

# 메리츠금융지주 (138040)

박해진 hyejin.park@daishin.com

투자 의견 **Buy**  
매수, 유지

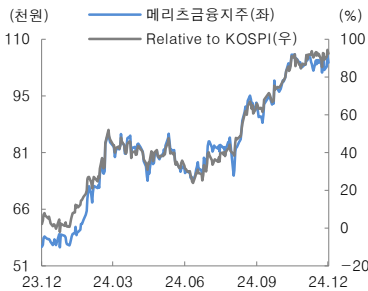
6개월  
목표주가 **120,000**  
유지

현재주가 **103,900**  
(24.12.04)

보험업종

KOSPI	2,464.00
시가총액	19,816십억원
시가총액비중	0.92%
자본금(보통주)	836십억원
52주 최고/최저	106,100원 / 55,800원
120일 평균거래대금	273억원
외국인지분율	16.59%
주요주주	조정호 외 9 인 51.54% 국민연금공단 7.80%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.5	12.8	38.3	85.5
상대수익률	5.6	18.2	49.5	89.4



## Smart, Meritz

- 금감원 제시한 해지율 가정 이미 적용, 연말 CSM 감소 없음
- 보험료 인상 유인 없어 '25년 CSM배수 유지 전망, 장기보험손익 양호
- 해외주식 플랫폼 출시, PF 회복 등으로 증권도 유리한 환경

### 무/저해지 가정 변경 관련 4분기 CSM변화 거의 없을 듯

금감원이 제시한 로그-리니어 원칙 모형으로 해지율 가정했기에 연말 CSM 감소 크지 않을 듯. 사측은 최대 2,000억원 감소 예상. 그러나 예상차 관련 조정이 있을 것인데, 올해 3분기까지 누적 예상차익이 3,420억원 발생, 당초 사측은 예상과 실제 괴리를 5~6% 내외로 관리하려고 했으나 이 비율이 '24년 10%까지 확대. 따라서 연말 손해를 가정을 변경(누적 손해율이 내부 추정 대비 5%p 하락)하여 BEL 감소, CSM 증가가 예상됨. 이를 감안하면 +, -요인 존재하여 결론적으로 연말 CSM은 변동 없을 것으로 전망

### 보험료 인상 유인 없음, 내년 신계약 배수 하락 제한적

내년 신계약 관련, 가정 변경으로 CSM배수 하락 불가피 하여 대부분 보험사들은 보험료 인상을 고려하고 있는데, 동사는 보험료 조정은 없을 것. 이유는 이미 타사 대비 보험료가 높기 때문. '25년 대부분 보험사의 장기보험손익은 감소할 것인데, 그렇게 된다면 동사는 '24년 수준 유지 가능할 것으로 전망. 다만 연령대별 손해를 가정 영향이 오히려 클 것으로 사측은 예상. 전반적인 부채구조 변화가 4월 모두 반영되기 때문에 이 후 신계약 관련 전략 수립할 계획. K-ICS비율 관련 자산-부채 듀레이션 오버 매칭으로 금리 하락 시 오히려 동 비율 상승하여 자본비율 우려도 없음

### 증권 해외주식 강화, PF 사업 내년 하반기 회복 전망

해외주식 거래대금이 연일 증가하여 동사도 내년 본격적으로 플랫폼 출시 예정. 3분기 해외주식 거래대금은 141조원으로 역대 최고를 경신했는데, 11월에 만 65조원을 상회하여 4분기는 이 보다 더 증가할 유인이 큼. 강점인 부동산 PF는 1) 금리 안정화, 2) 공사비 안정화 되면 재개 될 것으로 사측은 예상하는데, 이 시기를 내년 하반기 중으로 전망

### 투자 의견 Buy, 목표주가 120,000원 유지

잇따른 보험 계리적 가정 변경으로 투자자들의 피로도가 증가, 다만 동시에 재무구조 건조한 기업의 가치가 부각. 보험업종 내에서 제도변화를 버티고 자본비율이 우수한 회사는 한정적인데 동사가 여기에 포함. 증권은, 내년 부동산 PF 회복으로 IB 잘 하는 회사가 유리할 전망인데, 동사는 여기에도 포함. 국내/해외 모두 이래저래 변동성 확대될 수 밖에 없는 국면에서 대안이 많지 않기 때문에 동사 같은 영리한 기업의 가치는 더욱 부각 될 것

