

# 휴지기 (休止期)



2025년  
금융업종 전망과  
주요이슈

- Part I 밸류업 모멘텀 재점검
- Part II 금리인하와 금융주
- Part III 25년 금융업종 전망

금융

Analyst 전배승  
bsjun@ls-sec.co.kr



RA 박성호  
shpark@ls-sec.co.kr



LS증권 전배승, 박성호입니다.

2024년 밸류업 프로그램이 증시의 메인 테마로 부상하면서 금융업종은 독보적인 성과를 기록했습니다.

2025년에도 밸류업 모멘텀은 이어질 것이나, 추가적인 금리인하와 비우호적 정책기조 하에서 수익성 둔화우려 또한 확대될 것으로 예상합니다.

은행업종의 ROE 10% 목표 달성여부, 보험업종의 자본건전성 부담, 증권업의 높은 이익변동성이 성공적인 밸류업 달성을 위한 해결과제가 될 전망입니다.

금융업종 관점에서 이번 금리인하 사이클이 갖는 과거와 차이점은 1) 은행(금융지주)의 비이자이익 기반 강화로 실적 후퇴 가능성이 낮다는 점,

2) 보험사의 부채 시가평가로 자본 변동성 확대가 불가피하다는 점, 3) 증권사의 국내외 투자자산(부동산 PF 포함)관련 손실 축소가 예상된다는 점을 꼽을 수 있습니다.

2025년 금융업종 주가는 **상고하저** 흐름을 예상합니다.

회사별 추가적인 밸류업 공시와 주주환원 확대조치가 이어지며 25년 상반기까지 긍정적 추가흐름이 지속될 것이나,

하반기로 가면서 금리인하 영향이 누적되고 이익증가율이 둔화되는 가운데 가계부채 관련 규제, 보험부채 할인을 강화 등 비우호적 정책기조의 부정적 영향이 표면화될 가능성이 높습니다.

2024년에 이어 업권 내 양극화가 심화되는 가운데 전반적인 수익성이 둔화되고 자본관리 요구가 확대될 것으로 예상합니다.

금융주가 시장수익률을 대폭 상회할 가능성은 높지 않다고 판단하며 금융업종에 대한 **중립(Neutral)** 의견을 제시합니다.

금융업종 내 선호도는 증권, 은행, 보험 순이며 최선호주로는 **KB금융, DB손해보험, 한국금융지주와 키움증권**을 제시합니다

감사합니다.

# Contents



후지기(休止期) | 2025년 금융업종 전망

Part I	04	밸류업 모멘텀 재점검 24년 리뷰 & 밸류업 모멘텀 재점검
Part II	21	금리인하와 금융주 금융업권별 영향과 밸류체인 분석
Part III	41	25년 금융업종 전망 은행: 밸류업 모멘텀 VS 업황둔화 보험: 드리우는 먹구름 증권: 회복의 연장선
Part IV	103	기업분석 은행: KB금융 보험: DB손해보험 증권: 한국금융지주, 키움증권

Part I

# 밸류업 모멘텀 재점검

## 24년 리뷰 & 밸류업 모멘텀과 금융주

- 찬란했던 24년 금융주
- 금융업권별 밸류업 모멘텀 재점검
- 밸류업 완성을 위한 향후 과제



# 밸류업 모멘텀 재점검

## ● 금융지주 일제히 기업가치 제고계획 발표

- 기업은행을 제외한 전 은행지주 주주환원 강화 + 예측가능성 제고를 골자로 한 기업가치 제고계획 발표(밸류업 공시)
- 대체로 27년까지 총주주환원율 목표 50% 설정. 자사주 매입소각 확대 추진

## 금융지주 기업가치 제고계획

	목표 ROE	CET1비율	총주주환원율	배당	자사주 매입소각	주요내용
KB	10% (27년)	13% (초과분 주주환원)	-	• 총액기준 분기 균등배당	• 연평균 1천만주 이상 추진	• 연말 CET1비율 13% 초과분 다음연도 주주환원 재원으로 활용 • 연중 CET1비율 13.5% 초과분 하반기 자사주 매입소각
신한	10% (27년)	13%	50% (27년)	• 분기 균등 현금배당	• 27년까지 3조원 이상 추진	• 총주식수 24년말 5억주미만, 27년말 4.5억주까지 감축 • 배당총액과 DPS 매년 확대
하나	10% 이상 유지	13.0~13.5%	50% (27년)	• 분기 균등배당 도입	• 목표 자본비율 구간 내 지속 확대	• CET1비율 13.0~13.5%내에서 매년 단계적 주주환원을 확대 • RWA 성장률 목표설정, 사업포트폴리오 개선을 통한 RoRWA제고
우리	10% (중장기)	12.5%(25년말) 13.0%(중장기)	35%(CET1 11.5~12.5%) 40%(CET1 12.5~13.0%) 50%(CET1 13.0%~)	• 배당성향 30% (총주주환원율 40% 이내)	• 배당 초과분 전액 자사주 매입소각 (총주주환원율 40% 이내)	• 보통주자본비율 구간별 목표 총주주환원율 설정 • 25년말 CET1비율 12.5% 달성추진(RWA 성장률 4%)
JB	15% (26년 13%+)	13% (초과시 주주환원율 50% 이상 검토)	26년 45%, 중장기 50%	• 배당성향 28% 고정 (26년까지)	• 자사주 매입/소각 비중 확대	• 총주주환원율 26년 45% 목표로 단계적 확대 • 26년까지 현금배당성향 28% 고정 및 자사주매입소각 확대
BNK	10% (27년)	12.5%	50% (27년)	• DPS 지속적 확대	• 자사주 매입/소각 비중 최대화	• RWA 성장률 4%로 제한하고 주당배당금 지속 확대 • CET1비율 12.5% 하에서 추가재원 전액 자사주 매입소각
DGB	9% (27년)	12.3% (27년)	40% (27년)		• 27년까지 1,500억원 수준	• 27년까지의 1단계 목표와 이후 2단계 목표 별도 설정 • RWA 연간 4% 수준 관리, 3년간 1,500억원의 자사주 매입소각

자료: 각 사, LS증권 리서치센터

# 밸류업 모멘텀 재점검

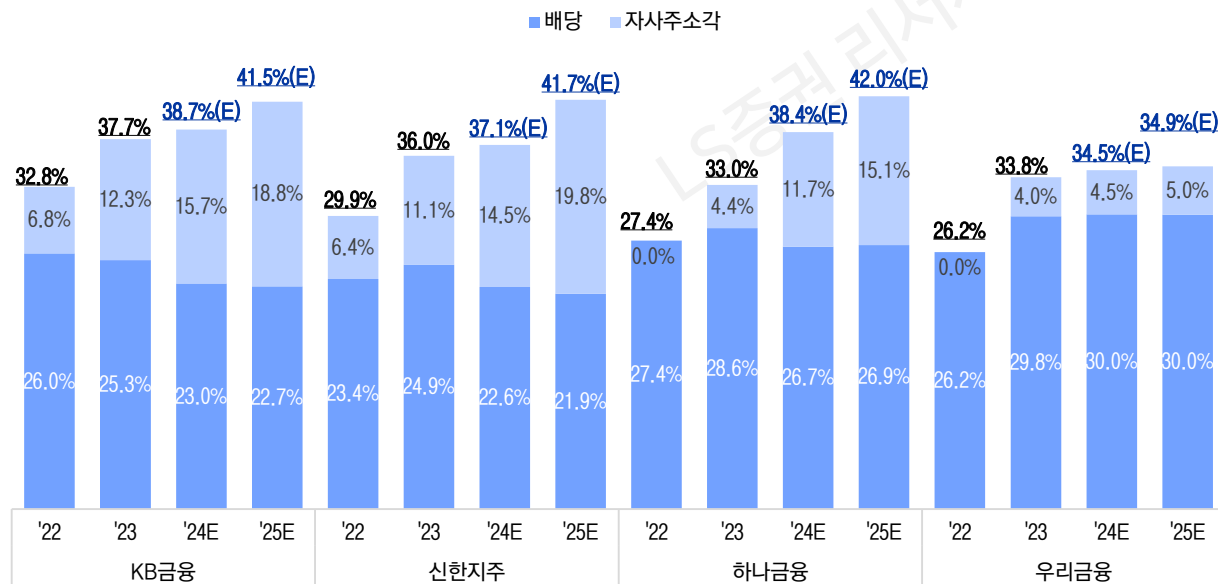
## ● 25년 대형 금융지주 총주주환원율 40% 상회 예상

- 4대 금융지주 24년 평균 주주환원율 37%. 25년에는 40% 상회 예상
- 배당성향 확대보다는 자사주매입소각 증가가 환원율 확대에 이어질 것
- 메리츠금융지주의 경우 이미 50% 주주환원 시행: 차별적 주가 형성(PBR 2배)

## 메리츠금융지주 주가와 주주환원정책



## 금융지주 총주주환원율 추이와 예상



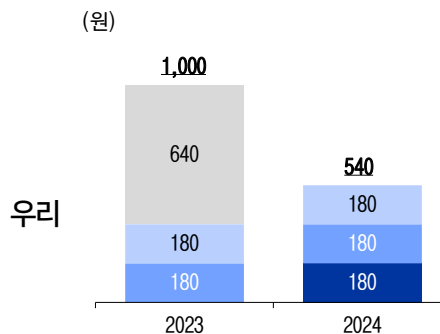
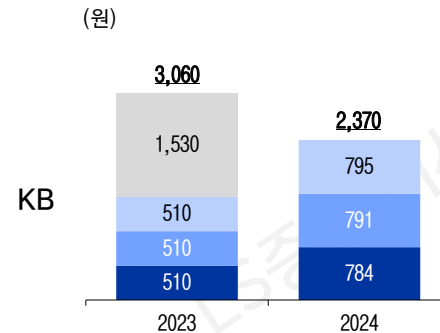
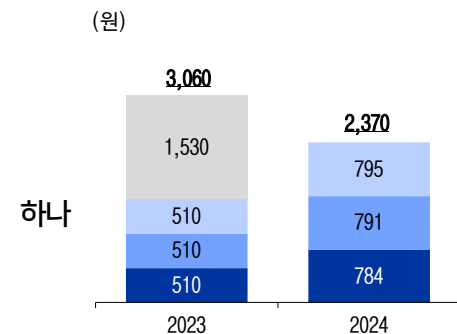
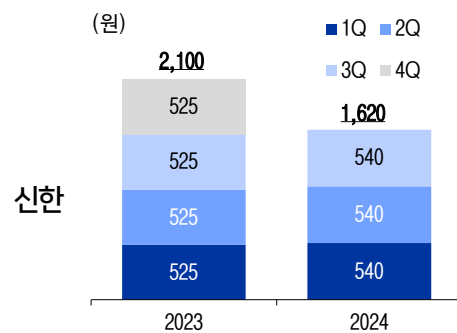
(단위: 원)	2023년	2024년(예상)
순이익	2.04조원	· 3Q 누적순이익 1.97조원(+13%)
배당총액	4,483억	· 23년 대비 확대 예상
자사주매입소각	6,400억	· 1조원(24년 3월, 9월 5천억씩)
주주환원율	51%	· 당기순익 50% 큰 폭 상회 예상 · PER 10배 상회시 현금배당 확대(현재 7.5배)

# 밸류업 모멘텀 재점검

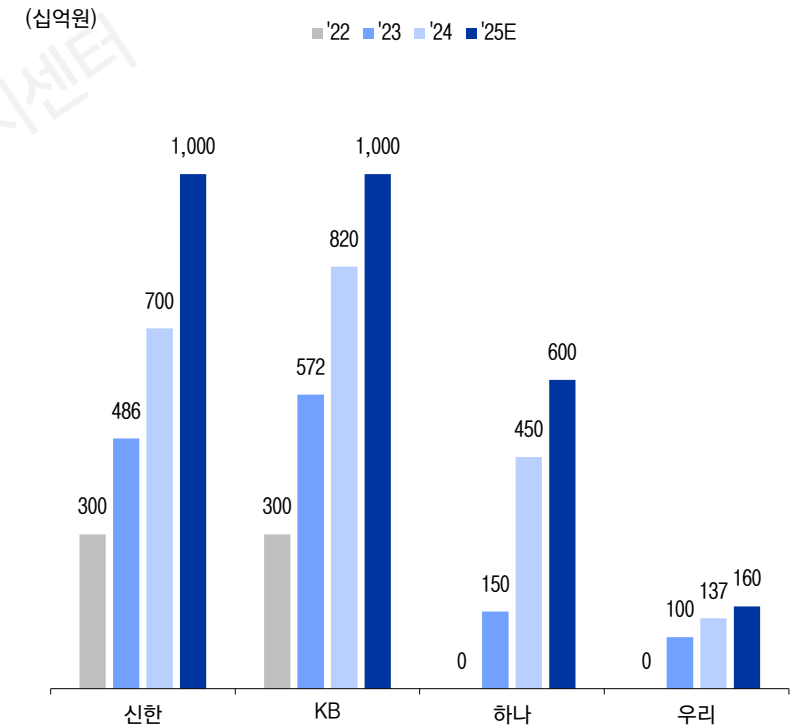
## 25년 분기 균등배당 + 자사주 소각규모 추가 확대

- 주요 금융지주 24년 들어 분기배당 및 자사주 매입소각 규모 확대(DPS 상향, 지난해 자사주 소각규모 이미 상회)
- 2025년 하나금융 분기 균등배당 도입. 신한/KB 자사주 소각 규모는 1조원에 달할 전망

### 금융지주 분기별 주당배당금 추이



### 금융지주별 자사주 소각 규모와 예상



자료: 각 사, LS증권 리서치센터

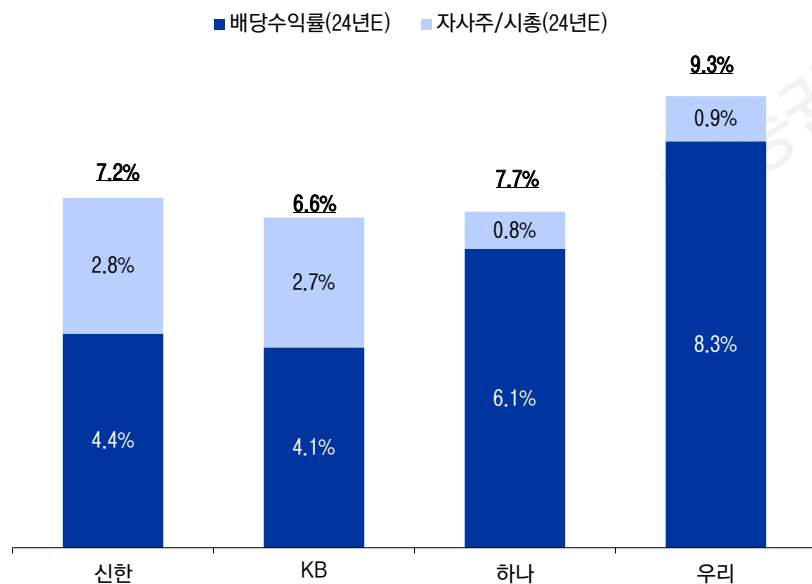


# 밸류업 모멘텀 재점검

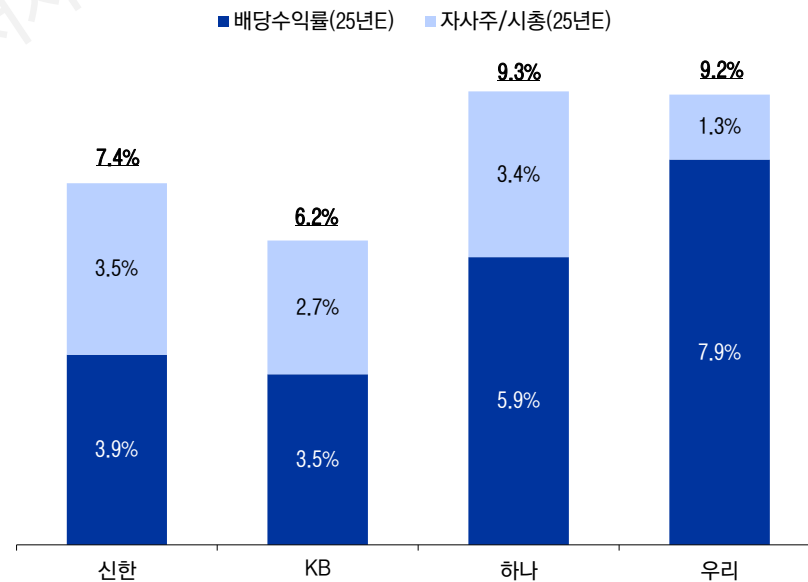
## ● 자사주 소각을 포함한 주주환원 관점에서의 예상 총수익률은 8% 수준

- 배당수익률과 함께 자사주 소각에 따른 수익률(자사주소각/시가총액)을 합산한 24년 주주관점에서의 총 수익률은 평균 7.7%를 기록할 전망
- 가파른 주가상승으로 배당수익률 하락 예상되나 자사주 소각 확대로 25년에도 4대 금융지주 평균 8% 수준의 Total Return 기대 가능

주주환원 관점에서의 총 수익률(2024년)



주주환원 관점에서의 총 수익률(2025년)



자료: 각 사, LS증권 리서치센터

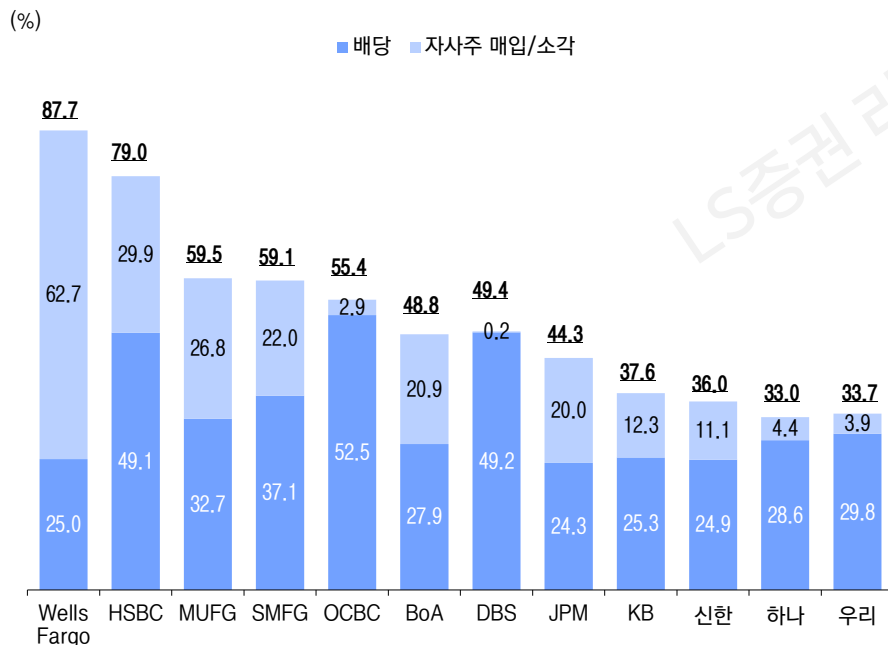
주: 24년 배당/자사주소각 수익률은 연평균 주가 및 시총 대비, 25년은 현재 기준

# 밸류업 모멘텀 재점검

## ● 글로벌 금융주와의 밸류에이션 갭 축소 과제

- 주요국 대표 금융주 총주주환원율: 미국/유럽/일본 평균 60% 수준
- 특히 일본의 경우 밸류업 프로그램 성공으로 금융주 밸류에이션이 비약적으로 상승(한국과 격차 확대)
- 메가뱅크를 제외한 은행들의 주주환원율도 50% 수준

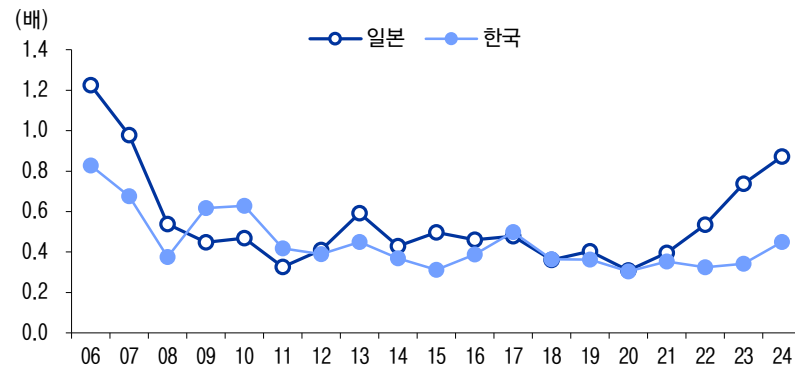
## 글로벌 주요은행 총주주환원율과 방식(2023년)



자료: S&P Global, 하나금융지주, LS증권 리서치센터  
 주: 일본 상위3사는 MUFG, SMFG, Mizuho

일본 주요 은행(메가뱅크 제외)	시가총액 (십억달러)	총주주환원율 (%)
SBI Sumishin Net Bank Ltd. (7163-TSE)	2.78	53.2
Rakuten Bank Ltd. (5838-TSE)	4.46	44.5
Kyushu Financial Group Inc. (7180-TSE)	2.21	41.7
Chiba Kogyo Bank Ltd. (8337-TSE)	0.49	41.4

## 일본과 한국 은행지주 상위 3사 역사적 PBR

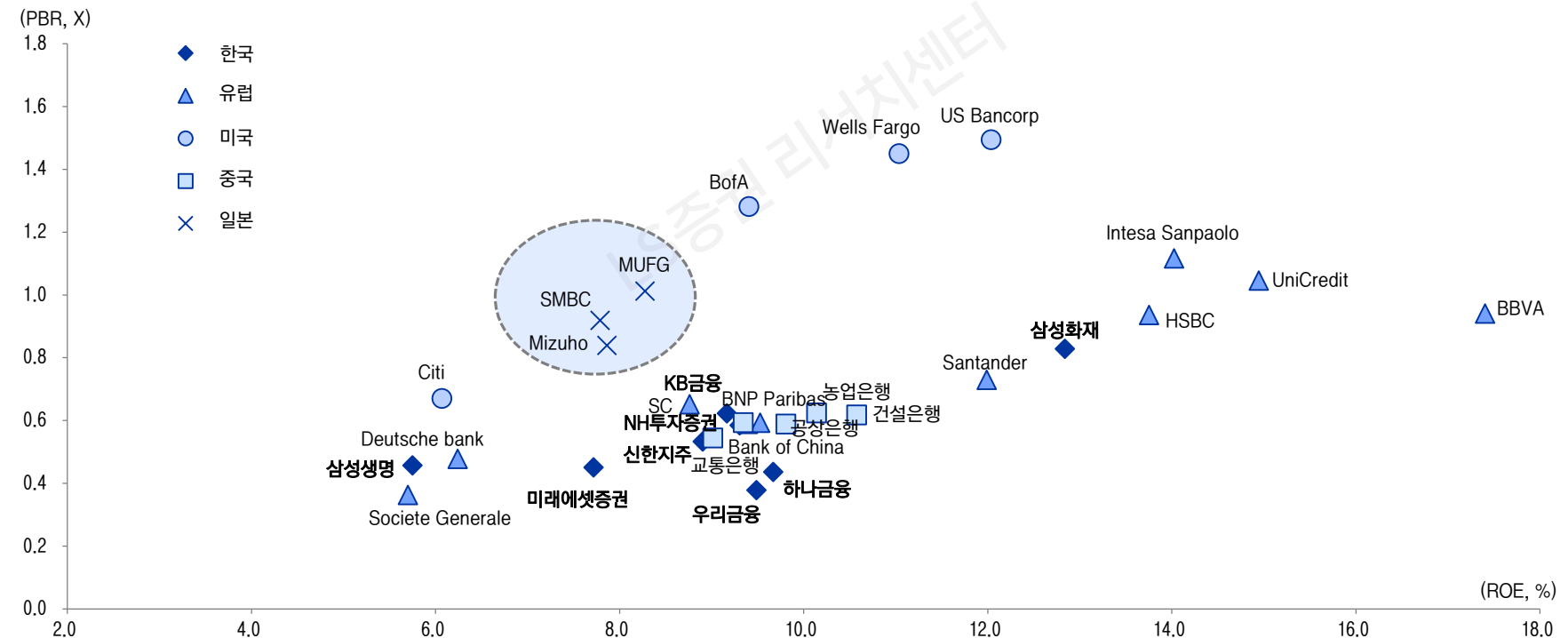


# 밸류업 모멘텀 재점검

## ● 글로벌 금융주와의 밸류에이션 갭 축소 과제

- 24년 주가상승에도 여전히 주요 선진국 금융주 대비 큰 폭의 할인을 받고 있음. 특히 일본 은행주 대비 높은 수익성에도 현저히 낮은 밸류에이션 수준
- 밸류업 공시 내용대로 27년까지 50% 주주환원을 확대시 글로벌 금융주와의 밸류에이션 갭 지속 축소 가능
- 다만 주주환원 이외에도 국내 금융업종의 특수성(규제환경, 구조적 성장둔화 우려, 금융시스템 안정성) 또한 감안할 필요는 있음

## 글로벌 금융주 밸류에이션



자료: LS증권 리서치센터  
주: 24년 예상 ROE 기준

# 밸류업 모멘텀 재점검

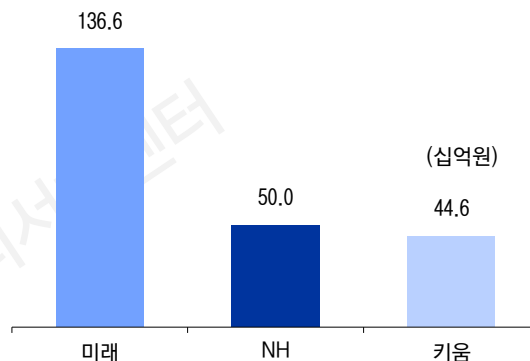
## ● 증권업계 또한 밸류업 기조 동참

- 증권업계에서는 미래, 키움, DB 밸류업 공시 완료: 목표 ROE 10% 이상 + 총주주환원율 30~40% 수준 제시
- 대형증권사 중심으로 자사주 매입소각 단행

### 밸류업 공시 증권사

회사 (공시일)	주요내용
키움증권 (5/28)	· 3개년 목표 ROE 15%, PBR 1배 이상 · 총주주환원율 30% 이상 목표(별도당기순이익 기준)
미래에셋증권 (8/22)	· 단기(24~26년) ROE 10% 이상, 총주주환원율 35% 이상 · 중장기(27~30년) 발행주식 1억 주 이상 소각 중장기 글로벌 세전이익 5천억원 이상
DB금융투자 (9/5)	· 2027년 목표 ROE 10% 이상, PBR 업종 평균 상회 · 현금배당 우선 실시, 자사주매입 추가 · 총주주환원율 매년 40% 이상 목표(별도당기순이익 기준)

### 2024년 증권사별 자사주 매입소각



### 미래에셋증권 기업가치 제고방안

단기 목표 (‘24~‘26년)	<b>ROE 10% 이상</b> · 매년 ROE 10% 이상 안정적 성장추진 · 국내외 비즈니스 포트폴리오 분산 성장을 통한 수익구조 안정성 제고	<b>주주환원성향 35% 이상</b> · 일관성·예측가능성 높은 주주환원(배당 + 자기주식 소각) 정책 실행 · 매년 최소 보통주 1,500만 주 및 우선주 100만 주 이상 소각
중장기 목표 (‘27~‘30년)	<b>글로벌 세전이익 5천억 원 이상</b> · 인도 등 핵심 성장국가로의 자본 재배분으로 높은 이익 성장 추구 · 선진국 S&T 중심 안정적 수익 창출	<b>발행주식 1억 주 이상 소각</b> · 발행주식총수 감축하여 BPS 가치 제고 · 실질 유통주식수 24% 감축

### 키움증권 기업가치 제고방안

목표 ROE 15% ↑ + 주주환원율 30% ↑ + PBR 1배 ↑		
효율적 자원 배분 자산회전율 증대 비용 통제 강화	현금배당 및 자사주 취득 3개년 단위 주주환원정책 기보유 자사주 전량 소각	신사업 추진 책임경영 및 소통 강화 리스크 대응 강화

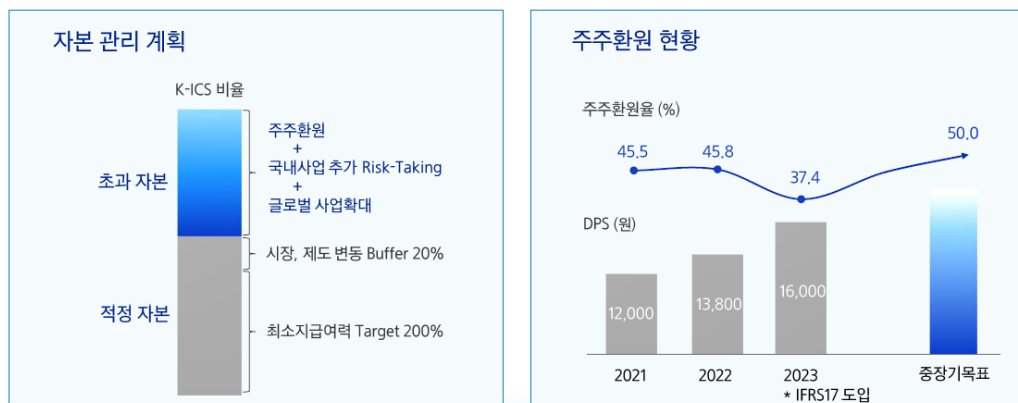
자료: 각사, LS증권 리서치센터

# 밸류업 모멘텀 재점검

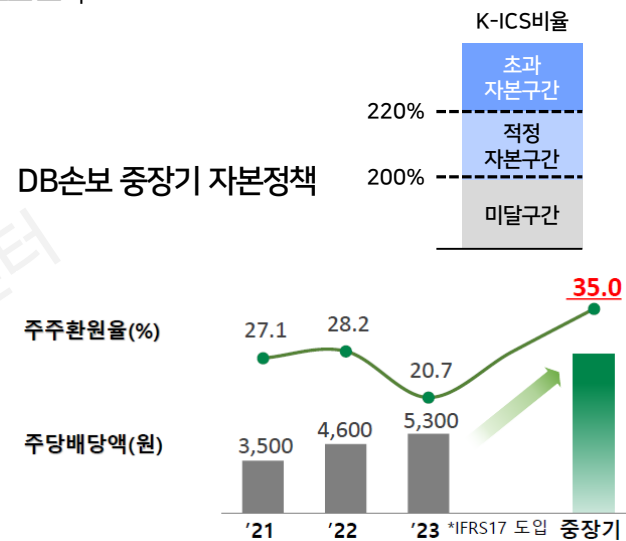
## ● 보험업 밸류업은 더디게 진행 중

- 보험사 가운데서는 삼성화재와 삼성생명, DB손보가 기업가치제고 방향성 제시(밸류업 공시는 지연)
- 해약환급금준비금 이슈, 자본시장법 개정안(자사주 취득 및 처분관련 규정) 등 자본관련 정책 영향요소 고려
- 당분간 적극적 주주환원 기대는 충분한 자본력을 확보한 상위사로 국한될 것

### 삼성화재 중장기 자본정책



### DB손보 중장기 자본정책



### 삼성생명 기업가치제고 방향성

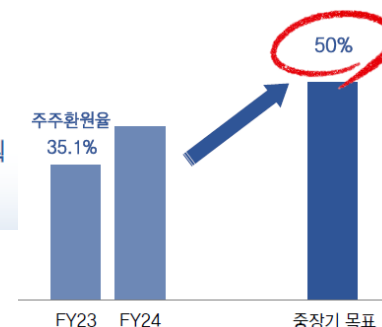
- ✓ 경상이익 성장을 통한 ROE 지속 개선

- ✓ 적정 지급여력비율 유지 하, 총주주환원율 제고 관점 다각도 검토 (TSR, total shareholder return)

- ✓ 기업가치 제고 계획 자율 공시

K-ICS 비율

200~220%<sup>1)</sup> 범위내 유지 전망



# 밸류업 모멘텀 재점검

## ● 밸류업 모멘텀 정점 이후 휴지기(休止期) 예상

- 밸류업 지수 발표와 12월 리밸런싱 예정 + ETF 상장 완료. 기업가치제고계획 발표되면서 밸류업 모멘텀 정점 형성
- 이제부터는 업종별/회사별로 공시된 목표수준 도달 여부와 진행 경과에 보다 관심이 집중될 전망
- 수익성(ROE), 주주환원율 등이 목표치에 미달할 경우 기대감을 선반영 하고 있는 주가 또한 조정양상을 보일 수 있음

## 밸류업지수 개요 상장 ETF, 금융주

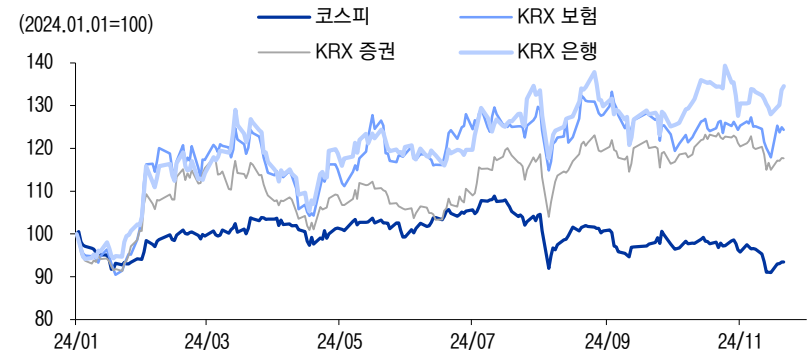
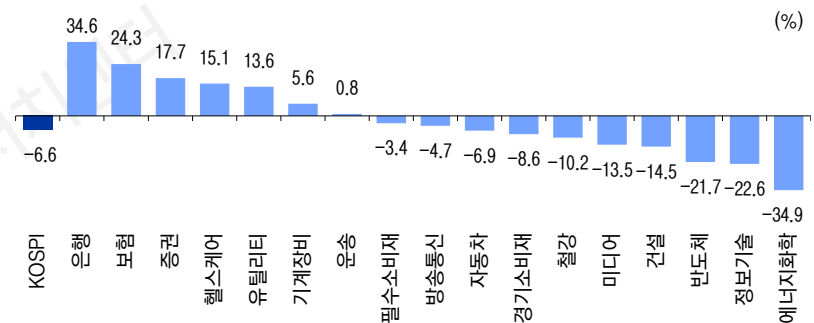
기준시점/기준지수	2024년 1월 2일/1,000p
구성종목	100종목(코스피 67, 코스닥 33)
정기 변경	연 1회, 매년 6월 선물만기일 다음 거래일
가중 방식	유동 시가총액 가중
비중 상한	15%
투자지표	PBR 2.6배, PER 18.4배, ROE 15.6% 배당수익률 2.2%, 배당성장 23.9%

종목명	총보수(%)	배당	매매차익
KODEX 코리아밸류업	0.0099	매월 말	비과세
TIGER 코리아밸류업	0.008		
RISE 코리아밸류업	0.008	매월 15일	
ACE 코리아밸류업	0.09	매 분기	
SOL 코리아밸류업TR	0.05	배당재투자	배당소득세
KOSEF 코리아밸류업	0.009	매 분기	비과세
PLUS 코리아밸류업	0.009	매월 15일	
HANARO 코리아밸류업	0.03	매 분기	
1Q 코리아밸류업	0.02	매월 말	
TIMEFOLIO 코리아밸류업액티브	0.8		배당소득세
KOACT 코리아밸류업액티브	0.5	매 분기	
TRUSTON 코리아밸류업액티브	0.785		

신한지주 ○△
삼성화재
메리츠금융지주 ○
우리금융지주 ○△
DB손해보험
미래에셋증권 ○△
한국금융지주
현대해상
키움증권 ○

○ : 밸류업공시 이행기업  
△ : 밸류업 조기공시 특례편입

## 24년 업종별 주가수익률과 금융주 상대성과



자료: LS증권 리서치센터

# 밸류업 모멘텀 재점검

## ● 은행지주 ROE 10% 달성 목표 : 금리인하 기조하에서 쉽지 않은 과제

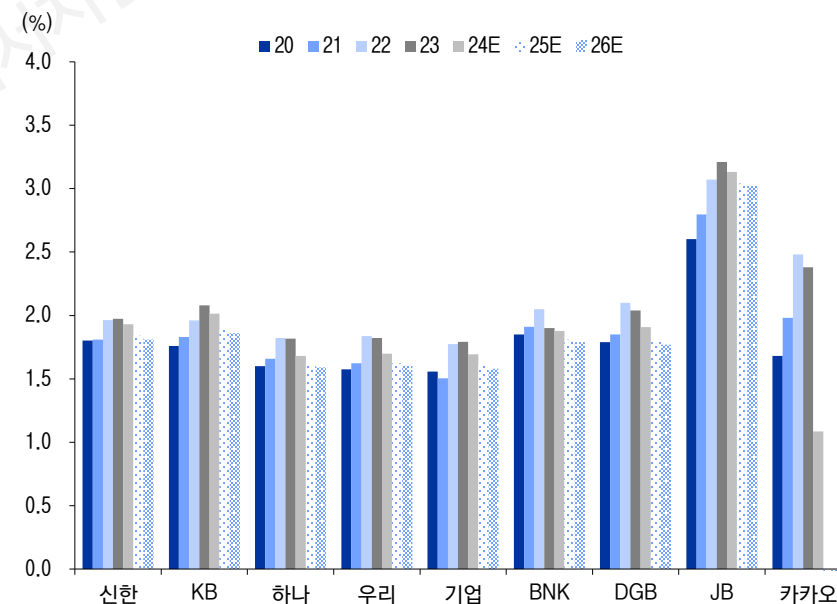
- 대형 금융지주 공통적으로 27년까지 ROE 10% 목표 설정
- 25~26년 금리인하 사이클 하에서 이자이익 둔화추세 감안시 쉽지 않은 과제
- RWA 성장률 목표 또한 낮게 설정(4%)하고 있어 대손비용 하락과 비은행부문 선전이 필수
- 자사주 소각확대에 따른 자본감소분 감안해도 대형 은행지주 기준 24년 대비 1조원 이상 이익규모 증가해야 ROE 10% 달성 가능

## 27년 ROE 10% 달성을 위한 예상 순이익 규모

(십억원)	2024년		자본총계		27년 ROE 10% 달성을 위한 순이익 규모
	예상순이익	예상ROE	24.3Q	26년말E	
KB	5,233	9.9%	57,948	63,008	6,301
신한	4,829	9.5%	55,943	60,965	6,097
하나	3,851	9.4%	41,810	45,736	4,574
우리	3,042	9.2%	33,753	38,189	3,819
JB	664	12.9%	5,359	5,610	729 (13%목표)
BNK	827	7.9%	10,673	11,326	1,133
DGB	301	5.1%	5,990	6,745	607 (9%목표)

자료: LS증권 리서치센터

## 금융지주별 NIM 추이 및 예상



# 밸류업 모멘텀 재점검

## ● 보험업계 자본관리 부담, 증권사의 높은 이익변동성 관리 필요

- 24년 중 금리하락과 부채 할인율 강화조치로 상위 보험사 일제히 자본감소. 특히 생보사의 자본감소 폭이 크게 나타남
- 25~26년까지 보험업계의 자본관리 부담 지속될 것으로 보여 적극적 밸류업 추진의 걸림돌로 작용
- 증권사의 경우 높은 이익변동성을 보이고 있어 일관된 자본관리 정책의 제약요인

상위 보험사 24년 중 자본총계 변화

(자본총계, 십억원)		'23.12	'24.03	'24.06	'24.09	변화율(24 년)
생보	삼성생명	37,528	36,548	34,242	27,786	-26.0%
	한화생명	11,387	10,659	9,769	10,054	-11.7%
	교보생명	9,976	8,737	7,650	7,768	-22.1%
	신한라이프	8,447	7,668	7,306	7,280	-13.8%
	농협생명	5,338	5,113	4,844	4,852	-9.1%
손보	삼성화재	15,905	16,031	16,443	15,887	-0.1%
	DB손보	8,676	8,437	8,480	8,715	0.5%
	현대해상	6,117	5,815	5,489	5,430	-11.2%
	KB손보	6,307	5,900	5,886	5,960	-5.5%
	메리츠화재	5,473	4,847	5,271	5,531	1.1%

증권사의 높은 실적 및 배당 변동성

		순이익(십억원)	주당배당금(원)
미래에셋증권	2021년	1,156	300
	2022년	601	200
	2023년	327	150
	2024년E	890	340
NH투자증권	2021년	948	1,050
	2022년	303	700
	2023년	556	800
	2024년E	728	900
삼성증권	2021년	965	3,800
	2022년	422	1,700
	2023년	547	2,200
	2024년E	916	3,680
한국금융지주	2021년	1,764	6,150
	2022년	637	2,300
	2023년	707	2,650
	2024년E	1,101	4,000
키움증권	2021년	904	3,500
	2022년	507	3,000
	2023년	436	3,002
	2024년E	868	4,960

자료: LS증권 리서치센터



# 밸류업 모멘텀 재점검

## ● 밸류업 세제혜택 구체화 필요

- 밸류업 세제혜택 구체화 과제 상존. 발표된 정부안은 주주환원 증가분에만 세제혜택 부여 → 전향적인 세제 인센티브 제시 한계
- 수급개선 효과 제한적. 개인 보다는 기관 및 외국인 투자자에 소폭 긍정 효과 기대. 소액주주 혜택은 미미

## 밸류업 프로그램 세제혜택 발표

		내용	개정필요 법안
밸류업 세제혜택(안)	(1) 법인세 세액공제	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 주주환원 증가금액(예: 직전 3년 대비 5% 초과분)의 5% 법인세 세액 공제</li> <li>• 밸류업 공시기업 대상. 주주환원은 배당+자사주 소각</li> <li>• 구체적 기준은 세법개정안에 포함 예정</li> </ul>	법인세법
	(2) 배당소득세 세율인하 & 분리과세	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 현행: 배당소득세(14%) + 금융소득종합과세(2천만원 초과시, 6~45%)</li> <li>• 개정: (2천만원 이하) 배당 증가금액 분에 대해 기존 14%에서 9%로 세율인하 (2천만원 초과) 배당 증가금액 분에 대해 최고세율 45→25%로 인하</li> <li>• 법인세 세액공제 적용기업 개인주주에 대한 배당에 해당</li> </ul>	조세특례제한법
	(3) 상속세 부담 완화	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 최대주주 할증평가 폐지(최대세율 60% → 50%)</li> <li>• 밸류업기업 기업상속공제 대상 및 한도 확대</li> <li>• '부자감세' 논란여부 관건</li> </ul>	상속세 및 증여세법
	(4) 기타	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 금융투자소득세 폐지 입장 고수</li> <li>• 이사의 충실의무 대상에 회사 뿐 아니라 주주도 포함하는 상법개정안은 제외</li> <li>• ISA 지원확대 (납입/비과세 한도: 연 2천만원/2백만원 → 연 4천만원/5백만원)</li> </ul>	소득세법 상법 조세특례제한법

자료: 기획재정부, 언론보도, LS증권 리서치센터

# 밸류업 모멘텀 재점검

## ● 투자자 관점에서 세제 인센티브는 제한적

- 배당 증가금액에 대한 저율 분리과세(14% → 9%, 최대 45% → 25%)

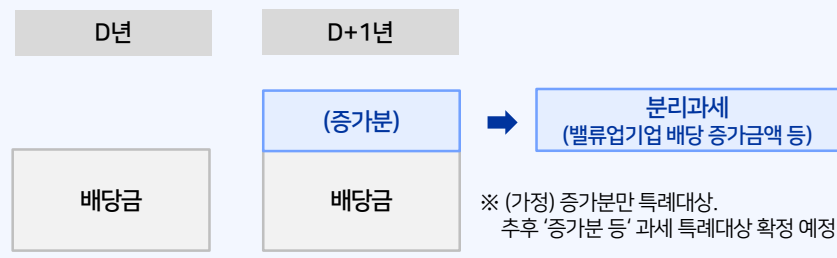
(현행 배당소득세 과세체계) 2천만원 이하 14%(지방세 포함시 15.4% 분리과세, 2천만원 초과 시 비교 종합과세(14~45%))

■ 종합소득 산출세액(비교 종합과세) = Max(①, ②)

- 금융소득 종합과세(6~45%) 시 산출세액이 원천징수액(14%)보다 적어지지 않도록 금융소득에 대해서는 최소한 원천징수세액으로 과세

- ① 분리과세시: 금융소득 x 원천징수세율 + (종합소득과세표준 - 금융소득금액) x 기본세율
- ② 종합과세시: 2천만원 x 14% + (종합소득과세표준 - 2천만원) x 기본세율

(역동경제 발표내용) 배당 증가금액 등 저율 분리과세(14 → 9%, 최대 45 → 25%, '24.下)



자료: 기획재정부, 언론보도, LS증권 리서치센터

## 밸류업 기업 배당소득세 분리과세 방안

	금융소득 2,000만원 이하	금융소득 2,000만원 초과
현행	배당 전체 x 14%	배당 전체 x 비교 종합과세(14~45%)
개정	밸류업기업 배당 증가금액 등 x 9% + 그 외 배당 x 14%	1) 배당 증가금액 등 x 25% + 그 외 배당 x 비교 종합과세
		2) 배당 증가금액 등(2,000만원 한도) x 9% + 그 외 배당 x 비교 종합과세

## 2024년 종합소득세율

과세표준	세율	누진공제
1,400만원 이하	6%	-
1,400만원 이하 ~ 5,000만원 이하	15%	126만원
5,000만원 초과 ~ 8,800만원 이하	24%	576만원
8,800만원 초과 ~ 1억 5,000만원 이하	35%	1,544만원
1억 5,000만원 초과 ~ 3억원 이하	38%	1,994만원
3억원 초과 ~ 5억원 이하	40%	2,594만원
5억원 초과 ~ 10억원 이하	42%	3,594만원
10억원 초과	45%	6,594만원

# 밸류업 모멘텀 재점검

## ● 투자자 관점에서 세제 인센티브는 제한적

- 배당증가분에 대해서만 세율인하가 적용되기 때문에 개인투자자들의 실제 감세규모는 크지 않음 (2~4억원 전업투자자의 경우 10~20만원에 그침)
- 고액 과표구간이 상대적으로 큰 혜택 (종합소득세 최고세율 45% → 25%)
- 개인보다는 외국인과 기관의 수급에 긍정영향 기대되나 실제 효과는 크지 않을 것

Case 1: 주식투자금 2억원 개인투자자(배당수익률 5% 가정)

(만원)	배당소득	기타소득(근로/사업 등)	배당소득세		차이
			기존	개편(안)	
T년	1,000	0			
T+1년	1,200	0	168	158	-10

Case 2: 주식투자금 4억원 개인투자자(배당수익률 5% 가정)

(만원)	배당소득	기타소득(근로/사업 등)	배당소득세		차이
			기존	개편(안)	
T년	2,000	0			
T+1년	2,400	0	336	316	-20

Case 3: 주식투자금 4억원 개인투자자 + 10억원 사업소득

(만원)	배당소득	기타소득(근로/사업 등)	배당소득세		차이
			기존	개편(안)	
T년	2,000	100,000			
T+1년	2,400	100,000	38,866	38,786	-80

