

증권: 코스닥 활성화 정책에 대한 기대

은행: 성장여력 확대에 대한 기대

보험: 수익성 개선에 대한 기대

07
- 2026 -

[월간 리서치] 성장금융

새로운 정책 기대에 주목



CONTENTS

I. Investment Summary	3
새로운 정책 기대에 주목	3
II. 증권: 코스닥 활성화 정책에 대한 기대	4
코스닥의 투자매력도 개선에 주목	4
키움증권의 점유율 회복 기대	5
2분기 실적 호조 지속 예상	6
반등을 모색할 수 있는 주가	7
Valuation table	10
III. 은행: 성장여력 확대에 대한 기대	11
규제 완화에 따른 성장여력 확대	11
대규모 주주환원 지속 기대	12
2분기보다는 하반기 실적을 기대	13
이미 주가에 반영 중인 환원 기대감	14
Valuation 비교	16
IV. 보험: 수익성 개선에 대한 기대	17
도수치료 관리급여 시행	17
1,200%를 확대 적용	18
2분기 실적은 양호할 전망	19
수익성 개선에 대한 기대감 반영 시작	20
Valuation table	21

I. Investment Summary

새로운 정책 기대에 주목

증권주는 2분기부터 코스피 대비 부진한 주가를 이어갔다. 이는 반도체 업종을 제외한 증시 전반, 특히 코스닥이 부진했기 때문으로 판단한다. 반도체 업종으로의 쏠림은 거래대금 증가로 이어졌지만, 거래량은 지속적으로 감소했기 때문이다. 이는 증시가 고점을 기록한 이후 거래대금의 가파른 감소로도 이어졌다.

그러나 최근 정부가 추진하는 코스닥 활성화 정책이 코스닥 부양으로 이어진다면, 이는 거래량 회복으로, 더 나아가서 증권주 반등으로 이어질 수 있을 전망이다. 작년 증시 부양 정책과 마찬가지로, 코스닥 자체의 투자매력도 개선에 주력하고 있는만큼 기대해볼만하다고 판단한다.

은행업에는 자본 규제 완화가 이루어졌다. 1분기에는 비상장주식과 정책 목적 펀드에 적용하는 위험가중치가 하향되었고, 2분기에는 1) 운영리스크 손실 인식 합리화와 2) 구조적 외환포지션 승인 범위 확대가 시행되었다. 이에 따라 주요 시중은행들의 1분기 보통주자본비율 확정치는 실적발표 당시 잠정치보다 최대 14bps의 상승을 시현했다.

이런 규제 완화의 취지는 은행들이 생산적 금융에 적극 동참하게 하기 위한 것으로, 실제로 5대 금융지주는 2030년까지 약 500조원 규모의 생산적 금융 공급 규모를 발표하기도 했다. 이런 생산적 금융의 공급은 장기적으로 은행업의 성장여력을 개선시킬 것으로 예상된다.

한편 7월부터는 도수치료가 관리급여로 전환되었다. 이에 따라 1회 30분 기준 43,850원으로 수가가 책정되었으며, 환자 본인부담률은 95%까지 상승했다. 횟수 역시 연간 15회, 의사 판단에 따라 예외적으로 24회까지로 제한되었다. 도수치료는 과잉진료 및 과당청구 사례가 많은 항목이었던만큼, 당장 하반기부터 보험금 예실차 손실 축소가 나타날 전망이다.

여기에 1,200%률도 7월부터 확대 적용되었다. 1,200%률은 설계사들이 수취하는 초년도 모집 수수료를 월납 보험료의 12배로 제한하는 것으로, 기존에는 보험사가 전속 설계사나 보험대리점(GA)에 지급하는 수수료에 대해서만 적용되었으나 이제는 GA가 소속 설계사에게 지급하는 수수료에 대해서까지 적용된다.

기존 방식과 다른 점은 GA 소속 설계사들이 수령하는 초년도 모집 수수료를 당국이 직접 규제한다는 것으로, 그동안 GA가 소속 설계사들에게는 월납 보험료의 12배를 초과하는 수수료를 지급해오던 관행이 중단될 전망이다. 이는 곧 보험사 역시 GA에 시책비 등의 마케팅 비용을 추가로 지급할 필요가 없어진다는 의미이기 때문에, 사업비 예실차 부담이 완화될 것으로 예상된다.

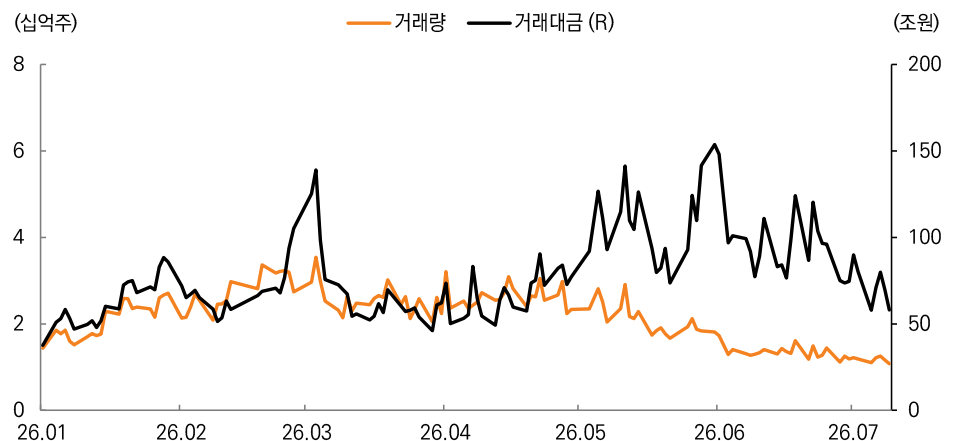
II. 증권: 코스닥 활성화 정책에 대한 기대

코스닥의 투자매력도 개선에 주목

증권주는 2분기부터 코스피 대비 부진한 주가를 이어갔다. 이는 반도체 업종을 제외한 증시 전반, 특히 코스닥이 부진했기 때문으로 판단한다. 반도체 업종으로의 쏠림은 거래대금 증가로 이어졌지만, 거래량은 지속적으로 감소했기 때문이다. 이는 증시가 고점을 기록한 이후 거래대금의 가파른 감소로도 이어졌다.

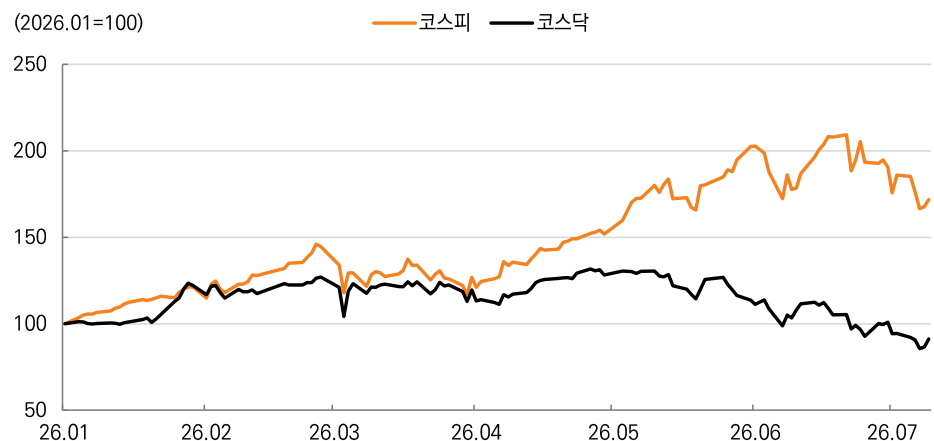
그러나 최근 정부가 추진하는 코스닥 활성화 정책이 코스닥 부양으로 이어진다면, 이는 거래량 회복으로, 더 나아가서 증권주 반등으로 이어질 수 있을 전망이다. 작년 증시 부양 정책과 마찬가지로, 코스닥 자체의 투자매력도 개선에 주력하고 있는만큼 기대해볼만하다고 판단한다.

그림 1. 거래량 vs. 거래대금



자료: 한국거래소, 넥스트레이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 코스피 vs. 코스닥 시가총액



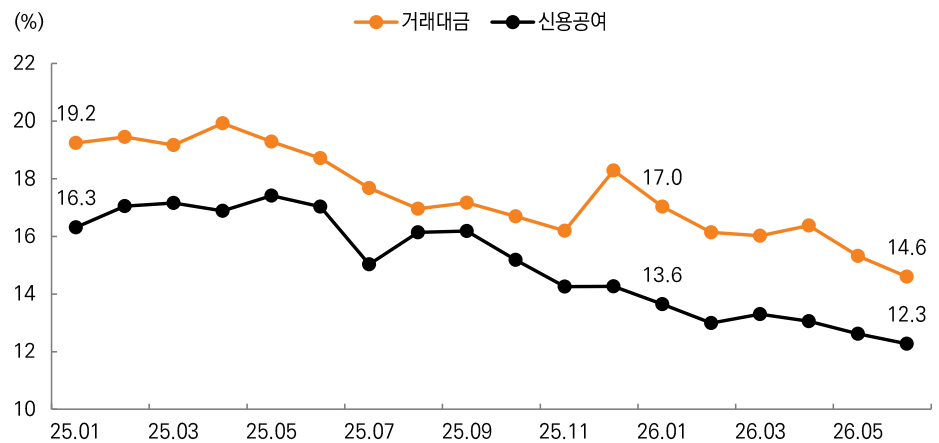
자료: 한국거래소, 미래에셋증권 리서치센터

키움증권의 점유율 회복 기대

정부는 향후 코스닥 시장에 '3대 구조혁신 프로그램'을 적용할 계획이다. 이는 1) 혁신기업의 원활한 상장과 2) 부실기업의 신속한 퇴출, 3) 세그먼트 분리로 요약할 수 있으며, 이를 위해 1) 하반기 중 맞춤형 기술특례상장을 대폭 확대할 계획이고, 2) 지난 7월 1일부터는 상장폐지 요건을 강화했으며, 3) 오는 1월에는 세그먼트 분리를 도입할 예정이다.

