

메리츠금융지주

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

2023년 11월 14일

[금융지주]

임희연 수석연구원

☎ 02-3772-3498

✉ heeyeon.lim@shinhan.com

후라이의 꿈



매수
(유지)



현재주가 (11월 13일)

54,200 원



목표주가

65,000 원 (유지)



상승여력

19.9%

- ◆ 3Q23P 지배순이익 5,934억원(+85.1% YoY), 어닝 서프라이즈
- ◆ 자사주 매입·소각 지속 예상, 연말 배당수익률 6.3% 전망
- ◆ 3Q23 컨퍼런스콜 주요 QnA 요약

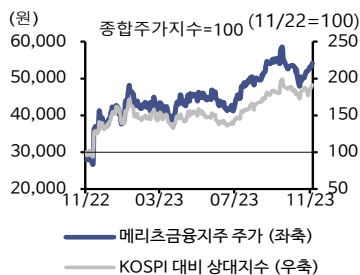


신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	11,285.4십억원
발행주식수	203.4백만주
유동주식수	90.4백만주(44.5%)
52 주 최고가/최저가	58,600 원/26,750 원
일평균 거래량 (60 일)	423,403 주
일평균 거래액 (60 일)	22,428 백만원
외국인 지분율	16.60%

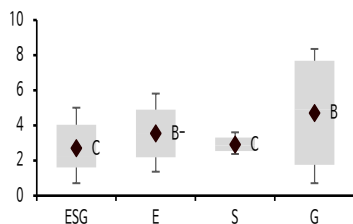
주요주주	
조정후 외 6 인	47.22%
국민연금공단	7.14%
절대수익률	
3개월	8.9%
6개월	17.1%
12개월	94.3%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	17.4%
6개월	20.6%
12개월	100.7%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



3Q23P 지배순이익 5,934억원(+85.1% YoY), 어닝 서프라이즈

3Q23P 영업이익 8,307억원(+32.7%, 이하 YoY), 지배주주 순이익 5,934억원(+85.1%)으로 당사 추정치(순이익 5,094억원) 및 시장 컨센서스(5,122억원)를 크게 상회하는 어닝 서프라이즈를 시현했다. 증권은 기대치에 부합했고, 화재의 서프라이즈가 호실적으로 이어졌다.

증권은 연결 영업이익 1,617억원(-34.7%), 지배주주 순이익 1,193억원(-44.7%)을 기록했다. 금리 상승으로 인한 채권평가손실로 트레이딩손익이 다소 부진했다. 화재는 별도 영업이익 6,625억원(+14.5%, 이하 QoQ), 순이익 4,963억원(+14.3%)으로 전분기 대비 큰 폭의 증익을 시현했다. 여타 보험사들과 달리 FVPL로 분류되는 채권 비중이 적어 투자손익이 견고하게 유지됐다. 보험손익도 전분기 대비 18.8% 증가했다. 예상치가 전분기 대비 약 800억원 증가한 덕분이다.

페이스 유지 중 - 자사주 매입·소각 지속

올해 연간 영업이익 3.1조원(+41.4%, 이하 YoY), 지배주주 순이익 2.2조원(+107.2%)이 예상된다. 올해 총 1.1조원 규모의 주주환원이 이루어질 것이며, 약 4,600억원 규모의 연말 현금 배당이 예상된다. DPS는 2,600원, 배당수익률은 6.3%에 해당된다. 참고로 당사는 분기 배당은 고려하고 있지 않으며, 2024년 결산부터 배당 기산일을 변경할 수 있도록 오는 3월 주총에서 정관 개정을 계획 중이다.

더 이상 새로운 스토리는 없다. 1) 배당가능이익 확보에 따라 2024년부터는 자사주 매입이 제한되지 않을 것이며, 2) 자사주 매입과 현금 배당 블렌딩을 주식의 저평가 여부로 판단하며, 3) 자사주 매입 수익률을 1/PER로 계산하는 점 감안 시, 현 주가 수준에서는 여전히 현금 배당 보다는 자사주 매입 소각에 대한 기대감이 유효하다.

후라이의 꿈 - 고민없이 보험·증권 Top Pick으로 제시

반복적인 자사주 매입과 소각 과정에서 자연스러운 주가 상승이 기대된다. 대주주 지분을 제외한 유통 시가총액은 5.5조원이다. 꾸준히 연간 2조원의 순이익 창출 시 매년 1조원 내외의 자사주 매입·소각이 향후 유동주식수를 빠르게 감소시킬 것으로 예상된다. 이 경우 점진적인 주당 배당금 증가를 노릴 수 있다. 방망이를 길게 잡아보자.

