

메리츠금융지주 (138040/KS)

PER 10 배를 향해

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 114,000 원(상향)

현재주가: 95,100 원

상승여력: 19.9%

목표주가 114,000 원으로 상향

메리츠금융지주의 목표주가를 1) 우려 대비 양호한 PF 관련 부담, 2) 금리 하락에 따른 증권 자회사 실적 개선 등에 기반한 실적 전망 상향 및 3) 해약환급금준비금 이슈로 주주환원 제약이 존재하는 다른 보험사와 달리 증권 자회사 배당을 활용할 수 있다는 강점 등을 반영하여 114,000 원으로 상향한다. 목표주가는 24E BVPS 52,286 원에 Target PBR 2.19 배를 적용했으며 목표주가 기준 24E PER 은 약 9.4 배에 달한다.

가장 효율적인 자본 배분 원칙 보류

메리츠금융지주의 자본 배분 메커니즘의 핵심은 자본을 배분했을 때 리턴이 가장 효율적인 곳 위주로 자본을 사용하는 것이다. 내부 투자수익률과 PER 의 역수(주가에 내포된 Implied CoE)를 비교하여 내부 투자 및 주주환원 여부를 결정하고, 주주환원에 있어서도 CAPM 으로 산정한 이론적 CoE(약 10% 수준으로 분석)와 자사주 매입/소각의 수익률이라 할 수 있는 PER 의 역수(Implied CoE)를 비교하여 자사주 매입/소각과 현금배당 여부를 결정하는 등 모든 의사결정을 주가와 수익성을 중심으로 하고 있음을 확인할 수 있다. 증시 내 효율적 자본 배분을 골자로 하는 밸류업 프로그램에 가장 부합한다고 판단하며 향후 주가에 내포된 Implied CoE 와 이론적 CoE 가 일치하는 PER 약 10 배까지 지속적으로 Upside 를 노려볼 수 있을 것으로 전망한다.



Analyst
설용진

s.dragon@sks.co.kr
3773-8610

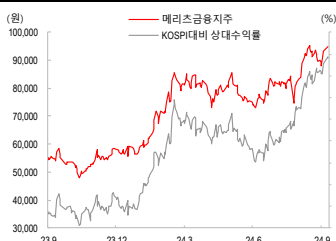
Company Data

발행주식수	19,072 만주
시가총액	18,137 십억원
주요주주	
조정호(외9)	51.54%
국민연금공단	7.80%

Stock Data

주가(24/09/20)	95,100 원
KOSPI	2,593.37 pt
52주 최고가	95,300 원
52주 최저가	47,900 원
60일 평균 거래대금	28 십억원

주가 및 상대수익률



2024E 지배순이익 2 조 3,798 억원(+16.6% YoY) 전망

메리츠금융지주의 2024E 지배순이익은 2 조 3,798 억원(+17% YoY)를 전망한다. 동사의 핵심 자회사인 화재의 경우 1) 의료 파업 등에 따른 견조한 예상차 손익, 2) 이차손익 중심의 견조한 투자손익 등을 통해 자동차보험 실적 부진 등을 상쇄할 것으로 예상되며 증권도 1) 선별적인 부동산 PF 딜 재개 및 기업금융 딜 확대, 2) 금리 하락에 따른 트레이딩 손익 개선 등을 바탕으로 지속되는 부동산 PF 및 해외부동산 관련 우려에도 개선된 실적이 전망된다. 하반기 중 추가적인 자사주 매입/소각을 예상하며 배당가능이익 측면의 제약으로 연간 6,400 억에 머물렀던 23 년과 달리 자본준비금 감액에 따라 2.1 조 규모의 추가 여력이 확보된 만큼 전년 수준을 상회하는 자사주 매입/소각 규모를 기대해볼 수 있을 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
순영업수익	십억원	3,819	3,675	3,564	4,076	4,322	4,441
영업이익	십억원	1,801	2,893	2,934	3,269	3,440	3,535
순이익(지배주주)	십억원	1,383	2,133	2,125	2,400	2,481	2,553
EPS(계속사업)	원	5,889	10,641	12,339	12,077	13,286	14,534
PER	배	7.5	4.0	4.8	7.9	7.2	6.5
PBR	배	1.6	1.1	1.3	1.8	1.5	1.3
배당성향	%	3.3	0.9	22.0	8.7	8.9	8.7
ROE	%	22.3	32.1	28.1	24.3	23.3	21.6

