6 |
| 법인세비용 | 137.2 | 184.4 | 99.3 | 209.5 | 263.2 |
| 당기순이익 | 616.3 | 720.6 | 313.3 | 694.9 | 789.5 |
| CSM Movement | | | | | |
| 기시 | 9,799 | 9,130 | 9,059 | 9,173 | 9,298 |
| 신계약 | 2,541 | 2,123 | 2,066 | 2,348 | 2,354 |
| 이자부리 | 353 | 350 | 358 | 364 | 391 |
| 상각 | 888 | 852 | 787 | 787 | 845 |
| 조정 | 2,531 | 1,751 | 2,032 | 1,341 | 1,002 |
| 기말 | 9,238 | 9,109 | 8,714 | 9,298 | 10,196 |
| CSM 증감 (YoY, %) | | (1) | (4) | 7 | 10 |
| 순증액 | (561) | (21) | (346) | 124 | 898 |
| K-ICS 비율 | | | | | |
| 지급여력금액 | 183.8 | 165.0 | 160.5 | 164.8 | 192.3 |
| 지급여력기준금액 | 20,979 | 21,528 | 22,905 | 26,720 | 27,581 |

투자지표 (I)

| | 2021A | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 운용자산 비중 (%) | | | | | |
| FVPL | | | 21.8 | 23.7 | 23.3 |
| FVOCI | | | 40.7 | 40.7 | 41.0 |
| AC | | | 11.8 | 11.8 | 11.8 |
| 대출채권 | | | 16.9 | 15.8 | 15.8 |
| 부동산 | | | 2.9 | 2.8 | 2.8 |
| 주요비율 (% , 배) | | | | | |
| ROA | | | 0.4 | 0.9 | 1.0 |
| ROE | | | 5.5 | 9.7 | 9.9 |
| P/E | | | 3.2 | 2.5 | 2.3 |
| P/B | | | 0.22 | 0.25 | 0.21 |

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2021A | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 자산총계 | 114,793 | 122,135 | 125,777 | 131,373 | 132,384 |
| 운용자산 | 97,010 | 105,018 | 107,602 | 111,676 | 112,535 |
| FVPL | 21,134 | 25,014 | 24,941 | 27,079 | 27,151 |
| FVOCI | 39,462 | 45,320 | 48,218 | 49,328 | 49,807 |
| AC | 11,408 | 11,543 | 10,689 | 11,556 | 11,645 |
| 대출채권 | 16,378 | 15,156 | 14,442 | 14,982 | 15,097 |
| 부동산 | 2,780 | 2,233 | 2,218 | 2,373 | 2,391 |
| 비운용자산 | 17,783 | 17,117 | 18,175 | 19,697 | 19,849 |
| 부채총계 | 103,406 | 111,800 | 114,771 | 115,399 | 115,622 |
| 책임준비금 | 83,364 | 92,335 | 95,211 | 95,786 | 95,996 |
| 보험계약부채 | 74,287 | 83,046 | 85,907 | 86,468 | 86,674 |
| 잔여보장요소 | 71,583 | 80,183 | 83,142 | 83,725 | 83,937 |
| 최선추정 | 60,719 | 69,202 | 72,503 | 72,502 | 72,502 |
| 위험조정 | 1,621 | 1,868 | 1,925 | 1,925 | 1,925 |
| 보험계약마진 | 9,238 | 9,109 | 8,714 | 9,298 | 9,510 |
| 보험료배분접근법 | 4 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 발생사고요소 | 2,704 | 2,863 | 2,765 | 2,743 | 2,737 |
| 최선추정 | 2,682 | 2,832 | 2,733 | 2,712 | 2,706 |
| 위험조정 | 22 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| 재보험계약부채 | 28 | 34 | 109 | 108 | 108 |
| 투자계약부채 | 9,049 | 9,254 | 9,305 | 9,318 | 9,322 |
| 기타부채 | 20,042 | 19,465 | 19,560 | 19,613 | 19,626 |
| 자본총계 | 11,387 | 10,335 | 12,461 | 15,974 | 16,762 |
| 자본금 | 4,343 | 4,343 | 4,343 | 4,343 | 4,343 |
| 자본잉여금 | 485 | 485 | 485 | 485 | 485 |
| 신종자본증권 | 498 | 1,097 | 3,068 | 3,068 | 3,068 |
| 이익잉여금 | 6,307 | 6,886 | 7,085 | 9,273 | 9,844 |
| 해약환급금준비금 | 2,505 | 3,631 | 6,508 | 8,618 | 8,978 |
| 자본조정 | (1,119) | (1,114) | (1,107) | (1,095) | (1,095) |
| 기타포괄손익누계액 | 873 | (1,363) | (1,414) | (99) | 116 |
| 비지배지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | 114,793 | 122,135 | 125,777 | 131,373 | 132,384 |
| | 97,010 | 105,018 | 107,602 | 111,676 | 112,535 |

투자지표 (II)

| | 2021A | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주주환원지표 | | | | | |
| DPS (원) | 150 | - | - | - | - |
| 증가율(YoY, %) | 0 | (100) | 0 | 0 | 0 |
| 배당성향 (%) | 14.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당수익률 (%) | 5.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금배당액 (십억원) | 112.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자기주식수 (천주) | 117,140 | 117,140 | 117,140 | 117,140 | 117,140 |
| 발행주식수 (천주) | 868,530 | 868,530 | 868,530 | 868,530 | 868,530 |
| 자기주식 비중 (%) | 13.5 | 13.5 | 13.5 | 13.5 | 13.5 |
| 자기주식 소각액 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총주주환원율 (%) | 14.9 | | | | |



BUY(Re-initiate)

목표주가 9,000원

주가(5/21) 7,120원

보험/증권/지주 Analyst 안영준

Stock Data

| | | | |
|--------------|------------|--------|--------|
| KOSPI | 7,815.59pt | | |
| 시가총액 | 8,312억 원 | | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 | |
| | 9,300원 | 4,250원 | |
| 최고/최저가 대비 등락 | -23.44% | 67.53% | |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 | |
| | 1M | 7.7% | 23.5% |
| | 6M | 39.6% | 144.1% |
| | 1Y | 67.5% | 337.3% |

Company Data

| | |
|-------------|---------------------|
| 발행주식수 | 154,739천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 1,178천주 |
| 외국인 지분율 | 11.96% |
| 배당수익률(26E) | 0.0% |
| BPS(26E) | 26,360원 |
| 주주 구조 | 한화생명(주) 외 3인 51.51% |

Price Trend



회복 사이클 진입

>>> ROE 점진적 상향 전망

IFRS17 도입 이후 예실차 변동성 확대, 자동차보험손익 악화, CSM 조정 등 부정적 요인이 이어져왔다. 다만 최근에는 실적 안정성이 크게 개선된 모습을 보이고 있으며 신계약 시장에서도 적절한 포지셔닝 전략을 통해 꾸준한 성장을 이어가고 있다. 2분기 예정된 효율 조정도 보험손익 수익성 향상 기초를 이어가는 데 도움이 될 것으로 기대된다. 내실을 다지고 있는 동시에 향후 계열 GA를 통한 안정적 판매 채널 확보 및 캐롯손해보험 합병을 통한 효율성 제고 등도 기대 요인이다.

>>> 목표주가 9,000원으로 커버리지 재개시

투자의견 BUY, 목표주가 9,000원으로 커버리지를 재개시한다. 목표주가는 12M fwd 예상 BPS 26,360원에 적정 PBR 0.68배를 적용한 후 경과조치가 시행 중이며 해약환급금준비금 등으로 배당 재개 가시성이 아직 확보되지 않은 상황임에 따라 50% 할인했다. 펀더멘털 개선 및 그룹 지배구조 개편 기대감 등이 점진적으로 주가에 반영될 것으로 예상되며, 해약환급금준비금 제도 개선을 통해 배당 재개가 가능해진다면 추가 밸류에이션 상향도 기대해볼 수 있다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 보험이익 | 292.1 | 398.2 | 307.7 | 341.4 | 409.9 |
| 투자이익 | 93.5 | 107.8 | 183.9 | 200.9 | 217.7 |
| 영업이익 | 385.6 | 506.1 | 491.6 | 542.3 | 627.6 |
| 세전이익 | 385.5 | 505.2 | 483.6 | 530.9 | 613.8 |
| 당기순이익 | 290.7 | 382.3 | 361.1 | 399.2 | 460.3 |
| ROE | 17.1 | 11.8 | 12.5 | 13.8 | 14.3 |
| ROA | 0.2 | 2.0 | 1.8 | 2.0 | 2.3 |
| EPS | 2,490 | 3,275 | 3,093 | 3,420 | 3,943 |
| BPS | 29,173 | 26,378 | 23,301 | 26,360 | 28,859 |
| PER | 1.6 | 1.7 | 1.8 | 1.6 | 1.4 |
| PBR | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| DPS | 200 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당수익률 | 4.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

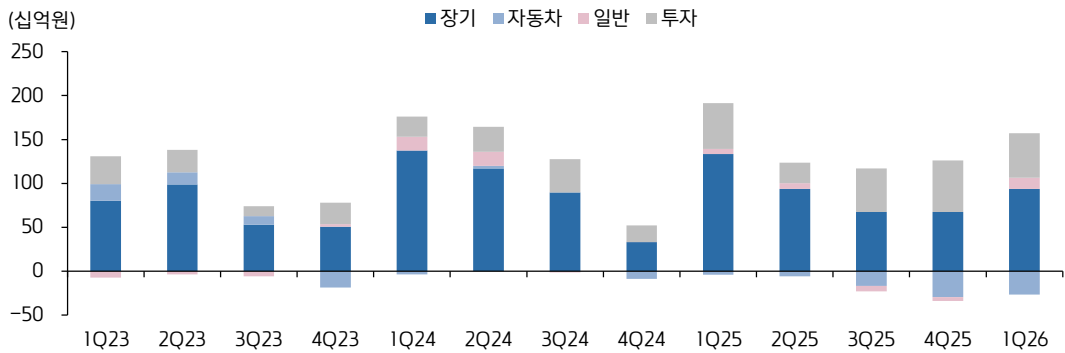
자료: 키움증권 리서치센터

한화손해보험 분기실적 추이

| (십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025 | 2026E |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 보험이익 | 135.3 | 94.3 | 44.5 | 33.7 | 79.8 | 111.1 | 101.3 | 49.2 | 307.7 | 341.4 |
| (YoY) | -9% | -31% | -50% | 37% | -41% | 18% | 128% | 46% | -23% | 11% |
| 일반/VFA | 133.4 | 93.8 | 67.4 | 67.6 | 93.8 | 106.6 | 107.0 | 72.4 | 362.1 | 379.8 |
| CSM 상각 | 104.7 | 105.5 | 108.5 | 104.3 | 109.5 | 115.2 | 118.7 | 120.6 | 423.1 | 464.0 |
| RA 해제 | 19.3 | 19.2 | 20.8 | 21.4 | 23.7 | 21.7 | 21.4 | 21.4 | 80.6 | 88.2 |
| 예실차 | (16.7) | (24.7) | (46.4) | (49.4) | (18.5) | (16.5) | (17.2) | (22.7) | (137.2) | (74.9) |
| 보험금예실차 | (14.5) | (24.2) | (46.6) | (20.9) | (9.7) | (9.7) | (11.1) | 19.3 | (106.2) | (11.2) |
| 사업비예실차 | (2.2) | (0.5) | 0.2 | (28.5) | (8.8) | (6.8) | (6.1) | (42.0) | (31.0) | (63.6) |
| 기타 | 26.0 | (6.1) | (15.5) | (8.7) | (21.0) | (13.8) | (15.9) | (46.8) | (4.3) | (97.6) |
| PAA | 1.9 | 0.4 | (22.8) | (33.9) | (13.9) | 4.5 | (5.7) | (23.2) | (54.4) | (38.4) |
| 자동차보험손익 | (3.9) | (5.9) | (16.6) | (29.3) | (26.5) | 0.5 | (9.6) | (27.7) | (55.7) | (63.2) |
| 일반보험손익 | 5.8 | 6.3 | (6.3) | (4.5) | 12.5 | 3.9 | 3.8 | 4.5 | 1.3 | 24.8 |
| 투자이익 | 52.3 | 23.6 | 49.5 | 58.5 | 50.8 | 60.0 | 49.9 | 40.3 | 183.9 | 200.9 |
| (YoY) | 129% | -17% | 31% | 212% | -3% | 154% | 1% | -31% | 71% | 9% |
| 보험금융손익 | (106.9) | (106.9) | (106.4) | (109.3) | (109.5) | (110.0) | (110.6) | (111.1) | (429.5) | (441.1) |
| 투자서비스손익 | 159.2 | 130.5 | 156.0 | 167.8 | 160.2 | 170.0 | 160.4 | 151.4 | 613.4 | 642.1 |
| 영업이익 | 187.6 | 117.8 | 94.0 | 92.2 | 130.6 | 171.1 | 151.1 | 89.6 | 491.6 | 542.3 |
| (YoY) | 9% | -28% | -25% | 113% | -30% | 45% | 61% | -3% | -3% | 10% |
| 영업외손익 | (0.2) | (2.5) | (1.7) | (3.6) | (0.1) | (3.9) | (3.4) | (4.1) | (8.0) | (11.4) |
| 세전이익 | 187.4 | 115.3 | 92.4 | 88.5 | 130.5 | 167.2 | 147.8 | 85.4 | 483.6 | 530.9 |
| 법인세비용 | 44.7 | 35.4 | 20.7 | 21.7 | 31.6 | 41.8 | 36.9 | 21.4 | 122.5 | 131.7 |
| 당기순이익 | 142.7 | 79.9 | 71.6 | 66.8 | 98.9 | 125.4 | 110.8 | 64.1 | 361.1 | 399.2 |
| (YoY) | 14% | -38% | -21% | 83% | -31% | 57% | 55% | -4% | -6% | 11% |

