



BUY (Maintain)

목표주가: 150,000 원

주가(8/13): 113,800 원

시가총액: 204,856 억원



보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI	3,224.37pt
시가총액	204,856 억 원
52주 주가동향	최고가 127,200 원 최저가 84,000 원
최고/최저가대비 등락율	-10.53% 35.48%
수익률	절대 상대 1M -6.3% 0.3% 6M -3.3% 23.6% 1Y 35.5% 29.7%

Company Data

발행주식수	190,720 천주
일평균 거래량(3M)	322 천주
외국인 지분율	15.49%
배당수익률(25E)	1.2%
BPS(25E)	67,401 원
주요 주주	조정호 외 10인
	53.28%

(십억원, 배)	2023	2024	2025E
보험순익	877.9	864.0	782.9
이자순익	2,050.5	2,044.4	2,000.1
수수료순익	582.9	496.7	594.0
기타순익	52.6	526.7	425.4
당기순이익	2,125.4	2,333.4	2,365.0
ROE	22.8	22.4	20.6
ROA	2.2	2.2	2.2
EPS	10,039	12,092	12,779
BPS	49,649	56,246	67,401
PER	5.7	8.5	8.9
PBR	1.2	1.8	1.7
DPS	2,360	1,350	1,400
배당수익률 (%)	4.0	1.3	1.2

Price Trend



메리츠금융지주 (138040)

기대치 상회. 기간 조정은 자사주 매입에 오히려 좋아



- 2분기 지배순이익은 1% (YoY) 감소한 7,251 억원, 시장 기대치 9% 상회
- 화재와 증권 모두 강력한 이익 체력 입증
- 최근 증시 상승 기간 동안 주가는 상대적으로 소외되었으나 자사주 매입에 오히려 좋은 환경, 추후 주가에 점진적으로 반영될 것으로 예상

>>> 2Q25 지배순이익 1% (YoY) 감소한 7,251 억원

2025년 2분기 지배주주순이익은 1% (YoY) 감소한 7,251 억원으로 추정치 부합, 시장 기대치는 9% 상회했다. 메리츠화재/메리츠증권의 순이익은 각각 4%/5% (YoY) 증가하며 자회사 모두 양호한 실적을 기록했다.

>>> 늘어난 자산 규모에도 높은 수익성 유지

메리츠화재의 보험순이익은 25% (YoY) 감소했는데, CSM 상각액은 견조했으나 전년 보험금예실차이익이 대규모로 발생하여 기저가 높았던 것과 의료파업 정상화 등의 영향이다. 신계약 CSM은 9% (YoY) 증가한 3,731 억원이었으며 기말 CSM 잔액은 전분기대비 0.7% 증가했다. 자동차보험은 높은 손해율 기조가 이어지면서 적자를 기록했으나 일반보험은 견조한 실적을 기록했다. 투자손익은 77% (YoY) 증가했는데, 보험금용비용 축소와 우호적인 시장 환경 등의 영향인 것으로 판단한다. 2분기말 예상 K-ICS 비율은 전분기와 동일한 239%이다.

메리츠증권의 순영업수익은 13% (YoY) 증가했는데, 수수료손익은 전년 높은 기저와 매매수수료 등 비용 증가의 영향으로 6% (YoY) 감소했으나 이자손익은 자산 증가 및 조달금리 하락 등의 영향으로 34% (YoY) 증가했다. 운용 및 기타 손익은 운용자산 증가 등으로 12% (YoY) 증가했다.