# 밸류업 모멘텀 재점검

## ● 참여기업의 법인세 감면효과 또한 크지 않음. 대주주 혜택이 상대적으로 크게 나타남

- 밸류업 참여기업의 경우 직전 3년대비 배당증가액의 5% 초과분에 대해 세액공제 5%를 적용
- 대주주의 경우 최대주주 할증평가제도 폐지를 통해 최고 상속세율 60% → 50%로 인하 + 기업상속공제 대상 및 한도 확대
- 상속세의 유산취득세로의 전환 등 상속세제 개편의 신호탄으로 작용할 가능성. 소액주주 보다는 대주주의 혜택이 보다 클 것으로 기대

[예시] A 기업 (직전 3년 배당 1,000억원 → 1,200억원으로 확대 시)

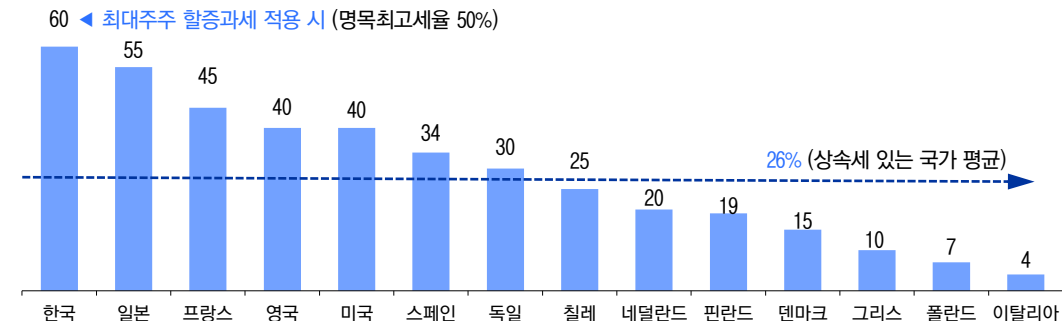
법인세 : 배당증가액 5% 초과분(150억원)에 대해 5% 공제 → **7.5억원 감소**

(억원, 배당성장 50% 가정)

순이익 (T년)	총배당금		법인세 공제금액	세전이익 대비 법인세 공제 금액
	T년	T+1년(20% 확대시)	T+1년	
2,000	1,000	1,200	7.5	0.30%
4,000	2,000	2,400	15.0	0.30%
10,000	5,000	6,000	37.5	0.30%
30,000	15,000	18,000	112.5	0.30%

## OECD 회원국의 직계 상속에 대한 최고세율\*

(%)



자료: 기획재정부, 언론보도, LS증권 리서치센터

\* 주: 2020년 기준

## 기업상속공제 확대 방안

밸류업	밸류업 공시 + 당기순이익 대비 주주환원액 비율 업종별 평균 120% 이상
스케일업	매출 대비 투자 or R&D 지출 5%(or 3%) 이상 & 연평균 증가율 5%(or 10%) 이상 + 고용유지
기회발전특구	특구 창업 or 수도권 과밀억제권역에서 특구로 이전
대상	중소기업·매출액 5000억원 미만 중견기업 ▶ 중소기업·중견기업 전체(상호출자제한기업 제외)
한도	최대 600억원 ▶ 1200억원

## Part II

# 금리인하와 금융주

### 금융업권별 영향과 밸류체인 분석

- 금리인하 사이클 전환과 시사점
- 금융업권별 영향과 밸류체인 분석
- 과거 금리인하 사이클과의 차별성

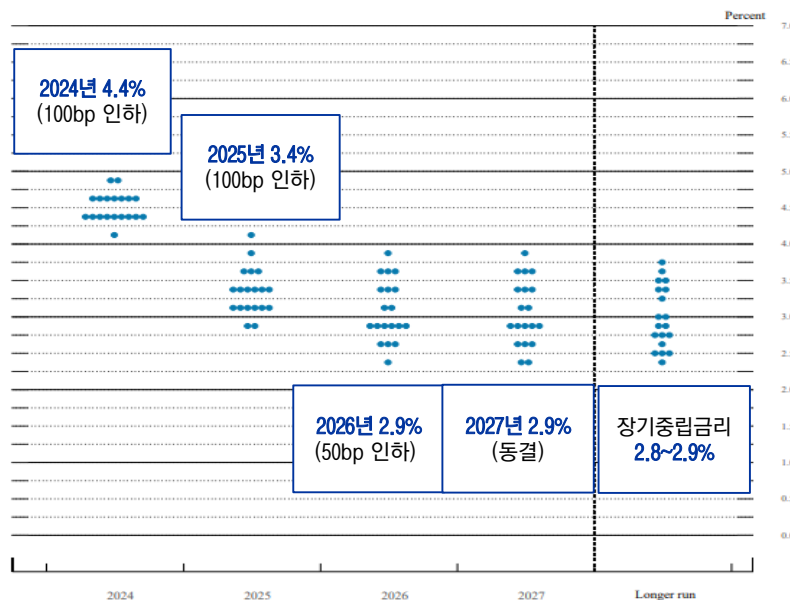
# 금리인하와 금융주

## ● 금리인하 사이클로의 전환: 2026년까지 글로벌 금리인하 기조

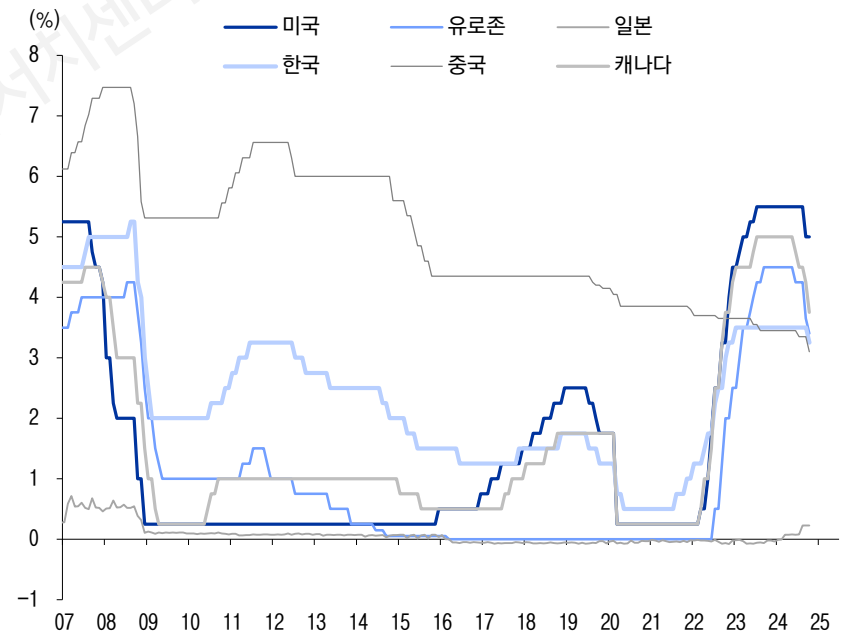
- 미국 연준의 점도표를 보면 24~25년 각각 100bp 금리인하가 기본 전망
- 물가상승률 둔화로 주요국 선제적 금리인하(유럽, 캐나다, 중국 등) 단행: 글로벌 금리인하 기조로의 전환
- 국내 역시 10월 금리인하 단행. 금리인하 사이클 동참. 25년에도 금리인하 기조 이어질 것

### 미 연준의 점도표('24.09)

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



### 주요국 정책금리

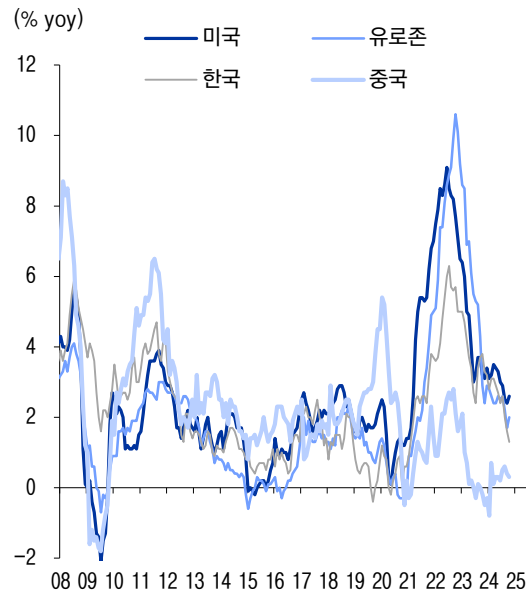


# 금리인하와 금융주

## ● 물가상승률 둔화로 명목/실질 유동성 개선추세

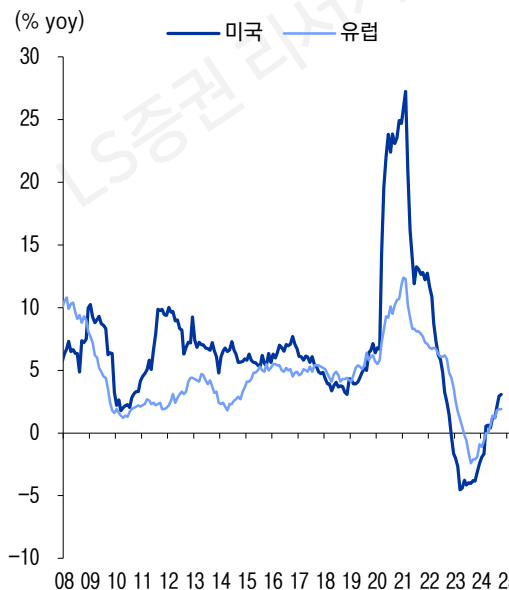
- 주요국 물가상승률 일제히 둔화. 한국의 경우 1%대로 하락
- 금리인하 기조와 함께 미국과 유럽 등 주요국 통화량(M2) 증가세로 전환
- 국내의 경우도 명목/실질 유동성 모두 24년 중 상대적으로 빠르게 회복. 금융시장 내 유동성 여건은 개선추세

### 주요국 소비자물가

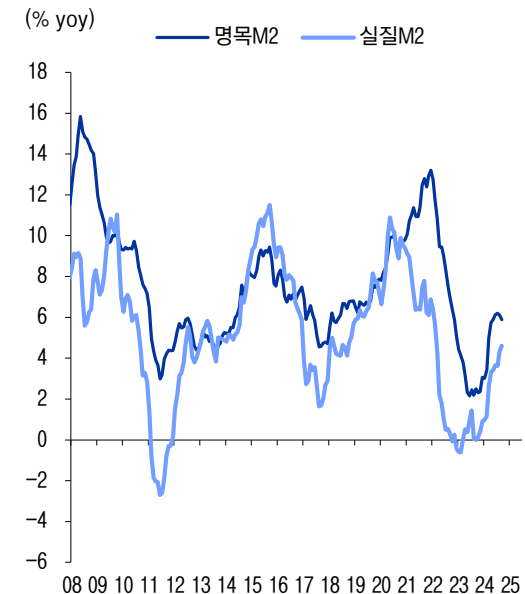


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

### 미국과 유럽 M2



### 국내 명목/실질 M2



# 금리인하와 금융주

## ● 글로벌 경기둔화: Recession 우려 제기

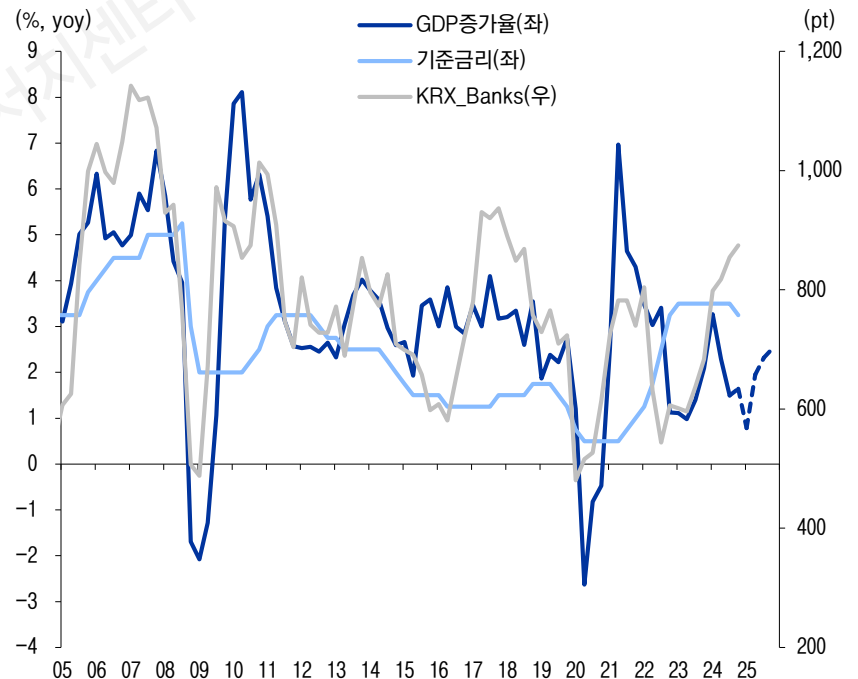
- 2025년 미국경기 조정 + 중국 부진지속 → 글로벌 경기둔화 가능성 고조
  - 24년 상반기 국내 은행주 상승배경으로는 밸류업 모멘텀과 함께 경기개선을 꼽을 수 있음
  - 하지만 하반기 이후로는 경제성장률 둔화흐름 예상되어 외부환경 비우호적
- \* 한은 GDP 증가율(yoy) 예상: '24.上(2.8%) → '24.下(2.0%) → '25.上(1.8%) → '25.下(2.4%)

## 한국은행 경제전망 요약표(2024.8월)

	2023	2024			2025		
	연간	상반기	하반기	연간	상반기	하반기	연간
<b>&lt;전망의 주요 전제&gt;</b>							
세계경제 성장률(%)	3.2	3.2	3.1	3.1	3.1	3.2	3.2
미국	2.5	3.0	1.9	2.4	1.6	1.9	1.8
유로지역	0.4	0.4	1.1	0.8	1.5	1.6	1.5
중국	5.2	5.0	4.7	4.8	4.4	4.5	4.4
일본	1.7	-0.9	1.5	0.4	1.8	0.4	1.1
세계교역 신장률(%)	0.9	1.7	3.9	2.8	4.4	2.6	3.4
브렌트유가(달러/배럴)	82	83	84	83	81	80	81
<b>&lt;국내경제 전망&gt;</b>							
GDP 성장률(%)	1.4	2.8	2.0	2.4	1.8	2.4	2.1
민간소비	1.8	1.0	1.8	1.4	2.2	2.3	2.2
건설투자	1.5	0.8	-2.2	-0.8	-3.4	1.8	-0.7
설비투자	1.1	-2.3	2.6	0.2	6.5	2.2	4.3
지식재산생산물투자	1.7	1.7	2.0	1.9	3.2	3.4	3.3
재화수출	2.9	8.4	5.6	6.9	3.1	2.6	2.9
재화수입	-0.3	-1.4	4.6	1.6	5.2	2.1	3.6
소비자물가상승률	3.6	2.8	2.2	2.5	2.2	2.1	2.1

자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

## GDP증가율과 기준금리, 은행업지수



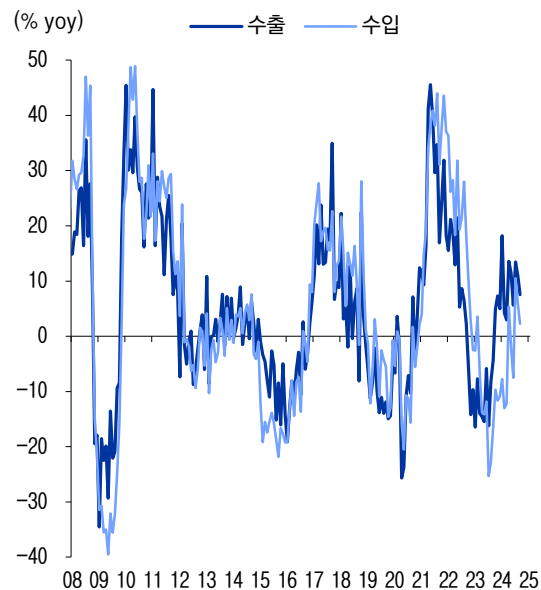


# 금리인하와 금융주

## ● 비우호적 대외환경: 국내경기 조정 가능성

- 24년 하반기 이후 수출증가율 둔화: 비우호적 대외환경 반영
- 제조업경기 둔화조짐. 출하(수요)둔화가 재고부담 증가로 나타나며 제조업 전반의 생산조정 압력으로 작용
- 기업체감경기 또한 최근 들어 크게 위축된 것으로 나타남

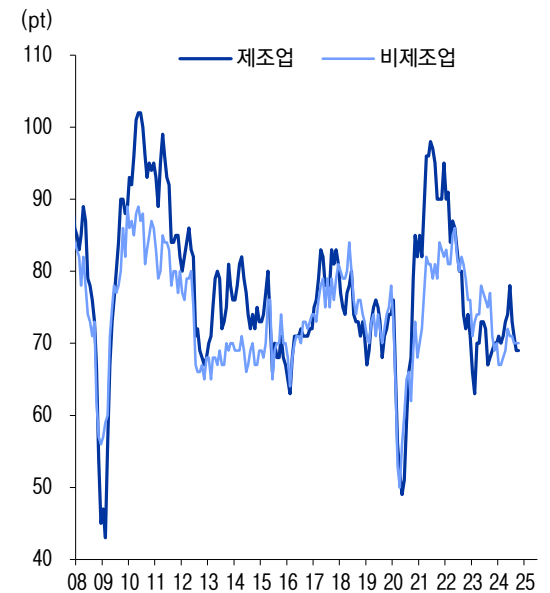
### 수출입증가율



### 재고순환지표



### 제조업과 비제조업 기업체감경기



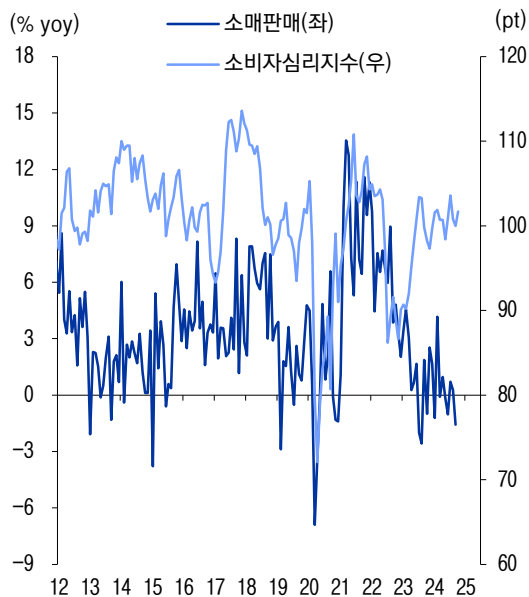
자료: LS증권 리서치센터

# 금리인하와 금융주

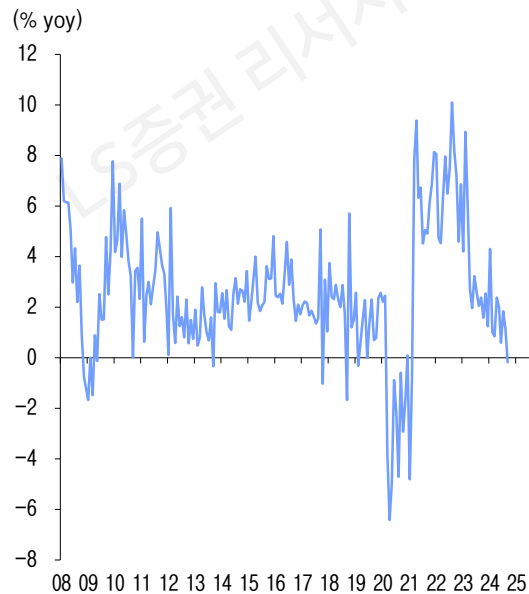
## ● 내수부진 심화: 지속적인 금리인하 명분으로 작용

- 제조업(외수)과 달리 서비스업(내수)의 경우 23년 이후 부진 지속
- 금리/물가부담 완화에도 소비회복 강도 미약. 도소매/음식숙박업 등 자영업 경기악화 심화 영향
- 내수부진 심화가 지속적인 금리인하의 명분으로 작용할 전망. 전체 서비스업 생산증가율 마이너스 전환

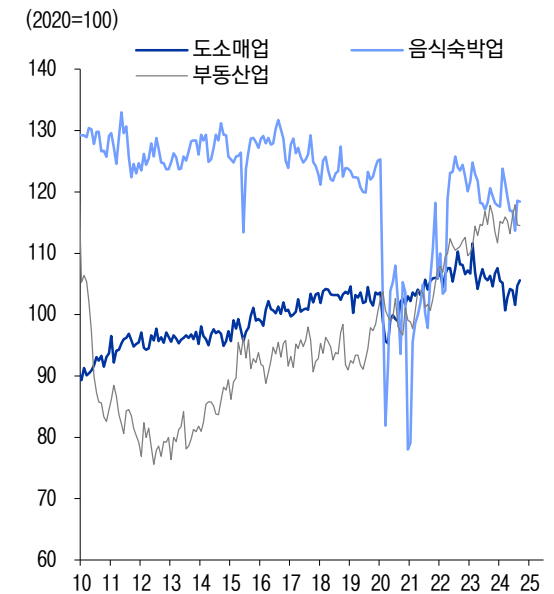
### 소매판매와 소비자심리지수



### 서비스업 생산증가율



### 서비스업 업종별 생산지수

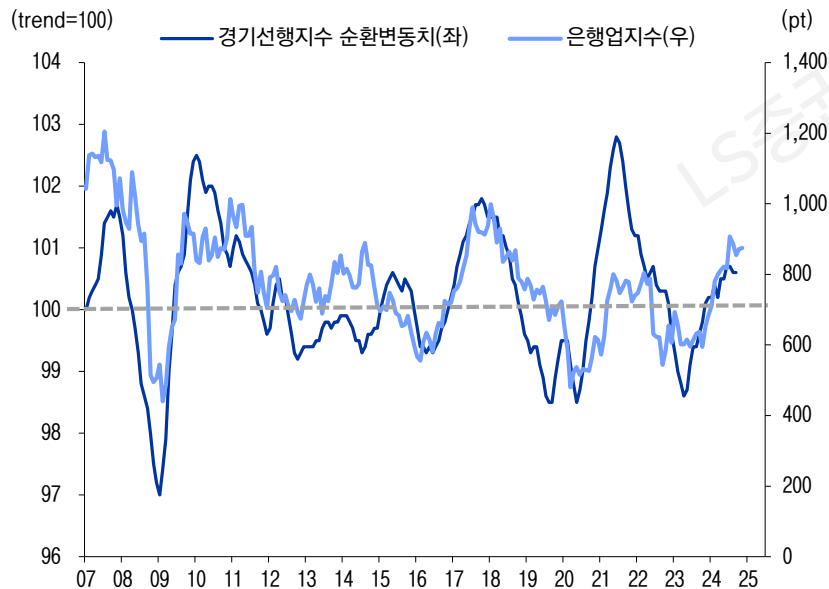


# 금리인하와 금융주

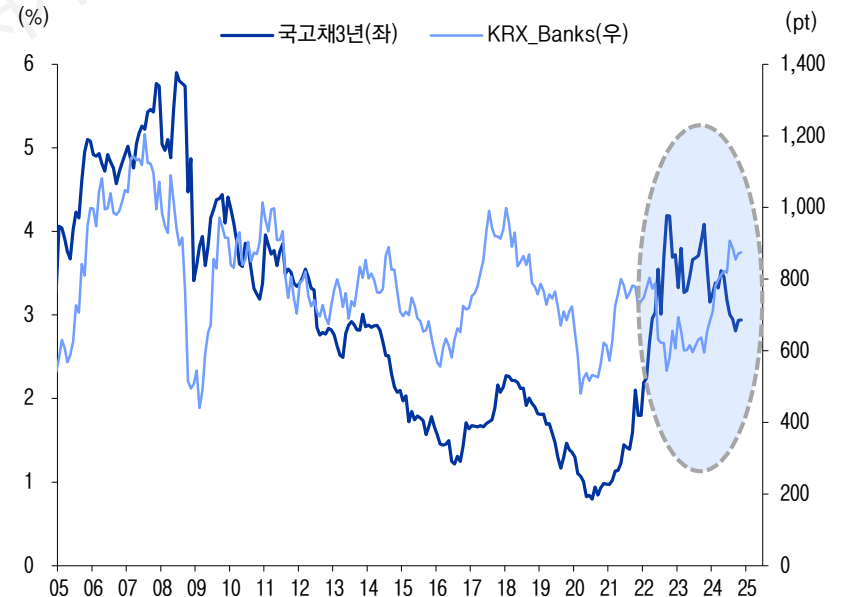
## ● 경기 & 금리와 은행주

- 은행업종 주가와 강한 동행성을 갖는 경기선행지수는 최근 하락전환. 향후 경기둔화 가능성 반영
- 시장금리 또한 은행업종 주가의 결정변수. 23~24년에는 인플레이압력을 동반한 금리급등과 밸류업 모멘텀으로 상관성이 악화됨
- 하지만 금리방향성과 은행주 주가의 괴리가 장기간 지속될 가능성은 낮음. 25년 시장금리금리 상승 혹은 은행주 조정흐름 가운데 후자의 가능성이 높다고 판단

경기선행지수 순환변동치와 은행업 주가



시장금리와 은행주 주가

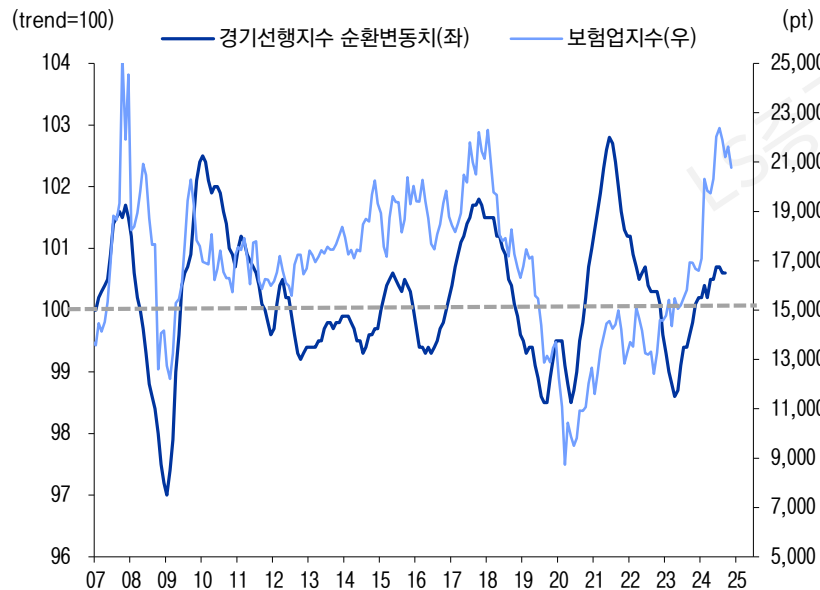


# 금리인하와 금융주

## ● 경기 & 금리와 보험주

- 경기선행지수와 보험주 역시 큰 틀에서는 동행흐름을 보이나 변동성과 민감도 측면에서 은행주에 비해 낮음 → 경기변동과 수익성의 상관성이 덜함
- 다만 시장금리의 경우 보험사의 수익성 및 자본안정성에 직접적 영향을 주는 변수
- 24년 중 보험업종 역시 밸류업 모멘텀으로 금리/주가 방향성 괴리가 발생했으나 25년 이후로는 동행흐름 전망

### 경기선행지수 순환변동치와 보험업주가



### 시장금리와 보험주 주가

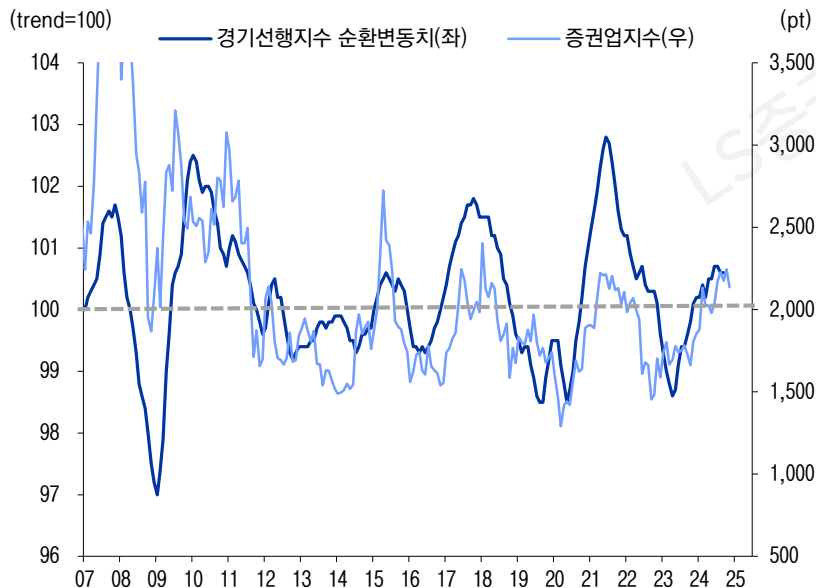


# 금리인하와 금융주

## ● 경기 & 금리와 증권주

- 경기선행지수와 증권업 주가의 상관성 또한 높게 나타남: 경기개선 → 금융시장 위험선호도 상승 & 금융상품 수요 증가 → 증권사 수익기반 확대
- 금리와 증권주 또한 장기적으로는 동행하는 것처럼 보이나 반대 방향으로 움직이는 경우가 다수 발생: 급격한 금리상승은 시장 유동성 위축과 채권평가손실 등을 야기
- 24년 시장금리 하락과 유동성여건 개선은 증권업종에 우호적 영업환경을 조성. 25년에도 유사한 흐름이 이어질 전망

경기선행지수 순환변동치와 증권업 주가



자료: LS증권 리서치센터

시장금리와 증권주 주가

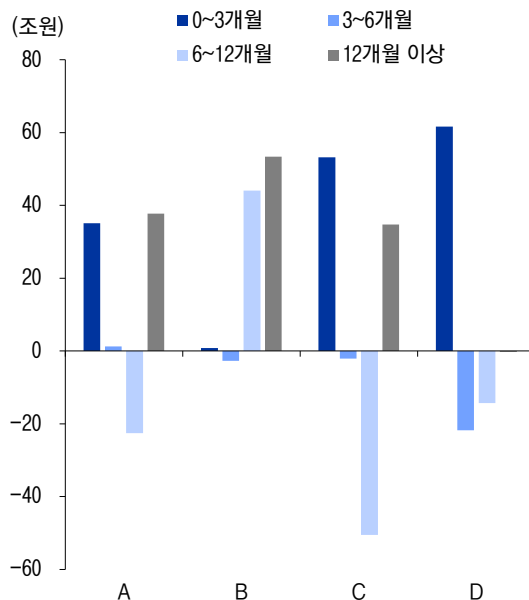


# 금리인하와 금융주

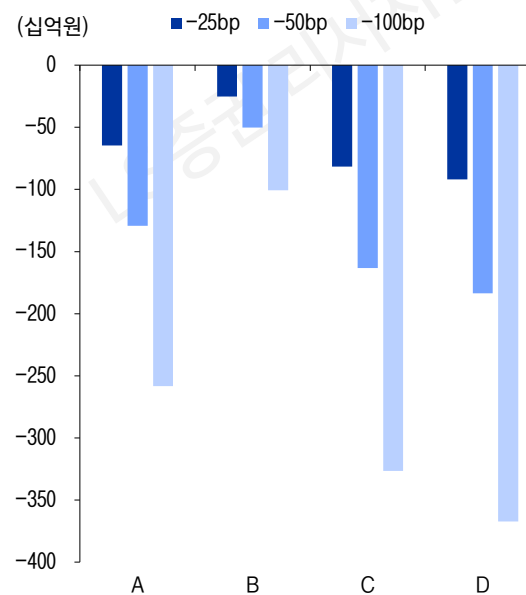
## ● 금리인하의 은행주 영향

- 주요은행은 대체로 0~3개월 금리감응갭이 큰 폭의 플러스(금리감응자산>금리감응부채)를 보이고 있어 금리인하시 이자이익이 감소하는 구조
- 25bp 금리인하에 따른 최초 1년간 이론적인 이자이익 감소 폭은 평균 700억원 수준(NIM -2bp). 다만 실제로는 추가 금리인하 가능성이 시장금리와 대출금리에 선반영되면서 NIM이 최소 3~4bp 하락
- 또한 은행별로 12개월 이상 금리감응갭은 대부분 플러스를 기록하고 있어 금리인하 사이클이 1년 이상 이어질 경우 이자이익 감소 폭이 더욱 확대될 수 있음

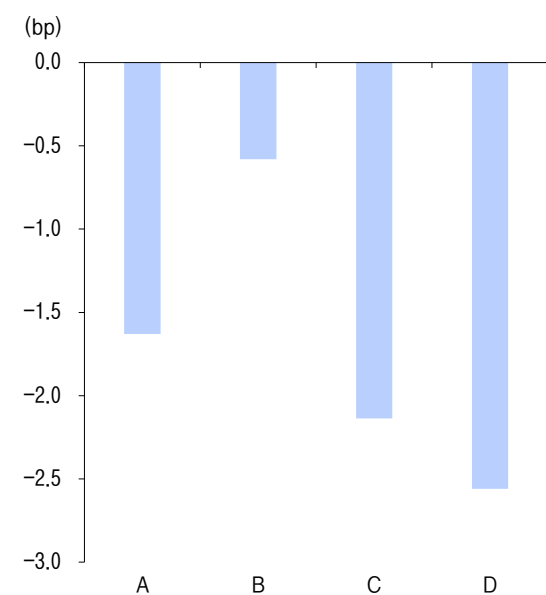
은행별 금리감응갭



금리인하에 따른 최초1년간 이자이익 변화



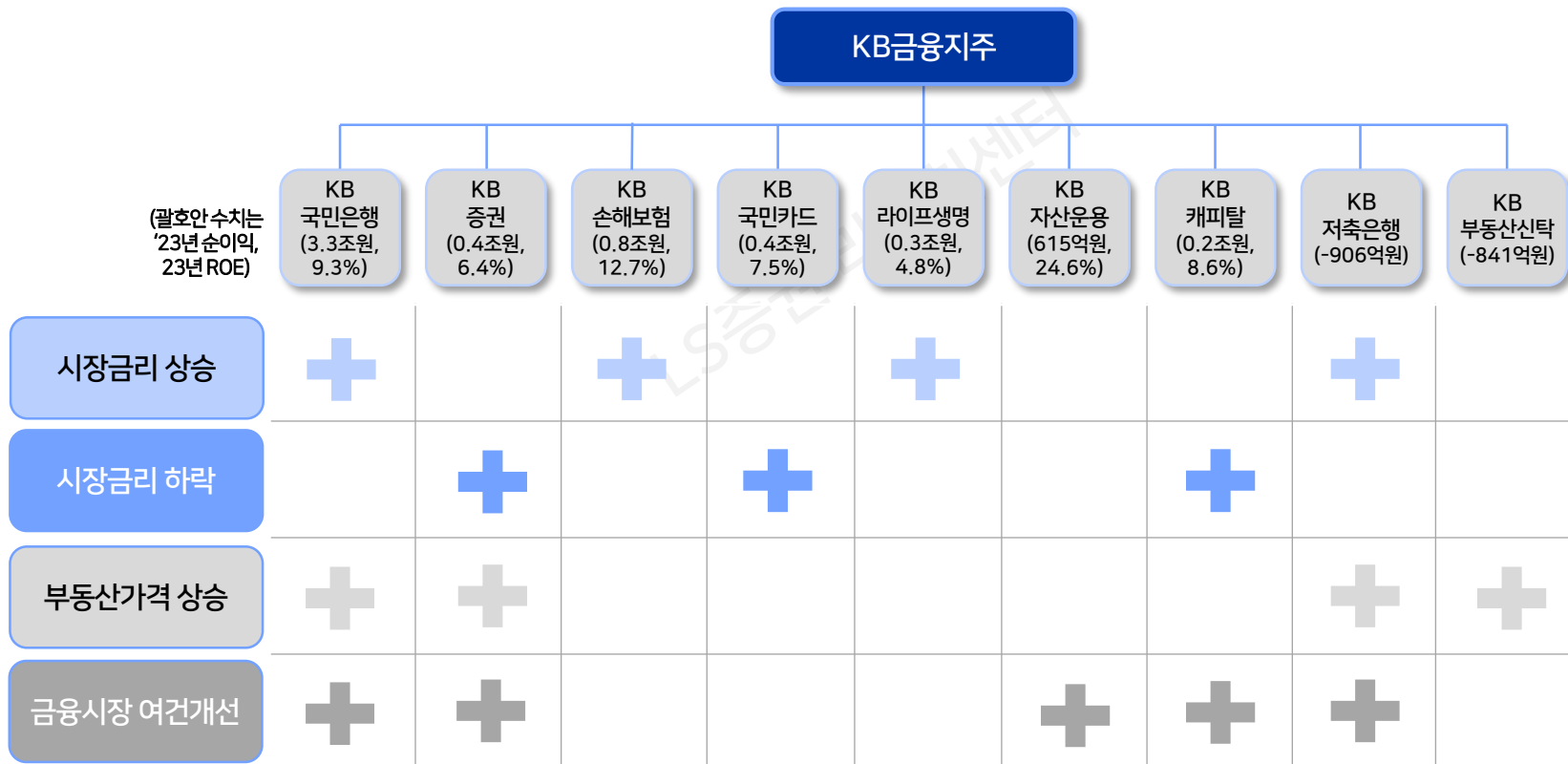
25bp 금리인하시 최초 1년간 NIM 영향



# 과거 금리인하 사이클과의 차이점은?

## ● 과거와의 차이점 (1) 은행: 금융지주 사업모델 진전에 따른 금리 민감도 둔화

- 은행이 포함된 금융지주는 이미 사업다각화를 통해 이익안정성 보강이 가능한 구조로 변모
- 금리 방향성과 금융시장 여건, 부동산경기 등 거시금융 환경변화에 따른 수익 안정화 및 이익창출력 제고
- 그룹 내 비은행 비중 확대 → 과거 대비 낮은 이자이익 의존도 → 낮아진 금리 민감도



# 과거 금리인하 사이클과의 차이점은?

## ● 금융지주 비은행 비중확대와 이자이익 민감도 하락

- 표면적으로는 금융지주 내 은행/비은행 수익비중은 과거 10여년간 큰 변화가 없는 것처럼 나타남
- 하지만 이는 최근 금리인상기 은행권 실적은 호조를 보인 반면 비은행권은 부동산 PF, 대체투자 관련손실 등 추가비용 인식으로 이익이 급감한 영향
- 실제로 그룹 내 증권/보험/캐피탈사의 경상이익 창출 규모는 지속 확대되고 있음

### KB금융 계열사별 순이익

(연간, 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
KB국민은행	1,029	1,107	964	2,175	2,259	2,439	2,298	2,591	2,996	3,262
비은행	438	710	722	1,217	955	1,068	1,233	2,051	1,415	1,658
카드	333	355	317	297	287	317	325	419	379	351
증권	26	47	-93	272	179	258	426	594	188	390
생보							21	290	-83	82
손보		174	296	427	262	234	164	302	557	753
캐피탈	30	60	97	121	112	117	142	210	217	187
기타	50	73	105	100	115	143	156	237	157	-104
KB금융그룹	1,401	1,698	2,144	3,311	3,061	3,312	3,455	4,410	4,153	4,632
은행비중 (%)	70.2	60.9	57.2	64.1	70.3	69.5	65.1	55.8	67.9	66.3
비은행비중 (%)	29.8	39.1	42.8	35.9	29.7	30.5	34.9	44.2	32.1	33.7

### 신한지주 계열사별 순이익

(연간, 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
은행	1,465	1,503	1,958	1,729	2,298	2,350	2,091	2,508	3,062	3,072
신한은행	1,455	1,490	1,940	1,712	2,279	2,329	2,078	2,494	3,045	3,068
제주은행	10	13	17	17	19	21	13	14	17	4
비은행	924	1,087	1,046	1,371	1,051	1,211	1,473	1,820	1,934	1,655
카드	635	695	716	914	519	509	606	675	641	621
증권	118	215	115	212	251	221	155	321	412	101
생명보험	81	100	151	121	131	124	178	392	449	472
캐피탈	52	46	34	88	103	126	161	275	303	304
기타	38	31	30	37	46	232	374	158	128	157
SFG	2,081	2,367	2,775	2,919	3,157	3,403	3,415	4,019	4,666	4,368
은행비중 (%)	61.3	58.0	65.2	55.8	68.6	66.0	58.7	57.9	61.3	65.0
비은행비중 (%)	38.7	42.0	34.8	44.2	31.4	34.0	41.3	42.1	38.7	35.0

자료: LS증권 리서치센터  
주: 연결조정 등 감안하지 않은 단순 순이익 비중



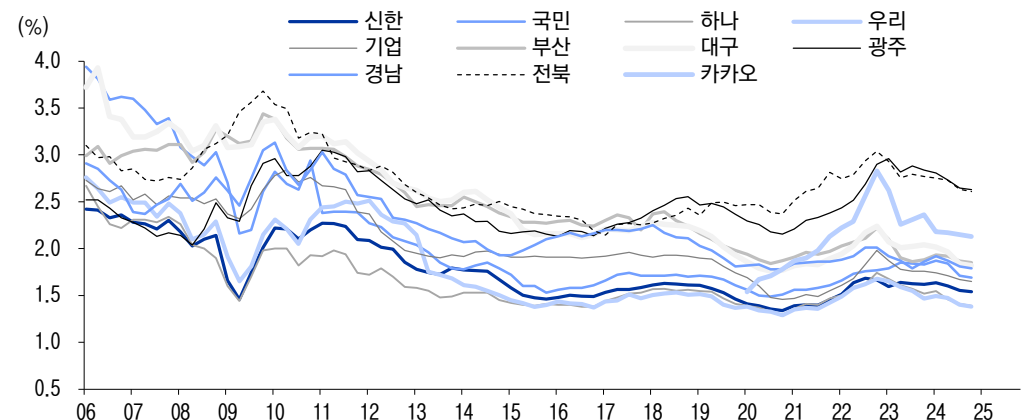
# 과거 금리인하 사이클과의 차이점은?

