

메리츠금융지주

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

2024년 1월 22일

[금융지주]

임희연 수석연구원

☎ 02-3772-3498

✉ heeyeon.lim@shinhan.com

이런 주식 또 없습니다



매수
(유지)



현재주가 (1월 19일)

59,800 원



목표주가

70,000 원 (상향)



상승여력

17.1%

- ◆ 연간 순이익으로 주주환원수익률 10% 역산해 적정 시가총액 산정
- ◆ 발행주식수 감소가 적정 주가 산정의 핵심 요인
- ◆ 안정적인 펀더멘털 기반의 예측 가능한 주주환원 정책



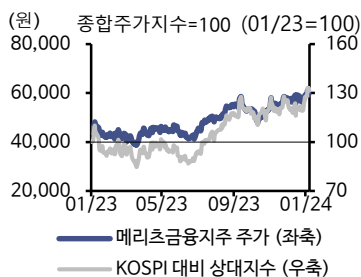
신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com



신한투자증권 기업분석부

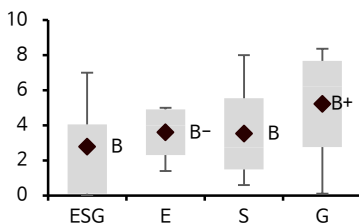
시가총액	12,161.7십억원
발행주식수	203.4백만주
유동주식수	91.0백만주(44.8%)
52주 최고가/최저가	61,100원/38,600원
일평균 거래량 (60일)	376,993주
일평균 거래액 (60일)	21,163백만원
외국인 지분율	17.26%
주요주주	
조정후 외 9인	48.34%
국민연금공단	7.31%
절대수익률	
3개월	17.0%
6개월	32.3%
12개월	24.1%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	14.3%
6개월	39.6%
12개월	19.4%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



4Q23 Preview: 지배주주 순이익 4,502억원(+159.2% YoY)

4Q23F 영업이익 6,245억원(+59.8%, 이하 YoY), 지배주주 순이익 4,502억원(+159.2%)이 전망된다. 2023년 상반기 자회사 증권과 화재의 완전자회사화로 연결순이익이 전년 동기 대비 크게 증가하나, 전분기 대비해서는 25% 내외 감익이다. 4분기 계절적 요인으로 인한 증권과 화재 손익 부진 영향이다. 특히 화재의 경우, 실손 요율 조정으로 인한 일회성 손실계약부담비용 확대가 불가피하다.

적정 주가의 주요 변수 = 연결 순이익 & 발행주식수

동사의 적정 시가총액은 총주주환원수익률(=주주환원금액/시가총액)로 결정될 수 있다. 대표적인 배당주인 은행주의 배당수익률과 업종 특성상 은행 대비 높은 동사의 손익 변동성을 감안해 보수적으로 접근한다면 주주환원수익률 10%를 기준으로 역산하는 것이 합리적이다.

주주환원을 50%를 감안하면 적정 시가총액을 결정하는 가장 중요한 변수는 결국 연간 순이익이다. 2024년 영업이익 2.9조원(-5.3%), 지배주주 순이익 2.1조원(-2.3%)이 예상된다. 증권의 부동산 PF 충당금 적립 장기화 개연성과 화재의 예실차 축소로 인한 보험 손익 부진이 예상되나, 금리 하락 시 채권평가이익이 이를 상당 부분 상쇄할 것으로 기대된다. 이를 기반으로 산정하는 적정 시가총액은 10.6조원이다.

매년 연간 결산 마무리 시점에서 전년도 자사주 매입분 전량 소각 가정 시 익년도 발행주식수가 향후 주가를 결정하는 주요 변수로 작용할 전망이다. 당사가 추정하는 발행주식수는 1Q24말 1.87억주(-8%), 1Q25말 1.69억주(-9.9%), 1Q26 1.52억주(-10.1%)다.

2025년까지 주가 상승 여력 18.4% 추정

안정적인 펀더멘털과 이익 흐름을 기반으로 예측 가능한 주주환원 정책을 보유해 직관적인 접근이 가능한 비은행 금융주다. 당사가 추정하는 이익과 주식 소각량을 감안해 산출한 적정주가는 2024년 63,137원, 2025년 70,793원이다. 전일 종가 대비 각각 +5.6%, +18.4%의 상승여력이 존재한다. 이를 감안해 목표주가를 기존 65,000원에서 70,000원으로 상향한다. '매수' 관점을 유지하며, 보험·증권 업종 Top Pick을 유지한다.

