

증권/보험

금리 하락기 속 뉴턴의 제 3 법칙

SK증권 리서치센터



Analyst
설용진

s.dragon@sks.co.kr
3773-8610

증권: 금리 하락기에 가장 유리한 업종

국내 경기가 지속적으로 예상보다 부진한 흐름을 보임에 따라 전반적인 금리 하락 추세가 지속되고 있다. 이와 같이 전반적인 금리 하락과 함께 시장 내 유동성이 증가할 것으로 예상되는 국면에서 증권업은 금융업종 내 가장 유리한 포지션을 보유하고 있다고 판단한다. 금리 하락으로 유동성이 증가하고 전반적인 조달비용이 감소함에 따라 고객들의 금융거래활동 증가가 나타날 것으로 예상되며 보유한 채권 등의 가격 상승에 따라 운용손익 개선을 기대할 수 있을 전망이다. 대형사 기준으로 은행 등에 비해 건전성 관련 부담은 제한적으로 예상하며 25E 지배순이익은 5사 합산 기준 4조 6,496억원(+6.3% YoY)로 견조한 증익 추세가 나타날 것으로 전망한다.

주주환원보다 ROE 중심의 밸류에이션 접근

2018년 이후 증권업종의 PBR과 주주환원을 추세를 살펴본 결과 2024년 전까지는 대체로 주주환원과 PBR 간 음의 상관관계가 나타났던 것을 확인할 수 있다. 이는 정책적인 증권업종의 대형화 추진 및 IB/트레이딩 등을 중심으로 자기자본을 활용하여 Top line과 당기순이익을 꾸준히 증가시키는 모습이 나타남에 따라 주주환원보다 추가적인 성장을 추진하는 것이 효율적인 자본 활용 방안이었던데 기인한다. 23년~24년 중 높아진 금리, 기업가치 제고방안 등 영향으로 주주환원의 매력력이 확대되었으나 현재 금리 하락 및 이익 개선 예상 국면에서는 다시 성장에 대한 매력력이 높아질 것으로 전망한다. Top pick으로 한국금융지주, 삼성증권을 제시한다.

보험: 금리 하락과 계속되는 난관

통상적으로 보험주는 경기방어주라는 인식이 강하다. 다만 IFRS17 회계 기준이 도입된 현재 경기 부진이 심화되며 지속적인 금리 하락이 예상될 경우 자본 측면의 부담이 가중되는 모습이 나타날 전망이다. 25E 중하위사의 PBR은 대체로 0.2~0.4배 수준에 불과하나 금리 하락, 할인율 제도 강화로 인해 자본 축소에 대한 우려가 지속되고 있는 만큼 매력적인 가격이라 보기 어렵다고 판단한다. 제도적으로 해약환급금준비금 개편 논의 등이 이어지고 있지만 현재 배당이 어려운 회사 대부분 기본 자본 K-ICS 비율이 낮은 점 등을 감안하면 현재 배당 지급이 어려운 회사가 단기간 내 주주환원을 재개할 가능성은 제한적이라고 판단한다. 금리 하락으로 인한 신계약 마진을 하락, 자본 규제 측면의 불확실성, 부진한 실적 전망 등을 종합적으로 감안했을 때 단기적으로 보험업종에 있어 모멘텀은 제한적이라고 판단하나 최근 실손보험 제도 개편 논의, 축소된 가정 관련 불확실성은 중장기적으로 긍정적이라고 판단한다. 업종 Top pick으로 코리안리를 유지하며 관심종목으로 삼성생명을 제시한다.

Contents

1. 증권: 금리 하락기에 가장 유리한 업종	3pg
2. 증권: 주주환원보다 ROE 중심의 밸류에이션 접근	10pg
3. 보험: 금리 하락과 계속되는 난관	14pg
4. 보험: 실적 측면의 매력도 현재는 제한적인 상황	19pg

<Company Analysis>

한국금융지주(A071050)

삼성증권(A016360)

코리안리(A003690)

Compliance Notice

작성자(관리자)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 05월 22일 기준)

매수	96.86%	중립	3.14%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

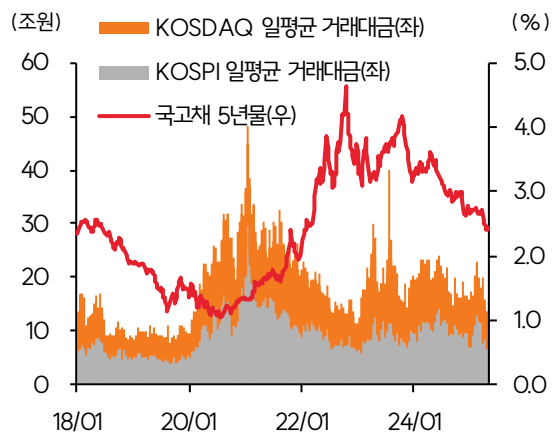
1. 증권: 금리 하락기에 가장 유리한 업종

(1) 금리 하락으로 증가한 유동성에서 고객들의 금융거래 증가 전망

국내 경기가 지속적으로 예상보다 부진한 흐름을 보임에 따라 전반적인 금리 하락 추세가 지속되고 있다. 이와 같이 전반적인 금리 하락과 함께 시장 내 유동성이 증가할 것으로 예상되는 국면에서 증권업은 금융업종 내 가장 유리한 포지션을 보유하고 있다고 판단한다.

기본적으로 금리 하락으로 유동성이 증가하고 전반적인 조달비용이 감소함에 따라 고객들의 금융거래활동 증가가 나타날 것으로 예상되며 이로 인한 수수료수익의 개선을 기대할 수 있을 전망이다. 브로커리지 부문에서는 높아진 유동성의 증시 자금 유입에 따라 전반적인 거래대금 증가가 예상되며 예탁금 및 신용잔고 증가가 수반되며 전반적인 실적 개선이 나타날 것으로 예상된다.

시장금리 - 증시 거래대금 추이



자료: FnGuide, SK 증권

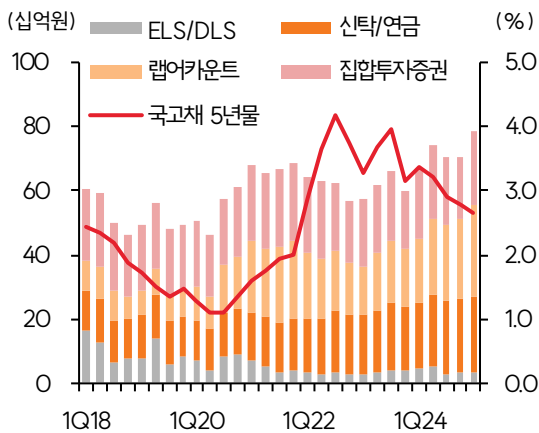
시장금리 - 증시 자금 추이



자료: FnGuide, SK 증권

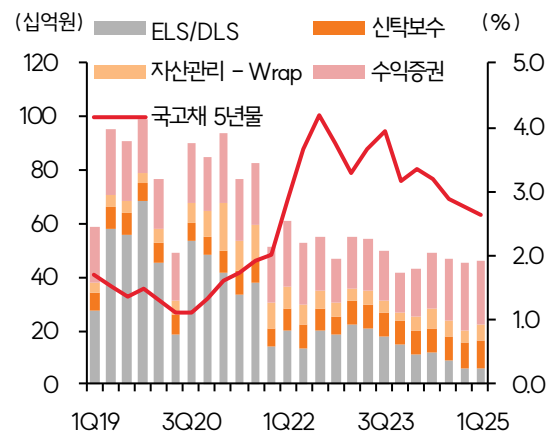
WM 부문에서도 금리 하락에 따른 정기예금 등 매력 감소에 따라 위험자산 투자 심리가 개선될 것으로 예상되며 펀드, 신탁, ELS, 발행어음 등 증권사가 취급하는 금융상품에 대한 수요가 높아질 전망이다. 특히 퇴직연금 실물 이전 등 이전보다 증권업종이 취급하는 상품에 대한 접근도가 높아진 만큼 적극적인 머니무브 기조가 나타날 수 있다고 판단한다.

미래에셋증권 - 금융상품 판매수익 및 금리 추이



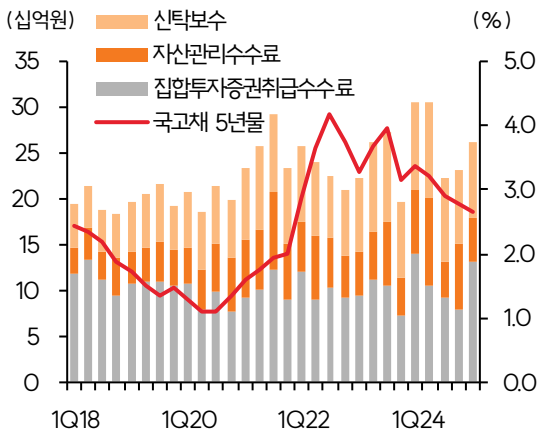
자료: 미래에셋증권, SK 증권

한국투자증권 - 금융상품 판매수익 및 금리 추이



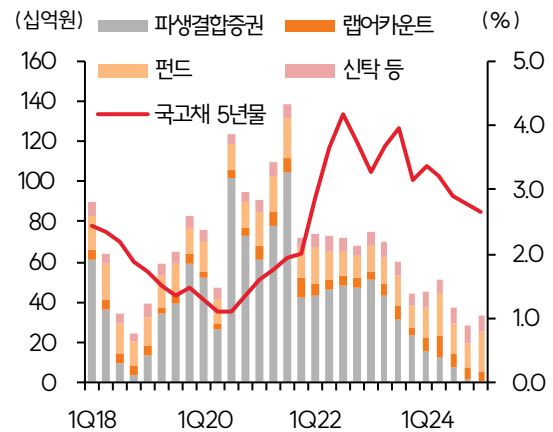
자료: 한국금융지주 SK 증권

NH투자증권 - 금융상품 판매수익 및 금리 추이



자료: NH투자증권, SK 증권

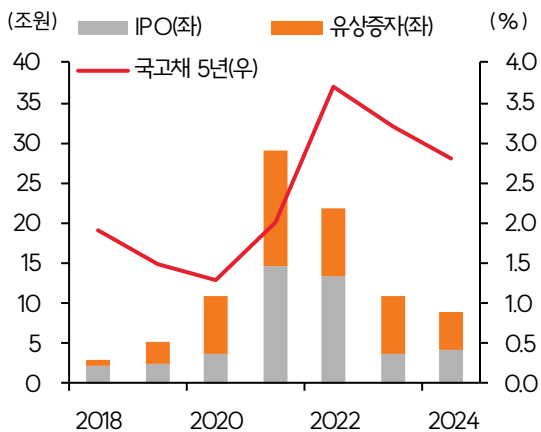
삼성증권 - 금융상품 판매수익 및 금리 추이



자료: 삼성증권, SK 증권

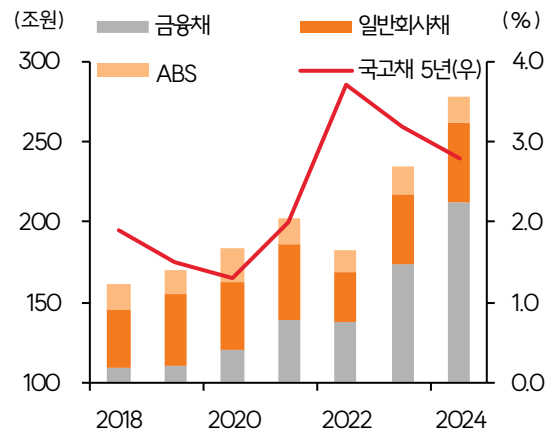
IB 부문의 경우에도 전통 IB 부문에서는 금리 하락에 따라 기업들의 조달 활동 확대가 예상되며 M&A/인수금융 등에 있어서도 전반적인 부담이 낮아지는 등 딜 증가 추세가 예상된다. PF 등 구조화금융의 경우에도 조달비용 하락에 따른 건전성 부담 축소 및 신규 딜 확대 등 전반적인 실적 개선을 기대할 수 있을 전망이다.

주식발행 - 금리 낮을 때 전반적인 실적 증가



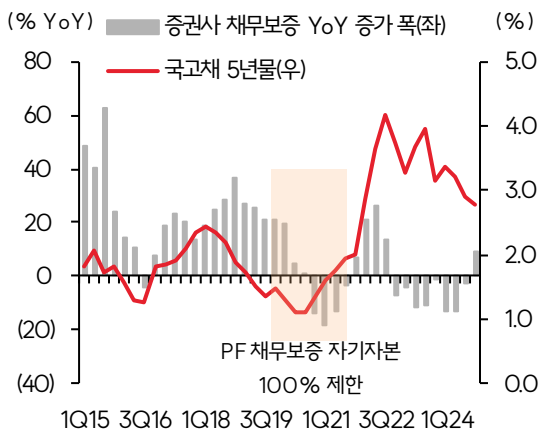
자료: 금융감독원, SK 증권

채권발행 - 금리 낮을 때 전반적인 실적 증가



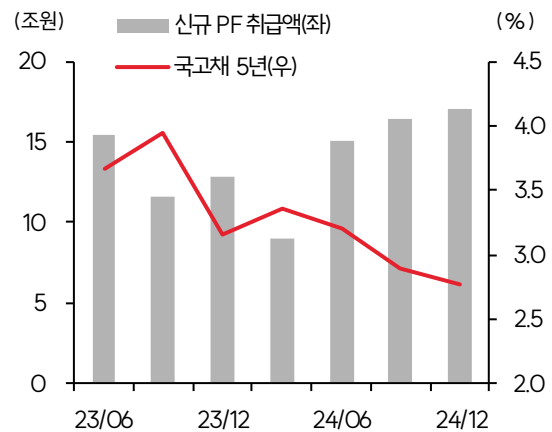
자료: 금융감독원, SK 증권

채무보증 - 금리와 대체로 반대로 움직이는 모습



자료: 금융감독원, SK 증권

23년 이후 - 금리와 신규 PF 취급액 간 뚜렷한 역의 관계



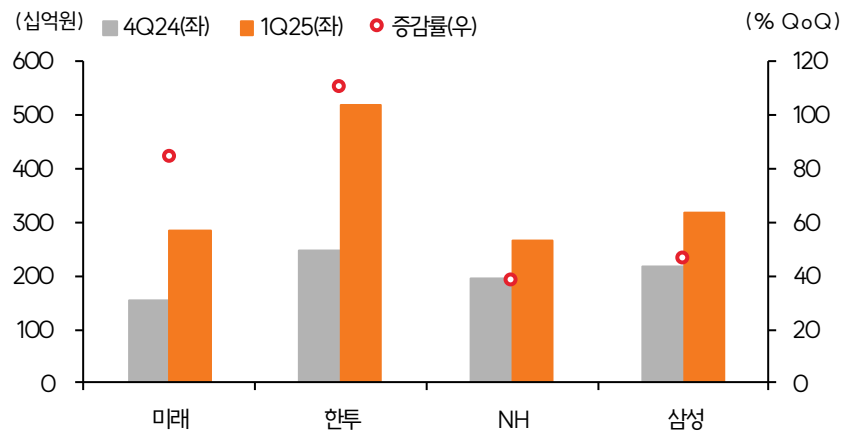
자료: 금융위원회, SK 증권

(2) 금리 하락에 따라 운용부문 손익 개선 기대

증권사는 RP, 발행어음, ELS 판매 등 다양한 형태로 자금을 조달하고 이를 채권 등으로 운용하여 약정한 수익을 제공하고 이익을 창출한다. 통상적으로 금리가 하락하는 경우 1) 전반적인 금융상품의 금리도 함께 낮아지며 증권사의 조달비용 부담이 축소되는 가운데 2) 보유한 채권 등의 가격 상승에 따라 운용손익 개선을 기대할 수 있을 전망이다.

트레이딩 중심으로 전반적으로 긍정적인 실적 흐름이 예상되나 세부적인 흐름은 개별 회사별 포지션 등에 따라 다소 다른 양상이 나타날 것으로 전망한다. 예시로 NH투자증권의 경우 1Q25 중 금리 하락에도 타사 대비 전반적인 운용손익이 상대적으로 부진한 모습을 보였는데 변동성 확대를 대비하여 포지션 등을 보수적으로 설정한 데 기인한다.

