

2026년하반기전망

[증권/보험]

냉탕 과 열탕



15°C



42°C

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

더 나은 가치, 함께하는 미래 iM More, iM Fine



CONTENTS

[산업분석]

| | |
|---------------------------|----|
| Summary | 4 |
| I. [증권] 돌아온 천수답 | 6 |
| II. 발행어음/IMA으로 더욱 커지는 역할 | 14 |
| III. 향후 관건은 기울기 | 18 |
| IV. [보험] 개선의 바람 | 24 |
| V. 실손 제도 개편에 대한 기대 | 31 |
| VI. Turn around 관점의 접근 유효 | 35 |

[기업분석]

<증권>

| | |
|----------------|----|
| 한국금융지주(071050) | 39 |
|----------------|----|

<보험>

| | |
|----------------|----|
| DB손해보험(005830) | 44 |
|----------------|----|



산업분석

I. [증권] 돌아온 천수답

1. 1Q26실적: 거래대금과 레버리지 확대의 양상불
2. 지속적인 거래대금 확대 기조 예상
3. 확대된 레버리지
4. IB 부문은 다소 부진 추세 지속

II. 발행어음/IMA으로 더욱 커지는 역할

1. 수수료에서 투자로 전환되는 핵심 메커니즘
2. 리스크 관리에 대한 고민 병행 필요

III. 향후 관건은 기울기

1. 거래대금 증가의 기울기와 맞물릴センチ먼트
2. 4개 분류에 기반한 증권업종 접근

IV. [보험] 개선의 바람

1. 1Q26실적: One-off 요인이 크게 반영된 실적
2. Quality 중심으로 전환되고 있는 신계약 추세
3. 남아있는 계리적 가정 관련 부담에 대한 고민은 필요
4. 금리 상승과 함께 해소된 자본 부담

V. 실손 제도 개편에 대한 기대

1. 관리급여 제도 도입에 따른 Upside
2. 예실차 개선에 기반한 실적 Turn around 기대 가능

VI. Turn around 관점의 접근 유효

1. 조건은 모두 갖춰진 상황
2. 종합적인 요인을 고려한 접근 필요

Summary

[증권]

1Q26 커버리지 증권업종의 실적은 1) 브로커리지 손익, 2) 운용손익 개선 등에 힘입어 합산 기준 3조3,140억원(+135% YoY)을 시현했다. ROA는 브로커리지 수수료, 평가처분손익/기타손익 중심으로 큰 폭으로 개선되었으며 자산도 1) 고객 예탁금 증가, 2) ELS/RP 등 금융상품 판매 증가, 3) 발행어음/IMA 판매 확대 등 조달이 큰 폭으로 확대되며 가파른 성장을 보였다.

IB 부문 수수료 실적은 상대적으로 부진한 흐름이 지속되고 있다. 다만 이전과 다르게 기업금융이 전통적인 수수료 기반이 아닌 자기자본을 활용한 투자형 모델로 변화하고 있는 점에 대한 고려는 필요하다고 판단한다. 발행어음, IMA의 경우 개인 비중이 다소 높다는 점에서 IB 부문 투자 자원 마련에 있어 리테일 채널 측면의 강점이 이전보다 더욱 강하게 요구될 전망이다.

발행어음/IMA의 경우 이전보다 더욱 증권사의 투자 역량의 중요도가 더욱 높아지는 금융상품이라고 판단한다. ELS 등의 투자자산 상당부분이 채권으로 구성되는 반면 발행어음/IMA의 경우 기업금융, 모험자본, 부동산 등에 대한 한도가 존재하나 세부적으로는 다양한 수단을 활용할 수 있는 만큼 이전보다 투자 역량의 중요도가 높아졌기 때문이다. 다만 투자자산의 보유 및 시장 경쟁 심화 등 이전보다 높아진 리스크에 대한 고민 병행이 필요할 것으로 전망한다.

증권업종은 26년 YTD 기준 커버리지 금융업종 내 가장 큰 폭으로 주가가 상승하며 투자자들의 관심을 받아왔다. 증권업종의 이익과 주가가 대체로 양호한 움직임을 보여왔으나 한 편에서는 피크아웃에 대한 우려가 지속적으로 제기되고 있다. 위험자산 투자 심리 개선, 거래대금 확대 등이 나타나는 동시에 금리 등 대내외 매크로 환경의 부담이 가중되고 있어 불확실성이 높아지고 있기 때문이다.

이를 파악하는 핵심 지표로 거래대금 추이를 제시하며 절대적인 규모보다는 증가 폭의 기울기 수준이 향후センチ먼트 등을 결정할 것으로 전망한다. 실제로 증권업종 주가가 가장 가파르게 상승한 1Q26 중 거래대금은 전분기 대비 81% 증가하는 모습이 나타났다. 향후에도 거래대금 상승 폭의 기울기와 매크로 영향으로 인한 지수 방향성 등에 좌우되는 주가 흐름이 나타날 것으로 전망한다.

당사는 커버리지 증권업종을 1. 거래대금 민감도가 높은 회사, 2. 레버리지를 적극적으로 활용하는 회사, 3. 투자자산 가치가 부각되는 회사, 4. 배당 매력력이 높은 회사 등 4가지로 분류하고 있으며 정책적 방향 등을 감안했을 때 1. 및 2. 유형의 회사의 매력력이 높다고 판단한다. Top pick을 한국금융지주를 제시한다.

[보험]

1Q26 커버리지 보험업종의 실적은 대체로 One-off 요인이 변수로 작용하는 모습이 나타났다. 일회성 요인을 제외하면 전반적인 이익 측면의 부담 요인이 지속되고 있다고 판단한다. 위험손해를 상승 기조가 지속되며 보험금 예실차 중심으로 예실차 부진 추세가 지속되고 있으며 손해보험의 경우 자동차보험 중심으로 PAA 보험 손익 부진 추세가 지속되고 있다. 업종 전반적으로 수익성 중심 사업 기조를 추진함에 따라 언더라이팅이 강화되며 신계약 규모가 축소되고 CSM 배수가 개선되고 있는 점은 긍정적이다. 향후 판매채널에 대한 제도 도입도 보험업종에 있어 긍정적이라고 판단한다.

여전히 계리 감독 선진화 방안에 따른 부담이 남아있는 점은 고민이 필요하다고 판단한다. 다만 IFRS17 전환 이후 지속적인 계리적 가정 강화에 따라 보험료 산정 시 반영되는 핵심 가정인 손해율과 사업비율, 해지율 등을 보수적으로 반영하고 있음을 감안할 때 2027년부터는 본격적으로 가정 관련 불확실성에서 벗어나며 Turn around 관점의 접근이 유효할 것으로 전망한다. 최근 시장금리 상승에 따라 전반적으로 자본 측면의 부담은 완화된 상황이다. 장기선도금리 및 관찰만기 조정이 없어 부채 측면의 부담이 제한된 가운데 이란 사태 등 영향으로 채권금리가 가파르게 상승함에 따라 순자산 측면의 부담이 개선된데 기인한다.

하반기 중 손해보험 업종에 있어 가장 크게 영향이 나타날 이슈로 실손 제도 개편을 제시한다. 관리급여 도입 등에 따라 지급보험금 감소를 바탕으로 이익체력 측면의 개선을 기대할 수 있을 것으로 예상되기 때문이다. 25년 보험손익 기준으로 당사 추정 보험금 감소 규모 적용 시 약 5%~23%의 보험손익 개선을 기대할 수 있을 것으로 전망한다. 한편 단기적으로는 관리급여 시행에 따른 손익 개선을 기대할 수 있을 것으로 예상하나 중장기적 관점에서는 실손 요율 인상이 제한되며 가정 관련 변동이 나타날 수 있다는 점에 대한 고민이 필요할 전망이다.

보험업종은 26년 5월 초까지 YTD 기준으로 보유 중인 삼성전자 지분 가치에 기반한 트레이딩이 나타난 삼성생명 등을 제외한 나머지 보험사의 경우 특별한 모멘텀 없이 시장을 크게 Underperform하는 모습이 지속되었다. 다만 최근 금리 등 시장을 둘러싼 대내외 환경은 대체로 보험업종에 있어 긍정적이라 판단한다. 보험업종에 대한 접근은 크게 3가지를 제시한다. 1) 실손 제도 개선의 경우 현대해상, 한화손보 등의 민감도가 높게 나타날 것으로 예상하며 2) 보유 중인 삼성전자 지분 가치의 경우 삼성생명, 삼성화재 등의 주가에 영향을 미칠 것으로 예상된다. 3) 배당 재개 기대감의 경우 현재 배당이 어려운 회사보다 이미 배당이 가능한 회사의 배당가능이익 확대에 따른 적극적인 주주환원에 주목할 필요가 있다고 판단한다. Top pick으로는 실손 관련 개선 기대감이 존재하는 가운데 배당 관련 불확실성이 적고 일회성 요인 소멸이 기대되는 DB손보를 제시한다. 내러티브 및 제도 개선에 대한 공격적 베팅 관점에서는 현대해상과 한화손보가 부합한다.

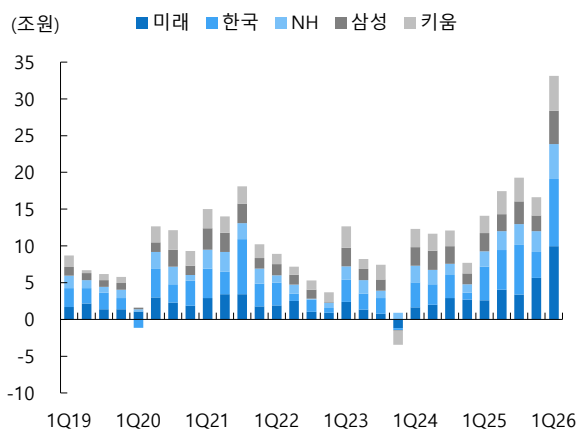
I. [증권] 돌아온 천수답

1. 1Q26실적: 거래대금과 레버리지 확대의 양상블

1Q26 커버리지 증권업종의 실적은 1) 거래대금 확대에 기반한 브로커리지 손익 개선, 2) 위험자산 가격 상승, 배당 확대 등에 따른 운용손익 개선 등에 힘입어 합산 기준 3조3,140억원(+135% YoY)를 기록하며 큰 폭의 이익 상승을 시현했다.

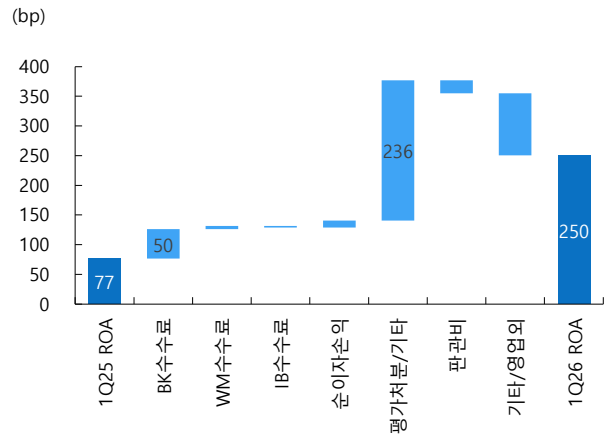
커버리지 증권사들의 ROA를 살펴보면 공통적으로 브로커리지 수수료손익의 ROA 개선 기여도가 큰 폭으로 나타났으며 평가처분손익/기타손익의 경우 회사마다 세부적인 핵심 요소는 달랐지만(해외 혁신기업 투자자산 가치 상승, 발행어음 북 관련 투자손익, ETF LP 관련 운용 손익 등) 금리 상승으로 인한 채권 관련 손익 부진에도 불구하고 증시 활성화 등에 따라 전반적인 위험자산 가격이 상승하며 ROA 레벨 개선에 기여하는 모습이 나타났다.

그림1. 증권업종 - 지배순이익 추이



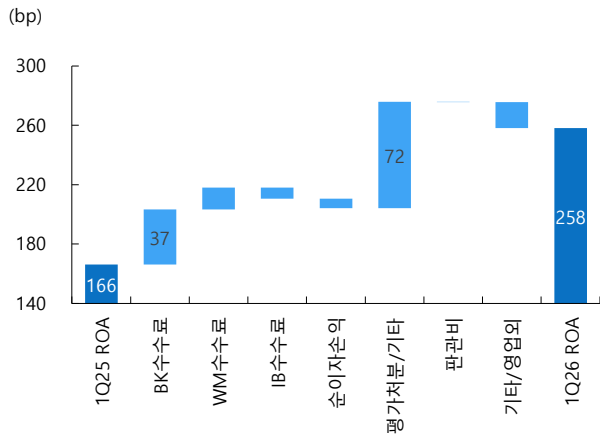
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림2. 미래에셋증권 - ROA Movement



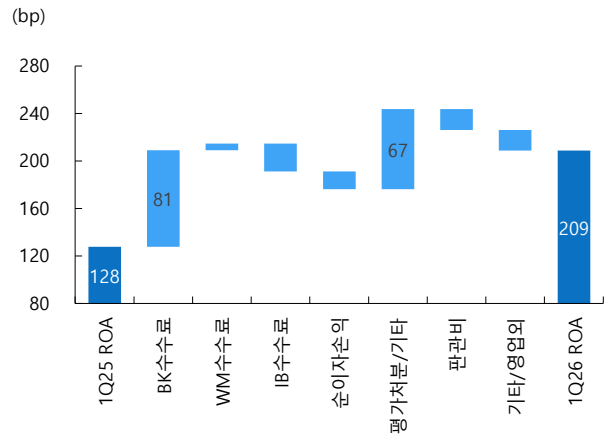
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림3. 한국금융지주 - ROA Movement



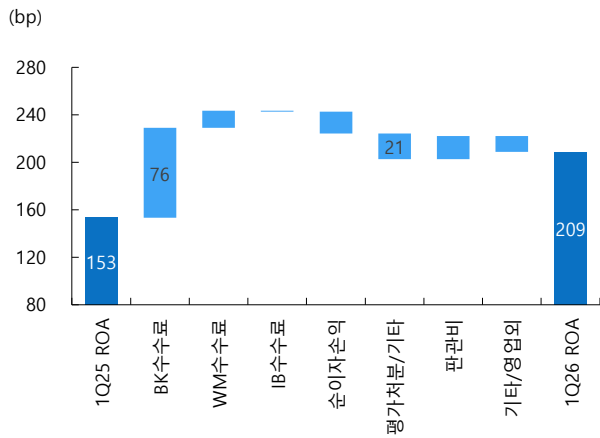
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림4. NH투자증권 - ROA Movement



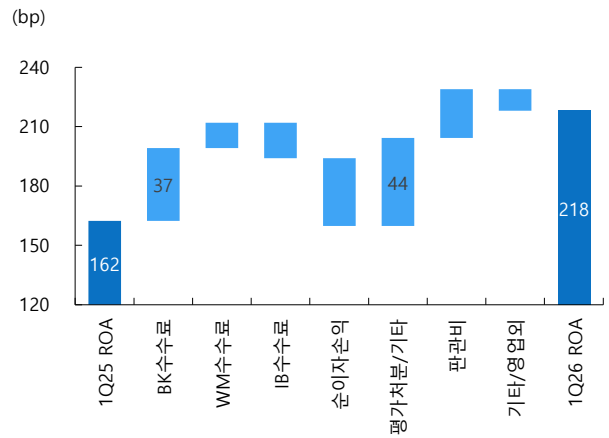
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림5. 삼성증권 - ROA Movement



자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림6. 키움증권 - ROA Movement



자료: 각사, iM증권 리서치본부

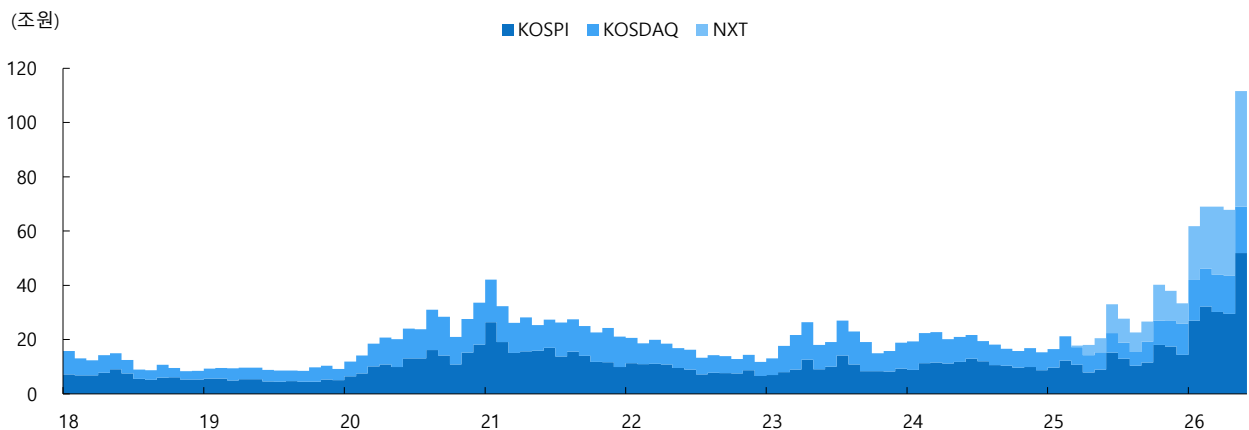
2. 지속적인 거래대금 확대 기조 예상

국내 증시의 거래대금 확대 기조가 지속되고 있음을 감안했을 때 향후에도 브로커리지 수수료는 높은 수준을 지속할 것으로 전망한다. 반도체 업황에 힘입어 글로벌 주요 증시 중 가장 양호한 상승세를 보이고 있으며 외국인 통합계좌 서비스 출시 등에 따라 해외 투자자들의 접근성이 개선되는 등 이전보다 국내 증시의 매력력이 높아진데 기인한다. 아직 IBKR을 통한 외국인 투자자 유입 규모에 대한 구체적인 데이터가 제공되지 않고 있으며 인터브로커에 대한 정산 등 추가적인 이익 기여도 등에 대한 파악이 필요할 것으로 예상되나 과거보다 전반적인 투자자 저변이 확대되고 있는 자체만으로도 긍정적 영향을 기대할 수 있다고 판단한다.

실제로 NXT를 포함하여 4Q26 중 약 37조원 수준에 달하던 일평균 거래대금은 1Q26 중 약 67조원 수준으로 확대되었으며 2Q26은 현재까지 누계 약 78조원 수준으로 상승 추세가 지속되고 있다. 증권업종 이익체력의 핵심 요소인 거래대금의 지속적인 확대 기조를 감안했을 때 26년 연중 양호한 이익체력을 시현할 수 있는 기반 자체는 확실히 마련되어 있다고 판단한다.

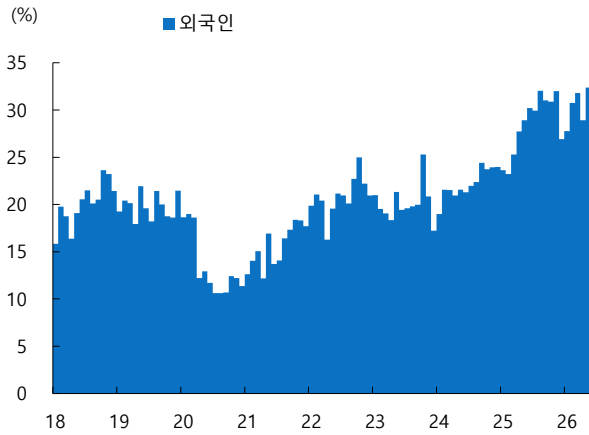
거래대금 내 외국인 비중도 지속적으로 확대되고 있다. KRX 데이터를 기준으로 거래대금 내 외국인 투자자 비중은 과거 20% 전후 수준이었으나 25년부터는 30% 이상으로 확대되는 모습이 나타나고 있다. 반도체 업황 호조 등 양호한 증시 환경이 지속됨에 따라 외국인 투자자들의 국내 증시 매력력이 확대되고 있음을 확인할 수 있다. 예탁금, 신용융자 잔고 등 높은 증시 주변 자금과 외국인 투자자 접근성 개선에 따른 거래대금 증가 추세가 지속될 전망이다.

