

메리츠금융지주 (138040)

밸류업 모범생의 어닝 서프라이즈

2024년 8월 16일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	130,000 원 (상향)
✓ 상승여력	54.8%	✓ 현재주가 (8월 14일)	84,000 원

신한생각 아직도 주주환원수익률이 7%대예요

밸류업 관련 투자 기회를 고민한다면 최적의 선택지. 상반기 주가 상승에도 불구하고 전일 종가 기준 총주주환원수익률 7.3%로 여전히 매력적. 2026 회계년도까지 자사주 매입/소각에 따른 적정 주가는 1Q25말 약 9만원, 1Q26말 약 9.7만원 추정. 매일 자사주 균등 매입 중, 실질적으로 주가를 올려가며 자사주를 사는 셈. PER(주가수익비율) 10x까지 자사주 매입 예정인 점 감안 시 24F PER 6.4x는 부담없는 구간. 주요 Q&A p2부터 참고

2Q24 Review: 지배순이익 7,301억원(+27.2%), 어닝 서프라이즈

[연결] 영업이익 1조원(+32.3%, 이하 YoY), 지배순이익 7,301억원(+27.2%)

[화재] 별도 영업이익 6,764억원(+21.1%), 순이익 5,068억원(+20.8%). 의료파업 및 6월 3·4세대 실손 갱신에 따른 손실부담계약 환입 323억원 덕분에 예상치 1,578억원(-16.8%) 발생. 월평균 보장성 신계약 96억원(+5.4%), CSM(계약서비스마진) 전환배수 11.9x(-2.5x), 신계약 CSM 3,419억원(-12.9%). 물량 및 계약적 조정, 경험 조정 등 대규모 CSM 조정으로 기말 CSM 10.7조원으로 전분기대비 소폭 감소

[증권] 연결 영업이익 3,461억원(+70.1%), 순이익 2,434억원(+52.1%) 기록. 기업금융 수수료 개선 및 채권 금리 하락에 따른 트레이딩 손익 개선

Valuation & Risk

실적 추정치 상향 조정 반영해 목표주가 13만원으로 상향. 24F ROE(자기 자본이익률) 24%, 최소 주주환원율 50%, 안정적인 이익 흐름 등 감안 시 PBR(주가순자산비율) 1.5x는 충분히 정당화 가능. 리스크 요인은 부동산 PF 관련 손익 변동성 확대이나, 현재로서는 가능성 낮아보임

12월 결산	순영업이익 (십억원)	보험영업이익 (십억원)	이자이익 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)
2022	3,675.2	849.2	1,957.4	2,893.2	1,391.7	3.9	32.1	1.1
2023	3,563.8	877.9	2,050.5	2,933.5	2,041.7	7.8	28.1	1.7
2024F	4,009.9	1,008.4	1,987.6	3,203.3	2,339.6	6.4	24.0	1.5
2025F	3,842.9	960.7	2,084.5	2,979.3	2,192.1	6.3	21.0	1.3
2026F	3,821.0	942.9	2,188.1	2,972.9	2,178.6	5.9	18.8	1.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[금융지주]

임희연 수석연구원

✉ heeyeon.lim@shinhan.com

김민중 연구원

✉ minjongkim@shinhan.com

Revision

실적추정치	상향
Valuation	상향

시가총액	16,020.5십억원
발행주식수(유동비율)	190.7백만주 (44.6%)
52주 최고가/최저가	85,500 원/47,900 원
일평균 거래액 (60 일)	27,203백만원
외국인 지분율	16.7%

주요주주 (%)

조정외 9인	51.5
국민연금공단	7.8

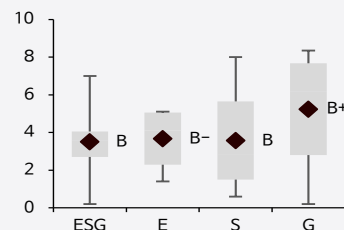
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	2.4	(1.6)	67.3	42.9
상대	10.7	1.6	62.7	44.2

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



컨퍼런스콜 주요 Q&A

Q. MG손보 매각 입찰 관련 질문. 구체화 된 딜이 아니지만 입찰에 참여한 배경이 어떻게 되는지?

A. 1분기에 말한 것처럼 주당이익 증가를 가져오는 규모의 경제와 성장에만 관심 있음. 단순 외형 경쟁에는 관심 없음. M&A할 때 주로 살피는 것은 가격이 적절한지, 사업을 이끌 인재가 있는지, 리스크의 성격과 규모를 감당할 수 있는지 등임. MG손보의 경우 위 기준에 맞는지 세밀히 살펴서 주주가치제고에 도움이 될 경우 완주할 것이고 아니라고 판단될 경우 중단할 것임. 본 딜이 진행 중인 관계로 구체적인 내용은 3분기 IR에서 자세히 말씀드리겠음

Q. 부동산 PF 관련. 영향이 구체적으로 각 사별로 어느정도인지? NPL이 얼마나 늘었는지 충당금은 얼마나 쌓았는지와 그에 따른 하반기 영향은? 전체 부동산 PF 익스포저와 관련 자산 업데이트 부탁

A. 금감원 사업성 평가 개선안 영향 답변. 결론적으로 그룹 전체 고정이하 자산은 약 1,963억원 증가했으며 화재가 1,672억, 증권과 캐피탈은 각각 114억, 117억 증가. 사업성 평가 개선안으로 2분기 증가한 충당금은 그룹 320억으로 화재 170억 증권 120억, 캐피탈 25억 추가 적립. 그룹은 각 사업장들에 대해 선제적인 충당금 적립을 반영해왔기 때문에 감내 가능한 변화라고 생각. 현재 사업성 평가기준 변경은 감독당국의 안에 따라 연체, 연체 유에 그리고 3회 이상 연장한 사업장을 대상으로 진행했음. 하반기 사업성 평가 대상이 전체 사업장으로 확대 하더라도 자산건정성 변화는 미미할 것으로 예상