>>> 하루 약 75 억원의 자사주 매입 중, 주가 상승은 시간문제

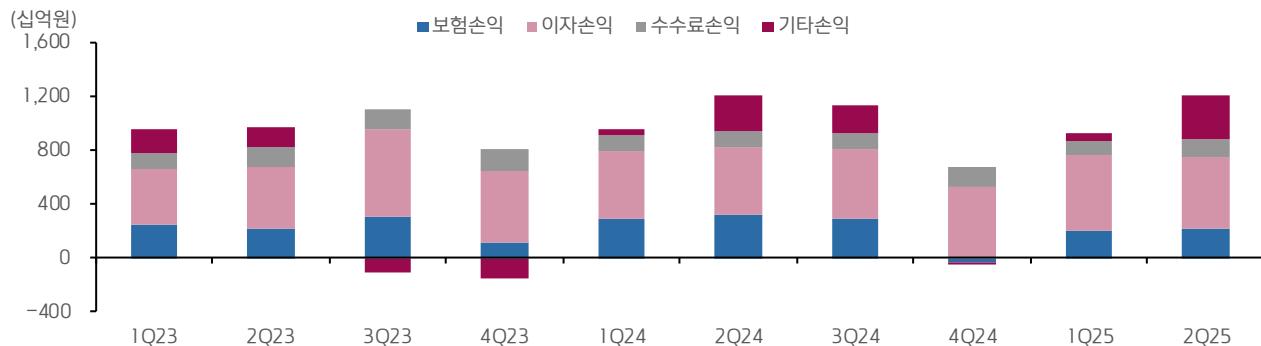
최근 증시가 빠르게 상승하는 동안 상대적으로 부진한 수익률을 기록하고 있으나, 이는 강력한 주주환원 정책을 이전부터 시행해온 바 추가적인 기대감이 적었기 때문이다. 하반기에는 매일 약 75 억원의 자사주를 매입 중이며, 자사주 매입/소각의 수익률이 요구수익률을 상회하고 있음에 따라 당분간 자사주 중심의 주주환원 정책이 이어질 것으로 예상된다. 예상 주주환원수익률은 6% 중반대까지 상승했는데, 견조한 실적을 이어가고 있는 동시에 자사주 매입/소각에 따라 빠른 BPS 증가가 예상되는 바 향후 안정적인 주가 상승을 기대해볼 수 있다는 판단이다.

메리츠금융지주 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
보험손익	288.3	317.9	294.7	(36.8)	205.5	212.9	156.3	135.0	864.0	709.8
(YoY)	15%	45%	-2%	적전	-29%	-33%	-47%	흑전	-2%	-18%
이자손익	506.6	508.5	505.7	523.6	557.8	538.0	507.4	469.7	2,044.4	2,073.0
(YoY)	26%	11%	-23%	-3%	10%	6%	0%	-10%	0%	1%
수수료손익	110.4	110.8	120.0	155.6	107.3	126.1	167.0	158.6	496.7	559.0
(YoY)	-13%	-26%	-15%	-6%	-3%	14%	39%	2%	-15%	13%
기타손익	49.8	271.4	213.7	(8.3)	59.4	322.2	217.7	105.8	526.7	705.1
(YoY)	-72%	93%	흑전	적지	19%	19%	2%	흑전	900%	34%
판매비및관리비	184.3	203.0	232.5	123.1	208.2	249.6	200.9	153.0	742.9	811.7
영업이익	770.8	1,005.6	901.5	511.0	721.7	949.7	823.4	694.9	3,188.9	3,189.8
(YoY)	-4%	32%	11%	-8%	-6%	-6%	-9%	36%	9%	0%
영업외손익	38.4	(18.2)	(41.1)	(26.9)	117.4	49.3	24.7	41.1	(47.7)	232.4
세전이익	809.2	987.4	860.4	484.1	839.1	999.0	848.1	736.1	3,141.1	3,422.2
법인세비용	217.9	251.2	204.4	134.2	218.3	261.4	218.1	193.7	807.7	891.5
당기순이익	591.3	736.2	656.0	349.9	620.8	737.6	630.0	542.3	2,333.4	2,530.7
(YoY)	-2%	28%	13%	-4%	5%	0%	-4%	55%	10%	8%
지배주주순이익	585.8	730.1	649.9	340.2	609.8	725.1	620.2	531.6	2,306.1	2,486.7
(YoY)	11%	27%	13%	-6%	4%	-1%	-5%	56%	13%	8%

