Daishin 증권

2025.09 은행/증권/보험

Sector Updates

박혜진 hyejin.park@daishin.com

최근 금융권 제재 및 상생금융 요구 리스트

구분	내용
LTV 담합	- 제재대상: 국민, 신한, 하나, 우리 / 예상 과징금 최대 2조원 - 공정거래위원회 소관 - 공정위는 2024년 1월 제재대상 은행들이 7,500건의 LTV 정보를 사전 공유했다는 의견서 제출. LTV 수준을 낮춰 금융 소비자의 대출액이 감소했기 때문에 소비자의 선택권이 침해당했다는 판단 - 과징금 부과될 경우 운영리스크로 판단, 위험가중치 500% 이상 반영. RWA 최대 10조원 증가 가능. 모두 한번에 반영되며 10년 경과 후 소멸
홍콩 ELS 보상	- 제재대상: 국민(8.2조원), 신한(2.4조원), 농협(2.1조원), 하나(2.1조원), 우리(4,130억원) - 금융위원회 소관 - 수수료수익 기준이 아닌 매출액 기준 보상액 산정 논란, 다만 은행권은 자율배상 실시하여 영향 크지 않을 것으로 전망
국고채 입찰 담합	- 제재대상: 은행(국민, 기업, 농협, 신한, 하나, 제일, 크레디아그리콜) / 증권(교보, 대신, DB, 미래, 삼성, 신한, 한국, KB, 농협, 메리츠, 키움) - 공정거래위원회 소관 - 매출액 기준 76조원, 매출액 10~15% 과징금 부과 검토 중 - 평균 120여개의 응찰금리 중 일부가 담합했다는 공정위측의 입장. 그러나 교환된 호가는 10개 미만으로 전체 시장에 영향을 미치기 어려운 구조
RWA 최저한도 상향	- 코로나19 사태, 러-우 전쟁 등에 따른 경기침체 우려로 이행 시기가 유예되었던 바젤Ⅲ 관련 위험가중자산 최저한도가 내년부터 단계적으로 상향 - 은행은 금융당국이 승인한 내부모형으로 산출한 RWA와 표준방법으로 산출한 RWA에 최저한도를 곱한 것을 비교해 둘 중 더 큰 값을 최종 RWA로 산출 - 표준방법 위험가중자산 최저한도를 현행 60% → '26년 65% → '27년 70% → '28년 72.5%로 단계적 상향 - 이에 따라 은행 RWA 증가 및 자본비율 하방 압력 증가
보험사 할인율 현실화 방안	- 보험부채 할인율 현실화 속도를 조절하되, 듀레이션 갭 기준을 마련해 금리 리스크 관리 기조 유지 예정 - 최종관찰만기(LLP, Last Liquid Point): 올해 1월부터 20년→30년으로 확대할 계획이었으나 23년으로 줄이고 '27년까지 3년에 걸쳐 단계적으로 30년 확대 - 장기선도금리(LTFR, Long Term Forward Rate): 실질이자율 장기평균+물가상승률(기대인플에이션율)로 산정, 관찰기관 이상의 추정금리, '24년 4.55%에서 '25년 초 4.3%로 -25bp 인하, 매년 25bp 인하 예정 - 유동성프리미엄: (LP, 무위험 금리에 가산하는 요소, 총 위험 스프레드에서 계약과 관련없는 신용스프레드 차감) 91bp→49bp로 42bp 하락
기본자본 킥스비율 규제	- 보험업계 우려를 감안해 충분한 준비 기간 부여하는 연착륙 방안 검토

최근 금융권 제재 및 상생금융 요구 리스트

	구분	내용
공통	교육세율 인상	- '26년부터 매출 1조 원을 초과하는 금융사를 대상으로 교육세율을 기존 0.5%에서 1.0%로 2배 높이는 교육세법 개정안 국무회의 통과 - 현행 4대 금융지주 평균 1,000억원, 보험 대형사 기준 200~250억원, 증권 150~200억원 부과. 보험은 현금 유출액이므로 BEL 증가, CSM 감소요인으로 작용. 상각연수는 6년 추정
은행	관세대응지원	- 9월 3일 발표 - 5대 금융(KB, 신한, 하나, 우리, NH) '26년까지 총 95조원 지원 (연초~8월 말 약 45조원 공급) - 지난 4월 5대 금융이 내놓았던 42.2조원의 2배가 넘는 금액 - 금융지원상품은 금리부담 경감, 수출·공급망 지원, 금리부담 경감, 혁신성장 지원, 대기업 상생대출 등 다양하게 구성
은행	배드뱅크	- 정부는 9월 중 한국자산관리공사 산하에 배드뱅크 설립 후 연체 채권 매입 시작 방침 - 7년 이상 연체된 5,000만원 이하 무담보 채권을 평균 5% 수준의 매입가로 일괄 매입 예상 - 배드뱅크 설립에 8,000억원의 예산 책정. 이중 4,000억원은 추가경정예산, 4,000억원은 금융권 출연금을 통해 마련 - 업권별 출연금 분담 비율은 금융권 내 자율 논의 중
은행	국민성장펀드	- 첨단전략산업기금 75조원+민간·연기금·금융회사·국민 75조원 총 150조원 이상의 국민성장펀드 조성 예정 - 25.08.27 한국산업은행 내에 첨단전략산업기금 신설하고 수권자본금을 상향(30 → 45조원)하는 한국산업은행법 개정안 국회 본회의 통과 - 인공지능, 반도체, 바이오, 백신 방산, 로봇, 수소, 이차전지, 디스플레이, 미래차 등 10개 첨단산업 및 관련기업에 집중 지원 - 첨단전략산업기금은 3개월 준비기간 거쳐 연내 출범 예정. 이를 마중물로 민간금융권 및 연기금 등의 자금과 연계투자하는 '국민성장펀드' 예정
은행	석유화학 구조조정 금융지원	- 금융당국은 앞서 8월 5대 시중은행 등을 소집해 구조조정에 나서는 석유화학기업 차입금 회수를 당분간 자제하고 대출금리 인하 혜택을 주는 내용의 협력을 요청 - 기업·대주주의 자구노력과 사업재편 계획 타당성이 인정되는 경우 '채권금융기관 공동 협약'을 통해 지원하기로 협의 - 기업이 협약에 따라 금융 지원 신청 시 '기존 여신 유지'를 원칙으로, 구체적인 내용이나 수준은 기업-채권금융회사 간 협의에 따라 결정
은행	상생금융지수 도입	- 은행의 중소기업 금융을 수치화해 공개 - 26년 상반기부터 중소기업 대출 상위 은행에 단계 적용 예정 (기업·국민·하나·신한·우리·농협) - 평가 항목은 대출 규모·조건 개선·혁신금융 등 실적(60%)과 금리·만기·관계형 금융 등 체감도(40%)로 구성
보험	무상보험	- 전 보험사가 MOU 체결하고 상생기금 조성 - 총 300억원(생보 150억원+손보 150억원) 규모, 3년간 운영 - 소상공인 회복, 저출산 극복 위한 6개+@ 대표상품을 선정해 보험료 전액 지원(무상가입) 1) 신용보험, 2) 상해보험, 3) 기후보험, 4) 풍수해보험, 5) 화재보험, 6) 다자녀 안심보험

최근 금융권 제재 및 상생금융 요구 리스트/ 9.7 추가 가계대출 관리방안

	구분	내용
은행	소상공인 금융지원 방안	1. 소상공인 신규자금 금융지원 방안 - 기은·신보 맞춤형 특별자금 10조원 - 성실 상환자 대상으로 금리는 낮추고, 한도는 높여 최고수준 우대 제공. 재정지원 없이 정책금융기관 자체 여력만으로 진행 - 창업 지원(2조원), 성장 지원(3.5조원), 경영애로 해소(4.5조원)으로 구성 - 25년 10월까지 순차적으로 신규 프로그램 출시 2. 소상공인 금융비용 부담 완화 개선방안 - 대출 갈아타기 확대: 은행권 신용대출 중심으로 개인사업자 대출 갈아타기 서비스 우선 도입. 단계적으로 참여업권(2금융권) 및 대상상품(보증·담보) 확대 검토 - 금리인하요구권 실효성 제고: 마이데이터 사업자(AI Agent)를 활용한 금리인하요구권·자동화평가 대응권 활성화, 불수용 사유 안내 구체화, 비대면 신청 확대 등 신청편의 제고 - 중도상환수수료 개편방안 확대: 농협, 새마을금고 등 지역 내 대출규모가 큰 상호금융권까지 중도상환수수료 개편방안 확대 적용 3. 은행권 폐업지원 강화 방안 - 폐업지원 대환대출 대상기간 확대(실행일 24.12.22 이전 대출 → 25.06.30 이전 대출) - 보증부대출 보증기한 확대(7년 → 15년), 차주 보증료 전액 지원 - 복수사업장 일괄 폐업 시, 모든 사업장의 사업자 대출에 대해 지원 시행 (기존에는 하나의 사업장에만 지원) - 현장 점검을 통해 이번 방안을 포함한 약 50건의 과제 발굴. 금융위 내 전담조직 구축해 끝까지 챙길 예정

구분	내용	시행시기
규제지역 LTV 강화	- 규제지역(강남3구, 용산구) 가계대출 LTV 상한 50% → 40%로 강화 - 비규제지역은 현행 70% 유지	
주택매매·임대사업자 대출 제한	- 수도권·규제지역내 주택을 담보로 하는 주택매매·임대사업자 대출 제한(LTV=0%) - 주택을 신규 건설해 최초 취급하는 주담대 등은 예외 허용 - 지방은 현행 60% 유지	25년 9월 8일
1주택자의 수도권·규제지역내 전세대출한도 일원화	- 전세보증기관 3사간 상이하게 운영된 1주택자의 수도권·규제지역내 전세대출한도 일원화 - 현행 SGI 3억원, HF 2.2억원, HUG 2억원 → 2억원으로 일원화	
주담대 금액별 주신보 출연요율 차등 적용	- 주신보 출연요율 부과 기준을 기존 대출유형 → 대출금액 기준으로 개편 - 평균 주담대 금액 이하: 0.05%, 평균 주담대 금액 초과~2배 이내: 0.25%, 평균 주담대 금액 2배 초과: 0.30%	26년 4월

은행

은행업 2Q25 Review: 업종 투자의견 비중확대, 우리금융지주 최선호주 유지

- 실적도 중요하지만 은행 자본정책의 통념을 깨는 2분기였음. 종 환원율 보다 기 제시한 로직에 충실함을 보여주었고, 안정감보다 속도감을 선택했기 때문
- 우리는 지난 보고서에서 배당세제 개편이 기대감에서 확신으로 변화할 가능성이 크다고 판단해 은행업종 투자의견 상향함
- 그러나 금번 실적발표에서 1위권사가 보여준 자본정책 이후 세제개편이나 외향적 변수가 아닌 업종 자체의 투자 메리트가 괄목할 만한 상승을 보여주었다고 판단. 금융지주 종 환원율 50% 현실화는 단연 Valuation 재평가로 귀결 되어야함. PBR 1.0x이 머지 않았음. 은행 업종에 여전히 긍정적 관점 유지

- 커버리지 4대 금융지주의 1분기 순이익은 모두 컨센서스를 상회하는 호실적 기록. 특히 우리금융지주가 10% 이상 상회
- 실적 호조는 1분기와 마찬가지로 비이자이익 약진에 기인. 금리/환율 하락에 따른 운용손익 및 평가익 개선과 증권 실적 개선이 견인, 4사 합산 4조원을 상회하며 역대 최대 실적 경신
- 2분기 실적 핵심은 1) 확신을 주는 자본정책, 2) 비이자이익, 3) 연체율 및 대손비용, 4) 자본비율

커버리지 4대 금융지주 2Q25P 순이익

(단위: 십억원)

	2Q24	1Q25	2Q25P	컨센서스	컨센서스 대비	QoQ	YoY
신한지주	1,425	1,488	1,549	1,435	7.9%	4.1%	8.7%
KB금융	1,732	1,697	1,738	1,605	8.3%	2.4%	0.3%
하나금융지주	1,035	1,128	1,173	1,070	9.6%	4.0%	13.4%
우리금융지주	931	616	935	841	11.1%	51.8%	0.3%
계	5,124	4,929	5,395	4,952	8.9%	9.5%	5.3%

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

은행 NIM 및 지주 CET1비율 추이

(단위: %, bp, %p)

		4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	QoQ	YoY
NIM 은행 기준	신한은행	1.62	1.64	1.60	1.56	1.52	1.55	1.53	-2.0	-7.0
	국민은행	1.83	1.87	1.84	1.71	1.72	1.76	1.72	-4.0	-12.0
	하나은행	1.52	1.55	1.46	1.41	1.46	1.48	1.47	-1.0	1.0
	우리은행	1.47	1.50	1.47	1.40	1.40	1.44	1.43	-1.0	-4.0
	평균	1.61	1.64	1.59	1.52	1.53	1.56	1.54	-2.0	-5.5
CET1비율	신한지주	13.13%	13.09%	13.05%	13.13%	13.03%	13.27%	13.59%	32.1	54.6
	KB금융	13.58%	13.40%	13.59%	13.85%	13.53%	13.67%	13.74%	6.5	14.9
	하나금융지주	13.22%	12.89%	12.79%	13.17%	13.13%	13.23%	13.39%	16.1	59.8
	우리금융지주	11.99%	11.95%	12.00%	11.95%	12.13%	12.42%	12.76%	34.0	76.0
	평균	12.98%	12.83%	12.86%	13.02%	12.96%	13.15%	13.37%	22.2	51.3

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

지주 및 은행 기준 RWA 추이

(단위: 십억원)

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	QoQ	YoY
지주 기준							
KB금융	334,175	337,207	345,981	348,293	354,230	1.7%	6.0%
신한지주	333,310	336,846	341,379	344,519	340,595	-1.1%	2.2%
하나금융	279,739	279,263	279,404	283,400	281,790	-0.6%	0.7%
우리금융	230,812	238,462	235,100	233,666	230,411	-1.4%	-0.2%
은행 기준							
국민은행	228,815	227,290	234,436	235,978	236,754	0.3%	3.5%
신한은행	214,914	216,733	221,566	220,783	217,714	-1.4%	1.3%
하나은행	203,480	200,430	201,439	200,929	199,752	-0.6%	-1.8%
우리은행	187,957	194,137	192,009	190,970	186,787	-2.2%	-0.6%

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

국내은행 여신 동향

(단위: 조원)

	24.12	25.01	25.02	25.03	25.04	25.05	25.06	MoM	YoY
은행 총여신	2,456	2,463	2,470	2,469	2,489	2,502	2,505	0.1%	3.8%
은행 가계대출	1,141	1,141	1,144	1,145	1,150	1,155	1,162	0.5%	4.1%
주택담보대출	903	904	908	910	914	918	923	0.6%	5.3%
가계대출 일반	237	235	235	234	235	237	237	0.3%	0.0%
은행 기업대출	1,315	1,323	1,326	1,324	1,339	1,347	1,343	-0.3%	3.6%
대기업	275	281	281	280	287	292	289	-1.3%	7.4%
중소기업	1,041	1,042	1,045	1,044	1,052	1,054	1,054	0.0%	2.5%
SOHO	455	455	456	456	456	457	456	-0.1%	0.5%

자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

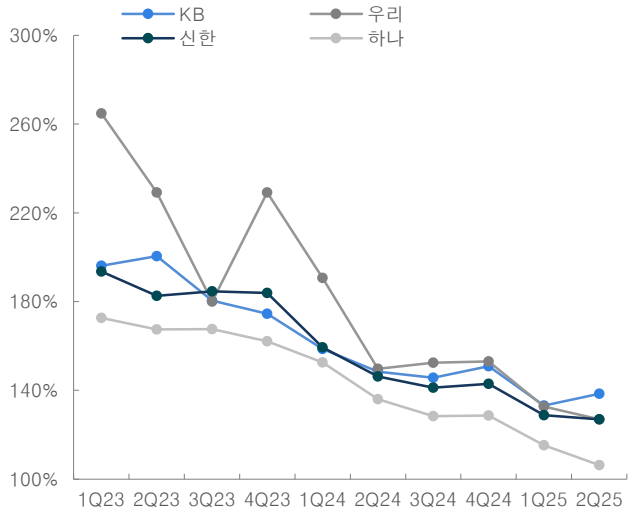
국내은행 수신 동향

(단위: 조원)

	24.12	25.01	25.02	25.03	25.04	25.05	25.06	MoM	YoY
은행 총수신	2,435	2,401	2,426	2,438	2,413	2,433	2,460	1.1%	3.3%
실세요구불예금	311	308	313	324	310	317	327	3.3%	4.5%
저축성예금	1,728	1,695	1,716	1,724	1,703	1,723	1,745	1.3%	4.7%
정기예금	1,041	1,038	1,054	1,041	1,042	1,061	1,054	-0.7%	5.1%
수시입출식	622	593	598	618	595	595	623	4.7%	3.1%
CD+RP+표지어음	63	64	64	64	71	67	60	-9.8%	-20.6%
은행채	333	335	333	327	329	326	327	0.4%	0.6%
핵심예금	933	900	910	942	905	912	950	4.2%	3.6%

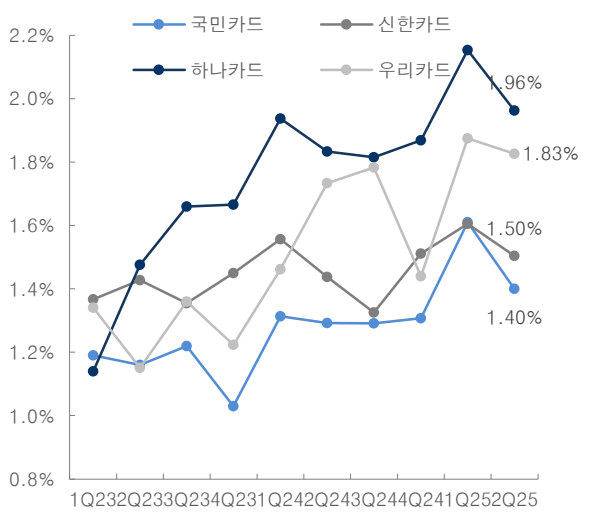
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

지주 NPL Coverage Ratio 추이



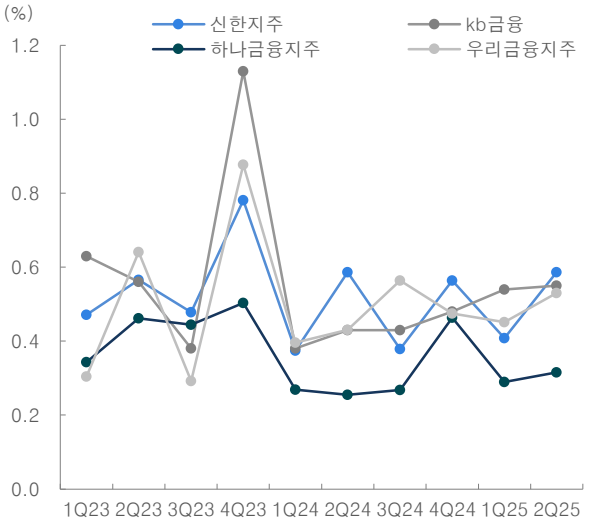
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