Q. 충당금 계속 쌓고 있는 것으로 아는데 하반기나 내년에는 경공매 진행 기대되는데 환입 기대 가능할지?

A. 국내 부동산 익스포저는 19.7조원이며 PF는 15.5조원. 선순위 대출 비중은 96%, 평균 LTV는 42% 수준으로 여전히 우량한 자산 포트폴리오로 관리되고 있음. 국내 익스포저에 대한 분기 말 충당금과 준비금 잔액은 각각 3,742억, 3,556억이며 익스포저 대비 충당금 및 준비금 비율은 약 3.7%

해외부동산익스포저는 총 4.2조이며 상업용부동산은 2.4조. 해외익스포저에 대한 분기말 충당금 및 준비금 잔액은 각각 789억, 217억. 해외부동산의 경우 약 2.7조가 수익증권 및 펀드로 구성되어 있으며 지난해 10% 넘는 약 2,900억원을 감액하여 익스포저 대비 위험을 상당히 보수적으로 관리하고 있음

2분기에는 750억 충당금 적립했음. 다만 약 500억의 환입이 발생하여 재무영향 크지 않았음. 수익증권 추가 감액은 약 23억 반영하였음. 하반기 충당금 환입 예상 규모는 약 480억으로 예상하고 있음

Q. 화재 쪽 예실차가 1천억이 넘어가서 크고, CSM 조정이 마이너스 폭이 확대 되었는데 각각 설명 부탁

A. 예실차 발생 이유는 의료파업 영향으로 실제 손해액이 예상대비 감소했기 때문. 그 부분이 제일 크고 두 번째는 손실부담계약비용이 환입됐기 때문. 이번 분기 손실부담계약비용이 약 323억원 환입 됐음. 이유는 손실부담계약의 상당 부분을 차지하는 3세대와 4세대 실손 갱신 물량이 6월에 급증했는데 갱신보험료가 오름에 따라 손실부담계약이 이익계약으로 전환 됐기 때문. 이에 따라 보유계약에서 기존에 손실처리 됐던 부분이 환입됐음. 정리하자면, 예실차는 예상치 못한 의료파업의 영향으로 손해액이 감소했던 것과 두번째 손실부담계약비용이 이익으로 환입됐기 때문

Q. 충당금 환입도 있었지만 화재 투자손익이 굉장히 좋음. 화재 투자손익이 잘 나온 이유와 환입이 발생한 게 기존 PF 사업장에 대해 쌓았던 것이 경공매 넘어 가며 발생한 것인지?

A. 2분기 충당금 환입등 일회성 이벤트 없었음. 2분기에도 동일하게 운용했고 운 용자산에서 우수 수익률이 발생했으므로 높은 수익률이 발생했다고 볼 수 있음

Q. 증권 탑 매니지먼트 변화 관련. 얼마 전 보도에 따르면 증권 쪽에서 단독 CEO에서 공동CEO 체제로 바뀌었고 화재에서 넘어온 신임 CEO가 왔기 때문에 회사의 전략적 방향, 예를 들어 IB 부문의 리스크 관리를 강화한다든지 또는 신사업 강화나 기존에 약했던 부분인 리테일 등에 집중하기 위해 CEO 공동으로 가는 것인지, CEO 변화의 함의가 무엇인지?

A. 각자 대표 체제 합의 답변. 작년 11월 증권과 화재 대표를 선임할 때 증권은 원래 각자대표 체제로 가기로 했었음. 다만, 신임 화재 대표입장에서 비중이 큰 자산운용실장의 교체를 동시에 진행할 경우 부담이 클 것으로 판단되어 적응 시간을 가진 후 순차적으로 진행한 것. 증권을 각자 대표 체제로 가기로 한 것은증권은 비즈니스 라인과 이질성이 크고 각각의 규모가 과거 대비 성장해서 혼자 담당하는 것보다 전문성을 가진 각자 대표 체제로 가는 것이 낫다고 생각. 장원 재 대표는 S&T에서 잔뼈가 굵고 김종민 대표는 기업금융과 크레딧 분석에서 전문성 인정받았음. 각자 전문성과 강점이 있는 분야에 집중함으로써 빠른 의사결정, 공격적 영역확대 그리고 필요한 인재의 왕성한 영입을 기대하고 있음

Q. 디테일한 수준에서 밸류업 공표를 했고 이행 현황을 디테일하게 언급해줘서 이해에 도움되고 있음. 자본정책을 볼때 금융사에 동반되는 부분들이 결과적으로 자본적정성, 자본비율이라고 보임. 이중레버리지비율이라든지 화재의 킱스, 증권의 NCR 등이 될 수 있을 것이라 봄. 자본비율과 연동해서 해당 부분에 대한 타겟이나 또 관리방안을 향후 제시해줄 수 있는지?

A. 지주의 주요 관리지표는 이중레버리지 비율과 부채비율이며 130% 이하, 50% 이하로 관리를 목표로 함. 지주의 6월말 이중레버리지비율은 114.8%이며 부채비율은 41.9%로 안정적으로 관리되고 있음

화재의 주요관리지표는 킱스비율임. 킱스비율 관리목표는 200% 이상 유지임. 6월말 킱스비율은 220%이며 당분간 200% 이상 관리 가능

증권의 주요관리지표는 신 NCR과 기존의 구 NCR임. 6월말 연결기준 신 NCR은 1,136.4%이며 구 NCR은 150.5%임. 연말기준 신NCR 1,000% 이상, 구 NCR 150% 이상 목표하고 있음

Q. 현재 부동산 시장이 반등 중인데 당국의 PF 시장에 대한 스탠스 고려해서 현재 시장 분위기가 어떻다고 보는지? 언제쯤 바닥을 찍고 반등할 것으로 보는지?

A. 먼저 시장 분위기를 정리하자면 최근 서울 아파트가격이 20주 연속 상승하는 등 서울과 일부 수도권 중심으로 부동산 가격이 반등하고 거래량도 회복되는 상황이지만 24년 6월말 기준으로 지방의 미분양 물량은 전년대비 증가하는 등 서울 시장의 반등 온기가 전국으로 확산되기에는 시간이 필요해 보임

