

2026. 9. 2 (수)

금융

매크로 변수로 읽는 금융주

금융 업종 선호도: 은행 > 보험 > 증권 제시

당사 매크로 전망 (기준금리 26E 3.25%, 27E 3.5%, 실질 GDP 26E 3.4% YoY, 4Q26E 원/달러 환율 1,360원) 및 주주환원 여력을 종합적으로 고려하여 금융 업종 선호도를 은행 (신한지주, 하나금융) > 보험 (현대해상, DB손해보험) > 증권 (삼성증권)으로 제시

금융

Analyst 조아해
like.cho@meritz.co.kr

RA 공건희
kunhee.kong@meritz.co.kr

은행: 현 매크로 환경의 수혜주

은행 업종에 대해 투자 의견 Overweight 유지. 현 매크로 환경은 은행에게 긍정적. 1) 시장금리 상승은 은행들의 NIM 개선으로, 2) 경기회복 및 회사채 금리 상승에 따른 기업들의 은행 대출 수요 기반 양호한 대출성장률 환경, 3) 경기회복에 따른 대손비용률 안정화 등 양호한 실적 창출력을 기대 가능. 4) 원/달러 환율 하락에 따른 추가적인 주주환원 여력 확대도 기대해 볼 수 있는 국면

보험: 우호적인 금리와 제도

보험 업종에 대해 투자 의견을 Overweight로 상향. 1) 현 금리 환경은 보험에게 있어 자본 확대, 신규 투자 이원 수익률 상승으로 긍정적 (커버리지 보험사 평균 기준 채권 중 FVOCI 비중 93%). 2) 매크로 요인 외에도 제도 개선 (자동차보험 8주를 및 경상환자 치료비 부담 완화, 도수치료 관리급여 효과), 경험통계 관찰기간 변화 (저손해율 구간 소멸 및 고손해율 구간 진입 + 보험사들의 질적 경쟁 기초) 등 보험 업종의 실적 개선 기대감이 부각될 시기에 진입한 것으로 판단. 물론 3) 배당가능이익은 여전히 불확실성이 높으나, 해약환급금준비금 제도 개선 시 배당을 곧바로 재개할 수 있을 정도로 준비가 된 보험사도 존재

증권: 배당수익률이 핵심

증권 업종에 대해 투자 의견 Overweight 유지. 금리에 따른 증시 환경 (국내 일평균 거래대금 7-8월 58조원) 및 실적 변동성이 존재하지만, 현 Valuation (FY1 KRX증권 PBR 0.9배 vs. KOSPI 1.6배)에는 이와 같은 우려가 이미 반영. 하반기 이익 변동성에도 불구하고, 1) WM수 수료가 높을수록 완충 역할을 할 것으로 예상되는 가운데 2) 상반기 중 양호한 금융시장 환경 기반 견조한 실적을 이미 창출했기에 (커버리지 합산 1H26 순이익 7.88조원 vs. 2025년 연간 6.74조원) 고배당 매력 기반 접근은 유효한 것으로 판단 (거래대금 단순 비례 기반 실적 추정치를 하향 조정 가정에서도 26E 배당수익률 6%대 존재)

매크로와 금융주

현 매크로 환경에서의 유리한 금융 산업은 은행 > 보험 > 증권 순이다.

경기회복 국면이다 (당사 전망치 2026E 실질 GDP 성장률 3.4% vs. 2025년 1.1% YoY). 이는 1) 은행에게 있어 대출성장률 확대 및 대손비용률 안정화로, 2) 비은행은 금융상품 수요 확대라는 점에서 긍정적이다.

금리 상승 시기이다 (당사 기준금리 전망치 2026E 3.25%, 2027E 3.5%). 이는 1) 은행에게 있어 NIM 상승, 2) 보험에게 있어 자본 확대, 신규 투자 이원 수익률 상승으로 긍정적인 반면, 3) 증권은 금리 상승에 따른 시장 변동성 확대 시 거래대금 축소 및 트레이딩 수익 상 평가손실 확대로 부정적이다.

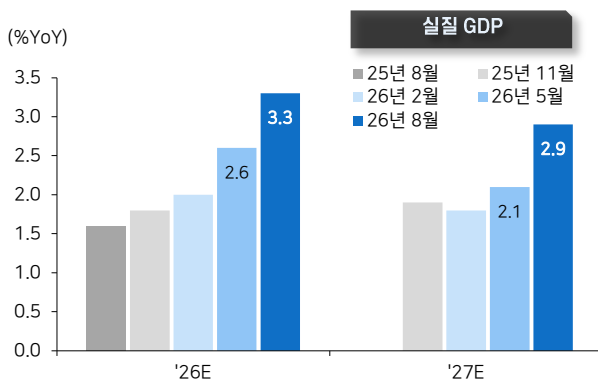
원/달러 환율 하락 시기이다 (원/달러 환율 8월 31일 1,369원 vs. 2Q26말 1,542원). 이는 1) 은행에게 있어 환차익 및 자본비율 개선이라는 관점에서 긍정적이며, 2) 비은행은 투자손익 상 일부 부정적인 요인이 발생할 수 있으나, 대체로 해지가 되어 있기에 중립적이다.

표1 매크로 지표와 금융주 간의 관계

	은행	보험	증권
금리 상승	NIM 상승	자본 확대 신규 투자 이원 수익률 상승	시장 변동성 확대 (거래대금 축소) 채권 평가손실
GDP 상승	대출성장률 확대 대손비용률 안정화	금융상품 수요 확대	
환율 하락	긍정	중립	중립

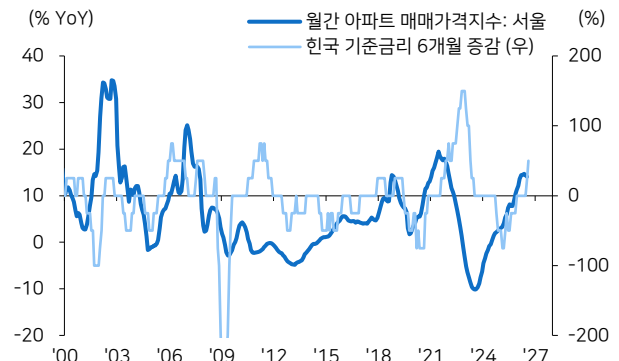
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한국은행 성장률 전망



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림2 서울 아파트 매매가격지수 및 기준금리 추이



자료: KB국민은행, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

표2 당사 매크로 전망

	단위	4Q26	연간	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	연간
실질GDP성장률(YoY)	%	3.20	3.40	2.30	2.50	2.60	2.70	2.50
달러/원 환율(평균)	원	1,360	1,439	1,340	1,320	1,300	1,300	1,315
중앙은행 금리(기밀)	%	3.25	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50

자료: 메리츠증권 리서치센터

은행: 현 매크로 환경의 수혜주

현 매크로 환경은 은행의 CET-1비율 기준으로 1) 분자 영역 상 양호한 실적을 창출할 수 있기에 우호적인 가운데 (금리 상승), 2) 분모 영역 상 위험가중자산에 대한 부담이 축소된다는 점(환율 하락)에서 우호적이다. 이는 은행의 주주환원 매력도가 부각될 수 있음을 의미한다.

매크로 요인 별 은행 실적 간의 관계는 다음과 같다.

금리와 은행 NIM

기준금리 인상이 본격화되는 국면에서 은행 NIM은 구조적으로 우호적이다.

다만 현 시점에서는 NIM에 부정적으로 작용할 수 있는 두 가지 요인이 존재한다.

1) 기업대출 금리가 가계대출 금리를 하회하고 있어 자산 리프라이싱 속도가 상대적으로 더딜 수 있으며 (7월 잔액 기준 기업대출 4.3% < 가계대출 4.5%), 2) 은행들이 정기에금 유치를 적극적으로 확대하며 조달비용 부담이 존재한다 (8월 19일 5대 시중은행 정기에금 6월대비 +45조원 vs. 투자자예탁금 6월대비 -15조원).

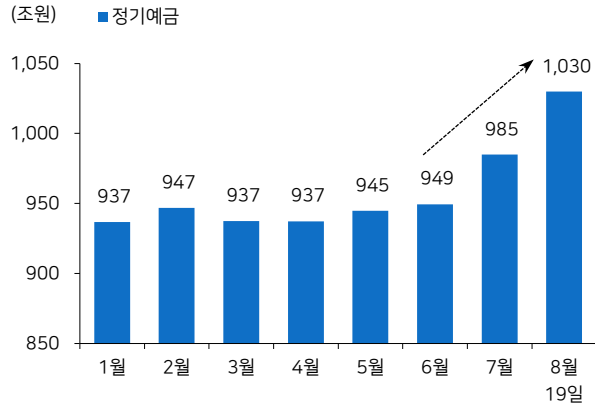
그러나 2)의 경우, 당사의 추가적인 기준금리 인상 전망치를 고려해볼 시, 조달 측면의 선제적 대응이기에 추후 조달 부담 감소로 작용할 것으로 예상된다. 오히려 수신 유치를 위한 수신금리 경쟁은 가계대출 변동금리 중 수신금리 연동형 비중이 높다는 점을 감안하면, 향후 대출금리 리프라이싱 국면에서 긍정적으로 작용할 가능성이 크다 (6월 기준 가계대출 변동금리 중 수신금리 연동 56%).

더 나아가 최근 변동금리 대출 비중이 전반적으로 확대되고 있다 (변동금리 비중 기업대출 7월 71% vs. 1월 62%, 가계대출 7월 57% vs. 1월 53%). 해당 요인을 고려해볼 시 추후 자산 리프라이싱 기반 NIM은 우호적일 것으로 전망한다.

표3 은행 NIM 추이									
(%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	1Q26	2Q26
KB금융	1.94	1.76	1.83	1.96	2.08	2.03	1.97	1.99	1.94
신한지주	2.00	1.80	1.81	1.96	1.97	1.93	1.90	1.93	1.93
하나금융	1.80	1.62	1.64	1.77	1.82	1.70	1.74	1.82	1.88
우리금융	1.71	1.58	1.62	1.84	1.82	1.70	1.73	1.76	1.75
기업은행	1.84	1.56	1.51	1.78	1.79	1.70	1.58	1.60	1.59
BNK금융	2.01	1.85	1.91	2.05	2.13	2.12	2.05	2.11	2.06
이M금융	2.14	1.89	1.96	2.21	2.16	2.02	1.92	1.93	1.92
JB금융	2.77	2.66	2.85	3.13	3.28	3.20	3.10	3.13	3.12

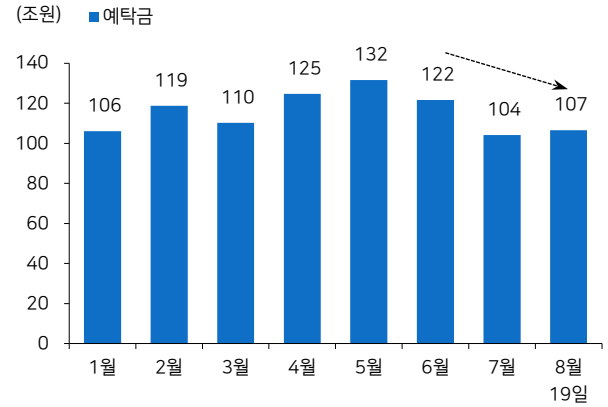
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림3 5대 은행 정기예금 추이



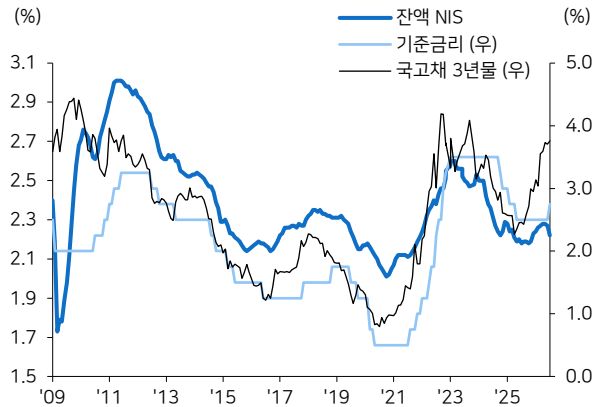
자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

그림4 투자자예탁금 추이



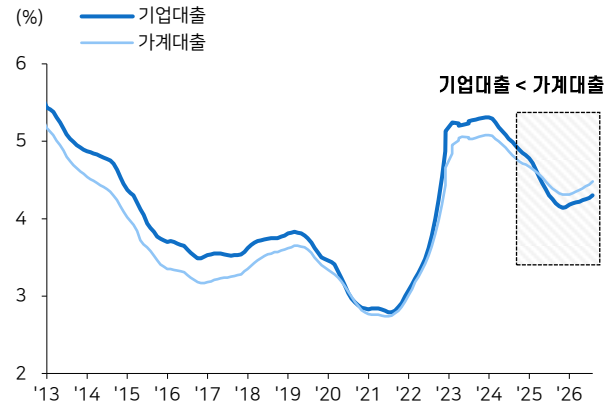
자료: 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

그림5 은행 잔액 NIS vs. 기준금리, 시장금리



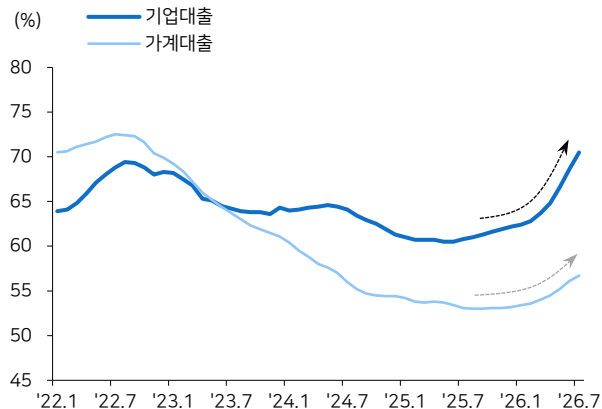
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림6 대출금리 잔액 기준: 가계 vs. 기업



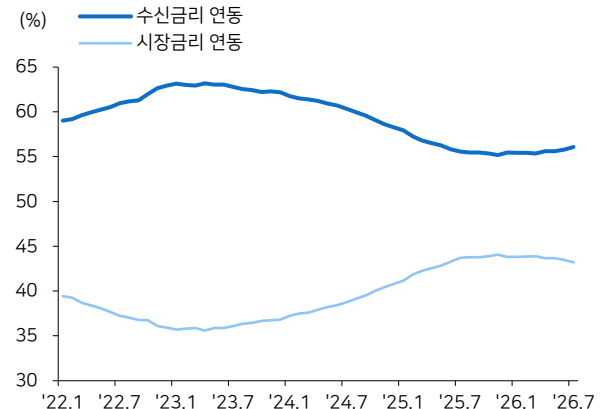
자료: 우리은행, 메리츠증권 리서치센터

그림7 기업대출/가계대출 중 변동금리 비중 추이



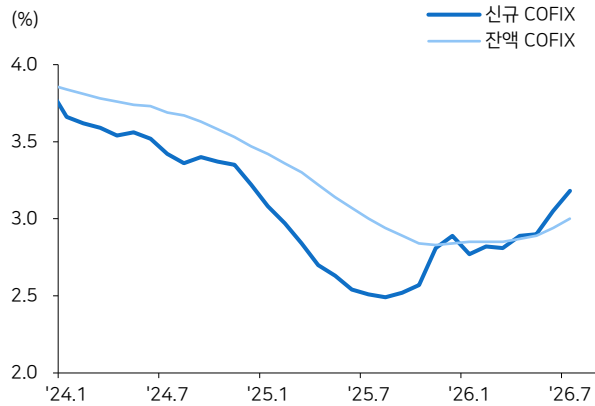
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림8 가계대출 변동금리 중 요인별 비중 추이



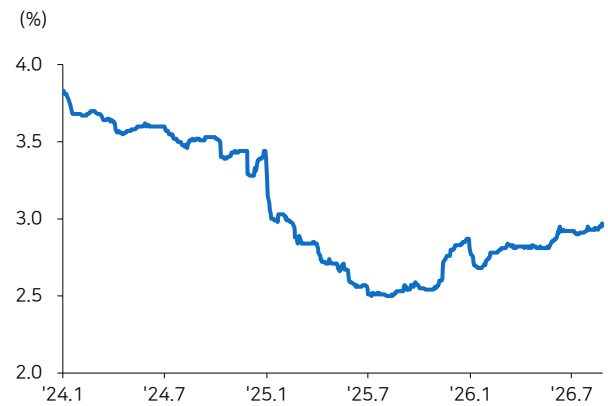
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림9 코픽스 금리 추이



자료: 은행연합회, 메리츠증권 리서치센터

그림10 CD금리 추이



자료: 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

표4 은행별 NIM 상승폭, 대출성장률에 따른 이자이익 민감도

4대 금융지주 평균						기업은행					
이자이익 증가 (%)		NIM 상승폭 (bp)				이자이익 증가 (%)		NIM 상승폭 (bp)			
		4	8	12	16			4	8	12	16
대출성장률 (%)	3	5.2	7.5	9.7	12.0	대출성장률 (%)	3	5.6	8.2	10.8	13.4
	4	6.3	8.5	10.8	13.1		4	6.6	9.3	11.9	14.5
	5	7.3	9.6	11.9	14.2		5	7.7	10.3	13.0	15.6
	6	8.3	10.6	12.9	15.3		6	8.7	11.4	14.1	16.7
	7	9.3	11.7	14.0	16.3		7	9.7	12.4	15.1	17.8
3대 지방은행 평균						카카오뱅크					
이자이익 증가 (%)		NIM 상승폭 (bp)				이자이익 증가 (%)		NIM 상승폭 (bp)			
		4	8	12	16			4	8	12	16
대출성장률 (%)	3	4.7	6.5	8.2	10.0	대출성장률 (%)	3	5.1	7.2	9.4	11.5
	4	5.8	7.5	9.3	11.1		4	6.1	8.3	10.4	12.6
	5	6.8	8.6	10.3	12.1		5	7.2	9.3	11.5	13.7
	6	7.8	9.6	11.4	13.2		6	8.2	10.4	12.6	14.7
	7	8.8	10.6	12.5	14.3		7	9.2	11.4	13.6	15.8

주: 2025년 이자부자산, NIM 기준

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

GDP성장률과 은행 대출성장률 및 대손비용률

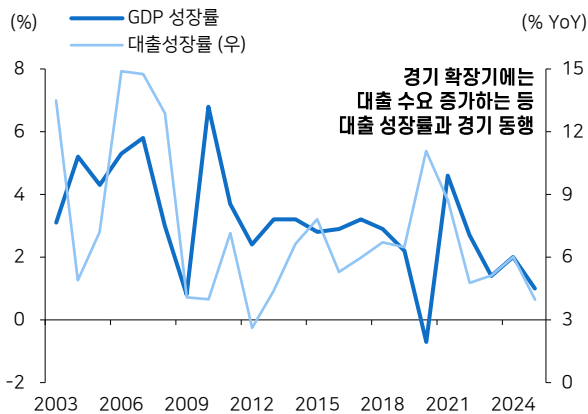
경기가 회복되는 국면에서는 은행의 대출성장률은 확대되고, 대손비용률은 안정화되는 흐름을 보인다.

