메리츠금융지주 (138040)

주식시장 변동성에 노출

2026년 11월 12일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	142,000 원 (유지)
✓ 상승여력	14.4%	✓ 현재주가 (11 월 11 일)	124,100 원

신한생각 보험손익 +35%를 지운 투자손익 -88%

주식 익스포저로 인한 손익 변동성 확대 구간. 연결 순이익의 최소 50%를 환원하는 구조상 이익 변동성은 주주환원 규모의 불확실성으로 직결. 실적 변동성의 정점이 확인될 때까지 당분간 방어주로서의 지위 상실 예상

3Q26P 지배주주순이익 4,707억원(-28.1% YoY) 기록

시장 컨센서스 6,345억원, 당사 추정치 6,413억원 대비 상당히 부진. 다만 최근 증권/보험 전반적인 컨센서스 하향 조정 추세 고려 시 실제 시장의 기대치 자체는 이미 컨센서스 대비 낮았을 가능성 존재

[화재] 별도 영업이익 4,441억원(-28.9%), 순이익 3,285억원(-29.2%). 월평균 보장성 신계약 120억원(+6.6%), CSM 전환배수 11.7x(-0.8x). 예실차 등 29억원(흑전), 자동차/일반 손익 흑전. 투자손익 394억원(-87.9%), 주식 평가/처분손실(약 1,400억원), 부동산금융 충당금(290억원) 적립

[증권] 연결 영업이익 1,400억원(-44.7%), 순이익 2,064억원(+3.2%). 자산운용 등 2,155억원(+93.7%), 금융수지 1,277억원(+55%) 기록, 주식 평가손실로 투자손익이 급감한 화재와 대조적. 증시 하락 속 리테일 둔화

Valuation & Risk: 2027F ROE 17.9%, PBR 1.34x

그룹 부동산금융 익스포저 29.8조원, 선순위 89%, 평균 LTV 46%. 충당금/준비금 순적립액 4,106억원, 대부분은 만기 연장 중단/공매 등 회수 본격화로 고정이하 PF가 늘며 쌓은 화재 대손준비금(3,300억원). 화재는 고정이하 PF 잔액 전액, 증권은 50%를 충당금/준비금으로 반영해 2027년부터 관련 손실 대폭 감소 예정. 국고채 PD 담합 과징금 646억원 리스크 존재. 지금 주가 수준 유지 시 추가 주주환원은 현금배당으로 결정될 개연성

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
순영업수익 (십억원)	3,931.8	3,876.7	4,146.4	4,357.1	4,442.3
영업이익 (십억원)	3,188.9	2,872.7	2,919.2	3,314.5	3,283.7
지배주주순이익 (십억원)	2,306.1	2,300.4	2,329.5	2,368.6	2,371.5
ROE (%)	23.4	22.5	20.2	17.9	16.7
배당수익률 (%)	1.3	-	1.7	1.9	7.7
PER (배)	8.3	9.0	8.4	7.7	7.2
PBR (배)	1.90	2.01	1.54	1.34	1.17

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[금융지주]

임희연 연구위원

✉ heeyeon.lim@shinhan.com

이지연 연구원

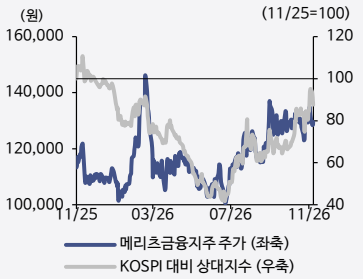
✉ jiyeon2@shinhan.com

Revision	
실적추정치	하향
Valuation	유지

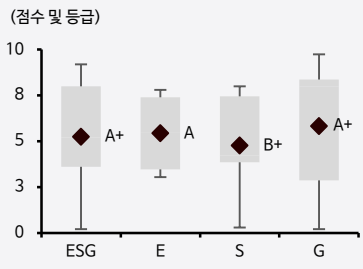
시가총액	21,671.5 십억원
발행주식수(유동비율)	167.3 백만주(35.2%)
52 주 최고가/최저가	146,200 원/100,600 원
일평균 거래액 (60 일)	28,649.5 백만원
외국인 지분율	14.3%
주요주주 (%)	
조정호 외 12 인	58.8
국민연금공단	7.7

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	1.7	4.6	10.5	16.0
상대	25.4	23.5	(15.6)	(7.0)

주가



ESG 컨센서스



3분기 경영 실적 Highlights

지주의 3분기 누적 연결 당기순이익은 1조 9,621억원(-3.2%, 이하 YoY)을 기록했으며, ROE는 23.5%를 기록. 연결 총자산은 146.5조원으로 전년말 대비 8.1% 성장. 3분기 누적 EPS는 11,491원(+3.5%), BPS는 68,284원(+16.0%)으로 증가

세부 경영 실적

26년 3분기 연결 당기순이익은 4,905억원을 기록. 보험손익 개선과 증권의 우수한 운용 성과에도 증시 변동성에 따른 화재 투자손익 감소와 증권의 사업 확대 등에 따른 판관비 증가로 3분기 순이익은 전년동기대비 26.6% 감소

주요 계열사별 3분기 누적 별도 당기순이익은 화재 1조 3,528억원, 증권 6,945억원, 캐피탈 1,219억원을 기록. 화재는 안정적인 CSM 증가와 기업 및 자동차 보험 손익 개선으로 보험손익은 7.6% 증가했으나 이자수익 감소 등에 따른 투자손익 저조로 당기순이익은 전년동기대비 6.8% 감소. 증권은 S&T 부문과 리테일 부문 실적 개선으로 전년동기대비 17.0% 증가한 6,945억원의 당기순이익을 기록. 캐피탈은 투자자산 배당수익 증가 등 기업금융 손익 개선으로 전년동기대비 23.6% 증가한 당기순이익 1,219억원을 시현

지주의 3분기 기준 ROE는 23.5%, 이중레버리지 비율은 129.7%로 업계 최고 수준의 ROE와 안정적인 이중레버리지 비율을 기록. 26년 3분기 누적 EPS는 11,491원, BPS는 68,284원으로 주당 가치는 꾸준히 상승

그룹 부동산금융 현황

26년 3분기 말 그룹 부동산 익스포저는 29.8조원. 국내는 26.2조원, 해외는 3.6조원으로 이 중 선순위 대출 비중은 89%이며 평균 LTV는 약 46%로, 여전히 양질의 자산 중심으로 관리되고 있음

3분기 충당금 및 준비금 순적립액은 총 4,106억원으로, 분기 말 실시한 PF 사업성 평가 결과를 반영하고 PF 커버리지 비율 관리를 위해 선제적으로 추가 적립을 진행한 결과로 화재 대손준비금이 약 3,300억원 증가

기업가치 제고 계획 이행현황

9월 말 블룸버그 기준 forward PER은 6.6배로 자사주 매입·소각의 기대수익률은 15.2%. 요구수익률 10%보다 높은 수준으로 당사는 자사주 매입·소각 중심의 주주환원을 지속하고 있음. 23년 주주환원정책 발표 이후 누적 TSR은 204.5%. 자기주식 취득 신탁계약(26년 8월 체결, 5,000억원)은 10월 말 기준 약 1,475억원 수준인 114만주를 취득하였으며, 공시드린 기준에 따라 앞으로도 투명한 주주환원 정책을 이어나갈 예정

주요 계열사 경영실적 - 메리츠화재

26년 3분기 화재 별도 당기순이익은 3,285억원(-29.2%). 지속적인 CSM 증가와 기업 및 자동차보험 부문의 손익 개선으로 보험손익은 증가했으나 증시 변동성에 따른 투자손익이 큰 폭으로 감소. 보험손익은 4,047억원(+34.9%). 도수치료 관리급여화에 따른 손해액 감소와 암 진단비 감소 등으로 예실차이익이 개선되었으며, 2분기 계리가정 선진화 반영에 따른 안정적인 CSM 증가로 상각액이 증가하면서 보험손익은 전년동기대비 1,046억원 증가. 투자손익은 394억원(-87.9%). 증시 변동성에 따른 주식 평가손실과 고정이하 자산 증가로 인한 이자수익 감소로 투자손익은 크게 감소

