

메리츠금융지주

| Bloomberg Code (138040 KS) | Reuters Code (138040.KS)

2024년 2월 23일

[금융지주]

임희연 수석연구원

☎ 02-3772-3498

✉ heeyeon.lim@shinhan.com

김민중 연구원

☎ 02-3772-1584

✉ minjongkim@shinhan.com

PER 10x 될 때까지 자사주 매입 의지 확인



매수
(유지)



현재주가 (2월 22일)

75,600 원



목표주가

110,000 원 (상향)



상승여력

45.5%

- ◆ Forward PER 10x 이하에서는 자사주 매입이 현금배당보다 유리
- ◆ Target PER 10x까지 최소 30% 상승여력 보유, Top Pick 유지
- ◆ 4Q23 컨퍼런스콜 주요 Q&A 요약



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	15,374.9십억원
발행주식수	203.4백만주
유동주식수	90.4백만주(44.4%)
52주 최고가/최저가	78,600원/38,600원
일평균 거래량 (60일)	423,437주
일평균 거래액 (60일)	26,564백만원
외국인 지분율	17.12%

주요주주	
조정후 외 9인	48.34%
국민연금공단	7.31%

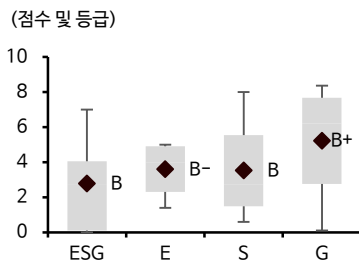
절대수익률	
3개월	35.7%
6개월	51.2%
12개월	83.7%

KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	28.0%
6개월	42.8%
12개월	66.7%

주가



ESG 컨센서스



4Q23P 지배주주 순이익 3,698억원(+43.6%) 기록

4Q23P 영업이익 5,686억원(-0.1%, 이하 YoY), 지배주주 순이익 3,698억원(+43.6%)으로 당사 추정치 4,393억원을 하회했다. 계절적 요인에 따른 보험손익 부진 영향이다.

2024년 지배주주 순이익 2.03조원(-1.1% YoY) 전망

2024년 영업이익 2.8조원(-6.5%), 지배주주순이익 2.03조원(-1.1%)이 전망된다. 메리츠화재 순이익 1.6조원(-1.5%)이 추정된다. 자동차 보험 손익 부진에도 CSM 상각이익 증가가 이를 상쇄한다. 메리츠증권 지배주주 순이익 5,402억원(-7.7%)이 전망된다. 부동산 PF 관련 신규 딜 축소 및 연결자회사 캐피탈의 실적 감소가 불가피하나, 인건비 감소 등 비용 효율화를 통한 손익 관리가 예상된다.

PER 10x 달성까지 자사주 매입·소각 예정 - 확신의 Top Pick

전일 컨퍼런스콜에서 당사는 자사주의 기대수익률(1/PER)과 요구수익률(배당수익률 10%)을 제시하며, 이 중 주주에게 더 유리한 방식으로 주주환원 정책을 이어나갈 것을 발표했다. 1/PER이 주식의 요구수익률보다 높을 경우 자사주 매입으로 인해 증가한 미래 배당금의 현재 가치가 현금배당보다 크므로, 자사주 매입이 현금배당보다 유리하다는 경영진의 의견이다. 이는 곧 PER 10x를 달성할 때까지 꾸준히 자사주를 매입할 의지로 해석된다.

단, 주주의 현금 선호도를 파악해 자사주와 현금배당은 적정하게 나눠 환원할 예정이다. 최소 PER 10x까지는 현금배당보다 자사주가 유리한 점을 감안하면 기본적으로 주주환원(연결 순이익의 50%)의 절반 이상은 자사주 매입과 소각으로 이루어질 가능성이 높다.

목표 PER 10x 적용과 주식 소각에 따른 자연적인 주가 상승을 감안해 목표주가를 110,000원으로 상향한다. 현재 24F PER은 6.7x에 불과하다. 주가 상승 속도보다 어닝 감소 속도가 빠르지 않은 이상 굳이 팔 이유가 없다. 전일 종가 기준 Target PER 10x까지 30%의 업사이드(3월 자사주 소각분 포함 시 +45%)가 존재하며, 연말 주주환원 전액 현금배당 가정 시 5%의 배당수익률까지 추가적으로 기대해볼 수 있다. 보험·증권 업종 Top Pick을 유지한다.

	12월 결산 순영업수익 (십억원)	보험영업손익 (십억원)	이자손익 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배주주순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)
2021	3,800.5	1,072.9	1,438.5	1,795.0	789.2	5,889	27,766	12.8	1.6	22.3
2022	3,675.2	849.2	1,957.4	2,893.2	1,391.7	10,909	25,669	6.9	1.7	39.8
2023P	3,574.4	877.9	2,050.5	2,944.0	2,049.7	10,956	51,221	6.9	1.5	31.9
2024F	3,410.3	790.4	1,995.9	2,753.1	2,026.5	11,235	58,834	6.7	1.3	20.1
2025F	3,514.0	843.7	2,052.8	2,836.0	2,114.8	11,724	64,794	6.4	1.2	19.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

4Q23 컨퍼런스 콜 Q&A 요약

Q. 3분기 정정공시를 보면 소급적용으로 인해 CSM은 감소하고 상각률은 올라가서 자본도 증가한 것으로 보이는데, 구체적으로 어떻게 변화된 것인지? 또한, 소급 적용 이후 K-ICS 비율 변화 여부는?

A. 3분기 소급의 원인은 2Q22에 발생한 공시 이율 산출 오류를 정정하고 2023년 실시한 금감원 정기검사의 권고사항을 반영했기 때문

2021년 전환 시점부터 소급했고 CSM잔액은 3,400억원 감소하고 자본은 3,000억원 증가했음. CSM잔액 감소로 당기순이익 역시 392억원 감소했음

요약하자면, 3분기 소급으로 인한 효과는 소급하지 않았을 때 비해 부채가 줄고 자본은 늘었으며 손익은 약간 감소했음. K-ICS 비율 변동 등 그 밖의 영향은 1%p 미만

결론적으로 대차대조표상 변동은 미미함. 4분기 손익계산서상 주요 변화는 CSM잔액 및 상각금액이 증가한 것. 그 이유는 2023년도 말 제리적 가정, 즉, 손해를 가정이 이전 대비 낮은 방향으로 개선되었기 때문