	12월 결산 순영업이익 (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	10.2	2.15	22.3
2022	4,215.5	1,072.9	1,982.2	2,200.9	1,060.5	8,313	25,669	7.2	2.33	30.3
2023F	3,763.2	1,105.5	1,947.9	3,053.4	2,158.4	11,537	45,268	5.2	1.32	36.8
2024F	3,608.6	910.1	1,719.4	2,882.5	2,129.3	12,627	56,536	4.7	1.06	23.7
2025F	3,664.1	875.4	1,884.4	2,873.3	2,146.8	14,159	69,954	4.2	0.85	21.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

4Q23F 실적 전망

(십억원, %)	4Q23F	3Q23	4Q22	% QoQ	% YoY	컨센서스	% Gap
순영업수익	797.0	1,009.0	964.6	(21.0)	(17.4)		
보험영업손익	253.8	268.1	221.2	(5.3)	14.8		
이자손익	436.6	653.0	630.8	(33.1)	(30.8)		
수수료손익	140.3	141.7	102.8	(1.0)	36.5		
트레이딩및기타손익	(33.7)	(53.8)	9.9	적지	적전		
영업이익	624.8	830.7	390.9	(24.8)	59.8	692.5	(9.8)
지배주주순이익	439.3	593.4	173.6	(26.0)	153.0	494.0	(11.1)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		% Change	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
순영업수익	3,761.4	3,567.0	3,763.2	3,608.6	0.0	1.2
보험영업손익	1,316.7	1,021.2	1,105.5	910.1	(16.0)	(10.9)
이자손익	1,945.2	1,774.0	1,947.9	1,719.4	0.1	(3.1)
수수료손익	551.3	514.2	558.5	573.6	1.3	11.6
영업이익	3,062.5	2,905.7	3,053.4	2,882.5	(0.3)	(0.8)
지배주주순이익	2,161.1	2,134.7	2,158.4	2,129.3	(0.1)	(0.3)

자료: 신한투자증권 추정

메리츠금융지주 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F	증감률
순영업수익	971.1	986.2	1,009.0	797.0	943.1	933.7	850.4	881.4	3,763.2	3,608.6	(4.1)
보험영업손익	315.4	268.1	268.1	253.8	258.1	249.2	244.0	158.8	1,105.5	910.1	(17.7)
이자손익	401.7	456.5	653.0	436.6	438.9	437.3	375.1	468.1	1,947.9	1,719.4	(11.7)
수수료손익	127.0	149.5	141.7	140.3	148.2	123.1	144.7	157.6	558.5	573.6	2.7
트레이딩및기타손익	39.9	112.0	(53.8)	(33.7)	97.9	124.1	86.6	96.9	64.4	405.5	529.7
판매비와관리비	153.3	206.1	178.3	172.2	177.4	184.9	157.6	206.2	709.8	726.1	2.3
영업이익	817.8	780.1	830.7	624.8	765.7	748.8	692.9	675.2	3,053.4	2,882.5	(5.6)
영업외손익	13.5	(2.4)	(29.5)	14.5	25.5	7.3	5.0	8.2	(4.0)	46.0	흑전
세전이익	831.3	777.6	801.1	639.3	791.2	756.0	697.9	683.4	3,049.4	2,928.5	(4.0)
법인세비용	220.0	186.9	204.1	200.0	214.7	200.2	188.8	195.5	811.0	799.2	(1.5)
지배주주순이익	536.9	588.8	593.4	439.3	576.5	555.9	509.1	487.9	2,158.4	2,129.3	(1.3)
ROA	2.3	2.5	2.5	1.7	2.3	2.1	1.9	1.8	2.1	1.9	(0.2)
ROE	33.8	27.7	26.1	20.7	25.5	23.2	20.1	20.5	36.8	23.7	(13.1)