3분기 부문별 손익으로, 장기 인보험 시장은 계리가정 선진화 가이드라인 영향으로 역성장을 경험하고 있음. 이런 시장 분위기와는 달리 당사는 수익성을 동반한 양질의 매출 성장을 지속하고 있으며, 보장성 인보험 매출은 전년동기대비 6.2% 성장한 월평균 118억원을 기록. 자동차보험은 고유가에 따른 운행량과 사고율 감소로 지난 분기에 이어 흑자를 유지. 기업 일반보험은 일부 고액사고 영향에도 지속적인 양질의 매출 증가로 3개 분기 연속 우수한 손익을 기록

CSM Movement 및 신계약 CSM 전환배수

3분기 말 CSM 규모는 12조 2,578억원으로 전분기 대비 1,370억원 증가. 신계약 CSM은 4,220억원, 이자비용 980억원이며, 조정액 -570억원, 상각액은 3,261억원을 기록. 3분기 CSM 전환배수는 11.8배, 누적으로 12.3배를 기록하며 안정적인 흐름을 이어가고 있음. 3분기 누적 기준 투자이익률은 5.0%, K-ICS 비율 잠정치는 225.7%를 기록

주요 계열사 경영실적 - 메리츠증권

26년 3분기 연결 당기순이익은 2,064억원(+3.2%), 별도 기준 당기순이익은 1,726억원(+9.5%). 기업금융 수수료수익 감소에도 불구하고 견고한 이자수익과 시장 변동성을 적극적으로 활용한 운용 성과로 양호한 분기 실적을 달성

부문별 영업수익

26년 3분기 기업금융 손익은 수수료수익 감소와 지난해 투자자산 회수 수익의 역기저 효과 등으로 전년동기대비 소폭 감소했으나, 금융수지는 금리 상승으로 인한 조달비용 증가에도 견고한 이자수익을 기반으로 상승세를 이어가고 있음

자산운용은 시장 변동성 확대에도 탁월한 운용 성과를 시현하며 이익 성장을 주도. 위탁매매 부문은 전년 대비 높은 거래수익으로 전년동기대비 개선 추세를 이어갔고, 자산관리 부문은 랩 관리수수료 수익은 증가했으나 전년도 일부 펀드 운용 성과의 역기저 효과로 수익은 감소

리스크 관리 지표

연결 기준 NCR은 위험액 증가로 하락하였으나 1,605%로 여전히 견조한 수준을 유지. 고정이하여신 비율은 3.9%로 소폭 하락. 캐피탈과 그 외 부문별 지표는 IR 자료 참고

Q&A

Q1) 발행어음 사업 관련, 최근 금리·경쟁 환경 등을 고려하면 수익성 확보가 쉽지 않을 것 같은데 향후 조달 규모, 판매 채널, 예상 마진에 대한 가이던스 부탁

A) 질문하신 내용들에 대한 답변을 먼저 드리고 추가 설명드리겠음. 먼저 조달 규모는 27년 말 잔고 4조원, 평잔 2조원 달성을 1차 목표로 하고 있음. 유동성 관리 및 양질의 안정적인 기업금융 자산 확보를 최우선 과제로 삼고 규모를 점진적으로 확대해 나갈 계획. 판매 전략은 리테일 매스 고객을 주력 대상으로 하여 무리한 금리 경쟁은 지양하되, 고객 맞춤형 특판 상품을 제시하거나 신규 및 우량 고객에게 금리를 차등 적용함으로써 고객 만족과 조달비용 합리화를 동시에 추구할 예정. 다음으로 당사가 기대하는 예상 마진은 지난번 IR을 통해 말씀드린 바와 같이 약 150bp 수준임. 따라서 연간 발행 평잔에 맞추어 추가적인 세전이익 창출이 가능할 것으로 예상

고금리 환경에서 당사는 상시 현금화가 가능한 유동성 자산의 비중을 높게 유지하는 한편, 메리츠가 보유한 대규모 기업금융 제공 경험과 전문성을 바탕으로 우량 기업금융 자산에 적극 투자하여 수익성을 유지할 계획. 또한 직접적인 운용마진뿐만 아니라, 은행 예금 대비 경쟁력 있는 금리를 제공하는 핵심 유인 상품으로 리테일 자금을 폭넓게 흡수하고, 기업금융 측면에서는 대규모 상시 유동성을 기반으로 우량 딜 수주 경쟁력을 높여 사업부문 간 시너지 효과를 창출할 수 있을 것으로 기대

Q2) 이번 분기 주식시장 변동성이 워낙 컸다 보니 투자손익도 상당히 영향이 있었던 것으로 보이는데, 투자손익 감소 요인 설명 부탁

A) 3분기 투자손익 감소의 주된 원인은 국내 주식시장 하락에 따른 주식형 자산의 평가손실임. 주식형 자산에서 당기손익에 반영된 손실은 약 700억원임. 당사는 단기적인 시장 등락보다는 장기적인 투자 가치에 중점을 두고 주식 투자를 지속적으로 확대해 나갈 계획

Q3) 대손준비금 증가 폭도 컸는데, 이것이 부동산 관련 대출 부실 위험이 커진 것인지 아니면 다른 대체투자에서 발생한 것인지 설명 부탁

A) 고정이하 PF 대출은 6월 말 6,500억원에서 9월 말 9,500억원으로 약 3,000억원 증가했음. 대손준비금은 전분기 대비 약 3,300억원 증가했음. 이번 증가는 시장 상황이 특별히 악화됐다기보다는 기존 PF 사업장에 대한 회수를 본격화한 영향이 큼. 그동안 당사는 사업장별 정상화 가능성을 고려해 만기를 연장하면서, 중·후순위 대주와 에쿼티 투자자도 자금을 회수할 수 있는 가격에 분양이나 매각이 이루어지도록 충분한 시간을 제공해 왔음

실제로 상당수 사업장이 이 기간에 정상화되면서 선순위뿐 아니라 중·후순위 등의 자금 회수도 이루어졌음. 다만 일부 사업장은 가격을 더 낮춰야 매각이 가능함. 그 가격에서는 선순위 대출은 회수할 수 있지만 중·후순위나 에쿼티에서는 손실이 발생하기 때문에 합의를 통한 매각이 어려움

당사는 이러한 사업장에 대해서는 정상화를 위한 시간을 충분히 제공했다고 판단해 2026년부터 선순위 채권자로서 적극적인 회수에 나서고 있음. 구체적으로는 만기를 더 이상 연장하지 않고 채무불이행을 선언한 뒤 계약에 따른 처분 권한을 확보해 공매 등을 추진하고 있음. 이 과정에서 연체가 발생하고 관련 기준에 따라 고정이하로 분류되면서, 실제 회수에 앞서 고정이하 PF 대출과 대손준비금이 증가한 것임. 현재 매각, 경·공매, 분양 촉진 등 다양한 회수 방안을 적극적으로 추진하고 있음. 4분기에는 기존 고정이하 PF 대출의 회수가 진행되면서 전체 잔액이 2분기 말 수준으로 다시 축소될 것으로 기대

정리해서 말씀드리면 3분기 투자손익 감소는 주식형 자산의 평가손실이 주된 원인이며, 당사는 장기적인 투자 가치를 고려해 주식 투자를 지속할 계획. 고정이하 PF 대출 증가는 선순위 채권자로서 회수를 본격화하는 과정에서 나타난 일시적인 현상으로, 실제 회수가 진행되면서 고정이하 자산 잔액도 다시 감소할 것