당사는 코로나 이후 손해를 증가 추세가 코로나 이전 수준으로 즉각 회귀할 것으로 예상했었으나, 다행히 코로나 이후에도 손해를 실적이 안정적인 것을 2023년 1년 동안 확인할 수 있었고 이를 반영하여 손해를 가정을 기존 대비 낮은 수준으로 설정할 수 있었음

기타 상각률 변동 등은 없었지만, 실손의 경우 3, 4세대 실손 손해를 실적이 추가로 반영되며 손실부담계약도 증가했음. 이는 업계 공통 현상일 것으로 추정함

4분기 주요 변동내역을 요약하자면, 손해를 실적을 반영한 가정의 긍정적 변동으로 인해 CSM 잔액 및 상각금액이 늘어났고 이러한 가정변동은 올해도 지속적으로 영향을 미칠 것으로 예상하고 있음

Q. 부동산 PF 이슈가 끝나지 않고 있는데, 그룹사의 PF와 해외 부동산의 전반적인 현황과 리스크 관리 방안은? 또한, 해외 상업용 부동산 감액이 크게 반영되었는지? 국내외 부동산 섹터에 대한 당사의 내부적인 전망은 어떠한지?

A. 국내 부동산 PF 익스포저는 14.6조원, 이중 96%는 선순위 대출이며 LTV는 40% 수준으로 낮은 수준을 유지 중. 연체율은 2.3%로 소폭 상향되었으나 담보가 충분하여 원금상환에는 문제가 없다고 판단하고 있음

국내 부동산 PF 총당금은 2,095억원이며 준비금은 1,412억원으로 전체 부동산 자산 대비 적립비율은 약 2.4%로 충분히 보수적으로 적립하고 있다고 판단

해외 부동산 익스포저는 4.2조원, 이중 상업용 부동산은 1.7조원

해외자산의 경우 주기적으로 감정평가를 받고 시가를 반영하고 있으며, 투자자산의 가치가 하락하고 있는 경우에는 충당금 적립 또는 수익증권 평가 조정을 통해 재무회계에 매월 반영하고 있음

지금과 같은 부동산 하락 시기에 가장 중요한 리스크 관리는 투자한 부동산 자산의 시가를 평가하고 예상되는 손실을 즉시 투명하게 반영하는 것이라고 생각. 이를 위해 당사는 각 딜 별로 심사역이 주변 거래 시세와 낙찰가를 등을 모니터링하고 있으며 손실이 예상되는 경우 즉시 투명하게 반영하고 있음

4분기 해외 상업용 부동산 손실은 약 1,558억원 반영했음. 고금리가 지속되며 가치하락이 컸기 때문에 선반영하여 손실을 반영. 이러한 여파는 금리가 하락 반전될 때까지 지속될 것으로 예상

시장에서는 미국과 유럽의 금리 인하가 금년 내에 시작될 것으로 보고있음. 또한, 상업용 부동산의 경우 연말에서 내년 초쯤 안정될 것으로 기대하고 있음. 다만, 당사는 부동산 하락이 내년 말까지 계속될 수 있다는 보수적 가정 하에 대비 중

Q. 화재 관련, 작년 예실차 규모가 20% 정도로 크게 발생했는데 2024년에는 예실차나 CSM 조정 폭이 어느 정도가 합리적이라고 판단하는지? 또한, 작년 대비 올해 예실차가 줄어들 것이라는 우려에 대해서 어떻게 대응할 계획인지?

A. 답변에 앞서 CSM 잔액, 예실차, 손실부담계약 간 상호 관계에 대해 말씀드리겠음. 기타 조건이 정상적이라면 CSM 잔액, 예실차, 손실부담계약은 상호 연관성이 있음

가정이 보수적에서 덜 보수적으로 바뀌면 예실차는 줄어들어 이익은 감소하지만 CSM 잔액과 상각 금액은 늘어나고 손실계약은 줄어들어 다른 요소에서의 이익은 증가하게 됨.

당사 가정은 최근 손해를 실적을 반영하여 이전 대비 가정이 좋아지는 방향으로 변경되었음. 이에 따라, 예실차는 20%대에서 한자리 대로 감소할 것으로 예상

반면, CSM 잔액과 상각 금액은 늘어나고 동시에 손실부담계약은 이전 대비 줄어들어 예실차 감소로 인한 이익 감소를 상쇄할 것으로 추정하고 있음

결론적으로 예실차는 축소되지만 이로 인한 이익변동은 미미할 것으로 예상. 이러한 가정 변동 효과와는 별개로 당사는 신계약 증가, 사업비 효율화 등을 통해 꾸준한 이익 개선을 목표로 하고있음

Q. 작년 동안 인보험 판매에 소극적이었는데, 생보사들도 해당 시장으로 진입하는 전략을 세우며 경쟁이 심화되고 있음. 당사는 출혈 경쟁이라고 생각하고 보수적으로 대응하는 것으로 보이는데 아직 Out of the money라고 생각하는지? 혹은 상품별, 채널별 어떤 전략의 변화를 가져올 것인지?

A. 현재 장기보험 신계약 시장은 2024년 2월까지도 전년 대비 매월 20% 이상 성장하고 있음. 이러한 시장 성장을 드라이브하는 주요 상품과 담보는 무해지 상품, 담보 기준으로는 수술비 등 반복 청구 담보와 함께 최근에는 일당 담보가 있음

하지만, 이 상품과 담보들에 대해 당사는 수익성이 적자이거나 매우 낮은 것으로 판단하고 있음. 가정이 현실화 되면 장기적으로 회사의 재무건전성에 악영향을 미칠 것으로 예상하고 있으며 따라서, 당사는 무리한 경쟁에는 과거와 동일하게 적극적으로 대응하지 않을 계획

반면, 전통적인 보장성 담보, 암과 같이 중대 질병을 진단하고 치료하는 이러한 담보들의 수익성은 여전히 높다고 판단. 특히, 진단과 치료기법 발달에 따라 고액의 보장수요가 지속 증가하고 있음. 이러한 상품과 담보들을 중심으로 적극적인 M/S 확대 계획. 또한, 폐보험이나 생활 밀착 담보들을 중심으로 적극적으로 새로운 시장을 만들어 나갈 계획