은행 대출성장률은 GDP 성장률과 함께 동행한다. 경기 확장기에는 기업의 설비투자·운전자금 수요와 가계의 소비·주택구입 자금 수요가 동반 확대되면서 은행의 대출 수요 자체가 증가하기 때문이다. 또한 GDP 성장률 상승은 기업 매출과 가계 소득 개선으로 이어져 차주의 상환능력에 대한 은행의 신용공여 여력(Risk appetite)을 높이는 방향으로 작용한다.

은행 대손비용률은 GDP 성장률과 부(-)의 관계이다. 경기 확장기에는 기업의 영업실적 개선과 가계의 소득·고용 여건 안정으로 차주의 채무상환능력이 개선되어 부실채권(NPL) 발생이 줄고 충당금 적립 부담이 완화되기 때문이다.

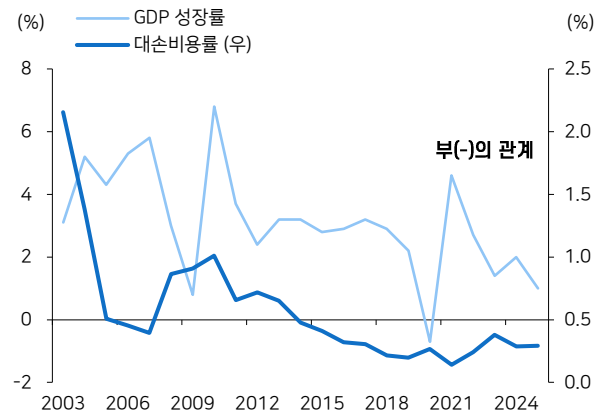
한편 금리 상승에 따른 건전성에 대한 우려도 제기될 수 있다. 다만 은행들의 제고된 손실흡수능력을 고려해볼 시, 실적 훼손에 대한 우려는 적은 것으로 판단된다. 은행은 2022 ~ 2023년 중 집중적으로 선제적 대손충당금 적립을 진행한 바 있다. 이는 금리의 급격한 상승에 따른 차주들의 부실을 대응하고자 위함이다. 현재 까지도 여전히 적립된 수준을 유지하고 있다 (커버리지 평균 총여신대비 선제적 대손충당금 적립 비율 약 0.6% 추정).

그림11 GDP성장률 vs. 은행 대출성장률



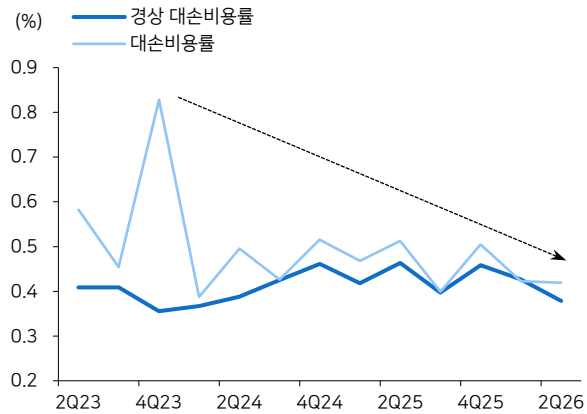
주: 일반은행 및 기업은행 합산 기준
자료: 한국은행, Fisis, 메리츠증권 리서치센터

그림12 GDP성장률 vs. 은행 대손비용률



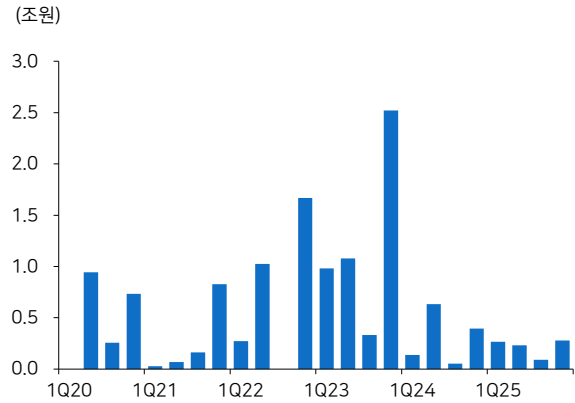
주: 일반은행 및 기업은행 합산 기준
자료: 한국은행, Fisis, 메리츠증권 리서치센터

그림13 은행 대손비용률 추이 및 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림14 은행 선제적 대손충당금 적립 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표5 은행 대손비용률 추이

(%)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	1H26
KB금융	0.20	0.22	0.21	0.26	0.30	0.43	0.68	0.43	0.48	0.39
신한지주	0.17	0.27	0.31	0.42	0.27	0.33	0.55	0.48	0.46	0.42
하나금융	0.35	0.18	0.19	0.28	0.12	0.30	0.39	0.29	0.30	0.30
우리금융	0.36	0.12	0.15	0.28	0.14	0.25	0.53	0.45	0.53	0.48
기업은행	0.68	0.64	0.63	0.63	0.36	0.52	0.69	0.48	0.47	0.47
BNK금융	0.73	0.56	0.54	0.53	0.43	0.52	0.85	0.68	0.66	0.62
iM금융	0.44	0.45	0.37	0.51	0.27	0.59	1.00	1.15	0.53	0.49
JB금융	0.43	0.48	0.45	0.48	0.32	0.56	0.93	0.95	0.92	0.84

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

환율과 손익 및 CET-1비율

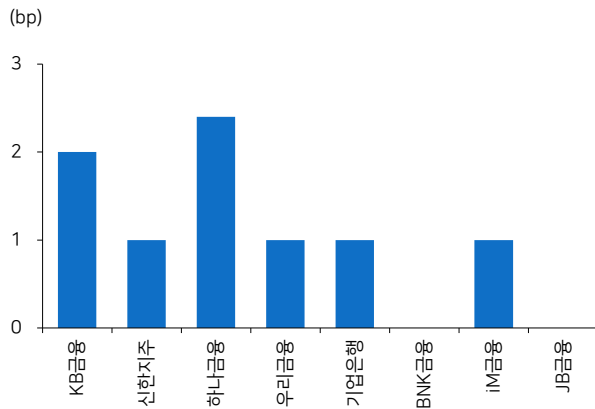
원/달러 환율 하락은 은행의 손익 상 환차익 인식 및 CET-1비율이 개선되며 긍정적으로 작용한다.

은행의 외화부채 구조 상 원/달러 환율 하락 시, 환차익을 인식한다 (원/달러 환율 -10원 당 하나금융 92억원, 우리금융 60억원, 기업은행 98억원).

이 외에도 CET-1비율에도 긍정적이다 (원/달러 환율 -10원 당 하나금융 +2~3bp, KB금융 +1bp, 신한/우리/기업/iM금융 +1bp).

현재의 환율 흐름이 지속될 시 (vs. 2Q26말 환율 1,542원), 은행 3Q26말 CET-1비율의 긍정적인 개선세를 기대해볼 수 있겠다. 이는 주주환원 여력이 확대된다는 것을 의미한다 (자본비율 10bp 당 자사주 KB/신한 3,700억원, 하나 3,000억원, 우리 2,400억원, BNK금융 800억원, iM금융 440억원, JB금융 400억원).

그림15 은행 CET-1비율 기준 원/달러 민감도 (10원 하락 시)



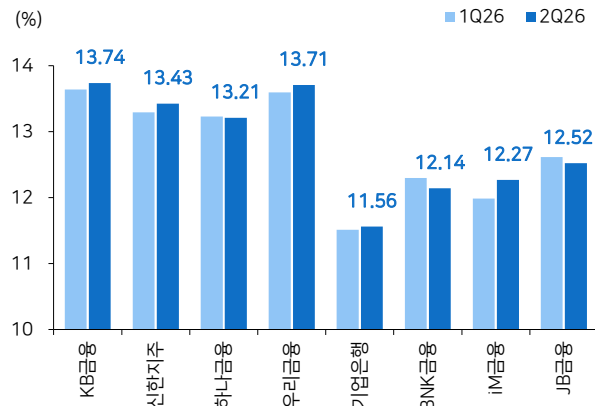
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림16 원/달러 환율 추이



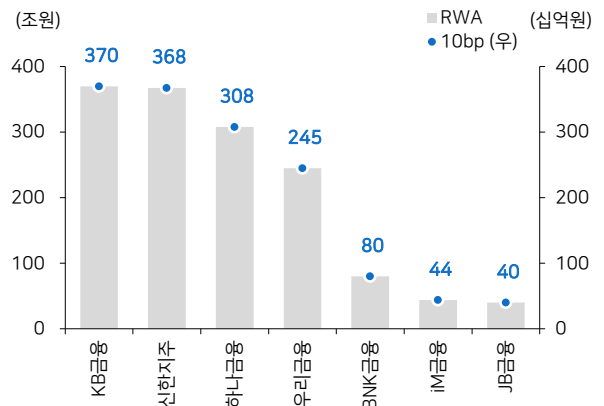
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림17 은행 CET-1비율



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림18 은행 RWA (2Q26) 및 10bp 금액



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

투자의견

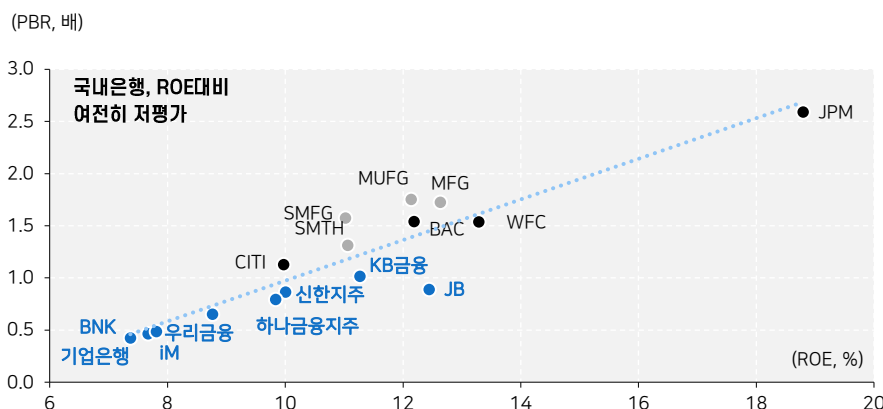
은행 업종에 대한 Overweight 의견을 유지한다. 앞서 본 바와 같이 현 매크로 환경은 은행에게 긍정적이다. 1) 시장금리 상승은 은행들의 NIM 개선으로, 2) 경기 회복 및 회사채 금리 상승에 따른 기업들의 은행 대출 수요 기반 양호한 대출성장률 환경, 3) 경기회복에 따른 대손비용률 안정화 등 양호한 실적 창출력이 기대되는 가운데, 4) 원/달러 환율 하락에 따른 추가적인 주주환원 여력 확대도 기대해볼 수 있는 국면이다.

궁극적으로 은행의 양호한 이익 체력 기반 CET-1비율 개선에 따른 적극적인 주주환원에 대한 기대감은 유효하다. 증시 변동성 확대되고 있는 국면에서 방어주로서의 역할이 부각되는 시기이다. 국내 은행들의 Valuation 정상화 여력(= 글로벌 PBR-ROE 추세선 회복)은 여전히 충분하다. 커버리지 은행 가중평균 2026E ROE 11%, 주주환원을 51% 기반 Target PBR 1.25배로 제시한다 (vs. 현재 PBR 0.8배).

최선호주는 신한지주를 유지한다. 1) 견조한 이익 창출력 (26E 지배주주순이익 +16% YoY 추정) 및 개선된 CET-1비율 수준 고려 시, 하반기 중 추가적인 자사주 매입을 예상되며 (26E 자사주매입 수익률 3% vs. 타사 평균 2% 추정), 2) 현 ROE 및 주주환원을 수준 고려, Valuation 매력도가 높은 것으로 판단한다.

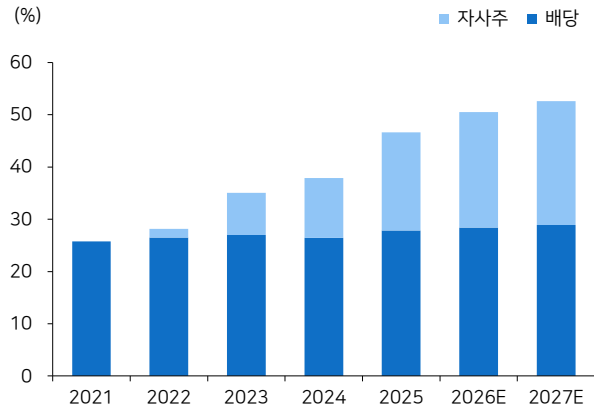
차선호주는 하나금융지주를 유지한다. 1) 원/달러 환율 하락 시 CET-1비율 개선 폭이 가장 두드러질 것으로 예상되며, 2) 이를 기반 하반기 중 추가적인 자사주 매입이 예상, 시중은행 중 가장 매력적인 주주환원수익률 (26E 6% 추정)을 보유하고 있다.

