

메리츠금융지주 (138040)

좌표는 PER 10x

2024년 5월 16일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	120,000 원 (상향)
✓ 상승여력	40.5%	✓ 현재주가 (5월 14일)	85,400 원

[금융지주]

임희연 수석연구원
 ✉ heeyeon.lim@shinhan.com

김민중 연구원
 ✉ minjongkim@shinhan.com

신한생각 기대 대비 양호한 실적, 주주환원 관련 우려 無

화재의 안정적인 이익 흐름을 기반으로 기대치를 상회하는 양호한 실적. PER 10x 기준, 자사주 매입·소각에 따른 기계적인 적정주가는 2024년 11.9만원, 2025년 12.7만원. 현재 주가에서는 사지 않을 이유 없음

1Q24 Review: 지배주주 순이익 5,473억원(3.5%, YoY), 기대치 부합

연결 OP 7,375억원(-8.6%, 이하 YoY), NP 5,473억원(+3.5%, vs. 당사 추정치 5,360억원). 컨퍼런스콜 주요 내용은 2p부터 후술, 참고로 사측은 25년 순이익 2.5조원, 발행주식수 1.7억주를 가정으로 제시한 바 있음

[보험] 보험손익 4,579억원(+21%), 투자손익 2,027억원(+12%). 월평균 보장성 102억원(+6%), CSM 전환배수 12.2x(-2.3x). 경쟁 심화 영향. 신계약 CSM 3,723억원(-11%), CSM 조정 +1,077억원(흑전), IBNR 적립 기준 변경 반영. 예실차 831억원(-27%), 보험금 예실차 감소 덕분. 투자영업이익률 4.0%, 운용자산 증가(+16%)에 힘입어 투자손익 증가

[증권] 별도 순이익 1,998억원(+39%), 연결 순이익 1,265억원(-36%). 연결자회사 캐피탈 순이익 266억원(-55%). 연결대상 펀드 및 수익증권의 평가손실 반영. 별도순이익은 캐피탈 배당 덕분에 YoY 증가했으나, 이를 제외한 경상 이익은 942억원. 눈여겨볼 달은 기업금융 홈플러스 담보대출 1.3조원 지원

[기타] 올해는 약간 현금배당 예정. 자사주 매입·소각 약 1조원(40억*247일)을 기준으로 그 외 분을 현금배당 재원으로 활용할 가능성 높다고 판단

Valuation

2024F PER 7.4x, PBR 1.4x, ROE 20.7%, 목표주가 12만원으로 상향

12월 결산	순영업수익 (십억원)	보험영업수익 (십억원)	이자수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배주주순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)
2022	3,675.2	849.2	1,957.4	2,893.2	1,391.7	3.9	39.8	1.7
2023	3,574.4	877.9	2,050.5	2,944.0	2,049.7	7.8	31.9	1.7
2024F	3,529.8	989.9	2,000.6	2,839.5	2,089.3	7.4	20.7	1.4
2025F	3,503.9	944.4	2,041.2	2,837.6	2,115.6	6.5	18.9	1.2
2026F	3,565.9	948.7	2,143.1	2,950.8	2,177.6	5.7	17.7	1.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision

실적추정치	상향
Valuation	상향

시가총액	16,287.5십억원
발행주식수(유동비율)	190.7백만주(46.2%)
52주 최고가/최저가	85,500원/41,150원
일평균 거래액 (60일)	36,795백만원
외국인 지분율	17.6%

주요주주 (%)

조정후 외 9인	51.5
국민연금공단	7.8

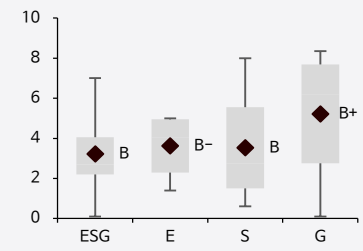
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	9.2	18.6	84.4	45.2
상대	7.3	13.8	67.2	42.0

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



1Q24 컨퍼런스콜 주요 Q&A

Q. 이번에 발표된 부동산 PF 사업성 평가 기준 개선 방안을 보면 사업성 평가 등급이 세분화됐는데, 이로 인한 대략적인 총당금이나 회사에서 예상하고 있는 영향은?

부동산 자산 본질 가치 측면에서는 변화가 없고 재무적으로 봤을 때 총당금 적립 규모의 변화는 크지 않을 것으로 예상. 그리고 부동산 금융시장 측면에서는 긍정적인 효과가 있다고 봄. 본질 가치 측면에서 말씀드리면 이번 금감원 사업성 분류는 부동산 자산 분류 방법의 변화이지 해당 사업장의 본질적인 가치에 영향을 끼치는 것은 아님. 따라서 본질 가치에 있어서는 변화가 없다고 판단

재무적인 측면에서 봤을 때 가장 중요한 요소는 자산 건전성 분류에 따른 총당금 적립 규모 변화. 평가 기준 발표 이후 전체 익스포저에 대해서 전수조사하여 추정해 본 결과 그 영향도는 크지 않았음. 특히 재무손익에 반영되는 총당금의 규모는 LTV가 반영되어 결정되는데 당사의 PF는 선순위의 비중이 95%이며 평균 LTV가 42%로 낮기 때문에 총당금 추가 적립 규모의 변화는 크지 않은 수준으로 추정하고 있음

물론 세부 가이드라인에 대해서 구체적으로 확인해야 할 사항들이 일부 남아 있음. 따라서 당사는 이후 세부 가이드라인이 확정되면 재무적 영향에 대해서 다시 계산해 볼 예정. 만약이라도 예상과 유의미한 차이가 확인되면 다음 분기 IR까지 미루지 않고 즉시 추가 IR 등의 방법으로 신속하고 공정하게 설명할 것

부동산 금융시장 측면에서 보면 경공매가 활성화되면서 정체된 사업장의 정리가 가속화될 것. 이는 당사 입장에서 봤을 때 매력적인 신규 비즈니스 발굴의 기회가 많아진다는 것. 그리고 기존 자산의 엑시트 속도 또한 가속화될 것이기 때문에 앞으로 긍정적인 효과가 기대됨

