확연히 꺾이는 성장세

1분기 실적 전망

Top pick: 메리츠금융지주

04
- 2026 -

[월간 리서치] 보험

# 하락 사이클 지속

정태준, CFA taejoon.jeong@miraeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

CONTENTS

I. Investment Summary 3
메리츠금융지주 최선호주 유지 3

II. 확연히 꺾이는 성장세 4
신계약이 부진하다 4
보수적 가정의 중요성 5
손해율 실무 표준안이 온다 6

III. 1분기 실적 전망 7
전년동기와 유사한 이익 예상 7
자동차보험료 추가 인하 9

IV. Monthly review 10
부진한 주가 지속 10
Valuation table 11

# I. Investment Summary

## 메리츠금융지주 최선호주 유지

1분기에는 업계 전반에 걸친 신계약 부진 우려가 두드러질 전망이다. 특히 메리츠금융지주를 제외한 손해보험사들에서 신계약 감소가 크게 나타날 것으로 예상하는데, 이는 IFRS17 도입 이후 매년 반복된 대규모 CSM 조정과, 그에 따른 보험료 인상에 기인한다.

보험료 인상은 물론 CSM 배수를 상향시키는 요인이지만, 보험은 기본적으로 가격 탄력성이 강하기 때문에 판매 하락의 영향이 배수 상향을 압도할 것으로 예상한다. 결국 이는 신계약 CSM 감소와, 더 나아가서는 CSM 잔액 감소로 이어질 전망이다. **보수적인 가정으로 이런 우려에서 가장 자유로운 메리츠금융지주가 그나마 신계약 CSM을 방어해나갈 것으로 예상**한다.

신계약 CSM 감소가 CSM 잔액 감소까지 이어질 것으로 판단하는 것은 대규모 CSM 조정이 지속적으로 반복될 가능성이 있기 때문이다. 이는 보험사의 자율성을 용인한 IFRS17의 구조적인 문제로, 보험사들이 주요한 계리적 가정을 어떻게 수립하는가에 따라 보험부채의 시가가 크게 변동한다는 점에 기인한다. 결국 이는 보험사 간의 비교를 어렵게 할 뿐만 아니라, 보험사 자체의 과거와 미래 데이터를 비교하기도 어렵게 한다는 문제가 있다.

이를 보정하기 위해 당국에서는 문제가 되는 계리적 가정의 기준들을 하나씩 통일시키고 있지만, 결국 기준점은 가장 보수적인 가정으로 가자는 것이기 때문에 업계 전반에 걸쳐 대규모 CSM 조정이 반복되고 있는 것이다. 그리고 대부분의 '가장 보수적인 가정'은 메리츠금융지주의 가정이었다. 타사들이 연말마다 대규모 CSM 조정을 인식할 때 동사만 영향이 제한적이었던 것도 이 때문이다.

올해 역시 연말에 대규모 CSM 조정이 발생할 전망이다. 당국이 신규 담보에 대한 손해율 가정치를 일괄 상향시키는 손해율 실무 표준안을 도입할 예정이기 때문이다. IFRS17 도입 이후 보험업계 전반에 걸쳐 CSM 극대화를 위해 신규 담보 상품을 대거 출시했기 때문에, 위 제도의 영향 역시 간과하지 못할 수준일 것으로 예상한다. 특히 기존에 예상손해율과 실제손해율의 괴리가 큰 모습을 보여왔던 보험사일수록 CSM 조정 폭이 클 전망이다.

당사는 손해율 실무 표준안의 영향 역시 메리츠금융지주가 가장 적게 받을 것으로 예상한다. 1) 언제나 예상손해율을 더 높게 잡는 보수적인 가정으로 타사와 달리 CSM 조정에서 훨씬 자유로운 모습을 보여왔고 2) 미래의 장기손해율 가정 역시 가장 보수적으로 되어있기 때문이다. 이는 곧 동사는 **올해도 1) 대규모 CSM 조정과 보험료 인상이 필요하지 않고 2) 따라서 타사와 달리 보험료 인상 없는 점유율 확대가 가능하다는 점을 시사**한다.