	12월 결산 순영업이익 (십억원)	보험영업이익 (십억원)	이자이익 (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	5,585	26,331	9.7	2.1	22.3
2022	4,215.5	1,072.9	1,982.2	2,200.9	1,060.5	7,993	24,682	6.8	2.2	30.3
2023F	3,811.4	1,366.7	1,945.2	3,112.5	2,197.3	10,804	41,744	5.0	1.3	37.4
2024F	3,576.5	1,030.7	1,774.0	2,915.1	2,141.1	10,528	47,007	5.1	1.2	23.7
2025F	3,624.3	1,034.1	1,828.5	2,929.2	2,180.6	10,722	52,369	5.1	1.0	21.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

3Q23 컨퍼런스 콜 요약

Q. 증권 해외상업용부동산 감액과 대출관련 충당금 적립 언급, 세부적으로 금액과 어떤 자산에서 발생했는지? 추후 실물 자산의 경우 가치평가 레깅이 있을거라고 보는데 연말과 내년 해외자산 익스포져 있는지?

A. 부동산 자산 포함해 모든 투자자산 엄정히 평가하고 재무적으로 즉시 반영하는 원칙 지키는 중. 해외 상업용 부동산 투자자산은 Mark-to-Market을 위해 주기적으로 감정평가 실시하고 가치하락 시 재무적으로 반영하고 있음. 메리츠증권의 경우 올해 3Q 중 유럽 오피스 빌딩에 대해 평가 진행해 520억원 감액 반영. 투자중인 다른 해외부동산 및 대체투자자산에 대해서도 동일한 원칙으로 반영할 것.

그룹의 부동산 투자 자산 전반에 대한 설명 세가지; 1) 상당한 규모의 손실 처리 가능성, 2) 2Q 이후 현황 업데이트, 3) 향후 리스크 관리 방안.

1) 상당 규모의 손실 처리 가능성 없음. 국내 부동산 가격의 50% 하락하는 스트레스 테스트 진행하고 이에 대한 대비를 했음. 또한 해외부동산의 공실률 증가 및 캡레이트 상승 가정하여 개별 딜별로 영향도 파악했음. 국내 부동산은 다행히 1분기 이후 안정세, 하지만 보수적인 관점에서 충당금 적립 지속 중. 해외 부동산 부문도 개별 자산별 가치가 변동된 부분 즉시 반영 중.

2) 2Q 이후 현황 업데이트 다시 하자면, 국내 부동산 PF 익스포져는 14.2조원. 전분기 대비 4,652억원 증가. 선순위 비중 98%, PF 대출의 LTV는 41%, 부동산 PF 자산 관련 충당금은 3,294억원, 전체 자산 대비 23%. 국내 PF 대출 연체율 2.2%. 해외 부동산 자산은 4.4조원, 상업용 3조원, 주거용 1.4조원. 해외부동산에 대해서는 정기적으로 평가해 시가 반영 중.

3) 리스크 관리 방안, 국내 부동산 위험 수준 여전히 높음. 현재와 같이 선순위 중심 안전한 투자안 중심 선별적 투자 진행할 것. 해외 부동산 당분간 변동성 클 것으로 예상. 신규 딜보다 현재 투자한 자산의 수익성 키우는 방식으로 개선할 것. 상당한 규모의 손실 처리 가능성 없음, 투자자산 엄정히 평가하고 재무적으로 즉시 반영한다는 원칙 지킬 것.

Q. 3Q 실손가이드라인 반영되며 BEL, CSM, 손실계약비용, 자본 등 수치 변화가 많았음. 전진법 사용한 것으로 아는데, 변동 사항 자세히 설명 부탁. 예실차도 여전히 높는데 설명 부탁

A. 가이드라인 전진법 반영. 이유는 감독당국의 권고사항이자 회계기준법상 원칙이기도 했음. 감독당국이 3분기 내에 반영하라고 했던 가이드라인 모두 반영, 가장 영향도가 큰 것은 실손보험 계리적 가정 변경. 실손보험 가이드라인 반영해 BEL 값이 8,820억원 감소, CSM이 7,250억원 증가. 이 현상은 감독당국 실손가이드라인보다 당사 가정이 더 보수적이었기 때문. 그 차이만큼 3Q 재무제표 반

영. 또한 RA 상각기준 변경했음. RA 상각 기준 변경으로 CSM은 약 120억원 감소, 이익은 117억원 증가

성과급에 대한 회계처리 방식도 같이변경. 원래 당기비용 처리했으나, 재무제표 비교가능성 높이기 위해 이를 선반영해 성과급을 비용이 아닌 부채로 반영. 이 결과 BEL이 약 5,300억원 증가, 동일 금액으로 CSM은 감소

3Q의 경우 CSM이 1Q 대비 6,100억원 증가한 10.68조원. 6,100억원 증가분 중 4,100억원은 신계약 증가 효과. 17 가이드라인 반영 효과가 4,070억원, 차액 2,070억원은 당분기 CSM 상각액 및 이자비용

예실차는 당분기 1,465억원으로 전분기 695억원으로 770억원 증가. 가정과 실제 차이의 증가가 아니라 IBNR 산출방식의 변경 효과. IBNR 추정을 감독당국 권고 보다 보수적으로 했기 때문이고 그 차익을 일시에 손익계산서에 반영. 4Q이후 내년부터 예실차 점차 감소할 것으로 전망

전분기 대비 세전이익 약 1,000억원 증가. 회계기준 변경 등의 효과.