그림7. 월별 국내 증시 거래대금 추이



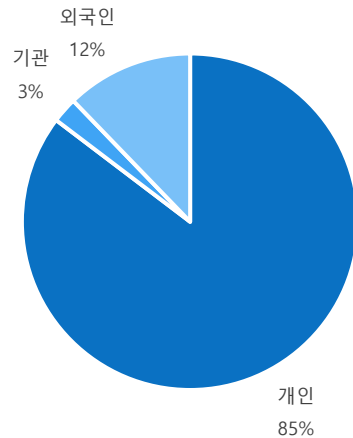
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

그림8. KRX- 거래대금 내 외국인 투자자 비중



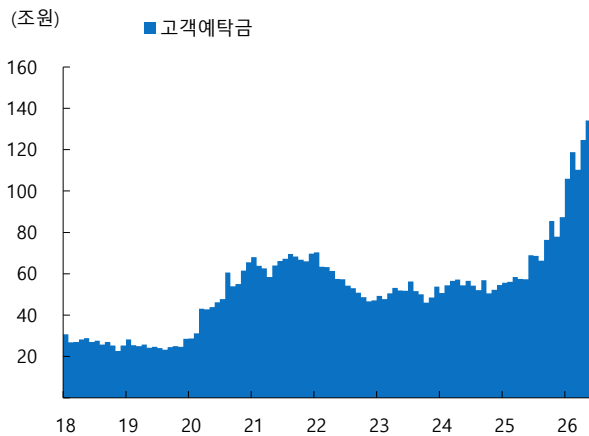
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

그림9. NXT - 전체 거래대금 중 외국인 비중



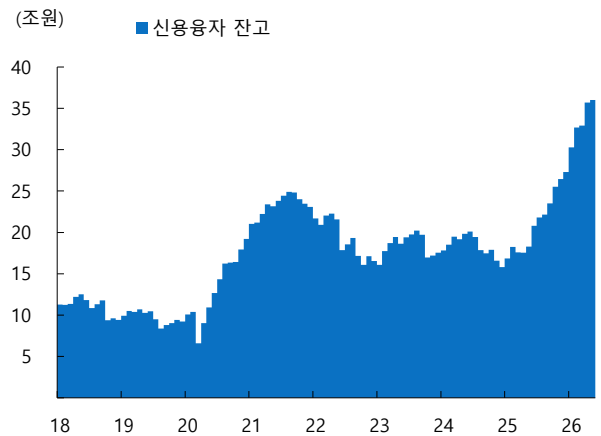
자료: NXT, iM증권 리서치본부

그림10. 예탁금 - 지속적인 상승세



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

그림11. 신용용자 - 대출 중단에도 높은 잔고 지속



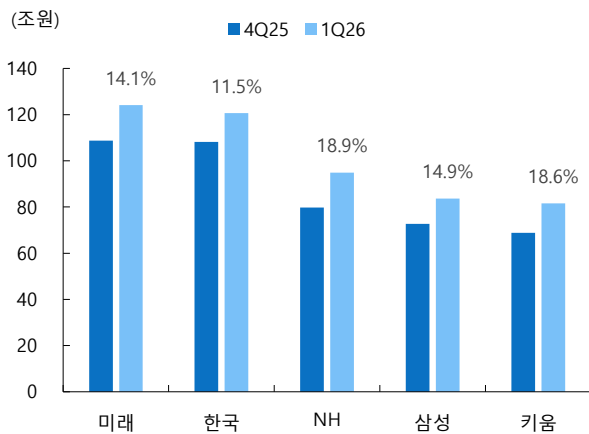
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

3. 확대된 레버리지

1Q26 커버리지 증권사들의 자산은 YTD 기준으로 평균 15.6% 증가하며 가파른 성장세를 이어갔다. 커버리지 은행(그룹 연결 기준) 자산이 가계대출 규제 심화 등 요인으로 대출자산 성장이 제한되며 평균 2.8% 증가한데 비해 1) 증시 활성화로 인한 고객 예탁금 증가, 2) 위험자산 투자심리 개선에 따른 ELS/RP 등 금융상품 판매 증가, 3) 발행어음/IMA 판매 확대 등 증권사가 취급하는 주요 위험자산에 대한 투자심리가 개선되며 조달이 큰 폭으로 확대된데 기인한다.

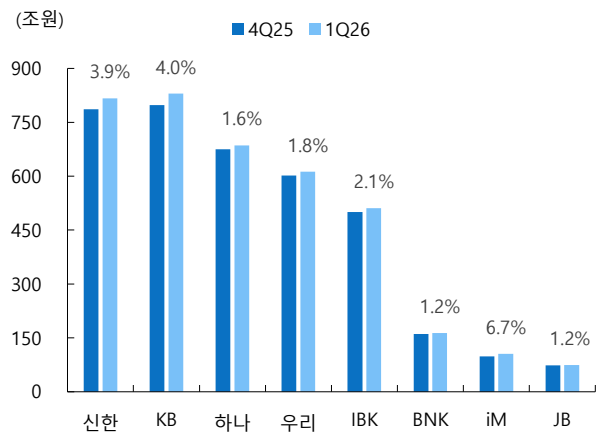
거래대금 확대 기초를 바탕으로 ROA가 개선되는 상황에서 전반적인 레버리지가 확대됨에 따라 증권업종의 ROE도 큰 폭으로 개선되었다. 커버리지 5개사 합산 기준 1Q26 ROE는 연율화 기준 26%, TTM 기준 18%로 큰 폭으로 개선되었으며 밸류에이션도 합산 기준 1.4배 수준으로 큰 폭으로 상승하는 모습이 나타났다.

그림12. 증권 - YTD 자산 증가



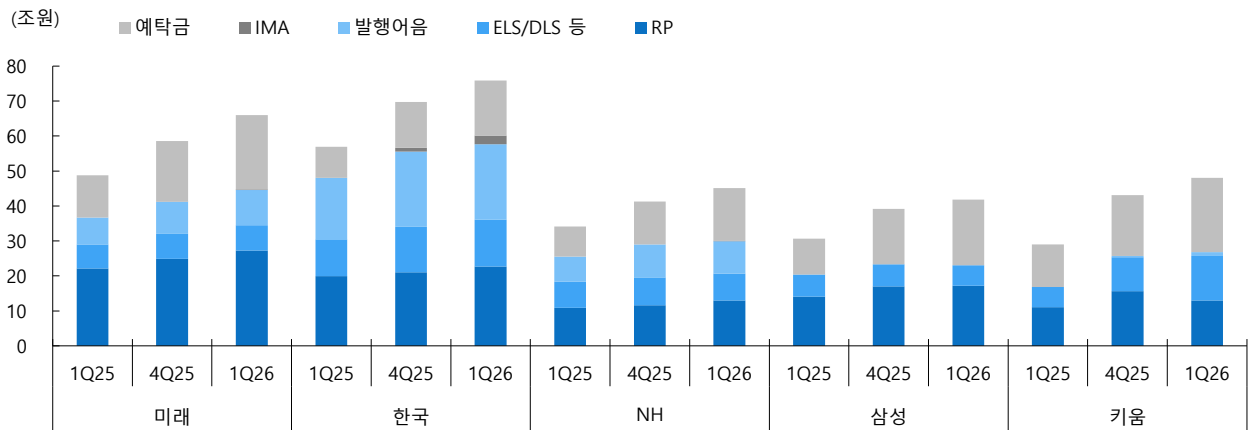
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림13. 은행지주 - YTD 자산 증가



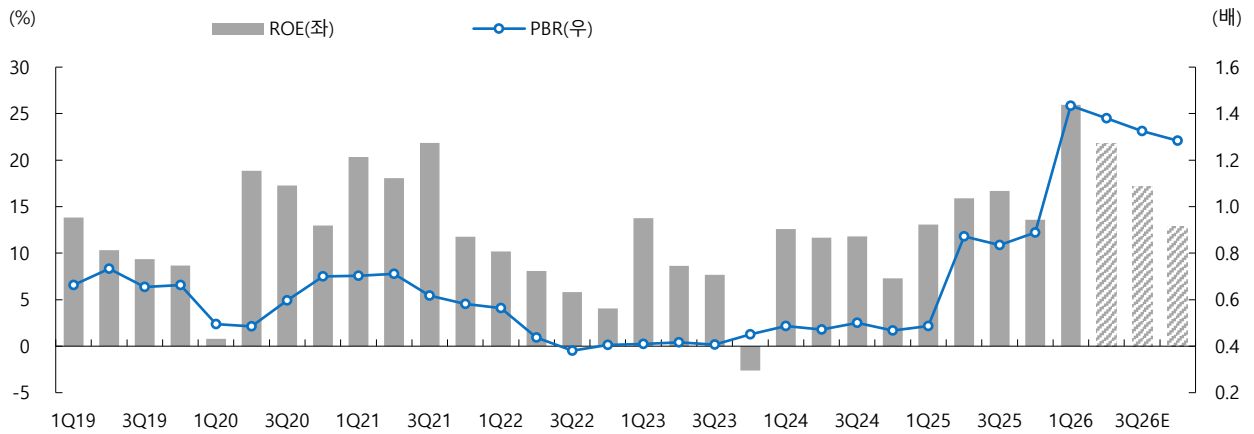
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림14. 증권업종 - 주요 부채 항목 추이



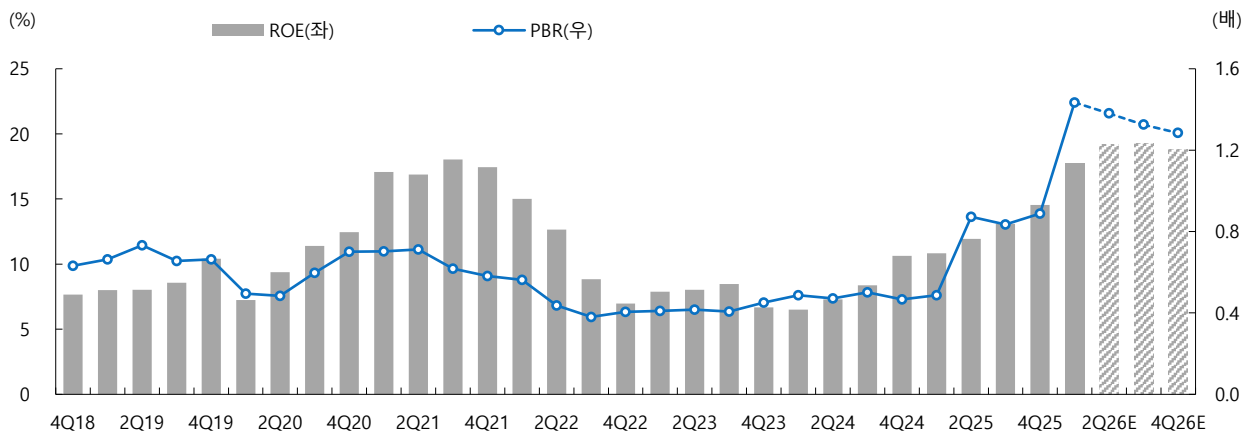
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

그림15. 증권업종 - ROE 및 PBR 추이(분기별 연율화 기준)



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

그림16. 증권업종 - ROE 및 PBR 추이(TTM 기준)



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

4. IB 부문은 다소 부진 추세 지속

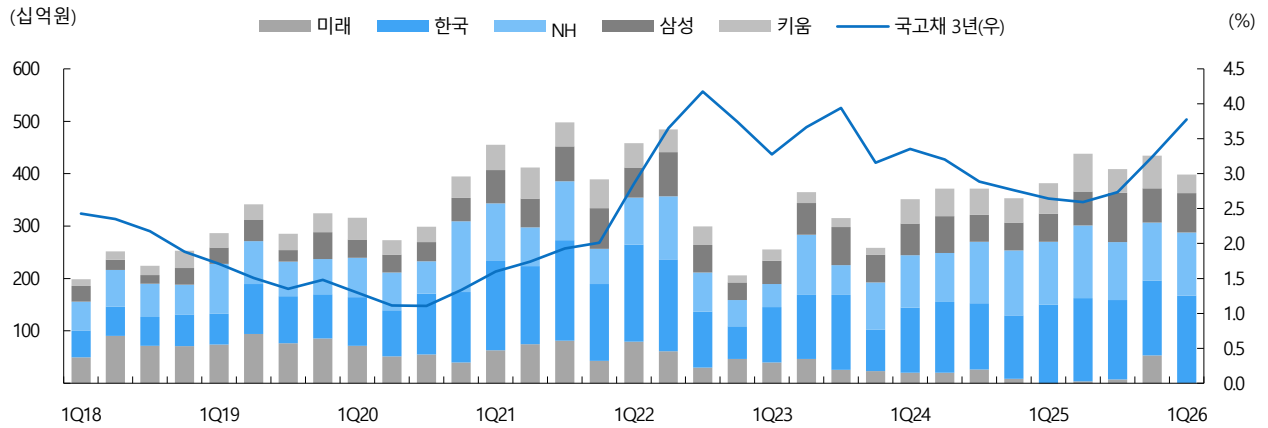
과거 자본력에 기반한 Book 활용 비즈니스의 대표적인 사례로 제시되어 왔던 IB 부문의 수수료 실적은 상대적으로 부진한 흐름이 지속되고 있다. 전통 IB 중 ECM의 경우 중복상장이 제한됨에 따라 대형 IPO가 부재한 상황이며 DCM의 경우에도 최근 높아진 시장금리 등 영향으로 채권 발행 등이 부진한 흐름을 기록하고 있다.

부동산 PF 등 구조화금융의 경우에도 PF 규제 심화(자본비율 상향 등) 외에도 이란 사태 이후 고금리 장기화, 건설비 상승 등 영향이 나타나며 일부 대형사를 제외하면 신규 딜이 다소 부진한 흐름이 이어지고 있어 리파이낸싱 중심으로 사업을 영위하고 있음을 확인할 수 있다. 실제로 주요 증권사의 별도 기준 IB/기타수수료손익은 3,983억원(+5% YoY)로 상대적으로 이익 개선에 대한 기여도가 낮아지는 모습이 나타났다.

이전과 다르게 기업금융이 전통적인 수수료 기반이 아닌 자기자본을 활용한 투자형 모델로 변화하고 있는 점에 대한 고려는 필요하다고 판단한다. 발행어음/IMA 등으로 조달된 자금의 상당부분이 기업금융에 투입되고 있으며 인수금융 대출, 메자닌 투자 등 다양한 형태로 투자가 이뤄지고 있어 만큼 수수료 외에도 평가차분손익/이자손익 등 형태로 이익이 실현되고 있기 때문이다. 다만 발행어음, IMA의 경우 개인 고객 비중이 높다는 점에서 투자 자원 마련을 위한 조달 측면의 경쟁력 확보를 위해서는 리테일 채널 측면의 강점이 필수적으로 요구될 전망이다.

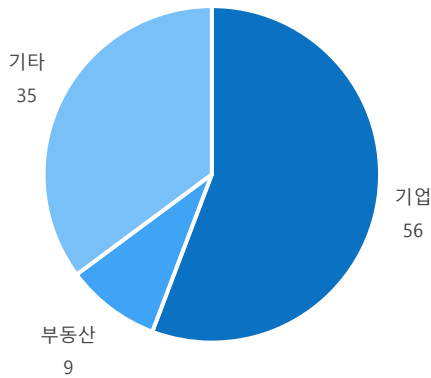
기존 은행 자료에서 제시했던 내용(1Q26 Fundamental Scorecard: 패러다임의 확장, 2026-05-07 발간)과 같은 맥락으로 현재 주요 금융회사의 핵심 수익원은 리테일 채널에 있다고 판단한다. 리테일 자금을 중심으로 대규모 머니무브 기조가 이뤄지고 있음을 감안할 때 리테일 채널을 바탕으로 1) 자금 조달과 2) 투자 수요를 모두 확보할 수 있는 영업기반을 보유한 회사의 강점이 부각받을 수밖에 없다고 판단한다.

그림17. 증권업종 - IB/기타수수료손익 추이(별도 기준)



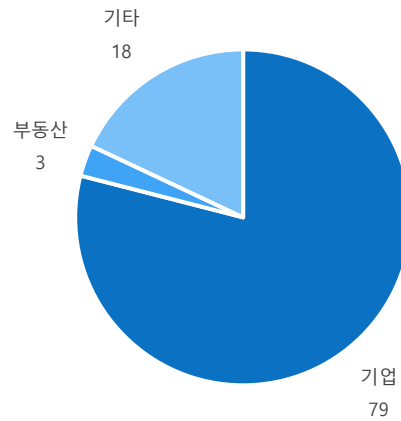
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

그림18. 한국투자증권 - 발행어음 운용 자산 구성



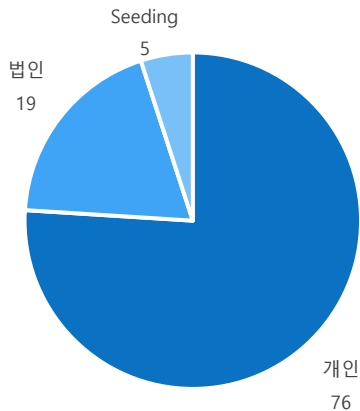
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림19. NH투자증권 - 발행어음 운용 자산 구성



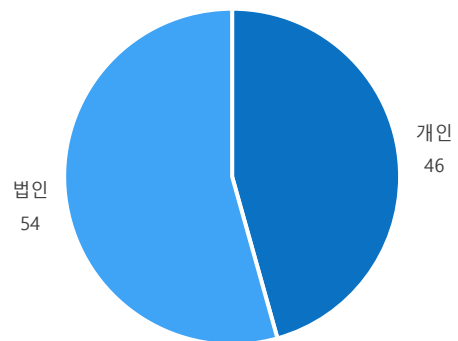
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림20. 한국투자증권 - IMA 투자자 비중



자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림21. NH투자증권 - 발행어음 투자자 비중



자료: 각사, iM증권 리서치본부

II. 발행어음/IMA으로 더욱 커지는 역할

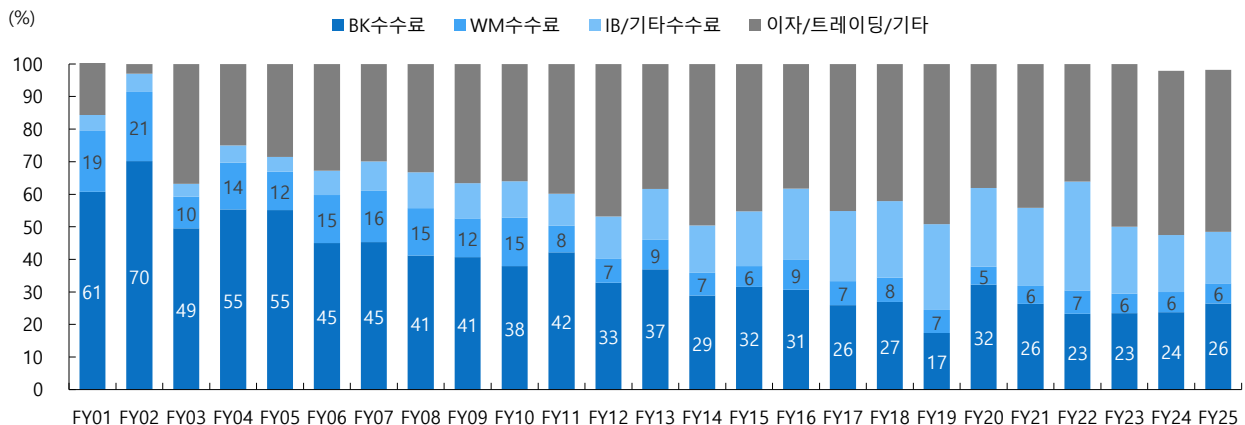
1. 수수료에서 투자로 전환되는 핵심 메커니즘

과거 증권사의 핵심 수익원은 수수료로 주식 위탁매매, 펀드, 랩어카운트 등 중개 서비스와 금융상품 판매 등 브랜드, 점포망에 기반한 영업활동이 이익의 핵심을 차지했다. 이러한 증권사의 사업 양태는 2010년대부터 점차 변화하는 모습이 나타났는데 1) 위탁매매 경쟁 심화, 2) 펀드 수익률 부진 등 영향으로 기존 주요 사업 영역인 위탁매매, 펀드판매 등 수익성이 위축되는 모습이 나타났기 때문이다.

또한 정책적으로 초대형 IB 육성을 위한 제도 개편(중투자, 발행어음, 신 NCR 규제 도입 등)이 추진됨에 따라 단순 브로커 역할에서 자본을 활용한 비즈니스 중심으로 증권업종의 전략적 방향이 변화하는 모습이 나타났다. 증권사가 판매하는 주요 금융상품 역시 기존 운용사의 펀드와 같이 판매사가 직접 운용하지 않는 상품에서 ELS 등 증권사가 자체헤지 등 형태로 직접 Risk Taking을 수행하며 추가적인 운용 손익을 확보할 수 있는 형태로 변화하는 모습이 나타났다.