지방 분양률 저조, 금융비용 상승과 공사비 폭증 등으로 전반적인 PF 개발의 수지는 악화되고 있으며 대형 건설사의 신규 수주정책도 매우 보수적인 상태를 유지 중. 따라서 PF 딜의 공급물량이 감소하고 있음

금융당국의 부동산 사업성 평가 기준 강화와 정상 사업장에 대한 금융지원 대책 등 PF 사업장에 대한 구조조정이 진행되고 있어 금융기관들이 PF 딜에 적극적으로 참여하지 못하고 있음

이러한 PF 시장 분위기 반등은 다음의 요건 충족 시 가능할 것

- 1) 서울 부동산의 분위기가 지방으로 충분히 전이되어 미분양 물량이 해소되고 주요 건설사의 자금흐름이 개선된 상태에서 신규 분양 매출에 대한 자신감이 회복되어야 함
- 2) 기준금리 인하를 통한 금융비용의 하락, 인플레이션 둔화에 따른 공사비 증가세의 완화, 경공매 활성화를 통한 토지비용의 하락등 원가 측면에서 구조적 변화가 필요함
- 3) 장기적인 공급부족으로 인해 수요가 공급을 초과하는 상황이 발생해야 함

당사는 세가지 요건이 충족되는 시점을 25년 상반기 이후로 보고 있음

요약하자면, 서울을 중심으로 한 주택가격 반등세가 구조적 요인의 개선으로 이어져 PF 시장 분위기가 반등하려면 아직 시간이 필요하며 금리인하 등 몇가지 요인이 충족될 경우 25년 하반기 쯤 분위기가 개선될 것으로 봄

당 그룹은 당분간 PF 시장 위험에 대한 현재의 보수적 스탠스 유지하며 위험 가이드라인 방어하면서도 양질의 빅딜 주관, 메리츠만의 강점인 솔루션 제공이 가능한 딜 투자, Fee base의 단순 주선 역량 강화 등을 통해 부동산 금융 부문의 시장 리더십을 유지하고자 함

Q. 캐피탈 관련 2분기 증권이 캐피탈 부실자산 매입과 2천억 유상증자와 신종자본증권을 발행한 것으로 아는데 관련해서 캐피탈이 배당을 올린 뒤 다시 외부 조달을 한 부분에 있어서 어떤 배경이 있었는지? 하반기 추가 증자나 자본 발행이나 추가적인 조치가 필요할지?

A. 캐피탈은 3월 2023년도 연결재무제표 기준 당기순이익의 50% 수준인 1,088억원을 증권으로 현금배당하였으며 이는 그룹 주주환원 정책의 일환이었음. 그 이후 금융당국의 부동산 PF에 대한 사업성 강화와 총당금 적립방안이 구체화되기 시작했고 당 그룹은 이에 대한 선제적인 대응 방안의 필요성에 대해서 인식하였음

캐피탈은 여신전문 업종이라는 고유 특성상 수신 조달기능이 없고 회사채 등 시장성 자금 조달에 의존할 수 밖에 없는데 회사채 투자자 및 신용평가사 등 이해관계자 고려 시 선제적 자본확충과 자산매각을 통한 재무 안정성의 개선을 추진하는 것이 합리적이라 판단. 이에 따라 캐피탈은 2분기 증권 3,278억원, 총 4,229억원의 자산 매각을 진행했고 2천억원의 유상증자와 500억원의 신종자본증권 발행했음

정리해서 말하자면, 이러한 자본확충 및 자산매각의 배경은 사업성 평가기준에 대응하기 위해 선제적으로 고정이하 여신비율 등 자산 건전성을 개선하고 자본 완충 능력을 높여서 캐피탈의 재무안정성을 유지하고자 했음. 선제적인 조치를 상반기에 이미 취했으므로 캐피탈은 하반기 추가적 증자나 신종자본증권 발행등 추가 자본증권 발행에 대한 계획은 없는 상황

Q. 보험개혁회의에서 논의되고 있는 여러 계리적 가정 변경 사항에 대해서 공유 부탁. 이러한 규제 변화로 인해 보험손익이나 CSM규모에 영향은 없을지?

A. 보험개혁회의가 아직 진행중이고 결정된 바 없어서 변화 영향을 단정하기 어려움. 다만, 업계 공통으로 적용될 계리적 가정 가이드라인은 그 사전적 의미에 따라 해지율, 손해율, 사업비율과 관련된 가정을 망라하는 것으로 알고 있음.

특히 산업 통계가 축적되어 있지 않거나 축적되어 있어도 각 사별로 다른 가정 방법론을 임의로 적용하여 수익성 편차가 큰 영역은 재무제표의 정확성과 투명성, 업계 내 비교가능성을 높이기 위해 우선적으로 진행하는 것 같음. 이런 방향으로 논의가 진전된다면 보험산업 내 재무제표의 신뢰성과 안정성이 크게 제고 될 것

개혁회의 이후 실제 가이드라인이 실행된 시점을 상정해 본다면 낙관적 가정을 반영한 회사는 CSM과 손익에 불리하게 작용할 것으로 보이고 반대로 최선추정을 반영한 회사는 변동되는 부분이 적을 것으로 예상. 관련해 IFRS17 도입부터 지금까지 메리츠화재는 최선추정에 기반한 가정을 수립 운영중에 있음. 따라서 어떤 계리적 가정에 변화가 있더라도 타사 대비 영향은 적을 것으로 예상하고 있음

Q. CSM 상각률에 대해서 할인율을 미적용 할 경우 크게는 보험사 당기순이익이 15%까지 감소할 수 있다고 함. 반대로 하반기 보험사 해약환급금준비금 산출기준 완화를 검토하고 있는 것으로 아는데 최근 진행상황과 변화시 예상되는 영향은?

