

2025년 05월 26일 | 키움증권 리서치센터
산업분석 | 보험(Neutral)/증권(Overweight)

밸류업 Lv 2 - 지배구조 개편

보험/증권 Analyst 안영준 yj.ahn@kiwoom.com



Contents



대선 이후 지배구조 개편 움직임에 주목	2
--------------------------	---

I. 밸류업에 이어 증시 부양책 지속 3

> 높아지는 투자에 대한 관심도	3
> 투자자 수 증가는 증시 부양 정책으로 연결	4

II. 지배구조 개편 움직임에 주목 6

> 주주행동주의 확대로 경영권 방어 수요 증가 전망	6
> 국내 자회사 배당금 익금불산입 제도 변경	7

III. 보험/증권업 업황 점검 9

> 보험(Neutral) : 비용 축소에도 어려운 업황, 규제 완화에 주목	9
> 증권(Overweight) : 양호한 업황 + 주주환원+ 정책 수혜 기대감	18

IV. 보험/증권주 투자지표 23

기업분석 25

> 미래에셋증권 (006800)	26
> 삼성생명 (032830)	32

Compliance Notice

- 당사는 5월 26일 현재 보고서에 언급된 종목들 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

대선 이후

지배구조 개편 움직임에 주목

>>> 지배구조 개편 가능성 상승 중

국내 주식투자자 수가 증가함에 따라 밸류업 프로그램 등 투자자에 우호적인 정책 기조가 이어지고 있으며, 대선을 앞둔 현재 후보를 막론하고 증시 부양 또는 소액주주 보호 등에 대한 공약을 내세우고 있다.

향후 주주행동주의 확대 및 이에 따른 경영권 방어 수요가 늘어날 것으로 보이며, 또한 재작년 세법 개정 이후 자회사 지분을 일정 수준 이상 확보 시 수입배당금 익금불산입을 상승을 기대할 수 있는 상황임에 따라 기업 지배구조 개편 움직임이 확대될 것으로 예상된다. 기업 입장에서 지배구조 개편을 통해 자회사 지분을 추가로 확보하거나 자회사 자기주식 소각 등으로 지분율이 상승한다면 이전보다 자회사로부터 얻는 배당금수익에 적용되는 세율이 크게 줄어들 수 있기 때문이다.

>>> 업황 점검: 보험 둔화, 증권 견조

보험 업황은 IFRS17 도입 이후 실적 훼손 요인이었던 계리적 가정 변경에 따른 비용이 전처럼 크게 발생하지는 않을 것으로 예상되나, CSM 성장 둔화와 자동차보험 손해율 악화 등으로 큰 폭의 실적 성장을 실현하기는 어려울 것으로 보인다. 다만 실적/주주환원 제약 요인이었던 규제 해소 기대감은 유효할 전망이다. 증권 업황은 금리 하락으로 우호적인 업황이 이어지고 있다. 단, 부동산 업황 회복 지연 등으로 브로커리지와 운용 부문 중심으로 실적 호조가 예상된다. 양호한 업황과 주주환원 확대, 발행어음/IMA 등 정책 수혜 기대감 등 다양한 모멘텀으로 견조한 주가 흐름이 기대된다.

>>> Top Pick: 미래에셋증권, 삼성생명

업황도 중요하지만 대선 이후 주주환원 개편 기대감이 크게 상승할 것으로 예상된다. 그룹 전체적으로 자회사 지분을 늘리고 있는 미래에셋증권을 증권업 최선호주, 역사적으로 주주환원수익률이 가장 높으며 견고한 펀더멘탈에 중장기 지배구조 개편 기대감도 유효한 삼성생명을 보험업 최선호주로 제시한다.

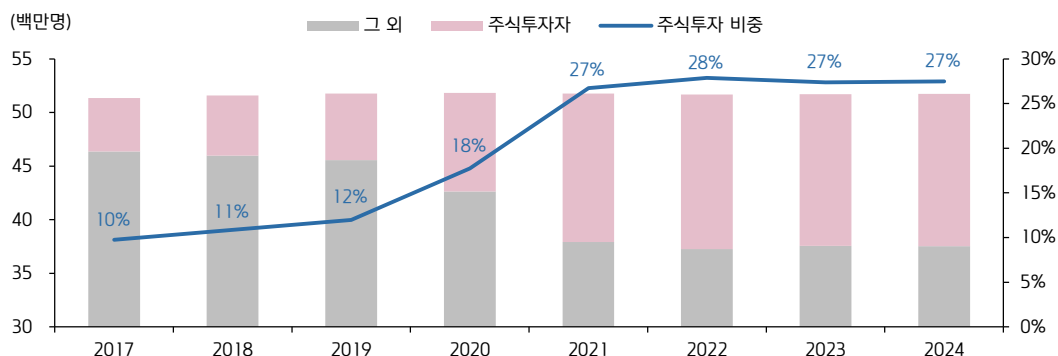
I. 밸류업에 이어 증시 부양책 지속

>>> 높아지는 투자에 대한 관심도

국민들의 투자에 대한 관심도는 나날이 높아지고 있다. 코로나19 이후 증시가 빠르게 상승하면서 우리나라 투자자 수도 급격하게 증가했는데, 2017년말 501만명이었던 주식투자자 수는 2024년말 1,423만명으로 증가했으며, 전체 인구 중 주식투자자가 차지하는 비중은 2017년 10%에서 2024년 27%로 상승했다. 전 국민의 4명 중 1명 이상이 주식투자자인 셈이다.

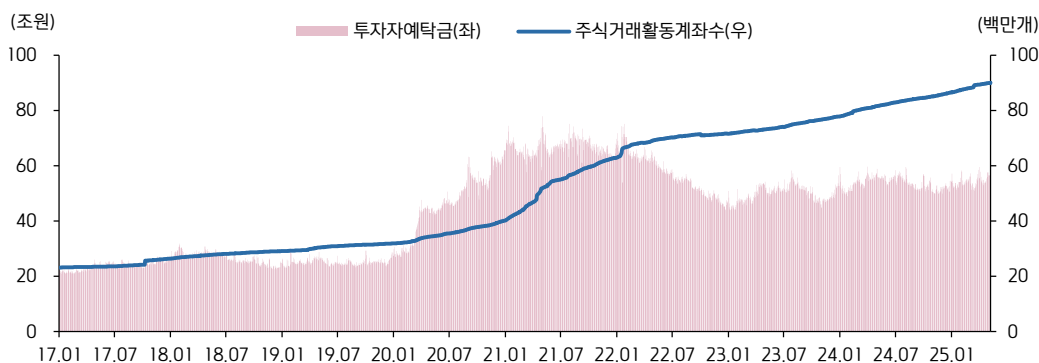
주식투자자 증가와 함께 증시 자금 유입도 자연스럽게 이루어지고 있다. 2017년말 27조원이었던 투자자예탁금은 현재 55조원으로 약 두 배 증가했으며, 동기간 주식거래활동계좌수(예탁금 10만원 이상, 6개월 내 거래 내역이 있는 증권계좌)는 2,600만개에서 9,000만개로 3배 이상 증가했다

국내 인구 및 주식투자자 비중 추이



자료: 통계청, 예탁결제원, 키움증권 리서치센터

투자자예탁금 및 주식거래활동계좌수 추이



자료: 금융투자협회, 키움증권 리서치센터

>>> 투자자 수 증가는 증시 부양 정책으로 연결

국민의 투자에 대한 관심도가 급속도로 증가하면서, 증시 부양은 중요한 사회적 어젠다로 자리잡았다. 작년 정부 주도로 시행된 밸류업 프로그램은 그 배경으로 국민의 자산소득을 통한 안정적 현금흐름 확보 필요성을 제시했는데, 과거에 비해 국민 중 주식투자 비중이 급격하게 상승한 결과 증시 부양 정책의 우선순위가 이전보다 상당히 높아진 것에 대한 반증이다.

대선을 앞둔 시점에서 주요 후보들이 증시 관련 공약을 제시하는 것도 같은 맥락이다. 후보별 주요 증시 관련 공약으로는 더불어민주당 이재명 후보는 1) 이사의 주주 충실 의무를 담은 상법개정안 재추진, 2) 소액주주 권리 보장을 위한 집중투표제 도입, 3) 자사주 의무 소각 등을 제시했으며 국민의힘 김문수 후보는 1) 분할, 합병 등을 할 때 소액주주 보호 내용을 담은 자본시장법개정안 추진, 2) ISA 한도 확대 및 장기투자자에 대한 세제 혜택 확대, 3) 배당소득 5천만원까지 비과세 및 이후 초과분에 대해 20% 분리과세 등을 제시했다.

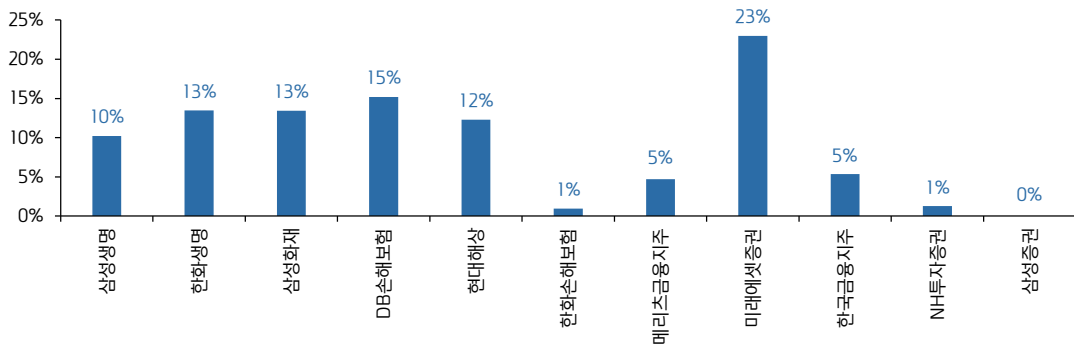
국내 주식투자자 비중이 상승하면서 소액주주 권리에 대한 관심도 증가하고 있고, 대선을 앞두고 유력 후보들이 모두 증시 활성화와 주주환원 등에 대한 공약을 제시하고 있는 만큼 이에 기반한 주가 상승 모멘텀이 형성될 수 있을 것으로 예상된다. 추가적으로는 지배구조 개편에 대한 움직임이 커질 것으로 예상되는 바 자기주식 및 지분 구조 등에 대해서도 주목할 필요가 있다고 판단한다.

주요 대선 후보의 증시 관련 공약

더불어민주당 이재명 후보	국민의힘 김문수 후보
상법 개정	자본시장법 개정
집중투표제 활성화	ISA 한도 확대, 장기투자자 세제 혜택
자사주 원칙적 소각	배당소득 5 천만원 비과세, 초과 20% 분리과세

자료: 각 당, 키움증권 리서치센터

커버리지 기업 자기주식 비중



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

과거 발의된 상법개정안과 자본시장법개정안의 주요 내용 비교

구분	상법개정안	자본시장법개정안
발의자	더불어민주당	금융위 & 국민의힘 협의
제안 이유	주주에 대한 이사의 충실의무를 명문화하여 총주주의 이익을 보호하고, 이사회 구성의 다양화, 대규모 상장회사의 경우 이사 선임 과정에서 집중투표제 도입, 분리선출되는 감사위원인 이사의 수를 확대하고자 함. 또한, 상장회사의 주주총회에 전자주주총회 방식 도입과 사외이사의 명칭을 독립이사로 변경하여 회사의 의사결정과 경영에 있어서 공정성과 투명성을 강화하고자 함	주권상장법인이 자본거래를 할 때 일반주주 권익보호가 미흡하다는 지적이 제기되어왔음. 이에 주권상장법인이 합병 등을 하는 경우 주주의 정당한 이익이 보호될 수 있도록 노력하여야 함을 명시함으로써 실질적으로 주주의 이익을 적극 고려하는 환경을 조성하여 주주이익 보호의 실효성을 제고하고자 함.
주요 내용	1. 이사의 충실의무 대상을 현행 '회사'에서 '회사와 주주'로 확대 2. '이사는 직무를 수행함에 있어 총주주의 이익을 보호하여야 하고, 전체 주주의 이익을 공정하게 대우하여야 한다' 조항 신설 3. '사외이사' 명칭을 '독립이사(사내이사, 집행임원 및 업무집행지시자로부터 독립적인 기능을 수행하는 이사)'로 변경하고 그 수를 기존 총수의 4분의 1 이상에서 3분의 1 이상으로 증대 4. 정관으로 배제 가능한 집중투표를 배제할 수 없도록 조항 수정, 자산 2 조원 이상 상장사에 대해 집중투표제 의무화 5. 분리선출되는 감사위원인 이사의 수를 현행 1명에서 2명으로 확대	1. 주권상장법인은 합병가액 결정 시 추가, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 공정한 가액으로 결정하여야 함 2. 주권상장법인의 이사회는 합병 등의 목적 및 기대효과, 가액의 적정성 등에 대한 의견서를 작성하여 공시하는 등 주주의 정당한 이익보호를 위해 노력하여야 함. 3. 주권상장법인은 합병 등을 하는 경우 외부의 전문평가기관으로부터 합병 등에 관한 평가를 받아 공시하여야 함 4. 주권상장법인 이사회의 합병 등 결의시 주식매수청구권 가격이 협의되지 않는 경우 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 결정하도록 함 5. 물적분할로 설립된 분할신설법인이 상장 목적으로 모집하거나 매출하는 주식 총수의 100분의 20 이내에서 분할된 법인의 일반주주에게 우선적으로 배정할 수 있도록 함

자료: 의안정보시스템, 금융위원회, 법률신문, 금융증권 리서치센터

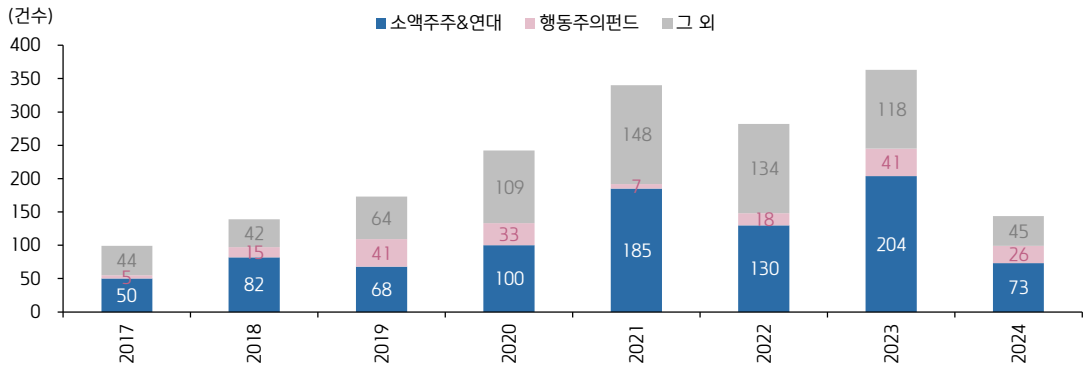
II. 지배구조 개편 움직임에 주목

>>> 주주행동주의 확대로 경영권 방어 수요 증가 전망

지배구조 개편 움직임에 주목해야 하는 이유는 2가지이다. 1) 국내 주식투자자 비중이 상승함에 따라 주주행동주의에 대한 관심도도 커지고 있어 이에 대한 경영권 방어 움직임이 있을 수 있으며, 2) 2023년 세법 개정 이후 자회사 지분을 추가로 확보할 경우 배당금수익에 대한 익금불산입을 상승을 기대해볼 수 있기 때문이다.

