

2026. 5. 29 (금)

금융

금융주 투자전략 점검

금융 업종 선호도: 증권 > 은행 > 보험 유지

증시 개편에 따른 자금 유입 및 금리 추세 기반 이익 개선 여력과 주주환원 여력을 종합적으로 고려하여 금융 업종 선호도를 증권 (삼성증권, 키움증권) > 은행 (KB금융, 하나금융) > 보험 (현대해상) 으로 제시

증권: 남달라진 체력

증권 업종에 대해 투자의견 Overweight 유지. 증시로의 자금 유입 기반 우호적인 영업환경은 지속 (4월-5월 28일 누적 기준 국내 일평균 거래대금 84조 원). 물론 금리에 대한 부담은 있으나, 경기 호황을 기반으로 한 금리 상승은 증권주에게 긍정적으로 작용한 경우도 존재 (2017년 ~ 2018년). 한편 중장기적으로 디지털 자산 관련 성장 기대감도 존재. 전통 금융사의 거래소 지분 취득 통한 인프라 선점 경쟁이 본격화. 이를 기반 RWA (Real World Asset) 시장 내 경쟁력 우위 예상. 경상적인 체력이 제고됨에도 불구하고, Valuation 매력도는 높음 (커버리지 평균 ROE 19%, FY1 KRX증권 PBR 1.3배 vs. KOSPI 2.1배)

은행: 높아지는 주주환원 매력도

은행 업종에 대해 투자의견 Overweight 유지. 은행의 양호한 이익 체력 (금리 상승 기반 이자이익 증가, 비은행 이익 확대), 자본규제 합리화, 추후 원/달러 환율 안정화 (3월말 1,530원; -30원 CET-1비율 +3~9bp) 등으로 CET-1비율 개선 기반 적극적인 주주환원에 대한 기대감은 유효. 그럼에도 불구하고 Valuation 정상화 여력(= 글로벌 PBR-ROE 추세선 회복)은 여전히 충분. 커버리지 가중평균 2026E ROE 10%, 주주환원율 51% 기반 Target PBR 1.1배로 제시 (vs. 5월 28일 기준 PBR 0.7배, 커버리지 가중평균 주주환원수익률 6.7%)

보험: 선별적 접근은 유효

보험 업종에 대해 투자의견 Neutral 유지. 업황 개선을 기대하기는 아직은 이른 시점인 가운데, 배당가능이익은 여전히 불확실성이 높은 상황. 다만 1) 금리 상승은 자본 측면에서 긍정적이며 (금리 상승 시 현대해상 > 삼성생명 > 한화생명 유리), 2) 보험업 외의 비경상적인 요인에 따른 실적 개선 여력을 보유한 보험사가 존재하는 점을 고려 (삼성전자의 FCF 컨센서스를 반영하여, 지분율이 높은 삼성생명의 27년 지배주주이익 (+41%) 및 DPS (+24%)를 상향 조정), 선별적인 접근은 가능한 국면으로 판단

금융

Analyst 조아해
like.cho@meritz.co.kr

RA 공건희
kunhee.kong@meritz.co.kr

증권: 남달라진 체력

증권 업종에 대해 투자 의견 Overweight 유지. 1) 증시로의 자금 유입 기반 브로커리지 수익 중심 우호적인 영업환경은 지속되고 있으며, 2) 발행어음/IMA 등을 기반으로 한 추가적인 이익 제고력도 여전히 유효. 3) 구조적인 성장 동력 기반 경상적인 체력이 제고됨에도 불구하고, Valuation 매력도는 높은 상황 (커버리지 평균 ROE 19%, FY1 KRX증권 PBR 1.3배 vs. KOSPI 2.1배)

국내 일평균 거래대금은 역사적인 수준이 지속. 5월 28일 누적 기준 2Q26 일평균 거래대금은 84조원 (vs. 1Q26 67조원). 외국인 통합계좌 규제 완화 (외국인 개인 거래대금 6조원, 수수료율 2bp, 점유율 20% 가정 시. 대형 증권사 영업이익의 3% 내외 추정 가능), 단일종목 레버리지 ETF 출시 (ETF 일평균 거래대금 5월 28일 누적 30조원 vs. 4월 17조원), 국민참여형 국민성장펀드 출범 (첨단전략산업 부문 내 코스피 10% 이하, 코스닥 및 비상장사 10% 이상 등 투자) 등 증시로의 자금유입 진행 중. 증권사들의 브로커리지 이익 성장 동력은 유효. 연간 거래대금 75조원 기록 시, 25년 연간 운영업수익 대비 키움증권 124%, 미래에셋증권 115%, 삼성증권 89%, NH투자증권 69%, 한국투자증권 46% 수익이 확대 가능

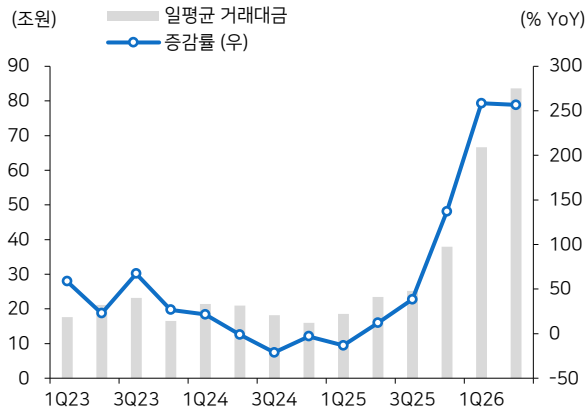
물론 금리에 대한 부담은 존재. 통상 시장금리 상승은 채권 Trading 평가손실을 야기하기 때문. 다만 1) 1Q26 중 3월 시장금리 상승에도 불구하고, 양호한 주식 Trading 및 ETF LP 관련 Trading 수익까지 확대됨에 따라 컨센서스를 큰 폭으로 상회했으며, 2) 경기 호황을 기반으로 한 금리 상승은 증권주에게 긍정적으로 작용한 경우도 존재 (2017년 ~ 2018년). 현 금리 상승 압력은 반도체 호황에 따른 경기확장 기대 강화에서 비롯된 점을 고려 필요

한편 중장기적으로 디지털 자산 관련 성장 기대감도 존재. 전통 금융사의 거래소 지분 취득 통한 인프라 선점 경쟁이 본격화 (하나금융/삼성증권 - 두나무 지분 각각 6.6%, 2% 인수, 미래에셋그룹 - 코빗, 한국투자증권; 카카오뱅크 지분 27% 보유 - 코인원 추진 중). 이를 기반 RWA (Real World Asset) 시장 내 경쟁력 우위 예상

종합적으로 브로커리지 수익 비중이 높은 증권사에게 유리. 이를 고려하여 최선호주는 삼성증권을 제시. 1) 코스피 중심 양호한 주식시장, 퇴직연금 주식비중 확대 등 동사의 리테일 강점 두드러지는 환경이며 (리테일 자산 1Q26 496조원; +60.7% YoY), 2) 미국 온라인 증권사 IBKR과의 제휴 기반 외국인 통합계좌 등 추가적인 수익원 확보에도 적극적인 가운데, 3) 양호한 이익 체력 기반 주주환원에 대한 기대감도 유효 (별도 자기자본 7.7조원 vs. 동사의 주주환원 확대 기준 8조원)

