

키움증권 

2024년 10월 30일 | 키움증권 리서치센터

산업분석 | 보험/증권

BUY, HOLD, and EARN

보험/증권 Analyst 안영준 yj.ahn@kiwoom.com



Contents



BUY, HOLD, and EARN	2
---------------------	---

Executive Summary	3
-------------------	---

I. 외부 환경의 변화 - 금리 하락과 밸류업	6
---------------------------	---

> 금리 인하 사이클 도래, 무위험수익률 하락으로 배당주 매력 증가	6
> 밸류업 프로그램으로 주주환원수익률은 상승할 전망	8
> (주주환원수익률 - 무위험수익률) 스프레드 확대	10

II. 펀더멘털의 변화 - 실적 변동성 축소	11
--------------------------	----

> 멀티플 상황에는 실적 안정성에 대한 전제가 필수	11
> 향후 실적의 예측가능성은 이전보다 향상될 것으로 기대	13

III. 업황 및 주요 이슈 점검	16
--------------------	----

> [보험] 해약환급금준비금 제도 개선과 K-ICS	16
> [증권] 업황은 회복 중이나, 추가적인 성장 동력을 찾을 필요	19

IV. 투자전략 및 Top Picks	22
----------------------	----

> 투자 매력도 기준은 이익 증가와 주주환원을 상향 가능성	22
----------------------------------	----

기업분석	24
------	----

> 삼성생명 (032830)	25
> NH투자증권 (005940)	29
> 메리츠금융지주 (138040)	33
> 삼성화재 (000810)	40
> DB손해보험 (005830)	44
> 한국금융지주 (071050)	48
> 삼성증권 (016360)	52
> 미래에셋증권 (006800)	56
> 현대해상 (001450)	60
> 한화손해보험 (000370)	64
> 한화생명 (088350)	68

Compliance Notice

- 당사는 10월 30일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

BUY, HOLD, and EARN

>>> 주주환원도, 효용도 동시에 커지는 구간

지난 2월 기업 밸류업 프로그램이 발표된 이후 기업들은 자체적인 기업가치 제고 방안을 앞다투어 공시하고 있으며, 목표 ROE 설정 및 주주환원을 향상을 약속하고 있다. 동시에 금리는 하락세에 접어들었다. 기준금리가 인하되기 시작했으며 시중금리는 이미 2023년 4분기 최고점을 기록한 이후 1%p 이상 하락한 상황이다. 결과적으로 지금은 주주환원 증가율은 높아지는 동시에 요구수익률은 낮아진, 주주환원에 대한 효용은 어느 때보다도 높아진 상황이다.

>>> 투자 기준은 증익과 주주환원을 상향 여부

주주환원 규모는 이익과 주주환원율의 곱으로 계산되며, 주주환원 증가는 주가 상승으로 이어진다. 달리 말하면, 이익이 늘어나는 동시에 밸류업 프로그램에 힘입어 주주환원율까지 상향된다면 큰 폭의 주가 업사이드를 기대할 수 있다는 것이다. 추가적으로, 오랜 기간 보험/증권 업종의 밸류에이션 하락 원인으로 작용한 낮은 주주환원율이 해소되면서 멀티플 향상도 기대해볼 수 있다. 보험/증권 업종은 규제와 부동산 업황 등 향후 다양한 실적 부진 요인들의 영향이 점차 줄어들어 이익의 증가가 예상되고, 밸류업 프로그램에 힘입어 주주환원율은 점차 높아질 것으로 예상되는 바 비중확대 의견을 제시한다.

>>> Top Picks : 삼성생명, NH투자증권

주주환원의 증가폭이 가장 클 것으로 예상되는 삼성생명과 NH투자증권을 최선호주로 제시한다. 삼성생명은 CSM이 빠르게 증가하고 있으며 규제의 영향도 가장 덜할 것으로 예상되어 견조한 실적이 예상된다. 동시에 현재 35%인 주주환원율을 중장기적으로 50%까지 확대할 계획으로 큰 폭의 주주환원 증가가 예상된다.

NH투자증권은 증권 업황 회복에 따른 실적 개선이 예상되는 가운데 올해 재개한 자기주식 매입/소각이 향후에도 이어질 가능성이 높다고 판단하며, 자기주식 매입/소각 포함할 경우 업종 내에서 가장 높은 8%대의 주주환원수익률을 기록할 것으로 예상된다.

Executive Summary

올해 국내 증시의 화두는 단연 '밸류업 프로그램'이다. 그간 산업의 낮은 성장률로 소외되었던 보험/증권 주들은 당국의 지원에 힘입어 주주환원 확대를 약속했으며, 이후 주가가 빠르게 상승하며 곧바로 주주의 이익으로 연결되었다. 대부분의 보험/증권주 주가가 신고가 언저리에 위치한 지금, 투자자의 관심은 단 하나다. "여기서 주가가 더 오를 수 있을까?"

결론부터 말하자면, 올해 보험/증권주의 주가 상승은 향후 수년간 이어질 구조적인 주가 상승의 초입에 불과하다고 판단한다. 바로 지금이 환경적으로도 주주 입장에서 주주환원 효용이 증가하는 구간인 동시에 보험/증권주들은 그 어느때보다도 주주환원의 규모를 확대하는 데에 가장 적극적인 시점이기 때문이다. 보험/증권주의 밸류업 모멘텀이 훼손되지 않는 한 주가 상승은 자연스럽게 이루어질 것으로 예상된다.

향후 이어질 주가 상승 모멘텀은 세 가지 축이 중심이 될 것으로 보이는데, 이는 1) 금리 하락에 따른 주주환원의 실질 수익률 상승, 2) 증익 및 이익 안정성 증대, 3) 밸류업 프로그램 시행에 따른 주주환원율의 상향 조정이다. 즉, 현 상황에서 주주환원 규모는 이익 증가와 주주환원율 상향의 곱연산으로 확대될 것으로 예상되는 동시에 이전보다 확대된 리스크 프리미엄으로 주가 상승은 자연스레 따라올 것이다.

물론 우려 요인도 있다. 보험사의 경우 금리 하락 시 자본비율 악화 가능성, 4분기 중 예정된 보험개혁회의 결과에 따른 가정 변경 우려, 해약환급금준비금 등 주주환원을 제한하는 규제에 대한 불확실성 등이 있다. 증권사의 경우 부동산 경기 부진 장기화, 증시 및 금리 변동성 확대에 따른 실적 예측가능성 저하 등이 우려 요인이다. 회사가 제시한 주주환원 확대 방안이 투자자의 기대치에 미치지 못할 가능성도 있다.

위 우려 요인들의 대부분은 시장 전체에 영향을 미치는 구조적 위험으로 볼 수 있으나, 다행인 점은 부정적인 영향은 상당히 제한적일 것으로 예상되는, 우려와 기대의 손익비가 높은 기업들이 존재한다는 것이다. 더군다나 보험/증권주가 가진 대부분의 우려 요인은 자본의 규모가 클수록 희석되는데, 자본이 크다는 것은 그만큼 주주에게 배분할 수 있는 자원이 많다는 것을 의미하기도 한다. 우리는 이처럼 우려가 적은 동시에 주주환원이 확대되는 기업에 투자하면 된다.

거위는 무력무력 자라고 있고, 주인이 얻는 황금알은 점점 커지고 있다.
굳이, 지금 배를 가를 필요는 없다.

보험사 Valuation Table 및 주요 지표

		삼성생명	한화생명	삼성화재	DB손해보험	현대해상	한화손해보험
Valuation Table	투자 의견	BUY	Outperform	BUY	BUY	Outperform	Outperform
	목표주가 (원)	140,000	3,500	440,000	150,000	36,000	5,500
	현재주가 (원)	101,800	2,930	346,500	111,000	30,550	4,600
	상승여력 (%)	38%	19%	27%	35%	18%	20%
	시총 (십억원)	20,360	2,545	16,415	7,859	2,731	537
	PBR (배)	0.45	0.20	0.82	0.58	0.36	0.21
	PER (배)	8.3	3.3	7.9	4.1	2.4	1.9
순이익 (십억원)	2023	1,895	758	1,818	1,537	806	291
	2024F	2,377	1,043	2,173	1,861	1,311	392
	2025F	2,548	1,118	2,205	1,900	1,174	429
증가율 (% YoY)	2024F	25	38	20	21	63	35
	2025F	7	7	1	2	(10)	9
ROE (%)	2023	4.4	5.5	6.3	17.2	10.3	17.1
	2024F	5.6	9.7	13.3	22.1	23.9	12.5
	2025F	6.1	9.9	12.9	20.4	20.6	13.2
DPS (원)	2022	3,000	0	3,800	4,600	1,965	0
	2023	3,700	150	6,000	5,300	2,063	200
	2024F	4,800	180	21,000	7,100	2,063	220
	2025F	5,500	210	23,000	8,200	2,063	240
증가율 (% YoY)	2023	23	0	16	15	5	0
	2024F	30	20	31	34	0	10
	2025F	15	17	10	15	0	9
배당성향 (%)	2023	35	18	35	21	20	8
	2024F	36	15	38	23	12	6
	2025F	39	16	42	26	14	6
배당수익률 (%)	2022	2.9	0.0	3.9	4.0	6.5	0.0
	2023	3.6	5.1	4.5	4.7	6.9	4.2
	2024F	4.7	6.2	5.9	6.3	6.9	4.6
	2025F	5.4	7.2	6.5	7.2	6.9	5.0
주주환원수익률(%)	2022	2.9	0.0	3.9	4.0	6.5	0.0
	2023	3.6	5.1	4.5	4.7	6.9	4.2
	2024F	4.7	6.2	5.9	6.3	6.9	4.6
	2025F	5.4	7.2	6.5	7.2	6.9	5.0

주: 주주환원수익률은 배당과 자사주 매입액을 포함하여 계산

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

증권사 Valuation Table 및 주요 지표

		메리츠금융지주	미래에셋증권	한국금융지주	NH투자증권	삼성증권
	투자의견	BUY	Outperform	BUY	BUY	BUY
Valuation Table	목표주가 (원)	140,000	11,000	100,000	19,000	60,000
	현재주가 (원)	102,500	9,230	78,100	13,870	46,150
	상승여력 (%)	37%	19%	28%	37%	30%
	시총(십억원)	19,549	5,495	4,352	4,542	4,121
	PBR (배)	1.69	0.44	0.45	0.58	0.54
	PER (배)	8.2	8.6	4.7	6.6	5.0
순이익 (십억원)	2022	N/A	639	637	303	422
	2023	2,042	287	708	556	548
	2024F	2,435	781	949	688	842
	2025F	2,552	935	1,107	757	948
증가율 (% YoY)	2023	N/A	(55)	11	83	30
	2024F	19	172	34	24	54
	2025F	5	20	17	10	13
ROE (%)	2023	27.7	2.8	8.8	7.5	8.5
	2024F	22.8	7.2	10.9	8.8	12.3
	2025F	23.6	8.5	12.0	9.3	13.0
DPS (원)	2022	105	200	2,300	700	1,700
	2023	2,360	150	2,650	800	2,200
	2024F	2,400	300	3,500	1,000	3,400
	2025F	2,500	400	4,000	1,200	3,700
증가율 (% YoY)	2023	2,148	(25)	15	14	29
	2024F	2	100	32	25	55
	2025F	4	33	14	20	9
배당성장 (%)	2022	N/A	15	19	76	36
	2023	22	24	20	48	36
	2024F	18	17	19	48	36
	2025F	17	20	19	52	35
배당수익률 (%)	2022	0.2	3.3	4.3	8.0	5.4
	2023	4.0	2.0	4.3	7.7	5.7
	2024F	2.3	3.3	4.4	7.4	7.2
	2025F	2.4	4.4	5.1	8.9	7.8
주주환원수익률(%)	2022	0.2	2.5	4.3	8.0	5.4
	2023	9.4	1.5	4.3	7.7	5.7
	2024F	6.6	5.1	4.4	8.3	7.2
	2025F	7.1	6.1	5.1	9.7	7.8

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

I. 외부 환경의 변화 - 금리 하락과 밸류업

>>> 금리 인하 사이클 도래, 무위험수익률 하락으로 배당주 매력 증가

이미 시중금리는 확연한 하락 추세에 진입

지난 10월 11일 한국은행은 2020년 5월 이후 약 4년 5개월만에 기준금리 인하를 결정하면서 금리 상승기는 막을 내리게 되었다. 시중금리는 2023년 10월 최고점을 기록한 이후 더 먼저 하락했는데, 국고채 3년물 금리는 지난 10월 4.11%까지 상승한 후 최근 약 2.8%로 하락했고, 국고채 10년물 금리는 4.39%에서 최근 약 3.1%까지 하락했다. 최근 미국에서의 장기물 중심의 금리 상승에도 불구하고 여전히 기준금리를 하회하는 수준을 기록하고 있다.

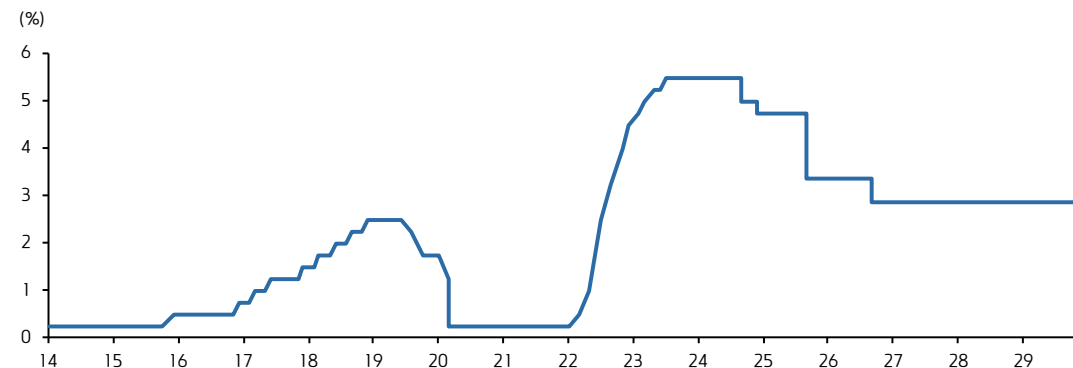
시장은 이러한 금리 하락 추세가 당분간 이어질 것으로 예상하고 있다. 미국 연준은 지난 9월 FOMC를 통해 2022년 3월 이후 2년반만에 기준금리를 5.25~5.5%에서 4.75~5.0%로 50bp 인하했는데, 연준위원들의 올해말 금리 전망 중간값은 4.375%로 향후 추가적인 기준금리 하락을 예고했다. 또 이후 장기적으로 중립금리는 2.875% 수준으로 수렴할 것으로 전망하고 있다.

기준금리, 국고채 3년물, 국고채 10년물 금리 추이



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

미국 기준금리 추이 및 향후 전망



자료: Fed, 키움증권 리서치센터

주: 2024년 이후는 연준위원의 정책금리 전망 중간값 사용

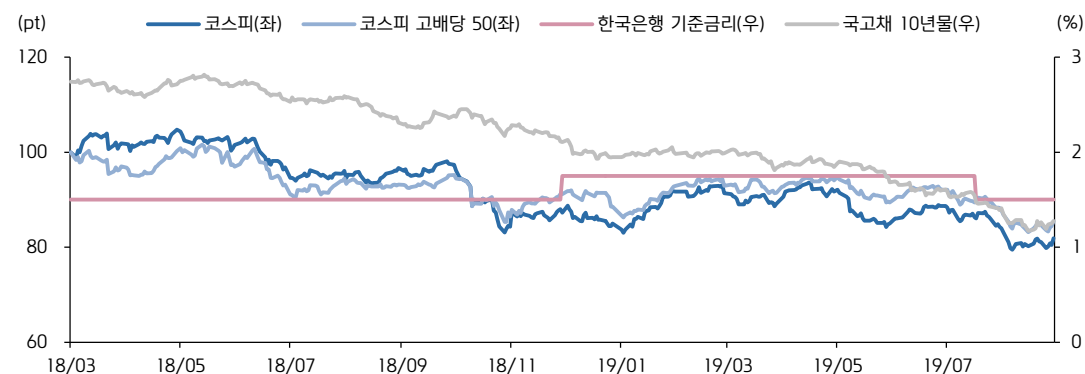
금리 하락기 배당주의 매력도는 상승

금리 하락기에는 배당주의 매력도가 상승한다. 금리 하락은 무위험수익률의 하락을 의미하므로 이전과 동일한 배당수익률을 가정했을 경우 리스크 프리미엄은 자연스럽게 상승하기 때문이다. 추가적으로 일반적으로 금리가 하락하면 시장은 이를 경기 침체에 대한 우려로 받아들이기도 하는데, 배당주는 보통 성장률이 낮고 경기 사이클과의 민감도가 낮은 경기방어주와 비슷한 성질을 보이기 때문에 금리 하락기 그 매력도가 더욱 부각되는 경향도 있다.

실제로 바로 직전 금리 하락기인 2018~2019년 국내 증시의 수익률을 살펴보면 배당주가 시장을 outperform하는 모습을 보였다. 해당 시기는 미국이 경기 회복에 따라 기준금리를 인상하면서 한국은행 기준금리도 인상되었으나, 이후 미중무역분쟁 등에 따른 경기 침체에 대한 우려로 국내 증시와 시중금리가 모두 하락세를 보인 기간이다. 동기간 코스피와 코스피 고배당 50 지수의 성과를 비교해보면 코스피는 18% 하락한 반면 코스피 고배당 50 지수는 15% 하락에 그쳤다. 해당 기간에 연말 배당락이 포함되어 있었다는 점을 고려하면 실질적인 수익률 차이는 더욱 컸을 것으로 보인다.

주목할 점은 시중금리의 하락세가 가팔라지는 구간에는 코스피와 코스피 고배당 50 지수의 수익률 차이가 더욱 벌어진다는 것이다. 아래 그래프에서 볼 수 있듯이 2018년 11월, 2019년 5월 등 시중금리가 주요 저점을 이탈할 때마다 코스피 고배당 50 지수는 코스피보다 특히 양호한 수익률을 기록했다. 결과적으로 국내 증시에서 금리 하락기 실질적인 배당수익률이 상승하면서 배당주의 매력도가 더욱 높아진다는 것을 확인할 수 있다.

기준금리, 국고채 3년물, 국고채 10년물 금리 추이



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

주: 코스피와 코스피 고배당 50 지수는 2018년 3월초를 100으로 둔 수치

>>> 밸류업 프로그램으로 주주환원수익률은 상승할 전망

밸류업 프로그램이 불러온 보험/증권주 자본정책의 변화

올해 주식시장을 뜨겁게 달궜던 밸류업 프로그램의 주요 내용이 대부분 공개되었다. 향후 밸류업 지수 기반의 ETF 출시가 예정되어 있고 밸류업 관련 세제 혜택을 위한 세법/상법의 개정 논의는 연말까지 진행 될 것으로 예상되나, 당국의 핵심 추진 과제였던 '기업의 자발적인 기업가치 제고 노력'은 다수의 기업들이 기업가치 제고 계획을 공시하면서 소기의 목적을 달성한 것으로 보인다.

이번 밸류업 프로그램은 금융업종에 특히 그 의미가 크다. 대부분의 보험/증권주들은 기업가치 제고 공시 혹은 자본정책 발표를 통해 새로운 중장기적인 주주환원을 목표를 제시했는데, 그간 낮은 주주환원율이 밸류에이션 디스카운트 요인 중 하나로 작용해왔던 점을 고려하면 향후 주주환원을 상승에 따른 멀티플 상향이 기대되기 때문이다. 밸류업 프로그램이 시행되면서 공시나 지수와 관계 없이 전반적인 자본정책의 방향이 성장에서 주주환원으로 옮겨갔다는 점에 주목할 필요가 있다.

커버리지 기업의 밸류업 공시 및 자본 정책

기업	밸류업 공시 여부	지수 포함 여부	자본정책 변화
삼성생명	X	X	- 중장기 주주환원율 50% 목표(vs. 2023년 35%)
한화생명	X	X	- 미정
삼성화재	X	O	- 중장기 주주환원율 50% 목표(vs. 2023년 37%)
DB손해보험	X	O	- 중장기 주주환원율 35% 이상 목표(vs. 2023년 21%)
현대해상	X	O	- 미정
한화손해보험	X	X	- 향후 3년간 DPS 연 10% 내외 지속 상향 계획 (vs. 2023년 200원)
메리츠금융지주	O	O	- 2023~2025년 연결순이익 기준 총주주환원율 50% 목표
미래에셋증권	O	O	- 2024~2026년 ROE 10%, 주주환원성향 35% 이상 목표 - 2027~2030년 세전이익 5천억원, 발행주식 1억주 이상 소각 계획
한국금융지주	X	O	- 미정
NH투자증권	예고공시	X	- 12월 기업가치 제고 계획 공시 예정
삼성증권	X	X	- 미정

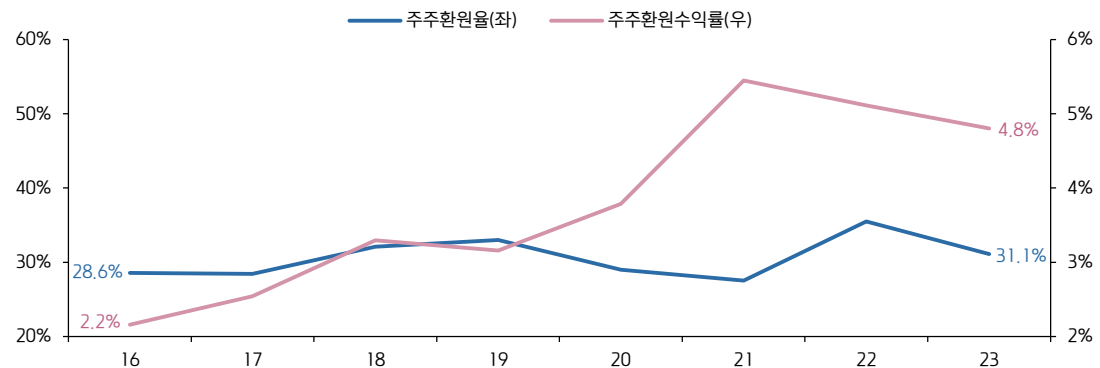
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

밸류업 지수 편입이 아니더라도, 주주환원율이 과거보다 상승한다는 것이 중요

밸류업 지수 공개 이후 지수 편입 여부가 시장의 관심사로 떠올랐으나, 종목의 편입 여부보다는 주주환원율이 과거보다 상승한다는 것에 주목할 필요가 있다. 커버리지 기업의 과거 평균 주주환원율(주주환원금액/순이익)과 주주환원수익률(주주환원금액/시가총액)의 추이를 살펴보면 주주환원율은 오랜 기간 30% 내외에서 머무른 반면 주주환원수익률은 점차 상승하고 있다. 이는 주주환원금액은 증가했지만 주가 상승으로는 이어지지 않았으며, 낮은 배당성향이 유지되어 밸류에이션은 점차 하락해왔음을 의미한다. 실제로 동기간 코스피의 PBR은 1.04배에서 1.02배로 0.02배 감소한 반면 보험업종의 PBR은 0.94배에서 0.73배로 0.21배 감소, 증권업종은 0.64배에서 0.44배로 0.2배 감소했다.

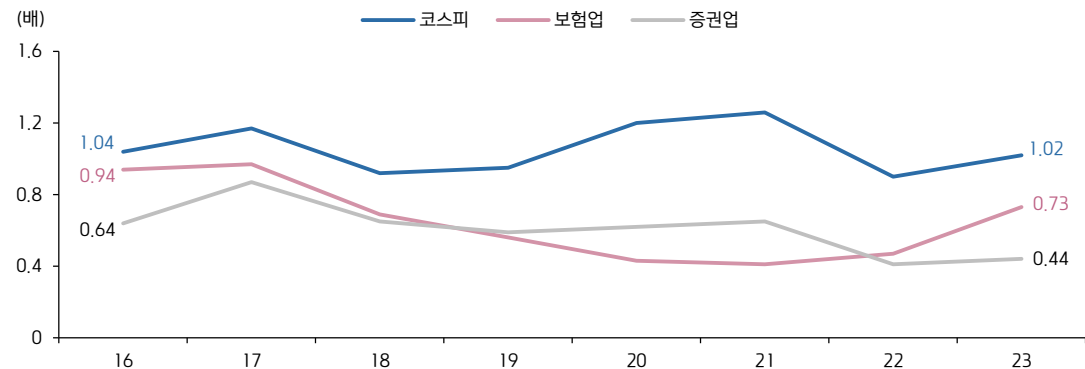
보험/증권주 대부분이 주주환원율 상향을 목표로 제시한 만큼, 향후 수년 간 주주환원수익률이 기업의 성장 속도보다 더 빠르게 상승하면서 멀티플 상향을 이끌어갈 가능성이 높을 것으로 예상된다. 예를 들어 삼성생명/삼성화재는 중장기 자본정책으로 주주환원율 50%를 제시했는데, 이는 현 수준인 35%보다 15%p 상승한 수준이며 비율로는 43% 증가하는 것이다. 중장기의 개념을 5년으로 두고 향후 동일한 이익을 가정하면 매년 주주환원율 3%p 상승, 주주환원금액은 8.6%씩 증가하는 것이다. 여기에 이익 증가분을 고려한다면, 중장기적으로 매년 두자릿수 이상의 주주환원금액 증가가 예상된다. 이론상 기대수익률이 일정할 경우 주주환원 금액이 증가하면 같은 폭의 주가 상승을 기대할 수 있다.

커버리지 기업 평균 주주환원율 및 주주환원수익률 추이



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

코스피, 보험업, 증권업의 PBR 추이 비교



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

>>> (주주환원수익률 - 무위험수익률) 스프레드 확대

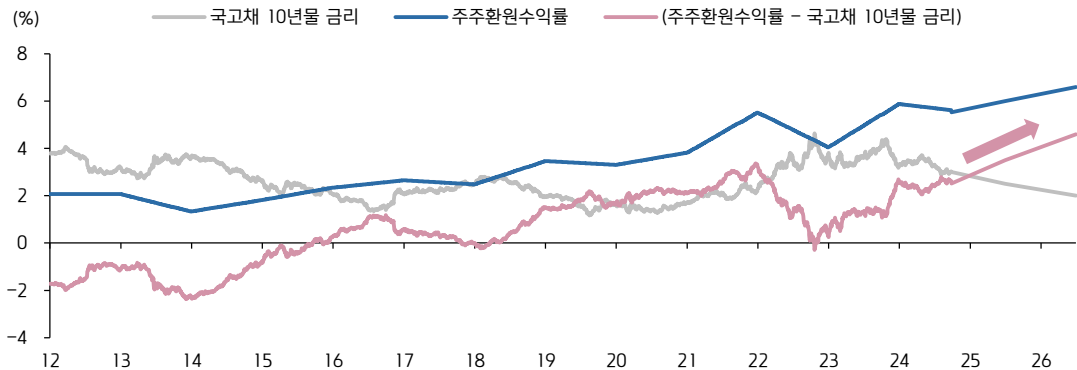
배당수익의 프리미엄 증가에 힘입어 주가 강세는 계속될 것으로 전망

밸류업 프로그램 및 자본정책 변화에 힘입어 주주환원금액의 증가율은 더욱 커질 것으로 예상되는 한편 금리 하락으로 무위험수익률은 점차 낮아지고 있다. 올해 큰 폭의 주가 상승에도 불구하고 주주환원수익률은 여전히 매력적인 수준일 것으로 예상되며, 이에 따라 충분히 주가 업사이드를 기대해볼 수 있다는 판단이다.

현재 커버리지 보험/증권사의 평균 주주환원수익률은 약 5.5%이며 국고채 10년물 금리는 3.0% 수준으로 그 차이는 2.5%이다. 국고채 10년물 금리는 기준금리 인하에 대한 기대감을 충분히 반영한 수준이라고는 하나 하락 추세는 유지될 것으로 예상되며, 주주환원 규모는 자본정책 변화와 이익 증가 등으로 연간 10% 이상 증가할 것으로 보인다. 이에 따라 주주환원수익률에서 무위험수익률을 차감한 리스크 프리미엄은 연간 1.0%p 이상 상승할 것으로 전망한다. 리스크 프리미엄 스프레드 확대가 주가 상승으로 이어진다고 가정하면, 약 15% 이상의 주가 상승률을 기대할 수 있다.

결론적으로, 지금은 주주환원의 실질적인 수익률이 높아지는 구간이며 이에 따라 보험/증권주의 주가 강세는 향후에도 이어질 것으로 전망한다.

커버리지 기업의 평균 주주환원수익률과 무위험수익률(국고채 10년물) 비교



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터
 주: 2024년 이후는 예상치

II. 펀더멘털의 변화 - 실적 변동성 축소

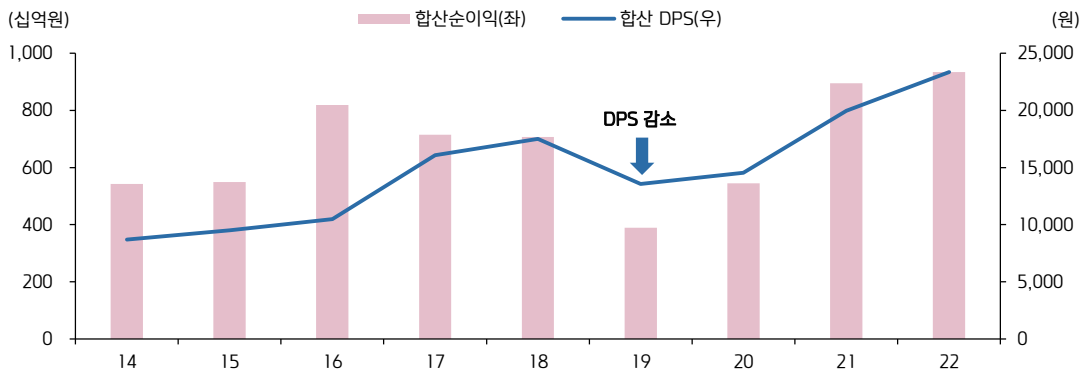
>>> 멀티플 상향에는 실적 안정성에 대한 전제가 필수

밸류에이션 디스카운트 요인이었던 높은 실적 변동성

주주환원 수익률 못지않게 안정성과 예측가능성도 중요하다. 그간 보험/증권주의 밸류에이션 디스카운트 요인 중 하나는 높은 실적 변동성으로 인해 주주환원 규모를 예측하기 어렵다는 것이었다.

과거 실적 변동성이 컸던 이유를 살펴보면, 보험주의 경우 1) 현금주의를 사용하는 IFRS4를 채택하여 신계약 유입 혹은 발생사고 규모에 따라 실적 변동성이 컸으며, 2) 저금리 기간 동안 낮은 이자이익을 부동산 등 자산의 매각 차익을 활용하여 상쇄시키는 기조가 유지되었기 때문이다. 대부분의 보험사는 2019년 가장 부진한 실적을 기록했는데, 자동차보험과 실손보험 등의 손해율이 급격한 상승한 동시에 금리가 빠르게 하락하면서 투자수익도 감소했기 때문이다. 실적 부진으로 대부분의 보험사는 전년 대비 적은 배당금을 지급할 수밖에 없었고, 이에 따라 보험사들의 밸류에이션은 크게 하락했다. 이후 DPS는 크게 증가했음에도 불구하고 밸류에이션 하락을 극복하지 못하는 모습을 보이고 있다.

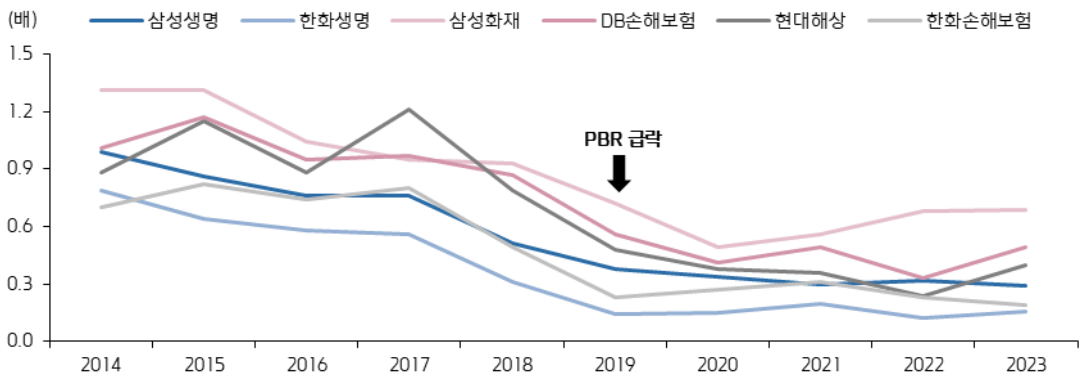
커버리지 보험사의 연간 합산 실적 및 DPS 추이



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

주: 단순 합산, IFRS4 기준

커버리지 보험사의 PBR 추이

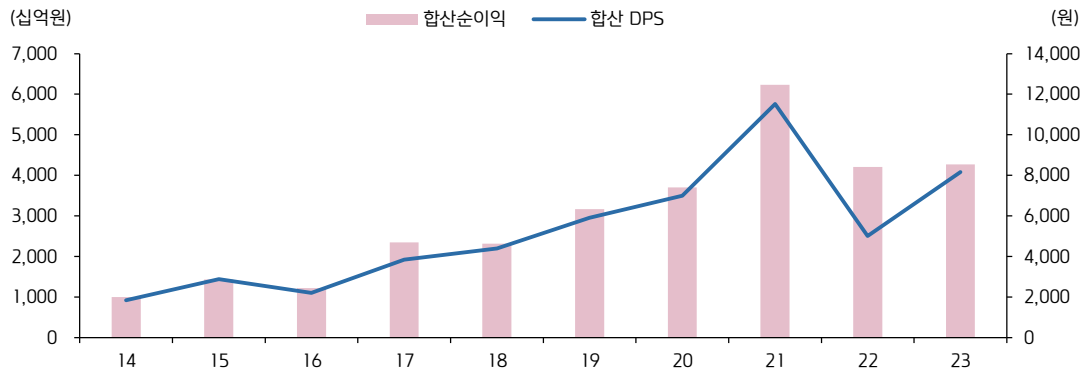


자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

증권주의 실적은 1) 증시 및 금리에 따라 보유자산의 평가손익이 당기손익에서 차지하는 비중이 크고, 2) 총당금 등 일회성 비용이 실적을 훼손할 가능성도 높기 때문에 변동성이 클 수밖에 없다. 높은 산업 성장률에 힘입어 우상향하는 실적 기조를 이어가고 있으나, 보험주와 유사하게 실적이 역성장을 기록한 해 배당이 감소하고 PBR이 하락하였으며, 이후 배당 증가에도 불구하고 밸류에이션은 회복하지 못하는 모습이다. 대표적으로 2016년과 2022년 커버리지 증권사의 합산 순이익은 전년대비 각각 15%/32% 감소하며 PBR이 감소했는데, 2016년에는 하반기 시중금리의 급격한 상승과 증시 부진에 따른 위탁매매수수료 감소, 2022년에는 전년 증시 활황에 힘입은 실적의 높았던 기저와 금리의 가파른 상승, 증시 부진의 영향이었다. 이후 최근에는 실적 개선 기조를 보이고 있지만 밸류에이션은 여전히 낮은 수준을 기록하고 있다.