커버리지 카드사 연체율 추이



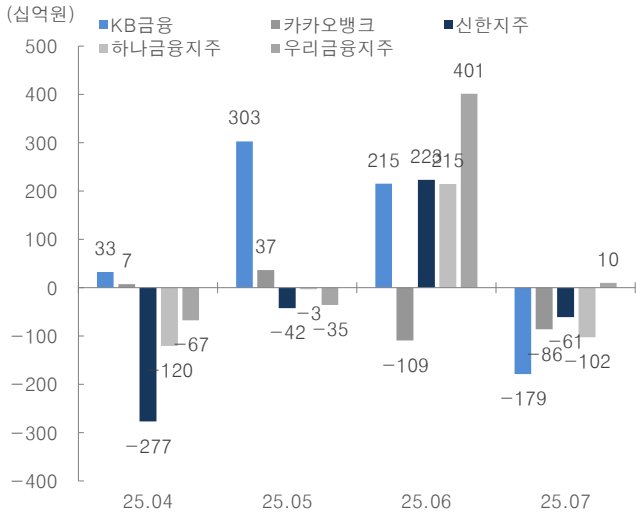
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

지주 CCR 추이



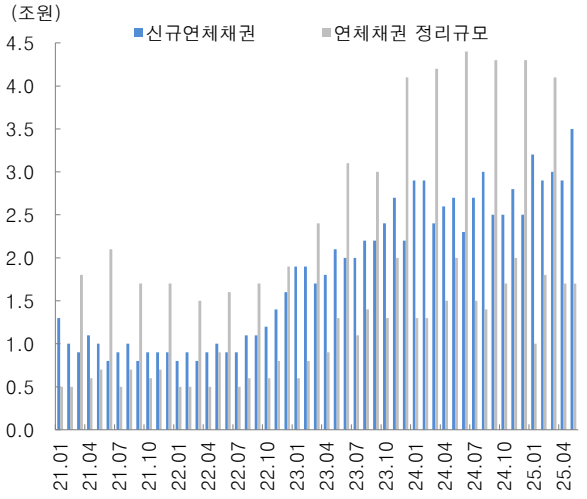
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

커버리지 외국인 순매수대금 추이



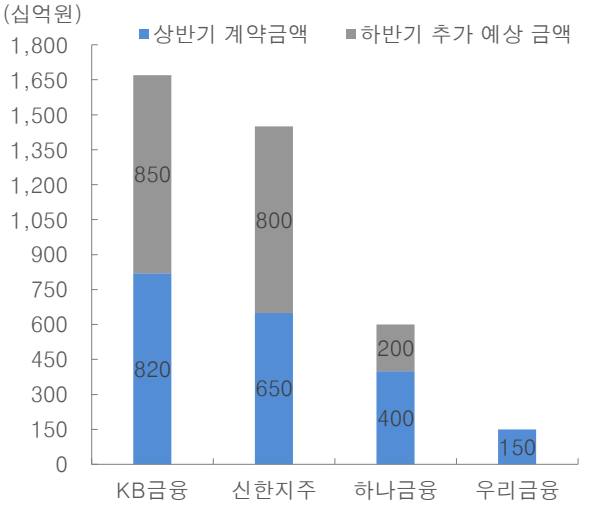
자료: DataGuide, 대신증권 Research Center
*25.07는 7월 25일 누적 기준

신규연체채권 및 연체채권 정리규모



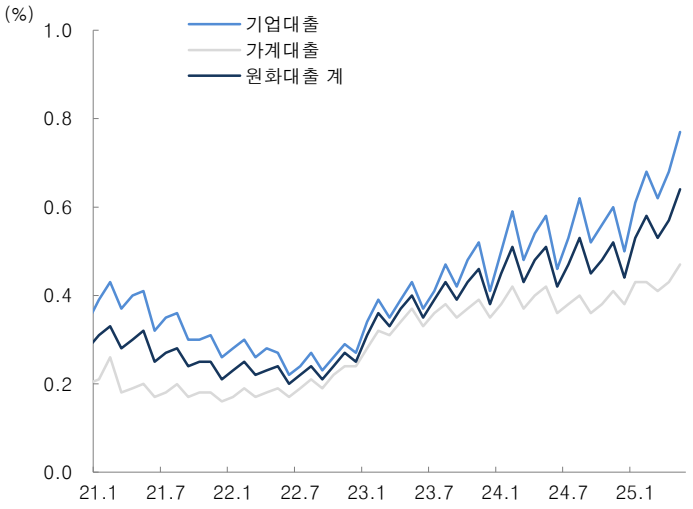
자료: 금융감독원, 대신증권 Research Center

커버리지 금융지주 자사주 관련



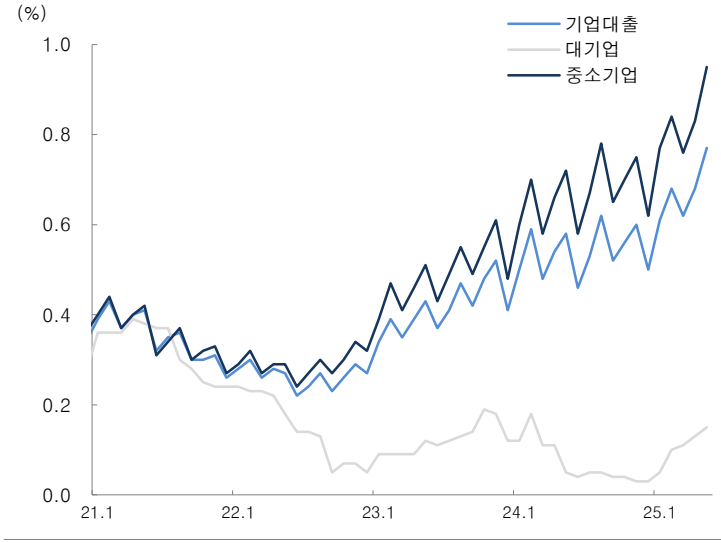
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

원화대출 연체율 추이_전체



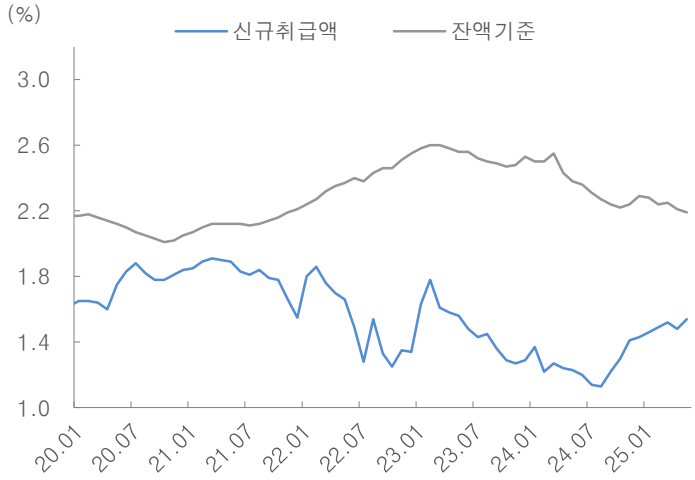
자료: 금융감독원, 대신증권 Research Center

원화대출 연체율 추이_기업



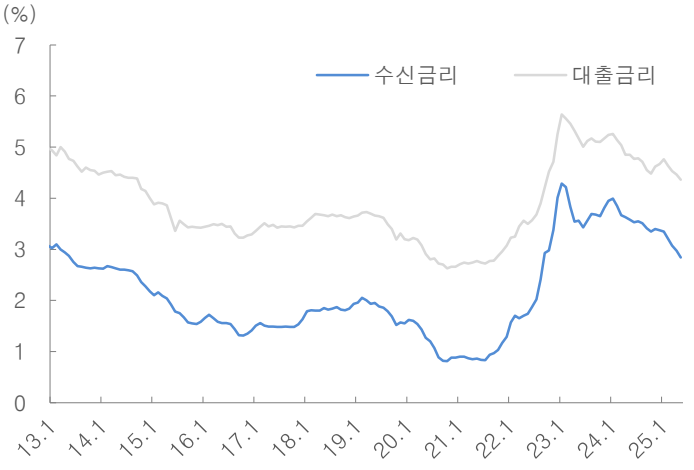
자료: 금융감독원, 대신증권 Research Center

예금은행 가중평균금리 금리차



자료: 금융감독원, 대신증권 Research Center

예금은행 가중평균금리_신규 취급액 기준



자료: 금융감독원, 대신증권 Research Center

KB금융 2Q25 Review: Valuation 논란을 잠재워 버림

- 2Q25 지배주주 순이익 1.74조원(QoQ +2.4%, YoY +0.3%), 컨센서스와 당사 추정을 8% 상회하는 좋은 실적 기록
- 순이자이익 소폭 감소(QoQ -4.8%, YoY -3.1%). 대출 금리 하락, 연결펀드 청산 과정에서 이자비용 증가로 은행 마진이 전 분기 대비 3bp 하락
- 비이자이익은 1.43조원(QoQ +10.8%, YoY +15.2%)로 역대급 실적을 기록. 1) 신탁, 방카, 증권, 외환 전 부분에 걸쳐 수수료이익 증가, 2) 금리 하락, 지수 상승으로 유가증권, 파생 손익 크게 개선됐기 때문. 상반기 기준 비은행 이익 기여도 39%까지 상승
- 대손비용은 PF, 책준형신탁 등 부동산 자산 관련 충당금 1,000억원 선제적 적립해 다소 높은 수준 유지. 상반기까지 CCR 0.55%로 기존 관리 수치인 0.45%를 상회. 다만, 관리대상 자산에 대한 손실 흡수여력이 충분해 일부 충당금 환입도 예상되어 가이던스 수준 유지할 수 있을 것으로 사측은 전망
- RWA관리로 CET1비율 13.74%까지 상승, 24bp의 추가 환원 여력 만듦. 이에 하반기 자사주 매입 금액 8,500억원, 2분기 현금배당 920원 결의하며 파격적인 자본정책 발표. 배당가능이익 제한으로 하반기 6,600억원 매입, 잔여분 1,900억원은 '25년 실적 결산 완료 이후 추가 집행 계획('25년 귀속)
- 금번 공시로 당사 '25년 순이익 추정치 기준 총환원율 50% 상회 전망. 이는 밸류업 발표에서 '28년 예정되었던 환원율. '25년 포워드 기준 PBR 0.74x까지 상승한 Valuation 논란을 잠재울 만한 파격적 결정이었다고 판단
- 국내 1위사의 이러한 결정은 여타 금융지주사에게도 영향을 주어 국내 금융지주사의 배당정책을 한 단계 끌어올리는 훌륭한 동인이 될 것

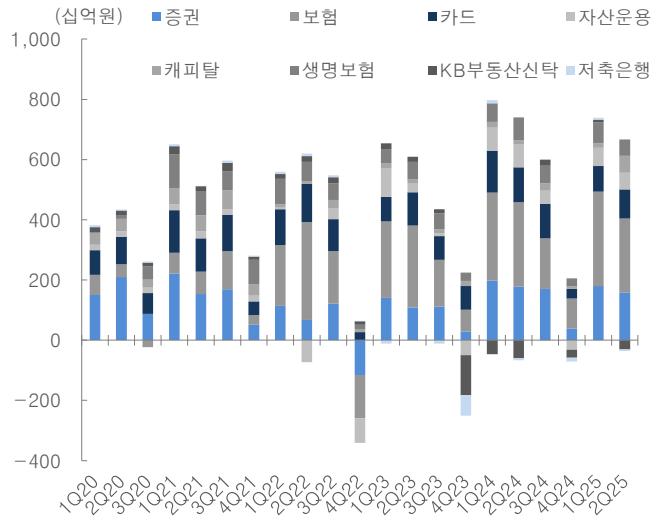
KB금융 분기실적 상세

(단위: 십억원, %)

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	QoQ	YoY
순이자이익	3,206	3,165	3,304	3,262	3,107	-4.8%	-3.1%
비이자이익	1,243	1,341	357	1,292	1,431	10.8%	15.2%
기타이익	323	399	-640	358	399	11.5%	23.6%
총영업이익	4,449	4,506	3,661	4,554	4,538	-0.4%	2.0%
판관비	1,594	1,651	2,066	1,606	1,750	9.0%	9.8%
충당금 적립전 영업이익	2,855	2,856	1,595	2,949	2,788	-5.4%	-2.3%
대손비용	553	498	565	656	655	-0.1%	18.5%
영업이익	2,303	2,358	1,030	2,293	2,133	-7.0%	-7.4%
영업외손익	67	-73	-106	14	210	1444.9%	213.6%
세전이익	2,370	2,284	925	2,307	2,343	1.6%	-1.1%
지배주주 순이익	1,732.4	1,614.0	682.9	1,697.3	1,738.4	2.4%	0.3%

자료: KB금융, 대신증권 Research Center

KB금융 자회사 순이익



자료: KB금융, 대신증권 Research Center

카카오뱅크 2Q25 Review: 하반기는 천천히

- 2Q25 순이익 1,263억원(QoQ -8.1%, YoY +5.0%), 컨센서스를 소폭 하회
- 이자이익 전분기 대비 소폭 감소(QoQ -1.5%, YoY +1.2%). 마진이 1.92%로 QoQ -17bp 하락했기 때문
  NIM 하락은 1) 여신성장 제한으로 이자수익 규모는 제한되는데 비해 수신잔액은 +5.4%나 증가했고, 2) 이를 MMF, 수익증권 등 자산운용에 분배하고 있는데 관련 수익이 NIM에 반영되지 않기 때문. 예대율 60% 후반까지 감내할 계획(현재 70.4%) → 연간 NIM 가이던스를 2%에서 1.9%대로 하향
- 비이자이익도 전분기 대비 감소(QoQ -4.4%, YoY +33%). 1분기 대비 수수료, 플랫폼, 유가증권 관련 이익이 모두 감소
  1) 수수료는 지난 6월 가맹점 수수료율 인하 따른 체크카드 수수료 수익 감소, 2) 유가증권 관련 이익은 1분기 운용수익 선전으로 인한 기저효과,
  3) Fee&Platform 수익은 6.27 대책 영향으로 대출비교서비스 취급액 감소가 불가피. 기존 가이던스인 두 자릿수 성장에 못미칠 것으로 사측 전망
- 최근 시중은행의 연체율 상승 추세와 달리 연체율 관리 잘 되고 있음. 전월세보증금 대출 중 SGI 보증부 상품 위주로 취급하고 있기 때문
- 여신성장은 제한되나 수신 규모가 증가해 하반기 마진 하락 불가피. 이에 대한 반대급부로 투자금융자산 25.2조원까지 증가했는데 채권, MMF 등 금리 민감한 상품이 대부분이라 금리 하락 시 운용수익 관리도 녹록치 않음. 돌파구인 개인사업자대출 라인업 확장은 연말에 가능
- 따라서 1) 3, 4분기는 마진, 성장, 운용수익 답보상태가 지속될 전망이고, 2) 기제시한 목표주가에 다다르기도 해 **투자의견 Marketperform으로 하향**
  다만 개인사업자 신상품이 출시되고, 유의미한 변화가 있다고 판단되면 투자의견과 목표주가를 상향할 계획

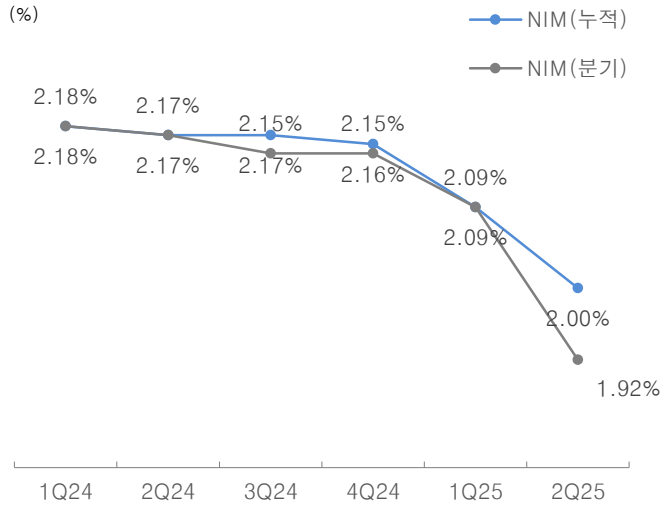
카카오뱅크 분기실적 상세

(단위: 십억원, %)

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	QoQ	YoY
이자이익	314.7	327.0	326.6	323.4	318.6	-1.5%	1.2%
비이자수익	120.4	121.3	125.0	167.5	160.2	-4.4%	33.0%
수수료이익	75.2	74.2	77.3	119.1	113.1	-5.1%	50.3%
플랫폼수익	21.5	21.8	29.8	24.3	23.7	-2.3%	10.5%
유가증권 관련 이익	49.9	42.2	44.1	89.9	84.3	-6.2%	68.9%
기타이익	-45.8	-47.8	-50.4	-74.0	-72.4	적지	적지
총영업이익	344.2	353.4	353.5	368.5	359.2	-2.5%	4.4%
판관비	118.9	118.8	142.0	124.5	131.0	5.2%	10.2%
충당금 적립전 영업이익	225.3	234.7	211.6	244.0	228.2	-6.4%	1.3%
대손비용	55.6	60.9	96.6	60.9	58.1	-4.6%	4.6%
영업이익	169.8	173.7	115.0	183.0	170.1	-7.1%	0.2%
세전이익	160.0	169.0	112.0	182.5	168.2	-7.8%	5.1%
법인세	39.8	44.8	27.5	45.0	42.0	-6.8%	5.5%
당기순이익	120.2	124.2	84.5	137.4	126.3	-8.1%	5.0%

자료: 카카오뱅크, 대신증권 Research Center

카카오뱅크 NIM 추이



자료: 카카오뱅크, 대신증권 Research Center

우리금융지주 NDR 후기: 자본비율에 가려진 높은 수익성에 주목

[애널리스트 코멘트]

- 하반기는 보험사 인수 PPA(Purchase Price Allocation) 결과가 관건. 체결 당시 대비 현재 동양생명 순자산 감소가 크기 때문에 CET1 비율 하락이 불가피한데 연말까지 12.5% 이상 유지해야 하므로 RWA 관리에 만전 기할 것으로 예상. 이는 증권 사업확장도 리테일에 한정될 수 밖에 없음을 의미

- 보험사 및 증권사 실적 개선이 올해보다 내년 가시성이 훨씬 높고, 연말 CET1 비율 12.5% 달성 가능성 높아 배당성향까지 상승. 따라서 '26년 M&A와 CET1비율 관리 결과를 본격적으로 향유할 수 있을 전망

- 비은행 계열사 확장으로 동사 '26년 이익 증가율 7.4% 예상(커버리지 평균은 1% 내외). 4년 연속 ROE 상승만 아니라 커버리지 중 가장 높기도 함 상위권사의 파격적 배당으로 동사의 수익성 부각되지 못하는 측면 존재. 낮은 자본비율 제외하면 ROE 대비 Valuation 현저히 저평가 되어있는 건 자명