Q4) 오늘 국고채 PD 관련 과징금이 발표되었는데, 이를 어떻게, 언제 반영할 예정인지 말씀 부탁

A) 당사는 최우수 PD로서 국고채 입찰에 적극적으로 참여해 왔으며, 일부 입찰 과정에서 타사와의 정보 교환 등이 문제가 된 것으로 알고 있음. 그러나 해당 행위가 담합에 해당한다는 직접적인 증거가 충분하지 않으며 당사는 담합 행위 자체를 인정하지 않는 입장임. 앞으로 행정소송을 통해 공정위 판단의 사실관계 및 법리적 타당성을 적극적으로 다툴 예정

Q5) 3분기에 새로운 플랫폼을 출시했는데, 초기 성과와 추가 확장 계획에 대해 공유 부탁

A) 출시 2개월이 지난 현재 시점에서 '모음' 앱 설치 고객 수는 약 35만명임. 직관적인 화면 구성과 편리한 UI 구축으로 고객 만족도가 높음. 주요 투자 정보와 시장 동향을 빠르게 확인할 수 있는 실시간 AI 분석 및 브리핑 기능이 유용하다는 피드백이 많으며, 해외 커뮤니티 연동 기능에 대한 관심이 많음

현재는 고객 이용 경험을 확인하는 단계로, 주식 거래 과정에서 고객 불편함이 없도록 주요 화면과 새로운 기능을 빠르게 보강하고 있음. 아직까지 모음 앱을 통한 거래가 활발하지는 않지만 장기적으로 모든 거래와 기능을 제공하는 올인원 플랫폼으로 확장해 나갈 예정이며, 주식 모으기, ISA 계좌 등 주요 상품 및 서비스를 순차적으로 탑재할 예정

Q6) 해외주식 거래금액이 상당히 많이 올라온 것 같은데, 프로모션 종료 후 목표로 하는 이용 고객 유지율이 어느 정도인지, 그리고 앞으로 브로커리지 점유율 확대를 위해 어떤 전략을 구사할 것인지

A) 무료 수수료 프로모션 종료 이후 리테일 고객 확보 및 점유율 확대 전략에 대해 말씀드리면, 당사는 프로모션이 종료되더라도 기존 Super365 계좌를 이용하는 모든 고객을 계속 유지하며, 더 나아가 최대한의 신규 고객을 확보하는 것을 목표로 삼고 있음. 이를 위해 새로운 가격 정책과 플랫폼 확장 전략을 준비 중에 있음. 먼저 가격 정책을 말씀드리자면, 프로모션 종료 이후에도 고객에게 가장 합리적이며 경쟁사 대비 낮은 수수료 체계를 제공하는 정책은 계속됨

27년 1월 1일부터는 고객이 본인의 거래 규모와 이용 행태에 맞추어 자신에게 가장 유리한 가격대를 직접 선택할 수 있는 플랜형 제도를 시행할 예정. 플랜 이용에 따른 별도의 이용료는 없으며, 최적의 플랜을 선택한다면 시장에서 가장 효율적이고 경제적인 투자 플랫폼이 될 것

다음으로 플랫폼 확장 전략임. 최근에 오픈 API 서비스와 해외주식 모으기 기능을 새롭게 추가하였음. 오픈 API란 프로그램을 통해 주문 앱을 열지 않고도 증권사 시스템에 직접 접속해 현재 주가를 조회하고 원하는 시점에 자동으로 매매 주문을 입력할 수 있는 툴임. 타사 대비 당사 오픈 API 서비스의 차별점은 복잡한 프로그래밍 지식이 없어도 AI 앱에서 일상적인 언어로 채팅을 하면서 시세 조회와 주식 주문 등이 가능하도록 구현한 것임. 앞으로 오픈 API를 통한 주식 주문량이 빠르게 증가할 것으로 예상하며 업계에서 가장 경쟁력 있는 서비스로 발전시킬 계획. 이 외에도 발행어음, 중개형 ISA 계좌, 국내외 주식옵션·선물 매매 기능도 준비 중에 있으며, 이러한 확장 전략을 통해 고객 편의성을 제고하고 신규 고객 유치를 적극적으로 확대해 나갈 예정

Q7) 이번에 신계약 CSM 배수가 2분기 대비 많이 낮아진 것 같음. 2분기에 계리가정 선진화 영향이 그렇게 크지 않았던 것 같아 생각보다 배수 하락이 큰 것 같은데, 어떤 요인으로 하락했는지 세부적으로 설명 부탁

A) 3분기 인보험 신계약 CSM 배수는 11.8배로 전분기 12.5배 대비 다소 낮아졌음. 3분기 인보험 신계약 CSM 배수 감소 원인은 2분기에 반영된 손해율 가정 제도 변경에 따른 간편보험 가정 악화가 원인임. 당사는 타사와 달리 연말로 연기된 간편보험 손해율 가정 변경 내용을 다른 계리가정 변경 사항과 함께 2분기에 먼저 반영했음. 현재 주력으로 판매하고 있는 간편보험이 이번 제도 변경 적용 대상인 신규 담보에 해당하여, 해당 상품과 담보에 손해율 가정을 91%로 일괄 적용하면서 환산배수가 소폭 하락했음. 이와 같은 현상은 제도가 반영되는 연말에 업계 공통으로 나타날 것으로 예상. 참고로 그 외에 변동 사항은 없음

3Q 매출에 대한 신계약 환산배수의 변화는 대차대조표와 손익계산서상에서 신계약 CSM 감소와 예실차이익 증가 형태로 나타날 것. 향후 현재의 상대 가격 경쟁력을 유지하는 선에서 점진적인 가격 인상을 추진하여 신계약 CSM 배수와 CSM 총량을 지속 상승시킬 예정. 실제 지난 10월에 2% 수준의 가격 인상을 단행했고, 기존 대비 신계약 매출 총량의 변화는 관찰되고 있지 않음

Q8) 26년 상반기 공시자료의 신계약 관련 내용을 보면 보험취득현금흐름(신계약비) 대비 신계약 CSM이 주요 보험사 중 가장 낮은 축에 속하는 것 같음. 예실차가 타사 대비 양호하다 보니 보험금을 크게 잡아놓은 것은 아닌 것 같고, 보험료 대비 신계약비를 많이 쓰는 것 같은데, 이 정도 수준으로 신계약비를 쓰더라도 수익성에 있어서 충분히 유리하다고 보고 이런 전략을 쓰는 것인지

A) 신계약비 대비 신계약 CSM 비율만으로 회사 간 수익성과 투입 대비 효율을 상대 비교하기는 어려움. 왜냐하면 해당 비율의 분자인 신계약 CSM은 각 사가 적용하는 계리가정에 전적으로 의존하고 있기 때문임. 현실은 동일 가격·동일 보장이라도 신계약 CSM 배수가 12배인 회사와 20배인 회사가 존재하고, 상대적으로 보수적 가정을 적용하는 회사의 신계약비 대비 신계약 CSM 비율이 낮게 나타날 수밖에 없음. 계리가정 선진화가 정상적으로 진행된다면 2~3년 후에나 동 지표를 통한 수익성 및 효율성 비교가 가능할 것으로 예상

한편 해당 비율의 분모인 신계약비의 경우, 당사는 평균적인 수수료와 시책 수준을 유지 중이며 향후에도 이 정도의 경쟁력 수준을 지속할 예정. 한편 당사는 신계약비를 포함한 사업비율과 손해율 등을 종합적으로 반영하는 내부 수익성 평가 지표를 통해 신계약의 가치를 판단하고 있음. 이러한 기준에서 현재 신계약비 수준을 감안하더라도 당사의 신계약은 가치 총량 측면에서 충분히 수익성과 경쟁력이 있다고 판단

Q9) 내년부터 계약체결비용·판매수수료 제도 규제가 도입되는데, 이 제도가 들어오게 됐을 때 신계약 CSM 배수 등에 어느 정도 영향이 있을지, 신계약 CSM 환산배수, 해약환급금준비금 등을 종합적으로 업데이트 부탁