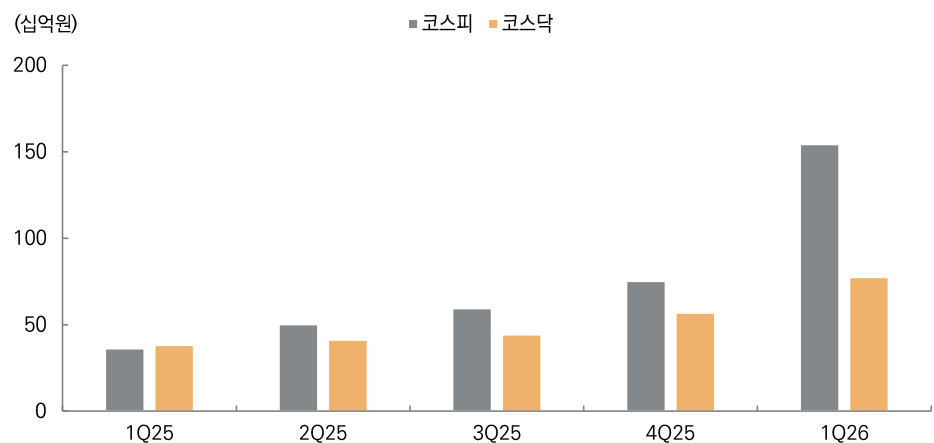
이러한 변화는 키움증권에 특히 긍정적일 것으로 예상된다. 작년부터 하락세를 지속한 거래대금 및 신용공여 점유율의 회복을 기대할 수 있기 때문이다. 동사의 점유율 하락의 원인으로 1) 거래대금의 경우 코스닥을 중심으로 투자하는 동사 고객의 특성을, 2) 신용공여의 경우 부족한 한도를 들 수 있다. 후자의 경우는 원래 동사가 신용공여를 많이 제공하고 있었기 때문에 발생하는 문제로, 자본이 증가함에 따라 점진적으로 해소될 전망이다. 그러나 고객 특성은 쉽게 변하지 않는 항목인만큼, 거래대금 점유율 회복을 위해서는 코스닥 활성화가 필수적이라고 판단한다.

그림 3. 키움증권 거래대금 점유율 vs. 신용공여 점유율



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 키움증권 코스피 vs. 코스닥 수탁수수료



자료: 미래에셋증권 리서치센터

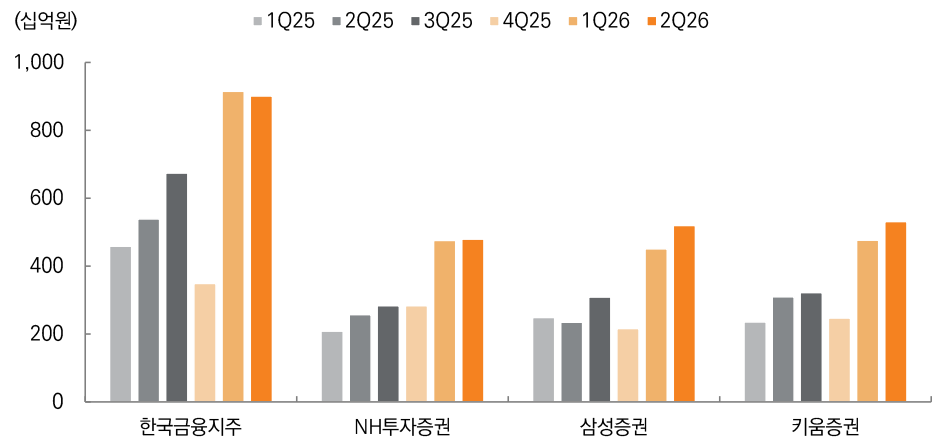
2분기 실적 호조 지속 예상

한편 2분기 증권업 실적은 브로커리지 이익 증가에 따라 전분기의 호조를 이어갈 것으로 예상된다. 일평균 거래대금이 전분기대비 35% 증가했고, 신용공여 잔고 역시 전분기대비 8.0% 증가했기 때문이다. 이에 따라 브로커리지 이익은 전반적으로 전분기대비 추가 개선을 보일 것으로 예상된다.

다만 트레이딩 손익은 1) 반도체 업종 중심의 압축적인 증시 상승과 2) 가파른 시장금리 상승, 3) 원/달러 환율 추가 상승의 영향으로 인해 회사별로 전략에 따라 다른 성과가 나타날 전망이다. 따라서 트레이딩 손익의 변동성이 적은 삼성증권과, 자기자본 투자에서 주식의 비중이 높은 키움증권이 전분기대비 이익 개선세를 이어갈 수 있을 것으로 예상된다.

IB 부문은 실적 개선에 크게 기여하지는 못할 전망이다. 발행어음이나 IMA의 신규 발행은 지속되고 있으나, 과거 부동산PF처럼 공격적인 확장은 어려운 상황인만큼 유의미한 비중 확대에는 시간이 필요할 것으로 예상된다.

그림 5. 분기별 순이익 추정치



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 실적 주요 항목 비교

	한국금융지주	NH투자증권	삼성증권	키움증권
순영업수익	1,586	1,085	1,020	914
순수수료이익	703	578	642	456
이자손익	442	274	199	209
트레이딩 및 상품손익	395	157	107	251
기타손익	46	62	73	-2
판매비와 관리비	453	426	307	245
영업이익	1,133	659	713	669
세전이익	1,245	661	717	733
법인세비용	342	182	197	201
연결 당기순이익	903	479	520	532
지배주주순이익	901	479	520	531

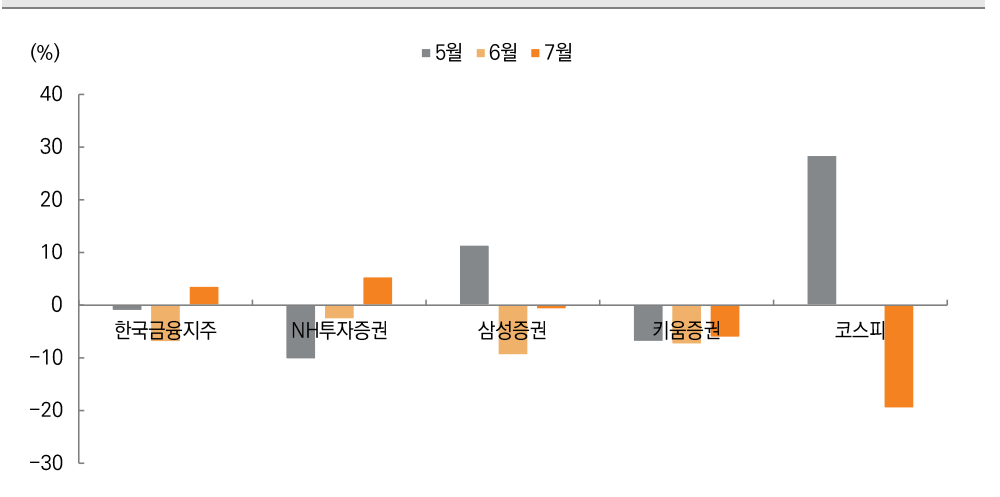
자료: 미래에셋증권 리서치센터

반등을 모색할 수 있는 주가

호실적을 예상함에도 불구하고 최근 증권업 주가는 증시와 함께 부진한 상황이다. 이는 2분기 실적에 대한 기대보다는 하반기 실적에 대한 우려가 주로 반영되기 때문으로 판단한다. 물론 반도체 중심의 랠리가 반도체 중심의 하락으로 반전되면서 코스피 대비 상대 수익률은 오히려 상승 중이지만, 2분기 내내 상대수익률이 저조했던 점을 감안하면 최근 절대수익률의 부진은 아쉬운 모습이다.