## ● 이미 구조적으로 낮아진 NIM

- 과거대비 낮아진 절대금리 수준에서 금리인하에도 추가적인 NIM 하락 폭은 크지 않을 전망
- 시장금리와 대출금리는 추가 금리인하 기대감을 반영한 수준까지 하락. 은행권 NIM 또한 마찬가지
  - \* 4대은행 평균 NIM 기준금리 0.5% 코로나 시기(2020년) 1.40% vs 현재 기준금리(3.25%) 하에서 1.52%
- 구조적으로 낮아진 NIM은 저금리 환경, 대출성장률 둔화, 부동산대출 위주로의 포트폴리오 변화 등 복합적 배경의 결과

기준금리 인하시기	배경	국고채금리(3년)	NIM 변화 (최대 → 최소)	대출성장률 (분기 yoy 평균)
2001.1Q (5.25%) → 2004.4Q (3.25%)	IT버블 붕괴 + 카드사태	6.31% → 3.28%	2.83% → 2.54%	18.5%
2008.3Q (5.25%) → 2010.2Q (2.00%)	글로벌 금융위기	5.74% → 3.86%	2.34% → 1.68%	6.9%
2011.2Q (3.25%) → 2016.2Q (1.25%)	저성장기조+부동산경기부양	3.76% → 1.25%	2.27% → 1.47%	4.5%
2019.3Q (1.75%) → 2020.2Q (0.50%)	코로나 국면	1.30% → 0.84%	1.52% → 1.40%	7.2%
2024.4Q (3.25%) →	경기둔화+인플레이션완화	2.83% →	1.52% →	6.5%(현재)

은행별 NIM 추이



자료: LS증권 리서치센터

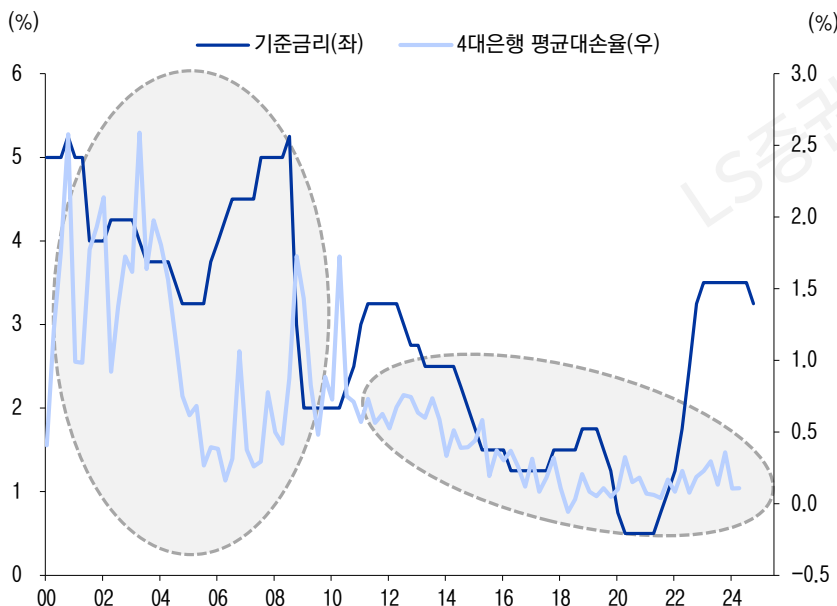
주: 국고채3년 금리는 분기말 기준, NIM은 신한은행, 국민은행, 하나은행, 우리은행 단순평균 기준, 대출성장률은 시중은행합계 원화대출금 기준

# 과거 금리인하 사이클과의 차이점은?

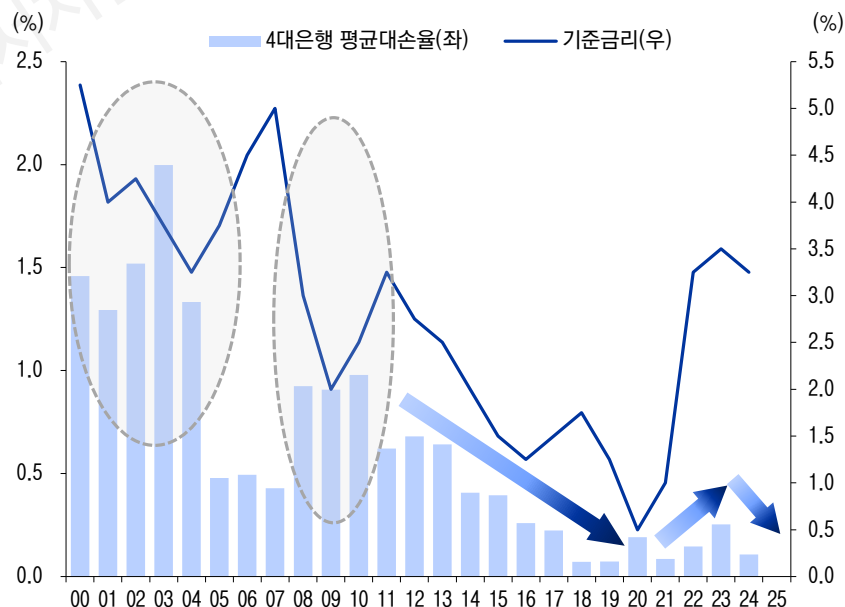
## ● 대손비용률 또한 구조적 하락. 금리인하에도 추가적인 하락 폭은 제한적일 전망

- 2010년 이전: 금리인하 초기에 대손율이 상승 → 부정적 거시환경(외부충격)에 대응하기 위한 조치로 금리인하 단행하며 자산의 부실화가 급격히 진행
- 2010년 이후: 지속적인 금리인하와 함께 대손비용률이 추세적으로 하락. 저금리 환경지속과 은행권 대출구성 변화 영향
- 2022~23년 가파른 금리인하에도 대손율 상승 폭은 과거 기준금리 수준(3.25%구간)과 비교시 현저히 낮은 수준을 기록
- 2025~2026년 금리인하 사이클에서 대손율 안정흐름 예상되나 하락 폭은 크지 않을 전망
  - 1) 직전 금리인상기 대손비용 상승 폭이 크지 않았던 데다, 2) 이미 대손율 절대수준 자체가 구조적으로 낮아진 상태이기 때문

기준금리와 4대은행 평균 대손비용률(분기)



기준금리와 4대은행 평균대손비용률(연간)



# 과거 금리인하 사이클과의 차이점은?

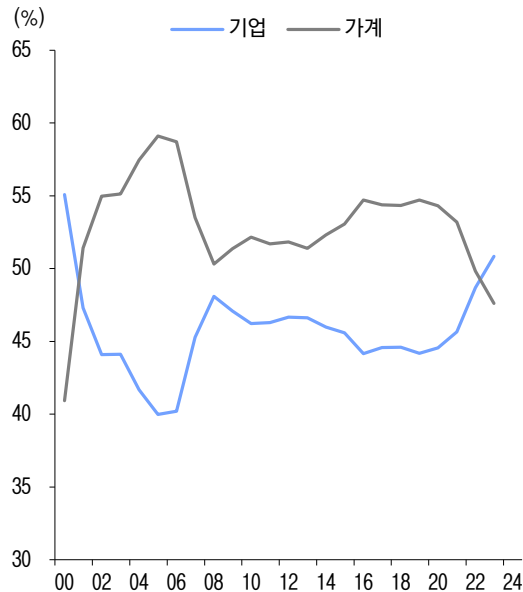
## ● 대손비용률의 상관성: 기업경기(제조업) 보다는 부동산/내수 민감도 상승

- 경기변화에 민감한 기업대출 비중이 하락: 가계 + 개인사업자 대출 위주로의 포트폴리오 전환
- 가계 및 개인사업자대출의 경우 부동산(주택)담보 대출 비중이 절대적으로 높음
- 이는 은행권 총대출 중 기업대출/신용대출 비중축소를 의미 → 구조적인 대손율/연체율 하락의 배경
- 따라서 향후 금리인하 사이클에서 부동산 및 내수경기 회복강도가 대손율 흐름의 결정변수

## 신한은행 중소기업대출 구성과 부문별 연체율

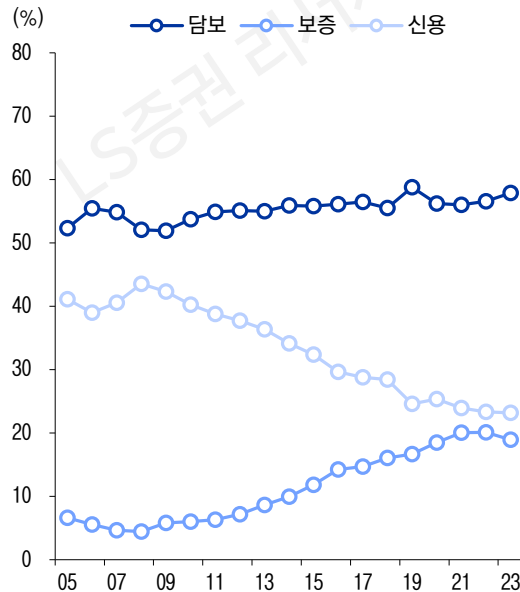
(단위: 십억원, %)	2024.09	비중 %	연체율 %
중소기업 총계	139,133	100.0	0.39
SOHO	68,858	49.5	0.40
중소기업 - 외감	29,052	20.9	0.13
중소기업 - 비외감	41,222	29.6	0.54
SOHO	68,858	100.0	0.40
제조업	8,000	11.6	0.46
건설업	838	1.2	0.83
부동산 및 임대업	30,218	44.0	0.09
도매 및 소매업	10,737	15.6	0.67
숙박 및 음식점업	6,775	9.8	0.86
기타	12,238	17.8	

## 시중은행 부문별 대출비중

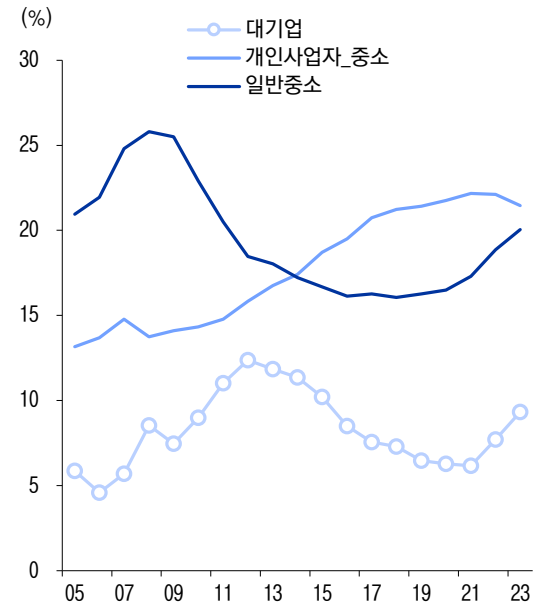


자료: LS증권 리서치센터

## 시중은행 담보/보증/신용대출 비중



## 시중은행 기업대출 부문별 비중



# 과거 금리인하 사이클과의 차이점은?

## ● 과거와의 차이점 (2) 보험: 부채의 시가평가로 인한 자본변동성 확대

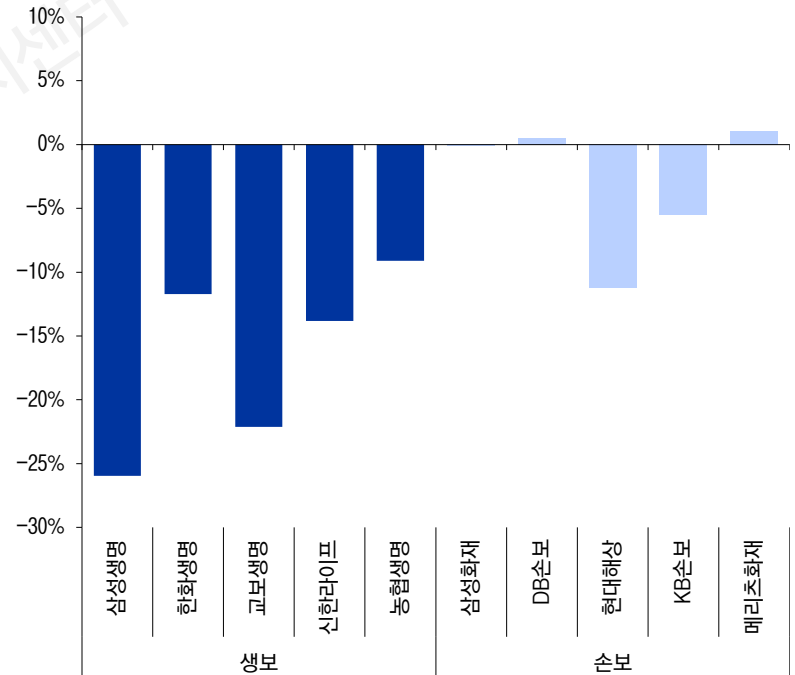
- 금리인하 환경에서 보험사는 자산듀레이션 < 부채듀레이션으로 인해 순자산가치가 하락
- 특히 과거와 달리 IFRS17 하에서는 부채의 시가평가로 인해 즉각적으로 부채증가/자본감소가 재무상태표에 반영
- 24년 중 보험업계 전반 자본규모 크게 감소(특히 생보사). 향후 추가 금리인하 속도에 따라 자본변동성 높게 유지될 듯

삼성생명 24년 중 부채와 자본규모 변화(연결기준)

(십억원)	2023년	2024년			24년 중 증감
		1Q	2Q	3Q	
총부채	270,361	272,374	278,286	277,383	
책임준비금	219,569	220,238	225,898	231,433	
보험계약부채	190,261	191,127	196,735	202,587	
BEL	174,906	175,479	180,916	186,514	+11.6조원
RA	2,873	2,910	2,886	2,865	
CSM	12,393	12,649	12,844	13,120	
보험료배분접근법적용	89	89	89	89	
투자계약부채	29,308	29,112	29,163	28,846	
기타부채	23,525	25,122	24,899	19,358	
특별계정부채	27,266	27,013	27,489	26,592	
자본총계	44,336	43,398	41,514	35,282	-9.1조원
지배주주지분	42,436	41,510	39,586	33,317	
자본금	100	100	100	100	
자본잉여금	125	125	125	125	
신종자본증권	0	0	0	0	
이익잉여금	17,978	17,935	18,682	19,355	
해약환급금준비금	0	0	0	0	
자본조정	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117	
기타포괄손익누계액	26,350	25,467	22,796	15,853	-10.5조원
비지배지분	1,900	1,888	1,928	1,966	

자료: LS증권 리서치센터

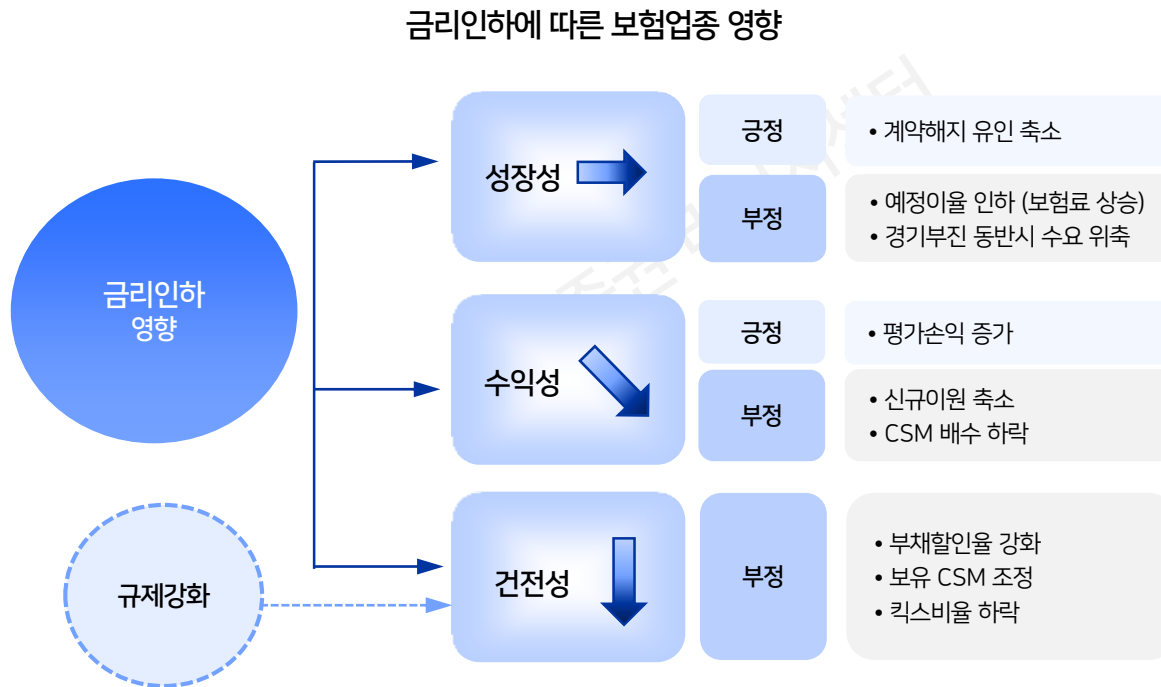
상위5개 보험사 24년 중 자본총계 변화율



# 과거 금리인하 사이클과의 차이점은?

## ● 금리인하와 보험주

- 수익성 측면에서도 금리인하는 보험사에 부정적: 신규이원 축소와 신계약 수익성 둔화(CSM 배수 하락: 특히 생보 종신보험 등)
- 금리인하 기조와 함께 최근 규제강화 조치 또한 병행되고 있어 건전성 부담 가중. 보유 CSM 조정과 함께 킥스비율 하락압력 예상
- 보유자산(채권) 평가이익 발생, 계약해지 유인 감소 등 금리인하의 긍정적 효과가 없는 것은 아니나 상대적으로 미미

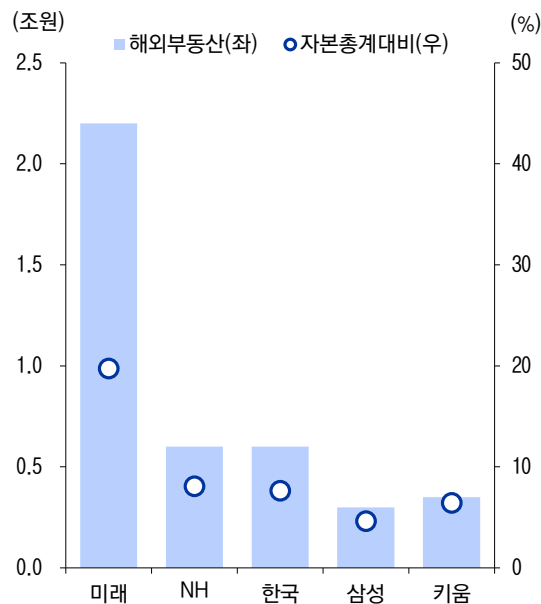


# 과거 금리인하 사이클과의 차이점은?

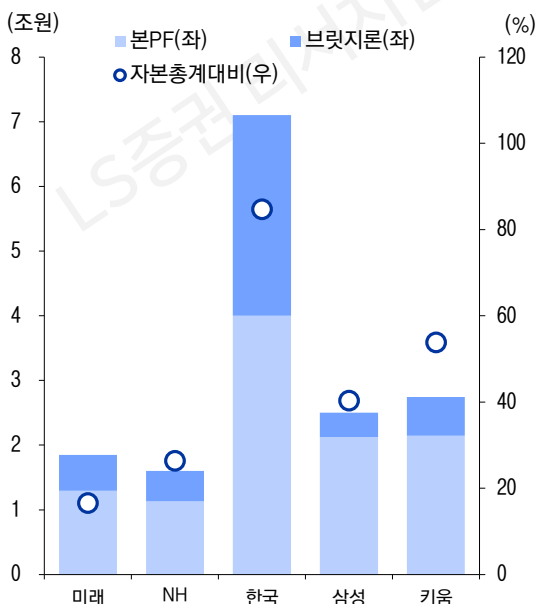
## ● 과거와의 차이점 (3) 증권: 투자자산 가치회복과 부동산 PF 리스크 해소여부

- 증권사의 대형화에 따른 국내외 투자자산 확대 → 22~23년 급격한 금리인상에 따른 가치 하락 → 금리인하 사이클 전환 이후 가치회복 여부 관건
- 높아진 부동산금융 의존도와 PF 리스크 경감 가능성 주목 필요

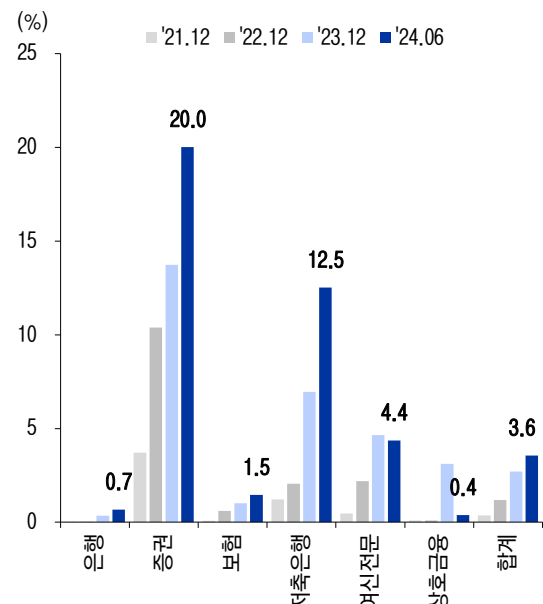
증권사별 해외부동산 익스포저



증권사별 부동산 PF 익스포저



금융업권별 부동산 PF 연체율



자료: LS증권 리서치센터

# 과거 금리인하 사이클과의 차이점은?

## ● 금융권 손실규모와 리스크 수준 구체화

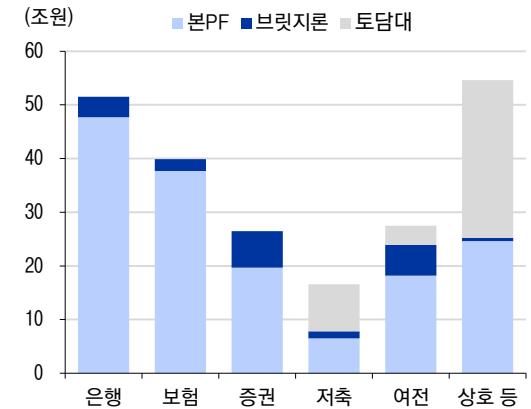
- 금융당국의 사업성 평가기준 강화로 옥석가리기 진전
- 부실 가능성 높은 PF 사이트 기준 증권업계 총당금 적립률 50% 수준: 추가손실 인식가능성 상존하나 리스크 수준 구체화에 따른 불확실성 축소

### 부동산 PF 사업성 평가결과와 금융권 익스포져

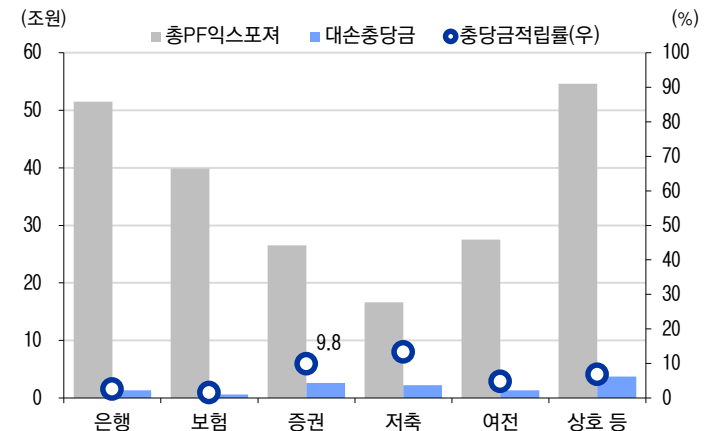
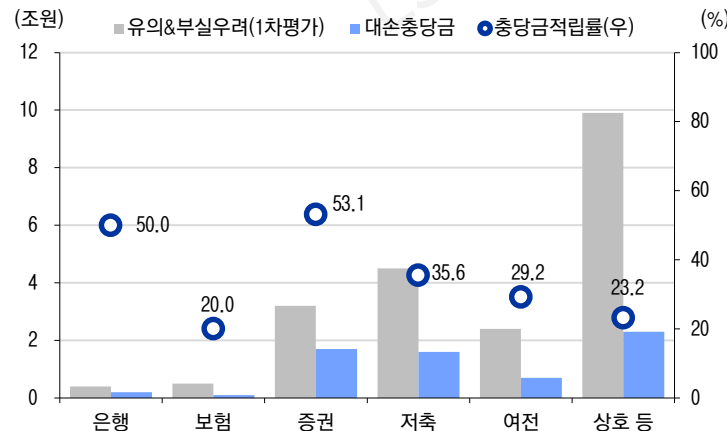
구분	전체	1차 평가대상	1차 평가대상 외
PF 익스포져	216.5조원	33.7조원 (15.6%)	182.8조원 (84.8%)
대상 사업장		연체, 연체유예, 또는 만기연장 3회 이상 사업장	그 외 모든 사업장
6월말 평가여부		0	0
6월말 평가기준		新사업성 평가기준	기존 사업성 평가기준 * 新사업성 평가기준도 적용 가능

구분(조원, %)	전체 (a)	1차 평가대상	유의(C)	부실우려(D)	C, D 소계(b)	비중 (b/a*100)
PF 익스포져	216.5	33.7	7.4	13.5	21.0	9.7



### 금융업권별 PF 총당금 적립비율

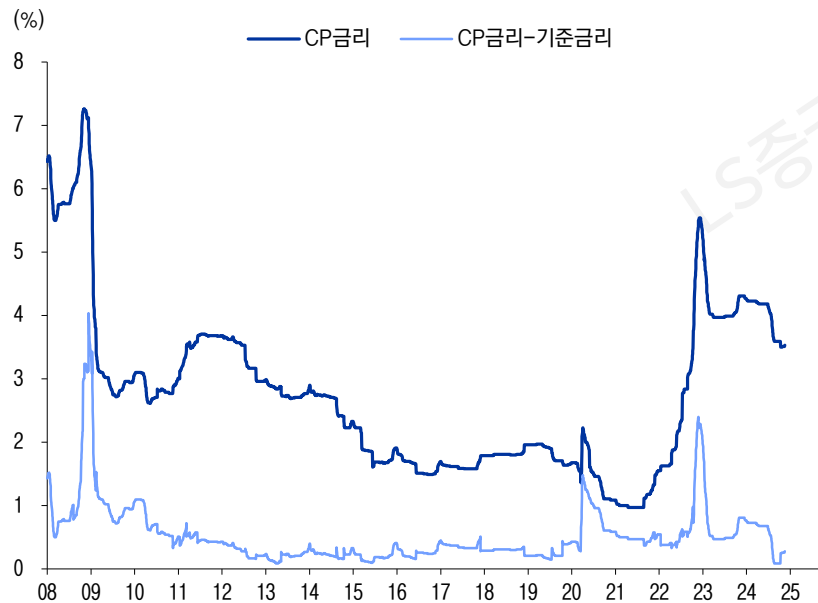


# 과거 금리인하 사이클과의 차이점은?

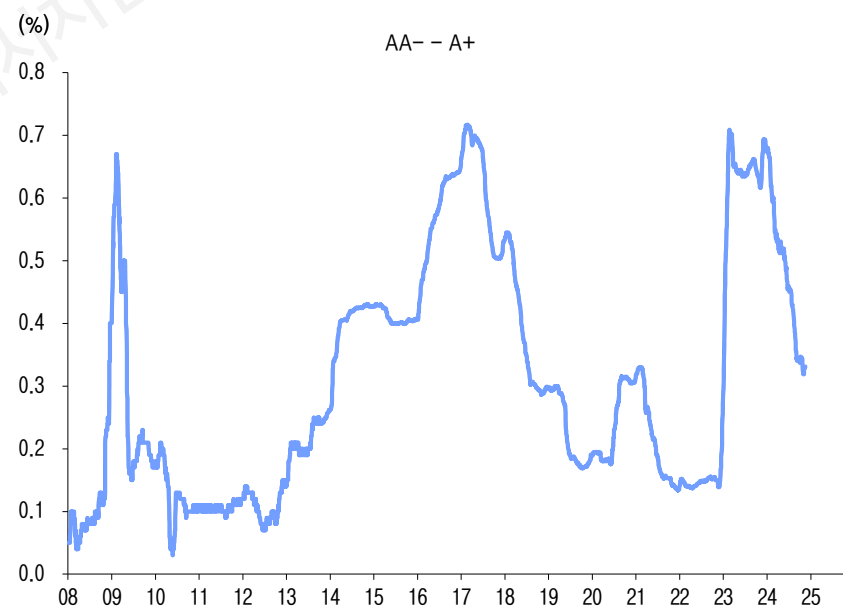
## ● 금리인하 사이클 전환 → 부동산 PF 리스크 경감 예상

- 금리하락과 맞물려 금융권 내 유동성/신용위험 경감
- 옥석가리기 본격화에 따른 불확실성 완화 + 금리인하 영향으로 사업성 개선 : 부실자산 처리 용이 + 신규 PF Deal 재개
- 향후 PF 리스크는 시스템적 위험 보다는 개별 사업장(건설사/금융사) 이슈로 전개

### CP금리와 기준금리 대비 스프레드



### 회사채 등급간 스프레드 [ AA(-) - A+ ]





## Part III

# 2025년 금융업종 전망

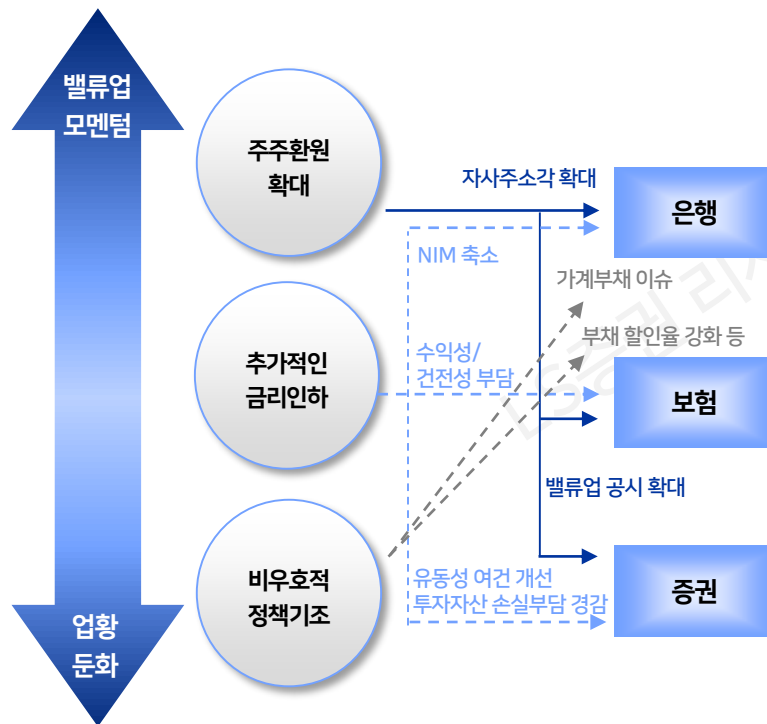
### 금융업종별 25년 전망과 주요 이슈

- 은행: 밸류업 모멘텀 VS 업황둔화
- 보험: 드리우는 먹구름
- 증권: 회복의 연장선

# 2025년 금융업종 전망과 투자전략

## ● 2025년 금융업종 상고하저 흐름 전망. 중립(Neutral)의견. 업종 선호도는 증권, 은행, 보험 순

- 25년 금융업종 밸류업 모멘텀 이어질 것이나 추가 금리인하에 따른 수익성 둔화 우려 점증 예상
- 비우호적 정책기조 또한 부담요인. 25년 상반기 중 금융주 리밸런싱 전략 권고



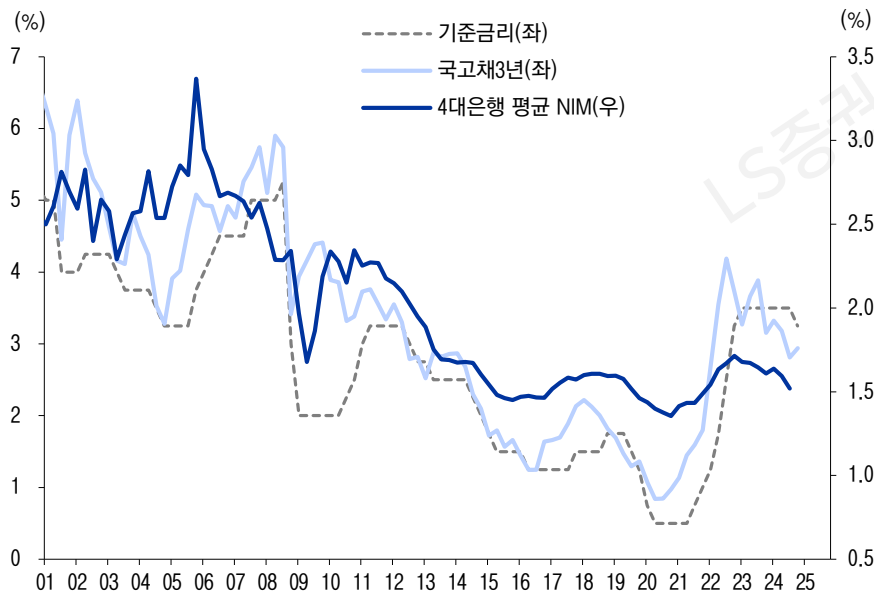
금융업종별 전망 & 주요이슈	투자매력도	Top Picks
<ul style="list-style-type: none"> <li>주주환원 강화조치 지속</li> <li>NIM 축소흐름 지속. 대손부담 점진적 완화</li> <li>가계부채 규제와 대출금리 인하압력 병존</li> </ul>	★★★★☆	KB금융
<ul style="list-style-type: none"> <li>고성장세 한계 봉착: 신계약 CSM 정체</li> <li>손해율, 해약률 등 효율성지표 둔화</li> <li>금리인하와 부채할인을 강화에 따른 자본관리 부담 가중</li> </ul>	★★★☆☆	DB손해보험 (손보>생보)
<ul style="list-style-type: none"> <li>금융여건 개선, 투자자산 손실우려 완화</li> <li>수익부문 전반 회복기조 유지</li> <li>부동산PF 리스크 경감. 업권 내 양극화 지속</li> </ul>	★★★★☆	한국금융지주, 키움증권

# 은행: 밸류업 모멘텀 VS 업황둔화

## ● 금리인하 사이클 초기에는 보수적 대응이 유리

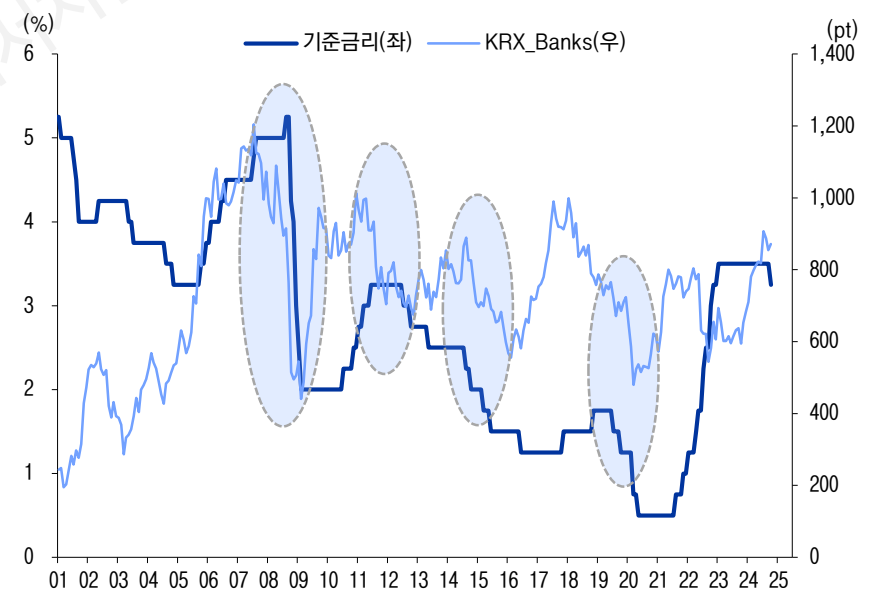
- 향후 기준금리의 방향성과 인상/인하 폭에 대한 예상이 시장금리와 대출금리, NIM과 은행주 주가에 반영
- 따라서 통상적으로 금리인하 사이클 초기에 은행별 NIM과 업종주가 조정 폭이 크게 나타남
- 금리인하 사이클 중반부 이후에는 NIM 추가하락 크지 않음

금리와 은행 NIM



자료: LS증권 리서치센터

기준금리와 은행업지수 추이

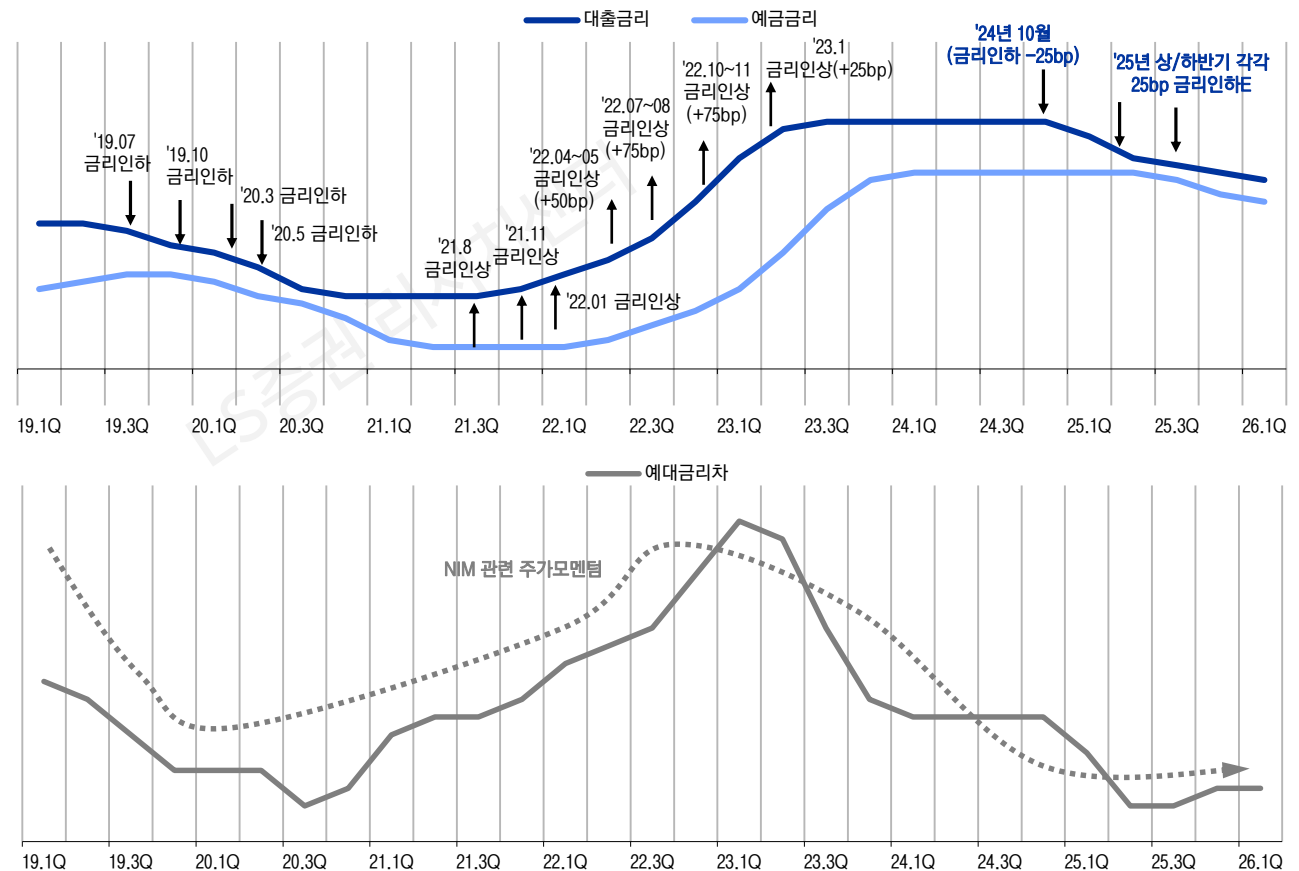


# 은행: 밸류업 모멘텀 VS 업황둔화

## ● 금리인하 사이클 초기에는 보수적 대응이 유리

- 25년 은행권 NIM 하락 불가피하나 23~24년 대비 하락 폭은 크지 않을 전망
- 25년 상반기 NIM 축소 이후 하반기 진정흐름 전망: 대출금리 하락 폭 둔화 + 예금금리 하락 본격화

기준금리  
변화에 따른  
예대금리차 추정



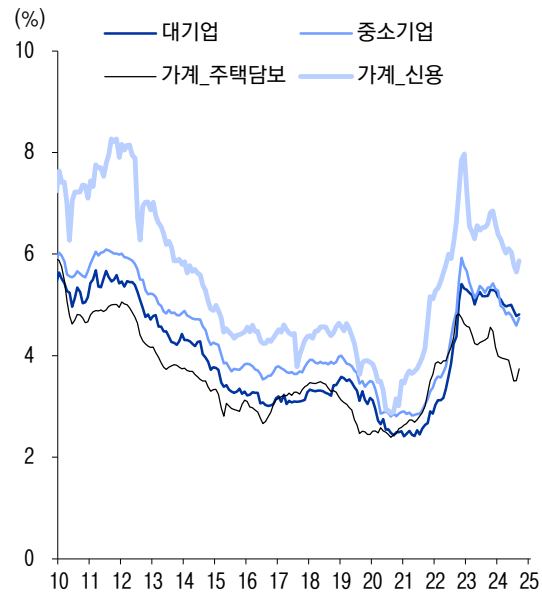
자료: LS증권 리서치센터

# 은행: 밸류업 모멘텀 VS 업황둔화

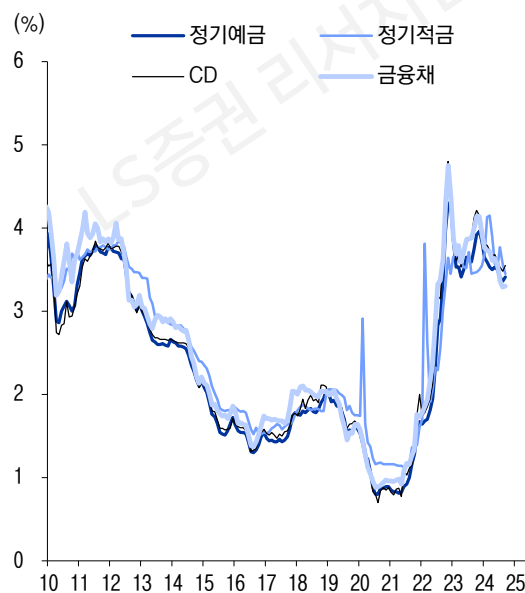
## ● 예대금리차 축소압력 지속

- 시장금리 하락과 함께 대출금리 하락세가 이어지고 있음
- 수신금리의 경우도 동반하락 양상을 보이고 있으나 하락 폭은 대출금리에 비해 현저히 적게 나타남
- 이로 인해 은행권 예대금리차가 지속 축소되며 이미 사상 최저수준까지 하락한 상태

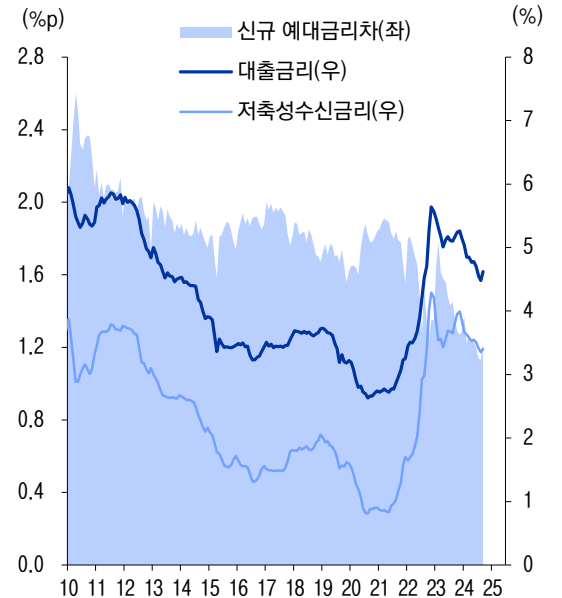
### 부문별 신규 대출금리



### 부문별 수신금리



### 예대금리차(신규취급액 기준)



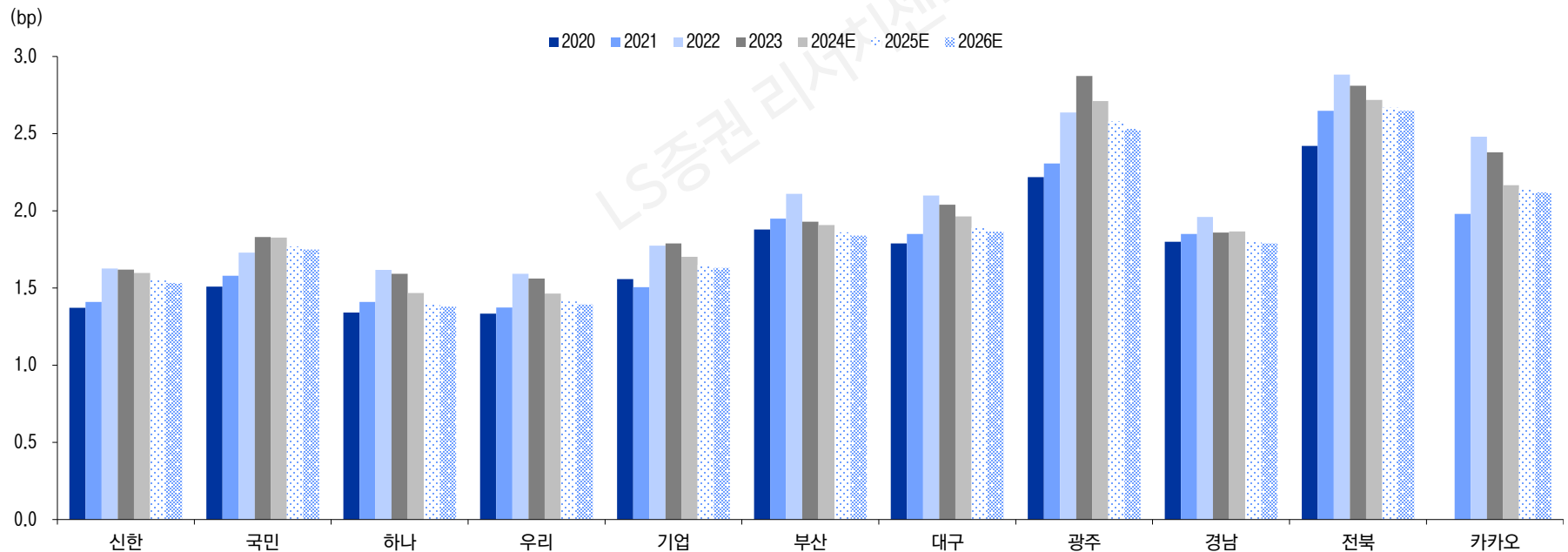
자료: LS증권 리서치센터

# 은행: 밸류업 모멘텀 VS 업황둔화

## ● 25년 은행권 평균 NIM -6bp 예상. 26년까지 NIM 둔화흐름 지속

- 24년 은행권 평균 NIM 8bp 하락 예상(3Q 누적 -7bp 기록 중), 2025년 6bp 추가하락 전망
- 대출/예금금리 동반하락으로 25년 NIM 하락 폭은 24년 대비 축소 예상
- 다만 기준금리 인하 사이클은 26년까지 이어질 것으로 보여 상당기간 NIM 둔화흐름 지속 불가피

## 은행별 NIM 추이와 전망



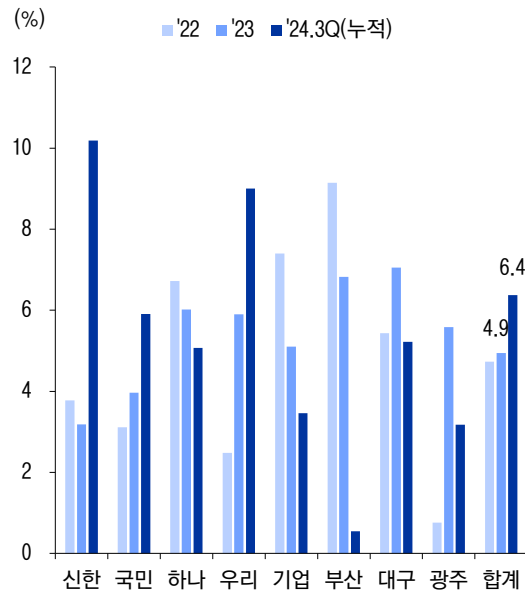
자료: LS증권 리서치센터

# 은행: 밸류업 모멘텀 VS 업황둔화

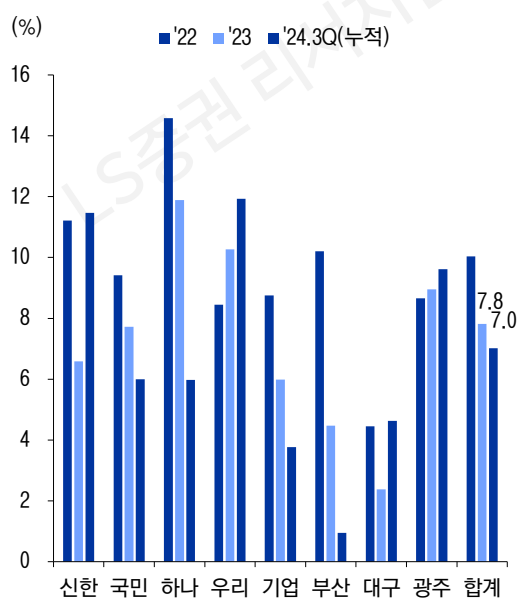
## ● 가계대출 회복으로 24년 대출성장률 7% 예상. 23년 대비 개선

- 24년 3분기 누적 8개 주요은행 합산 총대출 증가율은 6.4%. 24년 연간 7% 수준 대출성장률 전망
- 견조한 기업대출 증가세 이어지는 가운데 가계대출 회복으로 23년 대비 대출성장률 확대
- 8월 주담대 증가 폭 사상최대 수준 기록하는 등 가계대출 급증 → 금융당국 규제 본격화

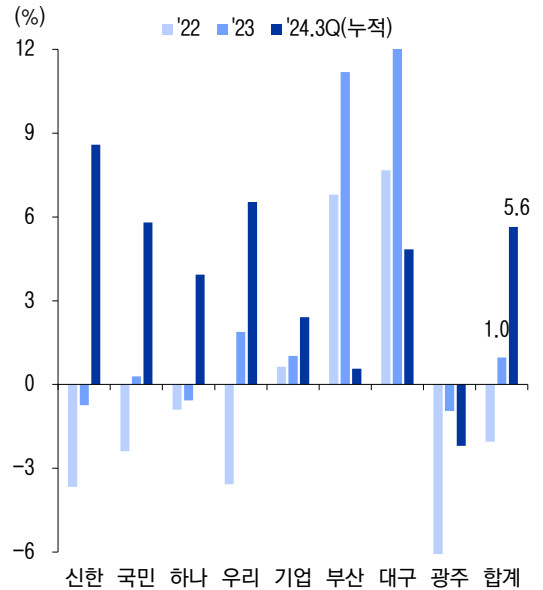
### 은행별 총대출 증가율



### 은행별 기업대출 증가율



### 은행별 가계대출 증가율

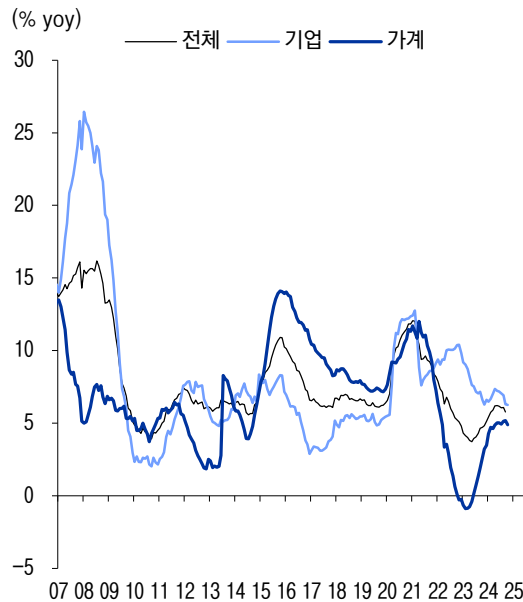


# 은행: 밸류업 모멘텀 VS 업황둔화

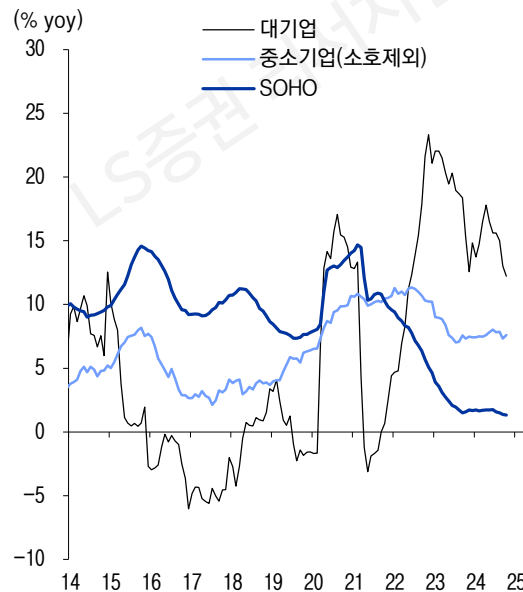
## ● 25년 은행권 대출증가를 4~5% 예상. 밸류업 관점에서도 고성장 유인 약화