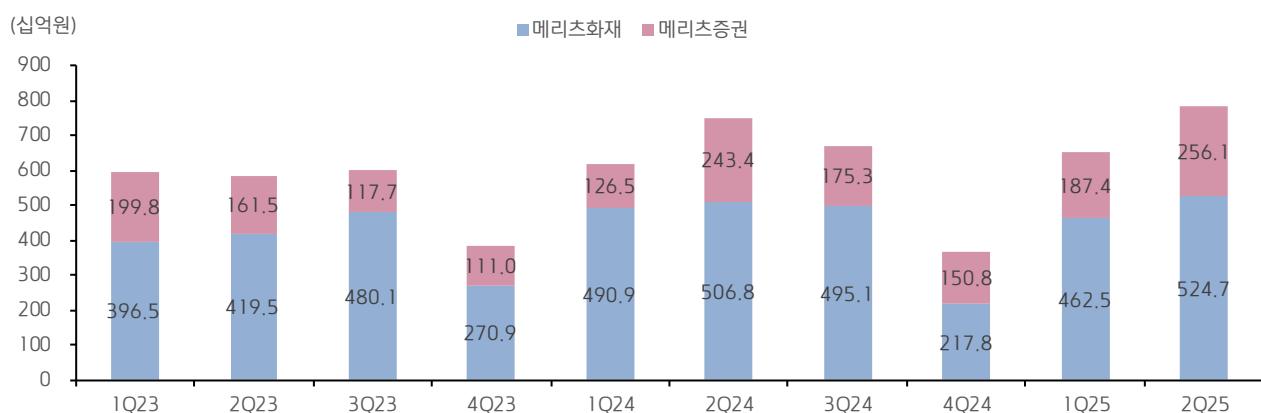
자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠금융지주의 이익 추이



자료: 메리츠금융지주, 키움증권

메리츠금융지주 자회사의 순이익 추이



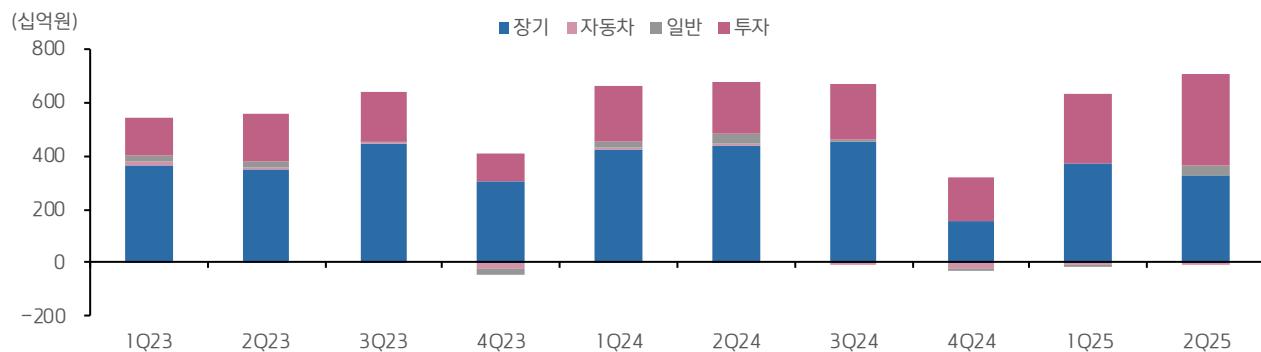
자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠화재 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
보험이익	457.9	483.2	463.2	129.3	359.8	364.4	316.4	293.0	1,533.6	1,333.6
(YoY)	14%	28%	2%	-51%	-21%	-25%	-32%	127%	2%	-13%
일반/VFA	426.5	442.3	451.1	156.7	368.8	330.9	304.1	320.9	1,476.7	1,324.7
CSM 상각	289.0	286.9	281.7	292.5	287.6	286.8	288.9	292.8	1,150.2	1,156.1
RA 해제	40.6	40.0	39.5	37.6	43.0	45.0	45.2	45.2	157.7	178.3
예실차	83.1	157.8	136.3	55.6	28.2	50.7	(4.0)	19.2	432.8	94.1
보험금예실차	65.7	143.8	126.5	96.6	19.8	40.0	(10.0)	56.3	432.6	106.1
사업비예실차	17.4	14.0	9.8	(41.0)	8.4	10.7	6.0	(37.1)	0.2	(12.0)
기타	13.7	(42.4)	(6.5)	(228.9)	9.9	(51.6)	(25.9)	(36.2)	(264.1)	(103.8)
PAA	31.4	40.9	12.0	(27.4)	(8.9)	33.5	12.3	(27.9)	57.0	8.9
자동차보험손익	6.4	7.3	(0.6)	(23.9)	(6.9)	(7.5)	(0.6)	(24.4)	(10.9)	(39.4)
일반보험손익	25.0	33.6	12.6	(3.4)	(2.1)	32.1	12.9	(3.5)	67.9	39.4
투자이익	202.7	193.2	203.9	161.8	262.1	342.7	299.3	298.6	761.6	1,202.6
(YoY)	42%	7%	9%	61%	29%	77%	47%	85%	25%	58%
보험금융손익	(175.2)	(171.1)	(173.8)	(171.2)	(161.8)	(156.8)	(156.7)	(156.7)	(691.3)	(632.0)
투자서비스손익	378.0	364.3	377.7	333.0	423.9	499.5	456.0	455.3	1,452.9	1,834.6
영업이익	660.6	676.4	667.0	291.1	621.9	707.0	615.7	591.6	2,295.2	2,536.2
(YoY)	22%	21%	4%	-20%	-6%	5%	-8%	103%	9%	10%
영업외손익	0.4	0.3	0.5	1.9	2.1	0.4	1.2	1.4	3.2	5.2
세전이익	661.1	676.7	667.6	293.1	624.0	707.5	616.9	593.0	2,298.4	2,541.4
법인세비용	170.2	169.9	172.5	75.3	161.5	182.7	154.2	148.2	587.9	646.7
당기순이익	490.9	506.8	495.1	217.8	462.5	524.7	462.7	444.7	1,710.5	1,894.7
(YoY)	24%	21%	3%	-20%	-6%	4%	-7%	104%	9%	11%