결론적으로, 당사는 현재 전체 장기보험시장에 대해 At the money 상태라고 판단. 세분 시장별로 역마진 시장과 여전히 고마진 시장이 혼재하고 있으며 당사는 In the money 시장에서는 침투를 적극적으로 확대하는 한편, 역마진 시장에서는 (+) 범위 내에서만 대응할 계획

이와는 별도로 시장에 대응하기 위해 각 채널의 영업력 확대에 집중하고 있음. 설계사나 설계 매니저 등 고객 접점 인력을 지속 증가시켜 고객 접점에서의 장악력을 높이는 데 주력하는 한편, 시장 센싱, 프라이싱, 정확도, Time to market의 속도를 높이기 위한 상품 분석인력을 지속 보강하고 있음

향후에 신회계제도가 정상 작동하게 된다면 지금과 같은 적자시장이 항구적이지는 않을 것으로 판단. 따라서, 이러한 적자 시장이 정상화되었다고 생각할 때 당사가 집중적으로 육성하고 있는 영업력을 토대로 시장경쟁에 적극 참여할 계획

정확한 시점을 말하기는 어렵지만 3년 내로 전속과 비전속 시장 모두에서 M/S 1등을 달성할 것

요약하자면, 고마진 시장에서는 M/S를 적극 확대하고 역마진 시장에서는 (+) 마진 범위 내에서 접근을 지속할 것, 별도로 영업 캐파를 높이는 제반노력은 지속할 예정

Q. 4분기 제도변경 영향이기는 하나 K-ICS 비율이 상당히 많이 상승하여 240% 정도인데, 화재의 목표 K-ICS 비율과 이를 관리할 수 있는 당사의 방안은?

1) 올해 후순위채 상환이나 내후년 신종자본증권과 같은 보완자본 상환 이슈, 2) 유동성 프리미엄이나 UFR의 하락, 3) 화재에서 지주에 하는 배당액을 배당성향 50%로 가정했을 때, K-ICS 비율에는 10%p의 영향이 있을 것으로 판단되는데 전반적으로 K-ICS 비율을 하향시키는 요소들과 연관지어 설명 부탁

A. K-ICS 제도 하에서는 자본 변화에 따른 K-ICS 비율 변화 민감도가 작기 때문에 후순위채 일부는 순상환 할 수 있는 상황. 다만, 만기를 평탄화 하기 위해 매 상반기와 하반기 일정 수량의 후순위채는 재발행할 계획.

할인율 가정 변화는 2027년까지 예정되어 있음. 2024년 예정된 할인율 변화 가정은 K-ICS 비율 10%p 하락 요소가 있음. 2025년에 반영 예정인 할인율 변화는 금리 수준에 따라서 (+)와 (-)가 바뀌게 됨. 현재 추정하고 있는 예상치는 $\pm 5\text{p}$ 정도의 변화를 예상하고 있음. 또한, 50%의 배당정책도 반영하고 있음. 배당정책까지 반영했을 때, 2024년 말, 2025년 말 K-ICS 비율을 200% 이상 유지하는 것은 문제없다고 판단

Q. 4분기 일반보험이나 자동차보험의 계절성을 감안하더라도 적자 폭이 커졌는데 일회성 요인이 있었는지? 전통적으로 당사는 자동차보험 시장에 대응이 소극적인데 계속 이러한 기초를 유지할 것인지?

A. 자동차보험 효율은 어제부터 3%를 인하했음. 코로나 이후 이어지는 사고율 감소 추세를 반영한 수준이며 이에 따라, 가격인하로 인한 손익 하락은 제한적일 것으로 기대. 향후에도 손해 원가 변동 수준을 면밀히 검토하고 가격 정책도 탄력적으로 운영할 것

올해는 자동차보험 M/S 확대를 계획하고 있음. 그동안 당사는 온라인 시장에 보수적인 스탠스를 견지하고 있었으나 최근 네이버, 카카오를 통해 견적비교 플랫폼 도입으로 새로운 경쟁 기회가 열리고 있다고 판단. 원가 확보 계층에 대해서는 보다 공격적인 효율로 시장에 진입했고 앞으로도 그럴 예정

아직 사업 초기단계라 시장규모가 미미하지만 당사의 플랫폼 채널 M/S는 16% 이상으로 소기의 성과를 얻고 있는 중. 향후 플랫폼 시장 고객이 많아질수록 당사의 자동차보험 위상 역시 기존과는 달라질 것으로 기대

Q. 화재의 경우, 금융당국의 과도한 배당 자제에 따라 당분간 지주에 할 수 있는 배당이 제한적일 것 같은데, 정상적인 상황에서 화재가 지주에 제공할 수 있는 배당성향은 어느 정도인지?

또한, 현재 해약환급금준비금 감안 시 계속 이 정도 수준의 배당을 한다면 배당 가능이익이 빠르게 소진될 것으로 예상되는데 향후 이 부분에 어떻게 생각하는지?

A. 2023년 화재의 지주에 대한 배당은 40.5%로 결정되었음. 해당 수준이면 지주의 주주환원 정책 실행에 문제가 없음. 향후에도 화재는 지주의 중기 주주환원 정책을 유지하는 데 충분한 배당을 계획하고 있음

해약환급금준비 제도의 영향에 대해 당사는 지금 여러 시뮬레이션으로 검토하고 있으며, 그 결과 앞서 말한 배당정책을 유지하는 데 문제가 없다고 판단

해약환급금준비금은 IFRS17이 도입되며 계약자 보호를 위해 처음 실행된 제도로 아직 영향분석이 충분히 이뤄지지 않았음. 주요 이해 관계자들은 해약환급금준비금 제도의 영향에 대해서 관심을 갖고 추이를 살피고 있음

만약 우려대로 배당가능이익이 과도하게 제한된다면 합리적인 수준에서 제도 개선이 있을것으로 예상

4분기 해약환급금준비금은 1조 313억이며 4분기 증가액은 212억으로 3분기 증가액 3,924억 대비 크게 감소

4분기 해약환급금준비금 증가가 크게 감소한 이유는 연말 계리적 가정 업데이트를 통한 일시적 감소 요인 3천억이 발생했기 때문

요약하자면, 현재 해약환급금준비금 제도 하에서 지주의 중기 주주환원 정책 실행에는 문제없음. 문제 발견 시 합리적 수준 제도 개선 이뤄질 것이므로 장기적으로도 문제 없을 것으로 판단

Q. 증권인 경우 작년 상반기와 연말에 두 번에 걸쳐 큰 규모 배당한 것으로 하는데 당국의 보험사 배당자제 기조가 유지된다면 증권이 계속 배당을 크게해야 하는 부담을 질텐데 이러한 기조가 계속됐을 때, 증권 자본에는 영향이 없을지?

