증권/지주 Overweight(Maintain)
보험 Neutral(Maintain)

2027년 산업 전망

배당지원금 신청하세요

보험/증권/지주 Analyst **안영준**



2026. 11. 26.

키움증권 리서치센터 | 산업분석

키움증권

Contents

배당지원금 신청하세요 02

I. 성장에서 분배로 초점 이동 중 03
> 이익 성장 vs. 주주로의 분배 03
> 증권/보험/지주 업종, 시장의 배당 관심도 향상 수혜 전망 05

II. 증권: 거래대금과 함께 반등 기대 06
> 증권 업종 주가, 거래대금과 함께 상고하저 06
> 거래대금은 바닥권 진입, 이후 반등 여부가 중요 07
> 펀더멘털을 기반으로 Bottom fishing 전략으로 접근 08

III. 보험: 방어주로서의 매력 부각 10
> 보험 업종 주가, 상대적으로 안정적인 흐름 시현 10
> 실적, 금리, 규제의 우호적 환경 + 삼성전자 지분가치 부각 11
> 업종 모멘텀보다는 방어주로서의 매력 부각 전망 13

IV. 지주: 정책과 주주환원 수혜 전망 15
> 지주사 주가, 자회사 업종에 따라 차별화 15
> 제도 변화에 따른 의결권 가치 부각 전망 16
> 자회사들의 주주환원 확대에 따른 수혜 전망 18

V. 주요 투자 지표 19

기업분석 23
> 삼성생명 (032830) 24
> 삼성화재 (000810) 30
> DB손해보험 (005830) 34
> 미래에셋증권 (006800) 38
> 한국금융지주 (071050) 43
> 삼성증권 (016360) 47
> NH투자증권 (005940) 51
> 메리츠금융지주 (138040) 55
> SK (034730) 61

Compliance Notice

- 당사는 11월 26일 현재 보고서에 언급된 종목들 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 조사분석 담당자 안영준 애널리스트는 삼성화재 Analyst Day에 2026/10/19~2026/10/20 기간 중 삼성화재의 비용(숙박비 및 식대)을 지원받아 참석한 사실이 있으며, 기타 다른 특별한 이해 관계는 없음을 고지합니다.
- 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.

배당지원금 신청하세요

>>> 배당 관심도 확대에 따른 수혜 전망

하반기 증시 조정이 진행되면서 배당에 대한 시장의 관심도가 높아지고 있다. 상반기 국내 증시 랠리는 AI 시대가 열리면서 급격히 커지는 이익에 기반했으나, 최근 시장의 관심사는 성장(이익)에서 분배(주주환원)로 점진적으로 옮겨가는 듯하다. 2024년 시작된 밸류업 정책은 법제화가 이루어졌고, 반도체 기업들의 역대급 규모의 주주환원도 예정되어 있는 상황이다.

이러한 환경에서 증권/보험/지주 업종의 수혜를 기대해볼 수 있다. 증권 업종은 최근 절대적인 배당수익률이 높아졌으며, 보험 업종은 높은 배당 안정성을 자랑한다. 지주 업종은 자회사 배당수익 증가, 주주환원율 향상을 모두 기대해볼 수 있다.

>>> 업황은 쉽지 않음

전체적인 업황은 녹록치 않다. 증권 업종의 경우, 금리 상승세 및 증시 부진에 따른 거래대금 감소 등 부정적인 업황이 이어지고 있다. 밸류에이션과 배당수익률에 대한 매력도는 높아진 상황이나, 통상 증권주는 증시 상황에 따른 주가 민감도가 높다는 점을 염두에 둘 필요가 있다. 보험의 경우, 보험손익 변동성이 축소되고 있다는 점은 긍정적이나, 투자손익 악화 및 신계약 판매 시장 축소 우려 등이 나타나고 있다. 증시 조정이 이어질 경우 방어주 및 배당주로서 매력도가 부각될 것으로 예상되나, 추가적인 주가 업사이드에 대한 고민이 필요하다. 지주사는 사업 영역 별로 차이가 있겠으나, 공통적으로는 상법 개정 등 자본시장 규제 변화에 따른 수를 전망한다. 자회사 업종이나 자본시장 규제 변화의 영향 등에 따른 주가 차별화 양상이 예상된다.

>>> Top Pick: 삼성생명, NH투자증권, SK

삼성생명은 견조한 본업과 더불어 삼성전자 배당금 증가로 인한 큰 폭의 실적 증가가 예상된다. NH투자증권은 견조한 실적 흐름과 높은 주주환원성향이 예상되는 가운데 대주주의 지분 매입이 이어지고 있다는 점도 긍정적이다. SK는 규제 변화의 영향으로 할인율 축소가 이어지고 있는 가운데 자회사 배당수익의 증가가 기대된다.

I. 성장에서 분배로 초점 이동 중

>>> 이익 성장 vs. 주주로의 분배

2026년 상반기 국내 증시의 상승은 향후 기업이 벌어들일 이익의 증가라는 성장에 기반했다면, 최근에는 성장에 대한 기대감이 점차 옅어지고 있는 모습이다. 2027년에는 시장에 관심사가 기업의 이익 성장보다는 주주로의 분배(주주환원)로 옮겨갈 것으로 예상한다. 2027년 분배에 대한 시장의 관심도가 높아질 것으로 예상하는 이유는 1) 자본시장 규제 변화가 본격적으로 적용되기 시작하는 시점이며, 2) 반도체 업종을 중심으로 급증한 국내 기업들의 이익이 주주환원으로 연결될 것으로 예상되기 때문이다.

대표적인 배당 관련 자본시장 규제 변화는 고배당기업 배당소득 분리과세이다. 일정 기준을 충족한 기업의 현금배당에 대해 금융소득 종합과세에서 분리하여 과세하는 제도로, 2026년 지급분부터 2028년 말까지 한시적으로 시행되는 제도이다. 이미 시행이 되고 있는 제도이지만 고배당기업의 요건 중 하나로 배당성향이 25% 이상이면서 전년 대비 배당액이 10% 이상 증가해야 하기 때문에 배당 증가율은 높은 수준을 유지할 것으로 예상된다.

최근 배당 및 주주환원 관련 자본시장 규제 변화 정리

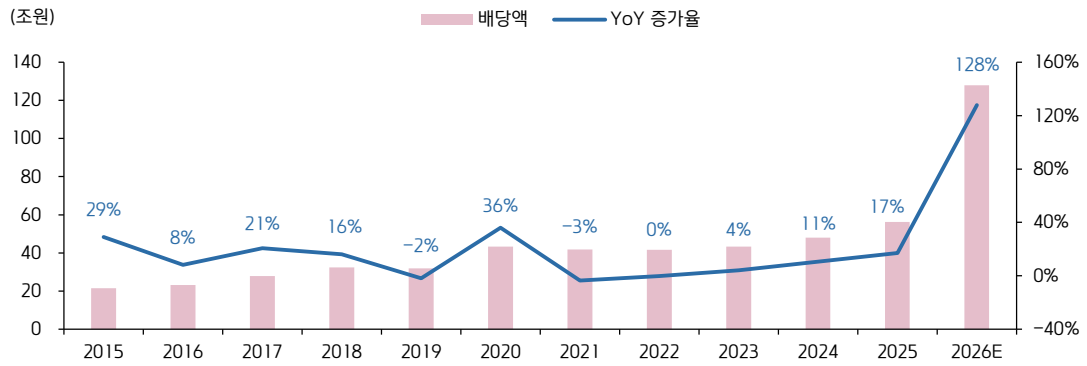
제도 변화	시행일	주요 내용
고배당기업 배당소득 분리과세	2026 년 지급분부터, 2028 년까지 한시적	배당성향 40% 이상 또는 배당성향 25% 이상이면서 전년 대비 배당액 10% 이상 증가한 기업의 현금배당에 14~30% 분리과세
분리과세 요건 공시 연계	2026.2.24	혜택을 받으려면 기업가치제고계획을 이익배당 결의 정기주총 다음날까지 공시해야 함
자본준비금 감액배당 과세 합리화	2026.1.1	대주주는 취득가액 초과분에 과세, 상장사 소액주주는 비과세 유지
자기주식 소각 의무화	2026.3.6	신규 취득분은 1 년 내, 기존 보유분은 1 년 6 개월 내 소각 원칙

자료: 의안정보시스템, 키움증권 리서치센터

2026년 결산 배당이 전년대비 큰 폭으로 증가할 것으로 예상된다는 점도 주목할 필요가 있다. 국내 상장사의 합산 배당액은 2015년 이후 증가하는 흐름을 이어왔으나, 연도별 증가폭은 대형 반도체 기업의 배당정책에 의해 좌우되는 모습이었다. 2020년에는 삼성전자의 특별배당으로 합산 배당액이 36% (YoY) 증가했는데, 이후 2021~2023년에는 -3%~4% (YoY) 수준에 머물며 정체되었다. 이 시기 배당 증가를 이끈 것은 이익 성장이 아니라 일회성 정책이었던 셈이다. 주목할 부분은 2024년도부터의 배당액 증가율인데, 밸류업 프로그램이 시작된 2024년부터 전반적인 주주환원 확대 기조가 이어지면서 배당액은 전년대비 두 자릿수 이상의 높은 성장세를 이어가고 있다.

2026년 합산 배당액은 전년대비 128% 증가한 128조원을 기록할 것으로 예상된다. 삼성전자와 SK하이닉스 등 반도체 대기업의 배당금이 크게 증가한 영향이 크지만, 본격적으로 배당이 크게 증가하기 시작한 시기가 3분기부터이며 향후 수년간 대규모 배당 지급 기조가 이어질 가능성이 높다는 점에 주목해야 한다. 주요 기업의 대규모 배당 지급이 일시적인 이벤트에 그치지 않고 이어짐에 따라 시장에서 주주환원에 대한 관심도가 확대될 것으로 기대할 수 있다.

연도별 국내 상장사 합산 배당액 및 전년비 증가율 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

>>> 증권/보험/지주 업종, 시장의 배당 관심도 향상 수혜 전망

시장에서 배당에 대한 관심도가 높아질 경우 커버리지 업종은 이에 따른 수혜를 기대할 수 있다.

증권 업종의 경우 예상되는 배당수익률이 높다는 것이 장점이다. 주주환원 성향이 높은 증권사들은 현 주가 수준에서 8~9% 대의 배당수익률이 기대된다. 4분기 실적이 예상보다 부진할 경우 결산 배당액도 적어질 수 있으나, 금리 상승세 지속 및 전년동기대비 증시 거래대금 감소 등에도 불구하고 실적에 대한 우려는 크지 않다고 판단한다. 통상적으로 4분기 증권사 실적 훼손 요인이었던 충당금 등의 대규모 비용이 반영될 여지는 적을 것으로 보이기 때문이다.

우려 요인은 투심 악화가 이어지고 있다는 것이다. 배당수익률이 높아졌다는 것은 주가가 그만큼 낮아졌다는 것과 같은 의미인데, 증권 업종의 주가는 5월 이후 하락세를 거듭하고 있다. 전년대비 견조한 실적 성장세를 이어가고 있음에도 불구하고, 증권주의 주가 부진은 국내 증시 전체 투심의 영향을 강하게 받는 특징이 있기 때문인 것으로 판단한다. 이에 따라 아무리 배당수익률이 매력적이더라도 전체 시장의 심리가 개선되지 않을 경우 오히려 밸류 트랩에 갇힐 수 있다는 점을 주의해야 한다.

보험 업종의 경우 배당에 대한 안정성이 높다는 장점이 있다. 현재 배당 지급이 가능한 보험사들은 공통적으로 DPS 우상향 기조를 이어나갈 것임을 주주환원 전략으로 내세우고 있다. 잉여자본을 전부 주주환원 재원으로 활용하지는 않아 단기적으로 낮은 배당수익률이 아쉬울 수 있으나, 시장에서 배당주가 가장 가치를 높게 인정받을 수 있는 방법은 배당수익률이 아니라 장기간에 걸친 꾸준한 배당금 상향과 이에 대한 시장의 신뢰를 얻는 것이라는 점을 감안하면, 주주에게도 바람직한 방향이라고 판단한다.

다만 배당수익률에 대한 매력도가 상대적으로 적으며, 실적에 대한 불확실성이 아직 남아있다는 점은 부담 요인이다. 배당수익률이 높지 않다면 그만큼 기대할 수 있는 주가 상승에 대한 업사이드는 적어진다. 또한, 규제에 따른 실적 불확실성이 남아있으며 내년 신계약 판매 시장 축소에 대한 우려도 있다. 실적 성장폭이 크지 않을 경우, 배당성향이 상향되더라도 실질 배당액 증가폭은 제한적일 수 있다는 점을 염두에 두어야 한다.

지주사는 시장 전반적인 주주환원 확대 기조에 따라 자회사 배당금 증가 및 배당수익 증가가 예상된다. 배당수익은 지주사의 주요 수입원 중 하나로, 자회사 배당 증가 시 실적 향상과 더불어 지주사 주주환원 확대로도 이어질 수 있다.

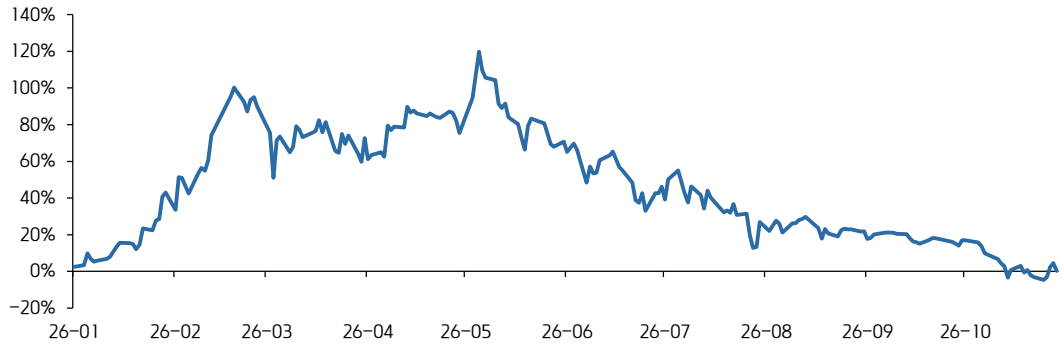
그러나 모든 자회사들이 주주환원을 큰 폭으로 늘릴 것이라고 예상하기는 현실적으로 어려우며, 이에 따라 수익이 큰 폭으로 증가할 가능성은 제한적이다. 또한, 지주사는 상대적으로 타 업종에 비해 배당수익률이 높지는 않으며, 주가가 일반적으로 배당수익률보다는 NAV와 연동되어 움직이는 경향이 크다는 특징이 있다.

II. 증권: 거래대금과 함께 반등 기대

>>> 증권 업종 주가, 거래대금과 함께 상고하저

2026년 증권 업종의 주가 상승률은 1% 수준에 그쳤다. 상반기에는 연초대비 100% 이상의 주가 상승률을 기록하기도 했으나, 하반기에는 상승분을 대부분 되돌리면서 아쉬운 흐름이 이어졌다.

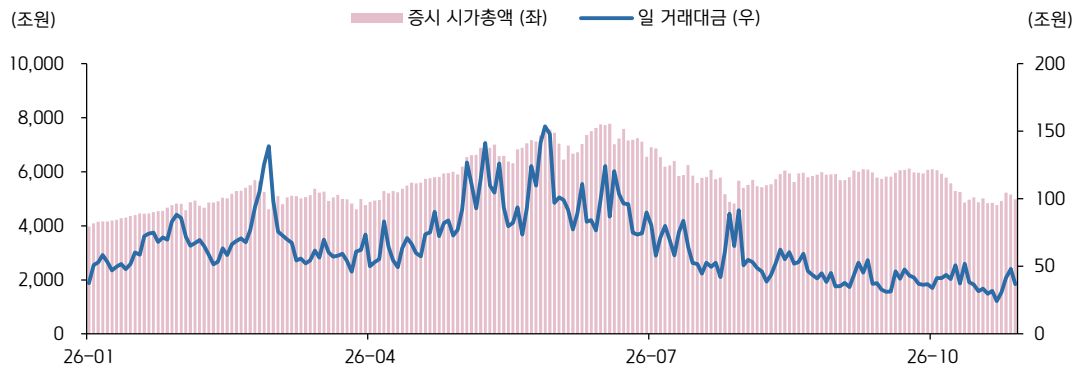
2026년 증권 업종의 주가 수익률 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

증권 업종 주가의 주요 동인은 국내 증시의 방향성과 거래대금이었다. 6월 중순까지는 상승장이 이어지면서 거래대금도 꾸준히 증가했으나, 하반기에는 증시 하락과 더불어 거래대금도 감소세가 이어졌다. 국내 증권사는 브로커리지가 이익에서 차지하는 비중이 높아 증시 거래대금의 영향을 피해갈 수 없는데, 올해는 특히 증시와 거래대금의 변동성이 컸던 만큼 주가 역시 해당 요인의 영향을 크게 받았다.

2026년 국내 증시 시가총액과 일간 거래대금 추이



자료: FnGuide, KRX, NXT, 키움증권 리서치센터

>>> 거래대금은 바닥권 진입, 이후 반등 여부가 중요

증시 거래대금이 증권 업종 주가에 미치는 영향이 큰 만큼 향후 증권 업종이 다시 반등하기 위해서는 거래대금이 다시 증가하는 모습을 보여야 한다. 거래대금은 증시의 방향성과 동일하게 움직이는 특성이 있는 만큼 거래대금 반등의 조건은 증시가 다시 상승하는 모습을 보이는 것이다. 다만 국내 증시가 장기간 추세적인 상승을 지속해온 만큼 이전과 같이 거래대금이 가파르게 증가하는 시기를 단기간에 기대하기는 어려울 것으로 보인다.

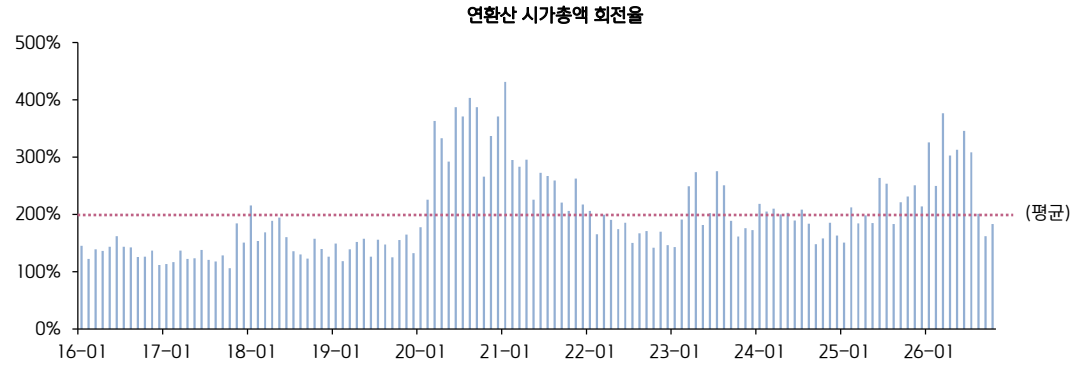
그럼에도 불구하고, 국내 증시 거래대금은 바닥권에 다다른 것으로 판단한다. 근거는 시가총액의 회전율이다. 증시 거래대금은 (거래량 * 가격)으로 계산되어 가격(시가총액)이라는 변수에 영향을 받게 된다. 거래량이 활발하게 발생하면서 가격이 상승한다면 거래대금은 크게 증가하지만, 거래량이 활발함에도 불구하고 가격이 하락한다면 거래대금이 큰 폭으로 상승하기는 어려운 것이다.

시가총액 회전율은 거래대금을 가격(시가총액)으로 나눈 값으로, 가격의 변동을 고려하지 않고 거래가 얼마나 활발하게 일어나고 있는 지를 파악하기 위해 산출되는 지표이다. 시가총액 회전율을 바탕으로 현재 시장에서 발생하고 있는 거래의 빈도가 어느 정도 수준이지를 역사적인 수준과 비교하여 판단해볼 수 있다.

지난 10년간 국내 증시의 연환산 시가총액 회전율(월 거래대금 / 월말 시가총액 * 12)은 대략 100 ~ 400% 범위에서 움직이는 모습이었고, 평균적으로는 200% 수준이었다. 평상시 국내 증시 거래대금 회전율은 200% 내외이며, 증시에 대한 관심도가 가장 높을 때에는 회전율이 400%에 달할 정도로 빠르게 손바뀜이 일어난다고 볼 수 있는 것이다.

올해는 증시가 가파른 상승세를 보였던 상반기에는 회전율이 400%에 가까운 수준까지 상승했으나, 이후에는 그 열기가 식으면서 회전율은 9월 162%, 10월 190% 등을 기록했다. 시가총액 회전율이 평상시 수준인 200% 미만까지 하락한 바 회전율의 추가 하락은 제한적일 것으로 예상되며 증시가 추가로 하락하지만 않는다면 거래대금 역시 더 이상 감소하지는 않을 것이다. 증권사들의 추가적인 브로커리지 실적 감소가 제한적일 것으로 예상되는 가운데, 향후 증시 회복 및 회전율의 상승 여부가 중요할 것이다.

국내 증시의 연환산 시가총액 회전율 추이



자료: FnGuide, KRX, NXT, 키움증권 리서치센터

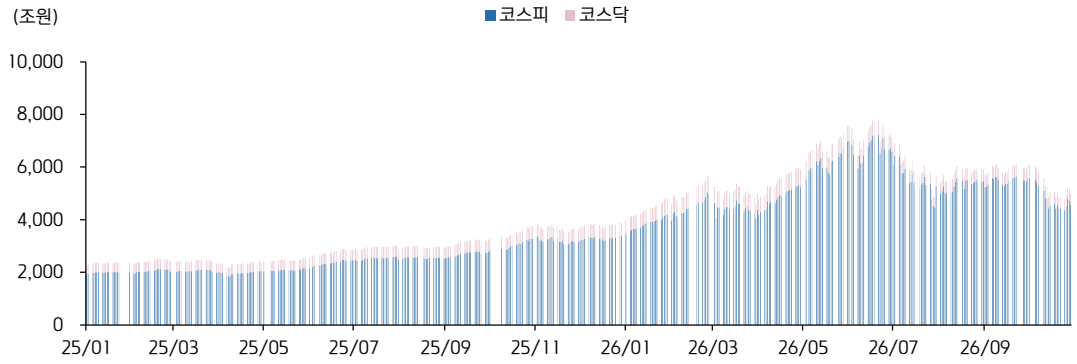
>>> 펀더멘털을 기반으로 Bottom fishing 전략으로 접근

내년 증권 업종에 대해서는 저점 매수 전략이 유효할 것으로 전망한다. 증권 업종의 주가는 전체 증시의 투심 및 거래대금 변동에 따른 민감도가 크다는 특징이 있어 최근 증시 조정 기간 하락 폭이 상대적으로 큰 모습이었으나, 증시의 하락폭이 점자 잦아들고 있는 만큼 이제는 반등을 노리는 관점에서 접근하는 것이 손익비 측면에서 합리적일 것으로 판단한다.

저점을 판단하는 근거는 펀더멘털에 근거한 밸류에이션 멀티플과 주주환원수익률이다. 올해 증권 업종의 주가 변동이 국내 증시 거래대금의 등락과 이에 따른 브로커리지 실적의 영향이라면, 향후 증시 거래대금의 눈높이를 다시금 낮춘 상황을 가정하여 보수적인 환경에서의 경상적인 실적을 기반으로 밸류에이션의 역사적 비교를 통해 저점을 판가름해볼 수 있을 것이다.

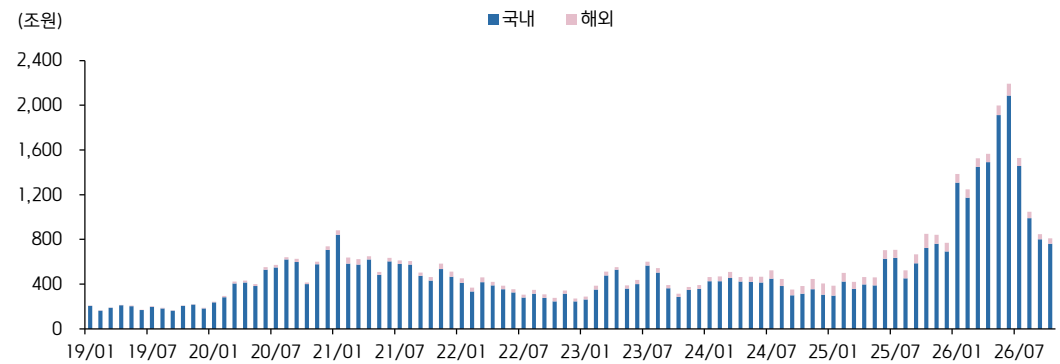
2027년 국내 증시의 일평균 거래대금은 2026년 대비 24% 감소한 48.6조원을 기록할 것으로 전망한다. 연간 총 거래대금은 1.2경원으로, 국내 증시 시가총액 6,000조원 및 연 시가총액 회전율 200%를 가정하여 산출한 값이다. 분기당 3,000조원의 거래대금이 발생할 것으로 예상하는 것인데, 참고로 2026년에는 1분기 3,932조원, 2분기 5,491조원, 3분기 3,251조원의 거래대금을 기록했다.

국내 증시 시가총액 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

국내 증시 월별 거래대금 추이

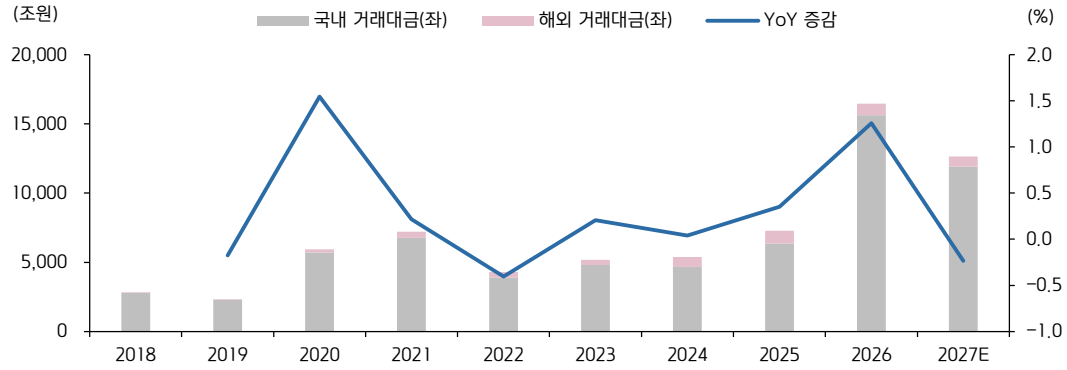


자료: FnGuide, KRX, NXT, 키움증권 리서치센터

국내 증시 거래대금에 대한 눈높이가 낮아지면서 증권사의 브로커리지 관련 수익 감소는 불가피할 것으로 보인다. 2027년에는 전년대비 국내 증시 거래대금이 24% 감소함에 따라 커버리지 4개 증권사의 합산 브로커리지 수수료수익은 5.8조원에서 4.0조원으로 약 30% 감소할 것으로 전망한다. 전체 순영업수익에서 브로커리지 수수료수익이 차지하는 비중은 2025년 32%를 기록했고 2026년 40%를 기록할 것으로 전망되나 2027년에는 수익 감소로 다시금 줄어들 것으로 예상된다.

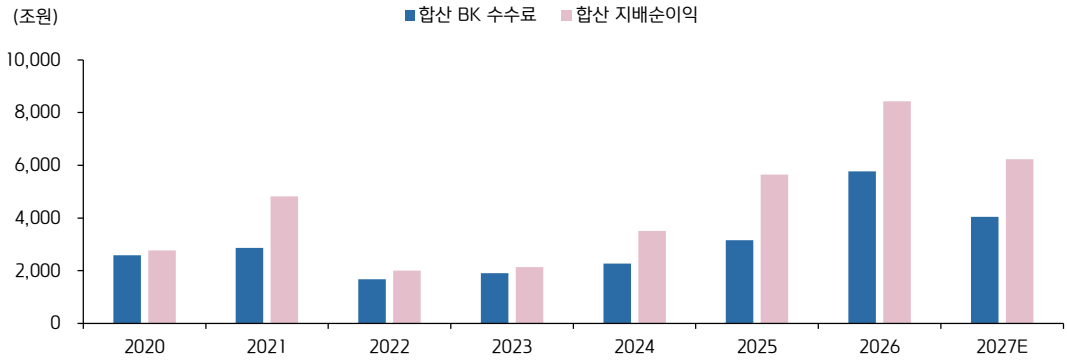
IB 부문은 금리 상승 기조가 이어지면서 IPO 등 전통금융과 부동산 PF 등 대체금융 모두 급격한 업황 회복은 어려울 것으로 예상된다. 실적을 받쳐줄 것으로 예상되는 부문은 이자수익과 운용수익 등 자본을 활용하는 영역이 될 것으로 보인다. 특히 최근 증권사들은 적극적으로 자본을 늘리면서 이자수익의 비중을 꾸준히 향상시키고 있는 만큼 이를 통한 실적 하방 지지가 가능할 것으로 기대해볼 수 있다.