다시 정리하면, 현재까지 확인된 정보 기준으로 예상해 봤을 때, 본질 가치의 변화는 없으며 총당금 적립 규모의 변화 역시 크지 않을 것으로 예상됨. 시장 기회 측면에서는 긍정적인 효과가 기대됨. 그리고 세부 가이드라인이 확정된 이후 혹시라도 저희 예상과 유의미한 차이가 확인되면 그 즉시 추가 IR을 통해 신속하고 공정하게 정보를 제공할 것

Q. 매분기 말씀 주시는 전체 부동산 PF 익스포저와 총당금, 수익증권 잔액 등에 대해서 1분기 기준으로 업데이트?

국내 부동산 익스포저는 19.5조, 이 중 PF는 15조. 이 중 선순위 대출 비중은 95%, 평균 LTV는 42% 수준으로 여전히 우량한 자산 포트폴리오로 관리되고 있음. 국내 익스포저에 대한 분기 말 총당금과 준비금 잔액은 각각 1,651억 1,886억, 총당금 및 준비금의 합산비율은 4.3%로 보수적으로 관리 중

다시 정리하면, 그룹의 부동산 익스포저는 국내 19.5조, 해외 4.2조이며 총당금 및 준비금 합산 비율은 국내 3.4% 해외 4.3%로 예산 손실 예상 손실을 즉시 반영하여 관리하고 있음

Q. 지난해 상대적으로 총당금을 많이 쌓았는데 혹시 올해에도 추가적으로 총당금을 어느 정도로 예상하는지? 선순위 중심으로 사업을 영위하고 있지만 최근엔 뉴스플로우를 보면 경공모 유찰이나 이런 것들이 계속되고 있다 보니 충격이 아예 없진 않을 것 같은데, 혹시 내부적으로 예상하시는 최대 손실 수준은?

먼저 올해 예상하는 총당금 적립 금액 관련, 그룹은 매분기 스트레스 테스트를 통해 각 상황에서 필요한 총당금을 보수적으로 적립하고 있으며 올해 총당금 및 수익증권 감액의 규모는 작년 5,690억원 대비 현저히 낮은 수준으로 예상

최근 금융당국이 발표한 부동산 사업성 기준 변경안의 세부 내용에 따라 총당금 변동이 커질 수 있고 향후 부동산 시장의 변화 여부도 가늠하기 힘들어 현 시점에서 올해 적립할 총당금을 정확히 예측하기는 어려움. 하지만 작년 2,775억원의 총당금과 2,915억의 수익증권 감액 등 총 5,690억원을 이미 반영하였음을 감안 시 올해 추가로 적립할 총당금과 감액 규모는 작년 대비 현저히 낮은 수준일 것

경공모의 지연에 따른 영향에 대해 말씀드리자면 시간은 많이 소요될 수 있으나 그룹이 보유한 선순위 채권의 원리금 회수에는 문제가 없음. 그룹이 보유한 PF 대출채권은 95% 이상의 선순위 대출이고 평균 LTV는 42% 수준, 따라서 수차례 경공매 유찰이 진행되더라도 LTV 42% 수준의 선순위 채권에 대해서는 원리금뿐만이 아니라 연체 이자까지도 회수 가능할 것

결론적으로 말씀드리면 그룹 전체로 부동산 관련하여 올해 적립해야 할 총 총당금과 감액 규모는 작년 수준인 5,690억 원 대비 현저히 낮을 것으로 예상하며 PF 사업장 경공매의 경우에도 당 그룹이 보유한 선순위 채권의 원리금과 연체이자 회수에는 문제가 없을 것으로 생각

Q. 현재 부동산 시장 사이클에 지금 현재 어디쯤이라고 생각하시는지? 그리고 앞으로 과거 같은 큰 Bull 사이클이 오지 않는다면 어떤 사업 부문의 성장으로 부동산에 저희가 익스포져가 많이 있다 보니까 다른 비즈니스 쪽에서 어떤 사업 부문의 성장으로 메이커업이 가능할지?

우선 지금은 코로나 시기의 초저금리 상황 속에서 폭등했던 실물시장이 정점을 찍고 상승 폭의 상당 부분을 반납한 하락 시기라고 생각. 지속되는 고금리 상황과 원자재 등 공사비 상승으로 많은 부동산 개발 현장의 사업성이 부족해지다 보니 공급은 더욱 악화되고 있음

부동산 경기 침체가 지속되고 있는 상황에서 당사는 보수적인 관점에서 매우 촘촘한 리스크 관리를 바탕으로 투자를 계속 집행 중. 다만 타 금융기관의 부동산 금융 참여가 여전히 소극적인 상황으로 당사에게는 달을 선별하여 참여할 수 있는 기회로 작용하고 있는 것도 사실

사업성이 양호한 사업장을 중심으로 우량한 시공사나 은행계 신탁사의 책임준공 확약 사업장 달을 선별하여 참여하고 있음. 추가적인 성장과 관련해서 당사는 모든 사업에 같은 비중의 노력을 하는 것을 지양하고 있지만 기업금융 강점을 살려 비부동산 부문의 기업금융 비중을 확대 중

23년 1월 1.5조 규모 롯데건설 자금 지원에 이어 올해 2월 1.3조 규모의 홈플러스 담보대출이 좋은 예가 될 것. 앞으로도 국내외 대기업 그룹 및 계열사 등과의 파트너십을 적극 활용하여 부동산이 아니더라도 좋은 사업 기회가 있으면 적극적으로 참여할 예정.

정리하면 현재 부동산 시장 사이클은 금리 인하가 지연되면서 여전히 침체가 지속되는 시기로 보임. 당사는 보수적인 관점에서 양호한 사업장 중심으로 선별하여 투자를 진행하고 있음. 이와 더불어 기업금리의 강점을 살려 부동산이 아니더라도 좋은 사업 기회가 있으면 적극 참여하여 성장을 이어갈 것.