A. 증권은 23년 지주로 2,800억 중간배당을 실시했는데 이는 그룹자본의 효율적 배분과 중기 주주환원정책의 일환이었음. 이러한 배당에도 불구하고 23년말 NCR 비율은 1,589% 유지하며 경쟁사 대비 양호한 건전성 확보하고 있음

증권은 그룹의 중장기적 주주환원 지지하면서도 양호한 수익성 지속과 신종자본 증권 등 보완자본의 발행을 통해서 경쟁사 대비 NCR 비율을 유지 관리할 계획

Q. 작년과 달리 배당가능이익이 충분히 확보되었는데, 자사주매입과 배당 비율에 대해 어떻게 가져갈 것인지?

현재 진행중인 자사주 매입이 끝나면 곧바로 추가 자사주 매입이 나오는 건지, 연간 자사주 매입계획에 대해 공유 부탁

최근 주가가 빠르게 상승했는데, 자사주매입에 대한 부담은 없는지?

A. 2023년 배당가능이익 제한 때문에 자사주매입을 6,400억 수준에서 멈출 수밖에 없었음. 올해부터는 배당가능이익을 충분히 확보했으므로 자사주 매입 규모는 주가수준에 따라 결정될 것

2024년, 2025년 회계연도까지는 연결 손익의 50%를 자사주매입과 배당에 할당할 것이므로 연결손익 50%까지는 Forward PER의 역수인 자사주 매입 수익률과 메리츠금융지주 주식에 대한 요구수익률 간의 경합이 됨

Forward PER의 역수가 주식의 요구수익률 보다 높을 경우 자사주 매입으로 인해서 증가한 미래 배당금의 현재가치가 현금 배당보다 크기 때문에 자사주 매입이 현금배당보다 유리함

당사는 금융지주의 요구수익률은 10%가 적절하다고 판단. 따라서, Forward PER이 10이하일때는 자사주 매입이 현금 배당보다 유리

다만, 자사주매입과 배당 결정에는 수익률 비교뿐만 아니라 주주의 현금선호도 등도 파악해서 보조적으로 반영할 것. 현재로서는 자사주매입 비중이 증가될 것으로 보고있음

본질적인 면에서 주주가치제고를 위한 자사주매입 규모 결정은 Forward PER의 역수인 자사주 매입수익률과 세후 내부투자수익률을 비교해서 높은 쪽으로 자본배치를 하는 것임

만약, 주식의 저평가 정도가 심해서 Forward PER의 역수가 세후 내부투자수익률보다 클 경우 연결 기준 순이익 50%를 초과해 자사주 매입할 수 있음. 이때도 수익률 간 비교뿐만 아니라 자기자본의 적정성 등 제반 요인을 감안해서 실행할 것

현재 시행중인 매입 프로그램은 주총전에 종료될 것으로 알고 있음. 따라서, 주총 날에 열릴 주총 후 이사회에서 추가 자사주 매입 결의를 준비 중

저평가된 자사주 매입과 소각은 단기적 주가부양이 아닌 주주가치 제고라는 맥락에서 중기 주주환원 기간 이후에도 지속될 것

Q. 올해도 PF 불확실성과 화재 예실차 이익 축소로 쉽지 않은 환경이 이어질 것으로 보이는데 만약 24년 이익이 23년보다 증가하지 않을 경우에 주주환원율을 상향시켜 전체 주주환원 규모를 유지할 것인지?

A. 2024년 화재는 안정적 이익 성장 보일 것으로 예상하고 있음. 증권은 업종 특성상 예상치 쉽지 않으나 2023년 수준의 이익 시현할 전망. 따라서, 지주 연결 손익도 2023년 대비 안정적 성장을 보여줄 것으로 기대

주주환원을 절대금액으로 하는것은 주주들께 유리하지도 않고 당초 취지에도 부합하지 않는다고 생각. 오히려 배당가능이익이 충분하기 때문에 주식의 저평가가 지속될 경우 50% 한도에 얽매이지 않고 그이상의 자사주 매입도 가능하다 생각

Q. 작년 증권의 PF와 부동산 관련 충당금과 평가손실 등 비정상적으로 발생한 비용이 어느정도인지? 이를 감안하면 증권의 이익이 증가할수 있을 것으로도 예상되기도 하는데 어떻게 보시는지? 아니면 추가 충당금 발생 여지가 있을지?

앞으로 2024년의 이익 전망을 어떻게 보시는지? 증권의 NPL이 생각보다 높게 유지되고 있어서 자산을 어떻게 유지하고 있는지와 어떤 자산들을 보유하고 있는지?

A. 증권의 난내 고정이하 자산은 2023년 2분기 이후 증가 추세로 직전 분기 대비 약 380억이 증가한 2,377억을 기록했음. 직전 분기 대비 증가액의 상당부분은 국내 PF 및 브릿지 자산의 영향임

지난해 난내와 난외 자산에 대해서 발생 예상 손실에 대한 충당 부채 및 손상 등 회수 예상액을 면밀히 검토하여 연간 2,716억의 비정상적 비용을 반영했음

현재로서는 부동산 시장에 대한 예측이 쉽지 않아 추가적 비용 발생 예상액을 말씀드리긴 어려우나 향후 손실이 급격히 늘어날 가능성은 적다고 생각함. 또한, 고정이하 자산에 대한 채권 회수 절차를 진행하고 있음. 부동산 경기 침체로 인해 회수 시간이 과거 대비 다소 늘어나고 있는 것이 사실이지만 이자를 포함한 원리금 회수에는 문제 없을 것으로 판단

Q. 증권은 IB와 S&T가 차지하는 이익이 높았던 만큼 전반적인 금리인하 가능성이 높아지며 실적 개선 기대감 있는데 IB는 부동산 시장 감안할때 이정도 수준의 실적 회복이 쉽지 않을텐데 최근 IB의 성장은 어디서 찾고 있는지?

부동산 시장 불황으로 수수료가 줄어 불확실성이 남아있는데 향후 이익이 증가할 수 있을지?