연도별 국내/해외 증시 거래대금 추이 및 증감



자료: FnGuide, KRX, NXT, 예탁결제원, 키움증권 리서치센터

4개 증권사 합산 BK 수수료와 지배순이익 추이 및 전망



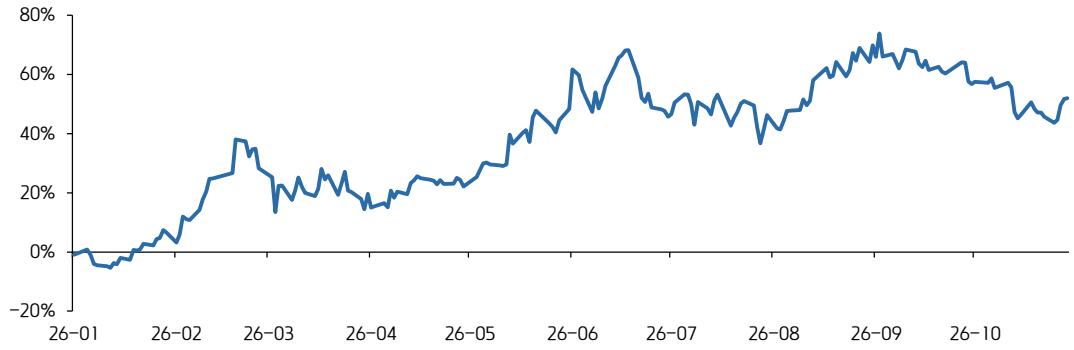
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

III. 보험: 방어주로서의 매력 부각

>>> 보험 업종 주가, 상대적으로 안정적인 흐름 시현

2026년 보험 업종의 주가 상승률은 46%를 기록하며 코스피 수익률을 상회했다. 증시가 가파르게 오르던 상반기에는 상대적으로 수익률이 뒤쳐지는 모습이었으나, 하반기에는 금리 상승에 따른 수혜주 및 증시 조정 시 방어주로서의 역할이 두드러지면서 시장수익률을 대체로 상회하는 모습이었다.

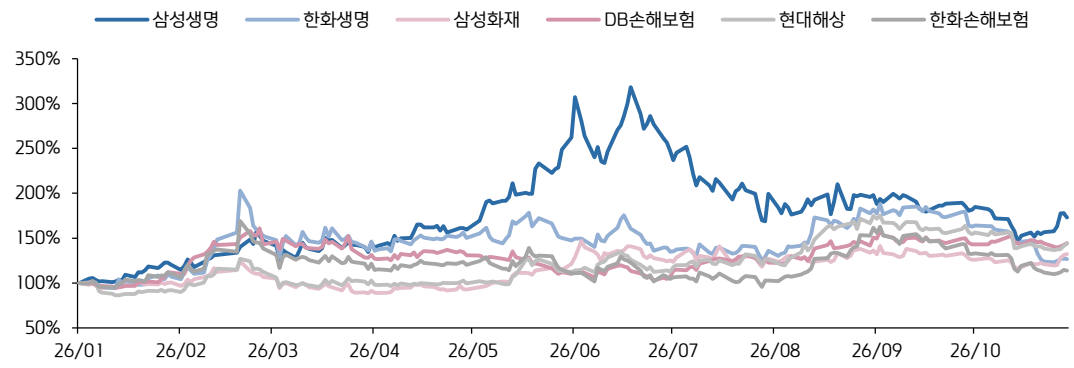
2026년 보험 업종의 주가 수익률 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

업종 수익률은 양호했으나, 종목별 편차는 크게 벌어지는 모습이었다. 특히 시가총액이 가장 큰 삼성생명의 주가 수익률이 가장 높은 모습을 보이면서 보험 업종 전체의 수익률을 끌어올렸다. 종목별 연초대비 수익률로는 삼성생명이 73%를 기록했고, DB손해보험 45%, 현대해상 44% 등 손해보험사들이 뒤를 이었다.

2026년 보험 업종 종목별 주가 수익률 추이

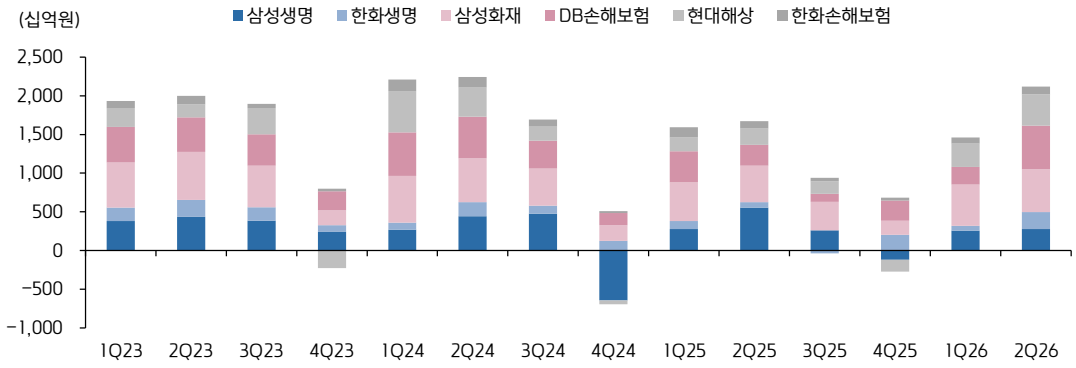


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

>>> 실적, 금리, 규제의 우호적 환경 + 삼성전자 지분가치 부각

보험 업종의 주가 상승에는 실적, 금리, 규제 등의 우호적인 환경과 삼성생명의 배당수익 증가에 대한 기대감이 크게 작용했다. 실적의 경우, 2023년 새로운 보험회계기준인 IFRS17이 도입된 이후 계리적 가정 변경과 신담보 상품의 높은 손해율 등에 따른 비용이 반영되면서 보험손익을 중심으로 변동성이 큰 모습을 보여왔다. 그러나 2026년 상반기에는 대부분 보험사들의 보험손익이 견조한 모습을 보였는데, 이후 보험 업종의 주가 상승은 단순한 실적 호조를 넘어 향후 실적과 주주환원 등에 대한 안정성이 높아질 것이라는 기대감이 주가에 반영된 것으로 보인다.

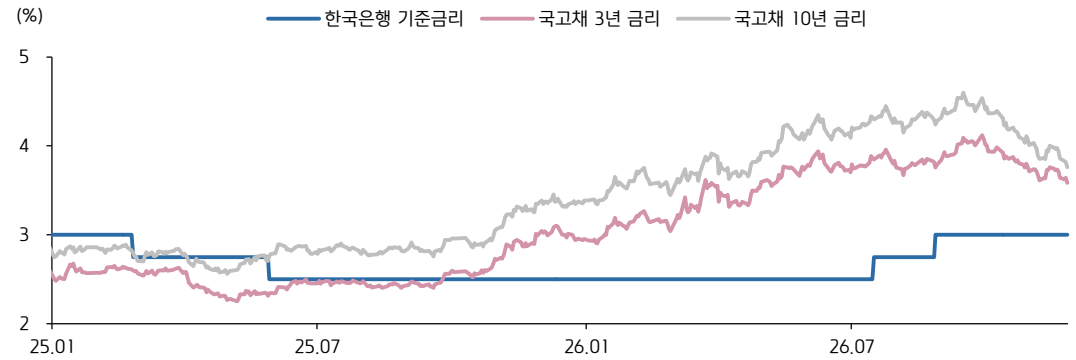
IFRS17 도입 이후 주요 보험사들의 보험손익 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

상승세를 보인 금리도 보험 업종 주가 흐름에 우호적인 영향을 주었다. 국내 시중금리는 작년 말부터 2026년 3분기까지 상승세가 이어졌으며, 한국은행 기준금리도 연중 2차례 인상되었다. 통상 시중금리 상승은 보험 업종 주가에 크게 2가지의 긍정적인 영향을 기대할 수 있는데, 첫째는 배당재원 확대에 대한 기대감이다. 보험사의 부채듀레이션이 자산듀레이션보다 길 경우 금리 상승 시 자본 및 배당재원 확대 효과를 기대할 수 있다. 둘째는 방어주에 대한 수급효과로, 금리 상승 시에는 성장주 중심의 조정 및 보험주 등 배당주의 방어주로서의 면모가 두드러지는 특징이 있다.

한국은행 기준금리 및 시중금리 추이



자료: 한국은행, FnGuide, 키움증권 리서치센터

보험 업종 주가 관련 규제의 영향으로는 연중 해약환급금준비금 완화에 대한 기대감이 가장 컸다. IFRS17 전환과 함께 도입된 해약환급금준비금 제도는 해약환급금 부족액(해약환급금 – 보험부채)이 사외로 유출될 경우 보험계약자에게 해약환급금을 지급하지 못하게 되는 상황을 방지하기 위해 만들어졌는데, 이익잉여금 내 법정준비금으로 적립됨에 따라 보험사의 배당가능재원을 차감하게 되는 요인으로 작용하고 있다. 언론보도를 통해 보험사의 해약환급금준비금 적립 조건이 완화되어 규제 완화 시 보험사들의 배당재원 확대 및 배당 미지급 보험사들의 배당 재개 시점이 앞당겨지는 것에 대한 기대감이 반영되기도 했으나, 이후 실질적인 규제 완화 내용이 나오지 않으면서 기대감이 다시 소멸되는 모습이었다. 아직까지는 2025년 발표된 지급여력비율 수준에 따른 해약환급금 적립비율 하향 조정 외에는 규제 완화에 대한 가시적인 움직임은 없는 가운데, 보험사들의 해약환급금준비금 규모가 가파르게 증가하고 있음에 따라 향후 제도 개선에 대한 요구도 점진적으로 확대될 가능성이 높을 것으로 예상된다.

2025년 발표된 지급여력비율 수준에 따른 해약환급금준비금 적립비율 완화 제도

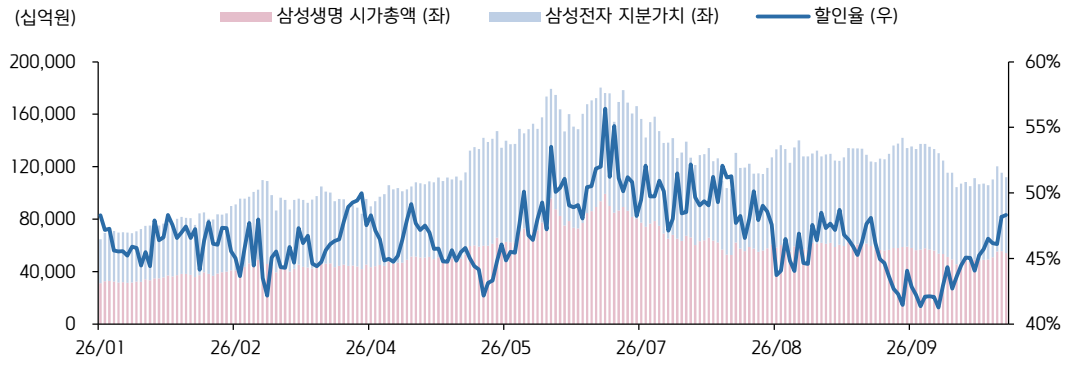
〈표 Ⅱ-8〉 해약환급금준비금 적립비율(지급여력비율별, 연도별)

구분	2024년	2025년	2026년	2027년	2028년	2029년
해약환급금준비금 80% 적립	200% 이상	170% 이상	160% 이상	150% 이상	140% 이상	130% 이상
해약환급금준비금 90% 적립	150~200% 미만	130~170% 미만	130~160% 미만	130~150% 미만	130~140% 미만	-

자료: 보험연구원

보험 업종 내 시가총액이 가장 큰 종목인 삼성생명은 업종 내에서 특히 높은 주가 상승률을 보였는데, 삼성전자 주가 상승에 따라 지분가치가 부각된 동시에 향후 삼성전자의 주주환원 확대에 대한 기대감이 삼성생명의 배당수익 증가에 대한 기대감으로도 연결되었기 때문이다. 삼성생명은 삼성전자의 보통주 지분 8.51%를 보유 중인데, 삼성전자의 주가 상승으로 해당 지분의 가치는 연중 180조원 수준까지 상승하기도 했다. 그간 삼성전자의 주가 등락에 따라 삼성생명의 시가총액도 연동되어 움직여왔는데, 삼성생명의 시가총액은 보유한 삼성전자 지분가치의 대략 45~50% 정도 선에서 유지되는 모습을 보이고 있다.

삼성생명의 시가총액과 삼성전자의 지분가치 및 할인율 추이

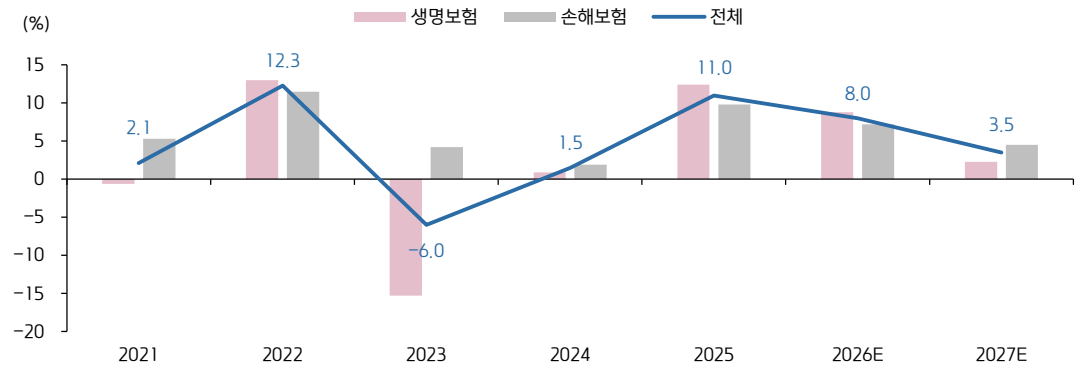


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

>>> 업종 모멘텀보다는 방어주로서의 매력 부각 전망

2026년 보험 업종은 상대적으로 양호한 주가 수익률을 기록했으나, 그 배경이었던 실적, 금리, 규제 등의 우호적인 환경이 내년에도 이어질 것인지에 대해서는 예단하기 어려운 상황이다. 실적의 경우, 계리적 가정 변동의 영향은 줄어들고 있으나 신계약 시장 축소가 우려 요인이다. 신계약 시장 축소 우려는 보험사들의 판매 전략 변화와 당국의 GA채널 규제에 기인한다. 보험사들은 최근 가파른 손해율 상승 기조로 인해 신계약 판매 물량보다는 수익성에 보다 집중하는 움직임을 보이고 있다. 그간 신계약 CSM 증가의 주요 요인이 사업비 지출을 통한 판매 물량 확대의 영향이었다는 점을 감안하면 신계약 상품 판매 시장 축소 및 신계약 CSM 축소 가능성을 배제할 수 없다. 최근 강화되고 있는 GA 관련 규제도 물량 축소로 이어질 가능성이 높다. 2026년 하반기부터 GA 수수료에 대해 강화된 1,200% 룰이 시행되었으며, 2027년부터는 수수료를 여러 해에 걸쳐 지급하도록 하는 판매수수료 분급제가 도입될 예정이다. 신계약 판매 시장에서 가장 큰 채널 비중을 차지하는 GA에 대한 직접적인 인센티브 규제가 이어지고 있는 만큼, 신계약 시장의 전반적인 축소가 예상된다.

연도별 국내 보험업 수입보험료 증가율 추이 및 전망



자료: 보험연구원, 키움증권 리서치센터

금리의 경우 추가로 상승하더라도 긍정적인 영향은 제한적일 것으로 예상된다. 그 이유는 1) 대부분의 보험사가 이제는 자산듀레이션과 부채듀레이션의 차이가 거의 없기 때문에 향후 금리 상승에 따른 자본 증가 효과는 점차 줄어들 가능성이 높으며, 2) 가파른 금리 상승은 보유채권 및 대체투자 자산 등의 평가액 감소로 인해 보험사 투자손익에 오히려 부정적일 수 있기 때문이다. 올해는 시중금리 상승세가 보험사 배당재원 확대 기대감과 증시 조정에 따른 수급 유입 등 긍정적인 요인으로 작용했으나, 향후 이러한 긍정적인 영향은 상대적으로 감소할 가능성이 높을 것으로 전망한다.

규제의 경우, 해약환급금준비금 제도 완화 및 보험사 배당재원 확대에 대한 기대감이 내년에도 반영될 수 있다. 그러나 규제 완화는 확실해지기 전까지는 기대감에 불과하다는 점을 주의할 필요가 있다. 규제 완화 '가능성'보다는 배당 재개를 가정했을 때의 투자 매력도의 기준이 되는 '가격'을 우선적으로 고려할 필요가 있다. 추가적으로, 2027년부터 기본자본비율과 듀레이션갭 규제 등의 새로운 규제 도입이 예상되어 있는 바 해당 요인들의 영향을 먼저 파악해야 할 것이다.

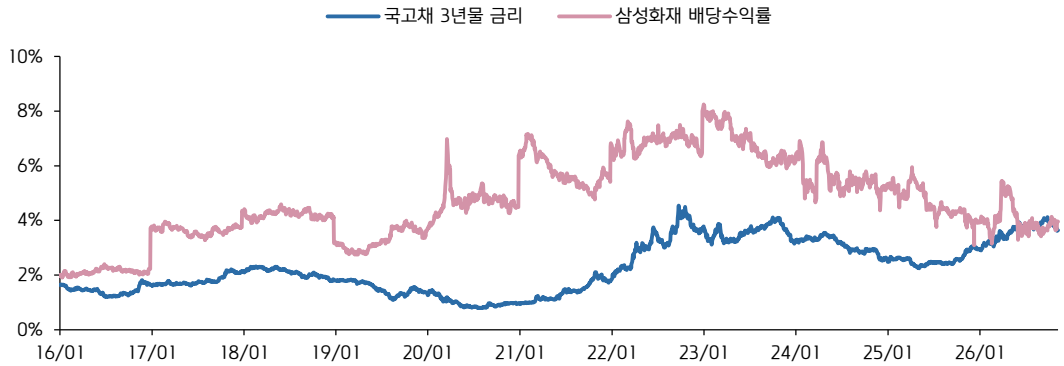
결론적으로, 2027년 보험 업종의 주가는 방어주로서의 매력이 부각되는 가운데 펀더멘털 이외의 주가 모멘텀을 찾는 흐름이 이어질 것으로 예상된다. 특히 최근 주가 조정으로 배당수익률의 매력도가 이전보다 다소 향상된 바, 증시 조정이 이어질 경우 수급적인 수혜를 받을 수 있다. 더불어 자회사 배당수익 증가 등의 모멘텀도 지속될 것으로 예상되는 바 종목별 차별화 장세가 이어질 것으로 전망한다.

(삼성생명 배당수익률 – 국고채 3년물 금리) 스프레드 추이



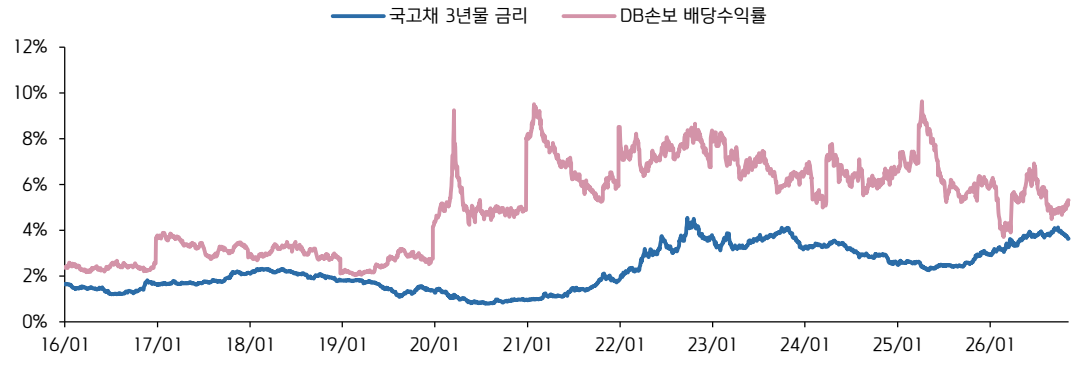
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

(삼성화재 배당수익률 – 국고채 3년물 금리) 스프레드 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

(DB손해보험 배당수익률 – 국고채 3년물 금리) 스프레드 추이



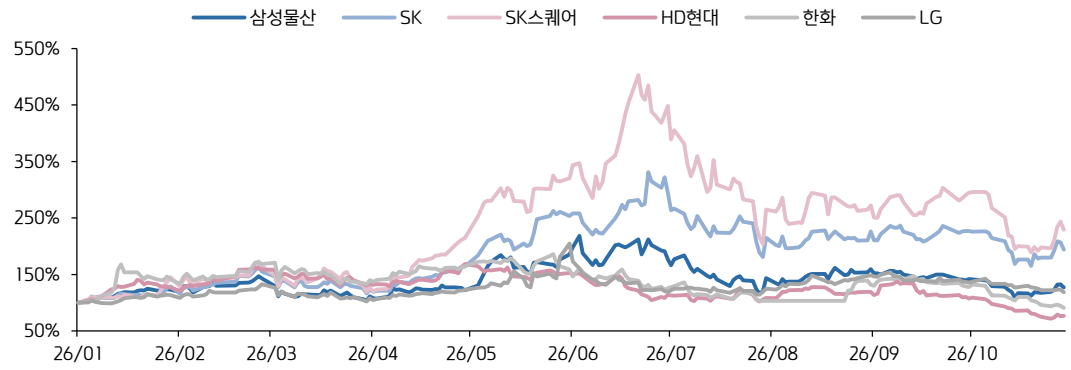
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

IV. 지주: 정책과 주주환원 수혜 전망

>>> 지주사 주가, 자회사 업종에 따라 차별화

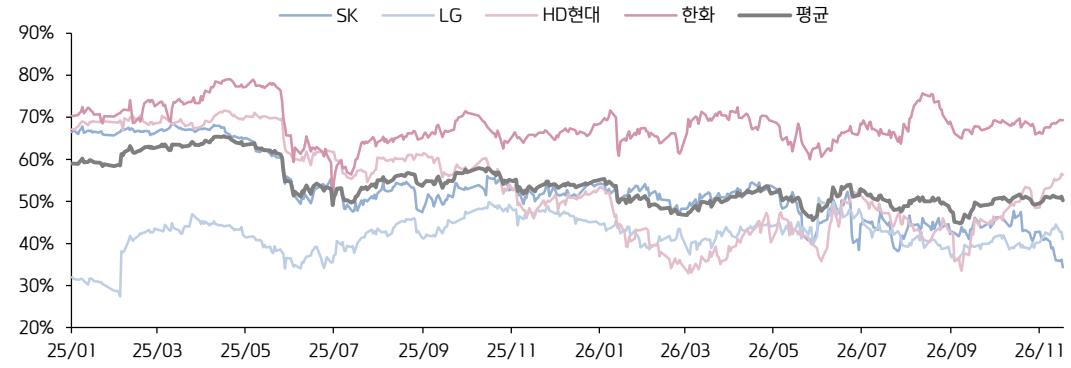
2026년 지주사들의 주가는 자회사 업종에 따라 차별화되는 양상을 보였다. 올해의 증시 상승이 반도체 업종을 중심으로 이루어짐에 따라 지주사들의 주가 역시 이에 대한 연관도에 따라 상승폭이 달라지는 모습이었다. 지주회사의 주가는 2025년 상법 개정안 발의 및 통과 등을 거치며 자본 효율성 향상에 대한 기대감이 반영되면서 전체적으로 상승하는 모습을 보였으나, 2026년에는 이미 주가가 크게 상승한 가운데 추가적인 모멘텀은 제한적인 상황이 이어졌다. 할인율 역시 2025년에는 대체로 축소되는 모습을 보였으나, 2026년에는 정책 기대감이 점진적으로 줄어들면서 할인율에 큰 변화를 보이지는 않았다.

2026년 주요 지주사 주가 수익률 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주요 지주사 NAV 할인율 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

>>> 제도 변화에 따른 의결권 가치 부각 전망

2025년부터 세 차례에 걸쳐 상법 개정이 이루어졌으며, 그 외에도 다양한 자본시장 관련 규제 변화가 진행 중이다. 상법 개정을 비롯한 규제 변화들은 일반주주의 권리 확대 및 이사회의 구성과 책임에 대한 내용으로, 결과적으로는 국내 자본시장에서 그간 주목받지 못한 의결권의 가치를 부각시킬 것으로 예상된다. 이사회의 책임 범위가 주주의 권익으로까지 확대되었으며, 집중투표제 도입 등으로 최대주주가 이전처럼 주체적으로 이사회를 구성하기 어렵게 되었기 때문이다. 이에 따라 그간 사표(死票)처럼 여겨진 의결권의 가치가 부각되고 주가에도 반영될 것으로 예상하며, 통제하는 자본의 규모가 큰 지주사들의 의결권 가치가 더욱 두드러질 것으로 전망한다.

1~3차 상법 개정안의 주요 내용

항목	공포일	시행일	주요 내용
1차 상법 개정	2025/7/22	2025/7/22	이사의 충실의무가 기존 '회사'에서 '주주'로 확대
		2026/7/23	이사 총수 중 독립이사 의무 선임 비율을 기존 4 분의 1 이상에서 3 분의 1 이상으로 확대
		2026/7/23	감사위원 선출 시 최대주주와 특수관계인의 의결권을 3%로 제한
		2027/1/1	주요 상장사 전자주주총회 의무화
2차 상법 개정	2025/9/9	2026/9/10	자산총액 2 조원 이상 상장사에 대해 집중투표제 의무화
		2026/9/10	자산총액 2 조원 이상 상장사에 대해 의무 분리선출 감사위원의 수를 기존 1 명에서 2 명으로 확대
3차 상법 개정	2026/3/6	2026/3/6	자사주 취득일 1 년 내 소각 의무화 (기 보유 자사주 1 년 6 개월 유예)

자료: 의안정보시스템, 키움증권 리서치센터

최근 논의 중인 자본시장 관련 주요 규제 변화

제도 변화	주요 내용	기대 효과
5% 룰 완화	의결권 공동 행사의 경우 특별관계자에서 제외	공동 의결권 행사 및 주주제안 확대
주총 소집 공고 연장	주총 소집 공고 현행 2 주 → 4 주	주주 정보접근권 확대 및 의결권 행사 보장
의무공개인수제도	상장사 경영권 매각 시 일정 지분 의무공개매수	일반주주의 주식 가격에도 경영권 프리미엄 반영
베어허그 도입	M&A 제안 시 정보 공개 및 이사회 의견서 의무 제출	이사회의 주주가치 제고 노력 확대

자료: 의안정보시스템, 키움증권 리서치센터

향후 예정된 자본시장 관련 주요 규제 변화

제도 변화	시행 예정일	주요 내용	
감사위원 분리선출 확대	2026/9/10	제도 내용	대규모 상장사에 대해 감사위원 중 다른 이사들과 분리하여 선출하는 감사위원의 수를 기존 1명에서 2명으로 확대
		상세설명	감사위원회 위원은 주주총회에서 선임된 이사 중에서 선출하나, 이 경우 대주주가 이사를 선임했다면 3% 룰 적용에도 감사위원이 대주주를 견제하기 어려움. 분리선출은 감사위원이 되는 이사와 감사위원이 되지 않는 이사를 분리하여 선출하며, 3% 룰을 적용하여 감사위원을 선임
		기대효과	소수주주가 감사위원을 선임할 가능성이 높아지며, 감사위원회의 독립성 확보 가능
합병가액 산정기준 시가 → 공정가액	2026 년 말	제도 내용	상장사가 계열사와 합병 시 합병가액 산정 기준을 시가가 아닌 공정가액으로 변경
		상세설명	합병가액을 시장가격에 의존하다보니 지배주주 등이 유리한 거래조건을 형성하고자 의도적으로 시장가격이 저평가된 시기를 선택하여 합병을 추진할 수 있어 향후 합병가액 산정 시 시가/자산가치/수익가치 등을 종합적으로 고려한 공정가액을 적용하도록 변경. 추가적으로 의견서 공시 등 절차적 장치도 강화
		기대효과	유리한 합병가액 산정을 위한 주가 누르기 유인 축소 및 일반주주의 합병 타당상 판단 용이, 주주 충실의무와 결합하여 권리구제에도 활용 가능
집중투표제 의무화	2027/1/1	제도 내용	대규모 상장사에 대해 집중투표제를 배제할 수 없도록 함
		상세설명	집중투표제는 이사 선임결의 시 1 주마다 선임할 이사의 수와 동일한 의결권을 부여하며 해당 의결권을 한 명에게 집중하여 투표할 수 있도록 하는 제도
		기대효과	소수주주의 이사 선임 가능성이 향상되어 기존 대주주 중심 이사회를 견제하는 역할을 할 수 있음
전자주주총회 의무화	2027/1/1	제도 내용	대규모 상장사에 대해 전자주주총회 개최를 의무화하고, 의결권 대리 간편화
		상세설명	전자주주총회 개최는 기존 선택사항이었으나, 향후 자산총액 2 조원 상장사에 대해서는 의무적으로 개최해야 하며, 의결권을 대리 행사하는 경우 기존에는 서면 증명서를 제출해야 했으나 법안 개정에 따라 서면 또는 전자문서를 통해서도 가능
		기대효과	주주의 의결권 행사 편의성과 행사 가능성 확대
스튜어드십코드 개정안 의결	2027/1/1	제도 내용	한국 ESG 기준원은 2016 년 기관투자자의 수탁자 책임 활동 및 의결권 행사 등의 기준이 되는 스튜어드십코드를 2016 년 제정, 이후 10 년만에 첫 개정안 발표
		상세설명	주요 개정 내용으로는 1) 적용 자산군이 국내 상장주식에서 채권/인프라/비상장/해외 등으로 확대, 2) 점검 대상으로 '재무적으로 중대한 ESG 요소' 도입, 3) 기관투자자의 협력적 관여 근거 마련, 4) 기관투자자의 매년 수탁자책임 이행 점검 명문화 등
		기대효과	기관투자자의 수탁자 책임 활동 및 협력 가능성 확대, 주주제안 증가

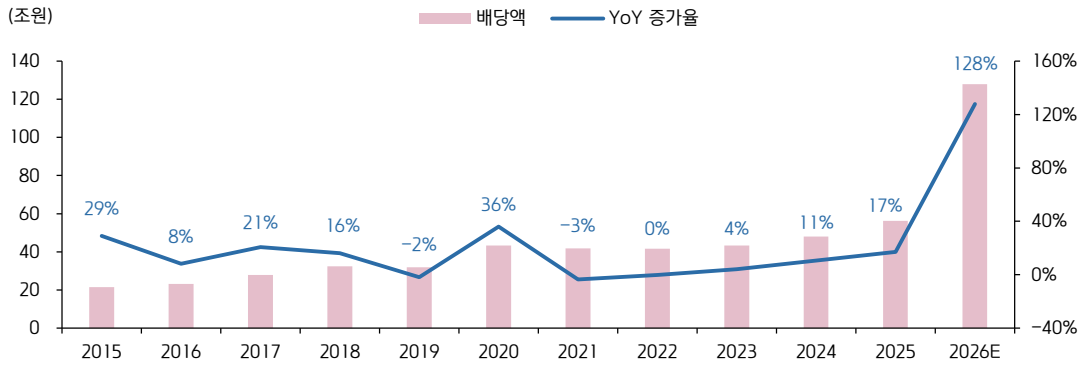
자료: 의안정보시스템, 키움증권 리서치센터

>>> 자회사들의 주주환원 확대에 따른 수혜 전망

지주회사의 기업가치 중 가장 큰 구성요소는 보유하고 있는 자회사의 지분가치이며, 자체적으로 창출하는 수익의 대부분은 자회사들로 수취하는 배당수익으로부터 발생한다. 자회사들이 주주환원을 확대할 경우 자기주식 매입 및 소각은 지주회사의 자회사 지분율 향상으로 이어지며, 배당 확대는 지주회사의 배당수익 증가로 이어진다. 이렇듯 자회사들의 주주환원 확대는 지주회사의 기업가치 확대에 직접적으로 기여할 것으로 예상된다. 최근 국내 시장에서 주주환원에 대한 관심도가 급격히 증가하고 있는 바, 향후 사업자회사의 주주환원 확대와 지주회사의 기업가치 향상으로 이어지는 것을 기대해볼 수 있다.