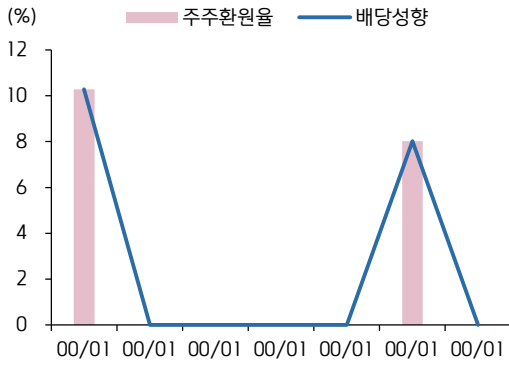
자료: 한화손해보험, 키움증권 리서치센터

한화손해보험의 부문별 이익 추이 및 전망



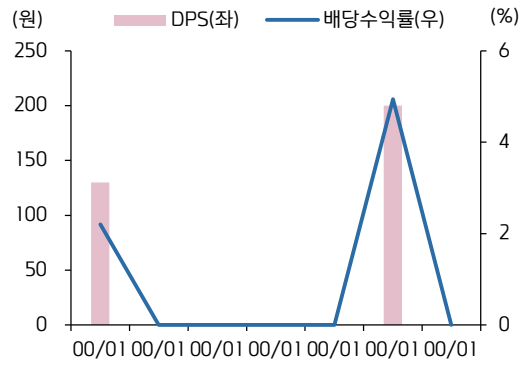
자료: 한화손해보험, 키움증권 리서치센터.

주주환원율과 배당성향



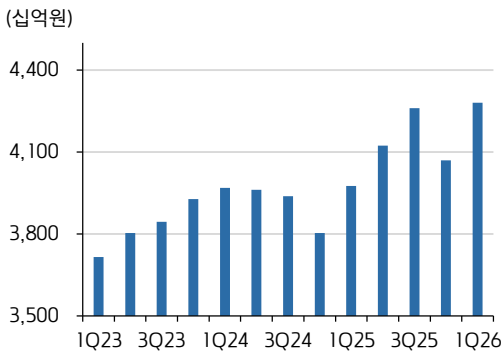
자료: 한화손해보험, 키움증권 리서치센터.

DPS와 배당수익률



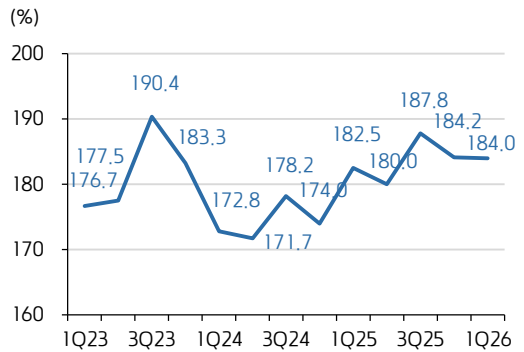
자료: 한화손해보험, 키움증권 리서치센터.

CSM 기말 잔액 추이



자료: 한화손해보험, 키움증권 리서치센터.

K-ICS 비율 추이



주: 경과조치 적용 전 기준
자료: 한화손해보험, 키움증권 리서치센터.

한화손해보험의 Valuation

| 항목 | 값 | 단위 | 비고 |
|-----------|--------|----|---|
| 자기자본비용 | 20.15 | % | (a): (b)+(c)*(d) |
| 무위험수익률 | 3.73 | % | (b): 국고채 3년 수익률 |
| 시장위험프리미엄 | 21.05 | % | (c): 1Q26 한국시장 위험프리미엄 |
| 종목베타 | 0.78 | | (d): 3Y 조정베타 |
| 예상 조정 ROE | 13.77 | % | (e): 12M Fwd ROE |
| 적정 P/B | 0.68 | 배 | (f): (e)/(a) |
| 예상 BPS | 26,360 | 원 | (g): 12M Fwd BPS |
| 적정주가 | 9,010 | 원 | (h): (f)*(g)*50%, 경과조치 및 배당 불확실성을 감안하여 50% 할인 |
| 목표주가 | 9,000 | 원 | |
| 현재주가 | 6,530 | 원 | 10월 30일 종가 기준 |
| 상승여력 | 38 | % | |

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 보험이익 | 292.1 | 398.2 | 307.7 | 341.4 | 409.9 |
| 일반/VFA | 282.6 | 377.2 | 362.1 | 379.8 | 459.5 |
| CSM 상각 | 388.0 | 409.7 | 423.1 | 464.0 | 511.1 |
| RA 해제 | 76.2 | 77.6 | 80.6 | 88.2 | 85.5 |
| 예실차 | (61.6) | (1.9) | (137.2) | (74.9) | (36.2) |
| 보험금예실차 | (8.4) | 12.3 | (106.2) | (11.2) | 37.0 |
| 사업비예실차 | (53.1) | (14.2) | (31.0) | (63.6) | (73.2) |
| 기타 | (120.0) | (108.3) | (4.3) | (97.6) | (100.8) |
| PAA | 9.5 | 21.0 | (54.4) | (38.4) | (49.7) |
| 자동차보험손익 | 23.8 | (10.0) | (55.7) | (63.2) | (66.6) |
| 일반보험손익 | (14.3) | 31.1 | 1.3 | 24.8 | 16.9 |
| 투자이익 | 93.5 | 107.8 | 183.9 | 200.9 | 217.7 |
| 보험금융손익 | (403.7) | (397.4) | (429.5) | (441.1) | (450.0) |
| 투자서비스손익 | 497.2 | 505.2 | 613.4 | 642.1 | 667.8 |
| 영업이익 | 385.6 | 506.1 | 491.6 | 542.3 | 627.6 |
| 영업외손익 | (0.1) | (0.9) | (8.0) | (11.4) | (13.8) |
| 세전이익 | 385.5 | 505.2 | 483.6 | 530.9 | 613.8 |
| 법인세비용 | 94.8 | 122.9 | 122.5 | 131.7 | 153.4 |
| 당기순이익 | 290.7 | 382.3 | 361.1 | 399.2 | 460.3 |
| CSM Movement | | | | | |
| 기시 | 3,728 | 3,927 | 3,803 | 4,069 | 4,280 |
| 신계약 | 678 | 741 | 1,029 | 1,188 | 1,183 |
| 이자부리 | 137 | 150 | 158 | 170 | 174 |
| 상각 | 388 | 410 | 423 | 464 | 477 |
| 조정 | 228 | 605 | 498 | 431 | 473 |
| 기말 | 3,927 | 3,803 | 4,069 | 4,532 | 4,688 |
| CSM 증감 (YoY, %) | 5 | (3) | 7 | 11 | 3 |
| 순증액 | 200 | (124) | 266 | 463 | 408 |
| K-ICS 비율 | 183.3 | 174.0 | 184.2 | 183.0 | 190.5 |
| 지급여력금액 | 5,506 | 5,419 | 5,811 | 6,241 | 6,557 |
| 지급여력기준금액 | 3,004 | 3,197 | 3,280 | 3,409 | 3,442 |

투자지표 (I)

| | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 운용자산 비중 (%) | | | | | |
| FVPL | 27.9 | 23.2 | 25.0 | 25.3 | 25.2 |
| FVOCI | 48.3 | 55.0 | 54.9 | 53.8 | 53.9 |
| AC | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 대출채권 | 18.2 | 15.5 | 14.5 | 15.2 | 14.9 |
| 부동산 | 1.5 | 1.9 | 1.9 | 3.0 | 3.4 |
| 주요비율 (% , 배) | | | | | |
| ROA | 0.2 | 2.0 | 1.8 | 2.0 | 2.3 |
| ROE | 17.1 | 11.8 | 12.5 | 13.8 | 14.3 |
| P/E | 1.6 | 1.7 | 1.8 | 1.6 | 1.4 |
| P/B | 0.14 | 0.21 | 0.24 | 0.21 | 0.19 |

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 자산총계 | 17,998 | 19,753 | 20,279 | 19,687 | 20,154 |
| 운용자산 | 17,018 | 18,827 | 18,931 | 18,341 | 18,776 |
| FVPL | 4,746 | 4,377 | 4,736 | 4,644 | 4,730 |
| FVOCI | 8,215 | 10,346 | 10,391 | 9,863 | 10,118 |
| AC | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 대출채권 | 3,089 | 2,918 | 2,754 | 2,790 | 2,793 |
| 부동산 | 252 | 350 | 354 | 544 | 636 |
| 비운용자산 | 980 | 926 | 1,348 | 1,346 | 1,378 |
| 부채총계 | 14,592 | 16,673 | 17,559 | 16,610 | 16,785 |
| 책임준비금 | 13,510 | 15,271 | 15,416 | 14,377 | 14,530 |
| 보험계약부채 | 13,443 | 15,198 | 15,338 | 14,300 | 14,453 |
| 잔여보장요소 | 11,692 | 13,464 | 13,102 | 12,195 | 12,352 |
| 최선추정 | 6,150 | 8,106 | 7,298 | 6,123 | 6,122 |
| 위험조정 | 961 | 911 | 955 | 855 | 855 |
| 보험계약마진 | 3,927 | 3,803 | 4,069 | 4,430 | 4,586 |
| 보험료배분접근법 | 654 | 644 | 780 | 787 | 788 |
| 발생사고요소 | 1,751 | 1,734 | 2,236 | 2,106 | 2,101 |
| 최선추정 | 1,666 | 1,664 | 2,143 | 2,016 | 2,012 |
| 위험조정 | 85 | 70 | 93 | 89 | 89 |
| 재보험계약부채 | 0 | 1 | 2 | (0) | (0) |
| 투자계약부채 | 67 | 72 | 76 | 77 | 77 |
| 기타부채 | 1,082 | 1,402 | 2,143 | 2,233 | 2,255 |
| 자본총계 | 3,406 | 3,079 | 2,720 | 3,077 | 3,369 |
| 자본금 | 774 | 774 | 774 | 774 | 774 |
| 자본잉여금 | 67 | 69 | 70 | 72 | 72 |
| 신종자본증권 | 234 | 234 | 234 | 234 | 234 |
| 이익잉여금 | 2,313 | 2,642 | 2,991 | 3,344 | 3,453 |
| 해약환급금준비금 | 1,790 | 2,034 | 2,416 | 2,785 | 2,854 |
| 자본조정 | (1) | (5) | (349) | (349) | (349) |
| 기타포괄손익누계액 | 19 | (634) | (999) | (997) | (814) |
| 비지배지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

투자지표 (II)

| | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주주환원지표 | | | | | |
| DPS (원) | 200 | | | | |
| 증가율(YoY, %) | | (100) | | | |
| 배당성향 (%) | 8.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당수익률 (%) | 4.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금배당액 (십억원) | 23.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자기주식수 (천주) | 118 | 1,118 | 1,118 | 1,118 | 1,118 |
| 발행주식수 (천주) | 116,739 | 116,739 | 116,739 | 116,739 | 116,739 |
| 자기주식 비중 (%) | 0.1 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 자기주식 소각액 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총주주환원율 (%) | 8.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |



Outperform(Maintain)

목표주가 42,000원(상향)

주가(5/21) 37,900원

보험/증권/지주 Analyst 안영준

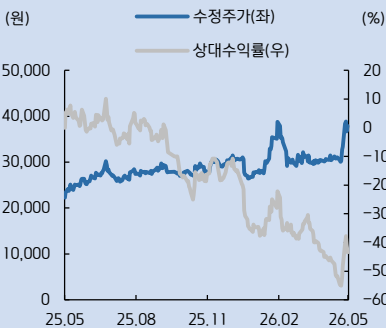
Stock Data

| | | | |
|--------------|------------|---------|--------|
| KOSPI | 7,815.59pt | | |
| 시가총액 | 32,309억 원 | | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 | |
| | 38,850원 | 22,250원 | |
| 최고/최저가 대비 등락 | -2.45% | 70.34% | |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 | |
| | 1M | 25.3% | 27.3% |
| | 6M | 36.6% | 141.0% |
| | 1Y | 70.3% | 342.9% |

Company Data

| | | | |
|-------------|----------|--------|--|
| 발행주식수 | 89,400천주 | | |
| 일평균 거래량(3M) | 649천주 | | |
| 외국인 지분율 | 38.69% | | |
| 배당수익률(26E) | 0.0% | | |
| BPS(26E) | 63,814원 | | |
| 주요 주주 | 정몽윤 외 3인 | 22.84% | |

Price Trend



배당 재개를 가정해보면

>>> 배당 재개 지연과 업황 부진으로 눌린 주가 해약환급금준비금 적립의 영향으로 2023년 이후 배당 지급을 하지 못하고 있는 상황이다. 또한 계리적 가정 관련 규제 도입 시마다 보험손익의 안정성이 저하되는 모습이었으며, 실손보험 손해를 상승에 따른 예실차 악화 정도가 상대적으로 높은 점도 약점 중 하나였다. 이러한 이유로 그간 주가 흐름도 부진한 흐름이 이어졌다. 그러나 1분기 실적을 통해 나아지는 모습을 보여주었으며 향후 실손보험 개혁에 따른 손해를 하락 시 가장 큰 수혜를 받을 수 있을 것으로 기대된다.