A. 부동산 금융의 경우 분양시장이 예전보다 못할 것이라 예상되는 가운데 바닥을 다지며 반등을 모색하는 시기가 될 것으로 예상

일반 기업금융시장의 경우 그룹의 사업 포트폴리오 재편과 지배구조 개편을 요구하는 사회적 이슈가 맞물려 덜 참여기회 늘어날 것으로 예상. 또한, 기업이 보유한 우량자산 유동화를 통한 자금조달 니즈가 증가하고 있는데 이는 증권사 입장에서 안정성 높은 대출 기회를 찾을 수 있는 좋은 기회가 될 것

당사는 부동산뿐만 아니라 비부동산 부문의 기업금융 비중을 점차적으로 확대해 왔고 앞으로도 이런 노력을 이어갈 것

정리하면, 기업금융시장의 전반적인 활동성은 떨어지겠지만 당사의 입장에서는 그동안 안정성을 강화하며 수익성이 양호한 데를 선별할 수 있는 역량을 축적하였으므로 투자자산의 질과 수익성을 제고하며 다양한 딜을 성사시킬 수 있는 기회로 삼을 것

Q. 최근 밸류업 프로그램 등 정부 및 금융당국에서 주주환원 정책에 대한 적극적 시동이 걸리고 있는데 당사는 이미 훌륭히 해내고 있지만 이렇게 된다면 주식에 대한 관심과 수급 측면에서 다른 시장참여자들과의 차이가 줄어들 수 있을 것 같음, 주주환원에서 추가적으로 더 할 수 있는 부분을 고려하고 있는지?

A. 밸류업 프로그램은 네가지 측면에서 메리츠가 추진해온 방향과 같다고 생각합니다

- 1) 본래의 사업을 푼푼하게 해서 돈을 잘 번다
- 2) 자본배치 효율적으로 한다
- 3) 주주환원을 투명하고 적극적으로 한다
- 4) 모든 주주의 가치를 동등하게 대한다

밸류업이 잘 진행된다면 코리아디스카운트 해소로 갭이 축소 될 수 있겠지만 시간이 지나면 누가 더 효율적으로 누가 더 진심으로 하는지 판별이 될 것이라고 생각

‘멀리 가려면 함께 가라’는 말처럼 타사들이 코리아 디스카운트에 빠져있다면 메리츠가 아무리 잘해도 중력처럼 작용하여 제대로 평가받을 수 없을 것. 따라서, 밸류업 프로그램으로 다른 주식들도 제대로 평가받기를 기대함

메리츠는 전력을 다해 돈을 더 잘 벌고, 자본 배치를 더 잘하고 주주환원을 더 진심으로 하고 모든 주주를 동등하게 대하는 데 집중해서 차별화를 벌려나갈 것

Q. 홍콩 ELS 판매가 줄어들면 증권 사업 복이 줄어들텐데 증권 조달 계획에 변화 있을지?

A. 증권의 홍콩 H지수 관련 ELS 전체 익스포저는 2.1조원 , 이중 자체 헤지 잔고는 3,758억원. 자체 헷지의 경우 지수 움직임을 다 헷지하므로 리스크는 거의 없음

2024년 상반기에 만기 도래하는 홍콩 H지수 ELS는 1.1조원으로 일부 손실 상황이 되고 있으나 당사는 고객에게 직접 판매한 것은 없으므로 불완전판매에 대한 손실 보상책임에서 자유로움. 하지만, ELS 투자 감소 및 시장 축소가 예상되므로 앞으로 ELS를 통한 자금조달은 어려워질 수 있을 것으로 예상

당사는 이를 보완하기 위해 상품성을 개선한 원금보장형 상품 발행을 늘리고자 함

정리하면 불완전판매 이슈는 전혀 없고 자체 헷지 리스크도 거의 없음. 자금조달 측면에서도 상품 및 채널 다변화를 통해 충분히 대응 가능하다고 생각

Q. 2024년 실적에 대한 경영진의 의견이 궁금함. 최근 주가가 많이 올랐는데 2023년보다 실적이 감소한다면 시장 충격이 클 것 같음. 주주환원 측면에서도 그러한 주가 충격을 방어할 수 있을 만한 방안을 고민하고 있는지?

A. 2024년에도 화재는 증익을 그리고 증권은 작년 수준의 이익을 그리고 지주는 연결해서 증익을 예상하고 있음. 당사는 현재 Forward PER 기준으로 주가가 현저한 저평가라 판단하고 있음. 주주환원을 50% 이상 공시때도 말했지만 저평가 지속 시 50% 초과해서 자사주 매입할 수 있다고 생각하고 있음

Q. 연말 그룹 인사가 있었는데, 김용범 부회장과 알렉스 초이 부회장님 두분 모두 그룹을 총괄하시는 역할을 함께 하시는 것으로 봤는데, 오랫동안 기존 구도를 유지하시다가 이번에 각 계열사들은 새로운 대표님들이 전담하시는게 새로웠음. 혹시 이번 조직 개편의 특별한 취지나 의도가 있는지?

A. 3, 4년 전부터 최희문 부회장과 승계문제를 지속 논의해왔음. 지주와 화재 그리고 증권이 모두 상장 되어 있고 100% 지분이 아닌 상황에서 선택지는 두 가지였음

- 1) 차세대 CEO 후보자들과 김용범 대표와 최희문 부회장이 함께 화재와 증권의 각자대표를 임명해 CEO로서 검증과 훈련을 받는 것
- 2) 조직을 더 크게 분할하고 맡겨서 훈련을 받는 것

하지만 대표와 최희문 부회장은 이미 증권에서 각자대표를 해본 경험이 있기에

이미 단점과 한계를 알고 있었고 비중이 큰 조직의 수장이라 하더라도 최종 결정권자가 아닌 한 훈련과 검증이 어려움

그러다 2년 전쯤 화재와 증권을 완전 자회사로 편입하기로 결정하며 현재의 구조를 생각하게 됨

대표와 최희문 부회장이 지주로 모여 그룹의 전반적 방향을 결정하고 대표는 부채 부문을, 최부회장은 운용 부문을 매트릭스로 총괄하며 차세대 에이스들에게 계열사의 온전한 CEO를 맡기는 방안

지금의 체계가 의사결정의 질은 유지하며 CEO 풀은 확장하여 온전한 훈련을 받게 하고 CEO들의 인풋을 늘려 조직 충실화를 기할 수 있다고 판단했음

