지속적인 환원에 대한 기대

주주환원 정책 개선 가능성 점검

Top pick: 메리츠금융지주

03
- 2025 -

[월간 리서치] 보험

# 자사주 매입의 중요성

정태준, CFA taejoon.jeong@miraeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

CONTENTS

I. Investment Summary 3
메리츠금융지주 최선호주 유지 3

II. 지속적인 환원에 대한 기대 4
메리츠금융지주 최선호주 유지 4
기보유 자사주 소각은 일회성 5
자사주 매입은 주당순이익 개선 요소 6

III. 주주환원 정책 개선 가능성 점검 7
DB손해보험의 새로운 주주환원 정책 7
해약환급금 준비금 전입액 전망 8

IV. Monthly review 9
새로운 자사주 매입에 대비할 필요 9
Valuation table 10

# I. Investment Summary

## 메리츠금융지주 최선호주 유지

메리츠금융지주는 보험업 내에서 유일하게 소각 목적의 자사주 매입 정책을 지속하고 있다. 물론 과거 타 보험사들도 한 번씩 자사주를 매입한 적은 있으나, 동사를 제외하고는 그 누구도 소각할 계획 없이 보유하기만 했다. 동사의 이런 차별성은 즉각 가파른 주가 상승으로 이어졌고, 은행들이 환원을 크게 늘리기 전까지는 금융업 내에서 독주가 이어졌다.

동사는 12개월 선행 P/E 10배에 도달할 때까지 매일 자사주를 매입할 계획이며, 이에 대해 투자자들에게 투명하게 설명하고 있다. 이익이 증가함에 따라 일간 매입 금액도 증가하고 있으며, 최근에는 연말에 지급하던 현금 배당 대신 자사주를 더 매입하기로 결정하면서 주주환원율이 60%까지 치솟기도 했다. 보험업 최선호주로 유지한다.

한편 3차 상법개정안이 시행을 앞두고 있는 상황인만큼, 최근 증시의 관심은 기보유 자사주 소각에 쏠려있다. 기보유 자사주 소각은 대주주가 사익을 위해 기보유 자사주를 악용할 수 있는 우려를 소멸시킨다는 점에서 분명 긍정적인 효과를 기대할 수 있는 조치이다. 다만 가지고 있는 자사주를 소각하는 것인만큼, 전부 소각한 후에는 추가로 소각할 것이 없다. 이는 곧 지속적인 환원을 기대할 수 없다는 것을 의미한다.

더욱이 기보유 자사주는 이미 과거에 자사주를 매입하는 시점에서 유통주식 수가 줄어들어 EPS가 개선되었기 때문에, 이를 소각한다고 해서 EPS가 추가로 개선되지는 않는다. EPS는 유통주식 수를 기준으로 산출하고, 시가총액은 발행주식 수를 기준으로 산출한다. 자사주 매입은 유통주식 수를 감소시켜 EPS 개선으로, 기보유 자사주 소각은 발행주식 수를 감소시켜 시가총액 감소로 이어진다.

따라서 동사의 지속적인 자사주 매입은 타사대비 높은 EPS 성장률을 지속해나갈 수 있는 원동력이 된다. 물론 1) 타사보다 보수적인 회계 처리를 통해 업계 전반을 휩쓸었던 대규모 CSM 조정에서 매번 피해갈 수 있었던 점과 2) 증권 및 캐피탈 자회사의 실적 정상화 등도 이익 성장에 기여했지만, 여기에 자사주 매입이 더해졌기에 이익 성장률을 압도하는 EPS 성장률이 나타난 것이다.

보험주는 공통적으로 2월 3주차까지 강세를 보이다 3월 1주차까지는 약세를, 이후에는 개별 이슈에 따라 움직이는 모습을 보이고 있다. 메리츠금융지주 주가는 2월 11일 연간 실적 발표에서 오는 3월 26일 주주총회 전까지 자사주 매입 2,000억원을 공시하고 급등했으나, 이후 보험업 전반에 걸친 하락을 맞은 이후 11만원대를 유지하고 있다.

그러나 이제 주주총회 시점이 임박한만큼, 이제 새로운 자사주 매입 공시에 대비할 필요가 있다고 판단한다. 동사는 과거 신규 자사주 매입 발표 시점마다 강세를 보인 바 있으며, 이번에도 유사한 흐름이 나타날 것으로 예상하기 때문이다. 현재 가격에서는 적극적인 매수가 유효하다고 판단한다.

