

메리츠금융지주
(138040)

박해진 hyejin.park@daishin.com
권용수RA yongsu.kwon@daishin.com

투자 의견

Marketperform

시장수익률, 하향

6개월
목표주가

140,000

유지

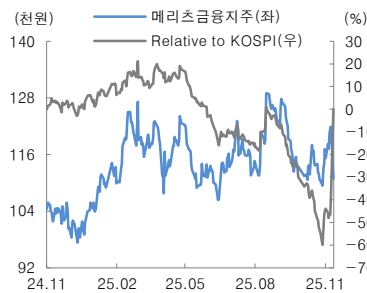
현재주가
(25.11.17)

110,900

보험업종

KOSPI	4,089.25
시가총액	19,432십억원
시가총액비중	0.58%
자본금(보통주)	836십억원
52주 최고/최저	129,000원 / 97,300원
120일 평균거래대금	342억원
외국인지분율	15.20%
주요주주	조정호 외 9 인 56.13% 국민연금공단 7.39%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.8	-8.2	-1.7	8.9
상대수익률	-9.1	-27.6	-36.8	-35.6



선구자 지위는 그대로,
달라진 것은 환경 뿐

- 두 번째 중기 환원정책 발표, 기존 기조 그대로 유지
- 업계 선구자적인 역할을 했던 자본 정책 덕분에 주가도 크게 상승
- 다만 지금은 달라진 환경, TSR 둔화 예상, 투자의견 하향

TSR둔화 불가피, 투자의견 Marketperform으로 하향

회사가 제시한 2)번 항목, 대규모 투자 혹은 M&A가 앞으로 메리츠금융지주의 주가 방향성을 결정할 중요한 요인이다. 화재는 3분기에도 경쟁사 대비 안정적 실적을 보여주었고, 증권 이익은 앞으로 점진적으로 증가할 것이다. 그러나 유기적 성장으로 순이익을 증가시키는 것이 한정적이고, 순이익을 레벌업 시키기 위해서는 비유기적 성장이 필연적이다. 후술하겠지만 주요한 기회가 온다면 회사는 가장 효율적인 결정을 내릴 것이다. 다만 그 전까지 주가는 횡보할 가능성이 높아졌다. 따라서 우리는 동사의 목표주가는 유지하나 투자의견을 Marketperform으로 하향한다.

2026~2028 중기 주주환원정책 연결 순이익의 50% 유지

동사는 지난 14일 2023년부터 시작한, 3년 단위로 제시하는, 두 번째 배당정책을 발표했다. 처음 발표했던 것과 마찬가지로 총 환원율은 연결 당기순이익의 50%, TSR이 내부수익률보다 여전히 높기 때문에 자사주매입/소각 비중을 높게 가져갈 것으로 보인다. 단 동사는 세 가지 예외조항을 피력하였는데, 1) 주식의 저평가가 심한 경우 자사주 매입/소각을 더욱 적극적으로 할 수 있고, 2) M&A 등 대규모 투자 기회가 있거나, 3) 법률 혹은 감독당국의 규제가 있을 경우 원칙을 하회할 수 있다.

동사가 내부적으로 산정한 COE는 8.9%, 주주환원수익률인 Forward PER의 역수는 11.9%로 주주환원수익률이 여전히 높다. 또한 현재 검토하고 있는 대규모 투자나 M&A가 없기 때문에 주주환원에 자본을 배분하는 것은 합리적 판단으로 보인다. 다만 '23년 발표했던 배당정책에서 달라진 점은 2), 3) 항목이 추가되었다는 점이다.

여전히 합리적인 자본정책, 그러나 달라진 주가 레벨

'23년 동사가 처음으로 제시했던 주주환원정책의 근거, 그리고 Logic에 따라 흔들림 없이 고수했던 원칙은 이후 밸류업의 흐름을 타고 많은 금융사의 귀감이 되었다. 성장 둔화가 불가피할 때, 금융사가 잉여자본을 어떻게 활용해야 하는지에 대해 우리가 책으로만 배웠던 이론을 실제로 보여주었고, 회사는 앞으로도 참신한 방향성을 제시할 것이다.