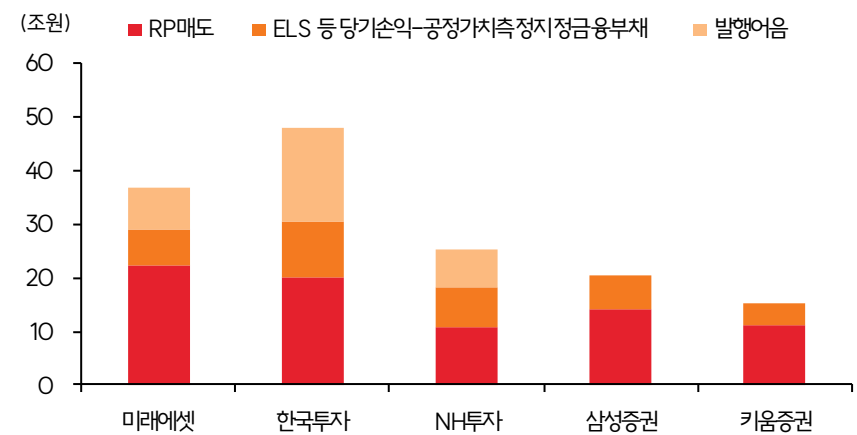
대형 증권사 - 4Q24 및 1Q25 이자손익 및 트레이딩/기타 손익 현황



자료: 각사, SK 증권 재구성

그럼에도 기본적으로 금리 방향성이 하락할 것으로 예상되는 만큼 전반적인 운용손익 개선이 지속될 것으로 예상된다. 채권 운용 규모가 큰 대형사 전반적으로 양호한 이익을 전망하며 그 중에서는 상대적으로 발행어음 등 레버리지를 적극적으로 활용하는 회사 중심으로 채권운용에 기반한 매매평가손익 개선을 기대해볼 수 있을 전망이다.

대형 증권사 - 1Q25 RP, ELS, 발행어음 등 주요 조달 현황



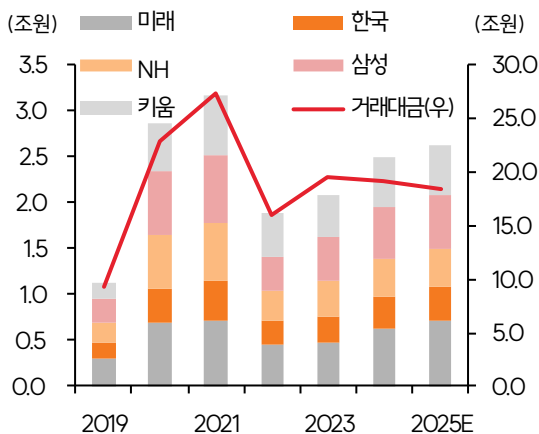
자료: 각사, SK 증권 재구성

(3) 금리 하락과 함께 견조한 실적 추세 전망

25년 하반기에도 커버리지 증권사의 실적은 견조한 추세가 지속될 것으로 전망한다. 브로커리지 수수료손익은 1) 양호한 국내 증시 환경 및 2) 넥스트레이드 도입에 따른 거래시간 증가 등 영향과 3) 높아진 해외주식 거래 등 영향이 종합적으로 반영되며 5사 합산 기준 2조 6,378억원(+6.1% YoY)로 개선될 전망이다.

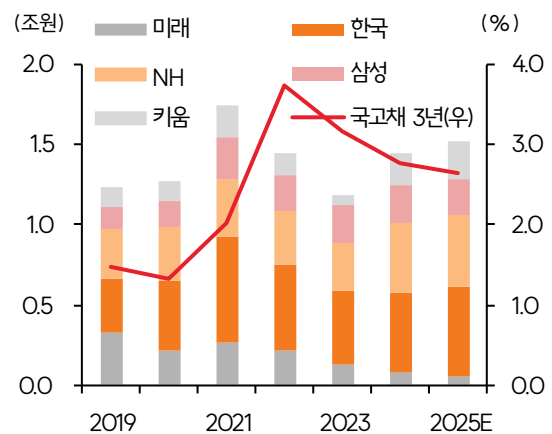
IB/기타수수료손익의 경우에도 대형사 중심으로 PF 딜이 재개되고 있으며 금리 하락에 따른 기업 자금조달 수요 등을 종합적으로 감안했을 때 5사 합산 기준 1조 5,259억원(+5.8% YoY)으로 회복 추세를 이어갈 것으로 예상된다.

BK 수수료손익 - 증시 회복 및 거래대금 증가로 개선



자료: 각사, SK 증권 추정

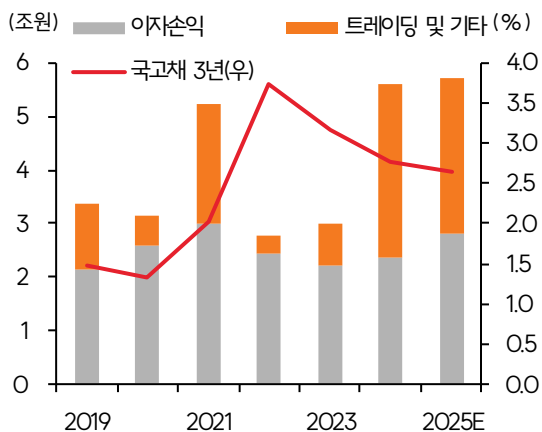
IB/기타수수료 - 우량딜 중심 PF 재개 및 자금조달 증가



자료: 각사, SK 증권 추정

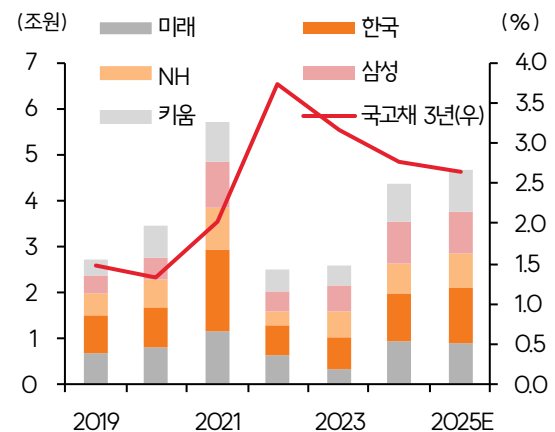
이자손익 및 트레이딩/기타손익의 경우에도 5조 7,134 억원(+1.7% YoY)로 견조한 흐름이 지속될 것으로 예상된다. 금리 하락에 따라 24년에 이어 전반적으로 채권 운용손익이 견조한 흐름을 보일 것으로 예상하며 해외 부동산/부동산 PF 등 건전성 부담이 해소되며 전반적으로 견조한 이익 추세가 나타날 것으로 예상되는데 기인한다. 은행업종 중심으로 건전성 우려가 지속되고 있으나 증권업종의 경우 대형사 기준 부동산 PF 등 영향을 제외하면 건전성 관련 부담은 전반적으로 제한적일 것으로 예상된다. 25E 커버리지 전체 지배순이익은 5사 합산 기준 4조 6,496 억원(+6.3% YoY)로 견조한 증익 추세가 나타날 것으로 전망한다.

이자손익 및 트레이딩/기타 - 금리 하락으로 견조한 실적



자료: 각사, SK 증권 추정

5사 합산 지배순이익 - 견조한 증익 추세 전망



자료: 각사, SK 증권 추정

2. 증권: 주주환원보다 ROE 중심의 밸류에이션 접근

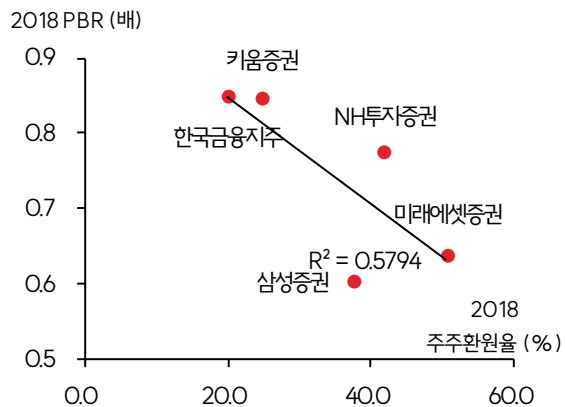
(1) 주주환원보다 ROE에 기반한 밸류에이션 매력력이 높아지는 국면

2018년 이후 증권업종의 PBR과 주주환원율 추세를 살펴본 결과 2024년 전까지는 대체로 주주환원율과 PBR 간의 음의 상관관계가 나타났던 것을 확인할 수 있다.

이는 2010년대 중반 이후부터 1) 종투사/초대형 IB 제도 등을 도입하며 정책적으로 증권업종의 대형화를 추진하고 2) 자기자본을 활용하여 IB/트레이딩 등을 중심으로 Top line과 당기순이익을 꾸준히 증가시키는 모습이 나타남에 따라 주주환원보다 레버리지를 확대하고 추가적인 성장을 추진하는 것이 효율적인 자본 배분에 해당했기 때문이라고 판단한다.

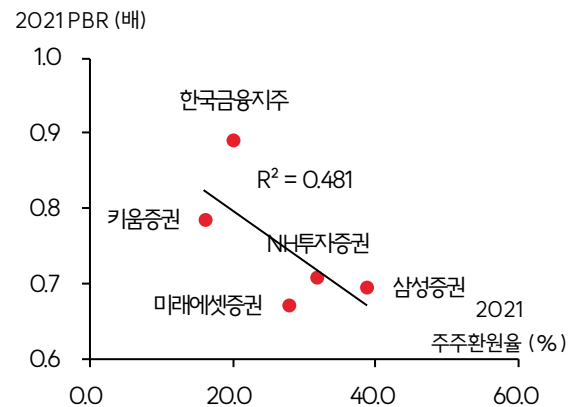
다만 2023년~2024년 중에는 다소 다른 양상이 나타났다. 이는 2022년부터 높아진 금리 환경으로 급격하게 이익이 감소하는 모습이 나타났으며 부동산 PF 등 불확실성이 높아지며 증권업종의 미래 이익 체력에 대한 불확실성이 높아짐에 따라 성장 중심의 자본 배분의 효율성이 낮아진데 기인한다고 판단한다. 또한 24년부터 본격적으로 도입된 밸류업 프로그램으로 이전보다 주주환원에 대한 관심이 높아진 점도 이러한 변화에 영향을 미쳤다고 판단한다.

PBR-주주환원율 Table(2018년)



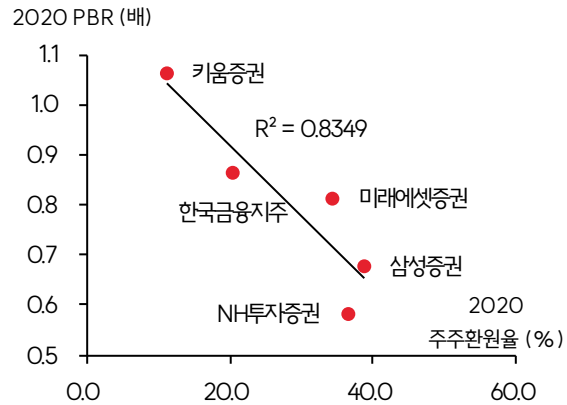
자료: FnGuide, SK 증권

PBR-주주환원율 Table(2019년)



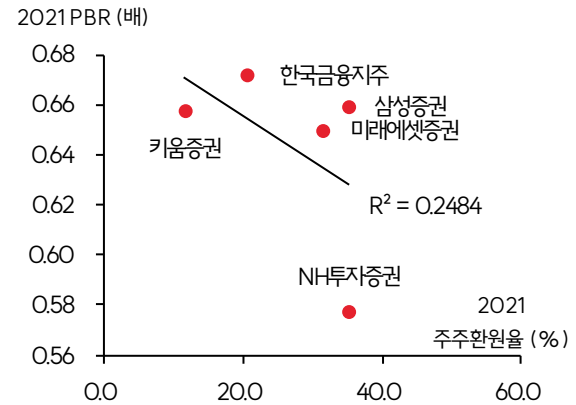
자료: FnGuide, SK 증권

PBR-주주환원율 Table(2020년)



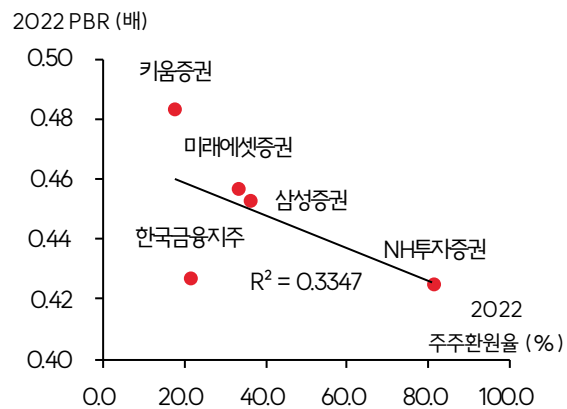
자료: FnGuide, SK 증권

PBR-주주환원율 Table(2021년)



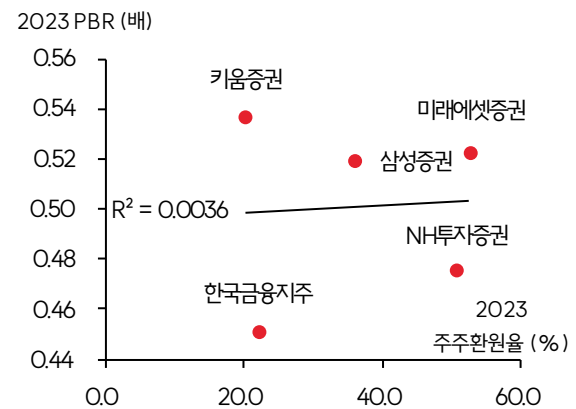
자료: FnGuide, SK 증권

PBR-주주환원율 Table(2022년)



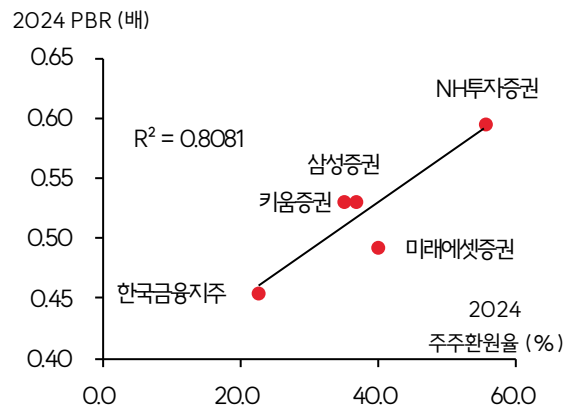
자료: FnGuide, SK 증권

PBR-주주환원율 Table(2023년)



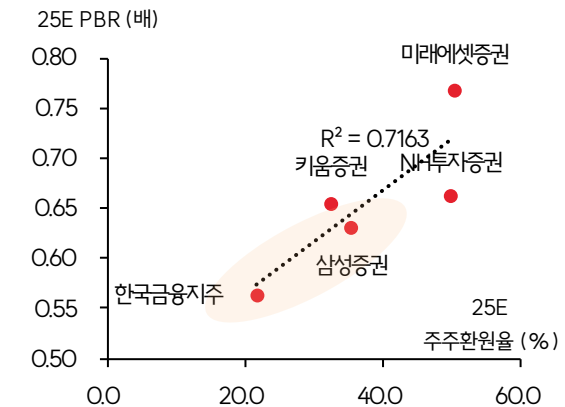
자료: FnGuide, SK 증권

PBR-주주환원율 Table(2024년)



자료: FnGuide, SK 증권

PBR-주주환원율 Table(2025E)



자료: FnGuide, SK 증권 추정

(2) 대형 증권사 전반적으로 양호하며 한국금융지주, 삼성증권 선호

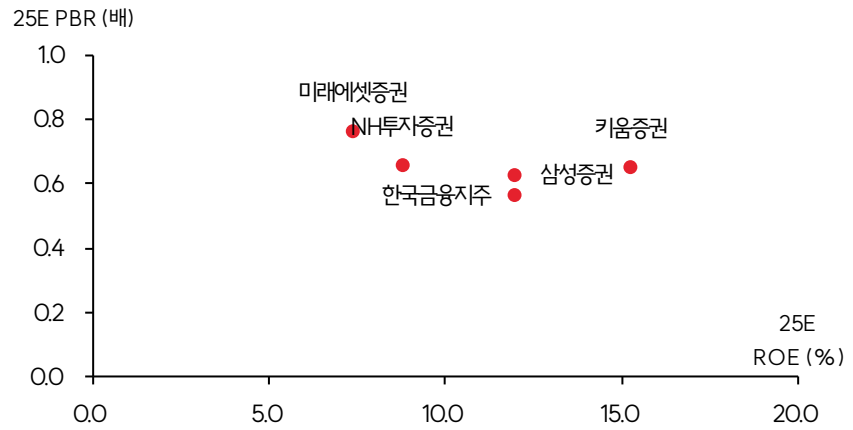
25년의 경우에는 2가지 측면을 모두 고려할 필요가 있다고 판단한다. 먼저 실적 측면에서는 다시 성장 중심의 자본 배분의 효율성이 높아질 것으로 예상된다. 1) 금리 하락에 따른 조달비용 부담 완화 및 2) 브로커리지 및 채권 운용 등에 기반한 양호한 실적이 예상되며 3) IB 부문에서도 지속된 시장 악화로 중소형사 등 플레이어들이 이탈한 가운데 우량한 딜 중심으로 PF 신규 취급이 확대되고 있는 등 추세를 감안했을 때 전반적인 이익 개선이 기대된다.