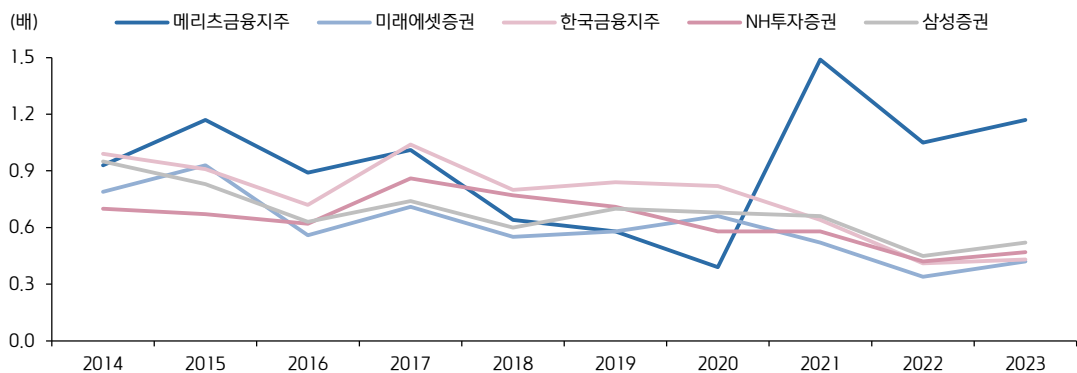
결론적으로 그간 밸류에이션 하락의 원인 중 하나는 실적 안정성에 대한 시장의 우려가 반영되었기 때문인 것으로 판단되며, 이에 따라 향후 밸류에이션 회복을 위해서는 실적 안정성 향상 및 이에 기반한 주주환원 규모에 대한 예측 가능성을 높이는 과정에서 점진적으로 이루어질 것으로 전망한다.

커버리지 증권사의 연간 합산 실적 및 DPS 추이



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

커버리지 증권사의 연간 합산 실적 및 DPS 추이



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

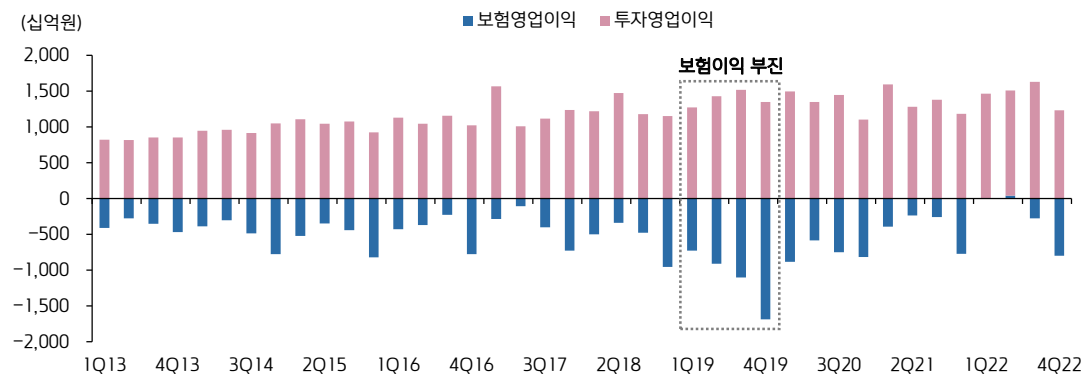
>>> 향후 실적의 예측가능성은 이전보다 향상될 것으로 기대

IFRS17 도입 효과와 부동산 PF 관련 일회성 비용 완화 기대

향후 보험/증권주의 실적은 이전보다 변동성이 완화될 것으로 예상되며, 이에 기반하여 안정적인 주주환원을 바탕으로 멀티플의 점진적인 향상을 기대해볼 수 있다고 판단한다. 실적 변동성이 축소될 것으로 예상하는 근거는 보험사는 작년부터 도입된 새로운 보험회계기준인 IFRS17, 증권사는 대규모 충당금 적립 및 채무보증액 감소에 따른 추가 손실 인식 가능성의 하락이다.

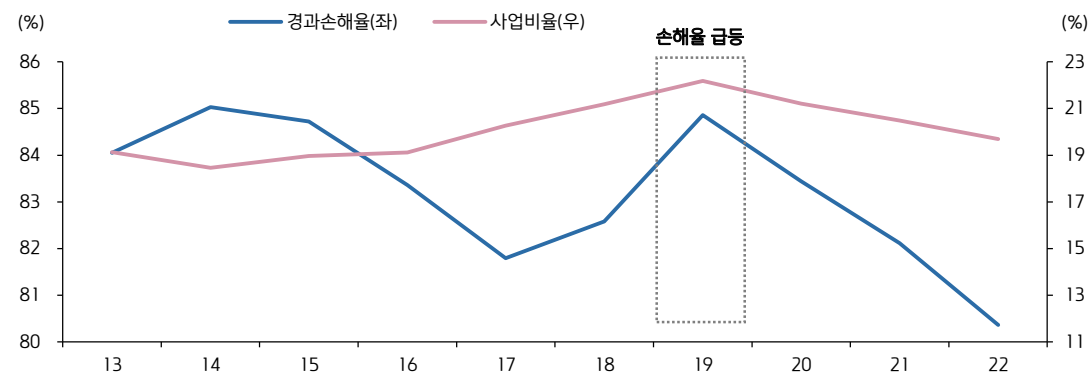
과거 보험사의 손익은 손해율에 따라 좌우되어 예측이 어려웠지만, IFRS17이 도입되면서 손해율에 대한 실적 민감도가 감소하게 되었다. 이전 보험회계기준인 IFRS4는 현금주의를 채택했는데, 대부분이 이자수익으로 발생하는 투자영업이익은 일정한 반면 사고 발생 및 지급보험금 규모에 따라 결정되는 보험영업이익은 변동성이 큰 모습이었다. 즉 해당 기간 얼마나 사고가 발생했는지에 따라 실적이 좌우되는 경향을 보였으며, 2019년 보험사의 실적 부진의 배경에도 손해율의 급격한 상승이 있었다.

커버리지 손해보험사의 보험영업이익 및 투자영업이익 추이



자료: Fisis, 키움증권 리서치센터

국내 손해보험사 합산 손해율 및 사업비율 추이



자료: 손해보험협회, 키움증권 리서치센터

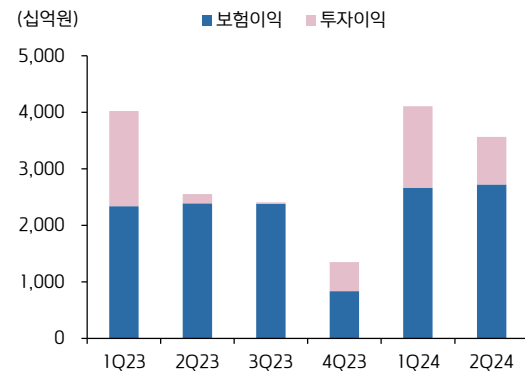
시간이 지날수록 제도가 정착되면서 보험사의 실적 예측가능성은 안정화될 것

아직까지는 IFRS17 도입의 과도기에 있지만, 향후 제도가 안정화되는 동시에 보험사의 실적 예측가능성도 향상될 것으로 보인다. IFRS17에서는 손익 인식 방법이 현금주의에서 발생주의로 변경됨에 따라 손해율 변동에 따른 손익 민감도가 크게 완화되었으며, 미래에 인식할 보험수익을 나타내는 CSM 계정을 재무상태표에 계상하면서 보험이익의 예측가능성이 향상되었기 때문이다.

물론, 아직 IFRS17 도입 초기이기 때문에 예상치 못한 손해율의 급격한 변동이나 제도 개선 및 연말 계리적 조정 등으로 인해 보험손익의 변동성이 클 수 있으며, IFRS9 도입으로 FVPL 자산의 비중이 커지면서 시장 상황에 따라 투자손익의 변동성도 높아질 가능성이 있다. 하지만 그럼에도 이전보다 보험사의 손익 변동성은 중장기적으로 완화된 것으로 예상된다. 그 이유는, 1) 손해율의 변동은 점진적으로 보험사 가정에 반영되어 직접적으로 실적에 미치는 영향은 크게 줄어들었고, 2) 작년부터 계리적 가정 가이드라인이 적용됨에 따라 실적에 지대한 영향을 주는 요인들은 대부분 이미 반영되었으며, 3) 보험사들이 가지고 있는 FVPL 자산은 수익증권 형태의 금리부자산의 비중이 높기 때문에 급격한 금리 변동이 일어나지 않는다면 손익에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 예상되며 그마저도 보험사들은 손익 변동성 축소를 위해 전략적으로 FVPL 자산을 줄이고 있기 때문이다.

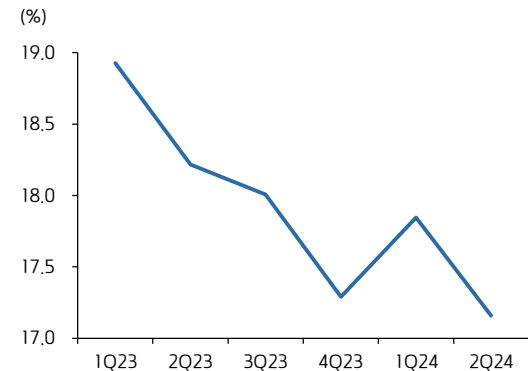
IFRS17 도입 이후 계리적 가정 가이드라인이 적용되고 이에 따른 보험사들의 계리적 가정 변경이 실적으로 반영된 2023년 4분기를 제외하면 보험사의 보험이익은 안정적인 수준을 유지하고 있다. 보험사의 투자이익은 분배금/배당금이 수익으로 반영되는 1분기에 강한 특징이 있으며, 2023년 2~3분기는 금리 인상 및 증시 하락의 여파로 부진한 모습이었다. 다만 IFRS17 도입 이후 보험사들의 FVPL 자산 비중은 꾸준히 감소하고 있어 향후 실적 안정성은 높아질 것으로 기대된다.

커버리지 보험사 합산 보험이익/투자이익 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

커버리지 보험사의 FVPL 자산 비중 평균 추이



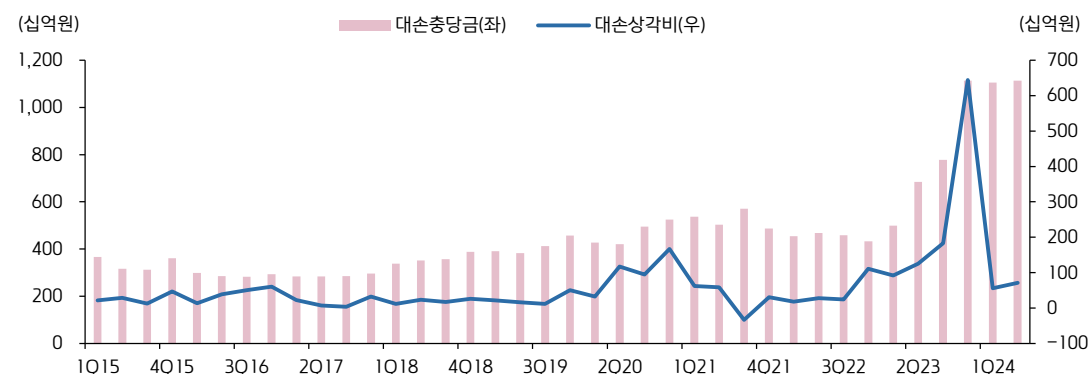
자료: FISIS, 키움증권 리서치센터

증권사의 부동산 PF 관련 총당금도 대폭 축소될 것으로 예상

증권사 실적은 위탁매매수수료의 비중이 가장 크기는 하나 상대적으로 변동성이 적고, 전체 실적의 변동성은 운용손익과 일회성 비용에 의해 좌우된다. 운용자산 중 채권의 비중이 높은 특성 상 증권사의 운용손익은 금리의 움직임과 반비례 관계에 있는데, 최근 미국의 기준금리 인하로 금리 하락 사이클에 진입했다고 판단되는 만큼 금리 상승에 따른 실적 부진의 가능성은 우려보다 적을 것으로 판단된다.

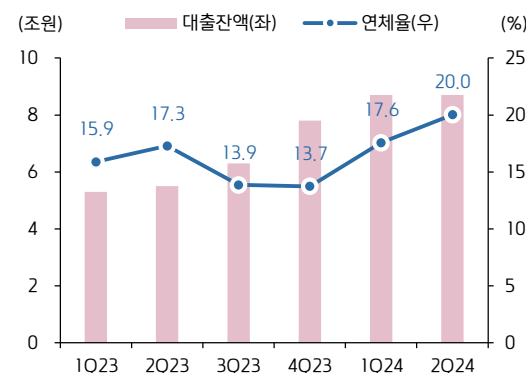
향후 증권사의 실적 변동성은 대체투자 관련 비용이 될 것으로 예상된다. 금리가 하락하면서 증시 거래대금과 기업의 자금조달시장은 회복세를 보이고 있으며, 운용손익도 양호할 것으로 예상되기 때문이다. 주의해야 할 요인은 2023년 실적의 발목을 잡았던 부동산 PF 관련 총당금인데, 이미 대규모의 총당금을 적립하였고 PF-ABCP 발행금리도 하락 추세에 돌입한 바 추가적인 비용에 대한 우려는 낮다. 2024년 2분기말 기준 증권사 합산 PF 대출 잔액은 8.7조원으로 전년말 대비 0.9조원 증가했고, 합산 연체율은 20.0%로 전년말 대비 6.3%p 상승하는 등 아직 시장이 안정세에 들어섰다고 말하기는 어려우나, 커버리지 증권사들의 대손상각비는 경성적인 수준까지 하락한 상태를 유지하고 있는 바 시장이 급격하게 악화되지 않는다면 추가적인 비용은 제한적일 것으로 보인다.

커버리지 증권사 합산 대손총당금 및 대손상각비 추이



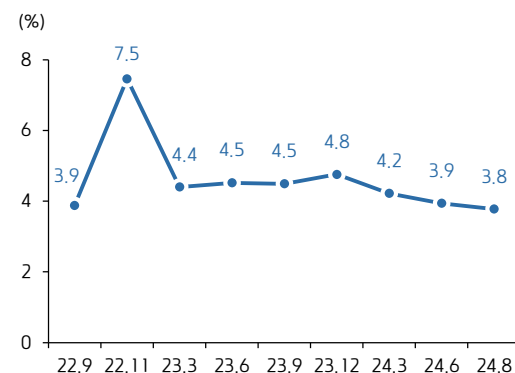
자료: FISIS, 키움증권 리서치센터

증권사 PF 합산 대출잔액 및 연체율 추이



자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터

PF-ABCP 발행금리 추이



자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터

Ⅲ. 업황 및 주요 이슈 점검

>>> [보험] 해약환급금준비금 제도 개선과 K-ICS

해약환급금준비금 제도개선방안 발표

해약환급금준비금은 IFRS17 도입으로 시가평가된 보험부채가 해약환급금보다 작을 경우 그 부족액이 배당 등을 통해 사외로 유출되어 추후 계약자에게 지급해야 할 재원이 부족해지는 것을 방지하기 위해 만들어졌다. 해약환급금준비금은 법정 준비금인 바 배당재원에서 제외되며(상법 462 조 배당가능이익 = 순자산 - 자본금 - 법정준비금 - 미실현이익), 세법상으로는 손금으로 처리되어 실제 법인세 납부액을 계산할 때는 제외되었다. 이후 해약환급금준비금 적립액이 자본이 증가하는 속도보다 더 빠르게 증가하면서 보험사의 배당재원이 점차 감소하는 문제가 제기된 바 당국은 해약환급금준비금 제도개선방안을 발표하여 이를 보완하고자 하였다.

해약환급금준비금 제도개선방안의 골자는 보험사가 조건을 충족할 경우 해약환급금준비금을 법인세율 등을 고려하여 현행 대비 일정 비율만 적립하도록 하는 것이다. 예를 들어 법인세율 등을 고려하여 해약환급금준비금 적립비율을 현행 대비 80% 수준으로 하향조정하여 배당가능재원을 확보하는 등이다. 단, 해당 개선안은 K-ICS 비율을 조건으로 설정하고 점진적으로 적용될 예정인데, 2024년에는 지급여력비율 200% 이상인 보험사에 우선 적용하고 매년 지급여력비율 기준을 10%p 씩 하향하여 순차적으로 확대한다는 원칙을 제시했다. 결과적으로는 2029년에는 지급여력비율이 150% 이상인 보험사들도 해약환급금준비금 적립비율이 감소하게 된다.

상반기말 기준 커버리지 보험사 중 K-ICS 비율이 200% 이상으로 해약환급금 제도개선방안의 혜택을 올해 받을 수 있는 보험사는 삼성화재(278.9%), DB 손해보험(229.2%), 메리츠화재(224.8%), 삼성생명(201.5%)이다.

해약환급금준비금 제도개선방안 주요 내용

< 개선안 적용시 법인세·배당가능이익 영향(예시: 법인세율 20% 가정) >



자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터

준비금 적립액 감소로 보험사 배당재원 점진적 확대 기대되나, 규제 우려도 상존

이번 개정안을 통해 해약환급금준비금 적립비율이 감소하면서 일부 보험사의 배당재원은 크게 증가할 것으로 예상된다. 다만 일정 수준 이상의 지급여력비율을 유지해야 하는 조건이 있기 때문에 단기적으로는 자본여력이 이전부터 높았던 보험사들만 대상이 될 수 있을 것으로 보이며, 점진적으로 지급여력 기준이 점차 낮아지면서 상대적으로 자본여력이 낮은 보험사들도 배당재원 확보가 가능해질 전망이다.

결과적으로 높은 K-ICS 비율을 유지하는 것이 더욱 중요해졌는데, 개정안은 보험사 주주환원 확대를 위한 전제조건인 해약환급금준비금 축소 가능 여부를 K-ICS 비율에 따라 정해지게 만들었기 때문이다. 해약환급금준비금을 고려하지 않을 경우 시장에서 보는 배당 지급을 위한 최소 K-ICS 비율은 170~180% 수준이었으나, 대부분의 보험사가 향후 1~2 년 내로 해약환급금준비금 적립으로 인해 배당재원이 없어질 것으로 예상되는 만큼 연속적인 배당 지급을 위해서는 해약환급금준비금 경감이 필수적인 상황이다. 이에 따라 해약환급금준비금 제도 개선의 수혜를 받기 위한 K-ICS 비율 제고에 대한 시장의 요구는 더욱 커질 것으로 예상된다.

더군다나 현재 시행 중인 할인을 현실화 방안 등으로 보험사 전체적으로 K-ICS 비율 하락이 예정되어 있는 바, 높은 K-ICS 비율의 중요성은 더욱 부각될 전망이다. 과거 보험사 자본 규제 도입 시 안정적인 도입을 위해 시중금리보다 높은 할인율을 적용하여 실제 기댓값보다 보험부채를 적게 산출하여왔으나, 2027 년까지 이를 점진적으로 정상화하는 할인율 현실화 방안이 시행 중이기 때문에 K-ICS 비율은 추가로 하락할 가능성이 높다. 2024 년 1 분기 시중금리 상승에도 불구하고 유동성프리미엄 및 장기선도금리 하락 등 할인율 현실화 방안으로 K-ICS 할인율이 하락하면서 K-ICS 비율은 생명보험사/손해보험사 각각 전년말대비 약 10%p/7%p 하락하는 모습을 보였다.

금융감독원의 보험부채 할인율 개선사항

- **(할인율 개선사항)** 보험부채가 경제적 실질에 부합하게 산출되도록 보험부채 할인율 산출기준에 대한 개선방안 마련

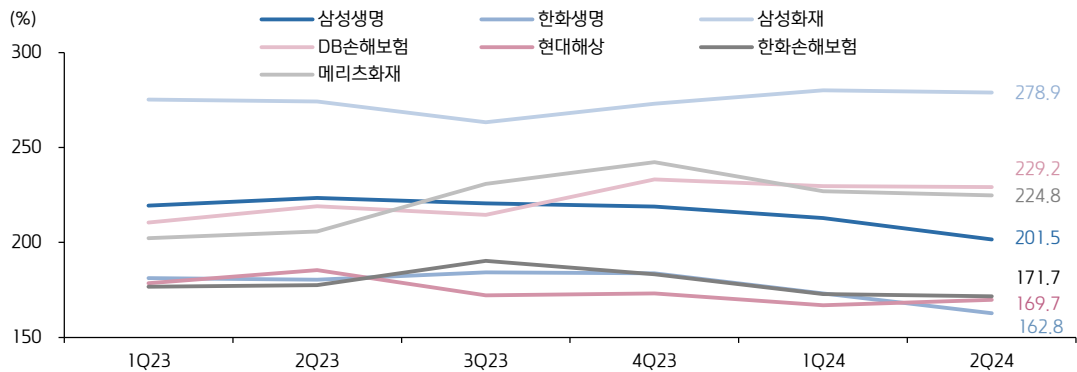
할인요소		문제점	개선방안
최종관찰만기		• 최종관찰만기 차이로 자산·부채의 할인율 곡선이 상이하여 ALM이 효과적으로 이루어지지 않음	• 시장의 실거래 국제 물량 등 고려한 최종관찰만기 확대 (20년→30년)
장기선도금리		• '24년 장기선도금리(4.65%)가 실질 금리(4.20%)보다 높은 수준으로 산출	• 연간 장기선도금리 조정 폭 한도 개선 (0.15%p 고정 → 실제 금리수준에 따라 0~0.25%p 차등 적용)
유동성프리미엄	개인대출	• 개인대출 위험스프레드는 안정적인 특성이 있으나, 회사채 등급으로 매핑하여 변동성 심화	• 채권신용등급을 차용(등급 매핑)하는 방식 대신 신규 대출금리를 이용하여 유동성프리미엄 직접 산출
	특수금융	• 자산평가와 부채평가 시의 위험스프레드 산출방식이 불일치	• 유동성프리미엄의 위험스프레드를 자산평가 시 적용한 위험스프레드 산출방식과 일치
	신용위험스프레드	• 최근 신용경색으로 위험스프레드가 증가하였으나, 신용위험스프레드가 불변하여 투자실패가 부채축소로 연결	• 채권시장 신용경색 등 외부 요인은 개별채권 유동성프리미엄에 제외 되도록 신용위험스프레드 산출방식 개선
	조정비율	• 자산·부채 간 현금흐름 불일치를 고려하지 않고, 자산에서 관찰된 유동성프리미엄을 모두 부채로 이전	• 자산·부채 간 현금흐름 미스매칭 특성을 유동성프리미엄 조정비율에 반영

자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터

금리 하락으로 추가적인 K-ICS 하락 예상, 결과적으로 자본여력 높은 보험사 우위 지속
 금리 하락 역시 K-ICS 비율 관리에 부담을 주는 요인이다. 일반적으로 보험사는 자산보다 부채의 듀레이션이 더 길기 때문에, 금리가 하락할 경우 자산의 증가율보다 부채의 증가율이 더욱 커 자본이 감소하게 된다. 자본의 감소는 지급여력비율 계산식의 분자에 해당하는 가용자본의 감소로 이어지기 때문에 결과적으로 금리 하락은 K-ICS 비율 하락으로 이어지게 된다. 이러한 현상은 보험부채의 듀레이션이 상대적으로 더 긴 생명보험사에서 더욱 두드러진다. 보험연구원에 따르면, K-ICS 경과조치를 적용 받지 않는 보험사의 경우 금리 100bp 하락 시 생명보험사/손해보험사의 K-ICS 비율은 각각 -9%p/+2%p 변동할 것으로 예상된다.

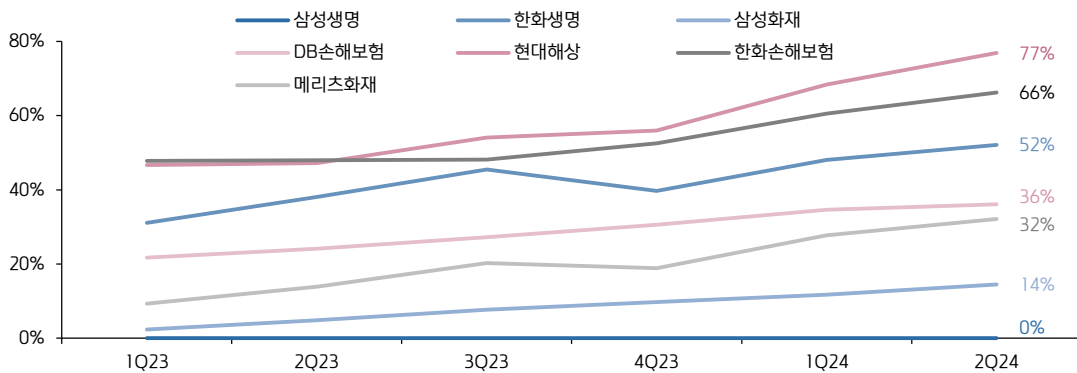
보험사가 주주환원을 확대하기 위해서는 높은 지급여력비율이 유지되어야 하며 배당재원의 차감항목인 해약환급금준비금은 적을수록 유리하다. 시중금리 하락 및 할인을 현실화 방안으로 보험사의 전반적인 지급여력비율이 하방 압력을 받고 있는 상황에서 해약환급금준비금 완화에도 일정 수준 이상의 지급여력비율이 요구되기 때문에 높은 K-ICS 비율을 유지하는 것이 가장 중요한 요인이다. 결과적으로 주가 측면에서도 주주환원 확대 기대감이 큰 자본여력이 높은 보험사들이 우위를 보일 것으로 예상된다.

커버리지 보험사 K-ICS 비율 추이



자료: FISIS, 키움증권 리서치센터

커버리지 보험사 이익잉여금 내 해약환급금 비중 추이



자료: FISIS, 키움증권 리서치센터

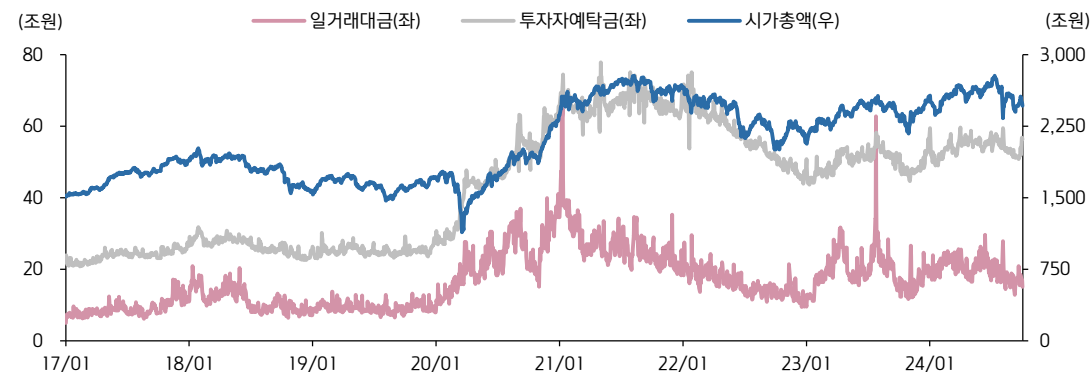
>>> [증권] 업황은 회복 중이나, 추가적인 성장 동력을 찾을 필요

금리 하락에 따른 업황 회복으로 양호한 실적 흐름 예상

증권사의 실적은 일반적으로 금리와 반대로 움직인다. 증권사 수익의 원천은 크게 위탁매매수수료, 기업의 자금조달수수료, 투자수익 등 세 가지로 구분할 수 있는데, 금리 상승기에는 증시 부진 및 조달시장 침체 등으로 실적이 감소하는 반면 금리 하락기에는 시장에 유동성이 공급되며 실적이 회복되는 모습을 보인다. 2021년 하반기부터 시작된 금리 상승기가 마무리되고 향후 금리의 하향 안정화가 예상되는 만큼 증권사의 실적도 업황 회복에 힘입어 증가세를 보일 것으로 예상된다.

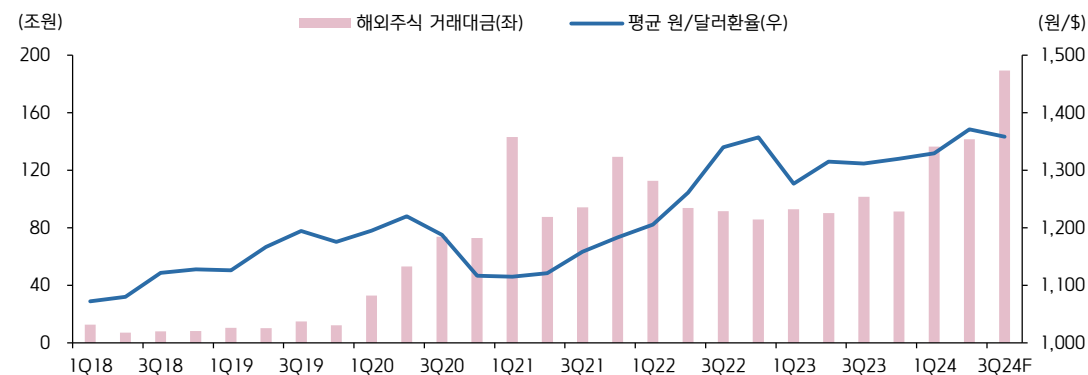
최근 증시 부진으로 거래대금은 감소하는 추세를 이어가고 있으나 투자자예탁금이 높은 수준을 유지하고 있고, 특히 외화증권 거래대금은 역대 최대 수준을 계속해서 경신해나갈 것으로 예상되는 바 브로커리지 실적은 개선될 것으로 예상된다. 3분기까지의 국내 일평균 거래대금은 20.2조원으로, 전년 일평균 거래대금인 19.6조원을 3% 상회하고 있으며 투자자예탁금은 전년대비 6% 증가한 56.8조원을 기록 중이다. 3분기 해외주식 거래대금은 약 190조원을 기록하여 역대 최대 수준을 기록할 것으로 예상되며, 국내 투자자들의 해외주식 관심 증대로 해외주식 거래대금 증가세는 향후에도 이어질 전망이다.

국내 증시의 일평균거래대금, 투자자예탁금, 시가총액 추이



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터
주: 코스피, 코스닥 합산

해외주식 거래대금 및 원/달러환율 추이



자료: 세이브로, 키움증권 리서치센터

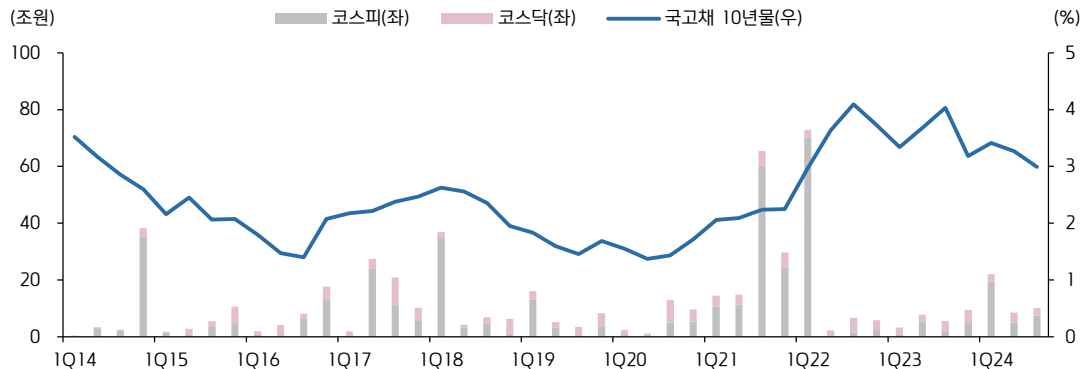
자금조달시장도 금리 하락에 힘입어 회복세를 보일 것으로 예상

금리 상승에 따른 조달비용 상승으로 그간 자금조달시장은 침체된 모습이었으나, 향후 금리 하락에 힘입어 회복될 것으로 예상된다. IPO 시장은 2022년 1월 LG에너지솔루션의 상장 이후 금리가 빠르게 상승하면서 부진한 모습이었으나, 금리가 하락세를 보인 2023년 4분기~2024년 1분기에는 공모금액이 다시금 증가하는 모습을 보였다. 고금리 기간 기업의 자금조달 니즈가 누적되온 바 향후 금리 하락에 따라 공모 시장은 더욱 활황을 보일 것으로 예상된다. 향후 주요 상장 예정 기업으로는 케이뱅크, 더본코리아 등이 연내 상장을 목표 중이며 내년 상반기에는 LG CNS가 상장을 준비 중이다.