다만 달라진 것은 상황이다. 이제 웬만한 금융지주가 50%, 혹은 이를 상회하는 환원율을 제시하고 있고, 그들의 주가는 여전히 PBR 1배에 미치지 못한다. 그리고 동사의 주가는, 훌륭한 자본정책을 근거로 3년간 눈부신 상승을 보여 PER은 8.4배, PBR은 1.82배까지 상승했다. 따라서 작금의 상황, 동사의 주가가 상대적인 투자매력을 지녔다고 보기 힘들다. 실제로 지난 3년간 동사의 주가는 131.6% 상승했지만, '25년 상승률은 17.2%로 KOSPI 수익률 67.2%(이례적이긴 함)를 하회한다. 주가상승분을 포함한 2025년 예상 TSR은 18.8%로 높아진 주가레벨로 공격적인 자사주 매입/소각을 실시해도 주가가 크게 상승하기 어려운 상황이다. (뒷페이지 계속)

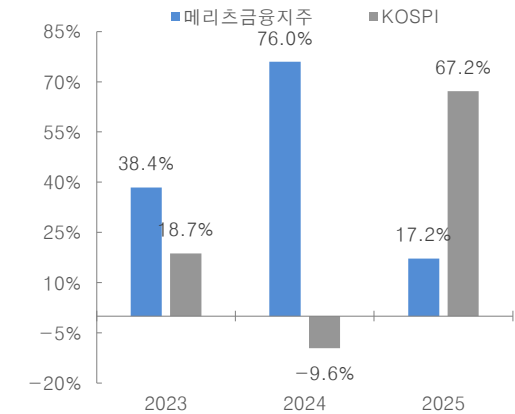
따라서 회사가 제시한 2)번 항목, 대규모 투자 혹은 M&A가 앞으로 메리츠금융 지주의 주가 방향성을 결정할 중요한 요인이다(이익 증가가 환원 증가로 이어 지기 때문). 화제는 3분기에도 경쟁사 대비 안정적 실적을 보여주었고, 증권 이 익은 앞으로 점진적으로 증가할 것이다. 그러나 유기적 성장으로 순이익을 증 가시키는 것이 한정적이고, 순이익을 레벨업 시키기 위해서는 비유기적 성장이 필연적이다. 후술하겠지만 주요한 기회가 온다면 회사는 가장 효율적인 결정을 내릴 것이다. 다만 그 전까지 주가는 횡보할 가능성이 높아졌다. 따라서 우리는 동사의 목표주가는 유지하나 투자의견을 Marketperform으로 하향한다.

영업실적 및 주요 투자지표
(단위: 십억원, 원, %)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	878	864	765	945	1,020
이자손익	2,050	2,044	2,164	2,467	2,501
수수료손익	583	497	558	522	535
순이익	2,050	2,306	2,580	2,618	2,699
YoY	47.1%	12.5%	11.9%	1.5%	3.1%
EPS	10,469	12,144	14,212	15,191	16,588
BPS	51,578	57,556	65,754	76,087	88,004
PER	6.18	9.83	8.40	7.86	7.20
PBR	1.25	2.07	1.82	1.57	1.36
ROE	20.30	21.10	21.61	19.97	18.85

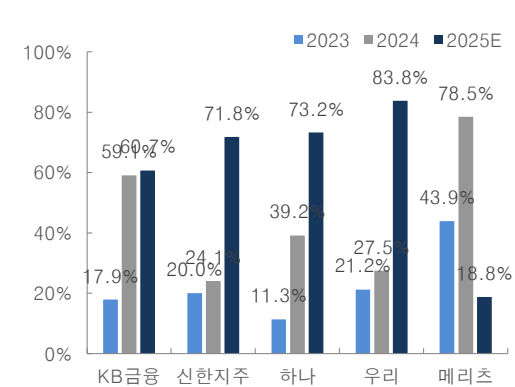
자료: 메리츠금융지주, 대신증권 Research Center

그림 1. 메리츠금융지주, KOSPI 연간 주가수익률



자료: DataGuide, 대신증권 Research Center

그림 2. 메리츠금융지주, 4 대 금융지주 예상 TSR



자료: DataGuide, 각 사, 대신증권 Research Center

표 1. 메리츠금융지주 분기실적 요약 (단위: 십억원)

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	QoQ	YoY
보험손익	295	-37	205	213	144	-32.3%	-51.1%
보험수익	2,283	2,236	2,380	2,399	2,450	2.2%	7.3%
보험비용	1,988	2,272	2,175	2,186	2,306	5.5%	16.0%
이자손익	506	524	558	538	515	-4.3%	1.8%
이자수익	1,013	1,065	1,066	1,044	1,006	-3.7%	-0.8%
이자비용	508	542	508	506	491	-3.0%	-3.3%
수수료손익	120	156	107	126	216	71.5%	80.3%
수수료수익	143	178	141	168	266	58.6%	85.4%
수수료비용	23	23	34	41	49	19.2%	111.8%
기타손익	214	-8	59	322	218	-32.5%	1.9%
기타수익	7,468	8,402	4,643	5,741	3,649	-36.4%	-51.1%
기타비용	7,254	8,410	4,584	5,419	3,431	-36.7%	-52.7%
판매관리비	233	123	208	250	231	-7.6%	-0.8%
영업이익	902	511	722	950	862	-9.2%	-4.4%
영업외손익	-41	-27	117	49	30	-39.1%	흑전
지배기업순이익	650	340	610	725	655	-9.7%	0.7%