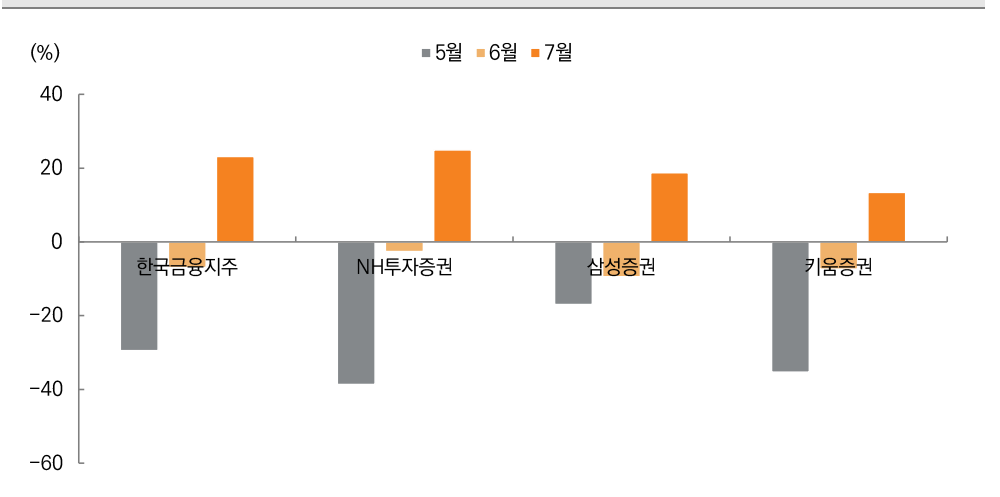
그럼에도 주가 부진으로 인해 P/E는 4~7배 수준으로 하락했고, 배당수익률은 5~7% 수준까지 상승한만큼, 반등을 모색할 수 있는 수준이라고 판단한다. 물론 한국은행이 긴축을 시작함에 따라 향후 유동성 축소에 대한 우려는 지속될 전망이다. 그러나 1) 정부가 추진하는 가계자산의 재분배 정책에 따라 증시로의 자금 유입이 지속되고 2) 그 자금이 코스닥 활성화 정책에 따라 코스닥을 중심으로 유입된다면, 증권주의 유의미한 반등도 가능할 것으로 예상된다.

그림 6. 월별 주가수익률



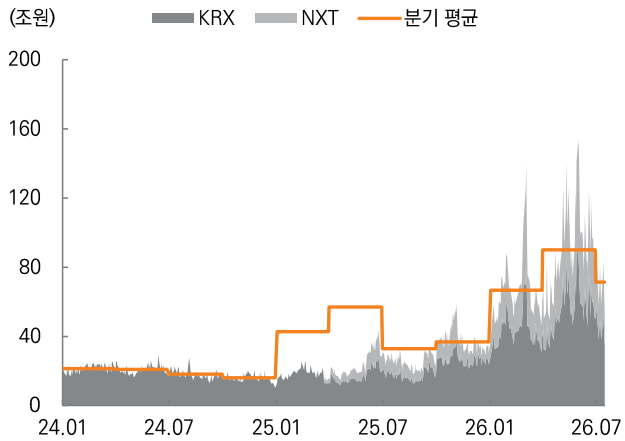
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 코스피 대비 상대 주가수익률



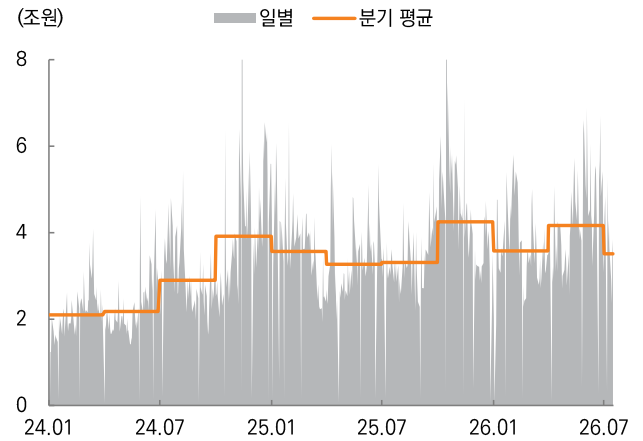
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 국내 주식 거래대금



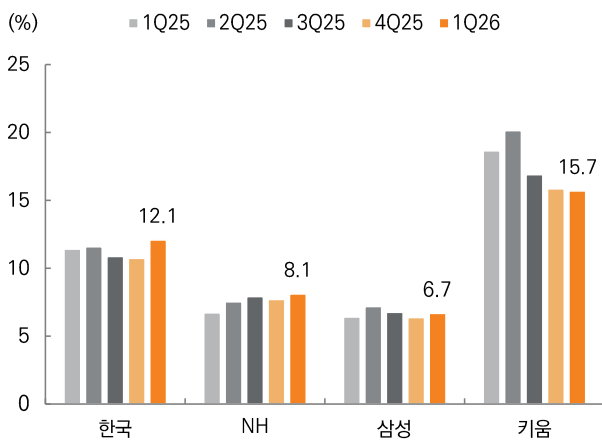
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 해외 주식 거래대금



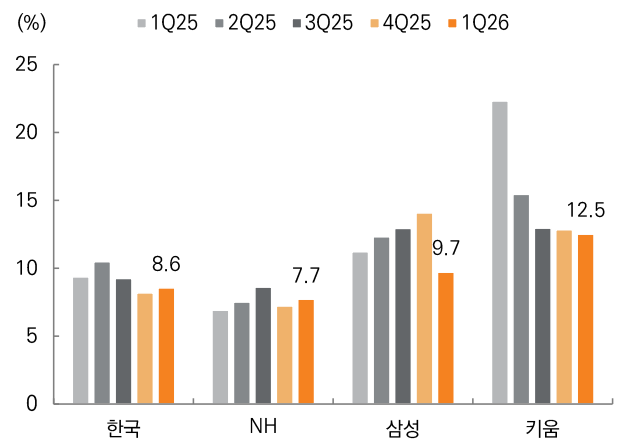
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 국내 주식 위탁매매 거래대금 점유율



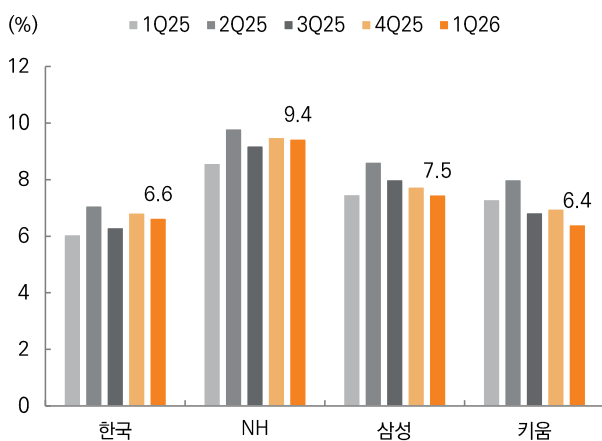
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 해외 주식 위탁매매 거래대금 점유율



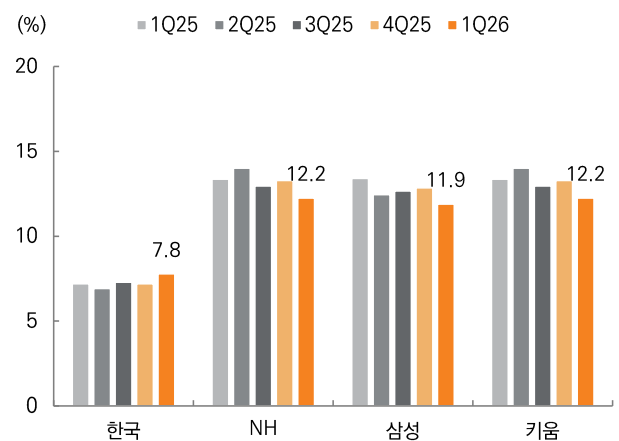
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 국내 주식 위탁매매 수수료수익 점유율



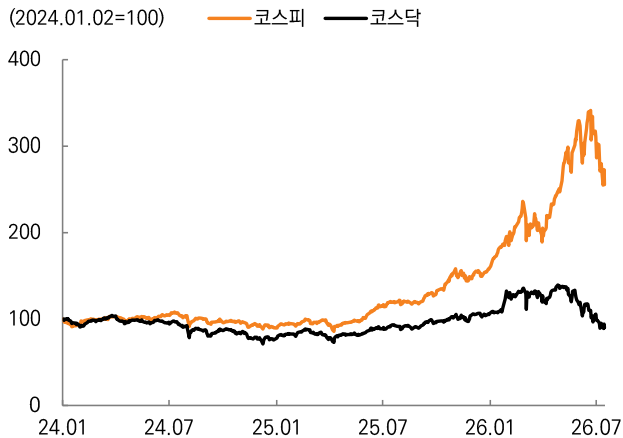
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 해외 주식 위탁매매 수수료수익 점유율



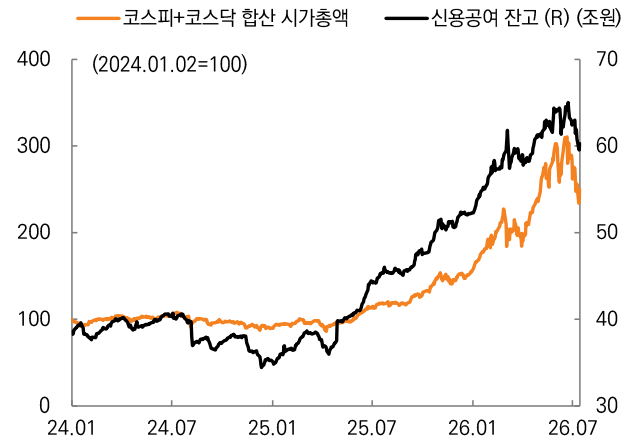
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 코스피 vs. 코스닥



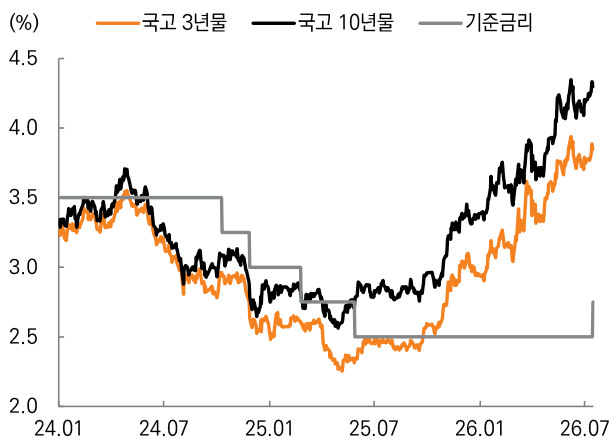
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 신용공여 잔고



