

iM증권 리서치본부

[증권/보험]

Overweight

현재와 미래

2Q26 증권/보험 Wrap up



iM증권

2026.08.25

In-Depth Report

[금융]

설용진 2122-9159

s.dragon@imfnsec.com



CONTENTS

[산업분석]

Summary	4
Ⅰ. 증권: 현재 호실적과 밸류에이션의 괴리	7
Ⅱ. 보험: 마무리되어 가는 제도 관련 불확실성	14
Ⅲ. 현재 실적 기반 Valuation 매력과 미래 제도 관련 Upside	29

[기업분석]

<보험>

DB손해보험(005830)	38
현대해상(001450)	43

<증권>

NH투자증권(005940)	48
----------------	----



산업분석

I. 증권: 현재 호실적과 밸류에이션의 괴리

1. 브로커리지와 평가처분손익 중심 호실적
2. 위축된 투심 vs 저평가

II. 보험: 마무리되어 가는 제도 관련 불확실성

1. 손해보험: 제도 영향과 운용손익으로 우려 대비 양호한 실적
2. 생명보험: 자체 요인이 아닌 외생 요인이 관건
3. 판매수수료 제도 개편은 중장기적으로 긍정적 영향 전망

III. 현재 실적 기반 Valuation 매력과 미래 제도 관련 Upside

1. 은행 대비 상대적으로 안정성은 떨어지는 상황
2. 증권: 현재 실적과 주주환원 매력 관점으로 저가매수 접근 유효
3. 보험: 제도 불확실성 해소와 잠재적인 Upside에 대한 기대감
4. 단기적으로는 손해보험 선호. 거래대금 현재 수준 유지 시 증권 관심 확대 가능

Summary

[증권]

커버리지 증권업종 5개사의 2Q26 지배순이익은 4.5조원(+161% YoY)으로 브로커리지, 평가처분손익 중심으로 견조한 이익을 시현했다. WM 수수료도 랩어카운트 등 중심 양호한 이익을 시현했으나 순이자손익, IB수수료 등은 조달비용 상승, 신용용자 평잔 확대 둔화, 딜 축소 등 영향으로 둔화된 모습이 나타났다. 개선된 탑라인은 긍정적이나 동시에 이전보다 높아진 판관비는 다소 부담요인이라고 판단한다. 호실적에 따른 성과급 재원 외에도 교육세율 인상 영향으로 제세공과가 큰 폭 상승했다. 특히 증권사의 LP업무나 MM업무의 경우 손익통산 없이 수익만 기준으로 과세표준을 산정함에 따라 관련 비용이 크게 증가했다.

커버리지 증권업종의 상반기 실적은 Historical High level을 기록했으며 7월 이후 거래대금 축소에도 여전히 25년보다 높은 수준이 이어지고 있는 만큼 연간 이익 자체는 견조한 흐름이 지속될 전망이다. 다만 증권업종 26년 호실적이 당연한 수준이 된 상황에서 내년 증익 여부를 가늠할 수 있는 주요 지표인 거래대금이 위축되는 모습이 나타나고 있어 향후 이익의 지속가능성에 대한 불확실성이 높아지고 있다. 이러한 요인으로 업종 전반적인 투심이 악화되며 주가가 조정됨에 따라 업종 전반적인 밸류에이션과 배당수익률 측면의 매력력이 높아진 상황이다.

다만 1) 거래대금 위축 등으로 이익이 감소할 경우 현재와 주가가 동일하더라도 27년 PER이 추가적으로 상승할 수 있으며 2) 과거 대비 자본 규모가 큰 폭으로 확대된 만큼 ROE 레벨이 추가적으로 낮아질 수 있어 온전하게 저가매수 관점으로 접근하기 어려울 수 있는 점은 부담요인이다. 배당수익률도 향후 이익에 따라 전반적인 DPS 규모 등이 변화할 수 있는 만큼 지속가능성이 낮다고 판단한다.

현재 증권업종이 처한 상황은 과거 지방은행과 유사하다고 판단한다. 20~24년 중 BNK, iM금융의 경우 양호한 이익을 바탕으로 배당수익률이 최대 9~10%에 달했음에도 장기간 낮은 밸류에이션을 기록했다. 이는 이익의 지속가능성에 대한 신뢰도가 낮은 상황에서 배당보다 리스크 요인이 주가에 더욱 크게 반영된 영향이다. 이러한 장기 저평가 국면은 2024년부터 은행들이 밸류업을 통해 Target ROE와 CET1비율을 제시하고 적정 자본 버퍼가 확보된 경우 초과 자본에 대한 주주환원을 확대하겠다는 자본정책을 명확하게 제시하며 점진적으로 해소되었다.

증권업종의 밸류에이션도 이익의 지속가능성 관점에서 과거 지방은행이 처했던 저평가 국면과 유사하다고 판단한다. 이를 해소하기 위해 1) 천수답형 사업구조를 벗어나 지속가능한 이익기반을 확보하고 2) 성장과 주주환원 간 균형 잡힌 자본배분을 추진할 수 있는 자본정책을 구체적으로 제시할 필요가 있다고 판단한다.

[손해보험]

커버리지 손해보험 4개사의 2Q26 합산 순이익(삼성은 연결, 나머지는 별도)은 1,96조원(+37% YoY)으로 1) 대규모 손실계약비용 환입과 2) 주식 등 평가처분 손익 중심 운용손익 개선 등에 힘입어 우려보다 양호한 실적을 시현했다.

2Q26 중 1) 비실손 갱신형 담보 및 간편보험 외 신규 담보에 대한 손해를 가정 가이드라인, 2) 사업비 가정에 대한 물가상승률 반영 등 계리적 가정 조정 이슈가 발생했으나 대부분의 손보사들이 비실손 갱신 담보에 대한 손해를 가이드라인 대비 보수적으로 산출해온 영향으로 손실계약비용 환입이 대거 나타났다. 그 외 영향으로 인한 CSM 가정 조정의 경우 회사별로 차등적인 영향이 나타났다.

신계약은 대체로 둔화되었으나 언더라이팅 강화 등 영향으로 보험금 예실차는 대체로 안정적으로 관리되었다. 기존 예실차가 상대적으로 양호했던 회사보다 과거 부진한 보험금 예실차로 4Q25 중 계리적 가정 조정에 따라 대규모 손실계약비용 전입이 발생했던 회사 중심으로 예실차가 개선되는 모습이 나타났다. 자동차보험은 여전히 누적된 요율 인하 영향이 지속되고 있다. 일반보험의 경우 2Q26 중에는 특별한 고액사고가 없었으나 3Q26 중 인천 쿠팡 물류센터 화재로 인한 영향이 일부 예상된다. 운용손익은 주식 등 평가처분손익의 이익 기여도가 높아졌다.

손해보험 업종에 대해 남아있는 향후 주요 이슈로는 1) 간편보험에 대한 가정 조정, 2) 실손 관련 변동성, 3) 해약환급금 준비금 제도 개편 등을 제시하며 CSM 추가적인 하락, 예상 대비 낮은 실손 요율 인상 및 풍선효과 관련 우려 등을 확인할 필요가 있다고 판단한다. 해약환급금 준비금 관련 제도 개선 영향은 기존 배당이 불가하던 보험사뿐만 아니라 배당이 가능한 회사에 대해서도 추가적인 배당 여력 확대라는 측면에서 긍정적 영향을 전망한다. 그 외 27년부터 4년 분급, 계약체결 비용 한도 규제 등 판매수수료 관련 제도 개편이 예정되어 있다. 이러한 제도 변화는 1) 전반적인 유지율 개선, 2) 시책 등 과도한 신계약비 지출 부담 축소 등 영향으로 이어질 수 있는 만큼 업종 전반적으로 긍정적 영향이 나타날 전망이다. 해약환급금준비금도 계약 초기 대규모 신계약비가 분급 등 영향으로 둔화되는 만큼 신계약으로 인한 적립 속도가 둔화되는 모습이 나타날 것으로 예상된다.

[생명보험]

커버리지 생명보험 2개사의 2Q26 합산 순이익(삼성은 연결, 한화는 별도)은 9,523억원(+16.6% YoY)을 기록했다. 다만 별도 순이익 기준으로는 4,384억원(-21% YoY)으로 삼성생명의 손익 부진이 다소 큰 폭으로 나타났다. 변액 관련 손실계약비용과 헷지 운용 등이 주요 변수로 작용하며 삼성, 한화 간 이익 방향이 반대로 나타났다. 계리 가정 선진화 영향은 두 회사에서 공통적으로 CSM 감소 요인으로 작용했다. 손해보험과 달리 비실손 갱신 담보 등에서 보수적 가정 반영에 따라 CSM이 추가적으로 감소한 것으로 추정된다.

생명보험 업종 전반적으로 자체적으로 확보할 수 있는 투자포인트는 다소 제한적이라고 판단하며 기업가치를 결정하는 핵심은 모두 외생변수가 될 것으로 전망한다. 손해보험과 달리 실손 관리급여 도입 등에 따른 보험금 예실차 측면의 긍정적 영향을 기대하기 어렵다고 판단하며 투자손익 또한 변액 헷지운용 등 일회성 요인이 지속적으로 나타나고 있어 이익의 예측가능성이 낮은 모습이 이어지고 있기 때문이다. 금리 상승에 따른 순자산 증가 정도만 긍정적 영향을 전망한다.

삼성생명의 경우 사실상 보유 중인 삼성전자 지분가치가 사실상 실적을 결정하는 주요 변수가 되고 있으며 한화생명의 경우 해약환급금준비금 관련 배당가능이익 및 기본자본 이슈를 감안했을 때 제도 개선 여부가 핵심 변수가 될 것으로 전망한다. 사실상 본업보다 외생변수에 의해 기업가치가 결정될 전망이다.

[투자전략]

비은행 금융회사들은 현재 은행 대비 이익과 주주환원 측면의 안정성이 상대적으로 낮다. 다만 상대적으로 낮은 안정성에도 비은행 업종 전반적으로 단기적인 매력은 상대적으로 은행보다 높다고 판단한다.

먼저 증권업종의 경우 양호한 이익 대비 현저하게 낮아진 밸류에이션과 주주환원 측면의 매력에 주목해볼 수 있을 전망이다. 이익의 예측가능성이 낮아 배당의 지속가능성에 대한 우려가 상존하고 있지만 과거 대비 절대적인 거래금액 규모가 높은 수준이 이어지고 있음을 감안하면 단기적으로는 충분히 접근해 볼 수 있는 구간에 위치해 있다고 판단한다.

보험업종의 경우에는 제도 불확실성 해소 및 잠재적인 Upside에 기반한 접근이 가능할 전망이다. 이익 및 CSM의 불확실성 요인이던 제도 관련 이슈가 점진적으로 마무리되고 있으며 실손보험 관리급여, 판매수수료 제도 개편, 자동차보험 8주를 도입 등 긍정적 제도 요인이 예상된다. 최근 해약환급금준비금 관련 제도 개선 언급 등이 나타나고 있는 점 등 제반 요인을 감안했을 때 손해보험을 중심으로 이익과 주주환원 측면의 잠재적인 Upside도 높다고 판단한다.

단기적으로는 손해보험의 투자포인트(실손, 8주를 등)가 가장 명확하다고 판단한다. 생명보험은 외생변수가 관건이나 모든 조건 충족 시 Upside 자체는 한화생명이 가장 높다고 판단한다. 증권업종의 경우 현재 수준의 거래대금이 지속적으로 유지될 경우 증권업종도 충분히 접근해볼 수 있는 구간이라고 판단한다. Top pick으로는 보험업종의 경우 DB손해보험, 현대해상을 제시한다. 상대적으로 실손 민감도가 높은 2위권사 중 주주환원 측면에서 추가적인 이벤트를 기대할 수 있다는 점을 긍정적으로 평가한다. 생보 2위권사인 한화생명의 경우 조건부 Upside는 가장 높으나 긴 호흡의 접근이 필요할 전망이다. 증권업종의 경우 상대적으로 배타가 낮고 배당수익률이 높은 NH투자증권과 삼성증권에 관심을 가져볼 만하다.

I. 증권: 현재 호실적과 밸류에이션의 괴리

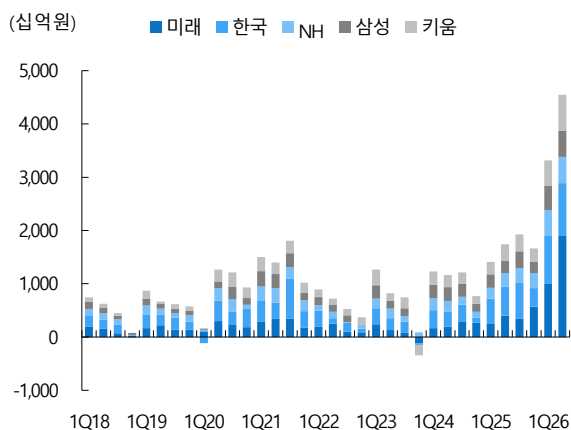
1. 브로커리지와 평가처분손익 중심 호실적

커버리지 증권업종 5개사의 2Q26 지배순이익은 4,5조원(+161% YoY)으로 1Q26과 마찬가지로 높아진 거래대금에 기반한 브로커리지 손익과 주식/파생 등 중심으로 평가처분손익이 개선되며 견조한 이익을 시현하는 모습이 나타났다. 스페이스X 관련 대규모 평가이익을 시현한 미래에셋을 제외해도 전년 동기 대비 85%~120%의 이익 증가가 나타났다.

실제로 커버리지 회사들의 전년 동기 대비 ROA Movement를 살펴보면 1) 브로커리지 수수료 및 2) 평가처분손익이 ROA 개선을 주도한 것을 확인할 수 있다. 브로커리지 수수료는 6월 증시 상승, 레버리지 ETF 출시 등 영향으로 거래대금이 큰 폭 증가하며 이익 개선세가 지속되었으며 트레이딩 등 평가처분손익의 경우 고금리 환경 지속에 따라 채권 손익 둔화가 지속되었으나 주식 PI복이나 ETF LP 운용 등 주식/파생 운용손익과 발행어음 복 등을 중심으로 견조한 이익을 시현했다. 그 외에 WM 수수료도 증시 활성화 등에 따라 랩어카운트 등 상품 판매가 확대되며 이익 개선에 기여하는 모습이 나타났다.

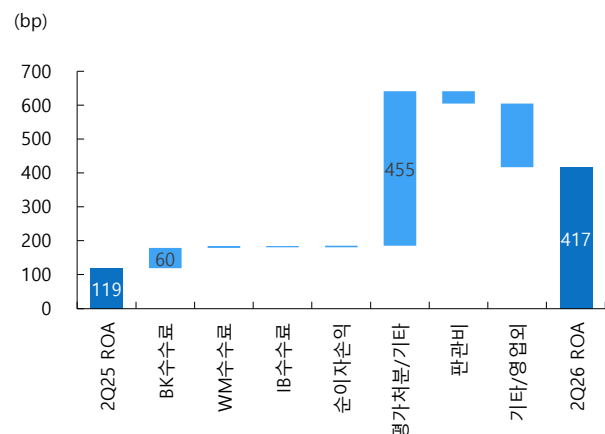
한편 순이자손익의 경우 커버리지 전반에 걸쳐 ROA가 다소 둔화되는 모습이 나타났는데 1) 시장금리 상승에 따른 조달비용 부담이 늘어난 가운데 2) 2Q26 기준 주요 증권사들의 신용융자 한도가 소진되며 평잔 확대가 어려웠던 영향 등이 복합적으로 반영되며 이익 기여도가 둔화된 영향이라고 판단한다. IB 수수료도 이전 대비 전통 IB 및 부동산 PF가 모두 부진한 모습을 보이며 상대적으로 둔화된 이익을 시현했다.

그림1. 증권업종 - 지배순이익 추이



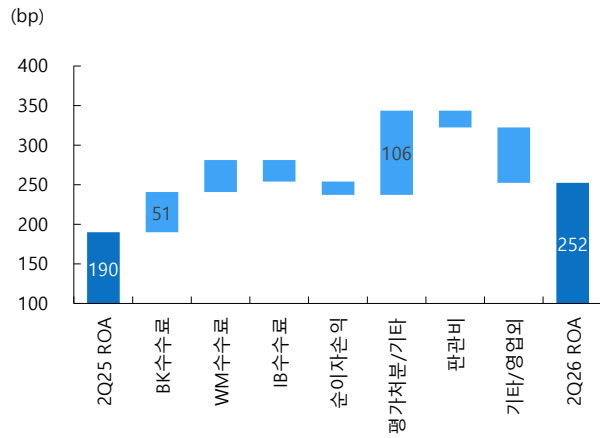
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림2. 미래에셋증권 - ROA Movement



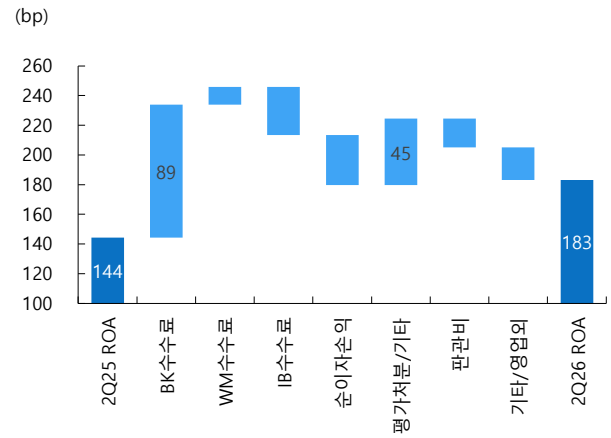
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림3. 한국금융지주 - ROA Movement



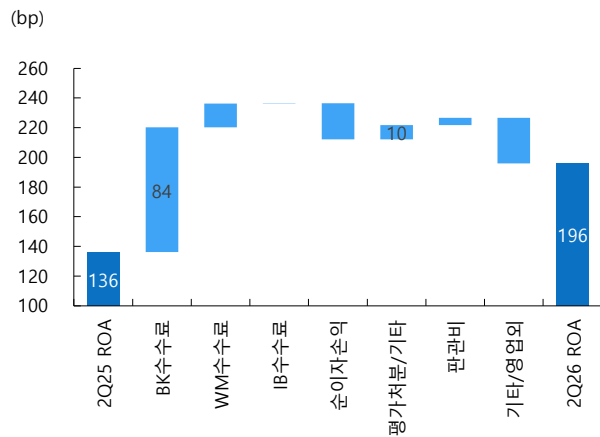
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림4. NH투자증권 - ROA Movement



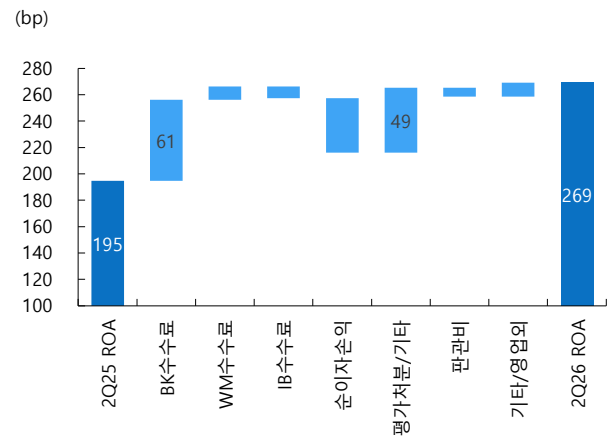
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림5. 삼성증권 - ROA Movement



자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림6. 키움증권 - ROA Movement

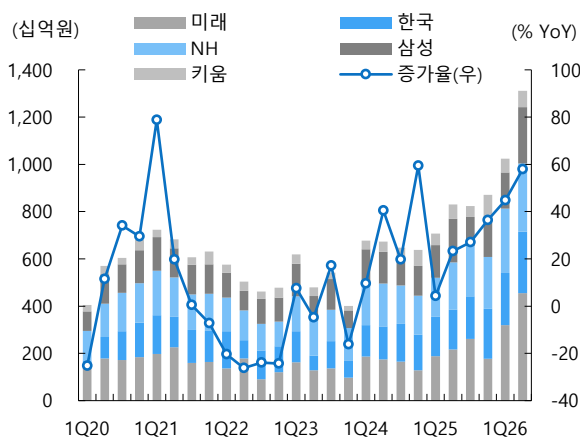


자료: 각사, iM증권 리서치본부

개선된 탑라인은 긍정적이나 동시에 이전보다 높아진 판관비는 다소 부담요인이 라고 판단한다. 호실적에 따라 성과급 재원이 늘어나는 것은 당연하지만 인건비 외 제세공과 관련 비용이 큰 폭으로 증가했는데 주로 교육세율 인상에 따른 영향이다. 특히 증권사의 LP업무나 MM업무의 경우 호가 스프레드 제출 등 과정에서 수익과 손실이 발생하게 되는데 교육세 과세표준 산정에 있어 손익통산 없이 발생한 수익만을 기준으로 사용함에 따라 관련 비용이 크게 증가했다고 판단한다.

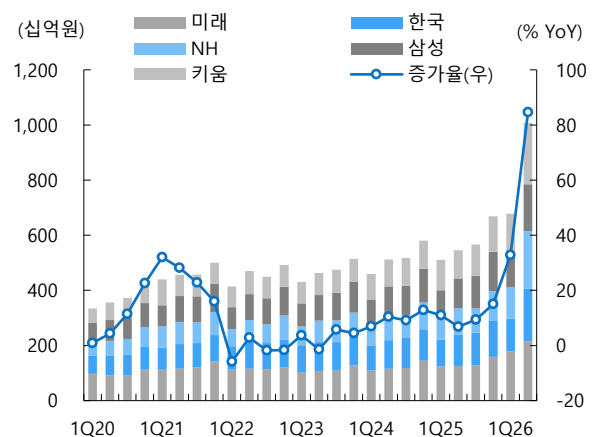
다만 5월 단일종목 레버리지 ETF 출시 등 이후 ETF 거래대금 규모가 큰 폭으로 증가하는 등 영향으로 ETF LP 관련 손익이 큰 폭으로 증가했던 만큼 관련 부문의 교육세가 전반적인 비용 증가로 나타난 영향을 고려할 필요가 있다고 판단한다. 하반기부터는 레버리지 ETF 규제 강화 등 영향으로 전반적인 ETF 거래 규모가 축소되고 있는 점 등을 감안할 때 ETF LP 관련 운용 수익 및 교육세가 모두 축소되는 모습이 나타날 것으로 전망한다.