>>> 이전 대비 큰 폭 DPS 증가는 어려울 전망

해약환급금준비금 제도 개선이 이루어질 경우 배당 재개를 예상해볼 수 있으며, 향후 손해를 추이에 따른 편더멘털 개선도 기대해볼 수 있다. 직전 DPS는 2023년 2,063원, 해당 연도 증가는 31,000원으로 배당수익률은 6.7% 수준이었는데, 배당 재개를 가정한다면 주가는 DPS를 기준으로 과거와 유사한 배당수익률이 산출되는 수준까지 빠르게 상승할 수 있을 것으로 예상된다. 다만 직전배당 대비 큰 폭의 DPS 증가율을 기록할 가능성은 제한적일 것으로 보이는데, 업종 특성상 보수적인 자본 운용이 불가피하기 때문이다. 배당 재개와 실손보험 개편 수혜 등의 기대감을 감안, 투자의견 Outperform을 유지하고 목표주가는 42,000원으로 상향한다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F |
|----------------|--------|---------|--------|--------|---------|
| 보험이익 | 526.5 | 1,043.1 | 396.1 | 677.9 | 731.8 |
| 투자이익 | 450.8 | 352.1 | 364.6 | 296.6 | 420.5 |
| 영업이익 | 977.3 | 1,395.2 | 760.7 | 974.5 | 1,152.3 |
| 세전이익 | 952.9 | 1,366.4 | 694.3 | 965.6 | 1,152.3 |
| 당기순이익 | 772.3 | 1,030.7 | 561.1 | 723.0 | 864.2 |
| ROE | 9.9 | 18.7 | 11.4 | 13.7 | 14.2 |
| ROA | 0.5 | 2.2 | 1.1 | 1.5 | 1.8 |
| EPS | 8,639 | 11,529 | 6,276 | 8,088 | 9,667 |
| BPS | 68,424 | 55,114 | 54,625 | 63,814 | 72,381 |
| PER | 3.6 | 2.1 | 4.9 | 4.1 | 3.4 |
| PBR | 0.5 | 0.4 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| DPS | 2,063 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당수익률 | 6.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

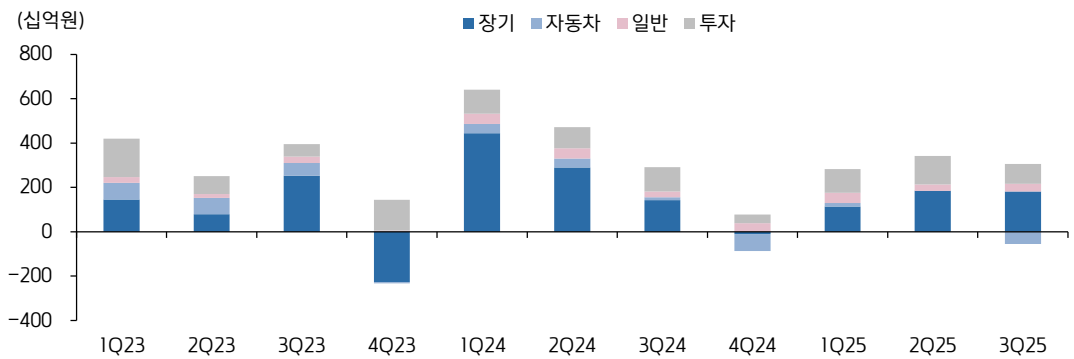
자료: 키움증권 리서치센터

현대해상 분기실적 추이

| (십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025 | 2026E |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 보험이익 | 175.9 | 212.7 | 161.4 | (153.9) | 302.1 | 187.4 | 144.2 | 44.2 | 526.5 | 1,354.0 |
| (YoY) | -67% | -43% | -11% | 적지 | 72% | -12% | -11% | 흑전 | | 157% |
| 일반/VFA | 114.3 | 184.1 | 181.5 | (141.9) | 265.9 | 146.9 | 132.8 | 16.2 | 248.8 | 1,113.5 |
| CSM 상각 | 234.2 | 239.6 | 245.7 | 231.5 | 237.8 | 245.0 | 245.2 | 243.6 | 872.9 | 962.7 |
| RA 해제 | 30.8 | 32.8 | 36.5 | 36.0 | 37.9 | 33.9 | 33.5 | 33.5 | 130.0 | 131.3 |
| 예실차 | (103.3) | (41.4) | (67.7) | (93.7) | (75.3) | (49.5) | (54.4) | (74.8) | (205.7) | (47.1) |
| 보험금예실차 | (104.8) | (39.3) | (90.5) | (115.2) | (72.5) | (43.2) | (71.8) | (90.8) | (194.6) | 4.3 |
| 사업비예실차 | 1.5 | (2.1) | 22.9 | 21.4 | (2.8) | (6.3) | 17.4 | 16.0 | (11.1) | (51.4) |
| 기타 | (47.4) | (46.8) | (33.1) | (315.7) | 65.4 | (82.5) | (91.5) | (186.1) | (548.4) | 66.6 |
| PAA | 61.6 | 28.5 | (20.1) | (12.0) | 36.2 | 40.5 | 11.3 | 28.0 | 277.7 | 240.5 |
| 자동차보험손익 | 15.7 | 0.9 | (55.3) | (52.1) | (14.0) | (0.1) | (62.9) | (47.7) | 201.2 | 137.3 |
| 일반보험손익 | 45.9 | 27.6 | 35.2 | 40.1 | 50.2 | 40.6 | 74.3 | 75.6 | 76.4 | 103.2 |
| 투자이익 | 107.0 | 129.5 | 89.4 | 38.8 | 6.1 | 106.9 | 73.8 | 109.9 | 495.6 | 395.9 |
| (YoY) | -1% | 35% | -18% | 0% | -94% | -17% | -17% | 183% | | -20% |
| 보험금융손익 | (210.0) | (186.9) | (202.1) | (289.0) | (227.4) | (228.6) | (229.7) | (230.8) | (783.5) | (842.2) |
| 투자서비스손익 | 317.0 | 316.4 | 291.5 | 293.5 | 233.5 | 335.4 | 303.5 | 340.7 | 1,279.1 | 1,238.1 |
| 영업이익 | 282.9 | 342.1 | 250.8 | (115.1) | 308.1 | 294.3 | 218.0 | 154.1 | 1,022.1 | 1,749.9 |
| (YoY) | -56% | -27% | -14% | 적지 | 9% | -14% | -13% | 흑전 | | 71% |
| 영업외손익 | (10.6) | (9.5) | (6.0) | (5.9) | (8.9) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 24.4 | 15.0 |
| 세전이익 | 272.3 | 332.6 | 244.8 | (155.4) | 299.3 | 294.3 | 218.0 | 154.1 | 997.7 | 1,734.9 |
| 법인세비용 | 69.1 | 84.8 | 61.6 | (82.3) | 76.0 | 73.6 | 54.5 | 38.5 | 191.9 | 424.2 |
| 당기순이익 | 203.2 | 247.8 | 183.2 | (73.0) | 223.3 | 220.7 | 163.5 | 115.6 | 805.7 | 1,310.7 |
| (YoY) | -57% | -30% | -14% | 적지 | 10% | -11% | -11% | 흑전 | | 63% |

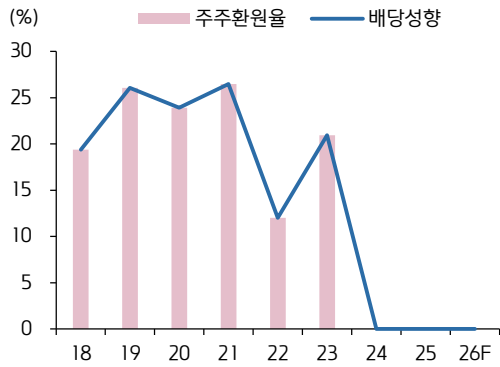
자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터

현대해상의 부문별 이익 추이



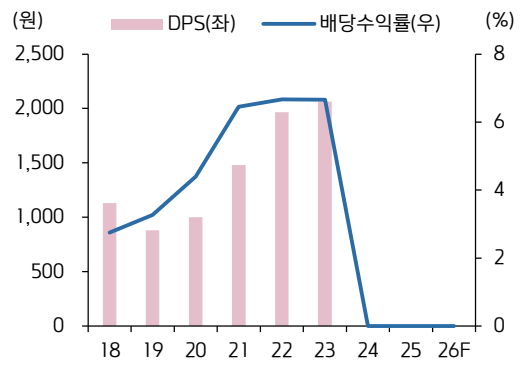
자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



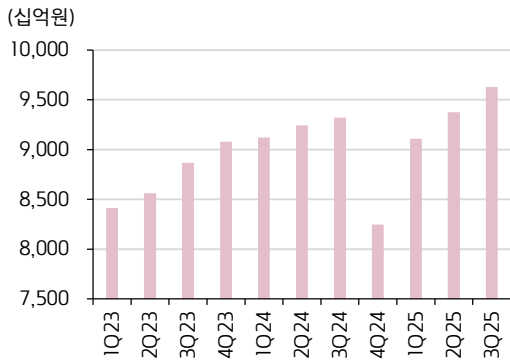
자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



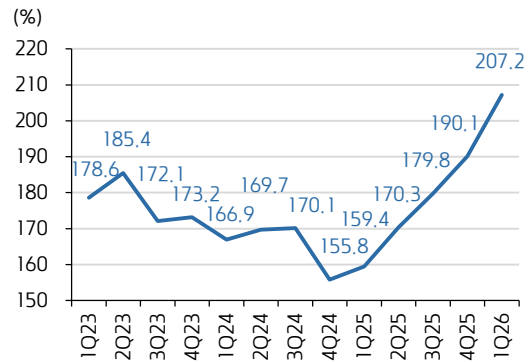
자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터

CSM 기말 잔액 추이



자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터

K-ICS 비율 추이



자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 보험이익 | 526.5 | 1,043.1 | 396.1 | 677.9 | 731.8 |
| 일반/VFA | 248.8 | 865.3 | 338.1 | 561.8 | 620.4 |
| CSM 상각 | 872.9 | 932.8 | 950.9 | 971.6 | 958.9 |
| RA 해제 | 130.0 | 132.5 | 136.2 | 138.8 | 133.8 |
| 예실차 | (205.7) | (212.4) | (306.1) | (253.9) | (230.3) |
| 보험금예실차 | (194.6) | (188.3) | (349.8) | (278.3) | (263.1) |
| 사업비에실차 | (11.1) | (24.1) | 43.7 | 24.4 | 32.8 |
| 기타 | (548.4) | 12.4 | (442.9) | (294.7) | (242.0) |
| PAA | 277.7 | 177.8 | 58.0 | 116.1 | 111.4 |
| 자동차보험손익 | 201.2 | 19.2 | (90.8) | (124.7) | (119.0) |
| 일반보험손익 | 76.4 | 158.6 | 148.8 | 240.8 | 230.5 |
| 투자이익 | 450.8 | 352.1 | 364.6 | 296.6 | 420.5 |
| 보험금융손익 | (828.3) | (856.4) | (888.1) | (916.5) | (935.0) |
| 투자서비스손익 | 1,279.1 | 1,208.4 | 1,218.4 | 1,213.1 | 1,355.5 |
| 영업이익 | 977.3 | 1,395.2 | 760.7 | 974.5 | 1,152.3 |
| 영업외손익 | (24.4) | (28.7) | (32.1) | (8.9) | 0.0 |
| 세전이익 | 952.9 | 1,366.4 | 694.3 | 965.6 | 1,152.3 |
| 법인세비용 | 180.6 | 335.8 | 133.2 | 242.6 | 288.1 |
| 당기순이익 | 772.3 | 1,030.7 | 561.1 | 723.0 | 864.2 |
| CSM Movement | | | | | |
| 기시 | 8,319 | 9,079 | 8,248 | 8,902 | 8,987 |
| 신계약 | 1,679 | 1,821 | 2,088 | 2,026 | 2,051 |
| 이자부리 | 262 | 319 | 317 | 310 | 309 |
| 상각 | 873 | 933 | 951 | 972 | 968 |
| 조정 | 310 | 2,038 | 800 | 1,279 | 1,291 |
| 기말 | 9,079 | 8,248 | 8,902 | 8,987 | 9,089 |
| CSM 증감 (YoY, %) | 9 | (9) | 8 | 1 | 1 |
| 순증액 | 759 | (831) | 654 | 85 | 101 |
| K-ICS 비율 | 173.2 | 155.8 | 190.1 | 219.9 | 233.9 |
| 지급여력금액 | 12,074 | 11,984 | 13,082 | 17,052 | 18,377 |
| 지급여력기준금액 | 6,972 | 7,442 | 7,790 | 8,123 | 8,208 |