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

메리츠증권 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F	증감률
순영업수익	391.2	402.7	322.9	291.1	355.6	343.0	273.5	390.6	1,407.9	1,362.7	(3.2)
수수료손익	102.0	138.1	133.8	113.1	92.2	86.6	103.1	133.9	487.0	415.8	(14.6)
수탁수수료	19.7	20.2	19.2	17.3	19.7	20.0	19.2	17.3	76.4	76.3	(0.1)
WM수수료	5.5	5.9	7.0	5.0	5.6	5.9	6.4	6.5	23.4	24.4	4.2
IB수수료	61.8	85.4	65.5	71.3	47.4	49.5	51.3	84.3	284.1	232.4	(18.2)
기타수수료	32.1	50.9	71.0	38.5	38.9	35.9	53.0	46.2	192.6	174.0	(9.6)
수수료비용	17.1	24.3	28.9	19.2	19.4	24.7	26.8	20.4	89.5	91.3	2.1
이자손익	214.4	260.9	263.3	230.3	206.3	190.5	122.8	210.1	968.9	729.7	(24.7)
트레이딩및기타손익	74.8	3.7	(74.2)	(52.3)	57.1	65.9	47.6	46.6	(48.0)	217.3	(552.7)
판관비	151.5	199.2	161.2	165.8	161.3	168.1	141.8	170.6	677.8	641.8	(5.3)
영업이익	239.7	203.5	161.7	125.3	194.2	175.0	131.6	220.0	730.1	720.8	(1.3)
세전이익	261.6	208.0	150.6	135.3	202.4	183.8	140.6	229.4	755.5	756.2	0.1
지배주주순이익	198.4	159.9	116.2	104.5	152.4	138.0	102.7	180.9	579.0	574.0	(0.9)
ROA	1.3	1.1	0.8	0.7	1.0	0.9	0.6	1.1	1.0	0.9	(0.1)
ROE	13.5	10.6	7.9	7.2	10.2	9.0	6.5	11.3	10.0	9.0	(1.0)

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

메리츠화재 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F	증감률
보험손익	418.6	403.3	479.2	374.9	433.1	429.7	427.7	346.8	1,676.0	1,637.3	(2.3)
장기	385.5	374.9	470.0	369.8	406.7	412.9	425.5	346.5	1,600.1	1,591.6	(0.5)
자동차	14.5	11.4	6.3	4.3	16.5	9.2	2.2	0.3	36.5	28.2	(22.8)
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	169.4	158.6	163.1	160.1	664.8	651.1	(2.1)
운용손익	299.6	345.4	346.3	341.0	344.3	339.1	346.8	348.1	1,332.4	1,378.3	3.4
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	544.8	602.4	588.3	590.8	506.9	2,340.8	2,288.4	(2.2)
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	550.6	610.6	595.3	598.4	514.2	2,358.0	2,318.5	(1.7)
당기순이익	404.7	434.3	496.3	405.2	450.7	439.4	441.7	380.2	1,740.5	1,711.9	(1.6)
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%	3.98%	3.88%	3.93%	3.91%	4.03%	4.00%	(0.0)
ROE (평균)	48.4	46.2	46.3	34.5	35.1	31.5	29.3	23.8	34.5	23.8	(10.8)
ROA (%)	5.0	5.1	5.6	4.5	5.0	4.8	4.8	4.1	4.5	4.1	(0.4)

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

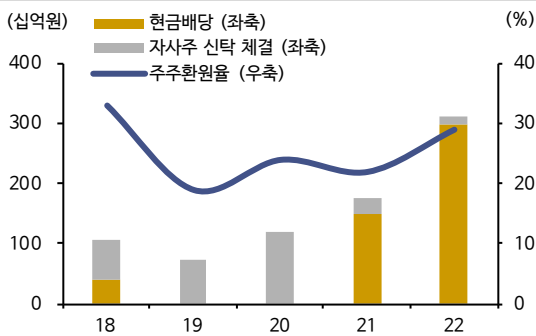
자사주 매입 및 소각에 따른 적정주가 추정

(십억원, 백만주, 원, x)	1Q24F	1Q25F	1Q26F	1Q27F
연결 순이익	2,158	2,129	2,147	2,000
주주환원금액	1,079	1,065	1,073	1,000
자사주 매입/소각	640.0	1,064.7	1,073.4	1,000.0
현금배당	439.2	-	-	-
적정 시가총액	10,792.2	10,647	10,734	10,000
연내 취득 예상 자기주식수	14.3	18.5	17.0	14.1
취득분 소각 후 발행주식수	187.1	168.6	151.6	137.5
대주주 보유분	98.3	98.3	98.3	98.3
자기주식수	2.4	2.4	2.4	2.4
유통주식수	86.4	68.0	50.9	36.8
대주주 지분율 (%)	52.5%	58.3%	64.8%	71.5%
예상 DPS	2,300	-	-	-
적정주가 추정		63,137	70,793	72,728
주가 상승 여력 (%)		5.6%	12.1%	2.7%
누적 주가 상승률 (%)		5.6%	18.4%	21.6%
자기자본	8,984.1	10,048.7	11,122.1	12,122.1
PBR	1.20	1.06	0.97	0.82
PER	5.0	5.0	5.0	5.0