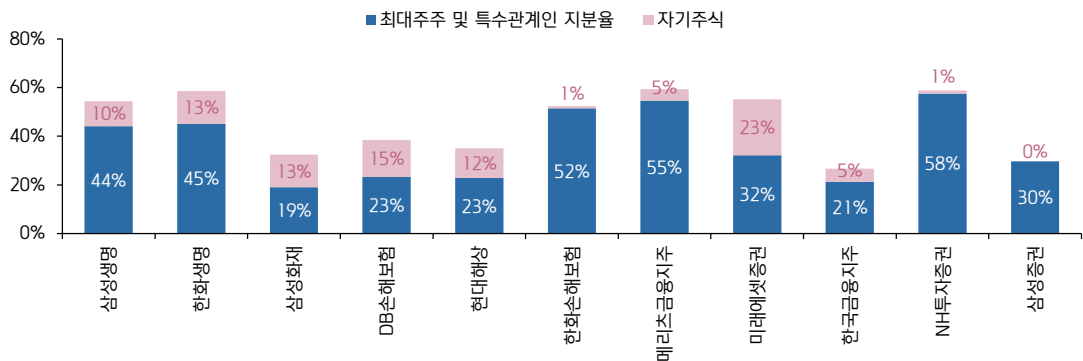
국내 주식투자자 비중이 빠르게 상승하면서 주주제안 건수 역시 빠르게 증가했으며, 특히 주식투자자 비중이 가장 빠르게 상승한 2021년~2023년의 증가세가 두드러졌다. 2024년에는 밸류업 프로그램 도입으로 기업의 주주환원 관심도가 높아져 일시적으로 주주제안 수가 감소했으나, 주주행동주의 확대라는 대세적인 흐름은 이어질 것으로 전망한다. 특히 자기주식 비중이 높은 기업은 소각 압박이 커진다면 소각 시 실질적인 지분을 하락에 대비하고자 하는 움직임이 있을 것으로 예상된다.

주체별 주주제안 추이



자료: 대한상공회의소, 키움증권 리서치센터

커버리지 기업 최대주주 및 특수관계인 지분율과 자기주식 보유 비중



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

>>> 국내 자회사 배당금 익금불산입 제도 변경

법인세법 제18조의2(내국법인 수익배당금의 익금불산입)에 따르면, 국내 법인이 지분을 보유한 다른 법인으로부터 배당금을 받을 경우 결산 시 이익에 산입하지 않을 수 있는데(익금불산입), 익금불산입률은 출자비율에 따라 달라진다. 피출자법인에 대한 출자비율이 50% 이상일 경우 익금불산입률은 100%, 출자비율이 20%~50%일 경우 익금불산입률은 80%, 출자비율이 20% 미만일 경우 익금불산입률은 30%이다.

해당 법안의 출자비율에 따른 익금불산입률은 2023년 세법 개정으로 변경된 것인데, 이전에는 상장법인과 비상장법인, 지주회사 여부 등에 따라 기준이 달랐다. 기존 법안 하에서는 상장 지주회사의 경우 출자비율이 30% 이상 40% 미만인 법인에 대해서는 배당금의 90%의 익금불산입이 가능했는데, 개정 이후에는 오히려 익금불산입률이 80%로 감소하는 등 이전보다 더 과세 부담이 커지는 경우도 있어 해당 법안을 2026년 말까지로 유예한 상태이다.

추가적으로 해당 법안에 따르면 출자비율 산정 시에는 배당기준일 전 3개월 이내에 취득한 주식에 대해서는 적용하지 않기 때문에, 배당수익의 익금불산입을 위해서는 미리 출자비율을 맞춰놓아야 한다. 결론적으로, 향후 법인 배당수익의 출자비율 및 익금불산입률의 기준이 달라질 예정임에 따라 이에 해당되는 기업의 지분을 추가로 확보하고자 하는 움직임이 일어날 것으로 예상된다.

출자비율에 따른 익금불산입률 (개정 전)

		피출자법인에 대한 출자비율	익금불산입률
일반법인	상장법인	100%	100%
		30% 이상 ~ 100% 미만	50%
		30% 미만	30%
	비상장법인	100%	100%
		50% 이상 ~ 100% 미만	50%
		50% 미만	30%
지주회사	상장법인	40% 이상 ~ 100%	100%
		30% 이상 ~ 40% 미만	90%
		30% 미만	80%
	비상장법인	80% 이상 ~ 100%	100%
		50% 이상 ~ 80% 미만	90%
		50% 미만	80%

자료: 법제처, 키움증권 리서치센터

출자비율에 따른 익금불산입률 (개정 후, 2026년말까지 적용 유예 가능)

피출자법인에 대한 출자비율	익금불산입률
50% 이상	100%
20% 이상 ~ 50% 미만	80%
20% 미만	30%

자료: 법제처, 키움증권 리서치센터

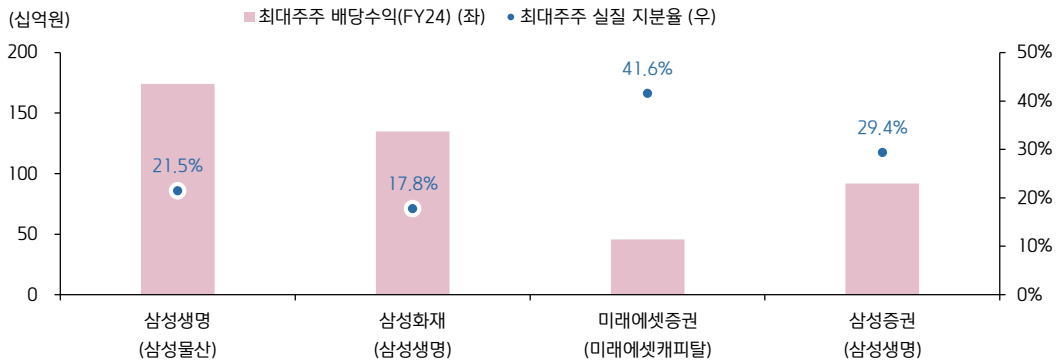
해당 법안 개정 이후 지배구조 개편 시 수혜를 기대해볼 수 있는 상황은 1) 모회사가 개인이 아닌 법인이어야 하며, 2) 모회사가 자회사로부터 지급받는 배당의 규모가 커 배당수익의 익금불산입 시 실질적 효용이 큰 기업일수록, 3) 익금불산입률이 달라지는 출자비율 구간, 특히 자회사에 대한 지분율이 20%에 소폭 못 미치는 기업이 추가 지분 확보에 대한 유인이 가장 클 것으로 예상해볼 수 있다.

통상 법인의 배당소득에 대해서는 익금불산입이 없을 경우 법인세가 부과되는데, 과세표준이 3,000억원을 초과할 경우 법인세율은 24%이다(누진공제 94.2억원). 단순 계산 시 과세표준이 3,000억원 이상일 경우 자회사로부터 1,000억원의 배당을 받는다면 240억원의 세금이 부과되지만, 만약 자회사 지분 추가 확보로 배당금수익에 대한 익금불산입이 가능해진다면 240억원의 세액 중 일정 부분 경감을 기대할 수 있는 것이다.

커버리지 기업 중 모회사가 법인인 기업은 삼성생명, 한화생명, 삼성화재, 한화손해보험, 미래에셋증권, NH투자증권, 삼성증권 등이며, 이중 모회사의 기업이 50% 이상인 경우는 한화손해보험(한화생명 51.36%)과 NH투자증권(농협금융지주 57.54%) 등이다. 그 외 기업들은 모기업의 의지에 따라 배당금수익에 대한 익금불산입률 향상을 위한 지분 추가 취득을 기대해볼 수 있다.

특히, 삼성생명/삼성화재/미래에셋증권은 각각 2024년 말 기준 자기주식 비중은 10.21%/15.93%/24.90%에 달하는데, 보유한 자기주식을 소각할 시에는 최대주주의 지분율이 빠르게 상승할 수 있다는 점도 주의 깊게 볼 필요가 있다.

커버리지 주요 기업의 2024년 모회사 지급 배당금 및 지분율



주: 1) 괄호 안은 기업의 최대주주인 법인

2) 최대주주 배당수익은 보통주 기준, 24년 연간 DPS와 기말 보유주식수의 곱으로 계산

3) 최대주주 실질 지분율은 최대주주 지분을 유통주식수(총발행주식수 - 자기주식수)로 나누어 계산

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

III. 보험/증권업 업황 점검

>>> 보험(Neutral): 비용 축소에도 어려운 업황, 규제 완화에 주목

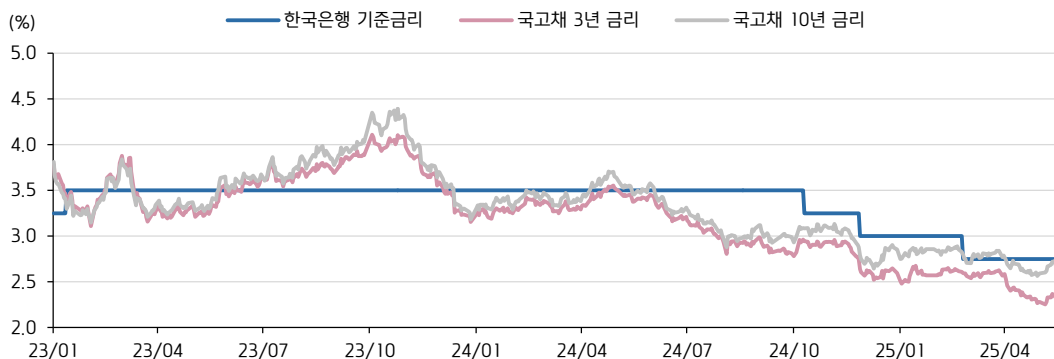
국내 보험사의 실적은 2023년 IFRS17이 도입된 이후 매년 가정 변경에 따른 일회성 비용이 반영되면서 실적 훼손 요인으로 작용했는데, 향후 이러한 가정 변경에 따른 비용은 2년에 걸쳐 기 반영됨에 따라 크게 축소될 것으로 예상된다. 다만 생명보험사의 경우 기대수명 개선에 따른 유배당 연금 상품 등에서의 손실이 이어질 것으로 보이며 손해보험사의 경우 작년 가정 변경에 따른 CSM 축소 및 누적된 자동차보험 요율 인하의 영향 등이 부정적으로 반영될 것으로 전망된다.

추가적으로, 금리 하락이 이루어질 경우 자본비율에 대한 부담이 심화될 것으로 예상되는 가운데 규제 개선이 이루어지지 않는다면 자본비율 상위사를 제외하면 여전히 배당 지급이 어려울 것으로 보인다. 펀더멘탈에 대해서는 보수적으로 접근할 필요가 있으며, 해약환급금준비금/할인율 현실화 연착륙 방안/비급여 개혁 등의 규제 완화 가능성 및 진척도에 대해서는 관심을 갖고 지켜볼 필요가 있다.

결론적으로 보험 업종은 회계 기준 안정화에 따른 비용 축소에도 다양한 실적 부진 요인에 따라 하반기 펀더멘탈에 근거한 큰 폭의 주주환원 증가를 기대하기는 어려우나, 향후 규제 변화 여부에 따라 투자포인트를 찾을 수 있을 것으로 예상된다.

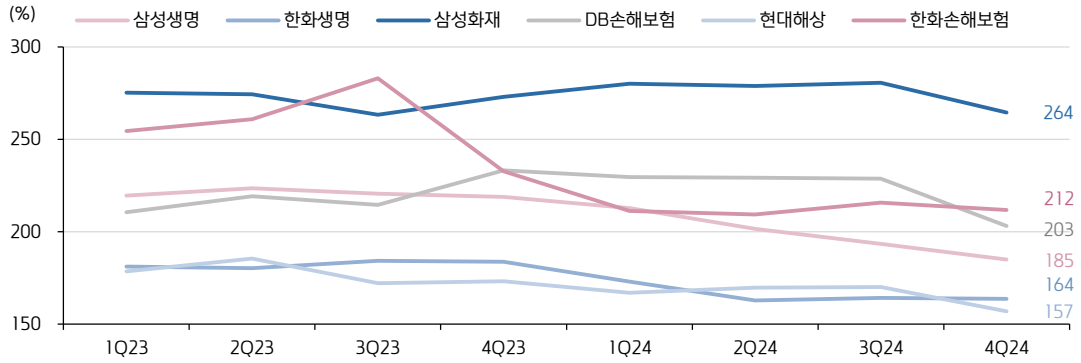
보험업종 Top Pick은 삼성생명이다. 삼성생명은 견조한 CSM 성장에 힘입어 안정적인 CSM 상각익이 예상되는 동시에 자동차보험/일반보험손익 악화에 따른 실적 부진 우려도 없어 업종 내 가장 안정적인 실적과 이에 기반한 주주환원 성장이 예상된다. 안정적인 자본 규모를 기반으로 보험업 규제 완화가 이루어지지 않더라도 펀더멘탈과 주주환원에 미치는 영향은 제한적일 것으로 보인다. 그룹 지배구조 개편 기대감 역시 추가적인 수익률 알파 요인으로 작용할 것으로 기대된다.

