Financial Insight
meritz 메리츠증권
2026. 3. 4 (수)

금융

코리아 디스카운트 해소와 금융주

금융
Analyst 조아해
like.cho@meritz.co.kr

RA 공건희
Kunhee.kong@meritz.co.kr

정책과 금융주

코리아 디스카운트를 해결하기 위한 여러 정책들이 진행 중. 중복상장 규제 가이드라인, 주가 누르기 방지법 등 추가적인 증시 개편 정책 기대감은 유효

증시 개편 관련 정책 중 1) 증시 구조적 개선과 2) 투자 활성화 관련 정책들은 이익 체력 관점에서 증권 〉 은행 〉 보험 순으로 수혜. 21년과 다른 개인 (현물 〈 ETF) 및 기업 (생산적 금융)을 고려해볼 시, 증시로의 머니무브는 지속될 것으로 판단. 이는 구조적으로 증권 업종의 이익 개선과 직결 (국내 일평균 거래대금 26년 2월 69조원 vs. 25년 23조원). 은행의 경우 비은행 이익 활성화로 이어짐. 보험의 경우 운용자산 중 채권 비중이 높기에 영향이 적을 것으로 예상

또한 3) 정부의 '기업 밸류업 프로그램'을 기반으로 한 주주환원 확대 관련 정책들은 주주환원 확대 여력 관점에서 은행 〉 증권 ≥ 보험 순으로 수혜. 정부는 기업가치 제고 프로그램, 주주환원 관련 세제혜택 등 주주환원금 확대 유인을 지속적으로 제고. 일례로 은행은 배당 분리과세 기준을 모두 충족, 증권과 보험은 일부만을 충족. 분리 과세 기준을 충족하기 위한 기업가치 제고계획 공시가 필요한 금융사도 존재. 3차 상법 개정안을 계기로 보유 자사주 소각에 대해서도 논의 본격화. 현재 추가적인 주주환원정책에 대해 주목해야하는 시기

금융 업종 선호도: 증권 ≥ 은행 〉 보험

증시 개편에 따른 자금 유입 기반 이익 개선 여력 및 주주환원 여력을 종합적으로 고려하여 금융 업종 선호도를 증권 (한국금융지주, 키움증권) ≥ 은행 (KB금융, 신한지주) 〉 보험 (DB손해보험) 으로 제시

증권 업종에 대해 투자의견 Overweight 유지. 1) 증시 개편 정책, 증시로의 머니무브 등 우호적인 영업환경의 지속, 2) 발행어음/IMA 기반 이익 제고력 유효. 3) 성장동력을 보유한 증권사 중심 적극적인 주주환원정책도 기대 가능

은행 업종에 대해 투자의견 Overweight 유지. 미국/일본 은행들의 ROE, 주주환원율 기반 민감도 분석 상 국내 은행들의 Valuation 정상화 여력은 충분. 커버리지 가중평균 26E ROE 10%, 주주환원율 51% 기반 Target PBR 1.1배 제시

보험 업종에 대해 투자의견 Neutral 유지. 현재까지 나온 실적 상 보험업의 업황은 부진한 가운데, 배당가능이익은 여전히 불확실성이 높음. 다만 올해의 경우 실적과 주주환원 측면에서 변화가 나타날 조짐이 높음

Part 1.

정책과 금융주

증시 개편 관련 정책은 크게 1) 증시 구조적 개선, 2) 투자 활성화, 3) 주주환원 확대라는 3가지 주제로 구분할 수 있겠다. 각 요소와 관련해 금융 업권별 어떻게 연관이 되어있는지를 살펴보고자 한다.

결론은 다음과 같다.

1) 증시 구조적 개선과 2) 투자 활성화 관련 정책들은 이익 체력 관점에서 증권 〉 은행 〉 보험 순으로 수혜가 높다고 판단된다. 직관적으로 해당 정책들은 증시 활성화로 이어진다. 무엇보다도 이러한 상황에서 가장 핵심적인 변화는 '머니무브'이다. 이와 같은 변화는 구조적으로 증권 업종의 이익 개선과 직결된다. 은행의 경우 비은행 이익 활성화로 이어진다. 보험의 경우 투자손익 활성화로도 볼 수 있겠지만 상대적으로 채권 비중이 높기에 영향이 가장 적을 것으로 예상한다.

3) 정부의 '기업 밸류업 프로그램'을 기반으로 한 주주환원 확대 관련 정책들은 주주환원 확대 여력 관점에서 은행 〉 증권 ≥ 보험 순으로 수혜가 높다고 판단된다. 주주환원 확대를 독려하기 위한 여러 제도적인 변화가 나타나고 있다. 근본적으로 이를 이행하기 위해서는 금융사들이 충분한 자본력을 지니고 있는지가 우선적으로 요구된다. 은행은 안정적인 이익 체력과 더불어 RWA 관리 기반 자본비율 관리를 통해 주주환원 여력을 지속적으로 확대하고 있다. 증권은 상대적으로 이익 변동성이 높으나, 경상 이익 체력 제고 기반 주주환원 여력이 확대되고 있다. 보험은 실적과 자본에 있어 불확실성이 높았으나 현재 저점을 통과하고 있는 가운데, 보유 자사주 비중이 많다는 점과 해약환급금준비금 제도 개선이라는 이벤트가 발생될 시 주주환원에 대한 기대감이 단기간에 크게 확대될 수 있겠다.

표1 **증시 개편 관련 정책 현황 및 향후 일정**

증시 구조적 개선

내용			시행 시기
1차 상법 개정 ('25.7)	이사의 주주 충실의무 확대		즉시 시행
	감사위원 선임 시 3% 룰 강화		26년 7월 예정
	독립이사 제도 도입		26년 7월 예정
	전자주주총회 도입		27년 1월 예정
2차 상법 개정 ('25.9)	집중투표제 의무화 (자산 2조 이상)		26년 9월 예정
	감사위원 분리선출 확대 (1명→2명)		26년 9월 예정
3차 상법 개정 ('26.2)	합병, 분할 등 관련 제도 개선		공포 즉시 시행
	자사주 원칙적 소각 제도화 검토		
코스닥 시장 개편	코스닥 본부의 독립성 · 자율성 · 경쟁력 강화	코스닥시장위원 선임요건 강화	26. 2Q 예정
		별도 경영평가 도입	26. 2Q 예정
		코스닥본부 조직진단 · 개편	26. 2Q 예정
	다산다사 구조의 상장심사 · 상장폐지 재설계	기술심사 전문성 강화	26. 1Q 예정
		벤처펀드 공모규제 정비	26. 2Q 예정
		주된사업 변경기업 상장폐지 심사	26. 2Q 예정
		상장폐지 인력 · 조직 확충	26. 1Q 예정
		상장폐지 요건강화 안착	진행 중
	안정적인 기관투자자 진입여건 조성	코스닥벤처펀드, BDC 등 기관투자자 진입 촉진	26. 1Q 예정
		연기금의 코스닥 시장 참여유인 제고	26. 1Q 예정
		기업가치 제고계획 공시 확대	26. 2Q 예정
	신뢰받는 시장을 위한 투자자 보호 강화 (중복상장 심사기준 정립, IPO 풋백옵션 활용도 제고 등)	중복상장 심사기준 정립	26. 1Q 예정
		IPO 풋백옵션 활용도 제고	26. 1Q 예정
		주관사별 추정실적 비교공시 도입	26. 1Q 예정
주가누르기 방지법	(현행) 상속, 증여세 산정 때 상속, 증여 시점 전후 각 2개월간 평균 주가를 기준으로 산정 (개정) 주가와 상관없이 순자산가치의 최소 80% 기준(PBR 0.8배)으로 상속, 증여세를 산정		논의 중

투자 활성화

내용		시행 시기
주식 양도세 대주주 기준 50억원 유지 ('25.9)		
생산적 금융 대전환 ('25.9)	모험자본 공급을 뒷받침할 「자본시장법 시행령」 개정안	25년 11월
	150조 국민성장펀드 출범	25년 12월
	은행 주택담보대출 RW 상향 (15% → 20%)	26년 1월
	BDC (Business Development Company, 기업성장집합투자기구) 도입	26년 3월 예정
	정책금융 '지방공급 확대 목표제' (40% → 45%)	28년까지 확대
ISA 혜택 강화	납입 한도: 연 2,000만원 → 연 4,000만원	시행 예정
	비과세 한도 상향:	
	일반형 200만원 → 500만원	
	서민형 400만원 → 1,000만원	
	국민성장형' & '청년형' ISA 신설	
RIA (Reshoring Investment Account; 국내시장 복귀계좌) 계좌	해외주식을 매도해 확보한 자금을 국내주식에 재투자할 경우, 매도 시점에 따라 해외주식 양도소득세를 최대 100%까지 공제해주는 세제 지원 계좌	시행 예정

주주환원 확대

내용		적용 요건
배당소득 분리과세 조세특례제한법 개정안 ('25.12)	배당소득에 대해 1) 2,000만원 이하 14% (지방세 포함 15.4%)	2026년 1월 1일 이후 지급한 배당분에 대한 적용
	2) 2,000만원 초과 ~ 3억원 이하 20% (22.0%),	* 적용 대상:
	3) 3억원 초과 ~ 50억원 이하 25.0% (27.5%),	배당성향 40% 이상 (우수형 법인)
	4) 50억원 초과 30.0% (33.0%)의 분리과세 세율을 적용	배당성향이 25% 이상이면서 배당이 전년대비 10% 이상 증가 (노력형 법인)

자료: 금융위원회, 국회 의안정보시스템, 기획재정부, 메리츠증권 리서치센터

증시 구조적 개선 & 투자 활성화 정책과 금융주

증시 구조적 개선과 투자 활성화 관련 정책들은 이익 체력 관점에서 증권 〉 은행 〉 보험 순으로 수혜가 높다고 판단된다.

직관적으로 해당 정책들은 증시 활성화로 이어진다. 무엇보다도 이러한 상황에서 가장 핵심적인 변화는 '머니무브'이다. 이와 같은 변화는 구조적으로 증권 업종의 이익 개선과 직결된다. 은행의 경우 비은행 부분 활성화로 이어진다. 보험의 경우 투자손익 활성화로도 볼 수 있겠지만 상대적으로 채권 비중이 높기에 영향이 가장 적을 것으로 예상한다.

코리아 디스카운트 해소 중

정부는 우리나라 증시의 고질적인 저평가 (코리아 디스카운트)를 해결하기 위해 상법 개정을 진행, 2월 25일 3차 상법까지 국회 본회의를 통과하며 증시 체질 개선이 구조적으로 이뤄지고 있다.

25년 7월 1차 상법 개정이 진행되었다. 핵심은 이사의 주주 충실의무 확대이다. 이사의 충실 의무 대상을 기존 회사에서 주주까지 확대, 대주주에게만 유리한 결정 (물적분할 후 재상장 등)을 내릴 때 소액주주의 이익을 침해하면 이사가 책임을 지게 하였다.

25년 9월 2차 상법 개정이 진행되었다. 핵심은 거버넌스 투명성 확보이다. 집중투표제 의무화 및 감사위원 분리 선출 확대했다. 소액주주가 추천한 인사가 이사회에 진입할 확률을 높여 대주주의 독단적인 경영을 견제할 수 있게 되었다.

26년 2월 3차 상법 개정이 국회 본회의를 통과하였다. 핵심은 자사주 소각 의무화이다. 기업이 매입한 자사주를 원칙적으로 소각하는 원칙이다 (신규 취득은 1년 내 소각, 기본 보유분은 최대 1년 6개월간 소각 유예). 자사주가 대주주의 경영권 방어 수단으로 악용되는 것을 막고 주식 가치를 직접적으로 높이기 위함이다.

표2 **1 ~ 3차 상법 개정안**

내용		공포일	시행 시기
1차 상법 개정	이사의 주주 충실의무 확대	25년 7월	즉시 시행
	감사위원 선임 시 3% 룰 강화	25년 7월	26년 7월 예정
	독립이사 제도 도입	25년 7월	26년 7월 예정
	전자주주총회 도입	25년 7월	27년 1월 예정
2차 상법 개정	집중투표제 의무화 (자산 2조 이상)	25년 9월	26년 9월 예정
	감사위원 분리선출 확대 (1명→2명)	25년 9월	26년 9월 예정
3차 상법 개정	합병, 분할 등 관련 제도 개선	진행 중	공포 즉시 시행
	자사주 원칙적 소각 제도화		

자료: 금융위원회, 기획재정부, 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

3차 상법 개정안 이후 다음 Step

추가적인 증시 개편 정책에 대한 기대감은 유효하다.

코스닥 시장 개편 정책이 진행되고 있는 가운데, 3월 중 중복상장 규제 가이드라인이 발표될 예정이다. 언론보도에 따르면 모회사가 주주 총회를 열어 자회사 IPO 계획에 대해 소액 주주의 동의를 얻었는지, 소액 주주들에게 현물 배당·신주 우선 배당 등 실질적인 보상안을 마련했는지 등이 담길 것으로 예상된다. 이에 현재 대기업의 자회사 IPO가 중단되고 있는 상황이다.

또한 '주가 누르기 방지법' (상속세 및 증여세법 개정안) 추진도 다시금 언급되고 있다. 이는 25년 5월 이소영 더불어민주당 의원이 발의한 것으로 상속, 증여세 산정 때 상속, 증여 시점 전후 각 2개월간 평균 주가를 기준으로 산정하는 현행법을 주가와 상관없이 순자산가치의 최소 80% 기준(PBR 0.8배)으로 상속, 증여세를 산정하는 것으로 상장사의 주가 부양 조치를 고의로 회피해 주가가 오르지 못하게 하는 행위를 막기 위함이다.

이 외에도 기관투자자의 경영 관여 확대를 한 스튜어드십 코드 개선, 의무공개매수제 도입 등도 세부적으로 논의될 것으로 예상된다.

표3 **민주당 K자본시장특위 연내 추진 5대 과제**

추진 과제	세부 내용 및 후속 조치
3차 상법 개정 · 세법 개정 등	자사주 소각 의무화 및 부수 세제 개편 등
이사의 주주 충실의무 강화	법무부와 이사 행위 가이드라인 마련
기관투자자의 경영 관여 확대	스튜어드십 코드 개선
자본시장법 개정	중복상장 제한, 의무공개매수제 도입 등
주가누르기방지법	대주주 상속세 기준을 '주가'에서 '자산' 등으로 변경

자료: 더불어민주당, 메리츠증권 리서치센터

표4 코스닥 시장 개편안

내용		공포일		시행 시기
코스닥 시장 개편	코스닥 본부의 독립성 · 자율성 · 경쟁력 강화	25년 12월	코스닥시장위원 선임요건 강화	26. 2Q 예정
			별도 경영평가 도입	26. 2Q 예정
			코스닥본부 조직진단 · 개편	26. 2Q 예정
	다산다사 구조의 상장심사 · 상장폐지 재설계		기술심사 전문성 강화	26. 1Q 예정
			벤처펀드 공모규제 정비	26. 2Q 예정
			주된사업 변경기업 상장폐지 심사	26. 2Q 예정
			상장폐지 인력 · 조직 확충	26. 1Q 예정
			상장폐지 요건강화 안착	진행 중
	안정적인 기관투자자 진입여건 조성		코스닥벤처펀드, BDC 등 기관투자자 진입 촉진	26. 1Q 예정
			연기금의 코스닥 시장 참여유인 제고	26. 1Q 예정
			기업가치 제고계획 공시 확대	26. 2Q 예정
	신뢰받는 시장을 위한 투자자 보호 강화 (중복상장 심사기준 정립, IPO 풋백옵션 활용도 제고 등)		중복상장 심사기준 정립	26. 1Q 예정
			IPO 풋백옵션 활용도 제고	26. 1Q 예정
			주관사별 추정실적 비교공시 도입	26. 1Q 예정

자료: 금융위원회, 기획재정부, 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

표5 주요기업 중복상장 추진 현황

모회사	자회사	현황
㈜LS	LS에식스솔루션즈	철회
	LS MnM	상장 전제로 재무적 투자자(FI) 투자유치
	LS파워솔루션	
SK㈜	SK에코플랜트	FI 협상중
HD현대	HD현대로보틱스	주간사 선정
SK디스커버리	SK플라즈마	중단

자료: 금융투자업계, 메리츠증권 리서치센터

표6 주가누르기 방지법 (상속세 및 증여세법 개정안) 개요

항목	내용
대표발의	이소영 더불어민주당 의원
법안	상속세 및 증여세법 일부개정법률안
주요내용	(현행) 상속, 증여세 산정 때 상속, 증여 시점 전후 각 2개월간 평균 주가를 기준으로 산정
	(개정) 주가와 상관없이 순자산가치의 최소 80% 기준(PBR 0.8배)으로 상속, 증여세를 산정
제안이유	상장 주식은 주가가 낮을수록 세금이 낮아져 낮은 주가가 상속 · 증여에 더 유리한 상황 발생
	경영권 승계작업 중인 기업은 주식 저평가 유도한다는 비판

자료: 국회 의안정보시스템, 메리츠증권 리서치센터

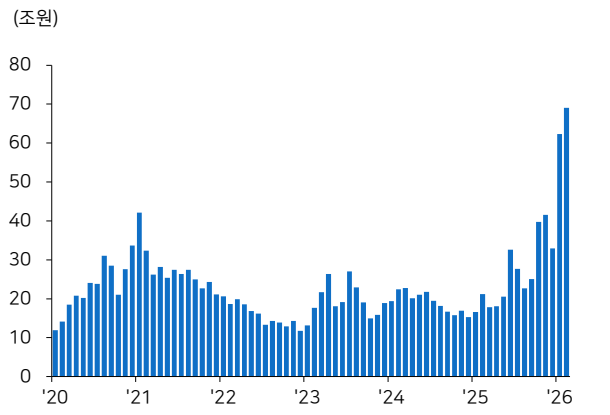
증시 체질 개선으로 촉발된 자금의 이동: 거래대금 69조원 시대

앞선 정책에 힘입어 현재 국내주식의 일평균 거래대금은 2월 기준 69조원으로 역사적으로 높은 수준을 기록하고 있다.

뿐만 아니라 앞으로 증시로 유입될 자금 수준도 역사적인 수준이다. 고객예탁금 119조원, 개인 CMA 108조원, MMF 233조원으로 합산 461조원을 기록하고 있다 (2월 26일 기준).

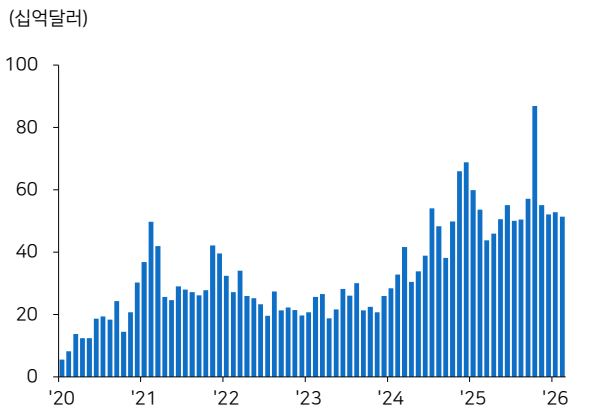
이와 같은 수치들은 2021년과는 다르다는 점에서 앞으로도 지속될 수 있다고 판단된다. 이에 대해 다음 단락부터 살펴보겠다.

그림1 **국내주식 일평균 거래대금 추이**



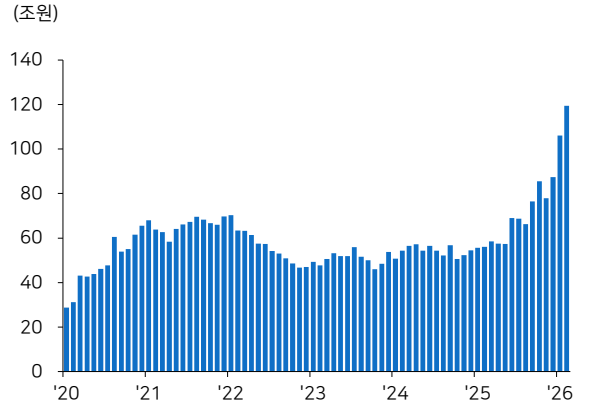
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림2 **해외주식 거래대금 추이**



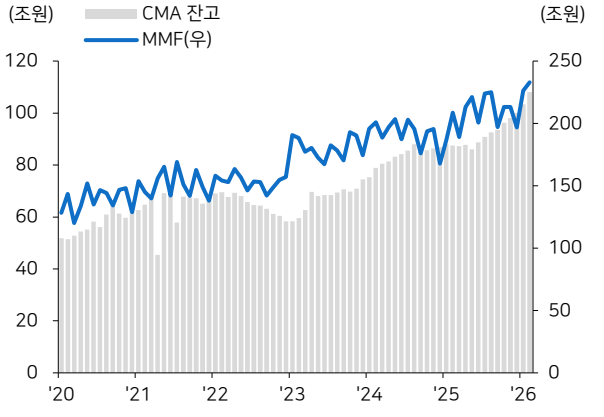
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림3 **고객예탁금 추이**



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림4 **CMA 및 MMF 추이**



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

2021년 vs. 2026년: 개인들의 변화된 매매 형태 – 현물 〈 ETF

개인들의 투자 문화가 바뀌었다. 2021년 당시 현물 매매 형태가 뚜렷했다면, 현재 2026년 ETF 매매 형태가 뚜렷해졌다. ETF 중에서도 고배당, 월배당 자금에도 관심이 높아지고 있다. 이는 2021년 대비 꾸준한 현금흐름에 대한 선호가 높아짐과 동시에 장기 보유 문화가 자리잡고 있음을 뜻한다.