Q. 금리가 쉽게 떨어지지 않는 상황에서 증권 쪽 자금 조달이 당분간은 좀 계속 어려울 것 같은데 이런 상황 속에서 자금 조달은 어떤 방식으로 대응하실지?

당사의 자금조달 상황과 운용 전략에 대해 질문하신 것으로 이해가 됨. 최근 금리가 쉽게 떨어지지 않고 있으나 자금시장의 유동성이 풍부하고 크레딧 스프레드는 줄어들며 업계 전체적으로 자금 조달에 어려움은 거의 없음. 코로나 사태를 겪으면서 위기 상황에 선제적으로 대응하기 위하여 필요한 이상으로 유동성 확보를 꾸준히 진행해 왔으며, 투자 자산과 해당 펀딩의 만기를 일치시키는 방향으로 적극적인 ALM 관리를 하는 중

최근 당사는 민평 대비 낮은 금리의 회사채를 발행하고 있으며 지난 분기에 말 씀드린 바와 같이 ELS 시장 축소가 예상됨에 따라 이를 보완하기 위하여 상품성 을 개선한 원금 보장형 상품 발행을 늘리는 등 자금조달 창구의 다변화를 위해 노력하고 있음.

정리하자면 당사는 유동성 위기에 대비하여 자산부채를 만기로 일치시키는 ALM 관리를 하고, 펀딩 채널도 다변화하여 안정적인 자금 조달을 진행하는 중

Q. 그룹 차원에서 증자를 통해서 초대형 IB를 진행할 계획이 있으신지?

초대형 IB 인가는 준비 중에 있으며 작년 말 기준 증권 별도 자기자본이 5.6조 원으로 초대형 IB 기본 요건인 4조원을 이미 넘어선 수준으로 추가적인 증자는 필요하지 않음

Q. 이번 분기에 월간 보험 신규 판매 데이터를 보면 GA 채널에서 경쟁이 지속 혹은 심화되는 것 같음. 생보사 측에서도 장기보험 상품을 좀 더 적극적으로 판 매를 하려고 하는데 현재 경쟁 상황이란 시장 전망을 어떻게 보는지? 당사도 신 계약 규모가 증가세에 있는 것 같은데, 다소 보수적이었던 걸로 기억을 함. 이 스탠스에 있어서 변화가 생겼다고 보는 게 맞을지? 만약에 그렇다고 하면 우리 가 집중하고 있는 상품이라든지 담보가 있는지? 앞서 발표한 경쟁사들의 경우에도 CSM 전환배수가 감소한 것으로 보여지는데, 포트폴리오 변화로 인한 건지 아니면 신계약 매출에 있어서 당사의 전략에 변화가 있었던 건지?

먼저 1분기 특히 3월 시장은 큰 폭으로 성장. 내부적으로 지난 2월 대비 그리고 전년 동월 대비 3월 시장이 그 규모나 성장률 측면에서 역대 최고치였을 것으로 추정. 4월 대부분의 회사가 참조위험률 개정에 있어서 3월에 질판 마케팅이 성행 한 측면이 있었고, 1인실 입원일당, 간병인 일당 등 일당 담보와 암 치료비 담보 를 중심으로 시장 규모가 커진 것으로 파악

이러한 영향으로 당사 역시 전년 동기 대비 약 7.7% 신계약이 성장. 현재 과열 된 시장 경쟁 양상은 여러 요인이 복합적으로 작용하고 있고 당분간 지속할 것 으로 전망

긍정적인 요인부터 좀 말씀을 드리면 고령화에 맞춰 신규 상품 담보들이 경쟁적으로 출시되고 있고 이로 인해 고객이 먼저 보증을 찾는 수요로 시장 규모가 커지는 현상. 대표적인 사례가 간병인 담보나 고액암 치료를 보장하는 담보들의 출시. 최근 발생한 신상품 신담보 경쟁은 고객의 효익 개선으로 이어지고 그것이 다시 시장 성장으로 귀결되는 선순환 고리가 분명히 있었다고 판단. 이 부분은 당사가 지금도 그리고 향후에도 집중하고자 하는 영역

반면, 기존 전통시장에서는 여전히 가격 인하와 판매 및 과다 수요를 중심으로 과잉 경쟁이 지속되고 있고 이것이 승환 수요를 자극하여 시장 규모를 키우고 있는 것으로 보임. 업계 전체적으로 이러한 영역에 대해 회계상 신계약 이익이 높은 것으로 해석할 수 있겠으나 당사는 실제 수익성은 큰 폭으로 하락하고 있고 일부 상품군에서는 이미 적자로 진입하고 있다고 판단

이 영역에서는 당사는 매출량이 아니라 당사 자체적으로 측정하고 있는 가치를 중심으로 시장 대응을 지속할 계획. 적자 상품은 팔지 않고 흑자 상품군에서는 매출과 수익성의 곱으로 표현되는 가치 총량을 극대화하는 방향으로 가격 언더라이팅 정책을 지속 추진할 계획

제3보험 영역으로 영역을 확장하는 생보사에 대해서는 예의주시 중. 다만 장기적으로 시장 경쟁을 더 과열시키는 위험 요인일 수는 있겠으나 중단기적으로 그 파급 효과가 현재 당사의 신계약 성장이나 수익성에 영향을 미칠 정도는 아님

한편 CSM 전환배수가 감소된 주된 이유는 23년도 연도말 가정 변경 때문. 가정별로 살펴보면 손해율은 유리하게 변동하였고 해지율과 사업비율에서는 불리한 변동이 발생. 서로 상쇄하여 전체적으로는 전환배수가 감소.