회사채 시장 역시 금리 하락의 수혜를 받을 것으로 예상된다. 일반적으로 회사채 만기가 3~5년인 점을 감안하면 2020~2021년 초저금리 기간에 대규모로 발행한 회사채의 만기가 돌아오고 있는데, 최근 고금리 기조로 인해 기업들은 회사채 발행을 통한 차환을 최소화하는 모습을 보여왔다. 이미 올해 초 금리가 하락 하자 누적된 회사채 발행 수요가 대거 나오는 모습을 보였으며, 향후 금리가 추가로 하락하면서 회사채 시장 역시 활황을 보일 것으로 예상된다.

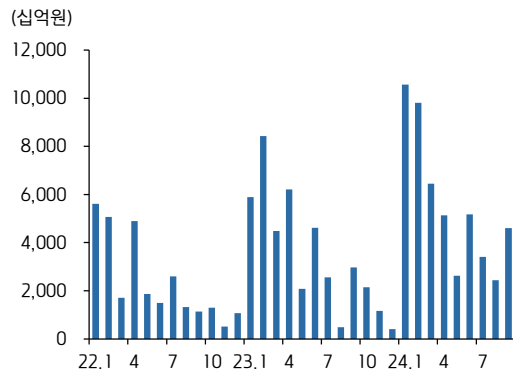
다만 부동산 PF 시장은 조금 더 시간이 필요할 것으로 보이는데, 금리 하락이 부동산 시장에 즉시 영향을 미치기는 어려우며 부동산 관련 발행 시장 역시 부진을 이어오고 있기 때문이다. 향후 분양시장이 회복되지 않을 경우 부동산 개발 사업은 추가적인 유동성 위기를 겪을 수 있는 바 PF 시장에 대해서는 여전히 보수적으로 판단한다.

국내 신규 상장 기업 합산 시가총액 및 국고채 10년물 금리 추이



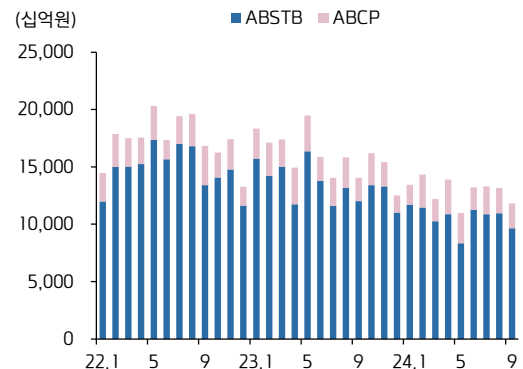
자료: 한국거래소, 키움증권 리서치센터

월별 일반회사채 공모 발행금액 추이



자료: 세이브로, 키움증권 리서치센터

월별 PF 대출채권 ABSTB/ABCP 발행금액 추이



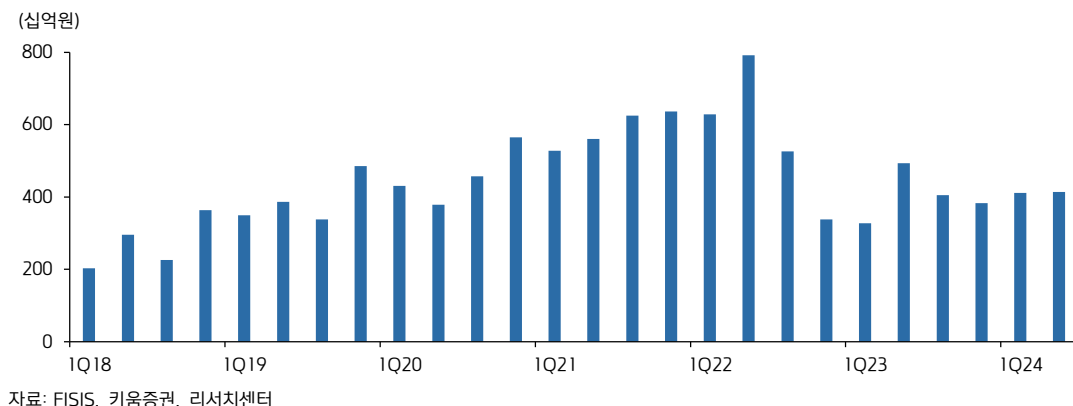
자료: 세이브로, 키움증권 리서치센터

실적은 개선되지만 전체적인 멀티플 향상은 어려울 것으로 예상, 주주환원 확대에 주목
증권사는 금리 하락으로 인한 업황 회복과 일회성 비용 축소에 따른 실적 개선이 예상되나, 추가적인 ROE 개선은 어려울 것으로 예상된다. 그 이유는 증권사들이 부동산 PF를 통해 벌어들이는 수익이 이전보다 적을 것으로 예상되기 때문이다. 1) 건축 인허가 및 착공 물량의 규모가 여전히 하락세를 보이고 있으며, 2) 금융당국이 부동산 PF 관련 불합리한 수수료 관행 개선을 추진하고 있기 때문이다. 즉 부동산 PF의 P와 Q가 모두 하방 압력을 받고 있다.

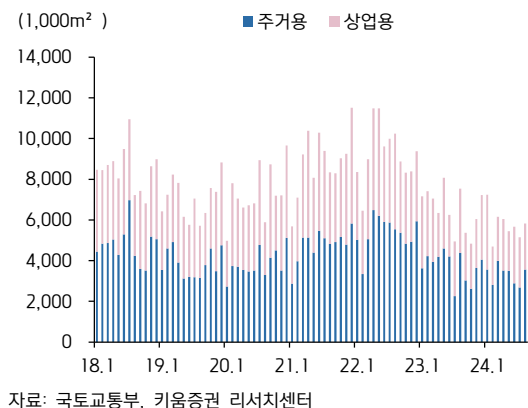
따라서 과거 증권사 ROE 상승의 주요 원인이었던 부동산 PF는 이전처럼 큰 이익을 가져다주지 못할 것으로 예상되며, 추후 실적 개선 역시 증시 거래대금 증가에 힘입은 브로커리지 수익 개선이나 금리 하락에 따른 투자자산 평가이익 등에 기반할 것으로 보인다. 국내 증권사들이 과거 높은 수익성을 보여왔던 부동산 PF 사업을 대체할만한 사업 영역을 아직은 찾지 못했다고 판단되기 때문에 당분간 장기적인 성장 기대감에 기반한 멀티플 리레이팅은 어려울 것으로 보인다.

결과적으로는 전체적인 실적 개선 기대감은 유지되나 멀티플의 상향조정에는 추가적인 성장 동력이 필요할 것으로 보이며, 다만 주주환원을 늘리는 증권사에 대해서는 주주의 실질적인 이익 증가에 기반한 추가적인 주가 상승을 기대해볼 수 있다는 판단이다.

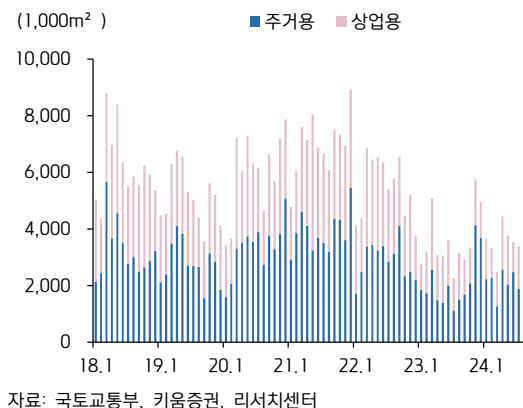
국내 증권사 합산 채무보증수수료 추이



국내 건축허가 면적 추이



국내 건축착공 면적 추이



IV. 투자전략 및 Top Picks

>>> 투자 매력도 기준은 이익 증가와 주주환원을 상향 가능성

Top Picks : 삼성생명, NH투자증권

올해 보험/증권주의 주가 상승 모멘텀은 밸류업 프로그램에 기반한 주주환원 확대 기대감이었으며, 향후 수년간 주주환원이 큰 폭으로 증가할 것으로 예상되는 바 해당 모멘텀 역시 이어질 것으로 예상된다. 이론적으로 기업에 대한 기대수익률이 일정하다면 주주환원과 주가는 동일한 증가율을 갖게 되며, 따라서 당연히도 주주환원 증가율이 가장 높을 것으로 예상되는 기업을 투자의 우선순위로 두는 것이 합리적이다.

보험 업종 최선호주는 삼성생명이다. 증익과 주주환원을 상향 가능성이 가장 높을 것으로 예상되기 때문이다. 증익에 대한 근거로는,

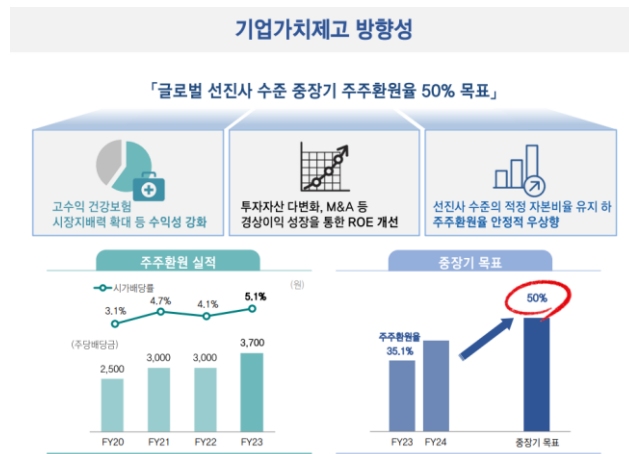
- 1) 가장 빠른 CSM 증가 속도를 보이고 있다. 삼성생명은 2023 년 IFRS17 전환 시 소급기간을 1 년으로 설정하여 보험부채 중 CSM 의 비중이 낮았다. 낮은 기저를 만들어놓은 덕분에 기초 CSM 대비 신계약 CSM 의 비중은 가장 높으며, CSM 상각액 역시 빠른 속도로 증가하고 있다.
- 2) 규제 변화에 따른 실적 영향이 가장 적을 것으로 보인다. 올해 5 월 출범한 보험개혁회의는 연말까지 다양한 안건에 대해 논의 중인데, 이중 '불분명한 계리적 가정에 대한 가이드라인 등 고무줄식 회계이익의 우려 차단' 항목이 보험사 실적에 직접적인 영향을 끼칠 것으로 보인다. 현재 해당 안건의 대상은 무/저해지 보험의 손해율, 해지율 관련 계리적 가정으로 거론되고 있는 바 생명보험사의 실적 변동성 우려는 상대적으로 낮다.
- 3) 투자이익도 견조할 것으로 예상된다. 작년 채권 교체매매를 진행하면서 낮은 기저를 형성한 동시에 높은 이자이익이 당분간 이어질 것으로 예상된다. 추가적으로 지분을 보유 중인 계열회사들의 실적 증가 및 배당 확대가 이어지면서 투자이익에 기여할 것으로 예상된다.

견조한 실적이 예상되는 동시에 주주환원을 향상도 예정되어 있다. 삼성생명은 30% 중반의 배당성향을 유지해왔으나, 올해 상반기 실적발표를 통해 언급한 주주환원 계획에서는 선진사 수준의 적정 자본비율 유지 하에 주주환원율을 안정적으로 우상향시킬 계획임을 밝혔으며 중장기 타겟 주주환원율로는 50%를 제시했다. 선진사 수준의 적정 자본비율은 180~200% 수준인 것으로 추정되며, 중장기 목표의 기간은 5 년으로 판단한다. 실적과 주주환원 정책 감안 시 DPS 는 대폭 증가할 것으로 예상되며, 추후 밸류업 공시 등 추가적인 주주환원 확대 계획이 나올 가능성도 있다. 최근 주가 상승에도 펀더멘탈 성장에 힘입어 주주환원수익률은 여전히 역사적으로 가장 높은 수준인데, 추가적인 주주환원 확대가 예상되는 바 이에 따른 투자 매력도가 높다고 판단한다.

증권 업종 최선호주는 **NH 투자증권**이다. 업황 회복 및 강점인 기업금융 영역을 기반으로 견조한 실적 흐름을 이어갈 것으로 보이며, 이전부터 높았던 주주환원율은 더욱 높아질 것으로 예상되기 때문이다. NH 투자증권은 올해 3월 500억원 규모의 자기주식 매입/소각을 진행했는데, 이는 13년만에 자기주식 매입/소각을 통한 주주환원을 재개한 것으로 향후에도 자기주식 매입/소각을 통한 주주환원을 이어가는 방안을 검토 중이다. 자기주식 매입액을 포함한 연간 예상 주주환원 수익률은 8%대 수준으로 업종 내에서 가장 높다.

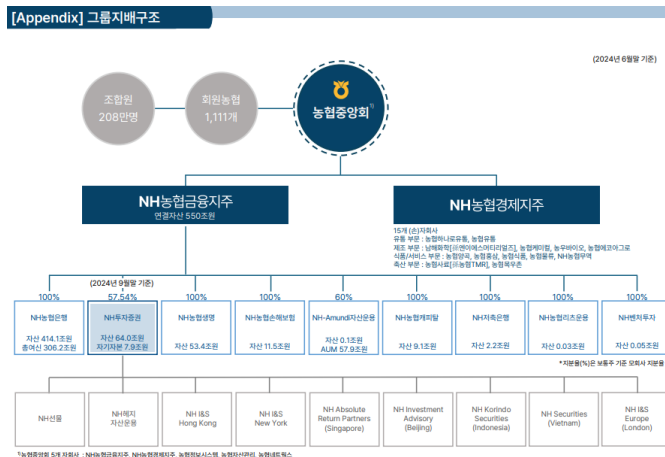
업종 내에서 주주환원 확대에 가장 적극적일 것으로 보는 이유는 지배구조 때문이다. NH 투자증권의 대주주인 NH 농협금융지주는 약 58%의 지분을 보유하고 있으며, NH 농협금융지주의 지분은 농협중앙회가 전부 가지고 있다. 업종 내에서 대주주의 지분이 상대적으로 높기 때문에 주주환원 확대 시 대주주의 효용이 크며 이에 따른 추가적인 주주환원 확대를 기대해볼 수 있다는 판단이다.

삼성생명의 기업가치제고 방향성



자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

NH투자증권의 지배구조



자료: NH투자증권, 키움증권 리서치센터



기업분석

삼성생명
(032830)

BUY(Initiate)/목표주가 140,000원
안정적인 증익 + 배당성향 상향

NH투자증권
(005940)

BUY(Re-Initiate)/목표주가 19,000원
배당도 높는데 자기주식까지

메리츠금융지주
(138040)

BUY(Initiate)/목표주가 140,000원
주가 우상향 기조는 이어질 전망

삼성화재
(000810)

BUY(Initiate)/목표주가 440,000원
K-ICS 비율 1등의 여유

DB손해보험
(005830)

BUY(Initiate)/목표주가 150,000원
DPS 대폭 증가 전망

한국금융지주
(071050)

BUY(Re-Initiate)/목표주가 100,000원
리스크 완화 국면

삼성증권
(016360)

BUY(Re-Initiate)/목표주가 60,000원
고민하고 싶지 않다면

미래에셋증권
(006800)

Outperform(Re-Initiate)/목표주가 11,000원
곧 업황 회복, 주주환원도 적극적

현대해상
(001450)

Outperform(Initiate)/목표주가 36,000원
규제 완화를 기다리며

한화손해보험
(000370)

Outperform(Initiate)/목표주가 5,500원
정상화 진행 중

한화생명
(088350)

Outperform(Initiate)/목표주가 3,500원
기대보다는 우려 해소가 먼저



BUY(Initiate)

목표주가 140,000원

주가(10/30) 101,800원

보험/증권 Analyst 안영준
yj.ahn@kiwoom.com

강력한 판매 채널을 기반으로 안정적인 신계약 실적이 예상되며, 고이원 자산 확보로 투자이익도 양호할 것으로 보이는 바 꾸준한 호실적 기록이 가능할 것으로 보인다. 실적 증가에 추가적으로 주주환원율도 상향할 것으로 계획 중인 바 주주환원 규모는 빠르게 증가할 전망이다. 투자의견 Buy와 목표주가 140,000원으로 커버리지를 개시한다.

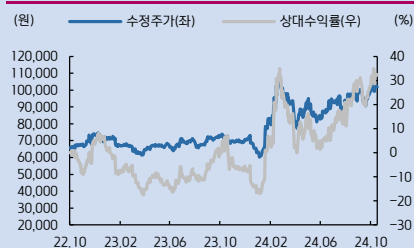
Stock Data

KOSPI (10/30)		2,593.79pt
시가총액		203,600억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	106,000원	60,100원
최고/최저가 대비 등락	-3.96%	69.38%
주가수익률	절대	상대
	1M	9.2% 0.0%
	6M	21.5% -3.8%
	1Y	40.0% 17.8%

Company Data

발행주식수	200,000천주
일평균 거래량(3M)	283천주
외국인 지분율	21.83%
배당수익률(24E)	4.7%
BPS(24E)	203,884원
주요 주주	삼성물산 외 7인 44.14%

Price Trend



안정적인 증익 + 배당성향 상향

>>> 실적과 DPS 모두 대폭 증가 예상

연간 지배주주순이익은 전년대비 25% 증가한 2.38조원을 기록할 것으로 예상하며, 주주환원율 상향 정책 감안 시 예상 DPS는 전년대비 30% 증가한 4,800원이다. IFRS17 전환 시 1년 수정소급을 선택하여 향후 CSM 및 보험이익 증가율은 상대적으로 우위를 보일 것으로 예상되며, 작년 대규모 교체 매매 진행에 따른 낮은 기저 형성 및 자회사의 양호한 실적과 안정적인 이원 확보에 힘입어 투자이익도 양호할 것으로 보인다.

>>> 중장기 주주환원율 50% 목표

아직 기업가치 제고 계획을 공식하지는 않았지만, 상반기 실적발표를 통해 중장기 주주환원율 목표로 50%를 제시했다. 그간 30% 중반대의 주주환원율을 유지해온 바 향후 주주환원율은 연평균 3%p 내외 향상될 것으로 전망한다. 제도 강화, 시중금리 하락, 계열사 지분가치 하락 등으로 인한 K-ICS 비율 감소는 우려 요인이나 강한 신계약 판매 실적이 이를 상쇄할 것으로 예상된다. 일부 보험사 주주환원에 부담으로 작용하는 해약환급금에 대한 우려도 없다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 140,000원

삼성생명에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 140,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Forward BPS에 보유한 삼성전자 지분가치를 50% 할인하여 합산하였으며 목표 PBR 0.49배를 적용하여 산출하였다. 추후 보유 중인 10%의 자기주식 및 계열사 주식 처분 방안이 나올 경우 주주환원 확대 및 자본 감소에 따른 밸류에이션 추가 상향 여지도 충분하다.

(십억원)	2023	2024F	2025F
보험이익	1,448.2	1,335.1	1,565.5
투자이익	(23.7)	500.5	564.7
영업이익	1,424.8	1,838.0	2,130.2
세전이익	1,681.2	2,118.2	2,412.2
당기순이익	1,382.9	1,680.4	1,809.1
ROE	4.4	5.6	6.1
ROA	0.6	0.8	0.8
EPS	6,915	8,402	9,046
BPS	221,593	203,884	215,046
PER	7.3	8.6	8.0
PBR	0.3	0.5	0.5
DPS	3,700	4,800	5,500
배당수익률	5.4	4.7	5.4

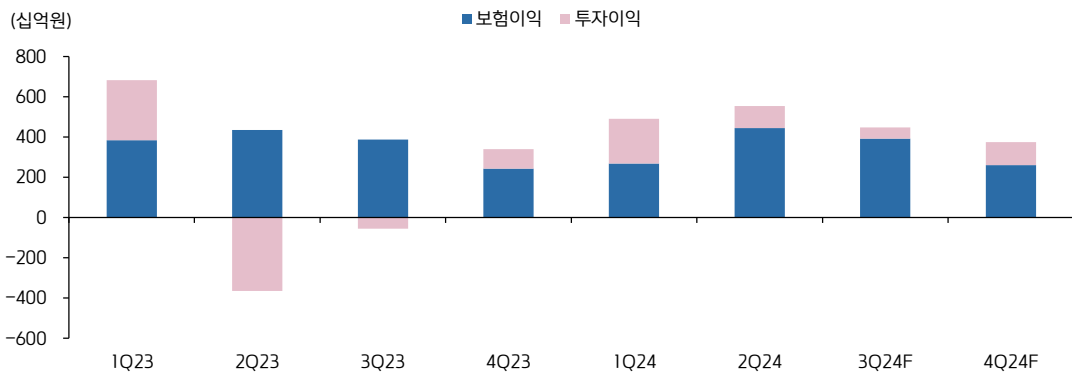
자료: 키움증권 리서치센터

삼성생명 분기실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
보험이익	383.7	434.6	387.7	242.5	268.2	443.6	406.2	219.5	1,448.2	1,335.1
(YoY)	흑전	흑전	흑전	흑전	-30%	2%	5%	-9%		-8%
일반/VFA	383.7	434.6	387.7	242.5	268.2	443.6	391.9	260.6	1,448.5	1,364.4
CSM 상각	333.7	326.0	327.4	380.6	350.9	357.3	362.8	370.4	1,367.7	1,441.4
RA 해제	154.9	148.2	84.1	80.4	80.4	79.7	79.1	79.1	467.5	318.3
예실차	(83.3)	(1.3)	25.7	(99.4)	(13.7)	59.6	42.8	(85.3)	(158.2)	3.4
보험금예실차	(20.2)	34.9	34.6	1.8	(41.8)	43.5	32.7	1.9	51.1	36.2
사업비에실차	(63.2)	(36.2)	(8.8)	(101.2)	28.1	16.2	10.1	(87.2)	(209.4)	(32.9)
기타	(21.5)	(38.2)	(49.6)	(119.1)	(149.3)	(53.0)	(92.8)	(103.6)	(228.4)	(398.7)
투자이익	299.2	(365.2)	(55.2)	97.4	221.3	110.1	55.4	113.8	(23.7)	500.5
(YoY)	흑전	적전	적전	흑전	-26%	흑전	흑전	17%		흑전
보험금융손익	(3,002.4)	(1,857.1)	(1,104.7)	(3,224.9)	(1,923.4)	(1,980.5)	(1,990.4)	(2,000.4)	(9,189.0)	(7,894.7)
투자서비스손익	3,301.6	1,491.9	1,049.5	3,322.3	2,144.6	2,090.6	2,045.8	2,114.1	9,165.3	8,395.2
영업이익	683.0	69.4	332.5	339.9	489.5	553.7	461.5	333.3	1,424.8	1,838.0
(YoY)	흑전	흑전	흑전	흑전	-28%	697%	39%	-2%		29%
영업외손익	259.8	(2.6)	4.6	(5.3)	271.7	15.9	(3.8)	(3.7)	256.3	280.2
세전이익	942.7	66.8	337.1	334.6	761.3	569.6	457.8	329.5	1,681.2	2,118.2
법인세비용	147.9	3.7	68.9	77.7	109.9	131.0	114.4	82.4	298.3	437.7
당기순이익	794.8	63.1	268.2	256.8	651.3	438.6	343.3	247.2	1,382.9	1,680.4
(YoY)	흑전	흑전	흑전	흑전	-18%	595%	28%	-4%		22%
연결당기순이익	739.1	299.8	506.7	488.2	663.3	788.8	580.7	485.3	2,033.7	2,518.1
지배주주순이익	706.8	267.4	475.6	445.6	622.1	746.4	549.5	459.2	1,895.3	2,377.2
(YoY)	흑전	흑전	흑전	흑전	-12%	179%	16%	3%	20%	25%

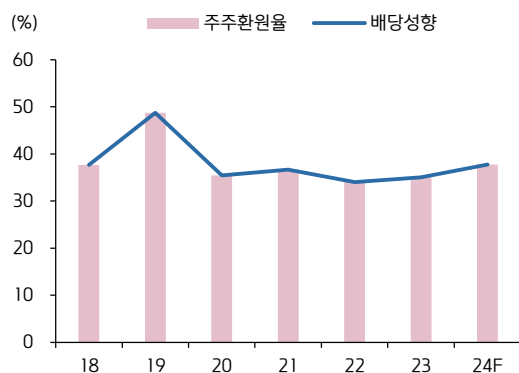
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

삼성생명의 보험이익과 투자이익 추이 및 전망



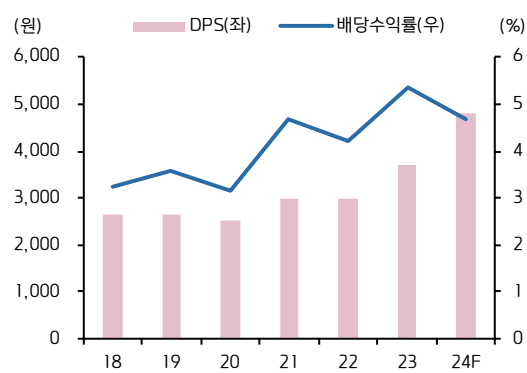
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



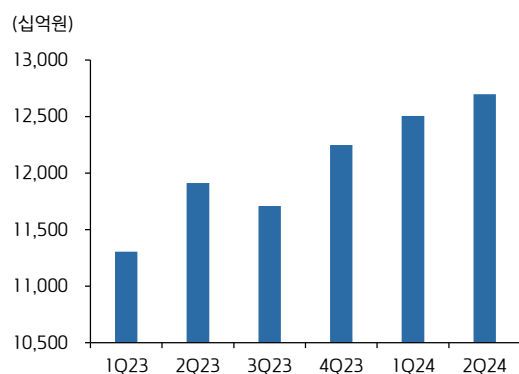
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



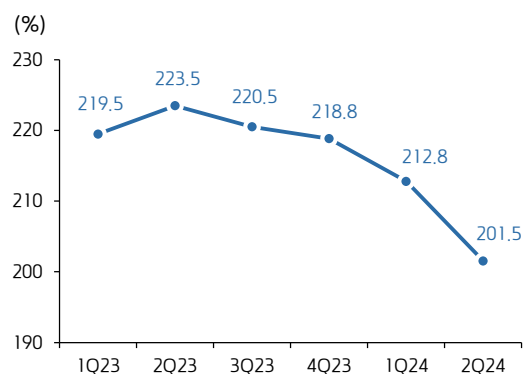
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

CSM 기말 잔액 추이



자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

K-ICS 비율 추이



자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

삼성생명의 Valuation

항목	값	단위	비고
자기자본비용	10.79	%	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	3.18	%	(b): 국고채 3년 수익률
시장위험프리미엄	16.90	%	(c): 한국시장 위험프리미엄
종목베타	0.45		(d): 3Y 조정베타
예상 조정 ROE	5.59	%	(e): 12M Fwd ROE
적정 P/B	0.52	배	(f): (e)/(a)
예상 BPS	273,883	원	(g): 12M Fwd BPS + 삼성전자 지분가치 50% 할인 반영
적정주가	141,872	원	(h): (f)*(g)
목표주가	140,000	원	
현재주가	101,800	원	10월 30일 종가 기준
상승여력	38	%	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
보험이익			1,448.2	1,335.1	1,565.5
일반/VFA			1,448.5	1,364.4	1,596.3
CSM 상각			1,367.7	1,441.4	1,566.2
RA 해제			467.5	318.3	316.4
예실차			(158.2)	3.4	48.8
보험금예실차			51.1	36.2	37.1
사업비예실차			(209.4)	(32.9)	11.7
기타			(228.4)	(398.7)	(335.1)
PAA			0.0	0.0	0.0
자동차보험손익			0.0	0.0	0.0
일반보험손익			0.0	0.0	0.0
투자이익			(23.7)	500.5	564.7
보험금융손익			(9,189.0)	(7,894.7)	(8,102.0)
투자서비스손익			9,165.3	8,395.2	8,666.6
영업이익			1,424.8	1,838.0	2,130.2
영업외손익			256.3	280.2	282.0
세전이익			1,681.2	2,118.2	2,412.2
법인세비용			298.3	437.7	603.0
당기순이익			1,382.9	1,680.4	1,809.1
연결당기순이익			2,033.7	2,518.1	2,692.7
지배주주순이익			1,895.3	2,377.2	2,548.0
CSM Movement					
기시			10,749	12,247	13,312
신계약			856	861	844
이자부리			105	120	131
상각			381	370	403
조정			41	263	297
기말			12,247	13,312	14,377
CSM 증감 (YoY, %)			14	9	8
순증액			1,499	1,064	1,066
K-ICS 비율			218.8	199.2	200.9
지급여력금액			53,373	52,565	55,111
지급여력기준금액			24,390	26,388	27,640

투자지표 (I)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
운용자산 비중 (%)					
FVPL			14.3	14.8	14.5
FVOCI			54.0	54.9	55.3
AC			0.0	0.0	0.0
대출채권			25.2	24.3	24.3
부동산			2.1	2.1	2.1
주요비율 (% , 배)					
ROA			0.6	0.8	0.8
ROE			4.4	5.6	5.8
P/E			7.3	8.2	8.0
P/B			0.31	0.48	0.45

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산총계			314,696	318,783	322,059
운용자산			310,586	314,757	317,991
FVPL			44,552	46,695	46,238
FVOCI			167,665	172,812	175,988
AC			39	49	49
대출채권			78,220	76,466	77,252
부동산			6,549	6,658	6,726
비운용자산			4,110	4,026	4,068
부채총계			270,378	278,006	279,049
책임준비금			190,261	197,296	198,326
보험계약부채			190,261	197,296	198,326
잔여보장요소			185,824	192,780	193,846
최선추정			170,586	176,457	176,457
위험조정			2,846	2,864	2,864
보험계약마진			12,393	13,459	14,524
보험료배분접근법			0	0	0
발생사고요소			4,437	4,516	4,480
최선추정			4,321	4,494	4,458
위험조정			27	23	22
재보험계약부채			521	934	926
투자계약부채			29,308	29,113	29,064
기타부채			80,117	80,710	80,724
자본총계			44,319	40,777	43,009
자본금			100	100	100
자본잉여금			125	125	125
신종자본증권			0	0	0
이익잉여금			17,978	18,984	21,583
해약환급금준비금			0	0	0
자본조정			(2,117)	(2,117)	(2,117)
기타포괄손익누계액			26,333	21,781	21,414
비지배지분			1,900	1,903	1,904

투자지표 (II)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
주주환원지표					
DPS (원)			3,700	4,800	5,500
증가율(YoY, %)			23	30	15
배당성향 (%)			35.1	36.3	38.8
배당수익률 (%)			5.4	4.7	5.4
현금배당액 (십억원)			664.4	862.0	987.7
자기주식수 (천주)			20,425	20,425	20,425
발행주식수 (천주)			200,000	200,000	200,000
자기주식 비중 (%)			10.2	10.2	10.2
자기주식 소각액			0	0	0
총주주환원율 (%)			35.1	36.3	38.8



BUY(Re-Initiate)

목표주가 19,000원

주가(10/30) 13,870원

보험/증권 Analyst 안영준
yj.ahn@kiwoom.com

업종 내 주주환원에 대한 의지가 가장 높다. 특히 실적 악화 시에도 DPS를 방어하는 모습을 보여왔으며 최근 자기주식 매입 및 소각을 진행하기 시작하는 등 차별화된 주주환원 정책을 시행 중이다. 향후 업황 회복에 따른 실적 개선에 기반하여 주주환원 규모는 대폭 향상될 것으로 예상되며 이에 따른 주가 상승이 기대된다. 목표주가 19,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

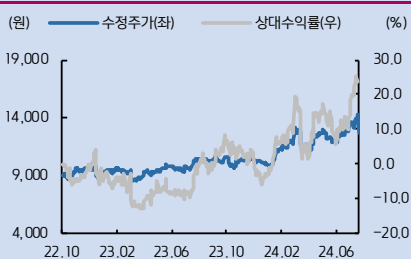
Stock Data

KOSPI (10/30)		2,593.79pt
시가총액		45,423억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	14,200원	9,680원
최고/최저가 대비 등락	-2.32%	43.29%
주가수익률	절대	상대
	1M	3.4% 0.0%
	6M	11.6% -3.5%
	1Y	42.4% 18.1%

Company Data

발행주식수	346,363천주
일평균 거래량(3M)	666천주
외국인 지분율	17.67%
배당수익률(24E)	7.2%
BP(24E)	24,272원
주요 주주	농협금융 외 7인 57.55%

Price Trend



배당도 높은데 자기주식까지

>>> 업황 회복으로 양호한 실적 예상

연간 지배주주순이익은 전년대비 24% 증가한 6,878억원을 기록할 것으로 예상된다. 업황이 회복되며 실적은 양호할 것으로 보이나 브로커리지 점유율 하락 및 상대적으로 부진한 운용손익 등은 우려 요인이다.

>>> 주주환원 관점에서 가장 매력적

과거 업황 악화 시에도 배당성향 상향을 통해 DPS를 방어하는 모습을 보여왔으며, 특히 지난 4월 515억원에 달하는 자기주식을 장내 매입한 이후 즉시 소각하기도 했다. 전년과 유사한 배당성향 가정 시 연간 총주주환원율은 8% 중반으로 업종 내에서 가장 높으며, 12월 기업가치 제고 계획을 공시할 예정인 등 주주환원에 가장 적극적인 행보를 보이고 있다. 자기주식 매입 소각 역시 향후에도 지속해서 시행할 가능성이 높아 주주환원을 상향은 이어질 것으로 예상된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 19,000원

NH투자증권에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 19,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Forward BPS 24,272원에 목표 PBR 0.78배를 적용했다. 지속적인 주주환원 확대를 기반으로 밸류에이션 상향을 기대해볼 수 있다고 판단한다. 주주환원을 상승폭이 가장 높을 것으로 예상되며 업종 내 최선호주로 제시한다.