그림19 글로벌 은행 PBR - ROE (FY1)



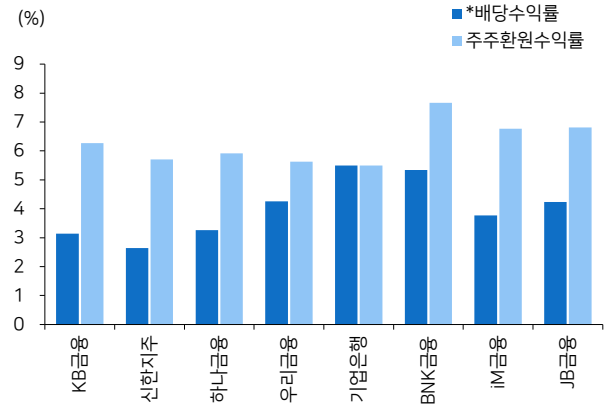
자료: Bloomberg, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림20 은행 주주환원율 추이 및 전망



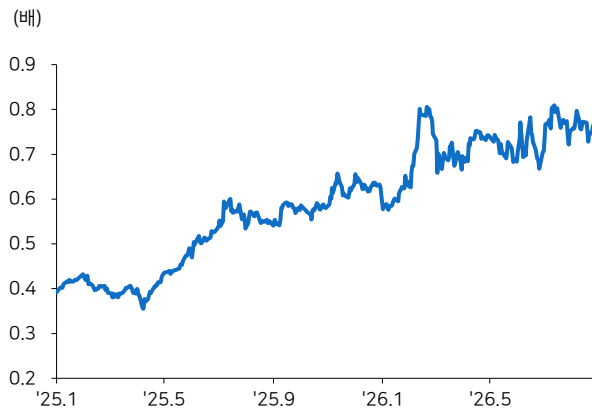
주: 회계기준 추정치
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림21 은행 *배당수익률 및 주주환원수익률 (26E)



주: 9월 1일 종가 기준, *시가총액 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림22 은행 PBR 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표6 은행 PBR 민감도 분석: ROE vs. 주주환원성향

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

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

표7 은행 Valuation table

		KB금융	신한지주	하나금융	우리금융	기업은행	BNK금융	iM금융	JB금융	카카오뱅크
종목코드		105560	055550	086790	316140	024110	138930	139130	175330	323410
투자 의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD
주가		171,200	111,100	137,400	34,550	20,900	15,410	18,960	29,250	21,950
적정주가 (원)		228,000	143,000	168,000	42,000	29,000	24,000	24,000	41,500	25,000
상승여력 (%)		33.2	28.7	22.3	21.6	38.8	55.7	26.6	41.9	13.9
지배순이익	2025	5,833	4,972	4,003	3,124	2,711	815	444	710	480
(십억원)	2026E	6,680	5,788	4,299	3,222	2,775	785	480	738	610
	2027E	6,865	5,950	4,558	3,507	2,939	888	517	781	630
PER (배)	2025	7.1	7.6	6.4	6.6	6.6	6.1	5.6	6.8	21.5
	2026E	8.4	9.1	8.2	7.8	6.5	6.0	6.1	7.3	17.2
	2027E	7.7	8.5	7.4	7.0	6.1	5.1	5.4	6.7	16.6
PBR (배)	2025	0.77	0.73	0.63	0.67	0.57	0.48	0.47	0.89	1.53
	2026E	1.02	0.96	0.84	0.76	0.55	0.44	0.54	0.93	1.45
	2027E	0.93	0.87	0.76	0.71	0.51	0.41	0.49	0.85	1.46
EPS (원)	2025	17,468	10,054	14,795	4,256	3,184	2,592	2,764	3,774	1,007
	2026E	20,501	12,176	16,686	4,456	3,234	2,581	3,093	4,015	1,279
	2027E	22,124	13,050	18,570	4,953	3,446	3,002	3,493	4,365	1,320
BPS (원)	2025	161,109	104,940	148,390	41,751	37,048	32,741	33,352	28,954	14,150
	2026E	167,912	116,128	163,727	45,500	38,320	34,897	35,140	31,456	15,099
	2027E	184,407	127,029	180,433	48,978	40,627	37,446	38,397	34,430	15,078
ROA (%)	2025	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	1.0	0.7
	2026E	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	1.0	0.8
	2027E	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	1.0	0.8
ROE (%)	2025	11.0	9.7	10.1	8.5	8.9	8.0	8.4	13.6	7.2
	2026E	12.3	10.8	10.3	8.2	8.6	7.5	8.9	13.3	8.7
	2027E	12.3	10.5	10.4	8.4	8.7	8.2	9.3	13.3	8.8
DPS (원)	2025	4,367	2,590	4,105	1,360	1,048	735	700	1,140	460
	2026E	5,428	2,960	4,643	1,500	1,090	830	730	1,262	640
	2027E	5,778	3,256	5,364	1,650	1,190	940	820	1,438	660
배당수익률 (%)	2025	3.5	3.4	4.4	4.9	5.0	4.6	4.5	4.4	2.1
	2026E	3.2	2.7	3.4	4.3	5.2	5.4	3.9	4.3	2.9
	2027E	3.4	2.9	3.9	4.8	5.7	6.1	4.3	4.9	3.0
배당성장 (%)	2025	27.1	25.1	28.0	32.0	32.6	28.1	25.3	30.0	45.6
	2026E	28.5	23.8	28.6	33.6	33.0	32.0	23.5	31.3	50.0
	2027E	28.5	24.7	29.7	33.3	34.0	31.2	23.5	32.5	50.0

주: 9월 1일 종가 기준

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

보험: 우호적인 금리와 제도

현 금리 환경은 보험에게 있어 자본 확대, 신규 투자 이원 수익률 상승으로 긍정적이다. 한편 매크로 요인 외에도 보험 업황의 실적 개선 기대감이 부각될 시기에 진입한 것으로 판단한다.

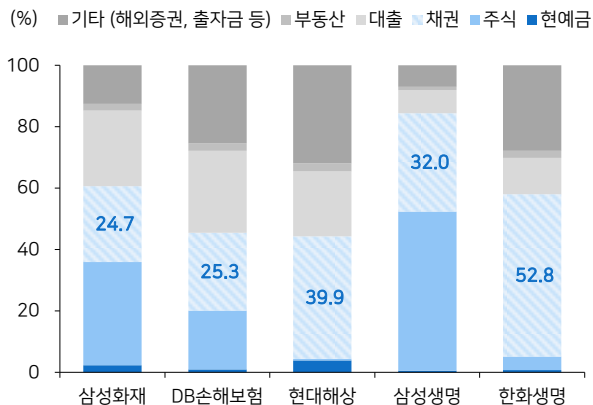
금리와 보험

기준금리 인상이 본격화되는 국면에서 보험은 실적과 건전성 측면에서 구조적으로 우호적이다. 보험이 보유하고 있는 채권 내 FVOCI 비중이 높은 구조이기 때문이다.

보험의 운용자산 중 채권이 약 35% 차지하고 있다 (커버리지 보험사 2Q26 평균). 이 중 대부분 FVOCI로 구성되어 있다 (커버리지 보험사 2Q26 평균 93%). 이는 금리 상승 시, 1) PL 상 신규 투자 수익률 제고와 2) BS 상 자본 개선이 이뤄질 수 있는 구조이다.

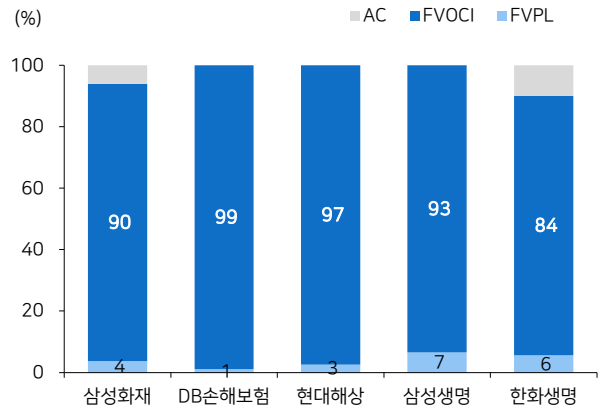
이미 올해 들어 이와 같은 흐름이 가시적으로 나타나고 있다. 1) 삼성생명의 채권 신규 투자이원은 2Q26 3.9%로 1Q25 2.9% 대비 큰 폭으로 개선되었다. 2) 삼성전자 지분을 보유하고 있는 삼성금융을 제외한 커버리지 보험사들의 기타포괄손익 누계액은 2Q26 -4조원으로 1Q25 -8조원 대비 큰 폭으로 개선되었다. 동기간 자본 총계는 11조원 증가했다.

그림23 커버리지 보험사 운용자산 비중 (2Q26)



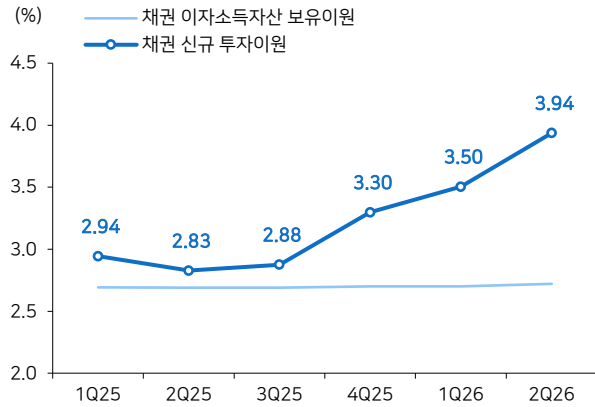
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림24 커버리지 보험사 채권 중 FVPL, FVOCI (2Q26)



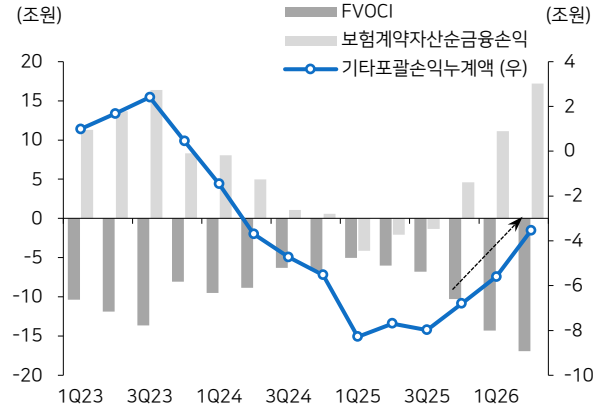
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림25 삼성생명 채권 이원 추이



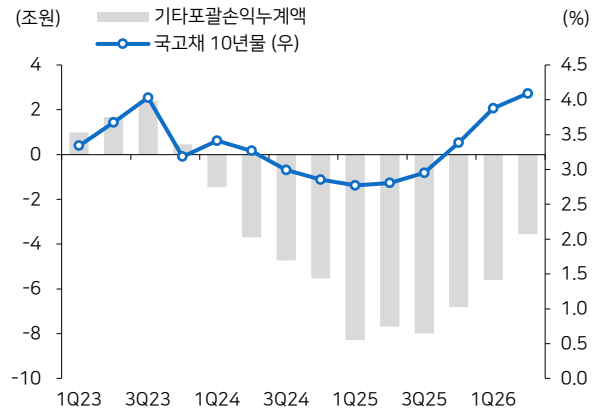
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림26 삼성금융 제외 합산 기타포괄손익누계액 추이



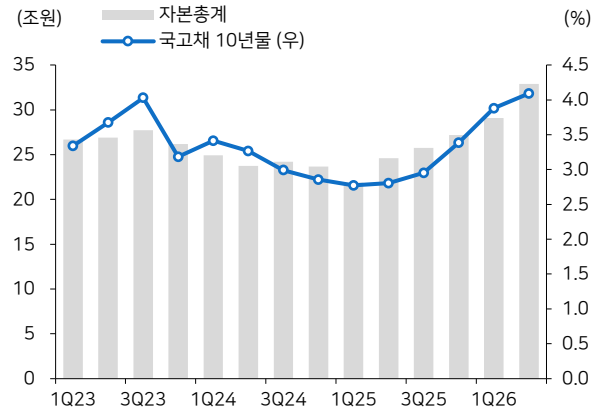
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림27 삼성금융 제외 합산 기타포괄손익누계액 및 금리 추이



자료: 각 사, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림28 삼성금융 제외 합산 자본총계 및 금리 추이



자료: 각 사, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

표8 커버리지 보험사 기타포괄손익누계액 추이

(조원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
삼성화재	2.7	3.5	3.3	4.3	4.5	4.3	3.2	2.4	2.3	2.9	4.5	6.8	9.7	20.9
DB손해보험	0.2	0.2	0.2	0.1	(0.4)	(0.9)	(1.1)	(1.6)	(2.6)	(2.3)	(2.4)	(2.2)	(1.9)	(1.1)
현대해상	(0.1)	0.1	0.1	(0.5)	(1.1)	(1.8)	(2.1)	(2.6)	(3.5)	(3.2)	(3.3)	(3.2)	(3.0)	(2.5)
삼성생명	23.1	26.6	27.1	26.4	25.4	22.6	15.7	13.1	11.8	13.4	19.7	43.4	60.7	123.6
한화생명	0.9	1.4	2.1	0.9	0.1	(1.0)	(1.5)	(1.4)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(1.4)	(0.7)	0.0

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

매크로 외 요인 점점: 가이드라인 변동 기대감이 남아있지만..

매크로 외 보험 업황은 긍정적인 국면에 진입하고 있다.

우선 금융당국의 계리적 가정 가이드라인 영향은 4Q26 중 추가적으로 발생할 예정이다. 신규담보 손해율 가정은 2Q26 중 적용된 가운데, 신규담보 중 신설 고지 유형은 2026년 결산부터 적용된다.

다만 보험사들의 보수적으로 변화된 경영태도에 따른 실적 변화에 주목할 필요가 있다.

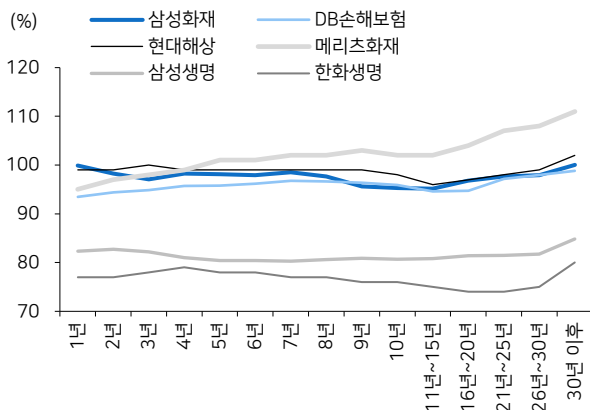
우선 2Q26 중 계리적 가정 가이드라인 영향을 살펴볼 시, 전년말 보수적으로 위험손해를 최적가정을 진행한 현대해상이 2Q26 중 계리적 가정 가이드라인 적용으로 오히려 CSM조정 상 4,400억원의 환입이 나타났다 (5년 위험손해율 최적가정 메리츠화재 101% > 현대해상 99% > 삼성화재 98% > DB손해보험 96% > 삼성생명 80% > 한화생명 78%).

이와 함께 현대해상은 예실차 또한 전년대비 개선세를 시현했다 (-187억원 vs. 2Q25 -414억원). 현대해상 외에도 대부분의 보험사는 3Q25 이후 예실차가 하향세를 이루고 있다.

한편 CSM 흐름에서도 이를 확인 가능하다. 대부분의 보험사들은 판매량보다 효율성 지표 개선을, 즉 CSM배수 회복에 집중하고 있다. 2Q26 중 현대해상, 삼성생명, 한화생명은 전분기대비 CSM배수 QoQ 개선 기반 신계약CSM 성장을 시현했다.

더불어 후술할 제도적인 변화 속에서 보험 손익의 개선세를 예상한다.

그림29 보험사 위험손해율 최적가정 (2025년)



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표9 계리적 가정 가이드라인 영향

(십억원)	CSM조정	손실계약부담비용 환입
삼성화재	0	25
DB손보	-250	270
현대해상	440	90
메리츠	850	
삼성생명	-400	0
한화생명	-270	80

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표10 금융당국 손해를 가정 가이드라인

일자	구분	주요 내용 및 적용 시기
2026년 01월 21일	신규담보 손해를 가정	- 유사담보 준용을 허용하지 않고 보수적 손해율(90%)과 상위담보의 실적 손해를 중 더 높은 값으로 설정 2026년 2분기 말부터 적용함
2026년 03월 04일	신규담보 중 신설 고지유형 (간편보험)	- 고지유형을 신설하는 경우 신규 담보로 간주함 2026년 결산시부터 적용함

자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

표11 예실차 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
삼성화재	(16.4)	19.0	(44.9)	(126.9)	(9.0)	(13.6)
DB손해보험	5.3	(50.6)	(162.1)	(40.0)	(88.4)	(72.1)
현대해상	(103.3)	(41.4)	(67.7)	(93.7)	(75.3)	(18.7)
삼성생명	(6.4)	45.9	(54.4)	(146.1)	(81.1)	(31.8)
한화생명	(29.2)	(37.9)	(126.4)	(116.1)	(91.9)	(55.7)

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표12 신계약CSM 및 CSM배수 추이

신계약CSM							
(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	% QoQ
삼성화재	701.5	719.7	766.9	710.2	626.7	615.6	(1.8)
DB손해보험	707.0	792.8	723.8	709.1	624.6	586.1	(6.2)
현대해상	477.9	525.7	513.6	571.2	470.3	479.6	2.0
삼성생명	657.8	768.6	871.4	761.7	848.6	868.9	2.4
한화생명	488.2	437.3	564.3	576.4	610.9	689.2	12.8
CSM배수							
(배)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	배 QoQ
삼성화재	11.8	13.7	14.9	14.0	14.1	13.6	(0.5)
DB손해보험	14.9	17.7	17.0	15.9	16.2	15.9	(0.3)
현대해상	14.1	17.4	16.4	15.8	16.6	17.2	0.6
삼성생명	9.1	11.1	10.4	10.0	10.8	12.3	1.5
한화생명	6.6	5.9	6.7	7.9	8.7	11.2	2.5

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

실적 개선 기대감 1. 제도 개선

하반기부터 본격화된 보험 상품의 제도 개선으로 보험사들의 실적 개선세가 가시화될 것으로 기대한다. 해당 보험 상품 대부분이 손보사 중심인 가운데, 상대적으로 실손보험 비중이 높은 보험사일수록 제도 개선에 대한 기대감이 높아질 것으로 예상된다.