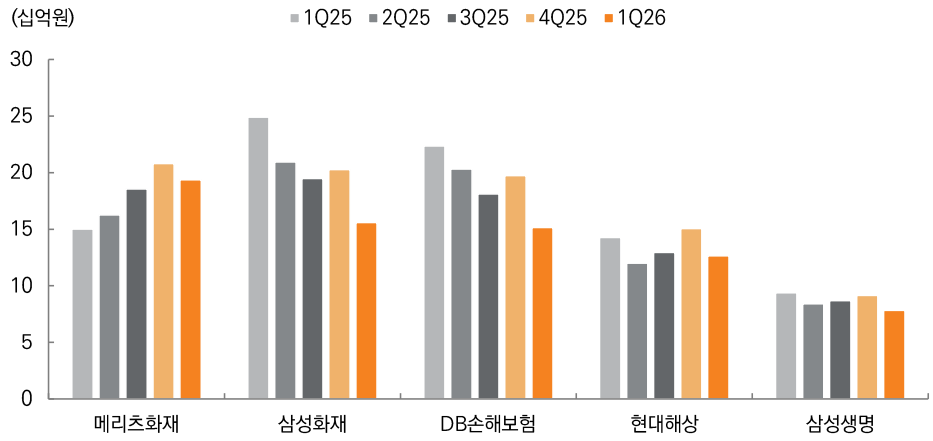
# II. 확연히 꺾이는 성장세

## 신계약이 부진하다

1분기에는 업계 전반에 걸친 신계약 부진 우려가 두드러질 전망이다. 특히 메리츠금융지주를 제외한 손해보험사들에서 신계약 감소가 크게 나타날 것으로 예상하는데, 이는 IFRS17 도입 이후 매년 반복된 대규모 CSM 조정과, 그에 따른 보험료 인상에 기인한다.

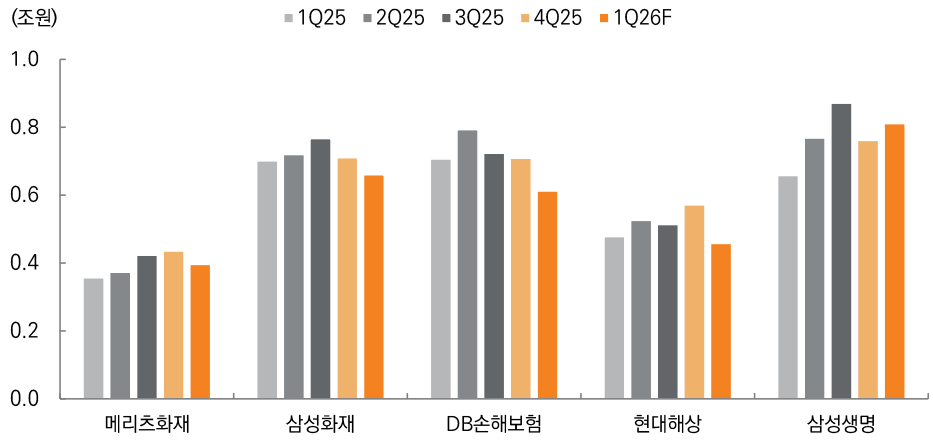
보험료 인상은 물론 CSM 배수를 상향시키는 요인이지만, 보험은 기본적으로 가격 탄력성이 강하기 때문에 판매 하락의 영향이 배수 상향을 압도할 것으로 예상한다. 결국 이는 신계약 CSM 감소와, 더 나아가서는 CSM 잔액 감소로 이어질 전망이다. 보수적인 가정으로 이런 우려에서 가장 자유로운 메리츠금융지주가 그나마 신계약 CSM을 방어해나갈 것으로 예상한다.

**그림 1. 분기별 GA 채널 판매 금액**




자료: 보험저널, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 2. 신계약 CSM 전망**



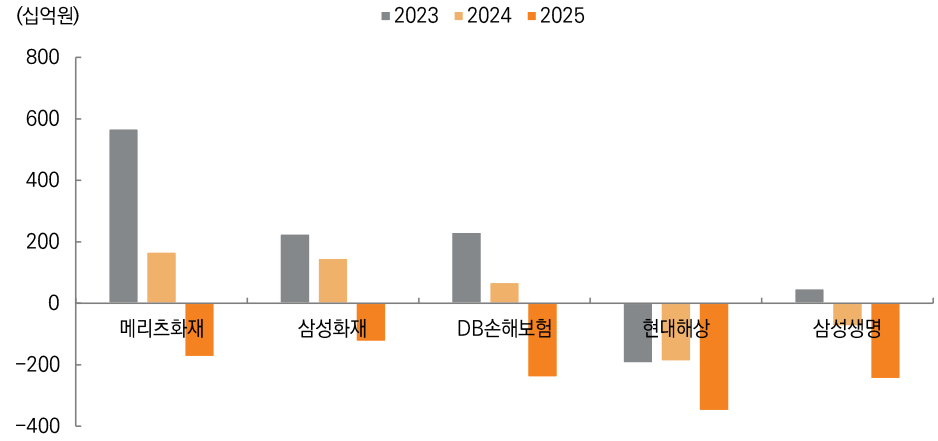

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 보수적 가정의 중요성

신계약 CSM 감소가 CSM 잔액 감소까지 이어질 것으로 판단하는 것은 대규모 CSM 조정이 지속적으로 반복될 가능성이 있기 때문이다. 이는 보험사의 자율성을 용인한 IFRS17의 구조적인 문제로, 보험사들이 주요한 계리적 가정을 어떻게 수립하는가에 따라 보험부채의 시가가 크게 변동한다는 점에 기인한다. 결국 이는 보험사 간의 비교를 어렵게 할 뿐만 아니라, 보험사 자체의 과거와 미래 데이터를 비교하기도 어렵게 한다는 문제가 있다.