손해율의 경우 엔데믹이 도래하고 의료서비스에 대한 수요가 급증하여 해약이 증가할 것으로 예상했으나 실제 23년도 손해액 증가 추세는 예상보다 작게 나왔고, 이에 따라 23년도 연도말 손해율 가정을 하향 조정, 전환 배수에 유리한 가정 변동이 발생

반면, 해지율과 사업비율은 23년 신계약 유치 경쟁에 따라 모두 상승하게 되었고 이로 인해 전환배수에 불리한 가정 변동이 발생. 특히 장기 인보험의 절판 마케팅이 횡행하였고 각 사의 승환계약이 늘어나면서 해지율이 증가한 것으로 보임. 또한 신계약 유치 경쟁이 치열해짐에 따라 23년도 사업비 집행률이 22년도에 비해 증가했고 동 실적이 가정으로 반영. 결국 해지율과 사업비율의 상승이 전환 배수에 불리한 가정 변동으로 나타남

전체적으로 다시 요약하자면, 1분기 장기 보험시장은 절판과 신담보 수요로 확장되었고 과열된 시장 경쟁은 향후에도 지속될 것으로 판단. 당사는 신담보, 신상품 영역에서는 적극적 선제적 대응을 지속하여 매출과 수익성을 동시에 확보하는 한편 기존 전통 상품 영역에서는 가치 총량 극대화 원칙 하에서 접근할 계획

한편 CSM 전환 배수는 신계약 판매 전략이나 상품 포트폴리오의 변화 때문이 아니라 23년도 연도말 가정변경 특히 해지율과 사업비율의 상승 영향으로 감소

Q. 자동차 보험을 제외하면 위험손해를 같은 경우에도 YoY로 3%p 가까이 하락했고 특히 일반 보험 손해율도 많이 하락. 손해율이 하락한 보험종류에 대한 영향들 분석? 사업비 관련해서 가정 쪽도 언급했는데, 사업비 예실차뿐만 아니라 실제로 집행 사업비도 1분기에 YoY로 감소한 것으로 나타나서 영업단에서 어떤 변화와 1분기 일회성 요인이 있는지?

일반보험 손익 증가 원인 그리고 장기보험 손해율 및 사업비 트렌드와 전망에 대해서 질문하신 것으로 이해.

우선 일반 보험 이익이 늘어난 직접적인 이유는 손해율의 감소. 전년 동기 대비 7.5%포인트 감소한 63.7%를 기록. 가장 큰 이유는 겨울철 고액 사고가 없었기 때문. 통상 고액 사고가 연 100억 정도 발생을 하는데 금년 겨울에는 고액 사고가 발생하지 않았음. 보다 근본적인 이유는 지난 3년간 수입보험료가 연평균 17% 증가 성장, 손익 규모 확대에 직접적인 영향을 미치는 경과보험료가 24년부터 본격 성장했기 때문

특히 당사는 손익규모 확대와 더불어 일반 보험 내 대사고가 손익에 미치는 영향과 변동성을 줄이기 위해 소액다건 보험의 비중을 꾸준히 늘리고 있음. 이 비중이 전체 신계약 보유보험료 중 82%까지 증가하면서 향후 성장성뿐만 아니라 손익 안정성도 더해줄 것으로 기대.

한편 당사 장기보험의 1분기 손해율은 91.8%로 전년 동기 대비 3.8%p 감소. 이와 같은 손해율 감소의 핵심 원인은 의료 파업에 따른 진료 축소로 추정.담합 우려로 인해 회사 간 교환이 어려워 저희가 수치를 확인하기는 어렵지만 업권 내 공통적인 현상으로 파악 중. 의료 파업이라는 현상이 장기보험 수익성의 본질적인 개선은 아니기 때문에 구조적인 개선이라기보다는 일시적인 요인으로 판단하고 있음

사업비 감소 또한 일상적인 비용 절감에 특별한 요인은 없음. 다만 앞서 말씀드렸듯 의료 파업이 정상화되면 이미 팔아놓은 보유계약의 손해액은 언제든지 다시 늘어날 여지가 있기 때문에 신계약 프라이싱 경기와 더불어서 극한의 비용 절감 노력을 지속하여 시장 수익성 하락에 대응하고자 함

요약하자면 3분기 일반보험의 이익의 증가는 외형 성장과 더불어 고액사고 감소가 주 원인이며 장기보험 손해율 개선은 일회성으로 판단. 일반 보험의 경우 구조적인 수익성 개선 및 변동성 축소를 위해 소액 다건 보험의 비중을 확대할 계획이며 장기보험은 프라이싱 정교화와 더불어 극한의 비용 절감을 지속 추진할 예정

Q. 1분기에 금리 상황을 고려를 했을 때는 투자손익이 많이 늘었음. 혹시 일회성 요인이 있는지 아니면 중장기적으로 봤을 때 올해 정도의 투자 손익을 좀 계속 가져갈 수 있는 환경인지?

우선 당사의 금리부자산은 대부분 FVOCI로 분류되어 금리 변화에 따른 단기적인 손익이 발생하지 않는다는 점. 타사의 경우 금리부자산의 일부분을 FVPL, 즉 시가평가하여 손익이 발생하는 자산을 분류하고 있는 경우가 있으나 당사의 경우에는 금리부자산으로 해제하려고 하는 보험 부채의 금리 민감도 보험 부채가 자본조정 항목으로 평가가 되고 있기 때문에 그것을 헤지하기 위해 보유한 장기 채권의 대부분을 자산조정 항목으로 분류. 따라서 앞으로도 금리가 변했을 때 단기적인 손익이 발생하지 않을 것으로 기대

이번 분기 증가된 화재의 투자 이익, 가장 궁금하신 것은 24년 남은 분기에도 화재가 14분기와 같이 높은 수준의 투자 이익을 유지할 수 있는지일 것. 결론부터 말씀드리면 가능함

금년 1분기 투자이익은 2,027억원으로 전년 동기 대비 601억원 증가, QoQ로도 124억 증가. 이러한 투자 이익의 증가는 전년 대비 2.7조 증가한 GIC(퇴직연금) 계정 등 운용자산 규모가 증가하면서 금리부자산의 이자가 증가하였기 때문, 별도의 처분 이익이나 투자 기조의 변화로 인한 것은 아님. 1분기 수준의 투자 이익은 현재 화재의 체력 수준이라고 판단