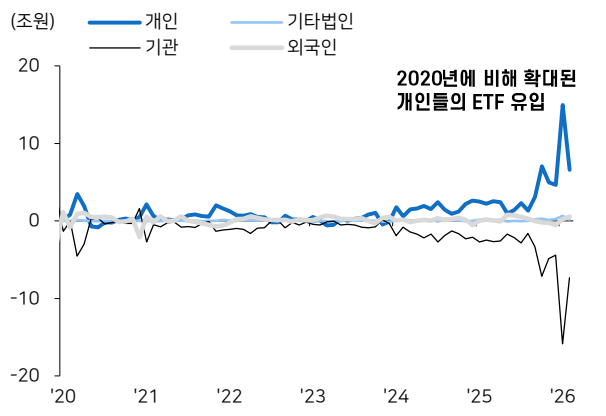
이와 같은 변화는 하반기에 더 가속화될 수 있다고 판단된다. 정부의 장기주식투자 촉진을 위한 여러 세제혜택을 강화할 예정이기 때문이다. 구체적으로 정부는 1) 국민성장 ISA 신설 통한 기존 ISA 대비 세제혜택 대폭 확대, 2) 보유하고 있는 해외주식을 매각, 국내주식에 장기 투자하는 경우 해외주식 양도소득세 최대 100% 감면해주는 국내시장 복귀계좌 (RIA) 출시 등 국내주식 장기투자를 촉진하기 위한 여러 정책들을 진행할 것으로 예상된다.

궁극적으로 해당 흐름 상 퇴직연금의 변화가 뚜렷해질 것으로 예상한다. 일차적으로 ISA를 통해 투자한 자금은 세제혜택 상 IRP/연금저축으로 옮겨갈 가능성이 높아질 것으로 예상한다.

더 나아가 퇴직연금 중 DC/IRP 비중이 앞으로도 더 확대될 전망이다. 1) 퇴직연금 중 DC/IRP 비중은 여전히 50% 수준인 가운데 (24년 퇴직연금 적립금 432조원), 2) DC/IRP에서도 여전히 원리금 보장 형태가 약 70%를 차지하고 있어 수익률이 2~4%대에 머물고 있다. 해당 금액이 DC/IRP로, 그 중 실적배당 형태로 확대될 시 증시로의 자금 유입은 당연한 결과다.

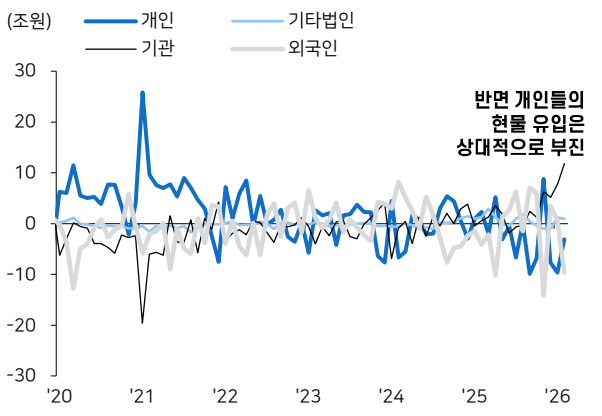
수익률 측면에서는 증권사가 가장 유리하다 (DC 원리금 보장형 퇴직연금 평균 수익률 증권사 3.8% 〉 은행 3.2%; 2025년 2분기말 최근 1년 수익률 기준). 이에 증권사가 해당 머니무브의 가장 큰 수혜로 판단된다.

그림5 **주체별 ETF 순매수 추이**



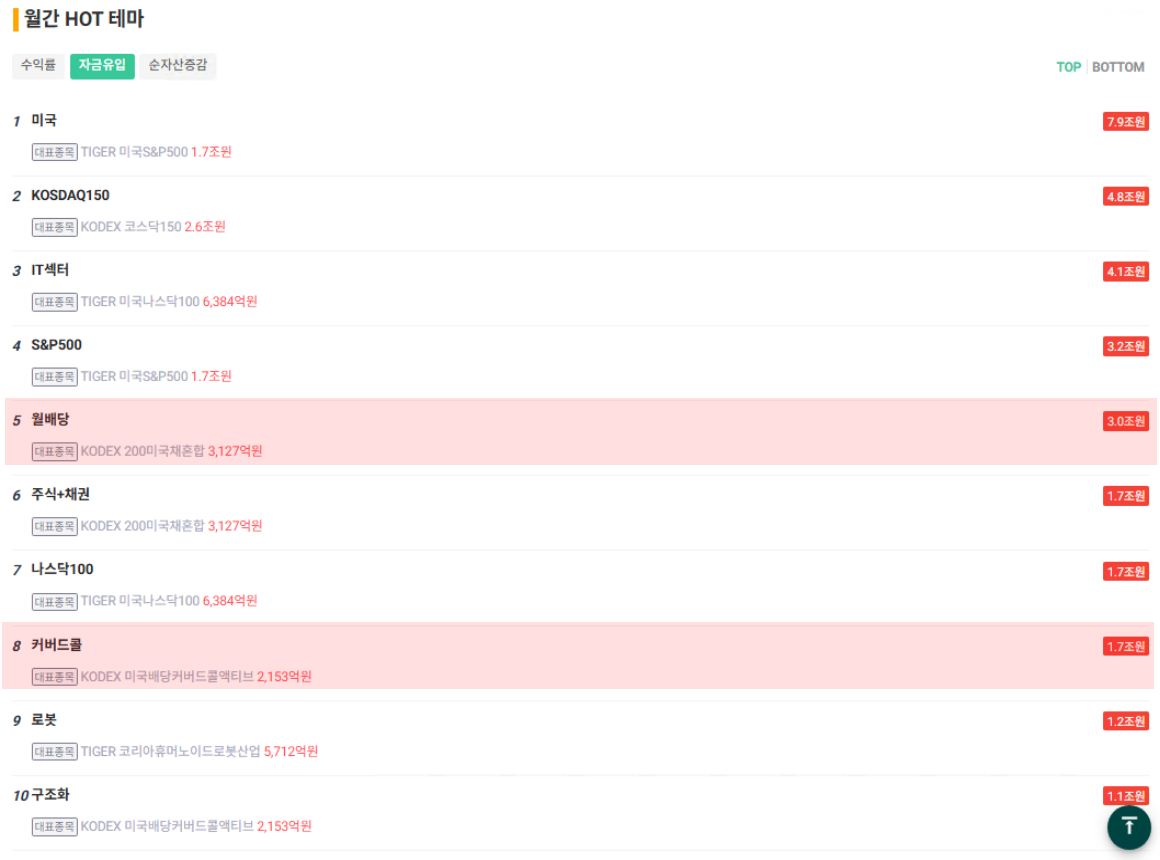
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림6 **주체별 주식 순매수 추이**



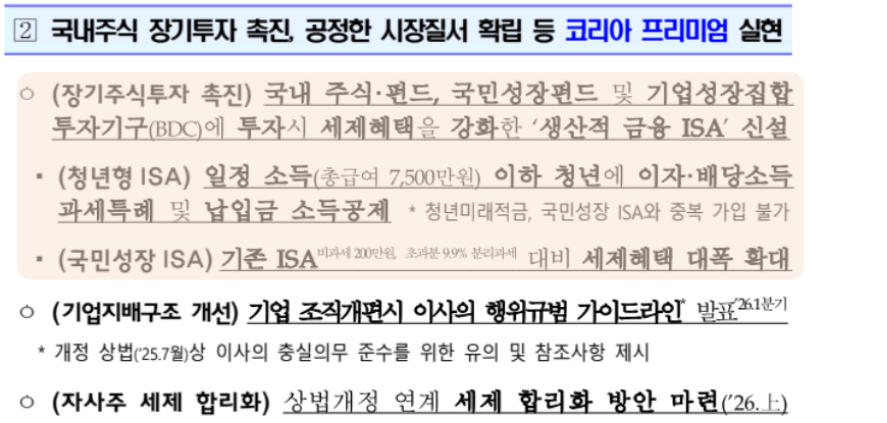
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림7 **26년 1월 ETF 테마 자금유입 순위**



자료: ETF Check

그림8 2026년 경제성장전략 중 4) 생산적 금융 – ② 코리아 프리미엄 실현 부분 발췌



2 국내주식 장기투자 촉진, 공정한 시장질서 확립 등 코리아 프리미엄 실현

○ (장기주식투자 촉진) 국내 주식·펀드, 국민성장펀드 및 기업성장집합투자기구(BDC)에 투자시 세제혜택을 강화한 '생산적 금융 ISA' 신설

- (청년형 ISA) 일정 소득(총급여 7,500만원) 이하 청년에 이자·배당소득 과세특례 및 납입금 소득공제 * 청년미래적금, 국민성장 ISA와 중복 가입 불가
- (국민성장 ISA) 기존 ISA(비과세 200만원, 초과분 9.9% 분리과세) 대비 세제혜택 대폭 확대

○ (기업지배구조 개선) 기업 조직개편시 이사의 행위규범 가이드라인 발표('26.1분기)

* 개정 상법('25.7월)상 이사의 충실의무 준수를 위한 유의 및 참조사항 제시

○ (자사주 세제 합리화) 상법개정 연계 세제 합리화 방안 마련('26. 上)

자료: 재정경제부

표7 ISA 개편안에 따른 세제 혜택 예시

	일반형		서민형	
	현행	개편 후	현행	개편 후
납입 (3년간)	6천만원 (연 2천x3년)	1.2억원 (연 4천x3년)	6천만원 (연 2천x3년)	1.2억원 (연 4천x3년)
이자소득 (연 4% 복리)	493만원	986만원	493만원	986만원
비과세	-200만원	-500만원	-400만원	-1,000만원
과세대상	293만원	486만원	93만원	0원
납부세금 (9.9%) (B)	29만원	48.1만원	9.2만원	0원
非ISA 계좌 시 세금(15.4%) (A)	75.9만원	151.8만원	75.9만원	151.8만원
총 세제혜택 (A-B)	**46.9만원**	**103.7만원**	**66.7만원**	**151.8만원**

주: 가입시점 총급여액 5,000만원 이하 또는 종합소득 3,800만원 이하 (농어민 포함), 가입 이후 소득 증대 시에도 만기까지 서민형 지속적용
자료: 기획재정부, 메리츠증권 리서치센터

표8 국내시장 복귀계좌 (RIA) 주요 특징

도입 목적	외환시장 안정화와 국내 자본시장 활성화
특징	보유하고 있는 해외주식을 매각, 국내주식에 장기 투자하는 경우 해외주식 양도소득세 최대 100% 감면 매도시기에 따른 양도세 감면률 상이 1Q26 100%, 2Q26 80%, 2H26 50%
대상	25년 12월 23일까지 보유한 해외상장 주식 및 ETF
조건	국내주식에 1년 이상 투자
혜택 한도	5,000만원

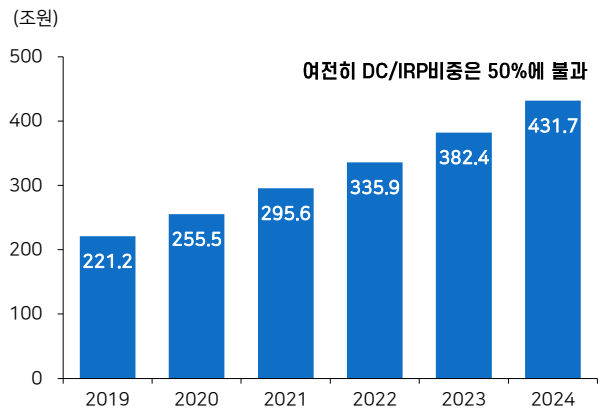
자료: 기획재정부, 메리츠증권 리서치센터

표9 ISA에서 IRP 전환 시 주요 혜택 및 내용

추가 세액공제	ISA 만기 후 60일 이내 IRP/연금저축으로 이전 시, 전환 금액의 10%를 300만원 한도로 추가 공제
공제율	소득 수준에 따라 13.2% ~ 16.5% 세액공제 환급
연간 한도 확대	기존 IRP 납입 한도(900만원)와 별도로 ISA 전환 금액에 대한 추가 300만원 공제가 가능해 최대 1,200만원 세액공제
과세이연 및 복리 효과	ISA에서 발생한 이익을 IRP로 이전하여 운용하면, 연금 수령 시까지 세금 납부가 이연되어 더 큰 복리 효과를 누릴 수 있음
건강보험료	연금 수령 시 연금소득으로 분류되어 건강보험료 부담이 없음

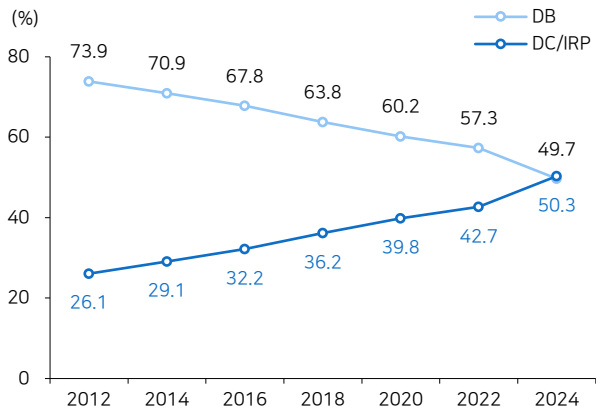
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 **퇴직연금 적립금 추이**



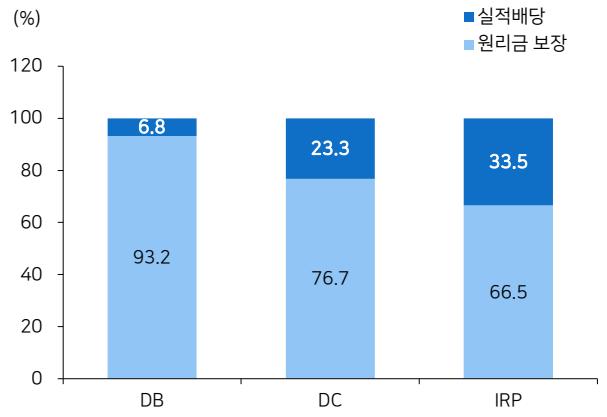
자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

그림10 **퇴직연금제도별 비중 변화**



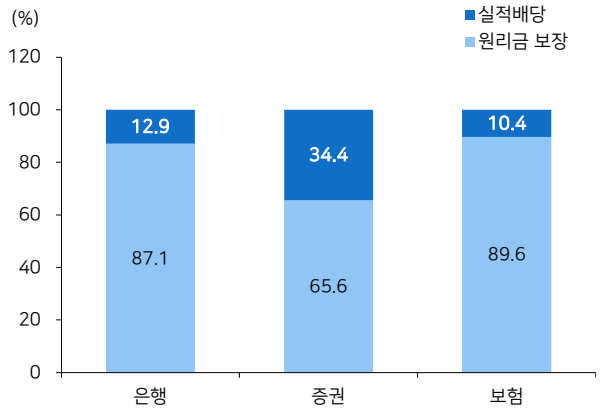
자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

그림11 **제도별 운용현황 (2024년)**



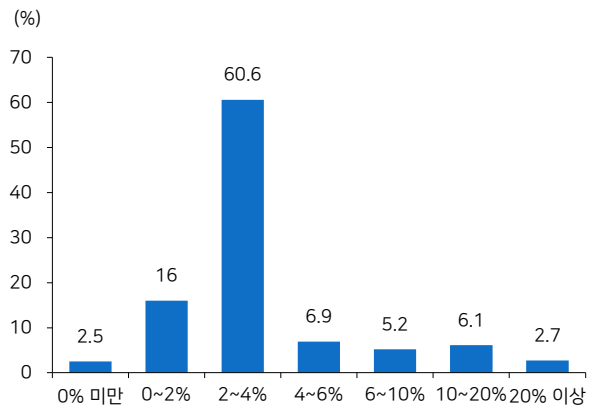
자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

그림12 **권역별 운용현황 (2024년)**



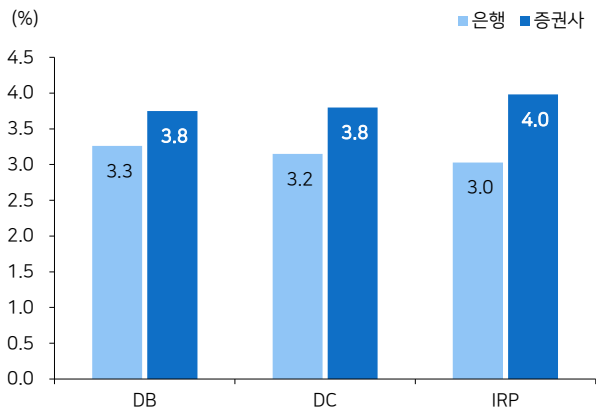
자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

그림13 **개인별 수익률 분포 (DC, IRP) (2024년 기준)**



자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

그림14 **업권별 원리금 보장형 퇴직연금 평균 수익률**



주: 2025년 2분기말 최근 1년 수익률 기준
자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

2021년 vs. 2026년: 기업들의 변화된 자금 활용

개인들뿐만 아니라 기업, 즉 투자의 주체인 금융사들의 자금 또한 변화가 나타나고 있다. 정부는 해당 변화를 촉진하기 위해 부동산 관련 규제를 가하고 자본시장으로 자금이 이동할 수 있게끔 제도적 기반을 만들었다.

우선 은행은 1) 주택담보대출 위험가중치가 기존 15%에서 20%로 상향되었으나, 2) 주식 위험가중치는 원칙적으로 모든 주식이 250%, 펀드 위험가중치는 100% 특례요건 등 투자 관련된 위험가중치는 하향조정되었다. 이를 기반 주요 시중은행들은 생산적 금융 계획을 발표, 약 20조원 수준의 투자에 활용할 것임을 발표하였다 (KB금융 펀드/모험자본/벤처투자 등 합산 25조원).

증권은 1) 부동산PF 건전성 제도개선이 진행됨에 따라 부동산PF 딜에 대해 보수적으로 접근하는 반면, 2) 발행어음, IMA 신규 인가가 진행됨에 따라 자금조달 기능을 부여받음으로서 경상 체력 개선을 도모할 수 있게 되었다. 이때 정부는 발행어음 운용자산 중 모험자본 의무 비중을 부과하였다 (26년 10% → 28년 25%). 모험자본이란, 중소·중견·벤처기업 발행 증권 및 이에 대한 대출, A등급 이하 채권 (대기업 계열사 제외), 신·기보 보증 P-CBO, 상생결제 외상매출채권 및 이를 담보로 하는 대출, 벤처투자조합·신기사조합에 대한 출자 및 대출, 모태펀드·코스닥벤처펀드·하이일드펀드·소부장펀드에 대한 출자 및 대출, 국민성장펀드의 첨단전략산업기금 (기금발행 채권, 기금출자 펀드 등), BDC (Business Development Company; 기업성장집합투자기구)에 대한 투자 등을 의미한다.

이를 기반 증권사들은 주로 국내 자금조달 구조의 한계 부문이라고 할 수 있는 기업들의 사업확장기 부문에 적극적인 자금 투입이 예상된다. 일례로 발행어음 신규 인가를 받은 키움증권은 향후 3개년 신규 모험자본 계획을 발표, 2026년 미들 스테이지 기업 중심 신규 발굴 (1.1조원), 2027년 Pre-IPO 및 중견기업투자 확대 (1.9조원), 2028년 스케일업 기업 중심 자본 공급 (3.1조원)을 진행할 예정이다. NH투자증권 또한 총 3,000억원의 신규 모험자본 공급 계획을 발표한 바 있다.

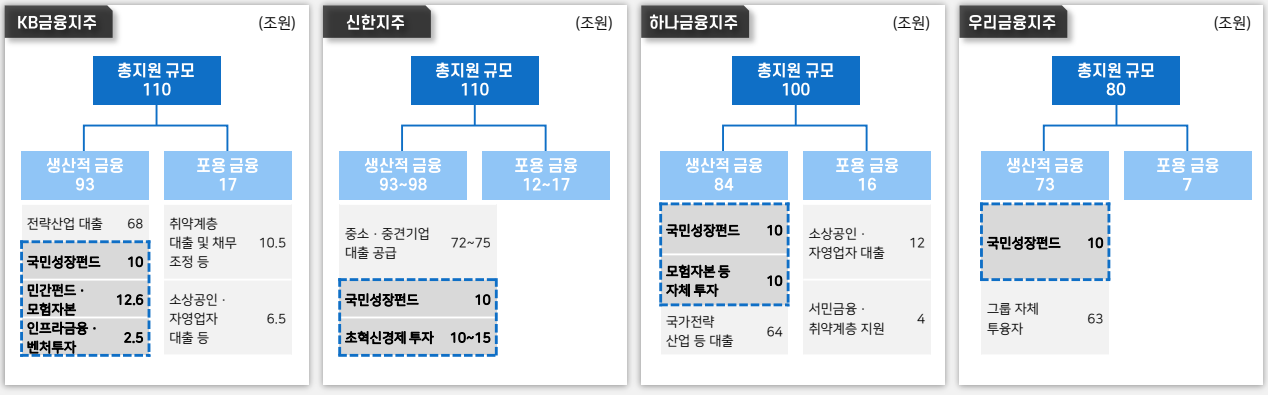
이와 같은 변화는 자본시장 활성화로 이어질 것으로 예상한다. 일례로 금융사들로부터 벤처 투자를 받고 자란 혁신기업들이 결국 상장(IPO)을 통해 주식시장에 입성, 이에 따른 시장의 체질이 바뀌는 것을 기대해볼 수 있다.