자동차보험 손해율이 BEP를 상회하고 있으나 (2026년 7월 누적 85% vs. BEP 80%~83%), 9월 10일부터 시행되는 경상환자 '8주룰'(자동차사고 경상환자 치료 기간 제한)을 계기로 손해율 안정화가 예상된다. 더불어 과잉진료 및 나이롱환자 문제로 누적되어 온 경상환자 치료비 부담 또한 완화될 경우, 손해율 개선 폭은 더욱 확대될 전망이다 (향후치료비 경상 비중 2025년 85%).

한편 실손보험 개혁에 대한 기대감도 존재한다.

지난 7월부터 도수치료 관리급여가 본격화된 가운데, 체외충격과 치료 또한 자율 시정 지침이 진행되고 있다 (2024년 실손보험액 지급액 상위 1위 도수치료 1.4조 원, 3위 체외충격과 0.5조원). 물론 이로 인한 풍선효과가 일부 존재하긴 하나, 지급액 상위 항목들의 청구금액 감소 효과에 따른 실적 개선 효과가 더 클 것으로 예상된다 (첫 8영업일 기준 신장분사치료 6월 1.13억원 → 7월 3.45억원; +2.32억원 MoM vs. 체외충격과 6월 8.86억원 → 7월 6.23억원; -2.63억원 MoM; 6월말 진료가 일시적으로 몰림에 따라 7월 중 청구 건수 증가된 점 고려 시, 추후 관리급여 효과가 확대될 것으로 예상).

한편 2Q26 실적에서도 실손보험 효과에 대한 영향이 언급되었다. DB손해보험, 현대해상은 7월 중 도수치료 일평균 청구건수가 지난 상반기대비 약 40% 감소했다. 커버리지 보험사 중 위험보험료 대비 실손보험 비중이 가장 높은 현대해상의 경우 1) 관리급여 시행 후 도수치료 신규 치료건이 97% 감소했음을, 2) 풍선효과가 크지 않을 시, 연말 최대 월 65억원 수준의 실적 개선 효과가 나타날 것임을 언급했다.

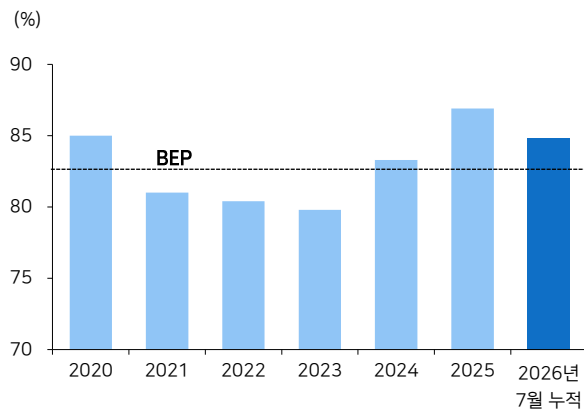
표13 자동차사고 경상환자 '8주률'	
제도명	자동차손해배상 보장법 시행령 개정
예정 시행일	2026년 09월 10일
핵심	경상환자가 자동차보험을 통해 8주를 초과해 치료받으려면 진료 적정성을 입증하는 자료 제출
대상	상해등급 12~14급 경상환자 (주로 염좌 · 타박상)
제외 대상	골절 및 수술이 필요한 중상환자 등

자료: 국토교통부, 언론보도

표14 자동차보험 향후치료비 지급 추이					
(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
경상 (12~14급)	1,342.8	1,470.9	1,422.4	1,411.6	1,438.8
부상 전체	1,626.5	1,764.5	1,734.8	1,675.2	1,688.5
경상 비중	82.6%	83.4%	82.0%	84.3%	85.2%

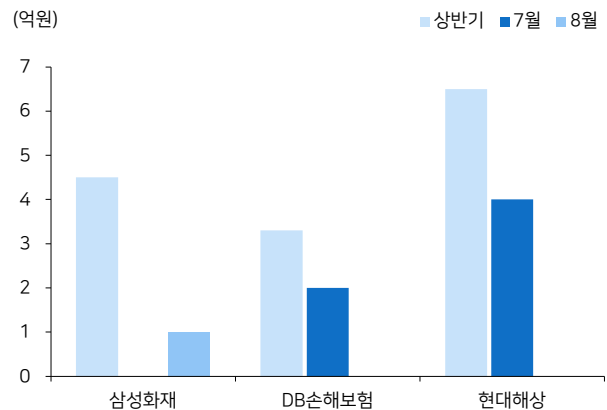
주: 종결자료 기준, 대인1+대인2 동시부보건 대상 과실상계후 보험금 기준 (추가, 환수, 환입 자료 고려) / 자료: 보험개발원, 언론보도

그림30 자동차보험 손해율 추이



자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

그림31 손보사 도수치료 관련 청구금액 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표15 도수치료 관리급여 적용 예시	
구분	주요 내용
관리급여 개념	과잉진료가 우려되는 일부 비급여 항목을 정부가 건강보험 체계 내에서 관리하며 가격과 기준 등을 통제하는 제도(진료비 본인부담률 95%, 건강보험 부담률 5%)
도수치료 가격대	1회당 4만~4만3,000원
도수치료 제한 횟수	주 2회 · 연간 15회(일반환자), 재활 필요 환자는 연간 24회
구분	주요 내용
체외충격파 치료 자율시장 지침 (의협) 목적	근골격계 질환에서 체외충격파 치료(ESWT)의 적절한 적응증, 치료 방법, 시행 횟수 및 금기증을 규정함으로써 치료의 표준화 및 남용 방지
체외충격파 제한 횟수	부위당 최대 6회, 연 최대 12회(횟수 초과 시 실손의료보험 적용 제외)
적응증	7가지 부위 해당 질환으로 한정: ①어깨관절(석회성 건염/회전근개 건변증), ②팔꿈치 관절(외측상과염/내측상과염), ③고관절(대전자 통증 증후군), ④슬관절(슬개건염), ⑤발목관절(아킬레스건염), ⑥족부(족저근막염), ⑦척추부(경추 · 요추부 근막통증증후군)

*상기 적응증 외 질환에 대한 체외충격파 치료는 의사 판단 하에 시행할 수 있으나, 실손보험 적용이 제한될 수 있음을 사전 고지

자료: 보건복지부, 언론보도

표16 6~7월 신장분사치료 및 체외충격파 청구 현황

	신장분사치료			체외충격파		
	6월 첫 8영업일	7월 첫 8영업일	증감률	6월 첫 8영업일	7월 첫 8영업일	증감률
일평균 청구금액	1억1,300만원	3억4,500만원	+206.6%	8억8,600만원	6억2,300만원	-29.7%
청구건수	2,666건	4,618건	+73.2%	10,194건	5,929건	-41.8%
건당 청구금액	4만2,257원	7만4,813원	+77.0%	8만6,874원	10만5,011원	+20.9%

자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

표17 주요 치료항목 실손보험금 현황

(십억원)	'22년	'23년(a)	'24년(b)	비중 ('24년 기준)	증감(c=b-a)
전체	12,886.8	14,081.3	15,223.4	100%	1,142.1 (8.1%)
비급여 주사제 관련 ¹	1,935.3	2,425.4	2,809.2	18.5%	383.8 (15.8%)
근골격계 물리치료 관련 ²	2,061.2	2,308.4	2,632.1	17.3%	323.7 (14.0%)
암 치료 관련 ³	1,190.5	1,402.2	1,588.7	10.4%	186.5 (13.3%)

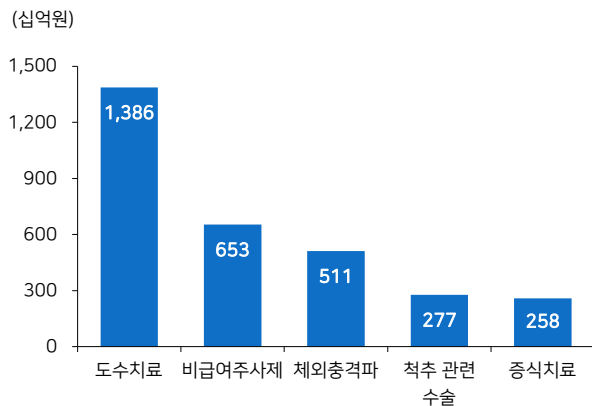
주: 1. 비급여 주사료가 고액 청구된 건(암 관련 진단을 받았거나 종합·상급종합병원에 입통원한 경우 제외)

2. 근골격계 질환 또는 상해를 진단받고 비급여 재활 및 물리치료 관련 청구된 건

3. 암 관련 진단[진단코드 C00~C99]을 받고 치료받은 건(재차리암, 양성 종양 등으로 진단[진단코드 D00~D99]받은 건은 미포함)

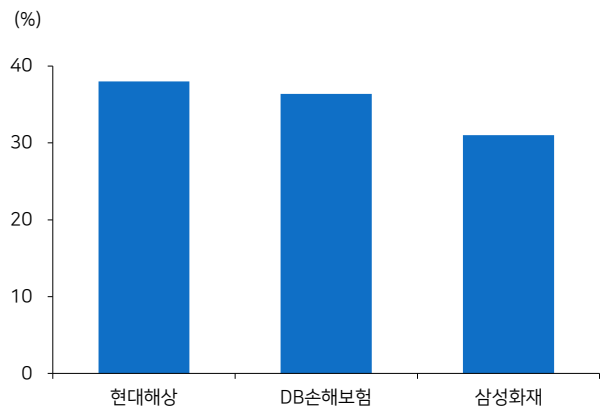
자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

그림32 실손보험금 지급액 상위 5개 비급여 항목 (2024년)



자료: 보험연구원, 메리츠증권 리서치센터

그림33 보험사 위험보험료 내 실손보험 비중



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

실적 개선 기대감 2. 관찰기간의 변화

경험통계 기반 손해율 산정 기준 고려 시, 보험사들의 실적 개선 흐름이 가시화되는 시기에 진입하고 있다.

통상 보험사들이 요율 산정이나 준비금 적립에 활용하는 경험통계 관찰기간은 5년 수준으로, 매년 관찰 구간이 한 해씩 앞으로 이동(rolling)하는 구조를 가진다. 해당 구조 특성상, 시간이 지날수록 코로나19 팬데믹 당시처럼 의료이용이 비정상적으로 위축되며 손해율이 이례적으로 낮게 나타났던 구간이 관찰기간에서 제외되는 시점이 도래하며, 이는 향후 실적 개선의 구조적 동력으로 작용할 것이다.

2020~2022년 코로나 19 당시 1) 사회적 거리두기와 병원 방문 기피 등으로 의료이용이 일시적으로 감소하는 현상과 더불어 (KB손해보험 기준 장기보험 손해율 2022년 82% vs. 2019년 85%), 2) 자동차보험 역시 이동량 감소와 재택근무 확산으로 통행량 자체가 줄면서 사고율과 손해율이 동반 하락하는 이례적 구간을 경험한 바 있다 (KB손해보험 기준 자동차보험 손해율 2022년 80% vs. 2019년 92%). 해당 기간이 5년 경험통계에 포함됨에 따라, 전체 관찰기간의 평균 손해율이 낮게 형성되었던 것이다. 내년 기준 상 해당 기간이 제거될 것으로 예상한다.

더불어 2025년 시기가 관찰기간 내에 들어오고 있다. 해당 시기는 여러 보험사들이 신계약 확보를 위해 사업비 경쟁과 언더라이팅 완화 경쟁 이후 손해율과 사업비율이 동반 악화된 구간이었다 (DB손해보험 위험손해율 2025년 95% vs. 2023년 92%, 한화생명 2025년 94% vs. 2023년 84%).

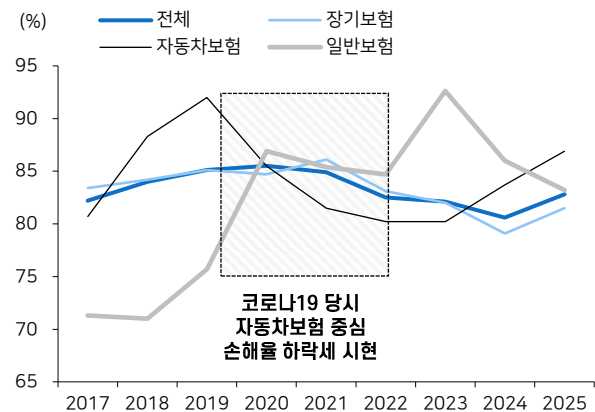
현재 보험사들은 앞서 본 바와 같이 양적 경쟁이 아닌, 효율적인 지표 개선을 기반으로 한 질적 경쟁으로 경영전략을 진행하고 있다. 현 경영태도와 더불어 앞서 본 바와 같이 경험통계 관찰기간 상 저손해율 구간(코로나19)이 빠지고 고손해율 구간(2025년)이 들어오는 흐름까지 종합적으로 고려해볼 시, 보험사들의 실적이 구조적으로 개선될 수 있을 것으로 전망한다.

그림34 IFRS17 계리적 가정 실무기준 일부 발췌

〈손보G사〉…
 □ 감독규정 개정안 시행세칙 별표35(책임준비금 산출기준) 및 K-ICS기준서에 정의된 통계기간을 최적가정 기준서에 문서화하여 일관성 확보
 □ 특정 사건으로 인한 특이치는 제외하는 것이 원칙이나, 사건 후 지속성 여부를 판단하여 결정
 - 특이치 포함하여 가정 산출하여 백테스트 결과, 가정 적정성을 인정할수 있는지 체크
 ※ 감독규정 등에서 특정하지 않는 경우 자체적인 통계기간은 최소 5년으로 설정. 특이치 관련 포함/제외 기준에 대한 구체적인 설명을 문서화하고 있지는 않고 사안별로 판단

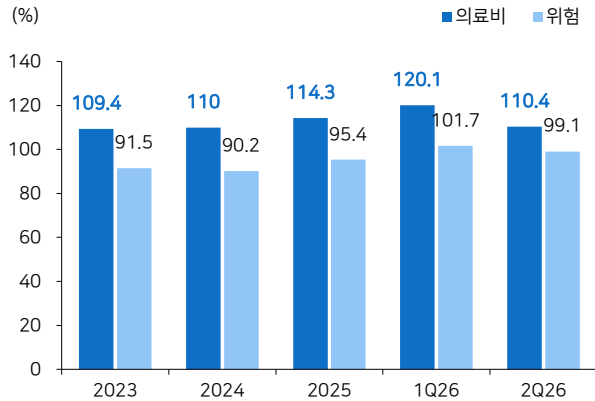
자료: 한국보험계리사회

그림35 KB손해보험 손해율 추이 (IFRS4 기준)



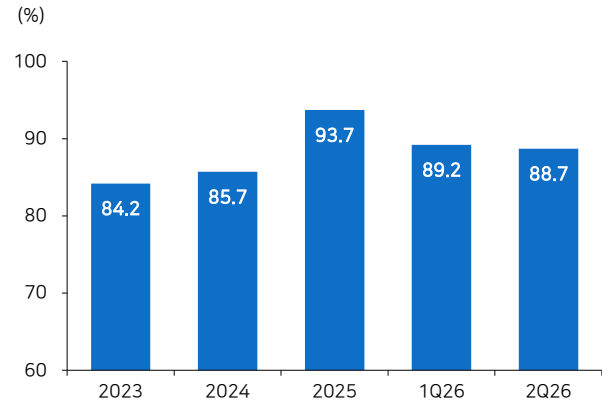
자료: KB금융, 메리츠증권 리서치센터

그림36 DB손해보험 손해율 추이



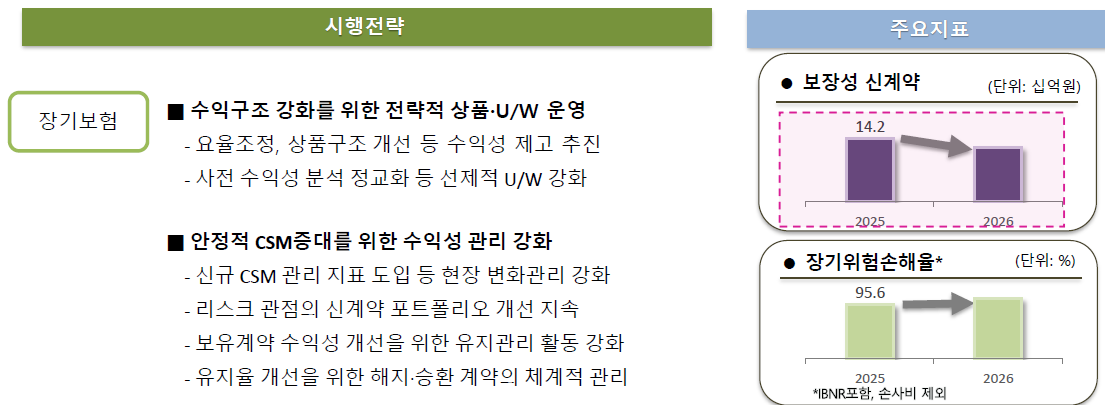
자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림37 한화생명 손해율 추이



자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림38 DB손해보험 2026년 경영전략 중 장기보험 부문



자료: DB손해보험

표18 손보사 부문별 보험손익 추이

(십억원)		2024년	2025년	1H26
삼성화재	장기	1,577.6	1,507.7	880.4
	자동차	95.8	(159.0)	20.0
	일반	175.7	170.8	187.5
	보험손익	1,849.1	1,519.5	1,087.9
DB손해보험	장기	1,345.6	1,075.8	775.7
	자동차	170.9	(54.7)	15.0
	일반	102.5	14.9	(2.4)
	보험손익	1,619.1	1,035.9	788.4
현대해상	장기	865.3	338.1	613.9
	자동차	19.2	(90.8)	(10.2)
	일반	158.6	148.8	102.2
	보험손익	1,043.1	396.1	705.8

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

투자전략

보험 업종에 대해 투자의견을 Overweight로 상향한다. 1) 현 금리 환경은 보험에게 있어 자본 확대, 신규 투자 이원 수익률 상승으로 긍정적인 가운데, 2) 매크로 요인 외에도 제도 개선, 경험통계 관찰기간 변화 등 보험 업황의 실적 개선 기대감이 부각될 시기에 진입한 것으로 판단하기 때문이다. 물론 3) 배당가능이익은 여전히 불확실성이 높으나, 해약환급금준비금 제도 개선 시 배당을 곧바로 재개할 수 있을 정도로 준비가 된 보험사도 존재한다. 참고로 보험사의 기본자본 K-ICS 비율 제도는 내년부터 도입될 예정이다. 현재 일부 보험사들은 해약환급금준비금이 이익잉여금을 상회 및 그 차액만큼 기본자본비율에서 차감됨에 따라 자본비율 위협이 존재한다. 준비금 관련 제도 변화 확인이 필요하다.