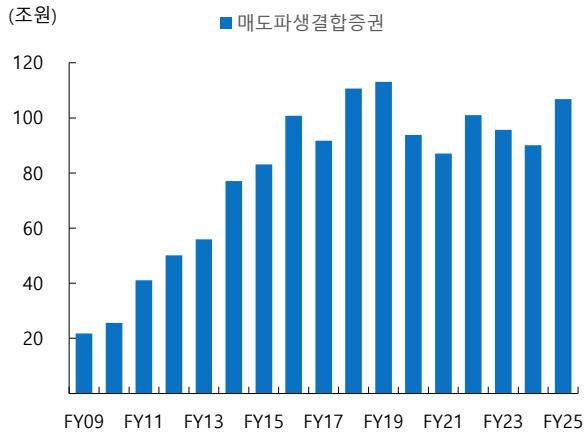
발행어음/IMA의 경우 기존 ELS에서 한층 더 나아가 증권사 투자 역량의 중요도가 더욱 높아지는 금융상품이라고 판단한다. ELS 등의 경우 판매 금액의 상당 부분을 채권으로 보유하고 나머지를 파생 등으로 운용함으로써 이익을 창출하는 형태로 운용자산 내 채권 비중이 높다. 한편 발행어음의 경우 사전에 약정해둔 고정수익률을 바탕으로 증권사가 기업금융, 부동산 등 다양한 자산에 투자가 가능하며 IMA의 경우에도 원금 보장 및 운용성과에 따른 이익을 제공하는 것 외에는 특별한 제약이 없기 때문이다. 기업금융, 부동산, 모험자본 등에 대한 투자 비중 규제가 있으나 세부 수단에 있어서는 채권, 대출 등 다양한 형태가 가능한 만큼 기존보다 투자 역량의 중요도가 보다 높아졌다고 판단한다.

그림22. 증권업종 - 운영업수익 구성 추이



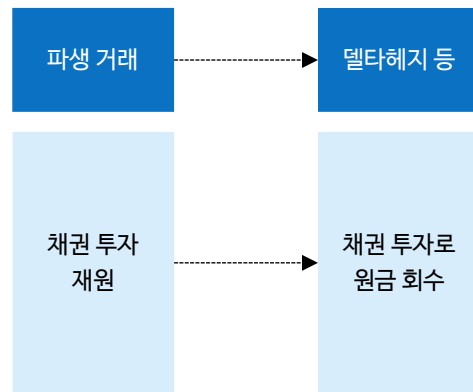
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

그림23. 국내 증권사 - 매도파생결합증권 잔액 추이



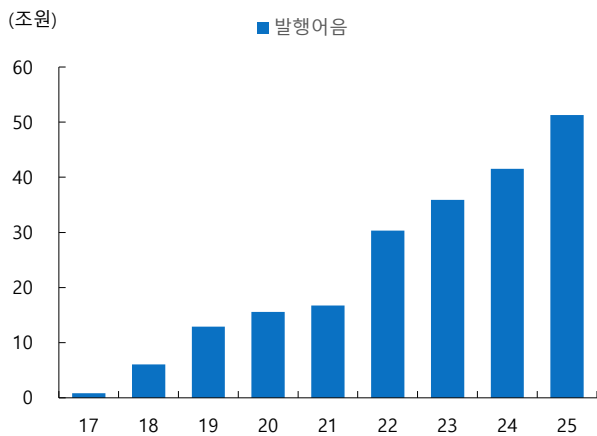
자료: FISIS, iM증권 리서치본부

그림24. ELS - 자산 상당부분이 채권으로 투자



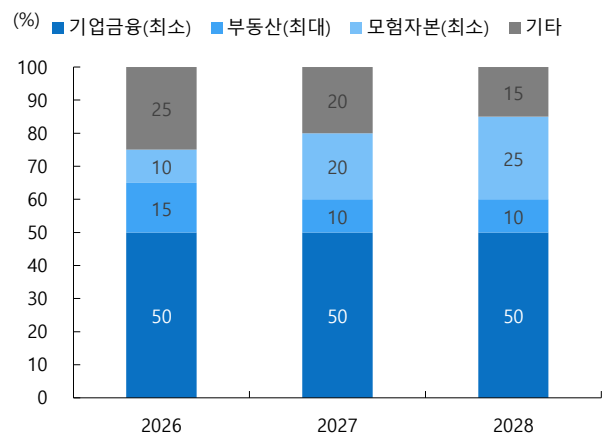
자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림25. 국내 증권사 - 발행어음 잔액 추이



자료: FISIS, iM증권 리서치본부

그림26. 발행어음 - 기업금융, 부동산, 모험자본 중심 운용 비중



자료: 금융위, iM증권 리서치본부

2. 리스크 관리에 대한 고민 병행 필요

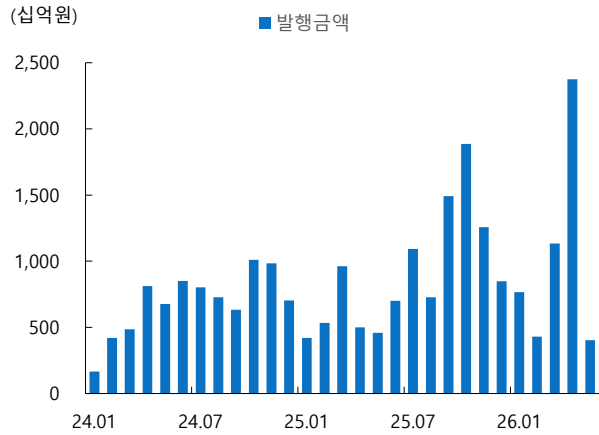
증권사가 새로운 조달 수단과 함께 기업금융 중심으로 보다 다양한 투자가 가능해진 만큼 시장 내에서 증권업종의 역할과 이익 규모의 동반 확장이 나타날 것으로 예상되는 점은 충분히 긍정적이다.

다만 이전보다 높아진 리스크에 대한 고민 병행이 필요할 것으로 전망한다. 먼저 자산의 직접 보유에 따라 이전보다 투자 리스크가 높아졌다. 과거에는 주요 투자 자산에 대해 셀다운을 통해 보유 익스포저를 축소하고 판매 수수료를 확보함으로써 리스크를 축소하는 동시에 이익을 빠르게 실현하는 모습이 나타났으나 발행어음/IMA의 경우 자금 조달 후 주요 투자자산으로 보유하는 특성상 최종적인 손실/이익 부담이 증권사에 귀속될 수밖에 없기 때문이다.

또한 시장 경쟁 심화에 대한 우려가 상존한다. 현재 발행어음 사업자는 7개사로 기존에 영업하던 4개사(한국, NH, KB, 미래)에 더해 신규 사업자 3개사(키움, 신한, 하나)가 추가되었다. 또한 현재 메리츠, 삼성 등 추가적으로 사업 인가가 나타날 수 있는 회사가 존재하는 만큼 지속적인 사업자 수 확대 추세가 이어질 전망이다. 이처럼 전체적인 시장 참여자 수가 증가하고 있는 상황에서 시장 내 우량한 투자자산을 확보하는 것이 향후 관건이 될 것으로 전망한다. 최근 발행어음 사업자가 늘어나는 동시에 모험자본 투자 비중 요건 충족이 요구됨에 따라 메자닌, 코스닥벤처펀드 등에 대한 투자가 확대되고 있어 발행사 우위 시장이 형성되고 있음을 감안할 때 추후 수익성에 대한 우려가 상존할 것으로 예상된다. 과거에도 부동산 PF 시장에서도 후발주자로 진입한 중소형사들이 우량 딜을 확보하지 못해 후순위 대출, 브릿지론 등의 익스포저를 확대한 이후 금리가 상승하며 부담이 확대되는 모습이 나타났던 것처럼 경쟁 심화에 대한 고민이 필요할 전망이다. 특히 현재 NCR 비율이 실질적으로 증권사의 위험 흡수 역량을 가늠할 수 있는 역할을 수행하고 있지 못하는 상황임을 감안했을 때 과거보다 리스크 관리 측면에서 신중한 접근이 필요하다고 판단한다.

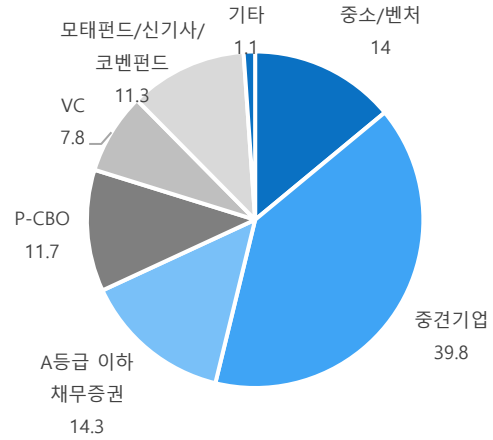
그 외에도 1) 예금자 보호 대상에서 제외되며 2) 상대적으로 짧은 만기를 보유한 조달 대비 3) 상대적으로 만기가 긴 자산에 대한 투자가 이뤄지는 만기 미스매치 구조의 운용 구조를 감안했을 때 유동성 등에 대한 관리도 요구될 전망이다.

그림27. 메자닌 - 주식관련사채 발행 금액 현황



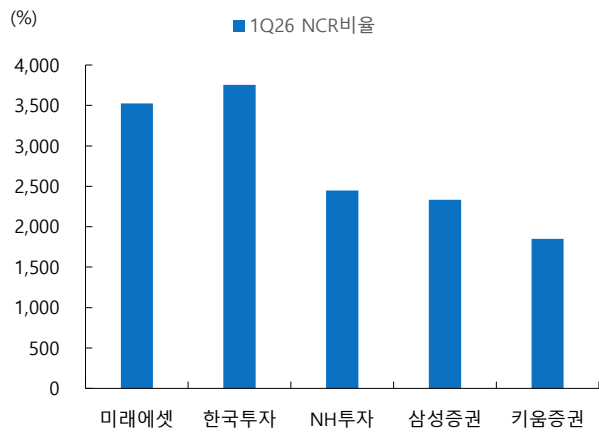
자료: SEIBRO, iM증권 리서치본부

그림28. 모험자본 - 투자자산 구성



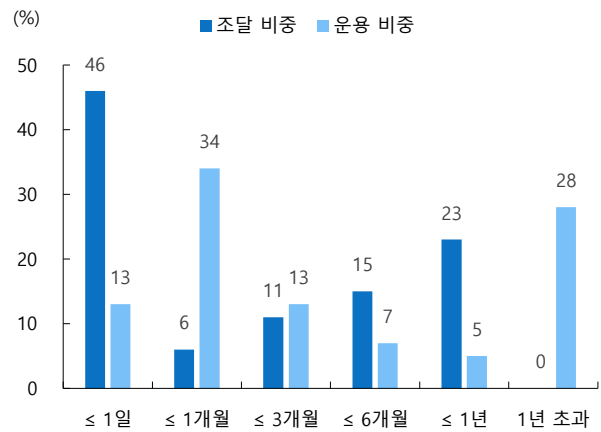
자료: 한국신용평가, iM증권 리서치본부

그림29. NCR비율 - 변별력 확보가 어려운 지표



자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림30. 종투사 - 발행어음 조달/운용 만기별 구성



자료: 한국신용평가, iM증권 리서치본부

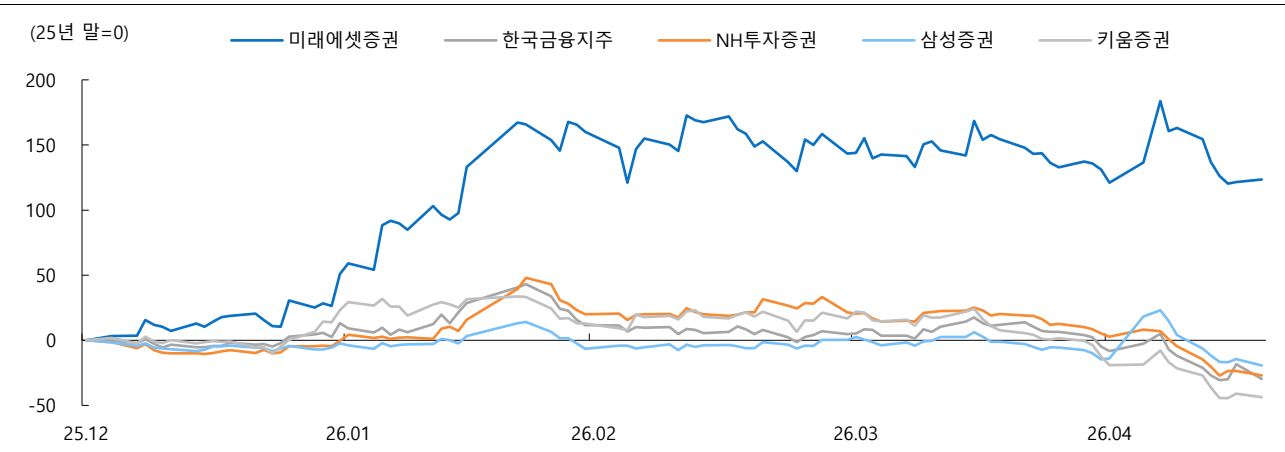
III. 향후 관건은 기울기

1. 거래대금 증가의 기울기와 맞물릴センチ먼트

증권업종은 26년 초부터 5월까지 커버리지 금융업종 내 가장 큰 폭으로 주가가 상승하며 투자자들의 높은 관심을 받아왔다. 양호한 증시와 이전보다 높아진 거래대금 등을 바탕으로 5월 초까지 YTD 기준으로 대부분의 커버리지 증권사가 시장 수익률을 상회하는 모습을 보였으며 스페이스 X 등 관련 기대감이 반영되었던 미래에셋증권의 경우 시장을 크게 Outperform하는 모습이 나타났다.

증권업종의 이익과 주가가 대체로 양호한 움직임을 보여왔으나 한편에서는 피크아웃에 대한 우려가 지속적으로 제기되고 있다. 글로벌 증시 전반에 걸쳐 위험자산 투자 심리 개선과 함께 거래대금 확대, 투자자산 가치 증가 등이 이뤄지고 있지만 동시에 금리, 환율 등 대내외 매크로 환경 측면의 부담이 가중되고 있는 만큼 전반적인 실적과センチ먼트에 대한 불확실성이 높아지고 있기 때문이다. 더불어 지속적인 증시 상승 영향으로 대형 증권사의 신용용자 한도가 소진된 점 또한 추가적인 이익 상승 여력을 제한하고 있다고 판단한다.

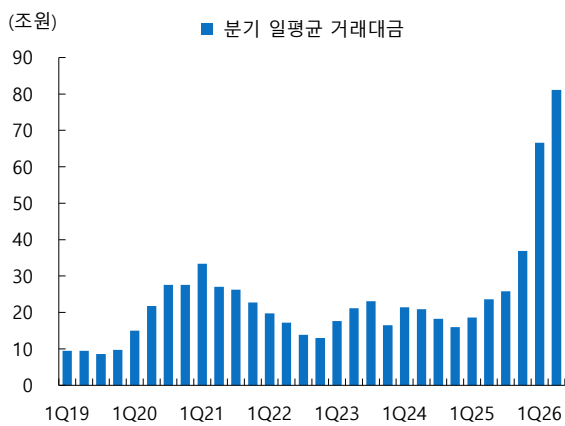
그림31. 증권업종 - YTD 수익률 추이



향후 이러한 피크아웃 여부를 파악하는데 있어 가장 핵심이 되는 지표는 전반적인 거래대금 추이가 될 것으로 전망한다. 국내 증시의 거래대금은 일평균 기준 3Q25 약 26조원에서 4Q25 37조원, 1Q26 67조원 수준으로 빠르게 상승했으며 2Q26의 경우 현재까지 누계 기준 약 80조원 수준을 기록하고 있다. 5월 중 일평균 거래대금이 약 110조원 수준을 넘어서고 있음을 감안할 때 현재 추세가 지속될 경우 일평균 거래대금은 3Q26 중 약 100조원 내외 수준을 기록할 것으로 전망한다. 이를 감안했을 때 증권업종 실적은 브로커리지 중심으로 연중 양호한 흐름을 기대할 수 있을 것으로 전망한다.

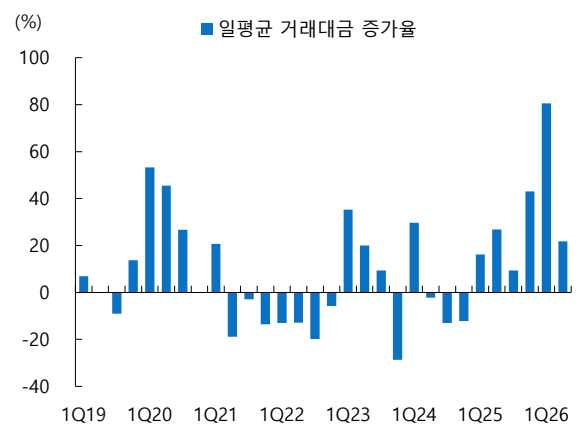
다만 주가에 있어 핵심은 절대적인 거래대금 규모와 이익 수준보다는 증가 폭의 기울기가 될 것으로 전망한다. 증권업종 주가가 가파른 상승세를 보였던 1Q26 중 전체 일평균 거래대금은 4Q25 대비 81% 상승하며 최근 몇 년 중 가장 높은 상승률을 기록했다. 향후에도 거래대금 증가 추세는 지속되겠지만 현재 추세를 감안했을 때 이전보다 증가율 자체는 점진적으로 둔화되는 모습이 나타날 것으로 예상된다. 대형 증권사 전반적으로 이익과 거래대금의 양호한 흐름이 지속될 것으로 전망하나 증가 폭의 기울기 레벨이 지속적으로 둔화될 경우 전반적인センチ먼트에 있어서는 아쉬운 모습이 나타날 것으로 전망한다. 증권업종의 높은 베타 수준을 감안했을 때 실적 등 자체적인 요인보다는 지수의 방향성 등에 보다 민감한 영향이 나타날 것으로 예상되는 점도 부담 요인이다.

그림32. 일 평균 거래대금 추이



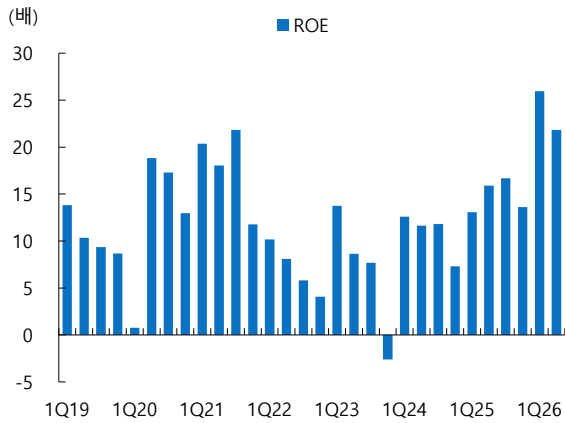
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

그림33. 일 평균 거래대금 증가율 추이



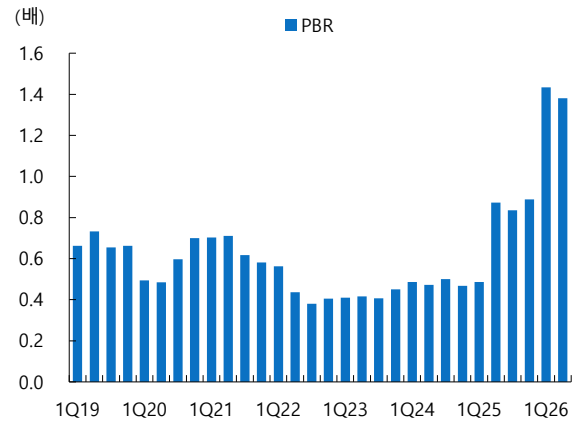
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

그림34. 증권업종 - 커버리지 합산 기준 ROE 추이



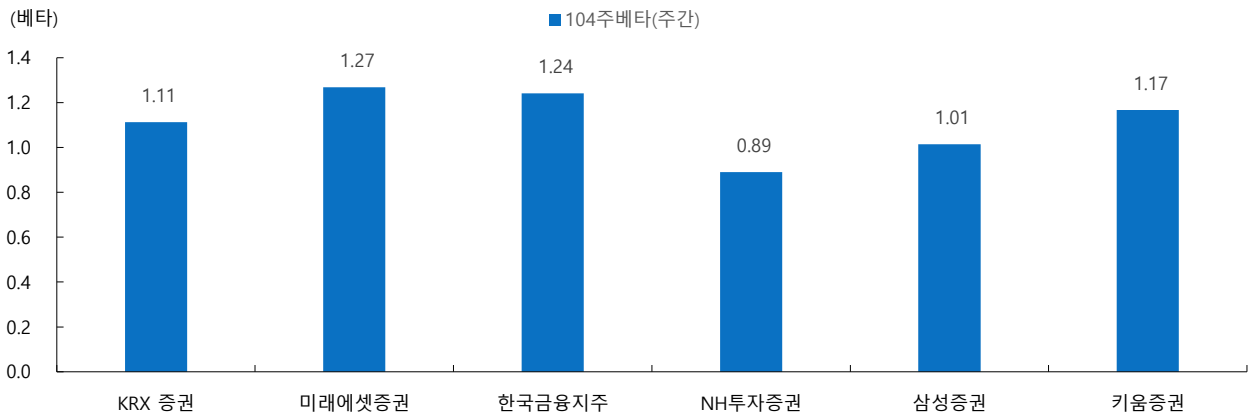
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

그림35. 증권업종 - 커버리지 합산 기준 PBR 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

그림36. 증권주 베타 현황



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

2. 4개 분류에 기반한 증권업종 접근

당사는 커버리지 증권업종을 크게 4가지로 분류하고 있다. 먼저 지속적으로 운영업수익 내 브로커리지 수수료 비중이 높아 1. 상대적으로 거래대금에 따른 이익 민감도가 높은 회사로 커버리지 증권업종 중에서는 2021년~1Q26 중 약 30%를 상회하는 비중을 기록해왔던 키움증권과 삼성증권이 이에 해당한다.