국내 기업의 합산 배당액의 전년대비 증가율은 2021년 이후 꾸준히 높아지고 있으며, 특히 밸류업 정책이 도입된 2024년부터는 두 자릿수의 배당액 증가율을 보이고 있다. 올해와 내년도 역시 반도체를 비롯한 다양한 산업의 이익 성장폭이 두드러질 것으로 예상되는 바 배당액은 더욱 큰 폭으로 증가할 것으로 보인다. 이에 따라 지주회사들의 배당수익도 경상적인 수준 대비 높아질 것으로 기대해볼 수 있다.

국내 상장사 연간 합산 배당액 추이 및 증가율



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

V. 주요 투자 지표

보험사 Valuation Table 및 주요 지표

		삼성생명	삼성화재	DB손해보험
Valuation	시총 (십억원)	44,800	22,904	10,801
	PBR (배)	0.33	0.62	0.73
	PER (배)	8.3	8.8	6.3
순이익 (십억원)	2024	2,107	2,074	1,772
	2025	2,303	2,018	1,535
	2026F	4,622	2,552	1,602
	2027F	5,445	2,714	1,696
증가율 (%, YoY)	2024	11	14	15
	2025	9	(3)	(13)
	2026F	101	26	4
	2027F	18	6	6
ROE (%)	2024	5.5	13.1	20.7
	2025	4.7	10.9	16.8
	2026F	5.1	9.4	16.2
	2027F	3.4	9.7	15.1
DPS (원)	2024	4,500	19,000	6,800
	2025	5,300	19,500	7,600
	2026F	8,000	24,000	9,000
	2027F	10,000	27,000	10,500
증가율 (%, YoY)	2024	22	19	28
	2025	18	3	12
	2026F	51	23	18
	2027F	25	13	17
배당성향 (%)	2024	38	36	23
	2025	41	38	30
	2026F	31	37	34
	2027F	33	40	38
배당수익률 (%)	2024	4.7	5.3	6.6
	2025	3.4	3.9	5.8
	2026F	3.6	4.7	5.4
	2027F	4.5	5.3	6.3
주주환원수익률(%)	2024	4.7	5.3	6.6
	2025	3.4	6.4	5.8
	2026F	3.6	7.2	5.4
	2027F	4.5	8.4	6.3

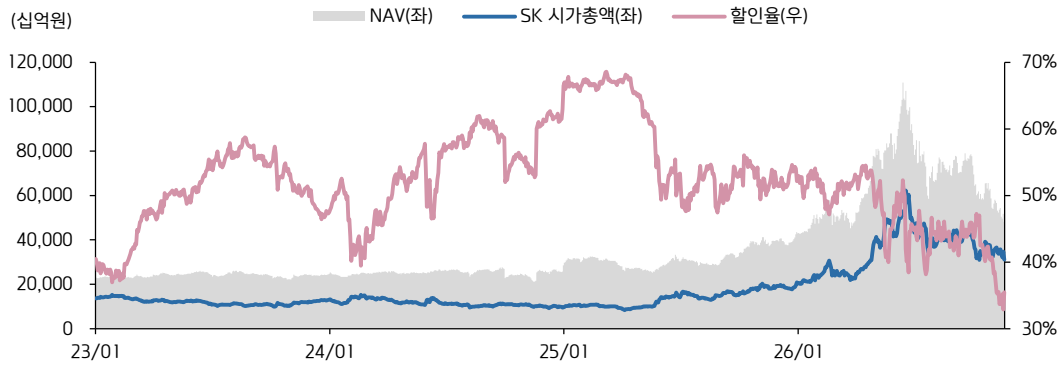
주: 주주환원수익률은 배당과 자사주 소각액을 포함하여 계산
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

증권사 Valuation Table 및 주요 지표

		메리츠금융지주	미래에셋증권	한국금융지주	NH투자증권	삼성증권
Valuation	시총(십억원)	19,818	10,850	7,021	8,178	6,197
	PBR (배)	1.98	0.69	0.49	0.73	0.63
	PER (배)	7.9	7.7	3.8	6.2	4.6
순이익 (십억원)	2024	2,306	888	1,033	687	899
	2025	2,300	1,580	2,020	1,032	1,008
	2026F	2,356	2,797	2,493	1,657	1,475
	2027F	2,541	1,882	1,750	1,493	1,109
증가율 (%, YoY)	2024	13	175	46	23	64
	2025	(0)	78	96	50	12
	2026F	2	77	23	61	46
	2027F	8	(33)	(30)	(10)	(25)
ROE (%)	2024	22.2	7.6	11.4	8.7	12.9
	2025	21.2	12.4	18.5	11.7	13.1
	2026F	20.0	19.5	19.7	16.1	17.2
	2027F	20.3	12.0	12.9	13.0	11.9
DPS (원)	2024	1,350	250	3,980	1,000	3,500
	2025	-	300	8,690	1,300	4,000
	2026F	-	1,000	11,000	2,000	6,200
	2027F	-	1,200	8,000	2,200	6,500
증가율 (%, YoY)	2024	(43)	67	50	25	59
	2025	(100)	20	118	30	14
	2026F	-	233	27	54	55
	2027F	-	20	(27)	10	5
배당성향 (%)	2024	11	12	20	48	35
	2025	0	8	23	45	35
	2026F	0	16	23	43	38
	2027F	0	28	24	52	52
배당수익률 (%)	2024	1.3	1.8	5.6	7.2	8.0
	2025	-	1.4	5.4	6.2	5.3
	2026F	-	5.3	8.8	9.1	9.0
	2027F	-	6.4	6.4	10.0	9.5
주주환원수익률(%)	2024	5.6	5.0	5.6	8.2	8.0
	2025	6.6	3.6	5.4	6.8	5.3
	2026F	8.0	6.5	8.8	8.8	9.0
	2027F	9.2	8.1	6.4	10.0	9.5

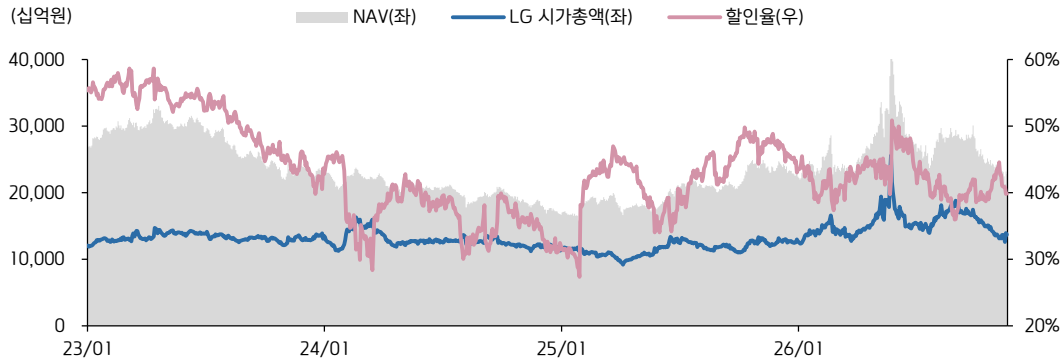
주: 주주환원수익률은 배당과 자사주 소각액을 포함하여 계산
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

SK의 시가총액, NAV, 할인율 추이



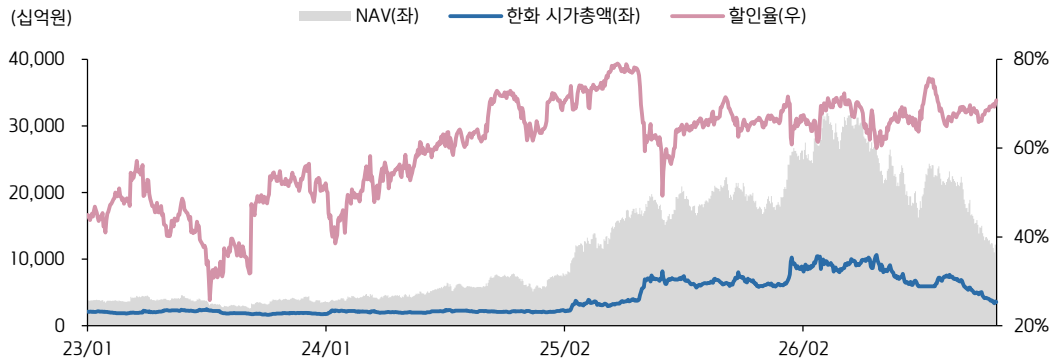
자료: 전자공시시스템, FnGuide, SK, 키움증권 리서치센터

LG의 시가총액, NAV, 할인율 추이



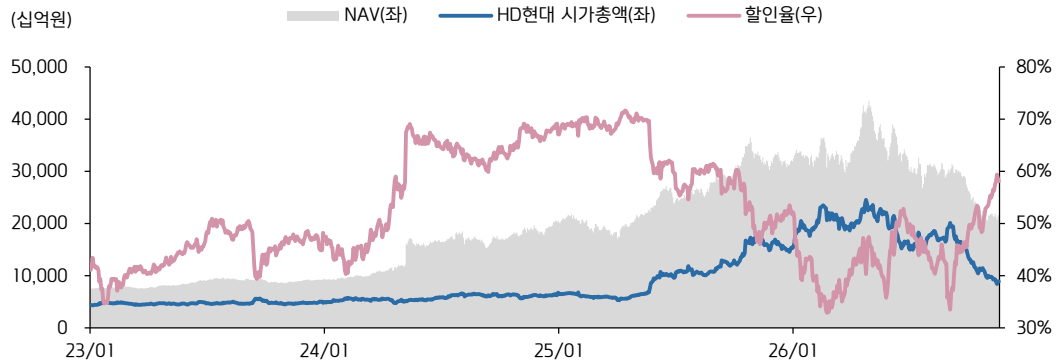
자료: 전자공시시스템, FnGuide, LG, 키움증권 리서치센터

한화의 시가총액, NAV, 할인율 추이



자료: 전자공시시스템, FnGuide, 한화, 키움증권 리서치센터

HD현대의 시가총액, NAV, 할인율 추이



자료: 전자공시시스템, FnGuide, HD현대, 키움증권 리서치센터

기업분석

삼성생명 (032830)	BUY(Maintain)/목표주가 400,000원 2개분기 배당수익 4.3조원 전망
삼성화재 (000810)	BUY(Maintain)/목표주가 650,000원 (하향) 견조한 실적에 추가 자본 활용 기대
DB손해보험 (005830)	BUY(Maintain)/목표주가 250,000원 안정적인 배당성장주
미래에셋증권 (006800)	BUY(Maintain)/목표주가 43,000원 (하향) 높아진 실적 변동성
한국금융지주 (071050)	BUY(Maintain)/목표주가 210,000원 (하향) 지금 안 사면 언제 살까
삼성증권 (016360)	BUY(Maintain)/목표주가 145,000원 (하향) 안정적인 매력이 부각되는 시점
NH투자증권 (005940)	BUY(Maintain)/목표주가 31,000원 (하향) 대주주의 지분 매입이 지속되는 중
메리츠금융지주 (138040)	BUY(Maintain)/목표주가 170,000원 실적이 중요해지는 구간
SK (034730)	BUY(Maintain)/목표주가 600,000원 (하향) 줄어드는 할인율에 주목

삼성생명 (032830)

BUY(Maintain)

목표주가 400,000원

주가(11/26) 224,000원

보험/증권/지주 Analyst 안영준

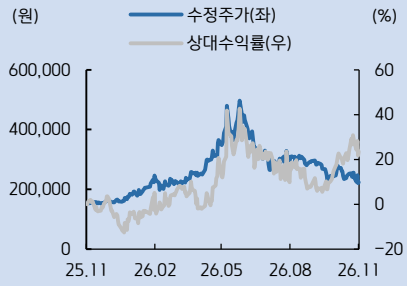
Stock Data

KOSPI(11/26)		4,711.21pt
시가총액		448,000억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	497,000원	151,700원
최고/최저가대비 등락	-54.93%	47.66%
수익률	절대	상대
1M	-19.3%	-17.5%
6M	-45.4%	-25.3%
1Y	46.0%	26.5%

Company Data

발행주식수		200,000천주
일평균 거래량(3M)		286천주
외국인 지분율		22.59%
배당수익률(26E)		3.3%
BPS(26E)		588,824원
주요 주주	삼성물산 외 7인	43.56%

Price Trend



2개분기 배당수익 4.3조원 전망

>>> 4Q26 ~ 1Q27 전자 배당수익 4.3조원

삼성전자의 지분 8.51%를 보유하고 있으며, 삼성전자가 예고한대로 FCF를 기반으로 주주환원을 단행할 경우 삼성생명은 이에 따른 수혜를 기대해볼 수 있다. 삼성전자가 3분기 발표한 보통주 DPS 4,601원 기준으로 삼성생명이 인식하게 되는 배당수익은 세후 약 1.85조원으로 추산되며, 삼성전자의 연간 배당 총액을 75조원으로 가정했을 때 4분기 배당수익은 세후 약 2.47조원이 될 것으로 전망한다. 2개 분기 합산 배당수익은 세후 약 4.3조원으로, 2025년 연간 연결순이익이 2.45조원이었음을 감안하면 연간 이익 체력보다 더 큰 금액을 배당수익으로 인식하게 되는 것이다. 추가적으로 삼성전자가 잉여 주주환원 재원을 자기주식 매입 및 소각으로 활용할 경우 과거 사례처럼 삼성생명은 보유한 삼성전자의 지분을 일부 매각할 가능성도 배제할 수 없다.

>>> 내년 주주환원정책 발표 계획

대규모 배당수익이 예상되는 상황이며, 컨퍼런스콜을 통해 주주환원 재원으로의 구체적인 활용 방안은 내년 발표할 계획임을 밝혔다. 어려운 업황에도 안정적인 실적을 지속해서 있으며, 향후 배당수익 급증에 따른 추가 주주환원 확대도 기대된다. 업종 최선호주로 유지한다.

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F
보험이익	536.6	981.0	1,014.8	1,276.4
투자이익	1,000.9	691.7	786.7	736.0
영업이익	1,542.9	1,666.5	1,821.5	2,012.4
세전이익	1,821.3	2,007.0	2,216.9	2,396.6
당기순이익	1,486.9	1,699.8	1,776.6	1,801.7
ROE	5.5	4.7	5.1	3.4
ROA	0.7	0.7	1.2	1.2
EPS	7,435	8,499	8,883	9,009
BPS	163,690	324,177	588,824	1,031,256
PER	9.0	13.7	10.3	8.8
PBR	0.6	0.5	0.4	0.2
DPS	4,500	5,300	8,000	10,000
배당수익률 (%)	4.7	3.4	3.3	4.2

자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자의 3개년 주주환원 정책 및 컨센서스

(단위: 조원)	2018 ~ 2020	2021 ~ 2023	2024 ~ 2026F
FCF	79.2	17.3	280.8
주주환원 재원 (FCF의 50%)	39.6	8.6	140.4
정규 배당 총액	28.9	29.2	31.6
추가 주주환원 재원	10.7	(20.6)	108.8

주 1) FCF는 계산 방식에 따라 다소 차이가 있을 수 있음
2) 2018~2020년 추가 주주환원 재원인 10.7조원은 전액 특별배당 재원으로 사용
3) 2021~2023년은 FCF 미달에 따라 정규배당만 지급
4) 2024~2026년 FCF는 11/23 FnGuide 컨센서스 기준
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

삼성전자 특별배당 가정 시 삼성생명의 이익 증가분 추정

항목	금액 (십억원/백만주)	비고
삼성전자 추가 주주환원 재원 (A)	108,783	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
예상 연간 배당 총액 (C)	75,000	추가 주주환원 재원 중 일부 특별배당 지급 전망
전액 특별배당 시 예상 DPS (원, D)	10,758	(D) = (C) / 보통주 기준
삼성생명의 삼성전자 보유 주식수 (E)	497,660	11/23 기준
예상 배당금수익 증가분 (F)	5,354	(F) = (D) * (E)
예상 법인세비용 (G)	1,031	(G) = (F) * 법인세율 27.5% * 자회사 배당 익금불산입 (1-30%)
예상 삼성생명 순이익 증가분 (H)	4,323	(H) = (F) - (G), 4Q26/1Q27 각각 1.85조원/2.47조원

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 깊게 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 초기 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 시황의 급격한 위축 및 글로벌 경기 둔화 등으로 현금흐름 측면의 어려움에도 불구, 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.

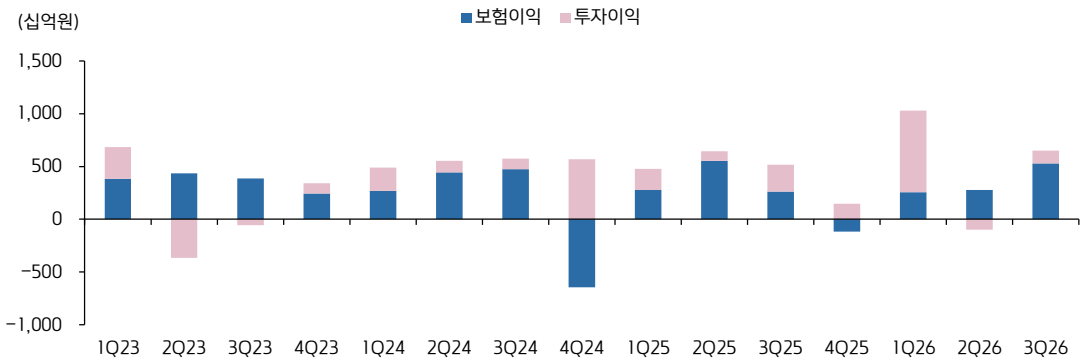
자료: 삼성전자, 키움증권 리서치센터.

삼성생명 분기실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	2025	2026E
보험이익	277.9	553.5	261.6	(118.2)	256.5	276.6	529.5	(27.8)	981.0	1,014.8
(YoY)	4%	25%	-45%	적지	-8%	-50%	102%	적지	83%	3%
일반/VFA	277.9	553.5	261.6	(118.2)	256.5	276.6	529.5	(19.7)	974.7	1,042.9
CSM 상각	361.1	382.6	378.4	357.6	367.4	366.3	377.1	393.4	1,479.6	1,504.1
RA 해제	85.2	83.8	89.3	87.2	87.2	88.0	95.3	95.4	345.6	366.0
예실차	(6.4)	45.9	(54.4)	(146.1)	(81.1)	(31.8)	136.7	(238.1)	(160.9)	(214.4)
보험금예실차	(46.2)	(15.3)	(99.2)	(73.1)	(56.3)	(48.0)	(65.8)	(62.0)	(233.8)	(232.0)
사업비예실차	39.9	61.2	44.8	(73.0)	(24.8)	16.2	202.5	(176.2)	72.9	17.7
기타	(162.0)	41.1	(151.7)	(416.9)	(117.0)	(145.9)	(79.5)	(270.4)	(689.5)	(612.9)
투자이익	199.1	90.0	255.6	147.0	774.1	(98.9)	121.1	(9.5)	691.7	786.7
(YoY)	-10%	-18%	156%	-74%	289%	적전	-53%	적전	-31%	14%
보험금융손익	(1,915.0)	(2,962.2)	(2,626.0)	(3,042.8)	(2,902.2)	(9,794.9)	1,942.2	(1,016.3)	(10,546)	(11,771)
투자서비스손익	2,114.1	3,052.2	2,881.6	3,189.9	3,676.2	9,695.9	(1,821.1)	1,006.8	11,237.8	12,557.9
영업이익	476.9	643.5	517.2	28.8	1,030.5	177.7	650.6	(37.2)	1,666.5	1,821.5
(YoY)	-3%	16%	-10%	흑전	116%	-72%	26%	적전	8%	9%
영업외손익	331.5	10.6	5.9	(7.4)	366.8	32.1	2.8	(6.3)	340.5	395.4
세전이익	808.5	654.0	523.1	21.4	1,397.4	209.7	653.4	(43.5)	2,007.0	2,216.9
법인세비용	104.7	157.3	113.7	(68.4)	255.3	33.7	162.2	(10.8)	307.2	440.3
당기순이익	703.7	496.8	409.4	89.9	1,142.1	176.1	491.2	(32.7)	1,699.8	1,776.6
(YoY)	8%	13%	-11%	흑전	62%	-65%	20%	적전	14%	5%
연결당기순이익	677.5	793.6	760.9	219.5	1,240.3	727.4	823.9	2,013.4	2,451.5	4,804.9
지배주주순이익	635.3	758.9	723.0	185.7	1,203.6	689.9	792.4	1,936.2	2,302.8	4,622.1
(YoY)	2%	2%	7%	187%	89%	-9%	10%	943%	9%	101%

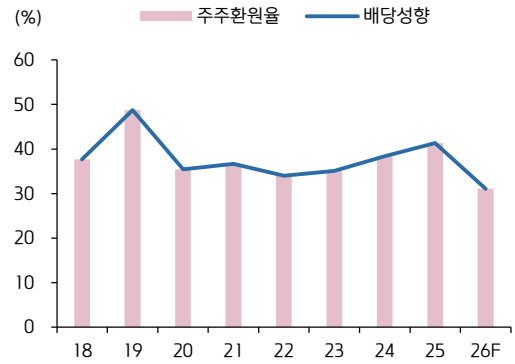
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

삼성생명의 부문별 실적 추이



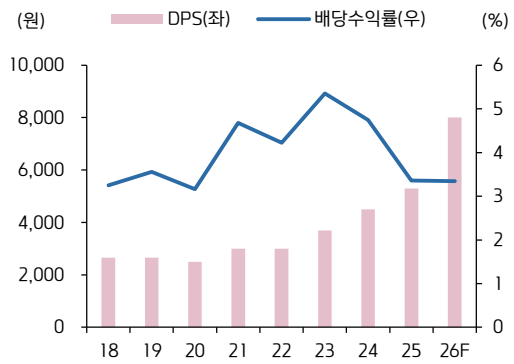
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



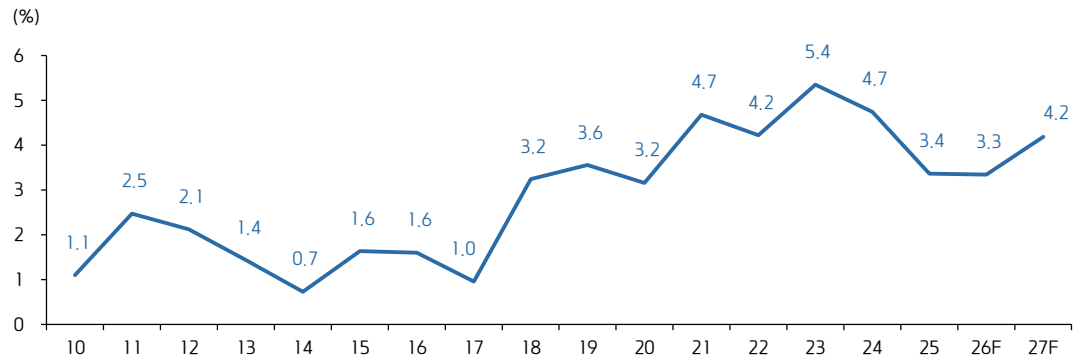
자료: 삼성증권, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



자료: 삼성증권, 키움증권 리서치센터

삼성생명의 배당수익률 추이 및 전망



자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
보험이익	536.6	981.0	1,014.8	1,276.4	1,396.1
일반/VFA	542.0	974.7	1,042.9	1,305.8	1,427.0
CSM 상각	1,369.5	1,479.6	1,504.1	1,633.4	1,733.9
RA 해제	321.8	345.6	366.0	381.6	381.6
예실차	(207.9)	(160.9)	(214.4)	(201.9)	(177.3)
보험금예실차	(74.4)	(233.8)	(232.0)	(264.0)	(290.4)
사업비예실차	(133.6)	72.9	17.7	62.1	113.1
기타	(941.5)	(689.5)	(612.9)	(507.3)	(511.3)
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	1,000.9	691.7	786.7	736.0	876.9
보험금융손익	(6,208.4)	(10,546)	(11,771)	(3,018.3)	(2,930.3)
투자서비스손익	7,209.4	11,237.8	12,557.9	3,754.3	3,807.2
영업이익	1,542.9	1,666.5	1,821.5	2,012.4	2,272.9
영업외손익	278.4	340.5	395.4	384.2	404.4
세전이익	1,821.3	2,007.0	2,216.9	2,396.6	2,677.3
법인세비용	334.4	307.2	440.3	594.9	664.6
당기순이익	1,486.9	1,699.8	1,776.6	1,801.7	2,012.8
연결당기순이익	2,260.3	2,451.5	4,804.9	5,661.6	2,548.0
지배주주순이익	2,106.8	2,302.8	4,622.1	5,444.8	2,450.4
CSM Movement					
기시	12,247	12,902	13,218	14,475	15,468
신계약	3,261	3,059	3,411	3,272	3,156
이자부리	468	494	516	547	580
상각	1,370	1,480	1,504	1,633	1,734
조정	1,705	1,758	1,166	1,192	1,194
기말	12,902	13,218	14,475	15,468	16,276
CSM 증감 (YoY, %)	5	2	10	7	5
순증액	655	316	1,257	993	808
K-ICS 비율					
지급여력금액	185.0	198.0	211.5	220.7	229.9
지급여력기준금액	45,418	63,022	58,156	63,016	68,154

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	312,219	350,686	410,296	503,778	503,933
운용자산	307,236	345,253	405,409	497,778	497,931
FVPL	45,753	51,529	54,537	65,634	64,351
FVOCI	164,154	198,656	255,200	315,859	318,491
AC	61	141	154	189	189
대출채권	78,118	76,408	74,594	91,589	91,617
부동산	6,612	6,009	5,890	7,232	7,234
비운용자산	4,983	5,433	4,887	6,000	6,002
부채총계	279,481	285,850	292,531	297,527	299,000
책임준비금	203,097	202,007	190,919	191,872	192,639
보험계약부채	203,097	202,007	190,919	191,872	192,639
잔여보장요소	198,197	196,813	185,816	186,809	187,617
최선추정	182,157	180,204	167,912	167,912	167,912
위험조정	2,959	3,156	3,203	3,203	3,203
보험계약마진	13,081	13,453	14,701	15,695	16,503
보험료배분접근법	0	0	0	0	0
발생사고요소	4,901	5,194	5,103	5,062	5,022
최선추정	4,790	5,082	5,073	5,032	4,992
위험조정	21	23	31	30	30
재보험계약부채	592	574	694	688	683
투자계약부채	30,298	29,166	28,600	28,568	28,579
기타부채	76,383	83,843	101,612	105,655	106,360
자본총계	32,738	64,835	117,765	206,251	204,933
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	125	125	125	125	125
신종자본증권	0	0	0	0	0
이익잉여금	19,420	21,085	24,761	34,096	38,862
해약환급금준비금	0	832	4,233	6,446	8,659
자본조정	(2,117)	(2,117)	(2,117)	(2,117)	(2,117)
기타포괄손익누계액	13,205	43,531	92,786	171,933	165,848
비지배지분	2,005	2,111	2,110	2,114	2,115

투자지표 (I)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
운용자산 비중 (%)					
FVPL	14.9	14.9	13.5	13.2	12.9
FVOCI	53.4	57.5	62.9	63.5	64.0
AC	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
대출채권	25.4	22.1	18.4	18.4	18.4
부동산	2.2	1.7	1.5	1.5	1.5
주요비율 (%, 배)					
ROA	0.7	0.7	1.2	1.2	0.5
ROE	5.5	4.7	5.1	3.4	1.2
P/E	9.0	13.7	10.3	8.8	19.5
P/B	0.58	0.49	0.41	0.23	0.23

투자지표 (II)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주주환원지표					
DPS (원)	4,500	5,300	8,000	10,000	11,000
증가율(YoY, %)	22	18	51	25	10
배당성향 (%)	38.4	41.3	31.1	33.0	80.6
배당수익률 (%)	4.7	3.4	3.3	4.2	4.6
현금배당액 (십억원)	808.1	951.7	1,436.6	1,795.7	1,975.3
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 (%)	38.4	41.3	31.1	33.0	80.6

자료: 키움증권 리서치센터

삼성화재 (000810)

BUY(Maintain)

목표주가 650,000원 (하향)

주가(11/26) 513,000원

보험/증권/지주 Analyst 안영준

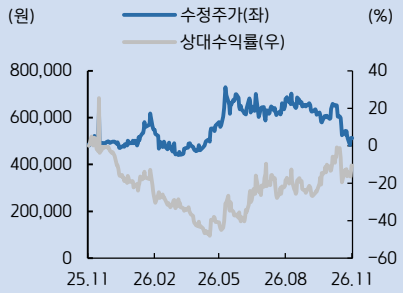
Stock Data

KOSPI(11/26)		4,711.21pt
시가총액		229,042억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	730,000원	440,500원
최고/최저가 대비 등락	-29.73%	16.46%
주가수익률	절대	상대
1M	-19.5%	-17.4%
6M	-15.1%	-39.4%
1Y	5.3%	19.1%

Company Data

발행주식수		50,567천주
일평균 거래량(3M)		119천주
외국인 지분율		55.16%
배당수익률(26E)		4.7%
BPS(26E)		733,533원
주요 주주	삼성생명보험 외 5인	19.63%

Price Trend



견조한 실적에 추가 자본 활용 기대

>>> 안정적인 본업에 배당수익까지

3분기 실적은 예실차 악화와 투자손익 부진 등의 영향으로 시장 기대치를 하회하였으나, 실적 변동성은 상대적으로 크지 않은 견조한 흐름을 이어갔다. 캐노피우스 인수를 통해 사업 다각화 및 자본 활용도 향상 등을 이뤄내고 있다는 점도 긍정적이다. 더불어 삼성전자 특별배당 지급 시 배당수익이 크게 증가할 것으로 기대해볼 수 있다(4Q26 약 3,200억원, 1Q27 약 4,300억원 추정).