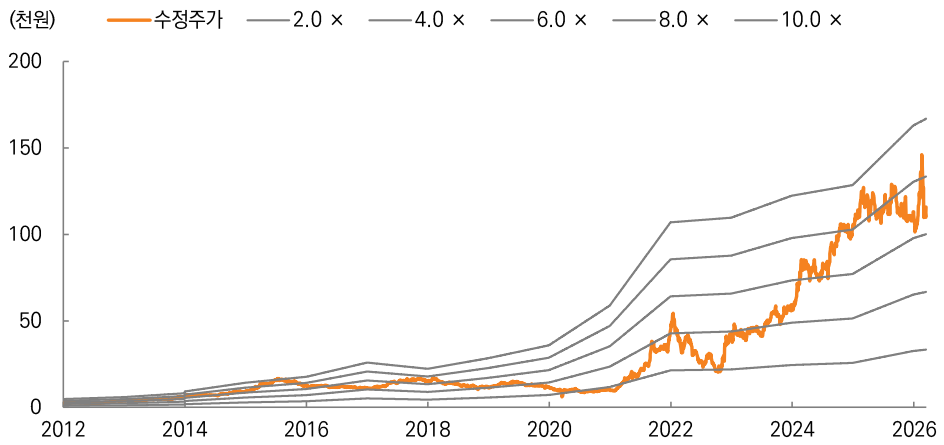
# II. 지속적인 환원에 대한 기대

## 메리츠금융지주 최선호주 유지

메리츠금융지주는 보험업 내에서 유일하게 소각 목적의 자사주 매입 정책을 지속하고 있다. 물론 과거 타 보험사들도 한 번씩 자사주를 매입한 적은 있으나, 동사를 제외하고는 그 누구도 소각할 계획 없이 보유하기만 했다. 동사의 이런 차별성은 즉각 가파른 주가 상승으로 이어졌고, 은행들이 환원을 크게 늘리기 전까지는 금융업 내에서 독주가 이어졌다.

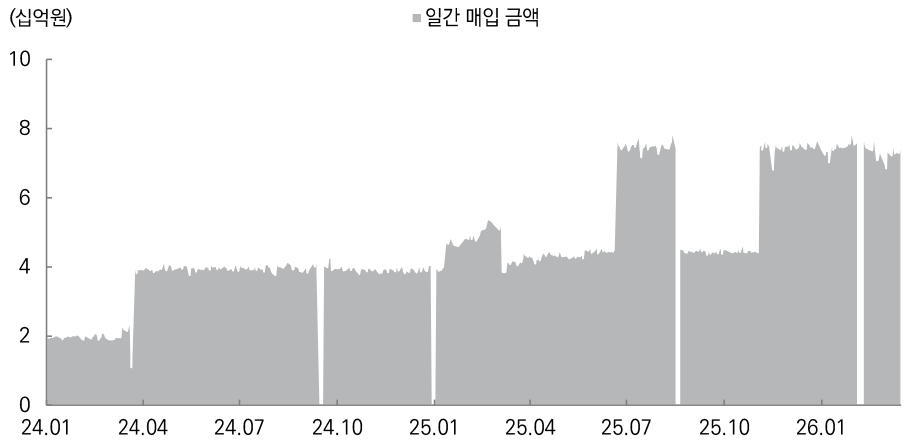
동사는 12개월 선행 P/E 10배에 도달할 때까지 매일 자사주를 매입할 계획이며, 이에 대해 투자자들에게 투명하게 설명하고 있다. 이익이 증가함에 따라 일간 매입 금액도 증가하고 있으며, 최근에는 연말에 지급하던 현금 배당 대신 자사주를 더 매입하기로 결정하면서 주주환원율이 60%까지 치솟기도 했다. 보험업 최선호주로 유지한다.