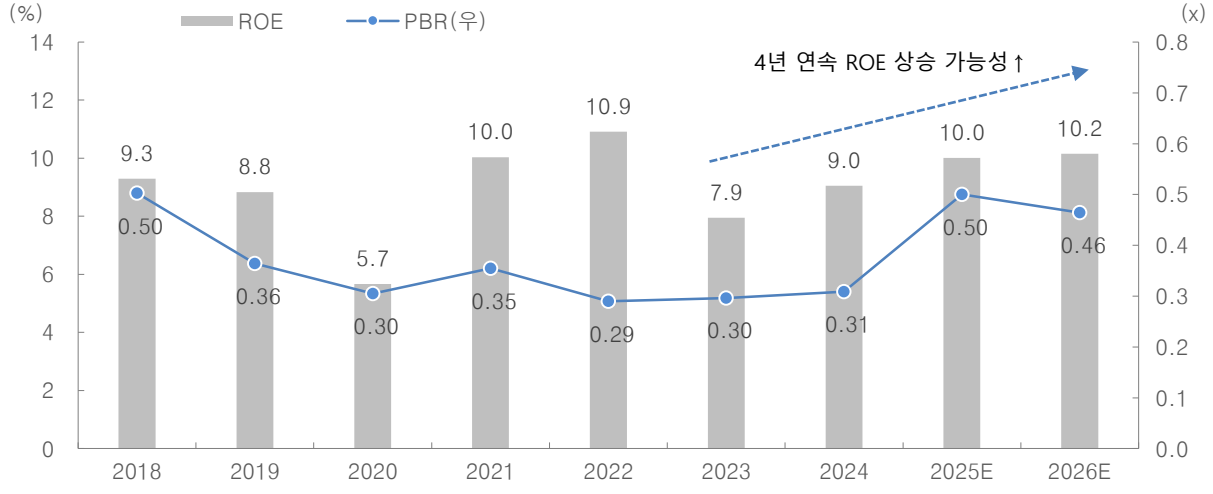
[보험사 자회사 편입 완료]

- 보험사 인수는 은행업법상 대응공제법에 따라 투자한 금액이 보통주자본금의 10% 이내까지 위험가중치 250% 적용
'25년 6월말 기준 보통주자본 29.4조원으로 2.94조원이 공제 한도. 기 투자한 롯데카드, 케이뱅크 출자금으로 인해 2.04조원 여력 존재

- 다만 인수계약 체결 시 동양생명 순자산 2.2조원이었으나, '25년 3월말 기준 1.5조원으로 7,000억원 감소. 양사 합산 인수가격 1.55조원으로 당초 염가매수차익에 따라 CET1비율 영향 거의 없을 것으로 예상했으나, 상황이 달라짐. 사측은 10bp 이상 하락할 것으로 예상, 9~10월중 PPA 결과 공유 전망

- 우린 '25년 6월말 보통주 자본 기준 염가매수차익, 영업권 고려하지 않은 RWA증가 따른 CET1비율 하락은 20bp로 추정. 연말 CET1비율 12.66% 전망

우리금융지주 ROE-PBR 추이



자료: 우리금융지주, 대신증권 Research Center

우리금융지주 NDR 후기: 자본비율에 가려진 높은 수익성에 주목

[CET1 비율 / 배당정책 관련]

- CET1비율 연말까지 12.5% 이상 유지 목표. 12.5%가 중요한 이유는 '26년 배당성향이 40%로 확대되기 때문. 최근 배당소득 분리과세, 감액배당 기준 바뀔 가능성 있어 사측도 검토중. 제시한 배당정책이 주주가치 극대화가 우선이기에 감액배당에 대한 과세가 이뤄지면 배당성향 상향 가능성 높음

- 보험사 PPA 결과가 10월중 가닥 잡힐 것으로 보여 관련 영향 파악한 후 추가 배당정책 여부에 대해서도 긍정적 검토 의지 피력

[대손비용/증권 영업 확장]

- 책준형 익스포저 총 16개 사업장. 그 중 4개 사업장이 기한경과, 미분양 등으로 모니터링 대상. 2분기 2개 사업장에 대해 860억원 충당금 적립, 나머지 2개 사업장은 보증서 보유.

- '25년 6월말 전체 책준형 사업장에 대한 충당금 적립률 50%로 타사 대비 보수적 적립. 3분기까지 관련 추가 충당금 발생해 대손비용은 3분기가 정점일 것

- 경상적 대손비용 증가 중. 연체율 상승과 더불어 현재 NPL 시장이 매수자 우위 시장으로 담보부 물건 입찰율이 70% 중반에 불과. 상/매각 조건이 좋지 않아 부실채권 정리가 이연되고 있기 때문. 금리 인하와 더불어 NPL시장 회복되면 대손비용율은 하락할 전망. '25년 연간 사측은 CCR 40bp 중반대로 관리할 계획(2분기 누적 CCR 0.49%)

- 우리투자증권 연간 순이익 달성 목표 500억원(반기 170억원). 올해 증권사는 리테일이 관건인데, 하반기 MTS 고도화, 해외주식 서비스 시작 예정 종금 라이선스 보유해 발행어음 사업 가능하나 올해 RWA관리가 중점이기에 리테일 서비스 확장 통한 이익 개선에 주력할 것으로 예상

우리금융지주 분기실적 요약

(단위: 십억원, %)

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	QoQ	YoY
순이자이익	2,196.9	2,219.5	2,271.7	2,252.0	2,261.8	0.4%	3.0%
비이자이익	534.8	492.7	175.8	357.5	527.3	47.5%	-1.4%
기타이익	-20.5	-35.9	-323.6	-153.9	5.0		
총영업이익	2,731.7	2,712.2	2,447.6	2,609.5	2,789.2	6.9%	2.1%
판관비	1,069.3	1,057.1	1,310.9	1,306.2	1,172.9	-10.2%	9.7%
충당금 적립전 영업이익	1,662.3	1,655.1	1,136.7	1,303.3	1,616.2	24.0%	-2.8%
대손비용	409.1	479.1	462.5	435.5	509.0	16.9%	24.4%
영업이익	1,253.2	1,176.0	674.2	867.8	1,107.2	27.6%	-11.6%
영업외손익	-6.4	23.7	-42.9	-4.7	78.1	-1773.6%	-1320.7%
세전이익	1,246.8	1,199.7	631.3	863.2	1,185.4	37.3%	-4.9%
지배주주 순이익	931.4	903.6	426.1	615.6	934.6	51.8%	0.3%

자료: 우리금융지주, 대신증권 Research Center

은행 2Q25 실적 상세

(단위: 십억원, %, bp)

		2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	QoQ	YoY
순이자이익	신한지주	2,822	2,855	2,910	2,855	2,864	0.3%	1.5%
	KB금융	3,206	3,165	3,304	3,262	3,107	-4.8%	-3.1%
	하나금융지주	2,161	2,196	2,184	2,273	2,218	-2.4%	2.7%
	우리금융지주	2,197	2,219	2,272	2,252	2,262	0.4%	3.0%
	카카오뱅크	315	327	327	340	358	5.4%	13.7%
	계	10,701	10,762	10,996	10,982	10,809	-1.6%	1.0%
비이자이익	신한지주	1,112	828	236	939	1,265	34.7%	13.8%
	KB금융	1,243	1,341	357	1,292	1,431	10.8%	15.2%
	하나금융지주	556	533	121	663	736	11.0%	32.2%
	우리금융지주	535	493	176	358	527	47.5%	-1.4%
	카카오뱅크	75	74	77	86	76	-11.8%	0.9%
	계	3,521	3,269	967	3,338	4,035	20.9%	14.6%
판관비	신한지주	1,472	1,489	1,783	1,414	1,486	5.1%	1.0%
	KB금융	1,594	1,651	2,066	1,606	1,750	9.0%	9.8%
	하나금융지주	1,090	1,119	1,221	1,143	1,124	-1.6%	3.2%
	우리금융지주	1,069	1,057	1,311	1,306	1,173	-10.2%	9.7%
	카카오뱅크	119	119	142	124	133	6.9%	11.6%
	계	5,343	5,435	6,523	5,593	5,666	1.3%	6.0%
대손비용	신한지주	610	403	603	436	629	44.2%	3.1%
	KB금융	553	498	565	656	655	-0.1%	18.5%
	하나금융지주	269	278	482	304	336	10.8%	25.1%
	우리금융지주	409	479	463	436	509	16.9%	24.4%
	카카오뱅크	56	61	97	64	63	-2.4%	12.7%
	계	1,896	1,720	2,209	1,895	2,192	15.7%	15.6%
순이익	신한지주	1,425	1,239	473	1,488	1,549	4.1%	8.7%
	KB금융	1,732	1,614	683	1,697	1,738	2.4%	0.3%
	하나금융지주	1,035	1,157	513	1,128	1,173	4.0%	13.4%
	우리금융지주	931	904	426	616	935	51.8%	0.3%
	카카오뱅크	120	124	84	136	140	2.6%	16.2%
	계	5,244	5,037	2,180	5,065	5,535	9.3%	5.5%
NIM	신한은행	1.60	1.56	1.52	1.55	1.53	-2.0	-7.0
은행기준	국민은행	1.84	1.71	1.72	1.76	1.72	-4.0	-12.0
	하나은행	1.46	1.41	1.46	1.48	1.47	-1.0	1.0
	우리은행	1.47	1.40	1.40	1.44	1.43	-1.0	-4.0
	카카오뱅크	2.17	2.15	2.15	2.10	2.11	1.0	-6.0
	평균	1.71	1.65	1.65	1.67	1.65	-1.4	-5.6

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

은행 Valuation Table

회사명		신한지주	KB금융	하나금융	우리금융지주	카카오뱅크
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Marketperform
목표주가(원, 12MF)		80,000	132,000	110,000	30,000	30,000
주가		69,000	117,400	90,600	26,100	24,800
상승여력		15.9%	12.4%	21.4%	14.9%	21.0%
시가총액(조원)		33.5	44.8	25.8	19.4	11.8
당기순이익	2024	4,518	5,078	3,739	3,086	440
(십억원)	2025E	5,162	5,783	4,032	3,394	492
	2026E	5,248	5,547	4,239	3,712	533
자기자본	2024	56,113	57,889	42,701	34,097	6,540
(십억원)	2025E	63,016	60,931	43,943	33,926	6,596
	2026E	66,875	63,856	45,727	36,557	7,129
총자산	2024	739,741	757,846	637,848	525,753	62,805
	2025E	796,823	803,664	663,546	536,475	70,701
	2026E	841,106	837,099	698,319	560,326	78,665
ROE	2024	8.1	8.8	8.8	9.0	6.7
(%)	2025E	8.2	9.5	9.2	10.0	7.5
	2026E	7.8	8.7	9.3	10.2	7.5
EPS	2024	9,276	13,034	12,631	4,272	923
(원)	2025E	9,276	14,843	13,623	4,700	1,033
	2026E	9,276	14,237	14,322	5,139	1,118
DPS	2024	2,160	3,170	3,600	1,200	360
(원)	2025E	2,280	3,554	4,000	1,170	500
	2026E	2,320	3,811	4,200	1,280	600
PER	2024	6.2	5.4	3.3	3.4	22.6
(배)	2025E	7.4	7.9	6.7	5.6	24.0
	2026E	7.4	8.2	6.3	5.1	22.2
BPS	2024	115,675	148,573	144,259	47,208	13,719
(원)	2025E	115,675	156,379	148,455	46,972	13,836
	2026E	115,675	163,886	154,483	50,614	14,955
PBR	2024	0.50	0.47	0.29	0.31	1.52
(배)	2025E	0.60	0.75	0.61	0.56	1.79
	2026E	0.60	0.72	0.59	0.52	1.66

자료: 각 사, 대신증권 Research Center *9월 18일 종가 기준

증권

증권업 2Q25 Review: 하반기 방향성 점검

- 커버리지 5사 합산 2분기 순이익 1.74조원(QoQ +23.7%, YoY +49.5%)으로 컨센서스를 31.4% 상회하는 어닝서프라이즈 달성
- 어닝 서프라이즈의 연속이었던 2분기. 키움, 미래에셋증권에 이어 한국금융지주가 실적의 정점을 찍음. 삼성증권만 유일하게 컨센서스를 하회
- 커버리지 5사 분기 합산 최대 실적 경신 . 이를 견인한 2분기 실적 호조의 핵심은 1) 브로커리지, 2) 트레이딩

커버리지 증권사 2Q25P 순이익

(단위: 십억원)

	2Q24	1Q25	2Q25P	컨센서스	컨센서스 대비	QoQ	YoY
한국금융	280.5	458.4	539.0	348.5	54.7%	17.6%	92.2%
NH투자	197.2	208.2	256.7	204.0	25.9%	23.3%	30.2%
미래에셋	198.7	258.7	403.3	279.7	44.2%	55.9%	102.9%
삼성	257.9	248.4	234.6	237.9	-1.4%	-5.5%	-9.0%
키움	231.7	235.3	309.7	257.0	20.5%	31.6%	33.7%
합산	1,166.0	1,409.1	1,743.4	1,327.1	31.4%	23.7%	49.5%

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

2분기 실적 핵심: 1) 브로커리지, 2) 트레이딩

1) 브로커리지

- 부문 커버리지 합산 처음으로 1조원 상회. 리테일이 강한 미래, 삼성, 키움 모두 2,000억원 상회하는 수수료 수익 달성. 분기 대비 상승폭으로는 주식대여 수수료 수익이 급증(70억원 → 260억원)한 키움증권이 가장 높았음. 종 규모로는 미래가 점유율 1위 유지하며 가장 높았음

- 거래대금 관련 KRX 기준 개인 비중 53.4%까지 하락하고 외인 비중이 30.4%까지 상승. 개인 투자자들의 대체거래소 이용이 늘어나고 있기 때문
  넥스트레이드(NXT) 거래대금은 6월 24일 16.2조원으로 최고를 기록, 현재 8~9조원대의 거래대금이 꾸준히 유지
  NXT의 수수료율이 거래소보다 소폭 낮지만 12시간동안 이용 가능한 편의성과 압도적인 거래대금 덕분에 증권사 BK수수료수익이 높은 수준을 견지

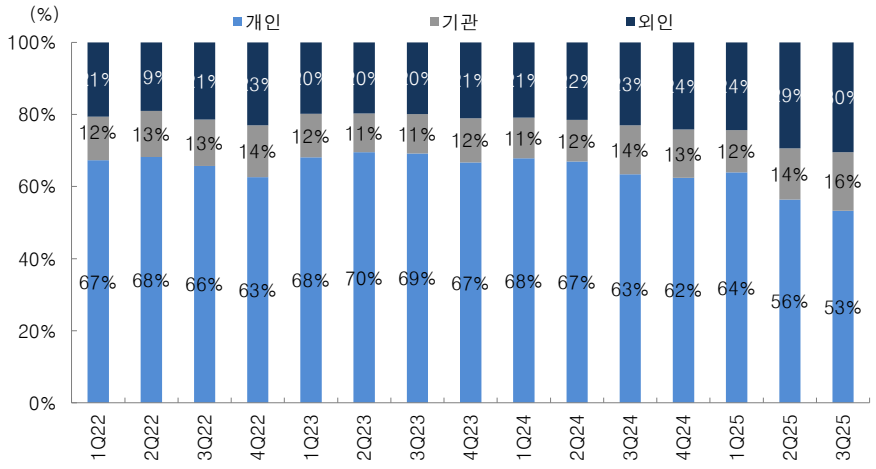
2) 트레이딩

- 5사 합산 1.3조원으로 사상 최대 실적 경신. 미래가 5,615억원 달성하여 거의 절반을 차지, 한국금융지주도 2,445억원 기록

- 미래는 연결기준 순이익이 별도 대비 1,717억원 많은데, 대부분이 투자목적자산 평가이익이 차지

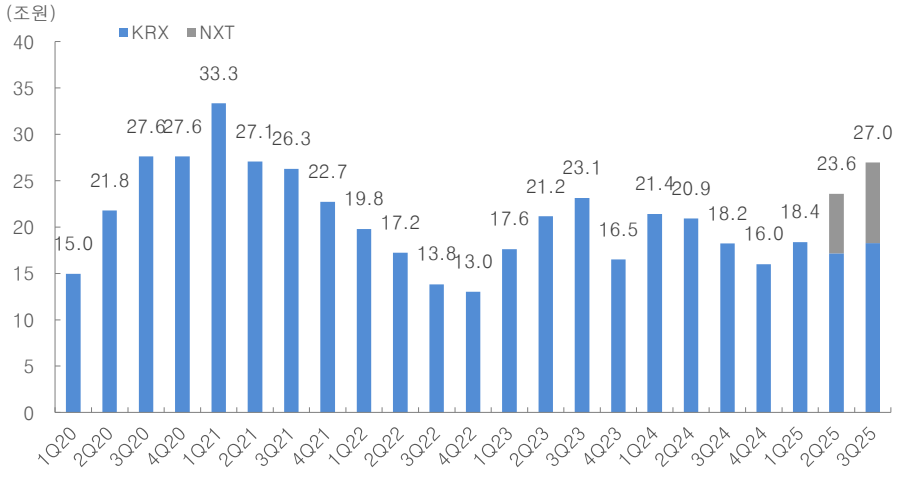
- 나머지 증권사 역시 금리하락, 지수 상승으로 채권 및 유가증권 평가이익이 증가하여 양호한 실적 기록

코스피+코스닥 주체별 거래대금 비중



자료: DataGuide, 대신증권 Research Center

국내 거래소별 일평균 거래대금 추이

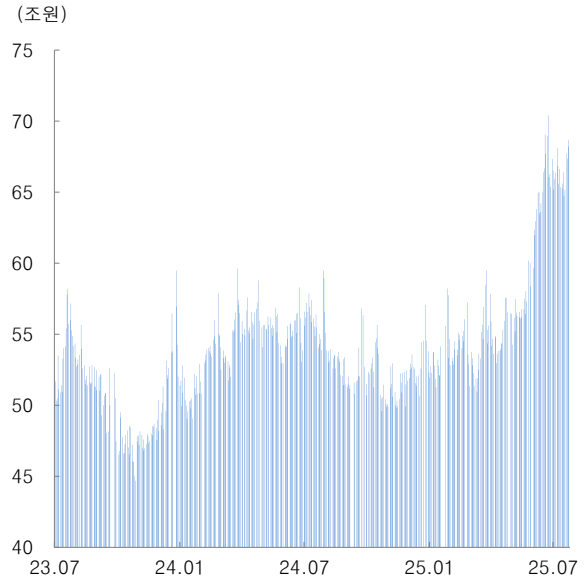


자료: DataGuide, 넥스트레이드, 대신증권 Research Center *회색음영이 넥스트레이드 거래대금

기대감이 트리플로 반영되었던 주가, 하반기 방향성 점검

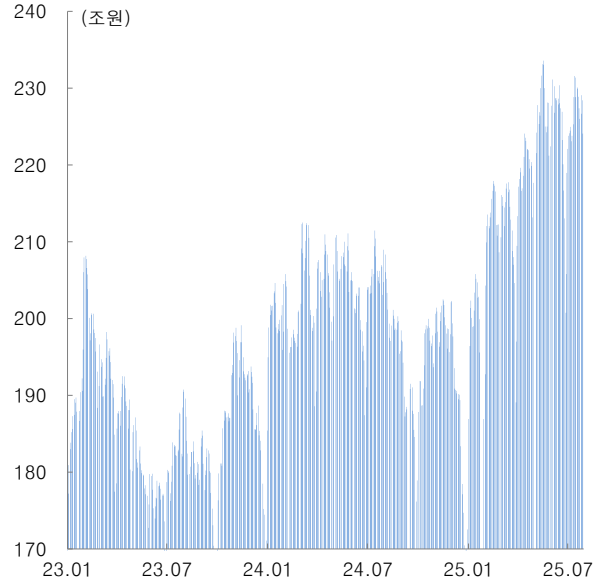
- 정책, 실적, 각종 부수적 기대감으로 4월부터 증권주 100% 가까이 급등. 증권주 상승의 강력한 동인은 지수 상승이었고, 이를 위해 발표되는 다수의 정책적 수단이 실질적 기대감을 형성했음
- 그러나 정책적 모멘텀은 소멸. 이는 증시 주변 자금과 은행의 대기성 자금 흐름에서 유추 가능. 이에 가장 직접적인 영향 받는 섹터였기에 향후 강력한 인센티브가 발생하지 않는 한 추가 상승은 제한적
- **모멘텀보다 구조적 개선을 봐야하고 단기보다 장기적 관점이 필요한 상황**
  구조적 개선은 결국 신규 수익원 발굴에 있고, 증권업에서 이는 신규 라이선스로 볼 수 있음
- **가장 강력한 신규라이선스는 발행어음, IMA. 발행어음은 추가 사업자 증가로 경쟁 심화되는 구조이기에 신규 신청사 3사에 불과한 IMA가 결론지을 것**
- 다만 IMA의 실질적인 수익성이 파악되어야 주가 상승도 가능할 전망. 따라서 증권주는 당분간 보수적으로 접근 권고. 최선호주는 한국금융지주 유지

