

메리츠금융지주 (138040/KS)

가장 자본을 효율적으로 활용하는 금융회사

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 100,000 원(신규편입)

현재주가: 83,200 원

상승여력: 20.2%

투자의견 매수 및 목표주가 100,000 원으로 커버리지 개시

메리츠금융지주에 대해 투자의견 매수, 목표주가 100,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 보유한 자본에 기반한 Risk taking 으로 수익을 창출하는 금융회사의 사업구조 특성을 감안하여 Target PBR 1.89 배에 2024E BVPS 53,734 원을 적용하여 산출했다. 향후 높은 수준의 ROE 및 50%를 상회하는 주주환원이 지속될 경우 추가적인 Upside 를 기대할 수 있다고 판단하며 부동산 PF/해외 부동산 등 건전성 이슈가 악화될 경우 Downside risk 가 나타날 가능성도 존재한다.

가장 효율적으로 자본을 활용하는 금융회사

메리츠금융지주의 가장 큰 강점으로 1) 보험/증권 자회사의 높은 수익성에 기반한 업계 내 가장 높은 Equity spread 와 2) 자본비용 및 주주가치를 종합적으로 고려한 주주환원 정책 등 업계 내 가장 효율적인 자본 활용을 제시한다.

현재 진행 중인 국내 밸류업 프로그램이 벤치마킹하고 있는 일본 주식시장 개편 방안의 핵심이 자본 비용과 수익성에 기반한 자본 활용의 효율성 제고라는 점을 감안하면 동사가 해당 이니셔티브에 가장 부합한다고 판단한다. 일본의 JPX 프라임 150 지수의 편입 기준 등을 고려했을 때 향후 밸류업 지수가 출시될 경우 자본비용을 상회하는 수익성을 지속적으로 기록하고 있는 동사의 편입 가능성이 가장 높다고 판단한다.

주주 환원 정책에 있어 K-ICS 나 해약환급금준비금 이슈 등으로 보험 자회사의 배당이 제한되더라도 증권 자회사의 배당을 통한 재원 확보가 가능하다는 점에서 우려가 크지 않다고 판단하며 요구수익률에 기반한 자사주 매입/소각을 통해 주주에게 귀속되는 기업가치가 지속적으로 제고될 수 있다는 점도 긍정적으로 평가한다.

리스크 요인에 대한 고려는 필요하나 우려는 제한적

동사의 핵심 우려 요인은 높은 부동산 익스포저로 업황에 따른 민감도 및 건전성 우려가 크다는 점이다. 다만 부동산 PF 의 경우 높은 선순위 비중/낮은 LTV 를 감안하면 감정이 대비 큰 폭으로 할인된 가격으로 경/공매가 이뤄지더라도 원금 손실 가능성이 제한적이라고 판단한다. 해외 부동산의 경우 잠재적 리스크는 다소 높으나 보수적인 평가 및 이익 체력 등을 감안하면 충분히 관리 가능한 수준이라고 판단한다.



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
3773-8610

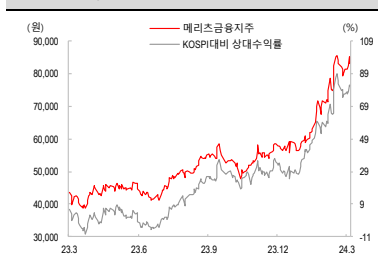
Company Data

발행주식수	20,337 만주
시가총액	16,921 십억원
주요주주	
조정호(외9)	48.34%
국민연금공단	7.31%

Stock Data

주가(24/03/15)	83,200 원
KOSPI	2,666.84 pt
52주 최고가	85,500 원
52주 최저가	38,600 원
60일 평균 거래대금	35 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
순영업수익	십억원	3,819	3,675	3,574	3,485	3,876	3,968
영업이익	십억원	1,801	2,893	2,944	2,856	3,092	3,126
순이익(지배주주)	십억원	789	1,392	2,050	2,106	2,314	2,327
EPS(계속사업)	원	5,889	10,641	12,387	10,444	11,894	12,709
PER	배	7.5	4.0	4.8	8.0	7.0	6.5
PBR	배	1.6	1.1	1.3	1.5	1.3	1.1
배당성장	%	3.3	0.9	21.9	10.1	10.1	10.1
ROE	%	22.3	32.1	28.2	20.7	20.5	18.7

Contents

1. Executive Summary	3pg
2. Valuation	5pg
3. Equity Spread가 높은 효율적인 자본 활용	7pg
4. 약속된 주주 가치 제고	11pg
5. 핵심 자회사들의 높은 수익성	15pg
6. 리스크 요인에 대한 고려는 필요하나 우려는 제한적	30pg

Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 03월 18일 기준)

매수	94.64%	중립	5.36%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

1. Executive Summary

(1) 투자의견 매수 및 목표주가 100,000 원으로 커버리지 개시

목표주가 100,000 원, 투자의견
매수로 커버리지 개시

메리츠금융지주에 투자의견 매수, 목표주가 100,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 보유한 자본에 기반한 Risk taking 을 통해 수익을 창출하는 금융업종의 사업구조 특성을 감안하여 Target PBR 1.89 배에 2024E BVPS 53,734 원을 적용하여 산출했다. 현재 주가(2024/03/15)를 기준으로 상승여력은 약 20% 수준에 달한다.

(2) Equity Spread 높은 효율적인 자본 활용

투자포인트 1: 높은 수준의 자본
활용 효율성

메리츠금융지주의 가장 큰 강점으로 자본 활용의 효율성을 제시한다. 최근 추진되고 있는 기업 밸류업 프로그램이 벤치마킹하고 있는 일본 주식시장 개편 방안의 핵심이 자본 비용과 수익성에 기반한 자본 활용의 효율성 제고라는 점을 감안했을 때 관련 이니셔티브에 동사가 가장 부합한다고 판단한다.

업계 내 가장 높은 Equity Spread
보유. 향후 밸류업 지수 등 편입
가능성 가장 높다고 판단

실제로 1) 무위험수익률 및 Risk Premium 에 기반한 한국 시장의 Cost of Equity 추정치와 2) 고든 성장 모형에 기반해 기업의 PBR 과 ROE 를 활용하여 산출한 Implied Cost of Equity 를 활용하여 국내 주요 금융사의 Equity Spread (ROE - 자본비용)를 도출해본 결과 동사가 업계 내 가장 높은 수준을 기록하고 있는 만큼 자본 활용의 효율성이 높다고 판단한다. 향후 밸류업 지수 등이 출시될 경우 금융섹터 내에서는 동사의 편입 가능성이 가장 높다고 판단한다.

(3) 약속된 주주 가치 제고

투자포인트 2: 업계 내 가장 높은
수준의 명확한 주주 환원 정책.

메리츠금융지주의 또 다른 강점으로 명확한 주주 환원 정책을 제시한다. 동사는 22년 11 월 중 공시를 통해 연결 당기순이익의 50% 수준의 총 주주환원율을 원칙으로 하는 중기 주주 환원 정책을 제시했으며 23년에는 이를 바탕으로 자사주 약 0.64 조 및 현금배당 약 0.45 조로 총 1.09 조원 규모의 주주 환원을 시행했다. 주주 환원 정책에 있어 K-ICS 나 해약환급금준비금 이슈 등으로 보험 자회사의 배당이 제한되더라도 증권 자회사의 배당을 통한 자원 확보가 가능하다는 점에서 우려가 크지 않다고 판단하며 요구수익률에 기반한 자사주 매입/소각을 통해 주주에게 귀속되는 기업가치가 지속적으로 제고될 수 있다는 점도 긍정적으로 평가한다.

(4) 핵심 자회사들의 높은 수익성

메리츠화재: 보험손익/투자손익
모두 업계 내 가장 높은 수익성
기록 중

동사의 핵심 자회사인 메리츠화재의 강점으로 보험손익/투자손익 모두 업계 내 가장 높은 수익성을 보이고 있다는 점을 제시한다. 보험손익 측면에서는 1) 수익성 중심 언더라이팅 전략과 2) 보수적인 가정 활용에 따른 양호한 이익 체력을, 투자손익 측면에서는 기업대출 등에 기반한 높은 수익성이 돋보인다.

메리츠증권: 업황 부진 영향
불가피하나 향후 Turn around
기대

또 다른 핵심 자회사인 메리츠증권의 경우 현재는 업황 부진에 따른 영향이 불가피하지만 기업금융 측면의 우수한 Deal Sourcing 능력 및 적극적인 Book 활용을 감안했을 때 향후 업황 개선 시 실적 측면의 Turn around 가 빠르게 나타날 전망이다.

(5) 리스크 요인에 대한 고려는 필요하나 우려는 제한적

높은 수익성이 적극적인 Risk
taking에 기반하고 있는 만큼
우려 요인도 상대적으로 높음

메리츠금융지주의 핵심 투자포인트는 궁극적으로 1) 높은 수익성과 2) 자본비용 및 주주가치를 고려한 자본 정책 등 금융업종 내 가장 효율적인 자본 활용을 제시할 수 있다. 다만 동사의 높은 수익성 등이 다른 금융회사 대비 상대적으로 적극적인 Risk taking에 기반하고 있는 만큼 반대 급부로 우려 요인도 상대적으로 높은 상황이라고 판단한다.

부동산 관련 우려 높으나 국내
PF의 경우 높은 선순위/낮은 LTV
중심 포트폴리오로 리스크 제한적

동사에 있어 가장 핵심적인 우려 요인은 높은 부동산 익스포저로 업황에 따른 민감도 및 건전성 우려가 크다는 점이다. 다만 높은 익스포저에도 실질적으로 동사가 부담하는 리스크는 다소 제한적이라고 판단하는데 가장 익스포저가 큰 부동산 PF에 대해서는 높은 선순위 비중 및 낮은 LTV 중심 포트폴리오로 크게 할인된 가격에 경/공매로 넘어가도 원금 손실 가능성이 크지 않을 것으로 예상되기 때문이다.

해외 부동산의 잠재적 리스크는
높으나 현재 이익 체력 내에서
충분히 관리 가능하다고 판단

해외 부동산의 경우 국내 PF 대비 선순위 비중이 낮아 잠재적인 리스크가 상대적으로 높고 관련 투자 자산에 대한 보수적 평가가 불가피한 것은 사실이지만 지속적으로 관련 영향을 모니터링하며 예상 손실을 빠르게 재무제표에 반영하고 있는 만큼 거래의 손실이 일시에 반영될 가능성은 크지 않다고 판단한다. 현재 이익 체력 내에서 충분히 관리할 수 있다고 판단하며 향후 미국 등을 중심으로 연내 기준금리 인하가 나타나는 등 매크로 환경의 변화가 나타날 경우 공실률 등 개선에 따른 부담 완화 및 실적 Turn around를 기대해 볼 수 있을 전망이다.

2. Valuation

(1) 투자의견 '매수' 및 목표주가 100,000 원으로 커버리지 개시

목표주가 100,000 원, 투자의견
매수로 커버리지 개시

메리츠금융지주에 대해 투자의견 매수, 목표주가 100,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 보유한 자본에 기반한 Risk taking 을 통해 수익을 창출하는 금융업종의 사업구조 특성을 감안하여 Target PBR 1.89 배에 2024E BVPS 53,734 원을 적용하여 산출했다. 현재 주가(2024/03/15)를 기준으로 상승여력은 약 20% 수준에 달한다.

Sustainable ROE 는 24~26 년 예상 평균 ROE 20%를 적용했으며 Cost of Equity 는 1) KOFR 무위험지표금리 180 일 평균 수준을 고려한 무위험수익률 3.65%, 2) 다모다란 교수가 2024 년 초 제시한 한국의 Risk Premium 5.32% 및 3) 베타 1.0 의 가정을 기준으로 산정했다.

K-ICS, 증권-보험 간 다각화된
포트폴리오, 주주 환원 등
종합적으로 감안한 할인율 반영

동사의 경우 국내 유일한 보험지주라는 특성을 감안하여 다른 보험사와 동일하게 K-ICS 비율에 기반한 차등적인 할인율을 기본적으로 적용했다. 다만 1) 손해보험과 증권 자회사 간 다각화된 사업 포트폴리오, 2) 증권 자회사의 양호한 NCR 비율을 바탕으로 추가적인 배당 등을 통해 그룹의 주주 환원 재원을 제공해줄 수 있다는 점을 반영하여 타사 대비 완화된 수준을 적용하였다.

메리츠금융지주 - 목표주가 산정 Table		
항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2024E ~2026F ROE 평균	20.0%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준	9.0%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 감안한 디스카운트 및 다각화된 사업 포트폴리오 등 종합적으로 반영	15%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.89
목표주가	2024F 조정 BPS 53,734 원에 Target PBR 적용	100,000
현재가		83,200
Upside / Downside 투자의견		20.2% 매수

자료: SK 증권 추정

타사 대비 PBR 높지만 ROE 및
주주 환원 등 효율적 자본 활용
감안하면 부담스럽지 않다고 판단

동사의 PBR 은 현재 1 배 수준을 상회하고 있는 만큼 다른 금융회사에 비해 상대적으로 밸류에이션 수준이 높아 보인다. 다만 1) 업계 내 가장 양호한 수준의 ROE 를 꾸준히 기록하며 지속적인 순 자산의 성장을 기대할 수 있다는 점과 2) 50% 수준의 총 주주환원을 원칙을 명시하며 효율적인 자본 활용 정책을 제시하고 있다는 점을 감안했을 때 현재 PBR 수준이 밸류에이션 관점에서 크게 부담이 가는 상황은 아니라고 판단한다. 보수적으로 향후 이익 및 자본 측면의 성장 여력이 제한된다고 하더라도 자사주 매입/소각 중심의 주주 환원 정책을 바탕으로 주주에게 귀속되는 기업가치는 지속적으로 제고될 것으로 전망한다.

Equity Spread 확대 및 주주 환원
추이 지속 시 Upside 기대 가능

높은 수준의 ROE 를 바탕으로 Equity Spread 가 지속적으로 확대되고 50%를 상회하는 총 주주환원을 추이가 지속될 경우 추가적인 Upside를 충분히 기대할 수 있을 것으로 예상된다. 한편 부동산 PF 나 해외 대체투자 등과 관련된 건전성 이슈 영향으로 ROE 가 부진하거나 예상 대비 낮은 수준의 주주 환원 등이 나타나는 등 Downside risk 도 상존할 전망이다.