이 외에도 비경상적인 요인에 따른 실적 개선 여력을 보유한 보험사가 존재한다. 삼성생명과 삼성화재는 계열사 배당 수취에 따른 실적 개선 및 이에 따른 배당 확대를 전망한다. 삼성생명은 특별배당 내용 외에도 보유 자사주까지 포함한 밸류업 계획이 추후 발표될 것으로 예상한다 (삼성화재는 기발표). 참고로 삼성생명이 보유 자사주를 소각하게 될 시, 삼성물산의 삼성생명 지분율이 올라가게 된다. 한편 계열사 보유 지분율이 높은 삼성생명의 경우 막대한 금액이 유입된다는 점에서 주주환원 외에도 M&A에 대한 부분도 함께 고민될 것으로 예상한다. 이미 일본 보험사들은 미국, 영국 등 해외 M&A를 적극 진행함에 따라 추가적인 성장 동력을 확보해 나가고 있다.

한편 커버리지 일부 보험사들의 적정주가를 12% 상향한다. 자본 구조 상 금리 상승이 우호적인 점을 감안, 할인율 축소를 반영했다.

최선호주는 현대해상을 제시한다. 1) CSM잔액 증가, 보험손익 개선, 기본자본 K-ICS비율 개선 등 본업에서의 개선세가 뚜렷하게 나타나고 있다. 추후 제도개혁에 따른 추가적인 손해를 안정화도 기대 가능하다. 2) 한편 배당가능이익은 여전히 (-)이나 개선되고 있는 가운데 (-6,600억원 vs. 1Q26 -1.4조원), 해약환급금준비금 제도 개선이 시행될 시 배당 재개가 가능할 정도로 준비된 상태이다 (해약환급금준비금 10%당 4,500~5,000억원). 동사는 배당 가능 이익 확보 시, 안정적인 기본자본 K-ICS비율 수준 전제 하 과거 배당성향 20% 대비 상향을 검토하고 있다.

차선호주는 DB손해보험을 제시한다. 1) DB손해보험 또한 제도적인 개선에 힘입어 하반기 중 실적 개선 여력이 유효하다. 2) 한편 포테그라 인수 완료에 따른 연결 기준 새로운 주주환원 정책을 발표 (2030년 주주환원을 목표 연결 40%, 별도 50% vs. 기존 2028년 주주환원을 목표 별도 35%, K-ICS비율 목표 220%), 이에 따른 26E ~ 28E DPS 상향 조정 및 이에 따른 배당수익률 매력도가 높은 구간이다 (26E 배당수익률 5%).

표18 보험 적정주가 변경 내역

(원)	New	Old	차이 (%)	현재가 (9/1)	Upside Potential
삼성화재	840,000	790,000	6.3	677,000	24.1
DB손해보험	240,000	222,000	8.1	192,600	24.6
현대해상	64,000	53,500	19.6	53,400	19.9
한화생명	7,000	6,200	12.9	5,920	18.2

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표19 보험 적정주가 산출

	단위	삼성화재	DB손해보험	현대해상	한화생명
3개년 평균 ROE [A]	%	6.0	11.9	9.7	4.7
Cost of Equity [B]	%	6.4	5.9	5.7	7.2
할증폭 [C]		2.9	2.2	14.0	5.4
조정 COE [E=B+C]		9.3	8.1	19.7	12.6
Eternal Growth [D]	%	0	0	0	0
Adj. Fair PBR (이론적 PBR) [F=(A-D)/(E-D)]		0.6	1.5	0.5	0.4
Premium/Discount [G]	%	30	20	0	0
Target PBR [H=F*(1+G)]	배	0.8	1.8	0.5	0.4
12M Fwd 수정 BPS [I]	원	1,006,211	135,025	129,850	18,967
적정주가 [J=H*I]	원	840,000	240,000	64,000	7,000
현재가 (9/1) [K]	원	677,000	192,600	53,400	5,920
Upside Potential [L=(J-K)/K]	%	24.1	24.6	19.9	18.2

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

수정 BPS = 자기자본+CSM규모-해약환급금준비금

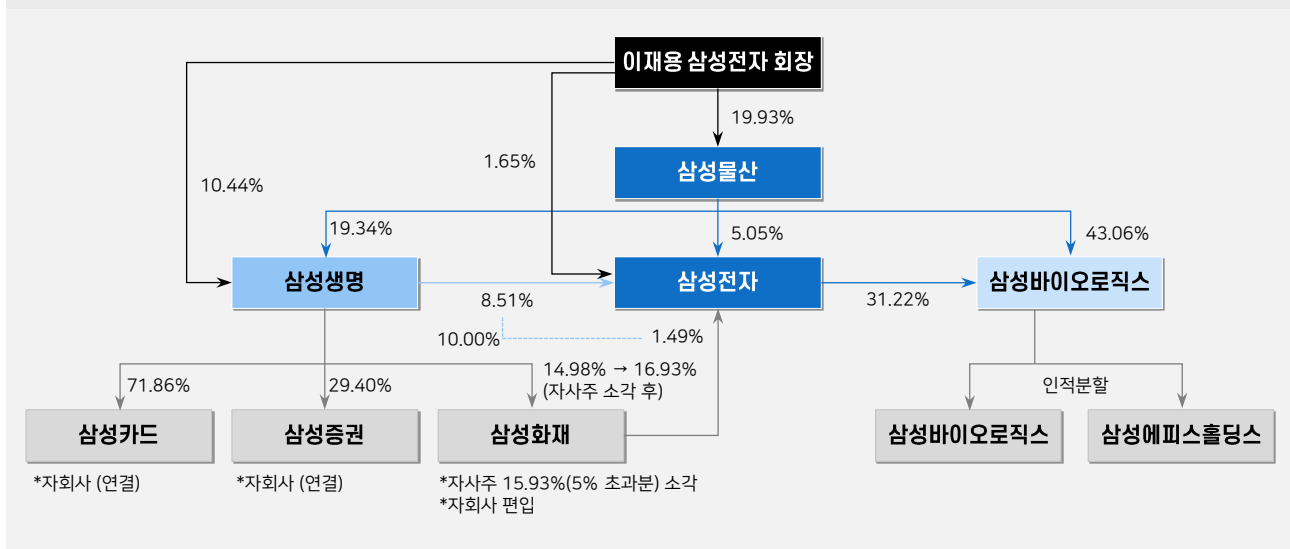
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표20 일본 보험사 M&A 내역

보험사	인수 완료 시점	피인수보험사 (국가)	카테고리	인수가격 (십억달러)	PBR (배)	M&A 배경
Dai-ichi Life	2015년 2월	Protective Life Corporation (미국)	생명보험	5.70	1.29	미국 성장 플랫폼으로 삼기 위함
Tokio Marine	2015년 10월	HCC Insurance Holdings (미국)	스페셜티	7.50	1.90	미국 사업 확대 + 저변동성·고수익 글로벌 포트폴리오 확보
MS&AD	2016년 2월	Amlin (영국)	스페셜티	5.30	2.40	Lloyd's 스페셜티 마켓 선도적 지위 확보
Sumitomo Life	2016년 2월	Symetra Financial (미국)	생명보험	3.80	1.56	미국 성장 플랫폼으로 삼기 위함
Meiji Yasuda Life	2016년 3월	StanCorp Financial (미국)	단체복지후생	5.00	2.24	미국 시장 상품군 확대 및 다각화·국제화 가속
SOMPO	2017년 3월	Endurance Specialty (버뮤다)	스페셜티	6.30	1.36	해외전환(overseas transformation)의 시작 + 선진시장 원수보험 강화
MS&AD	2017년 12월	First Capital Insurance (싱가포르)	손해보험	1.60	3.30	싱가포르 1위 손보사 지위 확보 + 아세안 지역 선도적 지위 강화
SOMPO	2026년 2월	Aspen Insurance Holdings (버뮤다)	스페셜티	3.50	1.32	고성장 해외시장으로의 지리적 다각화

자료: 각 사, 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

그림39 삼성 지배구조



자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

표21 커버리지 보험사 보유자사주 현황

	보유 자사주 (%)	참고
삼성화재	10.8 5% 외 소각 예정 (~28년)	
DB손해보험	7.4 25년 12월 2%, 26년 2월 5.6% 소각	
현대해상	7.0 3% 외 소각 예정 (~28년)	
삼성생명	10.2	유예
한화생명	13.5	유예

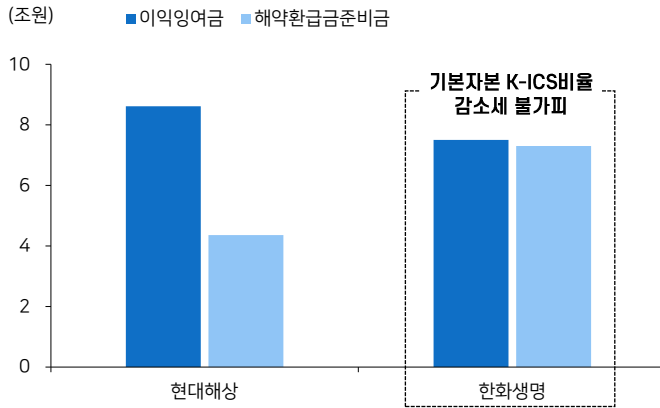
주: 자사주 소각 시행일 2026년 3월 6일로부터 6개월 유예 + 1년
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표22 수입배당금 익금불산입률 현황

지분율	익금불산입률
50% 이상	100%
20% 이상 50% 미만	80%
20% 미만	30%

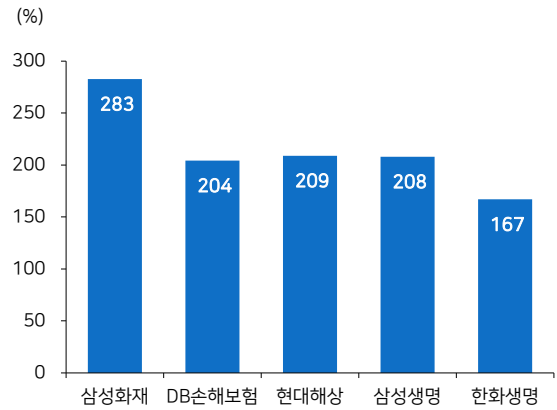
자료: 국회, 메리츠증권 리서치센터

그림40 현대해상, 한화생명 이익잉여금 및 해약환급금준비금 (2Q26)



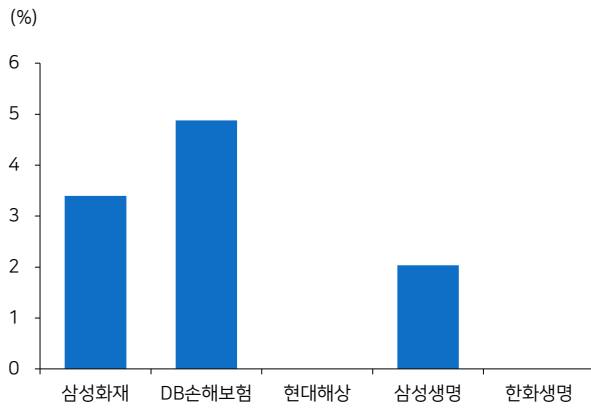
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림41 보험 K-ICS비율 (2Q26)



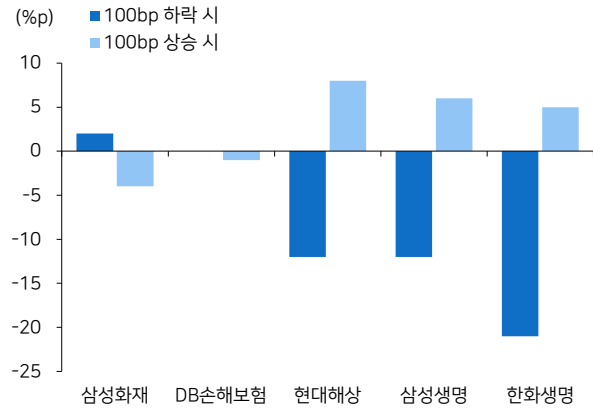
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림42 보험 배당수익률 (26E)



주: 9월 1일 종가 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림43 금리 100bp 변동 시 자본 영향 (2025년)



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표23 보험 Valuation table		삼성화재	DB손해보험	현대해상	삼성생명	한화생명
종목코드		000810	005830	001450	032830	088350
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
주가		677,000	192,600	53,400	309,500	5,920
적정주가 (원)		840,000	240,000	64,000	460,000	7,000
상승여력* (%)		24.1	24.6	19.9	48.6	18.2
지배순이익 (십억원)	2025	2,018	1,535	561	2,303	313
	2026E	2,318	1,662	921	2,778	714
	2027E	2,822	1,612	919	5,824	608
PER (배)	2025	10.5	6.0	4.3	12.9	7.8
	2026E	12.4	8.2	4.5	21.1	6.2
	2027E	10.2	8.5	4.6	10.4	7.3
PBR (배)	2025	0.99	0.80	0.49	0.49	0.20
	2026E	0.79	0.93	0.65	0.40	0.30
	2027E	0.75	0.86	0.59	0.38	0.29
PBR (배) - 수정BPS	2025	0.77	0.68	0.31	0.42	0.20
	2026E	0.70	1.43	0.45	0.39	0.33
	2027E	0.67	0.91	0.43	0.37	0.31
EPS (원)	2025	47,478	21,679	7,156	12,258	417
	2026E	54,539	23,476	11,747	14,636	951
	2027E	66,390	22,769	11,720	29,870	810
BPS (원)	2025	500,885	164,129	62,278	324,177	16,583
	2026E	852,887	207,651	82,643	764,212	19,457
	2027E	901,632	224,619	90,089	816,171	20,257
Adj BPS (원) - 해약환급금, csm	2025	645,358	193,195	98,772	372,943	16,330
	2026E	968,037	135,025	117,977	787,904	18,082
	2027E	1,006,211	212,502	123,188	830,804	18,819
ROE (%)	2025	9.5	15.6	11.5	3.8	2.5
	2026E	6.4	13.3	14.2	1.9	4.9
	2027E	7.4	12.0	13.0	3.7	4.0
ROA (%)	2025	2.1	2.6	1.1	0.7	0.2
	2026E	2.0	3.1	1.9	0.6	0.6
	2027E	2.4	2.9	1.8	1.2	0.5
DPS (원)	2025	19,500	7,600	-	5,300	-
	2026E	23,000	9,400	-	6,300	-
	2027E	28,000	10,200	2,900	10,000	140
배당수익률 (%)	2025	3.9	5.8	-	3.4	-
	2026E	3.4	4.9	-	2.0	-
	2027E	4.1	5.3	5.4	3.2	2.4
배당성장 (%)	2025	41.1	30.0	-	41.3	-
	2026E	42.0	34.0	-	43.0	-
	2027E	42.5	38.0	25.0	33.5	17.0

주: 9월 1일 종가 기준

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

증권: 배당수익률이 핵심

현 매크로 환경 중 금리 상승은 증권에게 있어 채권평가손 확대, 이에 따른 증시 변동성 확대 시 거래대금 축소 등으로 비우호적이다.