>>> 점진적인 멀티플 향상 기대

안정적인 실적흐름이 유지되고 있으며 배당수익 증가까지 예상됨에 따라 향후 높은 수준의 배당 증가가 이어질 수 있을 것으로 판단한다. 배당 증가에 대한 신뢰도가 높아질 것으로 예상되는 만큼 점진적인 멀티플 상향을 기대해볼 수 있으며, 자본 여력도 업종 내 최고 수준임에 따라 추가적인 자본 활용이 가능하다는 점도 긍정적이다. 예상 배당수익률은 4% 중후반대로, 향후 수년간 높은 DPS 증가율이 기대된다는 점에서 프리미엄을 부여받고 있는 것으로 보인다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
보험이익	1,849.1	1,519.5	1,808.2	1,814.9	1,788.1
투자이익	844.3	802.5	1,035.4	1,158.0	1,161.2
영업이익	2,693.4	2,322.0	2,843.6	2,972.9	2,949.4
세전이익	2,704.1	2,333.5	2,773.9	2,904.1	2,883.0
당기순이익	2,047.8	1,690.9	2,072.6	2,178.1	2,162.3
ROE	13.1	10.9	9.4	9.7	11.7
ROA	2.4	2.2	2.5	2.6	2.7
EPS	43,225	36,746	46,415	50,309	51,562
BPS	329,335	462,729	733,533	531,001	561,616
PER	8.2	11.3	8.9	8.2	7.9
PBR	1.1	1.1	0.7	1.0	0.9
DPS	19,000	19,500	24,000	27,000	30,000
배당수익률	5.3	3.9	4.7	5.3	5.9

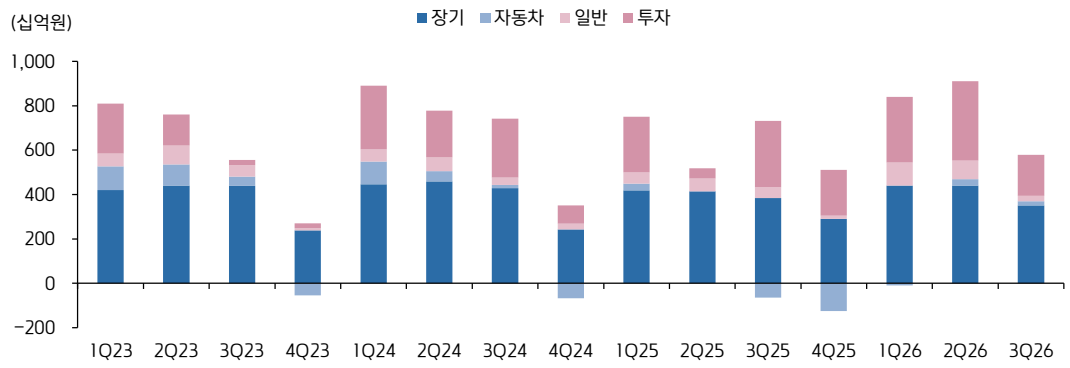
자료: 키움증권 리서치센터

삼성화재 분기실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	2025	2026E
보험이익	498.8	472.0	369.0	179.7	535.2	552.8	395.0	325.2	1,519.5	1,808.2
(YoY)	-17%	-17%	-23%	-11%	7%	17%	7%	81%	-18%	19%
일반/VFA	419.4	414.0	383.9	290.5	440.0	440.3	350.5	356.5	1,507.8	1,587.4
CSM 상각	406.0	406.4	416.2	392.1	399.8	403.1	409.4	408.9	1,620.8	1,621.3
RA 해제	44.8	47.0	52.2	54.9	53.6	59.1	59.4	59.2	198.9	231.3
예실차	(16.4)	19.0	(44.9)	(126.9)	(9.0)	(13.6)	(50.8)	(84.1)	(169.1)	(157.5)
보험금예실차	(23.4)	27.5	(51.5)	(77.3)	2.4	13.7	(16.0)	(14.5)	(124.7)	(14.4)
사업비예실차	7.0	(8.4)	6.6	(49.6)	(11.4)	(27.3)	(34.8)	(69.6)	(44.4)	(143.1)
기타	(15.1)	(58.5)	(39.6)	(29.7)	(4.4)	(8.3)	(67.5)	(27.5)	(142.8)	(107.7)
PAA	79.6	58.0	(14.9)	(110.8)	95.1	112.4	44.5	(31.3)	11.9	220.7
자동차보험손익	29.9	0.8	(64.8)	(124.9)	(9.6)	29.6	19.1	(85.6)	(158.9)	(46.4)
일반보험손익	49.7	57.2	49.9	14.1	104.7	82.8	25.4	54.3	170.9	267.2
투자이익	251.5	45.9	297.8	207.3	295.6	357.3	183.3	199.2	802.5	1,035.4
(YoY)	-12%	-78%	12%	153%	18%	679%	-38%	-4%	-5%	29%
보험금융손익	(326.0)	(285.7)	(344.4)	(298.5)	(348.3)	(329.2)	(239.7)	(240.9)	(1,254)	(1,158)
투자서비스손익	577.5	331.5	642.2	505.8	644.0	686.5	422.9	440.1	2,057.0	2,193.5
영업이익	750.4	517.9	666.7	387.0	830.8	910.1	578.3	524.5	2,322.0	2,843.6
(YoY)	-16%	-33%	-10%	37%	11%	76%	-13%	36%	-14%	22%
영업외손익	4.6	3.8	2.7	0.4	(55.6)	4.7	1.1	(19.9)	11.5	(69.7)
세전이익	755.0	521.6	669.4	387.4	775.2	914.7	579.4	504.5	2,333.5	2,773.9
법인세비용	199.3	123.4	160.1	159.7	201.8	234.6	138.6	126.1	642.6	701.2
당기순이익	555.6	398.2	509.3	227.7	573.4	680.1	440.8	378.4	1,690.9	2,072.6
(YoY)	-19%	-33%	-9%	7%	3%	71%	-13%	66%	-17%	23%
연결당기순이익	609.0	638.4	538.5	234.4	635.2	738.7	493.7	687.6	2,020.3	2,555.3
지배주주순이익	608.1	637.5	538.0	234.7	634.7	737.7	493.2	687.0	2,018.3	2,552.5
(YoY)	-13%	4%	-3%	13%	4%	16%	-8%	193%	-3%	26%

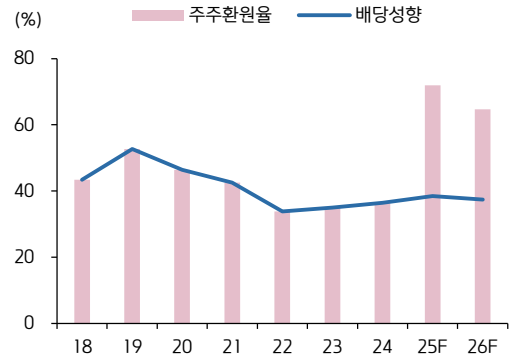
자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

삼성화재의 부문별 이익 추이 및 전망



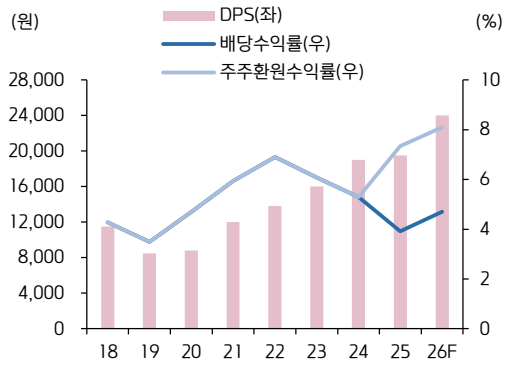
자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



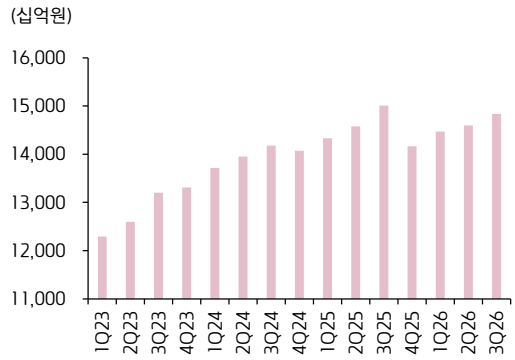
자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



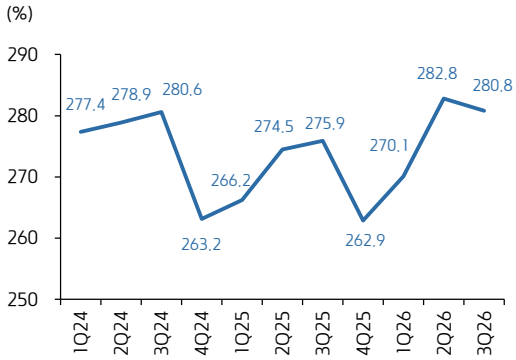
자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

CSM 기말 잔액 추이



자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

K-ICS 비율 추이



자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
보험이익	1,849.1	1,519.5	1,808.2	1,814.9	1,788.1
일반/VFA	1,577.6	1,507.8	1,587.4	1,650.6	1,620.6
CSM 상각	1,612.3	1,620.8	1,621.3	1,682.5	1,752.8
RA 해제	165.5	198.9	231.3	236.5	236.3
예실차	80.7	(169.1)	(157.5)	(138.9)	(235.5)
보험금예실차	146.4	(124.7)	(14.4)	73.5	18.8
사업비예실차	(65.7)	(44.4)	(143.1)	(212.4)	(254.3)
기타	(280.9)	(142.8)	(107.7)	(129.5)	(133.0)
PAA	271.5	11.9	220.7	164.3	167.6
자동차보험손익	95.8	(158.9)	(46.4)	(68.5)	(69.8)
일반보험손익	175.7	170.9	267.2	232.7	237.4
투자이익	844.3	802.5	1,035.4	1,158.0	1,161.2
보험금융손익	(1,340)	(1,255)	(1,158)	(976)	(995)
투자서비스손익	2,184.5	2,057.0	2,193.5	2,133.5	2,156.5
영업이익	2,693.4	2,322.0	2,843.6	2,972.9	2,949.4
영업외손익	10.7	11.5	(69.7)	(68.7)	(66.4)
세전이익	2,704.1	2,333.5	2,773.9	2,904.1	2,883.0
법인세비용	656.3	642.6	701.2	726.0	720.8
당기순이익	2,047.8	1,690.9	2,072.6	2,178.1	2,162.3
연결당기순이익	2,076.8	2,020.3	2,555.3	2,716.8	2,721.9
지배주주순이익	2,073.6	2,018.3	2,552.5	2,714.1	2,719.2
CSM Movement					
기시	13,303	14,074	14,168	14,786	15,447
신계약	3,451	2,898	2,479	2,443	2,373
이자부리	491	502	482	498	520
상각	1,612	1,621	1,621	1,682	1,753
조정	1,558	1,686	722	599	470
기말	14,074	14,168	14,786	15,447	16,117
CSM 증감 (YoY, %)	6	1	4	4	4
순증액	771	94	618	661	670
K-ICS 비율	263.6	262.9	275.1	270.1	275.1
지급여력금액	24,164	28,937	31,972	33,441	46,627
지급여력기준금액	9,137	10,902	11,622	12,156	16,949

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	87,269	96,450	107,790	99,432	100,745
운용자산	83,836	92,487	102,927	94,946	96,200
FVPL	11,374	11,614	12,470	11,275	11,197
FVOCI	37,025	43,448	53,967	50,182	51,253
AC	1,725	2,096	2,128	1,963	1,989
대출채권	27,068	27,758	27,805	25,649	25,988
부동산	2,840	2,438	2,449	2,260	2,289
비운용자산	3,343	3,827	4,863	4,486	4,545
부채총계	71,667	75,158	75,034	76,442	77,194
책임준비금	65,327	66,540	63,258	64,043	64,701
보험계약부채	51,788	49,050	44,916	45,518	46,144
잔여보장요소	45,511	42,263	38,019	38,676	39,356
최선추정	25,345	21,974	17,296	17,297	17,297
위험조정	1,728	1,845	1,697	1,697	1,697
보험계약마진	14,074	14,168	14,786	15,447	16,117
보험료배분접근법	4,363	4,276	4,240	4,236	4,245
발생사고요소	6,277	6,787	6,897	6,842	6,788
최선추정	6,062	6,521	6,617	6,564	6,512
위험조정	215	266	280	278	276
재보험계약부채	0	0	0	0	0
투자계약부채	13,540	17,490	18,342	18,525	18,558
기타부채	6,340	8,618	11,776	12,399	12,493
자본총계	15,602	21,292	32,756	22,990	23,551
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
신종자본증권	0	0	0	0	0
이익잉여금	13,670	14,643	15,073	17,839	19,654
해약환급금준비금	2,213	4,130	5,911	6,901	7,874
자본조정	(1,487)	(1,219)	(951)	(951)	(951)
기타포괄손익누계액	2,418	6,868	17,633	5,101	3,848
비지배지분	35	35	35	35	34

투자지표 (I)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
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	2.4	2.2	2.5	2.6	2.7
ROE	13.1	10.9	9.4	9.7	11.7
P/E	8.2	11.3	8.9	8.2	7.9
P/B	1.09	1.07	0.70	0.96	0.91

투자지표 (II)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주주환원지표					
DPS (원)	19,000	19,500	24,000	27,000	30,000
증가율(YoY, %)	19	3	23	13	11
배당성향 (%)	36.5	38.5	37.4	39.6	43.9
배당수익률 (%)	5.3	3.9	4.7	5.3	5.9
현금배당액 (십억원)	756.7	776.7	955.9	1,075.4	1,194.8
자기주식수 (천주)	7,547	6,187	4,827	3,467	2,107
발행주식수 (천주)	47,375	46,015	44,655	43,295	41,935
자기주식 비중 (%)	15.9	13.4	10.8	8.0	5.0
자기주식 소각액	0	675.9	695.0	695.0	695.0
총주주환원율 (%)	36.5	72.0	64.7	65.2	69.5

자료: 키움증권 리서치센터

DB손해보험 (005830)

BUY(Maintain)

목표주가 250,000원

주가(11/26) 164,900원

보험/증권/지주 Analyst 안영준

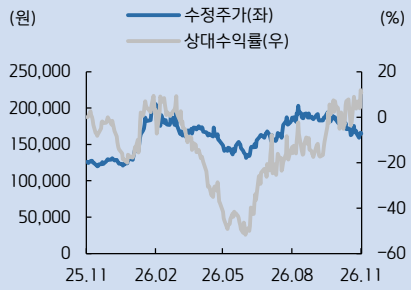
Stock Data

KOSPI(11/26)		4,711.21pt
시가총액		108,010억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	205,500원	119,900원
최고/최저가 대비 등락	-19.76%	37.53%
주가수익률	절대	상대
1M	-8.5%	-19.8%
6M	17.0%	-54.3%
1Y	30.9%	23.8%

Company Data

발행주식수		70,800천주
일평균 거래량(3M)		212천주
외국인 지분율		42.90%
배당수익률(26E)		5.5%
BPS(26E)		139,740
주요 주주	김남호 외 14인	27.62%

Price Trend



안정적인 배당성장주

>>> 안정적인 실적 흐름 기대

3분기 투자이익 부진의 영향으로 기대치를 하회하는 실적을 기록했으나, 예실차 축소와 더불어 CSM이 안정적으로 증가한 것은 긍정적이었다. 포테그라 인수로 사업 다각화에 성공하였으며, 3분기 연결 실적으로 약 490억원 기여하기도 했다. 우려했던 자동차보험손익도 안정적인 흐름을 이어나가고 있으며, 예실차도 변동폭이 점차 줄어들고 있는 것으로 보이는 바 향후에도 견조한 실적이 이어질 것으로 기대된다.

>>> 주주환원 점진적 확대 예상

기업가치제고계획을 통해 2030년까지 주주환원율 목표를 연결 기준 40%, 별도 기준 50%로 설정했으며, 특히 매년 DPS 10% 이상 성장을 명시했다는 점도 긍정적이다. 주주환원 확대에 대한 높은 가시성이 강점이며, 꾸준한 배당 증가가 이루어질 경우 시장 신뢰도 상승에 기반한 멀티플 향상도 기대해볼 수 있다는 판단이다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
보험이익	1,619.1	1,035.9	1,338.6	1,288.1	1,385.1
투자이익	743.6	1,077.7	940.2	980.6	996.9
영업이익	2,362.7	2,113.7	2,278.8	2,268.7	2,382.0
세전이익	2,365.8	2,108.0	2,272.1	2,261.4	2,374.5
당기순이익	1,772.2	1,534.9	1,601.8	1,696.1	1,780.8
ROE	20.7	16.8	16.2	15.1	13.4
ROA	3.5	2.7	2.8	2.9	3.0
EPS	25,031	21,679	22,625	23,956	25,153
BPS	118,870	139,194	139,740	176,539	197,933
PER	4.1	6.0	7.3	6.9	6.5
PBR	0.9	0.9	1.2	0.9	0.8
DPS	6,800	7,600	9,000	10,500	12,000
배당수익률	6.6	5.8	5.5	6.4	7.3

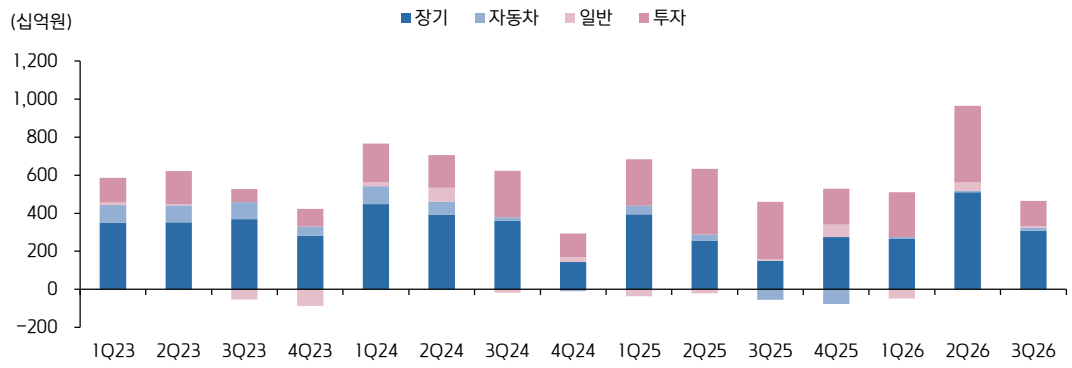
자료: 키움증권 리서치센터

DB손해보험 분기실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	2025	2026E
보험이익	402.7	267.7	102.1	263.4	226.6	561.8	330.6	219.6	1,035.9	1,338.6
(YoY)	-28%	-50%	-72%	64%	-44%	110%	224%	-17%	-36%	29%
일반/VFA	394.0	257.0	149.4	275.3	265.2	510.5	309.0	182.8	1,075.8	1,267.5
CSM 상각	322.6	326.3	330.0	306.1	321.7	315.2	323.4	329.7	1,285.1	1,290.0
RA 해제	38.0	38.2	41.1	41.8	44.3	47.6	48.4	47.7	159.1	188.1
예실차	9.1	(71.2)	(155.6)	(11.9)	(94.4)	(84.6)	(19.5)	(75.1)	(229.7)	(273.7)
보험금예실차	14.2	(67.1)	(148.0)	(2.5)	(102.6)	(86.9)	(16.5)	(70.2)	(203.5)	(276.1)
사업비예실차	(5.1)	(4.1)	(7.6)	(9.4)	8.2	2.2	(3.1)	(4.9)	(26.2)	2.4
기타	24.3	(36.3)	(66.0)	(60.6)	(6.3)	232.3	(43.3)	(119.5)	(138.7)	63.2
PAA	8.7	10.6	(47.3)	(11.9)	(38.7)	51.3	21.6	36.8	(39.9)	71.0
자동차보험손익	45.8	31.9	(55.8)	(76.6)	8.8	6.2	15.5	(10.8)	(54.7)	19.7
일반보험손익	(37.0)	(21.3)	8.5	64.6	(47.5)	45.1	6.2	47.5	14.9	51.3
투자이익	244.0	344.6	301.1	188.0	236.1	402.1	133.6	168.4	1,077.7	940.2
(YoY)	20%	102%	23%	52%	-3%	17%	-56%	-10%	45%	-13%
보험금융손익	(193.6)	(91.7)	(186.2)	(184.4)	(203.2)	(204.1)	(186.3)	(187.3)	(655.9)	(780.9)
투자서비스손익	437.5	436.4	487.3	372.5	439.3	606.2	319.9	355.6	1,733.6	1,721.1
영업이익	646.7	612.3	403.2	451.5	462.7	963.9	464.2	388.0	2,113.7	2,278.8
(YoY)	-16%	-13%	-33%	59%	-28%	57%	15%	-14%	-11%	8%
영업외손익	(3.4)	4.5	(5.9)	(1.0)	(3.2)	3.8	(5.8)	(1.5)	(5.7)	(6.6)
세전이익	643.3	616.9	397.3	450.5	459.5	967.7	458.4	386.4	2,108.0	2,272.1
법인세비용	196.3	156.9	104.3	115.5	191.0	256.6	126.1	96.6	573.1	670.3
당기순이익	447.0	459.9	293.0	335.0	268.5	711.1	332.4	289.8	1,534.9	1,601.8
(YoY)	-23%	-15%	-35%	72%	-40%	55%	13%	-13%	-13%	4%

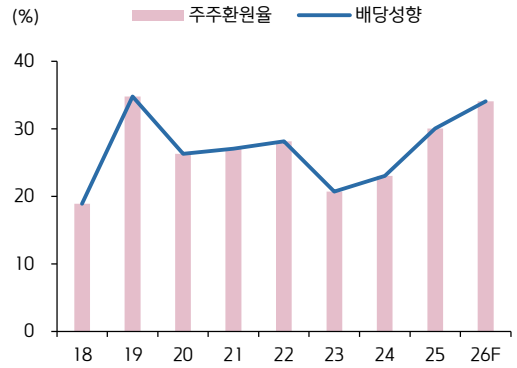
자료: DB손해보험, 키움증권 리서치센터

DB손해보험의 부문별 이익 추이



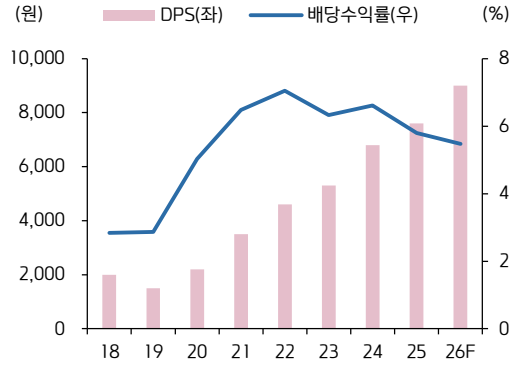
자료: DB손해보험, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



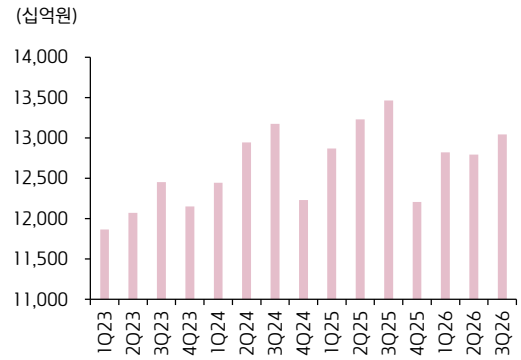
자료: DB손해보험, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



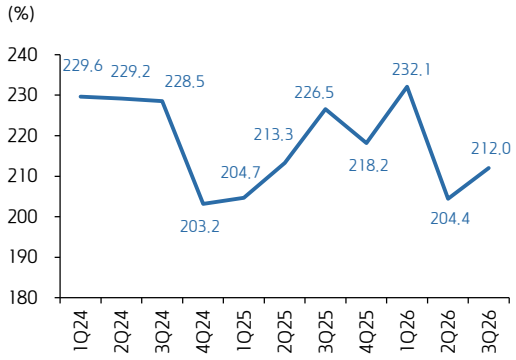
자료: DB손해보험, 키움증권 리서치센터

CSM 기말 잔액 추이



자료: DB손해보험, 키움증권 리서치센터

K-ICS 비율 추이



자료: DB손해보험, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
보험이익	1,619.1	1,035.9	1,338.6	1,288.1	1,385.1
일반/VFA	1,345.6	1,075.8	1,267.5	1,315.2	1,416.1
CSM 상각	1,297.5	1,285.1	1,290.0	1,272.2	1,250.0
RA 해제	135.9	159.1	188.1	190.7	190.5
예실차	173.6	(229.7)	(273.7)	(124.9)	66.6
보험금예실차	185.8	(203.5)	(276.1)	(149.7)	13.7
사업비예실차	(12.2)	(26.2)	2.4	24.8	52.9
기타	(261.4)	(138.7)	63.2	(22.7)	(91.0)
PAA	273.5	(39.9)	71.0	(27.1)	(31.0)
자동차보험손익	170.9	(54.7)	19.7	(109.4)	(114.8)
일반보험손익	102.5	14.9	51.3	82.2	83.9
투자이익	743.6	1,077.7	940.2	980.6	996.9
보험금융손익	(770.2)	(655.9)	(780.9)	(758.4)	(773.7)
투자서비스손익	1,513.8	1,733.6	1,721.1	1,739.0	1,770.6
영업이익	2,362.7	2,113.7	2,278.8	2,268.7	2,382.0
영업외손익	3.2	(5.7)	(6.6)	(7.3)	(7.5)
세전이익	2,365.8	2,108.0	2,272.1	2,261.4	2,374.5
법인세비용	593.6	573.1	670.3	565.4	593.6
당기순이익	1,772.2	1,534.9	1,601.8	1,696.1	1,780.8
CSM Movement					
기시	12,152	12,232	12,205	12,544	12,427
신계약	3,078	2,933	2,305	2,294	2,289
이자부리	441	443	421	416	409
상각	1,298	1,285	1,290	1,272	1,250
조정	2,142	2,117	1,098	1,555	1,658
기말	12,232	12,205	12,544	12,427	12,218
CSM 증감 (YoY, %)	1	(0)	3	(1)	(2)
순증액	79	(26)	338	(116)	(209)
K-ICS 비율					
지급여력금액	203.2	218.2	231.0	231.8	239.3
지급여력기준금액	19,100	24,036	24,274	25,361	27,240

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	52,859	59,409	56,311	59,063	60,376
운용자산	49,627	56,076	52,231	54,784	56,002
FVPL	11,407	17,707	11,932	12,266	12,290
FVOCI	22,226	20,121	20,644	21,826	22,491
AC	0	0	0	0	0
대출채권	13,022	14,807	14,318	15,018	15,351
부동산	1,203	1,242	1,242	1,303	1,332
비운용자산	3,219	3,315	4,080	4,279	4,374
부채총계	44,443	49,554	46,447	46,564	46,362
책임준비금	41,063	44,530	40,266	40,221	40,004
보험계약부채	31,937	31,580	27,335	27,207	26,962
잔여보장요소	27,185	26,417	22,100	22,014	21,810
최선추정	10,922	10,015	9,455	9,455	9,455
위험조정	1,675	1,777	1,138	1,138	1,138
보험계약마진	11,516	11,537	8,259	8,143	7,934
보험료배분접근법	3,071	3,088	3,248	3,278	3,283
발생사고요소	4,753	5,163	5,235	5,193	5,152
최선추정	4,544	4,970	5,035	4,995	4,955
위험조정	208	193	200	199	197
재보험계약부채	1	0	0	0	0
투자계약부채	9,125	12,950	12,931	13,014	13,042
기타부채	3,379	5,024	6,181	6,343	6,358
자본총계	8,416	9,855	9,864	12,499	14,014
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	38	107	88	88	88
신종자본증권	0	0	0	0	0
이익잉여금	10,105	11,201	11,538	13,466	14,910
해약환급금준비금	3,239	4,541	5,645	6,434	7,284
자본조정	(152)	(124)	(69)	(69)	(69)
기타포괄손익누계액	(1,609)	(2,229)	(1,729)	(1,022)	(951)
비지배지분	0	0	0	0	0

투자지표 (I)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
운용자산 비중 (%)					
FVPL	23.0	31.6	22.8	22.4	21.9
FVOCI	44.8	35.9	39.5	39.8	40.2
AC	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
대출채권	26.2	26.4	27.4	27.4	27.4
부동산	2.4	2.2	2.4	2.4	2.4
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

투자지표 (II)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주주환원지표					
DPS (원)	6,800	7,600	9,000	10,500	12,000
증가율(YoY, %)	28	12	18	17	14
배당성향 (%)	23.0	30.0	34.1	37.5	40.9
배당수익률 (%)	6.6	5.8	5.5	6.4	7.3
현금배당액 (십억원)	408.3	460.9	545.8	636.8	727.7
자기주식수 (천주)	10,757	10,157	10,157	10,157	10,157
발행주식수 (천주)	70,800	70,800	70,800	70,800	70,800
자기주식 비중 (%)	15.2	14.3	14.3	14.3	14.3
자기주식 소각액	0	17	0	0	0
총주주환원율 (%)	23.0	31.2	34.1	37.5	40.9

자료: 키움증권 리서치센터

미래에셋증권 (006800)

BUY(Maintain)

목표주가 43,000원 (하향)

주가(11/26) 19,980원

보험/증권/지주 Analyst 안영준

Stock Data

KOSPI(11/26)		4,711.21pt
시가총액		108,496억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	83,800원	18,240원
최고/최저가 대비 등락	-76.16%	9.54%
주가수익률	절대	상대
1M	-24.0%	-16.4%
6M	-67.2%	-15.2%
1Y	-9.6%	16.4%

Company Data

발행주식수		739,392천주
일평균 거래량(3M)		1,438천주
외국인 지분율		13.87%
배당수익률(26E)		5.0%
BPS(26E)		28,041원
주요 주주	미래에셋캐피탈㈜	34.08%
	외 19인	

Price Trend



높아진 실적 변동성

>>> 투자자산 가격 변화가 실적 동인

3분기 스페이스X를 비롯한 투자자산의 평가손실이 세전 약 9,000억원 반영되면서 적자를 기록했다. 최근 글로벌 금융자산의 가격 변동성이 확대되면서 실적 변동성이 높아진 상황이며, 이에 따른 부진한 주가 흐름이 이어지고 있다.