자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠화재의 부문별 이익 추이



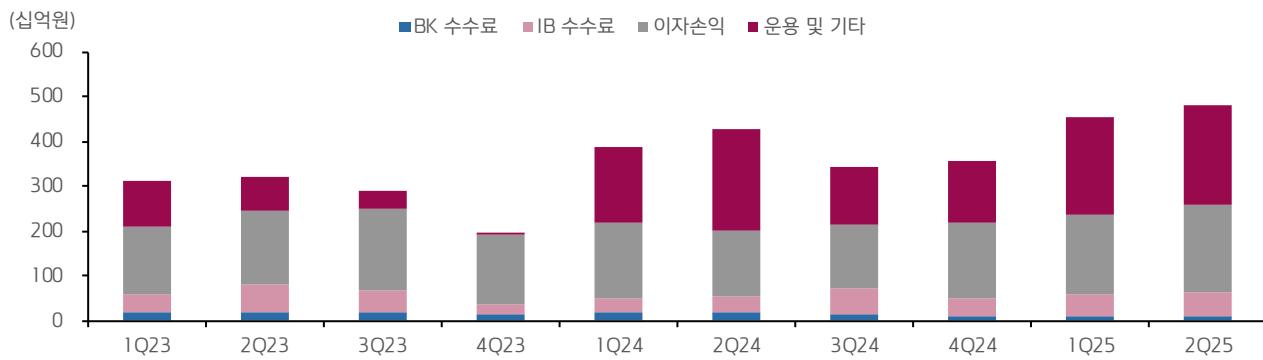
자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠증권 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
순영업수익	388.0	426.1	340.7	355.5	453.4	481.1	456.7	327.3	1,510.3	1,718.3
(YoY)	24%	34%	18%	81%	17%	13%	34%	-8%	35%	14%
수수료순익	112.8	156.0	155.8	131.7	136.8	146.2	143.3	130.5	556.3	556.9
브로커리지	18.5	17.4	14.4	11.1	10.6	10.9	10.7	9.5	61.5	41.8
IB	30.9	35.8	57.4	39.0	45.4	52.6	49.1	41.7	163.2	188.8
기타	63.4	102.7	83.9	81.6	80.9	82.8	83.4	79.2	331.7	326.3
이자손익	166.6	146.1	139.7	170.2	180.2	195.9	189.0	156.6	622.6	721.7
운용 및 기타	108.6	124.0	45.1	53.7	136.3	139.0	124.3	40.2	331.4	439.8
총당금 등	37.0	(16.0)	(38.7)	(13.1)	(14.7)	(14.4)	0.0	0.0	(30.8)	(29.1)
판관비	146.0	171.9	175.8	100.1	171.5	212.6	200.9	153.0	593.8	738.0
인건비	93.3	119.4	120.8	24.8	111.1	150.2	134.9	86.3	358.2	482.4