한국은행 기준금리, 국고채 3년물, 10년물 금리 추이



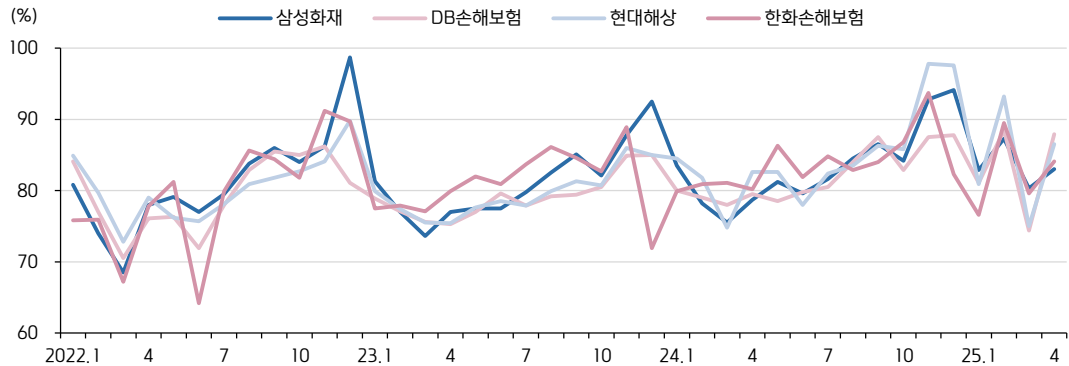
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

커버리지 보험사 K-ICS 비율 추이



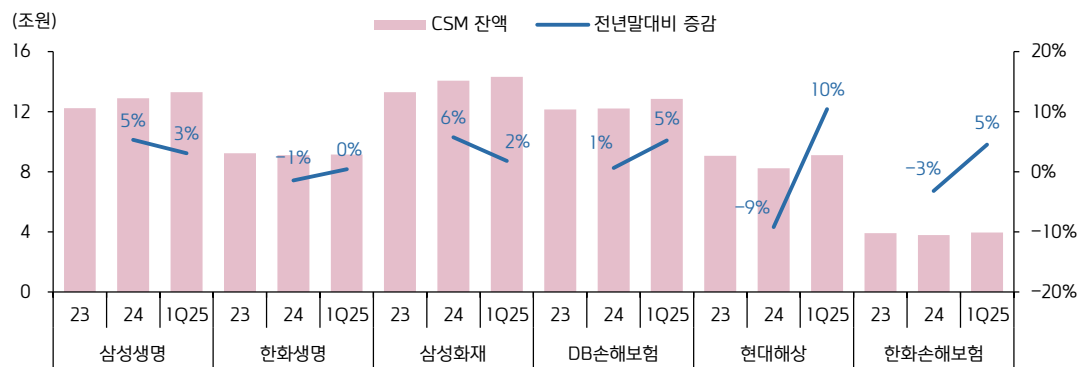
자료: 금융통계정보시스템, 키움증권 리서치센터

커버리지 손해보험사 자동차보험 손해율 추이



자료: 대한금융신문, 키움증권 리서치센터

커버리지 보험사 CSM 잔액 및 전년말대비 증감



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

규제에 따른 투심 악화가 이어지고 있는 가운데 하반기 주목해야 할 부분은 3가지가 있는데, 1) 해약환급금 제도 개선, 2) 보험부채 할인을 현실화 연착륙 방안, 3) 비급여 적정관리 혁신방안 등이다.

해약환급금준비금은 IFRS17 도입 후 보험부채 평가 방법을 기존 원가평가에서 시가평가로 바꾸면서 부채 할인에 따른 책임준비금 적립액의 회계적 감소를 보완하기 위해 만들어진 제도로, 법정 준비금이기 때문에 배당가능재원 산정 시 제외된다(상법 제462조: 배당가능이익 = 순자산 - 자본금 - 법정준비금 - 미실현이익). 현재 문제가 되는 점은 신계약을 판매할수록 보험부채가 감소하여 자연스럽게 해약환급금준비금이 커지는 구조라는 점이다. 작년 해약환급금준비금 제도개선 방안이 발표되기는 했으나, K-ICS 비율 적용 기준(개선 시 2025년 170%, 이후 2029년 매년 10%p씩 하향)이 적용되는 보험사가 많지 않아 실질적으로 많은 보험사들은 제도 개선의 혜택을 보기는 어려운 상황이다. 추가적으로, 시중금리 하락 및 보험부채 할인을 현실화 연착륙 방안 적용(최종관찰만기 30년 확대를 3년 간 단계적으로 적용) 등으로 K-ICS 비율 하락세가 이어지고 있어 향후 보험사 배당재원 확보를 위해서는 추가적인 해약환급금준비금 규제 완화가 필요할 것으로 보인다. 당국은 지난 3월 상반기 최종안을 확정하고 하반기 보험업법 시행령/감독규정 등의 개정을 추진하겠다고 밝힌 바, 향후 흐름을 지켜볼 필요가 있다.

당국의 K-ICS 감독기준 합리화 방안 및 해약환급금준비금 관련 제도 개선 방향

※ K-ICS 감독기준 합리화 방안(예시)

- ① 금리 1%p 변동시 舊제도(RBC) 대비 K-ICS 지급여력비율 변동성 감소폭
- ② 은행권 보완자본 중도상환 기준(총자본비율 10.5%) K-ICS 준용시 131.25%
- ☞ 위 사항들을 고려하여 자본규제상 (現)150%를 합리적인 수준*으로 조정
 - * 10~20%p 수준 인하를 검토하고 있으며, 실무 T/F 및 스트레스테스트 등을 거쳐 '25.상반기 중 최종방안을 확정할 계획

○ 개선 추진시 해약환급금준비금 적립비율 요건도 일관되게 재조정*할 계획으로 향후 주주배당여력 확대가 기대

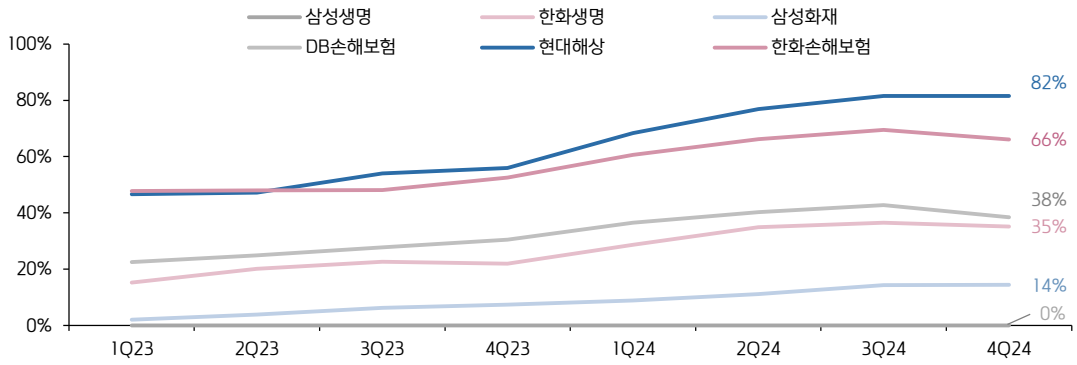
- * 예: 후순위채 및 인허가 요건 등과 관련된 자본규제 비율 20%p 인하시, '25년 해약환급금준비금 적립비율 80% 적용요건 (現)190% → (改)170%

< 현행 후순위채 및 인허가 관련 자본규제 세부 기준 >

1. 후순위채 조기상환 후 K-ICS 비율 150% 미만인 경우 아래 요건 충족 필요
①상환 후 K-ICS 비율 100% 이상 유지, ②자본적 성격이 강한 자본 재조달, ③조기상환 가능 계약서 명시, ④당해 자본증권의 금리조건이 현저히 불리 등(규정§7-10)
2. 인허가 관련 요건
①보험업 허가 : 보험종목 추가 허가시 K-ICS 비율 150% 이상(규정§2-6의3)
②채무보증 : 보험업 영위 해외 자회사 채무보증시 K-ICS 비율 200% 이상(영§57의2) - 200%를 150%로 인하하는 방안을 금번 개혁회의에서 발표(해외진출 활성화)
③자본감소 : 주식 감소시, 자본감소 후 K-ICS 비율 150% 이상(규정§3-5의2)
④자회사 소유 : 자회사 출자액 부실 가정시 K-ICS 비율 150% 이상(규정 별표 11-2)
3. 해약환급금준비금 적립비율 요건
①직전 분기말 K-ICS 비율이 200% 이상인 경우('29년까지 매년 10%p씩 인하)
②원가부채 - 시가부채 금액의 80%를 해약환급금준비금으로 적립(규정§6-11의6)

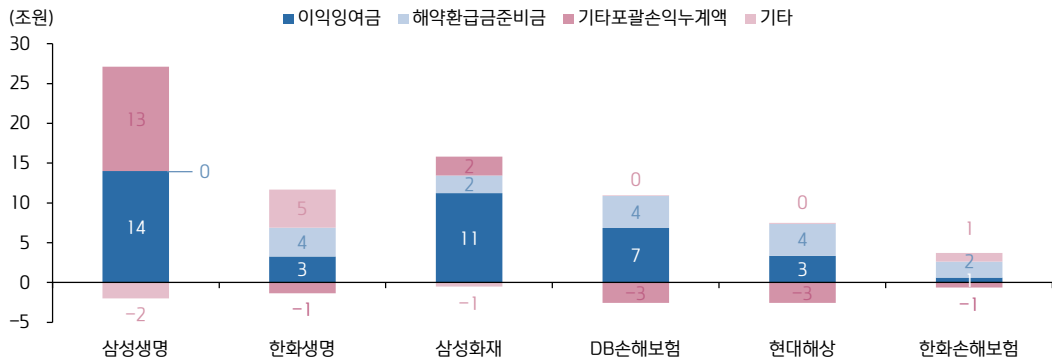
자료: 금융위원회 '보험업권 자본규제 고도화 방안 - 2025. 3' 中, 키움증권 리서치센터

커버리지 보험사의 자본 중 해약환급금준비금의 비중 추이



자료: FISIS, 키움증권 리서치센터

커버리지 보험사 4Q24 자본 구성



주: 1) 해약환급금준비금은 이익잉여금 하위 계정이나, 본 그래프의 이익잉여금은 해약환급금준비금 제외 금액을 표시

2) 삼성생명은 해약환급금준비금은 아직 발생하지 않음

자료: FISIS, 키움증권 리서치센터

현재 IFRS17상 보험부채 시가평가를 위한 할인율은 회사별로 차이가 적은 경제적 가정이기 때문에 감독당국이 기준을 제시하고 있다. 다만 새로운 제도 도입에 따른 보험사 재무 건전성에 대한 충격을 완화하기 위해 당초 기준이 되는 할인율을 유럽 등에 비해 높게 설정해왔으며, 당국은 2024년부터 수년에 걸쳐 할인율을 점진적으로 낮추는 '보험부채 할인율 현실화 연착륙 방안'을 시행 중이다.

현재 진행되고 있는 보험부채 할인율 단계적 현실화 방안

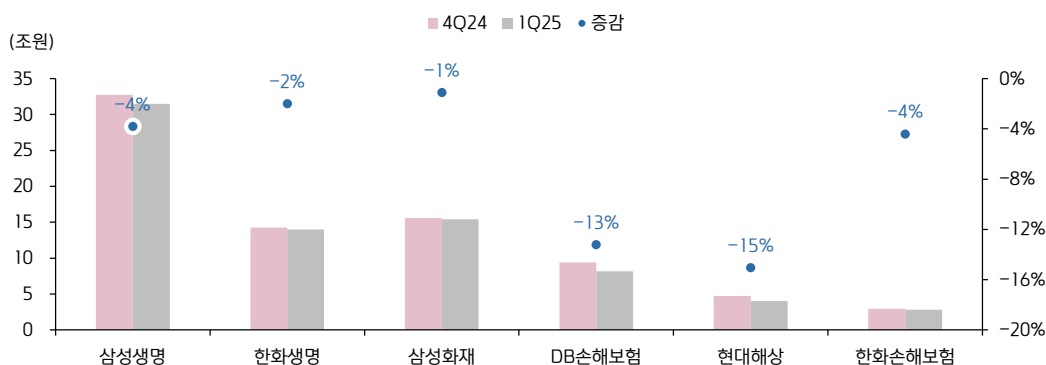
※ 할인율 단계적 현실화 방안('23.8월)

산출요소	현행	개선방안	시행
장기선도금리	조정폭 한도 15bp	• 매년 조정폭 한도를 25bp로 확대	'24년
유동성프리미엄	91bp	• 대출채권 수익률 결정방식 현실화	'24년
		• 예상하지 못한 위험도 신용스프레드에 반영 → 유동성프리미엄에서는 제외	'27년
		• 조정비율 수준을 100%에서 합리화	'26년
최종관찰만기	20년	• 실제 국고채 수익률 활용구간(최종관찰만기) 현행 20년에서 30년으로 확대	'25년

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

2025년부터 진행되는 최종관찰만기 확대는 금리가 높았던 2023년 8월 결정된 사안이었으나, 이후 금리 인하 추세가 지속됨에 따라 예상보다 그 영향이 심해진 상황이다. 최종관찰만기 확대는 구조적 특성상 시중금리가 내려갈수록 그 영향이 커지는데, 2023년 8월 국고채 10년물 금리는 3.8%였으나 최근에는 2.7%로 1%p 이상 하락했다. 작년말 그 영향을 축소하고자 최종관찰만기 확대를 3년간 단계적으로 적용하기로 했으나, 그럼에도 1분기 보험사 자본에 미치는 영향은 상당했던 것으로 파악된다. 향후 2년 동안의 추가적인 최종관찰만기 확대가 남아있는데, 1분기 국고채 10년물 금리는 9bp 하락에 그쳤음에도 자본이 크게 감소한 점을 감안하면 향후 시중금리가 더 이상 하락하지 않더라도 규제에 따른 자본 감소는 불가피할 것으로 예상되며 이는 배당가능재원 축소로 이어지게 된다.