A) 수수료 총량제에 따른 구체적인 재무 효과는 아직 세부 산정 기준이 확정되지 않아 말씀드리기 어려움. 관련 기준이 확정되면 다음 IR 자리에서 관련 영향을 분석하여 설명드리겠음

Q10) BS를 보면 3분기 해약환급금준비금 적립액이 3,000억원 정도로 전분기와 크게 달라지지 않은 것으로 보임. 지난 분기에는 손실계약 환입 영향이 다소 있었던 것으로 아는데, 이번에도 비슷한 영향이 작용하면서 적립액이 3,000억원 정도 발생한 것인지 설명 부탁

A) 3분기 해약환급금준비금 적립액은 약 3,100억원임. 지난 분기와 달리 손실계약 환입에 따른 영향은 거의 없었으며, 영업일수 차이에 따른 200억원의 일시적인 영향을 제외하면 전분기 대비 약 250억원 감소한 수준임. 이러한 분기별 일시적 요인을 제외하고 중장기적으로 보면 매 분기 준비금 적립액은 증가하고 있음. 이는 당사의 신계약 매출이 확대되고 있기 때문임

Q11) 해약환급금준비금 적립이 이어지면 배당가능이익이 줄어들 수 있지 않겠냐는 시장의 우려가 있는데, 앞으로 주주환원 정책에 부담이 되지는 않을지

A) IFRS17 체계에서 해약환급금준비금 적립은 배당가능이익을 일부 제약하고 있음. 준비금 적립은 회계적으로 자본을 유보하는 성격이며, 당사는 이를 충분히 적립할 수 있는 이익잉여금과 견고한 자본 여력을 확보하고 있음. 다만 현행 제도에서는 준비금 적립이 다소 과도한 측면이 있으며, 이러한 적립이 지속되면서 당사도 배당가능이익에 대한 부담이 커지고 있음. 현재 당국과 업계가 제도 개선 방안을 논의하고 있어 합리적인 방향으로 결론이 날 것으로 기대

Q12) 7월부터 도수치료가 관리급여 항목으로 전환되면서 지급 범위 감소 효과가 발생하고 있는 것으로 아는데, 이번 분기가 전체적으로 영향을 받는 첫 번째 분기일 것 같음. 이번 분기에 어느 정도 효과가 있었는지, 앞으로 이런 보험금 감소 효과가 이어질 수 있을지 전망 부탁

A) 도수치료 관리급여 손해액 감소 효과는 9월부터 나타나고 있음. 풍선효과까지 감안한 9월 현재 기준 손해액 절감 규모는 월 20억원, 연환산 약 240억원임. 다만 도수치료 비급여 청구 자체는 줄었으나 상당 부분이 신장분사, 증식치료 등 다른 치료로 옮겨가 근골격계가 아닌 다른 코드로 우회 청구하는 사례 역시 다수 확인되고 있음. 이러한 풍선효과의 확대 여부에 따라 최종적인 손해액 감소 여부와 규모가 확정될 것. 당사는 관련 치료 항목을 계속 모니터링하고 있으며, 절감 규모 역시 앞으로도 풍선효과까지 감안한 기준으로 말씀드리겠음

Q13) 올해 보험업계 순익 증가는 대부분 투자손익의 영향이 컸고 그마저도 상반기에 집중되어 있었던 것 같음. 지금같이 시장 변동성이 커지고 투자손익도 흔들리는 상황이 되니 투자자들이 하반기와 내년을 어렵게 보는 시각이 있는데, 앞으로 보험손익과 투자손익 전망을 어떻게 보고 있는지 말씀 부탁

A) 화재 손익 전망을 중심으로 답변드리겠음. 먼저 보험손익에 대해 말씀드리자면 세 가지 요인에 기초해 긍정적으로 전망함. 첫째, CSM 잔액 규모임. 3분기 말 CSM은 12.3조원으로 지난해 말보다 약 1.2조원 증가했음. 계리가정 변경 사항은 2분기에 모두 반영해 연말 CSM도 큰 조정 없이 지금과 비슷한 수준을 유지할 것. 업계에서 계리가정과 관련된 CSM 변동은 가장 작을 것으로 예상

둘째, 신계약임. 3분기 누적 인보험 신계약은 시장이 약 10% 감소한 가운데 당사는 전년 대비 약 15% 성장했음. 신계약 총량 확대를 통한 CSM 증대 효과가 향후에도 지속될 것으로 기대. 셋째, 손해율임. 당사는 지난 2~3년간 모럴 담보 판매와 가입금액 경쟁을 지양하면서 위험손해율이 업계 최저 수준을 유지하고 있음. 향후에도 이와 같은 흐름이 지속될 것으로 추정

다음은 투자 부문임. 다음 질문인 주식 자산을 제외하고 말씀드리겠음. 투자 부문은 향후 충당금과 손실 처리 감소가 예상되고, 기업금융 영역에서의 전통적 강점을 극대화하여 이익 증대를 기대하고 있음. 당사는 올해 역시 PF 대출과 해외 부동산 부실 자산에 대한 손실 처리를 지속하고 있음. 24년부터 부실 자산을 선제적으로 손실로 인식해 온 만큼 27년 이후는 관련 손실 규모가 점차 줄어들 것으로 예상. 반면 전통적으로 강점이 있었던 기업금융 영역에서의 경쟁력, 그리고 금리 상승에 따른 신규 투자수익률 개선 기회를 적극적으로 활용해 주식시장 변동성을 흡수할 수 있는 투자이익 기반을 확보할 예정. 요약하자면 보험과 투자 부문 모두 올해보다 내년 이익 전망을 긍정적으로 보고 있음

Q14) 시장 전반적으로 변동성이 이어질 수 있을 상황에서 주식 자산을 확대하는 전략은 변함없는지, 향후 투자자산을 어떻게 관리하고 대응할 생각인지

A) 결론부터 말씀드리자면 앞으로도 주식 자산 비중을 확대하는 방향에는 변함이 없음. 주식은 단기 변동성은 크지만 10년 이상 장기적으로 봤을 때 다른 자산보다 높은 수익성을 보일 것이라는 믿음을 가지고 있음. 이를 바탕으로 주식 자산 비중 확대를 위해 국내외 가장 경쟁력 있는 지수를 선정하고 해당 지수를 추종하는 포트폴리오로 매월 일정 금액을 꾸준히 투자하고 있음

물론 단기적인 주가 변동은 피할 수 없음. 중요한 것은 이러한 변동성을 감내하면서 장기 투자를 지속할 수 있느냐는 것임. 당사는 그렇게 하기 위한 충분한 재무 여력을 갖추고 있다고 판단. 동시에 주가의 단기 변동에 따른 손익 변동성을 줄이기 위해 올 초부터 OCI 자산으로만 투자를 집행하고 있고, 앞으로도 주식 투자는 OCI 계정에서 이루어질 예정

저희는 다음 달 주가를 예측하기보다는 10년 이상을 바라보며 주식에 투자하고 있음. 그 과정에서 발생하는 주가의 등락은 벌금이라기보다는 장기적인 수익을 얻기 위해 감내해야 하는 수수료나 입장료라고 생각함. 앞으로도 이러한 원칙에 따라 단기 변동성에 흔들리지 않고 장기 투자 관점에서 주식 자산을 운용하겠음. 또한 주식 외 자산의 수익 기반을 더욱 견고하게 만들어 전체 포트폴리오가 주식시장의 변동성을 충분히 흡수하고도 안정적으로 성장할 수 있도록 만들겠음

Q15) 증권 기업금융 부문 실적이 전분기대비 개선됐는데, 올해 기업금융 부문에서 공유해 줄 만한 성과 말씀 부탁, 내년 성장 타깃에 대한 전략 공유 역시 부탁

A) 올해 전반적인 딜 가뭄과 경쟁 심화로 수수료수익이 전년 대비 약 10% 감소하였으나, 기업 고객 니즈에 부합하는 솔루션 제공 능력을 바탕으로 우량 딜을 지속적으로 발굴하고 있음.