**그림 1. 메리츠금융지주 12개월 선행 P/E 밴드**




자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 2. 메리츠금융지주 자사주 매입 금액**



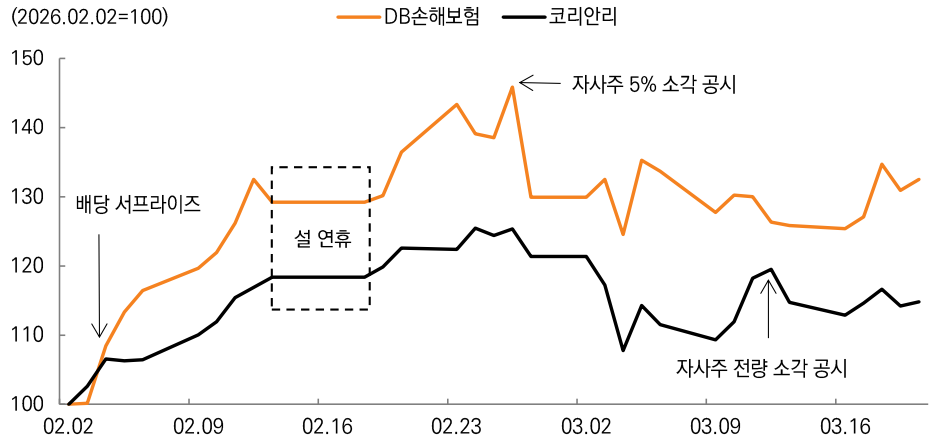

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 기보유 자사주 소각은 일회성

한편 3차 상법개정안이 시행을 앞두고 있는 상황인만큼, 최근 증시의 관심은 기보유 자사주 소각에 쏠려있다. 기보유 자사주 소각은 대주주가 사익을 위해 기보유 자사주를 악용할 수 있는 우려를 소멸시킨다는 점에서 분명 긍정적인 효과를 기대할 수 있는 조치이다. 다만 가지고 있는 자사주를 소각하는 것인만큼, 전부 소각한 후에는 추가로 소각할 것이 없다. 이는 곧 지속적인 환원을 기대할 수 없다는 것을 의미한다.

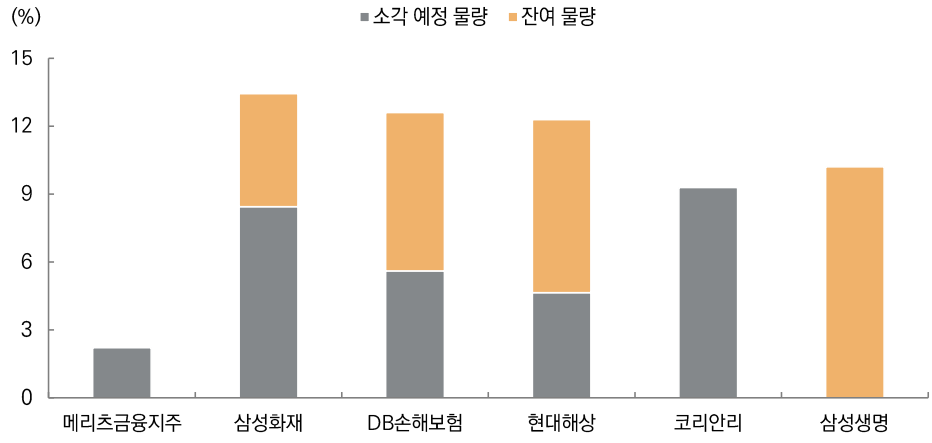
실제로 최근 자사주 소각을 발표한 DB손해보험과 코리안리는 소각 전까지 주가가 강세를 보이다가 소각 후에는 약세로 전환하는 모습을 보이고 있다. 심지어 DB손해보험은 전량 소각이 아니었기 때문에 추가로 소각할 자사주가 남아있음에도 불구하고, 주가는 일단 소각 기대감이 발생하기 전 수준까지 급락했다. 물론 메리츠금융지주도 자사주 매입 금액을 발표한 직후 급등하고 이후 다시 하락하는 모습을 반복하고 있지만, 앞으로도 신규 매입이 지속될 것이라는 점에서는 구조적으로 차이가 있다.