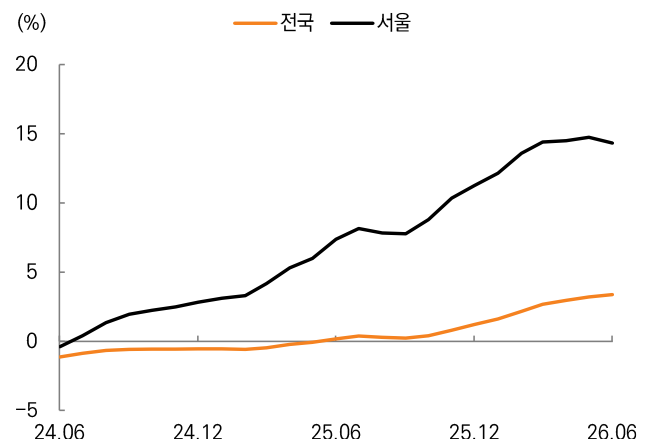
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 시장금리 vs. 기준금리



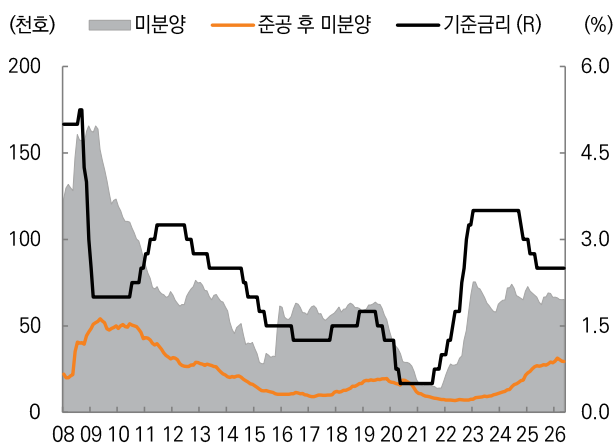
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 주택 매매가 지수 YoY 증가율



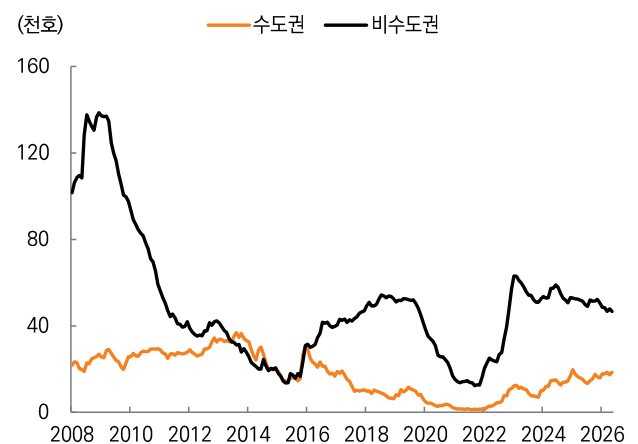
자료: KB부동산, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 미분양 주택 vs. 기준금리



자료: 국토교통부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 수도권 vs. 비수도권 미분양 주택



자료: 국토교통부, 미래에셋증권 리서치센터

Valuation table

표 2. 증권업 valuation table

(원, %, 배)

	한국금융지주	NH투자증권	삼성증권	키움증권
P/E				
2025	4.7	7.3	6.7	6.5
2026F	4.5	7.0	5.6	5.1
2027F	5.6	9.3	8.3	7.5
P/B				
2025	0.79	0.84	0.83	1.14
2026F	0.96	1.12	1.10	1.10
2027F	0.82	1.05	1.02	1.01
ROE				
2025	18.7	11.8	13.1	18.1
2026F	22.7	16.9	20.3	23.2
2027F	15.6	11.7	12.7	14.0
ROA				
2025	1.65	1.41	1.42	1.63
2026F	2.03	1.80	2.04	1.82
2027F	1.51	1.18	1.27	1.06
배당수익률				
2025	5.4	6.2	5.3	4.0
2026F	6.0	6.8	7.0	5.1
2027F	6.6	5.2	5.2	5.5
배당성향				
2025	22.7	44.8	35.4	26.7
2026F	24.4	44.7	39.3	24.9
2027F	33.4	45.7	43.4	39.7
주주환원수익률				
2025	5.4	6.8	3.7	4.8
2026F	6.0	6.8	7.0	6.4
2027F	6.6	5.2	5.2	5.5
주주환원율				
2025	22.7	49.7	35.4	36.2
2026F	24.4	44.7	39.3	31.2
2027F	33.4	45.7	43.4	39.7

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

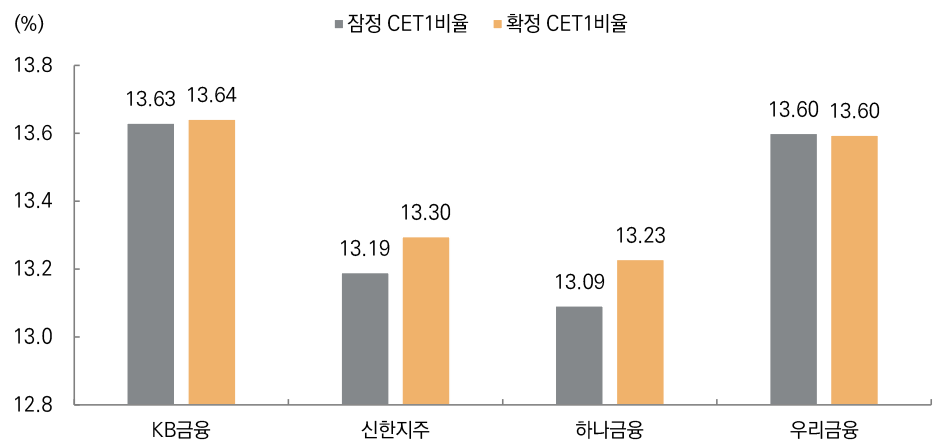
III. 은행: 성장여력 확대에 대한 기대

규제 완화에 따른 성장여력 확대

은행업에는 자본 규제 완화가 이루어졌다. 1분기에는 비상장주식과 정책 목적 펀드에 적용하는 위험가중치가 하향되었고, 2분기에는 1) 운영리스크 손실 인식 합리화와 2) 구조적 외환포지션 승인 범위 확대가 시행되었다. 이에 따라 주요 시중은행들의 1분기 보통주자본비율 확정치는 실적발표 당시 잠정치보다 최대 14bps의 상승을 시현했다.

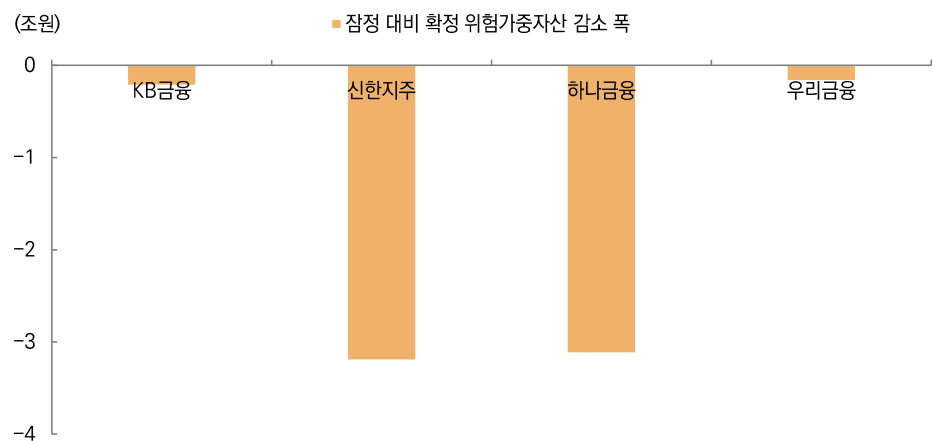
이런 규제 완화의 취지는 은행들이 생산적 금융에 적극 동참하게 하기 위한 것으로, 실제로 5대 금융지주는 2030년까지 약 500조원 규모의 생산적 금융 공급 규모를 발표하기도 했다. 이런 생산적 금융의 공급은 장기적으로 은행업의 성장여력을 개선시킬 것으로 예상된다.

그림 20. 1분기 잠정 보통주자본비율 vs. 확정 보통주자본비율



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 1분기 잠정 위험가중자산 대비 확정 위험가중자산 감소 폭



자료: 미래에셋증권 리서치센터

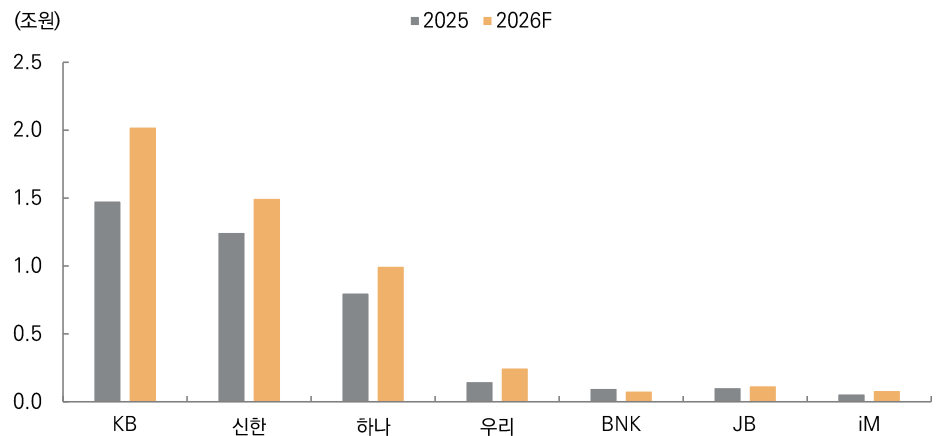
대규모 주주환원 지속 기대

또한 자본 규제 완화는 대규모 주주환원을 지속할 수 있는 동력으로 작용할 전망이기도 하다. 주주환원은 자본력을 소진하며 이루어지기 때문에, 생산적 금융을 집행하면서도 높은 수준의 자본력이 유지되어야 대규모 주주환원도 지속할 수 있기 때문이다.