표10 생산적 금융 확대 위한 은행 자본규제 합리화 방안

		현행	개선방안	영향
주택담보대출 RW 하한 상향 (신규 기준)		15%	20%	부동산 쏠림 완화 및 생산적 분야로 자금 유입 촉진 신규 주담대 275조원 중 10% 수준인 27조원 감소
주식 RW 개선s	**250%**	은행이 기업과 장기적 경영관계를 목적으로 보유하거나, 채권 조정 목적의 출자전환주식, 상장주식	원칙적으로 모든 주식	국내은행의 총자본비율은 평균 약 24bp 상승, 지주의 경우 평균 약 19bp 상승
	400%	매매 목적의 비상장 주식, 벤처캐피탈이나 자본이득을 위한 투기적 비상장 주식거래	단기매매(보유 3년 미만) 목적의 비상장주식, 벤처캐피탈(예: 업력 5년 미만)이나 자본이득을 위한 투기적 비상장 주식거래	주식 RW 합리화에 따라 RWA 31.6조원 감소 → 투자여력 확대
펀드 RW 합리화		특례적용 요건 가이드라인 부재	RW 100% 적용이 가능한 정책 목적 펀드 특례 요건을 명확화하고 가이드라인을 제시	은행의 예측가능성 확보 및 각종 정책펀드의 적기 추진 가능

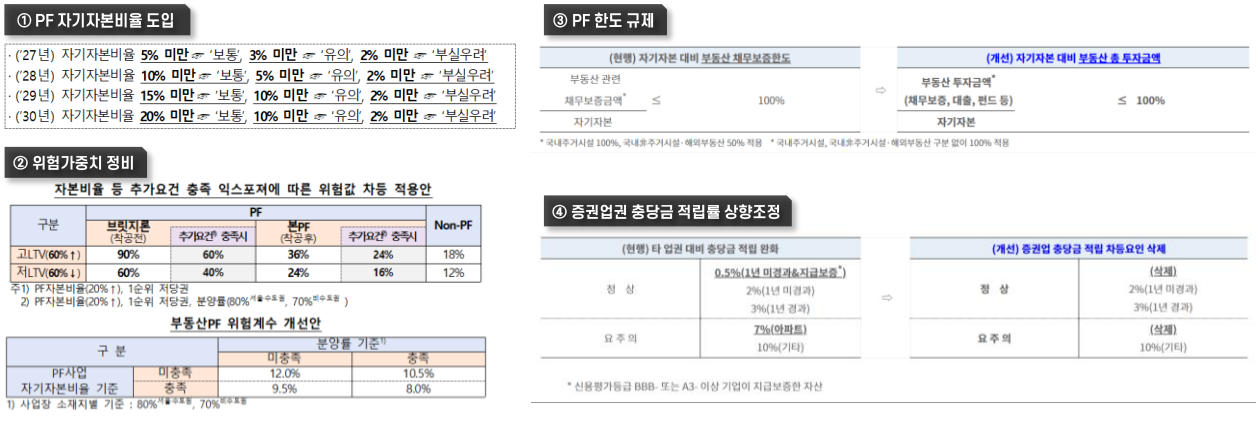
자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

그림15 국내은행지주 생산적 금융 계획



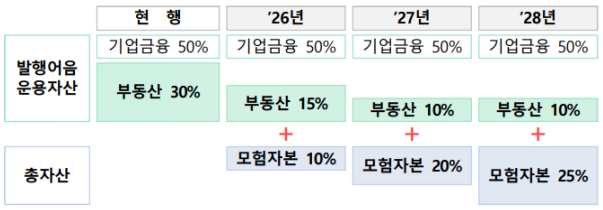
자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

그림16 부동산PF 건전성 제도개선 추진 방안



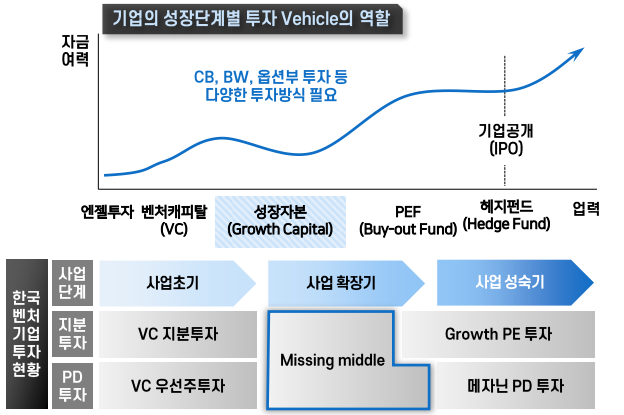
주: 증권사의 경우 모험자본 공급 유도 필요성 등을 감안해 일부 내용 1H26 내에 시행 예정
자료: 금융위원회

그림17 증권사 발행어음 운용규제 개선



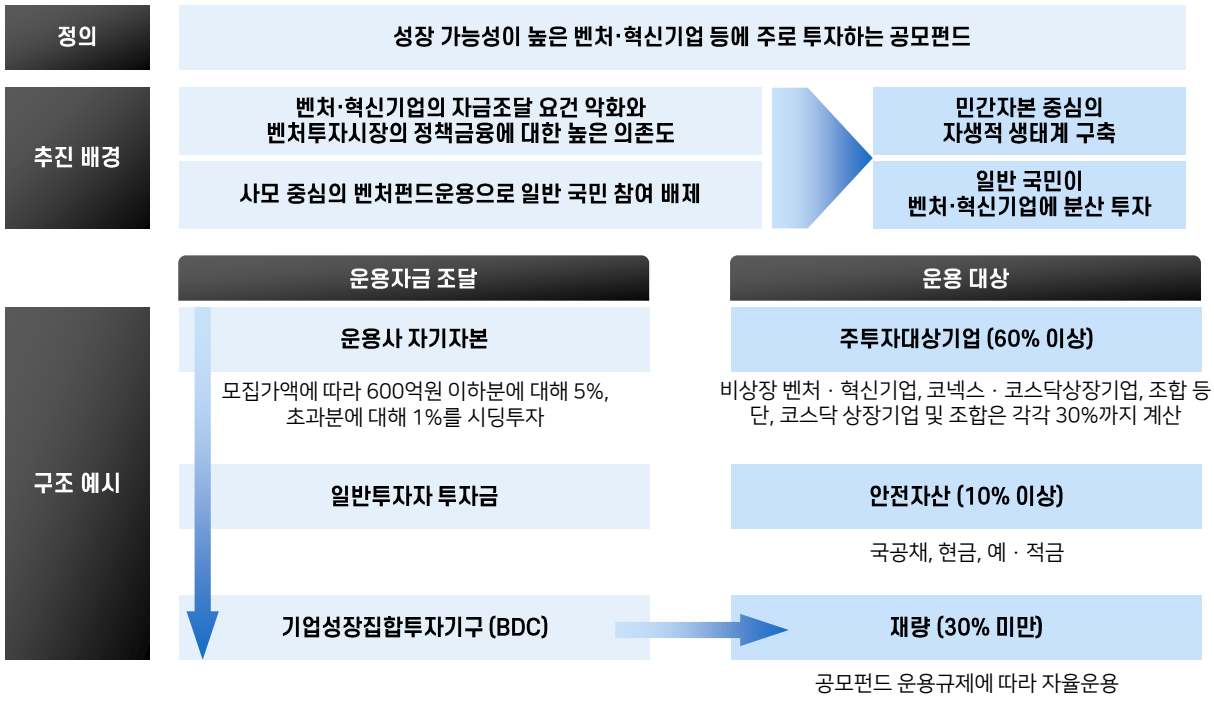
자료: 금융위원회

그림18 국내 자금조달 구조 한계



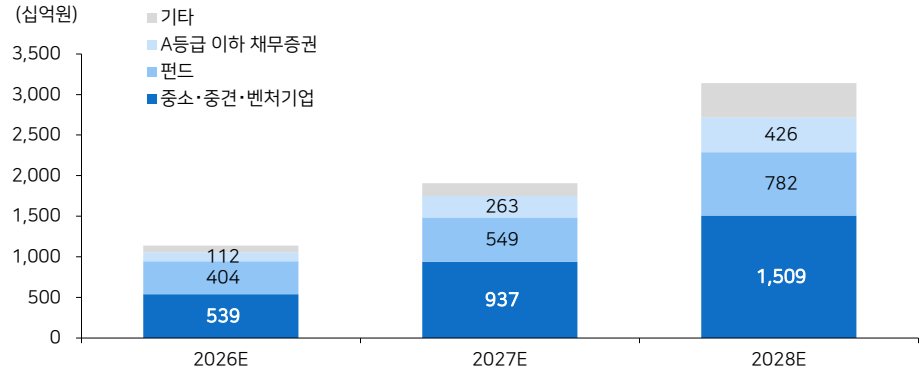
자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

그림19 기업성장집합투자기구(BDC)



자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

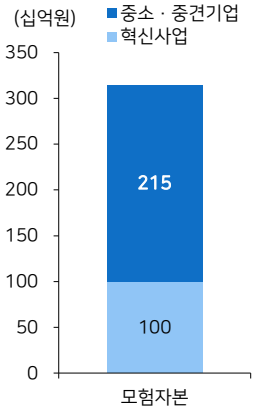
그림20 **키움증권 향후 3개년 신규 모험자본 공급계획**



시기	투자 금액 (십억원)	투자 대상
2026년	1,136	미들 스테이지 기업(스타트업과 후기 기업 사이) 중심 신규 발굴
2027년	1,908	Pre-IPO 및 중견기업 투자 확대
2028년	3,142	스케일업 기업 중심 자본 공급

자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

그림21 **NH투자증권 신규 모험자본 공급계획**



투자 금액 (십억원)	투자 대상	내용
215	중소 · 중견기업	중소 · 중견기업 자금 조달 지원 위해 브릿지론 · 사모사채 · QIB(적격기관투자자) 등에 금융 지원
100	AI · 반도체 · 딥테크 등 혁신사업	벤처 · 기술 특화 펀드 20여개에 1,000억원 출자하며 자본 직접 공급 이를 통해 정부 지정 국가전략사업인 AI, 반도체 소부장, 로보틱스, 모빌리티, 디지털 콘텐츠 등 분야를 지원

자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

증시 체질 개선과 자금 유입 간의 선순환: 금융 업권별 이익 민감도 분석

궁극적으로 이와 같은 여러 정책적인 변화는 자본시장의 활성화로 이어지고 있다. 이는 자본시장 주요 Player인 금융사에게 있어 구조적인 성장 발판이다.

금융 업권별로 현 정책들과의 영향을 이익 측면에서 분석해보자면 다음과 같다.

증권은 전 부문 영업수익이 확대될 수 있다.

1) 우선 일평균 거래대금 상승 기반한 브로커리지 이익 확대를 예상해볼 수 있다. 민감도 분석을 해볼 시 다음과 같다. 25년 일평균 거래대금은 22.7조원이었다. 가령 26년 거래대금이 50조원으로 기록하게 될 시, 25년 연간 순영업수익 대비 키움증권 96%, 미래에셋증권 89%, 삼성증권 69%, NH투자증권 53%, 한국투자증권 35% 수익이 확대될 수 있다.

2) 이에 더해 2021년과 달리 증시 체질이 진행된다는 점을 고려해 볼 시, IB 및 주식시장 활성화에 따른 트레이딩 또한 수익이 확대될 수 있다. 현 증시 체질 개선은 우선적으로 ECM 딜 확대로 이어질 수 있다. 현재 ECM 시장은 2021년보다 낮다는 점에서 성장여력이 여전히 남아있다. 또한 3차 상법 개정안이 진행된 만큼, 이와 관련된 IB딜 수수료 확대는 필연적이다.

한편 3) 발행어음/IMA 인가를 받은 증권사 중심으로 조달에 대한 우위가 있는 가운데, IB/트레이딩 수익 차별화를 기대해볼 수 있다. 한국금융지주가 작년 순이익 2조원을 달성한 주요 배경이다. 일례로 한국금융지주의 발행어음/IMA 소진율이 95%일 시, 세전이익의 9%를 추정해볼 수 있다.

은행은 증권과 같은 비은행 부문 자회사 비중이 높을수록 유리하다. 2021년 당시 대부분 자회사 은행보다 자회사 증권사의 ROE가 더 높았으며, 이에 따른 실적 개선을 경험한 바 있다. 이에 따른 민감도 분석을 해볼 시 다음과 같다. 증권 자회사를 지닌 은행 지주 기준 25년 증권 자회사 이익이 전년대비 10% 증가하게 될 시, KB금융은 12%, 신한지주 8%, 하나금융 6%, 우리금융 1%, BNK금융 3%, iM금융은 15%의 이익이 확대될 여력이 발생한다.

보험은 투자손익 부문이 존재하나, 운용자산의 30% 이상이 채권으로 운용, 주식에 대한 비중이 타 업권대비 적어 긍정적인 영향이 적을 것으로 예상한다 (삼성화재 운용자산 2025년 중 채권 31%, 대출 30%, 주식 20%).

표11 커버리지 증권사 순영업수익 2025년 vs. 2024년 연간

(십억원)	한국투자증권			NH투자증권			미래에셋증권			삼성증권			키움증권		
	'24년	'25년	(% YoY)	'24년	'25년	(% YoY)	'24년	'25년	(% YoY)	'24년	'25년	(% YoY)	'24년	'25년	(% YoY)
순영업수익	**2,200**	**3,057**	***39.0***	**2,012**	**2,676**	***33.0***	**2,068**	**2,512**	***21.5***	**2,066**	**2,399**	***16.1***	**1,605**	**2,038**	***27.0***
위탁매매	345	490	*41.8*	459	647	*41.0*	705	1,011	*43.4*	566	746	*32.0*	713	887	*24.4*
자산관리	162	209	*29.0*	103	118	*13.9*	282	342	*21.4*	161	163	*1.1*	-	-	
IB	614	705	*14.9*	382	437	*14.5*	186	167	*(9.9)*	315	305	*-3.0*	209	277	*32.3*
트레이딩 및 이자손익, 기타	1,078	1,653	*53.3*	1,068	1,475	*38.0*	895	992	*10.8*	1,025	1,185	*15.6*	683	875	*28.2*

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표12 한국금융지주 순영업수익 분기별 추이

(십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
순영업수익	**535.5**	**975.2**	**1,145.00**	**1,332.70**	**934**
순수수료수익	313.4	332.6	378.7	415.5	435.4
순이자수익	334.7	353.7	373.9	442.3	421.4
배당금수익	18.8	55.3	30.7	27.1	29.8
금융자산(부채) 평가 및 처분손익	**-48.1**	**85.8**	**277**	**403.9**	**431.7**
기타 (영업외포함)	-83.4	147.7	84.7	43.8	-384.3

자료: 한국금융지주, 메리츠증권 리서치센터

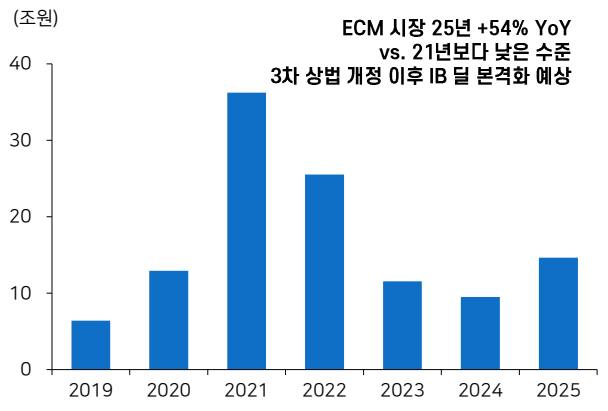
표13 증권사별 거래대금 순영업수익 민감도 분석

2025년 일평균 거래대금 22.7조원

25년 연간 순영업수익 대비 (%)		키움증권	미래에셋증권	삼성증권	NH투자증권	한국투자증권
거래대금 가정 (조원)	**45**	86	80	62	48	32
	50	96	89	69	53	35
	55	105	98	75	59	39
	60	115	106	82	64	42
	65	125	115	89	69	46
	70	134	124	96	75	49

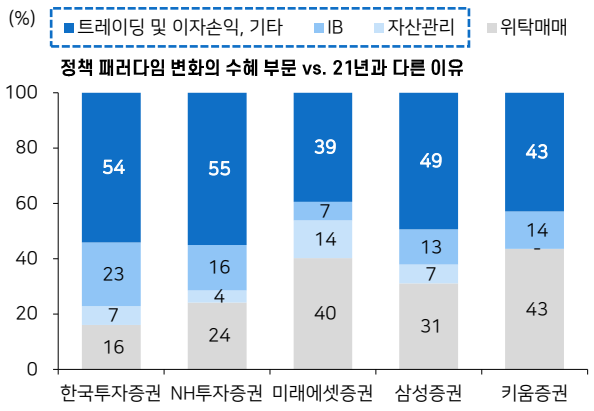
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림22 ECM 주관실적 추이



자료: 더벨, 메리츠증권 리서치센터

그림23 커버리지 증권사 순영업수익 부문별 비중 (2025년)



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림24 증시 개편과 증권사 IB

주요 로펌 기업지배구조 대응방안

주요 이슈	법 개정 내용 및 방향	영향	대응방안
상법 개정	이사의 충실의무 확대	배임죄로 인한 소송 부담 증가	주주 커뮤니케이션 강화
	집중투표제 활성화	이사회 구성의 급격한 변화	시차임기제 도입
	감사위원 분리 선출 확대	소수 주주의 감사위원회 주도	의결권 위임 전략 검토
자본시장법 개정	자사주 원칙적 소각 의무화	경영권 방어 약화	지분/재무구조 개편 검토
	쪼개기 상장 시 모회사 주주에 신주 우선 배정	IPO 일정 장기화	상장 시기 및 전략 수정 검토

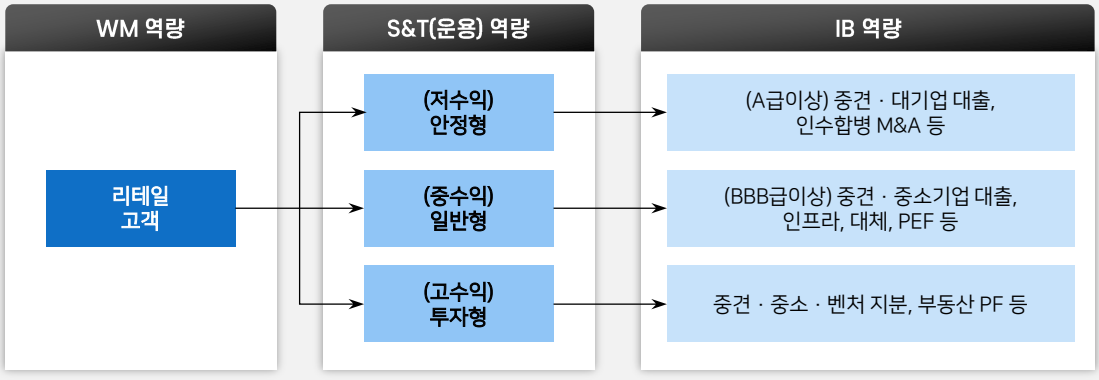
증권사 IB 수익 확대

증권사 IB수익 예시

예시	증권사 수익 관련 예시
자사주 활용 전략 수립 필요	자사주 소각 결정 및 이에 따른 잔여 자본 구조나 배당정책 설계 위한 자문 제공 가능
지배구조 개편 니즈 증가	인수 · 합병 · 분할 등 구조조정 관련 자문 제공 가능
지분율 방어 전략 수립 필요	자본조달 구조 설계 제공 가능 (CB발행, 우호지분 유치 등)

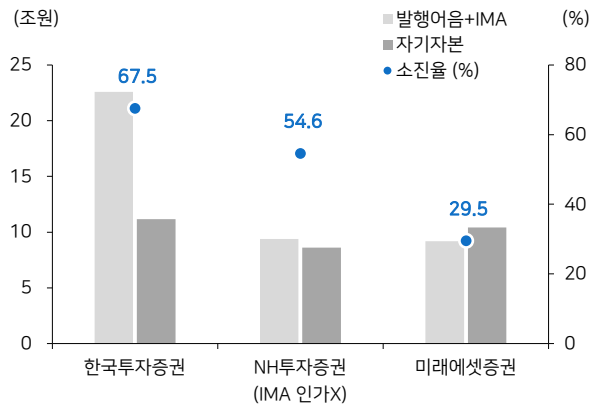
자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

그림25 IMA 상품 구조 예시



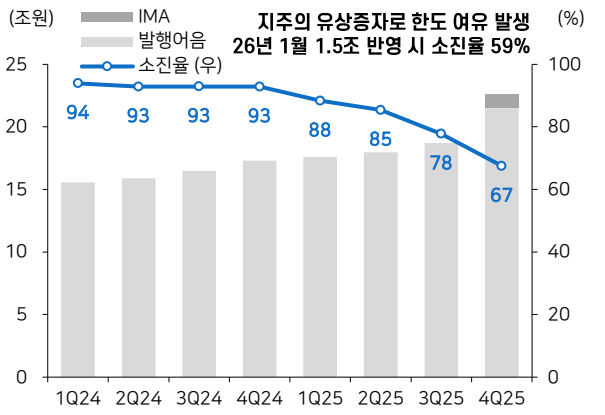
자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

그림26 **발행어음 소진율 (4Q25)**



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림27 **한국투자증권 발행어음/IMA 추이**



자료: 한국금융지주, 메리츠증권 리서치센터

표14 **한국투자증권 발행어음/IMA 소진에 따른 세전이익 영향**

자기자본: 4Q25말 + 지주의 1.5조원 유상증자 = 12.7조원

소진율 (%)	75	80	85	90	95	100
세전이익 대비 (%)	**4.0**	**5.3**	**6.5**	**7.8**	**9.1**	**10.4**