>>> 실적 안정성 확보 이후 멀티플 리레이팅 기대

첨단산업 투자, 독보적인 글로벌 전략, 적극적인 신사업 진출 등 업종 내에서 멀티플 리레이팅에 대한 여지는 가장 크다고 판단한다. 그간 국내 증권 업종이 상대적으로 높은 수익성과 실적 성장률에도 불구하고 시장에서 낮은 밸류에이션을 적용받아왔던 이유는 증권업의 사업 영역 및 지리적 확장성이 제한적이기 때문이며, 미래에셋증권은 해당 요인들을 해소할 가능성이 가장 높다고 보기 때문이다. 다만 최근에는 투자자산 평가액에 따른 실적 변동성이 높아진 구간인 바 실적 안정성 확보 이후 멀티플 리레이팅을 기대해볼 수 있을 것이라는 판단이다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
순영업수익	2,070.6	2,512.2	3,896.5	3,714.8	4,205.7
영업이익	893.9	1,131.2	1,841.9	1,706.8	1,989.8
세전이익	897.8	786.5	1,708.8	1,645.9	1,964.4
당기순이익	893.7	1,593.6	2,801.4	1,870.1	2,169.5
지배주주순이익	887.6	1,579.8	2,796.8	1,882.2	2,185.4
ROE	7.6	12.4	19.5	12.0	13.3
ROA	0.7	1.1	1.7	1.1	1.2
EPS	1,516	2,786	5,150	3,867	4,412
BPS	20,897	23,785	28,041	32,737	33,914
PER	7.1	8.3	3.9	5.2	4.6
PBR	0.4	1.0	0.7	0.6	0.6
DPS	250	300	1,000	1,200	1,300
배당수익률	2.3	1.3	5.0	6.0	6.5

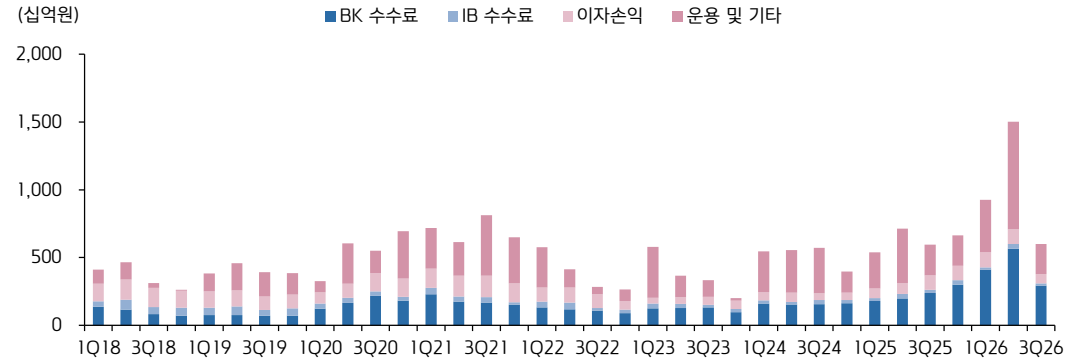
자료: 키움증권 리서치센터

미래에셋증권 분기실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	2025	2026E
순영업수익	539.3	713.8	594.9	664.2	925.0	1,501.6	600.8	869.2	2,512.2	3,896.5
(YoY)	-1%	29%	4%	67%	72%	110%	1%	31%	21%	55%
수수료손익	253.0	273.3	334.4	442.1	518.1	680.3	405.6	392.9	1,302.7	1,996.9
브로커리지	180.8	197.7	239.8	299.3	411.9	564.9	293.1	271.0	917.5	1,540.9
IB	21.4	34.3	23.7	33.0	16.6	34.6	16.9	24.7	112.4	92.9
기타	50.8	41.3	70.9	109.8	89.6	80.8	95.6	97.2	272.8	363.1
이자손익	70.2	79.7	104.0	106.3	112.0	108.9	68.8	41.8	360.1	331.5
운용 및 기타	216.2	360.8	156.5	115.9	294.9	712.4	126.3	434.6	849.4	1,568.1
충당금 등	(7.7)	(5.1)	0.3	(8.2)	(6.6)	(9.6)	(15.4)	0.0	(20.7)	0.0
판관비	311.4	342.7	390.0	337.0	498.0	670.4	421.9	464.3	1,381.0	2,054.6
인건비	198.5	226.0	269.7	187.1	333.1	463.6	260.3	297.4	881.3	1,354.4
인건비 외	112.9	116.7	120.3	149.9	165.0	206.8	161.6	166.8	499.8	700.2
영업이익	227.9	371.1	205.0	327.2	427.0	831.1	178.8	404.9	1,131.2	1,841.9
(YoY)	-8%	40%	-29%	263%	87%	124%	-13%	24%	27%	63%
영업외손익	(104.3)	(56.4)	(116.0)	(68.0)	(28.1)	(43.0)	(47.8)	(14.2)	(344.6)	(133.0)
세전이익	123.6	314.7	88.9	259.3	398.9	788.1	131.1	390.7	786.5	1,708.8
법인세비용	33.0	80.6	18.1	61.3	111.8	220.9	30.4	90.6	193.1	453.7
당기순이익	90.6	234.1	70.8	197.9	287.1	567.2	100.7	300.1	593.4	1,255.2
(YoY)	-45%	30%	-73%	194%	217%	142%	42%	52%	-12%	112%
연결당기순이익	258.2	405.9	343.8	585.7	1,001.9	1,905.2	(405.6)	299.9	1,593.6	2,801.4
지배주주순이익	258.7	403.3	340.4	577.3	996.2	1,895.9	(394.1)	298.7	1,579.8	2,796.8
(YoY)	59%	103%	17%	146%	285%	370%	적전	-48%	78%	77%

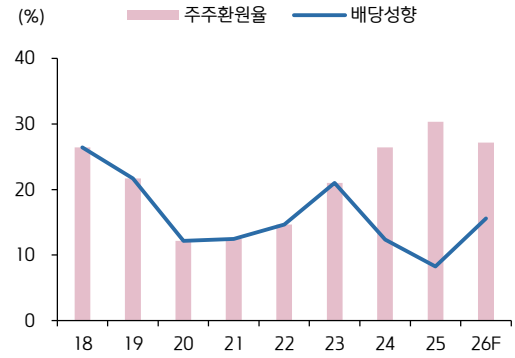
자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

미래에셋증권의 부문별 실적 추이



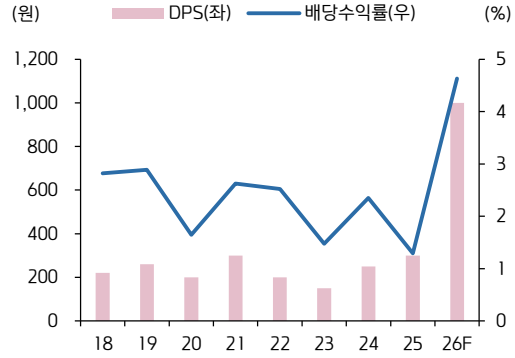
자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

미래에셋증권의 주주환원정책 및 합병자기주식 처리 계획

2026년 3분기 실적보고서(감사 전)

주주환원정책 및 합병자기주식 처리 계획

'27년 ~ '29년 주주환원정책

| 주주환원성향

- 연결 조정 당기순이익 **35%** 이상 (**배당 및 자기주식 취득·소각**)

| (연결) 조정 당기순이익 적용

- 연결 당기순이익에서 SpaceX 손익을 제외한 조정 당기순이익 적용
- 향후 SpaceX 투자이익 실현 시, 재무건전성 및 투자재원 등을 고려하여 기존 35% 규모 외 추가적인 환원 추진

합병자기주식 처리 계획

| 자기주식

65,000,000 주(약 60%) 1차 소각

- '27년 정기주주총회 직후 소각

| 잔여 자기주식

43,338,501 주(약 40%) 처리

- 합병자기주식의 소각에 따른 재무적 영향을 최소화하고 자본구조의 효율성을 제고하기 위해, '27년 정기주주총회에서 재무구조 개선 등을 목적으로 한 자기주식 처분계획에 대한 승인을 추진할 예정
- 주주총회 승인을 받은 처분 대상 물량은 시장에 미치는 영향을 최소화하는 범위 내에서 5개년에 걸쳐 분할 처분함으로써 주가 희석 및 수급 부담을 최소화할 계획
- 상기 처분 대상 물량을 제외한 잔여 자기주식에 대해서는 추가 소각 등을 포함하여 주주이익 극대화에 가장 부합하는 방안으로 적극 추진할 예정

자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

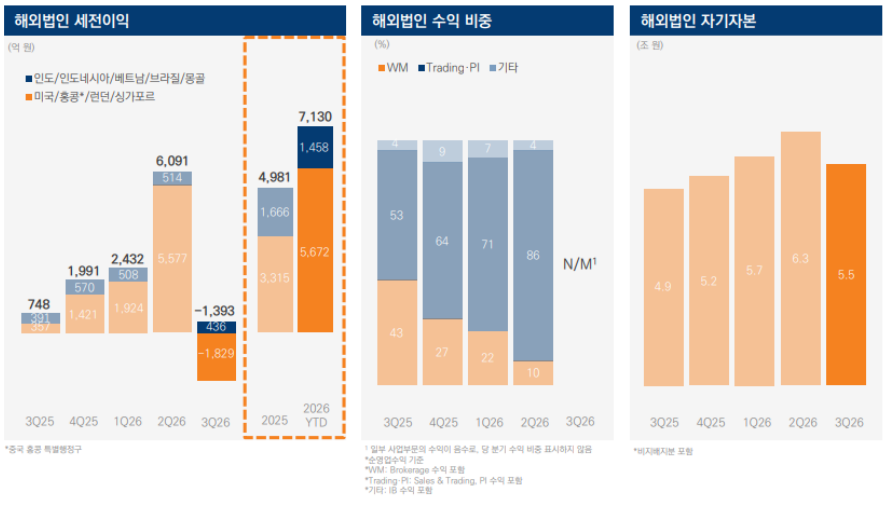
미래에셋증권의 해외법인 실적 및 전략

2026년 3분기 실적보고서(감사 전)

사업별 주요 실적 – 해외법인 (연결)

기저효과로 인한 투자손실로 적자 전환. 누적 세전이익은 지난해 연간 실적 상회

- 해외법인 세전손실 1,393억 원(QoQ -123%), Space X 관련 세전손실 1,572억 원
- Space X 및 PI 투자손실 제외한 경상이익은 약 690억 원 기록
- 해외법인 ROE(순이익 기준) 13.8%(QoQ -11.0%p)



자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
순영업수익	2,070.6	2,512.2	3,896.5	3,714.8	4,205.7
수수료손익	971.4	1,302.7	1,996.9	1,615.2	1,826.7
브로커리지	634.4	917.5	1,540.9	1,134.3	1,327.5
IB	97.0	112.4	92.9	98.6	97.6
기타	239.9	272.8	363.1	382.3	401.7
이자손익	232.9	360.1	331.5	465.2	463.3
운용 및 기타	866.3	849.4	1,568.1	1,634.4	1,915.7
충당금 등	(2.6)	(20.7)	0.0	0.0	0.0
판관비	1,176.7	1,381.0	2,054.6	2,008.0	2,215.9
인건비	726.9	881.3	1,354.4	1,306.7	1,445.5
인건비 외	449.8	499.8	700.2	701.3	770.4
영업이익	893.9	1,131.2	1,841.9	1,706.8	1,989.8
영업외손익	3.9	(344.6)	(133.0)	(60.9)	(25.4)
세전이익	897.8	786.5	1,708.8	1,645.9	1,964.4
법인세비용	221.0	193.1	453.7	381.6	455.4
당기순이익	676.9	593.4	1,255.2	1,264.4	1,509.0
연결당기순이익	893.7	1,593.6	2,801.4	1,870.1	2,169.5
지배주주순이익	887.6	1,579.8	2,796.8	1,882.2	2,185.4
부문별 손익 비중 (%)					
수수료손익	47	52	51	43	43
브로커리지	31	37	40	31	32
IB	5	4	2	3	2
자산관리 및 기타	12	11	9	10	10
이자손익	11	14	9	13	11
운용 및 기타	42	34	40	44	46
기타 지표 (%)					
이자수익률	5.3	5.1	5.2	4.7	4.6
조달금리	3.3	2.7	2.7	2.1	1.9
스프레드	1.9	2.4	2.6	2.6	2.6
판관비율	57	55	53	54	53
인건비	35	35	35	35	34
인건비 외	22	20	18	19	18

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
현금및현금성자산	1,867	1,698	2,344	2,603	2,728
FVPL 금융자산	55,246	67,398	79,963	84,412	87,379
지분상품자산	50,813	64,361	76,156	80,369	83,192
채무증권	1,670	1,365	1,439	1,487	1,535
FVOCI 금융자산	17,578	14,016	14,193	14,523	14,953
채무상품	17,578	14,016	14,193	14,523	14,953
AC 금융자산	54,729	60,996	70,567	73,729	76,092
예치금	8,651	8,209	8,044	8,198	8,436
대출채권	35,618	37,558	40,283	41,641	42,943
종속기업및관계기업지분	1,614	1,786	1,380	1,218	1,197
유형자산	534	573	884	1,043	1,114
투자부동산	3,680	1,801	1,408	1,244	1,223
무형자산	761	742	572	504	495
기타	1,182	1,267	2,328	2,779	2,969
자산총계	137,192	150,277	173,639	182,055	188,151
FVPL금융부채	11,915	12,122	11,590	11,444	11,648
매도파생결합증권	6,559	7,197	7,268	7,446	7,672
예수부채	12,230	17,546	54,796	71,948	78,573
차입부채	77,119	77,089	62,495	55,640	54,784
발행사채	7,744	9,757	9,479	8,912	8,874
기타	15,953	20,274	20,052	18,179	17,474
부채총계	124,961	136,789	158,413	166,123	171,353
자본금	4,102	4,102	4,123	4,123	4,123
자본잉여금	2,157	2,157	2,167	2,167	2,167
자본조정	(360)	(246)	5	5	5
기타포괄손익누계액	729	571	539	491	483
이익잉여금	5,439	6,729	8,392	9,145	10,019
이익준비금	208	223	240	240	240
대손준비금	111	115	146	146	146
임의적립금	0	0	0	0	0
미처분이익잉여금	4,106	4,686	8,006	8,758	9,633
자본총계	12,231	13,488	15,227	15,932	16,798

투자지표 (I)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장률 (%)					
자산	7	10	16	5	3
부채	7	9	16	5	3
자본	9	10	13	5	5
순영업수익	40	21	55	(5)	13
수수료손익	15	34	53	(19)	13
이자손익	10	55	(8)	40	(0)
운용 및 기타	106	(2)	85	4	17
판매비및관리비	21	17	49	(2)	10
영업이익	76	27	63	(7)	17
당기순이익	184	(12)	112	1	19
연결당기순이익	168	78	76	(33)	16
지배주주순이익	175	78	77	(33)	16
자본적정성지표 (%)					
신NCR	(58)	1	66	134	207
구NCR	98	100	102	104	106

투자지표 (II)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산별 비중 (%)					
FVPL	40	45	46	46	46
FVOCI	13	9	8	8	8
AC	40	41	41	40	40
주요비율 (%, 배)					
ROA	0.7	1.1	1.7	1.1	1.2
ROE	7.6	12.4	19.5	12.0	13.3
P/E	7.1	8.3	4.3	5.7	5.0
P/B	0.4	1.0	0.8	0.7	0.7
주주환원지표					
DPS (원)	250	300	1,000	1,200	1,300
증가율(YoY, %)	67	20	233	20	8
배당성향 (%)	12.4	8.1	15.6	27.8	25.9
배당수익률 (%)	2.3	1.3	4.5	5.4	5.9
현금배당액 (십억원)	109.8	127.3	436.0	523.3	566.9
자기주식수 (천주)	146,036	146,036	108,200	43,200	43,200

자료: 키움증권 리서치센터

한국금융지주 (071050)

BUY(Maintain)

목표주가 210,000원 (하향)

주가(11/26) 126,000원

보험/증권/지주 Analyst 안영준

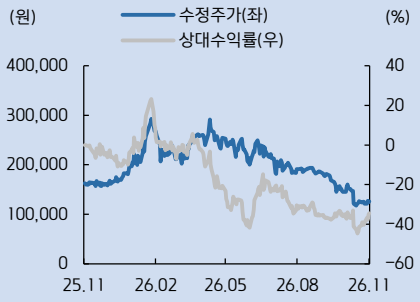
Stock Data

KOSPI(11/26)		4,711.21pt
시가총액		70,215억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	292,500원	117,400원
최고/최저가 대비 등락	-56.92%	7.33%
주가수익률	절대	상대
1M	-18.2%	-17.7%
6M	-48.8%	-23.8%
1Y	-22.7%	14.1%

Company Data

발행주식수		61,584천주
일평균 거래량(3M)		208천주
외국인 지분율		35.61%
배당수익률(26E)		4.9%
BPS(26E)		188,403원
주요 주주	김남구 외 1인	21.30%

Price Trend



지금 안 사면 언제 살까

>>> 국내 증시와 동행한 올해 실적

상반기 국내 증시의 가파른 상승세에 힘입어 뛰어난 실적을 기록했다. 거래대금 증가에 따른 브로커리지 수수료수익 호조는 물론 펀드 판매 등을 통한 자산관리수수료도 대폭 증가하는 모습이었으며, 운용자회사가 벌어들인 역대급 실적도 주요했다. 그러나 3분기에는 국내 증시 조정의 영향으로 상반기 실적을 견인했던 요인들이 부정적으로 작용함에 따라 시장 기대치를 하회하는 실적을 기록했다. 상반기 실적 호조에 힘입어 연간으로는 역대급 실적을 기록할 가능성이 높으나, 국내 증시 방향성에 대한 실적의 민감도가 높아진 상황으로 올해 상반기 높게 형성된 실적 기저가 오히려 투심 악화로 작용될 우려도 있다.

>>> 그럼에도, 싸도 너무 싼 주가

국내 증시 조정이 장기화될 경우 실적 성장세 재개를 위해서는 다소 시간이 필요할 수 있다. 그럼에도 불구하고 높은 자본력을 기반으로 일정 수준 이상의 실적을 기록하는 데에는 무리가 없을 것으로 예상되는데, 이를 감안하면 PBR 0.5배대, PER 3배대의 주가 수준은 과도하게 저평가된 것으로 보인다. 기대배당수익률도 9%대로 역대 최고 수준이며, 그간 여러 위기를 넘기며 수익성을 증명해온 회사임을 감안하면 저가 매수 관점에서 좋은 기회가 될 수 있다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
순영업수익	2,539.6	3,308.1	3,903.6	3,324.6	3,500.8
영업이익	1,539.6	2,119.2	2,268.9	1,739.2	1,861.3
세전이익	1,464.3	2,222.6	2,287.2	1,719.3	1,907.9
당기순이익	1,039.1	2,024.4	2,496.8	1,752.3	1,886.4
지배주주순이익	1,033.0	2,020.4	2,492.6	1,749.7	1,883.7
ROE	11.4	18.5	19.7	12.9	13.1
ROA	1.0	1.6	1.7	1.1	1.1
EPS	18,647	36,327	44,806	31,445	33,852
BPS	174,686	217,125	237,417	250,564	264,581
PER	3.9	4.5	2.8	4.0	3.7
PBR	0.4	0.7	0.5	0.5	0.5
DPS	3,980	8,690	11,000	8,000	9,000
배당수익률	5.6	5.4	8.7	6.3	7.1

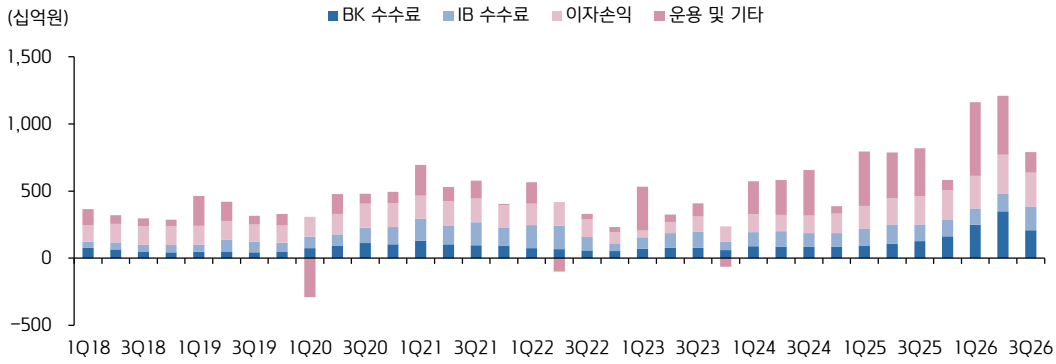
자료: 키움증권 리서치센터

한국금융지주 분기실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	2025	2026E
한국투자증권										
순영업수익	839.5	786.8	959.7	722.1	1,162.7	1,210.8	789.8	740.3	3,308.1	3,903.6
(YoY)	3%	35%	46%	48%	39%	54%	-18%	3%	30%	18%
수수료손익	276.2	304.3	326.8	352.4	515.0	675.7	460.9	405.9	1,259.7	2,057.4
브로커리지	91.3	107.2	127.8	163.3	248.6	349.7	207.8	187.0	489.6	993.1
IB	127.5	143.8	122.8	122.3	121.3	132.9	177.3	136.7	516.4	568.1
기타	57.4	53.3	76.2	66.8	145.1	193.1	75.8	82.2	253.7	496.3
이자손익	170.3	197.0	209.6	221.9	243.1	289.7	251.3	260.4	798.9	1,044.6
운용 및 기타	393.0	285.5	423.3	147.8	404.6	245.5	77.5	74.0	1,249.5	801.6
충당금 등	25.4	(38.7)	2.8	(117.4)	19.7	(1.6)	8.7	0.0	(127.9)	0.0
판관비	264.6	281.9	298.6	343.7	338.7	450.7	397.3	447.9	1,188.9	1,634.7
인건비	166.7	167.1	180.7	212.1	220.6	260.2	235.1	301.8	726.5	1,017.7
인건비 외	98.0	114.8	118.0	131.7	118.2	190.5	162.3	146.1	462.4	617.0
영업이익	574.9	504.9	661.1	378.3	824.0	760.2	392.4	292.4	2,119.2	2,268.9
(YoY)	-3%	49%	71%	69%	43%	51%	-41%	-23%	38%	7%
영업외손익	1.7	107.2	4.7	(10.2)	38.3	18.6	(21.3)	(17.4)	103.5	18.3
세전이익	576.6	612.1	665.8	368.2	862.3	778.8	371.2	275.0	2,222.6	2,287.2
법인세비용	110.9	176.4	133.7	66.5	238.2	229.4	79.3	68.8	487.5	615.6
당기순이익	465.7	435.7	532.1	301.7	624.0	549.5	291.9	206.3	1,735.2	1,671.6
(YoY)	-11%	72%	82%	138%	34%	26%	-45%	-32%	45%	-4%
한국금융지주										
연결당기순이익	459.3	540.2	675.0	349.8	916.7	998.4	281.8	300.0	2,024.4	2,496.8
지배주주순이익	458.4	539.0	673.9	349.1	914.9	995.9	282.3	299.5	2,020.4	2,492.6
(YoY)	34%	92%	116%	251%	100%	85%	-58%	-14%	96%	23%

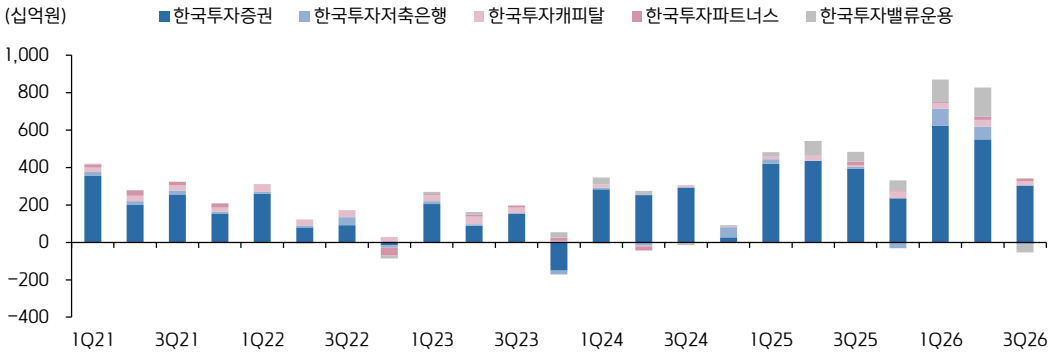
자료: 한국금융지주, 키움증권 리서치센터

한국투자증권의 부문별 순영업수익 구성



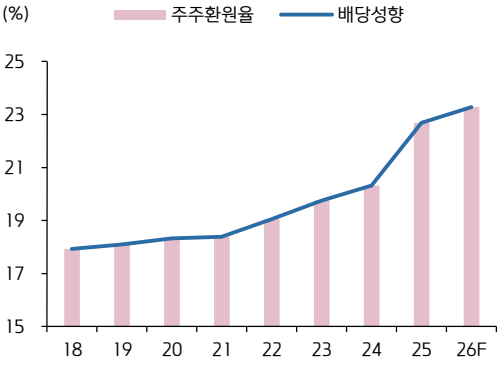
주: 자회사 배당 제외
자료: 한국금융지주, 키움증권 리서치센터

한국금융지주의 주요 자회사 실적 추이



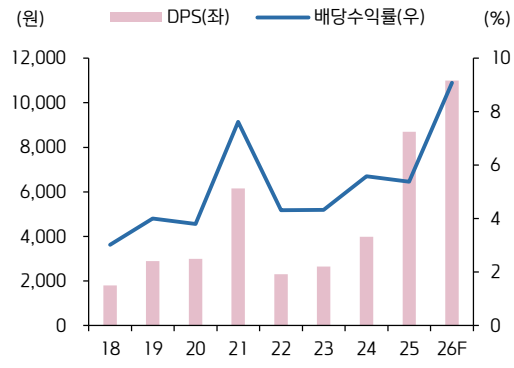
주: 자회사 배당 제외. 계열사 별도 기준
자료: 한국금융지주, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