Q. CSM 배수가 상승하긴 했지만, 경쟁사 대비 여전히 낮은 것 같은데, 이유는? 회사 차원에서 어떤 전략 가지고 있는지?

A. 보장성 기준 전환배수 15.1x, 전분기 14.5x 대비 증가. 어린이나 간편보험 등 수익성 높은 상품 중심의 영업전략 추진 결과, 앞으로도 꾸준히 오를 것으로 기대. 경쟁사와 직접적 비교는 적합하지 않음, 각 사 고유의 가정에 의해 산출되는 것이기 때문. 상호 비교는 2-3년에 걸친 가정과 실적 조정 결과를 보고 판단하는 것도 늦지 않음. 굳이 현 시점에서 비교하려면 예실차와 같이 보는게 맞다고 생각. 향후에도 예실차 등을 고려한 안정적인 가정 체계 운영할 것, 가정 변경에 따른 급격한 수익성 변동은 최소화 할 것

Q. 화재 가이던스 주지 않는데, 4Q에도 화재 손익 변동성 크게 날지?

업계 전반적으로 17 도입 과정에서 발생한 손익 변동성 이슈, 3Q 가이드라인 효과로 세전 기준 100억원 증가. 별도 가이던스 드리지 않지만 3Q 일시적 이익 제외하고도 꾸준한 이익 흐름 보이는 중. 향후 이러한 견고함 유지할 것으로 기대. 3Q 이후 큰 손익 변동 가져올 규제 변동은 예고된 바 없음. 다만 감독당국이 지속적으로 규제 공백 찾아서 보완하겠다고 공언한 바 있어 향후 미세 조정 계속될 것으로 예상

Q. 3Q에 자동차, 일반보험이 상반기 대비 많은 이익 감소. 이슈 설명 부탁. 최근 자동차 손해를 흐름과 대략적인 내년 매출 및 손해를 흐름 어떻게 전망하는지? 내년 온라인 플랫폼 출시 예정되어있는데 메리츠 영향은?

A. 3Q 자동차 세전이익은 전년 동기 수준, 전분기 대비 68억원 감소. 일반보험도 3Q 세전이익은 전년 대비 34억원 증가했으나 전분기 대비 137억원 감소. 둘 다 계절적 요인에 따른 손해 증가 영향. 단순 M/S 경쟁 보다는 비용을 커버하고 손익을 낼 수 있는 수준 매출의 절대량 확보하는데 집중할 예정

온라인 플랫폼이 자동차 및 일반보험 시장 활성화나 경쟁구도 재편을 위한 좋은 기회라고 생각, 가장 경쟁력 있는 상품으로 플랫폼 준비할 것. 다만 부문의 전체 손익이 플러스인 범위 내로 한정될 것

Q. 61개월 유지율 업계 평균 상회하는데, 특이 사항은? 채널별 유지율 차이가 있는지? 향후 관리는 어떻게 할 것인지?

A. 61회차 유지율 49.3%로 업계 평균 42.5%를 상회하는 최고 수준. 당사 수익에 긍정적 영향. 유지율 관리의 핵심인 작성계약과 승환계약을 근절하는데 중점을 두고 있었음. 작성계약의 근본원인인 차익거래 구조 원천 봉쇄, 승환계약 역시 해당계약에 대한 수수료 부지급 등 엄격한 디메리트 부여. 상시 모니터링하는 전담 조직 운영 중. 최근 경쟁 심화로 인해 유지율 하락 감지되고 있으나, 경기 침체로 인해 해지하는 자연적 이탈을 제외하고 나머지 작성, 승환계약 근절을 통해 적극적으로 유지율 관리할 것. 채널별 유지율은 별도 자료 제공 예정.

Q. 3Q 해약환급금준비금 상반기보다 3Q에 신계약 팔면서 많이 늘어난 것 같은데, 특이사항 있는지?

A. 해약환급금준비금의 일상적 증가액 2,500억원 추정. 3Q는 4,100억원으로 일상적 증가액 상회. 실손가이드라인 적용 등 보험부채 시가에 변화를 주는 일회성 이벤트 발생했기 때문. 일회성 제외 시 3Q 증가액은 2,600억원 수준. 계리적 가정 변경 시, 일상적인 증가액에 시가 변화 효과가 추가될 것으로 생각됨

Q. 화재 금리 상승에도 투자손익 개선, FVPL 위주로 설명 부탁

A. 22년 이후 고금리 상황에서 장기채권 적극 매입, 그 결과 금리 변화에 따른 자본과 K-ICS 비율 변화는 미미한 수준으로 축소. 국채금리 0.1%p 상승 시 자본은 -11억원, K-ICS 비율은 +0.2%p 변화 예상. 장기채권은 대부분 FVPL로 분류되지 않아 3Q 금리 변동에도 손익 변동성 크게 발생하지 않음

3Q 시장 변화로 발생한 FVPL 자산 손익은 -27억원 수준

Q. K-ICS 할인을 규제 변동, UFR, LLP 각각 항목별로 K-ICS 영향?

24~25년 할인을 규제 방안 모두 반영하였을 때 K-ICS 비율은 약 6%p 하락 예상. 할인을 규제 강화 방안 반영되어도 K-ICS 비율 200% 유지에 문제 없음

Q. 증권 내년 고금리 상황 지속될텐데 향후 S&T와 IB 전략?

기업금융 부문에서 부동산 시장 당분간 회복 어려울 전망. 비부동산 IB 딜에 집중할 것, 국내외 대기업 그룹 및 계열사와의 파트너십 활용할 것. 다양한 금융자문, 인수금융, 담보대출 등 금융서비스 제공으로 기업금융 수익성 제고하고자 함. 3Q S&T 부문의 채권트레이딩 수익 감소는 차익거래 감소 영향. 현재 증권의 채권 포지션은 금리 헤지를 통해 방향성 노출을 최소화한 상태이며, 향후 시장 변동성 증대에 따른 차익거래 및 시장 조성 운영 확대할 예정