주: NIM 1.5% 가정
자료: 메리츠증권 리서치센터

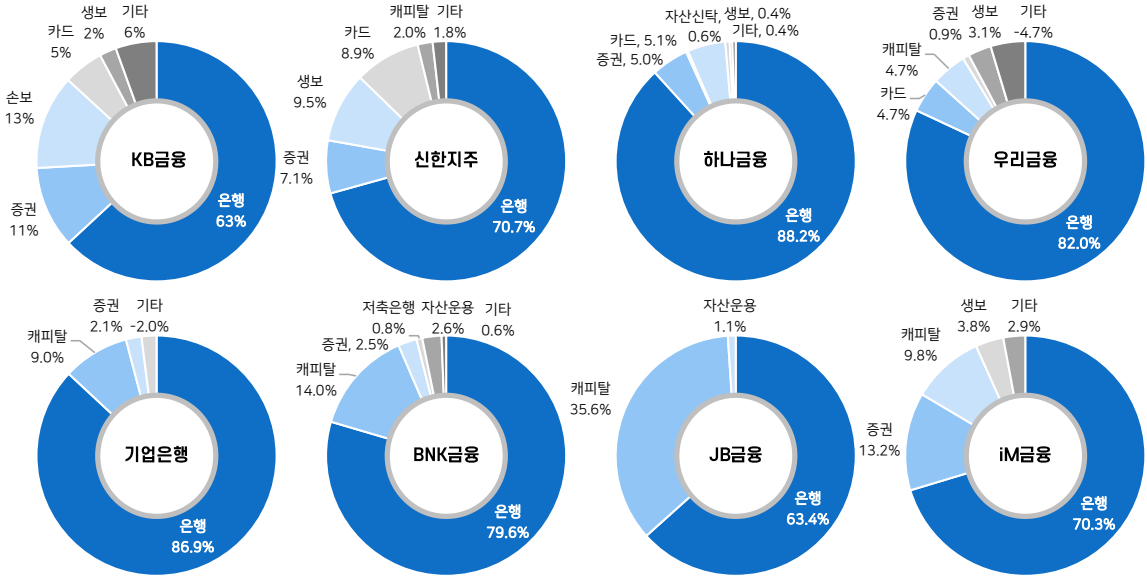
표15 **키움증권 발행어음 소진에 따른 세전이익 영향**

자기자본: 6.1조원 (4Q25말 별도)

소진율 (%)	20	25	30	35	40	45	50
세전이익 대비 (%)	**2.5**	**3.1**	**3.8**	**4.4**	**5.0**	**5.6**	**6.3**

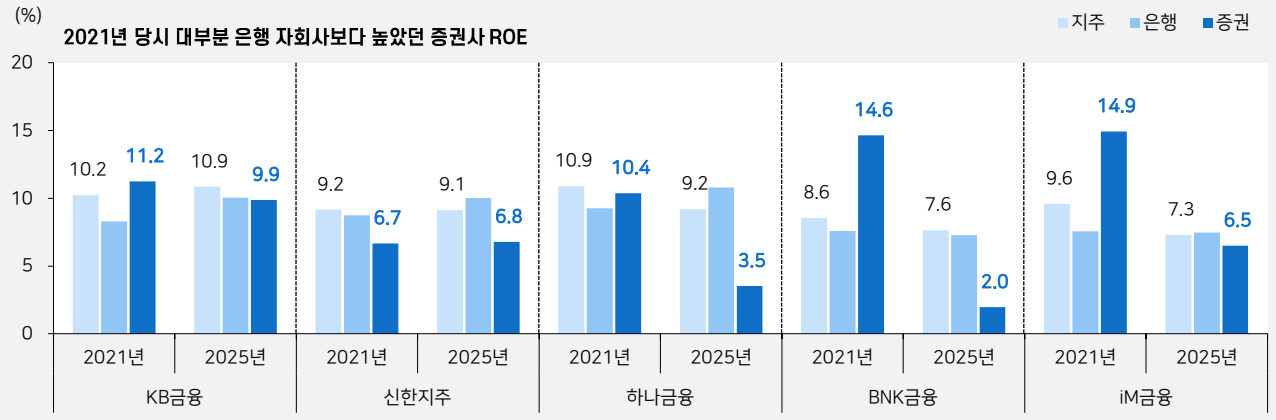
주: NIM 1.5% 가정
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림28 **커버리지 은행: 비은행 부문 현황 (2025년 연간)**



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림29 커버리지 은행 지주/은행/증권 ROE: 2021년 vs. 2025년



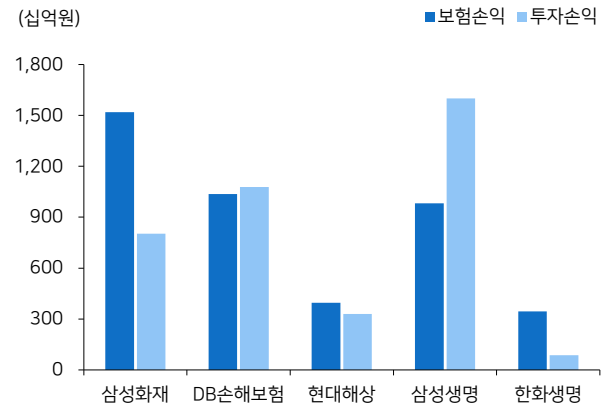
자료: 메리츠증권 리서치센터

표16 커버리지 은행 증권 이익 증가에 따른 전체 이익 영향

(십억원)		KB금융	신한지주	하나금융	우리금융	BNK금융	iM금융
25년 연간 이익	지주 전체	6,121	5,360	4,225	2,884	920	554
	증권 자회사	674	382	212	27	23	73
증권사 이익 개선에 따른 지주 이익 증가율 추정							
(%)		KB금융	신한지주	하나금융	우리금융	BNK금융	iM금융
증권사 이익 증가율 (%)	5	11.6	7.5	5.3	1.0	2.6	13.8
	10	12.1	7.8	5.5	1.0	2.8	14.5
	15	12.7	8.2	5.8	1.1	2.9	15.2
	20	13.2	8.5	6.0	1.1	3.0	15.8
	25	13.8	8.9	6.3	1.2	3.1	16.5

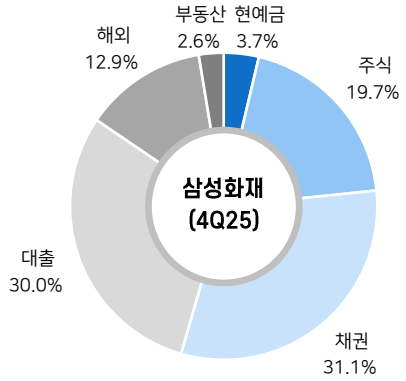
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림30 보험사 Top-line (2025년 연간)



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림31 삼성화재 운용자산 Breakdown (4Q25)



자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

주주환원 확대 정책과 금융주

정부의 '기업 밸류업 프로그램'을 기반으로 한 주주환원 확대 관련 정책들은 주주환원 확대 여력 관점에서 은행 〉 증권 ≥ 보험 순으로 수혜가 높다고 판단된다.

주주환원 확대를 독려하기 위한 여러 제도적인 변화가 나타나고 있다. 근본적으로 이를 이행하기 위해서는 금융사들이 충분한 자본력을 지니고 있는지가 우선적으로 요구된다.

은행은 안정적인 이익 체력과 더불어 RWA 관리 기반 자본비율 관리를 통해 주주환원 여력을 지속적으로 확대하고 있다. 증권은 상대적으로 이익 변동성이 높으나, 경상 이익 체력 제고 기반 주주환원 여력이 확대되고 있다. 보험은 실적과 자본에 있어 불확실성이 높았으나 현재 저점을 통과하고 있는 가운데, 보유 자사주 비중이 많다는 점과 해약환급금준비금 제도 개선이라는 이벤트가 발생될 시 주주환원에 대한 기대감이 단기간에 크게 확대될 수 있겠다.

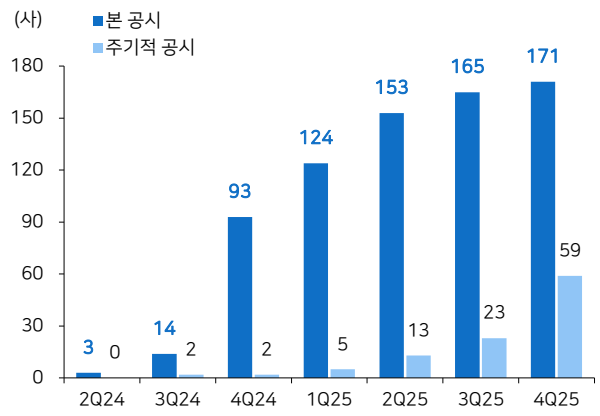
주주 친화적인 경영 문화의 시초, 기업가치 제고 프로그램

2024년 금융위원회와 한국거래소의 기업가치 제고 프로그램 시행을 기점으로 주주 친화적인 경영 문화가 본격화되었다.

상장 기업들은 기업가치 제고 계획을 통해 주주환원, 자본효율성, 성장성, 시장평가 등 다양한 재무지표 목표를 수립함으로써 시장과의 소통을 적극적으로 진행하고 있다. 2025년말 기준 171개의 기업이 공시하였다.

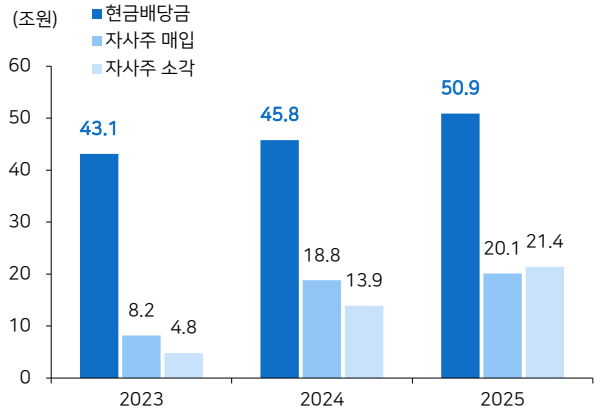
결과적으로 주주환원 규모가 크게 확대되었다. 상장기업 합산 기준 1) 2025년 현금배당금은 50.9조원으로 전년대비 11% 증가했으며 (24년 +6.3% YoY), 2) 2025년 자사주 매입과 소각은 각각 20.1조원 (+6.9% YoY), 21.4조원 (+54.0% YoY)으로 증가했다.

그림32 **기업가치 제고 계획 공시 기업 누적 추이**



자료: 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

그림33 **상장사 주주환원금 추이**



자료: 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

확대된 배당, 그리고 세제 혜택까지

정부는 기업가치 제고 프로그램과 함께 주주환원 관련 세제혜택까지 시행함에 따라 주주환원금 확대 유인을 지속적으로 제고하고 있다.

25년 12월 당시 고배당 기업에 배당소득 분리과세를 적용하는 조세특례제한법 개정안이 국회 본회의를 통과했다. 구체적으로 고배당 상장기업으로부터 받은 배당소득에 대해 1) 2,000만원 이하 14% (지방세 포함 15.4%), 2) 2,000만원 초과 ~ 3억원 이하 20% (22.0%), 3) 3억원 초과 ~ 50억원 이하 25.0% (27.5%), 4) 50억원 초과 30.0% (33.0%)의 분리과세 세율을 적용하는 것이다. 해당 제도는 2026년 1월 1일 이후 지급한 배당분에 대한 적용된다. 적용 대상 요건은 1) 배당성향 40% 이상 (우수형 법인) 또는 2) 배당성향이 25% 이상이면서 배당이 전년대비 10% 이상 증가 (노력형 법인)이다.

이는 25년 7월에 발표된 기존 정부안대비 1) 세율 구조가 3단계에서 4단계로 바뀌었으며 (50억원 초과 신설), 2) 노력형 법인 적용 요건이 강화 (기존 직년 3년 평균대비 5% 이상 증가 vs. 현재 전년대비 10% 이상 증가) 되었다는 점에서 상장사들의 배당 확대 유인을 더 확대하였다.

해당 제도에 힘입어 4Q25 중 금융사들의 배당 확대 기조가 눈에 띄게 나타나게 되었다.

은행 합산 2025년 배당금은 6.5조원으로 전년대비 16% 증가했다. 기업은행 제외 모두 분리과세 기준을 충족했다. 우리금융의 경우 감액배당을 시행하고 있음에도 불구, 분리과세 기준까지 실질적으로 충족했다.

증권 합산 2025년 배당금은 1.8조원으로 전년대비 54% 증가했다. 미래에셋증권 제외 모두 분리과세 기준을 충족했다. 미래에셋증권의 경우 배당금은 예상을 하회했으나 (보통주 DPS 300원 vs. 컨센서스 445원; 배당성향 11%), 주식배당을 진행했다 (2월 24일 종가 기준 총 2,855억원; 0.00425568주).

보험 합산 2025년 배당금은 2.2조원으로 전년대비 11% 증가했다. 현재 커버리지 중 삼성화재/DB손해보험/삼성생명만이 배당이 가능하다. DB손해보험의 경우 연간 실적 감소에도 불구 (25년 연결 순이익 -3% YoY), 배당이 예상대비 크게 확대되었다 (DPS 7,600억원 vs. 컨센서스 6,900원; 연결기준 배당성향 26%). 다만 삼성화재 (컨센서스대비 -5%)와 삼성생명 (컨센서스대비 -4%)은 예상을 하회했다.

이와 같은 기조는 분리과세 시행 기간이 2028년 12월 31일까지인 점을 고려해볼 시, 올해에도 당연 지속될 예정이다.

한편 감액배당에 대해서도 은행들은 전향적인 태도를 보여줄 것으로 예상된다. 우리금융 외에도 KB금융/신한지주/하나금융/iM금융 또한 주주총회를 통해 도입할 것으로 전망한다 (KB금융 감액배당 안건 정기주총 상정).

표17 **배당소득 분리과세 개요**

구분	내용	
시행 기간	2026년 1월 1일 ~ 2028년 12월 31일까지 발생(지급)하는 배당소득	
세율 (지방세 포함 기준)	2,000만원 이하	14.0% (15.4%)
	2,000만원 초과 ~ 3억원 이하	20.0% (22.0%)
	3억원 초과 ~ 50억원 이하	25.0% (27.5%)
	50억원 초과	30.0% (33.0%)
적용 대상 요건	배당성향이 40% 이상 또는 배당성향이 25% 이상이면서 배당이 직년 3년 평균대비 5% 이상 증가	배당성향이 40% 이상 또는 배당성향이 25% 이상이면서 배당이 전년 대비 10% 이상 증가
적용 제외		2024년대비 현금 배당액 감소한 경우

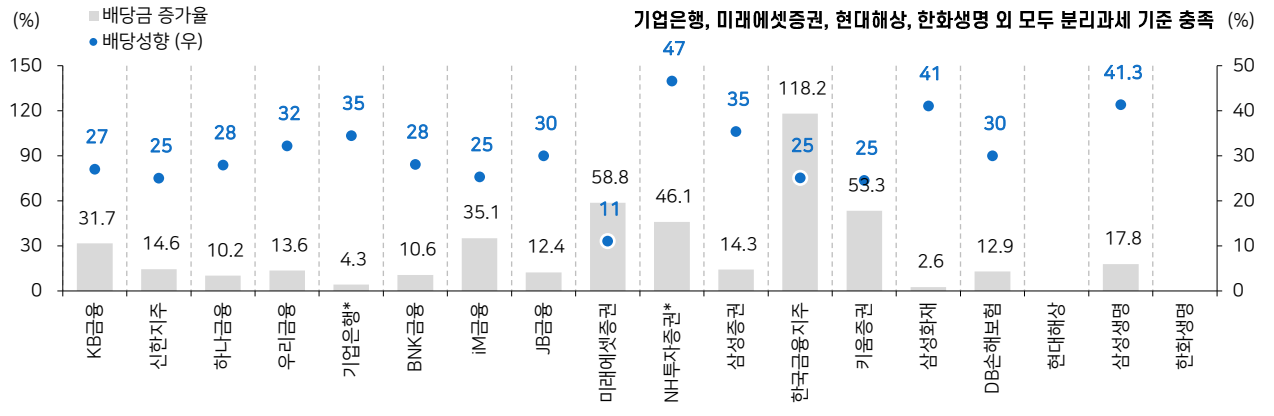
자료: 기재부, 메리츠증권 리서치센터

표18 **배당소득 분리과세: 정부안 vs. 수정안**

구분	정부안 ('25.7)	수정안 ('25.12)
적용세율	3억원 초과구간 35%	3억원 초과 50억원 이하 구간 25% 50억원 초과구간 30%
시행시기	'26년 발생한 이익 배당분	'26.1.1. 이후 지급한 배당분
적용대상 전제요건	전년대비 배당이 감소하지 않을 것	'24년 사업연도 대비 배당이 감소하지 않을 것
노력형법인 적용요건	직년 3년 평균대비 5% 이상 증가	전년대비 10% 이상 증가

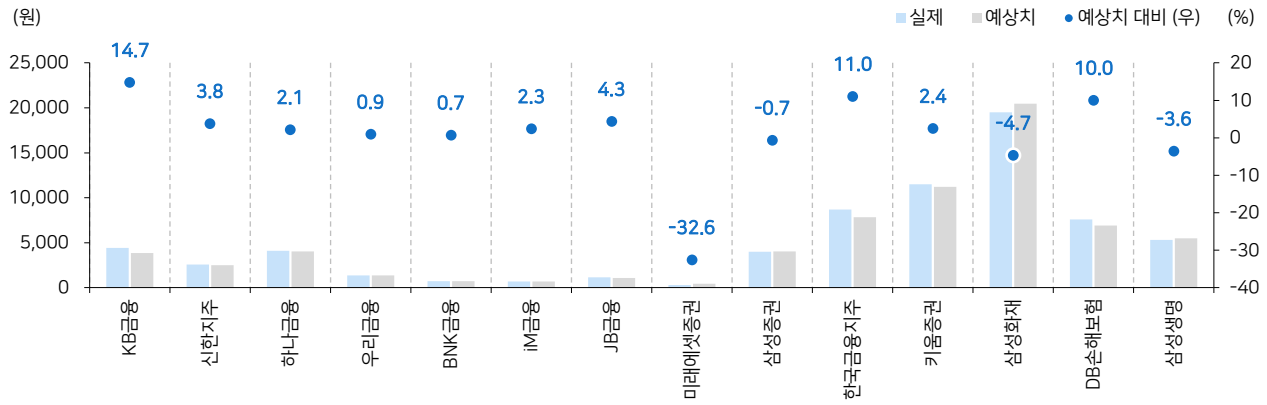
자료: 기재부, 메리츠증권 리서치센터

그림34 **커버리지 금융 2025년 배당금 증가율 및 배당성향**



주: *당사 추정치
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림35 **커버리지 금융 2025년 DPS vs. 컨센서스**



자료: 각 사, Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림36 **KB금융 주주총회소집 결의**

1. 구분	정기주주총회	
2. 일시	2026-03-26	10:00
3. 장소	서울특별시 영등포구 국제금융로8길 26(여의도동) 국민은행 여의도본점 4층 강당	
4. 의안 주요내용	제1호 의안: 2025회계연도(2025.1.1~2025.12.31) 재무제표(연결재무제표 포함) 및 이익배당(안) 승인의 건 제2호 의안: 정관 변경의 건 제3호 의안: 자본준비금 감소의 건 제4호 의안: 이사 선임의 건(사외이사 3명 선임) -제4-1호: 사외이사 후보 최재홍 -제4-2호: 사외이사 후보 이명활 -제4-3호: 사외이사 후보 서정호 제5호 의안: 감사위원회 위원이 되는 사외이사 선임의 건 - 감사위원회 위원이 되는 사외이사 후보 조화준	

자료: Dart

배당 분리과세 충족 위한 필수 요건, 기업가치 제고 계획 공시

2월 24일 금융위원회는 지난 1월 도입된 배당소득 분리과세의 후속 조치로 고배당 기업이 세제 혜택을 받으려면 기업가치 제고 계획을 통해 요건 충족 사실을 알려야한다는 내용을 담은 조세특례제한법 시행령 개정안을 의결했다. 구체적으로 고배당 기업은 매 사업연도 결산 이후 정기주주총회에서 이익 배당을 결의한 다음 날까지 직전 사업연도 배당소득, 배당 성향, 이익 배당 금액 등 특례 요건 충족 실적을 포함해 기재해야 한다.