그리고 향후에 추가 충당금 적립이나 수익증권 감액으로 인한 추가 손실을 인식할 가능성은 있지만, 당분기 투자수익 2,027억은 충당금 400억을 보수적으로 반영한 결과라는 점을 감안하였을 때 남은 분기에도 큰 변화는 없을 것으로 예상. 정리하면 화재의 자산운용은 자산 규모 증대로 인하여 투자 수익의 Level이 증대되었으며 향후 선제적인 충당금 반영 등을 감안하더라도 1분기 정도의 투자 수익이 가능한 체력을 확보하였다고 생각

Q. 지난 연말에 가정 변경을 하셨는데 그 이후에 앞으로 이제 방향성이 어떻게 나올지에 대해서 부연 설명을 부탁드립니다. 이번 1분기에 손실부담계약비용이 -70 억원 정도로 작년보다는 적은 것 같고 CSM 조정액은 1분기에도 지금 (+) 수준에서 마감을 했는데, 연간 방향으로 종합해서 볼 때 어떻게 봐야 할지?

올해 손실부담 계약 비용과 관련된 것과 CSM 조정액과 관련된 방향성을 질문하신 것으로 파악

올해 손실부담 계약 규모는 1분기와 같이 전년보다 줄어든 모습을 연중 유지할 것으로 예상. 손실부담 계약의 대부분이 실손보험에서 발생하는데 작년 3분기 실손보험 가이드라인 적용 후 감소된 손실부담 계약 규모가 지속 유지되고 있는 점에 기인.

CSM 조정액은 여러 효과를 포괄하고 있어 방향성을 하나로 단언하기 어려움. CSM 조정의 상세 컴포넌트별로 분해해서 이유를 말씀드리면, 예실차로 인한 조정 효과는 변동이 없을 것으로 예상되고 물량 변동 효과는 해지율에 의해 불리한 변동이 예상되나 연도말 가정조정 효과는 그 방향성을 예단하기 어렵기 때문. 지난해 당사가 타사와 달리 CSM 공급 적용액이 0 혹은 (+) 수준으로 나왔던 이유는 금감원 가이드라인이 적용된 특별한 케이스였기 때문.

요약하자면 손실부담 계약 비용은 전년 대비 감소가 지속될 것으로 예상되고 CSM 조정액 같은 경우는 현재로서는 예단하기 어려움

Q. 증권 쪽에서 기업금융 수익이 크게 증가한 걸 확인을 할 수 있었는데 혹시 요변에 딜 실적 개선이 있었는지, 아니면 총당금 영향이 있었던 건지? 이런 어떤 요인이 있었는지? 또한 이런 부분에서 추가 개선의 흐름을 좀 더 기대할 수 있을지?

1분기 기업금융 수익 증가는 기저 효과이며 본질적인 개선이 이루어진 것은 아님. 부연해서 설명드리자면 작년 말 1,200억 원의 총당금을 적립하였고 올해 1분기에는 총당금 적립 금액이 285억원. 총당금 적립금액을 제외한 24년 1분기 관리회계 기준 기업금융 운영업수익은 928억 원이고 23년도 분기별 평균 기업금융 운영업수익은 176억 원으로 올해 1분기는 전년 대비 소폭 감소

기업금융 수익 전망과 관련해서는 앞서 부동산 시장 질문에서 답변드린 바와 같이 부동산 경기 침체가 지속되고 있는 상황에서 추가 개선의 흐름은 쉽지 않아 보임. 다만 선별적인 신규 딜 참여와 비부동산 부문의 확장에 대한 노력은 지속할 계획이며 이후 매크로 환경의 턴어라운드와 함께 추가적인 수익 개선도 기대해 볼 수 있을 것

요약하자면 분기 기업금융 수익 증가는 총당금 적립 감소로 인한 기저효과로 아직 추가 개선에 대한 기대를 하기는 어려운 상황. 다만 당사는 부동산 부문의 위축을 만회하기 위하여 우량한 비부동산 부문 투자를 적극적으로 확대하고자 함

Q. 경쟁사 대비 리테일 영업 기간이 조금 적어서 1분기 같은 장세에서는 상대적으로 이익 규모 측면에서 약간 열위에 있는 부분이 있는 것으로 보이는데, 그 외 브로커리지나 WM 등 리테일 측면에서 향후 당사 전략?

대형 경쟁사와 비교하여 당사의 리테일 부문 수익성이 상대적으로 낮은 것은 사실. 당사는 이를 만회하기 위하여 먼저 브로커리지 부문에서 최근 자기주도형 고객들이 증가 되는 디지털 채널에 대한 맞춤형 전략을 구사 중. 디지털 전용 슈퍼 365 계좌가 당사의 대표적인 상품으로, 예수금 규모와 신규 고객 여부에 상관없이 원화 및 달러 예수금에 대하여 높은 수준의 RP 금리를 제공하고 있으며 디지털 거래에 적합한 낮은 수수료 체계를 갖추고 있음.