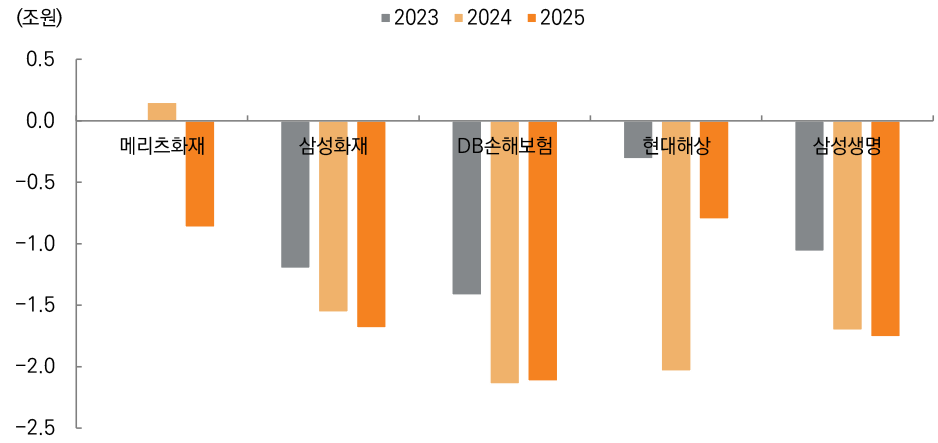
이를 보정하기 위해 당국에서는 문제가 되는 계리적 가정의 기준들을 하나씩 통일시키고 있지만, 결국 기준점은 가장 보수적인 가정으로 가자는 것이기 때문에 업계 전반에 걸쳐 대규모 CSM 조정이 반복되고 있는 것이다. 그리고 대부분의 '가장 보수적인 가정'은 메리츠금융지주의 가정이었다. 타사들이 연말마다 대규모 CSM 조정을 인식할 때 동사만 영향이 제한적이었던 것도 이 때문이다.

**그림 3. 연도별 보험금 예실차**




자료: 미래에셋증권 리서치센터

**그림 4. 연도별 CSM 조정**



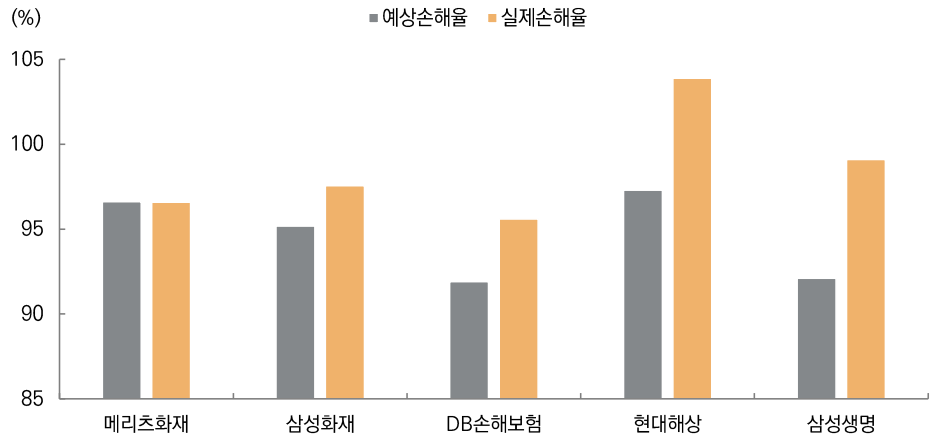

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 손해율 실무 표준안이 온다

올해 역시 연말에 대규모 CSM 조정이 발생할 전망이다. 당국이 신규 담보에 대한 손해율 가정치를 일괄 상향시키는 손해율 실무 표준안을 도입할 예정이기 때문이다. IFRS17 도입 이후 보험업계 전반에 걸쳐 CSM 극대화를 위해 신규 담보 상품을 대거 출시했기 때문에, 위 제도의 영향 역시 간과하지 못할 수준일 것으로 예상한다. 특히 기존에 예상손해율과 실제손해율의 괴리가 큰 모습을 보여왔던 보험사일수록 CSM 조정 폭이 클 전망이다.