시장 일각에서는 PF 시장 침체로 당사의 IB 강점이 희석되는 부분에 대한 우려가 있는 것으로 알고 있음. 하지만 당사는 비부동산 기업금융에서도 올해 SK그룹, 포스코그룹, 고려아연그룹, 신세계그룹 등과 다수의 대기업 맞춤형 구조화금융 딜을 성사시키며 뚜렷한 트랙 레코드를 쌓았음. 부동산금융에서는 옥석 가리기 속에서도 초대형 랜드마크 사업장의 주관 등을 성공시키며 독보적인 딜 주선 역량을 다시 한 번 입증해 나가고 있음

다음으로 IB 부문 성장 전략에 대해서 말씀드리겠음. 우선 PF 부문은 분양을 통해 조기 자금 회수와 빠른 자본 회전이 가능한 주거용 사업장을 우선 타깃하여, 정부의 주택 공급 확대에 기여하면서도 양질의 수익을 확보해 나갈 계획. 동시에 리스크와 자본 소요 대비 업사이드가 확실한 딜에 대해서는 후순위 대출과 지분 투자도 병행 검토하여 수익 창출 잠재력을 확대해 나갈 계획

또한 발행어음 인가를 득함에 따라 일반 기업금융 부문으로의 수익원 다각화가 더욱 가속화될 것으로 판단. 일반 기업금융 부문에서는 DCM, ECM, 인수금융 등 전통적인 기업금융을 지속적으로 강화해 나가면서도, 메리츠만의 강점을 살려 적시에 최적의 금융 해결책을 제공하는 랜드마크적 메가딜들을 꾸준하게 확보하고 수익성을 보강해 나갈 계획. 마지막으로 내년 상반기 내에 비즈니스 라이선스 취득을 목표로 하고 있는 홍콩 법인이 본격 가동되면, 해외 양질의 딜 소싱 확대를 통해 기업금융 수익원 다변화에 기여할 것으로 보고 있음

Q16) 자산운용 부문은 3분기 다소 어려웠던 환경에도 좋은 실적을 유지했는데, 올해 꾸준히 높은 실적을 유지하고 있는 것이 어떤 요인에 기인한 것인지, 내년에도 지속 가능할지 궁금함

A) 3분기 누적 자산운용 부문 순영업수익은 7,760억원으로 전년 대비 약 40% 성장하였으며, 이는 시장 환경 변화에 흔들리지 않는 구조적인 기초 체력을 키운 결과라고 생각함. 자산운용 부문 실적은 주로 세일즈 앤 트레이딩 부문에서 창출되는 수익인데, 크게는 시장에서 패시브하게 매수·매도 주문을 내며 유동성을 공급하는 마켓메이킹 부문과, 액티브하게 시장 기회를 포착하여 투자하는 순수 운용 부문으로 나누어 볼 수 있음

먼저 마켓메이킹 부문의 실적이 전체 자산운용 수익의 약 60%를 차지하는데, 이는 오랫동안 관련 전산 시스템과 운용 전략을 꾸준히 개발해 온 노력의 결과로 생각함. 상반기 주식시장 강세와 거래대금 증가로 에쿼티 부문의 마켓메이킹 수익이 크게 확대된 측면도 있으나, FICC 부문의 마켓메이킹 수익 역시 꾸준히 우상향 기조를 이어가고 있음. 이는 금리 상승 등 다소 비우호적인 매크로 환경에서도 흔들림 없이 안정적인 수익을 창출할 수 있는 기반이 되고 있음

순수 운용 부문에서는 주식시장의 방향성 예측에 기반한 투자보다는 절대수익을 추구하는 전략을 중심으로 운용하고 있음. 가격 변동성을 활용하는 변동성 전략과 차익거래 기회를 포착하여 수익을 쌓아나가는 다양한 절대수익 추구 전략을 기반으로, 시장의 등락에도 불구하고 꾸준한 성과를 거두어 왔음. 또한 중장기적인 관점에서 신기술금융이나 PE 지분 투자 등 에쿼티 기반의 대체투자를 강화하여 신규 수익을 창출해 나갈 계획. 올해의 양호한 자산운용 성과가 내년에도 지속될지를 장담하기는 어려우나, 선진화된 트레이딩 인프라 구축과 다양한 전략 개발을 통해 수익의 안정성과 지속 가능성을 높이도록 최선을 다하겠음

Q&A - 일반 주주 사전 질문

Q1) 향후 3년 정도 바라봤을 때 화재, 증권, 캐피탈 각 사의 이익 성장 방향과 주요 성장 동력을 어떻게 보고 있는지. 구체적 목표치가 아니어도 이익 구성과 향후 계열사별 이익 기여도가 어떻게 변화할 것으로 예상하는지 말씀 부탁

A) 현재 이익 비중을 대략적으로 말씀드리면 화재가 60%, 증권이 30% 정도이며 캐피탈은 아직 10%에 미치지 못하고 있음. 앞으로 저희가 투자해 온 사업들이 성과를 내기 시작한다면 증권과 캐피탈의 비중이 더 커지는 구조를 기대하고 있음. 메리츠는 지주가 계열사들의 이익 목표를 정해주지 않음. 각 계열사들이 현장에서 사업 기회를 찾고, 각 사가 꿈을 담은 3개년 계획을 매년 고쳐 쓰는 방식으로 성장해 왔음. 이러한 관점에서 각 계열사의 향후 이익 성장에 영향을 줄 주요 변화들을 말씀드리겠음

화재는 3분기 누적 순이익 1.35조원, 보유 CSM 12조원을 넘어섰으나 현재의 성과에 안주하지 않고 도전을 이어가고 있음. 저는 세 가지 측면에서 화재의 지속적인 성장을 믿음. 첫째, 수익성 중심의 신계약 성장임. 3분기 월평균 인보험 신계약은 117억원으로 지난해 월평균 107억원 대비 약 16% 증가했음. 적자 출혈 경쟁에 참여하지 않고 오직 가치 총량 확대에 집중해 온 결과임. 둘째, 투자 운용 자산의 다변화임. 장기적 관점에서 국내외 주식 자산을 점진적으로 확대하는 등 투자 포트폴리오를 다변화하여 중장기 수익 기반을 강화해 나가고 있음. 셋째, AI를 활용한 업무와 의사결정 방식의 혁신임. 현재 추진 중인 AI 프로젝트를 통해 기존 업무와 의사결정 방식을 근본적으로 바꿔 보험 본업과 투자의 경쟁력을 한 단계 더 강화해 나갈 것. 이러한 이익 기반과 성장 가능성을 감안하면 화재는 앞으로도 그룹 이익의 절반 이상을 담당할 것으로 생각함

증권은 향후 3년간 이익 성장이 가장 눈에 띌 것으로 기대하고 있음. 크게 세 가지 변화가 있음. 첫째, 부동산금융 중심의 사업 구조를 전통 IB로 확대해 왔음. 3분기 IB 순영업수익에서 비부동산 비중은 40%까지 증가했고, 새롭게 영입한 우수 인력들이 가시적인 성과를 내고 있음. 둘째, 리테일 사업의 성장임. 최근 1년간 리테일 고객 수는 약 1.9배, 고객 자산은 약 2배 증가했음. 신규 플랫폼과 PIB 센터 등을 통해 고객과의 접점을 넓힌 결과임. 고객 만족을 극대화하여 지속적인 수익 성장으로 연결하는 데 집중할 것. 셋째, 기존 사업의 확장과 신규 사업 기회임. 지난 9월 발행어음 인가를 획득했고, 홍콩 법인 설립 등 새로운 사업 기반을 확보하기 위한 노력도 이어가고 있음. 이러한 시도들이 성과로 연결된다면 향후 3년간 증권의 이익 성장 폭은 더욱 커질 것으로 기대. 그룹 이익 기여도 측면에서 화재와 증권이 선의의 경쟁을 펼칠 것으로 기대하고 있음