이러한 요인을 감안했을 때 적극적으로 레버리지를 활용하여 높은 이익 개선 폭을 기대할 수 있는 회사의 밸류에이션 매력도가 높아질 것으로 전망하며 발행어음 등을 적극적으로 활용하고 있는 한국투자증권과 금리 하락에 따른 이익 개선이 예상되는 주요 자회사를 보유한 한국금융지주가 이에 부합한다고 판단한다. 25E PBR 도 0.55 배 수준으로 예상 ROE 12% 수준 대비 낮은 상황인 만큼 밸류에이션 측면의 Upside 도 높다고 판단한다.

한편 궁극적으로 금리 하락이 예상되는 원인이 부진한 국내 경기 흐름에 있다는 점을 감안했을 때 이익의 안정성 및 주주환원에 대한 불확실성도 고려할 필요가 있을 것으로 예상된다. 기업금융/PF 등 경기 민감도 높은 부문 중심으로 잠재적인 불확실성이 상존하고 있는 만큼 주주환원의 예측가능성을 제고할 수 있는 안정적인 수익 기반을 갖춘 회사의 매력도 전반적으로 높아질 것으로 예상한다. 대표적으로 고객자산가 등 고객 기반을 바탕으로 브로커리지, 이자수익, 금융상품 판매수익 등을 꾸준히 기대할 수 있는 WM 등 리테일 부문이 이에 해당한다고 판단하며 관련 부문의 강점을 보유한 삼성증권의 매력도가 높다고 판단한다. 약 12% 수준의 ROE 가 예상되는 반면 현재 약 0.63 배 수준의 PBR 을 감안했을 때 밸류에이션 매력도 높다.

미래에셋증권의 경우 1) 해외부동산 관련 부담이 축소된 가운데 2) 최근 자사주 소각 원칙을 제도화하겠다는 공약 등 영향으로 최근 가파른 주가 상승을 보였으나 기 발표한 밸류업 공시를 바탕으로 보유한 자사주 소각을 꾸준히 진행하고 있던 만큼 추가적인 변화가 나타날 가능성은 다소 제한적이라고 판단하며 유의미한 ROE 제고가 필요하다고 판단한다. NH 투자증권의 경우 높은 주주환원율에 대한 매력은 긍정적이나 보수적인 운용 기조, 영업수익에 비례하는 농지비 등 영향으로 이익 개선에 대한 기대감은 다소 제한적이라고 판단한다. 키움증권의 경우 브로커리지 부문 강점 및 최근 IB 등 사업 다각화 추진은 긍정적이라고 판단하나 최근 높아진 주가로 RCPS 전환 가격에 근접한 점을 감안했을 때 일부 부담이 존재한다고 판단한다.

대형 증권사 - 25E PBR-ROE Matrix



자료: 각사, SK 증권 추정

3. 보험: 금리 하락과 계속되는 난관

(1) 금리 하락기 자본 측면의 부담 불가피

통상적으로 보험주는 경기방어주라는 인식이 강하다. 다만 IFRS17 회계 기준이 도입된 현재 시점에서는 경기 부진이 심화되며 지속적인 금리 하락이 예상될 때 자본 측면의 부담은 다소 가중되는 모습이 나타날 것으로 예상된다.

이는 통상적으로 자산보다 긴 부채 듀레이션을 보유한 보험업종 특성상 금리 변동 시 자산보다 부채가 민감하게 반응하는 모습이 나타나는데 기인한다. 실제로 1Q25 중 커버리지 보험사의 자본 총계 내 기타포괄손익누계액을 살펴보면 삼성화재, 코리안리 등을 제외하면 금리 하락으로 FVOCI 자산 평가손익 증가가 나타났으나 금리 하락 및 할인을 제도 강화 등 영향으로 이를 상회하는 수준으로 보험부채 증가(보험 금융손익으로 반영)가 발생함에 따라 자본이 크게 축소되는 모습이 나타났다

주요 보험사 - 1Q25 중 OCI 변동 현황 (1)

회사	(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	증감폭
삼성화재	공정가치기타포괄손익평가자산	2,372	2,962	591
	보험금융손익	-1	-624	-623
	재보험금융손익	-24	-27	-3
	기타	21	-5	-26
	전체 기타포괄손익누계액	2,368	2,307	-61
DB 손보	공정가치기타포괄손익평가자산	-2,118	-1,841	276
	보험금융손익	171	-1,130	-1,301
	재보험금융손익	2	3	1
	기타	335	397	62
	전체 기타포괄손익누계액	-1,609	-2,571	-962
KB 손보	공정가치기타포괄손익평가자산	-1,080	-670	411
	보험금융손익	236	-869	-1,105
	재보험금융손익	-6	6	11
	기타	166	225	59
	전체 기타포괄손익누계액	-684	-1,308	-624
현대해상	공정가치기타포괄손익평가자산	-2,744	-2,336	409
	보험금융손익	-136	-1,466	-1,330
	재보험금융손익	1	1	1
	기타	325	329	4
	전체 기타포괄손익누계액	-2,554	-3,472	-918
메리츠화재	공정가치기타포괄손익평가자산	-1,240	-785	454
	보험금융손익	126	-944	-1,070
	재보험금융손익	-10	12	23
	기타	953	1,112	158
	전체 기타포괄손익누계액	-171	-606	-434

자료: Dart, SK 증권

주요 보험사 - 1Q25 중 OCI 변동 현황 (2)

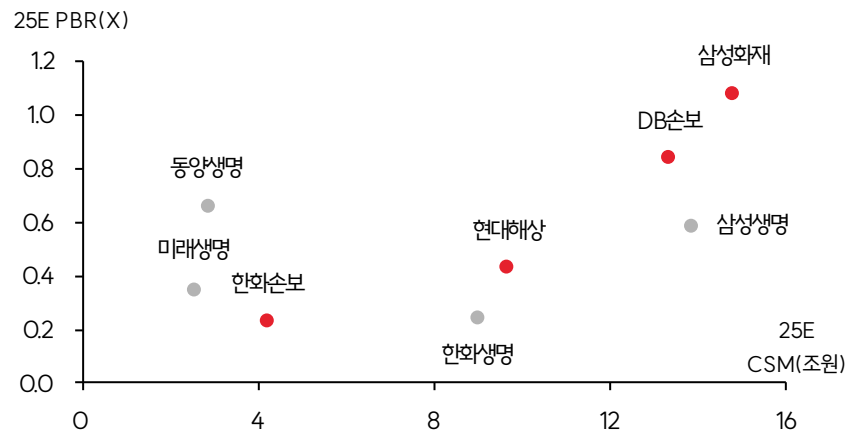
회사	(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	증감폭
한화손보	공정가치기타포괄손익평가자산	-777	-481	296
	보험금융손익	100	-534	-634
	재보험금융손익	84	1,052	968
	기타	-40	-930	-889
	전체 기타포괄손익누계액	-634	-893	-259
코리안리	공정가치기타포괄손익평가자산	130	52	-78
	보험금융손익	-135	-90	45
	재보험금융손익	-15	6	21
	기타	219	-31	-251
	전체 기타포괄손익누계액	199	184	-15
삼성생명	공정가치기타포괄손익평가자산	9,605	12,262	2,657
	보험금융손익	2,950	-1,232	-4,182
	재보험금융손익	311	333	21
	기타	235	461	226
	전체 기타포괄손익누계액	13,101	11,824	-1,277
한화생명	공정가치기타포괄손익평가자산	-1,816	-838	978
	보험금융손익	537	-1,543	-2,080
	재보험금융손익	3	3	-0
	기타	-86	137	223
	전체 기타포괄손익누계액	-1,363	-2,242	-879
동양생명	공정가치기타포괄손익평가자산	-1,064	-886	178
	보험금융손익	-133	-882	-749
	재보험금융손익	11	22	11
	기타	81	120	39
	전체 기타포괄손익누계액	-1,106	-1,627	-521
미래에셋생명	공정가치기타포괄손익평가자산	-664	-369	295
	보험금융손익	259	-208	-467
	재보험금융손익	-0	-2	-1
	기타	214	276	63
	전체 기타포괄손익누계액	-191	-301	-111

자료: Dart, SK 증권

금융업종에 있어 ROE 와 PBR 중심으로 전반적인 밸류에이션 접근이 이루어지고 있으나 보험업종에 있어서는 다소 설명력이 제한적이라고 판단한다. 금리 하락 시 1) FVPL 자산의 평가손익 개선, 2) OCI 감소에 따른 자본 감소 영향으로 ROE 가 개선되는 모습이 나타나겠지만 그럼에도 전체적인 순자산 감소가 지속되며 실질적으로 주주에게 귀속되는 순자산가치는 지속적으로 줄어든 수밖에 없기 때문이다.

25E PBR 기준으로 상위사를 제외한 회사의 PBR 을 살펴보면 현대해상 0.43 배, 한화손보 0.23 배, 한화생명 0.26 배, 동양생명 0.67 배, 미래에셋생명 0.36 배로 우리금융지주 매각 이슈+1Q25 할인을 제도 강화 등 영향으로 급격하게 자본이 하락한 동양생명을 제외하면 대체로 낮은 수준을 보이고 있다. 다만 지속적인 금리 하락, 할인을 제도 강화로 인해 중장기적으로 자본 규모 축소에 대한 우려가 지속되고 있는 만큼 현재 매력적인 가격에 놓여져 있다고 보기는 어렵다고 판단한다.

25E 기준 PBR-CSM 밸류에이션 테이블



자료: FnGuide, SK 증권 추정

주요 대형 보험사 - 자본 총계 변화 추이

	2023	2024	1Q25	23년 대비 1Q25 감소율
삼성화재	15,905	15,296	15,023	-5.5%
DB 손보	8,676	8,416	7,493	-13.6%
현대해상	6,117	4,927	4,213	-31.1%
삼성생명	37,528	25,097	23,944	-36.2%
한화생명	11,387	10,335	10,166	-10.7%
신종자본증권 제외	10,889	9,238	8,471	-22.2%
동양생명	2,952	2,011	1,526	-48.3%
신종자본증권 제외	2,607	1,666	1,181	-54.7%

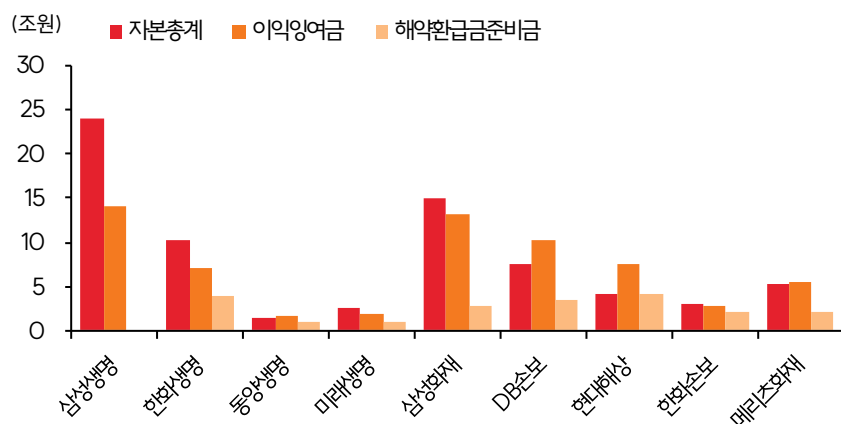
자료: Dart, SK 증권

(2) 제도 개선이 있어도 주주환원 재개를 기대하기 어려운 구조

현 규제 환경에서 보험사가 신계약을 판매할수록 해약환급금준비금이 발생하는 구조가 지속되고 있다. 이는 IFRS17 회계기준 특성상 잔여보장부채 기준 신계약 인식 시점에 산출되는 CSM 만큼 음의 BEL 이 발생하는 반면 해약환급금은 이전과 동일하게 순보험료식 보험료적립금에서 해약공제액(미상각신계약비, 해약공제기간은 보험료 납입 기간이 7 년 이상인 경우 7 년으로 설정)을 공제한 금액으로 산출되며 해당 값이 0 보다 작은 경우(보험료적립금 대비 미상각신계약비가 크게 산출되는 등) 0 으로 산출됨에 따라 시가부채가 원가부채 대비 작아지기 때문이다.

해약환급금준비금은 계약자 보호를 위한 준비금에 해당하는 만큼 배당가능이익에서 차감되며 법인세법상 손금으로 인정되고 있다. 금융당국은 기존 부채에 대한 법인세 효과 등을 감안하여 일정 K-ICS 비율 기준을 충족하는 회사에 대해 해약환급금준비금 적립 비율을 80%로 완화하여 기존 IFRS4 기준의 배당가능이익을 확보할 수 있도록 허용하는 모습이 나타나고 있다. 다만 여전히 IFRS17 회계기준 적용에 따라 높아진 이익 규모에 비해 실질적으로 확보되는 배당가능이익이 제한적이며 일부 회사의 경우 여전히 배당가능이익이 확보되지 못하고 있는 상황이다. 그 밖에도 금리 하락으로 지속적으로 기타포괄손익누계액이 감소하며 전체 순자산 규모 자체가 줄어들고 있는 점 또한 배당가능이익에 있어서는 부정적인 상황이다.

주요 보험사 1Q25 기준 자본 및 해약환급금준비금 현황



자료: 각사, SK 증권

업계 전체적으로 관련 부문에 개선에 대한 건의를 제시하고 있으나 실질적인 개선까지는 다소 시간이 필요할 전망이다. 금융당국이 향후 기본자본 기준 K-ICS 비율 관리 방안을 언급한 상황에서 현재 K-ICS 비율 기본자본 산출 방법상 해약환급금준비금 규모를 축소할 경우 기본자본 K-ICS 비율이 동시에 줄어드는 모습이 나타나기 때문이다.

현재 당국과 업계가 해약환급금준비금, 기본자본 K-ICS 관련 논의를 지속하고 있는 것으로 알려져 있으며 이전보다 요구자본 산출 기준이나 할인율 제도 강화를 완화하고 5년 이상 장기간에 걸쳐 경과기간을 두고 기본자본 K-ICS 비율을 도입하는 등의 내용이 언급되고 있는 것으로 파악된다.