그림7. 증권업종 - 2Q26 판관비 중 인건비



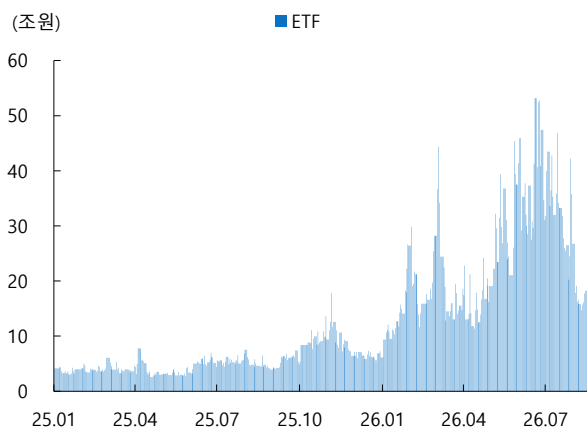
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림8. 증권업종 - 2Q26 판관비 중 기타 판관비



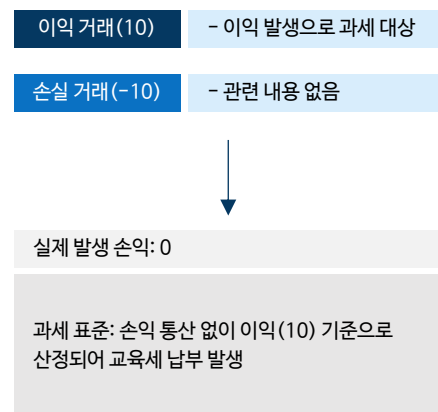
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림9. ETF 일평균 거래대금 추이



자료: KRX, iM증권 리서치본부

그림10. 증권사 LP/MM업무 - 교육세 메커니즘



자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

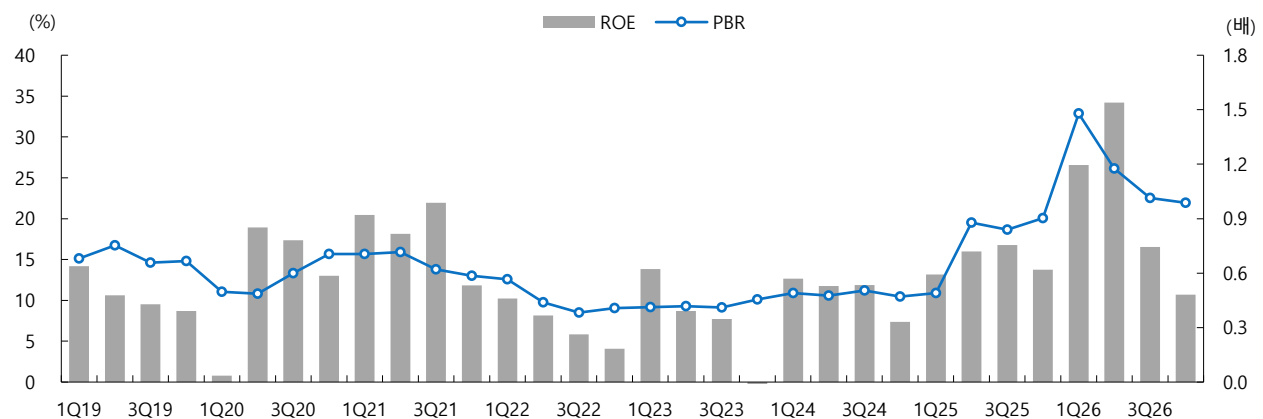
2. 위축된 투심 vs 저평가

커버리지 증권업종의 상반기 실적은 Historical High level을 기록했으며 7월 이후 거래대금이 축소되었음에도 여전히 25년보다 높은 수준이 이어지고 있다는 점에서 연간 이익 측면의 견조한 흐름이 지속될 것으로 전망한다.

다만 견조한 이익에도 불구하고 7월부터 1) 시장이 큰 폭 조정된 가운데 2) 높아진 증시 변동성으로 인해 피로감이 가중되는 등 영향으로 거래대금이 지속적으로 축소되고 있다. 대형 종투사 등을 중심으로 증권업종의 26년 호실적이 당연한 수준이 된 상황에서 내년 증익 여부를 가늠할 수 있는 가장 주요한 지표인 거래대금이 위축되는 모습이 나타나고 있는 만큼 향후 이익의 지속가능성에 대한 불확실성이 높아지고 있다고 판단한다. 이러한 요인으로 업종 전반적인 투심이 부진한 모습을 보이고 있어 지속적으로 주가가 조정됨에 따라 커버리지 증권업종의 밸류에이션과 배당수익률 측면의 매력은 그 어느 때보다 높아진 상황이다. 현재 당사 추정치 기준 커버리지 증권업종의 26E PER은 3.4배~5.8배, PBR은 0.8배~1.2배에 불과하며 배당수익률도 최대 7~8% 수준을 기대할 수 있을 전망이다.

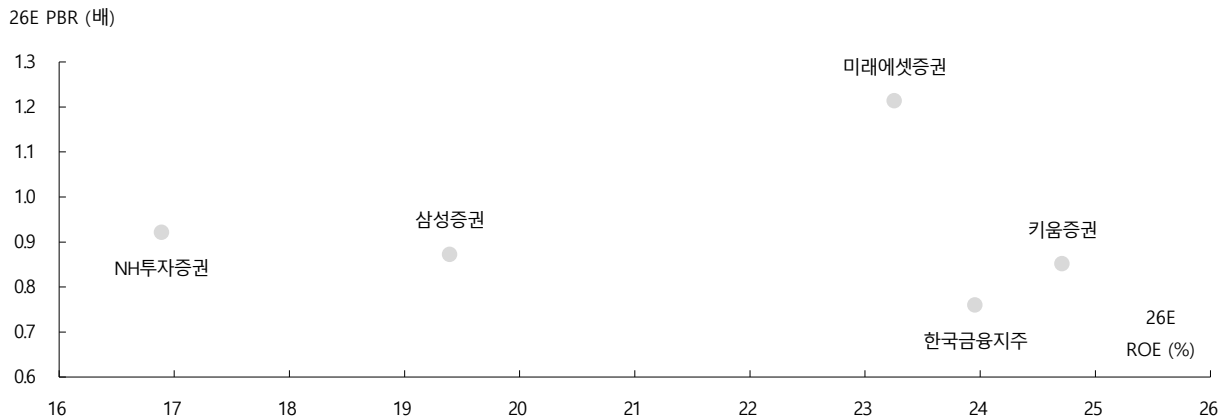
다만 1) 거래대금 등이 낮아지고 있어 브로커리지 중심으로 전반적인 이익 위축이 나타날 경우 현재와 주가가 동일하더라도 27년 PER이 추가적으로 상승하며 밸류에이션 측면의 매력이 위축될 수 있으며 2) 과거 대비 자본 규모가 큰 폭으로 확대된 만큼 절대적인 이익 수준의 상승에도 ROE 레벨이 낮아질 수 있어 온전하게 저가매수 관점으로 접근하기 쉽지 않을 것으로 예상되는 점은 부담 요인이다. 배당수익률도 현재 기준으로는 유의미한 수익률을 기대할 수 있지만 향후 이익 변화에 따라 전반적인 DPS 규모 등이 변화할 수 있다는 점에서 지속가능성이 낮다고 판단한다.

그림11. 커버리지 증권사 - ROE/PBR 추이



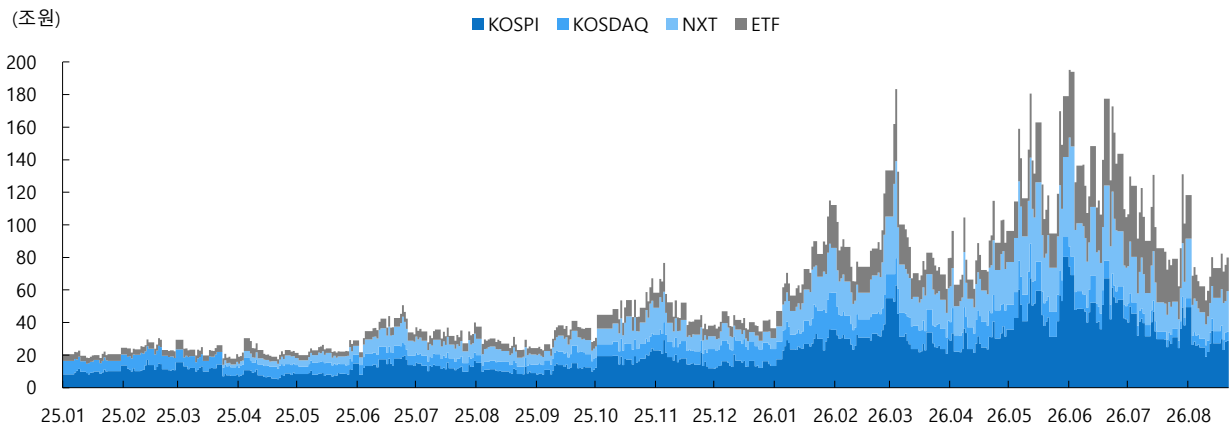
자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

그림12. 커버리지 증권사 - PBR-ROE Matrix



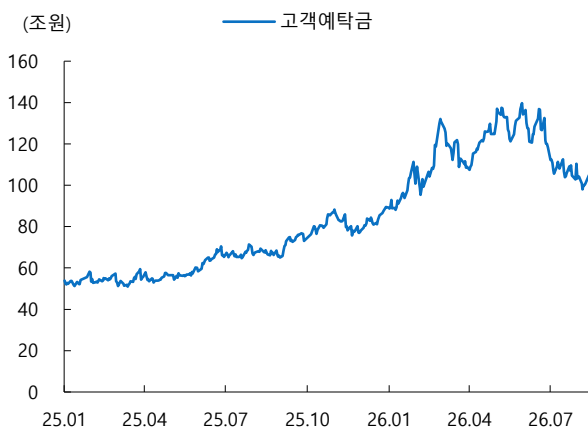
자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

그림13. 국내 증시 - 거래대금 추이



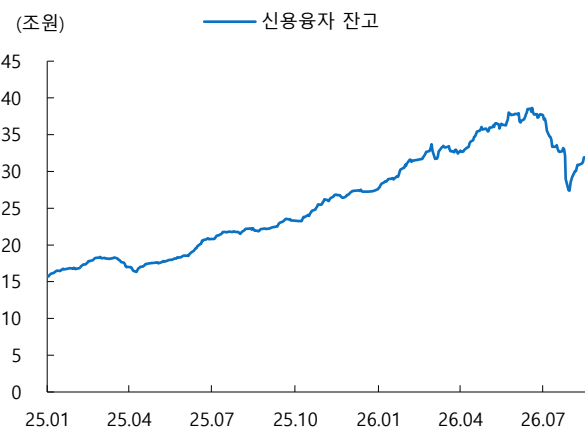
자료: FnGuide, NXT, KRX, iM증권 리서치본부

그림14. 국내 증시 - 예탁금 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

그림15. 국내증시 - 신용융자 추이



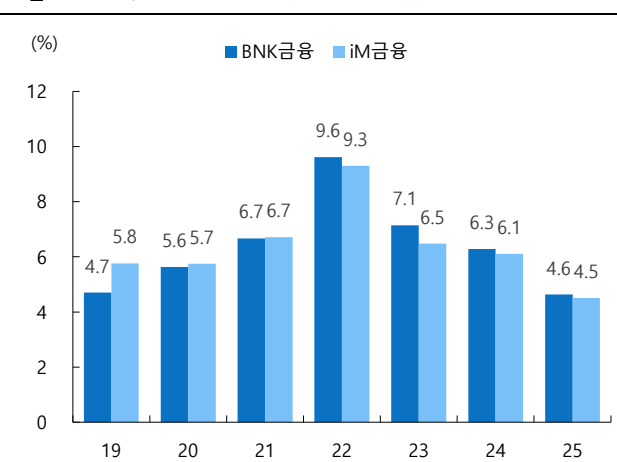
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

현재 증권업종의 배당수익률과 밸류에이션은 과거 지방은행과 유사하다고 판단한다. 2020년~2024년 중 주요 지방은행지주인 BNK금융지주, iM금융지주의 경우 1) 부동산 PF와 2) 금리 상승 등을 바탕으로 견조한 이익을 실현했으며 배당수익률이 최대 9~10% 수준에 달하는 등 지속적으로 6%를 상회하는 모습이 나타났음에도 불구하고 장기간 PER 3~4배, PBR 0.2배 수준의 밸류에이션에 머물렀다. 이는 1) 지방은행 이익의 지속가능성에 대한 신뢰가 낮은 상황에서 2) 주주환원의 규모와 수익률 보다 잠재적인 이익 하락 가능성 등에 대한 리스크를 보다 크게 반영한 영향으로 추정된다.

이러한 장기 저평가 국면은 2024년부터 은행들이 적극적으로 밸류업 프로그램을 제시하며 Target ROE와 CET1비율을 제시하고 적정 수준의 자본 버퍼가 확보된 경우 이를 초과하는 자본에 대해 적극적으로 주주환원을 확대하겠다는 자본정책을 명확하게 제시하며 점진적으로 해소되었다. 과거와 달리 단순 외형 확대에서 벗어나 중장기적인 수익성과 리스크를 모두 고려한 RORWA 중심의 성장으로 은행들의 자본 정책이 변화함에 따라 전반적인 이익과 주주환원의 지속가능성에 대한 불확실성이 축소되며 밸류에이션 개선으로 이어졌다고 판단한다.

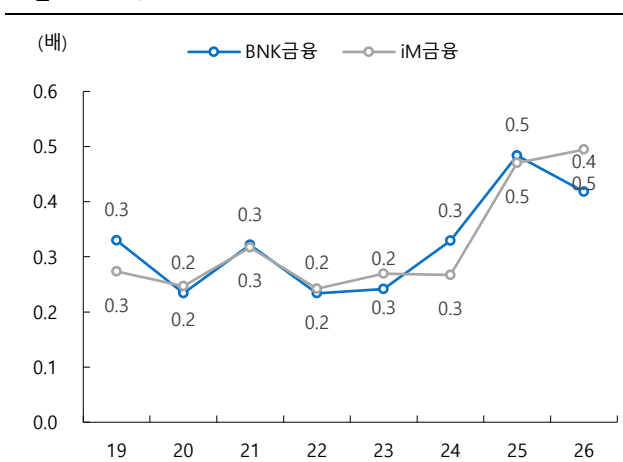
증권업종의 경우에도 현재 높은 이익과 배당수익률에도 불구하고 밸류에이션 측면의 Discount가 확대됨에 따라 Valuation 저평가 및 배당수익률 상승 추세가 나타나고 있음을 감안할 때 과거 지방은행이 이익과 주주환원의 지속가능성에 대한 신뢰도 이슈로 저평가가 장기화되었던 국면과 유사한 상황에 처해있다고 판단한다. 이를 해소하기 위해 1) 천수답형 사업구조를 벗어나 지속가능한 이익기반을 확보하기 위한 방안과 2) 성장과 주주환원 간 균형 잡힌 자본배분을 추진할 수 있는 자본정책에 대해 적극적으로 투자자와 소통하며 신뢰를 확보해 나가야 할 필요가 있다고 판단한다.

그림16. BNK/iM금융지주 - 과거 배당수익률



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

그림17. BNK/iM금융지주 - PBR 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

표1. 지방은행 밸류업 공시 주요 내용

회사	문제 진단	목표 설정	세부 개선 방안
BNK금융지주	- 급격한 외형 성장 대비 낮은 수익성 - 시장 요구수익률을 하회하는 ROE - 해외사 대비 낮은 주주환원	- ROE 개선 - CET1비율 개선 - 주주환원 확대	- ROE 개선 세부 방안은 미기재. 10% 달성에 대한 목표만 제시 - CET1비율 12% 이상으로 유지. 목표 수준은 12.5% - 4% 이내의 RWA 성장률 관리를 통해 주주환원율 50% 이상 확대 - 저평가 구간 감안하여 자사주 매입/소각 확대 - 소통 강화(외국인, 지역 대주주, 기관투자자, 소액주주 등)
iM금융지주	- 낮은 CET1비율과 이로 인한 주주환원 제약 - 건전성 열세로 인한 수익성 부진	- ROE 개선 - CET1비율 개선 - 주주환원 확대	- 여신포트폴리오 다변화 통해 기업/가계 비중 조절 - 건전성 관리, 비용 효율화, 비이자 이익 확대 등 통해 ROE 9% 달성 목표 - RORWA 기반 성장 등 바탕으로 CET1비율 12.3% 달성 목표 - 자사주 1,500억원 매입/소각 목표 제시 - 소통 강화(국내투자자, 해외투자자, 애널리스트 등)

자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림18. BNK금융지주 - 밸류업 이후 확연하게 높아진 주주환원

(십억원) ■ BNK금융 배당 ■ BNK금융 자사주

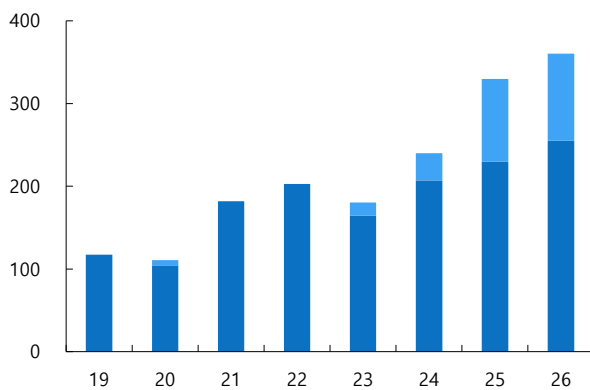
자료: 각사, iM증권 리서치본부
주: 26년은 당사 추정치 기준

그림19. iM금융지주 - 밸류업 이후 확연하게 높아진 주주환원

(십억원) ■ iM금융 배당 ■ iM금융 자사주

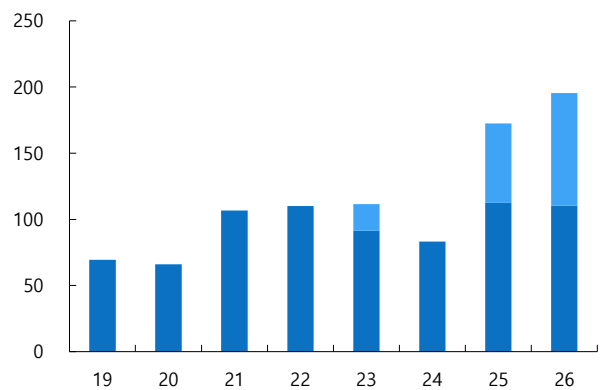
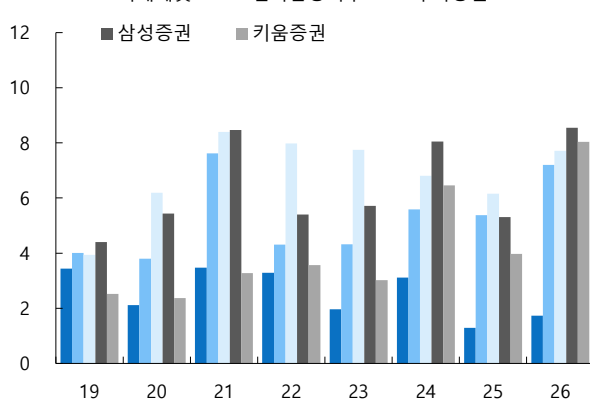
자료: 각사, iM증권 리서치본부
주: 26년은 당사 추정치 기준

그림20. 커버리지 증권업종 - 과거 배당수익률

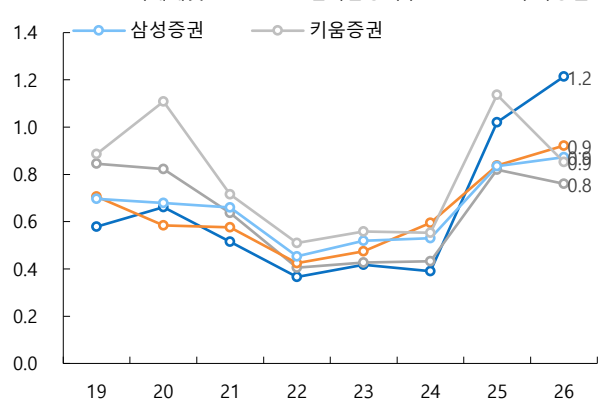
(%) ■ 미래에셋 ■ 한국금융지주 ■ NH투자증권



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

그림21. 커버리지 증권업종 - PBR 추이

(배) ■ 미래에셋 ■ 한국금융지주 ■ NH투자증권



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

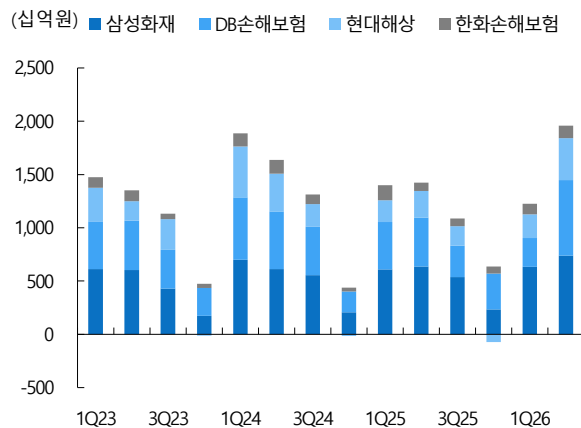
II. 보험: 마무리되고 있는 불확실성

1. 손해보험: 제도 영향과 운용손익으로 우려 대비 양호한 실적

커버리지 손해보험 4개사의 2Q26 합산 순이익(삼성은 연결, 나머지는 별도)은 1,96조원(+37% YoY)으로 1) 대규모 손실계약비용 환입과 2) 주식 등 평가처분 손익 중심 운용손익 개선 등에 힘입어 우려보다 양호한 실적을 시현했다.

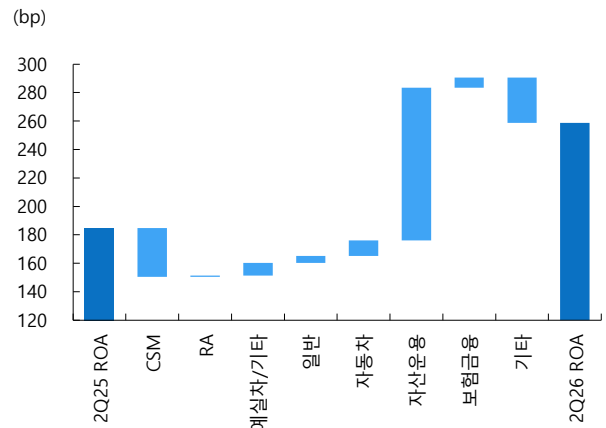
2Q26 중 1) 비실손 갱신형 담보, 간편보험 외 신규 담보에 대한 손해를 가정 가이드라인, 2) 사업비 가정에 대한 물가상승률 반영 등 계리적 가정 조정 이슈가 발생했으나 대부분의 손보사들이 비실손 갱신 담보에 대한 손해를 가이드라인 대비 보수적으로 산출해온 영향으로 손실계약비용 환입이 대거 나타났다. 계리 가정 가이드라인 관련 CSM 조정의 경우에는 회사별로 차등적인 영향이 나타났다. 현대해상의 경우 사업비 가정 조정에 따른 CSM 감소 요인에도 손해를 가정 조정 관련 CSM 증가가 나타난 반면 DB손보, 한화손보 등은 가이드라인 반영에 따라 큰 폭의 CSM 감소가 나타났다. 그 외 메리츠화재는 손해를, 사업비 가정 조정 모두 CSM을 증가시키는 긍정적 영향이 나타났다.