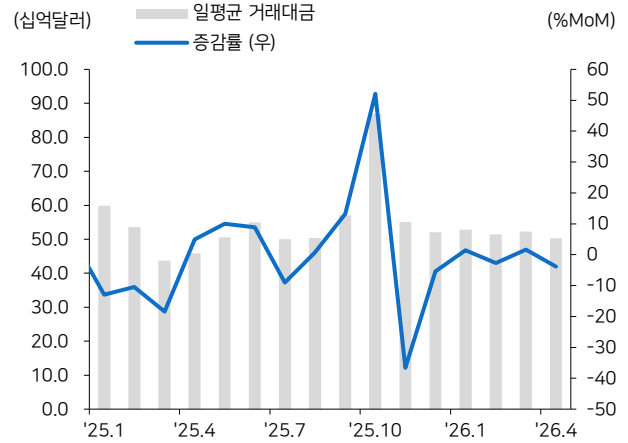
차선호주는 키움증권을 제시. M/S에 대한 우려가 잔존하나, 1) 개인투자자 비중이 높은 코스닥 시장의 개편과 더불어 동사의 퇴직연금 시장 진출 등으로 M/S를 확보해 나갈 것으로 예상하며, 2) 높은 금리 변동성 대비 리테일 중심 사업구조 및 ETF LP 시장점유율 1위 등으로 업종 내 높은 ROE 수준을 유지할 것으로 예상. 한편 3) 2Q26 중 새로운 기업가치 제고계획 발표 예정

그림1 국내주식 일평균 거래대금 추이



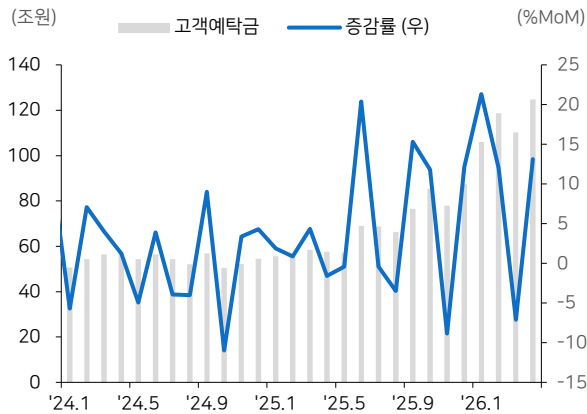
주: 5월 28일 누적 기준
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림2 해외주식 거래대금 추이



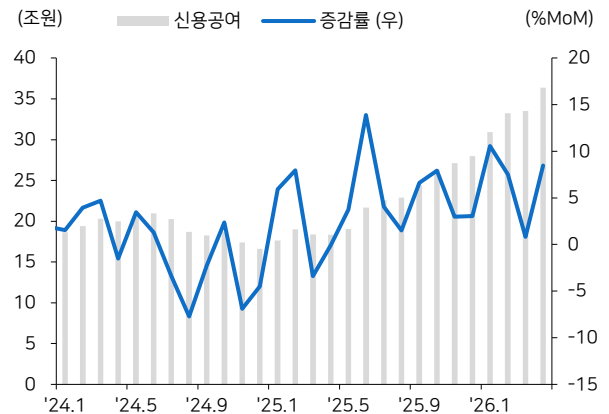
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림3 고객예탁금 추이



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림4 신용공여잔고 추이



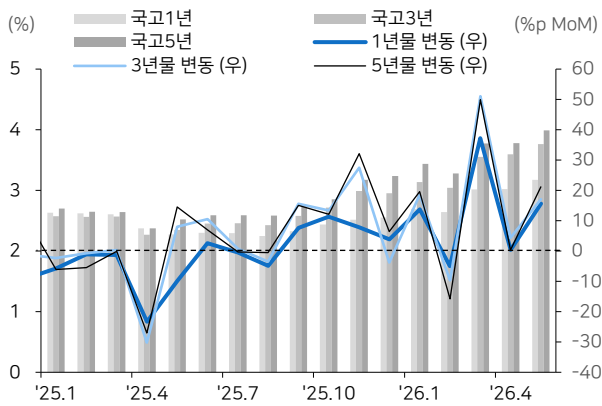
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

표1 증권사 외국인 통합계좌 현황

하나증권	홍콩 엠퍼러증권 (25년 8월), 일본 캐피탈 파트너스 (26년 3월)와 제휴로 중화권 및 일본 개인 투자자 대상 외국인 통합계좌 서비스 실시 중 홍콩 푸투증권과의 제휴(26년 3월)로 추가 외국인 통합계좌 론칭을 올해 6월말 시작할 계획
키움증권	미국 온라인 브로커리지사인 위볼과의 제휴(26년 2월)로 준비 중
삼성증권	미국 온라인 브로커리지사인 인터랙티브 브로커스(IBKR)와의 제휴(26년 4월)로 준비 중
미래에셋증권, 메리츠증권, KB증권, NH투자증권 등도 준비 작업 중	

자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

그림5 국고채 금리 추이



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

표3 증권사 LP 수익 요인

분류	수익 요인
수수료수익	LP 보수
운용수익	스프레드 수익 헤지 운용 손익 대차 재대여 수익

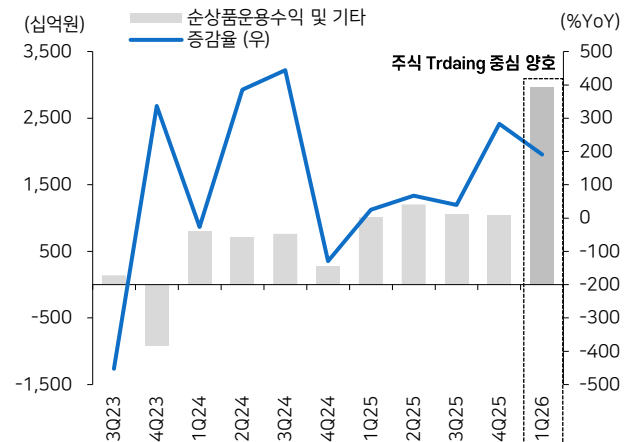
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 증권사 외국인 통합계좌 수익 추정

수수료율 (십억원)	2bp 거래대금 (조원)					
	4	5	6	7	8	9
점유율 (%)						
14	29.1	36.4	43.7	51.0	58.2	65.5
16	33.3	41.6	49.9	58.2	66.6	74.9
18	37.4	46.8	56.2	65.5	74.9	84.2
20	41.6	52.0	62.4	72.8	83.2	93.6
22	45.8	57.2	68.6	80.1	91.5	103.0
24	49.9	62.4	74.9	87.4	99.8	112.3
26	54.1	67.6	81.1	94.6	108.2	121.7

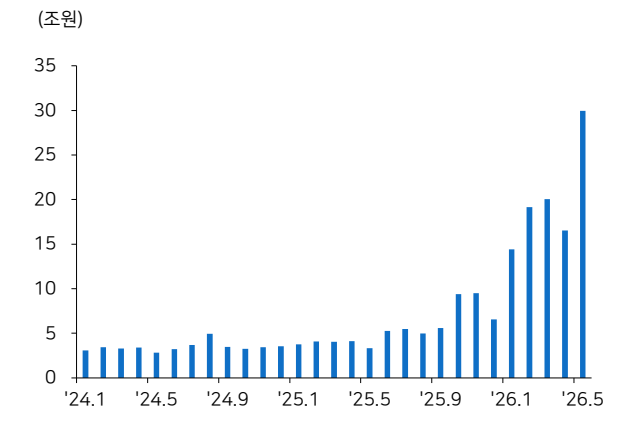
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 커버리지 합산 순상품운용수익, 기타수익 추이 및 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림7 ETF 일평균 거래대금 추이



주: 5월 28일 누적 기준

자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

표4 전통 금융사, 거래소 지분 추진 중

미래에셋그룹	계열사 미래에셋컨설팅을 통해 코빗 지분 92% 취득을 추진 중
한국투자증권	글로벌 가상자산 거래소 OKX와 함께 코인원 지분 인수를 논의 중
하나금융	두나무 지분 6.55% 인수
한화투자증권	두나무 지분 3.9% 추가 인수 (총 9.84%)
삼성증권/카드/SDS	두나무 지분 4% 인수 (삼성증권 2%, 카드/SDS 1%)