- 금리인하 기조로의 전환에도 가계부채 규제기조 지속 강화 불가피: 가계대출 성장률 제한 예상
- 회사채시장 정상화에 따른 대기업 대출수요 감소, 내수부진 및 정책지원 축소로 SOHO대출 정체: 기업대출 또한 고성장세 지속 어려워
- 2025년 은행권 대출증가를 4~5% 예상. 밸류업 관점에서도 제한적인 RWA 성장이 필수 → 대출 고성장 유인 약화

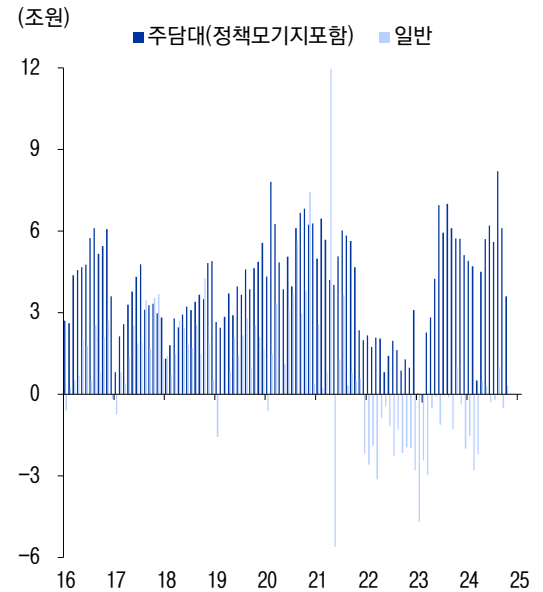
### 은행권 부문별 대출증가율



### 기업대출 부문별 증가율



### 가계 주담대와 일반(신용)대출 월별 순증

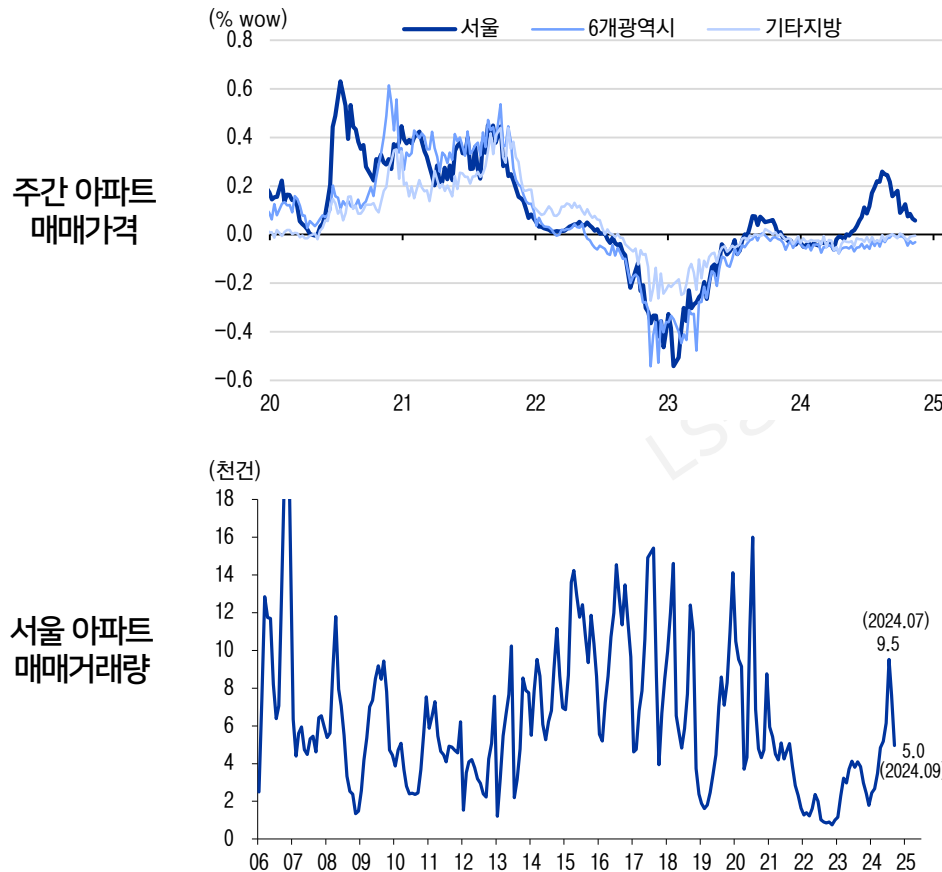




# 은행: 밸류업 모멘텀 VS 업황둔화

## ● 은행권 가계대출 규제 본격화

- 24년말까지 사실상 은행별 가계대출 총량 규제
- 금리인하 기대감 → 서울/수도권 부동산 가격상승. 최근 대출규제로 거래/가격 조정



## 은행별 대출규제 현황

	KB	신한	하나	우리	NH농협	기업	SC제일
유주택 주담대 금지 (갈아타기·결혼·상속 제외)	○ 서울·수도권 1주택, 기타 지역은 2주택부터 금지	○	×	○ 서울·수도권 한정	○ 서울·수도권 한정	×	×
주담대 만기 30년으로 제한	○ 서울·수도권 한정	○	×	○	×	○	×
주담대 생활 안정자금대출 제한	○ 최대 1억원, 전세금 반환 목적은 제외	○ 최대 1억원	○ 다주택자에 한해 최대 1억원	○ 최대 1억원	○ 다주택자에 한해 최대 1억원	○ 다주택자에 한해 최대 1억원	×
유주택 전세대출 제한	×	○	×	○	×	×	×
조건부 전세대출 제한 (갭투자 방지)	○	○	×	○	○	○	×
신규 분양 아파트 전세자금대출 제한	○	○	×	○	○	○	×
신용대출 한도 연소득 내로 제한	○	○	×	×	×	×	×
마이너스 통장 한도 제한	○	○	×	×	×	×	×
주담대 모기지 보험 (MCI/MCG 제한)	○	○	○	○	○	○	×
주담대 거치기간 폐지	×	○	×	×	×	○	×

# 은행: 밸류업 모멘텀 VS 업황둔화

## ● 가계부채 이슈 표면화: 관리강화 기조 불가피

- 수도권 주담대 스트레스금리 강화: 사실상의 핀셋규제
- 3단계 스트레스 DSR 조기시행 등 추가규제 가능성 시사 → 금리인하 국면에서 가계대출 확대 제한 조치

## 가계대출 관리방안과 2단계 스트레스 DSR 시행

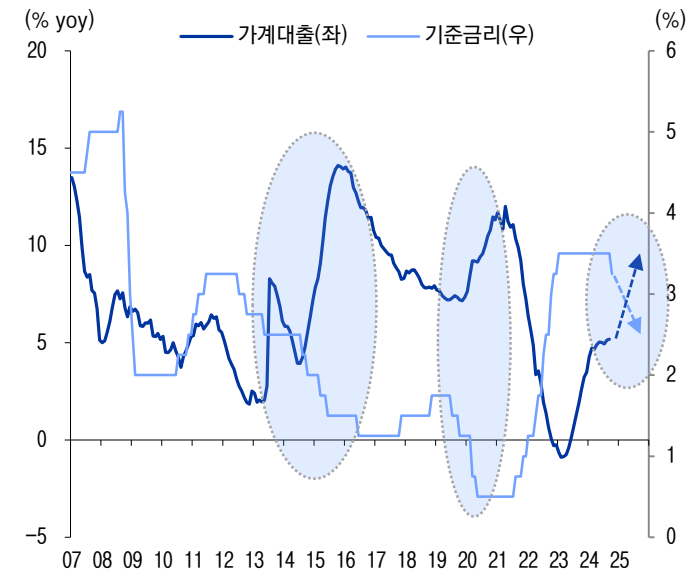
		내용		
I. 2단계 Stress DSR 시행 (24. 9. 1~)		① 대상기관: 은행권 및 2금융권(상호·저축·여전·보험) ② 대상대출: 은행권 주담대 및 신용대출, 2금융권 주담대 ③ 스트레스 금리 - 0.75%p ('24.6월 기준 스트레스 금리(1.5%p) × 적용비율(50%) - 은행권 취급 수도권 주담대: 1.20%p (적용비율 80%)		
II. 추가조치 검토 및 향후 계획		- 가계부채 증가 추이, 부동산 시장 상황에 따라 필요시 1) DSR 적용범위 확대 (전세자금대출 등) 2) 은행권 주담대 위험가중치 상향 등 조치 검토 및 단계별 시행		

		1단계	2단계	3단계(잠정)
시행시기		'24.2월 ~ '24.8월	'24.9월	'25.7월
적용대상	은행권	주택담보대출	주담대 + 신용대출	주담대 + 신용대출 + 기타대출
	제2금융권	-	주택담보대출	주담대 + 신용대출 + 기타대출
스트레스 금리		기본 스트레스 금리의 25% 적용	기본 스트레스 금리의 50% 적용	기본 스트레스 금리의 100% 적용

자료: 금융위원회, LS증권 리서치센터

## 기준금리와 가계대출 증가율

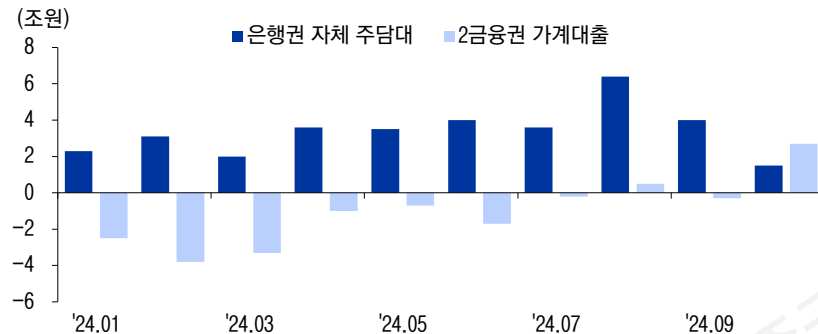


# 은행: 밸류업 모멘텀 VS 업황둔화

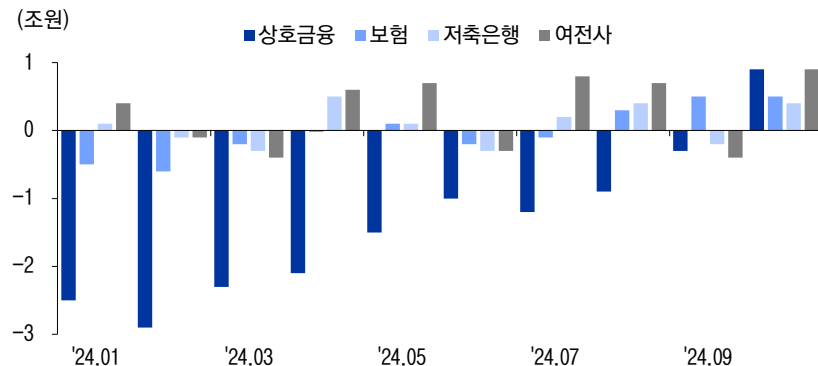
## ● 비은행권 가계대출 풍선효과: 금융당국 추가규제 예고

- 은행권 규제로 최근 2금융권 가계대출 증가(보험사, 상호금융 등). 금융당국 추가규제 방침 설정

### 은행권과 2금융권 가계대출 월별 순증



### 2금융권 가계대출 월별 순증



자료: 금융위원회, LS증권 리서치센터

10월 가계대출 약 6조 원 ↑..'풍선효과'에 2금융권 3년 만에 최대폭 증가



경제 · 금융

'한 달 새 2조' 불어난 2금융권 가계빚... 연간 대출 목표 받는다

경제

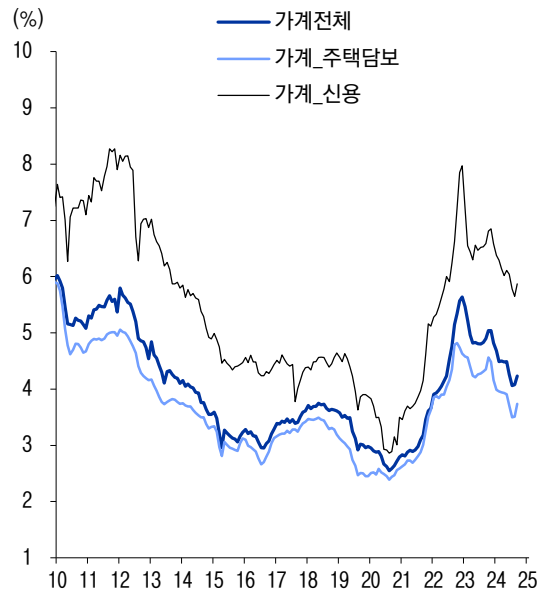
가계대출 '풍선효과'...농협·신협·새마을금고 예의주시

# 은행: 밸류업 모멘텀 VS 업황둔화

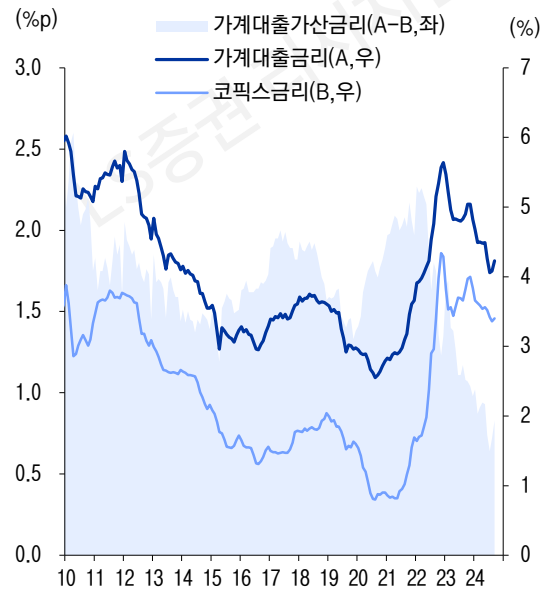
## ● 가계대출 규제의 단기적 영향은 가산금리 상승, 중장기 영향은 성장제약

- 가계대출 규제의 일차적 영향은 가산금리 상승: 기준금리 인하에도 주담대 금리 반등
- 단기적으로는 은행권 이자이익 확보에 긍정적일 수 있으나, 규제기조가 장기간 지속시 성장제약요인으로 작용. 중소기업대출 등 기타대출 경쟁심화 유발
- 24년말 총량규제 일단락 이후 은행권 대출 재차 확대여지 있으나, 정부의 추가 억제조치 또한 동반될 것

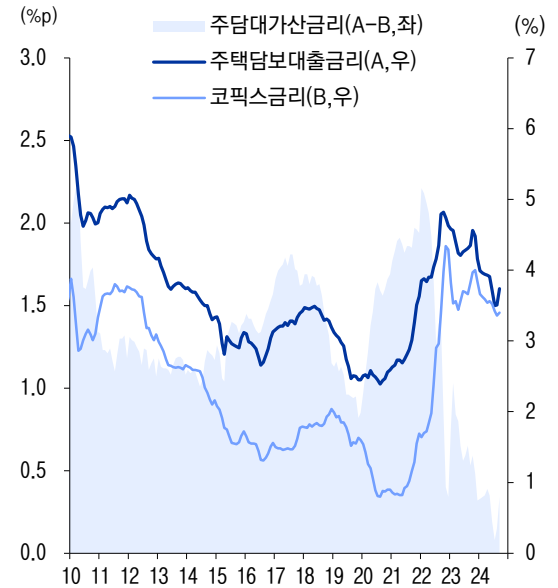
은행권 가계대출 금리



가계대출 가산금리



주담대 가산금리



# 은행: 밸류업 모멘텀 VS 업황둔화

## ● 가계대출 억제 과정에서 규제 변수 또한 상존

- 가계대출 억제를 위한 가산금리 확대는 결국 규제이슈에 직면할 가능성이 높음
- 가산금리 절대수준은 여전히 역사적 최저치이나 금리인하 기조하에서 대출금리가 지속 높게 유지될 경우 궁극적으로는 각종 저항에 부딪힐 수 밖에 없음
- 최근 정치권은 은행의 가산금리 산정기준 법제화를 요구: 원가공개 부담 가중

경제

## 이복현 금감원장 “금리 인하기 예대금리차 확대 문제”

임원회의서 은행권 예대금리 관리 주문  
“금리부담 경감효과 희석돼선 안돼”



은행 예금금리 3%대로 '뚝'...대출금리는 4~5%대로 '쑥'

한은 기준금리 인하 이후 은행 예·적금 금리 줄하향  
대출금리는 오히려 올라...당국 가계대출 관리 요구 탓

기준금리 내렸는데...은행 주담대 금리 최대폭 상승

경제

## 野 "은행 가산금리 법으로" 경영개입 논란

가산금리에서 제외 논의 중인  
법정비용 항목

	대출금리 모범규정	민병덕 의원 개정안
교육세	○	×
법정출연금	○	×
예금자보호료	2022년 10월 18일 대출금리 모범규정 개정 이후 제외	
지급준비금 예치금		

은행의 교육세·법정출연금 규모  
(단위=원)



\*자료=은행연합회

‘대출가산금리 원가공개’에 은행권 촉각

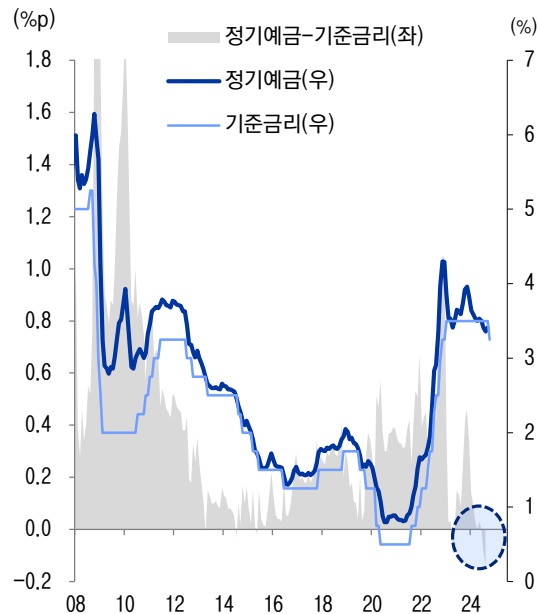
더불어민주당 “은행법 개정안 연내 처리” 굳은 의지  
업계 “해외, 법으로 가산금리 정하는 사례 없어” 반발

# 은행: 밸류업 모멘텀 VS 업황둔화

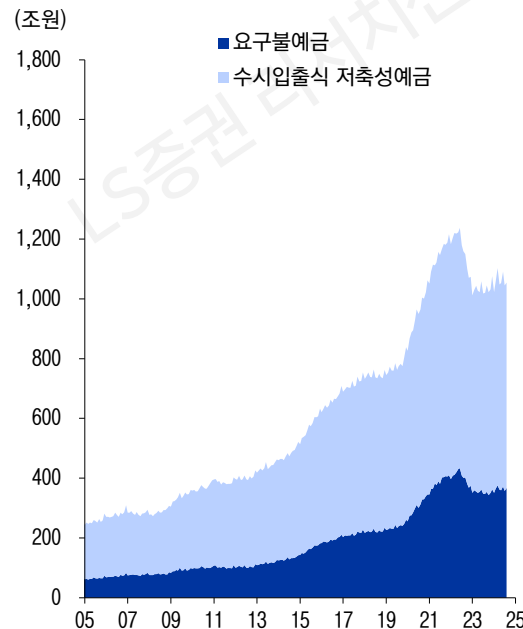
## ● 은행권 저원가성 수신 조달 경쟁 심화 예상

- 대출성장률 목표가 낮아 고금리예금(정기예금 등) 유치경쟁 유인이 악화된 상태: 현재 정기예금 금리가 기준금리 수준에 머물러 있음
- 대신 조달비용 관리 차원에서 저원가성수신(결제성예금) 의존도가 더욱 높아질 전망
- 금리(물가)하락에도 아직 결제성예금 증가율은 3%에 그쳐 역사적으로 낮은 상황(은행예금 해외증시/가상자산 등으로 이탈 추정)  
→ 은행권 내 저원가성 수신 조달경쟁 심화 예상

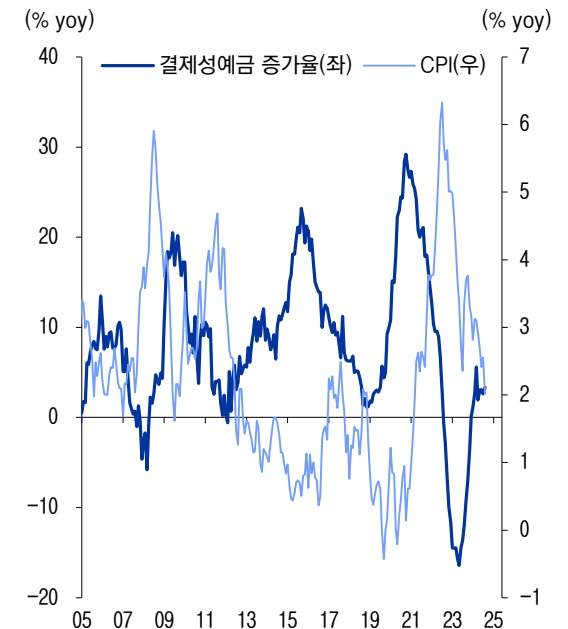
### 은행권 정기예금 금리



### 결제성예금 추이



### 결제성예금 증가율과 소비자물가 상승률



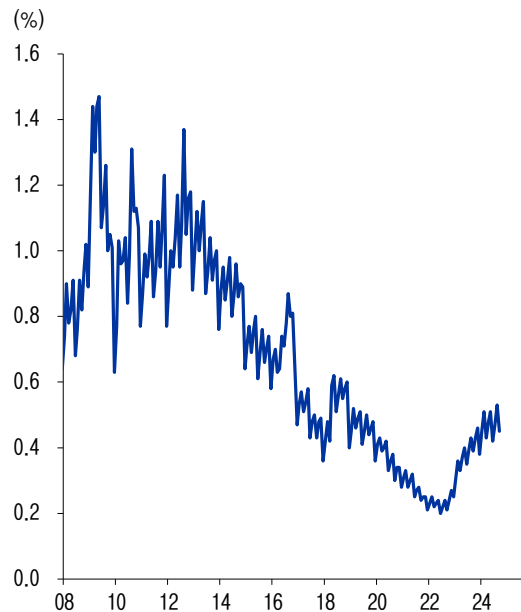
자료: LS증권 리서치센터

# 은행: 밸류업 모멘텀 VS 업황둔화

## ● 24년 하반기 대손부담 정점 예상

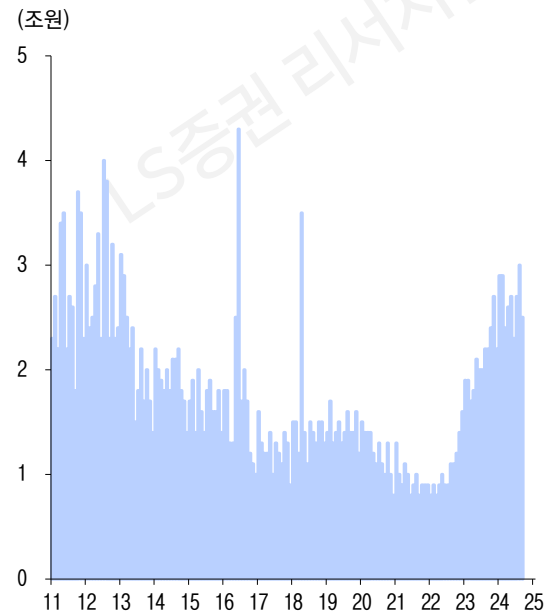
- 아직 은행권 연체율 절대수준은 0.5%로 높지 않으나 신규연체 규모는 이미 10년래 최고수준으로 상승
- 부문별로는 개인사업자대출 연체율 수준이 과거 대비 월등히 높게 나타남
- 고금리/고물가 장기화에 따른 내수 부진 심화를 반영

은행권 총대출 연체율 추이

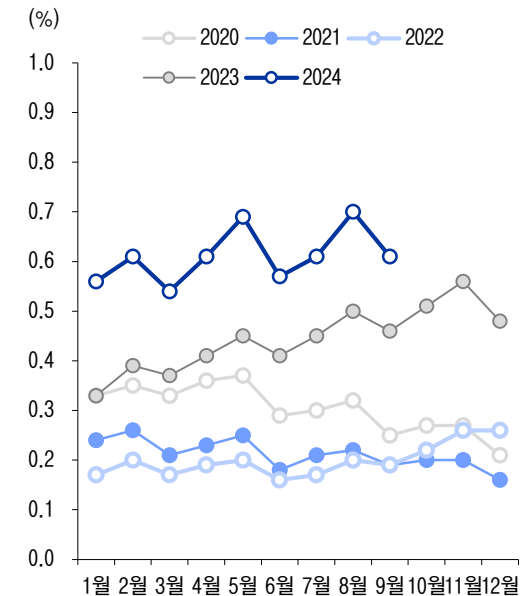


자료: LS증권 리서치센터

은행권 신규연체 발생규모



개인사업자대출 월별 연체율 추이

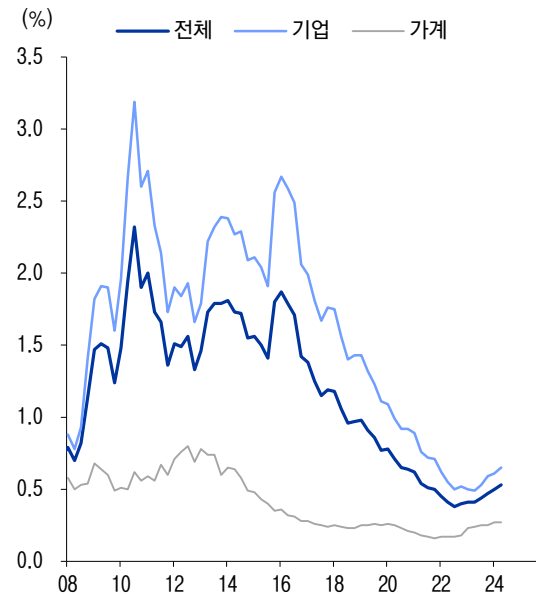


# 은행: 밸류업 모멘텀 VS 업황둔화

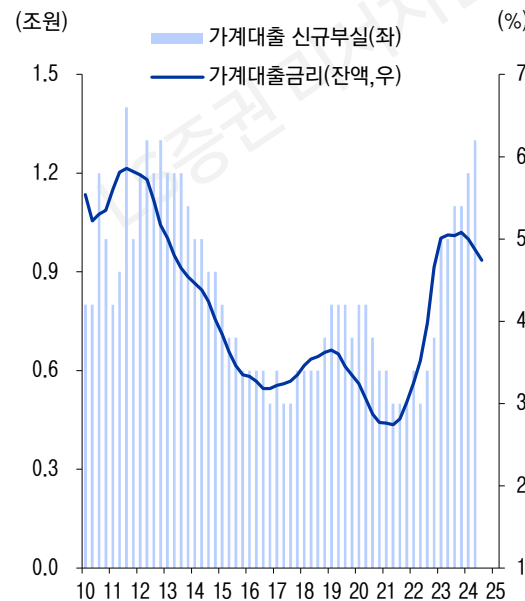
## ● 25년 대손부담 경감되나 속도는 빠르지 못할 전망

- 24년 하반기 대손부담 정점 예상. 대출금리(잔액기준) peak-out이 시차를 두고 대손부담 경감으로 이어질 것
- 하지만 고금리 장기화와 구조적 내수부진(가계부채 등) 요인으로 인해 대손비용률 하락 폭은 크지 않을 전망
- 부실채권 비율 또한 과거에 비해 현저히 낮고 가계/기업대출 모두 상승 폭이 크지 않았음. 충당금 환입효과 또한 크게 기대하기 어려울 듯

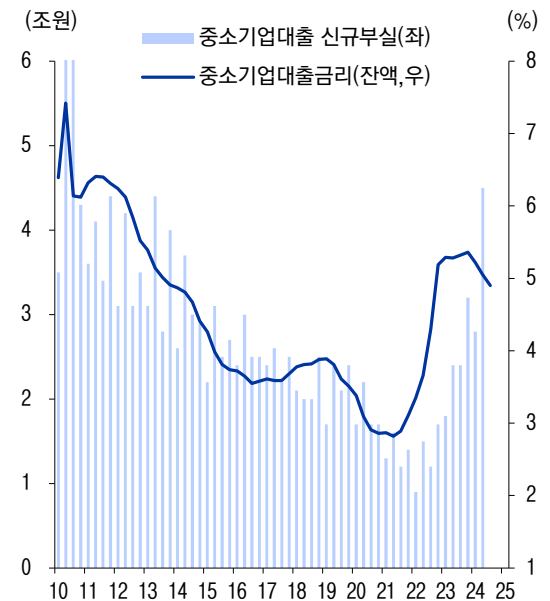
은행권 부문별 부실채권비율



가계대출 신규부실과 대출금리



중소기업대출 신규부실과 대출금리



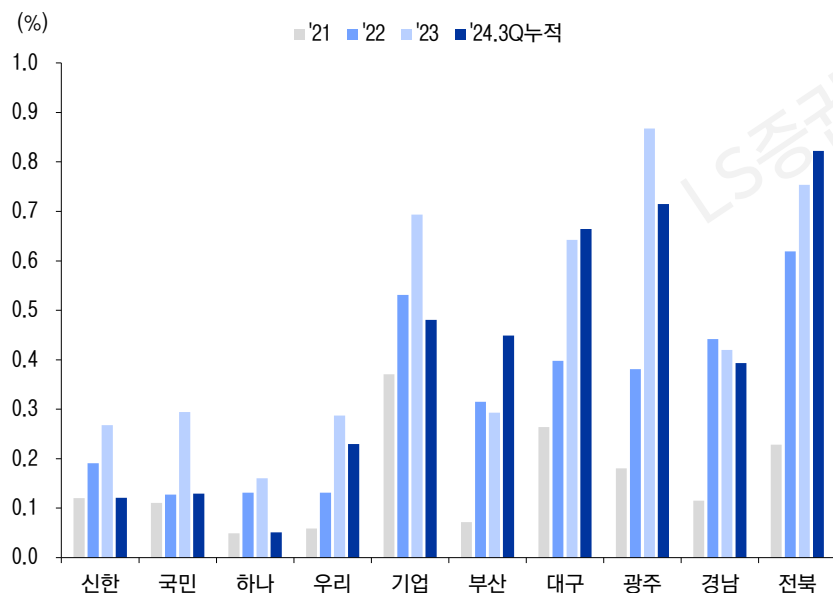


# 은행: 밸류업 모멘텀 VS 업황둔화

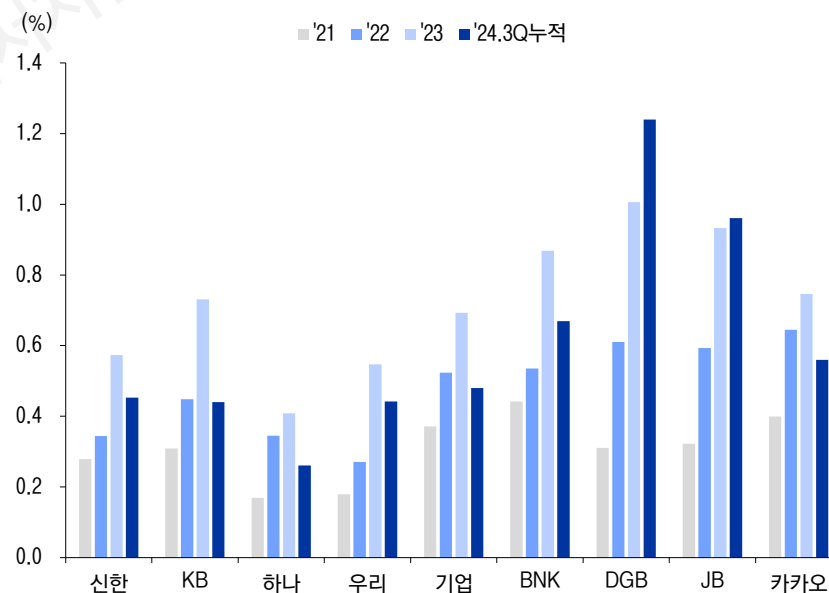
## ● 24년 대손비용률 50bp, 25년 45bp 예상

- 2024년 3분기 누적 8개 은행지주 합산 대손비용률은 47bp로 23년의 62bp 대비 하락: 23년 보수적 충당금 적립 영향
- 24년 연간 대손비용률은 50bp로 예상. 연말 추가충당금 적립 예상되나 23년 대비로는 크지 않을 것
- 2025년 대손비용률은 45bp 수준 전망. 23~24년 대비 대손부담 경감 예상되나 과거 대비로는 여전히 다소 높은 수준

은행별 대손비용률



금융지주별 대손비용률



# 은행: 밸류업 모멘텀 VS 업황둔화

## ● 25~26년 은행업종 이익 증가율 둔화, 수익성 정체흐름 예상. 업종의견 중립(Neutral) 제시

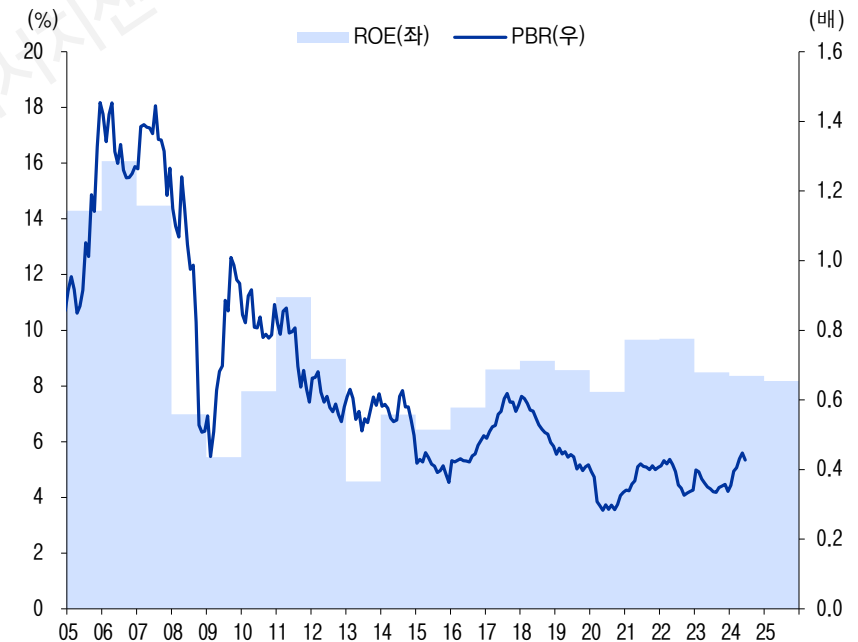
- 24년 은행지주 합산순이익은 22조원 추정(+12%). 23년 감익 이후 개선
- 25년 순이익증가율은 4%로 둔화 예상. 이자이익 증가세 둔화와 높은 대손부담으로 26년까지 수익성 정체흐름 전망
- 25~26년 업종 합산 ROE 8.8~8.9% 예상. 수익성 창출역량 우위에 있는 상위사 역시 27년 ROE 10% 달성은 쉽지 않은 과제로 판단
- 현재 은행업종 PBR은 0.5배. 밸류업 기초 이어질 것이나 주주환원 확대 기대감은 주가에 상당부분 반영. 업종의견 중립(Neutral) 제시

## 은행지주 합산실적 추이 및 예상

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
총영업이익	58,899	63,609	67,744	71,238	72,051	74,452
이자이익	48,797	56,118	56,072	57,211	57,797	59,551
수수료이익	11,249	10,649	11,135	12,382	12,959	13,652
기타비이자이익	-1,147	-3,159	537	1,645	1,295	1,249
판관비	27,520	28,282	27,800	28,832	29,589	30,586
총당금적립전이익	31,380	35,326	39,944	42,407	42,462	43,865
대손비용	5,002	8,056	13,170	11,303	10,420	10,507
영업이익	26,378	27,270	26,775	31,104	32,042	33,358
영업외손익	73	902	-284	-1,193	-68	-71
세전이익	26,450	28,172	26,491	29,911	31,974	33,287
지배주주순이익	18,960	20,519	19,566	21,993	22,943	23,894
(증가율)	38.5%	8.3%	-4.6%	12.4%	4.3%	4.1%

자료: LS증권 리서치센터

## 은행업종 합산 ROE와 PBR

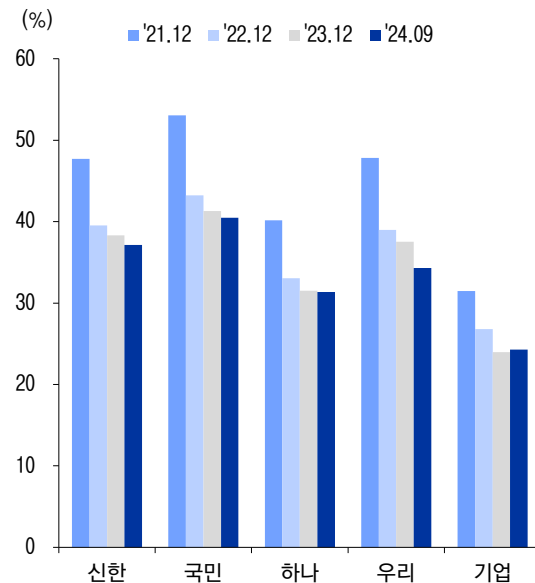


# 은행: 밸류업 모멘텀 VS 업황둔화

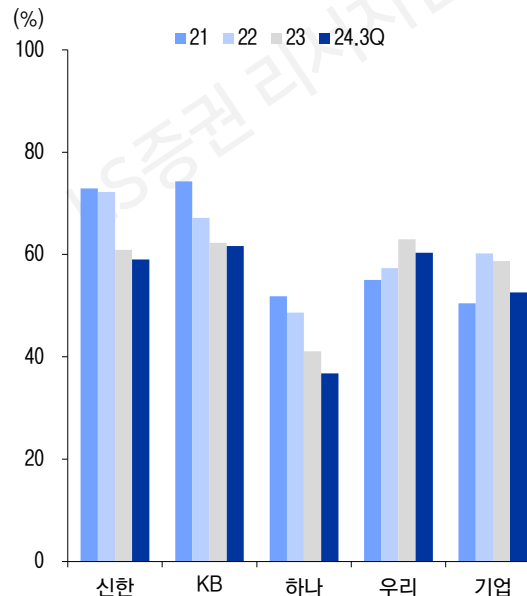
## ● 최선호주 KB금융. 고수익성 유지와 밸류업 관점에서 가장 매력도 높음

- 금리인하 기초하에서 NIM 방어 역량이 보다 중요. 대손부담 경감 속도 또한 더딜 것으로 보여 건전성 지표관리 또한 수익성 방어에 필수
- 저원가성 수신비중 높고 업종 내 가장 양호한 자산건전성 보유한 KB금융 최선호주 유지
- 금리인하 사이클 하에서 비은행 비중이 높은 다각화된 사업구조 강점이 더욱 부각될 전망. 밸류업 관점에서도 가장 매력도 높음

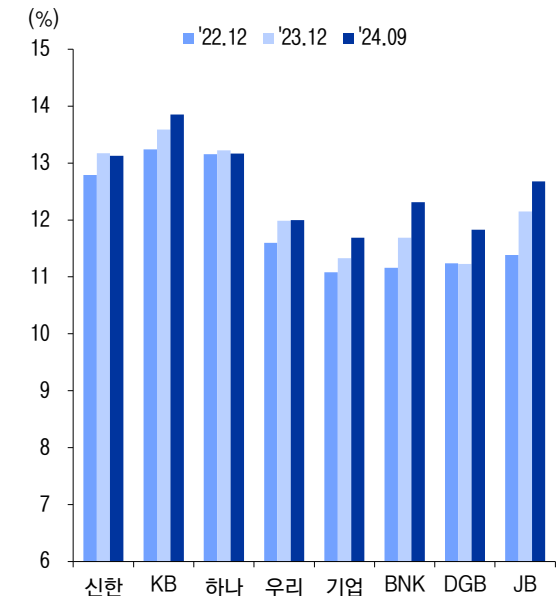
은행별 저원가성수신 비중



총당금 커버리지 비율(요주의이하여신 대비)



보통주자본비율 비교



# 은행: 밸류업 모멘텀 VS 업황둔화

## ● 은행업종 종목별 투자의견과 주요지표

- 실적추정치 변경 및 업종의견 반영해 일부 종목 목표주가와 투자의견 변경
- 우리금융지주와 DGB금융지주 목표주가 유지하나 주가상승여력 축소로 보유의견으로 하향. 기타 종목 기존의견 유지

		신한지주	KB금융	하나금융	우리금융	기업은행	BNK금융	DGB금융	JB금융	카카오뱅크
투자의견		Buy(유지)	Buy(유지)	Hold(유지)	Hold(하향)	Hold(유지)	Buy(유지)	Hold(하향)	Hold(유지)	Buy(유지)
목표주가(수정)		68,000	115,000	70,000	19,500	15,500	12,000	10,000	19,000	28,000
목표주가(기존)		68,000	110,000	70,000	19,500	15,500	11,000	10,000	17,000	28,000
Target PBR		0.63	0.75	0.49	0.45	0.40	0.37	0.29	0.72	1.93
현재주가(11/22)		55,700	98,400	62,500	16,760	14,800	9,960	8,480	18,750	21,300
순이익 (십억원)	2023	4,368	4,632	3,422	2,506	2,670	640	388	586	355
	2024E	4,829	5,233	3,851	3,042	2,784	827	301	664	461
	2025E	5,053	5,306	3,961	3,232	2,846	878	488	674	505
	2026E	5,186	5,444	4,130	3,422	2,988	941	531	703	549
BPS(원)	2023	96,964	137,053	124,081	37,313	34,515	29,477	32,063	24,005	12,772
	2024E	103,118	143,590	135,733	40,232	36,264	30,937	32,006	25,469	13,675
	2025E	107,447	153,777	142,242	43,110	38,774	32,077	34,096	26,415	14,532
	2026E	111,959	164,601	148,444	46,164	41,411	33,288	36,251	27,233	15,459
ROE(%)	2023	9.0	9.7	8.9	8.2	8.8	6.4	6.6	12.1	6.0
	2024E	9.5	9.9	9.4	9.2	8.6	7.9	5.1	12.9	7.3
	2025E	9.6	9.7	9.2	9.3	8.2	8.1	7.8	12.6	7.5
	2026E	9.5	9.6	9.1	9.3	8.2	8.4	8.0	12.7	7.7
PER(배)	2023	4.3	4.2	3.6	3.6	3.2	3.4	3.2	3.1	33.6
	2024E	5.8	7.0	4.6	4.1	4.2	3.8	4.7	5.4	22.0
	2025E	5.5	6.7	4.5	3.9	4.1	3.6	2.9	5.3	20.1
	2026E	5.4	6.4	4.3	3.6	3.9	3.4	2.7	5.1	18.5
PBR(배)	2023	0.37	0.38	0.34	0.32	0.31	0.23	0.24	0.39	1.96
	2024E	0.54	0.69	0.46	0.42	0.41	0.32	0.26	0.74	1.56
	2025E	0.52	0.64	0.44	0.39	0.38	0.31	0.25	0.71	1.47
	2026E	0.50	0.60	0.42	0.36	0.36	0.30	0.23	0.69	1.38
DPS(원)	2023	2,100	3,080	3,400	1,000	984	510	550	855	150
	2024E	2,070	3,150	3,400	1,120	920	630	650	830	200
	2025E	2,200	3,235	3,700	1,305	1,060	730	700	985	220
	2026E	2,280	3,320	3,800	1,380	1,110	780	780	1,029	240

자료: LS증권 리서치센터

# 보험: 드리우는 먹구름

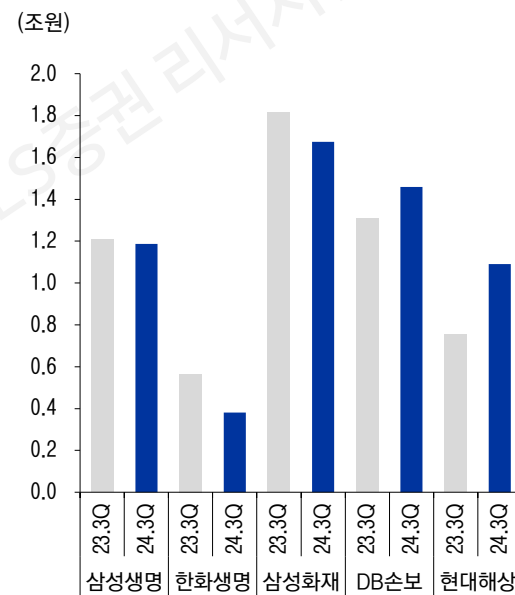
## ● 24년 보험업종 호실적 시현

- 24년 보험업계 호실적 기록. 3분기 누적 순이익 규모가 이미 작년 연간 수준 상회
- 손보사는 보험손익과 투자손익 동반 개선되며 실적호조세 보임
- 생보사의 경우 보험손익 둔화와 투자손익의 높은 변동성으로 인해 상대적으로 낮은 수익성 시현

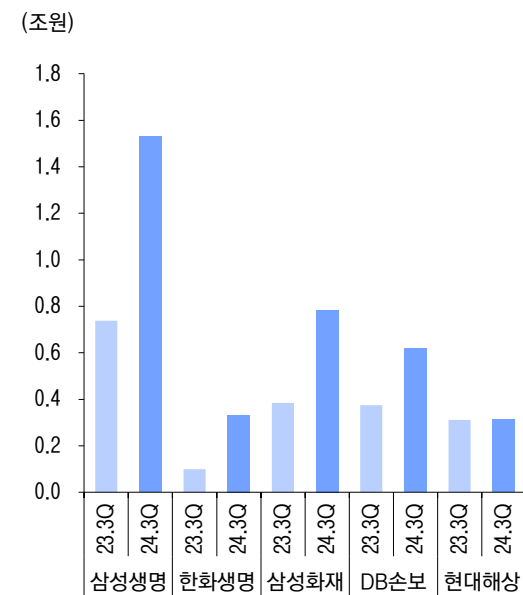
보험사 24.3Q 누적 순이익

(십억원)	23년 연간	23.3Q (누적)	24.3Q (누적)	YoY %	24년E ROE
삼성생명	1,895	1,450	2,042	40.9%	6.3%
한화생명	616	578	585	1.2%	6.9%
삼성화재	1,818	1,640	1,866	13.8%	13.4%
DB손보	1,537	1,276	1,578	23.7%	21.0%
현대해상	806	786	1,046	33.1%	20.9%