증시 주변자금 1_예탁잔고



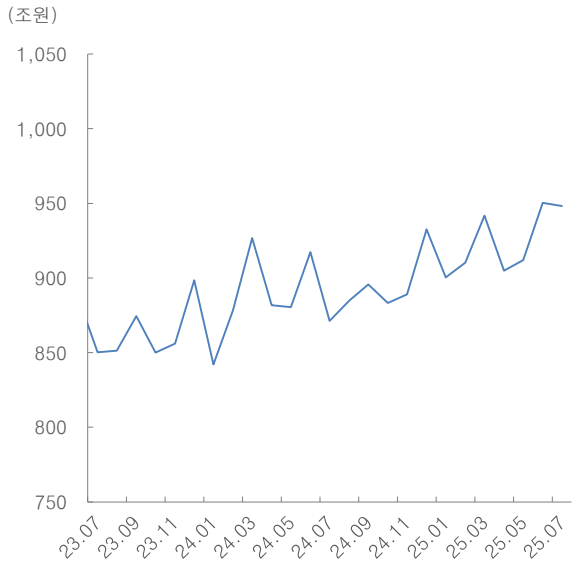
자료: DataGuide, 대신증권 Research Center

증시 주변자금 2_MMF



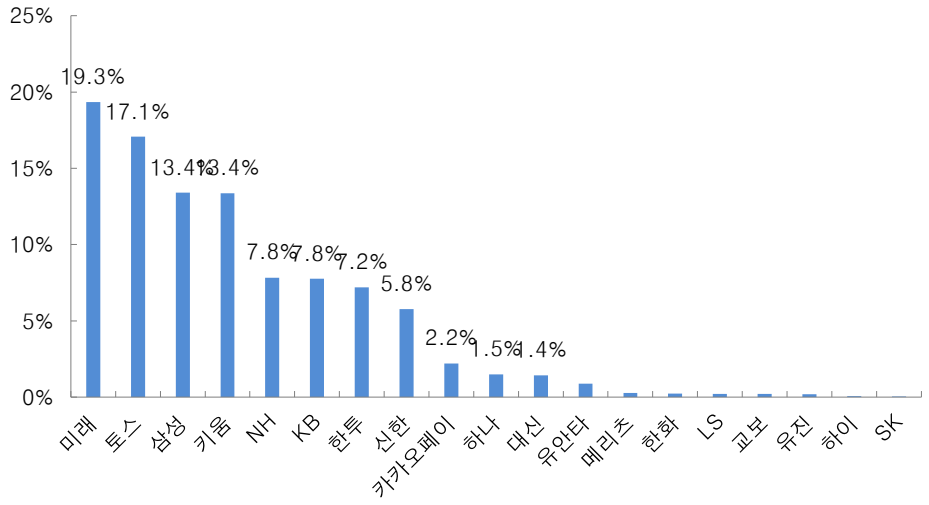
자료: DataGuide, 대신증권 Research Center

은행 대기성 자금_핵심예금 추이



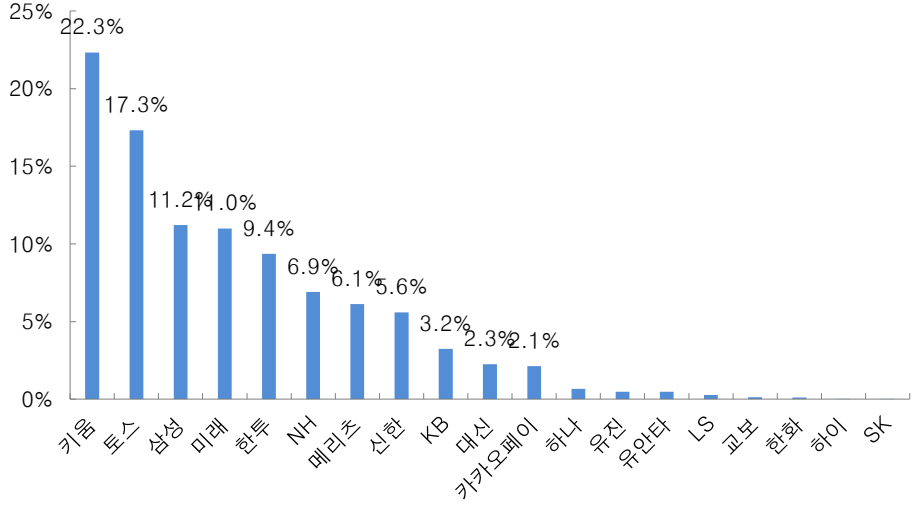
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center
*핵심예금: 요구불+수시입출식 *25년 7월은 당사 추정치

국내 증권사 해외주식 MS 현황_1Q25, 수수료수익 기준



자료: 금융통계정보시스템, 대신증권 Research Center

국내 증권사 해외주식 MS 현황_1Q25, 거래대금 기준



자료: 금융통계정보시스템, 대신증권 Research Center

종합금융투자사업자 지정 현황

		4조원 종투사 5개사					3조원 종투사 5개사				
		미래	한투	NH	KB	삼성	신한	메리츠	하나	키움	대신
자기자본 ('24말, 조원)		9.9	9.3	7.4	6.7	6.9	5.5	6.3	6.0.	5.0	3.1
3조원 지정		O '13.10	O '13.10	O '13.10	O '13.10	O '13.10	O '17.3	O '17.11	O '19.07	O '22.04	O '24.12
발행어음	4조원 지정	O '17.11	O '17.11	O '17.11	O '17.11	O '17.11	삼성, 신한, 메리츠, 하나, 키움 인가 신청				
	단기금융업 인가	O '21.05	O '17.11	O '18.05	O '19.05	X					
8조원 지정 (IMA)		한국금융지주, 미래에셋증권, NH투자증권 인가 신청(NH예정)									

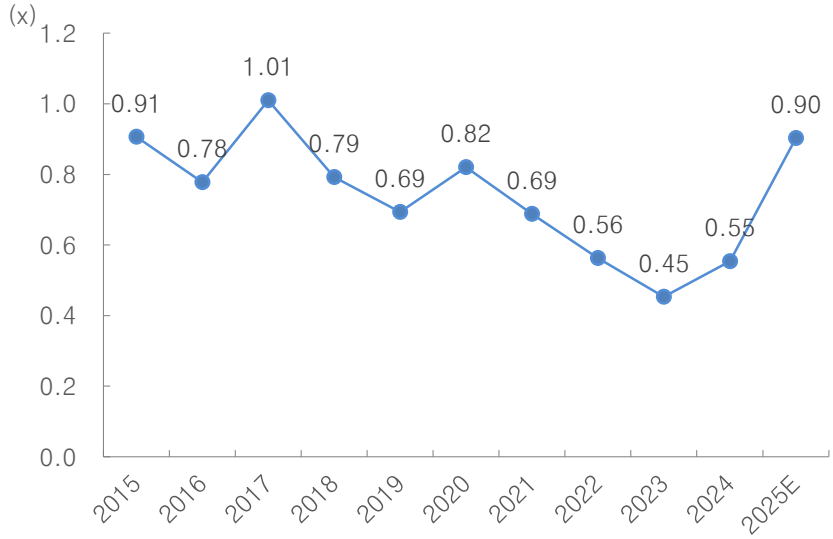
자료: 금융위원회, 대신증권 Research Center

증권업: 목표주가 상향하나 고려해야할 몇 가지 조건들

증권주, 비싼가?

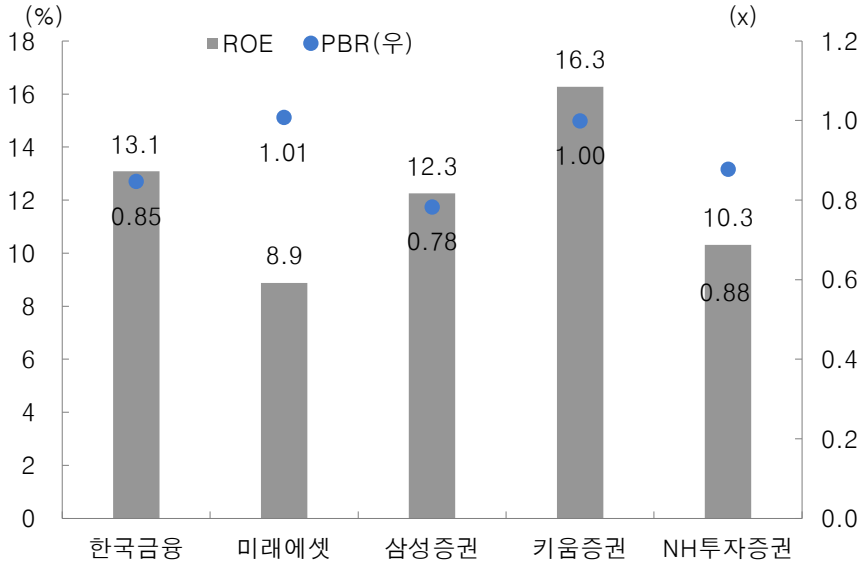
- 커버리지 목표주가를 평균 +42.9% 상향했던 지난 6월 9일까지만 해도 증권주 평균 PBR은 0.7x를 하회
  그러나 이후 한달 만에 업종 지수가 22% 상승, 개별 종목 수익률은 30%에 육박했으며 당사 커버리지 5사 평균 PBR은 0.9x까지 상승
- 거래대금 폭증했던 2006년 증권 평균 PBR이 4.2x까지 상승했지만 이후 브로커리지 의존도는 30% 미만으로 축소되며 거래대금 증가율의 증권사 이익 영향력이 크게 하락. 수익 추정 어려운 IB, PF, 트레이딩, PI부분 실적 비중은 크게 상승해 최근 몇 년간 증권 평균 PBR은 꾸준히 De-rating되는 구간
- 따라서 현재 PBR은 증권주가 Over value 되었다는 논란에 휩싸이기 좋은 구간. 다만 우리는 이 시점에서 기대와 실체를 분별할 필요는 있다고 판단
- 증권업 투자의견을 **비중확대**로 유지하고 추가 상승 여지가 있다고 전망하지만 지난 6월과 달리 대형사 모두가 그렇진 않음
  논란이 될만한 Valuation 구간에 진입했다면, 결국 실체와 펀더멘탈을 고려할 수 밖에 없기 때문

커버리지 5사 평균 PBR 추이



자료: 각 사, DataGuide, 대신증권 Research Center

커버리지 5사 PBR_ROE 현황



자료: 각 사, DataGuide, 대신증권 Research Center

증권업: 목표주가 상향하나 고려해야할 몇 가지 조건들

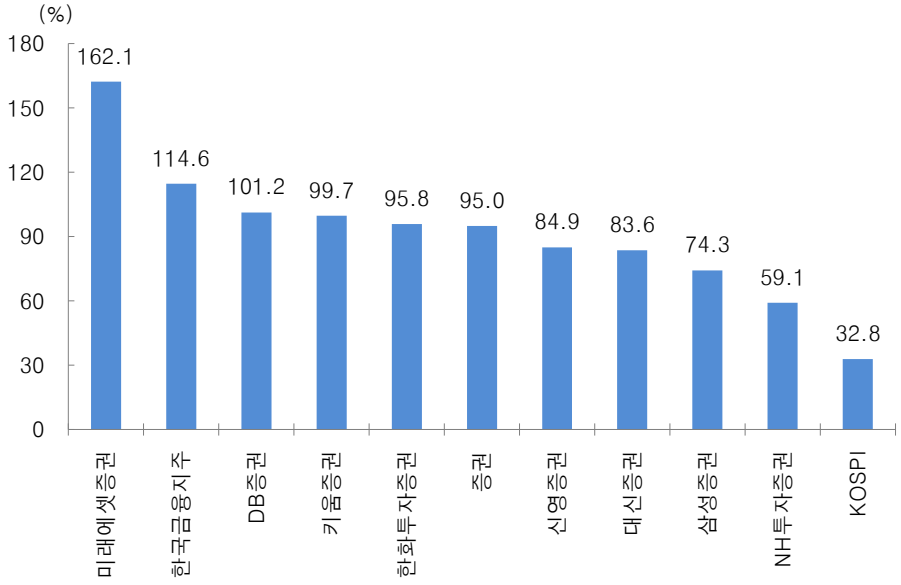
증권주 상승은 실체 없는 기대감인가?

- **실체 없는 기대감:** 스테이블 코인 상표권 등록, 자사주 소각 의무화
  - 스테이블 코인: 1) 자본시장법 개정 여부, 2) 1)이 개정되더라도 실제 활성화 여부, 3) 궁극적으로 민간 발행 여부에 대해 알 수 없음
  - 자사주 소각 의무화: 소급적용 될지 여부도 알 수 없고, 기 보유한 자사주로 인해 지분율이 희석될 가능성도 거의 없기에 주주가치 상승에 실질적으로 기여한다고 보기 어려움

- **실체 있는 기대감:** 상법 개정, 저 PBR 대책, 배당세제 개편, 상장시장 구조 개편
  - 중기적으로 글로벌 투자자들이 한국 증시를 재평가 할 만한 요인. 궁극적으로 소액주주 권익 보호, 자본시장 선진화, 기업지배구조 개선, 상장기업 투명성 제고 등에 영향 주기 때문

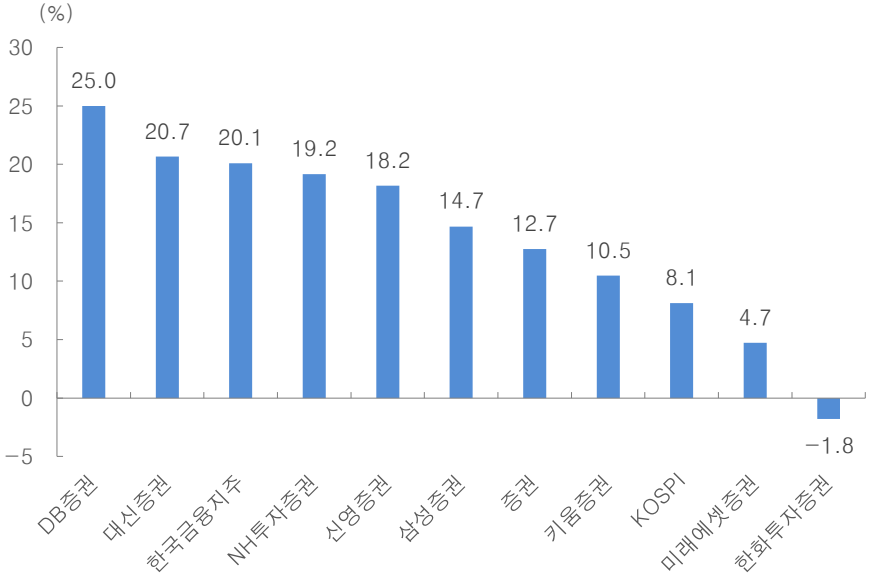
- 기대감의 종류를 분별하고, 실체 없는 기대감으로 인해 주가가 크게 상승한 종목에 대해서는 경계할 필요 있음

증권업 주가 수익률_YTD



자료: DataGuide, 대신증권 Research Center *7월 17일 종가 기준

증권업 주가 수익률_1M



자료: DataGuide, 대신증권 Research Center *7월 17일 종가 기준

증권업: 목표주가 상향하나 고려해야할 몇 가지 조건들

증권사 실적은 주가가 상승한 만큼 개선되는가?