현 체제는 계열사 CEO들이 안착했다고 평가 받을때까지 충분한 시간을 갖고 진행해서 시장의 서프라이즈 없이 의사결정의 질과 승계의 안정성 동시에 담보할 생각임

4Q23P 실적 요약

(십억원, %)	4Q23P	3Q23	4Q22	% QoQ	% YoY	컨센서스	% Gap	신한 추정치	% Gap
순영업수익	661.2	987.0	741.1	(33.0)	(10.8)			797.0	(17.0)
보험영업손익	105.4	301.2	96.1	(65.0)	9.6			253.8	(58.5)
이자손익	539.2	653.0	624.3	(17.4)	(13.6)			436.6	23.5
수수료손익	164.7	141.7	131.3	16.2	25.4			140.3	17.4
트레이딩및기타손익	(148.0)	(108.8)	(110.6)	적지	적지			(33.7)	339.4
영업이익	568.6	808.7	568.3	(29.7)	0.1	765.7	(25.7)	624.8	(9.0)
지배주주순이익	369.8	577.2	257.4	(35.9)	43.6	576.5	(35.9)	439.3	(15.8)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		% Change	
	2023P	2024F	2023P	2024F	2023P	2024F
순영업수익	3,763.2	3,608.6	3,574.4	3,410.3	(5.0)	(5.5)
보험영업손익	1,105.5	910.1	877.9	790.4	(20.6)	(13.2)
이자손익	1,947.9	1,719.4	2,050.5	1,995.9	5.3	16.1
수수료손익	558.5	573.6	582.9	563.6	4.4	(1.7)
영업이익	3,053.4	2,882.5	2,944.0	2,753.1	(3.6)	(4.5)
지배주주순이익	2,158.4	2,129.3	2,049.7	2,026.5	(5.0)	(4.8)

자료: 신한투자증권 추정

메리츠금융지주 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023P	2024F	증감률
순영업수익	960.0	966.1	987.0	661.2	886.6	868.4	927.7	727.7	3,574.4	3,410.3	(4.6)
보험영업손익	251.6	219.7	301.2	105.4	226.0	221.5	225.3	117.5	877.9	790.4	(10.0)
이자손익	401.7	456.5	653.0	539.2	529.2	515.3	504.5	446.9	2,050.5	1,995.9	(2.7)
수수료손익	127.0	149.5	141.7	164.7	153.9	141.9	145.0	122.9	582.9	563.6	(3.3)
트레이딩및기타손익	179.7	140.3	(108.8)	(148.0)	(22.5)	(10.3)	52.8	40.4	63.2	60.4	(4.3)
판매비와관리비	153.3	206.1	178.3	92.7	164.7	190.8	152.5	149.2	630.3	657.2	4.3
영업이익	806.8	760.0	808.7	568.6	721.8	677.6	775.2	578.4	2,944.0	2,753.1	(6.5)
영업외손익	13.5	(2.4)	(29.5)	(71.1)	25.5	7.3	5.0	8.2	(89.6)	46.0	흑전
세전이익	820.2	757.5	779.2	497.5	747.3	684.8	780.2	586.6	2,854.5	2,799.0	(1.9)
법인세비용	217.1	181.6	198.4	124.6	206.8	180.8	211.0	157.1	721.8	755.6	4.7
지배주주순이익	528.7	574.0	577.2	369.8	536.0	499.9	564.6	426.0	2,049.7	2,026.5	(1.1)
ROE	33.3	27.0	25.3	15.4	21.2	18.8	20.2	16.1	31.9	20.1	(11.8)
ROA	2.2	2.4	2.4	1.4	2.0	1.8	2.0	1.5	2.0	1.8	(0.2)

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

메리츠증권 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023P	2024F	증감률
순영업수익	391.2	402.7	322.9	351.1	381.1	351.7	317.2	215.9	1,467.9	1,265.9	(13.8)
수수료손익	102.0	138.1	133.8	118.8	117.7	115.3	118.0	111.4	492.7	462.4	(6.1)
수탁수수료	19.7	20.2	19.2	15.2	29.7	20.0	19.2	17.3	74.3	86.3	16.1
WM수수료	5.5	5.9	7.0	7.1	5.6	5.9	6.4	6.6	25.5	24.5	(4.0)
IB수수료	61.8	85.4	65.5	40.1	44.6	46.0	47.2	44.3	252.9	182.1	(28.0)
기타수수료	32.1	50.9	71.0	56.3	50.7	55.1	57.5	55.3	210.3	218.5	3.9
수수료비용	17.1	24.3	28.9	0.0	12.9	11.8	12.2	12.0	70.3	48.9	(30.4)
이자손익	214.4	260.9	263.3	218.0	206.3	190.5	177.8	117.4	956.6	692.0	(27.7)
트레이딩및기타손익	74.8	3.7	(74.2)	351.1	57.1	45.9	21.4	(12.9)	355.3	111.5	(68.6)
판관비	151.5	199.2	161.2	74.6	151.7	173.9	139.6	113.6	586.5	578.9	(1.3)
영업이익	239.7	203.5	161.7	276.5	229.3	177.8	177.6	102.3	881.3	687.0	(22.0)
세전이익	261.6	208.0	150.6	143.6	229.7	181.3	183.0	114.0	763.7	708.0	(7.3)
지배주주순이익	198.4	159.9	116.2	111.0	174.4	137.9	138.2	89.7	585.5	540.2	(7.7)
ROE (%)	13.5	10.6	7.9	7.6	11.6	9.0	8.7	5.6	10.1	8.5	(1.6)
ROA (%)	1.3	1.1	0.8	0.7	1.2	0.9	0.9	0.5	1.0	0.8	(0.2)