자산관리 부문에서는 우수한 운용력을 활용한 지점운용 랩 상품을 중심으로 수익을 확대해 나아갈 생각

Q. 손보업은 성장성은 낮고 증권업은 변동성은 높는데, 풍부한 자본으로 M&A 등의 계획은 없는지? 향후 5-10년 이상의 청사진은?

주주가치 제고를 위해서는 규모의 경제가 중요. 메리츠금융그룹이 23년 1.5조의 롯데건설 딜이나 24년 1.3조의 홈플러스 딜을 좋은 조건으로 성사시킬 수 있었던 것도 빠른 성장을 통한 규모의 경제가 뒷받침했기 때문. 관료주의라는 함정만 조심한다면 규모의 경제 효과는 장기간 유지될 거라 생각

따라서 메리츠금융그룹은 과감한 도전을 통한 빠른 성장을 중요 과제로 삼고 있음. M&A는 규모의 경제를 실현하는 주요 방법 중 하나로서 관심을 가져왔고, 앞으로도 기회를 모색할 것

다만 메리츠는 단순 외형 확대보다 주주가치 제고에 집중해 왔음. EPS, BPS, ROE 등 주당 가치 지표를 경영지표로 사용해 온 이유. 따라서 외형 확대가 의미를 갖기 위해서는 규모의 경제를 통해 주당 이익을 증가시켜야 함

2014년 IM투자증권 인수 이후 별 다른 M&A 실적이 없었던 것은 규모의 경제를 실현하는 방법 중 기존 사업 확장이 더 매력적이었기 때문이고, M&A 가격이 너무 높아 주주가치 제고에 도움이 되지 않았기 때문. M&A 할 때 주로 살펴보는 것은 가격이 적절한지, 그 사업을 이끌 인재가 확보되어 있는지, 그리고 리스크의 규모와 성격이 우리가 감당할 수 있는지 등

앞으로 금융시장이 여러 turbulence를 거치면서 IM투자증권과 같은 좋은 기회를 줄 것이라고 생각. Pricing 능력을 더 예리하게 하면서 인내심을 가지고 기다릴 것

메리츠는 5년 내지 10년 이상의 장기적 청사진 대신 3년 중기 계획을 매년 수정하면서 전체 모습을 잡아감. 금융시장의 변화가 빠르기 때문에 이 방법이 더 효과적이라 생각

메리츠의 성장 방식은 아메바와 유사. 전체 모습을 탑다운으로 제시하는 게 아니라 바텀업 방식으로 성장. 즉 잘 되는 사업에 사람과 자본을 더 배치하면서 성장

최근 10여 년 동안 증권과 화재 모두 저성장 산업이라는 평을 들어왔지만 메리츠는 이 통념을 깨고 빠르게 성장. 탑다운으로 산업의 미래를 예단하지 않고 아타마브로 현장에서 기회를 모색하고 집중했기 때문

그런 맥락에서 메리츠의 10년 후 모습을 예상하기란 쉽지 않음. 아마 규모는 훨씬 커지겠지만 기존의 은행 지주들과는 상당히 다른 그런 모습이지 않을까 생각

Q. 지금과 같은 주주환원 정책이 3년이 지나도 비슷한 기초가 지속될지? 그리고 지난 컨콜에서 말씀하신 Forward PER이 10배 수준에 도달하면 배당 위주로 정책이 전환될 것인지?

주주환원 규모를 결정하는 변수는 세 가지. 첫째, 내부 투자 수익률 이익을 주주 환원하지 않고 내부 투자했을 때 주주의 가치 증가를 만들어내는 최후 한계 내부 투자 수익률. 둘째, 자사주 매입 소각 수익률, Forward PER의 역수. 셋째, 현금 배당의 수익률인 메리츠금융지주 주식의 요구수익률, 10%가 적절하다고 생각.

FY25 회계연도까지는 당기순이익의 50%를 주주환원을 하겠다고 결정했기 때문에 50%까지는 자사주 매입 소각 수익률과 현금 배당의 요구수익률 간의 경합이 됨. 내부 투자 수익률은 배제됨. 현재는 자사주 매입·소각 수익률이 10%보다 높기 때문에 전액 자사주 매입 소각이 맞지만 현금 배당에 대한 요구도 있어 약간을 현금 배당할 것. 만약 이 기간 중 Forward PER이 10x 이상이 될 경우 현금 배당의 비율이 크게 증가할 것

그럼 어떤 경우에 현금 배당이 늘어날지 구체적으로 살펴볼 것. FY 25년 당기순이익이 2.5조, Forward 10배, 자사주 소각으로 발행주식수가 1.7억 주로 감소했다고 가정할 때 주가는 약 14만7천 원. 현금 배당과 경합할 때까지 아직 갈 길이 많이 남아 있음

FY26 회계연도부터는 정해진 주주환원 비율이 없음. 내부 투자 수익률과 자사주 매입·소각 수익률, 그리고 요구 수익률 간의 순위에 따라 주주환원 규모와 내용이 결정될 것

만약 비율이 현재와 유사하다면 50% 이상의 주주 환원은 유지될 것. 내부 투자 수익률이 자사주 매입·소각 수익률이나 요구 수익률보다 높다면 주주환원 규모는 감소할 것이지만 그것이 주주가치 제고에는 더 효과적일 때일 것

내부 투자 수익률과 자사주 매입 소각 수익률, 그리고 요구 수익률 간 비교를 통해 주주환원 비율을 결정하는 것은 버크셔 해서웨이 방식이고 주주가치 제고에 가장 유리한 방식

Q. ROE가 상당히 높게 유지되고 있는데, 지속 가능한 수준인지 아니면 일시적인 추세로 장기적으로는 ROE가 낮아질 것으로 봐야 할지?

향후 ROE가 현재 수준을 유지할지는 몇 가지 변수에 달려 있음. 우선 자본이 늘 것이기 때문에 분모가 증가해 하방 압력으로 작용할 것. 하지만 자본 효율화를 최우선으로 하는 경영 정책과 적극적 주주환원 정책, 그리고 자본이 증가하며 나타나는 규모의 경제 효과가 이 압력을 상당 부분 상쇄할 것이라고 생각. 현재 메리츠금융지주의 자본 규모는 그리 크지 않아 자본 증가에 따른 한계이익 감소가 나타나기까지는 상당 기간이 지나야 할 것으로 보고 있음

앞서 말씀드린 바와 같이 저희 경영진은 주주가치의 척도인 ROE를 높이기 위해 최선을 다할 것. 보수적으로 말씀드려서 장기적으로 완만하게 하락한다 하더라도 그 폭은 크지 않을 것

지난 5개년 동안 메리츠금융지주의 평균 ROE는 22.4%로 타 지주사 대비 약 13% 포인트 이상 높음. 평균 20%대 중후반을 기록한 화재가 가장 큰 기여를 했고, 증권은 10%대 중반을 기여. 이익의 비중은 화재로부터 60% 이상 가지고 오는데, 화재는 IFRS17 이후 계도기간을 지나 과거 대비 안정적인 이익을 낼 것으로 기대. 증권도 덜 소싱 분야를 다각화하고 좋은 인재로 그 역량을 강화하면서 더 좋은 기회를 모색 중

예전 실적 발표 때 말씀드렸듯이 메리츠그룹은 목표 ROE를 설정하지 않음. 경영을 하는 데 있어 가장 중요하게 보는 지표이긴 하지만 목표가 설정되어 있으면 주주가치 제고나 중장기 이익보다 단기 이익이라는 유혹에 빠지기 쉽기 때문.

