

iM증권 리서치본부

[금융]

Overweight

Financials:

Capital, Risk and Return

iM증권

2026.04.21

In-Depth Report

[금융]

설용진 2122-9159

s.dragon@imfnsec.com





CONTENTS

[산업분석]

Summary	5
I. 금융: 자본 활용의 효율성이 핵심	17
II. 은행: 안정성에 대한 프리미엄	22
III. 보험: 요율, 금리 그리고 제도	47
IV. 증권: 정책적 수혜와 변동성 그 사이	72
V. 재보험: 사이클 전환에도 과거와 다른 흐름	90
VI. 신용카드: 외생변수로 인한 비용 상승 압력	97

[기업분석]

<은행>		<생명보험>	
KB금융(105560)	105	삼성생명(032830)	180
신한지주(055550)	111	한화생명(088350)	185
하나금융지주(086790)	117		
기업은행(024110)	123	<증권>	
우리금융지주(316140)	129	미래에셋증권(006800)	191
BNK금융지주(138930)	135	한국금융지주(071050)	196
JB금융지주(175330)	141	NH투자증권(005940)	201
iM금융지주(139130)	147	삼성증권(016360)	206
		키움증권(039490)	211
<손해보험>		<재보험>	
삼성화재(000810)	154	코리안리(003690)	217
DB손해보험(005830)	159		
현대해상(001450)	164	<신용카드>	
한화손해보험(000370)	169	삼성카드(029780)	222
메리츠금융지주(138040)	174		



산업분석

I. 금융: 자본 활용의 효율성이 핵심

1. 금융업: 리스크 기반의 자본집약적 산업
2. Valuation: 핵심지표는 PBR, ROE와 예측가능성에 기반한 접근
3. 투자전략: 밸류에이션 및 대내외 환경을 고려한 접근 필요

II. 은행: 안정성에 대한 프리미엄

1. 대출 성장: 큰 폭의 성장을 기대하기는 어려운 상황
2. NIM: 금리 환경 감안 시 양호한 방어 예상
3. Credit Cost: 이전보다 개선되었으나 보수적인 적립 기조 지속될 것으로 전망
4. 비은행 자회사: 외생변수로 인한 변동성 예상
5. 자본비율/주주환원: 밸류업 모범생, 안정적 CET1비율 관리 전망
6. 투자전략: 주주환원수익률과 밸류에이션 모두 고려한 접근

III. 보험: 요율, 금리, 그리고 제도

1. 신계약: 지난 3년 대비 둔화 추세 예상
2. 보험손익(GM): 높아진 손해율 관리 필요. 지속되는 제도 이슈도 부정적
3. 보험손익(PAA): 자동차 보험 사이클 저점 통과 중
4. 투자손익: 대내외 요인으로 인한 영향 고려 필요
5. K-ICS 비율: 금리 상승으로 부담 줄었으나 지속적으로 관리 필요
6. 배당에 대한 기대감은 여전히 보수적으로 유지
7. 손해보험 투자전략: 하반기부터 Turn around 관점 접근 예상
8. 생명보험 투자전략: 금리 상승은 긍정적이거나 적극적인 추천은 애매한 환경



IV. 증권: 정책적 수혜와 변동성 그 사이

1. 정책적 수혜에 기반한 레버리지 확대 및 ROA 개선
2. 위탁매매: 궁극적으로는 현재 거래대금의 지속 여부가 관건
3. 기업금융: 정책적 수혜에 기반한 레버리지 확대 긍정적. 시장 경쟁 심화는 부담
4. 운용손익 등: 대내외 변동성에 따른 영향은 감안 필요
5. 투자전략: Historical high level의 실적 전망. 정책적 수혜 대상 종목에 집중

V. 재보험: 사이클 전환에도 과거와 다른 흐름

1. 소프트마켓 전환에도 재보험사 마진은 안정적 흐름 전망
2. 공동재보험 등 추가적인 성장 여력도 여전히 긍정적이라고 판단
3. 방어주 관점에 가장 부합. 사이클 전환에 따른 자본 활용 방안 제고 여지도 긍정적

VI. 신용카드: 외생변수로 인한 비용 상승 압력

1. 여전히 전반적인 상황 개선에 대한 기대감은 존재하지만
2. 외생변수로 인한 비용 부담 우려 상존
3. 스테이블코인 관련 우려는 불필요하다고 판단
4. 투자전략: 채권형 투자에 적합한 종목

Summary

금융업은 본질적으로 리스크 기반의 자본집약적 산업으로, 자본 규제를 준수하는 가운데 리스크를 보유함으로써 이윤을 창출한다. 이러한 금융업의 특성으로 인해 자본 활용의 효율성과 리스크 평가/관리 역량이 산업의 핵심이 된다. 이러한 요인으로 금융업종의 밸류에이션은 통상적으로 PBR을 주로 사용한다. 자본을 투입하여 이윤을 확보하는 특성상 이윤 확보의 근원이 되는 금융회사의 자본에 대한 시장의 평가에 해당하기 때문이다.

다만 세부적인 기업가치에 있어 업종별로 강조되는 부분은 어느 정도 상이하다고 볼 수 있다. 은행과 보험의 경우 상대적으로 높은 규제강도로 Risk Taking 등에 대한 제약이 높은 만큼 이익과 주주환원의 예측가능성 제고에 기반한 CoE 축소가 기업가치에 있어 핵심이 된다고 판단하며, 반대로 증권업의 경우 시장과 매크로 환경에 민감한 이익구조로 높은 이익변동성이 불가피한 만큼 리스크 대비 수익성을 고려하여 ROA 개선 국면에 적극적으로 레버리지를 확대하여 상대적으로 높은 CoE를 상회하는 ROE를 확보할 수 있는 자본 배분 역량을 갖추는 것이 기업가치의 핵심이다.

금융업종 투자에 있어서는 최근 대내외 환경을 종합적으로 살펴봤을 때 1) 국내 증시 활성화에 따른 거래대금 확대, 2) 위험자산 투자 심리 개선 등 긍정적인 요인과 동시에 3) 이란 사태로 인한 파급 효과, 4) 미국 Private Credit 이슈 등 대내외 불확실성이 공존하고 있는 상황이다. 긍정적 요인 중심으로 접근할 경우에는 증권업종이 실적 및 모멘텀 측면의 강점을 유지할 수 있을 것으로 예상하며 이란 사태 등 최근 불확실성에 가중치를 둘 경우 상대적으로 이익과 주주환원의 안정성이 돋보이는 은행업종의 매력이 부각될 전망이다. 보험업종은 제도 이슈 및 업황을 감안했을 때 상대적으로 우선순위가 낮다고 판단한다.

금융업종 내 상대적 선호도는 26년 기준 은행>증권>손보>생보 순서로 제시한다. 은행의 안정적인 주주환원 및 금리 상승/증권 자회사에 기반한 견조한 실적, 증권업종의 거래대금 확대 등에 따른 수혜를 주된 투자포인트로 제시하며 보험업종은 현재 상대적으로 실적과 모멘텀 모두 매력이 제한적이다.

다만 하반기부터는 손해보험 업종에 관심을 확대해볼 수 있다고 판단한다. 26년 실적은 대체로 부진하겠으나 실손보험 제도 개선, 주요 계리적 가정 반영 마무리 등에 따라 전반적인 사이클의 바닥을 확인할 수 있을 것으로 예상되는 만큼 27년부터 Turn around 측면의 접근이 유효할 것으로 전망한다. 이란 사태 등으로 인한 대내외 변동성이 높아지고 있는 만큼 경기방어주에 대한 매력이 높아질 것으로 예상되는 점도 고려할 필요가 있을 전망이다.

[은행]

대출 성장의 경우 주요 금융지주들이 전년도와 동일하게 4~5% 수준의 RWA 성장을 Target하고 있으며 상대적으로 증권/여전사 등 비은행 자회사에 대한 자본 배분을 확대할 계획을 보유하고 있는 점을 감안했을 때 은행 원화대출 성장률은 명목 GDP 수준의 성장률인 4% 내외에 그칠 것으로 예상된다. 이를 반영한 2026년 커버리지 은행들의 은행 원화대출 성장률은 약 3.8%로 25년 3.7%와 유사한 흐름을 기록할 전망이다.

마진의 경우 커버리지 금융지주들의 그룹 기준 2026년 평균 NIM은 1.98% 수준으로 25년과 유사한 수준을 기록할 것으로 예상된다. 본래 은행들은 2026년 중 기준금리 2회 인하 단행을 예상하고 있었으나 25년 하반기부터 나타난 금리 상승세, 최근 이란 사태로 인한 영향 등을 종합적으로 감안했을 때 추가적인 마진 개선도 가능할 것으로 전망한다. 가계대출 규제 심화 등 영향으로 수신 확보의 필요성이 낮아진 점도 마진 방어에 있어 긍정적이라고 판단한다.

Credit Cost에 대한 부담은 점진적으로 완화될 것으로 예상된다. 실제로 2022년 이후 지속적으로 증가 추세를 보여왔던 은행 신규 연체액 규모는 2025년을 기점으로 추가적인 증가 추세가 완화되는 모습이 나타났으며 적극적인 상매각을 통해 NPL비율, 연체율 등 자산건전성 관련 주요 지표도 안정적으로 관리되었다. 다만 이전보다 전반적인 건전성 지표 레벨이 상승한 만큼 경상 대손비용은 이전 대비 높은 수준이 지속될 것으로 예상된다. 또한 법인 파산 건수, 법원 경매 건수 등 건전성 관련 주요 지표가 여전히 높은 수준이 이어지고 있는 점 등을 감안하면 경기가 유의미한 회복세를 띄고 있다고 보기는 어렵다고 판단한다. 종합적으로 커버리지 금융지주들의 2026년 평균 Credit Cost는 0.52%로 2025년 0.55% 대비 약 3bp 하락할 것으로 전망한다. 다만 향후 이란 사태 장기화 등에 따라 후행적으로 추가적인 Credit Cost 상승 압력이 발생할 수 있는 부분에 대한 고민이 필요한 상황이다.

커버리지 금융지주의 2026년 합계 순이익은 24.1조원으로 전년 대비 6.4% 증가할 것으로 예상된다. 주주환원율도 34%~61%로 2025년 31%~54% 대비 전반적으로 높아질 것으로 예상되며 최근 자본준비금 감액을 통한 비과세 배당 재원 마련, 배당소득 분리과세 기준 충족을 위한 결산 배당 확대 등 주주 가치 제고를 위한 적극적인 노력을 지속하고 있는 점을 감안했을 때 안정적인 기업가치 상승 기조가 지속될 것으로 예상된다. 증권 자회사 등 중심으로 최근 시장 환경에서 보다 높은 이익 시현을 기대할 수 있을 것으로 예상되는 점도 긍정적이다. 커버리지 금융지주 중에서는 이익 안정성이 충분히 높은 가운데 상대적으로 높은 주주환원 수익률을 기대할 수 있으며 밸류에이션 매력까지 보유한 회사를 선호하며 Top pick으로 신한지주와 하나금융지주를 제시한다.

[보험]

보험업종의 경우 2026년 중 보험금 예실차 악화에 따라 전반적인 언더라이팅 강화 기조 등 영향으로 신계약 둔화 추세가 나타날 전망이다. 다만 물량 감소에도 대부분의 보험사들이 요율 인상 등을 활용한 전체적인 수익성 개선을 추진하고 있음을 감안하면 신계약 CSM은 어느정도 안정적으로 방어될 것으로 예상된다. 하반기부터는 GA 규제 관련 영향도 추가적으로 나타날 전망이다.

생명/장기손해보험 보험손익도 부진한 흐름이 지속될 것으로 예상된다. IFRS17 회계기준 도입 이후 CSM 확보를 위한 보장성 계약 판매 확대 노력이 지속됨에 따라 언더라이팅 완화 등이 발생하며 보험금 예실차 부진 추세가 지속되고 있는데 기인한다. 한편 최근 실손보험 관련 제도 개편 논의는 긍정적이라고 판단하며 실손 비중이 높은 현대해상, 한화손보의 수혜를 전망한다.

자동차보험 손익은 누적된 요율 인하 영향으로 2025년 중 규모의 경제가 확보된 대형사도 적자 전환하는 모습이 나타났다. 다만 최근 손실 누적에 따라 2월을 기점으로 1% 초중반 수준의 자동차 보험료 인상이 단행되었으며 이란 사태로 인한 통행량 감소가 예상되는 점도 긍정적이라고 판단한다. 다만 에너지 수급 대응의 일환으로 자동차 보험 요율 인하가 논의되고 있는 만큼 단기적인 사이클 개선을 기대하기는 어려울 전망이다.

투자손익의 경우 대내외 환경에 따른 영향이 크게 나타날 것으로 예상된다. 대표적으로 삼성생명, 삼성화재의 경우 삼성전자 특별 배당 등 계열사 주식에서 발생하는 대규모 일회성 이익으로 인한 이익 개선이 예상된다. 다만 최근 높아진 금리 환경 등을 감안하면 FVPL 자산으로 분류된 채권형 펀드 등에서 평가손실이 발생할 가능성도 존재한다. 아울러 최근 이슈가 되고 있는 Private Credit의 경우 일부 보유 금액이 있으나 전체적인 익스포저 규모가 크지 않다는 점에서 과도한 우려는 불필요하다고 판단한다.

배당에 영향을 미치는 해약환급금준비금 규제의 경우 중장기적으로 적정 수준의 K-ICS비율 및 기본자본 기준 K-ICS비율을 충족하는 보험사 위주로 적립 비율이 하향되는 형태의 제도 개선을 전망한다. 여전히 배당에 대한 가시성은 다소 불투명한 상황이라고 판단한다.

손보사의 경우 현재 전반적인 업황 사이클의 바닥을 지나고 있다고 판단하며 27년으로 갈수록 관심이 필요할 전망이다. 커버리지 보험사 중에서는 DB손보를 선호한다. 생보사의 경우 현재 기준으로 주가가 계열사 관련 요인으로 움직이고 있는 만큼 본업 기준 투자 매력은 다소 애매하다고 판단한다. 삼성생명의 경우 지속적으로 일회성 요인에 따른 이익이 예상되나 해당 이익의 주주환원 반영에 있어 불분명한 스탠스로 소통하고 있는 점이 다소 아쉽다고 판단한다.

[증권]

2025년부터 증권업은 정책적 요인과 시장 환경에 힘입어 레버리지가 확대되고 ROA가 상승하며 전체적인 ROE가 제고되는 모습이 나타났다. 2026년에도 이러한 정책적 수혜에 기반한 실적 개선 기조는 지속될 전망이다. 수익성 측면에서는 넥스트레이드 도입 및 거래 시간 확대 등에 따라 거래대금이 과거 대비 한 단계 상승한 만큼 브로커리지 수수료 손익/신용용자 등 중심으로 견조한 실적을 기대할 수 있을 것으로 전망한다. 레버리지 측면에서도 위험자산 투자 심리 개선에 따른 고객 예탁자산 증가, 생산적 금융 기조에 따른 발행어음/IMA 등 조달 수단이 늘어난 점을 감안했을 때 확대 기조가 지속될 전망이다.

증권업종의 실적은 기본적으로 기업금융 확대, 밸류업 프로그램 등 정책적인 수혜와 26년 상반기 중 나타난 가파른 거래대금 증가 등에 힘입어 양호한 실적을 기록할 전망이다. 전반적인 증권업종에 걸쳐 양호한 실적을 예상하며 그 중에서도 기본적으로 정책적 수혜가 예상되는 종목 중심의 접근을 추천한다. 주식시장 활성화에 따른 거래대금 증가 영향 관점에서는 국내 가장 높은 리테일 점유율을 보유한 키움증권이 가장 큰 수혜를 볼 것으로 예상된다. 기업금융 강화에 따른 접근 관점에서는 1) VC/PE, 저축은행, 캐피탈, 증권 등 각 자회사가 기업의 생애주기 전반에 걸쳐 맞춤형 금융 서비스 제공이 가능하며 2) 적극적인 레버리지 활용을 바탕으로 관련 시장을 선점하고 있는 한국금융지주가 핵심 투자매력을 보유할 것으로 예상된다.

커버리지 증권사 5개사의 2026년 합산 지배지분순이익은 브로커리지 관련 손익 및 발행어음에 기반한 운용손익 등을 중심으로 9.6조원(+42.4% YoY)을 기록하며 Historical high level의 실적을 기록할 수 있을 것으로 전망한다. 다만 높은 베타를 보유한 증권업종 특성상 최근 이란 사태 이후 높아진 금리 인상 가능성 등 영향으로 지수 변동성이 커질 경우 실적과 무관하게 지수 방향에 따른 영향이 나타날 가능성도 고려할 필요가 있을 것으로 전망한다.

[재보험]

재보험 시장은 크게 1) 담보력에 대한 초과 수요로 공급자 우위 시장이 조성되는 하드마켓과 2) 담보력 초과 공급으로 수요자 우위 시장이 조성되는 소프트마켓의 사이클을 보인다.

2025년부터는 전반적인 재보험 시장이 소프트 마켓으로 전환되는 모습이 나타나고 있다. 지속된 하드마켓 속 언더라이팅 조건과 요율 측면에서 주도권을 보유해 온 재보험사들이 양호한 실적을 기록함에 따라 담보력이 크게 확충되었기 때문이다. 다만 최근 높은 대형 재해 손실 규모가 지속되고 있음에도 주요 재보험사의 실적은 매우 양호한 모습을 보이고 있는데 과거 대비 높아진 산불, 폭풍 등 자연재해에도 고빈도 사고(Frequency Loss)에 대한 익스포저를 축소하는 등 적극적으로 계약 조건을 강화한데 기인한다. 따라서 이번 소프트마켓 사이클에서는 전반적인 요율 인하 추세에도 과거보다 타이트한 계약 조건이 지속되며 전체적인 수익성이 안정적인 흐름을 지속할 것으로 전망한다.

국내의 경우 공동재보험 시장 확대 여지가 여전히 남아있다고 판단한다. 특히 듀레이션 갭 규제가 강화되는 등 전반적인 부채 관리가 강화되고 있는 상황에서 전반적인 듀레이션 갭 축소에 용이한 공동재보험에 대한 수요가 구조적으로 높아질 것으로 예상된다.

통상적으로 보험업종이 경기 민감도가 낮지만 재보험사는 1) 대형 재해 발생 여부가 실적에 있어 핵심적이며 2) 상대적으로 높은 해외 사업 비중을 보유하고 있어 더욱 경기 민감도가 낮다. 이러한 요인을 감안했을 때 최근 이란 사태 등 영향으로 대내외 불확실성이 높아지며 변동성이 확대되는 국면에서 방어주 관점의 접근에 가장 부합하는 업종이라고 판단한다.

특히 국내 재보험사인 코리안리의 경우 1) 적극적으로 장기보험, 휴대폰보험 등 국내 저수익 계약을 축소하고 2) 상대적으로 요율이 높게 반영되는 미주/유럽 지역을 확대하는 등 적극적인 수익성 제고 및 지역 다각화를 추진하고 있다는 점에서 상대적으로 국내 경기와 관계없이 안정적인 이익체력이 지속될 것으로 예상된다.

[신용카드]

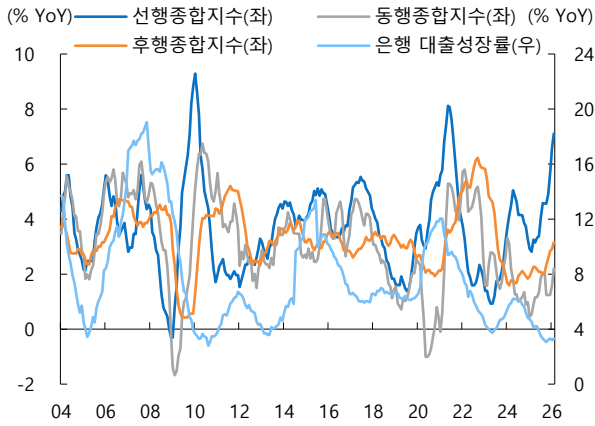
25년 하반기부터 카드사들의 가장 큰 부담이었던 건전성 지표가 적극적인 상매각 등에 힘입어 전반적으로 개선되는 모습이 나타났다. 개별 카드사 측면에서도 신한카드의 경우 대표적인 적자 상품인 더모아카드의 유효기간 만료 기간이 본격적으로 도래하고 있으며 삼성카드의 경우에도 영업 확대를 추진하며 2월 개인신판 점유율이 카드업권 내 1위까지 상승하는 모습이 나타났다.

다만 최근 업황 자체는 여전히 어려운 환경이 지속되고 있다. 최근 이란 사태 등에 따라 시장금리가 지속적으로 높은 수준이 유지되고 있어 조달 측면의 부담은 당분간 지속될 전망이다. 여전채 금리 상승을 감안했을 때 카드사들의 레버리지 확대에 있어 어려움이 지속될 것으로 전망한다. 대손비용도 신용사면, 민생소비회복 쿠폰 등 영향으로 과거 고금리 시기 대비 개선되는 모습이 나타났으나 여전히 내수 부진 추세가 이어지고 있는 만큼 보수적 기조가 어느정도 이어질 것으로 예상한다. 신용판매의 경우에도 25년 낮아진 가맹점수수료율로 인한 부담이 지속될 것으로 예상하며 카드론에 있어서도 가계부채 총량 관리 방안 도입이 예정되어 있는 점 등을 감안할 때 비용 부담을 상쇄할 수준의 성장은 기대하기 어려울 것으로 예상한다.

현재 국내 상장된 카드사는 삼성카드가 유일하며 삼성카드의 경우 지분 대부분을 삼성생명이 보유하고 있으며 1) 낮은 유동주식 수와 2) 제한적인 Peer 그룹, 3) 모멘텀 기대가 어려운 사업구조 등 요인으로 매우 베타가 낮은 상황이다. 손익 측면에서도 보수적 경영 기조를 지속해옴에 따라 건전성 지표가 안정적 수준을 유지하고 있으며 이익 변동성이 매우 낮은 상황이다. 이를 감안했을 때 실적이 큰 폭으로 변동하지 않는 한 최소 전년 수준의 DPS를 기대하는데 어려움은 없을 것으로 전망한다.

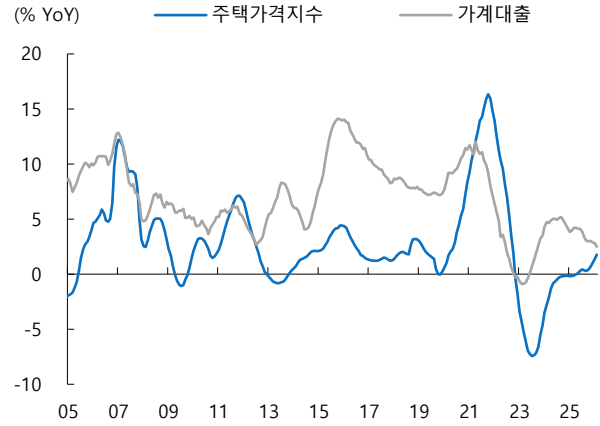
이러한 요인을 고려하여 삼성카드는 배당수익률에 기반한 채권형 투자에 적합한 회사라고 판단한다. 최근 카드채 금리 발행 수준 및 주가 변동에 따른 리스크 프리미엄을 종합적으로 고려했을 때 약 4~5% 내외 수준의 배당수익률까지는 낮은 리스크로 투자가 가능할 전망이다. 2026년 예상 DPS는 전년과 동일한 2,800원을 전망하며 현재 증가 기준 약 5.1%의 배당수익률을 기대할 수 있을 것으로 전망한다.

그림1. 경기종합지수 vs 대출 성장률



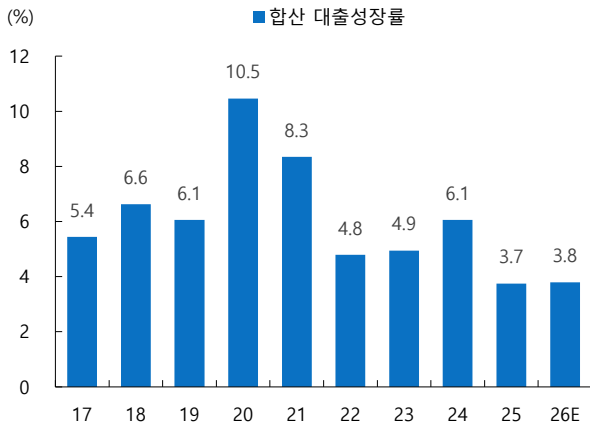
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림2. 주택가격지수 vs 가계대출 성장률



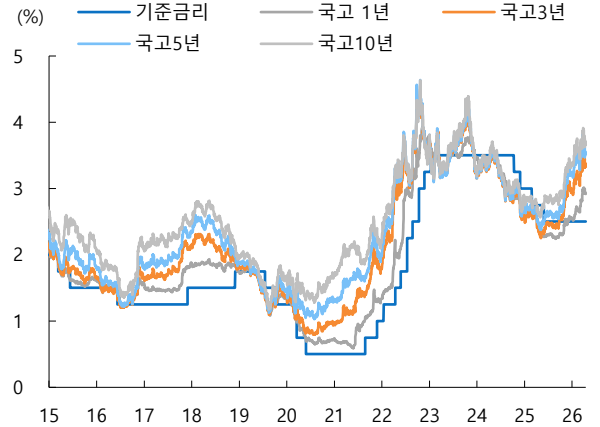
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림3. 커버리지 은행 원화대출 성장률 전망



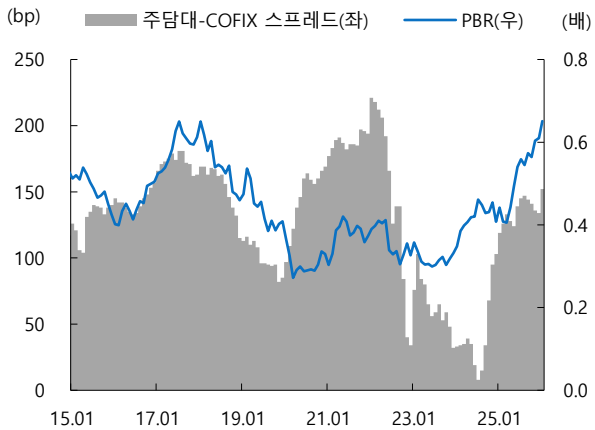
자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

그림4. 한국은행 기준금리 및 시장금리 추이



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

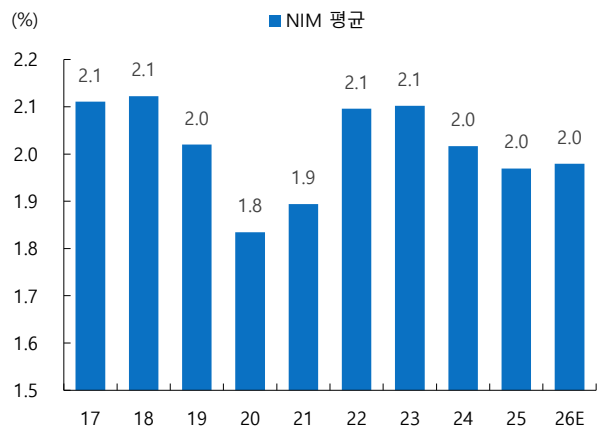
그림5. 은행업종 주담대-COFIX 스프레드와 PBR 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

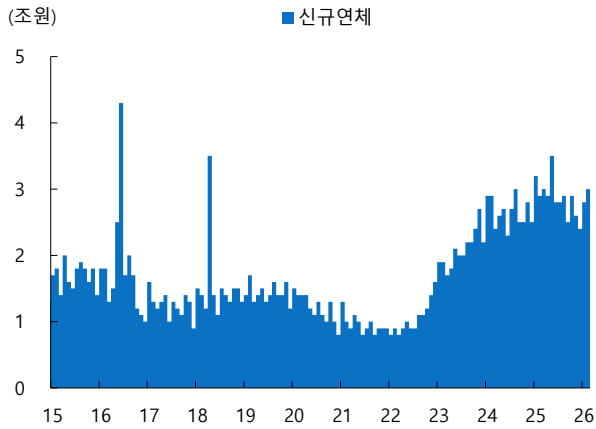
주: 직전분기 자본 및 월말 시가총액 기준으로 PBR 산정. 주담대 및 COFIX는 신규취급액 기준

그림6. KEY CHART



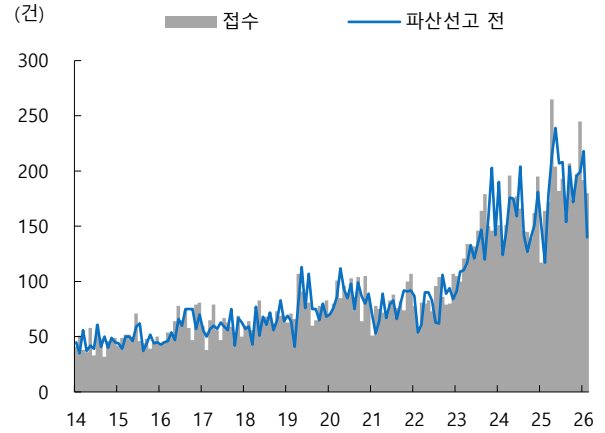
자료: iM증권 리서치본부

그림7. 은행 신규 연체액 추이



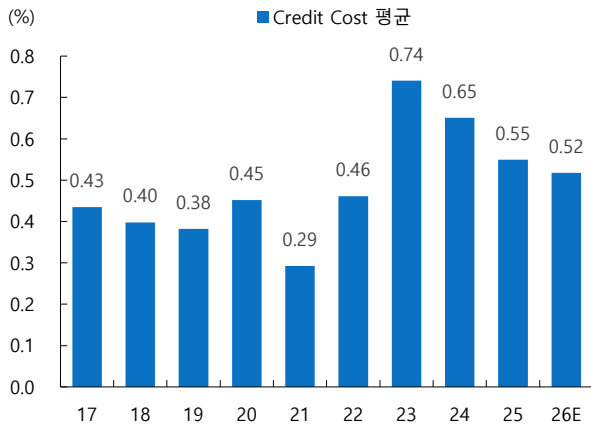
자료: 금융감독원, iM증권 리서치본부

그림8. 법인파산 건수 추이



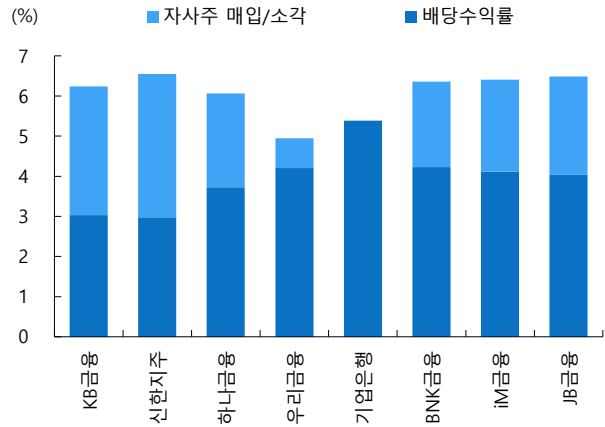
자료: 법원, iM증권 리서치본부

그림9. 커버리지 은행 평균 Credit Cost 추이 및 전망



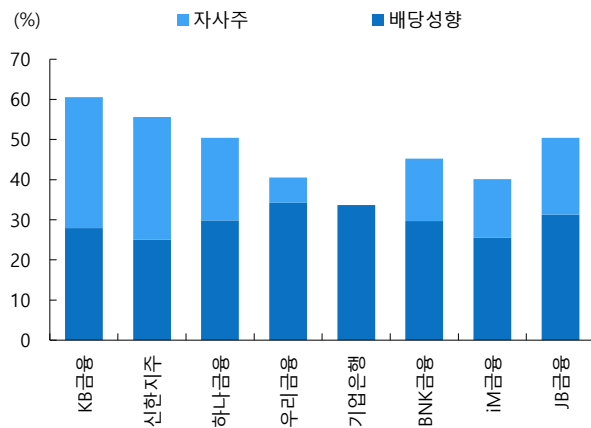
자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

그림10. 2026년 총 주주환원수익률 전망



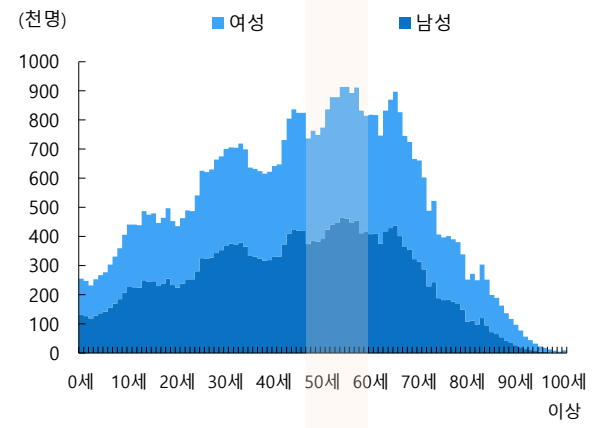
자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

그림11. 은행업종 총 주주환원율



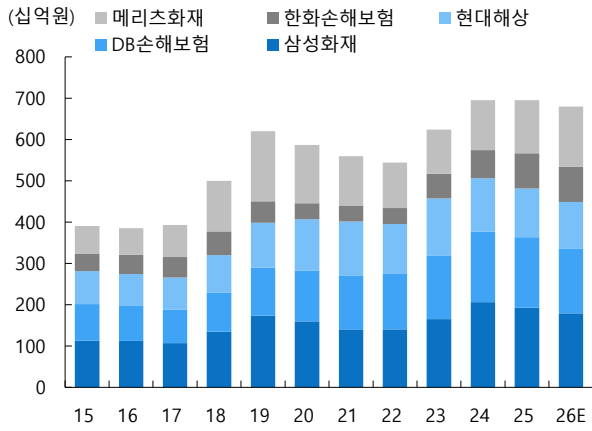
자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

그림12. 한국 인구구조 - 퇴직연령에 접어든 베이비붐 세대



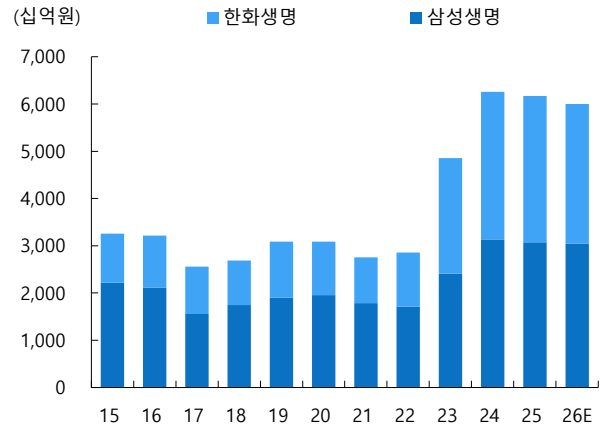
자료: 통계청, iM증권 리서치본부

그림13. 손해보험 - 연간 월납초회보험료 추이 및 전망



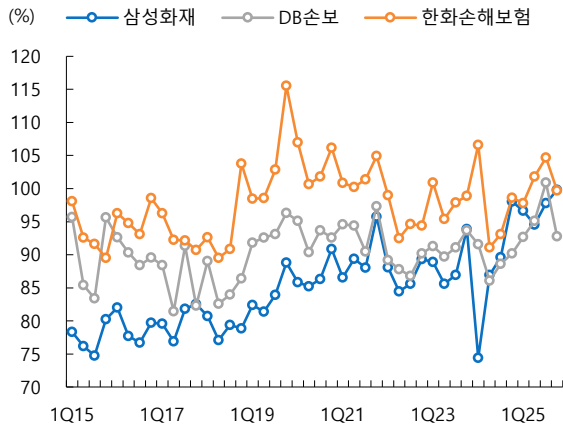
자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

그림14. 생명보험 - 연간 보장성 APE 추이 및 전망



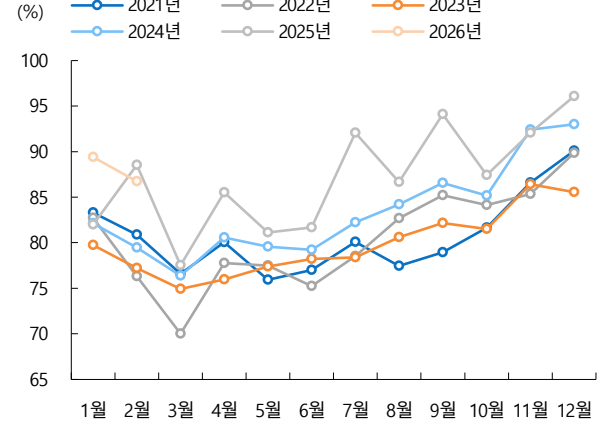
자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

그림15. 주요 보험사 분기별 위험손해율 추이



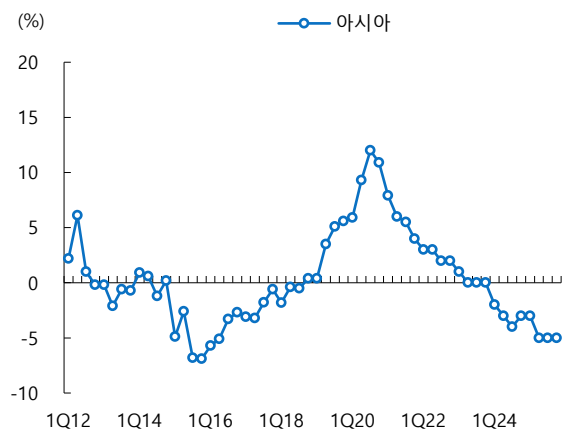
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림16. 자동차보험 손해율 추이(상위 4사 평균)



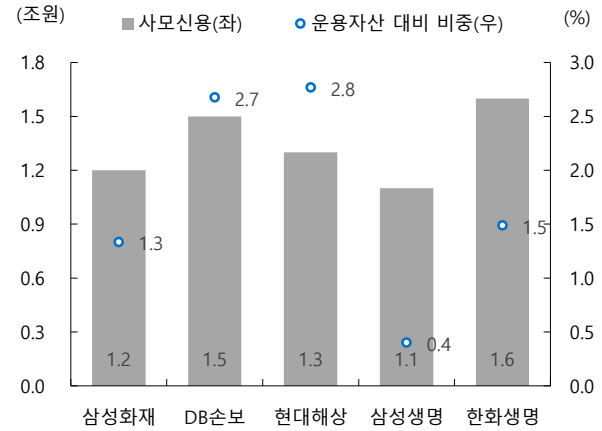
자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림17. Marsh 상업 보험 가격 지수 - 아시아



자료: Marsh, iM증권 리서치본부

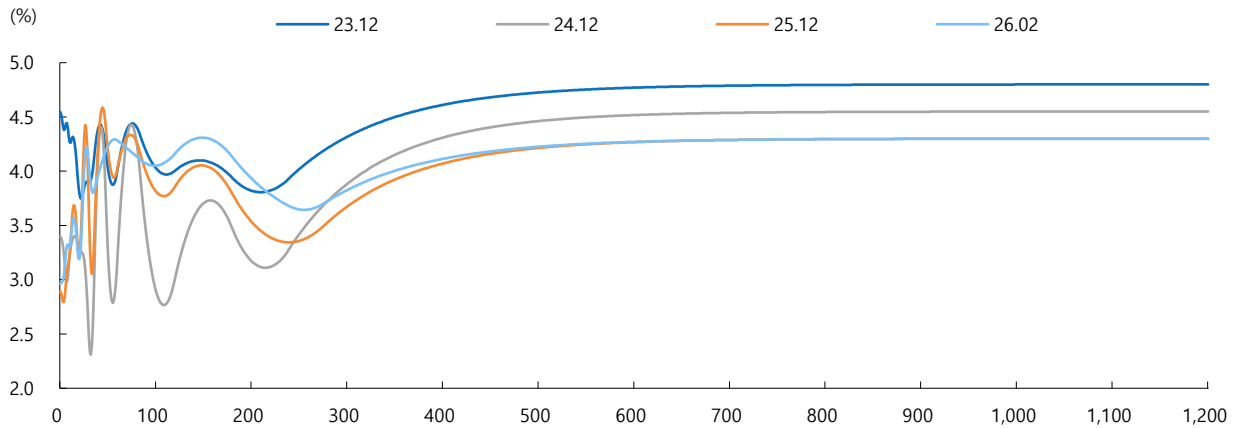
그림18. 국내 보험사 Private Credit 현황



자료: 각사, iM증권 리서치본부

주: 운용자산은 25년 말 기준이며 생보사는 일반계정 기준

그림19. 보험부채 할인율 - 하락 추세는 멈춘 상황



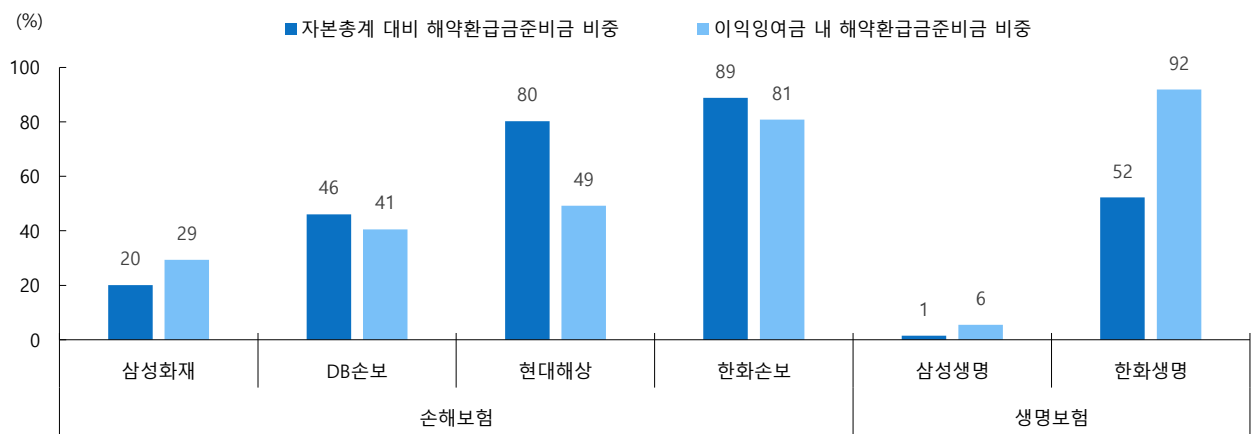
자료: 금융감독원, iM증권 리서치본부

표1. 커버리지 보험사 K-ICS 세부 내용 (25년 말 기준)

(십억원, %)	삼성화재	DB손보	현대해상	KB손보	메리츠화재	한화손보	삼성생명	한화생명
가용자본	29,300.0	21,552.2	13,958.6	12,190.9	13,350.6	5,894.9	65,740.2	22,901.1
기본자본	19,029.3	8,681.3	4,837.6	5,010.0	4,432.2	2,013.4	51,774.3	8,445.2
보완자본	10,270.7	12,870.9	9,121.0	7,180.9	8,918.4	3,881.5	13,965.9	14,455.9
요구자본	11,146.3	9,876.3	7,340.8	6,364.7	5,532.2	3,378.8	33,207.5	14,539.0
생명/장기손해보험위험액	7,462.7	9,475.9	7,246.5	6,000.5	5,672.7	3,438.3	11,628.1	10,654.5
일반손해보험위험액	2,119.7	1,523.8	1,206.6	1,044.2	718.3	542.3	0.0	542.3
시장위험액	8,862.6	3,583.8	2,658.8	3,217.0	1,833.5	1,207.9	34,552.2	7,191.9
신용위험액	2,257.8	2,844.4	1,371.7	1,351.0	1,581.0	368.5	4,166.0	2,495.9
운영위험액	774.8	718.3	890.7	501.2	439.7	269.9	1,083.8	1,648.7
분산효과	-6,311.4	-5,038.4	-3,440.6	-3,394.8	-2,669.9	-1,425.3	-9,806.1	-5,555.6
법인세효과	-4,106.7	-3,363.6	-2,613.7	-2,366.7	-2,048.1	-1,022.8	-11,153.7	-2,884.8
K-ICS비율	262.9	218.2	190.2	191.5	241.3	174.5	198.0	157.5
기본자본 K-ICS비율	170.7	87.9	65.9	78.7	80.1	59.6	155.9	58.1

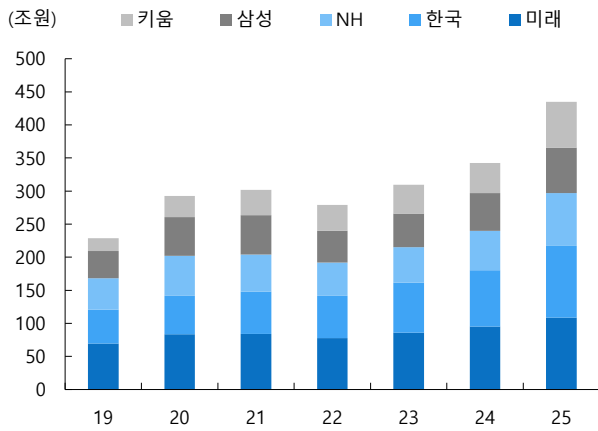
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림20. 커버리지 보험사 해약환급금준비금 비중



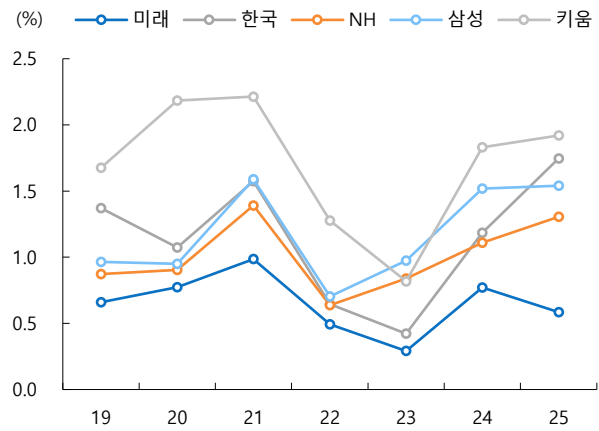
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림21. 커버리지 증권사 - 합산 총 자산 추이



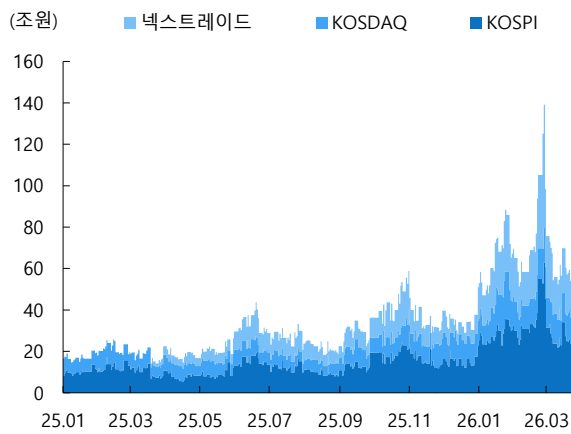
자료: 각사, iM증권 리서치본부
주: 별도 재무제표 기준

그림22. 커버리지 증권사 - ROA 추이



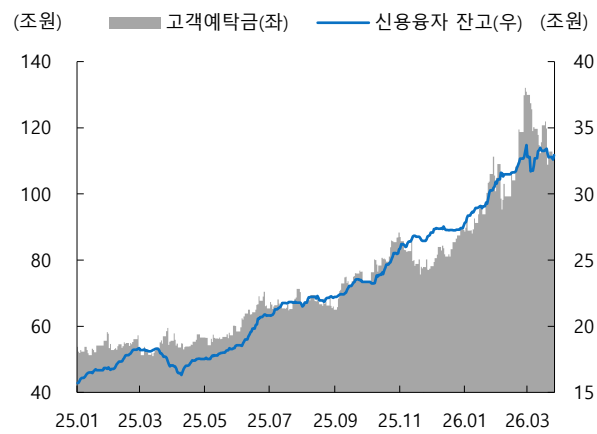
자료: 각사, iM증권 리서치본부
주: 별도 재무제표 기준

그림23. 거래대금 추이



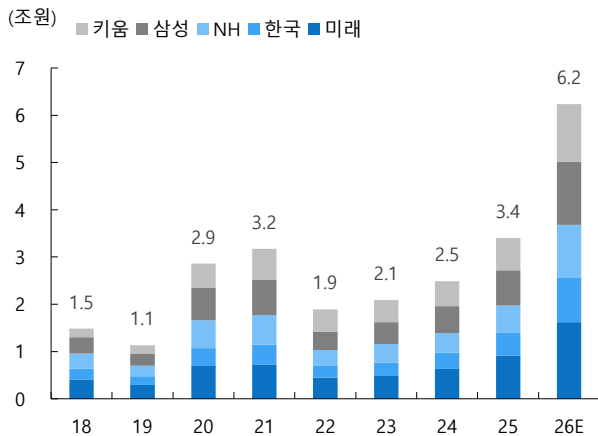
자료: 금융투자협회, iM증권 리서치본부

그림24. 예탁금 및 신용융자 추이



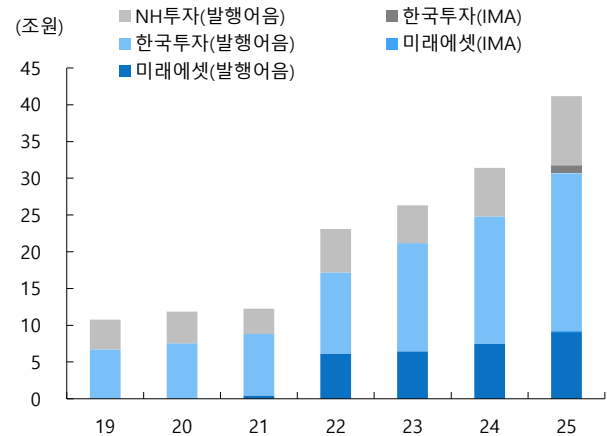
자료: 금융투자협회, iM증권 리서치본부

그림25. 커버리지 증권사 위탁매매 수수료손익 전망



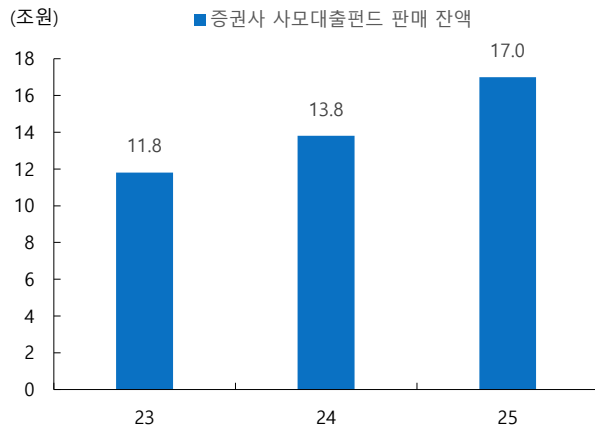
자료: Marsh, iM증권 리서치본부

그림26. 커버리지 증권사 발행어음 및 IMA 잔액 추이



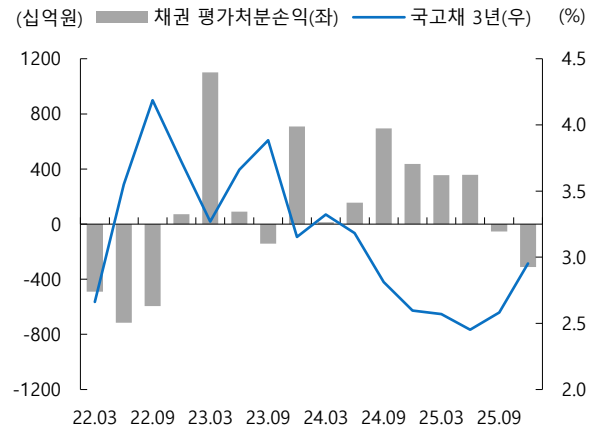
자료: 각사, iM증권 리서치본부
주: 운용자산은 25년 말 기준이며 생보사는 일반계정 기준

그림27. 국내 증권사 - 사모신용펀드 판매 잔액



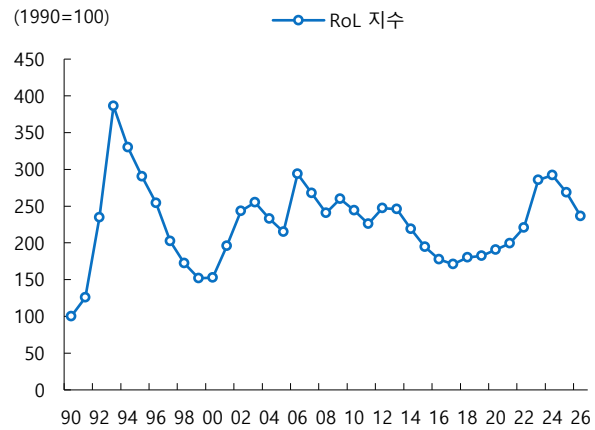
자료: 언론 보도, iM증권 리서치본부

그림28. 시장금리 및 채권 평가치분손익 추이



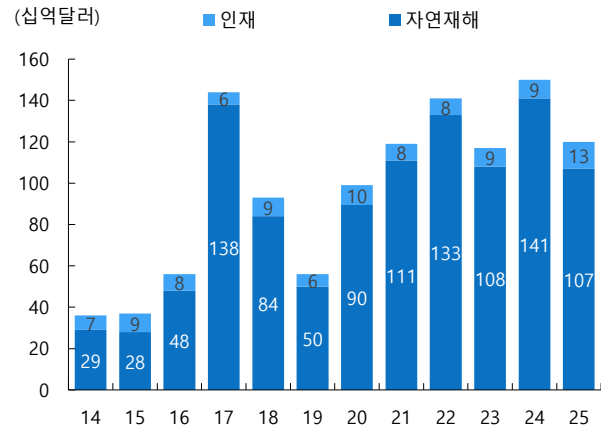
자료: 금융투자협회, iM증권 리서치본부

그림29. 재물보험(대재해) Rate on Line 지수 추이



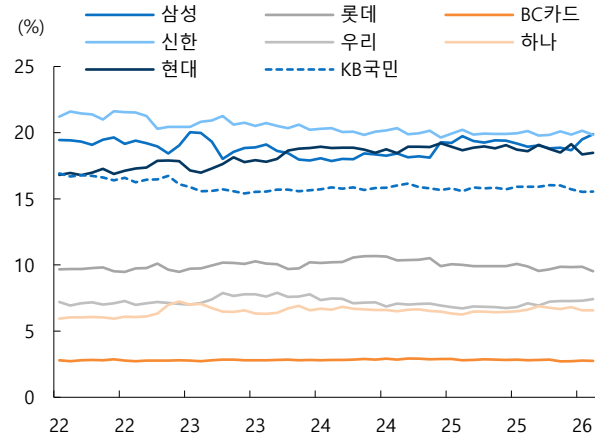
자료: Guy Carpenter, iM증권 리서치본부

그림30. 글로벌 대형 재해 손실 추이



자료: Swiss Re, iM증권 리서치본부

그림31. 전업카드사 개인신판 월별 점유율 추이



자료: 여신금융협회, iM증권 리서치본부

그림32. 여전채 금리 추이(신용등급 AA+, 3년물)



자료: 금융투자협회, iM증권 리서치본부

I. 금융: 자본 활용의 효율성이 핵심

1. 금융업: 리스크 기반의 자본집약적 산업

금융업은 본질적으로 리스크 기반의 자본집약적 산업이다(Thomas C. Wilson, Value and Capital Management, 박영사(2017)).

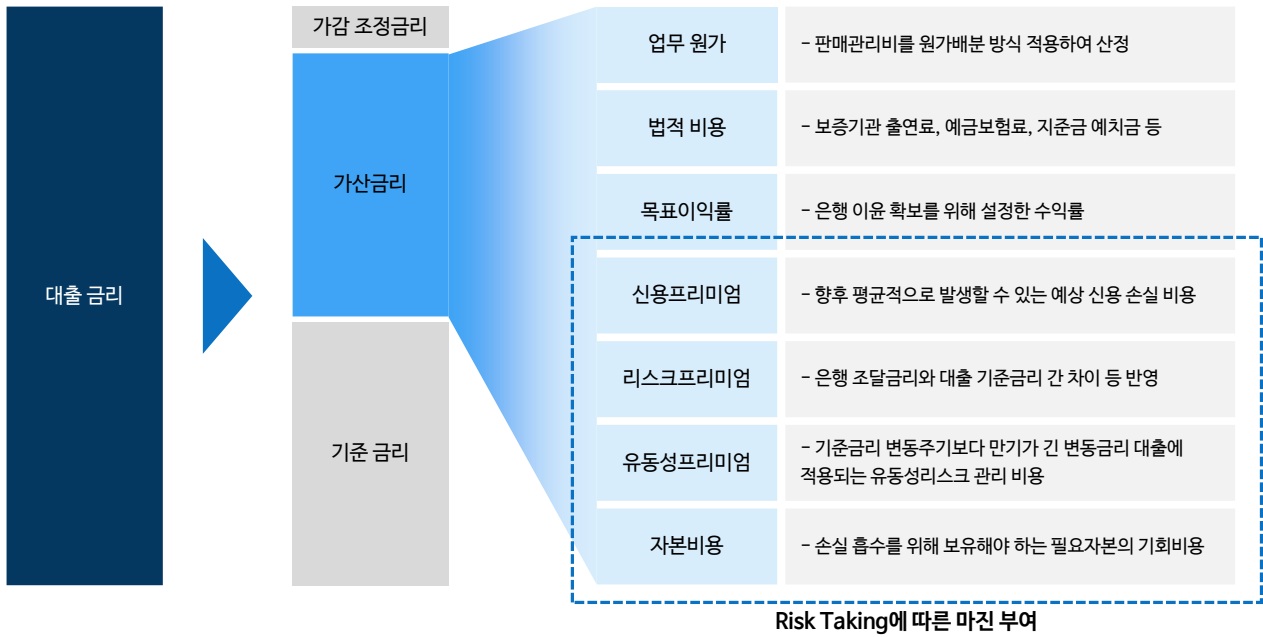
금융회사가 취급하는 금융상품은 본질적으로 리스크를 내포하고 있으며(대출의 채무불이행 가능성, 예금의뱅크런, 보험료 산정 시 사용된 가정 대비 높은 사고 발생률 등, 유가증권의 가치 변동 등) 금융회사는 이러한 리스크를 인수하고 관리하는 대가로 이윤을 창출하게 된다.

금융회사의 이윤의 원천인 리스크는 자본 규제에 의해 보유 가능한 수준이 결정된다. 이는 국가 경제 내 자금 중개 역할을 수행하는 금융회사의 특성상 과도한 risk taking은 시스템 리스크로 확대될 수 있기 때문이다. 은행의 BIS비율, 보험의 지급여력비율, 증권의 NCR비율 등 자본 규제를 바탕으로 금융회사는 보유할 수 있는 리스크 수준이 결정된다.

이러한 구조로 인해 금융업종의 핵심은 자본 활용의 효율성이다. 자기자본을 기준으로 일으킬 수 있는 레버리지와 위험 수준이 결정되는 특성상 제한된 자본의 배분 여부가 수익성과 기업가치로 직결되기 때문이다.

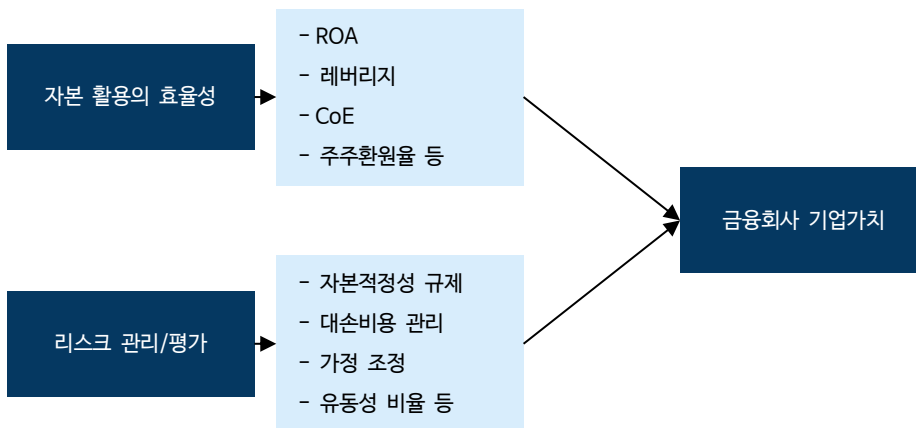
이와 동시에 리스크 평가 및 관리 역량이 요구된다. 리스크 인수와 관리에 따른 마진과 실제 리스크 수준에 대한 평가가 정확하지 못한 경우 미래 손실 확대에 따른 기업가치 하락이 유발될 수 있으며 더 나아가 시스템리스크로 전이될 가능성도 존재한다. 대표적으로 1997년 외환위기의 경우 은행과 종금사의 대기업 차입, 만기변환에 대한 리스크 관리 실패가 시스템리스크로 확대된 사례이며, 2008년 서브프라임 모기지 사태도 투자은행의 MBS/CDO 등에 대한 리스크 관리 실패가 시스템리스크로 이어진 사례라고 볼 수 있다.

그림33. 대출금리 세부 구성 - Risk Taking에 대한 대가로 이윤 창출



자료: iM증권 리서치본부

그림34. 금융회사 기업가치의 핵심: 자본 활용의 효율성과 리스크 평가/관리 역량



자료: iM증권 리서치본부

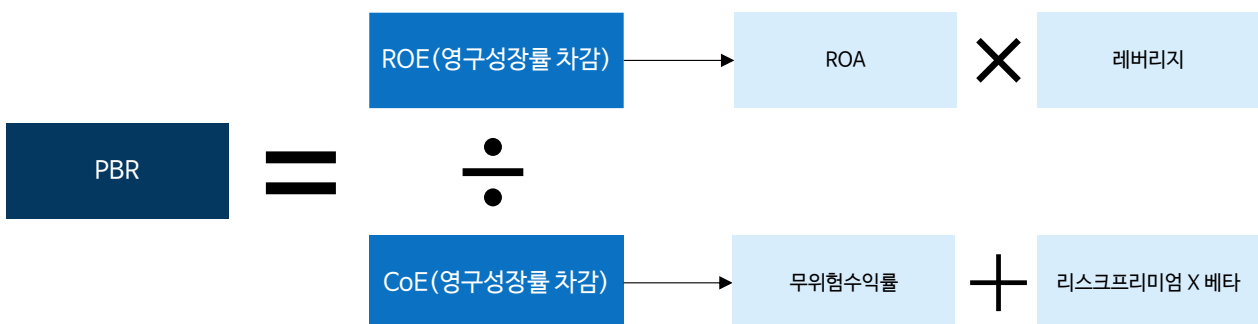
2. Valuation: 핵심지표는 PBR, ROE와 예측가능성에 기반한 접근

이러한 금융업종의 본질로 인해 통상적으로 금융업종의 밸류에이션은 PBR을 주로 사용하게 된다. 자본을 투입하여 이윤을 확보하는 특성상 1) 기업가치를 창출하는 금융회사의 자본에 대한 2) 시장의 평가에 해당하기 때문이다.

Gordon의 배당 모형에 따르면 적정 PBR은 1) 자본 활용의 효율성을 보여주는 지표인 ROE와 2) 주주의 요구수익률인 CoE로 구성되어 있다. 세부적으로 ROE는 자본을 기반으로 보유 중인 레버리지와 자산의 수익률인 ROA의 함수이며 CoE는 무위험수익률과 리스크 프리미엄 및 베타로 구성되어 있고 이익 변동성, 시장 변동성 등 무위험자산 대비 높은 위험이 반영되어 있는 상황이다. 따라서 금융업종의 기업가치 제고에 있어 핵심은 1) 자본을 효율적으로 배분하여 ROE를 높이며 2) 이익과 주주환원의 예측가능성을 개선하여 리스크프리미엄을 줄이고 CoE를 축소하는 데 달려있다. 2025년부터 발표된 밸류업 프로그램은 금융업종으로 하여금 이러한 자본 활용의 원칙을 주주에게 투명하게 공개하도록 하는 내용으로 금융업종 전반적인 기업가치 제고에 기여했다고 판단한다.

한편 기업가치에 있어 업종별로 강조되는 부분은 어느 정도 상이하다고 볼 수 있다. 은행과 보험의 경우 상대적으로 높은 규제강도로 Risk Taking 등에 대한 제약이 높은 만큼 이익과 주주환원의 예측가능성 제고에 기반한 CoE 축소가 기업가치에 있어 핵심이 된다고 판단하며, 반대로 증권의 경우 시장과 매크로 환경에 민감한 이익구조로 높은 이익변동성이 불가피한 만큼 리스크 대비 수익성을 고려하여 ROA 개선 국면에 적극적으로 레버리지를 확대하여 상대적으로 높은 CoE를 상회하는 ROE를 확보할 수 있는 자본 배분 역량을 갖추는 것이 기업가치의 핵심 관건이 된다고 판단한다.

그림35. PBR의 세부 구성 - ROE와 CoE의 함수



자료: iM증권 리서치본부

3. 투자전략: 밸류에이션 및 대내외 환경을 고려한 접근 필요

최근 대내외 환경을 종합적으로 살펴보면 1) 국내 증시 활성화에 따른 거래대금 확대, 2) 위험자산 투자 심리 개선 등 긍정적인 요인과 동시에 3) 이란 사태로 인한 파급 효과, 4) 미국 Private Credit 이슈 등 대내외 불확실성이 공존하고 있는 상황이다.

긍정적 요인만을 기준으로 접근했을 때는 거래대금 확대 및 위험자산 투자심리 개선에 따른 수혜를 직접적으로 확인할 수 있으며 최근 IMA 제도 등 추가적인 레버리지 활용을 기대할 수 있는 증권업종이 이익 개선과 높은 베타에 기반한 모멘텀 측면의 강점을 유지할 수 있을 것으로 예상된다.

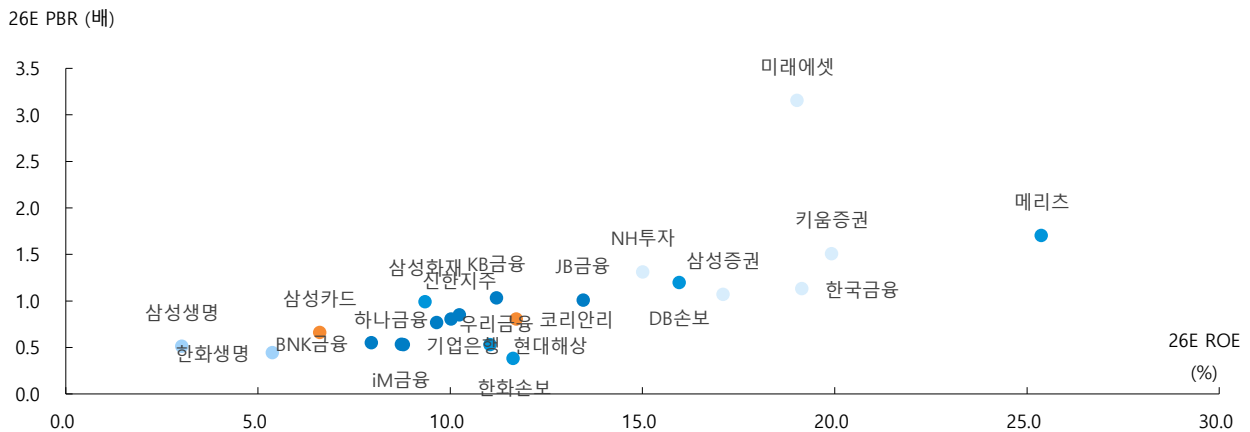
한편 상존하는 대내외 불확실성에 보다 가중치를 두고 접근할 경우 보수적인 리스크 관리 기조로 상대적으로 이익 변동성이 적고 밸류업 프로그램을 바탕으로 주주환원의 예측가능성이 높아진 은행업종의 매력도가 높아질 것으로 예상된다. 특히 주요 금융지주들이 증권사를 자회사로 보유하고 있는 점을 감안했을 때 증권업종과 동일한 긍정적 요인에 기반한 이익 증가 효과와 높은 예측가능성을 기반으로 하는 안정성이라는 이점을 모두 가져갈 수 있을 것으로 전망한다. 26년 전반에 걸쳐 금융업종 내 가장 높은 매력도를 기대할 수 있을 것으로 판단한다.

보험업종의 경우 상대적으로 우선순위가 낮다고 판단한다. 밸류업과 관계없이 제도 이슈로 배당가능이익이 충분히 확보되고 있지 못한 만큼 지속가능성에 대한 의문이 남아있으며 23년부터 계속된 가파른 신계약 성장의 후폭풍으로 예실차 및 손실계약비용 부진과 CSM 조정이 지속되고 있다는 점에서 이익과 주주환원 모두 상대적으로 어려운 환경이 지속되고 있다고 판단한다. 업종 내에서는 상대적으로 손해보험을 선호하는데 최근 1) 비급여 중심으로 실손 제도 개편 노력이 지속되고 있어 실손 관련 보험금 예실차 개선을 전망하며 2) 누적된 자동차보험 손실 악화에 따라 요율 인상이 단행되는 등 2026년 중 업황의 바닥을 확인할 수 있을 것으로 예상되기 때문이다. 최근 이란 사태가 장기화되며 유가 상승이 큰 폭으로 나타나고 있는 점 등을 감안할 때 예상보다 빠르게 자동차보험 손익 개선세가 나타날 가능성도 존재한다. 전반적인 제도 관련 영향 등의 윤곽이 드러나는 2026년 연말로 갈수록 투자 매력도가 점진적으로 개선될 전망이다.

금융업종 내 상대적인 선호도는 2026년 은행<증권>손보>생보 순서로 제시한다. 은행의 안정적인 주주환원과 금리 상승에 기반한 견조한 실적, 증권업종의 거래대금 확대 등에 따른 수혜를 주된 투자포인트로 제시하며 보험업종은 현재 상대적으로 실적과 모멘텀 측면에서 모두 매력이 제한적이라고 판단한다.

다만 하반기부터는 손해보험에 대해서는 관심을 확대해볼 수 있다고 판단한다. 26년 실적은 부진하겠으나 자동차보험, 실손 등 손보사의 주요 보험 요율 인상이 예상되는 만큼 주요 사이클의 바닥을 확인할 수 있을 것으로 예상됨에 따라 27년부터 Turn around 측면의 접근이 유효할 것으로 예상된다. 이란 사태로 인한 고유가, 고금리가 장기화될수록 경기방어주에 대한 매력이 높아질 것으로 기대되는 점도 손보 업종에 있어서는 긍정적이다.

그림36. 금융업종 - PBR-ROE Matrix



자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

II. 은행: 안정성에 대한 프리미엄

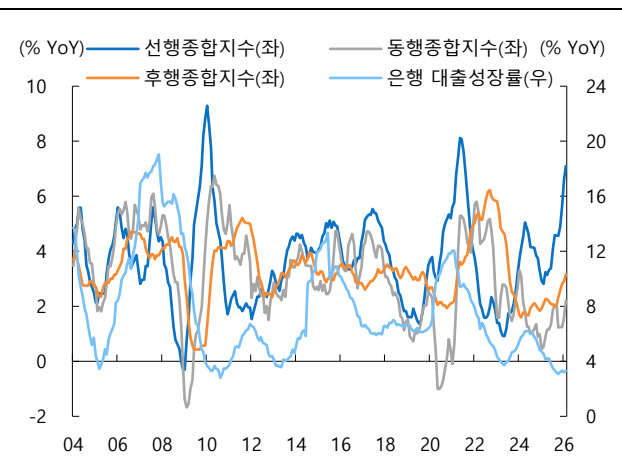
1. 대출 성장: 큰 폭의 성장을 기대하기는 어려운 상황

은행의 대출 성장을 결정하는 주요 요인으로는 크게 1) 경기 사이클, 2) 금리 수준, 3) 은행의 대출 태도, 4) 규제 환경 등을 제시할 수 있으며 현재 은행들의 대출 성장에 있어 핵심은 전반적인 정책적 방향성 및 규제가 될 전망이다.

먼저 주택담보대출 등 가계대출의 경우 상대적으로 낮은 리스크, 부수거래 포함 시 높은 마진에도 불구하고 부동산 규제 강화에 따라 성장 여력이 제한적일 것으로 예상된다. 최근 정책적으로 가계대출 증가율 목표치를 1.5%로 제시하고 전년도 목표치를 초과한 회사에 대해 패널티를 부여하는 등 가계대출 성장에 강하게 제약을 부여하고 있음을 감안할 때 중금리 신용대출, 외국인대출 등 전략대출 중심 사업을 영위 중인 JB금융지주 정도를 제외하면 가계대출 성장률은 낮은 수준이 유지될 것으로 예상된다.

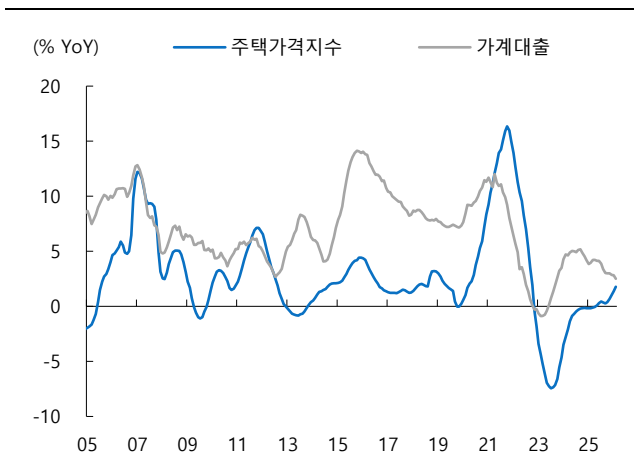
한편 기업대출의 경우 정책적인 자금 공급 확대 노력이 이어지고 있으나 은행의 담보/보증부 대출 기조와 경쟁 심화로 인한 마진 하락 우려 등을 감안했을 때 공격적인 성장이 나타나기는 쉽지 않을 전망이다. 1) 여전히 대내외 불확실성 등에 따라 중소기업 중심으로 건전성 우려가 지속되고 있으며 2) 가계대출의 위험가중치 하한 상향(15% → 20%)에도 여전히 기업대출 위험가중치가 조정되지 않았으며 3) RORWA 관점에서도 카드 등 부수거래를 종합적으로 포함했을 때 여전히 기업대출 대비 가계대출의 수익성이 높은 만큼 전년도와 유사한 수준의 기업대출 성장을 전망한다.

그림37. 경기종합지수 vs 대출 성장률



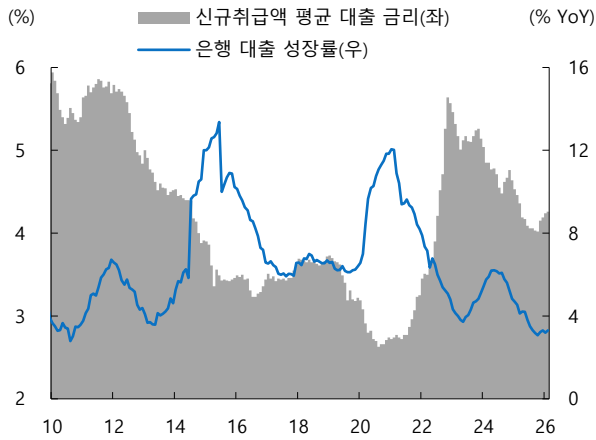
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림38. 주택가격지수 vs 가계대출 성장률



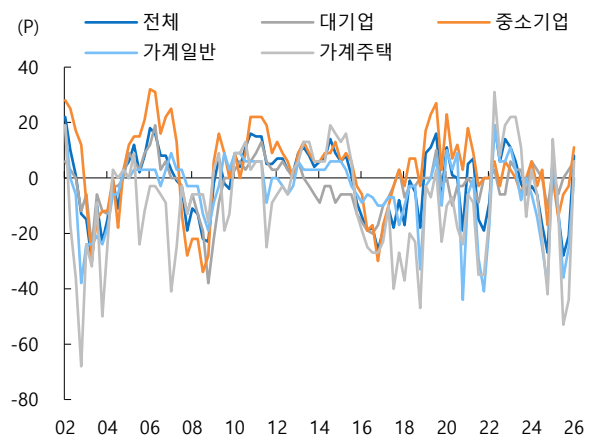
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림39. 신규취급액 평균 금리 vs 대출성장률



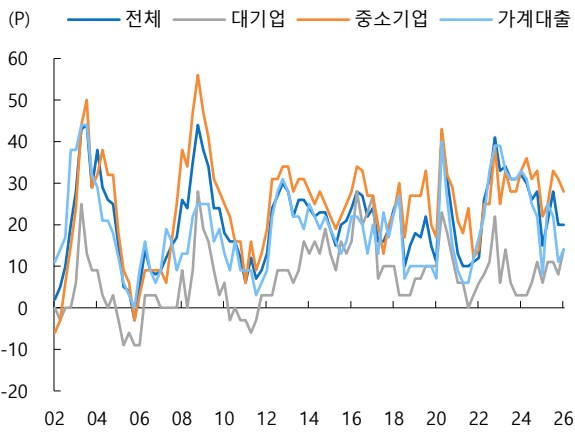
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림40. 은행 대출태도지수 추이



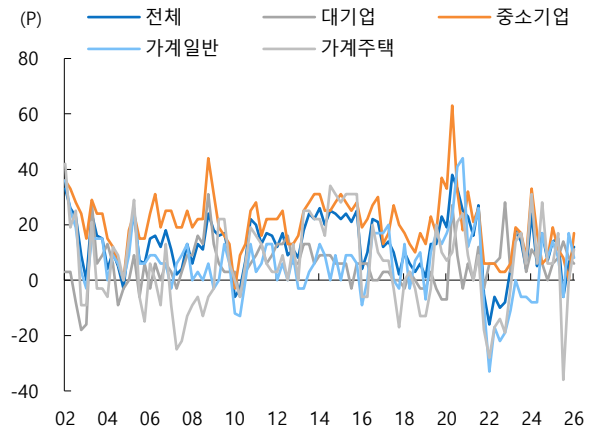
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림41. 은행 신용위험지수 추이



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림42. 은행 대출수요지수 추이



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

표2. 25년 6월 가계대출 관리방안

구분		기존(괄호 안은 은행 자율규제 내용)	규제 반영
1주택자, 다주택자 추가 주택 구입 시 주담대	비규제지역	LTV60%	LTV0%
	규제지역	LTV30%	LTV0%
주담대 최대 한도		총액 한도 없음	6억원
생활안정자금 목적 주담대		없음(1주택자 1~2억원, 다주택자 금지)	1주택자 최대 1억원, 다주택자 금지
생애 최초 주택 구입 시 주담대		LTV80%, 전입의무 없음	LTV70% 및 6개월 내 전입의무
대출 만기		없음	30년 이내
전세대출 제한		없음(소유권 이전 조건부 전세대출 금지)	소유권 이전 조건부 전세대출 금지
전세대출 보증비율 강화		90%	80%
신용대출 한도		없음(연 소득 1~2배)	차주별 연소득 이내 제한

자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

표3. 25년 9월 가계부채 관리 방안

구분		기존	규제 반영
규제지역 LTV 주담대 강화 (무주택/처분조건부 1주택자)	비규제지역	LTV70%	LTV70%
	규제지역	LTV50%	LTV40%
주택매매/임대사업자 대출 제한	비규제지역	LTV60%	수도권 0%/지방 60%
	규제지역	LTV30%	0%
1주택자 수도권/규제지역 전세대출 한도 일원화		수도권 기준 SGI: 3억원/HF: 2.2억원/HUG: 2억원	수도권/규제지역 2억원으로 일원화
주담대 금액별 주신보 출연요율 차등 적용		대출 유형에 따라 차등 (0.05%~0.30%)	대출 금액에 따라 차등 - 평균 대출액 이하: 0.05% - 평균대출액 초과~2배 이내: 0.25% - 평균대출액의 2배 초과: 0.30%

자료: 금융위원회, IM증권 리서치본부

표4. 25년 10월 주택시장 안정화 대책

구분	기존	규제 반영 내용
조정대상지역 및 투기 과열지구 지정 (대출, 세제, 청약 등 제약)	강남구, 서초구, 송파구, 용산구 4개 자치구 한정	서울: 25개 자치구 전체 지정 경기도: 12개 지역 지정(파천시, 광명시, 성남시 분당구/수정구/중원구, 수원시 영통구/장안구/팔달구, 안양시 동안구, 용인시 수지구, 의왕시, 하남시)
토지거래허가구역 추가 지정	강남구, 서초구, 송파구, 용산구 소재 아파트 압구정, 여의도, 목동, 성수동 재건축 단지 신속통합기획 재건축/재개발 단지 공공택지 개발지구 용산 정비창 등	아래 지역의 아파트 및 동일 단지 내 아파트가 1개 동 이상 포함된 연립/다세대 주택 - 서울: 25개 자치구 전체 지정 - 경기도: 12개 지역 지정(파천시, 광명시, 성남시 분당구/수정구/중원구, 수원시 영통구/장안구/팔달구, 안양시 동안구, 용인시 수지구, 의왕시, 하남시)
주택 가격에 따른 주담대 여신 한도 차등화	수도권/규제지역 내 취급하는 주택 구입 목적 주담대(정책대출 제외) 최대 한도를 6억원으로 제한	수도권/규제지역 내 취급하는 주택 구입 목적 주담대(정책대출 제외) 최대 한도를 차등화 - 15억원 이하: 6억원 - 15억원~25억원: 4억원 - 25억원 초과: 2억원
스트레스 금리 상향 조정	DSR 산정 시 대출금리에 스트레스 금리(1.5%)의 일정 비율 가산	수도권/규제지역 내 주담대 스트레스 금리를 1.5%에서 3%로 상향 조정
전세대출 DSR 적용	전세대출 DSR 적용 대상에서 제외	1주택자가 수도권/규제지역에서 임차인으로 전세대출 받는 경우 전세대출 이자 상환분을 DSR로 반영
은행권 주담대 위험가중치 하한 상향 조기 시행	은행 신용리스크 평가 시 적용하는 주담대 위험가중치 하한을 26년 4월부터 상향	동 상향 조치를 26년 1월부터 조기 시행

자료: 금융위원회, IM증권 리서치본부

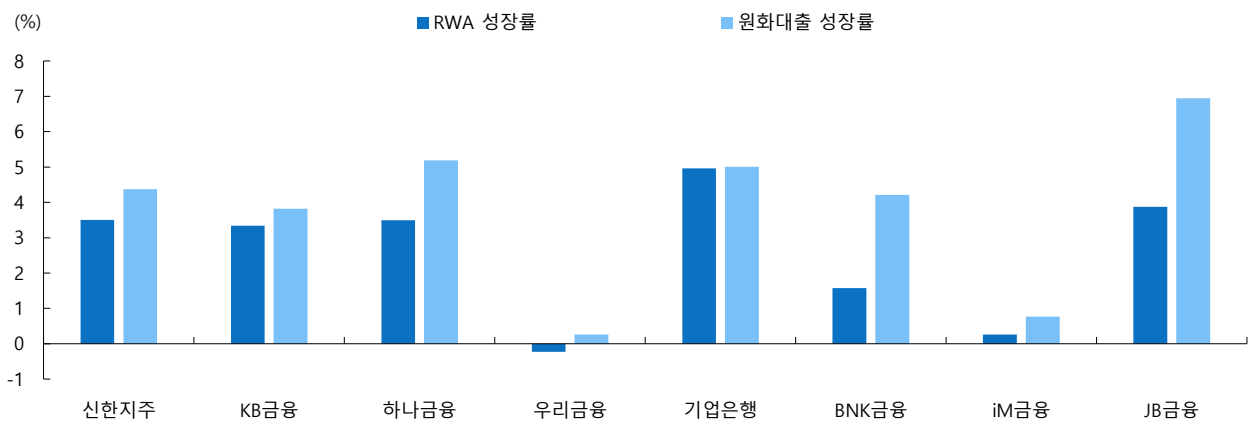
표5. 26년 4월 가계부채 관리방안

구분	기존	규제 반영 내용
가계부채 총량 관리	25년도 가계부채 증가율은 경상성장률(3.8%) 이내로 관리 목표	26년도 가계부채 총량 관리 목표를 경상성장률 전망치의 절반 이하 수준인 1.5%로 설정
정책대출 비중 축소	현행 30% 수준	20% 수준까지 단계적으로 축소 목표
25년 목표 미준수 금융사에 대한 패널티	-	25년도 실적 초과분을 26년도 관리 목표에서 차감
주담대 관리 목표 신설	-	월별/분기별 관리목표 설정 정책서민금융, 민간 중금리대출 취급분은 예외 인정
사업자대출 용도의 유용 행위 제한	용도 외 유용 적발 시 해당 금융회사의 사업자대출 신규 여신 제한 제한 기간: 1차 적발 시 1년, 2차 적발 시 5년 적용	용도 외 유용 적발 시 신규 여신 제한 범위를 전 금융권의 모든 대출로 확대 제한 기간: 1차 적발 시 3년, 2차 적발 시 10년 적용
온라인투자연계금융업자 대출 규제 적용	LTV 규제 부재 주담대 대출한도 6억원(자율규제 적용)	LTV: 규제지역 40%/비규제지역 70% 적용 대출한도: 주택가격별 대출한도 규제 적용 의무화

자료: 금융위원회, IM증권 리서치본부

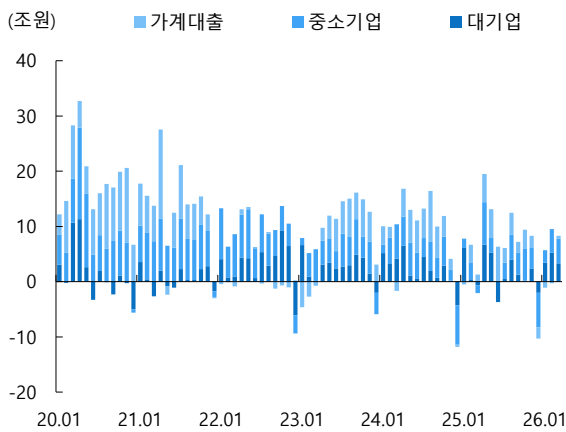
주요 금융지주들이 전년도와 동일하게 4~5% 수준의 RWA 성장을 Target하고 있으며 상대적으로 증권/여전사 등 비은행 자회사에 대한 자본 배분을 확대할 계획을 보유하고 있는 점을 감안하면 은행 대출 성장률은 4% 내외 수준에 그칠 것으로 예상된다. 이를 반영한 2026년 커버리지 은행들의 원화대출 성장률은 약 3.8%로 25년 3.7%와 유사한 흐름을 기록할 전망이다. 남은 RWA 여력은 증권, 여전사 등 최근 정책적인 기업금융 확대 기조에 따른 수혜가 예상되는 비은행 자회사 위주로 배분될 것으로 전망한다.

그림43. 25년 RWA 성장률 vs 원화대출 성장률



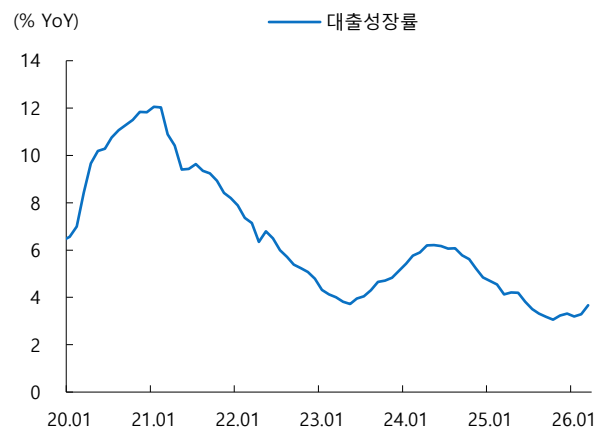
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림44. 은행 원화대출 순증액 추이



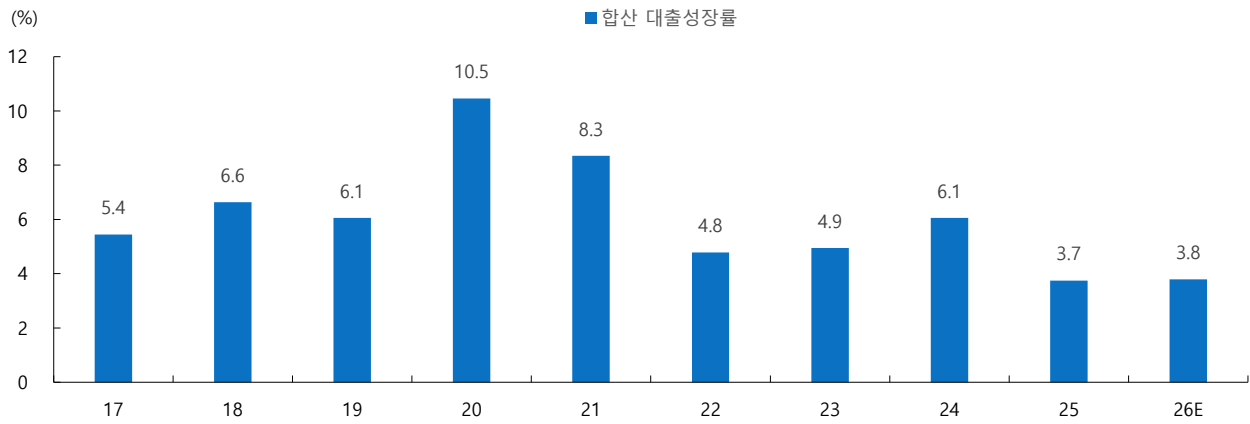
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림45. 은행 대출 성장률 추이



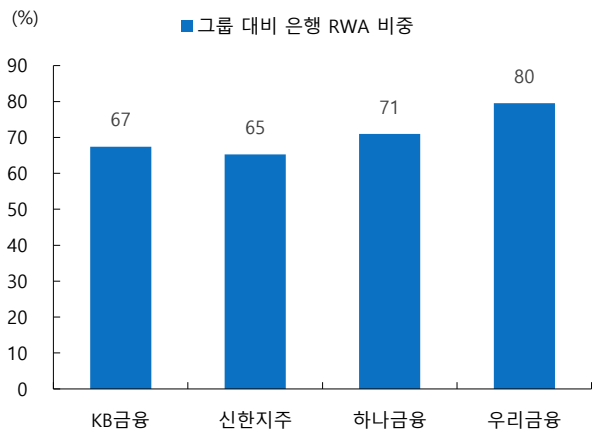
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림46. 커버리지 은행 원화대출 성장률 전망



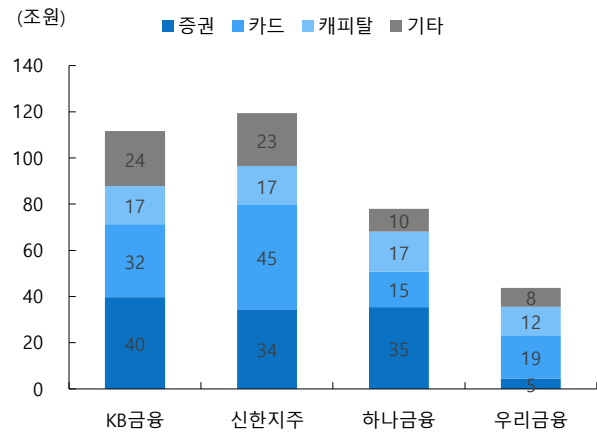
자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

그림47. 시중은행지주 - 그룹 RWA 대비 은행 RWA 비중(25년 말)



자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림48. 시중은행지주 - 주요 비은행 자회사 RWA(24년 말)



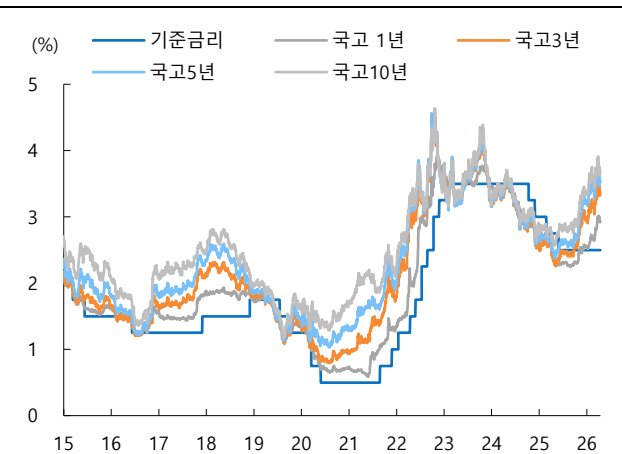
자료: 언론 보도, iM증권 리서치본부

2. NIM: 금리 환경 감안 시 양호한 방어 예상

은행의 핵심 이익인 이자이익의 수익성을 나타내는 지표인 순이자마진(NIM: Net Interest Margin)에 영향을 미치는 핵심 요소는 기준금리 및 시장금리 환경이다. 통상적으로 2026년에는 전반적인 기준금리 인하가 이어지며 마진 하락에 대한 압력이 높을 것으로 예상했으나 최근 이란 사태 등 영향으로 높은 금리 환경이 지속되고 있는 점을 감안했을 때 추가적인 마진 하락 압력은 제한적일 전망이다.

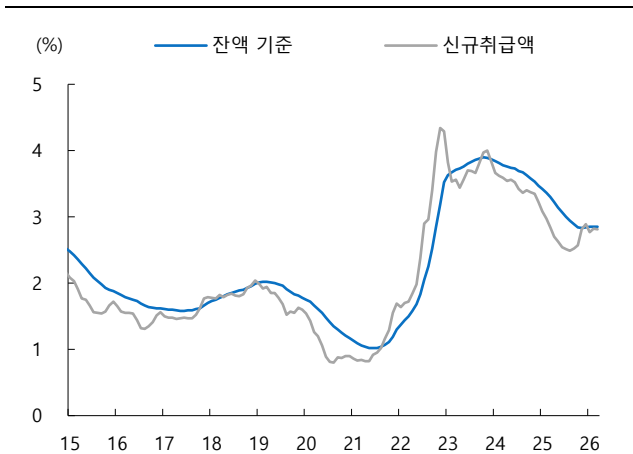
금리 외에도 대내외 환경을 감안했을 때 안정적인 마진 방어 추세를 예상한다. 전반적으로 은행들이 보수적인 대출 성장을 견지함에 따라 조달을 빠르게 확충할 필요가 낮아 비용 측면의 부담이 제한적일 것으로 예상되며 과거 코로나19 시기 낮은 금리로 취급되었던 5년 혼합물 주담대의 Repricing 사이클 도래에 따라 가계대출 중심으로 안정적인 마진 방어가 예상되기 때문이다.