당장 오는 2분기 실적발표에서도 자본비율이 높은 시중은행을 중심으로 대규모 자사주 매입이 발표될 전망이다. 2분기 자본비율은 원/달러 환율 상승에도 불구하고, 앞서 언급한 구조적 외환포지션 승인 확대에 힘입어 안정적인 상승세를 유지할 것으로 예상된다.

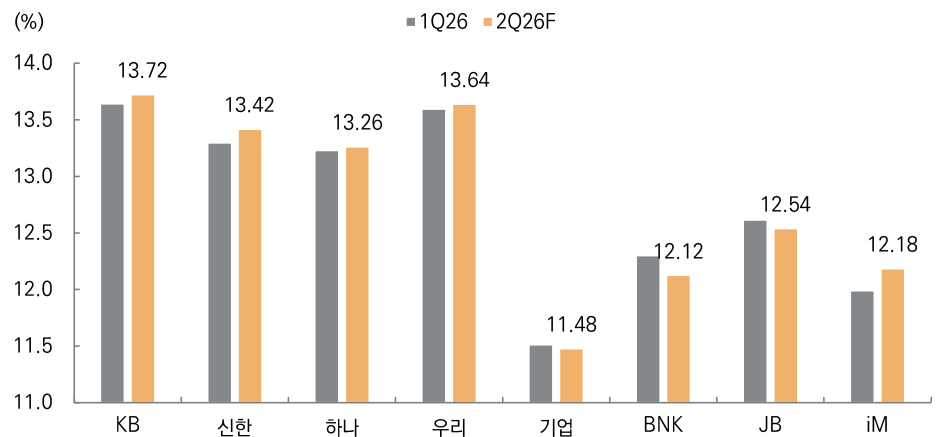
다만 지방은행들은 1) 시중은행의 가계대출 통제에 따른 풍선효과로 가계대출이 급등한 점과 2) 대손비용률 상승으로 실적 부담이 가중된 점에 따라 주주환원 규모가 크게 증가하기는 어려울 전망이다.

그림 22. 은행별 연간 자사주 매입 금액 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 은행별 2분기 CET1비율 전망



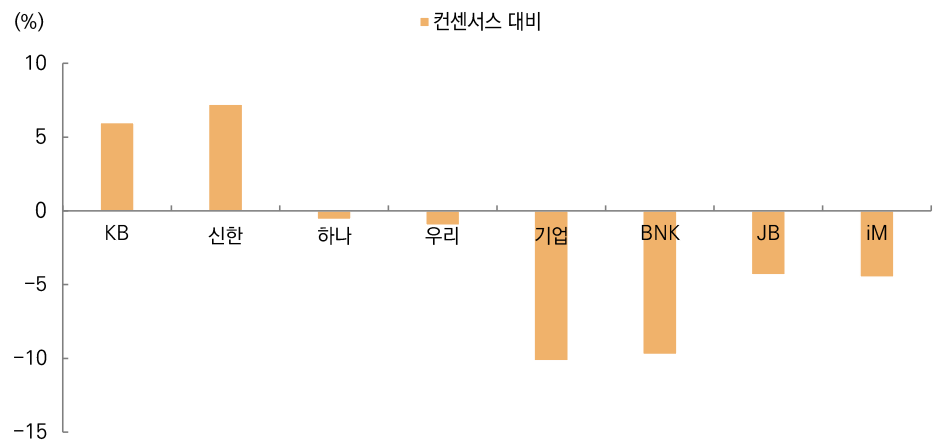
자료: 미래에셋증권 리서치센터

2분기보다는 하반기 실적을 기대

2분기 은행업 실적은 시중은행과 지방은행 간 차별화가 나타날 전망이다. 시중은행들의 경우 증권 자회사의 실적 호조에 힘입어 컨센서스에 부합하거나 이를 상회하는 실적을 시현할 것으로 예상하지만, 증권 자회사의 이익 기여도가 낮은 지방은행들은 컨센서스를 하회할 것으로 예상하기 때문이다. 은행 자체 이익은 대체로 부진할 전망이다.

이는 1) 전반적인 대손비용 상승에도 불구하고, 2) 순이자마진이 이를 상쇄할 정도로 상승하지 않을 것으로 예상하기 때문이다. 2분기 순이자마진은 대체로 전분기와 동일하거나 소폭 감소할 전망이며, 이는 기준금리 인상을 앞두고 미리 조달을 확대한 영향으로 조달금리가 상승한 점에 기인한다. 다만 이렇게 상승한 조달금리는 하반기에 대출금리 상승으로 전가될 전망이기 때문에, 하반기 순이자마진은 다시 상승세를 되찾을 것으로 예상된다.

그림 24. 2Q26F 컨센서스 대비 순이익



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 실적 주요 항목 비교

	KB금융	신한지주	하나금융지주	우리금융지주	기업은행	BNK금융지주	JB금융지주	iM금융지주
순영업이익	5,328	4,594	3,204	2,989	2,140	915	549	629
이자이익	3,405	3,109	2,582	2,354	1,982	781	424	545
은행	2,249	1,898	1,833	1,579	1,833	599	318	342
비은행	1,157	1,212	749	775	149	182	106	203
비이자이익	1,923	1,484	622	635	158	133	125	84
판매비와 관리비	1,865	1,608	1,122	1,196	890	439	264	220
총당금전영업이익	3,463	2,986	2,083	1,793	1,250	476	286	409
대손비용	556	514	400	465	387	158	87	124
영업이익	2,907	2,473	1,683	1,328	863	318	199	285
영업외손익	-96	58	53	-6	3	0	2	4
세전이익	2,811	2,530	1,736	1,322	866	318	201	289
법인세비용	773	696	477	363	238	87	55	80
연결 당기순이익	2,038	1,835	1,259	958	628	230	146	210
지배주주순이익	2,029	1,808	1,238	923	623	225	142	203

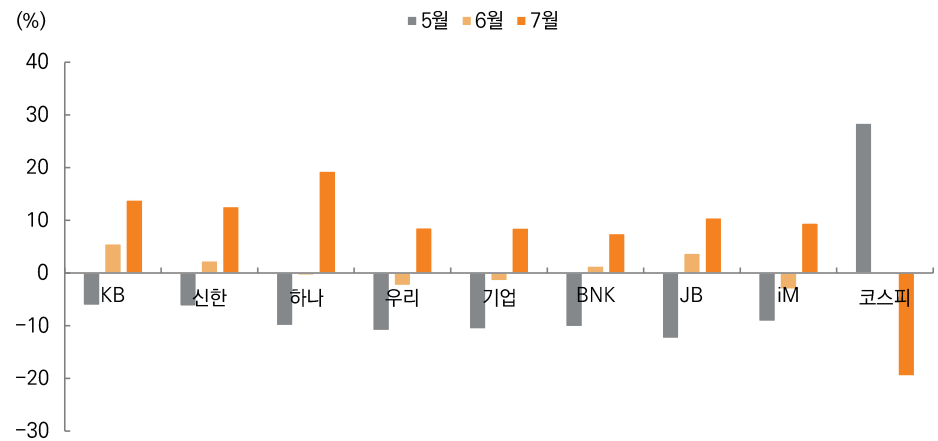
자료: 미래에셋증권 리서치센터

이미 주가에 반영 중인 환원 기대감

최근 은행업 주가는 증시 대비 우수한 수익률을 시현하고 있다. 상반기까지 반도체 업종을 중심으로 랠리를 보이던 증시가 하반기부터는 반대로 반도체 업종을 중심으로 하락하고 있기 때문이다. 여기에 한국은행이 기준금리를 인상하면서 통화 긴축 사이클이 시작된만큼 금리 인상에 대한 위험회피 수요도 강하게 반영되는 것으로 판단한다.