회사별 보험손익(누적기준)



회사별 투자손익(누적기준)

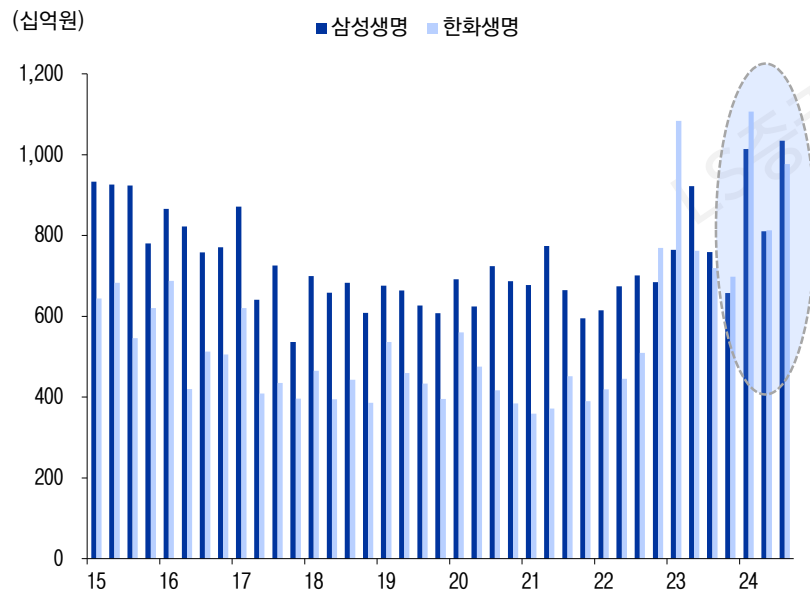


# 보험: 드리우는 먹구름

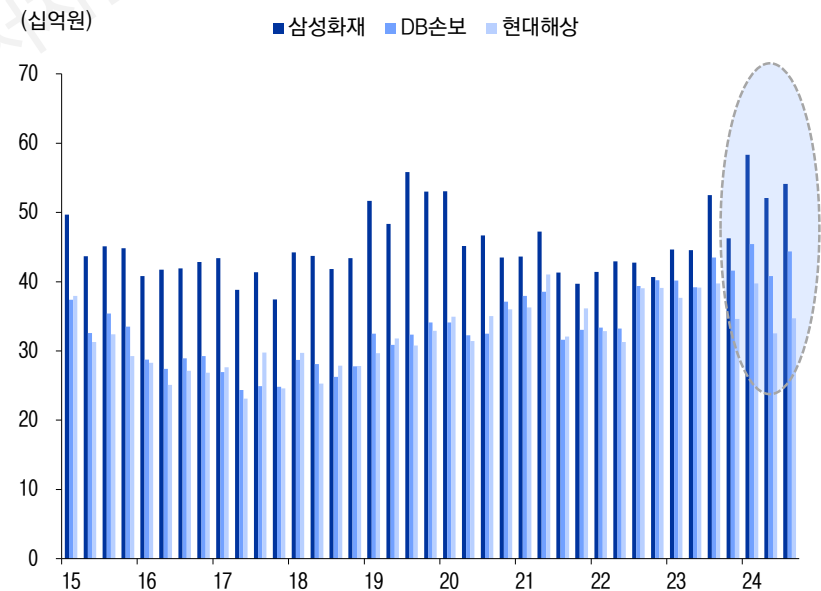
## ● 유례없는 고성장세: 호실적의 배경

- 23년에 이어 24년에도 신계약 규모가 큰 폭으로 증가
- 생보: 단기납 종신 판매 축소에도 무저해지 건강보험 중심으로 고성장세 지속
- 손보: 담보확대 등으로 질병보험을 중심으로 높은 신계약 증가율 유지
- CSM 확보를 위한 매출 고성장세 지속: 건강보험 중심으로 업권 내 경쟁강도 과열구도

생보사 신계약 APE



손보사 신계약 추이

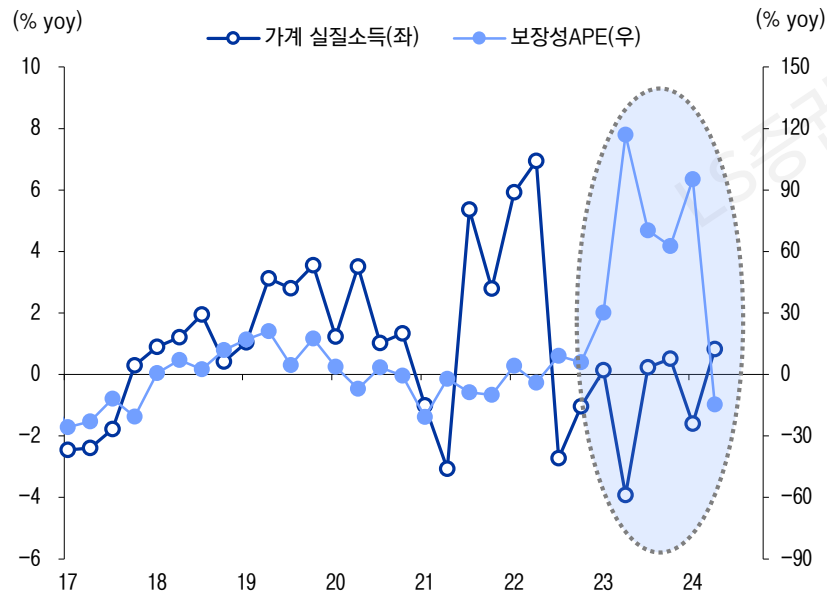


# 보험: 드리우는 먹구름

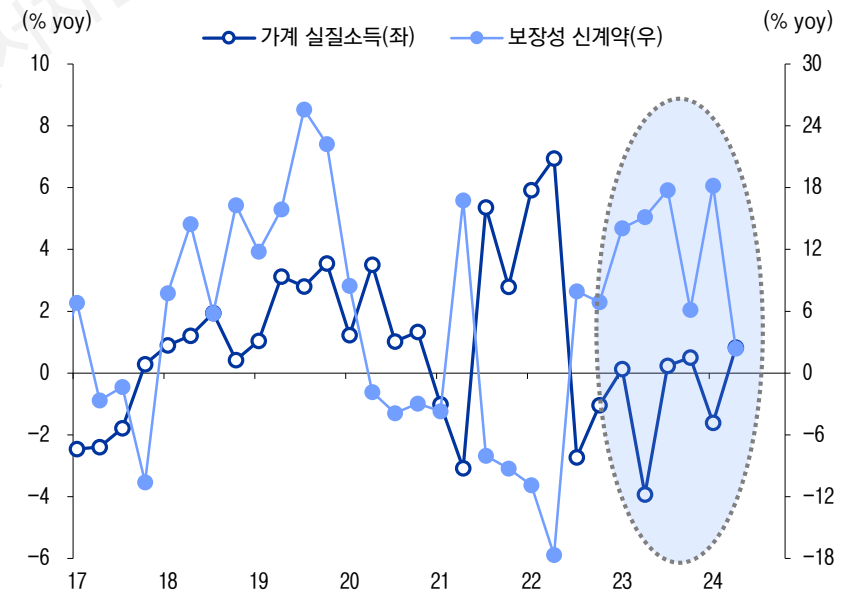
## ● 경기둔화를 동반한 금리인하 사이클 전환 → 고성장 한계 내포

- CSM 확보를 위한 업권 내 경쟁심화로 가계 실질소득(소득)에 비해 신계약 규모가 높게 나타나고 있음
- 경기둔화(특히 내수부진)를 동반한 금리인하 사이클에서 낮아진 소득증가율에 신계약 증가율은 수렴할 가능성이 높다고 판단
- 또한 지속적인 금리인하는 예정이율 하락으로 이어져 보험료 상승압력으로 작용
- 무리한 경쟁이 마진축소 요인으로 작용하고 있으며 금융당국이 제재강화 조치를 예고, 궁극적으로 고성장세는 한계에 봉착할 것으로 예상

가계 실질소득과 생보 보장성 APE 증가율



가계 실질소득과 손보 보장성 신계약 증가율

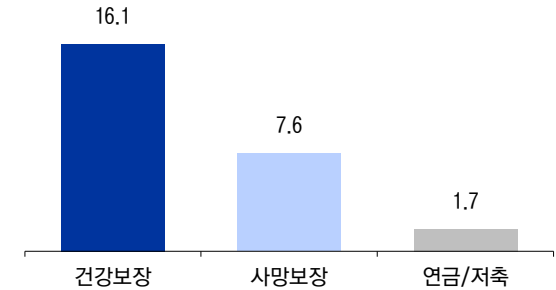


# 보험: 드리우는 먹구름

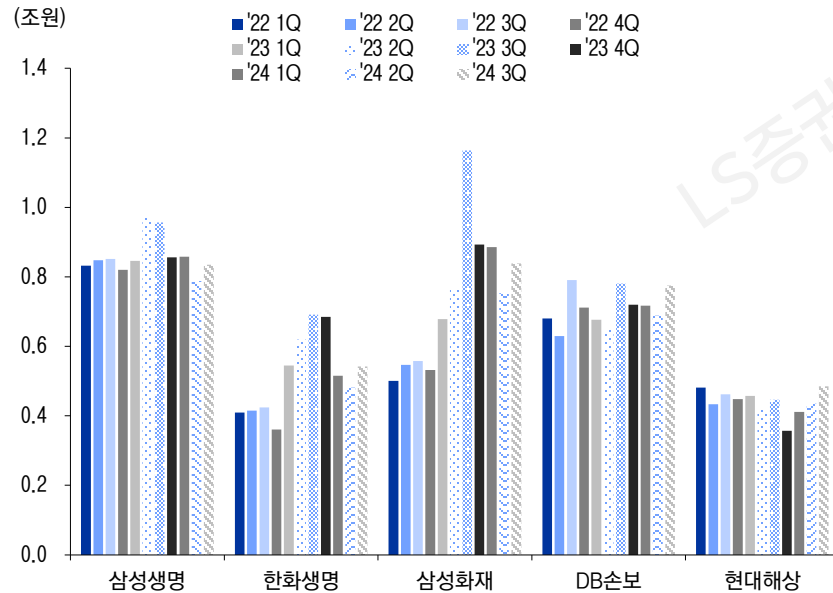
## ● 신계약 CSM 정체흐름 불가피

- 신계약 급증에도 불구하고 보험사별 신계약 CSM 규모는 큰 변화가 없는 상황
- 이는 건강보험을 중심으로 한 업권 내 경쟁심화로 CSM 배수가 둔화되고 있기 때문
- 게다가 시장금리 하락은 그 자체로 신계약 CSM 하락요인으로 작용: 특히 생보사의 종신/연금보험

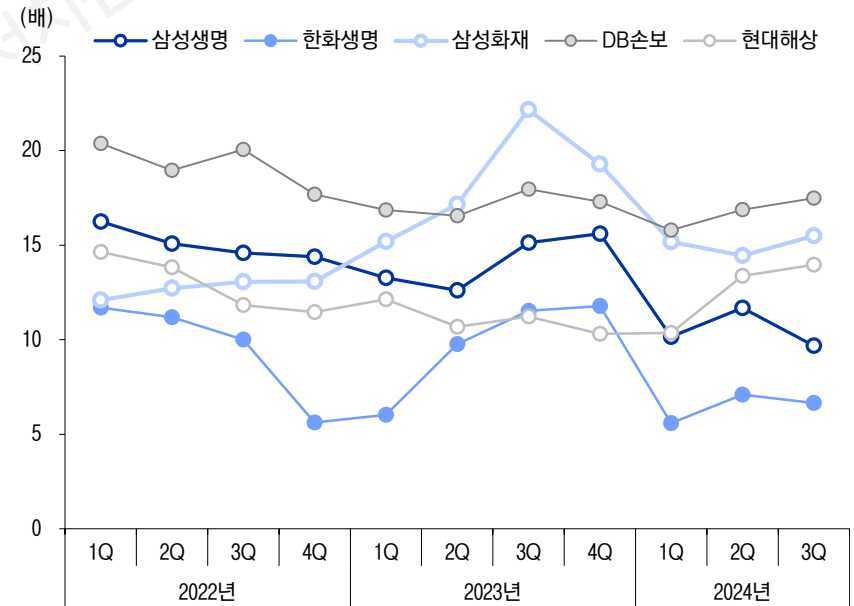
삼성생명 상품별 CSM 배수



회사별 신계약 CSM 추이



회사별 CSM배수



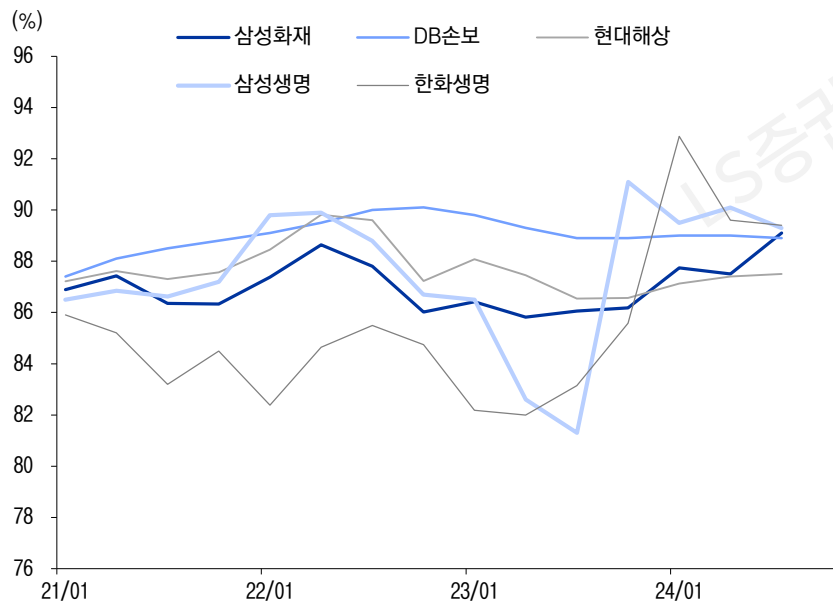


# 보험: 드리우는 먹구름

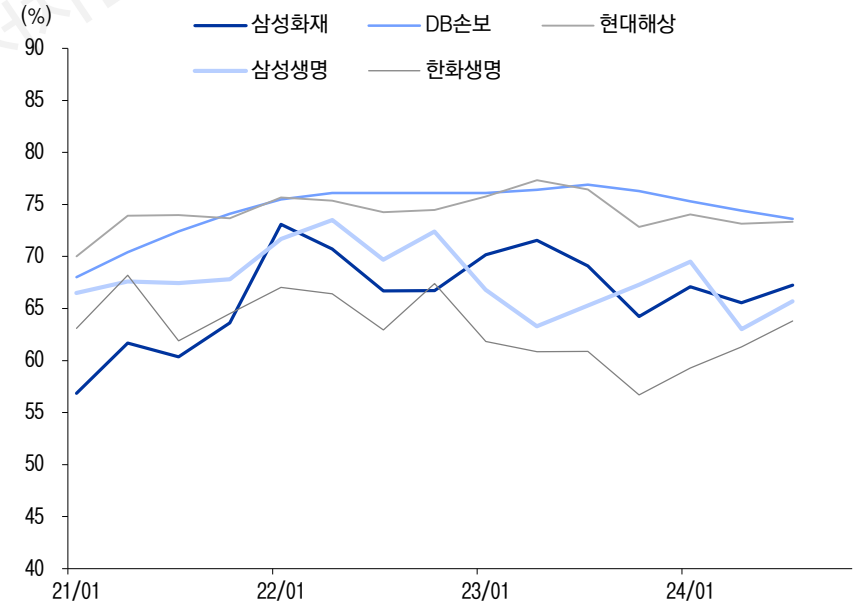
## ● 해지율 높은 수준 유지: CSM 잔액 증가율도 높지 않을 것

- 25년 경제성장률 둔화와 내수부진, 가계소득 저하는 보험계약 유지 약화 요인
- 해지율 상승은 보험사의 성장성을 제약하고 보유 CSM 감소를 통해 수익성과 건전성에 부담
- 금리하락 전망에 따른 연금/저축성보험 수요위축, 보장성보험 경쟁심화가 지속적인 유지율 하락압력으로 작용할 것으로 예상

회사별 13회차 유지율



회사별 25회차 유지율

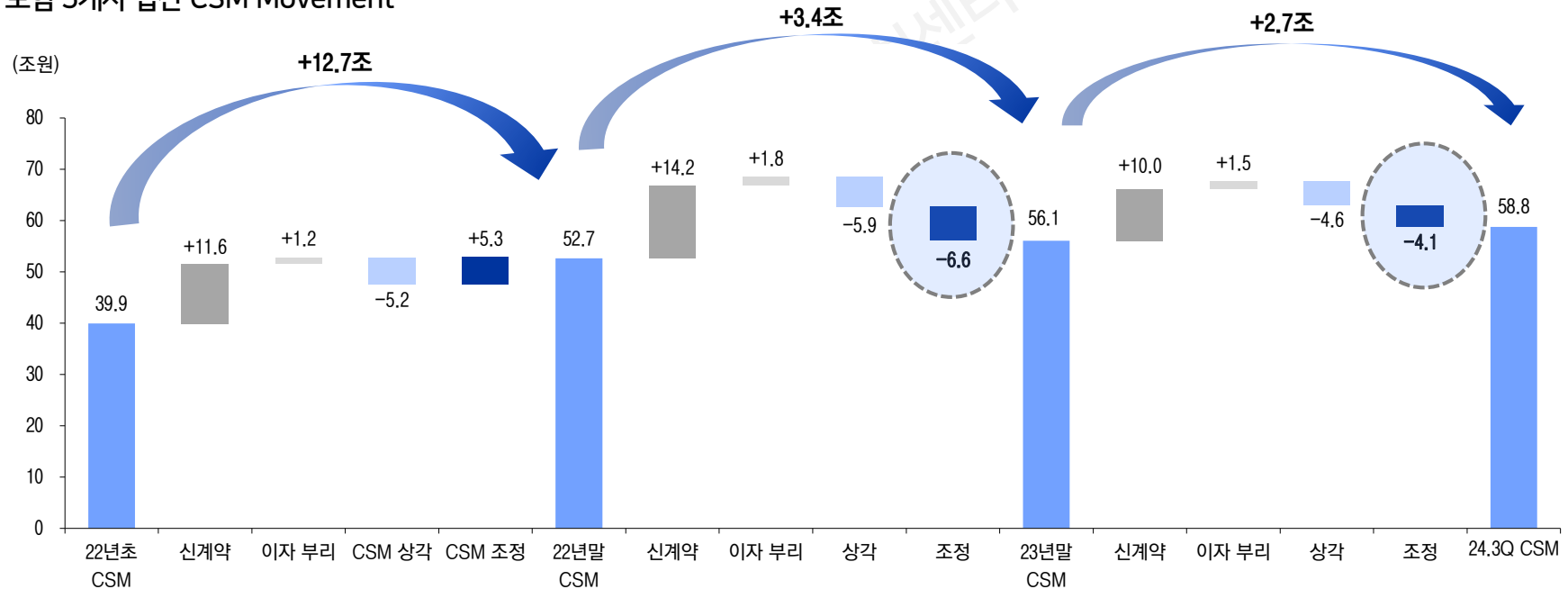


# 보험: 드리우는 먹구름

## ● CSM 증가 폭 둔화 지속 전망 : 경쟁심화 + 금리인하 + 제도강화

- 24년 3분기까지 5개 보험사 합산 CSM은 신계약 고성장에도 불구하고 2.7조원 증가에 그침(VS 신계약 CSM +10.0 조원)
- 보험부채 할인을 강화, 금리인하, 해약 증가 영향으로 CSM 조정금액이 23년에 이어 마이너스(-)를 기록하고 있기 때문
- 결국 신계약 CSM 증가와 호실적에도 실질적인 순자산 및 기업가치의 상승 폭은 제한적

보험 5개사 합산 CSM Movement

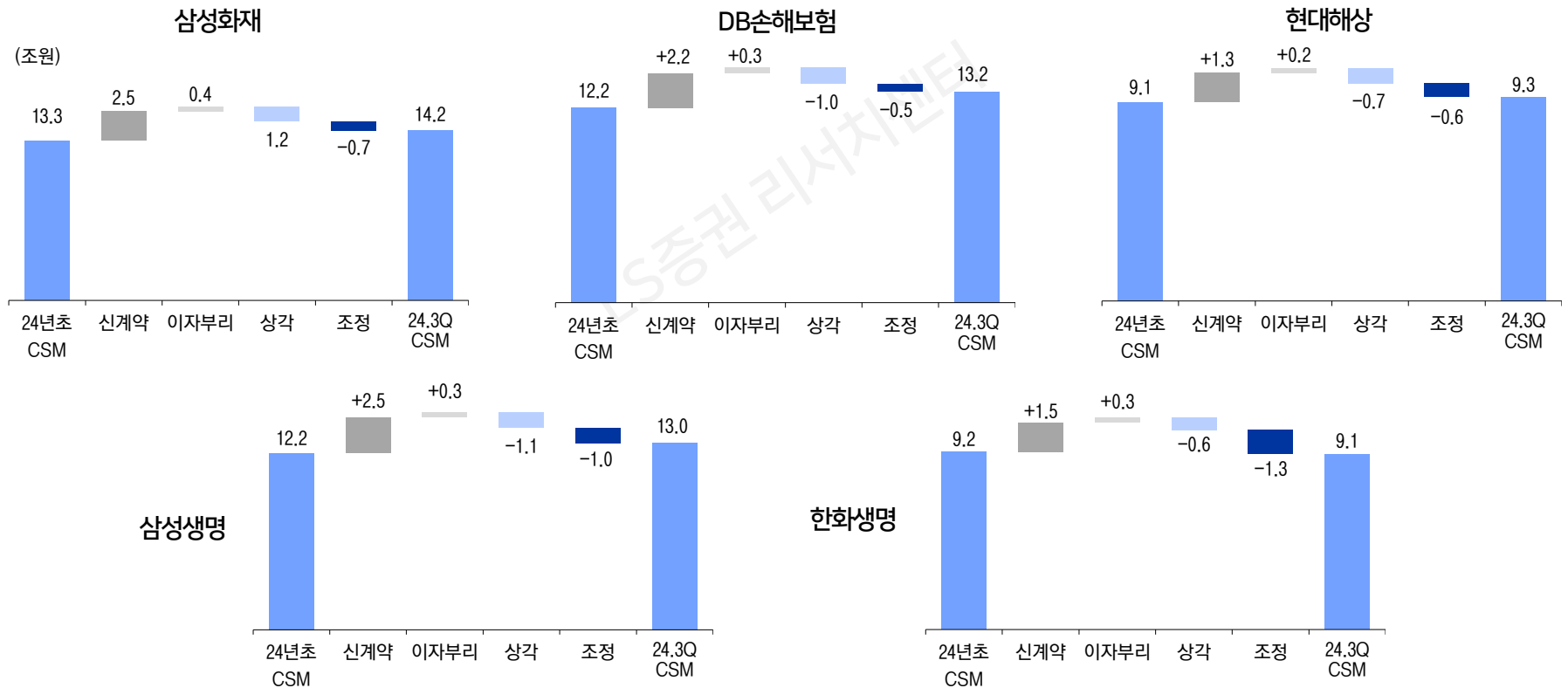


# 보험: 드리우는 먹구름

## ● CSM 증가 폭 둔화양상 지속 전망 : 경쟁심화 + 금리인하 + 제도강화

- 23년 3분기에는 판매비 가정변경에 따른 CSM 조정이 나타났으며, 4분기에도 보험개혁회의 결과 반영과 계리적가정 변경으로 추가조정 가능성 높음
- 회사별 전반적으로 호실적 대비 CSM 실제 증가 폭 크지 않음

회사별 24년 중 CSM Movement



자료: LS증권 리서치센터

# 보험: 드리우는 먹구름

## ● 비우호적 규제환경: 수익성과 건전성 부담

- 최근 금융당국은 1) 무저해지 해지율 조정, 2) 단기납종신 추가해지, 3) 연령별 손해율 차등적용 관련 계리적가정 가이드라인 개선안 발표
- 회사별 영향은 삼성생명 기준 CSM 2,000억원 감소, 킥스비율 5% 하락 영향 추정. 삼성화재는 무저해지 관련 CSM 감소 영향 1천억원 예상
- 공통적으로 CSM 감소(BEL 증가)와 킥스비율 하락으로 수익성과 건전성 부담요인

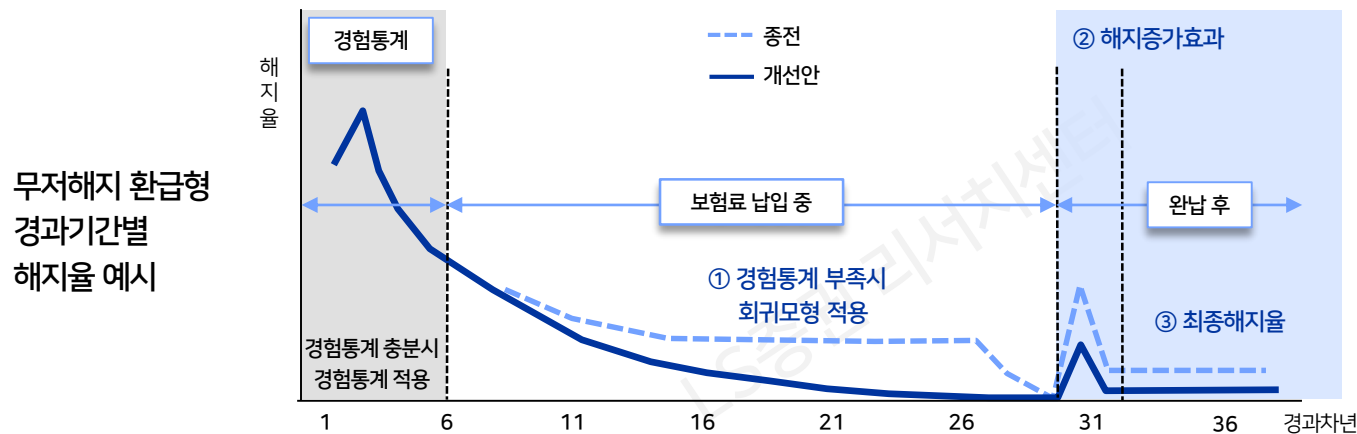
## 계리적가정 가이드라인 개선(24.11)

		추진배경	개선방안	영향 및 향후계획
계리가정 가이드라인 개선	무저해지상품 해지율	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 해지환급금이 없거나 적은 상품임에도 경험통계 부채를 이유로 완납 직전까지 높은 해지율 가정</li> <li>• 비합리적 가정을 전제로 수익성을 산출하고, 보험료를 낮춰 상품 풀림현상 심화 (24년 상반기 무저해지 신계약 비중 63.8%)</li> </ul>	① 납입중: 로그-선형모형 원칙적용(완납시점 해지율 0.1% 수렴) - 경험통계 등 특수성으로 타모형(선형-로그, 로그-로그) 적용가능하나, 선정근거와 원칙모형과의 차이 등 공시 ② 완납후: 완납직후 해약환급금 급증(해지증가효과) 반영. 최종해지율 0.8% 등 적용	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CSM 감소, BEL 증가, K-ICS비율 하락</li> <li>• 로그-선형모형 적용시 보험료 상승</li> <li>• 24년말 결산부터 적용</li> </ul>
	단기납종신 추가해지 상승	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 단기납종신은 납입기간이 짧은 대신(5~7년) 10년 시점 보너스 등 부과로 환급률이 높은 특징</li> <li>• 보너스 지급시점 환급금 수령 목적의 해지유인 높음에도 추가해지를 고려하지 않고 있음</li> </ul>	① 저해지환급형 상품 중 보너스 지급 등의 사유로 환급률이 급증하는 경우 보너스 지급시 추가해지 상승을 반영 ② 표준형 상품의 누적유지율을 활용해 해지수준을 역산하거나, 저축성보험 해지율과 유사한 30% 이상으로 추가해지를 설정	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CSM 감소, BEL 증가, K-ICS비율 하락</li> <li>• 생보사에 영향(환급률 경쟁 심화)</li> <li>• 24년말 결산부터 적용</li> </ul>
	손해율 연령군단 구분	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 보험부채 산출시 손해율 가정을 경과기간과 담보별로만 구분하고 연령을 구분하지 않음</li> <li>• 연령증가에 따른 손해율 상승 등 추세가 반영되지 않아 보험부채와 CSM이 부정확하게 추정됨</li> </ul>	① 경험통계가 충분하고 연령구분에 따른 통계적 유의성이 존재하는 담보에 대해 손해율을 연령 구분하여 산출 ② 담보별로 경험통계의 집적수준에 따라 자사통계를 직접 활용하거나 간접산출	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 고연령층 높은 손해율 반영</li> <li>• CSM 감소, 예실차 변동성 확대 가능성</li> <li>• 25.1Q 까지 반영</li> </ul>

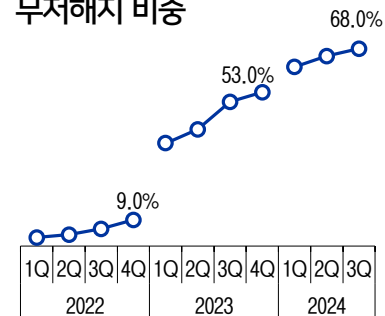
# 보험: 드리우는 먹구름

## ● 무저해지 해지율 조정: CSM 감소와 킥스비율 하락 요인

- 논란이 지속되던 무저해지 상품의 해지율 가정 조정: 경험해지율이 존재하지 않는 구간에 대해 원칙모형으로 로그-선형모형을 적용
- 높은 해지율 가정으로 과다계상된 CSM 조정 및 킥스비율 하락 불가피. 보험료 인상 영향 또한 동반될 것
- 생손보 공통적으로 24년 보장성 신계약 중 무저해지 비중이 60%를 상회하고 있어 일정 부분 영향 불가피



## 삼성화재 인보험 신계약내 무저해지 비중



### 무저해지 상품 해지율 가정 예시

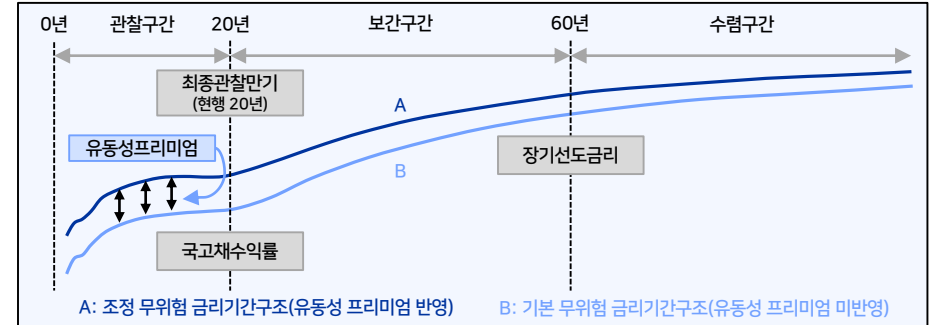
7년납 가정, 4년차까지 경험통계 충분요건 충족,  
납입완료 시점 해지율 0.1%로 수렴

경과연도	1차년도	2차년도	3차년도	4차년도	5차년도	6차년도	7차년도	8차년도	9차년도~
해지율	6.5%	7.5%	5.0%	4.5%	1.5%	1.0%	0.1%	1.6%	0.8%
구간설명	통계존재구간(경험해약률 적용)				모형적용 (로그-선형모형 원칙)		유보효과	상승효과	납입후 해약률

# 보험: 드리우는 먹구름

## ● 부채 할인을 강화: 건전성 부담 지속

- 24년 중 장기선도금리 25bp 인하, 유동성프리미엄 조정 병행  
→ CSM 잔액감소 & 키스비율 하락
- 25년 시행예정인 최종관찰만기 확대는 3년간 단계적 방안으로 수정
- 그럼에도 25년 장기선도금리 추가인하 등 부채할인을 강화조치는 지속
- 금리하락 기조와 맞물려 건전성 부담요인(특히 생보사)



## 보험부채 할인을 단계적 현실화방안

구분	2024년	2025년	2026년	2027년
유동성프리미엄	대출채권 수익률 결정방식 현실화	-	조정비율 수준을 100%에서 합리화	예상치 못한 위험도 신용스프레드에 반영
장기선도금리	매년 조정폭 한도를 15 → 25bp로 확대	좌동	좌동	좌동
최종관찰만기	-	국고채금리 활용기간 20 → 30년으로 확대	-	-

## 장기선도금리 및 유동성프리미엄/변동성조정 내역

구분	23.3월	23.6월	23.9월	23.12월	24.3월	24.6월
장기 선도금리(%)	4.80				4.55	
유동성 프리미엄(bp)	89.6	88.2	92.5	95.3	64.8	49.7
변동성 조정(bp)	71.7	70.6	74.0	76.2	51.8	39.8

자료: 금융위원회, LS증권 리서치센터

## 보험부채 할인을 현실화 연착륙 방안(24.11)

### 추진배경

- 당초 할인을 단계적 현실화 방안에 따라 ('23.8월 발표) 2025년 최종관찰만기 확대(20년 → 30년) 계획
- 하지만 최근 금리하락으로 예상수준을 초과하는 재무영향이 발생

### 개선방안

- ① 최종관찰만기를 30년으로 확대하되 3년간 단계적 적용
- ② 금리상황에 따른 시행여건 모니터링  
(시장금리가 낮을수록 최종관찰만기 확대영향이 심화되는 특징 감안)

### 영향 및 향후 일정

- BEL 증가, K-ICS비율 하락 (기존안 대비 영향은 점진적)
- 25년중 일관되게 적용

# 보험: 드리우는 먹구름

## ● 연령별 손해율 가정 적용, 사업비 체계 개편 이슈: 손익/성장성 변동요인

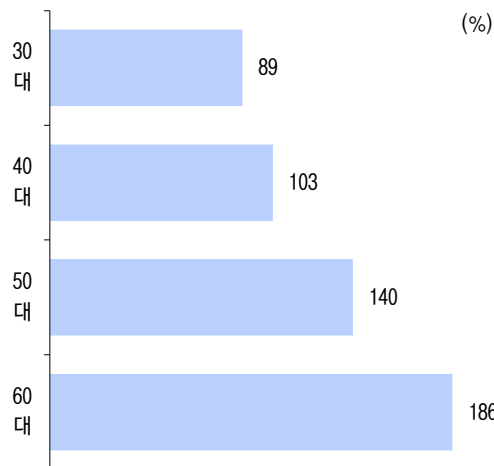
- 평균 손해율이 아닌 연령별 손해율 구분 적용: 고령계약 확대로 인해 CSM 감소 혹은 예실차 변동성 확대요인으로 작용
- 또한 금융당국은 보험개혁회의에서 설계사 차익거래 금지기간 확대 논의 등 제도변화 예고 → 불건전 경쟁이슈 제기
- 과당경쟁 제재시 승환계약 감소할 수 있으나 성장성 또한 동반 둔화될 가능성 높음

## 보험산업 건전경쟁 확립방안(24.09)

연령대별 손해율 가정 적용	
· 전상품에 대해 각 담보별로 평균 손해율이 아닌 연령대별 손해율 가정치를 적용	
· 현재 대부분 고령계약(60세이상)에도 낮은 평균손해율 적용하는 것으로 알려짐	
· 상해 및 사망위험이 높은 고령계약 확대로 인해 CSM 감소 혹은 예실차 변동성 확대요인으로 작용	

보험사 리스크 관리 프로세스 강화	1. 상품위원회 역할 강화 - 상품개발·판매과정 총괄(컨트롤타워)
	2. 외부검증 실효성 제고 - 검증 매뉴얼 마련 및 계획법인 실적 공개
합리적 보험금액 한도 심의	3. 보장금액한도 가이드라인 - 실제 지출 예상되는 평균비용만 고려
	4. 신고·심사기준 개선
건전한 경쟁 유도하는 환경 조성	5. 보험계약 차익거래 방지 - 차익거래 금지기간 확대 (1년 → 쉼기간)
	6. 상품 배타적사용권 확대 - 최소(3개월 → 6개월) 최대(1년 → 18개월) 보호기간 확대

## 연령별 상해수술 담보 손해율



## 예정 대비 실제 계약체결비용 과다 집행 사례

구분		예정 계약 체결 비용(A)	'24년 상반기 실제 계약체결비용			초과 (B-A)
			집행총액(B)	수수료	사책비 등	
00 보험 (20년납)	전속	1,500%	1,900%	1,200%	700%	400%
	GA	1,500%	2,200%	1,500%	700%	700%

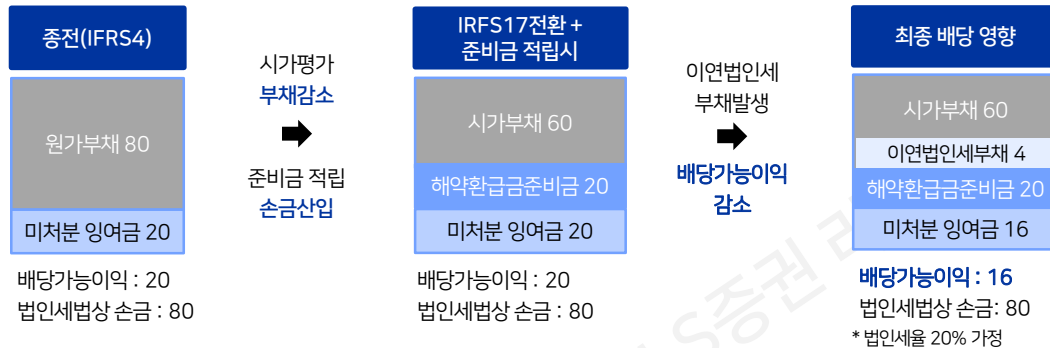
· IFRS17 도입 이후 계약체결비용이 크게 증가하였음에도 실질적인 제재가 곤란

# 보험: 드리우는 먹구름

## ● 해약환급금준비금 이슈 표면화

- 해약환급금준비금 제도 개선방안: 24년 기준 키스비율 200% 이상인 보험사에 한해 적립비율 조정(예: 80%)
- 준비금 적립률 감소폭 만큼 배당가능이익 증가하나(+10% 수준), 손금 산입 축소로 당기 법인세 부담 확대

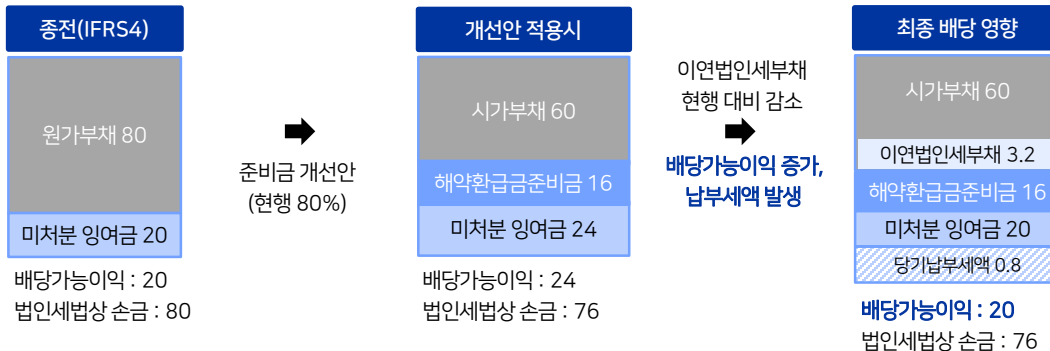
### [IFRS17 전환에 따른 법인세·배당가능이익 영향]



\* 개선안 적용 K-ICS 기준:  
(‘24년) 200% → (‘25년) 190% → (중략) → (‘29년) 150%

(예시) ‘24년 K-ICS 비율  
- 200% 이상일 경우 준비금 적립비율 현행 대비 80%  
- 200% 미만일 경우 준비금 적립비율 현행 100%

### [개선안 적용시 법인세·배당가능이익 영향]



### 개선안 적용시 영향 추정(‘23년 기준)

(조원)	해약환급금준비금		
	현행	개선안	변화율
생보	17.2	15	-12.8%
손보	15	13.8	-8.0%
계	32.2	28.8	-10.6%
(조원)	법인세납부액		
	현행	개선안	변화율
생보	0.1	0.6	500.0%
손보	0.7	1.1	57.1%
계	0.8	1.7	112.5%

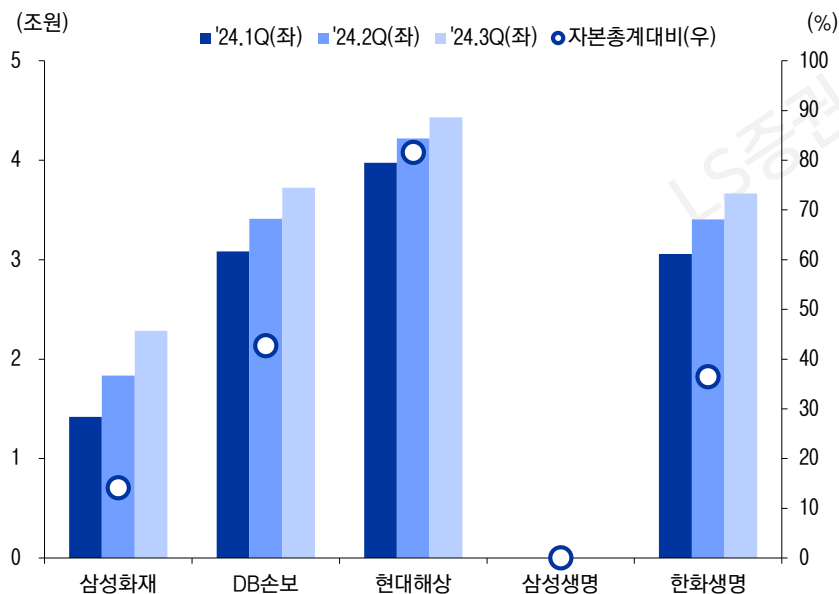


# 보험: 드리우는 먹구름

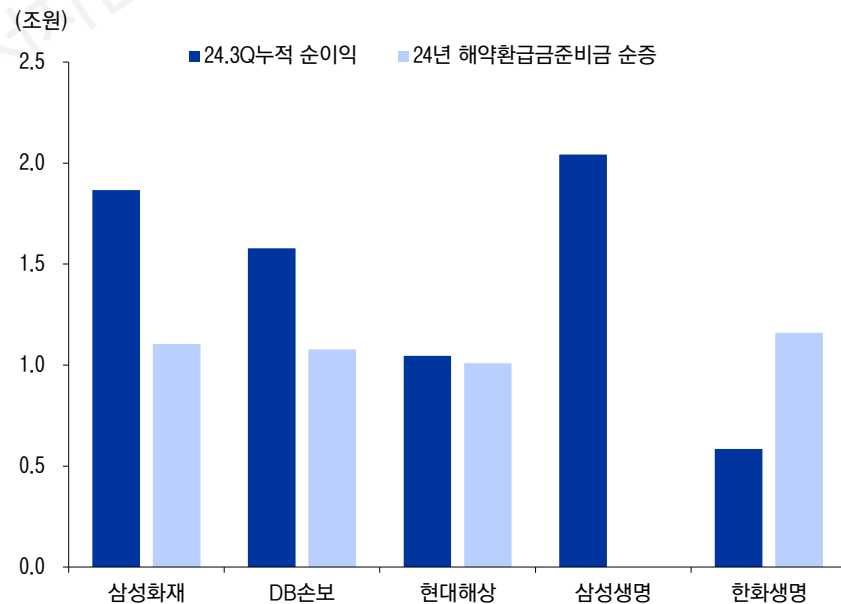
## ● 해약환급금준비금 이슈 표면화

- 보수적 자본건전성 기준 적용에 따라 업계전반의 배당확대 기대 소멸
- 신계약 고성장 여파로 급격히 확대된 해약환급금준비금은 향후에도 지속적인 배당제약요인으로 작용할 전망
- 일부 회사의 경우 해약환급금준비금 규모가 자본총계 대비 80%에 육박하거나 순이익 증가 폭을 상회

회사별 해약환급금준비금



24년 해약환급금준비금 순증과 순이익

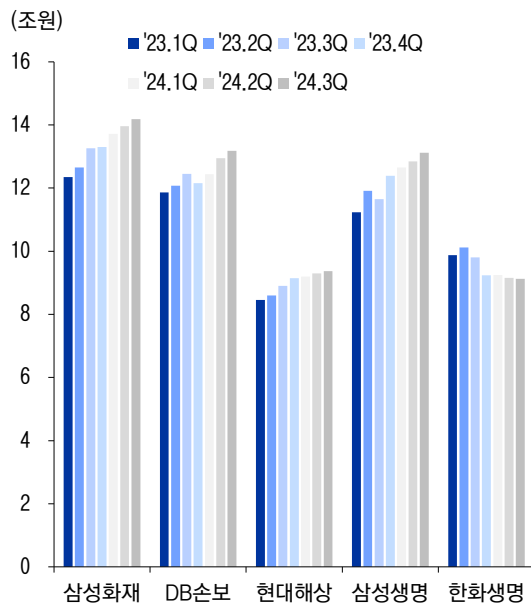


# 보험: 드리우는 먹구름

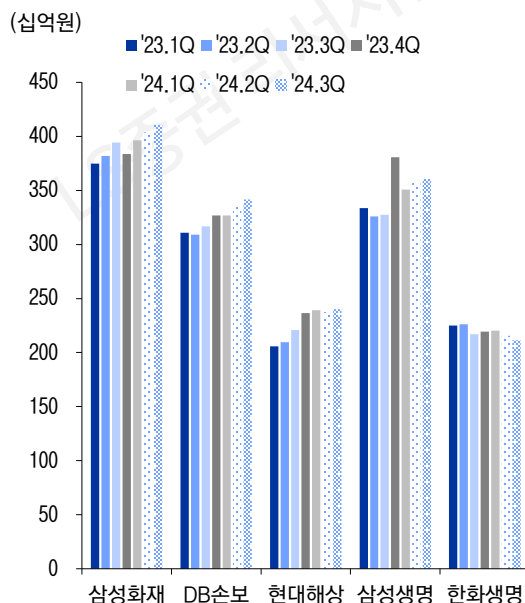
## ● 보험손익 안정성 유지되나 상승탄력 약화

- 2025년 CSM 증가 폭 축소로(신계약 CSM 정체 + 보유 CSM 조정) 보험손익의 원천인 CSM 상각이익 둔화 전망
- 보험손익 안정성은 유지될 것이나 이익모멘텀 약화 예상
- 따라서 예실차, 손실부담계약비용 등 기타 보험손익 변동요인의 영향도가 상대적으로 커질 것으로 보임