건전성 악화, 주주 환원 축소
등으로 인한 Downside risk 도
상존

시나리오별 주가와 관련하여 Upside Case 는 증권 자회사 실적 S&T, 기업금융 등 개선으로 22 년 수준의 실적으로 회복된다고 가정할 경우 기대할 수 있는 3 개년 평균 ROE 개선 1.5%p 등을 기준으로 산정했으며 Downside Case 의 경우 부동산 PF 및 해외 부동산 익스포저 중 일정 비율로 부실이 발생할 경우 예상되는 3 개년 평균 ROE 하락 5%p 등의 가정을 바탕으로 산정했다.

메리츠금융지주 - 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		47%
Sustainable ROE	투자손익 개선, 부동산 시장 활성화 등	21.5%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준	9.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	전반적인 시장 기대감 등 확대에 디스카운트 해소	-5.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	2.27
목표주가(Bull case)	2024F 조정 BPS 53,734 원에 Target PBR 적용	122,200
Downside case		-19%
Sustainable ROE	손실계약 비용 부담 확대, 부동산 시장 부진 지속 등	15.0%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준	9.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	시장 실망감 확대 등 영향으로 디스카운트 심화 등	-25.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.25
목표주가(Bear case)	2024F 조정 BPS 53,734 원에 Target PBR 적용	67,300

자료: SK 증권 추정

3. Equity Spread 가 높은 효율적인 자본 활용

(1) 최근 이니셔티브에 부합하는 효율적인 자본 활용

투자포인트 1: 높은 자본 활용의
효율성

메리츠금융지주의 가장 큰 강점은 자본 활용의 효율성이다. 동사의 핵심 자회사 메리츠화재와 메리츠증권은 모두 업계 내 최상위권의 수익성을 바탕으로 자본 규모 대비 높은 이익 수준을 지속적으로 기록해왔다. 화재 및 증권이 동사의 완전자회사로 편입된 이후로는 배당 및 증자 등에 있어 의사결정 시간이 단축된 만큼 그룹 차원의 효율적인 자본 배치에 따른 추가적인 수익성 개선을 기대할 수 있을 전망이다.

일본 사례 등 밸류업의 핵심이
자본 활용의 효율성 제고인 만큼
동사가 가장 부합한다고 판단

최근 추진되고 있는 기업 밸류업 프로그램이 벤치마킹하고 있는 일본 주식시장 개편 방안의 핵심이 자본비용과 수익성을 고려한 자본 활용의 효율성 제고라는 점을 감안했을 때 전반적인 이니셔티브에 가장 부합하는 기업이 동사라고 판단한다. 실제로 일본 정책당국은 낮은 PBR 의 주요 원인으로 자본비용을 하회하는 ROE 등을 제시하며 기업들에게 자본비용과 수익성을 고려한 경영을 요구하는 모습이 나타났다.

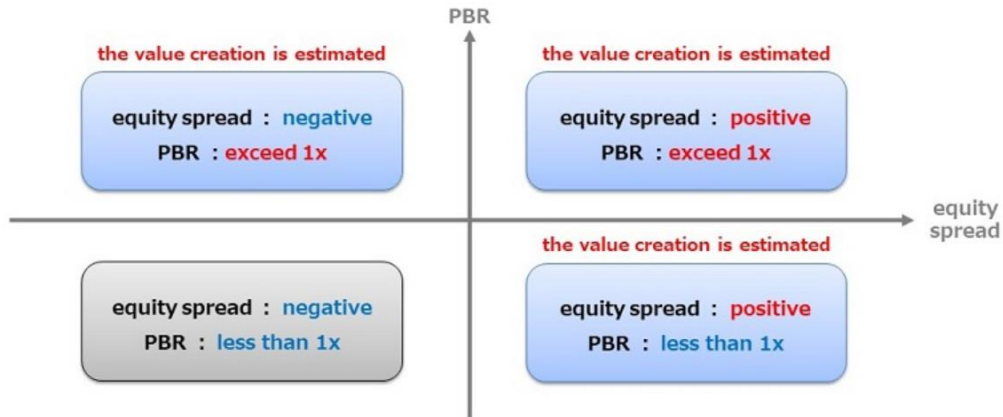
JPX 프라임 150 지수에서도 단순
PBR 이 낮은 기업이 아닌 ROE 등
위주로 편입

일본에서 주식시장 개편 방안의 일환으로 출시한 JPX 프라임 150 지수가 단순 낮은 PBR 의 기업으로 구성된 지수가 아닌 1) ROE 가 자본비용을 상회하고 있으며 2) PBR 이 1배를 상회하는 등 높은 수익성과 일정 수준의 밸류에이션을 보유한 기업들을 중심으로 구성되어 있다는 점도 이러한 자본 활용의 효율성 제고라는 이니셔티브를 명확하게 보여준다. 실제 JPX 프라임 150 지수의 구성 종목을 살펴보면 흔히 저 PBR 산업으로 꼽히는 금융이나 철강업의 경우 도쿄해상, 일본거래소그룹, 도쿄제철 등 ROE 가 양호한 1~2 개 회사 정도만 포함되어 있음을 확인할 수 있다.

밸류업 지수 출시될 경우 이러한
자본 활용의 효율성 및 적극적
기업가치 제고 고려될 전망

기업의 낮은 PBR 이 단순한 저평가를 의미하는 것이 아닌 수익성/성장성 부진 등 여러 Discount 요인이 반영된 결과임을 감안했을 때 향후 출시될 국내 밸류업 지수도 단순히 PBR 수준 등만 고려하기보다는 일본 사례와 유사하게 1) 일정 수준의 Equity Spread (ROE-자본비용)를 확보하고 있으며 2) 적극적으로 기업가치 제고 방안을 추진하고 있는 기업을 중심으로 구성될 가능성이 높다고 판단한다.

JPX Prime 150 지수 - 기업가치에 기반한 종목 선정



자료: 일본거래소그룹, SK 증권

JPX Prime 150 지수 - 구성 종목 분석

섹터	개수	주요 종목	2023/03 평균 ROE	2023/03 평균 PBR
전자기기	24	소니 그룹, 키엔스, 도교일렉트론, 무라타제작용 등	17.2	3.3
정보통신	23	NTT, KDDI, 소프트뱅크 등	16.5	3.8
서비스	16	리쿠르트 홀딩스, 오리엔탈랜드 등	20.7	6.3
화학	11	신에츠화학공업, 후지필름 등	11.9	2.4
제약	10	다케다약품공업, 다이이치산쿄 등	10.6	2.9
소매	9	세븐&아이, 패스트리테일링, AEON 등	19.4	4.5
기계	8	다이킨 공업, SMC, 코마츠제작용 등	12.7	2.1
음식료	8	일본담배산업, 아지노모토, 아사히 등	10.6	2.2
도매	6	미쓰이물산, 이토추상사, 마루베니 등	19.5	3.4
자동차	5	덴소 등	13.2	1.4
육상운송	5	동일본여객철도 등	9.2	1.4
정밀기기	4	호야 등	16.8	4.0
건설	3	다이와하우스 등	13.7	1.0
기타 제조업	3	닌텐도 등	14.4	2.5
부동산	3	다이토켄타쿠 등	20.2	3.1
해운	3	NYK 등	52.0	0.6
항공	2	ANA 등	7.5	1.5
유리/세라믹	1	Fujimi 등	16.1	2.6
정유	1	이데미츠코산	16.8	0.5
고무	1	브리지스톤	10.5	1.2
섬유/의복	1	골드윈	29.3	7.1
철강	1	도쿄제철	18.3	0.8
보험	1	도쿄해상	9.9	1.4
기타 금융	1	일본거래소그룹	14.7	3.4
합계	150		16.3	3.3

자료: 일본거래소그룹, SK 증권

(2) 금융회사 중 가장 높은 Equity Spread 보유

한국 시장 Equity Premium 및 각 기업의 Implied CoE 도출

국내 주요 금융회사의 자본 활용의 효율성 수준을 가늠해보고자 1) 무위험수익률 및 Risk Premium 에 기반한 한국 시장의 대략적인 Cost of Equity 와 2) 현재 기업의 PBR 과 ROE 수준을 바탕으로 고든 성장 모형에 기반하여 산출한 Implied Cost of Equity 를 바탕으로 Equity Spread (ROE - 자본비용)를 추정해보았다.

먼저 한국 시장의 Cost of Equity 는 1) 무위험수익률(KOFR 과거 180 일 평균 수준 고려) 3.65%, 2) Risk Premium 5.32%(다모다란 교수가 CDS 를 바탕으로 제시한 Equity Risk Premium. 24 년 1 월 기준)을 기준으로 산정할 경우 약 9% 수준에 달한다고 판단한다.

또한 23년 기준 ROE, 자본 총계 및 최근 증가를 기준으로 도출한 Implied Cost of Equity 의 경우 기업별 차이가 다소 크게 나타났는데 은행의 경우 약 15~25% 수준을 기록했으며 보험의 경우에도 업계 1 위 프리미엄이 적용된 삼성 그룹 계열사를 제외하면 대부분 20%를 상회하는 모습이 나타났다. 한화손보의 경우에는 40%를 상회하는 Implied CoE 가 도출되었는데 과거 배당 미지급 등에 따른 영향으로 주주의 요구수익률이 타사 대비 높을 수밖에 없는 배경 등이 반영된 것으로 보인다.

23 년 ROE 기준 Equity Spread 가장 높은 메리츠금융지주의 자본 활용의 효율성 높다고 판단

23 년 ROE 기준으로 전반적인 Equity Spread 를 파악해본 결과 1) 한국 시장의 CoE 약 9%를 기준으로 시중은행지주 및 기업은행, JB 금융지주, 주요 손해보험사, 코리안리, 메리츠금융지주 등의 ROE 가 자본비용을 상회하는 모습이 나타났다. 다만 2) 개별 기업의 Implied CoE 를 기준으로 Equity Spread 를 산정해보면 메리츠금융지주가 유일하게 자본비용을 상회하는 ROE 를 기록하는 모습이 나타난 만큼 업계 내 가장 높은 자본 활용의 효율성을 보유하고 있다고 판단한다.

향후 밸류업 지수 등에 편입될 가능성 높다고 판단

높은 Equity Spread 및 효율적인 자본 활용 정책 등을 감안했을 때 향후 밸류업 지수 등이 출시될 경우 금융섹터 내에서는 동사가 해당 지수에 편입될 가능성이 가장 높다고 판단한다. 이를 감안했을 때 향후 수급 측면에서 추가적으로 우호적인 흐름을 충분히 기대해볼 수 있을 것으로 예상된다.

한국 Cost of Equity 산출 개요

항목	수치	비고
무위험수익률(RFR)	3.65%	KOFR 과거 180일 평균 약 3.63% 감안하여 3.65% 사용
리스크 프리미엄(ERP)	5.32%	다모다란 교수가 제시한 CDS에 기반한 국내 Risk Premium 사용
Beta	1.0	지수 기준으로 베타 1.0 사용
Cost of Equity	9.0%	RFR+ERP*Beta로 도출

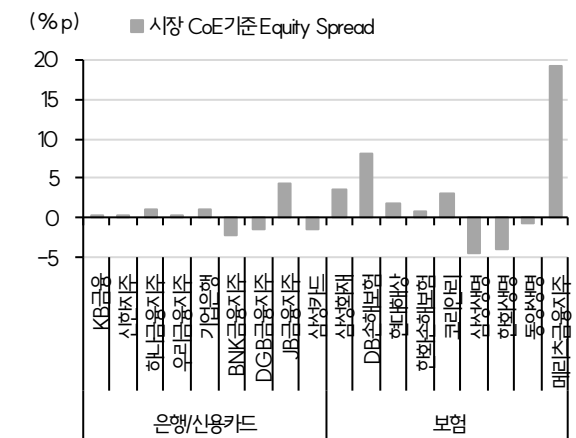
자료: SK 증권 추정

커버리지 금융주 - Equity Spread 추정

분류	기업	2023년 ROE(%)	2023년 BVPS(원)	종가 (24/03/15)	Implied CoE (ROE/PBR)	Equity Spread	
						한국 추정 CoE 기준	Implied CoE 기준
은행/신용카드	KB 금융	9.2%	131,503	76,200	15.9%	0.3%p	-6.7%p
	신한지주	9.1%	96,447	49,600	17.6%	0.1%p	-8.6%p
	하나금융지주	10.0%	123,255	62,100	19.8%	1.0%p	-9.8%p
	우리금융지주	9.4%	37,329	15,230	23.0%	0.4%p	-13.6%p
	기업은행	10.1%	32,360	15,250	21.4%	1.1%p	-11.3%p
	BNK 금융지주	6.8%	29,549	8,250	24.3%	-2.2%p	-17.5%p
	DGB 금융지주	7.6%	31,541	9,120	26.3%	-1.4%p	-18.7%p
	JB 금융지주	13.4%	23,419	13,340	23.5%	4.4%p	-10.1%p
보험	삼성카드	7.6%	73,708	40,350	13.9%	-1.4%p	-6.3%p
	삼성화재	12.5%	314,538	309,500	12.7%	3.5%p	-0.2%p
	DB 손해보험	17.2%	122,536	101,900	20.6%	8.2%p	-3.5%p
	현대해상	10.8%	68,424	34,500	21.3%	1.8%p	-10.6%p
	한화손해보험	9.7%	20,496	4,945	40.3%	0.8%p	-30.6%p
	코리안리	12.1%	15,067	8,320	22.0%	3.2%p	-9.9%p
	삼성생명	4.6%	212,095	99,100	9.9%	-4.4%p	-5.3%p
	한화생명	4.9%	12,537	3,250	19.0%	-4.1%p	-14.0%p
	동양생명	8.3%	16,158	6,240	21.4%	-0.7%p	-13.2%p
	메리츠금융지주	28.2%	47,118	83,200	16.0%	19.2%p	12.2%p

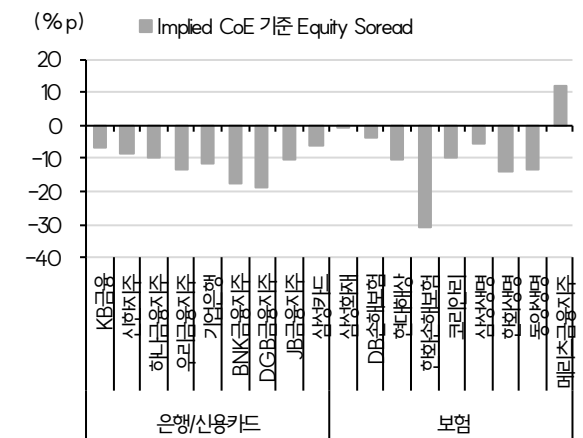
자료: FnGuide, SK 증권 추정

Equity Spread - 한국 CoE 및 23년 ROE 기준



자료: 각사, SK 증권 추정

Equity Spread - Implied CoE 및 23년 ROE 기준



자료: 각사, SK 증권 추정

4. 약속된 주주 가치 제고

(1) 명확한 주주 환원 정책의 제시

투자포인트 2: 명확한 주주 환원 정책

메리츠금융지주의 또 다른 강점으로는 명확한 주주 환원 정책을 제시한다. 메리츠금융지주는 22년 11월 중 공시를 통해 연결 당기순이익 기준 50%의 총 주주환원율을 원칙으로 하는 중기 주주 환원 정책을 제시했으며 23년에는 이러한 원칙을 바탕으로 자사주 약 0.64 조 및 현금배당 약 0.45 조를 합쳐 총 1.09 조원 규모의 주주 환원을 시행했다. 이에 따라 연결 당기순이익 기준 약 51%, 연결 지배순이익 기준으로는 약 53%에 달하는 주주환원율을 기록하는 모습이 나타났다.