- 커버리지 5사 순이익은 상반기 기준 YoY +20.4%, 2분기 기준 YoY +22% 증가 예상. 전년 대비 증가하는 것은 맞지만 당연히 주가 상승률만큼은 아님
  2분기 실적은 1분기 대비 소폭 감소할 것으로 예상되고, 증권사 실적변동성으로 인해 '26년 실적이 크게 개선되는 것도 아님

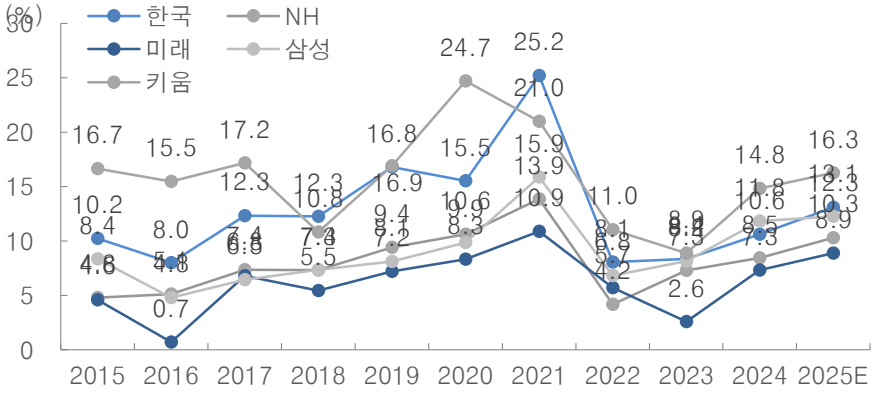
- 그렇다고 증권사의 수익성까지 무시할 수는 없음. 대형화 흐름을 타고 자본 규모 꾸준히 늘린 증권사의 지속 가능한 ROE(3yrs sustainable) 11% 전망

- 해당 수준 고려했을 때, 한국금융지주, 삼성증권, 키움증권은 현재 비싸지 않다고 판단. 실체 없는 기대감으로 주가가 오르지도 않았고, ROE는 커버리지 평균만 아니라 증권업 전체 평균을 상회하기 때문. 수익성 대비 주가 수준 고려 시, 추가 상승여력 충분하다고 판단, 3종목의 **목표주가를 평균 20.5% 상향**

- 최선호주는 한국금융지주, 키움증권 유지
  – **한국금융지주**: 2분기 순이익은 사상 최대 실적 달성한 1분기 수준 유지될 가능성 큼. 적극적인 채권 운용으로 트레이딩 부문 실적 호조 예상
  특히 외화채권(5억 달러)에서 환율하락으로 평가이익 발생할 것. 지난 4분기 환율 상승 따른 800억원 평가손실 감안 시 수익 개선에 크게 기여할 것
  – **키움증권**: 국내 증권사 가운데 가장 우수한 수익성 보유. 최근 RCPS 물량이 40% 이상 보통주로 전환되고 있는데, 이는 자본 증가에 따른 신용공여 한도 확대로 이어져 수익성 개선에 기여할 전망

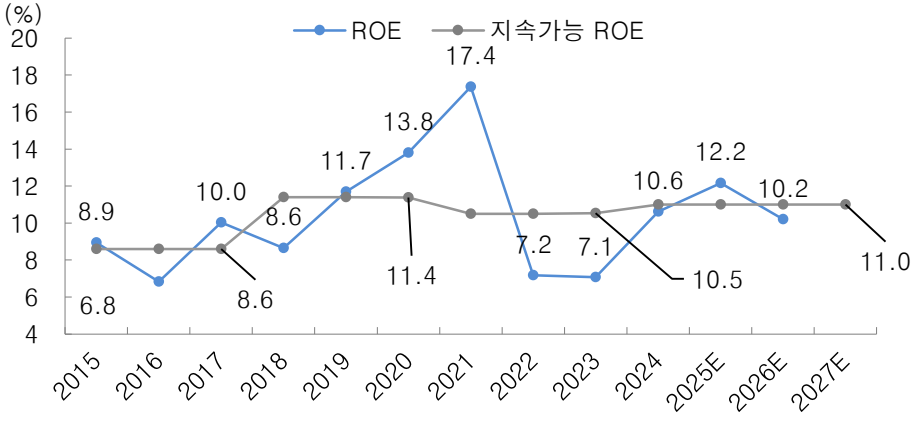
- 미래에셋증권, NH투자증권은 적정 주가 수준에 도달했다고 판단, 목표주가 조정 없이 **투자의견 Marketperform으로 하향**

증권 커버리지 5사 ROE 추이



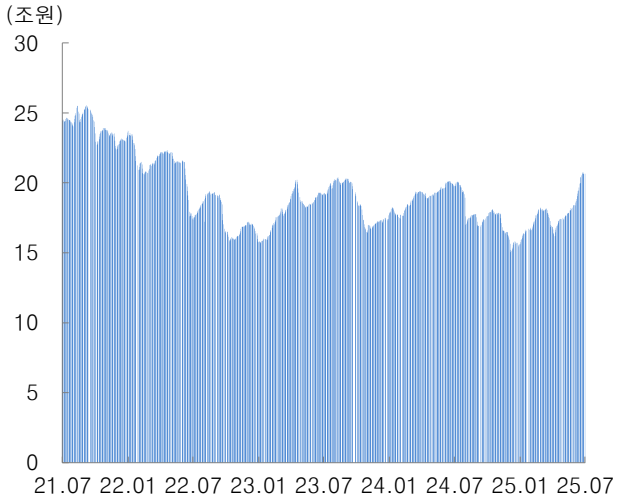
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

증권 커버리지 5사 평균 ROE 및 지속 가능 ROE 전망



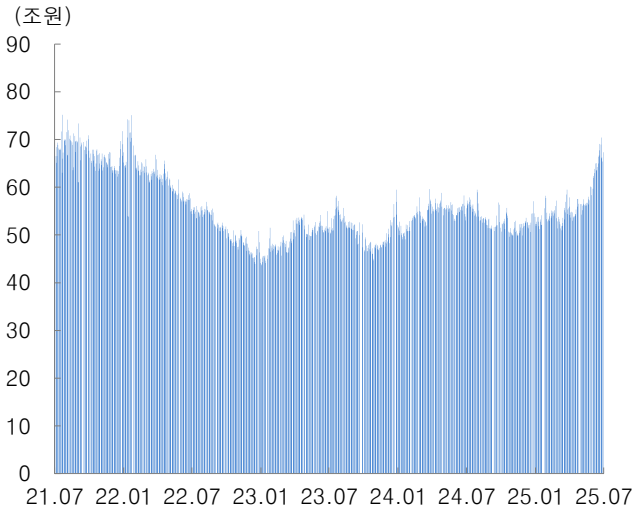
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

신용융자 잔고 추이



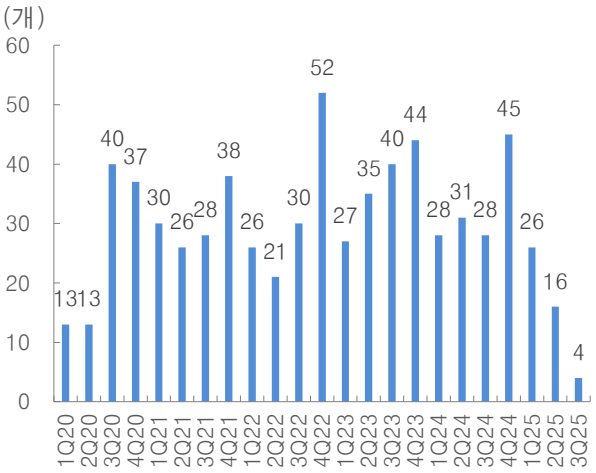
자료: DataGuide, 대신증권 Research Center

예탁 잔고 추이



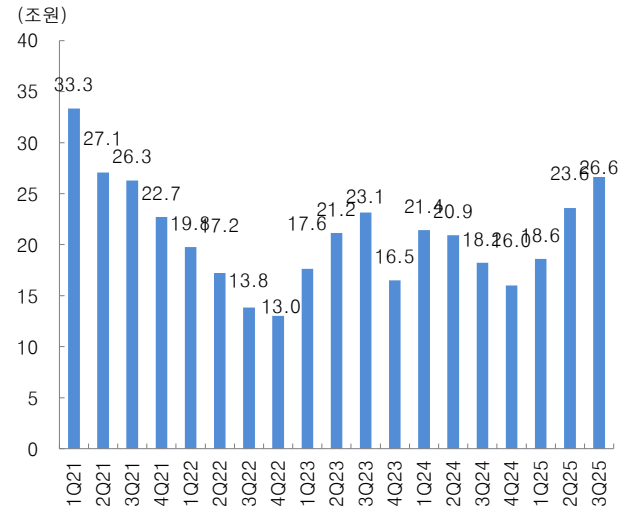
자료: DataGuide, 대신증권 Research Center

분기별 상장기업 수



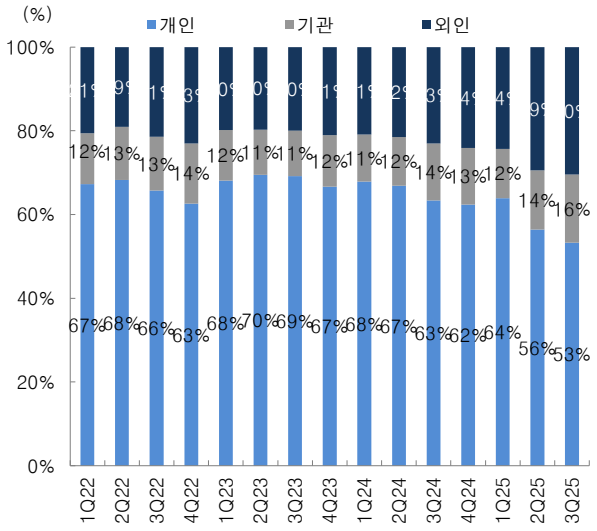
자료: 한국거래소, 대신증권 Research Center

국내 일평균 거래대금 추이



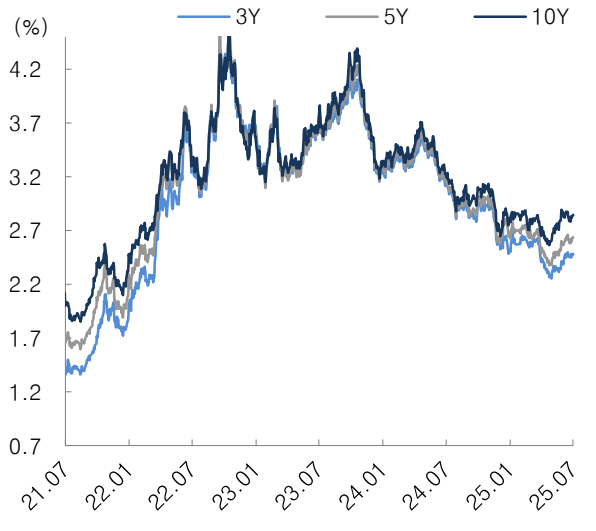
자료: DataGuide, 넥스트레이드, 대신증권 Research Center

코스피+코스닥 주체별 거래대금 비중



자료: DataGuide, 대신증권 Research Center

국채 금리 추이



자료: DataGuide, 대신증권 Research Center

한국금융지주 2Q25 Review: 소름 돋아

- 2Q25 연결 순이익 5,390억원(QoQ +17.6%, YoY +92.2%), 컨센서스를 +54.4%, 당사 추정을 28% 상회하는 어닝서프라이즈 달성
  1분기에 이어 두 개 분기 연속 어닝 서프. 반기 순이익 1조원에 육박

- 실적 호조는 1) IB수익 증가, 2) 밸류자산 이익 증가, 3) 운용수익 증가에 기인
  1) IB수익: IB수수료수익 2,713억원으로 역대 최대 실적 달성. IB관련 이자수익이 720억원으로 크게 증가했는데, 인수금융에서 다수의 딜 진행한 결과
  2) 운용수익: 발행어음 잔고 증가(18조원)하였고 적극적 채권운용으로 관련 수익 1,300억원 반영되어 개선
  3) 밸류자산: 당 분기 순이익 787억원, 분기 최대이익 시현. '19년 밸류가 보유한 카카오뱅크 지분 2.7조원을 증권에 매각하였는데, 배당가능이익이 부족하여 1.7조원만 배당하고 1조원은 보유하여 운용했던 것으로 파악. 지수 상승함에 따라 여기서 평가이익 크게 발생해 실적 개선으로 이어짐

- 1분기 큰 폭의 어닝 서프라이즈로 Peak-out 우려 있었으나 2분기 상상 이상의 실적을 시현. 밸류업을 실적으로 보여주는 금융주 내 유일한 회사

- 하반기에도 재료는 많음. 동사가 경쟁력 보유한 PF 시장이 예상과 달리 호황이고, 2개 분기 순이익 1조원 축적으로 발행어음 한도도 상향될 것
  '24년 이익증가율 46.1%, '25년 예상 48.3%로 증권업종 내 최선호주 유지

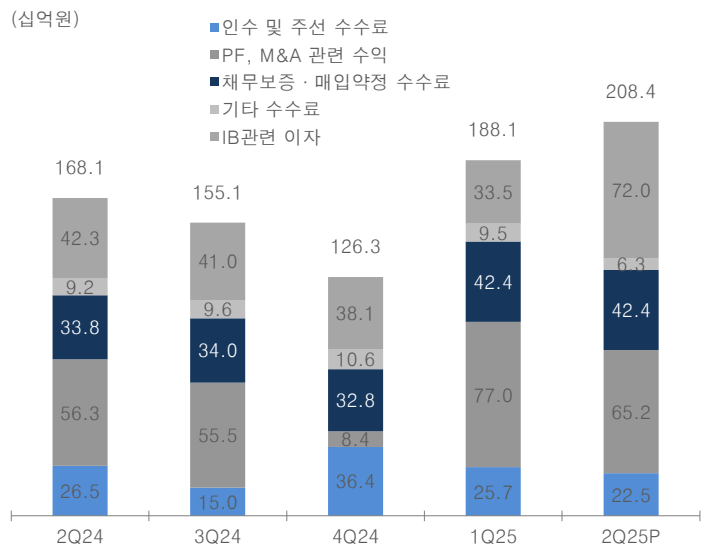
한국금융지주 분기 실적 상세

(단위: 십억원, %)

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	QoQ	YoY
순영업수익	651.4	729.8	548.0	889.8	997.1	12.1%	53.1%
수수료순수익	311.2	303.1	313.4	332.6	378.7	13.9%	21.7%
브로커리지	109.4	107.0	109.0	115.0	133.4	16.0%	22.0%
자산관리	35.8	36.9	38.5	39.3	43.4	10.6%	21.2%
IB관련	114.6	104.5	98.5	127.5	143.8	12.7%	25.5%
기타	8.7	-82.5	-28.1	-4.0	-111.6	적지	적전
수수료비용	68.6	64.7	66.5	64.3	86.0	33.6%	25.3%
순이자수익	301.7	315.7	334.7	353.7	373.9	5.7%	23.9%
상품운용손익	38.5	111.1	-100.1	203.4	244.5	20.2%	535.2%
판관비	352.0	366.9	392.5	360.2	411.6	14.3%	16.9%
영업이익	299.3	363.0	155.5	529.6	585.6	10.6%	95.6%
영업외이익	90.4	37.8	-17.2	85.4	147.8	73.0%	63.5%
당기순이익	281.6	314.5	100.6	459.3	540.2	17.6%	91.8%
당기순이익(지배)	280.5	312.7	99.4	458.4	539.0	17.6%	92.2%

자료: 한국금융지주, 대신증권 Research Center

한국금융지주 IB 수익



자료: 한국금융지주, 대신증권 Research Center

키움증권 2Q25 Review: 전 부문 실적 개선

- 2Q25 연결 순이익 3,097억원(QoQ +31.6%, YoY +33.7%), 당사 추정에 부합하고 컨센서스를 +20.5% 상회하는 좋은 실적 달성
  지수 상승폭이 워낙 컸기 때문에 그에 대한 영향을 전 부문에 걸쳐 향유
- 브로커리지 수수료수익 2,320억원(QoQ +20.6%, YoY +25.2%)으로 큰 폭의 개선세 시현. 일평균 시장 거래대금 28조원 상회했고, 1분기 VIP멤버십 이벤트 영향으로 하락했던 해외주식 평균수수료율이 8.9bp로 회복한 영향이 컸음
- IB수수료수익 567억원(QoQ +14.3%, YoY +4.3%) 역대 최대 실적 달성.부동산 PF 중심 영업 지속 중으로, 본 PF 규모는 1분기 대비 1,000억원 감소한 반면 브릿지론 1,900억원 증가해 전체 부동산 PF규모는 1,000억원 가량 증가
- 운용손익 1,765억원(QoQ +34%, YoY +45.9%)으로 크게 증가. ETF 시장 활황 맞이하며 LP 지배력 확대해 관련 손익 600억원 반영되었고 주식운용에서도 비슷한 수준의 평가이익 발생. 증권 신용공여 잔고가 한도에 거의 도달하여 자산운용으로부터 중간배당 600억원 수령
- 별도 기준 반기 순이익 5,672억원 기록해 연간 순이익 1조원 달성 가능성 커짐. 배당성향 30% 적용해 연간 DPS를 8,000원 → 10,000원 상향
- 7월초 단기금융업(발행어음) 사업 인가 신청해 심사 진행중. 언론보도에 따르면 인가 신청한 5개사 중 심사 시작한 증권사는 동사가 유일. 인가 신청 후 3개월내 인가 여부 결정되므로 10월중 신사업 진출 여부 결정될 전망

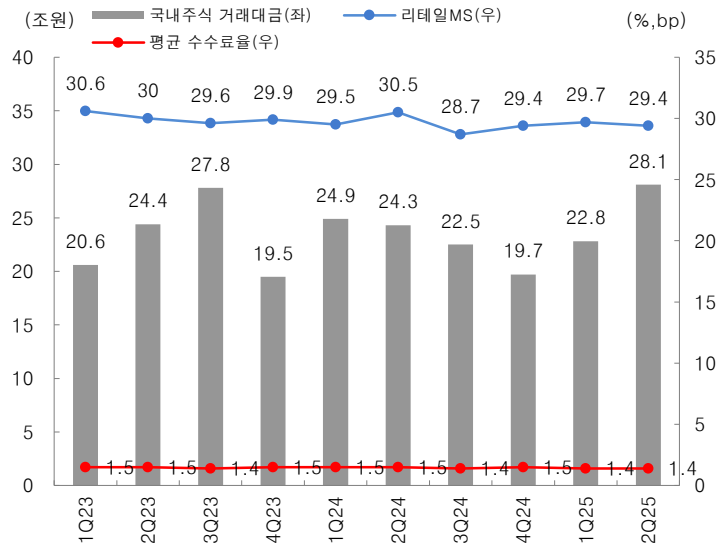
키움증권 분기 실적 상세

(단위: 십억원, %)

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	QoQ	YoY
순영업수익	490.3	443.3	397.0	522.3	612.7	17.3%	25.0%
수수료순수익	209.2	192.4	205.8	209.5	248.8	18.8%	18.9%
브로커리지	185.3	184.0	193.2	192.3	232.0	20.6%	25.2%
자산관리	22.9	21.3	21.0	22.0	25.8	17.4%	12.6%
IB관련	54.3	36.6	40.9	49.6	56.7	14.3%	4.3%
수수료비용	11.4	7.7	9.4	8.9	8.8	-0.7%	-22.7%
순이자수익	160.1	140.3	176.3	181.1	187.4	3.5%	17.1%
상품운용손익	121.0	110.6	15.0	131.7	176.5	34.0%	45.9%
판관비	179.8	177.7	223.2	199.0	206.7	3.9%	14.9%
인건비	63.5	58.5	93.1	70.7	82.6	16.7%	30.1%
영업이익	312.3	268.0	180.2	325.5	408.3	25.5%	30.7%
영업외이익	43.2	27.8	68.9	25.3	25.6	1.0%	-40.8%
영업외비용	49.4	22.2	74.4	24.7	17.5	-29.3%	-64.6%
당기순이익(지배주주)	231.7	211.5	146.4	235.3	309.7	31.6%	33.7%

자료: 키움증권, 대신증권 Research Center

키움증권 국내주식 거래대금·MS·수수료율



자료: 키움증권, 대신증권 Research Center

NH투자증권 2Q25 Review: IMA 3호 신청사

- 2Q25 지배주주 순이익 2,567억원(QoQ +23.3%, YoY +30.2%), 당사 추정과 컨센서스 25% 이상 상회하는 좋은 실적 달성