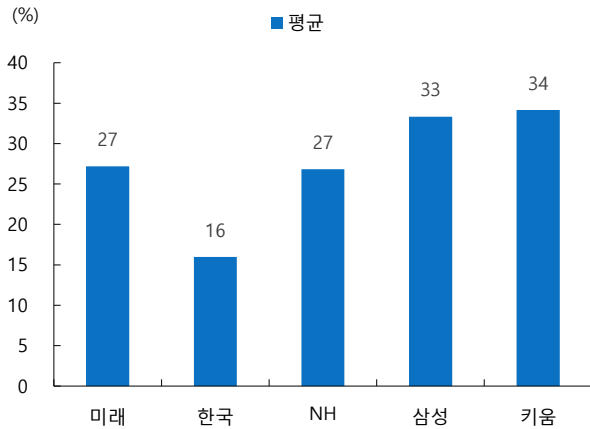
두 번째로는 2. 적극적으로 레버리지를 활용하는 회사이다. 자기자본을 바탕으로 RP, 매도파생결합증권, 발행어음, IMA 등 조달을 적극적으로 활용하여 레버리지를 확대하고 이를 운용함으로써 이익을 창출하는 회사로 발행어음 등을 적극적으로 운용하고 있는 한국금융지주가 이에 해당한다.

세 번째로는 3. 회사가 투자한 자산의 가치가 중요한 척도로 작용하는 회사로 커버리지 회사 중에서는 미래에셋증권이 2021~1Q26 중 전체 운영업수익 내 평가 처분손익/기타손익 비중이 약 45.3%에 달해 동사가 투자한 주요자산의 가격 변동에 가장 민감한 움직임을 보인다고 판단한다.

마지막으로는 4. 배당 등 주주환원을 적극적으로 추진하는 회사로 과거 5개년 평균 배당성향이 52%에 달하는 NH투자증권이 이에 가장 부합한다고 판단한다. 상대적으로 증권업종 업황이 부진할 때 적극적인 배당을 바탕으로 안정적인 하방을 기대할 수 있다고 판단한다.

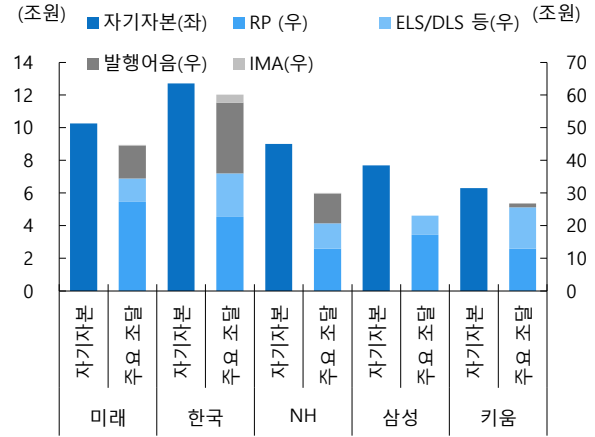
최근 정책적인 증시 활성화 방안과 모험자본 투자 확대 등 기업금융 내 증권업종의 역할 확대가 나타나고 있는 국면임을 감안했을 때 상대적으로 1. 거래대금에 따른 이익 민감도가 높은 회사와 2. 적극적으로 레버리지를 활용하는 회사가 부각될 수 있는 국면이라고 판단한다. 3번 회사의 경우 상대적으로 증권업 핵심 펀더멘털보다는 주요 투자자산에 대한 가치가 더욱 부각될 수밖에 없다고 판단하며 4번 회사의 경우 ROA 및 레버리지 확대가 부각되는 구간에서는 다소 주목받기 어렵다고 판단한다. 다만 금리 상승 등 시장 부담이 높아지는 구간에서는 오히려 배당에 대한 매력도가 높아질 수 있다고 판단한다.

그림37. 순영업수익 내 브로커리지 비중



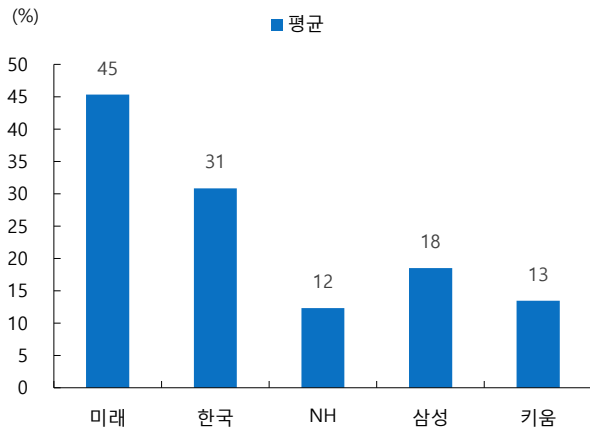
자료: 각사, iM증권 리서치본부
 주: 과거 5개년(2021~2025) 및 1Q26 기준. 한국금융지주만 증권 별도 기준이며 나머지는 연결 기준

그림38. 자기자본 및 주요 조달 현황(1Q26 별도 기준)



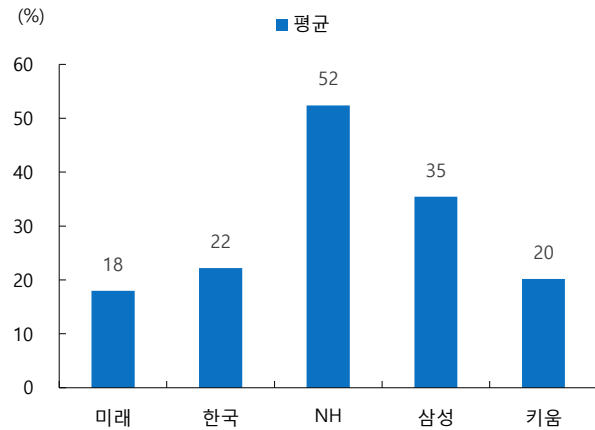
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림39. 순영업수익 내 평가처분손익/기타 비중



자료: 각사, iM증권 리서치본부
 주: 과거 5개년(2021~2025) 및 1Q26 기준. 한국금융지주만 증권 별도 기준이며 나머지는 연결 기준

그림40. 과거 5개년 배당성장률 평균

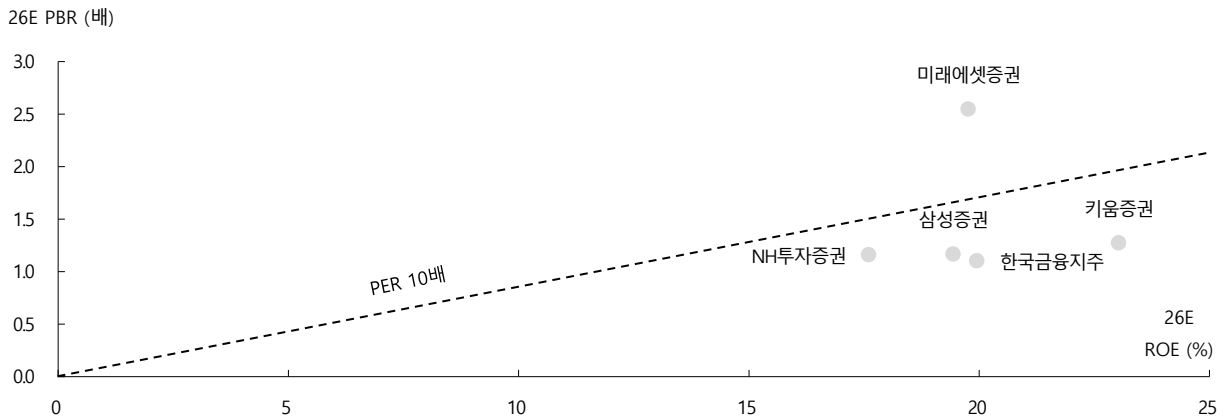


자료: 각사, iM증권 리서치본부
 주: 과거 5개년(2021~2025) 기준

Top Pick으로는 한국금융지주를 제시한다. 1) 업종 최상위 수준의 ROE 대비 상대적으로 밸류에이션 매력에 높으며 2) WM과 IB 간 균형 잡힌 사업 포트폴리오를 갖추고 있어 WM 기반 조달(발행어음, IMA) 및 IB 중심 딜 소싱/운용(대출, 채권 등 기업금융) 간 유기적 연계가 가능한 점을 주요 포인트로 제시한다.

차선후주는 거래대금에 민감한 회사 중 하나를 선호하며 1) 상대적으로 대형주/KOSPI 중심 강세가 지속될 것으로 예상되는 경우 삼성증권, 2) 코스닥 시장 활성화 추세가 나타날 것으로 예상되는 경우 키움증권의 매력이 높아질 전망이다.

그림41. 커버리지 증권업종 PBR-ROE Matrix



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

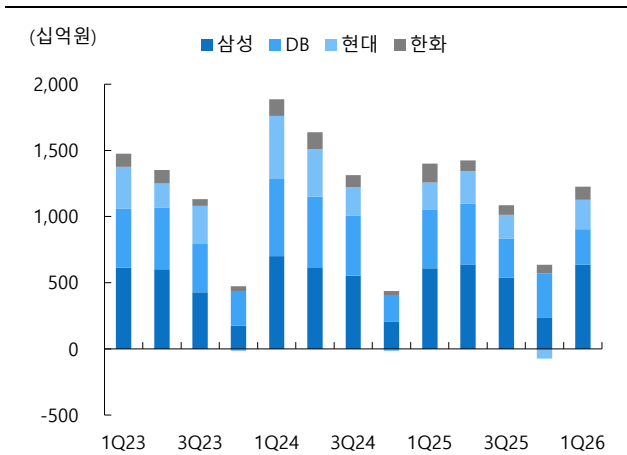
IV. [보험] 개선의 바람

1. 1Q26실적: One-off 요인이 크게 반영된 실적

1Q26 커버리지 보험업종의 실적은 대체로 One-off 요인이 변수로 작용하는 모습이 나타났다. 어닝서프라이즈를 기록한 회사를 살펴보면 삼성생명의 경우 즉시연금 승소에 따른 환입 4,257억원, 한화생명 대체투자 관련 평가치분손익 약 1,980억원, 현대해상 실손 RA 제도 변경에 따른 손실계약비용 환입 약 900억원, 코리안리 고액 사고 미발생 등 지속가능성이 제한적인 이익이 주요 요인으로 작용했으며 어닝쇼크를 기록한 DB손해보험의 경우에도 법인세율 인상에 따른 이연법인세부채 적립 814억원 등 일회성 비용 영향이 크게 나타났다. 그 외 보험사들의 경우 대체로 시장 전망치에 부합하는 실적을 기록하는 모습이 나타났다.

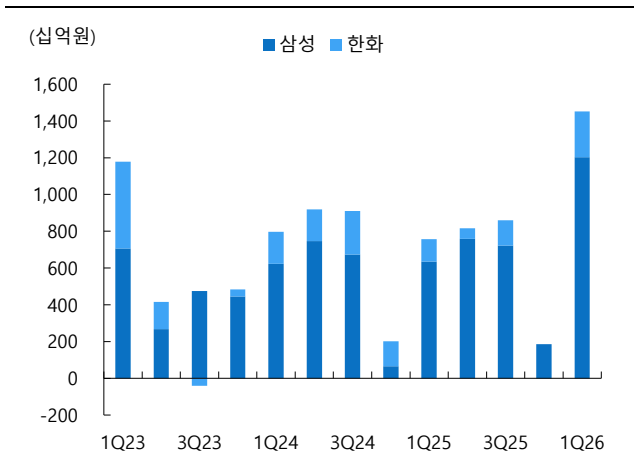
일회성 요인을 제외하면 전반적인 이익 측면의 부담 요인이 지속되고 있다고 판단한다. 위험손해율 상승 기조가 지속되며 보험금 예실차 중심으로 예실차 부진 추세가 지속되고 있으며 손해보험의 경우 자동차보험 중심으로 PAA 보험 손익 부진 추세가 지속되고 있다. 업종 전반적으로 수익성 중심 사업 기조를 추진함에 따라 언더라이팅이 강화되며 신계약 규모가 축소되고 CSM 배수가 개선되고 있는 점은 긍정적이나 가정 조정 등을 통해 재무제표에 반영되는 데까지는 시간이 다소 소요될 것으로 예상된다.

그림42. 손보업종 - 당기순이익 추이



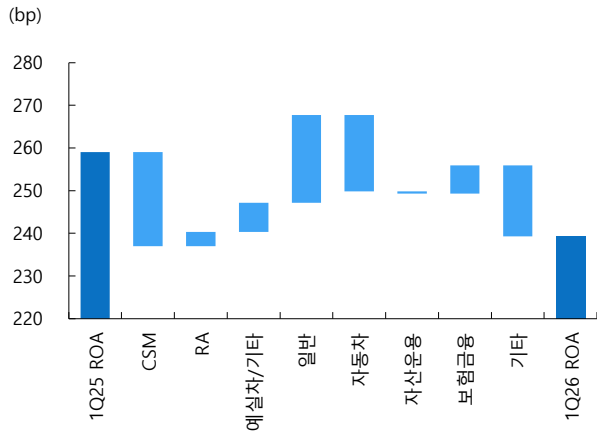
자료: 각사, iM증권 리서치본부
 주: 삼성화재만 연결 기준

그림43. 생보업종 - 당기순이익 추이



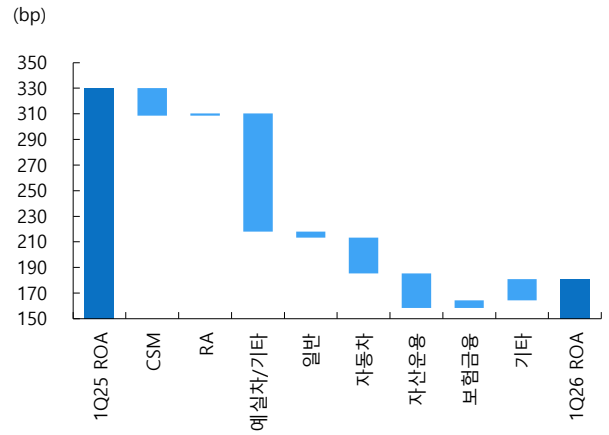
자료: 각사, iM증권 리서치본부
 주: 삼성생명만 연결 기준

그림44. 삼성화재 - 1Q26 ROA Movement



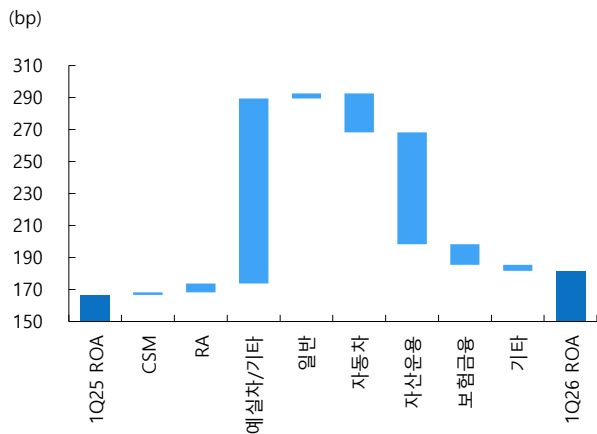
자료: 각사, iM증권 리서치본부
주: 별도 기준

그림45. DB손해보험 - 1Q26 ROA Movement



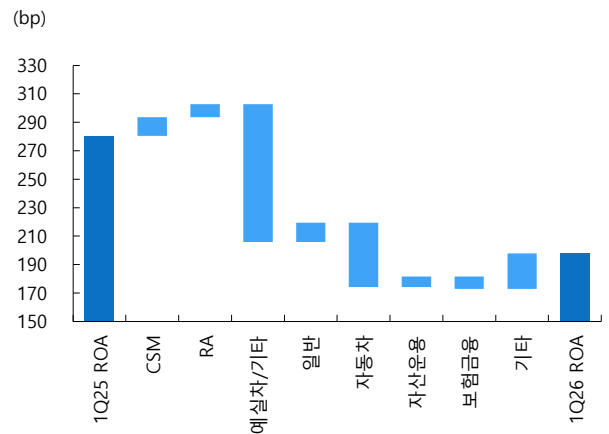
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림46. 현대해상 - 1Q26 ROA Movement



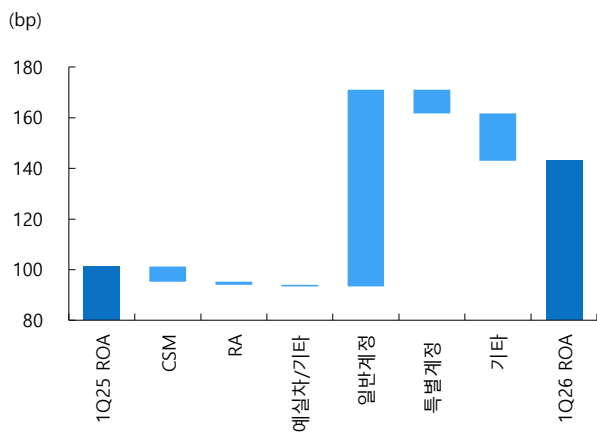
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림47. 한화손해보험 - 1Q26 ROA Movement



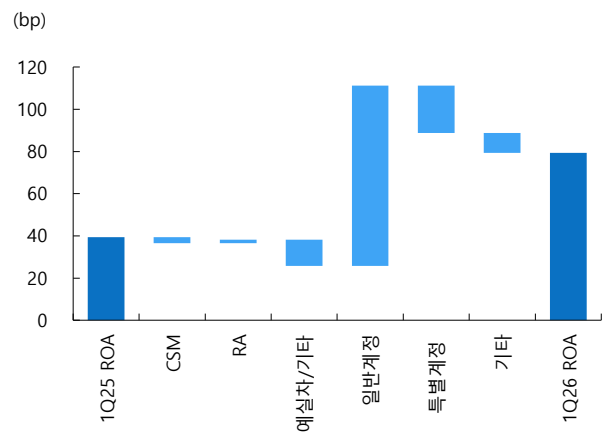
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림48. 삼성생명 - 1Q26 ROA Movement



자료: 각사, iM증권 리서치본부
주: 별도 기준

그림49. 한화생명 - 1Q26 ROA Movement



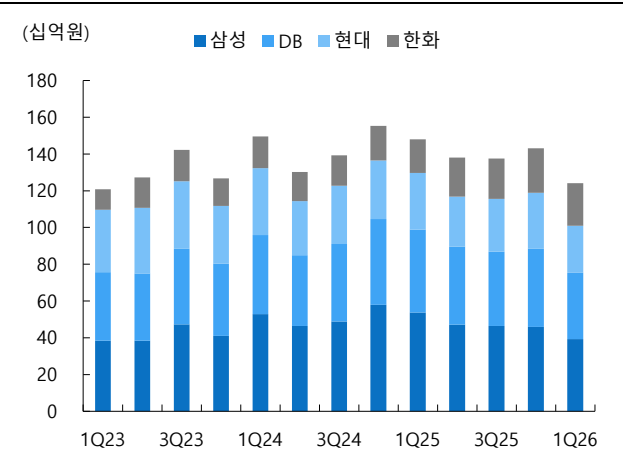
자료: 각사, iM증권 리서치본부

2. Quality 중심으로 전환되고 있는 신계약 추세

신계약 측면에서 손보 업종의 경우 물량보다 수익성 중심으로 신계약 확대 기조가 나타나고 있다. 월초보험료 기준 커버리지 손보 4사의 합산 보장성 인보험 신계약은 1,241억원(-13.3% QoQ)으로 IFRS17 전환 이후 전기 대비 가장 큰 폭으로 감소했는데 1) 수익성 확보를 위한 보험료 인상, 2) 언더라이팅 강화 등을 추진함에 따라 전체적인 물량이 줄어든 데 기인한다.