Q. 최근 사모CB 관련 당국에서 규제가 구체화되고 있는데, 메자닌 사업 축소 가능성? 관련 수익성 감소 가능성은? 내부통제 강화 움직임이 있는지?

메자닌 담당 임직원 퇴사로 해당 사업 자연스럽게 감소할 것으로 예상. 관련 프로세스 점검과 내부 통제 강화에 집중할 것. 직업윤리에 반하는 행위가 있을지 내부통제 강화하고 미흡한 점 즉시 개선할 것

Q. 내년 초 홍콩 H지수 ELS 관련 이슈, 당사 영향? 향후 조달 금리 부담스러울텐데 대응 방안은?

ELS 발행잔액 3분기 기준 3.9조원, 이 중 자체 헤지 규모는 1.4조원으로 타사 대비 적은 편. 내년 초 상환되는 홍콩 H지수 자체헤지 규모도 1,250억원으로 크지 않음. 당사 ELS는 은행 채널 통해 판매된 상품으로 ELS 손실 발생 시 불완전 판매 이슈는 없음. ELS 외에도 퇴직연금 시장에서 ELB, DLB 발행을 통해 조달 다변화 구축. 퇴직연금 시장 통한 자금조달 규모는 4.4조원, 퇴직연금 적립금 규모가 꾸준히 증가하는 측면 고려 시, 당사 안정적인 자금 조달에 기여할 것

Q. 주주환원 분기 정례화 가능성? 배당이나 자사주 분기별 진행 사례 늘고 있는데, 당사도 검토하고 있나?

A. 현 시점에서 분기 배당 정례화 고려하고 있지 않음. 회사 주식의 저평가 수준에 따라 자사주 매입 규모 결정하고 현금 배당 규모 결정. 장기적 주주환원을 위해 더 나은 방법이라고 생각하기 때문. 분기 배당 정례화 시 현금배당의 규모가 먼저 결정되어 자사주 매입 규모 유연하게 만들기 어려움

Q. 상법 개정으로 배당 기산일 변경에 대한 향후 계획은?

A. 배당 기산일의 경우 배당금액이 확정된 이후로 변경하는 것이 합리적이며 도입 적극 검토 중. 25년에 지급될 24년 결산 배당액부터 개선된 절차를 적용될 수 있도록 24년 3월 주총에서 정관 개정 계획 중.

Q. 비과세 대상 재원 많이 확보. 향후 배당이 아닌 자사주 매입을 하게 되면 어떤 순서로 배당 재원이 차감되는지? 지속적으로 자사주 매입을 한다고 해도 비과세 배당재원이 감소할 수 있는지? 주주가치 제고 목적으로 봤을 때, 비과세 배당 재원을 확대함으로써 인해 자사주와 배당 차이가 일부 줄어드는 것 같은데 향후 주주환원 정책 변화가 있을지?

A. 자사주 매입 시 비과세 배당 재원에서 차감되지 않음. 현금배당 지급할 때, 비과세 배당여부 결정 가능. 비과세 배당재원으로 결정한 경우에만 차감, 따라서 배당가능이익만 감소하고 비과세 배당재원은 감소하지 않음. 향후 당사의 현금배당은 현재 비과세 배당재원 약 2.4조원을 전부 소진할 때까지 비과세 배당재원으로 지급할 것.

비과세 배당과 자사주 매입이 세금측면에서 별 차이 없으니, 향후 현금 배당규모가 더 커질 것인지에 대해 물어본 것으로 생각함. 주주의 세금 측면에서 자사주 매입과 현금 배당의 차이가 줄어드는 것은 맞음, 하지만 자사주 매입한다고 해서 비과세 배당재원이 감소하는 것은 아니기 때문에 굳이 비과세 배당을 먼저하는 것이 장기적 주주환원 관점에서 적합하다고 생각하지 않음.

오히려 주식이 저평가 되었을 때, 배당주식 총수를 감소시키고, 한 주당 비과세 배당 금액을 늘리는 것이 비과세 배당재원을 보다 효율적으로 사용하는 방법, 따라서, 주가의 저평가 수준에 따라 자사주매입을 결정하는 당사의 주주환원 방식에는 변화가 없을 것

Q. 주식 저평가 수준에 따라 자사주 매입 규모 결정. 어떤 기준으로 판단하나?

당사의 자사주매입은 단기적인 주가부양과 관계 없음, 장기적인 주주이익 최대화를 목표로 하고 있음. 자사주 매입은 당사 주가의 저평가 수준에 따라 결정됨. 현재 주가는 저평가 수준이며 자사주 매입이 주주에게 유리하다고 판단. 22년말 배당가능이익 한도로 인해 자사주 매입 한도 6,400억원으로 제한, 23년 한도 내 최대인 6,400억원으로 자사주 매입 실행 설정. 23년 회계연도 당기순이익 50% 이상과의 차액만큼을 현금배당할 예정.

2.15조원의 배당가능이익 확보. 24년부터는 자사주 매입이 제한되지 않을 것.

자사주 매입 기준 저평가 여부는 fwd PER의 역수로 판단. 자사주 기대수익률을 당사의 자회사 증자를 통해 기대할 수 있는 내부 투자수익률, 그리고 시장의 다른 투자 대상들의 기대수익률과 비교해서 자사주 매입 기대수익률이 높다고 판단되면 자사주 매입 결정. 최근 주가 기준으로 자사주 매입 ROE는 20%를 상회.