A. CSM 상각률 관련해 감독당국에서 논의중인 내용 없는 것으로 앎. CSM 총량이나 환산배수는 각 사의 가정에 영향을 많이 받는 반면, CSM 상각률의 산출기준과 그 적용은 IFRS17 회계기준서에 상당히 명확하게 기술되어 있기 개별적인 판단이 적용될 여지가 적은 편이므로 회사별로 방법론의 차이는 크지 않음

해약환급금준비금 관련해서는 감독당국에서 TF를 운영하고 있고 아직 논의 중인 사항은 별도로 통보받은 내용은 없음. 다만 제도를 개선하기 위한 TF인만큼 긍정적인 방향 기대하고 있음

Q. 대주주 지분을 낮지 않은 상태에서 자사주 매입, 소각이 지속됨에 따라 유동 주식수가 줄어들고 있음. 장기적 관점에서 특이 목표가 있는지? 외국인 투자자 대상 제약이 생길 수 있는데 관련 대응방안은?

A. 당사의 자사주 매입은 장기 주주가치 제고 목적 이외의 목적은 없음. 자사주 매입이 장기 주주가치 제고에 유리한지 여부만 보고 자사주매입 여부를 결정하고 있으며 앞으로도 그럴 것

MSCI EM 등 글로벌 주가지수의 편입, 편출 기준에 유동주식비율 있는 것으로 앎. 그로인한 수급영향에 대해 우려한 질문으로 이해됨. 결론부터 말하면 주주환원 정책의 효율성이 해외 지수로 인한 수급의 영향보다 우선한다고 생각. 현 주가 수준에서는 자사주 매입이 장기 주주가치 제고에 가장 효율적. 해외지수의 기계적 산출 방식에 따른 수급 변화를 우려하여 자사주 매입 속도를 조절하는 것은 장기 주주가치 제고의 효율성을 떨어뜨림. 당사는 자사주 매입이 장기 주주가치 제고에 유리한지 여부만 보고 자사주 매입 여부를 결정할 것

Q. 주주환원 규모 확대하려면 계열사들의 실적 방향이 중요할 것임. 화재의 경우 타사들이 적극적으로 영업하고 있고 증권은 부동산 업황 등으로 인해 업사이드에 대한 우려가 있음. 작년, 올해까지는 그간 향유하고 있는 모습이 좀 깊은데 앞으로의 실적 개선을 어떤 전략을 통해 지속가능성을 유지할 것인지?

A. 화재는 모든 사업부문에서 가치는 극대화 하되 단순 외형성장은 지양한다는 원칙으로 운영하고 있음. 이와 관련해 장기보험은 수익성 플러스 구간에서는 제대로 경쟁하고 마이너스 구간에서는 M/S 하락을 감수하고서라도 참전하지 않는다는 방침. 이러한 원칙이 궁극적으로 주주가치를 훼손하지 않고 장기적인 관점에서 이익체력을 증대시키며 또한 경쟁사와의 격차를 벌리는 길이라 생각

두 번째로, 새로운 상품, 새로운 시장과 사업모델, 새로운 채널에 대한 탐색과 개발을 꾸준히 그리고 열심히 지속할 것임. 새로운 상품은 하나의 히트 상품보다는 고객의 수요를 꾸준히 자극할 수 있는 10개 100개의 상품을 출시하는 것을 목표로 함. 한 발을 정확히 쏘기 보다 맞을때 까지 많이 쏘는 전략임

새로운 시장과 사업모델은 공동재보험 M&A와 같이 보험 본업과 연관된 추가성장 옵션을 지속 탐색하고 진행하는 것임. 마지막으로 새로운 채널은 전통적인 CA, GA, TM 채널의 새로운 성장 채널을 구축하는 것을 의미. 최근 N잡러등 고용시장 변화에 발맞춰 메리츠파트너스라는 디지털 광고를 활용한 모집 채널을 런칭했으며 의미있는 성과 확인했음. 빠른 스케일업을 통해 회사의 주요 채널로 성장시킬 계획

요약하면, 화재는 어느 부분에서든 준비된 프라이싱 역량을 기반으로 마진이 높은 시장에서는 빠르게 진입하고 역마진 시장에서는 플러스 마진 범위까지만 접근하는 한편, 보험연관 신규 사업에 대한 탐색을 지속할 계획. 또한, 고객접점 확

대를 위해 신규채널을 개발하고 수익성을 높여가겠음

증권이 향후 안정적 실적 개선을 위해 추진하고 있는 내용에 대한 답변.

IB 부문은 크게 부동산 금융과 기업금융으로 나뉨. PF시장의 사업환경은 여전히 좋지 않지만 그동안 쌓아온 풍부한 경험과 전문성 촘촘하고 밀도있는 고객 네트워크와 빠르고 정확한 의사결정 체계를 바탕으로 어려운 시장 여건에도 불구하고 부동산 금융부문에서 견조한 성장세를 추구할 수 있다고 생각. 정교한 리스크 분석과 프라이싱 역량을 기반으로 양질의 빅딜을 다수 주관하고 투자하는 것, 메리츠만의 윈스탑 토탈 서비스 제공이 가능한 딜을 선별 투자하는 것, 고객을 위한 단순 Fee base 주선 역량을 강화하는 것 등의 성장전략 추진할 생각

Price take에 근접한 시장에서는 자본확충과 판매력 개선 등을 통해 투자 여력을 확보한 후에 다루는 딜 규모 자체를 확대하는 방식으로 수익창출력을 증대하고 Price make에 근접한 시장에서는 우리의 전문성을 바탕으로 고객과 당사가 Win-win하는 방향에서 솔루션을 제공하는 동시에 수익창출력 극대화 할 것

기업금융 부문은 최근 수익 원천 다각화에 힘쓴 결과 IB 사업내의 수익 비중이 점차 높아지고 있지만 그동안 부동산 금융 부문에 비해서 상대적으로 자원과 에너지가 덜 집중한 것도 사실임. 하지만 결론부터 말하자면 앞으로는 다를 것임

위험과 가격을 정교하게 고려하되 고객에게 최적의 솔루션을 제공하는 메리츠만의 방식으로 기업금융 부문의 비즈니스 라인업을 확대하고 수익모델 다변화 할 것. 이를 위해 기업금융 시장의 최고의 인재들을 적극적으로 영입할 것이며 기업고객과의 네트워크 대폭 강화하겠음