자료: 신한투자증권 추정

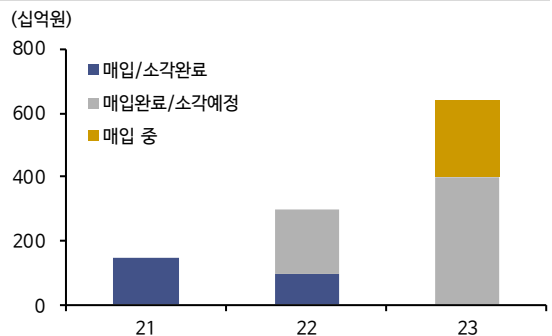
- 주: 1) 연말 기준이 아닌 결산 재무제표 승인 시점(익년도 3월말) 기준
 2) 적정 시가총액은 연결순이익*50%/10%로 가정
 3) 누적 주가 상승률은 전일(24/01/19) 종가 대비
 4) 현재 주가는 2024년 연간 손익과 이에 대한 기대감이 선반영된 것으로 추정

메리츠금융지주 주주환원을 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

메리츠금융지주 자사주 매입/소각 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

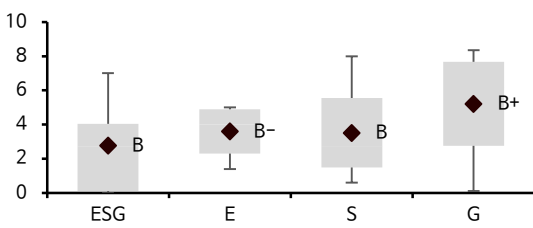
ESG Insight

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

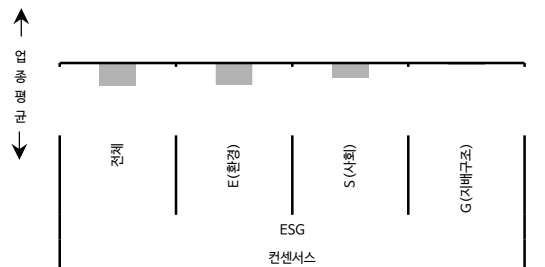
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차

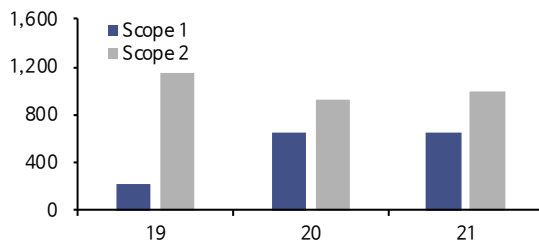


자료: 신한투자증권

Key Chart

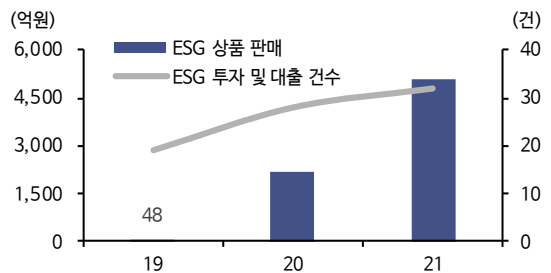
온실가스 배출량 추이

(tCO2eq)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

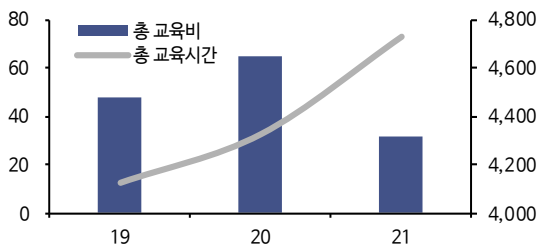
ESG 상품 및 서비스 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