내부 투자 기대수익률과 시장의 다른 기대수익률보다 우월하다고 생각. 그리고 자사주 매입 기대수익률에 대한 평가 기준은 시장 상황에 따라 변하기 때문에 정확한 숫자를 밝히기는 어려움.

Q. 그룹 포괄적 주식교환이 1년 되어가는데, 지주사 전환 이후 그룹 전반적으로 나타난 변화나 경영진이 생각하는 장점?

A. 증권과 화재의 완전자회사 편입의 효과는 세 가지

1) 자본 재배분의 효율 개선. 3사 모두 상장사일때는 자본재배치에 6개월 소요. 최근 증권 중간배당은 8영업일 안에 마칠 수 있었음

2) 각 사의 이해상충 해소되어 계열사간 커뮤니케이션 강화. 의사결정의 질과 속도 상승. 메리츠가 지금까지 성장할 수 있었던 배경에는 분야별 전문가들의 치열한 논쟁을 통한 합리적 의사결정과 신속한 실행이 있었음. 그룹 전체적으로 빠르고 정확한 의사결정을 내릴 수 있게 되면서 더 큰 성장 가능해졌음

3) Re-rating 토대 마련. 증권 수익성은 금리 하락 시 좋아지는 경향, 화재는 금리 상승 시 좋아지는 경향. 아직 충분한 시간이 흐르지는 않았지만 이 두 회사가 지주 연결 재무제표에서 통합되면서 전체 수익은 개선되고 월별, 분기별 수익 변동성은 축소. 지금까지는 금리 상승으로 화재가 증권 수익 감소 상쇄, 향후에는 그 반대의 효과도 기대.

4) 마지막으로, 한가지 더 큰 소득. 증권과 화재를 원 북으로 통합 운용하면 추가 효율을 올릴 수 있다는 구체적인 사례 발견. 물론 증권과 화재의 권역별 규정 준수와 안전성 확보는 전제조건으로 하는 것. 이를 위한 변화가 조만간 그룹 조직 개편과 인사에 반영될 예정

3Q23P 실적 요약

(십억원, %)	3Q23P	2Q23	3Q22	% QoQ	% YoY	컨센서스	% Gap	신한 추정치	% Gap
순영업수익	1,009.0	986.2	1,103.3	2.3	(8.6)			934.6	8.0
보험영업손익	470.0	323.2	268.1	45.4	75.3			291.6	61.2
이자손익	653.0	456.5	498.5	43.0	31.0			420.1	55.4
수수료손익	141.7	149.5	122.8	(5.3)	15.3			166.6	(15.0)
트레이딩및기타손익	(255.6)	56.9	213.9	적전	적전			56.3	(553.6)
영업이익	830.7	780.1	625.8	6.5	32.7	700.6	18.6	726.1	14.4
지배주주순이익	593.4	588.8	320.5	0.8	85.1	512.2	15.9	509.4	16.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		% Change	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
순영업수익	3,734.7	3,609.3	3,811.4	3,576.5	2.1	(0.9)
보험영업손익	1,158.7	882.0	1,366.7	1,030.7	17.9	16.9
이자손익	1,699.9	1,723.4	1,945.2	1,774.0	14.4	2.9
수수료손익	576.3	515.0	551.3	514.2	(4.3)	(0.2)
영업이익	3,005.5	2,926.7	3,112.5	2,915.1	3.6	(0.4)
지배주주순이익	2,111.6	2,138.0	2,197.3	2,141.1	4.1	0.1

자료: 신한투자증권 추정

메리츠금융지주 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원, %, %p)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2022	2023F	증감률
순영업수익	1,231.9	915.7	1,103.3	964.6	971.1	986.2	1,009.0	845.1	4,215.5	3,811.4	(9.6)
보험영업손익	315.4	268.1	268.1	221.2	262.7	323.2	470.0	310.8	1,072.9	1,366.7	27.4
이자손익	445.8	407.1	498.5	630.8	401.7	456.5	653.0	434.0	1,982.2	1,945.2	(1.9)
수수료손익	134.3	190.6	122.8	102.8	127.0	149.5	141.7	133.1	550.6	551.3	0.1
트레이딩및기타손익	(401.0)	49.8	213.9	9.9	179.7	56.9	(255.6)	(32.7)	(127.4)	(51.8)	적지
판매비와관리비	547.2	416.2	477.6	573.7	153.3	206.1	178.3	161.2	2,014.6	698.9	(65.3)
영업이익	684.7	499.5	625.8	390.9	817.8	780.1	830.7	683.9	2,200.9	3,112.5	41.4
영업외손익	(4.0)	6.4	37.3	(13.1)	13.5	(2.4)	(29.5)	9.3	26.6	(9.2)	적전
세전이익	680.7	505.9	663.1	377.8	831.3	777.6	801.1	693.2	2,227.5	3,103.3	39.3
법인세비용	158.3	137.8	176.8	112.2	219.4	186.9	204.1	215.1	585.2	825.5	41.1
지배주주순이익	335.2	231.1	320.5	173.6	536.9	588.8	593.4	478.2	1,060.5	2,197.3	107.2
ROA	1.6	1.0	1.4	0.7	2.3	2.5	2.3	1.8	1.1	2.1	0.9
ROE	38.0	29.7	42.5	21.2	33.8	27.7	26.1	22.5	30.3	37.4	7.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