다만 해당 변동성을 감안해보더라도 증권사들의 경사 체력은 과거대비 개선된 가운데, 이에 따른 배당수익률은 높은 수준을 기록하고 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

금리와 증권

증권은 금리 상승 시, 트레이딩 수익 상 평가손실 확대가 불가피하다.

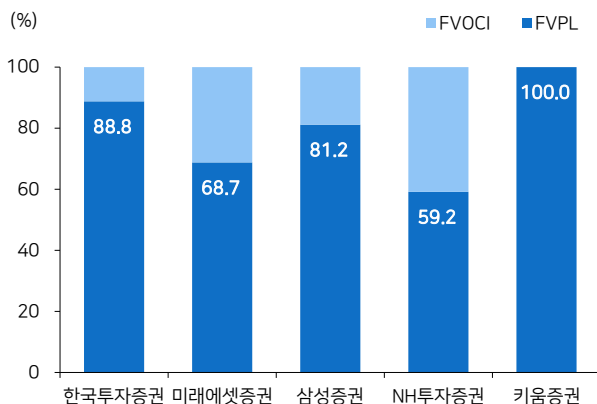
증권사 대부분 채권을 증권자산 내에 약 50%를 보유하고 있는 가운데, 대부분 FVPL로 분류되어 있다 (커버리지 평균 80%). 이는 시장금리 변동 시, 채권평가 손익에 따라 트레이딩 손익 변동폭이 높다는 것을 의미한다.

과거 추이를 살펴볼 시, 통상 금리 상승 시 증권사들의 운용손익은 축소되는 양상을 보여왔다. 물론 증권사들의 역량에 따라 손익 규모 차이가 존재하기도 하나 대부분 비슷한 모습을 보여주고 있다.

다만 금리가 상승하더라도 올해 상반기처럼 주식시장이 우호적인 경우, 트레이딩 수익은 금리 방향과 반대로 가는 경우가 존재한다.

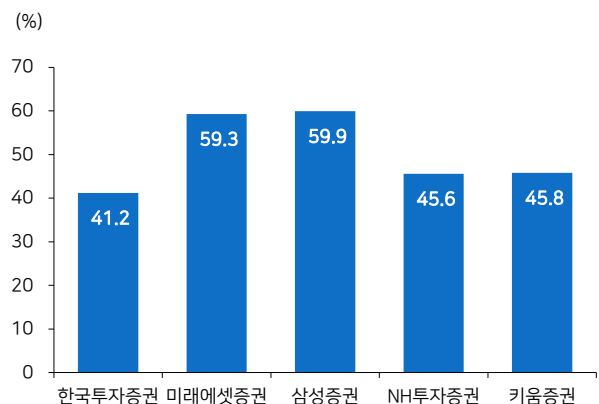
물론 현재는 후술할 거래대금 지표에서도 확인할 수 있듯, 거래대금이 전분기대비 축소되고 있으며, 시장금리 또한 변동성이 확대되고 있기에 트레이딩 수익의 불확실성이 확대되었다.

그림44 커버리지 증권사 채권 중 FVPL, FVOCI (1Q26)



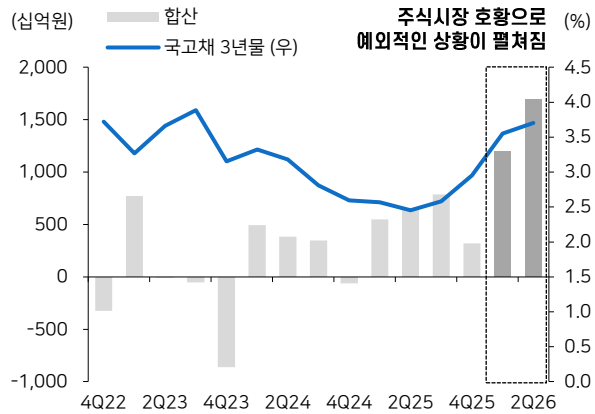
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림45 커버리지 증권사 증권 자산 중 채권 비중 (1Q26)



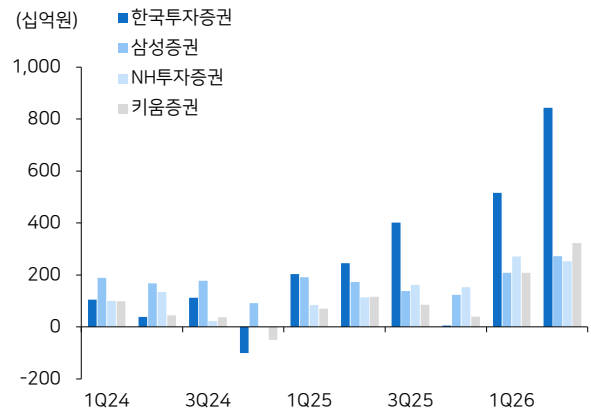
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림46 커버리지 순상품운용수익, 기타수익 추이



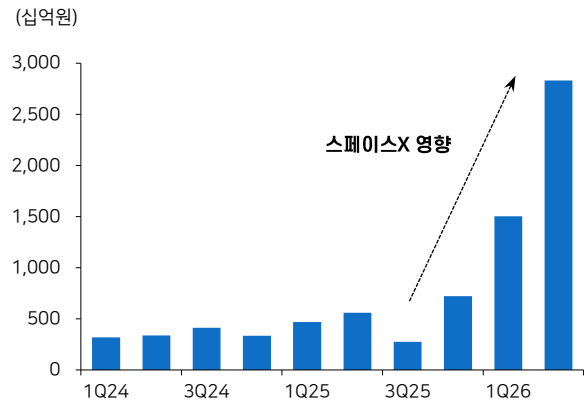
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림47 커버리지 순상품운용수익, 기타수익 추이



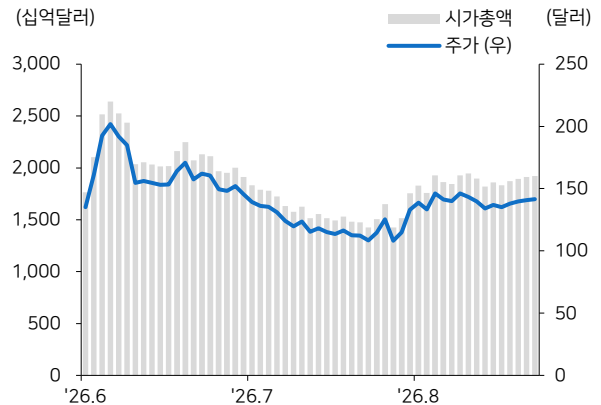
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림48 미래에셋증권 순상품운용수익, 기타수익 추이



자료: 미래에셋증권, 메리츠증권 리서치센터

그림49 스페이스X 시가총액 및 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

거래대금 점검

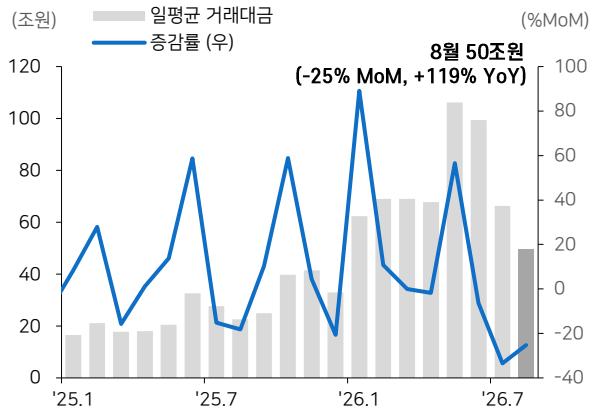
국내 일평균 거래대금은 7-8월 평균 58조원으로 2Q26 91조원대비 36.5% 감소했다 (7월 66.3조원, 8월 49.6조원).

ETF 거래대금은 7-8월 평균 25조원으로 2Q26 평균 28조원대비 10.1% 감소했다. 레버리지 ETF 관련 규제 이후 감소세를 기록했다.

증시의 대기자금 성격인 고객예탁금은 8월 99.7조원 (-4.3% MoM vs. 2H25 평균 77조원)을 기록했다. 신용공여 잔고는 8월 34조원으로 전월대비 11.8% 증가했다.

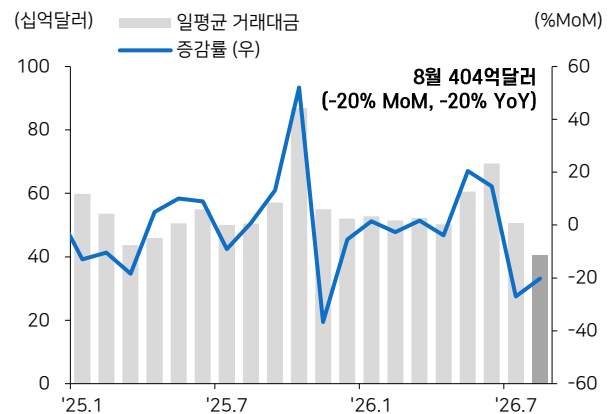
한편 해외 거래대금은 7-8월 평균 455억달러로 2Q26 평균 601억달러대비 24.2% 감소했다. 다만 1) 전분기 스페이스X 상장의 기저효과가 존재하며, 2) 해외주식 수수료율은 경쟁 완화로 제고되고 있어 이를 기반한 실적 방어가 예상된다 (키움증권 2Q26 10.2bp vs. 2Q25 8.9bp).

그림50 국내주식 거래대금 추이



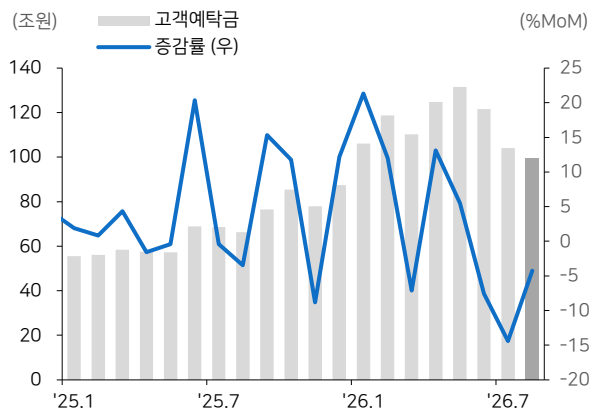
자료: KRX, NXT, 메리츠증권 리서치센터

그림51 해외주식 거래대금 추이



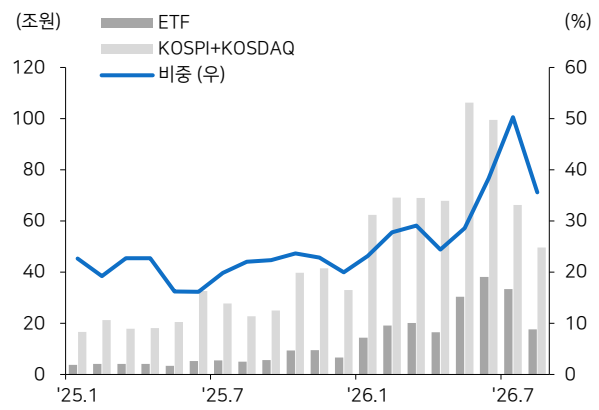
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림52 고객예탁금 추이



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림53 주식시장 및 ETF 일평균 거래대금 추이



자료: KRX, NXT, 메리츠증권 리서치센터

거래대금 단순 비례 기반 실적 추정치 점검: 배당수익률은 그래도 6%대 존재

증권사 중 WM 수수료가 높을수록 완충 역할을 하며 이익 방어력이 상대적으로 높을 것으로 예상하는 가운데, 거래대금 단순 비례 기반 실적 추정치를 하향 조정해볼 시 일부 증권사는 여전히 배당수익률이 6%대를 예상 가능하다.

앞서 본 바와 같이 7월부터 거래대금이 축소되고 있다. 당사는 이전 하반기 64조 원을 추정했다 (3Q26E 70조원, 4Q26E 58조원). 아직 3Q26가 끝나질 않았으나, 거래대금만을 단순히 비례하여 실적 추정치를 변동해보자면 다음과 같이 추정해볼 수 있다.

일례로 2H26 거래대금을 55조원으로 하향 조정할 시, 2026년 커버리지 증권사 합산 순이익은 해당 거래대금 단순 비례 기준 5% 가량 하향 조정될 수 있다. 보수적으로 거래대금 45조원으로 하향 조정할 시, 순이익은 10% 가량 하향 조정될 수 있다.

거래대금 단순 비례 기준 순이익을 하향 조정할 시, 배당금이 또한 당연히 축소될 수 있다. 가령 보수적으로 거래대금 45조원 기준으로 배당금을 추정해볼 시, 배당수익률은 평균 5%대로 기존 6%대비 축소될 수 있으나 여전히 일부 증권사의 경우 6%대의 고배당 매력도가 유효하다.

물론 위에 언급한 내용의 경우 단순 거래대금만을 가지고 추정해본 것이다. 실질적으로 가장 큰 변수는 트레이딩 수익이다. 채권 트레이딩의 경우 금리에 민감한 가운데, 주식 트레이딩 또한 증시의 변동성으로 인해 불확실성이 존재하다. 실제 순이익 추정치는 이에 따라 추가적인 조정이 나타날 수 있다.

표24 커버리지 증권사 운영업수익 비중 2025년 vs. 1H26

(%)	한국투자증권		미래에셋증권		삼성증권		NH투자증권		키움증권	
	2025	1H26	2025	1H26	2025	1H26	2025	1H26	2025	1H26
위탁매매	16.0	25.2	40.2	44.7	31.1	41.7	23.1	35.4	43.5	50.6
자산관리	6.8	12.3	13.6	10.0	6.8	10.6	4.8	6.1	-	-
IB	23.1	17.2	6.6	2.8	12.7	8.6	19.0	10.4	13.6	8.0
트레이딩 및 이자손익, 기타	54.1	45.2	39.5	42.4	49.4	39.2	53.1	48.0	42.9	41.5

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표25 당사 이전 커버리지 증권사 추정치								
(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E
거래대금 가정 (조원)	19	23	25	38	67	90	70	58
코스피 (지수)	2,481	3,056	3,425	4,214	5,053	8,477		
한국금융지주	458	539	674	349	915	996	759	418
미래에셋증권	259	403	340	567	996	1,896	414	304
삼성증권	248	235	309	215	451	488	401	305
NH투자증권	208	257	283	284	476	505	434	305
키움증권	235	310	322	247	476	680	405	217
합계	1,409	1,744	1,928	1,661	3,314	4,565	2,414	1,550

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표26 하반기 거래대금에 따른 순이익 민감도 분석 (거래대금 단순 비례 추정)					
	하반기 거래대금 (조원)				
	45	50	55	60	65
2H26E 순이익 (거래대금 단순 비례 추정, 십억원)	2,797	3,108	3,419	3,729	4,040
2026년 연간이익 추정치 변동 (%)	(9.8)	(7.2)	(4.6)	(2.0)	0.7

주: 당시 이전 2H26E 거래대금 64조원 추정

자료: 메리츠증권 리서치센터

표27 거래대금 단순 비례 순이익 수정에 따른 배당수익률 (총배당금 기준)					
(%)	거래대금 단순 비례 순이익 수정에 따른 배당수익률				
	45	50	55	60	65
한국금융지주	6.2	6.5	6.7	6.9	7.1
미래에셋증권	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3
삼성증권	6.5	6.7	7.0	7.2	7.5
NH투자증권	6.7	6.9	7.2	7.4	7.7
키움증권	5.4	5.5	5.7	5.9	6.0

주: 9월 1일 종가 기준, 회색 음영 거래대금 45조원 기준 배당수익률 6% 이상

자료: 메리츠증권 리서치센터

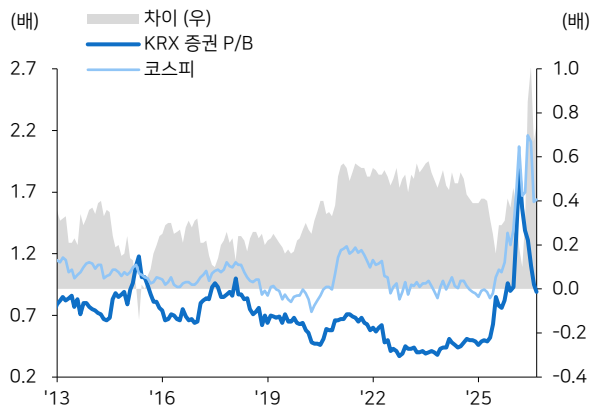
투자전략

증권 업종에 대해 투자의견 Overweight 유지한다. 금리에 따른 증시 환경 및 실적 변동성이 존재하지만, 1) 증시로의 자금 유입에 따른 WM 수익원 확보 기반 안정적인 수익원 존재 및 추후 발행어음/IMA 등을 기반으로 한 추가적인 이익 제고력은 여전히 유효하다. 더불어 2) 현 Valuation (FY1 KRX증권 PBR 0.9배 vs. KOSPI 1.6배)에는 증시 변동성에 따른 실적 우려가 반영된 가운데, 3) 하반기 이익 변동성에도 불구하고, 상반기 중 양호한 금융시장 환경 기반 견조한 실적을 이미 창출했기에 (커버리지 합산 1H26 순이익 7.88조원 vs. 2025년 연간 6.74조원) 앞서 본 바와 같이 거래대금 하향 조정에도 6%대 배당수익률이 추정되는 등 고배당 매력 기반 접근은 유효한 것으로 판단한다.