캐피탈은 기존 투자자산의 회수와 수익성 개선, 리테일 신사업 확대 등을 통해 새로운 성장 기회를 만들어 가고 있음. 정리하면 세 회사 모두 현재의 이익 수준에 안주하지 않고 각자의 방식으로 새로운 성장을 만들어 갈 것. 특히 증권과 캐피탈이 그동안 준비해 온 사업에서 성과를 내면서 그룹 전체의 이익 규모가 커지고 계열사별 이익 기여도도 자연스럽게 달라질 것으로 기대

Q2) 현재 수준의 우수한 주주환원이 계속되길 기원함. 다만 금융 환경에는 다양한 예측 불가능한 변수들이 있기에 주주환원율을 더욱 높이기보다 테일 리스크에 대한 대비를 강화하는 것이 좋을 수도 있겠다는 생각이 듦. 보험업 외의 업황 변화나 부동산 PF, 기업금융, 대체투자 등의 업황 변화에 대한 완충력이 충분한지, 메리츠는 어떻게 리스크를 효과적으로 통제하고 있는지 궁금함. 최근 금융시장의 예측 불가능한 변수와 변동성이 커진 것 같아 이런 변화들에 대한 완충력이 충분한지 궁금함

A) 당사는 리스크를 세 단계로 막고 있음. 첫 번째는 사전에 통제하는 것임. 그룹의 각 CEO와 CRO가 참여하는 심의를 거쳐야 하고, 승인된 건도 자산별, 차주별, 신용등급별 한도 안에서만 집행함. 한 건이 잘못되더라도 그룹 전체로 번지지 않도록 설계를 더 강화하고 있음. 두 번째는 부실이 생기면 미리 흡수하는 것임. 화재는 더 보수적인 관리 차원에서 고정이하 PF 잔액 전액을, 증권은 담보가치를 반영해 잔액의 50% 수준을 충당금과 준비금으로 충분히 반영했기 때문에 27년부터는 관련 손실이 대폭 줄어들 것으로 봄. 마지막은 그래도 남은 충격을 자본으로 흡수하는 것임. 매 분기 과거의 대형 위기를 지금 포트폴리오에 그대로 적용해 손실을 계산함. IMF, 글로벌 금융위기, 코로나19 때처럼 주가, 금리, 부도율이 한꺼번에 악화되는 상황임. 최근 결과로는 세 시나리오 모두 예상 손실이 전체 익스포저의 10%를 넘지 않음

이런 완충력이 있어서 지금 같은 변동성은 당사에 위기보다는 기회에 가까움. 자본 여력이 있는 회사는 좋은 자산을 더 좋은 조건에 확보할 수 있기 때문임. 과거 실수를 반복하지 않는 것도 중요하다고 봄. 저희는 현재 AI로 과거 부실화된 투자 건을 하나하나 다시 분석하고 있음. 어디서 판단이 틀렸는지 찾아내 신규 투자 심사에 반영하기 위해서임. LTV 스트레스 테스트를 더 강하게 적용하고 있고, 준공 리스크를 줄이기 위해 시공사는 재무 건전성 등을 감안하여 보다 엄격히 선택하고 있음. 특히 오피스, 상가, 물류센터, 데이터센터 같은 비주거 시설은 점검 항목을 훨씬 촘촘하게 두고 그 기준을 통과한 것만 리스크를 지고 있음

(기존 26/08/13) 자사주 매입/소각에 따른 기계적 주가 변화 추정			
(십억원, 백만주, %)	2026F	2027F	2028F
연결 순이익	2,495	2,584	2,671
현재 시가총액	19,914	19,914	19,914
주주환원금액 추정	1,577	1,634	1,688
자사주 매입/소각	1,577	1,634	1,688
현금배당	-	-	-
DPS	-	-	-
연내 취득 자기주식수 추정	13.6	13.7	14.2
취득분 소각 후 발행주식수	153.7	140.0	125.8
대주주 보유분	98.3	98.3	98.3
자기주식수	19.7	19.6	19.1
실제 유통주식수	35.8	22.2	8.4
대주주 지분율	63.9%	70.2%	78.1%
적정주가	129,529	142,229	158,266

자료: 신한투자증권 추정

(현행) 자사주 매입/소각에 따른 기계적 주가 변화 추정			
(십억원, 백만주, %)	2026F	2027F	2028F
연결 순이익	2,329	2,369	2,371
현재 시가총액	20,768	20,768	20,768
주주환원금액 추정	1,473	1,497	1,499
자사주 매입/소각	1,165	1,184	1,186
현금배당	308.0	313.1	313.5
DPS	2,119	2,343	2,526
연내 취득 자기주식수 추정	8.2	9.5	9.6
취득분 소각 후 발행주식수	159.2	147.9	138.3
대주주 보유분	98.3	98.3	98.3
자기주식수	13.8	14.2	14.2
실제 유통주식수	47.1	35.3	25.8
대주주 지분율	61.8%	66.5%	71.1%
적정주가	130,466	140,446	150,148

자료: 신한투자증권 추정

주: 2026~2028년 주주환원금액은 2025년 주주환원율에 비례하게 적용

메리츠금융지주 3Q26 실적 Review

(십억원,%)	3Q26P	2Q26	QoQ	3Q25	YoY	컨센서스	차이	신한 추정치	차이
순영업수익	913.1	1,285.2	(29.0)	1,093.0	(16.5)	-	-	1,126.8	(19.0)
보험영업손익	203.5	201.6	1.0	361.3	(43.7)	-	-	203.5	0.0
이자손익	455.6	499.7	(8.8)	514.9	(11.5)	-	-	542.8	(16.1)
수수료손익	121.6	181.0	(32.8)	216.3	(43.8)	-	-	167.1	(27.2)
트레이딩및기타손익	132.4	402.9	(67.1)	0.6	23,293.3	-	-	213.3	(37.9)
영업이익	519.9	967.6	(46.3)	862.3	(39.7)	843.0	(38.3)	865.5	(39.9)
지배주주순이익	470.7	775.1	(39.3)	654.7	(28.1)	634.5	(25.8)	641.3	(26.6)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

메리츠금융지주 실적 전망 변경

	변경전		변경후		변화율	
(십억원, %)	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
순영업수익	4,360.4	4,635.2	4,146.4	4,357.1	(4.9)	(6.0)
보험영업손익	713.4	990.8	723.0	734.7	1.3	(25.8)
이자손익	2,092.9	2,140.9	2,005.7	2,033.3	(4.2)	(5.0)
수수료손익	637.5	753.8	585.1	734.6	(8.2)	(2.5)
영업이익	3,245.0	3,543.0	2,919.2	3,314.5	(10.0)	(6.4)
지배주주순이익	2,494.5	2,584.0	2,329.5	2,368.6	(6.6)	(8.3)

자료: 신한투자증권 추정

메리츠금융지주 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26F	2025	2026F	증감률
순영업수익	929.9	1,199.3	1,093.0	654.4	1,150.0	1,285.2	913.1	798.0	3,876.7	4,146.4	7.0
보험영업손익	205.5	212.9	361.3	406.3	173.8	201.6	203.5	144.1	1,186.0	723.0	(39.0)
이자손익	557.8	538.0	514.9	523.6	467.1	499.7	455.6	583.3	2,134.4	2,005.7	(6.0)
수수료손익	107.3	126.1	216.3	202.7	150.4	181.0	121.6	132.1	652.3	585.1	(10.3)
트레이딩및기타손익	59.4	322.2	0.6	(478.2)	358.7	402.9	132.4	(61.5)	(96.0)	832.6	흑전
판매비와관리비	208.2	249.6	230.7	315.5	295.2	317.7	393.2	221.1	1,004.0	1,227.2	22.2
영업이익	721.7	949.7	862.3	338.9	854.8	967.6	519.9	576.9	2,872.7	2,919.2	1.6
영업외손익	117.4	49.3	30.0	92.2	66.1	107.0	149.9	18.0	288.8	341.0	18.1
세전이익	839.1	999.0	892.3	431.1	920.9	1,074.5	669.8	594.9	3,161.6	3,260.2	3.1
법인세비용	218.3	261.4	223.9	107.8	240.7	283.2	179.3	160.7	811.4	863.9	6.5
지배주주순이익	609.8	725.1	654.7	310.7	667.0	775.1	470.7	416.7	2,300.4	2,329.5	1.3
ROE	26.2	30.1	25.4	12.0	24.2	26.3	15.3	13.1	22.5	20.2	(2.3)
ROA	2.4	2.8	2.0	0.9	2.0	2.2	1.3	1.2	1.7	1.6	(0.1)