인건비 외	52.7	52.5	55.1	75.3	60.4	62.4	66.0	66.7	235.6	255.6
영업이익	242.0	254.2	164.8	255.4	281.9	268.5	255.7	174.3	916.5	980.4
(YoY)	30%	78%	10%	83%	16%	6%	55%	-32%	48%	7%
영업외손익	(1.9)	3.7	(0.2)	(116.8)	(1.7)	0.1	(33.5)	(32.2)	(115.1)	(67.4)
세전이익	240.1	257.9	164.7	138.6	280.2	268.6	222.2	142.0	801.4	913.0
법인세비용	40.4	65.9	35.0	29.9	49.5	63.3	52.4	33.5	171.2	198.7
당기순이익	199.8	192.0	129.6	108.7	230.7	205.3	169.8	108.5	630.1	714.3
(YoY)	39%	87%	65%	9%	15%	7%	31%	0%	49%	13%
연결당기순이익	126.5	243.4	175.3	150.8	187.4	256.1	193.6	126.9	696.0	764.0
지배주주순이익	126.5	243.4	175.3	150.8	187.4	256.1	193.6	126.9	696.0	764.0
(YoY)	-37%	51%	49%	36%	48%	5%	10%	-16%	18%	10%

자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

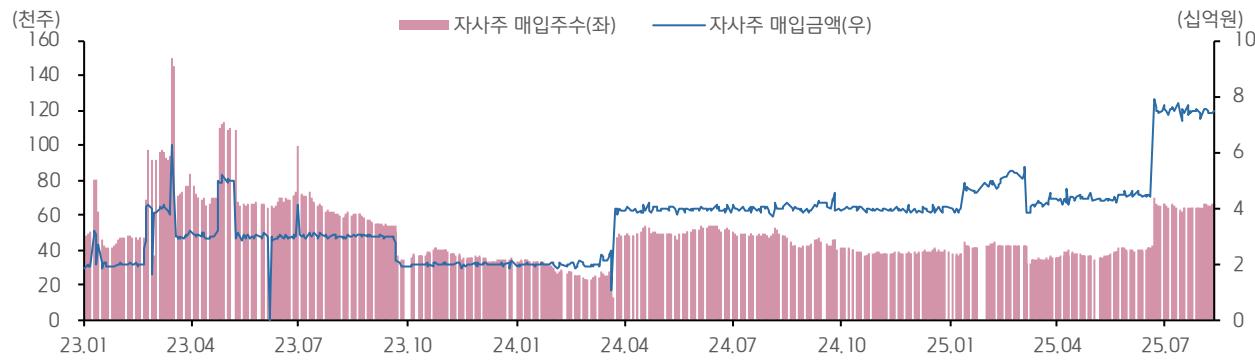
메리츠증권의 부문별 순영업수익 구성



주: Factsheet 기준으로 IR 자료와 계정 분류가 다를 수 있음

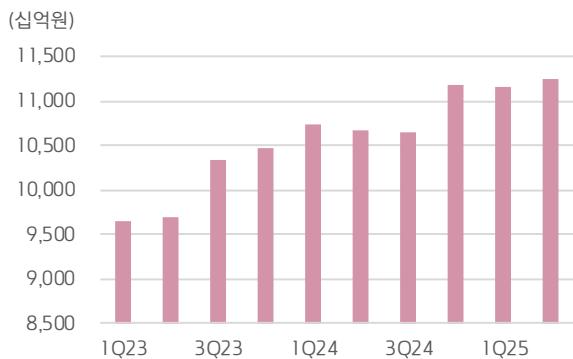
자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠금융지주의 일간 자기주식 매입 추이