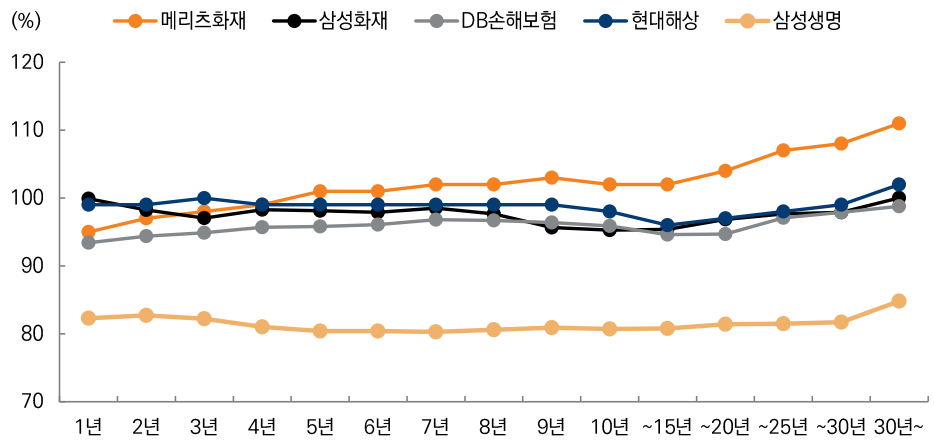
당사는 손해율 실무 표준안의 영향 역시 메리츠금융지주가 가장 적게 받을 것으로 예상한다. 1) 언제나 예상손해율을 더 높게 잡는 보수적인 가정으로 타사와 달리 CSM 조정에서 훨씬 자유로운 모습을 보여왔고 2) 미래의 장기손해율 가정 역시 가장 보수적으로 되어있기 때문이다. 이는 곧 동사는 올해도 1) 대규모 CSM 조정과 보험료 인상이 필요하지 않고 2) 따라서 타사와 달리 보험료 인상 없는 점유율 확대가 가능하다는 점을 시사한다.

**그림 5. 2025년 예상손해율 vs. 실제손해율**




자료: 미래에셋증권 리서치센터

**그림 6. 2025년 장기손해율 가정**




자료: 미래에셋증권 리서치센터

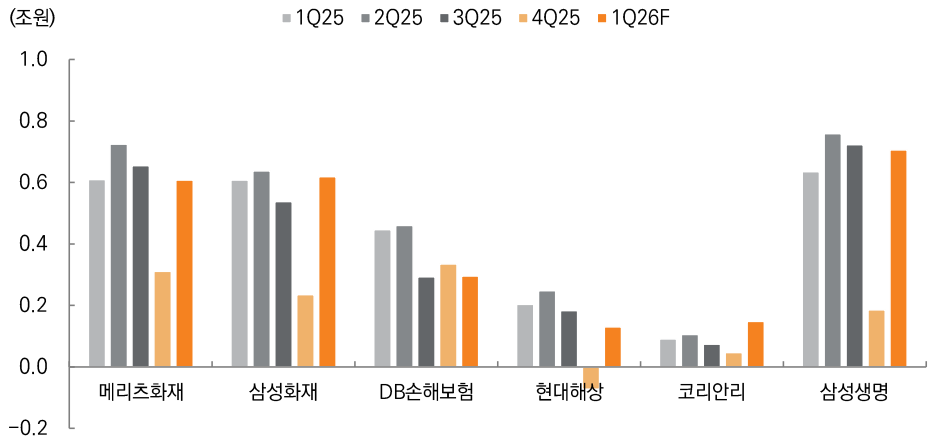
# III. 1분기 실적 전망

## 전년동기와 유사한 이익 예상

1분기 실적은 대체로 전년동기와 유사할 전망이다. 전체적으로는 신계약 감소와 자동차보험 손익 추가 악화, 그리고 투자손익에서의 개선이 나타날 것으로 예상한다. 물론 회사별로는 양상이 다를 전망이며, 특히 일부 회사의 경우 대규모 예실차 손실이나 대규모 투자손실 등 특이요인도 발생할 전망이다.

그럼에도 주주환원 정책에는 큰 변화가 없을 것으로 예상한다. 금리가 급등해 보험사들 대부분 자본비율이 개선되겠으나, 이와 별개로 해약환급금 준비금 적립비율 완화는 이루어지지 않을 것으로 판단하는만큼 배당이 불가능한 회사들에게 배당가능이익이 발생하는 경우는 없을 전망이다.