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2024E ~ 2026F ROE 평균	23.1%
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 비율, 다각화된 사업 포트폴리오, 기업가치 제고 방안 등 종합적 고려	15%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	2.19
목표주가	2024F 조정 BPS 52,286 원에 Target PBR 적용	114,000
현재가		95,100
Upside / Downside 투자의견		19.9% 매수

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		43%
Sustainable ROE	투자손익 개선, 부동산 시장 활성화 등	24.6%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준	9.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	부동산 PF 시장 회복 등에 기반한 모멘텀 회복	-5.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	2.60
목표주가(Bull case)	2024F 조정 BPS 52,286 원에 Target PBR 적용	136,100
Downside case		-17%
Sustainable ROE	손실계약 비용 부담 확대, 부동산 시장 부진 지속 등	18.1%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준	9.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	건전성 악화, 자본 적정성 부담 확대 등 디스카운트 심화	-25.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.51
목표주가(Bear case)	2024F 조정 BPS 52,286 원에 Target PBR 적용	79,000

자료: SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2023	2024E	2025E	2026E
순영업이익	수정 후	3,564	4,076	4,322	4,441
	수정 전		3,808	4,079	4,224
	증감률(%)		7.0%	6.0%	5.1%
영업이익	수정 후	2,934	3,269	3,440	3,535
	수정 전		3,108	3,332	3,422
	증감률(%)		5.2%	3.2%	3.3%
세전이익	수정 후	2,844	3,271	3,412	3,509
	수정 전		3,127	3,314	3,405
	증감률(%)		4.6%	3.0%	3.0%
지배지분순이익	수정 후	2,042	2,380	2,461	2,532
	수정 전		2,297	2,424	2,476
	증감률(%)		3.6%	1.5%	2.3%

자료: 메리츠금융지주, SK 증권 추정

메리츠금융지주 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
순영업수익	960.0	966.1	987.0	650.7	955.1	1,208.6	986.7	925.5	-18.4	0.0
보험손익	251.6	219.7	301.2	105.4	288.3	317.9	205.9	89.3	-35.2	-31.6
이자손익	401.7	456.5	653.0	539.2	506.6	508.5	521.4	595.5	2.5	-20.2
수수료손익	127.0	149.5	141.7	164.7	110.4	110.8	115.3	115.9	4.1	-18.6
기타손익	179.7	140.3	-108.8	-158.6	49.8	271.4	144.2	124.8	-46.9	-232.5
판매관리비	153.3	206.1	178.3	92.7	184.3	203.0	191.5	228.6	-5.6	7.4
판매비율(%)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	15.6	7.4
영업이익	806.8	760.0	808.7	558.0	770.8	1,005.6	795.2	696.9	-20.9	-1.7
세전이익	820.2	757.5	779.2	487.0	809.2	987.4	788.5	686.2	-20.1	1.2
당기순이익	603.7	576.6	580.2	364.9	591.3	736.2	572.1	500.6	-22.3	-1.4
지배지분순이익	528.7	574.0	577.2	361.8	585.8	730.1	567.4	496.5	-22.3	-1.7
자산총계	94,848	95,926	94,872	102,236	103,105	104,854	102,132	100,066	-2.6	7.7
부채총계	85,712	86,594	84,951	92,139	93,244	94,616	91,580	89,481	-3.2	7.8
자본총계	9,135	9,332	9,921	10,097	9,861	10,239	10,551	10,586	3.1	6.4
ROE (%)	36.4	29.6	25.3	15.2	24.8	30.9	23.2	19.9	-7.7%p	-2.2%p