자료: 각 사, 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

표5 스테이블코인 시장 예상 밸류체인 (예시)

구분	1단계 (발행)	2단계 (커스터디·계좌)	3단계 (유통·거래)	4단계 (금융상품)	5단계 (결제·생활금융)
역할	디지털자산·STO 발행	커스터디·법정화폐 연동	온체인 자산 유통	투자상품 구조화	결제·정산·실사용
핵심 내용	토큰 발행	디지털자산 보관	디지털자산 거래 지원	전통 자산의 디지털화	생활금융의 디지털화
주체	은행/플랫폼	은행/플랫폼	가상자산 거래소	증권사	결제사 등

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 스테이블코인 관련 법안 쟁점 사안

쟁점1: 대주주 지분을 제한

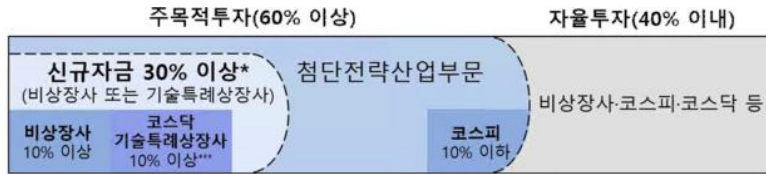
구분	대주주 지분을 제한 찬성	대주주 지분을 제한 반대
논리	거래소의 지배력 분산	가상자산 대주주 지분율을 제한하는 글로벌 사례 없음
해석	거래소가 금융시장 인프라 역할을 담당, 수수료 등 운용 수익이 집중되지 않도록 구조적 개선이 필요	미국, 유럽연합(EU), 일본 등 주요국에서 가상자산 대주주 지분율을 수치화해 제한하지 않음. 간접 규제를 통해 지배구조 통제하는 방식을 주로 선택

쟁점2: 스테이블코인 발행 주체

구분	은행 과반 컨소시엄 찬성	은행 과반 컨소시엄 반대
논리	금융안정·통화정책 등 관리 필요성	은행이 지배적인 발행 형태를 규정하는 글로벌 사례 없음. 지분율은 사업 특성을 감안해 자율 결정할 사안
해석	제도 초기 단계에서 안정성을 최우선으로 고려	글로벌 스탠다드와의 정합성 및 시장 자율성을 강조

자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

그림9 국민참여형 펀드 투자대상



- * 기업에 대한 주목적투자 중 절반 이상을 신규 자금 유입 형태의 투자**에 한정
- ** 지분(유상증자 등 신규자금 투자), 메자닌(세컨더리 제외)
- *** 기술특례상장사 전체 규모 등 고려시 요건 조정이 필요하다고 '국민성장펀드(국민참여형) 컨소시엄'이 판단하는 경우에는 펀드 설립취지 등을 고려하여 투자대상을 신규상장사 등으로 확대 가능
- * 인프라투자를 중점으로 하는 경우에는 펀드 결성금액의 60% 이상을 첨단전략산업 관련 인프라에 대한 대출 및 지분투자 방식으로 투자

자료: 금융위원회

표6 커버리지 증권사 운영업수익 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)
운영업수익	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

표7 증권사별 거래대금 운영업수익 민감도 분석

25년 연간 운영업수익 대비 (%)	키움증권	미래에셋증권	삼성증권	NH투자증권	한국투자증권
60	99	92	71	55	37
65	108	99	77	60	40
70	116	107	83	64	43
75	124	115	89	69	46
80	132	122	95	74	49
85	141	130	101	78	52

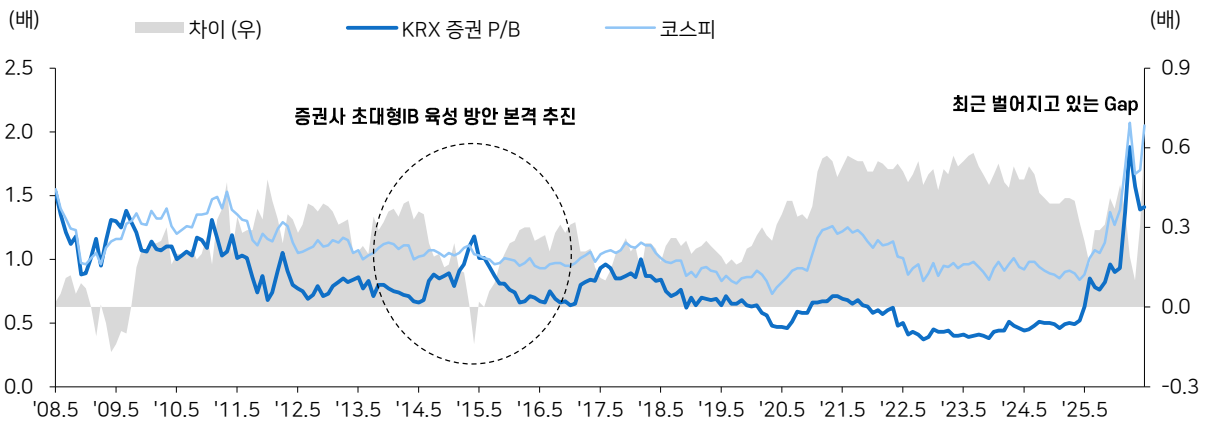
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 코스피, KRX증권 vs. 국고채 3년물



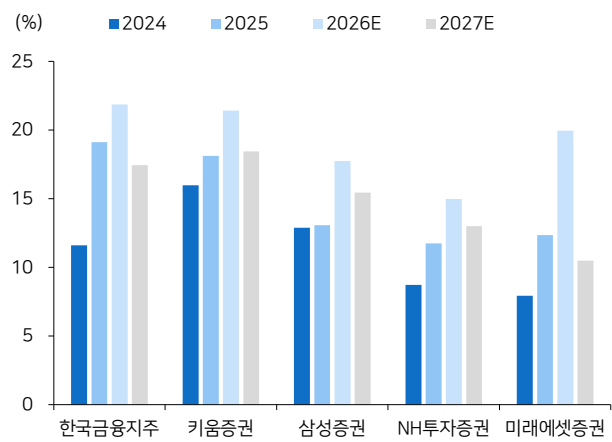
주: 2026년 제외 기준
 자료: 한국은행, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림11 PBR (FY1): 코스피 vs. KRX증권



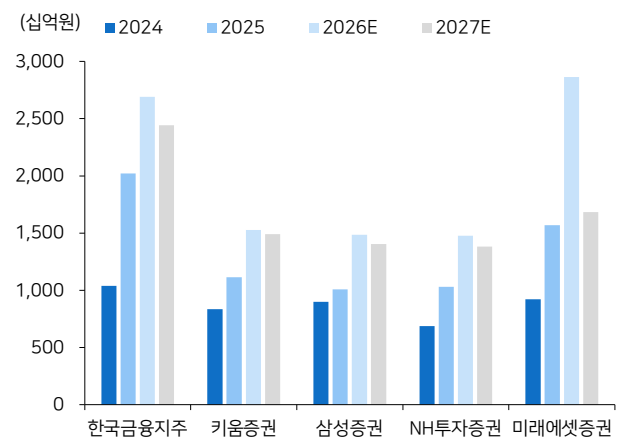
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림12 증권 ROE 추이 및 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림13 증권 순이익 추이 및 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