다만 1) 기본자본 K-ICS 비율 도입이 후순위채 등이 아니라 실질적인 손실 흡수 여력을 기준으로 지급여력비율을 관리하는 것이 목적이며 2) 여전히 무위험 금리 기간 구조가 시장금리 수준 대비 높은 모습을 보이는 상황에서 시장금리 하락 추세가 지속될 것으로 예상되는 점, 3) 경과기간 도입 등이 제도 정착률을 위해서인 만큼 일정 수준의 기본자본 및 버퍼가 확보되지 않는 한 주주환원 등에 대한 제약이 존재할 것으로 예상되며 4) 대체로 충분한 배당가능이익이 확보되지 못하고 있는 회사의 기본자본 K-ICS 비율이 낮은 상황인 점을 감안할 때 현실적으로 현재 주주환원이 어려운 회사가 단기간 내 주주환원을 재개할 가능성은 다소 제한적이라고 판단한다.

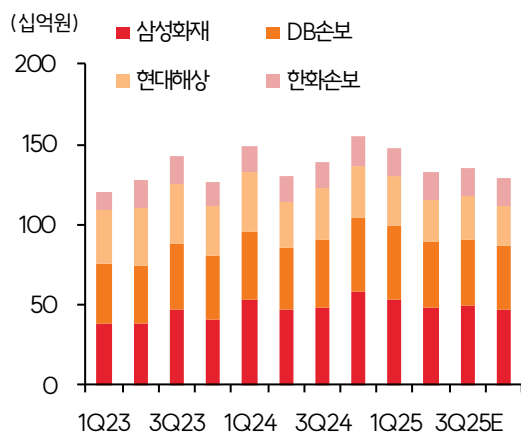
4. 보험: 실적 측면의 매력도 현재는 제한적인 상황

(1) 전반적으로 어려운 업황 지속되는 국면

보험업종의 업황이 전반적으로 부진한 모습이 이어지고 있다. 신계약의 경우 지속적인 계리적 가정 가이드라인이 적용되며 실손보험의 예상 손해를 가정, 무/저해지 보험 및 단기납 종신 보험의 해지율 가정 등이 조정되는 등 영향으로 보험료가 이전보다 대체로 높아지며 신계약 물량이 전반적으로 낮아진 상황이다.

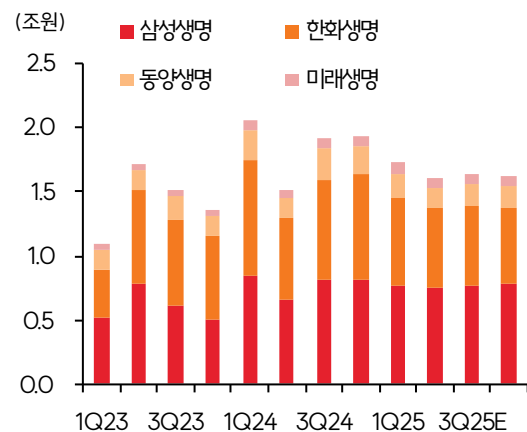
지속적으로 어린이보험(가입 연령 규제), 운전자보험(보험기간 최대 20년 제한), 단기납 종신(납입 완료 시점 장기유지보너스 등 금지, 보험료 완납 시점 해지율 Shock 반영), 무/저해지보험(해지율 조정) 등 보험사들의 주력 상품에 대한 규제가 강화되었으며 각 규제 도입 시점마다 절판마케팅이 지속되었던 기저효과를 감안했을 때 향후 신계약은 23년~24년 대비 둔화된 성장세를 보일 것으로 예상된다. 다만 간병인 사용일당 보장 등 특정 상품 중심으로 일정 부분 경쟁이 지속되는 점 등을 감안했을 때 연간 약 5~10% 수준의 물량 감소에 그칠 것으로 예상된다.

손해보험 – 보장성 월납초회보험료 추이 및 전망



자료: 각사, SK 증권 추정

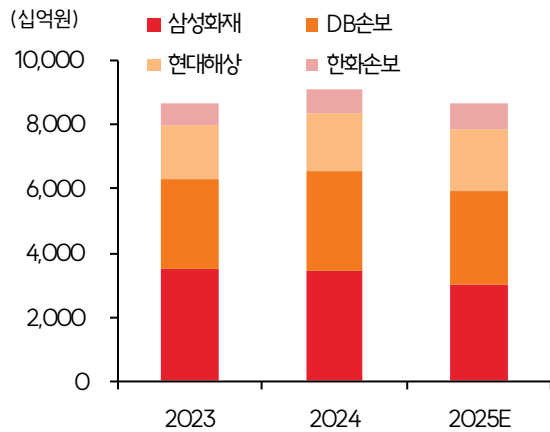
생명보험 – 보장성 APE 추이 및 전망



자료: 각사, SK 증권 추정

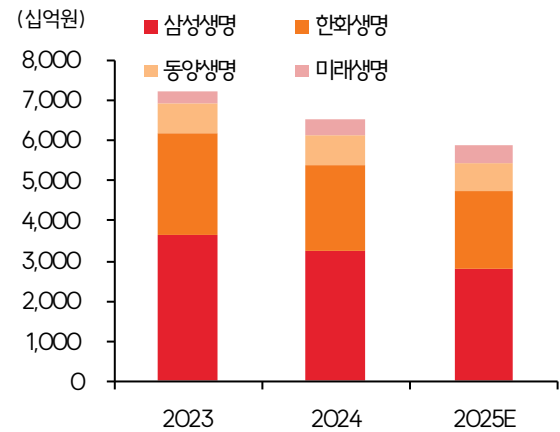
신계약 CSM 수익성도 할인을 하락 및 가정 조정 등 영향으로 개선세가 제한적인 모습이 나타났던 만큼 전반적인 신계약 CSM 증가세는 둔화될 전망이다. 25E 신계약 CSM은 손해보험 4사 합산 8조 6,727억원(-4.6% YoY), 생명보험 4사 합산 5조 8,677억원(-9.9% YoY)을 전망한다.

손해보험 – 신계약 CSM 추이 및 전망



자료: 각사, SK 증권 추정

생명보험 – 신계약 CSM 추이 및 전망



자료: 각사, SK 증권 추정

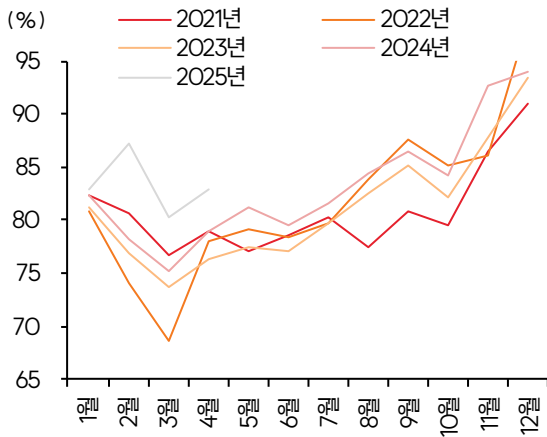
CSM 가정 조정도 지속적으로 발생하는 모습이 이어지고 있다. 1Q25 의 경우 연령 별 손해를 도달 가정 조정 등에 따른 긍정적 영향이 나타났지만 이를 제외하면 경상 적인 해지로 인한 CSM 가정 조정이 이어지고 있으며 생보사의 경우 할인율 제도 강화 및 금리 하락 등 영향으로 VFA 모형의 CSM 감소가 동시에 나타나고 있는 상황이다. 예실차 손익도 연말 가정 조정 등을 거치며 이전보다 예실차로 인한 이익 규모가 점진적으로 축소되는 모습이 이어지고 있다.

연령별 손해를 가정 반영 현황				
업종	회사	항목	영향	비고
손해보험	삼성화재	CSM 손실계약비용	36 억원 증가 45 억원 환입	- 상해/질병군 담보에 다른 효과 발행 - 상해는 2016 년 이전 단일률로 사용. 연령 증가 시 보험료 동일하나 보험금은 상승 - 질병담보는 고연령군에서 양호한 손해를 흐름 지속 중(24 년 질병 진단 담보 기준 평균 손해를 92% vs 60 세 이상 80%) - 질병담보 CSM 증가 효과가 상해담보 CSM 감소 영향 상쇄하며 비슷한 수준 기록
	DB 손보	CSM 손실계약비용	4 천억원 증가 700 억원 환입	- 이미 가입연령 기준으로 연령 구분하고 있었으며 이번에 도달연령 가정 반영 - 일부 담보에서 고연령 담보 손해를 통계 좋아 환입 및 CSM 개선 효과 발생
	현대해상	CSM 손실계약비용	3 천억원 증가 N/A	- 일부 담보에서 고연령 손해를 통계 양호하여 CSM 개선 발생 - 고연령층 대상으로 높은 보험료 적용하고 있는 효과 정도로 추정 중
	한화손보	CSM 손실계약비용	4 분기 중 반영	- 실손 3/4 세대 등 대상으로 4Q24 중 선반영 등 영향으로 손실계약비용 환입 효과 일부 발생 - 실손 1/2 세대는 1Q25 중 반영하며 CSM 증가 효과로 요율 인상 효과와 함께 반영
생명보험	삼성생명	CSM 손실계약비용	약 2,700~2,800 억 증가	- 다른 손해보험사와 유사한게 플러스 효과로 반영
	한화생명	CSM 손실계약비용	약 376 억원 증가	- 원래 반영했던 가정이 보수적인 데이터로 새로 가정 적용하면서 일부 플러스로 환입 - 4Q24 반영된 상황
	동양생명	CSM 손실계약비용	약 1천억원 감소 160 억원 전입	- 치매간병보험 고령층 경험 데이터 부족하여 상위 담보 손해를 적용함에 따라 손해를 올라가는 효과 반영되며 700 억원 감소 - 종신/사망담보 일부 개선효과 발생했으나 건강담보 손해를 현실화로 300 억원 추가 감소
	미래에셋 생명	CSM	약 400 억원 감소	- 1Q25 중 연령별 손해를 등 가정 반영한 영향

자료: 각사, SK 증권

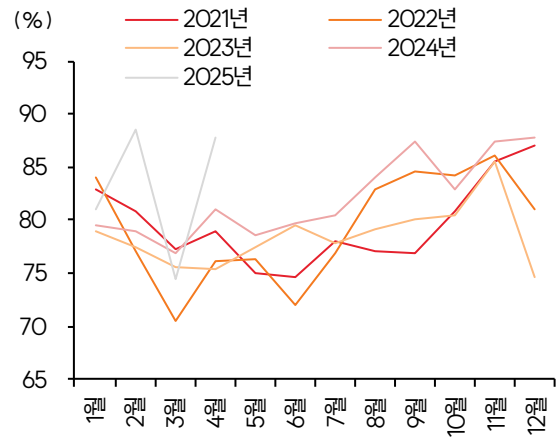
손해보험사의 경우 자동차보험/일반보험 관련 손익 부진도 지속적으로 나타나고 있는 상황이다. 누적된 자동차 보험 요율 인하로 상위사 일부를 제외하면 대체로 BEP를 하회하는 자동차보험 실적이 예상되며 일반보험 손익도 이상기후 등 영향으로 국내외 대형 사고가 잦아지며 실적 변동성이 높아진 상황이다.

삼성화재 – 자동차보험 손해율 추이



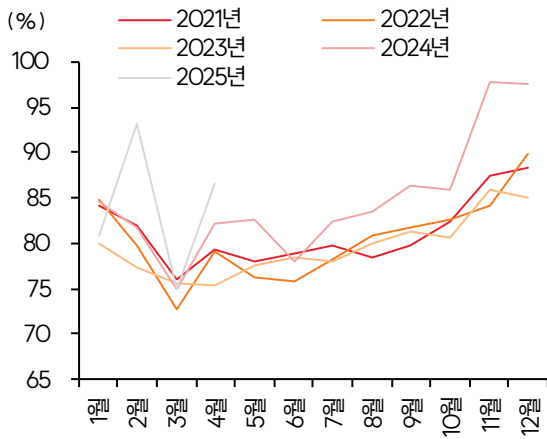
자료: 언론보도, SK 증권

DB손보 – 자동차보험 손해율 추이



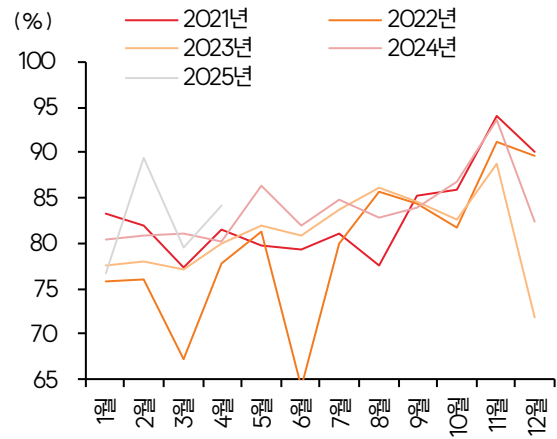
자료: 언론보도, SK 증권

현대해상 – 자동차보험 손해율 추이



자료: 언론보도, SK 증권

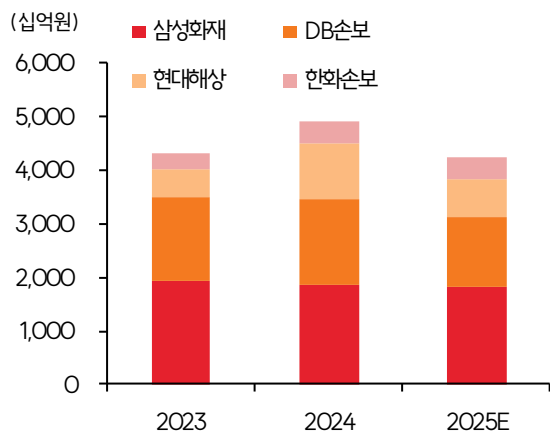
한화손보 – 자동차보험 손해율 추이



자료: 언론보도, SK 증권

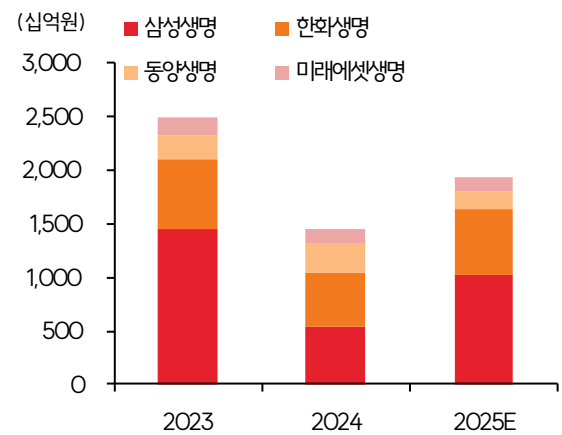
25E 보험손익은 손해보험 4사 합산 기준 4조 2,512억원(-13.4% YoY), 생명보험 4사 합산 기준 1조 9,439억원(+34.8% YoY)을 전망한다. 손해보험의 경우 1) 세칙 개정 기저효과, 2) 자동차보험/일반보험 손익 부진, 3) 무/저해지 가정 조정 등으로 인한 CSM 감소 등 영향으로 손익 감소가 예상된다. 생명보험의 경우 세칙 개정 기저효과 등 영향으로 보험손익 개선을 전망한다. 투자손익의 경우 할인을 제도 강화 등 영향으로 전반적인 부리아울이 낮아진 점 등을 감안하면 경상손익 중심 안정적인 모습이 지속될 것으로 예상된다.