그림22. 손해보험 - 합산 순이익 추이(IFRS17)



자료: 각사, iM증권 리서치본부
주: 삼성화재는 지배순이익 기준

그림23. 삼성화재 - ROA Movement(별도 기준)



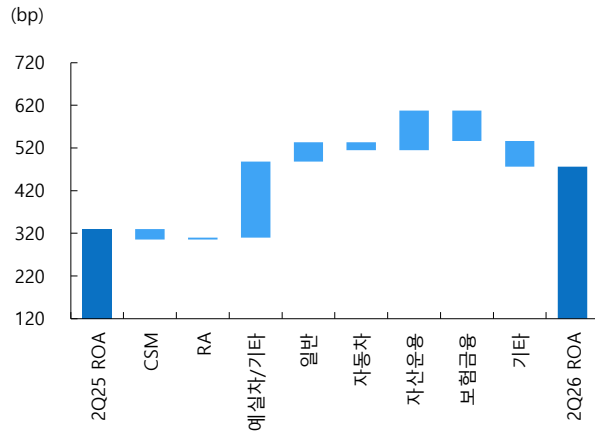
자료: 각사, iM증권 리서치본부
주: 2Q25의 경우 부동산 매각 이익 관련 이익이 연결로만 반영

표2. 보험업종 - 2Q26 계리 가정 선진화 영향

분류 (단위: 억원)	손보					생보	
	삼성	DB	현대	한화	메리츠	삼성	한화
1. 계리 가정 선진화							
- CSM 영향	-	-3,000	4,400	-2,750	8,500	-4,000	-2,700
- 손실계약비용 환입	500	2,700	900	-400	600	-	-
간편보험 손해를 가정 2Q 반영 여부	X	X	X	O	O	X	X
2. 전이암 보험금	100	190	206	100	292	-	-

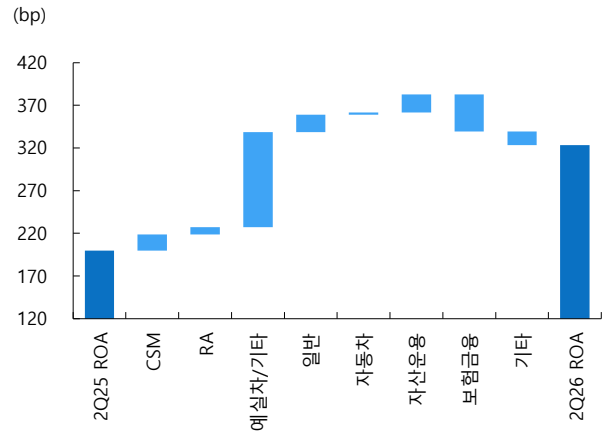
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림24. DB손해보험 - ROA Movement(별도 기준)



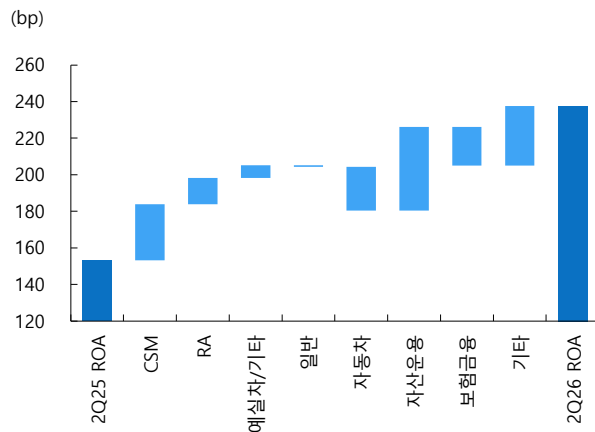
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림25. 현대해상 - ROA Movement(별도 기준)



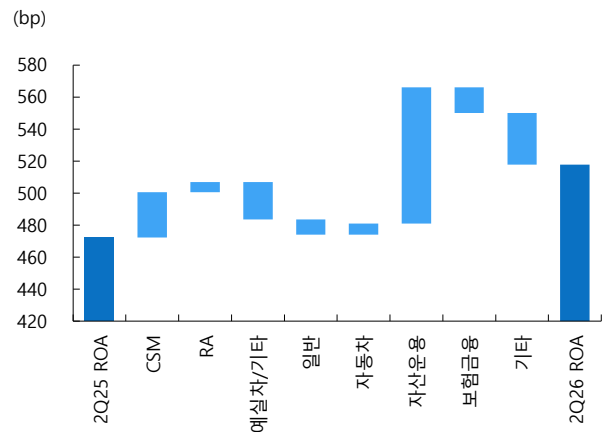
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림26. 한화손해보험 - ROA Movement(별도 기준)



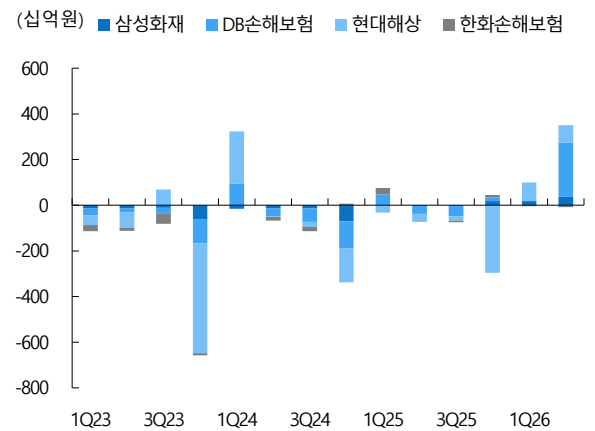
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림27. 메리츠화재 - ROA Movement(별도 기준)



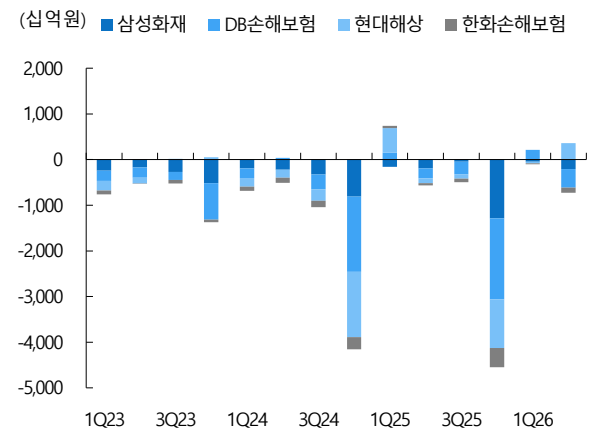
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림28. 커버리지 손보사 - 손실계약비용 추이



자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림29. 커버리지 손보사 - CSM 가정 조정 추이

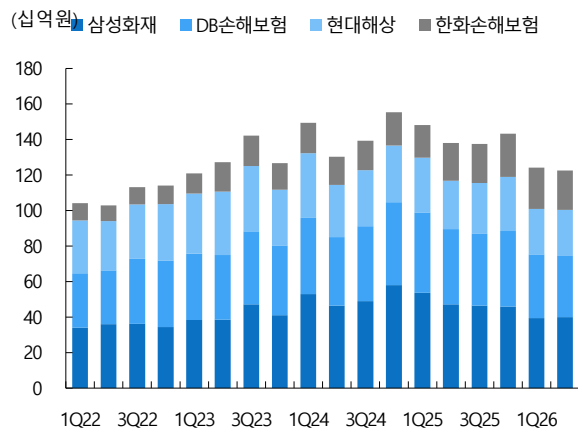


자료: 각사, iM증권 리서치본부

세부 실적을 살펴보면 공통적으로 신계약이 둔화되는 모습이 나타났다. 24~25년 중 나타난 대규모 보험금 예실차 악화 영향으로 보험사들이 언더라이팅을 강화하고 보험료를 인상함에 따라 메리츠 정도를 제외하면 보수적인 신계약 경쟁을 펼치고 있기 때문이다. 커버리지 4사 합산 보장성 인보험 신계약은 약 1,226억원(-1.2% QoQ)로 4Q25 이후 지속적으로 감소 추세가 나타나고 있다.

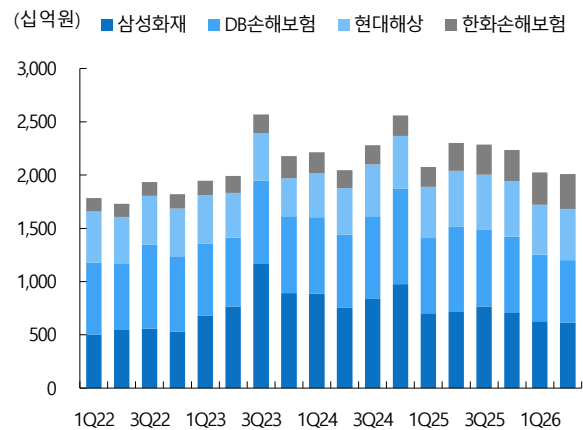
언더라이팅 강화 등에 따른 신계약 경쟁 둔화 영향으로 보험금 예실차는 대체로 안정적으로 관리되었다. 지속적인 예실차 악화 영향으로 보수적인 가정을 반영함에 따라 예상보험금이 큰 폭으로 상승한데 기인한다. 삼성화재, DB손보 등 기존 예실차가 상대적으로 양호했던 회사보다 현대해상 등 과거 부진한 보험금 예실차로 4Q25 중 계리적 가정 조정에 따라 대규모 손실계약비용 전입이 발생했던 회사 중심으로 예실차가 개선되는 모습이 나타났다.

그림30. 보장성 신계약 월초보험료 추이



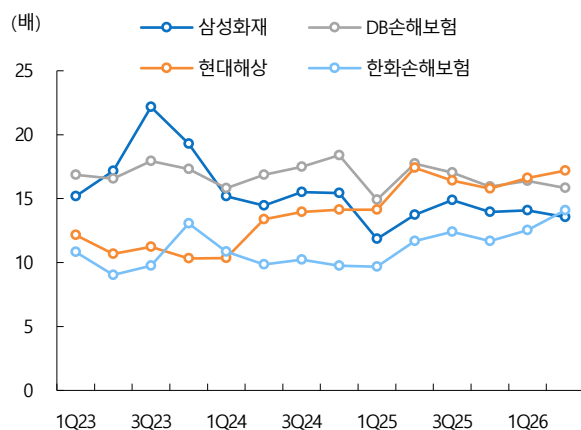
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림31. 주요 손해보험사 신계약 CSM 추이



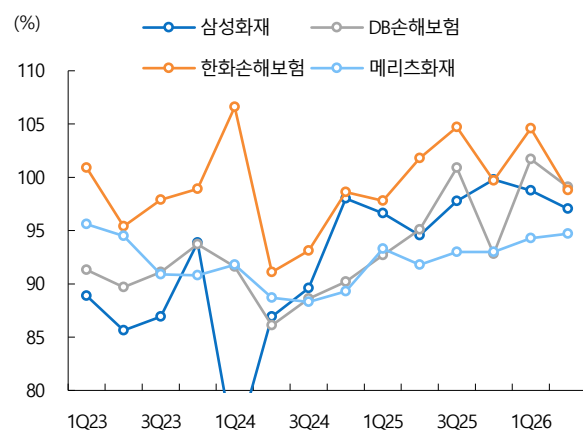
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림32. 주요 손보사 보장성 인보험 신계약 CSM 배수 추이



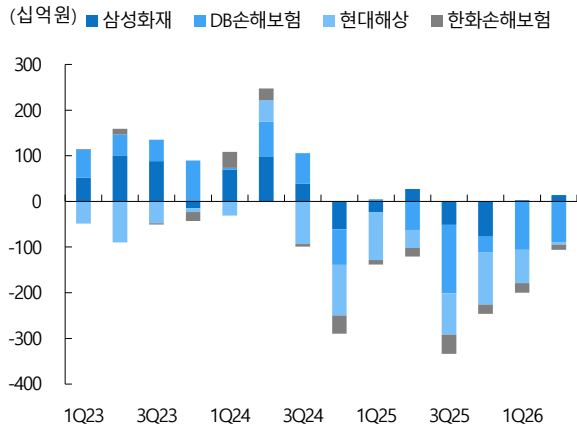
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림33. 주요 손해보험사 위험손해를 추이



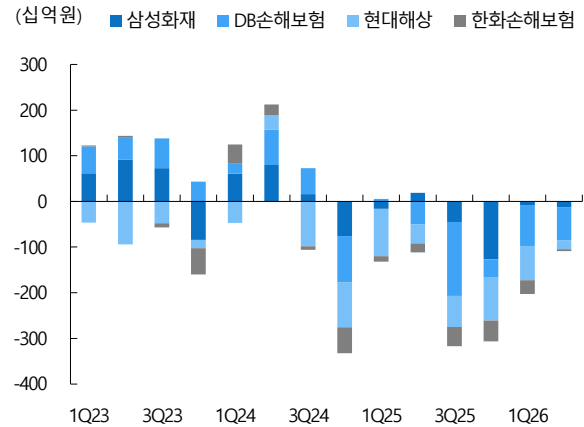
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림34. 커버리지 손보사 - 보험금 예실차 추이



자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림35. 커버리지 손보사 - 전체 예실차 손익 추이



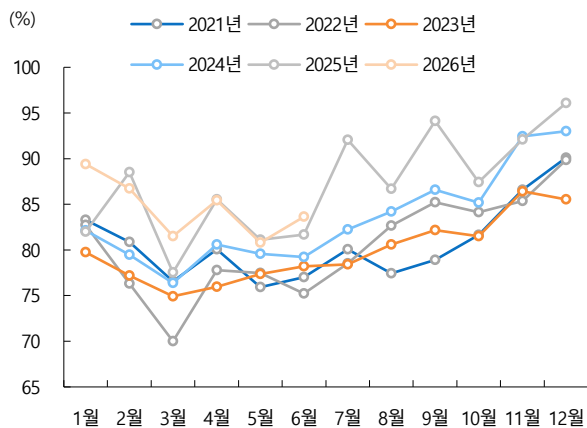
자료: 각사, iM증권 리서치본부

자동차보험은 여전히 누적된 요율 인하 영향이 지속되고 있다. 다만 1) 6월 강수량이 전국적으로 다소 낮은 수준에 머무르고 있으며 2) 이란사태 이후 높아진 고유가 영향 등이 종합적으로 반영되며 1Q26 대비 개선된 이익을 시현했다.

일반보험의 경우 2Q26 중에는 특별한 고액사고가 없어 전반적으로 양호한 실적을 기록했다. 다만 3Q26 중 인천 쿠팡 물류센터 화재 사고로 인한 영향이 나타날 것으로 예상되며 보유금액 기준 익스포저가 높은 메리츠, DB손보 등의 영향이 일부 나타날 것으로 전망된다.

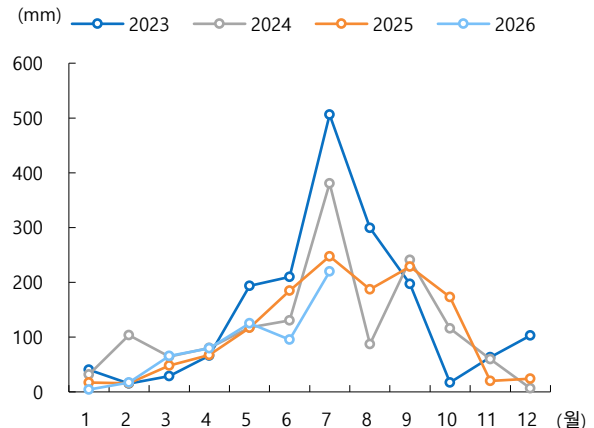
운용손익의 경우 대체로 무난한 실적을 기록했다. 상대적으로 평가처분손익의 이익 기여도가 높아지는 모습이 나타났는데 1) 증시 호조로 인한 주식자산 관련 손익의 확대가 주요 요인이었으며 2) 삼성화재의 경우 지분투자를 단행한 캐노피우스 관련 지분법손익 확대로 이익이 큰 폭 증가하는 모습이 나타났다.

그림36. 자동차보험 - 4개 대형 손보사 평균 추이



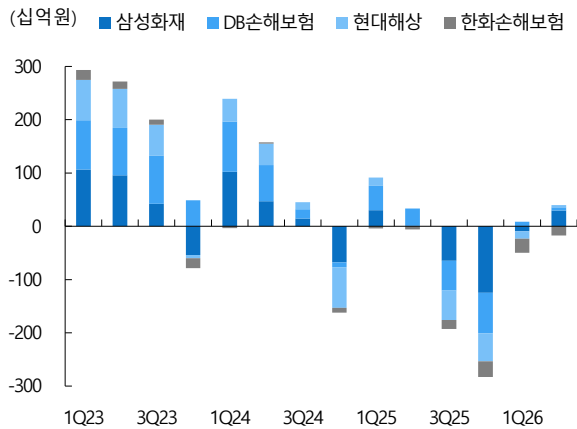
자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림37. 강수량 - 이전 대비 적은 강수량으로 손익 양호



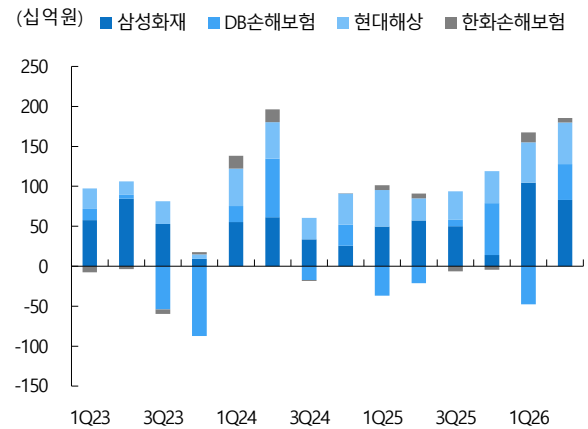
자료: 기상청, iM증권 리서치본부

그림38. 자동차보험 - 분기별 손익 추이(별도 기준)



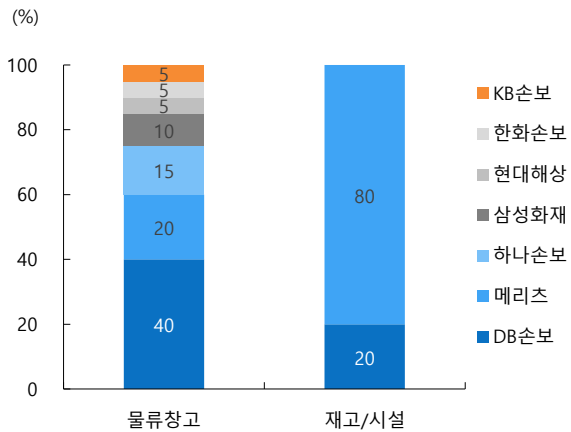
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림39. 일반보험 - 분기별 손익 추이(별도 기준)



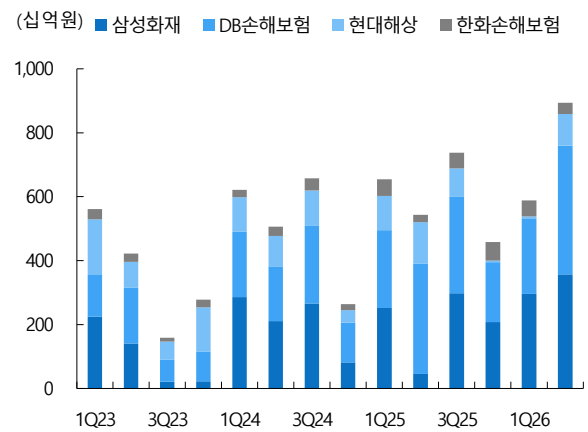
자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림40. 쿠팡 물류센터 화재 - 회사별 인수 비율



자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림41. 커버리지 손보사 - 투자손익 추이(별도 기준)



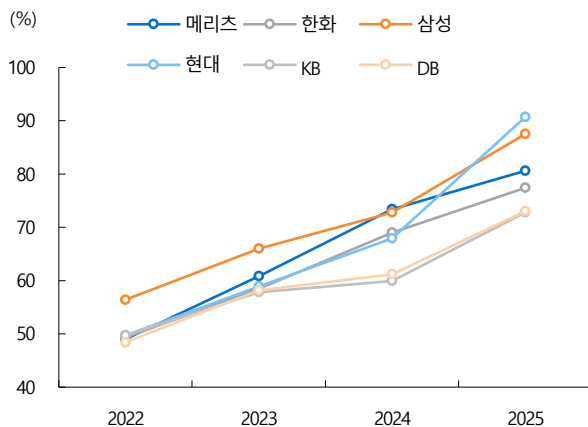
자료: 각사, iM증권 리서치본부

손해보험 업종에 대해 남아있는 향후 주요 이슈로는 1) 간편보험에 대한 가정 조정, 2) 실손 관련 변동성, 3) 해약환급금준비금 제도 개편 등을 제시한다. 먼저 4Q26 중 간편보험에 대한 계리적 가정 조정이 예정되어 있으며 최근 상대적으로 판매 비중이 높아진 간편보험에 대해 다소 보수적인 90% 이상의 손해를 가정을 적용해야 한다. 현재 유병자실손 등 간편보험과 고객/성격이 유사한 보험상품의 손해율이 대체로 낮은 추세를 보였음을 감안하면 4Q26 중 대체로 CSM이 감소하는 모습이 나타날 것으로 전망한다.

또한 실손 관련 변동성에 대한 고민이 필요하다. 관리급여 도입에 따라 도수치료 중심으로 실손 보험금이 축소되며 보험금 예실차가 큰 폭으로 개선될 것으로 예상되나 동시에 신장분사치료 등 풍선효과에 따른 영향이 수반될 것으로 전망이다. 또한 손보사 전반적으로 최근 실손 손해율이 안정화되는 모습이 나타나고 있음을 감안할 때 향후 실손 요율이 보험사 가정 대비 상승 폭이 제한되며 전반적인 가정 조정 등에 추가적인 영향을 미칠 가능성이 존재한다.

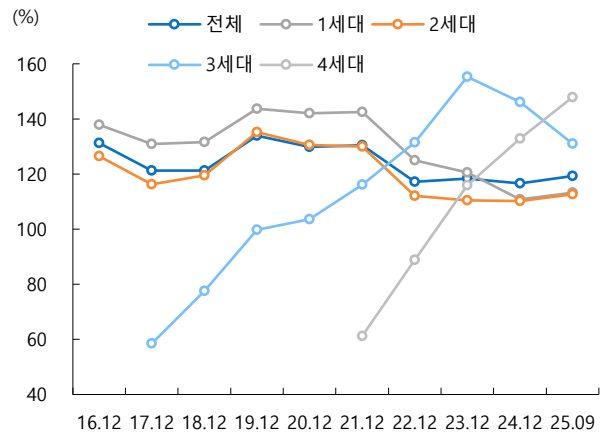
마지막으로 배당 재개 관련 불확실성이 이어지고 있다. 현재 손보사의 경우 삼성화재, DB손보(+메리츠화재, 코리안리, 서울보증보험) 등을 제외하면 해약환급금준비금 이슈로 인해 배당가능이익이 확보되지 못하고 있다. 현대해상, 한화손해보험 등 배당가능이익이 확보되지 못하는 회사 중에서는 상대적으로 1) 해약환급금준비금 규모가 적고 2) 신계약비를 적극적으로 절감하고 있는 현대해상의 자체적인 배당 재개 가능성이 높다고 판단하나 26년의 경우 여전히 재개 여부에 대한 불확실성이 높다. 한화손해보험의 경우 3Q26 중 이익잉여금 내 해약환급금준비금 적립 한도가 모두 소진될 것으로 예상되는 만큼 향후 기본자본 관리 등에 있어서도 부담이 일부 발생할 것으로 예상된다. 향후 해약환급금준비금 제도 개선이 이뤄지더라도 기존 배당가능이익이 충분한 삼성화재, DB손보 등 회사의 배당 여력이 더욱 확대되는 효과가 나타날 것으로 전망한다.