커버리지 중 1) 은행은 해당 요건들 모두가 해당되며, 2) 증권은 미래에셋증권 제외 분리과세 기준을 충족, 이 중 삼성증권은 기업가치 제고 계획 공시가 필요하며, 3) 보험은 삼성화재/DB손해보험/삼성생명이 분리과세 기준을 충족, 이 중 삼성생명은 기업가치 제고 계획 공시가 필요하다

표19 **배당소득 과세특례 대상기업의 공시방법**

공시기한	매년 사업연도 결산이 종료된 후 정기주주총회에서 이익배당을 결의한 날의 다음 날까지
공시 위치	한국거래소 상장공시제출시스템
공시 내용	과세특례 요건을 모두 갖추었음을 보여주는 *실적을 포함하여 기업가치 제고계획 공시를 작성 (*실적 항목: 직전 사업연도 발생 배당소득, '24.12.31이 속하는 사업연도 발생 배당소득, 직전 사업연도 배당성향, 직전 사업연도 이익배당금액 및 전전 사업연도 이익배당금액)
기업가치 제고계획 공시	작성 내용은 원칙적으로 기업의 선택에 따르며, 한국거래소의 기업가치 제고계획 가이드라인 · 해설서 및 기재상 유의사항 등 참고 가능
공시 첫해 약식공시 허용	배당소득 특례요건 충족 사실, ROE · 배당성향 목표, 자본적지출(CAPEX) 목표와 같은 핵심 내용만 공시 본문에 기재하는 등 기존의 기업가치 제고계획보다 간소화된 약식 공시도 허용 (공시는 간소화하나, 실질적인 기업가치 제고 계획을 위한 목표 수립 필요)

자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

표20 **은행 배당소득 분리과세 충족 및 기업가치 제고계획 공시 여부**

	KB금융	신한지주	하나금융	우리금융	기업은행*	BNK금융	iM금융	JB금융
배당금 전년대비 증가율 (%)	32	15	10	14	4	11	35	12
배당성향 (%)	27	25	28	32	35	28	25	30
분리과세 충족여부	O	O	O	O	X	O	O	O
기업가치 제고계획 공시 여부	O	O	O	O	O	O	O	O

주: *당사 추정치
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표21 **증권/보험 배당소득 분리과세 충족 및 기업가치 제고계획 공시 여부**

	미래에셋증권	NH투자증권*	삼성증권	한국금융지주	키움증권	삼성화재	DB손해보험	삼성생명
배당금 전년대비 증가율 (%)	59	46	14	118	53	3	13	18
배당성향 (%)	11	47	35	25	25	41	30	41
분리과세 충족여부	X	O	O	O	O	O	O	O
기업가치 제고계획 공시 여부	O	O	X	O	O	O	O	X

주: *당사 추정치
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

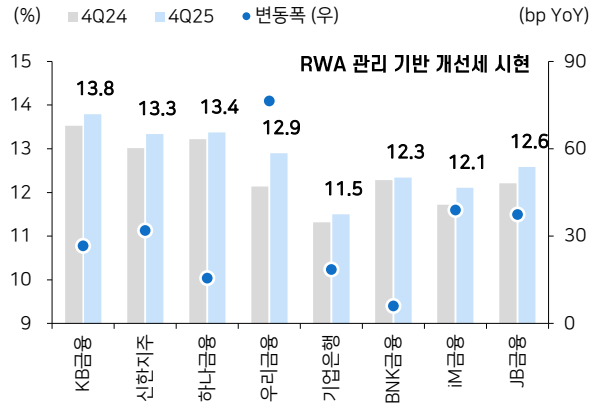
자사주 매입/소각의 정례화

금융사들은 배당 확대에 이어 자사주까지 활용하며 적극적인 주주환원정책을 펼치고 있다. 커버리지 금융사 중 은행과 증권이 이를 활용하고 있는 가운데, 그 중 은행이 가장 적극적이다.

은행 중 기업은행을 제외한 모든 은행들이 자사주 매입 및 소각을 진행하고 있다. 은행들은 RWA 감축 (2025년 +3% vs. 2024년 +7% ytd)을 통해 CET-1비율 개선세를 시현했다 (4Q25 커버리지 단순평균 +31bp YoY). 이는 곧 주주환원 여력 확대를 의미한다. 이에 맞게 4Q25 실적 시즌 중 예상을 상회한 자사주 매입을 발표하였다. 1H26 커버리지 합산 자사주 매입은 2.7조원 (BNK금융 500억원 추정)으로 추정치 2.2조원을 상회했다. 이 중 KB금융이 예상을 크게 상회했다 (1.2조원 vs. 당사 기존 추정치 7,900억원; 이연된 부분 고려). 종합적으로 은행 주주환원율 중 자사주 매입량이 크게 확대(커버리지 합산 24년 2.1조원 → 25년 3.9조원 → 26년 4.8조원 추정)되며 주주환원율이 우상향하고 있다 (커버리지 가중평균 24년 38% → 25년 46% → 26년 50% 추정).

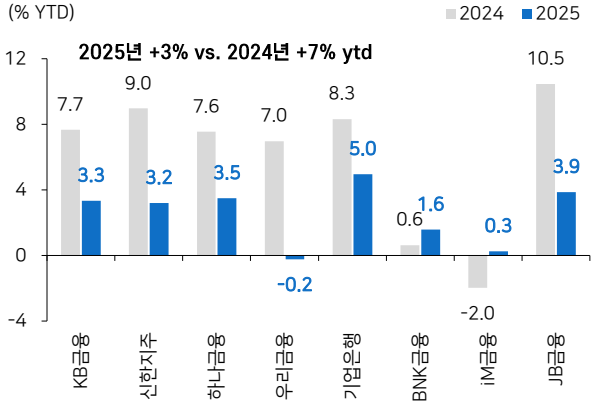
증권 중 미래에셋증권, NH투자증권, 키움증권이 자사주 매입 및 소각을 진행하고 있다. 은행과 비교해볼 시, 주주환원율 중 배당 활용에 초점이 맞춰져 있다. 미래에셋증권의 경우 2025년 중 주식배당을 진행하며 총주주환원율은 40%를 기록했다 (배당 11% + 주식배당 18% + 자사주 11%). NH투자증권은 매년 초 자사주 매입을 발표하는 가운데, 당사는 주주환원율 50%를 추정하고 있다 (배당 47%+자사주 3%). 키움증권은 목표 주주환원율 별도 기준 30%를 제시, 이 중 배당성향은 25%에 해당한다.

그림37 은행 CET-1비율: 4Q25 vs. 4Q24



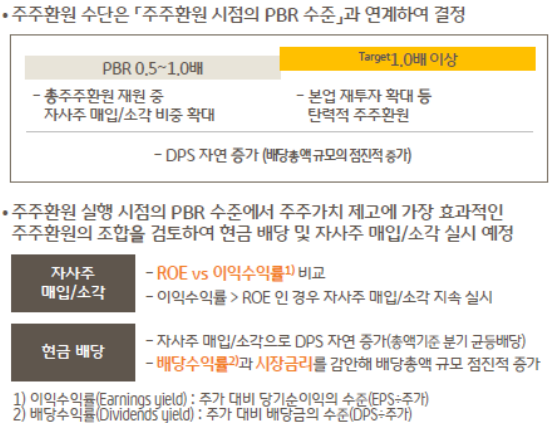
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림38 은행 RWA 성장률



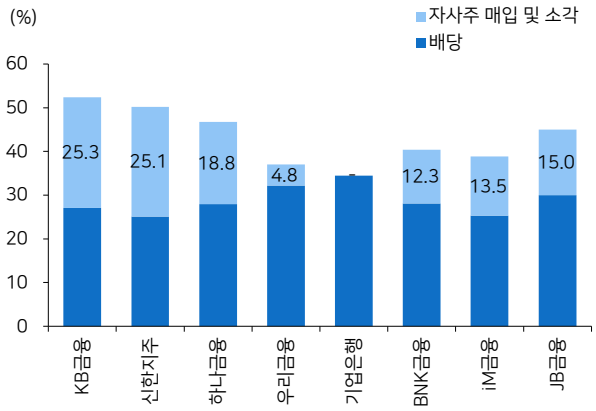
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림39 KB금융 주주환원 수단의 결정



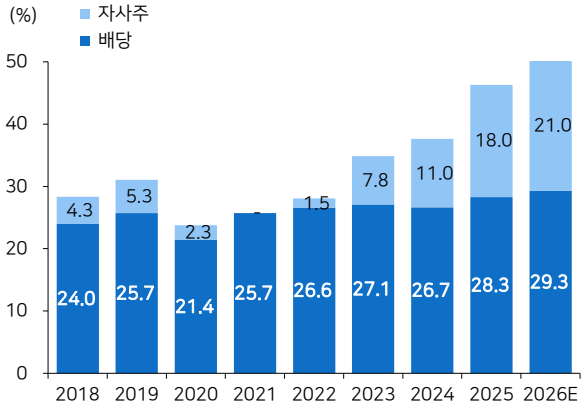
자료: KB금융

그림40 은행 2025년 연간 주주환원율



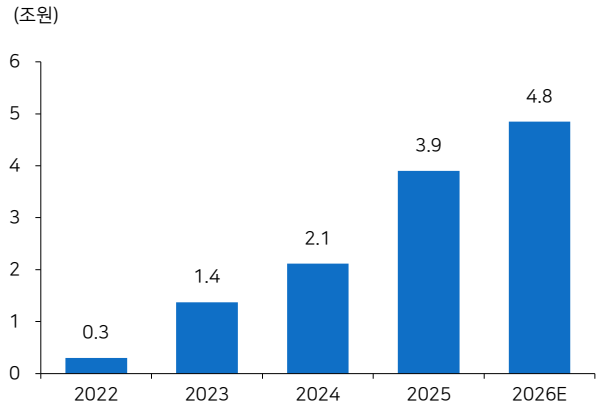
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림41 커버리지 은행 가중평균 주주환원율 추이 및 전망



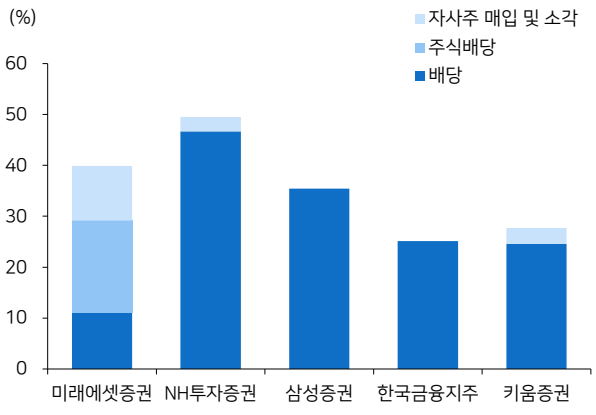
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림42 커버리지 은행 자사주 매입/소각 추이 및 전망



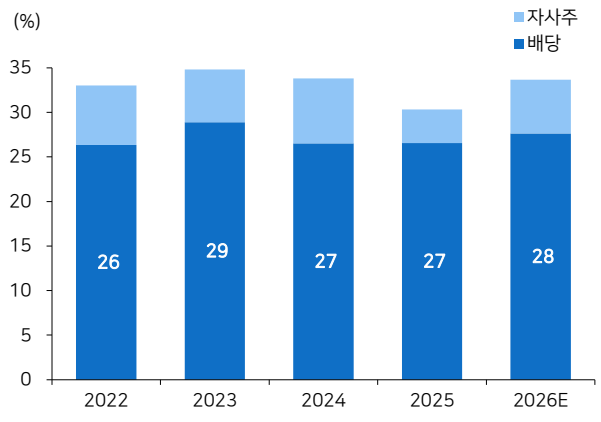
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림43 증권 주주환원율 2025년 연간



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림44 커버리지 증권 합산 주주환원율 추이 및 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

보유 자사주에 대한 논의 본격화

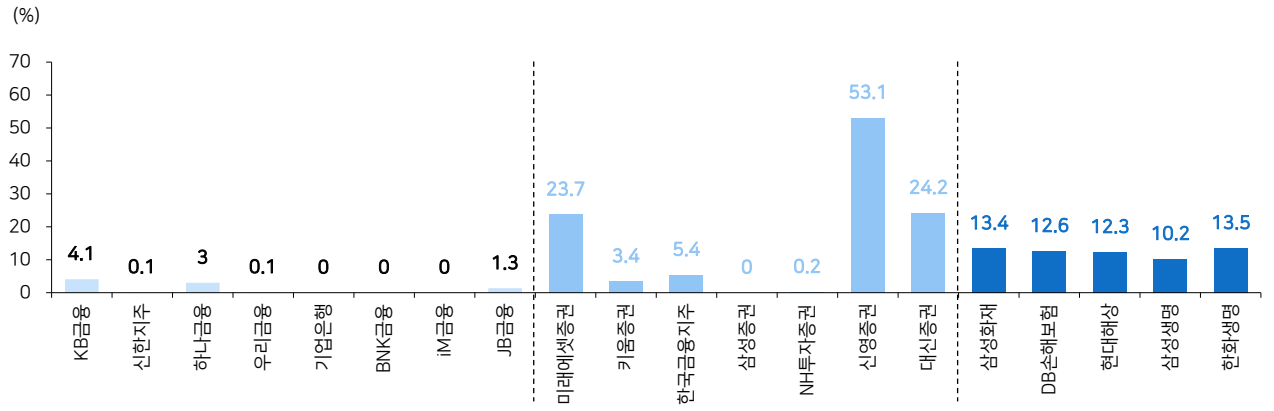
2월 중 3차 상법 개정안의 본회의 통과를 기점으로 보유 자사주 처리에 대한 관심이 높아지고 있다. 금융사 중 대신증권은 3차 상법 개정안이 본격화되기 전 선제적으로 보유 자사주 소각을 공시하기도 했다 (보통주 18%, 우선주 전량 소각).

커버리지 금융사 중 보유 자사주 물량이 많은 곳은 보험과 증권 부문이다. 미래에셋증권, 삼성화재를 제외한 보험사들이 향후 어떤 결정을 내릴 지 주목할 필요가 있다.

증권사 중 미래에셋증권은 기업가치 제고 계획을 통해 매년 보통주 1,500만주 이상 소각할 계획을 발표한 바 있다. 현 주가 수준을 고려해볼 시, 신규 자사주 매입에 대한 부담이 존재, 보유 자사주 소각 여부에 대해 지켜볼 필요가 있다. 다만 해당 보유 자사주 1.1억주는 합병 자사주이기에, 소각할 시 5,500억원의 자본금 감소가 발생한다는 점을 고려할 필요가 있다.

보험사 중 1) 삼성화재는 이미 28년까지 보유 자사주를 균등소각할 것임을 공시했다. 2) DB손해보험은 작년 말 보유 자사주 2%를 소각한 가운데, 올해 2월 중 보유 자사주 5% 소각을 공시했다 (소각 예정일 3월 30일).

그림45 **금융주 보유 자사주 현황 (2월 25일 기준)**



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

표22 **커버리지 금융사 자사주 관련 주주환원정책 현황**

은행	전체	신규 자사주 매입 및 소각 동시 진행 중
증권	미래에셋증권	매년 보통주 1,500만주, 2우선주 100만주 이상 소각
	키움증권	23~25년 주주환원계획 중 기보유 자사주 전량 소각 제시
	NH투자증권	신규 자사주 매입 및 소각 동시 진행 중
보험	삼성화재	보유 자사주 28년까지 균등소각 (24년 15.9% -> 28년 5% 미만 목표)
	DB손해보험	25년 12월 중 보유 자사주 2% 소각, 26년 3월 중 보유 자사주 6% 소각

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

추가적인 주주환원정책에 주목해야하는 시기

3월 주총 이후 금융사들의 추가적인 주주환원정책이 발표될 것으로 예상한다.

은행 중 1) KB금융/신한지주/하나금융/iM금융은 이사회를 통해 감액배당을 도입할 것으로 예상된다. 2) 신한지주는 27년 주주환원율 50% 목표를 조기 달성했기에 새로운 기업가치 제고 계획을 발표할 것으로 예상한다. 3) iM금융 또한 27년 주주환원율 50% 목표에 대한 조기 달성의 가능성이 높기에 새로운 기업가치 제고 계획을 발표할 것으로 예상한다.

증권 중 1) 키움증권은 3개년 주주환원정책이 끝났기에 새로운 3개년 주주환원정책을 발표할 시기다. 2) 미래에셋증권의 경우 보유 자사주에 대한 동향을 지켜볼 필요가 있다. 3) 삼성증권은 배당 분리과세 기준을 충족했으나, 기업가치 제고 계획을 미공시했기에 공시 여부 확인이 필요하다.

보험사 중 1) 삼성생명은 배당 분리과세 기준을 충족했으나, 기업가치 제고 계획을 미공시했기에 공시 여부 확인이 필요하다. 2) DB손해보험은 보유 자사주에 대한 동향뿐만 아니라 3월 중 주주 행동주의의 공개 답변이 예정되어 있다. 3) 이외에도 보유 자사주 비중이 10% 이상인 삼성생명/한화생명/현대해상의 보유 자사주에 대한 동향을 지켜볼 필요가 있다.

표23 커버리지 금융사 주주환원정책

은행	KB금융	상반기: CET-1비율 13.0% 초과 자본은 배당총액, 상반기 자사주 매입/소각으로 활용 하반기: CET-1비율 13.5% 초과 자본은 하반기 자사주 매입/소각으로 활용
	신한지주	27년 CET-1비율 목표 13%+, 주식 수 450백만 (vs. FY23 513백만) 27년 주주환원율 50%
	하나금융	CET-1비율 13.0~13.5% 관리 목표: 단계적 주주환원 확대 27년 주주환원율 50%
	우리금융	CET-1비율 ~11.5%: 주주환원율 ~30% CET-1비율 11.5% ~ 12.5%: 주주환원율 ~35% CET-1비율 12.5% ~ 13.0%: 주주환원율 ~40% CET-1비율 13.0% ~: 주주환원율 ~50%
	BNK금융	CET-1비율 관리 목표 12.5% 27년 주주환원율 50%
	iM금융	CET-1비율 ~11.5%: 총 주주환원율 ~30% CET-1비율 ~12.3%: 총 주주환원율 ~40% CET-1비율 ~13.0%: 총 주주환원율 ~50% 27년 주주환원율 40%, 자사주 매입/소각 1,500억원
	JB금융	26년 주주환원율 50%: 총주주환원 - (전년배당 * 1.1배↑) = 자사주 매입/소각 CET-1비율 13.0% 초과 시 주주환원율 50% ↑ 검토
증권	삼성증권	중장기 주주환원율 50% (자기자본 8조 달성 이후 적극 확대 계획)
	NH투자증권	DPS 우상향 기조 유지 전년대비 증가한 당기순이익(별도)에서 현금배당과 법정 적립금을 차감한 잔여재원의 50% 한도 내 자사주 매입 및 소각을 활용 예정
	한국금융지주	-
	키움증권	FY2023~FY2025: 별도 재무제표 기준 주주환원성향 30% 이상 ROE>COE 주주환원율 30%, ROE = COE 주주환원율 40%, ROE < COE 주주환원율 50%
	미래에셋증권	FY2024~FY2026: 연결 지배주주 조정당기순이익 기준 주주환원성향 35% 이상 유지 매년 보통주 1,500만주, 2우선주 100만주 이상 소각
보험	삼성화재	K-ICS비율 목표 220% 보유 자사주 28년까지 균등소각 (24년 15.9% -> 28년 5% 미만 목표) 28년주주환원율 50%
	DB손해보험	K-ICS비율 목표 200~220% 28년 주주환원율 35% 25년 12월 중 보유 자사주 2% 소각, 26년 3월 중 보유 자사주 6% 소각
	현대해상	-
	삼성생명	K-ICS비율 목표 200~220% 중장기 (3~4년) 주주환원율 50%
	한화생명	-

주: 하늘색 음영 – 추후 변화 확인 필요한 종목들
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

Part 2.

투자전략

앞서 분석한 바와 같이 증시 개편에 따른 자금 유입 기반 이익 개선 여력 및 주주환원 여력을 종합적으로 고려하여 금융 업종 선호도를 증권 ≥ 은행 〉 보험으로 제시한다.

[증권] 머니무브 속 본격화된 성장동력

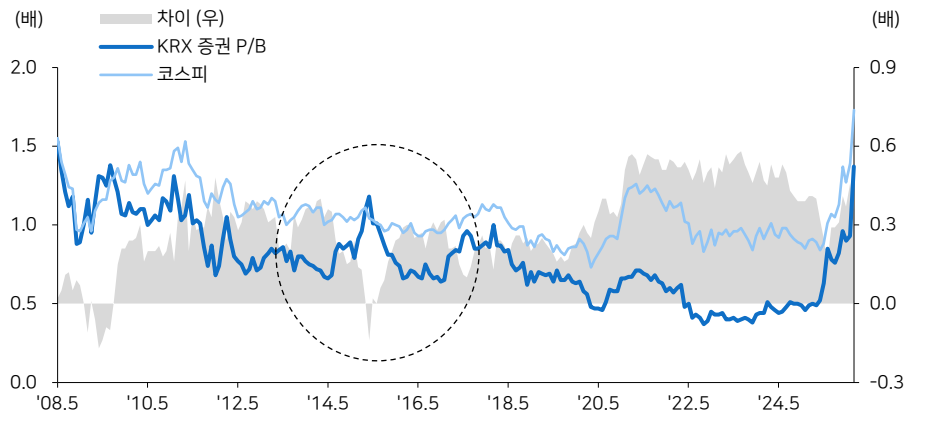
증권 업종에 대해 투자의견 Overweight 유지한다. 1) 지속적으로 발표되고 있는 증시 개편 정책, 개인/기업들의 가속화되는 증시로의 자금 유입 등 우호적인 영업 환경은 지속되고 있으며, 2) 발행어음/IMA 등을 기반으로 한 추가적인 이익 제고력도 유효하다. 3) 해당 성장동력을 보유한 증권사 중심 적극적인 주주환원정책까지도 기대할 수 있겠다.

앞서 본 바와 같이 현 대기자금 수준, 앞으로의 머니무브 동향을 고려하여 2026년 및 2027년 연간 거래대금 추정치를 각각 48조원, 40조원으로 상향했다. 이를 기반해 커버리지 증권사 2026년 및 2027년 이익 추정치를 각각 12%, 13%% 상향했다. 한편 현 증시의 구조적 개선은 증권사들의 성장동력이 확장되는 것을 뜻한다. 이는 2015년과 유사한 상황인 것을 고려, Valuation 상 할인율 축소로 반영할 수 있다. 이를 종합적으로 반영하여 커버리지 증권사들의 적정주가를 33% 상향한다.