**그림 7. 분기별 순이익 전망**



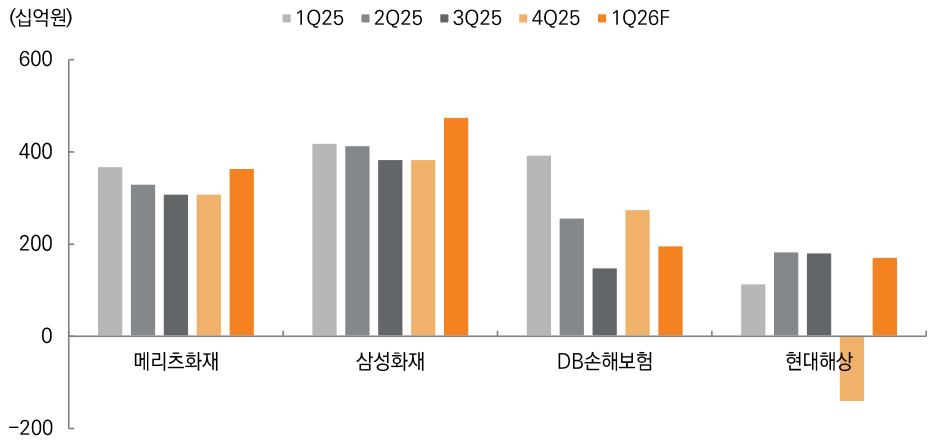

주: 순이익은 메리츠금융지주·삼성화재·삼성생명은 지배주주순이익, DB손해보험·현대해상·코리안리는 별도 당기순이익
자료: 미래에셋증권 리서치센터

**표 1. 실적 주요 항목 비교** (십억원)

| | 메리츠금융지주 | 삼성화재 | DB손해보험 | 현대해상 | 코리안리 | 삼성생명 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 보험손익 | 356 | 538 | 156 | 214 | 140 | 285 |
| CSM 상각 | 301 | 399 | 311 | 237 | 18 | 366 |
| RA 해제 | 43 | 55 | 37 | 37 | 7 | 88 |
| 예실차 | -3 | -5 | -100 | -78 | 100 | -14 |
| 기타비용 | 15 | 89 | -92 | 18 | 15 | -156 |
| 투자손익 | 470 | 309 | 253 | -28 | 65 | 586 |
| 보험금융손익 제외 | 632 | 609 | 438 | 174 | 196 | 2,508 |
| 영업이익 | 826 | 847 | 409 | 186 | 205 | 871 |
| 영업외손익 | 30 | 6 | -1 | -6 | -1 | 88 |
| 세전이익 | 856 | 853 | 408 | 180 | 205 | 960 |
| 법인세비용 | 235 | 235 | 112 | 49 | 56 | 211 |
| 순이익 | 608 | 619 | 296 | 130 | 148 | 706 |

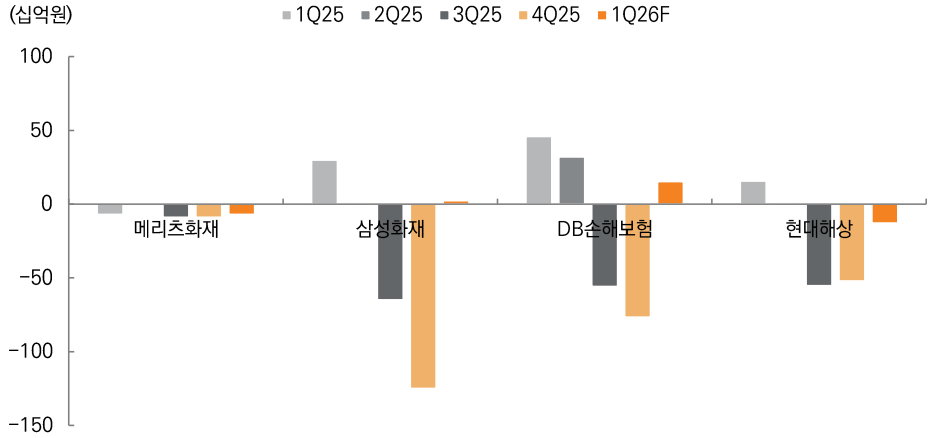
주: 순이익은 메리츠금융지주·삼성화재·삼성생명은 지배주주순이익, DB손해보험·현대해상·코리안리는 별도 당기순이익
자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 그림 8. 손해보험 4사 장기보험 손익 전망