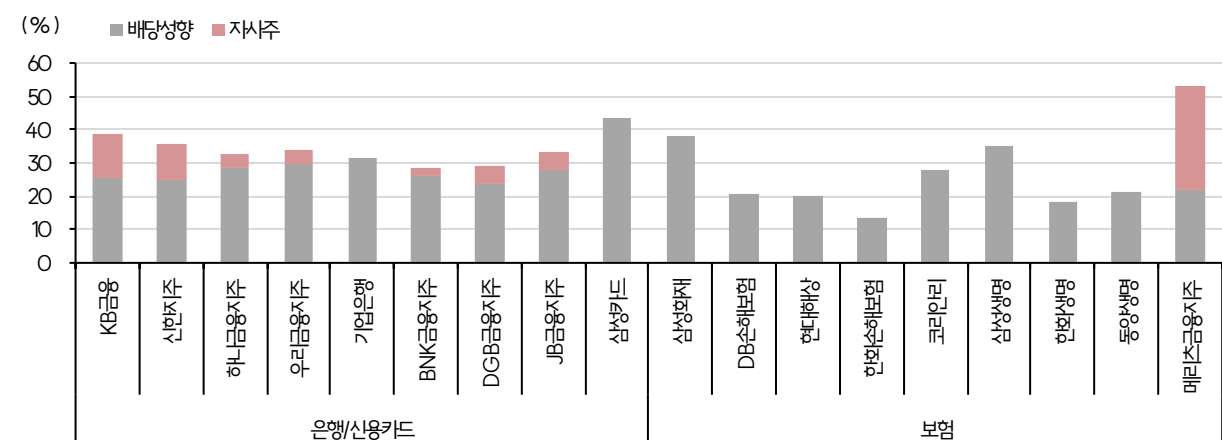
50%의 총 주주환원율은 주요 금융사 중 가장 높은 수준에 달한다고 판단

주요 금융사의 23년 연간 총 주주환원율을 살펴보면 대형 은행이 약 30% 중후반 수준을 기록했으며 보험은 삼성생명(연결 기준 약 37%), 화재(별도 기준 약 38%)를 제외하면 대부분 20% 내외 수준에 그치는 모습이 나타난 만큼 동사의 총 주주 환원율 약 50% 원칙은 금융섹터 내 가장 높은 편에 속한다고 볼 수 있다.

다른 보험사와 달리 증권 자회사 배당을 통해 주주 환원 재원 확보 가능한 만큼 관련 우려 제한적

특히 다른 보험사들이 K-ICS 관련 불확실성, 해약환급금준비금 이슈, 금융당국의 과도한 배당 자제 권고 등으로 명확한 주주 환원 정책을 제시하기 어려운 것과 달리 동사의 경우 보험 자회사의 배당이 다소 제한되더라도 증권 자회사의 배당을 바탕으로 주주 환원 재원을 확보할 수 있는 만큼 상대적으로 주주 환원에 대한 우려는 제한적이라고 판단한다.

커버리지 주요 금융사 - 23년 총 주주 환원율 현황



자료: 각사, SK 증권; 주: 보험сек터의 경우 삼성생명, 메리츠금융지주를 제외하면 모두 별도 기준

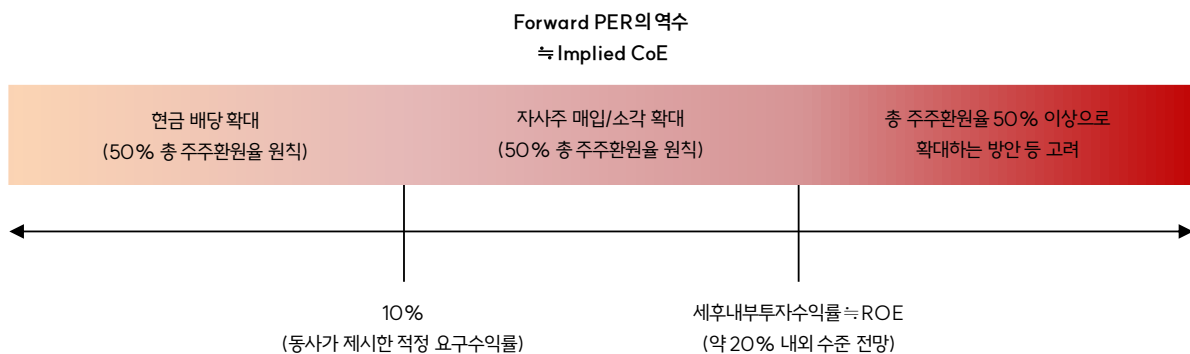
자사주 매입/소각 중심 주주 환원
정책으로 주주가치 제고

동사의 주주 환원 정책이 다른 회사들과 가장 크게 차별화되는 점으로 자사주 매입/소각의 높은 비중을 제시한다. 동사는 Forward PER 의 역수를 기준으로 주가의 저평가 정도를 가늠하고 있으며 Forward PER 의 역수가 10%보다 높은 상황(PER 10 배 하회)에서는 배당보다 자사주 중심의 주주 환원을 통해 주가 가치를 제고하는 방향을 고려하고 있으며 저평가가 심화되어 Forward PER 의 역수가 세후 내부투자 수익률을 하회하는 경우에는 자본 적정성 등을 감안하여 50%를 초과하는 자사주 매입/소각을 시행하겠다고 언급했다.

PER 의 역수에 기반한 주주
환원을 자본비용을 감안한 효율적
자본 정책의 일환이라고 판단

당사는 메리츠금융지주의 Forward PER 의 역수($\text{PER 의 역수} = \text{ROE} / \text{PBR} = \text{고든 배당 모형을 활용하여 산출한 Implied Cost of Equity}$)에 기반한 주주 환원 정책을 Cost of Equity 를 고려한 자본 정책의 일환이라고 판단한다. 단순히 세후 내부투자 수익률을 ROE 라고 가정해보면 동사의 경우 1) 기본적으로 저평가 해소를 위해 50%의 총 주주환원을 원칙 하에서 자본을 활용하되 2) Implied Cost of Equity 가 ROE 보다 높아지는 등 저평가가 심해지는 경우에는 총 주주환원율을 50% 이상으로 확대하며 자본 활용의 효율성을 제고한다고 볼 수 있기 때문이다. 3) 더 나아가 50%의 원칙적인 주주 환원 내에서도 적정 요구수익률(10%)과 현재 주가 수준에 내재된 Implied CoE (Forward PER 의 역수)를 비교하여 자사주 매입/소각 및 배당을 결정하는 점 등을 감안하면 금융사 중 가장 적극적으로 자본비용을 고려하여 자본을 활용하고 있다고 판단한다. 동사가 향후 약 20% 내외의 평균 ROE 를 기록할 것으로 예상되는 점을 고려하면 Forward PER 이 5 배를 하회하는 상황에서는 K-ICS나 NCR 등 자본 규제 등에 반하지 않는 한 50%를 상회하는 주주환원율을 충분히 기대해 볼 수 있다고 판단한다.

주주환원정책 - Cost of Equity 를 중심으로 재해석한 메리츠금융지주의 자본 정책



자료: SK 증권 추정

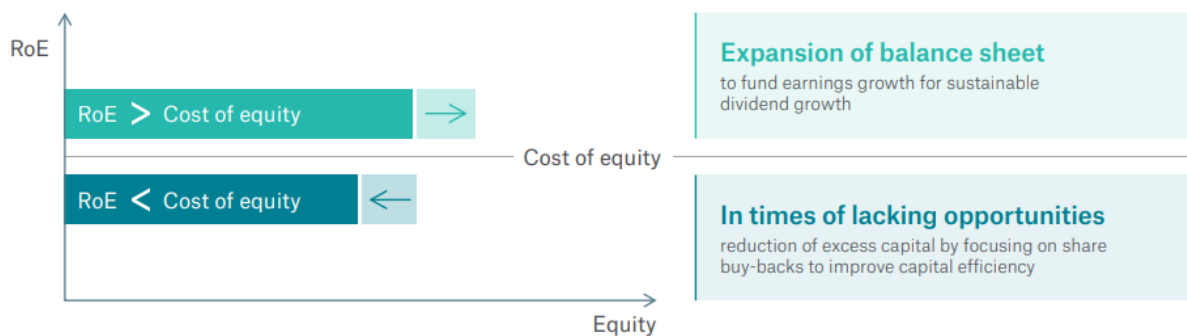
자본비용에 대한 고려 등
감안하면 해외 선진 금융사에
준하는 자본 정책이라고 판단

해외에서는 동사처럼 자본비용을 고려한 자본 정책을 시행하는 모습을 쉽게 찾아볼 수 있다. 예시로 유럽 대형 재보험사 Munich Re 가 2020 년 Investor Day 를 통해 제시한 Capital Management 정책을 살펴보면 ROE 와 Cost of Equity 를 비교하여 1) ROE 가 Cost of Equity 보다 높은 경우 자본 투입에 따른 리턴을 긍정적으로 판단해 지속적인 배당 성장을 위해 성장을 확대하고, 2) Cost of Equity 가 ROE 보다 낮은 경우에는 자본을 활용할 기회가 제한적이라고 판단하여 자본 활용의 효율성 제고를 위해 자사주 매입/소각을 통해 잉여자본을 축소하는 등 전반적으로 자본비용을 고려한 효율적인 자본 활용 방안을 제시하는 모습이 나타났다.

Munich Re – Capital Management Framework

Conceptual capital management framework

Capital 



자료: Munich Re Group Investor Day(2020), SK 증권

(2) 자사주 매입/소각 중심의 주주 환원 정책 지속 예상

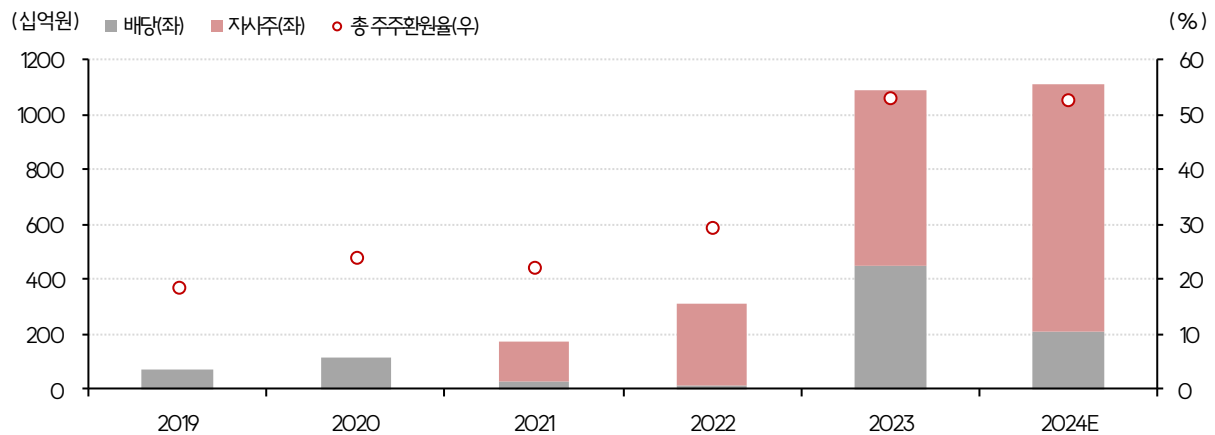
PER 등 감안했을 때 자사주
매입/소각 중심 주주 환원 정책
지속될 것으로 예상

현재 주가 및 당사 추정치 기준으로 동사의 24년 예상 PER은 약 7.97배(신종자본
증권 및 비지배지분 제외한 보통주 기준)로 Implied CoE 가 여전히 동사가 제시한
적정 요구수익률을 상회하고 있는 만큼 자사주 매입/소각 중심의 주주 환원 정책이
지속될 것으로 예상된다. 23년 중 자본잉여금 감액을 통해 자사주 매입/소각에 활용
할 수 있는 배당가능이익을 충분히 확보한 점을 감안하면 23년보다 전체 주주 환원
내 자사주 매입/소각이 차지하는 비중은 더욱 높아질 전망이다.

과거 사례 등 감안하여 24년
자사주 매입 규모 약 9천억원
수준으로 전망

당사는 과거 21년 중 동사가 제시한 주주 환원 정책 등을 감안하여 배당성향 10%
를 제외한 나머지를 자사주 매입/소각에 사용한다고 가정했으며 이 경우 자사주 매
입/소각 규모는 약 9천억원을 예상한다. 자사주 매입/소각에 기반한 지속적인 주식
수 감소를 감안했을 때 향후 이익이나 자본 등 측면에서 큰 변동이 없더라도 주주에
게 귀속되는 기업가치는 EPS 및 BPS 증가를 통해 꾸준히 늘어날 전망이다.