메리츠증권 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2022	2023F	증감률
순영업수익	618.8	351.6	456.0	423.1	391.2	402.7	322.9	279.7	1,849.6	1,396.4	(24.5)
수수료손익	132.6	188.4	119.7	110.0	102.0	138.1	133.8	101.9	550.7	475.8	(13.6)
수탁수수료	19.4	16.9	15.8	13.7	19.7	20.2	19.2	22.1	65.8	81.1	23.3
WM수수료	7.1	5.6	5.1	4.3	5.5	5.9	7.0	5.4	22.2	23.7	7.0
IB수수료	80.8	126.9	83.2	72.5	61.8	85.4	65.5	66.6	363.3	279.4	(23.1)
기타수수료	61.5	66.5	46.4	43.5	32.1	50.9	71.0	28.0	218.0	182.0	(16.5)
수수료비용	36.2	27.5	30.8	24.0	17.1	24.3	28.9	20.1	118.5	90.4	(23.7)
이자손익	284.6	250.0	296.6	312.7	189.4	234.9	237.3	206.6	1,143.8	868.2	(24.1)
트레이딩및기타손익	201.7	(86.7)	39.6	0.4	99.8	29.6	(48.2)	(28.7)	155.0	52.5	(66.1)
판관비	241.9	152.8	208.3	154.1	151.5	199.2	161.2	154.6	757.1	666.6	(12.0)
영업이익	377.0	198.8	247.7	269.1	239.7	203.5	161.7	125.0	1,092.5	729.9	(33.2)
세전이익	381.0	213.3	292.8	246.2	261.6	208.0	150.6	135.5	1,133.2	755.6	(33.3)
지배주주순이익	280.9	156.9	216.0	168.3	198.4	161.5	119.3	108.6	822.1	587.8	(28.5)
ROA	1.9	1.0	1.4	1.2	1.4	1.1	0.8	0.7	1.5	0.9	(0.5)
ROE	21.3	11.4	15.1	12.1	13.5	10.7	7.9	7.1	14.8	9.7	(5.1)

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

메리츠화재 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F	증감률
보험손익	418.6	403.3	479.2	431.9	447.2	445.9	437.2	427.7	1,733.0	1,757.9	1.4
장기	385.5	374.9	470.0	426.8	437.4	438.2	437.2	427.7	1,657.1	1,740.4	5.0
자동차	14.5	11.4	6.3	4.3	0.0	0.0	0.0	0.0	36.5	0.0	(100.0)
일반	18.6	17.1	2.9	0.8	9.8	7.7	0.0	0.0	39.4	17.5	(55.6)
투자손익	136.1	175.4	183.4	169.9	178.0	162.9	160.9	152.3	664.8	654.1	(1.6)
운용손익	299.6	345.4	346.3	341.0	352.9	343.4	344.6	340.3	1,332.4	1,381.3	3.7
보험금융손익	(163.5)	(170.0)	(163.0)	(171.1)	(174.9)	(180.5)	(183.7)	(188.0)	(667.6)	(727.2)	적지
영업이익	554.6	578.7	662.5	601.8	625.2	608.8	598.1	579.9	2,397.8	2,412.0	0.6
영업외손익	(0.1)	1.0	10.6	5.8	8.2	7.0	7.6	7.3	17.2	30.1	74.6
세전이익	554.5	579.7	673.2	607.6	633.4	615.8	605.7	587.2	2,415.0	2,442.2	1.1
당기순이익	404.7	434.3	496.3	447.1	467.5	454.5	447.1	434.2	1,782.4	1,803.2	1.2
월평균 보장성 신계약	9.6	9.1	9.1	8.5	9.0	9.0	9.0	9.0	9.1	9.0	(0.6)
CSM 가치배수	15.0	14.6	15.1	14.9	15.0	14.9	14.9	14.9	14.9	14.9	0.3
CSM 상각률	2.7	2.8	2.9	2.8	2.9	2.8	2.9	2.9	10.7	10.9	1.6
신계약 CSM	430.0	400.0	410.0	378.9	404.1	402.6	403.4	403.0	1,618.9	1,613.1	(0.4)
기말 CSM	10,003.0	10,070.0	10,680.0	10,949.4	11,385.5	11,737.6	12,119.8	12,475.5	10,949.4	12,475.5	13.9
투자영업이익률	3.93%	4.39%	4.18%	3.98%	4.08%	3.93%	3.91%	3.82%	4.03%	4.01%	(0.0)
ROE (평균)	48.4	46.2	46.3	37.8	36.0	32.1	29.3	26.6	37.8	26.6	(11.2)
ROA (%)	5.0	5.1	5.6	5.0	5.1	5.0	4.8	4.6	5.0	4.6	(0.3)