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023	2024F	2025F
순영업수익	2,206.7	1,325.1	1,564.0	1,822.5	1,890.7
영업이익	1,228.7	550.2	689.9	822.9	875.7
세전이익	1,158.9	480.3	586.3	801.1	831.9
당기순이익	931.5	302.9	553.0	687.2	756.4
지배주주순이익	931.5	303.4	556.4	687.8	757.3
ROE	14.7	4.3	7.5	8.8	9.3
ROA	1.5	0.5	1.0	1.2	1.2
EPS	3,136	913	1,667	2,098	2,310
BPS	23,027	21,793	22,955	24,272	25,259
PER	5.0	5.6	6.0	6.4	5.9
PBR	0.6	0.4	0.5	0.6	0.5
DPS	1,050	700	800	1,000	1,200
배당수익률	8.4	8.0	7.7	7.2	8.7

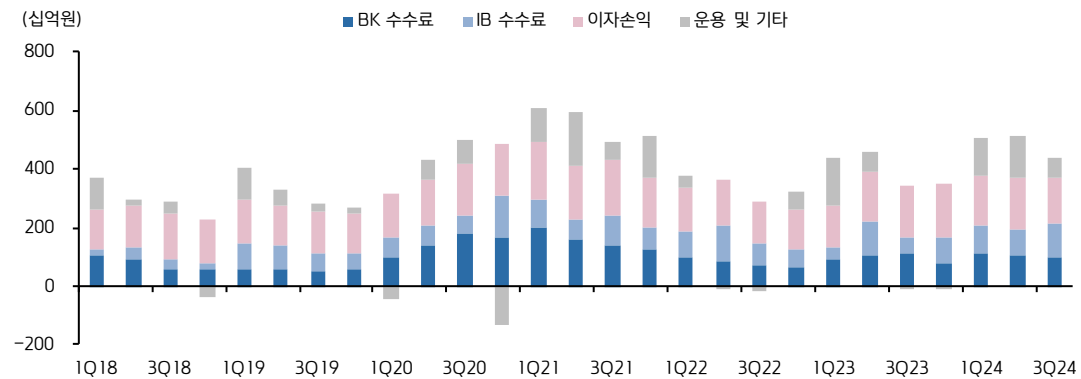
자료: 키움증권 리서치센터

NH투자증권 분기실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E
순영업수익	435.9	457.6	330.9	339.6	508.9	514.2	442.0	357.5	1,564.0	1,822.5
(YoY)	16%	28%	24%	5%	17%	12%	34%	5%	18%	17%
수수료손익	160.2	243.5	196.3	189.1	240.9	226.2	239.8	196.7	789.2	903.6
브로커리지	93.8	102.3	112.6	79.4	110.6	104.2	101.0	98.6	388.0	414.4
IB	40.5	117.3	51.1	85.3	94.9	91.4	111.6	75.1	294.2	372.9
기타	26.0	23.9	32.7	24.5	35.4	30.6	27.2	23.1	107.0	116.3
이자손익	140.0	173.7	180.1	185.5	172.0	172.7	160.1	112.7	679.2	617.6
운용 및 기타	135.7	40.4	(45.5)	(35.1)	96.0	115.3	42.1	48.1	95.6	301.4
총당금 등	(8.3)	(14.2)	1.5	(48.9)	2.5	(19.7)	(13.3)	0.0	(69.9)	(30.4)
판관비	216.1	225.2	211.2	221.5	240.8	273.6	245.7	239.5	874.0	999.6
인건비	147.5	147.5	132.3	136.9	167.0	181.1	161.7	153.2	564.3	663.0
인건비 외	68.5	77.8	78.8	84.6	73.7	92.5	84.0	86.3	309.7	336.6
영업이익	219.8	232.4	119.7	118.1	268.1	240.6	196.3	118.0	689.9	822.9
(YoY)	29%	45%	37%	-11%	22%	4%	64%	0%	25%	19%
영업외손익	(25.1)	(21.8)	(52.1)	(4.7)	(3.8)	(14.6)	5.6	(9.0)	(103.7)	(21.9)
세전이익	194.7	210.6	67.6	113.4	264.3	225.9	201.8	109.0	586.3	801.1
법인세비용	52.4	47.4	9.9	41.6	59.4	71.3	52.0	26.2	151.3	208.8
당기순이익	142.4	163.2	57.7	71.8	204.9	154.7	149.8	82.8	435.0	592.3
(YoY)	29%	43%	24%	6%	44%	-5%	160%	15%	29%	36%
연결당기순이익	184.1	182.6	100.7	85.6	225.5	197.2	154.0	110.6	553.0	687.2
지배주주순이익	184.1	182.7	100.8	88.9	225.5	197.2	153.9	111.1	556.4	687.8
(YoY)	80%	53%	737%	28%	22%	8%	53%	25%	83%	24%

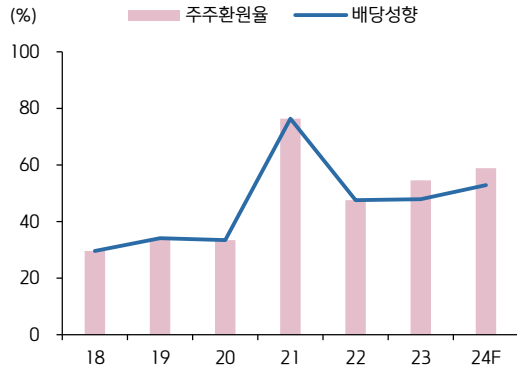
자료: NH투자증권, 키움증권 리서치센터

NH투자증권의 부문별 실적 추이



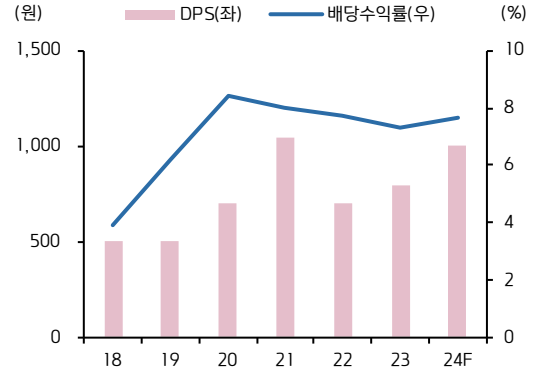
자료: NH투자증권, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



자료: NH투자증권, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



자료: NH투자증권, 키움증권 리서치센터

NH투자증권의 Valuation

항목	값	단위	비고
자기자본비용	11.97	%	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	3.18	%	(b): 국고채 3년 수익률
시장위험프리미엄	16.90	%	(c): 한국시장 위험프리미엄
종목베타	0.52		(d): 3Y 조정베타
예상 조정 ROE	9.33	%	(e): 12M Fwd ROE
적정 P/B	0.78	배	(f): (e)/(a)
예상 BVPS	24,272	원	(g): 12M Fwd BVPS
적정주가	18,914	원	(h): (f)*(g)
목표주가	19,000	원	
현재주가	13,870	원	10월 30일 종가 기준
상승여력	37	%	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
순영업수익	2,206.7	1,325.1	1,564.0	1,822.5	1,890.7
수수료손익	1,088.4	757.3	789.2	903.6	912.7
브로커리지	624.6	329.4	388.0	414.4	439.0
IB	347.5	331.9	294.2	372.9	372.6
기타	116.2	95.9	107.0	116.3	101.0
이자손익	733.0	595.8	679.2	617.6	601.3
운용 및 기타	385.3	(28.0)	95.6	301.4	376.6
총당금 등	32.0	(8.0)	(69.9)	(30.4)	0.0
판매비	978.0	774.9	874.0	999.6	1,015.0
인건비	663.0	483.7	564.3	663.0	674.0
인건비 외	315.0	291.2	309.7	336.6	341.0
영업이익	1,228.7	550.2	689.9	822.9	875.7
영업외손익	(69.7)	(69.9)	(103.7)	(21.9)	(43.8)
세전이익	1,158.9	480.3	586.3	801.1	831.9
법인세비용	349.0	141.8	151.3	208.8	199.7
당기순이익	810.0	338.5	435.0	592.3	632.3
연결당기순이익	931.5	302.9	553.0	687.2	756.4
지배주주순이익	931.5	303.4	556.4	687.8	757.3
부문별 손익 비중 (%)					
수수료손익	49	57	50	47	45
브로커리지	28	25	25	22	22
IB	16	25	19	17	16
자산관리 및 기타	5	7	7	7	6
이자손익	33	45	43	34	28
운용 및 기타	17	(2)	6	19	28
기타 지표 (%)					
이자수익률	2.7	3.4	4.5	4.6	4.5
조달금리	0.6	1.8	2.8	3.2	3.2
스프레드	2.0	1.5	1.7	1.4	1.3
판매비율	44	58	56	55	54
인건비	30	37	36	36	36
인건비 외	14	22	20	18	18

투자지표 (I)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
성장률 (%)					
자산	(7)	(9)	6	6	4
부채	(9)	(11)	6	6	3
자본	18	6	5	3	4
순영업수익	41	(40)	18	20	8
수수료손익	8	(30)	4	11	3
이자손익	11	(19)	14	(6)	(12)
운용 및 기타	흑전	적전	흑전	280	53
판매비및관리비	17	(21)	13	12	2
영업이익	70	(55)	25	30	15
당기순이익	66	(58)	29	45	16
연결당기순이익	61	(67)	83	34	11
지배주주순이익	61	(67)	83	34	11
자본적정성지표 (%)					
신NCR	1,576	1,302	1,510	1,880	2,259
구NCR	165	150	153	156	159

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
현금및현금성자산	1,349	1,967	2,175	2,406	2,569
FVPL 금융자산	34,594	24,979	27,337	29,373	30,898
지분상품자산	1,528	1,079	1,175	1,412	1,499
채무증권	16,535	11,104	10,645	11,330	11,886
FVOCI 금융자산	5,144	8,434	7,009	7,710	8,079
채무상품	3,693	6,410	5,009	5,429	5,678
AC 금융자산	16,238	16,842	18,828	20,577	21,284
예치금	3,875	4,039	3,577	3,600	3,707
대출채권	7,286	8,997	9,866	9,699	9,924
종속기업및관계기업지분	0	0	0	0	0
유형자산	161	182	183	178	181
투자부동산	54	57	259	272	281
무형자산	57	64	65	67	69
기타	945	902	841	775	783
자산총계	58,542	53,428	56,698	61,358	64,144
FVPL 금융부채	14,138	13,916	12,755	12,010	12,126
매도파생결합증권	7,578	7,877	7,991	7,696	7,794
예수부채	7,575	5,600	7,177	8,213	8,782
차입부채	20,072	18,026	18,919	21,072	22,430
발행사채	3,415	3,518	2,915	2,744	2,751
기타	6,501	5,140	7,318	9,370	9,783
부채총계	51,702	46,200	49,084	53,409	55,872
자본금	1,609	1,783	1,783	1,783	1,783
자본잉여금	1,657	1,883	1,882	1,882	1,882
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	254	289	364	409	429
이익잉여금	3,319	3,274	3,585	3,875	4,178
이익준비금	180	213	238	266	279
대손준비금	79	90	86	118	124
임의적립금	1,954	2,371	2,443	2,487	2,487
미처분이익잉여금	1,099	593	810	1,004	1,288
자본총계	6,840	7,228	7,613	7,949	8,272

투자지표 (II)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산별 비중 (%)					
FVPL	59	47	48	47	47
FVOCI	9	16	12	13	13
AC	28	32	33	34	34
주요비율 (% , 배)					
ROA	1.5	0.5	1.0	1.3	1.3
ROE	14.7	4.3	7.5	9.6	10.2
P/E	5.0	5.6	6.0	6.5	5.5
P/B	0.6	0.4	0.5	0.6	0.6
주주환원지표					
DPS (원)	1,050	700	800	1,000	1,200
증가율(YoY, %)	50	(33)	14	25	20
배당성향 (%)	33.4	76.4	47.6	48.1	52.4
배당수익률 (%)	8.4	8.0	7.7	7.2	8.7
현금배당액 (십억원)	311.2	231.7	264.8	326.8	392.2
자기주식수 (천주)	684	684	684	684	684

메리츠금융지주 (138040)



BUY(Initiate)

목표주가 140,000원

주가(10/30) 102,500원

보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

주주환원을 50% 이상의 전향적인 주주환원정책을 제시했으며 향후 업황 회복에 따라 안정적인 이익 및 주주환원의 증가가 예상된다. 지속적으로 자기주식 매입을 진행중인 바 주가의 하방 압력이 낮다. 투자의견 Buy와 목표주가 140,000원으로 커버리지를 개시한다.

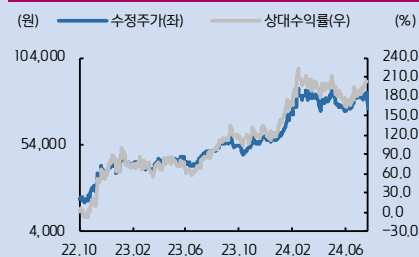
Stock Data

KOSPI (10/30)	2,593.79pt	
시가총액	195,488억 원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	106,100원	50,200원
최고/최저가 대비 등락	-3.39%	104.18%
주가수익률	절대	상대
	1M	5.6%
	6M	29.6%
	1Y	101.0%
		0.0%
		-4.0%
		25.5%

Company Data

발행주식수	190,720천주
일평균 거래량(3M)	320천주
외국인 지분율	16.71%
배당수익률(24E)	6.0%
BP(24E)	364,452원
주요 주주	조정호 외 8인
	51.54%

Price Trend



주가 우상향 기조는 이어질 전망

>>> 증권 업황 회복으로 견조한 실적 기대

연간 지배주주순이익은 전년대비 19% 증가한 2조 4,350억원을 기록할 것으로 예상된다. 안정적인 신계약 실적 및 장기보험 위주의 포트폴리오로 보험이익은 견조할 것이며 금리 하락에 따른 자산 평가이익 및 증권 업황 회복이 기대되기 때문이다. 연결순이익의 50% 이상의 주주환원을 고려하면 여전히 6% 중반 이상의 주주환원수익률이 기대되는 수준이며 이에 따른 주가 업사이드는 충분하다고 판단한다.

>>> 매일 40억원의 자기주식 매입 중

주주환원 시 요구수익률을 10%를 기준으로 자기주식 매입/소각과 현금배당 중 수익률이 높은 방법으로 시행하며, fwd PER이 10배 미만일 경우 자기주식 매입/소각에 우선순위를 둔다. 3월부터 매일 약 40억원의 자기주식을 취득하고 있으며, 현재의 신탁계약만으로도 약 4,000억원 이상의 자기주식 취득 예정 물량이 남아 있는 것으로 추정된다. 자기주식 지속 매입은 주가 하방의 강력한 지지 역할을 할 것으로 기대되며, 수급적인 요인을 차치하더라도 연간 주주환원수익률은 여전히 업계 내에서 높은 수준이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 140,000원

메리츠금융지주에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 140,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Forward BPS 72,375원에 목표 PBR은 40% 할인한 1.92배를 적용했는데, 지속적인 자기주식 매입/소각으로 자연적인 BPS 증가 및 ROE 상승이 예상되기 때문이다. 수급과 수익률 모두 유리한 조건으로 주가는 우상향 기조를 이어갈 것으로 예상되는데, 향후에는 견조한 실적을 유지할 수 있을 것이란 지가 관건이 될 것으로 보인다.

(십억원)	2023	2024F	2025F
보험이익	1,933.4	2,110.8	2,351.2
투자이익	408.6	767.4	542.2
영업이익	2,342.0	2,878.2	2,893.4
세전이익	2,361.1	2,875.9	2,876.3
당기순이익	1,755.4	2,178.2	2,157.2
ROE	6.3	13.0	11.6
ROA	1.0	2.6	2.5
EPS	37,053	45,978	45,534
BPS	340,780	364,452	391,606
PER	6.9	7.7	8.0
PBR	0.8	1.0	0.9
DPS	16,000	21,000	23,000
배당수익률	6.1	6.0	6.6

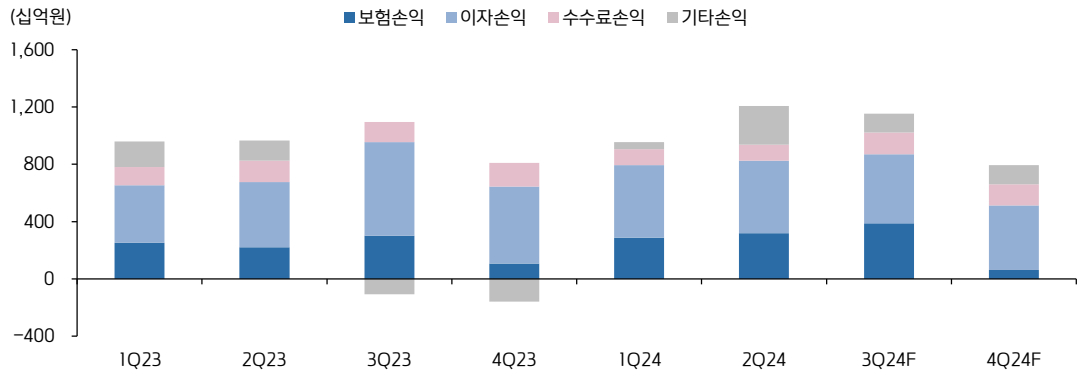
자료: 키움증권 리서치센터

메리츠금융지주 분기실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
보험손익	251.6	219.7	301.2	105.4	288.3	317.9	388.8	62.0	877.9	1,056.9
(YoY)	23%	-22%	13%	10%	15%	45%	29%	-41%	3%	20%
이자손익	401.7	456.5	653.0	539.2	506.6	508.5	481.5	451.9	2,050.5	1,948.5
(YoY)	-8%	14%	32%	-14%	26%	11%	-26%	-16%	5%	-5%
수수료손익	127.0	149.5	141.7	164.7	110.4	110.8	151.6	145.6	582.9	518.4
(YoY)	-18%	-31%	0%	25%	-13%	-26%	7%	-12%	-10%	-11%
기타손익	179.7	140.3	(108.8)	(158.6)	49.8	271.4	131.6	135.4	52.6	588.3
(YoY)	-40%	흑전	적전	적지	-72%	93%	흑전	흑전	-77%	1017%
판매비및관리비	153.3	206.1	178.3	92.7	184.3	203.0	143.0	134.3	630.3	664.6
영업이익	806.8	760.0	808.7	558.0	770.8	1,005.6	922.1	626.4	2,933.5	3,324.9
(YoY)	-6%	14%	1%	-2%	-4%	32%	14%	12%	1%	13%
영업외손익	13.5	(2.4)	(29.5)	(71.1)	38.4	(18.2)	(20.1)	(17.7)	(89.6)	(17.6)
세전이익	820.2	757.5	779.2	487.0	809.2	987.4	902.0	608.7	2,843.9	3,307.3
법인세비용	217.1	181.6	198.4	122.0	217.9	251.2	227.7	154.8	719.2	851.6
당기순이익	603.7	576.6	580.2	364.9	591.3	736.2	674.3	453.9	2,125.4	2,455.7
(YoY)	-5%	17%	-6%	-7%	-2%	28%	16%	24%	0%	16%
지배주주순이익	528.7	574.0	577.2	361.8	585.8	730.1	669.9	449.2	2,041.7	2,435.0
(YoY)	29%	82%	41%	41%	11%	27%	16%	24%	47%	19%

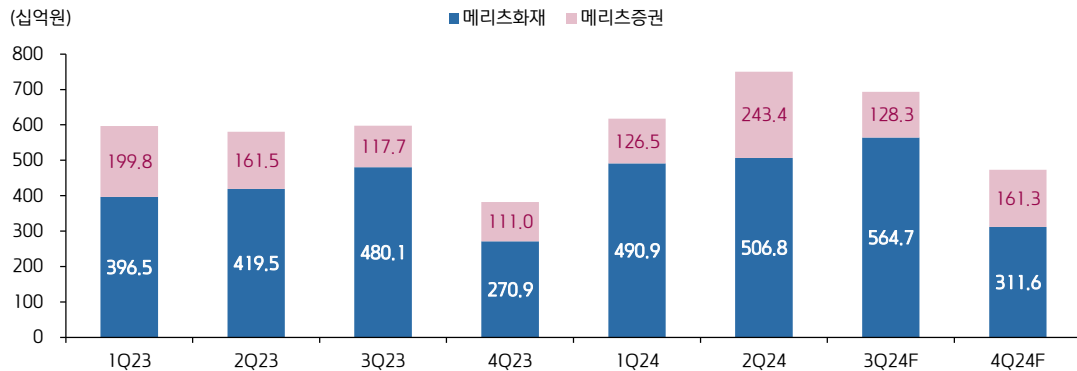
자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠금융지주의 이익 추이 및 전망



자료: 메리츠금융지주, 키움증권

메리츠금융지주 주요 자회사의 순이익 추이 및 전망



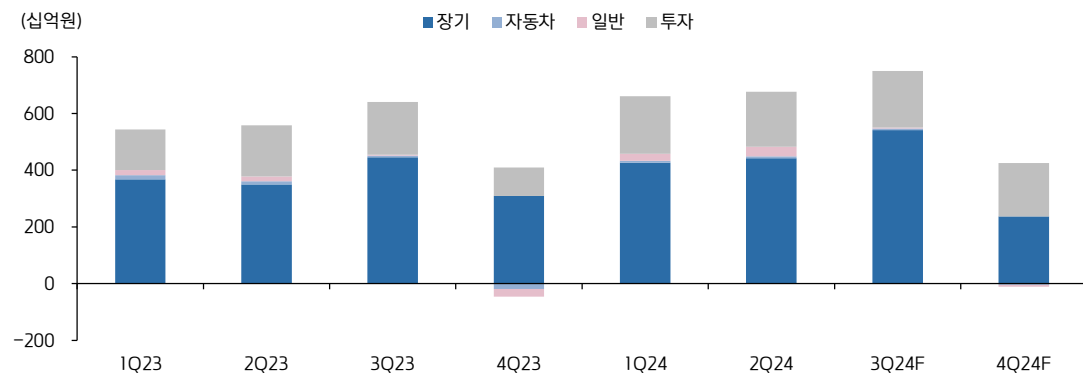
자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠화재 분기실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
보험이익	401.0	378.3	454.4	263.4	457.9	483.2	550.3	225.6	1,497.1	1,717.1
(YoY)	20%	-8%	11%	8%	14%	28%	21%	-14%	7%	15%
일반/VFA	367.9	349.9	445.2	308.8	426.5	442.3	541.0	236.9	1,471.7	1,646.7
CSM 상각	256.7	258.3	269.3	285.5	289.0	286.9	284.8	291.5	1,069.8	1,152.2
RA 해제	25.3	28.0	38.8	41.0	40.6	40.0	41.3	41.4	133.1	163.4
예실차	132.6	27.6	125.7	(67.7)	194.1	222.4	250.5	(48.5)	218.3	618.6
보험금예실차	130.7	26.3	125.6	(52.1)	176.7	208.4	233.6	(51.3)	230.6	567.3
사업비예실차	1.9	1.2	0.1	(15.6)	17.4	14.0	16.9	2.9	(12.3)	51.2
기타	(46.7)	36.0	11.4	50.0	(97.3)	(107.0)	(35.7)	(47.5)	50.7	(287.5)
PAA	33.1	28.4	9.2	(45.4)	31.4	40.9	9.4	(11.3)	25.3	70.3
자동차보험손익	14.5	11.4	6.3	(19.2)	6.4	7.3	6.4	(4.6)	0.0	0.0
일반보험손익	18.6	17.1	2.9	(26.2)	25.0	33.6	2.9	(6.8)	0.0	0.0
투자이익	142.6	180.3	186.2	100.3	202.7	193.2	199.3	188.5	609.5	783.8
(YoY)	26%	201%	65%	257%	42%	7%	7%	88%	94%	29%
보험금융손익	(157.0)	(165.1)	(160.2)	(165.9)	(175.2)	(171.1)	(171.9)	(172.8)	(648.1)	(691.1)
투자서비스손익	299.6	345.4	346.3	266.2	378.0	364.3	371.3	361.3	1,257.5	1,474.9
영업이익	543.6	558.6	640.6	363.7	660.6	676.4	749.7	414.1	2,106.5	2,500.8
(YoY)	21%	18%	23%	34%	22%	21%	17%	14%	23%	19%
영업외손익	(0.1)	1.0	10.6	1.5	0.4	0.3	3.2	1.4	13.0	5.3
세전이익	543.5	559.6	651.2	365.2	661.1	676.7	752.9	415.5	2,119.5	2,506.2
법인세비용	146.9	140.1	171.2	94.3	170.2	169.9	188.2	103.9	552.5	632.2
당기순이익	396.5	419.5	480.1	270.9	490.9	506.8	564.7	311.6	1,567.0	1,874.0
(YoY)	22%	22%	26%	29%	24%	21%	18%	15%	25%	20%

자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠화재의 부문별 이익 추이 및 전망



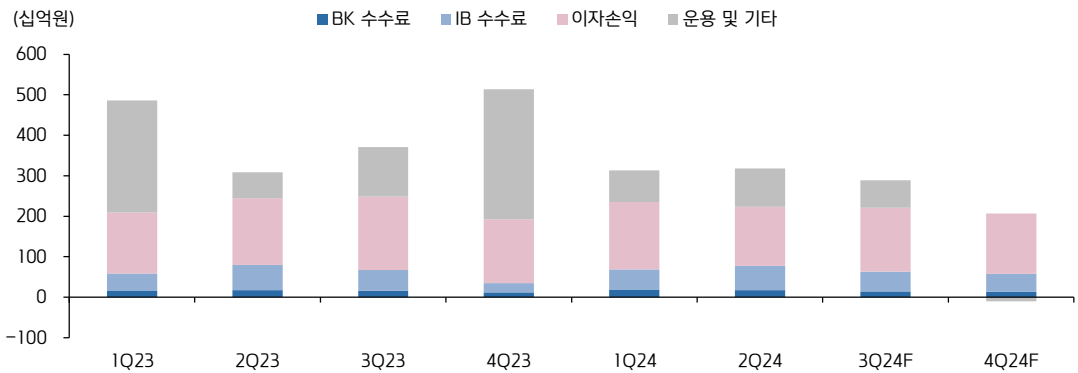
자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠증권 분기실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
순영업수익	313.6	318.4	288.6	195.9	388.0	426.1	281.6	317.9	1,116.5	1,413.6
(YoY)	-36%	3%	-22%	-62%	24%	34%	-2%	62%	-34%	27%
수수료손익	101.2	146.6	148.0	97.3	112.8	156.0	127.7	117.7	493.1	514.3
브로커리지	16.4	16.9	15.9	12.0	18.5	17.4	13.9	13.5	61.3	63.4
IB	42.2	62.6	51.4	22.6	50.4	59.6	49.1	44.1	178.8	203.2
기타	42.7	67.0	80.7	62.7	43.9	79.0	64.8	60.1	253.1	247.7
이자손익	150.6	164.8	181.0	157.9	166.6	146.1	157.8	149.0	654.3	619.4
운용 및 기타	61.8	6.9	(40.4)	(59.3)	108.6	124.0	(3.9)	51.2	(31.0)	279.8
총당금 등	(29.7)	(4.9)	(32.5)	(112.2)	37.0	(16.0)	0.0	0.0	(179.3)	21.0
판관비	127.5	175.9	138.7	56.7	146.0	171.9	143.0	134.3	498.8	595.1
인건비	74.3	119.9	83.3	(6.2)	93.3	119.4	86.7	75.9	271.3	375.3
인건비 외	53.2	56.0	55.4	62.9	52.7	52.5	56.3	58.3	227.5	219.8
영업이익	186.1	142.4	149.9	139.2	242.0	254.2	138.6	183.7	617.7	818.4
(YoY)	-32%	-22%	-21%	-63%	30%	78%	-8%	32%	-40%	33%
영업외손익	2.7	(10.0)	(49.0)	(9.2)	(1.9)	3.7	(10.7)	(9.6)	(65.4)	(18.4)
세전이익	188.8	132.5	100.9	130.1	240.1	257.9	127.8	174.1	552.2	800.0
법인세비용	45.5	29.7	22.4	30.4	40.4	65.9	32.0	43.5	128.0	181.8
당기순이익	143.3	102.8	78.5	99.6	199.8	192.0	95.9	130.6	424.2	618.2
(YoY)	-26%	-23%	-45%	-67%	39%	87%	22%	31%	-45%	46%
연결당기순이익	199.8	161.5	117.7	111.0	126.5	243.4	128.3	161.3	590.0	659.5
지배주주순이익	199.8	161.5	117.7	111.0	126.5	243.4	128.3	161.3	590.0	659.5
(YoY)	-29%	2%	-46%	-35%	-37%	51%	9%	45%	-29%	12%

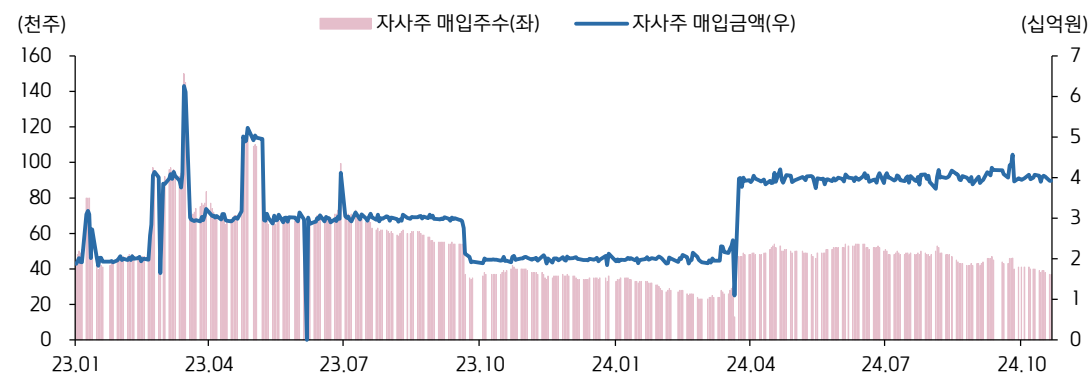
자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠증권의 부문별 이익 추이 및 전망



자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠금융지주의 일간 자기주식 매입 추이



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

메리츠금융지주의 주주환원 추정

항목	단위	2023	2024F	2025F
주가	원	59,100	102,500	102,500
상장주식수	천주	203,372	190,720	185,880
시가총액	십억원	12,019.3	19,549.4	19,549.4
자기주식매입액	십억원	678.4	868.9	940.0
DPS	원	2,360	2,400	2,500
현금배당액	십억원	448.3	430.3	425.5
주주환원총액	십억원	1,126.7	1,299.2	1,365.5
연결당기순이익	십억원	2,125.4	2,455.7	2,571.7
주주환원율	%	53	53	53
주주환원수익률	%	9.4	6.6	7.1

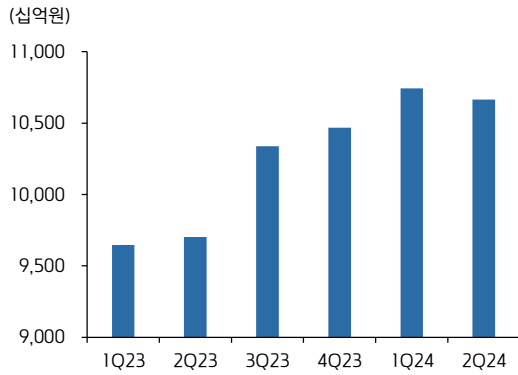
주: 1) CY 기준으로 사측 제공 자료와 소폭 차이가 있을 수 있음

2) 2024F, 2025F 주가는 10/29 종가 적용하여 가정

3) 시가총액은 상장주식수를 이용하여 계산하였으며 배당총액은 자기주식수를 제외한 유통주식수를 이용하여 계산

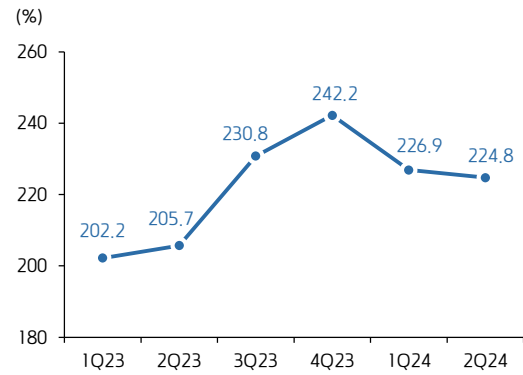
자료: 키움증권 리서치센터

메리츠화재 CSM 기말 잔액 추이



자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠화재 K-ICS 비율 추이



자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠금융지주의 Valuation

항목	값	단위	비고
자기자본비용	17.21	%	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	3.18	%	(b): 국고채 3년 수익률
시장위험프리미엄	16.90	%	(c): 한국시장 위험프리미엄
종목베타	0.83		(d): 3Y 조정베타
예상 조정 ROE	23.65	%	(e): 12M Fwd ROE
적정 P/B	1.92	배	(f): (e)/(a)에 자기주식 지속 매입을 감안해 40% 할증 적용
예상 BPS	72,375	원	(g): 12M Fwd BPS
적정주가	139,246	원	(h): (f)*(g)
목표주가	140,000	원	
현재주가	102,500	원	10월 30일 종가 기준
상승여력	37	%	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
보험손익			877.9	1,056.9	1,228.1
보험수익			8,734.1	8,992.3	8,978.7
보험비용			7,856.2	7,935.4	7,750.6
이자손익			2,050.5	1,948.5	1,805.0
이자수익			3,903.9	3,946.3	3,960.5
이자비용			1,853.4	1,997.8	2,155.5
수수료손익			582.9	518.4	598.5
수수료수익			679.5	624.4	689.7
수수료비용			96.6	106.1	91.3
기타손익			52.6	588.3	625.6
기타수익			45,240.9	36,175.1	36,582.3
기타비용			45,188.3	35,586.8	35,956.7
판매비및관리비			630.3	664.6	592.8
영업이익			2,933.5	3,324.9	3,490.9
영업외손익			(89.6)	(17.6)	(46.7)
세전이익			2,843.9	3,307.3	3,444.1
법인세비용			719.2	851.6	872.4
당기순이익			2,125.4	2,455.7	2,571.7
지배주주순이익			2,041.7	2,435.0	2,551.6
[매리츠회계]					
CSM Movement					
기시			9,638	10,469	11,063
신계약			381	376	373
이자부리			82	87	91
상각			285	291	306
조정			47	23	24
기말			10,469	11,063	11,608
CSM 증감 (YoY, %)			9	6	5
순증액			831	594	545
K-ICS 비율			242	226	245
지급여력금액			12,950	13,245	15,079
지급여력기준금액			5,346	5,863	6,159
[매리츠증권]					
신NCR			1,723	1,759	1,796
구NCR			197	201	205

투자지표 (I)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
운용자산 비중 (%)					
FVPL			45	42	42
FVOCI			27	28	27
AC			14	14	14
현금및예금			5	4	4
부동산			1	1	1
주요비율 (% , 배)					
ROA			2.2	2.4	2.4
ROE			22.8	23.6	22.4
P/E			5.7	8.0	7.5
P/B			1.19	1.85	1.56

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
현금및예치금			4,928	4,760	4,860
FVPL 금융자산			45,835	44,941	45,887
파생금융자산			1,076	1,140	1,182
FVOCI 금융자산			27,918	29,188	30,177
AC 금융자산			14,634	14,764	15,174
관계(공동)기업투자			1,012	993	1,012
유형자산			802	880	920
투자부동산			690	728	756
무형자산			102	102	104
리스자산			1,638	1,707	1,767
이연법인세자산			14	178	207
당기법인세자산			133	85	78
보험계약자산			11	12	12
재보험계약자산			951	965	993
기타자산			2,489	5,136	5,804
매각예정비유동자산			1	1	1
자산총계			102,236	105,800	110,406
보험계약부채			21,576	22,447	23,170
재보험계약부채			1	0	0
예수부채			11,423	12,075	12,470
FVPL 금융부채			19,862	19,662	20,045
파생금융부채			1,277	1,113	1,115
차입부채			32,968	32,343	33,166
순확정급여부채			0	0	0
충당부채			47	47	48
이연법인세부채			371	340	349
당기법인세부채			205	354	379
기타부채			4,409	6,749	7,344
매각예정부채			0	0	0
부채총계			92,139	95,130	98,088
자본금			113	113	113
신종자본증권			593	792	792
자본잉여금			125	125	125
자본조정			587	799	799
기타포괄손익누계액			553	115	331
이익잉여금			7,611	8,022	9,208
비지배지분			515	704	950
자본총계			10,097	10,670	12,318

투자지표 (II)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
주주환원지표					
DPS (원)			2,360	2,400	2,500
증가율(YoY, %)			2,148	2	4
배당성향 (%)			22	18	17
배당수익률 (%)			4.0	2.3	2.4
현금배당액 (십억원)			448.3	430.3	425.5
자기주식수 (천주)			13,469	11,426	15,686
발행주식수 (천주)			203,372	190,720	185,880
자기주식 비중 (%)			7	6	8
자기주식 소각액 (십억원)			300	640	500
총주주환원율 (%)			53%	53%	53%

삼성화재 (000810)



BUY(Initiate)

목표주가 440,000원

주가(10/30) 346,500원

보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

업종 내에서 실적과 자본비용의 안정성이 가장 높으며, 이에 기반하여 주주환원 확대 가능성이 매우 높을 것으로 예상된다. 금리 하락, 규제 강화, 해약환급금준비금 등 주주환원에 제약이 될 것으로 예상되는 여타 사항들의 영향도 가장 적을 것으로 보인다. 투자 의견 Buy와 목표주가 440,000원으로 커버리지를 개시한다.