자료: 메리츠금융지주, SK 증권 추정

메리츠화재 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	401	378	454	263	458	483	374.3	259	-22.5	-17.6
장기보험	368	350	445	309	427	442	367.7	293	-16.9	-17.4
CSM 상각	273	274	113	288	294	291	289.2	289	-0.7	155.0
RA 해제	24	26	36	38	38	38	38.4	40	0.8	7.1
예실차	109	187	240	327	130	173	117.6	131	-32.1	-50.9
손실계약비용	-47	-41	251	-280	-4	34	-25.0	-100	적전	적전
기타사업비 및 재보험 손익	9	-97	-195	-64	-32	-94	-52.5	-67	적지	적지
일반손해보험	19	17	3	-26	25	34	3.7	-10	-88.9	30.1
자동차보험	15	11	6	-19	6	7	2.8	-24	-61.8	-56.0
투자손익	143	180	186	100	203	193	211.4	166	9.4	13.5
자산운용손익	300	345	346	266	378	364	384.5	342	5.6	11.0
평가처분손익	0	9	-3	-123	4	-9	0.0	-50	-100.0	-100.0
보험금융손익	-157	-165	-160	-166	-175	-171	-173.1	-177	적지	적지
영업이익	544	559	641	364	661	676	585.6	425	-13.4	-8.6
영업외손익	0	1	11	2	0	0	0.4	0	15.5	-96.5
세전이익	543	560	651	365	661	677	586.0	425	-13.4	-10.0
당기순이익	397	419	480	268	491	507	432.3	314	-14.7	-9.9
월납보험료(보장성 인보험)	9.3	8.9	8.9	8.5	10.0	9.4	9.5	9.5	0.3	6.9
신계약 CSM	139.1	130.8	136.7	127.0	124.1	114.0	114.3	114.7	0.3	-16.4
자산총계	34,041	35,582	35,812	39,404	39,274	40,580	41,808	41,721	3.0	16.7
운용자산	32,563	34,081	34,452	37,673	37,715	38,863	39,964	40,477	2.8	16.0
비운용자산	1,478	1,501	1,361	1,731	1,559	1,717	1,622	1,653	-5.5	19.2
부채총계	29,964	30,993	30,545	33,931	34,426	35,308	36,105	36,403	2.3	18.2
책임준비금	27,214	28,267	27,450	30,890	31,459	32,546	33,239	33,589	2.1	21.1
장기보험 CSM 잔액	9,596	9,650	10,286	10,419	10,694	10,616	10,672	10,681	0.5	3.8
자본총계	4,076	4,589	5,267	5,473	4,847	5,271	5,704	5,318	8.2	8.3
해약환급금준비금	395	618	1,010	1,031	1,344	1,694	2,044	2,395	20.7	102.3
ROE (%)	44.2	41.4	41.3	21.1	40.3	42.4	33.2	24.0	-9.2%p	-8.1%p
K-ICS 비율(%)	202.2	205.7	230.8	242.2	226.9	224.9	223.1	215.2	-1.7%p	-7.6%p