그림42. 유병자 실손 - 손해율 추이



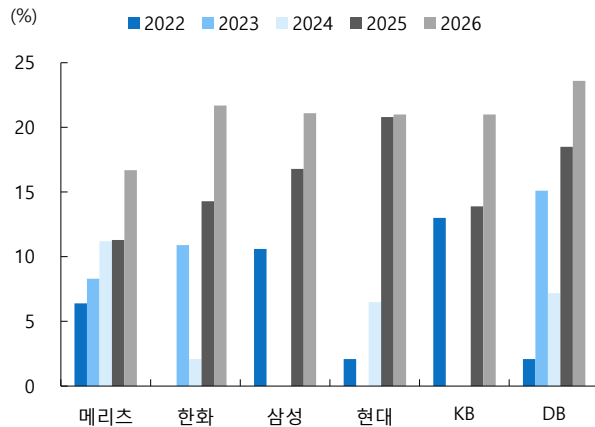
자료: 손해보험협회, iM증권 리서치본부

그림43. 실손보험 - 세대별 위험손해율 추이



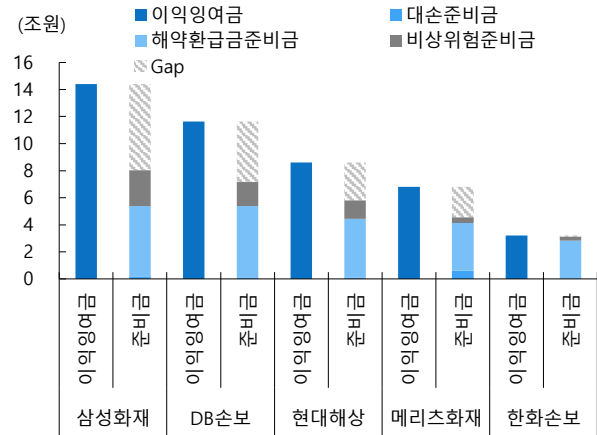
자료: 손해보험협회, iM증권 리서치본부

그림44. 실손보험 - 요율 인상 추이



자료: 손해보험협회, iM증권 리서치본부

그림45. 별도 이익잉여금 - 해약환급금준비금 현황(2Q26)



자료: 각사, iM증권 리서치본부

표3. IFRS4 기준 2025년 당기순이익 추정

(십억원)	삼성화재	DB손보	현대해상	한화손보	메리츠화재
당기순이익(삼성은 연결, 나머지는 별도)	2,018	1,535	561	361	1,681
해약환급금준비금 순증(적립비율 감안하여 100% 기준으로 조정)	2,396	1,628	877	986	1,479
법인세율 반영(27.5% 가정) 후 해약환급금준비금 순증	1,737	1,180	636	715	1,073
IFRS4 기준 당기순이익 추정	281	355	-75	-354	608

자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

주: 해약환급금준비금 100%를 기준으로 순증액에 법인세 효과를 반영하여 당기순이익에서 차감하는 형태로 IFRS4 당기순이익 추정

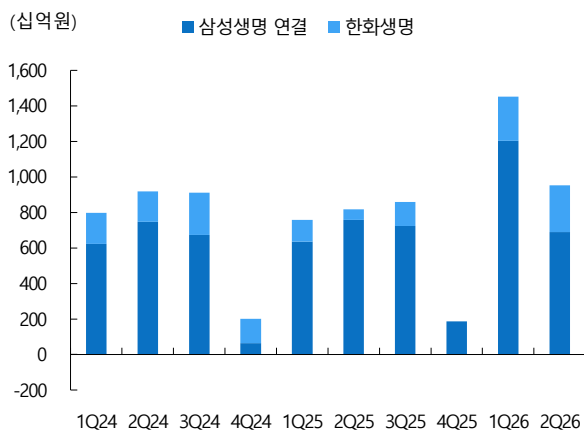
2. 생명보험: 자체 요인이 아닌 외생 요인이 관건

커버리지 생명보험 2개사의 2Q26 합산 순이익(삼성은 연결, 한화는 별도)은 9,523억원(+16.6% YoY)을 기록했다. 다만 별도 순이익 기준으로는 4,384억원(-21% YoY)으로 삼성생명의 손익 부진이 다소 큰 폭으로 나타났다.

두 회사의 실적을 좌우한 주요 변수로는 1) 손실계약비용과 2) 변액 헷지 관련 영향을 제시한다. 먼저 삼성생명의 경우 보험손익 부문에서 전년도 기저효과(예보료 인하에 따른 사업비 가정 변경, 보유계약 데이터 조정에 따른 손실계약비용 환입 등)가 존재하는 가운데 손해율 악화로 인한 보험금 예실차 악화와 임금 협상 결과 반영 등 일회성 사업비 요인 830억원 등 영향으로 인한 사업비 예실차 부진이 수반되며 부진한 실적을 기록했다. 투자손익의 경우에도 변액 헷지 손실 약 850억원 영향이 발생하며 본업 전반적으로 부진한 모습이 나타났다.

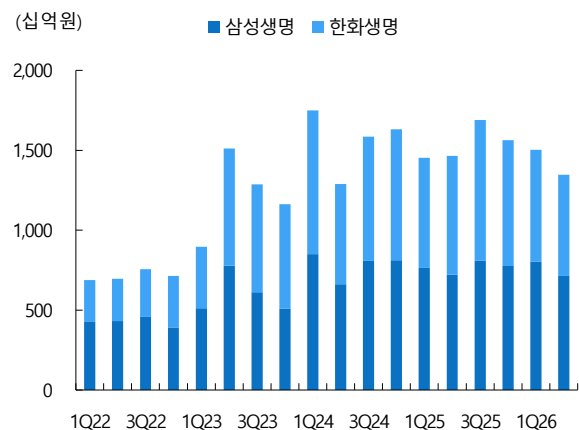
반면 한화생명의 경우 1) 증시 상승, 금리 상승 등 영향으로 변액 관련 손실계약비용 환입이 약 800억원 발생한 가운데 2) 증시 변동성 속에서 변액 헷지 운용 손익이 약 643억원 발생하는 등 영향으로 예상치를 상회하는 모습이 나타났다. 계리 가정 선진화 영향은 두 회사에서 공통적으로 CSM 감소 요인으로 작용했다. 손해보험과 달리 비실손 갱신 담보 등에서 보수적 가정 반영에 따라 CSM이 추가적으로 감소한 것으로 추정된다.

그림46. 생명보험 - 합산 순이익 추이



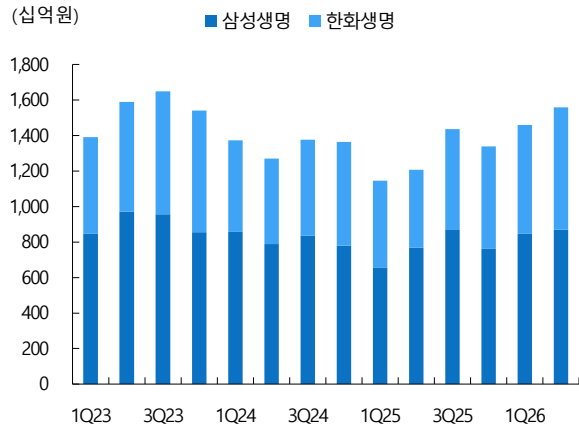
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림47. 생명보험 - 보장성 APE 추이



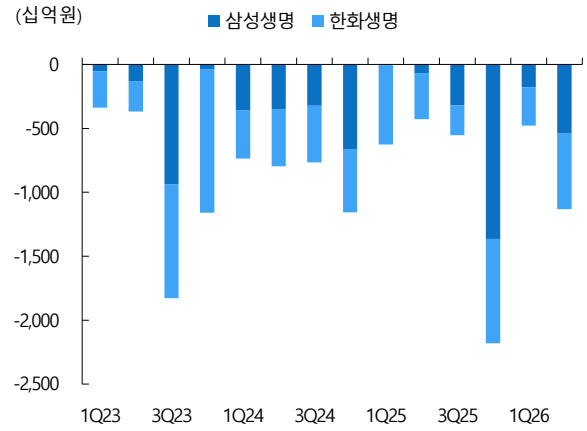
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림48. 생명보험 - 신계약 CSM 추이



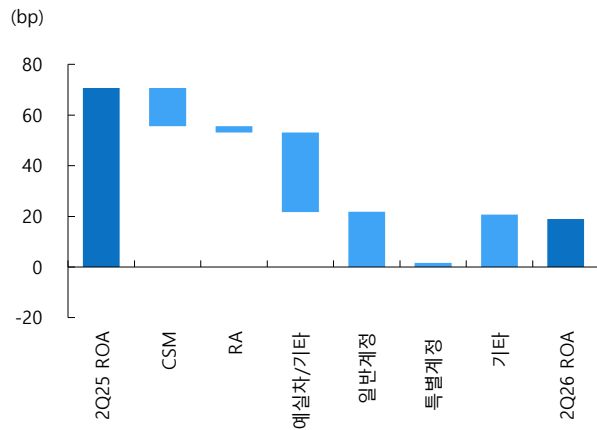
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림49. 생명보험 - 가정 조정 규모 추이



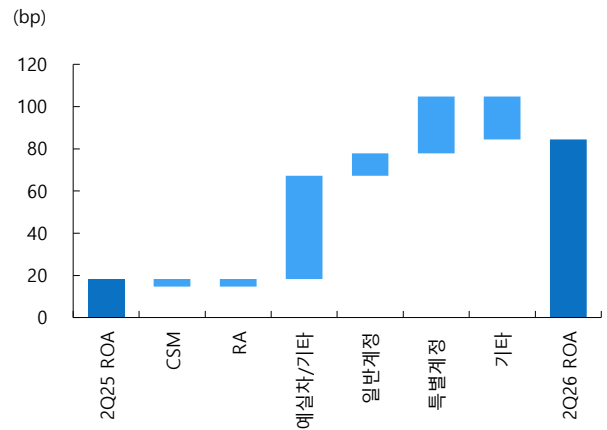
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림50. 삼성생명 - ROA Movement



자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림51. 한화생명 - ROA Movement



자료: 각사, iM증권 리서치본부

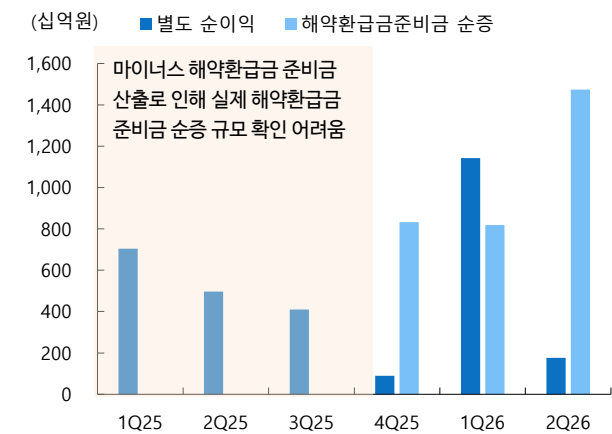
생명보험 업종 전반적으로 자체적으로 확보할 수 있는 투자포인트는 다소 제한적이라고 판단하며 기업가치를 결정하는 핵심은 모두 외생변수가 결정할 전망이다.

본업 기준으로 살펴보면 생보업종의 경우 손해보험과 달리 실손 관리급여 도입 등에 따른 보험금 예실차 측면의 긍정적 영향을 기대하기 어렵다고 판단하며 투자손익 또한 변액보험 헷지운용, 평가처분손익 등 일회성 요인이 지속적으로 나타나고 있어 이익의 예측가능성이 다소 낮은 모습이 이어지고 있다. 금리 상승에 따른 순자산 상승 효과 정도만 현재 상황에서는 긍정적 영향을 전망한다.

이러한 상황에서 삼성생명의 경우 사실상 보유 중인 삼성전자 지분가치가 사실상 실적을 결정하는 주요 변수가 되고 있다. 따라서 본업 측면의 유의미한 개선추세가 나타나는 것 보다 삼성전자의 주가 상승과 삼성전자 특별배당(8월 발표한 30조원 기준 약 2.5조원의 배당 손익 예상)의 주주환원 포함 여부가 기업가치의 핵심이 될 것으로 전망한다. 다만 회사가 지속적으로 중장기적인 DPS의 우상향 추세 정도만 언급하고 있는 점은 다소 불확실성 요인이라고 판단한다.

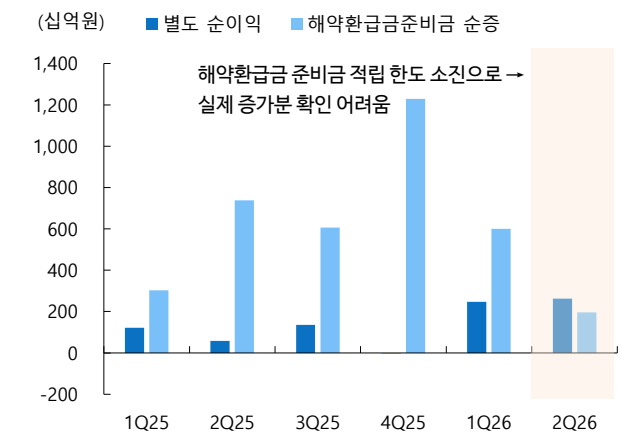
한화생명의 경우 1) 이익잉여금 내 해약환급금준비금 적립 한도가 모두 소진되었으며 2) 경상 이익을 상회하는 해약환급금준비금 순증 추세가 나타나고 있는 상황이다. 이를 감안했을 때 유의미한 제도 개선 없이는 배당가능이익 확보와 기본자본 증가 폭 둔화 추세가 불가피할 전망이다. 현재 기본자본이 음수로 산출되는 보험사들이 공통적으로 해약환급금준비금 적립 한도 소진 등 영향으로 보완자본으로 분류되는 해약환급금부족분 상당액 중 해약환급금준비금 상당액 초과분 규모가 커진 영향인 점에서 이를 확인할 수 있다. 상대적으로 기적립된 해약환급금준비금 규모가 크고 신계약비 중심으로 높은 사업비 지출이 지속되고 있어 신규 적립되는 해약환급금준비금 규모가 높은 한화생명 특성상 자력 배당 재개가 어려운 만큼 향후 제도 개선에 대한 민감도는 업종 내 가장 높게 나타날 전망이다.

그림52. 삼성생명 - 별도 당기순이익 및 해약환급금준비금 순증



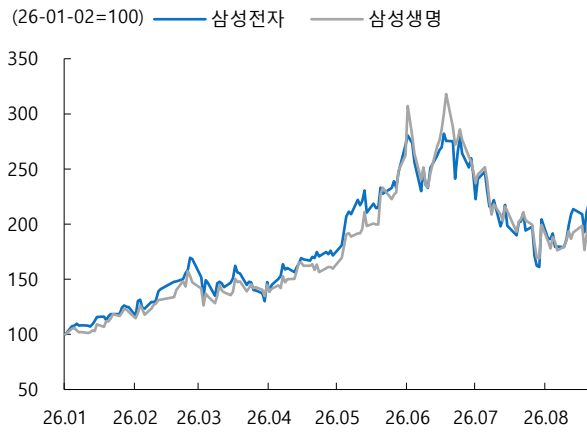
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림53. 한화생명 - 별도 당기순이익 및 해약환급금준비금 순증



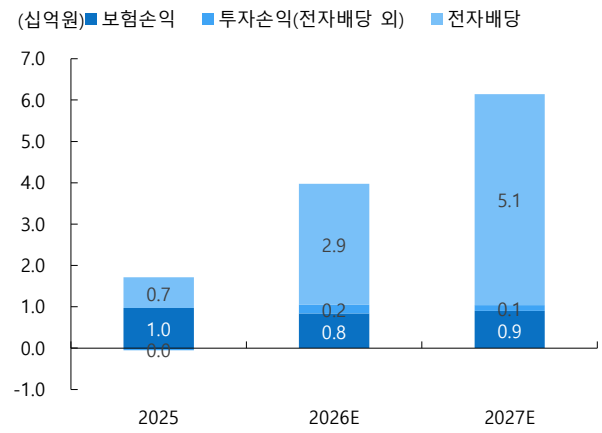
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림54. 삼성생명 - 삼성전자 주가와 동일한 움직임



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

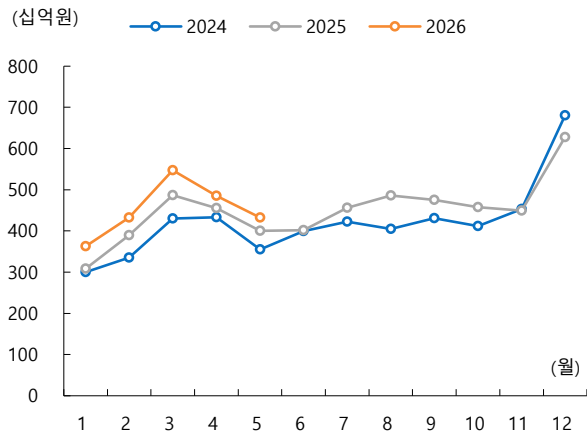
그림55. 삼성생명 세전이익 추정 - 전자 배당이 이익을 결정



자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

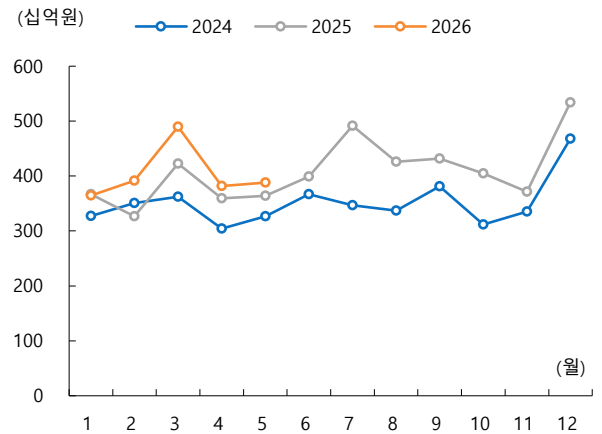
주: 3Q26 30조원, 4Q26 60조원 현금배당 지급한다고 가정

그림56. 삼성생명 - 월별 사업비 현황



자료: 생명보험협회, iM증권 리서치본부

그림57. 한화생명 - 월별 사업비 현황



자료: 생명보험협회, iM증권 리서치본부

표4. 기본자본이 음수인 보험사 - 해약환급금준비금 적립 제한으로 보완자본으로 분류되는 규모가 높게 나타난 영향

회사명 (십억원)	KDB생명		롯데손해보험	
	2024년	2025년	2024년	2025년
순자산가치	281	536	1,910	1,818
기본자본	-418	-331	-73	-388
해약환급금 부족분 상당액(A)	490	1,235	2,923	3,627
해약환급금준비금 상당액(B=C+D)	32	610	409	782
해약환급금준비금(C)	0	0	297	344
보험/재보험계약의 공정가치 변동 중 OCI로 인식한 미실현손익의 법인세 반영 전 금액(D)	32	609	112	437
해약환급금 부족분 상당액 중 해약환급금 준비금 상당액 초과분(E=A-B)	458	626	2,514	2,845
법인세율(F)	0.0%	0.0%	23.1%	24.2%
법인세효과 반영 후 보완자본 분류 기준 금액(G=E*(1-F))	458	626	1,933	2,157

자료: 각사, iM증권 리서치본부

표5. 한화생명 - 25년 기준 기본자본의 상당 부분이 해약환급금준비금으로 구성되어 있는 상황

(십억원)	2024년	2025년
순자산가치	20,447	21,859
기본자본	8,445	9,615
해약환급금 부족분 상당액(A)	15,676	23,893
해약환급금준비금 상당액(B=C+D)	6,499	14,054
해약환급금준비금(C)	5,665	8,924
보험/재보험계약의 공정가치 변동 중 OCI로 인식한 미실현손익의 법인세 반영 전 금액(D)	834	5,130
해약환급금 부족분 상당액 중 해약환급금 준비금 상당액 초과분(E=A-B)	9,177	9,839
법인세율(F)	23.4%	24.5%
법인세효과 반영 후 보완자본 분류 기준 금액(G=E*(1-F))	7,031	7,429
기본자본 중 해약환급금준비금 비중	67%	93%
기본자본 중 해약환급금준비금 비중(법인세 반영)	51%	70%

자료: 한화생명, iM증권 리서치본부

3. 판매수수료 제도 개편은 중장기적으로 긍정적 영향 전망

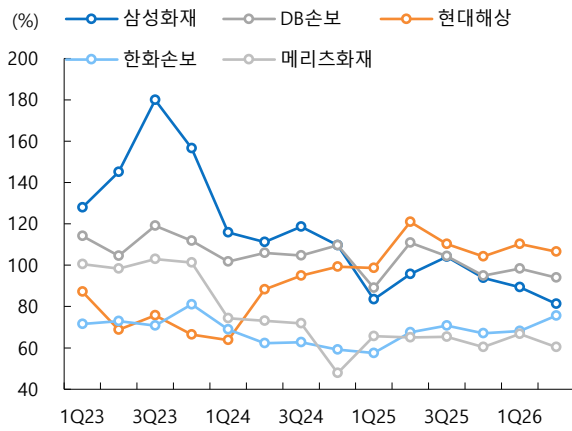
27년부터 4년 분급, 계약체결비용 한도 규제 등 판매수수료 관련 제도 개편이 예정되어 있다. 이러한 판매채널 관련 제도 개선은 보험업종에 있어 긍정적 영향이 예상되는데 1) 분급 시행에 따라 GA, 설계사 등 판매채널 입장에서 단순 Quantity 외에도 Quality에 대한 가중치가 높아질 것으로 예상되는 만큼 전반적인 유지율 개선을 기대할 수 있다고 판단한다.

또한 2) 사전에 정해진 계약체결비용 내에서 신계약비와 유지비를 지출해야 하는 만큼 과거 나타났던 과도한 시책 등을 활용한 판매 확대 등이 원천적으로 제한된다는 점에서 신계약비 중심으로 과도한 사업비 지출과 관련된 부담도 전반적으로 축소되는 모습이 나타날 것으로 예상되는 점도 긍정적이다.

현재 주요 보험사들의 신계약(이익계약/손실계약 합산) 기준 CSM과 손실계약비용 및 신계약비(보험취득 현금흐름)를 살펴보면 24년 중반부터 신계약비를 적극적으로 관리해 온 모습이 나타난 현대해상 등을 제외하면 지속적으로 신계약비가 우상향 추세가 나타난 것을 확인할 수 있으며 이러한 영향으로 대부분의 보험사가 투입한 신계약비 대비 낮은 규모의 CSM(손실계약비용 차감 기준)을 확보하는 모습이 나타나는 것을 확인할 수 있다.

2Q26 기준으로는 현대해상만 100%를 상회하고 있으며 DB손해보험(94%), 삼성생명(91%) 등 정도만 신계약비와 유사한 수준의 CSM을 확보하는 모습이 나타나고 있다. 한화생명(65%), 메리츠화재(61%) 등의 경우 신계약비 대비 60% 내외 수준의 CSM만 확보하는 등 상대적으로 높은 판매비 부담이 나타나고 있음을 확인할 수 있다. 이를 감안했을 때 향후 판매수수료 규제에 따라 분급제, 계약체결비용 한도 설정 등이 도입될 경우 신계약비 관련 부담이 축소되고 유지율 등 개선 추세가 나타날 경우 전반적인 신계약 CSM 배수 상승 등 긍정적 영향을 기대할 수 있을 것으로 전망한다.