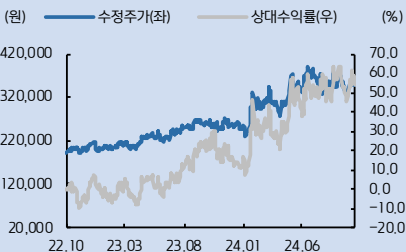
Stock Data

KOSPI (10/30)		2,593.79pt
시가총액		164,154억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	389,000원	231,500원
최고/최저가 대비 등락	-10.93%	49.68%
주가수익률	절대	상대
	1M	0.6% 0.0%
	6M	15.1% -3.6%
	1Y	33.3% 16.9%

Company Data

발행주식수	50,567천주
일평균 거래량(3M)	111천주
외국인 지분율	52.66%
배당수익률(24E)	6. 0%
BP(24E)	347,403원
주요 주주	삼성생명 외 6인
	18.50%

Price Trend



K-ICS 비율 1등의 여유

>>> 실적도 견조할 것으로 예상

연간 지배주주순이익은 전년대비 27% 증가한 2.18조원을 기록할 것으로 예상하며, 주주환원을 상향 정책 감안 시 예상 DPS는 전년대비 31% 증가한 21,000원이다. 신계약과 예실차 모두 안정적인 수준을 유지하고 있으며 시중금리 하락에 따른 투자자산 가치 상승에 힘입어 투자이익도 호조를 이어갈 것으로 예상된다. 계리적 가정, 부동산 업황 부진 등 보험사 실적 악화 우려에도 견조한 실적을 이어갈 것으로 보인다.

>>> 배당 걸림돌은 전혀 없다

아직 기업가치 제고 계획을 공시하지는 않았지만 주요 조건을 충족하며 밸류업 지수에 포함되었다. 상반기 실적발표를 통해 중장기 주주환원을 목표로 50%를 제시하여(vs. 2023년 주주환원율 37%) 빠른 주주환원 확대가 기대된다. 상반기말 기준 K-ICS 비율은 279%로 업계 최고 수준이며 민감도도 낮다. 해약환급금준비금도 이익잉여금의 20% 미만으로 우려 요인은 아니다. 안정적인 실적에 기반한 큰 폭의 배당 증가가 예상된다. 다만 대주주 지분율 이슈로 연간배당 이외의 주주환원을 기대하기는 아직 이르다고 판단한다.

>>> 투자 의견 BUY, 목표주가 440,000원

삼성화재에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 440,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Forward BPS 347,403에 보유한 삼성전자 지분가치를 50% 할인하여 합산하였으며 목표 PBR은 1.15배를 적용했다. 추후 주주환원 확대 혹은 세부 정책 발표 시 추가 멀티플 상향을 기대해볼 수 있다.

(십억원)	2023	2024F	2025F
보험이익	1,933.4	2,110.8	2,351.2
투자이익	408.6	767.4	704.0
영업이익	2,342.0	2,878.2	3,055.2
세전이익	2,361.1	2,875.9	3,038.1
당기순이익	1,755.4	2,178.2	2,278.6
ROE	6.3	13.3	12.9
ROA	1.0	2.6	2.7
EPS	37,053	45,978	48,096
BPS	340,780	347,403	372,632
PER	6.9	7.7	7.5
PBR	0.8	1.0	0.9
DPS	16,000	21,000	23,000
배당수익률	6.1	6.0	6.6

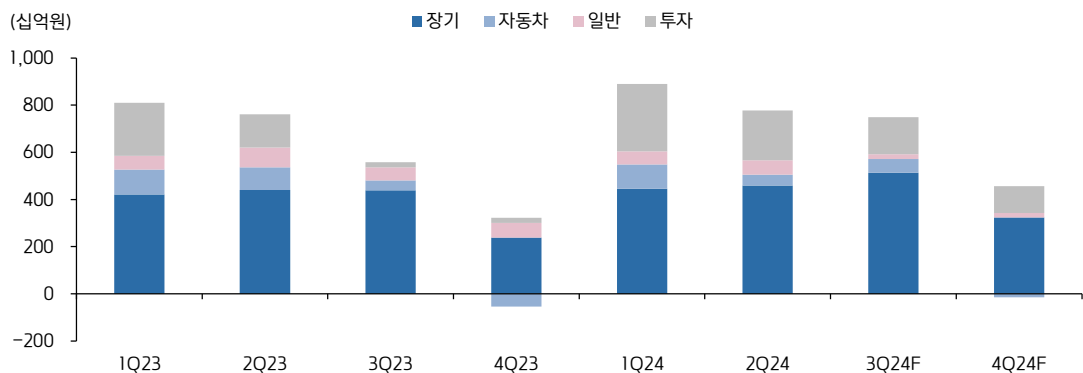
자료: 키움증권 리서치센터

삼성화재 분기실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
보험이익	583.7	619.2	536.1	194.3	603.8	566.8	613.7	326.6	1,933.4	2,110.8
(YoY)					3%	-8%	14%	68%		9%
일반/VFA	420.9	440.6	438.9	238.8	446.2	458.6	513.9	323.6	1,539.3	1,742.2
CSM 상각	374.7	381.8	398.4	383.7	396.5	403.9	418.7	428.9	1,538.5	1,647.9
RA 해제	33.1	39.0	37.9	40.9	34.2	43.7	44.9	44.8	150.8	167.6
예실차	61.4	91.6	72.6	(84.3)	60.6	79.7	121.7	(78.5)	141.3	183.4
보험금예실차	51.7	101.0	88.5	(15.0)	69.8	98.6	127.5	(16.2)	226.1	279.8
사업비예실차	9.7	(9.4)	(15.8)	(69.3)	(9.3)	(18.9)	(5.9)	(62.4)	(84.8)	(96.4)
기타	(48.2)	(71.7)	(70.0)	(101.5)	(45.1)	(68.7)	(71.3)	(71.6)	(291.5)	(256.7)
PAA	162.8	178.6	97.2	(44.5)	157.6	108.2	77.6	5.3	394.1	348.7
자동차보험손익	106.5	95.4	41.9	(53.9)	102.5	46.8	57.9	(14.4)	189.9	192.7
일반보험손익	57.6	84.5	55.1	61.4	55.1	61.4	19.7	19.8	258.6	156.0
투자이익	224.5	140.3	21.8	22.1	286.3	210.7	157.5	112.9	408.6	767.4
(YoY)					28%	50%	623%	412%		88%
보험금융손익	(356.7)	(327.3)	(343.8)	(344.2)	(342.9)	(349.3)	(351.0)	(352.8)	(1,372.1)	(1,396.0)
투자서비스손익	581.3	467.6	365.5	366.3	629.2	560.0	508.5	465.7	1,780.7	2,163.3
영업이익	808.2	759.5	557.9	216.4	890.0	777.5	771.1	439.5	2,342.0	2,878.2
(YoY)					10%	2%	38%	103%		23%
영업외손익	6.7	10.4	2.8	(0.8)	4.7	2.3	(4.4)	(4.9)	19.0	(2.3)
세전이익	814.9	769.9	560.7	215.5	894.7	779.8	766.7	434.6	2,361.1	2,875.9
법인세비용	235.7	166.5	155.6	47.9	210.9	186.4	191.7	108.6	605.7	697.6
당기순이익	579.2	603.4	405.1	167.6	683.9	593.3	575.1	325.9	1,755.4	2,178.2
(YoY)					18%	-2%	42%	94%		24%
연결당기순이익	612.4	602.3	431.4	175.5	702.0	612.4	555.6	306.6	1,821.6	2,176.6
지배주주순이익	611.8	601.4	430.1	175.2	701.0	611.4	554.7	306.1	1,818.4	2,173.2
(YoY)					15%	2%	29%	75%	12%	20%

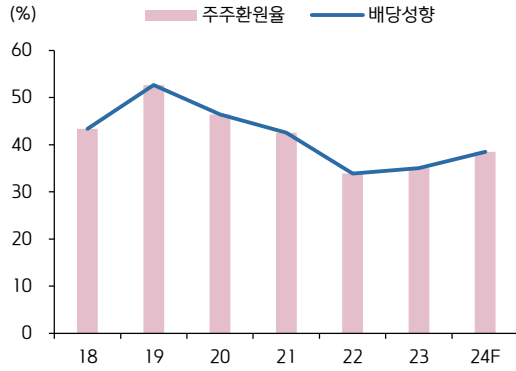
자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

삼성화재의 부문별 이익 추이 및 전망



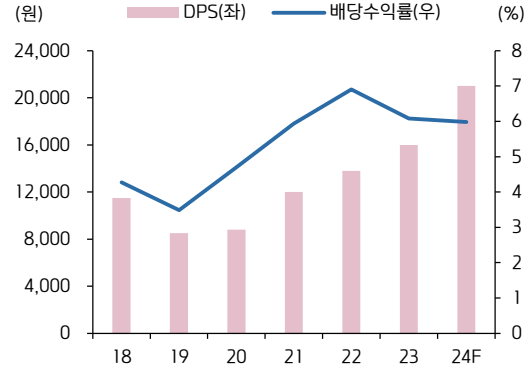
자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



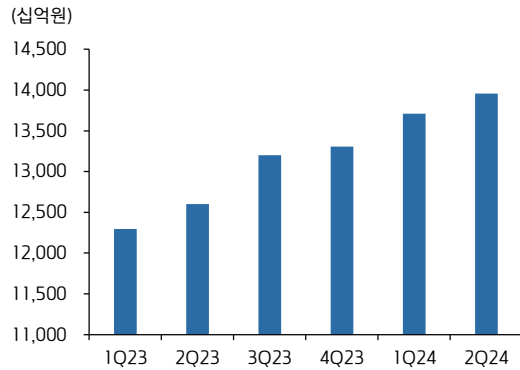
자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



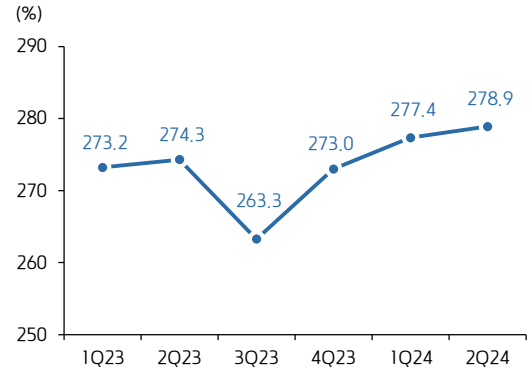
자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

CSM 기말 잔액 추이



자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

K-ICS 비율 추이



자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

삼성화재의 Valuation

항목	값	단위	비고
자기자본비용	11.56	%	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	3.18	%	(b): 국고채 3년 수익률
시장위험프리미엄	16.90	%	(c): 한국시장 위험프리미엄
종목베타	0.50		(d): 3Y 조정베타
예상 조정 ROE	13.33	%	(e): 12M Fwd ROE
적정 P/B	1.15	배	(f): (e)/(a)
예상 BPS	381,176	원	(g): 12M Fwd BPS + 삼성전자 지분가치 50% 할인 반영
적정주가	439,466	원	(h): (f)*(g)
목표주가	440,000	원	
현재주가	346,500	원	10월 30일 종가 기준
상승여력	27	%	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
보험이익			1,933.4	2,110.8	2,351.2
일반/VFA			1,539.3	1,742.2	1,921.4
CSM 상각			1,538.5	1,647.9	1,799.5
RA 해제			150.8	167.6	179.3
예실차			141.3	183.4	213.2
보험금예실차			226.1	279.8	288.2
사업비예실차			(84.8)	(96.4)	(75.0)
기타			(291.5)	(256.7)	(270.6)
PAA			394.1	348.7	380.5
자동차보험손익			189.9	192.7	348.0
일반보험손익			258.6	156.0	32.4
투자이익			408.6	767.4	704.0
보험금융손익			(1,372)	(1,396)	(1,428.8)
투자서비스손익			1,780.7	2,163.3	2,132.8
영업이익			2,342.0	2,878.2	3,055.2
영업외손익			19.0	(2.3)	(17.1)
세전이익			2,361.1	2,875.9	3,038.1
법인세비용			605.7	697.6	759.5
당기순이익			1,755.4	2,178.2	2,278.6
연결당기순이익			1,821.6	2,176.6	2,208.0
지배주주순이익			1,818.4	2,173.2	2,204.5
CSM Movement					
기시			12,144	13,303	14,567
신계약			893	885	877
이자부리			111	124	134
상각			384	429	463
조정			519	310	282
기말			13,307	14,567	15,683
CSM 증감 (YoY, %)			10	9	8
순증액			1,163	1,264	1,116
K-ICS 비율			273.0	286.7	288.7
지급여력금액			23,762	26,740	28,195
지급여력기준금액			8,704	9,327	9,764

투자지표 (I)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
운용자산 비중 (%)					
FVPL			14.3	14.8	14.5
FVOCI			54.0	54.9	55.3
AC			0.0	0.0	0.0
대출채권			25.2	24.3	24.3
부동산			2.1	2.1	2.1
주요비율 (% , 배)					
ROA			1.0	2.6	2.7
ROE			6.3	13.3	12.9
P/E			6.9	7.7	7.5
P/B			0.77	1.01	0.94

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산총계			85,019	82,402	84,824
운용자산			81,667	79,140	81,466
FVPL			10,281	10,351	10,443
FVOCI			37,733	38,015	39,446
AC			1,732	1,656	1,705
대출채권			27,822	25,020	25,755
부동산			1,755	1,673	1,722
비운용자산			3,279	3,263	3,358
부채총계			68,875	65,094	66,174
책임준비금			63,697	59,379	60,405
보험계약부채			51,777	47,740	48,809
잔여보장요소			45,817	41,806	42,922
최선추정			26,717	25,710	25,710
위험조정			1,448	1,529	1,529
보험계약마진			13,303	14,567	15,683
보험료배분접근법			4,349	4,334	4,340
발생사고요소			5,960	5,934	5,887
최선추정			5,748	5,716	5,671
위험조정			212	218	216
재보험계약부채			0	0	0
투자계약부채			11,920	11,639	11,597
기타부채			5,178	5,716	5,768
자본총계			16,144	17,308	18,651
자본금			26	26	26
자본잉여금			939	939	939
신종자본증권			0	0	0
이익잉여금			12,279	13,654	14,782
해약환급금준비금			1,180	2,337	3,489
자본조정			(1,487)	(1,487)	(1,487)
기타포괄손익누계액			4,357	4,144	4,359
비지배지분			30	31	31

투자지표 (II)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
주주환원지표					
DPS (원)			16,000	21,000	23,000
증가율(YoY, %)			16	31	10
배당성향 (%)			35.0	38.5	41.6
배당수익률 (%)			6.1	6.0	6.6
현금배당액 (십억원)			637.3	836.4	916.1
자기주식수 (천주)			7,547	7,547	7,547
발행주식수 (천주)			47,375	47,375	47,375
자기주식 비중 (%)			15.9	15.9	15.9
자기주식 소각액			0	0	0
총주주환원율 (%)			35.0	38.5	41.6

DB손해보험 (005830)



BUY(Initiate)

목표주가 150,000원

주가(10/30) 111,000원

보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

양호한 신계약 실적과 안정적인 예상차를 기반으로 IFRS17 도입 이후 좋은 실적 흐름을 이어왔으며, 향후에도 견조할 것으로 기대된다. 중장기 주주환원을 목표로 35%로 제시한 바 실적 성장과 함께 주주환원을 상향조정에 따라 큰 폭의 주주환원 확대가 예상되며 이에 따른 주가 상승을 기대해볼 수 있다. 투자의견 Buy와 목표주가 150,000원으로 커버리지를 개시한다.

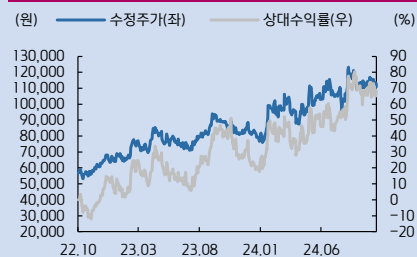
Stock Data

KOSPI (10/30)		2,593.79pt	
시가총액		78,588억 원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		123,200원	75,900원
최고/최저가 대비 등락		-9.90%	46.25%
주가수익률		절대	상대
	1M	-1.2%	0.0%
	6M	19.1%	-3.7%
	1Y	24.3%	15.8%

Company Data

발행주식수	70,800천주
일평균 거래량(3M)	155천주
외국인 지분율	47.95%
배당수익률(24E)	6.30%
BP(24E)	115,279원
주요 주주	김남호 외 12인 23.26%

Price Trend



DPS 대폭 증가 전망

>>> 견조한 실적 흐름 이어질 것으로 예상

연간 당기순이익은 전년대비 26% 증가한 1.94조원을 기록할 것으로 예상하며, 주주환원을 상향 정책 감안 시 예상 DPS는 전년대비 34% 증가한 7,100원이다. 보험상품에 대한 규제 강화나 손해를 상승 등의 우려가 있으나 안정적인 CSM 상각액과 이자이익을 기반으로 견조한 실적 흐름을 이어갈 것으로 예상된다.

>>> 중장기 주주환원을 35% 목표

아직 기업가치 제고 계획을 공시하지는 않았으나, 거래소의 밸류업 지수에는 포함되었다. 상반기 실적발표를 통해 중장기 주주환원을 목표로 35%를 제시하여(vs. 2023년 주주환원을 21%) 향후 연간 약 3%p 가량의 주주환원율 상승이 기대된다. 상반기말 기준 K-ICS 비율은 229%이며, 금리 민감도도 상대적으로 낮아 주주환원 확대에 큰 부담이 되지는 않을 것으로 보인다. K-ICS 비율 200% 이상 유지가 예상되며, 이에 따라 해약환급금준비금 제도 개선 혜택으로 배당재원 확보가 가능할 것으로 예상된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 150,000원

DB손해보험에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 150,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Forward BPS에 115,279원에 높은 ROE가 예상됨에 따라 목표 PBR은 1.30 배를 적용했다. 추후 안정적인 실적 및 주주환원율 향상에 따른 주가 상승이 기대된다.

(십억원)	2023	2024F	2025F
보험이익	1,550.0	1,919.7	2,018.7
투자이익	466.8	560.6	567.9
영업이익	2,016.8	2,480.2	2,586.6
세전이익	2,025.3	2,462.4	2,533.6
당기순이익	1,536.7	1,860.8	1,900.2
ROE	17.2	22.1	20.4
ROA	0.9	4.3	4.7
EPS	21,705	26,282	26,839
BPS	122,536	115,279	147,890
PER	3.9	4.3	4.2
PBR	0.7	1.0	0.8
DPS	5,300	7,100	8,200
배당수익률	6.3	6.3	7.2

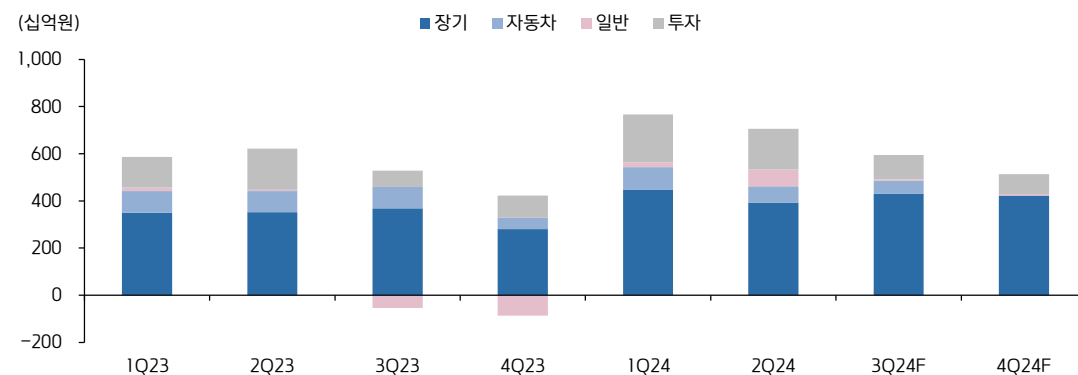
자료: 키움증권 리서치센터

DB손해보험 분기실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
보험이익	456.2	446.6	405.0	242.2	562.9	534.4	436.9	385.5	1,550.0	1,919.7
(YoY)					23%	20%	8%	59%		24%
일반/VFA	349.7	352.7	368.2	280.8	448.4	393.2	430.4	400.6	1,351.3	1,672.6
CSM 상각	311.8	307.5	316.4	326.1	322.4	331.6	344.9	350.7	1,261.9	1,349.6
RA 해제	29.4	32.1	26.2	26.5	21.1	36.5	37.4	37.4	114.2	132.5
예실차	60.1	58.0	58.2	78.7	71.2	83.2	99.9	91.7	255.0	345.9
보험금예실차	57.9	59.9	51.4	89.1	64.4	89.0	86.3	96.0	258.3	335.7
사업비예실차	2.3	(1.9)	6.8	(10.4)	6.8	(5.8)	13.6	(4.3)	(3.3)	10.2
기타	(51.7)	(44.9)	(32.7)	(150.5)	33.7	(58.0)	(51.9)	(79.2)	(279.9)	(155.4)
PAA	106.5	93.8	36.9	(38.5)	114.5	141.1	6.5	(15.1)	198.7	247.1
자동차보험손익	92.5	89.1	90.7	48.8	94.2	68.0	0.0	(22.0)	321.1	140.3
일반보험손익	14.0	4.8	(53.9)	(87.3)	20.3	73.1	6.5	6.8	(122.4)	106.8
투자이익	130.7	174.7	68.8	92.5	203.7	171.0	103.1	82.8	466.8	560.6
(YoY)					56%	-2%	50%	-11%		20%
보험금융손익	(198.4)	(194.1)	(201.8)	(194.5)	(180.2)	(197.0)	(198.0)	(199.0)	(788.8)	(774.1)
투자서비스손익	329.0	368.8	270.7	287.0	383.9	368.0	301.1	281.7	1,255.6	1,334.7
영업이익	586.8	621.3	473.8	334.8	766.6	705.4	540.0	468.3	2,016.8	2,480.2
(YoY)					31%	14%	14%	40%		23%
영업외손익	0.9	4.9	(0.3)	3.0	(4.4)	12.5	(12.7)	(13.2)	8.5	(17.8)
세전이익	587.8	626.2	473.5	337.8	762.2	717.9	527.3	455.0	2,025.3	2,462.4
법인세비용	140.5	161.2	110.1	76.7	178.8	177.3	131.8	113.8	488.5	601.6
당기순이익	447.3	465.0	363.5	261.0	583.4	540.7	395.4	341.3	1,536.7	1,860.8
(YoY)					30%	16%	9%	31%		21%

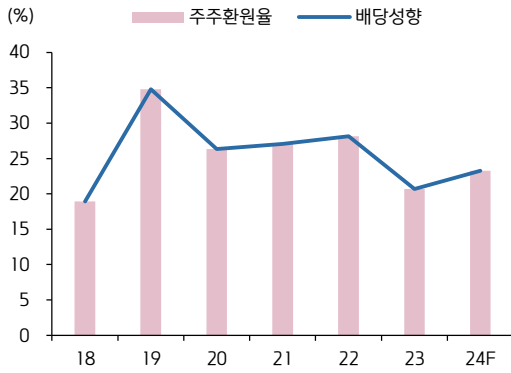
자료: DB손해보험, 키움증권 리서치센터

DB손해보험의 부문별 이익 추이 및 전망



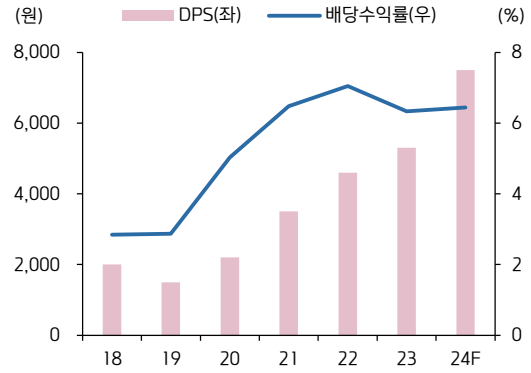
자료: DB손해보험, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



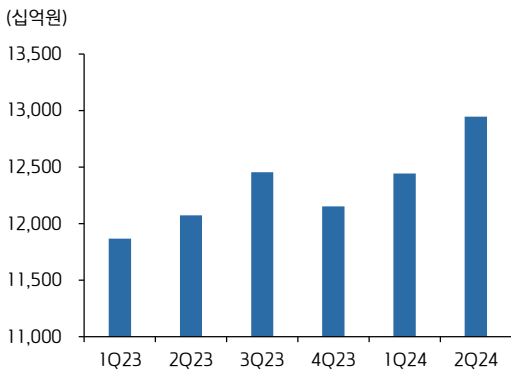
자료: DB손해보험, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



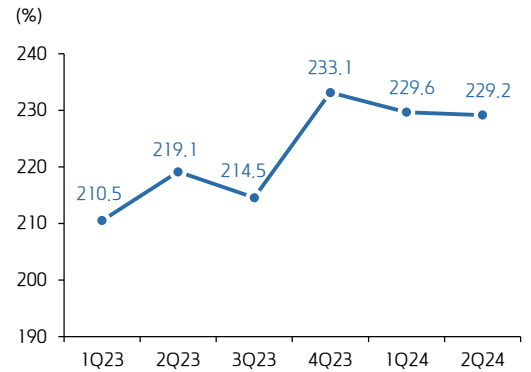
자료: DB손해보험, 키움증권 리서치센터

CSM 기말 잔액 추이



자료: DB손해보험, 키움증권 리서치센터

K-ICS 비율 추이



자료: DB손해보험, 키움증권 리서치센터

DB손해보험의 Valuation

항목	값	단위	비고
자기자본비용	17.04	%	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	3.18	%	(b): 국고채 3년 수익률
시장위험프리미엄	16.90	%	(c): 한국시장 위험프리미엄
종목베타	0.82		(d): 3Y 조정베타
예상 조정 ROE	22.10	%	(e): 12M Fwd ROE
적정 P/B	1.30	배	(f): (e)/(a)
예상 BPS	115,279	원	(g): 12M Fwd BPS
적정주가	149,547	원	(h): (f)*(g)
목표주가	150,000	원	
현재주가	111,100	원	10월 30일 종가 기준
상승여력	35	%	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
보험이익			1,550.0	1,919.7	2,018.7
일반/VFA			1,351.3	1,672.6	1,783.6
CSM 상각			1,261.9	1,349.6	1,468.3
RA 해제			114.2	132.5	149.7
예실차			255.0	345.9	376.1
보험금예실차			258.3	335.7	345.8
사업비예실차			(3.3)	10.2	30.4
기타			(279.9)	(155.4)	(210.6)
PAA			198.7	247.1	235.2
자동차보험손익			321.1	140.3	207.1
일반보험손익			(122.4)	106.8	28.0
투자이익			466.8	560.6	567.9
보험금융손익			(788.8)	(774.1)	(805.8)
투자서비스손익			1,255.6	1,334.7	1,373.7
영업이익			2,016.8	2,480.2	2,586.6
영업외손익			8.5	(17.8)	(53.0)
세전이익			2,025.3	2,462.4	2,533.6
법인세비용			488.5	601.6	633.4
당기순이익			1,536.7	1,860.8	1,900.2
CSM Movement					
기시			11,643	12,152	13,343
신계약			720	731	751
이자부리			99	114	122
상각			326	351	378
조정			794	312	234
기말			12,152	13,343	14,448
CSM 증감 (YoY, %)			4	10	8
순증액			509	1,191	1,105
K-ICS 비율			233.1	223.5	242.6
지급여력금액			19,575	19,978	22,702
지급여력기준금액			8,396	8,939	9,357

투자지표 (I)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
운용자산 비중 (%)					
FVPL			24.9	23.8	23.4
FVOCI			43.5	45.9	46.3
AC			0.0	0.0	0.0
대출채권			24.9	23.8	23.8
부동산			2.6	2.6	2.6
주요비율 (% , 배)					
ROA			0.9	4.3	4.7
ROE			17.2	22.1	20.4
P/E			3.9	4.3	4.2
P/B			0.68	0.99	0.77

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산총계			48,514	38,978	42,348
운용자산			44,932	36,525	39,684
FVPL			11,174	8,706	9,271
FVOCI			19,545	16,759	18,354
AC			0	0	0
대출채권			11,177	8,683	9,434
부동산			1,181	938	1,019
비운용자산			3,571	2,452	2,665
부채총계			39,838	30,816	31,878
책임준비금			36,769	27,635	28,703
보험계약부채			29,395	27,635	28,703
잔여보장요소			24,596	22,911	24,016
최선조정			8,857	8,925	8,925
위험조정			1,351	1,455	1,455
보험계약마진			11,351	12,530	13,635
보험료배분접근법			3,037	0	0
발생사고요소			4,799	4,725	4,687
최선조정			4,575	4,509	4,473
위험조정			224	216	214
재보험계약부채			1	0	0
투자계약부채			7,372	7,330	7,288
기타부채			3,069	3,180	3,175
자본총계			8,676	8,162	10,471
자본금			35	35	35
자본잉여금			38	38	38
신증자본증권			0	0	0
이익잉여금			8,651	9,700	11,332
해약환급금준비금			2,646	3,910	4,981
자본조정			(152)	(152)	(152)
기타포괄손익누계액			104	(1,459)	(782)
비지배지분			0	0	0

투자지표 (II)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
주주환원지표					
DPS (원)			5,300	7,100	8,200
증가율(YoY, %)			15	34	15
배당성향 (%)			20.7	22.9	25.9
배당수익률 (%)			6.3	6.3	7.2
현금배당액 (십억원)			318.2	426.3	492.4
자기주식수 (천주)			10,757	10,757	10,757
발행주식수 (천주)			70,800	70,800	70,800
자기주식 비중 (%)			15.2	15.2	15.2
자기주식 소각액			0	0	0
총주주환원율 (%)			20.7	22.9	25.9

한국금융지주 (071050)



BUY(Re-Initiate)

목표주가 100,000원

주가(10/30) 78,100원

보험/증권 Analyst 안영준
yj.ahn@kiwoom.com

전년 대규모 총당금 적립으로 실적 및 주가는 부진한 모습이었으나, 시중금리 하락 등 추가적인 총당금 적립 가능성이 낮아지고 있어 양호한 실적을 기록할 것으로 예상된다. 주주환원 정책을 확대하지 않더라도 실적 증가에 힘입어 배당 역시 높은 증가율을 보일 것으로 보인다. 목표주가 100,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

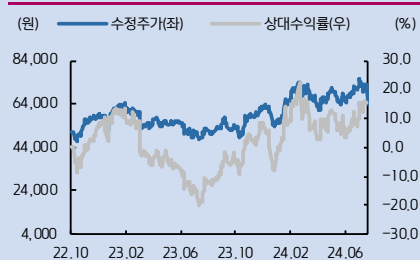
Stock Data

KOSPI (10/30)		2,593.79pt
시가총액		43,522억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	79,200원	50,300원
최고/최저가 대비 등락	-1.39%	55.27%
주가수익률	절대	상대
	1M	6.4% 0.0%
	6M	19.4% -3.7%
	1Y	51.7% 19.3%

Company Data

발행주식수	61,584천주
일평균 거래량(3M)	145천주
외국인 지분율	39.25%
배당수익률(24E)	4.5%
BP(24E)	162,799원
주요 주주	김남구 외 1인
	21.30%

Price Trend



리스크 완화 국면

>>> 실적 및 DPS 대폭 증가 예상

연간 지배주주순이익은 전년대비 34% 증가한 9,487억원을 기록할 것으로 예상된다. 전년 부동산 경기 악화에 따라 약 7천억원 이상의 총당금을 적립했던 낮은 기저와 브로커리지 호조 및 금리 하락에 따른 보유자산 평가이익의 영향이다. 10% 후반 대의 배당성향을 유지해오고 있는 바 실적 증가에 따라 DPS도 큰 폭으로 증가할 것으로 예상된다.