투자지표 (I)

| | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 운용자산 비중 (%) | | | | | |
| FVPL | 19.6 | 18.5 | 17.9 | 17.2 | 16.9 |
| FVOCI | 47.0 | 49.5 | 53.9 | 53.4 | 53.8 |
| AC | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 대출채권 | 25.1 | 22.4 | 20.4 | 22.0 | 21.7 |
| 부동산 | 2.6 | 2.7 | 2.6 | 2.6 | 2.6 |
| 주요비율 (% , 배) | | | | | |
| ROA | 0.5 | 2.2 | 1.1 | 1.5 | 1.8 |
| ROE | 9.9 | 18.7 | 11.4 | 13.7 | 14.3 |
| P/E | 3.6 | 2.1 | 4.9 | 4.1 | 3.4 |
| P/B | 0.45 | 0.45 | 0.56 | 0.52 | 0.46 |

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|-----------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 자산총계 | 43,758 | 47,978 | 49,646 | 48,076 | 48,919 |
| 운용자산 | 41,500 | 45,787 | 47,016 | 45,553 | 46,352 |
| FVPL | 8,130 | 8,453 | 8,426 | 7,841 | 7,820 |
| FVOCI | 19,515 | 22,671 | 25,341 | 24,306 | 24,931 |
| AC | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 대출채권 | 10,397 | 10,246 | 9,568 | 10,003 | 10,043 |
| 부동산 | 1,092 | 1,234 | 1,205 | 1,191 | 1,212 |
| 비운용자산 | 2,241 | 2,168 | 2,596 | 2,523 | 2,567 |
| 부채총계 | 37,641 | 43,051 | 44,762 | 42,371 | 42,443 |
| 책임준비금 | 34,817 | 38,302 | 39,452 | 36,858 | 36,940 |
| 보험계약부채 | 31,527 | 34,802 | 34,853 | 32,477 | 32,612 |
| 잔여보장요소 | 27,226 | 30,166 | 29,865 | 27,566 | 27,741 |
| 최선조정 | 12,970 | 16,462 | 15,522 | 13,188 | 13,188 |
| 위험조정 | 1,586 | 1,908 | 1,888 | 1,646 | 1,646 |
| 보험계약마진 | 9,142 | 8,305 | 8,978 | 9,065 | 9,166 |
| 보험료배분접근법 | 3,527 | 3,490 | 3,477 | 3,666 | 3,740 |
| 발생사고요소 | 4,301 | 4,636 | 4,988 | 4,911 | 4,872 |
| 최선조정 | 4,134 | 4,451 | 4,796 | 4,722 | 4,685 |
| 위험조정 | 167 | 185 | 191 | 189 | 187 |
| 재보험계약부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 투자계약부채 | 3,290 | 3,500 | 4,599 | 4,381 | 4,328 |
| 기타부채 | 2,825 | 4,749 | 5,311 | 5,513 | 5,502 |
| 자본총계 | 6,117 | 4,927 | 4,883 | 5,705 | 6,477 |
| 자본금 | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 |
| 자본잉여금 | 113 | 113 | 113 | 45 | 45 |
| 신종자본증권 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | 6,526 | 7,391 | 7,953 | 8,514 | 9,070 |
| 해약환급금준비금 | 3,422 | 4,018 | 3,917 | 4,233 | 4,485 |
| 자본조정 | (69) | (68) | (68) | (68) | (68) |
| 기타포괄손익누계액 | (498) | (2,554) | (3,159) | (2,831) | (2,615) |
| 비지배지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

투자지표 (II)

| | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주주환원지표 | | | | | |
| DPS (원) | 2,063 | | | | |
| 증가율(YoY, %) | 5 | (100) | | | |
| 배당성향 (%) | 20.9 | 0.0 | | | |
| 배당수익률 (%) | 6.7 | 0.0 | | | |
| 현금배당액 (십억원) | 161.8 | 0.0 | | | |
| 자기주식수 (천주) | 10,986 | 10,986 | 10,986 | 10,986 | 10,986 |
| 발행주식수 (천주) | 89,400 | 89,400 | 89,400 | 89,400 | 89,400 |
| 자기주식 비중 (%) | 12.3 | 12.3 | 12.3 | 12.3 | 12.3 |
| 자기주식 소각액 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총주주환원율 (%) | 20.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

DB손해보험 (005830)



BUY(Maintain)

목표주가 250,000원

주가(5/21) 155,400원

보험/증권/지주 Analyst 안영준

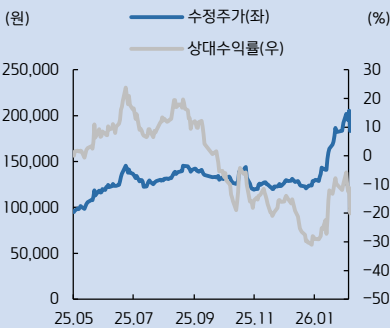
Stock Data

| | | | |
|--------------|------------|---------|--------|
| KOSPI | 7,815.59pt | | |
| 시가총액 | 101,788억 원 | | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 | |
| | 205,500원 | 95,100원 | |
| 최고/최저가 대비 등락 | -24.38% | 63.41% | |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 | |
| | 1M | -9.7% | 19.7% |
| | 6M | 29.1% | 133.2% |
| | 1Y | 63.4% | 329.0% |

Company Data

| | |
|-------------|------------------|
| 발행주식수 | 70,800천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 270천주 |
| 외국인 지분율 | 46.89% |
| 배당수익률(26E) | 5.4% |
| BPS(26E) | 143.01 |
| 주요 주주 | 김남호 외 13인 25.96% |

Price Trend



1Q 부진에도 배당 증가 무리 없을 것

>>> 1Q26 다양한 요인으로 예상치 하회

1분기 실적은 보험이익을 중심으로 부진했는데, 고액사고 발생에 따른 손해를 상승과 예실차 악화, 그리고 법인세율 조정에 따른 일회성 비용도 반영된 영향이다. 1분기 부진의 여파로 이전보다 연간 이익에 대한 눈높이도 낮아질 가능성이 높으나 배당 증가에는 무리가 없을 것으로 예상되는데, 그 이유는 1) 232%의 높은 K-ICS 비율을 기록 중으로 실적 부진 시 DPS 증가를 위해 일시적으로 주주환원율을 늘리는 데에 부담이 없을 것으로 보이며, 2) 배당소득 분리과세 요건을 충족시키기 위해서는 전년대비 배당 10% 증가가 요구되며, 3) 최근 자본시장에서는 주주환원에 우호적인 분위기가 형성된 상황인 가운데 주주제안에 따른 요구 등이 이루어지고 있기 때문이다.

>>> 하반기 밸류업 모멘텀 기대

8월 중 연결 기준 배당성향 설정 및 보다 구체적인 기업가치 제고 계획을 공시할 예정인데, 포테그라 인수 등 연결 실적 확대가 예상됨에 따라 관련 기대감이 주가에 반영될 것으로 기대된다. 연간 예상 배당수익률은 5% 중반으로 밸류에이션에 대한 부담도 적다고 판단하며, 실적 회복과 자본정책 변화에 주목할 필요가 있다. 투자 의견 BUY와 목표주가 25만원을 유지한다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 보험이익 | 1,550.0 | 1,619.1 | 1,035.9 | 1,076.6 | 1,216.6 |
| 투자이익 | 466.8 | 743.6 | 1,077.7 | 1,133.5 | 1,152.7 |
| 영업이익 | 2,016.8 | 2,362.7 | 2,113.7 | 2,210.1 | 2,369.3 |
| 세전이익 | 2,025.3 | 2,365.8 | 2,108.0 | 2,200.6 | 2,360.1 |
| 당기순이익 | 1,536.7 | 1,772.2 | 1,534.9 | 1,574.3 | 1,770.1 |
| ROE | 17.2 | 20.7 | 16.8 | 15.8 | 15.8 |
| ROA | 0.9 | 3.5 | 2.7 | 2.7 | 3.0 |
| EPS | 21,705 | 25,031 | 21,679 | 22,236 | 25,001 |
| BPS | 122,536 | 118,870 | 139,194 | 143,061 | 173,290 |
| PER | 3.9 | 4.1 | 6.0 | 7.0 | 6.3 |
| PBR | 0.7 | 0.9 | 0.9 | 1.1 | 0.9 |
| DPS | 5,300 | 6,800 | 7,600 | 8,400 | 9,400 |
| 배당수익률 | 6.3 | 6.6 | 5.8 | 5.4 | 6.0 |

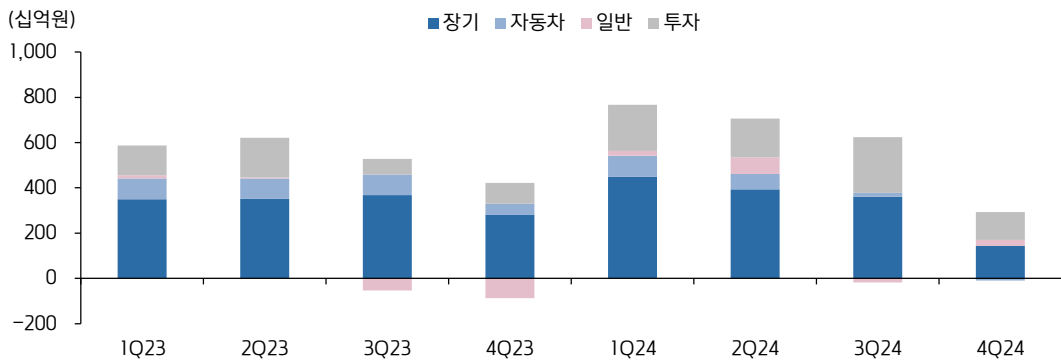
자료: 키움증권 리서치센터

DB손해보험 분기실적 추이

| (십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025 | 2026E |
|---------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 보험이익 | 402.7 | 267.7 | 102.1 | 263.4 | 226.6 | 263.9 | 256.4 | 329.8 | 1,035.9 | 1,076.6 |
| (YoY) | -28% | -50% | -72% | 64% | -44% | -1% | 151% | 25% | -36% | 4% |
| 일반/VFA | 394.0 | 257.0 | 149.4 | 275.3 | 265.2 | 256.1 | 259.5 | 332.4 | 1,075.8 | 1,113.2 |
| CSM 상각 | 322.6 | 326.3 | 330.0 | 306.1 | 321.7 | 337.9 | 347.9 | 358.0 | 1,285.1 | 1,365.5 |
| RA 해제 | 38.0 | 38.2 | 41.1 | 41.8 | 44.3 | 43.9 | 43.8 | 43.8 | 159.1 | 175.8 |
| 예실차 | 9.1 | (71.2) | (155.6) | (11.9) | (94.4) | (83.4) | (88.4) | (31.0) | (229.7) | (297.2) |
| 보험금예실차 | 14.2 | (67.1) | (148.0) | (2.5) | (102.6) | (92.9) | (94.3) | (35.2) | (203.5) | (325.0) |
| 사업비예실차 | (5.1) | (4.1) | (7.6) | (9.4) | 8.2 | 9.5 | 5.9 | 4.2 | (26.2) | 27.8 |
| 기타 | 24.3 | (36.3) | (66.0) | (60.6) | (6.3) | (42.3) | (43.8) | (38.3) | (138.7) | (130.8) |
| PAA | 8.7 | 10.6 | (47.3) | (11.9) | (38.7) | 7.8 | (3.1) | (2.6) | (39.9) | (36.6) |
| 자동차보험손익 | 45.8 | 31.9 | (55.8) | (76.6) | 8.8 | 0.0 | (10.8) | (10.8) | (54.7) | (12.7) |
| 일반보험손익 | (37.0) | (21.3) | 8.5 | 64.6 | (47.5) | 7.8 | 7.6 | 8.2 | 14.9 | (23.9) |
| 투자이익 | 244.0 | 344.6 | 301.1 | 188.0 | 236.1 | 404.4 | 225.7 | 267.2 | 1,077.7 | 1,133.5 |
| (YoY) | 20% | 102% | 23% | 52% | -3% | 17% | -25% | 42% | 45% | 5% |
| 보험금융손익 | (193.6) | (91.7) | (186.2) | (184.4) | (203.2) | (204.2) | (205.2) | (206.2) | (655.9) | (818.8) |
| 투자서비스손익 | 437.5 | 436.4 | 487.3 | 372.5 | 439.3 | 608.6 | 430.9 | 473.4 | 1,733.6 | 1,952.2 |
| 영업이익 | 646.7 | 612.3 | 403.2 | 451.5 | 462.7 | 668.3 | 482.0 | 597.0 | 2,113.7 | 2,210.1 |
| (YoY) | -16% | -13% | -33% | 59% | -28% | 9% | 20% | 32% | -11% | 5% |
| 영업외손익 | (3.4) | 4.5 | (5.9) | (1.0) | (3.2) | (1.4) | (2.9) | (2.1) | (5.7) | (9.5) |
| 세전이익 | 643.3 | 616.9 | 397.3 | 450.5 | 459.5 | 667.0 | 479.2 | 594.9 | 2,108.0 | 2,200.6 |
| 법인세비용 | 196.3 | 156.9 | 104.3 | 115.5 | 191.0 | 166.7 | 119.8 | 148.7 | 573.1 | 626.3 |
| 당기순이익 | 447.0 | 459.9 | 293.0 | 335.0 | 268.5 | 500.2 | 359.4 | 446.2 | 1,534.9 | 1,574.3 |
| (YoY) | -23% | -15% | -35% | 72% | -40% | 9% | 23% | 33% | -13% | 3% |