그림49. 한국은행 기준금리 및 시장금리 추이



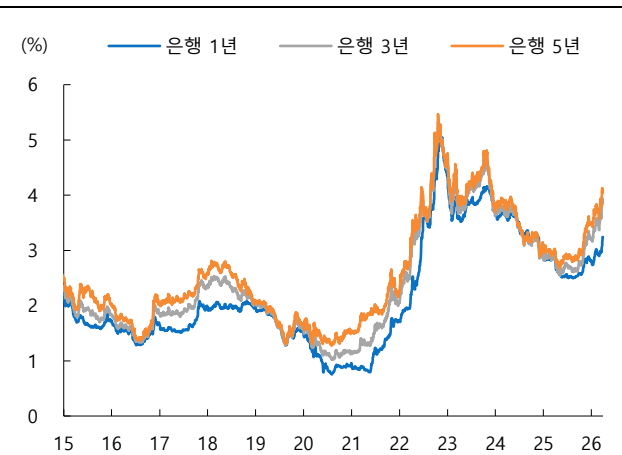
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림50. COFIX 금리 추이



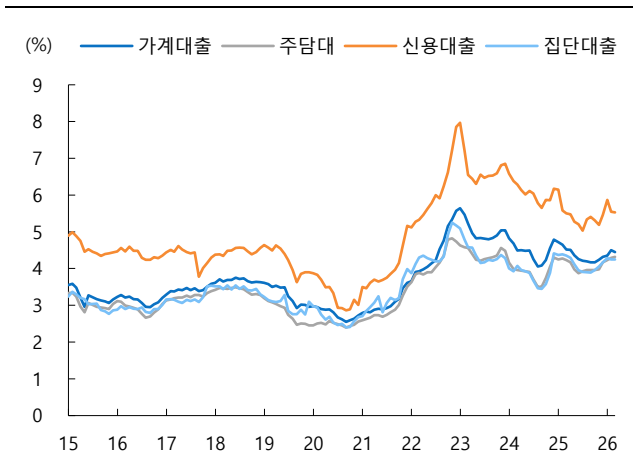
자료: 은행연합회, iM증권 리서치본부

그림51. 은행채 금리 추이



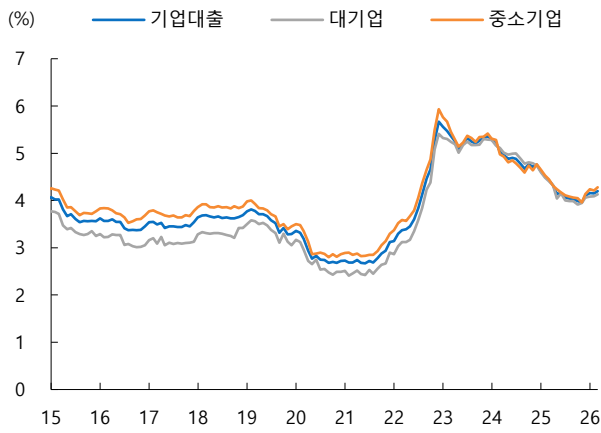
자료: 금융투자협회, iM증권 리서치본부

그림52. 가계대출 신규취급액 금리 추이



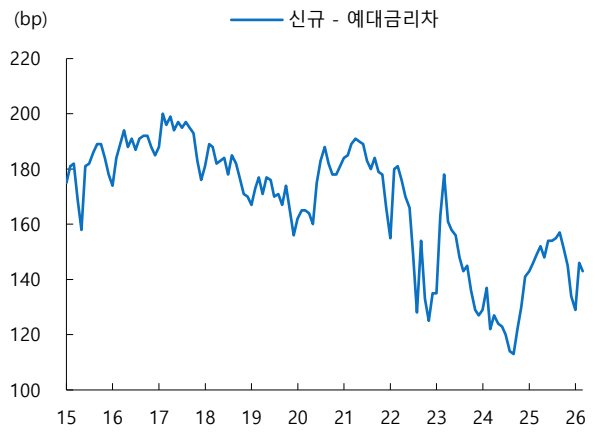
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림53. 기업대출 신규취급액 금리 추이



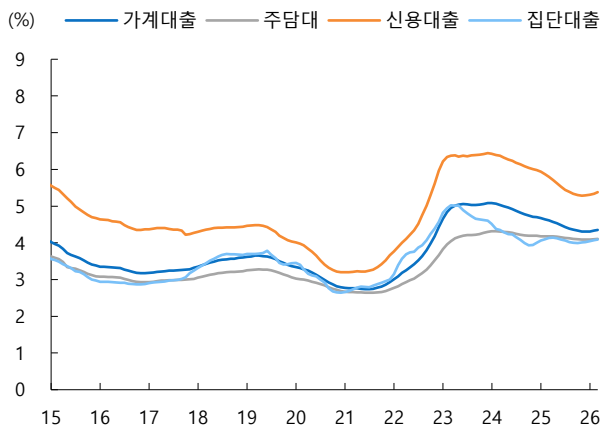
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림54. 은행 금리 예대금리차(신규취급액)



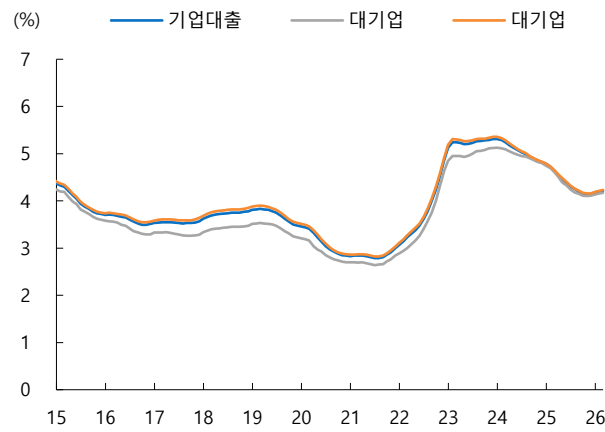
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림55. 가계대출 잔액 금리 추이



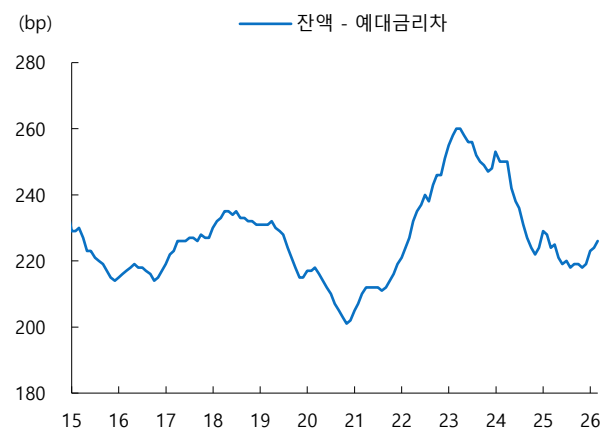
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림56. 기업대출 잔액 금리 추이



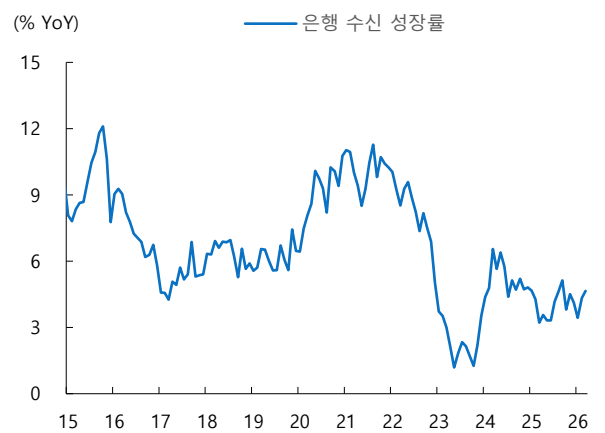
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림57. 은행 금리 예대금리차(잔액)



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

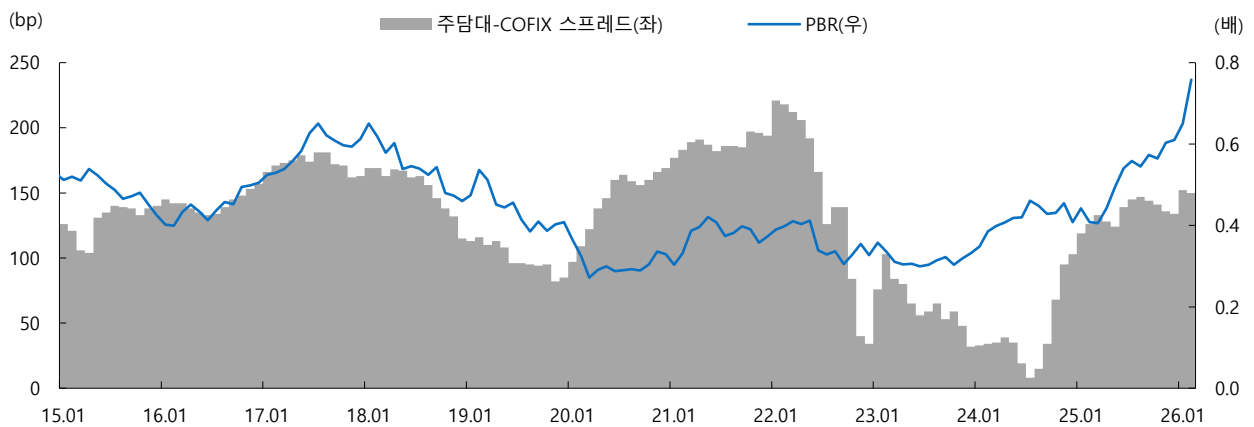
그림58. 은행 수신 성장률 추이



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

지난 10년간의 은행업종의 주가를 살펴본 결과 밸류업에 따른 영향이 나타난 2024년 전후 시기를 제외하면 대체로 은행업종의 PBR은 주택담보대출 금리와 COFIX 간 스프레드와 유사한 방향성을 보여왔다. 상대적으로 대손비용 등 발생 우려가 작은 주택담보대출에서 마진 개선이 예상되는 만큼 은행 전체적인 이익체력 개선을 기대할 수 있다는 점에서 전체적인 밸류에이션에 긍정적 영향을 미쳤다고 판단한다. 2025년 이후로 지속적으로 가계대출 관련 규제가 강화되며 신규취급액 기준 주담대 금리와 COFIX 간 스프레드가 확대되고 있는 점을 감안했을 때 은행업종의 밸류에이션에 있어 긍정적인 환경이 조성되고 있다고 판단한다.

그림59. 은행업종 주담대-COFIX 스프레드와 PBR 추이

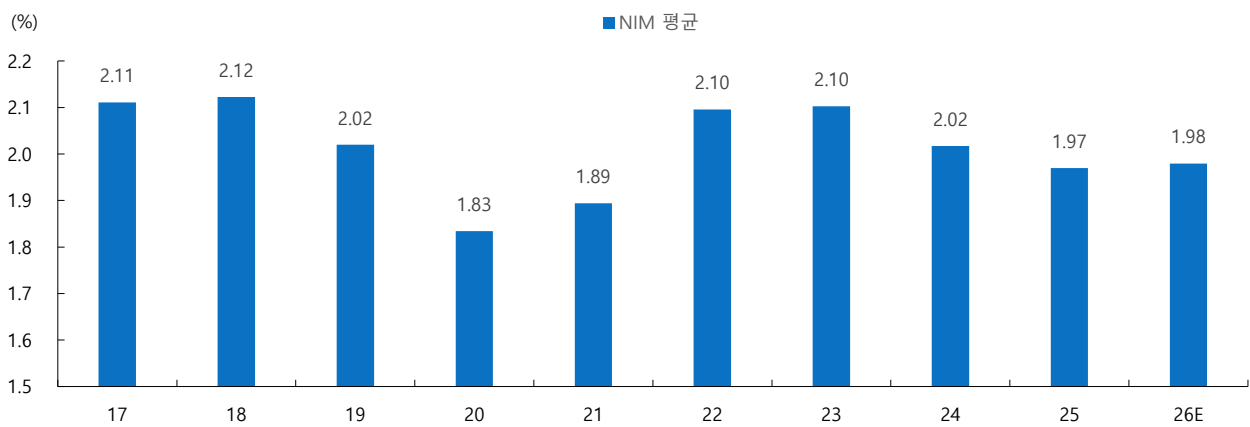


자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

주: 직전분기 자본 및 월말 시가총액 기준으로 PBR 산정. 주담대 및 COFIX는 신규취급액 기준

종합적으로 커버리지 금융지주들의 그룹 기준 2026년 평균 NIM은 1.98% 수준으로 25년과 유사한 수준을 기록할 것으로 예상된다. 이전까지 기준금리 하락을 예상했던 것과 달리 25년 하반기부터 나타난 시장금리 상승, 최근 이란 사태로 인한 영향 등을 종합적으로 감안했을 때 추가적인 마진 개선도 가능할 것으로 전망한다. 가계대출 규제 심화 등에 따라 공격적인 성장이 제한되며 대규모 수신 확보의 필요성이 낮아진 점도 조달비용 측면에서 마진 방어에 있어 긍정적인 영향을 미칠 전망이다.

그림60. 커버리지 은행 NIM(그룹 기준) 평균 추이 및 전망



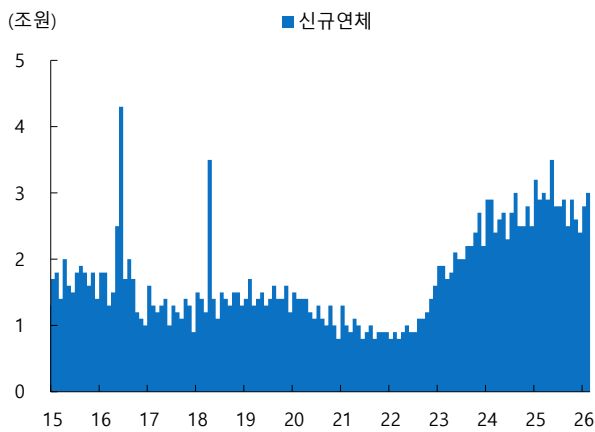
자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

3. Credit Cost: 이전보다 개선되었으나 보수적인 적립 기조 지속될 것으로 전망

은행의 주요 비용인 Credit Cost에 대한 부담은 점진적으로 완화될 것으로 예상된다. 실제로 2022년 이후 지속적으로 증가 추세를 보여왔던 은행 신규 연체액 규모는 2025년을 기점으로 추가적인 증가 추세가 완화되는 모습이 나타났으며 적극적인 상매각을 통해 NPL비율, 연체율 등 자산건전성 관련 주요 지표도 어느정도 안정화되고 있는 상황이다.

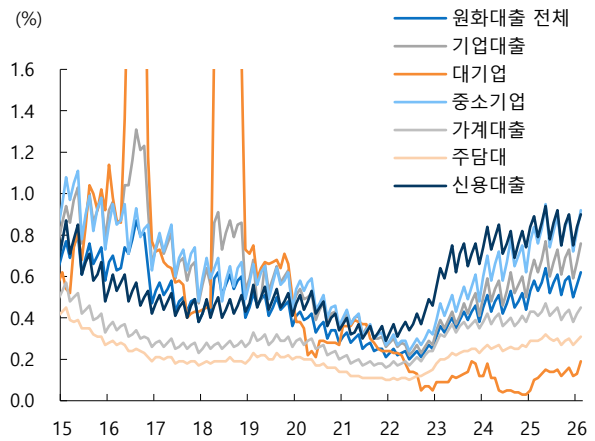
비은행 계열사를 중심으로 지속적으로 발생해 왔던 부동산 PF, 채준형 신탁 등에 대한 대손비용 적립 규모 또한 2024년~2025년에 걸쳐 선제적인 충당금 적립이 이뤄졌던 점을 감안할 때 향후 추가적인 영향은 다소 제한적일 전망이다.

그림61. 은행 신규 연체액 추이



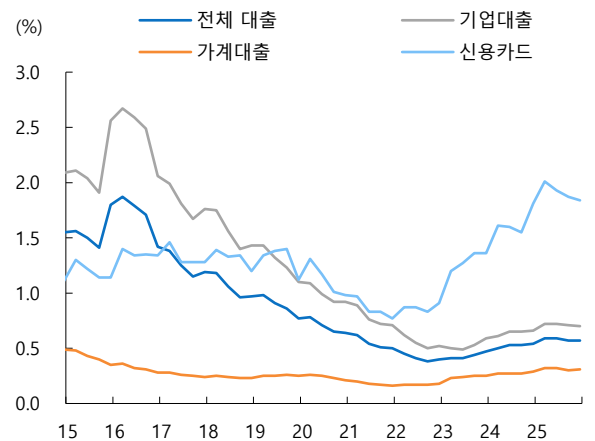
자료: 금융감독원, iM증권 리서치본부

그림62. 은행 연체율 추이



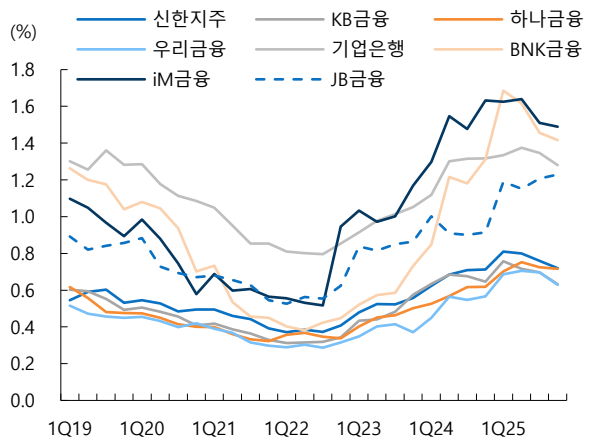
자료: 금융감독원, iM증권 리서치본부

그림63. 은행 NPL비율 추이



자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림64. 금융지주 NPL비율 추이

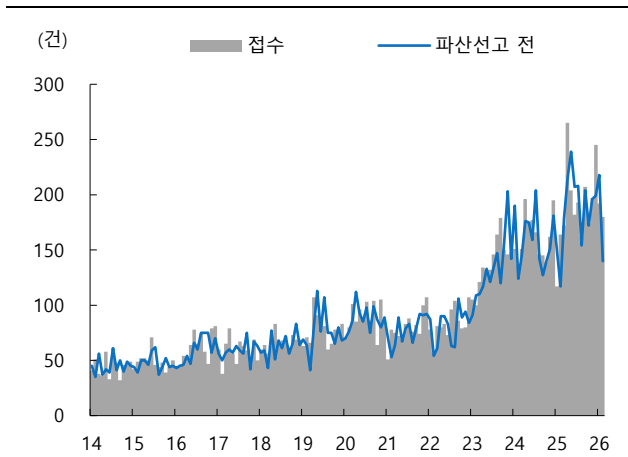


자료: 각사, iM증권 리서치본부

다만 이전보다 전반적인 건전성 지표 레벨이 상승한 만큼 경상 대손비용 자체는 과거보다는 높은 수준이 지속될 것으로 예상된다. 또한 법인 파산 접수 건수, 법원 경매 건수, 매각 건수 및 매각가율 등 건전성과 관련된 주요 지표가 여전히 과거 대비 현저히 높은 수준이 이어지고 있는 점 등을 감안하면 경기가 유의미한 회복세를 띄고 있다고 보기는 어렵다고 판단한다.

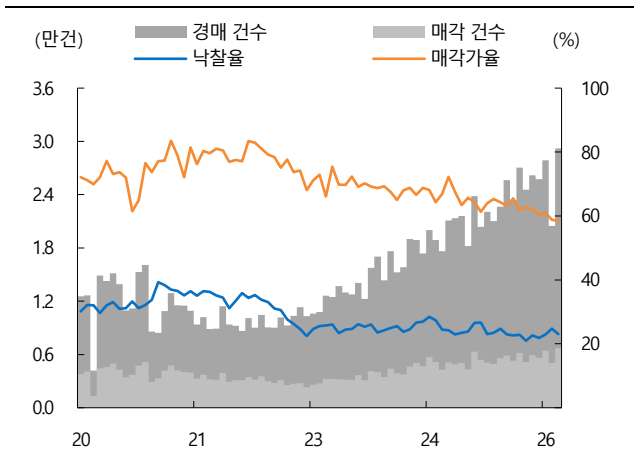
한국을 포함하여 글로벌 경제의 K자 추세가 더욱 심화되고 있는 상황임을 감안하면 취약차주 중심으로 지속적으로 대손 발생이 확대될 것으로 예상된다. 아울러 최근 이란 사태로 인한 유가 상승 우려 등 대내외 불확실성이 이어지고 있어 잠재적인 대손비용 악화 우려가 상존하고 있는 점을 종합적으로 감안했을 때 전반적으로 보수적인 총당금 적립 기조가 지속될 전망이다.

그림65. 법인파산 건수 추이



자료: 법원, iM증권 리서치본부

그림66. 법원 경매 매물 추이



자료: 법원, iM증권 리서치본부

전반적인 Credit 관련 우려가 지속되고 있음에도 담보/보증을 중심으로 대출을 취급하는 은행업종 특성을 감안했을 때 향후 부동산 가격이 급격하게 하락하지 않는 한 전반적인 손실 우려는 제한적이라고 판단한다.

법원 경매 데이터 중 감정가 대비 경매가율과 전반적인 LTV 레벨을 기준으로 간단한 민감도 분석을 해본 결과 주담대(한국은행 금융안정보고서 등에서 제시된 25년 9월 서울 LTV 37.8%, 24년 수도권 LTV 34.3%, 도지역 LTV 41.8%, 광역시 LTV 38.2% 등 참조하여 40%로 가정)의 경우 아파트는 현재 감정가 대비 경매가율(26년 3월) 약 85% 기준으로 대출 취급 시점 대비 가격이 40% 이상 하락해도 손실 우려는 제한적일 것으로 예상되며 단독/다가구 주택의 경우에도 감정가 대비 경매가율 62% 기준 주택 가격이 40% 이상 하락해야 손실이 발생할 것으로 예상된다.

한편 비주택 부동산에 대한 LTV(공정거래위원회 자료 중 23년 4대 은행 평균 59.9%)에 비해 최근 상가/오피스텔 등에 대한 최근 감정가 대비 경매가율(26년 3월 51%)이 낮아진 점을 감안했을 때 관련 대출의 손실 우려가 상대적으로 높으나 은행들이 보수적으로 선제적 충당금을 적립해 왔던 것을 감안할 때 관련 요인으로 인한 손실 우려는 제한적일 것으로 전망한다.

표6. 아파트 - 주택 가격 하락에 따른 은행 손실 민감도(LTV 40% 가정)

0 미만인 경우 담보 처분해도 손실 발생		가격 하락율				
		0%	-10%	-20%	-30%	-40%
감정가 대비 경매가율	85%	45	36	28	19	11
	80%	40	32	24	16	8
	75%	35	27	20	12	5
	70%	30	23	16	9	2
	65%	25	18	12	5	-1

자료: 법원, 한국은행, iM증권 리서치본부 추정

주: 붉은색 테두리는 26년 2월 기준 아파트 감정가 대비 경매가율

표7. 단독/다가구 주택 - 주택 가격 하락에 따른 은행 손실 민감도(LTV 40% 가정)

0 미만인 경우 담보 처분해도 손실 발생		가격 하락율				
		0%	-10%	-20%	-30%	-40%
감정가 대비 경매가율	62%	22	16	10	4	-3
	57%	17	12	6	0	-6
	52%	12	7	2	-3	-9
	47%	7	3	-2	-7	-12
	42%	2	-2	-6	-10	-15

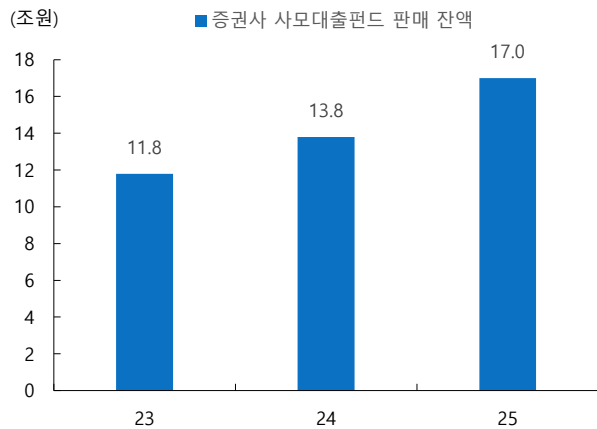
자료: 법원, 한국은행, iM증권 리서치본부 추정

주: 붉은색 테두리는 26년 2월 기준 단독주택/다가구주택 감정가 대비 경매가율

최근 미국에서 Private Credit(사모신용)과 관련된 불확실성이 높아지고 있으나 국내의 경우 은행 중심으로 기업에 대한 자금 공급이 이뤄지고 있으며 대부분 담보/보증을 기반으로 하고 있는 점을 감안했을 때 국내에서 Shadow banking과 관련된 대손 관련 이슈가 나타날 가능성은 제한적이라고 판단한다. 코로나19 이후 지속적으로 부담이 누적되어 온 지방 등의 일부 한계기업에 대한 대출이 일부 유사한 성격이 있을 것으로 예상되나 선제적 충당금 적립 및 담보/보증을 바탕으로 충분히 상쇄할 수 있을 것으로 전망한다.

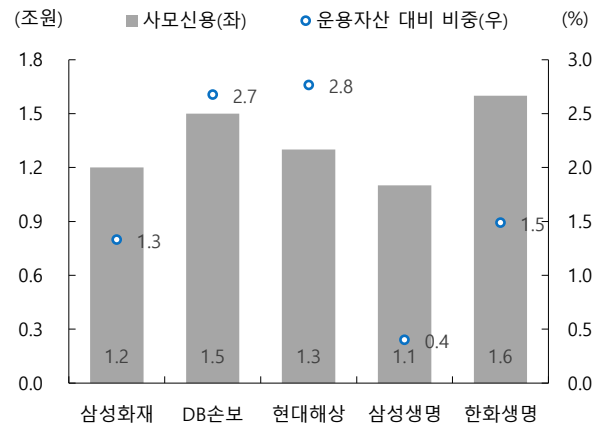
대체투자 측면에서 해외 Private Credit을 보유한 증권/보험사가 다수 존재한 만큼 금융지주 자회사가 보유 중인 관련 익스포저에 대한 부담은 일부 발생할 수 있겠으나 상대적으로 해외 보험사 등에 비해 작은 익스포저를 감안했을 때 전반적인 영향은 제한적일 것으로 전망한다.

그림67. 국내 증권사 사모신용 펀드 판매 잔액



자료: 금융감독원, iM증권 리서치본부

그림68. 국내 보험사 Private Credit 현황



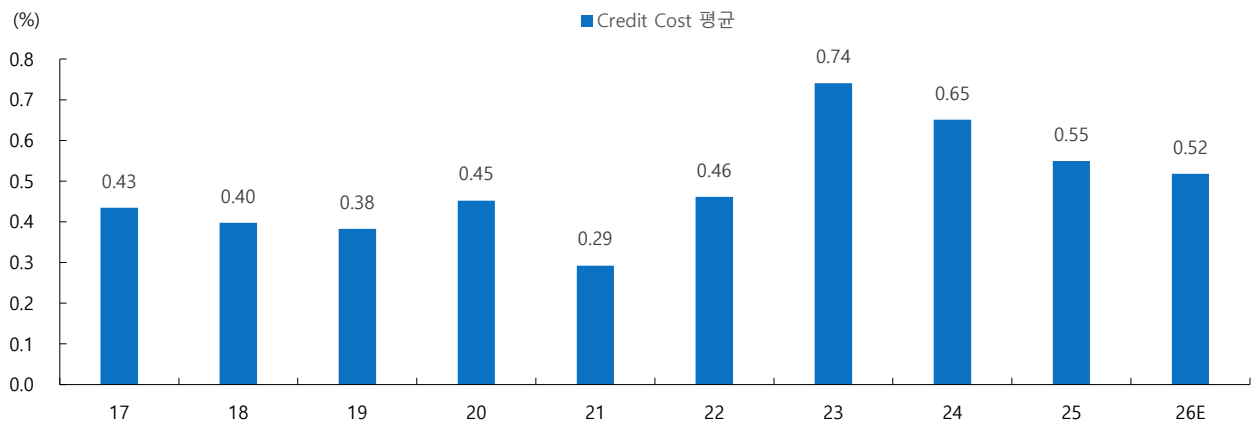
자료: 각사, iM증권 리서치본부

주: 운용자산은 25년 말 기준이며 생보사는 일반계정 기준

종합적으로 커버리지 금융지주들의 2026년 평균 Credit Cost는 0.52%로 2025년 0.55% 대비 약 3bp 하락할 것으로 전망한다. 다만 향후 이란 사태 장기화 등에 따라 후행적으로 추가적인 Credit Cost 상승 압력이 발생할 수 있는 부분에 대한 고민이 필요한 상황이다.

한편 중장기적으로는 AI 발전에 따른 Credit Profile의 변화가 요구될 것으로 전망한다. 최근 시트리니 보고서에서 지적되었던 바와 같이 최근 가파른 AI 발전은 고용, 기업 활동, 모기지 시장 등 다양한 부문에서 큰 충격을 유발할 가능성이 상존하고 있음을 감안할 때 관련 요인에 대한 대응 방안 마련이 요구될 것으로 전망한다.

그림69. 커버리지 은행 평균 Credit Cost 추이 및 전망



자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

4. 비은행 자회사: 외생변수로 인한 변동성 예상

국내 금융지주의 주요 자회사 실적은 25년 중 업종별로 상이한 실적을 보였다. 은행의 경우 견조한 이익이 지속되었으며 증권 자회사의 실적이 1) 상반기 중 양호한 금리 흐름 및 2) 하반기 중 증시 활성화, 거래대금 개선 등을 바탕으로 큰 폭 개선되는 모습이 나타났다. 캐피탈의 경우에도 투자자산 평가손익 개선 등을 바탕으로 실적이 개선되는 모습이 나타났다. 다만 보험 자회사의 경우 보험손익 부진, 제도 이슈 등 영향으로 다소 부진한 실적을 기록했으며 카드 자회사의 경우에도 대손 부담이 지속되며 상대적으로 부진한 이익 수준이 지속되었다.

26년의 경우 상반기 중 증권 자회사의 견조한 실적이 지속될 전망이다. 높아진 거래대금 등 영향으로 브로커리지 손익 개선 추세가 지속될 것으로 예상된다. 다만 운용손익 의존도가 높은 중소형 증권사의 경우 상대적으로 리테일 채널 이 약해 브로커리지 실적 기여도가 낮은 가운데 채권 금리 상승에 따른 부담이 가중될 것으로 예상된다. 금리 상승에 따른 증시 변동도 실적에 있어 변수가 될 것으로 전망한다.

보험 자회사의 경우 누적된 신계약 경쟁 등에 따른 보험손익 부진 기조가 지속될 것으로 예상되며 신규 담보/비실손 갱신 담보에 대한 손해율 가정 강화 등 제도 이슈가 지속되고 있는 만큼 상대적으로 부진한 실적이 지속될 것으로 예상된다.

여전업종 자회사의 경우 신한카드의 더모아카드 유효기간 만료 등 긍정적 요인이 일부 반영되고 있으나 가계대출 총량 규제 시행에 따라 카드론 등에 대한 공격적 성장이 어려우며 최근 이란 사태 등에 따라 조달비용 부담 완화가 지연될 수 있음을 감안했을 때 복합적 영향이 나타날 것으로 예상한다.

그림70. 커버리지 은행 자회사별 실적 증감 추이

(% YoY)	자회사(Net Income 기준)						그룹 전체		
	은행	증권	손해보험	생명보험	신용카드	캐피탈	순영업수익	지배순이익	대손비용
KB금융	18.8	15.1	-7.3	-15.2	-18.0	5.9	5.4	15.1	15.6
신한지주	2.1	113.0	적지	-3.9	-16.7	-7.4	5.2	11.7	-4.1
하나금융지주	11.7	-5.8	적지	흑전	-1.8	-54.4	6.5	7.1	2.8
우리금융지주	-14.2	1,016.1		신규	1.9	5.1	5.0	1.8	21.6
기업은행	-1.7	26.4		-61.6		14.7	5.3	2.5	0.0
BNK금융지주	1.6	24.8				-3.2	1.1	11.9	-12.7
DGB금융지주	6.7	흑전		-63.1		60.7	-1.4	106.6	-54.3
JB금융지주	-6.8					25.8	5.6	4.9	0.1
합산 기준	3.5	59.4	-11.4	1.9	-12.6	3.5	5.0	9.8	1.1

자료: 각사, iM증권 리서치본부

5. 자본비율/주주환원: 밸류업 모범생, 안정적 CET1비율 관리 전망

2024년부터 시행되어 왔던 밸류업 프로그램에 있어 은행업종은 가장 적극적으로 참여하는 모습을 보여주었다. 모든 은행들이 1) Target CET1비율을 설정하고 2) ROE와 RWA 성장률을 종합적으로 반영하여 주주환원을 적극적으로 확대하는 모습이 나타났다. 자본 규제를 고려하여 성장과 주주환원에 따른 리턴을 종합적으로 고려했다는 점에서 이전보다 자본 활용의 효율성이 제고되었다고 판단한다.

표8. 은행 밸류업 공시 세부 내용(1)

은행	PBR 개선 방안	주주환원	자사주/배당 세부
KB금융	수익성 및 주주환원의 지속적인 개선가능성에 대한 시장 우려로 저평가 지속 → 주주환원 강화, 자본비율 개선 및 수익창출 역량 강화로 ROE 개선 → 지배구조 개선, 주주 등 소통 강화 등을 바탕으로 PER 개선	연말 CET1비율 13% 초과 자본을 차년도 주주환원에 활용 → 연간 현금배당 총액+상반기 자사주 매입/소각 2Q 기준 CET1비율 13.5% 초과 자본을 하반기 주주환원에 추가적으로 활용 → 하반기 자사주 매입/소각 시행을 통해 연간 2회 자사주 매입 → Target PBR 1배 도달까지 연평균 1천만주 이상 자사주 매입/소각 실시할 계획 총액 기준 분기 균등배당 지속 시행	자사주 및 배당 결정 근거: 1) ROE vs 이익수익률(PER의 역수) 비교하여 자사주 매입/소각 결정 2) 배당수익률과 시장금리 감안하여 배당 총액 규모 점진적 증가 자사주 및 배당 결정 세부 방법론 - 전년 말 CET1비율 13% 초과분: 연간 현금배당 총액+상반기 자사주 결정 - 2Q 말 CET1비율 13.5% 초과분: 하반기 자사주 결정
신한지주	PBR 개선 위해서는 1) ROE 제고, 2) CoE 축소 및 3) 영구성장률 기대 확보 필요 - 수익성 제고, 비용 효율화 및 주주환원을 통한 자본효율화로 ROE 제고 - 성과 변동성 축소를 통한 CoE 축소 노력 - 핵심 사업의 안정적 수익 및 미래 전략적 투자를 통한 미래 성장 기대 창출 경영진 장기성과급의 80% 비중을 주가 및 성과와 연동	기존 주주환원 정책의 일관된 추진 → 지속적인 주주환원을 확대, 분기 균등배당, 자사주 병행 및 DPS 및 현금배당 규모 지속적 확대 PBR 레벨에 따른 탄력적인 주주환원 정책 → PBR 0.8~1배 구간에서 자사주 소각 중심 주주환원 계획 27년 총 주주환원율 50% 및 총 주식수 4.5억주 Target → 24년 말 총 주식수 4.99억주 달성	- 기존 분기 균등배당, 자사주 소각 병행, 주주환원율 지속 개선 및 규모 확대 등 정책 지속 - 지속적인 자사주 매입/소각을 통해 24년 말 500만주 미만, 27년 말 450만주 목표로 지속적으로 자사주 매입/소각 진행 예정 - PBR 0.8배~1배 구간에서 자사주 소각 중심 주주환원, 1배 이상에서는 DPS 및 현금배당 성향 점진적 상향 등 유연하게 대응할 계획
하나금융지주	PER 저평가 상태 지속 - 상대적으로 낮은 주주환원율, 보수적인 자본관리 정책 및 환율 변동 등으로 인한 CET1비율의 높은 변동성 등 요인으로 PER 저평가 RO도 CoE 대비 낮은 수준 - 그룹 CoE 기준으로 약 10% 이상의 ROE 유지 필요 주주환원을 제고, 보통주 자본비율 개선 및 ROE 유지 등을 통해 저평가 해소 추진 계획	Target CET1비율 유지하는 가운데 27년 총 주주환원율 50%까지 지속적으로 주주환원을 확대할 계획 - RWA 성장률 타이트하게 관리함으로써 적정 CET1비율 유지 및 계획 수준의 총 주주환원율 달성 목표	연말 CET1비율 13~13.5% 구간에서 CET1비율 상승/하락 여부와 관계없이 안정적으로 주주환원율 확대 추진할 계획 - 분기 균등배당 시행 및 자사주 매입/소각 비중 확대 통해 27년 중 총 주주환원율 중 약 절반 수준을 자사주 매입/소각을 통해 시행할 계획 - 자사주는 2회 예상. 4Q 말 CET1비율 기준 연간 배당 및 상반기 자사주 시행할 계획이며 2Q 혹은 3Q 말 CET1비율 기준으로 하반기 중 추가 자사주 단행할 계획
우리금융지주	Financial: 지속가능 ROE 제고 및 CET1비율 제고를 통해 주주환원 확대 추진 Non-financial: M&A를 통한 비은행 경쟁력 강화, ESG 등 → ROE와 PER 개선을 통해 글로벌 평균 이상의 PBR 확보	CET1비율 구간 별 총 주주환원율 Target 설정 → CET1비율 11.5%~12.5% 구간에서 총 주주환원율 ~35% → CET1비율 12.5%~13% 구간에서 총 주주환원율 ~40% → CET1비율 13% 이상 구간에서 총 주주환원율 ~50% 향후 CET1비율 13.2% 이상 안정적 유지 시 자사주 매입/소각 상/하반기 2회 실시 추진	기본적으로 배당성향 30% 기준으로 자사주 병행하여 시행 - 총 주주환원율 40% 이내에서는 배당성향 30%/초과분은 모두 자사주로 시행 - 총 주주환원율 40% 초과 시 배당성향도 30% 이상으로 확대하며 자사주/배당 모두 균등하게 확대할 계획

자료: 각사, iM증권 리서치본부

표9. 은행 밸류업 공시 세부 내용(2)

은행	PBR 개선 방안	주주환원	자사주/배당 세부
기업은행	국내 은행업과 대체로 유사한 흐름 지속 중이나 글로벌 대비로는 저평가 심화되어 있는 상황 기업가치 제고를 위해 ROE를 제고하고 CoE를 낮출 계획	CET1비율 구간별 주주환원 목표 설정 → CET1비율 ~11%: 최대 30%(별도) → CET1비율 11~12%: 최대 35%(별도) → CET1비율 12~12.5%: 최대 40%(별도) 분기배당 도입 추진	자사주 계획 없음. 주주환원은 배당 위주로 진행할 계획
BNK금융지주	해외사 대비 성장에 대한 기대감이 낮아 PER 저조하며 수익성 부진에 따라 PBR 낮은 상황 질적인 성장을 통해 CoE 이상의 ROE 달성 목표	RWA 성장률 4% 이내로 관리함으로써 주주환원율 50% 이상 달성 계획 DPS 안정적으로 확대하는 범위 내에서 자사주 매입/소각 비중 최대화할 계획	저평가 구간에서 자사주 매입/소각 비중 확대 세부 내용은 이사회 결의 등 통해 결정할 계획
iM금융지주	CET1비율 자본 규제 비율 수준을 상회하고 있으나 동종 업계 평균 대비 낮은 수준에 머물러 있음 - 주주환원을 등 열세하며 주가도 경쟁사 대비 열위한 수준 지속 내실 성장을 통해 수익성 제고하고 단계적으로 자본비율/주주환원을 개선해 나갈 것	CET1비율 구간 별 총 주주환원율 Target 설정 → CET1비율 ~11.5% 구간에서 총 주주환원율 ~30% → CET1비율 11.5%~12.3% 구간에서 총 주주환원율 ~40% → CET1비율 12.3%~13% 구간에서 총 주주환원율 ~50% 자사주는 3년간 1,500억원 매입/소각 예정이며 이전에 매입했던 200억원은 별개	PBR 수준에 따라 자사주 매입/소각 비중 확대 현재 PBR 수준에서는 자본여력 되는대로 자사주 매입/소각 비중 높여야 할 당위성 존재 기본적으로는 매년 500억원 이상 Target
JB금융지주	은행업종 평균 대비 PBR 격차는 확대추세이나 PER은 최근 업종 평균과 유사한 상황 - ROE가 높아 PBR이 높은 상황. 다만 낮은 PER로 인해 높은 ROE가 기업가치에 충분히 반영되지 못하는 상황 → 기업가치 상승을 위해 지속가능한 ROE 제고와 상대적으로 낮은 PER 지표 개선 필요 → Target PBR 1배 이상으로 설정하고 CoE 정상화에 따라 멀티플 추가 개선 가능할 전망 수익성 중심 내실 성장을 지속하는 가운데 자사주 매입/소각 지속 추진할 계획 → 핵심사업 비중(25년 40%) 확대 등 RORWA 중심 경영을 통해 높은 ROE 수준 유지	장기적으로 50%의 총 주주환원율 목표 제시 → 2026년 총 주주환원율 50% 조기 달성 중장기적으로 ROE 15% 이상 수준을 유지하는 가운데 주주환원율 50% 이상 지속적으로 추진 → CET1비율 13% 초과 시 주주환원율 50% 이상으로 확대하는 방안 검토 27년 이후 PBR 1배 지속 미달 시 RWA 성장률 및 주주환원정책 재검토 추진	고배당기업 특례 요건 충족을 위해 배당성향 25% 이상 및 배당금액 10% 이상 증액 지속 추진할 계획 → 총 주주환원율 50% 목표 유지하되 배당금액은 전년 대비 10% 이상 상향하고 나머지 금액을 전액 자사주 매입/소각으로 활용 분기배당의 경우 중장기적으로 균등배당 추진

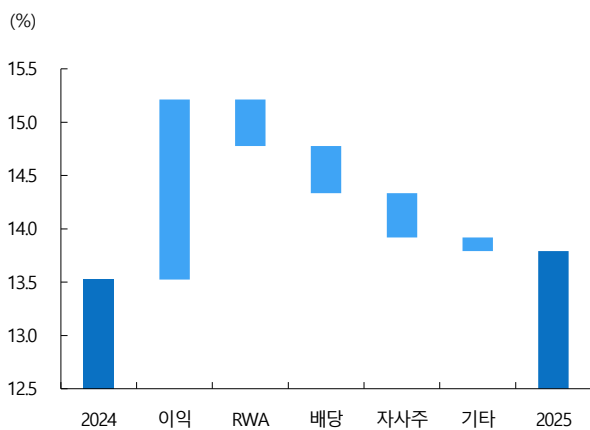
자료: 각사, iM증권 리서치본부

최근 금융당국의 자본규제 합리화 방안도 긍정적이다. 금융당국은 최근 기존 자본비율 산출 시 10년간 운영리스크로 반영되던 손실 사건에 대해 1) 재발방지 대책이 마련되고, 2) 3년 이상 운영리스크로 인식하는 등 요건을 갖출 경우 26년 4월부터 손실배제 신청을 받아들일 계획을 발표했다. 그 외에도 해외 장기 지분투자, 해외점포 이익잉여금을 구조적 외환포지션 승인 대상으로 편입함에 따라 자본비율의 환 영향이 줄어들 것으로 예상된다. 전반적인 제도 개선 기조를 감안했을 때 자본비율 측면의 부담에 있어서는 향후 특별한 어려움이 없을 것으로 전망한다. 다만 궁극적으로는 NIM과 Credit Cost를 모두 고려하여 대출을 취급해야 하는 은행업종 특성을 감안했을 때 확보된 자본 여력 중 기업대출 등에 대한 배분이 얼마나 이뤄질지 여부가 될 것인지 여부가 향후 핵심 관건이 될 것이라고 판단한다.

적극적인 자본 관리 노력에 따라 2026년에도 안정적으로 Target CET1비율 내외 수준에서 자본비율이 관리될 것으로 예상된다. 다만 세부적으로는 공공적 역할 수행을 위한 RWA 성장이 요구되는 기업은행을 제외하면 1) RWA 성장과 주주환원 간 고르게 자본 배분이 이뤄지는 회사와 2) RWA 성장을 억제하고 주주환원 위주로 자본을 배분하는 회사로 나뉘지는데 후자의 경우 제한된 자본력 내 주주 가치 제고를 위한 불가피한 선택이라고 판단한다. 낮은 자산성장에 따라 중장기적 이익 기반 확보 측면의 우려가 있는 만큼 지속적인 소통의 중요성이 부각될 전망이다.

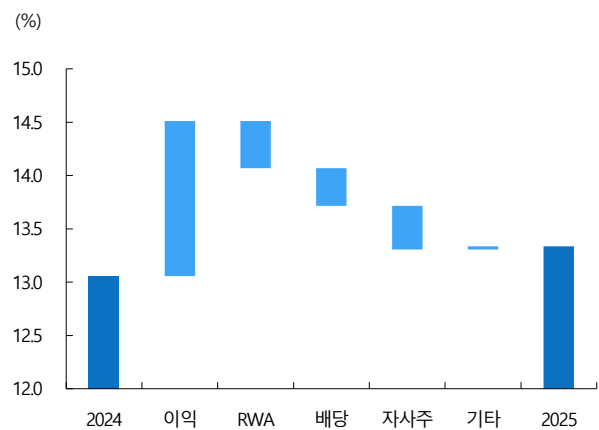
일부 회사의 경우 표준등급법 최저한도가 26년부터 단계적으로 상향됨에 따라 매년 1분기 중 RWA가 추가적으로 증가할 수 있으나 영향 자체는 미미할 것으로 예상된다. 일부 RWA 증가에도 1) 증권/카드 자회사 등의 수수료 손익 개선, 2) 안정적인 마진 등 이익체력 바탕으로 견조한 CET1비율이 지속될 전망이다.

그림71. KB금융 CET1비율 변동 추이(2025년)



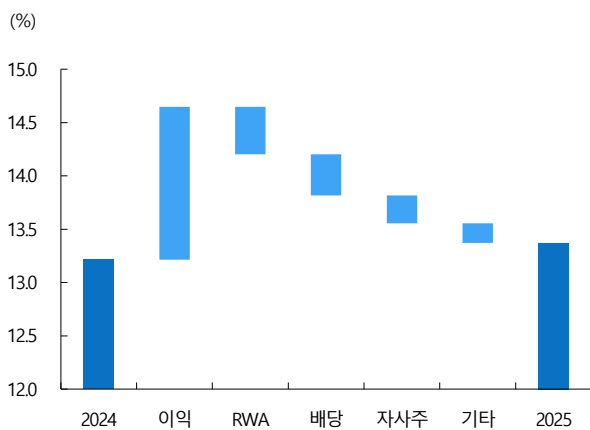
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림72. 신한지주 CET1비율 변동 추이(2025년)



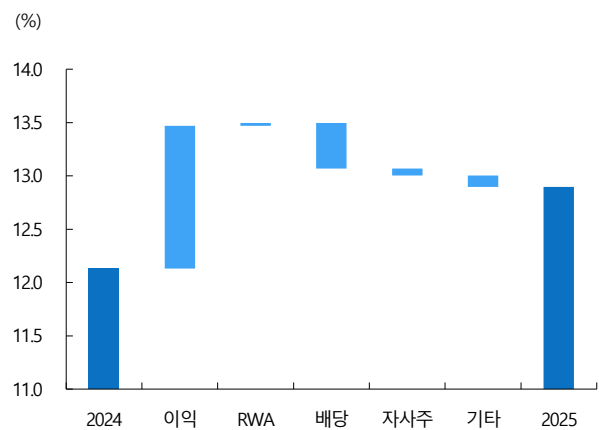
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림73. 하나금융지주 CET1비율 변동 추이(2025년)



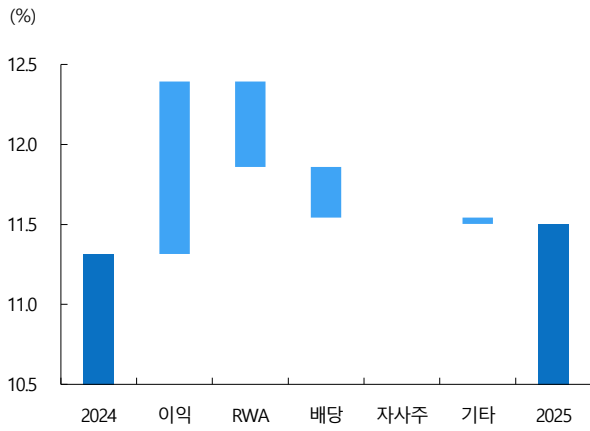
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림74. 우리금융지주 CET1비율 변동 추이(2025년)



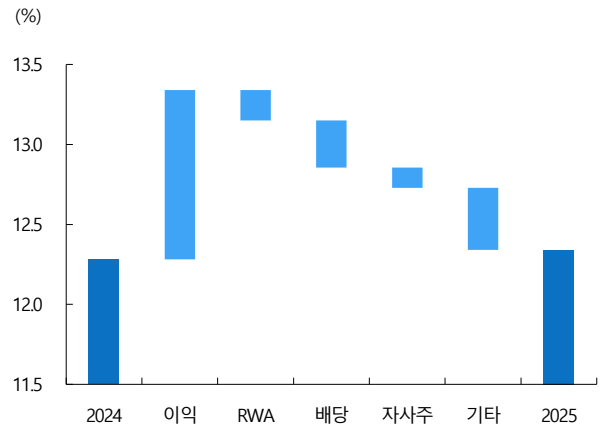
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림75. 기업은행 CET1비율 변동 추이(2025년)



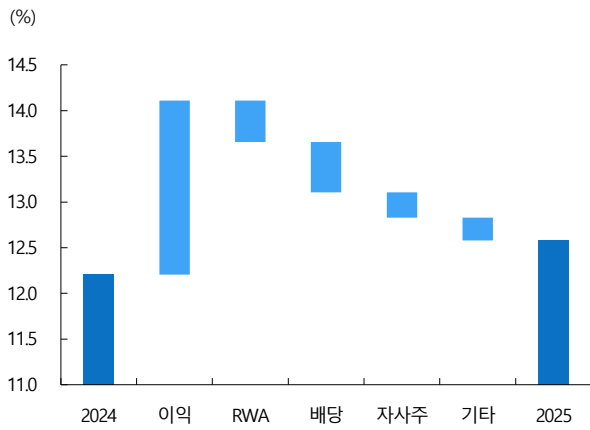
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림76. BNK금융지주 CET1비율 변동 추이(2025년)



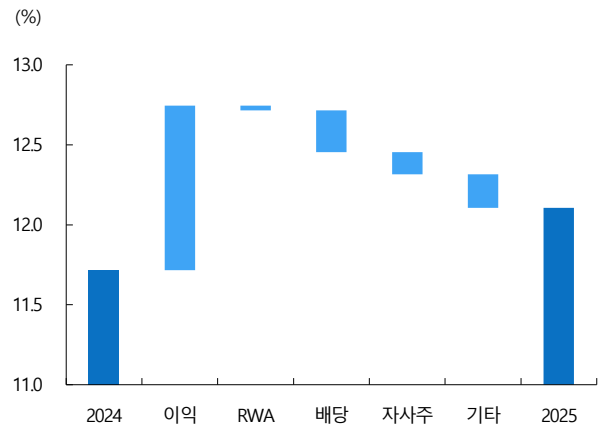
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림77. JB금융지주 CET1비율 변동 추이(2025년)



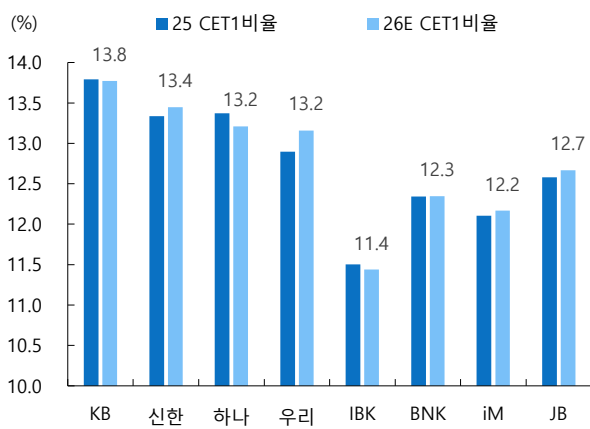
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림78. iM금융지주 CET1비율 변동 추이(2025년)



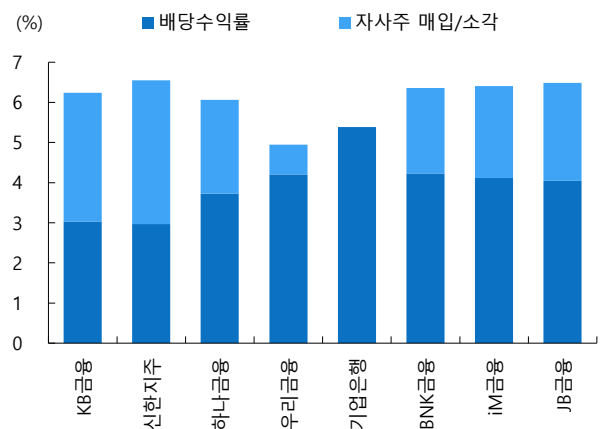
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림79. 2026년 CET1비율 전망



자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

그림80. 2026년 총 주주환원수익률 전망

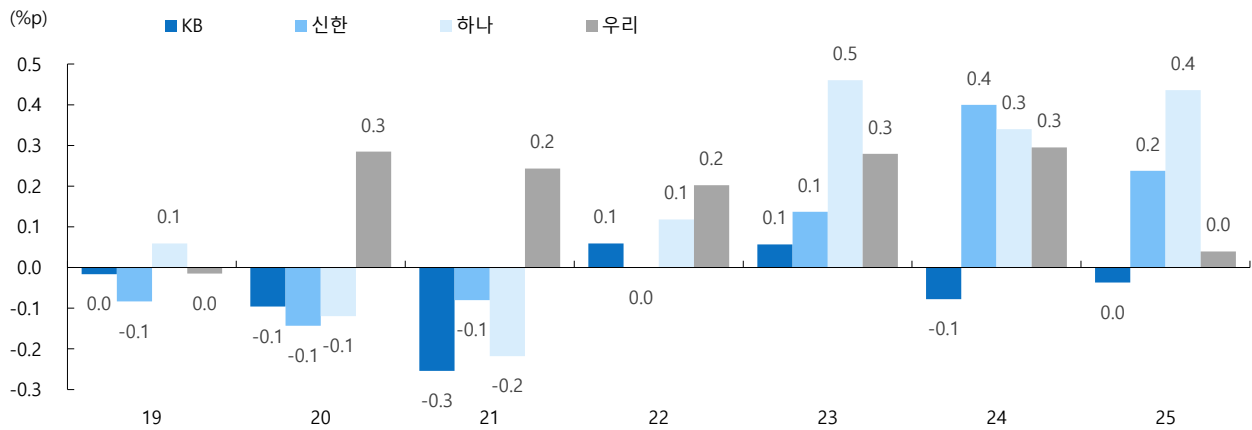


자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

다만 그동안 주요 금융지주의 RORWA를 살펴보면 지난 22년 이후 지속적으로 은행의 RORWA가 그룹을 상회하는 모습이 나타났다는 점에서 상대적으로 비은행 RORWA가 은행 대비 낮은 수준이 유지되었던 것을 확인할 수 있다.

은행 대비 그룹의 RORWA가 높게 나타났던 2019~2021년의 경우 저금리로 인한 은행 마진 하락 영향이 크게 나타났던 반면 현재의 경우 높아진 시장금리 등 영향으로 은행 마진이 안정적 수준에서 방어될 것으로 예상된다. 따라서 향후 비은행 자회사에 대한 RWA 배분은 현재 증시, 모험자본 확대 기조가 지속되는 환경에서 은행을 상회하는 높은 수익률을 확보할 수 있는 영업력, 운용 능력 등 충분한 역량을 보유하고 있는지 여부가 관건이 된다고 판단한다.

그림81. 주요 금융지주 은행-그룹 간 RORWA 차이



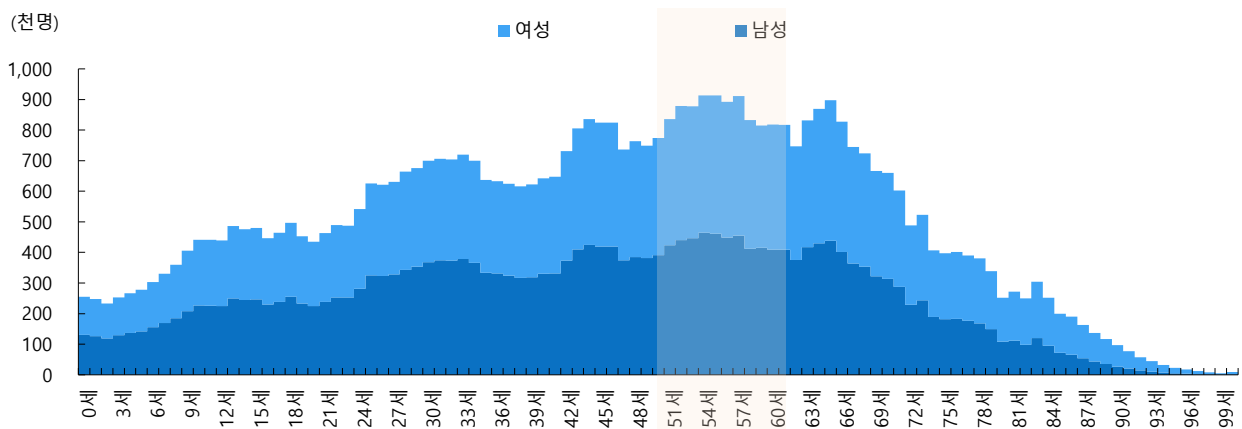
자료: 각사, iM증권 리서치본부

주: 은행 RORWA에서 그룹 RORWA를 차감한 값으로 양수일 경우 은행의 수익성이 그룹 대비 높음을 의미

전반적으로 은행-비은행 간 균형잡힌 수익구조, 보수적인 총당금에 기반한 이익 안정성과 양호한 CET1비율 관리 및 밸류업 프로그램으로 높아진 은행업종의 주주환원에 대한 가시성을 종합적으로 감안했을 때 향후에도 안정적인 실적 및 주주환원에 대한 매력은 지속적으로 높아질 것으로 전망한다.

특히 현재 경제활동인구의 약 25%에 달하는 2차 베이비붐 세대(1964년~1974년)의 퇴직 시기가 점진적으로 도래할 것으로 예상되는 상황에서 과거와 달리 자영업 등 퇴직자들의 선택지가 좁아지고 있는 점을 감안했을 때 은행주는 이러한 퇴직자들의 1) 안정적인 자산관리와 2) 지속적인 현금 흐름에 대한 니즈를 모두 충족시켜줄 수 있는 선택지가 될 것으로 예상된다. 홍콩 등 해외에서도 은퇴자가 HSBC의 배당 등을 활용하여 생활비를 충당하는 모습이 나타난 바 있음을 감안할 때 향후 은행업종 전반에 걸쳐 인구구조적 관점의 수급 개선이 나타날 것으로 전망한다.

그림82. 한국 인구구조 - 퇴직연령에 접어든 베이비붐 세대



자료: 통계청, iM증권 리서치본부

그림83. HSBC - 배당 의존도 높은 개인투자자들이 코로나19로 인한 HSBC의 배당 중단에 반발

A third of London-headquartered HSBC's shares are owned by retail investors in Hong Kong. Many rely on the bank's dividends for income.

“

They rely on the dividend to pay for their living expenses after their retirement, so this will actually hurt them a lot

Matthew Chung, Surich Asset Management

The bank was one of five UK-based lenders that last week [bowed to pressure](#) from the UK's Prudential Regulation Authority to withhold its annual dividend due to the coronavirus pandemic, which has badly damaged the British economy.

That has [reignited the debate](#) over whether HSBC's headquarters should move to Asia, where it makes most of its revenue.

자료: Financial Times, iM증권 리서치본부

6. 투자전략: 주주환원수익률과 밸류에이션 모두 고려한 접근

커버리지 금융지주의 2026년 합계 순이익은 24.1조원으로 양호한 순이자이익 및 증권 자회사 실적 개선 등에 힘입어 전년 대비 6.4% 증가할 것으로 예상된다. 총 주주환원율도 34~61%로 2025년 31~54% 대비 전반적인 레벨이 한 단계 높아질 것으로 예상되며 최근 자본준비금 감액을 통한 비과세 배당 재원 마련, 배당소득 분리과세 기준 충족을 위한 결산 배당 확대 등 주주가치 제고를 위한 적극적인 노력을 지속하고 있는 점을 감안했을 때 안정적인 기업가치 상승 기조가 지속될 것으로 예상된다. 증권 자회사 등 중심으로 최근 시장 환경에서 보다 높은 이익 시현을 기대할 수 있을 것으로 예상되는 점도 긍정적이다.

표10. 커버리지 은행업종 실적 전망

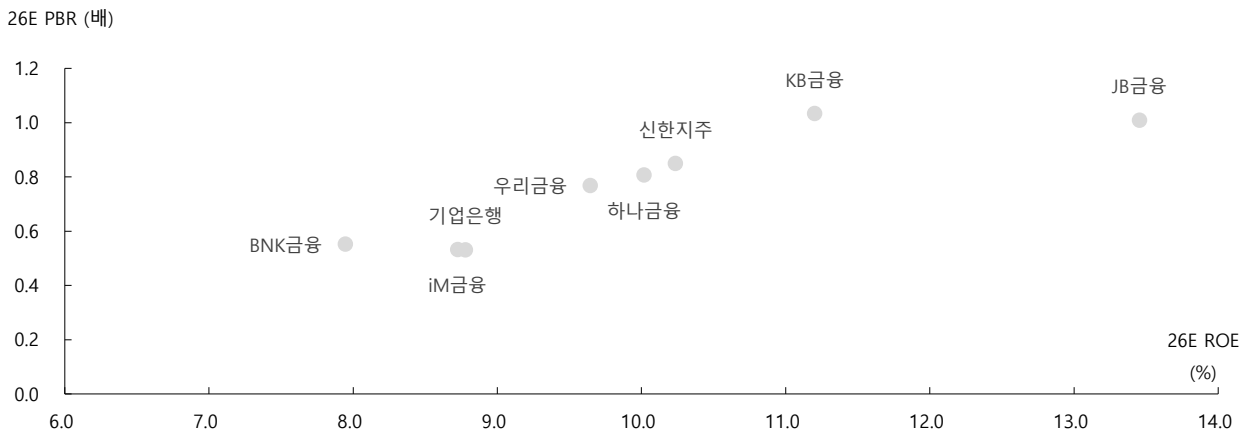
(십억원)	1Q25	4Q25	1Q26E	(YoY)	(QoQ)	컨센서스	Vs 컨센서스	2026E	컨센서스	Vs 컨센서스
지배순이익 합계	6,222	2,798	6,674	7%	139%	6,508	3%	24,093	24,149	0%
KB금융	1,697	721	1,895	12%	163%	1,789	6%	6,237	6,269	-1%
신한지주	1,488	511	1,568	5%	207%	1,548	1%	5,568	5,416	3%
하나금융지주	1,128	569	1,146	2%	101%	1,131	1%	4,138	4,278	-3%
우리금융지주	617	345	799	30%	131%	771	4%	3,203	3,289	-3%
기업은행	809	463	712	-12%	54%	706	1%	2,881	2,795	3%
BNK금융지주	167	45	210	26%	367%	221	-5%	836	867	-4%
iM금융지주	154	12	146	-5%	1097%	153	-5%	480	489	-2%
JB금융지주	163	132	199	22%	51%	189	5%	751	746	1%

자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

커버리지 금융지주 중에서는 이익 안정성이 충분히 높은 가운데 상대적으로 높은 주주환원 수익률을 기대할 수 있는 회사를 선호한다. 이를 반영하여 Top pick으로는 신한지주와 하나금융지주를 제시한다.

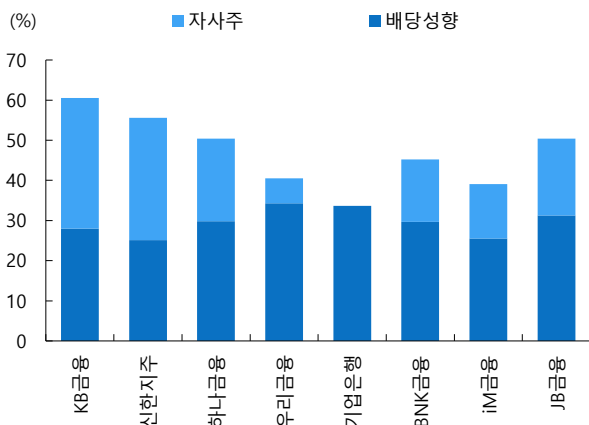
신한지주의 경우 1) 동사 비은행의 핵심인 카드 자회사가 더모아카드 유효기간 만료, 대손비용 부담 축소 영향으로 이익이 개선될 것으로 예상되며 2) 밸류에이션, 총 주주환원수익률 측면에서 저평가되어 있다고 판단됨에 따라 향후 Upside가 상대적으로 높다고 판단한다. 하나금융지주의 경우 1) 높아진 환율에도 상대적으로 CET1비율을 잘 방어했으며 2) 높은 ROE 대비 낮은 밸류에이션으로 높은 총 주주환원수익률을 기대할 수 있다는 점에서 매력적으로 접근할 수 있는 레벨이라고 판단한다.

그림84. 은행업종 PBR-ROE Matrix(2026년)



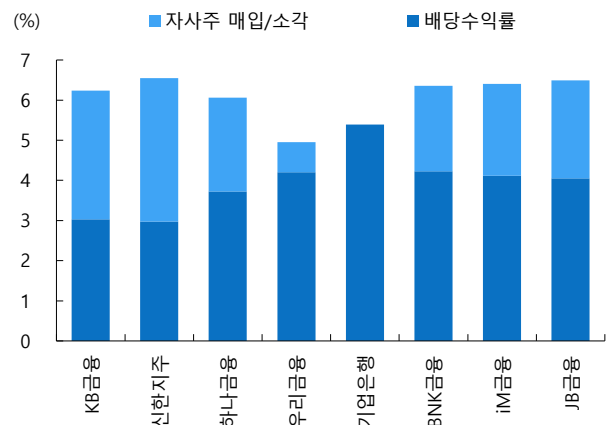
자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

그림85. 은행업종 총 주주환원율



자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

그림86. 은행업종 총 주주환원수익률



자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

표11. 은행업종 Valuation Table

기업명		KB금융	신한지주	하나금융	우리금융	기업은행	BNK금융	iM금융	JB금융
Code		A105560	A055550	A086790	A316140	A024110	A138730	A139130	A175330
투자이견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
현재주가(26.04.17)		162,300	99,600	123,500	35,700	22,550	19,160	18,700	31,000
목표주가		190,000	120,000	150,000	42,000	27,000	23,000	23,000	39,000
상승여력		17.1%	20.5%	21.5%	17.6%	19.7%	20.0%	23.0%	25.8%
NIM (%)	2025	1.97	1.90	1.73	1.73	1.58	1.83	1.92	3.10
	2026E	1.94	1.90	1.78	1.75	1.55	1.82	1.94	3.16
	2027F	1.92	1.88	1.74	1.73	1.53	1.79	1.91	3.15
	2028F	1.88	1.85	1.70	1.70	1.50	1.76	1.87	3.11
CIR (%)	2025	39.3	41.5	41.2	47.3	37.2	50.1	55.1	38.8
	2026E	39.8	41.1	40.8	45.7	36.7	49.1	53.7	38.2
	2027F	40.5	41.6	40.9	45.7	36.7	49.6	52.5	37.7
	2028F	41.0	42.1	42.2	45.4	36.5	49.7	52.4	37.5
Credit Cost (%)	2025	0.50	0.46	0.31	0.53	0.53	0.65	0.52	0.90
	2026E	0.50	0.44	0.34	0.45	0.51	0.59	0.48	0.84
	2027F	0.44	0.43	0.32	0.44	0.48	0.53	0.47	0.83
	2028F	0.43	0.42	0.30	0.43	0.48	0.49	0.42	0.82
당기순이익 (십억원)	2025	5,843	4,972	4,003	3,141	2,711	815	444	710
	2026E	6,237	5,568	4,138	3,203	2,881	836	480	751
	2027F	6,358	5,752	4,393	3,300	2,998	900	526	805
	2028F	6,425	5,928	4,391	3,439	3,117	964	562	848
PER (배)	2025	8.27	7.65	6.65	6.58	6.16	6.18	5.80	6.95
	2026E	9.82	8.59	8.31	8.18	6.24	7.16	6.29	7.81
	2027F	9.52	8.22	7.82	7.94	6.00	6.60	5.71	7.25
	2028F	9.42	7.98	7.83	7.62	5.77	6.17	5.34	6.88
PBR (배)	2025	0.84	0.70	0.65	0.64	0.53	0.48	0.47	0.90
	2026E	1.03	0.85	0.81	0.77	0.53	0.55	0.53	1.01
	2027F	1.00	0.82	0.77	0.73	0.50	0.53	0.50	0.94
	2028F	0.96	0.78	0.74	0.70	0.47	0.51	0.48	0.88
ROE (%)	2025	10.9	9.5	10.2	10.0	8.8	8.0	8.4	13.6
	2026E	11.2	10.2	10.0	9.6	8.8	7.9	8.7	13.5
	2027F	11.0	10.1	10.1	9.4	8.6	8.2	9.1	13.5
	2028F	10.7	10.0	9.7	9.4	8.4	8.4	9.2	13.3
배당성향(%)	2025	27.1	25.2	27.9	31.9	30.8	28.2	25.3	30.1
	2026E	28.0	25.1	29.9	34.3	33.6	29.7	25.5	31.3
	2027F	30.2	26.9	30.9	36.6	33.6	30.4	25.7	31.9
	2028F	33.0	28.8	34.1	38.6	33.5	31.3	26.4	33.3
DPS(원)	2025	4,367	2,590	4,105	1,360	1,048	735	700	1,140
	2026E	4,915	2,960	4,600	1,500	1,215	810	770	1,255
	2027F	5,413	3,280	5,060	1,650	1,265	895	850	1,385
	2028F	5,977	3,620	5,580	1,815	1,310	985	935	1,525
배당수익률(%)	2025	3.5	3.4	4.4	4.9	5.0	4.6	4.5	4.4
	2026E	3.0	3.0	3.7	4.2	5.4	4.2	4.1	4.0
	2027F	3.3	3.3	4.1	4.6	5.6	4.7	4.5	4.5
	2028F	3.7	3.6	4.5	5.1	5.8	5.1	5.0	4.9
총주주환원율 (%)	2025	52.4	54.3	46.8	36.7	30.8	40.5	38.8	45.0
	2026E	60.5	55.6	50.4	40.5	33.6	45.2	40.1	50.4
	2027F	62.4	59.1	53.7	45.7	33.6	48.2	40.9	49.9
	2028F	62.4	60.0	56.9	48.8	33.5	50.5	42.4	50.4
총주주환원수익률 (%)	2025	6.4	7.2	7.1	5.6	5.0	6.6	6.8	6.6
	2026E	6.2	6.6	6.1	4.9	5.4	6.4	6.4	6.5
	2027F	6.6	7.2	6.9	5.7	5.6	7.3	7.2	6.9
	2028F	6.6	7.5	7.3	6.4	5.8	8.2	7.9	7.3

자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

III. 보험: 요율, 금리, 그리고 제도

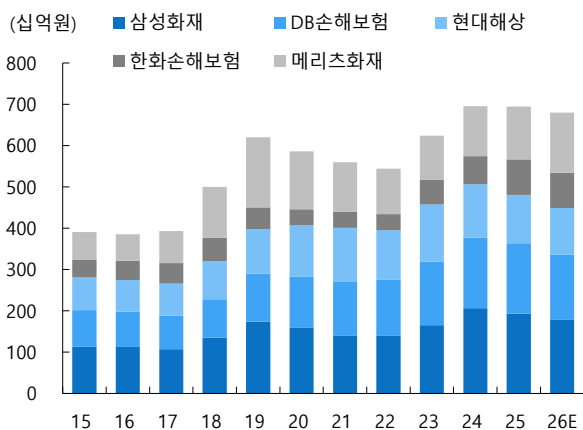
1. 신계약: 지난 3년 대비 둔화 추세 예상

2026년 중 보험업계 전반적으로 신계약은 둔화되는 추세가 나타날 전망이다. 손해보험의 경우 25년 연말 운전자보험 상품의 변호사선임비용 보장 축소에 따른 절판효과 영향으로 연초 신계약 월초보험료가 큰 폭으로 감소한 상황이다.

이에 더해 지속적으로 악화된 보험금 예실차 손익 영향으로 전반적인 언더라이팅 강화가 추진되고 있는 점 등을 감안하면 전체적인 신계약 규모는 하락할 것으로 예상된다. 실제로 각 손보사의 현재 사업계획 등을 감안했을 때 적극적인 신계약 확대 전략을 고려 중인 메리츠화재 정도를 제외하면 신계약 성장에 있어 다소 보수적인 스탠스가 지속될 전망이다. 커버리지 손보 4사 및 메리츠화재의 연간 보장성 인보험 신계약 월초보험료는 합산 기준 2025년 6,949억원에서 2026년 6,800억원으로 2.1% 감소할 것으로 예상된다.

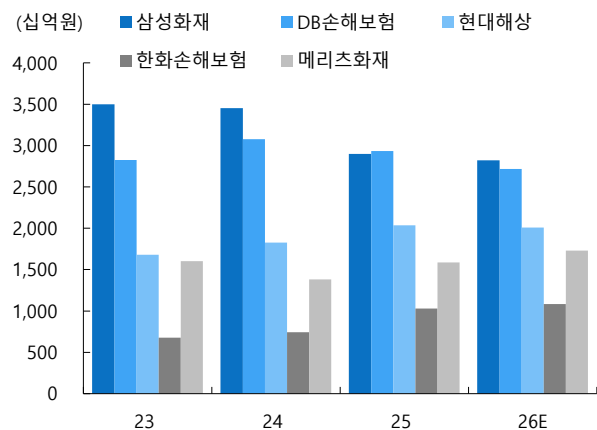
한편 대부분의 보험사들이 요율 인상 등을 활용한 전체적인 수익성 개선을 추진하고 있음을 감안하면 신계약 CSM은 어느정도 안정적으로 방어될 것으로 예상된다. 2026년 손보 4사 및 메리츠화재의 연간 합산 기준 신계약 CSM은 2025년 10.5조원에서 2026년 10.4조원으로 약 1.2% 감소하며 물량 감소분 대비 상대적으로 낮은 하락 폭을 기록할 것으로 전망한다.

그림87. 손해보험 - 연간 월납초회보험료 추이 및 전망



자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

그림88. 손해보험 - 연간 신계약 CSM 추이 및 전망

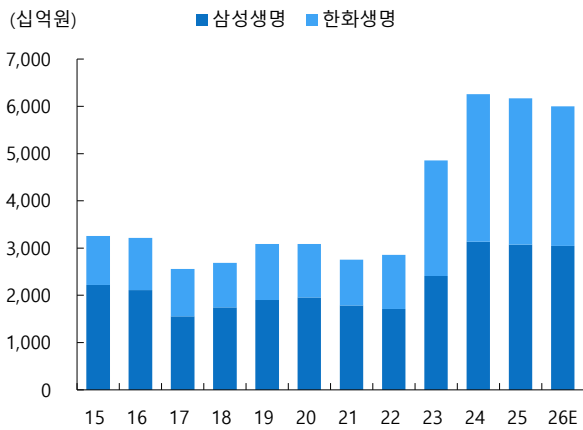


자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

생명보험의 경우에도 전체적인 신계약 물량 감소를 전망한다. 이미 커버리지 2개사 합산 보장성 APE는 2024년 6.3조원에서 2025년 6.2조원으로 1.4% 감소했으며 단기납 종신 등 판매 감소에 기반한 둔화 추세가 지속될 전망이다.

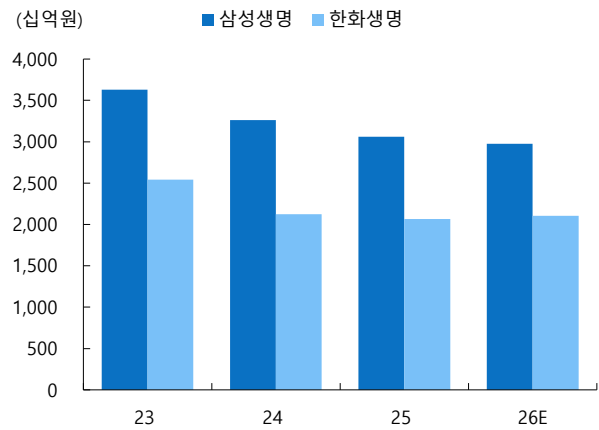
건강보험 판매 확대 기조가 이어지고 있으나 손보와의 경쟁 심화, 예실차 악화로 인한 언더라이팅 강화 필요성 등을 감안했을 때 공격적인 성장을 기대하기는 어려울 전망이다. 커버리지 2사의 연간 합산 보장성 신계약 APE는 2026년 6조원(-2.8% YoY), 월초보험료 기준으로는 4,979억원(-3.3% YoY)을 전망한다. 다만 보험료 인상 등을 통한 마진 개선에 힘입어 신계약 CSM은 5.1조원(-0.9% YoY)으로 전년도와 유사한 수준에서 방어할 것으로 전망한다.

그림89. 생명보험 - 연간 보장성 APE 추이 및 전망



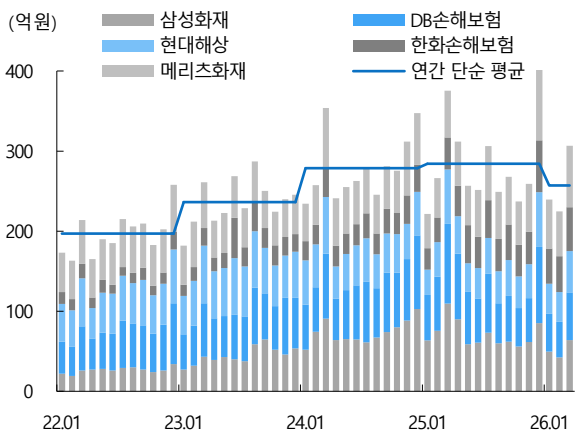
자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

그림90. 생명보험 - 연간 신계약 CSM 추이 및 전망



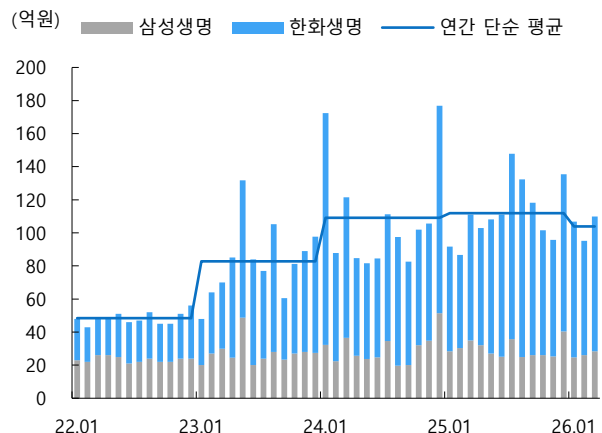
자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

그림91. 손해보험 - 월간 GA 실적 추이



자료: 보험저널, iM증권 리서치본부

그림92. 생명보험 - 월간 GA 실적 추이



자료: 보험저널, iM증권 리서치본부

주: 삼성생명 25년 10월 데이터는 전월과 동일하다고 가정

26년 하반기부터는 GA 제도 관련 영향도 점진적으로 반영될 것으로 예상된다. 향후 시행될 주요 지급수수료 규제로는 26년 7월 설계사 1200%를 확대 적용, 27년 수수료 4년 분급, 계약체결비용 이내 수수료/시책 지급, 29년 7년 분급 등이 있다. 전반적인 제도 현황을 감안했을 때 정착지원금을 활용한 스카우트 경쟁 둔화, 설계사 초기 소득 감소에 따른 설계사 인력 이탈 등에 따른 전체적인 신계약 판매 둔화 기조가 추가적으로 나타날 것으로 예상된다.

표12. 2026년 이후 판매수수료 관련 규제 내용

시기	항목	내용
2026년	수수료 공시 강화	- 판매수수료 비교 공시, GA 비교 설명 제도 도입
	최적사업비 초과 집행기관 제제	- 계획/최적사업비 초과 지출에 대해 실질적 제제 - 상품 기초서류에 부과된 신계약비(최적사업비)를 바탕으로 모집수수료, 시책, 영업비용 등 사업비 집행 과도한지 여부 모니터링
	1200%를 확대 적용	- GA 설계사에 대해서도 1200%를 확대 적용. 정착지원금 등 항목 포함
2027년 1월	4년 분급 제도 도입	- 판매수수료 분급 시행 및 공통비용 구분 집행 - 유지관리수수료 신설하여 최대 7년간 안분 지급 - 계약체결비용 한도 범위 내에서 선지급수수료/유지관리수수료 지급
2029년 1월	7년 분급 제도 도입	- 판매수수료 분급 제도 전면 시행

자료: 언론보도, 금융위원회, iM증권 리서치본부

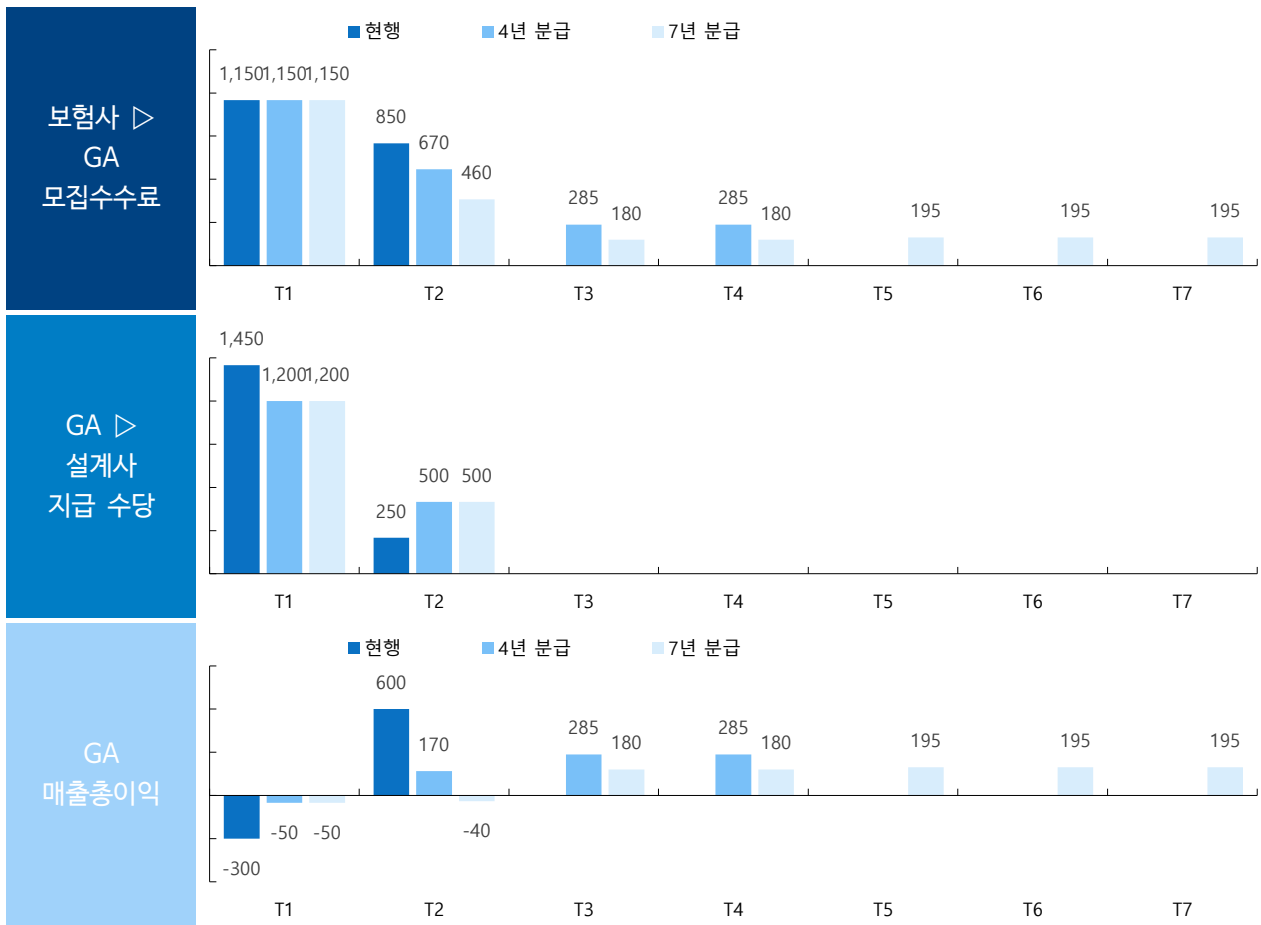
표13. 분급제도 시행에 따른 수수료 지급 추이 변화

제도	항목	세부	1차년도	2차년도	3차년도	4차년도	5차년도	6차년도	7차년도	합계
현행	선지급수수료		1,150	850	0	0	0	0	0	2,000
	유지수수료									0
	당기		1,150	850	0	0	0	0	0	2,000
	누계		1,150	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	
4년분급	선지급수수료	계약체결비용 이내	865	385						1,250
	공통비	계약체결비용 0.4% 이내	60	60	60	60				240
	유지/관리수수료	계약체결비용 1.5% 이내	225	225	225	225				900
	당기		1,150	670	285	285	0	0	0	2,390
	누계		1,150	1,820	2,105	2,390	2,390	2,390	2,390	
7년분급	선지급수수료	계약체결비용 이내	970	280						1,250
	공통비	계약체결비용 0.4% 이내	60	60	60	60	60			300
	유지/관리수수료	계약체결비용 0.8% 이내	120	120	120	120	120	120	120	840
	장기유지수수료	계약체결비용 0.4% 이내						60	60	120
	장기유지보너스	계약체결비용 0.1% 이내					15	15	15	45
	당기		1,150	460	180	180	195	195	195	2,555
	누계		1,150	1,610	1,790	1,970	2,165	2,360	2,555	

자료: 보험저널, iM증권 리서치본부

주: 계약체결비용은 월 보험료 2500% 기준(유지관리수수료 등 기준은 표준신계약비의 50%인 1250% 가정)

그림93. GA/설계사 판매수수료 지급 구조



자료: iM증권 리서치본부

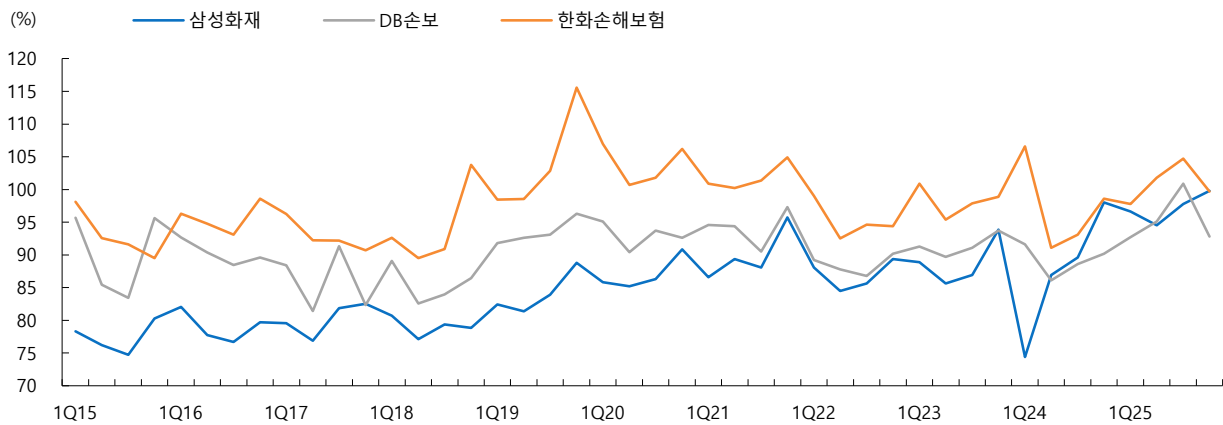
주: 4년분급, 7년분급은 설계사 120%를 시행 가정

2. 보험손익(GM): 높아진 손해율 관리 필요. 지속되는 제도 이슈도 부정적

생명/장기손해보험의 보험손익도 전반적으로 부진한 흐름이 지속될 것으로 예상된다. IFRS17 회계기준 도입 이후 CSM 확보를 위한 보장성 계약 판매 확대 노력이 지속되며 언더라이팅 완화에 따른 보험금 예실차 부진 기조가 지속되고 있는데 기인한다. 연말 손해율 가정 조정이 지속되고 있으나 평균적으로 5개년 데이터가 반영되는 점을 감안했을 때 1) 연말 가정조정에 따른 CSM 감소 및 2) 예실차 부진 기조가 이어질 전망이다.

제도 관련 부담이 지속되는 점도 다소 부담스럽다고 판단한다. 금융당국은 26년 말부터 경험통계가 5년 이내로 축적된 신규 담보, 비실손 갱신 담보 등에 대해 일괄 90% 이상의 보수적인 손해율을 적용할 계획이며 사업비 가정에 있어서도 물가상승률을 반영할 계획이다. 현재 손/생보사의 위험손해율 수준, 최근 공격적으로 판매한 유병자보험의 손해율 악화 추세 등을 종합적으로 감안했을 때 큰 폭의 CSM 조정 및 손실계약비용 확대가 나타날 것으로 예상된다. 그 외에도 기존 유사암으로 분류되던 갑상선암에 대한 분류 기준 전환 등 자잘하게 CSM 감소 요인 및 손실계약비용에 영향을 미칠 수 있는 제도 관련 이슈가 추가적으로 나타날 것으로 예상된다.

그림94. 주요 보험사 분기별 위험손해율 추이



자료: 각사, iM증권 리서치본부

표14. 유병자실손 - 경과손해율 추이

회사	2022년	2023년	2024년
메리츠화재	49.0	60.8	73.4
한화손해보험	49.3	58.5	69.0
삼성화재	56.4	66.0	72.8
현대해상	49.7	58.9	67.9
KB손해보험	49.7	57.8	59.9
DB손해보험	48.4	58.2	61.2

자료: 손해보험협회, iM증권 리서치본부

한편 최근 논의되는 실손보험 관련 제도 개편 논의는 긍정적이라고 판단한다. 도수치료 등 가격 편차가 크거나 이용 증가 속도가 빠른 비급여 항목을 관리급여로 지정하여 자기부담금 기준을 높이고 비중증 비급여 항목에 대한 보장 범위를 조정한 5세대 실손을 도입하는 등 전반적인 제도 개선에 따라 실손 보험금 축소가 유의미하게 나타날 수 있을 것으로 예상되기 때문이다. 이러한 제도 영향은 최근 실손 요율 인상과 더불어 실손 비중이 높은 현대해상, 한화손보에 있어 전반적으로 긍정적으로 작용할 것으로 예상된다.

다만 5세대 실손의 보장범위를 감안했을 때 1~3세대 실손은 실질적으로 5세대 실손으로 당장 갈아탈 유인이 크지 않을 것으로 예상되며 지속적인 요율 상승에도 실손 위험손해율 악화 추세가 지속되고 있다는 점을 감안했을 때 단기적으로 관련 영향이 예실차 개선으로 이어질 가능성은 다소 가시성이 낮다고 판단한다.