>>> 리스크는 점진적으로 완화되는 중

그간 주가 상승의 가장 큰 제약 요인은 대체투자 관련 총당금 적립 리스크였으나, 전년 보수적인 총당금 적립에 힘입어 올해 당국의 부동산 PF 사업성 평가에도 추가 총당금 적립은 매우 적어 리스크가 상당 부분 완화되고 있음을 보여주고 있다. 시중금리 하락 역시 리스크 완화에 도움을 줄 것으로 예상된다. 자회사 저축은행과 캐피탈의 실적은 아직 경성적인 수준까지 회복하지는 못했으나 한국투자증권의 실적 증가분이 훨씬 클 것으로 보인다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 100,000원

한국금융지주에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 100,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Forward BPS 162,799원에 목표 PBR 0.62배를 적용했다. 금리 하락에 따른 실적 호조가 예상되며, 추후 추가적인 ROE 상승이 가능할 지의 여부가 멀티플 상향을 좌우할 것으로 보인다.

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023	2024F	2025F
순영업이익	2,205.0	1,449.5	3,104.1	2,428.1	2,861.8
영업이익	1,285.3	601.0	2,308.0	1,521.1	1,961.9
세전이익	1,301.3	559.9	2,021.8	1,473.5	1,912.2
당기순이익	1,764.6	639.8	708.9	953.4	1,112.8
지배주주순이익	1,764.4	636.9	707.8	948.7	1,107.3
ROE	27.0	8.5	8.8	10.9	12.0
ROA	2.3	0.8	0.8	1.0	1.1
EPS	31,665	11,481	12,722	17,109	19,970
BPS	133,297	138,279	151,546	162,799	171,232
PER	4.6	4.0	4.3	4.7	3.9
PBR	0.6	0.4	0.4	0.5	0.5
DPS	6,150	2,300	2,650	3,500	4,000
배당수익률	7.6	4.3	4.3	4.5	5.1

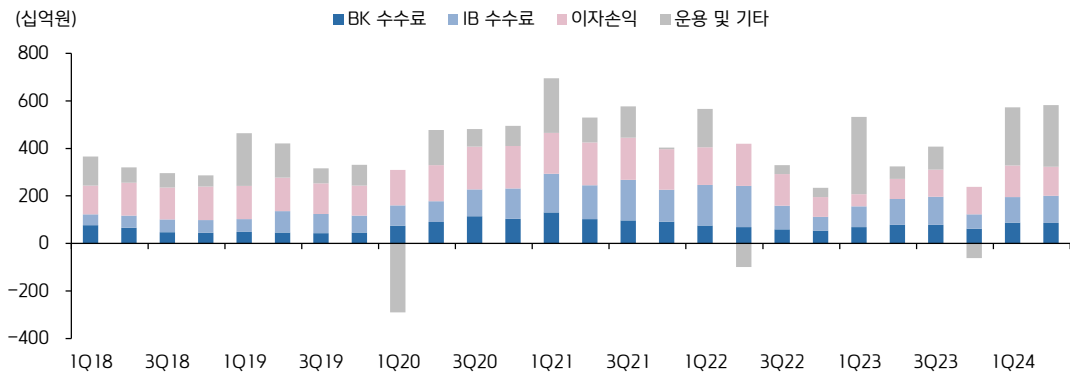
자료: 키움증권 리서치센터

한국금융지주 분기실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
한국투자증권										
순영업수익	2,196.9	324.3	407.7	175.2	813.0	581.6	584.7	448.7	3,104.1	2,428.1
(YoY)	288%	1%	24%	-25%	-63%	79%	43%	156%	114%	-22%
수수료손익	204.1	229.6	247.8	163.0	239.0	253.1	236.2	220.9	844.4	949.2
브로커리지	69.2	78.5	77.8	61.3	88.1	86.4	88.4	87.9	286.8	350.8
IB	86.8	109.0	118.8	61.2	106.9	114.6	100.2	88.2	375.8	409.9
기타	48.1	42.1	51.2	40.4	44.0	52.2	47.6	44.9	181.9	188.6
이자손익	50.7	83.8	114.5	114.9	133.3	121.2	120.3	134.8	363.8	509.5
운용 및 기타	1,942.2	11.0	45.5	(102.7)	440.8	207.4	228.3	93.0	1,895.9	969.4
총당금 등	(21.7)	(121.6)	(185.8)	(384.6)	54.0	87.4	0.0	0.0	(713.7)	141.4
판관비	230.5	167.7	218.3	179.5	223.4	243.5	220.6	219.5	796.1	907.0
인건비	148.1	46.2	115.0	72.6	132.0	139.7	121.7	120.2	382.0	513.6
인건비 외	82.3	121.5	103.3	106.9	91.3	103.9	98.8	99.3	414.1	393.4
영업이익	1,966.4	156.6	189.4	(4.4)	589.7	338.1	364.2	229.2	2,308.0	1,521.1
(YoY)	505%	13%	67%	적전	-70%	116%	92%	흑전	284%	-34%
영업외손익	1.1	(52.0)	2.6	(237.9)	22.4	(6.6)	5.5	(68.8)	(286.2)	(47.6)
세전이익	1,967.5	104.5	192.0	(242.3)	612.1	331.4	369.6	160.4	2,021.8	1,473.5
법인세비용	97.8	16.2	37.9	(90.5)	88.9	78.4	92.4	40.1	61.5	299.8
당기순이익	1,869.7	88.3	154.1	(151.8)	523.2	253.0	277.2	120.3	1,960.3	1,173.7
(YoY)	622%	11%	69%	적지	-72%	187%	80%	흑전	374%	-40%
한국금융지주										
연결당기순이익	301.0	220.1	212.2	(24.4)	342.4	281.6	284.5	44.9	708.9	953.4
지배주주순이익	301.2	219.8	212.2	(25.4)	340.4	280.5	283.1	44.6	707.8	948.7
(YoY)	-2%	122%	28%	적전	13%	28%	33%	흑전	11%	34%

자료: 한국금융지주, 키움증권 리서치센터

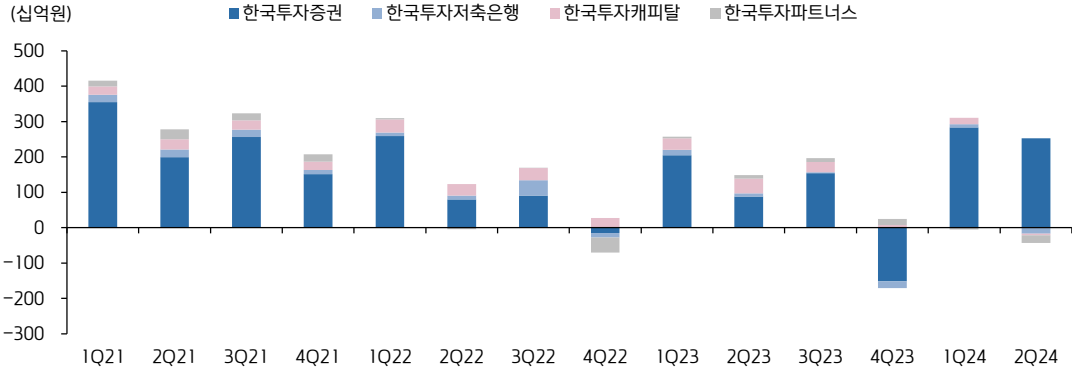
한국투자증권의 부문별 실적 추이



주: 회사사 배당 제외

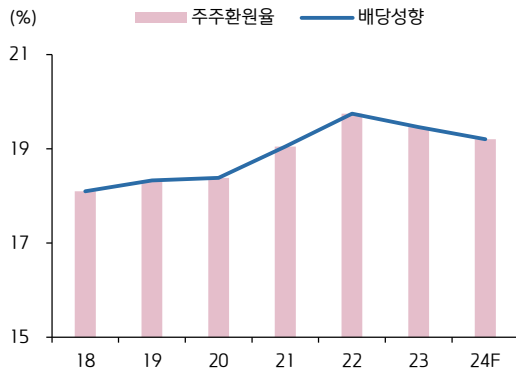
자료: 한국금융지주, 키움증권 리서치센터

한국금융지주의 주요 자회사 실적 추이



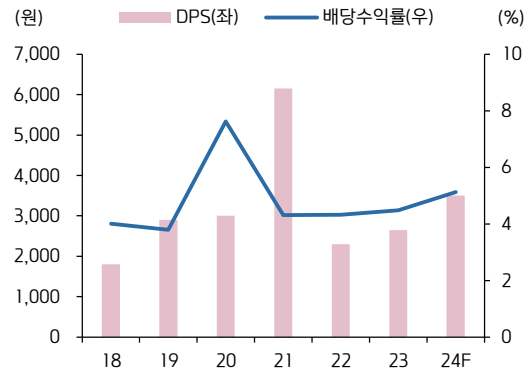
자료: 한국금융지주, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



자료: 한국금융지주, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



자료: 한국금융지주, 키움증권 리서치센터

한국금융지주의 Valuation

항목	값	단위	비고
자기자본비용	19.07	%	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	3.18	%	(b): 국고채 3년 수익률
시장위험프리미엄	16.90	%	(c): 한국시장 위험프리미엄
종목베타	0.94		(d): 3Y 조정베타
예상 조정 ROE	11.96	%	(e): 12M Fwd ROE
적정 P/B	0.63	배	(f): (e)/(a)
예상 BVPS	162,799	원	(g): 12M Fwd BVPS
적정주가	102,096	원	(h): (f)*(g)
목표주가	100,000	원	
현재주가	78,100	원	10월 30일 종가 기준
상승여력	28	%	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
순영업수익	2,205.0	1,449.5	3,104.1	2,428.1	2,861.8
수수료손익	1,239.6	918.3	844.4	949.2	992.8
브로커리지	420.1	256.2	286.8	350.8	403.9
IB	611.7	502.0	375.8	409.9	393.9
기타	207.9	160.1	181.9	188.6	195.0
이자손익	699.7	553.0	363.8	509.5	539.8
운용 및 기타	265.7	(21.8)	1,895.9	969.4	1,329.2
충당금 등	0.0	(25.3)	(713.7)	141.4	0.0
판매비	919.7	848.5	796.1	907.0	899.9
인건비	619.0	526.7	382.0	513.6	489.2
인건비 외	300.8	321.8	414.1	393.4	410.7
영업이익	1,285.3	601.0	2,308.0	1,521.1	1,961.9
영업외손익	16.0	(41.1)	(286.2)	(47.6)	(49.7)
세전이익	1,301.3	559.9	2,021.8	1,473.5	1,912.2
법인세비용	339.1	146.2	61.5	299.8	478.0
당기순이익	962.2	413.7	1,960.3	1,173.7	1,434.1
연결당기순이익	1,764.6	639.8	708.9	953.4	1,112.8
지배주주순이익	1,764.4	636.9	707.8	948.7	1,107.3
부문별 손익 비중 (%)					
수수료손익	56.2	63.4	27.2	39.1	34.7
브로커리지	19.1	17.7	9.2	14.4	14.1
IB	27.7	34.6	12.1	16.9	13.8
자산관리 및 기타	9.4	11.0	5.9	7.8	6.8
이자손익	31.7	38.1	11.7	21.0	18.9
운용 및 기타	12.0	(1.5)	61.1	39.9	46.4
기타 지표 (%)					
이자수익률	2.3	3.1	4.4	4.7	4.7
조달금리	1.1	2.9	5.3	5.1	4.9
스프레드	1.2	0.2	(0.9)	(0.4)	(0.2)
판매비율	41.7	58.5	25.6	37.4	31.4
인건비	28.1	36.3	12.3	21.2	17.1
인건비 외	13.6	22.2	13.3	16.2	14.4

투자지표 (I)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
성장률 (%)					
자산	16	5	11	4	3
부채	15	5	11	4	3
자본	32	4	10	7	5
순영업수익	50	(34)	114	(22)	17
수수료손익	33	(26)	(8)	12	5
이자손익	6	(21)	(34)	40	4
운용 및 기타	흑전	적전	흑전	(49)	37
판매비및관리비	34	(8)	(6)	14	(1)
영업이익	63	(53)	284	(34)	28
당기순이익	64	(57)	374	(40)	21
연결당기순이익	105	(64)	11	34	16
지배주주순이익	104	(64)	11	34	16
자본적정성지표 (%)					
신NCR	775	(78)	(15)	48	110
구NCR	133	98	100	102	104

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
현금및현금성자산	15,305	14,673	13,845	13,183	13,713
FVPL 금융자산	37,435	37,945	47,581	52,419	54,427
지분상품자산	0	0	0	0	0
채무증권	0	0	0	0	0
FVOCI 금융자산	4,958	3,929	5,183	3,811	3,723
채무상품	0	0	0	0	0
AC 금융자산	18,794	22,197	23,101	23,707	24,426
예치금	120	146	85	66	67
대출채권	18,674	22,052	23,016	23,641	24,359
종속기업및관계기업지분	3,297	4,321	4,260	4,448	4,597
유형자산	676	725	732	756	782
투자부동산	160	154	4	4	5
무형자산	95	133	144	146	150
기타	1,316	2,231	1,052	1,684	1,814
자산총계	82,037	86,309	95,901	100,160	103,637
FVPL 금융부채	3,166	5,659	5,152	5,758	6,034
매도파생결합증권	0	0	0	0	0
예수부채	14,768	13,938	13,656	14,750	15,339
차입부채	31,347	33,831	43,349	44,519	45,933
발행사채	10,067	10,299	11,433	11,764	12,149
기타	15,261	14,876	13,865	14,298	14,640
부채총계	74,608	78,603	87,456	91,087	94,095
자본금	308	308	308	308	308
자본잉여금	614	608	608	608	608
자본조정	(51)	(51)	(51)	(53)	(54)
기타포괄손익누계액	226	236	358	460	489
이익잉여금	6,302	6,579	7,151	7,748	8,191
이익준비금	308	308	308	308	308
대손준비금	0	0	0	0	0
임의적립금	669	685	703	761	805
미처분이익잉여금	5,325	5,587	6,141	6,654	7,034
자본총계	7,428	7,706	8,445	9,072	9,542

투자지표 (II)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산별 비중 (%)					
FVPL	46	44	50	52	53
FVOCI	6	5	5	4	4
AC	23	26	24	24	24
주요비율 (% 배)					
ROA	2.3	0.8	0.8	1.0	1.1
ROE	27.0	8.5	8.8	10.9	11.9
P/E	4.6	4.0	4.3	4.7	3.9
P/B	0.6	0.4	0.4	0.5	0.5
주주환원지표					
DPS (원)	6,150	2,300	2,650	3,500	4,000
증가율(YoY, %)	105	(63)	15	32	14
배당성향 (%)	18.4	19.0	19.7	19.5	19.1
배당수익률 (%)	7.6	4.3	4.3	4.5	5.1
현금배당액 (십억원)	324.3	121.3	139.8	184.6	211.0
자기주식수 (천주)	2,987	2,987	2,987	2,987	2,987

삼성증권 (016360)



BUY(Re-Initiate)

목표주가 60,000원

주가(10/30) 46,150원

보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

높은 리스크관리 능력을 기반으로 총당금이나 보유자산 평가손실 등의 비용 발생 가능성이 가장 낮으며, 브로커리지 기반의 안정적인 실적 성장이 예상된다. 주주환원 역시 업종 내에서 양호한 수준으로 향후 실적 성장 및 주주환원 확대에 따른 주가 상승을 기대해볼 수 있다. 목표주가 60,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

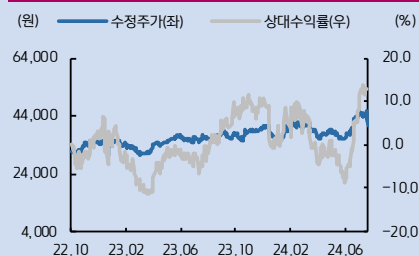
Stock Data

KOSPI (10/30)		2,593.79pt
시가총액		41,212억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	48,250원	35,250원
최고/최저가 대비 등락	-4.35%	30.92%
주가수익률	절대	상대
	1M	6.0%
	6M	23.1%
	1Y	26.6%
		0.0%
		-3.8%
		16.1%

Company Data

발행주식수	89,300천주
일평균 거래량(3M)	320천주
외국인 지분율	31.07%
배당수익률(24E)	7.6%
BP(24E)	79,338원
주요 주주	삼성생명 외 3인 29.62%

Price Trend



고민하고 싶지 않다면

>>> 실적 및 DPS 대폭 증가 예상

연간 지배주주순이익은 전년대비 54% 증가한 8,425억원을 기록할 것으로 예상된다. 실적 성장은 금리 하락에 따른 투자자산 평가이익과 해외주식 중심의 거래대금 증가에 기인한다. 주주환원 정책으로는 30% 중반의 배당성향을 유지해오고 있는데, 실적 추정치 기반 예상 DPS는 3,400원으로 현재 주가 기준 기대배당수익률은 7.6%에 달한다.

>>> 안정적인 우상향 예상

업종 내에서 리스크 관리 능력은 가장 높은 수준으로 향후 총당금이나 투자손실 등의 실적 악화 요인은 제한적이다. 높은 해외주식 점유율과 안정적인 투자이익을 바탕으로 견조한 실적을 이어갈 것으로 예상되며 주주환원 규모 역시 증가할 것으로 기대된다. 아직 추가적인 주주환원 정책을 발표하지는 않았으며 단기간 내에 연간 배당 외 방법으로 주주환원을 진행할 가능성은 높진 않다고 판단하나, 실적 및 DPS 증가만으로도 추가적인 주가 상승을 기대하기는 충분하다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 60,000원

삼성증권에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 60,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Forward BPS 79,338원에 목표 PBR 0.76배를 적용했다. 업종 내에서 안정적인 실적 향상 가능성과 주주환원 예측가능성이 가장 높아 밸류에이션 프리미엄은 정당하며, 향후 주주환원 정책 상향 시 추가적인 목표가 상향도 가능하다.

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023	2024F	2025F
순영업이익	2,172.5	1,292.1	1,511.1	1,957.0	2,085.2
영업이익	1,288.6	522.4	661.9	1,016.6	1,152.1
세전이익	1,288.3	514.8	658.0	1,020.3	1,153.5
당기순이익	965.3	422.4	547.4	842.1	941.2
지배주주순이익	965.3	422.4	548.0	842.5	941.7
ROE	16.9	6.9	8.5	12.3	12.9
ROA	1.5	0.7	1.0	1.4	1.5
EPS	10,810	4,730	6,130	9,430	10,540
BPS	68,096	69,383	74,159	79,338	83,667
PER	5.1	5.0	5.1	4.9	4.2
PBR	0.7	0.4	0.5	0.5	0.5
DPS	3,800	1,700	2,200	3,400	3,700
배당수익률	8.5	5.4	5.7	7.6	8.3

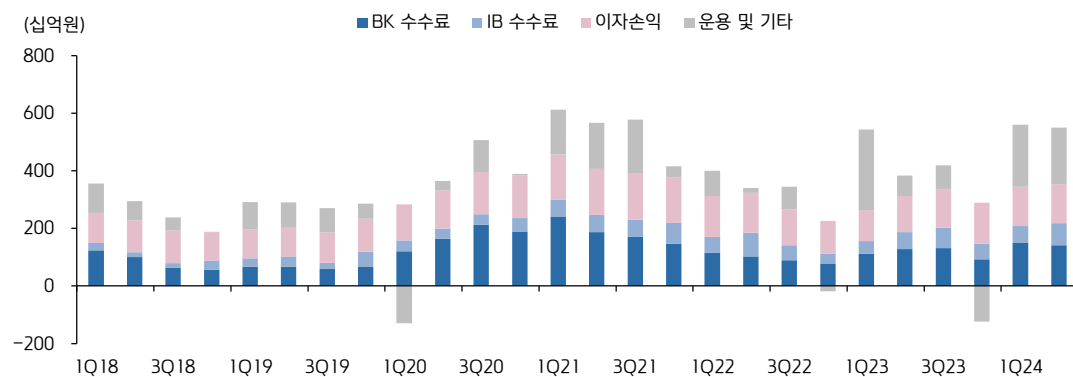
자료: 키움증권 리서치센터

삼성증권 분기실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
순영업수익	543.4	383.3	418.5	165.9	560.0	549.4	493.6	353.9	1,511.1	1,957.0
(YoY)	36%	13%	22%	-20%	3%	43%	18%	113%	17%	30%
수수료손익	177.1	211.7	231.0	165.0	236.0	247.4	241.5	245.1	784.8	970.0
브로커리지	111.4	127.9	131.8	93.0	149.2	141.6	149.1	148.8	464.1	588.7
IB	44.0	59.1	70.9	54.2	58.4	76.1	57.8	63.1	228.2	255.4
기타	21.7	24.7	28.3	17.8	28.4	29.7	34.6	33.2	92.5	125.9
이자손익	107.9	124.9	131.5	142.3	137.4	136.0	126.4	67.7	506.6	467.5
운용 및 기타	258.4	46.7	56.0	(141.3)	186.7	166.0	125.7	41.2	219.7	519.5
총당금 등	2.6	(68.4)	(45.0)	(178.9)	2.7	3.0	0.0	0.0	(289.7)	5.6
판관비	220.9	196.5	229.9	202.0	246.9	237.2	227.6	228.7	849.2	940.4
인건비	137.5	103.9	130.3	90.0	154.8	134.0	125.4	123.7	461.7	537.9
인건비 외	83.4	92.5	99.6	112.0	92.1	103.2	102.2	105.1	387.5	402.5
영업이익	322.5	186.9	188.6	(36.1)	313.1	312.2	266.0	125.2	661.9	1,016.6
(YoY)	50%	15%	30%	적지	-3%	67%	41%	흑전	27%	54%
영업외손익	4.6	(3.1)	(1.5)	(3.9)	0.5	4.1	(0.4)	(0.5)	(3.8)	3.7
세전이익	327.2	183.8	187.1	(40.0)	313.7	316.3	265.6	124.7	658.0	1,020.3
법인세비용	(89.7)	(47.3)	(47.4)	7.3	(77.7)	(80.2)	(67.3)	(31.6)	(177.0)	(256.8)
당기순이익	237.4	136.5	139.8	(32.7)	235.9	236.2	198.3	93.1	481.0	763.4
(YoY)	58%	15%	23%	적지	-1%	73%	42%	흑전	27%	59%
연결당기순이익	252.6	151.6	151.0	(7.8)	253.1	257.9	217.2	113.9	547.4	842.1
지배주주순이익	252.6	151.5	151.0	(7.2)	253.1	257.9	217.4	114.0	548.0	842.5
(YoY)	66%	11%	22%	적전	0%	70%	44%	흑전	30%	54%

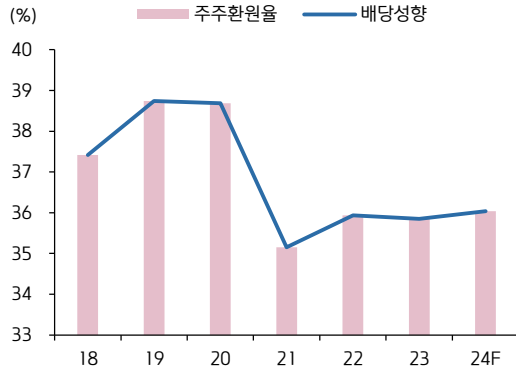
자료: 삼성증권, 키움증권 리서치센터.

삼성증권의 부문별 실적 추이



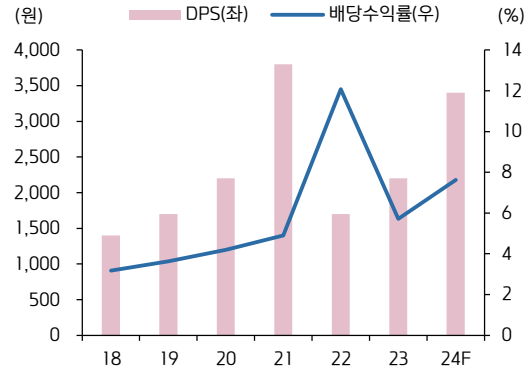
자료: 삼성증권, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



자료: 삼성증권, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



자료: 삼성증권, 키움증권 리서치센터

삼성증권의 Valuation

항목	값	단위	비고
자기자본비용	16.19	%	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	3.18	%	(b): 국고채 3년 수익률
시장위험프리미엄	16.90	%	(c): 한국시장 위험프리미엄
종목베타	0.77		(d): 3Y 조정베타
예상 조정 ROE	12.29	%	(e): 12M Fwd ROE
적정 P/B	0.76	배	(f): (e)/(a)
예상 BVPS	79,338	원	(g): 12M Fwd BVPS
적정주가	60,201	원	(h): (f)*(g)
목표주가	60,000	원	
현재주가	46,150	원	10월 30일 종가 기준
상승여력	30	%	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
순영업수익	2,172.5	1,292.1	1,511.1	1,957.0	2,093.5
수수료손익	1,119.5	704.9	784.8	970.0	1,070.2
브로커리지	745.0	384.6	464.1	588.7	676.3
IB	251.4	224.1	228.2	255.4	254.0
기타	123.1	96.2	92.5	125.9	139.8
이자손익	637.9	519.1	506.6	467.5	466.5
운용 및 기타	415.1	68.2	219.7	519.5	556.8
총당금 등	0.3	(13.2)	(289.7)	5.6	0.0
판매비	883.9	769.8	849.2	940.4	933.1
인건비	517.2	397.0	461.7	537.9	521.3
인건비 외	366.7	372.7	387.5	402.5	411.8
영업이익	1,288.6	522.4	661.9	1,016.6	1,160.4
영업외손익	(0.3)	(7.6)	(3.8)	3.7	1.4
세전이익	1,288.3	514.8	658.0	1,020.3	1,161.8
법인세비용	(351.5)	(137.3)	(177.0)	(256.8)	(294.5)
당기순이익	936.7	377.5	481.0	763.4	867.3
연결당기순이익	965.3	422.4	547.4	842.1	947.4
지배주주순이익	965.3	422.4	548.0	842.5	947.9
부문별 손익 비중 (%)					
수수료손익	52	55	52	50	51
브로커리지	34	30	31	30	32
IB	12	17	15	13	12
자산관리 및 기타	6	7	6	6	7
이자손익	29	40	34	24	22
운용 및 기타	19	5	15	26	27
기타 지표 (%)					
이자수익률	2.1	2.9	4.1	3.8	3.6
조달금리	0.4	1.3	2.4	2.5	2.6
스프레드	1.7	1.6	1.7	1.3	1.0
판매비율	41	60	56	48	45
인건비	24	31	31	27	25
인건비 외	17	29	26	21	20

투자지표 (I)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
성장률 (%)					
자산	2	(18)	5	8	4
부채	1	(20)	5	8	4
자본	14	2	7	7	5
순영업수익	54	(41)	17	30	6
수수료손익	23	(37)	11	24	9
이자손익	16	(19)	(2)	(8)	(2)
운용 및 기타	흑전	(84)	222	137	7
판매비및관리비	15	(13)	10	11	(1)
영업이익	101	(59)	27	54	12
당기순이익	98	(60)	27	60	12
연결당기순이익	90	(56)	30	55	11
지배주주순이익	90	(56)	30	54	11
자본적정성지표 (%)					
신NCR	1,036	1,195	1,300	1,415	1,519
구NCR	149	163	167	170	173

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
현금및현금성자산	3,244	2,849	1,826	2,139	2,259
FVPL 금융자산	39,715	27,119	33,193	34,156	35,271
지분상품자산	2,162	1,696	1,643	1,796	1,875
채무증권	23,178	13,926	17,917	17,187	17,557
FVOCI 금융자산	4,342	4,515	1,639	2,311	2,512
채무상품	3,971	4,096	1,239	1,904	2,092
AC 금융자산	18,018	18,883	19,479	21,960	22,879
예치금	5,275	7,116	6,233	7,034	7,313
대출채권	8,297	8,359	8,317	8,088	8,268
종속기업및관계기업지분	137	176	170	184	191
유형자산	105	106	87	112	121
투자부동산	0	0	0	0	0
무형자산	86	104	108	109	112
기타	61	96	52	48	48
자산총계	65,707	53,848	56,555	61,019	63,393
FVPL 금융부채	10,015	10,276	9,980	10,556	10,934
매도파생결합증권	8,332	7,821	6,567	6,474	6,640
예수부채	17,468	13,359	14,570	15,216	15,743
차입부채	24,806	17,186	17,164	18,107	18,766
발행사채	3,035	3,400	2,590	2,950	3,118
기타	4,302	3,432	5,628	7,105	7,359
부채총계	59,627	47,652	49,932	53,934	55,919
자본금	458	458	458	458	458
자본잉여금	1,743	1,743	1,743	1,743	1,743
자본조정	(59)	(59)	(59)	(59)	(59)
기타포괄손익누계액	188	220	250	266	276
이익잉여금	3,749	3,832	4,229	4,675	5,054
이익준비금	154	188	203	223	234
대손준비금	107	103	225	274	287
임의적립금	2,403	2,958	3,172	3,307	3,307
미처분이익잉여금	1,085	584	628	871	1,226
자본총계	6,081	6,196	6,623	7,085	7,474

투자지표 (II)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산별 비중 (%)					
FVPL	60	50	59	56	56
FVOCI	7	8	3	4	4
AC	27	35	34	36	36
주요비율 (% 배)					
ROA	1.5	0.7	1.0	1.4	1.5
ROE	16.9	6.9	8.5	12.4	13.0
P/E	5.1	5.0	5.1	4.9	
P/B	0.7	0.4	0.5	0.5	
주주환원지표					
DPS (원)	3,800	1,700	2,200	3,400	3,700
증가율(YoY, %)	73	(55)	29	55	9
배당성향 (%)	35.2	35.9	35.8	36.0	34.9
배당수익률 (%)	8.5	5.4	5.7	7.2	7.9
현금배당액 (십억원)	339.3	151.8	196.5	303.6	330.4
자기주식수 (천주)	0	0	0	0	0

미래에셋증권 (006800)



Outperform(Re-Initiate)

목표주가 11,000원

주가(10/30) 9,230원

보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

금리 상승기 보유자산 평가손실이 실적과 주가의 발목을 잡아왔으나, 향후 추가적인 비용 발생 가능성은 제한적이며 금리 하락에 따른 업황 회복이 기대된다. 주주환원에도 적극적인 태도를 보이고 있어 실적 개선 및 주주환원 확대에 따른 주가 상승을 기대해볼 수 있다. 투자 의견 Outperform, 목표주가 11,000원으로 커버리지를 개시한다.

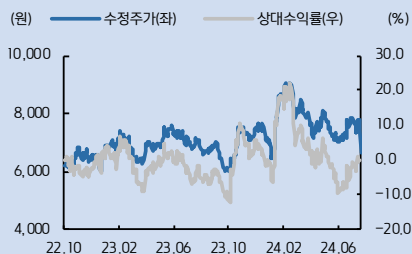
Stock Data

KOSPI (10/30)		2,593.79pt
시가총액		54,948억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	9,230원	6,430원
최고/최저가 대비 등락	0.00%	43.55%
주가수익률	절대	상대
	1M	9.6%
	6M	24.2%
	1Y	35.7%
		0.0%
		-3.8%
		17.2%

Company Data

발행주식수	749,392천주
일평균 거래량(3M)	985천주
외국인 지분율	12.34%
배당수익률(24E)	0.00%
BPS(24E)	원
주요 주주	미래에셋캐피탈외 16인
	30.77%

Price Trend



곧 업황 회복, 주주환원도 적극적

>>> 금리 하락의 수혜 전망

연간 지배주주순이익은 전년대비 174% 증가한 7.852억원을 기록할 것으로 전망한다. 2021년 이후 금리 상승에 따른 자산평가손실이 실적 부진의 가장 큰 원인이었는데, 대부분의 손실이 이미 반영되었으며 향후 금리 하락이 예상되는 바 비용 축소로 실적은 큰 폭으로 증가할 것으로 예상된다.