은행: 높아지는 주주환원 매력도

은행 업종에 대해 투자 의견 Overweight 유지. 은행의 양호한 이익 체력, 자본규제 합리화 등 기반 CET-1비율 개선에 따른 적극적인 주주환원에 대한 기대감은 유효. 그럼에도 불구하고 국내 은행들의 Valuation 정상화 여력(= 글로벌 PBR-ROE 추세선 회복)은 여전히 충분. 커버리지 은행 가중평균 2026E ROE 10%, 주주환원을 51% 기반 Target PBR 1.1배로 제시 (vs. 현재 PBR 0.7배)

시장금리 상승은 은행들의 NIM 개선으로 이어짐에 따라 이자이익에 긍정적. 은행별 금리 민감도는 상이하나, 통상 기준금리 25bp 인상 시 NIM 3~4bp 개선 가능. 다만 기업대출 확대 (3월 잔액 NIS 기준 기업대출 4.1% < 가계대출 4.5%), 중·저신용자 대출 금리 인하 등으로 인해 일부 NIM 하락 압력 존재. 그럼에도 불구하고 현 시중금리 추이 고려 시, NIM 4bp 개선, 대출성장률 4%를 가정 시 4대 금융지주의 이자이익은 평균 6% 증가하는 것으로 추산

물론 금리 상승에 따른 대손비용률에 대한 부담이 발생할 수 있음. 다만 21년 이후 적립된 선제적 대손충당금 적립 규모 (커버리지 평균 총여신대비 선제적 대손충당금 적립비율 약 0.6% 추정), 대출 내 담보/보증 비율 확대 (25년 89% vs. 10년 57%) 등을 감안해 볼 시, 충분히 감내 가능할 것으로 예상

한편 증권사 이익 기여도가 높을수록 비이자이익 또한 양호할 것으로 예상 (1Q26 비이자이익 KB금융 +27.8%, 신한지주 +24.7% YoY). 4대 금융지주 중 25년 연간 기준 증권사 이익 기여도는 KB금융 (11%) > 신한지주 (7%) > 하나금융 (5%)

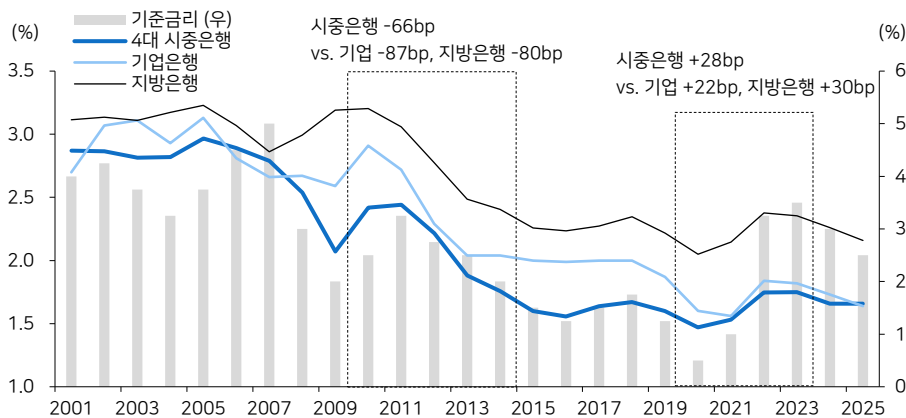
CET-1비율 측면에서 1) 분자인 CET-1자본은 앞서 언급한 이익 체력 기반 양호할 것으로 예상되는 가운데, 2) 분모인 RWA는 자본규제 합리화, 원/달러 환율 등을 감안할 시, 분자대비 증가폭 제한적일 것으로 예상. 2Q26부터 운영리스크 손실인식 합리화 (10년 인식 → 3년 인식으로 축소), 구조적 외환포지션 승인대상 확대 등 ('26년 4월 시행)이 실시될 예정. 은행별로 해당 부문에 대한 영향은 익스포져에 따라 상이할 것으로 예상. 1Q26 컨퍼런스콜에서 1) KB금융은 운영리스크 관련해 20bp 개선 효과를 (홍콩 H지수 ELS 고객 보상비용 24년 인식; 27년 상반기 인식 예정), 2) 신한지주는 운영리스크 관련해 20bp, 외환포지션 관련해 10bp 개선 효과를, 3) 우리금융은 운영리스크 관련해 17bp 개선 효과가 있음을 언급. 한편 추후 원/달러 환율 하락 시, 추가적인 CET-1비율 개선도 가능 (3월말 1,530원 기록; 30원 하락 시, 은행별 +3 ~ 9bp 개선효과)

은행들의 적극적인 주주환원정책은 진행 중. 비과세·분리과세 배당 정책을 지속하고 있는 가운데, 2Q26 실적발표를 통해 하반기 자사주 매입을 발표할 예정 (커버리지 합산 자사주 매입 2.6조원 추정)

최선호주는 KB금융을 유지. 타행대비 높은 비은행 부문 이익 기여도 (1Q26 43%; ROE 은행 11.5% vs. 증권 19.2%) 기반 차별화된 실적을 창출. 이와 같은 이익 창출력은 적극적인 주주환원 정책으로 이어지는 모습 (26E 주주환원율 57%). 여전히 글로벌 Peer 은행들과의 비교 기반 ROE 대비 Valuation 정상화 여력은 충분

차선호주는 하나금융지주를 유지. 양호한 은행 본업 체력을 보유. 추후 환율 하락 시 CET-1비율 개선폭이 가장 두드러질 것으로 예상. 여전히 시중은행 중 매력적인 주주환원수익률 (26E 7.0% 추정)을 보유. 한편 두나무 지분 인수를 통해 추가적인 성장동력을 확보

그림14 은행 NIM, 기준금리: 시중은행 vs. 기업은행 & 지방은행



자료: 각 사, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

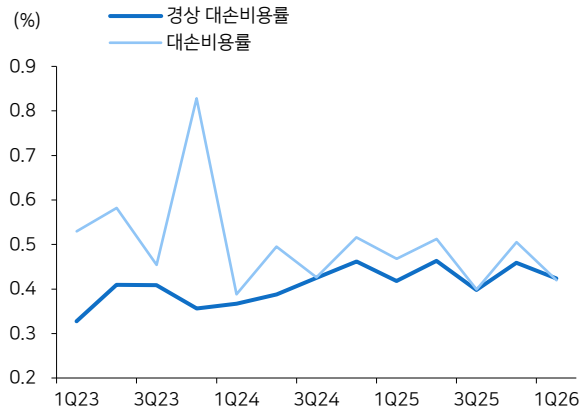
표8 은행별 NIM 상승폭, 대출성장률에 따른 이자이익 민감도

4대 금융지주 평균					기업은행				
이자이익 증가 (%)	NIM 상승폭 (bp)				이자이익 증가 (%)	NIM 상승폭 (bp)			
	4	8	12	16		4	8	12	16
3	5.2	7.5	9.7	12.0	3	5.6	8.2	10.8	13.4
4	6.3	8.5	10.8	13.1	4	6.6	9.3	11.9	14.5
대출성장률 (%)	5	7.3	9.6	11.9	5	7.7	10.3	13.0	15.6
	6	8.3	10.6	12.9	6	8.7	11.4	14.1	16.7
	7	9.3	11.7	14.0	7	9.7	12.4	15.1	17.8

3대 지방은행 평균					카카오뱅크				
이자이익 증가 (%)	NIM 상승폭 (bp)				이자이익 증가 (%)	NIM 상승폭 (bp)			
	4	8	12	16		4	8	12	16
3	4.7	6.5	8.2	10.0	3	5.1	7.2	9.4	11.5
4	5.8	7.5	9.3	11.1	4	6.1	8.3	10.4	12.6
대출성장률 (%)	5	6.8	8.6	10.3	5	7.2	9.3	11.5	13.7
	6	7.8	9.6	11.4	6	8.2	10.4	12.6	14.7
	7	8.8	10.6	12.5	7	9.2	11.4	13.6	15.8