단, ROE 하한선을 10%로 하고, 그 이상의 성과를 내면 철저히 보상해서 임직원의 이해를 주주의 이해와 일치시키는 방식을 택하고 있음. 경영진은 목표 달성을 독려하는 대신 과도한 리스크가 없는지 철저히 견제하고 속도 조절을 하는 데 집중. 이런 방식이 장기적으로 더 건강한 ROE를 유지한다고 생각하기 때문

Q. 실적 예상이 다른 제조업이나 서비스업보다 어려운 건 아닐 것 같은데, 실적 발표 후 가이드언스를 제시하지 않는 이유가 있는지?

가이드언스를 제시하지 않는 이유는 ROE 목표를 설정하지 않는 것과 같음. 경영진이 본질 가치인 주주 가치 제고나 중장기 이익에 집중하고 단기 이익이라는 유혹에 빠지지 않도록 하기 위함

경영 일상에서는 두 가지 이해 충돌이 빈번하게 벌어짐. 첫째가 중장기 이익과 단기 이익 간 충돌이고, 둘째가 엄정한 회계처리와 이익을 부풀리는 회계처리. 가이드언스가 엄격히 말해 목표는 아니지만 대외적으로 공표되고 많은 주주들이 지켜본다고 생각하면 경영진은 그로부터 자유롭기 어려움. 때문에 중장기적으로 더 우월한 결정 대신 단기적으로 목표 달성에 유리한 결정을 할 가능성이 증가. 회계처리에서도 최선 추정에 따라 정확하고 건실한 결정을 하는 대신 규정상 가능하지만 정확하지 않고 이익을 부풀리는 회계처리 유혹에 빠지기 쉬움. 한두 번 편법을 쓰다 보면 본질 개선보다 요령에 의지하게 됨

최근 10여 년간 메리츠가 성장한 데에는 과감한 도전과 창의적 시도도 있었지만 그 못지않게 일상에서의 옳은 결정과 본질에 충실한 결정이 조금씩 쌓여 차이를 만들었다고 생각. 가이드언스가 없어 답답하시겠지만 경영진의 좋은 의사결정 환경을 위해 양해 부탁

1Q24P 실적 요약

(십억원, %)	1Q24P	4Q23	1Q23	% QoQ	% YoY	컨센서스	% Gap	신한 추정치	% Gap
순영업수익	915.4	661.2	960.0	38.4	(4.6)			886.6	3.3
보험영업손익	282.7	105.4	251.6	168.3	12.3			226.0	25.1
이자손익	534.5	539.2	401.7	(0.9)	33.1			529.2	1.0
수수료손익	134.5	164.7	127.0	(18.3)	5.9			153.9	(12.6)
트레이딩및기타손익	(36.3)	(148.0)	179.7	적지	적전			(22.5)	61.3
영업이익	737.5	568.6	806.8	29.7	(8.6)	656.9	12.3	721.8	2.2
지배주주순이익	547.3	369.8	528.7	48.0	3.5	469.5	16.6	536.0	2.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		% Change	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
순영업수익	3,410.3	3,514.0	3,529.8	3,503.9	3.5	(0.3)
보험영업손익	790.4	843.7	989.9	944.4	25.2	11.9
이자손익	1,995.9	2,052.8	2,000.6	2,041.2	0.2	(0.6)
수수료손익	563.6	538.6	529.1	501.8	(6.1)	(6.8)
영업이익	2,753.1	2,836.0	2,839.5	2,837.6	3.1	0.1
지배주주순이익	2,026.5	2,114.8	2,089.3	2,115.6	3.1	0.0