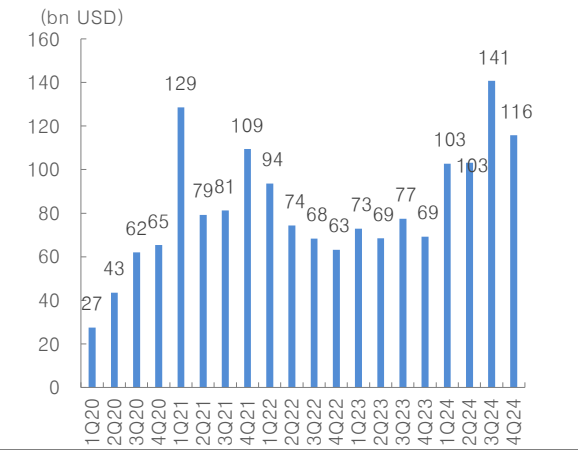
표 1. 메리츠화재 CSM 관련

(단위: 십억 원)

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	QoQ	YoY
기초 CSM	9,645	9,702	10,338	10,469	10,743	10,664	-0.7%	9.9%
신계약 CSM	393	410	381	372	342	341	-0.2%	-16.8%
이자부리	73	75	82	83	86	85	-0.2%	13.1%
CSM 상각	-258	-269	-285	-289	-287	-282	-1.8%	4.6%
CSM 조정	-151	420	-47	108	-219	-167	-23.6%	-139.8%
기말 CSM	9,702	10,338	10,469	10,743	10,664	10,642	-0.2%	2.9%
신계약 CSM								
보장성	396	410	381	372	342	341	-0.2%	-16.8%
인보험	390	406	378	371	341	340	-0.2%	-16.1%
물보험	6	5	3	1	1	1	-1.1%	-76.7%
저축성	0	0	0	0	0	0	-22.6%	-66.1%
합계	396	410	381	372	342	341	-0.2%	-16.8%