**그림 3. DB손해보험 vs. 코리안리 주가 추이**




자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 4. 보험사별 자사주 보유 현황**



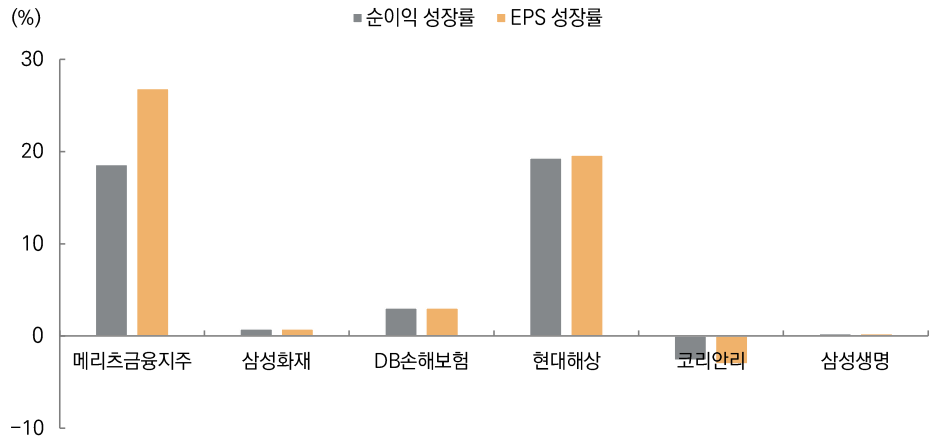

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 자사주 매입은 주당순이익 개선 요소

더욱이 기보유 자사주는 이미 과거에 자사주를 매입하는 시점에서 유통주식 수가 줄어들어 EPS가 개선되었기 때문에, 이를 소각한다고 해서 EPS가 추가로 개선되지는 않는다. EPS는 유통주식 수를 기준으로 산출하고, 시가총액은 발행주식 수를 기준으로 산출한다. 자사주 매입은 유통주식 수를 감소시켜 EPS 개선으로, 기보유 자사주 소각은 발행주식 수를 감소시켜 시가총액 감소로 이어진다.

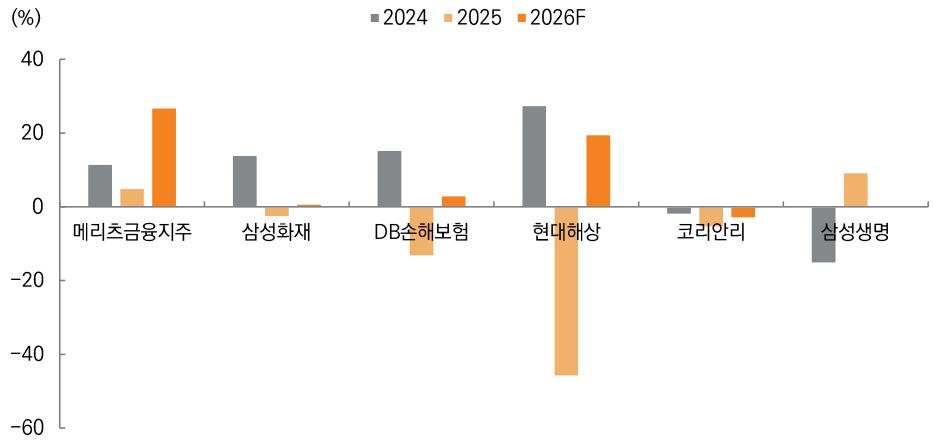
따라서 메리츠금융지주의 지속적인 자사주 매입은 타사대비 높은 EPS 성장률을 지속해나갈 수 있는 원동력이 된다. 물론 1) 타사보다 보수적인 회계 처리를 통해 업계 전반을 휩쓸었던 대규모 CSM 조정에서 매번 피해갈 수 있었던 점과 2) 증권 및 캐피탈 자회사의 실적 정상화 등도 이익 성장에 기여했지만, 여기에 자사주 매입이 더해졌기에 이익 성장률을 압도하는 EPS 성장률이 나타난 것이다.