손해보험 – 보험손익 추이 및 전망



자료: 각사, SK 증권 추정

생명보험 – 보험손익 추이 및 전망



자료: 각사, SK 증권 추정

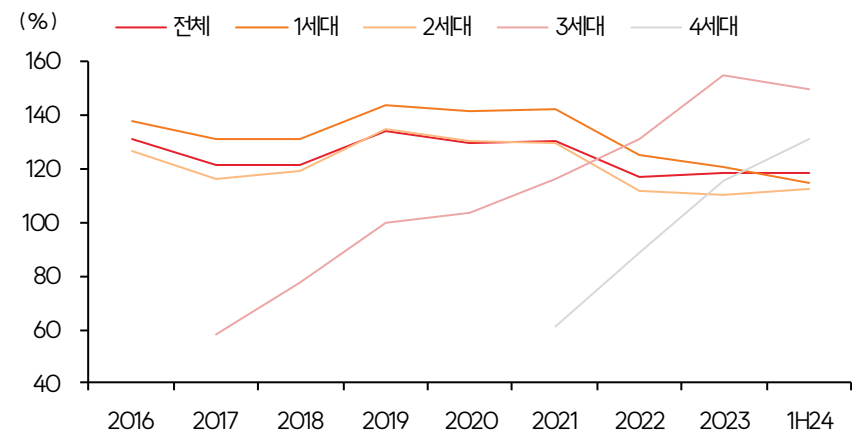
(2) 실손보험 제도 개편 긍정적이나 점진적 부담 완화 전망

4 세대 실손보험 조기 요율 인상 및 비급여 항목에 대한 대대적 관리 등을 추진하는 등 실손보험 관련 전반적인 개선세가 나타나고 있는 점은 손해보험 중심으로 전반적으로 긍정적인 영향이 나타날 것으로 판단한다. 23년 기준 14개 손보사 지급보험금 약 11.9조원 중 10대 비급여 항목이 3.7조로 약 31%를 차지하고 있으며 그 중에서도 대부분이 도수치료, 비급여 주사 등 과잉진료 가능성이 높은 항목인 만큼 제도 강화에 따른 전반적인 손해율 개선을 기대해 볼 수 있을 것으로 예상된다.

다만 신규로 출시될 5세대 실손의 보장 내용을 감안했을 때 이전보다 가입에 대한 수요 자체는 낮아질 전망이다. 실질적으로 요구자본 등 부담이 큰 구 실손의 경우 유의미한 요율 인상이 수반되지 않는 한 전환이 원활하게 이뤄지지 않을 것으로 예상된다. 가장 빠르게 재가입 주기가 도래하는 4세대 실손(26년 7월부터) 비중이 현재 전체 계약의 약 10% 수준에 불과한 점을 감안했을 때 실손 등 영향으로 인한 부담 완화는 점진적으로 반영될 것으로 전망한다. 3세대 실손(32년 4월) 재가입 주기가 도래하는 시점부터 본격적인 영향을 체감할 수 있을 전망이다.

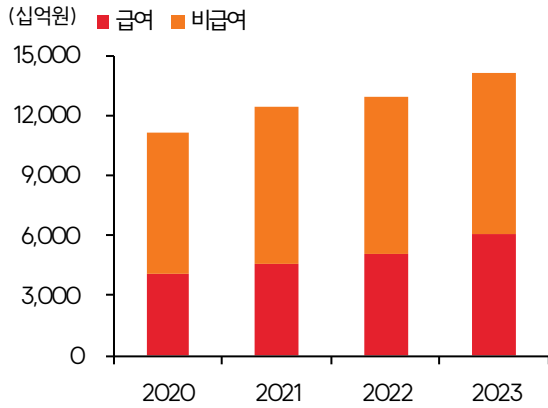
현재 3세대/4세대 실손이 손실계약으로 반영되고 있는 만큼 전환에 따른 부담 완화를 일부 기대해 볼 수 있겠지만 신규로 출시되는 5세대 실손의 보험료가 4세대 실손 대비 30~50% 낮은 점을 감안하면 초기에는 5세대 실손도 손실계약으로 반영될 가능성이 존재한다고 판단한다. 향후 관건은 5세대 실손 보험료율을 적정하게 반영할 수 있을지 여부가 될 것으로 전망한다.

실손보험 - 위험손해를 추이



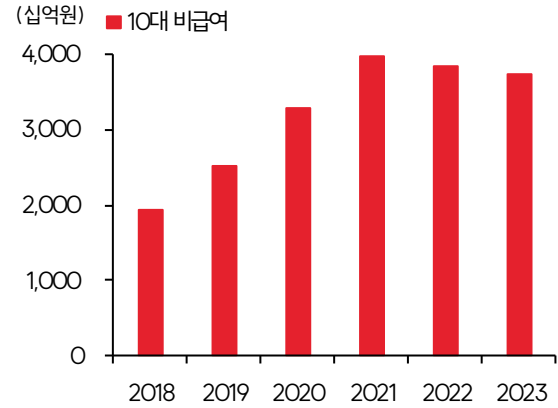
자료: 보험연구원, SK 증권

실손보험 - 지급보험금 현황



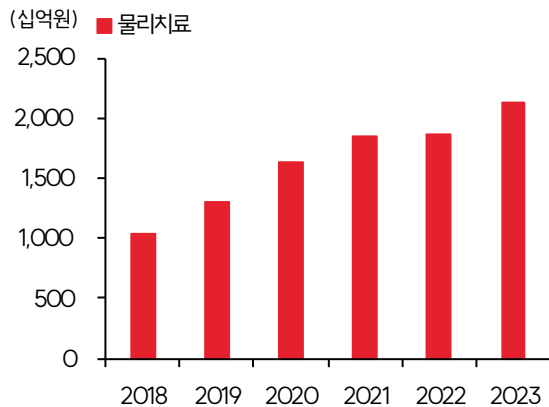
자료: 보험연구원, SK 증권

실손보험 - 손해보험 기준 10대 비급여 지급보험금 현황



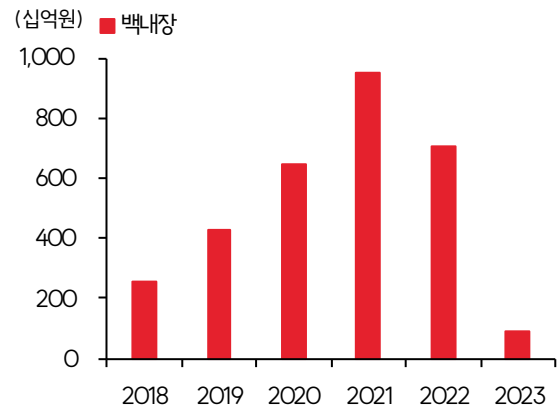
자료: 보험연구원, SK 증권

실손보험 - 손해보험 기준 물리치료 지급보험금 현황



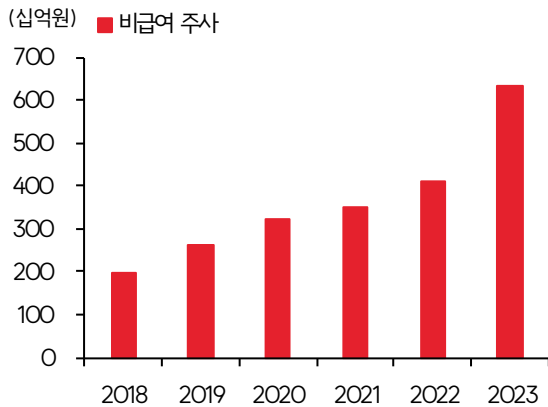
자료: 보험연구원, SK 증권

실손보험 - 손해보험 기준 백내장 지급보험금 현황



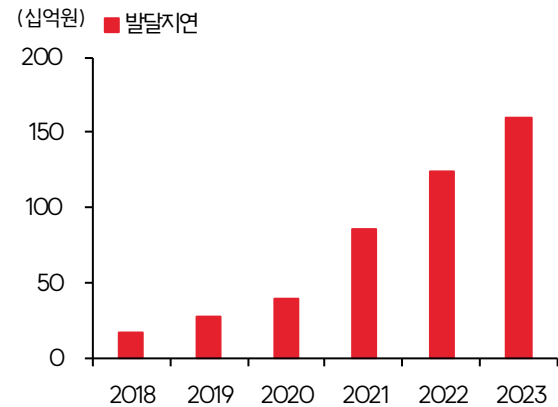
자료: 보험연구원, SK 증권

실손보험 - 손해보험 기준 비급여 주사 지급보험금 현황



자료: 보험연구원, SK 증권

실손보험 - 손해보험 기준 발달지연 지급보험금 현황



자료: 보험연구원, SK 증권

실손보험 - 1세대 및 2세대 세부 내용

시기	2003년 10월	2009년 10월	2013년 1월	2015년 9월
구분	표준화 이전(1세대 실손)	표준화 실손(2세대)		
보험기간	80세/100세	100세	15년 재가입	15년 재가입
갱신 주기	3년/5년	3년	1년	1년
담보 구성	상해/질병 입·통원 (급여/비급여 통합) 상해의료비	상해/질병 입·통원 (급여/비급여 통합) 종합 입·통원	상해/질병 입·통원 (급여/비급여 통합)	상해/질병 입·통원 (급여/비급여 통합)
자기부담금	손해보험사 0%(회사별 치료비 한도 다름) 통원 공제금액 - 외래+처방 5천원~1만원 생명보험사 연간 치료비 3천만원 내 20% 통원 공제금액 - 외래+처방 5천원~1만원	입원 10% (연간 자부담 200만원 한도) 통원 공제금액 - 외래 1~2만원 - 약제 8천원	선택형 입원 10% (연간 자부담 200만원 한도) 통원 공제금액 - 외래 1~2만원 - 약제 8천원 표준형 입원 20% (연간 200만원 한도) 외래 1~2만원 혹은 20% 약제 8천원 혹은 20%	선택형 II 입원/통원 공통 적용 - 급여 10%/비급여 20% (입원 자부담 200만원 한도) 통원 공제금액 - 외래 1~2만원 - 약제 8천원 표준형 입원 20% (연간 200만원 한도) 외래 1~2만원 혹은 20% 약제 8천원 혹은 20%
상급병실	차액 50%	차액 50% (1일 10만원 한도)	차액 50% (1일 10만원 한도)	차액 50% (1일 10만원 한도)
가입금액	입원 최대 1억 통원 최대 30만원	입원 최대 5천만원 통원 최대 30만원	입원 최대 5천만원 통원 최대 30만원	입원 최대 5천만원 통원 최대 30만원
보험료 납입	적립대체형 추가납입형	추가납입형	추가납입형	추가납입형
보험료 할인/할증	X	X	X	X
비중(23년 말)	19.10%	38.90%	0.30%	6.10%

자료: 금융감독원, 언론보도, SK 증권

실손보험 - 3세대, 4세대 세부 내용 5세대 실손 내용 정리

시기	2017년 4월	2021년 7월	2026년 6월 이후(?)
구분	3세대 실손	4세대 실손	통칭 5세대 실손
보험기간	15년 재가입	5년 재가입	관련하여 특별한 언급 없음
갱신 주기	1년	1년	관련하여 특별한 언급 없음
담보 구성	기본: 상해/질병 입·통원 (급여/비급여 통합) 특약: 3대 비급여	주계약: 급여 한정 특약: 비급여 전체	주계약: 급여 항목 특약1: 중증 비급여 항목 특약2: 비중증 비급여 항목
자기부담금	선택형 II 입원/통원 공통 적용 - 급여 10%/비급여 20% (입원 자부담 200만원 한도) 통원 공제금액 - 외래 1~2만원 - 약제 8천원 표준형 입원 20% (연간 200만원 한도) 외래 1~2만원 혹은 20% 약제 8천원 혹은 20% 특약(3대 비급여) 2만원 혹은 30%	주계약 입원/통원 공통 급여 기준 20% 적용 (입원 자부담 200만원 한도) 통원 공제금액 - 외래 급여(주계약) 1~2만원 특약 입원/통원 모두 비급여 30% 적용 통원 공제금액 - 외래 비급여(특약) 3만원	주계약 1) 일반질환자 입원/통원: Max[건보 본인부담률, 20%] 통원 공제금액 - 외래 급여(주계약) 1~2만원 2) 중증질환자 4세대 주계약과 동일 특약 I(중증 비급여) 4세대 특약과 동일 특약 II(비중증 비급여) 보장한도 축소(예시로 1천만원 등 언급) 입원 회당 300만원 신설(예시) 본인부담률 확대(예시: 입원/통원 50%) 보험금 미지급 사유에 3대 비급여 포함
상급병실	차액 50% (1일 10만원 한도)	차액 50% (1일 10만원 한도)	관련하여 특별한 언급 없음
가입금액	기본 입원 최대 5천만원 통원 최대 30만원 특약 도수/체외/중식 치료 350만원 비급여 주사 250만원 비급여 MRI/MRA 300만원	입원/통원 합산 최대 5천만원 통원 회당 20만원(비급여 연간 100회 한도)	입원/통원 합산 최대 5천만원 통원 회당 20만원 입원 회당 3백만원(예시) 특약 2 보장 한도 1천만원(예시)으로 축소
보험료 납입	추가납입형	추가납입형	추가납입형
보험료 할인/할증	2년 무사고 할인 10%	2년 무사고 할인 10% 비급여 개별 할인/할증(3년 후 적용)	주계약에 특약 I만 선택 시 보험료 50% 인하 특약 II까지 가입할 경우 30% 인하
비중(23년 말)	23.1%(표준형 0.4%, 선택형 II 22.7%)	10.50%	

자료: 금융감독원, 언론보도, SK증권

주: 3대 비급여 항목은 1) 도수치료/체외충격파/중식치료, 2) 비급여 주사, 3) 비급여 MRI 등

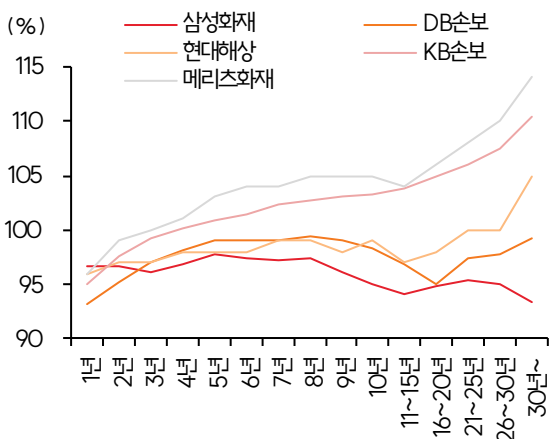
(3) 가정 관련 불확실성은 어느정도 마무리 단계라고 판단

그동안 지속되었던 가정 측면의 불확실성 이슈는 어느정도 마무리되어 가고 있다고 판단한다. 계리적 가정 가이드라인에 따라 실손보험, 단기납 종신, 무/저해지 보험 등 가정 측면의 불확실성이 높은 상품 중심으로 보수적인 가정이 적용된 만큼 미래 불확실성에 대한 버퍼가 어느정도 확보되어 있을 것으로 예상된다. 실제로 보수적인 가이드라인을 바탕으로 낮은 해지율을 반영한 저해지 단기납 종신 등에서 일부 회사의 경우 납입기간 중 예상보다 높은 해지가 발생하는 모습이 나타나고 있다.

24년 연말 가정 공시에 따라 공개된 예상 위험보험료 및 예상보험금 추세를 살펴본 결과 개별 회사 간 다소 다른 양상이 나타나고 있으나 과거 경험적인 위험손해율 흐름, 회사별 포트폴리오 차이, 24년 중 예상 및 실제 손해율 수준 등을 종합적으로 감안했을 때 가정의 보수성 등에 대한 차이는 일부 있겠으나 기본적으로 미래 예상 보험금과 유지비 등이 지속적으로 우상향하는 추세가 나타나고 있는 만큼 단기적으로 문제가 발생할 만한 내용은 아니라고 판단한다.

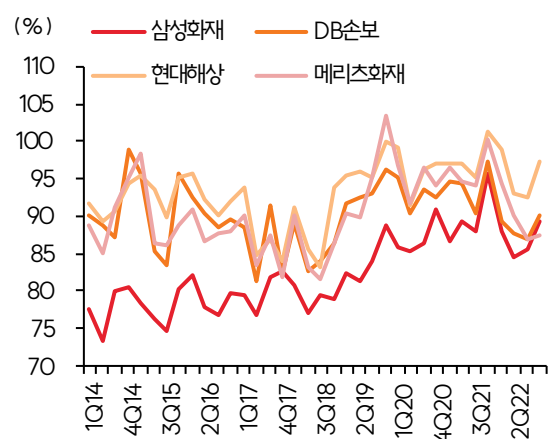
회사별 상품이나 담보 포트폴리오 등에 대한 세부적인 내용 확인이 어려운 만큼 무조건적으로 미래 예상손해율을 높게 잡을 이유는 없다고 판단하며 중장기적으로 예상치와 CSM 조정을 통해 최적 가정으로 조정되는 그림을 전망한다.