메리츠금융지주 - 주주 환원 추이 및 전망



자료: 메리츠금융지주, SK 증권 추정

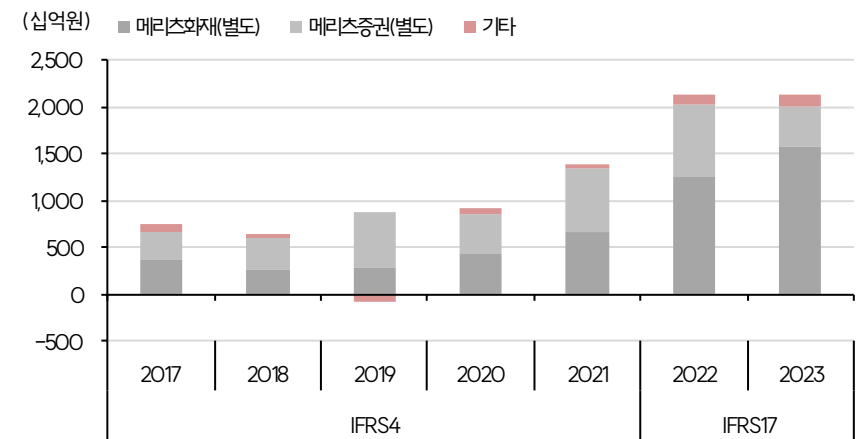
5. 핵심 자회사들의 높은 수익성

(1) 자회사의 양호한 실적에 기반한 주주 환원 재원 확보

자회사 양호한 실적에 기반한
배당 재원 확보

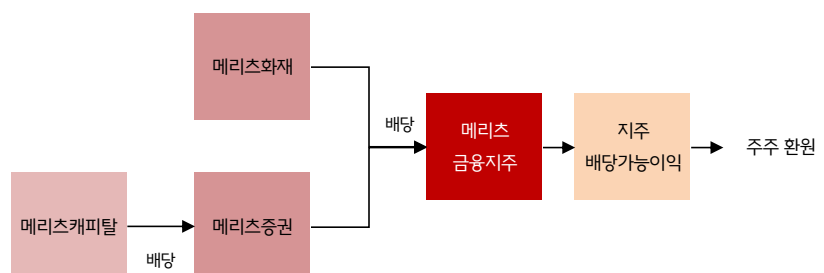
메리츠금융지주가 명확한 주주 환원 정책을 제시할 수 있는 핵심 배경으로는 주요 자회사인 메리츠화재, 메리츠증권 등이 양호한 실적을 바탕으로 꾸준히 배당을 통해 지주의 주주 환원 재원을 제공해줄 수 있다는 점에 기인한다.

메리츠금융지주 - 당기순이익 Breakdown



자료: SK 증권

메리츠금융지주 - 주주 환원 구조



자료: SK 증권

(2) 메리츠화재: 보험손익/투자손익 모두 높은 수익성 보유

메리츠화재: 보험/투자손익 모두 높은 수익성 보유

동사의 핵심 자회사인 메리츠화재의 강점으로 보험손익/투자손익 모두 업계 내 가장 높은 수익성을 보이고 있다는 점을 제시한다. 보험손익 측면에서는 1) 수익성 중심 언더라이팅 전략과 2) 보수적인 가정 활용에 따른 양호한 이익 체력이, 투자손익 측면에서는 PF 대출 등에 기반한 높은 수익성이 돋보인다.

과거 보장성 인보험 경쟁 주도했으나 최근에는 자동차보험 M/S 확대 추세

먼저 언더라이팅 전략을 살펴보면 동사는 17년부터 보장성 인보험 중심 신계약 경쟁을 주도하는 모습이 나타났지만 IFRS17 이 시행된 23년부터는 보장성 인보험 시장의 성장을 자제하고 자동차보험 등의 M/S 확대를 추진하는 모습이 나타났다.

과거 손익 부진 나타났으나 IFRS17 이후 CSM 측면에서 긍정적 영향으로 이어짐

과거 장기 보장성 인보험 중심의 성장 전략은 1) 신계약비 이연한도 한계로 인한 사업비율 악화 및 2) 언더라이팅 완화로 인한 위험손해를 악화 등에 따른 보험영업이익(IFRS4 기준) 부진으로 이어지는 모습이 나타났다. 다만 경쟁이 완화된 20년 이후에는 위험손해를 등 지표가 하향 안정화되며 손익이 개선되었고 IFRS17 전환 시점에는 신계약비 등의 선제적 비용 인식에 따라 CSM에 긍정적 영향이 나타났다.

수익성 중심의 신계약 전략 감안했을 때 향후 가정 관련 불확실성 낮다고 판단

또한 IFRS17 전환 이후 둔화된 보장성 인보험 신계약 성장은 동사가 최근 보장성 인보험 시장 성장을 주도하는 무/저해지 상품이나 수술비 담보 등의 마진을 제한적으로 판단함에 따라 암/중대 질환 등 상대적으로 마진이 양호한 담보 위주로 성장을 추진한데 기인한다. 수익성 기반의 성장 전략을 감안했을 때 둔화된 장기 인보험 신계약 추세에도 향후 가정 관련 불확실성 우려는 제한적일 것으로 예상된다.

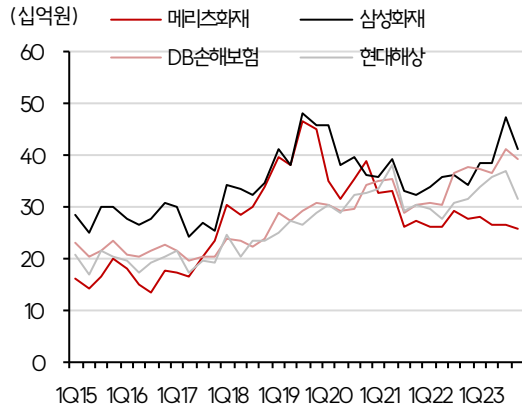
자동차보험은 1) 플랫폼을 통한 경쟁 기회 및 2) 양호한 이익 등을 바탕으로 M/S 확대 추진

한편 자동차보험의 경우에는 오히려 M/S 확대를 추진하고 있는데 이는 1) 플랫폼 비교 서비스 등을 통한 새로운 경쟁 기회가 확보되었으며 2) 요율 인하 등에도 불구하고 제도 개선 효과 등 영향으로 규모의 경제가 갖춰진 상위권 회사를 중심으로 양호한 실적이 이어지고 있다는 점에 기인한다.

상위 4사 중심 양호한 손해율 및 실적 추세 감안했을 때 추가 수익성 확보 기대 가능

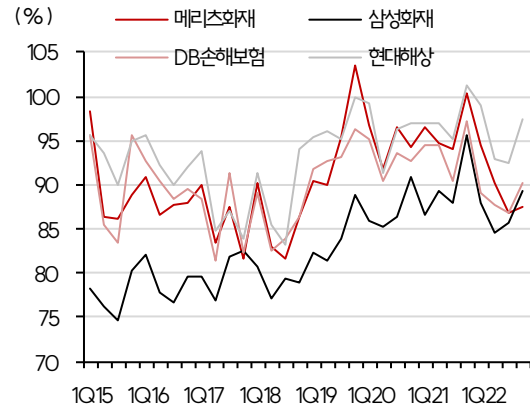
실제로 자동차보험 시장 M/S 대부분을 차지하고 있는 대형 4사(삼성, DB, 현대, KB)의 경우 23년 요율 인하에도 안정적으로 손해율이 관리되었으며 자동차보험 손익(IFRS17 기준)도 전년 동기 대비 증익을 기록하는 모습이 나타났다. 이를 감안했을 때 향후 동사의 M/S 확대를 통한 추가적인 수익 확보를 충분히 기대해볼 수 있는 상황이라고 판단한다.

손해보험 - 보장성 인보험 추이



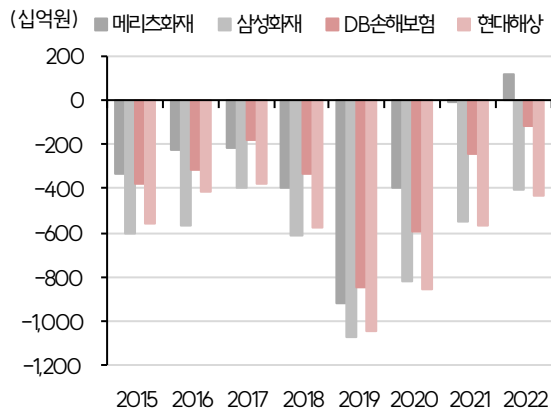
자료: 각사, SK 증권

손해보험 - 장기 위험손해율 추이



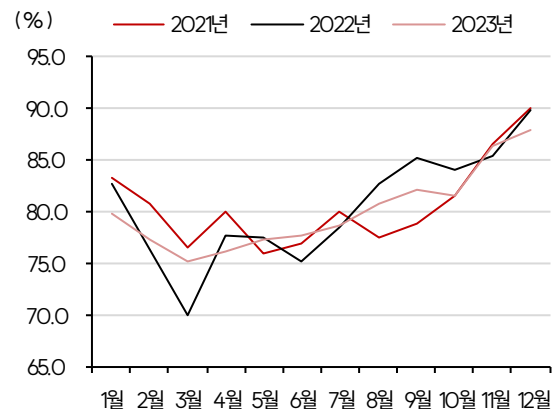
자료: 각사, SK 증권

손해보험 - 보험영업이익(IFRS4) 추이



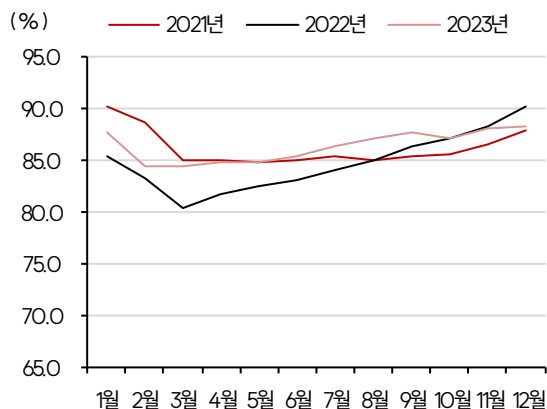
자료: 각사, SK 증권

손해보험 - 자동차 손해율(상위 4사 평균)



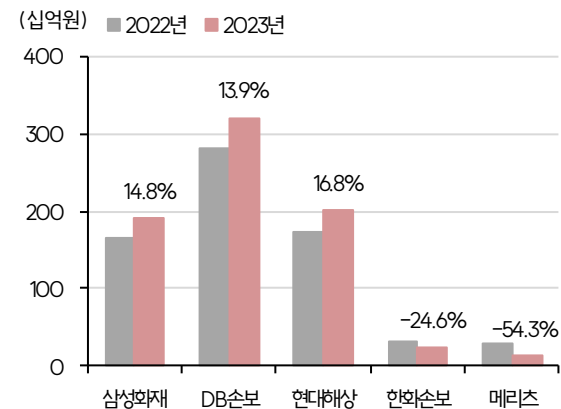
자료: 언론보도, SK 증권

손해보험 - 자동차 손해율(중하위사 평균)



자료: 언론보도, SK 증권

손해보험 - 자동차보험 손익 추이(IFRS17)



자료: 각사, SK 증권

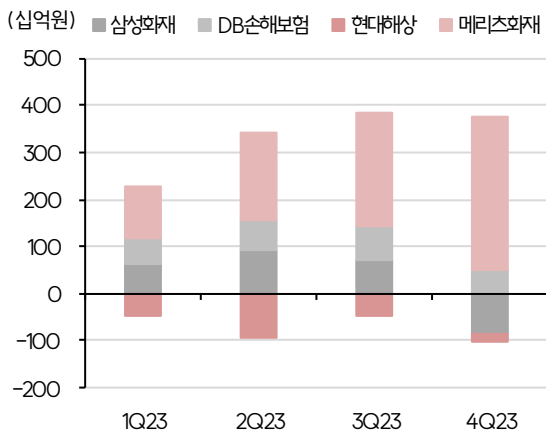
보수적인 가정 사용으로 예실차
및 손실계약비용 측면에서 안정적
실적 기록

보수적인 가정 활용에 기반한 버퍼는 동사의 예실차 손익 및 가이드라인 관련 영향
을 통해 확인할 수 있다. 동사는 전환 시점에 보수적인 가정을 바탕으로 보험부채를
산출하는 등 영향으로 23 년 중 높은 예실차 이익을 기록했으며 실손보험 등 계리적
가정 가이드라인 반영에도 손실계약비용이 환입되는 등 타사와 달리 이익이 개선되
는 모습이 나타났다.

24 년 예실차 및 손실계약비용
영향은 축소될 전망. 다만 CSM
상각이익으로 상쇄 예상

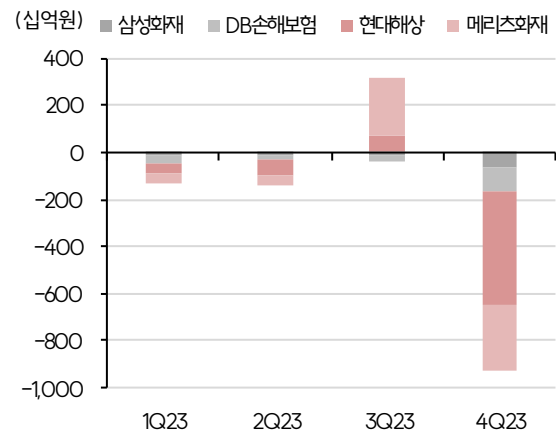
24 년 예실차 및 손실계약 관련 손익은 1) 가이드라인 영향 등 일회성 요인 소멸 및
2) 계리적 가정 조정에 따른 예실차 손익 축소 등 영향이 나타날 것으로 예상된다.
다만 가정 조정으로 개선된 CSM 상각 이익 등이 이를 상쇄할 것으로 예상된다.