자료: 메리츠금융지주, 대신증권 Research center

표 2. 메리츠화재 분기실적 요약 (단위: 십억원)

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	QoQ	YoY
장기 보험손익	451	157	369	331	309	-6.6%	-31.5%
CSM 상각	282	292	288	287	295	2.7%	4.6%
RA 변동	40	38	43	45	47	4.0%	18.4%
예상/실제현금 흐름 차이	130	-173	38	-1	-32	적지	적전
일반 보험손익	13	-3	-2	34	0	적전	적전
자동차 보험손익	-1	-24	-7	-1	-9	적지	적지
보험손익	463	129	360	364	300	-17.6%	-35.2%
투자영업수익	524	781	658	809	598	-26.1%	14.1%
투자영업비용	320	619	396	466	273	-41.4%	-14.7%
투자손익	204	162	262	343	325	-5.2%	59.4%
영업이익	667	291	622	707	625	-11.6%	-6.3%
세전이익	677	668	293	624	707	13.4%	4.5%
당기순이익	495	218	463	525	464	-11.6%	-6.3%

자료: 메리츠금융지주, 대신증권 Research center

표 3. 메리츠화재 CSM 관련 (단위: 십억원)

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	QoQ	YoY
기초 CSM	10,664	10,642	11,188	11,167	11,248	0.7%	5.5%
신계약 CSM	341	324	357	373	423	13.4%	24.0%
이자부리	85	84	90	90	90	-0.1%	5.7%
CSM 상각	-282	-292	-288	-287	-295	적지	적지
CSM 조정	-167	431	-180	-95	4	흑전	흑전
기말 CSM	10,642	11,188	11,167	11,248	11,471	2.0%	7.8%
신계약 CSM							
보장성	341	324	357	373	423	13.4%	24.0%
인보험	340	322	354	370	420	13.4%	23.5%
물보험	1	2	3	3	3	10.5%	168.6%
저축성	0	0	0	0	0	49.1%	84.2%
합계	341	324	357	373	423	13.4%	24.0%

자료: 메리츠금융지주, 대신증권 Research center

표 4. 메리츠증권 분기실적 요약 (단위: 십억원)

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	QoQ	YoY
순영업수익	439	408	338	533	464	-13.0%	5.7%
수수료수익	136	115	129	148	247	67.1%	81.3%
브로커리지	18	16	19	22	28	27.0%	50.9%
자산관리	8	11	10	10	13	32.3%	70.1%
IB 관련	66	50	48	59	67	14.2%	0.9%
기타	44	38	53	57	139	143.0%	218.7%
수수료비용	22	20	32	40	48	19.8%	112.1%
순이자수익	171	221	224	235	207	-12.0%	21.1%
상품운용손익	95	6	-90	95	-135	적전	적전
기타손익	59	85	107	95	193	103.4%	225.2%
판관비	196	98	190	233	211	-9.4%	7.5%
영업이익	243	310	148	300	253	-15.8%	4.1%
영업외수익	44	32	132	55	54	-0.6%	23.2%
영업외비용	64	149	33	21	43	106.7%	-33.0%
당기순이익	175	151	187	256	200	-21.9%	14.1%