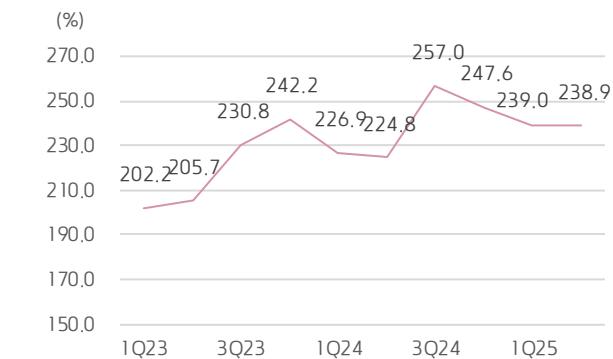
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

메리츠화재 CSM 기말 잔액 추이



자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

메리츠화재 K-ICS 비율 추이



자료: 메리츠금융지주, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

	(단위: 십억원)				
12 월 결산	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
보험손익		877.9	864.0	709.8	745.5
보험수익		8,734.1	9,032.5	9,437.9	9,404.9
보험비용		7,856.2	8,168.5	8,728.2	8,659.4
이자손익		2,050.5	2,044.4	2,073.0	1,928.7
이자수익		3,903.9	4,021.7	4,212.4	4,206.9
이자비용		1,853.4	1,977.3	2,139.4	2,278.2
수수료손익		582.9	496.7	559.0	641.5
수수료수익		679.5	598.1	697.5	754.8
수수료비용		96.6	101.3	138.6	113.3
기타손익		52.6	526.7	705.1	949.3
기타수익		45,241	32,922	23,285	24,268
기타비용		45,188	32,396	22,580	23,319
판매비및관리비		630.3	742.9	811.7	795.1
영업이익		2,933.5	3,188.9	3,189.8	3,387.1
영업외손익		(89.6)	(47.7)	232.4	189.3
세전이익		2,843.9	3,141.1	3,422.2	3,576.4
법인세비용		719.2	807.7	891.5	927.2
당기순이익		2,125.4	2,333.4	2,530.7	2,649.2
지배주주순이익		2,041.7	2,306.1	2,486.7	2,605.7
[メリ츠화재]					
CSM Movement					
기시	9,638	10,469	11,188	11,593	
신계약	381	324	355	359	
이자부리	82	84	92	97	
상각	285	292	293	307	
조정	47	(431)	(38)	16	
기말	10,469	11,188	11,593	12,083	
CSM 증감 (YoY, %)	9	7	4	4	
순증액	831	719	405	491	
K-ICS 비율					
지급여력금액	12,950	13,495	13,785	15,435	
지급여력기준금액	5,346	5,450	6,119	6,367	
[メリ츠증권]					
신 NCR	1,723	1,759	1,796	1,831	
구 NCR	197	201	205	209	