자료: 한국금융지주, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



자료: 한국금융지주, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
순영업수익	2,539.6	3,308.1	3,903.6	3,324.6	3,500.8
수수료손익	976.0	1,259.7	2,057.4	1,669.8	1,785.9
브로커리지	345.3	489.6	993.1	734.4	804.6
IB	424.5	516.4	568.1	607.3	640.4
기타	206.2	253.7	496.3	328.1	341.0
이자손익	530.4	798.9	1,044.6	955.9	968.2
운용 및 기타	1,033.2	1,249.5	801.6	698.9	746.7
충당금 등	143.6	(127.9)	0.0	0.0	0.0
판관비	1,000.0	1,188.9	1,634.7	1,585.3	1,639.4
인건비	582.3	726.5	1,017.7	987.9	1,022.0
인건비 외	417.7	462.4	617.0	597.4	617.4
영업이익	1,539.6	2,119.2	2,268.9	1,739.2	1,861.3
영업외손익	(75.3)	103.5	18.3	(19.9)	46.6
세전이익	1,464.3	2,222.6	2,287.2	1,719.3	1,907.9
법인세비용	269.4	487.5	615.6	429.8	477.0
당기순이익	1,194.9	1,735.2	1,671.6	1,289.5	1,431.0
연결당기순이익	1,039.1	2,024.4	2,496.8	1,752.3	1,886.4
지배주주순이익	1,033.0	2,020.4	2,492.6	1,749.7	1,883.7
부문별 손익 비중 (%)					
수수료손익	38.4	38.1	52.7	50.2	51.0
브로커리지	13.6	14.8	25.4	22.1	23.0
IB	16.7	15.6	14.6	18.3	18.3
자산관리 및 기타	8.1	7.7	12.7	9.9	9.7
이자손익	20.9	24.1	26.8	28.8	27.7
운용 및 기타	40.7	37.8	20.5	21.0	21.3
기타 지표 (%)					
이자수익률	4.6	4.7	5.7	5.5	5.3
조달금리	5.1	4.4	5.2	5.2	5.1
스프레드	(0.5)	0.2	0.5	0.3	0.3
판관비율	39.4	35.9	41.9	47.7	46.8
인건비	22.9	22.0	26.1	29.7	29.2
인건비 외	16.4	14.0	15.8	18.0	17.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
현금및현금성자산	15,481	20,820	23,315	23,939	24,617
FVPL 금융자산	59,550	74,128	81,285	89,955	98,975
지분상품자산	0	0	0	0	0
채무증권	0	0	0	0	0
FVOCI 금융자산	2,362	3,037	4,502	4,836	5,007
채무상품	0	0	0	0	0
AC 금융자산	24,844	29,944	31,535	32,514	33,532
예치금	51	50	47	47	49
대출채권	24,793	29,894	31,489	32,467	33,483
종속기업및관계기업지분	4,831	4,565	4,687	4,841	4,999
유형자산	852	968	995	1,026	1,059
투자부동산	4	4	421	536	569
무형자산	139	145	148	152	157
기타	1,157	2,551	5,962	6,767	7,061
자산총계	109,220	136,162	152,851	164,568	175,976
FVPL금융부채	6,529	7,643	8,238	8,493	8,753
매도파생결합증권	0	0	0	0	0
예수부채	16,139	19,809	24,687	26,358	27,324
차입부채	51,430	63,612	68,735	71,388	73,711
발행사채	11,153	12,742	13,489	13,992	14,448
기타	14,235	20,256	24,471	30,374	36,996
부채총계	99,486	124,062	139,620	150,605	161,232
자본금	308	308	308	308	308
자본잉여금	608	184	184	184	184
자본조정	(51)	(51)	(53)	(54)	(56)
기타포괄손익누계액	750	789	887	922	951
이익잉여금	8,036	10,283	11,904	12,604	13,358
이익준비금	308	308	308	308	308
대손준비금	0	0	0	0	0
임의적립금	712	803	929	984	1,043
미처분이익잉여금	7,016	9,172	10,618	11,243	11,915
자본총계	9,735	12,099	13,230	13,963	14,744

투자지표 (I)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장률 (%)					
자산	14	25	12	8	7
부채	14	25	13	8	7
자본	15	24	9	6	6
순영업수익	(18)	30	18	(15)	5
수수료손익	16	29	63	(19)	7
이자손익	46	51	31	(8)	1
운용 및 기타	(46)	21	(36)	(13)	7
판매비및관리비	26	19	37	(3)	3
영업이익	(33)	38	7	(23)	7
당기순이익	(39)	45	(4)	(23)	11
연결당기순이익	47	95	23	(30)	8
지배주주순이익	46	96	23	(30)	8
자본적정성지표 (%)					
신NCR	48	110	184	259	339
구NCR	102	104	106	108	110

투자지표 (II)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산별 비중 (%)					
FVPL	55	54	53	55	56
FVOCI	2	2	3	3	3
AC	23	22	21	20	19
주요비율 (%, 배)					
ROA	1.0	1.6	1.7	1.1	1.1
ROE	11.4	18.5	19.7	12.9	13.1
P/E	3.9	4.5	3.3	4.7	4.3
P/B	0.41	0.74	0.62	0.59	0.56
주주환원지표					
DPS (원)	3,980	8,690	11,000	8,000	9,000
증가율(YoY, %)	50	118	27	(27)	13
배당성향 (%)	20.3	22.7	23.3	24.1	25.2
배당수익률 (%)	5.6	5.4	7.5	5.4	6.1
현금배당액 (십억원)	209.9	458.3	580.1	421.9	474.6
자기주식수 (천주)	2,987	2,987	2,987	2,987	2,987

자료: 키움증권 리서치센터

삼성증권 (016360)

BUY(Maintain)

목표주가 145,000원 (하향)

주가(11/26) 69,400원

보험/증권/지주 Analyst 안영준

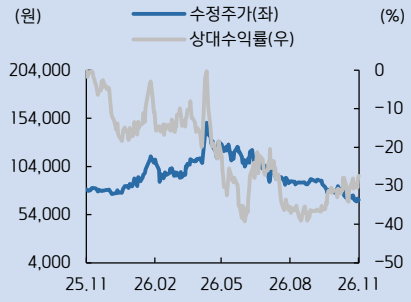
Stock Data

KOSPI(11/26)		4,711.21pt
시가총액		61,974억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	149,500원	67,600원
최고/최저가 대비 등락	-53.58%	2.66%
주가수익률	절대	상대
1M	-15.2%	-18.4%
6M	-44.3%	-25.9%
1Y	-12.7%	15.9%

Company Data

발행주식수		89,300천주
일평균 거래량(3M)		280천주
외국인 지분율		25.01%
배당수익률(26E)		8.9%
BPS(26E)		101,556원
주요 주주	삼성생명보험	29.62%
	외 3인	

Price Trend



안정적인 매력이 부각되는 시점

>>> 실적 리스크는 가장 적음

높은 리테일 점유율을 보유하고 있어 국내 증시 거래대금 증가에 따른 실적 수혜를 입었으며, 안정적인 운용 전략으로 글로벌 증시 변동성이 컸던 3분기에도 운용 부문에서는 양호한 실적을 기록했다. 향후 높은 증시 변동성이 유지되더라도 실적에 대한 우려는 가장 적을 것으로 판단한다.

>>> 예상 배당수익률 9%대로 역대 최고 수준

업종 내에서 안정적인 실적 기조를 이어나갈 가능성이 가장 높을 것으로 예상되는 가운데 주가 조정으로 인해 예상되는 배당수익률이 역대 최고 수준인 9%대로 높아져 가격 매력도가 부각되는 시점이다. 또한, 높은 실적 안정성으로 실적 및 배당에 대한 지속성을 기대할 수 있다는 점도 차별화된 장점이다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
순영업수익	2,065.9	2,399.2	3,135.5	2,650.5	2,783.8
영업이익	1,105.5	1,325.8	1,853.4	1,368.2	1,436.8
세전이익	1,105.0	1,296.9	1,876.1	1,382.7	1,450.2
당기순이익	899.0	1,007.2	1,475.1	1,108.7	1,156.2
지배주주순이익	899.0	1,008.4	1,475.3	1,108.9	1,156.4
ROE	12.9	13.1	17.2	11.9	11.9
ROA	1.5	1.4	1.7	1.1	1.1
EPS	10,068	11,279	16,519	12,415	12,947
BPS	82,018	90,361	101,556	106,580	111,854
PER	4.4	6.7	4.3	5.8	5.5
PBR	0.5	0.8	0.7	0.7	0.6
DPS	3,500	4,000	6,200	6,500	6,700
배당수익률	8.0	5.3	8.9	9.1	9.4

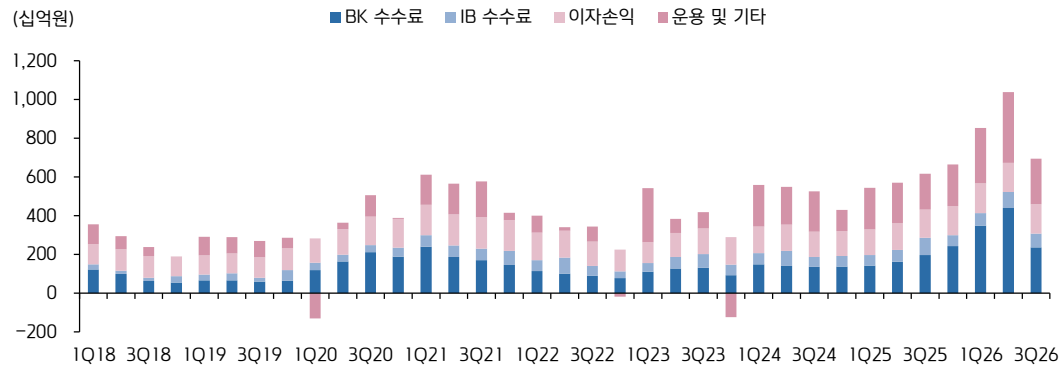
자료: 키움증권 리서치센터

삼성증권 분기실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	2025	2026E
순영업수익	545.1	571.3	617.9	665.0	853.6	1,039.4	694.4	548.1	2,399.2	3,135.5
(YoY)	-3%	4%	18%	54%	57%	82%	12%	-18%	16%	31%
수수료손익	226.7	259.7	332.9	344.0	495.4	621.9	370.4	326.1	1,163.4	1,813.8
브로커리지	143.2	162.2	197.4	243.5	349.3	439.8	236.5	196.8	746.3	1,222.3
IB	54.4	62.4	88.4	57.2	64.4	83.3	72.2	74.3	262.4	294.2
기타	29.1	35.2	47.1	43.4	81.7	98.7	61.7	55.1	154.7	297.2
이자손익	132.8	138.3	146.6	149.8	154.3	150.3	151.6	140.9	567.4	597.1
운용 및 기타	185.7	173.2	138.4	171.2	203.9	267.2	172.5	81.0	668.4	724.6
충당금 등	(18.0)	(6.7)	(3.0)	4.7	16.3	(2.2)	24.6	0.0	(23.0)	38.8
판관비	236.4	291.4	241.9	303.7	279.7	407.4	280.3	314.7	1,073.4	1,282.1
인건비	137.3	183.4	123.3	161.1	153.3	237.6	130.2	169.6	605.1	690.7
인건비 외	99.2	108.0	118.6	142.6	126.4	169.8	150.1	145.1	468.4	591.4
영업이익	308.7	279.9	376.0	361.3	573.9	632.0	414.1	233.4	1,325.8	1,853.4
(YoY)	-1%	-10%	26%	98%	86%	126%	10%	-35%	20%	40%
영업외손익	0.9	3.3	1.9	(35.0)	(0.5)	(0.7)	26.6	(2.6)	(28.9)	22.8
세전이익	309.6	283.2	377.8	326.3	573.4	631.3	440.7	230.8	1,296.9	1,876.1
법인세비용	(81.7)	(71.1)	(94.9)	(78.2)	(153.4)	(171.5)	(118.3)	(61.9)	(325.9)	(505.1)
당기순이익	227.9	212.1	282.9	248.1	420.0	459.8	322.4	168.8	971.0	1,371.1
(YoY)	-3%	-10%	29%	94%	84%	117%	14%	-32%	19%	41%
연결당기순이익	248.4	234.6	309.2	215.0	450.9	488.2	352.8	183.3	1,007.2	1,475.1
지배주주순이익	248.4	234.6	309.2	216.2	450.9	488.2	352.8	183.4	1,008.4	1,475.3
(YoY)	-2%	-9%	29%	46%	81%	108%	14%	-15%	12%	46%

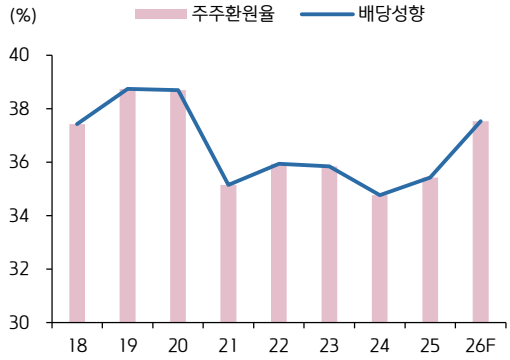
자료: 삼성증권, 키움증권 리서치센터

삼성증권의 부문별 실적 추이



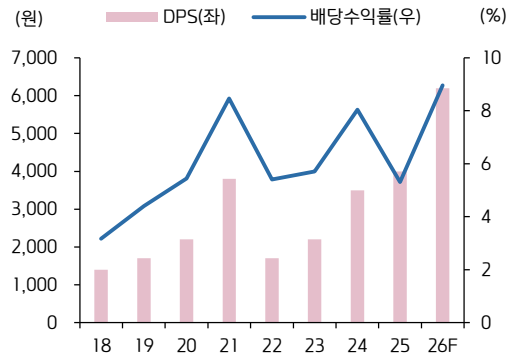
자료: 삼성증권, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



자료: 삼성증권, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



자료: 삼성증권, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

12월 결산	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
순영업수익	2,065.9	2,399.2	3,135.5	2,650.5	2,783.8
수수료손익	911.2	1,163.4	1,813.8	1,282.9	1,338.1
브로커리지	565.5	746.3	1,222.3	758.3	790.7
IB	240.4	262.4	294.2	295.4	307.3
기타	105.3	154.7	297.2	229.2	240.1
이자손익	532.7	567.4	597.1	614.4	624.6
운용 및 기타	622.0	668.4	724.6	753.1	821.2
충당금 등	(20.3)	(23.0)	38.8	0.0	0.0
판관비	960.4	1,073.4	1,282.1	1,282.3	1,347.0
인건비	537.0	605.1	690.7	706.6	750.9
인건비 외	423.5	468.4	591.4	575.6	596.1
영업이익	1,105.5	1,325.8	1,853.4	1,368.2	1,436.8
영업외손익	(0.5)	(28.9)	22.8	14.5	13.4
세전이익	1,105.0	1,296.9	1,876.1	1,382.7	1,450.2
법인세비용	(286.2)	(325.9)	(505.1)	(371.0)	(389.2)
당기순이익	818.8	971.0	1,371.1	1,011.7	1,061.1
연결당기순이익	899.0	1,007.2	1,475.1	1,108.7	1,156.2
지배주주순이익	899.0	1,008.4	1,475.3	1,108.9	1,156.4
부문별 손익 비중 (%)					
수수료손익	44	48	58	48	48
브로커리지	27	31	39	29	28
IB	12	11	9	11	11
자산관리 및 기타	5	6	9	9	9
이자손익	26	24	19	23	22
운용 및 기타	30	28	23	28	29
기타 지표 (%)					
이자수익률	4.1	3.4	3.3	2.9	2.8
조달금리	2.5	2.1	2.2	2.0	1.8
스프레드	1.6	1.3	1.1	1.0	1.0
판관비율	46	45	41	48	48
인건비	26	25	22	27	27
인건비 외	20	20	19	22	21

재무상태표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
현금및현금성자산	2,961	3,390	2,923	2,851	2,904
FVPL 금융자산	33,215	42,233	45,032	47,222	48,913
지분상품자산	2,319	3,171	3,434	3,632	3,766
채무증권	15,981	19,122	19,875	20,688	21,404
FVOCI 금융자산	4,279	5,123	4,659	4,655	4,773
채무상품	3,923	4,675	4,055	3,982	4,067
AC 금융자산	21,311	28,354	44,063	44,023	45,692
예치금	8,087	10,181	13,898	15,491	16,240
대출채권	6,762	9,389	10,585	11,301	11,758
종속기업및관계기업지분	176	189	195	201	208
유형자산	161	155	159	164	169
투자부동산	0	0	0	0	0
무형자산	116	128	134	139	144
기타	54	95	78	77	79
자산총계	62,274	79,668	97,241	99,332	102,880
FVPL금융부채	9,374	10,942	11,041	11,303	11,639
매도파생결합증권	5,512	6,256	6,158	6,217	6,380
예수부채	16,288	22,018	26,968	29,273	30,514
차입부채	19,915	25,357	27,106	28,550	29,619
발행사채	2,576	4,076	3,520	3,550	3,658
기타	6,797	9,205	19,537	17,138	17,461
부채총계	54,950	71,598	88,172	89,815	92,891
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	299	292	297	306
이익잉여금	4,931	5,626	6,633	7,077	7,539
이익준비금	223	234	234	234	234
대손준비금	255	231	226	226	226
임의적립금	3,307	3,787	4,426	4,426	4,426
미처분이익잉여금	1,145	1,374	1,747	2,191	2,653
자본총계	7,324	8,069	9,069	9,518	9,989

투자지표 (I)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장률 (%)					
자산	10	28	22	2	4
부채	10	30	23	2	3
자본	11	10	12	5	5
순영업수익	37	16	31	(15)	5
수수료손익	16	28	56	(29)	4
이자손익	5	7	5	3	2
운용 및 기타	183	7	8	4	9
판매비및관리비	13	12	19	0	5
영업이익	67	20	40	(26)	5
당기순이익	70	19	41	(26)	5
연결당기순이익	64	12	46	(25)	4
지배주주순이익	64	12	46	(25)	4
자본적정성지표 (%)					
신NCR	1,453	1,616	1,825	1,946	2,073
구NCR	170	173	177	181	184

투자지표 (II)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산별 비중 (%)					
FVPL	53	53	46	48	48
FVOCI	7	6	5	5	5
AC	34	36	45	44	44
주요비율 (%, 배)					
ROA	1.5	1.4	1.7	1.1	1.1
ROE	12.9	13.1	17.2	11.9	11.9
P/E	4.4	6.7	4.3	5.8	5.5
P/B	0.5	0.8	0.7	0.7	0.6
주주환원지표					
DPS (원)	3,500	4,000	6,200	6,500	6,700
증가율(YoY, %)	59	14	55	5	3
배당성향 (%)	34.8	35.4	37.5	52.3	51.7
배당수익률 (%)	8.0	5.3	8.7	9.1	9.4
현금배당액 (십억원)	312.6	357.2	553.7	580.5	598.3
자기주식수 (천주)	0	0	0	0	0

자료: 키움증권 리서치센터

NH투자증권 (005940)

BUY(Maintain)

목표주가 31,000원 (하향)

주가(11/26) 22,150원

보험/증권/지주 Analyst 안영준

Stock Data

KOSPI(11/26)		4,711.21pt
시가총액		81,779억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	39,200원	20,600원
최고/최저가 대비 등락	-43.49%	7.52%
주가수익률	절대	상대
1M	-7.1%	-20.1%
6M	-29.0%	-32.9%
1Y	6.7%	19.4%

Company Data

발행주식수		346,363천주
일평균 거래량(3M)		502천주
외국인 지분율		12.28%
배당수익률(26E)		9.0%
BPS(26E)		33,551원
주요 주주	농협금융지주(주) 외 5인	61.94%

Price Trend



대주주의 지분 매입이 지속되는 중

>>> 업황 부진에도 견조한 실적 기록

3분기 업황 부진에도 이자손익을 중심으로 견조한 실적을 기록했으며, 꾸준한 이익 성장과 대주주의 증자 등을 통해 전년대비 자본은 20% 증가했다. 최대주주인 농협금융지주의 지분 매입도 이어지고 있는데, 연초 이후 보유한 주식수는 약 1,500만주 증가했으며 보통주 지분율은 기존 61.94%에서 63.85%로 1.91%p 상승했다.

>>> 외형 성장과 견조한 실적 흐름에 주목

과거 업종 내에서 높은 주주환원율에 대해서만 주목을 받아왔으나, 이전보다 자본이 크게 증가한 동시에 견조한 실적 흐름이 예상된다는 점에 주목할 필요가 있다. 특히 업황 부진이 이어지더라도 이자손익 중심의 수익구조로 실적의 증시 민감도는 낮을 것으로 예상된다. 8% 중반의 배당수익률이 예상되는 동시에 대주주의 지분 매입이 꾸준히 이어지고 있어 주가의 추가 하락은 제한적일 것으로 판단한다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
순영업수익	1,903.0	2,440.7	3,643.7	3,363.4	3,513.5
영업이익	879.2	1,274.2	2,026.0	1,764.7	1,766.7
세전이익	850.2	1,204.7	1,957.8	1,695.1	1,696.2
당기순이익	686.6	1,031.5	1,657.2	1,492.4	1,491.6
지배주주순이익	686.7	1,031.6	1,657.3	1,492.6	1,491.8
ROE	8.7	11.7	16.1	13.0	12.3
ROA	1.2	1.4	1.8	1.5	1.4
EPS	2,097	2,886	4,665	4,227	4,250
BPS	24,793	26,409	31,465	33,551	35,554
PER	6.6	7.3	5.0	5.5	5.5
PBR	0.58	0.80	0.74	0.69	0.66
DPS	1,000	1,300	2,000	2,200	2,400
배당수익률	7.2	6.2	9.0	9.9	10.8

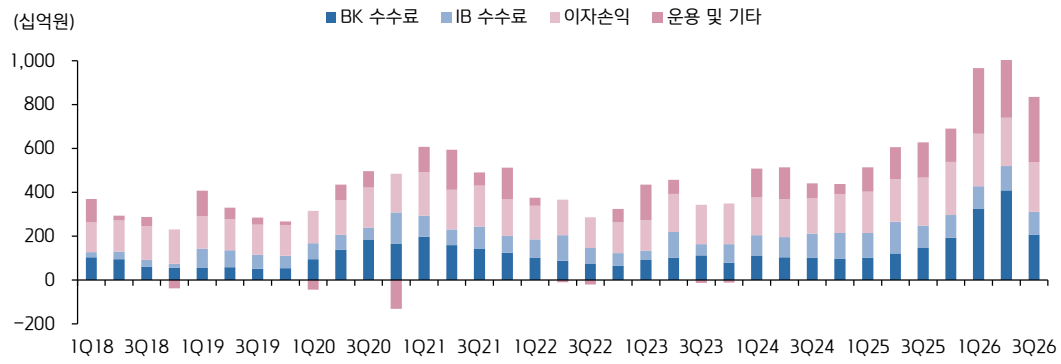
자료: 키움증권 리서치센터

NH투자증권 분기실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	2025	2026E
순영업수익	515.1	605.6	628.6	691.4	967.0	1,100.4	835.8	740.5	2,440.7	3,643.7
(YoY)	1%	18%	42%	58%	88%	82%	33%	7%	28%	49%
수수료손익	247.5	289.5	293.3	330.1	493.5	620.1	383.8	348.2	1,160.3	1,845.6
브로커리지	102.3	121.4	146.5	193.2	324.1	408.7	208.3	183.6	563.4	1,124.7
IB	113.4	144.7	102.1	104.0	104.3	111.4	103.8	108.3	464.3	427.7
기타	31.7	23.5	44.7	32.9	65.1	100.1	71.7	56.3	132.7	293.2
이자손익	187.6	194.0	218.5	242.5	240.0	220.7	226.2	166.6	842.6	853.5
운용 및 기타	80.0	122.2	116.9	118.8	233.5	259.6	225.9	225.7	437.8	944.6
충당금 등	(7.6)	(7.3)	0.1	(32.1)	(6.6)	(2.3)	3.7	0.0	(46.9)	0.0
판관비	245.7	296.4	299.8	324.6	387.7	498.9	351.5	379.6	1,166.5	1,617.6
인건비	166.1	201.4	212.0	218.4	272.7	289.6	224.2	245.9	797.9	1,032.5
인건비 외	79.6	95.1	87.7	106.2	114.9	209.3	127.3	133.7	368.6	585.2
영업이익	269.4	309.2	328.8	366.8	579.3	601.5	484.3	360.9	1,274.2	2,026.0
(YoY)	0%	29%	68%	111%	115%	95%	47%	-2%	45%	59%
영업외손익	(13.4)	(3.7)	(16.5)	(36.0)	(12.6)	(17.5)	(18.1)	(20.1)	(69.5)	(68.2)
세전이익	256.0	305.5	312.4	330.8	566.7	584.0	466.2	340.8	1,204.7	1,957.8
법인세비용	68.8	63.5	82.9	81.1	153.1	153.3	125.4	81.8	296.4	513.6
당기순이익	187.2	242.0	229.4	249.7	413.6	430.8	340.8	259.0	908.3	1,444.2
(YoY)	-9%	56%	53%	114%	121%	78%	49%	4%	45%	59%
연결당기순이익	208.2	256.9	283.1	283.4	475.7	489.4	383.6	308.4	1,031.5	1,657.2
지배주주순이익	208.2	256.7	283.1	283.5	475.7	489.6	383.6	308.4	1,031.6	1,657.3
(YoY)	-8%	30%	84%	158%	128%	91%	36%	9%	50%	61%

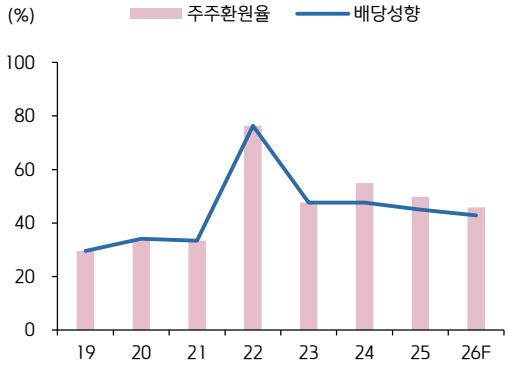
자료: NH투자증권, 키움증권 리서치센터

NH투자증권의 부문별 실적 추이



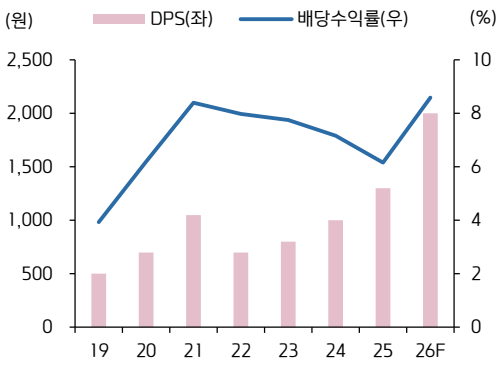
자료: NH투자증권, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



자료: NH투자증권, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



자료: NH투자증권, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
순영업수익	1,903.0	2,440.7	3,643.7	3,363.4	3,514.4
수수료손익	951.4	1,160.3	1,845.6	1,377.7	1,411.7
브로커리지	413.5	563.4	1,124.7	705.4	732.7
IB	415.9	464.3	427.7	439.7	435.7
기타	122.0	132.7	293.2	232.6	243.3
이자손익	680.3	842.6	853.5	840.8	874.2
운용 및 기타	271.4	437.8	944.6	1,144.9	1,228.4
충당금 등	(70.3)	(46.9)	0.0	0.0	0.0
판관비	1,023.8	1,166.5	1,617.6	1,598.7	1,746.8
인건비	676.1	797.9	1,032.5	1,038.6	1,143.2
인건비 외	347.8	368.6	585.2	560.1	603.6
영업이익	879.2	1,274.2	2,026.0	1,764.7	1,767.6
영업외손익	(29.0)	(69.5)	(68.2)	(69.6)	(70.5)
세전이익	850.2	1,204.7	1,957.8	1,695.1	1,697.1
법인세비용	224.3	296.4	513.6	406.8	407.3
당기순이익	625.9	908.3	1,444.2	1,288.3	1,289.8
연결당기순이익	686.6	1,031.5	1,657.2	1,492.4	1,492.3
지배주주순이익	686.7	1,031.6	1,657.3	1,492.6	1,492.5
부문별 손익 비중 (%)					
수수료손익	50	48	51	41	40
브로커리지	22	23	31	21	21
IB	22	19	12	13	12
자산관리 및 기타	6	5	8	7	7
이자손익	36	35	23	25	25
운용 및 기타	14	18	26	34	35
기타 지표 (%)					
이자수익률	4.7	4.4	3.8	3.4	3.4
조달금리	2.9	2.3	2.4	2.2	3.6
스프레드	1.9	2.1	1.5	1.2	(0.3)
판관비율	54	48	44	48	50
인건비	36	33	28	31	33
인건비 외	18	15	16	17	17