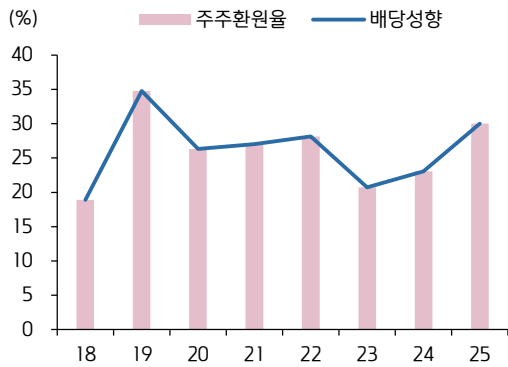
자료: DB손해보험, 키움증권 리서치센터

DB손해보험의 부문별 이익 추이



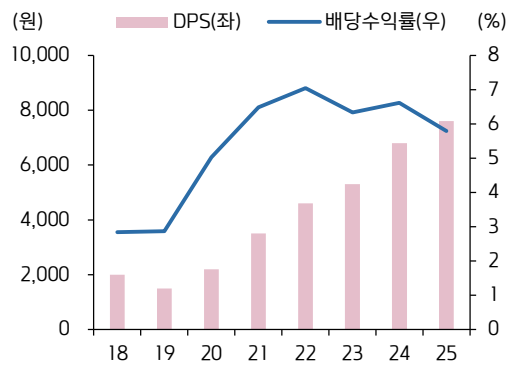
자료: DB손해보험, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



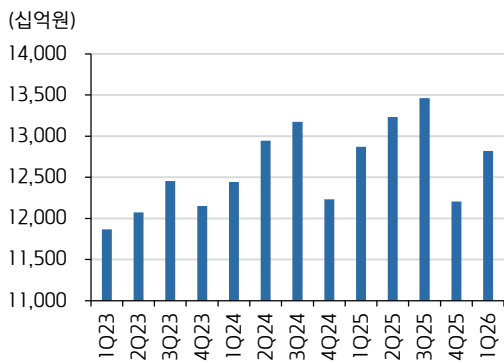
자료: DB손해보험, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



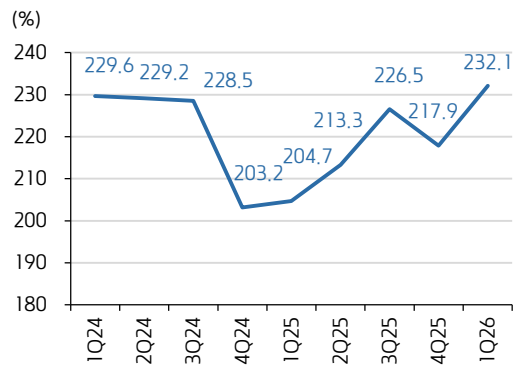
자료: DB손해보험, 키움증권 리서치센터

CSM 기말 잔액 추이



자료: DB손해보험, 키움증권 리서치센터

K-ICS 비율 추이



자료: DB손해보험, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 보험이익 | 1,550.0 | 1,619.1 | 1,035.9 | 1,076.6 | 1,216.6 |
| 일반/VFA | 1,351.3 | 1,345.6 | 1,075.8 | 1,113.2 | 1,247.1 |
| CSM 상각 | 1,261.9 | 1,297.5 | 1,285.1 | 1,365.5 | 1,428.4 |
| RA 해제 | 114.2 | 135.9 | 159.1 | 175.8 | 175.1 |
| 예실차 | 255.0 | 173.6 | (229.7) | (297.2) | (208.7) |
| 보험금예실차 | 258.3 | 185.8 | (203.5) | (325.0) | (262.4) |
| 사업비예실차 | (3.3) | (12.2) | (26.2) | 27.8 | 53.7 |
| 기타 | (279.9) | (261.4) | (138.7) | (130.8) | (147.7) |
| PAA | 198.7 | 273.5 | (39.9) | (36.6) | (30.6) |
| 자동차보험손익 | 321.1 | 170.9 | (54.7) | (12.7) | (110.7) |
| 일반보험손익 | (122.4) | 102.5 | 14.9 | (23.9) | 80.1 |
| 투자이익 | 466.8 | 743.6 | 1,077.7 | 1,133.5 | 1,152.7 |
| 보험금융손익 | (788.8) | (770.2) | (655.9) | (818.8) | (835.3) |
| 투자서비스손익 | 1,255.6 | 1,513.8 | 1,733.6 | 1,952.2 | 1,988.0 |
| 영업이익 | 2,016.8 | 2,362.7 | 2,113.7 | 2,210.1 | 2,369.3 |
| 영업외손익 | 8.5 | 3.2 | (5.7) | (9.5) | (9.1) |
| 세전이익 | 2,025.3 | 2,365.8 | 2,108.0 | 2,200.6 | 2,360.1 |
| 법인세비용 | 488.5 | 593.6 | 573.1 | 626.3 | 590.0 |
| 당기순이익 | 1,536.7 | 1,772.2 | 1,534.9 | 1,574.3 | 1,770.1 |
| CSM Movement | | | | | |
| 기시 | 11,643 | 12,152 | 12,232 | 12,205 | 13,249 |
| 신계약 | 720 | 3,078 | 2,933 | 2,760 | 2,797 |
| 이자부리 | 99 | 441 | 443 | 429 | 448 |
| 상각 | 326 | 1,298 | 1,285 | 1,365 | 1,428 |
| 조정 | 1,420 | 2,142 | 2,117 | 780 | 1,242 |
| 기말 | 12,152 | 12,232 | 12,205 | 13,249 | 13,823 |
| CSM 증감 (YoY, %) | 4 | 1 | (0) | 9 | 4 |
| 순증액 | 509 | 79 | (26) | 1,043 | 575 |
| K-ICS 비율 | 233.1 | 203.2 | 217.9 | 233.7 | 241.2 |
| 지급여력금액 | 19,575 | 19,100 | 24,036 | 24,561 | 25,618 |
| 지급여력기준금액 | 8,396 | 9,400 | 10,065 | 10,508 | 10,621 |

투자지표 (I)

| | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 운용자산 비중 (%) | | | | | |
| FVPL | | | 24.9 | 23.8 | 23.4 |
| FVOCI | | | 43.5 | 45.9 | 46.3 |
| AC | | | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 대출채권 | | | 24.9 | 23.8 | 23.8 |
| 부동산 | | | 2.6 | 2.6 | 2.6 |
| 주요비율 (% , 배) | | | | | |
| ROA | 0.9 | 3.5 | 2.7 | 2.7 | 3.0 |
| ROE | 17.2 | 20.7 | 16.8 | 15.8 | 15.8 |
| P/E | 3.9 | 4.1 | 7.6 | 7.4 | 6.6 |
| P/B | 0.68 | 0.86 | 1.18 | 1.15 | 0.95 |

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|-----------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 자산총계 | 48,514 | 52,859 | 59,409 | 58,787 | 61,202 |
| 운용자산 | 44,932 | 49,627 | 56,076 | 55,489 | 57,769 |
| FVPL | 11,174 | 11,407 | 17,707 | 17,174 | 17,524 |
| FVOCI | 19,545 | 22,226 | 20,121 | 20,071 | 21,063 |
| AC | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 대출채권 | 11,177 | 13,022 | 14,807 | 14,652 | 15,254 |
| 부동산 | 1,181 | 1,203 | 1,242 | 1,229 | 1,279 |
| 비운용자산 | 3,571 | 3,219 | 3,315 | 3,298 | 3,433 |
| 부채총계 | 39,838 | 44,443 | 49,554 | 48,658 | 48,933 |
| 책임준비금 | 36,769 | 41,063 | 44,530 | 44,225 | 44,593 |
| 보험계약부채 | 29,395 | 31,937 | 31,580 | 32,461 | 32,998 |
| 잔여보장요소 | 24,596 | 27,185 | 26,417 | 27,339 | 27,917 |
| 최선조정 | 8,857 | 10,922 | 10,015 | 9,895 | 9,895 |
| 위험조정 | 1,351 | 1,675 | 1,777 | 1,756 | 1,756 |
| 보험계약마진 | 11,351 | 11,516 | 11,537 | 12,581 | 13,155 |
| 보험료배분접근법 | 3,037 | 3,071 | 3,088 | 3,107 | 3,110 |
| 발생사고요소 | 4,799 | 4,753 | 5,163 | 5,122 | 5,081 |
| 최선조정 | 4,575 | 4,544 | 4,970 | 4,931 | 4,891 |
| 위험조정 | 224 | 208 | 193 | 191 | 190 |
| 재보험계약부채 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 투자계약부채 | 7,372 | 9,125 | 12,950 | 11,765 | 11,596 |
| 기타부채 | 3,069 | 3,379 | 5,024 | 4,433 | 4,340 |
| 자본총계 | 8,676 | 8,416 | 9,855 | 10,129 | 12,269 |
| 자본금 | 35 | 35 | 35 | 35 | 35 |
| 자본잉여금 | 38 | 38 | 107 | 107 | 107 |
| 신종자본증권 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | 8,651 | 10,105 | 11,201 | 11,894 | 13,742 |
| 해약환급금준비금 | 2,646 | 3,239 | 4,541 | 5,209 | 5,958 |
| 자본조정 | (152) | (152) | (124) | (124) | (124) |
| 기타포괄손익누계액 | 104 | (1,609) | (2,229) | (1,784) | (1,492) |
| 비자배지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

투자지표 (II)

| | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주주환원지표 | | | | | |
| DPS (원) | 5,300 | 6,800 | 7,600 | 8,400 | 9,400 |
| 증가율(YoY, %) | 15 | 28 | 12 | 11 | 12 |
| 배당성향 (%) | 20.7 | 23.0 | 30.0 | 32.4 | 32.2 |
| 배당수익률 (%) | 6.3 | 6.6 | 5.8 | 5.4 | 6.0 |
| 현금배당액 (십억원) | 318.2 | 408.3 | 460.9 | 509.4 | 570.0 |
| 자기주식수 (천주) | 10,757 | 10,757 | 10,157 | 10,157 | 10,157 |
| 발행주식수 (천주) | 70,800 | 70,800 | 70,800 | 70,800 | 70,800 |
| 자기주식 비중 (%) | 15.2 | 15.2 | 14.3 | 14.3 | 14.3 |
| 자기주식 소각액 | 0 | 0 | 17 | 0 | 0 |
| 총주주환원율 (%) | 20.7 | 23.0 | 31.1 | 32.4 | 32.2 |



BUY(Maintain)

목표주가 750,000원
 주가(5/21) 566,000원

보험/증권/지주 Analyst 안영준

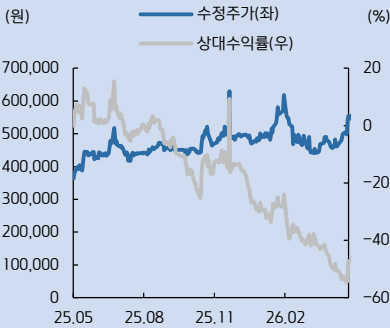
Stock Data

| | | | |
|--------------|------------|----------|--------|
| KOSPI | 7,815.59pt | | |
| 시가총액 | 252,705억 원 | | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 | |
| | 630,000원 | 363,500원 | |
| 최고/최저가 대비 등락 | -10.16% | 55.71% | |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 | |
| | 1M | 22.6% | 26.7% |
| | 6M | 19.7% | 123.5% |
| | 1Y | 55.7% | 313.5% |

Company Data

| | |
|-------------|--------------------|
| 발행주식수 | 50,567천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 176천주 |
| 외국인 지분율 | 55.90% |
| 배당수익률(26E) | 4.2% |
| BPS(26E) | 544,652원 |
| 주요 주주 | 삼성생명보험 외 5인 19.05% |

Price Trend



안정적인 투자릿수 배당 성장 전망

>>> 작년의 실적 부진을 회복할 것으로 기대

1분기 실적은 시장 기대치를 3% 상회했다. 보험손익과 투자손익 모두 견조한 흐름을 보였으며, 특히 업종 내에서도 실적 변동성이 낮다는 강점을 지속적으로 입증하고 있다. 신계약 CSM이 전년동기대비 축소되기는 했으나, 수익성 개선 흐름이 이어지고 있는 바 성장에 대한 우려는 제한적인 것으로 판단한다. 작년 실적 역성장으로 소폭의 DPS 증가에 그쳤던 바 있으나, 올해는 전년 낮은 기저에 힘입어 실적 회복세를 시현할 것으로 기대되며 이에 따른 투자릿수 이상의 배당 증가가 전망된다.