커버리지 보험사 1분기 연결자본 변동

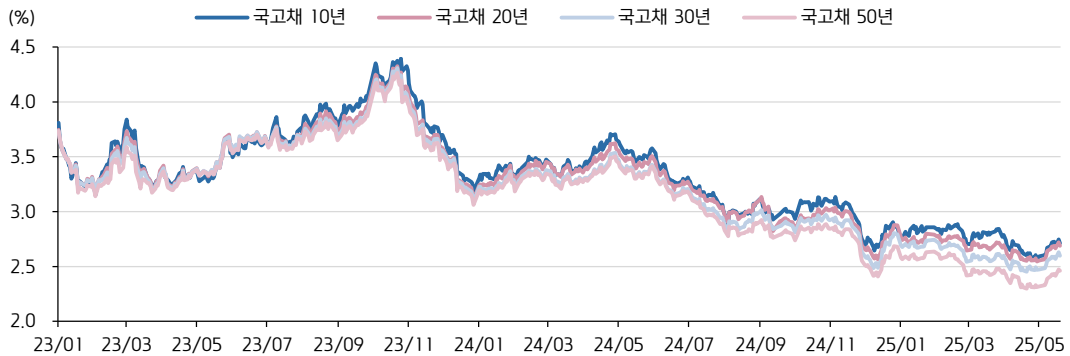


자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

또한, 할인을 현실화 연착륙 방안 도입 이후 부채 산정 할인을 하락에 따른 자본 감소와 더불어 보험사 투자수익률 악화 및 채권시장 왜곡 등의 부작용도 발생 중이다. IFRS17 도입 및 보험부채 현실화 연착륙 방안 도입 이후 이전보다 보험사들의 자산-부채 듀레이션 매칭이 더욱 중요해졌는데, 통상적으로 보험사는 부채로 편입되는 보험계약의 만기가 긴 특성상 자산듀레이션보다 부채듀레이션이 긴 경향이 있는 바 듀레이션이 긴 자산에 대한 수요가 급격히 확대된 상황이다. 보험사들의 장기채에 대한 수요가 크게 증가하며 결과적으로는 보험사의 장기채 수요 증가 → 장기물 금리 하락 → 보험사 투자수익률 악화라는 악순환이 이어지고 있다.

국내 채권시장 수급 왜곡이 이어지고 있다는 점도 할인을 현실화 규제 완화를 기대해볼 수 있는 요인 중 하나이다. 2023년 이후 장기채와 단기채의 금리 역전 현상이 지속되고 있으며 보험사들의 장기채에 대한 꾸준한 수요로 그 스프레드는 점차 확대되고 있는 모습이다. 특히 국고채 30년물의 보유 주체의 대부분이 보험사이며 현재 국내 채권시장에서 초장기채의 공급 주체는 정부 밖에 없는 상황이다. 당국 역시 이러한 채권시장 왜곡을 주시하고 있는 것으로 알려져 있으며, 시중금리 하락에 따른 부작용이 발생하는 것에 대해 당국은 금리상황에 따른 시행여건 모니터링을 지속하겠다고 발표한 바 향후 규제 완화를 기대해볼 수 있다고 판단한다.

국고채 10년, 20년, 30년, 50년물 금리 추이

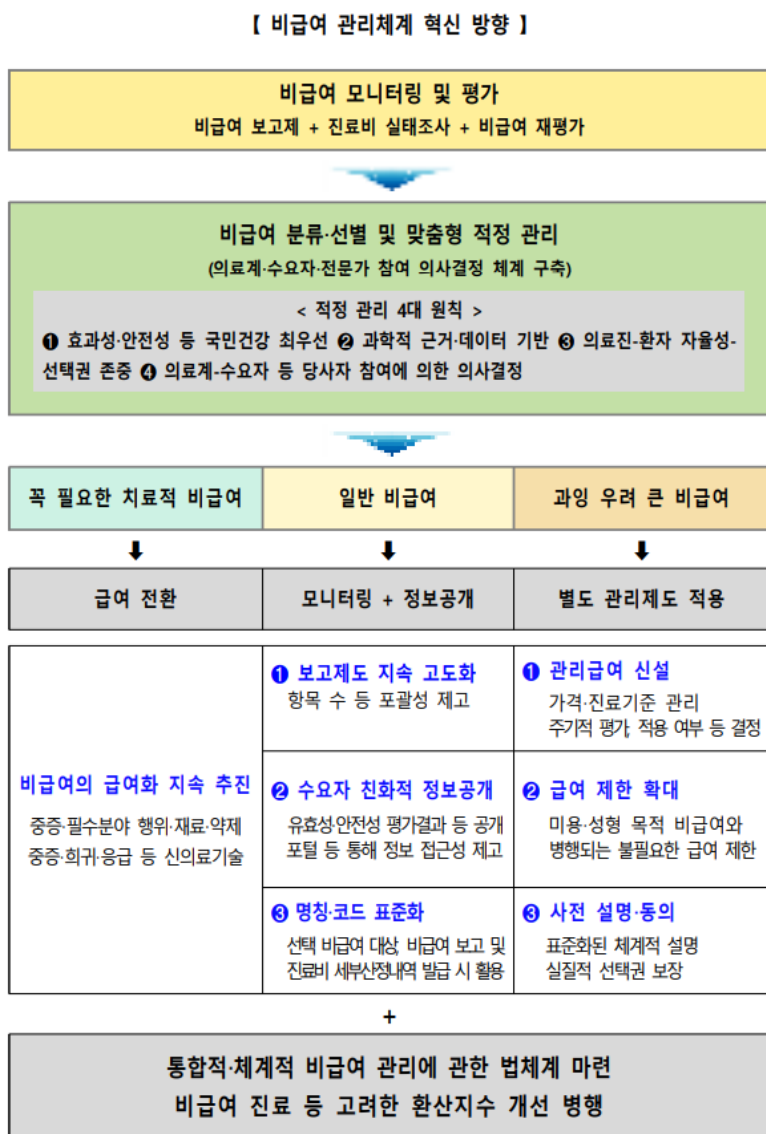


자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

실손보험 개혁 움직임이 이어지고 있다는 점도 기대요인 중 하나로 작용할 수 있다. 실손보험은 과거 수차례 개혁에도 불구하고 여전히 높은 손해율이 이어지고 있어 보험사 재정 악화에 기여 중인데, 당국은 올해 1월 ‘비급여 관리 개선 및 실손보험 개혁방안 정책토론회’를 개최하고 3월 발표한 ‘의료개혁 2차 실행방안’에서 비급여 적정 관리 및 실손보험 개혁에 대한 내용을 담는 등 지속적으로 실손보험 개혁에 대한 의지를 드러내고 있다.

당국이 제시하고 있는 주요 실손보험 개혁안 중 보험사에 영향이 클 것으로 예상되는 방안은 1) 과잉 우려가 큰 비급여에 대해 ‘관리급여’로 전환하여 본인부담률을 높이는 것과 2) 비급여 항목과 급여 항목을 병행해서 진료하는 ‘혼합진료’를 방지하겠다는 것 등이다.

정부의 비급여 관리체계 혁신 방향



자료: 의료개혁추진단 - 의료개혁 2차 실행방안, 키움증권 리서치센터

정부의 실손보험 개편안

2 의료체계 정상화와 국민 부담 완화를 위한 실손보험 개편

- ◆ 실손보험 역할 정립을 통한 의료 공급·이용 및 보상체계 왜곡 방지
- ◆ 보험료 부담 완화 및 필수의료 강화에 조응하는 상품구조·운영 및 관리체계 개선

【 실손보험의 구조적 문제 】

- ① (의료체계 영향) 실손보험으로 인해 의료서비스에 대한 비용 의식 약화, 본인부담 차등을 기반으로 한 의료 이용 관리 무력화(상급종합병원과 의원 이용 간 본인 부담 차이 無)
- ② (도덕적 해이) 의료기관이 제외된 兩者 구조(가입자-보험자)로 의료비 통제 기전 부재
⇒ 과잉 진료 유발로 의료비 증가, 보험료 부담 증가, 필수의료 공정 보상 저해
* ▲비급여 증가 56% 실손 유인(21, 건보) ▲실손 가입자 年 의료비 4배(미가입자 比) 지출(16, 한양대)
- ③ (국민 부담) 다수는 보험료 납부만 하고 소수만 보험금을 지급받는 가운데 지속적인 보험료 인상으로 국민의 부담 가중 + 보험금 지급 분쟁 상존

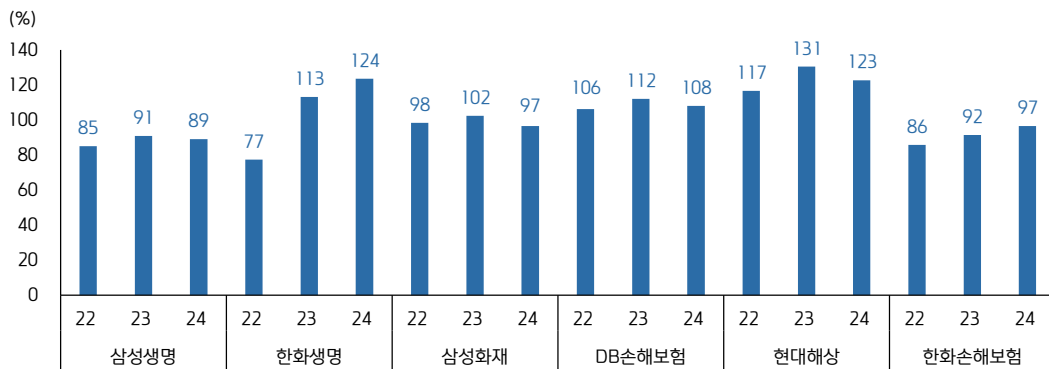
【 실손보험 개혁 방향 】

상품구조 개선		관리·운영 개선	
新 실손보험		공통	
건강보험 급여 본인부담 적정 보장	중증 중심 비급여 보장 합리화	분쟁조정 기준의 객관성 제고	보험 운영 투명성 강화
▶ 입원: 현행 유지 ▶ 외래: 건강보험 급여 본인부담률 연동	▶ 중증 보장 강화 * 자기부담금 상한 신설 ▶ 非중증 보장 합리화	▶ 의료계·소비자단체 등 참여 下 주요 비급여 분쟁조정기준 마련	▶ 가입자 친화적 정보공개 강화 * 운영실적·보험료 공시 확대
↓	↓	↓	↓
적정 의료 이용 위한 본인부담률 기능 회복	보험료 30~50% 인하 비급여 적정화	보험금 지급의 예측 가능성 제고	소비자 신뢰 강화 선택권 제고
+			
자발적 舊 실손 계약 재매입, 실손 광고 금지 등			

자료: 의료개혁추진단 - 의료개혁 2차 실행방안, 키움증권 리서치센터

현행 추진 중인 방안 대로 비급여 및 실손보험 개편이 이루어진다면 보험사의 실손보험 손해율 안정화에 기여할 수 있을 것으로 예상된다. 실손보험은 대부분의 보험사에서 손해율이 100% 이상을 기록 중임에 따라 적자 구조가 지속되고 있으며 특히 과거부터 실손보험을 판매해온 손해보험사들의 실적에 부정적인 영향을 끼치고 있다.

커버리지 보험사 표준화실손의료보험 연간 손해율 추이



자료: 손해보험협회, 키움증권 리서치센터

다만 실손보험 개혁이 이루어지더라도 그 영향의 정도는 현재로서는 예상하기 어려운 상황인데, 1) 구세대 가입자와 의료계의 반발 등 사회적 갈등이 마무리되지 않은 상황이며 2) 재가입 주기가 길어 단기적인 영향은 제한적일 것으로 예상되고 3) 실손의료보험은 포괄적 보장구조로 인해 관리급여 신설 등에도 이전처럼 풍선효과가 발생할 가능성도 있기 때문이다. 이에 따라 단기적으로 실손보험 개혁에 따른 보험사 수혜 기대감은 제한적일 것으로 예상된다.

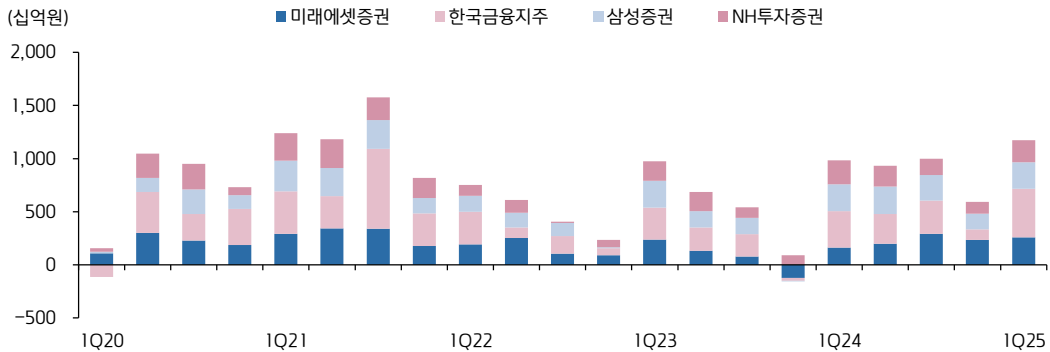
>>> 증권(Overweight): 양호한 업황 + 주주환원 + 정책 수혜 기대감

증권업은 금리 하락세가 이어짐에 따라 우호적인 영업 환경이 지속되고 있다. 그간 금리 하락에도 불구하고 증권사 실적은 부동산 PF 총당금 적립 및 증시 부진에 따른 거래대금 감소 등으로 부진해왔는데, 연초 이후 증시가 회복세를 보이고 있고 총당금도 대부분 마무리된 것으로 보이는 바 하반기에도 견조한 실적이 예상된다. 다만 최근 경기 둔화에 따른 조달시장 부진 및 부동산 시장 회복 지연 등으로 인해 상대적으로 IB 부문보다는 브로커리지와 운용 부문의 실적 성장이 두드러질 것으로 예상된다.

또한 작년 대다수의 증권사들이 기업가치 제고계획을 발표하여 실적 개선과 동시에 주주환원성향 상향에 따른 큰 폭의 주주환원 규모 성장도 기대된다는 점도 긍정적이다. 추가적으로 증시 부양 공약과 지난 4월 당국이 발표한 기업금융 경쟁력 제고방안 등에 따른 정책 기대감이 반영됨에 따라 업종 전체적으로 양호한 주가 흐름은 유지될 것으로 전망한다.