가정 공시 - 위험보험료 및 예상보험금 가정



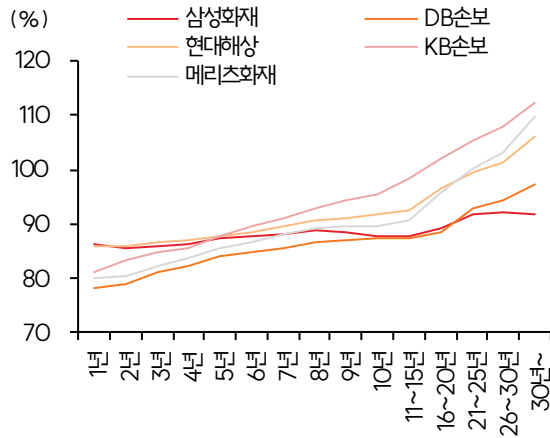
자료: Dart, SK 증권

손해보험 - 과거 위험손해율 추이



자료: 각사, SK 증권

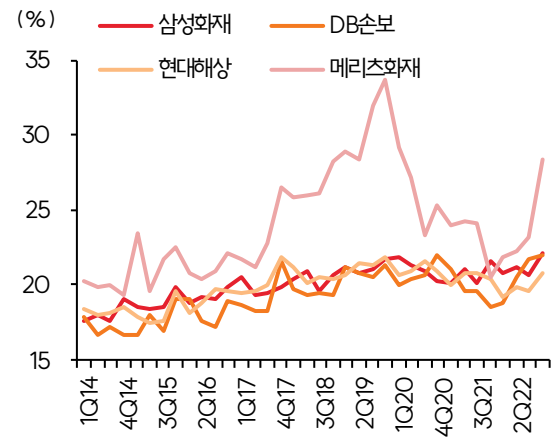
가정 공시 - 손해율에 예상유지비 등 및 예정유지비 포함



자료: Dart, SK 증권

주: 분자에 예상보험금과 예상유지비 등 합산 규모를, 분모에는 위험보험료와 예정유지비 합산 수치를 사용

손해보험 - 과거 사업비율 추이



자료: 각사, SK 증권

25E 보험 별도 기준 당기순이익은 손해보험 4 사 합산 4 조 8,874 억원(-6.6% YoY), 생명보험 4 사 합산 2 조 6,041 억원(-2.1% YoY)을 전망한다. 전반적으로 감익 추세를 예상하며 1Q25 중 할인을 제도 강화에 따른 영향 및 향후 추가적인 금리 하락세가 예상되는 국면인 점을 감안했을 때 견조한 이익 규모에도 실질적인 자본 증가는 제한적인 모습을 전망한다.

자본 규제 측면의 불확실성, 부진한 실적 전망 등을 종합적으로 감안했을 때 단기적으로 보험업종에 있어 특별한 모멘텀을 기대하기는 어려울 것으로 전망한다. 기존과 동일하게 삼성생명, 삼성화재, DB 손해보험 등 배당이 가능한 회사 중심 접근이 유효하다고 판단하며 3 개사 중에서는 삼성전자 자사주의 추가 소각 등에 따라 지분 처분에 따른 특별배당을 기대할 수 있는 삼성생명의 매력력이 상대적으로 높을 것으로 전망한다. 최근 대통령 선거를 앞두고 자사주 소각 강제화 등 정책적 언급이 제시되고 있는 만큼 삼성전자 자사주 소각에 대한 기대감도 충분히 유효할 것으로 예상된다. 이를 반영하여 관심종목으로 삼성생명을 제시한다.

업종 전반적으로 제한적인 모멘텀, 제도 관련 불확실성 등을 감안하여 Top pick 으로 코리안리를 유지한다. 1Q25 대형 손실에도 높아진 가격 수준 등을 바탕으로 소손해 중심으로 P&C 부문 실적을 방어했으며 24 년까지 계속된 보수적인 부채 적립 기조가 마무리되며 L&H 부문 실적도 정상화되는 모습이 나타났기 때문이다. 1) 보험사의 요구자본 관리 니즈에 따라 공동재보험 등 체결이 이어지고 있으며(1Q25 중 약 500 억원 규모의 공동재보험 신규 체결) 2) 상대적으로 유리한 수수료 조건 등이 기대되는 공동개발상품 인수 확대 등 이전보다 수익성 높은 물건 중심 성장을 기대할 수 있을 전망이다.

1월, 4월 특약 갱신 결과 일부 소프트마켓 기조가 나타났으며 해외 부문의 합산비율(IFRS17 기준 순보험비용/순보험수익으로 산정)이 1Q25 기준 76.4%(+7.5%p YoY)로 전년 동기 대비 악화되는 모습이 나타났으나 LA 산불(515 억원), 미안마 지진(370 억원) 등 영향을 감안했을 때 우려보다 안정적으로 수익성이 관리되고 있다고 판단한다. 자본 측면의 불확실성 및 여전히 양호한 업황을 감안했을 때 상대적으로 보험업종 내 안정적 관점의 접근이 가능하다고 판단한다.

Company Analysis

한국금융지주 (071050/KS)

레버리지에 기반한 실적 개선 기대감

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 115,000 원(유지)

현재주가: 97,700 원

상승여력: 17.7%

적극적인 레버리지 활용에 기반한 이익 체력 기대감

한국금융지주의 핵심 자회사인 한국투자증권 중심으로 견조한 이익 흐름이 지속되고 있다. 브로커리지, IB 전반적으로 견조한 이익을 실현했으며 발행어음 등을 바탕으로 적극적으로 레버리지를 활용(1Q25 기준 자기자본 대비 발행어음 비중 미래에셋 78%, NH 투자 98% vs 한국투자증권 177%)하여 채권 등 운용손익에서 큰 폭으로 이익을 확보하는 모습이 나타났다. 향후 IMA 인가까지 확보할 경우 발행어음(별도 자기자본의 200%)에 더해 자기자본의 100% 수준에 달하는 추가 레버리지 활용이 가능해지며, 금리 하락 및 유동성 증가 국면에서 운용 성과에 따라 발행어음을 상회하는 추가 이익을 기대할 수 있는 만큼 이익 측면의 모멘텀은 가장 높은 상황이라고 판단한다. 지주 전체 기준 25E PBR 은 약 0.55 배를 예상하며 2018~2021 년 중 금리 하락이 나타날 때 동사의 PBR 이 0.67 배~0.89 배 수준에 달했던 점을 감안할 때 여전히 밸류에이션 측면의 매력은 높다고 판단한다. 다만 과거대비 높아진 동사의 자본 규모(2018~19 년 연결 기준 약 5 조원 내외 > 1Q25 연결 기준 약 10 조원)를 감안할 때 보다 확실한 Upside 를 위해서는 지속적으로 현 수준의 이익 체력을 꾸준히 유지하는 모습을 실현할 필요가 있다고 판단한다.



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
3773-8610

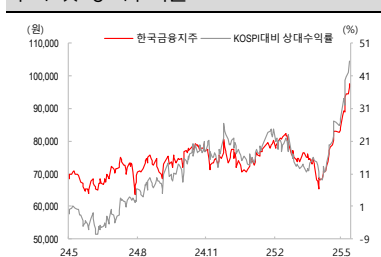
Company Data

발행주식수	5,573 만주
시가총액	5,444 십억원
주요주주	
김남구(외1)	21.30%
국민연금공단	12.09%

Stock Data

주가(25/05/21)	97,700 원
KOSPI	2,625.58 pt
52주 최고가	97,700 원
52주 최저가	63,700 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

주가 및 상대수익률



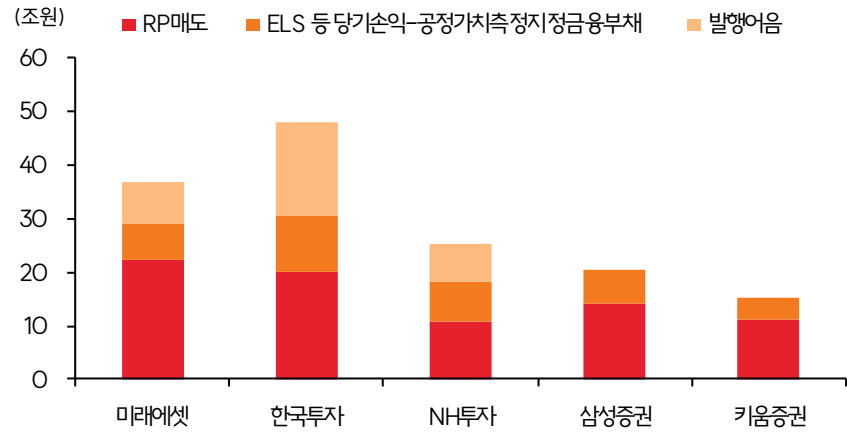
비증권 자회사 회복 등 추가적인 이익체력 개선이 관건

동사의 추가적인 이익체력 개선을 위해서는 증권 외 자회사의 유의미한 실적 개선이 요구될 전망이다. 캐피탈, 저축은행, PE, VC 등의 실적이 상대적으로 부진한 추세가 이어지고 있는 만큼 보다 본격적인 금리 하락 및 경기 회복이 필요할 것으로 예상된다. 최근 언론 보도에 따르면 동사는 보험사 인수를 추진하고 있는 것으로 알려져 있는데 다른 자회사와 금리 환경에 따른 영향이 다소 다르게 반영되는 만큼 포트폴리오 다각화 측면에서는 긍정적인 전망이다. 다만 다소 작은 규모 등을 감안했을 때 향후 시너지 효과 등에 대한 확인이 필요할 전망이다. 또한 정책적으로 자사주 소각 제도화 등이 언급되고 있는 점을 감안했을 때 보유 자사주 약 5.4% 소각에 따른 주당 가치의 추가적인 제고 효과도 일부 기대해볼 수 있을 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

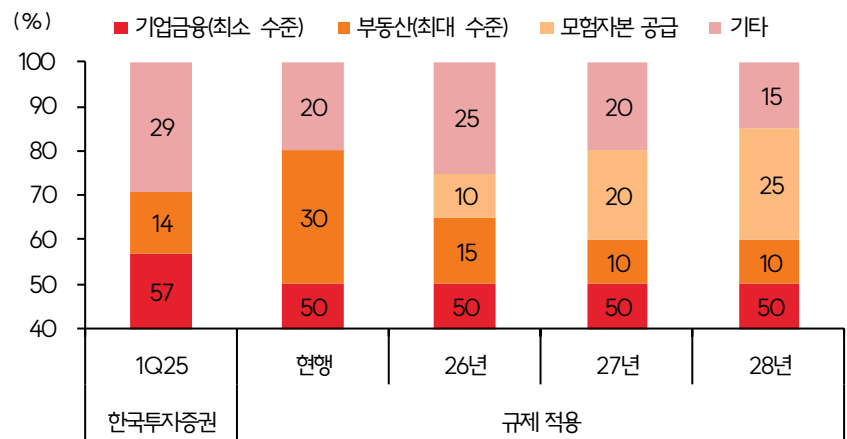
구분	단위	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
순영업수익	십억원	1,753	1,989	2,635	2,857	2,812	2,871
영업이익	십억원	546	820	1,199	1,489	1,423	1,451
순이익(지배주주)	십억원	637	707	1,033	1,211	1,152	1,163
EPS(계속사업)	원	11,241	12,431	18,237	21,304	20,254	20,446
PER	배	4.7	4.9	3.9	4.2	4.4	4.4
PBR	배	0.43	0.45	0.46	0.51	0.47	0.44
배당성향	%	21.1	21.9	22.5	21.7	22.8	22.6
ROE	%	8.5	8.8	11.5	12.0	10.4	9.7

대형 증권사 - 1Q25 RP, ELS, 발행어음 등 주요 조달 현황



자료: 각사, SK 증권 재구성

발행어음 - 운용자산 규제 확대



자료: 한국금융지주, 금융위원회, SK 증권

IMA 세부 내용

규제	비고
자유 설계 가능	폐쇄형, 추가형, 만기/성과보수 등 자유롭게 설계 원활한 기업금융 공급 위해 만기 1년 이상 상품 70% 이상으로 구성
원금 보장	만기 설정된 경우 만기예만 원금 지급 중도 해지 시 운용실적에 따른 손실 발생 가능(시가평가 기준 중도해지수수료 등 부여 가능)
운용 규제	발행어음과 동일하게 부동산 운용 한도 및 모험자본 공급 의무 부여 - 기업금융 관련 자산: 70% 이상 운용 - 부동산: 즉시 10% 한도 적용 - 모험자본: 발행어음과 동일하게 단계적으로 확대
투자자 보호	5% Seeding 투자 의무 신탁과 유사하게 고유자산거래 및 자전거래 제한
건전성 규제	자기자본 기준으로 발행어음(200%), IMA(100%) 발행 가능 손실충당금은 고유자산으로 5% 적립하며 평가손실 발생 시 추가 적립 NCR 산정 시 손실충당금 적립액이 평가손실+5%를 초과할 경우 IMA 자산은 50% 반영 유동성비를 산출 시 만기 3개월 이하 IMA 만 반영

자료: 금융위원회, SK 증권

IMA - 10 조원 규모 발생 시 기준 각 시나리오별 단순 수익 추정

(단위: 십억원)	주요 가정	시나리오 1	시나리오 2	시나리오 3
기준수익률(가정)	3.0%			
목표수익률(가정)	5.0%			
운용보수(가정)	0.50%			
성과보수(가정)	기준수익률 초과 수익의 30%			
실제수익률		5%	3%	-5%
IMA 자산(가정)	10,000			
- 고객자산	9,500			
- Seeding 투자	500			
운용 결과 원리금		10,500	10,300	9,500
고객 지급		9,871	9,738	9,500
운용보수		48	48	0
성과보수		57	0	0
고유자산(Seeding) 투자손익		25	15	-25
최초충당금	전체 IMA 의 5%	500	500	500
추가충당금	평가손실 발생 시 해당 규모만큼 추가 적립 가정			
만기 시 환입	만기 시 손실 보전 제외한 만큼 환입 가정	500	500	525
총 수익	운용보수+성과보수+투자손익+충당금 정산 가정	130	63	-500
수익률		130bp	63bp	손실

자료: SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
현금 및 현금성자산	9,723	11,179	11,685	12,840	14,043
FVPL 금융자산	51,807	62,625	66,342	67,678	69,042
FVOCI 금융자산	5,183	2,362	2,547	2,599	2,651
AC 금융자산	22,214	25,091	26,560	27,638	28,761
중속/관계기업투자지분	4,260	4,826	4,645	4,645	4,645
기타자산	2,715	3,132	2,847	2,847	2,847
자산총계	95,901	109,215	114,626	118,248	121,989
투자자예탁금	0	0	0	0	0
발행어음	0	0	0	0	0
매도파생결합증권	813	1,407	1,638	1,671	1,704
차입금/사채	52,026	59,749	62,903	65,457	68,115
기타부채	34,617	38,332	39,345	39,491	39,641
부채총계	87,456	99,487	103,886	106,619	109,461
지배주주지분	8,374	9,644	10,655	11,544	12,444
자본금	308	308	308	308	308
자본잉여금	608	608	185	185	185
이익잉여금	3,280	3,280	3,280	3,280	3,280
기타지분	4,178	5,448	6,882	7,771	8,671
비지배주주지분	71	84	84	84	84
자본총계	8,445	9,728	10,739	11,629	12,528

증권 별도 재무제표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
순영업이익	3,104	2,540	2,591	2,643	2,691
수수료손익	844	976	1,067	1,102	1,139
Brokerage	287	345	367	372	378
WM	109	124	140	145	151
IB	376	424	478	502	527
기타	73	82	83	83	83
이자손익	364	530	672	634	639
트레이딩 및 기타	1,896	1,033	852	907	913
판매관리비	796	1,000	1,005	1,021	1,044
판매비율(%)	25.6	39.4	38.8	38.6	38.8
영업이익	2,308	1,540	1,586	1,623	1,648
영업외손익	-286	-75	-48	-24	-38
세전이익	2,022	1,464	1,537	1,598	1,610
법인세	62	269	361	416	419
법인세율(%)	3.0	18.4	23.5	26.0	26.0
당기순이익	1,960	1,195	1,177	1,183	1,191
연결당기순이익 대비 비중(%)	276.9	115.0	97.0	102.4	102.2
자산총계	75,710	75,738	90,393	93,094	95,871
연결 자산총계 대비 비중(%)	78.9	69.3	78.9	78.7	78.6
부채총계	67,571	76,053	79,717	81,657	83,666
연결 부채총계 대비 비중(%)	77.3	76.4	76.7	76.6	76.4
자본총계	8,139	9,317	10,676	11,436	12,205
연결 자본총계 대비 비중(%)	96.4	95.8	99.4	98.3	97.4
별도 ROE(%)	26.7	13.7	11.8	10.7	10.1
별도 ROA(%)	2.8	1.6	1.4	1.3	1.3