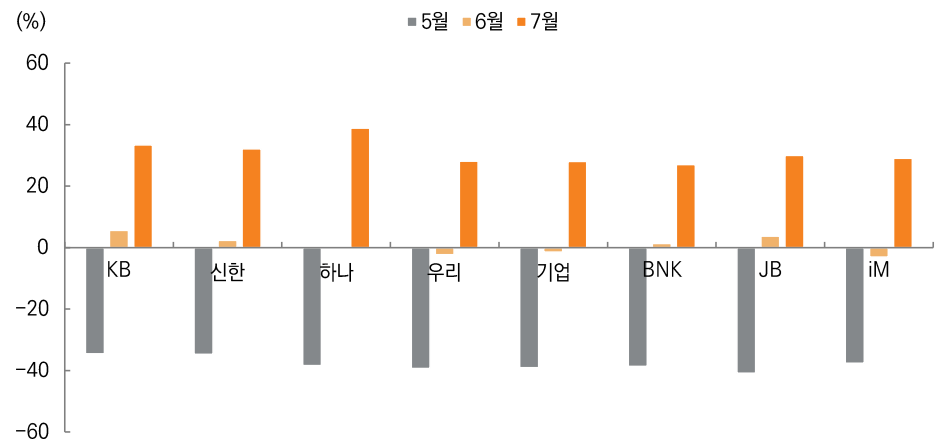
그 중에서는 특히 시중은행들의 수익률이 우수한데, 이는 오는 2분기 실적발표에서 나타날 대규모 주주환원에 대한 기대감이 반영되었기 때문이다. 특히 최근에는 원화도 다시 강세를 보이고 있는만큼, 자본비용의 환율 민감도가 높은 하나금융지주에는 장기적인 주주환원 확대에 대한 기대감이 추가로 반영될 전망이다.

그림 25. 월별 주가수익률



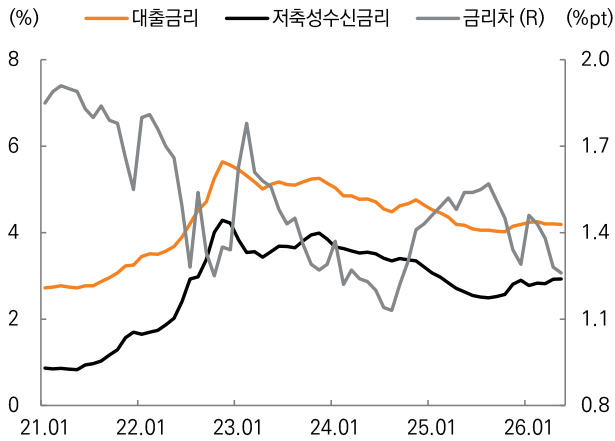
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 코스피 대비 상대 주가수익률



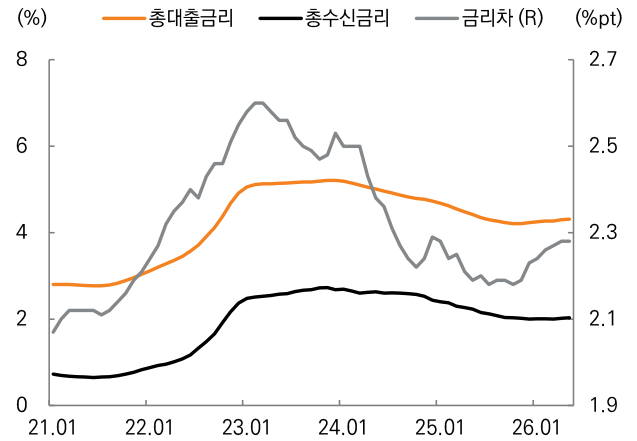
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 신규 취급액 기준 가중평균 여·수신 금리



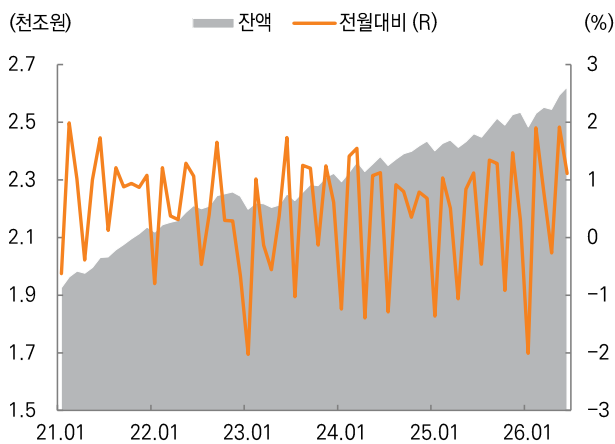
자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 잔액 기준 가중평균 여·수신 금리



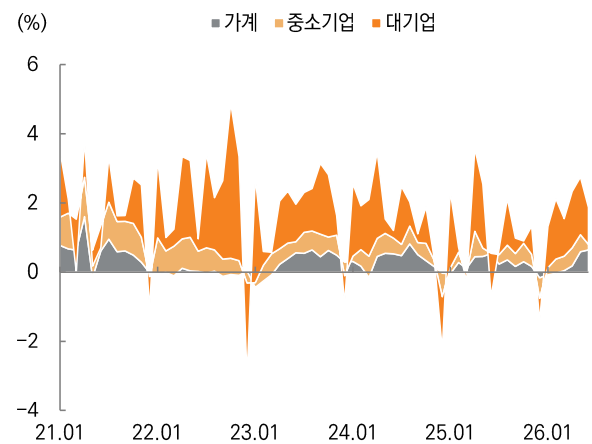
자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 수신 잔액 vs. 전월대비 증가율



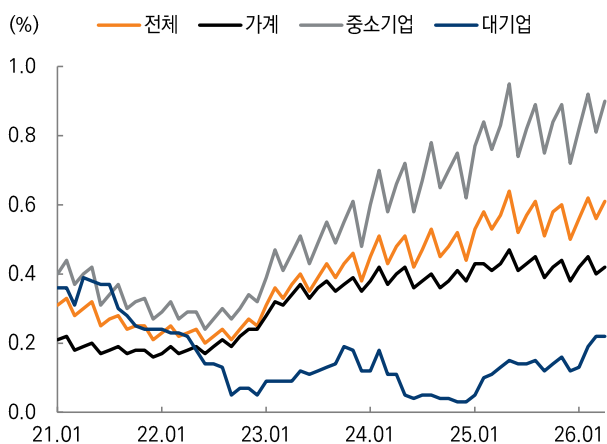
자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 전월대비 대출성장률



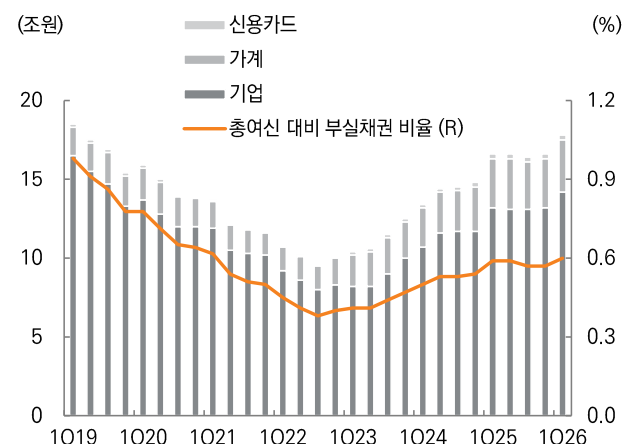
자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 여신종별 연체율



자료: 금융감독원, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 여신종별 부실채권



자료: 금융감독원, 미래에셋증권 리서치센터

Valuation 비교

표 4. 은행업 valuation table

(원, %, 배)

	KB금융	신한지주	하나금융지주	우리금융지주	기업은행	BNK금융지주	JB금융지주	iM금융지주
P/E								
2025	8.2	7.5	6.5	6.6	6.2	6.1	6.9	5.7
2026F	9.3	9.2	8.3	7.7	6.5	7.6	7.4	6.0
2027F	10.0	9.6	8.3	7.5	6.3	8.0	6.8	5.9
P/B								
2025	0.76	0.63	0.57	0.57	0.46	0.46	0.81	0.40
2026F	1.01	0.81	0.78	0.56	0.45	0.49	0.80	0.44
2027F	0.98	0.78	0.75	0.54	0.43	0.48	0.75	0.42
ROE								
2025	10.0	8.7	9.2	8.9	7.7	7.6	12.4	7.3
2026F	11.5	9.3	9.8	7.9	7.1	6.8	11.5	7.7
2027F	10.3	8.6	9.4	7.6	7.0	6.3	11.8	7.6
ROA								
2025	0.75	0.65	0.61	0.55	0.56	0.52	1.02	0.46
2026F	0.84	0.68	0.65	0.48	0.51	0.46	0.92	0.47
2027F	0.75	0.62	0.62	0.47	0.50	0.41	0.93	0.46
배당수익률								
2025	3.5	3.4	4.4	4.9	5.0	4.6	4.4	4.5
2026F	2.8	2.8	3.5	4.8	4.7	4.5	4.7	3.8
2027F	3.2	3.2	3.9	5.3	4.9	5.1	5.6	3.8
배당성향								
2025	27.1	25.1	28.0	32.0	30.8	28.1	30.0	25.3
2026F	25.2	25.3	27.8	37.0	30.6	33.8	33.8	24.1
2027F	29.7	29.1	30.6	39.9	30.8	40.1	36.0	23.4
주주환원수익률								
2025	6.8	6.8	7.6	5.6	5.0	6.8	7.0	6.7
2026F	8.3	5.9	6.3	5.9	4.7	5.9	7.2	6.6
2027F	7.2	6.2	6.8	6.7	4.9	6.3	8.1	7.2
주주환원율								
2025	52.5	50.2	48.0	36.8	30.8	40.4	46.9	38.8
2026F	74.8	52.3	50.0	45.4	30.6	44.5	51.1	41.7
2027F	66.9	56.4	52.8	49.8	30.8	50.0	51.9	44.5

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 보험: 수익성 개선에 대한 기대

도수치료 관리급여 시행

한편 7월부터는 도수치료가 관리급여로 전환되었다. 이에 따라 1회 30분 기준 43,850원으로 수가가 책정되었으며, 환자 본인부담률은 95%까지 상승했다. 횡수 역시 연간 15회, 의사 판단에 따라 예외적으로 24회까지로 제한되었다. 도수치료는 과잉진료 및 과당청구 사례가 많은 항목이었지만, 당장 하반기부터 보험금 예상치 손실 축소가 나타날 전망이다.