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

메리츠화재 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023P	2024F	증감률
보험손익	401.0	378.3	454.4	263.4	397.5	396.8	403.4	298.7	1,497.1	1,496.4	(0.0)
장기	367.9	349.9	445.2	308.8	367.6	375.8	390.9	350.7	1,471.7	1,485.0	0.9
자동차	14.5	11.4	6.3	(19.2)	16.9	9.2	2.2	(25.7)	13.0	2.6	(80.2)
일반	18.6	17.1	2.9	(26.2)	13.1	11.7	10.3	(26.2)	12.3	8.9	(27.8)
투자손익	142.6	180.3	186.2	110.9	163.4	132.4	148.1	140.4	620.0	584.3	(5.8)
운용손익	299.6	345.4	346.3	276.7	334.9	307.6	326.2	321.6	1,268.1	1,290.3	1.8
보험금융손익	(157.0)	(165.1)	(160.2)	(165.9)	(171.5)	(175.2)	(178.0)	(181.2)	(648.1)	(706.0)	적지
영업이익	543.6	558.6	640.6	374.2	560.9	529.2	551.5	439.1	2,117.1	2,080.7	(1.7)
영업외손익	(0.1)	1.0	10.6	1.5	5.3	2.7	4.0	3.3	13.0	15.3	17.7
세전이익	543.5	559.6	651.2	375.7	566.2	531.8	555.5	442.4	2,130.0	2,096.0	(1.6)
당기순이익	396.5	419.5	480.1	278.7	418.8	393.3	410.8	327.9	1,574.8	1,550.8	(1.5)
월평균 보장성 신계약	9.6	9.1	9.1	9.1	8.8	9.1	8.8	9.0	9.2	8.9	(3.0)
CSM 가치배수	14.5	14.4	15.1	14.0	14.5	14.3	14.3	14.3	14.5	14.4	(1.0)
CSM 상각률	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	10.3	10.7	2.9
신계약 CSM	417.2	392.5	410.1	380.9	383.8	389.6	377.7	385.8	1,600.6	1,536.9	(4.0)
기말 CSM	9,645.4	9,701.5	10,338.3	10,468.7	10,830.2	11,074.6	11,360.1	11,619.0	10,468.7	11,619.0	11.0
투자영업이익률	3.93%	4.39%	4.18%	3.10%	3.54%	3.22%	3.38%	3.30%	3.48%	3.41%	(0.0)
ROE (평균)	47.4	44.6	44.8	20.4	33.6	29.3	28.4	21.5	20.4	21.5	1.1
ROA (%)	4.9	4.9	5.4	2.8	4.2	3.9	4.0	3.2	2.8	3.2	0.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

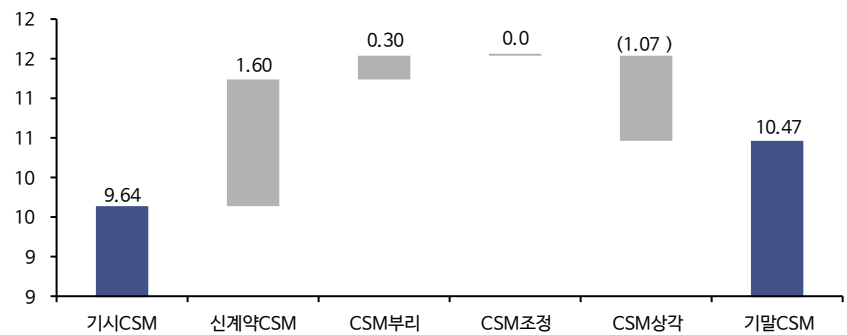
목표주가 산출 테이블

(십억원, x, 천주, 원)		비고
2024F 예상 순이익	2,027	
Target PER	10x	
적정 시가총액	20,265	
발행주식수	180,542	2023년도 자사주 매입분 소각 가정
적정 주가	110,000	
Upside	45.5%	

자료: 신한투자증권 추정

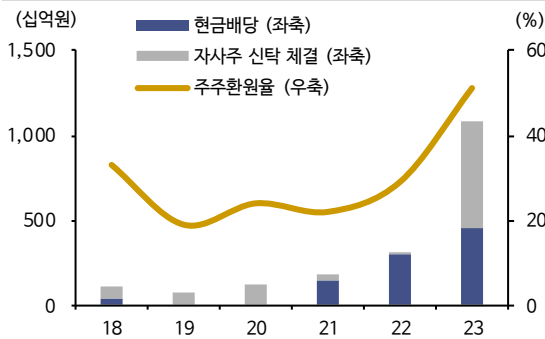
2023P CSM Movement

(조원)



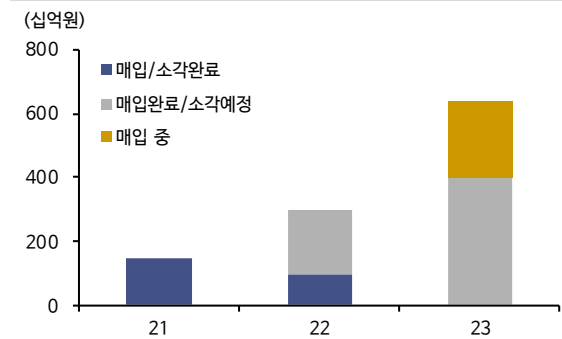
자료: 회사 자료, 신한투자증권

메리츠금융지주 주주환원을 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

메리츠금융지주 자사주 매입/소각 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

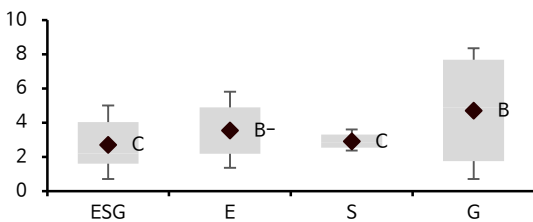
ESG Insight

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

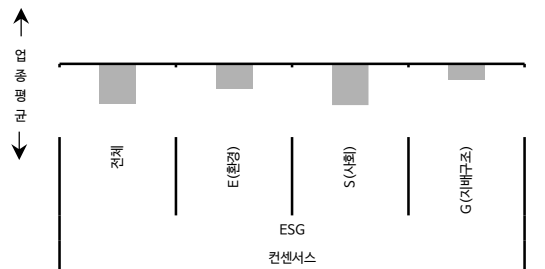
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차

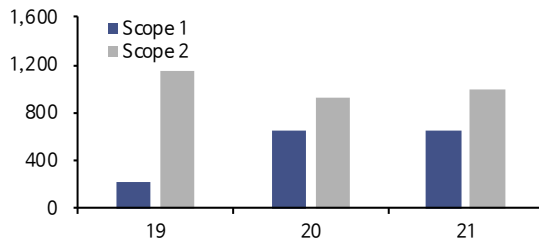


자료: 신한투자증권

Key Chart

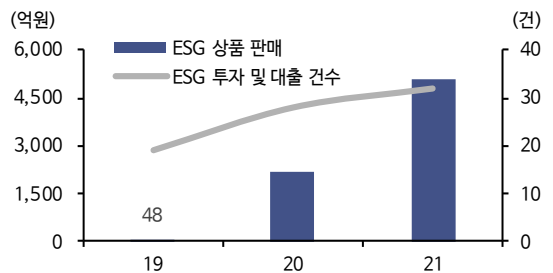
온실가스 배출량 추이

(tCO2eq)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

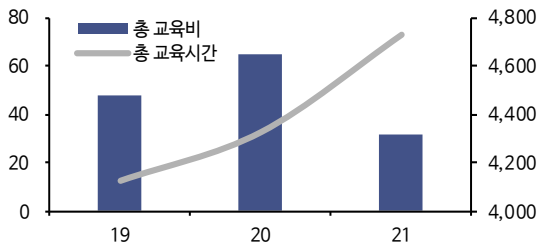
ESG 상품 및 서비스 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