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

목표주가 산출 테이블

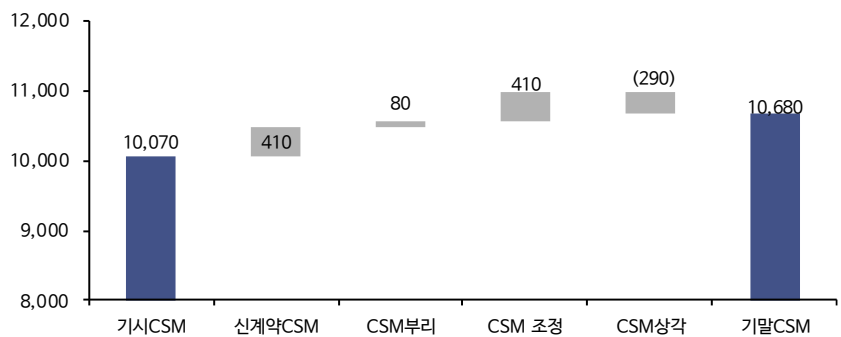
FAIR PRICE BASED ON PBR	메리츠금융지주
ROE (%)	22.4
Cost of capital (%)	13.9
Risk free rate (%)	4.1
Beta	1.2
Market return (%)	8.5
Long-term growth (%)	0.0
Fair P/ B (x)	1.6
Discount/Premium	(15.0)
Adj. Fair P/B (x)	1.4
BPS (원)	47,007
Target Price (won)	65,000
Upside	19.9%

자료: 신한투자증권 추정

주: 부동산 시장 불확실성 및 익스포저 감안해 15% 할인 적용, 낮은 불확실성 또는 증권 손익 변동성 축소 확인 시 할인 제거 예정

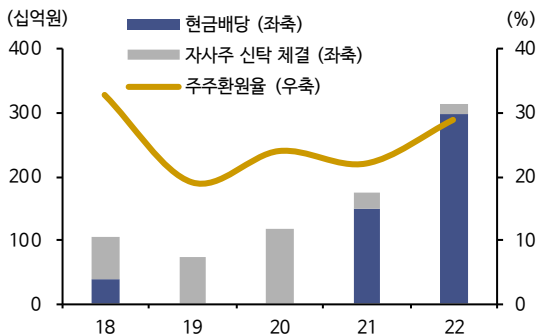
3Q23P CSM Movement

(십억원)



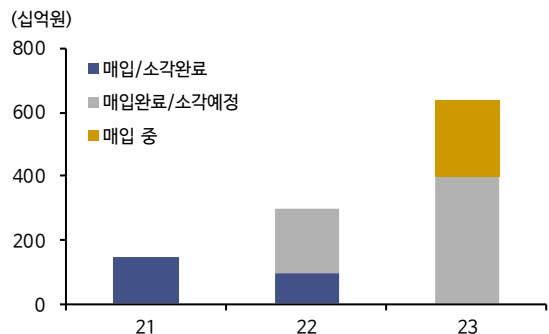
자료: 회사 자료, 신한투자증권

메리츠금융지주 주주환원을 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

메리츠금융지주 자사주 매입/소각 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

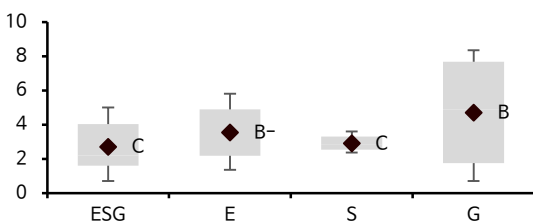
ESG Insight

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

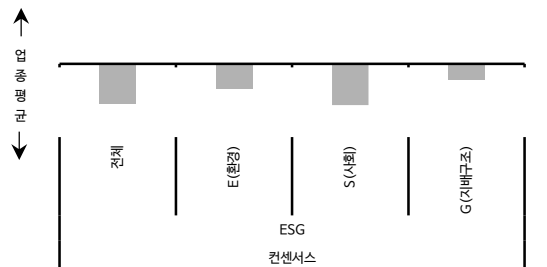
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차

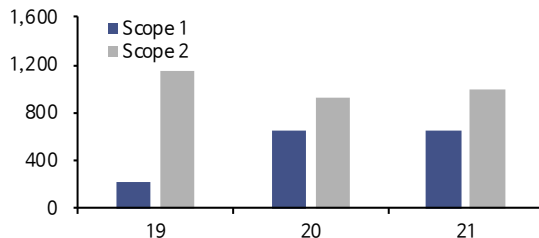


자료: 신한투자증권

Key Chart

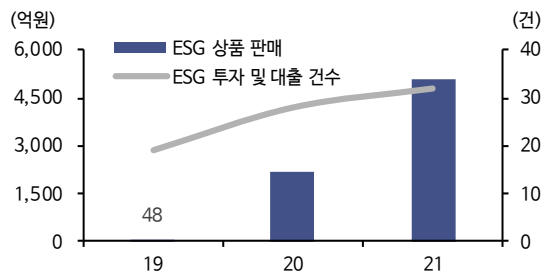
온실가스 배출량 추이

(tCO2eq)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

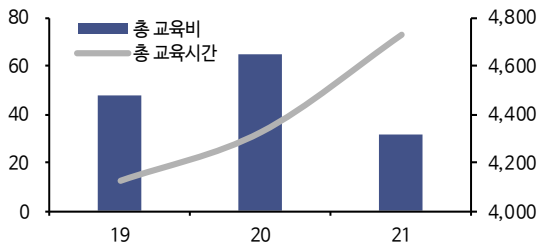
ESG 상품 및 서비스 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