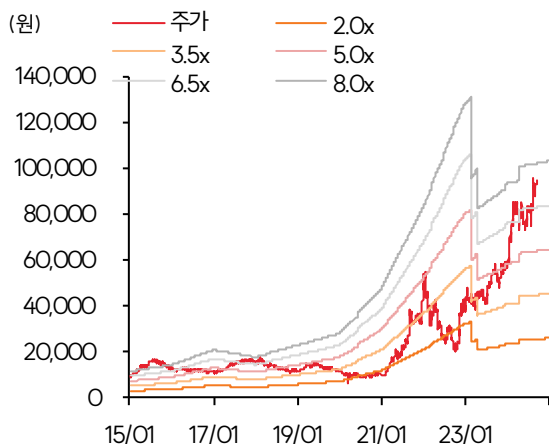
자료: 메리츠화재, SK 증권 추정; 주: 별도 기준

메리츠증권 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
순영업수익	313.6	318.4	288.6	195.9	388.0	426.1	353.6	434.6	-17.0	22.5
수수료손익	101.2	146.6	148.0	97.3	112.8	156.0	162.4	163.2	4.1	9.7
Brokerage	16.4	16.9	15.9	12.0	18.5	17.4	15.9	16.6	-8.7	0.0
WM	5.5	5.9	7.0	7.1	6.6	10.1	9.2	9.2	-9.1	31.0
IB 및 기타	79.3	123.7	125.0	78.1	87.7	128.5	137.3	137.4	6.9	9.8
순이자이익	150.6	164.8	181.0	157.9	166.6	146.1	146.2	146.3	0.1	-19.2
트레이딩 및 기타손익	61.8	6.9	-40.4	-59.3	108.6	124.0	45.0	125.0	-63.7	-211.3
판매관리비	127.5	175.9	138.7	56.7	146.0	171.9	153.2	182.9	-10.9	10.5
영업이익	186.1	142.4	149.9	139.2	242.0	254.2	200.4	251.7	-21.2	33.7
영업외손익	2.7	-10.0	-49.0	-9.2	-1.9	3.7	-7.1	-11.0	-289.3	-85.5
세전이익	188.8	132.5	100.9	130.1	240.1	257.9	193.3	240.6	-25.1	91.6
당기순이익	143.3	102.8	78.5	99.6	199.8	192.0	145.9	181.7	-24.0	85.9
자산총계	46,128	46,510	45,942	50,924	50,729	52,172	51,071	49,046	-2.1	11.2
부채총계	40,492	40,781	40,441	45,304	45,031	46,293	45,047	42,840	-2.7	11.4
자본총계	5,636	5,729	5,501	5,619	5,699	5,878	6,024	6,206	2.5	9.5
ROE (%)	10.4	7.2	5.6	7.2	14.1	13.3	9.8	11.9	-3.5%p	4.2%p

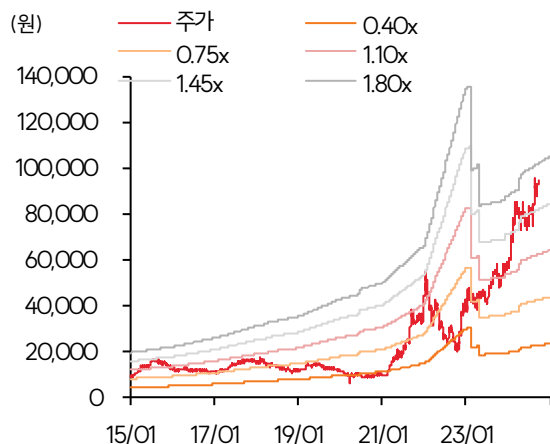
자료: 메리츠증권, SK 증권 추정; 주: 별도 기준

메리츠금융지주 - PER Band 차트



자료: FnGuide, SK 증권 추정

메리츠금융지주 - PBR Band 차트



자료: FnGuide, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
현금 및 예치금	5,923	4,928	4,821	4,684	4,533
유가증권	60,792	74,765	68,843	70,435	71,276
대출채권	14,305	14,634	14,794	15,240	15,664
유형자산	795	802	962	962	962
보험계약자산	0	11	12	12	12
기타자산	7,162	7,095	10,634	10,435	10,422
자산총계	88,977	102,236	100,066	101,769	102,869
예수부채	8,763	11,423	12,256	12,486	12,701
차입성부채	32,356	32,968	31,935	32,137	32,341
보험계약부채	18,982	21,576	23,734	24,631	25,480
FVPL 금융부채	14,570	19,862	10,426	10,597	9,826
기타부채	5,764	6,310	11,128	10,134	9,543
부채총계	80,435	92,139	89,481	89,984	89,890
지배주주지분	4,944	9,582	9,972	11,150	12,324
자본금	71	113	113	113	113
신종자본증권	593	593	792	792	792
자본잉여금	63	125	125	125	125
이익잉여금	4,082	7,611	8,160	9,338	10,512
기타지분	134	1,140	782	782	782
비지배주주지분	3,598	515	614	634	655
자본총계	8,542	10,097	10,586	11,784	12,979

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
순영업수익	3,675	3,564	4,076	4,322	4,441
보험손익	849	878	901	856	875
이자손익	1,957	2,050	2,132	2,247	2,306
수수료손익	644	583	452	466	467
기타손익	224	53	590	754	793
판매관리비	782	630	807	882	906
판매관비율(%)	0	0	0	0	0
영업이익	2,893	2,934	3,269	3,440	3,535
메리츠화재(별도)	1,712	2,107	2,348	2,381	2,458
메리츠증권(별도)	1,025	618	948	1,027	1,042
영업외이익	21	-90	3	-27	-27
세전이익	2,914	2,844	3,271	3,412	3,509
메리츠화재(별도)	1,714	2,119	2,349	2,383	2,459
메리츠증권(별도)	989	552	932	998	1,015
법인세비용	779	719	871	931	955
법인세율	26.7	25.3	26.6	27.3	27.2
당기순이익	2,133	2,125	2,400	2,481	2,553
메리츠화재(별도)	1,258	1,564	1,744	1,758	1,814
메리츠증권(별도)	769	424	719	753	766
지배주주순이익	1,392	2,042	2,379.8	2,461	2,532
비지배주주순이익	742	84	20	20	21