재무상태표

	(단위: 십억원)				
12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
현금및예치금		4,928	5,000	5,803	6,008
FVPL 금융자산		45,835	50,936	52,015	52,290
파생금융자산		1,076	1,999	2,292	2,366
FVOCI 금융자산		27,918	31,652	32,475	32,685
AC 금융자산		14,634	16,720	17,630	17,863
관계(공동)기업투자		1,012	745	1,005	1,072
유형자산		802	994	1,032	1,042
투자부동산		690	770	753	749
무형자산		102	95	96	96
리스자산		1,638	1,829	1,914	1,936
이연법인세자산		14	243	283	294
당기법인세자산		133	3	3	3
보험계약자산		11	13	13	13
재보험계약자산		951	967	1,015	1,028
기타자산		2,489	3,611	5,996	6,604
매각예정비유동자산		1	1	1	1
자산총계	102,236	115,578	122,768	124,880	
보험계약부채		21,576	24,376	25,842	26,216
재보험계약부채		1	0	0	0
예수부채		11,423	13,316	14,128	14,336
FVPL 금융부채		19,862	20,178	20,270	20,294
파생금융부채		1,277	1,189	1,271	1,292
차입부채		32,968	39,594	41,123	41,513
순환정금여부채		0	0	1	1
충당부채		47	44	48	49
이연법인세부채		371	281	286	287
당기법인세부채		205	457	349	322
기타부채		4,409	5,212	7,748	8,395
매각예정부채		0	0	0	0
부채총계	92,139	104,648	111,067	112,704	
자본금		113	113	113	113
신종자본증권		593	892	973	973
자본잉여금		125	125	125	125
자본조정		587	307	760	760
기타포괄손익누계액		553	(133)	(699)	(734)
이익잉여금		7,611	8,791	9,207	9,601
비지배지분		515	836	1,222	1,339
자본총계	10,097	10,930	11,701	12,176	

투자지표 (I)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
운용자산 비중 (%)					
FVPL	45	42	42	41	
FVOCI	27	28	27	27	
AC	14	14	14	14	
현금및예금	5	4	4	4	
부동산	1	1	1	1	
주요비율 (%. 배)					
ROA	2.2	2.2	2.3	2.4	
ROE	22.8	22.4	22.0	21.1	
P/E	5.7	8.5	8.1	7.4	
P/B	1.19	1.85	1.66	1.52	

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표 (II)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주주환원지표					
DPS (원)		2,360	1,350	1,400	1,450
증가율(YoY, %)		2,148	(43)	4	4
배당성향 (%)		22	11	10	9
배당수익률 (%)		4.0	1.3	1.2	1.3
현금배당액 (십억원)		448.3	242.7	238.2	233.5
자기주식수 (천주)		13,469	10,953	10,869	10,260
발행주식수 (천주)		203,372	190,720	180,998	171,276
자기주식 비중 (%)		7	6	6	6
자기주식 소각액 (십억원)		300	640	1,100	1,200
총주주환원율 (%)		53%	48%	53%	51%

Compliance Notice

- 당사는 8월 13일 현재 '메리츠금융지주(138040)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

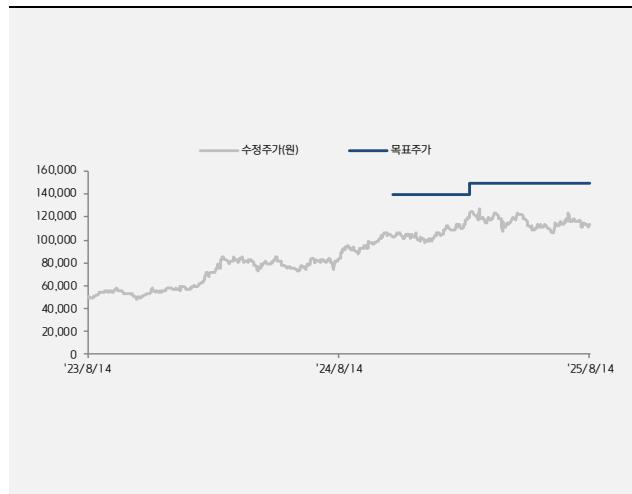
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점		과리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
메리츠금융지주 (138040)	2024-10-30	Buy(initiate)	140,000 원	6개월	-25.68	-24.43	
	2024-11-14	Buy(Maintain)	140,000 원	6개월	-25.96	-24.43	
	2024-11-19	Buy(Maintain)	140,000 원	6개월	-25.16	-18.43	
	2025-02-20	Buy(Maintain)	150,000 원	6개월	-18.78	-15.20	
	2025-03-12	Buy(Maintain)	150,000 원	6개월	-20.82	-15.20	
	2025-05-15	Buy(Maintain)	150,000 원	6개월	-22.70	-15.20	
	2025-08-14	Buy(Maintain)	150,000 원	6개월			

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/07/01~2025/06/30)

매수	중립	매도
96.48%	3.52%	0.00%