표15. 실손보험 세부 내용(1)

시기	2003년 10월	2009년 10월	2013년 1월	2015년 9월
구분	표준화 이전(1세대 실손)	표준화 실손(2세대 실손)		
보험기간	80세/100세	100세	15년 재가입	15년 재가입
갱신 주기	3년/5년	3년	1년	1년
담보 구성	- 상해/질병 입원 및 통원 (급여/비급여 통합) - 상해 의료비	- 상해/질병 입원 및 통원 (급여/비급여 통합) - 종합 입원 및 통원	- 상해/질병 입원 및 통원 (급여/비급여 통합)	- 상해/질병 입원 및 통원 (급여/비급여 통합)
자기부담금	손해보험 0%(회사별 치료비 한도 상이) 통원 공제금액: 외래+처방 5천원~1만원	입원 10% (연간 자부담 200만원 한도) 통원 공제금액: - 외래 1~2만원 - 약재 8천원	선택형 입원 10% (연간 자부담 200만원 한도) 통원 공제금액: - 외래 1~2만원 - 약재 8천원	선택형 II 입원/통원 공통 적용: 급여 10%/비급여 20% 통원 공제금액: - 외래 1~2만원 - 약재 8천원
	생명보험 연간 치료비 3천만원 내 20% 통원 공제금액: 외래+처방 5천원~1만원		표준형 입원 20% (연간 자부담 200만원 한도) 통원 공제금액: 외래 1~2만원 or 20% 약재 8천원 or 20%	표준형 입원 20% (연간 자부담 200만원 한도) 통원 공제금액: 외래 1~2만원 or 20% 약재 8천원 or 20%
상급병실	차액 50%	차액 50%(1일 10만원 한도)	차액 50%(1일 10만원 한도)	차액 50%(1일 10만원 한도)
가입 금액	입원 최대 1억 통원 최대 30만원	입원 최대 5천만원 통원 최대 30만원	입원 최대 5천만원 통원 최대 30만원	입원 최대 5천만원 통원 최대 30만원
보험료 납입	적립대체형 추가납입형	추가납입형	추가납입형	추가납입형
비중(24년)	17.8%	43.2%		

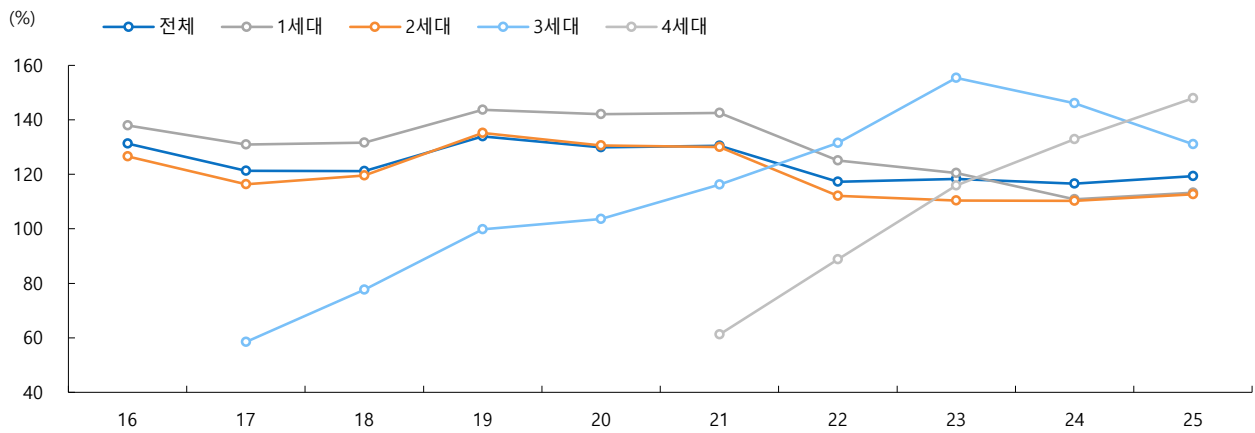
자료: 보험저널, 금융위원회, iM증권 리서치본부

표16. 실손보험 세부 내용(2)

시기	2017년 4월	2021년 7월	2026년 4월 이후
구분	3세대 실손	4세대 실손	5세대 실손
보험기간	15년 재가입	5년 재가입	언급 없음
갱신 주기	1년	1년	언급 없음
담보 구성	기본: 상해/질병 입원 및 통원 (급여/비급여 통합) 특약: 3대 비급여 항목	주계약: 급여항목 한정 특약: 비급여 항목 전체	주계약: 급여항목 한정 특약 I: 중증 비급여 특약 II: 비중증 비급여
자기부담금	선택형 II 입원/통원 공통 적용: 급여 10%/비급여 20%	주계약 입원/통원 공통 급여 기준 20% (입원 자부담 200만원 한도)	주계약(급여) 입원: 자기부담률 20% 외래: Max [건보 본인부담률, 20%, 최소공제액 1~2만원]
	통원 공제금액: - 외래 1~2만원 - 약재 8천원	통원 공제금액 - 외래 급여 1~2만원	
	표준형 입원 20% (연간 자부담 200만원 한도)	특약 입원/통원 공통 비급여 30% 적용	특약(중증) 4세대와 동일 입원의 경우 연간 자부담 500만원 한도
	통원 공제금액: 외래 1~2만원 or 20% 약재 8천원 or 20%	통원 공제금액 - 외래 비급여 3만원	특약 II(비중증) 입원: 자기부담률 50% 외래: Max [50%, 5만원]
	특약(3대 비급여) 2만원 or 30%		
상급병실	차액 50%(1일 10만원 한도)	차액 50%(1일 10만원 한도)	언급 없음
가입 금액	기본 입원 최대 5천만원 통원 최대 30만원	입원/통원 합산 5천만원 통원 회당 20만원(비급여 연간 100회 한도)	중증(특약 1) 연간 5천만원 통원 회당 20만원
	특약 도수/제외/증식 치료 350만원 비급여 주사 250만원 비급여 MRI/MRA 300만원		비중증(특약 2) 연간 1천만원 통원 일당 20만원 입원(병원/의원) 회당 300만원
보험료 납입	추가납입형	추가납입형	추가납입형
비중(24년)	22.3%	14.6%	N/A

자료: 보험저널, 금융위원회, iM증권 리서치본부

그림95. 실손보험 - 연도별 위험손해율 추이



자료: 각사, iM증권 리서치본부

표17. 표준화 실손 - 회사별 보험료 인상률

회사	2022	2023	2024	2025	2026
메리츠화재	6.4	8.3	11.2	11.3	16.7
한화손해보험	0.0	10.9	2.1	14.3	21.7
삼성화재	10.6	0.0	0.0	16.8	21.1
현대해상	2.1	0.0	6.5	20.8	21.0
KB손해보험	13.0	0.0	0.0	13.9	21.0
DB손해보험	2.1	15.1	7.2	18.5	23.6

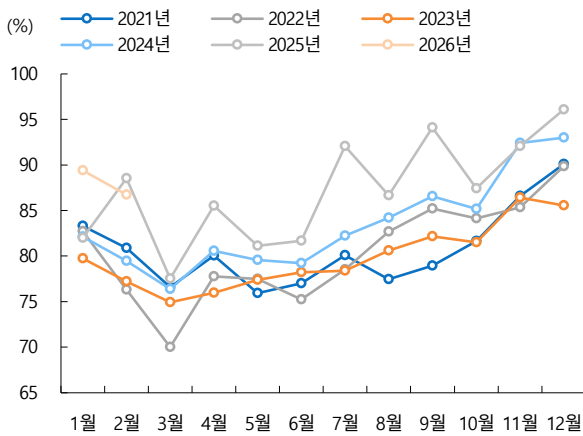
자료: 손해보험협회, iM증권 리서치본부

주: 3대 비급여 포함 전체 합계 기준

3. 보험손익(PAA): 자동차 보험 사이클 저점 통과 중

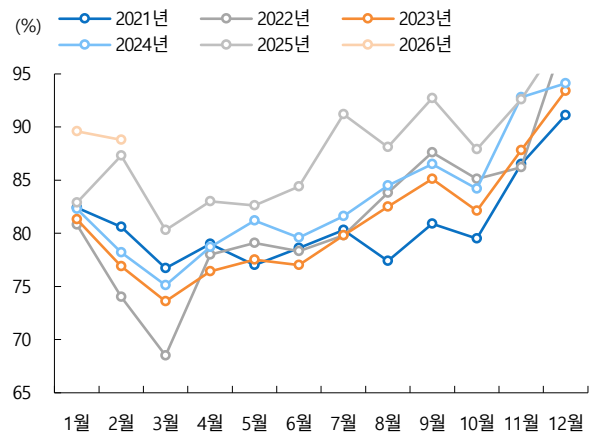
25년 중 자동차보험 손익은 누적된 요율 인하 영향으로 규모의 경제가 확보된 대형사도 적자 전환하는 모습이 나타났다. 다만 최근 손실 누적에 따라 2월을 기점으로 1% 초중반 수준의 자동차 보험료 인상이 단행된 만큼 자동차 보험 손익 사이클은 어느정도 저점을 통과하고 있다고 판단한다. 다만 연속적으로 유의미한 수준의 요율 인상이 단행되지 않는 한 커버리지 보험사 기준 2025년에 이어 2026년~2027년 중에도 전반적인 자동차보험 손실 부담 추세는 지속될 수밖에 없다고 판단한다. 향후 관건은 자동차보험 사이클의 반등 속도가 될 것으로 전망한다.

그림96. 자동차보험 손해율 추이(상위 4사 평균)



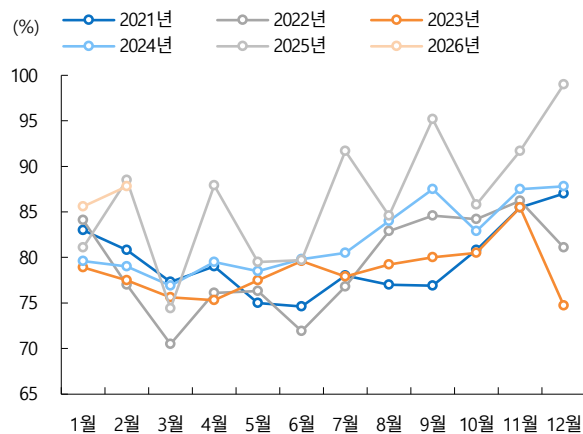
자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림97. 삼성화재 - 월별 자동차 손해율 추이



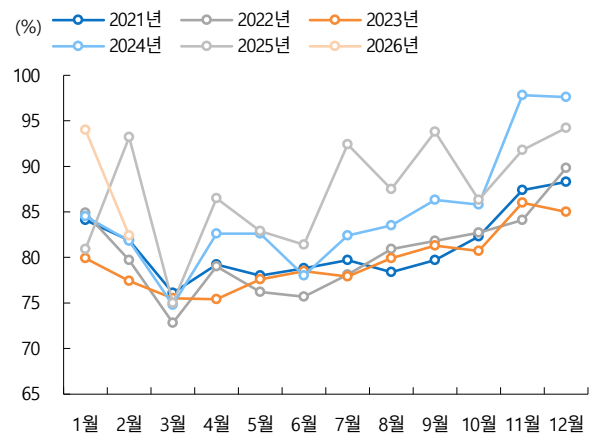
자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림98. DB손해보험 - 월별 자동차 손해율 추이



자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림99. 현대해상 - 월별 자동차 손해율 추이

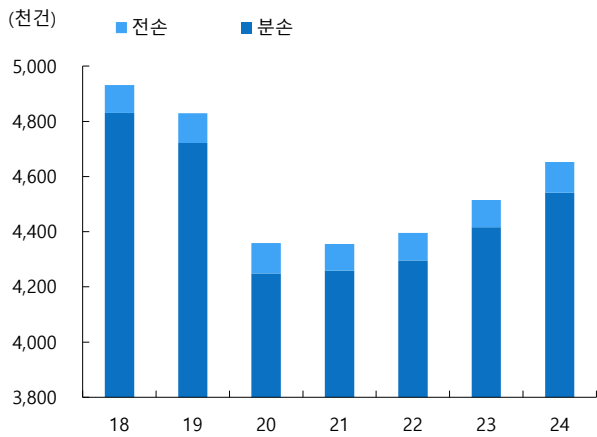


자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

더 나아가 최근 이란 사태로 인해 유가 상승, 통행량 감소가 예상되는 점은 자동차 보험 손익에 있어 긍정적으로 작용할 것으로 예상된다. 현재 공공기관 차량 2부제, 공영주차장 자동차 5부제 시행 등 전반적인 자동차 통행량에 영향을 미치는 정책이 시행되고 있는 만큼 관련 부담이 일부 축소될 전망이다.

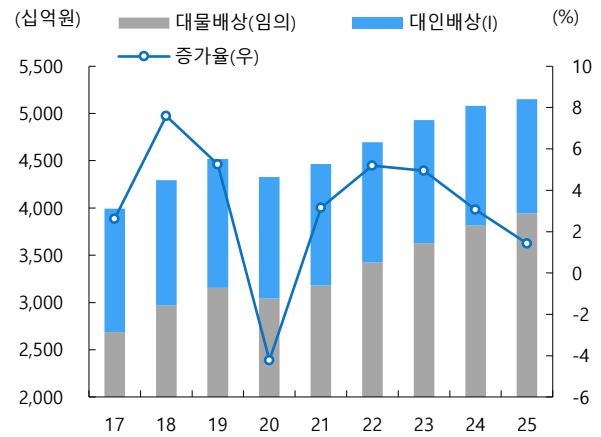
실제로 과거 코로나19 시기 통행량 감소에 따라 자동차보험 사고 피해물 수 및 손해액이 큰 폭으로 감소한 사례를 찾아볼 수 있는 만큼 전반적인 운행량 감소는 손보사에 있어 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망한다. 다만 최근 자동차 5부제 시행 등에 따라 요율 인하 방안 등이 논의되고 있는 만큼 본격적인 자동차보험 사이클의 Turn around는 조금 더 시간이 필요할 것으로 전망한다.

그림100. 자동차보험 - 코로나19 시기 자동차보험 사고 피해물 수



자료: 보험개발원, iM증권 리서치본부

그림101. 자동차보험 - 의무보험 관련 항목 손해액 추이



자료: 보험개발원, iM증권 리서치본부

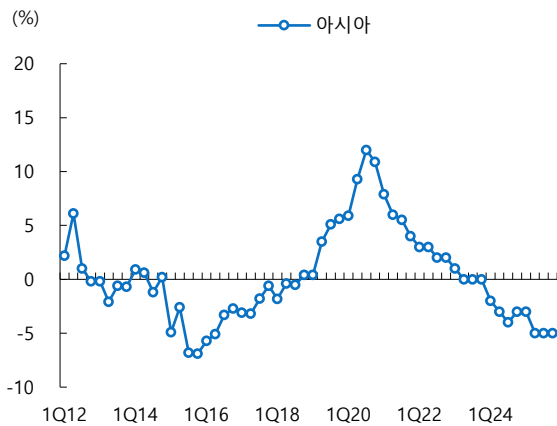
주: 의무보험은 대인배상 I 및 대물배상(2천만원)이나 편의상 대물배상(임의)로 기재

일반보험의 경우 호르무즈 해협 사태 관련 해상보험에 대한 우려가 존재하나 통상적으로 전쟁은 면책사유라는 점 감안하면 영향은 사실상 없을 것으로 예상된다. 최근 재보험 시장이 소프트마켓 추이로 돌아선 점을 감안할 때 전반적인 가격 부담은 이전보다 완화될 전망이다.

다만 현재 보험사들의 보유 비율이 과거보다 올라갔으며 XoL 한도도 이전보다 높아진 것으로 추정되는데 이는 전반적인 재보험 시장의 소프트마켓 추세에도 불구하고 타이트한 재보험 인수 조건이 지속되고 있는데 기인한다. 대형 사고가 발생하지 않을 경우 이전보다 이익 자체는 크게 개선될 것으로 예상되나 대형 사고 발생 시 손실 변동성 자체는 다소 높아질 것으로 예상된다.

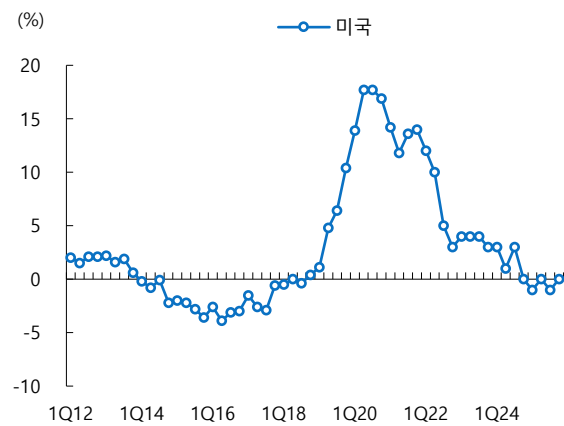
26년 상반기 중 DB손해보험이 인수할 포르테그라는 대부분 Casualty, Specialty 보험을 취급하고 있으며 통상적으로 일반보험 범주에 해당한다. 국내보다 Commercial 보험 요율 등 전반적인 인수 조건이 양호한 미국 보험사의 인수 및 실적 반영이 예상되는 만큼 전반적인 일반손해보험의 이익체력 자체는 크게 개선될 전망이다. 다만 이전보다 일반보험의 이익 비중이 높아진 만큼 대형사고 발생에 따른 이익 변동성은 과거보다 현저히 높아질 것으로 전망한다. 이익 변동성 완화 및 리스크 부담을 완화하기 위한 재보험 라인 확보 등의 중요성이 더욱 높아질 것으로 예상된다.

그림102. Marsh 상업 보험 가격 지수 - 아시아



자료: Marsh, iM증권 리서치본부

그림103. Marsh 상업 보험 가격 지수 - 미국



자료: Marsh, iM증권 리서치본부

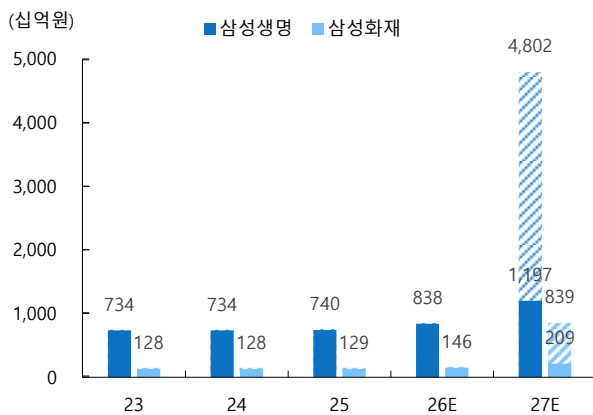
4. 투자손익: 대내외 요인으로 인한 영향 고려 필요

투자손익의 경우 대내외 환경에 따른 영향이 크게 나타날 것으로 예상된다. 대표적으로 삼성생명이나 삼성화재의 경우 삼성전자 배당 확대 등 계열사 주식에서 발생하는 대규모 이익으로 인한 투자손익 개선이 예상된다. 2026년 중 삼성전자의 이익이 대폭 증가할 것으로 예상되는 만큼 2027년 중 특별배당에 따른 투자손익 개선이 예상된다.

다만 최근 높아진 금리 환경 등을 감안하면 FVPL 자산으로 분류된 채권형 펀드 등에서 평가손실이 다소 발생할 수 있다고 판단한다. 다만 양호한 국내 증시나 대체투자 관련 손익을 바탕으로 채권 관련 손실을 일부 상쇄할 수 있을 것으로 전망한다.

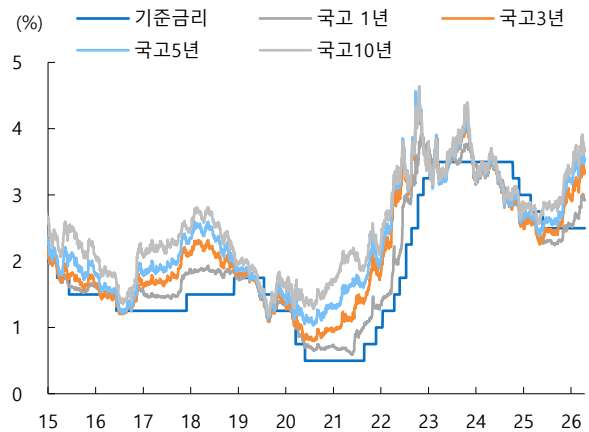
아울러 최근 이슈가 되고 있는 Private Credit의 경우 커버리지 손보 합산 4조원, 생보 합산 2.7조원 수준의 잔액이 있으며 최근 이슈가 된 펀드 관련 자산은 아직 없으나 잠재적으로 손실이 발생할 가능성을 어느정도 고려할 필요가 있다고 판단한다. 다만 25년 말 기준 Private Credit에 대한 투자 규모가 4,820억달러로 전체 자산 6조달러 중 8%에 달하는 미국 생보사들과 비교했을 때 전체적인 익스포저 규모가 크지 않다는 점에서 과도한 우려는 불필요하다고 판단한다.

그림104. 삼성생명/화재 - 특별배당에 따른 일회성 투자손익 추정



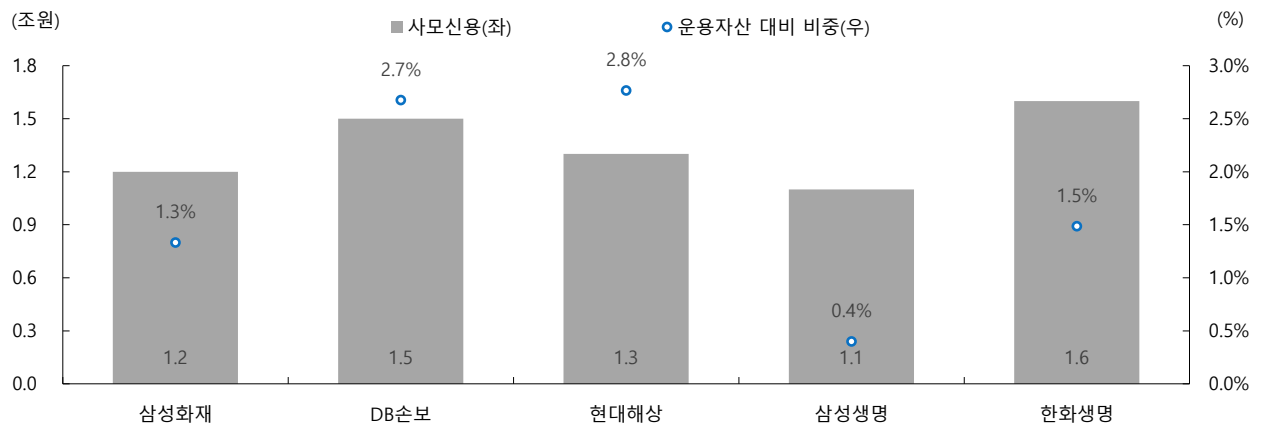
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정
 주: 빗금으로 표시된 항목은 컨센서스 중 DPS 최고치 적용 기준

그림105. 시장금리 추이



자료: 금융투자협회, iM증권 리서치본부

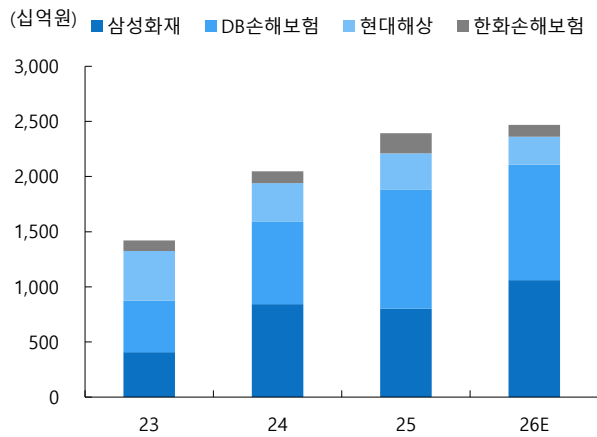
그림106. 주요 보험사 Private Credit 보유 현황



자료: 각사, iM증권 리서치본부

정상적인 투자손익은 대체로 이전 수준과 유사하거나 소폭 하락한 수준을 전망한다. 비용 단에서는 장기선도금리 동결, 시장금리 상승, 관찰만기 확대 시기 이연 등 부채 할인을 하락 추세가 둔화됨에 따라 보험금융비용 부담이 지속될 것으로 예상되는 반면 수익 단에서는 최근 채권 금리 상승이 교체매매 등을 통해 투자손익으로 반영되는 데까지 어느정도 시간이 소요되기 때문이다.

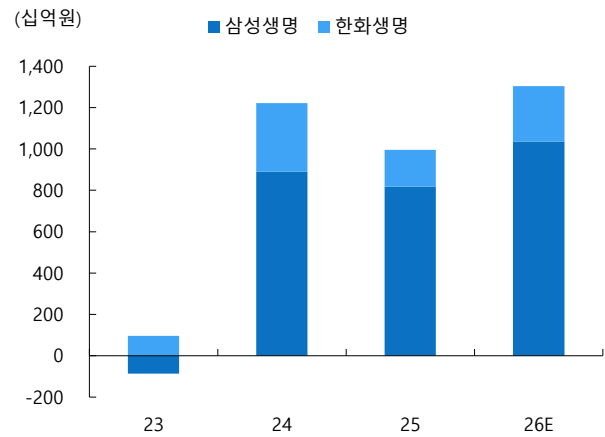
그림107. 손해보험 - 투자손익 추이 및 전망



자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

주: 별도 기준 투자손익

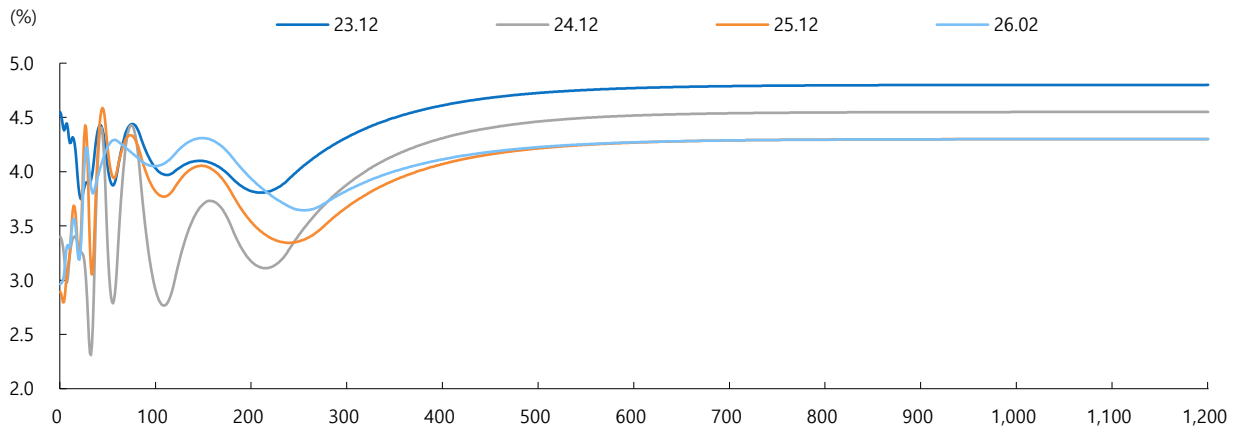
그림108. 생명보험 - 투자손익 추이 및 전망



자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

주: 별도 일반계정 기준 투자손익

그림109. 보험부채 할인율 - 하락 추세는 멈춘 상황



자료: 금융감독원, iM증권 리서치본부

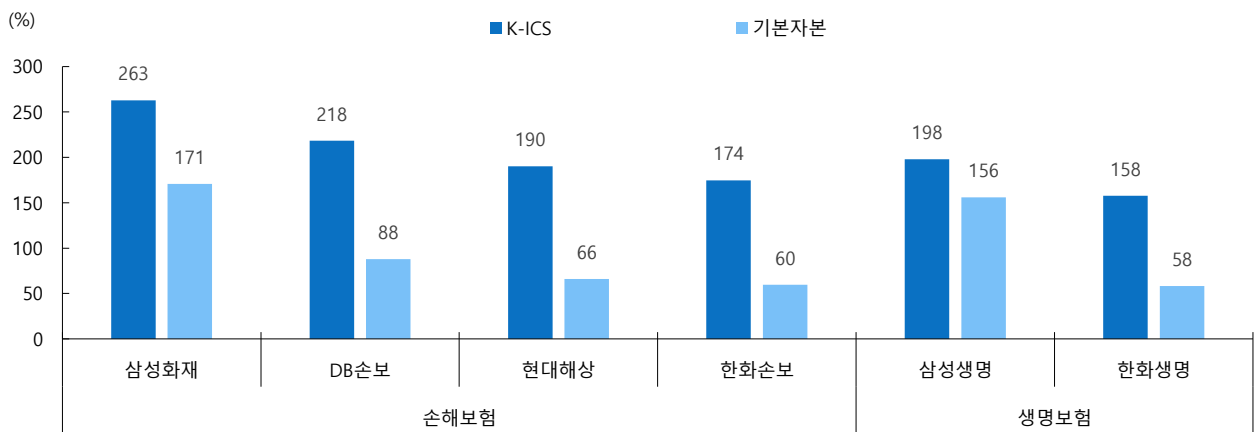
5. K-ICS 비율: 금리 상승으로 부담 줄었으나 지속적으로 관리 필요

지속적으로 보험사 자본에 부담으로 작용해 오던 부채 할인을 규제 관련 영향은 전반적으로 완화된 상황이다. 장기선도금리가 25년도와 동일하게 4.3%로 유지되었으며 최종관찰만기도 10년에 걸쳐 단계적으로 적용됨에 따라 26년 중 할인을 조정에 따른 자본비율 하락 영향은 없을 것으로 예상된다. 또한 이란 사태 등 영향으로 인한 금리 상승은 상대적으로 1) K-ICS비율이 낮고 2) 부채 듀레이션이 길어 금리 민감도가 높은 보험사의 자본력에 있어 긍정적이라고 판단하며 현대해상, 한화생명 등의 자본 부담이 특히 완화될 전망이다.

최근 금융당국이 생산적금융 확대를 위해 보험사들의 정책펀드 투자 등에 대한 위험계수를 낮춰주는 방안을 제시하고 있으나 1) 여전히 관찰만기 확대 등 추가 할인을 조정 요인이 남아있으며 2) 향후 금리 변동 등에도 안정적으로 듀레이션 갭을 관리해야 하는 만큼 적극적인 투자는 쉽지 않을 전망이다.

다만 27년부터 기본자본 기준 K-ICS 비율 도입이 예정되어 있는 점을 감안할 때 지속적인 자본 관리 노력이 요구될 전망이다. 최저 요구 수준은 50%이나 기본자본으로 인정되는 자본증권(신종자본증권 등)의 상환 시 80% 이상의 기본자본비율이 필요하다는 점을 감안했을 때 보수적 자본관리 기조가 지속될 전망이다. 한편 기존 해약환급금준비금 적립 비율 감소 시 기본자본비율 하락이 발생하던 이슈에 대해 27년부터 기본자본 산출 시 적립비율과 관계없이 해약환급금준비금 전액을 기본자본으로 반영하는 제도적 개선이 도입된 것은 보험사들의 자본 관리에 있어 긍정적이다. 이전까지 전체적인 K-ICS비율이 양호하여 해약환급금준비금을 80%만 적립함에 따라 기본자본비율 측면에서 손해를 보던 대형사에 있어 더욱 긍정적 영향이 예상된다.

그림110. 커버리지 보험사 K-ICS비율 현황



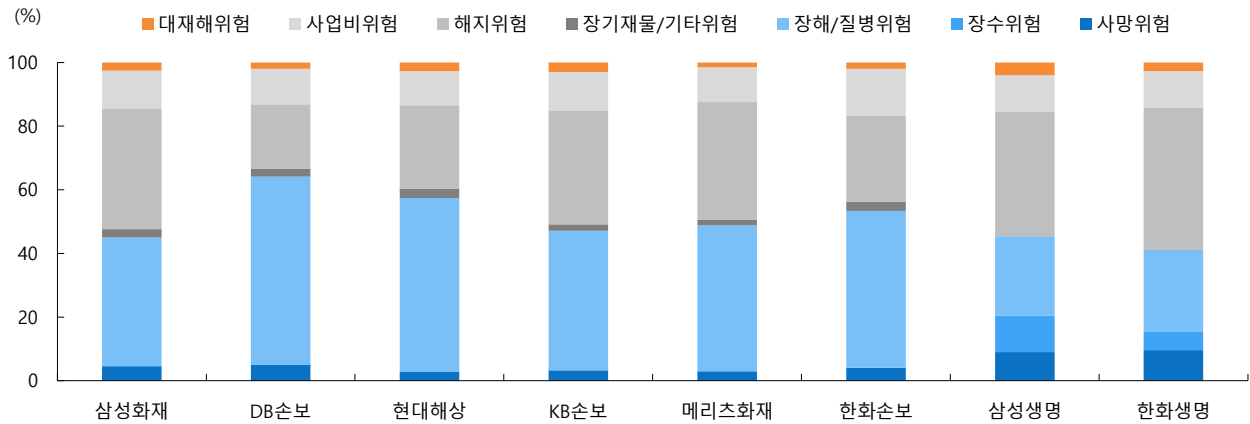
자료: 각사, iM증권 리서치본부

표18. 커버리지 보험사 K-ICS 세부 내용 (25년 말 기준)

(십억원, %)	삼성화재	DB손보	현대해상	KB손보	메리츠화재	한화손보	삼성생명	한화생명
가용자본	29,300.0	21,552.2	13,958.6	12,190.9	13,350.6	5,894.9	65,740.2	22,901.1
기본자본	19,029.3	8,681.3	4,837.6	5,010.0	4,432.2	2,013.4	51,774.3	8,445.2
보완자본	10,270.7	12,870.9	9,121.0	7,180.9	8,918.4	3,881.5	13,965.9	14,455.9
요구자본	11,146.3	9,876.3	7,340.8	6,364.7	5,532.2	3,378.8	33,207.5	14,539.0
생명/장기손해보험위험액	7,462.7	9,475.9	7,246.5	6,000.5	5,672.7	3,438.3	11,628.1	10,654.5
일반손해보험위험액	2,119.7	1,523.8	1,206.6	1,044.2	718.3	542.3	0.0	542.3
시장위험액	8,862.6	3,583.8	2,658.8	3,217.0	1,833.5	1,207.9	34,552.2	7,191.9
신용위험액	2,257.8	2,844.4	1,371.7	1,351.0	1,581.0	368.5	4,166.0	2,495.9
운영위험액	774.8	718.3	890.7	501.2	439.7	269.9	1,083.8	1,648.7
분산효과	-6,311.4	-5,038.4	-3,440.6	-3,394.8	-2,669.9	-1,425.3	-9,806.1	-5,555.6
법인세효과	-4,106.7	-3,363.6	-2,613.7	-2,366.7	-2,048.1	-1,022.8	-11,153.7	-2,884.8
K-ICS비율	262.9	218.2	190.2	191.5	241.3	174.5	198.0	157.5
기본자본 K-ICS비율	170.7	87.9	65.9	78.7	80.1	59.6	155.9	58.1

자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림111. 생명/장기손해보험위험액 세부 내용 (25년 말 기준)



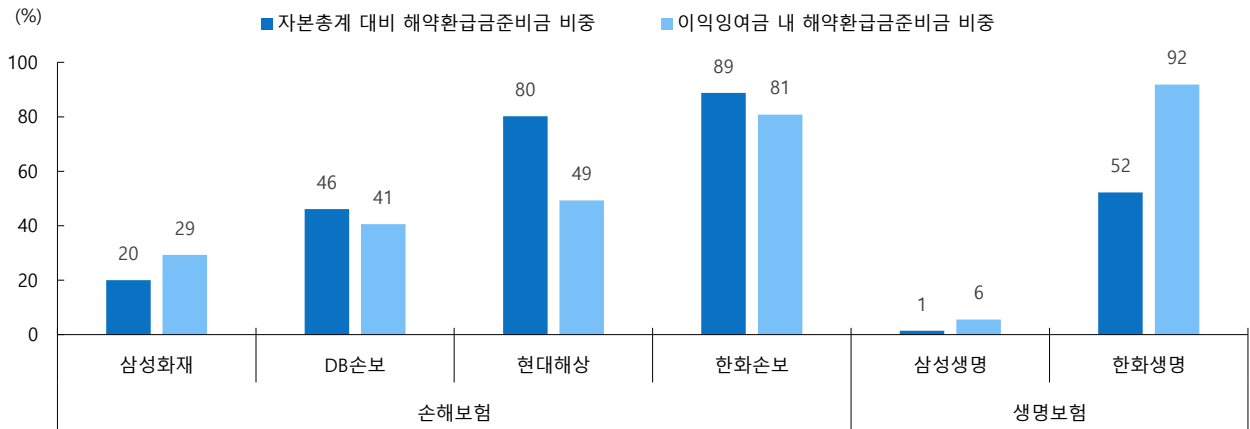
자료: 각사, iM증권 리서치본부

주: DB손보는 DB생명 제외 기준, 한화생명은 한화손보 제외 기준

6. 배당에 대한 기대감은 여전히 보수적으로 유지

현재 보험사들의 배당을 제약하는 주요 요인은 해약환급금준비금으로 IFRS17 도입 이후 원가부채와 시가부채의 차이로 증가한 자본에 대해 준비금으로 적립하도록 규정된 항목이다. 최저 수준이 0인 기존 해약환급금(원가부채)과 달리 IFRS17 보험부채는 계약 초기 대규모 신계약비로 인해 시가부채가 마이너스로 전환되는 구간이 발생하고 있으며 IFRS17 전환 이후 CSM 확보를 위한 신계약 확대가 이어지며 지속적으로 해약환급금준비금이 누적되고 있는 상황이다. 일부 보험사의 경우 2023~2025년 중 발생한 신계약 수준이 지속될 경우 이익잉여금 전액이 해약환급금준비금 등으로 구성될 것으로 예상된다.

그림112. 커버리지 보험사 해약환급금준비금 비중



자료: 각사, iM증권 리서치본부

현재 일정 수준의 K-ICS비율을 충족하는 보험사에 대해서는 해약환급금준비금 적립 비율을 80%로 적용하고 있는데 이는 기존 보험부채에 대한 법인세효과 영향을 고려한 것으로 현재 상황에서 배당가능이익은 IFRS4 수준을 기준으로 하고 있다.

최근 해약환급금준비금 관련 제도 개편 논의가 진행되고 있으나 현재 제도 기준으로는 산정 방식의 변화보다는 적립 비율의 추가적인 조정 형태로 이뤄질 것으로 예상된다. 해약환급금준비금 상당액이 기본자본으로 분류되고 있는 현 제도 특성상 산정 방식이 변화될 경우 기본자본 산출 로직의 변경이 수반될 필요가 있을 것으로 예상되기 때문이다. 중장기적으로 적정 수준의 K-ICS비율 및 기본자본 기준 K-ICS비율을 일정 수준 충족하는 보험사에 대해 적립 비율이 하향되는 형태로 제도 개선이 이뤄질 것으로 전망한다.

다만 제도 시행 이후 3년이 경과했음에도 신규 담보에 대한 최소 손해를 90% 적용 등 제도 측면의 이슈가 지속되고 있으며 IFRS17 기준 이익이 중하위사 중심으로 회계기준 전환 이전과 유사한 수준까지 조정되고 있음을 감안할 때 추가적인 규제 완화 여부에 있어서는 이익과 자본력의 안정성이 선행적으로 확인될 필요가 있다고 판단한다.

현재 해약환급금준비금과 당기순이익을 바탕으로 추정한 배당가능이익 증분은 IFRS17 기준 이익에 비해 현저히 낮은 수준이라고 판단하며 상위권 보험사도 여력이 충분한 일부 회사를 제외하면 대부분 기보유 배당가능이익을 차감하며 가능한 범위 내 최대 규모의 주주환원을 시행하고 있는 것으로 추정된다. 커버리지 보험사 중 삼성화재, DB손보, 삼성생명, 메리츠금융지주(메리츠화재), 코리안리를 제외하면 여전히 배당에 대한 가시성은 다소 불투명한 상황이라고 판단한다.

표19. 커버리지 보험사 기본자본 세부 구성

(십억원)	삼성화재	DB손보	현대해상	한화손보	메리츠화재
별도 당기순이익	1,691	1,535	561	361	1,681
해약환급금준비금 순증	1,917	1,302	702	382	1,183
법인세율(27.5% 가정)	27.5%	27.5%	27.5%	27.5%	27.5%
기타포괄손익누계액 등 변동 제외한 예상 배당가능이익 증분	301	591	52	84	823

자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

주: 해약환급금준비금 순증의 경우 전년도 K-ICS비율이 기준치를 하회하는 등 영향으로 적립비율이 차이나는 경우 해당 내용을 반영하여 순증 규모 산출

표20. 커버리지 보험업종 기본자본 및 관련 항목 세부 내용

(십억원)	삼성화재	DB손보	현대해상	삼성생명	한화생명
1. 기본자본 K-ICS비율 현황					
기본자본	19,029	8,681	4,838	51,774	8,445
요구자본	11,146	9,876	7,341	33,208	14,539
기본자본 K-ICS 비율	170.7%	87.9%	65.9%	155.9%	58.1%
2. 해약환급금부족분 상당액 중 해약환급금준비금 상당액 초과분 현황					
해약환급금(A)	64,392	58,521	39,962	254,783	141,560
현행추정부채 (B)	42,863	32,282	24,298	229,924	114,939
위험마진 (C)	2,959	3,782	2,874	4,577	4,240
보험계약대출 시가평가액-해지 시 상환액 (D)	28	267	68	3,015	1,909
출재보험료부채 시가평가액 - 해지 시 회수액 (E)	-162	-162	-86	-1,371	-398
해약환급금부족분 상당액 (F=A-B-C+D+E)	18,437	22,561	12,771	21,926	23,893
해약환급금준비금 (G)	4,130	6,550	3,917	832	8,924
보험계약/재보험계약 공정가치 변동 중 OCI로 인식한 세전 미실현손익 (H)	909	1,448	805	11,036	5,130
해약환급금준비금 상당액 (I=G+H)	5,039	7,998	4,722	11,869	14,054
법인세 효과 (J)	-3,537	-3,621	-2,004	-2,721	6,624
해약환급금부족분 상당액 중 해약환급금준비금 상당액 초과분 (K=F-I+J)	9,861	10,942	6,045	7,337	7,429
3. 현재 기본자본 내 해약환급금준비금 상당액 비중 (I/기본자본)					
	26.5%	92.1%	97.6%	22.9%	166.4%

자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

7 손해보험 투자전략: 하반기부터 Turn around 관점 접근 예상

커버리지 손해보험사의 실적은 2026년 4.42조원으로 2025년 대비 1.3% 감소하며 부진한 흐름을 이어갈 것으로 전망한다. 보장성 인보험 신계약 둔화, 보험금 예실차 부진, 자동차보험 손익 부진 등 보험손익 부진 추세가 이어질 것으로 예상하며 하반기 중에는 신규 담보에 대한 손해율 조정 등 추가적인 제도 이슈 영향이 반영되며 CSM 조정 및 손실계약비용 확대 기조가 나타날 전망이다.

표21. 커버리지 손보업종 실적 전망

(십억원)	1Q25	4Q25	1Q26E	(YoY)	(QoQ)	컨센서스	Vs 컨센서스	2026E	컨센서스	Vs 컨센서스
지배순이익 합계	1,401	564	1,211	-14%	115%	1,308	-7%	4,417	4,833	-9%
삼성화재	608	235	606	0%	158%	615	-1%	2,041	2,120	-4%
DB손해보험	447	335	361	-19%	8%	410	-12%	1,519	1,621	-6%
현대해상	203	-73	152	-25%	흑전	176	-13%	554	744	-25%
한화손해보험	143	67	92	-36%	37%	107	-14%	303	348	-13%

자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

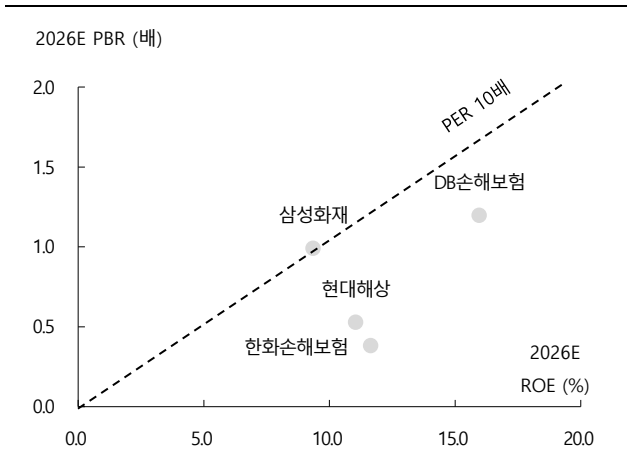
주: 삼성화재는 연결, 나머지는 별도 기준

한편 27년으로 갈수록 Turn around 관점에서 손보 업종에 대한 접근을 해볼 수 있다고 판단한다. 1) 먼저 제도 측면에서 무/저해지보험, 실손보험, 신규 담보 등 대부분의 계리적 가정에 대한 조정이 마무리될 전망이다. 향후 추가적인 제도 이슈는 제한적일 것으로 예상하며 현재 적용 중인 금융당국의 보수적인 가이드라인 내용을 감안했을 때 점진적인 예실차 손익 실적의 개선이 예상된다. 2) 또한 자동차 보험의 요율 인상이 단행되었다. 최근 5부제 등에 따른 요율 하락 인하가 논의되고 있는 만큼 온전한 자동차 보험 사이클 개선을 기대하기는 어렵겠으나 추가적인 하락 압력이 완화되는 점은 긍정적이라고 판단한다. 3) 마지막으로 실손 제도 개선에 따른 효과가 기대된다. 손해율 악화에 따라 실손보험 요율이 전세대에 걸쳐 큰 폭으로 인상되었으며 주요 비급여 항목에 대한 관리급여 적용 등 전반적인 제도 개선이 이뤄질 것으로 예상되는 만큼 예실차 손익 등에 있어 긍정적 영향을 전망한다.

커버리지 보험사 중에서는 DB손보를 선호한다. 업황 부진에 따른 실적 악화에도 적극적인 주주환원 확대를 통해 분리와세 기준을 충족하는 등 주주가치 제고를 위한 노력이 이어지고 있는 점이 긍정적이다. 향후 포र्ट에그라 인수 이후 추가적인 자본 정책이 예상된다. 삼성화재의 경우 삼성전자 지분에 따른 모멘텀 등을 기대할 수 있으나 최근 삼성전자 지분 처분이익의 배당 지급 여부 등 주주환원 측면에서 불분명한 스탠스를 보인 점은 다소 아쉽다고 판단한다.

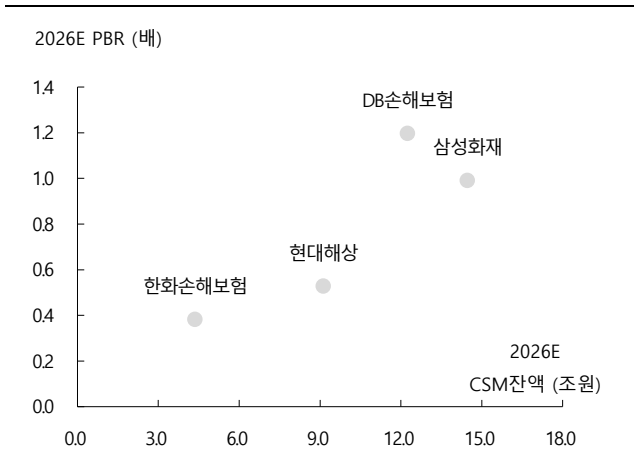
현대해상, 한화손해보험은 여전히 배당 관련 불확실성이 지속되고 있다는 점에서 보수적 관점으로 접근할 필요가 있다. 다만 상대적으로 높은 자동차보험 민감도, 실손 비중 및 최근 금리 상승 기조 등을 종합적으로 감안했을 때 대내외 환경 자체는 분명 긍정적 국면으로 전환되고 있다고 판단한다. 펀더멘털이 아닌 내러티브 측면에서는 가장 큰 모멘텀을 기대할 수 있을 전망이다.

그림113. 손해보험 PBR-ROE Matrix



자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

그림114. 손해보험 PBR - CSM Matrix



자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

8. 생명보험 투자전략: 금리 상승은 긍정적이거나 적극적인 추천은 애매한 환경

커버리지 생명보험사의 합산 당기순이익은 2026년 3.1조원으로 2025년 대비 17.5% 증가할 전망이다. 보험손익 부진이 지속되겠으나 삼성생명의 경우 삼성전자 특별배당 등 계열사 관련 투자손익을 바탕으로 견조한 이익을 시현할 것으로 전망한다. 한화생명의 경우에도 보험손익 부진 추세가 지속되겠으나 전년도 특별계정 계정대체 등 대규모 일회성 비용 기저효과로 이익이 개선될 것으로 전망한다. 손보와 마찬가지로 지속적으로 제도 관련 이슈가 나타남에 따라 이익 변동이 이어지고 있는 점은 부담요인이라고 판단한다.

표22. 커버리지 생보업종 실적 전망

(십억원)	1Q25	4Q25	1Q26E	(YoY)	(QoQ)	컨센서스	Vs 컨센서스	2026E	컨센서스	Vs 컨센서스
지배순이익 합계	757	183	930	23%	407%	923	1%	3,075	3,008	2%
삼성생명	635	186	771	21%	315%	748	3%	2,564	2,464	4%
한화생명	122	-2	159	30%	흑전	175	-9%	511	544	-6%

자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

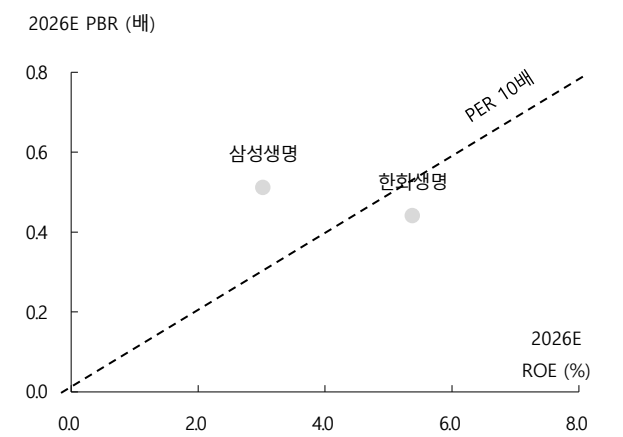
주: 삼성생명은 연결, 나머지는 별도 기준

현재 기준으로 투자 매력은 다소 애매하다고 판단한다. 삼성생명의 경우 본업 가치보다 사실상 전자 지분 가치가 주가의 모멘텀으로 작용하고 있다고 판단하며 한화생명의 경우에도 계열분리 등 그룹사 관련 이슈가 주가의 주요 동인이 된다고 판단한다. 삼성생명의 경우 삼성전자의 26년 호실적 전망에 따라 27년 대규모 특별 배당이익에 기반한 투자손익 개선 기대감이 유효하나 여전히 시간이 많이 남아있다고 판단한다.

단기적으로 본업 중심 펀더멘털과는 다소 괴리가 존재하는 주가 흐름을 감안했을 때 전반적인 매력은 다소 제한적이라고 판단한다. 보유 자사주 소각에 대한 기대감은 일부 있겠으나 지속적인 자사주 매입/소각이 수반되지 않는 일회성 이벤트에 그칠 것으로 예상되는 만큼 중장기적 주주가치 제고 효과는 제한적일 전망이다.

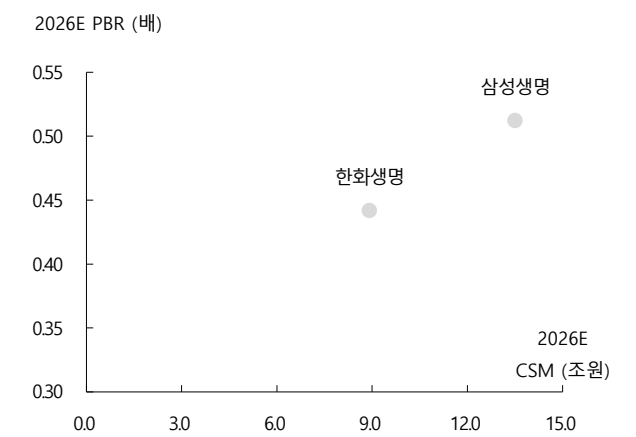
삼성생명의 경우 추가적으로 지속적으로 발생 중인 삼성전자 자사주 소각에 따른 지분 처분이익 등 일회성 이익의 주주환원 반영 여부에 있어 다소 소극적인 스탠스를 보이고 있는 상황이다. 기존에 소통하던 배당성향 중심 주주환원 정책 대신 DPS 우상향 중심으로 주주환원 정책을 시행할 것으로 예상된다. 단기적으로는 큰 폭의 DPS 상승을 기대하기는 어렵겠으나 향후 미래 이익과 관계없이 중장기적으로 우상향하는 DPS가 예상되는 만큼 중장기적 투자 매력은 더욱 높아질 전망이다.

그림115. 생명보험 PBR-ROE Matrix



자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

그림116. 생명보험 PBR - CSM Matrix



자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

표23. 보험업증 Valuation Table

기업명		삼성화재	DB손해보험	현대해상	한화손해보험	삼성생명	한화생명
Code		A000810	A005830	A001450	A000370	A032830	A088350
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
현재주가(26.04.17)		480,000	173,300	30,400	6,730	253,500	4,900
목표주가		580,000	220,000	37,000	8,000	299,000	5,900
상승여력		20.8%	26.9%	21.7%	18.9%	17.9%	20.4%
CSM 잔액(십억원)	2025	14,168	12,205	8,978	4,069	13,218	8,714
	2026E	14,456	12,237	9,110	4,349	13,492	8,905
	2027F	14,784	12,325	9,320	4,607	13,723	9,127
	2028F	15,159	12,407	9,556	4,867	13,937	9,359
전체 자본(십억원)	2025	20,628	9,855	4,883	2,720	65,706	12,461
	2026E	21,708	10,913	5,152	2,964	92,066	12,699
	2027F	22,814	12,068	5,495	3,278	93,774	12,955
	2028F	23,876	13,200	5,871	3,615	95,294	13,229
보험손익(십억원)	2025	1,520	1,036	396	308	975	345
	2026E	1,549	1,020	501	304	998	399
	2027F	1,603	1,118	541	332	1,008	423
	2028F	1,669	1,136	583	358	1,026	448
투자손익(십억원)	2025	802	1,078	330	184	692	87
	2026E	1,061	1,047	252	109	908	268
	2027F	1,160	1,113	341	108	1,390	266
	2028F	1,158	1,149	345	112	1,209	265
당기순이익(십억원)	2025	2,018	1,535	561	361	2,303	314
	2026E	2,041	1,519	554	303	2,564	511
	2027F	2,160	1,640	652	323	2,938	528
	2028F	2,209	1,679	687	346	2,833	547
ROE (%)	2025	11.0	17.6	11.4	13.5	4.7	3.4
	2026E	9.3	16.0	11.0	11.6	3.1	5.4
	2027F	9.4	15.4	12.3	11.2	3.1	5.4
	2028F	9.2	14.3	12.1	10.8	2.9	5.5
PER(배)	2025	10.0	5.2	4.3	1.8	13.7	9.0
	2026E	9.6	6.9	4.3	2.6	20.1	8.5
	2027F	9.1	6.4	3.7	2.4	17.6	8.2
	2028F	8.9	6.3	3.5	2.3	18.2	7.9
PBR(배)	2025	1.15	1.03	0.56	0.35	0.50	0.30
	2026E	0.99	1.20	0.53	0.38	0.52	0.45
	2027F	0.91	1.07	0.49	0.34	0.51	0.44
	2028F	0.84	0.97	0.46	0.31	0.50	0.43
배당성향(%)	2025	40.7	30.0	0.0	0.0	41.3	0.0
	2026E	44.3	31.9	0.0	0.0	43.4	0.0
	2027F	46.1	33.3	0.0	0.0	41.6	0.0
	2028F	49.6	35.8	0.0	0.0	46.3	0.0
보통주 DPS(원)	2025	19,500	7,600	0	0	5,300	0
	2026E	21,450	8,000	0	0	6,200	0
	2027F	23,595	9,000	0	0	6,800	0
	2028F	25,955	9,900	0	0	7,300	0
배당수익률(%)	2025	3.9	5.8	0.0	0.0	3.4	0.0
	2026E	4.5	4.6	0.0	0.0	2.4	0.0
	2027F	4.9	5.2	0.0	0.0	2.6	0.0
	2028F	5.4	5.7	0.0	0.0	2.8	0.0

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

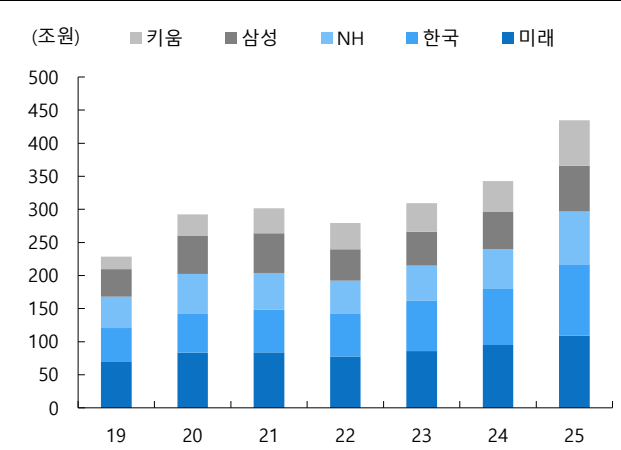
IV. 증권: 정책적 수혜와 변동성 그 사이

1. 정책적 수혜에 기반한 레버리지 확대 및 ROA 개선

2025년부터 증권업은 정책적 요인과 시장 환경에 힘입어 레버리지가 확대되고 ROA가 개선되며 전체적인 ROE가 제고되는 모습이 나타났다. 레버리지 측면에서는 1) 정책적 기업금융 확대를 위한 IMA 인가로 대형사의 추가 레버리지 활용이 여력이 확대되었으며 2) 밸류업 프로그램 등 주식시장 활성화 방안, 대체거래소 넥스트레이드 출범에 따른 증시 활성화 영향으로 위험자산 투자 심리가 개선됨에 따라 예탁자산 등이 확대되는 모습이 나타났다.

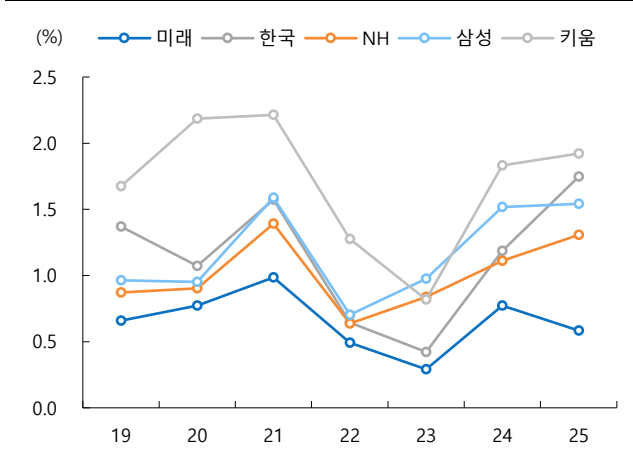
ROA 측면에서도 1) 증시 활성화, 반도체 업황 등에 기반한 거래대금 확대로 인한 위탁매매 및 신용융자 손익 개선, 2) 위험자산 투자 심리에 따른 상품 판매 증가, 3) 1H25 금리 하락에 따른 채권 매매평가손익 및 2H25 주식시장 활성화에 따른 트레이딩 손익 개선 및 4) 투자자산 평가손익 개선 등에 힘입어 전체적인 수익률이 큰 폭으로 개선되는 모습이 나타났다.

그림117. 커버리지 증권사 - 합산 총 자산 추이



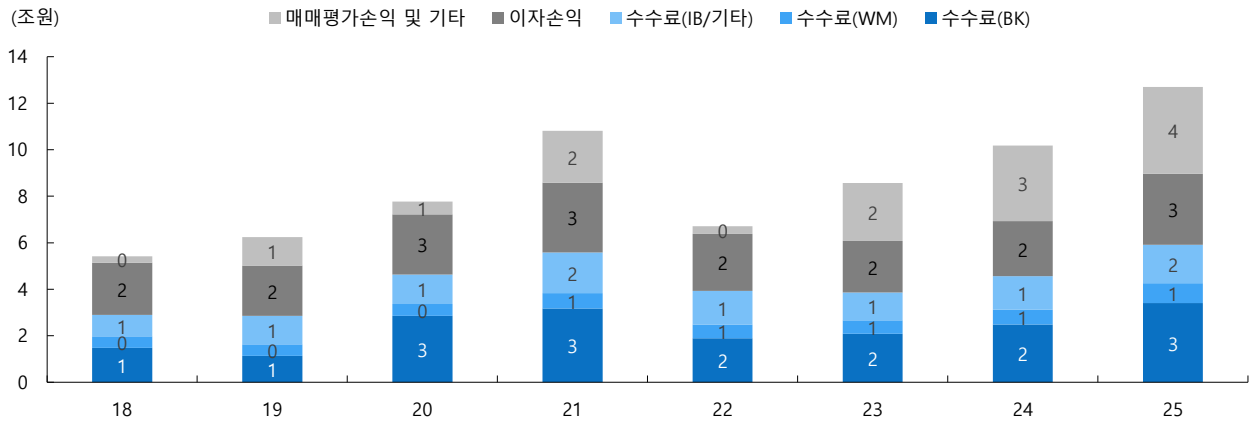
자료: 각사, iM증권 리서치본부
주: 별도 재무제표 기준

그림118. 커버리지 증권사 - ROA 추이



자료: 각사, iM증권 리서치본부
주: 별도 재무제표 기준. 한국투자증권의 경우 자회사 배당 차감하여 산출

그림119. 커버리지 증권사 합산 순영업손익 Breakdown

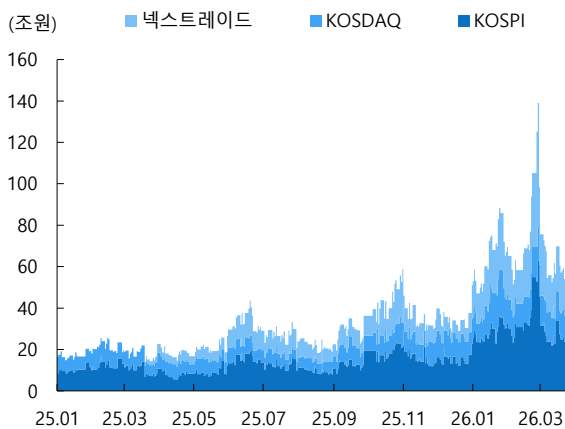


자료: 각사, iM증권 리서치본부

주: 별도 기준

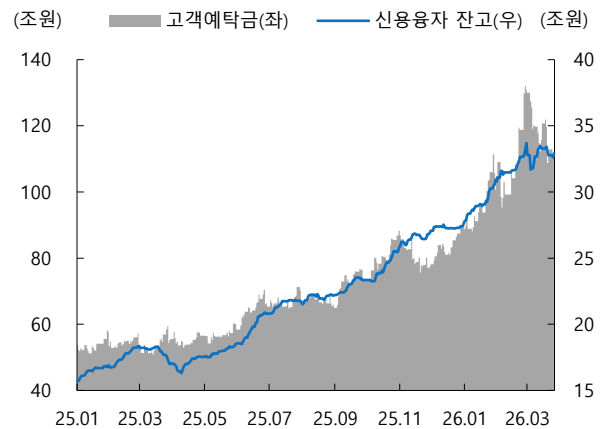
2026년에도 이러한 정책적 수혜에 기반한 실적 개선 기조는 지속될 전망이다. 수익성 측면에서는 넥스트레이드 도입 및 거래 시간 확대 등에 따라 과거 대비 한 단계 높아진 거래대금을 바탕으로 브로커리지 수수료 손익/신용융자 이자손익 등 리테일 중심으로 견조한 실적을 전망한다. 또한 레버리지 측면에서도 위험자산 투자 심리 개선에 따른 고객 예탁자산 증가, 생산적 금융 기조에 따른 발행어음/IMA 등 조달 수단 확대에 따른 지속적인 확대 국면이 이어질 전망이다.

그림120. 거래대금 추이



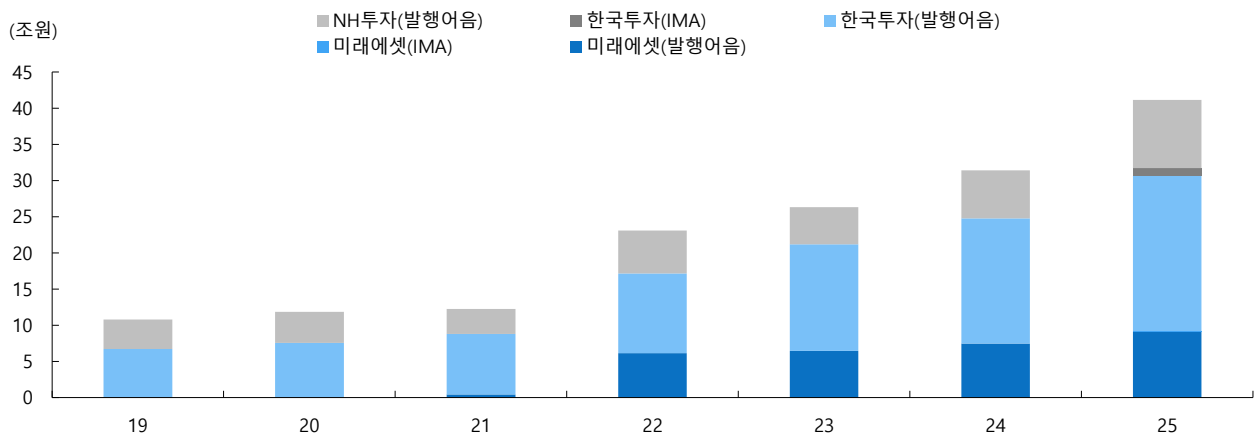
자료: 금융투자협회, iM증권 리서치본부

그림121. 예탁금 및 신용융자 추이



자료: 금융투자협회, iM증권 리서치본부

그림122. 커버리지 증권사 발행어음 및 IMA 잔액 추이



료: 각사, iM증권 리서치본부

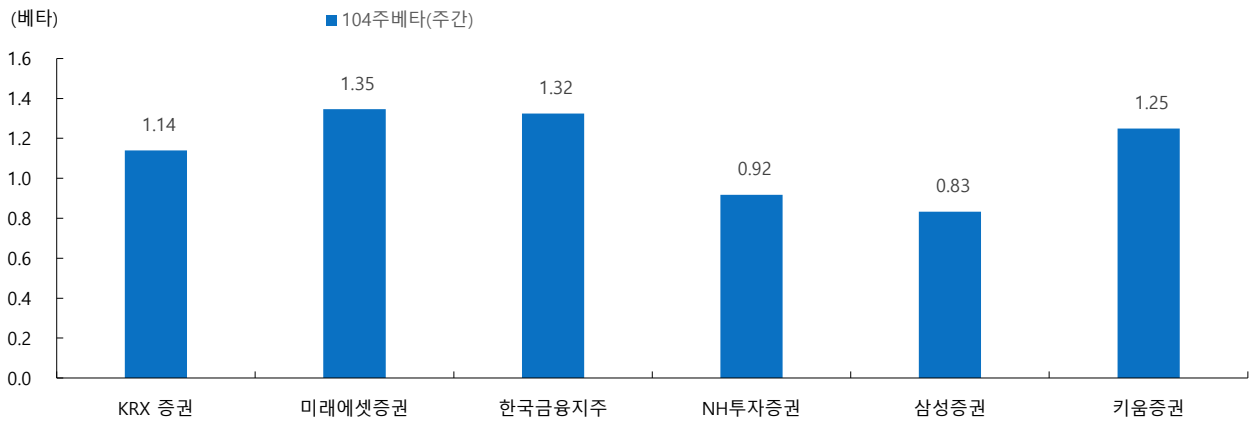
2. 위탁매매: 궁극적으로는 현재 거래대금의 지속 여부가 관건

초대형 IB 육성 방안, 신 NCR 규제 도입 등 정책적인 투자은행 업무 활성화 정책에 따라 과거 천수담 구조라는 소리를 듣던 것에 비해서는 증권업종의 거래대금에 따른 실적 민감도가 대체로 낮아지는 모습이 나타났으나 여전히 전반적인 실적에 있어 거래대금은 핵심적인 지표로 작용하고 있다. 1) 거래대금 증가에 따른 위탁매매 수수료 손익 및 신용용자 개선이 나타나며, 2) 통상적으로 위험자산 투자심리가 개선될 때 거래대금이 증가하는 만큼 전반적인 운용손익(평가처분손익 및 배당/분배금)의 개선이 이뤄질 것으로 예상되기 때문이다. 이에 따라 증권업종의 베타는 여전히 매우 높은 수준을 보이고 있다.

따라서 향후 위탁매매 부문의 실적에 있어 핵심은 1) 현 수준의 거래대금이 지속되며 2) 코스피 등 증시 환경이 지속적으로 우상향하는 모습이 나타날 수 있을지 여부가 관건이다. 이미 1Q26 중 일간 거래대금(KRX+NXT 합산)이 139조원(3월 4일)에 달하는 등 분기 일평균 거래대금이 전년 대비 2~3배 수준에 달하는 상황임을 감안했을 때 연간 실적은 매우 양호한 수준을 기록할 것으로 예상된다. RIA 계좌에 대한 세제 혜택 등 정책적인 증시 부양 정책도 거래대금에 있어 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상된다. 다만 상대적으로 수수료율이 높은 해외주식 거래가 줄고 국내주식으로 전환이 발생하는 점을 감안하면 전체적인 수익성이 개선되기 위해서는 추가적인 회전을 제고가 필요할 것으로 전망한다. 종합적으로 국내 연간 일평균 거래대금은 약 60조원 수준을 예상하며 커버리지 5개사의 합산 브로커리지 수수료 손익(별도 기준)도 거래대금 확대에 힘입어 2026년 6.2조원(+83.1% YoY)로 큰 폭 증가할 전망이다.

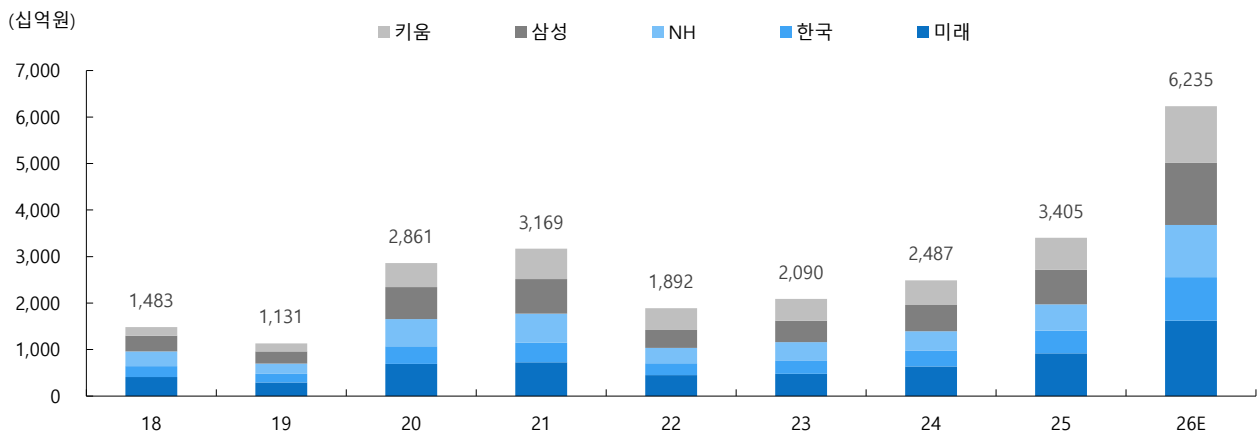
다만 거래대금 수준이 지속되더라도 현재 커버리지 증권사 대다수의 신용용자 한도가 대부분 소진되어 중단과 재개가 반복되고 있는 점을 감안했을 때 이전과 같은 신용용자 잔액 증가 속도를 기대하기는 어려울 전망이다. 이러한 요인을 감안했을 때 위탁매매 부문 실적(매매수수료 및 신용용자)은 26년 상반기 중 큰 폭의 이익 상승이 나타난 이후 추가적인 이익 증가세가 둔화되는 흐름이 나타날 것으로 전망한다.

그림123. 커버리지 증권사 및 KRX 증권 지수 베타 현황



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

그림124. 커버리지 증권사 위탁매매 수수료손익 전망



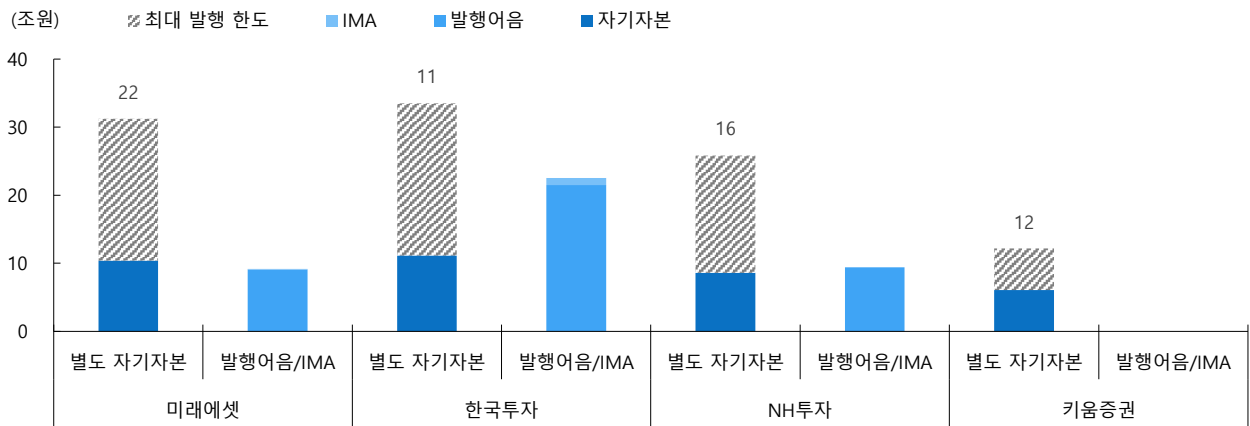
자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

3. 기업금융: 정책적 수혜에 기반한 레버리지 확대 긍정적. 시장 경쟁 심화는 부담

생산적 금융 기조에 따라 국내 기업금융 시장 내 담보 위주의 간접금융 의존도를 줄이고 모험자본으로 대표되는 직접금융 비중을 확대하기 위한 노력이 지속되고 있다는 점은 증권업종에 있어 긍정적이라고 판단한다. 발행어음, IMA 인가 증권사가 확대되고 있으며 은행 중심 금융지주도 자회사 증권사에 대한 RWA 배분을 확대하는 등 전체적으로 모험자본으로 자금이 이동하고 있는 추세가 나타나고 있는 점은 긍정적이다.

실제로 커버리지 증권사의 발행어음/IMA잔액은 25년 41.2조원(+31.1% YoY)로 큰 폭 증가했으며 2026년의 경우 발행어음 인가가 확정된 키움증권과 IMA 인가가 확정된 NH투자증권의 추가 발행 여력을 감안하면 25년 말 자기자본 기준 최대 61.6조의 추가 자금 조달이 가능할 것으로 예상된다. 현재 인가가 진행 중인 삼성증권, 메리츠증권까지 발행어음 사업 인가가 확정될 경우 추가적인 시장 확대가 예상된다.

그림125. 커버리지 증권사 발행어음/IMA 현황 및 최대 한도 추정(25년 말 기준)



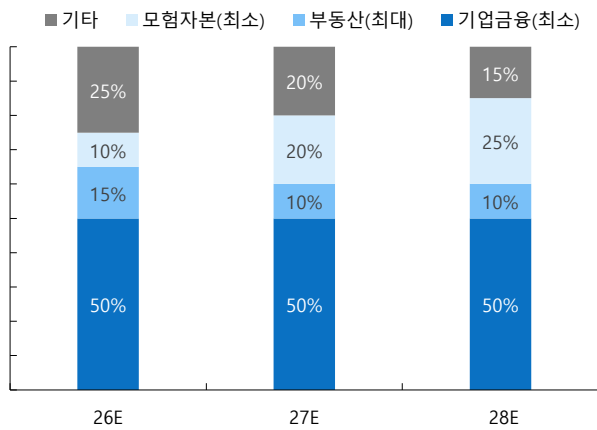
자료: 각사, iM증권 리서치본부

주: 미래, 한투, NH는 IMA 반영하여 300% 적용. 키움은 발행어음만 영위 중이라 200% 적용했으며 삼성증권은 아직 인가 전이라 제외

다만 사업자 증가에 따른 경쟁 심화는 부담요인이라고 판단한다. 커버리지 증권사 외에도 하나증권, 신한투자증권 등 주요 대형 증권사들이 발행어음 사업 인가를 확보했으며 KB증권도 7천억원의 유상증자를 단행하며 전반적인 자본 규모를 확대하는 모습이 나타나고 있기 때문이다. 신한, 하나 등 은행 계열 증권사들의 경우 그룹 차원의 생산적 금융 참여 기조에 따라 최대 25~30%에 달하는 금액을 모험자본에 투자할 예정이다.

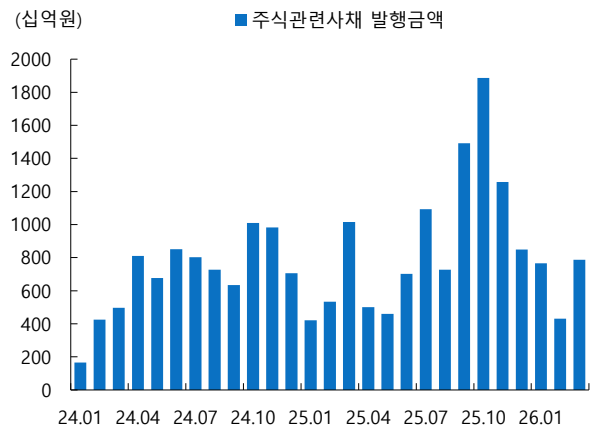
통상적으로 원금 및 고정 수익 보장이 요구되는 발행어음 특성으로 해당 사업을 영위하는 증권사는 대부분 일정한 현금 흐름이 지속적으로 발생하는 하이일드 회사채나 메자닌 등 중심으로 자산을 운용하는 모습이 나타나고 있으며 가장 적극적으로 사업을 영위하는 한국투자증권의 경우 PRS도 적극적으로 활용하며 이익을 창출하는 모습이 나타나고 있다. 통상적으로 증권사가 발행어음 운용을 통해 예대마진 약 100~150bp를 확보하는 것으로 알려져 있으나 다만 최근 경쟁 심화에 따라 메자닌 투자 시장 등에서 공급자 우위 시장이 형성되고 있으며 이란 사태 영향으로 금리가 상승하며 채권 발행이 어려워지고 주가 변동성이 높아지고 있음을 감안했을 때 이전보다 전반적인 마진 하락 압력이 높아졌다고 판단한다.

그림126. 발행어음 모험자본 투자 규제



자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

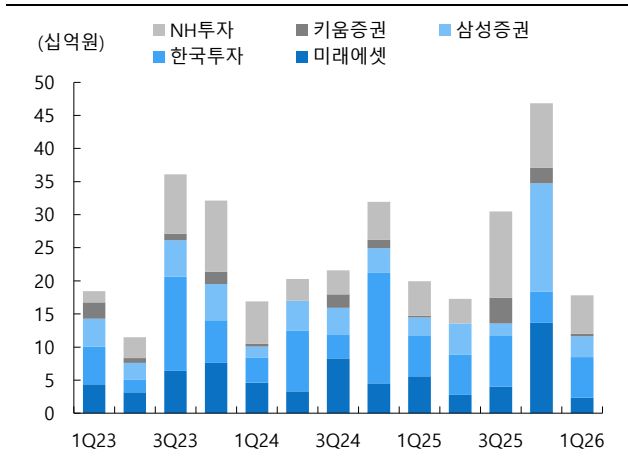
그림127. 메자닌 금액 발행 추이



자료: SEIBRO, iM증권 리서치본부

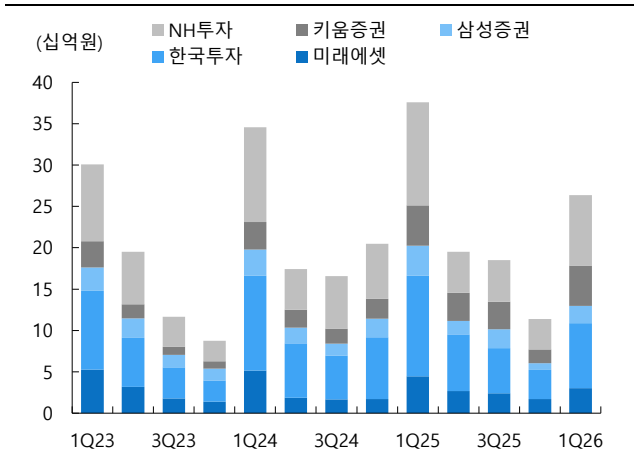
전통 IB의 경우에도 최근 중복상장 방지로 대형 IPO 달이 나오지 않고 있어 ECM 주관 수수료 등은 케이뱅크 상장 등을 제외하면 제한적일 전망이다. DCM의 경우에도 높아진 금리 환경을 감안했을 때 이전보다 기업들의 채권 발행 규모가 둔화되는 흐름을 전망한다. 전반적으로 25년과 유사한 수준의 실적을 전망하며 생산적 금융 기조 등을 감안했을 때 상대적으로 관련 실적의 Upside는 크지 않을 전망이다.

그림128. ECM 수수료 추이



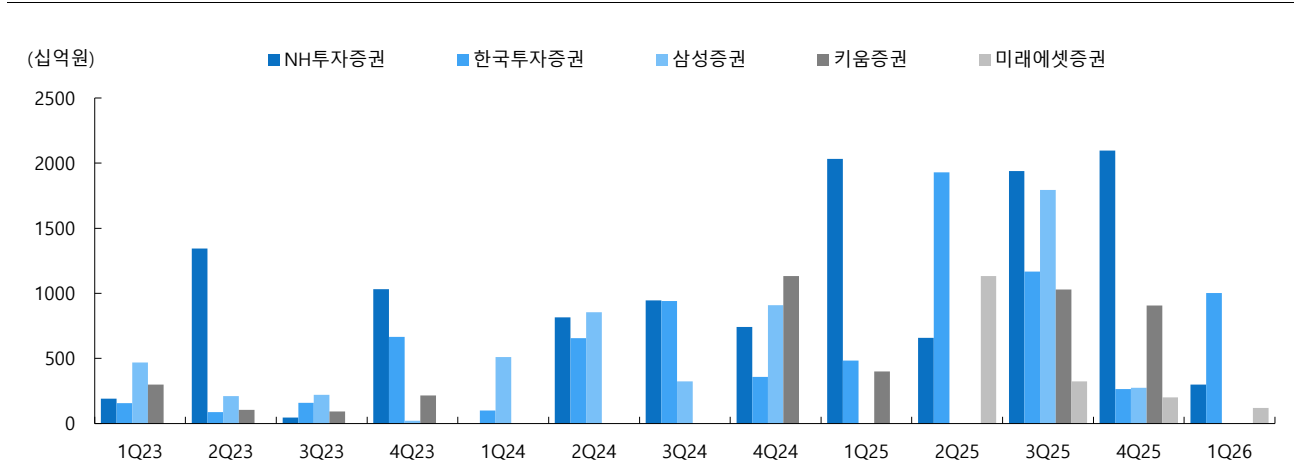
자료: 더벨, iM증권 리서치본부

그림129. DCM 수수료 추이



자료: 더벨, iM증권 리서치본부

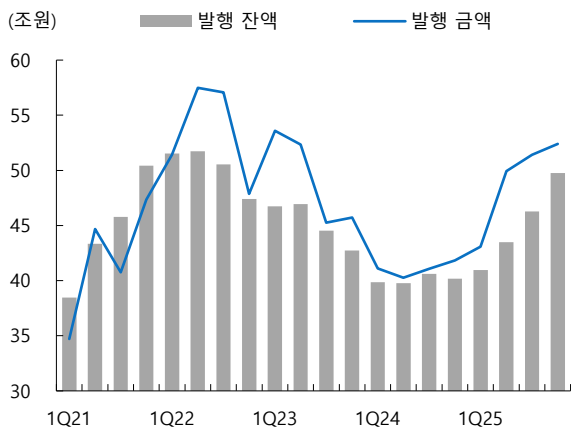
그림130. M&A 인수금융 주관 실적



자료: 인베스트조선, iM증권 리서치본부

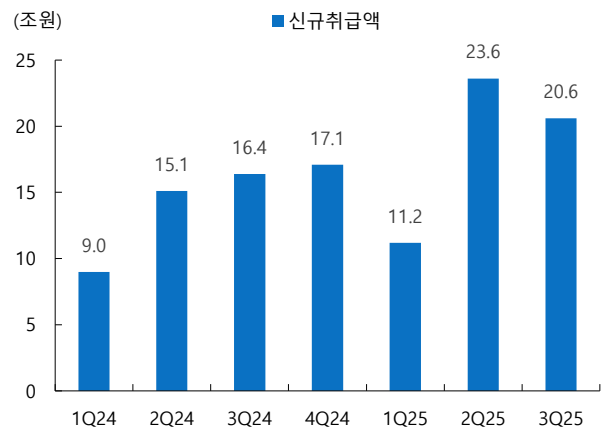
부동산 PF의 경우 2025년부터 우량 사업장 중심으로 사업이 재개되는 모습이 나타났다. 다만 26년 상반기부터 증권업종 위험가중치 조정(시행사 자기자본 비율에 따른 일부 완화), 총당금 적립률 규제 상향 등이 적용될 예정이며 27년부터 전 업권에 걸쳐 PF 관련 규제가 강화되어 시행될 예정임을 감안하면 충분한 자본력을 보유한 대형사 외에는 기존 사업장의 리파이낸싱 등을 제외하면 추가적인 딜 소싱 자체가 어려울 것으로 예상된다. 종합적으로 커버리지 5개사의 2026E 합산 IB 및 기타 수수료손익(별도 기준)은 1.46조원(-11.5% YoY)을 기록할 것으로 예상된다.

그림131. PF 유동화증권 발행 금액 추이



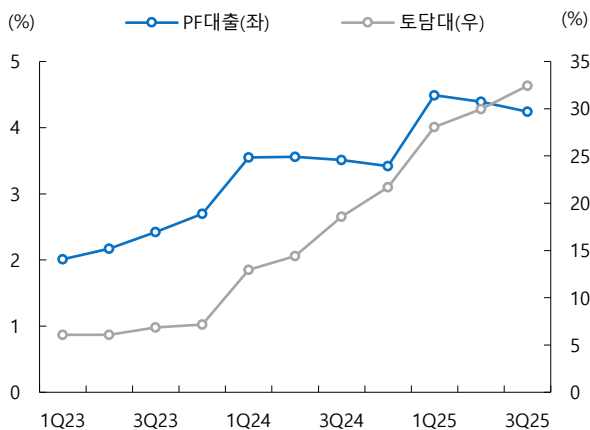
자료: SEIBRO, iM증권 리서치본부

그림132. 부동산 PF 신규 취급액 추이



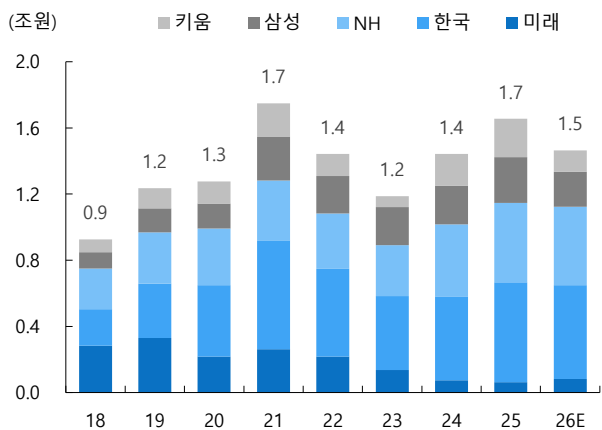
자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

그림133. 부동산 PF 및 토지담보대출 연체율 추이



자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

그림134. 커버리지 증권사 IB/기타 수수료 추이 및 전망



자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정
주: 별도 기준

4. 운용손익 등: 대내외 변동성에 따른 영향은 감안 필요

25년 하반기부터 계속된 증시 강세에 힘입어 증권업종의 주식 관련 운용 손익이 큰 폭 증가했으며 해외 투자자산 관련 평가손익도 대체로 개선되는 모습이 나타났다. 또한 최근 높아진 ETF 투자와 함께 증권사들의 시장조성에 따른 운용손익이 함께 증가하고 있는 점도 운용 실적에 있어 긍정적이라고 판단한다. 다만 최근 이란 사태, 유가 급등 등 대내외 불확실성을 감안했을 때 전반적인 투자자산 가치의 변동성에 대한 고려가 필요할 것으로 예상된다.

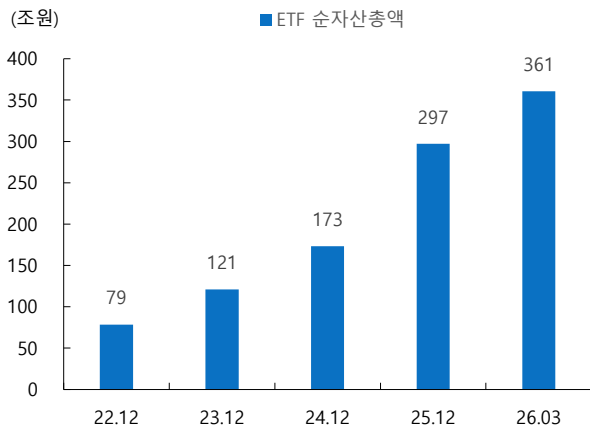
해외 Private Credit 및 부동산 투자 등 대체투자 관련 불확실성에 대한 고민도 필요할 전망이다. 신평사 피치에 따르면 미국 Private Credit의 부도율은 26년 1월 기준 5.8%에 달하며 UBS는 AI로 인한 환경 급변에 따라 전체적인 부도율이 최대 15%까지 높아질 수 있다고 경고한 상황이다. 국내 증권사의 경우 판매 잔액 17조원 및 대체투자/IMA 등을 활용한 직접 투자(한국투자증권 1.5조 등)가 일부 존재하며 자본 규모 등을 감안했을 때 충분히 손실 흡수가 가능할 것으로 예상되나 손익 측면의 변동성은 일부 고민이 필요할 전망이다.

또한 해외 상업용 부동산의 경우에도 이전보다 우려 자체는 줄어들었으나 미국 주요 도시의 오피스 공실률이 20% 수준까지 악화되는 등 추가적인 손실에 대한 우려가 여전히 남아있는 상황이다. 미국 내 K자 경제 심화에 따라 전반적인 리테일 관련 주요 연체 지표가 악화되고 있는 상황 등을 감안했을 때 해외 대체투자 관련 불확실성은 한동안 상존할 것으로 예상된다.

증권업종 운용자산의 상당 비중을 차지하고 있는 채권 자산과 관련해서도 이란 사태 이후 지속적인 시장금리 상승 추세가 이어지고 있는 만큼 전반적인 실적의 변동성에 대한 고민이 필요할 전망이다. 리테일/기업금융 점유율이 높아 수수료 및 이자손익 중심으로 안정적 이익체력이 확보된 대형사보다 운용손익 의존도가 높은 중소형사의 실적 변동성이 더욱 크게 나타날 것으로 전망된다.

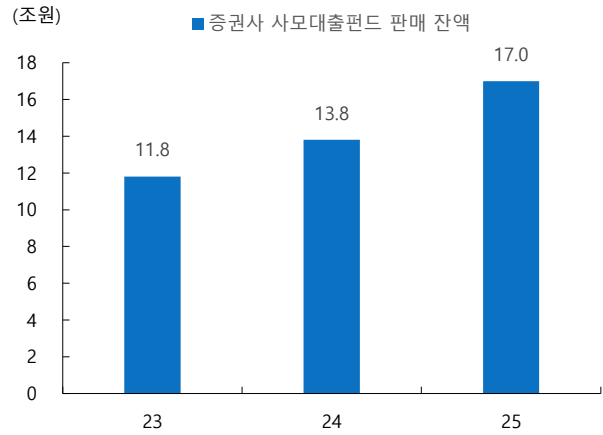
커버리지 증권업종은 대부분 대형 증권사로 채권금리 상승에 따른 운용손익 하락 압력에도 1) ETF 등에 대한 시장조성운용, 2) 해외 주요 투자자산(미래에셋) 및 3) 발행어음/IMA 등 운용손익을 바탕으로 대규모 매매평가손익을 지속해 나갈 것으로 전망한다. 2026년 커버리지 증권업종의 운용손익 및 금융수지 손익은 7조 2,710억원(+7.1% YoY)으로 채권 손익 하락에도 신용융자, 발행어음 평잔 증가 및 투자자산 손익 개선에 힘입어 상승세를 기록할 전망이다.

그림135. ETF시장 순자산 총액



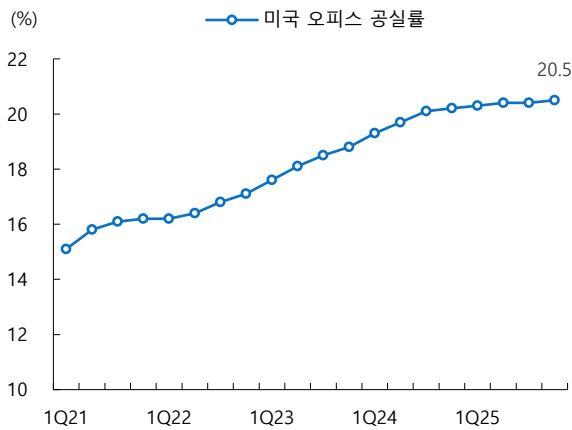
자료: 금융투자협회, iM증권 리서치본부

그림136. 국내 증권사 - 사모신용펀드 판매 잔액



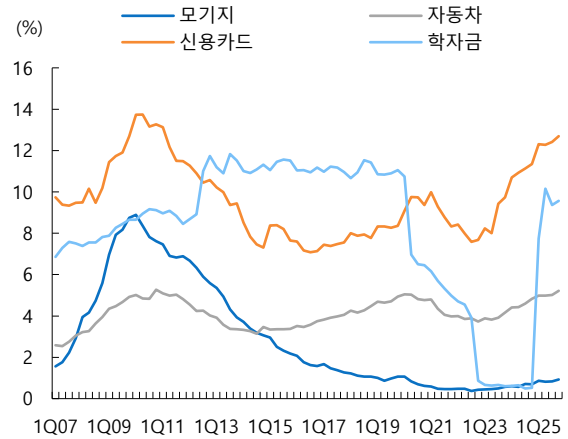
자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림137. 해외부동산(미국 오피스) 공실률 추이



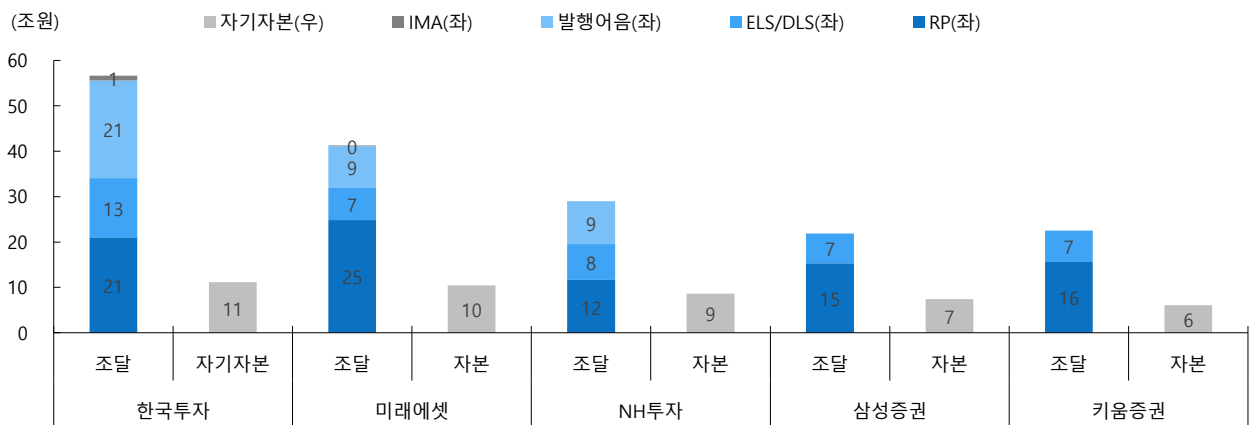
자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림138. 미국 소매신용 연체율 추이



자료: FRB, iM증권 리서치본부

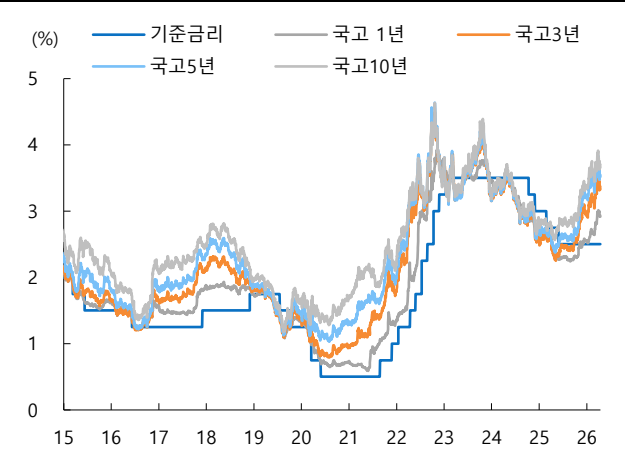
그림139. 커버리지 증권사 - 자본 및 주요 고객 자산 운용 규모



자료: 각사, iM증권 리서치본부

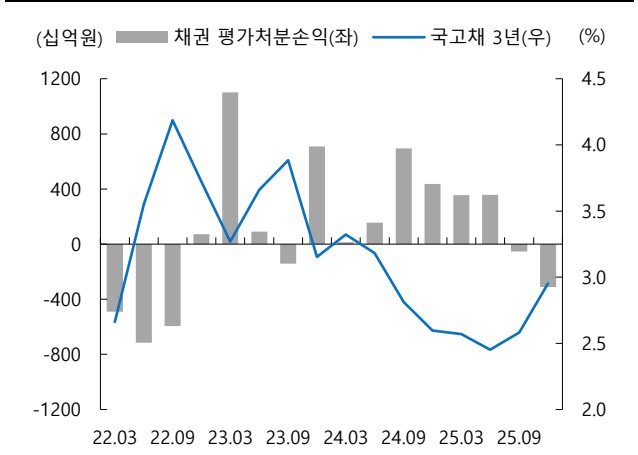
주: 별도 기준

그림140. 시장금리 추이



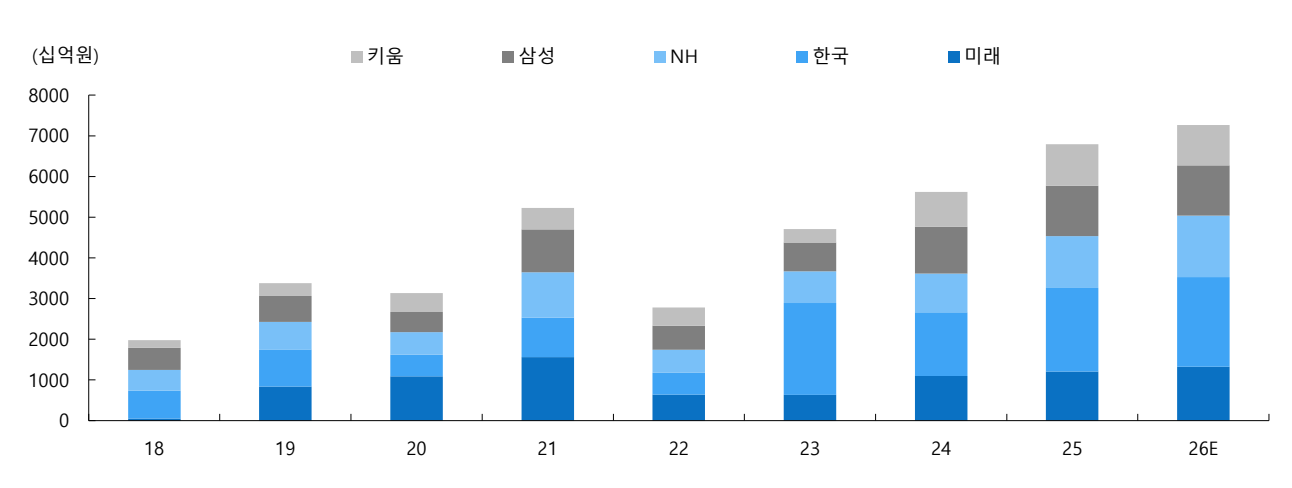
자료: 금융투자협회, iM증권 리서치본부

그림141. 시장금리 및 채권 평가처분손익 추이



자료: 금융투자협회, iM증권 리서치본부

그림142. 커버리지 증권업종 운용손익 및 금융수지 추이 및 전망



자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

주: 별도 기준

5. 투자전략: Historical high level의 실적 전망. 정책적 수혜 대상 종목에 집중

증권업종의 실적은 기본적으로 기업금융 확대, 밸류업 프로그램 등 정책적인 수혜와 26년 상반기 중 나타난 가파른 거래대금 증가 등에 힘입어 견조한 실적을 기록할 전망이다. 커버리지 증권사 5개사의 2026년 합산 지배지분순이익은 브로커리지 관련 손익 및 발행어음에 기반한 운용손익 등을 중심으로 9,6조원(+42.4% YoY)을 기록하며 Historical high level의 실적을 기록할 수 있을 것으로 전망한다.