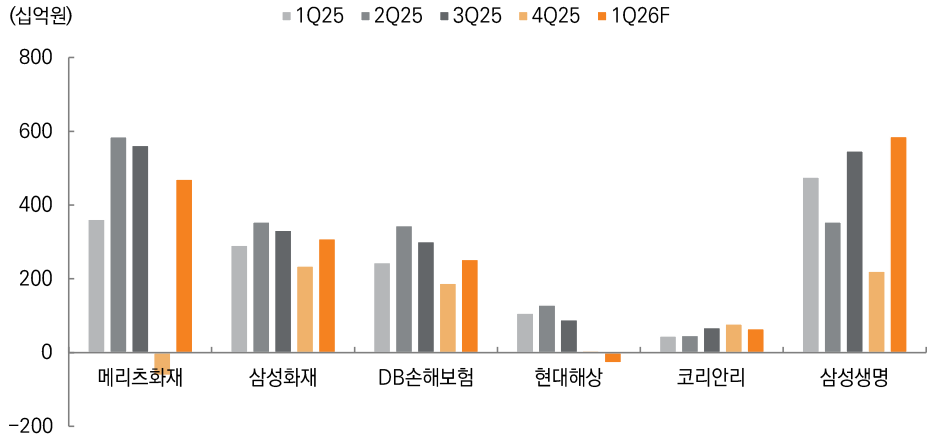

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 그림 9. 손해보험 4사 자동차보험 손익 전망




자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 그림 10. 보험사별 투자손익 전망



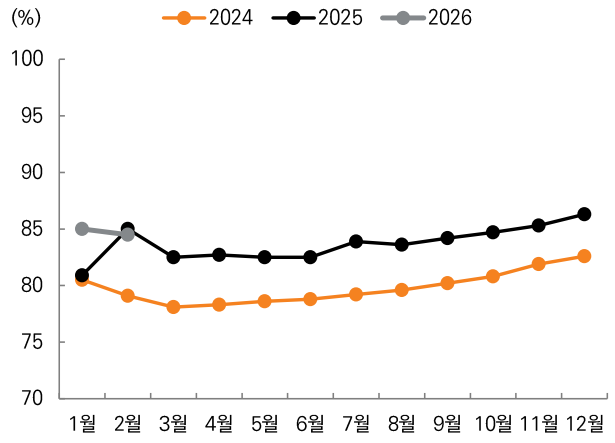

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 자동차보험료 추가 인하

한편 자동차보험 손익의 경우 적자 폭이 확대됨에도 불구, 새로운 보험료 인하 압력이 발생하며 추가로 악화될 가능성이 있다. 최근 정부와 당국에서 차량 2·5부제 시행에 따라 보험료 인하 여력이 생겼다고 판단, 보험료 인하를 추진하고 있기 때문이다. 자동차보험료는 2022년 이후 인하를 지속하다가 지난 1월에서야 약 1% 초반 수준에서 인상된 바 있다.

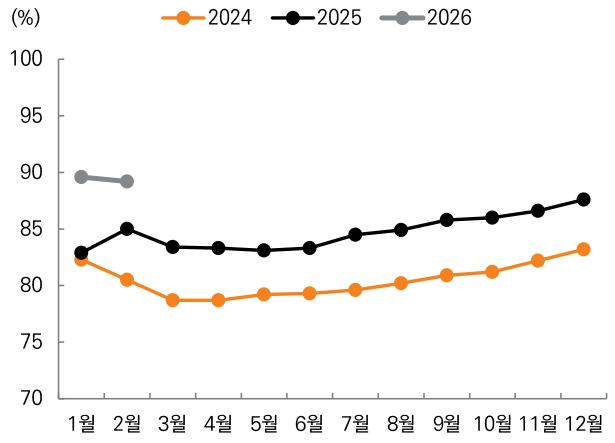
자동차보험은 1년 갱신이기 때문에 보험료 변경의 영향은 약 2년간 지속된다. 올해 1월 인상에도 불구, 자동차보험 손해율이 지속적으로 전년대비 높은 모습을 보이는 것은 이런 점에 기인한다. 따라서 차량 2·5부제가 2년 이상 지속되지 않을 경우, 오는 보험료 인하로 인해 자동차보험 손익은 추가로 악화될 전망이다.