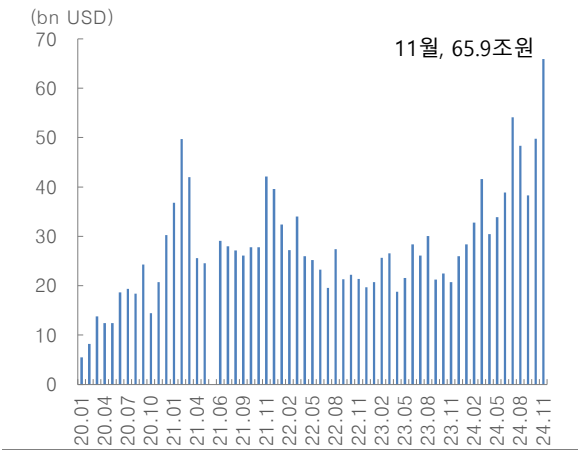
자료: 메리츠금융지주, 대신증권 Research Center

그림 1. 해외주식 거래대금 추이\_4 분기 11 월까지



자료: 예탁결제원, 대신증권 Research Center

그림 2. 해외주식 거래대금 월간 추이



자료: 예탁결제원, 대신증권 Research Center

재무제표

PL	(단위: 십억원)					BS	(단위: 십억원)			
	2021	2022	2023	2024E	2025E		2022	2023	2024E	2025E
보험손익		854	878	1,100	1,120	운용자산	54,290	61,361	103,396	107,557
보험수익		8,224	8,734	9,102	9,455	현예금및예치금	5,368	4,689	4,412	4,592
보험비용		7,370	7,856	8,003	8,335	당기손익- 공정가치측정금융자산	34,189	45,257	46,911	48,816
이자손익		1,957	2,050	2,011	2,013	기타포괄손익- 공정가치측정금융자산	22,231	17,795	19,288	20,071
이자수익		2,941	3,904	3,983	2,651	상각후원가측정금융자산	2,001	0	0	0
이자비용		984	1,853	1,972	638	관계종속기업투자주식	1,910	2,156	2,168	2,256
수수료손익		644	583	459	501	부 동 산	1,468	1,421	1,611	1,676
수수료수익		769	679	562	593	비운용자산	4,411	1,731	3,521	5,205
수수료비용		125	97	103	92	(특별계정자산)	3,863	0	0	0
기타손익		224	63	594	580	자 산 총 계	89,093	102,263	113,730	119,889
기타수익		55,322	45,241	32,063	30,931	책임준비금	25,039	30,890	28,925	30,099
기타비용		55,098	45,178	31,469	30,351	기타부채	53,822	60,572	8,939	9,302
판매관리비		782	630	759	718	(특별계정부채)	6,800	0	0	0
영업이익		2,898	2,944	3,406	3,495	부 채 총 계	80,870	92,165	100,840	103,575
영업외손익		21	(90)	(53)	13	자 본 금	836	836	836	836
법인세		0	0	181	912	자본잉여금	923	1,225	1,222	1,222
당기순이익		2,136	2,133	2,499	2,596	신종자본증권	1,128	1,128	1,009	1,009
지배기업순이익		1,394	2,050	2,476	2,572	이익잉여금	6,233	7,566	7,693	8,877
						비상위험준비금	321	353	376	376
Valuation	2022	2023	2024E	2025E		자본조정	-312	-29	-32	-32
EPS	11,512	10,469	13,039	14,267		기타포괄손익누계액	-2,502	691	176	115
BPS	67,926	51,578	56,665	66,265		자 본 총 계	8,223	10,098	10,761	11,944
PER	3.7	6.2	7.9	7.3						
PBR	0.6	1.3	1.8	1.6						
ROE	16.9	20.3	23.0	21.5						
DPS	105	2,360	1,500	1,600						
현금배당금(보통주)	13	462	285	288						
현금 배당성향	0.9	22.5	11.5	11.2						
배당수익률	0.2	3.6	1.4	1.5						
주식소각금액	0	640	1000	1100						
총주주환원율	0	51.0	51.9	54.0						

자료: 메리츠금융지주, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

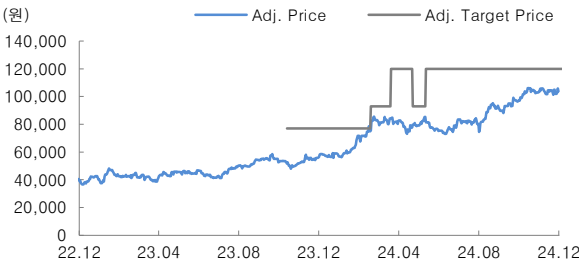
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박혜진)

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	24.12.05	24.11.21	24.11.16	24.11.16	24.10.14	24.10.03
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000
과리율(평균%)		(13.53)	(13.25)	(26.39)	(26.39)	(29.72)
과리율(최대/최소%)		(11.83)	(12.83)	(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%)	(30.39)	(31.01)	(31.12)	(32.07)	(34.11)	(35.18)
과리율(최대/최소%)	(17.33)	(20.58)	(20.58)	(20.58)	(29.67)	(30.50)

제시일자	24.07.01	24.06.14	24.06.07	24.05.16	24.04.26	24.04.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	120,000	120,000	120,000	120,000	93,000	120,000
과리율(평균%)	(35.35)	(36.28)	(36.07)	(35.39)	(12.69)	(33.58)
과리율(최대/최소%)	(30.50)	(32.25)	(32.25)	(32.25)	(8.17)	(29.25)

제시일자	24.04.01	24.03.24	24.03.12	24.02.23	24.02.22	24.02.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	120,000	120,000	93,000	93,000	93,000	77,000
과리율(평균%)	(32.17)	(31.15)	(11.40)	(11.35)		(7.14)
과리율(최대/최소%)	(29.25)	(29.25)	(8.06)	(8.06)		2.08

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:241201)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.5%	7.5%	0.0%

산업 투자의견  
- Overweight(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