>>> 높은 자본비율에 기반한 추가 모멘텀 기대

2028년까지 배당성장 50%를 목표로 하고 있으며, 올해 예상 DPS는 23,000원으로 4% 초중반대의 배당수익률이 기대된다. 이에 따라 주가 하방이 지지될 것으로 예상되는 동시에 보유 중인 삼성전자 지분과 업종 내 최고 수준인 자본비율을 기반으로 하는 추가적인 주주 가치 제고 활동 등이 새로운 모멘텀으로 작용할 수 있다. 투자 의견 BUY와 목표주가 75만원을 유지한다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 보험이익 | 1,933.4 | 1,849.1 | 1,519.5 | 1,727.4 | 1,695.9 |
| 투자이익 | 408.6 | 844.3 | 802.5 | 996.3 | 1,020.2 |
| 영업이익 | 2,342.0 | 2,693.4 | 2,322.0 | 2,723.7 | 2,716.1 |
| 세전이익 | 2,361.1 | 2,704.1 | 2,333.5 | 2,599.4 | 2,603.5 |
| 당기순이익 | 1,755.4 | 2,047.8 | 1,690.9 | 1,941.5 | 1,952.6 |
| ROE | 6.3 | 13.1 | 10.9 | 9.3 | 8.9 |
| ROA | 1.0 | 2.4 | 2.2 | 2.2 | 2.4 |
| EPS | 37,053 | 43,225 | 36,746 | 43,479 | 45,100 |
| BPS | 340,780 | 329,335 | 462,729 | 544,652 | 599,871 |
| PER | 6.9 | 8.2 | 11.3 | 11.4 | 10.5 |
| PBR | 0.8 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| DPS | 16,000 | 19,000 | 19,500 | 23,000 | 26,000 |
| 배당수익률 | 6.1 | 5.3 | 3.9 | 4.2 | 4.8 |

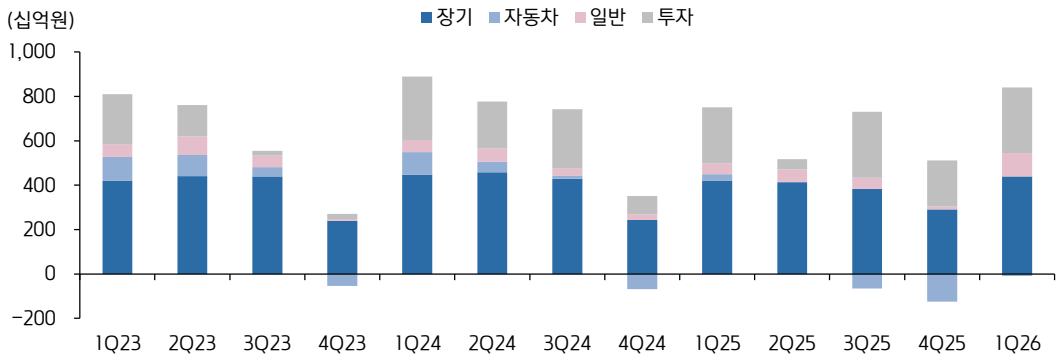
자료: 키움증권 리서치센터

삼성화재 분기실적 추이

| (십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025 | 2026E |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 보험이익 | 498.8 | 472.0 | 369.0 | 179.7 | 535.2 | 523.6 | 388.2 | 280.5 | 1,727.4 | 1,695.9 |
| (YoY) | -17% | -17% | -23% | -11% | 7% | 11% | 5% | 56% | 14% | -2% |
| 일반/VFA | 419.4 | 414.0 | 383.9 | 290.5 | 440.0 | 461.6 | 418.2 | 358.9 | 1,678.7 | 1,705.1 |
| CSM 상각 | 406.0 | 406.4 | 416.2 | 392.1 | 399.8 | 402.5 | 401.5 | 397.9 | 1,601.9 | 1,624.0 |
| RA 해제 | 44.8 | 47.0 | 52.2 | 54.9 | 53.6 | 48.9 | 48.6 | 48.5 | 199.6 | 194.0 |
| 예실차 | (16.4) | 19.0 | (44.9) | (126.9) | (9.0) | 43.2 | (5.2) | (64.1) | (35.1) | (16.1) |
| 보험금예실차 | (23.4) | 27.5 | (51.5) | (77.3) | 2.4 | 54.1 | (5.5) | (2.7) | 48.4 | 100.7 |
| 사업비예실차 | 7.0 | (8.4) | 6.6 | (49.6) | (11.4) | (10.9) | 0.2 | (61.4) | (83.5) | (116.8) |
| 기타 | (15.1) | (58.5) | (39.6) | (29.7) | (4.4) | (33.0) | (26.7) | (23.5) | (87.6) | (96.8) |
| PAA | 79.6 | 58.0 | (14.9) | (110.8) | 95.1 | 62.0 | (29.9) | (78.4) | 48.7 | (9.2) |
| 자동차보험손익 | 29.9 | 0.8 | (64.8) | (124.9) | (9.6) | 8.4 | (84.7) | (132.7) | (218.6) | (230.0) |
| 일반보험손익 | 49.7 | 57.2 | 49.9 | 14.1 | 104.7 | 53.5 | 54.8 | 54.3 | 267.3 | 220.8 |
| 투자이익 | 251.5 | 45.9 | 297.8 | 207.3 | 295.6 | 244.5 | 228.4 | 227.8 | 996.3 | 1,020.2 |
| (YoY) | -12% | -78% | 12% | 153% | 18% | 433% | -23% | 10% | 24% | 2% |
| 보험금융손익 | (326.0) | (285.7) | (344.4) | (298.5) | (348.3) | (350.1) | (351.8) | (353.6) | (1,403) | (1,432) |
| 투자서비스손익 | 577.5 | 331.5 | 642.2 | 505.8 | 644.0 | 594.5 | 580.2 | 581.4 | 2,400.1 | 2,452.3 |
| 영업이익 | 750.4 | 517.9 | 666.7 | 387.0 | 830.8 | 768.0 | 616.6 | 508.2 | 2,723.7 | 2,716.1 |
| (YoY) | -16% | -33% | -10% | 37% | 11% | 48% | -8% | 31% | 17% | 0% |
| 영업외손익 | 4.6 | 3.8 | 2.7 | 0.4 | (55.6) | (18.5) | (22.5) | (27.7) | (124.3) | (112.6) |
| 세전이익 | 755.0 | 521.6 | 669.4 | 387.4 | 775.2 | 749.6 | 594.1 | 480.5 | 2,599.4 | 2,603.5 |
| 법인세비용 | 199.3 | 123.4 | 160.1 | 159.7 | 201.8 | 187.4 | 148.5 | 120.1 | 657.9 | 650.9 |
| 당기순이익 | 555.6 | 398.2 | 509.3 | 227.7 | 573.4 | 562.2 | 445.6 | 360.4 | 1,941.5 | 1,952.6 |
| (YoY) | -19% | -33% | -9% | 7% | 3% | 41% | -13% | 58% | 15% | 1% |
| 연결당기순이익 | 609.0 | 638.4 | 538.5 | 234.4 | 635.2 | 605.8 | 482.7 | 396.4 | 2,120.1 | 2,233.6 |
| 지배주주순이익 | 608.1 | 637.5 | 538.0 | 234.7 | 634.7 | 605.3 | 482.3 | 396.0 | 2,118.3 | 2,231.6 |
| (YoY) | -13% | 4% | -3% | 13% | 4% | -5% | -10% | 69% | 5% | 5% |

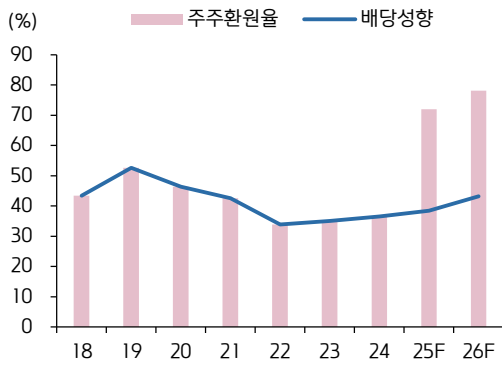
자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

삼성화재의 부문별 이익 추이 및 전망



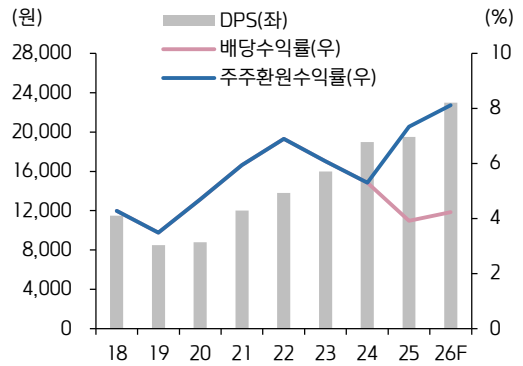
자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



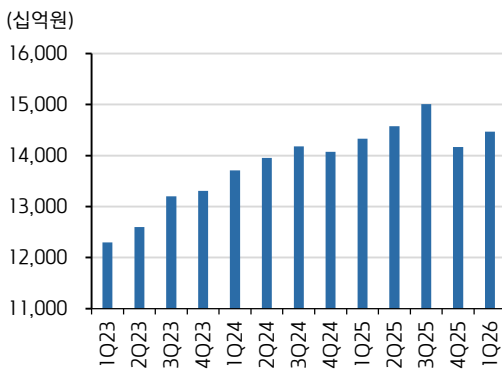
자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



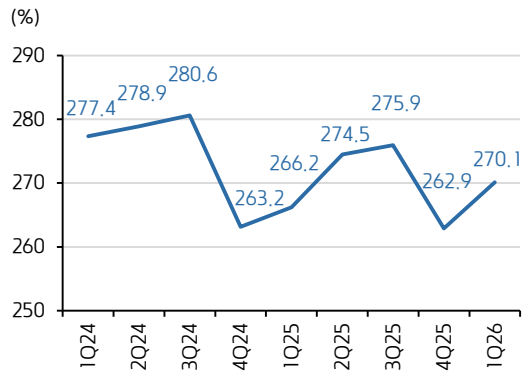
자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

CSM 기말 잔액 추이



자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

K-ICS 비율 추이



자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 보험이익 | 1,933.4 | 1,849.1 | 1,519.5 | 1,727.4 | 1,695.9 |
| 일반/VFA | 1,539.3 | 1,577.6 | 1,507.8 | 1,678.7 | 1,705.1 |
| CSM 상각 | 1,538.5 | 1,612.3 | 1,620.8 | 1,601.9 | 1,624.0 |
| RA 해제 | 150.8 | 165.5 | 198.9 | 199.6 | 194.0 |
| 예실차 | 141.3 | 80.7 | (169.1) | (35.1) | (16.1) |
| 보험금예실차 | 226.1 | 146.4 | (124.7) | 48.4 | 100.7 |
| 사업비예실차 | (84.8) | (65.7) | (44.4) | (83.5) | (116.8) |
| 기타 | (291.5) | (280.9) | (142.8) | (87.6) | (96.8) |
| PAA | 394.1 | 271.5 | 11.9 | 48.7 | (9.2) |
| 자동차보험손익 | 189.9 | 95.8 | (158.9) | (218.6) | (230.0) |
| 일반보험손익 | 204.2 | 175.7 | 170.9 | 267.3 | 220.8 |
| 투자이익 | 408.6 | 844.3 | 802.5 | 996.3 | 1,020.2 |
| 보험금융손익 | (1,372) | (1,340) | (1,255) | (1,404) | (1,432) |
| 투자서비스손익 | 1,780.7 | 2,184.5 | 2,057.0 | 2,400.1 | 2,452.3 |
| 영업이익 | 2,342.0 | 2,693.4 | 2,322.0 | 2,723.7 | 2,716.1 |
| 영업외손익 | 19.0 | 10.7 | 11.5 | (124.3) | (112.6) |
| 세전이익 | 2,361.1 | 2,704.1 | 2,333.5 | 2,599.4 | 2,603.5 |
| 법인세비용 | 605.7 | 656.3 | 642.6 | 657.9 | 650.9 |
| 당기순이익 | 1,755.4 | 2,047.8 | 1,690.9 | 1,941.5 | 1,952.6 |
| 연결당기순이익 | 1,821.6 | 2,076.8 | 2,020.3 | 2,120.1 | 2,233.6 |
| 지배주주순이익 | 1,818.4 | 2,073.6 | 2,018.3 | 2,118.3 | 2,231.6 |
| CSM Movement | | | | | |
| 기시 | 12,144 | 13,303 | 14,074 | 14,168 | 14,364 |
| 신계약 | 3,500 | 3,451 | 2,898 | 2,726 | 2,688 |
| 이자부리 | 398 | 491 | 502 | 494 | 502 |
| 상각 | 1,539 | 1,612 | 1,621 | 1,602 | 1,624 |
| 조정 | 1,200 | 1,558 | 1,686 | 1,421 | 1,067 |
| 기말 | 13,307 | 14,074 | 14,168 | 14,364 | 14,864 |
| CSM 증감 (YoY, %) | 10 | 6 | 1 | 1 | 3 |
| 순증액 | 1,163 | 771 | 94 | 197 | 499 |
| K-ICS 비율 | 273.0 | 263.6 | 262.9 | 275.1 | 270.1 |
| 지급여력금액 | 23,762 | 24,164 | 28,937 | 31,972 | 33,441 |
| 지급여력기준금액 | 8,704 | 9,137 | 10,902 | 11,622 | 12,156 |