손해보험 - 예실차 손익 추이



자료: 각사, SK 증권

손해보험 - 손실계약비용 추이



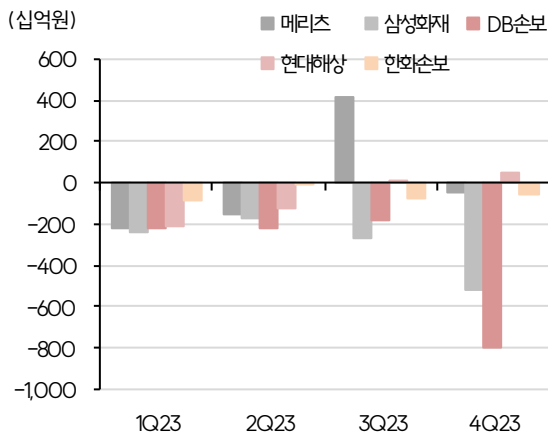
자료: 각사, SK 증권

계리적 가정 조정은 실손 측면
영향 크게 나타났으나 CSM은
안정적 수준으로 관리

연말 계리적 가정 조정의 경우 손실계약 측면에서는 타사와 동일하게 3/4 세대 실손
보험의 위험손해를 악화 등이 반영됨에 따라 약 2,936 억원의 손실계약비용 전입이
발생했으나 이익계약 측면에서는 이전 대비 개선된 가정이 반영됨에 따라 CSM이
타사 대비 현저하게 낮은 467억원 감소하는 수준에 그치는 모습이 나타났다.

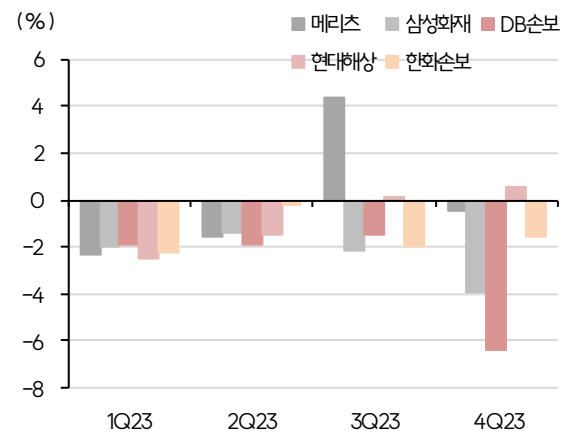
가이드라인 등 일회성 요인을 제외할 경우 다른 손해보험사들과 마찬가지로 매 분기
유지율 등과 관련하여 CSM 조정이 지속적으로 나타나고 있는 점은 일부 부담요인
이나 보수적인 가정에 기반한 버퍼 등을 종합적으로 감안했을 때 이익 체력 측면의
우려는 제한적인 수준이라고 판단한다.

손해보험 - CSM 가정 조정 영향



자료: 각사, SK 증권

손해보험 - 기초 CSM 잔액 대비 가정조정 영향 비율



자료: 각사, SK 증권

그룹 공동 딜 등을 바탕으로
부동산 PF 중심으로 높은 수익성
시현

투자손익에 있어 동사는 과거부터 그룹 차원의 공동 딜 참여 등을 통해 부동산 PF 등 대출자산 중심으로 높은 수익성을 시현해왔다. 동사의 운용자산 내 대출자산 비중은 4Q23 기준 약 33%로 삼성화재와 함께 업계 내 가장 높은 수준에 달하며 신평사 자료 등에 따르면 전체 대출채권 약 12 조 중 상당 부분이 PF 대출로 구성되어 있는 것으로 추정된다.

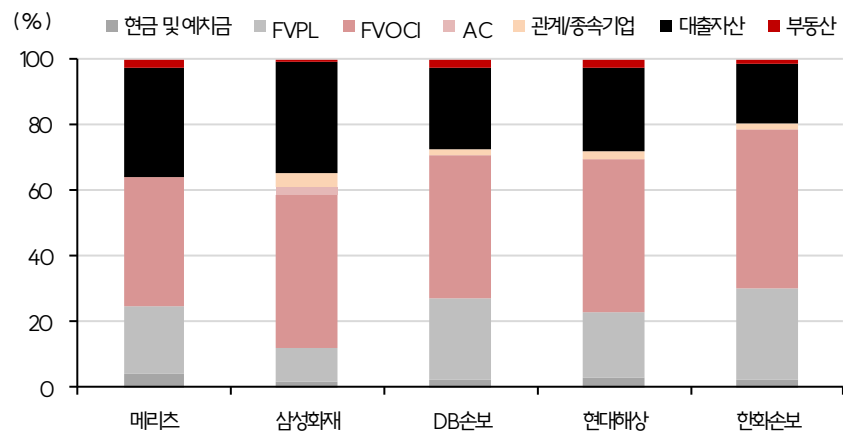
손해보험 - 운용자산 세부 현황

(십억원)	현금 및 예치금	유가증권	FVPL	FVOCI	AC	관계/중속	대출자산	부동산	총 운용자산
메리츠화재	1,560	22,685	7,766	14,800	0	119	12,425	1,003	37,673
삼성화재	1,211	51,382	8,420	37,720	1,670	3,571	27,231	685	80,508
DB손보	994	31,580	11,174	19,545	0	860	11,177	1,181	44,932
현대해상	1,350	28,660	8,130	19,515	0	1,015	10,397	1,092	41,500
한화손보	391	13,285	4,746	8,215	0	324	3,089	252	17,018

자료: 각사, SK 증권

주: 별도 기준

손해보험 - 운용자산 세부 자산 비중 현황



자료: 각사, SK 증권

부동산 관련 우려 높으나 선순위
중심 포트폴리오 감안했을 때
실질적인 리스크 제한적

동사의 높은 투자손익이 적극적인 Risk taking 에 기반하고 있는 만큼 최근 국내외 부동산 업황 부진 영향으로 부동산 PF 및 해외 부동산 자산 등과 관련된 우려도 다소 높을 수밖에 없는 상황이다. 다만 선순위 위주의 부동산 PF 대출 포트폴리오 등을 종합적으로 감안했을 때 실질적으로 동사가 부담하는 리스크는 제한적인 수준이라고 판단한다.

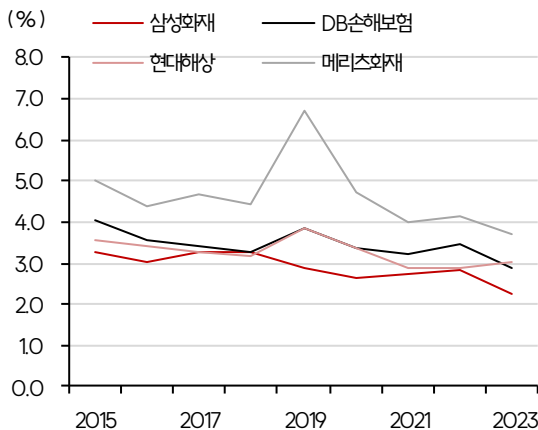
해외 부동산 잠재적 우려
존재하나 현재 이익 수준 내에서
충분히 관리 가능할 전망

해외 부동산 자산 등과 관련해서도 보수적 관점에서 손상차손 등을 반영하고 있으며 4Q23 중에도 이와 관련하여 1,558 억원의 손실을 선제적으로 인식하는 모습이 나타났다. 동사의 경상적인 이익 체력 수준을 감안할 때 일정 수준의 건전성 이슈는 충분히 관리 가능한 수준이라고 판단한다.

금리 관련 투자손익 변동성은
상대적으로 안정적

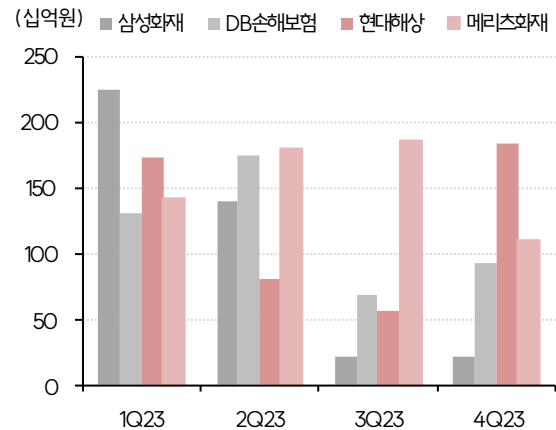
타사 대비 금리 변동에 따른 FVPL 자산의 평가손익 영향이 상대적으로 크지 않았던 점 등을 감안하면 건전성 요인을 제외하면 투자손익 측면의 안정성은 상대적으로 양호하다고 판단한다.

손해보험 - 운용수익률



자료: 각사, SK 증권

손해보험 - 투자손익 추이



자료: 각사, SK 증권

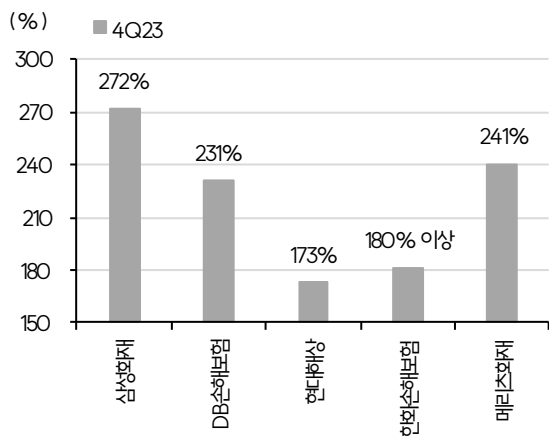
K-ICS 비율 안정적으로 자본력 측면에 어려움 없을 전망

K-ICS 는 약 240% 수준으로 전반적으로 안정적인 수준에 위치한 상황이다. 후순 위채 및 신종자본증권 비중은 상대적으로 높으나 차환 등에 특별한 어려움이 없는 한 자본력 측면에서 크게 우려가 될 만한 부분은 없을 것으로 예상된다.

CSM 및 자본 총계에 기반한 추정 Return on Risk 가 업계 내 가장 높은 만큼 효율성 높다고 판단

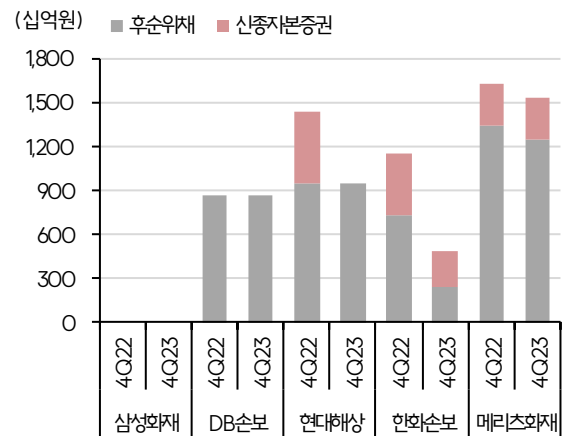
CSM 과 자본 총계에 기반한 Adjusted ROE 와 K-ICS 비율을 바탕으로 Return on risk(K-ICS 요구자본 단위당 수익성)를 대략적으로 산출해본 결과 동사는 23 년 기준 약 24% 수준으로 업계 내 가장 높은 수준을 기록했으며 3Q23 중 발생한 가이드라인 관련 일회성 요인 등을 제외해도 약 20% 내외 수준의 Return on risk 가 예상됨을 감안하면 업계 내 가장 높은 수준의 효율성을 시현하고 있다고 판단한다.

손해보험 - K-ICS 비율



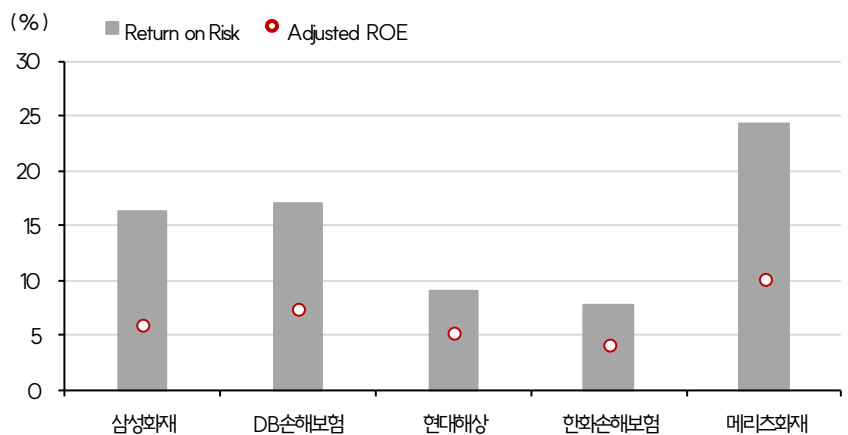
자료: 각사, SK 증권

손해보험 - 자본성증권 보유 현황



자료: 각사, SK 증권

손해보험 - 23년 추정 Return on Risk



자료: SK 증권 추정

주: Adjusted ROE 는 23년 순이익/(23년 자본총계+CSM)으로 산정. 한화손보는 3Q23 K-ICS 비율 적용

전반적으로 보험손익 양호한 흐름
지속될 것으로 예상

24년 실적 중 보험손익의 경우 연말 계리적 가정 조정을 고려하면 예상차로 인한 이익 축소가 불가피하겠지만 CSM 측면의 개선에 따른 상각이익 증가로 상쇄될 전망이다. 3/4 세대 실손보험 관련 보수적인 손실계약비용 전입을 감안하면 향후 관련 부담은 전반적으로 완화될 것으로 예상된다. 자동차보험의 경우 요율 인하 등에 따른 영향이 예상되나 대형사 대비 비중이 작은 만큼 영향은 제한적일 전망이다.

24년 실적은 일회성 요인 등
감안했을 때 23년과 유사한 수준
전망

다만 23년 중 발생한 가이드라인 관련 손실계약비용 환입 등 일회성 증익 요인을 감안했을 때 투자손익 측면에서 평가처분손익이나 건전성 개선 등 영향이 없을 경우 전반적인 손익은 23년과 유사한 수준을 기록할 것으로 예상된다. 경성적인 이익 체력은 점진적 개선 추세를 전망한다.