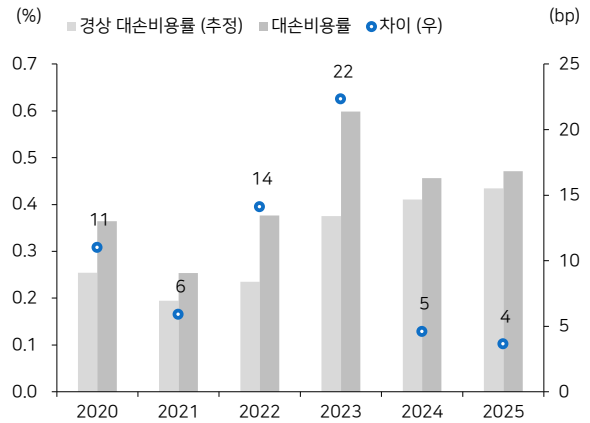
주: 2025년 이자부자산, NIM 기준
 자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림15 은행 대손비용률 추이 및 전망



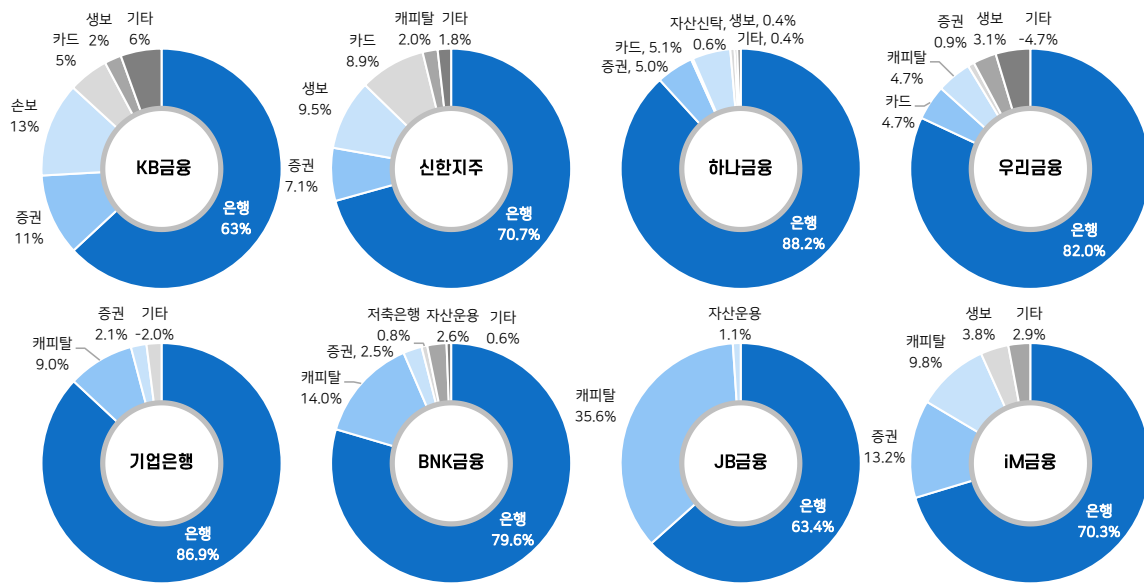
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림16 연간 은행 대손비용률 vs. 경상 대손비용률 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림17 커버리지 은행: 비은행 부문 현황 (2025년 연간)



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표9 은행권 포용금융 주요 내용

은행권 새희망홀씨 공급 목표	2025년 4조원 → 2026년 5조원 → 2027년 5.5조원 → 2028년 6조원
인터넷은행 중·저신용대출 목표	2025년 30% → 2026년 32% → 2027년 34% → 2028년 35%
5대 금융 포용금융 계획	2030년까지 70조원
금융감독원 평가체계	포용금융 종합평가체계 구축 중

자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

그림18 은행 생산적 금융 관련 자본규제 합리화 현황 및 효과

생산적 금융을 위한 자본규제 합리화 과제

구분	과제명	주요 내용	시행시기
완료 (4개)	① 주담대 RW 상향 ^{신용}	■ 내부등급법 주담대 RW 하한 상향(15%→20%)	'26.1월
	② 주식 RW 하향 ^{신용}	■ 비상장 주식 위험가중치 하향	'26.3월
	③ 정책목적 펀드 RW 특례 ^{신용}	■ 정책목적 펀드는 RW 100% 적용	'26.3월
	④ 구조적 외환포지션 승인 ^{시장}	■ 해외점포 출자금 시장리스크 제외	'25.2월
신규 (3개)	① 운영리스크 손실인식 합리화 ^{운영}	■ 3년 이상 인식 손실사건 배제	'26.4월
	② 구조적 외환포지션 승인 확대 ^{시장}	■ 해외 비연결 자회사 지분투자 등까지 확대	'26.4월
	③ 내부등급법 변경승인 처리기간 단축 ^{신용}	■ 신용평가모형 재개발시	연중

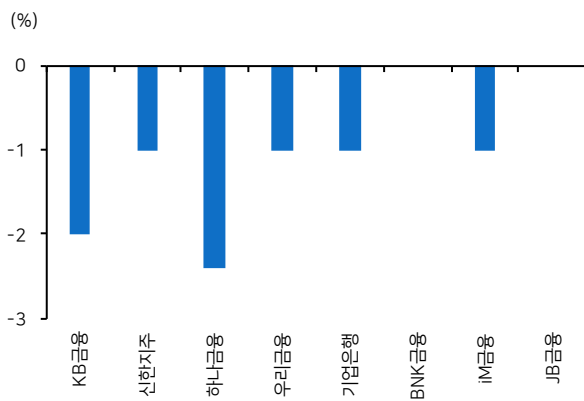
자본규제 합리화 과제 효과(추정)

주요 내용	5대 은행지주별 CET1 비율 영향도
① 운영리스크 손실인식 합리화 ¹⁾	최대 +26bp
② 구조적 외환포지션 승인대상 확대	최대 +12bp
③ 내부등급법상 신용평가모형 승인 ²⁾	-
합 계	-³⁾

1) 정량요건 충족하는 모든 손실사건 고려시(잠정), 2) 최근 사례 고려 시 변경승인 경우 +10bp 상승
3) 주담대, 주식·펀드 RW 과제와 달리 은행은행지주별 승인사항으로 전체 합산 불가

자료: 금융위원회

그림19 은행 CET-1비율 기준 원/달러 민감도 (10원 상승 시)



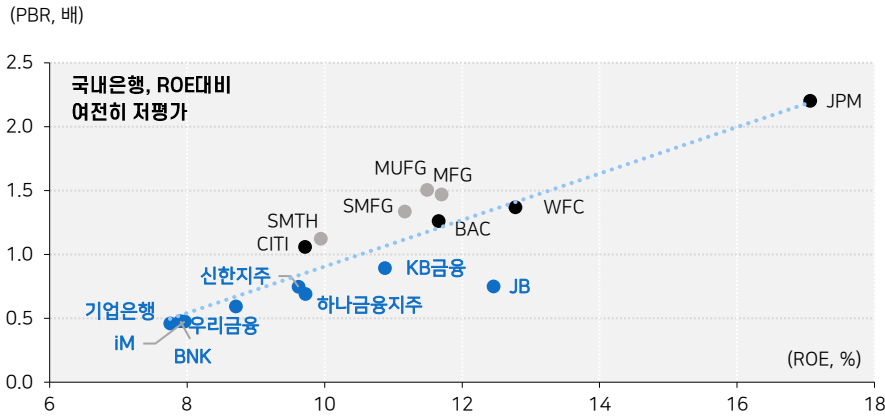
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림20 원/달러 환율 추이