자료: 한국금융지주, SK증권 추정

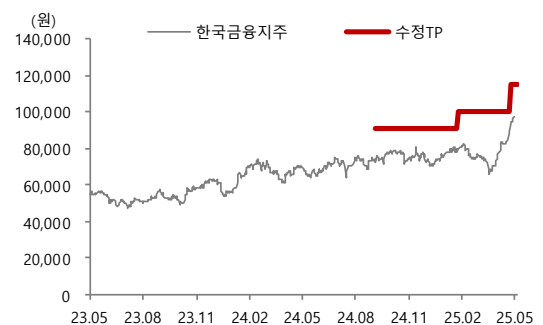
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
순영업이익	1,989	2,635	2,857	2,812	2,871
수수료손익	1,040	1,225	1,323	1,368	1,405
Brokerage	287	345	367	372	378
WM	109	124	140	145	151
IB	376	424	478	502	527
기타	73	82	113	123	123
이자손익	980	1,255	1,341	1,258	1,275
트레이딩 및 기타	-31	155	193	186	192
판매관리비	1,169	1,435	1,368	1,389	1,421
판매비율(%)	58.8	54.5	47.9	49.4	49.5
영업이익	820	1,199	1,489	1,423	1,451
영업외손익	65	195	135	123	110
세전이익	886	1,394	1,624	1,546	1,560
법인세	178	355	411	391	395
법인세율(%)	20.1	25.5	25.3	25.3	25.3
당기순이익	708	1,039	1,213	1,154	1,165
지배주주순이익	707	1,033	1,211	1,152	1,163
비지배주주순이익	1	6	2	2	2

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성(%)					
자산	11.1	13.9	5.0	3.2	3.2
자본(지배주주지분)	9.0	15.2	10.5	8.3	7.8
순영업이익	13.4	32.5	8.4	-1.6	2.1
지배순이익	11.0	46.1	17.2	-4.8	0.9
EPS	10.6	46.7	16.8	-4.9	0.9
BPS	9.0	15.2	10.5	8.3	7.8
DPS	15.2	50.2	13.1	0.0	0.0
수익성(%)					
ROE	8.8	11.5	12.0	10.4	9.7
ROA	0.8	1.0	1.1	1.0	1.0
밸류에이션(배)					
PER	4.9	3.9	4.2	4.4	4.4
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
주당지표(원)					
EPS	12,431	18,237	21,304	20,254	20,446
BPS	135,971	156,598	173,016	187,453	202,06
보통주 DPS	2,650	3,980	4,500	4,500	4,500
주주환원(%)					
전체 배당성향	21.9	22.5	21.7	22.8	22.6
총주주환원율	21.9	22.5	21.7	22.8	22.6
보통주 배당수익률	4.3	5.6	5.1	5.1	5.1
자본적정성(%)					
구 NCR	159.7	161.6	158.5	152.5	145.9
신 NCR	2,105.7	2,521.1	2,695.2	2,721.5	2,682.4

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.05.15	매수	115,000원	6개월		
2025.02.14	매수	100,000원	6개월	-23.45%	-10.60%
2024.09.24	매수	91,000원	6개월	-16.71%	-11.21%



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 05월 22일 기준)

매수	96.86%	중립	3.14%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

삼성증권 (016360/KS)

안정적인 이익체력에 비해 다소 저평가

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 65,000 원(상향)

현재주가: 56,100 원

상승여력: 15.9%

목표주가 65,000 원으로 상향

삼성증권의 목표주가를 1) 실적 추정치 조정, 2) 무위험수익률 조정 등을 반영하여 65,000 원으로 상향한다. 목표주가는 25E BVPS 88,790 원에 Target PBR 0.73 배를 적용하여 산출했다. 투자 리스크로는 발행어음 등 추가 레버리지 활용 제약, 보수적인 관리 기조로 상대적으로 약한 IB 부문 등을 제시한다.

고객 기반과 양호한 운용손익에 기반한 안정적인 이익체력

삼성증권의 강점은 초고액 자산가 등 고객 기반을 바탕으로 WM 부문에서 지속적으로 Recurring 되는 이익을 기대할 수 있는 만큼 전반적인 이익체력의 안정성을 제시할 수 있다고 판단한다. 패밀리오피스 등 WM 시장을 선점하고 있는 만큼 최근 대형 증권사 중심으로 심화된 WM 부문 경쟁에도 전반적으로 우수한 시장 지위를 유지할 수 있을 것으로 예상된다. 증권업종 특성상 대내외 환경으로 인한 이익 변동성에서 자유로울 수는 없겠으나 상대적으로 ROE 변동성이 작고 안정적으로 우상향 추세를 보이는 경상 이익을 바탕으로 주주환원 확대를 꾸준히 기대할 수 있는 만큼 리스크 요인도 제한적이라고 판단한다. 향후 발행어음 사업 진출 시 기존 고객 기반을 바탕으로 빠르게 추가적인 자금 조달이 가능할 것으로 예상되며 IB 및 운용부문에서 추가적인 이익 개선을 기대할 수 있을 것으로 전망한다.



Analyst
설용진

s.dragon@sks.co.kr
3773-8610

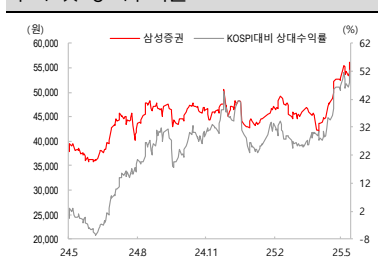
Company Data

발행주식수	8,930 만주
시가총액	5,010 십억원
주요주주	
삼성생명보험(외3)	29.62%
국민연금공단	13.50%

Stock Data

주가(25/05/21)	56,100 원
KOSPI	2,625.58 pt
52주 최고가	56,100 원
52주 최저가	35,800 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

주가 및 상대수익률



ROE 대비 낮은 밸류에이션으로 상대적으로 높은 매력 보유

삼성증권은 25 년에도 24 년과 유사한 약 12% 수준의 ROE 를 안정적으로 기록할 것으로 예상되나 25E 밸류에이션은 PBR 0.63 배, PER 5.5 배로 상대적으로 낮은 수준에 머무르고 있는 상황이다. 과거 코로나 19 전 동사 ROE 가 약 7~8% 수준일 때 동사 PBR 이 약 0.6~0.7 배 수준이었던 점을 감안했을 때 전반적인 밸류에이션 매력이 이전보다 높아졌다고 판단한다. 25 년의 경우 이전과 동일하게 35% 수준의 주주환원율을 유지할 것으로 예상되나 동사 경상손익을 기준으로 2026 년에는 IMA 인가 신청 조건인 자기자본 8 조를 달성할 수 있을 것으로 예상되는 만큼 향후 주주환원의 공격적인 확대에 대한 기대감도 유효하다고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
순영업수익	십억원	1,401	1,647	2,240	2,300	2,407	2,460
영업이익	십억원	578	741	1,206	1,253	1,321	1,330
순이익(지배주주)	십억원	422	547	899	910	961	967
EPS(계속사업)	원	4,730	6,130	10,068	10,195	10,757	10,833
PER	배	6.6	6.3	4.3	5.5	5.2	5.2
PBR	배	0.45	0.52	0.53	0.63	0.58	0.54
배당성향	%	35.9	35.9	34.8	35.3	35.3	36.0
ROE	%	6.9	8.5	12.9	11.9	11.6	10.9

목표주가 산정 테이블		
항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2025E ~ 2027F ROE 평균	11.5%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	7.9%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	초대형 IB 라이선스 및 밸류업 공시 등 바탕으로 디스카운트 부여	50%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.73
목표주가	2025F BPS 88,790 원에 Target PBR 적용	65,000
현재가		56,100
Upside / Downside 투자의견		15.9% Buy

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력		
항목	비고	내용
Upside case		56%
Sustainable ROE	금리 상승, 비은행 계열사 실적 호조	13.0%
COE	무위험수익률 3%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	7.9%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	예상 대비 가파른 실적 회복 및 주주환원 확대	-40.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.99
목표주가(Bull case)	2025F BPS 88,790 원에 Target PBR 적용	87,600
Downside case		-20%
Sustainable ROE	금리 하락, 부실 확대, 경기 환경 악화 등	10.0%
COE	무위험수익률 3%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	7.9%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	부동산 PF/해외 부동산 관련 손실 악화	-60.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.51
목표주가(Bear case)	2025F BPS 88,790 원에 Target PBR 적용	44,900

자료: SK 증권 추정

삼성증권 - 연결 기준 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	% QoQ	% YoY
순영업수익	599.8	595.3	566.9	477.8	588.9	598.8	23.2	-1.8
수수료손익	248.9	243.0	230.8	225.9	231.9	236.5	2.7	-6.8
Brokerage	163.0	156.9	153.1	156.6	160.4	164.5	2.4	-1.6
WM	26.7	35.0	26.3	23.0	29.4	30.3	28.2	10.3
IB	44.3	56.0	36.2	41.5	33.0	39.4	-20.7	-25.7
기타	14.9	-4.9	15.2	4.8	9.2	2.3	89.8	-38.7
이자손익	162.9	185.1	159.0	161.2	165.7	169.0	2.8	1.7
트레이딩 및 기타	188.0	167.2	177.1	90.7	191.2	193.3	110.8	1.7
판매관리비	268.2	256.1	242.8	267.0	254.2	259.8	-4.8	-5.2
영업이익	331.6	339.2	324.1	210.8	334.6	338.9	58.7	0.9
세전이익	336.3	344.7	322.6	206.1	335.4	337.8	62.7	-0.3
당기순이익	253.1	257.9	240.3	147.7	248.4	250.0	68.2	-1.9
지배지분순이익	253.1	257.9	240.3	147.7	248.4	250.0	68.2	-1.9
자산	60,117	62,408	62,758	62,274	67,451	67,967	8.3	12.2
부채	53,425	55,459	55,597	54,950	60,184	60,450	9.5	12.7
자본	6,692	6,949	7,160	7,324	7,267	7,517	-0.8	8.6
ROE(%)	15.2	15.1	13.6	8.2	13.6	13.5	5.5	-1.6

자료: 삼성증권, SK 증권 추정

실적 추정치 조정

		2024	2025E	2026E	2027E
순영업수익	수정 후	2,240	2,300	2,407	2,460
	수정 전		2,184	2,258	2,309
	증감률(%)		5.3	6.6	6.6
영업이익	수정 후	1,206	1,253	1,321	1,330
	수정 전		1,146	1,176	1,184
	증감률(%)		9.4	12.3	12.3
세전이익	수정 후	1,210	1,230	1,298	1,307
	수정 전		1,142	1,172	1,180
	증감률(%)		7.7	10.8	10.8
지배지분 순이익	수정 후	899	910	961	967
	수정 전		845	867	873
	증감률(%)		7.7	10.8	10.8

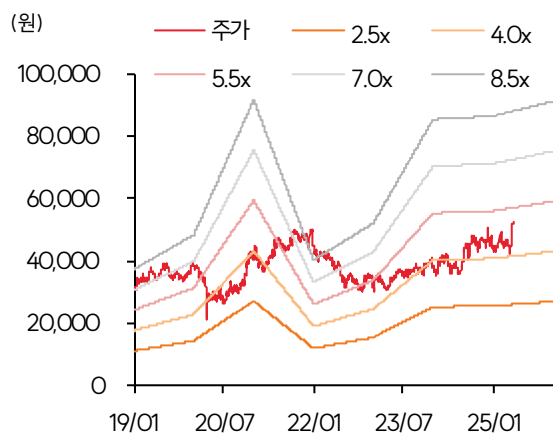
자료: 삼성증권, SK 증권 추정

삼성증권 - 별도 기준 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	% QoQ	% YoY
순영업수익	560.0	549.4	525.8	430.7	545.1	575.8	26.6	-2.7
수수료손익	236.0	247.4	214.1	213.8	226.7	243.7	6.0	-3.9
Brokerage	149.2	142.0	136.3	138.0	143.2	146.9	3.8	-4.0
WM	26.7	35.0	26.3	23.0	29.5	30.4	28.2	10.3
IB	58.4	76.1	50.7	55.2	54.4	65.0	-1.4	-6.9
기타	1.7	-5.7	0.7	-2.4	-0.4	1.5	적지	적전
이자손익	137.4	136.0	130.6	128.6	132.8	143.2	3.2	-3.4
트레이딩 및 기타	186.7	166.0	181.1	88.3	185.7	188.9	110.4	-0.5
판매관리비	246.9	237.2	228.5	247.8	236.4	254.3	-4.6	-4.2
영업이익	313.1	312.2	297.2	182.9	308.7	321.5	68.8	-1.4
세전이익	313.7	316.3	295.6	179.4	309.6	322.0	72.6	-1.3
당기순이익	235.9	236.2	219.1	127.6	227.9	238.2	78.6	-3.4
자산	55,263	57,596	57,524	56,976	61,743	62,233	8.4	11.7
부채	48,883	50,988	50,711	50,046	54,888	55,141	9.7	12.3
자본	6,380	6,608	6,813	6,931	6,854	7,092	-1.1	7.4
ROE(%)	14.8	14.5	13.1	7.4	13.2	13.7	5.8	-1.6

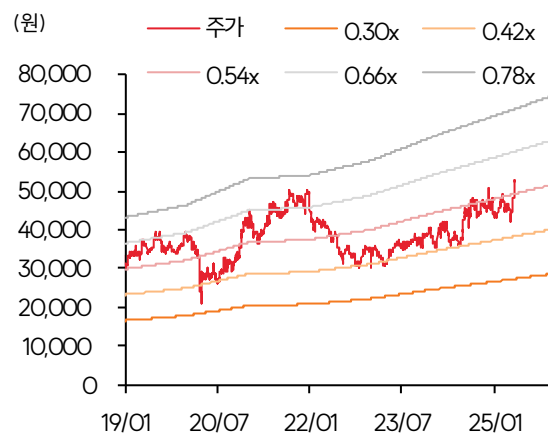
자료: 삼성증권, SK 증권 추정

PER 밴드 차트



자료: FnGuide, SK 증권 추정

PBR 밴드 차트



자료: FnGuide, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
현금 및 현금성자산	1,835	2,961	2,361	1,825	1,241
FVPL 금융자산	33,173	33,215	34,942	36,001	37,091
FVOCI 금융자산	1,639	4,279	4,002	4,128	4,258
AC 금융자산	19,443	21,311	27,085	28,184	29,329
중속/관계기업투자지분	170	176	173	173	173
기타자산	248	331	355	355	355
자산총계	56,508	62,274	68,918	70,666	72,446
투자자예탁금	12,824	14,064	14,304	14,370	14,436
발행어음	0	0	0	0	0
매도파생결합증권	6,567	5,512	6,428	6,557	6,689
차입금/사채	19,715	22,491	23,893	24,864	25,873
기타부채	10,779	12,883	16,364	16,308	16,251
부채총계	49,885	54,950	60,989	62,098	63,250
지배주주지분	6,623	7,324	7,929	8,568	9,196
자본금	458	458	458	458	458
자본잉여금	1,743	1,743	1,743	1,743	1,743
이익잉여금	2,358	2,358	2,358	2,358	2,358
기타지분	2,063	2,765	3,369	4,008	4,636
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,623	7,324	7,929	8,568	9,196