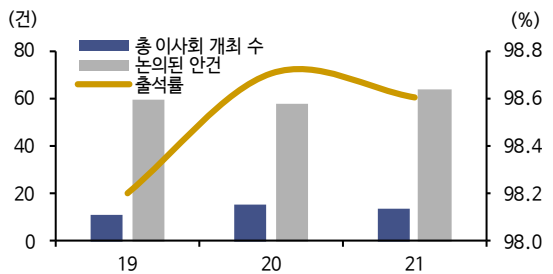
임직원 교육 현황

(백만원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

이사회 운영 현황



자료: 회사 자료, 신한투자증권

별도재무상태보고서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
자산총계	2,328.0	2,683.5	5,118.5	6,329.8	7,840.6
현금및예치금	82.8	196.4	408.7	464.6	561.6
유가증권	411.5	655.1	546.7	577.5	696.6
종속기업및관계기업투자	1,801.5	1,789.4	4,113.5	5,231.0	6,513.0
대출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	4.2	4.0	5.2	6.1	7.5
무형자산	9.1	9.1	11.2	13.1	16.1
기타자산	20.6	19.9	23.8	27.1	33.1
부채총계	726.5	1,067.4	1,449.5	2,122.2	3,107.1
예수부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기손익인식금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
차입부채	678.6	1,027.5	1,336.9	1,974.2	2,898.4
가타금융영업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
가타부채	47.9	40.0	112.6	147.9	208.7
자본총계	1,601.5	1,616.1	3,669.0	4,207.6	4,733.5
자본금	71.4	71.4	113.1	113.1	113.1
자본잉여금	658.2	58.4	125.6	125.6	125.6
기타자본	(140.6)	(173.8)	(626.3)	(626.3)	(626.3)
가타포괄이익누계액	17.2	(16.8)	(16.0)	(16.0)	(16.0)
신종자본증권	417.8	593.1	593.1	593.1	593.1
이익잉여금	577.4	1,083.8	3,479.5	4,018.1	4,544.0

Financial Ratio

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
순영업이익 구성 (%)					
보험영업이익	28.2	23.1	24.6	23.2	24.0
이자이익	37.9	53.3	57.4	58.5	58.4
수수료이익	15.8	17.5	16.3	16.5	15.3
트레이딩및기타이익	18.2	6.1	1.8	1.8	2.2
성장률 (%)					
순영업이익 증감률	18.8	(3.3)	(2.7)	(4.6)	3.0
총자산 증감률	23.4	4.3	6.6	9.8	8.9
자기자본 증감률	2.2	4.5	4.8	9.0	10.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주: K-IFRS 연결 기준

연결손익보고서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
순영업이익	3,800.5	3,675.2	3,574.4	3,410.3	3,514.0
증감률	18.8	(3.3)	(2.7)	(4.6)	3.0
보험영업이익	1,072.9	849.2	877.9	790.4	843.7
이자이익	1,438.5	1,957.4	2,050.5	1,995.9	2,052.8
수수료이익	599.1	644.4	582.9	563.6	538.6
트레이딩및기타이익	690.0	224.2	63.2	60.4	78.9
판관비	2,005.5	782.0	630.3	657.2	678.0
증감률	9.8	(61.0)	(19.4)	4.3	3.2
판관비율	52.8	21.3	17.6	19.3	19.3
영업이익	1,795.0	2,893.2	2,944.0	2,753.1	2,836.0
증감률	30.8	61.2	1.8	(6.5)	3.0
영업외이익	102.6	20.6	(89.6)	46.0	70.0
세전이익	1,897.6	2,913.8	2,854.5	2,799.0	2,905.9
법인세비용	519.0	778.5	721.8	755.6	773.5
당기순이익	1,383.2	2,133.3	2,133.3	2,043.4	2,132.4
증감률	49.5	54.2	(0.0)	(4.2)	4.4
순이익률	36.4	58.0	59.7	59.9	60.7
지배주주순이익	789.2	1,391.7	2,049.7	2,026.5	2,114.8
비지배주주순이익	594.0	579.9	83.6	16.8	17.6

Valuation Indicator

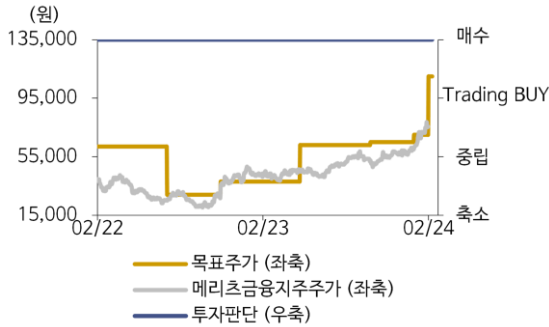
12월 결산	2021	2022	2023P	2024F	2025F
EPS (원)	5,889	10,909	10,956	11,235	11,724
BPS (원)	27,766	25,669	51,221	58,834	64,794
DPS (원)	210	105	2,340	-	-
PER (배)	12.8	6.9	6.9	6.7	6.4
PBR (배)	1.58	1.66	1.48	1.28	1.17
ROE (%)	22.3	39.8	31.9	20.1	19.0
ROA (%)	1.0	1.5	2.0	1.8	1.7
배당성향 (%)	3.3	0.9	21.0	-	-
배당수익률 (%)	0.5	0.2	4.3	-	-

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 01월 18일	매수	62,000	(43.3)	(17.4)
2022년 07월 19일	매수	6개월경과	(59.3)	(59.0)
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	-	-

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 주권사로 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 02월 21일 기준)

매수 (매수)	92.68%	Trading BUY (중립)	5.69%	중립 (중립)	1.63%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------