업무 영역에서도 기존의 시장 비효율성과 마찰적 요인에 의해 발생하는 스페셜 시추에이션 딜에 대한 강점을 유지하면서도 중장기적으로는 메리츠만의 효율적인 방식으로 전통 DCM, ECM 영역까지 사업을 확대해 나갈 생각. 우수한 리스크 분석과 프라이싱 역량, 확고한 딜 종결 능력이라는 기존의 장점에 최고의 인재들이 결합되면 기업금융 부문에서도 부동산 금융 못지 않은 좋은 결과를 만들어낼 수 있다고 생각함

다음으로 S&T 부문에서는 시장의 비효율 내지는 저평가된 시장을 먼저 찾아서 선제적으로 포지션을 취하는 전략을 계속 확대할 계획임. 전통적인 시장에 얽매이지 않고 항상 가치와 가격의 괴리가 발생하는 부분에 주목하여 이를 수익으로 연결시키는 일은 당사가 강조하는 금융시장에서의 프라이싱 기능과 일치함

또한 다양한 시장에서의 마켓메이킹 기능을 강화하고자 함. 회사 내 여러 부문에서 주식 파생상품과 ETF 시장뿐만 아니라 외환, 장기채권 등의 시장에서도 AI기법에 의해 자동화된 매매시스템 구축을 통해서 적은 인력으로도 리스크 대비 높은 수익을 낼 수 있는 전략을 실행 중이며 앞으로도 이를 확대할 계획임

리테일 부문에서는 코로나 팬데믹 이후 폭발적으로 성장하며 확대되고 있는 다양한 투자자 계층의 니즈를 만족시킬 수 있는 새로운 전략과 상품을 제공할 것입니다. 고액자산가들을 대상으로 지난 10여년 간 쌓아온 리스크 관리와 투자 노하우를 공유하여 서로 Win-win할 수 있는 새로운 상품을 제안하겠습니다. 그리고 자기주도형 투자자들이 보다 더 저렴하고 편리하게 상품을 매매할 수 있는 트레이딩 플랫폼도 강화하겠습니다. 작은 성과이지만 고객의 예수금에도 매일 높은 이자를 지급하는 슈퍼 365 계좌를 출시하여 단기간 내 7천억원의 신규 고객 자산을 확보했으며 타사 대비 적은 비용으로 주식처럼 편리하게 장외 채권을 매매할 수 있는 새로운 플랫폼도 곧 출시 예정. 경쟁 증권사와는 차별화된 메리츠만의 장점을 살려서 온오프라인 채널을 균형있게 발전시키겠습니다

일반투자자 사전질문

Q. 포워드 PER 10배이하가 지속되는 가운데 적극적 매입을 말했는데 하반기 자사주 매입 규모는 어느정도일지? 총 주주환원율은 50% 초과가 가능할지?

A. 만약 포워드 PER이 10배 미만일 경우 하반기에도 상반기와 유사한 속도로 자사주매입 진행할 것. 23 회계연도 총주주환원율은 51.1%였음. 24, 25 회계연도에도 중기 주주환원 정책에 따라 연결 손익의 50% 이상을 자사주 매입과 배당으로 할당할 계획

7월초 기업가치 제고 계획 공시를 통해 당사의 구체적인 자본배치 방식을 공유드린 바 있음. 매분기 계획의 이행현황에 대해 투명하게 알려드릴 예정. 매분기의 의사결정에 사용하는 변수들 예를 들어, 자사주 매입, 소각 수익률과 요구수익률 등을 공유해서 주주들의 자본배치에 대한 이해도를 높일 수 있도록 하겠다

Q. 원메리츠 출범 후 화재와 증권, 캐피탈의 협업이 증가했음. 거래를 주선하는 증권의 역량이 중요해질텐데, 증권의 역량 보강이 통합 이전과 비교해 어느정도 수준으로 이뤄졌는지, 부채 부분의 수요를 충족시킬 수 있는 수준인지?

화재 증권과 캐피탈의 자산운용이 원복 통합 운용체제에 초점이 맞춰져서 가는 것인지 아니면 각자 최고의 수익률을 내기위해 노력하되 주요 투자는 협력하는 것인지 운용 기조가 궁금

A. 먼저 증권의 거래주선 역량에 대한 답변. 원메리츠 출범이후 통합 지주 산하에서 각 계열사의 이해상충 관계가 해소되며 자본과 자원을 더 효율적으로 배분하는 일이 가능해졌고 계열사 간 협업이 더 체계적으로 이뤄지고 있음. 증권은 그룹의 양질의 투자 건을 소싱하는 역할을 담당하고 있기 때문에 소싱역량 강화는 매우 중요한 과제. 증권은 이미 업계 최고의 소싱 역량을 가지고 있음

지난 2년간 기존의 강점을 살려 부동산 금융뿐만 아니라 기업금융 등 새로운 분

야에 확장해 나가고 있으며 그 결과 어려운 시장환경 속에서도 홈플러스 딜과 같은 다양한 기업 금융 딜을 소싱하여 그룹 차원에서 양질의 투자를 성사시켰음

그룹의 연결 자산이 꾸준히 확대 되고 있는 가운데, 증권은 소싱 역량을 강화하기 위해 수직적으로는 기존 본부에 우수한 RM 인력을 충원하여 기업고객 네트워크를 대폭 강화하고 수평적으로는 새로운 비즈니스 영역을 지속 확장하여 다룰 수 있는 영역과 상품의 폭을 크게 넓혀 나갈 것

원메리츠 출범이후 그룹의 자산운용 기조는 당연히 원복 통합체계에 초점을 맞춤. 다만 다른 금융업권에 속해 있는 각 사별 고유 부채 속성과 제도를 세심히 고려 중. 원복 통합체제 초점을 맞춘 이유는 각 사가 자산운용에 있어서 최고의 수익률을 내는 결과로 귀결될 것

요약하자면, 원메리츠 체계를 고도화시키기 위해서 원복 통합 운영에 중점을 두고 있으며 그 과정에서 증권은 양질의 딜을 소싱하기 위해 신규 인력 영입, 새로운 비즈니스 영역 발굴로 사업영역의 확대를 적극적으로 수행해 나갈 것