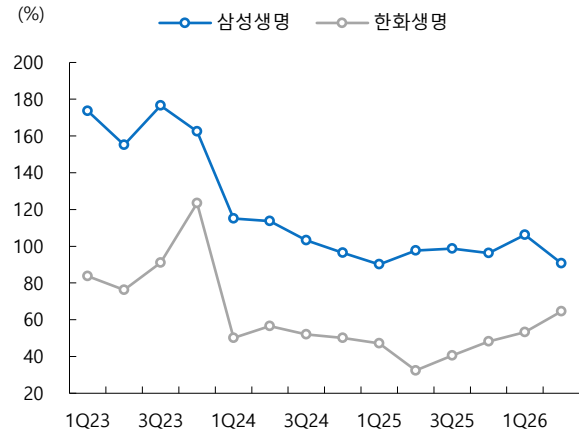
그림58. 손해보험 - 신계약비 대비 신계약 CSM 비율 추이



자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

주: (신계약 CSM-손실계약비용)/보험취득 현금흐름의 비율로 산정

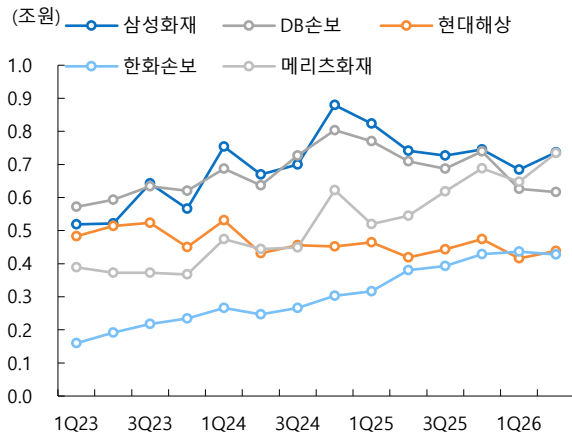
그림59. 생명보험 - 신계약비 대비 신계약 CSM 비율 추이



자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

주: (신계약 CSM-손실계약비용)/보험취득 현금흐름의 비율로 산정

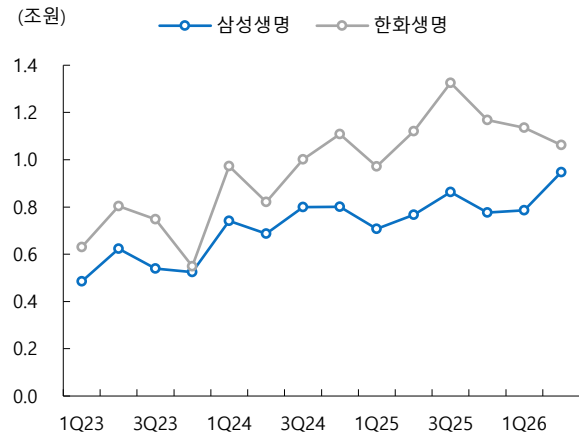
그림60. 손해보험 - 분기별 보험취득 현금흐름 추이



자료: 각사, iM증권 리서치본부

주: 이익계약 및 손실계약 모두 포함

그림61. 생명보험 - 분기별 보험취득 현금흐름 추이

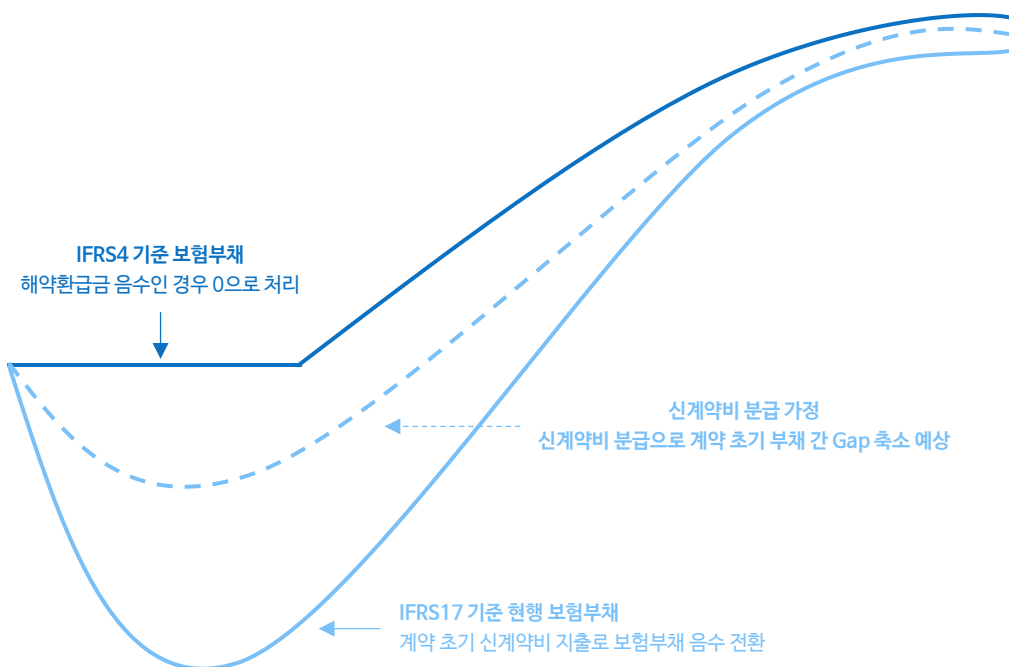


자료: 각사, iM증권 리서치본부

주: 이익계약 및 손실계약 모두 포함

배당가능이익의 불확실성의 가장 큰 요인인 해약환급금준비금 관련해서도 긍정적 영향을 전망한다. 보험사들이 신계약을 확대할 때 해약환급금준비금이 발생하는 이유는 계약 초기 대규모 신계약비 지출에 따라 시가부채가 마이너스로 전환되기 때문이다. 분급 등에 따라 계약 초기 신계약비 지출 규모가 축소될 경우 신계약 확대에 의한 해약환급금준비금 관련 영향이 축소될 것으로 예상되는 만큼 전반적인 해약환급금준비금의 증가 속도 자체는 둔화될 전망이다. 다만 이러한 영향이 적용되는 것은 27년 이후 판매된 신계약에 해당되는 내용이며 현재 기적립된 해약환급금준비금에 대해서는 소급적용되지 않는다는 점을 감안할 때 유의미한 제도 개선이 나타나기 전까지는 현재 해약환급금준비금 이슈로 인해 배당가능이익이 확보되지 못하는 회사의 배당 재개 가능성은 여전히 제한적이라고 판단한다.

그림62. 보험부채 - 분급 시행에 따른 영향 개념도



자료: iM증권 리서치본부 추정

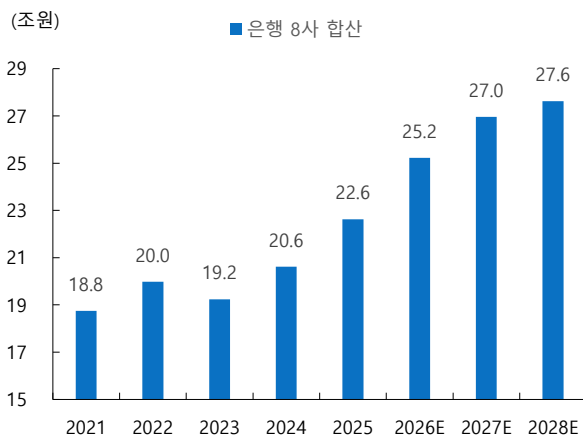
주: 대략적인 흐름을 위한 임의의 보험부채 가정

Ⅲ. 현재 실적 기반 Valuation 매력과 미래 제도 관련 Upside

1. 은행 대비 상대적으로 안정성은 떨어지는 상황

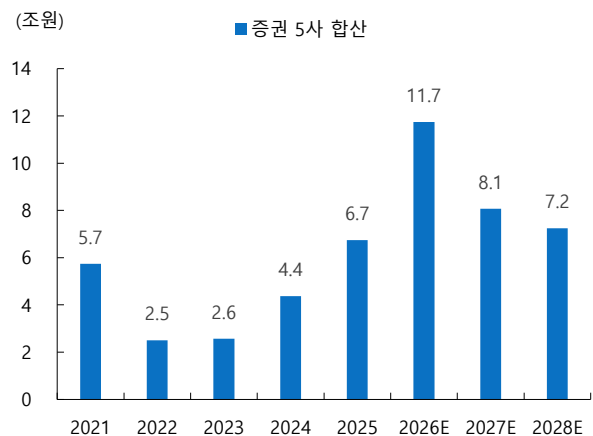
비은행 금융회사들은 현재 은행 대비 이익과 주주환원 측면의 안정성이 상대적으로 낮다고 판단한다. 이자이익 중심으로 이익의 예측 가능성이 높은 은행과 달리 증권은 상대적으로 시장 환경과 거래대금에 따른 이익 민감도가 높으며 보험 또한 지속적으로 본업보다 제도로 인한 가정 조정 영향이 실적을 결정하는 모습이 이어지고 있기 때문이다. 주주환원 측면에 있어서도 CET1비율을 기반으로 명확한 자본 정책을 제시하는 은행과 달리 증권의 경우 상대적으로 배당 등의 예측 가능성이 낮으며 보험의 경우에도 일부 회사를 제외하면 해약환급금준비금 이슈로 인해 배당가능이익이 확보되지 못하고 있는 상황이다.

그림63. 은행 - 과거 5개년 이익 및 3개년(26~28) 이익 전망



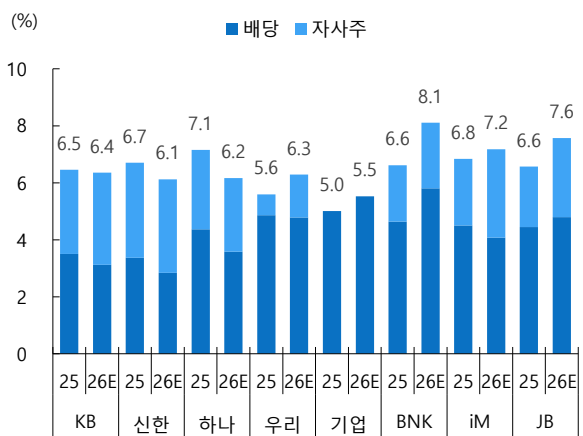
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림64. 증권 - 과거 5개년 이익 및 3개년(26~28) 이익 전망



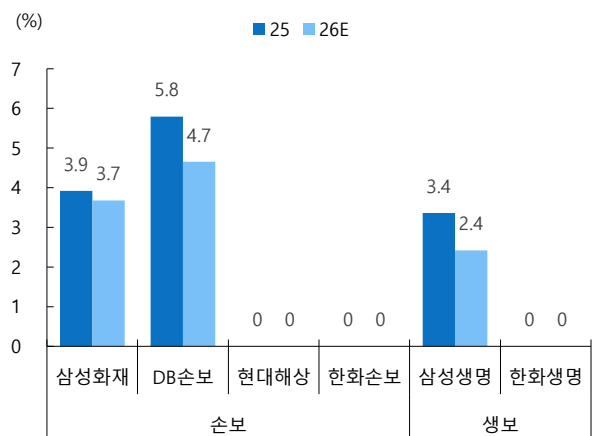
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림65. 은행 - 총 주주환원 수익률 전망



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림66. 보험 - 배당수익률 추이 및 전망



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

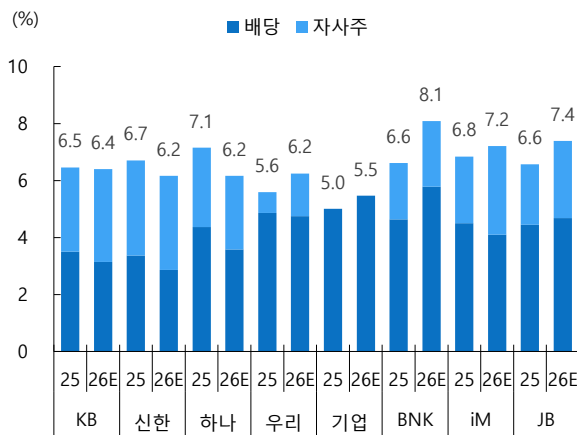
2. 증권: 현재 실적과 주주환원 매력 관점으로 저가매수 접근 유효

다만 상대적으로 낮은 안정성에도 비은행 업종 전반적으로 단기적인 매력은 상대적으로 은행보다 높다고 판단한다. 먼저 증권업종의 경우 양호한 이익 대비 현재 하계 낮아진 밸류에이션과 주주환원 측면의 매력에 주목해볼 수 있을 전망이다.

은행업종의 경우 7월 중 나타난 시장 조정 구간에서 상대적으로 시장을 상회하며 방어주 역할을 수행하는 과정에서 전반적인 밸류에이션이 안정적으로 관리되는 모습이 나타났는데 이러한 영향으로 전반적인 주주환원 측면의 매력이 다소 낮아지는 모습이 나타났다. 대표적으로 대형 시중은행지주의 경우 전일 종가 기준 총 주주환원 수익률(배당+자사주, 당사 추정 기준)은 약 6% 내외 수준에 불과한 상황이다. 이에 반해 거래대금 위축에 따라 지속적으로 주가 조정이 나타난 증권업종의 경우 NH투자증권, 삼성증권, 키움증권 등 주요 회사의 배당수익률이 약 7% 내외 수준까지 올라간 상황이다. 이익의 예측가능성이 낮아 배당의 지속가능성에 대한 우려가 상존하고 있지만 과거 대비 절대적인 거래금액 규모가 높은 수준이 이어지고 있음을 감안하면 단기적으로는 충분히 접근해 볼 수 있는 구간에 위치해 있다고 판단한다.

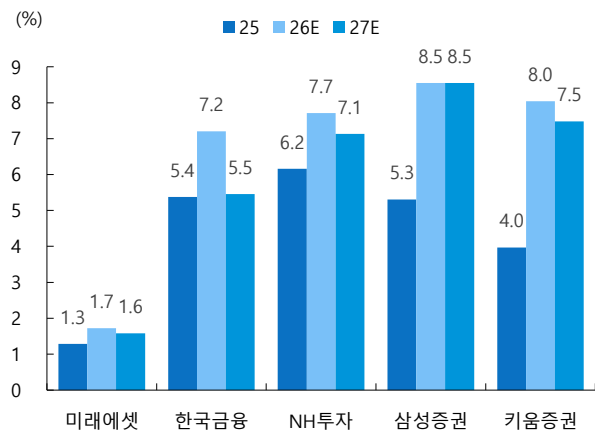
증권업종 중에서는 상대적으로 거래대금 외에도 추가적인 이익체력을 보유하고 있거나 적극적인 주주환원으로 상대적으로 주주환원 규모 감소에 대한 우려가 적은 회사를 선호하며 1) 발행어음을 바탕으로 적극적인 자본 기반 비즈니스를 영위하고 있는 한국금융지주와 2) 업종 내 최상위 수준의 배당성향을 바탕으로 주주환원 관련 불확실성이 적은 NH투자증권의 매력이 상대적으로 높다고 판단한다. 키움증권의 경우에도 비과세 배당을 활용한 주주환원을 검토하고 있다는 점에서 현재 수준의 배당수익률을 기준으로 개인투자자 중심 수급을 일부 확보할 수 있을 것으로 전망한다.

그림67. 은행 - 총 주주환원 수익률 전망



자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

그림68. 증권 - 배당수익률 전망



자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

3. 보험: 제도 불확실성 해소와 잠재적인 Upside에 대한 기대감

보험업종의 경우에는 제도 불확실성 해소 및 잠재적인 Upside에 기반한 접근이 가능할 전망이다. 먼저 제도 측면의 불확실성이 해소되고 있다. IFRS17 회계기준 도입 이후 지속적으로 보험업종에 대한 관심이 축소된 주요 이유로 1) 지속적인 계리적 가정 가이드라인 도입에 따른 이익 변동성과 2) 해약환급금준비금 이슈로 인한 배당가능이익 제약 등을 제시할 수 있다. 통상적으로 보험업종이 실적의 경기 민감도가 낮고 안정적인 배당을 제공함으로써 경기방어주 역할을 수행해 왔던 만큼 이익과 주주환원 측면의 불확실성이 투자매력을 저해하는 요인으로 작용했다고 판단한다.

다만 지속적인 계리적 가정 가이드라인 반영에 따라 이슈가 존재하는 대부분의 담보에 대해 보수적인 가정이 반영된 상황에서 손보사 실적에 가장 큰 영향을 미치는 실손보험에 대해 관리급여 도입 등 제도 측면의 개선이 이루어지고 있다는 점에서 향후 제도 관련 불확실성은 해소되는 추세가 나타날 전망이다. 특히 27년부터 시행되는 분급 등 판매수수료 관련 규제는 기존 신계약비 관련 부담 및 유지율 측면의 개선을 기대할 수 있을 것으로 예상된다.

손해보험을 중심으로 이익과 주주환원 측면의 잠재적인 Upside도 높다고 판단한다. 먼저 보험금 예실차 측면에서 26년 하반기부터 관리급여 시행에 따라 도수치로 중심으로 실손 지급보험금 감소가 나타나며 전반적인 손익 개선이 나타날 것으로 전망한다. 자동차보험도 누적된 요율 인하 및 실적 부진 기조를 감안했을 때 향후 요율 인상 사이클이 본격화될 것으로 전망되며 9월부터 8주를 도입에 따라 경상환자 관련 과잉 보험금 지급 부담이 완화될 것으로 예상되는 만큼 실적 측면의 Upside가 상대적으로 높다고 판단한다.

지속적으로 해약환급금준비금 관련 제도 개선에 대한 언급이 나오고 있는 점도 긍정적이다. 향후 신계약비가 유의미하게 관리되는 모습이 나타날 경우 해약환급금준비금 관련 제도 완화(적립비율 축소, 산출 방식 변경) 등이 나타날 수 있다고 판단하며 이에 따라 배당 재개 및 배당재원 확대 등에 따른 긍정적 영향을 기대할 수 있을 것으로 전망한다.

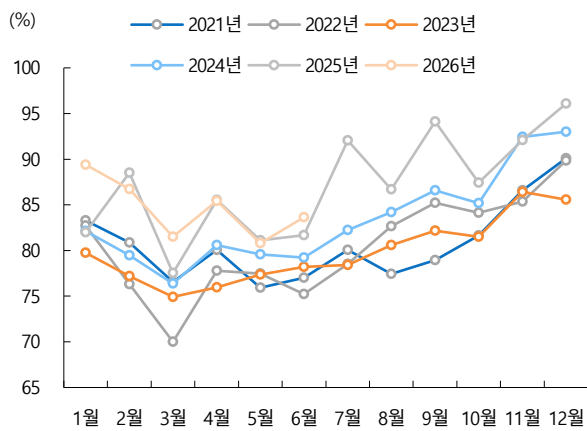
생명보험의 경우 삼성전자 주가, 해약환급금준비금 및 기본자본 관련 제도 개선 등 자체적인 요인보다 외생 변수에 따른 민감도가 높다고 판단한다. 현재 ROE와 밸류에이션을 감안했을 때 모든 조건이 갖춰진 경우 잠재적인 Upside는 한화생명 이 가장 높다고 판단하나 사실상 제도에 대한 베팅에 해당하는 만큼 긴 호흡의 접근이 필요할 전망이다.

표6. 도수치료 관련 관리급여 도입에 따른 영향

실손 세대	기존 도수치료 건당 치료비(25년)	자기부담률 (비급여)	환자 부담	보험사 부담	도수치료 건당 치료비(관리급여)	건보 급여 (5%)	자기부담률 (급여 기준)	환자 부담	보험사 부담	보험사 개선 폭
1세대	108,000	0%	0	108,000	43,850	2,193	0%	0	41,658	66,343
2세대		20%	21,600	86,400			10%	4,166	37,492	48,908
3세대		30%	32,400	75,600			10%	4,166	37,492	38,108
4세대		30%	32,400	75,600			20%	8,332	33,326	42,274
5세대		N/A	N/A	N/A			95%	39,575	2,083	-

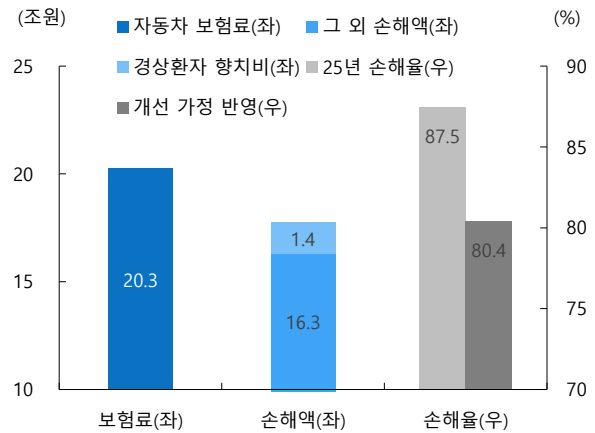
자료: 언론 보도, iM증권 리서치본부 추정

그림69. 자동차보험 - 상위 4사 평균 손해율



자료: 언론 보도, iM증권 리서치본부

그림70. 향후치료비 가정 반영 시 손해율 개선 추정



자료: 언론 보도(대한금융신문), iM증권 리서치본부

표7. 자동차보험 향후치료비 지급 추이

(단위: 억원)	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년
경상(12~14급)	13,428	14,709	14,224	14,116	14,388
부상 전체	16,265	17,645	17,348	16,752	16,885
경상환자 비중	82.6%	83.4%	82.0%	84.3%	85.2%

자료: 언론 보도(대한금융신문), iM증권 리서치본부

주: 종결치료 기준, 대인1+대인2 동시부보건 대상. 과실상계 후 보험금 기준

4. 단기적으로는 손해보험 선호. 거래대금 현재 수준 유지 시 증권 관심 확대 가능

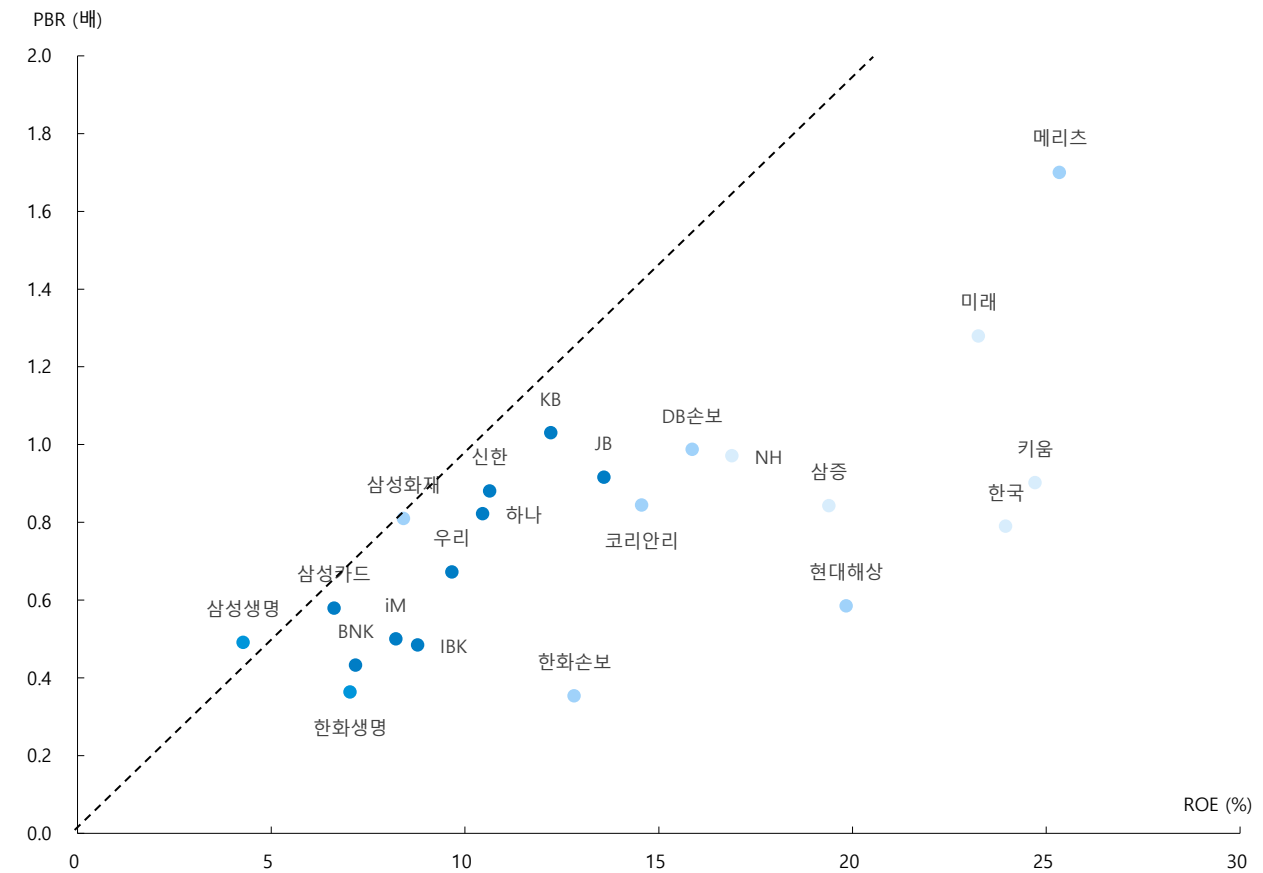
단기적으로는 손해보험 업종의 투자포인트가 명확하다고 판단한다. 1) 관리급여 제도 도입에 따라 실손보험 중심으로 보험금 예실차 개선을 기대할 수 있으며 2) 9월부터 도입되는 자동차보험 8주물에 따라 자동차보험 손익 개선이 예상되는 가운데 3) DB손해보험(포르테그라 인수 효과를 반영한 새로운 주주환원 정책), 현대해상(배당가능이익 확보) 등 주주환원 확대 및 기업가치 제고를 기대할 수 있는 이벤트가 존재하기 때문이다.