>>> 전향적인 주주환원 정책 발표

지난 8월 기업가치 제고 계획을 공시하였으며, 주요 내용으로는 단기적으로 1) ROE 10% 이상, 2) 주주환원성향 35% 이상, 중장기적으로는 1) 해외법인 세전이익 5,000억원 이상, 2) 발행주식 1억주 이상 소각 등이었다. 실적 추정치 고려 시 자기주식 소각을 포함한 주주환원수익률은 5.2%이며, 내년에는 해외법인 실적 성장에 힘입어 6% 이상으로 향상될 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 Outperform, 목표주가 11,000원

미래에셋증권에 대해 투자의견 Outperform, 목표주가 11,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Forward BPS 18,965원에 목표 PBR 0.56배를 적용했다. 주주환원 확대 계획에도 수익률 관점에서 타 업종 대비 매력도는 아직 크지 않은데, 업황 회복이 실적으로 증명된다면 밸류에이션 추가 상승이 가능할 전망이다.

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023	2024F	2025F
순영업이익	1,476.6	2,111.8	2,227.5	1,476.6	2,111.8
영업이익	505.2	1,000.6	1,137.3	505.2	1,000.6
세전이익	231.0	937.9	1,101.1	231.0	937.9
당기순이익	298.0	804.9	963.6	298.0	804.9
지배주주순이익	286.9	781.3	934.5	286.9	781.3
ROE	2.8	7.2	8.5	2.8	7.2
ROA	0.3	0.6	0.7	0.3	0.6
EPS	492	1,352	1,619	492	1,352
BPS	18,507	18,965	19,294	18,507	18,965
PER	8.6	8.5	5.6	8.6	8.5
PBR	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
DPS	150	300	400	150	300
배당수익률	2.0	3.3	4.4	2.0	3.3

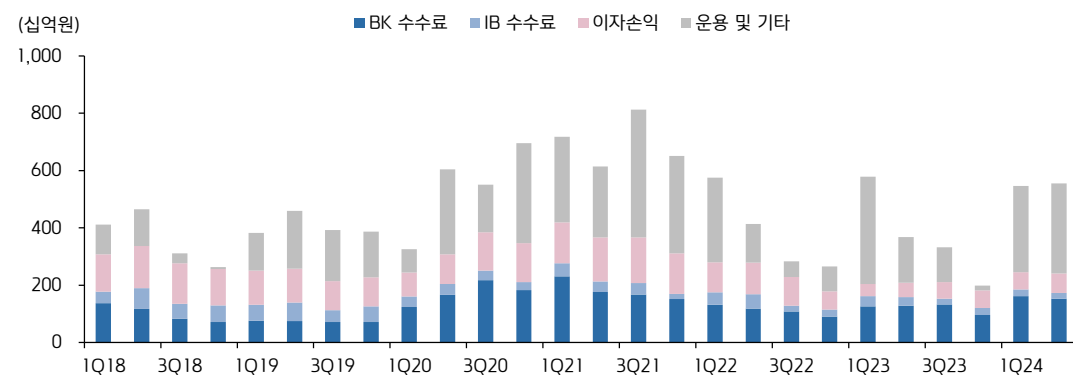
자료: 키움증권 리서치센터

미래에셋증권 분기실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
순영업수익	578.2	367.3	332.1	198.9	545.6	555.3	571.0	439.9	1,476.6	2,111.8
(YoY)	0%	-11%	17%	-25%	-6%	51%	72%	121%	-4%	43%
수수료손익	218.7	232.4	219.2	174.3	242.7	240.6	255.2	255.9	844.6	994.5
브로커리지	125.5	128.4	132.1	96.4	161.7	153.0	164.2	163.7	482.3	642.5
IB	36.1	30.2	20.1	23.9	23.6	19.9	21.4	22.8	110.3	87.7
기타	57.0	73.9	67.0	54.0	57.3	67.8	69.6	69.5	251.9	264.2
이자손익	42.8	49.8	58.0	61.7	60.2	68.1	70.0	89.4	212.4	287.7
운용 및 기타	316.7	85.1	54.9	(37.1)	242.7	246.5	245.8	94.6	419.7	829.6
총당금 등	1.6	(32.2)	0.8	(81.1)	(1.0)	(0.8)	0.0	0.0	(110.9)	(1.9)
판관비	265.1	235.8	245.6	224.9	296.5	290.1	257.5	267.2	971.4	1,111.2
인건비	171.9	134.7	145.5	116.8	197.8	184.4	151.6	159.9	568.9	693.8
인건비 외	93.2	101.2	100.0	108.1	98.7	105.6	105.8	107.3	402.5	417.4
영업이익	313.1	131.5	86.6	(25.9)	249.0	265.2	313.6	172.7	505.2	1,000.6
(YoY)	-4%	11%	10%	적전	-20%	102%	262%	흑전	-8%	98%
영업외손익	(87.7)	(74.1)	(124.0)	11.6	(28.6)	(20.2)	(13.8)	(0.1)	(274.2)	(62.7)
세전이익	225.4	57.4	(37.5)	(14.4)	220.4	245.0	299.8	172.7	231.0	937.9
법인세비용	49.3	4.4	(33.4)	(0.9)	55.9	65.2	74.9	43.2	19.3	239.2
당기순이익	176.1	53.1	(4.0)	(13.5)	164.5	179.9	224.8	129.5	211.6	698.7
(YoY)	-6%	-51%	적전	적전	-7%	239%	흑전	흑전	-47%	230%
연결당기순이익	238.2	140.9	76.9	(157.9)	170.5	201.2	273.4	159.8	298.0	804.9
지배주주순이익	236.7	132.5	77.4	(159.8)	164.7	198.7	264.4	153.5	286.9	781.3
(YoY)	23%	-48%	-25%	적전	-30%	50%	241%	흑전	-55%	172%

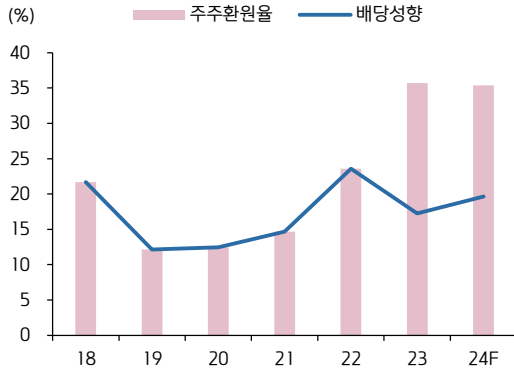
자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

미래에셋증권의 부문별 실적 추이



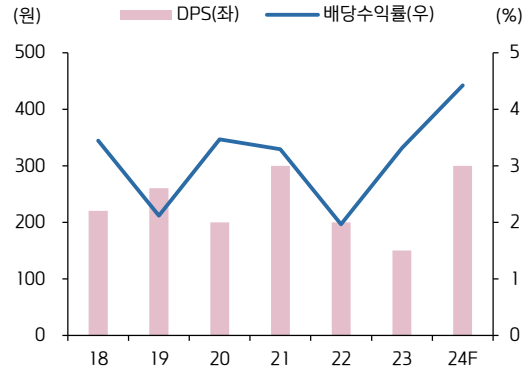
자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

미래에셋증권의 Valuation

항목	값	단위	비고
자기자본비용	15.01	%	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	3.18	%	(b): 국고채 3년 수익률
시장위험프리미엄	16.90	%	(c): 한국시장 위험프리미엄
종목베타	0.70		(d): 3Y 조정베타
예상 조정 ROE	8.46	%	(e): 12M Fwd ROE
적정 P/B	0.56	배	(f): (e)/(a)
예상 BVPS	18,965	원	(g): 12M Fwd BVPS
적정주가	10,690	원	(h): (f)*(g)
목표주가	11,000	원	
현재주가	9,230	원	10월 30일 종가 기준
상승여력	19	%	

자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

미래에셋증권의 기업가치 제고 목표

추진 방향	독보적 글로벌 투자전문회사로 지속 성장 및 주주환원 적극 실행	
단기 목표 (24~26년)	ROE 10% 이상 <ul style="list-style-type: none"> 매년 ROE 10% 이상 안정적 지속 성장 추진 국내외 비즈니스 포트폴리오 분산 성장을 통한 수익구조 안정성 제고 	주주환원성향 35% 이상 <ul style="list-style-type: none"> 일관성 · 예측가능성 높은 주주환원(배당+자기주식 소각) 정책 실행 매년 최소 보통주 1,500만 주 및 우선주 100만 주 이상 소각
	글로벌 세전이익 5천억 원 이상 <ul style="list-style-type: none"> 인도 등 핵심 성장국가로의 자본 재배분으로 높은 이익 성장 추구 선진국은 Sales & Trading 중심으로 안정적 수익 창출 	발행주식 1억 주 이상 소각 <ul style="list-style-type: none"> 발행주식총수를 감축하여 주당순자산(BPS) 가치 제고 실질 유통주식수 24% 감축

자료: 미래에셋증권, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
순영업수익	2,794.7	1,537.4	1,476.6	2,111.8	2,227.5
수수료손익	1,230.6	895.6	844.6	994.5	1,126.8
브로커리지	725.3	449.1	482.3	642.5	745.1
IB	141.3	137.7	110.3	87.7	94.7
기타	364.0	308.8	251.9	264.2	287.0
이자손익	596.7	379.5	212.4	287.7	343.3
운용 및 기타	967.5	262.3	419.7	829.6	757.4
충당금 등	(1.0)	(26.6)	(110.9)	(1.9)	0.0
판관비	1,236.0	989.0	971.4	1,111.2	1,090.2
인건비	787.5	566.2	568.9	693.8	663.4
인건비 외	448.5	422.8	402.5	417.4	426.8
영업이익	1,558.7	548.4	505.2	1,000.6	1,137.3
영업외손익	(380.8)	4.8	(274.2)	(62.7)	(36.2)
세전이익	1,178.0	553.2	231.0	937.9	1,101.1
법인세비용	352.8	155.6	19.3	239.2	275.3
당기순이익	825.2	397.6	211.6	698.7	825.8
연결당기순이익	1,183.4	659.7	298.0	804.9	963.6
지배주주순이익	1,152.7	639.5	286.9	781.3	934.5
부문별 손익 비중 (%)					
수수료손익	44	58	57	47	51
브로커리지	26	29	33	31	33
IB	5	9	7	4	4
자산관리 및 기타	13	20	17	12	13
이자손익	21	25	14	14	15
운용 및 기타	35	17	28	39	34
기타 지표 (%)					
이자수익률	2.4	3.7	5.2	5.0	5.0
조달금리	1.0	1.9	3.5	3.3	3.2
스프레드	1.4	1.8	1.7	1.7	1.8
판관비율	44	64	66	53	49
인건비	28	37	39	33	30
인건비 외	16	28	27	20	19

투자지표 (I)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
성장률 (%)					
자산	(17)	(2)	21	8	4
부채	(19)	(2)	22	8	4
자본	14	(2)	8	1	1
순영업수익	28	(45)	(4)	43	(0)
수수료손익	13	(27)	(6)	18	12
이자손익	31	(36)	(44)	35	16
운용 및 기타	54	(73)	60	98	(21)
판매비및관리비	16	(20)	(2)	14	(2)
영업이익	40	(65)	(8)	99	1
당기순이익	40	(52)	(47)	232	5
연결당기순이익	42	(44)	(55)	171	8
지배주주순이익	40	(45)	(55)	174	8
자본적정성지표 (%)					
신NCR	104	(178)	(117)	(58)	1
구NCR	103	94	96	98	100

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
현금및현금성자산	3,797	2,848	1,751	1,992	2,111
FVPL 금융자산	42,567	39,179	44,784	47,441	49,116
지분상품자산	40,083	35,214	41,926	44,315	45,862
채무증권	1,482	1,334	1,311	1,277	1,300
FVOCI 금융자산	13,306	15,913	16,088	16,052	16,575
채무상품	13,306	15,913	16,088	16,052	16,575
AC 금융자산	41,549	40,412	57,590	64,270	66,934
예치금	6,633	6,506	6,443	7,120	7,357
대출채권	26,841	27,648	39,078	44,180	46,199
종속기업및관계기업지분	1,888	1,711	2,029	2,002	2,055
유형자산	435	537	519	515	526
투자부동산	4,001	3,910	3,725	3,809	3,927
무형자산	500	480	507	521	538
기타	599	1,223	1,160	1,241	1,292
자산총계	108,642	106,213	128,153	137,843	143,073
FVPL 금융부채	12,556	14,964	14,158	13,830	14,158
매도파생결합증권	10,534	10,468	9,424	8,644	8,751
예수부채	14,551	9,651	10,927	11,582	11,944
차입부채	50,330	52,059	67,875	75,478	78,835
발행채	7,911	8,686	6,976	7,607	7,903
기타	12,684	10,493	17,015	18,056	18,747
부채총계	98,032	95,853	116,950	126,553	131,587
자본금	4,102	4,102	4,102	4,102	4,102
자본잉여금	2,159	2,160	2,158	2,157	2,157
자본조정	(441)	(372)	(359)	(357)	(357)
기타포괄손익누계액	404	(212)	356	415	437
이익잉여금	4,283	4,561	4,788	4,974	5,147
이익준비금	168	187	199	208	219
대손준비금	120	110	69	111	116
임의적립금	0	0	0	0	0
미처분이익잉여금	2,832	3,624	4,130	4,655	4,813
자본총계	10,610	10,360	11,203	11,290	11,486

투자지표 (II)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산별 비중 (%)					
FVPL	39	37	35	34	34
FVOCI	12	15	13	12	12
AC	38	38	45	47	47
주요비율 (% 배)					
ROA	1.0	0.6	0.3	0.6	0.7
ROE	11.9	6.3	2.8	7.2	8.3
P/E	7.2	6.5	8.6	8.5	5.7
P/B	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5
주주환원지표					
DPS (원)	300	200	150	300	400
증가율(YoY, %)	50	(33)	(25)	100	33
배당성향 (%)	12.5	14.7	23.6	17.0	19.6
배당수익률 (%)	3.5	3.3	2.0	3.3	4.4
현금배당액 (십억원)	143.8	93.9	67.7	132.5	182.7
자기주식수 (천주)	156,036	146,036	146,036	153,571	138,571

현대해상 (001450)



Outperform(Initiate)

목표주가 36,000원

주가(10/30) 30,550원

보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

실적 변동성은 완화될 것으로 예상되나, 해약환급금준비금 제도가 개선되지 않을 경우 배당재원 확보가 어렵다는 점은 부담이다. 향후 규제 완화로 주주환원 확대가 가능해질 경우 주가 업사이드는 클 것으로 예상된다. 투자의견 Outperform과 목표주가 36,000원으로 커버리지를 개시한다.

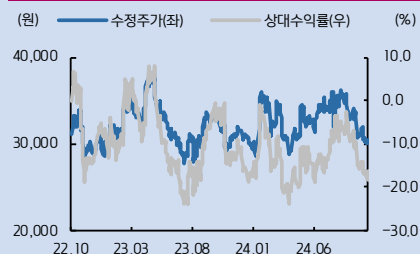
Stock Data

KOSPI (10/30)	2,593.79pt	
시가총액	27,312억 원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	36,150원	28,600원
최고/최저가 대비 등락	-15.49%	6.82%
주가수익률	절대	상대
1M	-7.4%	0.0%
6M	0.3%	-3.1%
1Y	-5.0%	12.1%

Company Data

발행주식수	89,400천주
일평균 거래량(3M)	408천주
외국인 지분율	40.07%
배당수익률(24E)	6.7%
BPS(24E)	54,063원
주요 주주	정몽윤 외 4인 22.85%

Price Trend



규제 완화를 기다리며

>>> 실적은 안정화될 것으로 예상

연간 당기순이익은 전년대비 63% 증가한 1,31조원을 기록할 것으로 예상된다. 실적 증가율이 높은 것은 전년 음의 예상차와 손실부담계약 관련 비용을 대규모로 인식했던 낮은 기저와 올해 예상차 안정화와 비용 환입 등에 기인한다.

신계약 역시 보험료 인상 등으로 CSM 배수를 유지하고 있어 양호한 실적을 이어갈 것으로 보인다.

>>> 실적 대비 아쉬운 주주환원 전망

금리 하락에 따른 자본비용 감소와 해약환급금준비금 적립에 따른 배당재원 축소 등으로 올해 주주환원 전망은 불투명한 상황이다. 연말 예상 K-ICS 비율은 160% 내외이며 해약환급금준비금 추가 적립에 따라 배당재원 확보가 어려울 것으로 예상되는 바 업종 내에서 주주환원 불확실성이 가장 크다. 안정적인 실적을 기록할 것으로 예상되나, 향후 실적보다는 당국과의 협의를 통해 주주환원이 가능하게 될 지의 여부가 주가 움직임에 큰 영향을 줄 것으로 예상된다.

>>>투자의견 Outperform, 목표주가 36,000원

현대해상에 대해 투자의견 Outperform, 목표주가 36,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Forward BPS에 54,063원에 적정 PBR 0.97배를 적용했으나, 배당 불확실성에 따라 30% 할인했다. 현재로서는 합리적인 배당 추정치 어려워 동일 배당 지급을 가정했으며, 추후 규제 변동에 따라 목표주가 재조정 예정이다.

(십억원)	2023	2024F	2025F
보험이익	526.5	1,354.0	1,304.1
투자이익	495.6	395.9	260.6
영업이익	1,022.1	1,749.9	1,564.7
세전이익	997.7	1,734.9	1,564.7
당기순이익	805.7	1,310.7	1,173.5
ROE	10.3	23.9	20.6
ROA	0.5	3.1	2.8
EPS	9,013	14,661	13,127
BPS	68,424	54,063	73,088
PER	3.4	2.1	2.4
PBR	0.5	0.6	0.4
DPS	2,063	2,063	2,063
배당수익률	6.7	6.7	6.7

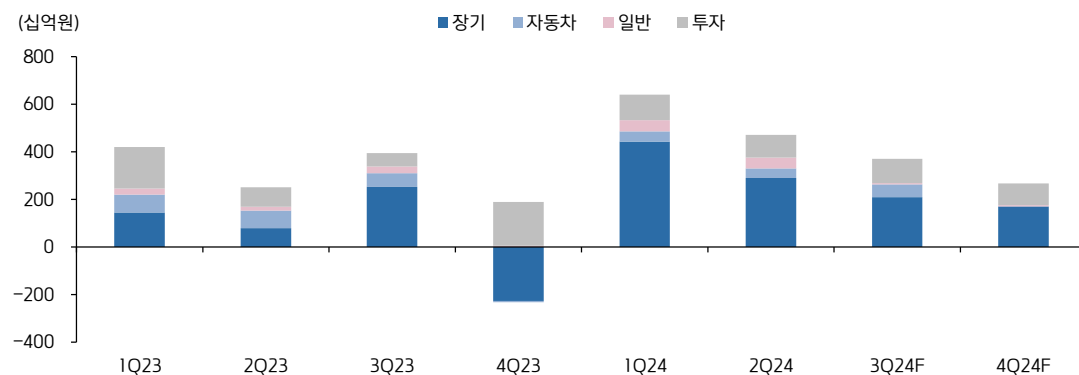
자료: 키움증권 리서치센터

현대해상 분기실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
보험이익	246.0	169.6	338.8	(228.0)	532.9	375.9	269.0	176.1	526.5	1,354.0
(YoY)					117%	122%	-21%	흑전		157%
일반/VFA	144.8	79.2	252.1	(227.3)	443.6	290.2	208.8	170.9	248.8	1,113.5
CSM 상각	205.7	209.6	220.9	236.6	239.1	237.4	240.6	245.5	872.9	962.7
RA 해제	32.8	31.4	31.6	34.3	34.7	31.8	32.4	32.4	130.0	131.3
예실차	(46.4)	(94.0)	(47.4)	(17.9)	(47.0)	31.6	(7.4)	(24.3)	(205.7)	(47.1)
보험금예실차	(48.7)	(90.2)	(47.7)	(8.0)	(31.3)	46.8	(2.6)	(8.7)	(194.6)	4.3
사업비예실차	2.3	(3.8)	0.3	(9.9)	(15.8)	(15.2)	(4.8)	(15.6)	(11.1)	(51.4)
기타	(47.3)	(67.8)	47.1	(480.4)	216.8	(10.6)	(56.8)	(82.8)	(548.4)	66.6
PAA	101.3	90.4	86.7	(0.7)	89.3	85.8	60.2	5.2	277.7	240.5
자동차보험손익	75.6	73.4	58.2	(5.9)	42.4	40.1	54.8	0.0	201.2	137.3
일반보험손익	25.7	17.0	28.5	5.2	46.9	45.7	5.4	5.2	76.4	103.2
투자이익	173.9	81.4	56.3	184.0	108.2	95.9	101.5	90.3	495.6	395.9
(YoY)					-38%	18%	80%	-51%		-20%
보험금융손익	(195.8)	(194.1)	(204.5)	(189.1)	(211.6)	(209.1)	(210.2)	(211.2)	(783.5)	(842.2)
투자서비스손익	369.7	275.5	260.8	373.1	319.9	305.0	311.7	301.6	1,279.1	1,238.1
영업이익	419.9	251.0	395.2	(44.0)	641.1	471.8	370.5	266.4	1,022.1	1,749.9
(YoY)					53%	88%	-6%	흑전		71%
영업외손익	6.8	6.7	5.6	5.3	9.1	5.8	0.0	0.0	24.4	15.0
세전이익	413.1	244.3	389.6	(49.3)	632.0	466.0	370.5	266.4	997.7	1,734.9
법인세비용	97.8	62.6	100.2	(68.7)	154.7	110.3	92.6	66.6	191.9	424.2
당기순이익	315.3	181.7	289.4	19.4	477.3	355.7	277.9	199.8	805.7	1,310.7
(YoY)					51%	96%	-4%	932%		63%

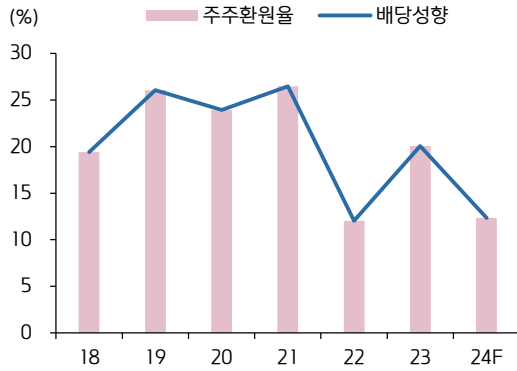
자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터

현대해상의 부문별 이익 추이 및 전망



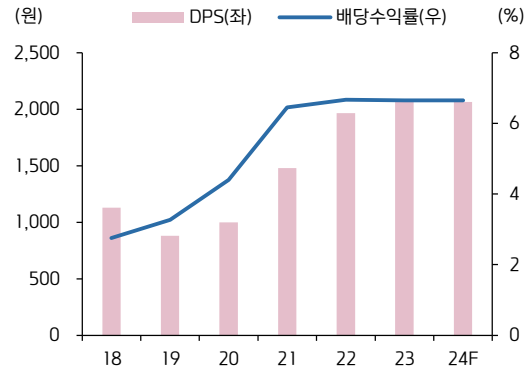
자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



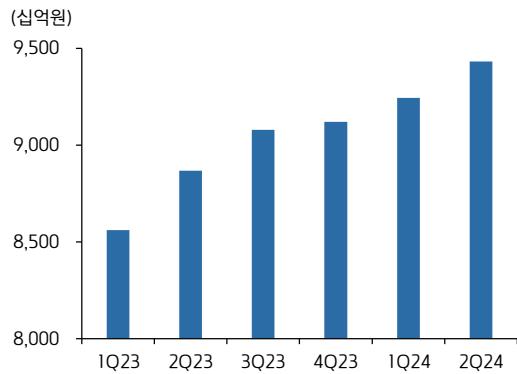
자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



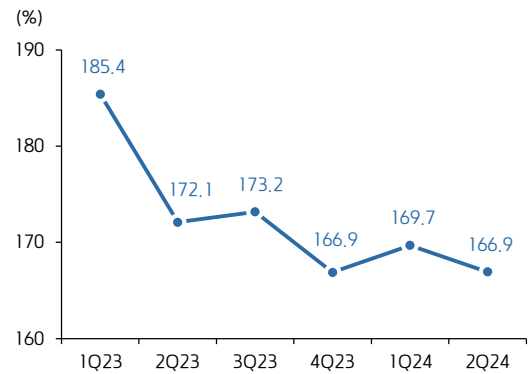
자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터

CSM 기말 잔액 추이



자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터

K-ICS 비율 추이



자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터

현대해상의 Valuation

항목	값	단위	비고
자기자본비용	24.64	%	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	3.18	%	(b): 국고채 3년 수익률
시장위험프리미엄	16.90	%	(c): 한국시장 위험프리미엄
종목베타	1.27		(d): 3Y 조정베타
예상 조정 ROE	23.94	%	(e): 12M Fwd ROE
적정 P/B	0.97	배	(f): (e)/(a)
예상 BPS	54,063	원	(g): 12M Fwd BPS
적정주가	36,764	원	(h): (f)*(g)*30%, 배당 불확실성을 감안하여 30% 할인
목표주가	36,000	원	
현재주가	30,550	원	10월 30일 종가 기준
상승여력	18	%	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
보험이익			526.5	1,354.0	1,304.1
일반/VFA			248.8	1,113.5	976.3
CSM 상각			872.9	962.7	1,021.3
RA 해제			130.0	131.3	129.6
예실차			(205.7)	(47.1)	(84.1)
보험금예실차			(194.6)	4.3	4.4
사업비예실차			(11.1)	(51.4)	(88.5)
기타			(548.4)	66.6	(90.5)
PAA			277.7	240.5	327.8
자동차보험손익			201.2	137.3	306.2
일반보험손익			76.4	103.2	21.6
투자이익			495.6	395.9	260.6
보험금융손익			(783.5)	(842.2)	(855.6)
투자서비스손익			1,279.1	1,238.1	1,116.2
영업이익			1,022.1	1,749.9	1,564.7
영업외손익			24.4	15.0	0.0
세전이익			997.7	1,734.9	1,564.7
법인세비용			191.9	424.2	391.2
당기순이익			805.7	1,310.7	1,173.5
CSM Movement					
기시			8,319	9,079	9,589
신계약			357	424	445
이자부리			70	81	86
상각			237	246	261
조정			(21)	103	115
기말			9,079	9,589	10,197
CSM 증감 (YoY, %)			9	6	6
순증액			759	511	608
K-ICS 비율			173.2	159.8	176.4
지급여력금액			12,074	11,890	13,740
지급여력기준금액			6,972	7,442	7,790

투자지표 (I)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
운용자산 비중 (%)					
FVPL			19.6	20.2	19.8
FVOCI			47.0	48.2	48.6
AC			0.0	0.0	0.0
대출채권			25.1	26.1	24.8
부동산			2.6	2.5	2.5
주요비율 (% , 배)					
ROA			0.5	3.1	2.8
ROE			10.3	23.9	20.6
P/E			3.4	2.1	2.4
P/B			0.45	0.57	0.42

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산총계			43,758	40,942	43,332
운용자산			41,500	39,030	41,307
FVPL			8,130	7,880	8,174
FVOCI			19,515	18,805	20,062
AC			0	0	0
대출채권			10,397	10,203	10,244
부동산			1,092	989	1,047
비운용자산			2,241	1,913	2,025
부채총계			37,641	36,109	36,798
책임준비금			34,817	33,060	33,707
보험계약부채			31,527	33,060	33,707
잔여보장요소			27,226	28,752	29,433
최선추정			12,970	13,802	13,802
위험조정			1,586	1,686	1,686
보험계약마진			9,142	9,645	10,253
보험료배분접근법			3,527	3,618	3,691
발생사고요소			4,301	4,309	4,274
최선추정			4,134	4,130	4,097
위험조정			167	179	177
재보험계약부채			0	0	0
투자계약부채			3,290	3,357	3,373
기타부채			2,825	3,049	3,091
자본총계			6,117	4,833	6,534
자본금			45	45	45
자본잉여금			113	113	113
신종자본증권			0	0	0
이익잉여금			6,553	7,334	8,107
해약환급금준비금			3,422	4,371	4,761
자본조정			(69)	(68)	(68)
기타포괄손익누계액			(524)	(2,591)	(1,663)
비지배지분			0	0	0

투자지표 (II)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
주주환원지표					
DPS (원)			2,063	2,063	2,063
증가율(YoY, %)			5	0	0
배당성향 (%)			20.1	12.3	13.8
배당수익률 (%)			6.7	6.7	6.7
현금배당액 (십억원)			161.8	161.8	161.8
자기주식수 (천주)			10,986	10,986	10,986
발행주식수 (천주)			89,400	89,400	89,400
자기주식 비중 (%)			12.3	12.3	12.3
자기주식 소각액			0	0	0
총주주환원율 (%)			20.1	12.3	13.8

한화손해보험 (000370)



Outperform(Initiate)

목표주가 5,500원

주가(10/30) 4,600원

보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

실적 변동성은 완화될 것으로 예상되나, 해약한급금준비금 제도가 개선되지 않을 경우 배당재원 확보가 어렵다는 점은 부담이다. 향후 규제 완화로 주주환원 확대가 가능해질 경우 강화된 펀더멘털을 기반으로 주가 업사이드는 클 것으로 예상된다. 투자의견 Outperform과 목표주가 5,500원으로 커버리지를 개시한다.

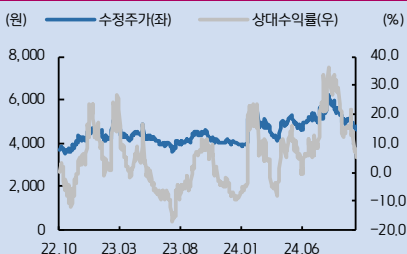
Stock Data

KOSPI(10/30)		2,593.79pt
시가총액		5,370억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	6,190원	3,865원
최고/최저가대비 등락	-25.69%	19.02%
주가수익률	절대	상대
	1M	-8.4% 0.0%
	6M	-4.6% -3.0%
	1Y	8.2% 13.7%

Company Data

발행주식수	154,739천주
일평균 거래량(3M)	554천주
외국인 지분율	16.49%
배당수익률(24F)	0.00%
BPS(24F)	원
주요 주주	한화생명 외 3인
	51.42%

Price Trend



정상화 진행 중

>>> 펀더멘털은 확연히 좋아지고 있는 모습

연간 당기순이익은 전년대비 35% 증가한 3,924억원을 기록할 것으로 예상된다. 실적이 전년대비 대폭 증가하는 이유는 상반기 발생사고부채 환입 등 일회성 요인의 영향이 클 것으로 보이나 신계약 실적과 CSM 상각이익 등 경상적인 부분이 견조한 흐름을 이어가고 있다는 것에도 주목할 필요가 있다.

>>> 향후 3년간 DPS 연 10% 증가 계획

향후 3년간 연간 10% 내외의 DPS 증가를 계획 중이며, 2분기 중에는 100만 주의 자기주식을 매입하기도 하는 등 주주환원 확대에 대한 의지를 나타내고 있다. 다만 타 보험사들과 마찬가지로 금리 하락에 따른 자본비율 감소 우려 및 해약한급금준비금 적립으로 인한 배당재원 확보가 어려워지는 문제를 안고 있다. 현재로서는 금리가 추가로 하락할 경우 계획된 배당 지급이 어려울 것으로 예상되는 바 향후 금리 변동 및 제도 개선 등을 지켜볼 필요가 있다.

>>> 투자의견 Outperform, 목표주가 5,500원

한화손해보험에 대해 투자의견 Outperform, 목표주가 5,500원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Forward BPS 24,599원에 목표 PBR은 0.46배를 적용하나 경과조치 적용 및 배당 불확실성으로 50% 할인했다. 현재 PBR은 0.2배대로 자본과 이익 체력 대비 극단적인 저평가 상황인데, 그 원인은 IFRS17 도입 전 높은 실적 변동성에 기인하며 향후 실적 안정화에 기반한 밸류에이션 회복을 점진적으로 기대해볼 수 있다는 판단이다.