표 5. 도수치료 요양급여 적용기준 및 방법에 대한 세부사항

항목	제목	세부인정사항
관리-1 도수치료	도수치료 [1일당] (Manual Therapy)의 급여기준	관리-1 도수치료[1일당] (Manual Therapy)는 30분 이상 실시를 원칙으로 하고, 다음의 요건을 모두 충족한 경우에 요양급여를 인정함 - 다음 - 가. 급여대상 기능이상 및 통증이 지속되는 근골격계 질환 나. 인정횟수 1) 부위 불문하고 주 2회 이내 시행하되 연간 총 15회를 초과하여 산정할 수 없음 2) 상기 1)에도 불구하고 수술, 골절 등으로 인한 관절의 구축·강직의 뚜렷한 소견이 있는 경우에는 의사의 의학적 판단에 따라 연간 총 24회(총 24회에는 상기 1)에 따른 15회가 포함된다)까지 실시를 인정함 ※ 요양기관은 요양급여 대상인 도수치료 시행 시 도수치료관리시스템을 통해 해당 진료정보를 건강보험 심사평가원에 제출하여야 함 다. 마사지치료는 도수치료의 소정점수에 포함되므로 별도 산정할 수 없음 라. 도수치료를 운동치료 또는 재활기능치료와 동시에 실시하는 경우에는 주된 항목의 소정점수만 산정함 마. 「건강보험 행위 급여·비급여 목록표 및 급여 상대가치점수」 제1편 제2부 제7장 이학요법료 제1절 기본물리치료료 및 제2절 단순재활치료료 행위를 우선 시행하는 것을 원칙으로 하되, 우선 시행 기간을 최소 2주 이상, 시행횟수는 4회 이상으로 하며, 해당 치료에도 불구하고 호전이 없어 도수치료를 시행하는 경우에 인정함 바. 치료실 및 장비 해당 항목을 실시할 수 있는 일정한 면적의 해당 치료실 및 장비를 보유하여야 함 사. 처방 및 실시 기준 1) 도수치료는 다음의 어느 하나에 해당하는 의사가 처방해야 함 가) 정형외과, 신경외과, 재활의학과 또는 마취통증의학과 전문의 나) 위 가)에 해당하지 않는 의사로서 보건복지부장관이 정하는 바에 따라 관련 교육을 이수한 자 2) 도수치료는 다음의 어느 하나에 해당하는 사람이 실시해야 함 가) 상기 1)의 어느 하나에 해당하는 의사 나) 해당 요양기관에 상근하는 물리치료사로서 보건복지부장관이 정하는 바에 따른 관련 교육을 이수한 자 아. 요양기관은 도수치료를 처방한 자, 시행자, 시행기법, 시행부위, 소요시간 및 치료효과평가 등을 포함하는 기록을 작성·보존하여야 함

자료: 보건복지부, 미래에셋증권 리서치센터

1,200%를 확대 적용

여기에 1,200%로도 7월부터 확대 적용되었다. 1,200%로는 설계사들이 수취하는 초년도 모집 수수료를 월납 보험료의 12배로 제한하는 것으로, 기존에는 보험사가 전속 설계사나 보험대리점(GA)에 지급하는 수수료에 대해서만 적용되었으나 이제는 GA가 소속 설계사에게 지급하는 수수료에 대해서까지 적용된다.

기존 방식과 다른 점은 GA 소속 설계사들이 수령하는 초년도 모집 수수료를 당국이 직접 규제한다는 것으로, 그동안 GA가 소속 설계사들에게는 월납 보험료의 12배를 초과하는 수수료를 지급해오던 관행이 중단될 전망이다. 이는 곧 보험사 역시 GA에 시책비 등의 마케팅 비용을 추가로 지급할 필요가 없어진다는 의미이기 때문에, 사업비 예산차 부담이 완화된 것으로 예상된다.

또한 500인 이상 대형 GA에 대해서는 동종·유사상품 비교 설명 확인서를 작성, 고객에게 교부하도록 했다. 이 설명 확인서에는 판매수수료율에 따라 등급을 책정, 명시해놓도록 했기 때문에 기존의 높은 수수료율 중심의 판매에 제약이 생길 것으로 예상된다. 이 역시 보험사의 사업비 예산차 부담 감소로 이어질 전망이다.

표 6. 개정 전후 1,200% 룰 적용범위 비교

구분	개정 전 (21.1월~)	개정 후 (26. 7월~)
보험회사 → 전속 설계사		○
보험회사 → GA		○
GA → 소속 설계사	×	○

자료: 금융위원회, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 동종·유사상품 비교 설명 확인서 예시

	보험회사명			A사			B사			C사		
현행	비교상품군			보장성 간편 무해지			보장성 간편 무해지			보장성 간편 무해지		
	상품명			○○간편건강보험			☆☆간편건강보험			◇◇간편건강보험		
	보험료			40,000원			51,000원			49,000원		
	해약 환급 예시	구분		납입 보험료	해약 환급금	해약 환급률	납입 보험료	해약 환급금	해약 환급률	납입 보험료	해약 환급금	해약 환급률
		남	20년	(생략)	(생략)	(생략)	(생략)	(생략)	(생략)	(생략)	(생략)	(생략)
		여	20년	(생략)	(생략)	(생략)	(생략)	(생략)	(생략)	(생략)	(생략)	(생략)
신규 시행	판매수수료 등급			낮음			매우높음			보통		
	판매수수료 순위			(1)			(3)			(2)		
	추천사유			☐ 보장수준 ☐ 보험료 ☐ 가입목적 ☐ 기타								
	추천가능 보험사			(생보사) A생명, B생명, C생명, D생명, E생명 (손보사) F손보, G손보, I손보, J손보, K손보, L손보, M손보								

자료: 금융위원회, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 판매수수료 등급

매우높음	높음	보통	낮음	매우낮음
평균 130% ↑	110~130%	90~110%	70~90%	70% ↓

자료: 금융위원회, 미래에셋증권 리서치센터

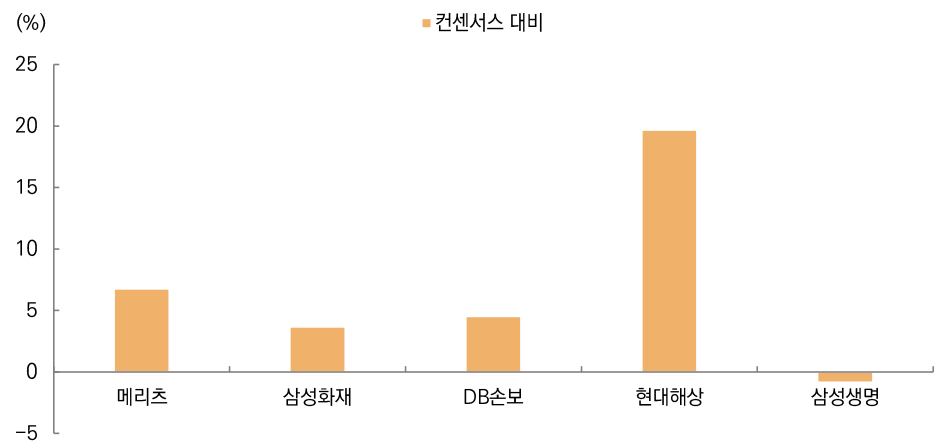
2분기 실적은 양호할 전망

실적은 손해보험을 중심으로 당장 2분기부터 개선세를 보일 것으로 예상된다. 제도 개선의 효과는 하반기부터 나타나겠지만, 2분기에는 1) 사업비 가정 변경에 따른 손실부담계약 비용 환입과 2) 유가 급등에 따른 자동차보험 손해율 개선, 3) 그리고 증시 호조에 따른 투자손익 개선의 기대할 수 있기 때문이다.

다만 1) 2분기와는 반대로 오는 4분기에는 간편보험 손해율 실무표준안 도입에 따라 손실부담계약 비용 적립이 발생할 전망이다 2) 유가 하락으로 자동차보험 손해율은 다시 상승할 것으로 예상하며, 3) 하반기부터 증시가 부진해 투자손익 역시 감소할 것인만큼, 하반기에도 실적 개선세가 이어지기는 어려울 전망이다.

따라서 하반기 실적의 추가 개선 여부는 제도 개선에 따른 예상차 손실 축소 효과가 얼마나 클지에 달렸다고 판단한다. 당사는 도수치료의 관리급여화보다는 1,200%를 확대 적용의 효과가 더 클 것으로 예상된다. 다만 이미 나타나고 있는 신계약의 구조적인 감소와 시장 축소의 심화는 불가피할 전망이다.