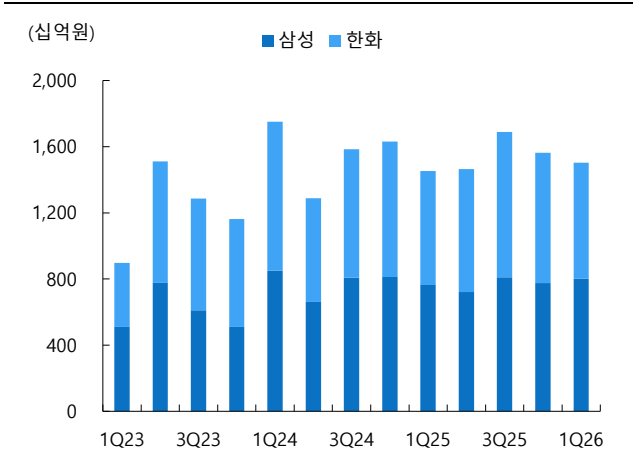
생보사의 경우 전체 보장성 APE는 1조5,035억원(-3.8% QoQ)으로 전분기 대비 소폭 감소했다. 건강보험 등 일반 보장성 보험의 경우 6,864억원(+6.7% QoQ)으로 견조한 판매 기조가 지속되었으나 월초보험료 대비 신계약 CSM 배수는 삼성생명 14.5배(-0.2배 QoQ), 한화생명 14.6배(-3.9배 QoQ)로 낮아졌으며 종신보험은 8,171억원(-11.2% QoQ)으로 단기납 종신 물량 비중이 축소된 가운데 중/장기납 종신 판매가 확대되는 모습이 나타났다.

그림50. 손해보험 - 보장성 인보험 월초보험료 추이



자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림51. 생명보험 - 보장성 APE 추이

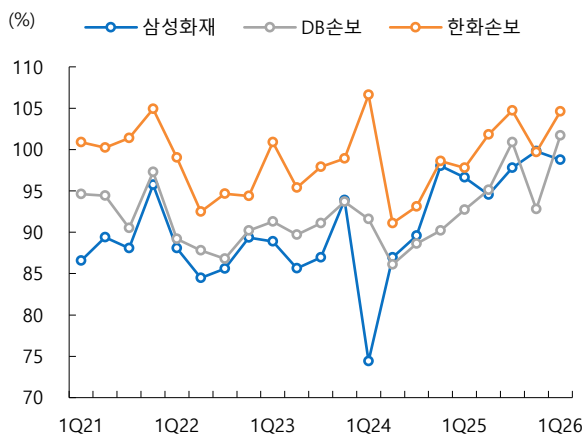


자료: 각사, iM증권 리서치본부

IFRS17 전환 이후 신계약비 부담이 축소되며 보험업종 전반적으로 신계약이 확대되었으나 1) 경쟁 심화/언더라이팅 완화에 따른 위험손해를 상승 및 보험금 예실차 악화, 2) 해지 확대에 의한 CSM 가정 조정 확대 등 부담 요인이 나타남에 따라 보험업종 전반에 걸쳐 Quality 중심 사업 기조로 전환되고 있다.

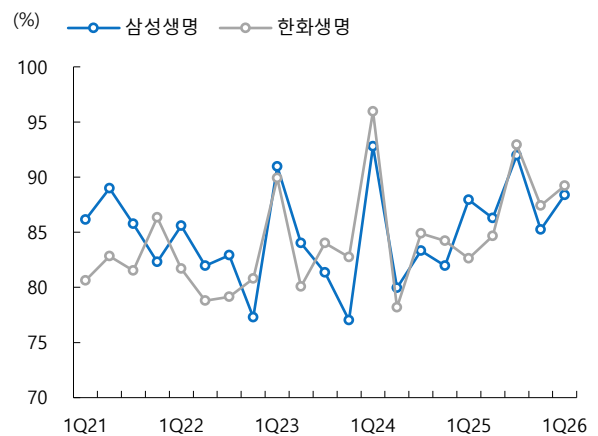
향후 제도적 요인도 보험업종에 있어 긍정적이라고 판단한다. 주요 판매채널 관련 제도 강화 내용을 살펴보면 27년 1월부터 보험사가 판매채널에 지급하는 수수료/시책비를 상품 설계 시 설정된 계약체결비용 한도 내에서 결정하도록 하는 방안이 예정되어 있다. 기존에는 계약체결비용과 계약관리비용 한도 내에서 선지급 수수료, 시책을 지급할 수 있었으나 해당 규제 시행 시 상품 설계 시 설정된 계약체결비용 내에서만 지급이 허용되는 만큼 과도한 신계약비 지출이 어려워질 전망이다. 또한 27년 4년 분급, 29년 7년 분급 시행으로 전체적인 유지율 측면에서도 긍정적인 영향을 기대할 수 있을 것으로 전망한다.

그림52. 손해보험 - 주요 손보사 위험손해율 추이



자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림53. 생명보험 - 주요 생보사 위험손해율 추이



자료: 각사, iM증권 리서치본부

표1. 판매수수료 관련 주요 규제 내용

| 시기 | 항목 | 내용 |
|----------|--------------|---|
| 2027년 1월 | 계약체결비용 한도 도입 | - 현행: 사업비는 계약체결비용과 계약관리비용으로 구성되며 선지급수수료/시책 재원으로 활용 계약체결비용: 신계약 체결 비용 자원. 표준해약공제액 제도를 통해 간접적으로 과도한 계약체결비용 부과 규제 중(표준해약공제액을 초과하는 계약체결비용 부과 시 공시) 계약관리비용: 계약 유지/관리비용의 자원. 보험사 자율 책정 - 개편: 선지급수수료, 유지관리수수료 각각이 상품 설계 시 설정된 계약체결비용 이내에서 지급되도록 한도 규정 |
| | 4년 분급 제도 도입 | - 판매수수료 분급 시행 및 공통비용 구분 집행 - 유지관리수수료 신설하여 최대 7년간 안분 지급 |
| 2029년 1월 | 7년 분급 제도 도입 | - 판매수수료 분급 제도 전면 시행 |

자료: 언론보도, 금융위원회, iM증권 리서치본부

3. 남아있는 계리적 가정 관련 부담에 대한 고민은 필요

한편 여전히 계리 감독 선진화 방안에 따른 부담이 남아있는 점은 고민이 필요하다고 판단한다. 손해율에 대해서는 1) 경험통계 5년 이내 신규 담보의 손해율 가정 적용 시 Max[90%, 상위담보 실적 손해율] 적용, 2) 비실손 보험료 갱신 시 목표손해율 Max[90%, 실적 손해율] 적용 등이 반영될 예정이며 사업비에 대해서도 물가상승률 반영 등 이전보다 보수적 가정 적용이 예정되어 있다. 2Q26 및 4Q26 중 관련 계리적 가정 요인이 반영될 것으로 예상되며 특히 신규 담보의 손해율 가정의 경우 최근 판매된 간편보험 등 전반에 걸쳐 CSM 감소 요인으로 작용할 것으로 예상된다.

다만 IFRS17 전환 이후 지속적인 계리적 가정 강화에 따라 보험료 산정 시 반영되는 핵심 가정인 손해율과 사업비율, 해지율 등을 보수적으로 반영하고 있음을 감안할 때 2027년부터는 본격적으로 가정 관련 불확실성에서 벗어날 수 있을 것으로 전망한다. 2027년부터 보험업종에 있어 Turn around 관점의 접근이 유효할 것으로 판단하는 주요 이유 중 하나이다.

표2. 계리 감독 선진화 등 계리적 가정 가이드라인 현황

| 항목 | 세부 | 시기 |
|------|---|-------|
| 손해율 | 실손보험 목표손해율 조정 | 2023년 |
| | 연령별 손해율 산출 | 2024년 |
| | 신규담보 보수적 손해율 적용 | 2026년 |
| | 비실손 보험료 갱신 가정 현실화 | 2026년 |
| | 최중손해율 적용 시점 합리화 | 2026년 |
| | 손해율 산출단위 세분화 | 2026년 |
| 해지율 | 무/저해지보험 해지율을 표준형보험보다 낮게 설정 | 2023년 |
| | 고금리 상품 해약을 산출 시 일반계약과 구분하여 가정 적용 | 2023년 |
| | 무/저해지보험 해지율에 대해 로그-선형모형 적용 | 2024년 |
| | 단기납 종신보험 추가 해지 최소 30% 이상 or 표준형 상품 누적유지율 활용 역산 반영 | 2024년 |
| 사업비율 | 사업비 가정 시 물가상승률 반영 | 2026년 |
| | 공통비 전 보험계약 기간에 걸쳐 인식 | 2026년 |

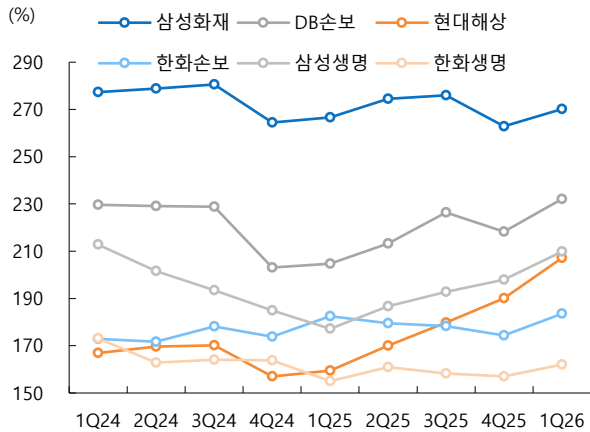
자료: 언론보도, 금융위원회, iM증권 리서치본부

4. 금리 상승과 함께 해소된 자본 부담

최근 시장금리 상승에 따라 보험업종 전반적으로 자본 측면의 부담은 완화된 상황이다. 장기선도금리 및 관찰만기 조정이 없어 부채 측면의 부담이 제한된 가운데 이란 사태 등 영향으로 채권 금리가 가파르게 상승함에 따라 순자산 측면의 부담이 개선된데 기인한다. 글로벌 인플레이션 우려가 심화되고 있음을 감안할 때 금리 상승에 따라 자본 측면에서는 지속적으로 긍정적인 흐름을 기대할 수 있을 것으로 전망한다.

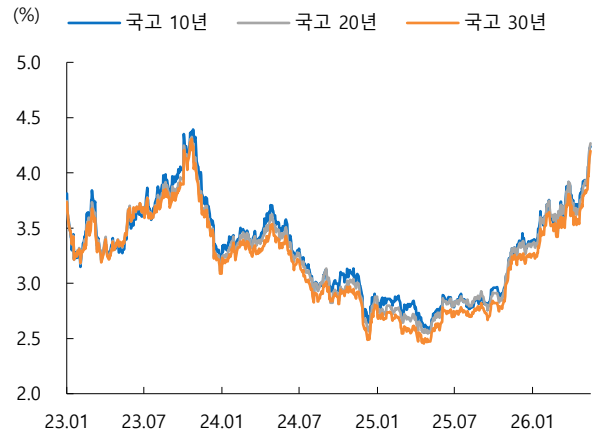
또한 최근 언론 보도에 따르면 금리 상승 영향으로 과거 듀레이션 관리를 위해 설정해 둔 채권선도에 대해서도 포지션 언와인딩이 나타나고 있는 것으로 알려져 있다. 보험사와 채권선도 계약을 체결함에 따라 장기채를 보유하고 있던 거래 상대방(은행, 증권사 등)이 보험사들의 포지션 언와인딩에 따라 들고 있던 채권을 매도하게 되는 만큼 수급 측면의 요인으로 장기채 금리는 더욱 상승 압력을 받을 것으로 예상된다. 장기 금리 상승 기조에 따라 보험업종의 자본 부담은 지속적으로 낮은 수준을 유지할 전망이다.

그림54. 보험 - K-ICS비율



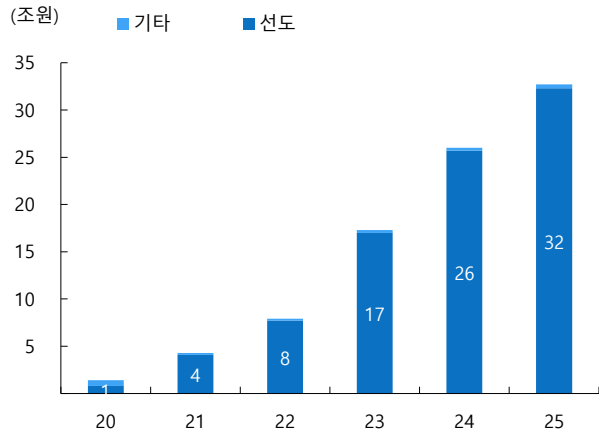
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림55. 시장금리 - 장기채 금리 추이



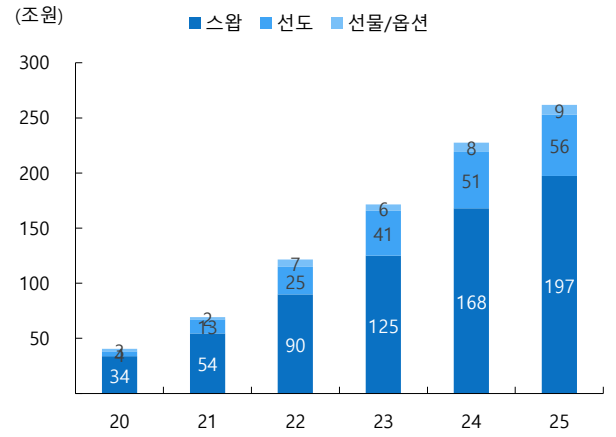
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

그림56. 손해보험 - 금리파생상품 거래잔액 보유 현황



자료: 보험연구원, iM증권 리서치본부

그림57. 생명보험 - 금리파생상품 거래잔액 보유 현황



자료: 보험연구원, iM증권 리서치본부

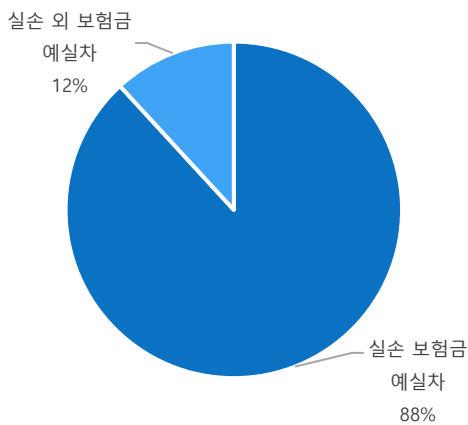
V. 실손 제도 개편에 대한 기대

1. 관리급여 제도 도입에 따른 Upside

하반기 중 보험업종, 그 중에서도 손해보험 업종에 있어 가장 크게 영향이 나타날 이슈로 실손 제도 개편을 제시한다. 현대해상, 한화손해보험 등 주요 손보사의 1Q26 실적에서 비실손 부문은 이익이 발생한 반면 실손의 예실차 손실로 전체 보험금 예실차가 발생하는 등 현재 보험금 예실차의 상당 부분이 실손에서 발생하고 있는 상황임을 감안할 때 관련 제도 개선에 따라 지급보험금 감소를 바탕으로 이익체력 측면의 개선을 기대할 수 있을 것으로 예상되기 때문이다.

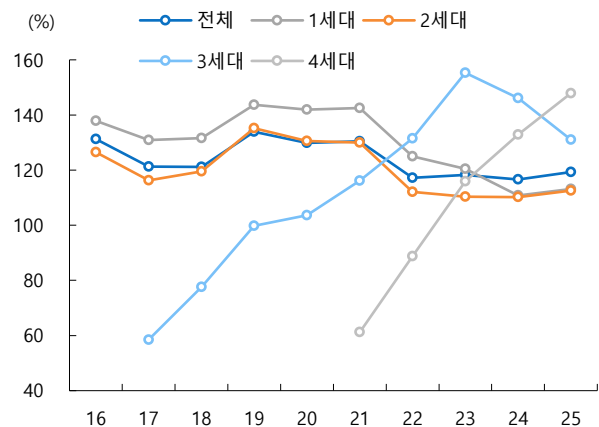
실손 관련 주요 제도 개편으로는 1) 5세대 실손 출시 및 2) 관리급여 제도 도입이 존재한다. 두 가지 중 5세대 실손은 상대적으로 보험업종에 미치는 영향이 제한적일 것으로 예상된다. 이는 기존 실손 대비 보험료가 낮으나 비중증 비급여에 대한 자기부담률이 높은 5세대 실손 특성을 감안했을 때 실질적으로 기존 실손 보유자 중 비급여 과잉 진료를 이용하지 않는 우량 고객 외에는 가입 수요가 제한적일 것으로 예상되기 때문이다. 다만 구세대 실손 비중이 높아 요율 인상 폭 등 가정 변화에 따라 부채가 민감하게 변동하는 현대해상 등의 경우 구 실손을 5세대 실손으로 전환할 경우 단기적으로는 이익계약이 축소되며 CSM 감소 등 영향이 나타날 수 있겠으나 중장기적으로는 부채의 가정 민감도 축소에 따른 자본 측면의 안정성 확보가 가능할 것으로 전망한다.

그림58. 현대해상 - 2025년 보험금 예실차 세부 구성



자료: 현대해상, iM증권 리서치본부

그림59. 실손 - 위험손해율 추이



자료: 보험연구원, iM증권 리서치본부

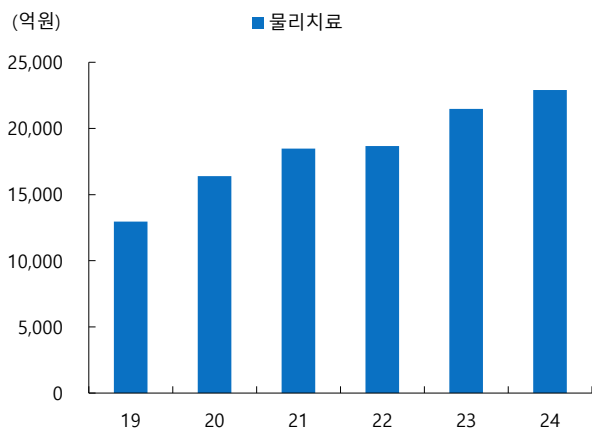
가장 큰 영향이 나타날 것으로 예상되는 부분은 7월 1일 시행 예정인 관리급여 도입이다. 정부는 오는 7월부터 일부 과잉 우려 비급여 항목에 대해 관리급여 제도를 도입할 예정으로 현재 적용 대상 항목으로는 도수치료, 경피적 경막외강 신경성형술, 방사선 온열치료 등 3개 항목이 선정되었다. 해당 항목들은 1) 기존 비급여에서 건강보험 체계로 편입되어 정부가 수가와 치료 횟수 등을 설정하게 되며 2) 다른 건강보험 적용 항목과 달리 환자의 본인부담률 95%가 적용된다.

관리급여 적용 후에도 기존 실손 가입자는 실질적으로 부담이 변하지 않는다. 1/2세대 실손의 경우 급여/비급여에 대해 일정 자기부담률 외에는 실손에서 보험금을 지급하며 3/4세대의 경우 급여항목에 대한 자기부담률이 비급여보다 낮아지는 만큼 오히려 기존보다 전체 비용 중 환자가 부담하는 비율은 낮아지게 된다.

핵심은 관리급여 도입에 따른 수가 인하와 횟수 제한이다. 현재 전국 의원급 의료기관 평균 도수치료 가격은 약 11만원에 달하나 현재 논의되고 있는 도수치료의 수가는 약 4만원 초반 수준에 불과한 상황이다. 도수치료와 관련하여 이전과 동일한 청구 건수가 들어오더라도 전체 지급보험금 규모 자체가 줄어들 수 있다.