**그림 5. 보험사별 2026F 순이익 vs. EPS 성장률**




자료: 미래에셋증권 리서치센터

**그림 6. 보험사별 EPS 성장률**




자료: 미래에셋증권 리서치센터

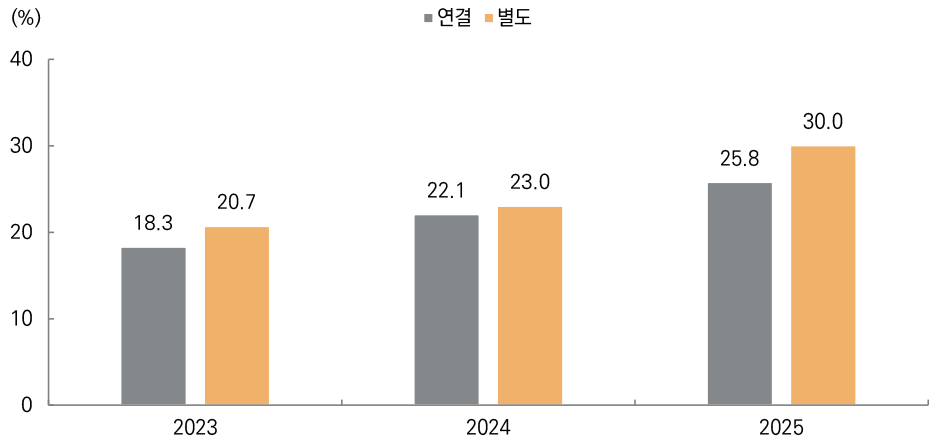
# III. 주주환원 정책 개선 가능성 점검

## DB손해보험의 새로운 주주환원 정책

물론 타사라고 해서 주주환원 정책이 개선되지 않는 것은 아니다. 특히 DB손해보험은 2025년에 배당성향을 전향적으로 상향시켜 주가가 크게 상승했고, 연중 Fortegra 인수가 마무리된 후에는 연결 손익 기준의 주주환원 정책을 새로 발표할 계획이다.

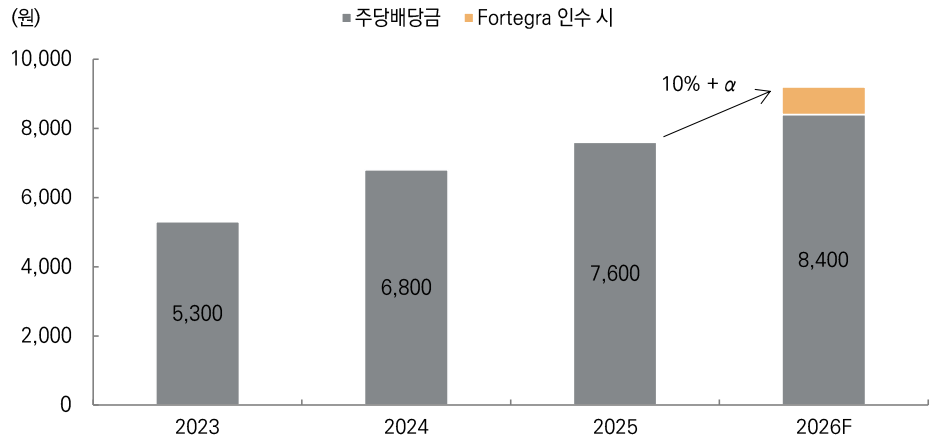
당사는 동사가 2025년부터 배당소득 분리과세 요건을 충족한만큼 2026년 주당배당금으로는 전년대비 10% 이상 증가한 8,400원을 전망했지만, Fortegra 인수로 연결 이익이 증가할 경우 주당배당금의 추가 상향도 충분히 가능할 것으로 예상한다.