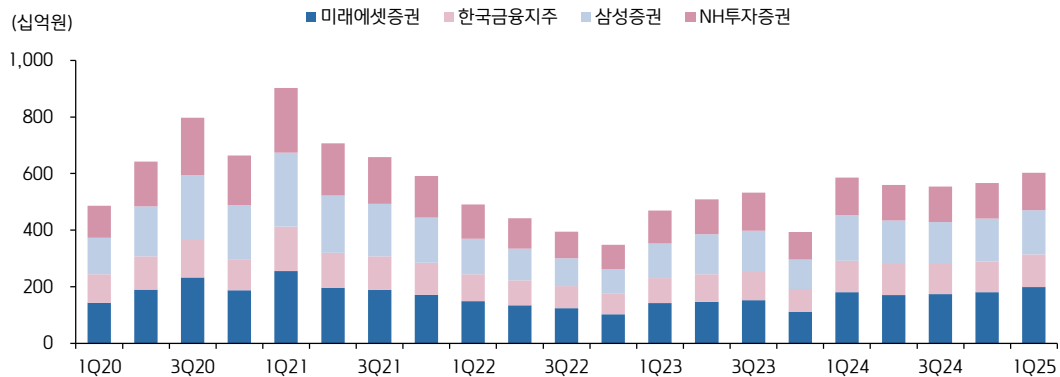
증권업종 Top Pick은 미래에셋증권이다. 높은 리테일 점유율로 증시 거래대금 호조 및 대체거래소 활성화에 따른 실적 개선 기대감이 가장 크며, 그간 실적 훼손 요인이었던 해외 부동산 관련 비용도 축소되고 있는 모습이다. 기업가치 제고계획을 발표하여 꾸준히 자기주식을 소각할 계획이며, 그룹 지배구조 개편 기대감도 추가로 반영될 것으로 예상된다.

커버리지 증권사의 분기별 지배주주순이익 추이



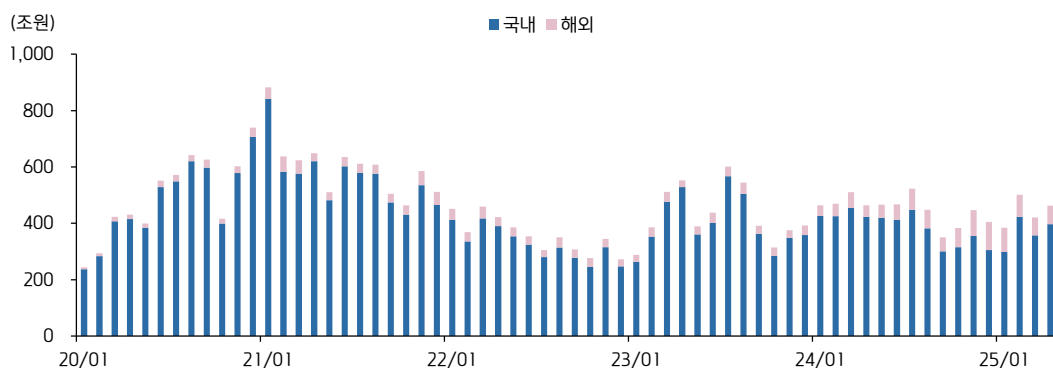
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

커버리지 증권사의 분기별 브로커리지 수수료손익 추이



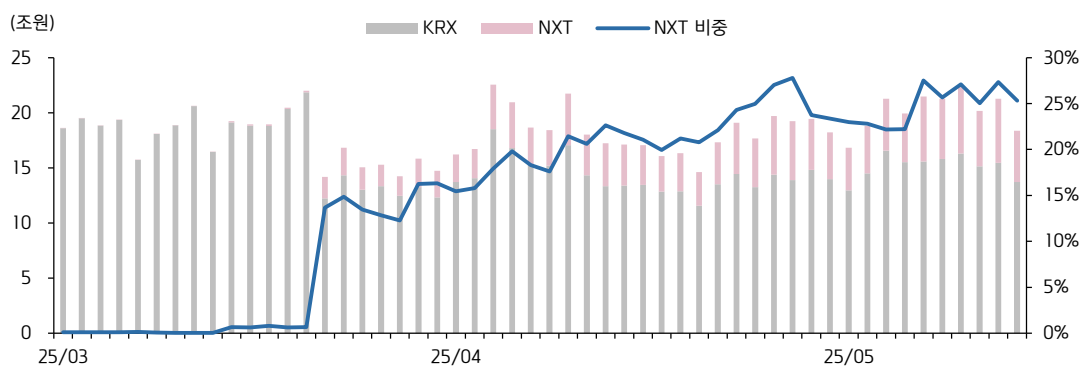
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

국내 증시 및 해외주식 월간 거래대금 추이



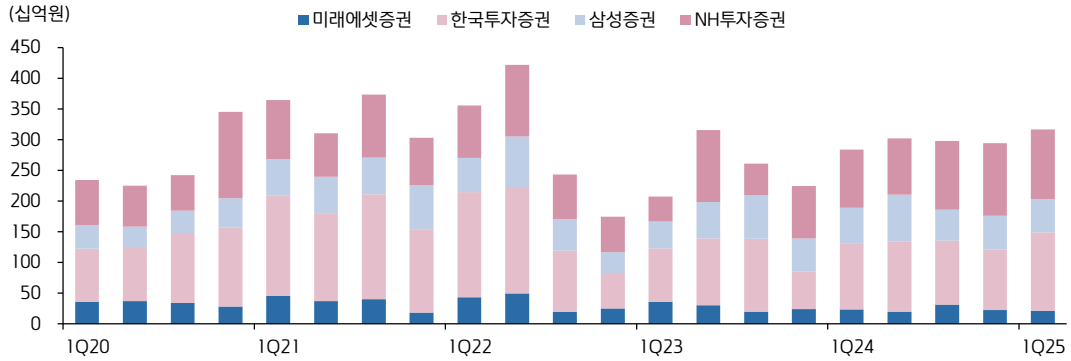
자료: KRX, NXT, 예탁결제원, 키움증권 리서치센터

국내 증시 일간 거래대금 추이 및 대체거래소 거래대금 비중



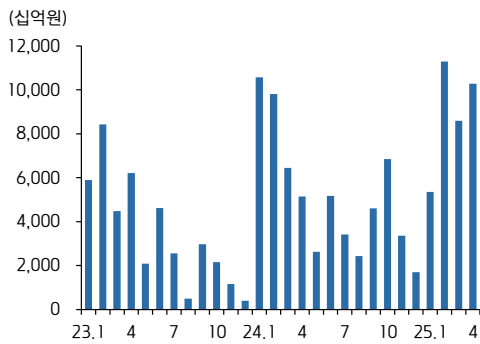
자료: KRX, NXT, 키움증권 리서치센터

커버리지 증권사의 분기별 IB 수수료수익 추이



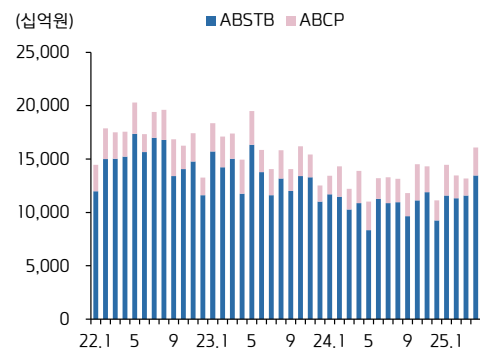
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

월별 회사채 발행금액 추이



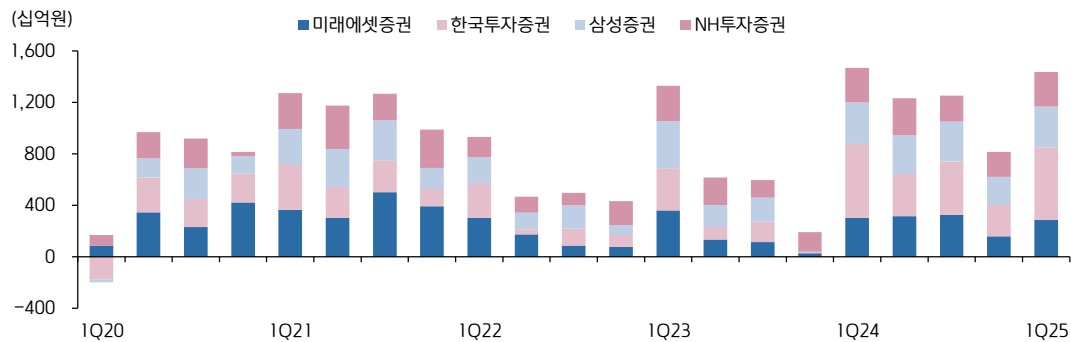
자료: 예탁결제원, 키움증권 리서치센터

월별 PF대출채권 유동화증권 발행금액 추이



자료: 예탁결제원, 키움증권 리서치센터

커버리지 증권사의 분기별 운용 및 기타 손익 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

당국은 지난 4월 증권업 기업금융 경쟁력 제고방안을 발표했는데, 주목할만한 내용은 기업신용공여 범위 확대 및 발행어음/IMA 사업자 추가 지정 예고 등이다. 향후 규제 완화 시 증권사의 자본 활용도 향상 및 조달 규모 확대에 증권사 수익성에 기여할 것으로 예상된다.

당국의 증권업 기업금융 경쟁력 제고방안

III. 증권업 기업금융 경쟁력 제고방안

[기본 방향]

- ◆ 증권사 기업금융의 質적 성장을 촉진하기 위한 유인구조 강화
 - 종투사가 기업신용공여·발행어음·IMA를 활용해 기업금융과 모험자본 공급을 적극 수행하도록 유도
 - 증권사의 해외진출·기업금융 등 관련 인센티브 부여 및 제약 해소
 - '22.下 채권시장의 불확실성 확대에 따라 노출된 부동산 건전성 및 유동성 관리 미흡을 해소하기 위한 규제 정비 (* 상세내용 추후 발표)

[주요 내용]

1. 종투사 운용규제 개편

- M&A·구조조정 지원과 중견기업 관련 기업신용공여 범위 확대
- 발행어음·IMA 영위 종투사의 모험자본 공급의무 신설
- IMA 상품의 원금지급, 만기, 판매규제, 조달한도 등 제도 구체화

2. 종투사 지정

- '25년 하반기 발행어음·IMA 영위를 위한 종투사(4조원·8조원) 지정
- 향후 종투사 지정요건 정비 및 체계화

3. 증권업 제도정비

- 적극적 해외진출·기업금융이 가능하도록 제도 개선
- 파생결합증권·사채 건전성 관리 강화

4. 건전성·유동성 관리 강화

* 추후 상세내용 발표

- 부동산 NCR에 실질 리스크 반영 및 부동산 익스포저 한도규제 강화
- 유동성비율 규제 적용 대상을 확대하고, 산출 방식도 개선
- 종투사 건전성 비율 체계를 개편(중·장기)

증권업의 기업금융 경쟁력 제고를 통한 혁신적 경제성장 지원

자료: 금융위원회, 금융증권 리서치센터

현재 발행어음 사업자는 미래에셋증권, 한국투자증권, NH투자증권, KB증권, 삼성증권 등이며 IMA 사업자는 아직 지정된 바가 없다. 발행어음업 요건은 자기자본 4조원 이상의 종투사로 신규 사업자로선 삼성증권/메리츠증권/하나증권/신한증권 등이, IMA 사업자 요건은 자기자본 8조원 이상의 종투사로 미래에셋증권과 한국투자증권이 준비 중인 것으로 알려졌다. 당국이 하반기 추가 지정 계획 및 내년부터 지정요건 강화를 예고한 만큼 하반기 추가 사업자 지정에 대한 가능성이 높은 상황이다.

새로 구체화된 IMA 사업자의 경우 자기자본의 총 300%(발행어음 200% + IMA 100%)의 레버리지를 활용할 수 있게 된다. 다만 IMA가 도입되더라도 기존 예고와 달리 자기자본의 100%라는 한도가 설정되었고 초기 보수적인 상품 운용 기조가 예상되는 바 단기적인 실적 모멘텀은 제한적일 것으로 예상된다.

자기자본 규모별 종합투자사업자 허용업무

[자기자본 규모별 종투사 허용업무]

3조원 (13~)	기업신용공여 法 §77-3③1.	기업에 대한 대출, 어음(CP제외) 할인·매입 * 자기자본 대비 기본 100% + 추가(중소기업업종 관련) 100% 한도
	전담중개(PBS) 法 §77-3④	헤지펀드 등을 대상으로 증권대차, 신용공여, 펀드재산 보관·관리 등의 종합금융서비스 제공
	내부주문집행 令 §77-6①1.	상장·비상장주식의 다자간 장외매매
4조원 (17~)	발행어음 令 §77-6①2.	만기 1년 이내 어음의 발행 / 단기금융업 인가도 필요 * 조달액은 기업금융에 50% 이상, 부동산에 30% 이내 운용
8조원 (17~)	종합투자계좌(IMA) 令 §77-6①3.	고객 예탁 자금을 통합하여 기업금융 관련 자산 등에 운용하고 그 결과 발생한 수익을 고객에게 지급하는 계좌 * 조달액은 기업금융에 70% 이상, 부동산에 30% 이내 운용

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

금융위원회가 제시한 IMA 상품 예시

◇ ◇ 증권 IMA 상품 예시(안)

□ 상품 개요: 원금을 지급하는 실적배당 상품

구분	(저수익) 안정형	(중수익) 일반형	(고수익) 투자형
만기	1~2년 (폐쇄형)	2~3년 (폐쇄형)	3~7년 (폐쇄형)
보수자감 전 목표수익률	연 4.0~4.5%	연 5.0~6.0%	연 6.0~8.0%
운용보수 (모집금액 대비)	20~50bp	50~80bp	80~100bp
성과보수	기준수익률(3.0%) 초과수익의 30%	기준수익률(4.0%) 초과수익의 30%	기준수익률(5.0%) 초과수익의 40%
보수자감 후 목표수익률	연 3.5~3.7%	연 4.2~4.9%	연 4.8%~ 6.6%
주요 투자대상 (상품특징)	● A급 이상 기업대출, 회사채 ● A2급 이상 전단채 ● 글로벌 BB급 이상 국외기업 회사채, 인수금융 대출 (우량 대/중견기업, 국외 우량기업 투자, 낮은 수익 변동성)	● BBB급 이상 기업대출, 회사채 ● A3급 이상 전단채 ● 글로벌 BB급 이상 국외기업 회사채, 인수금융 대출 ● 국내외 우량 부동산, 인프라 등 대체투자 (우량 중견/중소기업, 중수익 대체투자, 일반적인 수익 변동성)	● 중견/중소/벤처 지분, 회사채 등 ● 글로벌 8급 이상 국외기업 회사채, 인수금융 대출 ● 국내외 부동산, 인프라 등 대체투자 (중소/벤처 모험자본 중심, 고수익 대체투자, 높은 수익 변동성)
	(원금을 지급하는 실적배당 상품)		