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
현금및현금성자산	1,584	2,631	3,155	3,411	3,556
FVPL 금융자산	32,132	37,616	41,902	43,760	45,220
지분상품자산	1,521	3,087	5,874	6,726	7,068
채무증권	11,879	13,326	12,630	12,573	12,854
FVOCI 금융자산	8,228	11,260	13,645	14,643	15,239
채무상품	5,599	7,646	9,065	9,733	10,137
AC 금융자산	19,188	30,373	39,789	41,934	43,251
예치금	5,128	8,099	9,759	10,238	10,563
대출채권	9,601	14,133	15,247	15,728	16,215
종속기업및관계기업지분	0	0	0	0	0
유형자산	139	114	111	113	117
투자부동산	290	280	290	297	306
무형자산	99	62	65	68	70
기타	768	1,050	953	959	986
자산총계	62,427	83,385	99,910	105,185	108,744
FVPL금융부채	12,163	13,210	14,950	15,673	16,211
매도파생결합증권	7,771	7,956	8,879	9,396	9,749
예수부채	7,972	13,001	15,811	16,719	17,308
차입부채	24,447	32,673	34,759	35,977	37,131
발행사채	2,850	4,707	6,117	6,668	6,949
기타	6,875	10,356	17,095	18,301	18,667
부채총계	54,308	73,947	88,732	93,339	96,266
자본금	1,783	1,944	2,008	2,008	2,008
자본잉여금	1,882	2,370	2,706	2,706	2,706
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	514	529	896	968	1,002
이익잉여금	3,941	4,595	5,568	6,165	6,762
이익준비금	266	299	347	347	347
대손준비금	118	100	125	125	125
임의적립금	2,487	2,722	3,068	3,068	3,068
미처분이익잉여금	1,062	1,467	2,027	2,624	3,221
자본총계	8,119	9,438	11,177	11,847	12,478

투자지표 (I)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장률 (%)					
자산	10	34	20	5	3
부채	11	36	20	5	3
자본	7	16	18	6	5
순영업수익	22	28	49	(8)	4
수수료손익	21	22	59	(25)	2
이자손익	0	24	1	(1)	4
운용 및 기타	184	61	116	21	7
판매비및관리비	17	14	39	(1)	9
영업이익	27	45	59	(13)	0
당기순이익	44	45	59	(11)	0
연결당기순이익	24	50	61	(10)	(0)
지배주주순이익	23	50	61	(10)	(0)
자본적정성지표 (%)					
신NCR	1,880	2,415	2,865	3,099	3,330
구NCR	156	159	162	166	169

투자지표 (II)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산별 비중 (%)					
FVPL	51	45	42	42	42
FVOCI	13	14	14	14	14
AC	31	36	40	40	40
주요비율 (%, 배)					
ROA	1.2	1.4	1.8	1.5	1.4
ROE	8.7	11.7	16.1	13.0	12.3
P/E	6.6	7.3	5.0	5.5	5.5
P/B	0.6	0.8	0.7	0.7	0.7
주주환원지표					
DPS (원)	1,000	1,300	2,000	2,200	2,400
증가율(YoY, %)	25	30	54	10	9
배당성향 (%)	47.6	45.0	42.8	51.9	56.3
배당수익률 (%)	7.2	6.2	8.6	9.4	10.3
현금배당액 (십억원)	326.8	463.7	709.1	775.3	840.6
자기주식수 (천주)	684	684	684	684	684

자료: 키움증권 리서치센터

메리츠금융지주 (138040)

BUY(Maintain)

목표주가 170,000원

주가(11/26) 122,800원

보험/증권/지주 Analyst 안영준

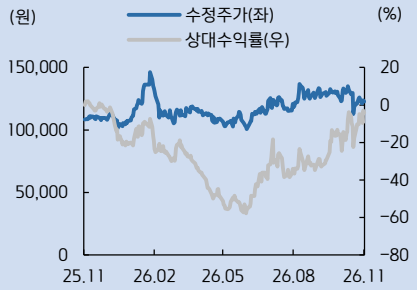
Stock Data

KOSPI(11/26)		4,711.21pt
시가총액		205,502억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	146,200원	100,600원
최고/최저가 대비 등락	-16.01%	22.07%
주가수익률	절대	상대
1M	-0.6%	-21.5%
6M	15.7%	-53.7%
1Y	13.3%	20.6%

Company Data

발행주식수		190,720천주
일평균 거래량(3M)		235천주
외국인 지분율		14.35%
배당수익률(26E)		0.0%
BPS(26E)		83,701원
주요 주주	조정호 외 11인	58.78%

Price Trend



실적이 중요해지는 구간

>>> 3분기 실적 기대치 하회

3분기 지배순이익은 28% (YoY) 감소한 4,707억원을 기록하며 시장 기대치를 하회했다. 화재/증권의 순이익이 각각 -29%/+3% (YoY) 변동했으며, 화재의 투자손익 부진이 전체 실적 감소로 이어졌다. 특히 부동산 PF 관련 충당금이 반영되었는데, 부동산 업황 부진의 영향이 완전히 소멸되지는 않은 것으로 보인다.

>>> 실적으로 증명해야 하는 구간

전향적인 주주환원 정책을 시행해오고 있으나, 어려운 업황이 이어지고 있어 실적 증가폭이 제한될 수 있다는 점은 우려 요인이다. 보험은 GA 규제에 따른 신계약 시장이 축소될 것으로 예상되며, 증권은 금리 상승 및 증시 조정 기조가 이어지면서 수익성 감소 우려가 있다. 지속적인 자기주식 매입 및 소각으로 약 6%대의 주주환원수익률과 복리 효과도 기대할 수 있다는 점은 긍정적이나, 결국 주주환원 규모는 실적에 연동되어 있어 추가적인 주가 모멘텀은 실적 증가를 증명해야 할 것으로 판단한다.

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F
보험이익	864.0	807.4	810.6	825.3
투자이익	2,044.4	2,109.7	1,851.8	1,981.8
영업이익	496.7	652.3	648.3	786.7
세전이익	526.7	307.2	839.6	744.7
당기순이익	2,333.4	2,350.1	2,420.8	2,607.6
ROE	22.2	21.2	20.0	20.3
ROA	2.1	1.9	1.7	1.8
EPS	12,092	13,128	15,222	17,981
BPS	57,309	64,268	83,701	90,500
PER	8.5	8.4	8.3	7.0
PBR	1.8	1.8	1.5	1.4
DPS	1,350	0	0	0
배당수익률	1.3	0.0	0.0	0.0

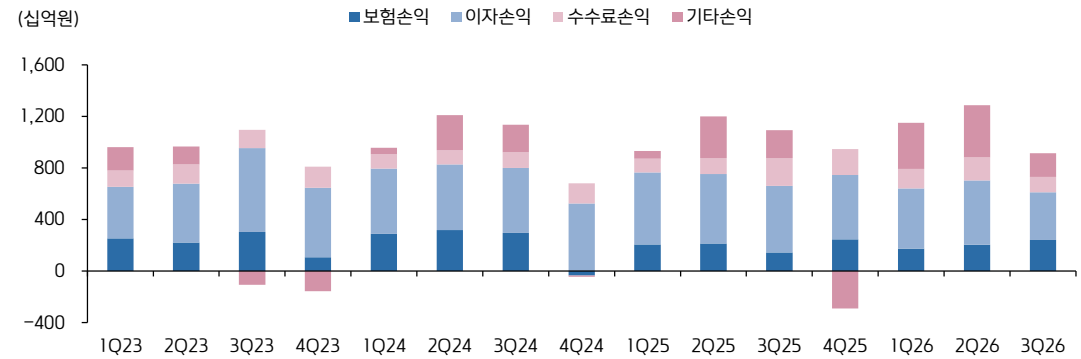
자료: 키움증권 리서치센터

메리츠금융지주 분기실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2025	2026E
보험손익	205.5	212.9	144.2	244.8	180.1	201.6	240.1	195.0	807.4	810.6
(YoY)	-29%	-33%	-51%	흑전	-12%	-5%	67%	-20%	-7%	0%
이자손익	557.8	538.0	514.9	498.9	512.2	499.7	369.1	506.1	2,109.7	1,841.9
(YoY)	10%	6%	2%	-5%	-8%	-7%	-28%	1%	3%	-13%
수수료손익	107.3	126.1	216.3	202.7	185.0	181.0	121.6	201.2	652.3	654.2
(YoY)	-3%	14%	80%	30%	72%	44%	-44%	-1%	31%	0%
기타손익	59.4	322.2	217.7	(292.0)	234.9	402.9	182.4	(232.6)	307.2	711.3
(YoY)	19%	19%	2%	적지	296%	25%	-16%	적지	-42%	132%
판매비및관리비	208.2	249.6	230.7	315.5	250.6	317.7	393.2	246.5	1,004.0	1,252.5
영업이익	721.7	949.7	862.3	338.9	835.5	967.6	519.9	386.9	2,872.7	2,729.2
(YoY)	-6%	-6%	-4%	-34%	16%	2%	-40%	14%	-10%	-5%
영업외손익	117.4	49.3	30.0	92.2	102.0	107.0	149.9	103.8	288.8	426.7
세전이익	839.1	999.0	892.3	431.1	937.6	1,074.5	669.8	490.6	3,161.6	3,155.9
법인세비용	218.3	261.4	223.9	107.8	241.5	283.2	179.3	131.1	811.4	834.3
당기순이익	620.8	737.6	668.4	323.3	696.1	791.4	490.5	359.5	2,350.1	2,321.6
(YoY)	5%	0%	2%	-8%	12%	7%	-27%	11%	1%	-1%
지배주주순이익	609.8	725.1	654.7	310.7	683.6	775.1	470.7	344.0	2,300.4	2,256.8
(YoY)	4%	-1%	1%	-9%	12%	7%	-28%	11%	0%	-2%

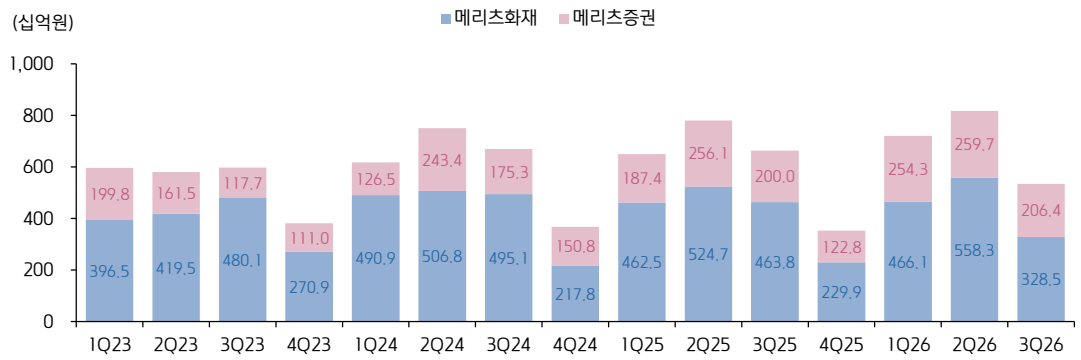
자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠금융지주의 이익 추이



자료: 메리츠금융지주, 키움증권

메리츠금융지주 주요 자회사의 순이익 추이



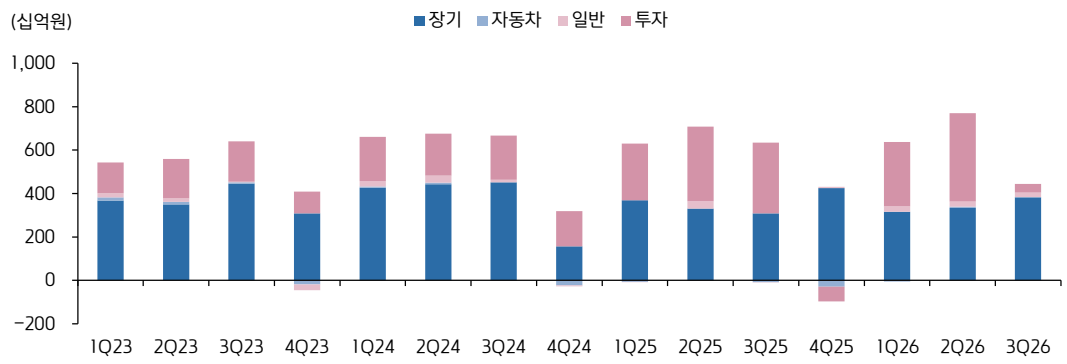
자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠화재 분기실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026E
보험이익	359.8	364.4	300.1	401.2	334.6	362.9	404.7	355.7	1,425.4	1,457.9
(YoY)	-21%	-25%	-35%	210%	-7%	0%	35%	-11%	-7%	2%
일반/VFA	368.8	330.9	309.0	425.3	315.7	333.2	381.7	380.4	1,434.0	1,410.9
CSM 상각	287.6	286.8	294.7	298.2	304.1	321.7	326.1	329.8	1,167.3	1,281.7
RA 해제	43.0	45.0	46.8	49.5	50.5	50.6	52.7	51.5	184.3	205.3
예실차	28.2	50.7	(24.5)	(69.8)	(8.8)	(17.4)	43.3	6.0	(15.3)	23.0
보험금예실차	19.8	40.0	(34.3)	(28.1)	(18.5)	(28.9)	25.6	46.9	(2.5)	25.1
사업비예실차	8.4	10.7	9.8	(41.7)	9.7	11.5	17.6	(41.0)	(12.8)	(2.1)
기타	9.9	(51.6)	(8.0)	147.4	(30.1)	(21.8)	(40.4)	(6.9)	97.8	(99.1)
PAA	(8.9)	33.5	(8.9)	(24.2)	18.9	29.7	23.0	(24.7)	(8.6)	46.9
자동차보험손익	(6.9)	(0.6)	(8.9)	(30.0)	(6.4)	6.9	1.6	(30.6)	(46.3)	(28.5)
일반보험손익	(2.1)	34.1	(0.1)	5.8	25.3	22.8	21.4	5.9	37.8	75.5
투자이익	262.1	342.7	325.0	(67.4)	296.2	407.0	39.4	(44.2)	862.3	698.3
(YoY)	29%	77%	59%	적전	13%	19%	-88%	적지	13%	-19%
보험금융손익	(161.8)	(156.8)	(161.5)	(161.5)	(166.2)	(169.4)	(170.6)	(170.6)	(641.6)	(676.8)
투자서비스손익	423.9	499.5	486.5	94.1	462.4	576.3	210.0	126.3	1,503.9	1,375.1
영업이익	621.9	707.0	625.0	333.8	630.7	769.9	444.1	311.5	2,287.8	2,156.2
(YoY)	-6%	5%	-6%	15%	1%	9%	-29%	-7%	0%	-6%
영업외손익	2.1	0.4	2.0	1.7	0.3	(0.6)	0.1	0.4	6.3	0.1
세전이익	624.0	707.5	627.1	335.5	631.0	769.2	444.2	311.8	2,294.0	2,156.3
법인세비용	161.5	182.7	163.2	105.5	165.0	211.0	115.7	78.0	613.0	569.6
당기순이익	462.5	524.7	463.8	229.9	466.1	558.3	328.5	233.9	1,681.0	1,586.7
(YoY)	-6%	4%	-6%	6%	1%	6%	-29%	2%	-2%	-6%

자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠화재의 부문별 이익 추이 및 전망



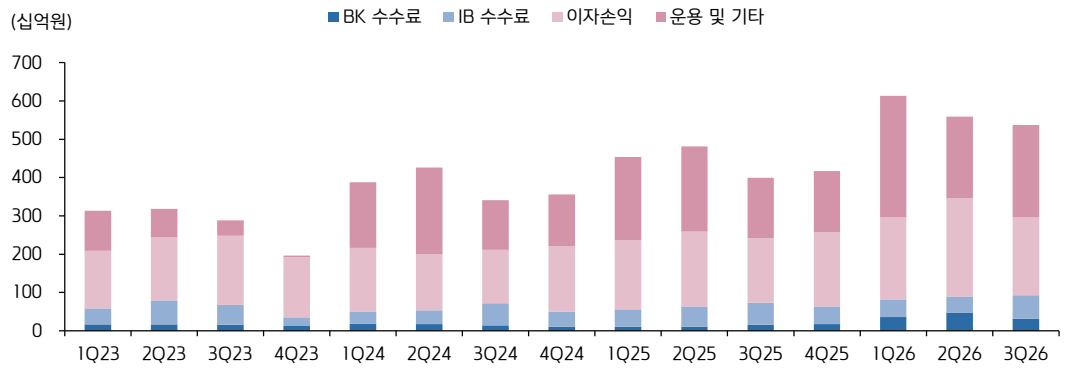
자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠증권 분기실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026E
순영업수익	453.4	481.1	399.3	416.6	613.0	558.7	537.0	478.9	1,750.4	2,187.5
(YoY)	17%	13%	17%	17%	35%	16%	34%	15%	16%	25%
수수료손익	136.8	146.2	227.8	234.0	172.4	191.4	173.8	192.3	744.9	730.0
브로커리지	10.6	10.9	15.8	17.4	35.6	47.7	31.3	29.7	54.7	144.3
IB	45.4	52.6	57.7	46.0	46.3	41.8	61.4	46.9	201.7	196.5
기타	80.9	82.8	154.3	170.6	90.5	101.9	81.1	115.7	488.6	389.2
이자손익	180.2	195.9	168.1	193.8	213.9	256.3	202.8	226.7	737.9	899.7
운용 및 기타	136.3	139.0	3.5	(11.2)	226.7	111.0	160.3	59.9	267.6	557.9
충당금 등	(14.7)	(14.4)	(41.7)	(39.7)	13.0	(44.9)	0.2	0.0	(110.6)	0.0
판관비	171.5	212.6	194.6	249.2	250.6	272.3	323.4	246.5	827.8	1,092.8
인건비	111.1	150.2	126.4	154.4	153.0	149.7	157.7	133.0	542.0	593.4
인건비 외	60.4	62.4	68.1	94.8	97.6	122.6	165.7	113.4	285.8	499.4
영업이익	281.9	268.5	204.8	167.4	362.4	286.3	213.6	232.4	922.6	1,094.8
(YoY)	16%	6%	24%	-34%	29%	7%	4%	39%	1%	19%
영업외손익	(1.7)	0.1	5.0	(64.8)	8.9	0.2	17.0	(31.1)	(61.5)	(5.1)
세전이익	280.2	268.6	209.7	102.6	371.3	286.5	230.6	201.3	861.1	1,089.7
법인세비용	49.5	63.3	52.1	(5.3)	70.9	64.9	58.0	50.7	159.5	244.6
당기순이익	230.7	205.3	157.7	107.9	300.4	221.6	172.6	150.6	701.6	845.2
(YoY)	15%	7%	22%	-1%	30%	8%	9%	40%	11%	20%
연결당기순이익	187.4	256.1	200.0	122.8	254.3	259.7	206.4	160.8	766.3	881.3
지배주주순이익	187.4	256.1	200.0	122.8	254.3	259.7	206.4	160.8	766.3	881.3
(YoY)	48%	5%	14%	-19%	36%	1%	3%	31%	10%	15%

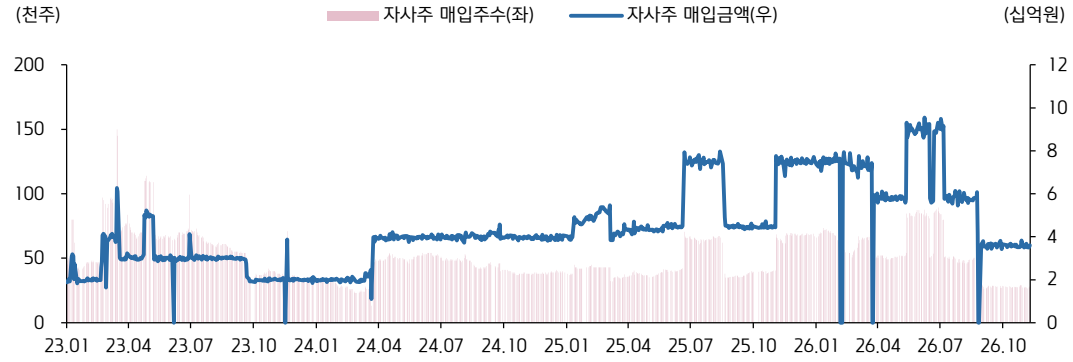
자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠증권의 부문별 이익 추이 및 전망



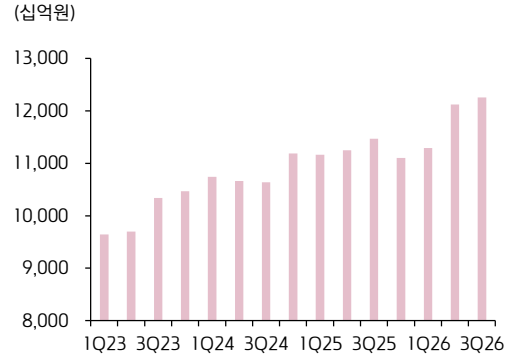
자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠금융지주의 일간 자기주식 매입 추이



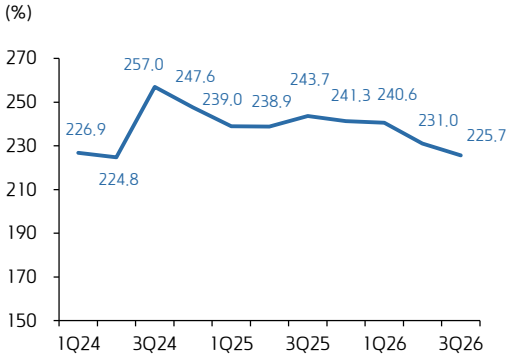
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

메리츠화재 CSM 기말 잔액 추이



자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠화재 K-ICS 비율 추이



자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
보험손익	864.0	807.4	810.6	825.3	806.6
보험수익	9,032.5	9,611.4	10,642	10,711	10,717
보험비용	8,168.5	8,803.9	9,831.4	9,886.1	9,911.2
이자손익	2,044.4	2,109.7	1,851.8	1,981.8	2,019.9
이자수익	4,021.7	4,145.9	4,180.3	4,188.9	4,188.0
이자비용	1,977.3	2,036.2	2,328.5	2,207.1	2,168.2
수수료손익	496.7	652.3	648.3	786.7	806.2
수수료수익	598.1	831.5	928.7	995.1	957.9
수수료비용	101.3	179.1	280.3	208.3	151.7
기타손익	526.7	307.2	839.6	744.7	1,010.3
기타수익	32,922	20,669	47,736	46,010	45,587
기타비용	32,396	20,361	46,897	45,265	44,576
판매비및관리비	742.9	1,004.0	1,252.5	1,134.4	1,245.1
영업이익	3,188.9	2,872.7	2,861.5	3,062.2	3,254.0
영업외손익	(47.7)	288.8	426.7	454.4	457.8
세전이익	3,141.1	3,161.6	3,288.2	3,516.6	3,711.8
법인세비용	807.7	811.4	867.4	909.0	958.1
당기순이익	2,333.4	2,350.1	2,420.8	2,607.6	2,753.8
지배주주순이익	2,306.1	2,300.4	2,356.0	2,540.9	2,686.9
[메리츠화재]					
CSM Movement					
기시	10,469	11,188	11,104	12,436	12,875
신계약	1,380	1,588	1,746	1,689	1,636
이자부리	338	362	377	409	420
상각	1,150	1,167	1,282	1,361	1,399
조정	(152)	867	(491)	298	344
기말	11,188	11,104	12,436	12,875	13,187
CSM 증감 (YoY, %)	7	(1)	12	4	2
순증액	719	(84)	1,332	439	312
K-ICS 비율	248	241	224	216	208
지급여력금액	13,495	13,980	13,977	14,561	15,260
지급여력기준금액	5,450	6,119	6,367	6,631	6,907
[메리츠증권]					
신NCR	1,759	1,795	1,830	1,864	1,897
구NCR	201	205	209	213	218

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
현금및예치금	5,000	9,292	11,476	11,542	11,062
FVPL 금융자산	50,936	57,256	54,955	57,703	55,379
파생금융자산	1,999	1,127	1,676	2,468	2,633
FVOCI 금융자산	31,652	33,945	34,520	33,734	33,344
AC 금융자산	16,720	19,081	20,633	22,678	21,426
관계(공동)기업투자	745	4,700	4,832	4,588	4,695
유형자산	994	1,025	1,037	1,040	1,050
투자부동산	770	721	746	924	850
무형자산	95	103	118	124	128
리스자산	1,829	2,052	2,146	2,363	2,501
이연법인세자산	243	349	375	328	539
당기법인세자산	3	9	5	51	3
보험계약자산	13	35	47	293	355
재보험계약자산	967	975	915	924	1,069
기타자산	3,611	4,786	10,917	9,787	11,464
매각예정비유동자산	1	1	1	0	0
자산총계	115,578	135,458	144,399	148,548	146,497
보험계약부채	24,376	23,736	22,113	20,820	20,978
재보험계약부채	0	57	74	88	86
예수부채	13,316	16,262	17,632	20,974	22,779
FVPL 금융부채	20,178	23,685	26,391	23,965	21,936
파생금융부채	1,189	1,555	2,501	3,753	3,065
차입부채	39,594	51,613	50,441	52,462	51,039
순확정급여부채	0	0	0	0	0
충당부채	44	42	36	45	47
이연법인세부채	281	439	600	881	807
당기법인세부채	457	87	75	30	146
기타부채	5,212	6,720	12,740	12,741	13,014
매각예정부채	0	0	0	0	0
부채총계	104,648	124,197	132,603	135,759	133,897
자본금	113	113	113	113	113
신종자본증권	892	1,002	1,162	1,162	1,213
자본잉여금	125	125	125	125	125
자본조정	307	540	839	593	276
기타포괄손익누계액	(133)	(696)	(717)	(439)	(817)
이익잉여금	8,791	9,238	9,188	9,750	10,206
비지배지분	836	939	1,087	1,486	1,484
자본총계	10,930	11,261	12,955	12,789	12,600

투자지표 (I)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
운용자산 비중 (%)					
FVPL	44	42	42	42	42
FVOCI	27	26	26	26	26
AC	14	14	14	14	14
현금및예금	4	5	5	5	5
부동산	1	1	1	1	1
주요비율 (%, 배)					
ROA	2.1	2.0	1.9	2.0	2.0
ROE	22.2	20.9	19.8	20.5	20.7
P/E	8.5	8.4	8.6	7.4	6.4
P/B	1.81	1.72	1.69	1.48	1.32

투자지표 (II)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주주환원지표					
DPS (원)	1,350	0			
증가율(YoY, %)	(43)	(100)			
배당성향 (%)	11	0	0	0	0
배당수익률 (%)	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
현금배당액 (십억원)	242.7	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식수 (천주)	10,953	6,923	10,031	10,031	10,031
발행주식수 (천주)	190,720	175,222	154,780	141,315	126,952
자기주식 비중 (%)	6	4	6	7	8
자기주식 소각액 (십억원)	640	1,552	1,400	1,500	1,600
총주주환원율 (%)	48%	56%	69%	68%	69%

자료: 키움증권 리서치센터

SK (034730)

BUY(Maintain)

목표주가 600,000원 (하향)

주가(11/26) 430,000원

보험/증권/지주 Analyst 안영준

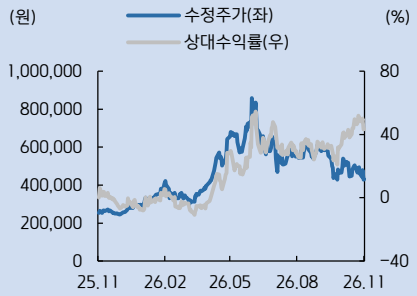
Stock Data

KOSPI(11/26)		4,711.21pt
시가총액		311,762억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	858,000원	245,000원
최고/최저가 대비 등락	-49.88%	75.51%
주가수익률	절대	상대
1M	-20.4%	-17.2%
6M	-34.6%	-30.4%
1Y	69.3%	30.8%

Company Data

발행주식수		73,069천주
일평균 거래량(3M)		180천주
외국인 지분율		30.82%
배당수익률(26E)		2.1%
BPS(26E)		551,579원
주요 주주	최태원 외 33인	25.40%

Price Trend



줄어드는 할인율에 주목

>>> 하반기 급격히 축소된 NAV 할인율

작년 하반기부터 올해 상반기까지 50% 전후의 NAV 할인율을 유지해왔으나, 하반기부터 할인율이 점진적으로 축소되어 최근에는 30% 중반대를 기록하고 있다. 할인율 축소의 의미는 주가가 자회사들보다 상대적으로 강한 흐름을 보이는 것으로, 자회사 지분이 아닌 지주사의 자체적인 투자 매력도가 높아졌다는 것이다. 그 배경으로는 그룹 지배구조상 지주회사의 의결권의 가치가 부각될 가능성이 높기 때문인 것으로 판단한다. 상대적으로 지주회사의 의결권이 통제하는 자산 규모가 크고 일반주주들의 결집 가능성도 높기 때문이다.