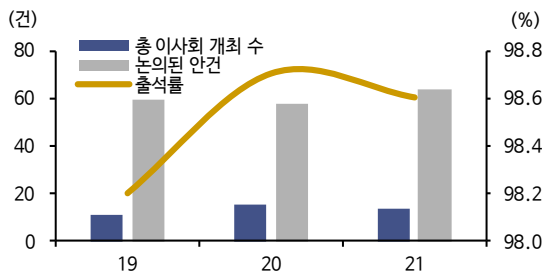
임직원 교육 현황

(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	5,116.8	6,346.8	7,901.6
현금및예치금	82.8	196.4	408.6	465.9	566.0
유가증권	411.5	655.1	546.6	579.0	702.0
종속기업및관계기업투자	1,801.5	1,789.4	4,112.1	5,245.1	6,563.7
대출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	4.2	4.0	5.2	6.1	7.6
무형자산	9.1	9.1	11.2	13.1	16.2
기타자산	20.6	19.9	23.8	27.2	33.3
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
가타금융업부채	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	3,667.3	4,224.6	4,794.5
자본금	71.4	71.4	113.1	113.1	113.1
자본잉여금	658.2	58.4	125.6	125.6	125.6
가타자본	(140.6)	(173.8)	(626.3)	(626.3)	(626.3)
가타포괄이익누계액	17.2	(16.8)	(16.0)	(16.0)	(16.0)
신증자본증권	417.8	593.1	593.1	593.1	593.1
이익잉여금	577.4	1,083.8	3,477.8	4,035.1	4,605.0

Financial Ratio

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
순영업이익 구성 (%)					
보험영업손익	28.2	25.5	29.4	25.2	23.9
이자손익	37.9	47.0	51.8	47.6	51.4
수수료손익	15.8	13.1	14.8	15.9	14.9
트레이딩및기타손익	18.2	(3.0)	1.7	11.2	9.7
성장률 (%)					
순영업이익 증감률	18.8	10.9	(10.7)	(4.1)	1.5
총자산 증감률	23.4	4.3	6.6	9.9	8.9
자기자본 증감률	2.2	4.5	4.5	9.7	10.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주: K-IFRS 연결 기준

연결손익보고서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
순영업수익	3,800.5	4,215.5	3,763.2	3,608.6	3,664.1
증감률	18.8	10.9	(10.7)	(4.1)	1.5
보험영업손익	1,072.9	1,072.9	1,105.5	910.1	875.4
이자손익	1,438.5	1,982.2	1,947.9	1,719.4	1,884.4
수수료손익	599.1	550.6	558.5	573.6	547.6
트레이딩및기타손익	690.0	(127.4)	64.4	405.5	356.7
판관비	2,005.5	2,014.6	709.8	726.1	790.8
증감률	9.8	0.5	(64.8)	2.3	8.9
판관비율	52.8	47.8	18.9	20.1	21.6
영업이익	1,795.0	2,200.9	3,053.4	2,882.5	2,873.3
증감률	30.8	22.6	38.7	(5.6)	(0.3)
영업외손익	102.6	26.6	(4.0)	46.0	70.0
세전이익	1,897.6	2,227.5	3,049.4	2,928.5	2,943.3
법인세비용	519.0	585.2	811.0	799.2	796.4
당기순이익	1,383.2	1,640.4	2,239.0	2,129.3	2,146.8
증감률	49.5	18.6	36.5	(4.9)	0.8
순이익률	36.4	38.9	59.5	59.0	58.6
지배주주순이익	789.2	1,060.5	2,158.4	2,129.3	2,146.8
비지배주주순이익	594.0	579.9	80.6	0.0	0.0

Valuation Indicator

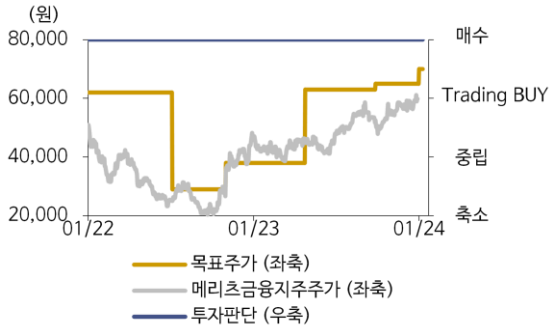
12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (원)	5,889	8,313	11,537	12,627	14,159
BPS (원)	27,766	25,669	45,268	56,536	69,954
DPS (원)	210	105	2,300	-	-
PER (배)	10.2	7.2	5.2	4.7	4.2
PBR (배)	2.15	2.33	1.32	1.06	0.85
ROA (%)	1.0	1.1	2.1	1.9	1.8
ROE (%)	22.3	30.3	36.8	23.7	21.3
배당성향 (%)	3.3	1.1	19.6	-	-
배당수익률 (%)	0.5	0.2	4.2	-	-

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	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	-	-

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 투자에 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 01월 19일 기준)

매수 (매수)	92.59%	Trading BUY (중립)	5.35%	중립 (중립)	2.06%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------