최선호주는 한국금융지주 유지한다. 1) 발행어음에 이어 IMA에서도 강점 발휘가 예상되며 (1월 중 지주 1.5조원 유상증자 반영 기준 발행어음/IMA 소진율 약 60%), 2) 그동안의 디스카운트 요인이었던 주주환원도 적극적인 기조를 보임에 따라 할인율 축소에 따른 Valuation 매력이 더욱 부각되고 있다.

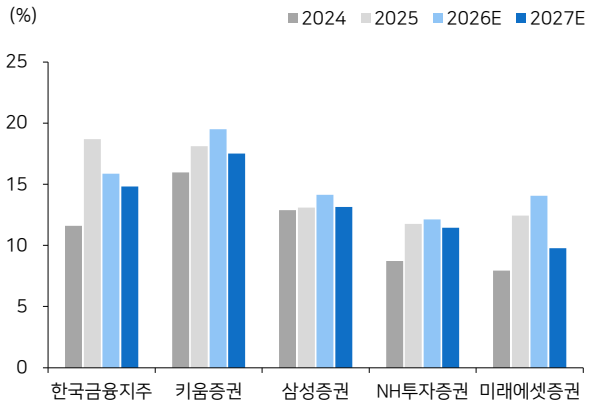
차선호주는 키움증권 유지한다. 1) 개인투자자 비중이 높은 코스닥 시장의 개편, ETF 시장 확대 (ETF LP 시장점유율 25% 1위) 등 동사만의 강점이 발휘될 환경이 조성되고 있으며, 2) 발행어음 기반 추가 성장 동력도 유효하다.

그림46 PBR (FY1): 코스피 vs. KRX증권



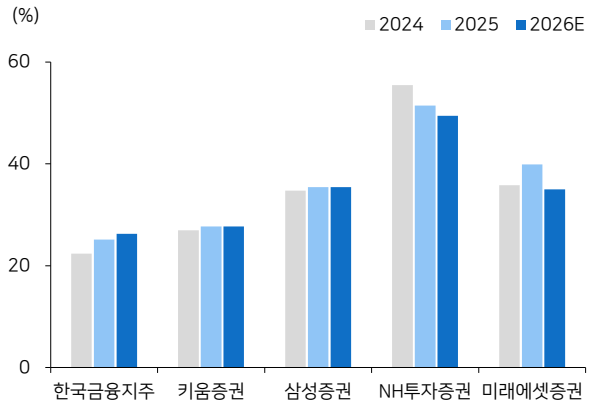
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림47 증권 ROE 추이 및 전망



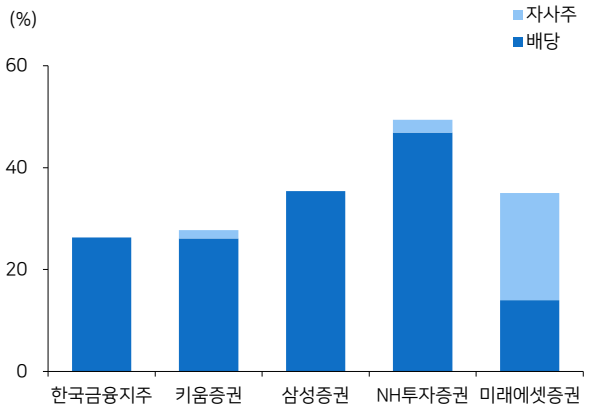
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림48 증권 주주환원율 추이 및 전망



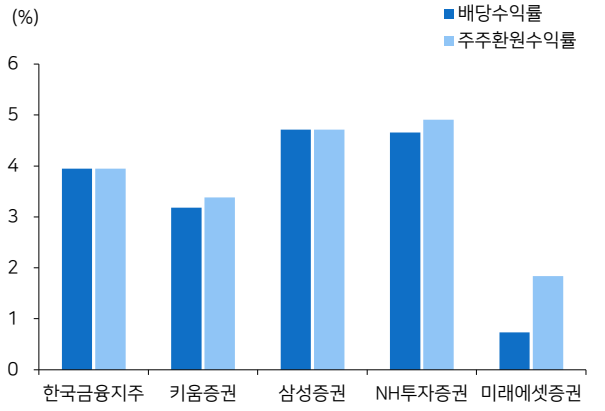
주: 회계연도 기준
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림49 증권 주주환원율 (2026E)



주: 회계연도 기준, 미래에셋증권 및 키움증권 목표 주주환원율 기준
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림50 증권 배당수익률 및 주주환원수익률 (2026E)



주: 3월 3일 종가 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

표24 커버리지 증권 연간이익 전망 변경

	New		Old		차이	
(십억원)	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
미래에셋증권	1,983.3	1,516.0	1,780.9	1,279.0	11.4	18.5
NH투자증권	1,177.7	1,215.0	1,037.1	1,091.6	13.6	11.3
삼성증권	1,194.7	1,241.5	1,104.0	1,150.5	8.2	7.9
한국금융지주	2,016.3	2,097.3	1,828.0	1,895.8	10.3	10.6
키움증권	1,404.4	1,440.8	1,293.1	1,283.8	8.6	12.2
합산	**7,776.3**	**7,510.6**	**6,964.4**	**6,640.0**	**11.7**	**13.1**

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표25 커버리지 증권 연간이익 추이

(십억원)	2024	2025	(% YoY)	2026E	(% YoY)	2027E	(% YoY)
미래에셋증권	921.6	1,579.8	71.4	1,983.3	25.5	1,516.0	(23.6)
NH투자증권	686.7	1,031.6	50.2	1,177.7	14.2	1,215.0	3.2
삼성증권	899.0	1,008.4	12.2	1,194.7	18.5	1,241.5	3.9
한국금융지주	1,039.7	2,020.4	94.3	2,016.3	(0.2)	2,097.3	4.0
키움증권	835.0	1,113.6	33.4	1,404.4	26.1	1,440.8	2.6
합산	**4,382.1**	**6,753.8**	**54.1**	**7,776.3**	**15.1**	**7,510.6**	**(3.4)**

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표26 커버리지 증권 지배주주 순이익 vs. 컨센서스

	2026E			2027E		
(십억원)	추정치	컨센서스	(% diff.)	추정치	컨센서스	(% diff.)
미래에셋증권	1,983.3	2,112.6	(6.1)	1,516.0	1,761.9	(14.0)
NH투자증권	1,177.7	1,159.2	1.6	1,215.0	1,159.2	4.8
삼성증권	1,194.7	1,195.1	(0.0)	1,241.5	1,161.3	6.9
한국금융지주	2,016.3	2,029.2	(0.6)	2,097.3	2,029.2	3.4
키움증권	1,404.4	1,371.9	2.4	1,440.8	1,354.5	6.4
합산	**7,776.3**	**7,868.0**	**(1.2)**	**7,510.6**	**7,466.0**	**0.6**

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표27 증권 적정주가 산출

	단위	한국금융지주	키움증권	삼성증권	NH투자증권	미래에셋증권
3개년 평균 ROE [A]	%	16.5	18.4	13.5	11.8	12.1
Cost of Equity [B]	%	8.4	8.5	7.6	7.6	9.7
할증폭 [C]		4.0	2.4	2.8	0.6	-
조정 COE [E=B+C]		12.4	10.8	10.4	8.2	6.1
Eternal Growth [D]	%	2	2	2	2	2
Adj. Fair PBR (이론적 PBR) [F=(A-D)/(E-D)]	배	1.4	1.9	1.4	1.6	2.5
Premium/Discount [G]	%	0	0	0	0	0
Target PBR [H=F*(1+G)]	**배**	**1.4**	**1.9**	**1.4**	**1.6**	**2.5**
지배주주 자기자본 [I]	조원	13.4	7.7	8.8	10.0	14.9
보통주 * [J]	백만주	56	24	89	356	555
12M Fwd BPS [K=I/J]	원	241,201	315,499	98,804	28,063	26,826
적정주가 [L=H*K]	**원**	**335,000**	**585,000**	**135,000**	**44,000**	**66,500**
현재가 (3/3) [M]	원	240,500	424,500	100,500	33,300	66,600
Upside Potential [N=(L-M)/M]	**%**	**39.3**	**37.8**	**34.3**	**32.1**	**(0.2)**

주: *주주환원정책에 기반
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표28 증권 적정주가 변경 내역

(원)	New	Old	차이 (%)	현재가 (3/3)	Upside Potential
한국금융지주	**335,000**	275,000	21.8	240,500	39.3
키움증권	**585,000**	485,000	20.6	424,500	37.8
삼성증권	**135,000**	110,000	22.7	100,500	34.3
NH투자증권	**44,000**	31,000	41.9	33,300	32.1
미래에셋증권	**66,500**	43,000	54.7	66,600	(0.2)

자료: 메리츠증권 리서치센터

표29 증권 Valuation table

		한국금융지주	키움증권	삼성증권	NH투자증권	미래에셋증권
종목코드		071050	039490	016360	005940 KS	006800 KS
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD
주가		240,500	424,500	100,500	33,300	66,600
적정주가 (원)		335,000	585,000	135,000	44,000	66,500
상승여력 (%)		39.3	37.8	34.3	32.1	(0.2)
지배순이익 (십억원)	2025	2,020	1,114	1,008	1,032	1,580
	2026E	2,016	1,404	1,195	1,178	1,983
	2027E	2,097	1,441	1,242	1,215	1,516
PER (배)	2025	4.2	6.4	6.7	7.3	8.4
	2026E	6.3	7.4	7.5	10.1	18.6
	2027E	6.0	7.2	7.2	9.8	23.7
PBR (배)	2025	0.75	1.06	0.83	0.80	1.00
	2026E	1.00	1.35	1.02	1.19	2.48
	2027E	0.90	1.19	0.89	1.06	2.24
EPS (원)	2025	38,310	45,496	11,292	2,895	2,770
	2026E	38,232	57,541	13,379	3,305	3,571
	2027E	39,769	59,034	13,903	3,410	2,806
BPS (원)	2025	215,524	273,910	90,361	26,473	23,344
	2026E	241,201	315,499	98,804	28,063	26,826
	2027E	267,780	358,033	112,707	31,472	29,789
ROE (%)	2025	18.7	18.1	13.1	11.8	12.4
	2026E	15.9	19.5	14.1	12.1	14.1
	2027E	14.8	17.5	13.1	11.5	9.8
ROA (%)	2025	1.6	1.6	1.4	1.4	1.1
	2026E	1.5	1.7	1.5	1.4	1.3
	2027E	1.5	1.7	1.5	1.4	0.9
DPS (원)	2025	8,690	11,500	4,000	1,350	300
	2026E	9,500	15,000	4,700	1,550	500
	2027E	10,000	16,500	5,100	1,600	450
배당수익률 (%)	2025	5.4	4.0	5.3	6.4	1.3
	2026E	4.0	3.5	4.7	4.7	0.8
	2027E	4.2	3.9	5.1	4.8	0.7
배당성향 (%)	2025	27.5	27.0	35.4	49.2	13.8
	2026E	29.0	26.1	35.4	49.5	18.2
	2027E	29.3	28.0	36.9	49.5	20.9

주: 3월 3일 종가 기준
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

[은행] Valuation 정상화 여력은 여전히 충분하다

은행 업종에 대해 Overweight 의견을 유지한다. 미국/일본 은행들의 ROE, 주주환원율 기반 민감도 분석 상 국내 은행들의 Valuation 정상화 여력(= 글로벌 PBR-ROE 추세선 회복)은 여전히 충분하다. 커버리지 은행 가중평균 2026E ROE 10%, 주주환원율 51% 기반 Target PBR 1.1배로 제시한다 (vs. 현재 PBR 0.8배).

과거 국내 은행의 경우 주주환원율의 수준이 낮다는 점에서 디스카운트가 존재했다. 다만 현 은행들의 자본비율 관리 역량 및 주주환원 의지를 고려해볼 시, 해당 디스카운트 요인이 제거되는 국면으로 판단된다. 더 나아가 이와 같은 명확한 주주환원정책은 증시의 변동성에서 방어주로서의 성격이 더욱 공고해질 것으로 예상한다. 이처럼 글로벌과 유사한 수준의 주주환원정책 이행 능력을 보유했다는 점을 고려, 할인율 축소 기반 커버리지 은행들의 적정주가를 24% 상향한다.

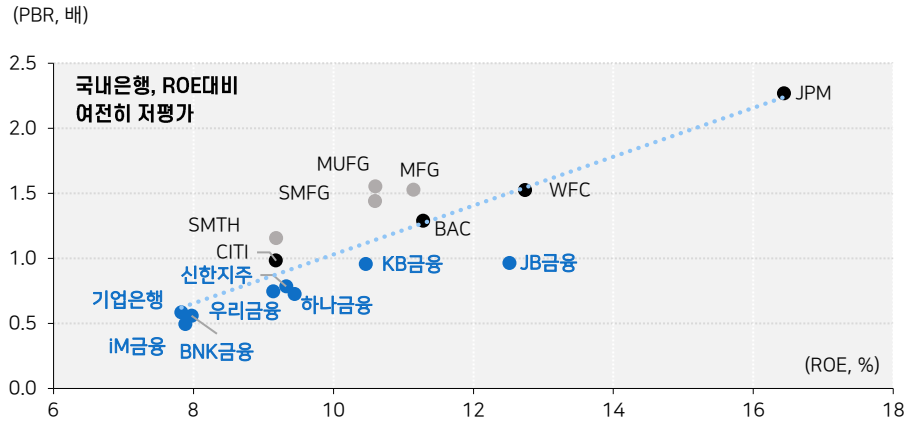
최선호주는 KB금융을 유지한다. 양호한 이익 창출력 (비은행 부문 이익 기여도 약 40%) 및 그에 기반한 업종 내 가장 높은 주주환원율은 올해에도 지속될 것으로 예상한다. 현 동사의 ROE (26E 11%) 및 주주환원율 수준(26E 58% 추정)을 고려해볼 시, 글로벌 Peer 은행들과의 비교 기반 ROE 대비 Valuation 정상화 여력은 충분하다.

차선호주는 신한지주를 유지한다. 배당 분리과세 기준을 충족한 2026년 DPS를 미리 제시한 가운데, 목표 주주환원율 (50%) 조기 달성에 따른 Value up 계획 발표 예정 등 적극적인 주주환원 기조가 지속되고 있다. 경쟁사대비 Valuation gap 축소 여력이 높다.

올해부터 가장 중요한 지표는 당연히 ROE 지표다. RWA 성장률은 중장기적으로 4% 내외로 관리 가능한 것으로 판단된다. 이를 기준 ROE가 9%에서 11%로 상승 시, 주주환원율은 이론적으로 56%에서 64%까지 상승 가능하다.

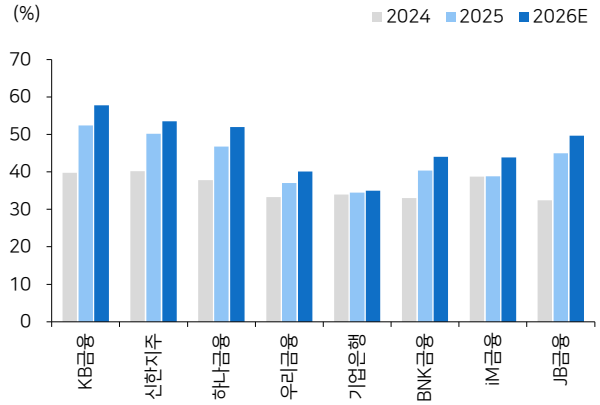
은행별 ROE 개선 여력이 가장 중요한 시점이다. 단기적으로 올해 ROE 개선의 핵심은 앞서 본 바와 같이 증권사 등 비은행 부문의 실적 개선 여부이다.

그림51 **글로벌 은행 PBR – ROE (FY1)**



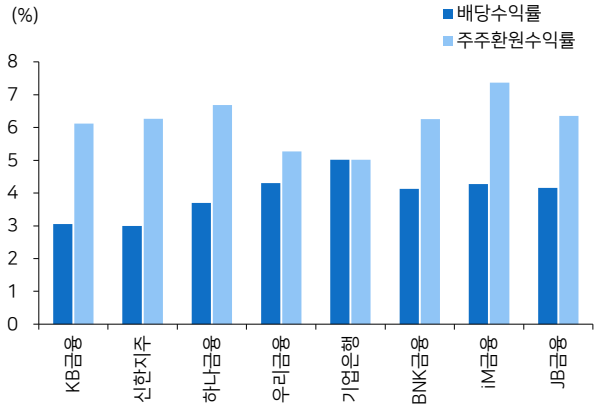
자료: Bloomberg, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림52 **은행별 주주환원율 추이 및 전망**



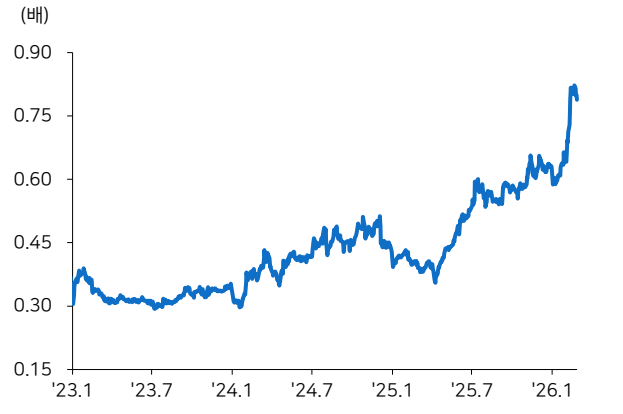
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림53 **은행 배당수익률 및 주주환원수익률 (26E)**



주: 3월 3일 종가 기준
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림54 **은행 PBR 추이**



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표30 **은행 PBR 민감도 분석: ROE vs. 주주환원성향**

PBR (배)		ROE (%)						
		7	8	9	10	11	12	13
주주환원성향 (%)	39	0.78	0.89	1.00	1.11	1.22	1.34	1.45
	43	0.78	0.90	1.01	1.12	1.23	1.34	1.46
	47	0.79	0.90	1.02	1.13	1.24	1.35	1.46
	51	0.80	0.91	1.02	1.13	1.25	1.36	1.47
	55	0.81	0.92	1.03	1.14	1.25	1.37	1.48
	59	0.81	0.93	1.04	1.15	1.26	1.37	1.48
	63	0.82	0.93	1.04	1.16	1.27	1.38	1.49
	67	0.83	0.94	1.05	1.16	1.28	1.39	1.50

주: 미국/일본은행 2024년 PBR = ROE, 주주환원율 회귀분석 결과값 활용
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림55 **자본비율: ROE, RWA성장률 간의 관계**

$$\text{자본비율} = \frac{\text{자본} \times (1+ROE)}{RWA \times (1+RWA\ \text{성장률})}$$

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림56 **CET -1비율 적정 /목표 달성 시, 주주환원성향 – ROE – RWA증가율 관계**

$$CET-1\text{자본 증가율} = RWA\ \text{증가율}$$

$$\frac{\text{이익} - \text{주주환원액}}{\text{자본}} = RWA\ \text{증가율}$$

$$ROE - \frac{\text{주주환원액}}{\text{자본}} = RWA\text{증가율}$$

$$ROE - RWA\text{증가율} = \frac{\text{주주환원액}}{\text{자본}}$$

RoRWA 역수

$$1 - \frac{RWA\text{증가율}}{ROE} = Payout\ ratio$$

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림57 **은행 주주환원율 민감도 분석: RWA성장률 vs. ROE**

주주환원율(%)		RWA 성장률 (%)				
		3	4	5	6	7
ROE (%)	8.0	62.5	50.0	37.5	25.0	12.5
	9.0	66.7	55.6	44.4	33.3	22.2
	10.0	70.0	60.0	50.0	40.0	30.0
	11.0	72.7	63.6	54.5	45.5	36.4
	12.0	75.0	66.7	58.3	50.0	41.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

RoRWA 제고에 따른
주주환원율 우상향

표31 **은행 적정주가 산출**

	단위	KB금융	신한지주	하나금융	우리금융	기업은행	BNK금융	iM금융	JB금융
3개년 평균 ROE [A]	%	11.0	10.0	10.2	8.8	8.8	8.1	8.8	13.3
Cost of Equity [B]	%	6.5	6.3	6.5	6.3	5.8	5.9	5.9	6.2
할증폭 [C]		4.4	4.4	5.9	1.9	4.8	5.1	7.2	5.0
조정 COE [E=B+C]		10.9	10.7	12.5	8.2	10.6	11.0	13.1	11.3
Eternal Growth [D]	%	0	0	0	0	0	0	0	0
Adj. Fair PBR (이론적 PBR) [F=(A-D)/(E-D)]		1.0	0.9	0.8	1.1	0.8	0.7	0.7	1.2
Premium/Discount [G]	%	20	20	20	0	0	0	0	10
Target PBR [H=F*(1+G)]	**배**	**1.2**	**1.1**	**1.0**	**1.1**	**0.8**	**0.7**	**0.7**	**1.3**
12M Fwd BPS [I]	원	174,084	114,655	162,666	43,852	39,115	35,164	35,771	31,922
적정주가 [J=H*I]	**원**	**210,000**	**128,000**	**160,000**	**47,000**	**32,500**	**26,000**	**24,000**	**41,500**
현재가 (3/3) [K]	원	153,500	96,700	120,100	35,300	25,100	19,680	18,100	31,150
Upside Potential [L=(J-K)/K]	**%**	**36.8**	**32.4**	**33.2**	**33.1**	**29.5**	**32.1**	**32.6**	**33.2**