**그림 11. 메리츠화재 누적 자동차보험 손해율**



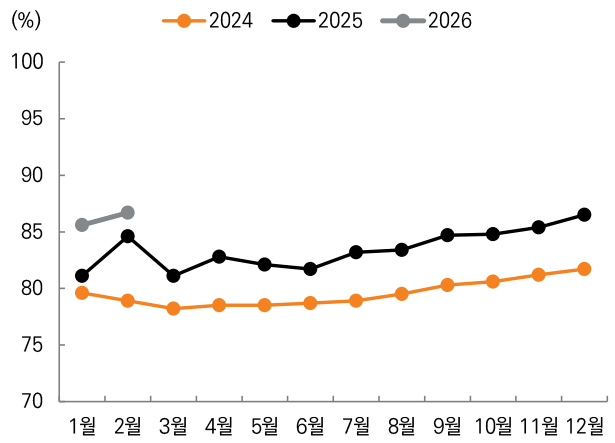

자료: 미래에셋증권 리서치센터

**그림 12. 삼성화재 누적 자동차보험 손해율**



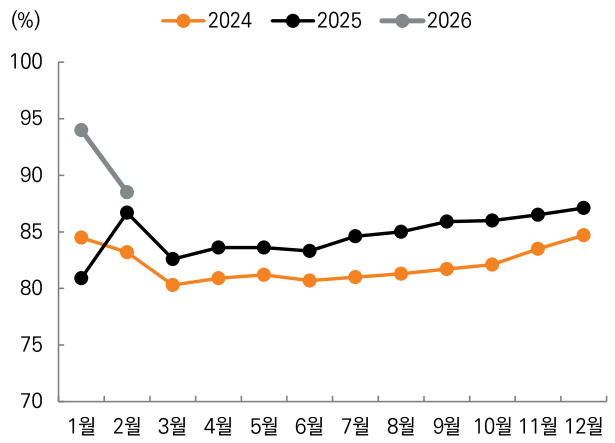

자료: 미래에셋증권 리서치센터

**그림 13. DB손해보험 누적 자동차보험 손해율**




자료: 미래에셋증권 리서치센터

**그림 14. 현대해상 누적 자동차보험 손해율**




자료: 미래에셋증권 리서치센터

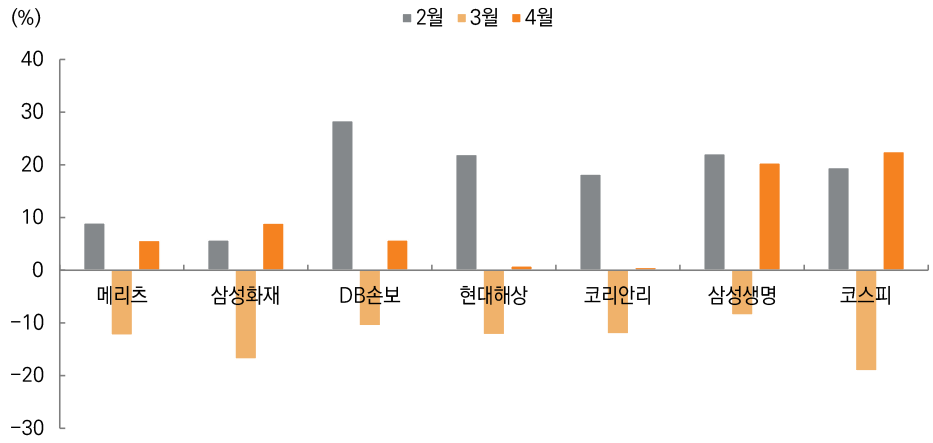
# IV. Monthly review

## 부진한 주가 지속

4월 들어 보험업계는 전반적으로 코스피 대비 부진한 주가 흐름을 이어가고 있다. 이는 기록적인 실적을 보이며 시장을 주도하는 반도체 업종과는 달리, 보험업은 향후 실적에 대한 기대감이 부진하기 때문이라고 판단한다.

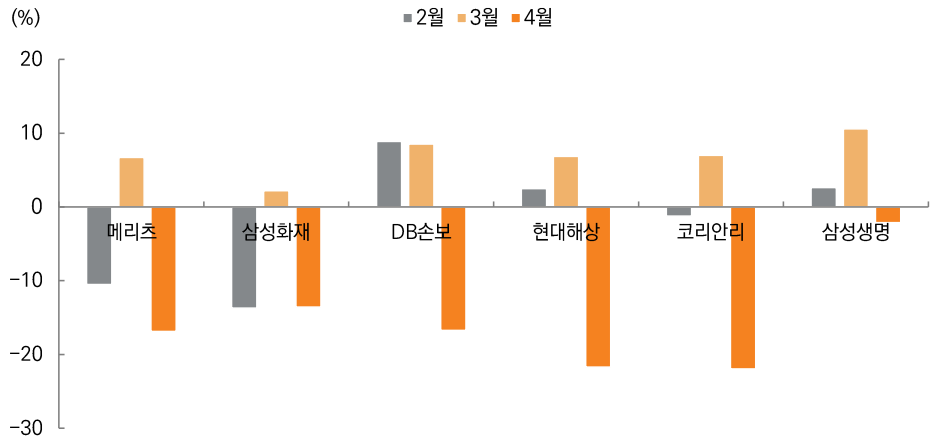
물론 최근 시장금리 상승의 우려가 확대됨에 따라 보험주를 방어주로써 주목하는 의견도 있으나, 실상은 금리 상승으로 인한 대규모 투자손실까지도 발생하는 상황인만큼 설득력이 떨어진다고 판단한다. 결국에 금리 상승 우려를 방어할 수 있는 수단은 1) 안정적인 이익 창출 능력과 2) 지속적인 자사주 매입·소각이 될 것으로 예상한다. 메리츠금융지주는 이 두 가지 요소를 모두 충족하는만큼 업종 최선호주 의견을 유지한다.