메리츠화재 - 분기별 실적 추이 및 전망										
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
보험손익	401	378	454	263.4	358	383	368	308	1,497	1,417
장기보험	368	350	445	308.8	340	367	365	322	1,472	1,394
CSM 상각	273	274	113	288	291	294	298	301	949	1,185
RA 해제	24	26	36	38	37	36	35	34	124	141
예실차	109	187	240	327	120	141	138	131	863	530
손실계약비용	-47	-41	251	-280	-40	-40	-40	-80	-117	-200
기타사업비 및 재보험 손익	9	-97	-195	-64	-69	-64	-65	-64	-347	-262
일반손해보험	19	17	3	-26	9	9	-1	-3	12	14
자동차보험	15	11	6	-19	9	7	4	-11	13	9
투자손익	143	180	186	110.9	197	195	194	115	620	701
자산운용손익	300	345	346	277	375	373	370	293	1,268	1,411
평가처분손익	0	9	-3	-123	0	0	0	-80	-117	-80
보험금융손익	-157	-165	-160	-166	-179	-177	-176	-178	-648	-710
영업이익	544	559	641	374	554	579	561	423	2,117	2,118
영업외손익	0	1	11	2	1	1	1	1	13	5
세전이익	543	560	651	376	556	580	563	425	2,130	2,123
당기순이익	397	419	480	278.7	410	428	415	314	1,575	1,567
월납보험료(보장성 인보험)	9.3	8.9	8.9	8.6	8.6	8.6	8.7	8.7	8.9	8.7
자산총계	34,041	35,582	35,812	39,404	39,738	40,041	40,367	40,560	39,404	40,560
운용자산	32,563	34,081	34,452	37,673	37,411	37,134	36,884	37,729	37,673	37,729
비운용자산	1,478	1,501	1,361	1,731	1,530	1,614	1,556	1,569	1,731	1,569
부채총계	29,964	30,993	30,545	33,931	33,855	33,730	33,641	34,168	33,931	34,168
책임준비금	27,214	28,267	27,450	30,890	30,787	30,675	30,580	31,110	30,890	31,110
장기보험 CSM 잔액	9,596	9,650	10,286	10,419	10,595	10,720	10,843	10,966	10,419	10,966
자본총계	4,076	4,589	5,267	5,473	5,883	6,311	6,726	6,392	5,473	6,392
해약환급금준비금	395	618	1,010	1,031	1,228	1,424	1,622	1,820	1,031	1,820
ROE(%)	44.2	41.4	41.3	21.9	30.4	29.5	26.6	20.0	36.8	27.7

자료: 메리츠금융지주, SK증권

주: 별도 기준

(3) 메리츠증권: 업황은 부정적이나 우수한 Deal Sourcing 역량 기대

업황 부진 영향 불가피하나 향후
업황 개선 시 빠른 Turn around
기대

또 다른 핵심 자회사인 메리츠증권의 경우 전반적인 증권업 업황 부진에 따른 영향이 불가피하지만 기업금융 측면의 우수한 Deal Sourcing 능력 및 적극적인 Book 활용을 감안했을 때 향후 업황 개선 시 실적 측면의 빠른 Turn around 를 기대해볼 수 있을 전망이다.

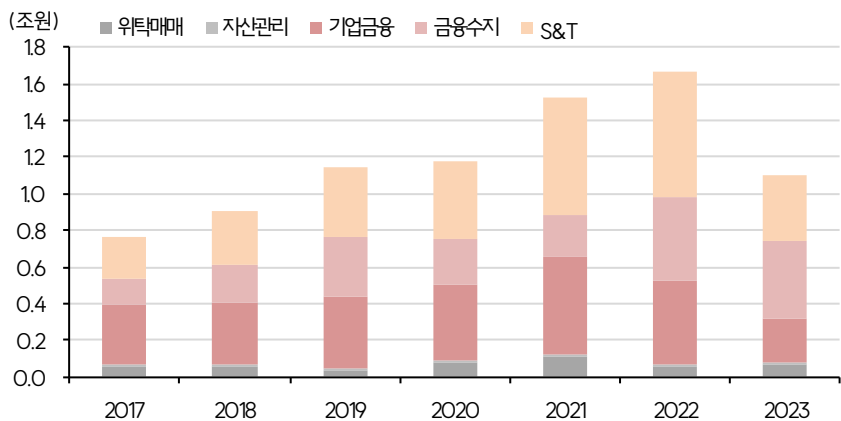
과거 부동산 PF 중심으로
기업금융 부문 빠르게 성장

동사의 기업금융 부문은 과거 부동산 금융을 중심으로 빠르게 성장하는 모습이 나타났다. 08년 서브프라임 모기지 사태 등 이후 기존 건설사 중심의 PF 패러다임의 변화가 발생하던 시점에 동사가 2010년대 초반부터 미담확약(책임준공 후 미분양 발생 시 LTV 기준 담보대출 실행) 등을 바탕으로 적극적으로 부동산 금융을 확대함에 따라 시장의 핵심 Player로 부상하는 모습이 나타났다.

과거 종금 라이선스 등 바탕으로
부동산 PF 적극적 진출. 선두 지위
바탕으로 선순위 위주 사업 영위

특히 동사는 과거 종금 라이선스를 보유함에 따라 NCR 등 자본 규제 관련 부담이 적었던 만큼 보다 적극적인 부동산 PF 사업 영위가 가능했으며 셀다운 대신 대출자산을 보유하며 이자손익 중심으로 안정적인 이익 확대 추세를 기록할 수 있었던 것으로 보인다. 리스크 측면에서도 부동산 금융 내 선두적인 지위를 바탕으로 우량 딜에 대한 접근성이 높아 선순위 중심 부동산 PF 포트폴리오를 보유하고 있는만큼 실질적인 부담은 제한적이라고 판단한다.

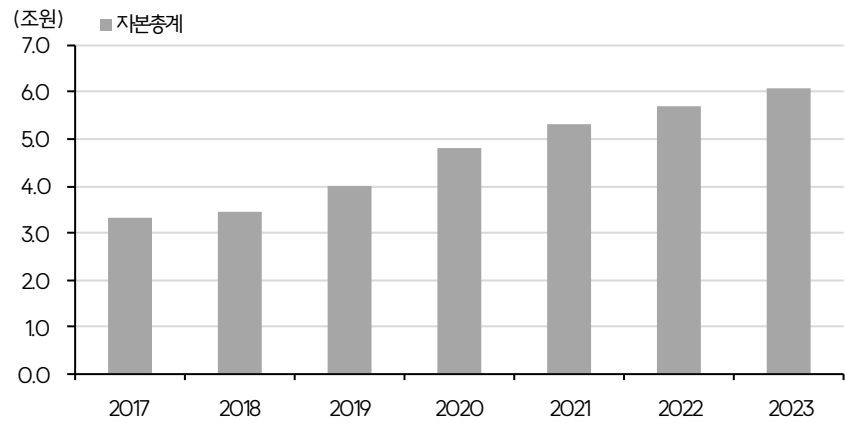
메리츠증권 - 순영업수익 추이



자료: 메리츠증권, SK 증권

주: 별도 기준

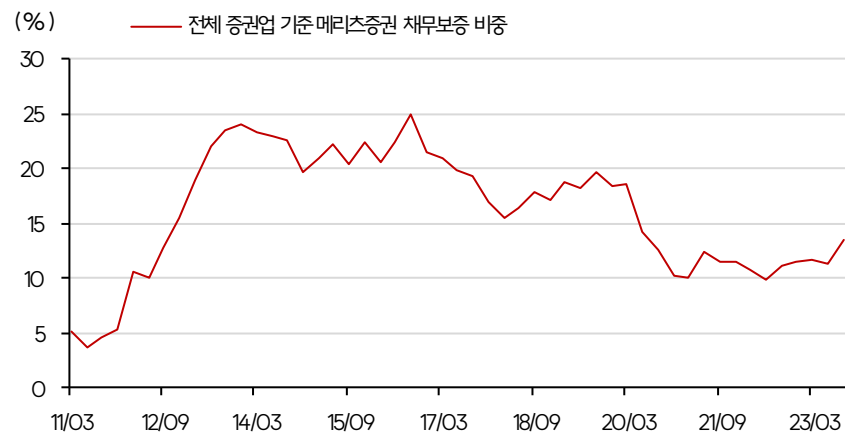
메리츠증권 - 자본총계 추이



자료: 메리츠증권, SK 증권

주: 별도 기준

채무보증 - 전체 증권업 채무보증 대비 메리츠증권 비중



자료: 금융감독원, SK 증권

20년 이후 셀다운 통한 부동산
익스포저 관리 및 부동산 외
기업금융 적극 영위

20년 이후부터는 우발채무 등에 대한 규제가 강화됨에 따라 부동산PF 자산에 대한 적극적인 셀다운을 통해 익스포저를 관리하고 부동산 외 기업금융 측면에서 적극적으로 Deal을 발굴하는 모습이 나타났다. 실제로 20년 이후 오스템임플란트(22년)나 인카금융서비스(23년)에 대한 주식담보대출, KKR의 악셀스프링거 인수 관련 인수금융 주선(20년), 롯데건설 투자협약(23년) 등 부동산 외 기업금융 Deal을 적극적으로 취급하는 모습을 쉽게 찾아볼 수 있다.

기업금융 부문 부동산 의존도도
지속적으로 낮아지고 있음

적극적인 부동산 외 기업금융 Deal Sourcing으로 부동산 부문에 대한 의존도도 전반적으로 낮아지고 있다. 실제로 코로나 19 이전인 19년 기준 동사의 기업금융 실적의 약 80%가 부동산 부문이었지만 22년에는 부동산 외 부문의 확대로 약 50% 수준까지 낮아지는 모습이 나타났다.

채무보증 - 자기자본 대비 우발부채 비율



자료: 금융감독원, SK 증권

23년 업황 부진 영향으로 부진한 실적 기록. 단기간 내 개선 기대는 쉽지 않음

다만 23년의 경우 동사의 기업금융 측면의 강점에도 불구하고 해외 상업용 부동산 이슈, 부동산 PF 등 이슈 영향으로 전반적으로 부진한 실적을 기록하는 모습이 나타났다. 여전히 금리 환경 및 부동산 시장 관련 불확실성이 높다는 점을 감안했을 때 증권 부문의 실적이 단기간 내 크게 개선될 것으로 기대하기는 쉽지 않은 상황이라고 판단한다.

24년 실적은 전반적으로 23년과 유사한 수준 예상

24년 실적의 경우 1) 부동산 PF 시장 부진으로 인한 신규 딜 침체, 2) 해외 상업용 부동산 관련 건전성 이슈 등에 따른 손상차손/충당금 발생 등 영향이 지속될 것으로 예상되지만 하반기부터 미국 등을 중심으로 기준금리 하락 등이 예상되는 점을 감안하면 1) 채권 평가차분손익 개선 및 2) 미국 등 해외 부동산 경기 회복 등에 따른 Turn around 를 일정 부분 기대해볼 수 있을 것으로 전망된다. 전반적으로 23년과 유사한 수준의 이익을 기록할 것으로 예상한다.

메리츠증권 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원 %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
순영업수익	314	318	289	196	233	257	282	283	1,116	1,055
수수료손익	101	147	148	97	120	119	119	119	493	477
Brokerage	16	17	16	12	15	14	14	14	61	57
WM	6	6	7	7	7	7	7	7	26	30
IB 및 기타	79	124	125	78	97	98	98	98	406	390
순이자이익	151	165	181	158	158	158	158	159	654	633
트레이딩 및 기타손익	62	7	-40	-59	-45	-20	5	5	-31	-55
판매관리비	127	176	139	57	118	128	134	92	499	472
영업이익	186	142	150	139	114	129	148	191	618	583
영업외손익	3	-10	-49	-9	-10	-4	-3	-6	-65	-22
세전이익	189	132	101	130	104	126	146	185	552	561
당기순이익	143	103	78	100	79	95	110	140	424	424
자산총계	46,128	46,510	45,942	50,924	51,666	51,467	51,295	49,181	50,924	49,181
부채총계	40,492	40,781	40,441	45,304	46,263	45,969	45,971	43,717	45,304	43,717
자본총계	5,636	5,729	5,501	5,619	5,403	5,498	5,324	5,463	5,619	5,463
ROE (%)	10.4	7.2	5.6	7.2	5.7	7.0	8.1	10.4	7.7	7.6

자료: 메리츠금융지주, SK 증권

주: 별도 기준

지주에 대한 증권 자회사 배당
성향 높은 수준 지속될 전망

증권업 업황 부진 등을 감안했을 때 한동안 증권의 지주에 대한 배당 성향은 높은 수준을 지속할 것으로 예상된다. 23 년 중 메리츠증권은 지주에 대해 반기/결산배당을 합쳐 약 5,750 억원의 배당금을 지급했는데 연결 당기순이익 기준 배당성향은 약 98% 수준에 달한다.

자본 활용의 기회 및 효율성을
감안한 효율적인 자본 배치
정책의 일환이라고 판단

현재 1) 증권업 업황 부진으로 증권 자회사의 자본 활용 기회가 제한적이라는 점과 2) 보험 자회사가 상대적으로 높은 ROE 를 기록하고 있는 가운데 K-ICS 및 해약 환급금준비금 관련 배당가능이익 이슈 등 영향으로 보수적인 자본 관리의 필요성이 높아지고 있음을 감안하면 증권 배당을 중심으로 그룹 주주 환원 재원을 확보하는 형태가 보다 효율적인 그룹 내 자본 배치라고 판단한다. 24 년에도 23 년과 유사한 형태로 지주에 대한 배당을 지급할 것으로 예상된다.

메리츠금융지주 - 23년 자회사 배당 및 그룹 주주환원 현황

(십억원)		당기순이익	반기배당	결산배당	배당 합계	배당성향	자사주	주주환원 합계	총 주주환원을
메리츠화재	별도	1,575		635	635	40%		635	40%
메리츠증권	연결	590	280	295	575	98%		575	98%
	별도	424							
메리츠금융지주	연결	2,050		448	448	22%	640	1,088	53%
지주 대상 자회사 배당 합계								1,209	
자회사 배당 대비 지주 주주환원 비중								90%	

자료: 메리츠금융지주, SK 증권

(4) 24년 그룹 지배지분순이익 2조 1,062억원(+2.8% YoY) 전망

24년 그룹 지배지분순이익
2조 1,062억원(+2.8% YoY) 전망

24년 메리츠금융지주의 지배지분순이익은 2조 1,062억원(+2.8% YoY)를 전망한다. 현재 금융업종을 둘러싼 높은 불확실성을 고려했을 때 화재와 증권 모두 큰 폭의 증익이 나타날 가능성은 다소 제한적이라고 판단한다.