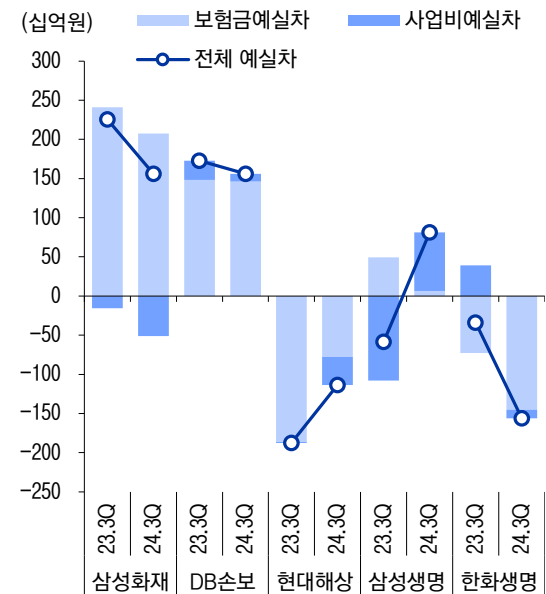
회사별 CSM 잔액



회사별 CSM 상각이익



회사별 예실차



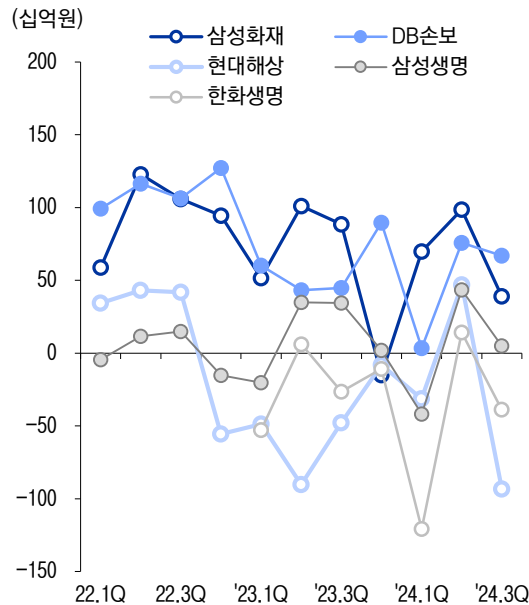
자료: LS증권 리서치센터

# 보험: 드리우는 먹구름

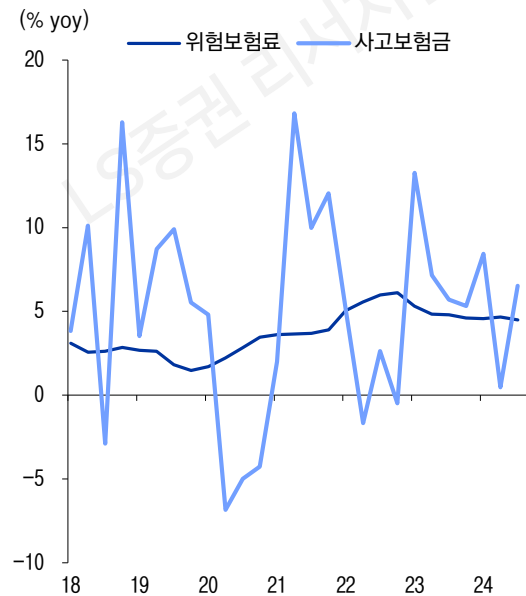
## ● 예실차 변동성 지속 예상

- 최근까지도 주요 보험사 예실차는 높은 변동성 보임. 안정적 위험보험료 증가에도 계절성과 IBNR 기준변경 등으로 손해액 변동성이 여전하기 때문
- 향후 손해를 산정시 연령대별로 다른 손해를 가정치 적용 검토: 보험금 예실차 확대 요인
- 사업비의 경우 회계상 부담 감소(기존 7년에서 전기간)로 시책확대 및 경쟁심화: 사업비 예실차 부진 지속 + 규제리스크 상존
- 3분기 중에는 판매비 가정변경 영향 발생. 당국의 과당경쟁 제한조치로 향후 사업비 변동성 또한 확대될 여지가 있음

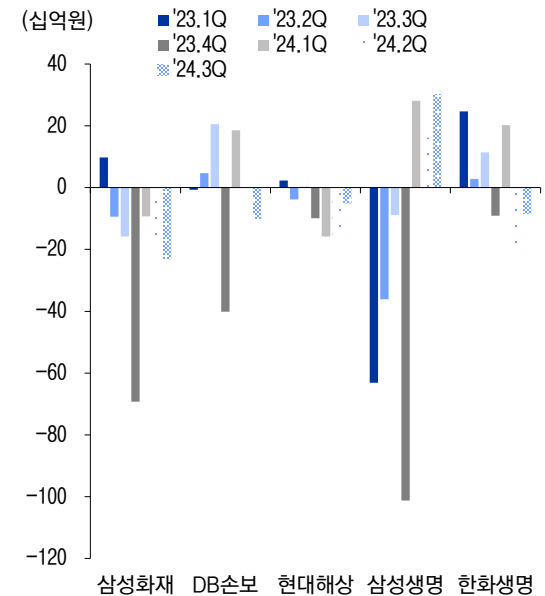
### 회사별 보험금 예실차



### 생보사 위험보험료와 사고보험금 증가율



### 회사별 사업비 예실차



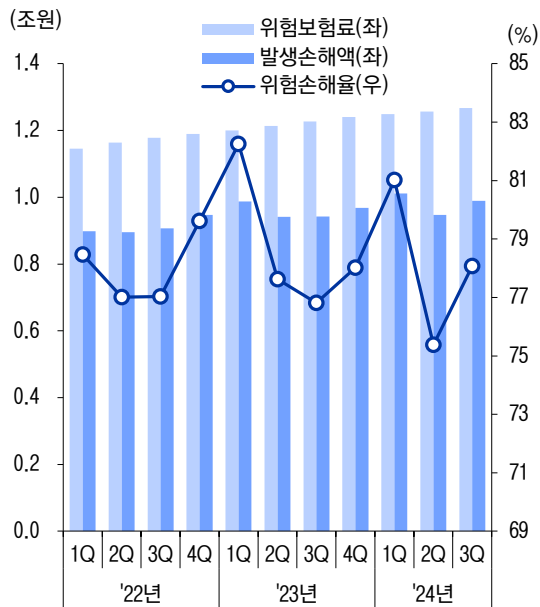
자료: LS증권 리서치센터

# 보험: 드리우는 먹구름

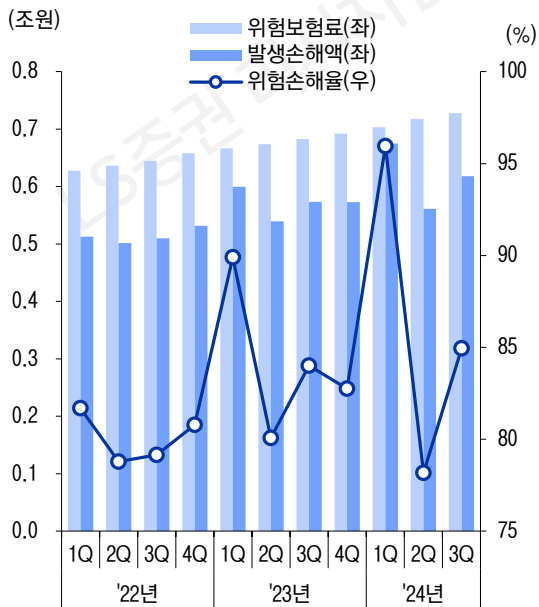
## ● 손해율 상승압력 지속 예상

- 생손보 모두 24년 중 위험손해율 높은 변동성 보임(IBNR기준일 변경, 전공의 파업 등 영향)
- 최근 호흡기 질환 등 영향 더해지며 계절적 손해액 증가양상
- 경기부진과 가계 실질소득 저하로 보험금 누수방지 등 비급여 관련 추가가 논의 지연되고 있어 손해액 통제가 쉽지 않은 여건

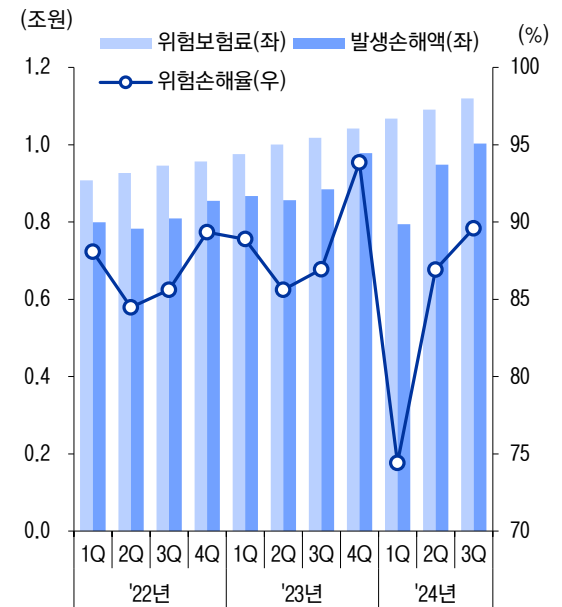
삼성생명 위험손해율



한화생명 위험손해율



삼성화재 위험손해율

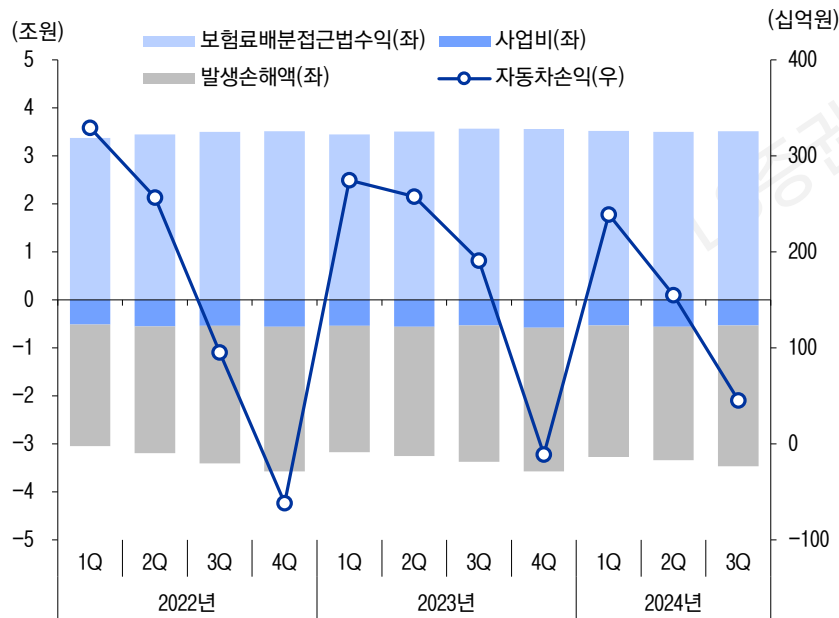


# 보험: 드리우는 먹구름

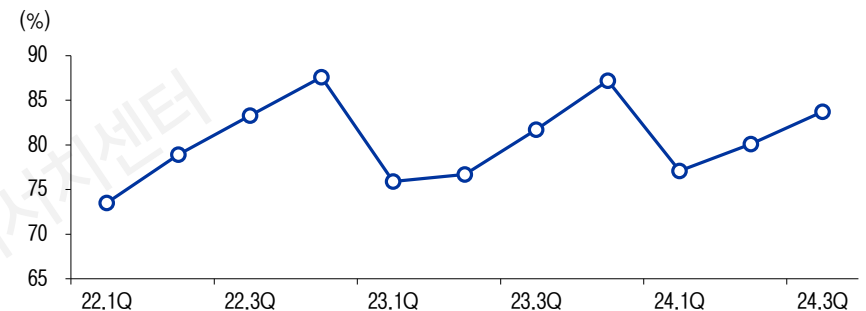
## ● 자동차보험 손익 악화 국면

- 보험료 인하 영향 + 온라인 판매비중 및 할인특약 확대: 대당 경과보험료 감소
- 경상환자, 한방치료 등 제도개선에 따른 손해액 통제조치 병행되고 있으나 요율인하 영향이 25년까지 이어지며 손해율 상승흐름 불가피
- 정비수가 인상 등 원가 상승요인 지속

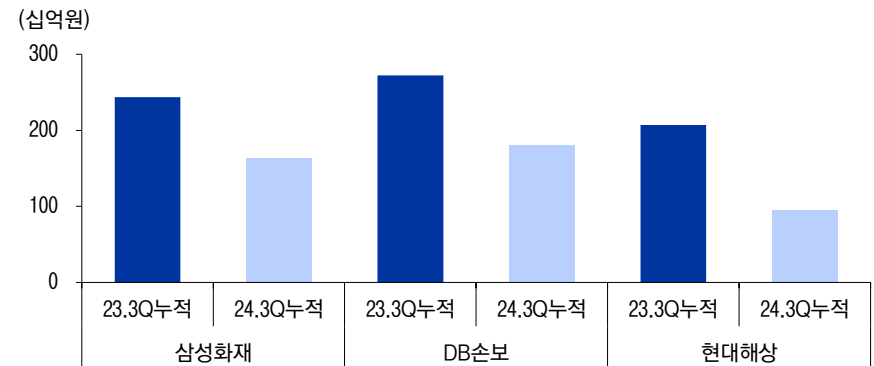
손보 3개사 합산 자동차손익 추이



삼성화재 자동차보험 손해율



손보 3사 자동차손익



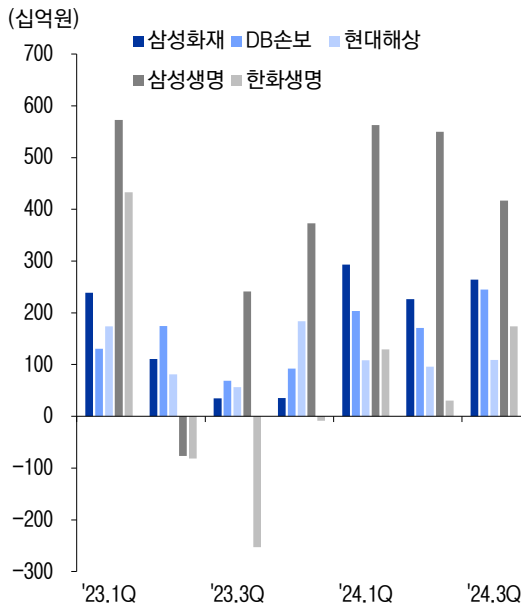
자료: LS증권 리서치센터  
주: 삼성화재, DB손보, 현대해상 합산 기준

# 보험: 드리우는 먹구름

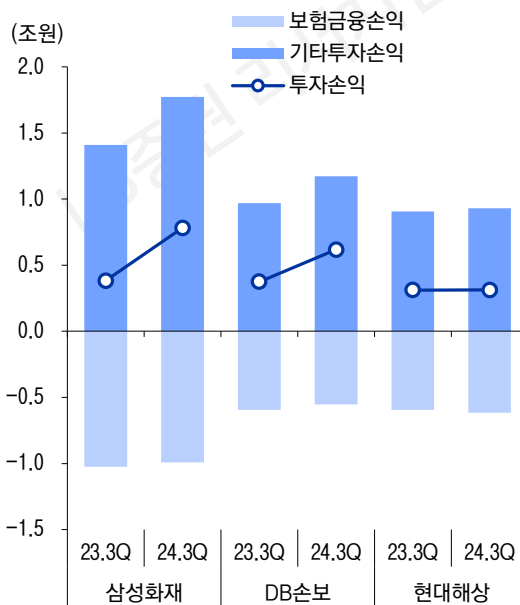
## ● 금리사이클 전환과 투자수익률

- 24년 투자손익 흐름은 양호. 건조한 이자/배당손익과 함께 평가/처분손익 개선 영향. 최근 일부 회사 부동산 처분이익 추가 발생
- 금리사이클 전환과 함께 채권 평가이익이 확대되고, 교체매매 등 적극적인 처분이익 인식이 병행되고 있음
- 하지만 실제 금리인하 단행 이후로는 평가 및 처분이익 축소흐름 예상

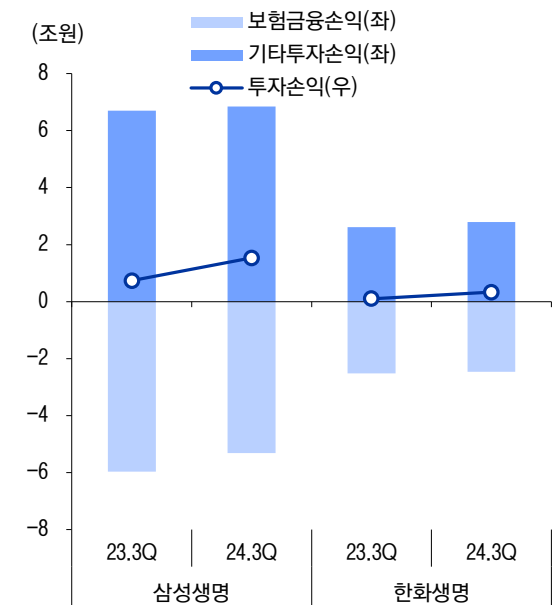
### 회사별 투자손익 추이



### 손보사 투자손익(누적기준)



### 생보사 투자손익(누적기준)

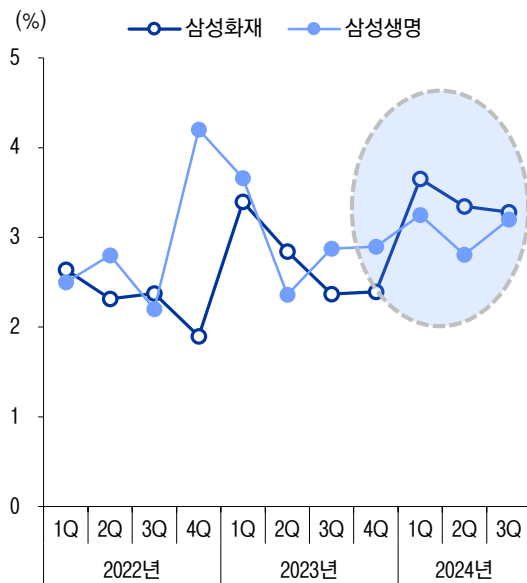


# 보험: 드리우는 먹구름

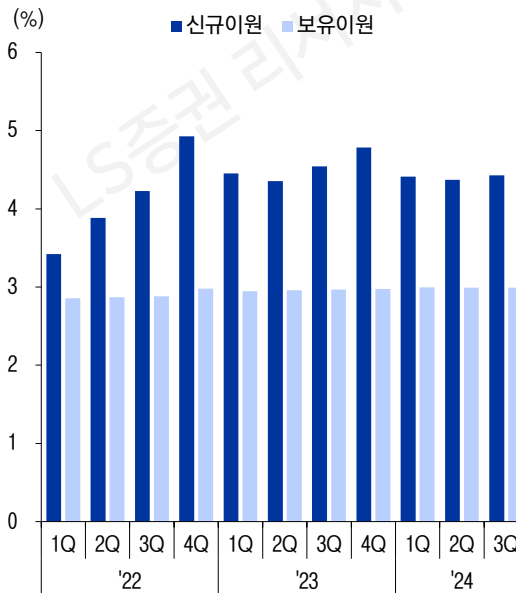
## ● 투자수익 둔화흐름 불가피

- 금리인하 기조 하에서 신규이원 축소는 시차를 두고 보유이원 하락압력으로 작용할 것
- 고이원 투자자산 비중확대 노력에도 보유이원 하락으로 25년 투자수익률 둔화는 불가피할 전망
- IFRS9 도입과 함께 FVPL 금융상품비중이 확대되면서 평가손익 관리가 향후에도 투자손익에 중요 변수

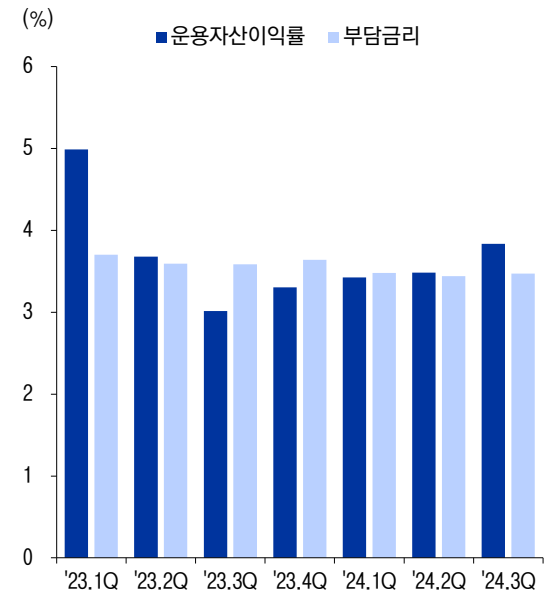
삼성화재와 삼성생명 투자수익률 추이



삼성생명 신규이원과 보유이원



한화생명 운용자산이익률과 부담금리



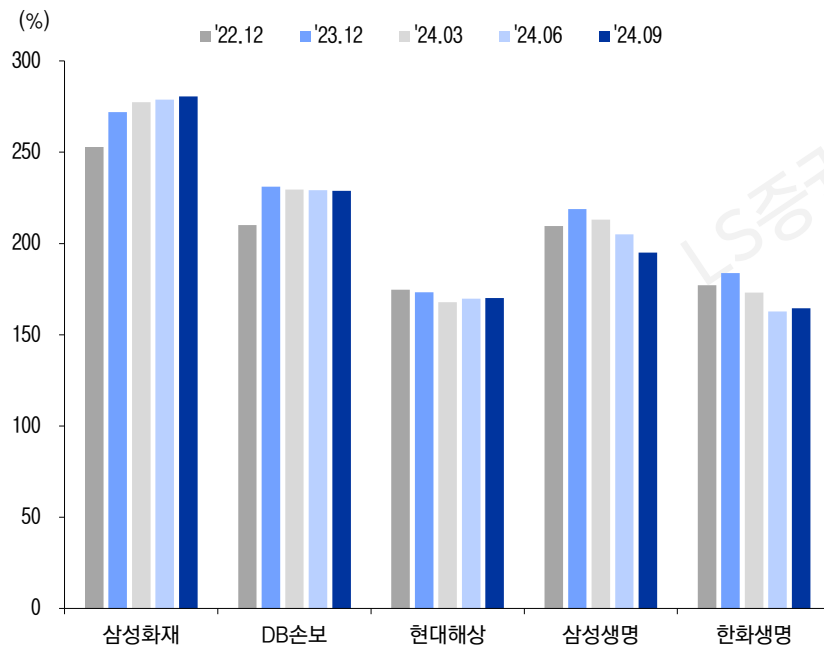
자료: LS증권 리서치센터

# 보험: 드리우는 먹구름

## ● 금리인하 기조하에서 자본관리 중요도 고조

- 금리인하와 함께 규제강화조치(부채 할인율 강화, 계리가정 변경)가 병행되고 있어 건전성 부담 가중
- 금리하락은 신계약 수익성 둔화, 보유 CSM 조정, 자본감소(킵스비율 하락) 등 재무지표 전반에 영향
- 부채 듀레이션이 길고 종신/연금보험 등 현금흐름 변동영향이 큰 생보사에 더욱 부정적

회사별 K-ICS비율



킵스비율의 금리민감도 추정

지급여력비율 (%, %p)	생명보험사			손해보험사		
	경과조치 미적용	경과조치 적용회사		경과조치 미적용	경과조치 적용회사	
		적용 전	적용 후		적용 전	적용 후
2023년 말(a)	229	173	264	250	192	241
100bp 하락시(b)	220	156	240	252	168	211
차이(b-a)	-9	-17	-25	+2	-24	-30

해지위험액 산출 개선안 요약(24.11)

구분			추진배경
대량해지 위험	무·저해지	高 환급형	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 해지시 순자산 감소상품: 1차년도 최적해지율 + 35%p</li> <li>• 해지시 순자산 증가상품: 1차년도 최적해지율 × (1-40%)</li> </ul>
		非高 환급형	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 해지시 순자산 감소상품: 1차년도 최적해지율 + 25%p</li> <li>• 해지시 순자산 증가상품: 1차년도 최적해지율 × (1-40%)</li> </ul>



# 보험: 드리우는 먹구름

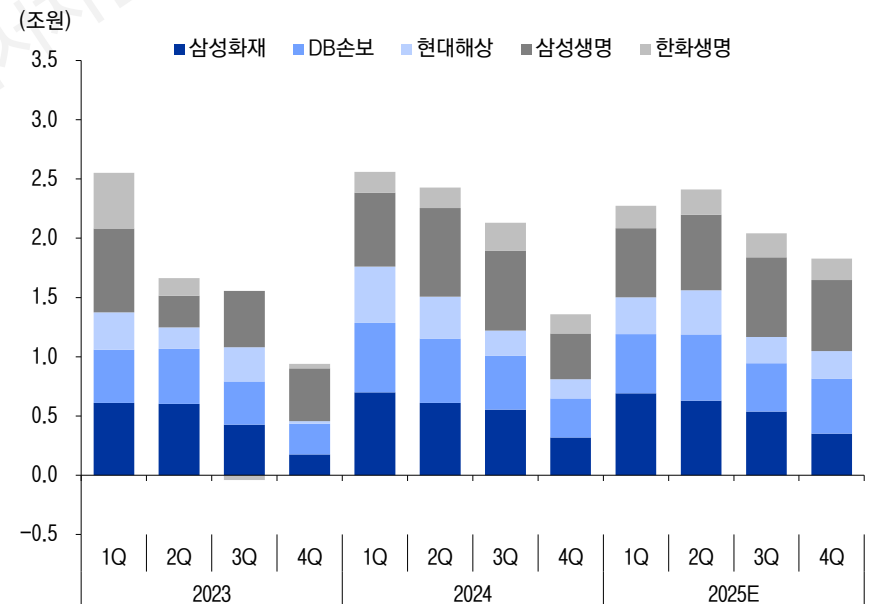
## ● 2025년 보험업종 이익정체 예상

- 24년 큰 폭의 이익성장 이후 25~26년 이익정체 예상
- CSM 상각익 증가율 둔화, 예실차 변동성 지속, 손실부담계약비용 영향으로 보험손익 개선탄력 약화 전망
- 투자손익의 경우 평가 및 처분이익 축소로 둔화흐름 예상

보험사 합산 연간실적 추이 및 예상

(십억원, %)	2022A	2023A	2024E	2025E	25년 증가율	2026E
보험손익	7,354	6,186	7,058	7,498	6.2%	7,798
장기	6,447	5,239	6,266	6,736	7.5%	6,961
CSM상각	5,009	5,930	6,232	6,525	4.7%	6,703
RA변동	1,295	978	895	953	6.5%	967
예실차	616	-49	-107	33	-	-30
손실부담계약비용 등	-473	-1,621	-754	-776	-	-679
자동차	620	712	357	358	0.3%	389
일반	217	158	408	404	-0.8%	450
투자손익	1,744	2,582	4,190	4,011	-4.3%	4,105
보험금융손익	-6,271	-16,451	-13,135	-12,507	-	-12,416
기타투자손익	8,015	19,033	17,325	16,518	-4.7%	16,521
영업이익	7,474	8,607	10,882	11,123	2.2%	11,518
순이익	5,646	6,672	8,476	8,555	0.9%	8,847

보험사 합산 분기실적 추이 및 예상



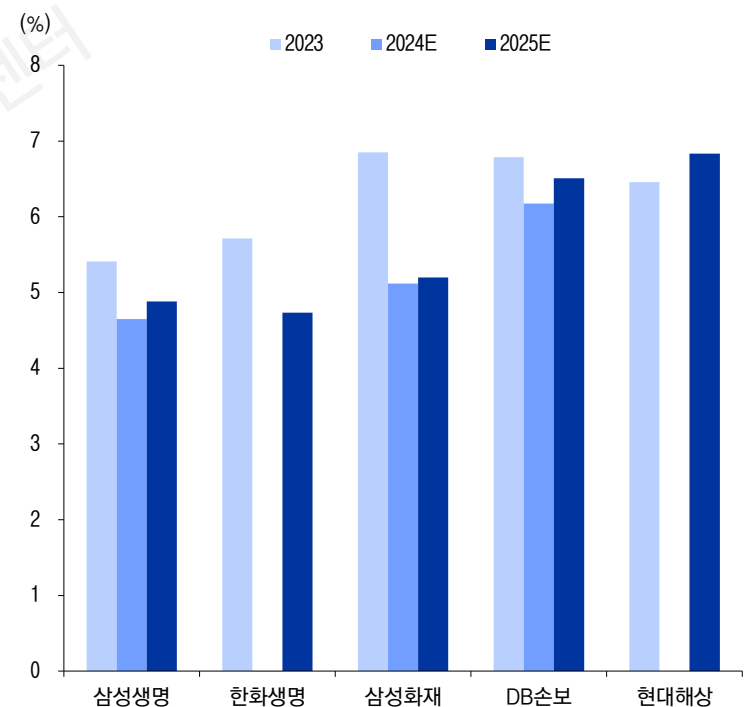
# 보험: 드리우는 먹구름

## ● 외부환경과 수익부문 전반의 주가 모멘텀은 강하지 못할 것. 밸류업 공시 기대

- 금리와 규제환경, 성장성/수익성/건전성 관점에서 25년 보험업종 주가 모멘텀은 강하지 못할 것
- 25년초 예상되는 밸류업 공시 기대. 자본안정성 확보한 상위사 중심으로 주주환원을 확대 예상
- 25년 평균 예상 배당수익률은 5.6%로 고배당 기대 가능

2025년 보험업종 세부전망		주가 모멘텀
성장성	<b>●고성장세 지속 가능성 낮음</b> - 업권 내 과당경쟁 규제조치, 가계소득 부진 - 보험료 인상과 CSM배수 하락 → 신계약 CSM 정체	정체
수익성	<b>● 수익성 &amp; 효율성 둔화</b> - 손해율 상승압력 지속. 해지율 높은 수준 유지 - 평가 및 처분이익 축소로 투자수익률 둔화	악화
금리	<b>● 금리인하 부정적 영향 불가피</b> - 신규이원 축소 + 신계약 수익성 저하 + 보유 CSM 조정 - 킥스비율 하락 → 자본관리 필요성 고조	악화
규제	<b>●비우호적 규제기조 지속</b> - 보험부채 할인을 강화조치 지속 - 계리적가정 변경 조치, 사업비 집행기준 강화	정체
밸류업 (주주환원)	<b>●밸류업 공시 기대</b> - 자본안정성 확보한 상위사 주주환원율 35~50% 목표 설정 - 25년 초 밸류업 공시 모멘텀 기대	강화

보험사별 배당수익률

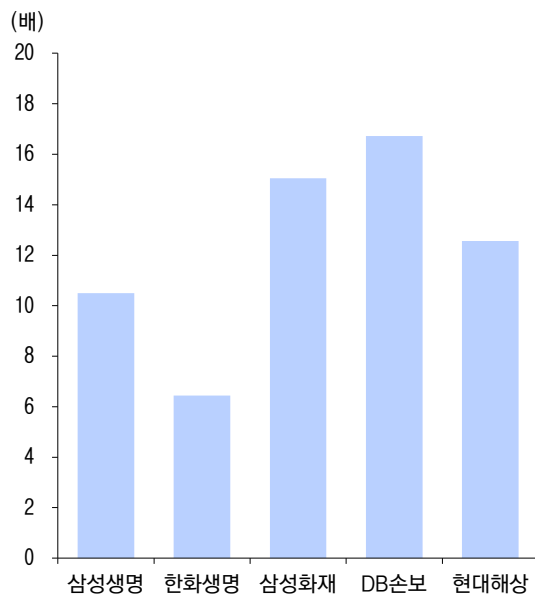


# 보험: 드리우는 먹구름

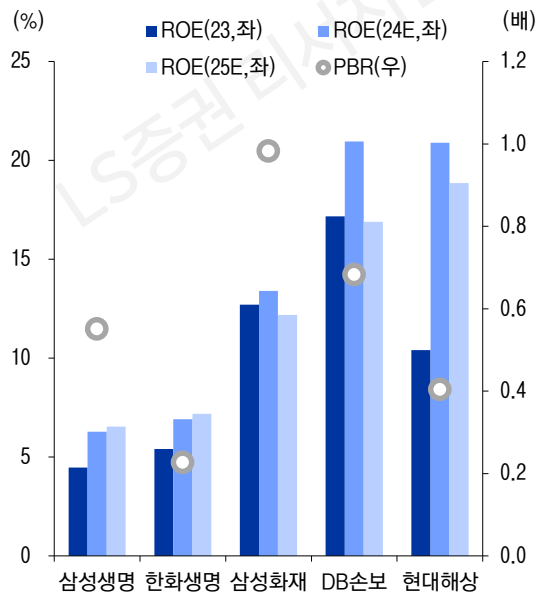
## ● 생보 대비 손보 우위 지속. DB손해보험 최선호주 유지

- 신계약에서 발생하는 CSM 규모(CSM배수)가 회사의 실질적인 수익창출 역량을 보여주는 가장 중요한 지표
- 업황둔화 및 금리하락 사이클국면에서 자본변동성 확대여지가 크고 주주환원(밸류업) 관점에서도 K-ICS 중요도 고조
- 이를 감안시 생보 대비 손보 우위. 고수익성과 안정성, 밸류에이션 매력 겸비한 DB손해보험 최선호주 유지

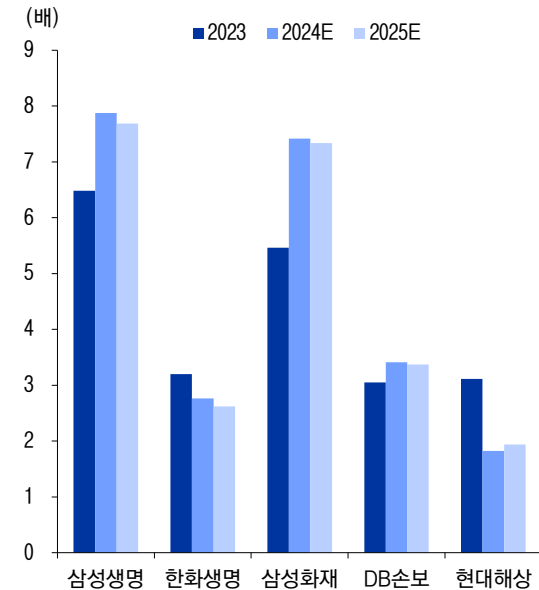
보험사별 CSM 배수



보험사별 ROE와 PBR



보험사별 PER



자료: LS증권 리서치센터

# 보험: 드리우는 먹구름

## ● 보험업종 종목별 투자의견과 주요지표

- 실적추정치와 업종의견 반영해 일부 종목 목표주가와 투자의견 변경
- 현대해상과 한화생명 보유의견으로 하향. 기타종목 기존의견 유지

		삼성생명	한화생명	삼성화재	DB손해보험	현대해상
투자의견		Hold(유지)	Hold(하향)	Buy(유지)	Buy(유지)	Hold(하향)
목표주가(수정)		115,000	3,100	430,000	125,000	32,000
목표주가(기존)		98,000	3,400	380,000	125,000	33,000
Target PBR		0.55	0.24	1.02	0.68	0.41
현재주가(11/22)		106,500	2,740	381,000	108,500	28,100
순이익 (십억원)	2023	1,895	616	1,818	1,537	806
	2024E	2,428	746	2,184	1,909	1,209
	2025E	2,489	786	2,207	1,934	1,138
	2026E	2,545	805	2,265	2,015	1,216
BPS(원)	2023	236,314	14,492	379,073	144,488	78,010
	2024E	193,470	12,099	387,847	158,998	69,588
	2025E	208,844	13,022	420,333	184,848	77,165
	2026E	224,281	13,854	453,890	212,477	87,288
ROE(%)	2023	4.5	5.4	12.7	17.2	10.4
	2024E	6.3	6.9	13.4	21.0	20.9
	2025E	6.9	7.5	12.8	18.7	19.8
	2026E	6.5	7.2	12.2	16.9	18.9
PER(배)	2023	6.5	3.2	5.5	3.1	3.1
	2024E	7.9	2.8	7.4	3.4	1.8
	2025E	7.7	2.6	7.3	3.4	1.9
	2026E	7.5	2.6	7.1	3.2	1.8
PBR(배)	2023	0.29	0.18	0.62	0.54	0.41
	2024E	0.55	0.23	0.98	0.68	0.40
	2025E	0.51	0.21	0.91	0.59	0.36
	2026E	0.47	0.20	0.84	0.51	0.32
DPS(원)	2023	3,700	150	16,000	5,300	2,063
	2024E	4,950	0	19,500	6,700	0
	2025E	5,200	130	19,800	7,060	1,920
	2026E	5,530	140	20,400	7,690	2,020

자료: LS증권 리서치센터

# 증권: 회복의 연장선

## ● '24년 증권업 큰 폭의 실적개선. 업권 내 양극화는 심화

- 24년 전반적 시장여건 개선에 힘입어 주요 대형사 모두 호실적 시현
- 금리인하 기조로의 전환으로 해외부동산 등 투자자산 관련손실 인식 규모 축소
- 부동산 PF 부담이 큰 중형사(BNK, iM)의 경우 지난해에 이어 총당금 적립으로 상대적으로 실적이 부진

## 주요 증권사 24년 실적(순이익) 현황

(십억원)	23년 연간	'23.3Q누적	'24.3Q누적	(증가율 % yoy)	24년E ROE	24년 중 특징
한국	707	733	934	19.2%	12.3%	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 국내증시 거래대금 정체에도 해외주식 수수료 급증</li> <li>· 금리인하 기조 활용한 Trading 수익 호조</li> <li>· IB부문 공통적으로 실적개선 (신규 PF 딜 확대, ECM/DCM 선전)</li> </ul>
키움	436	628	689	9.8%	16.6%	
NH	556	468	577	23.3%	9.7%	
KB	390	365	551	50.9%	10.9%	
미래	327	447	655	46.5%	7.7%	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 해외부동산 등 투자자산 관련 일부 추가손실 인식</li> <li>· 기타부문 실적 전반적 개선</li> <li>· 파생상품 거래손실 1,357억원 발생(신한, 3Q)</li> </ul>
하나	-292	-14	182	흑자전환	4.1%	
신한	101	223	249	11.4%	6.0%	
BNK	12	16	3	-78.0%	0.4%	· 부동산 PF 추가 총당금 적립
iM	-3	30	-116	적자전환	-	· 부동산 PF 추가 총당금 적립

자료: LS증권 리서치센터

# 증권: 회복의 연장선

## ● 주요 증권사 24.3Q 실적 동향 및 4Q 전망

- 24년 3분기 비우호적 시장환경(증시 조정, 금리 변동성 확대)에도 대형 증권사 전반적으로 2분기와 유사한 이익규모 시현
- 브로커리지, Trading 수익둔화 폭 크지 않았던 데다 IB부문 실적 개선추세 지속. 일부 증권사(신한, BNK, iM 등)의 경우 추가비용 인식으로 실적 악화
- 3Q 평가: 상반기 대비 업황 개선 폭 둔화(금리인하 단행 이후 기대감 소멸 등), 회사간 수익성 차별화 지속
- 4Q 전망: 미 대선 이후 금융시장 변동성 지속, 계절적 증시 거래대금 감소, (일부회사)부동산 PF 총당금 추가 적립, 유동성 증가 속도 둔화 예상

## 주요 증권사 24년 3분기 순이익 현황

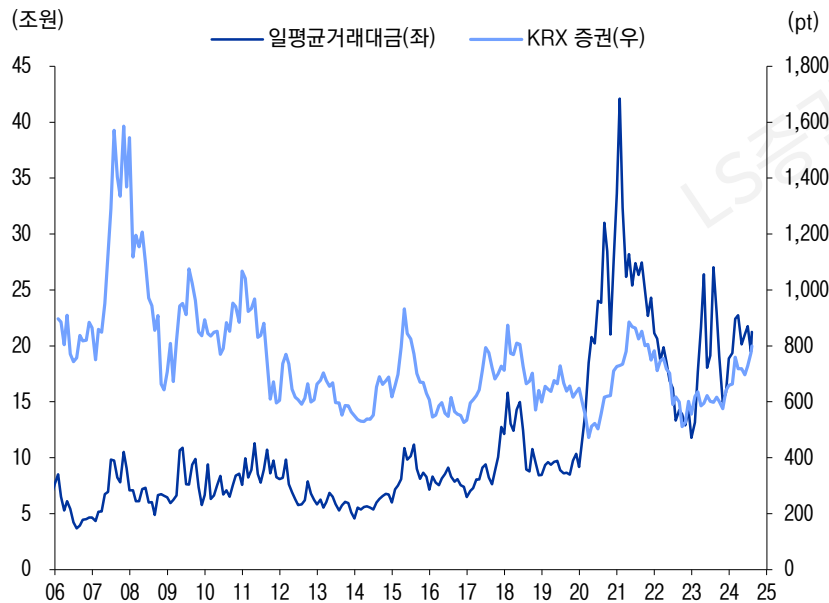
(십억원)	23.3Q	'24.2Q	'24.3Q	(증가율 % qoq)	(증가율 % yoy)	3Q ROE(연환산 %)	'24.3Q 특이사항
키움	190	207	209	1.1%	10.0%	15.4%	· 해외증시 거래대금 급증. 부동산금융 실적 호조
한국	212	280	313	11.7%	47.4%	13.6%	· IB, Trading 실적개선, 저축은행 총당금 부담 지속
미래	77	199	291	46.5%	275.9%	10.2%	· 홍콩법인 감자차익 발생, 해외 상업용 부동산 손실 인식
NH	101	197	154	-21.9%	52.7%	7.8%	· 운용이익 축소. IB부문 건조한 실적흐름 지속
KB	113	180	172	-4.2%	52.3%	10.1%	· 수익부문 전반 양호. 2분기 수준 유지
하나	-49	41	51	22.7%	흑자전환	3.4%	· 2Q 대비 수수료수익 감소했으나 실적회복세
신한	-18	131	42	-68.3%	흑자전환	3.0%	· 파생상품 거래손실 1,357억원 발생
BNK	-3	-7	-4	적자지속	적자지속	적자	· 부동산 PF 총당금 73억원 적립
iM	1	-77	-35	적자지속	적자전환	적자	· 부동산 PF 총당금 613억원 적립

# 증권: 회복의 연장선

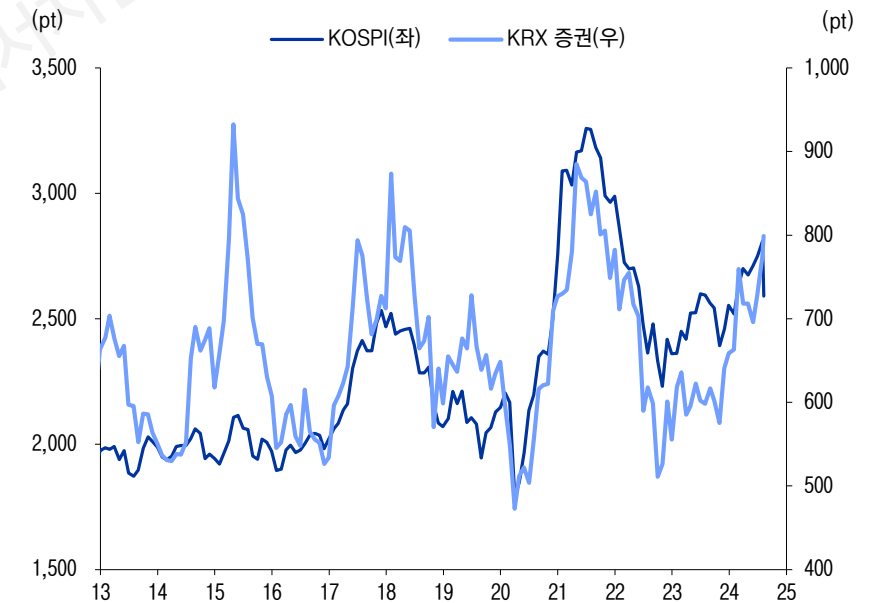
## ● 최근 증시 조정에도 증권주 주가는 견조

- 24년 하반기 들어 업황지표 전반적으로 둔화: 증시 조정 및 금리인하 시행 이후 기대감 소멸
- 거래대금 및 증시 조정에도 최근 증권주 성과는 상대적으로 양호: 실적개선 + 밸류업 기대감
- Trading부문 선방과 IB 실적 개선으로 견조한 실적흐름 이어지고 있음. 부동산 PF 리스크 경감 또한 양호한 주가의 배경으로 작용
- 미래에셋증권, 한국금융지주, 키움증권 밸류업지수 편입

### 일평균거래대금과 증권업지수



### KOSPI와 증권업지수

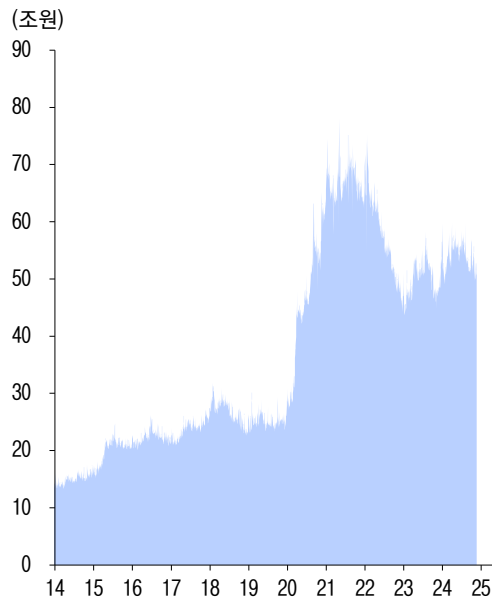


# 증권: 회복의 연장선

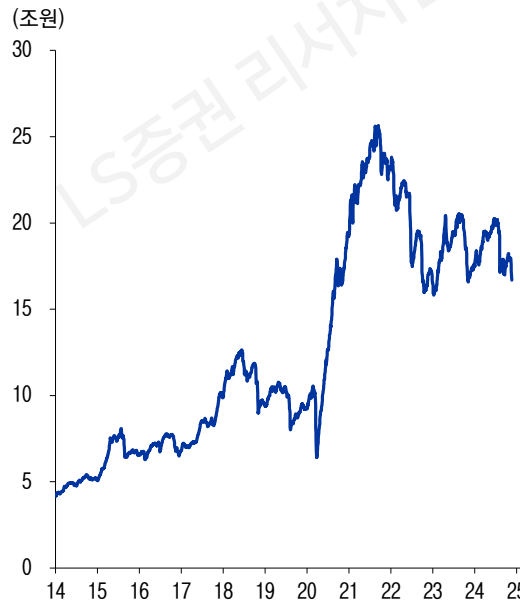
## ● 증시 자금유입 둔화에도 업황지표 추가 위축 가능성 낮음

- 24년 하반기 증시 조정과 함께 주식시장으로의 자금유입 제한되는 모습
- 고객예탁금과 개인신용잔고 흐름 또한 정체양상이 이어지고 있어 개인투자자들의 활동성이 다소 위축된 상태
- 하지만 이미 시가총액 회전을 수준이 역사적 저점구간에 도달해 추가적인 업황지표 위축 가능성은 낮다고 판단