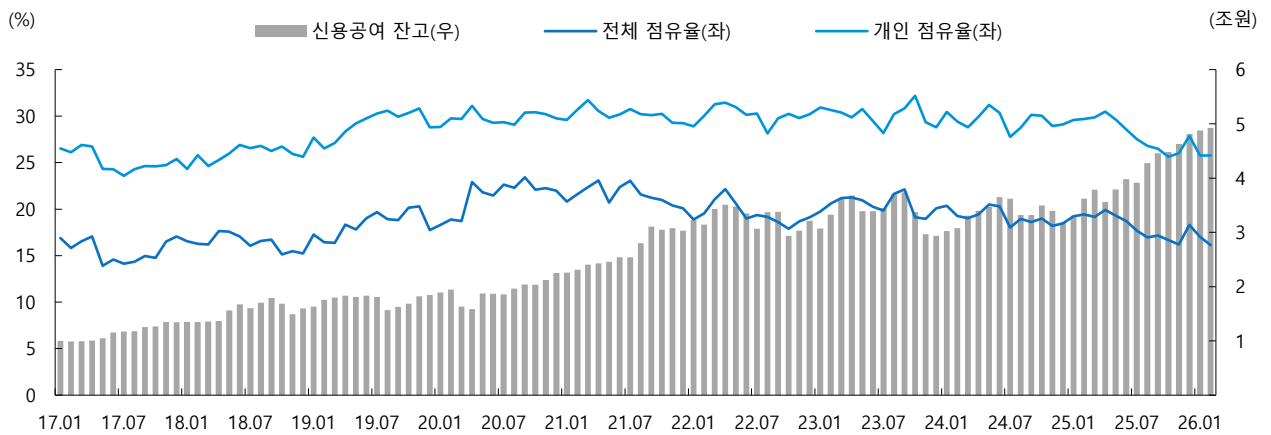
표24. 커버리지 증권업종 실적 전망

(십억원)	1Q25	4Q25	1Q26E	(YoY)	(QoQ)	컨센서스	Vs 컨센서스	2026E	컨센서스	Vs 컨센서스
지배순이익 합계	1,409	1,663	2,900	106%	74%	2,892	0%	9,603	8,864	8%
미래에셋증권	259	567	1,002	287%	77%	1,035	-3%	2,726	2,468	10%
한국금융지주	458	349	666	45%	91%	661	1%	2,485	2,242	11%
NH투자증권	208	284	394	89%	39%	394	0%	1,468	1,325	11%
삼성증권	248	216	418	68%	93%	384	9%	1,475	1,360	8%
키움증권	235	247	420	79%	70%	418	1%	1,449	1,469	-1%

자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

전반적인 증권업종에 걸쳐 양호한 실적을 예상하며 그 중에서도 기본적으로 정책적 손해가 예상되는 종목 중심의 접근을 추천한다. 주식시장 활성화에 따른 거래대금 증가 영향 관점에서는 국내 가장 높은 리테일 점유율을 보유한 키움증권이 가장 큰 수혜를 볼 것으로 예상된다. 특히 최근 지수 변동성이 급격하게 확대되며 전반적인 매매 빈도 등이 증가하고 있는 상황을 감안하면 전체적인 수수료손익은 큰 폭으로 개선될 것으로 전망한다.

그림143. 키움증권 거래대금 점유율 및 신용공여 추이

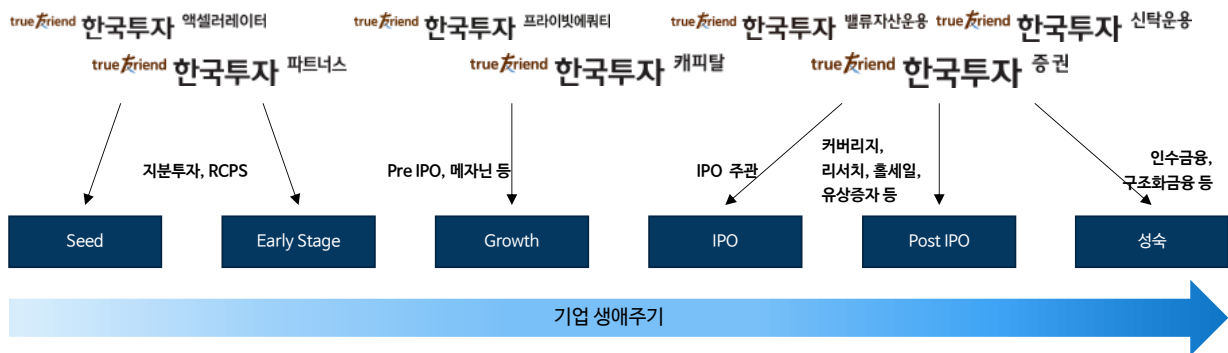


자료: 키움증권, iM증권 리서치본부

주: 신용공여는 신용융자, 신용대주, 예탁증권담보대출 포함 기준

한편 기업금융 강화에 따른 접근 관점에서는 1) VC/PE, 캐피탈, 증권, 운용 등 각 자회사가 기업의 생애주기 전반에 걸쳐 맞춤형 금융 서비스 제공이 가능하며 2) 별도 기준 증권업종 내 최대 규모의 자기자본을 바탕으로 발행어음/IMA 등 적극적으로 레버리지를 확대하여 기업금융 시장을 선점하고 있는 한국금융지주가 핵심 투자매력을 보유할 것으로 예상된다. 발행어음 등 사업자 수가 확대됨에 따라 투자처 확보 경쟁이 심화되고 있는 국면에서 그룹 자체적으로 우량한 딜을 확보할 수 있다는 강점을 감안했을 때 최근 정책적인 직접금융 확대 국면에서 가파른 성장 기조가 지속될 것으로 전망한다.

그림144. 한국금융지주 - 기업 생애주기 전반을 커버 가능한 기업 구조



자료: iM증권 리서치본부

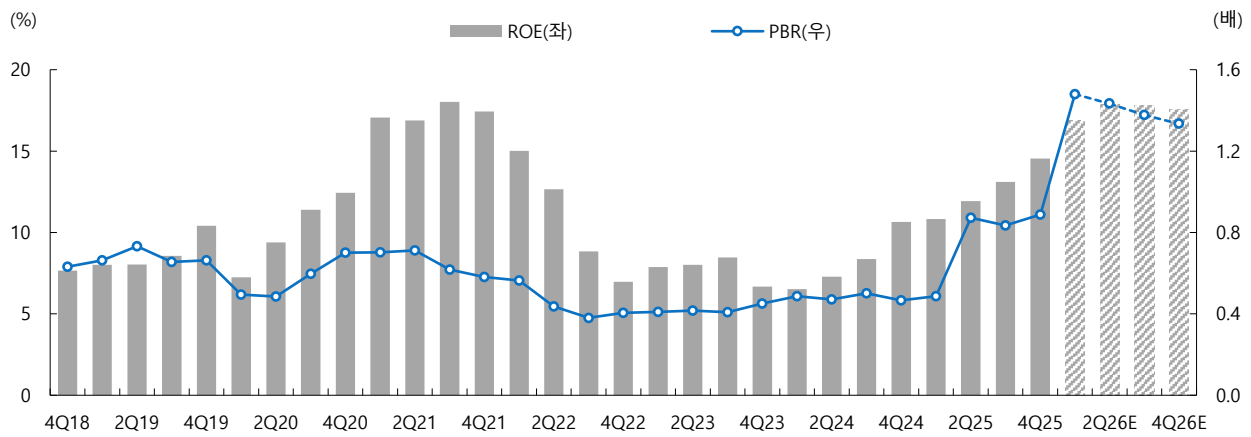
다만 높은 베타를 보유한 증권업종 특성상 향후 지수 변동성에 따라 실적과 무관한 주가 흐름이 나타날 가능성도 고려할 필요가 있다고 판단한다. 과거 코로나19 시기에도 2021년 하반기까지 양호한 실적이 지속되었음에도 전체적인 지수와 함께 밸류에이션 레벨이 하락하는 모습이 나타났다.

2026년의 경우 역사적인 이익이 예상되나 ROE 레벨은 그동안 증권업종의 자본 규모가 빠르게 확대된 영향으로 과거 Covid-19 시기와 유사한 수준을 기록하는 모습이 나타날 것으로 전망한다. 한편 현재 PBR 수준은 과거 코로나 19시기의 2배 수준까지 확대되었는데 주로 미래에셋증권의 투자자산 관련 기대감에 따른 주가 상승에 기인한다. 업종 전반에 걸쳐 ROE 레벨의 추가적인 상승이 수반되지 못한다면 밸류에이션 측면의 부담이 추후 가중될 수 있을 것으로 전망한다.

이러한 요인을 감안했을 때 하반기로 갈수록 상대적으로 높은 주주환원 수익률을 기대할 수 있는 회사의 매력이 높아질 수 있다고 판단한다. 자사주의 경우 밸류에이션 상승에 따라 추가 매입은 거의 없을 것으로 예상되며 일부 회사를 중심으로 기보유 자사주 중심으로 소각이 지속될 전망이다. 다만 신규 자사주 매입/소각이 수반되지 않는 기보유 자사주 소각은 주주가치 제고 측면에서 영향이 제한적이라고 판단한다. 업종 중 여전히 높은 수준의 배당수익률을 기대할 수 있을 것으로 예상되는 삼성증권, NH투자증권의 매력이 높아질 수 있다고 판단한다.

한편 미래에셋증권의 경우 스페이스X 등 적극적으로 추진해 왔던 과거 투자자산 가치 등 매력은 여전히 유효하나 1) 지속가능성에 대한 불확실성이 상존하며 2) 미실현이익의 특성상 대내외 환경에 따른 변동성이 다소 높다는 점에서 다소 조심스러운 접근이 필요하다고 판단한다. 25년에도 다른 커버리지 증권사와 달리 배당소득 분리과세 요건을 충족하지 못했으며 이익 대비 상대적으로 낮은 현금배당 및 자사주 매입 기준 주주환원 수익률을 감안했을 때 밸류에이션 부담은 다소 높아진 상황이라고 판단한다.

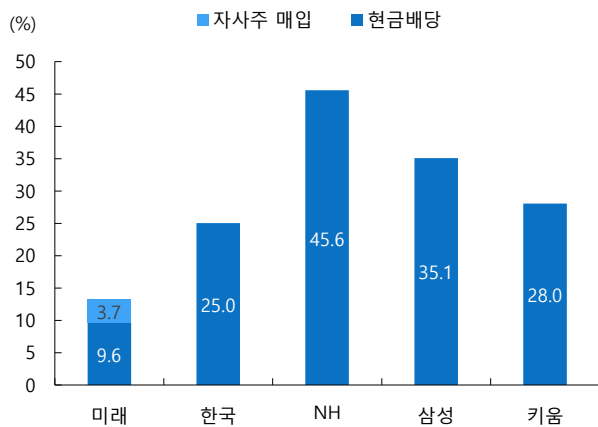
그림145. 증권업종 - ROE 및 밸류에이션 추이



자료: FISIS, FnGuide, iM증권 리서치본부

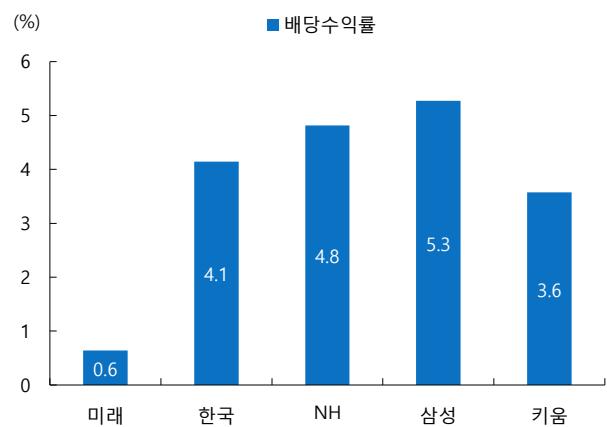
주: 연결 ROE이며 LTM 기준으로 ROE 산정

그림146. 증권업종 2026E 총 주주환원율(현금배당, 자사주 매입 기준)



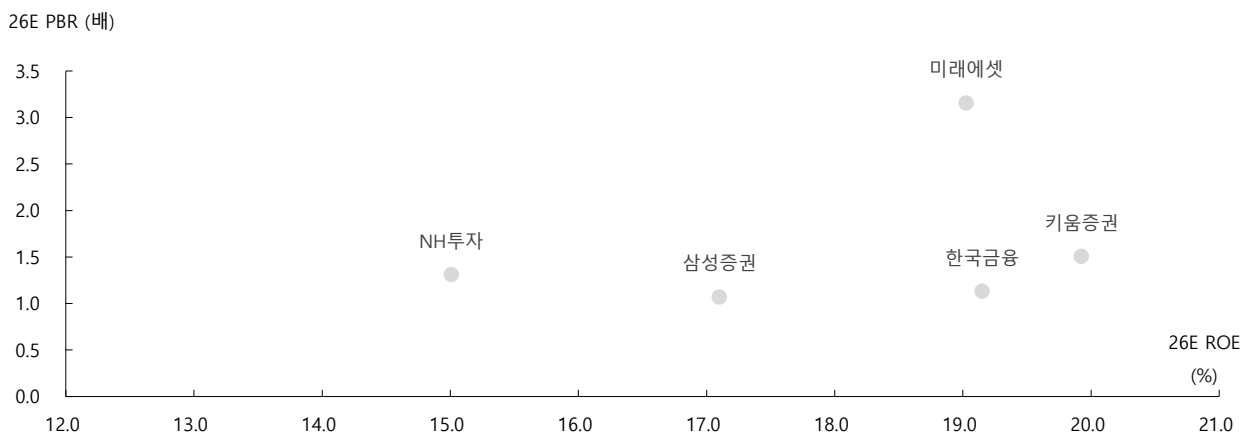
자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

그림147. 증권업종 2026년 예상 배당수익률(보통주 DPS)



자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

그림148. 증권업종 PBR-ROE Matrix



자료: iM증권 리서치본부 추정

표25. 증권업종 Valuation Table

기업명		미래에셋증권	한국금융지주	NH투자증권	삼성증권	키움증권
Code		A006800	A071050	A005940	A013630	A039490
투자이견		Hold	Buy	Buy	Buy	Buy
현재주가(26.04.17)		70,400	257,000	35,300	110,000	448,000
목표주가		62,000	310,000	41,000	130,000	550,000
상승여력		-11.9%	20.6%	16.1%	18.2%	22.8%
전체 자산(십억원)	2025	150,284	136,162	83,385	79,668	81,174
	2026E	161,393	143,767	89,769	89,295	85,599
	2027F	166,542	149,007	91,740	91,660	88,332
	2028F	171,803	154,350	93,689	94,001	91,066
전체 자본(십억원)	2025	13,478	12,099	9,438	8,069	6,722
	2026E	15,930	14,086	10,125	9,187	7,871
	2027F	17,636	16,012	10,556	10,118	8,845
	2028F	19,325	17,910	10,909	10,971	9,756
순영업수익(십억원)	2025	3,909	4,009	2,676	2,522	2,396
	2026E	5,914	5,162	3,479	3,267	2,865
	2027F	4,971	5,288	3,424	3,252	2,814
	2028F	5,013	5,369	3,436	3,255	2,825
판매관리비(십억원)	2025	1,994	1,663	1,256	1,145	908
	2026E	2,217	1,844	1,367	1,261	970
	2027F	2,183	1,880	1,395	1,276	1,010
	2028F	2,249	1,918	1,430	1,315	1,052
지배순이익(십억원)	2025	1,570	2,020	1,032	1,008	1,114
	2026E	2,726	2,485	1,468	1,475	1,449
	2027F	2,067	2,549	1,404	1,449	1,381
	2028F	2,049	2,583	1,388	1,425	1,358
PER(배)	2025	8.68	4.56	7.47	6.68	6.96
	2026E	14.69	5.90	8.77	6.66	8.11
	2027F	19.53	5.76	9.20	6.78	8.51
	2028F	19.70	5.69	9.34	6.90	8.66
PBR(배)	2025	1.26	0.83	0.84	0.83	1.15
	2026E	3.15	1.13	1.31	1.07	1.50
	2027F	2.85	0.99	1.26	0.97	1.34
	2028F	2.59	0.89	1.21	0.90	1.21
ROE (%)	2025	12.5	18.7	11.8	13.1	18.1
	2026E	19.0	19.1	15.0	17.1	19.9
	2027F	12.6	17.1	13.6	15.0	16.6
	2028F	11.4	15.3	12.9	13.5	14.6
배당성향(%)	2025	11.1	25.1	47.3	35.4	27.0
	2026E	9.6	25.0	43.5	35.1	28.0
	2027F	12.6	26.9	50.0	39.4	32.3
	2028F	12.7	28.9	55.7	44.1	36.2
DPS(원)	2025	300	8,690	1,300	4,000	11,500
	2026E	450	10,650	1,700	5,800	16,000
	2027F	450	11,715	1,870	6,400	17,600
	2028F	450	12,770	2,060	7,040	19,400
배당수익률(%)	2025	1.3	5.4	6.2	5.3	4.0
	2026E	0.6	4.1	4.8	5.3	3.6
	2027F	0.6	4.6	5.3	5.8	3.9
	2028F	0.6	5.0	5.8	6.4	4.3

자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

V. 재보험: 사이클 전환에도 과거와 다른 흐름

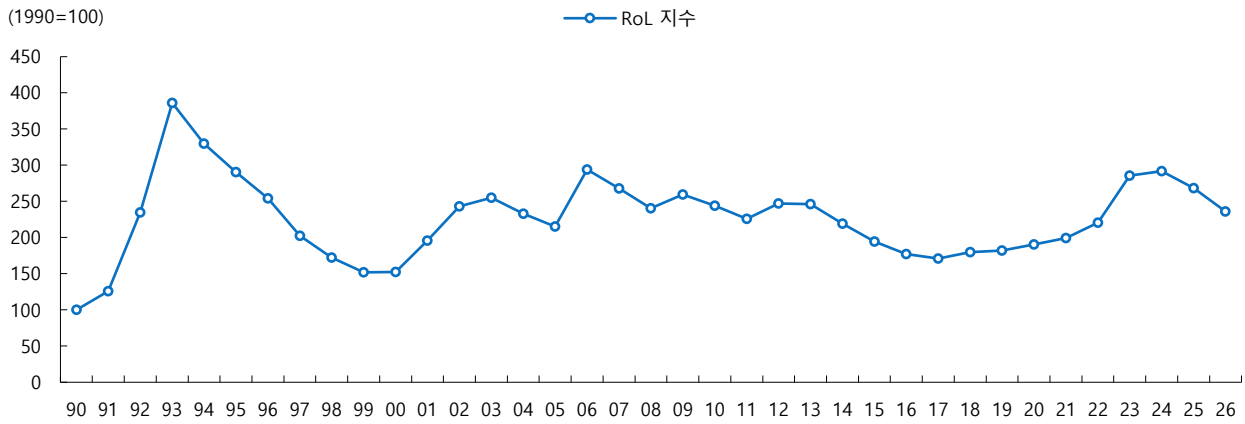
1. 소프트마켓 전환에도 재보험사 마진은 안정적 흐름 전망

재보험 시장은 크게 1) 담보력에 대한 초과 수요로 공급자 우위 시장이 조성되는 하드마켓과 2) 담보력 초과 공급으로 수요자 우위 시장이 조성되는 소프트마켓의 사이클을 보인다. 통상적으로 대형 재해 등 발생 이후 대규모 손실에 따른 담보력 감소 등 영향으로 시장이 하드화되는 경향이 나타난다. 최근에는 2017년 미국 대형 허리케인(Maria, Harvey, Irma), 2020년 코로나19, 2022년 우크라이나 전쟁 및 인플레이션 확대 등 대형 재해 및 매크로 환경 변화에 따라 재보험 시장이 지속적으로 하드마켓 추세를 보여왔다.

다만 2025년부터는 전반적인 재보험 시장이 소프트 마켓으로 전환되는 모습이 나타나고 있다. 지속된 하드마켓 속 언더라이팅 조건과 요율 측면에서 주도권을 보유해 온 재보험사들이 양호한 실적을 기록함에 따라 담보력이 크게 확충되었기 때문이다. 다만 최근 높은 대형 재해 손실 규모가 지속되고 있음에도 주요 재보험사의 실적은 매우 양호한 모습을 보이고 있는데 과거 대비 높아진 산불, 폭풍 등 자연재해 손실 규모에도 불구하고 과거보다 고빈도 사고(Frequency Loss)에 대한 익스포저를 축소하는 등 적극적으로 계약 조건을 강화해왔기 때문이다.

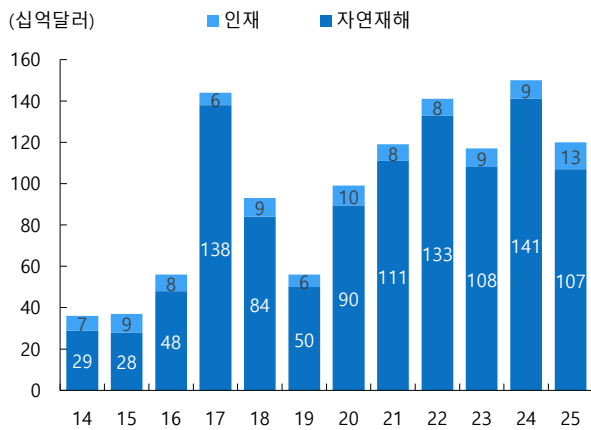
따라서 이번 소프트마켓 사이클에서는 전반적인 요율 인하 추세에도 과거보다 타이트한 계약 조건이 지속되며 전체적인 수익성이 안정적인 흐름을 지속할 것으로 전망한다. 실제로 주요 대형 재보험사인 Munich Re, Swiss Re의 경우 요율 및 언더라이팅 조건이 적정 수준으로 확보되는 조건 하에서 성장을 추진하겠다고 언급하는 등 마진을 방어하며 성장을 추진하겠다고 언급한 것을 확인할 수 있다. 국내 재보험사인 코리안리의 경우에도 자기부담금 상향, 담보 인수 조건 강화 등을 통해 요율 하락에도 전반적인 수익성 방어를 추진하는 모습이 나타나고 있다.

그림149. 재물보험(대재해) Rate on Line 지수 추이



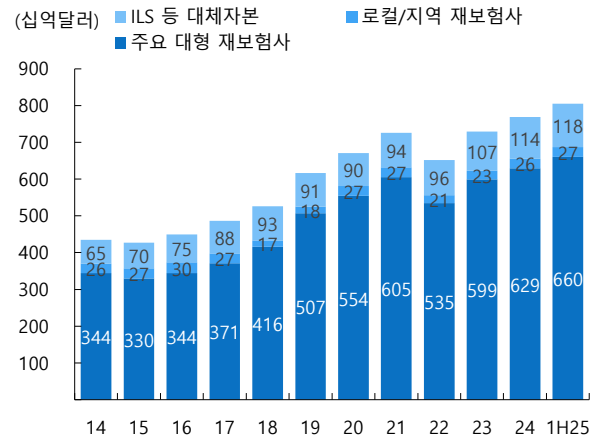
자료: Guy Carpenter, iM증권 리서치본부

그림150. 글로벌 대형 재해 손실 추이



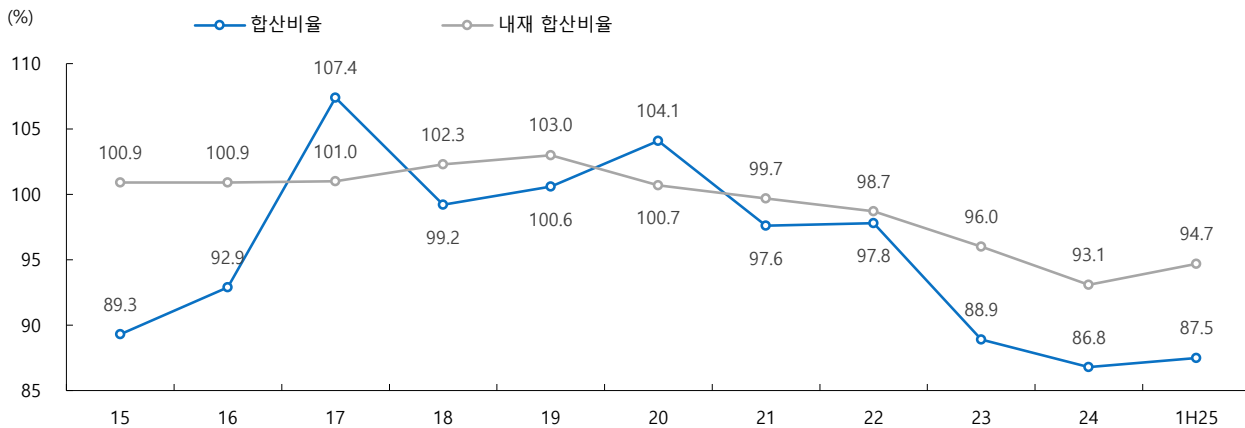
자료: Swiss Re, iM증권 리서치본부

그림151. 글로벌 재보험사 담보력 추이



자료: Gallagher Re, iM증권 리서치본부

그림152. 글로벌 재보험사 합산비율 추이 - 100% 하회하는 수준에서 안정적으로 관리 중



자료: Gallagher Re, iM증권 리서치본부

주: 내재 합산비율은 사고연도 합산비율을 기준으로 자연재해 영향을 차감하고 Normalized 된 자연재해 손실 영향을 반영하여 산출한 합산비율

표26. 2026년 요율 갱신 결과(Property & Specialty)

보종	갱신 시기	지역/세부	비례	비비례			
			수수료율	Risk (Loss free)	Risk (Loss hit)	Catastrophe (Loss free)	Catastrophe (Loss hit)
Property	1월 갱신	APAC	0%~2.5%	-10%~-2.5%	0%~2.5%	-12.5~-5%	N/A
		라틴아메리카/카리브해	0%~2%	-10%~0%	5%~20%	-12.5~0%	5%~20%
		중동	-1.5%~0%	-7.5%~0%	7.5%~10%	-5%~0%	N/A
		남아공	0%~1%	-10%~0%	N/A	-7%~0%	N/A
		영국/아일랜드	0%~1%	-7.5%~-5%	0~10%	-10%~-20%	N/A
		미국	1%~1.5%	-5%~0%	N/A	-14%	-10%~-6%
	4월 갱신	일본	3~5%	-5~-15%	N/A	-17.5%~-15%	N/A
		미국	2~4%	-15%~-5%	N/A	-25%~-15%	N/A
		인도	2~5%	-20%~-10%	-5%~+5%	-20%~-10%	-20%~-10%
		필리핀	N/A	-22%~-11%	-10%	-18%~-15%	-10%
		대한민국	3~5%	-25%~-15%	5%~20%	-15%~-10%	N/A
		라틴아메리카/카리브해	1~2%	-10%~-5%	0%~10%	-15%~-7.5%	0%~10%
Specialty	1월 갱신	항공	0%	0%	0%	N/A	N/A
		사이버보험	1%~2.5%	-20%~-15%	N/A	-15%~-10%	N/A
		해상보험 외 재재보험	0%	-10%~-5%	N/A	-15%~-5%	N/A
		개인 상해/생명	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
		미국 의료비	N/A	0~10%	10~80%	N/A	N/A
	4월 갱신	항공	0~1%	-5%~0%	계약별 편차 높음	N/A	N/A
		채권/크레딧	0~1.5%	0%	N/A	N/A	N/A
		일본 사이버보험	0~2%	N/A	N/A	N/A	N/A
		미국 사이버보험	1%	N/A	N/A	-32%	N/A

자료: Gallagher Re, iM증권 리서치본부

표27. 2026년 요율 갱신 결과(Casualty)

보종	갱신 시기	지역/세부	비례	비비례	
			수수료율	XoL (No loss)	XoL (Loss hit)
Casualty	1월 갱신	호주	N/A	-5%~0%	5%~7.5%
		책임보험/전문가보험	N/A	-5%~0%	-2.5%~+2%
		제3자배상책임보험	0%	-5%~+5%	0%~10%
		미국(헬스케어)	-1%~0%	0~5%	5%~20%
		미국(전문가보험)	-1%~+1%	-5%~0%	0%~10%
		미국(근로자배상책임보험)	N/A	-2.5%~0%	0%~2.5%
	4월 갱신	일본 (제3자배상책임보험)	N/A	-12%~+5%	N/A
		일본(개인상해)	N/A	-12%~-5%	N/A
		미국(제3자배상책임보험)	-1%~+1%	-5%~0%	0%~5%

자료: Gallagher Re, iM증권 리서치본부

최근 호르무즈 해협 사태로 인해 해상보험 등과 관련하여 불확실성이 높아지고 있으나 통상적으로 전쟁은 재보험 계약에 있어 주요 면책 사유에 해당되는 만큼 관련 손실은 제한적일 전망이다. 오히려 해상보험 보험료 요율 인상 등에 따라 관련 보종의 이익 개선을 기대할 수 있을 전망이다. 전쟁담보의 경우에도 이란 사태 이후 재보험 가격이 가파르게 상승하고 있어 실제 선박이 피격되는 등 손실이 대규모로 발생하지 않는 한 소프트마켓 추이에도 불구하고 관련 보종 전반에 걸쳐 수익성이 개선되는 흐름이 나타날 전망이다.

표28. 중동지역별 해상 전쟁위험보험료 현황(선체/기계류 가액 대비 비율)

구역	전쟁 전(1Q25)	2025년 6월	2026년 3월 5일	2026년 3월 18일
호르무즈 해협(선체/기계류)	0.125%	0.2%	1% 이상	5% 이상
이스라엘 항구	0.2%	0.7%	0.7~1.0%	상승 지속 추정
홍해/수에즈 운하	0.2%	0.25%	0.25~0.30%	상승 지속 추정
페르시아만	0.125%	0.2%	0.5%~1.0%	상승 지속 추정
P&I 보험(걸프/이란 해역)	정상	정상	전면 취소 발효	전면 취소 지속

자료: 보험연구원, iM증권 리서치본부

표29. 중동 상황 관련 보험사별 보유 익스포져 현황

(억원)	보험사	선박보험(원수)	선박보험(수재)	적하보험	합계
원수사	삼성화재	2,874	76	1,322	4,272
	DB손해보험	544		0.3	544.3
	KB손해보험	324		3,004	3,328
	현대해상	2,428		415	2,843
	메리츠화재	260		1,086	1,346
	한화손해보험	868	38	509	1,415
	흥국화재	28	38	10	76
	농협손해보험		74		74
	AIG손해보험			42	42
	라이나손해보험			679	679
재보험사	코리안리		2,221	산출불가	2,221
	뮌헨리		23		23
합계		7,326	2,470	7,067	16,863

자료: 언론 보도, iM증권 리서치본부

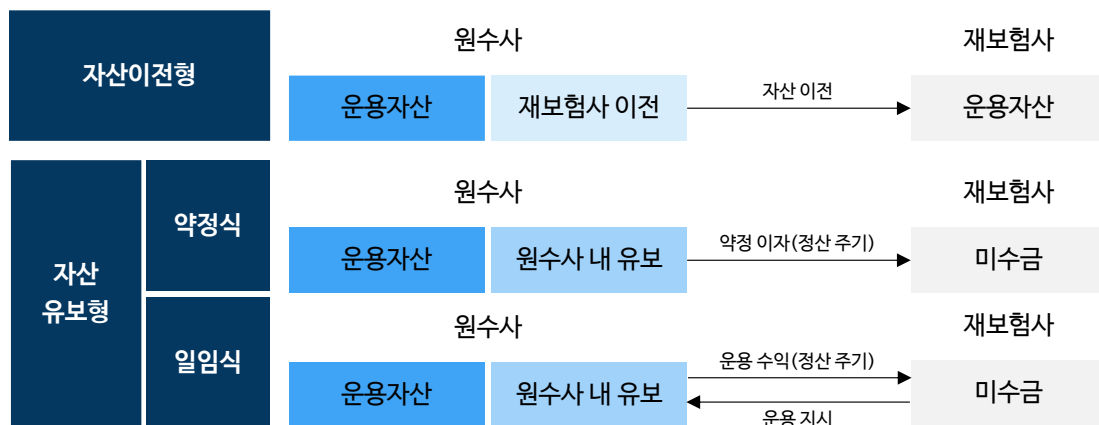
2. 공동재보험 등 추가적인 성장 여력도 여전히 긍정적이라고 판단

국내의 경우 공동재보험 시장 확대 여지가 여전히 남아있다고 판단한다. 특히 듀레이션 갭 규제가 강화되는 등 전반적인 부채 관리가 강화되고 있는 상황에서 전반적인 듀레이션 갭 축소에 용이한 공동재보험에 대한 수요가 구조적으로 높아질 것으로 예상된다. 과거 자산이전형 공동재보험만 가능했으나 지난 해부터 유보형 공동재보험 출재까지 허용됨에 따라 선택지가 다양해진 만큼 전반적인 시장 관심 자체는 많이 올라왔다고 판단한다.

최근 금리 상승 등 영향으로 중하위 손보사 중심으로 자본 여력이 확대됨에 따라 공동재보험 도입의 시급성이 축소되었음을 감안할 때 추가적인 공동재보험 계약 체결까지는 시간이 필요할 전망이다. 다만 보험부채 시가평가 가치를 기준으로 전반적인 공동재보험 가격이 산정되는 특성을 감안했을 때 현재 원수사에 우호적인 환경에서 계약을 검토할 수 있는 만큼 지속적으로 높은 수요가 지속될 전망이다. 최근 환율의 가파른 변동에 따라 헷지비용이 큰 폭으로 확대되고 있는 점도 공동재보험 가입 수요를 확대시킬 수 있을 것으로 예상된다.

국내 재보험사 코리안리의 경우 공동재보험/금융재보험을 24년 4건, 25년 4건을 체결하며 약 2조 규모의 부채를 이전받아 왔으며 해당 계약 관련 손익이 안정적으로 장기간 실적에 누적적으로 반영될 전망이다. 금융재보험의 경우에도 현재 대량해지재보험만 허용되고 있으나 향후 다양한 리스크로 상품 다각화가 이뤄질 경우 추가적인 성장 동력을 확보할 수 있을 것으로 전망한다.

그림153. 공동재보험 - 유형별 거래 구조



자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

3. 방어주 관점에 가장 부합. 사이클 전환에 따른 자본 활용 방안 제고 여지도 긍정적

통상적으로 보험업종이 경기 민감도가 낮지만 재보험사는 1) 대형 재해 발생 여부가 실적에 있어 핵심적이며 2) 상대적으로 높은 해외 사업 비중을 보유하고 있어 더욱더 경기 민감도가 낮다고 판단한다. 이러한 요인을 감안했을 때 최근 대내외 불확실성이 높아지며 변동성이 높아지는 국면에서 방어주 관점의 접근에 가장 부합하는 업종이라고 판단한다.

특히 국내 재보험사인 코리안리의 경우 1) 적극적으로 장기보험, 휴대폰보험 등 국내 저수익 계약을 축소하고 2) 상대적으로 요율이 높게 반영되는 미주/유럽 지역을 확대하는 등 적극적인 수익성 제고 및 지역 다각화를 추진하고 있다는 점에서 상대적으로 국내 경기와 관계없이 안정적인 이익체력이 지속될 것으로 예상된다. 보험업권 전반에 걸쳐 지속되고 있는 1) 기본자본 K-ICS비율 관리 필요성과 2) 해약환급금준비금으로 인한 배당가능이익 제약 이슈에도 불구하고 코리안리는 원수사와 달리 자본 부담 등이 적어 주주환원 등에 있어 제약이 크지 않다는 점에서 보험업종 내 차별적인 매력이 부각될 것으로 전망한다.

전반적인 시장 사이클의 변화와 함께 자본정책의 변화도 어느정도 기대할 수 있을 것으로 예상된다. 시장 내 담보력에 대한 초과수요로 담보력을 활용한 언더라이팅 시 기대되는 마진이 높은 하드마켓과 달리 요율 하락 등에 따라 자본 투입에 따른 리턴이 상대적으로 낮아질 것으로 예상되는 소프트마켓 국면에서는 공격적인 성장보다는 적정 성장과 주주환원 확대가 주주가치에 있어 긍정적인 것으로 기대되기 때문이다. 다만 과거 소프트마켓과 달리 현재 강화된 언더라이팅 조건을 바탕으로 요율 하락에도 불구하고 견조한 수익성이 지속되고 있음을 감안할 때 성장 중심 자본 활용도 현재 마진 기준으로는 충분히 긍정적이라고 판단한다.

표30. 코리안리 실적 추이 및 전망

(%, 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	% QoQ	% YoY
보험손익	70.6	89.1	77.1	-13.0	75.1	108.3	66.8	-22.5	흑전	6.3
L&H부문	8.2	56.4	-20.8	2.1	7.3	31.0	35.9	-59.8	247.1	-11.7
CSM상각	19.6	19.1	19.0	17.5	19.3	19.3	19.2	18.5	10.1	-1.6
RA해제	7.5	6.8	6.4	6.5	6.2	6.3	6.2	6.2	-4.8	-16.8
예실차	1.8	-15.3	-38.3	85.6	-13.2	10.5	15.4	0.6	적전	적전
손실계약비용 및 기타	-20.6	45.8	-7.8	-107.5	-5.0	-5.0	-5.0	-85.0	적지	적지
P&C 부문	86.3	58.7	127.3	0.0	92.5	104.0	61.2	52.9	203,819.5	7.1
합산비용(IFRS17)	84.0	89.8	77.9	100.0	82.8	82.2	90.5	91.8	-17.2	-1.5
기타사업비	24.0	26.0	29.4	15.1	24.7	26.7	30.3	15.6	63.2	3.0
투자손익	45.1	46.8	67.7	78.1	57.8	52.9	54.3	55.8	-26.0	28.1
투자손익(환효과 제외)	51.0	53.7	67.0	82.1	57.8	52.9	54.3	55.8	-29.6	13.4
자산운용손익	99.9	108.4	120.2	136.0	110.4	106.1	107.4	110.4	-18.8	10.5
보험금융손익	-48.9	-54.7	-53.2	-53.9	-52.6	-53.1	-53.2	-54.5	적지	적지
외화관련손익	-5.8	-6.9	0.7	-4.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-100.0	-100.0
영업이익	115.7	135.9	144.8	65.1	132.9	161.2	121.0	33.3	104.0	14.8
세전이익	115.1	135.6	142.6	61.4	132.3	160.8	120.2	30.5	115.4	15.0
당기순이익	90.6	105.0	74.2	46.9	100.9	123.6	93.2	24.1	115.2	11.4
자산총계	12,890	13,019	13,447	14,000	14,208	14,291	14,399	14,849	1.5	10.2
운용자산	10,656.1	10,771.2	11,182.0	11,684.0	11,876.0	12,028.2	12,184.0	12,689.0	1.6	11.4
부채총계	9,493.5	9,537.2	9,864.1	10,340.3	10,532.7	10,545.4	10,561.5	11,059.9	1.9	10.9
원수/수재보험 CSM 잔액	987.8	979.4	978.7	938.1	1,018.3	1,008.7	1,006.7	965.5	8.5	3.1
자본총계	3,396.1	3,481.9	3,583.1	3,659.5	3,675.4	3,745.3	3,837.9	3,788.8	0.4	8.2
신종자본증권	808.2	808.2	808.2	808.2	808.2	808.2	808.2	808.2	0.0	0.0
비상위험준비금	1,417.3	1,434.8	1,451.8	1,450.3	1,469.9	1,494.2	1,519.3	1,541.8	1.3	3.7
해약환급금준비금	93.9	84.1	85.4	71.8	72.2	72.5	72.9	73.3	0.5	-23.1
ROE (%)	13.8	16.0	10.9	6.7	14.1	17.0	12.5	3.2	7.4%p	0.3%p

자료: 코리안리, iM증권 리서치본부 추정

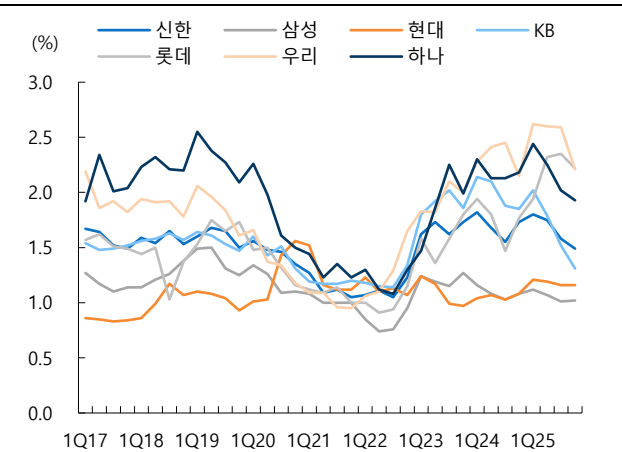
VI. 신용카드: 외생변수로 인한 비용 상승 압력

1. 여전히 전반적인 상황 개선에 대한 기대감은 존재하지만

25년 하반기부터 카드사들의 가장 큰 부담이었던 건전성 지표가 적극적인 판매각 등에 힘입어 전반적으로 개선되는 모습이 나타났다. 대손비용 부담도 지속적인 내실 경영 기조에 힘입어 전반적인 부담이 완화되는 모습이 나타났다. 또한 최근 은행 가계대출 규제 강화 및 주식투자 등 대출 수요 확대에 따라 카드론 등 성장이 연초 큰 폭으로 증가하며 전체적인 탑라인 확대에 대한 기대감이 높아지고 있다

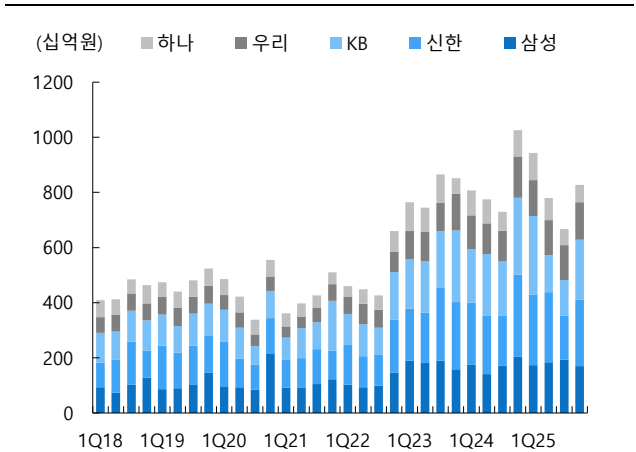
개별 카드사 관점에서도 전반적인 실적 개선 등에 대한 기대감이 유효하다고 판단한다. 신한카드의 경우 대표적인 적자 상품인 더모아카드의 유효기간 만료 기간이 본격적으로 도래함에 따라 연간 약 1천억원 수준의 이익체력 개선이 예상된다. 삼성카드의 경우에도 업권 내 가장 양호한 건전성 지표 추세 등이 이어짐에 따라 기존 보수적 관리 기조에서 영업 확대를 추진하며 2월 개인신판 점유율이 업권 1위까지 상승하는 모습이 나타났다

그림154. 전업카드사 연체율 추이



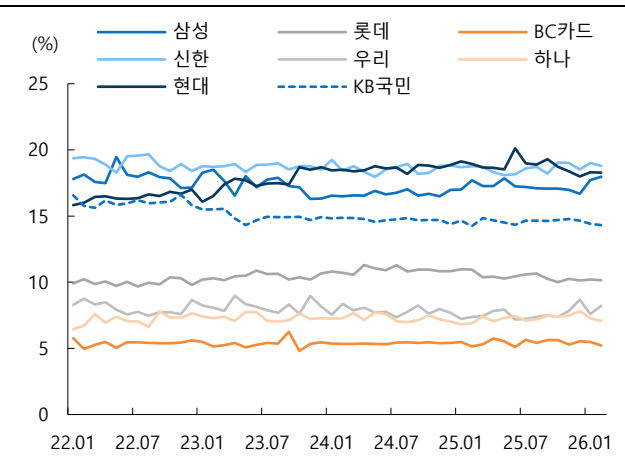
자료: FISIS, iM증권 리서치본부

그림155. 주요 카드사 대손비용 추이



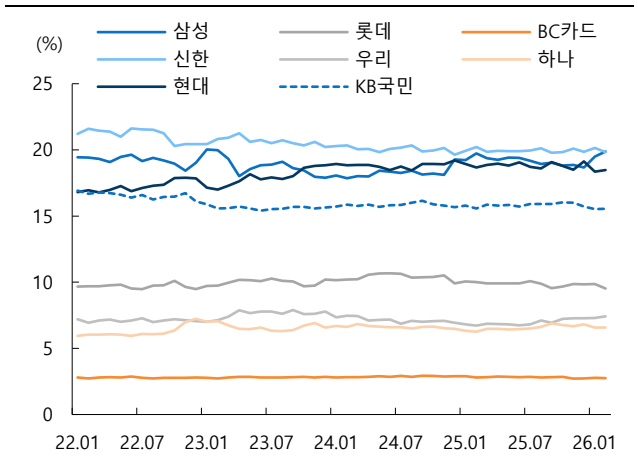
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림156. 전업카드사 신용판매 월별 점유율 추이



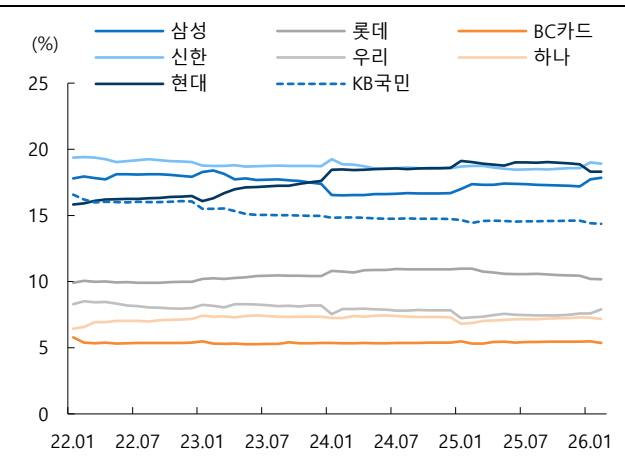
자료: 여신금융협회, iM증권 리서치본부

그림157. 전업카드사 개인신판 월별 점유율 추이



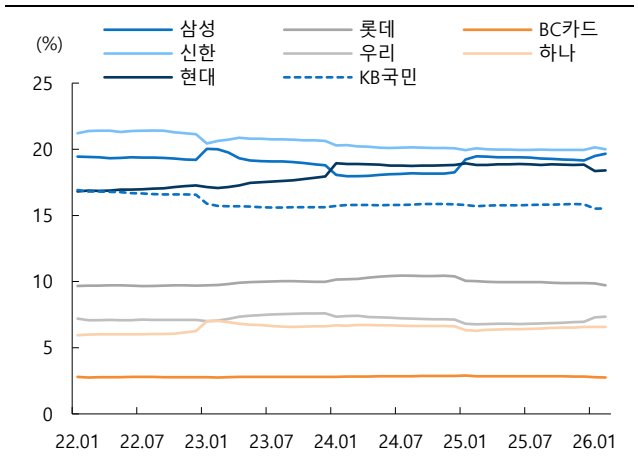
자료: 여신금융협회, iM증권 리서치본부

그림158. 전업카드사 신용판매 월별 점유율 추이(YTD 누계 기준)



자료: 여신금융협회, iM증권 리서치본부

그림159. 전업카드사 개인신판 월별 점유율 추이(YTD 누계 기준)



자료: 여신금융협회, iM증권 리서치본부

2. 외생변수로 인한 비용 부담 우려 상존

다만 최근 업황 자체는 여전히 어려운 환경이 지속되고 있다. 조달비용 측면에서 당초 금리 하락이 예상됨에 따라 22년 레고랜드 사태 전후로 발행했던 고금리 채권 등의 차환에 따른 조달비용 하락이 예상되었으나 최근 이란 사태 등에 따라 시장금리가 지속적으로 높은 수준이 유지되고 있어 조달 측면의 부담은 당분간 지속될 전망이다. 여전채 금리 상승을 감안했을 때 카드사들의 레버리지 확대에 있어 어려움이 지속될 것으로 전망한다.

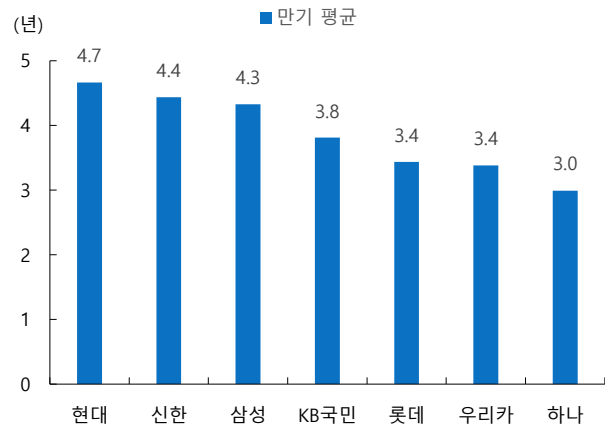
대손비용도 신용사면, 민생소비회복 쿠폰 등 영향으로 과거 고금리 시기 대비 개선되는 모습이 나타났으나 여전히 내수 부진 추세가 이어지고 있는 만큼 보수적 기조가 어느정도 이어질 것으로 예상된다. 최근 이란 사태로 인한 영향으로 추가적인 대손비용 악화 가능성이 상존하고 있음을 감안할 때 대손비용은 전년 대비 소폭 개선된 수준을 기록할 것으로 전망한다.

그림160. 여전채 금리 추이(신용등급 AA+, 3년물)



자료: 금융투자협회, iM증권 리서치본부

그림161. 카드사 발행 여전채 만기 현황(단순평균)



자료: SEIBRO, iM증권 리서치본부

주: 3월 말까지 발행된 카드채를 금액 관계 없이 발행 건수 기준 만기 단순평균

신용판매의 경우 25년 낮아진 가맹점수수료율로 인한 부담이 지속될 것으로 예상하며 카드론에 있어서도 가계부채 총량 관리 방안 도입이 예정되어 있는 점 등을 감안할 때 비용 부담을 상쇄할 수준의 성장은 기대하기 어려울 것으로 예상된다. 다만 매년 가맹점수수료율 하락으로 이어졌던 적격비용 재산정 주기가 과거 3년에서 6년으로 조정된 점은 추가적인 마진 하락 압력 측면의 우려를 일부 완화시킬 수 있을 것으로 전망한다. 전반적인 금리 부담 상승에 따라 할부/리스 측면에 있어서도 수익성 부담이 예상되는 만큼 성장 확대에 있어 전반적인 제한 요인이 지속될 전망이다.

표31. 가맹점수수료율 조정 추이

구분	12.09	15.01	16.01	17.07	19.01	22.01	25.02
2억원 이하	1.5%	1.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.5%	0.4%
2억원~3억원	일반가맹점	2.0%	1.3%	0.8%	0.8%	0.5%	0.4%
3억원~5억원		일반가맹점	일반가맹점	1.3%	1.3%	1.1%	1.0%
5억원~10억원	일반가맹점			일반가맹점	1.4%	1.25%	1.2%
10억원~30억원		일반가맹점	일반가맹점		1.6%	1.5%	1.45%
30억원 이상	일반가맹점			일반가맹점	일반가맹점		

자료: 금융위원회, 언론보도, iM증권 리서치본부

3. 스테이블코인 도입에도 신용카드 사용은 지속될 전망

최근 원화스테이블코인 도입이 논의되는 등 영향으로 카드 중심의 결제 시장에 변화가 발생할 수 있다는 우려가 제기되고 있다. 다만 신용카드를 사용한 결제의 본질은 단순 결제가 아닌 단기 신용공여로 보유한 현금 이상의 소비를 가능하게 하는 요소에 가깝다. 보유한 현금에 기반한 스테이블코인의 경우 현재 사용되는 선불충전금, 체크카드와는 전반적인 영역이 겹친다고 판단하나 신용카드와는 다소 다른 영역이라고 판단한다. 과거 카카오페이, 네이버페이 등 선불충전금 기반 간편결제가 본격적으로 출범된 이후로도 신용카드 사용 결제가 증가한 점과 전반적으로 일맥상통한다고 판단한다.

더 나아가 현재 국내 신용카드의 가맹점수수료율은 매우 낮아진 상황으로 인프라 선점, 가격 메리트 등을 종합적으로 고려했을 때 결제 수단에 있어 전방위적인 대체는 어려울 것으로 예상된다. 다만 해외 송금이나 카드 결제 등에 있어서는 상대적으로 빠른 결제 속도, 비용 우위 등이 명확하다는 점에서 일정 수준의 영향이 나타날 것으로 예상된다.

다만 여전히 디지털자산기본법 통과가 지연되고 있는 등 명확한 방향성이 확인되지 못해 스테이블코인 관련 업무 범위와 세부 내용이 결정되지 못한 상황에서 결정적으로 USDT, USDC 등 달러 스테이블코인 대비 원화 스테이블코인 활용 범위와 필요성 등에 대한 불확실성이 높다는 점을 감안했을 때 스테이블코인 관련 요인으로 인한 카드사의 실적 및 결제 인프라 내 헤게모니 상실 등에 대한 우려는 현 시점에서는 제한적일 것으로 전망한다. 오히려 기존 카드사들이 은행 계좌 등에 기반하여 수행하던 정산 등 업무를 스테이블코인으로 진행하는 등 기존 업무의 일부를 대체하여 효율성을 제고하는 방향으로 활용될 가능성이 높다고 판단한다.

표32. 결제 비교 - 카드 vs 스테이블코인

구분	카드	스테이블코인
결제 구조	카드망	블록체인
수수료	0.5%~3%	0%~1%
정산 속도	수일	즉시~수분
소비자 보호	강함	약함
환불	가능	거의 불가능
신용기능	가능	없음

자료: 언론보도(포춘코리아), iM증권 리서치본부

4. 투자전략: 채권형 투자에 적합한 종목

현재 국내 상장된 카드사는 삼성카드가 유일하다. 다만 삼성카드의 경우 지분 대부분을 삼성생명이 보유하고 있으며 1) 낮은 유동주식 수와 2) 제한적인 Peer 그룹, 3) 모멘텀 기대가 어려운 사업구조 등 요인으로 매우 베타가 낮은 상황이다.

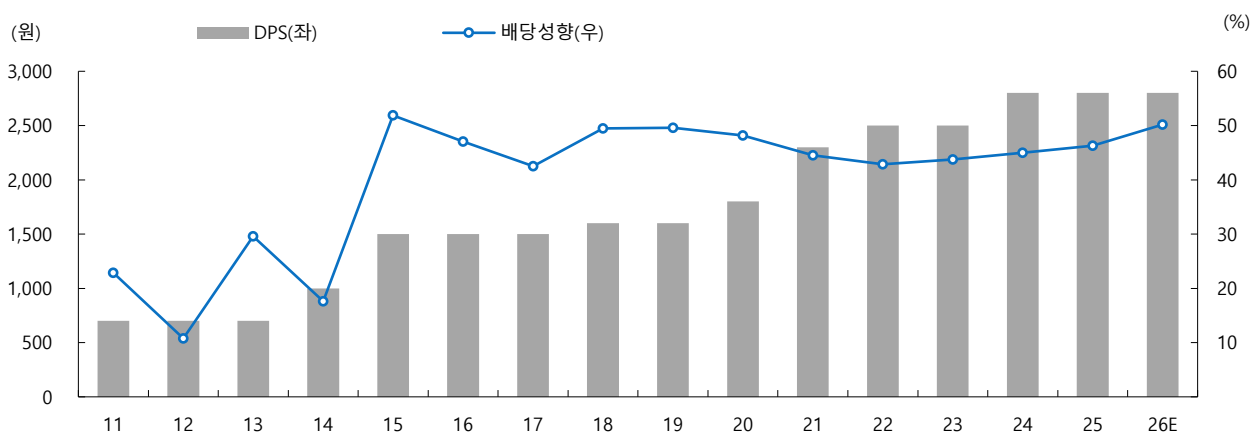
재무적 측면에서도 레버리지가 3배 후반 수준으로 업권 평균 및 규제 수준(최대 8배, 배당성향 35% 이상일 경우 7배) 대비 현저히 낮은 수준으로 전반적인 자본 측면의 버퍼가 매우 높은 것을 확인할 수 있다. 손익 측면에서도 보수적 경영 기조를 지속해옴에 따라 건전성 지표가 안정적 수준을 유지하고 있으며 이익 변동성이 매우 낮은 상황이다. 회사 밸류업 계획은 구체적인 내용이 부족하지만 과거 추이를 감안했을 때 실적이 큰 폭으로 변동하지 않는 한 최소 전년 수준의 DPS를 기대하는데 어려움은 없을 것으로 전망한다.

표33. 최근 주요 카드채 금리 현황

발행인	신용등급	발행일	만기일	발행 금액 (십억원)	금리
우리카드	AA	2026-04-15	2028-03-15	90	3.819%
현대카드	AA+	2026-04-06	2029-04-06	30	4.054%
KB국민카드	AA+	2026-04-03	2028-04-03	30	3.855%
신한카드	AA+	2026-04-10	2029-07-10	40	3.895%
하나카드	AA	2026-04-07	2028-04-07	20	3.925%
삼성카드	AA+	2026-04-08	2029-04-06	50	4.003%
롯데카드	AA-	2026-03-17	2027-06-17	10	3.605%

자료: SEIBRO, iM증권 리서치본부

그림162. 삼성카드 DPS 및 배당성향 추이 및 전망



자료: 삼성카드, iM증권 리서치본부 추정

이러한 요인을 고려하여 삼성카드는 배당수익률에 기반한 채권형 투자에 적합한 회사라고 판단한다. 높은 잉여자본으로 ROE가 낮지만 베타 감안 시 CoE도 낮아 현재 주가 기준으로 밸류에이션 부담도 제한적이라고 판단한다. 고배당 기업에 대한 특례로 배당소득 분리과세가 적용되는 점을 종합적으로 감안했을 때 카드채 금리와 배당수익률을 종합적으로 비교하여 접근하는 투자 방법이 충분히 유효하다고 판단한다.

최근 카드채 금리 발행 수준 및 주가 변동에 따른 리스크 프리미엄을 종합적으로 고려했을 때 약 4~5% 내외 수준의 배당수익률까지는 낮은 리스크로 투자가 가능할 전망이다. 2026년 예상 DPS는 전년과 동일한 2,800원을 전망하며 현재 주가 기준 약 5.1%의 배당수익률을 기대할 수 있을 것으로 전망한다.

표34. 삼성카드 실적 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	QoQ	YoY
영업수익	1,067	1,257	1,008	1,050	1,283.5	988	22.2%	20.2%
신용카드 사업	879	886	912	926	922.4	934	-0.4%	5.0%
신판	610	610	632	643	632.3	642	-1.7%	3.6%
카드론	223	229	233	234	241.7	248	3.5%	8.3%
현금서비스	45	47	47	49	48.5	44	-1.9%	7.5%
할부/리스 사업	58	62	56	58	61.5	61	6.4%	6.6%
할부금융	4	4	4	4	3.9	4	3.3%	5.7%
리스	53	56	51	52	56.7	56	8.9%	7.6%
일반대출	1	2	2	2	0.9	1	-53.8%	-30.8%
기타	131	310	40	66	299.5	-7	352.5%	128.3%
영업비용	648	872	601	686	901.0	621	31.3%	38.9%
이자비용	136	145	153	163	167.7	168	2.6%	23.6%
판관비	476	503	488	536	517.2	535	-3.5%	8.7%
기타비용	37	225	-40	-13	216.1	-82	흑전	487.1%
총당금 적립전 영업이익	419	385	407	364	382.5	366	5.0%	-8.7%
대손충당금 적립액	174	185	193	170	170.6	171	0.6%	-1.9%
영업이익	245	200	214	195	211.9	196	8.9%	-13.5%
영업외손익	2	2	2	-1	1.1	1	흑전	-39.1%
세전이익	247	202	216	194	213.0	197	10.0%	-13.7%
법인세	62	51	54	45	53.2	49	18.3%	-14.5%
당기순이익	184	151	162	149	159.7	147	7.5%	-13.4%
(%, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	QoQ	YoY
Credit cost (%)	2.54	2.63	2.65	2.29	2.29	2.25	0.00	-0.25
고정이하여신비용률(%)	0.82	0.77	0.74	0.74	0.73	0.70	-0.01	-0.09

자료: 삼성카드, iM증권 리서치본부 추정



기업분석

<은행>

KB금융(105560)

가장 높은 산, 가장 긴 강

신한지주(055550)

더욱 더 높아진 밸류에이션 매력

하나금융지주(086790)

환율 변동 속에서 이 정도의 방어력을?

우리금융지주(316140)

점점 해소되고 있는 할인 요인

기업은행(024110)

경기의 유의미한 회복세 필요

BNK금융지주(138930)

대손 부담 완화에 따른 이익 회복 기대

JB금융지주(175330)

전략대출 중심 효율적인 자본 활용 기초

iM금융지주(139130)

여전히 가장 싼 은행주

KB금융 (105560)

2026.04.21

가장 높은 산, 가장 긴 강

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

투자 의견 Buy, 목표주가 190,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy, 목표주가 190,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 190,000원은 Target PBR 1.18배(신증자본증권, 비지배지분을 제외하고 산출한 26E~28E 평균 조정 ROE 11.0%, CoE 7.4%, 베타 1, 영구성장률 0% 기준)에 2026E 조정 BVPS(신증자본증권, BVPS 제외 기준) 157,062원을 적용하여 도출했다. 투자 리스크로는 1) 이란 사태 장기화로 인한 중소기업 Credit 리스크 확대, 2) 금리 및 증시 변동으로 인한 유가증권 매매평가손익 변동, 3) 규제환경 변화로 인한 성장 제한 우려 등을 제시한다

가장 탄탄한 이익체력과 가장 명확한 자본정책을 보유한 금융회사

KB금융은 업계 내 가장 탄탄한 이익체력을 보유하고 있다. 증권, 손보, 생보, 카드, 캐피탈 등 주요 비은행 주요 자회사를 모두 확보하고 있으며 모두 각 업계 내 상위권의 자본력을 보유하고 있다는 점에서 커버리지 은행업종 내 가장 은행/비은행 간 균형잡힌 포트폴리오를 가지고 있다고 판단한다. 경기민감업종과 방어업종이 모두 혼재되어 있는 포트폴리오 특성을 감안했을 때 대내외 변동에도 안정적으로 이익을 방어할 수 있을 것으로 전망한다. 특히 26년 상반기와 같이 증시 상승 및 금리 상승이 수반된 구간에서 가장 유리한 위치를 확보하고 있다고 판단한다. 자본정책에 있어서도 가장 명확하다. 대체로 다른 금융지주가 Target CET1비율 기준으로 일정 수준 이상의 주주환원을 하겠다는 밸류업 계획을 제시했던 것과 달리 ROE와 RWA 성장률에 따라 유기적으로 주주환원을 결정하는 내용의 자본정책을 제시하고 있어 성장을 통한 시장 지위 확대와 주주환원 확대를 통한 주주가치 제고를 모두 기대할 수 있다고 판단한다.

2026E 지배순이익 6조2,365억원(+6.7% YoY) 전망

KB금융의 2026E 지배순이익은 6조2,365원(+6.7% YoY)으로 컨센서스를 상회할 것으로 전망한다. 그룹 NIM은 연간 1.94%로 시장금리 상승에 따라 전년과 유사한 수준으로 견조한 흐름이 지속될 것으로 예상된다. 은행 원화대출 성장률은 3%로 가계대출이 규제 이슈로 제한된 가운데 생산적 금융 기조에 따라 기업대출 중심으로 전체적인 성장세가 지속될 전망이다. Credit Cost는 0.5%로 전년과 유사한 수준을 기록할 것으로 예상된다. 최근 전체적인 신규 연체 증가 폭이 둔화되고 있으며 적극적인 상매각을 통해 건전성 지표가 안정적으로 관리되고 있는 점은 긍정적이거나 최근 이란 사태 등 영향으로 잠재적으로 대손 악화 우려가 상존하고 있는 만큼 보수적인 관점을 유지한다. 2026년 CET1비율은 13.8%로 안정적으로 Target 수준을 상회할 것으로 예상하며 총 주주환원율도 60.5%(배당 28%, 자사주 32.6%)를 전망한다. 추중에서 자본잉여금 7.5조 감액이 결정되며 비과세 배당 재원이 확보된 만큼 결산배당부터 관련 영향이 나타날 것으로 전망한다. 배당수익률 3.0%, 총주주환원수익률 6.2%를 전망하며 현재 밸류에이션 수준에서는 배당 확대 등 Mix 변화가 나타날 수 있다고 판단한다.

Buy (Initiate)

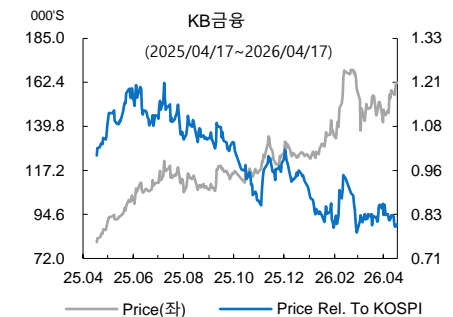
목표주가(12M)	190,000원(신규)
증가(2026.04.17)	162,300원
상승여력	17.1%

Stock Indicator

자본금	2,090.6십억원
발행주식수	37,285만주
시가총액	60,514십억원
외국인지분율	75.8%
52주 주가	80,300~168,800원
60일평균거래량	1,359,572주
60일평균거래대금	207.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.2	25.3	42.4	97.0
상대수익률	-3.2	-0.9	-22.8	-52.4

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
총영업이익(십억원)	17,945	18,340	18,647	19,054
영업이익(십억원)	8,531	8,591	8,896	9,015
지배순이익(십억원)	5,843	6,237	6,358	6,425
EPS(원)	15,079	16,536	17,052	17,232
BPS(원)	148,377	157,062	162,614	168,229
PER(배)	8.3	9.8	9.5	9.4
PBR(배)	0.8	1.0	1.0	1.0
ROE(%)	11	11	11	11
배당수익률(%)	3.5	3.0	3.3	3.7
배당성장률(%)	27.1	28.0	30.2	33.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2026E ~2028F ROE 평균	11.0%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	글로벌 은행들 밸류에이션 평균 대비 국내 은행들의 할인 수준 반영	20.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.18
목표주가	2026F BPS 157,062 원에 Target PBR 적용	190,000
현재가		162,300
Upside / Downside		17.1%
투자의견		Buy

자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		33%
Sustainable ROE	금리 상승, 비은행 계열사 실적 호조	12.0%
COE	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-15.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.37
목표주가(Bull case)	2026F BPS 157,062 원에 Target PBR 적용	215,700
Downside case		-15%
Sustainable ROE	금리 하락, 부실 확대, 경기 환경 악화 등	10.0%
COE	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-35.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.88
목표주가(Bear case)	2026F BPS 157,062 원에 Target PBR 적용	137,400

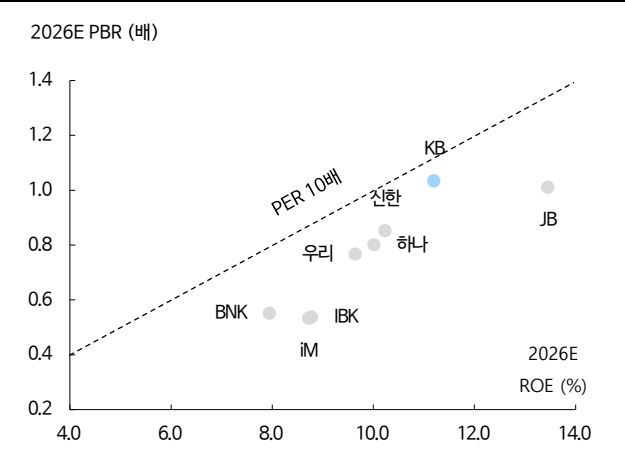
자료: iM증권 리서치본부 추정

표3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	QoQ	YoY
총영업이익	4,554	4,538	4,352	4,501	4,727.7	4,650	5.0	3.8
순이자이익	3,262	3,107	3,336	3,368	3,428.7	3,438	1.8	5.1
비이자이익	1,292	1,431	1,016	1,133	1,299.1	1,213	14.6	0.5
수수료이익	934	1,032	986	1,146	1,306.8	1,145	14.0	39.9
기타비이자이익	358	399	29	-13	-7.7	67	적지	적전
판관비	1,606	1,750	1,652	2,043	1,661.8	1,811	-18.7	3.5
총전이익	2,949	2,788	2,700	2,458	3,065.9	2,839	24.7	4.0
대손충당금 전입액	656	655	365	688	528.4	607	-23.2	-19.4
영업이익	2,293	2,133	2,335	1,770	2,537.5	2,233	43.3	10.7
세전이익	2,307	2,343	2,262	1,285	2,582.2	2,267	100.9	11.9
당기순이익	1,699	1,748	1,655	749	1,897.9	1,666	153.5	11.7
지배순이익	1,697	1,738	1,686	721	1,895.3	1,654	162.8	11.7
그룹 대출채권	474,871	478,247	486,520	491,978	495,426	498,957	0.7	4.3
그룹 예수금	434,357	442,087	448,712	462,397	462,733	461,416	0.1	6.5
(%, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	QoQ	YoY
NIM	2.01	1.96	1.96	1.95	1.95	1.94	0.00	-0.06
CIR	35.3	38.6	38.0	45.4	35.1	38.9	-10.24	-0.11
Credit Cost	0.56	0.56	0.31	0.57	0.43	0.50	-0.14	-0.12
NPL 비율	0.76	0.72	0.70	0.63	0.65	0.64	0.02	-0.11
BIS 비율	16.6	16.4	16.3	16.2	16.3	16.2	0.09	-0.33
CET1 비율	13.7	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8	0.03	0.12

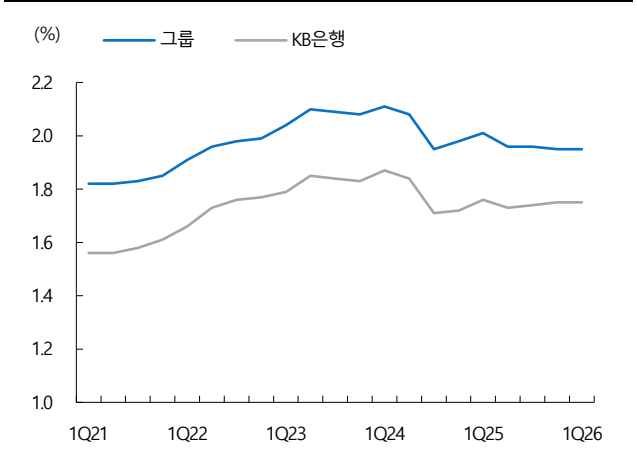
자료: KB금융, iM증권 리서치본부 추정

그림1. PBR-ROE Matrix



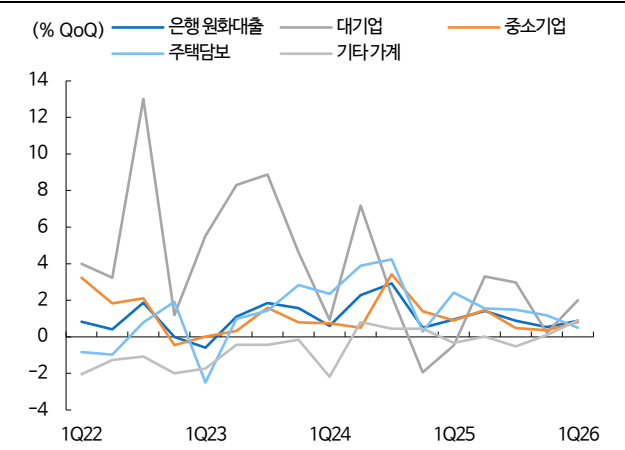
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. 그룹 및 은행 NIM 추이



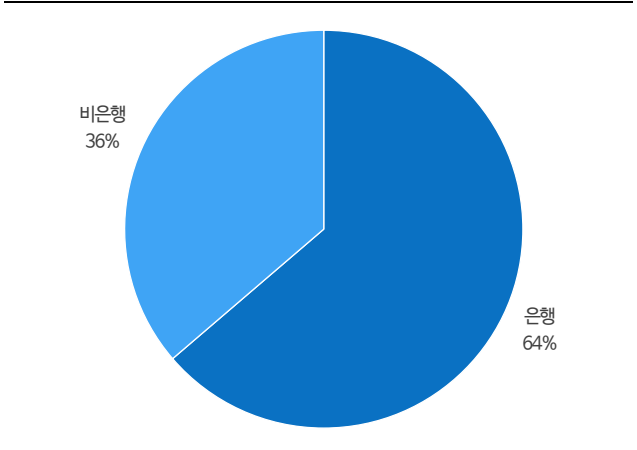
자료: KB금융, iM증권 리서치본부 추정

그림3. 은행 원화대출 성장률 추이



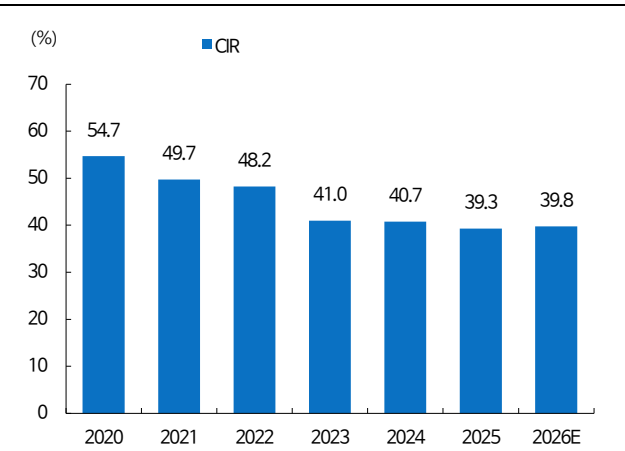
자료: KB금융, iM증권 리서치본부 추정

그림4. 그룹 순영업수익 기준 은행-비은행 비중



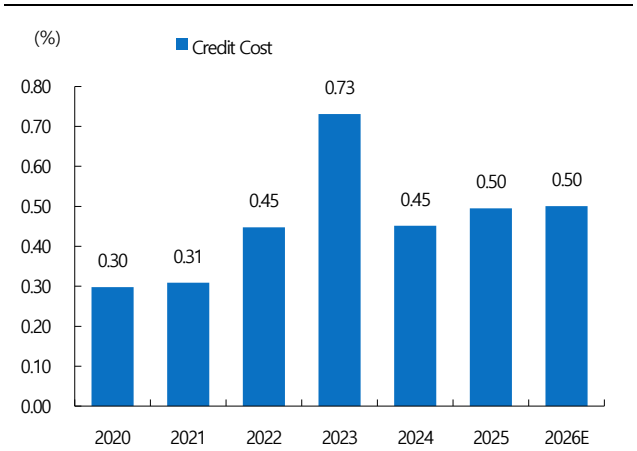
자료: KB금융, iM증권 리서치본부 추정

그림5. 그룹 CIR 추이



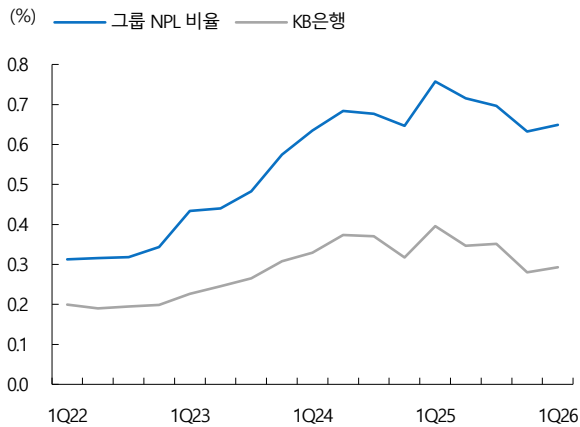
자료: KB금융, iM증권 리서치본부 추정

그림6. 그룹 Credit Cost 추이



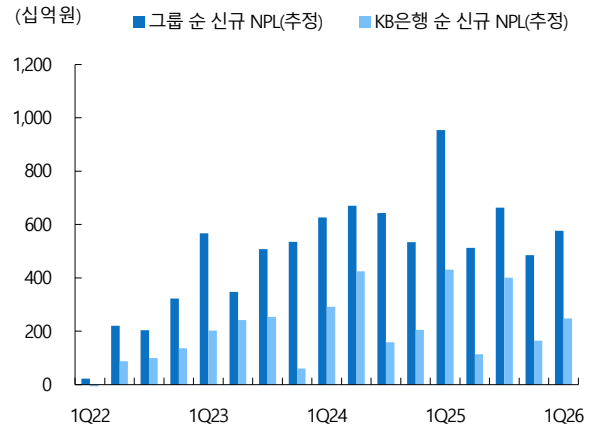
자료: KB금융, iM증권 리서치본부 추정

그림7. 그룹 및 은행 NPL 비율 추이



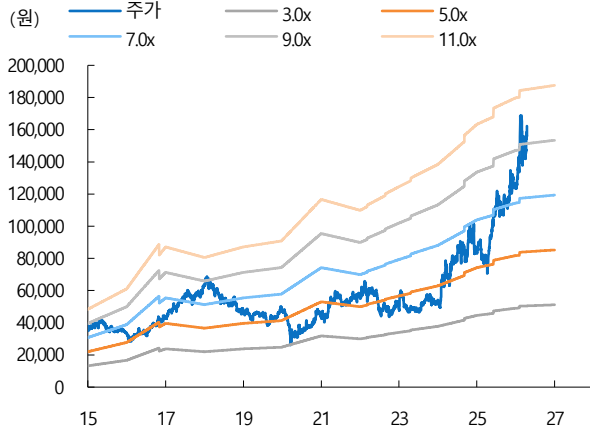
자료: KB금융, iM증권 리서치본부 추정

그림8. 그룹 및 은행 순 신규 NPL 추정



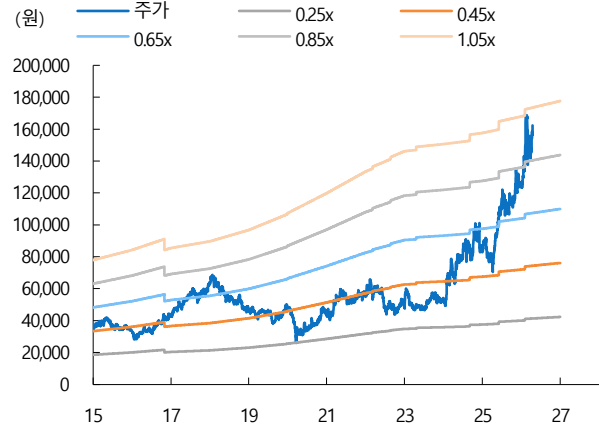
자료: KB금융, iM증권 리서치본부 추정

그림9. PER 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림10. PBR 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
현금 및 예치금	34,777	33,407	32,090	30,826
유가증권	224,849	244,377	265,698	288,984
대출채권	491,978	503,301	515,013	527,128
유형자산	8,627	8,977	9,342	9,721
기타자산	37,692	41,997	42,342	42,495
자산총계	797,923	832,059	864,485	899,154
예수부채	462,397	467,679	473,540	479,993
차입성부채	150,778	158,147	165,875	173,982
기타금융부채	11,321	13,727	15,770	17,972
비이자부채	112,588	129,559	144,123	159,765
부채총계	737,083	769,112	799,309	831,712
지배주주지분	59,058	61,019	63,089	65,182
자본금	2,091	2,091	2,091	2,091
신종자본증권	4,359	4,359	4,359	4,359
자본잉여금	16,634	16,634	16,634	16,634
이익잉여금	38,344	40,304	42,374	44,468
기타자본	-2,369	-2,369	-2,369	-2,369
비지배주주지분	1,782	1,929	2,088	2,260
자본총계	60,840	62,947	65,176	67,442

주요투자지표(1)				
(%)	2025	2026E	2027E	2028E
수익성 지표				
ROE	10.9	11.2	11.0	10.7
ROA	0.8	0.8	0.8	0.7
NIM	2.0	1.9	1.9	1.9
Credit Cost	0.50	0.50	0.44	0.43
CIR	39.3	39.8	40.5	41.0
ROA Breakdown				
총영업이익	2.3	2.3	2.2	2.2
이자이익	1.7	1.7	1.7	1.6
비이자이익	0.6	0.6	0.5	0.5
대손충당금전입액	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
일반관리비	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9
총영업이익 구성비				
이자이익	72.9	75.5	76.1	75.7
비이자이익	27.1	24.5	23.9	24.3
수수료이익	22.8	26.1	25.8	26.1
기타	4.3	-1.6	-1.8	-1.8
자본적정성/자산건전성				
CET1비율	13.8	13.8	13.8	13.7
BIS비율	16.2	16.2	16.1	16.1
NPL비율	0.6	0.6	0.6	0.6
NPL Coverage	148.3	156.0	151.0	144.3

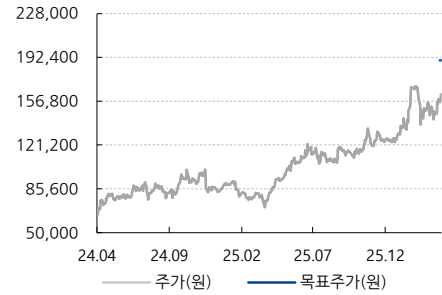
포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
총영업이익	17,945	18,340	18,647	19,054
이자이익	13,073	13,840	14,183	14,415
비이자이익	4,872	4,500	4,465	4,640
금융상품관련손익	4,041	2,592	2,443	2,456
수수료이익	4,098	4,787	4,802	4,982
보험손익	1,303	1,257	1,245	1,206
기타비이자이익	-4,571	-4,136	-4,025	-4,004
대손충당금전입액	2,363	2,450	2,198	2,222
일반관리비	7,051	7,298	7,553	7,817
총업원관련비용	4,302	4,452	4,608	4,770
기타판관비	2,749	2,845	2,945	3,048
영업이익	8,531	8,591	8,896	9,015
영업외이익	-335	-60	-140	-109
세전이익	8,197	8,532	8,757	8,907
법인세비용	2,346	2,261	2,321	2,360
법인세율(%)	28.6	26.5	26.5	26.5
당기순이익	5,851	6,271	6,436	6,547
지배주주순이익	5,843	6,237	6,358	6,425
비지배자분순이익	8	34	78	122

주요투자지표(2)				
(%, 원)	2025	2026E	2027E	2028E
성장성지표(%)				
자산	5.3	4.3	3.9	4.0
대출	4.2	2.3	2.3	2.4
부채	5.6	4.3	3.9	4.1
BPS	8.0	5.9	3.5	3.5
총영업이익	5.4	2.2	1.7	2.2
이자이익	1.9	5.9	2.5	1.6
비이자이익	16.0	-7.6	-0.8	3.9
일반관리비	1.6	3.5	3.5	3.5
지배순이익	15.1	6.7	1.9	1.1
EPS	18.3	9.7	3.1	1.1
DPS	37.6	12.6	10.1	10.4
주당지표(원)				
EPS	15,079	16,536	17,052	17,232
수정 EPS	15,079	16,536	17,052	17,232
BPS	148,377	157,062	162,614	168,229
DPS	4,367	4,915	5,413	5,977
배당성향(%)	27.1	28.0	30.2	33.0
Valuation 지표(배)				
PER	8.3	9.8	9.5	9.4
PBR	0.8	1.0	1.0	1.0
배당수익률(%)	3.5	3.0	3.3	3.7

자료: KB금융, iM증권 리서치본부

KB금융 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-21	Buy	190,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-

신한지주 (055550)

2026.04.21

더욱 더 높아진 밸류에이션 매력

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

투자 의견 Buy, 목표주가 120,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy, 목표주가 120,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 120,000원은 Target PBR 1.02배(신종자본증권, 비지배지분을 제외하고 산출한 26E~28E 평균 조정 ROE 10.1%, CoE 7.4%, 베타 1, 영구성장률 0% 기준)에 2026E 조정 BVPS(신종자본증권, BVPS 제외 기준) 117,159원을 적용하여 도출했다. 투자 리스크로는 1) 대내외 변수 확대에 의한 대손비용 악화 리스크, 2) 대내외 환경으로 인한 유가증권 매매평가손익 변동, 3) 예상대비 저조한 카드 자회사 실적 개선 등을 제시한다

비은행 자회사 실적이 개선 기대되는 가운데 밸류에이션 매력 부각

신한지주의 비은행 자회사 중 가장 규모가 큰 자회사는 신한카드이다. 다만 최근 몇 년간 신한카드는 다소 부진한 실적을 기록했는데 1) 과거 출시한 상품(더모아카드)로 인한 손실이 누적된 가운데 2) 고금리 환경에 따른 조달비용 악화, 3) 건전성 부담으로 인한 대손비용 악화 등 영향에 기인한다. 다만 올해부터 과거 출시한 상품의 유효기간이 본격적으로 만료되는 가운데 전년도 대규모 상매각을 통해 건전성 지표가 개선되고 있음을 감안하면 올해부터 실적 개선이 본격화될 것으로 예상된다. 또한 최근 증시 상승 및 금리 상승이 수반되고 있어 동사의 주요 자회사인 증권, 보험 등 자회사의 실적이 견조한 흐름을 기록할 것으로 예상되는 점을 감안하면 다른 은행 중심 시종은행지주 대비 높은 경상 이익체력의 개선세를 기대할 수 있을 것으로 전망한다. 견조한 이익 체력에도 동사의 26E PBR은 약 0.75배로 KB 대비 약 20% 할인된 가격에서 거래되고 있는 만큼 밸류에이션 매력이 유효하다고 판단한다.

2026E 지배순이익 5조5,684억원(+12% YoY) 전망

신한지주의 2026E 지배순이익은 5조5,684억원(+12% YoY)으로 컨센서스를 상회할 것으로 전망한다. 그룹 NIM은 연간 1.90%로 이란 사태로 인한 금리 상승에 힘입어 전년과 유사한 수준을 기록할 전망이다. 은행 원화대출 성장률은 3.6%로 총량규제로 인해 가계대출 성장이 제한된 가운데 기업대출 중심 성장을 전망한다. Credit Cost는 0.44% 수준에서 안정적으로 관리될 것으로 전망한다. 최근 이란 사태 등 영향으로 잠재적으로 대손 악화 우려가 상존하고 있는 만큼 보수적인 적립기조가 지속될 것으로 전망한다. 2026년 CET1비율은 13.5%로 전년에 이어 견조하게 관리될 것으로 전망한다. 총 주주환원율은 55.6%(배당 25.1%, 자사주 30.5%)를 전망한다. 주주총회에서 자본잉여금 9.9조 감액이 결정됨에 따라 비과세 배당 재원이 확보된 만큼 26년 결산배당부터 관련 영향이 나타날 것으로 전망한다. 당사 추정치 기준 신한지주의 26년 배당수익률 3.0%, 총주주환원수익률 6.6%로 주주환원 측면의 매력도 높다고 판단한다.