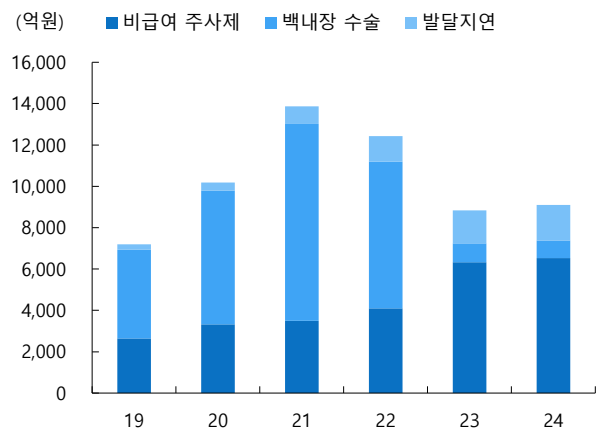
실제로 24년 실손 지급보험금의 주요 치료항목을 살펴보면 물리치료(도수치료, 체외충격파, 증식치료)가 전체 실손 지급보험금의 18%를, 그 중에서 도수치료만 분리하여 보면 11%에 달하는 상황이다. 단순하게 도수치료만 기준으로 평균 가격 하락폭을 적용할 경우 전체 실손 지급보험금의 7%가 감소하는 효과를 기대할 수 있을 것으로 예상된다.

그림60. 실손보험 - 물리치료 지급보험금 추이



자료: 보험연구원, iM증권 리서치본부

그림61. 실손보험 - 주요 비급여항목 지급보험금 추이



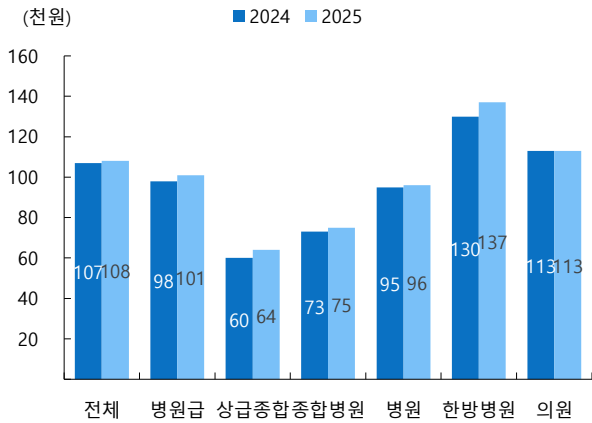
자료: 보험연구원, iM증권 리서치본부

표3. 2024년 손해보험 - 비급여 항목 관련 주요 지급보험금 현황

| 실손 비급여 주요 항목 | 2024년 지급보험금(억원) | 전체 실손 지급보험금 내 비중 |
|---------------------------|-----------------|------------------|
| 10대 비급여 항목 총계 | 38,897 | 30.1% |
| 물리치료(도수치료, 체외충격파, 증식치료 등) | 22,903 | 18% |
| 비급여 주사 | 6,525 | 5% |
| 척추관련 수술 | 2,768 | 2% |
| 발달지연 | 1,724 | 1% |
| 유방질환 | 1,090 | 1% |
| 재판매가능 치료재료 | 944 | 1% |
| 하지정맥류 | 957 | 1% |
| 백내장 수술 | 856 | 1% |
| 생식기 질환 | 690 | 1% |
| 비벨브재건술 | 441 | 0% |

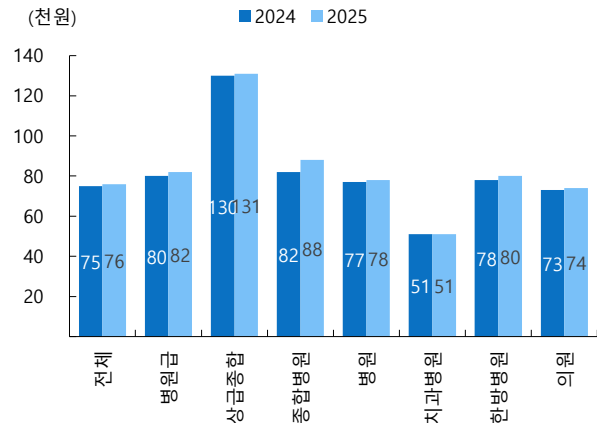
자료: 보험연구원, iM증권 리서치본부

그림62. 도수치료 - 진료 비용 현황



자료: 보험연구원, iM증권 리서치본부

그림63. 체외충격파 - 진료 비용 현황



자료: 보험연구원, iM증권 리서치본부

2. 예실차 개선에 기반한 실적 Turn around 기대 가능

주요 손해보험사의 경우 현재 관리급여 시행 시 12개월 기준 약 400억원~800억원의 지급보험금 감소가 나타날 것으로 추정된다. 25년 보험손익 기준으로 당사 추정 보험금 감소 규모 적용 시 약 5%~23%의 보험손익 개선을 기대할 수 있는 만큼 26년 하반기부터 업종 전반적인 손익 개선을 기대할 수 있을 전망이다. 단순 수가 조정 외에도 진료 횟수 제한 등이 병행되고 있으며 보험사들이 최근 언더라이팅을 강화하며 적극적으로 손익 관리를 추진하고 있는 점을 감안할 때 하반기부터 본격적인 보험금 예실차 손익 개선을 기대할 수 있다고 판단한다. 관리급여 도입과 관련해서는 상대적으로 실손 관련 민감도가 높은 현대해상, 한화손해보험의 Upside가 높게 나타날 것으로 판단한다.

한편 단기적으로는 관리급여 시행에 따른 지급보험금 감소로 손보 업종 전반적인 손익 개선을 기대할 수 있을 것으로 예상하나 전반적인 실손 손익 개선 시 향후 실손 효율 결정에 있어 인하 요인으로 작용할 수 있을 만큼 중장기적 관점에서는 실손 가정과 관련된 부채 변동에 대한 고민이 필요할 것으로 전망한다.

표4. Scenario Test - 실손 관리급여 도입에 따른 보험손익 개선 추정

| (단위: 십억원) | 4사 합계 | 삼성화재 | DB손해보험 | 현대해상 | 한화손해보험 |
|-----------|--------|-------|--------|-------|--------|
| 25년 보험손익 | 3,259 | 1,520 | 1,036 | 396 | 308 |
| 25년 예상보험금 | 18,837 | 5,638 | 5,127 | 5,479 | 2,594 |
| 25년 실제보험금 | 19,645 | 5,763 | 5,368 | 5,828 | 2,685 |
| 보험금예실차 | -807 | -125 | -241 | -350 | -92 |

1. iM 리서치 추정

| | | | | | |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 2022년 실손 발생손해액 | 6,641 | 1,709 | 1,805 | 2,094 | 1,034 |
| 2025년 실손 발생손해액(연간 물가상승률 3% 가정으로 추정) | 7,257 | 1,867 | 1,972 | 2,288 | 1,130 |
| 도수치료 지급보험금 (11% 적용) | 798 | 205 | 217 | 252 | 124 |
| 도수치료 지급보험금 감소 추정 | 290 | 75 | 79 | 92 | 45 |
| 지급보험금 감소 가정 시 25년 보험손익 | 3,550 | 1,594 | 1,115 | 488 | 353 |
| 25년 보험손익 대비 개선 폭 | 8.9% | 4.9% | 7.6% | 23.1% | 14.7% |

2. 회사 자체 시뮬레이션 기준

| | | | | | |
|--|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 회사 내부 시뮬레이션 기준 관리급여 관련 보험금 감소 규모 전망 | 255 | 75* | 80 | 60 | 40 |
| (12개월 기준, 삼성화재는 관련 데이터 부재로 당사 추정치 사용) | | | | | |
| 회사 내부 가정 반영 시 25년 보험손익 | 3,514 | 1,594 | 1,116 | 456 | 348 |
| 25년 보험손익 대비 개선 폭 | 7.8% | 4.9% | 7.7% | 15.1% | 13.0% |

자료: 금융감독원, iM증권 리서치본부

주: DB손보의 경우 관리급여 3,6만원 기준 시뮬레이션 적용 시 월 69.8억원 감소 전망하고 있어 해당 수치보다 소폭 낮은 80억원 적용

VI. Turn around 관점의 접근 유효

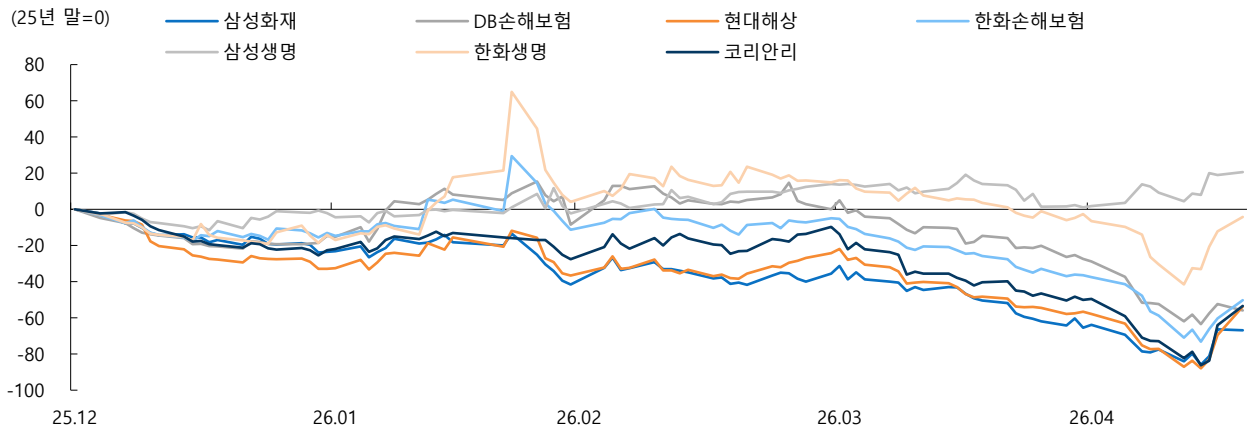
1. 조건은 모두 갖춰진 상황

보험업종은 26년 5월 초까지 YTD 기준으로 시장에서 다소 소외되며 투자자들의 관심에서 멀어지는 모습이 나타났다. 보유 중인 삼성전자 지분 가치에 기반한 트레이딩이 나타난 삼성생명 등을 제외한 나머지 보험사의 경우 특별한 모멘텀 없이 시장을 크게 Underperform하는 모습이 지속되었다.

다만 최근 시장을 둘러싼 대내외 환경은 대체로 보험업종에 있어 긍정적이라고 판단한다. 이란 사태 이후 인플레이션 우려가 심화되며 가파른 금리 상승 추세가 나타남에 따라 주요 보험사들의 듀레이션 갭 및 자본 여력이 안정적 수준으로 개선되었으며 실손, 판매채널 등 보험업종의 핵심 펀더멘털과 관련된 제도 개편이 예정되어 있어 전반적인 이익체력 개선을 기대할 수 있을 것으로 예상되기 때문이다. One-off 성격이 반영되긴 했으나 1Q26 중 양호한 이익을 기록한 점도 선택사항에 있어서는 긍정적이라고 판단한다.

여전히 불확실성이 남아있는 점에 대한 고민은 필요하다. 계리 감독 선진화에 따른 손해율, 사업비율 등 추가적인 가정 반영 이슈가 남아있으며 해약환급금준비금 제도 개편 전까지는 주요 보험사 외에는 배당가능이익 확보가 어려워 배당 재개가 제한적이기 때문이다. 제도 개편 논의가 지속되고 있으나 여전히 명확한 방안이 제시되지 않은 상황이다.

그림64. 보험업종 - YTD 기준 KOSPI 대비 상대수익률



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

2. 종합적인 요인을 고려한 접근 필요

종합적으로 현재 보험업종에 대한 접근은 크게 3가지를 제시할 수 있다. 먼저 관리급여 등 실손 관련 손익 개선을 중심으로 접근할 경우 현대해상<한화손해보험> DB손해보험>삼성화재 순으로 이익 개선에 대한 민감도가 높게 나타날 수 있다고 판단한다.

또한 회사가 보유 중인 삼성전자 지분가치와 업종 내 가장 안정적인 이익 관리 역량에 기반한 접근을 고려해볼 수 있다. 삼성전자 지분을 보유하고 있으며 양호한 가정 관리 및 손익을 기대할 수 있는 삼성생명, 삼성화재가 이에 부합한다고 판단한다. 다만 전자 지분가치 상승에 따라 ROE가 지속적으로 낮아지고 있어 자본 활용의 효율성 관점에서는 다소 아쉽다고 판단한다.

마지막으로는 배당 재개에 대한 기대감이다. 현재 배당가능이익이 발생하고 있지 않은 현대해상, 한화생명, 한화손해보험이 제도 개편을 통해 배당을 재개할 것이라는 기대감을 바탕으로 접근하는 방안이다. 다만 1) 현재 해당 회사들의 배당가능이익을 감안했을 때 제도가 개편되더라도 만족할 만한 수준의 배당을 기대하기는 어렵다고 판단하며 2) 제도가 개편될 경우 현재 배당가능이익이 충분히 확보되어 있는 삼성화재, DB손보 등의 배당가능이익이 더욱 큰 폭으로 늘어나며 보다 적극적인 주주환원을 기대할 수 있다고 판단한다.

배당가능이익이 -1.4조원 수준에 달하는 현대해상 기준으로 대략적으로 시뮬레이션을 해본 결과 현대해상의 배당가능이익이 확보되기 위해서는 해약환급금준비금 적립비율이 약 50% 수준으로 조정(해약환급금준비금 1.5조 감소)되어야 할 것으로 예상된다. 해당 기준을 다른 보험사에 적용할 경우 삼성화재, DB손보 등 현재 배당가능이익이 확보되고 있는 회사의 경우 약 1.8조원 수준의 추가 배당가능이익이 확보될 것으로 추정된다.

표5. Scenario Test - 해약환급금준비금 적립 비율에 따른 배당가능이익 증분

| 분류 | 회사 | 1Q26 해약환급금준비금 현황 (A, 십억원) | 해약환급금준비금 총액 (B, 십억원, 적립 100% 기준) | 적립률 50% 적용 시 해약환급금준비금 예상 적립 (C=B*50%, 십억원) | 해약환급금준비금 조정 시 예상 배당가능이익 증분 (D=A-C, 십억원) |
|------|------|------------------------------|-------------------------------------|--|---|
| 손해보험 | 삼성화재 | 4,665 | 5,831 | 2,916 | 1,749 |
| | DB손보 | 4,805 | 6,007 | 3,003 | 1,802 |
| | 현대해상 | 4,115 | 5,144 | 2,572 | 1,543 |
| | 한화손보 | 2,613 | 3,267 | 1,633 | 980 |
| 생명보험 | 삼성생명 | 1,652 | 2,065 | 1,032 | 619 |
| | 한화생명 | 7,109 | 7,899 | 3,949 | 3,159 |

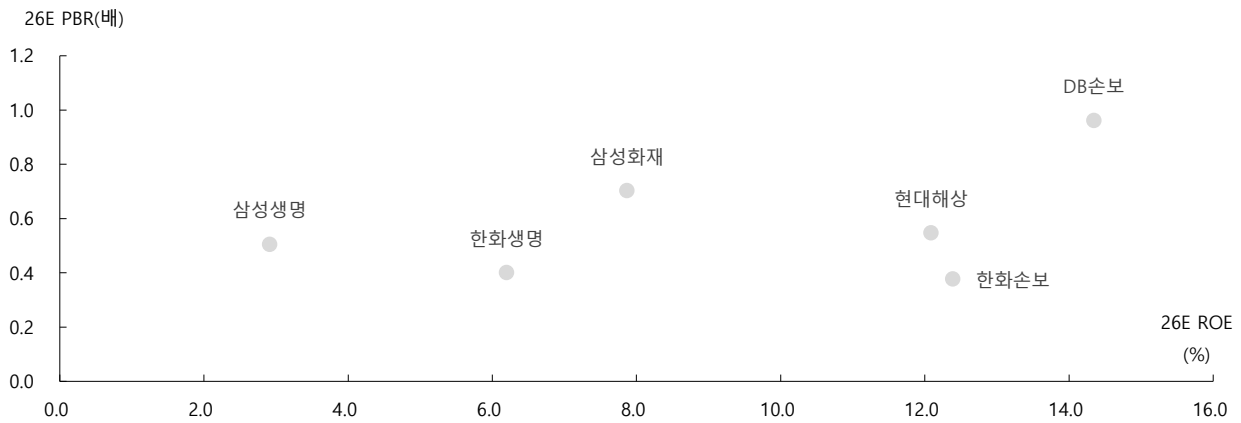
자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

주: 한화생명은 90%, 나머지는 80% 적립 중

Top pick으로는 DB손해보험을 제시한다. 1) 배당가능이익이 충분한 회사 중 가장 실손 제도 개선에 대한 민감도가 높으며 2) 1Q26 어닝 쇼크의 주요 요인들이 일회성 요인에 기반하고 있다는 점에서 하반기 중 이익 개선에 대한 기대감이 가장 높다고 판단하기 때문이다.

한편 내리티브 측면에서 강하게 베팅하는 경우 현대해상과 한화손해보험에 대해 관심을 가져볼 수 있다고 판단한다. 높은 실손보험 민감도, 배당 재개에 따른 밸류에이션 할인 해소 등을 기대할 수 있다는 점에서 전반적인 제도 개선에 다소 공격적인 베팅을 고려할 경우 가장 적합한 선택지가 될 수 있다고 판단한다.

그림65. 커버리지 보험업종 PBR-ROE Matrix



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정



기업분석

<증권>

한국금융지주(071050)

IB-AM이 지나면

DB손해보험(005830)

업종의 기대 요인을 모두 포괄하는 선택

한국금융지주 (071050)

2026.05.20

IB-AM이 지나면

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

IB-AM 모두 높은 경쟁력 바탕으로 견조한 이익체력 전망

최근 발행어음 사업자 수가 늘어나고 있으며 리테일 고객에 대해서도 단순 위탁매매, 펀드/랩 어카운트 판매 등을 넘어 발행어음, IMA 등 증권사의 운용 역량이 중요한 상품의 판매가 확대되고 있다. 이에 따라 증권사의 리테일 AM(Asset Management) 채널에 있어서도 이전보다 증권사의 딜 소싱 등 기업금융, 자산운용 역량이 중요해지고 있다고 판단한다. 이러한 관점에서 기업금융과 리테일 전반에 걸쳐 높은 경쟁력을 보유한 한국투자증권의 매력 더욱 부각되고 있다고 판단한다. 폭넓은 리테일 채널을 바탕으로 적극적으로 조달이 가능한 동시에 IB 강점을 바탕으로 우량 딜 소싱을 지속하며 견조한 이익체력을 기대할 수 있을 것으로 전망한다. 커버리지 증권업종 중 브로커리지 부문의 이익 기여도가 낮아 거래대금 확대에 따른 매력은 상대적으로 낮지만 기업금융 내 증권업종의 역할이 확대되는 국면에서 1) 발행어음/IMA 시장을 선점하고 있으며 2) 높은 자기자본을 바탕으로 적극적으로 레버리지를 활용하고 있는 동사의 이익체력 베이스는 지속적으로 높아질 것으로 전망한다. 지속적으로 높아지는 주식 약정 점유율을 감안했을 때 거래대금 상승에 기반한 이익 개선 규모도 다른 증권사 대비 낮지 않을 것으로 전망한다.

2026E 지배순이익 2조5,040억원(+23.9% YoY) 전망

한국금융지주의 26E 지배순이익은 2조5,040억원(+23.9% YoY)로 컨센서스에 부합하는 실적을 전망한다. 증권 별도 기준으로는 높아진 거래대금 등을 바탕으로 브로커리지 수수료손익이 1조1,150억원(+128% YoY)으로 증가할 것으로 전망하며 자산관리 관련 수수료도 3,651억원(+119% YoY)으로 위험자산 투자심리 개선과 맞물려 큰 폭으로 개선될 것으로 전망한다. IB/기타수수료도 6,103억원(+1.2% YoY)으로 견조한 이익 흐름이 지속될 것으로 예상하며 이자손익/평가처분손익 및 기타의 경우에도 2조2,137억원(+8.1% YoY)으로 발행어음 및 IMA 등 적극적인 조달자산 확대와 맞물려 견조한 이익을 시현할 것으로 전망한다. 26년 기준 발행어음북 운용 손익은 목표 수익률 200bp 기준 약 4,500억원 수준을 기록할 것으로 전망하며 IMA 관련 운용 손익이 추가될 것으로 전망한다. 전반적인 증시 호조와 맞물려 저축은행, 캐피탈 등 부진한 실적을 기록해 왔던 주요 계열사의 투자손익 개선이 나타나는 점도 그룹 전체적인 실적에 있어서 긍정적이다. 26E ROE는 20%로 업종 내 최상위 수준이 예상되는 반면 밸류에이션은 PER 5.3배, PBR 1.0배 수준으로 커버리지 증권업종 중 가장 낮은 수준을 기록하고 있어 밸류에이션 측면의 매력도 높다고 판단한다. 26E DPS는 배당성향 25% 기준 약 10,700원을 전망하며 전일 증가 기준 예상 배당수익률은 약 4.6%를 기대할 수 있을 것으로 전망한다.