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

메리츠증권 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26F	2025	2026F	증감률
순영업수익	338.1	533.3	464.0	352.5	527.3	537.7	486.6	346.3	1,687.9	1,897.9	12.4
수수료손익	97.2	108.2	199.6	197.3	143.4	171.8	107.6	141.1	602.3	563.9	(6.4)
수탁수수료	18.6	22.0	27.9	34.6	55.7	80.6	53.1	35.0	103.2	224.4	117.5
WM수수료	9.6	10.1	13.3	23.6	23.8	40.4	37.3	15.5	56.6	117.1	106.7
IB수수료	48.3	58.7	67.0	52.1	49.1	46.1	67.5	45.1	226.0	207.7	(8.1)
기타수수료	52.9	57.1	138.8	138.3	77.1	94.4	6.8	84.9	387.1	263.1	(32.0)
수수료비용	32.3	39.7	47.5	51.3	62.2	89.7	57.1	39.4	170.7	248.4	45.5
이자손익	252.6	265.9	206.8	135.1	186.6	221.4	138.2	248.2	860.4	794.3	(7.7)
트레이딩및기타손익	(11.6)	159.2	57.6	20.1	197.3	144.5	240.8	7.0	225.3	589.7	161.7
판관비	189.9	233.0	211.0	265.8	271.8	292.0	346.6	251.0	899.7	1,161.4	29.1
영업이익	148.2	300.3	253.0	86.7	255.6	245.7	140.0	95.2	788.3	736.6	(6.6)
세전이익	247.7	334.5	264.9	118.3	331.0	335.5	274.0	133.4	965.5	1,074.0	11.2
지배주주순이익	185.1	253.7	200.0	122.8	254.3	259.7	206.4	104.4	761.6	824.9	8.3
ROE (%)	10.3	13.6	10.6	6.4	14.1	13.9	10.7	5.4	9.9	10.6	0.7
ROA (%)	1.0	1.3	1.0	0.6	1.2	1.2	0.9	0.5	0.9	0.9	(0.0)

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

메리츠화재 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26F	2025	2026F	증감률
보험손익	359.8	364.4	300.1	401.2	334.6	362.9	404.7	368.1	1,425.4	1,470.3	3.1
장기	368.8	330.9	309.0	425.3	315.7	333.2	381.7	368.9	1,434.0	1,399.4	(2.4)
자동차	(6.9)	(0.6)	(8.9)	(30.0)	(6.4)	6.9	1.6	(6.5)	(46.3)	(4.5)	적지
일반	(2.1)	34.1	(0.1)	5.8	25.3	22.8	21.4	5.8	37.8	75.3	99.5
투자손익	262.1	342.7	325.0	(67.4)	296.2	407.0	39.4	17.8	862.3	760.4	(11.8)
운용손익	423.9	499.5	486.5	94.1	462.4	576.3	210.0	183.3	1,503.9	1,432.1	(4.8)
보험금융손익	(161.8)	(156.8)	(161.5)	(161.5)	(166.2)	(169.4)	(170.6)	(165.5)	(641.6)	(671.7)	적지
영업이익	621.9	707.0	625.0	333.8	630.7	769.9	444.1	386.0	2,287.8	2,230.7	(2.5)
영업외손익	2.1	0.4	2.0	1.7	0.3	(0.6)	0.1	(0.3)	6.3	(0.5)	적전
세전이익	624.0	707.5	627.1	335.5	631.0	769.2	444.2	385.7	2,294.0	2,230.1	(2.8)
당기순이익	462.5	524.7	463.8	229.9	466.1	558.3	328.5	280.9	1,681.0	1,633.8	(2.8)
월평균 보장성 신계약	9.4	9.9	10.3	10.0	11.6	12.2	12.0	12.0	9.9	11.9	20.2
CSM 가치배수	12.6	12.5	13.7	14.5	12.7	12.4	11.8	12.1	13.3	12.2	(8.3)
CSM 상각률	2.6	2.6	2.6	2.6	2.7	2.8	2.7	2.8	10.2	10.6	4.4
신계약 CSM	356.8	373.1	423.1	435.2	440.3	454.0	422.0	435.8	1,588.2	1,752.0	10.3
기말 CSM	11,167.1	11,248.2	11,471.1	11,103.7	11,291.7	12,120.8	12,257.8	12,421.4	11,103.7	12,421.4	11.9
투자영업이익률	4.1%	3.8%	4.0%	0.9%	4.4%	2.8%	3.7%	1.7%	3.7%	3.4%	(0.0)
ROE (평잔)	35.2	36.7	30.0	15.7	31.9	34.8	19.5	16.0	15.7	16.0	0.3
ROA (%)	4.2	4.7	4.1	2.1	4.3	5.1	3.0	2.5	2.1	2.5	0.4

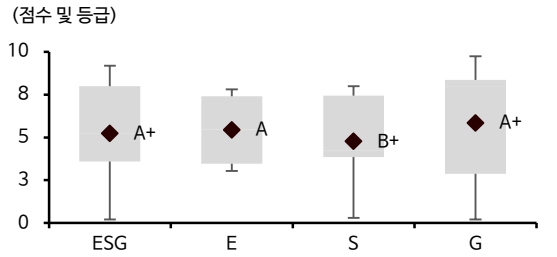
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

ESG Insight

Analyst Comment

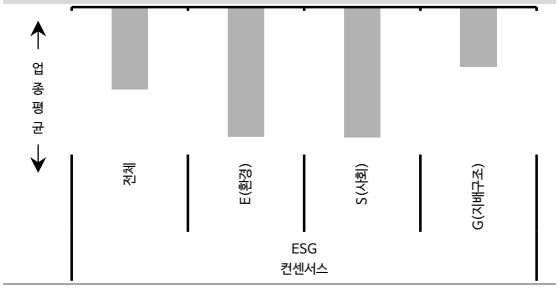
- E: 2023년 'Net Zero 2050' 목표와 전략 수립, '그룹ESG경영협의회' 체계 출범
- S: 상생경영 실천을 위해 사회공헌 및 포용적 금융 활동 전개. 2023년 28.3억원의 사회공헌 투자
- G: 2023 회계연도부터 연결 당기순이익의 50% 이상 주주환원 계획 발표. 2023년 총주주환원율 51.2%

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

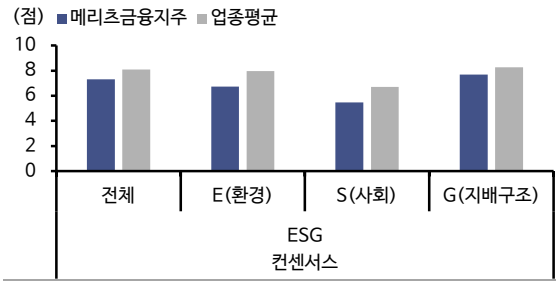
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