경상적인 이익 수준 감안시
건전성 크게 악화되지 않는 한
2조원 수준 이익 유지 예상

다만 경상적인 이익 체력이 견조하다는 점을 감안했을 때 부동산 PF나 해외 대체투자 등과 관련하여 건전성이 급격하게 악화되지 않는 한 약 2조원 수준의 이익 수준을 유지하는데 어려움은 없을 것으로 예상된다. ROE도 평균 20%를 지속적으로 상회하며 업계 내 가장 높은 수준을 지속할 전망이다.

이익 모멘텀이 제한적이라도
자사주 매입/소각으로 주주에게
귀속되는 기업가치 확대 예상

또한 이익 측면의 모멘텀이 다소 제한적이더라도 현재 밸류에이션 기준으로 자사주 매입/소각 중심의 주주 환원 정책이 지속될 것으로 예상된다는 점을 감안했을 때 EPS 및 BPS가 점진적으로 늘어나며 주주에게 귀속되는 기업가치는 확대 추세를 이어갈 전망이다.

메리츠금융지주 - 분기별 실적 추이 및 전망										
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
순영업이익	960	966	987	661	750	935	945	855	3,574	3,485
보험손익	252	220	301	105	185	212	196	141	878	733
이자손익	402	457	653	539	516	520	544	559	2,050	2,139
수수료손익	127	150	142	165	141	140	140	140	583	561
기타손익	180	140	-109	-148	-91	63	65	15	63	52
판매관리비	153	206	178	93	158	170	179	122	630	629
판매비율(%)	16.0%	21.3%	18.1%	14.0%	21.0%	18.2%	18.9%	14.3%	17.6%	18.1%
영업이익	807	760	809	569	592	765	767	733	2,944	2,856
세전이익	820	758	779	497	583	763	765	728	2,854	2,839
당기순이익	604	577	580	373	406	574	577	566	2,133	2,124
지배지분순이익	529	574	577	370	403	570	572	562	2,050	2,106
자산총계	94,848	95,926	94,872	102,263	102,635	101,644	101,202	98,848	102,263	98,848
부채총계	85,712	86,594	84,951	92,165	92,281	90,867	90,063	87,571	92,165	87,571
자본총계	9,135	9,332	9,921	10,098	10,354	10,778	11,139	11,277	10,098	11,277
ROE (%)	36.4	29.6	25.3	15.6	16.6	22.7	21.9	21.0	28.2	20.7

자료: 메리츠금융지주, SK증권 추정

6. 리스크 요인에 대한 고려는 필요하나 우려는 제한적

(1) 높은 수익성에 수반되는 리스크는 감안 필요

적극적인 Risk taking에 기반한
높은 수익성 감안하면 우려
요인도 상대적으로 높을 전망

메리츠금융지주의 핵심 투자포인트로 1) 높은 수익성과 2) 자본비용 및 주주가치를 고려한 자본 정책 등 금융업종 내 가장 효율적인 자본 활용을 제시할 수 있다. 다만 동사의 높은 수익성 등이 다른 금융회사 대비 상대적으로 적극적인 Risk taking에 기반하고 있음을 감안하면 우려 요인도 상대적으로 높을 수밖에 없을 전망이다.

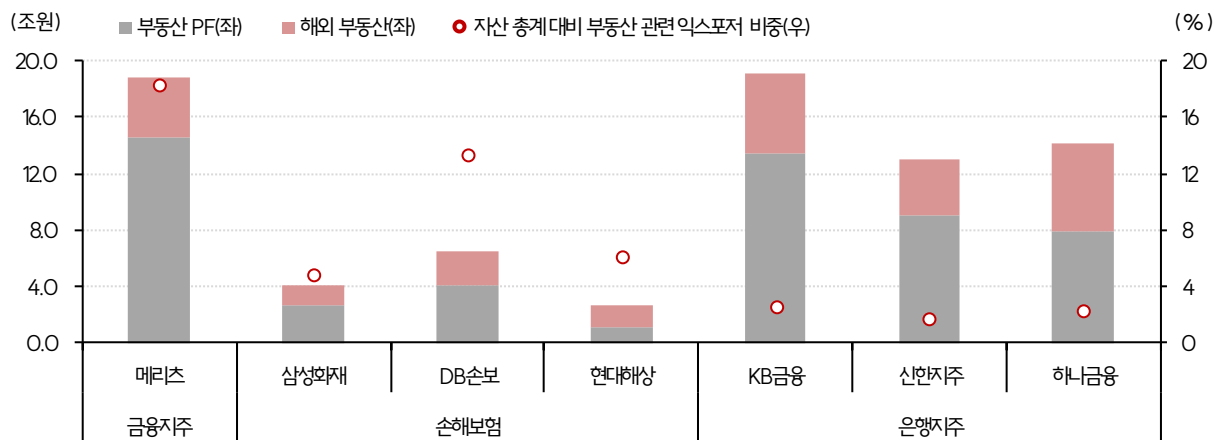
높은 부동산 익스포저로 관련
업황 변동에 대한 민감도 높은
상황

동사에 있어 가장 큰 우려 요인으로 그룹 전반적으로 높은 부동산 익스포저를 제시할 수 있다. 동사가 그동안 부동산 PF 중심으로 빠른 성장과 높은 이익을 실현해왔으며 해외 부동산 등 대체투자 역시 적극적으로 취급해온 만큼 관련 익스포저가 업계 내 상대적으로 높은 수준을 기록하고 있으며 업황 변화에 따른 민감도도 높을 것으로 예상되기 때문이다.

주요 시중은행지주 수준의 부동산
익스포저 보유하고 있으며 자산
내 비중은 훨씬 큰 상황

4Q23 기준 동사의 부동산 PF 익스포저는 14.6 조, 해외 부동산 익스포저는 상업용 부동산 약 1.7 조를 포함하여 4.2 조에 달한다. 부동산 PF 및 해외 부동산 합산 익스포저 규모 기준으로는 대형 은행 중심 금융지주인 KB, 신한, 하나금융 등과 비슷하거나 높은 수준에 달하며 자산 대비 부동산 익스포저 비중으로 살펴보면 대형 금융회사 대비 훨씬 비중이 높은 상황이다.

부동산 익스포저 - 주요 대형 금융사 기준 분류



자료: 각사, 언론 보도, SK 증권

주: KB, 신한, 하나금융의 해외 부동산 익스포저는 언론 보도 상 제시된 해외부동산 전체 투자 금액 기준을 사용

(2) 부동산 PF: 우려 높지만 실질적인 리스크는 제한적이라고 판단

선순위 비중 및 LTV 감안했을 때
부동산 PF 관련 실질적인 리스크
낮다고 판단

다만 높은 부동산 관련 익스포저에도 불구하고 실질적으로 동사가 부담하는 리스크는 다소 제한적일 것으로 예상된다. 먼저 부동산 PF에 있어서는 높은 선순위 비중 및 낮은 LTV에 따라 부담 리스크가 제한적일 것으로 전망된다. 실제로 동사가 4Q23 실적 발표 Conference Call을 통해 제시한 부동산 PF 현황을 살펴보면 전체 96%가 선순위 대출로 구성되어 있으며 평균 LTV도 40% 수준으로 상대적으로 낮은 수준이 지속되고 있다.

감정가 대비 약 60% 이상 할인된
가격으로 매각되지 않는 한 원금
손실 가능성 제한적으로 예상

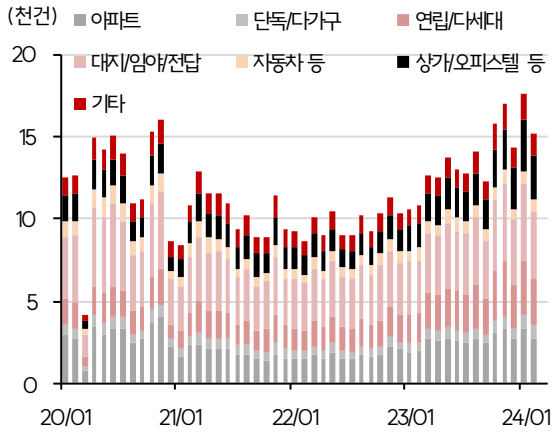
선순위 중심 사업 구조 및 낮은 LTV 비율 등을 감안하면 부동산 PF와 관련하여 개별 사업장에서 부실이 발생하더라도 매각 등을 통해 원금 회수가 상대적으로 용이한 포지션을 보유한 만큼 동사가 실질적으로 부담하는 리스크는 다른 제2금융 회사들에 비해 상대적으로 낮다고 판단한다. 최근 경기 부진으로 인한 경매 건수 증가, 낙찰율 및 매각가율 하락 등 요인은 다소 부담요인이거나 동사 부동산 PF의 LTV가 평균 40% 수준에 불과한 만큼 감정가 대비 약 60% 이상 할인된 가격으로 매각되지 않는 한 원금 손실이 발생할 가능성은 제한적이라고 판단한다.

낙찰된 물건이 대부분 감정가
대비 70~80% 수준으로 거래됨을
감안하면 부담 크지 않을 전망

법원 경매 통계 자료를 참고해보면 낙찰이 이루어진 물건의 경우 아파트 등을 제외하면 대부분 지난 3년간 약 감정가 대비 약 70~80% 수준의 가격에서 거래되어 왔으며 최근 부동산 시장 부진에도 감정가 대비 약 50~60% 수준으로 거래된 점(대지/임야/전답 등)을 감안하면 처분을 통한 원금 회수 가능성은 충분히 높다고 판단한다. 유찰 증가 등에 따라 리스크가 상존하고 있으나 감정가 대비 큰 폭으로 할인된 가격으로 경/공매 등이 이뤄지더라도 동사가 원금을 회수하지 못할 가능성이 다소 제한적인 만큼 부담은 크지 않을 전망이다.

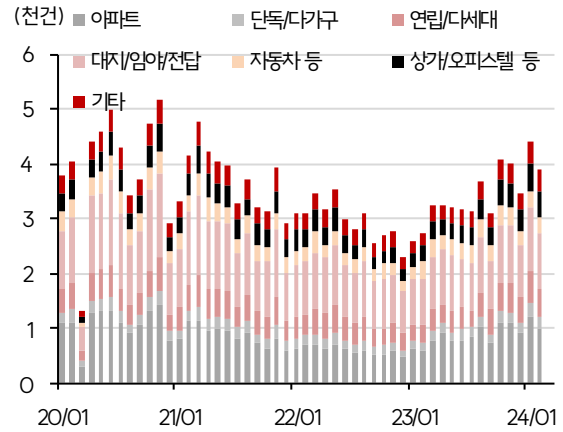
예시로 동사의 주요 계열사인 화재, 증권, 캐피탈이 모두 참여한 인천 마장면 저온물류센터 사례 등을 살펴보면 동사의 계열사 3곳이 참여한 선순위 PF 대출은 약 430억원으로 감정가 기준 약 할인율이 50%까지 내려가도 원금을 회수할 수 있을 것으로 예상된다. 유찰이 지속적으로 발생하는 점은 다소 부담스럽지만 후순위로 참여한 회사들과는 달리 원금 회수와 관련 우려는 크지 않다고 판단한다.

법원 경매 - 경매 건수 추이



자료: 법원, SK 증권

법원 경매 - 매각 건수 추이



자료: 법원, SK 증권

법원 경매 - 전체 매각율



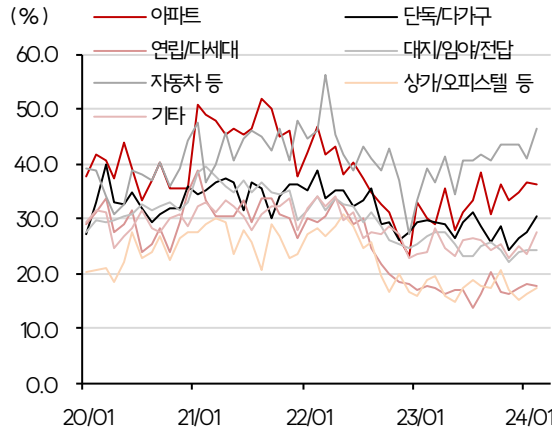
자료: 법원, SK 증권

법원 경매 - 매각 건수 추이



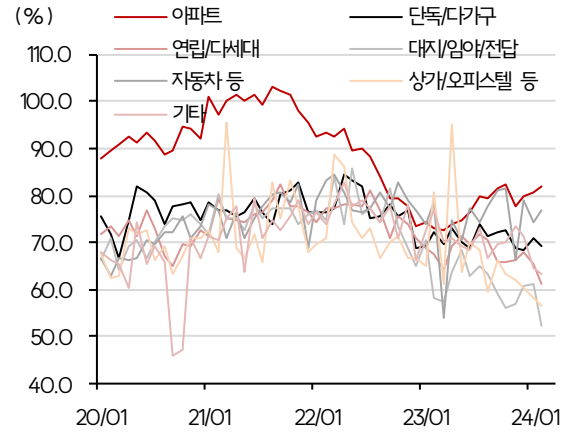
자료: 법원, SK 증권

법원 경매 - 매각율 추이



자료: 법원, SK 증권

법원 경매 - 감정가 대비 매각가율 추이



자료: 법원, SK 증권

PF 사례 분석 - 이천 마장면 저온물류센터

항목	내용	비고
대상	저온물류센터	지하1층, 지상 3층
대지면적	18,206 제곱미터	
연면적	26,857 제곱미터	
위치	이천시 마장면 표교리 454-3	
신탁사	신한자산신탁	
감정가	872 억원	태평양감정평가법인 감정 기준

PF 순위	회사	금액
선순위	메리츠 계열사 합계	430 억원
	- 메리츠화재	172 억원
	- 메리츠캐피탈	248 억원
	- 메리츠증권	10 억원
후순위	2 개사 합계	230 억원
	하모니제일차(DB 금융투자)	115 억원
	에스아이로지스틱스제일차(IBK 투자증권)	115 억원