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림21 글로벌 은행 PBR – ROE (FY1)



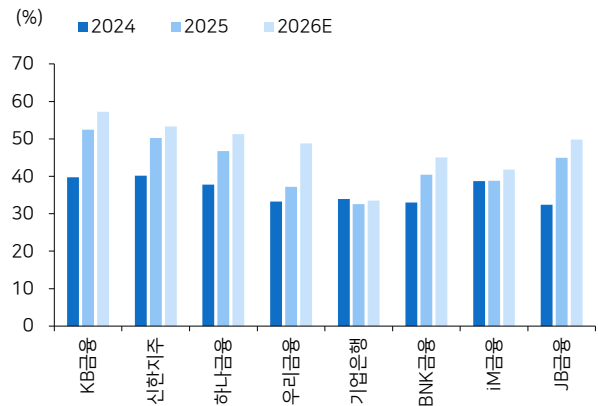
자료: Bloomberg, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림22 은행별 배당성향 추이 및 전망



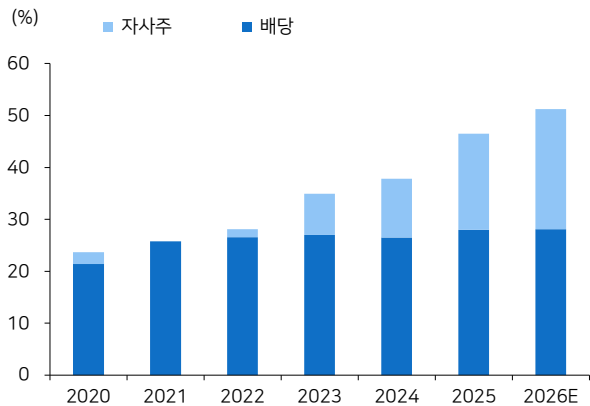
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림23 은행별 주주환원율 추이 및 전망



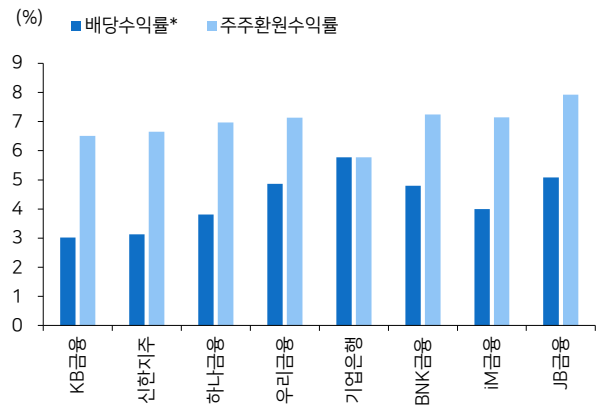
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림24 은행 주주환원율 추이 및 전망



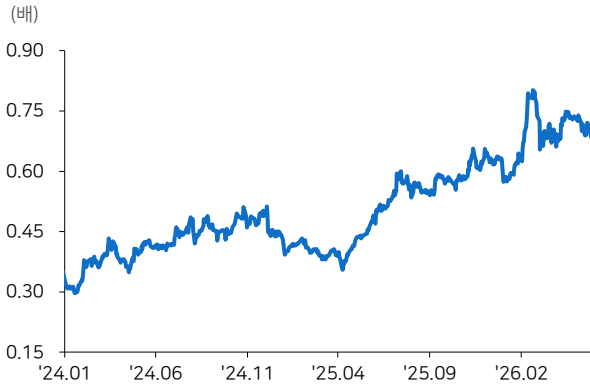
주: 회계기준 추정치
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림25 은행 배당수익률 및 주주환원수익률 (26E)



주: 5월 28일 종가 기준, *시가총액 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림26 은행 PBR 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표10 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

표11 커버리지 은행 주주환원정책

은행	주주환원정책
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	주주환원율 = 1 - 자본 or RWA 성장률/Target ROE) ROE Target 10~12%
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

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표12 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

보험: 선별적 접근은 유효

보험 업종에 대해 투자 의견 Neutral 유지. 업황 개선을 기대하기는 아직은 이른 시점인 가운데, 배당가능이익은 여전히 불확실성이 높은 상황. 다만 1) 금리 상승은 자본 측면에서 긍정적인 상황인 가운데 2) 보험업 외의 비경상적인 요인에 따른 실적 개선 여력을 보유한 보험사가 존재하는 점을 고려, 선별적인 접근은 가능한 국면으로 판단

1Q26 중 보험사들의 실적은 일회성 요인 (삼성생명 즉시연금 소송 승소금 4,257억원 인식, 한화생명 대체투자 관련 평가이익 2,000억원 인식, 현대해상 손실계약 부담비용에서 일회성 환입 요인 900억원 등)으로 양호 (커버리지 기준 컨센서스 대비 26% 상회). 경상적인 보험손익의 경우 예실차의 전년대비 (-) 폭 확대 추세는 계속되고 있음

다만 하반기 중 점차 실적 개선에 대한 기대감이 나타날 것으로 예상. 물론 당국의 손해율·사업비 가이드라인 영향이 존재하나, 관리급여 제도 도입 (7월부터 도수치료 선정) 효과 외에도 추후 자동차보험의 8주률도 시행될 시 손해율 안정화를 기대 가능. 이 외에도 보험 판매수수료 개편 등이 진행되고 있는 만큼, 출혈경쟁이 일어날 가능성은 낮다고 판단. CSM 잔액 상 판매량보다는 배수에 집중하는 질적 성장과 유지율 제고를 통한 CSM조정폭 축소가 주되게 나타날 것으로 기대

한편 현 시장금리 상승은 보험사에게 있어 우호적. 1) 건전성 측면에서 보험부채 부담이 감소되는 가운데, 2) 금리 변동성 확대에 따른 증시 변동성 또한 확대될 시, 방어주로서의 역할이 부각되기 때문. 커버리지 중 현대해상과 생보사가 가장 유리

추가적으로 일부 보험사들의 비경상적인 이익 요인을 고려할 필요가 있음. 삼성전자 지분을 보유하고 있는 삼성생명 (8.5%)과 삼성화재 (1.5%)는 2027년 중 삼성전자의 특별배당금 수취에 따른 DPS 확대를 기대해볼 수 있음. 삼성전자의 FCF 컨센서스를 반영하여, 지분율이 높은 삼성생명의 27년 지배주주이익 (+41%) 및 DPS (+24%)를 상향 조정. 이를 반영하여 적정주가를 450,000원으로 상향. 삼성생명은 1Q26 컨퍼런스콜에서 DPS 우상향 원칙 아래 계열사 배당금 규모가 클 경우 몇 년 간 분배하는 것을 고려한다고 언급. 분배하더라도 27년 기점으로 DPS의 가파른 상승세 예상 (27E +61% YoY 추정; 5월 28일 증가 기준 배당수익률 2.8%)