**그림 7. DB손해보험 연결 vs. 별도 배당성향**




자료: 미래에셋증권 리서치센터

**그림 8. DB손해보험 주당배당금 전망**



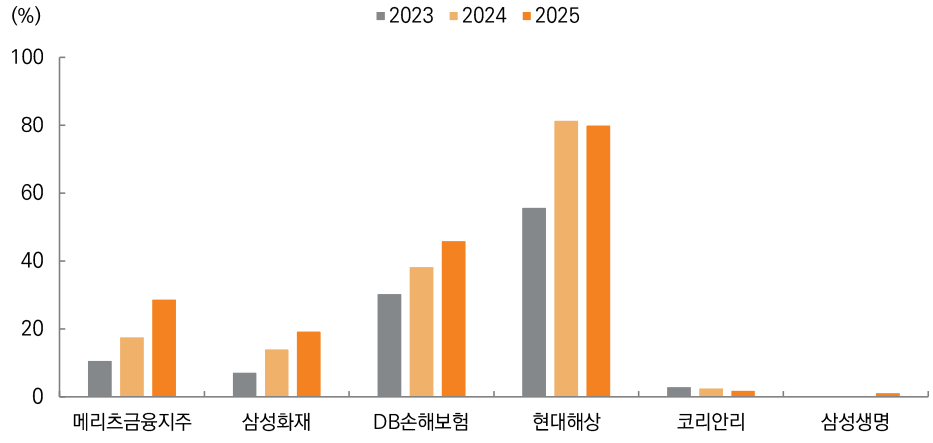

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 해약환급금 준비금 전입액 전망

해약환급금 준비금 제도는 현행 정책이 유지될 것으로 예상한다. 시장에서는 K-ICS비율이 일정 기준을 상회하는 보험사에 대한 적립비율 완화가 현행 80%에서 더 낮아지기를 기대하고 있으나, 이는 해약환급금 준비금 제도의 취지인 금융소비자 보호에 배치되는 내용이라고 판단하기 때문이다. 해약환급금 준비금은 시가부채가 원가부채에 미달하는 문제에 대응하기 위해 부족분만큼을 배당재원에서 제외하는 것인만큼, 배당재원 확보를 위해 적립비율을 낮추는 것은 유사 시 대규모 원가부채를 상환해야하는 상황에서 문제가 될 수 있다.

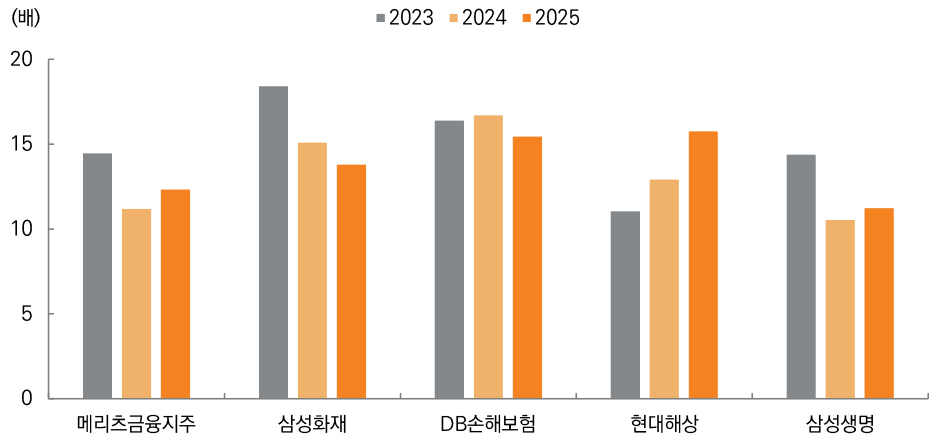
이를 극복하기 위한 방법은 원가부채에서 발생하는 이익을 해약환급금 준비금 전입액보다 늘리는 것, 즉 계약의 수익성을 개선시키는 것뿐이다. 물론 이미 누적된 배당가능손실이 상당하기 때문에 적립비율을 낮추는 것보다 시간이 오래걸리는 작업이기는 하지만, 장기적인 수익성 개선과 자본적정성 확보를 위해서는 필수적인 전략이다.

**그림 9. 보험사별 자본 내 해약환급금 준비금 비중**




주: 2025년 기준, 자료: 미래에셋증권 리서치센터

**그림 10. 보험사별 CSM 배수**




자료: 미래에셋증권 리서치센터

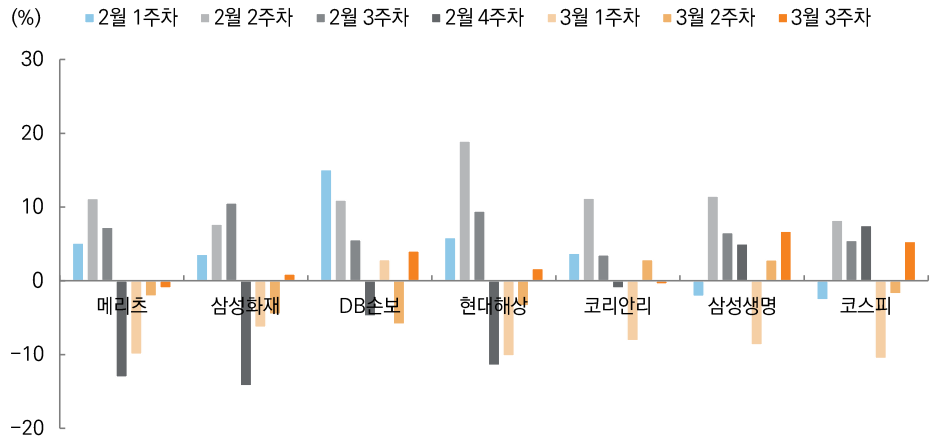
# IV. Monthly review

## 새로운 자사주 매입에 대비할 필요

보험주는 공통적으로 2월 3주차까지 강세를 보이다 3월 1주차까지는 약세를, 이후에는 개별 이슈에 따라 움직이는 모습을 보이고 있다. 메리츠금융지주 주가는 2월 11일 연간 실적 발표에서 오는 3월 26일 주주총회 전까지 자사주 매입 2,000억원을 공시하고 급등했으나, 이후 보험업 전반에 걸친 하락을 맞은 이후 11만원대를 유지하고 있다.