2Q24 실적 요약

(십억원, %)	2Q24	1Q24	2Q23	% QoQ	% YoY	컨센서스	% Gap	신한 추정치	% Gap
순영업수익	1,208.6	955.1	966.1	26.5	25.1			903.9	33.7
보험영업손익	317.9	288.3	219.7	10.3	44.7			258.7	22.8
이자손익	508.5	506.6	456.5	0.4	11.4			515.1	(1.3)
수수료손익	110.8	110.4	149.5	0.3	(25.9)			136.2	(18.7)
트레이딩및기타손익	271.4	49.8	140.3	445.0	93.5			(6.2)	(4,486.3)
영업이익	1,005.6	770.8	760.0	30.5	32.3	797.6	26.1	730.1	37.7
지배주주순이익	730.1	585.8	574.0	24.6	27.2	561.9	29.9	538.3	35.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		% Change	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
순영업수익	3,529.8	3,503.9	4,009.9	3,842.9	13.6	9.7
보험영업손익	989.9	944.4	1,008.4	960.7	1.9	1.7
이자손익	2,000.6	2,041.2	1,987.6	2,084.5	(0.7)	2.1
수수료손익	529.1	501.8	502.3	576.4	(5.1)	14.9
영업이익	2,839.5	2,837.6	3,203.3	2,979.3	12.8	5.0
지배주주순이익	2,089.3	2,115.6	2,339.6	2,192.1	12.0	3.6

자료: 신한투자증권 추정

메리츠금융지주 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	증감률
순영업수익	960.0	966.1	987.0	650.7	955.1	1,208.6	1,066.9	779.3	3,563.8	4,009.9	12.5
보험영업손익	251.6	219.7	301.2	105.4	288.3	317.9	280.8	121.4	877.9	1,008.4	14.9
이자손익	401.7	456.5	653.0	539.2	506.6	508.5	515.2	457.3	2,050.5	1,987.6	(3.1)
수수료손익	127.0	149.5	141.7	164.7	110.4	110.8	149.6	131.6	582.9	502.3	(13.8)
트레이딩및기타손익	179.7	140.3	(108.8)	(158.6)	49.8	271.4	121.3	69.0	52.6	511.6	871.7
판매비와관리비	153.3	206.1	178.3	92.7	184.3	203.0	196.6	222.6	630.3	806.5	28.0
영업이익	806.8	760.0	808.7	558.0	770.8	1,005.6	870.3	556.7	2,933.5	3,203.3	9.2
영업외손익	13.5	(2.4)	(29.5)	(71.1)	38.4	(18.2)	2.3	(16.7)	(89.6)	5.9	흑전
세전이익	820.2	757.5	779.2	497.5	809.2	987.4	872.6	540.0	2,854.5	3,209.2	12.4
법인세비용	217.1	181.6	198.4	124.6	224.0	260.6	235.9	144.6	721.8	865.1	19.9
지배주주순이익	528.7	574.0	577.2	361.8	585.8	730.1	631.5	392.2	2,041.7	2,339.6	14.6
ROE	31.7	26.0	24.5	15.1	25.2	29.1	23.7	15.9	28.1	24.0	(4.1)
ROA	2.2	2.4	2.4	1.4	2.3	2.7	2.2	1.4	2.0	2.0	0.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

메리츠증권 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	증감률
순영업수익	391.2	402.7	322.9	351.1	320.6	538.4	383.8	300.0	1,467.9	1,542.8	5.1
수수료손익	102.0	138.1	133.8	118.8	98.3	101.1	123.4	119.6	492.7	442.5	(10.2)
수탁수수료	19.7	20.2	19.2	15.2	22.2	21.2	17.2	17.3	74.3	77.9	4.8
WM수수료	5.5	5.9	7.0	7.1	6.6	10.1	6.6	6.6	25.5	29.9	17.2
IB수수료	61.8	85.4	65.5	40.1	46.6	49.4	41.5	37.5	252.9	175.0	(30.8)
기타수수료	32.1	50.9	71.0	56.3	51.4	45.0	69.9	69.9	210.3	236.3	12.4
수수료비용	17.1	24.3	28.9	0.0	28.5	24.5	11.8	11.8	70.3	76.5	8.9
이자손익	214.4	260.9	263.3	218.0	211.8	208.8	177.8	117.4	956.6	715.8	(25.2)
트레이딩및기타손익	74.8	3.7	(74.2)	351.1	10.4	228.6	52.6	63.0	355.3	354.6	(0.2)
판관비	151.5	199.2	161.2	74.6	164.9	192.3	184.5	185.1	586.5	726.8	23.9
영업이익	239.7	203.5	161.7	276.5	155.7	346.1	199.3	114.9	881.3	816.0	(7.4)
세전이익	261.6	208.0	150.6	143.6	177.8	324.5	209.0	132.0	763.7	843.3	10.4
지배주주순이익	198.4	159.9	116.2	111.0	126.5	243.4	155.5	101.0	585.5	626.4	7.0
ROE (%)	13.5	10.6	7.9	7.6	8.3	15.4	9.5	6.1	10.1	9.5	(0.6)
ROA (%)	1.3	1.1	0.8	0.7	0.8	1.6	1.0	0.6	1.0	0.9	(0.0)