한편 커버리지 증권사들의 적정주가를 12% 하향한다. 하반기 거래대금 추정치 하향 (3Q26E 61조원 vs. 기존 70조원, 3Q26말 금리 및 거래대금 수준에 따른 추후 변동성도 존재) 및 금리 상승에 따른 할인율 확대를 반영했다.

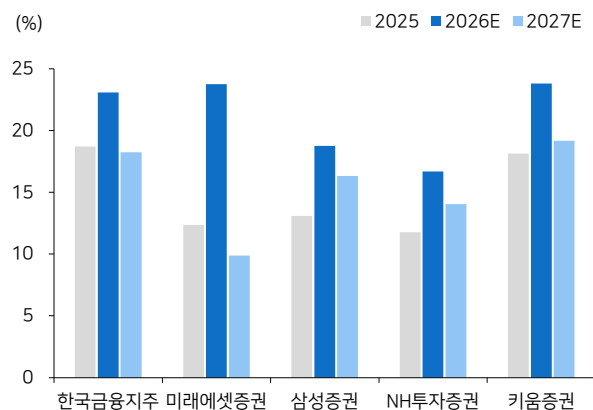
최선호주는 삼성증권을 유지한다. 1) 주식시장 변동성이 확대되고 있으나, 동사의 고객자산이 큰 폭으로 확대되는 등 (652조원 vs. 2Q25 356조원) 이를 기반한 WM 수수료가 완충 역할을 하며 이익 방어력이 상대적으로 높을 것으로 예상된다. 2) 한편 앞서 실적 추정치 점검에서 본 바와 같이 보수적인 거래대금 가정에도 6%대의 고배당 매력도가 유지될 것으로 예상하며, 3) 추후 주주환원에 대한 기대감은 여전히 유효하다 (별도 자기자본 8.2조원 vs. 동사의 주주환원 확대 기준 8조원).

그림54 PBR (FY1): 코스피 vs. KRX증권



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림55 증권 ROE 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

표28 커버리지 증권 연간이익 전망 변경

(십억원)	New		Old		차이	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
미래에셋증권	3,486.7	1,647.6	3,610.4	1,659.9	(3.4)	(0.7)
NH투자증권	1,645.0	1,497.9	1,720.3	1,503.8	(4.4)	(0.4)
삼성증권	1,576.0	1,501.6	1,645.2	1,502.0	(4.2)	(0.0)
한국금융지주	2,990.1	2,723.3	3,087.5	2,726.7	(3.2)	(0.1)
키움증권	1,718.3	1,595.7	1,778.8	1,595.8	(3.4)	(0.0)
합산	11,416.0	8,966.1	11,842.2	8,988.2	(3.6)	(0.2)

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표29 증권 적정주가 변경 내역

(원)	New	Old	차이 (%)	현재가 (9/1)	Upside Potential
한국금융지주	265,000	300,000	(11.7)	191,000	38.7
미래에셋증권	47,000	50,000	(6.0)	34,900	34.7
삼성증권	125,000	145,000	(13.8)	88,300	41.6
NH투자증권	37,000	44,000	(15.9)	26,500	39.6
키움증권	380,000	430,000	(11.6)	282,000	34.8

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표30 증권 적정주가 산출

	단위	한국금융지주	미래에셋증권	삼성증권	NH투자증권	키움증권
3개년 평균 ROE [A]	%	19.3	14.5	17.0	14.9	20.2
Cost of Equity [B]	%	8.9	9.6	8.2	8.5	9.0
할증폭 [C]		12.4	1.1	6.9	4.5	10.7
조정 COE [E=B+C]		21.3	10.7	15.1	13.0	19.7
Eternal Growth [D]	%	0	0	0	0	0
Adj. Fair PBR (이론적 PBR) [F=(A-D)/(E-D)]		0.9	1.4	1.1	1.1	1.0
Premium/Discount [G]	%	0	10	0	0	0
Target PBR [H=F*(1+G)]	배	0.9	1.5	1.1	1.1	1.0
12M Fwd BPS [I]	원	292,132	31,240	111,516	32,255	369,469
적정주가 [J=H*I]	원	265,000	47,000	125,000	37,000	380,000
현재가 (9/1) [K]	원	191,000	34,900	88,300	26,500	282,000
Upside Potential [L=(J-K)/K]	%	38.7	34.7	41.6	39.6	34.8

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표31 증권 Valuation table		삼성증권	한국금융지주	키움증권	NH투자증권	미래에셋증권
종목코드		016360	071050	039490	005940	006800
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
주가		88,300	191,000	282,000	26,500	34,900
적정주가 (원)		125,000	265,000	380,000	37,000	47,000
상승여력 (%)		41.6	38.7	34.8	39.6	34.7
지배순이익 (십억원)	2025	1,007	2,020	1,114	1,032	1,570
	2026E	1,576	2,990	1,718	1,645	3,487
	2027E	1,502	2,723	1,596	1,498	1,648
PER (배)	2025	6.7	4.2	6.4	7.3	8.5
	2026E	5.0	3.4	4.0	5.7	5.6
	2027E	5.3	3.7	4.3	6.3	11.4
PBR (배)	2025	0.83	0.75	1.06	0.80	1.00
	2026E	0.90	0.76	0.89	0.92	1.21
	2027E	0.82	0.67	0.77	0.85	1.09
EPS (원)	2025	11,279	38,310	45,496	2,895	2,752
	2026E	17,648	56,696	70,403	4,616	6,279
	2027E	16,815	51,638	65,381	4,203	3,049
BPS (원)	2025	90,348	215,524	273,910	26,473	23,327
	2026E	97,799	251,100	316,844	28,833	28,928
	2027E	108,309	286,702	365,225	31,033	31,998
ROE (%)	2025	13.1	18.7	18.1	11.8	12.4
	2026E	18.8	23.1	23.8	16.7	23.7
	2027E	16.3	18.2	19.2	14.0	9.9
ROA (%)	2025	1.4	1.6	1.6	1.4	1.1
	2026E	1.7	2.0	1.8	1.7	2.0
	2027E	1.4	1.6	1.4	1.3	0.8
DPS (원)	2025	4,000	8,690	11,500	1,300	300
	2026E	6,300	13,000	17,500	2,000	750
	2027E	6,300	12,000	17,000	1,900	600
배당수익률 (%)	2025	5.3	5.4	4.0	6.2	1.3
	2026E	7.1	6.8	6.2	7.5	2.1
	2027E	7.1	6.3	6.0	7.2	1.7
배당성장 (%)	2025	35.5	27.5	27.0	49.8	13.9
	2026E	35.5	26.7	24.9	45.7	15.5
	2027E	37.5	27.1	26.0	47.7	25.7

주: 9월 1일 종가 기준

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료 공표일 현재 한국금융지주우의 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 기재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

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

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	89.7%
중립	10.3%
매도	0.0%

2026년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

KB 금융 (105560) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%) 평균 최고(최저)	주가 및 적정주가 변동추이
2024.08.29	산업분석	Buy	110,000	조아해	-19.8 -8.2	
2024.11.08	산업분석	Buy	120,000	조아해	-25.8 -6.4	
2025.06.30	산업브리프	Buy	135,000	조아해	-14.5 -9.6	
2025.07.24	기업브리프	Buy	140,000	조아해	-19.1 -14.6	
2025.10.30	기업브리프	Buy	145,000	조아해	-14.1 -7.1	
2025.11.14	주식전략	Buy	155,000	조아해	-19.1 -14.8	
2026.01.09	산업브리프	Buy	162,000	조아해	-17.3 -11.7	
2026.02.05	기업브리프	Buy	175,000	조아해	-8.1 -3.5	
2026.03.04	산업분석	Buy	210,000	조아해	-26.2 -18.1	
2026.07.06	산업브리프	Buy	228,000	조아해	- -	

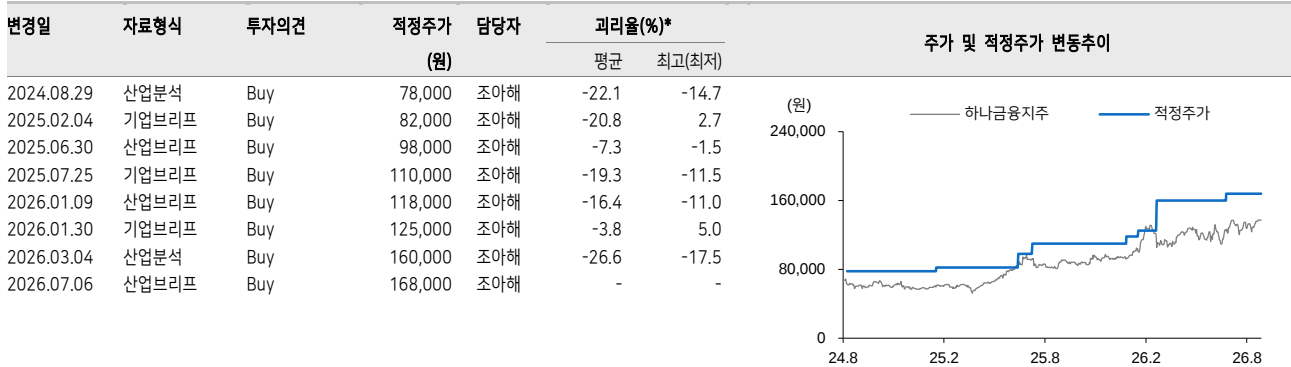
신한지주 (055550) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%) 평균 최고(최저)	주가 및 적정주가 변동추이
2024.08.29	산업분석	Buy	71,000	조아해	-26.5 -14.1	
2025.06.30	산업브리프	Buy	75,000	조아해	-9.9 -4.3	
2025.07.25	기업브리프	Buy	84,000	조아해	-18.0 -11.3	
2025.10.28	기업브리프	Buy	89,000	조아해	-13.9 -8.5	
2025.11.14	주식전략	Buy	95,000	조아해	-18.0 -14.3	
2026.01.09	산업브리프	Buy	100,000	조아해	-17.6 -9.7	
2026.02.05	기업브리프	Buy	110,000	조아해	-10.1 -3.6	
2026.03.04	산업분석	Buy	128,000	조아해	-24.8 -16.0	
2026.07.06	산업브리프	Buy	143,000	조아해	- -	

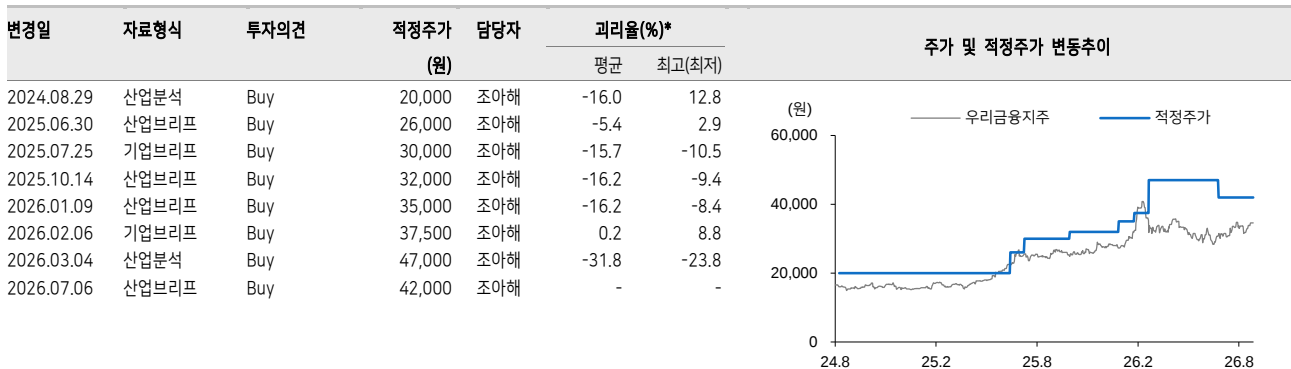
하나금융지주 (086790) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



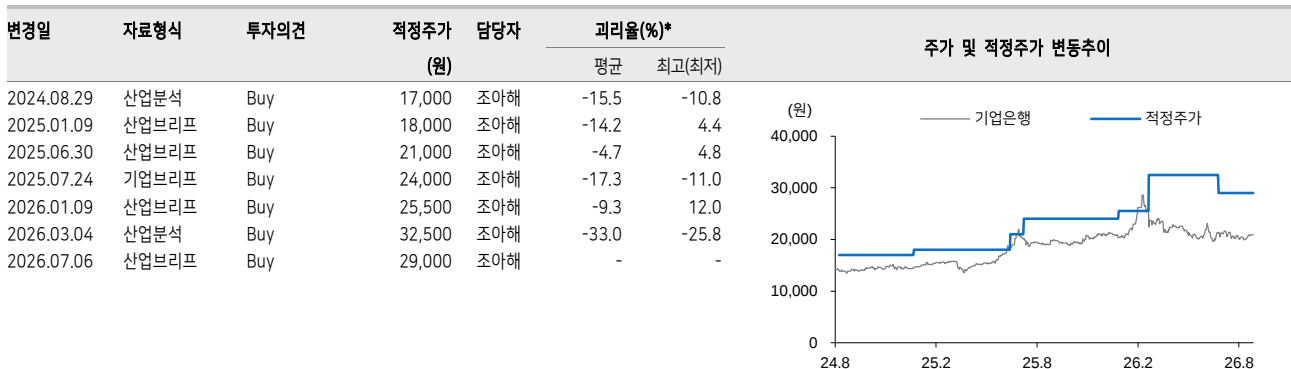
우리금융지주 (316140) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



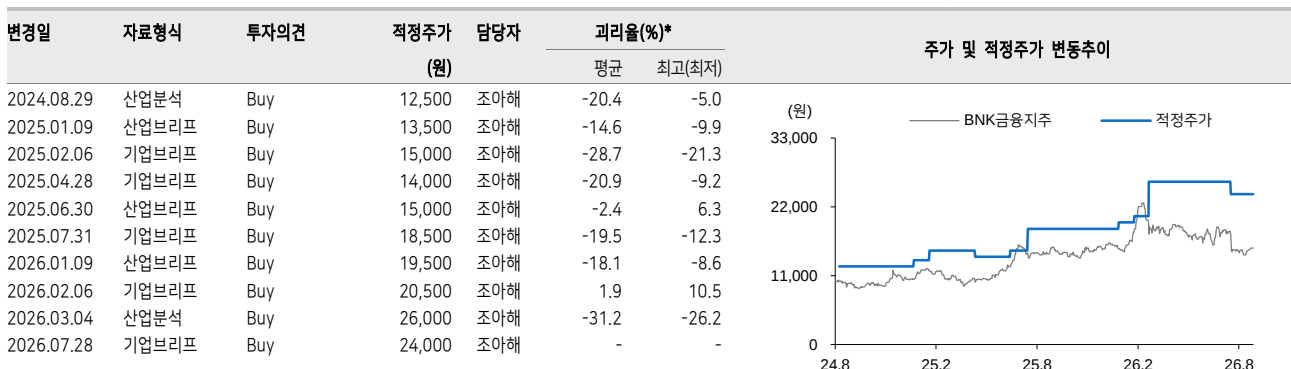
기업은행 (024110) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



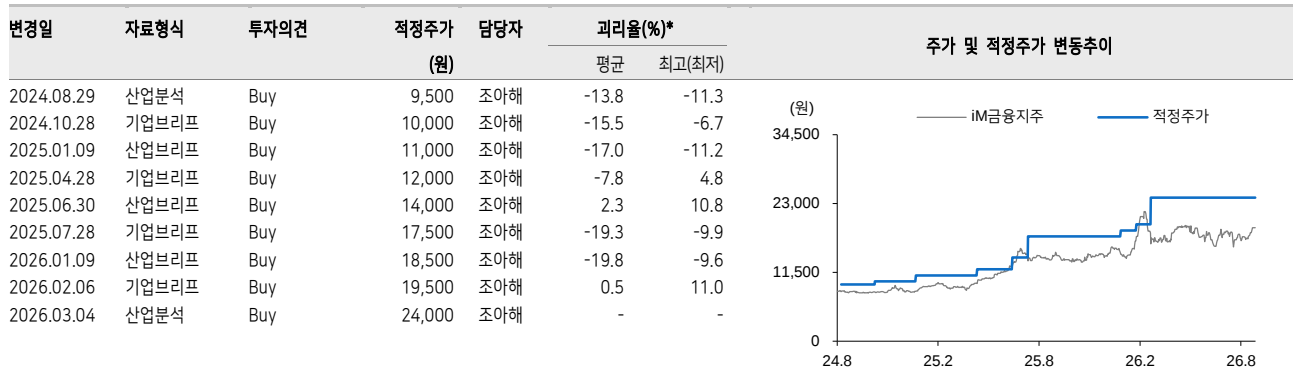
BNK 금융지주 (138930) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