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표32 **은행 적정주가 변경 내역**

(원)	New	Old	차이 (%)	현재가 (3/3)	Upside Potential
KB금융	**210,000**	175,000	20.0	153,500	36.8
신한지주	**128,000**	110,000	16.4	96,700	32.4
하나금융	**160,000**	125,000	28.0	120,100	33.2
우리금융	**47,000**	37,500	25.3	35,300	33.1
기업은행	**32,500**	25,500	27.5	25,100	29.5
BNK금융	**26,000**	20,500	26.8	19,680	32.1
iM금융	**24,000**	19,500	23.1	18,100	32.6
JB금융	**41,500**	33,500	23.9	31,150	33.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

표33 은행 Valuation table

		KB금융	신한지주	하나금융	우리금융	기업은행	BNK금융	iM금융	JB금융	카카오뱅크
종목코드		105560	055550	086790	316140	024110	138930	139130	175330	323410
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD
주가		153,500	96,700	120,100	35,300	25,100	19,680	18,100	31,150	25,500
적정주가 (원)		210,000	128,000	160,000	47,000	32,500	26,000	24,000	41,500	24,000
상승여력 (%)		36.8	32.4	33.2	33.1	29.5	32.1	32.6	33.2	(5.9)
지배순이익	2025	5,843	4,972	4,003	3,141	2,711	815	444	710	480
(십억원)	2026E	6,056	5,376	4,297	3,403	2,868	867	489	749	591
	2027E	6,291	5,678	4,454	3,621	2,976	899	508	774	602
PER (배)	2025	7.1	7.6	6.4	6.5	6.6	6.1	5.6	6.8	21.5
	2026E	8.1	8.5	7.3	7.5	7.5	7.0	5.8	7.6	20.6
	2027E	7.5	7.7	6.7	6.9	7.2	6.5	5.3	7.2	20.2
PBR (배)	2025	0.76	0.73	0.63	0.69	0.57	0.48	0.47	0.89	1.53
	2026E	0.88	0.84	0.74	0.80	0.64	0.56	0.51	0.98	1.77
	2027E	0.81	0.77	0.67	0.74	0.61	0.52	0.47	0.89	1.77
EPS (원)	2025	17,497	10,054	14,795	4,279	3,182	2,592	2,764	3,774	1,007
	2026E	18,865	11,319	16,527	4,695	3,363	2,822	3,147	4,076	1,240
	2027E	20,587	12,559	18,058	5,088	3,489	3,012	3,420	4,340	1,262
BPS (원)	2025	163,211	104,939	148,473	40,694	37,075	32,817	33,352	28,953	14,150
	2026E	174,084	114,655	162,473	43,852	39,115	35,164	35,771	31,922	14,426
	2027E	190,128	125,850	179,231	47,488	41,362	37,776	38,860	35,158	14,388
ROA (%)	2025	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	1.0	0.7
	2026E	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	1.0	0.7
	2027E	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	1.0	0.7
ROE (%)	2025	10.9	9.7	10.1	8.6	8.9	8.0	8.4	13.6	7.2
	2026E	11.0	10.1	10.3	8.8	8.8	8.2	9.0	13.4	8.7
	2027E	11.0	10.2	10.2	8.9	8.7	8.1	9.0	12.9	8.8
DPS (원)	2025	4,412	2,590	4,105	1,360	1,110	735	700	1,140	460
	2026E	5,014	2,960	4,750	1,520	1,190	820	800	1,360	620
	2027E	5,449	3,300	5,200	1,630	1,270	890	870	1,430	680
배당성향 (%)	2025	27.1	25.1	28.0	32.2	34.5	28.1	25.3	30.0	45.6
	2026E	28.9	25.6	29.0	32.4	35.0	29.2	25.4	32.5	49.6
	2027E	28.9	25.6	29.0	32.0	36.0	29.7	25.5	32.0	53.6

주: 3월 3일 종가 기준
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

[보험] 변화의 조짐

보험 업종에 대해 투자의견 Neutral 유지한다. 현재까지 나온 실적 상 보험업의 업황은 부진한 가운데, 배당가능이익은 여전히 불확실성이 높다.

다만 올해의 경우 실적과 주주환원 측면에서 변화가 나타날 조짐이 높다.

우선 실적의 경우 개선세를 기대해볼 수 있는 상황이다. 물론 당국의 손해율·사업비 가이드라인이 2Q26에 적용되는 점 고려 시, 실적 변동성에 대한 우려가 존재하기도 한다. 다만 1) 실손보험 개혁 (요율 인상 +7.8% 및 도수, 온열치료 등 과잉우려 영역에 대해 관리급여 선정), 2) 자동차보험료 요율 인상 등의 손해율 개선이 기대가능한 요인들이 존재하며, 3) 무엇보다도 보험사들의 수익성 중심 경영태도에 따른 가시화가 예상된다. 앞선 가이드라인 외에도 보험 판매수수료 개편 등이 진행되고 있는 만큼, 출혈경쟁이 일어날 가능성은 낮다고 판단한다. CSM 잔액 상 판매량보다는 배수에 집중하는 질적 성장과 유지율 제고를 통한 CSM조정폭 축소가 주되게 나타날 것으로 기대할 수 있다.

한편 주주환원의 경우 1) 해약환급금준비금 제도 개선 여부 및 2) 보험사들의 보유 자사주에 대한 처리 방식에 대한 변화가 나타날 수 있다. 물론 해약환급금준비금 제도 개선에 대한 구체적인 내용은 아직 부재하다. 다만 해당 제도 개선 시, 일부 보험사들의 배당은 재개할 수 있을 것으로 기대된다. 일례로 현대해상의 경우 만약 해당 준비금의 적립비율 수준이 기존 80%에서 50%로 될 시, 배당가능이익이 확보될 것으로 예상된다 (배당가능이익 -1.4조원; 해약환급금준비금 10%당 4,500억원 ~ 5,000억원). 이 외에도 10% 이상 자사주를 보유하고 있으나, 관련 계획을 발표하지 않은 보험사들을 지켜볼 필요가 있다 (DB손해보험, 삼성생명, 현대해상, 한화생명). 이에 커버리지 보험사 중 주주환원정책의 변화가 예상, 이에 따른 할인율 축소를 반영하여 일부 보험사들의 적정주가를 25% 상향한다.

최선호주는 DB손해보험을 유지한다. 1) 앞서 당국의 가이드라인 중 사업비에 대해 4Q25 실적 중 CSM조정에 미리 선제적으로 반영했으며 (5,000억원), 2) 올해 중 마무리될 미국 보험사 Fortegra 인수 기반 이익 개선 여력이 있으며 (24년 순이익 약 2,000억원), 2) 25년 중 연결기준 연간 실적 감소에도 불구, 예상을 상회한 배당을 발표한 가운데 (DPS 7,600원 vs. 컨센서스 6,900원), 보유 자사주 (7%; 3월 6% 소각 예정) 등 고려 시 추후 추가적인 주주환원정책을 기대가 가능하다.

표34 비급여 관리 및 실손보험 개혁안 주요 내용

비급여

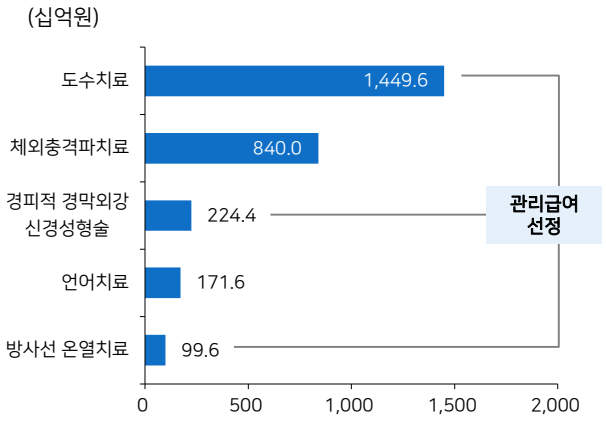
- 남용 우려 큰 비급여 항목을 **관리급여로 전환, 본인부담률 90~95% 적용**
- **'병행진료 급여 · 제한' 추진**, 병행진료 제한 비급여 항목과 함께 실시하는 일체 급여행위 (진찰료, 약제 등)에 비급여 적용(병행진료 필요성이 높은 경우에는 급여 인정)
- **'비급여 통합 포털'(가칭) 구축**하여 총진료비, 종별 · 지역별 세부 진료비, 안전성 · 유효성 평가 결과 등의 정보 공개
- **비급여 관리 위한 법체계 마련**

실손보험

- **급여 진료에서 일반 · 중증질환자 구분해 자기부담률 차등 적용.**
  일반질환자 실손보험 자기부담률을 건강보험 본인부담률과 동일 적용 (최저 자기부담률 20% 적용 병행)
  중증질환자 최저 자기부담률 20%만 적용(현행 수준 유지)
- 비중증 비급여 보장 한도 5,000→1,000만원으로 축소, 자기부담률 30→50%로 상향
- 임신 · 출산 급여의료비 신규 보장

자료: 보건복지부, 메리츠증권 리서치센터

그림58 비급여 항목별 연간 진료비 규모



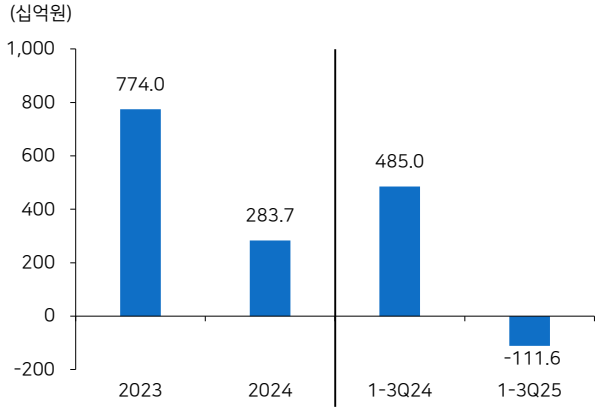
주: 전체 의료기관 2024년 3월분 보고 기준
자료: 국민건강보험공단, 메리츠증권 리서치센터

표35 세대별 평균보험료 인상률

구분	1세대	2세대	3세대	4세대	전체 평균
'26년 인상률	3%대	5%대	16%대	20%대	7.8%
'25년 인상률	2%대	6%대	20%대	13%대	7.5%
위험손해율*	113.2%	112.6%	138.8%	147.9%	-
위험보험료 비중**	30%	46%	15%	9%	-

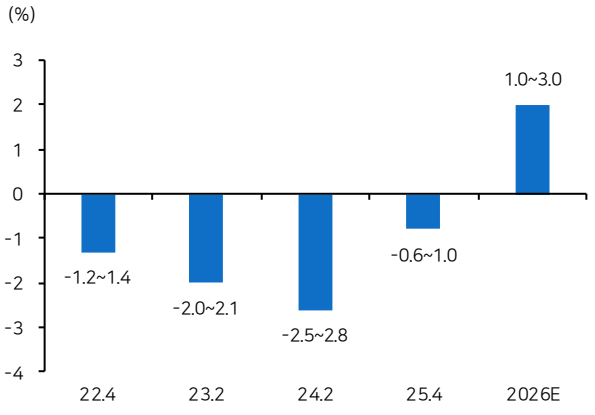
주: * '25년도 3분기 누적 위험손해율 (보험연구원 '25.12.8자 발표자료), ** '25년도 3분기 누적 위험보험료 (생·손보사 통합 추정치)
자료: 보험업계, 메리츠증권 리서치센터

그림59 대형 손보사 자동차보험 손익 추이



자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

그림60 연간 자동차보험료 조정 내역



자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

표36 **금융당국, 보험 판매수수료 개편 방안 ('25.6.2 보도)**

항목		시행시기	내용
설계사 판매수수료 분급		'27.1월 ('27~'28년: 4년 분급, '29.1월~: 7년 분급)	선지급 보수는 일정 수준으로 제한하되, 계약유지율에 따른 유지보수 신설 → 계약유지율 상승시 소득 증대 가능
판매수수료 집행체계		'27.1월	과도한 판매수수료 경쟁과 사업비 확대를 억제 하기 위해 판매수수료 집행체계를 정비
			보험사 상품위원회 역할을 강화하여 적정 사업비 수준을 자율적 관리
			판매수수료에서 공통비용*을 구분하고 상품 설계시 계획된 범위 안에서 집행되도록 한도를 설정 * 비모집인력(사업가형 영업관리자, 대리점 운영인력 등) 인건비 등 모집부대비용
판매수수료 공개		'26.1월	보험계약자가 상품별 판매수수료를 비교하고 가입여부를 판단할 수 있도록 비교공시 · 비교설명 제도 구축
규제 집행력 강화	**보험대리점 소속 설계사 1,200% 규칙 적용**	'26.7월	1,200% 규칙*을 보험대리점 설계사 개인별로 적용 * 계약 첫해 설계사에게 지급할 수 있는 판매수수료를 월 납입보험료 12배 이내로 제한
	사업비 과다집행에 대한 기관 제재 적용	'26.1월	최적사업비를 초과하는 수수료 집행에 대한 제재 규정 정비

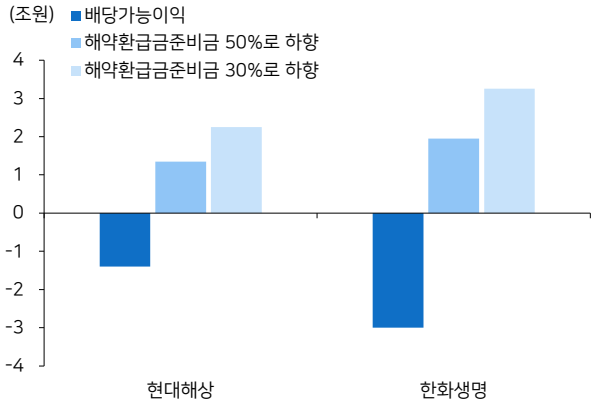
자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

표37 **손해율 실무표준 도입 논의 내용**

논의 내용	신규 담보 손해율은 유사 담보 손해율을 기준으로 적용 유사 담보가 없으면 산업 통계 또는 손해율 90%이상 적용 (vs. 당초 초안 100%) 공신력 낮은 해외 자료 · 연구 통계는 불인정 등
시행 시기	2026년 상반기
영향	24-25년 중 출시된 90% 미만 낙관적 손해율 가정을 적용해온 보험사의 경우 CSM 감소

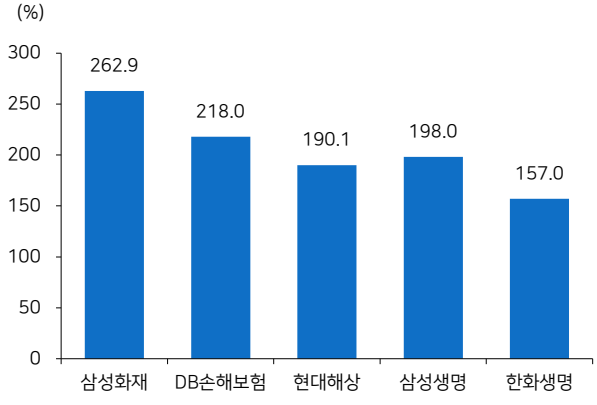
자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

그림61 **보험 배당가능이익 현황**



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림62 **보험 K-ICS비율 (4Q25)**



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표38 보험 적정주가 변경 내역

(원)	New	Old	차이 (%)	현재가 (3/3)	Upside Potential
DB손해보험	**238,000**	200,000	19.0	186,700	27.5
삼성생명	**240,000**	215,000	11.6	221,500	8.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

표39 보험 적정주가 산출

	단위	DB손해보험	삼성생명
3개년 평균 ROE [A]	%	10.9	3.4
Cost of Equity [B]	%	5.3	5.2
할증폭 [C]		6.0	1.2
조정 COE [E=B+C]		11.3	6.4
Eternal Growth [D]	%	0	0
Adj. Fair PBR (이론적 PBR) [F=(A-D)/(E-D)]		1.0	0.5
Premium/Discount [G]	%	20	20
Target PBR [H=F*(1+G)]	**배**	**1.2**	**0.6**
12M Fwd BPS [I]	원	205,541	378,776
적정주가 [J=H*I]	**원**	**238,000**	**240,000**
현재가 (3/3) [K]	원	186,700	221,500
Upside Potential [L=(J-K)/K]	**%**	**27.5**	**8.4**

주: Premium/Discount = 각 보험사별 K-ICS비율, 해약환급금준비금 기반한 주주환원율 확대 여력을 차등화하여 반영
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표40 보험 Valuation table

		삼성화재	DB손해보험	현대해상	삼성생명	한화생명
종목코드		000810	005830	001450	032830	088350
투자의견		BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD
주가		522,000	186,700	32,400	221,500	4,805
적정주가 (원)		690,000	238,000	45,000	240,000	4,800
상승여력 (%)		32.2	27.5	38.9	8.4	(0.1)
지배순이익 (십억원)	2025	2,018	1,535	561	2,303	313
	2026E	2,113	1,621	744	2,451	557
	2027E	2,241	1,733	849	2,553	608
PER (배)	2025	10.5	6.0	4.3	12.9	7.8
	2026E	10.5	8.2	3.4	17.1	6.5
	2027E	9.9	7.6	3.0	16.5	5.9
PBR (배)	2025	0.99	0.80	0.49	0.49	0.20
	2026E	1.00	1.11	0.46	0.67	0.28
	2027E	0.96	0.94	0.41	0.65	0.27
PBR (배)	2025	0.77	0.68	0.31	0.42	0.20
- 수정BPS	2026E	0.79	0.91	0.30	0.58	0.43
	2027E	0.77	0.78	0.28	0.57	0.77
EPS (원)	2025	47,478	21,679	7,156	12,258	417
	2026E	49,717	22,894	9,492	12,930	742
	2027E	52,717	24,471	10,830	13,443	809
BPS (원)	2025	500,885	164,129	62,278	324,177	16,583
	2026E	521,516	168,874	70,154	329,799	17,291
	2027E	545,167	198,881	79,229	339,067	17,916
Adj BPS (원)	2025	645,358	193,195	98,772	372,943	16,330
- 해약환급금, csm	2026E	659,849	205,541	106,883	378,776	11,235
	2027E	677,240	239,297	116,303	389,117	6,239
ROE (%)	2025	9.5	15.6	11.5	3.8	2.5
	2026E	9.5	16.0	13.5	3.9	4.3
	2027E	9.7	14.5	13.7	4.0	4.5
ROA (%)	2025	2.1	2.6	1.1	0.7	0.2
	2026E	2.2	2.8	1.5	0.7	0.4
	2027E	2.3	2.9	1.7	0.7	0.4
DPS (원)	2025	19,500	7,600	-	5,300	-
	2026E	22,000	8,600	1,900	5,900	-
	2027E	25,000	9,600	2,200	6,500	140
배당수익률 (%)	2025	3.9	5.8	-	3.4	-
	2026E	4.2	4.6	5.9	2.7	-
	2027E	4.8	5.1	6.8	2.9	2.9
배당성향 (%)	2025	41.1	30.0	-	41.3	-
	2026E	45.0	31.7	20.0	45.3	-
	2027E	47.7	33.3	20.0	48.3	17.0

주: 3월 3일 종가 기준
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

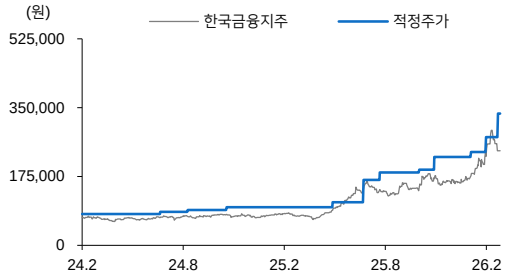
2025 년 12 월 31 일 기준으로 최근 1 년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한국금융지주 (071050) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.02.19	기업브리프	Buy	80,000	조아해	-15.0	-7.4
2024.07.11	산업브리프	Buy	85,000	조아해	-15.3	-11.1
2024.08.29	산업분석	Buy	90,000	조아해	-16.8	-12.0
2024.11.06	기업브리프	Buy	97,000	조아해	-21.7	-7.8
2025.05.14	기업브리프	Buy	110,000	조아해	7.8	34.9
2025.07.08	산업브리프	Buy	166,000	조아해	-10.7	-1.4
2025.08.06	기업브리프	Buy	185,000	조아해	-24.0	-14.1
2025.10.15	산업브리프	Buy	192,000	조아해	-11.2	-5.1
2025.11.11	기업브리프	Buy	225,000	조아해	-27.3	-21.3
2026.01.15	산업브리프	Buy	237,000	조아해	-14.8	-0.6
2026.02.11	기업브리프	Buy	275,000	조아해	-4.5	6.4
2026.03.04	산업분석	Buy	335,000	조아해	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

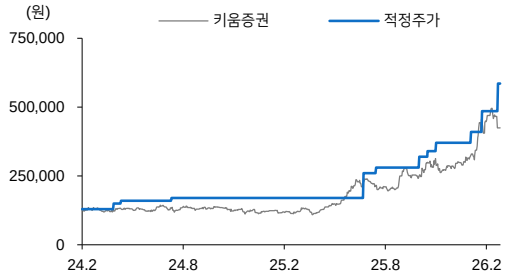


키움증권 (039490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.02.14	기업브리프	Buy	130,000	조아해	-3.7	3.7
2024.04.19	산업브리프	Buy	150,000	조아해	-13.2	-11.7
2024.05.02	기업브리프	Buy	160,000	조아해	-18.4	-9.6
2024.07.31	기업브리프	Buy	170,000	조아해	-19.5	39.1
2025.07.08	산업브리프	Buy	260,000	조아해	-12.3	-7.7
2025.07.30	기업브리프	Buy	280,000	조아해	-18.8	-0.7
2025.10.15	산업브리프	Buy	320,000	조아해	-14.8	-6.7
2025.10.30	기업브리프	Buy	340,000	조아해	-13.0	-8.1
2025.11.14	주식전략	Buy	370,000	조아해	-22.0	-12.8
2026.01.15	산업브리프	Buy	410,000	조아해	-10.1	11.0
2026.02.04	기업브리프	Buy	485,000	조아해	-6.1	2.2
2026.03.04	산업분석	Buy	585,000	조아해	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