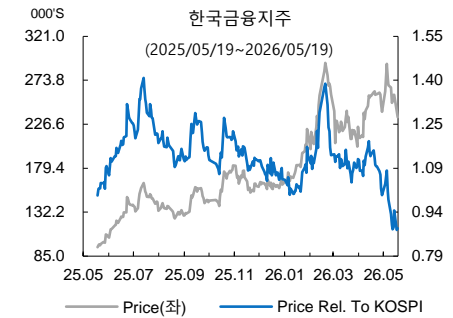
Buy (Maintain)

| | |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M) | 310,000원(유지) |
| 증가(2026.05.19) | 234,000원 |
| 상승여력 | 32.5% |

| Stock Indicator | |
|-----------------|-----------------|
| 자본금 | 308십억원 |
| 발행주식수 | 5,573만주 |
| 시가총액 | 13,040십억원 |
| 외국인지분율 | 34.7% |
| 52주 주가 | 94,600~292,500원 |
| 60일평균거래량 | 327,116주 |
| 60일평균거래대금 | 81.5십억원 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 절대수익률 | -8.9 | -17.5 | 48.9 | 147.4 |
| 상대수익률 | -26.4 | -45.5 | -36.2 | -32.0 |

Price Trend



| FY | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 순영업수익(십억원) | 4,009 | 5,313 | 5,597 | 5,660 |
| 영업이익(십억원) | 2,345 | 3,258 | 3,450 | 3,478 |
| 지배순이익(십억원) | 2,020 | 2,504 | 2,573 | 2,600 |
| EPS(원) | 94.3 | 24.0 | 2.6 | 0.8 |
| BPS(원) | 19.4 | 18.6 | 14.3 | 12.3 |
| PER(배) | 4.6 | 5.3 | 5.2 | 5.2 |
| PBR(배) | 0.8 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| ROE(%) | 19.1 | 19.9 | 17.6 | 15.7 |
| 배당수익률(%) | 5.4 | 4.6 | 5.0 | 5.5 |
| 배당성향(%) | 25.1 | 25.0 | 26.7 | 29.1 |

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 분기별 실적 추이 및 전망 - 연결 기준

| (십억원,%) | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | % QoQ | % YoY |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|
| 순영업수익 | 997.1 | 1,259.7 | 862.0 | 1,569.2 | 1,284.0 | 1,340.4 | -18.2 | 28.8 |
| 수수료손익 | 378.7 | 415.5 | 435.4 | 621.5 | 649.8 | 623.2 | 4.6 | 71.6 |
| Brokerage | 107.2 | 127.8 | 163.3 | 248.6 | 291.5 | 288.6 | 17.2 | 171.8 |
| WM | 38.1 | 48.0 | 46.3 | 96.9 | 88.5 | 89.4 | -8.6 | 132.4 |
| IB | 159.0 | 151.1 | 142.6 | 166.8 | 160.6 | 136.0 | -3.7 | 1.0 |
| 기타 | | | | | | | | |
| 순이자이익 | 373.9 | 442.3 | 421.4 | 432.0 | 437.3 | 443.2 | 1.2 | 17.0 |
| 트레이딩/기타 | 244.5 | 401.8 | 5.2 | 515.7 | 196.8 | 274.0 | -61.8 | -19.5 |
| 판매관리비 | 411.6 | 410.6 | 480.9 | 462.9 | 498.8 | 508.6 | 7.8 | 21.2 |
| 영업이익 | 585.6 | 849.1 | 381.1 | 1,106.3 | 785.2 | 831.8 | -29.0 | 34.1 |
| 세전이익 | 733.3 | 922.2 | 453.0 | 1,236.2 | 817.4 | 855.7 | -33.9 | 11.5 |
| 당기순이익 | 540.2 | 675.0 | 349.8 | 916.7 | 600.8 | 629.0 | -34.5 | 11.2 |
| 지배지분순이익 | 539.0 | 673.9 | 349.1 | 914.9 | 599.7 | 627.8 | -34.5 | 11.2 |
| 자산총계 | 115,898 | 123,133 | 136,162 | 148,007 | 151,140 | 152,593 | 2.1 | 30.4 |
| 부채총계 | 105,524 | 111,453 | 124,062 | 135,147 | 137,681 | 138,506 | 1.9 | 30.5 |
| 자본총계 | 10,374 | 11,680 | 12,099 | 12,860 | 13,460 | 14,087 | 4.7 | 29.7 |
| ROE (%) | 21.4 | 24.7 | 12.1 | 31.1 | 19.4 | 19.4 | -11.7 | -2.0 |

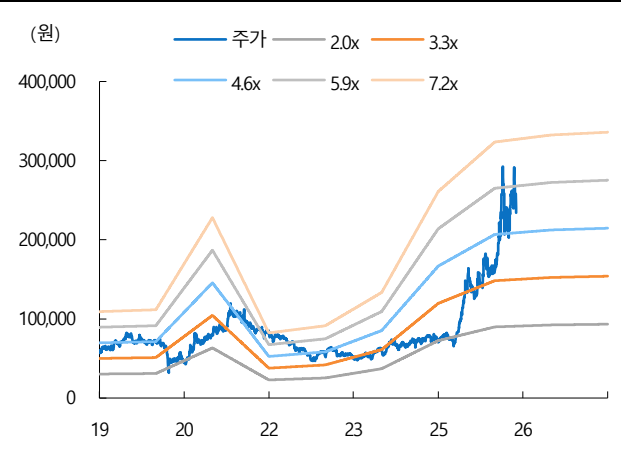
자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 분기별 실적 추이 및 전망 - 별도 기준

| (십억원,%) | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | % QoQ | % YoY |
|-----------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|
| 순영업수익 | 786.8 | 959.7 | 721.9 | 1,160.0 | 1,098.1 | 1,123.2 | -5.3 | 39.6 |
| 수수료손익 | 304.3 | 326.8 | 352.3 | 512.2 | 540.6 | 513.9 | 5.5 | 77.6 |
| Brokerage | 107.2 | 127.8 | 163.3 | 248.6 | 291.5 | 288.6 | 17.2 | 171.8 |
| WM | 38.1 | 48.0 | 46.3 | 96.9 | 88.5 | 89.4 | -8.6 | 132.4 |
| IB | 159.0 | 151.1 | 142.6 | 166.8 | 160.6 | 136.0 | -3.7 | 1.0 |
| 기타 | | | | | | | | |
| 순이자이익 | 197.0 | 209.6 | 221.9 | 243.1 | 246.1 | 249.4 | 1.2 | 24.9 |
| 트레이딩/기타 | 285.5 | 423.3 | 147.8 | 404.6 | 311.4 | 359.9 | -23.0 | 9.1 |
| 판매관리비 | 281.9 | 298.6 | 343.7 | 338.7 | 365.0 | 372.2 | 7.8 | 29.5 |
| 영업이익 | 504.9 | 661.1 | 378.2 | 821.3 | 733.0 | 751.0 | -10.7 | 45.2 |
| 세전이익 | 612.1 | 665.8 | 368.0 | 859.5 | 745.3 | 755.0 | -13.3 | 21.8 |
| 당기순이익 | 435.7 | 532.1 | 301.5 | 621.3 | 547.8 | 554.9 | -11.8 | 25.7 |
| 자산총계 | 90,715 | 96,927 | 108,144 | 120,626 | 124,779 | 125,922 | 3.4 | 37.5 |
| 부채총계 | 80,194 | 84,905 | 96,982 | 107,917 | 111,442 | 112,031 | 3.3 | 39.0 |
| 자본총계 | 10,522 | 12,022 | 11,162 | 12,709 | 13,336 | 13,891 | 4.9 | 26.8 |
| ROE (%) | 18.3 | 20.1 | 11.1 | 22.1 | 17.8 | 17.2 | -4.3 | -0.5 |

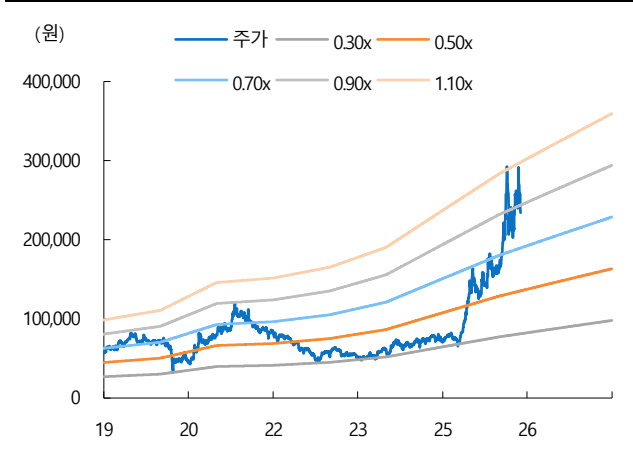
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



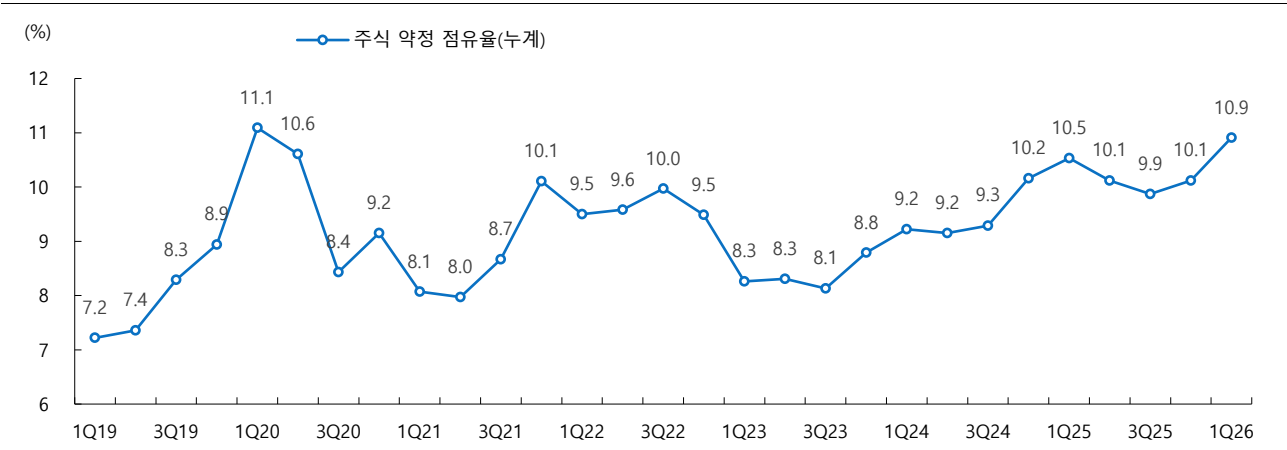
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. PBR 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림3. 한국투자증권 - 주식 약정대금 점유율 추이



자료: 한국금융지주, iM증권 리서치본부

| 재무상태표 | | | | |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| (십억원) | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 현금 및 현금성자산 | 13,794 | 19,419 | 21,631 | 23,853 |
| FVPL금융자산 | 79,913 | 84,436 | 86,138 | 87,874 |
| FVOCI금융자산 | 3,037 | 4,953 | 5,053 | 5,155 |
| AC금융자산 | 30,400 | 33,294 | 34,645 | 36,052 |
| 종속/관계기업투자지분 | 4,565 | 4,533 | 4,533 | 4,533 |
| 기타자산 | 4,453 | 7,152 | 7,152 | 7,152 |
| 자산총계 | 136,162 | 153,789 | 159,154 | 164,620 |
| 투자자에탁금 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 발행어음/IMA | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매도파생결합증권 | 2,791 | 3,217 | 3,281 | 3,348 |
| 차입금/사채 | 72,824 | 78,456 | 81,642 | 84,957 |
| 기타부채 | 48,448 | 57,667 | 57,834 | 58,006 |
| 부채총계 | 124,062 | 139,340 | 142,757 | 146,310 |
| 자본금 | 308 | 308 | 308 | 308 |
| 자본잉여금 | 184 | 184 | 184 | 184 |
| 이익잉여금 | 10,283 | 12,273 | 14,221 | 16,134 |
| 기타자본 | 1,236 | 1,587 | 1,587 | 1,587 |
| 비지배주주지분 | 89 | 98 | 98 | 98 |
| 자본총계 | 12,099 | 14,449 | 16,397 | 18,309 |

| 별도 재무제표 | | | | |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| (십억원) | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 순영업수익 | 3,308 | 4,304 | 4,404 | 4,434 |
| 수수료손익 | 1,260 | 2,090 | 2,106 | 2,088 |
| Brokerage | 490 | 1,115 | 1,122 | 1,086 |
| WM | 167 | 365 | 370 | 385 |
| IB | 603 | 610 | 613 | 616 |
| 기타 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이자손익 | 799 | 992 | 1,035 | 1,077 |
| 트레이딩 및 기타 | 1,249 | 1,222 | 1,263 | 1,269 |
| 판매관리비 | 1,189 | 1,503 | 1,571 | 1,597 |
| 영업이익 | 35.9 | 34.9 | 35.7 | 36.0 |
| 영업외손익 | 2,119 | 2,801 | 2,833 | 2,837 |
| 세전이익 | 103 | 40 | 25 | 34 |
| 법인세 | 2,222 | 2,841 | 2,858 | 2,871 |
| 법인세율(%) | 487 | 763 | 757 | 761 |
| 당기순이익 | 1,735 | 2,078 | 2,100 | 2,110 |
| 연결 대비 비중(%) | 85.7 | 82.8 | 81.5 | 81.0 |
| 자산총계 | 108,144 | 126,869 | 130,762 | 134,716 |
| 연결 대비 비중(%) | 79.4 | 82.5 | 82.2 | 81.8 |
| 부채총계 | 96,982 | 112,624 | 115,051 | 117,563 |
| 연결 대비 비중(%) | 78.2 | 80.8 | 80.6 | 80.4 |
| 자본총계 | 11,162 | 14,245 | 15,712 | 17,153 |
| 연결 대비 비중(%) | 92.3 | 98.6 | 95.8 | 93.7 |
| 별도 ROE(%) | 17.5 | 17.3 | 14.7 | 13.4 |
| 별도 ROA(%) | 1.8 | 1.8 | 1.6 | 1.6 |

자료: 한국금융지주, iM증권 리서치본부

| 포괄손익계산서 | | | | |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| (십억원, %) | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 순영업수익 | 4,009 | 5,313 | 5,597 | 5,660 |
| 수수료손익 | 1,562 | 2,527 | 2,543 | 2,525 |
| Brokerage | 490 | 1,115 | 1,122 | 1,086 |
| WM | 167 | 365 | 370 | 385 |
| IB | 603 | 610 | 613 | 616 |
| 기타 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이자손익 | 1,591 | 1,762 | 1,839 | 1,914 |
| 트레이딩 및 기타 | 855 | 1,023 | 1,215 | 1,221 |
| 판매관리비 | 1,663 | 2,055 | 2,147 | 2,182 |
| 판매비율(%) | 41.5 | 38.7 | 38.4 | 38.6 |
| 영업이익 | 2,345 | 3,258 | 3,450 | 3,478 |
| 영업외손익 | 378 | 144 | 57 | 66 |
| 세전이익 | 2,724 | 3,402 | 3,508 | 3,544 |
| 법인세 | 699 | 894 | 930 | 939 |
| 법인세율(%) | 25.7 | 26.3 | 26.5 | 26.5 |
| 당기순이익 | 2,024 | 2,509 | 2,578 | 2,605 |
| 지배지분순이익 | 2,020 | 2,504 | 2,573 | 2,600 |
| 비지배지분순이익 | 4 | 5 | 5 | 5 |

| 주요투자지표 | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 성장성(%) | | | | |
| 자산 | 24.7 | 12.9 | 3.5 | 3.4 |
| 자본(지배주주지분) | 24.5 | 19.5 | 13.6 | 11.7 |
| 순영업수익 | 52.1 | 32.5 | 5.4 | 1.1 |
| 지배순이익 | 95.6 | 23.9 | 2.8 | 1.0 |
| EPS | 94.3 | 24.0 | 2.6 | 0.8 |
| BPS | 19.4 | 18.6 | 14.3 | 12.3 |
| DPS | 118.3 | 23.1 | 10.0 | 10.0 |
| 수익성(%) | | | | |
| ROE | 19.1 | 19.9 | 17.6 | 15.7 |
| ROA | 1.6 | 1.7 | 1.6 | 1.6 |
| 밸류에이션(배) | | | | |
| PER | 4.6 | 5.3 | 5.2 | 5.2 |
| PBR | 0.8 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| 주당지표(원) | | | | |
| EPS | 35,438 | 43,928 | 45,062 | 45,427 |
| BPS | 197,134 | 233,711 | 267,067 | 299,816 |
| 보통주 DPS | 8,690 | 10,700 | 11,770 | 12,950 |
| 주주환원(%) | | | | |
| 전체 배당성향 | 25.1 | 25.0 | 26.7 | 29.1 |
| 보통주 배당수익률 | 5.4 | 4.6 | 5.0 | 5.5 |
| 자본적정성(%) | | | | |
| 구 NCR | 157.0 | 166.6 | 167.9 | 166.6 |
| 신 NCR | 2,935.4 | 3,859.2 | 4,433.4 | 4,892.5 |

한국금융지주 투자이견 및 목표주가 변동추이

| 일자 | 투자이견 | 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.

[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)

2026.05.20

업종의 기대 요인을 모두 포괄하는 선택

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

하반기 중 뚜렷한 개선 전망

DB손해보험은 1Q26 어닝 쇼크 이후 다소 아쉬운 주가 흐름이 나타났다. 다만 1Q26 중 나타난 대부분의 부담 요인은 일회성 성격이 강했다고 판단하는데 법인세율 인상에 따른 이연법인세 부채 추가 전입 약 814억원의 경우 외적 요인에 따른 일회성 비용이며 일반보험의 경우 XoL 한도(기존 300억원) 관리가 다소 아쉬웠으나 고액 손실 재해 발생 여부를 예상하기 어려운 점과 향후 XoL 한도를 150억원으로 조정하여 리스크 관리를 강화한 점을 감안했을 때 실질적인 이익체력 측면의 부담은 제한적일 것으로 판단한다. 이전 대비 큰 폭으로 악화된 보험금 예실차 손실은 다소 아쉽다고 판단하나 IBNR 제외 기준 위험손해율 상승분 약 8%p 중 1) 장기보험 고액사고(사망후유장해 등)가 1Q26 중 집중된 영향 3.4%p, 2) 실손 관련 영향이 약 1.5%p에 달하는 상황에서 고액사고 영향은 다소 One-off 성격이 강하다고 판단하며 실손 관련 영향은 하반기 중 관리급여 시행 등에 따라 점진적으로 개선될 것으로 전망된다. 관리급여 관련 영향은 실손 영향이 높은 현대해상, 한화손보 수준의 개선 효과보다는 제한적일 것으로 예상하나 배당가능이익이 확보된 회사 중에서는 가장 큰 폭의 지급보험금 개선 효과를 기대할 수 있을 전망이다. 1Q26 중 나타난 일회성 요인이 향후 대부분 개선될 것으로 예상된다는 점에서 최근 주가 조정은 이익체력 대비 다소 과도하다고 판단하며 향후 실손 제도 개선 및 일회성 요인 소멸에 따른 Upside를 기대할 수 있는 동사의 매력도가 저가매수 관점에서 보다 높아졌다고 판단한다.