내년으로 넘어가도 판매수수료 제도 규제에 따라 유지율 개선, 해약환급금준비금 적립 규모 둔화 등 긍정적 영향이 나타날 것으로 예상되는 점이 긍정적이다. 다만 1) 4Q26 간편보험 관련 제도 불확실성이 남아있으며 2) 최근 주가 상승 등 영향으로 배당수익률 측면의 매력이 낮아지고 있으며 실손 중심 손익 개선에 따라 향후 요율 측면의 불확실성 등이 높아질 수 있음에 대한 유의가 필요할 것으로 전망한다. 생명보험의 경우 각 외생변수(삼성전자 주가, 해약환급금준비금 관련 제도 개선)에 따른 접근이 유효하다고 판단하며 모든 조건이 충족된다고 가정할 경우 현재 밸류에이션 기준 Upside 자체는 한화생명 등이 가장 높다고 판단한다.

증권업종의 경우 지속적인 거래대금 위축 영향으로 다소 부진한 주가 흐름이 나타나고 있다. 다만 6월 대비 가파른 거래대금 위축을 감안하더라도 현재 거래대금 규모는 과거 대비 절대적으로 높은 수치가 유지되고 있는 만큼 26년 연간 실적은 견조할 전망이다. 8% 내외 수준이 예상되는 배당수익률을 감안했을 때 전통적인 배당주 트레이딩 관점의 접근이 유효할 수 있다고 판단한다. 거래대금 축소에 따라 이익 추정치가 감소하더라도 여전히 높은 절대적인 거래대금 규모를 감안했을 때 현재 밸류에이션 기준 약 5~6% 수준의 배당수익률을 기대하는데 어려움은 없을 것으로 전망한다. 26년 말을 전후로 전통적인 배당주 트레이딩 관점의 접근에 부합하는 모습이 나타날 것으로 예상하며 배당수익률에 기반한 매수가 유효할 전망이다.

Top pick으로는 보험업종의 경우 DB손해보험, 현대해상을 제시한다. 상대적으로 실손 민감도가 높은 2위권사 중 주주환원 측면에서 추가적인 이벤트(포르테그라 이익을 반영한 주주환원 정책, 자체적인 배당가능이익 확보를 통한 배당 재개 등)를 기대할 수 있다는 점을 긍정적으로 평가한다. 한화생명의 경우 조건부 Upside는 업종 내 가장 높을 것으로 예상하나 제도 불확실성 감안 시 다소 긴 호흡의 접근이 필요할 전망이다. 증권업종의 경우 NH투자증권과 삼성증권을 제시한다. 상대적으로 베타가 낮고 배당수익률이 높아 거래대금 축소가 지속되더라도 주주환원 측면의 매력을 바탕으로 높은 방어력을 기대할 수 있다고 판단한다.

그림71. 커버리지 금융업종 - PBR-ROE Matrix



자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

표8. 증권업종 Valuation Table

기업명		미래에셋증권	한국금융지주	NH투자증권	삼성증권	키움증권
Code		A006800	A071050	A005940	A013630	A039490
현재주가(26.08.24)		34,750	183,300	25,950	86,600	267,500
목표주가		42,000	284,000	35,000	130,000	380,000
상승여력		21%	55%	35%	50%	42%
전체 자산(십억원)	2025	150,284	136,162	83,385	79,683	81,174
	2026E	194,670	169,666	113,736	102,895	104,155
	2027F	199,574	174,923	116,363	105,126	107,086
	2028F	204,438	180,432	119,005	107,198	110,000
전체 자본(십억원)	2025	13,478	12,099	9,438	8,068	6,722
	2026E	16,474	14,971	11,472	9,412	8,270
	2027F	17,632	16,498	11,816	10,173	9,053
	2028F	18,606	18,128	12,084	10,718	9,736
순영업수익(십억원)	2025	3,909	4,009	2,676	2,522	2,396
	2026E	7,252	6,484	4,278	3,818	3,607
	2027F	4,703	5,403	3,901	3,452	2,925
	2028F	4,417	5,285	3,716	3,198	2,739
판매관리비(십억원)	2025	1,994	1,663	1,256	1,145	908
	2026E	2,677	2,413	1,941	1,477	1,296
	2027F	2,521	2,405	2,018	1,496	1,160
	2028F	2,526	2,412	2,059	1,536	1,160
지배순이익(십억원)	2025	1,570	2,020	1,032	1,008	1,114
	2026E	3,417	3,069	1,723	1,695	1,845
	2027F	1,601	2,298	1,400	1,422	1,347
	2028F	1,389	2,215	1,232	1,206	1,208
PER(배)	2025	8.68	4.56	7.47	6.68	6.96
	2026E	5.83	3.40	5.69	4.56	3.80
	2027F	12.75	4.55	7.03	5.44	5.21
	2028F	14.73	4.72	7.98	6.41	5.81
PBR(배)	2025	1.02	0.82	0.84	0.83	1.14
	2026E	1.22	0.76	0.92	0.82	0.85
	2027F	1.14	0.68	0.89	0.76	0.78
	2028F	1.08	0.62	0.87	0.72	0.72
ROE (%)	2025	12.5	19.1	11.8	13.1	18.1
	2026E	23.3	24.0	16.9	19.4	24.7
	2027F	9.6	15.4	12.6	14.5	15.6
	2028F	7.8	13.4	10.8	11.5	12.9
배당성향(%)	2025	11.1	25.1	47.3	35.4	27.0
	2026E	10.0	25.1	45.0	39.0	30.6
	2027F	19.7	25.4	51.3	46.5	38.9
	2028F	20.6	26.4	52.0	51.8	39.1
DPS(원)	2025	300	8,690	1,300	4,000	11,500
	2026E	600	13,200	2,000	7,400	21,500
	2027F	550	10,000	1,850	7,400	20,000
	2028F	500	10,000	1,650	7,000	18,000
배당수익률(%)	2025	1.3	5.4	6.2	5.3	4.0
	2026E	1.7	7.2	7.7	8.5	8.0
	2027F	1.6	5.5	7.1	8.5	7.5
	2028F	1.4	5.5	6.4	8.1	6.7

자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

표9. 보험업종 Valuation Table

기업명		삼성화재	DB손해보험	현대해상	한화손해보험	삼성생명	한화생명
Code		A000810	A005830	A001450	A000370	A032830	A088350
현재주가(26.08.24)		636,000	180,500	50,600	7,120	285,500	5,240
목표주가		740,000	220,000	58,000	8,000	380,000	5,900
상승여력		16%	22%	15%	12%	33%	13%
CSM 잔액(십억원)	2025	14,168	12,205	8,978	4,069	13,218	8,714
	2026E	14,524	12,402	9,870	4,387	13,747	8,912
	2027F	14,652	12,434	9,862	4,688	14,325	9,388
	2028F	14,787	12,485	9,890	4,976	14,955	9,870
전체 자본(십억원)	2025	20,628	9,855	4,883	2,720	65,706	12,461
	2026E	31,177	12,922	6,744	3,289	122,860	14,497
	2027F	32,570	13,932	7,797	3,634	127,467	14,754
	2028F	33,790	14,942	8,689	4,001	130,097	15,186
보험손익(십억원)	2025	1,520	1,036	396	308	975	345
	2026E	1,621	1,149	1,290	332	838	492
	2027F	1,679	1,190	1,167	382	898	491
	2028F	1,727	1,234	1,212	412	943	530
투자손익(십억원)	2025	802	1,078	330	184	692	87
	2026E	1,236	1,109	253	119	3,088	446
	2027F	1,553	967	323	88	5,105	240
	2028F	1,540	997	327	86	3,047	235
당기순이익(십억원)	2025	2,018	1,535	561	361	2,303	314
	2026E	2,265	1,599	1,154	355	4,197	733
	2027F	2,584	1,607	1,098	355	5,960	545
	2028F	2,611	1,661	1,135	376	4,468	570
ROE (%)	2025	11.0	17.6	11.4	13.5	4.7	3.4
	2026E	8.5	15.9	19.8	12.8	4.5	7.0
	2027F	7.9	13.8	15.1	11.0	4.8	4.7
	2028F	7.7	13.1	13.8	10.5	3.5	4.8
PER(배)	2025	10.0	5.2	4.3	1.8	13.7	7.8
	2026E	11.5	6.8	3.5	2.3	13.6	6.2
	2027F	10.1	6.8	3.7	2.3	9.6	8.3
	2028F	10.0	6.6	3.5	2.2	12.8	8.0
PBR(배)	2025	0.98	0.88	0.49	0.34	0.50	0.26
	2026E	0.84	0.98	0.60	0.36	0.49	0.34
	2027F	0.81	0.90	0.51	0.32	0.47	0.34
	2028F	0.78	0.83	0.46	0.29	0.46	0.32
배당성향(%)	2025	40.7	30.0	0.0	0.0	41.3	0.0
	2026E	43.6	31.8	0.0	0.0	29.5	0.0
	2027F	45.9	35.1	0.0	0.0	26.2	0.0
	2028F	50.1	37.6	17.5	0.0	43.8	0.0
보통주 DPS(원)	2025	19,500	7,600	0	0	5,300	0
	2026E	23,400	8,400	0	0	6,900	0
	2027F	28,100	9,300	0	0	8,700	0
	2028F	31,000	10,300	2,500	0	10,900	0
배당수익률(%)	2025	3.9	5.8	0.0	0.0	3.4	0.0
	2026E	3.7	4.7	0.0	0.0	2.4	0.0
	2027F	4.4	5.2	0.0	0.0	3.0	0.0
	2028F	4.9	5.7	4.9	0.0	3.8	0.0

자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정; 주: 삼성화재, 삼성생명은 연결 기준 지배지분순이익



기업분석

<보험>

DB손해보험 (005830)

현재 주어진 조건으로는 가장 높은 매력

현대해상 (001450)

잠재적인 가능성으로는 가장 높은 매력

<증권>

NH투자증권 (005940)

업종 투심이 부진할 때 최선의 선택지

DB손해보험 (005830)

2026.08.25

현재 주어진 조건으로는 가장 높은 매력

[금융] 설용진
2122-9159 s.dragon@imfnsec.com

CSM, 운용수익률, 배당 모두 가장 양호한 흐름

DB손해보험은 1) 신계약 및 잔액 모두 양호한 CSM 관리가 이어지고 있으며, 2) 업종 내 상위 수준에 달하는 운용수익률을 기록하고 있어 경상 이익체력 측면에서 가장 안정적인 흐름을 기록하고 있다. 과거 보험금 예실차 손익이 상대적으로 양호했던 만큼 최근 상대적으로 예실차 손익이 부진한 모습이 나타나고 있는 점은 다소 아쉽지만 이를 감안해도 안정적인 이익을 바탕으로 꾸준히 해약환급금준비금 순증 규모를 상회하는 이익을 실현하고 있는 점이 긍정적이라고 판단한다. 제도 개선 없이도 배당가능이익을 확보할 수 있는 보험사 중 가장 밸류에이션과 배당수익률 측면의 매력이 높다고 판단한다.

포르테그라 인수 이후 주주환원 확대 여지 상존

최근 인수한 포르테그라 관련 긍정적 영향도 기대할 수 있을 것으로 전망한다. 국내 보험시장의 성장세가 둔화된 상황에서 해외 추가적인 성장 동력 확보라는 점에서 지속가능한 성장 관점에서 긍정적이라고 판단한다. 해당 회사가 미국 Specialty 기반 보험사로 과거 90% 내외 수준의 합산비율을 안정적으로 기록하는 등 견조한 이익체력을 보여왔던 만큼 영업권 상각 등을 감안하더라도 연결 기준으로 동사 이익체력에 있어 한 단계 레벨 업이 나타날 것으로 예상한다. 동사는 향후 포르테그라를 포함한 연결 기준 이익을 바탕으로 새로운 자본정책을 발표할 계획이며 포르테그라 연간 이익 수준을 감안할 때 기존 중장기 주주환원을 목표 35% 대비 추가적인 Upside를 기대할 수 있다고 판단한다.

2026E 별도 순이익 1조5,995억원(+4.2% YoY) 전망

DB손해보험의 26E 별도 순이익은 1조5,995억원(+4.2% YoY)로 컨센서스 수준의 실적을 전망한다. 보험손익은 1조1,490억원(+10.9% YoY)으로 실손 관리급여 영향을 바탕으로 보험금 예실차 부담이 축소되며 장기보험손익이 1조2,448억원(+15.7% YoY)로 개선될 것으로 예상되는 가운데 전년도 대규모 손실이 발생한 LA 화재, 영남 화재 등 관련 부담이 축소되며 일반보험 손익 부담이 완화된 것으로 예상되는데 기인한다. 자동차보험도 8주를 도입 등에 따라 4Q26부터는 개선 추세가 나타날 것으로 전망한다. 투자손익은 1조1,088억원(+2.9% YoY)으로 상반기 평가처분손익 호조를 바탕으로 견조한 이익을 실현할 것으로 예상한다. 26E 주주환원은 별도 기준 배당성향 약 32%를 기준으로 DPS 8,400원, 배당수익률 4.7%를 예상하며 현재 제도 개선 없이도 배당가능이익 확보 가능한 원수보험사 중 가장 높은 수준을 예상한다. 주요 투자 리스크로는 1) 일반보험 부문에서 지속적으로 발생하고 있는 상대적으로 큰 대형 사고 영향으로 인한 실적의 변동성과 2) 상대적으로 둔화된 보험금 예실차 손익과 이로 인한 계리적 가정 조정 시 추가적인 CSM 감소 발생 가능성 등을 제시한다.

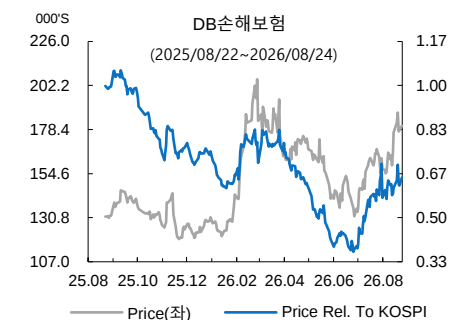
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	220,000원(유지)
증가(2026.08.24)	180,500원
상승여력	21.9%

Stock Indicator	
자본금	3551억원
발행주식수	6,550만주
시가총액	11,8231억원
외국인지분율	44.6%
52주 주가	119,300~205,500원
60일평균거래량	242,579주
60일평균거래대금	37.711억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.5	16.8	-7.9	37.5
상대수익률	7.4	31.5	-20.1	-73.9

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(십억원)	1,036	1,149	1,190	1,234
투자손익(십억원)	1,078	1,109	967	997
영업이익(십억원)	2,114	2,258	2,157	2,231
순이익(십억원)	1,535	1,599	1,607	1,661
EPS(원)	25,436	26,375	26,495	27,390
BPS(원)	148,242	184,298	200,954	217,606
PER(배)	5.2	6.8	6.8	6.6
PBR(배)	0.9	1.0	0.9	0.8
ROE(%)	17.6	15.9	13.8	13.1
배당수익률(%)	5.8	4.7	5.2	5.7

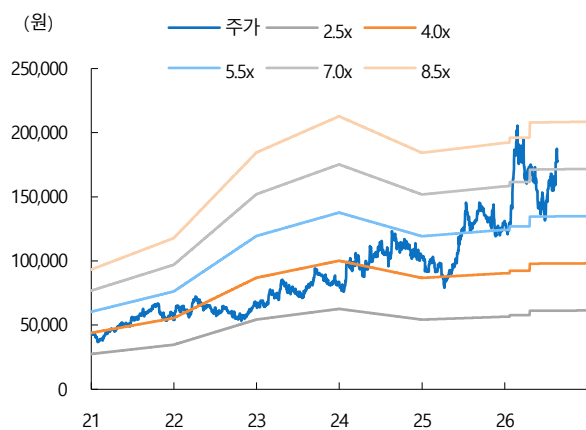
주:K-IFRS 별도 요약 재무제표

표1. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	% QoQ	% YoY
보험손익	403	268	102	263	227	562	216	145	-61.6	111.4
장기보험	394	257	149	275	265	510	273	196	-46.5	82.6
CSM 상각	323	327	330	306	322	313	318	321	1.4	-3.9
RA 해제	37	37	40	41	43	47	33	33	-28.3	-16.4
예실차	5	-51	-162	-40	-88	-72	-46	-91	적지	적지
손실계약비용	46	-35	-48	16	-1	237	-15	-50	적전	적지
기타사업비/재보험 손익	-18	-21	-10	-48	-11	-14	-17	-18	적지	적지
일반손해보험	-37	-21	9	65	-47	45	-1	22	적전	적전
자동차보험	46	32	-56	-77	9	6	-57	-74	적전	적지
투자손익	244	345	301	188	236	402	241	229	-40.0	-19.9
자산운용손익	438	436	487	372	439	606	454	457	-25.1	-6.8
평가처분손익	12	61	73	-11	-16	134	0	0	-100.0	-100.0
보험금융손익	-194	-92	-186	-184	-203	-204	-213	-227	적지	적지
영업이익	647	612	403	451	463	964	457	374	-52.6	13.4
영업외손익	-3	5	-6	-1	-3	4	0	2	-91.2	흑전
세전이익	643	617	397	450	460	968	457	376	-52.7	15.1
순이익	447	460	293	335	269	711	340	280	-52.2	16.0
월납보험료(보장성 인보험)	15.1	14.2	13.5	14.2	12.0	11.6	10.2	10.3	-12.0	-24.0
신계약 CSM	707.0	792.8	723.8	709.1	624.6	586.1	511.2	516.2	-12.8	-29.4
자산총계	55,478	55,940	57,424	59,409	59,271	60,104	60,920	60,786	1.4	6.1
운용자산	52,113	52,130	53,978	56,076	55,887	56,216	57,259	56,902	1.9	6.1
비운용자산	3,351	3,794	3,428	3,315	3,364	3,863	3,637	3,859	-5.9	6.1
부채총계	47,985	47,759	48,184	49,554	48,883	47,758	48,257	47,865	1.0	0.2
책임준비금	43,623	44,209	44,281	44,530	42,183	40,908	41,472	41,041	1.4	-6.3
장기보험 CSM 잔액	12,869	13,231	13,464	12,205	12,822	12,794	12,947	12,402	1.2	-3.8
자본총계	7,493	8,181	9,239	9,855	10,388	12,345	12,664	12,922	2.6	37.1
해약환급금준비금	3,524	3,842	4,105	4,541	4,805	5,275	5,521	5,770	4.7	34.5
ROE (%)	22.5	23.5	14.2	15.4	11.9	28.9	12.6	10.1	-16.3%p	-1.5%p
K-ICS 비율(%)	204.7	213.3	226.4	218.2	232.1	204.3	204.0	204.3	-0.3%p	-22.4%p

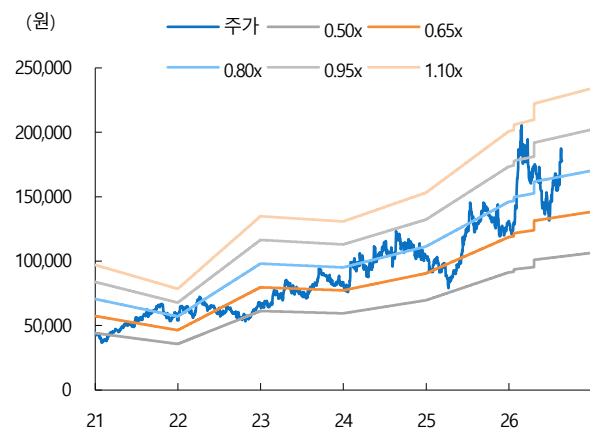
자료: DB손해보험, iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



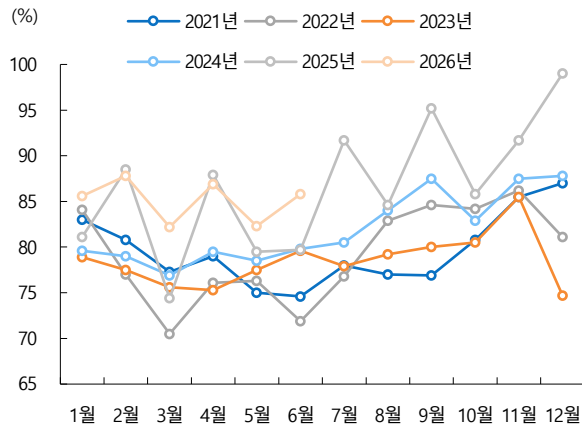
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. PBR 밴드 추이



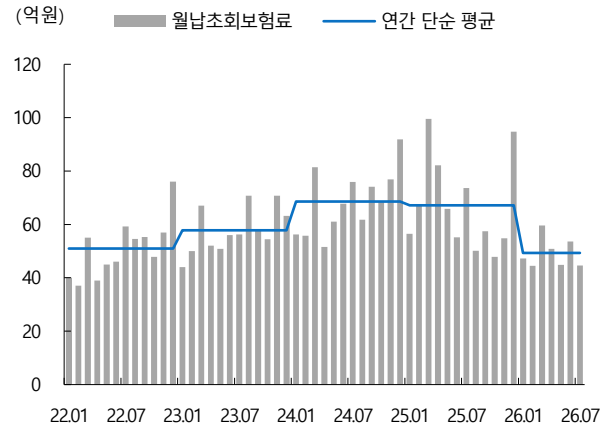
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림3. DB손해보험 - 자동차 손해율 추이



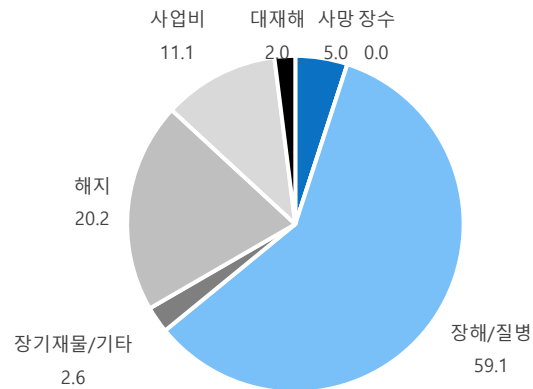
자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림4. DB손해보험 - GA 신계약 추이



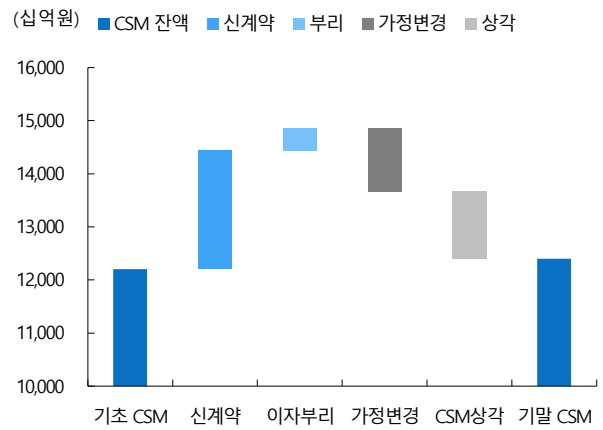
자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림5. DB손해보험 - 생명/장기손해보험 위험액 요구자본(4Q25)