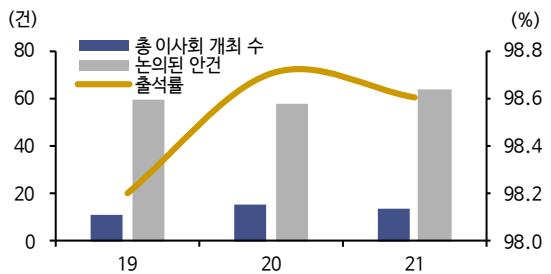
임직원 교육 현황

(백만원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

이사회 운영 현황



자료: 회사 자료, 신한투자증권

별도재무상태보고서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	2,328.0	2,683.5	5,693.9	7,013.9	8,700.9
현금및예치금	82.8	196.4	501.5	593.4	727.6
유가증권	411.5	655.1	954.7	1,159.2	1,440.4
종속기업및관계기업투자	1,801.5	1,789.4	4,411.1	5,521.9	6,864.4
대출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	4.2	4.0	5.0	5.7	7.0
무형자산	9.1	9.1	13.5	16.2	20.1
기타자산	20.6	19.9	28.0	32.7	40.3
부채총계	726.5	1,067.4	1,689.5	2,473.6	3,621.5
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	1,502.5	2,194.0	3,213.9
가타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
가타부채	47.9	40.0	187.0	279.5	407.7
자본총계	1,601.5	1,616.1	4,004.4	4,540.4	5,079.3
자본금	71.4	71.4	94.8	94.8	94.8
자본잉여금	658.2	58.4	125.6	125.6	125.6
기타자본	(140.6)	(173.8)	(246.9)	(246.9)	(246.9)
가타포괄이익누계액	17.2	(16.8)	(9.7)	(9.7)	(9.7)
신종자본증권	417.8	593.1	593.1	593.1	593.1
이익잉여금	577.4	1,083.8	3,447.5	3,983.5	4,522.5

Financial Ratio

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
순영업이익 구성 (%)					
보험영업이익	28.2	25.5	35.9	28.8	28.5
이자이익	37.9	47.0	51.0	49.6	50.4
수수료이익	15.8	13.1	14.5	14.4	13.4
트레이딩및기타이익	18.2	(3.0)	(1.4)	7.2	7.6
성장률 (%)					
순영업이익 증감률	18.8	10.9	(9.6)	(6.2)	1.3
총자산 증감률	23.4	4.3	13.6	11.5	11.0
자기자본 증감률	2.2	4.5	9.0	8.1	8.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주: K-IFRS 연결 기준

연결손익보고서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
순영업이익	3,800.5	4,215.5	3,811.4	3,576.5	3,624.3
증감률	18.8	10.9	(9.6)	(6.2)	1.3
보험영업이익	1,072.9	1,072.9	1,366.7	1,030.7	1,034.1
이자이익	1,438.5	1,982.2	1,945.2	1,774.0	1,828.5
수수료이익	599.1	550.6	551.3	514.2	486.9
트레이딩및기타이익	690.0	(127.4)	(51.8)	257.6	274.9
판관비	2,005.5	2,014.6	698.9	661.4	695.1
증감률	9.8	0.5	(65.3)	(5.4)	5.1
판관비율	52.8	47.8	18.3	18.5	19.2
영업이익	1,795.0	2,200.9	3,112.5	2,915.1	2,929.2
증감률	30.8	22.6	41.4	(6.3)	0.5
영업외이익	102.6	26.6	(9.2)	28.6	59.4
세전이익	1,897.6	2,227.5	3,103.3	2,943.7	2,988.6
법인세비용	519.0	585.2	825.5	802.7	808.0
당기순이익	1,383.2	1,640.4	2,277.9	2,141.1	2,180.6
증감률	49.5	18.6	38.9	(6.0)	1.8
순이익률	36.4	38.9	59.8	59.9	60.2
지배주주순이익	789.2	1,060.5	2,197.3	2,141.1	2,180.6
비지배주주순이익	594.0	579.9	80.6	0.0	0.0

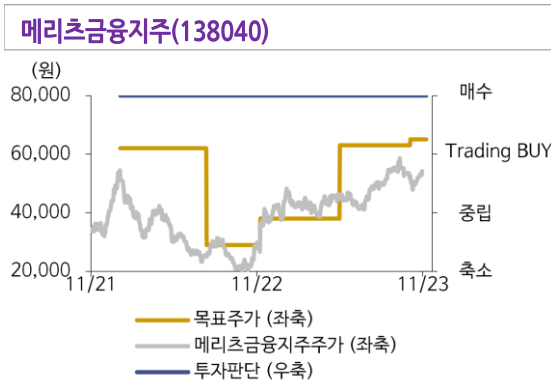
Valuation Indicator

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (원)	5,585	7,993	10,804	10,528	10,722
BPS (원)	26,331	24,682	41,744	47,007	52,369
DPS (원)	210	105	2,600	-	-
PER (배)	9.7	6.8	5.0	5.1	5.1
PBR (배)	2.06	2.20	1.30	1.15	1.03
ROA (%)	1.0	1.1	2.1	1.8	1.7
ROE (%)	22.3	30.3	37.4	23.7	21.6
배당성향 (%)	3.3	1.2	21.1	-	-
배당수익률 (%)	0.5	0.2	6.3	-	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주: K-IFRS 연결 기준

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 01월 18일	매수	62,000	(43.3)	(17.4)
2022년 07월 19일	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	-	-

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)
- ◆ 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 실적치와 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 (2023년 11월 10일 기준)

매수 (매수)	92.62%	Trading BUY (중립)	5.74%	중립 (중립)	1.64%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------