그림 33. 2Q26F 컨센서스 대비 순이익



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 실적 주요 항목 비교

(십억원)

	메리츠금융지주	삼성화재	DB손해보험	현대해상	삼성생명
보험손익	306	540	282	339	316
CSM 상각	309	404	329	246	370
RA 해제	45	54	37	38	88
예실차	-98	-21	-68	-30	-81
기타비용	51	104	-15	85	-61
투자손익	661	384	369	95	618
보험금융손익 제외	827	733	572	323	3,587
영업이익	967	923	652	434	934
영업외손익	49	8	-3	-9	94
세전이익	1,017	931	648	426	1,028
법인세비용	280	256	149	117	216
순이익	724	674	499	309	777

주: 순이익은 메리츠금융지주·삼성화재·삼성생명은 지배주주순이익, DB손해보험·현대해상은 별도 당기순이익

자료: 미래에셋증권 리서치센터

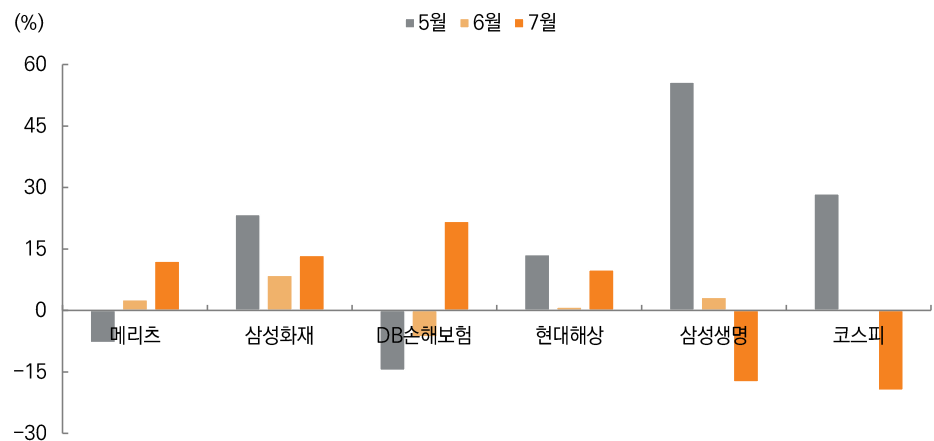
수익성 개선에 대한 기대감 반영 시작

보험주 주가는 손해보험을 중심으로 2분기 실적 호조에 더불어, 향후 수익성 개선에 대한 기대감까지 반영되며 증시보다 양호한 수익률을 시현했다. 그러나 앞서 언급한 바와 같이 실적 호조의 지속 가능성이 낮다는 점, 그리고 제도 변화에 따른 수익성 개선 영향은 기대보다 크지 않을 수 있다는 점은 향후 주가에 부담 요인으로 작용할 전망이다.

게다가 신계약의 경우, 메리츠화재를 제외한 모든 커버리지 보험사들이 전분기대비 감소세를 지속하고 있다. 이는 과거 IFRS17 전환 시점에 CSM은 너무 크게, 보험료는 너무 낮게 측정했기 때문에 발생하는 현상으로, 이후 수년간 CSM 조정과 이듬해 보험료 인상이 반복되며 상품 경쟁력이 떨어진 점에 기인한다.

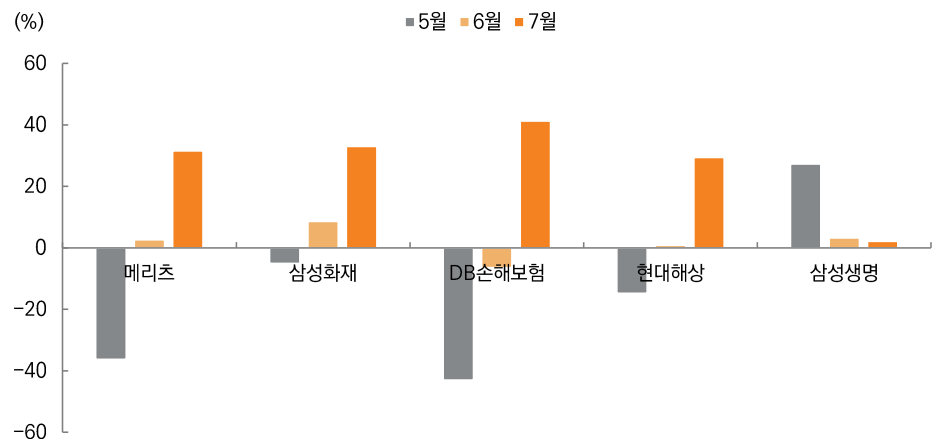
반면 메리츠화재는 처음부터 보수적인 가정을 적용, 타사보다 신계약 CSM의 절대 규모는 작았으나 신계약 판매 물량과 신계약 CSM이 지속적으로 동반 성장하는 모습을 시현하고 있다. 이는 단기적인 수익성 개선을 넘어 장기적인 시장 우위 확보로 이어지는 중요한 차별점이라고 판단한다.

그림 34. 월별 주가수익률



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 월별 코스피 대비 상대 주가수익률



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

Valuation table

표 10. 보험업 valuation table

(원, %, 배)

	메리츠금융지주	삼성화재	DB손해보험	현대해상	코리안리	삼성생명
P/E						
2025	8.8	10.5	5.1	4.4	7.4	12.3
2026F	7.8	12.9	6.8	4.3	5.4	21.9
2027F	6.7	13.0	6.2	3.3	7.6	29.6
P/B						
2025	1.91	0.99	0.81	0.49	0.56	0.45
2026F	1.63	1.20	0.89	0.48	0.62	0.74
2027F	1.39	1.11	0.82	0.42	0.58	0.74
ROE						
2025	22.5	11.0	16.8	11.4	8.9	4.9
2026F	22.7	10.0	13.8	12.8	12.8	3.8
2027F	21.7	8.9	13.6	13.7	8.9	2.5
ROA						
2025	1.83	2.20	2.73	1.15	2.35	0.69
2026F	1.77	2.33	2.42	1.43	3.45	0.75
2027F	1.79	2.23	2.57	1.81	2.52	0.54
배당수익률						
2025	0.0	3.9	5.8	0.0	4.9	3.4
2026F	0.0	3.4	5.2	0.0	5.1	1.7
2027F	0.0	3.6	5.7	0.0	5.6	1.7
배당성장						
2025	0.0	38.5	30.0	0.0	31.8	41.3
2026F	0.0	41.5	35.2	0.0	25.5	36.5
2027F	0.0	44.2	35.7	0.0	37.9	51.0
주주환원수익률						
2025	7.6	6.5	8.0	0.0	4.9	3.4
2026F	8.2	5.9	5.2	0.0	15.3	1.7
2027F	9.5	6.1	5.7	0.0	5.6	1.7
주주환원율						
2025	63.2	63.9	41.4	0.0	31.8	41.3
2026F	60.0	71.4	35.2	0.0	76.2	36.5
2027F	60.7	74.2	35.7	0.0	37.9	51.0

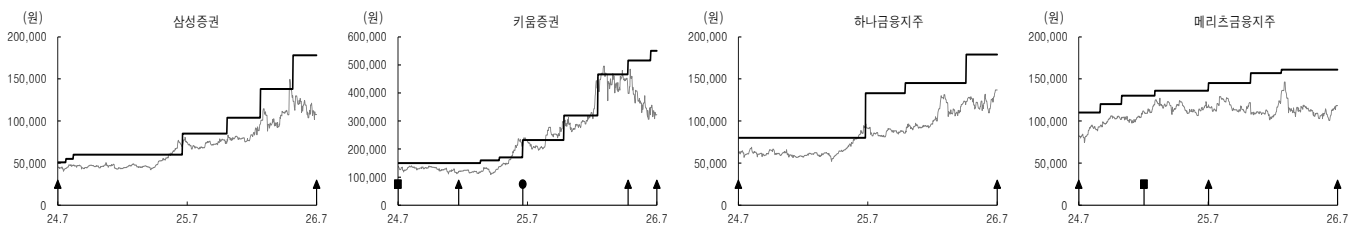
주: 보통주, 자사주 소각 기준

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성증권 (016360)					2024.06.10	Trading Buy	150,000	-13.50	-3.60
2026.05.15	매수	178,000	-	-	하나금융지주 (086790)				
2026.02.12	매수	138,000	-22.49	8.33	2026.04.24	매수	179,000	-	-
2025.11.10	매수	104,000	-21.39	-7.79	2025.11.03	매수	145,000	-27.76	-9.45
2025.07.07	매수	85,000	-14.43	-5.18	2025.07.14	매수	133,000	-34.93	-27.44
2024.09.02	매수	60,000	-17.51	28.67	2025.07.08	1년 경과 이후	80,000	16.46	17.63
2024.08.12	매수	55,000	-15.50	-12.27	2024.07.08	매수	80,000	-20.62	18.13
2024.07.03	매수	51,000	-14.02	-10.29	메리츠금융지주 (138040)				
키움증권 (039490)					2026.02.12	매수	161,000	-	-
2026.07.03	매수	550,000	-	-	2025.11.17	매수	157,000	-29.63	-16.43
2026.04.30	매수	516,000	-27.15	-6.10	2025.07.21	매수	145,000	-18.67	-11.03
2026.02.04	중립	466,000	-5.16	6.33	2025.02.20	Trading Buy	136,000	-14.58	-6.47
2025.10.31	중립	320,000	-4.02	42.19	2025.01.20	Trading Buy	130,000	-18.21	-8.08
2025.07.07	중립	232,000	1.27	29.09	2024.11.18	매수	130,000	-20.56	-14.00
2025.05.02	매수	170,000	7.15	39.12	2024.09.19	매수	120,000	-15.31	-11.58
2025.03.10	매수	160,000	-22.69	-14.38	2024.07.15	매수	110,000	-21.38	-13.36
2025.01.07	매수	150,000	-14.96	-3.60					

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자 의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.02%	0%	16.35%	0.63%

* 2026년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 하나금융지주 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.