주) 상품 출시 시점의 기준금리 및 투자대상 자산 비중에 따라 보수 및 수익률은 달라질 수 있음

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

IV. 보험/증권주 투자지표

보험사 Valuation Table 및 주요 지표

		삼성생명	삼성화재	DB손해보험
Valuation	시총 (십억원)	19,860	18,312	6,988
	PBR (배)	0.57	1.01	0.65
	PER (배)	8.6	9.3	4.1
순이익 (십억원)	2023	1,895	1,818	1,537
	2024	2,107	2,074	1,772
	2025F	2,247	2,095	1,680
증가율 (% YoY)	2024	11	14	15
	2025F	7	1	(5)
ROE (%)	2023	4.4	6.3	17.2
	2024	5.5	13.1	20.7
	2025F	7.0	13.4	21.3
DPS (원)	2022	3,000	13,800	4,600
	2023	3,700	16,000	5,300
	2024	4,500	19,000	6,800
	2025F	5,200	20,000	7,500
증가율 (% YoY)	2023	23	16	15
	2024	22	19	28
	2025F	16	5	10
배당성장 (%)	2023	35	35	21
	2024	38	36	23
	2025F	42	38	27
배당수익률 (%)	2022	4.2	6.9	7.0
	2023	5.4	6.1	6.3
	2024	4.5	4.8	6.9
	2025F	5.2	5.0	7.6
주주환원수익률(%)	2022	4.2	6.9	7.0
	2023	5.4	6.1	6.3
	2024	4.5	4.8	6.9
	2025F	5.2	7.3	7.6

주: 주주환원수익률은 배당과 자사주 매입액을 포함하여 계산
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

증권사 Valuation Table 및 주요 지표

		메리츠금융지주	미래에셋증권	한국금융지주	NH투자증권	삼성증권
Valuation	시총(십억원)	19,712	7,796	5,578	5,322	5,099
	PBR (배)	1.69	0.62	0.53	0.64	0.63
	PER (배)	8.4	10.3	5.0	7.4	5.5
순이익 (십억원)	2022	N/A	639	637	303	422
	2023	2,042	287	708	556	548
	2024	2,306	888	1,033	687	899
	2025F	2,328	996	1,190	795	973
증가율 (% YoY)	2023	N/A	(55)	11	83	30
	2024	13	175	46	23	64
	2025F	1	12	15	16	8
ROE (%)	2023	27.7	2.8	8.8	7.5	8.5
	2024	22.8	7.6	11.4	8.7	12.9
	2025F	22.4	8.1	12.1	9.7	13.1
DPS (원)	2022	105	200	2,300	700	1,700
	2023	2,360	150	2,650	800	2,200
	2024	1,350	350	3,980	1,000	3,500
	2025F	1,400	450	4,600	1,100	4,200
증가율 (% YoY)	2023	2,148	(25)	15	14	29
	2024	(43)	133	50	25	59
	2025F	4	29	16	10	20
배당성향 (%)	2022	N/A	15	19	76	36
	2023	22	24	20	48	36
	2024	11	17	20	48	35
	2025F	10	19	20	45	39
배당수익률 (%)	2022	0.2	3.3	4.3	8.0	5.4
	2023	4.0	2.0	4.3	7.7	5.7
	2024	1.2	2.6	4.0	6.2	6.1
	2025F	1.3	3.3	4.6	6.8	7.4
주주환원수익률(%)	2022	0.2	2.5	4.3	8.0	5.4
	2023	9.4	1.5	4.3	7.7	5.7
	2024	5.6	5.9	4.0	8.2	6.1
	2025F	5.9	5.1	4.6	7.9	7.4

주: 주주환원수익률은 배당과 자사주 매입액을 포함하여 계산
 자료: 각 사, 카움증권 리서치센터



기업분석

미래에셋증권
(006800)

BUY(Maintain)/목표주가 17,000원(상향)
위에서 자주 사요

삼성생명
(032830)

BUY(Maintain)/목표주가 140,000원
무슨 일이든 일어나면 좋은 방향

미래에셋증권 (006800)



BUY(Maintain)

목표주가 17,000원(상향)

주가(5/26) 13,670원

보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

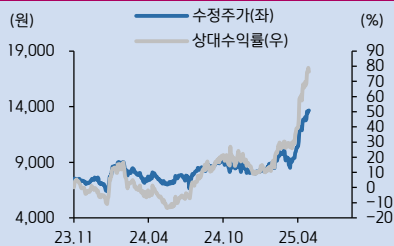
Stock Data

KOSPI	2,644.40pt	
시가총액	77,962억 원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	13,670원	6,660원
최고/최저가 대비 등락	0.00%	105.26%
주가수익률	절대	상대
1M	31.4%	5.1%
6M	59.7%	9.0%
1Y	82.3%	-5.3%

Company Data

발행주식수	739,392천주
일평균 거래량(3M)	1,700천주
외국인 지분율	13.03%
배당수익률(25E)	3.3%
BPS(25E)	21,750원
주요 주주	미래에셋캐피탈(주)
	외 19인
	31.31%

Price Trend



위에서 자꾸 사요

>>> 그룹의 자회사 지분율 확보가 꾸준히 진행 중

미래에셋증권은 박현주 회장/미래에셋 컨설팅 - 미래에셋자산운용 - 미래에셋캐피탈 - 미래에셋증권으로 이어지는 지배구조를 갖고 있다. 모회사인 캐피탈은 꾸준히 증권의 지분율을 늘리고 있는데, 2018년 19.3%였던 지분율은 2024년 31.2%까지 11.9%p 상승했으며, 최근 공시한 1,000억원의 추가 출자까지 합산할 경우 33.9%, 증권이 보유한 자기주식 23%를 제외한 지분율은 44%까지 상승하게 된다. 또한, 미래에셋자산운용에 대한 박현주 회장과 미래에셋 컨설팅의 합산 지분은 95% 이상이며 캐피탈 역시 그룹의 지분이 80% 이상이다. 즉, 증권과 생명 등 자회사에 대한 지분율을 늘릴수록 주주환원에 대한 상위사의 효용이 커지는 구조이다.

>>> 실적 턴어라운드 + 급격한 주주환원 확대 기대

그룹의 자회사에 대한 지분 확보가 지속되고 있으며 실적 턴어라운드 가시성도 높아지고 있다. 7.7조원의 시가총액 중 1.7조원은 자기주식이며, 점진적이던 지배구조 개편 움직임이 일시에 확대될 수 있으며 지분 확보&주주환원 확대에 따른 주가 상승이 기대된다. 목표주가를 17,000원으로 상향하며, 업종 내 최선호주로 유지한다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024	2025F	2026F
순영업수익	1,537.4	1,478.3	2,070.6	1,999.8	2,006.8
영업이익	548.4	507.0	893.9	793.7	767.8
세전이익	553.2	232.8	897.8	654.0	747.4
당기순이익	659.7	333.3	893.7	992.5	1,107.0
지배주주순이익	639.5	322.4	887.6	996.0	1,111.5
ROE	6.3	3.1	7.6	8.1	8.8
ROA	0.6	0.3	0.7	0.7	0.8
EPS	1,072	551	1,527	1,740	1,993
BPS	16,837	18,507	20,897	21,750	23,112
PER	6.5	8.6	7.1	7.8	6.8
PBR	0.3	0.4	0.4	0.6	0.6
DPS	200	150	350	450	550
배당수익률	2.5	1.5	3.3	3.3	4.0

자료: 키움증권 리서치센터

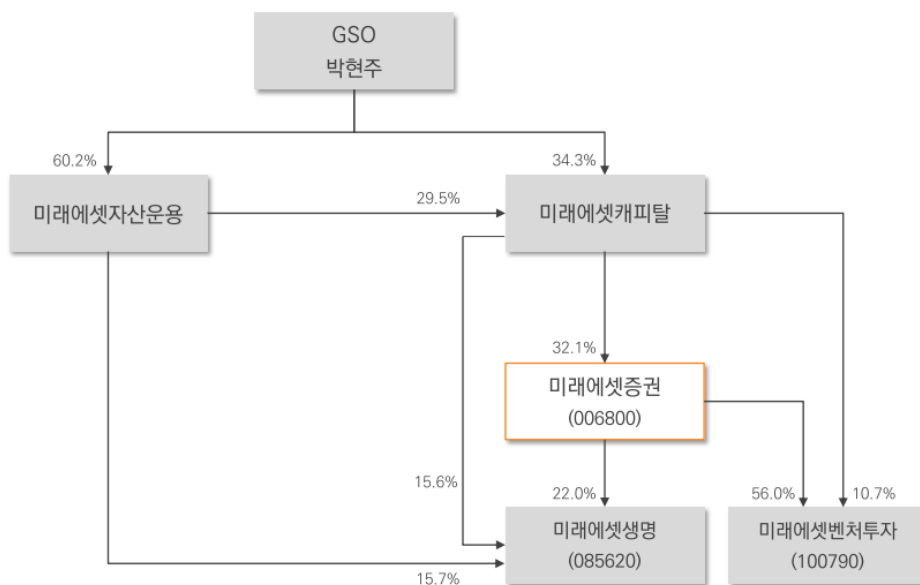
미래에셋그룹 최상단에는 미래에셋컨설팅이 있으며 박현주 회장이 48.6%를 보유하여 최대주주, 장남이 11.5%를 보유하여 2 대주주 지위인 것으로 알려져 있다. 박현주 회장은 지난 2024 년 보유한 미래에셋컨설팅 지분 25%를 미래에셋희망재단에 기부를 약정하면서 현행 공익법인의 주식 보유 관련 규제 등이 완화되는 시점에 진행하겠다고 밝힌 바 있는데, 현행법상으로는 공익법인 출연 시 발행주식총수의 5%까지만 증여세가 과세되지 않으며 원칙적으로 계열사에 대한 의결권 행사도 제한되기 때문이다. 향후 미래에셋컨설팅이 보유하게 될 지분의 향방이 중요할 것으로 예상되는데, 대선 이후 지배구조 개편에 대한 유인이 커질 것으로 예상되는 바 그룹 지배구조 개편 가속화 및 이후 큰 폭의 주주환원 확대를 기대할 수 있다는 판단이다.

미래에셋그룹의 지배구조

2025년 1분기 실적보고서

주요 계열사 지배구조

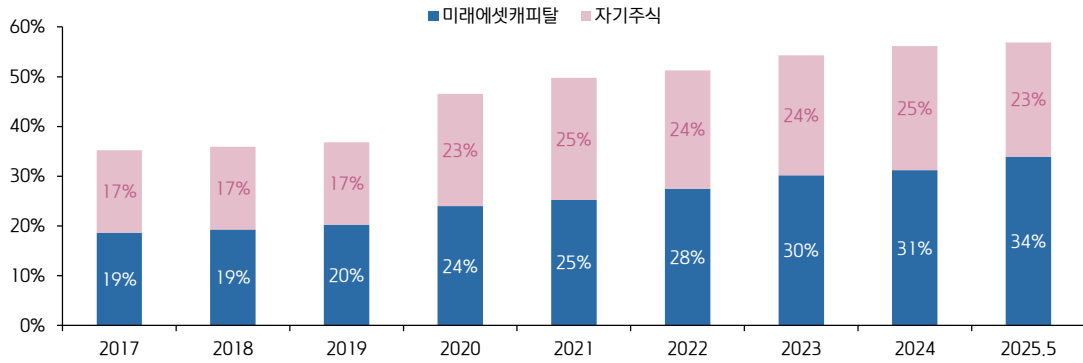
| 기준일 : 2025.3.31



※ 지분율은 우선주를 제외한 보통주 총 발행주식수 기준

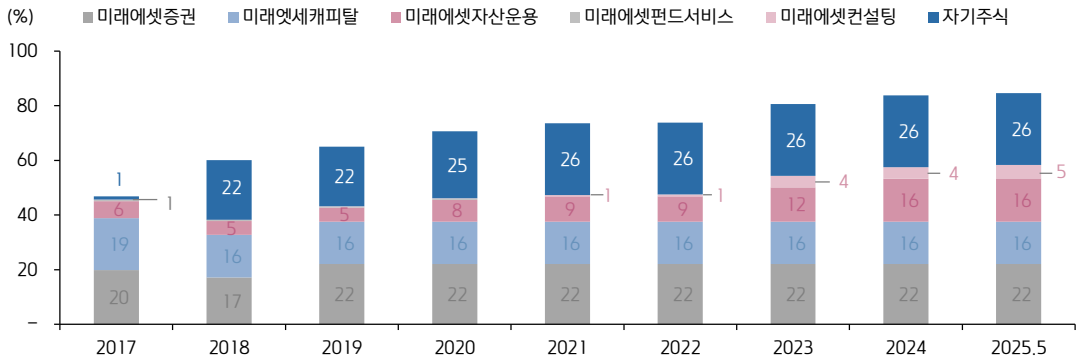
주: 미래에셋컨설팅은 미래에셋자산운용 지분 약 37%와 캐피탈 약 10%를 보유 중. 미래에셋컨설팅은 박현주 회장 일가가 약 90%를 보유 중
자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