주요투자지표 I

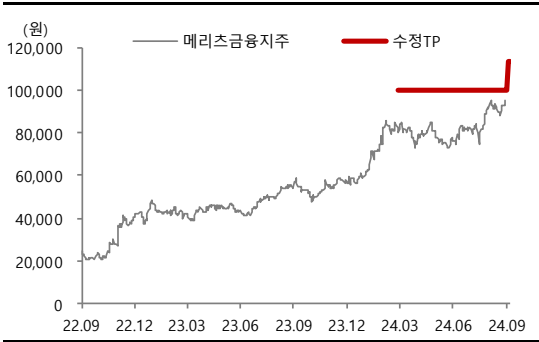
12월 결산(십억원, %)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
금융투자 수익성 지표					
ROE	32.1	28.1	24.3	23.3	21.6
ROA	10.0	8.9	9.5	9.8	10.0
판매비율	21.3	17.7	19.8	20.4	20.4
순영업수익 구성비					
보험손익	23.1	24.6	22.1	19.8	19.7
이자손익	6.1	1.5	14.5	17.4	17.8
수수료손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타손익	6.1	1.5	14.5	17.4	17.8
메리츠화재					
신계약 수익성					
신계약보험료(월납화)	113	110	118	118	119
신계약 CSM		1,601	1,401	1,386	1,403
신계약 CSM 배수		14	12	12	12
CSM 관련 지표					
기초 CSM		9,638	10,469	10,681	10,725
CSM 조정 가정 변경		2	-381	-540	-540
신계약 CSM(원수)		1,601	1,401	1,386	1,403
CSM 이자부리		298	338	341	342
상각 전 CSM		11,538	11,827	11,868	11,930
CSM 상각액		1,070	1,146	1,143	1,149
CSM 상각률(%)		9	10	10	10
CSM 순증액		831	212	44	57
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률		3.7	3.8	3.8	3.8
FVPL 제외 운용수익률		4.0	3.9	3.9	3.9
기본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		242	215	222	228

자료: 메리츠금융투자, SK증권 추정

주요투자지표 II

12월 결산(십억원, 원, %)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
금융투자 성장성(%)					
자산	8.5	14.9	-2.1	1.7	1.1
자본(지배주주)	32.9	93.8	4.1	11.8	10.5
순영업수익	-3.8	-3.0	14.4	6.0	2.8
영업이익	60.7	1.4	11.4	5.2	2.8
지배순이익	76.3	46.7	16.6	3.4	2.9
EPS	80.7	16.0	-2.1	10.0	9.4
DPS	-50.0	2,147.6	-51.3	13.0	7.7
주당지표(원)					
EPS	10,641	12,339	12,077	13,286	14,534
BPS	38,754	47,115	52,286	62,026	73,043
DPS	105	2,360	1,150	1,300	1,400
배당성향	0.9	22.0	8.7	8.9	8.7
총주주환원율	22.5	53.3	50.7	51.6	52.1
Valuation 지표					
PER	4.0	4.8	7.9	7.2	6.5
PBR	1.1	1.3	1.8	1.5	1.3
P/EV	1.1	0.6	0.9	0.8	0.7
배당수익률	0.2	4.0	1.2	1.4	1.5
메리츠증권					
순영업수익 구성					
브로커리지 수수료	3.0	5.5	4.3	3.9	3.8
WM 수수료	1.3	2.3	2.2	2.2	2.1
IB 및 기타 수수료	28.4	36.4	30.6	31.8	31.3
순이자손익	44.8	58.6	37.8	33.9	33.3
평가처분손익/기타	22.5	-2.8	25.1	28.3	29.4
기본적정성					
NCR 비율	1,738	1,588.9	1,460.0	1,663.0	1,885.6

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.09.24	매수	114,000원	6개월		
2024.03.18	매수	100,000원	6개월	-18.15%	-4.70%



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 09월 24일 기준)

매수	98.15%	중립	1.85%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------