- 실적 호조는 IB 및 운용손익이 크게 개선된 데 기인. 브로커리지 상승폭은 다소 미진
  1) IB: IB수수료수익 1,299억원(QoQ+20.4%, YoY +44.1%)으로 역대 최대 실적 경신. 채무보증 관련 수수료가 1,133억원으로 크게 증가한 영향
  채무보증 금융자문 수수료(파크원 리파이낸싱등) 1Q 75억 → 2Q 225억원, 세운상가 엘다운 포함한 보증취급 수수료 1Q 153억원 → 2Q 190억원
  PF잔액이 1Q 2.4조원 → 2Q 3.3조원으로 증가하여 2분기 수행한 딜 자체가 많았음
  2) 운용손익: 1,131억원(QoQ +35.4%, YoY -16%)으로 개선. IB 비시장성 자산 평가손익 및 운용손익 475억원, 금리하락 및 지수 상승에 따른 고유자산 평가손익도 크게 증가한 영향
  3) 브로커리지: BK수수료수익 1,627억원(QoQ +15.8%, YoY +18.5%)로 거래대금 증가율 대비 다소 미진. 국내 수수료수익은 크게 증가했으나, 해외주식 수수료수익이 4월 시작한 미국주식 수수료 이벤트 영향으로 QoQ -8.6% 감소했기 때문

- 31일 NH농협금융지주 대상 3자 배정 유상 증자 결의. 6,500억원 규모로 IMA 사업 진출 위한 자기자본 8조원 요건 충족 위함. 9월 내에 인가신청 완료해야 현행 요건으로 심사 가능하며, 6월말 별도 기준 자기자본 7.15조원

- 발행어음+IMA 합산 발행한도는 자기자본의 300%로 8조원 충족 시 24조원까지 자금 확보 가능. 현재 발행어음 잔고 4조원, 마진 110bp 감안하면 2,640억원까지 이익 증가 가능. 채무보증, 금융자문 비롯한 ib사업 대부분의 실적 최근 개선되고 있어 IMA 진출은 동사 IB사업 강화에 좋은 수단으로 작용할 것

- 다만 지주 RWA 때문에 발행어음 사업에서도 한도나 운용 측면에서 다소 보수적인 모습. IMA 진출로 ROE를 어느 수준까지 개선시킬 수 있을지가 향후 관건
  31일 진행한 컨콜에서 지주의 적극적 협조를 피력, IMA사업 관련 수 조사 등 사전 스터디 완료해 은행과 시너지, IB수익 개선에 긍정적일 것으로 사측은 기대

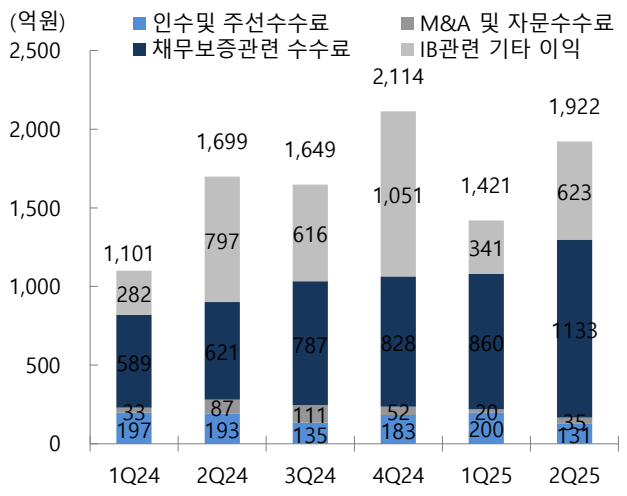
NH투자증권 분기 실적 상세

(단위: 십억원, %)

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	QoQ	YoY
순영업수익	563.4	455.9	452.9	556.6	639.3	14.8%	13.5%
수수료순수익	227.2	238.9	250.8	259.0	297.9	15.0%	31.1%
브로커리지	137.3	132.0	134.5	140.5	162.7	15.8%	18.5%
자산관리	30.5	22.3	23.2	26.3	30.9	17.5%	1.3%
IB관련	90.1	103.4	106.4	107.9	129.9	20.4%	44.1%
기타	29.8	41.4	39.9	34.9	50.6	44.9%	70.0%
수수료비용	60.5	60.1	53.3	50.6	76.2	50.4%	26.0%
순이자수익	201.5	194.9	203.7	214.1	228.3	6.6%	13.3%
상품운용손익	134.7	22.1	-1.6	83.5	113.1	35.4%	-16.0%
판관비	294.6	267.7	285.8	267.6	317.4	18.6%	7.7%
영업이익	268.8	188.2	167.2	289.0	321.9	11.4%	19.7%
영업외이익	19.6	40.5	14.9	29.2	24.1	-17.4%	23.0%
영업외비용	18.0	25.3	22.3	41.5	26.4	-36.3%	46.3%
당기순이익	197.2	154.0	110.0	208.2	256.9	23.4%	30.3%
당기순이익(지배주주)	197.2	153.9	110.0	208.2	256.7	23.3%	30.2%

자료: NH투자증권, 대신증권 Research Center

NH투자증권 IB 관련 수익 추이



자료: NH투자증권, 대신증권 Research Center

미래에셋증권 2Q25 Review: 해외법인과 투자목적자산의 콜라보

- 2Q25 지배주주 순이익 4,033억원(QoQ +56%, YoY +103%), 당사 추정 및 컨센서스를 40% 이상 상회하는 어닝서프라이즈 달성
- 실적 호조는 트레이딩 수익이 5,615억원(QoQ +19.5%, YoY +66.2%)으로 역대 최고 실적을 경신한 영향
  분배금 및 배당금 수익이 감소했으나 운용손익이 크게 증가. 연결 투자목적자산 평가익(xAI, DJI, 네이버파이낸셜 등) 1,263억원을 비롯해, 시장 활성화에 따른 ETF LP 수익도 크게 증가
  해외 상업용 부동산 평가손실 600억원 반영되었으나 적자폭은 꾸준히 축소
- 거래대금 증가로 브로커리지 수익 여전히 호조. 해외주식 평균 수수료율 10.3bp로 소폭 하락했으나 국내 증권사 중 가장 많은 수수료이익 확보 중
- 해외법인 세전이익 1,061억원으로 2개 분기 연속 1,000억원 상회. 그 동안 투자한 자산에서 평가익 반영되며 미국, 홍콩 비롯한 선진지역이 실적 견인
- 스테이블 코인 등 디지털 자산 관련 국내 증권사 중 가장 적극적으로 대응중. 이 때문에 주가는 단기간 급등하여 Valuation 부담 존재
  또한 키움, 토스 등 경쟁사들이 미국 브로커리지 라이선스 취득에 나서 동사만의 경쟁력이 약화중. 투자의견 Marketperform, 목표주가 23,000원 유지

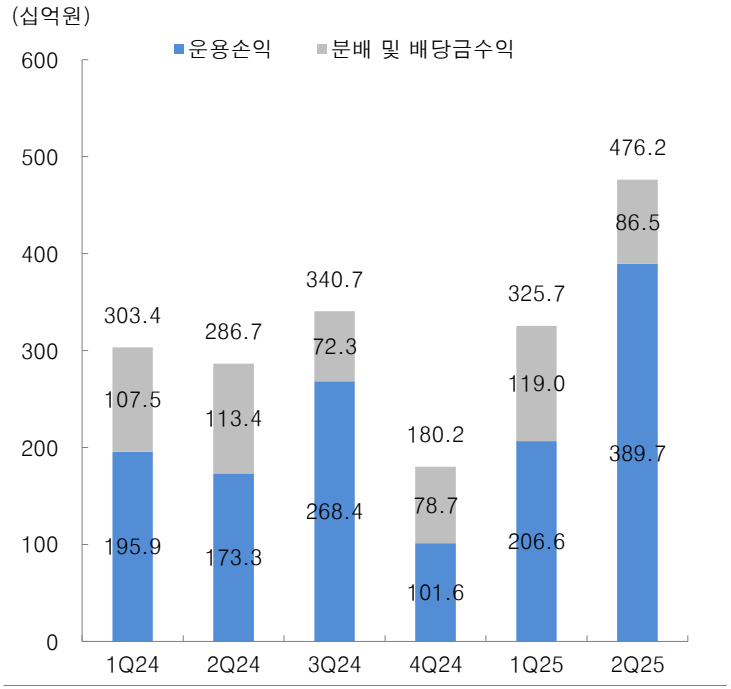
미래에셋증권 분기 실적 상세

(단위: 십억원, %)

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	QoQ	YoY
순영업수익	699.2	764.3	818.8	812.8	1,003.7	23.5%	43.5%
수수료순수익	247.8	271.8	265.6	240.3	320.2	33.3%	29.2%
브로커리지	195.6	203.1	197.2	260.9	287.1	10.1%	46.8%
자산관리	69.4	68.9	68.8	78.6	78.0	-0.8%	12.4%
IB관련	19.2	29.9	23.3	19.4	30.5	57.4%	59.3%
기타	33.8	31.5	43.9	32.2	47.7	48.0%	41.1%
수수료비용	70.1	61.7	67.7	150.8	123.1	-18.4%	75.7%
순이자수익	113.6	78.5	90.7	102.4	122.0	19.0%	7.3%
상품운용손익	337.8	414.0	462.5	470.1	561.5	19.5%	66.2%
판관비	426.0	393.6	449.0	466.8	503.4	7.8%	18.2%
인건비	160.6	160.3	161.6	164.7	162.2	-1.5%	1.0%
영업이익	273.3	370.8	244.4	346.2	500.4	44.6%	83.1%
영업외이익	33.1	12.7	205.8	14.5	24.6	69.6%	-25.8%
영업외비용	29.7	26.7	131.5	14.6	4.8	-67.2%	-83.9%
당기순이익	201.2	290.1	231.9	258.2	405.9	57.2%	101.7%
당기순이익(지배주주)	198.7	291.2	234.9	258.7	403.3	55.9%	102.9%

자료: 미래에셋증권, 대신증권 Research Center

미래에셋증권 운용손익



자료: 미래에셋증권, 대신증권 Research Center

증권업: 해외주식 수수료수익, 연간 2조원 시대

- 증권사 외화예수금 11.4조원, 사상 최대 경신. 거래대금은 지난 4분기 정점으로 감소세이나 대기성 자금인 외화예수금은 인출되지 않고 높은 수준 유지
  대형사 필두로 대부분 증권사들이 해외주식, 특히 미국주식 서비스 출시했고 거래수수료 및 환전수수료 인하, 거래시간 연장 등 편의성 증진 영향

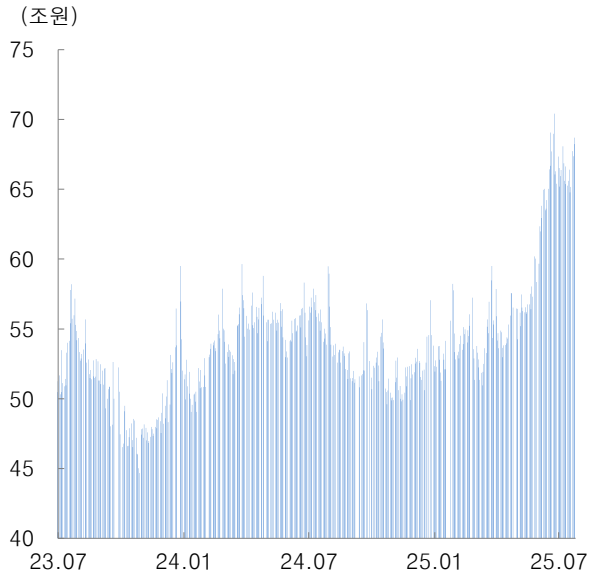
- 이에 증권사 브로커리지 수수료수익 중 해외주식 비중 꾸준히 증가. 지난 4분기, 올해 1분기 2개 분기 연속 해외주식 수수료수익 5,000억원 상회
  당사 커버리지 5사 기준 전체 BK수수료 가운데 해외 수수료 비중 40.2%까지 상승

- 해외주식 거래대금 기준 키움증권(116조원)이 여전히 압도적 1위. 2위는 토스증권(90조원)으로 지난 4분기 113조원으로 첫 1위 달성했으나 1분기
  키움증권이 재탈환. 메리츠증권은 수퍼 365계좌(거래/환전 수수료 모두 무료) 영향으로 지난 4분기 6.9조원 → 1분기 31.8조원으로 약 4배 증가

- 수수료수익 기준으로는 미래에셋증권이 꾸준히 선두. 오프라인 영업점을 가진 대형사가 유리할 수 밖에 없기 때문
  영업점이 없는 토스증권이 수수료수익 면에서 2위 유지하는 것은 이례적. 지난 4분기에는 1위를 기록한 바 있음

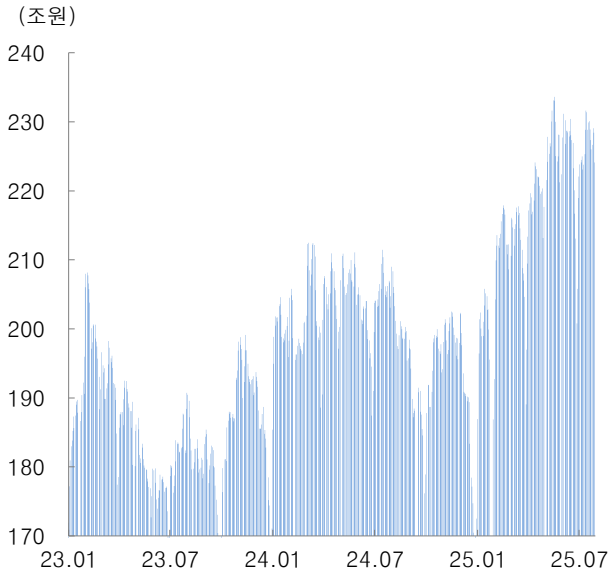
- 국내 증권사 해외주식 평균 수수료율은 '25년 3월말 기준 6.4bp

증시 주변자금 1_예탁잔고



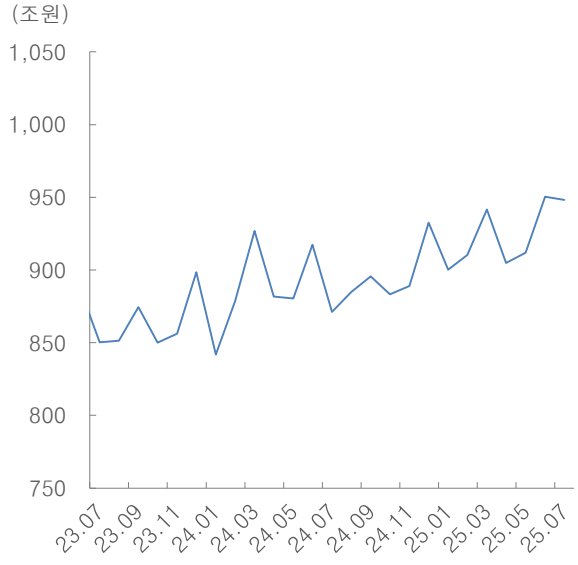
자료: DataGuide, 대신증권 Research Center

증시 주변자금 2_MMF



자료: DataGuide, 대신증권 Research Center

은행 대기성 자금_핵심예금 추이



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center
*핵심예금: 요구불+수시입출식 *25년 7월은 당사 추정치

증권 2Q25 실적 상세

(단위 : 십억원)

		2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	QoQ	YoY
순영업수익	한국금융지주	651.4	729.8	548.0	889.8	997.1	12.1%	53.1%
	NH투자증권	563.4	455.9	452.9	556.6	639.3	14.8%	13.5%
	미래에셋증권	699.2	764.3	818.8	812.8	1,003.7	23.5%	43.5%
	삼성증권	652.6	603.7	539.0	668.9	661.8	3.1%	1.4%
	키움증권	490.3	443.3	397.0	522.3	612.7	17.3%	25.0%
	합산	3,056.9	2,997.0	2,755.8	3,450.5	3,914.6	14.4%	28.1%
브로커리지	한국금융지주	109.4	107.0	109.0	115.0	133.4	16.0%	22.0%
	NH투자증권	137.3	132.0	134.5	140.5	162.7	15.8%	18.5%
	미래에셋증권	195.6	203.1	197.2	260.9	287.1	10.1%	46.8%
	삼성증권	177.8	175.1	178.1	180.5	202.5	11.4%	13.9%
	키움증권	185.3	184.0	193.2	192.3	232.0	20.6%	25.2%
	합산	805.3	801.2	812.1	889.3	1,017.7	14.3%	26.4%
IB	한국금융지주	114.6	104.5	98.5	127.5	143.8	12.7%	25.5%
	NH투자증권	90.1	103.4	106.4	107.9	129.9	20.4%	44.1%
	미래에셋증권	19.2	29.9	23.3	19.4	30.5	57.4%	59.3%
	삼성증권	56.0	36.2	41.5	48.7	41.0	24.3%	-26.9%
	키움증권	54.3	36.6	40.9	49.6	56.7	14.3%	4.3%
	합산	334.2	310.5	310.7	353.1	401.8	19.1%	20.2%
상품운용	한국금융지주	38.5	111.1	-100.1	203.4	244.5	20.2%	535.2%
	NH투자증권	134.7	22.1	-1.6	83.5	113.1	35.4%	-16.0%
	미래에셋증권	337.8	414.0	462.5	470.1	561.5	19.5%	66.2%
	삼성증권	167.2	177.1	90.7	193.0	171.8	-10.1%	2.7%
	키움증권	121.0	110.6	15.0	131.7	176.5	34.0%	45.9%
	합산	799.2	834.9	466.6	1,081.8	1,267.5	17.4%	58.6%
순이자이익	한국금융지주	301.7	315.7	334.7	353.7	373.9	5.7%	23.9%
	NH투자증권	201.5	194.9	203.7	214.1	228.3	6.6%	13.3%
	미래에셋증권	113.6	78.5	90.7	102.4	122.0	19.0%	7.3%
	삼성증권	185.1	159.0	161.2	180.0	171.9	3.8%	-7.1%
	키움증권	160.1	140.3	176.3	181.1	187.4	3.5%	17.1%
	합산	961.9	888.4	966.6	1,031.3	1,083.4	6.5%	12.6%
순이익	한국금융지주	280.5	312.7	99.4	458.4	539.0	17.6%	92.2%
	NH투자증권	197.2	153.9	110.0	208.2	256.7	23.3%	30.2%
	미래에셋증권	198.7	291.2	234.9	258.7	403.3	55.9%	102.9%
	삼성증권	257.9	240.3	147.7	300.8	234.6	-5.5%	-9.0%
	키움증권	231.7	211.5	146.4	235.3	309.7	31.6%	33.7%
	합산	1,166.0	1,209.6	738.4	1,461.5	1,743.4	23.7%	49.5%