증권 별도 재무제표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
순영업수익	1,495	2,066	2,164	2,283	2,342
수수료손익	785	911	940	972	1,005
Brokerage	464	565	583	592	600
WM	91	111	123	139	156
IB	228	240	234	241	249
기타	2	-6	-1	-1	-1
이자손익	507	533	568	591	606
트레이딩 및 기타	204	622	656	720	731
판매관리비	833	960	1,015	1,062	1,107
판매관리비율(%)	55.7	46.5	46.9	46.5	47.2
영업이익	662	1,105	1,148	1,220	1,235
영업외손익	-4	-1	-4	-2	-3
세전이익	658	1,105	1,144	1,218	1,232
법인세	177	286	299	317	320
법인세율(%)	26.9	25.9	26.1	26.0	26.0
당기순이익	481	819	846	901	912
연결당기순이익 대비 비중(%)	87.9	91.1	92.9	93.8	94.3
자산총계	50,946	56,976	63,124	64,757	66,423
연결 자산총계 대비 비중(%)	90.2	91.5	91.6	91.6	91.7
부채총계	44,609	50,046	55,652	56,705	57,798
연결 부채총계 대비 비중(%)	89.4	91.1	91.2	91.3	91.4
자본총계	6,338	6,931	7,472	8,052	8,625
연결 자본총계 대비 비중(%)	95.7	94.6	94.2	94.0	93.8
별도 ROE(%)	7.8	12.3	11.7	11.6	10.9
별도 ROA(%)	1.0	1.5	1.4	1.4	1.4

자료: 삼성증권, SK증권 추정

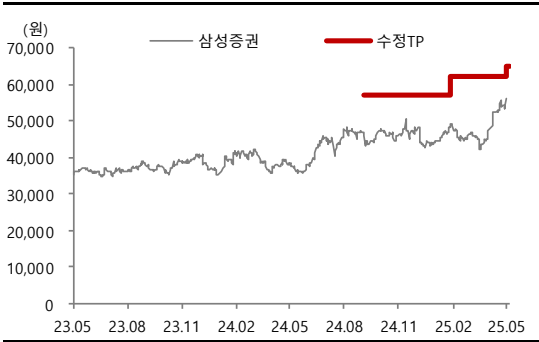
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
순영업수익	1,647	2,240	2,300	2,407	2,460
수수료손익	799	949	949	980	1,010
Brokerage	517	630	653	663	672
WM	91	111	123	139	156
IB	165	178	142	146	151
기타	27	30	31	31	31
이자손익	649	668	679	695	707
트레이딩 및 기타	199	623	671	732	743
판매관리비	906	1,034	1,046	1,086	1,130
판매관리비율(%)	55.0	46.2	45.5	45.1	45.9
영업이익	741	1,206	1,253	1,321	1,330
영업외손익	6	4	-23	-23	-23
세전이익	747	1,210	1,230	1,298	1,307
법인세	199	311	320	338	340
법인세율(%)	26.7	25.7	26.0	26.0	26.0
당기순이익	547	899	910	961	967
지배주주순이익	547	899	910	961	967
비지배주주순이익	0	0	0	0	0

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성(%)					
자산	4.9	10.2	10.7	2.5	2.5
자본(지배주주지분)	6.9	10.6	8.3	8.1	7.3
순영업수익	17.6	36.0	2.7	4.7	2.2
지배순이익	29.6	64.2	1.3	5.5	0.7
EPS	29.6	64.2	1.3	5.5	0.7
BPS	6.9	10.6	8.3	8.1	7.3
DPS	29.4	59.1	2.9	5.6	2.6
수익성(%)					
ROE	8.5	12.9	11.9	11.6	10.9
ROA	1.0	1.5	1.4	1.4	1.4
밸류에이션(배)					
PER	6.3	4.3	5.5	5.2	5.2
PBR	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5
주당지표(원)					
EPS	6,130	10,068	10,195	10,757	10,833
BPS	74,162	82,018	88,790	95,947	102,980
보통주 DPS	2,200	3,500	3,600	3,800	3,900
주주환원(%)					
전체 배당성향	35.9	34.8	35.3	35.3	36.0
총주주환원율	35.9	34.8	35.3	35.3	36.0
보통주 배당수익률	5.7	8.0	6.4	6.8	7.0
자본적정성(%)					
구 NCR	165.8	163.8	161.2	151.8	142.0
신 NCR	1,357.9	1,479.3	1,573.2	1,528.1	1,421.2

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.05.22	매수	65,000원	6개월		
2025.02.17	매수	62,000원	6개월	-23.23%	-9.52%
2024.09.24	매수	57,000원	6개월	-19.50%	-11.05%



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 05월 22일 기준)

매수	96.86%	중립	3.14%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

코리안리 (003690/KS)

주마가편

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 11,000 원(유지)

현재주가: 9,070 원

상승여력: 21.3%

더욱 높아진 신용등급 상승 기대감

재보험사에 있어 신용등급이 상대적으로 더욱 중요한 것은 재보험 계약 관련 요구자본 산출 시 신용등급 등에 따라 위험계수 등이 차등적으로 반영되기 때문이다. 신용등급이 높을수록 재보험사가 접근할 수 있는 물건의 범위와 Quality 가 달라지는 만큼 성장과 수익성 제고에 있어 신용등급 관리가 중요한 역할을 수행할 수밖에 없다고 판단한다. 따라서 최근 코리안리가 신용평가사 Moody's 로부터 보험금지급능력평가 A1 등급을 부여받은 점은 충분히 긍정적이라고 판단한다. 주로 업계 10 위권 내외에 위치한 버뮤다 지역 재보험사 Everest Re, Renaissance Re 등이 Moody's 기준 해당 등급을 부여받고 있으며 S&P 신용등급도 A+ 등급을 주로 부여받고 있는 점을 감안할 때 동사의 S&P 등급 A(Positive)도 향후 A+로 상승할 가능성이 높다고 판단한다. 향후 추가적인 성장과 언더라이팅 마진 개선을 기대해볼 수 있을 것으로 전망한다.

요구자본 관리를 위한 재보험 활용 확대 중

기본자본 K-ICS 비율 도입 예정 등 영향으로 후순위채를 활용한 K-ICS 개선에 제약이 발생함에 따라 요구자본 관리를 위한 공동재보험 등 출재가 확대되고 있다. 1Q25에도 한화손해보험이 약 500 억원 규모의 공동재보험 계약을 체결했으며 동양생명도 24년 RGA재보험과 3,500억원의 공동재보험 계약을 단행한데 이어 2Q25 중 약 2 억달러 규모의 공동재보험 출재를 추가적으로 추진하는 등 업계 전반적으로 금융재보험에 대한 수요가 높아지고 있다. 개별 건당 기대되는 마진 자체는 다소 크지 않지만 누적되는 계약 체결에 따라 안정적인 이익 확대를 기대할 수 있을 것으로 예상되며 운용자산 확대에 따른 추가적인 손익 개선까지 나타날 것으로 전망한다. 전통 재보험에 있어서도 1월, 4월 특약 갱신에서 요율이 하락했으나 여전히 재보험 가격이 현저히 높은 수준이 지속되고 있으며 요율 갱신에 따른 영향이 약 2~3 년에 걸쳐 나타나는 점을 감안할 때 사이클 측면의 우려는 여전히 제한적이라고 판단한다. 높아진 제도 불확실성에서 안정적인 업황과 추가적인 기대 요소가 모두 부각될 수 있을 것으로 전망한다.



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com.kr
3773-8610

Company Data

발행주식수	19,482 만주
시가총액	1,767 십억원
주요주주	
장인순(외5)	20.33%
신영증권(외1)	9.66%

Stock Data

주가(25/05/21)	9,070 원
KOSPI	2,625.58 pt
52주 최고가	9,070 원
52주 최저가	6,527 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

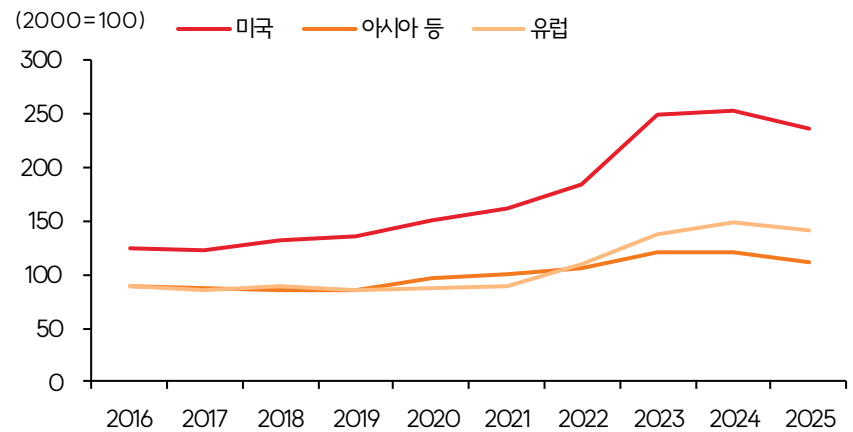
구분	단위	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	십억원	277	209	198	238	236	239
투자손익	십억원	106	156	163	148	162	171
영업이익	십억원	383	365	362	386	399	410
당기순이익	십억원	307	287	285	303	312	320
EPS	원	2,178	1,738	1,464	1,554	1,602	1,645
PER	배	3.1	4.1	5.4	5.5	5.3	5.2
PBR	배	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE	%	13.5	12.2	11.1	11.5	11.6	11.5

주요 재보험사 - 신용등급 현황

	A.M Best	S&P	Moody's
Swiss Re	A+	AA-	Aa3
Munich Re	A+	AA-	Aa3
Berkshire Hathaway	A++	AA+	Aa2
Hannover Re	A+	AA-	Aa3
SCOR	A	A+	A1
RGA	A+	AA-	A1
Renaissance Re	A+	A+	A1
Everest Re	A+	A+	A1
Arch Capital	A+	A+	A1
Partner Re	A+	A+	A1
China Re	A	A	n/a
Korean Re	A	A	A1

자료: 각사, SK 증권

Rate on Line index - 지역별로 24년부터 요율 하락 추세 일부 확인



자료: Guy Carpenter, SK 증권

공동재보험 - 국내 체결 현황

원보험사	시기	거래 유형	재보험사	거래 규모(십억원)
한화손해보험	24년 1분기	자산이전형	코리안리	50
외국계 생보사	24년 4분기	n/a	n/a	n/a
동양생명	24년 6월	자산이전형	RGA 재보험	200
	24년 9월	자산이전형	RGA 재보험	150
ABL 생명	21년 3월	자산이전형	RGA 재보험	10
신한라이프	22년 1월	자산이전형	코리안리	240
삼성생명	22년 11월	자산이전형	코리안리	500
	23년 11월	자산이전형	코리안리	740
	23년 6월	유럽식 자산유보형	스위스리	300

자료: 언론보도, 보험연구원, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
운용자산	9,679	10,680	10,798	10,998	11,161
현금및예치금	756	574	819	1,094	1,383
유가증권	7,956	9,354	9,233	9,145	9,006
대출금	784	582	579	591	603
부동산	184	171	167	168	169
비운용자산	2,322	2,247	2,082	1,918	1,748
특별계정자산	0	0	0	0	0
자산총계	12,001	12,927	12,879	12,916	12,909
책임준비금	8,167	8,972	8,756	8,673	8,541
CSM잔액(원수/수재)	796	897	700	704	708
기타부채	533	503	671	698	726
특별계정부채	0	0	0	0	0
부채총계	8,700	9,474	9,427	9,371	9,267
자본금	83	97	97	97	97
신종자본증권	808	808	808	808	808
자본잉여금	154	139	139	139	139
이익잉여금	2,179	2,344	2,358	2,452	2,548
비상위험준비금	1,379	1,400	1,493	1,591	1,694
자본조정	-134	-135	-135	-135	-135
기타포괄손익누계액	212	199	184	184	184
자본총계	3,301	3,453	3,452	3,545	3,642

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험수익					
P&C 전체	3,758	3,670	3,882	3,926	4,103
국내 P&C	2,218	2,020	1,963	1,986	2,075
해외수재	1,540	1,649	1,918	1,940	2,028
L&H 전체	1,327	1,374	1,278	1,346	1,345
손보험수익(보험수익-재보험비용)					
P&C 전체	2,276	2,356	2,523	2,554	2,668
국내 P&C	1,034	1,013	995	1,007	1,052
해외수재	1,242	1,343	1,529	1,547	1,616
L&H 전체	1,268	1,336	1,243	1,311	1,310
합산비용(IFRS17 추이)					
P&C 전체	93.0	85.5	88.8	89.0	89.4
해외수재	91.3	82.4	85.8	87.2	87.8
L&H 전체	88.6	103.3	95.5	95.4	95.1
투자이익 관련 지표(환 영향 제외)					
총 운용수익률	2.9	3.4	3.2	3.2	3.2
경상 운용수익률	2.6	3.1	3.2	3.2	3.2
손익구성					
보험손익	57.3	54.8	61.7	59.2	58.4
투자손익	42.7	45.2	38.3	40.8	41.6
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)	183.2	191.7	194.7	198.3	202.9

자료: 코리안리, SK증권 추정

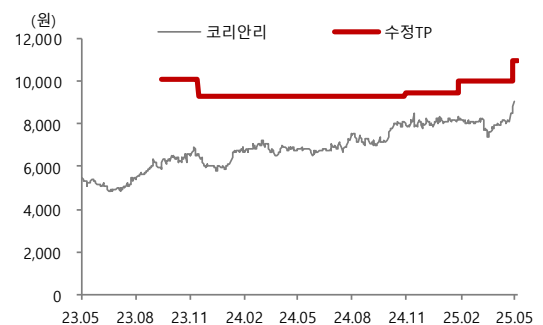
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	209	198	238	236	239
생명/장기손해보험	144	-44	56	60	65
CSM상각	105	74	78	77	76
RA해제	22	24	29	28	27
예실차 및 기타	42	-130	-1	0	1
재보험손익	-25	-12	-51	-45	-40
일반/자동차보험	159	342	283	280	283
(기타사업비)	94	99	100	104	109
투자손익	156	163	148	162	171
투자손익(환효과 제외)	146	162	154	162	171
자산운용손익	259	342	342	347	353
- FVPL자산 평가손익	-39	14	-1	0	0
보험금융손익	-113	-180	-189	-185	-183
외화관련손익	10	1	-6	0	0
영업이익	365	362	386	399	410
영업외손익	-0	-2	-4	-3	-3
세전이익	363	359	383	396	407
법인세비용	76	74	80	84	87
법인세율 (%)	20.9	20.6	21.0	21.2	21.3
당기순이익	287	285	303	312	320

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율		10.3	1.1	1.9	1.5
CSM증가율		12.8	-22.0	0.6	0.6
P&C 보험수익 증가율		-2.4	5.8	1.1	4.5
L&H 보험수익 증가율		3.5	-7.0	5.3	-0.1
보험손익 증가율		-5.3	20.0	-0.7	1.3
투자손익 증가율		4.8	-9.5	9.9	5.0
BPS증가율		-10.0	-0.0	3.5	3.5
당기순이익증가율		-0.8	6.2	3.0	2.7
주당지표(원)					
EPS	1,738	1,464	1,554	1,602	1,645
BPS	15,075	13,575	13,571	14,049	14,544
EV(BV+CSM)	19,888	18,181	17,165	17,665	18,180
보통주 DPS	540	515	530	540	550
보통주 배당수익률(%)	7.6	6.5	6.2	6.3	6.5
Valuation 지표					
PER(배)	4.1	5.4	5.5	5.3	5.2
PBR(배)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
P/EV(배)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	12.2	11.1	11.5	11.6	11.5
ROA(%)	2.5	2.3	2.3	2.4	2.5
배당성향(%)	27.7	31.9	30.9	30.6	30.3

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.05.19	매수	11,000원	6개월		
2025.02.17	매수	10,000원	6개월	-19.85%	-14.90%
2024.11.19	매수	9,500원	6개월	-14.93%	-10.53%
2024.11.08	매수	9,336원	6개월	-14.60%	-12.92%
2023.12.05	매수	9,336원	6개월	-26.68%	-13.03%
2023.10.05	매수	10,129원	6개월	-36.45%	-32.13%



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 05월 22일 기준)

매수	96.86%	중립	3.14%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------