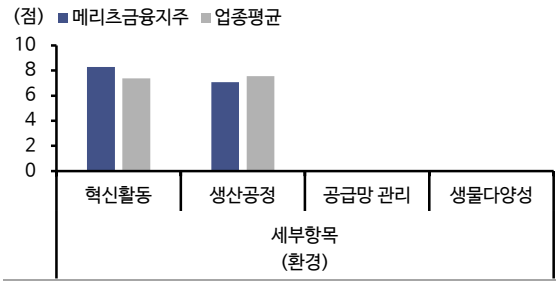
Key Chart

ESG 필라



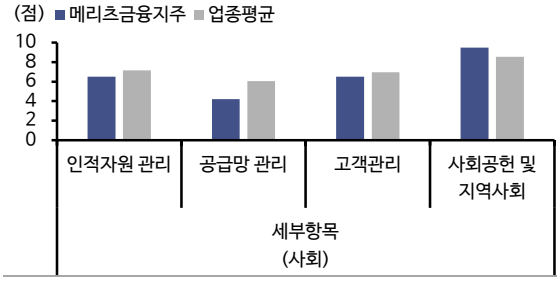
자료: 회사 자료, 신한투자증권

세부항목 - E(환경)



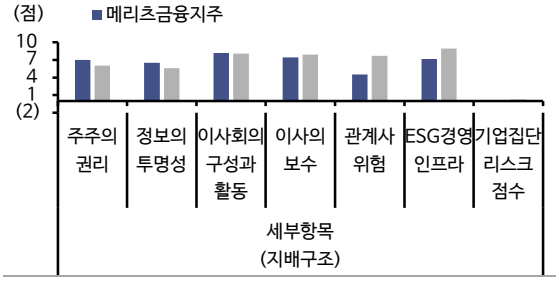
자료: 회사 자료, 신한투자증권

세부항목 - S(사회)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

세부항목 - G(지배구조)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

연결재무상태보고서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	**115,578.2**	**135,458.0**	**143,656.1**	**159,292.9**	**178,817.9**
현금및예치금	4,999.6	9,292.4	7,899.5	9,002.6	10,408.2
유가증권	70,259.4	92,328.0	27,635.0	29,126.9	30,817.4
종속기업및관계기업투자	745.4	4,700.0	4,700.0	4,700.0	4,700.0
대출채권	31,385.0	19,081.1	32,718.6	34,795.0	37,259.2
유형자산	1,273.5	1,025.0	1,235.4	1,246.7	1,261.5
무형자산	95.0	103.4	115.7	128.1	144.3
기타자산	5,441.1	8,928.2	19,692.7	28,436.4	39,441.2
부채총계	**104,648.2**	**124,196.8**	**129,998.6**	**144,640.1**	**163,166.8**
예수부채	13,315.5	16,262.5	6,616.5	7,152.9	7,924.6
당기손익인식금융부채	8,263.3	23,685.1	8,773.8	11,421.1	31,117.0
차입부채	39,593.7	51,613.1	43,740.0	54,724.7	67,808.0
기타금융업부채	24,376.8	41,951.7	31,310.5	33,692.5	55,115.2
기타부채	19,098.9	32,520.5	46,174.3	26,397.7	42,724.7
자본총계	**10,930.0**	**11,261.2**	**13,657.5**	**14,652.8**	**15,651.1**
자본금	113.1	113.1	113.1	113.1	113.1
자본잉여금	124.8	124.8	124.8	124.8	124.8
기타자본	306.7	540.1	540.1	540.1	540.1
기타포괄이익누계액	(132.9)	(695.7)	(695.7)	(695.7)	(695.7)
신종자본증권	892.0	1,002.5	1,002.5	1,002.5	1,002.5
이익잉여금	8,790.7	9,237.9	11,634.2	12,629.5	13,627.8

연결손익보고서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
순영업수익	**3,931.8**	**3,876.7**	**4,146.4**	**4,357.1**	**4,442.3**
증감률	10.3	(1.4)	7.0	5.1	2.0
보험영업손익	864.0	1,186.0	723.0	734.7	795.0
이자손익	2,044.4	2,134.4	2,005.7	2,033.3	2,107.6
수수료손익	496.7	652.3	585.1	734.6	840.2
트레이딩및기타손익	526.7	(96.0)	832.6	854.5	699.5
판관비	**742.9**	**1,004.0**	**1,227.2**	**1,042.6**	**1,158.6**
증감률	17.9	35.1	22.2	(15.0)	11.1
판관비율	18.9	25.9	29.6	23.9	26.1
영업이익	**3,188.9**	**2,872.7**	**2,919.2**	**3,314.5**	**3,283.7**
증감률	8.7	(9.9)	1.6	13.5	(0.9)
영업외손익	(47.7)	288.8	341.0	9.0	50.5
세전이익	3,141.1	3,161.6	3,260.2	3,323.5	3,334.2
법인세비용	807.7	811.4	863.9	855.5	863.2
당기순이익	**2,333.4**	**2,350.1**	**2,396.3**	**2,468.0**	**2,471.0**
증감률	9.8	0.7	2.0	3.0	0.1
순이익률	59.3	60.6	57.8	56.6	55.6
지배주주순이익	**2,306.1**	**2,300.4**	**2,329.5**	**2,368.6**	**2,371.5**
비지배순이익	27.3	49.8	66.8	99.4	99.5

Financial Ratio

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
순영업수익 구성 (%)					
보험영업손익	22.0	30.6	17.4	16.9	17.9
이자손익	52.0	55.1	48.4	46.7	47.4
수수료손익	12.6	16.8	14.1	16.9	18.9
트레이딩및기타손익	13.4	(2.5)	20.1	19.6	15.7
성장률 (%)					
순영업수익 증감률	10.3	(1.4)	7.0	5.1	2.0
총자산 증감률	15.1	12.6	10.5	13.0	14.5
자기자본 증감률	13.2	13.3	1.4	10.1	9.7

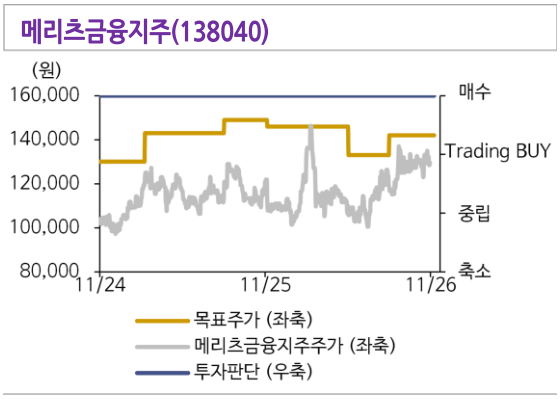
자료: 회사 자료, 신한투자증권
주: K-IFRS 연결 기준

Valuation Indicator

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	12,490	13,746	14,799	16,018	17,146
BPS (원)	54,674	61,684	80,799	92,745	106,369
DPS (원)	1,350	-	2,145	2,343	9,554
PER (배)	8.3	8.7	8.4	7.7	7.2
PBR (배)	1.90	1.93	1.54	1.34	1.17
ROE (%)	23.4	22.5	20.2	17.9	16.7
ROA (%)	2.0	1.7	1.6	1.5	1.3
배당성향 (%)	10.4	-	13.2	13.2	0.5
배당수익률 (%)	1.3	-	1.7	1.9	7.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권
주: K-IFRS 연결 기준

투자의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2024년 08월 16일	매수	130,000	(21.6)	(9.5)
2025년 02월 17일		6개월경과	(8.2)	(8.1)
2025년 02월 20일	매수	143,000	(18.9)	(11.0)
2025년 08월 14일	매수	149,000	(20.3)	(13.4)
2025년 11월 17일	매수	146,000	(22.2)	0.1
2026년 05월 15일	매수	133,000	(15.6)	(5.0)
2026년 08월 13일	매수	142,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 임희연, 이지연)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 상기 회사 메리츠금융지주를 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- 당사는 상기 회사 메리츠금융지주를 기초자산으로 한 주식옵션의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 11월 10일 기준)

매수 (매수)	96.77%	Trading BUY (중립)	0.72%	중립 (중립)	2.51%	축소 (매도)	0.00%