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

증권 Valuation Table

회사명		한국금융지주	미래에셋증권	삼성증권	키움증권	NH투자증권	5개사 평균
투자의견		BUY	Marketperform	BUY	BUY	Marketperform	overweight
목표주가(원, 12MF)		188,000	23,000	91,000	285,000	23,000	
주가		157,600	22,600	75,400	277,000	20,800	
상승여력		19.3%	1.8%	20.7%	2.9%	10.6%	
시가총액(조원)		8.8	12.9	6.7	7.3	7.4	43.1
당기순이익 (십억원)	2024	1,033	889	899	835	687	869
	2025E	1,608	1,282	943	1,020	872	1,145
	2026E	1,364	1,168	906	960	810	1,042
자기자본 (십억원)	2024	9,728	12,118	7,599	5,632	8,119	8,639
	2025E	10,649	12,758	8,542	6,170	9,000	9,424
	2026E	12,014	13,915	9,449	7,134	9,810	10,464
ROE (%)	2024	10.6	7.3	11.8	14.8	8.5	10.6
	2025E	15.1	10.1	11.0	16.5	9.7	12.5
	2026E	11.4	8.4	9.6	13.5	8.3	10.2
EPS (원)	2024	17,689	1,467	10,068	31,397	2,178	12,560
	2025E	27,532	2,188	10,563	38,358	2,765	16,281
	2026E	23,364	1,992	10,147	36,091	2,569	14,833
DPS (원)	2024	3,980	300	3,500	7,500	950	3,246
	2025E	4,300	330	4,000	10,000	1,000	3,926
	2026E	4,300	330	4,200	10,000	1,100	3,986
PER (배)	2024	3.8	5.4	7.5	3.7	6.2	5.3
	2025E	5.7	10.3	7.1	7.2	7.5	7.6
	2026E	4.9	11.3	7.4	7.7	8.1	7.9
BPS (원)	2024	166,581	19,993	85,096	211,728	25,758	101,831
	2025E	182,362	21,766	95,660	231,945	28,551	112,057
	2026E	205,726	23,739	105,807	268,186	31,120	126,916
PBR (배)	2024	0.41	0.40	0.89	0.55	0.52	0.55
	2025E	0.86	1.04	0.79	1.19	0.73	0.92
	2026E	0.55	0.95	0.71	1.03	0.67	0.78

자료: 각 사, 대신증권 Research Center *9월 18일 종가 기준

보험

보험업 2Q25 Review: 견조한 신계약 뒤로 상승하는 손해율

견조한 신계약 뒤로 상승하는 손해율

- 커버리지 보험 5사 합산 2Q25 순이익 2.83조원(QoQ +13.0%, YoY -5.2%)로 현대해상 제외하고 컨센서스 소폭 상회
  보험손익은 여전히 부진, 실적 호조는 투자손익이 개선된 요인이 큼. 2분기 신계약 CSM은 가열차게 누적, 비례해 위험손해율도 꾸준히 상승

보험료 인상으로 배수 상승, 분기 대비 매출 감소에도 신계약 CSM 증가

- 매출 감소에도 4월 건강보험료 인상(업계 평균 10%)으로 마진은 커버리지 모두 상승. 현대해상 18.9배, 삼성생명은 보험료 인상 없이 건강보험 배수 상승
- 이에 신계약 CSM 커버리지 합산 3조원 상회하며 원활한 흐름. 특히 삼성생명의 상승폭이 압도적이었으며, 건강보험 비중이 85%까지 상승하며 건강보험으로의 원활한 판매구조 전환이 추진되고 있는 점이 고무적. 건강보험 매출 생손보 합산 업계 1등이 목표

보험 커버리지 5사 2Q25P 순이익

(단위: 십억원)

	2Q24	1Q25	2Q25P	컨센서스	컨센서스 대비	QoQ	YoY
삼성화재	612	609	638	603	5.8%	4.8%	4.2%
DB손해보험	541	447	460	452	1.8%	2.9%	-14.9%
현대해상	356	203	248	273	-9.1%	21.9%	-30.4%
삼성생명	746	635	759	695	9.1%	19.5%	1.7%
메리츠금융지주	730	610	725	678	7.0%	18.9%	-0.7%
계	2,985	2,504	2,830	2,701	4.8%	13.0%	-5.2%

자료: fnguide, 대신증권 Research Center

보험업 2Q25 Review: 견조한 신계약 뒤로 상승하는 손해율

최근 상승하고 있는 위험손해율

- 일반보험은 작년 2분기 의료파업 영향으로 급격히 떨어져던 위험손해율이 업계 전반적으로 5개 분기 연속 상승 중
  실손 중심 생존담보 보험금 청구가 증가한 영향. 문제는 전공의 복귀가 완료되지 않았음에도 손해율이 의료파업 이전 수준을 넘어섰다는 것
  판매하는 상품이 대동소이하기에 매출 확보는 결국 수익성 하락을 조금씩 감수하면서 신계약 성장을 유지시키는 탓이 클 것으로 보임

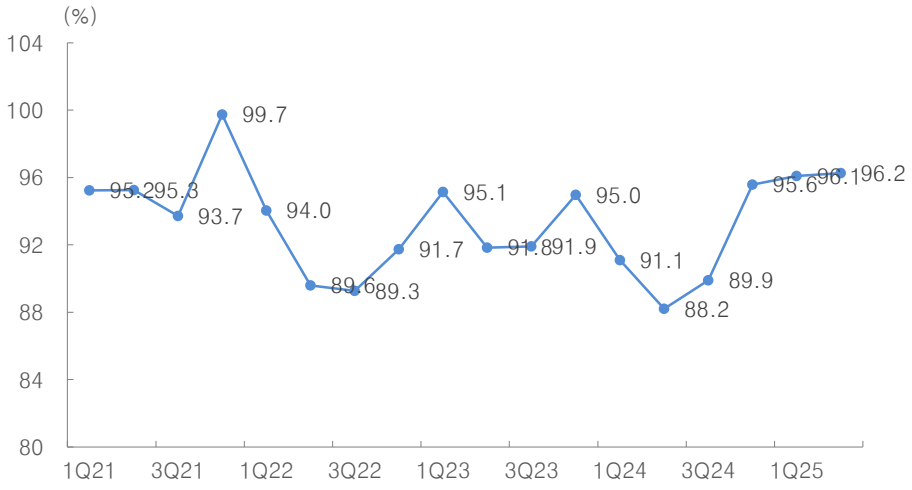
- 8월 상위사를 중심으로 예정이율을 인하. 3, 4분기 마진 상승보다 손해율 안정화가 더 중요할 것. 커버리지 5사 모두 보험금 에실차 '25년 들어 악화 지속

교육세, 법인세 인상 손익 감소요인

- **교육세:** 금융당국은 보험료 수익 1조원 기준 교육세율 0.5% → 1% 상향 검토 중(시기 미정). 교육세는 PL상 사업비 중 계약유지비에 반영
  사업비에 반영되기에 가정변경이 불가피하고 현금흐름 유출항목이라 BS상에서는 BEL은 증가하고 CSM은 감소 요인
  회사별 현재 연간 지급 금액은 400~500억원. 예상 현금흐름에 반영하면 추가 2,400억원~3,000억원이 CSM 차감 조정 및 기타영업손실로 반영 예상

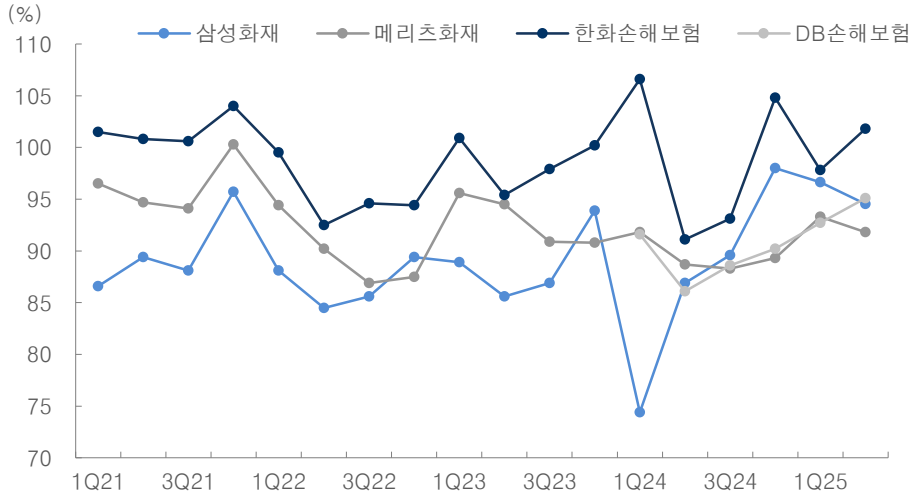
- **법인세:** CSM영향은 없으나 이연법인세 부채항목으로 110~340억원 매년 추가 반영 예상. '26년부터 반영

손해보험업 상위 5사 평균 위험손해율 추이



자료: 각 사, 대신증권 Research Center
*5개사(삼성화재, 현대해상, DB손해보험, 메리츠화재, 한화손해보험) 평균치

주요 손해보험사 위험손해율 추이



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

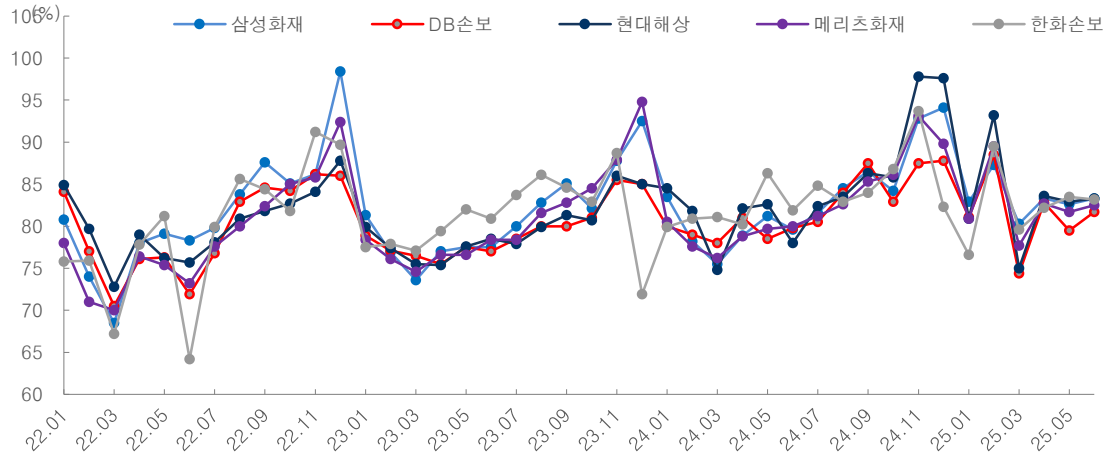
커버리지 손해보험사 CSM 관련

(단위: 십억원)

		2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	QoQ	YoY
기말 CSM	삼성화재	13,955	14,181	14,074	14,333	14,578	1.7%	4.5%
	DB손해보험	12,945	13,175	12,232	12,869	13,231	2.8%	2.2%
	현대해상	9,244	9,321	8,248	9,108	9,376	2.9%	1.4%
	삼성생명	12,698	12,963	12,902	13,309	13,746	3.3%	8.3%
	메리츠화재	10,664	10,642	11,188	11,167	11,248	0.7%	5.5%
	계	46,808	47,319	45,741	47,477	62,180	31.0%	32.8%
신계약 CSM	삼성화재	753	839	974	702	720	2.6%	-4.4%
	DB손해보험	689	775	897	707	793	12.1%	15.1%
	현대해상	435	485	496	478	526	10.0%	20.7%
	삼성생명	788	835	780	658	769	16.8%	-2.5%
	메리츠화재	342	341	324	357	373	4.6%	9.1%
	계	2,219	2,440	2,691	2,243	3,180	41.8%	43.3%
CSM 조정	삼성화재	-225	-328	-810	-159	-194		
	DB손해보험	36	-323	-1650	147	-216		
	현대해상	-152	-250	-1436	543	-97		
	삼성생명	-354	-324	-666	-6	-67		
	메리츠화재	-219	-167	431	-180	-95		
	계	-560	-1067	-3465	352	-669		
CSM 배수	삼성생명	16.3	16.1	16.4	16.3	16.6	0.3	0.3
	삼성화재	16.0	16.0	16.3	12.4	14.5	2.1	-1.5
	DB손해보험	17.0	17.4	17.8	15.4	15.6	0.2	-1.4
	현대해상	14.5	14.5	15.3	15.2	18.9	3.7	4.4
	메리츠화재	12.0	11.9	9.5	12.5	12.4	0.0	0.4
K-ICS 비율	삼성생명	201.5	193.5	193.5	176.7	186.7	10.0	-14.8
	삼성화재	278.9	280.6	266.3	266.6	274.5	7.9	-4.4
	DB손해보험	229.2	228.8	201.5	204.7	213.3	8.6	-15.9
	현대해상	169.7	170.1	155.8	159.4	159.4	0.0	-10.3
	메리츠화재	224.9	222.6	220.4	218.2	216.0	-2.2	-8.9

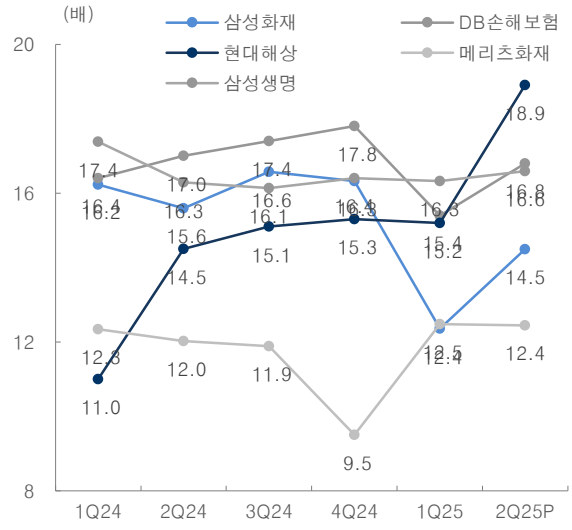
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

주요 손해보험사 자동차보험 손해율 추이



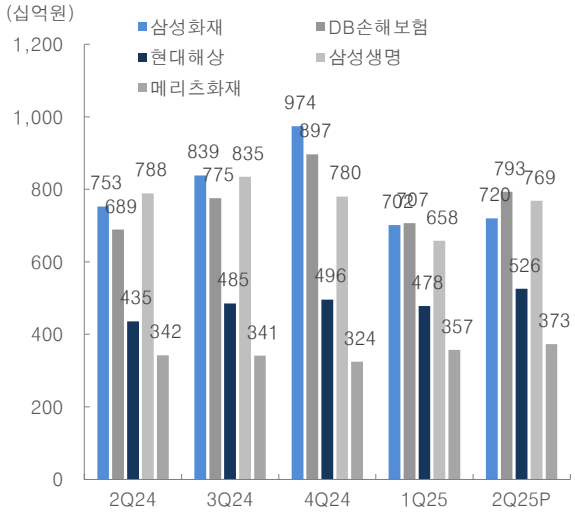
자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

보장성 인보험 신계약 CSM 배수



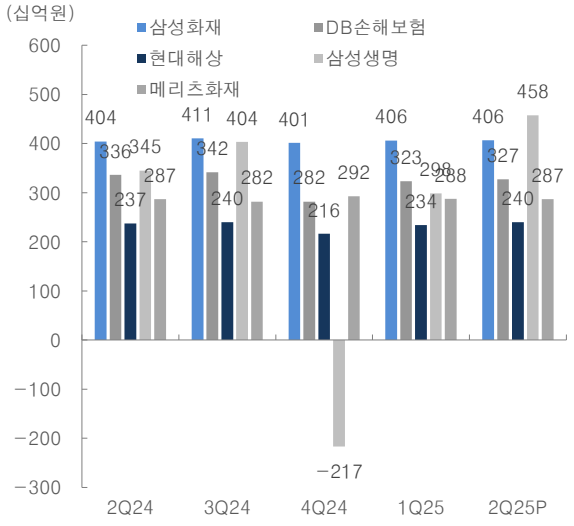
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

커버리지 신계약 CSM 전망



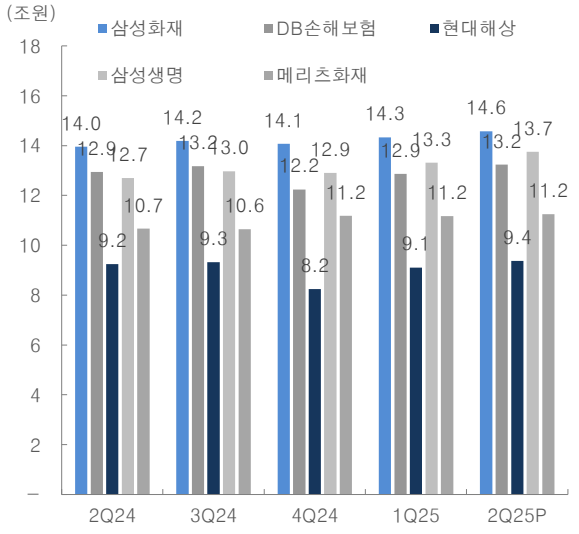
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

커버리지 CSM 상각액 전망



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

커버리지 기말 CSM 전망



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

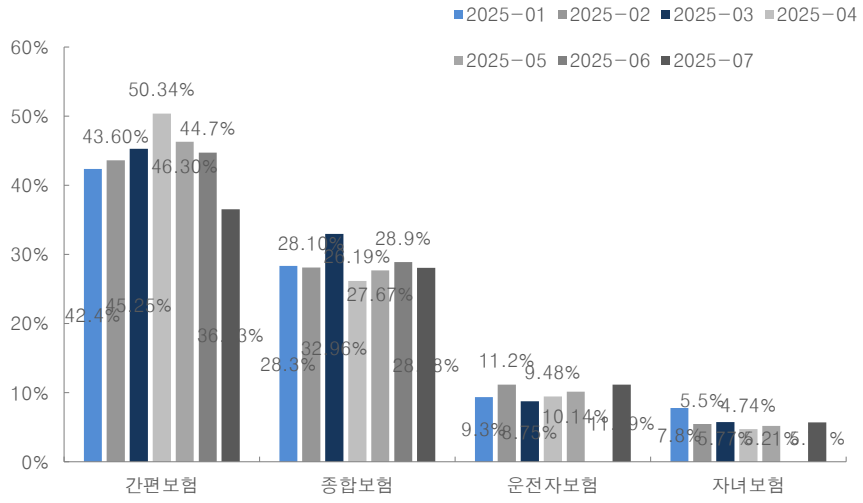
장기인보험 GA 실적 분기 합산 추이_손해보험

(단위: 십억원)

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	QoQ	YoY
KB손보	19.3	19.1	22.9	21.8	18.7	-14.3%	-3.1%
삼성화재	19.4	20.4	27.1	24.9	20.9	-15.9%	8.0%
DB손보	18.1	21.2	23.7	22.4	20.3	-9.2%	12.5%
메리츠화재	17.1	15.8	18.4	15.0	16.3	8.4%	-4.7%
현대해상	13.5	14.5	14.5	14.3	12.0	-15.8%	-11.1%
전체 손보사 (추정 실적)	107.7	113.2	135.1	124.3	116.8	-6.0%	8.4%