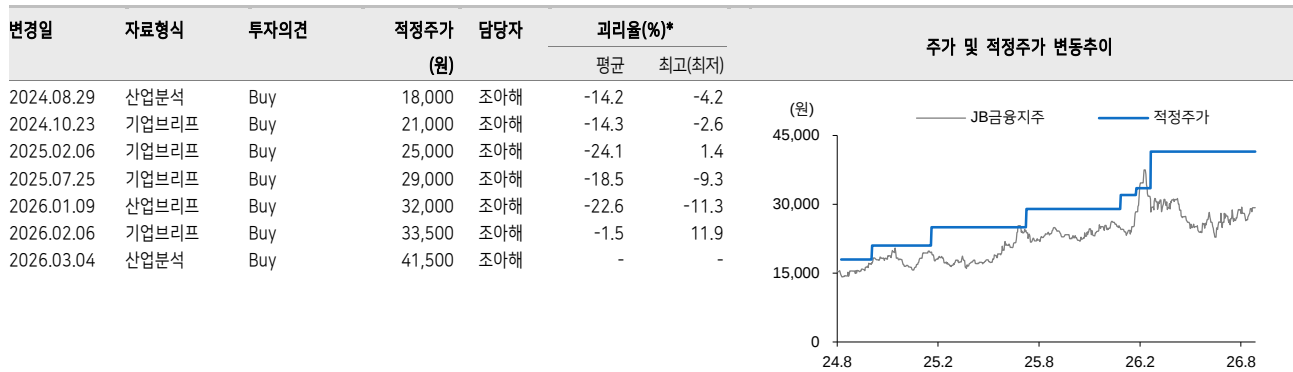
iM 금융지주 (139130) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



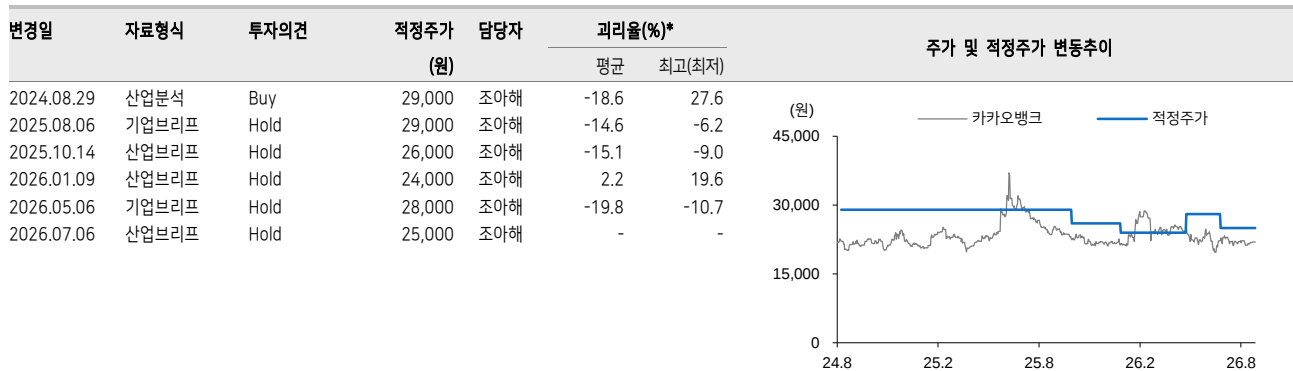
JB 금융지주 (175330) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



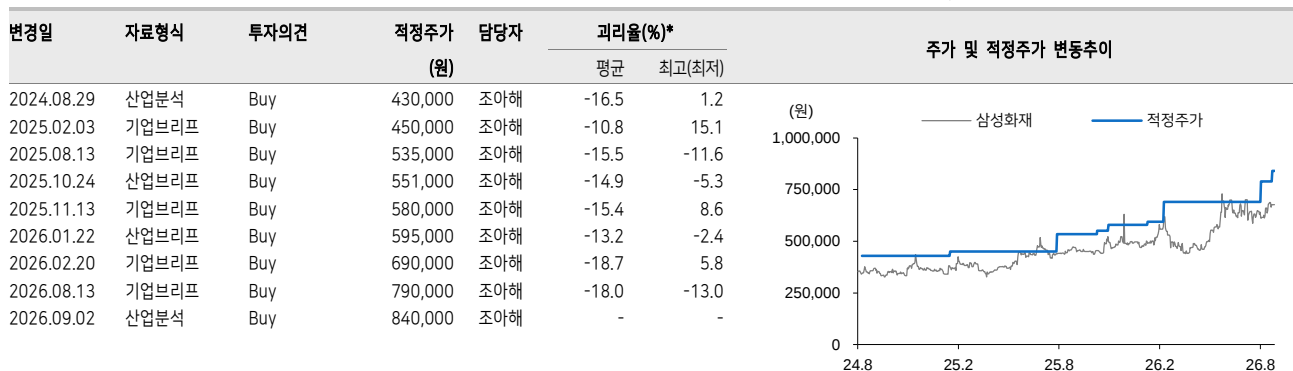
카카오뱅크 (323410) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



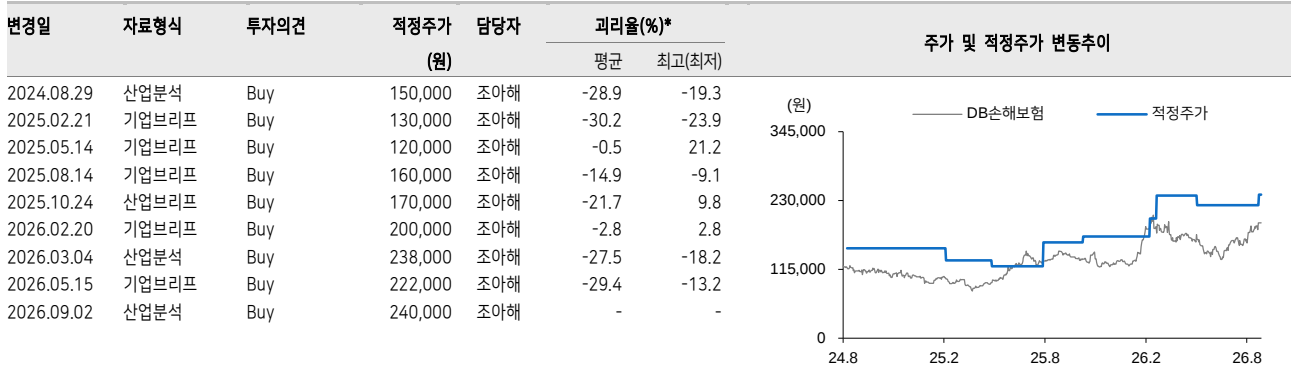
삼성화재 (000810) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



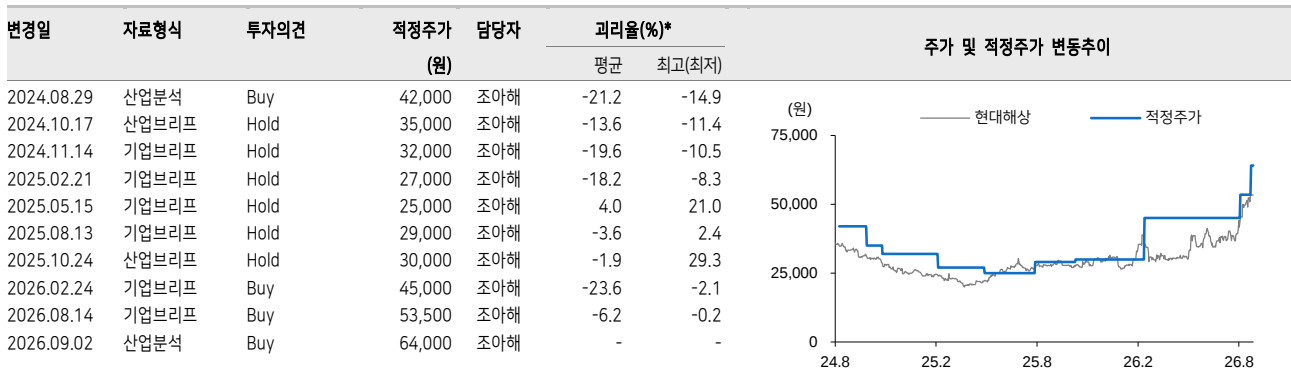
DB 손해보험 (005830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



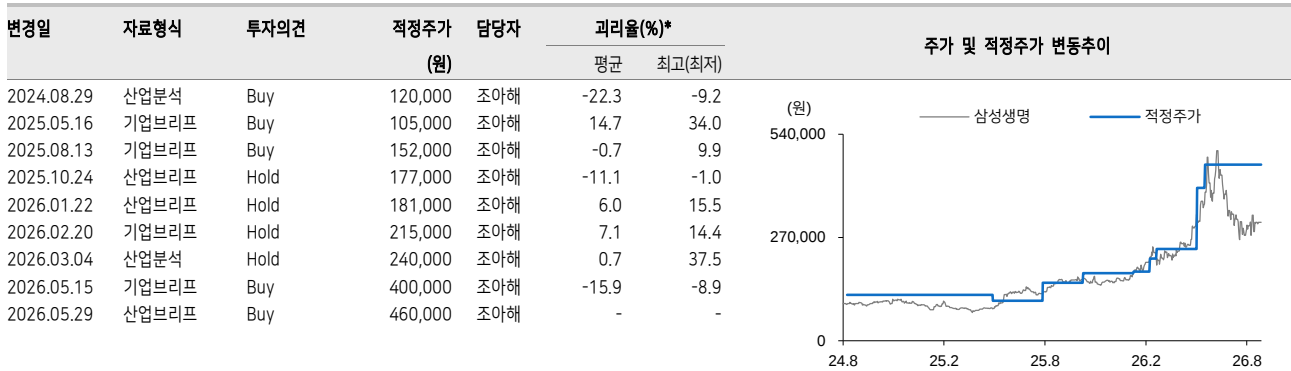
현대해상 (001450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



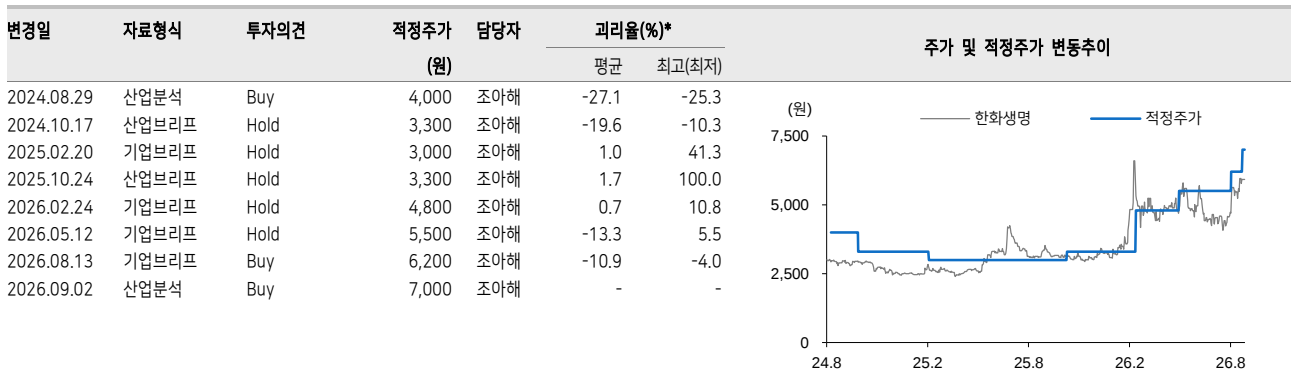
삼성생명 (032830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



한화생명 (088350) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



삼성증권 (016360) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.08.29	산업분석	Buy	57,000	조아해	-18.7	-2.6	
2025.05.14	기업브리프	Buy	66,000	조아해	-2.7	17.0	
2025.07.08	산업브리프	Buy	84,000	조아해	-12.9	-4.0	
2025.08.08	기업브리프	Buy	87,000	조아해	-18.5	-12.3	
2025.10.15	산업브리프	Buy	90,000	조아해	-15.0	-12.2	
2025.11.11	기업브리프	Buy	95,000	조아해	-16.8	-12.3	
2026.01.15	산업브리프	Buy	100,000	조아해	-13.5	-7.0	
2026.02.09	기업브리프	Buy	110,000	조아해	-5.3	4.1	
2026.03.04	산업분석	Buy	135,000	조아해	-22.4	10.7	
2026.05.11	기업브리프	Buy	158,000	조아해	-24.9	-14.4	
2026.07.08	산업브리프	Buy	175,000	조아해	-41.6	-36.0	
2026.08.04	기업브리프	Buy	145,000	조아해	-37.2	-32.0	
2026.09.02	산업분석	Buy	125,000	조아해	-	-	

키움증권 (039490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.08.29	산업분석	Buy	170,000	조아해	-19.2	39.1	
2025.07.08	산업브리프	Buy	260,000	조아해	-12.3	-7.7	
2025.07.30	기업브리프	Buy	280,000	조아해	-18.8	-0.7	
2025.10.15	산업브리프	Buy	320,000	조아해	-14.8	-6.7	
2025.10.30	기업브리프	Buy	340,000	조아해	-13.0	-8.1	
2025.11.14	주식전략	Buy	370,000	조아해	-22.0	-12.8	
2026.01.15	산업브리프	Buy	410,000	조아해	-10.1	11.0	
2026.02.04	기업브리프	Buy	485,000	조아해	-6.1	2.2	
2026.03.04	산업분석	Buy	585,000	조아해	-33.3	-17.2	
2026.07.30	기업브리프	Buy	430,000	조아해	-34.3	-30.1	
2026.09.02	산업분석	Buy	380,000	조아해	-	-	

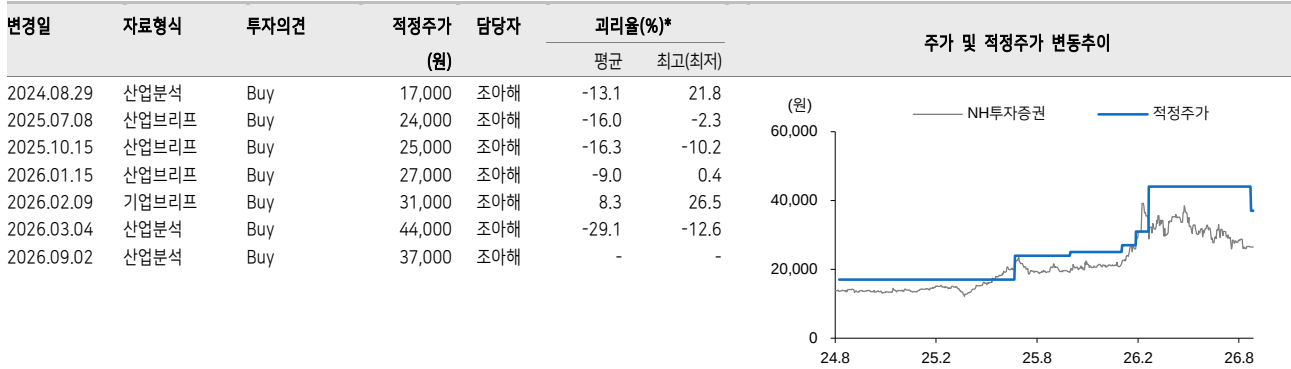
한국금융지주 (071050) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.08.29	산업분석	Buy	90,000	조아해	-16.8	-12.0	
2024.11.06	기업브리프	Buy	97,000	조아해	-21.7	-7.8	
2025.05.14	기업브리프	Buy	110,000	조아해	7.8	34.9	
2025.07.08	산업브리프	Buy	166,000	조아해	-10.7	-1.4	
2025.08.06	기업브리프	Buy	185,000	조아해	-24.0	-14.1	
2025.10.15	산업브리프	Buy	192,000	조아해	-11.2	-5.1	
2025.11.11	기업브리프	Buy	225,000	조아해	-27.3	-21.3	
2026.01.15	산업브리프	Buy	237,000	조아해	-14.8	-0.6	
2026.02.11	기업브리프	Buy	275,000	조아해	-4.5	6.4	
2026.03.04	산업분석	Buy	335,000	조아해	-28.8	-13.0	
2026.05.15	기업브리프	Buy	365,000	조아해	-37.7	-29.3	
2026.08.06	기업브리프	Buy	300,000	조아해	-35.8	-32.0	
2026.09.02	산업분석	Buy	265,000	조아해	-	-	

NH투자증권 (005940) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



미래에셋증권 (006800) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