자료: DB손해보험, iM증권 리서치본부

그림6. DB손해보험 - 연간 CSM Movement 추정



자료: DB손해보험, iM증권 리서치본부 추정

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	56,076	56,902	58,510	59,098
현금 및 예치금	1,112	646	671	802
유가증권	38,915	39,834	41,121	41,591
대출금	14,807	15,107	15,397	15,379
부동산	1,242	1,315	1,320	1,326
비운용자산	3,315	3,859	3,861	4,320
특별계정자산	17	25	25	25
자산총계	59,409	60,786	62,396	63,442
책임준비금	44,530	41,041	41,633	41,652
CSM잔액(원수)	12,205	12,402	12,434	12,485
기타부채	5,006	6,799	6,806	6,823
특별계정부채	18	25	25	25
부채총계	49,554	47,865	48,464	48,501
자본금	35	35	35	35
신종자본증권	865	1,745	1,745	1,745
자본잉여금	107	88	88	88
이익잉여금	11,201	12,216	13,226	14,236
해약환급금준비금	4,541	5,770	6,809	7,858
자본조정	-124	-69	-69	-69
기타포괄손익누계액	-2,229	-1,094	-1,094	-1,094
자본총계	9,855	12,922	13,932	14,942

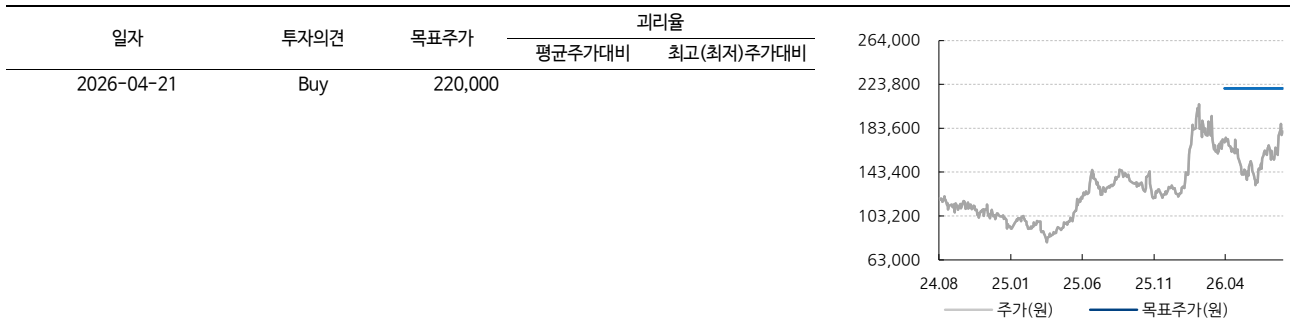
주요투자지표(1)				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
신계약 수익성				
월납보험료	179	141	139	140
신계약 CSM	2,933	2,238	2,161	2,182
신계약 CSM 배수	16.4	15.9	15.6	15.6
CSM 관련 지표				
기초CSM	12,232	12,205	12,402	12,434
CSM 조정 가정 변경	-2,117	-1,191	-1,300	-1,300
신계약 CSM(원수)	2,933	2,238	2,161	2,182
CSM 이자부리	443	416	415	416
상각 전 CSM	13,490	13,668	13,678	13,732
CSM상각액	1,285	1,266	1,244	1,248
CSM상각률(%)	9.5	9.3	9.1	9.1
CSM 순증액	-26	197	32	50
투자이익 관련 지표				
총 운용수익률	3.3	3.5	3.3	3.3
평가처분손익 제외 수익률	3.0	3.3	3.3	3.3
손익구성				
보험손익	49.0	50.9	55.2	55.3
CSM상각	60.9	56.5	58.6	56.8
투자손익	51.0	49.1	44.8	44.7
자본적정성				
지급여력비율(K-ICS)	218.2	204.3	202.9	207.3

자료: DB손해보험, IM증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(별도)	1,036	1,149	1,190	1,234
장기보험	1,076	1,245	1,157	1,153
CSM 상각	1,287	1,275	1,264	1,268
RA해제	155	157	134	134
예실차	-247	-298	-88	-92
손실계약비용	-21	171	-85	-85
기타사업비/재보험손익	-98	-60	-67	-71
일반손해보험	15	19	110	115
합산비용(IFRS17)	99	99	94	94
자동차보험	-55	-115	-77	-34
합산비용(IFRS17)	101	103	102	101
투자손익(별도)	1,078	1,109	967	997
자산운용손익	1,734	1,956	1,883	1,921
평가처분손익	135	118	0	0
보험금융손익	-656	-847	-916	-924
영업이익(별도)	2,114	2,258	2,157	2,231
영업외손익	-6	3	6	6
세전이익(별도)	2,108	2,261	2,163	2,237
법인세비용	573	661	556	576
법인세율(%)	27.2	29.3	25.7	25.7
당기순이익	1,535	1,599	1,607	1,661

주요투자지표(2)				
	2025	2026E	2027E	2028E
성장성지표(%)				
운용자산증가율	13.0	1.5	2.8	1.0
CSM증가율	-0.2	1.6	0.3	0.4
BPS증가율	5.8	24.3	9.0	8.3
보험손익증가율	-36.0	10.9	3.6	3.6
투자손익증가율	44.9	2.9	-12.8	3.1
영업이익증가율	-10.5	6.8	-4.4	3.4
세전이익증가율	-10.9	7.3	-4.3	3.4
당기순이익증가율	-13.4	4.2	0.5	3.4
주당지표(원)				
EPS	25,436	26,375	26,495	27,390
BPS	148,242	184,298	200,954	217,606
EV(BV+CSM)	299,428	359,977	375,890	392,073
보통주 DPS	7,600	8,400	9,300	10,300
보통주 배당수익률(%)	5.8	4.7	5.2	5.7
Valuation 지표				
PER(배)	5.2	6.8	6.8	6.6
PBR(배)	0.88	0.98	0.90	0.83
P/EV(배)	0.44	0.50	0.48	0.46
ROE(%)	17.6	15.9	13.8	13.1
ROA(%)	2.7	2.7	2.6	2.6
배당성향(%)	30.0	31.8	35.1	37.6

DB손해보험 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-

현대해상 (001450)

2026.08.25

잠재적인 가능성으로는 가장 높은 매력

[금융] 설용진

2122-9159 s.dragon@imfnsec.com

실손과 배당 재개 측면의 가장 높은 Upside

현대해상은 업종 내 상대적으로 높은 실손 관련 손익 민감도를 보유하고 있어 최근 도수치료에 대한 관리급여 도입 등 제도 개선에 있어 가장 긍정적 영향을 기대할 수 있을 것으로 예상된다. 특히 지속적으로 보수적인 계리적 가정을 반영함에 따라 실손 보험금 예실차가 2Q26 기준 흑자 전환하는 모습이 나타난 점을 감안했을 때 관리급여 도입에 따른 보험손익 개선 폭은 Peer 대비 더욱 큰 폭으로 나타날 것으로 예상된다. 적극적인 신계약비 통제에 따라 CSM 배수 상승 및 해약환급금준비금 적립 규모 둔화가 나타나고 있는 점도 긍정적이다. 배당이 불가능한 다른 회사들과 달리 1) 이익잉여금 내 해약환급금준비금 적립 한도가 소진되지 않아 제도 개선 없이도 기본자본 관련 부담이 크지 않고 2) 적극적인 신계약비 통제에 따라 배당가능이익이 -6,600억원 수준까지 개선되며 1~2년 내로 제도 개선 없이 자력으로 배당가능이익이 확보될 수 있는 여지가 생긴 점을 감안했을 때 제도 개선 없이도 멀티플 개선 여지가 충분하다고 판단한다. 다만 금리 환경 변화 등에 따른 OCI 측면의 불확실성이 상존하고 있으며 자력으로 배당가능이익을 확보하더라도 상위사 대비 전반적인 배당 규모가 제한적일 것으로 예상되는 만큼 잠재적인 가능성과 현황 간 괴리에 대한 고민은 필요할 전망이다. 여전히 상위사 대비 일정 수준의 할인은 불가피할 전망이다.

2026E 순이익 1조1,537억원(+105.6% YoY) 전망

현대해상의 26E 별도 순이익은 1조1,537억원(+105.6% YoY)로 컨센서스를 상회하는 실적을 전망한다. 보험손익은 1조2,899억원(+225.6% YoY)을 예상하는데 보수적인 가정 조정으로 예상보험금이 늘어나며 실손 등 중심으로 보험금 예실차 부담이 축소된 가운데 관리급여 영향을 바탕으로 하반기 추가적인 보험금 예실차 개선 추세가 나타나며 장기보험손익이 1조2,361억원(+265.6% YoY)로 개선될 것으로 예상되는데 기인한다. 기존 부진했던 자동차보험의 경우에도 8주를 도입 등 영향으로 4Q26부터 전반적인 부담이 축소될 것으로 예상된다. 상반기 중 나타난 양호한 예실차 추세 및 하반기 중 관리급여 도입 영향 등을 종합적으로 감안했을 때 연말 계리적 가정 조정 시 간편보험 영향을 제외하면 손실계약비용 환입 등이 나타날 수 있을 것으로 예상되는 만큼 과거 대비 실적 측면의 부담은 크게 완화될 전망이다. 투자손익은 2,525억원(-23.5% YoY)을 예상한다. 상대적으로 1Q26 구조화채권, 채권형 펀드 관련 평가처분손익 부진 영향이 크게 나타났던 만큼 다소 부진한 모습이 나타날 것으로 전망한다. 26E 주주환원은 여전히 불확실성이 높다고 판단한다. 현실적으로 2027년~2028년 중 배당 재개를 전망하며 제도 개선 시 보다 속도가 빨라질 수 있을 것으로 전망한다. 투자 리스크로는 1) 다른 상위사 대비 높은 금리 민감도로 매크로 환경에 따른 영향이 크다는 점과 2) 실손, 배당 재개 등 제도 관련 기대감이 선제적으로 반영되어 추가적인 Upside를 위해서는 기대치를 상회하는 모습이 지속적으로 요구될 것으로 예상되는 점을 제시한다.

Buy (Maintain)

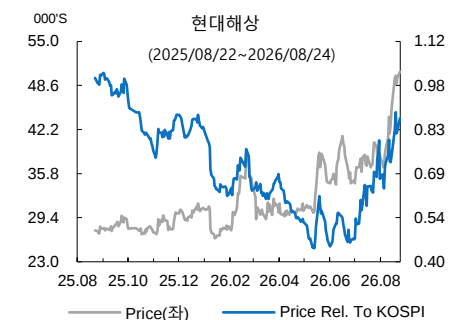
목표주가(12M)	58,000원(유지)
종가(2026.08.24)	50,600원
상승여력	14.6 %

Stock Indicator

자본금	45십억원
발행주식수	8,525만주
시가총액	4,314십억원
외국인지분율	38.8%
52주 주가	26,450~50,600원
60일평균거래량	575,567주
60일평균거래대금	23.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	25.4	30.9	43.3	83.7
상대수익률	25.3	45.6	31.2	-27.7

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(십억원)	396	1,290	1,167	1,212
투자손익(십억원)	330	253	323	327
영업이익(십억원)	726	1,542	1,490	1,540
순이익(십억원)	561	1,154	1,098	1,135
EPS(원)	7,156	14,629	13,848	14,314
BPS(원)	62,278	85,030	98,311	109,558
PER(배)	4.3	3.5	3.7	3.5
PBR(배)	0.5	0.6	0.5	0.5
ROE(%)	11.4	19.8	15.1	13.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	4.9

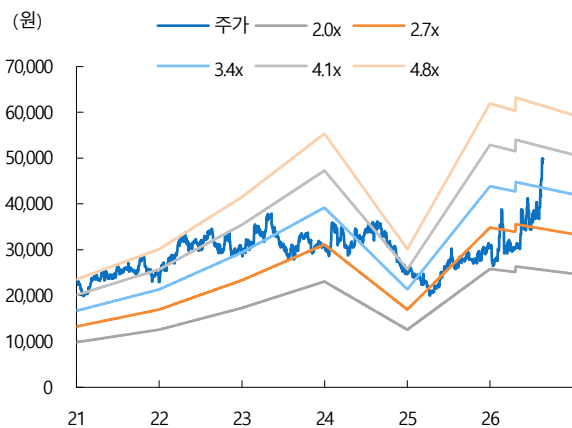
주:K-IFRS 별도 요약 재무제표

표1. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	% QoQ	% YoY
보험손익	176	213	161	-154	302	404	266	318	-34.1	64.7
장기보험	114	184	182	-142	266	348	284	338	-18.4	56.5
CSM 상각	234	240	246	231	238	257	275	279	6.8	11.8
RA 해제	31	33	37	36	38	42	43	44	2.6	18.9
예실차	-103	-41	-68	-94	-75	-19	1	-44	흑전	흑전
손실계약비용	-33	-33	-19	-296	81	78	-20	75	적전	적지
기타사업비/재보험 손익	-14	-14	-15	-19	-16	-11	-15	-16	적지	적지
일반손해보험	46	28	35	40	50	52	37	33	-29.3	4.3
자동차보험	16	1	-55	-52	-14	4	-55	-53	적전	적지
투자손익	107	129	89	4	6	100	84	63	-16.2	-6.6
자산운용손익	317	316	292	293	233	335	309	288	-7.7	6.1
평가차분손익	5	16	-264	-30	-86	29	0	-20	-100.0	-100.0
보험금융손익	-210	-187	-202	-289	-227	-236	-226	-225	적지	적지
영업이익	283	342	251	-149	308	503	349	381	-30.6	39.3
영업외손익	-11	-10	-6	-6	-9	-10	-10	-10	적지	적지
세전이익	272	333	245	-155	299	493	340	371	-31.1	38.8
순이익	203	248	183	-73	223	392	258	281	-34.3	40.6
월납보험료(보장성 인보험)	10.3	9.1	9.6	10.2	8.5	8.5	8.6	8.3	1.0	-10.0
신계약 CSM	479.2	525.7	511.6	521.0	470.8	480.0	484.8	465.8	1.0	-5.2
자산총계	49,568	49,625	49,960	49,646	48,660	48,313	48,732	48,599	0.9	-2.5
운용자산	47,353	47,164	47,382	47,016	46,107	45,594	46,065	45,286	1.0	-2.8
비운용자산	2,192	2,436	2,550	2,596	2,513	2,659	2,612	2,662	-1.8	2.4
부채총계	45,355	44,888	45,155	44,762	43,375	42,107	42,270	41,856	0.4	-6.4
책임준비금	40,162	40,021	40,142	39,452	37,350	35,702	36,045	35,540	1.0	-10.2
장기보험 CSM 잔액	9,165	9,423	9,670	8,978	9,248	9,905	10,099	9,870	2.0	4.4
자본총계	4,213	4,737	4,805	4,883	5,285	6,205	6,463	6,744	4.2	34.5
해약환급금준비금	4,161	4,326	4,049	3,917	4,115	4,360	4,501	4,637	3.2	11.2
ROE (%)	17.8	22.1	15.4	-6.0	17.6	27.3	16.3	17.0	-11%p	0.9%p
K-ICS 비율(%)	159.4	170.0	179.8	190.2	207.2	209.0	206.2	210.3	-2.9%p	26.3%p

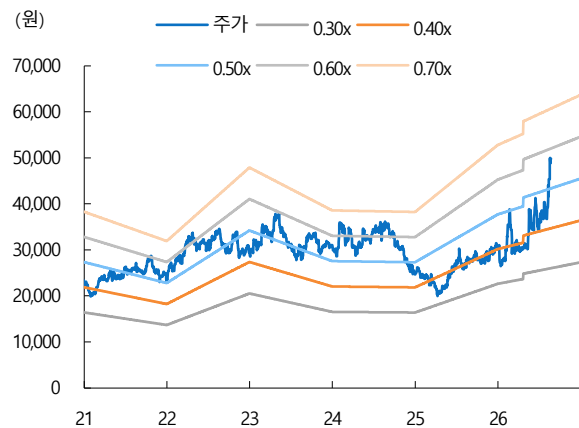
자료: 현대해상, iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



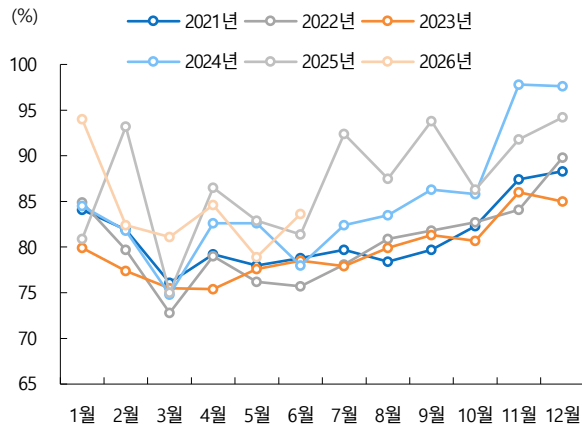
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. PBR 밴드 추이



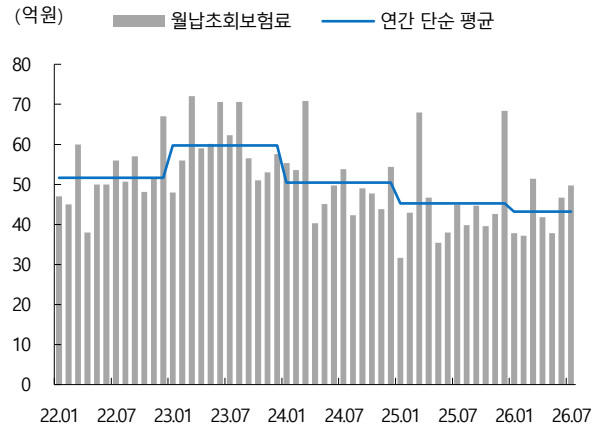
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림3. 현대해상 - 자동차 손해율 추이



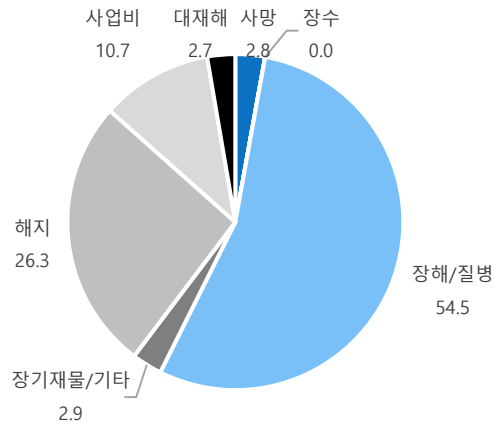
자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림4. 현대해상 - GA 신계약 추이



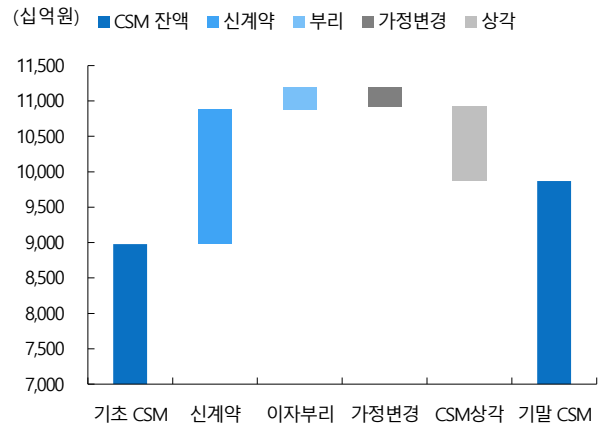
자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림5. 현대해상 - 생명/장기손해보험 위험액 요구자본(4Q25)



자료: 현대해상, iM증권 리서치본부

그림6. 현대해상 - 연간 CSM Movement 추정



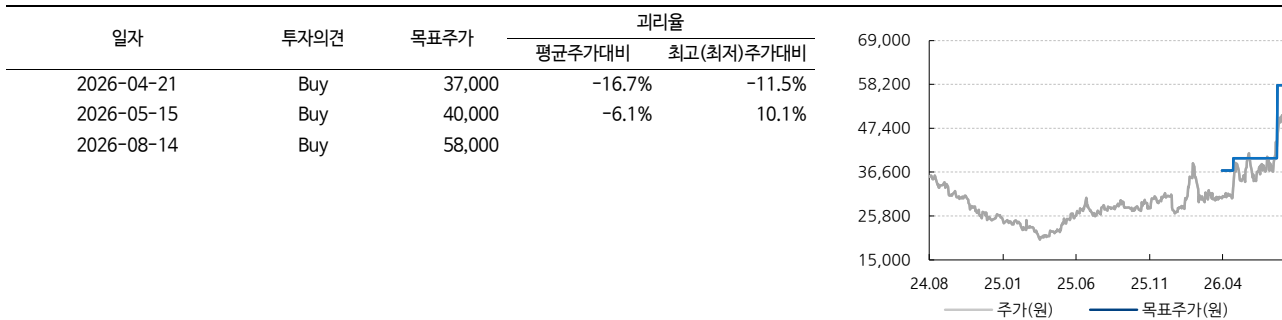
자료: 현대해상, iM증권 리서치본부 추정

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	47,016	45,286	45,982	46,399	보험손익(별도)	396	1,290	1,167	1,212
현금 및 예치금	1,647	1,779	1,830	1,862	장기보험	338	1,236	1,066	1,065
유가증권	34,596	32,738	33,241	33,543	CSM 상각	951	1,049	1,125	1,127
대출금	9,568	9,554	9,701	9,789	RA해제	136	167	176	178
부동산	1,205	1,215	1,210	1,205	예실차	-306	-137	-76	-79
비운용자산	2,596	2,662	2,723	2,796	손실계약비용	-381	214	-95	-95
특별계정자산	34	59	59	59	기타사업비/재보험손익	-62	-58	-64	-65
자산총계	49,646	48,599	50,194	51,466	일반손해보험	149	172	184	192
책임준비금	39,452	35,540	36,110	36,492	합산비용(IFRS17)	87	86	86	86
CSM잔액(원수)	8,978	9,870	9,862	9,890	자동차보험	-91	-118	-84	-45
기타부채	5,276	6,256	6,227	6,226	합산비용(IFRS17)	102	103	102	101
특별계정부채	35	60	60	60	투자손익(별도)	330	253	323	327
부채총계	44,762	41,856	42,397	42,777	자산운용손익	1,218	1,166	1,236	1,251
자본금	45	45	45	45	평가처분손익	-273	-78	-20	-20
신종자본증권	0	0	0	0	보험금융손익	-888	-914	-913	-924
자본잉여금	113	60	60	60	영업이익(별도)	726	1,542	1,490	1,540
이익잉여금	7,953	9,150	10,248	11,185	영업외손익	-32	-39	-40	-40
해약환급금준비금	3,917	4,637	5,198	5,770	세전이익(별도)	694	1,503	1,451	1,500
자본조정	-68	-37	-37	-37	법인세비용	133	350	352	365
기타포괄손익누계액	-3,159	-2,475	-2,520	-2,565	법인세율(%)	19.2	23.3	24.3	24.3
자본총계	4,883	6,744	7,797	8,689	당기순이익	561	1,154	1,098	1,135

주요투자지표(1)					주요투자지표(2)				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
신계약 수익성					성장성지표(%)				
월납보험료	128	112	112	114	운용자산증가율	2.7	-3.7	1.5	0.9
신계약 CSM	2,038	1,901	1,927	1,964	CSM증가율	8.1	9.9	-0.1	0.3
신계약 CSM 배수	15.9	17.0	17.2	17.2	BPS증가율	-0.9	36.5	15.6	11.4
CSM 관련 지표					보험손익증가율	-62.0	225.6	-9.5	3.9
기초CSM	8,305	8,978	9,870	9,862	투자손익증가율	-6.2	-23.5	28.0	1.3
CSM 조정 가정 변경	-731	-282	-1,150	-1,150	영업이익증가율	-47.9	112.3	-3.4	3.3
신계약 CSM(원수)	2,038	1,901	1,927	1,964	세전이익증가율	-49.2	116.5	-3.5	3.4
CSM 이자부리	316	322	340	341	당기순이익증가율	-45.6	105.6	-4.8	3.4
상각 전 CSM	9,929	10,919	10,987	11,017	주당지표(원)				
CSM상각액	951	1,049	1,125	1,127	EPS	7,156	14,629	13,848	14,314
CSM상각률(%)	9.6	9.6	10.2	10.2	BPS	62,278	85,030	98,311	109,558
CSM 순증액	672	892	-8	28	EV(BV+CSM)	155,900	194,884	207,150	217,943
투자이익 관련 지표					보통주 DPS	0	0	0	2,500
총 운용수익률	2.6	2.5	2.7	2.7	보통주 배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	4.9
평가처분손익 제외 수익률	3.2	2.7	2.8	2.8	Valuation 지표				
손익구성					PER(배)	4.3	3.5	3.7	3.5
보험손익	54.5	83.6	78.3	78.7	PBR(배)	0.49	0.60	0.51	0.46
CSM상각	130.9	68.0	75.5	73.2	P/EV(배)	0.20	0.26	0.24	0.23
투자손익	45.5	16.4	21.7	21.3	ROE(%)	11.4	19.8	15.1	13.8
자본적정성					ROA(%)	1.1	2.3	2.2	2.2
지급여력비율(K-ICS)	190.2	210.3	208.7	210.0	배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	17.5

자료: 현대해상, iM증권 리서치본부

현대해상 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-

NH투자증권 (005940)

2026.08.25

업종 투심이 부진할 때 최선의 선택지

[금융] 설용진
2122-9159 s.dragon@imfnsec.com

업종 투심이 부진할 때 최선의 선택지

NH투자증권은 거래대금 증가, 지수 상승 등 요인으로 업종 투심이 개선될 때 상대적으로 Valuation 개선 폭이 제한적인 모습이 나타났다. 이는 1) 농지비 지출로 인해 상대적으로 ROE가 낮게 산출되며 2) 높은 배당성향과 그룹 차원의 RWA 제약으로 인해 성장에 대한 기대 리턴이 높은 상승 구간에서 상대적으로 적극적인 자본 배분이 어렵다는 점이 다른 독립계 증권사 대비 약점으로 작용하는데 기인한다. 반면 거래대금 위축, 지수 둔화 등 요인으로 증권업종 전반적으로 모멘텀이 약해지는 구간에서 상대적으로 Outperform하는 모습이 나타났는데 1) 높은 배당성향으로 인해 이익 위축 구간에서도 주주환원 측면의 매력이크고 2) 상대적으로 낮은 베타로 다른 증권업종 대비 방어주적인 성격이 부각되며 상대적으로 밸류에이션 부담이 완화될 것으로 예상된다. 이러한 요인을 감안했을 때 시장 거래대금이 6월 이후 지속적으로 하향되며 업종 전반적으로 미래 이익 전망치가 위축되는 등 업종 모멘텀이 약해지고 있는 현재 구간에서는 상대적으로 동사의 매력이 부각될 수 있다고 판단한다.