(십억원)	2023	2024F	2025F
보험이익	292.1	435.3	505.9
투자이익	93.5	91.0	79.6
영업이익	385.6	526.3	585.5
세전이익	385.5	517.6	572.3
당기순이익	290.7	392.4	429.2
ROE	17.1	12.5	13.2
ROA	0.2	2.2	2.3
EPS	2,490	3,362	3,677
BPS	29,173	24,599	30,939
PER	1.6	1.5	1.4
PBR	0.1	0.2	0.2
DPS	200	220	240
배당수익률	4.9	4.4	4.8

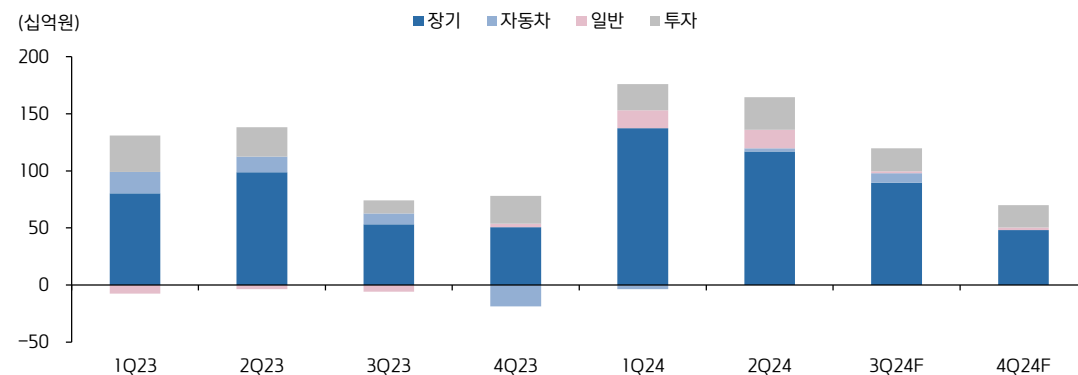
자료: 키움증권 리서치센터

한화손해보험 분기실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
보험이익	91.7	108.8	56.7	34.9	149.4	136.0	99.6	50.2	292.1	435.3
(YoY)					63%	25%	76%	44%		49%
일반/VFA	80.2	98.6	53.0	50.7	137.3	117.0	89.7	48.2	282.6	392.1
CSM 상각	94.5	95.4	96.6	101.5	102.7	102.6	102.4	105.0	388.0	412.7
RA 해제	18.4	19.0	18.7	20.2	18.8	19.2	19.9	19.9	76.2	77.9
예실차	1.6	4.0	(9.4)	(57.9)	41.2	23.6	(2.7)	(52.6)	(61.6)	9.5
보험금예실차	1.2	12.8	(2.8)	(19.7)	34.9	25.8	(3.7)	(20.6)	(8.4)	36.3
사업비예실차	0.4	(8.7)	(6.6)	(38.2)	6.4	(2.2)	1.0	(32.0)	(53.1)	(26.9)
기타	(34.3)	(19.7)	(52.8)	(13.1)	(25.4)	(28.4)	(29.9)	(24.2)	(120.0)	(108.0)
PAA	11.5	10.2	3.6	(15.8)	12.2	19.1	10.0	2.1	9.5	43.3
자동차보험손익	18.9	13.9	9.6	(18.7)	(3.7)	2.8	8.3	0.0	0.0	0.0
일반보험손익	(7.4)	(3.8)	(6.0)	2.9	15.9	16.2	1.7	2.1	0.0	0.0
투자이익	31.8	25.8	11.5	24.5	22.9	28.3	20.0	19.7	93.5	91.0
(YoY)					-28%	10%	74%	-19%		-3%
보험금융손익	(99.4)	(105.6)	(101.6)	(97.1)	(100.5)	(97.4)	(97.8)	(98.3)	(403.7)	(394.0)
투자서비스손익	131.2	131.4	113.1	121.5	123.4	125.7	117.9	118.1	497.2	485.0
영업이익	123.5	134.6	68.2	59.4	172.3	164.4	119.7	70.0	385.6	526.3
(YoY)					40%	22%	76%	18%		36%
영업외손익	1.0	0.6	0.2	(2.0)	1.1	(3.8)	(2.7)	(3.3)	(0.1)	(8.7)
세전이익	124.5	135.1	68.4	57.4	173.4	160.6	116.9	66.7	385.5	517.6
법인세비용	25.0	32.2	17.1	20.4	48.6	30.7	29.2	16.7	94.8	125.2
당기순이익	99.5	102.9	51.3	37.0	124.9	129.9	87.7	50.0	290.7	392.4
(YoY)					25%	26%	71%	35%		35%

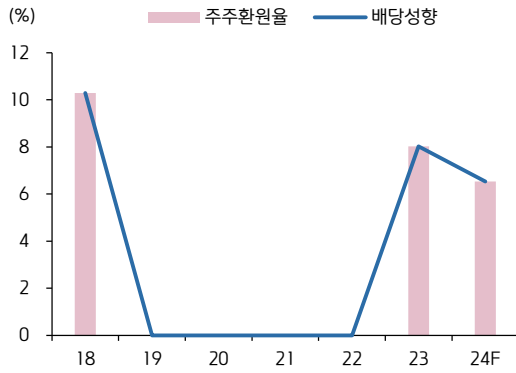
자료: 한화손해보험, 키움증권 리서치센터

한화손해보험의 부문별 이익 추이 및 전망



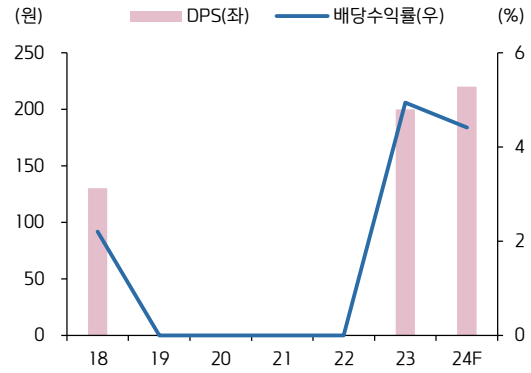
자료: 한화손해보험, 키움증권 리서치센터.

주주환원율과 배당성향



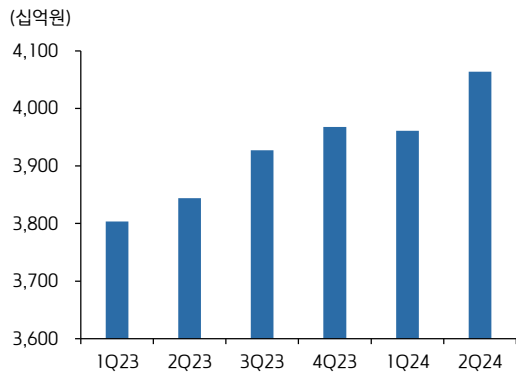
자료: 한화손해보험, 키움증권 리서치센터.

DPS와 배당수익률



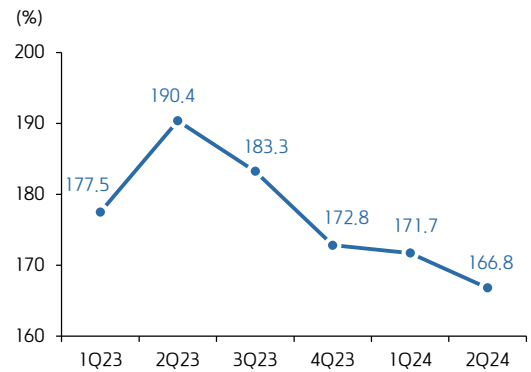
자료: 한화손해보험, 키움증권 리서치센터.

CSM 기말 잔액 추이



자료: 한화손해보험, 키움증권 리서치센터.

K-ICS 비율 추이



주: 경과조치 적용 전 기준

자료: 한화손해보험, 키움증권 리서치센터.

한화손해보험의 Valuation

항목	값	단위	비고
자기자본비용	27.85	%	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	3.18	%	(b): 국고채 3년 수익률
시장위험프리미엄	16.90	%	(c): 한국시장 위험프리미엄
종목베타	1.46		(d): 3Y 조정베타
예상 조정 ROE	12.50	%	(e): 12M Fwd ROE
적정 P/B	0.45	배	(f): (e)/(a)
예상 BPS	24,599	원	(g): 12M Fwd BPS
적정주가	5,521	원	(h): (f)*(g)*50%, 경과조치 및 배당 불확실성을 감안하여 50% 할인
목표주가	5,500	원	
현재주가	4,600	원	10월 30일 종가 기준
상승여력	20	%	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
보험이익			526.5	1,354.0	1,304.1
일반/VFA			248.8	1,113.5	976.3
CSM 상각			872.9	962.7	1,021.3
RA 해제			130.0	131.3	129.6
예실차			(205.7)	(47.1)	(84.1)
보험금예실차			(194.6)	4.3	4.4
사업비예실차			(11.1)	(51.4)	(88.5)
기타			(548.4)	66.6	(90.5)
PAA			277.7	240.5	327.8
자동차보험손익			201.2	137.3	306.2
일반보험손익			76.4	103.2	21.6
투자이익			495.6	395.9	260.6
보험금융손익			(783.5)	(842.2)	(855.6)
투자서비스손익			1,279.1	1,238.1	1,116.2
영업이익			1,022.1	1,749.9	1,564.7
영업외손익			24.4	15.0	0.0
세전이익			997.7	1,734.9	1,564.7
법인세비용			191.9	424.2	391.2
당기순이익			805.7	1,310.7	1,173.5
CSM Movement					
기시			8,319	9,079	9,589
신계약			357	424	445
이자부리			70	81	86
상각			237	246	261
조정			(21)	103	115
기말			9,079	9,589	10,197
CSM 증감 (YoY, %)			9	6	6
순증액			759	511	608
K-ICS 비율			173.2	159.8	176.4
지급여력금액			12,074	11,890	13,740
지급여력기준금액			6,972	7,442	7,790

투자지표 (I)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
운용자산 비중 (%)					
FVPL			19.6	20.2	19.8
FVOCI			47.0	48.2	48.6
AC			0.0	0.0	0.0
대출채권			25.1	26.1	24.8
부동산			2.6	2.5	2.5
주요비율 (% , 배)					
ROA			0.5	3.1	2.8
ROE			10.3	23.9	20.6
P/E			3.4	2.1	2.4
P/B			0.45	0.57	0.42

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산총계			43,758	40,942	43,332
운용자산			41,500	39,030	41,307
FVPL			8,130	7,880	8,174
FVOCI			19,515	18,805	20,062
AC			0	0	0
대출채권			10,397	10,203	10,244
부동산			1,092	989	1,047
비운용자산			2,241	1,913	2,025
부채총계			37,641	36,109	36,798
책임준비금			34,817	33,060	33,707
보험계약부채			31,527	33,060	33,707
잔여보장요소			27,226	28,752	29,433
최선추정			12,970	13,802	13,802
위험조정			1,586	1,686	1,686
보험계약마진			9,142	9,645	10,253
보험료배분접근법			3,527	3,618	3,691
발생사고요소			4,301	4,309	4,274
최선추정			4,134	4,130	4,097
위험조정			167	179	177
재보험계약부채			0	0	0
투자계약부채			3,290	3,357	3,373
기타부채			2,825	3,049	3,091
자본총계			6,117	4,833	6,534
자본금			45	45	45
자본잉여금			113	113	113
신종자본증권			0	0	0
이익잉여금			6,553	7,334	8,107
해약환급금준비금			3,422	4,371	4,761
자본조정			(69)	(68)	(68)
기타포괄손익누계액			(524)	(2,591)	(1,663)
비지배지분			0	0	0

투자지표 (II)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
주주환원지표					
DPS (원)			2,063	2,063	2,063
증가율(YoY, %)			5	0	0
배당성향 (%)			20.1	12.3	13.8
배당수익률 (%)			6.7	6.7	6.7
현금배당액 (십억원)			161.8	161.8	161.8
자기주식수 (천주)			10,986	10,986	10,986
발행주식수 (천주)			89,400	89,400	89,400
자기주식 비중 (%)			12.3	12.3	12.3
자기주식 소각액			0	0	0
총주주환원율 (%)			20.1	12.3	13.8

한화생명 (088350)



Outperform(Initiate)

목표주가 3,500원

주가(10/30) 2,930원

보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

자회사 GA를 활용한 공격적인 신계약 판매 전략이 성과로 나타나고 있으나, 주주환원 증가로 이어지기에는 부정적인 외부환경이 지속되고 있다. 실적은 양호할 것으로 예상되나 금리 하락에 따른 자본비용 감소에 대한 대책이 필요할 것으로 보인다. 투자의견 Outperform과 목표주가 3,500원으로 커버리지를 개시한다.

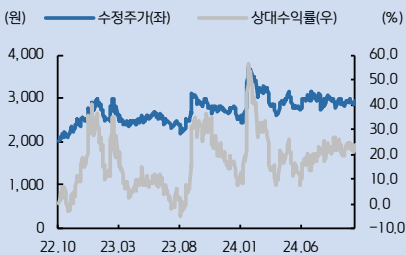
Stock Data

KOSPI (10/30)		2,593.79pt	
시가총액		25,448억 원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		3,690원	2,435원
최고/최저가 대비 등락		-20.60%	20.33%
주가수익률		절대	상대
	1M	2.1%	0.0%
	6M	2.8%	-3.2%
	1Y	3.4%	13.1%

Company Data

발행주식수	868,530천주
일평균 거래량(3M)	1,416천주
외국인 지분율	10.65%
배당수익률(24E)	6.1%
BPS(24E)	11,688원
주요 주주	(주)한화 외 5인 45.06%

Price Trend



기대보다는 우려 해소가 먼저

>>> 전년 낮은 기저로 실적은 큰 폭 증익

연간 지배주주순이익은 전년대비 35% 증가한 1.04조원을 기록할 것으로 예상된다. 보험이익은 1분기 발생사고부채 관련 비용 반영 등으로 전년대비 감소할 것으로 예상되나, 투자이익은 전년 평가손실 반영 등에 따른 낮은 기저와 부동산 매각 차익 인식 등에 힘입어 양호할 것으로 예상된다.

>>> 주주환원 의지는 높으나 실행은 불확실

주주환원 확대 의지는 높아보인다. 작년에는 고금리 및 IFRS17 도입에 힘입어 3년만에 배당을 재개했으며, 모회사인 한화는 최근 주주가치 제고를 위해 자기주식 소각 계획을 발표하기도 했다. 한화생명도 약 13%의 자기주식을 보유 중이다.

다만 금리 하락에 따른 자본 감소와 K-ICS 비율 하락, 해약환급금준비금 적립액 증가에 따른 배당재원 감소 등의 문제점은 아직 해결되지 않았으며 현재로서는 주주환원의 대폭 증가를 기대하기는 어려운 상황이다. 대규모 신종자본증권 발행에도 금리 하락으로 연말 예상 K-ICS 비율은 170% 미만으로 주주환원 확대 여부는 좀 더 지켜볼 필요가 있다.

>>> 투자의견 Outperform, 목표주가 3,500원

한화생명에 대해 투자의견 Outperform, 목표주가 3,500원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Forward BPS 11,688원에 목표 PBR 0.43배를 적용했다. 양호한 신계약 판매를 이어가고 있지만 밸류에이션 향상에는 CSM 증가 및 자본비용 향상에 따른 주주환원 확대가 필요할 것으로 보인다.

(십억원)	2023	2024F	2025F
보험이익	650.9	553.7	553.5
투자이익	90.4	414.4	494.2
영업이익	741.3	968.1	1,047.8
세전이익	753.4	957.1	1,030.4
당기순이익	616.3	742.3	772.8
ROE	5.5	9.7	9.9
ROA	0.4	0.9	1.0
EPS	710	855	890
BPS	13,111	11,688	14,223
PER	3.2	2.5	2.3
PBR	0.2	0.3	0.2
DPS	150	180	210
배당수익률	5.3	6.1	7.1

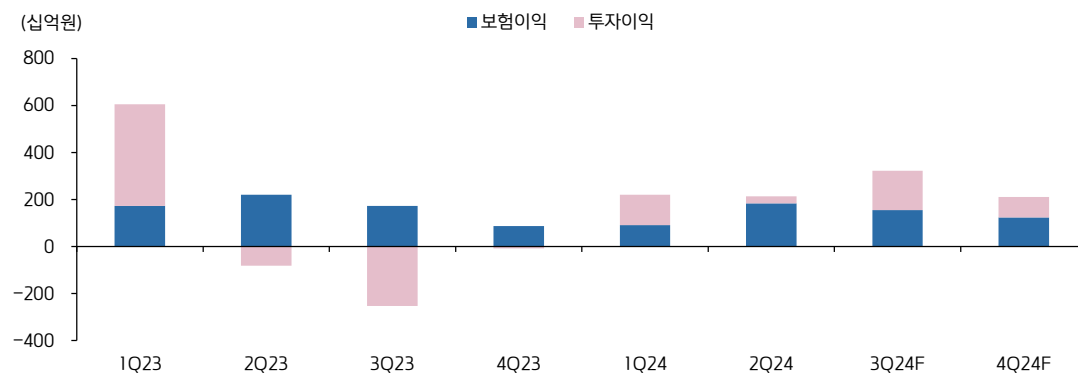
자료: 키움증권 리서치센터

한화생명 분기실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
보험이익	172.2	219.7	172.6	86.4	90.8	183.7	154.7	124.4	650.9	553.7
(YoY)					-47%	-16%	-10%	44%		-15%
일반/VFA	172.2	219.7	172.6	86.4	90.8	183.7	154.7	124.4	650.9	553.7
CSM 상각	225.1	226.3	216.9	219.4	220.3	215.5	213.4	211.5	887.7	860.6
RA 해제	33.9	31.0	27.5	25.4	28.0	35.7	36.3	36.6	117.7	136.6
예실차	(27.6)	2.4	4.8	(19.0)	(17.5)	8.0	3.5	(20.4)	(39.4)	(26.4)
보험금예실차	(26.3)	12.0	4.7	(4.2)	(30.1)	16.0	3.8	(4.4)	(13.8)	(14.7)
사업비예실차	(1.3)	(9.6)	0.1	(14.8)	12.7	(8.0)	(0.4)	(16.0)	(25.6)	(11.7)
기타	(59.2)	(39.9)	(76.6)	(139.4)	(140.0)	(75.5)	(98.4)	(103.3)	(315.1)	(417.1)
투자이익	432.9	(81.3)	(252.5)	(8.7)	129.3	30.4	167.9	86.9	90.4	414.4
(YoY)					-70%	흑전	흑전	흑전		358%
보험금융손익	(1,373.5)	(751.6)	(393.4)	(1,807.6)	(762.2)	(1,030.4)	(1,035.6)	(1,040.8)	(4,326.1)	(3,869.1)
투자서비스손익	1,806.4	670.3	140.9	1,798.9	891.5	1,060.9	1,203.5	1,127.6	4,416.5	4,283.5
영업이익	605.1	138.4	(79.9)	77.7	220.1	214.1	322.6	211.3	741.3	968.1
(YoY)					-64%	55%	흑전	172%		31%
영업외손익	2.2	5.1	(0.1)	4.8	(0.5)	(2.6)	(4.1)	(3.9)	12.1	(11.0)
세전이익	607.3	143.6	(80.0)	82.5	219.6	211.5	318.6	207.4	753.4	957.1
법인세비용	136.4	(4.2)	(39.2)	44.2	44.1	39.2	79.6	51.8	137.2	214.8
당기순이익	470.9	147.8	(40.8)	38.4	175.5	172.3	238.9	155.5	616.3	742.3
(YoY)					-63%	17%	흑전	305%		20%
연결당기순이익	463.5	240.3	141.0	(18.8)	368.3	299.0	366.9	177.5	826.0	1,211.8
지배주주순이익	422.6	202.4	125.0	8.5	287.6	267.8	328.6	159.0	758.5	1,043.0
(YoY)					-32%	32%	163%	1764%	3%	38%

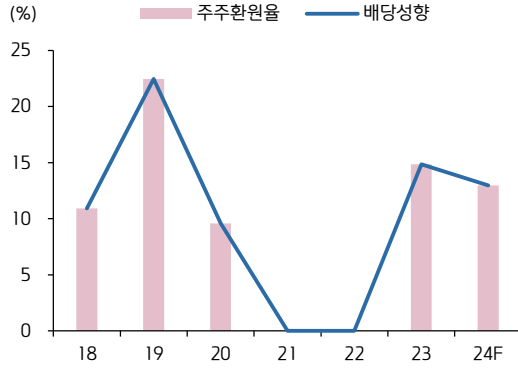
자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터

한화생명의 보험이익과 투자이익 추이 및 전망



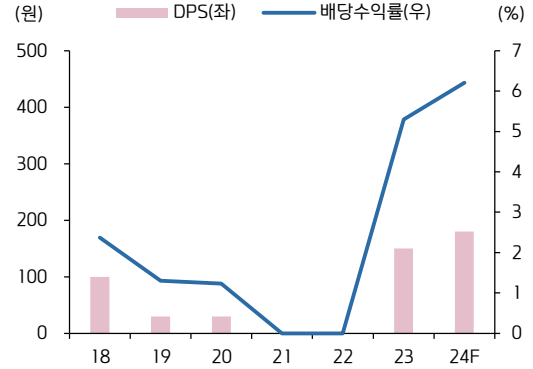
자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



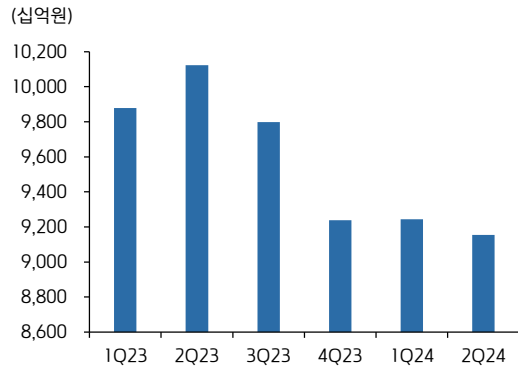
자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



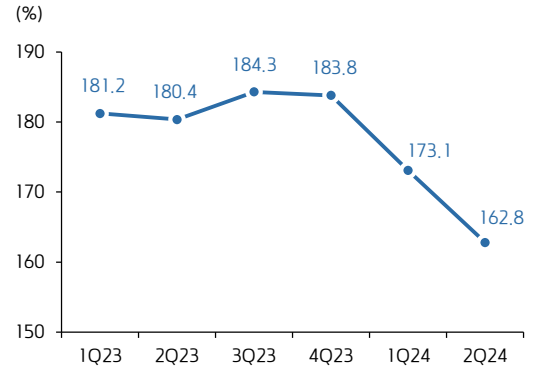
자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터

CSM 기말 잔액 추이



자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터

K-ICS 비율 추이



자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터

한화생명의 Valuation

항목	값	단위	비고
자기자본비용	22.45	%	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	3.18	%	(b): 국고채 3년 수익률
시장위험프리미엄	16.90	%	(c): 한국시장 위험프리미엄
종목베타	1.14		(d): 3Y 조정베타
예상 조정 ROE	9.69	%	(e): 12M Fwd ROE
적정 P/B	0.43	배	(f): (e)/(a)
예상 BPS	11,688	원	(g): 12M Fwd BPS
적정주가	3,530	원	(h): (f)*(g)*30%, 배당 불확실성을 감안하여 30% 할인
목표주가	3,500	원	
현재주가	2,930	원	10월 30일 종가 기준
상승여력	19	%	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
보험이익			650.9	553.7	553.5
일반/VFA			650.9	553.7	553.5
CSM 상각			887.7	860.6	850.4
RA 해제			117.7	136.6	146.5
예실차			(39.4)	(26.4)	(42.5)
보험금예실차			(13.8)	(14.7)	(15.3)
사업비예실차			(25.6)	(11.7)	(27.2)
기타			(315.1)	(417.1)	(400.8)
PAA			0.0	0.0	0.0
자동차보험손익			0.0	0.0	0.0
일반보험손익			0.0	0.0	0.0
투자이익			90.4	414.4	494.2
보험금융손익			(4,326)	(3,869)	(4,215)
투자서비스손익			4,416.5	4,283.5	4,709.7
영업이익			741.3	968.1	1,047.8
영업외손익			12.1	(11.0)	(17.3)
세전이익			753.4	957.1	1,030.4
법인세비용			137.2	214.8	257.6
당기순이익			616.3	742.3	772.8
연결당기순이익			826.0	1,211.8	1,248.0
지배주주순이익			758.5	1,043.0	1,117.7
CSM Movement					
기시			9,799	9,072	9,228
신계약			685	587	573
이자부리			91	84	86
상각			219	211	215
조정			1,118	500	323
기말			9,238	9,033	9,348
CSM 증감 (YoY, %)					
순증액					
K-ICS 비율			183.8	166.5	179.0
지급여력금액			20,979	20,331	22,794
지급여력기준금액			11,414	12,210	12,732

투자지표 (I)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
운용자산 비중 (%)					
FVPL			21.8	23.7	23.3
FVOCI			40.7	40.7	41.0
AC			11.8	11.8	11.8
대출채권			16.9	15.8	15.8
부동산			2.9	2.8	2.8
주요비율 (% , 배)					
ROA			0.4	0.9	1.0
ROE			5.5	9.7	9.9
P/E			3.2	2.5	2.3
P/B			0.22	0.25	0.21

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산총계			114,793	108,359	110,822
운용자산			97,010	92,015	94,107
FVPL			21,134	21,834	21,888
FVOCI			39,462	37,435	38,593
AC			11,408	10,862	11,109
대출채권			16,378	14,521	14,851
부동산			2,780	2,582	2,641
비운용자산			17,783	16,344	16,715
부채총계			103,406	98,207	98,470
책임준비금			83,364	78,319	78,612
보험계약부채			74,287	78,319	78,612
잔여보장요소			71,583	75,584	75,899
최선추정			60,719	64,865	64,865
위험조정			1,621	1,686	1,686
보험계약마진			9,238	9,033	9,348
보험료배분접근법			4	0	0
발생사고요소			2,704	2,735	2,714
최선추정			2,682	2,712	2,690
위험조정			22	24	24
재보험계약부채			28	97	96
투자계약부채			9,049	8,748	8,702
기타부채			20,042	19,888	19,857
자본총계			11,387	10,151	12,353
자본금			4,343	4,343	4,343
자본잉여금			485	485	485
신종자본증권			498	1,098	1,098
이익잉여금			6,307	7,115	8,672
해약환급금준비금			2,505	3,573	3,905
자본조정			(1,119)	(1,112)	(1,112)
기타포괄손익누계액			873	(1,778)	(1,133)
비지배지분			0	0	0

투자지표 (II)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
주주환원지표					
DPS (원)			150	180	210
증가율(YoY, %)				20	17
배당성향 (%)			14.9	13.0	14.1
배당수익률 (%)			5.3	6.1	7.1
현금배당액 (십억원)			112.7	135.3	157.8
자기주식수 (천주)			117,140	117,140	117,140
발행주식수 (천주)			868,530	868,530	868,530
자기주식 비중 (%)			13.5	13.5	13.5
자기주식 소각액			0	0	0
총주주환원율 (%)			14.9	13.0	14.1

고지사항

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

투자 의견 변동내역 (2개년)

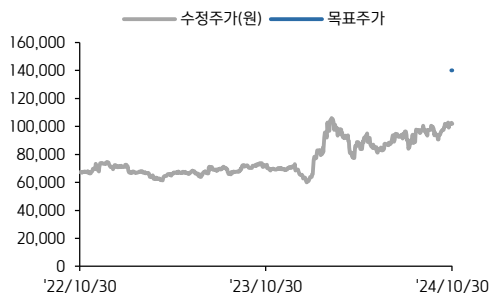
종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
삼성생명 (032830)	2024-10-30	Buy(Initiate)	140,000원	6개월		
현화생명 (088350)	2024-10-30	Outperform (Initiate)	3,500원	6개월		
삼성화재 (000810)	2024-10-30	Buy(Initiate)	440,000원	6개월		
메리츠 금융지주 (138040)	2024-10-30	Buy(Initiate)	140,000원	6개월		
미래에셋증권 (006800)	2023-11-14	Outperform (Initiate)	8,500원	6개월	-14.78	-10.12
	2024-01-22	Outperform (Maintain)	7,500원	6개월	3.95	14.93
	2024-02-07	Outperform (Maintain)	10,000원	6개월	-16.24	-9.80
	2024-04-15	Buy(Upgrade)	10,000원	6개월	-18.72	-9.80
	2024-05-10	Buy(Maintain)	10,000원	6개월	-21.97	-9.80
*담당자변경	2024-10-30	Outperform (Reinitiate)	11,000원	6개월		
한국금융지주 (071050)	2023-11-14	Buy(Initiate)	80,000원	6개월	-26.14	-20.88
	2024-01-22	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-25.78	-17.13
	2024-02-05	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-24.93	-16.00
	2024-02-16	Buy(Maintain)	88,000원	6개월	-20.34	-19.32
	2024-02-28	Buy(Maintain)	88,000원	6개월	-21.48	-15.80
	2024-04-15	Buy(Maintain)	88,000원	6개월	-22.89	-15.80
	2024-05-08	Buy(Maintain)	88,000원	6개월	-21.99	-14.55
*담당자변경	2024-10-30	Buy(Reinitiate)	100,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
DB손해보험 (005830)	2024-10-30	Buy(Initiate)	150,000원	6개월		
현대해상 (001450)	2024-10-30	Outperform (Initiate)	36,000원	6개월		
한화손해보험 (000370)	2024-10-30	Outperform (Initiate)	5,500원	6개월		
NH투자증권 (005940)	2023-11-14	Buy(Initiate)	13,000원	6개월	-21.26	-18.54
	2024-01-22	Buy(Maintain)	13,000원	6개월	-20.71	-13.15
	2024-02-08	Buy(Maintain)	15,000원	6개월	-22.58	-19.67
	2024-03-13	Buy(Maintain)	15,000원	6개월	-21.02	-12.93
	2024-04-15	Buy(Maintain)	15,000원	6개월	-21.50	-12.93
*담당자변경	2024-04-25	Buy(Maintain)	15,000원	6개월	-17.96	-5.53
	2024-10-30	Buy(Reinitiate)	19,000원	6개월		
삼성증권 (016360)	2023-11-14	Buy(Initiate)	49,000원	6개월	-21.44	-16.84
	2024-01-22	Buy(Maintain)	49,000원	6개월	-21.58	-16.84
	2024-02-16	Buy(Maintain)	49,000원	6개월	-20.03	-14.29
	2024-04-15	Buy(Maintain)	49,000원	6개월	-20.56	-14.29
*담당자변경	2024-10-30	Buy(Reinitiate)	60,000원	6개월		

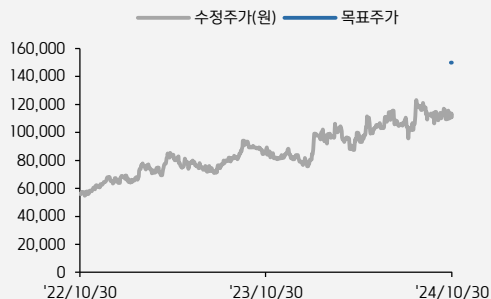
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

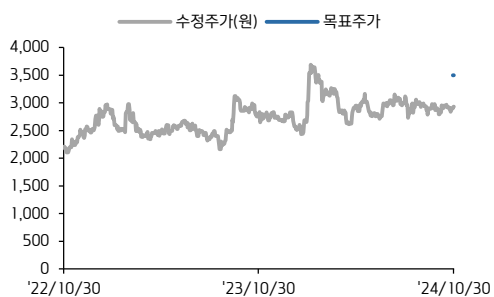
삼성생명 (032830)



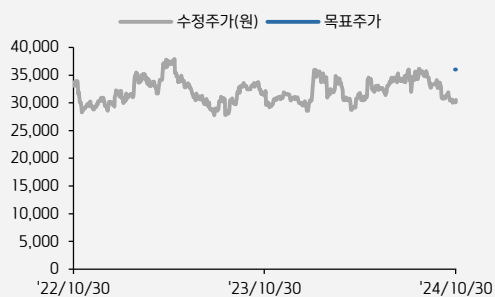
DB손해보험 (005830)



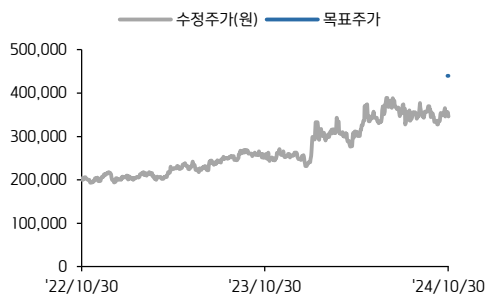
한화생명 (088350)



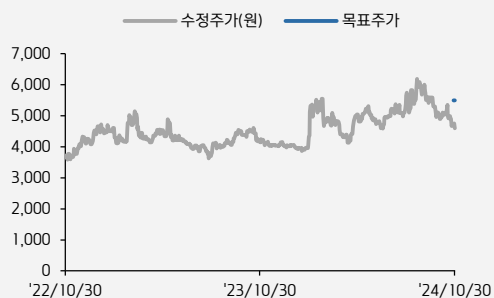
현대해상 (001450)



삼성화재 (000810)

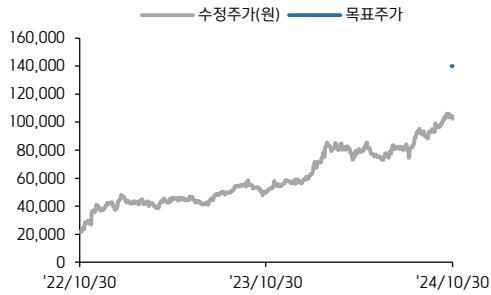


한화손해보험 (000370)

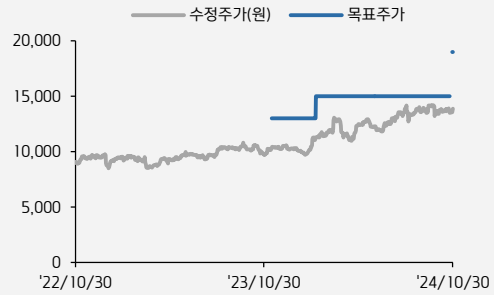


목표주가 추이 (2개년)

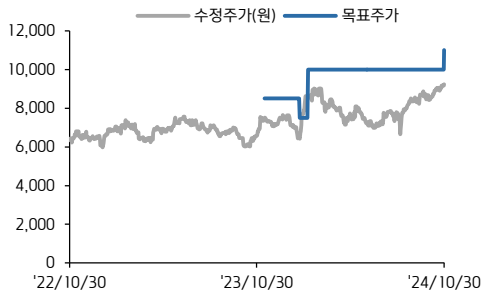
메리츠금융지주 (138040)



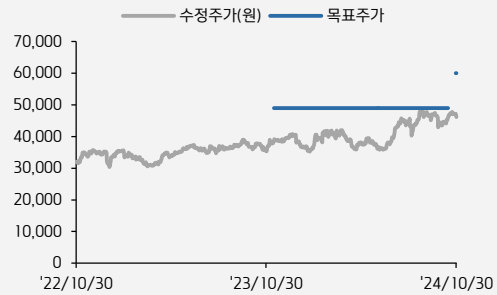
NH투자증권 (005940)



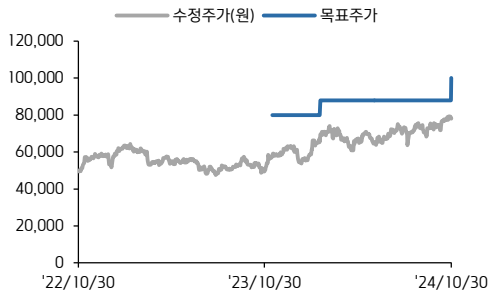
미래에셋증권 (006800)



삼성증권 (016360)



한국금융지주 (071050)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/10/1~2024/9/30)

매수	중립	매도
94.87%	5.13%	0.00%