미래에셋증권의 대주주인 미래에셋캐피탈 지분율과 자기주식 비중 추이



자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

미래에셋생명의 주요 주주 지분율 및 자기주식 비중 추이



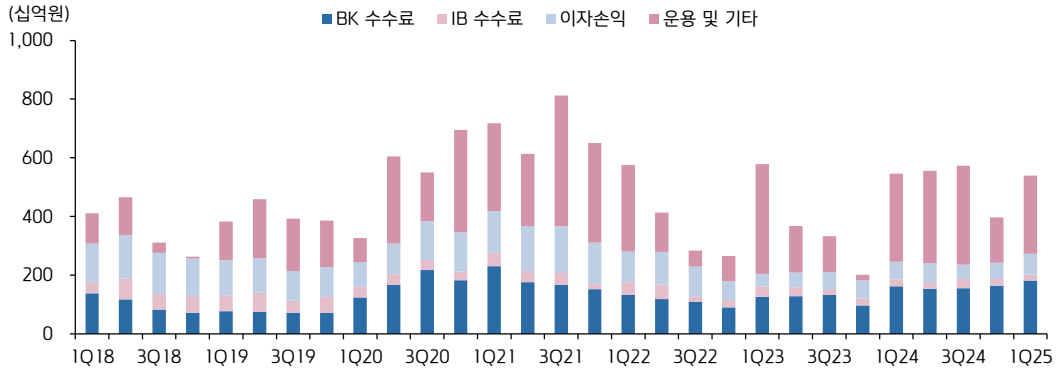
자료: 미래에셋생명, 키움증권 리서치센터

미래에셋증권 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025E
순영업수익	545.6	555.3	572.8	397.0	539.3	507.5	514.1	439.0	2,070.6	1,999.8
(YoY)	-6%	51%	72%	98%	-1%	-9%	-10%	11%	40%	-3%
수수료손익	242.7	240.6	248.7	239.4	253.0	281.0	283.4	266.9	971.4	1,084.2
브로커리지	161.7	153.0	155.6	164.1	180.8	189.5	196.0	182.0	634.4	748.3
IB	23.6	19.9	31.1	22.4	21.4	25.0	24.0	23.3	97.0	93.7
기타	57.3	67.8	62.0	52.8	50.8	66.5	63.4	61.5	239.9	242.2
이자손익	60.2	68.1	49.0	55.6	70.2	48.7	96.0	86.8	232.9	301.6
운용 및 기타	242.7	246.5	275.1	102.0	216.2	177.8	134.6	85.3	866.3	614.0
충당금 등	(1.0)	(0.8)	0.5	(1.3)	(7.7)	0.0	0.0	0.0	(2.6)	(7.7)
판관비	296.5	290.1	283.2	306.9	311.4	296.4	299.7	298.7	1,176.7	1,206.1
인건비	197.8	184.4	172.4	172.2	198.5	181.1	182.7	178.7	726.9	741.0
인건비 외	98.7	105.6	110.8	134.6	112.9	115.3	117.0	119.9	449.8	465.2
영업이익	249.0	265.2	289.6	90.1	227.9	211.1	214.4	140.3	893.9	793.7
(YoY)	-20%	102%	235%	흑전	-8%	-20%	-26%	56%	76%	-11%
영업외손익	(28.6)	(20.2)	43.0	9.7	(104.3)	(11.7)	(15.0)	(8.8)	3.9	(139.7)
세전이익	220.4	245.0	332.6	99.8	123.6	199.4	199.4	131.5	897.8	654.0
법인세비용	55.9	65.2	67.5	32.4	33.0	53.3	53.2	35.1	221.0	174.6
당기순이익	164.5	179.9	265.1	67.4	90.6	146.2	146.1	96.4	676.9	479.3
(YoY)	-7%	239%	흑전	428%	-45%	-19%	-45%	43%	184%	-29%
연결당기순이익	170.5	201.2	290.1	231.9	258.2	241.3	260.3	232.6	893.7	992.5
지배주주순이익	162.9	198.7	291.2	234.9	258.7	241.8	261.6	233.9	887.6	996.0
(YoY)	-31%	50%	276%	흑전	59%	22%	-10%	0%	175%	12%

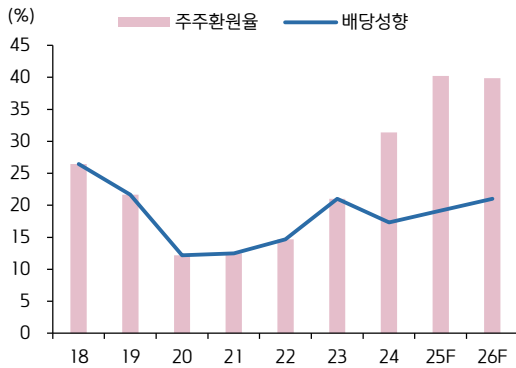
자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

미래에셋증권의 부문별 실적 추이



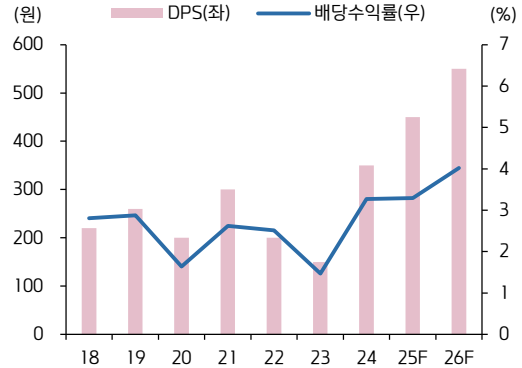
자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
순영업수익	1,537.4	1,478.3	2,070.6	1,999.8	2,006.8
수수료손익	895.6	844.6	971.4	1,084.2	1,113.9
브로커리지	449.1	482.3	634.4	748.3	772.8
IB	137.7	110.3	97.0	93.7	95.1
기타	308.8	251.9	239.9	242.2	246.1
이자손익	379.5	212.4	232.9	301.6	308.8
운용 및 기타	262.3	421.4	866.3	614.0	584.0
총당금 등	(26.6)	(108.3)	(2.6)	(7.7)	0.0
판매비	989.0	971.3	1,176.7	1,206.1	1,239.0
인건비	566.2	568.8	726.9	741.0	765.5
인건비 외	422.8	402.5	449.8	465.2	473.5
영업이익	548.4	507.0	893.9	793.7	767.8
영업외손익	4.8	(274.2)	3.9	(139.7)	(20.4)
세전이익	553.2	232.8	897.8	654.0	747.4
법인세비용	155.6	(5.1)	221.0	174.6	186.8
당기순이익	397.6	237.9	676.9	479.3	560.5
연결당기순이익	659.7	333.3	893.7	992.5	1,107.0
지배주주순이익	639.5	322.4	887.6	996.0	1,111.5
부문별 손익 비중 (%)					
수수료손익	58	57	47	54	56
브로커리지	29	33	31	37	39
IB	9	7	5	5	5
자산관리 및 기타	20	17	12	12	12
이자손익	25	14	11	15	15
운용 및 기타	17	29	42	31	29
기타 지표 (%)					
이자수익률	3.7	5.2	5.3	5.3	5.5
조달금리	1.9	3.5	3.3	2.9	3.0
스프레드	1.8	1.7	1.9	2.4	2.5
판매비율	64	66	57	60	62
인건비	37	38	35	37	38
인건비 외	28	27	22	23	24

투자지표 (I)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
성장률 (%)					
자산	(2)	21	7	2	3
부채	(2)	22	7	2	3
자본	(2)	8	9	1	3
순영업수익	(45)	(4)	40	(3)	0
수수료손익	(27)	(6)	15	12	3
이자손익	(36)	(44)	10	29	2
운용 및 기타	(73)	61	106	(29)	(5)
판매비및관리비	(20)	(2)	21	3	3
영업이익	(65)	(8)	76	(11)	(3)
당기순이익	(52)	(40)	184	(29)	17
연결당기순이익	(44)	(49)	168	11	12
지배주주순이익	(45)	(50)	175	12	12
자본적정성지표 (%)					
신NCR	(178)	(118)	(58)	1	61
구NCR	94	96	98	100	102

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
현금및현금성자산	2,848	1,751	1,867	2,218	2,307
FVPL 금융자산	39,179	44,784	55,246	55,737	57,168
지분상품자산	35,214	41,926	50,813	51,881	53,290
채무증권	1,334	1,311	1,670	1,446	1,451
FVOCI 금융자산	15,913	16,088	17,578	16,552	16,953
채무상품	15,913	16,088	17,578	16,552	16,953
AC 금융자산	40,412	57,590	54,729	57,064	59,349
예치금	6,506	6,443	8,651	8,450	8,644
대출채권	27,648	39,078	35,618	37,978	39,635
종속기업및관계기업지분	1,711	2,029	1,614	1,813	1,893
유형자산	537	519	534	535	547
투자부동산	3,910	3,725	3,680	3,781	3,899
무형자산	480	507	761	725	732
기타	1,223	1,160	1,182	1,268	1,321
자산총계	106,213	128,153	137,192	139,693	144,167
FVPL금융부채	14,964	14,158	11,915	12,419	12,864
매도파생결합증권	10,468	9,424	6,559	6,999	7,271
예수부채	9,651	10,927	12,230	12,493	12,856
차입부채	52,059	67,875	77,119	77,684	80,127
발행사채	8,686	6,976	7,744	8,092	8,374
기타	10,493	17,015	15,953	16,601	17,113
부채총계	95,853	116,950	124,961	127,288	131,333
자본금	4,102	4,102	4,102	4,102	4,102
자본잉여금	2,160	2,158	2,157	2,157	2,157
자본조정	(372)	(359)	(360)	(223)	(223)
기타포괄손익누계액	(212)	356	729	628	613
이익잉여금	4,561	4,788	5,439	5,741	6,186
이익준비금	187	199	208	223	234
대손준비금	110	69	111	115	121
임의적립금	0	0	0	0	0
미처분이익잉여금	3,624	4,130	4,106	5,403	5,831
자본총계	10,360	11,203	12,231	12,405	12,835

투자지표 (II)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산별 비중 (%)					
FVPL	37	35	40	40	40
FVOCI	15	13	13	12	12
AC	38	45	40	41	41
주요비율 (% 배)					
ROA	0.6	0.3	0.7	0.7	0.8
ROE	6.3	3.1	7.6	8.1	8.8
P/E	6.5	8.6	7.1	7.8	6.8
P/B	0.3	0.4	0.4	0.6	0.6
주주환원지표					
DPS (원)	200	150	350	450	550
증가율(YoY, %)	(33)	(25)	133	29	22
배당성향 (%)	14.7	21.0	17.3	19.2	21.0
배당수익률 (%)	2.5	1.5	3.3	2.5	4.0
현금배당액 (십억원)	93.9	67.7	153.7	191.0	233.4
자기주식수 (천주)	146,036	146,036	146,036	145,936	145,936

삼성생명 (032830)



BUY(Maintain)

목표주가 140,000원

주가(5/26) 99,300원

보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

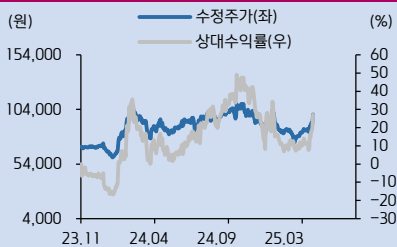
Stock Data

KOSPI	2,644.40pt		
시가총액	198,600억 원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	109,000원	73,600원	
최고/최저가대비 등락	-8.90%	34.92%	
수익률	절대	상대	
	1M	19.9%	4.6%
	6M	-8.9%	5.1%
	1Y	17.4%	-3.4%

Company Data

발행주식수	200,000천주
일평균 거래량(3M)	214천주
외국인 지분율	21.73%
배당수익률(25E)	5.7%
BPS(25E)	156,957원
주요 주주	삼성물산 외 7인 44.14%

Price Trend



무슨 일이든 일어나면 좋은 방향

>>> 가능성이지만 다양한 희망 회로

그룹 지배구조 개편은 아직 공식화되지는 않았으나, 어느 방향이든 삼성생명에는 우호적인 환경이 될 것으로 예상된다. 이재용 회장의 상속세 납부가 내년 4월로 마무리될 것으로 예정되어 있고, 삼성물산은 다양한 신사업 진출을 본격화하고 있어 삼성생명의 주주환원은 견조할 것으로 예상된다. 또한 그룹 바이오 사업부의 지배구조 개편이 공식화됨에 따라 그룹 지배구조 개편에 대한 관심도도 높아지고 있는 상황으로, 오랜 기간 논의가 이어진 보험업법 개정안(삼성생명법) 등을 고려하면 전체적인 지배구조 개편 가능성도 배제할 수 없을 것으로 보인다. 추가적으로, 최근 금융위의 승인을 받아 삼성화재를 자회사로 편입하였는데 현재 실질 지분율이 17.8%임에 따라 2.2%의 지분을 추가로 확보할 경우 배당금 익금불산입 적용에 따른 법인세 감면 효과도 기대해볼 수 있는 상황이다. 어떤 상황이더라도 삼성생명 주주에게는 긍정적인 것으로 예상된다.

>>> 역대 가장 높은 배당수익률 구간

지배구조 개편 기대감을 차치하고서라도 이익 성장 및 배당성향 확대에 따라 5% 후반의 배당수익률이 기대되며, 이는 상장 이후 역사적으로 가장 높은 수준으로 최근 주가 상승에도 밸류에이션 부담이 없다. 목표주가 14만원, 업종 최선호주로 유지한다.