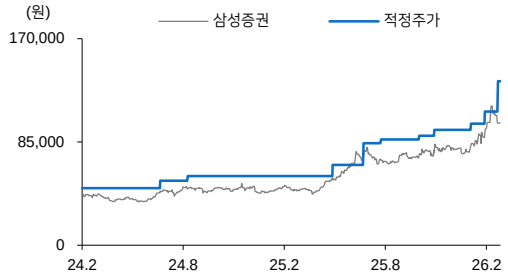


삼성증권 (016360) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.02.19	기업브리프	Buy	47,000	조아해	-17.1	-7.6
2024.07.11	산업브리프	Buy	53,000	조아해	-15.5	-9.0
2024.08.29	산업분석	Buy	57,000	조아해	-18.7	-2.6
2025.05.14	기업브리프	Buy	66,000	조아해	-2.7	17.0
2025.07.08	산업브리프	Buy	84,000	조아해	-12.9	-4.0
2025.08.08	기업브리프	Buy	87,000	조아해	-18.5	-12.3
2025.10.15	산업브리프	Buy	90,000	조아해	-15.0	-12.2
2025.11.11	기업브리프	Buy	95,000	조아해	-16.8	-12.3
2026.01.15	산업브리프	Buy	100,000	조아해	-13.5	-7.0
2026.02.09	기업브리프	Buy	110,000	조아해	-5.3	4.1
2026.03.04	산업분석	Buy	135,000	조아해	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

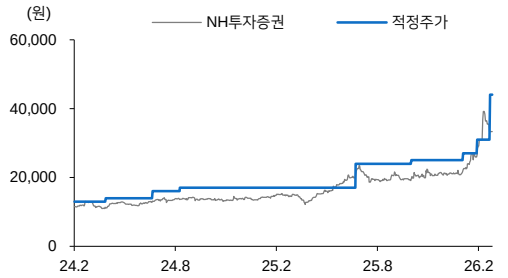


NH 투자증권 (005940) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.01.17	산업브리프	Buy	13,000	조아해	-11.8	0.5
2024.04.19	산업브리프	Buy	14,000	조아해	-11.7	-6.7
2024.07.11	산업브리프	Buy	16,000	조아해	-15.5	-11.4
2024.08.29	산업분석	Buy	17,000	조아해	-13.1	21.8
2025.07.08	산업브리프	Buy	24,000	조아해	-16.0	-2.3
2025.10.15	산업브리프	Buy	25,000	조아해	-16.3	-10.2
2026.01.15	산업브리프	Buy	27,000	조아해	-9.0	0.4
2026.02.09	기업브리프	Buy	31,000	조아해	8.3	26.5
2026.03.04	산업분석	Buy	44,000	조아해	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

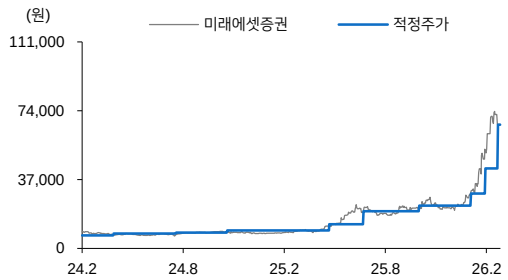


미래에셋증권 (006800) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.02.07	기업브리프	Hold	7,000	조아해	18.2	28.9
2024.04.19	산업브리프	Hold	8,000	조아해	-6.8	1.3
2024.08.08	기업브리프	Hold	8,500	조아해	1.1	8.6
2024.11.07	기업브리프	Hold	9,600	조아해	-7.3	24.8
2025.05.08	기업브리프	Buy	13,000	조아해	32.7	80.4
2025.07.08	산업브리프	Hold	20,000	조아해	0.7	14.3
2025.10.15	산업브리프	Hold	23,000	조아해	3.0	28.3
2026.01.15	산업브리프	Hold	29,500	조아해	31.4	81.0
2026.02.10	기업브리프	Hold	43,000	조아해	51.2	71.2
2026.03.04	산업분석	Hold	66,500	조아해	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

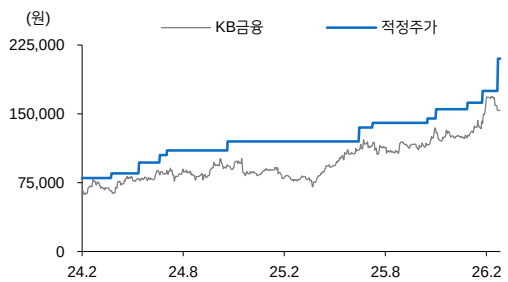


KB 금융 (105560) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.02.14	산업브리프	Buy	80,000	조아해	-13.1	-1.8
2024.04.15	산업브리프	Buy	85,000	조아해	-12.2	-4.0
2024.06.03	산업분석	Buy	97,000	조아해	-17.0	-9.1
2024.07.10	산업브리프	Buy	105,000	조아해	-19.0	-17.1
2024.07.23	기업브리프	Buy	110,000	조아해	-20.7	-8.2
2024.11.08	산업분석	Buy	120,000	조아해	-25.8	-6.4
2025.06.30	산업브리프	Buy	135,000	조아해	-14.5	-9.6
2025.07.24	기업브리프	Buy	140,000	조아해	-19.1	-14.6
2025.10.30	기업브리프	Buy	145,000	조아해	-14.1	-7.1
2025.11.14	주식전략	Buy	155,000	조아해	-19.1	-14.8
2026.01.09	산업브리프	Buy	162,000	조아해	-17.3	-11.7
2026.02.05	기업브리프	Buy	175,000	조아해	-8.1	-3.5
2026.03.04	산업분석	Buy	210,000	조아해	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

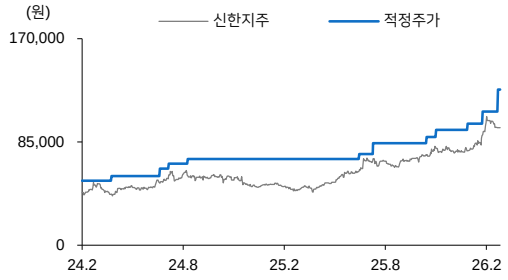


신한지주 (055550) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.02.14	산업브리프	Buy	53,000	조아해	-14.1	-2.8
2024.04.15	산업브리프	Buy	57,000	조아해	-17.8	-6.1
2024.07.10	산업브리프	Buy	63,000	조아해	-15.3	-12.5
2024.07.26	기업브리프	Buy	67,000	조아해	-14.6	-8.4
2024.08.29	산업분석	Buy	71,000	조아해	-26.5	-14.1
2025.06.30	산업브리프	Buy	75,000	조아해	-9.9	-4.3
2025.07.25	기업브리프	Buy	84,000	조아해	-18.0	-11.3
2025.10.28	기업브리프	Buy	89,000	조아해	-13.9	-8.5
2025.11.14	주식전략	Buy	95,000	조아해	-18.0	-14.3
2026.01.09	산업브리프	Buy	100,000	조아해	-17.6	-9.7
2026.02.05	기업브리프	Buy	110,000	조아해	-10.1	-3.6
2026.03.04	산업분석	Buy	128,000	조아해	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

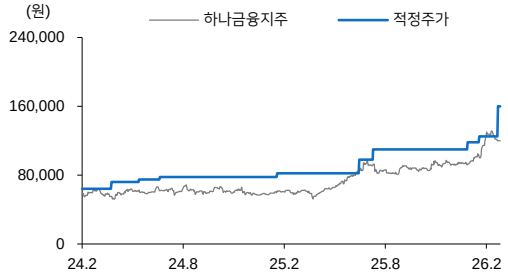


하나금융지주 (086790) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.02.14	산업브리프	Buy	64,000	조아해	-8.4	0.9
2024.04.15	산업브리프	Buy	72,000	조아해	-17.5	-10.7
2024.06.03	산업분석	Buy	75,000	조아해	-18.7	-11.7
2024.07.10	산업브리프	Buy	78,000	조아해	-21.5	-11.8
2025.02.04	기업브리프	Buy	82,000	조아해	-20.8	2.7
2025.06.30	산업브리프	Buy	98,000	조아해	-7.3	-1.5
2025.07.25	기업브리프	Buy	110,000	조아해	-19.3	-11.5
2026.01.09	산업브리프	Buy	118,000	조아해	-16.4	-11.0
2026.01.30	기업브리프	Buy	125,000	조아해	-3.8	5.0
2026.03.04	산업분석	Buy	160,000	조아해	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

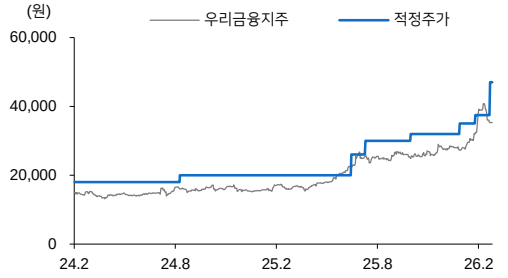


우리금융지주 (316140) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.02.14	산업브리프	Buy	18,000	조아해	-18.8	-7.8
2024.08.29	산업분석	Buy	20,000	조아해	-16.0	12.8
2025.06.30	산업브리프	Buy	26,000	조아해	-5.4	2.9
2025.07.25	기업브리프	Buy	30,000	조아해	-15.7	-10.5
2025.10.14	산업브리프	Buy	32,000	조아해	-16.2	-9.4
2026.01.09	산업브리프	Buy	35,000	조아해	-16.2	-8.4
2026.02.06	기업브리프	Buy	37,500	조아해	0.2	8.8
2026.03.04	산업분석	Buy	47,000	조아해	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

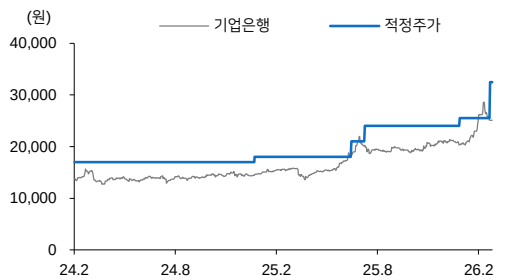


기업은행 (024110) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.02.14	산업브리프	Buy	17,000	조아해	-17.5	-7.6
2025.01.09	산업브리프	Buy	18,000	조아해	-14.2	4.4
2025.06.30	산업브리프	Buy	21,000	조아해	-4.7	4.8
2025.07.24	기업브리프	Buy	24,000	조아해	-17.3	-11.0
2026.01.09	산업브리프	Buy	25,500	조아해	-9.3	12.0
2026.03.04	산업분석	Buy	32,500	조아해	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

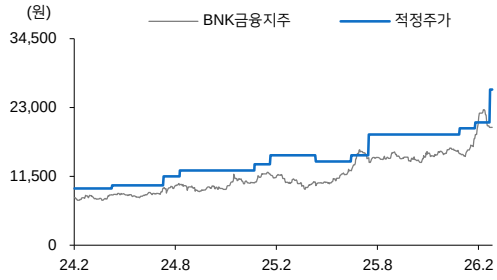


BNK 금융지주 (138930) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.02.14	산업브리프	Buy	9,500	조아해	-16.8	-10.8
2024.04.30	기업브리프	Buy	10,000	조아해	-15.4	-4.9
2024.07.31	기업브리프	Buy	11,500	조아해	-15.9	-10.5
2024.08.29	산업분석	Buy	12,500	조아해	-20.4	-5.0
2025.01.09	산업브리프	Buy	13,500	조아해	-14.6	-9.9
2025.02.06	기업브리프	Buy	15,000	조아해	-28.7	-21.3
2025.04.28	기업브리프	Buy	14,000	조아해	-20.9	-9.2
2025.06.30	산업브리프	Buy	15,000	조아해	-2.4	6.3
2025.07.31	기업브리프	Buy	18,500	조아해	-19.5	-12.3
2026.01.09	산업브리프	Buy	19,500	조아해	-18.1	-8.6
2026.02.06	기업브리프	Buy	20,500	조아해	1.9	10.5
2026.03.04	산업분석	Buy	26,000	조아해	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

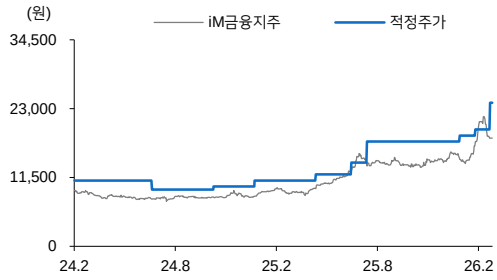


iM 금융지주 (139130) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.02.14	산업브리프	Buy	11,000	조아해	-23.1	-14.7
2024.07.10	산업브리프	Buy	9,500	조아해	-14.5	-11.1
2024.10.28	기업브리프	Buy	10,000	조아해	-15.5	-6.7
2025.01.09	산업브리프	Buy	11,000	조아해	-17.0	-11.2
2025.04.28	기업브리프	Buy	12,000	조아해	-7.8	4.8
2025.06.30	산업브리프	Buy	14,000	조아해	2.3	10.8
2025.07.28	기업브리프	Buy	17,500	조아해	-19.3	-9.9
2026.01.09	산업브리프	Buy	18,500	조아해	-19.8	-9.6
2026.02.06	기업브리프	Buy	19,500	조아해	0.5	11.0
2026.03.04	산업분석	Buy	24,000	조아해	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

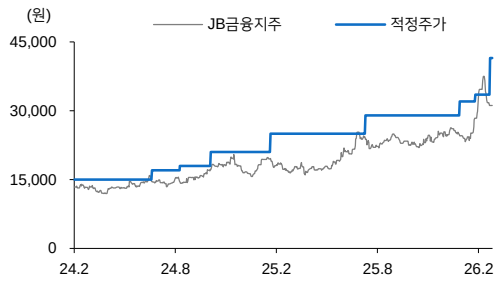


JB 금융지주 (175330) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.02.14	산업브리프	Buy	15,000	조아해	-11.0	5.7
2024.07.10	산업브리프	Buy	17,000	조아해	-14.6	-8.5
2024.08.29	산업분석	Buy	18,000	조아해	-14.2	-4.2
2024.10.23	기업브리프	Buy	21,000	조아해	-14.3	-2.6
2025.02.06	기업브리프	Buy	25,000	조아해	-24.1	1.4
2025.07.25	기업브리프	Buy	29,000	조아해	-18.5	-9.3
2026.01.09	산업브리프	Buy	32,000	조아해	-22.6	-11.3
2026.02.06	기업브리프	Buy	33,500	조아해	-1.5	11.9
2026.03.04	산업분석	Buy	41,500	조아해	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

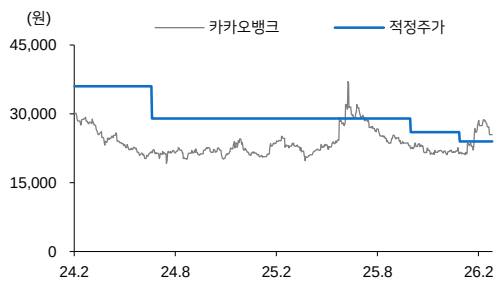


카카오뱅크 (323410) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.02.14	산업브리프	Buy	36,000	조아해	-30.4	-16.3
2024.07.10	산업브리프	Buy	29,000	조아해	-21.2	27.6
2025.07.10		1 년 경과			0.3	10.3
2025.08.06	기업브리프	Hold	29,000	조아해	-14.6	-6.2
2025.10.14	산업브리프	Hold	26,000	조아해	-15.1	-9.0
2026.01.09	산업브리프	Hold	24,000	조아해	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

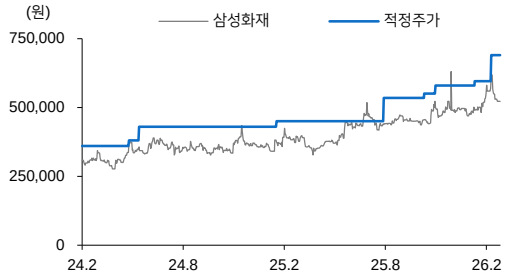


삼성화재 (000810) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.02.23	기업브리프	Buy	360,000	조아해	-14.8	-4.7
2024.05.16	기업브리프	Buy	380,000	조아해	-7.2	-1.6
2024.06.03	산업분석	Buy	430,000	조아해	-16.7	1.2
2025.02.03	기업브리프	Buy	450,000	조아해	-10.8	15.1
2025.08.13	기업브리프	Buy	535,000	조아해	-15.5	-11.6
2025.10.24	산업브리프	Buy	551,000	조아해	-14.9	-5.3
2025.11.13	기업브리프	Buy	580,000	조아해	-15.4	8.6
2026.01.22	산업브리프	Buy	595,000	조아해	-13.2	-2.4
2026.02.20	기업브리프	Buy	690,000	조아해	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

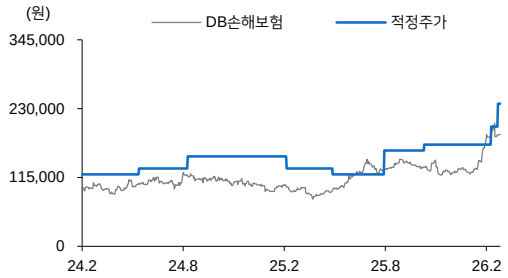


DB 손해보험 (005830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.02.23	기업브리프	Buy	120,000	조아해	-18.4	-7.1
2024.06.03	산업분석	Buy	130,000	조아해	-16.7	-5.2
2024.08.29	산업분석	Buy	150,000	조아해	-28.9	-19.3
2025.02.21	기업브리프	Buy	130,000	조아해	-30.2	-23.9
2025.05.14	기업브리프	Buy	120,000	조아해	-0.5	21.2
2025.08.14	기업브리프	Buy	160,000	조아해	-14.9	-9.1
2025.10.24	산업브리프	Buy	170,000	조아해	-21.7	9.8
2026.02.20	기업브리프	Buy	200,000	조아해	-2.8	2.8
2026.03.04	산업분석	Buy	238,000	조아해	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

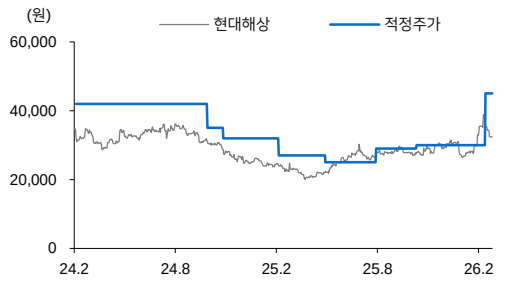


현대해상 (001450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.02.26	기업브리프	Buy	42,000	조아해	-21.6	-13.9
2024.10.17	산업브리프	Hold	35,000	조아해	-13.6	-11.4
2024.11.14	기업브리프	Hold	32,000	조아해	-19.6	-10.5
2025.02.21	기업브리프	Hold	27,000	조아해	-18.2	-8.3
2025.05.15	기업브리프	Hold	25,000	조아해	4.0	21.0
2025.08.13	기업브리프	Hold	29,000	조아해	-3.6	2.4
2025.10.24	산업브리프	Hold	30,000	조아해	-1.9	29.3
2026.02.24	기업브리프	Buy	45,000	조아해	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

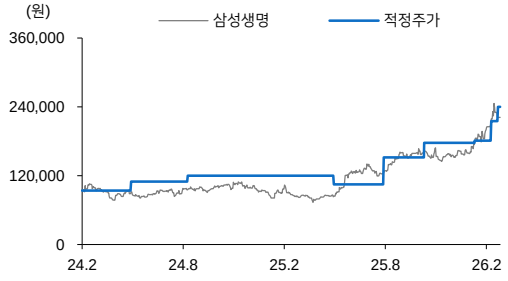


삼성생명 (032830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

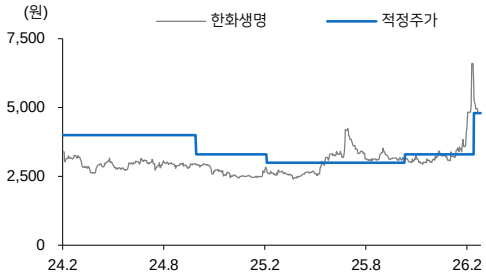
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.02.21	기업브리프	Buy	94,000	조아해	-1.8	12.8
2024.05.20	기업브리프	Buy	110,000	조아해	-18.5	-11.2
2024.08.29	산업분석	Buy	120,000	조아해	-22.3	-9.2
2025.05.16	기업브리프	Buy	105,000	조아해	14.7	34.0
2025.08.13	기업브리프	Buy	152,000	조아해	-0.7	9.9
2025.10.24	산업브리프	Hold	177,000	조아해	-11.1	-1.0
2026.01.22	산업브리프	Hold	181,000	조아해	6.0	15.5
2026.02.20	기업브리프	Hold	215,000	조아해	7.1	14.4
2026.03.04	산업분석	Hold	240,000	조아해	-	-

주가 및 적정주가 변동추이



한화생명 (088350) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.02.22	기업브리프	Buy	4,000	조아해	-26.2	-15.4
2024.10.17	산업브리프	Hold	3,300	조아해	-19.6	-10.3
2025.02.20	기업브리프	Hold	3,000	조아해	1.0	41.3
2025.10.24	산업브리프	Hold	3,300	조아해	1.7	100.0
2026.02.24	기업브리프	Hold	4,800	조아해	-	-

주가 및 적정주가 변동추이