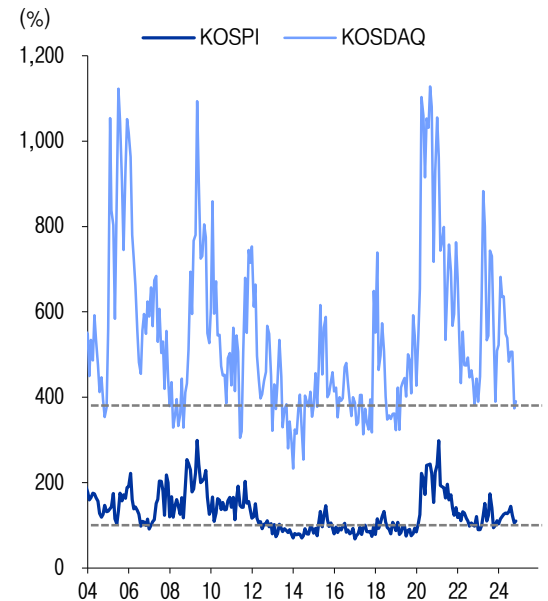
### 고객예탁금 추이



### 개인신용잔고 추이



### 시가총액 회전을 추이



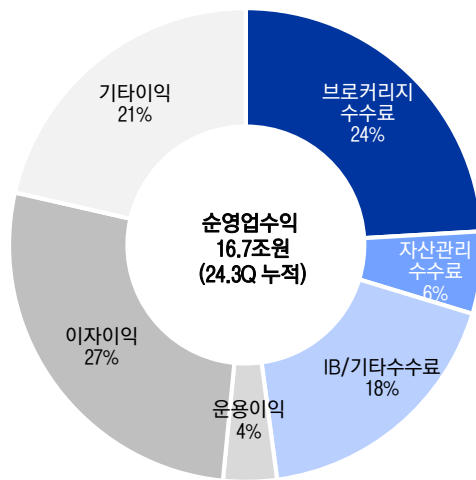


# 증권: 회복의 연장선

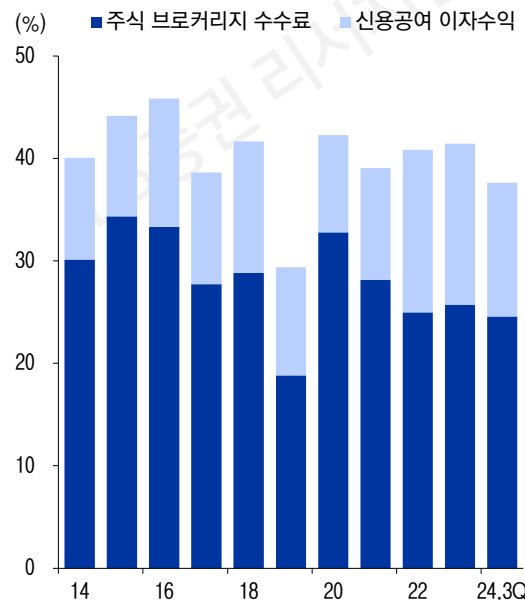
## ● 여전히 증시환경 영향을 크게 받는 수익구조

- 과거에 비해 브로커리지 관련 수익비중이 낮아졌으나 여전히 순영업수익 대비 40% 수준으로 업황을 대변
- 특히 해외주식 수수료가 크게 증가한 가운데 신용이자가 차지하는 비중 또한 꾸준히 확대
- 이 밖에도 금융상품 수요에 연동된 자산관리 수익, ECM(IB) 부문, Trading수익 또한 증시환경에 직간접적으로 영향을 받음

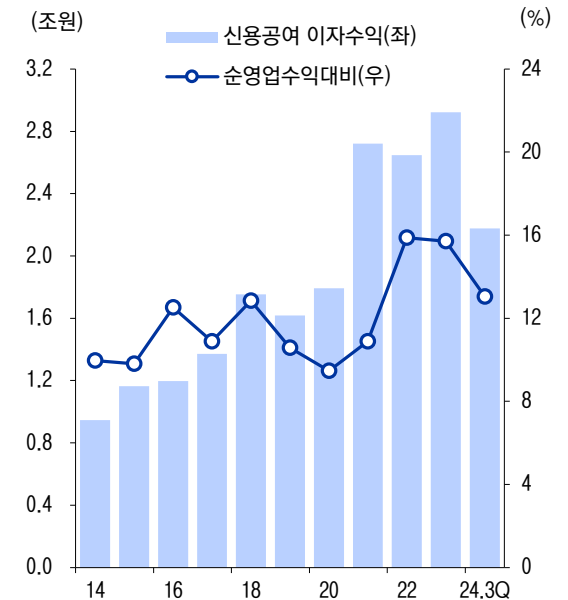
증권사 순영업수익 구성



브로커리지 관련 수익비중



신용공여 이자수익 추이와 비중

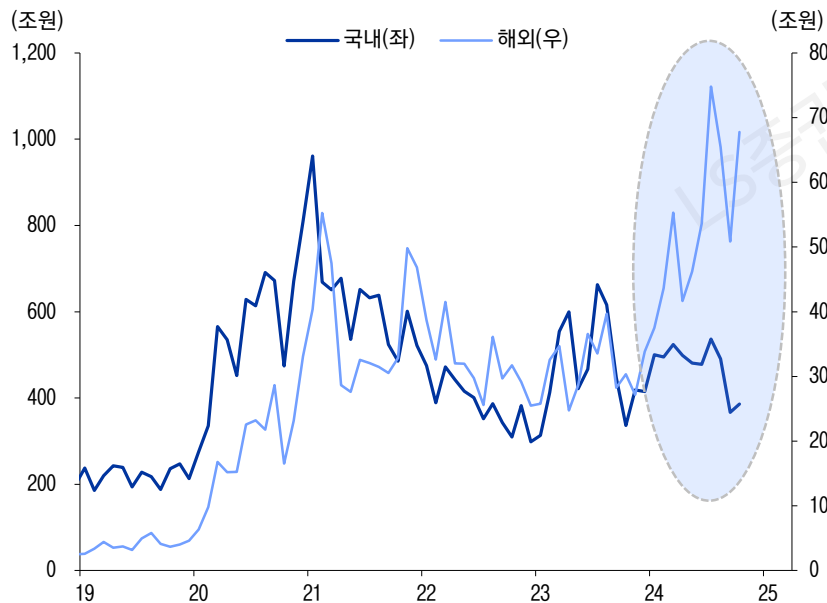


# 증권: 회복의 연장선

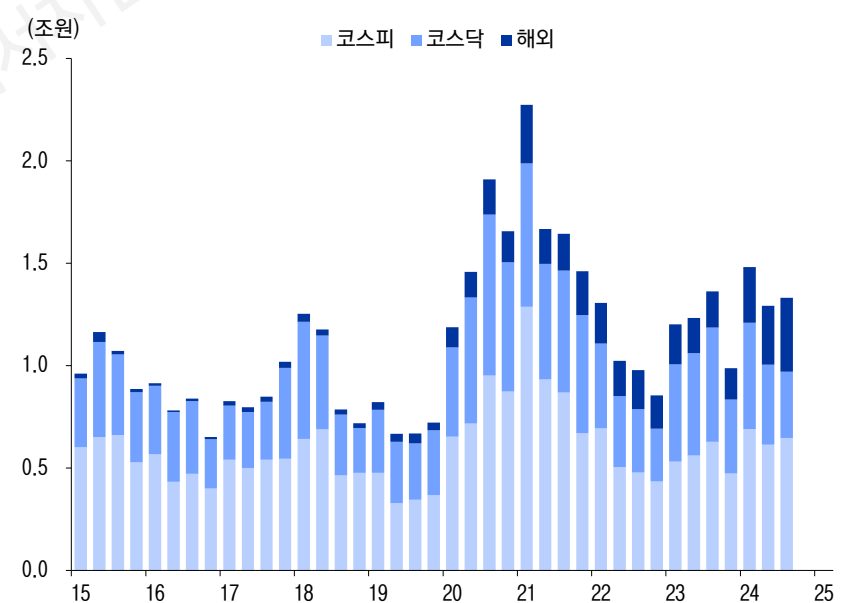
## ● 해외주식 브로커리지 수수료 확대

- 2024년 국내 VS 해외 거래대금 괴리 확대: 특히 3Q 중 해외증시 거래대금 역대최고치 기록
- 여전히 해외주식 거래대금 규모는 국내주식의 15% 수준이나, 수수료수익은 국내 대비 약 30% 비중을 차지(24.3Q 누적 증권사 합산 기준)
- 이는 국내주식 대비 월등히 높은 해외주식 수수료율에 기인. 다만 시간이 갈수록 경쟁심화로 요율인하 지속 불가피

### 국내증시와 및 해외증시 월간 거래대금 추이



### 브로커리지 수수료수익 구성

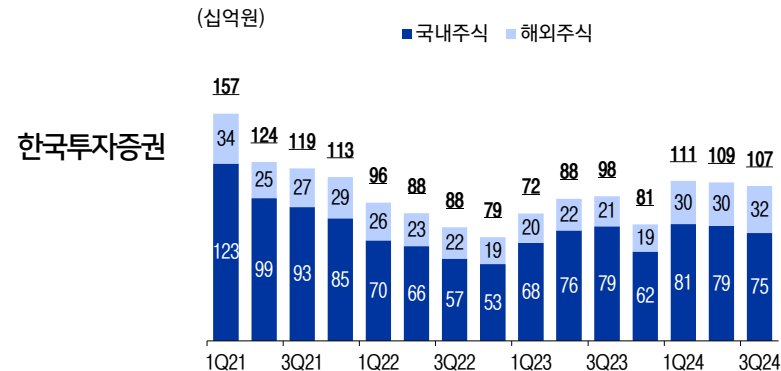
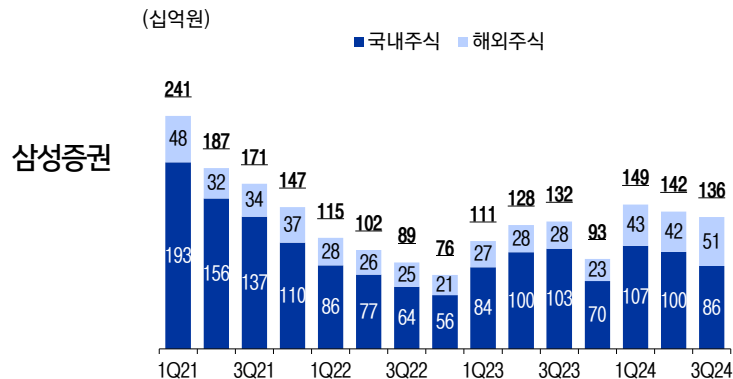
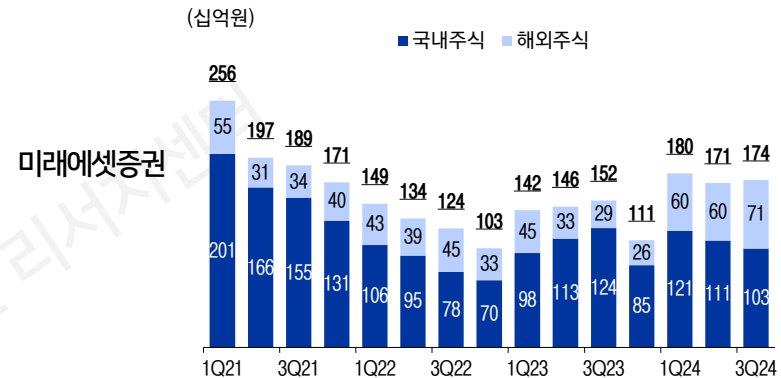
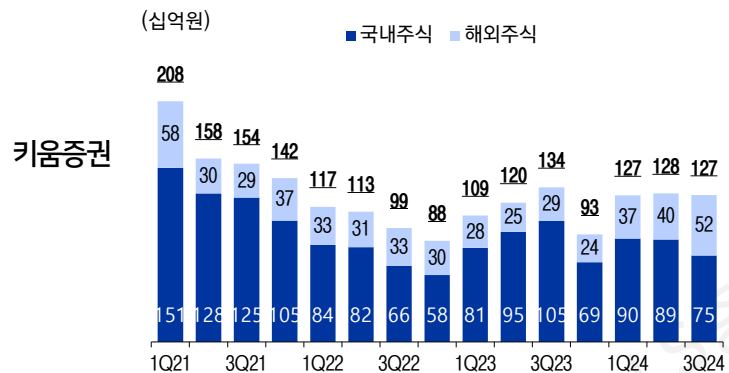


# 증권: 회복의 연장선

## ● 해외주식 브로커리지 수수료 확대

- 대형증권사의 경우 24년 중 해외주식 수수료수익이 전체(국내+해외)에서 차지하는 비중이 40% 수준으로 확대됨
- 국내 증시 조정에도 해외 브로커리지 수익이 증권사 수익기반의 큰 축으로 자리매김

### 증권사별 국내/해외주식 수수료수익 추이

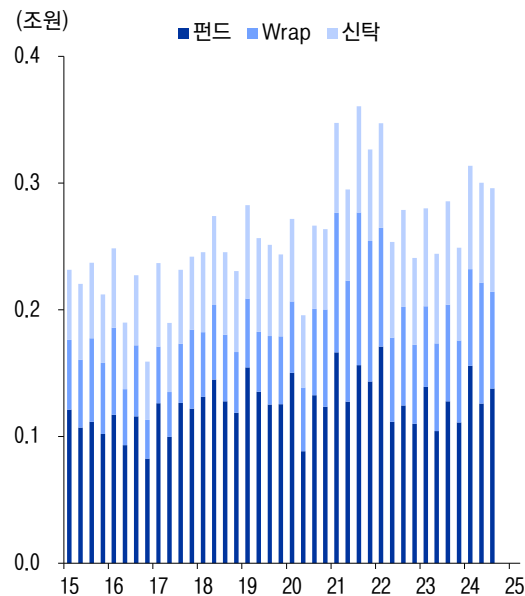


# 증권: 회복의 연장선

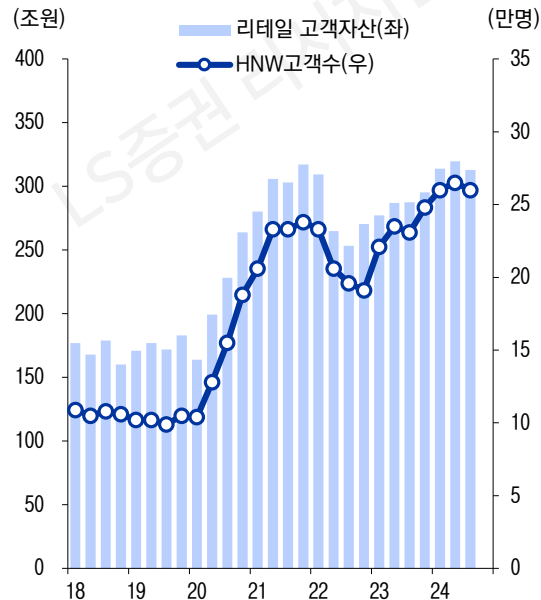
## ● 금융상품 수요 점증

- 24년 들어 자산관리 관련 수익 또한 22~23년 대비 증가한 모습
- 고금리 환경에서 은행예금으로 개인자금 쏠림이 나타났으나 금리인하 기조로의 전환과 함께 채권 및 기타 금융상품으로 분화
- 증시 조정과 ELS 사태 여파로 최근 자산관리 관련수익 둔화된 모습이나, 금리하락에 따른 금융상품 수요증가로 완만한 회복기조 이어질 것

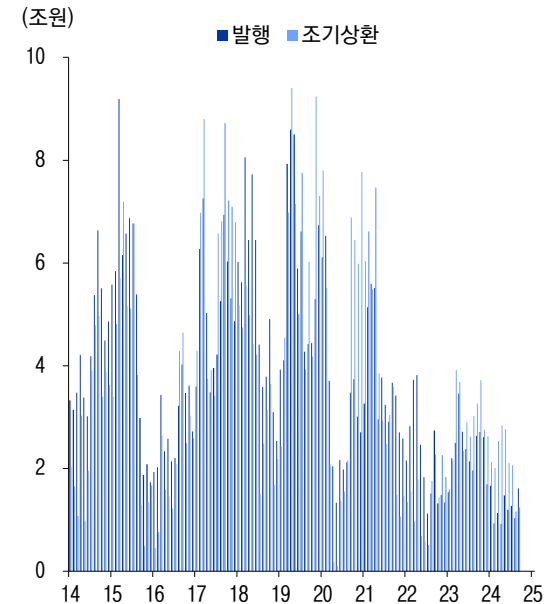
### 자산관리 관련 수익 추이



### 삼성증권 리테일 고객자산과 거액고객수



### ELS발행 및 조기상환

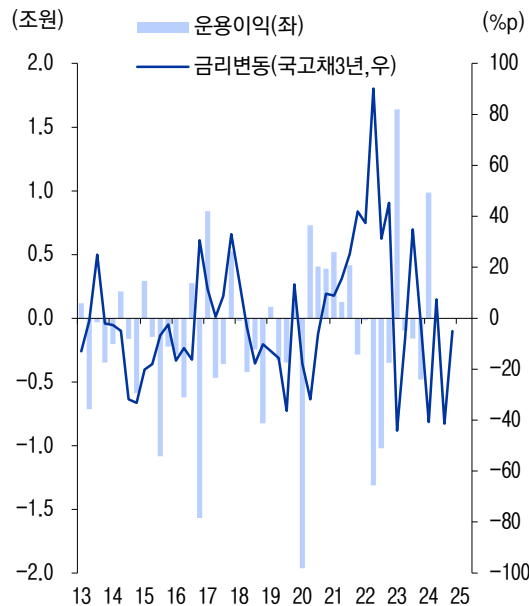


# 증권: 회복의 연장선

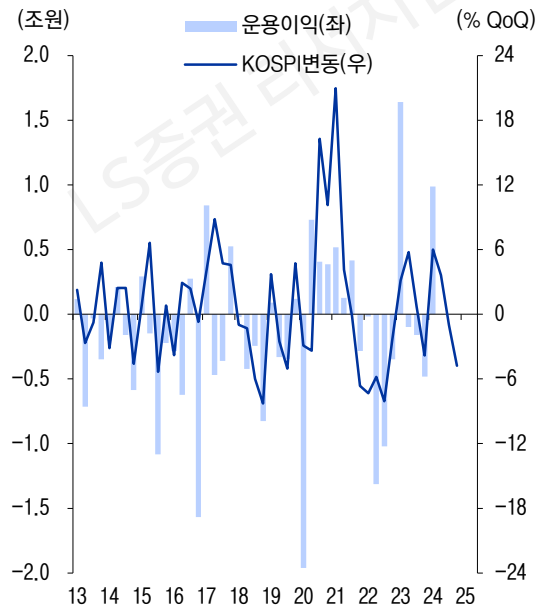
## ● 운용이익 개선추세 지속 전망

- 24년 증권사 운용이익은 채권운용이익 개선에 힘입어 대폭 증가
- 금리인하 단행 이후 시장금리 하락이 제한되고 있어 운용이익 개선 폭은 둔화될 것이나 우호적인 Trading여건은 이어질 것으로 예상
- 추가적인 금리인하가 예상되는 데다 유동성 여건 개선과 위험자산 선호심리 회복, 국내증시 조정에도 해외/파생시장의 견조한 흐름은 운용이익 개선추세를 지지

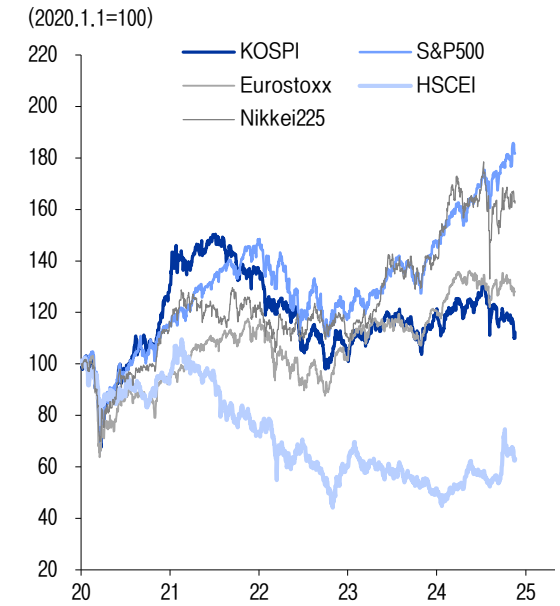
### 금리변화와 증권사 운용이익



### 주가변화와 증권사 운용이익



### 주요국 증시흐름

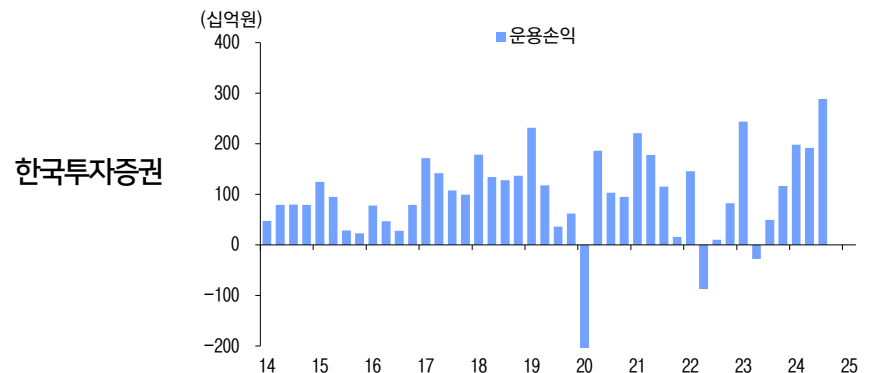
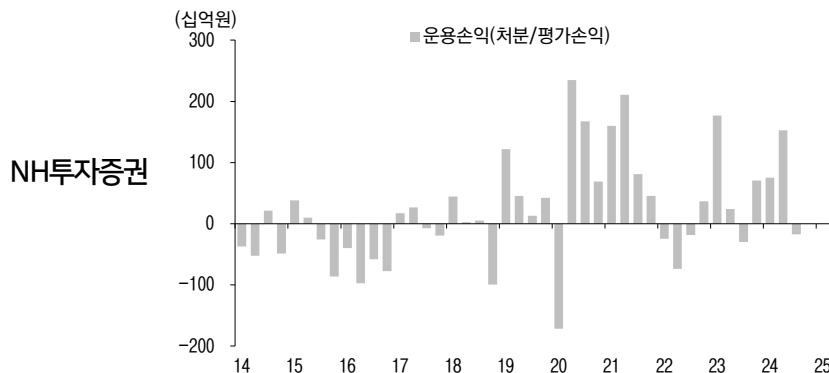
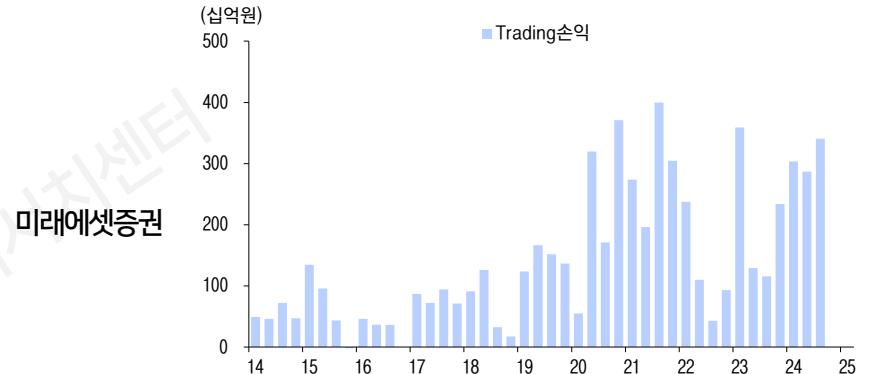
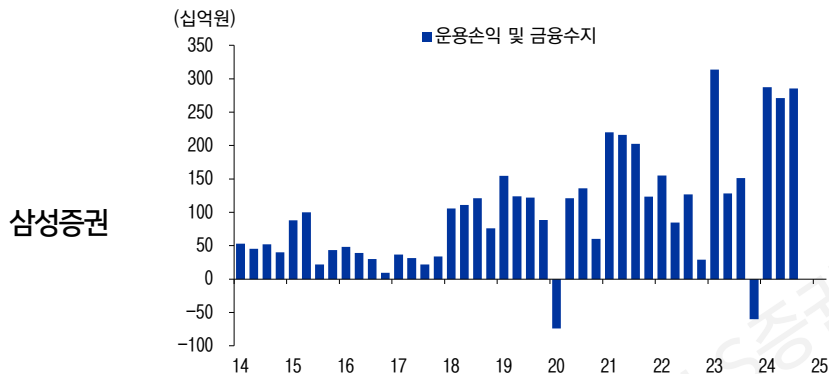


# 증권: 회복의 연장선

## ● 운용이익 개선추세 지속 전망

- 특히 대형증권사의 경우 국내외 금리인하 환경에서 투자자산 관련 평가손실 우려가 지속 완화될 전망
- 해외부동산 및 대체투자자산 가치하락 제한되며 운용이익 확보에 긍정영향 기대

### 회사별 운용이익



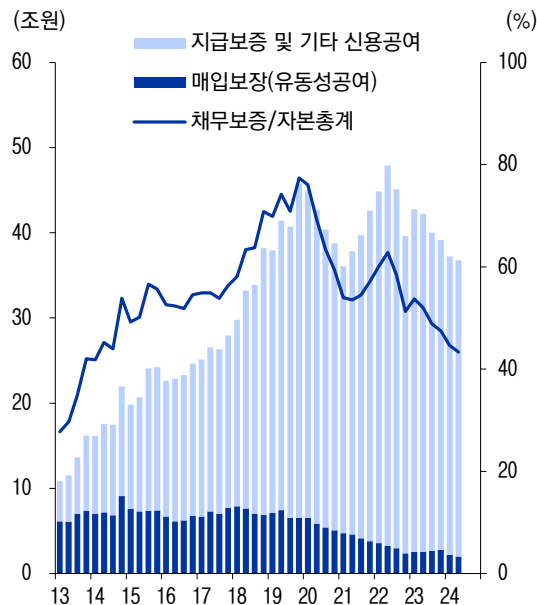
자료: LS증권 리서치센터

# 증권: 회복의 연장선

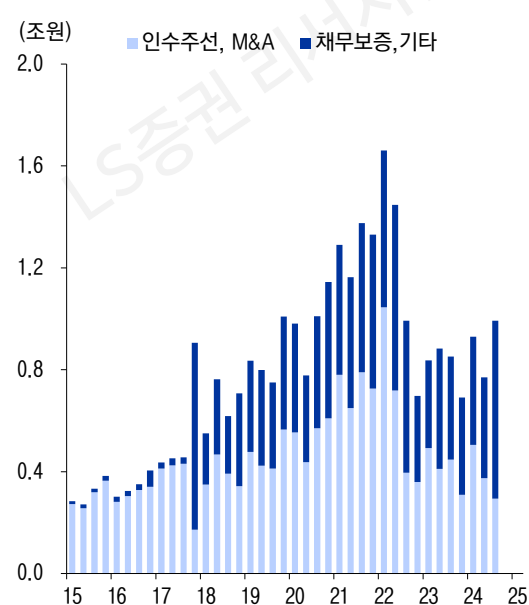
## ● 대형 증권사 IB 실적 회복

- 부동산 PF 사업성 강화 조치 이후 업계 전반의 익스포저 축소 지속
- 하지만 24년 중 업권 전체 채무보증 관련 수수료수익은 오히려 반등 → 대형증권사 신규 PF Deal 확대 영향
- 금리인하 기조로의 전환에 따른 사업성 개선 + 부실사업장 처리 속도감 ↑ : 우량 PF 사업장에 대한 적극적 위험인수 확대 결과 (대형사 중심)

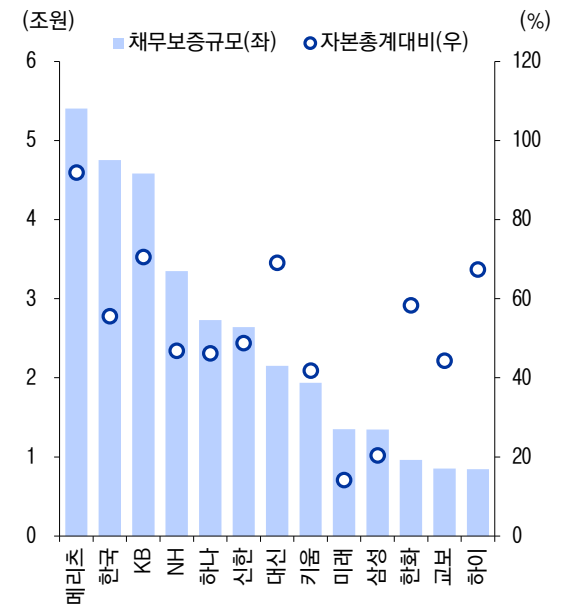
증권사 합산 채무보증 추이



증권업 IB 수수료수익 추이



증권사별 채무보증 규모



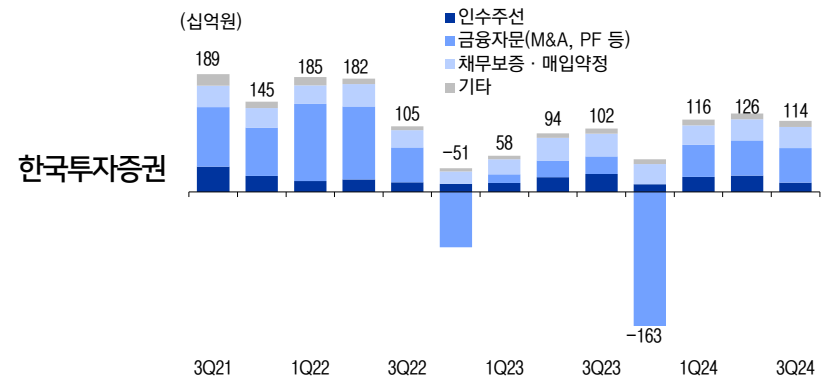
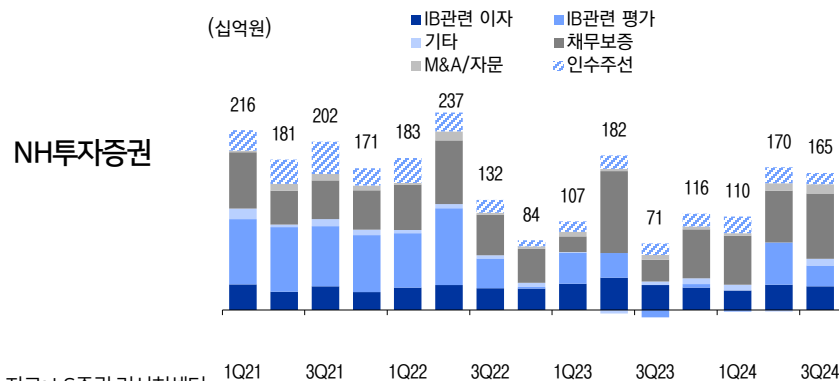
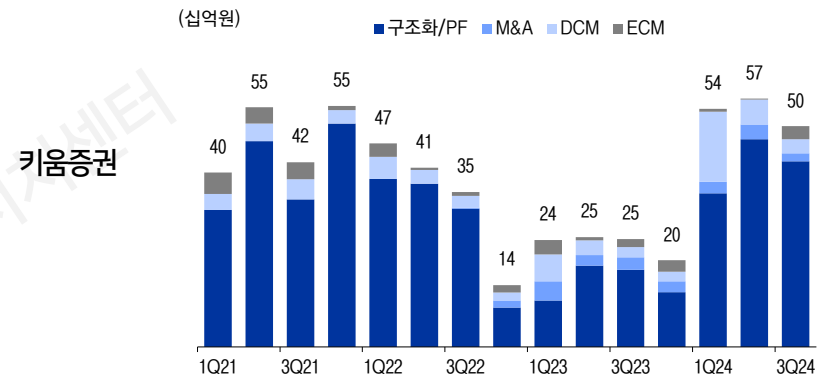
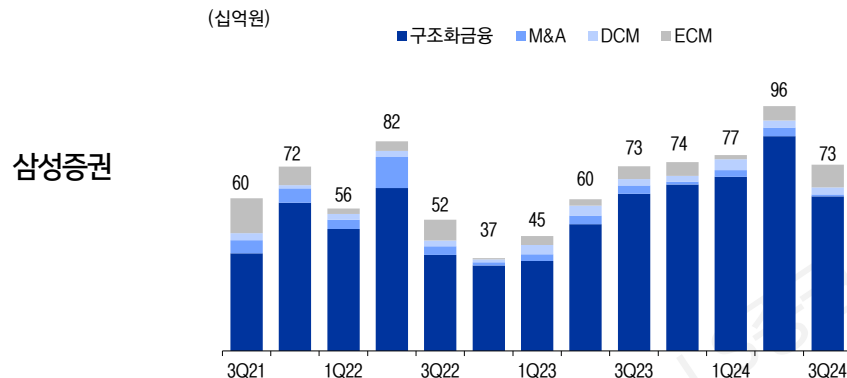
자료: LS증권 리서치센터

# 증권: 회복의 연장선

## ● 대형 증권사 IB 실적 회복

- 일부 대형사의 IB 실적은 이미 21년 부동산 PF 호황기 수준에 근접
- 기업금융(ECM/DCM) 관련 실적흐름 또한 양호. 전반적으로 24년 중 개선 양상을 보임

## 회사별 IB부문 실적



자료: LS증권 리서치센터

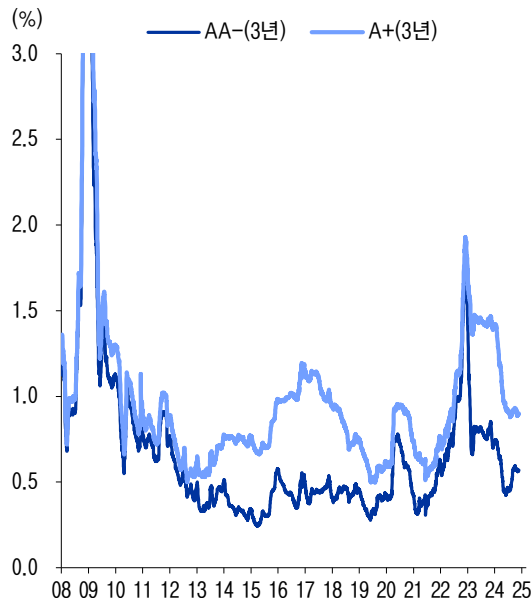


# 증권: 회복의 연장선

## ● 부동산 PF 리스크 경감 국면. IB 부문 이익기여도 지속 확대 예상

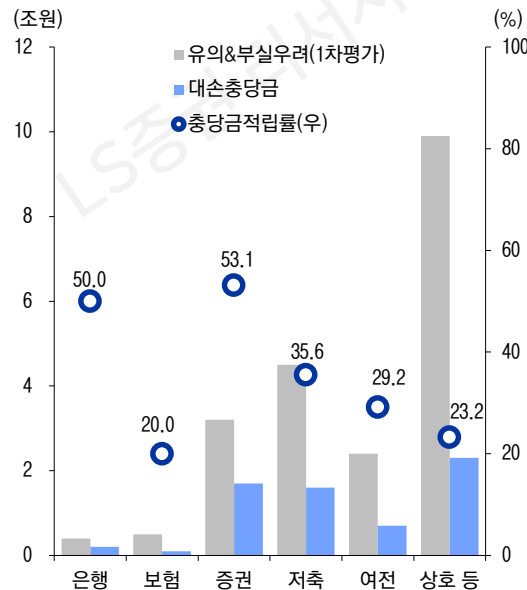
- 금리인하 사이클전환에 따른 금융시장 내 유동성/신용위험 수준 안정화 + 금융업권별 손실규모 구체화 → 부동산 PF 리스크 지속경감 예상  
\* 사업성 평가결과(1차) 증권업계 유의/부실우려 규모 3.2조원 대비 총당금 적립규모 1.7조원(적립률 53%)
- 회사채시장 정상화, 증시여건 개선 등으로 기업의 자금조달수요 증가. 기업금융을 포함한 IB수익 전반의 이익기여도 확대 예상

회사채스프레드 추이

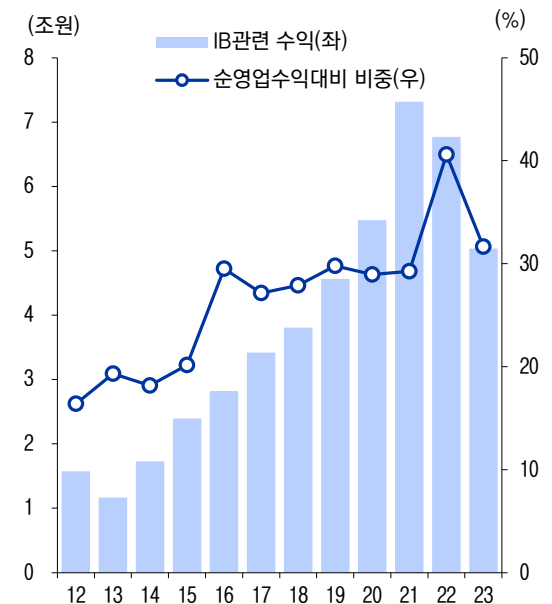


자료: LS증권 리서치센터

PF 사업성 평가와 총당금적립률



IB관련수익과 순영업수익 대비 비중

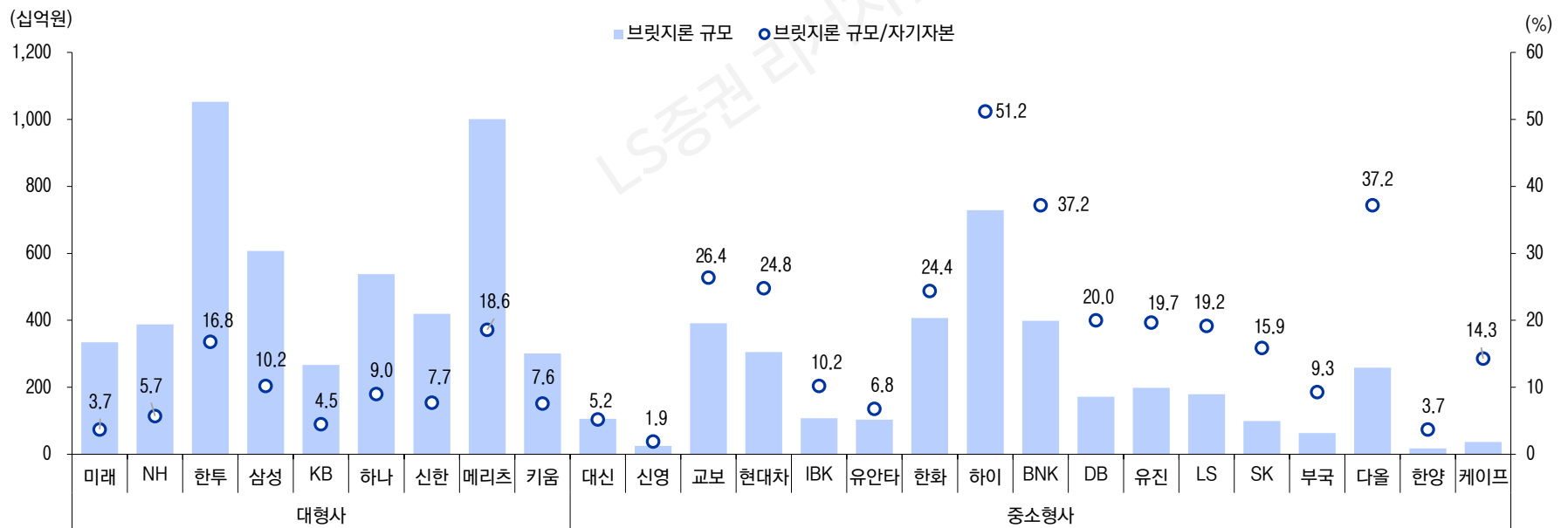


# 증권: 회복의 연장선

## ● 부동산 PF 잔여부실 부담 상존하나 리스크는 중소형사에 국한

- 강화된 사업성 평가기준 이행에 따른 PF 부실처리 부담은 상존
- 다만 업권 내 리스크는 중소형사에 국한. 대형사의 경우 자본대비 부담이 적고 우량사업장에 대한 선제적 진입으로 관련우려 상쇄
- 중소형사의 브릿지론 익스포저 비중은 평균 20% 내외. 25년 상반기까지 관련손실 인식 이어질 것으로 보임

## 증권사별 브릿지론 익스포저



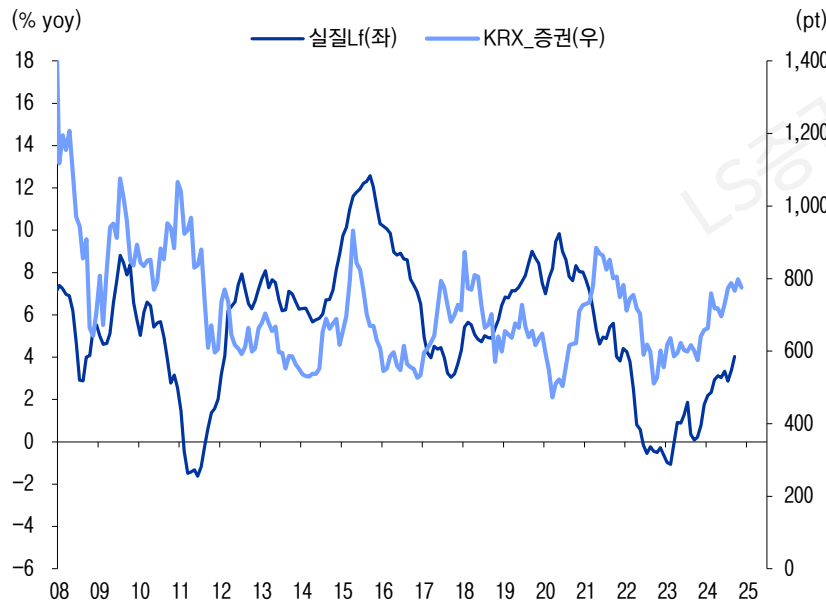
자료: 한국신용평가

# 증권: 회복의 연장선

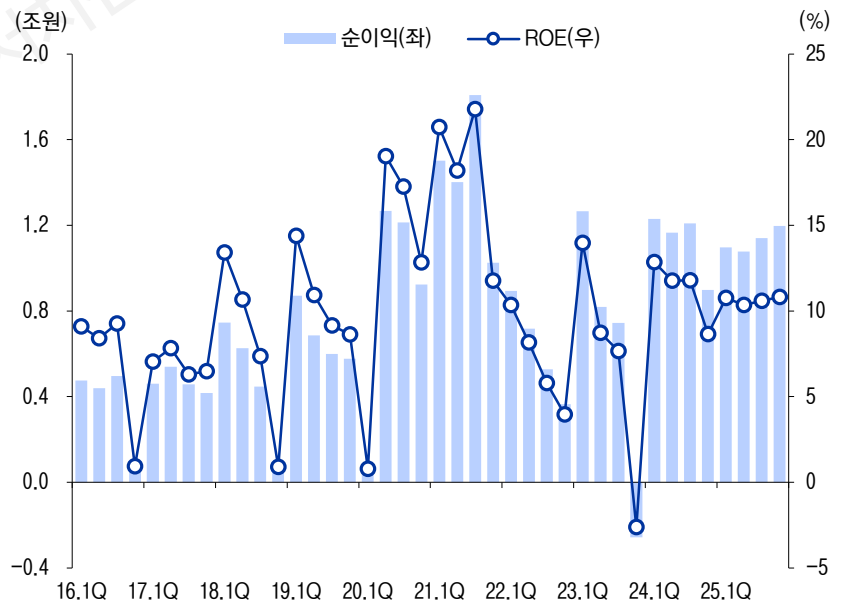
## ● 금리인하 → 실질유동성 확대 → 증권업황 개선

- 금리인하 기조로의 전환 + 인플레이 부담 완화 → 실질유동성 증가 → 증권업황 개선 전망
- 금리인하 단행 이후 추가적인 업황개선 속도는 둔화가 예상되나, 금리인하/유동성 증가추세가 25년까지 이어지며 금융시장 내 위험선호도 높게 유지될 전망
- 25년에도 ROE 10% 이상의 고수익성 지속 전망. 업황 회복의 연장흐름 예상

실질유동성과 증권업지수



커버리지 증권사 순이익과 ROE 추이 및 예상



# 증권: 회복의 연장선

## ● 25년 증권업종 전망: 회복의 연장선

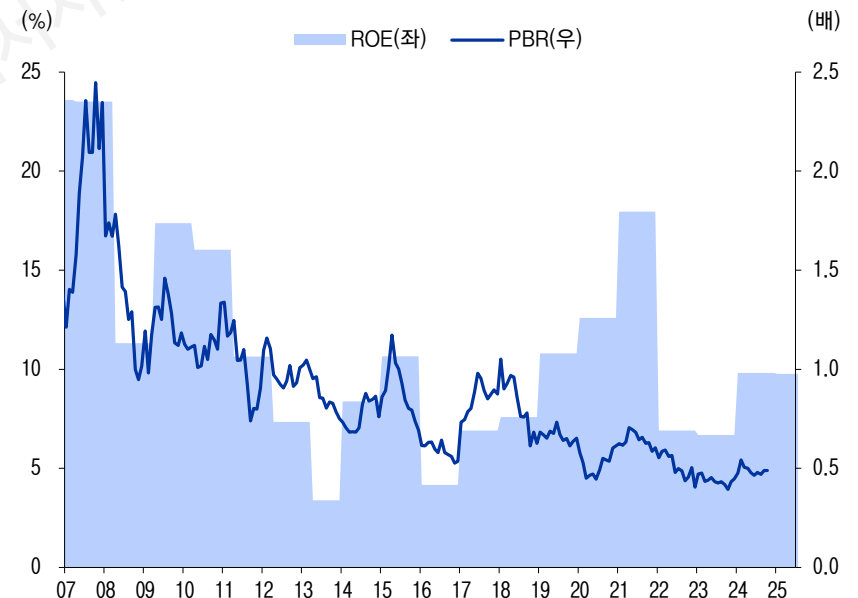
- 이자이익을 제외한 수익부문 전반적으로 25년 긍정적 흐름 예상
- 25년 예상 ROE 10.6% 대비 현재 증권업 주가 PBR 0.5배로 밸류에이션 매력도 높음
- 금융업종 내 밸류업 모멘텀 상대적으로 낮았던 대신 후행적 효과 기대. 은행/보험업종과 마찬가지로 주주환원 확대기조 동참 예상

## 증권사 수익부문별 현황과 전망

부문	전망	내용
브로커리지	☀️	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 해외증시 거래대금 급증</li> <li>• 국내증시 시가총액 회전을 역사적 저점 수준</li> </ul>
자산관리	☁️	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 금리인하, 위험선호 확대로 자산관리 수요 회복</li> <li>• 예금 대비 채권 및 기타금융상품 매력도 점증</li> </ul>
IB	☁️	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 부동산PF 리스크 경감 &amp; 신규딜 확대</li> <li>• 금융여건 개선으로 기업금융 수익기회 확대</li> </ul>
Trading	☀️	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 금리사이클 전환으로 채권/주식 긍정적 운용여건</li> <li>• 국내외 투자자산 관련 평가손실 축소 예상</li> </ul>
이자이익	☁️	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 시장금리 하락과 신용잔고 감소로 정체흐름 예상</li> <li>• 유동성 여건 개선으로 조달부담 또한 동반 하락</li> </ul>