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

메리츠화재 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	증감률
보험손익	378.3	378.3	454.4	263.4	457.9	483.2	456.2	296.3	1,474.4	1,693.6	14.9
장기	349.9	349.9	445.2	308.8	426.5	442.3	435.2	305.5	1,453.7	1,609.5	10.7
자동차	11.4	11.4	6.3	(19.2)	6.4	7.3	2.2	(3.0)	9.9	12.8	29.9
일반	17.1	17.1	2.9	(26.2)	25.0	33.6	18.8	(6.2)	10.8	71.2	562.4
투자손익	180.3	180.3	186.2	110.9	202.7	193.2	203.2	116.1	657.7	715.2	8.7
운용손익	345.4	345.4	346.3	276.7	378.0	364.3	378.6	291.0	1,313.9	1,411.8	7.5
보험금융손익	(165.1)	(165.1)	(160.2)	(165.9)	(175.2)	(171.1)	(175.4)	(174.9)	(656.2)	(696.6)	적지
영업이익	558.6	558.6	640.6	374.2	660.6	676.4	659.4	412.4	2,132.1	2,408.8	13.0
영업외손익	1.0	1.0	10.6	1.5	0.4	0.3	0.2	0.2	14.1	1.1	(91.9)
세전이익	559.6	559.6	651.2	375.7	661.1	676.7	659.6	412.6	2,146.2	2,410.0	12.3
당기순이익	419.5	419.5	480.1	278.7	490.9	506.8	491.3	307.1	1,597.7	1,796.1	12.4
월평균 보장성 신계약	9.6	9.1	9.1	9.1	10.2	9.6	9.5	9.7	9.2	9.7	5.9
CSM 가치배수	14.5	14.4	15.1	14.0	12.2	11.9	11.9	12.0	14.5	12.0	(17.2)
CSM 상각률	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7	2.7	10.3	10.8	4.0
신계약 CSM	417.2	392.5	410.1	380.9	372.3	341.9	340.3	349.2	1,600.6	1,403.7	(12.3)
기말 CSM	9,645.4	9,701.5	10,338.3	10,468.7	10,742.7	10,664.2	10,733.5	10,726.6	10,468.7	10,726.6	2.5
투자영업이익률	4.3%	4.2%	4.1%	3.1%	4.0%	3.8%	3.9%	3.0%	3.6%	3.7%	0.0
ROE (평균)	44.6	39.2	38.6	20.4	40.5	38.5	34.1	20.2	20.4	20.2	(0.1)
ROA (%)	4.9	4.7	5.4	2.8	5.0	5.0	4.8	3.0	2.8	3.0	0.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

자사주 매입 소각에 따른 기계적 주가 상승 추정

(십억원, 백만주)	24F	25F
연결순이익	2,340	2,192
전일 시가총액	16,021	16,021
주주환원금액	1,170	1,096
자사주 매입/소각	1,100	1,000
현금배당	70	1
연내 취득 자기주식수 추정	12.6	13.0
취득분 소각 후 발행주식수	178.2	165.2
대주주 보유분	98.3	98.3
자기주식수	15.1	15.1
실제 유통주식수	64.79	51.82
대주주 지분율	55.2%	59.5%
적정주가	89,920	96,981

자료: 신한투자증권 추정

Target PER 10x를 적용해 산정한 목표주가

(십억원, 백만주)	24F	25F
연결순이익	2,340	2,192
적정 시가총액	23,396	21,921
주주환원금액	1,170	1,096
자사주 매입/소각	1,100	1,000
현금배당	70	1
연내 취득 자기주식수 추정	12.6	13.0
취득분 소각 후 발행주식수	178.2	165.2
대주주 보유분	98.3	98.3
자기주식수	15.1	15.1
실제 유통주식수	64.8	51.8
대주주 지분율	55.2%	59.5%
적정주가	131,315	132,701

자료: 신한투자증권 추정

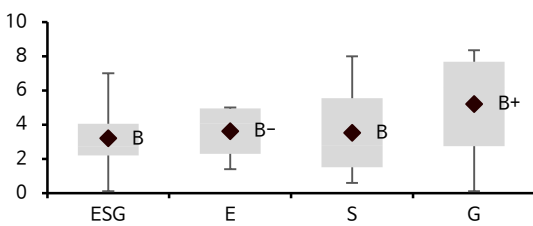
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ E: ESG펀드 판매, 유럽 탄소배출권 추종 ETN 국내최초 출시 등 환경 분야 노력
- ◆ S: 여성인재 비율 증가로 임직원 다양성 확보 및 임직원 역량 제고를 위한 교육 지원
- ◆ G: 높은 수준의 배당성향 및 자사주 매입을 통해 업계 최고 수준의 주주가치 제고

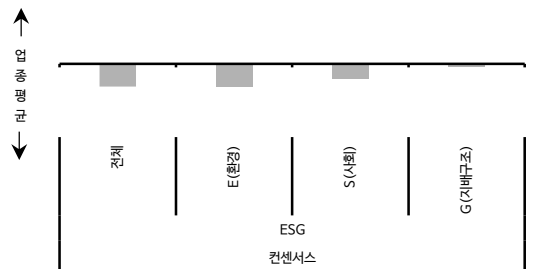
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차

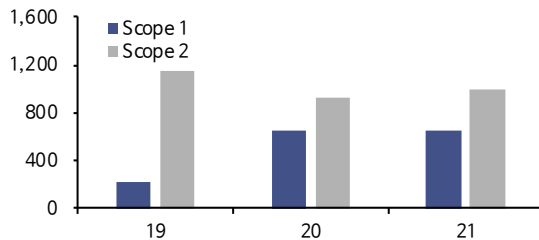


자료: 신한투자증권

Key Chart

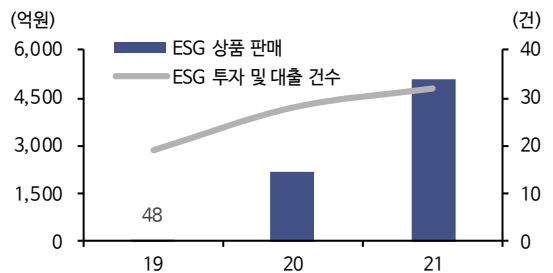
온실가스 배출량 추이

(tCO2eq)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

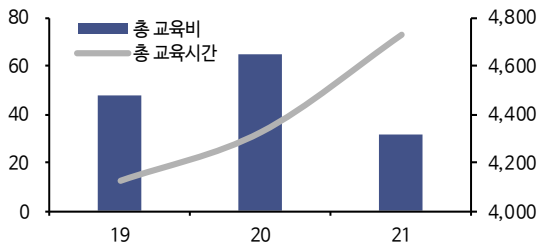
ESG 상품 및 서비스 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