2026E 별도 순이익 1조3,704억원(-10.7% YoY) 전망

DB손해보험의 26E 별도 순이익은 1조3,704억원(-10.7% YoY)로 컨센서스를 하회할 것으로 전망한다. 보장성 인보험 신계약은 월 평균 약 121억원으로 수익성 중심 신계약 판매로 약 15% 감소할 것으로 전망하며 CSM배수는 17배 수준으로 업종 내 상위권 수준을 유지할 것으로 예상된다. 보험손익은 9,209억원(-11.1% YoY)을 전망한다. 상반기 중 보험금 예실차 부진이 지속될 것으로 예상되며 2Q26 및 4Q26 중 신규담보, 비실손 갱신 담보 등에 대한 보수적 가정 적용 등을 고려하여 보수적 관점에서 이익을 추정했다. 자동차보험은 부진한 흐름이 지속되며 적자가 지속될 것으로 전망하며 일반보험의 경우에도 1Q26 중 대규모 손실 영향이 반영될 전망이다. 다만 27년의 경우 1) 실손 관리급여 제도 개선 및 2) 보수적 가정 반영에 따라 보험손익이 개선되는 모습이 나타날 것으로 전망한다. 투자손익은 1조368억원(-3.8% YoY)로 최근 금리 상승 등을 감안하여 평가처분손익을 보수적으로 가정했다. 다만 보험업종 내 견조하게 배당가능이익이 확보되고 있으며 해약환급금준비금 제도 개편 시 보다 큰 폭의 주주환원 확대를 기대할 수 있다는 점에서 배당 관점의 매력도는 더욱 높아질 전망이다. 분리과세 요건 등을 감안하여 26E DPS는 8,400원으로 약 10.5% 증가할 것으로 전망하며 현재 주가 기준 예상 배당수익률은 약 5.2%에 달한다.

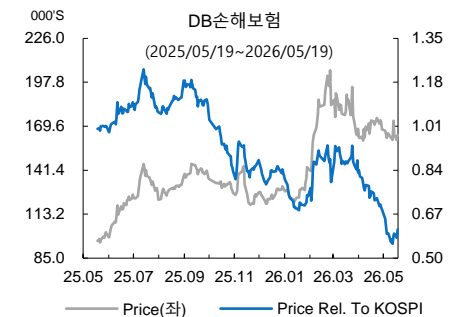
Buy (Maintain)

| | |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M) | 220,000원(유지) |
| 증가(2026.05.19) | 164,100원 |
| 상승여력 | 34.1% |

| Stock Indicator | |
|-----------------|-----------------|
| 자본금 | 35십억원 |
| 발행주식수 | 6,550만주 |
| 시가총액 | 10,749십억원 |
| 외국인지분율 | 47.0% |
| 52주 주가 | 95,100~205,500원 |
| 60일평균거래량 | 265,150주 |
| 60일평균거래대금 | 48.1십억원 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|-------|-------|-------|--------|
| 절대수익률 | -5.3 | -10.5 | 36.4 | 70.8 |
| 상대수익률 | -22.7 | -38.6 | -48.6 | -108.6 |

Price Trend



| FY | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 보험손익(십억원) | 1,036 | 921 | 1,132 | 1,179 |
| 투자손익(십억원) | 1,078 | 1,037 | 1,110 | 1,164 |
| 영업이익(십억원) | 2,114 | 1,958 | 2,242 | 2,343 |
| 순이익(십억원) | 1,535 | 1,370 | 1,652 | 1,727 |
| EPS(원) | 25,436 | 22,597 | 27,244 | 28,475 |
| BPS(원) | 148,242 | 166,866 | 184,138 | 201,741 |
| PER(배) | 5.2 | 7.2 | 5.9 | 5.6 |
| PBR(배) | 0.9 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| ROE(%) | 17.6 | 14.3 | 15.5 | 14.8 |
| 배당수익률(%) | 5.8 | 5.2 | 5.8 | 6.4 |

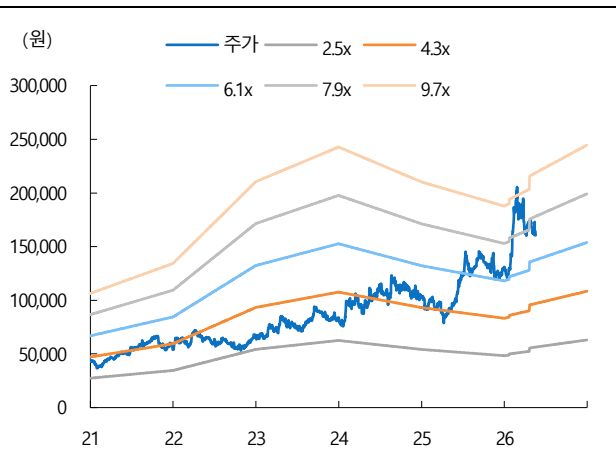
주:K-IFRS 별도 요약 재무제표

표1. 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억 원, %) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | % QoQ | % YoY |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 보험손익 | 403 | 268 | 102 | 263 | 227 | 277 | 269 | 148 | -14.0 | -43.7 |
| 장기보험 | 394 | 257 | 149 | 275 | 265 | 273 | 314 | 216 | -3.7 | -32.7 |
| CSM 상각 | 323 | 327 | 330 | 306 | 322 | 342 | 341 | 347 | 5.3 | -0.3 |
| RA 해제 | 37 | 37 | 40 | 41 | 43 | 39 | 39 | 40 | 6.4 | 16.9 |
| 예실차 | 5 | -51 | -162 | -40 | -88 | -62 | -20 | -124 | 적지 | 적전 |
| 손실계약비용 | 46 | -35 | -48 | 16 | -1 | -35 | -35 | -35 | 적전 | 적전 |
| 기타사업비/재보험 | -18 | -21 | -10 | -48 | -11 | -11 | -11 | -12 | 적지 | 적지 |
| 일반손해보험 | -37 | -21 | 9 | 65 | -47 | -8 | 24 | 22 | 적전 | 적지 |
| 자동차보험 | 46 | 32 | -56 | -77 | 9 | 12 | -69 | -90 | 흑전 | -80.8 |
| 투자손익 | 244 | 345 | 301 | 188 | 236 | 262 | 269 | 270 | 25.6 | -3.2 |
| 자산운용손익 | 438 | 436 | 487 | 372 | 439 | 463 | 476 | 478 | 17.9 | 0.4 |
| 평가처분손익 | 12 | 61 | 73 | -11 | -16 | 0 | 0 | 0 | 적지 | 적전 |
| 보험금융손익 | -194 | -92 | -186 | -184 | -203 | -201 | -207 | -208 | 적지 | 적지 |
| 영업이익 | 647 | 612 | 403 | 451 | 463 | 538 | 538 | 418 | 2.5 | -28.5 |
| 영업외손익 | -3 | 5 | -6 | -1 | -3 | -2 | -3 | -2 | 적지 | 적지 |
| 세전이익 | 643 | 617 | 397 | 450 | 460 | 536 | 535 | 416 | 2.0 | -28.6 |
| 당기순이익 | 447 | 460 | 293 | 335 | 269 | 397 | 396 | 308 | -19.8 | -39.9 |
| 월납보험료(보장성 인보험) | 15.1 | 14.2 | 13.5 | 14.2 | 12.0 | 11.8 | 12.4 | 12.1 | -15.3 | -20.3 |
| 신계약 CSM | 707.0 | 792.8 | 723.8 | 709.1 | 624.6 | 616.0 | 646.1 | 633.6 | -11.9 | -11.7 |
| 자산총계 | 55,478 | 55,940 | 57,424 | 59,409 | 59,271 | 60,632 | 62,170 | 61,866 | -0.2 | 6.8 |
| 운용자산 | 52,113 | 52,130 | 53,978 | 56,076 | 55,887 | 57,962 | 59,221 | 58,399 | -0.3 | 7.2 |
| 비운용자산 | 3,351 | 3,794 | 3,428 | 3,315 | 3,364 | 2,651 | 2,929 | 3,446 | 1.5 | 0.4 |
| 부채총계 | 47,985 | 47,759 | 48,184 | 49,554 | 48,883 | 49,264 | 50,429 | 49,840 | -1.4 | 1.9 |
| 책임준비금 | 43,623 | 44,209 | 44,281 | 44,530 | 42,183 | 43,342 | 44,055 | 43,631 | -5.3 | -3.3 |
| 장기보험 CSM 잔액 | 12,869 | 13,231 | 13,464 | 12,205 | 12,822 | 12,757 | 13,023 | 12,421 | 5.1 | -0.4 |
| 자본총계 | 7,493 | 8,181 | 9,239 | 9,855 | 10,388 | 11,369 | 11,741 | 12,026 | 5.4 | 38.6 |
| 해약환급금준비금 | 3,524 | 3,842 | 4,105 | 4,541 | 4,805 | 5,086 | 5,380 | 5,669 | 5.8 | 36.4 |
| ROE (%) | 22.5 | 23.5 | 14.2 | 15.4 | 11.9 | 17.1 | 16.4 | 12.4 | -3.5%p | -10.6%p |
| K-ICS 비율(%) | 204.7 | 213.3 | 226.4 | 218.2 | 232.1 | 227.9 | 228.7 | 229.1 | 13.9%p | 27.4%p |

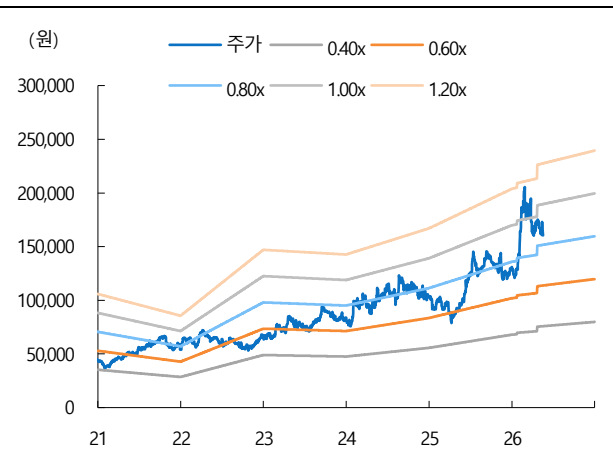
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림4. PER 밴드 추이



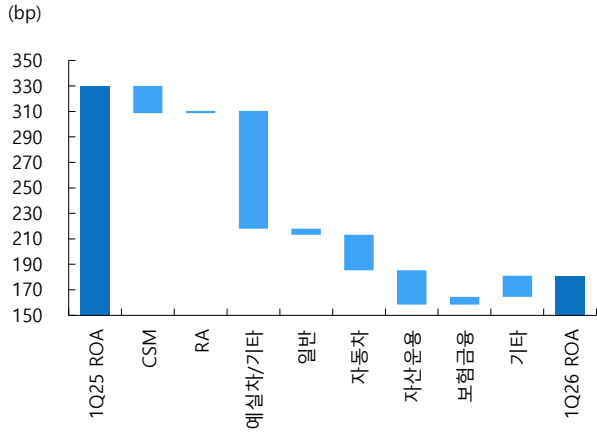
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림5. PBR 밴드 추이



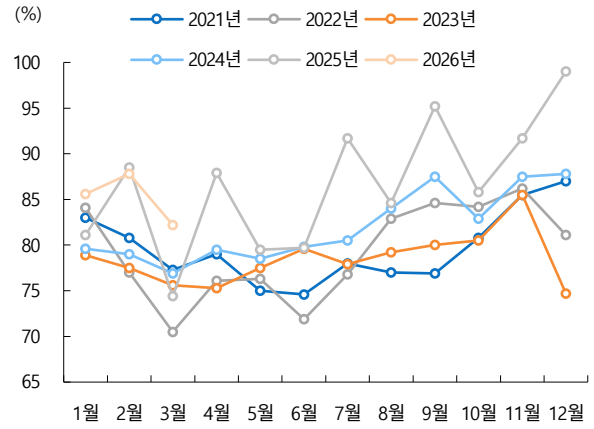
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림6. DB손보 - 1Q26 ROA Movement



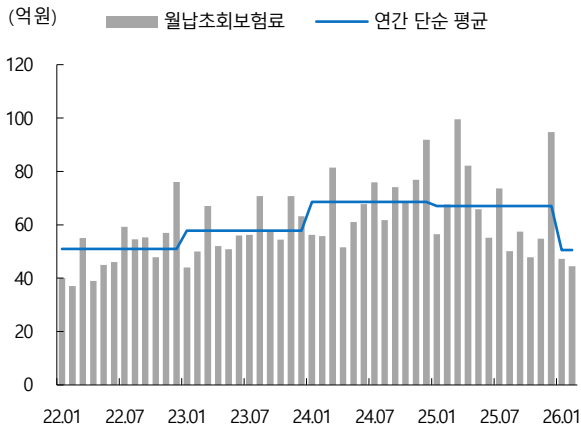
자료: DB손해보험, iM증권 리서치본부

그림7. DB손보 - 자동차 손해율 추이



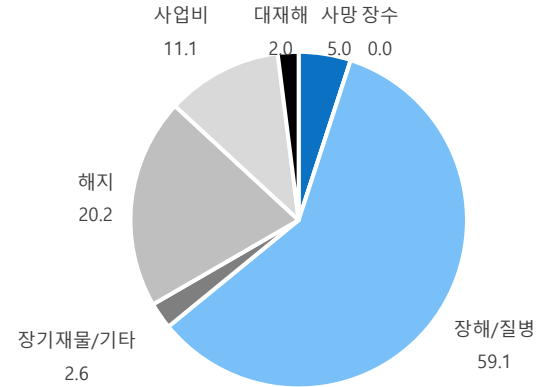
자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림8. DB손보 - GA 실적



자료: 보험저널, iM증권 리서치본부

그림9. DB손보 - 생명/장기손해보험위험액 세부 구성(4Q25)



자료: DB손해보험, iM증권 리서치본부

| 재무상태표 | | | | |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| (십억원) | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 운용자산 | 56,076 | 58,399 | 61,532 | 63,275 |
| 현금 및 예치금 | 1,112 | 633 | 653 | 657 |
| 유가증권 | 38,915 | 42,555 | 45,095 | 46,602 |
| 대출금 | 14,807 | 13,945 | 14,512 | 14,738 |
| 부동산 | 1,242 | 1,266 | 1,272 | 1,277 |
| 비운용자산 | 3,315 | 3,446 | 2,964 | 3,072 |
| 특별계정자산 | 17 | 20 | 20 | 20 |
| 자산총계 | 59,409 | 61,866 | 64,515 | 66,367 |
| 책임준비금 | 44,530 | 43,631 | 45,000 | 45,608 |
| CSM잔액(원수) | 12,205 | 12,421 | 12,774 | 13,104 |
| 기타부채 | 5,006 | 6,189 | 6,422 | 6,599 |
| 특별계정부채 | 18 | 20 | 20 | 20 |
| 부채총계 | 49,554 | 49,840 | 51,442 | 52,226 |
| 자본금 | 35 | 35 | 35 | 35 |
| 신종자본증권 | 865 | 1,906 | 1,906 | 1,906 |
| 자본잉여금 | 107 | 88 | 88 | 88 |
| 이익잉여금 | 11,201 | 11,981 | 13,028 | 14,096 |
| 해약환급금준비금 | 4,541 | 5,669 | 6,844 | 8,020 |
| 자본조정 | -124 | -69 | -69 | -69 |
| 기타포괄손익누계액 | -2,229 | -1,916 | -1,916 | -1,916 |
| 자본총계 | 9,855 | 12,026 | 13,073 | 14,141 |

| 주요투자지표(1) | | | | |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| (십억원) | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 신계약 수익성 | | | | |
| 월납보험료 | 179 | 153 | 157 | 157 |
| 신계약 CSM | 2,933 | 2,520 | 2,580 | 2,581 |
| 신계약 CSM 배수 | 16.4 | 16.4 | 16.5 | 16.5 |
| CSM 관련 지표 | | | | |
| 기초CSM | 12,232 | 12,205 | 12,421 | 12,774 |
| CSM 조정 가정 변경 | -2,117 | -1,387 | -1,300 | -1,300 |
| 신계약 CSM(원수) | 2,933 | 2,520 | 2,580 | 2,581 |
| CSM 이자부리 | 443 | 420 | 424 | 435 |
| 상각 전 CSM | 13,490 | 13,758 | 14,126 | 14,490 |
| CSM상각액 | 1,285 | 1,337 | 1,352 | 1,386 |
| CSM상각률(%) | 9.5 | 9.7 | 9.6 | 9.6 |
| CSM 순증액 | -26 | 216 | 353 | 330 |
| 투자이익 관련 지표 | | | | |
| 총 운용수익률 | 3.3 | 3.2 | 3.3 | 3.3 |
| 평가처분손익 제외 수익률 | 3.0 | 3.3 | 3.3 | 3.3 |
| 손익구성 | | | | |
| 보험손익 | 49.0 | 47.0 | 50.5 | 50.3 |
| CSM상각 | 60.9 | 69.1 | 61.2 | 60.0 |
| 투자손익 | 51.0 | 53.0 | 49.5 | 49.7 |
| 자본적정성 | | | | |
| 지급여력비율(K-ICS) | 218.2 | 229.1 | 229.5 | 234.9 |

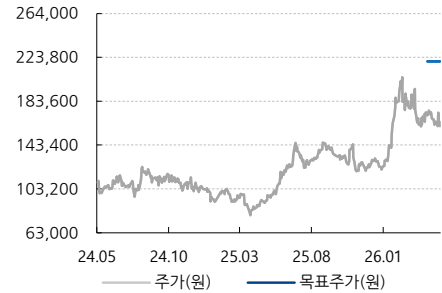
자료: DB손해보험, iM증권 리서치본부

| 포괄손익계산서 | | | | |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| (십억원, %) | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 보험손익(별도) | 1,036 | 921 | 1,132 | 1,179 |
| 장기보험 | 1,076 | 1,068 | 1,187 | 1,216 |
| CSM 상각 | 1,287 | 1,353 | 1,372 | 1,406 |
| RA해제 | 155 | 161 | 161 | 164 |
| 예실차 | -247 | -295 | -157 | -162 |
| 손실계약비용 | -21 | -106 | -140 | -140 |
| 기타사업비/재보험손익 | -98 | -45 | -48 | -51 |
| 일반손해보험 | 15 | -9 | 68 | 71 |
| 합산비용(IFRS17) | 99 | 101 | 96 | 96 |
| 자동차보험 | -55 | -137 | -123 | -108 |
| 합산비용(IFRS17) | 101 | 103 | 103 | 102 |
| 투자손익(별도) | 1,078 | 1,037 | 1,110 | 1,164 |
| 자산운용손익 | 1,734 | 1,857 | 1,955 | 2,031 |
| 평가처분손익 | 135 | -16 | 0 | 0 |
| 보험금융손익 | -656 | -820 | -845 | -867 |
| 영업이익(별도) | 2,114 | 1,958 | 2,242 | 2,343 |
| 영업외손익 | -6 | -10 | -10 | -10 |
| 세전이익(별도) | 2,108 | 1,948 | 2,232 | 2,334 |
| 법인세비용 | 573 | 577 | 580 | 607 |
| 법인세율(%) | 27.2 | 29.6 | 26.0 | 26.0 |
| 당기순이익 | 1,535 | 1,370 | 1,652 | 1,727 |

| 주요투자지표(2) | | | | |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|
| (%) | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 성장성지표(%) | | | | |
| 운용자산증가율 | 13.0 | 4.1 | 5.4 | 2.8 |
| CSM증가율 | -0.2 | 1.8 | 2.8 | 2.6 |
| BPS증가율 | 5.8 | 12.6 | 10.4 | 9.6 |
| 보험손익증가율 | -36.0 | -11.1 | 23.0 | 4.2 |
| 투자손익증가율 | 44.9 | -3.8 | 7.0 | 4.9 |
| 영업이익증가율 | -10.5 | -7.4 | 14.5 | 4.5 |
| 세전이익증가율 | -10.9 | -7.6 | 14.6 | 4.5 |
| 당기순이익증가율 | -13.4 | -10.7 | 20.6 | 4.5 |
| 주당지표(원) | | | | |
| EPS | 25,436 | 22,597 | 27,244 | 28,475 |
| BPS | 148,242 | 166,866 | 184,138 | 201,741 |
| EV(BV+CSM) | 299,428 | 333,444 | 354,822 | 376,159 |
| 보통주 DPS | 7,600 | 8,400 | 9,300 | 10,300 |
| 보통주 배당수익률(%) | 5.8 | 5.2 | 5.7 | 6.3 |
| Valuation 지표 | | | | |
| PER(배) | 5.2 | 7.2 | 6.0 | 5.7 |
| PBR(배) | 0.88 | 0.98 | 0.89 | 0.81 |
| P/EV(배) | 0.44 | 0.49 | 0.46 | 0.43 |
| ROE(%) | 17.6 | 14.3 | 15.5 | 14.8 |
| ROA(%) | 2.7 | 2.3 | 2.6 | 2.6 |
| 배당성향(%) | 30.0 | 37.2 | 34.1 | 36.2 |

DB손해보험 투자이전 및 목표주가 변동추이

| 일자 | 투자이전 | 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.

[투자이전]

| 종목추천 투자등급 | 산업추천 투자등급 |
|--|-------------------------------------|
| 종목투자이전은 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% | - |