Buy (Initiate)

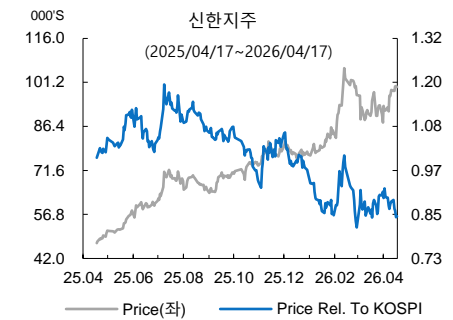
목표주가(12M)	120,000원(신규)
증가(2026.04.17)	99,600원
상승여력	20.5%

Stock Indicator

자본금	2,969.6십억원
발행주식수	47,465만주
시가총액	47,276십억원
외국인지분율	61.4%
52주 주가	47,150~106,000원
60일평균거래량	1,648,178주
60일평균거래대금	154.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.2	25.0	36.3	109.0
상대수익률	-4.2	-1.3	-28.9	-40.3

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
총영업이익(십억원)	15,439	16,677	17,332	17,968
영업이익(십억원)	7,023	7,834	8,110	8,342
지배순이익(십억원)	4,972	5,568	5,752	5,928
EPS(원)	10,054	11,599	12,119	12,488
BPS(원)	109,599	117,160	122,201	127,278
PER(배)	7.6	8.6	8.2	8.0
PBR(배)	0.7	0.9	0.8	0.8
ROE(%)	10	10	10	10
배당수익률(%)	3.4	3.0	3.3	3.6
배당성장률(%)	25.2	25.1	26.9	28.8

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2026E ~ 2028F ROE 평균	10.1%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	글로벌 은행들 밸류에이션 평균 대비 국내 은행들의 할인 수준 반영	25.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.02
목표주가	2026F BPS 117,159 원에 Target PBR 적용	120,000
현재가		99,600
Upside / Downside		20.5%
투자이견		Buy

자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		41%
Sustainable ROE	금리 상승, 비은행 계열사 실적 호조	11.1%
COE	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-20.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.20
목표주가(Bull case)	2026F BPS 117,158 원에 Target PBR 적용	140,500
Downside case		-13%
Sustainable ROE	금리 하락, 부실 확대, 경기 환경 악화 등	9.1%
COE	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-40.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.74
목표주가(Bear case)	2026F BPS 117,158 원에 Target PBR 적용	86,400

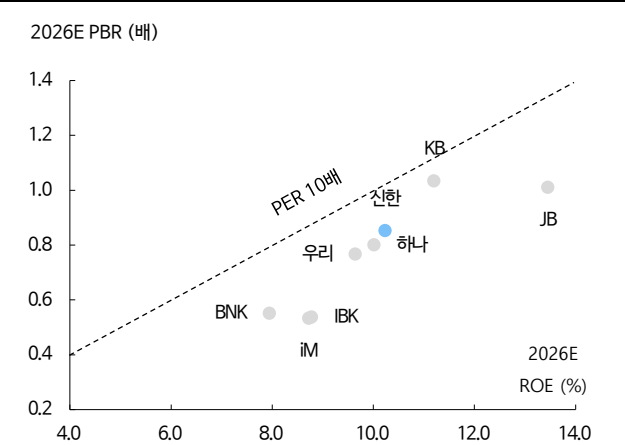
자료: iM증권 리서치본부 추정

표3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	QoQ	YoY
총영업이익	3,794	4,129	3,912	3,603	4,160.1	4,372	15.5	9.6
순이자이익	2,855	2,864	2,948	3,028	3,089.5	3,104	2.0	8.2
비이자이익	939	1,265	965	575	1,070.6	1,268	86.2	14.0
수수료이익	678	762	768	713	1,013.0	904	42.1	49.4
기타비이자이익	261	503	197	-138	57.6	364	흑전	-77.9
판관비	1,414	1,486	1,518	1,984	1,519.7	1,595	-23.4	7.5
총전이익	2,380	2,643	2,394	1,619	2,640.4	2,777	63.1	10.9
대손충당금 전입액	436	629	440	509	464.8	494	-8.6	6.6
영업이익	1,944	2,014	1,955	1,110	2,175.6	2,283	96.0	11.9
세전이익	2,006	2,072	1,951	901	2,183.0	2,306	142.4	8.8
당기순이익	1,517	1,577	1,452	538	1,604.5	1,695	198.2	5.8
지배순이익	1,488	1,549	1,424	511	1,568.0	1,657	207.1	5.4
그룹 대출채권	450,226	449,963	460,743	466,189	470,994	476,432	1.0	4.6
그룹 예수금	420,024	420,571	437,880	447,649	453,134	457,011	1.2	7.9
(%, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	QoQ	YoY
NIM	1.91	1.89	1.90	1.91	1.91	1.90	0.00	0.00
CIR	37.3	36.0	38.8	55.1	36.5	36.5	-18.54	-0.74
Credit Cost	0.41	0.59	0.41	0.46	0.42	0.44	-0.05	0.01
NPL 비율	0.81	0.80	0.76	0.72	0.74	0.73	0.02	-0.07
BIS 비율	15.9	16.3	16.1	15.9	16.0	16.2	0.03	0.01
CET1 비율	13.3	13.6	13.6	13.3	13.3	13.5	-0.01	0.07

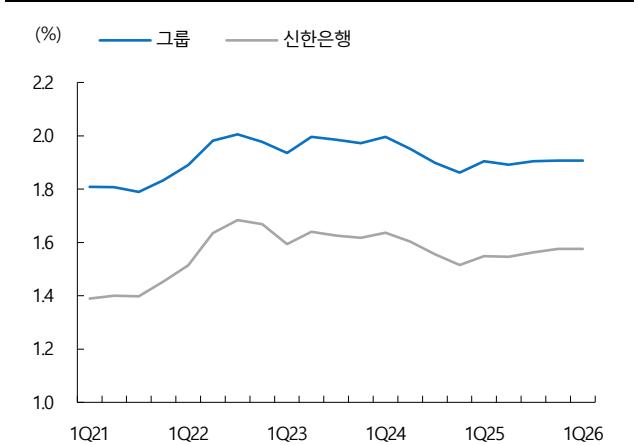
자료: 신한지주, iM증권 리서치본부 추정

그림1. PBR-ROE Matrix



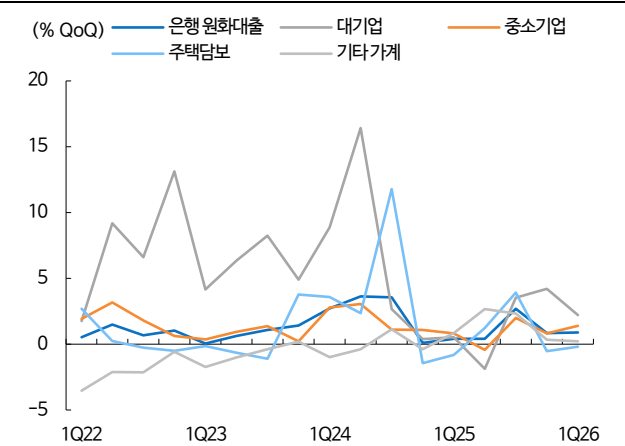
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. 그룹 및 은행 NIM 추이



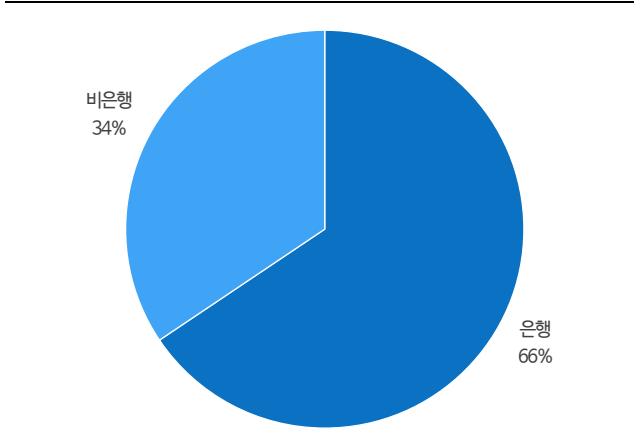
자료: 신한지주, iM증권 리서치본부 추정

그림3. 은행 원화대출 성장률 추이



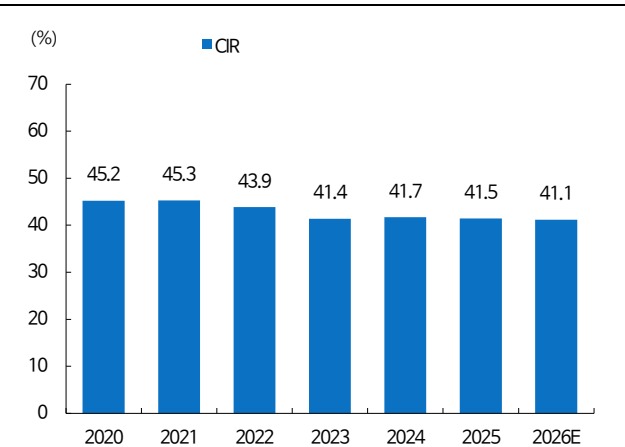
자료: 신한지주, iM증권 리서치본부 추정

그림4. 그룹 순영업수익 기준 은행-비은행 비중



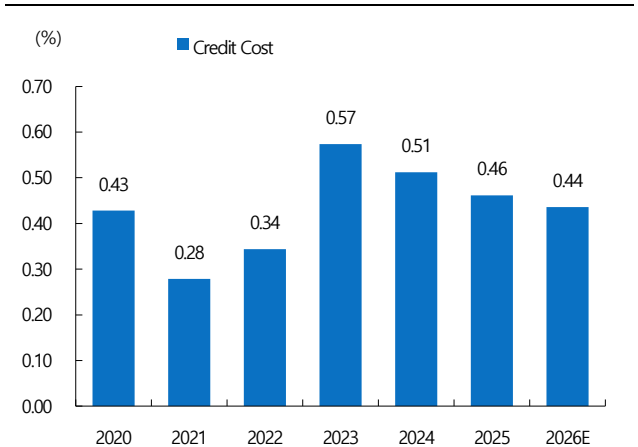
자료: 신한지주, iM증권 리서치본부 추정

그림5. 그룹 CIR 추이



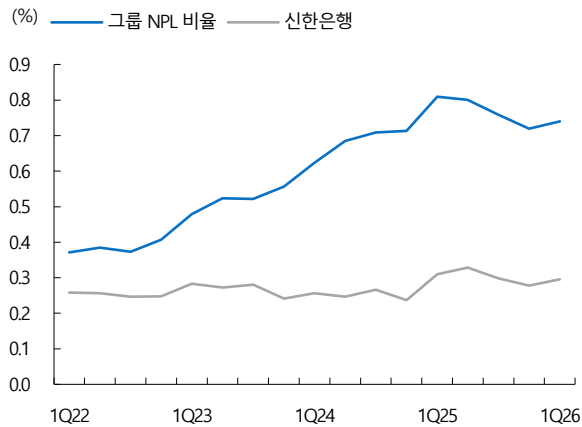
자료: 신한지주, iM증권 리서치본부 추정

그림6. 그룹 Credit Cost 추이



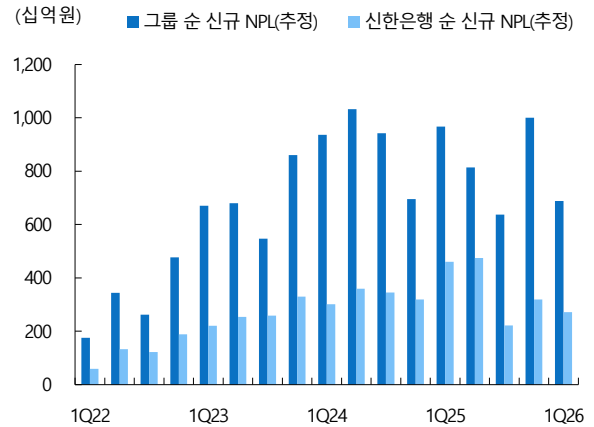
자료: 신한지주, iM증권 리서치본부 추정

그림7. 그룹 및 은행 NPL 비율 추이



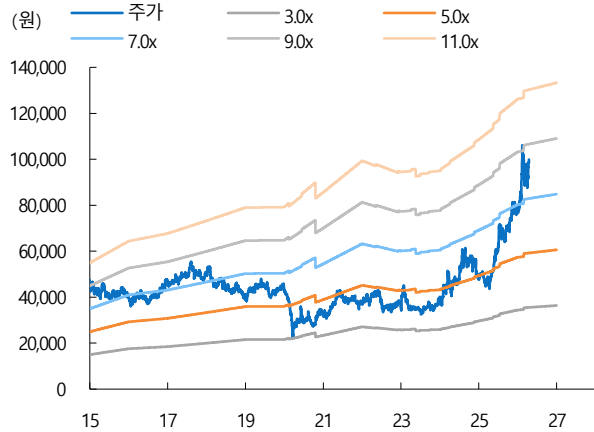
자료: 신한지주, iM증권 리서치본부 추정

그림8. 그룹 및 은행 순 신규 NPL 추정



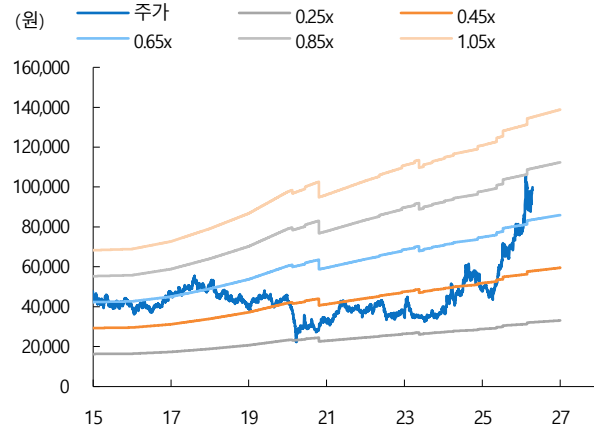
자료: 신한지주, iM증권 리서치본부 추정

그림9. PER 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림10. PBR 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
현금 및 예치금	39,783	38,216	36,710	35,263
유가증권	211,759	230,490	250,967	273,358
대출채권	466,189	485,801	506,578	528,597
유형자산	4,765	4,958	5,160	5,369
기타자산	63,517	63,910	64,265	64,693
자산총계	786,013	823,376	863,680	907,280
예수부채	447,649	466,856	486,894	507,800
차입성부채	148,386	155,638	163,244	171,222
기타금융부채	11,461	12,516	13,822	15,418
비이자부채	118,145	125,593	134,555	145,265
부채총계	725,641	760,603	798,515	839,705
지배주주지분	57,959	60,360	62,752	65,162
자본금	2,970	2,970	2,970	2,970
신종자본증권	4,750	4,750	4,750	4,750
자본잉여금	12,099	12,099	12,099	12,099
이익잉여금	41,796	44,197	46,589	48,998
기타자본	-3,655	-3,655	-3,655	-3,655
비지배주주지분	2,413	2,413	2,413	2,413
자본총계	60,372	62,773	65,165	67,575

주요투자지표(1)				
(%)	2025	2026E	2027E	2028E
수익성 지표				
ROE	9.5	10.2	10.1	10.0
ROA	0.7	0.7	0.7	0.7
NIM	1.9	1.9	1.9	1.9
Credit Cost	0.46	0.44	0.43	0.42
CIR	41.5	41.1	41.6	42.1
ROA Breakdown				
총영업이익	2.0	2.1	2.1	2.0
이자이익	1.5	1.6	1.5	1.5
비이자이익	0.5	0.5	0.5	0.5
대손충당금전입액	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2
일반관리비	-0.8	-0.9	-0.9	-0.9
총영업이익 구성비				
이자이익	75.7	75.1	75.2	75.0
비이자이익	24.3	24.9	24.8	25.0
수수료이익	18.9	21.4	20.4	20.7
기타	5.3	3.5	4.5	4.3
자본적정성/자산건전성				
CET1비율	13.3	13.4	13.5	13.6
BIS비율	15.9	16.0	16.1	16.1
NPL비율	0.7	0.7	0.7	0.7
NPL Coverage	126.0	135.1	138.9	142.8

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
총영업이익	15,439	16,677	17,332	17,968
이자이익	11,694	12,523	13,027	13,484
비이자이익	3,744	4,154	4,305	4,484
금융상품관련손익	2,007	1,211	1,799	1,749
수수료이익	2,921	3,568	3,534	3,715
보험손익	1,056	1,090	1,103	1,100
기타비이자이익	-2,240	-1,715	-2,130	-2,080
대손충당금전입액	2,013	1,980	2,017	2,061
일반관리비	6,402	6,863	7,206	7,566
총업원관련비용	3,986	4,186	4,395	4,615
기타판관비	2,416	2,677	2,811	2,951
영업이익	7,023	7,834	8,110	8,342
영업외이익	-94	-80	-90	-78
세전이익	6,929	7,755	8,020	8,263
법인세비용	1,844	2,055	2,125	2,190
법인세율(%)	26.6	26.5	26.5	26.5
당기순이익	5,085	5,700	5,894	6,074
지배주주순이익	4,972	5,568	5,752	5,928
비지배자분순이익	113	131	142	146

주요투자지표(2)				
(%, 원)	2025	2026E	2027E	2028E
성장성지표(%)				
자산	6.3	4.8	4.9	5.0
대출	3.3	4.2	4.3	4.3
부채	6.6	4.8	5.0	5.2
BPS	7.2	6.9	4.3	4.2
총영업이익	5.2	8.0	3.9	3.7
이자이익	2.6	7.1	4.0	3.5
비이자이익	14.4	11.0	3.6	4.1
일반관리비	4.7	7.2	5.0	5.0
지배순이익	11.7	12.0	3.3	3.0
EPS	15.1	15.4	4.5	3.0
DPS	19.9	14.3	10.8	10.4
주당지표(원)				
EPS	10,054	11,599	12,119	12,488
수정 EPS	10,054	11,599	12,119	12,488
BPS	109,599	117,159	122,199	127,276
DPS	2,590	2,960	3,280	3,620
배당성향(%)	25.2	25.1	26.9	28.8
Valuation 지표(배)				
PER	7.6	8.6	8.2	8.0
PBR	0.7	0.9	0.8	0.8
배당수익률(%)	3.4	3.0	3.3	3.6

자료: 신한지주, iM증권 리서치본부

신한지주 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-21	Buy	120,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-

하나금융지주 (086790)

2026.04.21

환율 변동 속에서 이 정도의 방어력을?

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

투자 의견 Buy, 목표주가 150,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy, 목표주가 150,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 150,000원은 Target PBR 1.01배(신종자본증권, 비지배지분을 제외하고 산출한 26E~28E 평균 조정 ROE 9.9%, CoE 7.4%, 베타 1, 영구성장률 0% 기준)에 2026E 조정 BVPS(신종자본증권, BVPS 제외 기준) 152,956원을 적용하여 도출했다. 투자 리스크로는 1) 환율 변동에 따른 환차손익 및 자본변동성 관리 부담, 2) 경기 둔화로 인한 대손비용 증가 우려, 3) 상대적으로 낮은 비은행 자회사 실적 기여도 등을 제시한다.

상대적으로 높은 환 민감도에도 안정적으로 실적과 자본 관리 중

하나금융지주는 업종 내 상대적으로 높은 외환 익스포저로 환율 변동에 따른 민감도가 다소 높다. 1Q26 기말 환율이 1,530원으로 전년 말 대비 91원 상승하는 등 가파른 환율 상승 추세가 나타나고 있는 환경임을 감안하면 비화폐성 환차손으로 인한 손익 부담(10원 당 약 80~100억원 내외)과 RWA 증가로 인한 CET1비율 관리 부담이 지속될 것으로 전망한다. 다만 21년 이후 환율이 약 300원 이상 상승해 왔음에도 불구하고 안정적으로 CET1비율과 손익을 관리해 왔음을 감안할 때 전체적인 부담은 제한적일 전망이다. 환율 상승과 함께 시장금리 상승이 이어지고 있어 이자이익 측면의 개선이 예상되며 안정적으로 Credit Cost가 관리되고 있어 비용 측면의 부담이 제한적임을 감안할 때 견조한 이익체력을 바탕으로 환차손익 변동을 흡수할 수 있을 것으로 예상된다. 4Q25 CET1비율이 13.37%로 Target 수준 대비 안정적인 버퍼가 확보되어 있음을 감안할 때 자본 측면의 버퍼도 충분하다고 판단한다. RWA 성장 및 주주환원 등에 따라 연중 CET1비율이 Target 수준을 소폭 하회할 가능성도 존재하나 제시한 주주환원 목표 달성에 있어 어려움은 없을 것으로 판단한다.

2026E 지배순이익 4조1,378억원(+3.4% YoY) 전망

하나금융지주의 2026E 지배순이익은 4조1,378억원(+3.4% YoY)을 기록하며 컨센서스와 유사한 실적을 전망한다. 그룹 NIM은 연간 1.78%로 이란 사태로 인한 금리 상승에 힘입어 4Q25 수준의 마진을 유지하며 전년 대비 개선될 것으로 전망한다. 은행 원화대출 성장률은 3.6%로 기업대출 중심으로 성장이 지속될 것으로 전망한다. Credit Cost는 0.34% 수준을 예상하며 최근 이란 사태 등에도 안정적인 관리 추세가 지속될 것으로 전망한다. 2026년 CET1비율은 13.2%로 환 변동 관련 우려가 지속되더라도 이익체력을 바탕으로 견조하게 관리될 것으로 전망한다. 총 주주환원율은 50.4%(배당 29.9%, 자사주 20.5%)를 전망한다. 주주총회에서 자본잉여금 7.4조 감액이 결정된 만큼 추후 비과세 배당에 대한 기대감도 유효하다고 판단한다. 26년 연간 배당수익률은 3.7%를 전망하며 총 주주환원수익률은 6.1%를 전망한다.

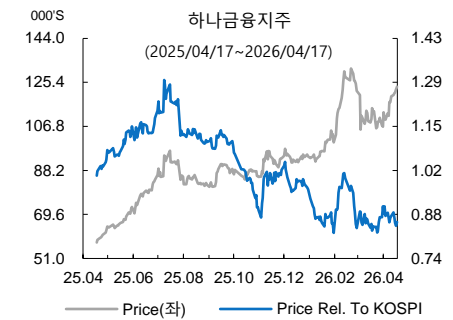
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	150,000원(신규)
증가(2026.04.17)	123,500원
상승여력	21.5%

Stock Indicator	
자본금	1,501.2십억원
발행주식수	27,833만주
시가총액	34,373십억원
외국인지분율	67.0%
52주 주가	57,700~131,300원
60일평균거래량	982,266주
60일평균거래대금	113.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.1	28.4	43.4	110.0
상대수익률	1.7	2.1	-21.7	-39.3

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
총영업이익(십억원)	11,377	12,045	12,613	12,833
영업이익(십억원)	5,351	5,624	5,967	5,946
지배순이익(십억원)	4,003	4,138	4,393	4,391
EPS(원)	14,155	14,867	15,784	15,778
BPS(원)	145,793	152,956	160,381	167,313
PER(배)	6.6	8.3	7.8	7.8
PBR(배)	0.6	0.8	0.8	0.7
ROE(%)	10	10	10	10
배당수익률(%)	4.4	3.7	4.1	4.5
배당성장률(%)	27.9	29.9	30.9	34.1

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2026E ~ 2028F ROE 평균	9.9%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	글로벌 은행들 밸류에이션 평균 대비 국내 은행들의 할인 수준 반영	25.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.01
목표주가	2026F BPS 152,956 원에 Target PBR 적용	150,000
현재가		123,500
Upside / Downside		21.5%
투자이견		Buy

자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		46%
Sustainable ROE	금리 상승, 비은행 계열사 실적 호조	10.9%
COE	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-20.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.18
목표주가(Bull case)	2026F BPS 152,956 원에 Target PBR 적용	180,500
Downside case		-10%
Sustainable ROE	금리 하락, 부실 확대, 경기 환경 악화 등	8.9%
COE	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-40.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.72
목표주가(Bear case)	2026F BPS 152,956 원에 Target PBR 적용	110,700

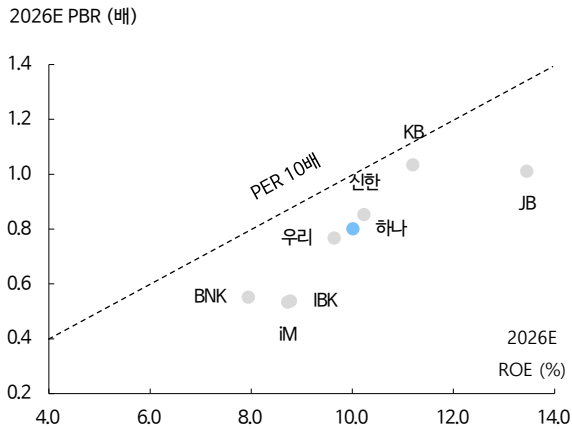
자료: iM증권 리서치본부 추정

표3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	QoQ	YoY
총영업이익	2,935	2,954	2,917	2,570	3,105.0	3,084	20.8	5.8
순이자이익	2,273	2,216	2,291	2,383	2,447.9	2,471	2.7	7.7
비이자이익	663	738	626	187	657.1	613	250.8	-0.8
수수료이익	522	559	570	576	631.0	585	9.5	21.0
기타비이자이익	141	179	56	-389	26.1	28	흑전	-81.5
판매비	1,143	1,124	1,146	1,274	1,197.6	1,180	-6.0	4.8
총전이익	1,792	1,830	1,771	1,296	1,907.4	1,904	47.2	6.4
대손충당금 전입액	304	336	293	406	350.2	385	-13.7	15.4
영업이익	1,489	1,493	1,478	890	1,557.2	1,519	74.9	4.6
세전이익	1,535	1,547	1,531	846	1,571.9	1,536	85.9	2.4
당기순이익	1,138	1,185	1,136	578	1,155.3	1,129	100.0	1.5
지배순이익	1,128	1,173	1,132	569	1,145.7	1,120	101.2	1.6
그림 대출채권	394,010	403,201	417,846	434,223	439,913	443,002	1.3	11.7
그림 예수금	381,344	379,920	394,125	409,385	415,888	421,864	1.6	9.1
(%, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	QoQ	YoY
NIM	1.69	1.73	1.74	1.78	1.78	1.78	0.00	0.09
CIR	38.9	38.1	39.3	49.6	38.6	38.3	-11.01	-0.37
Credit Cost	0.29	0.32	0.27	0.37	0.32	0.34	-0.05	0.03
NPL 비율	0.70	0.75	0.73	0.72	0.71	0.74	0.00	0.01
BIS 비율	15.7	15.6	15.4	15.6	15.7	15.8	0.12	0.02
CET1 비율	13.2	13.4	13.3	13.4	13.1	13.2	-0.25	-0.12

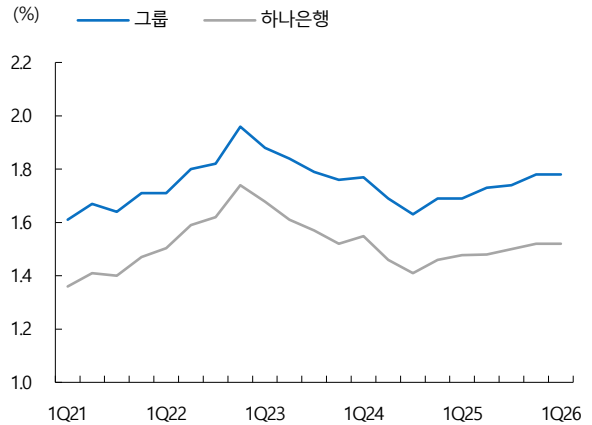
자료: 하나금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림1. PBR-ROE Matrix



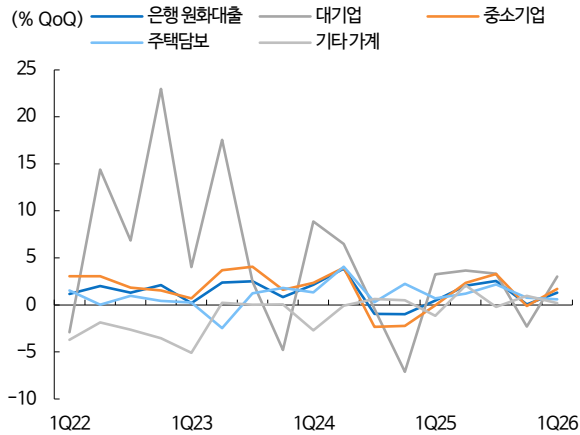
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. 그룹 및 은행 NIM 추이



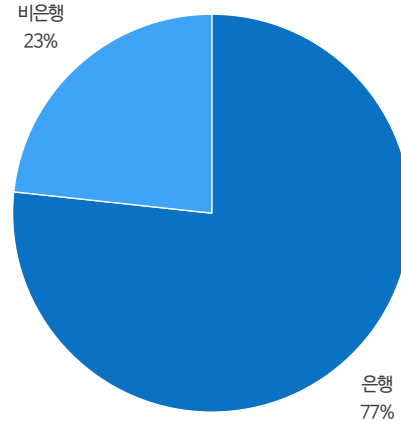
자료: 하나금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림3. 은행 원화대출 성장률 추이



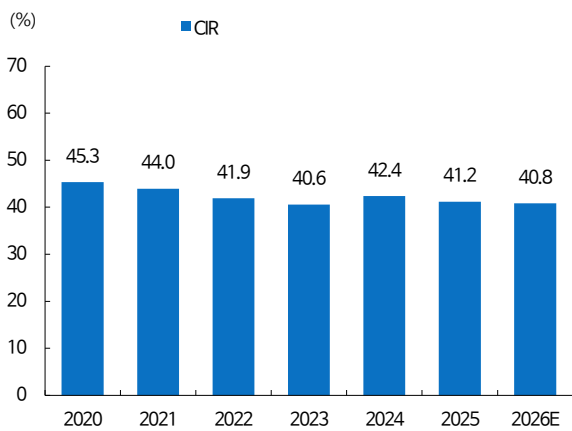
자료: 하나금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림4. 그룹 순영업수익 기준 은행-비은행 비중



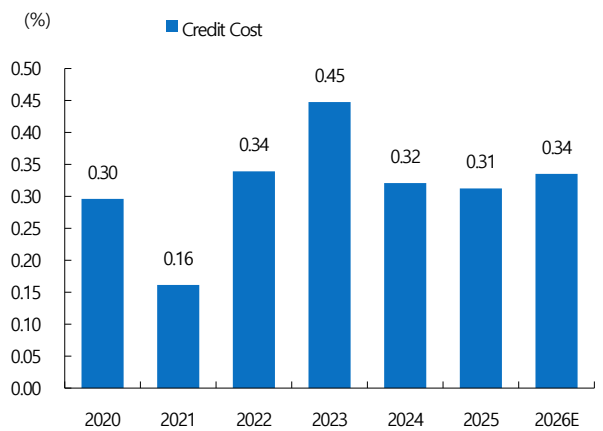
자료: 하나금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림5. 그룹 CIR 추이



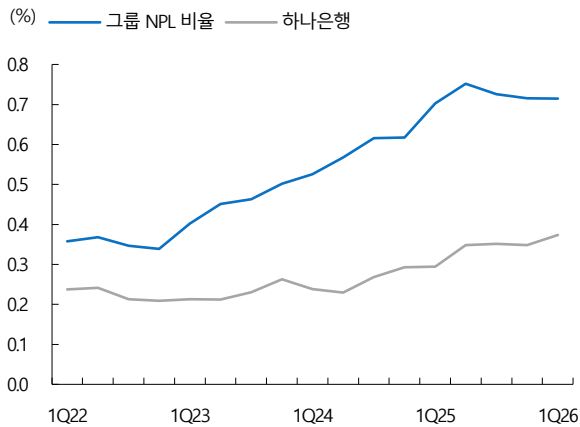
자료: 하나금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림6. 그룹 Credit Cost 추이



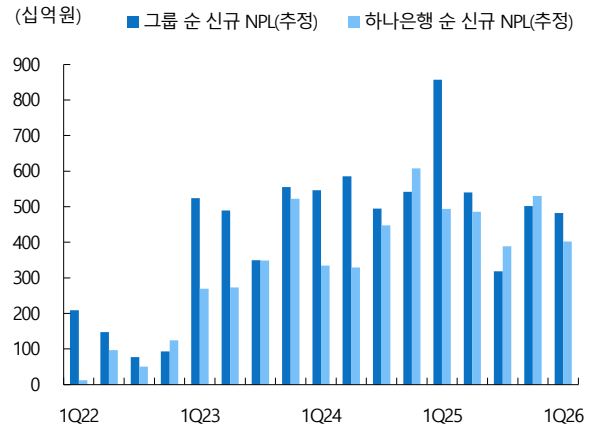
자료: 하나금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림7. 그룹 및 은행 NPL 비율 추이



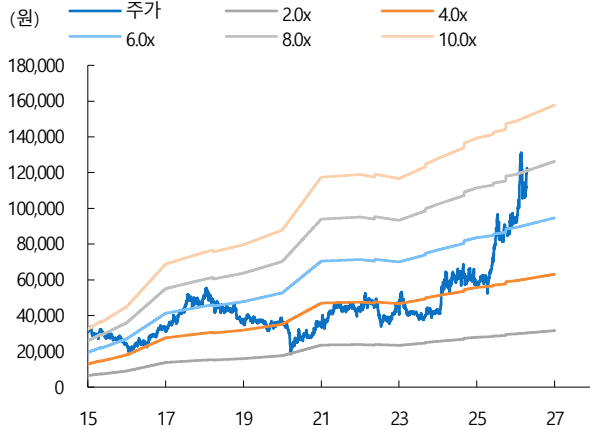
자료: 하나금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림8. 그룹 및 은행 순 신규 NPL 추정



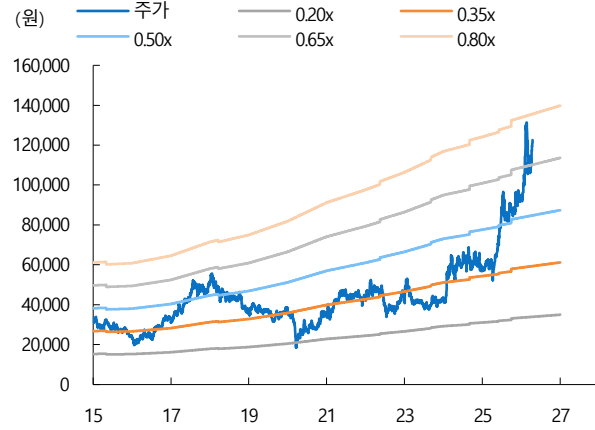
자료: 하나금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림9. PER 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림10. PBR 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
현금 및 예치금	43,340	41,632	39,992	38,416
유가증권	154,498	160,772	167,300	174,093
대출채권	434,223	449,952	469,379	489,899
유형자산	9,145	9,517	9,903	10,305
기타자산	33,385	37,970	38,598	38,998
자산총계	674,591	699,842	725,171	751,710
예수부채	409,385	433,880	459,853	487,396
차입성부채	123,269	127,498	131,891	136,453
기타금융부채	32,629	30,776	28,369	25,830
비이자부채	63,662	60,048	55,352	50,397
부채총계	628,945	652,203	675,465	700,075
지배주주지분	44,580	46,574	48,640	50,570
자본금	1,501	1,501	1,501	1,501
신종자본증권	4,270	4,270	4,270	4,270
자본잉여금	10,576	10,576	10,576	10,576
이익잉여금	29,691	31,685	33,751	35,681
기타자본	-1,458	-1,458	-1,458	-1,458
비지배주주지분	1,066	1,066	1,066	1,066
자본총계	45,646	47,639	49,706	51,635

주요투자지표(1)				
(%)	2025	2026E	2027E	2028E
수익성 지표				
ROE	10.2	10.0	10.1	9.7
ROA	0.6	0.6	0.6	0.6
NIM	1.7	1.8	1.7	1.7
Credit Cost	0.31	0.34	0.32	0.30
CIR	41.2	40.8	40.9	42.2
ROA Breakdown				
총영업이익	1.7	1.8	1.8	1.7
이자이익	1.4	1.4	1.4	1.4
비이자이익	0.3	0.3	0.4	0.4
대손충당금전입액	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
일반관리비	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
총영업이익 구성비				
이자이익	80.5	82.1	79.8	79.5
비이자이익	19.5	17.9	20.2	20.5
수수료이익	19.6	19.6	18.8	19.0
기타	-0.1	-1.7	1.4	1.5
자본적정성/자산건전성				
CET1비율	13.4	13.2	13.2	13.2
BIS비율	15.6	15.8	15.7	15.5
NPL비율	0.7	0.7	0.7	0.7
NPL Coverage	109.8	110.3	108.4	104.3

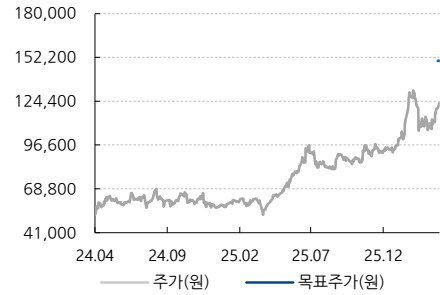
포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
총영업이익	11,377	12,045	12,613	12,833
이자이익	9,163	9,889	10,062	10,203
비이자이익	2,213	2,156	2,552	2,631
금융상품관련손익	1,058	718	1,003	1,038
수수료이익	2,226	2,358	2,373	2,436
보험손익	0	0	0	0
기타비이자이익	-1,071	-920	-825	-844
대손충당금전입액	1,338	1,502	1,484	1,471
일반관리비	4,688	4,919	5,162	5,417
총업원관련비용	2,667	2,787	2,913	3,044
기타판관비	2,021	2,132	2,249	2,373
영업이익	5,351	5,624	5,967	5,946
영업외이익	108	52	61	80
세전이익	5,459	5,676	6,028	6,025
법인세비용	1,422	1,504	1,598	1,597
법인세율(%)	26.1	26.5	26.5	26.5
당기순이익	4,037	4,172	4,431	4,429
지배주주순이익	4,003	4,138	4,393	4,391
비지배자분순이익	34	34	38	37

주요투자지표(2)				
(%, 원)	2025	2026E	2027E	2028E
성장성지표(%)				
자산	5.8	3.7	3.6	3.7
대출	7.6	3.6	4.3	4.4
부채	5.8	3.7	3.6	3.6
BPS	7.9	4.9	4.9	4.3
총영업이익	6.5	5.9	4.7	1.7
이자이익	4.6	7.9	1.7	1.4
비이자이익	14.9	-2.6	18.4	3.1
일반관리비	3.5	4.9	4.9	4.9
지배순이익	7.1	3.4	6.2	0.0
EPS	9.7	5.0	6.2	0.0
DPS	14.0	12.1	10.0	10.3
주당지표(원)				
EPS	14,155	14,867	15,784	15,778
수정 EPS	14,155	14,867	15,784	15,778
BPS	145,793	152,956	160,381	167,313
DPS	4,105	4,600	5,060	5,580
배당성향(%)	27.9	29.9	30.9	34.1
Valuation 지표(배)				
PER	6.6	8.2	7.8	7.8
PBR	0.6	0.8	0.8	0.7
배당수익률(%)	4.4	3.8	4.1	4.6

자료: 하나금융지주, iM증권 리서치본부

하나금융지주 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-21	Buy	150,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자이견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-

우리금융지주 (316140)

2026.04.21

점점 해소되고 있는 할인 요인

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

투자 의견 Buy, 목표주가 42,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy, 목표주가 42,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 42,000원은 Target PBR 0.90배(신증자본증권, 비지배지분을 제외하고 산출한 26E~28E 평균 조정 ROE 9.5%, CoE 7.4%, 베타 1, 영구성장률 0% 기준)에 2026E 조정 BVPS(신증자본증권, BVPS 제외 기준) 46,447원을 적용하여 도출했다. 투자 리스크로는 1) 환율 변동 등 대내외 높은 변동성, 2) 경기 둔화로 인한 대손비용 증가 우려, 3) 증권, 보험 등 비은행 자회사 강화에 따른 판관비 부담 지속 등을 제시한다.

과거 대비 현저히 높아진 자본 여력과 비은행 이익 개선 기대감

우리금융지주는 그동안 다른 시중은행지주에 비해 상대적으로 낮은 1) 자본비율과 2) 비은행 포트폴리오로 인해 주주환원과 실적 안정성 측면에서 약한 모습을 보여왔으며 이로 인해 다소 큰 폭으로 할인된 가격에서 거래되어왔다. 다만 최근 적극적인 자산 리밸런싱 등을 거치며 25년 말 CET1비율이 12.9% 수준까지 올라왔으며 2026년에는 RWA 성장 관리 및 케이뱅크 주식 매각에 따른 공제항목 조정 등을 바탕으로 13%를 상회하는 CET1비율을 기록할 것으로 예상된다. 점진적으로 40% 이상으로 주주환원율이 확대될 것으로 전망하며 업종 내 상대적으로 높은 배당성향을 감안했을 때 기업은행을 제외하면 가장 높은 배당수익률을 기대할 수 있을 것으로 전망한다. 이번 주총에서 자본잉여금 감액을 추진한 다른 금융지주와 달리 과거 자본잉여금 감액에 따른 비교세 재원을 확보하고 있는 만큼 2026년 연중 지속적으로 비교세 배당 지급이 가능하다는 점에서 개인투자자 측면의 매력도가 가장 높을 것으로 전망한다. 비은행 측면에서도 진행중인 동양생명-ABL생명 통합, 증권 자회사 전산 비용 증가 등 밑작업 이후 전반적인 비은행 실적 기여도가 개선되는 모습이 나타날 것으로 기대한다.

2026E 지배순이익 3조2,026억원(+2% YoY) 전망

우리금융지주의 2026E 지배순이익은 3조2,026억원(+2% YoY)으로 컨센서스와 유사한 실적을 전망한다. 그룹 NIM은 연간 1.75%로 최근 높아진 금리 환경 속에서 4Q25 수준의 마진을 방어하며 전년 대비 개선세를 기록할 전망이다. 은행 원화대출 성장률은 2.3%로 전략적인 자산 리밸런싱이 계속될 것으로 전망한다. Credit Cost는 0.45% 수준을 예상하며 부동산 신탁 등 비은행 자회사 관련 대손 부담이 완화될 것으로 전망한다. 2026년 CET1비율은 13.17%로 환 변동 관련 우려에도 적극적인 RWA 관리를 통해 13%를 상회할 것으로 전망한다. 총 주주환원율은 보수적으로 40.5%(배당 34.3%, 자사주 6.2%)를 예상하나 자본비율 등에 따라 추가적인 확대 여력을 기대할 수 있을 전망이다. 26E 배당수익률은 4.2%, 총 주주환원수익률은 4.9%를 전망한다.

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	42,000원(신규)
증가(2026.04.17)	35,700원
상승여력	17.6%

Stock Indicator	
자본금	3,802.7십억원
발행주식수	73,408만주
시가총액	26,207십억원
외국인지분율	46.7%
52주 주가	16,500~40,800원
60일평균거래량	2,456,637주
60일평균거래대금	84.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.2	29.6	40.8	112.8
상대수익률	-1.2	3.3	-24.3	-36.6

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
총영업이익(십억원)	10,957	11,490	11,657	11,903
영업이익(십억원)	3,691	4,397	4,498	4,665
지배순이익(십억원)	3,141	3,203	3,300	3,439
EPS(원)	4,255	4,363	4,495	4,685
BPS(원)	44,039	46,447	48,785	51,087
PER(배)	6.6	8.2	7.9	7.6
PBR(배)	0.6	0.8	0.7	0.7
ROE(%)	10	10	9	9
배당수익률(%)	4.9	4.2	4.6	5.1
배당성향(%)	31.9	34.3	36.6	38.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2026E ~ 2028F ROE 평균	9.5%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	글로벌 은행들 밸류에이션 평균 대비 국내 은행들의 할인 수준 반영	30.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.90
목표주가	2026F BPS 46,447 원에 Target PBR 적용	42,000
현재가		35,700
Upside / Downside		17.6%
투자이견		Buy

자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		38%
Sustainable ROE	금리 상승, 비은행 계열사 실적 호조	10.5%
COE	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-25.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.06
목표주가(Bull case)	2026F BPS 46,447 원에 Target PBR 적용	49,200
Downside case		-18%
Sustainable ROE	금리 하락, 부실 확대, 경기 환경 악화 등	8.5%
COE	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-45.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.63
목표주가(Bear case)	2026F BPS 46,447 원에 Target PBR 적용	29,200

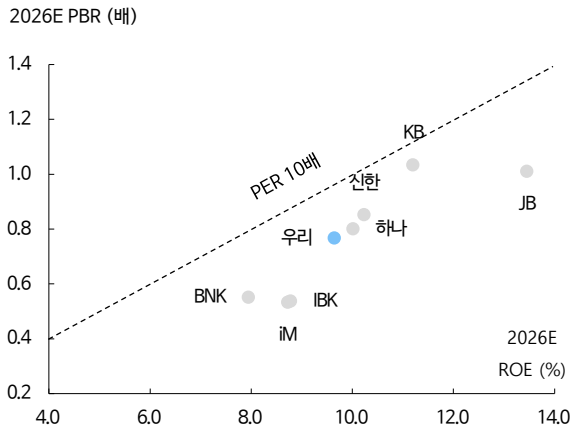
자료: iM증권 리서치본부 추정

표3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	QoQ	YoY
총영업이익	2,611	2,789	2,774	2,783	2,833.4	2,939	1.8	8.5
순이자이익	2,252	2,262	2,217	2,300	2,312.4	2,336	0.5	2.7
비이자이익	359	527	557	483	521.0	603	7.8	45.2
수수료이익	511	522	564	563	542.4	546	-3.7	6.0
기타비이자이익	-152	5	-7	-80	-21.4	56	적지	적지
판관비	1,306	1,173	1,210	1,491	1,324.0	1,190	-11.2	1.4
총전이익	1,305	1,616	1,564	1,292	1,509.4	1,749	16.8	15.7
대손충당금 전입액	436	508	576	567	424.2	467	-25.2	-2.6
영업이익	869	1,108	988	725	1,085.1	1,282	49.7	24.8
세전이익	865	1,186	1,529	535	1,121.0	1,300	109.4	29.7
당기순이익	655	940	1,292	359	829.6	962	131.3	26.7
지배순이익	617	935	1,244	345	799.0	926	131.4	29.6
그룹 대출채권	409,496	413,453	418,157	412,523	415,758	418,925	0.8	1.5
그룹 예수금	368,476	369,478	370,071	376,581	382,709	387,595	1.6	3.9
(%, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	QoQ	YoY
NIM	1.70	1.71	1.75	1.76	1.76	1.76	0.00	0.06
CIR	50.0	42.1	43.6	53.6	46.7	40.5	-6.85	-3.30
Credit Cost	0.45	0.53	0.59	0.57	0.42	0.46	-0.15	-0.03
NPL 비율	0.69	0.71	0.70	0.63	0.65	0.67	0.02	-0.03
BIS 비율	15.7	16.1	16.1	16.1	15.9	16.1	-0.19	0.19
CET1 비율	12.4	12.8	12.9	12.9	12.8	12.9	-0.13	0.32

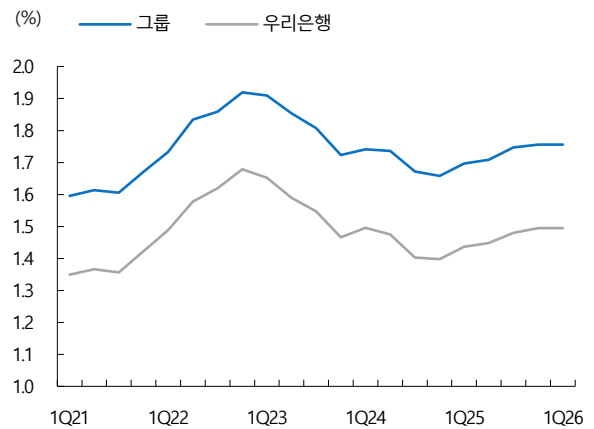
자료: 우리금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림1. PBR-ROE Matrix



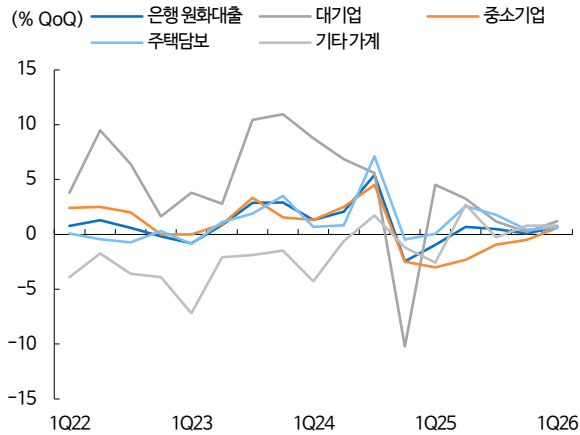
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. 그룹 및 은행 NIM 추이



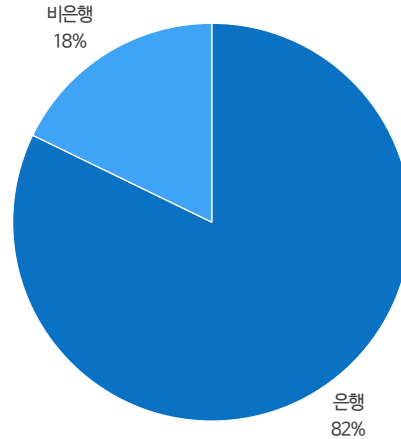
자료: 우리금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림3. 은행 원화대출 성장률 추이



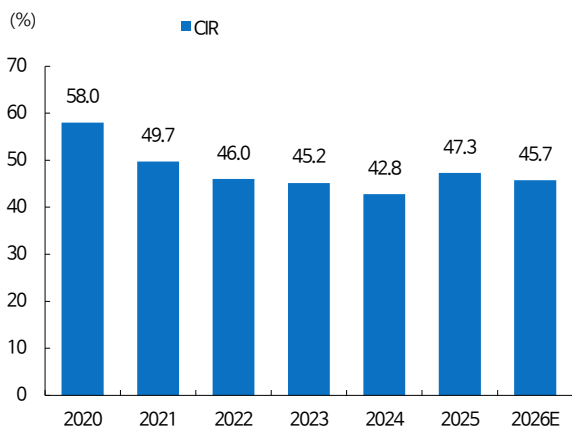
자료: 우리금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림4. 그룹 순영업수익 기준 은행-비은행 비중



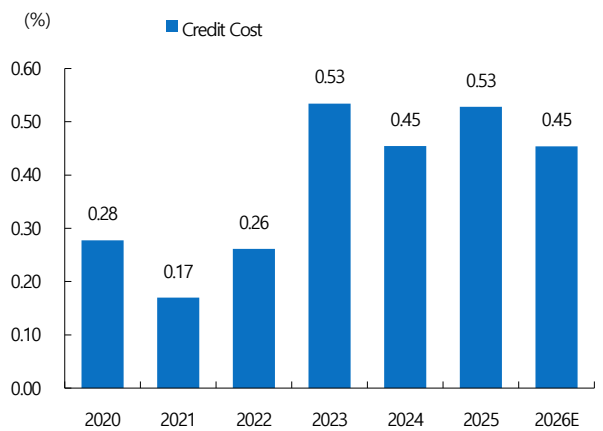
자료: 우리금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림5. 그룹 CIR 추이



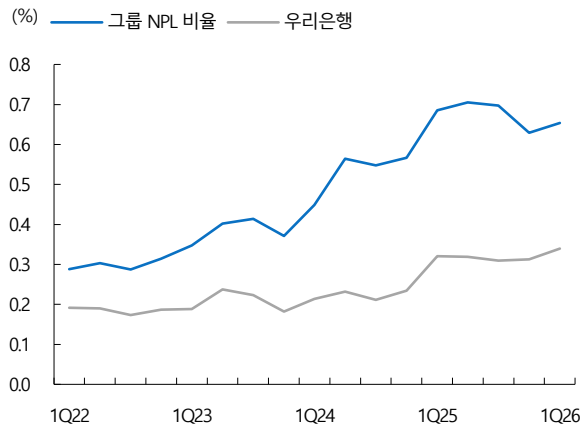
자료: 우리금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림6. 그룹 Credit Cost 추이



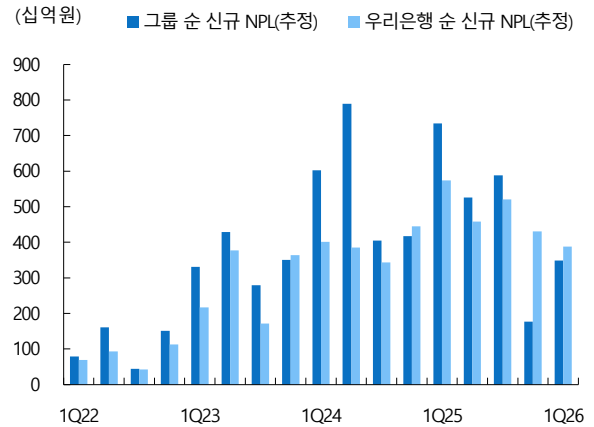
자료: 우리금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림7. 그룹 및 은행 NPL 비율 추이



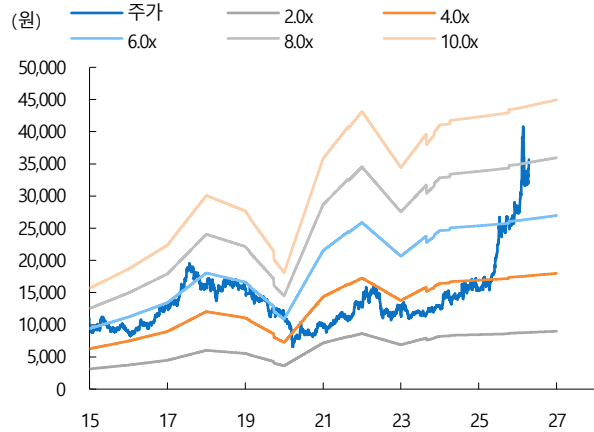
자료: 우리금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림8. 그룹 및 은행 순 신규 NPL 추정



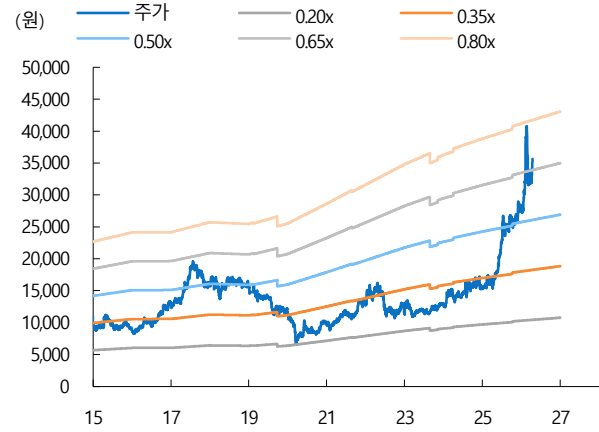
자료: 우리금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림9. PER 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림10. PBR 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
현금 및 예치금	38,500	36,983	35,525	34,126
유가증권	136,448	149,159	163,101	178,396
대출채권	412,523	423,689	435,899	448,481
유형자산	3,781	3,934	4,094	4,260
기타자산	10,222	10,383	10,562	10,752
자산총계	601,473	624,148	649,182	676,015
예수부채	376,581	399,325	423,678	449,766
차입성부채	89,767	92,783	95,914	99,164
기타금융부채	92,295	87,689	83,736	79,754
비이자부채	4,953	4,706	4,494	4,280
부채총계	563,596	584,504	607,822	632,965
지배주주지분	36,034	37,802	39,518	41,208
자본금	3,803	3,803	3,803	3,803
신종자본증권	3,710	3,710	3,710	3,710
자본잉여금	933	933	933	933
이익잉여금	28,807	30,575	32,291	33,981
기타자본	-1,219	-1,219	-1,219	-1,219
비지배주주지분	1,842	1,842	1,842	1,842
자본총계	37,876	39,644	41,360	43,050

주요투자지표(1)				
(%)	2025	2026E	2027E	2028E
수익성 지표				
ROE	10.0	9.6	9.4	9.4
ROA	0.6	0.5	0.5	0.5
NIM	1.7	1.7	1.7	1.7
Credit Cost	0.53	0.45	0.44	0.43
CIR	47.3	45.7	45.7	45.4
ROA Breakdown				
총영업이익	1.9	1.9	1.8	1.8
이자이익	1.6	1.5	1.5	1.4
비이자이익	0.3	0.4	0.3	0.4
대손충당금전입액	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3
일반관리비	-0.9	-0.9	-0.8	-0.8
총영업이익 구성비				
이자이익	82.4	81.1	81.0	80.2
비이자이익	17.6	18.9	19.0	19.8
수수료이익	19.7	19.1	19.3	19.4
기타	-2.1	-0.2	-0.3	0.5
자본적정성/자산건전성				
CET1비율	12.9	13.2	13.3	13.5
BIS비율	16.1	16.3	16.4	16.5
NPL비율	0.6	0.7	0.7	0.7
NPL Coverage	129.2	130.6	134.6	138.0

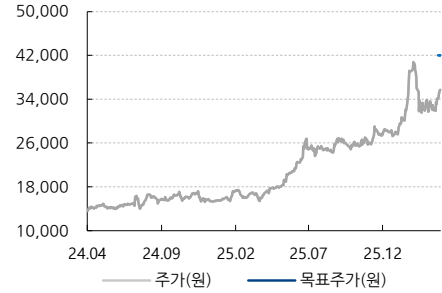
포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
총영업이익	10,957	11,490	11,657	11,903
이자이익	9,031	9,315	9,448	9,541
비이자이익	1,927	2,175	2,209	2,362
금융상품관련손익	948	820	950	963
수수료이익	2,161	2,196	2,248	2,303
보험손익	0	225	234	243
기타비이자이익	-1,182	-1,065	-1,223	-1,147
대손충당금전입액	2,086	1,839	1,831	1,835
일반관리비	5,181	5,254	5,328	5,403
총업외관련비용	3,245	3,291	3,337	3,384
기타판관비	1,935	1,963	1,991	2,019
영업이익	3,691	4,397	4,498	4,665
영업외이익	425	96	132	160
세전이익	4,116	4,494	4,630	4,825
법인세비용	871	1,168	1,204	1,255
법인세율(%)	21.2	26.0	26.0	26.0
당기순이익	3,244	3,325	3,426	3,571
지배주주순이익	3,141	3,203	3,300	3,439
비지배자분순이익	103	123	127	132

주요투자지표(2)				
(%, 원)	2025	2026E	2027E	2028E
성장성지표(%)				
자산	14.4	3.8	4.0	4.1
대출	3.5	2.7	2.9	2.9
부채	15.1	3.7	4.0	4.1
BPS	8.0	5.5	5.0	4.7
총영업이익	5.0	4.9	1.5	2.1
이자이익	1.6	3.1	1.4	1.0
비이자이익	24.0	12.9	1.6	6.9
일반관리비	15.9	1.4	1.4	1.4
지배순이익	1.8	2.0	3.0	4.2
EPS	3.0	2.5	3.0	4.2
DPS	13.3	10.3	10.0	10.0
주당지표(원)				
EPS	4,255	4,363	4,495	4,685
수정 EPS	4,255	4,363	4,495	4,685
BPS	44,039	46,447	48,784	51,086
DPS	1,360	1,500	1,650	1,815
배당성향(%)	31.9	34.3	36.6	38.6
Valuation 지표(배)				
PER	6.6	8.2	7.9	7.6
PBR	0.6	0.8	0.7	0.7
배당수익률(%)	4.9	4.2	4.6	5.1

자료: 우리금융지주, iM증권 리서치본부

우리금융지주 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-21	Buy	42,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자이견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-

기업은행 (024110)

2026.04.21

경기의 유의미한 회복세 필요

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

투자 의견 Buy, 목표주가 27,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy, 목표주가 27,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 27,000원은 Target PBR 0.64배(신종자본증권, 비지배지분을 제외하고 산출한 26E~28E 평균 조정 ROE 8.6%, CoE 7.4%, 베타 1, 영구성장률 0% 기준)에 2026E 조정 BVPS(신종자본증권, BVPS 제외 기준) 42,436원을 적용하여 도출했다. 투자 리스크로는 1) 공적 역할이 요구됨에 따라 RWA 관리가 어렵고 2) 상대적으로 주주환원 측면의 Upside가 제한적이며 3) 경기 변동에 따라 잠재적인 Credit 부담이 지속될 수 있는 점을 제시한다.

상대적으로 낮은 주주환원 기대감. 경기의 유의미한 회복세 필요

기업은행의 과거 매력은 시중은행 대비 높은 배당성향에 있었으나 최근 밸류업 프로그램 이후로는 관련 매력은 다소 낮아진 모습을 보이고 있다. 시중은행지주는 적극적으로 RWA 성장률을 관리하며 주주환원율을 50% 수준까지 끌어올리는 모습이 나타났던 것과 달리 기업은행의 주주환원율은 상대적으로 상승 폭이 저조한 모습이 나타났기 때문이다. 1) 중소기업에 대한 자금 공급 등 공적 역할이 요구되며 2) 가계대출 대비 상대적으로 높은 위험가중치가 적용되는 기업대출 중심 포트폴리오를 보유한 특성으로 인해 CET1비율이 상대적으로 낮은 모습이 지속되고 있는데 기인한다. 2026년의 경우 생산적 금융 기조에 따라 추가적인 RWA 증가가 예상되는 만큼 주주환원 확대에 대한 기대감은 상대적으로 낮을 것으로 예상된다. 다만 추후 경기가 유의미하게 회복될 경우 현재 공급한 자기에 기반한 이익 확대가 예상되는 만큼 향후 유의미한 경기 회복 시 이익 개선에 따른 DPS 상승을 충분히 기대할 수 있을 것으로 예상된다.

2026E 지배순이익 2조8,806억원(+6.3% YoY) 전망

기업은행의 2026E 지배순이익은 2조8,504억원(+5.1% YoY)으로 컨센서스 수준의 실적을 전망한다. 은행 NIM은 연간 1.55%로 최근 높아진 금리 환경 속에서 4Q25 수준의 마진을 방어하며 전년과 유사한 수준을 기록할 전망이다. 은행 원화대출 성장률은 6.1%로 생산적 금융 기조에 따라 중소기업 대출 중심으로 성장 확대 기조가 지속될 전망이다. Credit Cost는 0.51%로 전년도와 유사한 수준을 전망한다. 대내외 변동성이 지속되고 있는 만큼 보수적인 적립 기조가 어느정도 이어질 것으로 전망한다. 2026년 CET1비율은 11.47%로 RWA 성장 등 영향으로 전년과 유사한 수준에서 방어하는 수준에 그칠 전망이다. 배당성향은 별도 35%(연결 33.6%)를 전망하며 배당수익률은 5.4를 예상한다. 당사 추정치는 마진 방어에 힘입어 이익이 개선되며 배당이 증가함으로써 분리과세 기준을 충족할 것으로 가정했다. 다만 최대주주가 분리과세 적용에 대한 니즈가 낮고 공공적 역할에 대한 니즈가 높은 점을 감안했을 때 예상보다 은행 이익이 부진하여 배당 금액이 10% 이상 증가하지 못할 경우 전년도와 동일하게 분리과세 적용 요건을 충족하지 못할 가능성이 상존하는 점은 부담 요인이다.

Buy (Initiate)

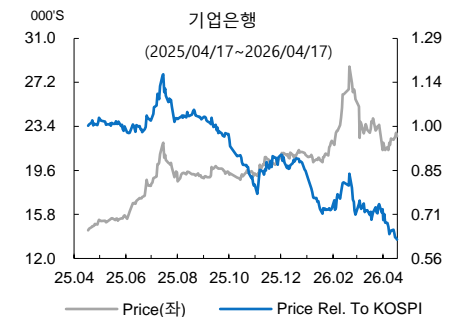
목표주가(12M)	27,000원(신규)
증가(2026.04.17)	22,550원
상승여력	19.7%

Stock Indicator

자본금	4,211.4십억원
발행주식수	79,743만주
시가총액	17,982십억원
외국인지분율	12.9%
52주 주가	14,440~28,550원
60일평균거래량	1,397,643주
60일평균거래대금	33.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.9	11.1	18.1	54.7
상대수익률	-12.3	-15.2	-47.0	-94.7

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
총영업이익(십억원)	8,566	8,916	9,173	9,505
영업이익(십억원)	3,656	3,896	4,034	4,197
지배순이익(십억원)	2,711	2,881	2,998	3,117
EPS(원)	3,400	3,612	3,760	3,908
BPS(원)	39,872	42,436	44,981	47,625
PER(배)	6.2	6.2	6.0	5.8
PBR(배)	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	9	9	9	8
배당수익률(%)	5.0	5.4	5.6	5.8
배당성향(%)	30.8	33.6	33.6	33.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2026E ~ 2028F ROE 평균	8.6%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	글로벌 은행들 밸류에이션 평균 대비 국내 은행들의 할인 수준 반영	45.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.64
목표주가	2026F BPS 42,436 원에 Target PBR 적용	27,000
현재가		22,550
Upside / Downside		19.7%
투자 의견		Buy

자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		46%
Sustainable ROE	금리 상승, 비은행 계열사 실적 호조	9.6%
COE	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-40.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.78
목표주가(Bull case)	2026F BPS 42,436 원에 Target PBR 적용	33,000
Downside case		-23%
Sustainable ROE	금리 하락, 부실 확대, 경기 환경 악화 등	7.6%
COE	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-60.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.41
목표주가(Bear case)	2026F BPS 42,436 원에 Target PBR 적용	17,400

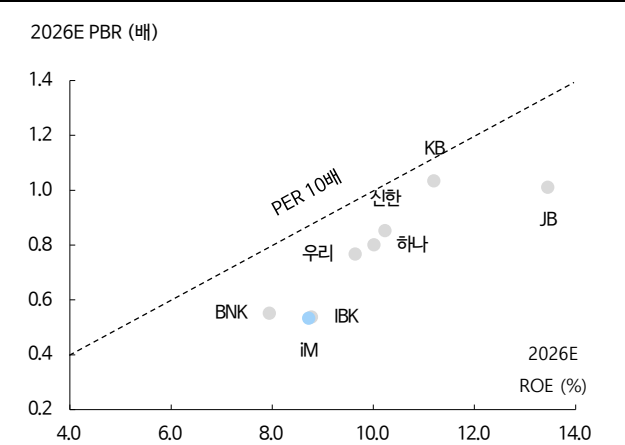
자료: iM증권 리서치본부 추정

표3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	QoQ	YoY
총영업이익	2,081	2,209	2,088	2,188	2,125.5	2,284	-2.9	2.2
순이자이익	1,921	1,883	1,953	1,993	2,001.5	2,033	0.4	4.2
비이자이익	160	326	135	195	123.9	251	-36.5	-22.4
수수료이익	157	158	168	157	159.7	167	2.1	1.5
기타비이자이익	2	168	-33	39	-35.8	84	적전	적전
판관비	748	848	772	815	769.8	872	-5.6	3.0
총전이익	1,333	1,361	1,317	1,373	1,355.7	1,413	-1.3	1.7
대손충당금 전입액	309	433	340	646	397.0	454	-38.5	28.6
영업이익	1,024	927	977	727	958.7	959	31.8	-6.4
세전이익	1,049	931	1,012	673	973.1	974	44.6	-7.3
당기순이익	814	694	751	459	715.2	716	55.7	-12.2
지배순이익	809	694	747	463	711.6	714	53.9	-12.0
그룹 대출채권	347,464	350,466	353,267	357,806	364,342	371,661	1.8	4.9
그룹 예수금	161,935	163,664	162,618	168,163	170,772	173,620	1.6	5.5
(%, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	QoQ	YoY
NIM	1.63	1.55	1.57	1.57	1.55	1.55	-0.02	-0.08
CIR	35.9	38.4	36.9	37.3	36.2	38.2	-1.04	0.28
Credit Cost	0.38	0.53	0.41	0.77	0.47	0.53	-0.30	0.09
NPL 비율	1.34	1.37	1.35	1.28	1.30	1.27	0.02	-0.03
BIS 비율	14.8	15.0	14.9	14.8	14.6	14.5	-0.25	-0.22
CET1 비율	11.4	11.7	11.7	11.5	11.2	11.2	-0.29	-0.18

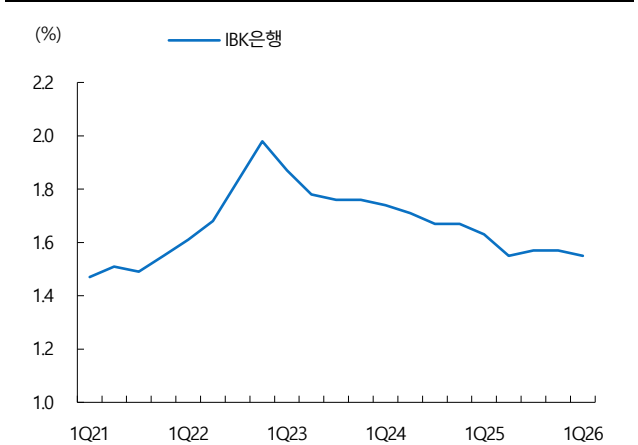
자료: 기업은행, iM증권 리서치본부 추정

그림1. PBR-ROE Matrix



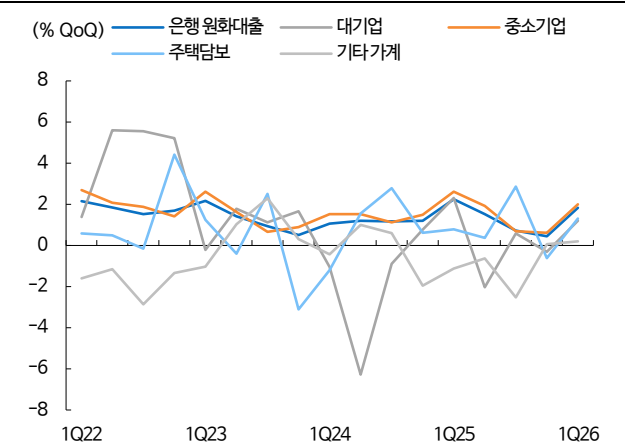
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. 그룹 및 은행 NIM 추이



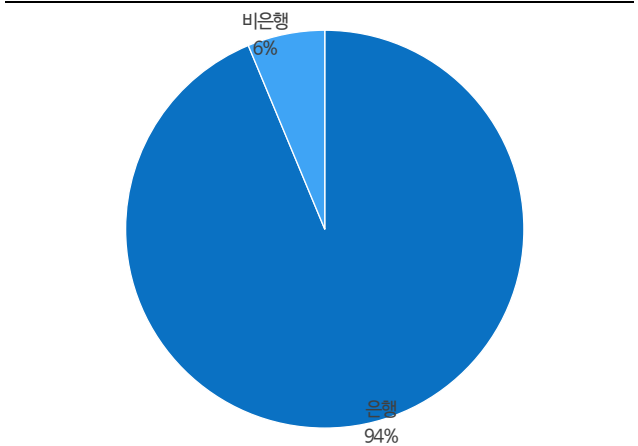
자료: 기업은행, iM증권 리서치본부 추정

그림3. 은행 원화대출 성장률 추이



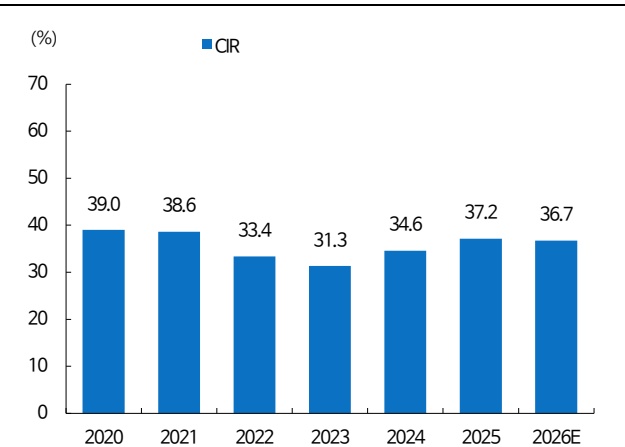
자료: 기업은행, iM증권 리서치본부 추정

그림4. 그룹 순영업수익 기준 은행-비은행 비중



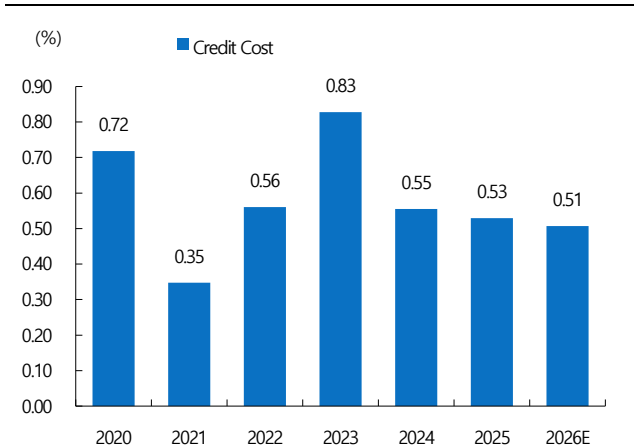
자료: 기업은행, iM증권 리서치본부 추정

그림5. 그룹 CIR 추이



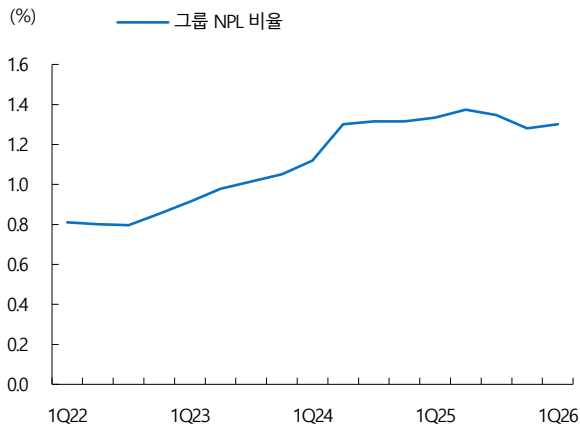
자료: 기업은행, iM증권 리서치본부 추정

그림6. 그룹 Credit Cost 추이



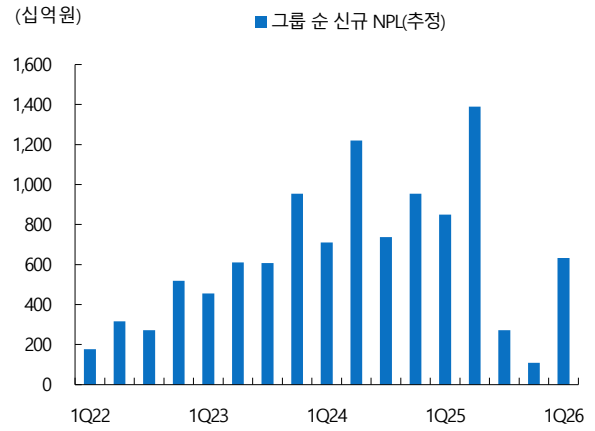
자료: 기업은행, iM증권 리서치본부 추정

그림7. 그룹 및 은행 NPL 비율 추이



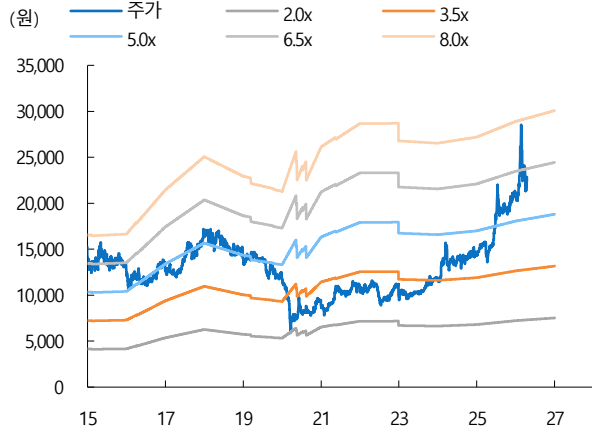
자료: 기업은행, iM증권 리서치본부 추정

그림8. 그룹 및 은행 순 신규 NPL 추정



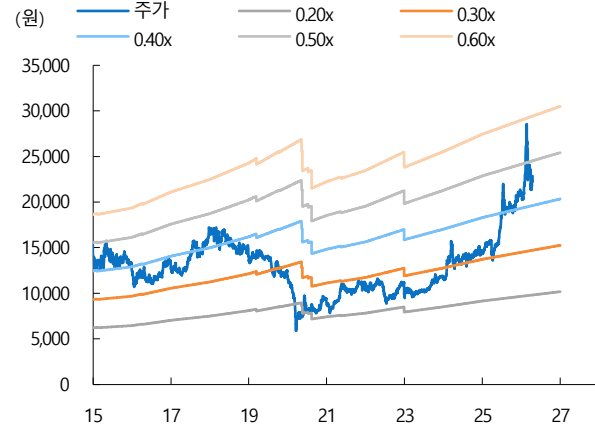
자료: 기업은행, iM증권 리서치본부 추정

그림9. PER 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림10. PBR 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
현금 및 예치금	24,259	23,303	22,385	21,503
유가증권	101,194	105,303	109,578	114,028
대출채권	357,806	379,531	401,991	425,851
유형자산	2,548	2,652	2,759	2,871
기타자산	14,918	15,915	16,153	16,352
자산총계	500,725	526,704	552,867	580,605
예수부채	168,163	180,124	192,981	206,802
차입성부채	253,771	265,120	276,995	289,421
기타금융부채	0	0	0	0
비이자부채	41,913	50,687	50,287	49,874
부채총계	463,846	487,780	511,914	537,545
지배주주지분	36,477	38,522	40,552	42,660
자본금	4,211	4,211	4,211	4,211
신종자본증권	4,683	4,683	4,683	4,683
자본잉여금	1,179	1,179	1,179	1,179
이익잉여금	25,396	27,441	29,471	31,579
기타자본	1,008	1,008	1,008	1,008
비지배주주지분	401	401	401	401
자본총계	36,879	38,924	40,953	43,061

주요투자지표(1)				
(%)	2025	2026E	2027E	2028E
수익성 지표				
ROE	8.8	8.8	8.6	8.4
ROA	0.6	0.6	0.6	0.6
NIM	1.6	1.6	1.5	1.5
Credit Cost	0.53	0.51	0.48	0.48
CIR	37.2	36.7	36.7	36.5
ROA Breakdown				
총영업이익	1.8	1.7	1.7	1.7
이자이익	1.6	1.6	1.6	1.6
비이자이익	0.2	0.1	0.1	0.1
대손충당금전입액	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3
일반관리비	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6
총영업이익의 구성비				
이자이익	90.5	91.8	92.7	92.4
비이자이익	9.5	8.2	7.3	7.6
수수료이익	7.5	7.4	7.6	7.5
기타	2.1	0.7	-0.4	0.1
자본적정성/자산건전성				
CET1비율	11.5	11.4	11.3	11.2
BIS비율	14.8	14.6	14.2	13.9
NPL비율	1.3	1.3	1.3	1.3
NPL Coverage	107.7	104.8	102.2	99.2

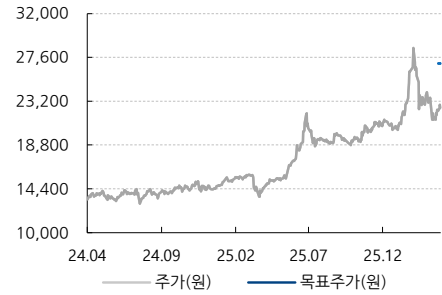
포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
총영업이익	8,566	8,916	9,173	9,505
이자이익	7,749	8,187	8,508	8,787
비이자이익	816	729	665	718
금융상품관련손익	0	0	0	0
수수료이익	639	662	701	711
보험손익	0	0	0	0
기타비이자이익	177	67	-36	6
대손충당금전입액	1,727	1,745	1,770	1,841
일반관리비	3,183	3,274	3,369	3,466
총업원관련비용	1,658	1,699	1,741	1,783
기타판관비	1,525	1,576	1,628	1,683
영업이익	3,656	3,896	4,034	4,197
영업외이익	9	35	55	53
세전이익	3,665	3,931	4,089	4,250
법인세비용	946	1,042	1,083	1,126
법인세율(%)	25.8	26.5	26.5	26.5
당기순이익	2,719	2,890	3,005	3,124
지배주주순이익	2,711	2,881	2,998	3,117
비지배자분순이익	8	9	7	7

주요투자지표(2)				
(%, 원)	2025	2026E	2027E	2028E
성장성지표(%)				
자산	6.0	5.2	5.0	5.0
대출	4.0	6.1	5.9	5.9
부채	5.9	5.2	4.9	5.0
BPS	7.3	6.4	6.0	5.9
총영업이익	5.3	4.1	2.9	3.6
이자이익	-1.8	5.7	3.9	3.3
비이자이익	237.1	-10.7	-8.7	7.9
일반관리비	13.1	2.9	2.9	2.9
지배순이익	2.5	6.3	4.1	4.0
EPS	2.5	6.3	4.1	4.0
DPS	-1.6	15.9	4.1	3.6
주당지표(원)				
EPS	3,400	3,612	3,760	3,908
수정 EPS	3,400	3,612	3,760	3,908
BPS	39,872	42,436	44,981	47,625
DPS	1,048	1,215	1,265	1,310
배당성장률(%)	30.8	33.6	33.6	33.5
Valuation 지표(배)				
PER	6.2	6.3	6.1	5.8
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5
배당수익률(%)	5.0	5.3	5.5	5.7

자료: 기업은행, iM증권 리서치본부

기업은행 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-21	Buy	27,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-

BNK금융지주 (138930)

2026.04.21

대손 부담 완화에 따른 이익 회복 기대

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

투자 의견 Buy, 목표주가 23,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy, 목표주가 23,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 23,000원은 Target PBR 0.66배(신종자본증권, 비지배지분을 제외하고 산출한 26E~28E 평균 조정 ROE 8.2%, CoE 7.4%, 베타 1, 영구성장률 0% 기준)에 2026E 조정 BVPS(신종자본증권, BVPS 제외 기준) 34,703원을 적용하여 도출했다. 투자 리스크로는 1) 지방 경기 관련 불확실성, 2) 시중은행지주 대비 상대적으로 낮은 ROE 등을 제시한다

전년도 대규모 대손 부담 완화에 따른 이익 개선 전망

BNK금융지주는 지방은행 중심 금융그룹으로 1) 상대적으로 실적 내 은행 비중이 높고 2) 부/울/경 지역 중소기업 중심 대출 포트폴리오를 보유하고 있는 특성으로 인해 상대적으로 지역 경기에 대해 높은 민감도를 보유하고 있다. 25년에도 1Q 중 지역 소재 주요 기업인 삼정, 금양과 관련된 총당금 적립 등 영향으로 추가 대손비용이 약 915억원 발생하는 등 지역 내 주요 기업 관련 이슈가 실적에 영향을 미치는 모습이 나타났다. 다만 관련 거액부실 관련 영향이 추가적으로 발생하고 있지 않음을 감안할 때 대손비용 부담은 점진적으로 완화되는 흐름이 나타날 것으로 기대한다. 최근 이란 사태 등 영향으로 석유/화학 업종 익스포처에 대한 우려가 높아진 점은 부담요인이나 25년 말 기준 동사 총 여신 대비 1.3% 수준에 불과한 상황임을 감안하면 관련 불확실성은 제한적이라고 판단한다. 최근 높아진 시장금리 기조를 감안했을 때 양호한 마진을 바탕으로 전반적인 이익 회복세가 나타날 것으로 예상하며 어느정도 안정권에 접어든 CET1비율을 바탕으로 주주환원의 지속적인 확대 기조가 이어질 것으로 전망한다.

2026E 지배순이익 8,359억원(+2.6% YoY) 전망

BNK금융지주의 2026E 지배순이익은 8,359억원(+2.6% YoY)으로 컨센서스 내외 수준의 실적을 전망한다. 은행 NIM은 연간 기준 부산 1.84%, 경남 1.80%로 금리 상승을 바탕으로 4Q25 수준의 마진을 방어하며 전년과 유사한 수준을 전망한다. 은행 원화대출 성장률은 부산 4.5% 경남 4.8%로 중소기업 대출 중심으로 성장이 이뤄질 것으로 전망한다. 그룹 Credit Cost는 0.59%로 대내외 변동성이 지속되고 있는 만큼 보수적인 적립 기조가 어느정도 이어질 것으로 예상되나 과거 대비 부담은 완화될 것으로 전망한다. 2026년 CET1비율은 12.35%로 지속적인 RWA 관리 기조에 힘입어 12% 중반 수준에서 안정적으로 관리될 전망이다. 총 주주환원율은 45.2%(배당 29.7%, 자사주 15.6%)를 예상하며 배당수익률은 4.2%, 총 주주환원수익률은 6.4%를 전망한다. 현재 수준의 이익체력 개선세와 자본비용 관리 기조가 이어질 경우 빠른 속도로 총 주주환원율 50% 목표를 달성할 수 있을 것으로 예상하며 현재 추정치 수준의 이익이 지속될 경우 현재 주가 수준에서는 27년부터 업종 내 가장 높은 총 주주환원수익률을 기대할 수 있을 것으로 전망한다.

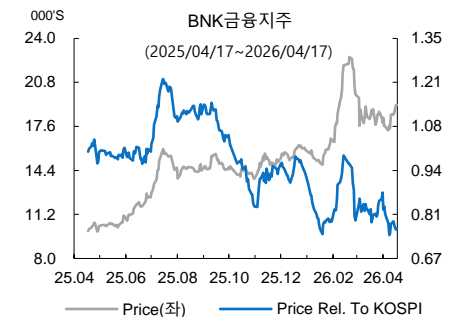
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	23,000원(신규)
증가(2026.04.17)	19,160원
상승여력	20.0%

Stock Indicator	
자본금	1629.7십억원
발행주식수	31,033만주
시가총액	5,946십억원
외국인지분율	41.6%
52주 주가	9,950~22,650원
60일평균거래량	1,150,541주
60일평균거래대금	21.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.7	29.5	33.4	88.8
상대수익률	-3.8	3.2	-31.7	-60.6

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
총영업이익(십억원)	3,370	3,546	3,621	3,727
영업이익(십억원)	903	1,071	1,133	1,210
지배순이익(십억원)	815	836	900	964
EPS(원)	2,567	2,676	2,902	3,106
BPS(원)	32,814	34,703	36,261	37,857
PER(배)	6.2	7.2	6.6	6.2
PBR(배)	0.5	0.6	0.5	0.5
ROE(%)	8	8	8	8
배당수익률(%)	4.6	4.2	4.7	5.1
배당성장률(%)	28.2	29.7	30.4	31.3

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2026E ~ 2028F ROE 평균	8.2%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	글로벌 은행들 밸류에이션 평균 대비 국내 은행들의 할인 수준 반영	40.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.66
목표주가	2026F BPS 34,703 원에 Target PBR 적용	23,000
현재가		19,160
Upside / Downside		20.0%
투자이견		Buy

자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		46%
Sustainable ROE	금리 상승, 비은행 계열사 실적 호조	9.2%
COE	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-35.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.80
목표주가(Bull case)	2026F BPS 34,703 원에 Target PBR 적용	27,900
Downside case		-21%
Sustainable ROE	금리 하락, 부실 확대, 경기 환경 악화 등	7.2%
COE	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-55.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.44
목표주가(Bear case)	2026F BPS 34,703 원에 Target PBR 적용	15,100

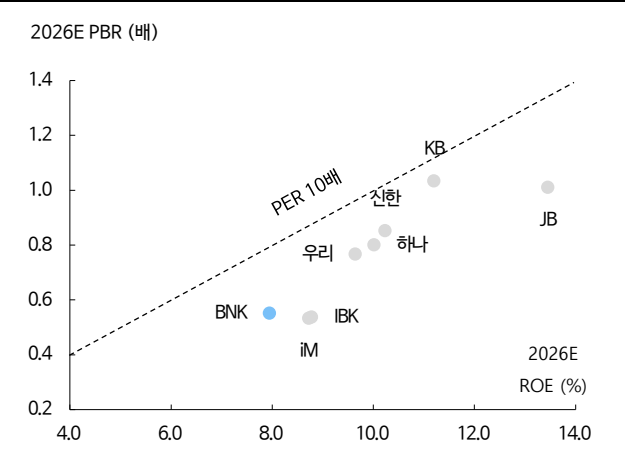
자료: iM증권 리서치본부 추정

표3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	QoQ	YoY
총영업이익	854	817	894	804	830.3	923	3.3	-2.8
순이자이익	736	708	741	768	783.7	796	2.0	6.6
비이자이익	119	109	154	36	46.5	128	30.7	-60.8
수수료이익	50	38	50	41	46.1	44	11.7	-8.4
기타비이자이익	68	71	104	-6	0.4	84	흑전	-99.5
판관비	377	399	378	536	387.7	411	-27.7	3.0
총전이익	478	419	516	268	442.6	512	65.1	-7.4
대손충당금 전입액	272	163	136	207	174.1	187	-16.0	-36.0
영업이익	206	256	380	61	268.5	326	341.6	30.4
세전이익	228	398	401	69	291.2	363	325.2	27.9
당기순이익	172	314	300	50	215.5	269	327.6	25.4
지배순이익	167	309	294	45	210.0	262	366.6	26.0
그룹 대출채권	114,753	115,936	117,854	119,565	121,348	122,834	1.5	5.7
그룹 예수금	108,443	109,519	110,734	113,478	115,731	116,455	2.0	6.7
(%, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	QoQ	YoY
NIM	1.84	1.86	1.80	1.81	1.82	1.82	0.01	-0.02
CIR	44.1	48.8	42.3	66.7	46.7	44.5	-19.96	2.62
Credit Cost	0.93	0.55	0.46	0.69	0.57	0.60	-0.12	-0.36
NPL 비율	1.69	1.62	1.46	1.42	1.44	1.40	0.03	-0.24
BIS 비율	13.9	14.0	13.7	13.7	13.5	13.6	-0.12	-0.35
CET1 비율	12.3	12.6	12.6	12.3	12.2	12.3	-0.14	-0.05

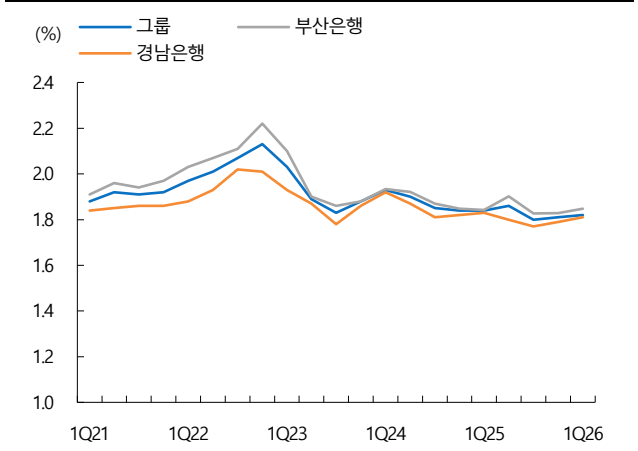
자료: BNK금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림1. PBR-ROE Matrix



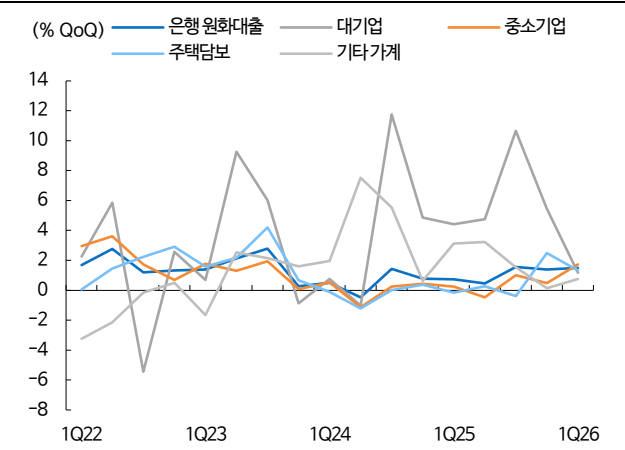
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. 그룹 및 은행 NIM 추이



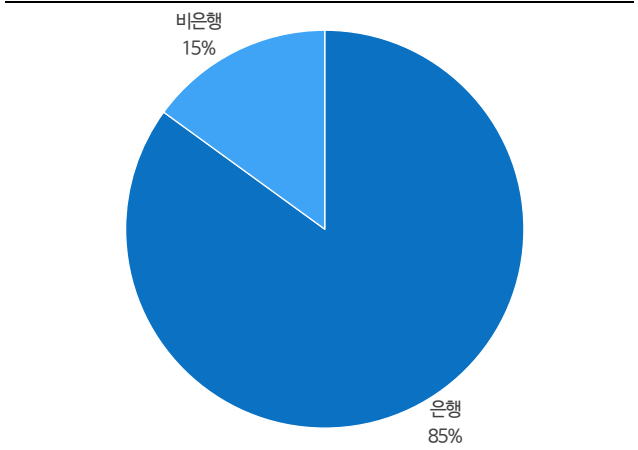
자료: BNK금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림3. 은행 원화대출 성장률 추이



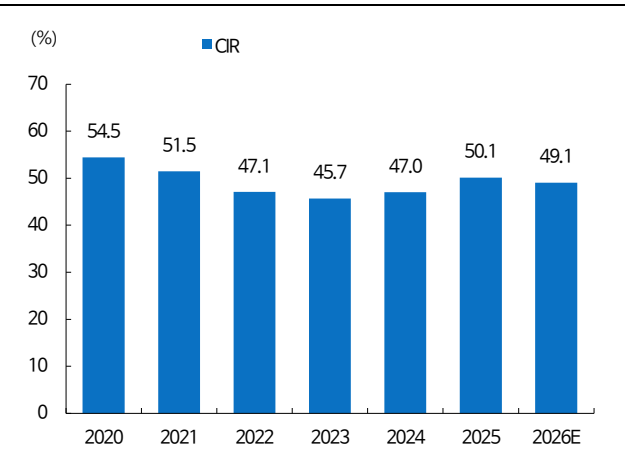
자료: BNK금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림4. 그룹 순영업수익 기준 은행-비은행 비중



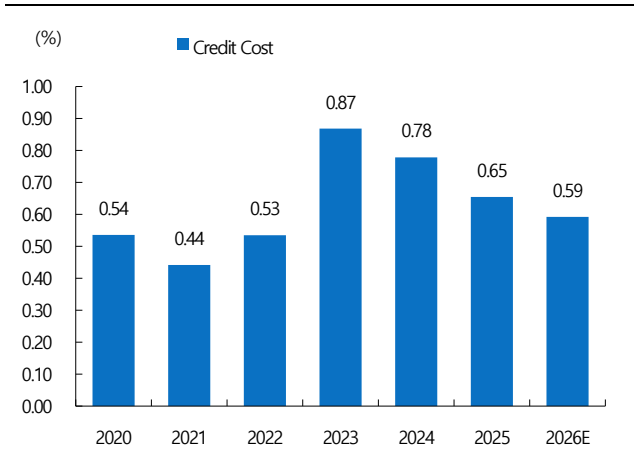
자료: BNK금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림5. 그룹 CIR 추이



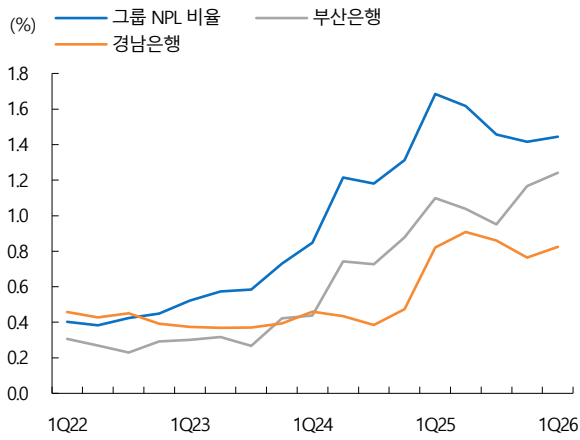
자료: BNK금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림6. 그룹 Credit Cost 추이



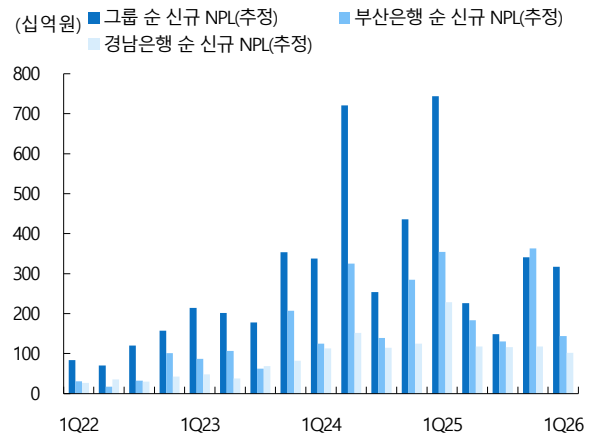
자료: BNK금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림7. 그룹 및 은행 NPL 비율 추이



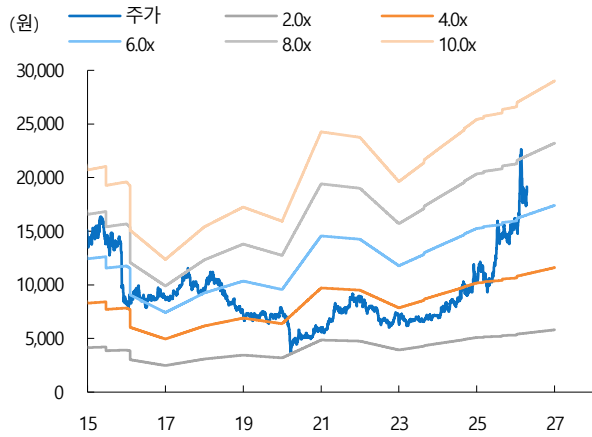
자료: BNK금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림8. 그룹 및 은행 순 신규 NPL 추정



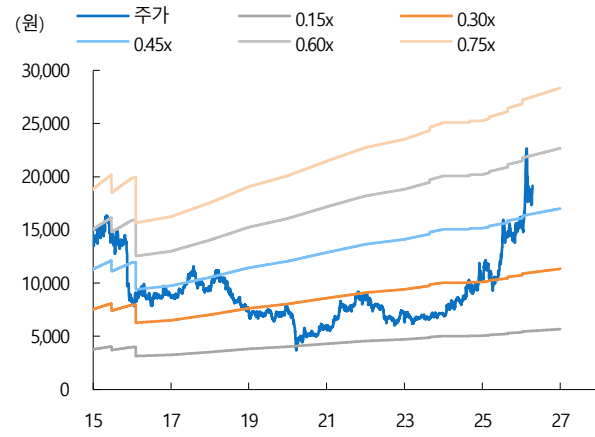
자료: BNK금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림9. PER 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림10. PBR 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
현금 및 예치금	7,143	6,862	6,592	6,332
유가증권	29,645	31,464	33,395	35,444
대출채권	119,565	125,102	130,903	136,982
유형자산	1,237	1,287	1,340	1,394
기타자산	3,505	3,470	3,475	3,487
자산총계	161,095	168,185	175,704	183,639
예수부채	113,478	118,898	123,690	128,718
차입성부채	27,891	29,254	30,683	32,183
기타금융부채	0	0	0	0
비이자부채	8,485	8,340	9,154	10,066
부채총계	149,854	156,492	163,527	170,966
지배주주지분	10,793	11,245	11,728	12,224
자본금	1,630	1,630	1,630	1,630
신종자본증권	498	498	498	498
자본잉여금	790	790	790	790
이익잉여금	8,017	8,469	8,952	9,447
기타자본	-142	-142	-142	-142
비지배주주지분	449	449	449	449
자본총계	11,242	11,694	12,177	12,672

주요투자지표(1)				
(%)	2025	2026E	2027E	2028E
수익성 지표				
ROE	8.0	7.9	8.2	8.4
ROA	0.5	0.5	0.5	0.6
NIM	1.8	1.8	1.8	1.8
Credit Cost	0.65	0.59	0.53	0.49
CIR	50.1	49.1	49.6	49.7
ROA Breakdown				
총영업이익	2.1	2.2	2.1	2.1
이자이익	1.9	1.9	1.9	1.9
비이자이익	0.3	0.2	0.2	0.2
대손충당금전입액	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4
일반관리비	-1.1	-1.1	-1.0	-1.0
총영업이익 구성비				
이자이익	87.6	89.9	90.9	90.9
비이자이익	12.4	10.1	9.1	9.1
수수료이익	5.3	4.9	5.0	4.6
기타	7.0	5.2	4.1	4.4
자본적정성/자산건전성				
CET1비율	12.3	12.3	12.4	12.4
BIS비율	13.7	13.7	13.6	13.6
NPL비율	1.4	1.4	1.4	1.4
NPL Coverage	84.9	84.3	83.9	81.3

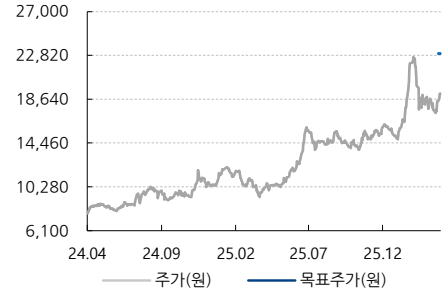
포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
총영업이익	3,370	3,546	3,621	3,727
이자이익	2,953	3,189	3,291	3,388
비이자이익	417	358	330	338
금융상품관련손익	262	227	195	202
수수료이익	180	173	181	172
보험손익	0	0	0	0
기타비이자이익	-25	-43	-46	-36
대손충당금전입액	778	735	692	664
일반관리비	1,690	1,741	1,796	1,853
총업원관련비용	782	808	836	865
기타판관비	908	932	959	987
영업이익	903	1,071	1,133	1,210
영업외이익	192	88	118	128
세전이익	1,095	1,159	1,251	1,339
법인세비용	258	301	325	348
법인세율(%)	23.6	26.0	26.0	26.0
당기순이익	836	858	926	991
지배주주순이익	815	836	900	964
비지배자분순이익	21	22	25	27

주요투자지표(2)				
(%, 원)	2025	2026E	2027E	2028E
성장성지표(%)				
자산	5.7	4.4	4.5	4.5
대출	4.9	4.6	4.6	4.6
부채	6.0	4.4	4.5	4.5
BPS	4.4	5.8	4.5	4.4
총영업이익	1.1	5.2	2.1	2.9
이자이익	-0.8	8.0	3.2	3.0
비이자이익	16.9	-14.2	-7.6	2.4
일반관리비	7.8	3.0	3.2	3.2
지배순이익	11.9	2.6	7.7	7.0
EPS	13.2	4.2	8.4	7.0
DPS	13.1	10.2	10.5	10.1
주당지표(원)				
EPS	2,567	2,676	2,902	3,106
수정 EPS	2,567	2,676	2,902	3,106
BPS	32,814	34,703	36,261	37,857
DPS	735	810	895	985
배당성장률(%)	28.2	29.7	30.4	31.3
Valuation 지표(배)				
PER	6.2	7.2	6.6	6.2
PBR	0.5	0.6	0.5	0.5
배당수익률(%)	4.6	4.2	4.7	5.1

자료: BNK금융지주, iM증권 리서치본부

BNK금융지주 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-21	Buy	23,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자 의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-

JB금융지주 (175330)

2026.04.21

전략대출 중심 효율적인 자본 활용 기초

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

투자 의견 Buy, 목표주가 39,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy, 목표주가 39,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 39,000원은 Target PBR 1.27배(신증자본증권, 비지배지분을 제외하고 산출한 26E~28E 평균 조정 ROE 13.4%, CoE 7.4%, 베타 1, 영구성장률 0% 기준)에 2026E 조정 BVPS(신증자본증권, BVPS 제외 기준) 30,714원을 적용하여 도출했다. 투자 리스크로는 1) 지방 경기 관련 불확실성, 2) 전략대출 관련 건전성 측면의 불확실성을 제시한다.