2026E 지배순이익 1조7,228억원(+67% YoY) 전망

NH투자증권의 26E 연결 지배순이익은 1조7,228억원(+67% YoY)으로 컨센서스와 유사한 실적을 전망한다. 증권 별도 기준으로 브로커리지 수수료손익은 1조3,207억원(+134.4% YoY)으로 하반기 중 전반적인 거래대금이 하락한다고 가정했음에도 절대적으로 높은 거래대금 레벨이 지속되며 연중 양호한 실적을 시현할 것으로 전망한다. 평가처분손익/기타 부문의 경우 8,964억원(+104.7% YoY)을 예상하며 채권 관련 손익은 다소 어려운 흐름이 예상되나 ETF LP 등 주식/파생관련 손익이나 IB 관련 비시장성 투자손익 등을 중심으로 견조한 이익을 전망한다. 이자손익은 신용융자, 인수금융 등 리테일/기업금융 모두 성장세를 시현하며 1조228억원(+21.4% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 대체로 IB수수료를 제외하면 견조한 탑라인을 시현할 것으로 전망한다. 한편 판매관리비는 성과보수 재원 확대 및 교육세율 인상 영향이 반영되며 연결 기준 1조9,409억원(+54.6% YoY)으로 높아질 전망이다. 26E 주주환원은 고배당 기업 요건 충족을 위해 40% 이상을 유지할 것으로 전망하며 당사 추정치인 배당성향 45% 기준으로 보통주 DPS 2,000원, 배당수익률 7.7%를 기대할 수 있을 것으로 예상된다. 향후 이익이 위축되더라도 과거 배당성향이 81%까지 상승하며 DPS 하락 폭을 방어했던 점을 감안할 때 추가적인 배당성향 상승 등을 통해 전반적인 주주환원 규모를 방어할 것으로 예상된다. 7월 거래대금이 99.5조원(ETF, NXT 포함), 8월 누계(21일 기준) 거래대금이 70.2조원 수준까지 하향한 점을 감안하여 미래 거래대금 예상치를 4Q25~1Q26 수준으로 하향 조정함에 따라 목표주가를 35,000원으로 변경한다. 투자 리스크로는 1) 거래대금 위축으로 인한 향후 이익 부진, 2) 예상 대비 높은 규모로 제시된 공정위 채권 PD 담합 관련 과징금 이슈(입찰규모 기준으로는 조단위, 영업수익 기준으로는 억단위) 등을 제시한다.

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	35,000원(하향)
증가(2026.08.24)	25,950원
상승여력	34.9%

Stock Indicator

자본금	1,944십억원
발행주식수	36,921만주
시가총액	9,581십억원
외국인지분율	13.4%
52주 주가	19,090~39,200원
60일평균거래량	789,561주
60일평균거래대금	23.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.7	-21.0	-28.7	35.7
상대수익률	-10.8	-6.3	-40.9	-75.6

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
순영업수익(십억원)	2,676	4,278	3,901	3,716
영업이익(십억원)	1,421	2,337	1,883	1,657
지배순이익(십억원)	1,032	1,723	1,400	1,232
EPS(원)	2,823	4,561	3,693	3,250
BPS(원)	25,187	28,311	29,199	29,892
PER(배)	7.5	5.7	7.0	8.0
PBR(배)	0.8	0.9	0.9	0.9
ROE(%)	11.8	16.9	12.6	10.8
배당수익률(%)	6.2	7.7	7.1	6.4
배당성향(%)	47.3	45.0	51.3	52.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2026E ~ 2028F ROE 평균	13.4%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.75%, 리스크 프리미엄 8%, 베타 1 기준	10.8%
Growth (c)	보수적으로 2% 가정	2.0%
Premium (d)	발행어음, IMA 라이선스 보유 여부, 시장 점유율 등 고려하여 디스카운트/프리미엄 반영	5%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.24
목표주가	2026F BPS 28,311원에 Target PBR 적용	35,000
현재가		25,950
Upside / Downside		34.9%
투자의견		Buy

자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		69%
Sustainable ROE	거래대금 확대, 증시 활성화 지속, 투자자산 가치 증가	14.9%
COE	무위험수익률 2.75%, 리스크 프리미엄 8%, 베타 1 기준	10.8%
Growth	보수적으로 2% 가정	2.0%
Premium/Discount	예상 대비 가파른 실적 회복 및 주주환원 확대	5.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.55
목표주가(Bull case)	2026F BPS 28,311원에 Target PBR 적용	43,800
Downside case		-11%
Sustainable ROE	금리 상승, 거래대금 위축, 위험자산 투자 심리 감소	10.4%
COE	무위험수익률 2.75%, 리스크 프리미엄 8%, 베타 1 기준	10.8%
Growth	보수적으로 2% 가정	2.0%
Premium/Discount	부동산 PF/해외 부동산 등 투자자산 관련 손실 악화	-15.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.82
목표주가(Bear case)	2026F BPS 28,311원에 Target PBR 적용	23,100

자료: iM증권 리서치본부 추정

표3. 실적 추정치 변경

항목	분류	2025	2026E	2027E	2028E
순영업수익	수정 후	2,676	4,278	3,901	3,716
	수정 전		4,337	4,191	3,963
	증감률(%)		-1.4	-6.9	-6.2
영업이익	수정 후	1,421	2,337	1,883	1,657
	수정 전		2,392	2,142	1,877
	증감률(%)		-2.3	-12.1	-11.7
세전이익	수정 후	1,348	2,337	1,891	1,665
	수정 전		2,391	2,151	1,885
	증감률(%)		-2.3	-12.1	-11.7
지배자분순이익	수정 후	1,032	1,723	1,400	1,232
	수정 전		1,763	1,592	1,395
	증감률(%)		-2.3	-12.1	-11.7

자료: NH투자증권, iM증권 리서치본부 추정

표4. 분기별 실적 추이 및 전망 - 증권 연결 기준

(십억원,%)	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	% QoQ	% YoY
순영업수익	712.7	767.6	1,051.1	1,209.2	1,053.7	963.9	-12.9	47.9
수수료손익	307.5	347.2	515.0	667.6	511.2	501.1	-23.4	66.3
Brokerage	169.9	222.1	349.5	445.6	326.8	314.2	-26.7	92.3
WM	35.9	26.1	49.1	76.7	57.2	57.8	-25.5	59.4
IB/기타	99.3	99.9	97.2	108.3	102.3	104.2	-5.5	3.0
	2.3	-0.9	19.3	37.0	25.0	25.0	-32.4	968.2
순이자이익	243.3	268.1	265.5	252.4	271.0	266.6	7.3	11.4
트레이딩/기타	161.9	152.2	270.5	289.2	271.5	196.2	-6.1	67.7
판매관리비	321.3	349.3	414.4	527.9	466.5	532.0	-11.6	45.2
영업이익	391.3	418.3	636.7	681.2	587.2	431.8	-13.8	50.0
세전이익	372.0	379.4	650.1	663.0	590.2	433.3	-11.0	58.7
당기순이익	283.1	283.4	475.7	489.4	436.8	320.6	-10.8	54.3
지배지분순이익	283.1	283.5	475.7	489.6	436.9	320.7	-10.8	54.3
자산총계	81,669	83,385	99,075	114,677	112,923	113,736	-1.5	38.3
부채총계	72,543	73,947	89,110	103,811	101,707	102,264	-2.0	40.2
자본총계	9,126	9,438	9,965	10,866	11,216	11,472	3.2	22.9
ROE (%)	13.1	12.2	20.1	19.8	16.6	11.8	-3.2	3.5

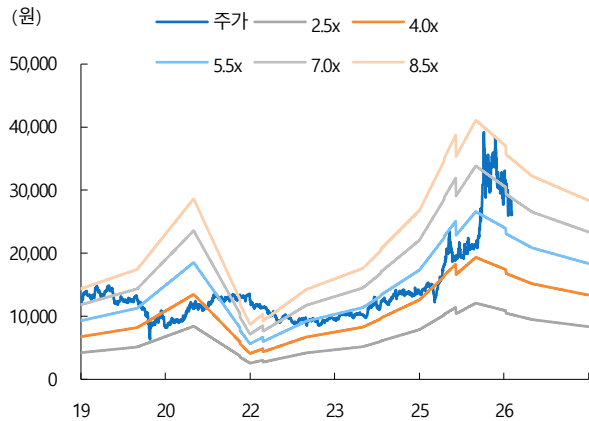
자료: iM증권 리서치본부 추정

표5. 분기별 실적 추이 및 전망 - 증권 별도 기준

(십억원,%)	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	% QoQ	% YoY
순영업수익	628.6	691.4	967.0	1,100.4	997.6	913.1	-9.3	58.7
수수료손익	293.3	330.1	493.5	620.1	477.1	468.1	-23.1	62.7
Brokerage	146.5	193.2	324.1	408.7	299.7	288.2	-26.7	104.6
WM	35.9	26.1	49.1	76.7	57.2	57.7	-25.5	59.4
IB/기타	102.1	104.0	104.3	111.4	105.2	107.1	-5.5	3.0
	8.8	6.8	16.1	23.4	15.0	15.0	-35.8	70.2
순이자이익	218.5	242.5	240.0	220.7	282.5	279.6	28.0	29.3
트레이딩/기타	116.9	118.8	233.5	259.6	238.0	165.4	-8.3	103.6
판매관리비	299.8	324.6	387.7	498.9	441.8	453.5	-11.4	47.4
영업이익	328.8	366.8	579.3	601.5	555.8	459.6	-7.6	69.0
세전이익	312.4	330.8	566.7	584.0	540.7	443.3	-7.4	73.1
당기순이익	229.4	249.7	413.6	430.8	400.1	328.1	-7.1	74.4
자산총계	78,360	79,820	94,925	110,552	108,879	109,704	-1.5	38.9
부채총계	69,993	71,207	85,921	100,734	98,741	99,303	-2.0	41.1
자본총계	8,367	8,613	9,004	9,818	10,138	10,401	3.3	21.2
ROE (%)	11.6	11.8	19.3	19.3	16.9	13.4	-2.5	5.3

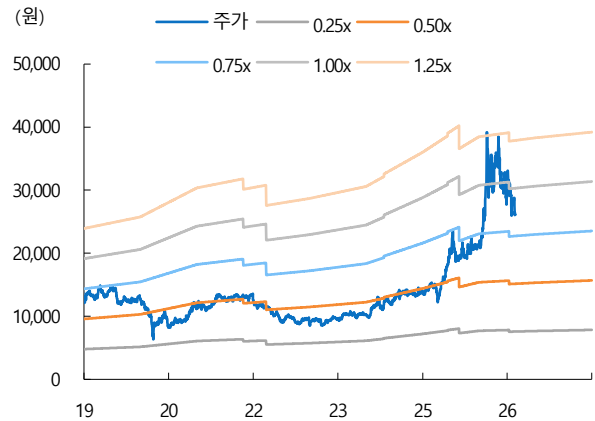
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



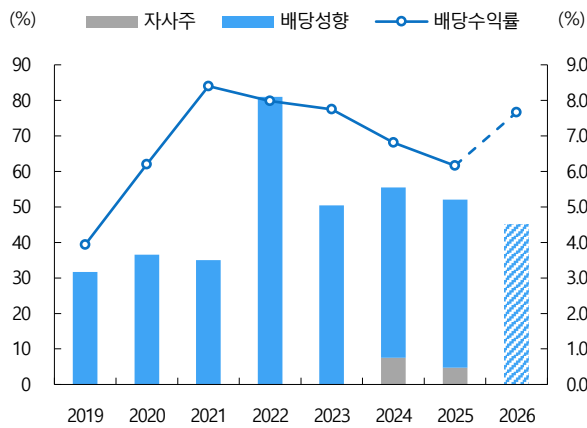
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. PBR 밴드 추이



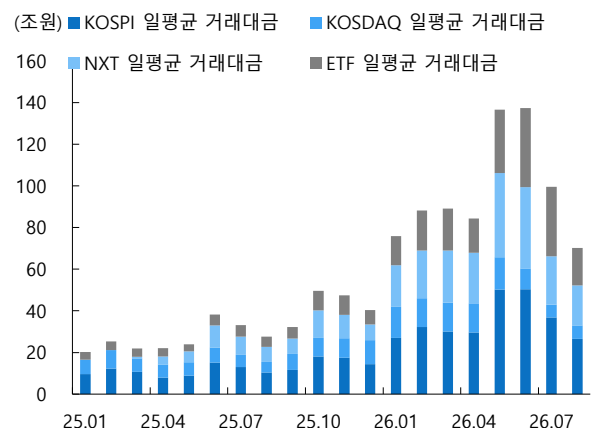
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림3. 배당 성향/배당수익률 추이 및 전망



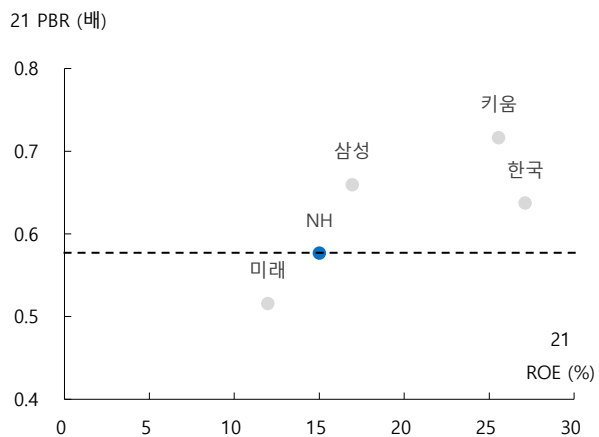
자료: NH투자증권, iM증권 리서치본부 추정

그림4. 월별 거래대금 추이



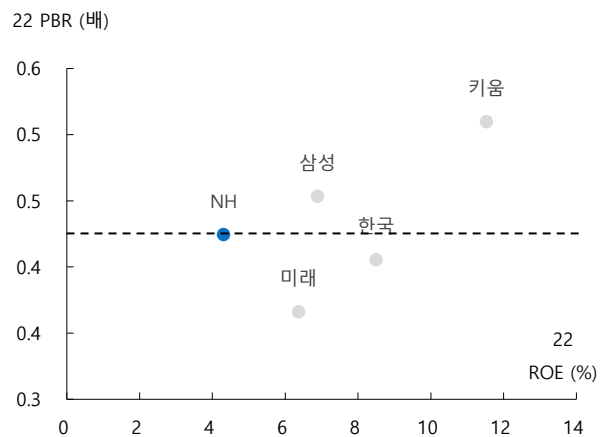
자료: FnGuide, KRX, NXT, iM증권 리서치본부

그림5. PBR-ROE Matrix(2021) - 상승장에서 다소 낮은 밸류



자료: NH투자증권, iM증권 리서치본부 추정

그림6. PBR-ROE Matrix(2022) - 하락장에서 PBR 방어



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
현금 및 현금성자산	2,631	2,190	2,406	2,406
FVPL금융자산	37,616	45,858	46,867	48,013
FVOCI금융자산	11,260	13,996	14,360	14,789
AC금융자산	30,373	50,400	51,437	52,503
종속/관계기업투자지분	534	554	554	554
기타자산	972	739	739	739
자산총계	83,385	113,736	116,363	119,005
투자자에탁금	12,999	15,084	15,696	16,333
발행어음/IMA	9,431	8,863	9,042	9,224
매도파생결합증권	7,725	9,147	9,331	9,519
차입금/사채	27,949	35,510	36,952	38,452
기타부채	15,844	33,661	33,526	33,392
부채총계	73,947	102,264	104,547	106,921
자본금	1,944	2,008	2,008	2,008
자본잉여금	2,370	2,706	2,706	2,706
이익잉여금	4,595	5,673	6,017	6,285
기타자본	524	1,081	1,081	1,081
비지배주주지분	5	5	5	5
자본총계	9,438	11,472	11,816	12,084

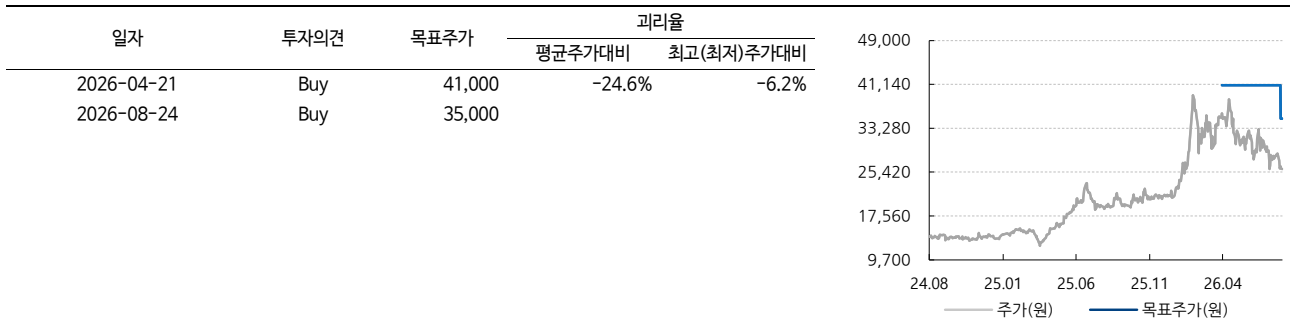
별도 재무제표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
순영업수익	2,441	3,978	3,693	3,536
수수료손익	1,160	2,059	1,679	1,485
Brokerage	563	1,321	932	716
WM	117	241	237	246
IB	464	428	441	454
기타	15	69	69	69
이자손익	843	1,023	1,121	1,153
트레이딩 및 기타	438	896	894	897
판매관리비	1,167	1,782	1,875	1,923
판매비율(%)	47.8	44.8	50.8	54.4
영업이익	1,274	2,196	1,818	1,613
영업외손익	-70	-61	-63	-63
세전이익	1,205	2,135	1,755	1,549
법인세	296	562	456	403
당기순이익	908	1,573	1,299	1,146
연결 대비 비중(%)	88.1	91.3	92.8	93.0
자산총계	79,820	109,704	112,271	114,868
연결 대비 비중(%)	95.7	96.5	96.5	96.5
부채총계	71,207	99,303	101,607	104,004
연결 대비 비중(%)	96.3	97.1	97.2	97.3
자본총계	8,613	10,401	10,664	10,863
연결 대비 비중(%)	91.3	90.7	90.2	89.9
별도 ROE(%)	11.4	17.0	12.9	11.2
별도 ROA(%)	1.3	1.7	1.2	1.0

자료: NH투자증권, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
순영업수익	2,676	4,278	3,901	3,716
수수료손익	1,212	2,195	1,791	1,578
Brokerage	647	1,436	1,016	780
WM	117	241	237	246
IB	437	412	429	441
기타	10	106	109	109
이자손익	954	1,056	1,062	1,088
트레이딩 및 기타	511	1,027	1,048	1,051
판매관리비	1,256	1,941	2,018	2,059
판매비율(%)	46.9	45.4	51.7	55.4
영업이익	1,421	2,337	1,883	1,657
영업외손익	-73	0	8	8
세전이익	1,348	2,337	1,891	1,665
법인세	316	614	492	433
법인세율(%)	23.5	26.3	26.0	26.0
당기순이익	1,032	1,723	1,399	1,232
지배지분순이익	1,032	1,723	1,400	1,232
비지배지분순이익	0	0	0	0

주요투자지표				
	2025	2026E	2027E	2028E
성장성(%)				
자산	33.6	36.4	2.3	2.3
자본(지배주주지분)	16.3	21.6	3.0	2.3
순영업수익	33.0	59.8	-8.8	-4.7
지배순이익	50.2	67.0	-18.8	-11.9
EPS	38.5	61.5	-19.0	-12.0
BPS	7.3	12.4	3.1	2.4
DPS	36.8	53.8	-7.5	-10.8
수익성(%)				
ROE	11.8	16.9	12.6	10.8
ROA	1.4	1.7	1.2	1.0
밸류에이션(배)				
PER	7.5	5.7	7.0	8.0
PBR	0.8	0.9	0.9	0.9
주당지표(원)				
EPS	2,823	4,561	3,693	3,250
BPS	25,187	28,311	29,199	29,892
보통주 DPS	1,300	2,000	1,850	1,650
주주환원(%)				
전체 배당성향	47.3	45.0	51.3	52.0
보통주 배당수익률	6.2	7.7	7.1	6.4
자본적정성(%)				
구 NCR	156.4	163.0	149.2	146.7
신 NCR	2,267.7	2,928.8	2,573.8	2,538.7

NH투자증권 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목추천의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-