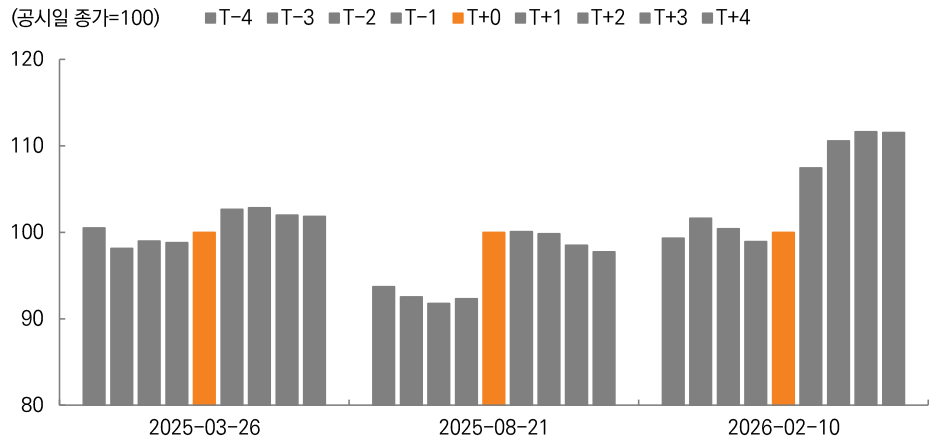
그러나 이제 주주총회 시점이 임박한만큼, 이제 새로운 자사주 매입 공시에 대비할 필요가 있다고 판단한다. 동사는 과거 신규 자사주 매입 발표 시점마다 강세를 보인 바 있으며, 이번에도 유사한 흐름이 나타날 것으로 예상하기 때문이다. 현재 가격에서는 적극적인 매수가 유효하다고 판단한다.

**그림 11. 주간 주가수익률**




자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 12. 메리츠금융지주 자사주 매입 공시 전후 수익률**