전략대출 중심 성장으로 효율적인 자본 활용 기초 지속

JB금융지주는 RORWA 기준으로 수익성/성장성 측면의 잠재력이 높은 핵심사업 중심 포트폴리오 리밸런싱을 통해 업종 내 가장 높은 ROE와 수익성을 기록하고 있다. 25년 말 기준 중금리 비대면 신용대출, 햇살론, 외국인금융 및 캐피탈 자회사의 중고차 금융 등 주요 핵심사업 대출의 금리는 약 8~15% 수준에 달하며 전체 자산 포트폴리오 중 핵심사업 비중은 40% 수준에 달하는 상황이다. 이란 사태 등 영향으로 대내외 불확실성이 높아지고 있음을 감안할 때 잠재적인 Credit Cost 악화 가능성이 상존하고 있으나 이를 감안해도 높은 NIM을 바탕으로 이익체력 내에서 충분히 관리 가능할 전망이다. 명확한 RWA 성장 목표는 제시하지 않았으나 Target으로 제시한 50%의 총주주환원율과 약 12%~13% 수준의 ROE 레벨을 감안했을 때 약 6~7% 수준의 RWA 성장 추세가 지속될 것으로 예상된다. 최근 금리 환경의 불확실성이 높아지고 있으나 여전히 캐피탈 기준 잔액 조달금리를 신규 조달금리가 하회하고 있는 만큼 현재 수준의 높은 수익성이 유지될 전망이다.

2026E 지배순이익 7,508억원(+5.7% YoY) 전망

JB금융지주의 2026E 지배순이익은 7,508억원(+5.7% YoY)으로 컨센서스와 유사한 수준의 실적을 전망한다. 그룹 NIM은 연간 기준 3.16%로 최근 시장금리 상승 및 캐피탈 NIM 개선에 따라 전년 대비 약 6bp 개선될 것으로 전망한다. 은행 원화대출 성장률은 전북 5.1%, 광주 5.3%로 외국인 대출 등 전략대출 중심 성장에 따라 가계대출이 성장을 주도할 것으로 예상된다. Credit Cost는 0.84%로 보수적인 적립 기초가 지속되더라도 전반적인 부담 자체는 완화될 전망이다. 석유화학 기업 익스포저도 1,600억원 수준으로 이란 사태에도 관련 부담은 제한적일 전망이다. 2026년 CET1비율은 12.67%로 안정적인 손익을 바탕으로 12% 중반 수준에서 관리될 것으로 예상된다. 총 주주환원율은 2026년 밸류업 계획에 따라 기존 45%에서 상향된 50.4%(배당 31.3%, 자산주 19.1%)를 예상하며 배당수익률 4.0%, 총 주주환원수익률은 6.5%를 전망한다.

Buy (Initiate)

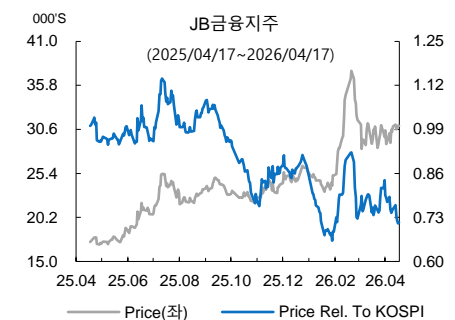
목표주가(12M)	39,000원(신규)
증가(2026.04.17)	31,000원
상승여력	25.8%

Stock Indicator

자본금	984.9십억원
발행주식수	18,825만주
시가총액	5,836십억원
외국인지분율	34.8%
52주 주가	17,010~37,500원
60일평균거래량	607,289주
60일평균거래대금	18.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.6	33.3	36.6	77.9
상대수익률	-4.8	7.1	-28.6	-71.5

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
총영업이익(십억원)	2,339	2,470	2,603	2,721
영업이익(십억원)	952	1,052	1,129	1,189
지배순이익(십억원)	710	751	805	848
EPS(원)	3,691	3,971	4,274	4,507
BPS(원)	28,490	30,714	32,854	35,088
PER(배)	7.0	7.8	7.3	6.9
PBR(배)	0.9	1.0	0.9	0.9
ROE(%)	14	13	13	13
배당수익률(%)	4.4	4.0	4.5	4.9
배당성장률(%)	30.1	31.3	31.9	33.3

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2026E ~ 2028F ROE 평균	13.4%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	글로벌 은행들 밸류에이션 평균 대비 국내 은행들의 할인 수준 반영	30.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.27
목표주가	2026F BPS 30,714 원에 Target PBR 적용	39,000
현재가		31,000
Upside / Downside		25.8%
투자 의견		Buy

자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		44%
Sustainable ROE	금리 상승, 비은행 계열사 실적 호조	14.4%
COE	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-25.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.46
목표주가(Bull case)	2026F BPS 30,714 원에 Target PBR 적용	44,700
Downside case		-9%
Sustainable ROE	금리 하락, 부실 확대, 경기 환경 악화 등	12.4%
COE	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-45.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.92
목표주가(Bear case)	2026F BPS 30,714 원에 Target PBR 적용	28,300

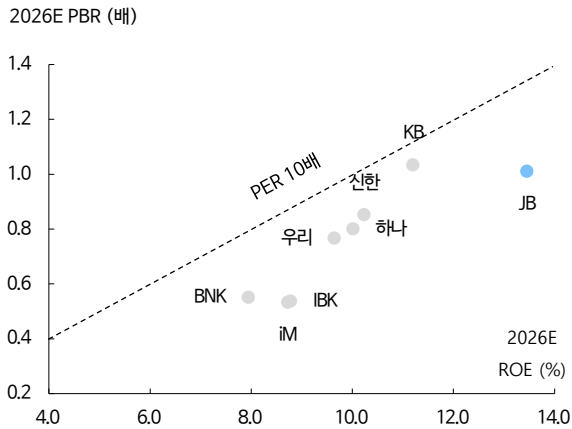
자료: iM증권 리서치본부 추정

표3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	QoQ	YoY
총영업이익	562	579	575	624	602.1	624	-3.5	7.2
순이자이익	491	502	518	534	543.7	556	1.8	10.7
비이자이익	70	77	57	90	58.3	68	-35.3	-17.0
수수료이익	15	9	17	13	22.6	24	71.1	53.3
기타비이자이익	55	68	40	77	35.7	43	-53.6	-35.7
판관비	206	202	189	311	214.3	210	-31.0	3.9
총전이익	355	377	385	314	387.8	414	23.7	9.1
대손충당금 전입액	138	110	104	127	109.5	119	-13.6	-20.5
영업이익	217	267	281	187	278.2	296	48.9	27.9
세전이익	219	279	280	187	279.8	300	49.7	27.7
당기순이익	167	214	213	136	204.2	219	49.9	22.4
지배순이익	163	208	208	132	198.7	213	50.9	22.1
그룹 대출채권	52,880	54,628	55,320	56,459	57,128	58,161	1.2	8.0
그룹 예수금	45,429	46,761	47,243	47,780	48,592	49,649	1.7	7.0
(%, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	QoQ	YoY
NIM	3.11	3.09	3.07	3.11	3.12	3.15	0.01	0.02
CIR	36.7	34.9	33.0	49.8	35.6	33.6	-14.17	-1.14
Credit Cost	1.07	0.83	0.77	0.92	0.79	0.84	-0.14	-0.28
NPL 비율	1.19	1.15	1.21	1.23	1.17	0.99	-0.06	-0.02
BIS 비율	14.3	14.4	14.7	14.7	14.8	14.8	0.05	0.51
CET1 비율	12.3	12.4	12.7	12.6	12.6	12.7	0.02	0.31

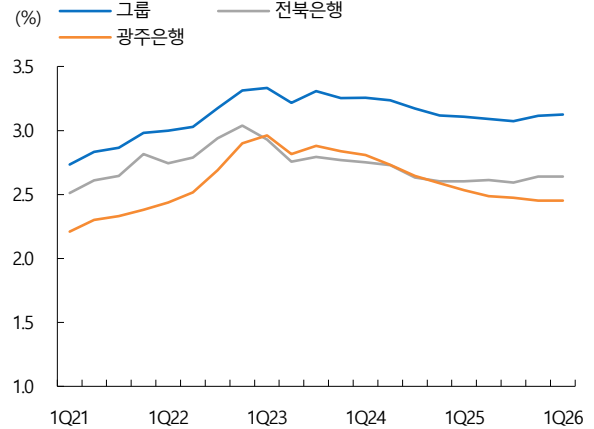
자료: JB금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림1. PBR-ROE Matrix



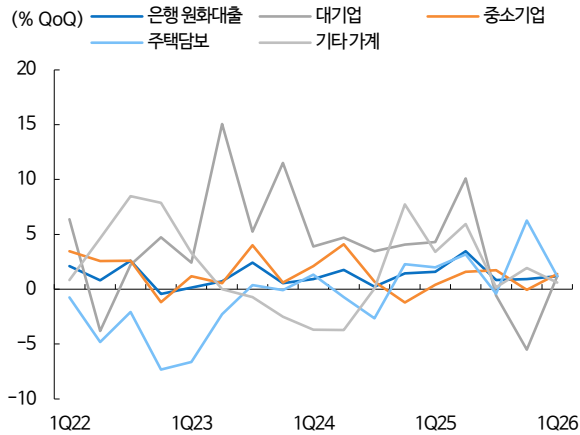
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. 그룹 및 은행 NIM 추이



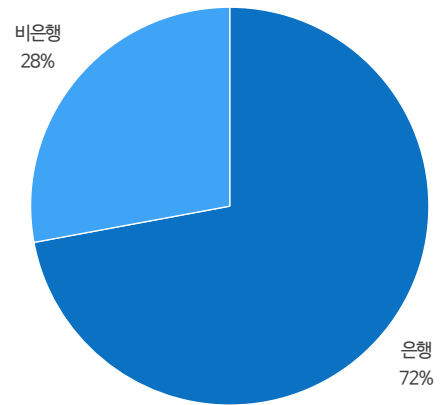
자료: JB금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림3. 은행 원화대출 성장률 추이



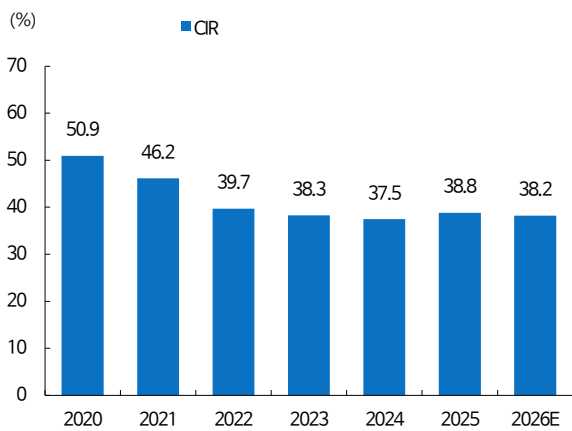
자료: JB금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림4. 그룹 순영업수익 기준 은행-비은행 비중



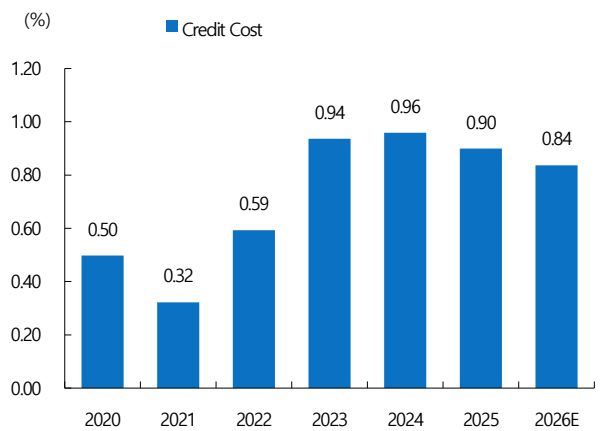
자료: JB금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림5. 그룹 CIR 추이



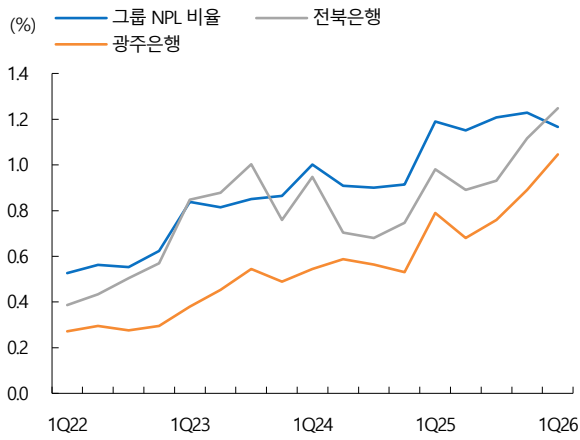
자료: BNK금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림6. 그룹 Credit Cost 추이



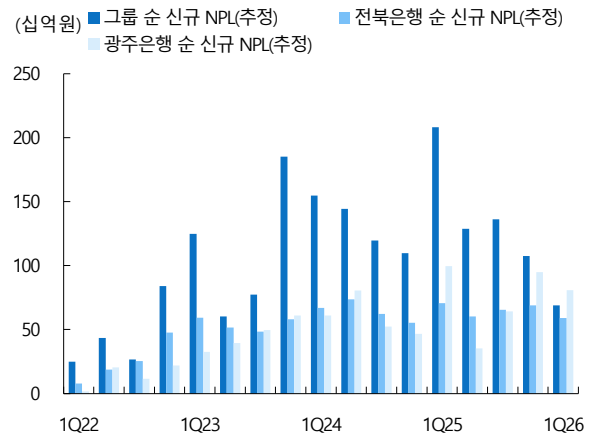
자료: JB금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림7. 그룹 및 은행 NPL 비율 추이



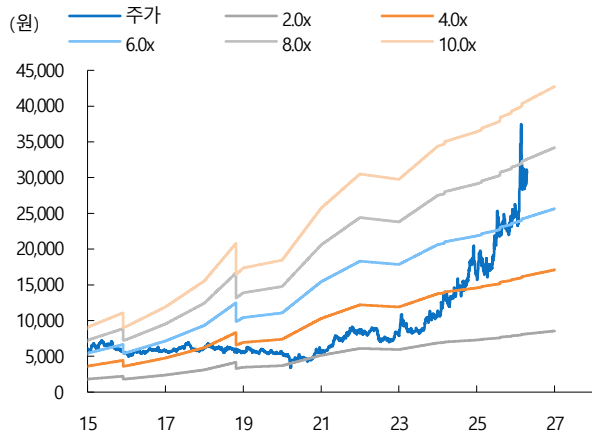
자료: JB금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림8. 그룹 및 은행 순 신규 NPL 추정



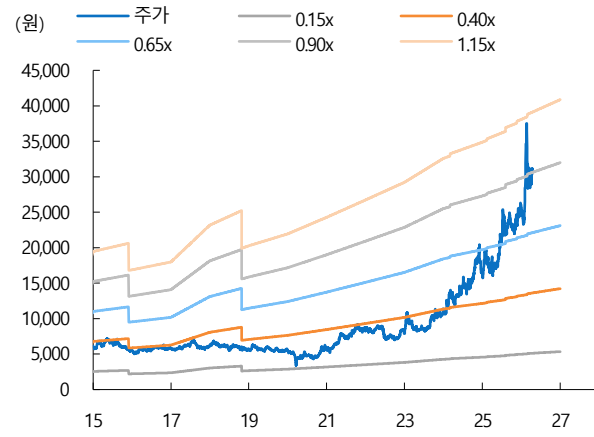
자료: JB금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림9. PER 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림10. PBR 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
현금 및 예치금	2,473	2,376	2,282	2,192
유가증권	11,150	11,466	11,790	12,124
대출채권	56,459	59,404	62,507	65,776
유형자산	846	880	916	953
기타자산	2,196	2,240	2,271	2,303
자산총계	73,124	76,367	79,767	83,348
예수부채	47,780	50,931	54,304	57,914
차입성부채	17,053	17,213	17,375	17,538
기타금융부채	17	13	9	4
비이자부채	2,099	1,661	1,129	522
부채총계	66,949	69,819	72,817	75,978
지배주주지분	5,915	6,287	6,690	7,110
자본금	985	985	985	985
신종자본증권	520	520	520	520
자본잉여금	709	709	709	709
이익잉여금	3,809	4,182	4,584	5,005
기타자본	-109	-109	-109	-109
비지배주주지분	261	261	261	261
자본총계	6,175	6,547	6,950	7,371

주요투자지표(1)				
(%)	2025	2026E	2027E	2028E
수익성 지표				
ROE	13.6	13.5	13.5	13.3
ROA	1.0	1.0	1.1	1.1
NIM	3.1	3.2	3.2	3.1
Credit Cost	0.90	0.84	0.83	0.82
CIR	38.8	38.2	37.7	37.5
ROA Breakdown				
총영업이익	3.3	3.3	3.3	3.3
이자이익	2.9	3.0	3.0	3.0
비이자이익	0.4	0.3	0.3	0.4
대손충당금전입액	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6
일반관리비	-1.3	-1.3	-1.3	-1.2
총영업이익의 구성비				
이자이익	87.4	90.9	90.2	89.3
비이자이익	12.6	9.1	9.8	10.7
수수료이익	2.3	2.8	2.7	2.5
기타	10.3	6.3	7.1	8.2
자본적정성/자산건전성				
CET1비율	12.6	12.7	12.8	12.8
BIS비율	14.7	14.8	14.9	14.9
NPL비율	1.2	1.2	1.2	1.2
NPL Coverage	104.6	120.4	133.8	146.2

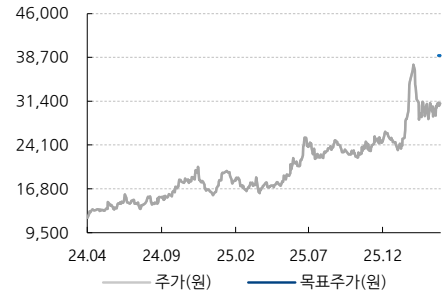
포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
총영업이익	2,339	2,470	2,603	2,721
이자이익	2,045	2,245	2,347	2,430
비이자이익	295	226	256	291
금융상품관련손익	315	197	227	264
수수료이익	54	70	71	68
보험손익	0	0	0	0
기타비이자이익	-75	-42	-42	-42
대손충당금전입액	479	474	493	513
일반관리비	908	944	981	1,019
종업원관련비용	624	649	674	700
기타판관비	284	295	307	319
영업이익	952	1,052	1,129	1,189
영업외이익	12	5	5	6
세전이익	965	1,057	1,134	1,195
법인세비용	235	285	306	323
법인세율(%)	24.3	27.0	27.0	27.0
당기순이익	730	772	827	872
지배주주순이익	710	751	805	848
비지배자분순이익	20	21	23	24

주요투자지표(2)				
(%, 원)	2025	2026E	2027E	2028E
성장성지표(%)				
자산	9.6	4.4	4.5	4.5
대출	8.3	5.2	5.2	5.2
부채	9.8	4.3	4.3	4.3
BPS	9.5	7.8	7.0	6.8
총영업이익	5.6	5.6	5.4	4.6
이자이익	3.5	9.8	4.6	3.5
비이자이익	23.3	-23.3	13.2	13.9
일반관리비	9.4	3.9	3.9	3.9
지배순이익	4.9	5.7	7.2	5.4
EPS	6.8	7.6	7.6	5.4
DPS	14.6	10.1	10.3	10.1
주당지표(원)				
EPS	3,691	3,971	4,274	4,507
수정 EPS	3,691	3,971	4,274	4,507
BPS	28,490	30,714	32,854	35,087
DPS	1,140	1,255	1,385	1,525
배당성향(%)	30.1	31.3	31.9	33.3
Valuation 지표(배)				
PER	7.0	7.8	7.3	6.9
PBR	0.9	1.0	0.9	0.9
배당수익률(%)	4.4	4.0	4.5	4.9

자료: JB금융지주, iM증권 리서치본부

JB금융지주 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-21	Buy	39,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-

iM금융지주 (139130)

2026.04.21

여전히 가장 싼 은행주

[금융] 설용진
2122-9159 s.dragon@imfnc.com

투자 의견 Buy, 목표주가 23,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy, 목표주가 23,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 23,000원은 Target PBR 0.67배(신종자본증권, 비지배지분을 제외하고 산출한 26E~28E 평균 조정 ROE 9%, CoE 7.4%, 베타 1, 영구성장률 0% 기준)에 2026E 조정 BVPS(신종자본증권, BVPS 제외 기준) 35,141원을 적용하여 도출했다. 투자 리스크로는 1) 지방 경기 관련 불확실성, 2) 시중은행지주 대비 상대적으로 낮은 ROE 등을 제시한다.

밸류에이션 매력과 자본력 개선은 긍정적. 중장기적 수익성 제고 필요

iM금융지주는 지방은행 중심 금융그룹으로 1) 상대적으로 실적 내 은행 비중이 높고 2) 대구/경북 지역 중소기업 중심 대출 포트폴리오를 보유하고 있어 상대적으로 지역 경기에 대해 높은 민감도를 보유하고 있다. 지역 중소기업 중심으로 건전성 지표 악화 추세가 지속되고 있어 25년 말 NPL비율은 1.49%로 커버리지 은행업종 내 가장 높은 수준에 달하고 있는 상황이다. 다만 적극적인 상매각을 통해 전반적인 지표가 개선되고 있으며 증권 자회사의 브릿지론 관련 대손 부담이 어느정도 완화되었고 석유/화학 기업 등에 대한 익스포저가 없어 최근 이란 사태 등에도 추가적인 부담이 제한적일 것으로 예상되는 만큼 추가적인 건전성 관련 부담은 제한적일 전망이다. 적극적인 RWA 관리로 CET1비율이 12%를 상회하는 수준까지 빠르게 개선된 반면 업종 내 가장 낮은 PBR 수준에 머무르고 있는 만큼 밸류에이션 매력은 과거보다 높아졌다고 판단한다. 다만 여전히 은행 의존도가 높고 시중은행지주 대비 낮은 ROE가 지속되고 있는 상황을 감안했을 때 중장기적으로는 적절한 자본 배분을 통한 수익성 제고가 필요할 전망이다.

2026E 지배순이익 4,799억원(+8.1% YoY) 전망

iM금융지주의 2026E 지배순이익은 4,799억원(+8.1% YoY)으로 컨센서스 내외 수준의 실적을 전망한다. NIM은 연간 1.94%로 금리 상승에 힘입어 전년과 유사한 수준을 기록할 것으로 예상된다. 은행 원화대출 성장률은 4% 수준을 전망하며 기업대출은 중소기업 중심, 가계대출은 중도금 대출 등 위주로 성장할 전망이다. 그룹 Credit Cost는 0.48%로 보수적인 적립 기조가 어느정도 이어질 것으로 예상되나 점진적으로 대손 관련 부담이 완화될 것으로 전망한다. 2026년 CET1비율은 12.15%로 지속적인 RWA 관리 기조에 힘입어 12% 중반 수준에서 안정적으로 관리될 전망이다. 비은행 자회사 중에서는 25년 말 신용등급 상승에 따라 조달비용 부담이 완화된 캐피탈 등에 대한 자본 배분이 확대될 전망이다. 총 주주환원율은 40.1%(배당 25.5%, 자사주 14.6%)를 예상하며 배당수익률은 4.1%, 총 주주환원수익률은 6.4%를 전망한다. 향후 밸류업 공시 내 기재된 자본비율 기준이 조정될 경우 추가적인 주주환원 확대도 기대 가능할 전망이다.

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	23,000원(신규)
증가(2026.04.17)	18,700원
상승여력	23.0%

Stock Indicator	
자본금	845.7십억원
발행주식수	16,062만주
시가총액	3,004십억원
외국인지분율	44.0%
52주 주가	9,320~21,650원
60일평균거래량	842,939주
60일평균거래대금	15.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.3	35.3	40.4	97.7
상대수익률	3.9	9.1	-24.8	-51.7

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
총영업이익(십억원)	2,052	2,155	2,255	2,312
영업이익(십억원)	583	670	735	785
자배순이익(십억원)	444	480	526	562
EPS(원)	2,681	2,975	3,276	3,500
BPS(원)	33,058	35,142	37,078	39,092
PER(배)	5.8	6.3	5.7	5.3
PBR(배)	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	8	9	9	9
배당수익률(%)	4.5	4.1	4.5	5.0
배당성장률(%)	25.3	25.5	25.7	26.4

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2026E ~ 2028F ROE 평균	9.0%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	글로벌 은행들 밸류에이션 평균 대비 국내 은행들의 할인 수준 반영	45.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.67
목표주가	2026F BPS 35,141 원에 Target PBR 적용	23,000
현재가		18,700
Upside / Downside		23.0%
투자의견		Buy

자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		52%
Sustainable ROE	금리 상승, 비은행 계열사 실적 호조	10.0%
COE	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-40.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.81
목표주가(Bull case)	2026F BPS 35,141 원에 Target PBR 적용	28,400
Downside case		-19%
Sustainable ROE	금리 하락, 부실 확대, 경기 환경 악화 등	8.0%
COE	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-60.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.43
목표주가(Bear case)	2026F BPS 35,141 원에 Target PBR 적용	15,100

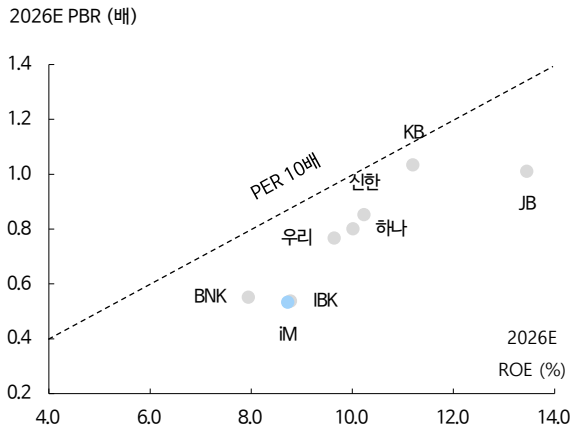
자료: iM증권 리서치본부 추정

표3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	QoQ	YoY
총영업이익	521	541	505	484	522.2	564	7.9	0.2
순이자이익	403	407	417	429	432.3	438	0.8	7.3
비이자이익	118	134	89	55	89.9	126	63.4	-24.0
수수료이익	52	56	51	59	74.9	61	26.3	45.2
기타비이자이익	67	78	38	-4	15.0	66	흑전	-77.5
판관비	242	258	244	386	247.6	264	-35.8	2.2
총전이익	279	283	261	98	274.6	300	179.7	-1.6
대손충당금 전입액	70	84	105	78	73.9	80	-5.8	5.4
영업이익	209	199	156	20	200.8	220	914.1	-4.0
세전이익	206	198	162	16	203.4	219	1,155.6	-1.3
당기순이익	159	159	125	14	150.5	162	945.3	-5.2
지배순이익	154	155	122	12	146.0	157	1,097.1	-5.3
그룹 대출채권	65,219	65,837	66,798	66,062	67,169	67,982	1.7	3.0
그룹 예수금	59,491	59,101	59,662	59,344	60,098	60,617	1.3	1.0
(%, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	QoQ	YoY
NIM	1.90	1.89	1.95	1.95	1.95	1.95	0.00	0.05
CIR	46.5	47.7	48.3	79.7	47.4	46.8	-32.30	0.96
Credit Cost	0.43	0.52	0.64	0.47	0.44	0.47	-0.03	0.01
NPL 비율	1.63	1.64	1.51	1.49	1.51	1.52	0.02	-0.11
BIS 비율	14.8	14.8	14.7	14.8	15.4	15.6	0.56	0.52
CET1 비율	12.0	12.1	12.1	12.1	12.1	12.3	0.04	0.12

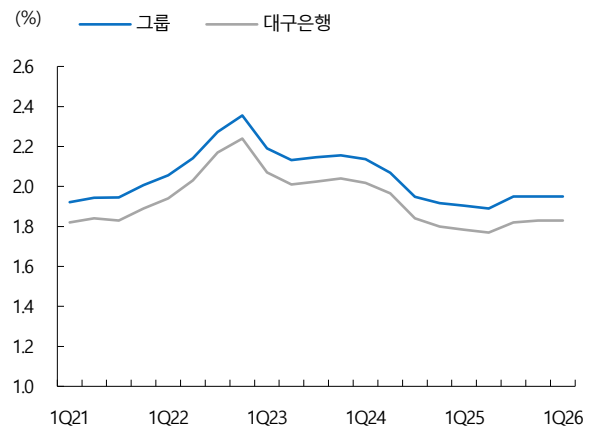
자료: iM금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림1. PBR-ROE Matrix



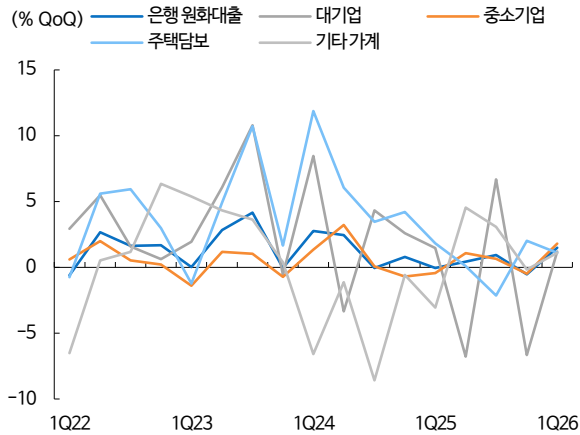
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. 그룹 및 은행 NIM 추이



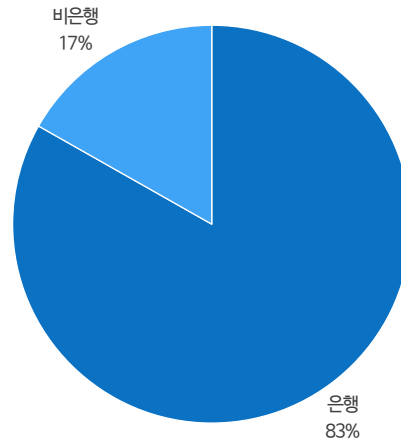
자료: iM금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림3. 은행 원화대출 성장률 추이



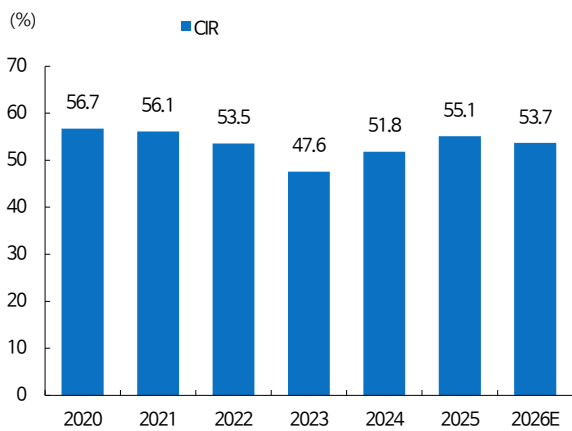
자료: iM금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림4. 그룹 순영업수익 기준 은행-비은행 비중



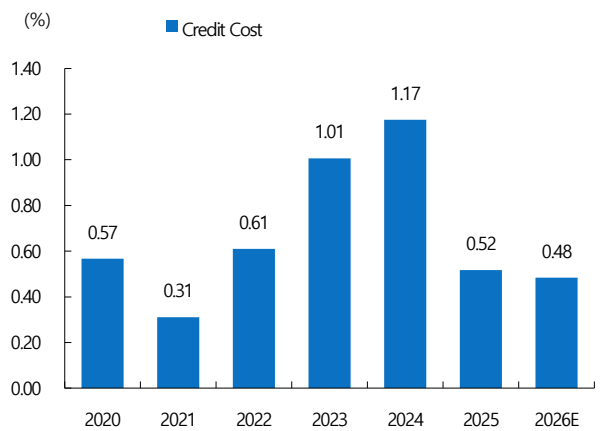
자료: iM금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림5. 그룹 CIR 추이



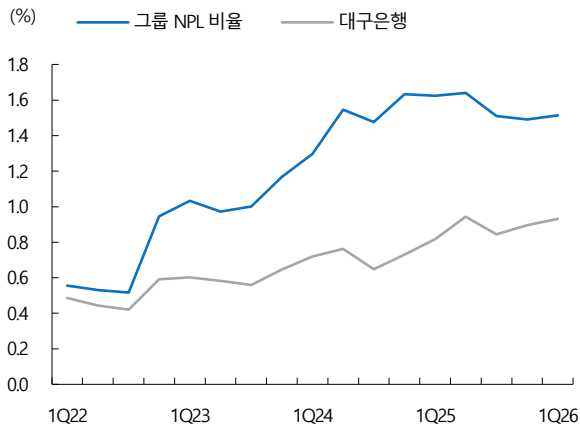
자료: iM금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림6. 그룹 Credit Cost 추이



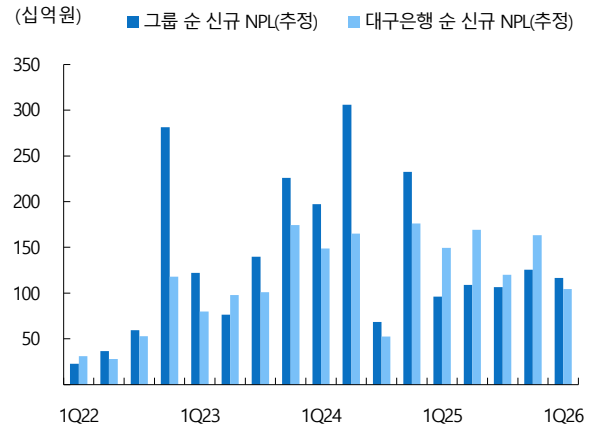
자료: iM금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림7. 그룹 및 은행 NPL 비율 추이



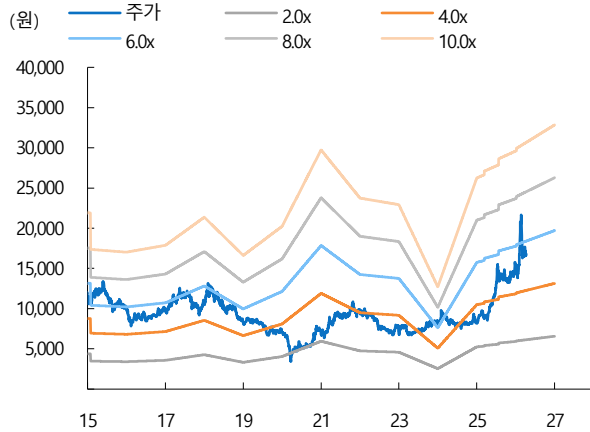
자료: iM금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림8. 그룹 및 은행 순 신규 NPL 추정



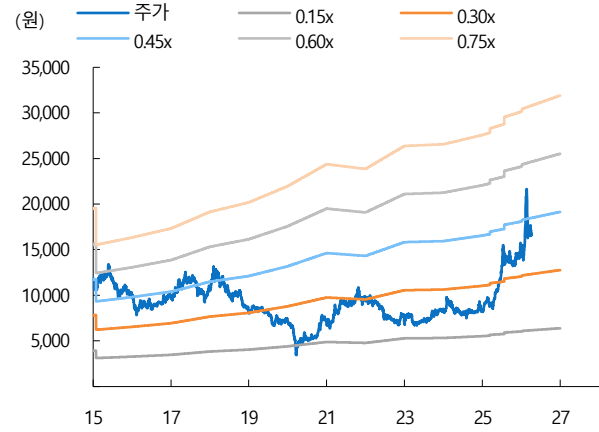
자료: iM금융지주, iM증권 리서치본부 추정

그림9. PER 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림10. PBR 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

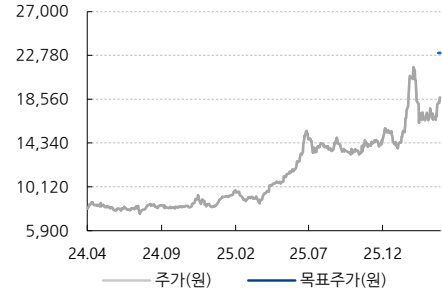
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
현금 및 예치금	4,641	4,458	4,282	4,113	총영업이익	2,052	2,155	2,255	2,312
유가증권	23,952	26,014	28,263	30,719	이자이익	1,656	1,761	1,823	1,875
대출채권	66,062	69,228	72,565	76,083	비이자이익	396	394	432	437
유형자산	936	974	1,014	1,055	금융상품관련손익	413	250	361	355
기타자산	3,270	3,957	4,012	4,027	수수료이익	218	272	273	288
자산총계	98,861	104,630	110,135	115,997	보험손익	73	75	77	79
예수부채	59,344	61,418	63,566	65,789	기타비이자이익	-308	-203	-279	-285
차입성부채	20,971	21,139	21,309	21,480	대손충당금전입액	338	328	337	316
기타금융부채	1,725	2,624	3,416	4,286	일반관리비	1,131	1,157	1,183	1,211
비이자부채	10,385	12,725	14,809	17,085	중업원관련비용	778	801	826	852
부채총계	92,424	97,906	103,100	108,638	기타판관비	353	355	357	360
지배주주지분	6,220	6,508	6,819	7,142	영업이익	583	670	735	785
자본금	846	846	846	846	영업외이익	-2	-1	-1	-1
신종자본증권	863	863	863	863	세전이익	582	669	734	784
자본잉여금	1,563	1,563	1,563	1,563	법인세비용	124	174	191	204
이익잉여금	3,631	3,919	4,230	4,553	법인세율(%)	21.3	26.0	26.0	26.0
기타자본	-683	-683	-683	-683	당기순이익	458	495	543	580
비지배주주지분	217	217	217	217	지배주주순이익	444	480	526	562
자본총계	6,437	6,724	7,035	7,359	비지배자본순이익	14	15	17	18

주요투자지표(1)					주요투자지표(2)				
(%)	2025	2026E	2027E	2028E	(%, 원)	2025	2026E	2027E	2028E
수익성 지표					성장성지표(%)				
ROE	8.4	8.7	9.1	9.2	자산	5.0	5.8	5.3	5.3
ROA	0.5	0.5	0.5	0.5	대출	0.5	4.8	4.8	4.8
NIM	1.9	1.9	1.9	1.9	부채	5.1	5.9	5.3	5.4
Credit Cost	0.52	0.48	0.47	0.42	BPS	8.0	6.3	5.5	5.4
CIR	55.1	53.7	52.5	52.4	총영업이익	-1.4	5.0	4.6	2.5
ROA Breakdown					이자이익	-1.8	6.3	3.5	2.9
총영업이익	2.1	2.1	2.1	2.0	비이자이익	0.1	-0.4	9.7	1.1
이자이익	1.7	1.7	1.7	1.7	일반관리비	4.9	2.3	2.3	2.3
비이자이익	0.4	0.4	0.4	0.4	지배순이익	106.6	8.1	9.6	6.9
대손충당금전입액	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	EPS	111.0	11.0	10.1	6.9
일반관리비	-1.2	-1.1	-1.1	-1.1	DPS	40.0	10.0	10.4	10.0
총영업이익 구성비					주당지표(원)				
이자이익	80.7	81.7	80.8	81.1	EPS	2,681	2,975	3,276	3,500
비이자이익	19.3	18.3	19.2	18.9	수정 EPS	2,681	2,975	3,276	3,500
수수료이익	10.6	12.6	12.1	12.5	BPS	33,058	35,141	37,077	39,091
기타	8.7	5.7	7.1	6.5	DPS	700	770	850	935
자본적정성/자산건전성					배당성향(%)	25.3	25.5	25.7	26.5
CET1비율	12.1	12.2	12.3	12.4	Valuation 지표(배)				
BIS비율	14.8	15.4	15.4	15.4	PER	5.8	6.3	5.7	5.3
NPL비율	1.5	1.5	1.5	1.5	PBR	0.5	0.5	0.5	0.5
NPL Coverage	91.1	92.1	92.1	88.4	배당수익률(%)	4.5	4.1	4.5	5.0

자료: iM금융지주, iM증권 리서치본부

iM금융지주 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-21	Buy	23,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-



기업분석

<손해보험>

삼성화재(000810)

안정적이나 주주환원 확대 등 제고 필요

DB손해보험(005830)

Trinity Force

현대해상(001450)

내러티브는 어느 정도 갖춰진 상황

한화손해보험(000370)

하나 빼고 다 좋습니다

메리츠금융지주(138040)

The principles

<생명보험>

삼성생명(032830)

전자 지분을 사면 생보사를 덤으로 드립니다

한화생명(088350)

Quality or Quantity, that is the question

삼성화재 (000810)

2026.04.21

안정적이나 주주환원 확대 등 제고 필요

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

투자 의견 Buy, 목표주가 580,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy, 목표주가 580,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 580,000원은 Target PBR 1.19배(신증자본증권, 비지배지분을 제외하고 산출한 26E~28E 평균 조정 ROE 9.3%, CoE 7.4%, 베타 1, 영구성장률 0% 기준)에 2026E 조정 BVPS(신증자본증권, BVPS 제외 기준) 484,931원을 적용하여 도출했다. 투자 리스크로는 1) 지속되는 보험금 예실차 측면의 부담, 2) 반복되는 제도 관련 이슈로 인한 CSM 잔액 및 손익 변동성을 제시한다.

업황 부진에도 안정적인 실적 전망. 주주환원 등 확대 제고 필요

삼성화재의 가장 큰 강점은 높은 자본 버퍼로 주주환원 및 추가적인 성장 확대 측면에 있어 충분한 여력을 확보하고 있다는 점을 제시할 수 있다. 이와 더불어 보유 중인 삼성전자 지분 가치(약 1.5%)로 인해 최근 전자 주가 상승에 따른 자본력 개선, 특별배당에 따른 투자손익 개선 등도 기대할 수 있다는 점은 긍정적이라고 판단한다. 다만 주주 환원 측면에 있어서는 전자 지분 처분에 따른 DPS 증가(우선주 포함 주당 약 280원 추정) 요인을 제외하면 Target 대비 다소 배당 확대 속도가 더딘 상황이라고 판단한다. 한편 잉여자본 활용은 25년 중 전자 주가 상승에 따른 K-ICS비율 영향을 제외하면 캐노피우스 지분 확대 등에 따라 K-ICS비율이 약 250% 수준까지 낮아졌던 것으로 추정되는 점을 감안했을 때 과거보다 적극적으로 효율성을 제고하고 있다고 판단한다.

2026E 지배순이익 2조405억원(+1.1% YoY) 전망

삼성화재의 2026E 연결 지배순이익은 2조405억원(+1.1% YoY)으로 컨센서스를 하회하는 실적을 전망한다. 신계약 월초보험료는 연간 1,990억원(-7% YoY)으로 경쟁 완화 및 보험료 인상에 따라 소폭 하락하겠으나 배수 상승에 따라 신계약 CSM은 2조8,210억원(-2.7% YoY)으로 전년과 유사한 수준을 기록할 것으로 예상된다. 보험손익은 1조5,492억원(+1.9% YoY)를 전망한다. 전체적인 위험손해를 약화에 따라 보험금 예실차 부진이 지속될 것으로 예상되는 만큼 장기보험 손익은 전년과 유사한 수준을 전망하며 자동차보험도 누적된 효율 하락에 따른 이익 부진이 지속될 전망이다. 다만 일반보험에서 전년도 산불 등 손실 기저효과 영향으로 실적이 개선되며 하락분을 일부 상쇄할 것으로 전망한다. 투자손익의 경우 전년도 부동산 처분 이익 2,800억원 및 연말 채권처분손실 약 1천억원의 기저효과를 종합적으로 감안했을 때 경상적인 이익이 예상된다. 별도 기준으로 약 1조613억원(+32.3% YoY)이 예상되며 전년도 부동산 매각 등에 따라 연결-별도 간 투자손익 차이를 감안하면 전년과 유사한 수준이라고 판단한다. 그 외에 법인세율 인상, 사업비 가정 강화 등 영향이 실적에 반영될 전망이다. CSM 잔액은 1.45조원(+2% YoY)를 전망하나 신규담보, 비실손 갱신 담보에 대한 손해를 가정 강화 등 제도적 요인을 감안했을 때 추가적인 하락 여력이 존재한다고 판단한다. 배당수익률은 보통주 기준 약 4.5%를 전망한다.

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	580,000원(신규)
증가(2026.04.17)	480,000원
상승여력	20.8%

Stock Indicator	
자본금	26.5십억원
발행주식수	4,465만주
시가총액	21,431십억원
외국인지분율	57.1%
52주 주가	352,000~630,000원
60일평균거래량	123,827주
60일평균거래대금	63.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.3	-0.1	10.0	36.4
상대수익률	-7.1	-26.3	-55.2	-113.0

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(십억원)	1,520	1,549	1,603	1,669
투자손익(십억원)	802	1,061	1,160	1,158
영업이익(십억원)	2,322	2,610	2,763	2,827
지배순이익(십억원)	2,018	2,041	2,160	2,209
EPS(원)	49,566	49,962	52,830	53,920
BPS(원)	432,855	484,931	526,146	569,082
PER(배)	10.0	9.6	9.1	8.9
PBR(배)	1.1	1.0	0.9	0.8
ROE(%)	11.0	9.3	9.4	9.2
배당수익률(%)	3.9	4.5	4.9	5.4

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2026E ~2028F ROE 평균	9.3%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 비율 및 현재 배당가능이익 등 반영하여 할인율 차등 적용	5.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.19
목표주가	2026F BPS 484,931 원에 Target PBR 적용	580,000
현재가		480,000
Upside / Downside		20.8%
투자 의견		매수

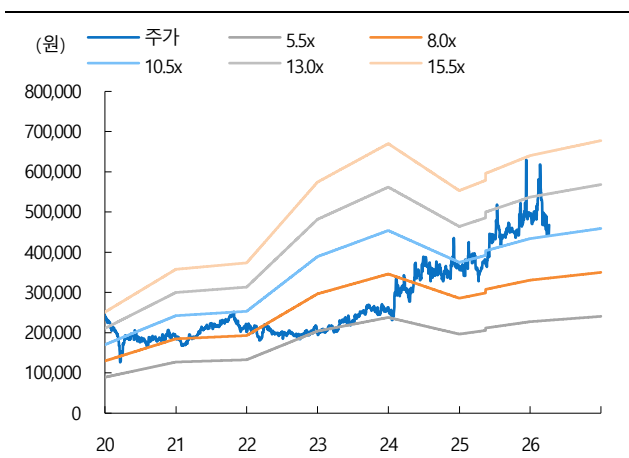
자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		47%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	10.3%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	5.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.46
목표주가(Bull case)	2026F BPS 484,931 원에 Target PBR 적용	706,700
Downside case		-4%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	8.3%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-15.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.95
목표주가(Bear case)	2026F BPS 484,931 원에 Target PBR 적용	461,100

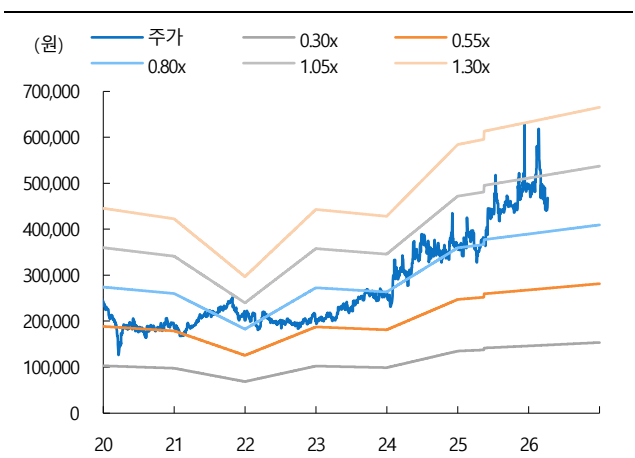
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. PBR 밴드 추이



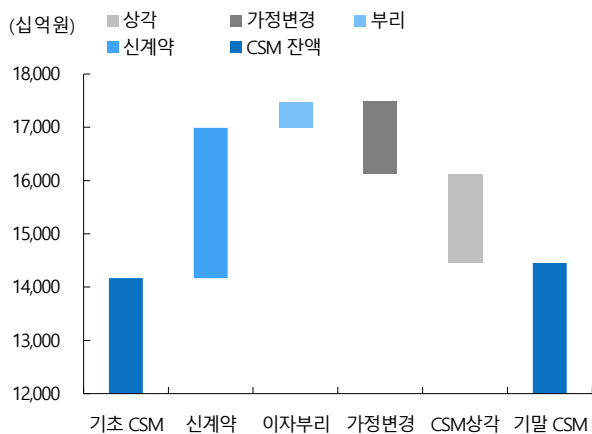
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

표3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	% QoQ	% YoY
보험손익	499	472	369	180	486.5	488	349	226	170.7	-2.5
장기보험	419	414	384	291	395.7	434	401	343	36.2	-5.6
CSM 상각	394	395	405	380	396.4	401	408	414	4.3	0.5
RA 해제	40	43	48	61	50.0	50	50	50	-17.6	23.6
예실차	-16	19	-45	-127	-22.0	13	-27	-62	적지	적지
손실계약비용	1	-3	0	17	-5.0	-5	-5	-35	적전	적전
기타사업비/재보험	0	-40	-24	-41	-23.7	-26	-25	-25	적지	적전
일반손해보험	50	57	50	14	83.4	62	54	40	492.1	68.1
자동차보험	30	1	-65	-125	7.4	-8	-105	-157	흑전	-75.3
투자손익	252	46	298	207	274.6	260	263	264	32.5	9.2
자산운용손익	578	332	642	506	594.5	584	590	594	17.5	2.9
평가처분손익	14	-625	79	-48	0.0	0	0	0	-100.0	-100.0
보험금융손익	-326	-286	-344	-298	-319.9	-324	-328	-330	적지	적지
영업이익	750	518	667	387	761.1	748	611	490	96.7	1.4
영업외손익	5	4	3	0	1.6	1	1	1	280.9	-65.9
세전이익	755	522	669	387	762.7	749	613	491	96.8	1.0
연결당기순이익	608	398	509	228	554.1	544	445	357	143.3	-8.9
월납보험료(보장성인보험)	17.9	15.7	15.5	15.3	14.5	14.3	15.1	15.7	-5.0	-18.8
신계약 CSM	701.5	719.7	766.9	710.2	688.8	675.8	714.5	741.9	-3.0	-1.8
자산총계	88,577	88,437	90,536	96,450	96,153	97,805	98,765	99,443	-0.3	8.6
운용자산	82,791	82,430	84,706	90,152	91,407	92,481	93,587	93,799	1.4	10.4
비운용자산	3,485	3,542	3,326	3,520	3,423	3,472	3,448	3,460	-2.8	-1.8
부채총계	73,145	71,789	71,806	75,158	75,135	76,226	76,728	77,038	0.0	2.7
책임준비금	65,715	65,477	64,684	66,225	66,991	67,659	68,345	68,549	1.2	1.9
장기보험 CSM 잔액	14,333	14,578	15,008	14,168	14,367	14,549	14,766	14,456	1.4	0.2
자본총계	15,432	16,648	18,731	21,292	21,018	21,579	22,037	22,405	-1.3	36.2
해약환급금준비금	2,687	3,192	3,668	4,130	4,568	4,998	5,451	5,921	10.6	70.0
ROE (%)	15.7	15.9	12.2	4.7	11.5	11.2	8.6	6.6	6.8%p	-4.2%p
K-ICS 비율 (%)	266.6	274.5	275.9	262.9	253.4	255.7	254.9	254.6	-9.4%p	-13.2%p

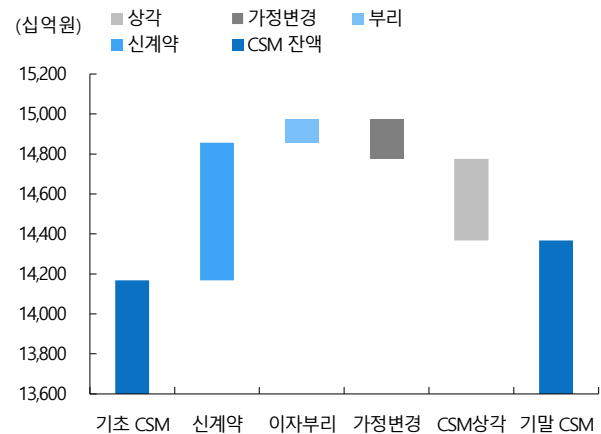
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림3. CSM Movement(연간 추정)



자료: 삼성화재, iM증권 리서치본부

그림4. CSM Movement(분기)



자료: 삼성화재, iM증권 리서치본부

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	90,152	93,799	97,329	100,735
현금 및 예치금	2,806	3,054	3,297	3,536
유가증권	59,298	61,591	63,806	65,940
대출금	27,421	28,530	29,604	30,640
부동산	626	624	621	619
비운용자산	3,520	3,460	3,456	3,456
특별계정자산	136	136	136	136
연결 자산총계	96,450	99,443	102,881	106,241
책임준비금	66,225	68,549	70,817	73,025
CSM잔액(원수)	14,168	14,456	14,784	15,159
기타부채	6,818	6,325	6,294	6,292
특별계정부채	138	138	138	138
연결 부채총계	75,158	77,038	79,336	81,602
자본금	26	26	26	26
신종자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	939	939	939	939
이익잉여금	14,090	15,170	16,276	17,338
해약환급금준비금	4,130	5,921	7,759	9,643
자본조정	-1,215	-1,215	-1,215	-1,215
기타포괄손익누계액	6,788	6,788	6,788	6,788
연결 자본총계	21,292	22,405	23,545	24,640

주요투자지표(1)				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
신계약 수익성				
월납보험료	214	199	204	209
신계약 CSM	2,898	2,821	2,894	2,970
신계약 CSM 배수	13.5	14.2	14.2	14.2
CSM 관련 지표				
기초CSM	14,074	14,168	14,456	14,784
CSM 조정 가정 변경	-1,686	-1,350	-1,350	-1,350
신계약 CSM(원수)	2,898	2,821	2,894	2,970
CSM 이자부리	502	485	488	499
상각 전 CSM	15,788	16,124	16,488	16,903
CSM상각액	1,621	1,668	1,704	1,744
CSM상각률(%)	10.3	10.3	10.3	10.3
CSM 순증액	94	288	328	375
투자이익 관련 지표				
총 운용수익률	2.4	2.6	2.6	2.6
평가처분손익 제외 수익률	3.1	2.6	2.6	2.6
손익구성				
보험손익	65.4	59.3	58.0	59.0
CSM상각	67.8	62.0	59.9	60.0
투자손익	34.6	40.7	42.0	41.0
자본적정성				
지급여력비율(K-ICS)	262.9	254.6	250.0	245.8

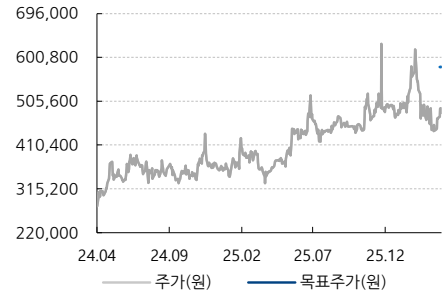
자료: 삼성화재, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(별도)	1,520	1,549	1,603	1,669
장기보험	1,508	1,573	1,599	1,628
CSM 상각	1,574	1,620	1,655	1,695
RA해제	193	201	203	205
예실차	-169	-97	-98	-98
손실계약비용	14	-50	-50	-50
기타사업비/재보험손익	-104	-100	-111	-123
일반손해보험	171	239	246	246
합산비용(IFRS17)	90	87	87	87
자동차보험	-159	-263	-241	-205
합산비용(IFRS17)	103	104	104	103
투자손익(별도)	802	1,061	1,160	1,158
자산운용손익	2,057	2,363	2,512	2,559
평가처분손익	-580	0	0	0
보험금융손익	-1,255	-1,302	-1,352	-1,401
영업이익(별도)	2,322	2,610	2,763	2,827
영업외손익	11	5	5	5
세전이익(별도)	2,333	2,615	2,768	2,832
법인세비용	643	715	757	774
법인세율(%)	27.5	27.3	27.3	27.3
연결 지배순이익	2,018	2,041	2,160	2,209

주요투자지표(2)				
(%)	2025	2026E	2027E	2028E
성장성지표(%)				
운용자산증가율	10.0	4.0	3.8	3.5
CSM증가율	0.7	2.0	2.3	2.5
BPS증가율	40.6	12.0	8.5	8.2
보험손익증가율	-17.8	1.9	3.5	4.1
투자손익증가율	-5.0	32.3	9.3	-0.2
영업이익증가율	-13.8	12.4	5.8	2.3
세전이익증가율	-13.7	12.1	5.8	2.3
당기순이익증가율	-2.7	1.1	5.9	2.3
주당지표(원)				
EPS	49,566	49,962	52,830	53,920
BPS	432,855	484,931	526,146	569,082
EV(BV+CSM)	756,239	835,421	896,739	962,236
보통주 DPS	19,500	21,450	23,595	25,955
보통주 배당수익률(%)	3.9	4.5	4.9	5.4
Valuation 지표				
PER(배)	10.0	9.6	9.1	8.9
PBR(배)	1.15	0.99	0.91	0.84
P/EV(배)	0.66	0.57	0.54	0.50
ROE(%)	11.0	9.3	9.4	9.2
ROA(%)	1.9	2.0	2.0	2.0
배당성향(%)	40.7	44.3	46.1	49.6

삼성화재 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-21	Buy	580,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자이견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-

DB손해보험 (005830)

2026.04.21

Trinity Force

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

투자 의견 Buy, 목표주가 220,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy, 목표주가 220,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 220,000원은 Target PBR 1.54배(신종자본증권 등을 제외하고 산출한 26E~28E 평균 조정 ROE 15.2%, CoE 7.4%, 베타 1, 영구성장률 0% 기준)에 2026E 조정 BVPS(신종자본증권 등 제외 기준) 144,813원을 적용하여 도출했다. 투자 리스크로는 1) 보험금 예실차 악화로 인한 실적 부담, 2) 계리적 가정 강화 등 제도 관련 이슈로 인한 CSM 잔액 및 손익 변동성을 제시한다.

매력적인 지표, 적극적인 주주환원, 해외 진출 확대의 삼위일체

DB손해보험의 가장 큰 매력은 주요 지표가 모두 업계 상위권에 위치해 있다는 점을 제시할 수 있다. 보장성 인보험 신계약 물량, CSM 배수, 투자수익률, CSM 잔액, K-ICS비율 등 주요 지표가 모두 업계 상위권을 기록하고 있음에도 26E PER은 6.6배에 불과하여 밸류에이션 매력이 여전히 높다고 판단한다. 또한 최근 적극적으로 주주환원을 확대하는 모습이 나타나고 있다. 또한 2025년 배당성향을 별도 기준 30%까지 확대하며 감익에도 불구하고 주주환원을 확대하며 DPS를 우상향하는 모습이 나타났다는 점에서 주주가치 제고를 위한 노력이 지속되고 있는 점도 긍정적이다. 26년 상반기 중에는 미국 보험사 포르테그라 인수를 완료할 것으로 예상되며 보험손익 측면에서 지역/보증별 수익 다각화 및 이익체력 레벨 업을 기대할 수 있을 것으로 전망된다.

2026E 순이익 1조5,187억원(-1.1% YoY) 전망

DB손해보험의 2026E 별도 순이익은 1조5,187억원(-1.1% YoY)으로 컨센서스를 하회하는 실적을 전망한다. 신계약 월초보험료는 연간 합산 기준 1,652억원(-7.8% YoY)으로 경쟁 완화 및 보험료 인상에 따라 감소할 것으로 예상되며 신계약 CSM은 2조7,183억원(-7.3% YoY)으로 물량 감소에 따른 영향을 예상한다. 보험손익은 1조199억원(-1.5% YoY)을 전망한다. 위험률 가정 조정에도 일정 수준의 보험금 예실차 부진이 지속될 전망이며 자동차보험도 업황 악화에 따른 부진이 지속될 것으로 예상된다. 일반보험도 화재 관련 사고 손실이 반영될 전망이다. 과거 대비 재보험 조건 등이 타이트함에 따라 보유율이 상승한 점을 감안했을 때 잠재적인 변동성은 이전보다 높아졌다고 판단한다. 투자손익은 경상적으로 약 1조471억원(-2.8% YoY)을 예상하나 최근 금리 상승 등에 따른 FVPL자산 변동성이 반영될 수 있다고 판단한다. CSM 잔액은 1.22조원(+0.3% YoY)로 전년 수준과 유사할 전망이다. 신규담보, 비실손 갱신 담보에 대한 손해를 가정 강화 등 제도적 요인이 반영될 수 있는 만큼 약 2조 내외 수준의 가정 조정을 전망한다. 배당수익률은 약 4.6%를 전망하며 부진한 업황에도 주주환원 확대를 위한 노력이 지속되고 있는 점을 긍정적으로 평가한다.

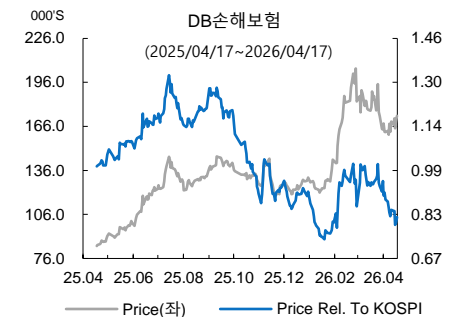
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	220,000원(신규)
증가(2026.04.17)	173,300원
상승여력	26.9%

Stock Indicator	
자본금	35.4십억원
발행주식수	6,938만주
시가총액	12,024십억원
외국인지분율	43.3%
52주 주가	84,500~205,500원
60일평균거래량	280,459주
60일평균거래대금	49.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.1	39.8	33.3	103.4
상대수익률	-13.5	13.5	-31.9	-45.9

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(십억원)	1,036	1,020	1,118	1,136
투자손익(십억원)	1,078	1,047	1,113	1,149
영업이익(십억원)	2,114	2,067	2,231	2,284
당기순이익(십억원)	1,535	1,519	1,640	1,679
EPS(원)	25,436	25,044	27,042	27,682
BPS(원)	126,976	144,813	161,457	177,785
PER(배)	5.2	6.9	6.4	6.3
PBR(배)	1.0	1.2	1.1	1.0
ROE(%)	17.6	16.0	15.4	14.3
배당수익률(%)	5.8	4.6	5.2	5.7

주:K-IFRS 별도 요약 재무제표

표1. 목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2026E ~ 2028F ROE 평균	15.2%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 비율 및 현재 배당가능이익 등 반영하여 할인율 차등 적용	25.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.54
목표주가	2026F BPS 144,813 원에 Target PBR 적용	220,000
현재가		173,300
Upside / Downside		26.9%
투자의견		매수

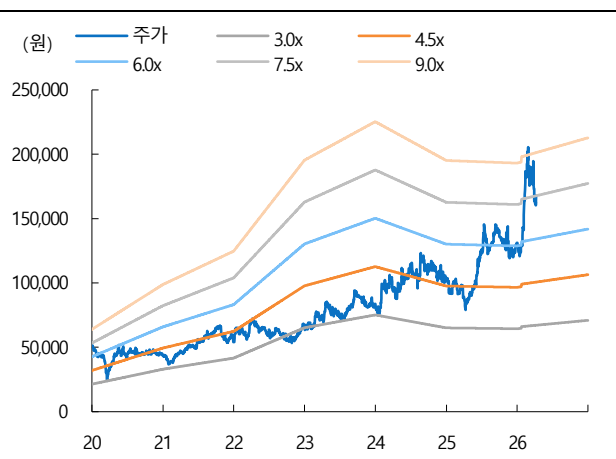
자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		55%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	16.2%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-15.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.86
목표주가(Bull case)	2026F BPS 144,813 원에 Target PBR 적용	268,800
Downside case		4%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	14.2%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-35.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.24
목표주가(Bear case)	2026F BPS 144,813 원에 Target PBR 적용	180,200

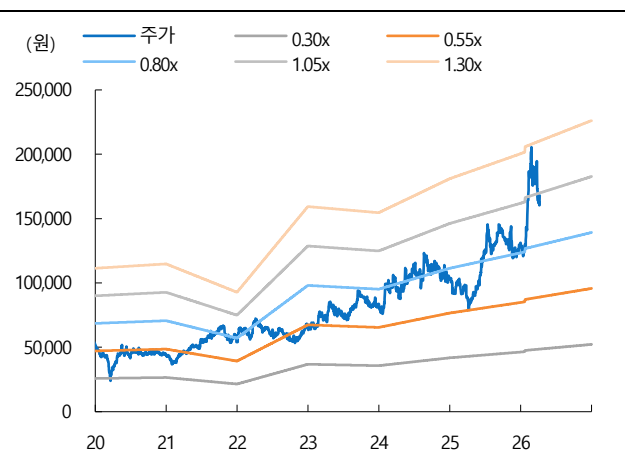
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. PBR 밴드 추이



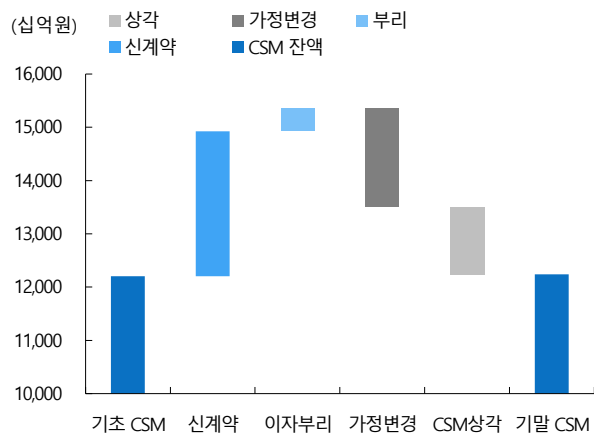
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

표3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	% QoQ	% YoY
보험손익	403	268	102	263	262	365.3	271	122	-0.5	-34.9
장기보험	394	257	149	275	271	318.6	306	205	-1.6	-31.2
CSM 상각	323	327	330	306	311	317.1	324	330	1.6	-3.9
RA 해제	37	37	40	41	40	40.1	40	39	-0.6	9.3
예실차	5	-51	-162	-40	-25	16.8	-2	-99	적지	적전
손실계약비용	46	-35	-48	16	-25	-25.0	-25	-35	적전	적전
기타사업비/재보험	-18	-21	-10	-48	-30	-30.4	-31	-31	적지	적지
일반손해보험	-37	-21	9	65	-45	24.5	32	6	적전	적지
자동차보험	46	32	-56	-77	36	22.1	-68	-89	흑전	-21.7
투자손익	244	345	301	188	229	272.5	274	272	21.9	-6.0
자산운용손익	438	436	487	372	413	461.9	464	460	10.8	-5.6
평가처분손익	12	61	73	-11	-35	0.0	0	0	적지	적전
보험금융손익	-194	-92	-186	-184	-184	-189.3	-190	-189	적지	적지
영업이익	647	612	403	451	491	637.8	544	394	8.8	-24.0
영업외손익	-3	5	-6	-1	-3	-2.2	-3	-3	적지	적지
세전이익	643	617	397	450	488	635.6	542	391	8.3	-24.2
당기순이익	447	460	293	335	361	469.1	400	289	7.6	-19.3
월납보험료(보장성인보험)	15.1	14.2	13.5	14.2	13.0	12.8	13.4	13.1	-8.0	-13.4
신계약 CSM	707.0	792.8	723.8	709.1	676.6	663.3	696.0	682.4	-4.6	-4.3
자산총계	55,478	55,940	57,424	59,409	60,748	61,656	62,167	61,863	2.3	9.5
운용자산	52,113	52,130	53,978	56,076	59,502	59,693	60,033	58,754	6.1	14.2
비운용자산	3,351	3,794	3,428	3,315	1,229	1,945	2,117	3,091	-62.9	-63.3
부채총계	47,985	47,759	48,184	49,554	50,994	51,432	51,544	50,950	2.9	6.3
책임준비금	43,623	44,209	44,281	44,530	46,485	46,619	46,836	46,142	4.4	6.6
장기보험 CSM 잔액	12,869	13,231	13,464	12,205	12,479	12,736	13,021	12,237	2.2	-3.0
자본총계	7,493	8,181	9,239	9,855	9,755	10,224	10,623	10,913	-1.0	30.2
해약환급금준비금	3,524	3,842	4,105	4,541	4,850	5,152	5,469	5,780	6.8	37.6
ROE (%)	22.5	23.5	14.2	15.4	16.1	20.6	16.7	11.7	0.7%p	-6.3%p
K-ICS 비율 (%)	204.7	213.3	226.4	217.9	209.0	214.9	216.7	217.0	-8.9%p	4.4%p

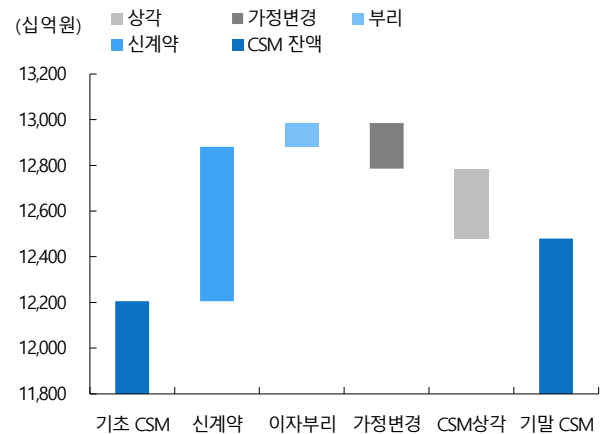
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림3. CSM Movement(연간 추정)



자료: DB손해보험, iM증권 리서치본부

그림4. CSM Movement(분기)



자료: DB손해보험, iM증권 리서치본부

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	56,076	58,754	60,483	62,607
현금 및 예치금	1,112	1,219	1,287	1,371
유가증권	38,915	40,774	41,973	43,448
대출금	14,807	15,514	15,971	16,532
부동산	1,242	1,247	1,252	1,257
비운용자산	3,315	3,091	3,702	4,143
특별계정자산	17	17	17	17
자산총계	59,409	61,863	64,202	66,768
책임준비금	44,530	46,142	47,220	48,522
CSM잔액(원수)	12,205	12,237	12,325	12,407
기타부채	5,006	4,790	4,897	5,027
특별계정부채	18	18	18	18
부채총계	49,554	50,950	52,135	53,567
자본금	35	35	35	35
신종자본증권	865	865	865	865
자본잉여금	107	107	107	107
이익잉여금	11,201	12,259	13,414	14,547
해약환급금준비금	4,541	5,780	7,047	8,314
자본조정	-124	-124	-124	-124
기타포괄손익누계액	-2,229	-2,229	-2,229	-2,229
자본총계	9,855	10,913	12,068	13,200

주요투자지표(1)				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
신계약 수익성				
월납보험료	179	165	169	169
신계약 CSM	2,933	2,718	2,779	2,779
신계약 CSM 배수	16.4	16.5	16.5	16.4
CSM 관련 지표				
기초CSM	12,232	12,205	12,237	12,325
CSM 조정 가정 변경	-2,117	-1,850	-1,850	-1,850
신계약 CSM(원수)	2,933	2,718	2,779	2,779
CSM 이자부리	443	426	429	432
상각 전 CSM	13,490	13,500	13,595	13,685
CSM상각액	1,285	1,263	1,271	1,278
CSM상각률(%)	9.5	9.4	9.3	9.3
CSM 순증액	-26	32	87	82
투자이익 관련 지표				
총 운용수익률	3.3	3.1	3.2	3.2
평가처분손익 제외 수익률	3.0	3.2	3.2	3.2
손익구성				
보험손익	49.0	49.3	50.1	49.7
CSM상각	60.9	62.0	57.9	56.8
투자손익	51.0	50.7	49.9	50.3
자본적정성				
지급여력비율(K-ICS)	217.9	217.0	218.6	218.4

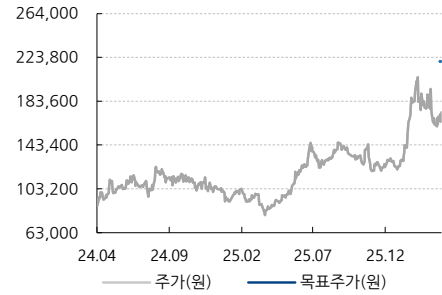
자료: DB손해보험, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(별도)	1,036	1,020	1,118	1,136
장기보험	1,076	1,101	1,097	1,094
CSM 상각	1,287	1,283	1,291	1,298
RA해제	155	160	155	150
예실차	-247	-109	-111	-112
손실계약비용	-21	-110	-110	-110
기타사업비/재보험손익	-98	-122	-128	-133
일반손해보험	15	18	104	108
합산비용(IFRS17)	99	99	94	94
자동차보험	-55	-98	-83	-66
합산비용(IFRS17)	101	102	102	101
투자손익(별도)	1,078	1,047	1,113	1,149
자산운용손익	1,734	1,799	1,887	1,947
평가처분손익	135	-35	0	0
보험금융손익	-656	-752	-773	-798
영업이익(별도)	2,114	2,067	2,231	2,284
영업외손익	-6	-11	-10	-10
세전이익(별도)	2,108	2,056	2,221	2,274
법인세비용	573	537	581	595
법인세율(%)	27.2	26.1	26.2	26.2
별도순이익	1,535	1,519	1,640	1,679

주요투자지표(2)				
(%)	2025	2026E	2027E	2028E
성장성지표(%)				
운용자산증가율	13.0	4.8	2.9	3.5
CSM증가율	-0.2	0.3	0.7	0.7
BPS증가율	6.8	14.0	11.5	10.1
보험손익증가율	-36.0	-1.5	9.6	1.6
투자손익증가율	44.9	-2.8	6.3	3.2
영업이익증가율	-10.5	-2.2	8.0	2.4
세전이익증가율	-10.9	-2.5	8.0	2.4
당기순이익증가율	-13.4	-1.1	8.0	2.4
주당지표(원)				
EPS	25,436	25,044	27,042	27,682
BPS	126,976	144,813	161,457	177,785
EV(BV+CSM)	299,428	311,558	329,458	346,974
보통주 DPS	7,600	8,000	9,000	9,900
보통주 배당수익률(%)	5.8	4.6	5.2	5.7
Valuation 지표				
PER(배)	5.2	6.9	6.4	6.3
PBR(배)	1.03	1.20	1.07	0.97
P/EV(배)	0.44	0.56	0.53	0.50
ROE(%)	17.6	16.0	15.4	14.3
ROA(%)	2.7	2.5	2.6	2.6
배당성장률(%)	30.0	31.9	33.3	35.8

DB손해보험 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-21	Buy	220,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-

현대해상 (001450)

2026.04.21

내러티브는 어느 정도 갖춰진 상황

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

투자 의견 Buy, 목표주가 37,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy, 목표주가 37,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 37,000원은 Target PBR 0.64 배(신종자본증권 등을 제외하고 산출한 26E~28E 평균 조정 ROE 11.8%, CoE 7.4%, 베타 1, 영구성장률 0% 기준)에 2026E 조정 BVPS(신종자본증권 등 제외 기준) 57,634원을 적용하여 도출했다. 투자 리스크로는 1) 실손 관련 제도 개선 지연, 2) 자동차보험 실적 부진, 3) 제도 관련 이슈로 인한 CSM 잔액 및 손익 변동성을 제시한다.

실손 등 제도만 개선되면 정말 좋아질 상황

현대해상은 IFRS17 전환 이후 1) 대규모 보험금 예실차로 인한 실적 부진, 2) 높은 구세대 실손 비중으로 인해 가정 변경에 따른 BEL 및 K-ICS 변동성, 3) 해약환급금준비금으로 인한 배당가능이익 소진 등 영향으로 다른 보험사 대비 현저히 부진한 주가 흐름을 기록해왔다. 다만 최근 시장 금리 상승으로 자본 부담이 완화되었으며 실손 제도 개편(관리급여 신설, 5세대 실손 도입 등)이 추진되고 있는 점을 감안할 때 동사의 펀더멘털을 압박하던 요인들이 점진적으로 해소될 전망이다. 특히 관리급여 도입에 따라 도수치료 등 주요 비급여 항목의 수가가 낮아질 경우 업종 내 보험금 예실차 개선이 가장 크게 나타날 전망이다. 또한 해약환급금준비금 적립 비율 완화에 대한 논의에 따라 중장기적으로 배당가능이익 확보에 대한 기대감도 유효한 상황이다. 여전히 지속되는 제도 관련 이슈(신규담보/비실손 갱신 담보에 대한 손해율 가정 강화, 갑상선암 분류 기준 변화, 대체납입 관련 이슈 등)가 남아있고 지속적으로 제도 개편이 지연되었음을 감안할 때 단기적으로는 보수적 접근이 필요하겠으나 제도만 개편된다면 가장 민감한 개선세를 보일 전망이다. 자동차 보험 손실 누적에 따라 추가적인 요율 인상이 기대되는 점도 긍정적이다.

2026E 순이익 5,540억원(-1.3% YoY) 전망

현대해상의 26E 별도 순이익은 5,540억원(-1.3% YoY)으로 컨센서스를 하회하는 실적을 전망한다. 신계약 월초보험료는 연간 1,229억원(-4.2% YoY)으로 전년에 이어 지속적으로 감소세를 보일 전망이며 신계약 CSM은 2조81억원(-1.4% YoY)으로 예정이율 하락 등에 따른 요율 인상 영향으로 마진 개선 효과가 반영되며 전년 수준을 유지할 전망이다. 신계약은 연만기, 갱신형 담보 등 위주로 판매하여 전체적인 부채 듀레이션 축소를 위한 노력이 지속되고 있는 상황이다. 보험손익은 5,006억원(+26.4% YoY)을 전망한다. 전년 대비 보험금 예실차가 개선세를 보일 것으로 예상됨에 따라 자동차보험 손실을 상쇄할 것으로 전망한다. 투자손익은 약 2,519억원(-23.7% YoY)을 예상하며 최근 금리 상승 등에 따른 FVPL자산으로 반영된 구조화채권, 코코본드 등의 손익 변동이 반영될 전망이다. CSM 잔액은 0.9조원(+1.5% YoY)을 전망하나 추후 손해율 가정 강화 등에 따라 추가 하락할 가능성이 상존한다. 배당에 있어서는 해약환급금준비금 적립 비율이 큰 폭으로 하락하지 않는 한 쉽지 않다고 판단하며 보수적 관점을 유지한다.

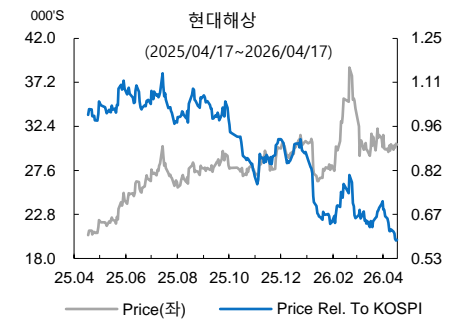
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	37,000원(신규)
증가(2026.04.17)	30,400원
상승여력	21.7%

Stock Indicator	
자본금	44.7십억원
발행주식수	8,940만주
시가총액	2,718십억원
외국인지분율	34.4%
52주 주가	20,550~38,800원
60일평균거래량	628,039주
60일평균거래대금	20.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.3	13.4	12.6	44.4
상대수익률	-7.1	-12.8	-52.6	-104.9

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(십억원)	396	501	541	583
투자손익(십억원)	330	252	341	345
영업이익(십억원)	726	753	883	928
당기순이익(십억원)	561	554	652	687
EPS(원)	7,156	7,025	8,224	8,658
BPS(원)	54,625	57,634	61,462	65,675
PER(배)	4.3	4.3	3.7	3.5
PBR(배)	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	11.4	11.0	12.3	12.1
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

주:K-IFRS 별도 요약 재무제표

표1. 목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2026E ~2028F ROE 평균	11.8%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 비율 및 현재 배당가능이익 등 반영하여 할인율 차등 적용	60.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.64
목표주가	2026F BPS 57,634 원에 Target PBR 적용	37,000
현재가		30,400
Upside / Downside		21.7%
투자 의견		매수

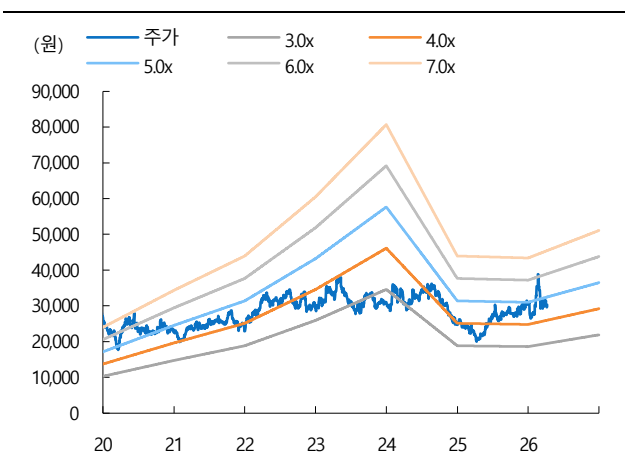
자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		63%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	12.8%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-50.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.86
목표주가(Bull case)	2026F BPS 57,634 원에 Target PBR 적용	49,600
Downside case		-17%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	10.8%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-70.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.44
목표주가(Bear case)	2026F BPS 57,634 원에 Target PBR 적용	25,100

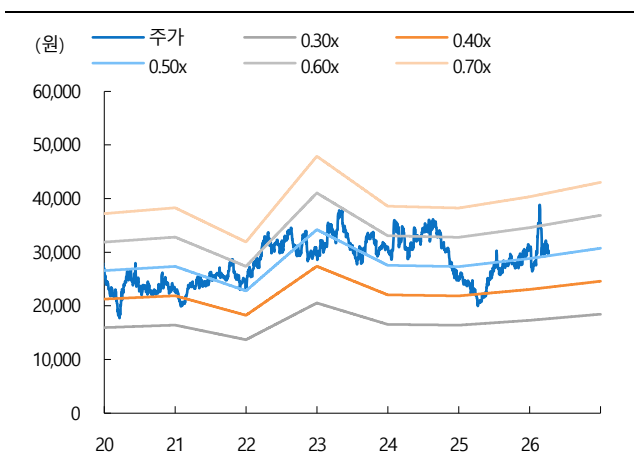
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. PBR 밴드 추이



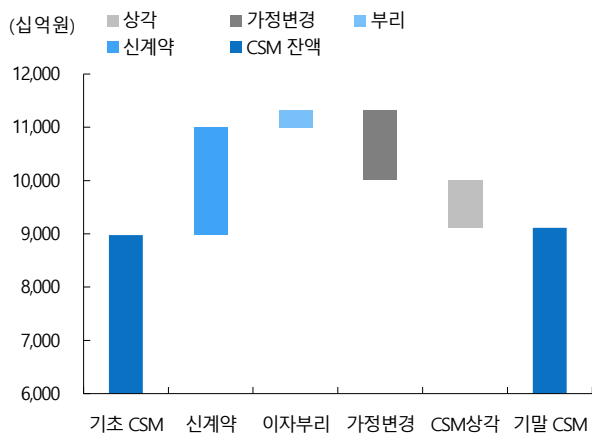
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

표3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	% QoQ	% YoY
보험손익	176	213	161	-154	208	203.7	107	-18	흑전	18.3
장기보험	114	184	182	-142	161	187.2	143	19	흑전	40.5
CSM 상각	234	240	246	231	215	220.9	227	233	-7.1	-8.2
RA 해제	31	33	37	36	35	34.2	33	33	-2.9	13.4
예실차	-103	-41	-68	-94	-44	-22.9	-72	-81	적지	적지
손실계약비용	-33	-33	-19	-296	-30	-30.0	-30	-150	적지	적지
기타사업비/재보험	-14	-14	-15	-19	-15	-15.1	-15	-15	적지	적지
일반손해보험	46	28	35	40	51	34.7	37	33	27.8	11.6
자동차보험	16	1	-55	-52	-4	-18.2	-73	-71	적지	적전
투자손익	107	129	89	4	-2	84.0	85	85	적전	적전
자산운용손익	317	316	292	293	222	308.6	311	311	-24.5	-30.1
평가처분손익	5	16	-264	-30	-85	0.0	0	0	적지	적전
보험금융손익	-210	-187	-202	-289	-223	-224.6	-226	-226	적지	적지
영업이익	283	342	251	-149	206	287.7	192	67	흑전	-27.0
영업외손익	-11	-10	-6	-6	-6	-6.0	-6	-6	적지	적지
세전이익	272	333	245	-155	200	281.7	186	61	흑전	-26.4
당기순이익	203	248	183	-73	152	213.6	141	47	흑전	-25.0
월납보험료(보장성인보험)	10.3	9.1	9.6	10.2	9.1	9.3	9.6	9.5	-10.0	-11.0
신계약 CSM	479.2	525.7	511.6	521.0	488.7	498.3	513.0	508.0	-6.2	2.0
자산총계	49,568	49,625	49,960	49,646	49,754	50,253	50,670	50,394	0.2	0.4
운용자산	47,353	47,164	47,382	47,016	47,323	47,640	48,090	47,659	0.7	-0.1
비운용자산	2,192	2,436	2,550	2,596	2,599	2,623	2,637	2,656	0.1	18.5
부채총계	45,355	44,888	45,155	44,762	44,868	45,199	45,519	45,241	0.2	-1.1
책임준비금	40,162	40,021	40,142	39,452	39,703	39,961	40,317	40,021	0.6	-1.1
장기보험 CSM 잔액	9,165	9,423	9,670	8,978	9,228	9,485	9,752	9,110	2.8	0.7
자본총계	4,213	4,737	4,805	4,883	4,886	5,054	5,151	5,152	0.0	16.0
해약환급금준비금	4,161	4,326	4,049	3,917	4,066	4,219	4,376	4,531	3.8	-2.3
ROE (%)	17.8	22.1	15.4	-6.0	12.5	17.2	11.1	3.6	18.5%p	-5.3%p
K-ICS 비율 (%)	159.4	170.0	179.8	190.2	187.1	190.3	192.4	187.3	-3.1%p	27.6%p

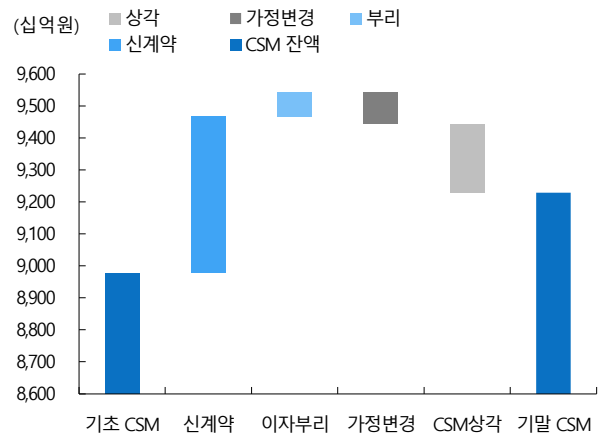
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림3. CSM Movement(연간 추정)



자료: 현대해상, iM증권 리서치본부

그림4. CSM Movement(분기)



자료: 현대해상, iM증권 리서치본부

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	47,016	47,659	48,248	48,790
현금 및 예치금	1,647	1,691	1,732	1,769
유가증권	34,596	35,069	35,502	35,901
대출금	9,568	9,699	9,819	9,929
부동산	1,205	1,200	1,195	1,190
비운용자산	2,596	2,656	2,727	2,801
특별계정자산	34	34	34	34
자산총계	49,646	50,394	51,261	52,136
책임준비금	39,452	40,021	40,552	41,051
CSM잔액(원수)	8,978	9,110	9,320	9,556
기타부채	5,276	5,185	5,179	5,179
특별계정부채	35	35	35	35
부채총계	44,762	45,241	45,766	46,264
자본금	45	45	45	45
신종자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	113	113	113	113
이익잉여금	7,953	8,507	9,159	9,845
해약환급금준비금	3,917	4,531	5,173	5,827
자본조정	-68	-68	-68	-68
기타포괄손익누계액	-3,159	-3,444	-3,754	-4,064
자본총계	4,883	5,152	5,495	5,871

주요투자지표(1)				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
신계약 수익성				
월납보험료	128	123	128	131
신계약 CSM	2,038	2,008	2,102	2,142
신계약 CSM 배수	15.9	16.3	16.4	16.4
CSM 관련 지표				
기초CSM	8,305	8,978	9,110	9,320
CSM 조정 가정 변경	-731	-1,300	-1,300	-1,300
신계약 CSM(원수)	2,038	2,008	2,102	2,142
CSM 이자부리	316	321	322	329
상각 전 CSM	9,929	10,006	10,234	10,491
CSM상각액	951	896	914	935
CSM상각률(%)	9.6	9.0	8.9	8.9
CSM 순증액	672	133	210	236
투자이익 관련 지표				
총 운용수익률	2.6	2.4	2.6	2.6
평가처분손익 제외 수익률	3.2	2.6	2.6	2.6
손익구성				
보험손익	54.5	66.5	61.3	62.8
CSM상각	130.9	119.1	103.6	100.7
투자손익	45.5	33.5	38.7	37.2
자본적정성				
지급여력비율(K-ICS)	190.2	187.3	190.8	195.1

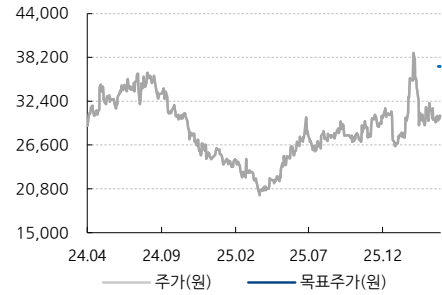
자료: 현대해상, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(별도)	396	501	541	583
장기보험	338	510	532	554
CSM 상각	951	896	914	935
RA해제	136	135	124	114
예실차	-306	-220	-204	-191
손실계약비용	-381	-240	-240	-240
기타사업비/재보험손익	-62	-61	-63	-63
일반손해보험	149	157	157	157
합산비용(IFRS17)	87	87	87	87
자동차보험	-91	-166	-147	-128
합산비용(IFRS17)	102	104	104	103
투자손익(별도)	330	252	341	345
자산운용손익	1,218	1,153	1,254	1,268
평가처분손익	-273	-85	0	0
보험금융손익	-888	-901	-912	-923
영업이익(별도)	726	753	883	928
영업외손익	-32	-24	-24	-24
세전이익(별도)	694	729	859	904
법인세비용	133	175	206	218
법인세율(%)	19.2	24.0	24.0	24.1
별도순이익	561	554	652	687

주요투자지표(2)				
(%)	2025	2026E	2027E	2028E
성장성지표(%)				
운용자산증가율	2.7	1.4	1.2	1.1
CSM증가율	8.1	1.5	2.3	2.5
BPS증가율	-0.9	5.5	6.6	6.9
보험손익증가율	-62.0	26.4	8.1	7.7
투자손익증가율	-6.2	-23.7	35.5	1.2
영업이익증가율	-47.9	3.6	17.3	5.2
세전이익증가율	-49.2	5.0	17.8	5.3
당기순이익증가율	-45.6	-1.3	17.7	5.3
주당지표(원)				
EPS	7,156	7,025	8,224	8,658
BPS	54,625	57,634	61,462	65,675
EV(BV+CSM)	155,900	159,540	165,713	172,569
보통주 DPS	0	0	0	0
보통주 배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation 지표				
PER(배)	4.3	4.3	3.7	3.5
PBR(배)	0.56	0.53	0.49	0.46
P/EV(배)	0.20	0.19	0.18	0.18
ROE(%)	11.4	11.0	12.3	12.1
ROA(%)	1.1	1.1	1.3	1.3
배당성장률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

현대해상 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-21	Buy	37,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-

한화손해보험 (000370)

2026.04.21

하나 빼고 다 좋습니다

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

투자 의견 Buy, 목표주가 8,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy, 목표주가 8,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 8,000원은 Target PBR 0.45배(신증자본증권 등을 제외하고 산출한 26E~28E 평균 조정 ROE 11.2%, CoE 7.4%, 베타 1, 영구성장률 0% 기준)에 2026E 조정 BVPS(신증자본증권 등 제외 기준) 17,643원을 적용하여 도출했다. 투자 리스크로는 1) 실손 관련 제도 개선 지연, 2) 자동차보험 실적 부진, 3) 제도 관련 이슈로 인한 CSM 잔액 및 손익 변동성, 4) 경과조치 및 우선주로 인한 배당 제약 우려를 제시한다.