투자지표 (I)

| | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 운용자산 비중 (%) | | | | | |
| FVPL | 12.6 | 13.6 | 12.6 | 11.5 | 11.3 |
| FVOCI | 46.2 | 44.2 | 47.0 | 50.7 | 51.1 |
| AC | 2.1 | 2.1 | 2.3 | 2.2 | 2.2 |
| 대출채권 | 34.1 | 32.3 | 30.0 | 28.7 | 28.7 |
| 부동산 | 2.1 | 3.4 | 2.6 | 2.5 | 2.5 |
| 주요비율 (% , 배) | | | | | |
| ROA | 1.0 | 2.4 | 2.2 | 2.2 | 2.4 |
| ROE | 6.3 | 13.1 | 10.9 | 9.3 | 8.9 |
| P/E | 6.9 | 8.2 | 11.3 | 11.4 | 10.5 |
| P/B | 0.77 | 1.09 | 1.07 | 1.00 | 0.91 |

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|-----------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 자산총계 | 85,019 | 87,269 | 96,450 | 93,248 | 95,080 |
| 운용자산 | 81,667 | 83,836 | 92,487 | 89,297 | 91,052 |
| FVPL | 10,281 | 11,374 | 11,614 | 10,269 | 10,263 |
| FVOCI | 37,733 | 37,025 | 43,448 | 45,236 | 46,495 |
| AC | 1,732 | 1,725 | 2,096 | 1,977 | 2,016 |
| 대출채권 | 27,822 | 27,068 | 27,758 | 25,615 | 26,119 |
| 부동산 | 1,755 | 2,840 | 2,438 | 2,276 | 2,320 |
| 비운용자산 | 3,279 | 3,343 | 3,827 | 3,950 | 4,028 |
| 부채총계 | 68,875 | 71,667 | 75,158 | 68,927 | 69,109 |
| 책임준비금 | 63,697 | 65,327 | 66,540 | 59,727 | 59,993 |
| 보험계약부채 | 51,777 | 51,788 | 49,050 | 42,591 | 43,037 |
| 잔여보장요소 | 45,817 | 45,511 | 42,263 | 35,869 | 36,369 |
| 최선조정 | 26,717 | 25,345 | 21,974 | 19,863 | 19,863 |
| 위험조정 | 1,448 | 1,728 | 1,845 | 1,644 | 1,644 |
| 보험계약마진 | 13,303 | 14,074 | 14,168 | 14,362 | 14,861 |
| 보험료배분접근법 | 4,349 | 4,363 | 4,276 | 4,267 | 4,274 |
| 발생사고요소 | 5,960 | 6,277 | 6,787 | 6,722 | 6,668 |
| 최선조정 | 5,748 | 6,062 | 6,521 | 6,455 | 6,404 |
| 위험조정 | 212 | 215 | 266 | 267 | 265 |
| 재보험계약부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 투자계약부채 | 11,920 | 13,540 | 17,490 | 17,136 | 16,956 |
| 기타부채 | 5,178 | 6,340 | 8,618 | 9,199 | 9,115 |
| 자본총계 | 16,144 | 15,602 | 21,292 | 24,321 | 25,971 |
| 자본금 | 26 | 26 | 26 | 26 | 26 |
| 자본잉여금 | 939 | 939 | 939 | 939 | 939 |
| 신종자본증권 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | 12,279 | 13,670 | 14,643 | 14,643 | 17,298 |
| 해약환급금준비금 | 1,180 | 2,213 | 4,130 | 5,408 | 6,431 |
| 자본조정 | (1,487) | (1,487) | (1,219) | (951) | (951) |
| 기타포괄손익누계액 | 4,357 | 2,418 | 6,868 | 9,629 | 8,624 |
| 비지배지분 | 30 | 35 | 35 | 35 | 35 |

투자지표 (II)

| | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|---------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 주주환원지표 | | | | | |
| DPS (원) | 16,000 | 19,000 | 19,500 | 23,000 | 26,000 |
| 증가율(YoY, %) | 16 | 19 | 3 | 18 | 13 |
| 배당성향 (%) | 35.0 | 36.5 | 38.5 | 43.2 | 46.4 |
| 배당수익률 (%) | 6.1 | 5.3 | 3.9 | 4.2 | 4.8 |
| 현금배당액 (십억원) | 637.3 | 756.7 | 776.7 | 916.1 | 1,035.5 |
| 자기주식수 (천주) | 7,547 | 7,547 | 6,187 | 4,827 | 3,467 |
| 발행주식수 (천주) | 47,375 | 47,375 | 46,015 | 44,655 | 43,295 |
| 자기주식 비중 (%) | 15.9 | 15.9 | 13.4 | 10.8 | 8.0 |
| 자기주식 소각액 | 0 | 0 | 675.9 | 738.5 | 738.5 |
| 총주주환원율 (%) | 35.0 | 36.5 | 72.0 | 78.1 | 79.5 |

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 | -27.18 | -25.07 | |
| | 2024-11-18 | Buy(Maintain) | 140,000원 | 6개월 | -29.50 | -23.11 | |
| | 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 | -20.73 | -12.06 | |
| | 2025-08-14 | Buy(Maintain) | 160,000원 | 6개월 | -20.67 | -12.06 | |
| | 2025-08-18 | Buy(Maintain) | 160,000원 | 6개월 | -11.53 | 5.25 | |
| | 2025-11-14 | Buy(Maintain) | 220,000원 | 6개월 | -32.00 | -30.18 | |
| | 2025-11-28 | Buy(Maintain) | 220,000원 | 6개월 | -28.39 | -18.73 | |
| | 2026-01-23 | Buy(Maintain) | 220,000원 | 6개월 | -23.02 | -0.45 | |
| | 2026-02-23 | Buy(Maintain) | 300,000원 | 6개월 | -20.67 | 0.00 | |
| | 2026-05-15 | Buy(Maintain) | 400,000원 | 6개월 | -20.67 | 0.00 | |
| | 2026-05-21 | Buy(Maintain) | 450,000원 | 6개월 | | | |
| | 한화생명 (088350) | 2024-10-30 | Outperform (Initiate) | 3,500원 | 6개월 | -16.14 | -15.43 |
| | | 2024-11-14 | Outperform (Maintain) | 3,200원 | 6개월 | -14.22 | -11.06 |
| | | 2025-02-21 | Outperform (Maintain) | 3,200원 | 6개월 | -19.57 | -11.41 |
| 2025-08-18 | | Outperform (Maintain) | 3,500원 | 6개월 | -9.69 | 0.71 | |
| 2025-11-17 | | Outperform (Maintain) | 3,500원 | 6개월 | -8.91 | 9.57 | |
| 2026-02-24 | | BUY(Upgrade) | 8,500원 | 6개월 | -43.17 | -37.41 | |
| 2026-05-13 | | BUY(Maintain) | 8,500원 | 6개월 | -31.11 | -25.34 | |
| 2026-05-21 | BUY(Maintain) | 8,500원 | 6개월 | | | | |
| 삼성화재 (000810) | 2024-10-30 | Buy(Initiate) | 440,000원 | 6개월 | -21.91 | -20.11 | |
| | 2024-11-15 | Buy(Maintain) | 440,000원 | 6개월 | -21.95 | -16.14 | |
| | 2024-11-19 | Buy(Maintain) | 440,000원 | 6개월 | -17.69 | -1.14 | |
| | 2025-02-03 | Buy(Maintain) | 480,000원 | 6개월 | -23.03 | -22.19 | |
| | 2025-02-13 | Buy(Maintain) | 480,000원 | 6개월 | -22.35 | -11.46 | |
| | 2025-05-15 | Buy(Maintain) | 480,000원 | 6개월 | -16.95 | 7.92 | |
| | 2025-08-14 | Buy(Maintain) | 530,000원 | 6개월 | -16.79 | -16.79 | |
| | 2025-08-18 | Buy(Maintain) | 530,000원 | 6개월 | -14.13 | -1.51 | |
| | 2025-11-14 | Buy(Maintain) | 610,000원 | 6개월 | -17.54 | 3.28 | |
| | 2026-02-23 | Buy(Maintain) | 750,000원 | 6개월 | -35.98 | -24.67 | |
| | 2026-05-15 | Buy(Maintain) | 750,000원 | 6개월 | -35.32 | -24.67 | |
| | 2026-05-21 | Buy(Maintain) | 750,000원 | 6개월 | | | |

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표 주가 | 목표 가격 대상 시점 | 과리율(%) | |
|--------------------|---------------------|--------------------------|--------------------------|----------------------|----------------|----------------|
| | | | | | 평균 주가 대비 | 최고 주가 대비 |
| DB손해보험 (005830) | 2024-10-30 | Buy(Initiate) | 150,000원 | 6개월 | -27.34 | -25.00 |
| | 2024-11-15 | Buy(Maintain) | 150,000원 | 6개월 | -28.19 | -25.00 |
| | 2024-11-19 | Buy(Maintain) | 150,000원 | 6개월 | -31.29 | -24.20 |
| | 2025-02-03 | Buy(Maintain) | 140,000원 | 6개월 | -33.85 | -26.29 |
| | 2025-05-15 | Buy(Maintain) | 140,000원 | 6개월 | -25.82 | 3.86 |
| | 2025-08-18 | Buy(Maintain) | 160,000원 | 6개월 | -15.32 | -9.06 |
| | 2025-11-17 | Buy(Maintain) | 160,000원 | 6개월 | -15.91 | 16.69 |
| | 2026-02-23 | Buy(Maintain) | 250,000원 | 6개월 | -29.94 | -17.80 |
| | 2026-05-21 | Buy(Maintain) | 250,000원 | 6개월 | | |
| | 현대해상 (001450) | 2024-10-30 | Outperform (Initiate) | 36,000원 | 6개월 | -16.59 |
| 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 |
| 2025-11-28 | | Outperform (Maintain) | 36,000원 | 6개월 | -14.54 | 7.92 |
| 2026-05-21 | | Outperform (Maintain) | 42,000원 | 6개월 | | |
| 한화손해보험 (000370) | 2024-10-30 | Outperform (Initiate) | 5,500원 | 6개월 | -13.96 | -12.91 |
| | 2024-11-12 | Outperform (Maintain) | 5,500원 | 6개월 | -22.03 | -12.91 |
| | 2025-02-03 | Outperform (Maintain) | 4,800원 | 6개월 | -15.76 | -12.60 |
| | 2025-02-24 | Outperform (Maintain) | 4,800원 | 6개월 | -1.74 | 66.25 |
| | 2025-08-18 | Outperform (Maintain) | 6,500원 | 6개월 | -12.78 | 16.31 |
| | 2026-05-21 | Buy(Reinitiate) | 9,000원 | 6개월 | | |
| | 메리츠금융지주 (138040) | 2024-10-30 | Buy(Initiate) | 140,000원 | 6개월 | -25.68 |
| 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 |
| 2025-11-28 | | Buy(Maintain) | 150,000원 | 6개월 | -26.35 | -12.53 |
| 2026-02-12 | | Buy(Maintain) | 170,000원 | 6개월 | -30.99 | -14.00 |
| 2026-05-21 | Buy(Maintain) | 170,000원 | 6개월 | | | |

투자의견 변동내역 (2개년)