자료: LS증권 리서치센터

## 증권업종 밸류에이션

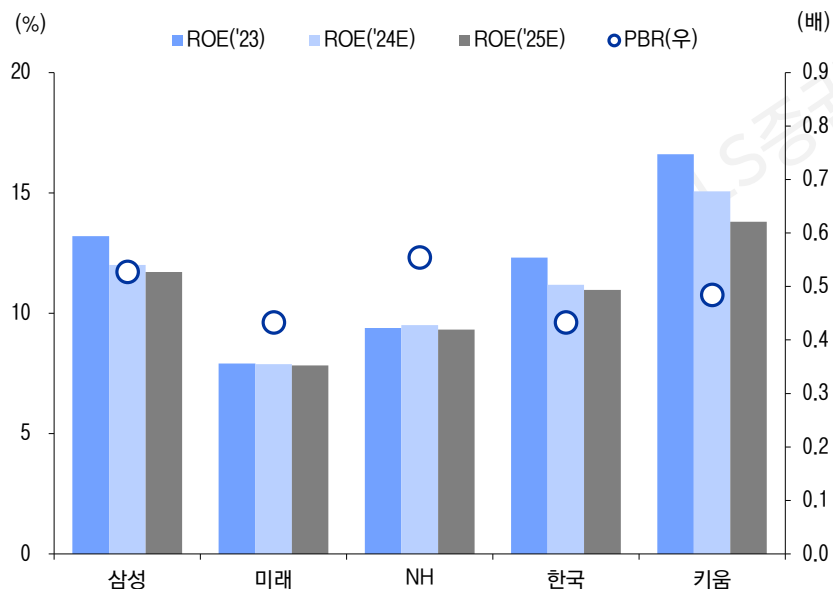


# 증권: 회복의 연장선

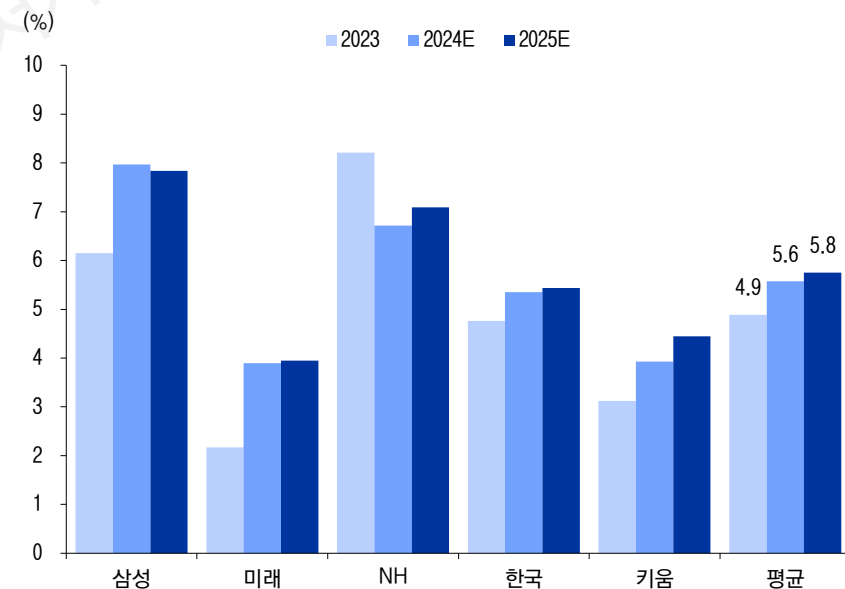
## ● 최선희주 한국금융지주, 키움증권 제시

- 증권업종 최선희주로 한국금융지주와 키움증권 제시
- 한국금융지주는 부동산 PF 리스크 경감국면에서 예상 수익성 대비 저평가 정도가 가장 크다고 판단
- 키움증권은 리테일 시장 내 높은 지배력을 바탕으로 고수익성 창출역량을 확보한 가운데 밸류업 기조에 가장 적극적으로 동참

증권사별 ROE와 PBR



증권사별 예상 배당수익률



자료: LS증권 리서치센터

# 증권: 회복의 연장선

## ● 증권업종 종목별 투자의견과 주요지표

- 기존 목표주가와 투자의견 유지. 전체 커버리지 매수의견 유지

		삼성증권	미래에셋증권	NH투자증권	한국금융지주	키움증권
투자의견		Buy(유지)	Buy(유지)	Buy(유지)	Buy(유지)	Buy(유지)
목표주가(수정)		53,000	10,500	15,500	94,000	160,000
목표주가(기존)		53,000	10,500	15,500	94,000	160,000
Target PBR		0.61	0.52	0.64	0.55	0.61
현재주가(11/22)		46,200	8,730	13,400	74,700	126,200
순이익 (십억원)	2023	547	327	556	707	436
	2024E	916	890	728	1,101	868
	2025E	888	920	761	1,072	872
	2026E	935	962	788	1,148	896
BPS(원)	2023	74,162	18,131	21,757	142,903	178,259
	2024E	81,215	19,152	22,846	157,757	231,386
	2025E	87,547	20,158	24,148	172,378	260,537
	2026E	94,478	21,229	25,477	188,258	290,030
ROE(%)	2023	8.5	3.0	7.5	8.7	9.0
	2024E	13.2	7.9	9.4	12.3	16.6
	2025E	12.0	7.9	9.5	11.2	15.1
	2026E	11.7	7.8	9.3	11.0	13.8
PER(배)	2023	5.8	10.4	6.1	4.6	6.0
	2024E	4.5	4.6	6.4	4.0	3.5
	2025E	4.6	4.4	6.1	4.1	3.4
	2026E	4.4	4.2	5.9	3.8	3.4
PBR(배)	2023	0.48	0.38	0.45	0.39	0.54
	2024E	0.57	0.46	0.59	0.47	0.55
	2025E	0.53	0.43	0.55	0.43	0.48
	2026E	0.49	0.41	0.53	0.40	0.44
DPS(원)	2023	2,200	150	800	2,650	3,002
	2024E	3,680	340	900	4,000	4,960
	2025E	3,620	345	950	4,060	5,610
	2026E	3,790	360	980	4,340	5,630

자료: LS증권 리서치센터

# Part IV

## 기업 분석

### 기업 Comments

- KB금융(105560)
- DB손해보험(005830)
- 한국금융지주(071050)
- 키움증권(039490)

# KB금융 (105560): 명확해진 주주환원

## Buy (유지)

목표주가 (상향)	115,000 원
현재주가(11/22)	98,400 원
상승여력	16.9 %
KOSPI(11/22)	2,501.24 pt
시가총액	387,232 억원
발행주식수	393,528 천주
52주 최고가 / 최저가	101,000 / 49,300 원
90일 일평균 거래대금	1,228.91 억원
외국인 지분율	78.1%
배당수익률(24.12E)	3.2 %
BPS(24.12E)	143,590 원
KOSPI대비 상대수익률	1개월 7.3%
	6개월 32.6%
	12개월 81.0%
주주구성	국민연금공단 (외 1인) 8.2 %
	블랙록 (외 14인) 6.4 %



자료: LS증권 리서치센터

### ● 보통주자본비율 수준에 기반한 주주환원 방향 설정

- KB금융은 밸류업 공시를 통해
  - 1) 연말 보통주자본비율 13% 초과분 차년도 주주환원 재원으로 활용,
  - 2) 연중 보통주자본비율 13.5% 초과분을 추가로 주주환원하는 방안 발표
- 분기 균등배당과 함께 CET1 수준을 통해 총주주환원 규모의 예측가능성을 제고하는 방향을 설정
- 1,000억원의 추가 자사주 매입소각 결정하여 24년 총주주환원율은 39% 수준으로 확대 예상

### ● 목표주가 115,000원으로 5% 상향. 은행업종 최선호주 의견 유지

- 25년 금리인하 기조하에서 이자이익 둔화 예상되나 비은행부문의 높은 이익기여도를 바탕으로 고수익성 지속 예상
- 이익창출역량과 주주환원 관점에서 업종 내 선도적 지위 지속 강화 전망
- 실적추정치 변경과 강화된 주주환원 조치 반영해 목표주가 5% 상향, 은행업종 최선호주 의견 유지

### Financial Data

(십억원)	총영업이익	총전 영업이익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원, adj.)	ROE (%)	PER (배)	PBR (배)
2022	15,024	7,487	5,639	4,413	11,327	0.1	112,791	10.0	4.7	0.47
2023	16,229	9,582	6,435	4,632	12,232	8.0	137,053	9.7	4.2	0.38
2024E	17,324	10,360	8,194	5,233	14,071	15.0	143,590	9.9	7.0	0.69
2025E	16,974	9,830	7,599	5,306	14,662	4.2	153,777	9.7	6.7	0.64
2026E	17,503	10,054	7,805	5,444	15,469	5.5	164,601	9.6	6.4	0.60



# KB금융 (105560)

## 손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
총영업이익	15,024	16,229	17,324	16,974	17,503
순이자수익	13,113	12,142	12,571	12,563	12,919
순수수료수익	3,322	3,674	3,827	3,948	4,145
기타비이자이익	-1,410	414	926	462	439
판관비	7,538	6,647	6,965	7,144	7,450
총전영업이익	7,487	9,582	10,360	9,830	10,054
대손비용	1,848	3,146	2,166	2,232	2,249
영업이익	5,639	6,435	8,194	7,599	7,805
영업외손익	182	-265	-999	-186	-195
세전이익	5,821	6,170	7,195	7,413	7,610
법인세	1,629	1,607	2,004	2,178	2,238
지배주주순이익	4,413	4,632	5,233	5,306	5,444
포괄손익	680	5,630	3,485	5,549	5,687
주요자회사순이익					
국민은행	2,996	3,261	3,134	3,610	3,685
국민카드	379	351	456	458	490

## 주요재무지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>성장성(%)</b>					
총자산증가율	5.6	2.1	11.0	4.9	4.9
원화대출금증가율	3.1	4.0	6.6	5.0	4.9
원화예수금증가율	4.2	3.5	5.3	5.0	4.9
자기자본증가율	2.8	18.5	2.6	3.6	3.5
총영업이익증가율	3.7	8.0	6.7	-2.0	3.1
<b>안정성(%)</b>					
원화예대율(은행)	96.0	96.4	97.6	97.6	97.6
레버리지	14.1	12.2	13.1	13.3	13.5
BIS비율(그룹)	16.2	16.7	15.9	15.7	15.5
보통주자본비율(그룹)	13.2	13.6	13.1	12.9	12.8
BIS비율(은행)	17.5	18.1	17.7	18.4	19.0
기본자본비율(은행)	14.92	15.50	15.18	15.73	16.23
배당성향	26.0	25.3	23.0	22.7	22.1

## 재무상태표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
현금및예치금	32,114	29,836	36,561	38,385	40,261
대출채권	436,531	444,805	488,594	512,942	538,005
유가증권	182,156	199,960	213,168	223,803	234,739
유형자산	4,991	4,946	5,453	5,428	5,402
기타이자부자산	42,152	34,240	48,766	51,197	53,698
자산총계	701,171	715,738	794,220	833,515	873,951
예수부채	388,888	406,512	419,368	440,293	461,807
사채 및 차입금	140,416	138,760	144,581	151,761	159,176
기타비이자부부채	122,205	111,592	169,842	178,852	188,160
부채총계	651,509	656,865	733,790	770,906	809,142
지배기업소유지분	48,381	56,930	58,486	60,737	63,008
자본금/신종자본증권	6,525	7,123	7,173	7,173	7,173
이익잉여금	28,465	32,029	35,107	38,181	41,379
기타자본	13,391	17,777	16,206	15,383	14,456
비지배지분	1,280	1,944	1,944	1,872	1,800
자본총계	49,661	58,873	60,430	62,609	64,809

## 주요투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>주당지표(원) /Valuation</b>					
EPS	11,327	12,232	14,071	14,662	15,469
BPS	112,791	137,053	143,590	153,777	164,601
DPS	2,950	3,080	3,150	3,235	3,320
PER	4.7	4.2	7.0	6.7	6.4
PBR	0.47	0.38	0.69	0.64	0.60
<b>수익성/효율성/건전성(%)</b>					
ROE	10.0	9.7	9.9	9.7	9.6
ROA	0.65	0.65	0.7	0.7	0.6
NIM	1.96	2.08	2.02	1.89	1.86
판관비/총영업이익	50.2	41.0	40.2	42.1	42.6
대손비용률	0.45	0.73	0.48	0.46	0.44
고정이자여신비율(은행)	0.20	0.31	0.35	0.33	0.31
커버리지비율(은행)	259.4	225.6	198.7	206.3	213.6

자료: LS증권 리서치센터

# DB손해보험 (005830): 고수익성과 안정성 견비

**Buy (유지)**

목표주가 (유지) **125,000 원**

현재주가(11/22) **108,500 원**

상승여력 **15.2 %**

KOSPI(11/22) 2,501.24 pt

시가총액 76,818 억원

발행주식수 70,800 천주

52주 최고가 / 최저가 123,200 / 75,900 원

90일 일평균 거래대금 150.62 억원

외국인 지분율 48.1%

배당수익률(24.12E) 6.2 %

BPS(24.12E) 158,998 원

KOSPI대비 상대수익률 1개월 -1.8%

6개월 16.1%

12개월 33.9%

주주구성 김남호 (외 13인) 23.3 %

자사주 (외 1인) 15.2 %



자료: LS증권 리서치센터

## ● 보험업종 최선호주 의견 유지

- 금리하락기조와 비우호적 규제환경 하에서 25년 보험업종 실적 및 주가모멘텀 약화 예상
- 동사의 경우 고수익성과 안정성을 견비한데다 밸류에이션 매력 또한 높아 최선호주 의견 유지
- 내년 초로 예상되는 밸류업 공시 모멘텀 기대. 총주주환원율 목표 35%로 설정

## ● 고수익성 창출역량과 안정성 견비. 목표주가 125,000원

- 최근 판매비 가정변경 영향과 자동차 손해를 상승 등으로 보험손익 둔화 조짐
- 하지만 여전히 업권 내 최상위 CSM 배수를 확보하고 있는데다 계리가정 변경에도 200% 이상의 킥스비율 유지
- 고수익성 창출역량과 자본안정성 견비. 해약환급금준비금 적립부담 경감과 함께 주주환원 확대 기대
- 기존 목표주가 125,000원 유지

## Financial Data

(십억원)	보험손익	투자손익	영업이익	순이익	EPS (원)	BPS (원, adj.)	ROE (%)	PER (배)	PBR (배)
2023	1,550	467	2,017	1,537	25,594	144,488	17.2	3.1	0.54
2024E	1,815	717	2,532	1,909	31,802	158,998	21.0	3.4	0.68
2025E	1,938	707	2,645	1,934	32,217	184,848	18.7	3.4	0.59
2026E	2,039	716	2,755	2,015	33,565	212,477	16.9	3.2	0.51

# DB손해보험 (005830)

## 손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	1,550	1,815	1,938	2,039
장기	1,351	1,521	1,636	1,707
CSM상각	1,264	1,352	1,450	1,474
RA변동	111	136	163	166
예실차	228	165	178	145
기타	-251	-131	-155	-77
자동차	321	181	178	200
일반	-122	113	124	132
투자손익	467	717	707	716
보험금융손익	-789	-764	-792	-806
기타투자손익	1,256	1,481	1,498	1,522
영업이익	2,017	2,532	2,645	2,755
영업외이익	9	2	-13	-13
세전이익	2,025	2,534	2,632	2,742
법인세비용	489	625	697	727
당기순이익	1,537	1,909	1,934	2,015
기타포괄손익	-36	0	0	0
총포괄이익	1,501	1,909	1,934	2,015

## 주요재무지표

	2023	2024E	2025E	2026E
신계약(월납, 십억원)	164	173	170	171
CSM배수(배)	17.2	16.7	16.5	16.5
CSM상각률(%)	9.9	10.1	10.2	10.0
투자수익률(%)	2.9	3.2	3.1	3.0
부채부담비율(%)	5.1	3.8	3.7	3.7
EPS(원)	25,594	31,802	32,217	33,565
BPS(원)	144,488	158,998	184,848	212,477
DPS(원)	5,300	6,700	7,060	7,690

## 재무상태표

(단위: 십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
총자산	48,514	50,984	53,054	55,209
총운용자산	44,932	47,779	49,719	51,737
기타자산	3,581	3,206	3,336	3,471
총부채	39,838	41,437	41,956	42,451
책임준비금	36,769	39,394	39,747	40,146
보험계약부채	29,395	31,763	32,078	32,440
최선추정부채(BEL)	7,145	7,901	7,744	7,590
위험조정(RA)	1,575	1,859	1,822	1,786
계약서비스마진(CSM)	12,152	13,311	13,820	14,372
기타	8,522	8,692	8,692	8,692
재보험/투자계약부채	7,374	7,631	7,668	7,706
기타부채	3,069	2,043	2,209	2,305
자본총계	8,676	9,547	11,099	12,758
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38
신증자본증권	0	0	0	0
이익잉여금	8,651	10,242	11,774	13,383
기타자본	-48	-768	-748	-698

## 주요투자지표

	2023	2024E	2025E	2026E
Valuation				
ROA(%)	3.3	3.8	3.7	3.7
ROE(%)	17.2	21.0	18.7	16.9
PER(%)	3.1	3.4	3.4	3.2
PBR(%)	0.54	0.68	0.59	0.51
배당성향(%)	20.7	21.1	21.0	21.0
배당수익률(%)	6.8	6.2	6.5	7.1
K-ICS비율(%)	233.1	223.4	227.2	227.1

자료: LS증권 리서치센터

# 한국금융지주 (071050): 고유강점 부각 본격화

## Buy (유지)

목표주가 (유지)	94,000 원
현재주가(11/22)	74,700 원
상승여력	25.8 %
KOSPI(11/22)	2,501.24 pt
시가총액	41,627 억원
발행주식수	55,726 천주
52주 최고가 / 최저가	79,200 / 53,800 원
90일 일평균 거래대금	95.94 억원
외국인 지분율	41.3%
배당수익률(24.12E)	5.4 %
BPS(24.12E)	157,757 원
KOSPI대비 상대수익률	1개월 -2.7%
	6개월 15.5%
	12개월 28.1%
주주구성	김남구 (외 2인) 21.3 %
	국민연금공단 (외 1인) 10.0 %
	Orbis Investment (외 24인) 8.3 %



자료: LS증권 리서치센터

### ● 경감되는 부동산 PF 리스크

- 금리인하 기조로의 전환과 사업성 평가강화로 부동산 PF 손실규모 구체화 및 리스크 경감국면 진입
- 부동산 PF 익스포저 높은 동사의 경우 잔여부실 처리여건 개선으로 관련우려 완화 예상
- 한투증권은 브릿지론 가운데 상당부분 총당금 적립 이뤄진 것으로 보이며, 저축은행과 캐피탈의 경우 고정이하여신비율 하락 전환

### ● 고유강점 부각 본격화. 증권업종 최선호주 유지

- 3분기 누적순이익은 9,336억원으로 지난해 연간실적 상회. 연환산 ROE 14% 수준
- 업황개선과 PF 리스크 경감으로 동사의 고유강점인 고수익성 창출역량 지속 부각 예상
- 4분기 운용이익 둔화 예상되나 총당금 부담 경감과 함께 경상수익성 개선추세 지속되며 2025년에도 10% 이상 ROE 달성 가능할 전망
- PBR 0.5배 미만으로 과도한 저평가. 기존 목표주가 94,000원과 증권업종 최선호주 의견 유지

### Financial Data

(십억원)	순영업수익	영업이익	지배순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	ROE (%)	ROA (%)	PER (배)	PBR (배)
2022	1,753	546	637	10,868	-63.9	131,056	8.4	0.7	6.0	0.50
2023	1,989	820	707	12,065	11.0	142,903	8.7	0.8	4.6	0.39
2024E	2,645	1,273	1,101	18,797	55.8	157,757	12.3	1.1	4.0	0.47
2025E	2,956	1,461	1,072	18,292	-2.7	172,378	11.2	1.0	4.1	0.43
2026E	3,134	1,565	1,148	19,592	7.1	188,258	11.0	1.0	3.8	0.40

# 한국금융지주 (071050)

## 손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
순영업수익	1,753	1,989	2,645	2,956	3,134
순수수료수익	1,162	1,040	1,228	1,331	1,437
수탁수수료	601	552	640	689	706
자산관리수수료	425	391	454	523	600
IB업무수수료	168	155	173	180	199
기타수수료수익(비용)	-32	-58	-39	-61	-67
순이자수익	1,117	980	1,241	1,323	1,361
상품운용손익	-625	442	153	230	244
기타영업손익	99	-473	23	71	92
판관비	1,208	1,169	1,372	1,495	1,569
영업이익	546	820	1,273	1,461	1,565
영업외손익	100	65	212	0	-1
세전이익	646	886	1,485	1,461	1,564
지배주주순이익	637	707	1,101	1,072	1,148

## 주요투자지표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)					
EPS	10,868	12,065	18,797	18,292	19,592
BPS	131,056	142,903	157,757	172,378	188,258
DPS	2,300	2,650	4,000	4,060	4,340
Valuation(x)					
PER	6.0	4.6	4.0	4.1	3.8
PBR	0.50	0.39	0.47	0.43	0.40
수익성/효율성(%)					
ROE	8.4	8.7	12.3	11.2	11.0
ROA	0.7	0.8	1.1	1.0	1.0
순영업수익/총자산	2.0	2.1	2.6	2.6	2.6
영업이익/자기자본	7.1	10.0	14.1	15.1	14.8
수탁수수료/순영업수익	19.3	14.2	13.5	12.4	11.5
판관비/순영업수익	68.9	58.8	51.9	50.6	50.1

## 재무상태표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
총자산	86,309	95,901	108,477	115,111	122,152
현금및예치금	10,881	9,723	10,863	11,530	12,237
유가증권	48,013	61,249	64,663	68,631	72,842
대출채권	23,608	22,214	28,291	30,027	31,870
기타자산	666	429	846	898	953
총부채	78,603	87,456	99,156	104,933	111,043
예수부채	13,938	13,656	19,054	20,223	21,464
기타부채	22,869	21,774	22,973	24,383	25,879
자본총계	7,706	8,445	9,321	10,178	11,109
자본금	308	308	308	308	308
자본잉여금	608	608	608	608	608
이익잉여금	6,579	7,151	8,098	8,938	9,850
기타자본	184	306	230	247	265
비지배주주지분	26	71	77	78	78

## 주요재무지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성(%)					
총자산증가율	5.2	11.1	13.1	6.1	6.1
예수부채증가율	-5.6	-2.0	39.5	6.1	6.1
자기자본증가율	3.7	9.6	10.4	9.2	9.1
순영업수익증가율	-35.7	13.4	33.0	11.8	6.0
영업이익증가율	-64.1	50.3	55.1	14.8	7.1
순이익증가율	-63.9	11.0	55.8	-2.7	7.1
EPS증가율	-63.9	11.0	55.8	-2.7	7.1
BPS증가율	3.8	9.0	10.4	9.3	9.2
안정성(%)					
부채비율	1,020	1,036	1,064	1,031	1,000
자기자본비율	8.9	8.8	8.6	8.8	9.1
재무레버리지	11.2	11.4	11.6	11.3	11.0
총배당성향	21.1	21.9	21.2	22.2	22.1

자료: LS증권 리서치센터

# 키움증권 (039490): 호실적을 바탕으로 밸류업 선도

## Buy (유지)

목표주가 (유지)	160,000 원
현재주가(11/22)	126,200 원
상승여력	26.8 %
KOSPI(11/22)	2,501.24 pt
시가총액	32,215 억원
발행주식수	25,527 천주
52주 최고가 / 최저가	144,600 / 91,100 원
90일 일평균 거래대금	74.53 억원
외국인 지분율	26.0%
배당수익률(24.12E)	3.9 %
BPS(24.12E)	231,386 원
KOSDAQ대비 상대수익률	1개월 -5.3%
	6개월 5.4%
	12개월 35.7%
주주구성	다우기술 (외 7인) 42.4 %
	국민연금공단 (외 1인) 12.8 %
	Orbis Investment (외 17인) 10.3 %



자료: LS증권 리서치센터

### ● 증권업종 내 밸류업 선도, Top Picks 제시

- 동사는 ROE 15%, 주주환원율 30%, PBR 1배 이상을 목표로 하는 기업가치 제고계획 공시한 바 있으며, 24년 중 35만주(469억원)의 자사주 매입을 완료
- 24년 큰 폭의 DPS 상향이 예상되며, 25년 이후에는 자사주 매입소각 규모 확대 예상
- 압도적인 리테일 지배력을 바탕으로 고수익성 창출역량과 높은 이익가시성을 확보하고 있는데다, 향후에도 증권업종 내 밸류업을 선도할 가능성 높아 Top Picks로 선정

### ● 호실적 지속 예상. 목표주가 16만원 유지

- 국내증시 거래대금 축소에도 해외주식 브로커리지 수익 급증으로 수수료수익 견조. 해외주식 점유율 34%에 달함
- IB부문 또한 우량 부동산 PF 신규딜 확대 영향으로 실적 개선추세 지속. PF 리스크 경감되고 있어 저축은행/캐피탈 총당금 적립부담 축소 예상
- 최근 업황지표 둔화에도 고수익성 창출력 입증. 기존 목표주가 16만원 유지

### Financial Data

(십억원)	순영업수익	영업이익	지배순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	ROE (%)	ROA (%)	PER (배)	PBR (배)
2022	1,269	656	507	18,351	-42.0	164,805	11.6	1.1	4.9	0.54
2023	1,160	565	436	16,000	-12.8	178,259	9.0	0.8	6.0	0.54
2024E	1,866	1,161	868	36,425	127.7	231,386	16.6	1.6	3.5	0.55
2025E	1,963	1,188	872	36,622	0.5	260,537	15.1	1.7	3.4	0.48
2026E	2,073	1,220	896	37,613	2.7	290,030	13.8	1.6	3.4	0.44

# 키움증권 (039490)

## 손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
순영업수익	1,269	1,160	1,866	1,963	2,073
순수수료수익	726	650	791	838	896
수탁수수료	653	658	710	762	807
자산관리수수료	30	30	29	29	30
IB업무수수료	113	65	164	176	194
기타수수료수익(비용)	-71	-103	-112	-129	-134
순이자수익	638	645	606	648	678
상품운용손익	-264	308	409	411	428
기타영업손익	169	-443	61	66	71
판관비	612	595	705	775	853
영업이익	656	565	1,161	1,188	1,220
영업외손익	24	20	0	1	1
세전이익	680	585	1,161	1,189	1,221
지배주주순이익	507	436	868	872	896

## 주요투자지표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)					
EPS	18,351	16,000	36,425	36,622	37,613
BPS	164,805	178,259	231,386	260,537	290,030
DPS	3,000	3,002	4,960	5,610	5,630
Valuation(x)					
PER	4.9	6.0	3.5	3.4	3.4
PBR	0.54	0.54	0.55	0.48	0.44
수익성/효율성(%)					
ROE	11.6	9.0	16.6	15.1	13.8
ROA	1.1	0.8	1.6	1.7	1.6
순영업수익/총자산	2.7	2.3	3.5	3.8	3.8
영업이익/자기자본	14.9	11.5	22.1	20.3	18.6
수탁수수료/순영업수익	32.4	33.7	24.5	25.3	25.5
판관비/순영업수익	48.3	51.3	37.8	39.5	41.2

## 재무상태표

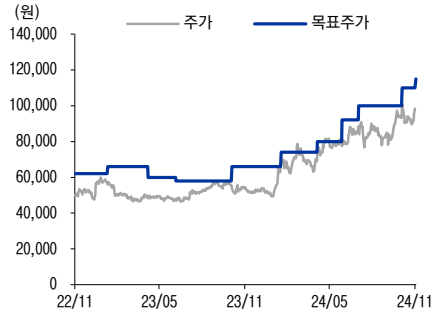
(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
총자산	48,037	52,046	50,870	53,167	55,569
현금및예치금	12,691	14,301	13,348	13,954	14,587
유가증권	21,171	22,923	20,887	21,835	22,825
대출채권	10,204	10,694	11,977	12,520	13,088
기타자산	3,082	3,672	4,211	4,402	4,602
총부채	43,444	47,142	45,311	46,906	48,596
예수부채	15,268	16,764	16,486	17,234	18,016
기타부채	10,456	10,352	10,783	11,272	11,783
자본총계	4,593	4,904	5,558	6,261	6,973
자본금	145	145	145	145	145
자본잉여금	1,039	1,039	1,039	1,039	1,039
이익잉여금	3,536	3,859	4,569	5,323	6,085
기타자본	-164	-183	-240	-300	-360
비지배주주지분	37	43	46	54	63

## 주요재무지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성(%)					
총자산증가율	6.0	8.3	-2.3	4.5	4.5
예수부채증가율	-11.5	9.8	-1.7	4.5	4.5
자기자본증가율	6.8	6.8	13.3	12.6	11.4
순영업수익증가율	-30.9	-8.6	61.0	5.2	5.6
영업이익증가율	-45.7	-14.0	105.7	2.3	2.7
순이익증가율	-43.9	-14.0	98.9	0.5	2.7
EPS증가율	-42.0	-12.8	127.7	0.5	2.7
BPS증가율	10.3	8.2	29.8	12.6	11.3
안정성(%)					
부채비율	945.9	961.3	815.2	749.2	697.0
자기자본비율	9.6	9.4	10.9	11.8	12.5
재무레버리지	10.5	10.6	9.2	8.5	8.0
총배당성향	14.7	16.8	13.6	15.3	15.0

자료: LS증권 리서치센터

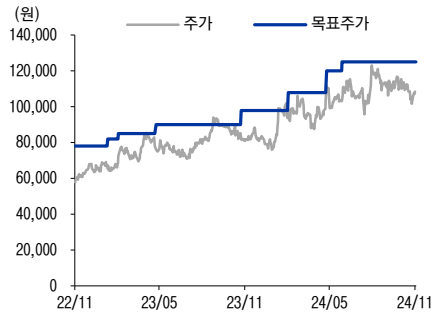
## KB금융 목표주가 추이



## 투자이전 변동내역

일시	투자이전	목표가격	과리율(%)			일시	투자이전	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2019.07.19	신규	전배송									
2023.10.25	Buy	66,000	0.5		-19.2						
2024.02.08	Buy	74,000	6.2		-6.7						
2024.04.26	Buy	80,000	2.0		-2.3						
2024.06.18	Buy	92,000	-4.0		-9.6						
2024.07.24	Buy	100,000	-2.8		-13.9						
2024.10.25	Buy	110,000	-8.2		-15.1						
2024.11.26	Buy	115,000									

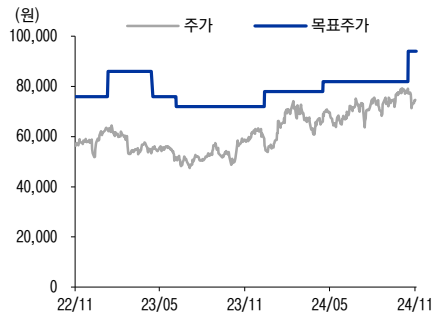
## DB손해보험 목표주가 추이



## 투자이전 변동내역

일시	투자이전	목표가격	과리율(%)			일시	투자이전	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2020.07.20	신규	전배송									
2023.01.31	Buy	82,000	-16.6		-19.3						
2023.02.23	Buy	85,000	0.5		-9.9						
2023.05.15	Buy	90,000	4.4		-10.3						
2023.11.14	Buy	98,000	4.2		-13.3						
2024.02.23	Buy	108,000	-1.7		-10.5						
2024.05.16	Buy	120,000	-7.1		-13.2						
2024.06.18	Buy	125,000									

## 한국금융지주 목표주가 추이

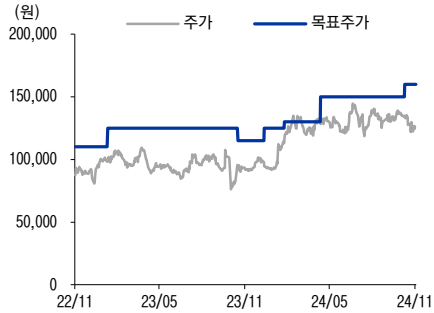


## 투자이전 변동내역

일시	투자이전	목표가격	과리율(%)			일시	투자이전	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2019.11.11	신규	전배송									
2022.11.10	Buy	76,000	-16.4		-23.7						
2023.01.31	Buy	86,000	-25.1		-32.9						
2023.05.08	Buy	76,000	-26.1		-27.7						
2023.06.27	Buy	72,000	-12.1		-24.4						
2024.01.03	Buy	78,000	-5.0		-16.9						
2024.05.08	Buy	82,000	-3.4		-12.6						
2024.11.07	Buy	94,000									



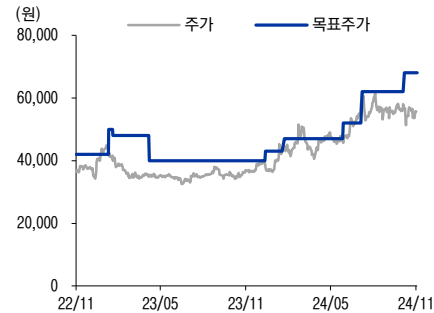
### 키움증권 목표주가 추이



### 투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	과리율(%)			일시	투자의견	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2019.11.11	신규	전배승									
2023.01.31	Buy	125,000	-12.5		-22.7						
2023.11.07	Buy	115,000	-11.7		-17.4						
2024.01.03	Buy	125,000	-8.4		-21.4						
2024.02.15	Buy	130,000	3.7		-2.9						
2024.05.03	Buy	150,000	-3.6		-16.6						
2024.10.31	Buy	160,000									

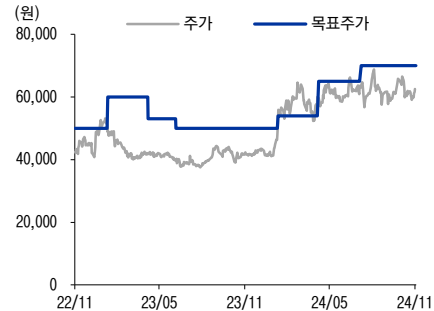
### 신한지주 목표주가 추이



### 투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	과리율(%)			일시	투자의견	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2019.07.26	신규	전배승									
2023.01.31	Hold	50,000	-15.1		-17.1						
2023.02.09	Hold	48,000	-14.4		-24.2						
2023.04.28	Hold	40,000	0.4		-11.2						
2024.01.03	Hold	43,000	5.3		-8.9						
2024.02.13	Hold	47,000	9.6		-2.6						
2024.06.18	Hold	52,000	11.5		-1.7						
2024.07.29	Hold	62,000	-9.7		-16.8						
2024.10.28	Buy	68,000									

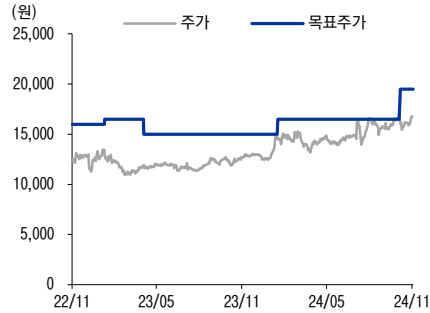
### 하나금융지주 목표주가 추이



### 투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	과리율(%)			일시	투자의견	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2019.07.29	신규	전배승									
2023.01.31	Buy	60,000	-18.0		-27.6						
2023.04.28	Buy	53,000	-20.0		-21.9						
2023.06.27	Buy	50,000	-4.4		-17.9						
2024.02.01	Buy	54,000	19.6		6.8						
2024.04.29	Hold	65,000	1.8		-5.7						
2024.07.29	Hold	70,000									

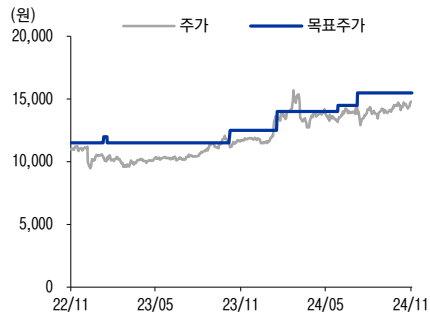
### 우리금융지주 목표주가 추이



### 투자이건 변동내역

일시	투자이건	목표가격	과리율(%)			일시	투자이건	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2019.07.23	신규	전배승									
2022.10.26	Buy	16,000	-15.8		-22.6						
2023.01.31	Buy	16,500	-21.5		-28.7						
2023.04.25	Buy	15,000	-1.7		-18.5						
2024.02.07	Buy	16,500	3.5		-9.7						
2024.10.28	Buy	19,500	-13.9		-17.4						
2024.11.26	Hold	19,500									

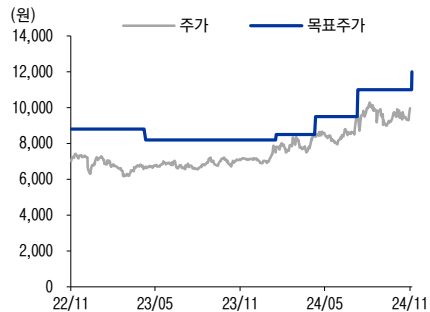
### 기업은행 목표주가 추이



### 투자이건 변동내역

일시	투자이건	목표가격	과리율(%)			일시	투자이건	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2019.07.26	신규	전배승									
2023.01.31	Hold	12,000	-14.2		-15.4						
2023.02.08	Hold	11,500	5.0		-9.3						
2023.10.30	Hold	12,500	9.0		-5.6						
2024.02.08	Hold	14,000	12.1		-1.4						
2023.06.18	Hold	14,500	-0.8		-4.2						
2024.07.30	Hold	15,500									

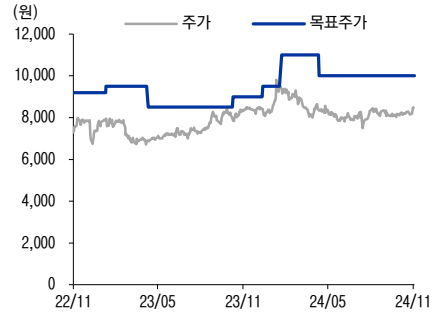
### BNK금융지주 목표주가 추이



### 투자이건 변동내역

일시	투자이건	목표가격	과리율(%)			일시	투자이건	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2019.08.01	신규	전배승									
2023.05.02	Buy	8,200	-4.0		-15.5						
2024.02.07	Buy	8,500	-0.4		-7.0						
2024.05.02	Buy	9,500	0.2		-10.7						
2024.08.01	Buy	11,000	-6.5		-12.8						
2024.11.26	Buy	12,000									

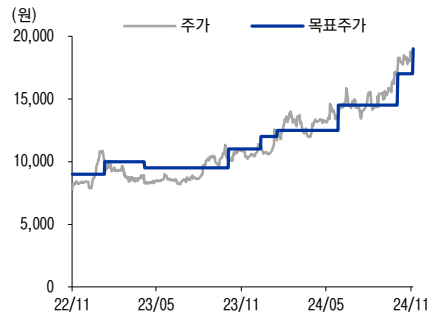
### DGB금융지주 목표주가 추이



### 투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	과리율(%)			일시	투자의견	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2019.08.02	신규	전배승									
2022.10.28	Buy	9,200	-13.2		-19.1						
2023.01.31	Buy	9,500	-16.2		-22.9						
2023.05.02	Buy	8,500	-0.8		-12.4						
2023.10.31	Buy	9,000	-5.6		-7.8						
2024.01.03	Buy	9,500	3.2		-8.9						
2024.02.13	Buy	11,000	-14.7		-20.4						
2024.05.03	Buy	10,000	-14.4		-18.6						
2024.11.26	Hold	10,000									

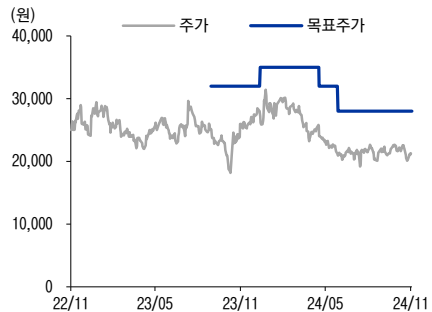
### JB금융지주 목표주가 추이



### 투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	과리율(%)			일시	투자의견	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2019.08.05	신규	전배승									
2022.10.25	Buy	9,000	20.6		-7.3						
2023.01.31	Hold	10,000	1.4		-9.3						
2023.04.27	Hold	9,500	19.4		-4.9						
2023.10.25	Hold	11,000	3.5		-3.6						
2024.01.03	Hold	12,000	4.8		-7.9						
2024.02.07	Hold	12,500	17.0		4.7						
2024.06.18	Hold	14,500	19.0		2.9						
2024.10.24	Hold	17,000		3.5	6.8						
2024.11.26	Hold	19,000									

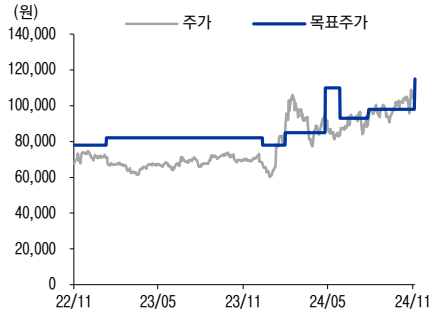
### 카카오뱅크 목표주가 추이



### 투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	과리율(%)			일시	투자의견	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2023.09.19	신규	전배승									
2024.01.03	Buy	35,000	-10.1		-21.3						
2024.05.09	Buy	32,000	-24.8		-28.5						
2024.06.18	Buy	28,000									

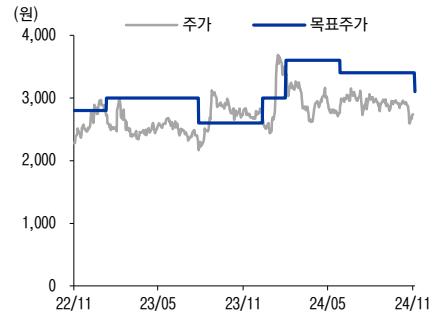
### 삼성생명 목표주가 추이



### 투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	과리율(%)			일시	투자의견	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2019.11.11	신규	전배승									
2023.01.31	Buy	82,000	-10.0		-16.9						
2024.01.03	Hold	78,000	9.0		-10.4						
2024.02.21	Hold	85,000	24.7		8.6						
2024.05.17	Buy	110,000	-16.5		-22.3						
2024.06.18	Hold	93,000	3.8		-2.7						
2024.08.19	Hold	98,000	11.0		1.2						
2024.11.26	Hold	115,000									

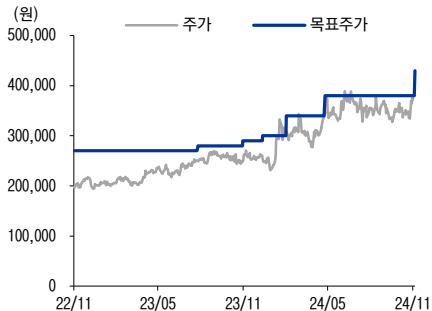
### 한화생명 목표주가 추이



### 투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	과리율(%)			일시	투자의견	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2021.12.15	신규	전배승									
2023.01.31	Hold	3,000	-0.8		-16.0						
2023.08.18	Hold	2,600	20.0		5.3						
2024.01.03	Hold	3,000	23.0		-1.4						
2024.02.22	Hold	3,600	-6.0		-17.1						
2024.05.16	Buy	3,600	-12.2		-12.2						
2024.06.18	Buy	3,400	-7.4		-13.9						
2024.11.26	Hold	3,100									

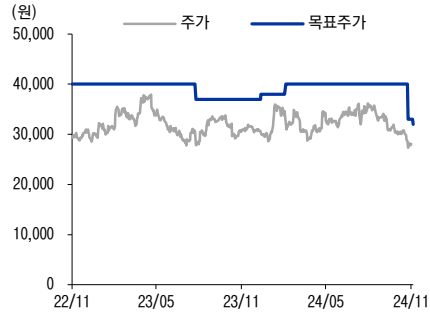
### 삼성화재 목표주가 추이



### 투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	과리율(%)			일시	투자의견	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2020.07.20	신규	전배승									
2023.02.22	Buy	270,000	-6.3		-16.7						
2023.08.16	Buy	280,000	-3.9		-8.4						
2023.11.14	Buy	290,000	-6.6		-11.5						
2024.01.03	Buy	300,000	11.0		-10.3						
2024.02.23	Buy	340,000	0.9		-9.8						
2024.05.16	Buy	380,000	2.4		-6.9						
2024.11.26	Buy	430,000									

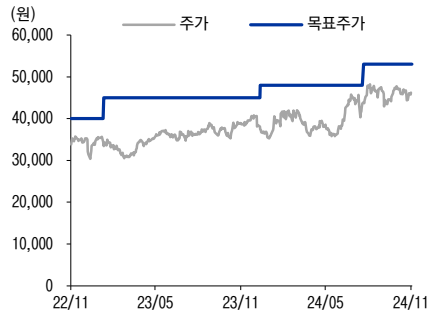
### 현대해상 목표주가 추이



### 투자이건 변동내역

일시	투자이건	목표가격	과리율(%)			일시	투자이건	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2020.07.20	신규	전배승									
2023.04.07	Buy	40,000	-5.3		-18.9						
2023.08.16	Buy	37,000	-8.8		-15.7						
2024.01.03	Buy	38,000	-5.4		-15.4						
2024.02.26	Buy	40,000	-9.6		-18.5						
2024.11.15	Buy	33,000	-14.4		-15.4						
2024.11.26	Hold	32,000									

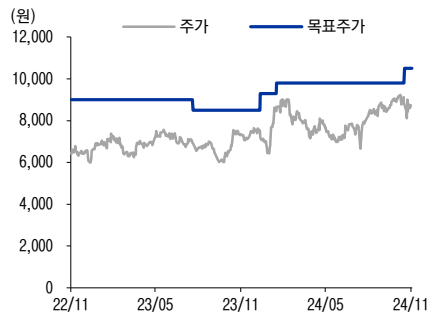
### 삼성증권 목표주가 추이



### 투자이건 변동내역

일시	투자이건	목표가격	과리율(%)			일시	투자이건	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2019.11.11	신규	전배승									
2023.01.31	Buy	45,000	-9.4		-20.2						
2024.01.03	Buy	48,000	-4.7		-17.9						
2024.08.12	Buy	53,000									

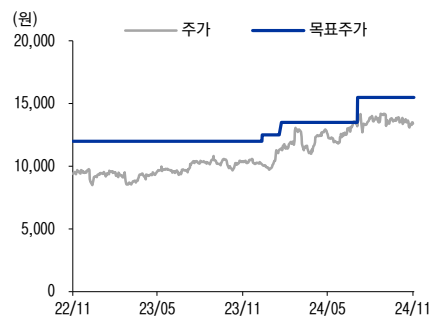
### 미래에셋증권 목표주가 추이



### 투자이건 변동내역

일시	투자이건	목표가격	과리율(%)			일시	투자이건	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2019.11.11	신규	전배승									
2023.08.11	Buy	8,500	-10.1		-18.7						
2024.01.03	Buy	9,300	-7.3		-21.6						
2024.02.07	Buy	9,800	-5.8		-18.0						
2024.11.08	Buy	10,500									

## NH투자증권 목표주가 추이



## 투자의견 변동내역

[illegible]

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 전배승)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

## 투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight (비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준	Buy (매수)	+15% 이상 기대	93.9%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
	투자등급 3단계	Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	6.1%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2023. 10. 1 ~ 2024. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)