(십억원)	2023	2024	2025F
보험이익	1,448.2	536.6	1,092.0
투자이익	(23.7)	1,000.9	698.0
영업이익	1,424.8	1,542.9	1,790.2
세전이익	1,681.2	1,821.3	2,104.1
당기순이익	1,382.9	1,486.9	1,750.9
ROE	4.4	5.5	7.0
ROA	0.6	0.7	0.7
EPS	6,915	7,435	8,754
BPS	221,593	163,690	156,957
PER	7.3	9.0	8.2
PBR	0.3	0.6	0.6
DPS	3,700	4,500	5,200
배당수익률 (%)	5.4	4.7	5.7

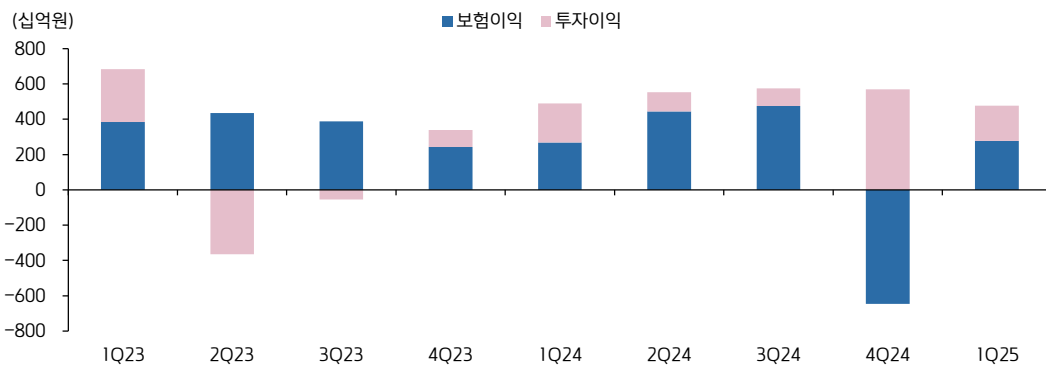
자료: 키움증권 리서치센터

삼성생명 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
보험이익	268.2	443.6	475.2	(645.1)	277.9	423.1	424.0	(32.8)	536.6	1,092.0
(YoY)	-30%	2%	23%	적전	4%	-5%	-11%	적지	-63%	103%
일반/VFA	268.2	443.6	475.2	(645.1)	277.9	425.1	422.0	(27.6)	542.0	1,097.3
CSM 상각	350.9	357.3	360.6	300.8	361.1	372.5	375.6	378.4	1,369.5	1,487.5
RA 해제	80.4	79.7	82.1	79.7	85.2	84.8	84.8	84.8	321.8	339.6
예실차	(13.7)	59.6	35.2	(289.1)	(6.4)	30.3	25.2	(173.8)	(207.9)	(124.7)
보험금예실차	(41.8)	43.5	4.9	(81.0)	(46.2)	2.3	(17.2)	(60.9)	(74.4)	(122.1)
사업비예실차	28.1	16.2	30.3	(208.1)	39.9	28.0	42.4	(112.9)	(133.6)	(2.6)
기타	(149.3)	(53.0)	(2.7)	(736.4)	(162.0)	(62.4)	(63.7)	(316.9)	(941.5)	(605.1)
투자이익	221.3	110.1	100.0	569.6	199.1	268.8	113.5	116.6	1,000.9	698.0
(YoY)	-26%	흑전	흑전	485%	-10%	144%	13%	-80%	흑전	-30%
보험금융손익	(1,923.4)	(1,980.5)	(1,441.2)	(863.3)	(1,915.0)	(1,773)	(1,613.5)	(1,772)	(6,208.4)	(7,074)
투자서비스손익	2,144.6	2,090.6	1,541.2	1,432.9	2,114.1	2,042.5	1,726.9	1,888.8	7,209.4	7,772.3
영업이익	489.5	553.7	575.2	(75.5)	476.9	691.9	537.4	83.9	1,542.9	1,790.2
(YoY)	-28%	697%	73%	적전	-3%	25%	-7%	흑전	8%	16%
영업외손익	271.7	15.9	3.3	(12.6)	331.5	(0.1)	(5.1)	(12.4)	278.4	314.0
세전이익	761.3	569.6	578.5	(88.1)	808.5	691.9	532.3	71.5	1,821.3	2,104.1
법인세비용	109.9	131.0	117.7	(24.2)	104.7	127.6	106.7	14.3	334.4	353.3
당기순이익	651.3	438.6	460.8	(63.9)	703.7	564.3	425.6	57.2	1,486.9	1,750.9
(YoY)	-18%	595%	72%	적전	8%	29%	-8%	흑전	8%	18%
연결당기순이익	663.3	788.8	713.8	94.3	677.5	866.7	639.6	212.6	2,260.3	2,396.4
지배주주순이익	622.1	746.4	673.6	64.7	635.3	812.6	599.8	199.3	2,106.8	2,247.0
(YoY)	-12%	179%	42%	-85%	2%	9%	-11%	208%	11%	7%

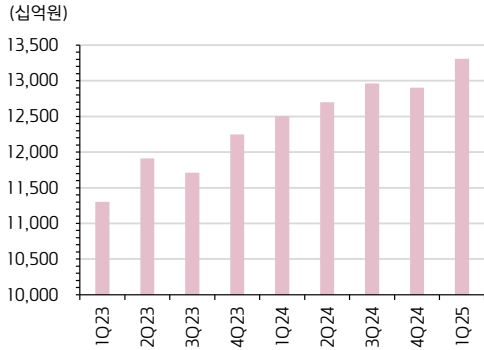
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

삼성생명의 보험이익과 투자이익 추이



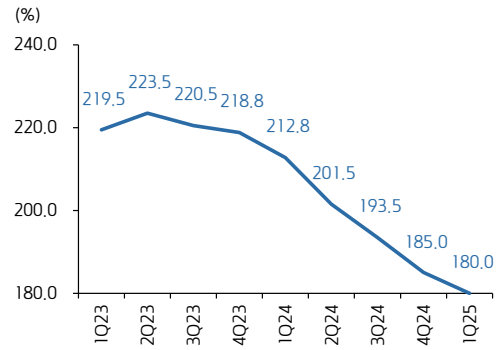
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

CSM 기말 잔액 추이



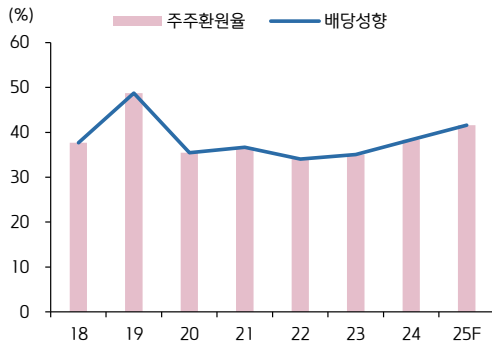
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

K-ICS 비율 추이



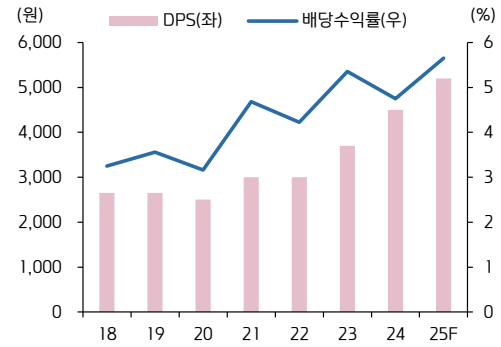
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



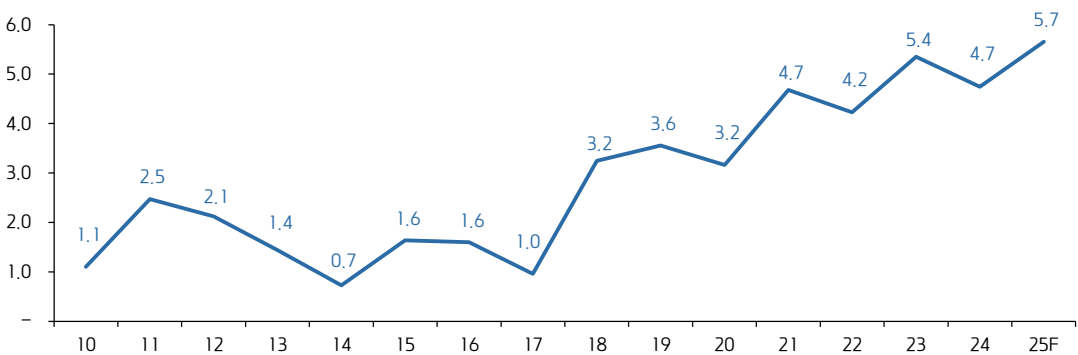
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

삼성생명의 상장 이후 배당수익률 추이 및 전망



자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
보험이익		1,448.2	536.6	1,092.0	1,327.2
일반/VFA		1,448.5	542.0	1,097.3	1,332.8
CSM 상각		1,367.7	1,369.5	1,487.5	1,535.1
RA 해제		467.5	321.8	339.6	339.1
예실차		(158.2)	(207.9)	(124.7)	(99.3)
보험금예실차		51.1	(74.4)	(122.1)	(75.7)
사업비예실차		(209.4)	(133.6)	(2.6)	(23.6)
기타		(228.4)	(941.5)	(605.1)	(442.1)
PAA		0.0	0.0	0.0	0.0
자동차보험손익		0.0	0.0	0.0	0.0
일반보험손익		0.0	0.0	0.0	0.0
투자이익		(23.7)	1,000.9	698.0	622.7
보험금융손익		(9,189.0)	(6,208.4)	(7,074.3)	(7,015.1)
투자서비스손익		9,165.3	7,209.4	7,772.3	7,637.9
영업이익		1,424.8	1,542.9	1,790.2	1,950.0
영업외손익		256.3	278.4	314.0	325.9
세전이익		1,681.2	1,821.3	2,104.1	2,275.9
법인세비용		298.3	334.4	353.3	451.6
당기순이익		1,382.9	1,486.9	1,750.9	1,824.2
연결당기순이익		2,033.7	2,260.3	2,396.4	2,520.4
지배주주순이익		1,895.3	2,106.8	2,247.0	2,363.3
CSM Movement					
기시		10,749	12,247	12,902	13,582
신계약		856	780	655	604
이자부리		105	125	122	124
상각		381	301	378	386
조정		41	666	335	303
기말		12,247	12,902	13,582	13,845
CSM 증감 (YoY, %)		14	5	5	2
순증액		1,499	655	680	263
K-ICS 비율		218.8	185.0	181.2	188.1
지급여력금액		53,373	45,418	43,152	46,549.9
지급여력기준금액		24,390	25,188	23,810	24,747.1

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계		314,696	312,219	317,938	321,195
운용자산		310,586	307,236	313,007	316,214
FVPL		44,552	45,753	44,291	43,856
FVOCI		167,665	164,154	170,980	174,118
AC		39	61	67	67
대출채권		78,220	78,118	78,135	78,936
부동산		6,549	6,612	6,652	6,720
비운용자산		4,110	4,983	4,931	4,981
부채총계		270,378	279,481	286,546	286,824
책임준비금		190,261	203,097	209,236	209,459
보험계약부채		190,261	203,097	209,236	209,459
잔여보장요소		185,824	198,197	204,239	204,502
최선추정		170,586	182,157	187,528	187,528
위험조정		2,846	2,959	2,943	2,943
보험계약마진		12,393	13,081	13,768	14,031
보험료배분접근법		0	0	0	0
발생사고요소		4,437	4,901	4,997	4,957
최선추정		4,321	4,790	4,974	4,934
위험조정		27	21	23	23
재보험계약부채		521	592	1,167	1,157
투자계약부채		29,308	30,298	29,758	29,659
기타부채		80,117	76,383	77,310	77,365
자본총계		44,319	32,738	31,391	34,371
자본금		100	100	100	100
자본잉여금		125	125	125	125
신종자본증권		0	0	0	0
이익잉여금		17,978	19,420	20,257	22,632
해약환급금준비금		0	0	0	0
자본조정		(2,117)	(2,117)	(2,117)	(2,117)
기타포괄손익누계액		26,333	13,205	11,043	11,651
비지배지분		1,900	2,005	1,984	1,980

투자지표 (I)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
운용자산 비중 (%)					
FVPL		14.3	14.9	14.2	13.9
FVOCI		54.0	53.4	54.6	55.1
AC		0.0	0.0	0.0	0.0
대출채권		25.2	25.4	25.0	25.0
부동산		2.1	2.2	2.1	2.1
주요비율 (% , 배)					
ROA		0.6	0.7	0.7	0.7
ROE		4.4	5.5	7.0	7.2
P/E		7.3	9.0	8.2	7.8
P/B		0.31	0.58	0.59	0.54

투자지표 (II)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주주환원지표					
DPS (원)		3,700	4,500	5,200	6,000
증가율(YoY, %)		23	22	16	15
배당성향 (%)		35.1	38.4	41.6	45.6
배당수익률 (%)		5.4	4.7	5.7	6.5
현금배당액 (십억원)		664.4	808.1	933.8	1,077.4
자기주식수 (천주)		20,425	20,425	20,425	20,425
발행주식수 (천주)		200,000	200,000	200,000	200,000
자기주식 비중 (%)		10.2	10.2	10.2	10.2
자기주식 소각액		0	0	0	0
총주주환원율 (%)		35.1	38.4	41.6	45.6

자료: 키움증권 리서치센터

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

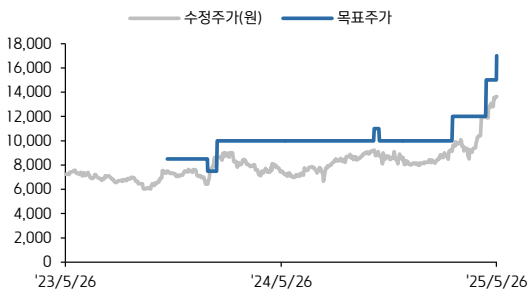
종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%) 평균 주가 대비	최고 주가 대비
삼성생명 (032830)	2024-10-30	Buy(Initiate)	140,000원	6개월	-27.18	-25.07
	2024-11-18	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-26.94	-22.29
	2024-11-19	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-36.24	-24.29
	2024-01-09	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-30.19	-22.14
	2025-02-03	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-34.25	-22.14
	2025-05-26	Buy(Maintain)	140,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%) 평균 주가 대비	최고 주가 대비
미래에셋증권 (006800)	2023-11-14	Outperform (Initiate)	8,500원	6개월	-14.78	-10.12
	2024-01-22	Outperform (Maintain)	7,500원	6개월	3.95	14.93
	2024-02-07	Outperform (Maintain)	10,000원	6개월	-16.24	-9.80
	2024-04-15	Buy(Upgrade)	10,000원	6개월	-18.72	-9.80
	2024-05-10	Buy(Maintain)	10,000원	6개월	-21.97	-9.80
*담당자변경	2024-10-30	Outperform (Reinitiate)	11,000원	6개월	-18.67	-16.09
	2024-11-08	Outperform (Maintain)	10,000원	6개월	-14.20	-10.00
	2024-11-19	Outperform (Maintain)	10,000원	6개월	-16.08	-9.00
	2025-01-20	Buy(Upgrade)	10,000원	6개월	-16.35	-9.00
	2025-02-10	Buy(Maintain)	10,000원	6개월	-15.49	-7.10
	2025-03-12	Buy(Maintain)	12,000원	6개월	-20.78	-15.83
	2025-04-11	Buy(Maintain)	12,000원	6개월	-17.23	-0.17
	2025-05-08	Buy(Maintain)	15,000원	6개월	-14.27	-9.40
	2025-05-26	Buy(Maintain)	17,000원	6개월		

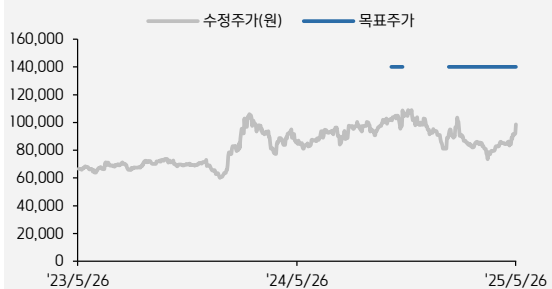
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

미래에셋증권 (006800)



삼성생명 (032830)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2024/04/01~2025/03/31)

매수	중립	매도
95.90%	4.10%	0.00%