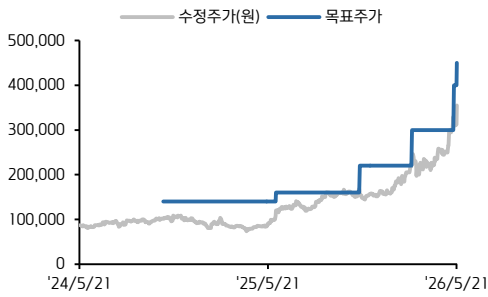
| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표 주가 | 목표 가격 대상 시점 | 과리율(%) | |
|--------------------|---------------|----------------------------|----------|----------------------|----------------|----------------|
| | | | | | 평균 주가 대비 | 최고 주가 대비 |
| 미래에셋증권 (006800) | 2024-10-30 | Outperform (Reinitiate) | 10,953원 | 6개월 | -18.67 | -16.10 |
| | 2024-11-08 | Outperform (Maintain) | 9,957원 | 6개월 | -14.20 | -10.00 |
| | 2024-11-19 | Outperform (Maintain) | 9,957원 | 6개월 | -16.08 | -9.00 |
| | 2025-01-20 | Buy(Upgrade) | 9,957원 | 6개월 | -16.35 | -9.00 |
| | 2025-02-10 | Buy(Maintain) | 9,957원 | 6개월 | -15.49 | -7.10 |
| | 2025-03-12 | Buy(Maintain) | 11,948원 | 6개월 | -20.78 | -15.84 |
| | 2025-04-11 | Buy(Maintain) | 11,948원 | 6개월 | -17.23 | -0.17 |
| | 2025-05-08 | Buy(Maintain) | 14,935원 | 6개월 | -14.27 | -9.40 |
| | 2025-05-26 | Buy(Maintain) | 16,927원 | 6개월 | -16.07 | -2.59 |
| | 2025-05-30 | Buy(Maintain) | 19,914원 | 6개월 | -4.68 | 17.25 |
| | 2025-06-30 | Buy(Maintain) | 27,879원 | 6개월 | -27.79 | -19.46 |
| | 2025-08-08 | Buy(Maintain) | 27,879원 | 6개월 | -27.34 | -9.82 |
| | 2025-10-21 | Buy(Maintain) | 32,858원 | 6개월 | -23.83 | -16.67 |
| | 2025-11-07 | Buy(Maintain) | 32,858원 | 6개월 | -28.03 | -16.67 |
| | 2025-11-28 | Buy(Maintain) | 32,858원 | 6개월 | -28.86 | -13.03 |
| | 2026-01-12 | Buy(Maintain) | 36,840원 | 6개월 | -4.19 | 38.38 |
| | 2026-02-05 | Buy(Maintain) | 64,719원 | 6개월 | -24.00 | -17.84 |
| | 2026-02-10 | Buy(Maintain) | 74,676원 | 6개월 | -12.10 | -1.87 |
| | 2026-04-08 | Buy(Maintain) | 75,000원 | 6개월 | -6.65 | 11.73 |
| | 2026-05-13 | Buy(Maintain) | 90,000원 | 6개월 | -23.42 | -19.00 |
| 2026-05-21 | Buy(Maintain) | 90,000원 | 6개월 | | | |
| 삼성증권 (016360) | 2024-10-30 | Buy(Reinitiate) | 60,000원 | 6개월 | -22.98 | -21.67 |
| | 2024-11-08 | Buy(Maintain) | 60,000원 | 6개월 | -23.69 | -21.67 |
| | 2024-11-19 | Buy(Maintain) | 60,000원 | 6개월 | -23.67 | -15.50 |
| | 2025-01-20 | Buy(Maintain) | 60,000원 | 6개월 | -23.62 | -15.50 |
| | 2025-02-17 | Buy(Maintain) | 60,000원 | 6개월 | -23.39 | -15.50 |
| | 2025-03-12 | Buy(Maintain) | 60,000원 | 6개월 | -23.58 | -15.50 |
| | 2025-04-11 | Buy(Maintain) | 60,000원 | 6개월 | -23.54 | -15.50 |
| | 2025-05-16 | Buy(Maintain) | 70,000원 | 6개월 | -10.04 | 10.29 |
| | 2025-06-30 | Buy(Maintain) | 95,000원 | 6개월 | -23.61 | -15.16 |
| | 2025-08-11 | Buy(Maintain) | 95,000원 | 6개월 | -24.37 | -15.16 |
| | 2025-10-21 | Buy(Maintain) | 100,000원 | 6개월 | -23.50 | -21.40 |
| | 2025-11-12 | Buy(Maintain) | 110,000원 | 6개월 | -26.13 | -15.45 |
| | 2026-02-10 | Buy(Maintain) | 120,000원 | 6개월 | -17.02 | -4.58 |
| | 2026-04-08 | Buy(Maintain) | 120,000원 | 6개월 | -11.83 | 24.58 |
| | 2026-05-12 | Buy(Maintain) | 180,000원 | 6개월 | -31.94 | -27.78 |
| | 2026-05-21 | Buy(Maintain) | 180,000원 | 6개월 | | |

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

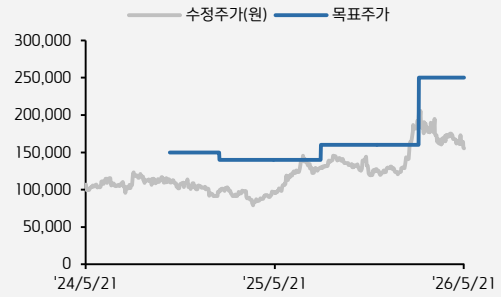
| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표 주가 | 목표 가격 대상 시점 | 과리율(%) | |
|--------------------|---------------|-----------------|----------|----------------------|----------------|----------------|
| | | | | | 평균 주가 대비 | 최고 주가 대비 |
| NH투자증권 (005940) | 2024-10-30 | Buy(Reinitiate) | 19,000원 | 6개월 | -29.17 | -27.00 |
| | 2024-11-19 | Buy(Maintain) | 19,000원 | 6개월 | -28.12 | -23.53 |
| | 2025-01-20 | Buy(Maintain) | 19,000원 | 6개월 | -27.39 | -23.47 |
| | 2025-02-11 | Buy(Maintain) | 19,000원 | 6개월 | -26.11 | -19.37 |
| | 2025-03-12 | Buy(Maintain) | 19,000원 | 6개월 | -25.95 | -19.37 |
| | 2025-04-11 | Buy(Maintain) | 19,000원 | 6개월 | -26.20 | -19.37 |
| | 2025-04-29 | Buy(Maintain) | 19,000원 | 6개월 | -9.49 | 8.95 |
| | 2025-06-30 | Buy(Maintain) | 25,000원 | 6개월 | -15.31 | -6.20 |
| | 2025-08-01 | Buy(Maintain) | 24,500원 | 6개월 | -19.91 | -11.63 |
| | 2025-10-20 | Buy(Maintain) | 27,000원 | 6개월 | -23.91 | -20.74 |
| | 2025-10-31 | Buy(Maintain) | 27,000원 | 6개월 | -19.17 | 0.37 |
| | 2026-02-10 | Buy(Maintain) | 32,300원 | 6개월 | 1.96 | 21.36 |
| | 2026-04-08 | Buy(Maintain) | 38,000원 | 6개월 | -8.45 | -5.39 |
| | 2026-04-24 | Buy(Maintain) | 44,000원 | 6개월 | -21.44 | -12.61 |
| 2026-05-21 | Buy(Maintain) | 44,000원 | 6개월 | | | |
| 한국금융지주 (071050) | 2024-10-30 | Buy(Reinitiate) | 100,000원 | 6개월 | -22.05 | -20.90 |
| | 2024-11-07 | Buy(Maintain) | 100,000원 | 6개월 | -23.77 | -20.90 |
| | 2024-11-19 | Buy(Maintain) | 100,000원 | 6개월 | -25.25 | -19.20 |
| | 2025-01-20 | 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) | 150,000원 | 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 | |
| 2025-11-28 | Buy(Maintain) | 260,000원 | 6개월 | -32.60 | -9.42 | |
| 2026-02-12 | Buy(Maintain) | 310,000원 | 6개월 | -23.44 | -5.65 | |
| 2026-04-08 | Buy(Maintain) | 310,000원 | 6개월 | -21.05 | -5.65 | |
| 2026-05-21 | Buy(Maintain) | 310,000원 | 6개월 | | | |

목표주가 추이 (2개년)

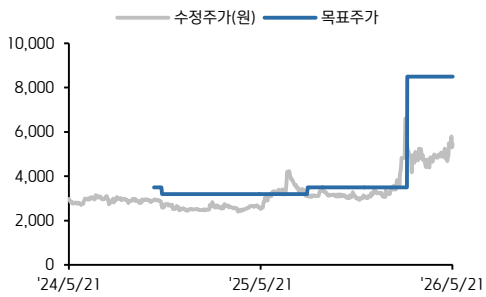
삼성생명 (032830)



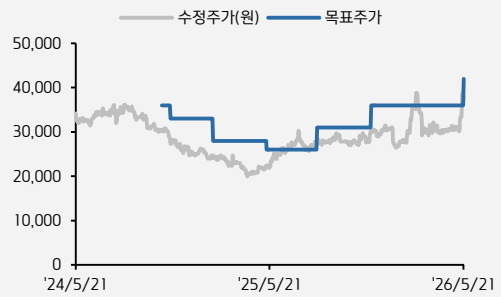
DB손해보험 (005830)



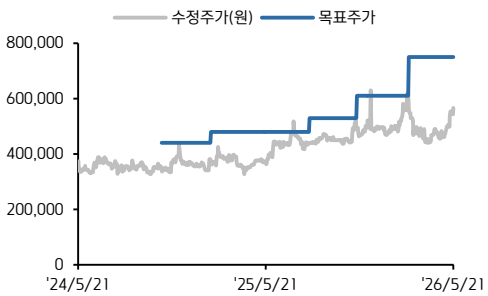
한화생명 (088350)



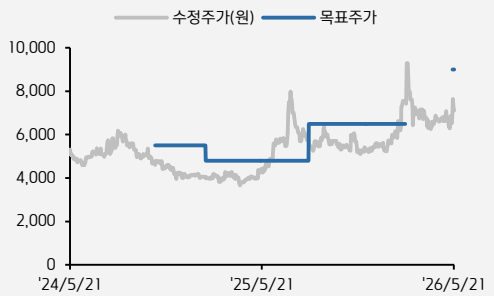
현대해상 (001450)



삼성화재 (000810)

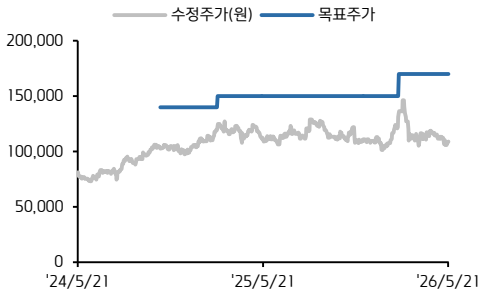


한화손해보험 (000370)

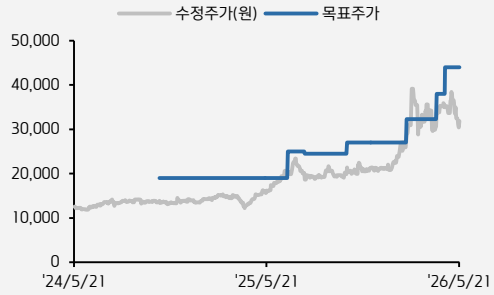


목표주가 추이 (2개년)

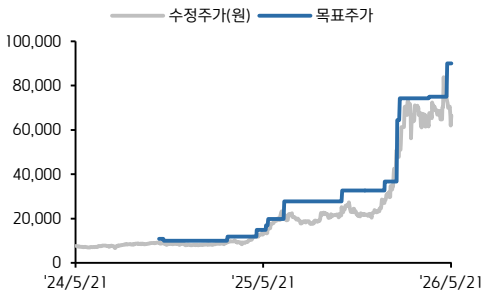
메리츠금융지주 (138040)



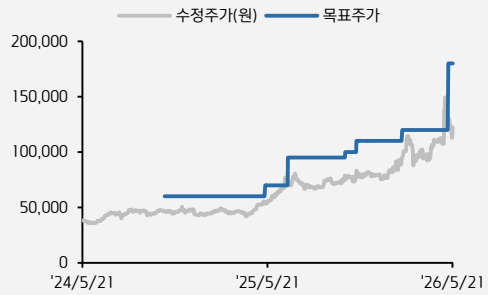
NH투자증권 (005940)



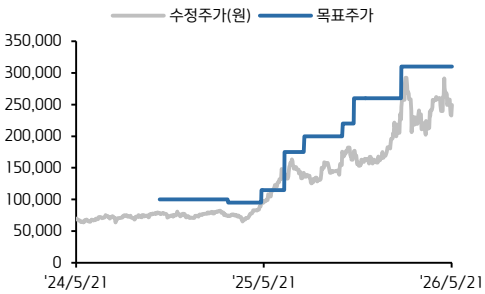
미래에셋증권 (006800)



삼성증권 (016360)



한국금융지주 (071050)



투자 의견 및 적용 기준

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

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

투자등급 비율 통계 (2025/04/01~2026/03/31)

| 매수 | 중립 | 매도 |
|--------|-------|-------|
| 96.04% | 3.96% | 0.00% |