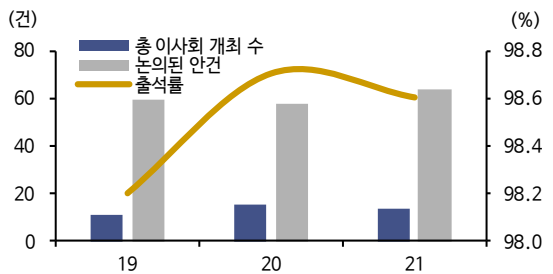
임직원 교육 현황

(백만원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

이사회 운영 현황



자료: 회사 자료, 신한투자증권

별도재무상태보고서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	2,683.5	4,819.8	6,748.4	8,376.7	10,903.9
현금및예치금	196.4	132.7	389.3	499.2	649.7
유가증권	655.1	321.4	822.3	1,035.1	1,342.1
종속기업및관계기업투자	1,789.4	4,325.4	5,480.6	6,772.8	8,821.6
대출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	4.1	5.9	7.1	8.7	11.3
무형자산	9.1	9.9	12.5	15.4	20.0
기타자산	19.9	18.3	28.0	34.8	45.2
부채총계	1,067.4	1,285.3	2,660.9	3,895.8	5,703.9
예수부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기손익인식금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
차입부채	1,027.5	1,238.8	2,295.6	3,356.3	4,918.8
가타금융영업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
가타부채	40.0	46.5	365.3	539.6	785.1
자본총계	1,616.1	3,534.6	4,087.4	4,480.9	5,200.1
자본금	71.4	113.1	113.1	113.1	113.1
자본잉여금	58.4	125.2	125.4	125.4	125.4
가타자본	(173.8)	(546.1)	(278.4)	(278.4)	(278.4)
가타포괄이익누계액	(16.8)	(5.1)	(2.5)	(2.5)	(2.5)
신용자본증권	593.1	593.1	792.3	792.3	792.3
이익잉여금	1,083.8	3,254.3	3,337.6	3,731.1	4,450.3

Financial Ratio

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
순영업이익 구성 (%)					
보험영업이익	23.1	24.6	25.1	25.0	24.7
이자이익	53.3	57.5	49.6	54.2	57.3
수수료이익	17.5	16.4	12.5	15.0	14.1
트레이딩및기타이익	6.1	1.5	12.8	5.8	3.9
성장률 (%)					
순영업이익 증감률	(3.3)	(3.0)	12.5	(4.2)	(0.6)
총자산 증감률	4.3	6.6	10.1	8.9	7.0
자기자본 증감률	4.5	4.8	13.0	11.2	9.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주: K-IFRS 연결 기준

연결손익보고서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
순영업이익	3,675.2	3,563.8	4,009.9	3,842.9	3,821.0
증감률	(3.3)	(3.0)	12.5	(4.2)	(0.6)
보험영업이익	849.2	877.9	1,008.4	960.7	942.9
이자이익	1,957.4	2,050.5	1,987.6	2,084.5	2,188.1
수수료이익	644.4	582.9	502.3	576.4	540.4
트레이딩및기타이익	224.2	52.6	511.6	221.4	149.6
판관비	782.0	630.3	806.5	863.7	848.1
증감률	(61.0)	(19.4)	28.0	7.1	(1.8)
판관비율	21.3	17.7	20.1	22.5	22.2
영업이익	2,893.2	2,933.5	3,203.3	2,979.3	2,972.9
증감률	61.2	1.4	9.2	(7.0)	(0.2)
영업외이익	20.6	(89.6)	5.9	33.7	13.1
세전이익	2,913.8	2,854.5	3,209.2	3,013.0	2,986.0
법인세비용	778.5	721.8	865.1	802.8	789.4
당기순이익	2,133.3	2,125.4	2,359.6	2,210.2	2,196.6
증감률	54.2	(0.4)	11.0	(6.3)	(0.6)
순이익률	58.0	59.6	58.8	57.5	57.5
지배주주순이익	1,391.7	2,041.7	2,339.6	2,192.1	2,178.6
비지배주주이익	741.6	83.6	20.0	18.1	18.0

Valuation Indicator

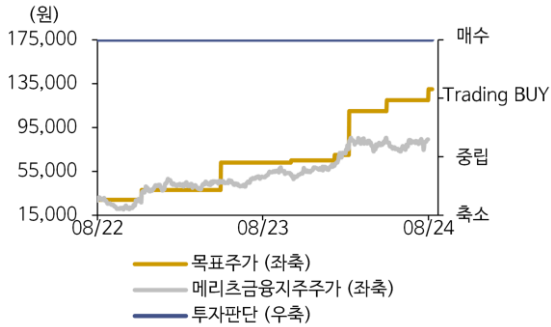
12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (원)	10,909	10,705	13,131	13,270	14,138
BPS (원)	38,754	50,241	55,531	66,637	78,578
DPS (원)	105	2,340	-	-	-
PER (배)	3.9	7.8	6.4	6.3	5.9
PBR (배)	1.10	1.67	1.51	1.26	1.07
ROA (%)	32.1	28.1	24.0	21.0	18.8
ROE (%)	1.6	2.0	2.0	1.8	1.6
배당성향 (%)	0.9	20.0	-	-	-
배당수익률 (%)	0.2	4.0	-	-	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주: K-IFRS 연결 기준

투자 의견 및 목표주가 추이

메리츠금융지주(138040)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 07월 27일	매수	29,000	(12.0)	7.9
2022년 11월 22일	매수	38,000	10.5	26.8
2023년 05월 16일	매수	63,000	(22.9)	(7.0)
2023년 10월 18일	매수	65,000	(14.6)	(6.0)
2024년 01월 22일	매수	70,000	(0.6)	12.3
2024년 02월 23일	매수	110,000	(26.4)	(22.3)
2024년 05월 16일	매수	120,000	(34.1)	(29.7)
2024년 08월 16일	매수	130,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 임희연, 김민중)
- ◆ 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.
- ◆ 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 실적차와 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 (2024년 08월 14일 기준)

매수 (매수)	93.77%	Trading BUY (중립)	4.67%	중립 (중립)	1.56%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------