자료: 보험저널, 대신증권 Research Center

GA채널 장기 인보험 상품별 실적 비중



자료: 보험저널, 대신증권 Research Center

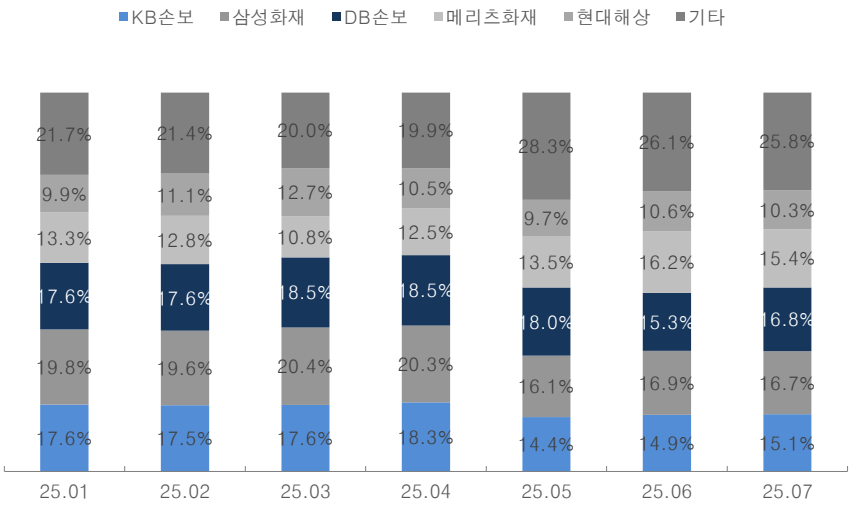
장기인보험 GA 실적 분기 합산 추이_생명보험

(단위: 십억원)

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	QoQ	YoY
한화생명	17.7	21.7	26.6	19.6	23.8	21.8%	34.7%
신한생명	13.5	16.3	15.8	17.2	15.4	-10.1%	14.6%
동양생명	9.3	14.6	11.5	9.8	6.7	-31.6%	-27.8%
삼성생명	7.4	7.4	11.8	9.4	8.4	-10.2%	13.3%
교보생명	5.3	4.7	6.1	4.7	6.3	35.0%	20.2%
전체 생보사 (추정 실적)	111.9	141.7	165.6	147.6	147.3	-0.2%	31.6%

자료: 보험저널, 대신증권 Research Center

손해보험사 장기 인보험 시장 점유율



자료: 보험저널, 대신증권 Research Center

보험업 2Q25 Review: 견조한 신계약 뒤로 상승하는 손해율

보험 판매수수료 개편 방안 주요 내용

구분	주요 내용	시행 시기
판매수수료 분급 확대	1) 계약 초기에 집행되는 선지급 수수료는 상품 설계시 정해진 계약체결비용을 한도로 지급 2) 유지관리 수수료 신설 – 계약 유지기간(최대 7년) 동안 매월 안분하여 지급 – 계약유지기간이 길수록 총수령액이 증가, 계약체결 5~7년차에는 장기유지수수료를 추가로 지급 가능 – 계약 초기에 집중적으로 지급되고 있는 판매수수료 지급 방식 개편 → 보험계약 유지관리 활동이 경제적 보상으로 이어지게 유도	– 4년 분급: '27년 1월 – 7년 분급: '29년 1월
합리적인 판매수수료 집행체계 정립	1) 보험사 자체 상품 위원회 역할 강화 2) 상품별 판매수수료 총액 용도별 구분 및 상품 설계시 계획된 범위 이내에서 집행 – 판매수수료 총액은 설계사에 대한 보수와 그 외의 부대비용으로 구분 – 항목별로 계약체결비용 일정 비율의 한도 규정 (선지급수수료: 계약체결비용의 100%, 유지관리수수료: 7년간 매월 계약체결비용의 0.8%, 공통비: 계약체결비용의 약 19%) – 설계사 보수는 판매채널, 공통비 집행여부 등에 차이 없이 누구나 동일 한도 적용	'27년 1월
정보공개 강화	– 협회 홈페이지에 판매 수수료 정보 비교·공시 및 대형 GA 설계사의 비교설명 과정 강화 – 판매수수료 금액 등을 소비자에게 직접 고지하도록 의무화하는 방안은 추후 합리적 방안 마련	'26년 1월
규제 집행력 강화	– GA가 소속 설계사에 지급하는 수수료에 대해서도 1,200% 규칙 확대 적용 – 차익거래 금지 기간을 보험계약 전기간으로 확대 (현행 1차연도) – 사업비 집행 관련 규정의 법령 위임근거를 명확히 하여 사업비 과다 집행시 실질적 제재 적용	– 1,200% 규칙 확대 적용 : '26년 7월 – 사업비 과다집행 제재 적용 : '26년 1월

자료: 금융위원회, 대신증권 Research Center

삼성생명 2Q25 Review: 건강보험이 이끈 지표 개선

- 2Q25 연결 순이익 7,589억원(QoQ +19.5%, YoY +1.7%), 컨센서스 9.1% 상회하는 양호한 실적 기록. 예실차를 비롯한 보험서비스 손익 크게 개선
- CSM손익은 4,578억원(QoQ +53.4%, YoY +32.7%)으로 크게 개선. CSM잔액 증가에 따른 상각익 증가와 더불어 CSM손익이 750억원(1분기 -630억원)으로 흑자전환한데 기인. CSM손익은 연금계약 소멸 따른 지급금 감소로 환입액 600억원 반영
- 예실차는 사업비 예실차가 작년 대비 크게 증가. 올해 예정사업비 자체가 증가했고, 지난해 PS 및 근로복지기금 적립 영향이 소멸한 영향
- 신계약 CSM 7,690억원(QoQ +16.8%, YoY -2.5%)으로 건강보험 비중이 85%까지 상승
  이는 매출만 아니라 배수 상승에도 영향을 주어 상품 전체 CSM 배수 12.2배로 상승
- 가정변경 마이너스 조정폭 크게 축소(예금보험료 요율 인하에 따른 사업비 가정변경 +1,100억원, 연금계약 소멸 영향 +600억원 반영)
  이에 기말 CSM 13.74조원(QoQ +3.3%, YoY +8.3%) 기록
- BPS를 '26년 추정치로 변경함에 따라 **목표주가를 140,000원으로 12% 상향**. '26년 BPS 214,395원에 ROE/COE로 산정한 타겟 PBR 0.65배 적용
- 중기 배당정책에 따라 '25년 배당성향은 40% 상회할 것. 이를 반영한 예상 DPS는 5,700원으로 8월 13일 종가 기준 배당수익률 4.5%

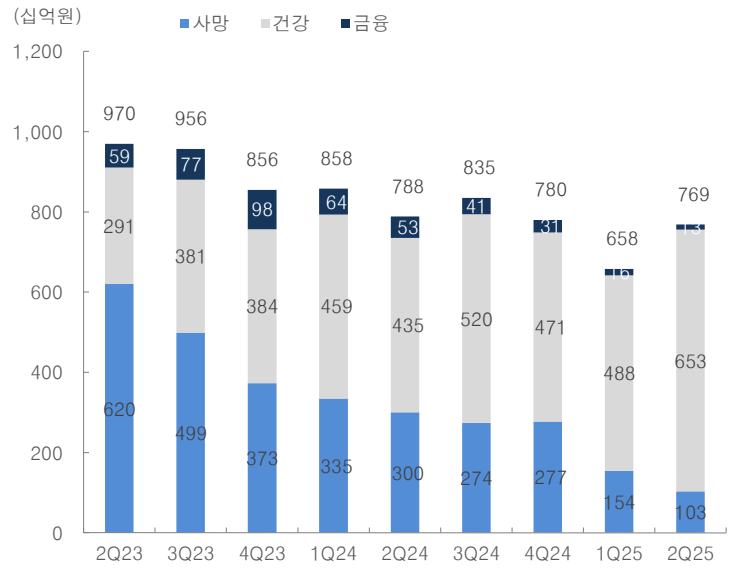
삼성생명 분기 실적 상세

(단위: 십억원, %)

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	QoQ	YoY
보험서비스손익	443.6	475.3	-645.1	277.9	553.5	99.2%	24.8%
CSM손익	345.0	403.6	-217.0	298.4	457.8	53.4%	32.7%
RA환입	79.7	82.1	79.7	85.2	83.8	-1.6%	5.2%
예실차	59.6	35.3	-289.1	-6.4	45.9	흑전	-22.9%
기타	-40.7	-45.7	-218.6	-99.3	-34.1	적지	적지
투자손익	550.1	417.2	741.8	564.6	456.2	-19.2%	-17.1%
(연결적용)	974.1	731.1	926.6	598.6	811.8	35.6%	-16.7%
일반보험 투자손익	78.5	94.1	554.2	191.2	122.3	-36.0%	55.8%
변액보험 투자손익	44.3	22.3	40.4	10.0	-24.7	적전	적전
퇴직보험 투자손익	-12.7	-16.4	-25.0	-2.1	-7.6	적지	적지
연결/지분법 배당수익	16.0	3.3	-12.6	331.5	10.6	-96.8%	-33.9%
연결효과	424.0	313.9	184.8	34.0	355.6	945.9%	-16.1%
세전이익	993.8	892.5	96.7	842.5	1,009.6	19.8%	1.6%
당기순이익	788.8	713.8	94.3	677.5	793.6	17.1%	0.6%
지배지분 순이익	746.4	673.6	64.7	635.3	758.9	19.5%	1.7%

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

삼성생명 담보별 신계약 CSM



자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

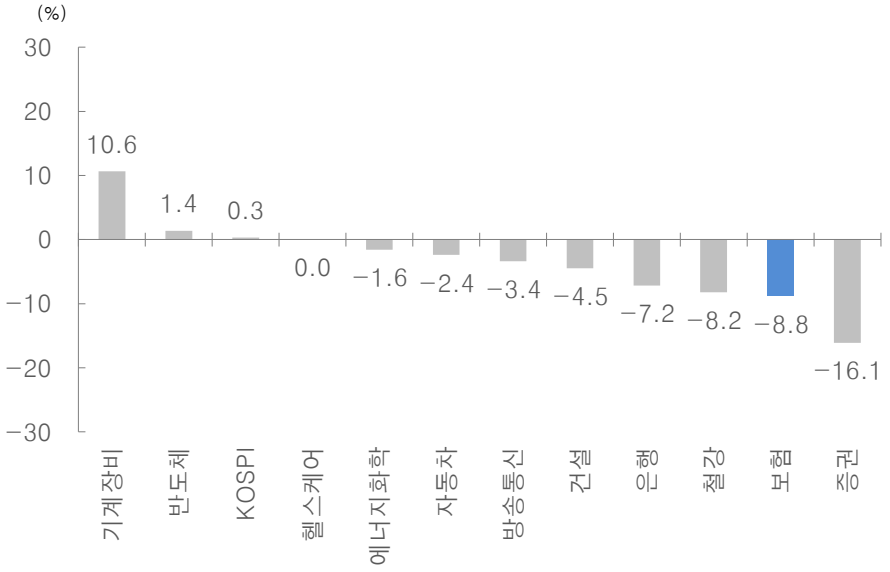
2분기 실적 주인공: 삼성생명, 메리츠금융지주, 업종 투자의견 중립 유지

- 삼성생명과 메리츠금융지주 모두 컨센서스를 크게 상회. 삼성생명은 신계약 CSM에서 괄목할 만한 성장 보였고, 손해율 관리도 상대적으로 양호
  메리츠금융지주는 화재, 증권 모두 수익성 개선되며 통합 지주 출범 후 사상 최대 순이익 달성. 3분기 실적발표일에 향후 3년 자본정책 발표 예정

- 2분기 양호한 실적에도 경쟁 심화에 따른 계약 퀄리티 하락 우려는 여전히 존재. 사업비 과다집행에 따른 제재가 '26년 1월부터 적용되기에 하반기에도 매출 경쟁이 불가피. 따라서 신계약 CSM에 여전히 관심 집중될 것이나 최근 손해율 안정화가 더욱 시급한 문제로 대두

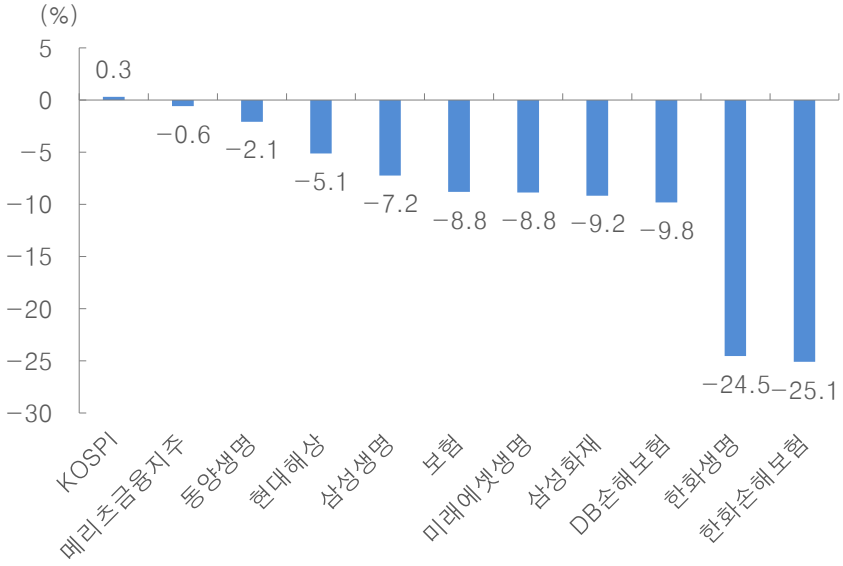
- 내년 성장 둔화는 불가피하고, 잠재적 수익성 훼손에 대한 우려는 점증 → 보험업 **투자의견 Neutral** 유지
  유지율 관리로 귀결되는 CSM조정, 위험손해율 관리가 앞으로 더욱 중요한 요소가 될 것

KOSPI 업종별 수익률_최근 1개월



자료: 데이터가이드, 대신증권 Research Center *8월 14일 종가 기준

보험주 종목별 수익률_최근 1개월



자료: 데이터가이드, 대신증권 Research Center *8월 14일 종가 기준

보험 2Q25 실적 상세

(단위 : 십억원)

		2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	QoQ	YoY
장기 보험손익	삼성화재	459	429	244	419	414	-1.3%	-9.7%
	DB손해보험	393	361	143	394	257	-34.8%	-34.6%
	현대해상	290	142	-10	114	184	61.1%	-36.6%
	삼성생명	444	475	-645	278	553	99.2%	24.8%
	메리츠화재	442	451	157	369	331	-10.3%	-25.2%
	계	2,028	1,858	- 112	1,574	1,739	10.5%	-14.2%
CSM 상각	삼성화재	404	411	401	406	406	0.1%	0.6%
	DB손해보험	336	342	282	323	327	1.1%	-2.8%
	현대해상	237	240	216	234	240	2.3%	0.9%
	삼성생명	345	404	-217	298	458	53.4%	32.7%
	메리츠화재	287	282	292	288	287	-0.3%	0.0%
	계	1610	1678	975	1550	1717	10.8%	6.7%
예실차	삼성화재	80	16	-76	-16	19	흑전	-76.1%
	DB손해보험	77	57	-101	5	-51	적전	적전
	현대해상	32	-98	-99	-103	-41	적지	적전
	삼성생명	60	35	-289	-6	46	흑전	-22.9%
	메리츠화재	115	130	-173	38	-1	적전	적전
	계	364	139	-738	-83	-28	적지	적전
손실부담 계약관련비용	삼성화재	-69	-41	-126	-1	3	흑전	흑전
	DB손해보험	-36	-59	-118	46	-35	적전	적지
	현대해상	2	22	150	33	33	-1.3%	1387.6%
	삼성생명	-41	-46	-219	-99	-34	적지	적지
	메리츠화재	-25	-45	39	-12	22	흑전	흑전
	계	-168	-169	-274	-33	-11	적지	적지
일반 보험손익	삼성화재	61	34	26	50	57	15.3%	-6.8%
	DB손해보험	73	-17	26	-37	-21	적지	적전
	현대해상	46	27	39	46	28	-39.8%	-39.5%
	메리츠화재	34	13	-3	-2	34	흑전	1.5%
	계	214	56	88	56	98	73.2%	-54.3%
자동차 보험손익	삼성화재	47	14	-68	30	1	-97.3%	-98.3%
	DB손해보험	68	18	-9	46	32	-30.3%	-53.1%
	현대해상	40	13	-76	16	1	-94.2%	-97.7%
	메리츠화재	7	-1	-24	-7	-1	적지	적전
	계	162	45	-177	84	33	-60.9%	-79.7%
보험손익	삼성화재	567	477	202	499	472	-5.4%	-16.7%
	DB손해보험	534	361	160	403	268	-33.5%	-49.9%
	현대해상	376	182	-48	176	213	20.9%	-43.4%
	삼성생명	444	475	-645	278	553	99.2%	24.8%
	메리츠화재	442	451	157	369	331	-10.3%	-25.2%
	계	2363	1947	-174	1724	1837	6.5%	-22.3%
투자손익	삼성화재	226	264	62	291	355	21.7%	56.6%
	DB손해보험	171	245	124	244	345	41.3%	101.5%
	현대해상	96	109	39	107	129	21.0%	35.0%
	삼성생명	550	417	742	565	456	-19.2%	-17.1%
	메리츠화재	193	204	162	262	343	30.8%	77.4%
	계	1236	1239	1128	1469	1627	10.8%	31.6%
당기순이익	삼성화재	612	555	208	609	638	4.8%	4.2%
	DB손해보험	541	454	194	447	460	2.9%	-14.9%
	현대해상	356	213	-16	203	248	21.9%	-30.4%
	삼성생명	746	674	65	635	759	19.5%	1.7%
	메리츠화재	507	495	218	463	525	13.5%	3.5%
	계	2762	2391	669	2357	2630	11.6%	-4.8%

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

보험 Valuation Table

회사명		삼성화재	DB손보	현대해상	메리츠금융지주	삼성생명
투자의견		Marketperform	Marketperform	Buy	Buy	Buy
목표주가(원, 12MF)		490,000	120,000	35,000	140,000	140,000
주가		455,000	138,900	28,800	122,100	154,900
상승여력		7.7%	-13.6%	21.5%	14.7%	-9.6%
시가총액(조원)		20.9	9.8	2.6	21.4	31.0
당기순이익	2024	2,074	1,772	1,031	2,306	2,107
	2025E	2,083	1,650	811	2,448	2,489
	2026E	2,146	1,879	973	2,390	2,563
ROE	2024	13.3	21.1	20.9	21.1	6.9
	2025E	12.6	19.4	16.5	19.9	6.9
	2026E	13.0	18.1	17.9	16.3	6.7
EPS	2024	52,144	29,516	13,144	12,144	11,732
	2025E	52,373	27,480	10,345	13,486	13,858
	2026E	53,924	31,298	12,406	13,855	14,275
DPS	2024	19,000	6,800	-	1,500	4,500
	2025E	19,500	7,300	-	1,600	5,700
	2026E	23,000	9,000	-	1,600	6,500
PER	2024	7.2	3.7	2.1	9.8	8.8
	2025E	8.7	5.1	2.8	9.1	9.0
	2026E	8.4	4.4	2.3	8.8	8.8
BPS	2024	391,737	140,165	62,835	57,556	171,141
	2025E	414,189	141,325	62,520	67,621	199,509
	2026E	414,189	172,623	69,500	85,007	213,070
PBR	2024	0.95	0.79	0.43	2.07	0.61
	2025E	1.10	0.98	0.46	1.81	0.63
	2026E	1.10	0.80	0.41	1.44	0.59
배당수익률	2024	4.2	4.9	-	1.2	2.9
	2025E	4.3	5.3	-	1.3	3.7
	2026E	5.1	6.5	-	1.3	4.2

자료: 대신증권 Research Center *9월 18일 종가 기준

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
(작성자: 박혜진)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.