자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

## Valuation table

**표 1. 보험업 valuation table** (원, %, 배)

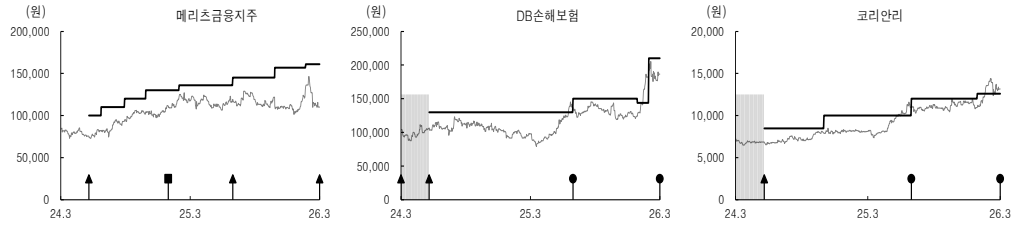
| | 메리츠금융지주 | 삼성화재 | DB손해보험 | 현대해상 | 코리안리 | 삼성생명 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| P/E | | | | | | |
| 2025 | 8.8 | 10.5 | 5.1 | 4.4 | 7.4 | 12.3 |
| 2026F | 6.7 | 9.9 | 7.1 | 3.7 | 8.7 | 18.0 |
| 2027F | 6.1 | 9.6 | 6.9 | 3.1 | 9.0 | 17.8 |
| P/B | | | | | | |
| 2025 | 1.91 | 0.99 | 0.81 | 0.49 | 0.56 | 0.45 |
| 2026F | 1.54 | 0.88 | 1.04 | 0.44 | 0.60 | 0.67 |
| 2027F | 1.29 | 0.82 | 0.94 | 0.39 | 0.58 | 0.67 |
| ROE | | | | | | |
| 2025 | 22.5 | 11.0 | 16.8 | 11.4 | 8.9 | 4.9 |
| 2026F | 25.0 | 9.2 | 15.2 | 12.8 | 8.2 | 3.7 |
| 2027F | 23.2 | 8.9 | 14.3 | 13.6 | 7.6 | 3.7 |
| ROA | | | | | | |
| 2025 | 1.83 | 2.20 | 2.73 | 1.15 | 2.35 | 0.69 |
| 2026F | 2.00 | 2.07 | 2.61 | 1.32 | 2.18 | 0.66 |
| 2027F | 2.01 | 2.07 | 2.60 | 1.54 | 2.09 | 0.66 |
| 배당수익률 | | | | | | |
| 2025 | 0.0 | 3.9 | 5.8 | 0.0 | 4.9 | 3.4 |
| 2026F | 0.0 | 4.4 | 4.5 | 0.0 | 4.8 | 2.5 |
| 2027F | 0.0 | 4.8 | 5.0 | 0.0 | 5.3 | 2.6 |
| 배당성향 | | | | | | |
| 2025 | 0.0 | 38.5 | 30.0 | 0.0 | 31.8 | 41.3 |
| 2026F | 0.0 | 41.1 | 32.2 | 0.0 | 36.1 | 45.1 |
| 2027F | 0.0 | 43.4 | 34.5 | 0.0 | 41.1 | 47.0 |
| 주주환원수익률 | | | | | | |
| 2025 | 7.7 | 6.4 | 8.0 | 0.0 | 4.9 | 3.4 |
| 2026F | 8.9 | 7.0 | 4.5 | 0.0 | 4.8 | 2.5 |
| 2027F | 9.7 | 7.4 | 5.0 | 0.0 | 5.3 | 2.6 |
| 주주환원율 | | | | | | |
| 2025 | 63.2 | 62.6 | 41.4 | 0.0 | 31.8 | 41.3 |
| 2026F | 55.0 | 65.1 | 32.2 | 0.0 | 36.1 | 45.1 |
| 2027F | 53.7 | 66.5 | 34.5 | 0.0 | 41.1 | 47.0 |

주: 보통주, 자사주 소각 기준
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

| 제시일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%) | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 메리츠금융지주 (138040) | | | | |
| 2026.02.12 | 매수 | 161,000 | - | - |
| 2025.11.17 | 매수 | 157,000 | -29.63 | -16.43 |
| 2025.07.21 | 매수 | 145,000 | -18.67 | -11.03 |
| 2025.02.20 | Trading Buy | 136,000 | -14.58 | -6.47 |
| 2025.01.20 | Trading Buy | 130,000 | -18.21 | -8.08 |
| 2024.11.18 | 매수 | 130,000 | -20.56 | -14.00 |
| 2024.09.19 | 매수 | 120,000 | -15.31 | -11.58 |
| 2024.07.15 | 매수 | 110,000 | -21.38 | -13.36 |
| 2024.06.10 | 매수 | 100,000 | -22.03 | -16.60 |
| DB손해보험 (005830) | | | | |
| 2026.02.20 | 중립 | 210,000 | - | - |
| 2026.01.19 | 중립 | 144,000 | 5.22 | 29.65 |
| 2025.07.21 | 중립 | 150,000 | -12.88 | -3.00 |
| 2025.06.10 | 1년 경과 이후 | 130,000 | -3.04 | 11.85 |
| 2024.06.10 | 매수 | 130,000 | -20.78 | -5.23 |
| 2023.03.30 | 분석 대상 제외 | | - | - |
| 코리안리 (003690) | | | | |
| 2026.01.19 | 중립 | 12,600 | - | - |
| 2025.07.21 | 중립 | 12,000 | -7.54 | 0.17 |
| 2024.11.22 | 매수 | 10,000 | -13.86 | 16.00 |
| 2024.06.10 | 매수 | 8,487 | -15.06 | -4.21 |

* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함




## 투자의견 분류 및 적용기준

| 기업 | | 산업 | |
|---|---|---|---|
| 매수 | : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상 | 비중확대 | : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 |
| 중립 | : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 | 중립 | : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준 |
| 매도 | : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상 | 비중축소 | : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화 |

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

## 투자의견 비율

| 매수(매수) | Trading Buy(매수) | 중립(중립) | 매도 |
|---|---|---|---|
| 79.76% | 1.19% | 19.05% | 0% |

* 2025년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.