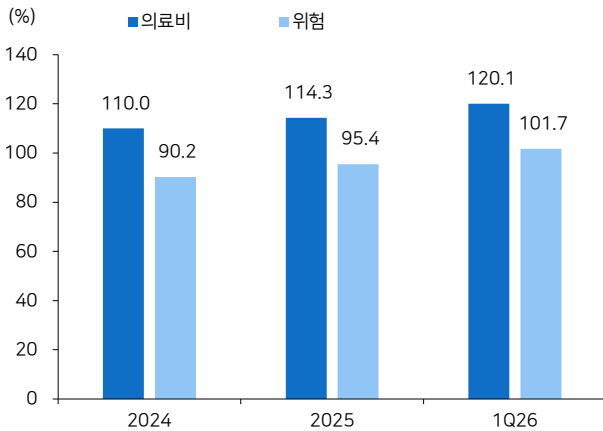
최선호주는 현대해상을 제시. 1) 제도 개혁에 따른 손해율 안정화가 가장 가파르게 나타날 것으로 예상되며, 2) 현 금리 상승에 있어 가장 우호적인 구조를 지니고 있음. 3) 물론 배당가능이익은 -1.4조원이지만, 해약환급금준비금 제도 개선이 시행될 시 배당 재개가 가능할 정도로 준비된 상태 (K-ICS비율 207%; 예실차 안정화에 따른 위험액 감소 +4%p 효과 반영, 기본자본 75%; 해약환급금준비금 100% 인정 시 85.9%)

표13 커버리지 보험사 보험손익 Breakdown

(십억원)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
삼성화재	CSM상각	396.5	403.9	410.6	243.7	406.0	406.4	416.2	392.1	399.8
	RA변동	34.2	43.7	44.1	43.5	44.8	47.0	52.2	54.9	53.6
	예실차	60.6	79.7	15.9	(75.5)	(16.4)	19.0	(44.9)	(126.9)	(9.0)
	기타	(45.1)	(68.7)	(41.4)	32.0	(15.1)	(58.5)	(39.6)	(29.7)	(4.4)
	합산	446.2	458.6	429.2	243.7	419.4	414.0	383.9	290.5	440.0
DB손해보험	CSM상각	326.9	336.3	341.5	281.8	323.5	326.3	330.5	306.1	322.4
	RA변동	20.2	35.5	39.9	36.4	37.0	37.1	40.0	40.7	43.3
	예실차	22.1	77.2	56.7	(101.3)	5.3	(50.6)	(162.1)	(40.0)	(88.4)
	기타	79.2	(55.8)	(77.3)	(73.8)	28.2	(55.8)	(58.9)	(31.5)	(12.1)
	합산	448.4	393.2	361.0	143.1	394.0	257.0	149.4	275.3	265.2
현대해상	CSM상각	239.1	237.4	240.1	216.2	234.2	239.6	245.7	231.5	237.8
	RA변동	34.7	31.8	32.0	33.9	30.8	32.8	36.5	36.0	37.9
	예실차	(47.0)	31.6	(98.5)	(98.5)	(103.3)	(41.4)	(67.7)	(93.7)	(75.3)
	기타	216.8	(10.6)	(31.8)	(162.0)	(47.4)	(46.8)	(33.1)	(315.7)	65.4
	합산	443.6	290.2	141.9	(10.4)	114.3	184.1	181.5	(141.9)	265.9
삼성생명	CSM상각	317.0	345.0	403.6	(217.0)	298.4	457.8	305.6	60.2	304.6
	RA변동	80.0	79.7	82.1	79.7	85.2	83.8	89.3	87.3	87.2
	예실차	(14.0)	59.6	35.2	(289.1)	(6.4)	45.9	(54.4)	(146.1)	(81.1)
	기타	(115.0)	(40.7)	(45.7)	(218.6)	(99.3)	(34.1)	(78.9)	(119.6)	(54.2)
	합산	268.0	443.6	475.2	(645.1)	277.9	553.5	261.6	(118.2)	256.5
한화생명	CSM상각	220.3	215.5	211.5	204.7	198.6	195.8	196.0	196.8	191.4
	RA변동	28.0	35.7	37.2	37.2	38.9	37.2	39.5	40.0	44.3
	예실차	(100.5)	(8.2)	(47.4)	(67.7)	(29.2)	(37.9)	(126.4)	(116.1)	(91.9)
	기타	(56.9)	(59.3)	(94.5)	(49.3)	(104.1)	(123.4)	(145.7)	84.3	(81.5)
	합산	90.8	183.7	106.8	124.9	104.2	71.8	(36.6)	205.0	62.4

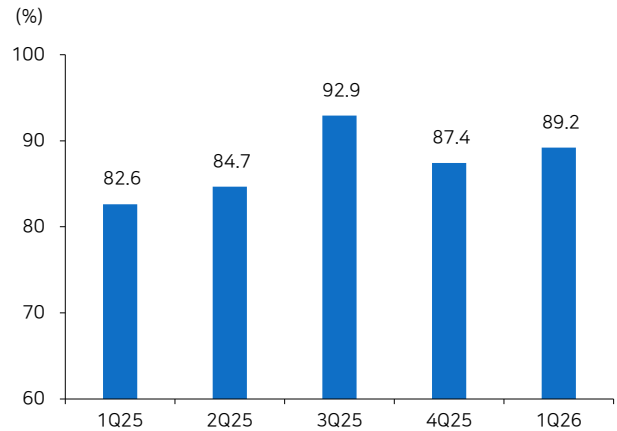
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림27 DB손해보험 손해율 추이



자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림28 한화생명 손해율 추이



자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림29 보험업권 계리감독 선진화 방안 및 기대효과

구분	주요 내용	세부 실행 방안
1. 산정 원칙 확립	중립성 · 보수성 · 비교가능성 제고	(손해율) 신규 담보 및 비실손 갱신형 상품에 보수적 가정 적용 (사업비) 물가상승률 반영 및 공통비 인식 기준 표준화
2. 가이드라인 마련	핵심 계리가정 표준화	경험통계가 부족한 경우 산업통계나 재보험료를 활용 강제 보험료 산출 시 사용한 가정과 결산 시 가정을 일치시켜 왜곡 방지
3. 내부통제 강화	보험사 자체 검증 체계 구축	계리가정 선정 기준 및 근거 일체에 대한 문서화 의무화 계리가정 변경 시 위험관리위원회(이사회 내) 보고 필수화
4. 감독체계 정비	'계리가정 보고서' 도입	매년 1회 계리가정 현황, 통제 상황, 변경 이력을 정기 보고 표준화된 데이터를 집적하여 이상치(Outlier) 발견 및 집중 점검
5. 시행 일정	2026년 상반기 내 시행	가이드라인(손해율 · 사업비) 적용: '26. 2분기 결산부터 내부통제 및 감독체계 정비: '26. 2분기 중 시행



기준의 재정립: 과거에는 보험사마다 제각각이었던 계리 가정을 이제는 당국이 정한 '표준 기준'으로 재정립

회계 신뢰성 제고: 당국이 각 회사의 데이터를 모아 비교 분석하겠다는 것은, 업계 평균보다 지나치게 유리한 가정을 쓰는 회사를 즉각 찾아내어 검사함으로써 회계의 신뢰성 제고

리스크 관리의 책임: 계리가정 변경을 이사회(위험관리위원회) 보고 사항으로 격상, 실무진의 판단을 넘어 경영진의 책임을 강조

자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

표14 자동차사고 보상 체계 합리화 방안과 쟁점

경상환자 과잉진료	
	통상의 치료 기간 (8주) 초과 시 추가서류 제출
해결방안	경상환자 (상해등급 12~14급)가 통상 치료 기간 (8주)을 초과하는 장기 치료를 희망하는 경우 보험사는 추가 치료 필요성을 입증하는 서류를 제출받아 치료 여부의 타당성을 검토
	보험금 지급 여부를 보험사가 '셀프 심사'로 판단
한의계 반박	치료 기간 8주에 명확한 근거 없음
	자동차보험이 아닌 건강보험으로 치료받아 재정 부담 우려