**그림 15. 월별 주가수익률**




자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 16. 월별 코스피 대비 상대 주가수익률**




자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

## Valuation table

**표 2. 보험업 valuation table** (원, %, 배)

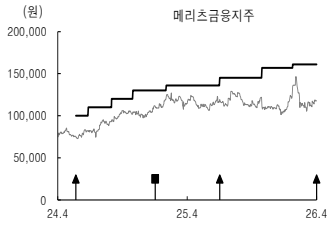
| | 메리츠금융지주 | 삼성화재 | DB손해보험 | 현대해상 | 코리안리 | 삼성생명 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| P/E | | | | | | |
| 2025 | 8.8 | 10.5 | 5.1 | 4.4 | 7.4 | 12.3 |
| 2026F | 7.5 | 10.6 | 8.2 | 4.1 | 6.8 | 18.3 |
| 2027F | 6.6 | 10.4 | 7.5 | 2.9 | 7.7 | 20.8 |
| P/B | | | | | | |
| 2025 | 1.91 | 0.99 | 0.81 | 0.49 | 0.56 | 0.45 |
| 2026F | 1.68 | 0.89 | 0.99 | 0.37 | 0.56 | 0.73 |
| 2027F | 1.43 | 0.83 | 0.92 | 0.33 | 0.53 | 0.73 |
| ROE | | | | | | |
| 2025 | 22.5 | 11.0 | 16.8 | 11.4 | 8.9 | 4.9 |
| 2026F | 23.5 | 8.8 | 12.4 | 10.5 | 9.5 | 4.0 |
| 2027F | 22.6 | 8.3 | 12.5 | 12.0 | 8.0 | 3.5 |
| ROA | | | | | | |
| 2025 | 1.83 | 2.20 | 2.73 | 1.15 | 2.35 | 0.69 |
| 2026F | 1.86 | 1.97 | 2.11 | 1.17 | 2.56 | 0.71 |
| 2027F | 1.91 | 1.95 | 2.22 | 1.56 | 2.26 | 0.62 |
| 배당수익률 | | | | | | |
| 2025 | 0.0 | 3.9 | 5.8 | 0.0 | 4.9 | 3.4 |
| 2026F | 0.0 | 4.2 | 4.8 | 0.0 | 5.1 | 2.3 |
| 2027F | 0.0 | 4.5 | 5.4 | 0.0 | 5.7 | 2.4 |
| 배당성향 | | | | | | |
| 2025 | 0.0 | 38.5 | 30.0 | 0.0 | 31.8 | 41.3 |
| 2026F | 0.0 | 41.2 | 40.1 | 0.0 | 30.8 | 41.8 |
| 2027F | 0.0 | 43.5 | 40.8 | 0.0 | 38.4 | 49.3 |
| 주주환원수익률 | | | | | | |
| 2025 | 7.6 | 6.4 | 8.0 | 0.0 | 4.9 | 3.4 |
| 2026F | 8.2 | 6.7 | 4.8 | 0.0 | 5.1 | 2.3 |
| 2027F | 9.6 | 7.0 | 5.4 | 0.0 | 5.7 | 2.4 |
| 주주환원율 | | | | | | |
| 2025 | 63.2 | 62.6 | 41.4 | 0.0 | 31.8 | 41.3 |
| 2026F | 59.1 | 66.4 | 40.1 | 0.0 | 30.8 | 41.8 |
| 2027F | 60.3 | 68.3 | 40.8 | 0.0 | 38.4 | 49.3 |

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

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

| 제시일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%) | | 제시일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 | | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 메리츠금융지주 (138040) | | | | | 2025.01.20 | Trading Buy | 130,000 | -18.21 | -8.08 |
| 2026.02.12 | 매수 | 161,000 | - | - | 2024.11.18 | 매수 | 130,000 | -20.56 | -14.00 |
| 2025.11.17 | 매수 | 157,000 | -29.63 | -16.43 | 2024.09.19 | 매수 | 120,000 | -15.31 | -11.58 |
| 2025.07.21 | 매수 | 145,000 | -18.67 | -11.03 | 2024.07.15 | 매수 | 110,000 | -21.38 | -13.36 |
| 2025.02.20 | Trading Buy | 136,000 | -14.58 | -6.47 | 2024.06.10 | 매수 | 100,000 | -22.03 | -16.60 |

* 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 |
|---|---|---|---|
| 80.84% | 0% | 18.56% | 0.6% |

* 2026년 03월 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.