과거보다 높아진 시장 지위. 배당 재개는 보수적으로

한화손해보험은 1) IFRS17 전환 이후 확대된 신계약, 2) 캐롯손해보험 인수에 따른 자동차보험 계약 증가 등에 따라 장기 및 자동차보험에 있어 상위사와 유사한 수준까지 M/S가 올라온 상황이다. 전반적인 시장 내 지위 확대 구조를 감안했을 때 추후 자동차보험 효율 인상, 실손 관리급여 도입 및 수가 하락 등 제도 개선 등 동사가 높은 비중을 보유한 자동차 및 실손과 관련된 유의미한 제도 개선이 이뤄질 경우 규모의 경제에 기반한 이익체력 개선을 충분히 기대할 수 있을 것으로 예상된다. 다만 여전히 신규담보/비실손 갱신 담보에 대한 가정 강화 등 제도 불확실성이 남아있는 만큼 단기적으로는 보수적 접근이 필요할 전망이다. 배당에 대한 기대감도 단기적으로는 제한적이라고 판단한다. 적극적인 신계약 확대로 해약환급금준비금이 큰 폭 증가한 가운데 캐롯손보 인수에 따라 추배당가능이익 추가적으로 감소한 것으로 추정되는 만큼 유의미한 적립 비율 하락이 없는 한 배당가능이익 확보는 쉽지 않다고 판단한다. 배당이 재개되더라도 우선주 배당 감안 시 보통주 배당은 어려울 전망이다.

2026E 순이익 3,034억원(-16% YoY) 전망

한화손해보험의 26E 별도 기준 순이익은 3,034억원(-16% YoY)으로 컨센서스를 하회하는 실적을 전망한다. 신계약 월초보험료는 연간 888억원(-1.4% YoY)으로 경쟁 완화, 언더라이팅 강화 등에 따라 소폭 감소할 것으로 예상되며 신계약 CSM은 1조836억원(+5.3% YoY)으로 마진 개선에 힘입어 증가세를 유지할 전망이다. 보험손익은 3,040억원(-1.2% YoY)을 전망한다. 투자손익은 해외 투자자산 손상 회복, 매매평가이익 등 기저효과 영향으로 경상손익 수준인 1,094억원(-40.5% YoY)을 전망한다. CSM 잔액은 4.3조원(+6.9% YoY)을 전망한다. 기존 간편보험 외 신담보 손해율을 100% 이상으로 보수적으로 적용하고 있어 신규담보/비실손 갱신 담보 손해율 가정 강화에 따른 영향은 상대적으로 작을 것으로 예상된다. K-ICS비율은 최근 금리 상승 등에 힘입어 안정적으로 170% 이상 수준에서 관리될 전망이다. 다만 이익잉여금의 70% 이상에 달하는 해약환급금준비금 규모를 감안했을 때 적극적인 제도 개편이 없는 한 배당에 대한 기대감은 제한적이다.

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	8,000원(신규)
증가(2026.04.17)	6,730원
상승여력	18.9%

Stock Indicator	
자본금	773.7십억원
발행주식수	11,674만주
시가총액	786십억원
외국인지분율	12.1%
52주 주가	3,805~9,300원
60일평균거래량	1,696,970주
60일평균거래대금	13.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.5	19.8	26.5	73.0
상대수익률	-8.9	-6.5	-38.7	-76.3

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(십억원)	308	304	332	358
투자손익(십억원)	184	109	108	112
영업이익(십억원)	492	413	440	470
당기순이익(십억원)	361	303	323	346
EPS(원)	3,123	2,624	2,796	2,990
BPS(원)	16,066	17,643	19,672	21,846
PER(배)	1.8	2.6	2.4	2.3
PBR(배)	0.3	0.4	0.3	0.3
ROE(%)	13.5	11.6	11.2	10.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

주:K-IFRS 별도 요약 재무제표

표1. 목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2026E ~2028F ROE 평균	11.2%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 비율 및 현재 배당가능이익 등 반영하여 할인율 차등 적용	70.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.45
목표주가	2026F BPS 17,643 원에 Target PBR 적용	8,000
현재가		6,730
Upside / Downside		18.9%
투자 의견		매수

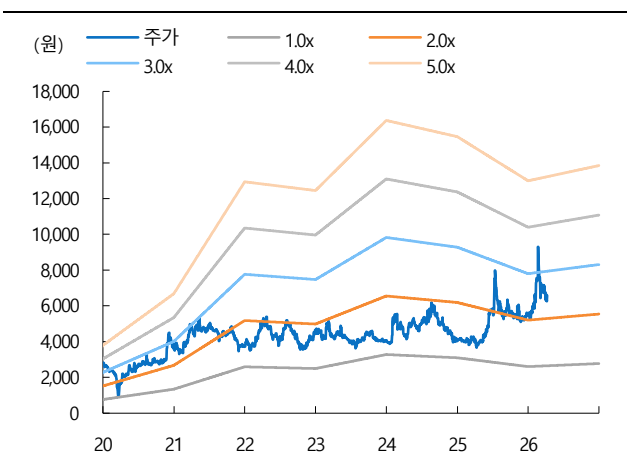
자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		72%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	12.2%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-60.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.66
목표주가(Bull case)	2026F BPS 17,643 원에 Target PBR 적용	11,600
Downside case		-29%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	10.2%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-80.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.27
목표주가(Bear case)	2026F BPS 17,643 원에 Target PBR 적용	4,800

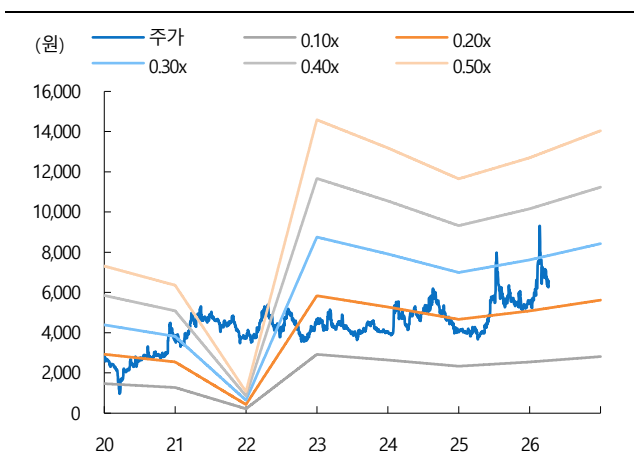
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. PBR 밴드 추이



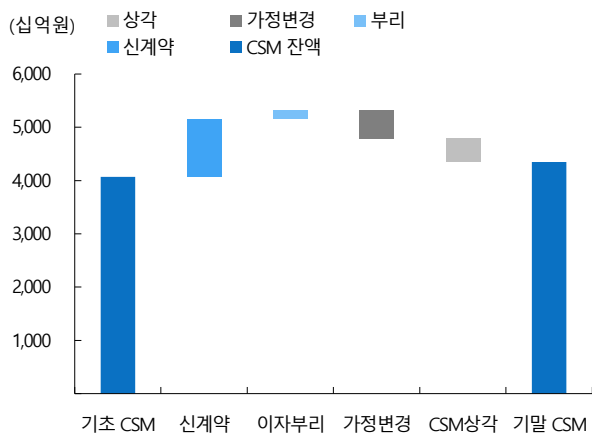
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

표3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	% QoQ	% YoY
보험손익	135	94	45	34	93	112.2	66	32	176.8	-31.1
장기보험	133	94	67	68	97	114.9	97	70	43.5	-27.3
CSM 상각	102	103	106	102	104	107.4	110	113	2.5	1.9
RA 해제	19	19	20	21	21	21.3	21	21	1.6	12.5
예실차	-13	-20	-42	-46	-23	1.6	-19	-50	적지	적지
손실계약비용	28	0	-8	11	3	-5.0	-5	-5	-73.1	-89.4
기타사업비/재보험	-4	-8	-9	-20	-9	-10.4	-11	-10	적지	적지
일반손해보험	6	6	-6	-5	10	15.4	8	3	흑전	77.7
자동차보험	-4	-6	-17	-29	-14	-18.1	-39	-40	적지	적지
투자손익	52	24	50	59	31	26.0	26	26	-47.0	-40.7
자산운용손익	159	130	156	168	133	127.8	129	129	-21.0	-16.7
평가처분손익	24	15	18	37	5	0.0	0	0	-86.5	-79.2
보험금융손익	-107	-107	-106	-109	-102	-101.9	-103	-103	적지	적지
영업이익	188	118	94	92	124	138.2	92	59	34.8	-33.7
영업외손익	0	-3	-2	-4	-3	-3.1	-3	-3	적지	적지
세전이익	187	115	92	89	122	135.1	89	56	37.3	-35.1
당기순이익	143	80	72	67	92	102.0	68	42	37.4	-35.6
월납보험료(보장성인보험)	6.1	7.1	7.3	8.1	7.7	6.9	7.0	6.8	-5.2	25.5
신계약 CSM	189.1	261.9	284.1	294.0	292.5	263.7	268.9	258.4	-0.5	54.7
자산총계	20,923	20,797	20,880	20,279	20,212	20,457	20,639	20,648	-0.3	-3.4
운용자산	19,917	19,744	19,869	18,931	18,882	18,999	19,173	19,120	-0.3	-5.2
비운용자산	1,006	1,053	1,011	1,348	1,178	1,262	1,219	1,239	-12.6	17.1
부채총계	17,962	17,750	17,840	17,559	17,452	17,597	17,714	17,684	-0.6	-2.8
책임준비금	16,087	15,889	15,896	15,416	15,409	15,504	15,646	15,603	0.0	-4.2
장기보험 CSM 잔액	3,976	4,123	4,261	4,069	4,220	4,340	4,464	4,349	3.7	6.1
자본총계	2,961	3,047	3,041	2,720	2,760	2,859	2,925	2,964	1.5	-6.8
해약환급금준비금	2,191	2,097	2,249	2,416	2,560	2,690	2,822	2,949	5.9	16.8
ROE (%)	20.5	11.5	10.2	10.1	14.7	15.8	10.2	6.2	4.6%p	-5.8%p
K-ICS 비율 (%)	182.5	179.9	181.6	179.0	173.4	177.0	179.4	178.3	-5.6%p	-9.1%p

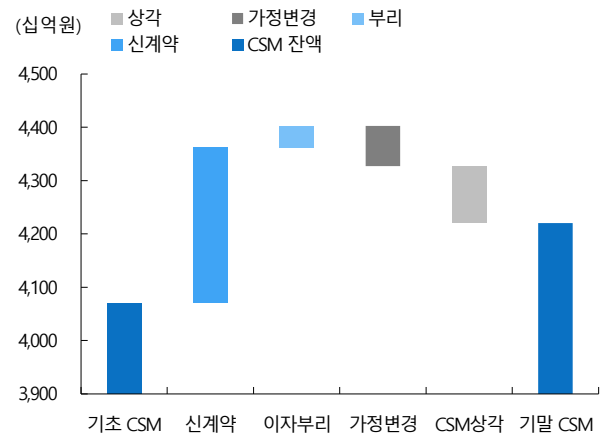
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림3. CSM Movement(연간 추정)



자료: 한화손해보험, iM증권 리서치본부

그림4. CSM Movement(분기)



자료: 한화손해보험, iM증권 리서치본부

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	18,931	19,120	19,844	20,547
현금 및 예치금	574	565	621	677
유가증권	15,250	15,416	15,979	16,525
대출금	2,754	2,787	2,893	2,995
부동산	354	353	352	350
비운용자산	1,348	1,239	1,229	1,225
특별계정자산	0	0	0	0
자산총계	20,279	20,648	21,548	22,456
책임준비금	15,416	15,603	16,193	16,765
CSM잔액(원수)	4,069	4,349	4,607	4,867
기타부채	2,143	2,081	2,077	2,077
특별계정부채	0	0	0	0
부채총계	17,559	17,684	18,270	18,841
자본금	774	774	774	774
신종자본증권	234	234	234	234
자본잉여금	70	70	70	70
이익잉여금	2,991	3,285	3,599	3,935
해약환급금준비금	2,416	2,949	3,274	3,610
자본조정	-349	-349	-349	-349
기타포괄손익누계액	-999	-1,049	-1,049	-1,049
자본총계	2,720	2,964	3,278	3,615

주요투자지표(1)				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
신계약 수익성				
월납보험료	90	89	88	90
신계약 CSM	1,029	1,084	1,077	1,096
신계약 CSM 배수	11.4	12.2	12.2	12.2
CSM 관련 지표				
기초CSM	3,804	4,070	4,349	4,607
CSM 조정 가정 변경	-498	-525	-525	-525
신계약 CSM(원수)	1,029	1,084	1,077	1,096
CSM 이자부리	158	166	176	186
상각 전 CSM	4,493	4,795	5,078	5,363
CSM상각액	423	445	471	497
CSM상각률(%)	9.4	9.3	9.3	9.3
CSM 순증액	266	280	257	260
투자이익 관련 지표				
총 운용수익률	3.2	2.7	2.7	2.7
평가처분손익 제외 수익률	2.7	2.7	2.7	2.7
손익구성				
보험손익	62.6	73.5	75.5	76.2
CSM상각	84.0	105.4	104.8	103.7
투자손익	37.4	26.5	24.5	23.8
자본적정성				
지급여력비율(K-ICS)	179.0	178.3	183.5	189.0

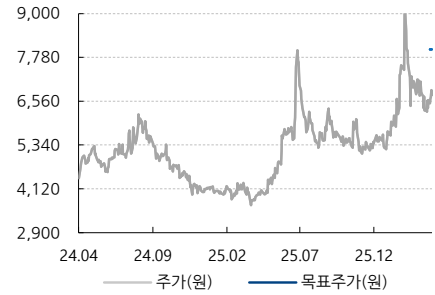
자료: 한화손해보험, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(별도)	308	304	332	358
장기보험	362	378	403	425
CSM 상각	413	436	461	487
RA해제	79	85	85	84
예실차	-120	-89	-76	-78
손실계약비용	32	-12	-25	-25
기타사업비/재보험손익	-41	-41	-42	-44
일반손해보험	1	37	37	37
합산비율(IFRS17)	100	96	96	96
자동차보험	-56	-111	-108	-104
합산비율(IFRS17)	107	109	108	108
투자손익(별도)	184	109	108	112
자산운용손익	613	519	532	551
평가처분손익	95	5	0	0
보험금융손익	-429	-409	-424	-439
영업이익(별도)	492	413	440	470
영업외손익	-8	-12	-12	-12
세전이익(별도)	484	402	428	458
법인세비용	123	98	105	112
법인세율(%)	25.3	24.5	24.5	24.5
별도순이익	361	303	323	346

주요투자지표(2)				
(%)	2025	2026E	2027E	2028E
성장성지표(%)				
운용자산증가율	0.6	1.0	3.8	3.5
CSM증가율	7.0	6.9	5.9	5.6
BPS증가율	-12.6	9.8	11.5	11.1
보험손익증가율	-22.7	-1.2	9.2	7.8
투자손익증가율	70.5	-40.5	-1.3	3.6
영업이익증가율	-2.9	-15.9	6.4	6.8
세전이익증가율	-4.3	-16.9	6.6	6.9
당기순이익증가율	-5.5	-16.0	6.6	6.9
주당지표(원)				
EPS	3,123	2,624	2,796	2,990
BPS	16,066	17,643	19,672	21,846
EV(BV+CSM)	56,952	60,645	65,539	70,646
보통주 DPS	0	0	0	0
보통주 배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation 지표				
PER(배)	1.8	2.6	2.4	2.3
PBR(배)	0.35	0.38	0.34	0.31
P/EV(배)	0.10	0.11	0.10	0.10
ROE(%)	13.5	11.6	11.2	10.8
ROA(%)	1.8	1.5	1.5	1.6
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

한화손해보험 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-21	Buy	8,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-

메리츠금융지주 (138040)

2026.04.21

The principles

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

투자 의견 Buy, 목표주가 147,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy, 목표주가 147,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 147,000원은 Target PBR 2.12배(신종자본증권 등을 제외하고 산출한 26E~28E 평균 조정 ROE 24.2%, CoE 7.4%, 베타 1, 영구성장률 0% 기준)에 2026E 조정 BVPS(신종자본증권 등 제외 기준) 69,215원을 적용하여 도출했다. 투자 리스크로는 1) 투자 손익의 변동성, 2) 제도 관련 불확실성 이슈 등을 제시한다.

원칙에 기반한 명확한 자본정책은 긍정적

메리츠금융지주의 자본정책은 명확하다. 이익으로 창출된 자본을 1) 재투자에 따른 리턴과 2) 주주환원에 따른 수익률을 고려하여 내부 유보와 주주환원을 결정하는 심플한 구조이다. 동사는 주가에 내포된 주주환원수익률 (1/PER)이 세후 내부투자수익률보다 높다고 판단함에 따라 26~28년 중 연결 당기순이익의 50%를 기준으로 주주환원을 지속하겠다고 언급한 상황이다. 현재 밸류에이션을 감안했을 때 목표주가를 상회하는 수준까지 주가가 상승하지 않는 한 주주환원의 거의 대부분이 자사주 매입/소각으로 활용될 것으로 예상된다. 현재 동사의 밸류업 공시 내용을 고려했을 때 동사는 1) 밸류에이션 상승에 따라 현재 주가에 내포된 주주환원수익률이 10%를 하회하는 동시에 2) 추가 자본 투입에 따른 리턴이 10%를 하회하지 않는 한 배당 비중은 크게 늘어나지 않을 것으로 예상된다. 오히려 향후 동사가 배당 비중을 확대할 경우 1) 밸류에이션이 적정 가치에 도달해 있으며 2) 자본 투입에 따른 초과 이윤 창출이 제한적이라는 시그널을 줄 가능성도 제시될 수 있는 만큼 고배당기업에 대한 배당소득 분리과세 특례 요건 충족 등 다양한 노력이 수반될 필요가 있다고 판단한다.

2026E 지배순이익 2조4,703억원(+7.4% YoY) 전망

메리츠금융지주의 26E 지배순이익은 2조4,703억원(+7.4% YoY)로 컨센서스와 유사한 수준의 실적을 전망한다. 주요 자회사인 메리츠화재의 별도 당기순이익은 1조5,571억원(-7.4% YoY)을 전망한다. 업황 악화에 따른 장기보험 예실차 하락, 자동차보험 손익 부진 등 영향으로 보험손익이 부진할 것으로 예상하는데 기인한다. 신계약은 다른 회사들이 전반적인 물량을 줄이는 것과 달리 동사는 최근 GA채널 등을 적극적으로 활용하며 판매를 확대하는 기조를 보이고 있음을 감안할 때 신계약 월초 및 신계약 CSM이 크게 증가하며 중장기적 이익체력 제고 추세가 나타날 전망이다. 다른 주요 자회사인 메리츠증권의 별도 당기순이익은 8,952억원(+27.6% YoY)을 전망한다. 상대적으로 약한 리테일 채널로 인해 최근 높아진 거래대금에 따른 브로커리지 수수료 손익 및 신용융자 손익 개선 폭은 제한적일 것으로 예상되나 기업금융 및 투자자산 관련 손익을 바탕으로 견조한 이익 개선세를 기록할 것으로 전망한다. 현재 심사 중인 발행어음 사업 인가가 확정될 경우 약 15조원의 추가 레버리지 활용이 가능한 만큼 동사의 우수한 딜소싱 역량과 맞물려 추가적인 이익체력 제고를 기대할 수 있을 전망이다.

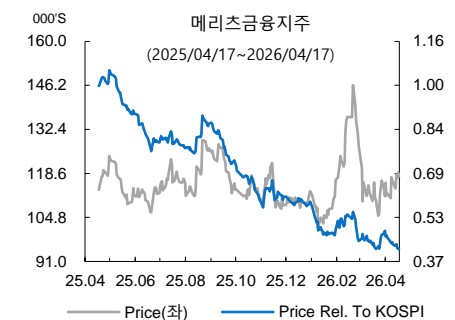
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	147,000원(신규)
증가(2026.04.17)	117,700원
상승여력	24.9%

Stock Indicator	
자본금	113.1십억원
발행주식수	16,900만주
시가총액	19,891십억원
외국인지분율	14.3%
52주 주가	101,500~146,200원
60일평균거래량	320,920주
60일평균거래대금	38.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.1	12.5	5.3	2.8
상대수익률	-1.3	-13.7	-59.9	-146.5

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
순영업수익(십억원)	3,877	4,514	4,668	4,704
영업이익(십억원)	2,873	3,379	3,520	3,538
지배순이익(십억원)	2,300	2,470	2,589	2,617
EPS(원)	12,572	14,690	16,784	18,668
BPS(원)	53,191	69,215	81,548	96,609
PER(배)	9.0	8.0	7.0	6.3
PBR(배)	2.1	1.7	1.4	1.2
ROE(%)	2.1	1.7	1.4	1.2
배당수익률(%)	24.8	25.4	24.5	22.9
배당성장률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2026E ~2028F ROE 평균	24.2%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 비율, 다각화된 사업 포트폴리오, 기업가치 제고 방안 등 종합적 고려	35%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	2.12
목표주가	2026F 조정 BPS 69,215 원에 Target PBR 적용	147,000
현재가		117,700
Upside / Downside		24.9%
투자 의견		매수

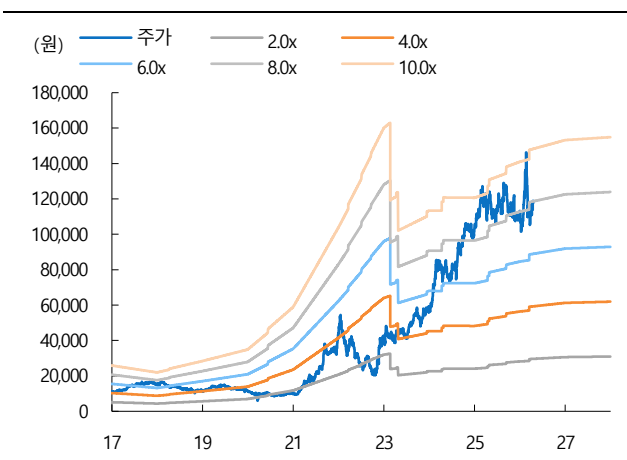
자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		53%
Sustainable ROE	투자손익 개선, 부동산 시장 활성화 등	25.7%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	부동산 PF 시장 회복 등에 기반한 모멘텀 회복	-25.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	2.60
목표주가(Bull case)	2026F 조정 BPS 69,215 원에 Target PBR 적용	180,000
Downside case		-16%
Sustainable ROE	손실계약 비용 부담 확대, 부동산 시장 부진 지속 등	19.2%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	건전성 악화, 자본 적정성 부담 확대 등 디스카운트 심화	-45.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.43
목표주가(Bear case)	2026F 조정 BPS 69,215 원에 Target PBR 적용	98,700

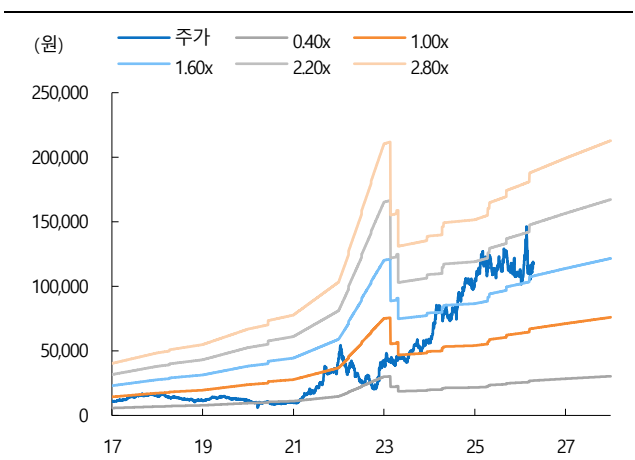
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. PBR 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

표3. 메리츠금융지주 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원,%)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	% QoQ	% YoY
순영업수익	929.9	1,199.3	1,093.0	654.4	1,083.5	1,271.5	1,171.7	987.0	65.6	16.5
보험손익	205.5	212.9	144.2	244.8	192.7	206.0	117.3	96.7	-21.3	-6.2
이자손익	557.8	538.0	514.9	498.9	535.7	637.5	639.6	601.0	7.4	-4.0
수수료손익	107.3	126.1	216.3	202.7	216.0	208.0	208.9	208.2	6.6	101.4
기타손익	59.4	322.2	217.7	-292.0	139.2	220.0	205.8	81.0	-147.7	134.4
판매관리비	208.2	249.6	230.7	315.5	283.5	282.9	271.1	296.6	-10.1	36.2
판매비율(%)	0.2	0.2	0.2	0.5	0.3	0.2	0.2	0.3	-45.7	16.9
영업이익	721.7	949.7	862.3	338.9	800.0	988.5	900.5	690.3	136.0	10.8
세전이익	839.1	999.0	892.3	431.1	884.0	999.3	915.7	614.7	105.1	5.3
당기순이익	620.8	737.6	668.4	323.3	654.1	739.5	677.6	454.8	102.3	5.4
지배자분순이익	609.8	725.1	654.7	310.7	642.6	727.0	663.7	437.1	106.8	5.4
자산총계	119,683	124,245	132,689	135,458	135,174	134,379	136,826	139,613	-0.2	12.9
부채총계	108,902	112,950	121,285	124,197	123,670	122,546	124,725	127,469	-0.4	13.6
자본총계	10,781	11,296	11,404	11,261	11,505	11,834	12,101	12,145	2.2	6.7
ROE (%)	27.0	32.1	28.3	13.4	27.2	29.9	26.6	17.3	13.9%p	0.2%p

자료: iM증권 리서치본부 추정

표4. 메리츠증권 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원,%)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	% QoQ	% YoY
순영업수익	453.4	481.1	399.3	416.6	573.4	564.4	510.6	485.0	37.6	26.5
수수료손익	136.8	146.2	227.8	234.0	249.4	240.2	241.3	240.5	6.6	82.3
Brokerage	10.6	10.9	15.8	17.4	35.1	25.6	26.3	25.2	102.4	230.9
WM	9.6	10.1	13.4	23.6	23.2	23.4	23.6	23.6	-1.7	141.4
IB 및 기타	116.6	125.2	198.6	193.0	191.1	191.3	191.4	191.6	-1.0	63.9
순이자이익	180.2	195.9	168.1	193.8	194.0	194.1	194.3	194.5	0.1	7.6
트레이딩/기타	136.3	139.0	3.5	-11.2	130.0	130.0	75.0	50.0	-1,263.4	-4.6
판매관리비	171.5	212.6	194.6	249.2	226.8	226.3	216.9	237.3	-9.0	32.3
영업이익	281.9	268.5	204.8	167.4	346.6	338.1	293.7	247.7	107.0	23.0
영업외손익	-1.7	0.1	5.0	-64.8	7.1	9.0	13.3	-77.5	-111.0	-514.1
세전이익	280.2	268.6	209.7	102.6	353.7	347.0	307.0	170.2	244.6	26.2
당기순이익	230.7	205.3	157.7	107.9	268.8	263.7	233.3	129.4	149.0	16.5
자산총계	61,336	65,442	70,748	72,448	73,245	72,739	74,228	76,041	1.1	19.4
부채총계	54,529	58,381	63,557	64,913	65,698	64,928	66,424	68,107	1.2	20.5
자본총계	6,807	7,061	7,192	7,535	7,546	7,810	7,805	7,934	0.1	10.9
ROE (%)	14.1	11.8	8.8	5.9	14.3	13.7	12.0	6.6	8.4%p	0.2%p

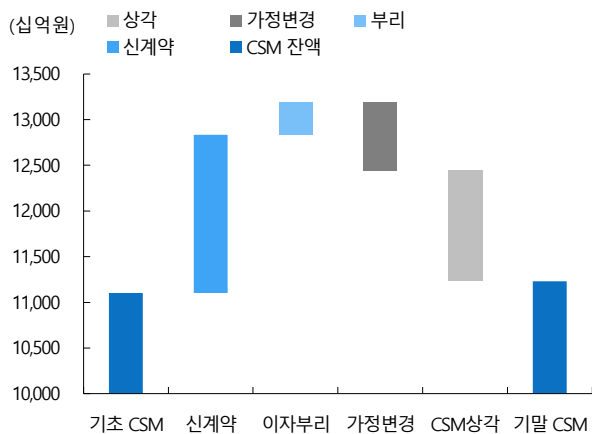
자료: iM증권 리서치본부 추정

표5. 메리츠화재 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	% QoQ	% YoY
보험손익	360	364	300	401	337	350.5	267	248	-15.9	-6.2
장기보험	369	331	309	425	330	340.2	281	277	-22.4	-10.5
CSM 상각	283	280	286	283	285	286.8	289	290	0.6	0.8
RA 해제	41	43	44	47	45	44.8	45	45	-5.7	9.0
예실차	58	70	-3	-138	40	50.9	-11	-83	흑전	-31.5
손실계약비용	12	-33	5	281	-10	-10.0	-10	50	적전	적전
기타사업비/재보험	-24	-29	-24	-48	-29	-32.2	-31	-25	적지	적지
일반손해보험	-2	34	0	6	20	16.2	0	5	251.4	흑전
자동차보험	-7	-1	-9	-30	-13	-6.0	-14	-35	적지	적지
투자손익	262	343	325	-67	239	240.0	241	202	흑전	-8.7
자산운용손익	424	499	487	94	394	394.8	397	358	318.6	-7.1
평가처분손익	26	136	138	-351	0	0.0	0	-40	-100.0	-100.0
보험금융손익	-162	-157	-162	-161	-154	-154.7	-156	-156	적지	적지
영업이익	622	707	625	334	577	590.5	508	450	72.8	-7.3
영업외손익	2	0	2	2	2	1.8	2	2	8.9	-11.5
세전이익	624	707	627	335	579	592.3	510	451	72.5	-7.3
당기순이익	463	525	464	230	422	432.3	372	330	83.7	-8.7
월납보험료(보장성인보험)	9.4	9.9	11.1	12.2	12.1	12.2	12.2	12.2	-1.0	28.3
신계약 CSM	356.8	373.1	423.1	435.2	430.9	432.1	433.4	434.7	-1.0	20.8
자산총계	44,426	44,467	44,533	44,243	44,477	45,186	45,698	45,364	0.5	0.1
운용자산	42,266	42,411	42,595	42,515	42,612	42,744	43,029	42,984	0.2	0.8
비운용자산	2,161	2,055	1,938	1,728	1,815	1,753	1,766	1,742	5.0	-16.0
부채총계	39,174	38,753	38,937	38,388	38,200	38,477	38,617	38,684	-0.5	-2.5
책임준비금	36,016	35,699	35,808	34,665	34,774	34,902	35,116	35,146	0.3	-3.4
장기보험 CSM 잔액	11,116	11,198	11,422	10,725	11,173	11,243	11,312	11,232	4.2	0.5
자본총계	5,253	5,714	5,595	5,854	6,277	6,709	7,081	6,680	7.2	19.5
해약환급금준비금	2,019	2,234	2,490	2,977	3,291	3,606	3,922	4,240	10.6	63.0
ROE (%)	35.5	40.4	34.5	16.7	28.7	27.4	22.2	19.7	12%p	-6.8%p
K-ICS 비율 (%)	238.9	239.8	243.7	237.4	232.0	237.9	242.2	236.1	-5.4%p	-6.9%p

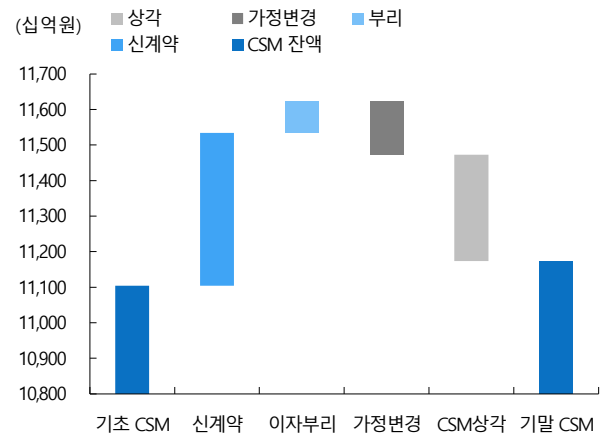
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림3. CSM Movement(연간 추정)



자료: 한화손해보험, iM증권 리서치본부

그림4. CSM Movement(분기)



자료: 한화손해보험, iM증권 리서치본부

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
현금 및 예치금	9,292	8,951	8,569	8,179
유가증권	95,901	99,255	100,546	101,819
대출채권	19,081	19,273	19,477	19,673
유형자산	1,025	1,025	1,025	1,025
보험계약자산	35	35	35	35
기타자산	10,124	11,074	11,197	11,204
자산총계	135,458	139,613	140,848	141,935
예수부채	16,262	16,538	16,793	17,050
차입성부채	51,613	51,907	52,204	52,503
보험계약부채	23,736	23,998	24,280	24,547
FVPL 금융부채	23,685	27,790	28,608	29,426
기타부채	8,900	7,235	5,890	4,452
부채총계	124,197	127,469	127,773	127,977
지배주주지분	10,323	11,151	12,022	12,847
자본금	113	113	113	113
신종자본증권	1,002	1,002	1,002	1,002
자본잉여금	125	125	125	125
이익잉여금	9,238	10,066	10,938	11,763
기타자본	-156	-156	-156	-156
자본총계	11,261	12,145	13,075	13,958

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
순영업수익	3,877	4,514	4,668	4,704
보험손익	807	613	620	627
이자손익	2,110	2,414	2,562	2,584
수수료손익	652	841	837	840
기타손익	307	646	649	653
판매관리비	1,004	1,134	1,148	1,166
판매비율(%)	0	0	0	0
영업이익	2,873	3,379	3,520	3,538
메리츠화재(별도)	2,288	2,125	2,151	2,176
메리츠증권(별도)	923	1,226	1,213	1,205
세전이익	3,162	3,414	3,577	3,616
메리츠화재(별도)	2,294	2,132	2,158	2,183
메리츠증권(별도)	861	1,178	1,188	1,201
법인세비용	811	888	930	940
법인세율(%)	25.7	26.0	26.0	26.0
당기순이익	2,350	2,526	2,647	2,676
메리츠화재(별도)	1,681	1,557	1,576	1,594
메리츠증권(별도)	702	895	903	913
지배주주순이익	2,300	2,470	2,589	2,617
비지배자분순이익	50	56	58	59

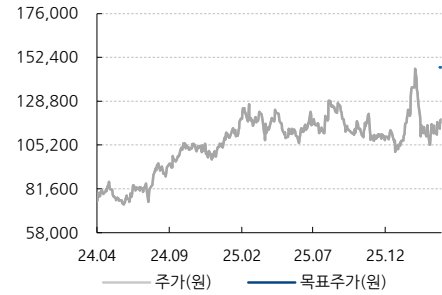
주요투자지표 (I)				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
금융지주 수익성 지표				
ROE	24.8	25.4	24.5	22.9
ROA	7.5	7.3	7.6	7.6
메리츠화재				
신계약 수익성				
신계약보험료(월납화)	131	149	150	152
신계약 CSM	1,588	1,731	1,752	1,773
신계약 CSM 배수	12	12	12	12
CSM 관련 지표				
기초CSM	11,188	11,104	11,232	11,371
CSM 조정 가정 변경	-867	-750	-750	-750
신계약 CSM(원수)	1,588	1,731	1,752	1,773
CSM 이자부리	362	358	362	367
상각 전 CSM	12,271	12,443	12,596	12,761
CSM상각액	1,167	1,211	1,225	1,240
CSM상각률(%)	10	10	10	10
CSM 순증액	-84	128	139	149
투자이익 관련 지표				
총 운용수익률	3.6	3.6	3.6	3.6
FVPL 제외 운용수익률	3.7	3.7	3.7	3.7
지급여력비율(K-ICS)	237	236	234	231
ROE	30.2	25.6	22.8	20.5
ROA	3.8	3.5	3.4	3.4

주요투자지표 (II)				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
금융지주 성장성(%)				
자산	17.2	3.1	0.9	0.8
자본(지배주주)	2.3	8.0	7.8	6.9
순영업수익	-1.4	16.4	3.4	0.8
영업이익	-9.9	17.6	4.1	0.5
지배순이익	-0.2	7.4	4.8	1.1
EPS	7.4	16.8	14.2	11.2
DPS	-100.0	N/A	N/A	N/A
주당지표(원)				
EPS	12,572	14,690	16,784	18,668
BPS	53,191	69,215	81,548	96,609
DPS	0	0	0	0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0
총주주환원율	63.0	64.8	65.7	66.9
Valuation 지표				
PER	9.0	8.0	7.0	6.3
PBR	2.1	1.7	1.4	1.2
P/EV	1.0	0.8	0.7	0.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
메리츠증권				
NCR비율	1,470	1,388	1,252	1,081
ROE	10.1	11.6	11.1	10.8
ROA	1.1	1.2	1.2	1.2

자료: 메리츠금융지주, iM증권 리서치본부

메리츠금융지주 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-21	Buy	147,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-

삼성생명 (032830)

2026.04.21

전자 지분을 사면 생보사를 덤으로 드립니다

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

투자 의견 Buy, 목표주가 299,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy, 목표주가 299,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 299,000원은 1) Target PBR 1.62배(삼성전자 지분, 배당수입 등을 제외하고 산출한 26E~28E 평균 조정 ROE 12.0%, CoE 7.4%, 베타 1, 영구성장률 0% 기준)에 2026E 조정 BVPS(삼성전자 지분 등 제외 기준) 65,490원을 적용하여 도출한 본업의 주당 가치 110,000원과, 2) 보유 전자 지분 가치에서 유배당 계약자 지분 및 법인세 효과 등을 차감한 후 할인율을 반영하여 도출한 주당 지분 가치 189,000원을 합산하여 산출했다. 투자 리스크로는 1) 전자 주가 변동에 따른 자본 및 K-ICS 변동성, 2) 제도 영향으로 인한 본업 관련 불확실성을 제시한다.

본업 가치보다 지분 가치에 좌우되는 주가

삼성생명의 본업은 매우 안정적이다. IFRS17 전환 이후 적극적으로 건강보험 중심 신계약 전략을 추진해왔으며 지속적인 당국의 계리적 가정 변경 이슈, 유배당 연금 계약 관련 가정 조정 이슈 등 영향에도 불구하고 안정적으로 CSM 잔액이 우상향하고 있다. 다만 현재 동사의 주가는 이러한 안정적인 본업보다는 1) 동사가 보유한 삼성전자 지분 가치 및 2) 지분 처분에 따른 특별배당에 보다 집중되는 모습이 나타나고 있어 다른 보험업종 대비 상대적으로 변동성이 높은 상황이라고 판단한다. 밸류업 공시를 발표했으나 금산법 등 이슈로 인한 전자 주식 처분에 따른 주주환원 등에 있어 배당금에 처분에 따른 이익잉여금 증가 반영, DPS의 안정적인 우상향 등 원론적인 내용 외에 세부적인 설명이 부재한 점도 다소 아쉽다고 판단한다. 2026E DPS는 6,200원을 전망하며 배당수익률 약 2.4%를 예상한다. 향후 이익 변동은 일부 있겠으나 안정적인 DPS 우상향 기조가 지속될 전망이다.

2026E 지배순이익 2조5,582억원(+11.1% YoY) 전망

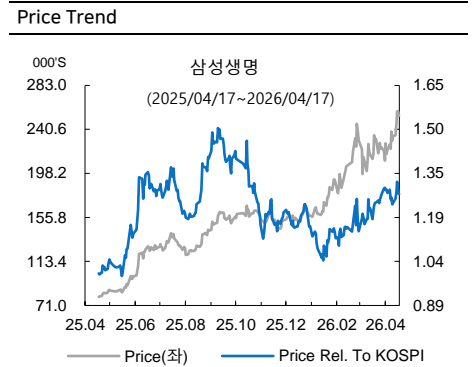
삼성생명의 26E 지배순이익은 2조5,582억원(+11.1% YoY)로 컨센서스와 유사한 수준의 실적을 전망한다. 보험순이익은 별도 기준 9,980억원(+2.4% YoY)으로 보험금 예실차 부진 기조 등이 지속되겠으나 견조한 CSM 상각이익을 바탕으로 안정적으로 이익을 방어할 전망이다. 투자순이익은 별도 기준 1조655억원(+54.0% YoY)을 예상하며 경상 투자순이익이 유지되는 가운데 삼성전자 배당 확대, 즉시연금 관련 환입 등 일회성 요인 영향이 반영될 것으로 예상된다. 현재 전망 수준을 감안했을 때 27년 중 삼성전자로부터 대규모 배당순이익이 반영될 것으로 예상되며 현재 시장 내 최대 추정치가 실현될 경우 투자순이익은 현재 추정치 대비 큰 폭의 퀀텀점프를 시현할 수 있을 것으로 판단한다. 향후 관건은 지속적으로 DPS 우상향을 제시해 왔던 동사가 One-off 성격으로 늘어난 이익에 대해서도 동일한 배당성향 등 주주환원 정책을 가져갈 것인지 여부가 된다고 판단한다. K-ICS비율의 경우 현재 금리 레벨과 삼성전자 주가를 모두 감안했을 때 하락 압력에 대한 우려가 불필요하다고 판단한다.

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	299,000원(신규)
증가(2026.04.17)	253,500원
상승여력	17.9%

Stock Indicator	
자본금	100십억원
발행주식수	20,000만주
시가총액	50,700십억원
외국인지분율	23.3%
52주 주가	79,400~258,000원
60일평균거래량	406,352주
60일평균거래대금	88.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.0	51.8	61.8	218.5
상대수익률	2.5	25.6	-3.4	69.1



FY	2025	2026E	2027E	2028E
보험순이익(십억원)	975	998	1,008	1,026
투자순이익(십억원)	692	1,065	1,497	1,296
영업이익(십억원)	1,666	2,063	2,505	2,323
지배순이익(십억원)	2,303	2,558	2,928	2,824
EPS(원)	11,514	12,791	14,641	14,119
BPS(원)	313,621	494,801	503,337	510,901
PER(배)	13.7	19.8	17.3	18.0
PBR(배)	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	4.7	3.0	2.8	2.7
배당수익률(%)	3.4	2.4	2.7	2.9

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 목표주가 산정 Table

구분	항목	비고	내용
본업 기업가치	Sustainable ROE (a)	2026E ~2028F ROE 평균	12.0%
	Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
	Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
	Discount (d)	K-ICS 등 감안하여 차등적으로 적용	0.0%
	Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.62
	EV per Share	2026F Adj. BPS 65,490 원에 Target PBR 적용	110,000
삼성전자 지분가치 (십억원)	SEC Equity Value	4/17 종가 기준	109,734
	Adjusted Value (e)	유배당계약자 몫(30%), 법인세효과 등 반영	56,535
	Discount (f)		40%
	EV per Share	$(e) \times (1-f) / \text{주식 수}$. 주식 수는 보통주-자기주식 기준으로 산정	189,000
목표주가			299,000
현재가			253,500
Upside / Downside			17.9%
투자의견			매수

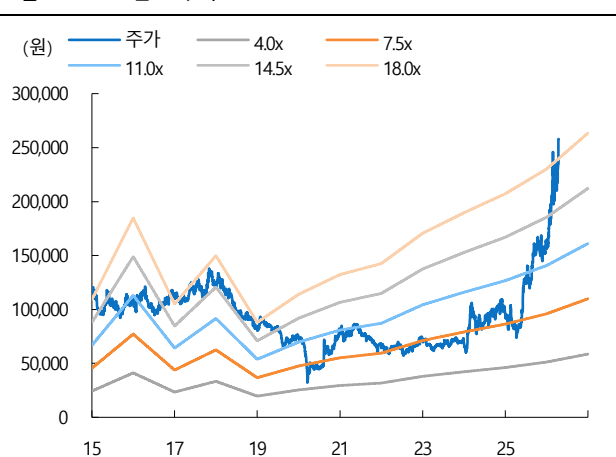
자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		24%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	13.0%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력의 뚜렷한 개선	10.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.93
본업가치(Bull case)	2026F Adj. BPS 65,490 원에 Target PBR 적용	126,000
전자 지분가치(Bull case)	주가 15% 상승	217,000
전체 목표주가(Bull case)		315,000
Downside case		-2%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	11.0%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력 부진세	-10.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.34
목표주가(Bear case)	2026F Adj. BPS 65,490 원에 Target PBR 적용	87,000
전자 지분가치(Bear case)	주가 15% 하락	161,000
전체 목표주가(Bear case)		248,000

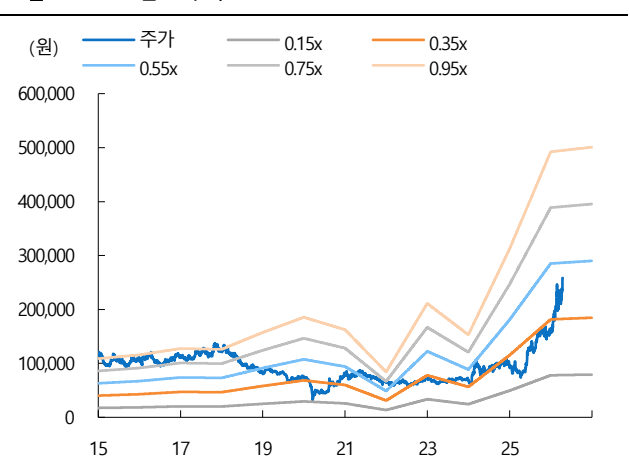
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. PBR 밴드 추이



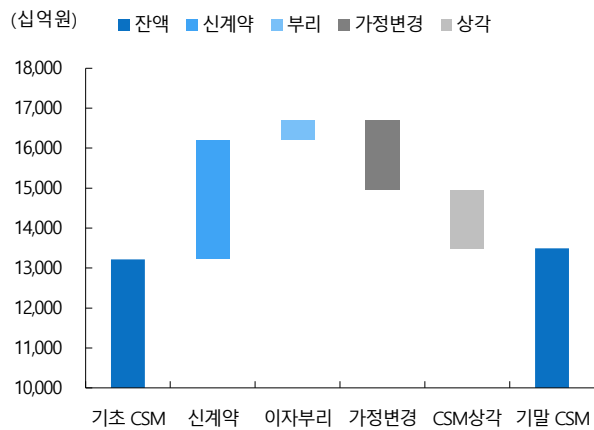
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

표3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	% QoQ	% YoY
보험손익	278	553	262	-118	294	394.0	310	0	흑전	5.9
CSM 상각	361	383	378	358	357	362.9	368	373	-0.2	-1.2
RA 해제	85	84	89	87	90	90.0	90	90	3.0	5.4
예실차	-63	53	-93	-195	-55	38.1	-54	-184	적지	적지
기타사업비용	-22	-29	-34	-53	-43	-40.3	-40	-45	적지	적지
손실계약비용 및 기타	-84	63	-79	-316	-54	-56.6	-54	-235	적지	적지
투자손익	199	90	256	147	367	198.3	250	250	149.4	84.3
일반계정	191.1	122	292	212	367	198.3	250	250	72.9	91.9
자산운용수익	1,626	1,544	1,722	1,641	1,904	1,738.7	1,794	1,796	16.0	17.1
보험금융손익	-1,435	-1,422	-1,430	-1,429	-1,537	-1,540.4	-1,544	-1,545	적지	적지
특별계정	8	-32	-36	-65	0	0.0	0	0	-100.0	-100.0
영업이익	477	643	517	29	661	592.3	560	250	2,193.6	38.6
영업외손익	332	11	6	-7	336	0.7	2	1	흑전	1.3
세전이익	808	654	523	21	997	593.0	562	251	4,551.2	23.3
별도 당기순이익	704	497	409	90	771	460.3	436	197	758.2	9.6
연결 지배지분순이익	635	759	723	186	771	733.8	764	289	315.2	21.4
보장성 APE	765	722	810	775	782	765.6	757	739	0.8	2.2
신계약 CSM	658	769	871	762	776	751.0	732	716	1.8	17.9
자산총계	318,859	319,125	335,307	350,686	368,364	386,967	387,839	388,160	5.0	15.5
운용자산	248,302	248,038	262,408	275,790	293,154	311,607	312,246	312,374	6.3	18.1
비운용자산	7,138	5,977	5,417	5,196	5,307	5,252	5,279	5,265	2.1	-25.7
부채총계	287,368	285,467	294,383	285,850	284,203	283,239	283,310	284,495	-0.6	-1.1
책임준비금	216,075	214,068	213,425	205,242	206,198	207,140	208,109	208,800	0.5	-4.6
장기보험 CSM 잔액	13,309	13,746	14,047	13,218	13,479	13,712	13,921	13,492	2.0	1.3
자본총계	30,914	33,146	40,699	65,706	84,161	103,728	104,529	103,665	28.1	172.2
해약환급금준비금	0	0	0	832	1,504	2,033	2,453	2,777	80.7	N/A
ROE (%)	8.1	9.5	7.8	1.4	4.1	3.1	2.9	1.1	2.7%p	-3.9%p
K-ICS 비율(%)	177.2	186.7	192.7	198.0	216.0	221.6	223.4	220.0	18%p	38.8%p

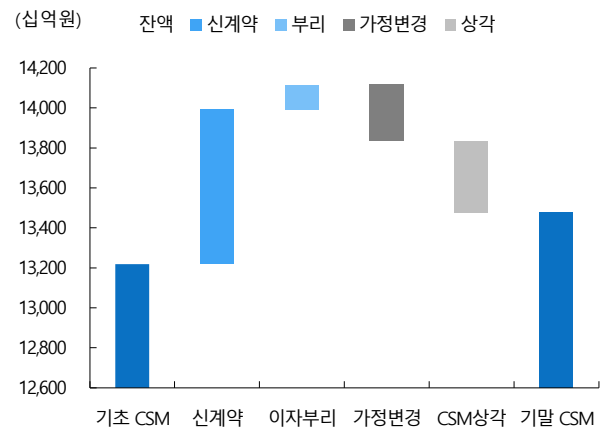
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림3. CSM Movement(연간 추정)



자료: 삼성생명, iM증권 리서치본부

그림4. CSM Movement(분기)



자료: 삼성생명, iM증권 리서치본부

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	275,790	312,374	314,389	316,382
현금 및 예치금	1,690	2,107	2,516	2,916
유가증권	214,240	250,357	251,909	253,445
대출금	27,983	28,167	28,348	28,528
부동산	3,372	3,239	3,112	2,989
비운용자산	5,196	5,265	5,270	5,270
특별계정자산 및 기타	69,700	70,520	71,358	72,212
자산총계	350,686	388,160	391,017	393,864
책임준비금	205,242	208,800	212,542	216,486
CSM잔액(원수)	13,218	13,492	13,723	13,937
계약자지분조정	0	0	0	0
특별계정부채 및 기타	80,608	75,695	73,021	70,340
부채총계	285,850	284,495	285,563	286,826
자본금	100	100	100	100
신종자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	125	125	125	125
이익잉여금	21,085	22,530	24,237	25,750
해약환급금준비금	832	2,777	3,552	3,867
기타자본	41,414	76,205	76,205	76,205
비지배주주지분	2,982	4,705	4,786	4,858
자본총계	65,706	103,665	105,453	107,038

주요투자지표(1)				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
신계약 수익성				
APE	3,617	3,591	3,511	3,480
신계약 CSM	3,059	2,974	2,946	2,944
신계약 CSM 배수	84.6	82.8	83.9	84.6
CSM 관련 지표				
기초CSM	12,902	13,218	13,492	13,723
CSM 조정 가정 변경	-1,758	-1,740	-1,740	-1,740
신계약 CSM(원수)	3,059	2,974	2,946	2,944
CSM 이자부리	494	501	509	517
상각 전 CSM	14,697	14,954	15,208	15,445
CSM상각액	1,480	1,461	1,484	1,508
CSM상각률(%)	10.1	9.8	9.8	9.8
CSM 순증액	316	274	231	214
투자이익 관련 지표				
총 운용수익률	2.5	2.5	2.5	2.4
평가치분손익 제외 수익률	2.4	2.5	2.5	2.4
손익구성				
보험손익	58.5	48.4	40.2	44.2
CSM상각	88.8	70.8	59.3	64.9
투자손익	41.5	51.6	59.8	55.8
자본적정성				
지급여력비율(K-ICS)	198.0	220.0	220.8	220.9

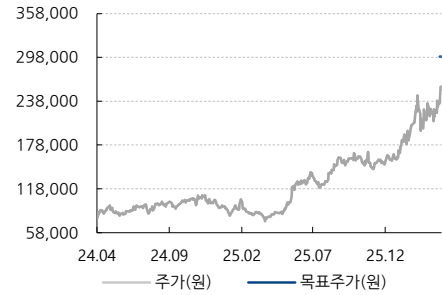
포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(별도)	975	998	1,008	1,026
CSM 상각	1,480	1,461	1,484	1,508
RA해제	346	360	363	365
예실차	-297	-255	-267	-269
손실계약비용	-138	-168	-175	-182
기타사업비/재보험손익	-416	-400	-397	-395
투자손익(별도)	692	1,065	1,497	1,296
자산운용손익	818	1,065	1,497	1,296
평가치분손익	187	0	0	0
보험금융손익	-126	0	0	0
영업이익(별도)	1,666	2,063	2,505	2,323
영업외손익	341	339	344	344
세전이익(별도)	2,007	2,403	2,849	2,667
법인세비용	307	538	640	598
법인세율(%)	15.3	22.4	22.5	22.4
당기순이익	1,700	1,865	2,209	2,068
연결 효과	989	1,029	1,070	1,113
연결 세전이익	2,996	3,432	3,919	3,779
연결 당기순이익	2,452	2,736	3,123	3,012
지배주주순이익	2,303	2,558	2,928	2,824
비지배주주순이익	149	178	195	188

주요투자지표(2)				
	2025	2026E	2027E	2028E
성장성지표(%)				
운용자산증가율	13.2	13.3	0.6	0.6
CSM증가율	2.4	2.1	1.7	1.6
BPS증가율	104.1	57.8	1.7	1.5
보험손익증가율	79.8	2.4	1.0	1.9
투자손익증가율	-30.9	54.0	40.5	-13.4
영업이익증가율	8.0	23.8	21.4	-7.3
세전이익증가율	6.5	14.5	14.2	-3.6
당기순이익증가율	9.3	11.1	14.5	-3.6
주당지표(원)				
EPS	11,514	12,791	14,641	14,119
BPS	313,621	494,801	503,337	510,901
EV(BV+CSM)	375,083	562,263	571,953	580,585
보통주 DPS	5,300	6,200	6,800	7,300
보통주 배당수익률(%)	3.4	2.4	2.7	2.9
Valuation 지표				
PER(배)	13.7	19.8	17.3	18.0
PBR(배)	0.50	0.51	0.50	0.50
P/EV(배)	0.42	0.45	0.44	0.44
ROE(%)	4.7	3.0	2.8	2.7
ROA(%)	0.7	0.7	0.8	0.7
배당성장률(%)	41.3	43.5	41.7	46.4

자료: 삼성생명, iM증권 리서치본부

삼성생명 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-21	Buy	299,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-

한화생명 (088350)

2026.04.21

Quality or Quantity, that is the question

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

투자 의견 Buy, 목표주가 5,900원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy, 목표주가 5,900원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 5,900원은 Target PBR 0.54배(신증자본증권 등을 제외하고 산출한 26E~28E 평균 조정 ROE 5.4%, CoE 7.1%, 베타 1, 영구성장률 0% 기준)에 2026E 조정 BVPS(신증자본증권 등 제외 기준) 11,089원을 적용하여 도출했다. 투자 리스크로는 1) 거래적 가정 등 제도 관련 손익 변동성, 2) 금리 등 변동에 따른 투자손익 변동 이슈 등을 제시한다.

신계약 규모는 크게 확대되었으나 내실 관리가 수반될 필요 존재

한화생명은 IFRS17 회계기준 전환 이후 가장 적극적으로 신계약을 확대하는 모습이 나타났다. 자회사인 한화생명금융서비스는 GA 업계 내 가장 많은 설계사 수를 보유하고 있으며 이러한 판매채널의 강점을 바탕으로 한화생명의 보장성 APE(종신+일반건강)는 삼성생명과 유사하거나 높은 수준까지 확대되는 모습이 나타났다. 향후 1200%를 확대적용, 4년/7년 분급 등 GA 채널에 대한 규제가 강화될수록 자본력을 보유한 GA의 강점이 부각될 것으로 예상되는 만큼 동사의 판매채널 측면의 강점은 지속적으로 우위를 가져갈 것으로 전망한다. 다만 신계약 CSM의 약 40~50% 수준이 매 분기 해지차로 인해 감소하고 있으며 건강보험 확대 등에 따라 예실차 손실이 지속적으로 악화되는 모습이 나타나고 있는 등 판매채널 측면의 강점에 비해 내실은 다소 아쉬운 모습이 지속되고 있다. 궁극적으로는 판매 채널 측면의 강점이 지속되는 가운데 예실차, 해지차 등 측면의 내실이 확보될 때 높은 Upside를 기대할 수 있을 전망이다.

2026E 순이익 5,114억원(+62.9% YoY) 전망

한화생명의 26E 순이익은 5,114억원(+62.9% YoY)로 컨센서스를 소폭 하락하는 실적을 전망한다. 보험손익은 3,991억원(+15.7% YoY)으로 전년도 대규모 예실차 및 손실계약비용에 따른 기저효과를 바탕으로 전반적인 실적 반등이 나타날 것으로 전망한다. 투자손익은 2,678억원(+208.4% YoY)으로 전년도 대규모 평가처분손실, 변액헤지손실 등에 따른 기저효과 영향을 감안했을 때 경상적인 수준으로 실적이 회복되더라도 전체적인 이익이 큰 폭 개선될 전망이다. K-ICS비율은 160% 수준을 전망한다. 최근 금리 상승 등을 감안했을 때 추가적인 자본비율 하락에 대한 우려는 제한적이라고 판단한다. 배당에 있어서는 보수적인 관점을 유지한다. 2025년 말 기준 동사 이익잉여금의 약 92% 수준까지 올라온 해약환급금준비금 규모를 감안했을 때 본질적인 해약환급금준비금 산출 방식 개편 혹은 대규모 적립비율 완화가 수반되지 않으면 현실적으로 배당 재개가 어려울 것으로 전망한다. 지배구조 관련 이슈에 있어서도 배당 재개 선행이 필수적이라고 판단하며 단기적으로는 보수적 관점의 접근이 필요할 전망이다.

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	5,900원(신규)
증가(2026.04.17)	4,900원
상승여력	20.4%

Stock Indicator	
자본금	4,342.7십억원
발행주식수	86,853만주
시가총액	4,256십억원
외국인지분율	6.3%
52주 주가	2,475~6,600원
60일평균거래량	13,252,726주
60일평균거래대금	68.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.6	51.7	58.1	96.4
상대수익률	-8.0	25.5	-7.1	-52.9

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(십억원)	345	399	423	448
투자손익(십억원)	87	268	266	265
영업이익(십억원)	432	667	689	712
순이익(십억원)	314	511	528	547
EPS(원)	361	589	608	630
BPS(원)	10,814	11,089	11,383	11,698
PER(배)	9.0	8.3	8.1	7.8
PBR(배)	0.3	0.4	0.4	0.4
ROE(%)	3.4	5.4	5.4	5.5
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

주:K-IFRS 별도 요약 재무제표

표1. 목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2026E ~2028F ROE 평균	5.4%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.53%, 베타 1 기준	7.1%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 등 감안하여 차등적으로 적용	30.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.54
목표주가	2026F BPS 11,089 원에 Target PBR 적용	5,900
현재가		4,900
Upside / Downside		20.4%
투자 의견		매수

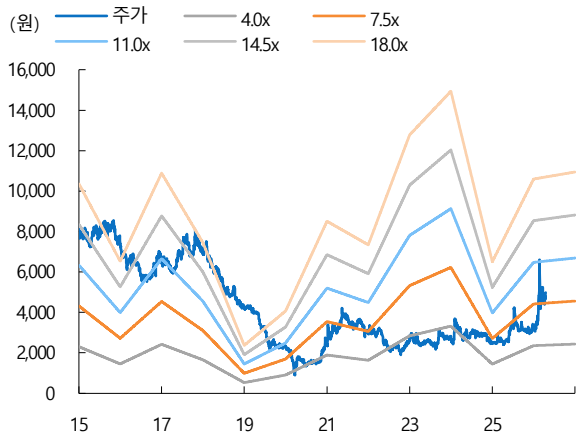
자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		63%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	6.4%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.53%, 베타 1 기준	7.1%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력의 뚜렷한 개선	-20.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.72
목표주가(Bull case)	2026F BPS 11,089 원에 Target PBR 적용	8,000
Downside case		-16%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	4.4%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.53%, 베타 1 기준	7.1%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력 부진세	-40.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.37
목표주가(Bear case)	2026F BPS 11,089 원에 Target PBR 적용	4,100

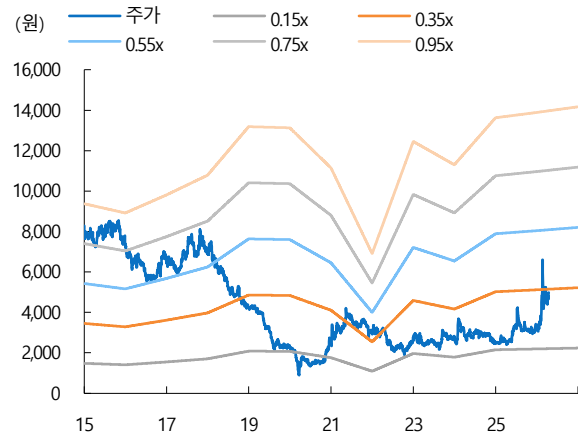
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. PBR 밴드 추이



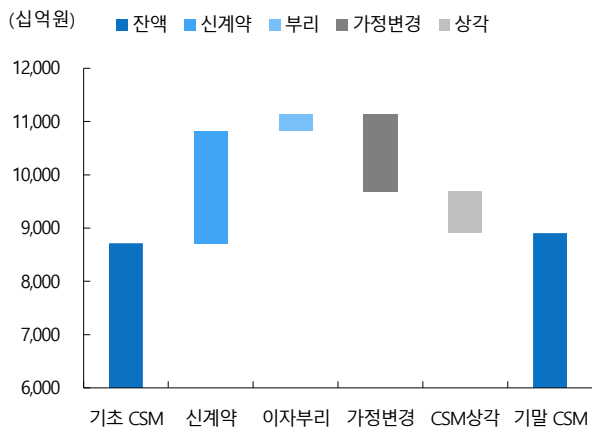
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

표3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	% QoQ	% YoY
보험손익	104	72	-36	205	130	125.5	97	47	-36.6	24.6
CSM 상각	199	196	196	197	189	192.3	196	199	-4.0	-4.9
RA 해제	39	37	40	40	41	41.5	42	43	1.8	4.8
예실차	-29	-38	-126	-116	-31	-34.1	-69	-96	적지	적지
기타사업비용	-28	-32	-60	-27	-28	-32.5	-31	-27	적지	적지
손실계약비용 및 기타	-76	-91	-86	111	-41	-41.7	-41	-71	적전	적지
투자손익	45	-4	215	-169	75	64.3	64	64	흑전	67.6
일반계정	-20.9	16	247	-64	75	64.3	64	64	흑전	흑전
자산운용수익	653	704	934	615	751	743.9	748	750	22.1	15.1
보험금융손익	-673	-688	-687	-679	-676	-679.6	-683	-685	적지	적지
특별계정	65	-20	-32	-105	0	0.0	0	0	-100.0	-100.0
영업이익	149	68	179	36	205	189.8	161	111	463.1	37.4
영업외손익	3	3	-8	-17	-7	-8.6	-8	-8	적지	적전
세전이익	152	71	170	19	198	181.2	154	103	942.5	29.9
별도 당기순이익	122	58	136	-2	159	145.6	124	84	흑전	30.0
보장성 APE	688	743	879	788	769	736.3	743	708	-2.4	11.8
신계약 CSM	488	437	564	576	538	524.6	532	509	-6.6	10.2
자산총계	125,761	126,797	127,200	125,777	126,160	126,713	127,282	127,349	0.3	0.3
운용자산	107,959	108,593	109,415	107,602	108,024	108,557	109,136	109,198	0.4	0.1
비운용자산	3,086	2,719	2,395	2,472	2,433	2,453	2,443	2,448	-1.6	-21.2
부채총계	115,595	115,122	115,486	113,316	113,380	114,270	114,785	115,118	0.1	-1.9
책임준비금	96,270	95,523	95,637	92,012	92,628	93,242	93,895	94,159	0.7	-3.8
장기보험 CSM 잔액	8,866	8,833	9,059	8,714	8,889	9,049	9,214	8,905	2.0	0.3
자본총계	10,166	11,675	11,714	12,461	12,439	12,553	12,646	12,699	-0.2	22.4
해약환급금준비금	3,934	4,672	5,279	6,508	6,796	7,020	7,113	7,166	4.4	72.8
ROE (%)	5.5	2.7	6.3	-0.1	6.8	6.2	5.2	3.5	6.9%p	1.3%p
K-ICS 비율(%)	155.0	161.0	158.2	157.0	161.8	162.4	163.4	161.2	4.8%p	6.8%p

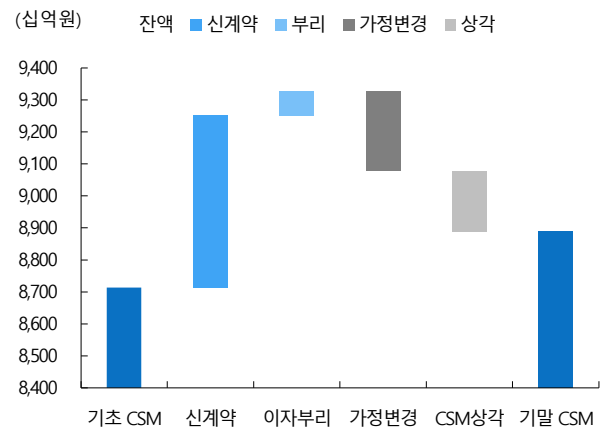
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림3. CSM Movement(연간 추정)



자료: 한화생명, iM증권 리서치본부

그림4. CSM Movement(분기)



자료: 한화생명, iM증권 리서치본부

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	107,602	109,198	110,802	112,421
현금 및 예치금	2,482	2,597	2,707	2,814
유가증권	88,460	89,798	91,144	92,504
대출금	14,442	14,672	14,904	15,138
부동산	2,218	2,131	2,047	1,966
비운용자산	2,472	2,448	2,446	2,446
특별계정자산 및 기타	15,703	15,703	15,703	15,703
자산총계	125,777	127,349	128,951	130,571
책임준비금	92,012	94,159	96,383	98,696
CSM잔액(원수)	8,714	8,905	9,127	9,359
계약자지분조정	11	11	11	11
특별계정부채 및 기타	21,294	20,949	20,927	20,926
부채총계	113,316	115,118	117,321	119,632
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343
신종자본증권	3,068	3,068	3,068	3,068
자본잉여금	485	485	485	485
이익잉여금	7,085	7,474	7,879	8,304
해약환급금준비금	6,508	7,166	7,571	7,995
기타자본	-2,521	-2,671	-2,821	-2,971
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	12,461	12,699	12,955	13,229

주요투자지표(1)				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
신계약 수익성				
APE	3,650	3,321	3,357	3,394
신계약 CSM	2,066	2,103	2,145	2,166
신계약 CSM 배수	56.6	63.3	63.9	63.8
CSM 관련 지표				
기초CSM	9,109	8,714	8,905	9,127
CSM 조정 가정 변경	-2,032	-1,450	-1,450	-1,450
신계약 CSM(원수)	2,066	2,103	2,145	2,166
CSM 이자부리	358	313	320	328
상각 전 CSM	9,501	9,680	9,920	10,171
CSM상각액	787	776	793	812
CSM상각률(%)	8.3	8.0	8.0	8.0
CSM 순증액	-395	191	222	232
투자이익 관련 지표				
총 운용수익률	2.7	2.8	2.8	2.8
평가치분손익 제외 수익률	2.6	2.6	2.6	2.6
손익구성				
보험손익	79.9	59.8	61.3	62.9
CSM상각	182.3	116.3	115.1	113.9
투자손익	20.1	40.2	38.7	37.1
자본적정성				
지급여력비율(K-ICS)	157.0	161.2	161.3	161.4

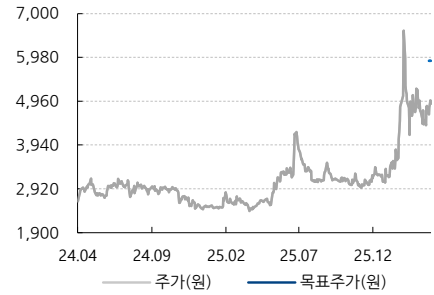
자료: 한화생명, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(별도)	345	399	423	448
CSM 상각	787	776	793	812
RA해제	156	167	176	183
예실차	-310	-230	-231	-232
손실계약비용	-147	-118	-120	-121
기타사업비/재보험손익	-141	-195	-195	-195
투자손익(별도)	87	268	266	265
자산운용손익	179	268	266	265
평가치분손익	102	170	170	170
보험금융손익	-92	0	0	0
영업이익(별도)	432	667	689	712
영업외손익	-19	-31	-32	-32
세전이익(별도)	413	636	657	681
법인세비용	99	124	129	134
법인세율(%)	24.0	19.6	19.6	19.6
당기순이익	314	511	528	547

주요투자지표(2)				
	2025	2026E	2027E	2028E
성장성지표(%)				
운용자산증가율	2.5	1.5	1.5	1.5
CSM증가율	-4.3	2.2	2.5	2.5
BPS증가율	1.7	2.5	2.7	2.8
보험손익증가율	-31.9	15.7	5.9	6.0
투자손익증가율	-77.8	208.4	-0.6	-0.6
영업이익증가율	-51.9	54.4	3.3	3.4
세전이익증가율	-54.4	53.9	3.3	3.6
당기순이익증가율	-56.5	62.9	3.3	3.6
주당지표(원)				
EPS	361	589	608	630
BPS	10,814	11,089	11,383	11,698
EV(BV+CSM)	21,263	21,341	21,891	22,474
보통주 DPS	0	0	0	0
보통주 배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation 지표				
PER(배)	9.0	8.3	8.1	7.8
PBR(배)	0.30	0.44	0.43	0.42
P/EV(배)	0.15	0.23	0.22	0.22
ROE(%)	3.4	5.4	5.4	5.5
ROA(%)	0.3	0.4	0.4	0.4
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

한화생명 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-21	Buy	5,900		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-



기업분석

<증권>

미래에셋증권(006800)

기대감은 이해하지만 비싸요

한국금융지주(071050)

K-골드만삭스

NH투자증권(005940)

RWA 좀 더 주세요

삼성증권(016360)

K-모건스탠리

키움증권(039490)

여러분의 거래대금이 터지고 있습니다

미래에셋증권 (006800)

2026.04.21

기대감은 이해하지만 비싸요

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

투자 의견 Hold, 목표주가 62,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Hold, 목표주가 62,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 62,000원은 Target PBR 2.78배(신종자본증권 등을 제외하고 산출한 26E~28E 평균 조정 ROE 14.3%, CoE 7.5%, 베타 1.1, 프리미엄 25%, 영구성장률 2.0% 기준)에 2026E 조정 BVPS(신종자본증권 등 제외 기준) 22,320원을 적용하여 도출했다. 투자 리스크로는 1) 투자손익 관련 변동성, 2) 높은 베타로 인한 지수 민감도 등을 제시한다.

투자자산 관련 손익에 대한 기대감 유효하나 지속가능성에 대한 관심

미래에셋증권의 가장 큰 강점은 명확한 방향성이다. 동사가 집중적으로 강화해온 부분으로는 국내 연금시장과 해외 투자를 제시할 수 있는데 중장기적으로 국내 퇴직 인구 증가, 해외 혁신기업의 발전 등 전반적인 기초를 감안했을 때 중장기 사업 영역을 빠르게 확보하고 있다는 점에서 긍정적이라고 판단한다. 최근 주식 토론회 등에 대비하여 그룹 차원에서 코인거래소를 인수하는 등 미래 신사업 관점의 방향성에 있어서는 가장 적극적이라고 판단한다. 다만 ROE의 레벨과 지속가능성에 있어서는 다소 아쉬운 모습이 나타나고 있다고 판단한다. 과거 5개년 중 동사의 연결 기준 ROE는 커버리지 5개사 평균을 지속적으로 하회하는 모습이 나타났으며 26년의 경우 주요 투자자산의 평가처분손익을 바탕으로 전반적인 ROE 레벨이 개선될 것으로 예상되나 주요 투자자산의 IPO 등 이벤트 이후 상반기 수준의 ROE 레벨이 지속될 수 있을지 여부에 대한 불확실성이 높은 점 등은 다소 부담스럽다고 판단한다. 26E PBR도 당사 추정치 기준 약 3배 내외 수준에 달해 다른 증권사 대비 현저히 높다는 점에서 중장기적으로 안정적으로 높은 ROE를 확보하는 방안이 필요할 전망이다.

2026E 지배순이익 2조7,259 억원(+73.7% YoY) 전망

미래에셋증권의 26E 지배순이익은 2조7,259억원(+67.3% YoY)로 컨센서스를 상회하는 실적을 전망한다. 수수료손익은 2조3,094억원(+77.9% YoY)로 IB 관련 수수료는 다소 부진할 것으로 예상되나 26년 상반기 중 대규모 거래대금 증가에 힘입어 위탁매매 및 금융상품 관련 수수료가 큰 폭 늘어날 것으로 예상되는데 힘입어 가파른 상승세를 기록할 전망이다. 이자손익은 7,961억원(+37.4% YoY)을 예상하며 거래대금 확대에 수반되는 신용용자 확대에 평잔 상승 효과가 나타날 전망이다. 매매평가손익 및 기타 항목은 약 2조8,085억원(+38.3% YoY)으로 전년도에 이어 주요 투자자산의 가치 상승에 힘입어 큰 폭으로 상승할 전망이다. 26E 보통주 DPS는 450원을 예상하며 투자자산 관련 이익이 전년과 동일하게 미실현이익 상태로 지속되어 주식배당 형태로 제시한 주주환원율을 충당하더라도 브로커리지 손익 등 개선을 바탕으로 유의미한 증가세를 기록할 전망이다. 기보유 자사주는 소각 중심으로 활용할 것으로 예상된다. 추가 자사주 매입/소각이 일부 있겠으나 현 밸류에이션에서 효과는 다소 제한적이라 판단한다.

Hold (Initiate)

목표주가(12M)	62,000원(신규)
증가(2026.04.17)	70,400원
상승여력	-11.9%

Stock Indicator

자본금	4,102십억원
발행주식수	55,532만주
시가총액	39,094십억원
외국인지분율	9.5%
52주 주가	9,360~73,600원
60일평균거래량	6,059,884주
60일평균거래대금	343.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.5	120.3	226.7	648.9
상대수익률	-1.9	94.1	161.5	499.6

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
순영업수익(십억원)	3,909	5,914	4,971	5,013
영업이익(십억원)	1,915	3,696	2,788	2,764
지배순이익(십억원)	1,570	2,726	2,067	2,049
EPS(원)	78.0	78.1	-24.8	-0.9
BPS(원)	13.6	20.4	10.8	9.7
PER(배)	8.7	14.7	19.5	19.7
PBR(배)	1.3	3.2	2.8	2.6
ROE(%)	12.5	19.0	12.6	11.4
배당수익률(%)	1.3	0.6	0.6	0.6
배당성장률(%)	11.1	9.6	12.6	12.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2026E ~2028F ROE 평균	14.3%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.53%, 베타 1.1 기준	7.5%
Growth (c)	보수적으로 2% 가정	2.0%
Discount (d)	발행어음, IMA 라이선스 보유 여부, 시장 점유율 등 고려하여 디스카운트/프리미엄 반영	25%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	2.78
목표주가	2026F BPS 22,320 원에 Target PBR 적용	62,000
현재가		70,400
Upside / Downside		-11.9%
투자 의견		Hold

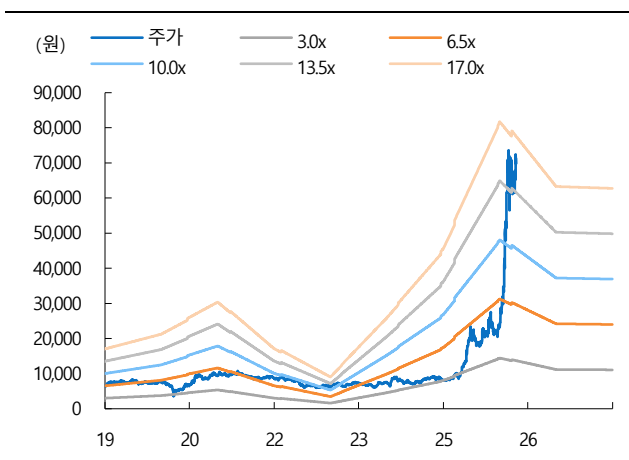
자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		7%
Sustainable ROE	거래대금 확대, 증시 활성화 지속, 투자자산 가치 증가	15.8%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.53%, 베타 1.1 기준	7.5%
Growth	보수적으로 2% 가정	2.0%
Premium/Discount	예상 대비 가파른 실적 회복 및 주주환원 확대	35.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	3.37
목표주가(Bull case)	2026F BPS 22,320 원에 Target PBR 적용	75,300
Downside case		-39%
Sustainable ROE	금리 상승, 거래대금 위축, 위험자산 투자 심리 감소	11.3%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.53%, 베타 1.1 기준	7.5%
Growth	보수적으로 2% 가정	2.0%
Premium/Discount	부동산 PF/해외 부동산 등 투자자산 관련 손실 악화	15.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.94
목표주가(Bear case)	2026F BPS 22,320 원에 Target PBR 적용	43,200

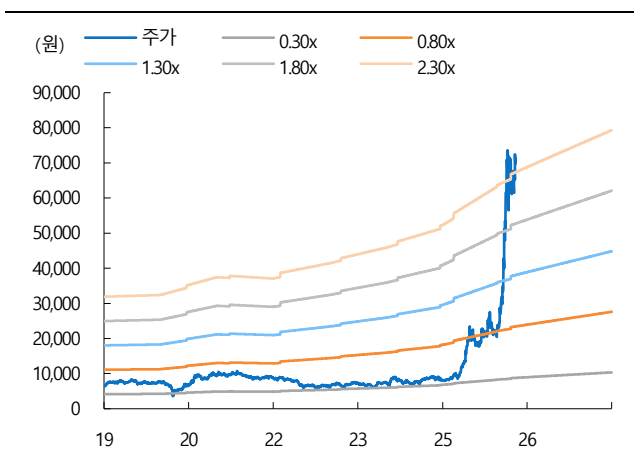
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. PBR 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

표3. 분기별 실적 추이 및 전망 - 연결 기준

(십억원,%)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	% QoQ	% YoY
순영업수익	812.9	1,003.8	760.8	1,331.8	1,961.9	1,714.2	47.3	141.3
수수료손익	240.4	320.4	340.7	397.0	599.8	571.5	51.1	149.5
Brokerage	239.6	265.3	311.5	370.0	542.8	505.1	46.7	126.5
WM	71.7	70.7	86.9	87.9	84.5	85.3	-3.8	17.9
IB	19.4	30.5	17.7	33.2	17.5	26.2	-47.2	-9.6
기타	-90.3	-46.2	-75.3	-94.0	-45.0	-45.1	적지	적지
순이자이익	102.4	122.0	144.1	211.0	203.8	193.9	-3.4	99.0
트레이딩/기타	470.1	561.5	276.1	723.7	1,158.3	948.8	60.0	146.4
판매관리비	466.8	503.4	538.0	486.1	590.5	570.4	21.5	26.5
영업이익	346.2	500.4	222.8	845.7	1,371.5	1,143.8	62.2	296.2
세전이익	346.1	520.2	447.2	765.9	1,373.6	1,159.3	79.4	296.9
당기순이익	258.2	405.9	343.8	575.1	1,016.5	857.9	76.8	293.6
지배지분순이익	258.7	403.3	340.4	567.1	1,002.4	846.1	76.8	287.4
자산총계	132,775	140,348	144,734	150,284	157,269	158,841	4.6	18.4
부채총계	120,441	127,929	131,832	136,806	142,962	143,788	4.5	18.7
자본총계	12,334	12,419	12,902	13,478	14,307	15,053	6.1	16.0
ROE (%)	8.5	13.3	11.0	17.7	29.6	23.7	12.0	21.1

자료: iM증권 리서치본부 추정

표4. 분기별 실적 추이 및 전망 - 별도 기준

(십억원,%)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	% QoQ	% YoY
순영업수익	539.3	713.8	594.9	663.4	877.9	832.4	32.3	62.8
수수료손익	253.0	273.3	334.4	442.1	529.4	508.9	19.8	109.3
Brokerage	180.8	197.7	239.8	299.3	430.9	401.0	44.0	138.3
WM	73.7	71.9	87.1	89.5	86.1	86.9	-3.8	16.8
IB	21.4	34.3	23.7	33.0	17.4	26.1	-47.2	-18.4
기타	-22.9	-30.7	-16.1	20.3	-5.0	-5.1	적전	적지
순이자이익	70.2	79.7	104.0	106.3	110.2	120.4	3.7	57.1
트레이딩/기타	216.2	360.8	156.5	115.1	238.2	203.2	107.0	10.2
판매관리비	311.4	342.7	390.0	336.1	347.3	349.2	3.3	11.5
영업이익	227.9	371.1	205.0	327.3	530.6	483.2	62.1	132.8
세전이익	123.6	314.7	88.9	259.3	438.6	403.2	69.1	254.8
당기순이익	90.6	234.1	70.8	199.6	322.4	296.4	61.5	255.8
자산총계	91,232	100,332	104,586	108,788	114,625	115,337	5.4	25.6
부채총계	81,374	90,068	94,275	98,374	104,063	104,579	5.8	27.9
자본총계	9,858	10,264	10,311	10,414	10,562	10,758	1.4	7.1
ROE (%)	3.7	9.3	2.8	7.7	12.3	11.1	4.6	8.6

자료: iM증권 리서치본부 추정

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
현금 및 현금성자산	9,907	16,449	16,866	17,225
FVPL금융자산	67,397	69,718	72,119	74,602
FVOCI금융자산	14,016	14,553	15,111	15,690
AC금융자산	52,805	54,514	56,288	58,128
종속/관계기업투자지분	1,786	1,786	1,786	1,786
기타자산	4,372	4,372	4,372	4,372
자산총계	150,284	161,393	166,542	171,803
투자자에탁금	17,881	23,312	23,406	23,499
발행어음/IMA	9,183	9,368	9,557	9,750
매도파생결합증권	7,197	7,342	7,490	7,641
차입금/사채	77,676	80,671	83,782	87,016
기타부채	24,868	24,769	24,670	24,572
부채총계	136,806	145,462	148,905	152,478
자본금	4,102	4,102	4,102	4,102
자본잉여금	2,157	2,157	2,157	2,157
이익잉여금	6,719	9,171	10,877	12,565
기타자본	326	326	326	326
비지배주주지분	175	175	175	175
자본총계	13,478	15,930	17,636	19,325

별도 재무제표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
순영업수익	2,511	3,378	3,604	3,603
수수료손익	1,303	2,054	2,001	1,981
Brokerage	918	1,622	1,550	1,510
WM	322	349	364	378
IB	112	103	108	114
기타	-49	-21	-21	-21
이자손익	360	473	493	504
트레이딩 및 기타	849	850	1,110	1,118
판매관리비	1,380	1,446	1,509	1,553
영업이익	55.0	42.8	41.9	43.1
영업외손익	1,131	1,932	2,095	2,049
세전이익	-345	-341	-336	-336
법인세	787	1,591	1,759	1,713
법인세율(%)	191	422	466	454
당기순이익	595	1,170	1,293	1,259
연결 대비 비중(%)	37.6	42.3	61.7	60.6
자산총계	108,788	116,933	120,013	123,137
연결 대비 비중(%)	72.4	72.5	72.1	71.7
부채총계	98,374	105,625	107,772	109,998
연결 대비 비중(%)	71.9	72.6	72.4	72.1
자본총계	10,414	11,309	12,241	13,139
연결 대비 비중(%)	77.3	71.0	69.4	68.0
별도 ROE(%)	5.9	10.8	11.0	9.9
별도 ROA(%)	0.6	1.0	1.1	1.0

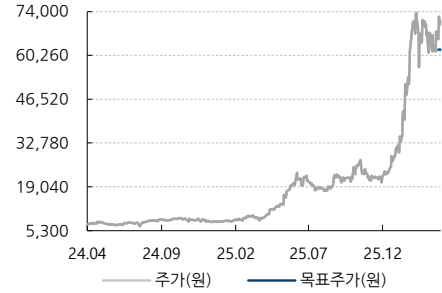
자료: 미래에셋증권, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
순영업수익	3,909	5,914	4,971	5,013
수수료손익	1,298	2,309	2,277	2,285
Brokerage	1,186	2,044	1,992	1,980
WM	317	343	357	371
IB	101	103	109	114
기타	-306	-181	-181	-181
이자손익	580	796	812	834
트레이딩 및 기타	2,031	2,808	1,882	1,894
판매관리비	1,994	2,217	2,183	2,249
판매비율(%)	51.0	37.5	43.9	44.9
영업이익	1,915	3,696	2,788	2,764
영업외손익	164	39	44	44
세전이익	2,079	3,735	2,832	2,808
법인세	496	971	736	730
법인세율(%)	23.9	26.0	26.0	26.0
당기순이익	1,583	2,764	2,096	2,078
지배지분순이익	1,570	2,726	2,067	2,049
비지배지분순이익	13	38	29	29

주요투자지표				
	2025	2026E	2027E	2028E
성장성(%)				
자산	9.5	7.4	3.2	3.2
자본(지배주주지분)	10.2	18.4	10.8	9.7
순영업수익	38.1	51.3	-15.9	0.8
지배순이익	70.3	73.7	-24.2	-0.8
EPS	78.0	78.1	-24.8	-0.9
BPS	13.6	20.4	10.8	9.7
DPS	20.0	50.0	0.0	0.0
수익성(%)				
ROE	12.5	19.0	12.6	11.4
ROA	1.1	1.8	1.3	1.2
밸류에이션(배)				
PER	8.7	14.7	19.5	19.7
PBR	1.3	3.2	2.8	2.6
주당지표(원)				
EPS	2,690	4,792	3,605	3,574
BPS	18,533	22,320	24,737	27,129
보통주 DPS	300	450	450	450
주주환원(%)				
전체 배당성향	11.1	9.6	12.6	12.7
보통주 배당수익률	1.3	0.6	0.6	0.6
자본적정성(%)				
구 NCR	170.2	173.6	178.4	181.3
신 NCR	3,437.1	3,967.1	4,323.6	4,594.4

미래에셋증권 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-21	Hold	62,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-

한국금융지주 (071050)

2026.04.21

K-골드만삭스

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

투자 의견 Buy, 목표주가 310,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy, 목표주가 310,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 310,000원은 Target PBR 1.34배(신종자본증권 등을 제외하고 산출한 26E~28E 평균 조정 ROE 17.4%, CoE 9.4%, 베타 1.5, 영구성장률 2.0% 기준)에 2026E 조정 BVPS(신종자본증권 등 제외 기준) 227,274원을 적용하여 도출했다. 투자 리스크로는 1) 발행어음/IMA 관련 운용자산의 수익성 변동, 2) 지수에 대한 높은 민감도 등을 제시한다.

ROA와 레버리지라는 증권업의 본질에 충실한 회사

한국금융지주는 증권업종 내 가장 레버리지를 적극적으로 사용하는 회사이다. 동사는 적극적으로 발행어음과 IMA를 발행하여 PB 등 WM 채널을 기반으로 이를 소화함으로써 자금을 조달해 레버리지를 확대하고 있으며 이를 바탕으로 DCM, 인수금융, 메자닌, PRS, 하이일드 본드 등 IB 주요 딜에 투자함으로써 견조한 이익을 창출하고 있다. 동사 발행어음 잔고가 25년 말 약 20조원까지 확대되었음을 감안할 때 목표수익률 200bp 기준 연간 약 3~4천억원의 이익이 확보될 것으로 추정되며 자기자본 기반으로 레버리지를 일으켜 기업금융에 활용하는 투자은행에 가장 부합하는 사업을 영위하고 있다고 판단한다. 최근 출시된 IMA에 있어서도 증권업의 기업금융 역량과 더불어 VC, PE, 캐피탈 등 자회사 파이프라인에 기반한 시너지를 바탕으로 수익성 높은 주요 딜을 확보할 수 있을 것으로 예상되는 만큼 높은 이익체력이 지속될 것으로 전망한다. 최근 발행어음 사업자가 늘어나며 시장 내 경쟁이 심화되고 있는 만큼 중장기적으로는 해외 딜에 대한 투자도 확대할 것으로 예상되며 자회사 및 해외 법인을 중심으로 지속적인 사업 영역 확대가 이뤄질 전망이다.

2026E 지배순이익 2조4,846억원(+23.0% YoY) 전망

한국금융지주의 26E 지배순이익은 2조4,846억원(+23.0% YoY)로 컨센서스를 상회하는 실적을 전망한다. 증권 기준 수수료손익은 1조7,655억원(+40.2% YoY)로 IB 실적이 견조한 가운데 위탁매매 및 금융상품 관련 수수료가 큰 폭 늘어나며 견조한 상승세를 기록할 전망이다. 이자손익은 1조748억원(+34.5% YoY)을 예상하며 신용융자 및 인수금융 등에 걸쳐 전반적인 평잔 상승 효과가 나타날 전망이다. 매매평가손익 및 기타 항목의 경우에도 채권 관련 변동성이 다소 높겠으나 발행어음/IMA 관련 견조한 이익을 시현할 것으로 전망한다. 다만 1Q25 중 환율이 급격하게 상승함에 따라 외화채 관련 손실이 약 400억원 내외 반영될 것으로 예상되는 등 변동성은 다소 높게 나타날 것으로 전망한다. 26E 보통주 DPS는 10,650원을 예상하며 배당성향은 25%가 유지되는 가운데 이익이 증가하며 DPS가 상승할 것으로 전망한다. 25년 중 배당성향이 확대되며 배당소득 분리과세가 적용되었으며 매년 이익이 10% 이상 증가할 경우 분리과세 적용에 어려움은 없을 것으로 예상된다. 다만 적극적으로 복을 활용하는 동사 기초를 감안했을 때 배당성향의 추가적인 상향은 제한적일 전망이다.