공매 현황	2월 기준 8 회차 유찰 감정가 기준 50% 할인해도 원금 회수 가능	최저 입찰가 600 억원
-------	---	---------------

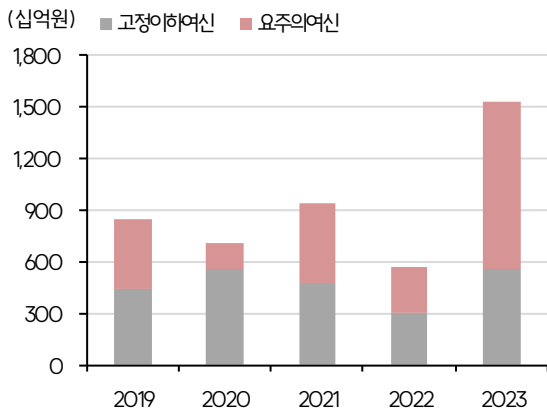
자료: 언론보도, SK 증권

(3) 해외 부동산: 보수적인 비용 처리 지속 중

해외 부동산의 경우 국내 부동산 대비 선순위 비중은 낮은 만큼 잠재적 리스크 높다고 판단

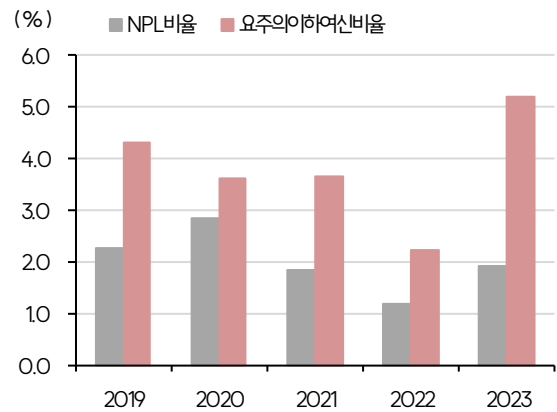
동사의 국내 부동산 PF 익스포저에 있어 선순위 비중이 90%를 상회(화재는 거의 대부분 선순위, 증권은 80% 후반 수준 등)하고 있는 것과 달리 해외 부동산 익스포저의 경우 선순위 비중이 약 50~60%로 추정되는 만큼 잠재적 리스크가 상대적으로 높은 상황이라고 판단한다. 실제로 동사는 해외 부동산 관련 가치 변동에 따른 영향으로 하반기에만 3Q23 약 500 억원, 4Q23 약 1,600 억원 수준의 손상차손을 인식하는 모습이 나타났다. 그룹 NPL 비율 및 요주의이하여신비율 등 건전성 지표 역시 이러한 영향으로 점차 악화되는 모습이 나타나고 있다.

메리츠금융지주 - 요주의이하 여신 현황



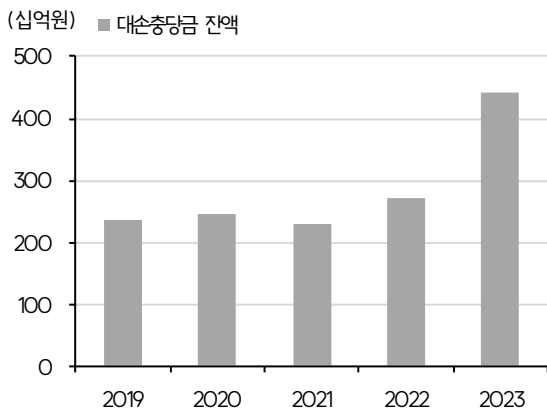
자료: 한국신용평가, SK 증권

메리츠금융지주 - 요주의이하여신비율 현황



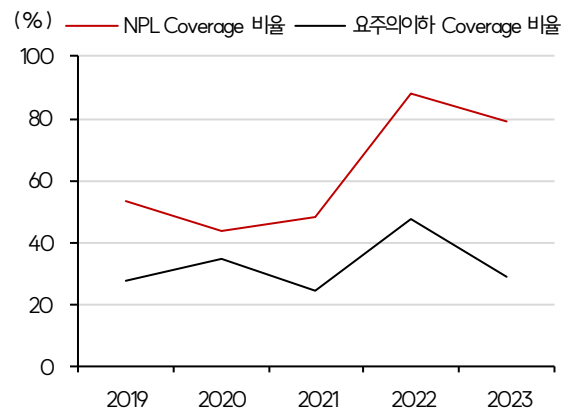
자료: 한국신용평가, SK 증권

메리츠금융지주 - 대손충당금 잔액



자료: 한국신용평가, SK 증권

메리츠금융지주 - NPL 커버리지 비율

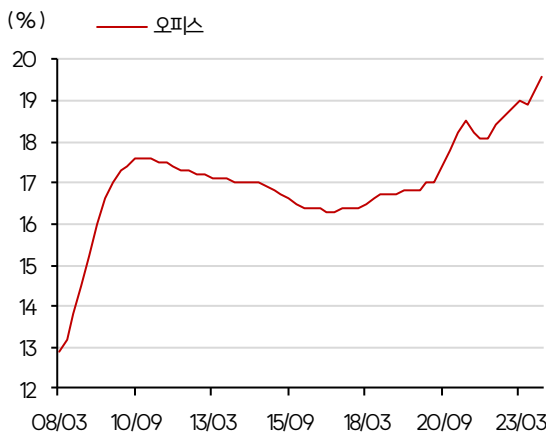


자료: 한국신용평가, SK 증권

보수적 자산 평가 등 불가피하나
향후 매크로 환경 변화 시 부담
완화 예상

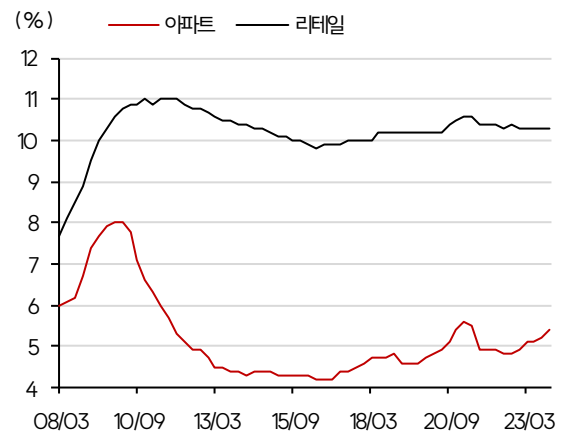
전반적인 업황을 감안했을 때 한동안 해외 부동산 등 대체투자 자산에 대한 보수적 평가가 불가피할 것으로 예상하며 손익 측면에서도 큰 폭의 개선을 기대하기는 어려울 것으로 예상된다. 다만 동사의 경우 지속적으로 자산 가치 등 영향을 모니터링하며 예상되는 손실을 빠르게 재무제표에 반영하고 있는 만큼 거액 손실이 일시에 반영될 가능성은 다소 제한적이라고 판단한다. 향후 미국 등을 중심으로 연내 기준금리 인하가 나타나는 등 매크로 환경의 변화가 나타날 경우 공실률 등 개선에 따른 부담이 완화될 것으로 예상된다.

미국 부동산 - 오피스 공실률



자료: Bloomberg, SK 증권

미국 부동산 - 아파트/리테일 공실률



자료: Bloomberg, SK 증권

해외 상업용부동산 - 업권별 리스크 현황

리스크 요인	증권	보험
총량 부담	13.7조원, 자본 대비 17.8%	26.1조원, 자본 합산 대비 21.8%
지역 집중	북미 53%, 유럽 33%, 아시아 13% 등	북미 67%, 유럽 14%, 아시아 4% 등
용도 집중	오피스 52%, 숙박 16%, 주거용 10%, 물류 8%, 리테일 3%, 기타 12% 등	오피스 37%, 숙박 7%, 주거용 7%, 물류 3%, 리테일 3%, 기타 상업용 23%, 기타 복합 19% 등
투자만기구조	3년 내 만기 도래 비중 68%	3년 내 만기 도래 비중 39%
중/후순위 비중	중/후순위 대부분	중/후순위 비중 67%
선순위 대출 활용도	매입가 대비 선순위 LTV 50~60%	
선순위 대출 Covenant	Cash Trap, EOD 조건 등	
재무 대응력	대체로 양호하나 일부 업체 부담 존재	

주1: 증권사의 경우 한국신용평가 등급 보유한 27개 증권사(자본 3조 이상 9개사, 3조 미만 18개) 1Q23 잔액 기준

주2: 보험사의 경우 한국신용평가 등급 보유한 20개 보험사(손보 8개사, 생보 12개사) 1Q23 잔액 기준

자료: 한국신용평가, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
현금 및 예치금	5,923	4,928	4,393	3,858	3,288
유가증권	60,792	74,792	72,037	73,430	73,304
대출채권	14,305	14,635	14,686	14,740	14,799
유형자산	795	802	802	802	802
보험계약자산	0	11	11	11	11
기타자산	7,162	7,095	6,919	6,968	6,971
자산총계	88,977	102,263	98,848	99,810	99,175
예수부채	8,763	11,423	11,600	11,802	12,009
차입성부채	32,356	32,968	33,180	33,394	33,609
보험계약부채	18,982	21,576	21,608	21,648	21,694
FVPL 금융부채	14,570	19,862	15,692	17,259	16,702
기타부채	5,764	6,336	5,491	3,293	1,597
부채총계	80,435	92,165	87,571	87,395	85,611
지배주주지분	4,944	9,582	10,744	11,862	12,992
자본금	71	113	113	113	113
신종자본증권	593	593	593	593	593
자본잉여금	63	125	125	125	125
이익잉여금	4,082	7,619	8,780	9,898	11,028
기타지분	134	1,132	1,132	1,132	1,132
비지배주주지분	3,598	515	533	552	571
자본총계	8,542	10,098	11,277	12,414	13,564

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
순영업수익	3,675	3,574	3,485	3,876	3,968
보험손익	849	878	733	753	757
이자손익	1,957	2,050	2,139	2,192	2,199
수수료손익	644	583	561	563	565
기타손익	224	63	52	367	448
판매관리비	782	630	629	784	842
판매비율(%)	21.3	17.6	18.1	20.2	21.2
영업이익	2,893	2,944	2,856	3,092	3,126
메리츠화재(별도)	1,712	2,117	2,118	2,179	2,186
메리츠증권(별도)	1,025	618	583	676	757
영업외이익	21	-90	-17	0	1
세전이익	2,914	2,854	2,839	3,092	3,127
메리츠화재(별도)	1,714	2,130	2,123	2,185	2,191
메리츠증권(별도)	989	552	561	671	752
법인세비용	779	722	716	759	781
법인세율	26.7	25.3	25.2	24.5	25.0
당기순이익	2,133	2,133	2,124	2,333	2,347
메리츠화재(별도)	1,258	1,575	1,567	1,612	1,617
메리츠증권(별도)	769	424	424	507	568
지배주주순이익	1,392	2,050	2,106	2,314	2,327
비지배주주순이익	742	84	18	19	19

주요투자지표 I

12월 결산(십억원, %)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
금융투자 수익성 지표					
ROE	32.1	28.2	20.7	20.5	18.7
ROA	10.0	8.9	8.4	9.4	9.4
판매비율	21.3	17.6	18.1	20.2	21.2
순영업수익의 구성비					
보험손익	23.1	24.6	21.0	19.4	19.1
이자손익	6.1	18	1.5	9.5	11.3
수수료손익	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
기타손익	5.5	1.3	1.0	9.0	10.8
메리츠화재					
신계약 수익성					
신계약보험료(월납화)	113	111	108	110	111
신계약 CSM		1,601	1,536	1,555	1,574
신계약 CSM 배수		14	14	14	14
CSM 관련 지표					
기초 CSM		9,638	10,469	10,966	11,443
CSM 조정 가점 변경		2	-200	-200	-200
신계약 CSM(원수)		1,601	1,536	1,555	1,574
CSM 이자부리		298	337	352	366
상각 전 CSM		11,538	12,142	12,672	13,183
CSM 상각액		1,070	1,176	1,229	1,280
CSM 상각률(%)		9	10	10	10
CSM 순증액		831	497	478	460
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률		3.7	3.7	3.8	3.8
FVPL 제외 운용수익률		4.0	4.0	4.0	4.0
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		241	235	239	241

자료: 메리츠금융투자, SK증권 추정

주요투자지표 II

12월 결산(십억원, 원, %)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
금융투자 성장성(%)					
자산	8.5	14.9	-3.3	1.0	-0.6
자본(지배주주)	32.9	93.8	12.1	10.4	9.5
순영업수익	-3.8	-2.7	-2.5	11.2	2.4
영업이익	60.7	1.8	-3.0	8.2	1.1
지배순이익	76.3	47.3	2.8	9.9	0.6
EPS	80.7	16.4	-15.7	13.9	6.8
DPS	-50.0	2,147.6	-50.2	17.9	8.3
주당지표(원)					
EPS	10,641	12,387	10,444	11,894	12,709
BPS	38,754	47,118	53,734	62,719	73,355
DPS	105	2,360	1,175	1,385	1,500
배당성향	0.9	21.9	10.1	10.1	10.1
총주주환원율	22.5	53.1	52.8	53.3	53.1
Valuation 지표					
PER	4.0	4.8	8.0	7.0	6.5
PBR	1.1	1.3	1.5	1.3	1.1
P/EV	1.1	0.6	0.8	0.7	0.6
배당수익률	0.2	4.0	1.4	1.7	1.8
메리츠증권					
순영업수익의 구성					
브로커리지 수수료	3.0	5.5	5.4	4.5	4.1
WM 수수료	1.3	2.3	2.8	2.4	2.2
IB 및 기타 수수료	28.4	36.4	37.0	31.0	28.3
순이자손익	44.8	58.6	60.0	50.3	46.0
평가차분손익/기타	22.5	-2.8	-5.2	11.9	19.4
자본적정성					
NCR 비율	1,738	1,589	1,559	1,465	1,429

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비

2024.03.18 매수 100,000원 6개월



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 03월 18일 기준)

매수	94.64%	중립	5.36%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------