>>> 현금흐름 개선 + 할인율 축소 지속

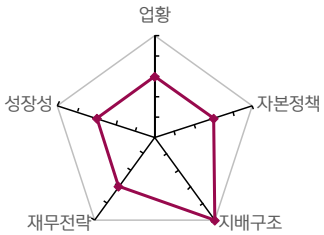
SK하이닉스가 대규모 주주환원을 계획 중인 바 이에 따른 지분가치 증가와 현금흐름 개선 등 간접적인 수혜가 기대된다. 더불어 그룹 자본 배치에 대한 시장의 관심도가 높아지면서 할인율 축소 기조도 이어질 것으로 예상된다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	123,399.7	122,703.3	128,813.8	135,228.5	141,962.7
영업이익	2,396.0	1,818.5	3,018.0	2,451.3	3,206.4
EBITDA	10,779.9	10,113.6	10,844.9	9,028.1	8,812.7
세전이익	1,328.9	2,637.0	5,573.9	3,412.8	5,438.8
순이익	528.8	3,555.2	4,979.6	3,048.9	4,858.9
지배주주지분순이익	-1,292.7	1,597.5	2,987.8	2,134.2	3,401.2
EPS(원)	-17,618	21,863	40,890	29,208	46,548
증감률(%,YoY)	적지	흑전	87.0	-28.6	59.4
PER(배)	-7.5	11.7	13.5	18.9	11.8
PBR(배)	0.38	0.74	1.41	1.29	1.15
EV/EBITDA(배)	12.1	13.7	14.0	17.4	18.5
영업이익률(%)	1.9	1.5	2.3	1.8	2.3
ROE(%)	-5.6	6.4	11.1	7.1	10.3
순차입금비율(%)	76.7	57.4	54.5	56.5	57.9

자료: 키움증권 리서치센터

SK의 Pentagonal Analysis

기업명	주요 산업	주요 자회사
SK	지주(반도체) 석유화학/배터리 통신	SK스퀘어 / SK이노베이션 / SK텔레콤

Pentagonal Analysis	주가 요인	점수	판단 이유
	업황	3	- 반도체는 양호한 업황 지속 전망 - 석화 반등 중이나, 배터리 부진 지속
	성장성	3	- 그린/첨단소재/디지털/바이오 중심 성장 계획 - SK 팜테코, 미국 AI 투자 법인 등 주목
	재무전략	3	- 포트폴리오 리밸런싱/재무구조 개선 지속 - 향후 투자 비전 제시 전망
	지배구조	5	- 내년 자사주 20% 소각 예정 - 지분구조 감안 시 의결권 가치 상승 전망
	자본정책	3	- FY26 까지 연간 최소 DPS 5,000 원 제시 - 시총 1~2% 자기주식 소각 or 추가 배당 계획
	총 평점	3.4	- 내년 주주총회까지 의결권 가치 상승 전망 - 자산 효율화와 동반된 기업가치 제고 기대
	Keyword		AI / 비만치료제 / 상법 개정 / 금산분리

자료: 키움증권 리서치센터

SK의 NAV 및 할인율

항목	금액	비고
투자부문 (A, 십억원)	55,105	(A) = (B) + (C)
주요 상장사 지분가치 (B)	44,605	
SK이노베이션	7,925	
SK텔레콤	4,371	
SK스퀘어	26,983	
SK네트웍스	490	
SKC	1,325	
SK바이오팜	3,512	
비상장사/그 외 (C)	10,500	매각 논의 중인 SK실트론 외 장부가
SK팜테코	1,651	
SK실트론	4,000	'27년 1월 매각 예정, 언아웃 조항 고려 약 4조원 추정
SK에코플랜트	911	
그 외	3,938	
사업부문 (D, 십억원)	2,090	
사업가치	2,090	배당수익을 제외한 별도 EBITDA * 5배
순차입금 (E, 십억원)	9,044	
NAV (F, 십억원)	48,151	(F) = (A) + (D) – (E)
유통주식수 (G, 천주)	72,503	보통주 기준
주당 NAV (H, 원)	664,130	(H) = (F)/(G)
현재 주가 (원)	428,500	
할인율	35%	

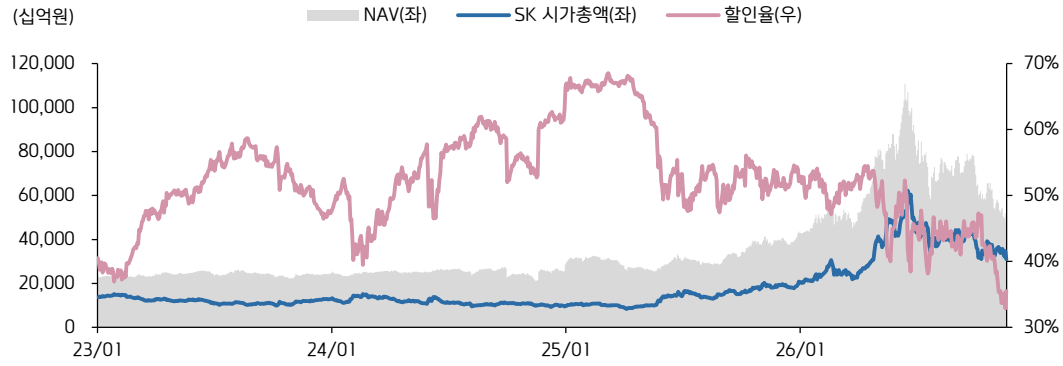
자료: SK, FnGuide, 키움증권 리서치센터

SK의 목표주가 산출

항목	금액	비고
투자부문 (A, 십억원)	41,842	(A) = (B) + (C)
주요 상장사 지분가치 (B)	28,993	최근 6개월 평균 할인율 적용 (49%)
비상장사/그 외 (C)	12,849	
SK팜테코	4,000	vs. 장부가 1,651십억원, 2023년 pre-IPO 투자 시 기업가치
사업부문 (D, 십억원)	2,090	
순차입금 (E, 십억원)	9,044	
목표 시가총액 (F, 십억원)	34,888	(F) = (A) + (D) – (E)
유통주식수 (G, 천주)	57,810	보통주 기준, 내년 1월 자사주 1,469만주 소각 예정임을 감안
목표 주가 (H, 원)	600,000	(H) = (F)/(G), 만원 미만 절사
현재 주가 (원)	428,500	
상승여력	40%	

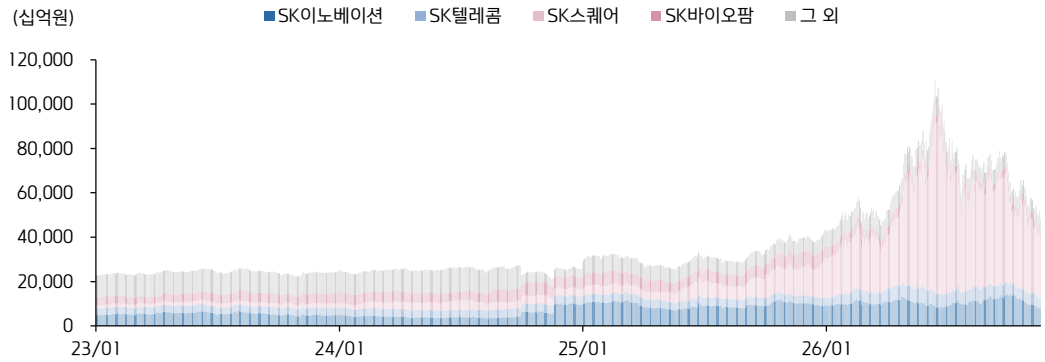
자료: SK, FnGuide, 키움증권 리서치센터

SK의 시가총액, NAV, 할인율 추이



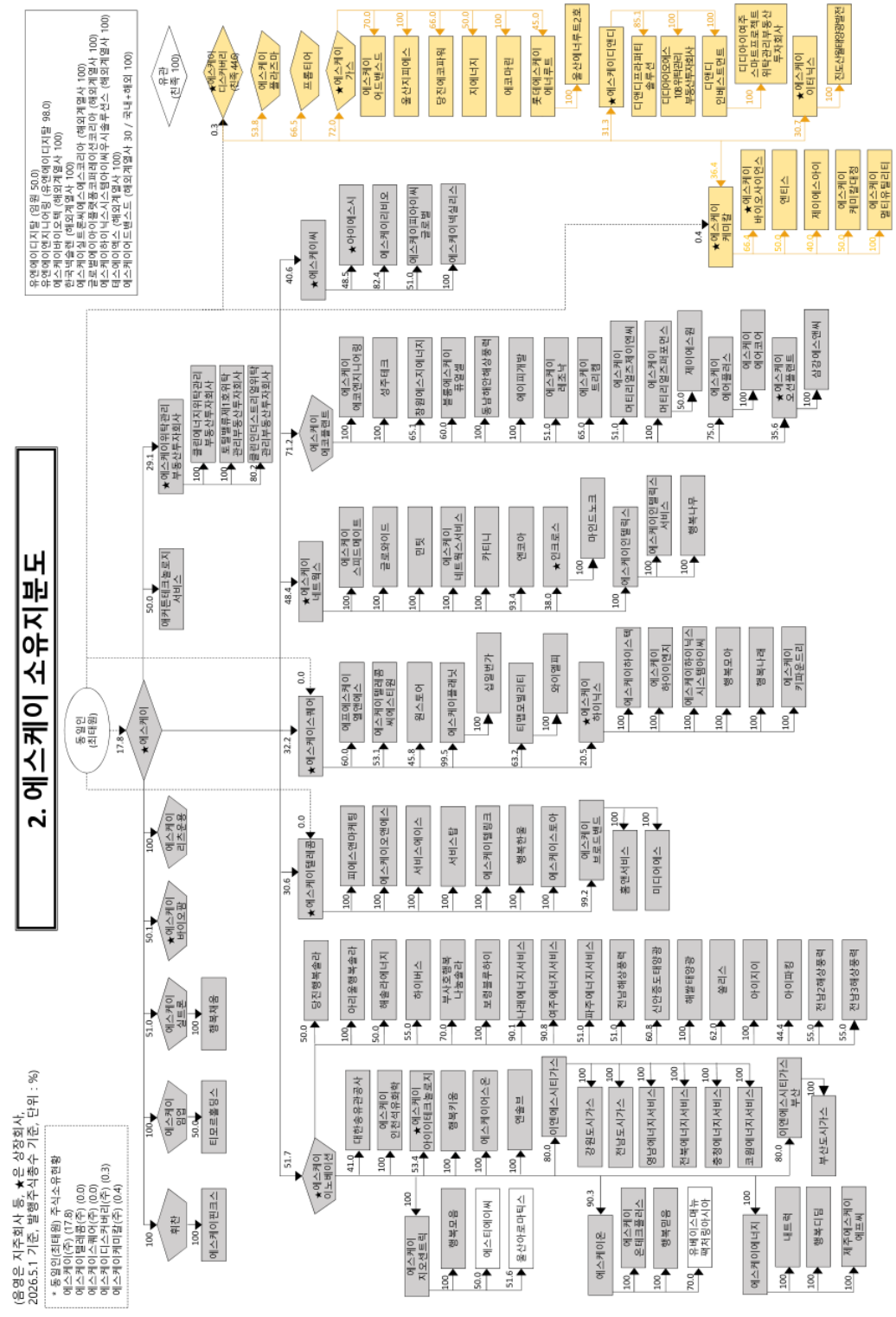
자료: 전자공시시스템, FnGuide, SK, 키움증권 리서치센터

SK의 NAV 구성 추이



자료: 전자공시시스템, FnGuide, SK, 키움증권 리서치센터

SK 소유지분도



자료: 공정거래위원회

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	123,399.7	122,703.3	128,813.8	135,228.5	141,962.7
매출원가	112,900.5	113,115.4	117,013.0	123,751.0	129,435.5
매출총이익	10,499.2	9,587.9	11,800.7	11,477.5	12,527.2
판관비	8,395.5	8,488.1	8,782.8	9,026.2	9,320.8
영업이익	2,396.0	1,818.5	3,018.0	2,451.3	3,206.4
EBITDA	10,779.9	10,113.6	10,844.9	9,028.1	8,812.7
영업외손익	-1,067.1	818.5	2,555.9	961.5	2,232.4
이자수익	959.4	865.7	968.8	976.2	963.4
이자비용	3,638.9	3,075.1	3,229.6	3,388.7	3,545.5
외환관련이익	3,152.8	2,917.7	2,321.5	2,321.5	2,321.5
외환관련손실	3,614.9	2,629.7	2,254.0	2,254.0	2,254.0
종속 및 관계기업손익	3,811.2	8,837.8	9,279.7	9,743.7	10,230.9
기타	-1,736.7	-6,097.9	-4,530.5	-6,437.2	-5,483.9
법인세차감전이익	1,328.9	2,637.0	5,573.9	3,412.8	5,438.8
법인세비용	769.6	281.2	594.3	363.9	579.9
계속사업순손익	559.3	2,355.8	4,979.6	3,048.9	4,858.9
당기순이익	528.8	3,555.2	4,979.6	3,048.9	4,858.9
지배주주순이익	-1,292.7	1,597.5	2,987.8	2,134.2	3,401.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-4.2	-0.6	5.0	5.0	5.0
영업이익 증감율	-49.6	-24.1	66.0	-18.8	30.8
EBITDA 증감율	-21.6	-6.2	7.2	-16.8	-2.4
지배주주순이익 증감율	흑전	-223.6	87.0	-28.6	59.4
EPS 증감율	적지	흑전	87.0	-28.6	59.4
매출총이익율(%)	8.5	7.8	9.2	8.5	8.8
영업이익률(%)	1.9	1.5	2.3	1.8	2.3
EBITDA Margin(%)	8.7	8.2	8.4	6.7	6.2
지배주주순이익률(%)	-1.0	1.3	2.3	1.6	2.4

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	67,431.3	71,676.6	79,347.7	82,767.5	86,236.1
현금 및 현금성자산	24,647.0	25,214.1	27,789.3	26,967.3	25,217.3
단기금융자산	2,966.1	3,665.9	4,530.8	5,599.8	6,921.1
매출채권및기타채권	16,775.7	15,936.0	17,120.6	17,768.0	18,760.5
재고자산	13,638.5	13,640.5	14,319.8	15,032.9	15,781.5
기타유동자산	9,404.0	13,220.1	15,587.2	17,399.5	19,555.7
비유동자산	147,546.5	141,843.1	141,817.3	144,505.7	149,151.7
투자자산	38,698.7	46,255.9	54,057.1	62,322.3	71,074.6
유형자산	80,363.7	69,788.3	63,324.4	58,893.5	55,750.6
무형자산	15,904.8	11,907.9	10,544.8	9,398.9	8,435.4
기타비유동자산	12,579.3	13,891.0	13,891.0	13,891.0	13,891.1
자산총계	214,977.8	213,519.7	221,165.0	227,273.1	235,387.8
유동부채	71,532.8	67,125.3	69,326.1	71,920.3	74,711.1
매입채무및기타채무	29,891.9	28,154.2	26,987.1	26,072.0	25,383.9
단기금융부채	35,970.8	27,844.5	31,768.6	35,806.5	39,787.6
기타유동부채	5,670.1	11,126.6	10,570.4	10,041.8	9,539.6
비유동부채	63,157.4	60,703.0	60,703.0	60,703.0	60,703.0
장기금융부채	53,256.9	50,217.6	50,217.6	50,217.6	50,217.6
기타비유동부채	9,900.5	10,485.4	10,485.4	10,485.4	10,485.4
부채총계	134,690.2	127,828.3	130,029.1	132,623.4	135,414.2
지배지분	25,114.6	25,187.2	28,639.9	31,239.1	35,105.3
자본금	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1
자본잉여금	13,197.9	12,046.2	12,046.2	12,046.2	12,046.2
기타자본	-1,948.4	-1,948.2	-1,948.2	-1,948.2	-1,948.2
기타포괄손익누계액	1,967.0	2,061.6	2,967.3	3,873.0	4,778.7
이익잉여금	11,881.9	13,011.4	15,558.5	17,252.0	20,212.5
비지배지분	55,172.9	60,504.1	62,496.0	63,410.6	64,868.3
자본총계	80,287.5	85,691.3	91,135.9	94,649.8	99,973.6

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	8,319.6	6,098.8	5,748.4	3,441.4	3,322.6
당기순이익	528.8	3,555.2	4,979.6	3,048.9	4,858.9
비현금항목의 가감	11,053.0	7,027.1	8,839.7	7,046.9	5,974.8
유형자산감가상각비	6,530.6	6,632.1	6,463.9	5,430.9	4,642.9
무형자산감가상각비	1,853.3	1,663.0	1,363.0	1,146.0	963.5
지분법평가손익	-5,215.2	-14,252.2	-9,279.7	-9,743.7	-10,230.9
기타	7,884.3	12,984.2	10,292.5	10,213.7	10,599.3
영업활동자산부채증감	946.7	-967.8	-5,954.3	-4,616.5	-5,087.6
매출채권및기타채권의감소	1,570.0	-386.3	-1,184.6	-647.3	-992.6
재고자산의감소	1,465.7	-326.4	-679.3	-713.1	-748.6
매입채무및기타채무의증가	-1,954.5	620.5	-1,167.0	-915.2	-688.1
기타	-134.5	-875.6	-2,923.4	-2,340.9	-2,658.3
기타현금흐름	-4,208.9	-3,515.7	-2,116.6	-2,037.9	-2,423.5
투자활동 현금흐름	-12,157.9	-537.1	8,366.0	7,162.0	6,409.7
유형자산의 취득	-15,673.5	-9,586.4	0.0	-1,000.0	-1,500.0
유형자산의 처분	408.8	1,113.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-16.6	-398.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소	-76.5	1,280.7	1,478.5	1,478.5	1,478.5
단기금융자산의감소	433.2	-699.8	-864.9	-1,069.0	-1,321.2
기타	2,766.7	7,752.6	7,752.4	7,752.5	7,752.4
재무활동 현금흐름	4,875.3	-5,038.0	3,208.2	3,321.9	3,265.1
차입금의 증가	6,879.5	-3,218.3	3,924.2	4,037.9	3,981.0
자본금,자본잉여금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-1,815.0	-1,544.4	-440.7	-440.7	-440.7
기타	-189.2	-275.3	-275.3	-275.3	-275.2
기타현금흐름	926.3	43.4	-14,747.3	-14,747.3	-14,747.3
현금/현금성자산의 순증	1,963.4	567.1	2,575.2	-822.1	-1,750.0
기초현금및현금성자산	22,683.7	24,647.0	25,214.1	27,789.3	26,967.3
기말현금및현금성자산	24,647.0	25,214.1	27,789.3	26,967.3	25,217.3

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	-17,618	21,863	40,877	29,165	46,460
BPS	343,711	344,705	391,200	425,236	475,821
CFPS	157,844	144,827	189,127	138,168	148,268
DPS	7,000	8,000	9,000	10,000	11,000
주가배수(배)					
PER	-7.5	11.7	13.5	18.9	11.8
PER(최고)	-12.0	13.0	21.6		
PER(최저)	-7.2	5.3	6.2		
PBR	0.38	0.74	1.41	1.29	1.16
PBR(최고)	0.62	0.83	2.26		
PBR(최저)	0.37	0.33	0.64		
PSR	0.08	0.15	0.31	0.30	0.28
PCFR	0.8	1.8	2.9	4.0	3.7
EV/EBITDA	12.1	13.7	14.0	17.4	18.5
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	72.2	12.3	9.9	17.9	12.4
배당수익률(%,보통주,현금)	5.3	3.1	1.6	1.8	2.0
ROA	0.3	1.7	2.3	1.4	2.1
ROE	-5.6	6.4	11.1	7.1	10.3
ROIC	0.3	1.2	2.9	2.4	3.1
매출채권회전율	7.3	7.5	7.8	7.8	7.8
재고자산회전율	8.6	9.0	9.2	9.2	9.2
부채비율	167.8	149.2	142.8	140.4	135.9
순차입금비율	76.7	57.4	54.6	56.8	58.4
이자보상배율	0.7	0.6	0.9	0.7	0.9
총차입금	89,227.7	78,062.0	81,986.2	86,024.1	90,005.1
순차입금	61,614.5	49,182.0	49,722.0	53,626.6	58,209.1
NOPLAT	10,779.9	10,113.6	10,844.9	9,028.1	8,812.7
FCF	-5,674.8	-329.3	4,514.3	3,095.7	1,828.8

자료: 키움증권 리서치센터

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	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
삼성생명 (032830)	2025-02-03	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-38.63	-26.00
	2025-05-26	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-37.82	-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	-20.01	10.00
	2026-05-15	Buy(Maintain)	400,000원	6개월	-22.19	-21.63
	2026-05-21	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-19.07	10.44
	2026-08-14	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-28.77	10.44
	2026-11-13	Buy(Maintain)	400,000원	6개월	-37.43	-36.63
	2026-11-26	Buy(Maintain)	400,000원	6개월		
삼성화재 (000810)	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	-35.32	-24.67
	2026-05-21	Buy(Maintain)	750,000원	6개월	-25.16	-2.67
	2026-08-14	Buy(Maintain)	750,000원	6개월	-24.72	-2.67
	2026-11-26	Buy(Maintain)	650,000원	6개월		
DB손해보험 (005830)	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	-30.43	-17.80
	2026-05-21	Buy(Maintain)	250,000원	6개월	-34.88	-17.80
	2026-08-14	Buy(Maintain)	250,000원	6개월	-34.56	-17.80
	2026-11-26	Buy(Maintain)	250,000원	6개월		
미래에셋증권 (006800)	2025-01-20	Buy(Upgrade)	9,914원	6개월	-16.94	-15.33
	2025-02-10	Buy(Maintain)	9,914원	6개월	-14.28	-6.70
	2025-03-12	Buy(Maintain)	11,896원	6개월	-20.44	-15.47
	2025-04-11	Buy(Maintain)	11,896원	6개월	-16.86	0.27
	2025-05-08	Buy(Maintain)	14,871원	6개월	-13.90	-9.01
	2025-05-26	Buy(Maintain)	16,854원	6개월	-15.71	-2.17
	2025-05-30	Buy(Maintain)	19,828원	6개월	-4.26	17.76
	2025-06-30	Buy(Maintain)	27,759원	6개월	-27.48	-19.11
	2025-08-08	Buy(Maintain)	27,759원	6개월	-27.03	-9.43
	2025-10-21	Buy(Maintain)	32,716원	6개월	-23.49	-16.31
	2025-11-07	Buy(Maintain)	32,716원	6개월	-27.72	-16.31
	2025-11-28	Buy(Maintain)	32,716원	6개월	-28.55	-12.65
	2026-01-12	Buy(Maintain)	36,681원	6개월	-3.77	38.98
	2026-02-05	Buy(Maintain)	64,440원	6개월	-23.67	-17.49
	2026-02-10	Buy(Maintain)	74,354원	6개월	-11.72	-1.44
	2026-04-08	Buy(Maintain)	75,000원	6개월	-6.28	11.73
	2026-05-13	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-23.08	-19.00
	2026-05-21	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-40.44	-19.00
	2026-07-13	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-46.93	-19.00
	2026-08-13	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-53.14	-41.46
	2026-11-13	Buy(Maintain)	53,000원	6개월	-62.54	-59.72
	2026-11-26	Buy(Maintain)	43,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
한국금융지주 (071050)	2025-01-20	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-21.37	-17.50
	2025-03-12	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-22.41	-19.37
	2025-04-11	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-19.66	-1.58
	2025-05-16	Buy(Maintain)	115,000원	6개월	0.71	29.04
	2025-06-30	Buy(Maintain)	175,000원	6개월	-16.98	-6.51
	2025-08-07	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-28.93	-12.15
	2025-10-21	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-21.29	-17.14
	2025-11-12	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-37.62	-31.92
	2025-11-28	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	-22.14	-5.65
	2026-07-13	Buy(Maintain)	310,000원	6개월	-23.86	-5.65
	2026-08-11	Buy(Maintain)	310,000원	6개월	-43.53	-34.19
	2026-11-09	Buy(Maintain)	250,000원	6개월	-50.65	-49.04
	2026-11-26	Buy(Maintain)	210,000원	6개월		
삼성증권 (016360)	2025-01-20	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-23.50	-19.58
	2025-02-17	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-22.94	-18.08
	2025-03-12	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-23.49	-18.08
	2025-04-11	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-21.78	-7.50
	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	-34.30	-27.78
	2026-07-13	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-45.20	-27.78
	2026-11-26	Buy(Maintain)	145,000원	6개월		
NH투자증권 (005940)	2025-01-20	Buy(Maintain)	19,000원	6개월	-24.64	-23.47
	2025-02-11	Buy(Maintain)	19,000원	6개월	-22.88	-19.37
	2025-03-12	Buy(Maintain)	19,000원	6개월	-23.76	-19.37
	2025-04-11	Buy(Maintain)	19,000원	6개월	-24.65	-19.37
	2025-04-29	Buy(Maintain)	19,000원	6개월	-18.81	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	-26.86	-12.61
	2026-07-13	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-27.35	-12.61
	2026-07-24	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-33.60	-12.61
	2026-10-27	Buy(Maintain)	36,000원	6개월	-36.07	-32.08
	2026-11-26	Buy(Maintain)	31,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

투자의견 변동내역 (2개년)

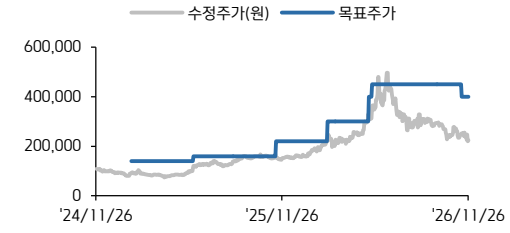
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
메리츠금융지주 (138040)	2025-02-20	Buy(Maintain)	150,000원	6개월	-18.78	-15.20
	2025-03-12	Buy(Maintain)	150,000원	6개월	-20.68	-15.20
	2025-05-15	Buy(Maintain)	150,000원	6개월	-22.70	-15.20
	2025-08-14	Buy(Maintain)	150,000원	6개월	-22.60	-15.20
	2025-11-17	Buy(Maintain)	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	-32.28	-14.00
	2026-08-13	Buy(Maintain)	170,000원	6개월	-25.31	-19.47
	2026-11-12	Buy(Maintain)	170,000원	6개월	-25.71	-19.47
	2026-11-26	Buy(Maintain)	170,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
SK (100300)	2026-01-27	BUY(Initiate)	373,000원	6개월	-6.18	13.27
	2026-03-17	BUY(Maintain)	373,000원	6개월	29.67	130.03
	2026-09-16	BUY(Maintain)	740,000원	6개월	-30.39	-17.43
	2026-11-26	BUY(Maintain)	600,000원	6개월		

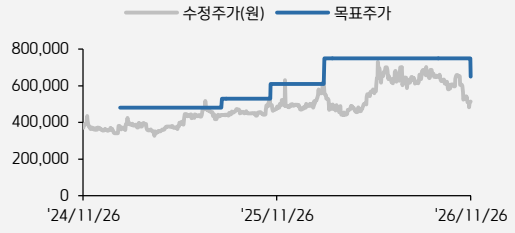
*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

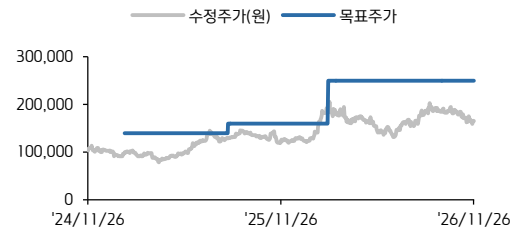
삼성생명 (032830)



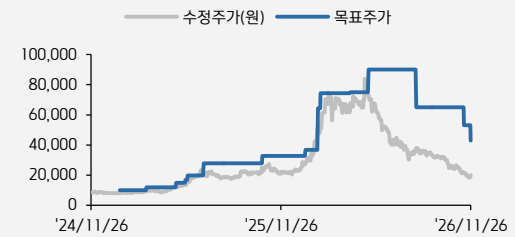
삼성화재 (000810)



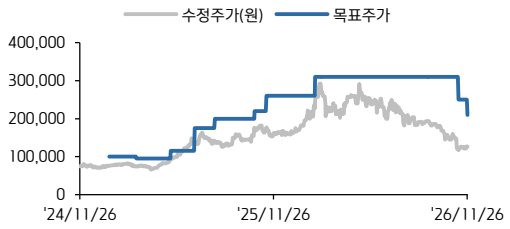
DB손해보험 (005830)



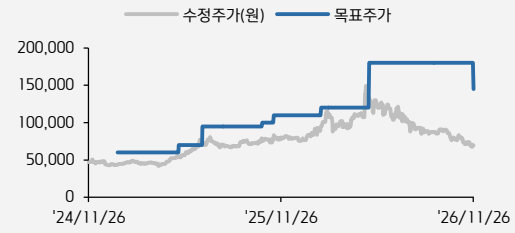
미래에셋증권 (006800)



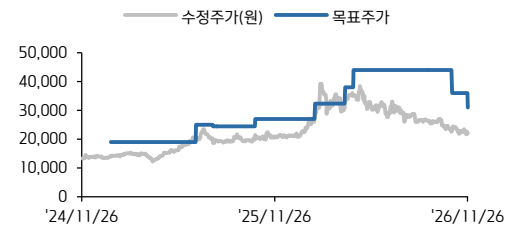
한국금융지주 (071050)



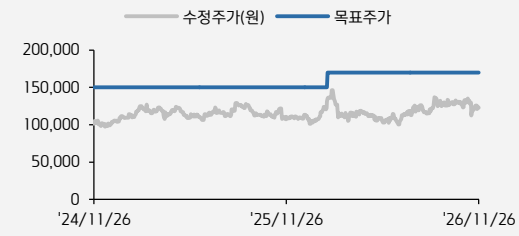
삼성증권 (016360)



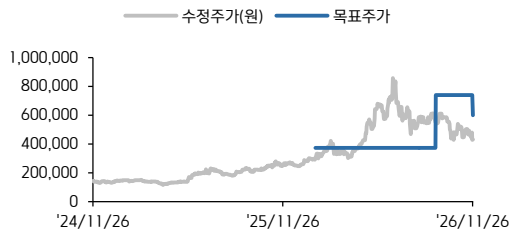
NH투자증권 (005940)



메리츠금융지주 (138040)



SK (034730)



투자의견 및 적용기준

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

투자등급 비율 통계 (2025/10/01~2026/09/30)

매수	중립	매도
97.09%	2.43%	0.48%