자료: 메리츠금융지주, 대신증권 Research center

재무제표

PL						BS					
(단위: 십억원)						(단위: 십억원)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	878	864	765	945	1,020	운용자산	61,361	69,815	122,493	127,393	132,528
보험수익	8,734	9,032	9,704	10,149	10,561	현예금및예치금	4,689	4,652	6,626	6,896	7,176
보험비용	7,856	8,168	8,939	9,205	9,542	당기손익- 공정가치측정금융자산	45,257	49,975	53,873	56,060	58,337
이자손익	2,050	2,044	2,164	2,467	2,501	기타포괄손익- 공정가치측정금융자산	17,795	20,231	23,167	24,108	25,087
이자수익	3,904	4,022	4,200	3,119	3,166	상각후원가측정금융자산	0	0	0	0	0
이자비용	1,853	1,977	2,036	652	665	관계종속기업투자주식	2,156	2,349	3,017	3,139	3,267
수수료손익	583	497	558	522	535	부 동 산	1,421	1,648	1,626	1,692	1,761
수수료수익	679	598	701	619	634	비운용자산	1,731	2,014	3,318	5,157	6,990
수수료비용	97	101	144	97	99	(특별계정자산)	0	0	0	0	0
기타손익	63	527	684	350	350	자 산 총 계	102,263	115,578	136,579	143,829	151,292
기타수익	45,241	32,922	17,718	15,113	15,727	책임준비금	30,890	34,235	29,356	30,548	31,789
기타비용	45,178	32,396	17,034	14,763	15,377	기타부채	60,572	69,700	9,970	10,375	10,797
판매관리비	630	743	812	785	798	(특별계정부채)	0	0	0	0	0
영업이익	2,944	3,189	3,359	3,498	3,608	부 채 총 계	92,165	104,648	116,166	120,429	125,100
영업외손익	(90)	(48)	186	114	115	자 본 금	836	836	840	840	840
법인세	0	0	212	939	968	자본잉여금	1,225	1,222	1,268	1,268	1,268
당기순이익	2,133	2,333	2,629	2,672	2,755	신종자본증권	1,128	1,748	1,083	1,083	1,083
지배기업순이익	2,050	2,306	2,580	2,618	2,699	이익잉여금	7,566	8,619	8,746	9,920	11,126
						비상위험준비금	353	384	412	412	412
Valuation	2023	2024	2025E	2026E	2027E	자본조정	-29	-32	-32	-32	-32
EPS	10,469	12,144	14,212	15,191	16,588	기타포괄손익누계액	691	45	209	137	90
BPS	51,578	57,556	65,754	76,087	88,004	자 본 총 계	10,098	10,930	11,936	13,111	14,317
PER	6.2	9.8	8.4	7.9	7.2						
PBR	1.3	2.1	1.8	1.6	1.4						
ROE	20.3	21.1	21.6	20.0	18.8						
DPS	2,360	1,500	1,600	1,700	1,800						
현금배당금(보통주)	462	285	290	293	293						
배당성향	22.5	12.4	11.3	11.2	10.9						
배당수익률	3.6	1.3	1.3	1.4	1.5						
주식소각금액	640	1,000	1,100	1,150	1,200						
총주주환원율	51.0	55.7	53.9	55.1	55.3						

자료: 메리츠금융지주, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

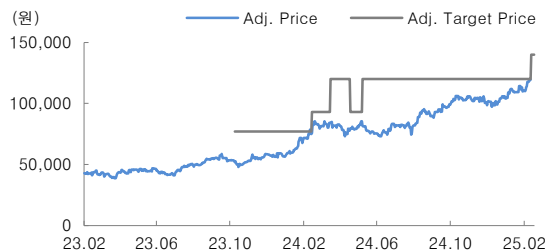
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박혜진, 권용수)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

메리츠금융지주(138040) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.11.18	25.10.28	25.08.19	25.08.14	25.07.22	25.06.14
투자의견	Marketperform	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	140,000	140,000	140,000	140,000	140,000	140,000
과리율(평균%)		(17.74)	(14.43)	(17.07)	(17.13)	(16.96)
과리율(최대/최소%)		(12.93)	(7.86)	(9.14)	(9.14)	(9.14)
제시일자	25.04.24	25.03.18	25.02.19	25.02.16	25.01.16	25.01.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	140,000	140,000	140,000	120,000	120,000	120,000
과리율(평균%)	(15.09)	(15.25)	(13.63)	(6.68)	(7.27)	(9.33)
과리율(최대/최소%)	(9.14)	(9.14)	(9.14)	(0.42)	(1.92)	(9.00)
제시일자	24.12.14	24.12.04	24.11.21	24.11.16	24.10.14	24.10.03
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000
과리율(평균%)	(15.01)	(22.83)	(23.33)	(24.16)	(24.48)	(28.05)
과리율(최대/최소%)	(11.83)	(11.58)	(11.58)	(11.58)	(11.58)	(15.25)
제시일자	24.09.25	24.09.24	24.09.05	24.08.16	24.07.16	24.07.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000
과리율(평균%)	(28.80)	(29.48)	(29.60)	(30.62)	(33.13)	(34.19)
과리율(최대/최소%)	(17.33)	(20.58)	(20.58)	(20.58)	(29.67)	(30.50)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:251115)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.5%	9.5%	0.0%

산업 투자의견

－ Overweigh(비중확대)

：향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

－ Neutral(중립)

：향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

－ Underweight(비중축소)

：향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

－ Buy(매수)

：향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상

－ Marketperform(시장수익률)

：향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상

－ Underperform(시장수익률 하회)

：향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상