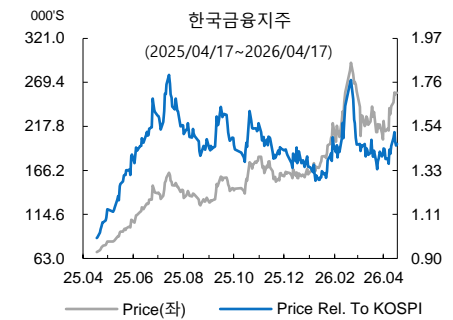
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	310,000원(신규)
증가(2026.04.17)	257,000원
상승여력	20.6%

Stock Indicator	
자본금	307.9십억원
발행주식수	5,573만주
시가총액	14,322십억원
외국인지분율	34.7%
52주 주가	70,400~292,500원
60일평균거래량	334,237주
60일평균거래대금	78.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.2	40.6	66.8	262.5
상대수익률	4.8	14.3	1.6	113.2

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
순영업수익(십억원)	4,009	5,162	5,288	5,369
영업이익(십억원)	2,345	3,318	3,408	3,452
지배순이익(십억원)	2,020	2,485	2,549	2,583
EPS(원)	94.3	23.0	24	1.1
BPS(원)	24.5	16.5	13.8	11.9
PER(배)	4.6	5.9	5.8	5.7
PBR(배)	0.8	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	18.7	19.1	17.1	15.3
배당수익률(%)	5.4	4.1	4.6	5.0
배당성향(%)	25.1	25.0	26.9	28.9

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2026E ~ 2028F ROE 평균	17.2%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.53%, 베타 1.5 기준	9.4%
Growth (c)	보수적으로 2% 가정	2.0%
Discount (d)	발행어음, IMA 라이선스 보유 여부, 시장 점유율 등 고려하여 디스카운트/프리미엄 반영	35%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.34
목표주가	2026F BPS 227,274 원에 Target PBR 적용	310,000
현재가		257,000
Upside / Downside		20.6%
투자 의견		Buy

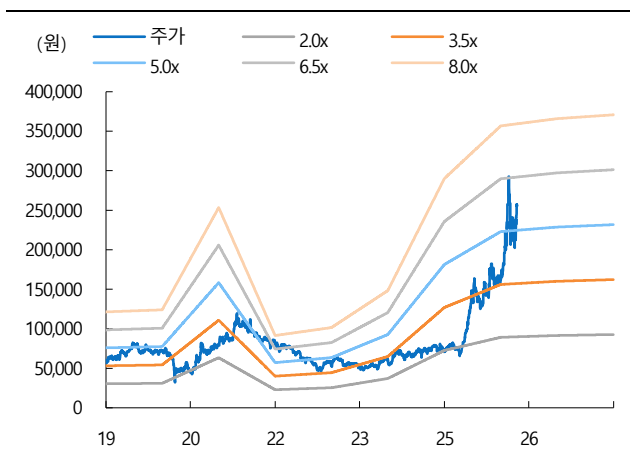
자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		51%
Sustainable ROE	거래대금 확대, 증시 활성화 지속, 투자자산 가치 증가	18.7%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.53%, 베타 1.5 기준	9.4%
Growth	보수적으로 2% 가정	2.0%
Premium/Discount	예상 대비 가파른 실적 회복 및 주주환원 확대	-25.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.70
목표주가(Bull case)	2026F BPS 227,274 원에 Target PBR 적용	387,000
Downside case		-19%
Sustainable ROE	금리 상승, 거래대금 위축, 위험자산 투자 심리 감소	14.2%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.53%, 베타 1.5 기준	9.4%
Growth	보수적으로 2% 가정	2.0%
Premium/Discount	부동산 PF/해외 부동산 등 투자자산 관련 손실 악화	-45.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.91
목표주가(Bear case)	2026F BPS 227,274 원에 Target PBR 적용	207,300

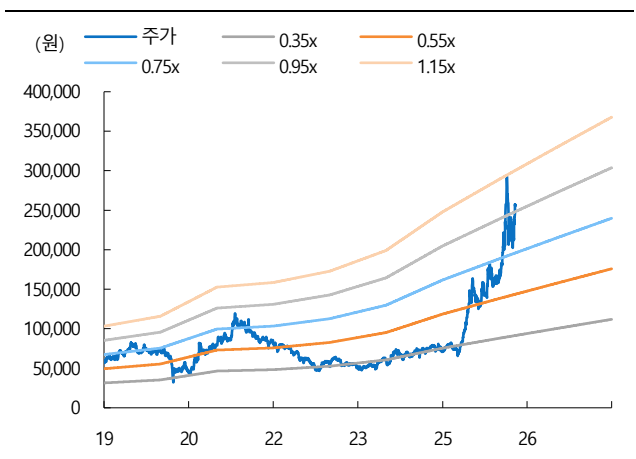
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림3. PER 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림4. PBR 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

표3. 분기별 실적 추이 및 전망 - 연결 기준

(십억원,%)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	% QoQ	% YoY
순영업수익	889.8	997.1	1,259.7	862.0	1,316.4	1,312.6	52.7	47.9
수수료순익	332.6	378.7	415.5	435.4	536.6	523.4	23.2	61.3
Brokerage	91.3	107.2	127.8	163.3	250.9	230.2	53.6	174.9
WM	34.4	38.1	48.0	46.3	64.8	65.4	39.9	88.4
IB	127.5	143.8	122.8	122.3	114.8	129.4	-6.1	-10.0
기타	23.0	15.2	28.3	20.3	23.0	15.2	13.1	0.0
순이자이익	353.7	373.9	442.3	421.4	430.4	463.2	2.1	21.7
트레이딩/기타	203.4	244.5	401.8	5.2	349.5	326.0	6,586.8	71.8
판매관리비	360.2	411.6	410.6	480.9	447.4	449.5	-7.0	24.2
영업이익	529.6	585.6	849.1	381.1	869.0	863.1	128.0	64.1
세전이익	615.0	733.3	922.2	453.0	901.5	895.4	99.0	46.6
당기순이익	459.3	540.2	675.0	349.8	667.1	662.6	90.7	45.2
지배지분순이익	458.4	539.0	673.9	349.1	665.7	661.1	90.7	45.2
자산총계	111,893	115,898	123,133	136,162	139,547	141,001	2.5	24.7
부채총계	101,906	105,524	111,453	124,062	127,280	128,073	2.6	24.9
자본총계	9,987	10,374	11,680	12,099	12,267	12,928	1.4	22.8
ROE (%)	18.8	21.4	24.7	11.9	22.1	21.2	10.2	3.3

자료: iM증권 리서치본부 추정

표4. 분기별 실적 추이 및 전망 - 별도 기준

(십억원,%)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	% QoQ	% YoY
순영업수익	839.5	786.8	959.7	721.9	1,055.6	937.0	46.2	25.7
수수료순익	276.2	304.3	326.8	352.3	453.4	440.3	28.7	64.2
Brokerage	91.3	107.2	127.8	163.3	250.9	230.2	53.6	174.9
WM	34.4	38.1	48.0	46.3	64.8	65.4	39.9	88.4
IB	127.5	143.8	122.8	122.3	114.8	129.4	-6.1	-10.0
기타	23.0	15.2	28.3	20.3	23.0	15.2	13.1	0.0
순이자이익	170.3	197.0	209.6	221.9	251.8	271.0	13.5	47.8
트레이딩/기타	393.0	285.5	423.3	147.8	350.4	225.7	137.1	-10.8
판매관리비	264.6	281.9	298.6	343.7	319.8	321.3	-7.0	20.8
영업이익	574.9	504.9	661.1	378.2	735.8	615.7	94.6	28.0
세전이익	576.6	612.1	665.8	368.0	748.3	628.0	103.3	29.8
당기순이익	465.7	435.7	532.1	301.5	550.0	461.6	82.4	18.1
자산총계	88,271	90,715	96,927	108,144	112,884	113,911	4.4	27.9
부채총계	78,306	80,194	84,905	96,982	101,792	102,357	5.0	30.0
자본총계	9,965	10,522	12,022	11,162	11,092	11,554	-0.6	11.3
ROE (%)	19.3	17.0	18.9	10.4	19.8	16.3	9.4	0.5

자료: iM증권 리서치본부 추정

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
현금 및 현금성자산	13,794	18,471	20,698	22,942
FVPL금융자산	81,027	82,660	84,326	86,025
FVOCI금융자산	3,037	3,098	3,161	3,224
AC금융자산	30,400	31,635	32,919	34,256
종속/관계기업투자지분	4,565	4,565	4,565	4,565
기타자산	3,338	3,338	3,338	3,338
자산총계	136,162	143,767	149,007	154,350
투자자에탁금	0	0	0	0
발행어음/IMA	0	0	0	0
매도파생결합증권	2,791	2,847	2,905	2,963
차입금/사채	72,824	75,780	78,857	82,059
기타부채	48,448	51,053	51,232	51,417
부채총계	124,062	129,681	132,995	136,439
자본금	308	308	308	308
자본잉여금	184	184	184	184
이익잉여금	10,283	12,767	14,694	16,592
기타자본	1,236	738	738	738
비지배주주지분	89	89	89	89
자본총계	12,099	14,086	16,012	17,910

별도 재무제표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
순영업수익	3,308	3,969	4,015	4,066
수수료손익	1,260	1,765	1,743	1,742
Brokerage	490	935	887	861
WM	167	263	274	285
IB	516	481	495	510
기타	87	87	87	87
이자손익	799	1,075	1,136	1,180
트레이딩 및 기타	1,249	1,128	1,136	1,144
판매관리비	1,189	1,318	1,344	1,371
영업이익	35.9	33.2	33.5	33.7
영업외손익	2,119	2,650	2,671	2,695
세전이익	103	15	11	14
법인세	2,222	2,665	2,683	2,709
법인세율(%)	487	706	711	718
당기순이익	1,735	1,959	1,972	1,991
연결 대비 비중(%)	85.7	78.7	77.2	76.9
자산총계	108,144	116,004	119,692	123,446
연결 대비 비중(%)	79.4	80.7	80.3	80.0
부채총계	96,982	103,503	105,853	108,286
연결 대비 비중(%)	78.2	79.8	79.6	79.4
자본총계	11,162	12,501	13,839	15,160
연결 대비 비중(%)	92.3	88.7	86.4	84.6
별도 ROE(%)	16.9	16.6	15.0	13.7
별도 ROA(%)	1.8	1.7	1.7	1.6

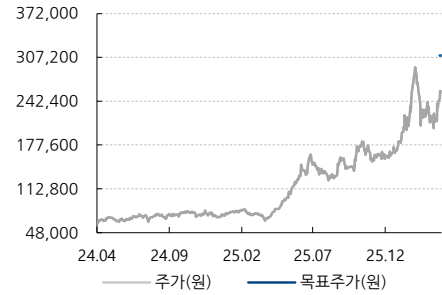
자료: 한국금융지주, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
순영업수익	4,009	5,162	5,288	5,369
수수료손익	1,562	2,098	2,075	2,075
Brokerage	490	935	887	861
WM	167	263	274	285
IB	516	481	495	510
기타	87	87	87	87
이자손익	1,591	1,837	1,942	2,016
트레이딩 및 기타	855	1,227	1,270	1,279
판매관리비	1,663	1,844	1,880	1,918
판매비율(%)	41.5	35.7	35.6	35.7
영업이익	2,345	3,318	3,408	3,452
영업외손익	378	47	44	46
세전이익	2,724	3,365	3,452	3,498
법인세	699	875	897	909
법인세율(%)	25.7	26.0	26.0	26.0
당기순이익	2,024	2,490	2,554	2,588
지배지분순이익	2,020	2,485	2,549	2,583
비지배지분순이익	4	5	6	6

주요투자지표				
	2025	2026E	2027E	2028E
성장성(%)				
자산	24.7	5.6	3.6	3.6
자본(지배주주지분)	24.5	16.5	13.8	11.9
순영업수익	52.1	28.8	2.4	1.5
지배순이익	95.6	23.0	2.6	1.3
EPS	94.3	23.0	2.4	1.1
BPS	24.5	16.5	13.8	11.9
DPS	118.3	22.6	10.0	9.0
수익성(%)				
ROE	18.7	19.1	17.1	15.3
ROA	1.6	1.8	1.7	1.7
밸류에이션(배)				
PER	4.6	5.9	5.8	5.7
PBR	0.8	1.1	1.0	0.9
주당지표(원)				
EPS	35,438	43,595	44,639	45,146
BPS	195,022	227,274	258,554	289,378
보통주 DPS	8,690	10,650	11,715	12,770
주주환원(%)				
전체 배당성향	25.1	25.0	26.9	28.9
보통주 배당수익률	5.4	4.1	4.6	5.0
자본적정성(%)				
구 NCR	157.0	162.4	164.0	163.0
신 NCR	2,935.4	3,616.4	4,176.2	4,625.9

한국금융지주 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-21	Buy	310,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-

NH투자증권 (005940)

2026.04.21

RWA 좀 더 주세요

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

투자 의견 Buy, 목표주가 41,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy, 목표주가 41,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 41,000원은 Target PBR 1.51배(신종자본증권 등을 제외하고 산출한 26E~28E 평균 조정 ROE 13.8%, CoE 7.1%, 베타 1, 영구성장률 2.0% 기준)에 2026E 조정 BVPS(신종자본증권 등 제외 기준) 26,971원을 적용하여 도출했다. 투자 리스크로는 상대적으로 강한 자본규제에 따른 레버리지 확대 제약 등을 제시한다.

모험자본 투자 확대 기조에 따라 추가적인 RWA 활용 기대

NH투자증권은 상장된 유일한 은행계 증권사로 자본 활용에 있어 NCR 규제뿐만 아니라 NH금융지주의 BIS비율 규제에 대한 고민이 동시에 필요한 상황이다. 이러한 영향으로 동사는 발행어음 등 레버리지 확대에 있어 상대적으로 독립계 증권사 대비 제약이 존재했던 상황이다. 다만 최근 정책적인 모험자본 확대 기조, 동사의 IMA 인가와 NH금융지주의 생산적금융 참여 현황(5년에 걸쳐 전체 108조원 중 15조원을 증권 모험자본을 통해 공급)을 복합적으로 고려했을 때 2026년 중 이전보다 많은 RWA 배분이 이뤄질 것으로 예상된다. 발행어음 기준 연간 3조원씩 잔고가 증가한다고 가정할 경우(평잔 1.5조원 증가) 예상 수익률 150bp 기준 매년 225억원의 경상 이익이 꾸준히 증가할 것으로 전망한다. 기존 주요 강점이던 기업금융 또한 부동산 PF의 부진에도 케이뱅크 IPO, 예코마켓팅, 더존비즈온 공개매수 등 전통 IB 중심으로 대형 딜을 확보하며 견조한 경쟁력을 확보하고 있다는 점이 긍정적이라고 판단한다. 특히 현 정권에서 정책적으로 의무 공개매수 제도 도입을 추진하고 있는 점을 감안했을 때 공개매수 측면에서 풍부한 트랙 레코드를 보유하고 있는 동사의 강점이 부각될 것으로 전망되는 만큼 거래대금 확대와 더불어 전통 IB 중심 견조한 이익 체력이 지속될 것으로 예상된다.

2026E 지배순이익 1조4,682억원(+42.3% YoY) 전망

NH투자증권의 26E 지배순이익은 1조4,682억원(+42.3% YoY)로 컨센서스를 상회하는 실적을 전망한다. 수수료손익은 1조9,567억원(+61.5% YoY)로 거래대금 확대에 따른 위탁매매수수료 증가, 안정적인 전통 IB 위주의 기업금융 수수료에 힘입어 가파른 상승세를 기록할 전망이다. 이자손익은 1조1,418억원(+19.7% YoY)으로 신용융자, 기업대출 중심 견조한 이익을 예상하며 매매평가 및 기타손익의 경우 최근 채권금리 변동성에도 동사의 보수적인 운용 기조를 바탕으로 안정적인 이익 흐름이 지속될 전망이다. 다만 최근 국회 본회의에서 의결된 농지비 부과액 상한 상향(매출의 2.5% →3%) 등에 따라 잠재적인 비용 확대 가능성(25년 564억원)이 상존하는 점은 일부 부담요인이다. 높아진 밸류에이션을 감안했을 때 26년 주주환원은 자사주 매입 없이 배당으로만 구성될 것으로 예상하며 26E DPS는 1,700원, 배당수익률 4.8%를 전망한다.

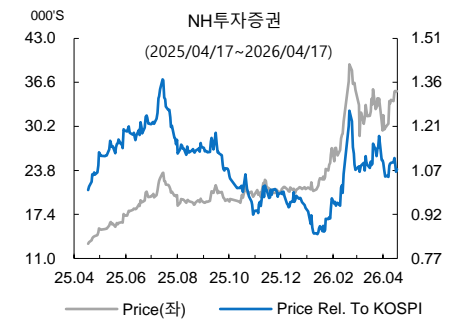
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	41,000원(신규)
증가(2026.04.17)	35,300원
상승여력	16.1%

Stock Indicator	
자본금	1,782.6십억원
발행주식수	35,634만주
시가총액	12,579십억원
외국인지분율	12.5%
52주 주가	13,160~39,200원
60일평균거래량	1,271,506주
60일평균거래대금	40.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.7	56.9	77.8	163.8
상대수익률	-1.7	30.6	12.7	14.5

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
순영업수익(십억원)	2,676	3,479	3,424	3,436
영업이익(십억원)	1,421	2,112	2,029	2,007
지배순이익(십억원)	1,032	1,468	1,404	1,388
EPS(원)	38.5	42.6	-4.7	-1.5
BPS(원)	7.3	7.3	4.3	3.4
PER(배)	7.5	8.8	9.2	9.3
PBR(배)	0.8	1.3	1.3	1.2
ROE(%)	11.8	15.0	13.6	12.9
배당수익률(%)	6.2	4.8	5.3	5.8
배당성장률(%)	47.3	43.5	50.0	55.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2026E ~2028F ROE 평균	13.8%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.53%, 베타 1 기준	7.1%
Growth (c)	보수적으로 2% 가정	2.0%
Discount (d)	발행어음, IMA 라이선스 보유 여부, 시장 점유율 등 고려하여 디스카운트/프리미엄 반영	35%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.51
목표주가	2026F BPS 26,971 원에 Target PBR 적용	41,000
현재가		35,300
Upside / Downside		16.1%
투자 의견		Buy

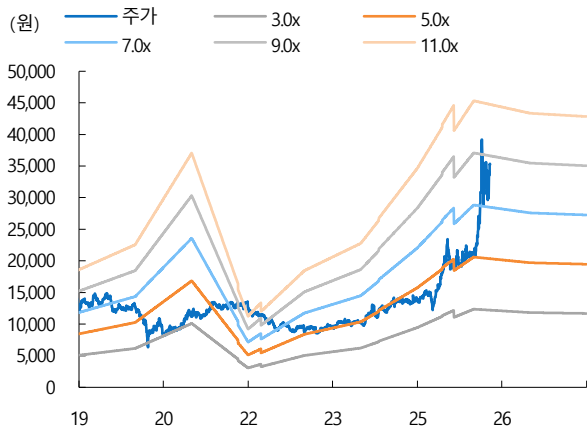
자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		50%
Sustainable ROE	거래대금 확대, 증시 활성화 지속, 투자자산 가치 증가	15.3%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.53%, 베타 1 기준	7.1%
Growth	보수적으로 2% 가정	2.0%
Premium/Discount	예상 대비 가파른 실적 회복 및 주주환원 확대	-25.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.97
목표주가(Bull case)	2026F BPS 26,971 원에 Target PBR 적용	53,100
Downside case		-27%
Sustainable ROE	금리 상승, 거래대금 위축, 위험자산 투자 심리 감소	10.8%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.53%, 베타 1 기준	7.1%
Growth	보수적으로 2% 가정	2.0%
Premium/Discount	부동산 PF/해외 부동산 등 투자자산 관련 손실 악화	-45.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.96
목표주가(Bear case)	2026F BPS 26,971 원에 Target PBR 적용	25,800

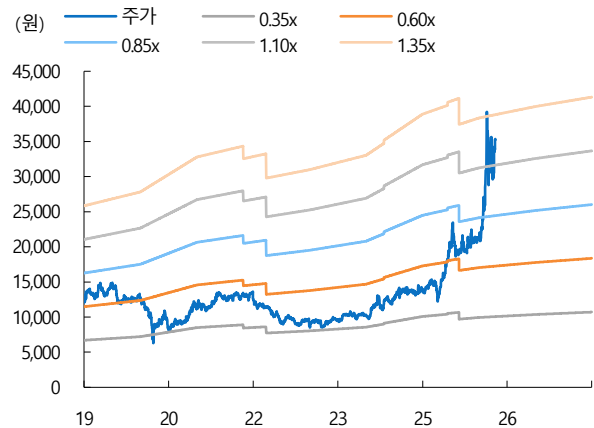
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. PBR 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

표3. 분기별 실적 추이 및 전망 - 연결 기준

(십억원,%)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	% QoQ	% YoY
순영업수익	556.7	639.3	712.7	767.6	898.4	882.8	17.0	61.4
수수료손익	259.1	298.0	307.5	347.2	508.3	496.0	46.4	96.2
Brokerage	117.5	137.6	169.9	222.1	346.8	315.1	56.2	195.3
WM	25.8	29.5	35.9	26.1	42.9	43.3	64.6	66.4
IB	107.9	129.9	99.3	99.9	102.6	133.5	2.7	-4.9
기타	7.9	0.9	2.3	-0.9	15.9	4.0	흑전	101.9
순이자이익	214.1	228.3	243.3	268.1	289.7	286.6	8.1	35.3
트레이딩/기타	83.5	113.1	161.9	152.2	100.3	100.2	-34.1	20.1
판매관리비	267.6	317.4	321.3	349.3	338.7	351.5	-3.0	26.6
영업이익	289.0	321.9	391.3	418.3	559.7	531.3	33.8	93.6
세전이익	276.8	319.6	372.0	379.4	531.5	495.7	40.1	92.0
당기순이익	208.2	256.9	283.1	283.4	393.3	366.8	38.8	88.9
지배지분순이익	208.2	256.7	283.1	283.5	393.5	367.0	38.8	89.0
자산총계	68,070	74,359	81,669	83,385	87,790	88,453	5.3	29.0
부채총계	60,087	66,214	72,543	73,947	78,525	78,895	6.2	30.7
자본총계	7,983	8,146	9,126	9,438	9,265	9,559	-1.8	16.1
ROE (%)	10.3	12.7	13.1	12.2	16.8	15.6	4.6	6.5

자료: iM증권 리서치본부 추정

표4. 분기별 실적 추이 및 전망 - 별도 기준

(십억원,%)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	% QoQ	% YoY
순영업수익	515.1	605.6	628.6	691.4	858.6	845.4	24.2	66.7
수수료손익	247.5	289.5	293.3	330.1	457.5	450.6	38.6	84.9
Brokerage	102.3	121.4	146.5	193.2	301.8	274.2	56.2	194.9
WM	25.8	29.5	35.9	26.1	43.0	43.4	64.6	66.9
IB	113.4	144.7	102.1	104.0	106.8	139.0	2.7	-5.8
기타	5.9	-6.0	8.8	6.8	5.9	-6.0	-12.3	0.0
순이자이익	187.6	194.0	218.5	242.5	246.7	251.7	1.7	31.5
트레이딩/기타	80.0	122.2	116.9	118.8	154.3	143.1	29.9	92.9
판매관리비	245.7	296.4	299.8	324.6	315.8	327.1	-2.7	28.5
영업이익	269.4	309.2	328.8	366.8	542.8	518.3	48.0	101.5
세전이익	256.0	305.5	312.4	330.8	516.5	487.2	56.2	101.8
당기순이익	187.2	242.0	229.4	249.7	382.2	360.5	53.1	104.2
자산총계	64,984	70,888	78,360	79,820	83,999	84,663	5.2	29.3
부채총계	57,738	63,407	69,993	71,207	75,568	75,944	6.1	30.9
자본총계	7,246	7,481	8,367	8,613	8,431	8,719	-2.1	16.4
ROE (%)	10.2	13.1	11.6	11.8	17.9	16.8	6.2	7.7

자료: iM증권 리서치본부 추정

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
현금 및 현금성자산	2,631	5,841	5,698	5,448
FVPL금융자산	37,616	38,214	39,182	40,202
FVOCI금융자산	11,260	13,066	13,416	13,772
AC금융자산	30,373	31,143	31,938	32,760
종속/관계기업투자지분	534	534	534	534
기타자산	972	972	972	972
자산총계	83,385	89,769	91,740	93,689
투자자에탁금	12,999	17,278	17,347	17,417
발행어음/IMA	9,431	9,621	9,815	10,013
매도파생결합증권	7,725	7,880	8,039	8,201
차입금/사채	27,949	29,084	30,265	31,494
기타부채	15,844	15,780	15,717	15,654
부채총계	73,947	79,644	81,184	82,779
자본금	1,944	1,944	1,944	1,944
자본잉여금	2,370	2,370	2,370	2,370
이익잉여금	4,595	5,282	5,713	6,067
기타자본	524	524	524	524
비지배주주지분	5	5	5	5
자본총계	9,438	10,125	10,556	10,909

별도 재무제표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
순영업수익	2,441	3,276	3,184	3,199
수수료손익	1,160	1,768	1,732	1,723
Brokerage	563	1,120	1,063	1,033
WM	117	175	182	189
IB	464	458	472	486
기타	15	15	15	15
이자손익	843	993	1,007	1,028
트레이딩 및 기타	438	515	445	448
판매관리비	1,167	1,269	1,296	1,334
영업이익	47.8	38.7	40.7	41.7
영업외손익	1,274	2,007	1,888	1,865
세전이익	-70	-116	-118	-118
법인세	1,205	1,891	1,770	1,747
법인세율(%)	296	492	460	454
당기순이익	908	1,399	1,310	1,293
연결 대비 비중(%)	88.1	95.4	93.3	93.2
자산총계	79,820	85,950	87,871	89,771
연결 대비 비중(%)	95.7	95.7	95.8	95.8
부채총계	71,207	76,706	78,271	79,894
연결 대비 비중(%)	96.3	96.3	96.4	96.5
자본총계	8,613	9,244	9,600	9,878
연결 대비 비중(%)	91.3	91.3	90.9	90.5
별도 ROE(%)	11.4	15.7	13.9	13.3
별도 ROA(%)	1.3	1.7	1.5	1.5

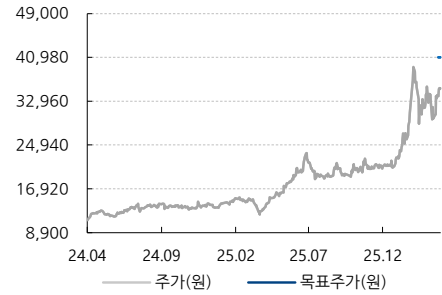
자료: NH투자증권, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
순영업수익	2,676	3,479	3,424	3,436
수수료손익	1,212	1,957	1,912	1,898
Brokerage	647	1,287	1,222	1,187
WM	117	174	181	189
IB	437	440	453	467
기타	10	55	55	55
이자손익	954	1,142	1,150	1,174
트레이딩 및 기타	511	381	361	364
판매관리비	1,256	1,367	1,395	1,430
판매비율(%)	46.9	39.3	40.7	41.6
영업이익	1,421	2,112	2,029	2,007
영업외손익	-73	-130	-132	-133
세전이익	1,348	1,983	1,897	1,874
법인세	316	516	493	487
법인세율(%)	23.5	26.0	26.0	26.0
당기순이익	1,032	1,467	1,404	1,387
지배지분순이익	1,032	1,468	1,404	1,388
비지배지분순이익	0	-1	-1	-1

주요투자지표				
	2025	2026E	2027E	2028E
성장성(%)				
자산	33.6	7.7	2.2	2.1
자본(지배주주지분)	16.3	7.3	4.3	3.4
순영업수익	33.0	30.0	-1.6	0.4
지배순이익	50.2	42.3	-4.3	-1.2
EPS	38.5	42.6	-4.7	-1.5
BPS	7.3	7.3	4.3	3.4
DPS	36.8	30.8	10.0	10.2
수익성(%)				
ROE	11.8	15.0	13.6	12.9
ROA	1.4	1.7	1.5	1.5
밸류에이션(배)				
PER	7.5	8.8	9.2	9.3
PBR	0.8	1.3	1.3	1.2
주당지표(원)				
EPS	2,823	4,025	3,837	3,780
BPS	25,141	26,971	28,120	29,063
보통주 DPS	1,300	1,700	1,870	2,060
주주환원(%)				
전체 배당성향	47.3	43.5	50.0	55.7
보통주 배당수익률	6.2	4.8	5.3	5.8
자본적정성(%)				
구 NCR	156.4	158.1	155.3	151.2
신 NCR	2,267.7	2,478.5	2,503.8	2,461.6

NH투자증권 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-21	Buy	41,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자이견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-

삼성증권 (016360)

2026.04.21

K-모건스탠리

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

투자 의견 Buy, 목표주가 130,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy, 목표주가 130,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 130,000원은 Target PBR 1.30배(신종자본증권 등을 제외하고 산출한 26E~28E 평균 조정 ROE 15.1%, CoE 7.1%, 베타 1, 영구성장률 2.0% 기준)에 2026E 조정 BVPS(신종자본증권 등 제외 기준) 102,883원을 적용하여 도출했다. 투자 리스크로는 보수적인 사업 기조 및 방향성 등을 제시한다.

강력한 리테일 채널과 고객 기반 중심으로 안정적인 실적 시현 중

삼성증권은 업종 내 가장 강한 리테일 채널, 브랜드 파워와 전문성을 바탕으로 폭넓은 고객자산가 고객 기반을 확보하고 있다. 국내 증권업종 중 최초로 패밀리오피스 서비스를 출시하고 PB, 세무, 자금조달, M&A, 법인 솔루션, 상속, 승계 등 다양한 연계 사업을 영위하는 등 적극적인 WM 중심 사업 기조를 바탕으로 AUM에 기반한 수수료이익을 꾸준히 기대할 수 있다는 점에서 증권업종 내 가장 안정적인 실적 흐름을 전망한다. 모건스탠리가 과거 금융위기 이후 WM 부문을 적극적으로 강화하고 상대적으로 안정적인 ROE와 손익 흐름을 바탕으로 밸류에이션 프리미엄을 받아왔던 점을 감안했을 때 동사의 리테일 기반은 밸류에이션 관점에서 추가적인 Upside를 만들어 낼 수 있다고 판단한다. 향후 발행어음 사업 인가가 가능해질 경우 이러한 고객기반을 바탕으로 빠르게 레버리지를 확대할 수 있을 것으로 전망하며 추가적인 이익체력 확대를 기대할 수 있을 것으로 전망한다. 발행어음 사업 인가가 지연되는 점은 다소 부담이나 인가 시 보수적으로 100bp 내외의 수익률 기준 26년 말 발행어음 잔액 3조원(평잔 1.5조원) 가정 시 연간 약 150억 내외의 추가이익이 확보될 전망이다.

2026E 지배순이익 1조4,754억원(+46.3% YoY) 전망

삼성증권의 26E 지배순이익은 1조4,754억원(+46.3% YoY)로 컨센서스를 상회하는 실적을 전망한다. 수수료손익은 1조8,557억원(+56.8% YoY)로 IB 관련 수수료는 부동산 PF 업황 등 감안 시 부진할 것으로 예상되나 대규모 거래대금 증가에 힘입어 위탁매매 및 금융상품 판매 수수료 중심으로 전반적인 실적 개선이 나타날 전망이다. 이자손익은 8,039억원(+12.6% YoY)을 예상하며 신용용자 확대에 따라 손익 개선이 나타날 전망이다. 신용 한도를 조금씩 조정하고 있으나 한도를 감안했을 때 추가적인 평잔 확대 효과는 제한적일 전망이다. 매매평가손익 및 기타는 약 6,073억원(-2.7% YoY)으로 채권 중심 운용기조를 감안했을 때 최근 고금리 영향이 일부 예상되나 견조한 실적을 전망한다. 26E DPS는 5,800원을 전망하며 배당수익률은 약 5.3%로 최근 주가 상승에도 여전히 배당 측면의 매력이 유효하다고 판단한다. IMA 사업 등 요인을 종합적으로 감안했을 때 발행어음 사업 인가 후 2년 후부터 본격적인 주주환원 확대 기조가 예상된다.

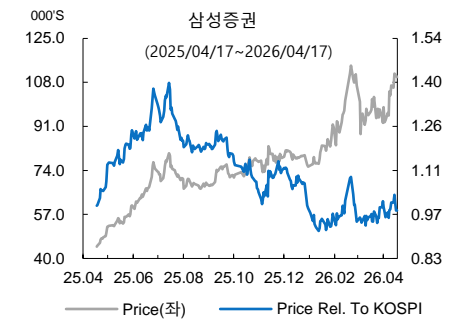
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	130,000원(신규)
증가(2026.04.17)	110,000원
상승여력	18.2%

Stock Indicator	
자본금	458.5십억원
발행주식수	8,930만주
시가총액	9,823십억원
외국인지분율	27.6%
52주 주가	44,550~114,500원
60일평균거래량	559,929주
60일평균거래대금	55.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.6	31.7	47.8	145.0
상대수익률	4.1	5.5	-17.3	-4.3

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
순영업수익(십억원)	2,522	3,267	3,252	3,255
영업이익(십억원)	1,377	2,005	1,976	1,940
지배순이익(십억원)	1,008	1,475	1,449	1,425
EPS(원)	122	46.3	-1.8	-1.7
BPS(원)	10.2	13.9	10.1	8.4
PER(배)	6.7	6.7	6.8	6.9
PBR(배)	0.8	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	13.1	17.1	15.0	13.5
배당수익률(%)	5.3	5.3	5.8	6.4
배당성장률(%)	35.4	35.1	39.4	44.1

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2026E ~ 2028F ROE 평균	15.2%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.53%, 베타 1 기준	7.1%
Growth (c)	보수적으로 2% 가정	2.0%
Discount (d)	발행어음, IMA 라이선스 보유 여부, 시장 점유율 등 고려하여 디스카운트/프리미엄 반영	50%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.30
목표주가	2026F BPS 102,883 원에 Target PBR 적용	130,000
현재가		110,000
Upside / Downside		18.2%
투자 의견		Buy

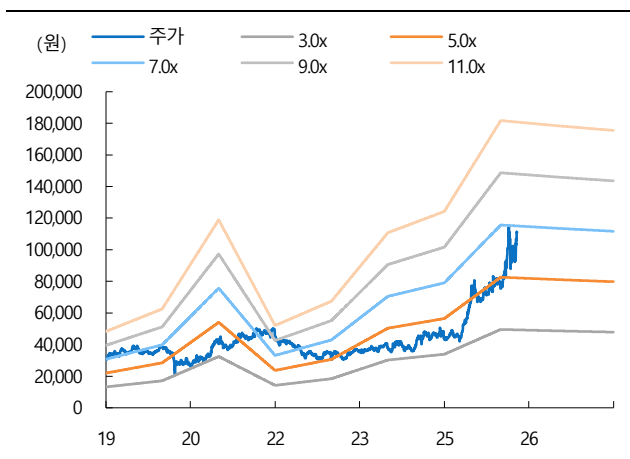
자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		62%
Sustainable ROE	거래대금 확대, 증시 활성화 지속, 투자자산 가치 증가	16.7%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.53%, 베타 1 기준	7.1%
Growth	보수적으로 2% 가정	2.0%
Premium/Discount	예상 대비 가파른 실적 회복 및 주주환원 확대	-40.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.74
목표주가(Bull case)	2026F BPS 102,883 원에 Target PBR 적용	178,500
Downside case		-25%
Sustainable ROE	금리 상승, 거래대금 위축, 위험자산 투자 심리 감소	12.2%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.53%, 베타 1 기준	7.1%
Growth	보수적으로 2% 가정	2.0%
Premium/Discount	부동산 PF/해외 부동산 등 투자자산 관련 손실 악화	-60.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.80
목표주가(Bear case)	2026F BPS 102,883 원에 Target PBR 적용	82,600

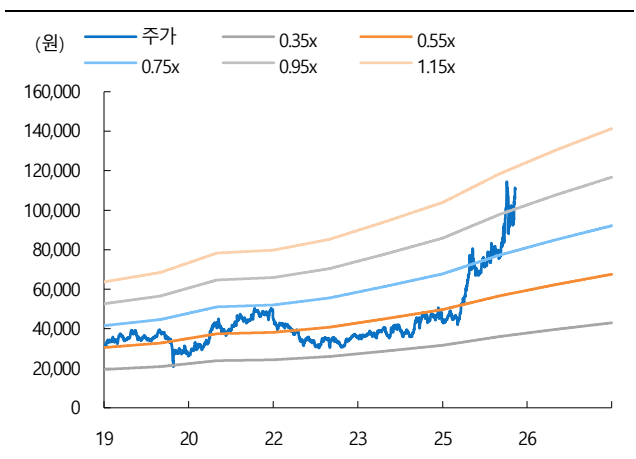
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. PBR 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

표3. 분기별 실적 추이 및 전망 - 연결 기준

(십억원,%)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	% QoQ	% YoY
순영업수익	588.9	613.8	659.4	659.6	858.6	802.5	30.2	45.8
수수료손익	231.9	270.1	341.2	340.4	478.5	463.3	40.6	106.3
Brokerage	160.4	179.6	212.6	261.2	381.9	354.4	46.2	138.1
WM	29.4	32.9	41.3	35.4	59.1	60.9	67.1	100.9
IB	33.0	41.0	69.6	36.0	28.3	31.5	-21.3	-14.1
기타	9.2	16.6	17.6	7.9	9.2	16.6	16.3	0.0
순이자이익	165.7	171.9	180.0	196.1	198.0	200.0	1.0	19.5
트레이딩/기타	191.2	171.8	138.2	123.1	182.0	139.2	47.9	-4.8
판매관리비	254.2	305.2	257.6	327.9	294.6	319.7	-10.2	15.9
영업이익	334.6	308.7	401.8	331.7	564.0	482.8	70.0	68.5
세전이익	335.4	312.8	412.2	298.2	565.1	487.5	89.5	68.5
당기순이익	248.4	234.6	309.2	216.2	418.2	360.8	93.4	68.3
지배지분순이익	248.4	234.6	309.2	216.2	418.2	360.8	93.4	68.3
자산총계	67,451	70,454	75,765	79,668	87,196	87,901	9.5	29.3
부채총계	60,184	62,951	67,930	71,598	79,066	79,410	10.4	31.4
자본총계	7,267	7,503	7,836	8,069	8,130	8,491	0.8	11.9
ROE (%)	13.6	12.7	16.1	10.9	20.7	17.4	9.8	7.0

자료: iM증권 리서치본부 추정

표4. 분기별 실적 추이 및 전망 - 별도 기준

(십억원,%)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	% QoQ	% YoY
순영업수익	545.1	571.3	617.9	665.0	802.1	736.1	20.6	47.1
수수료손익	226.7	259.7	332.9	344.0	459.8	443.5	33.6	102.8
Brokerage	143.2	162.2	197.4	243.5	356.0	330.4	46.2	148.6
WM	29.5	32.9	41.4	35.4	59.1	60.9	67.1	100.6
IB	54.4	62.4	88.4	57.2	45.0	50.0	-21.3	-17.3
기타	-0.4	2.3	5.8	8.0	-0.4	2.3	적전	적지
순이자이익	132.8	138.3	146.6	149.8	160.9	153.1	7.5	21.2
트레이딩/기타	185.7	173.2	138.4	171.2	181.4	139.5	6.0	-2.3
판매관리비	236.4	291.4	241.9	303.7	267.9	281.0	-11.8	13.3
영업이익	308.7	279.9	376.0	361.3	534.2	455.2	47.9	73.1
세전이익	309.6	283.2	377.8	326.3	535.0	458.9	64.0	72.8
당기순이익	227.9	212.1	282.9	248.1	393.2	337.3	58.5	72.5
자산총계	61,743	64,386	72,720	69,036	74,722	75,349	8.2	21.0
부채총계	54,888	57,297	65,076	61,649	67,299	67,589	9.2	22.6
자본총계	6,854	7,089	7,644	7,387	7,423	7,760	0.5	8.3
ROE (%)	13.2	12.2	15.4	13.2	21.2	17.8	8.0	8.0

자료: iM증권 리서치본부 추정

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
현금 및 현금성자산	3,390	10,061	9,778	9,378
FVPL금융자산	42,233	43,581	44,862	46,180
FVOCI금융자산	5,123	5,580	5,750	5,926
AC금융자산	28,354	29,505	30,704	31,950
종속/관계기업투자지분	189	189	189	189
기타자산	378	378	378	378
자산총계	79,668	89,295	91,660	94,001
투자자에탁금	19,954	27,198	27,315	27,433
발행어음/IMA	0	0	0	0
매도파생결합증권	6,256	6,382	6,511	6,642
차입금/사채	29,433	30,628	31,872	33,166
기타부채	15,955	15,900	15,845	15,789
부채총계	71,598	80,108	81,542	83,030
자본금	458	458	458	458
자본잉여금	1,743	1,743	1,743	1,743
이익잉여금	5,626	6,745	7,675	8,528
기타자본	241	241	241	241
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	8,069	9,187	10,118	10,971

별도 재무제표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
순영업수익	2,399	3,042	3,022	3,022
수수료손익	1,163	1,795	1,770	1,777
Brokerage	746	1,337	1,275	1,241
WM	139	247	278	313
IB	262	195	201	207
기타	16	16	16	16
이자손익	567	625	639	655
트레이딩 및 기타	668	623	613	590
판매관리비	1,073	1,159	1,202	1,248
영업이익	44.7	38.1	39.8	41.3
영업외손익	1,326	1,884	1,820	1,774
세전이익	-29	-15	-22	-18
법인세	1,297	1,869	1,799	1,756
법인세율(%)	326	495	477	465
당기순이익	971	1,374	1,322	1,290
연결 대비 비중(%)	96.3	93.1	91.2	90.6
자산총계	69,036	76,580	78,592	80,566
연결 대비 비중(%)	86.7	85.8	85.7	85.7
부채총계	61,649	68,176	69,385	70,639
연결 대비 비중(%)	86.1	85.1	85.1	85.1
자본총계	7,387	8,403	9,207	9,926
연결 대비 비중(%)	91.5	91.5	91.0	90.5
별도 ROE(%)	13.6	17.4	15.0	13.5
별도 ROA(%)	1.5	1.9	1.7	1.6

자료: 삼성증권, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
순영업수익	2,522	3,267	3,252	3,255
수수료손익	1,184	1,856	1,824	1,826
Brokerage	814	1,435	1,368	1,331
WM	139	247	278	313
IB	180	123	126	130
기타	51	51	51	51
이자손익	714	804	831	855
트레이딩 및 기타	624	607	597	575
판매관리비	1,145	1,261	1,276	1,315
판매비율(%)	45.4	38.6	39.2	40.4
영업이익	1,377	2,005	1,976	1,940
영업외손익	-18	-12	-19	-15
세전이익	1,359	1,994	1,958	1,925
법인세	350	518	509	501
법인세율(%)	25.8	26.0	26.0	26.0
당기순이익	1,008	1,475	1,449	1,425
지배지분순이익	1,008	1,475	1,449	1,425
비지배지분순이익	0	0	0	0

주요투자지표				
	2025	2026E	2027E	2028E
성장성(%)				
자산	27.9	12.1	2.6	2.6
자본(지배주주지분)	10.2	13.9	10.1	8.4
순영업수익	12.6	29.5	-0.5	0.1
지배순이익	12.2	46.3	-1.8	-1.7
EPS	12.2	46.3	-1.8	-1.7
BPS	10.2	13.9	10.1	8.4
DPS	14.3	45.0	10.3	10.0
수익성(%)				
ROE	13.1	17.1	15.0	13.5
ROA	1.4	1.7	1.6	1.5
밸류에이션(배)				
PER	6.7	6.7	6.8	6.9
PBR	0.8	1.1	1.0	0.9
주당지표(원)				
EPS	11,292	16,522	16,223	15,953
BPS	90,361	102,883	113,306	122,859
보통주 DPS	4,000	5,800	6,400	7,040
주주환원(%)				
전체 배당성향	35.4	35.1	39.4	44.1
보통주 배당수익률	5.3	5.3	5.8	6.4
자본적정성(%)				
구 NCR	180.5	179.1	171.9	162.4
신 NCR	2,095.1	2,362.1	2,463.4	2,454.4

삼성증권 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-21	Buy	130,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자이견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-

키움증권 (039490)

2026.04.21

여러분의 거래대금이 터지고 있습니다

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

투자 의견 Buy, 목표주가 550,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy, 목표주가 550,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 550,000원은 Target PBR 1.84배(신종자본증권 등을 제외하고 산출한 26E~28E 평균 조정 ROE 17.0%, CoE 9.4%, 베타 1.5, 영구성장률 2.0% 기준)에 2026E 조정 BVPS(신종자본증권 등 제외 기준) 297,705원을 적용하여 도출했다. 투자 리스크로는 높은 브로커리지 손익 의존도 및 최근 M/S 하락 추세 등을 제시한다.

거래대금 확대의 가장 명확한 수혜

키움증권은 폭넓은 MTS 이용 고객 기반을 바탕으로 가장 높은 국내 주식시장 거래대금 점유율을 보유하고 있다. 25년부터 넥스트레이드 출범, 정책적인 국내 증시 활성화 정책 등을 바탕으로 거래대금이 가파른 증가 추세를 보이고 있는 상황에서 당사는 위탁매매 수수료 및 신용융자 손익을 중심으로 업종 내 가장 탄탄한 이익체력 개선 추세를 보일 것으로 예상된다. 이란 사태 등 영향으로 채권 금리가 상승한 점이 증권업종에 있어 다소 부담요인이나 동사의 경우 운용자산 내 주식 등 비중이 높다는 점에서 운용 관련 부담도 제한적일 전망이다. 26E ROE는 커버리지 증권업종 중 가장 높은 19.2% 수준을 전망한다. 다만 최근 퇴직연금 중심으로 ETF 거래가 활성화됨에 따라 아직 퇴직연금 사업을 영위하고 있지 않은 동사의 거래대금 점유율이 하락하고 있으며 해외주식에서도 후발주자와의 경쟁이 심화되는 모습이 나타나고 있는 상황임을 감안했을 때 중장기적으로 현재 견조한 이익체력을 바탕으로 경쟁력을 제고할 필요가 있을 것으로 전망한다. 26년 중 퇴직연금, 발행어음 등 신규 사업 진입은 그러한 관점에서 긍정적이라고 판단한다.

2026E 지배순이익 1조4,489억원(+30.1% YoY) 전망

키움증권의 26E 지배순이익은 1조4,489억원(+30.1% YoY)로 컨센서스 수준의 실적을 전망한다. 수수료손익은 1조5,856억원(+51.4% YoY) 26년 상반기 중 대규모 거래대금 증가 추세가 나타남에 따라 위탁매매 수수료 중심으로 이익 확대 추세가 나타날 전망이다. 이자손익은 8,089억원(+4.2% YoY)을 예상하며 신용융자 중심 이익 개선이 예상된다. 한도를 감안했을 때 추가적인 평잔 효과는 제한적일 것으로 예상된다. 전반적으로 높아진 밸류에이션 수준을 감안할 때 26년 주주환원은 배당 중심으로 이뤄질 것으로 예상하며 보통주 DPS 기준 16,000원, 배당수익률 3.6%를 기대할 수 있을 것으로 예상된다. 발행어음의 경우 유동성 관리 등을 위한 고객 보유 패턴 등을 분석한 이후 적극적으로 투자를 확대할 것으로 예상되며 하반기부터 본격적인 이익 확대가 나타날 전망이다. 향후 관건은 퇴직연금 사업 출시 이후 ETF 중심 거래 확대를 통해 기존 수준의 M/S 확보가 가능할 것인지 여부가 될 것으로 판단한다.

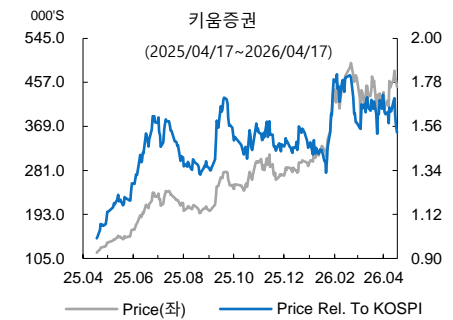
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	550,000원(신규)
증가(2026.04.17)	448,000원
상승여력	22.8%

Stock Indicator	
자본금	145.2십억원
발행주식수	2,621만주
시가총액	11,743십억원
외국인지분율	28.6%
52주 주가	116,800~495,500원
60일평균거래량	155,447주
60일평균거래대금	67.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.2	39.3	80.6	278.7
상대수익률	-7.7	13.1	15.5	129.4

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
순영업수익(십억원)	2,396	2,865	2,814	2,825
영업이익(십억원)	1,488	1,895	1,804	1,774
지배순이익(십억원)	1,114	1,449	1,381	1,358
EPS(원)	27.6	32.7	-4.7	-1.6
BPS(원)	14.6	18.7	12.4	10.3
PER(배)	7.0	8.1	8.5	8.7
PBR(배)	1.2	1.5	1.3	1.2
ROE(%)	18.1	19.9	16.6	14.6
배당수익률(%)	4.0	3.6	3.9	4.3
배당성장률(%)	27.0	28.0	32.3	36.2

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2026E ~ 2028F ROE 평균	17.0%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.53%, 베타 1.5 기준	9.4%
Growth (c)	보수적으로 2% 가정	2.0%
Discount (d)	발행어음, IMA 라이선스 보유 여부, 시장 점유율 등 고려하여 디스카운트/프리미엄 반영	10%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.84
목표주가	2026F BPS 297,705 원에 Target PBR 적용	550,000
현재가		448,000
Upside / Downside		22.8%
투자 의견		Buy

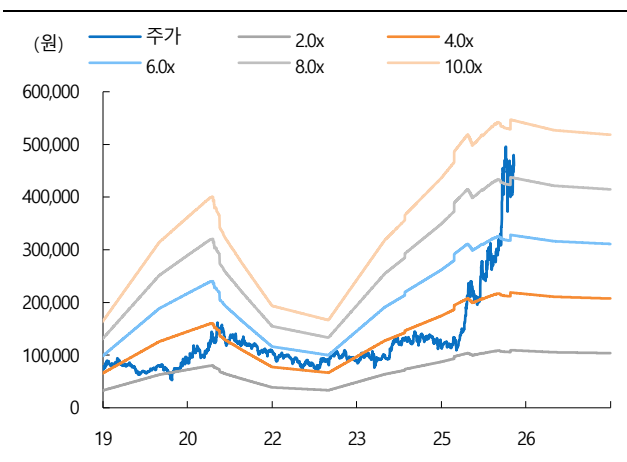
자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		50%
Sustainable ROE	거래대금 확대, 증시 활성화 지속, 투자자산 가치 증가	18.5%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.53%, 베타 1.5 기준	9.4%
Growth	보수적으로 2% 가정	2.0%
Premium/Discount	예상 대비 가파른 실적 회복 및 주주환원 확대	0.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	2.25
목표주가(Bull case)	2026F BPS 297,705 원에 Target PBR 적용	670,200
Downside case		-13%
Sustainable ROE	금리 상승, 거래대금 위축, 위험자산 투자 심리 감소	14.0%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.53%, 베타 1.5 기준	9.4%
Growth	보수적으로 2% 가정	2.0%
Premium/Discount	부동산 PF/해외 부동산 등 투자자산 관련 손실 악화	-20.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.31
목표주가(Bear case)	2026F BPS 297,705 원에 Target PBR 적용	390,400

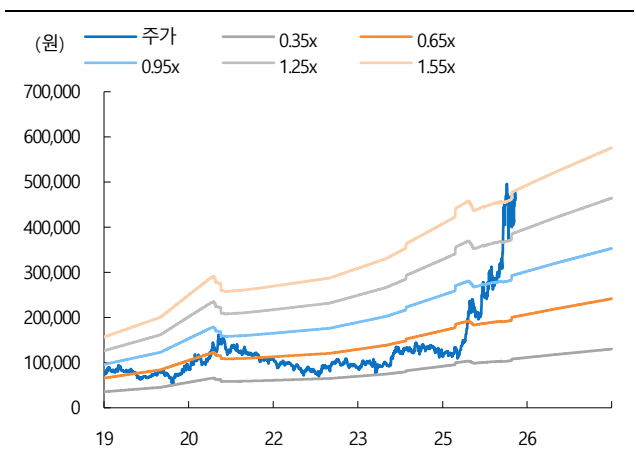
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. PBR 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

표3. 분기별 실적 추이 및 전망 - 연결 기준

(십억원,%)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	% QoQ	% YoY
순영업수익	524.5	615.0	613.6	643.1	762.9	710.0	18.6	45.5
수수료손익	211.7	251.1	254.1	330.4	413.9	389.1	25.3	95.5
Brokerage	138.5	158.1	174.0	221.1	326.8	301.4	47.8	136.0
WM	28.3	45.9	60.5	68.4	67.1	67.8	-1.9	137.5
IB	49.6	56.7	36.8	64.3	31.8	31.8	-50.6	-35.9
기타	-4.6	-9.6	-17.3	-23.4	-11.8	-11.8	적지	적지
순이자이익	181.1	187.4	208.0	199.5	207.7	201.9	4.1	14.7
트레이딩/기타	131.7	176.5	151.5	113.2	141.3	118.9	24.8	7.3
판매관리비	199.0	206.7	204.7	297.5	212.3	208.2	-28.6	6.7
영업이익	325.5	408.3	408.9	345.6	550.6	501.7	59.3	69.2
세전이익	326.1	416.4	439.2	359.0	572.4	519.4	59.4	75.5
당기순이익	235.6	310.1	322.4	246.9	420.7	381.7	70.4	78.6
지배지분순이익	235.3	309.7	321.9	246.6	420.4	381.4	70.4	78.6
자산총계	60,379	67,028	72,326	81,174	83,293	84,096	2.6	38.0
부채총계	54,731	60,995	65,894	74,451	76,451	76,873	2.7	39.7
자본총계	5,648	6,032	6,432	6,722	6,842	7,224	1.8	21.2
ROE (%)	16.8	21.3	20.7	15.1	24.9	21.8	9.8	8.1

자료: iM증권 리서치본부 추정

표4. 분기별 실적 추이 및 전망 - 별도 기준

(십억원,%)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	% QoQ	% YoY
순영업수익	454.9	537.2	518.8	527.5	669.5	615.5	26.9	47.2
수수료손익	203.0	251.3	249.0	319.3	392.8	367.8	23.0	93.5
Brokerage	137.7	157.5	173.1	220.3	325.7	300.3	47.8	136.4
WM	9.4	23.8	32.2	37.8	37.1	37.5	-1.9	294.7
IB	56.1	77.3	55.3	81.0	40.0	40.0	-50.6	-28.7
기타	-0.2	-7.3	-11.6	-19.8	-10.0	-10.0	적지	적지
순이자이익	113.4	115.2	135.5	131.4	134.4	134.3	2.3	18.5
트레이딩/기타	138.5	170.7	134.3	76.8	142.4	113.3	85.4	2.8
판매관리비	159.4	163.7	159.0	230.9	185.8	187.2	-19.6	16.5
영업이익	295.5	373.5	359.8	296.6	483.8	428.3	63.1	63.7
세전이익	307.7	432.1	370.9	346.3	514.2	468.3	48.5	67.1
당기순이익	230.3	336.9	275.8	256.4	380.7	346.8	48.5	65.3
자산총계	49,604	55,570	60,674	68,807	70,621	71,331	2.6	42.4
부채총계	44,587	50,132	54,887	62,725	64,458	64,821	2.8	44.6
자본총계	5,017	5,439	5,786	6,082	6,162	6,509	1.3	22.8
ROE (%)	18.4	25.8	19.7	17.3	24.9	21.9	7.6	6.4

자료: iM증권 리서치본부 추정

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
현금 및 현금성자산	9,282	12,692	14,051	15,308
FVPL금융자산	46,655	46,871	48,117	49,465
FVOCI금융자산	858	1,529	1,530	1,530
AC금융자산	15,803	15,929	16,057	16,186
종속/관계기업투자지분	1,340	1,340	1,340	1,340
기타자산	7,237	7,237	7,237	7,237
자산총계	81,174	85,599	88,332	91,066
투자자에탁금	20,274	21,950	22,045	22,141
발행어음/IMA	0	0	0	0
매도파생결합증권	9,774	9,971	10,172	10,377
차입금/사채	35,287	36,720	38,211	39,762
기타부채	9,117	9,087	9,058	9,030
부채총계	74,451	77,728	79,486	81,310
자본금	145	145	145	145
자본잉여금	1,039	1,039	1,039	1,039
이익잉여금	5,340	6,489	7,463	8,374
기타자본	180	180	180	180
비지배주주지분	18	18	18	18
자본총계	6,722	7,871	8,845	9,756

별도 재무제표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
순영업수익	2,038	2,491	2,429	2,426
수수료손익	1,023	1,502	1,460	1,443
Brokerage	689	1,221	1,168	1,139
WM	103	151	157	163
IB	270	170	175	180
기타	-39	-40	-40	-40
이자손익	495	534	543	557
트레이딩 및 기타	520	455	426	426
판매관리비	713	816	850	885
영업이익	35.0	32.8	35.0	36.5
영업외손익	1,325	1,675	1,579	1,540
세전이익	132	143	147	147
법인세	1,457	1,818	1,726	1,688
법인세율(%)	358	472	448	438
당기순이익	1,099	1,346	1,278	1,250
연결 대비 비중(%)	98.6	92.8	92.4	91.9
자산총계	68,807	72,686	75,071	77,443
연결 대비 비중(%)	84.8	84.9	85.0	85.0
부채총계	62,725	65,558	67,071	68,641
연결 대비 비중(%)	84.2	84.3	84.4	84.4
자본총계	6,082	7,128	7,999	8,802
연결 대비 비중(%)	90.5	90.6	90.4	90.2
별도 ROE(%)	19.9	20.4	16.9	14.9
별도 ROA(%)	1.9	1.9	1.7	1.6

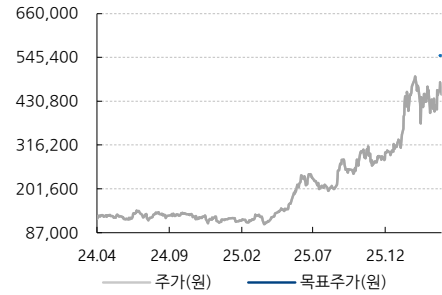
자료: 키움증권, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
순영업수익	2,396	2,865	2,814	2,825
수수료손익	1,047	1,586	1,547	1,534
Brokerage	692	1,225	1,172	1,143
WM	203	273	284	295
IB	207	135	139	143
기타	-55	-47	-47	-47
이자손익	776	809	818	843
트레이딩 및 기타	573	471	448	448
판매관리비	908	970	1,010	1,052
판매비율(%)	37.9	33.9	35.9	37.2
영업이익	1,488	1,895	1,804	1,774
영업외손익	52	78	76	76
세전이익	1,541	1,973	1,880	1,850
법인세	426	523	498	490
법인세율(%)	27.6	26.5	26.5	26.5
당기순이익	1,115	1,450	1,382	1,360
지배지분순이익	1,114	1,449	1,381	1,358
비지배지분순이익	1	1	1	1

주요투자지표				
	2025	2026E	2027E	2028E
성장성(%)				
자산	45.8	5.5	3.2	3.1
자본(지배주주지분)	20.0	17.1	12.4	10.3
순영업수익	29.8	19.6	-1.8	0.4
지배순이익	33.4	30.1	-4.7	-1.6
EPS	27.6	32.7	-4.7	-1.6
BPS	14.6	18.7	12.4	10.3
DPS	53.3	39.1	10.0	10.2
수익성(%)				
ROE	18.1	19.9	16.6	14.6
ROA	1.6	1.7	1.6	1.5
밸류에이션(배)				
PER	7.0	8.1	8.5	8.7
PBR	1.2	1.5	1.3	1.2
주당지표(원)				
EPS	41,611	55,217	52,623	51,762
BPS	250,873	297,705	334,644	369,191
보통주 DPS	11,500	16,000	17,600	19,400
주주환원(%)				
전체 배당성향	27.0	28.0	32.3	36.2
보통주 배당수익률	4.0	3.6	3.9	4.3
자본적정성(%)				
구 NCR	177.1	191.6	198.9	202.7
신 NCR	1,549.3	1,991.5	2,328.1	2,616.4

키움증권 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-21	Buy	550,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자이견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-



기업분석

<재보험>

코리안리(003690)

사이클 전환에도 계속될 안정성

<신용카드>

삼성카드(029780)

채권형 투자를 위한 주식

코리안리 (003690)

2026.04.21

사이클 전환에도 계속될 안정성

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

투자 의견 Buy, 목표주가 15,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy, 목표주가 15,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 15,000원은 Target PBR 0.95배(신종자본증권 등을 제외하고 산출한 26E~28E 평균 조정 ROE 11.8%, CoE 7.4%, 베타 1, 영구성장률 0% 기준)에 2026E 조정 BVPS(신종자본증권 등 제외 기준) 15,299원을 적용하여 도출했다. 투자 리스크로는 1) 소프트마켓 사이클로 인한 가격 협상력 약화, 2) 대형 사고로 인한 손실 변동성 우려 등을 제시한다.

소프트마켓임에도 여전히 강화된 언더라이팅 조건 긍정적

최근 재보험 시장이 소프트마켓으로 전환되고 있으나 동사의 이익체력에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상된다. 전반적인 재보험 요율 하락 기조에도 높아진 자기부담금 등 강화된 담보 인수 조건이 지속적으로 유지되고 있기 때문이다. 전체적으로 Mid-single digit 수준의 점진적인 성장 기조를 지속하는 가운데 대형 손실에도 안정적으로 이익을 관리할 수 있을 것으로 예상된다. 25년 중 상승한 신용등급(S&P 기준 A+등급)도 긍정적이다. 급격한 물량 확대가 나타나지는 않을 것으로 보이지만 해외 자동차, 배상책임보험 등 Long-tail 비즈니스에서 이전보다 사업 확대가 용이할 것으로 예상되는 만큼 점진적인 이익체력 상승을 전망한다. 최근 이란 사태로 인한 불확실성이 높아지고 있으나 통상적으로 전쟁은 대표적인 면책 사유이며 전쟁담보에 대한 재보험료가 큰 폭 상승하여 손익 측면에서는 긍정적 영향이 나타날 것으로 예상되며 해상담보도 운항 기간이 길어짐에 따라 추가적인 보험료 수입 확대를 기대할 수 있다고 판단한다. 최근 금리 상승 등에 따라 원수사들의 공동재보험 도입 필요성은 다소 낮아졌으나 원수사 입장에서 유리한 조건으로 계약을 체결할 수 있는 만큼 지속적인 도입 검토가 이뤄질 것으로 전망된다.

2026E 순이익 3,417억원(+7.9% YoY) 전망

코리안리의 26E 별도 순이익은 3,417억원(+7.9% YoY)을 전망한다. 보험손익은 2,276억원(+1.7% YoY)을 예상한다. 타이트한 언더라이팅 조건이 지속되는 등 영향으로 P&C 부문 보험손익이 3,106억원(+3.5% YoY)으로 견조한 손익을 이어갈 것으로 예상되는데 기인한다. 투자손익은 2,209억원(-7.1% YoY)을 전망한다. 특별한 평가처분손익에 대한 가정을 반영하지 않았으며 공동재보험 계약 건수 확대에 따른 관련 손익(연간 약 100억원 중반 내외 수준 추정) 증가 영향으로 경장 투자손익의 안정적인 증익 추세가 지속될 전망이다. K-ICS비율은 상대적으로 짧은 부채 듀레이션 등 영향을 감안했을 때 지속적으로 200%내외 수준에서 안정적으로 관리될 것으로 예상된다. 배당가능이익은 해약한급금준비금 영향이 크지 않은 재보험사 특성상 부담이 제한적이며 배당소득 분리과세 특례 적용을 위한 조건(배당성향 25% 및 배당금 10%씩 확대)을 지속적으로 충족시킬 전망이다. 26E DPS는 630원을 전망하며 배당수익률은 약 5.1% 수준을 기대할 수 있을 것으로 전망한다.

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	15,000원(신규)
증가(2026.04.17)	12,310원
상승여력	21.9%

Stock Indicator

자본금	97.4십억원
발행주식수	19,482만주
시가총액	2,398십억원
외국인지분율	20.5%
52주 주가	7,810~14,390원
60일평균거래량	512,551주
60일평균거래대금	6.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.0	12.0	15.9	55.6
상대수익률	-13.5	-14.2	-49.3	-93.7

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(십억원)	224	228	233	239
투자손익(십억원)	238	221	233	253
영업이익(십억원)	462	448	466	491
당기순이익(십억원)	317	342	356	375
EPS(원)	1,625	1,754	1,825	1,926
BPS(원)	14,635	15,299	15,843	16,417
PER(배)	7.1	7.0	6.7	6.4
PBR(배)	0.8	0.8	0.8	0.7
ROE(%)	11.5	11.7	11.7	11.9
배당수익률(%)	4.9	5.1	5.6	6.2

주:K-IFRS 별도 요약 재무제표

표1. 목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2026E ~ 2028F ROE 평균	11.8%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	글로벌 재보험사 밸류에이션 대비 국내 보험사 할인 수준 반영	40%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.95
목표주가	2026F 조정 BPS 15,299 원에 Target PBR 적용	15,000
현재가		12,310
Upside / Downside		21.9%
투자이견		매수

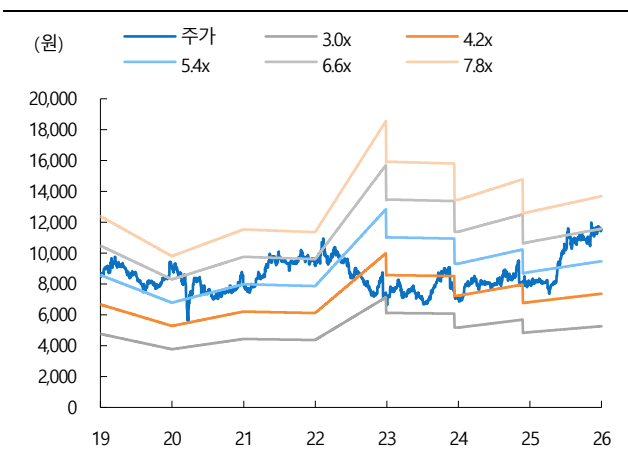
자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		45%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	13.3%
COE	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-35.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.16
목표주가(Bull case)	2026F 조정 BPS 15,299 원에 Target PBR 적용	17,800
Downside case		-19%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	8.8%
COE	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-45.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.65
목표주가(Bear case)	2026F 조정 BPS 15,299 원에 Target PBR 적용	10,000

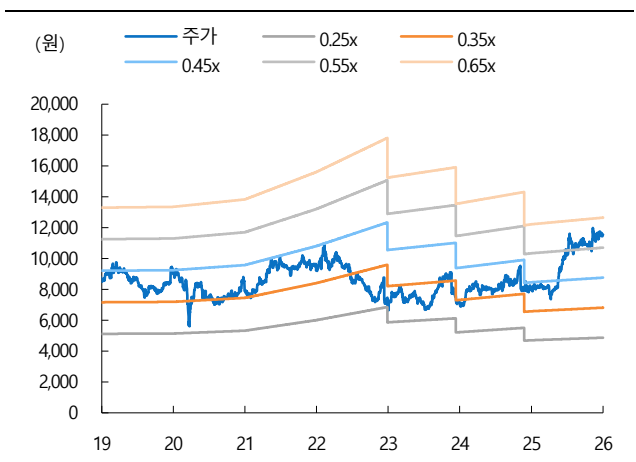
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. PBR 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

표3. 코리안리 실적 추이 및 전망

(%, 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	% QoQ	% YoY
보험손익	70.6	89.1	77.1	-13.0	75.1	108.3	66.8	-22.5	흑전	6.3
L&H부문	8.2	56.4	-20.8	2.1	7.3	31.0	35.9	-59.8	247.1	-11.7
CSM상각	19.6	19.1	19.0	17.5	19.3	19.3	19.2	18.5	10.1	-1.6
RA해제	7.5	6.8	6.4	6.5	6.2	6.3	6.2	6.2	-4.8	-16.8
예실차	1.8	-15.3	-38.3	85.6	-13.2	10.5	15.4	0.6	적전	적전
손실계약비용 및 기타	-20.6	45.8	-7.8	-107.5	-5.0	-5.0	-5.0	-85.0	적지	적지
P&C 부문	86.3	58.7	127.3	0.0	92.5	104.0	61.2	52.9	203,819.5	7.1
합산비율(IFRS17)	84.0	89.8	77.9	100.0	82.8	82.2	90.5	91.8	-17.2	-1.5
기타사업비	24.0	26.0	29.4	15.1	24.7	26.7	30.3	15.6	63.2	3.0
투자손익	45.1	46.8	67.7	78.1	57.8	52.9	54.3	55.8	-26.0	28.1
투자손익(환효과 제외)	51.0	53.7	67.0	82.1	57.8	52.9	54.3	55.8	-29.6	13.4
자산운용손익	99.9	108.4	120.2	136.0	110.4	106.1	107.4	110.4	-18.8	10.5
보험금융손익	-48.9	-54.7	-53.2	-53.9	-52.6	-53.1	-53.2	-54.5	적지	적지
외화관련손익	-5.8	-6.9	0.7	-4.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-100.0	-100.0
영업이익	115.7	135.9	144.8	65.1	132.9	161.2	121.0	33.3	104.0	14.8
세전이익	115.1	135.6	142.6	61.4	132.3	160.8	120.2	30.5	115.4	15.0
당기순이익	90.6	105.0	74.2	46.9	100.9	123.6	93.2	24.1	115.2	11.4
자산총계	12,890	13,019	13,447	14,000	14,208	14,291	14,399	14,849	1.5	10.2
운용자산	10,656.1	10,771.2	11,182.0	11,684.0	11,876.0	12,028.2	12,184.0	12,689.0	1.6	11.4
부채총계	9,493.5	9,537.2	9,864.1	10,340.3	10,532.7	10,545.4	10,561.5	11,059.9	1.9	10.9
원수/수재보험 CSM 잔액	987.8	979.4	978.7	938.1	1,018.3	1,008.7	1,006.7	965.5	8.5	3.1
자본총계	3,396.1	3,481.9	3,583.1	3,659.5	3,675.4	3,745.3	3,837.9	3,788.8	0.4	8.2
신종자본증권	808.2	808.2	808.2	808.2	808.2	808.2	808.2	808.2	0.0	0.0
비상위험준비금	1,417.3	1,434.8	1,451.8	1,450.3	1,469.9	1,494.2	1,519.3	1,541.8	1.3	3.7
해약환급금준비금	93.9	84.1	85.4	71.8	72.2	72.5	72.9	73.3	0.5	-23.1
ROE (%)	13.8	16.0	10.9	6.7	14.1	17.0	12.5	3.2	7.4%p	0.3%p

자료: iM증권 리서치본부 추정

표4. 2025년 주요 대형 재해 손실 추이

고객사고(누계, 십억원)	시기	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
전체 합계		121.5	145.5	147.7	211.6
LA산불	25.01	51.5	47.9	49.1	45.9
미안마 지진	25.03	37.0	51.8	36.1	36.3
영남 산불	25.03	33.0	26.1	24.7	24.5
금호타이어 화재	25.05		19.7	19.7	19.7
집중호우	25.07			18.1	18.0
홍콩 타이포 아파트단지 화재	25.11				33.8
동남아 홍수	25.11				33.4

자료: 코리안리, iM증권 리서치본부

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	11,684	12,689	13,641	14,568
현금 및 예치금	410	635	853	1,097
유가증권	10,758	11,531	12,256	12,930
대출금	349	356	363	370
부동산	167	168	170	171
비운용자산	2,316	2,160	1,992	1,811
특별계정자산	0	0	0	0
자산총계	14,000	14,849	15,633	16,379
책임준비금	9,607	10,297	10,944	11,546
CSM잔액(원수)	930	957	982	1,006
기타부채	734	763	794	827
특별계정부채	0	0	0	0
부채총계	10,340	11,060	11,738	12,373
자본금	97	97	97	97
신종자본증권	808	808	808	808
자본잉여금	139	139	139	139
이익잉여금	2,528	2,657	2,763	2,875
비상위험준비금	1,450	1,542	1,637	1,737
자본조정	-134	-134	-134	-134
기타포괄손익누계액	221	221	221	221
자본총계	3,659	3,789	3,895	4,007

주요투자지표(1)				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
보험수익				
P&C 전체	3,525	3,648	3,804	3,976
국내 P&C	1,795	1,708	1,781	1,862
해외수재	1,730	1,940	2,023	2,114
L&H 전체	1,353	1,764	1,766	1,769
순보험수익				
P&C 전체	2,324	2,404	2,508	2,620
국내 P&C	922	821	856	895
해외수재	1,402	1,583	1,651	1,725
L&H 전체	1,318	1,740	1,743	1,747
합산비율(IFRS17 추이)				
P&C 전체	88.3	87.1	87.4	87.8
해외수재	85.8	85.1	85.5	85.9
L&H 전체	96.5	99.2	98.9	98.7
투자이익 (환 영향 제외)				
총 운용수익률	4.2	3.6	3.5	3.5
경상 운용수익률	3.8	3.6	3.5	3.5
손익구성				
보험손익	48.5	50.8	50.0	48.6
투자손익	51.5	49.2	50.0	51.4
자본적정성				
지급여력비율(K-ICS)	197.8	200.9	197.5	199.5

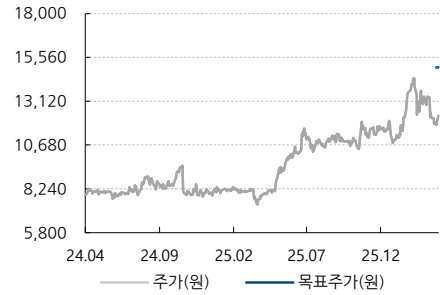
자료: 코리안리, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	224	228	233	239
L&H보험	46	14	18	22
CSM상각	75	76	79	82
RA해제	27	25	26	27
예실차	34	13	14	14
손실계약비용 및 기타	-90	-100	-100	-100
P&C보험	272	311	315	320
(기타사업비)	95	97	100	103
투자손익	238	221	233	253
투자손익(환효과 제외)	254	221	233	253
자산운용손익	465	434	461	495
- 평가처분손익	56	0	0	0
보험금융손익	-211	-213	-228	-242
외화관련손익	-16	0	0	0
영업이익	462	448	466	491
영업외손익	-2	-4	-3	-3
세전이익	455	444	460	486
법인세비용	138	102	105	111
법인세율(%)	30.4	23.0	22.7	22.8
당기순이익	317	342	356	375

주요투자지표(2)				
	2025	2026E	2027E	2028E
성장성지표(%)				
운용자산증가율	9.4	8.6	7.5	6.8
CSM증가율	3.6	2.9	2.6	2.4
P&C 보험수익 증가율	-3.9	3.5	4.3	4.5
L&H 보험수익 증가율	-1.5	30.4	0.1	0.1
보험손익 증가율	12.9	1.7	2.4	2.4
투자손익 증가율	45.5	-7.1	5.5	8.4
BPS증가율	7.8	4.5	3.6	3.6
당기순이익증가율	11.0	7.9	4.1	5.5
주당지표(원)				
EPS	1,625	1,754	1,825	1,926
BPS	14,635	15,299	15,843	16,417
EV(BV+CSM)	19,408	20,212	20,885	21,578
보통주배당금	570	630	695	765
보통주 배당수익률(%)	4.9	5.1	5.6	6.2
Valuation 지표				
PER(배)	7.1	7.0	6.7	6.4
PBR(배)	0.8	0.8	0.8	0.7
P/EV(배)	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE(%)	11.5	11.7	11.7	11.9
ROA(%)	2.4	2.4	2.3	2.3
배당성장률(%)	31.8	32.6	34.5	36.0

코리안리 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-21	Buy	15,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자이견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-

삼성카드 (029780)

2026.04.21

채권형 투자를 위한 주식

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

투자 의견 Buy, 목표주가 63,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy, 목표주가 63,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 63,000원은 Target PBR 0.76배(26E~28E 평균 ROE 6.7%, CoE 5.7%, 베타 0.65, 영구성장률 0% 기준)에 2026E BVPS 82,463원을 적용하여 도출했다. 투자 리스크로는 1) 경기 둔화로 인한 소비 침체, 2) 가계대출 총량규제로 인한 성장 제약, 3) 카드론, 현금서비스 관련 대손비용 악화 우려 등을 제시한다.

안정적인 주가와 채권 이자보다 나은 배당수익률

삼성카드의 가장 큰 매력은 안정성이다. 보수적인 운영 기조로 카드채 등 조달 만기를 안정적으로 가져가고 있으며 내실 중심 경영 기조를 통해 건전성 지표 및 대손비용을 안정적으로 관리함으로써 과거 고금리 시기에도 안정적으로 실적을 방어해왔다. 이를 바탕으로 DPS를 꾸준히 우상향시키고 있어 2020년 이후 매년 배당수익률은 5%를 상회해왔다. 주가가 베타가 매우 낮아 시장 변동에도 매우 안정적인 흐름을 가지고 있다는 점에서 채권형 투자에 가장 적합한 종목이라고 판단한다. 특히 동사의 경우 40%를 상회하는 배당성향으로 최근 배당소득 분리과세가 적용되는 만큼 표면적인 배당수익률 이상으로 실질적인 수익을 기대할 수 있다는 점에서 오히려 현재 주가 기준으로는 카드채보다 매력이 높다고 판단한다. 최근 금리 상승으로 카드채 금리가 약 4% 수준까지 올라왔음을 감안하더라도 26E DPS 2,800원 기준으로 채권 이자를 상회하는 수익률을 충분히 기대할 수 있다는 점에서 배당 중심 접근이 유효하다고 판단한다.

2026E 지배순이익 5,953억원(-7.8% YoY) 전망

삼성카드의 2026E 지배순이익은 5,953억원(-7.8% YoY)을 전망한다. 이란 사태 등에 따라 최근 높아진 시장금리 변동성, 대손 관련 불확실성을 감안하여 최대한 보수적인 가정을 적용함에 따라 컨센서스 대비 낮은 실적을 예상하고 있으나 금리 환경의 안정화, 유의미한 경기 회복 등이 나타날 경우 예상치를 크게 상회하는 실적이 나타날 수 있다고 판단한다. 26E 신용판매수익은 2조6,033억원(+4.3% YoY)을 예상한다. 최근 동사가 적극적으로 M/S를 확대하고 있는 만큼 이용액 증가가 예상되나 마케팅 확대에 따른 비용 부담이 수반됨에 따라 점진적인 실적 개선이 나타날 전망이다. 카드론 손익은 9,812억원(+6.7% YoY)을 예상하며 연초 가파른 카드론 수요 확대에 따른 평잔 효과가 나타날 전망이다. 이자비용은 6,869억원(+15.1% YoY)을 예상하며 최근 금리 변동에 따라 신규조달금리가 상승하며 부담이 일부 나타날 전망이다. 대손비용은 6,851억원(-5.1% YoY)을 예상하며 25년 하반기부터 전반적인 연체율 등 개선 추세가 이어지고 있으나 M/S 확대에 따른 영향 등으로 점진적인 감소세를 전망한다. 26E DPS는 보수적으로 전년대와 동일한 2,800원을 예상하며 약 5.1%의 배당수익률을 기대할 수 있는 만큼 배당 중심 채권형 투자 관점의 매력이 여전히 유효하다고 판단한다.

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	63,000원(신규)
증가(2026.04.17)	54,400원
상승여력	15.8%

Stock Indicator	
자본금	614.8십억원
발행주식수	11,586만주
시가총액	6,303십억원
외국인지분율	5.6%
52주 주가	40,150~67,400원
60일평균거래량	109,903주
60일평균거래대금	6.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.0	2.8	10.0	34.0
상대수익률	-16.5	-23.4	-55.2	-115.3

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
영업수익(십억원)	4,383	4,445	4,487	4,640
영업이익(십억원)	854	791	823	870
지배순이익(십억원)	646	595	619	654
EPS(원)	5,575	5,138	5,342	5,649
BPS(원)	79,986	82,463	85,237	88,306
PER(배)	10.0	10.6	10.2	9.6
PBR(배)	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE(%)	7.4	6.6	6.6	6.8
배당수익률(%)	5.0	5.1	5.1	5.1
배당성향(%)	46.3	50.2	48.3	45.7

주

표1. 목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2026E ~ 2028F ROE 평균	6.7%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 0.65 기준	5.7%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	과도한 잉여자본 및 규제 및 제도 이슈에 따른 영향 종합적으로 반영	35%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.76
목표주가	2026F 조정 BPS 82,463 원에 Target PBR 적용	63,000
현재가		54,400
Upside / Downside		15.8%
투자이견		매수

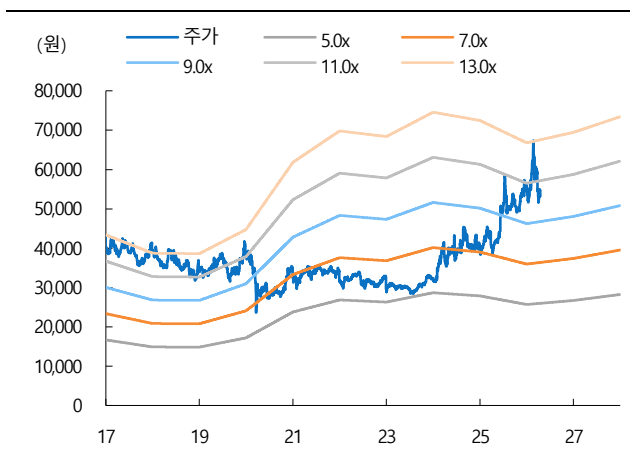
자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		33%
Sustainable ROE	신용판매 수익 개선, 카드론 성장, 대손비용 축소, 조달비용 부담 완화	7.2%
COE	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 0.65 기준	5.7%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	점유율 상승 등 영향으로 할인율 축소	-30.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.88
목표주가(Bull case)	2026F 조정 BPS 82,463 원에 Target PBR 적용	72,500
Downside case		-18%
Sustainable ROE	신용판매 수수료를 인하, 카드론 성장 제약, 대손비용 확대, 조달비용 부담 심화	5.2%
COE	무위험수익률 2.55%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 0.65 기준	5.7%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	점유율 하락, 규제 심화 등 요인으로 할인율 확대	-40.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.54
목표주가(Bear case)	2026F 조정 BPS 82,463 원에 Target PBR 적용	44,800

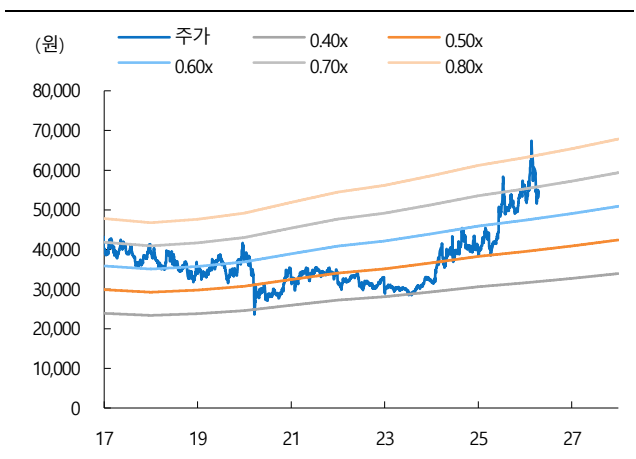
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. PBR 밴드 추이



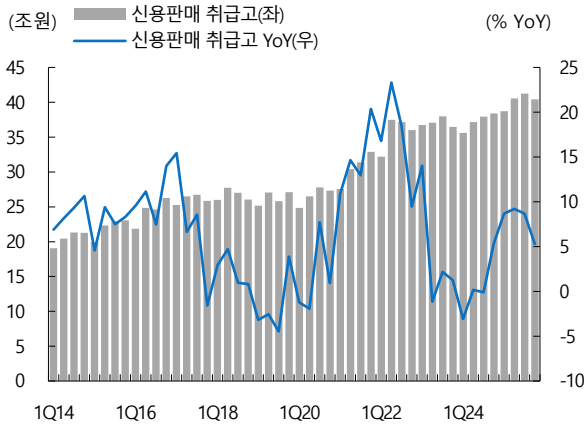
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

표3. 삼성카드 실적 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	QoQ	YoY
영업수익	1,067	1,257	1,008	1,050	1,283.5	988	22.2%	20.2%
신용카드 사업	879	886	912	926	922.4	934	-0.4%	5.0%
신판	610	610	632	643	632.3	642	-1.7%	3.6%
카드론	223	229	233	234	241.7	248	3.5%	8.3%
현금서비스	45	47	47	49	48.5	44	-1.9%	7.5%
할부/리스 사업	58	62	56	58	61.5	61	6.4%	6.6%
할부금융	4	4	4	4	3.9	4	3.3%	5.7%
리스	53	56	51	52	56.7	56	8.9%	7.6%
일반대출	1	2	2	2	0.9	1	-53.8%	-30.8%
기타	131	310	40	66	299.5	-7	352.5%	128.3%
영업비용	648	872	601	686	901.0	621	31.3%	38.9%
이자비용	136	145	153	163	167.7	168	2.6%	23.6%
판관비	476	503	488	536	517.2	535	-3.5%	8.7%
기타비용	37	225	-40	-13	216.1	-82	흑전	487.1%
총당금 적립전 영업이익	419	385	407	364	382.5	366	5.0%	-8.7%
대손충당금 적립액	174	185	193	170	170.6	171	0.6%	-1.9%
영업이익	245	200	214	195	211.9	196	8.9%	-13.5%
영업외손익	2	2	2	-1	1.1	1	흑전	-39.1%
세전이익	247	202	216	194	213.0	197	10.0%	-13.7%
법인세	62	51	54	45	53.2	49	18.3%	-14.5%
당기순이익	184	151	162	149	159.7	147	7.5%	-13.4%
(%, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	QoQ	YoY
Credit cost (%)	2.54	2.63	2.65	2.29	2.29	2.25	0.00	-0.25
고정이하여신비율(%)	0.82	0.77	0.74	0.74	0.73	0.70	-0.01	-0.09

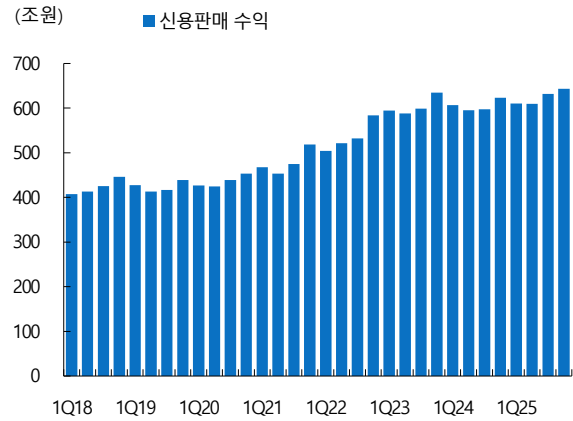
자료: 삼성카드, iM증권 리서치본부 추정

그림3. 신용판매 취급고 추이



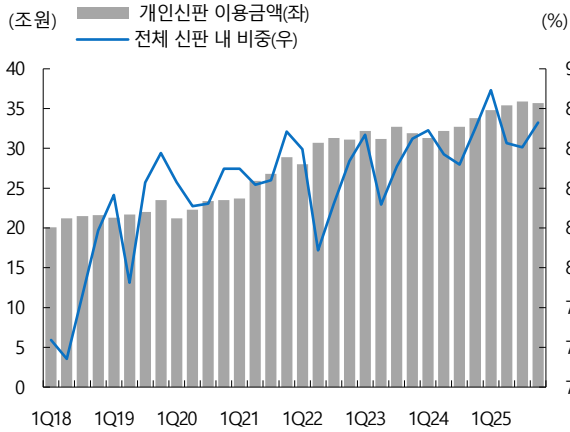
자료: 삼성카드, iM증권 리서치본부

그림4. 신용판매 수익 추이



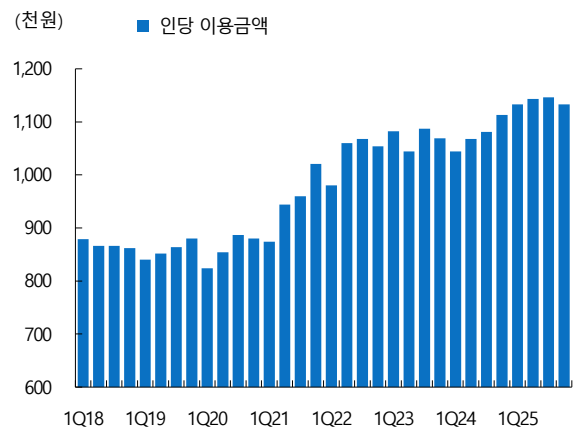
자료: 삼성카드, iM증권 리서치본부

그림5. 개인신판 이용금액 추이



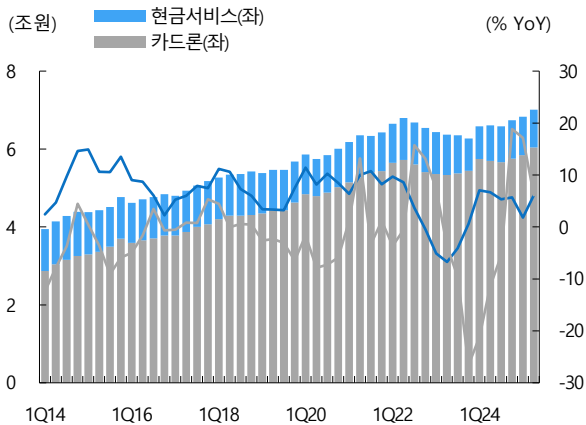
자료: 삼성카드, iM증권 리서치본부

그림6. 인당 이용금액 추이



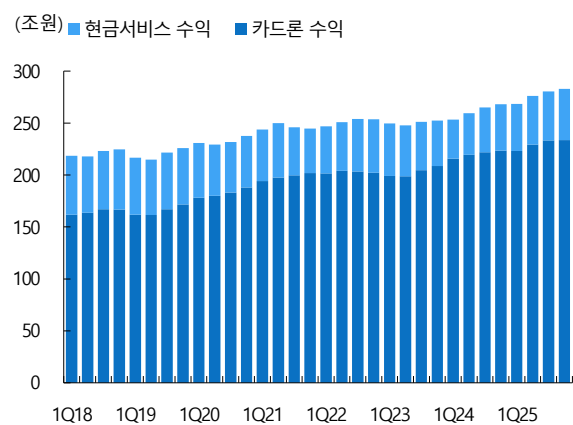
자료: 삼성카드, iM증권 리서치본부

그림7. 현금서비스/카드론 잔액 추이



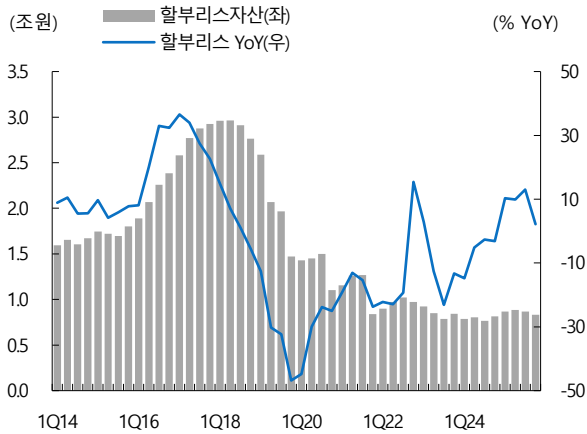
자료: 삼성카드, iM증권 리서치본부

그림8. 현금서비스/카드론 수익 추이



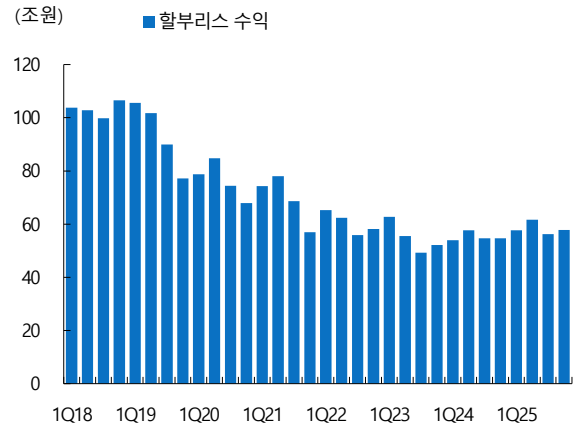
자료: 삼성카드, iM증권 리서치본부

그림9. 할부리스 자산 추이



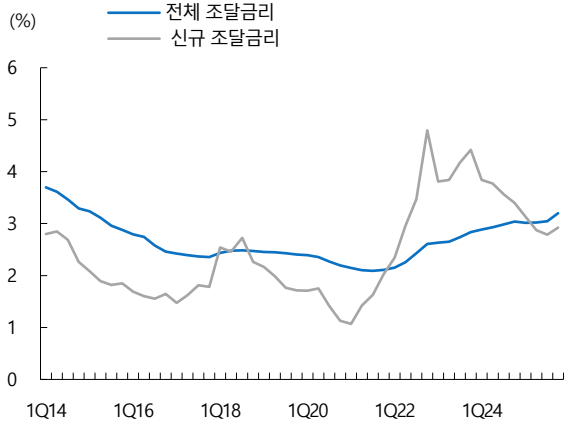
자료: 삼성카드, iM증권 리서치본부

그림10. 할부리스 수익 추이



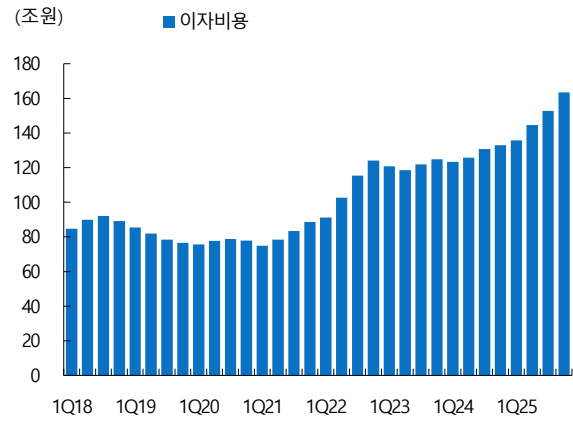
자료: 삼성카드, iM증권 리서치본부

그림11. 조달금리 추이



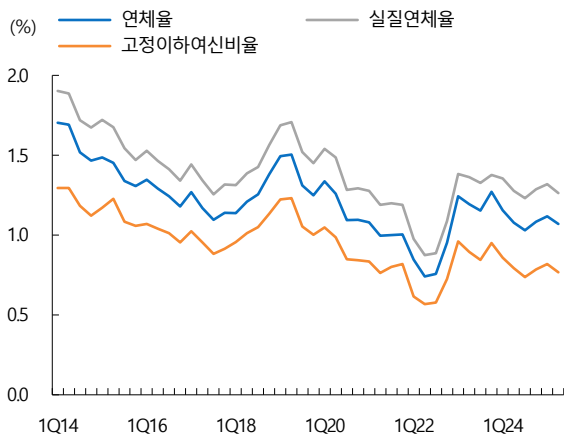
자료: 삼성카드, iM증권 리서치본부

그림12. 조달비용 추이



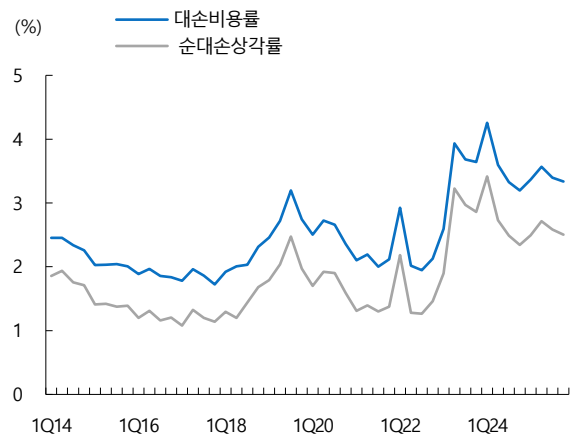
자료: 삼성카드, iM증권 리서치본부

그림13. 연체율 및 NPL비용 추이



자료: 삼성카드, iM증권 리서치본부

그림14. 대손상각률 추이



자료: 삼성카드, iM증권 리서치본부

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
현금 및 예치금	978	1,146	1,242	1,330
유가증권	1,567	1,610	1,653	1,698
상품자산	28,285	30,803	33,153	35,982
신용카드사업	27,387	29,895	32,235	35,054
할부리스사업	898	908	918	929
기타자산	1,345	1,180	1,096	1,010
전체 자산	32,175	34,738	37,145	40,020
차입부채	20,656	22,704	24,715	27,183
차입금	2,603	2,603	2,603	2,603
사채	18,053	20,101	22,112	24,580
기타부채	2,655	2,884	2,958	3,009
부채총계	23,311	25,588	27,673	30,192
자본금	615	615	615	615
기타불입자본	1,538	1,538	1,538	1,538
기타자본구성요소	148	138	139	139
자본 총계	8,863	9,150	9,472	9,827
부채 및 자본 총계	32,175	34,738	37,145	40,020

주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
성장성				
영업수익(y-y)	0.0	1.4	1.0	3.4
신판(y-y)	3.0	4.3	4.2	4.8
카드론(y-y)	4.4	6.7	-0.1	1.0
현금서비스(y-y)	13.8	2.1	2.3	-1.1
영업이익(y-y)	-3.6	-7.4	4.0	5.8
당기순이익(y-y)	-2.8	-7.8	4.0	5.7
건전성				
실질 연체율	1.2	1.2	1.2	1.2
Coverage ratio	304.2	265.6	206.9	161.2
Coverage ratio(+대환론)	231.8	190.9	142.0	104.9
고정이하여신비율(%)	0.7	0.7	0.6	0.6

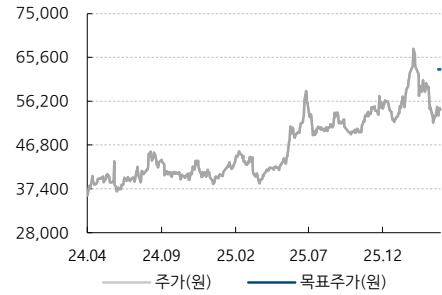
포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
영업수익	4,383	4,445	4,487	4,640
신용카드 사업	3,603	3,777	3,891	4,030
신판	2,495	2,603	2,714	2,845
카드론	919	981	981	991
현금서비스	189	192	197	195
할부/리스 사업	233	235	239	241
할부금융	15	15	16	16
리스	212	216	219	222
일반대출	7	4	4	4
기타	547	432	357	368
영업비용	2,808	2,969	2,969	3,074
총당금 적립전 영업이익	1,575	1,476	1,517	1,566
대손충당금 적립액	721	685	695	697
영업이익	854	791	823	870
세전이익	858	794	825	873
법인세율	24.7%	25.0%	25.0%	25.0%
당기순이익	646	595	619	654

Valuation 지표				
	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표				
EPS	5,575	5,138	5,342	5,649
BPS	79,986	82,463	85,237	88,306
DPS	2,800	2,800	2,800	2,800
PER	10.0	10.6	10.2	9.6
PBR	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE	7.4	6.6	6.6	6.8
ROA	2.1	1.8	1.7	1.7
배당수익률	5.0	5.1	5.1	5.1
배당성향	46.3	50.2	48.3	45.7
Leverage ratio	3.6	3.8	3.9	4.1
자기자본비율(%)	30.4	29.0	28.1	27.0

자료: 삼성카드, iM증권 리서치본부

삼성카드 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-21	Buy	63,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자이견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-