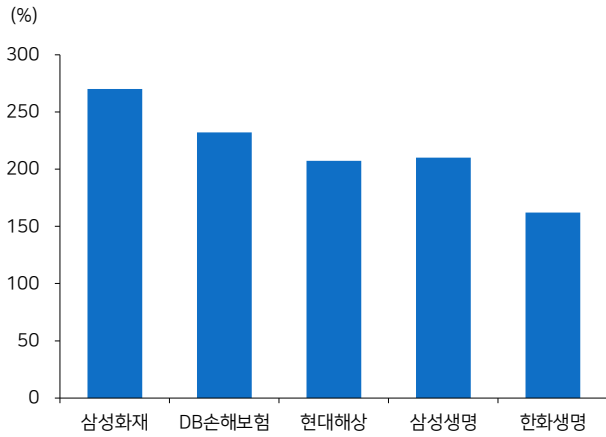
자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

표15 실손보험 관련 동향

도수치료	1회 가격 4만원대, 연 15회 기준으로 제한해 관리급여로 편입하는 방안을 논의
체의 충격파	최대 주 1회, 연 12회로 제한 논의 (의료계 자율 규제안)
5세대 실손보험 출시 (5월 6일)	중증 환자의 의료비 부담은 낮추고 도수치료, 비급여 주사제, 미등재 신의료기술, 체외충격 등 보장에서 제외해 보험료를 기존보다 최대 절반 이하로 낮춘 것이 특징

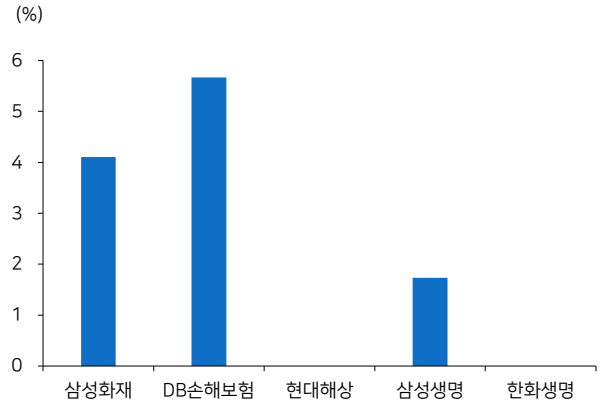
자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

그림30 보험 K-ICS비율 (1Q26)



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

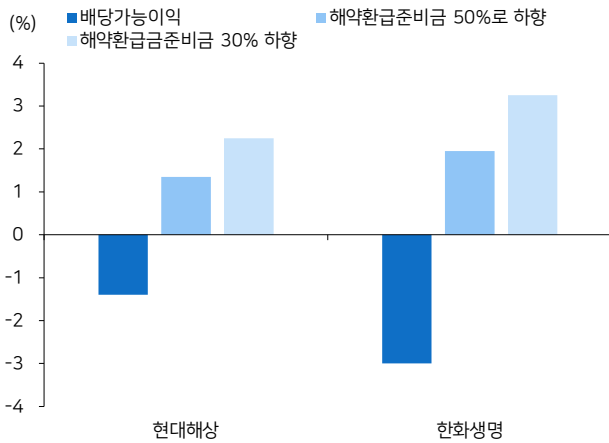
그림31 보험 배당수익률 (26E)



주: 5월 28일 증가 기준

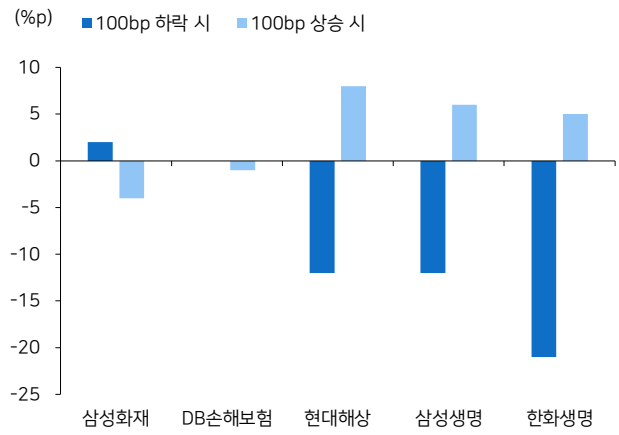
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림32 보험 배당가능이익 현황 및 해약환급금준비금 하향 시 변동 폭



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림33 금리 100bp 변동 시 자본 영향 (2025년)



주: 국고채 10년물 기준

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표16 삼성생명, 2027년 연간 지배주주순이익 추정치 41% 상향

(십억원)	2026E			2027E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
영업이익	3,208	3,208	0.0	6,459	4,559	41.7
지배주주순이익	2,816	2,816	0.0	5,513	3,898	41.4

자료: FnGuide, 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

표17 삼성생명 적정주가 변경 내역

(원)	New	Old	차이 (%)	현재가 (5/29)	Upside Potential
삼성생명	460,000	400,000	15.0	388,500	18.4

자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

표18 삼성생명 적정주가 산출

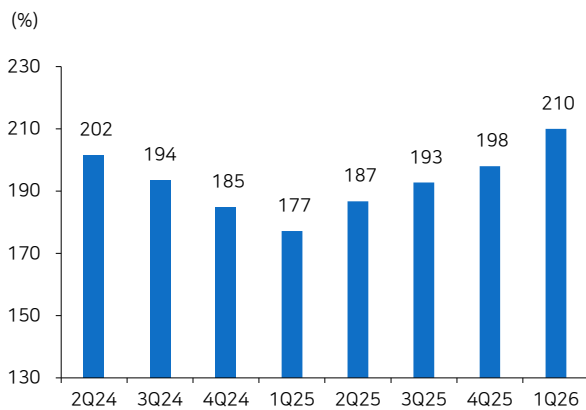
	단위	삼성생명
3개년 평균 ROE [A]	%	4.2
Cost of Equity [B]	%	5.2
할증폭 [C]		0.4
조정 COE [E=B+C]		5.6
Eternal Growth [D]	%	0
Adj. Fair PBR (이론적 PBR) [F=(A-D)/(E-D)]		0.7
Premium/Discount [G]	%	30
Target PBR [H=F*(1+G)]	배	1.0
12M Fwd 수정 BPS [I]	원	473,421
적정주가 [J=H*I]	원	460,000
현재가 (5/29) [K]	원	388,500
Upside Potential [L=(J-K)/K]	%	18.4

주: Premium/Discount = 각 보험사별 K-ICS비율, 해약환급금준비금 기반한 주주환원을 확대 여력을 차등화하여 반영

수정 BPS = 자기자본+CSM규모-해약환급금준비금

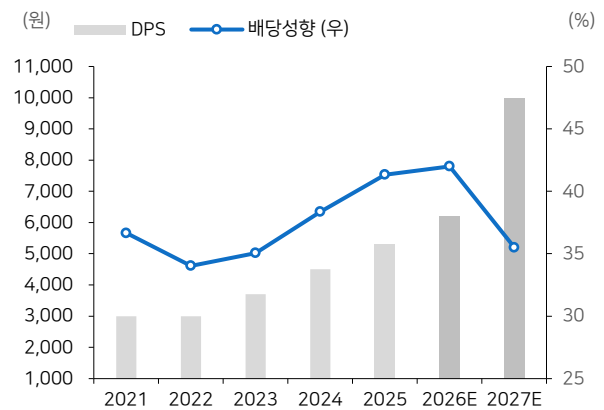
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림34 삼성생명 K-ICS비율 추이



자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림35 삼성생명 DPS, 배당성향 추이 및 전망



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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.5%

2026년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성생명 (032830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	0.7	37.5	
2026.05.15	기업브리프	Buy	400,000	조아해	-15.9	-8.9	
2026.05.29	산업브리프	Buy	460,000	조아해	-	-	