자료: 신한투자증권 추정

메리츠금융지주 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	증감률
순영업수익	960.0	966.1	987.0	661.2	915.4	903.9	936.5	774.1	3,574.4	3,529.8	(1.2)
보험영업손익	251.6	219.7	301.2	105.4	282.7	258.7	244.0	204.5	877.9	989.9	12.8
이자손익	401.7	456.5	653.0	539.2	534.5	515.1	504.3	446.6	2,050.5	2,000.6	(2.4)
수수료손익	127.0	149.5	141.7	164.7	134.5	136.2	139.7	118.7	582.9	529.1	(9.2)
트레이딩및기타손익	179.7	140.3	(108.8)	(148.0)	(36.3)	(6.2)	48.4	4.3	63.2	10.3	(83.8)
판매비와관리비	153.3	206.1	178.3	92.7	177.9	173.7	156.2	182.5	630.3	690.4	9.5
영업이익	806.8	760.0	808.7	568.6	737.5	730.1	780.3	591.5	2,944.0	2,839.5	(3.6)
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	763.0	737.4	785.3	599.7	2,854.5	2,885.4	1.1
법인세비용	217.1	181.6	198.4	124.6	211.2	194.6	212.3	160.6	721.8	778.7	7.9
지배주주순이익	528.7	574.0	577.2	369.8	547.3	538.3	568.3	435.5	2,049.7	2,089.3	1.9
ROE	33.3	27.0	25.3	15.4	21.6	20.2	20.2	16.4	31.9	20.7	(11.2)
ROA	2.2	2.4	2.4	1.4	2.1	2.0	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	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	증감률
순영업수익	391.2	402.7	322.9	351.1	320.6	311.1	293.1	193.0	1,467.9	1,117.7	(23.9)
수수료손익	102.0	138.1	133.8	118.8	98.3	109.6	112.7	107.3	492.7	428.0	(13.1)
수탁수수료	19.7	20.2	19.2	15.2	22.2	17.0	17.2	17.3	74.3	73.8	(0.7)
WM수수료	5.5	5.9	7.0	7.1	6.6	5.9	6.4	6.6	25.5	25.5	(0.0)
IB수수료	61.8	85.4	65.5	40.1	46.6	42.8	43.3	39.7	252.9	172.4	(31.8)
기타수수료	32.1	50.9	71.0	56.3	51.4	55.1	57.5	55.3	210.3	219.3	4.3
수수료비용	17.1	24.3	28.9	0.0	28.5	11.2	11.7	11.6	70.3	62.9	(10.5)
이자손익	214.4	260.9	263.3	218.0	211.8	190.5	177.8	117.4	956.6	697.5	(27.1)
트레이딩및기타손익	74.8	3.7	(74.2)	351.1	10.4	(9.1)	(27.4)	(31.7)	355.3	(57.8)	(116.3)
판관비	151.5	199.2	161.2	74.6	164.9	156.8	143.4	146.9	586.5	612.0	4.3
영업이익	239.7	203.5	161.7	276.5	155.7	154.3	149.7	46.1	881.3	505.7	(42.6)
세전이익	261.6	208.0	150.6	143.6	177.8	164.0	160.5	65.3	763.7	567.6	(25.7)
지배주주순이익	198.4	159.9	116.2	111.0	126.5	122.5	119.6	49.1	585.5	417.7	(28.7)
ROE (%)	13.5	10.6	7.9	7.6	8.3	7.9	7.5	3.1	10.1	6.5	(3.5)
ROA (%)	1.3	1.1	0.8	0.7	0.8	0.8	0.7	0.3	1.0	0.6	(0.3)

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

메리츠화재 분기별 실적 추이 및 전망

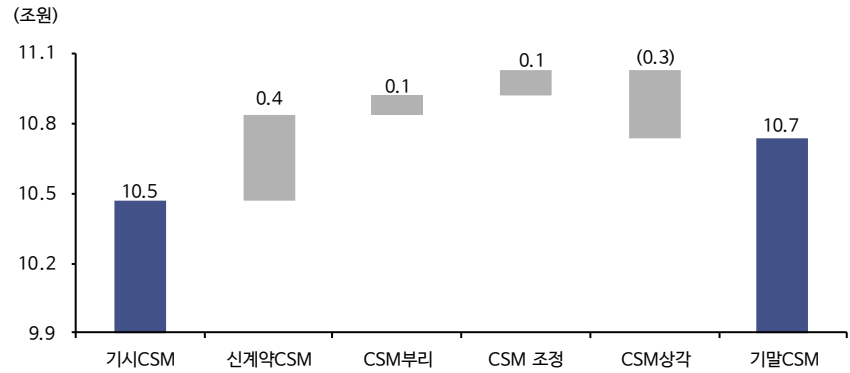
(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	증감률
보험손익	378.3	378.3	454.4	263.4	457.9	435.7	422.7	385.3	1,474.4	1,701.7	15.4
장기	349.9	349.9	445.2	308.8	426.5	415.6	406.5	412.7	1,453.7	1,661.3	14.3
자동차	11.4	11.4	6.3	(19.2)	6.4	5.4	2.2	(1.1)	9.9	12.8	29.5
일반	17.1	17.1	2.9	(26.2)	25.0	14.7	14.1	(26.2)	10.8	27.6	156.2
투자손익	180.3	180.3	186.2	110.9	202.7	188.5	193.9	126.1	657.7	711.2	8.1
운용손익	345.4	345.4	346.3	276.7	378.0	365.4	372.7	306.9	1,313.9	1,422.9	8.3
보험금융손익	(165.1)	(165.1)	(160.2)	(165.9)	(175.2)	(177.0)	(178.7)	(180.8)	(656.2)	(711.8)	적지
영업이익	558.6	558.6	640.6	374.2	660.6	624.2	616.7	511.4	2,132.1	2,412.8	13.2
영업외손익	1.0	1.0	10.6	1.5	0.4	0.0	0.0	0.0	14.1	0.4	(97.0)
세전이익	559.6	559.6	651.2	375.7	661.1	624.2	616.7	511.4	2,146.2	2,413.3	12.4
당기순이익	419.5	419.5	480.1	278.7	490.9	464.5	458.9	380.1	1,597.7	1,794.3	12.3
월평균 보장성 신계약	9.6	9.1	9.1	9.1	10.2	9.8	10.5	10.8	9.2	10.3	12.1
CSM 가치배수	14.5	14.4	15.1	14.0	12.2	11.7	11.9	12.0	14.5	11.9	(17.6)
CSM 상각률	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	10.3	10.8	4.7
신계약 CSM	417.2	392.5	410.1	380.9	372.3	344.0	373.4	388.8	1,600.6	1,478.4	(7.6)
기말 CSM	9,645.4	9,701.5	10,338.3	10,468.7	10,742.7	10,784.8	10,944.0	11,061.2	10,468.7	11,061.2	5.7
투자영업이익률	4.3	4.2	4.1	3.1	4.0	3.9	3.9	3.2	3.6	3.8	0.0
ROE (평균)	44.6	39.2	38.6	20.4	40.5	35.0	31.8	24.7	20.4	24.7	4.3
ROA (%)	4.9	4.7	5.4	2.8	5.0	4.7	4.6	3.8	2.8	3.8	0.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

메리츠금융지주 적정주가 산출 테이블		
(십억원, 백만주)	24F	25F
연결순이익	2,089	2,116
적정 시가총액	20,893	21,156
주주환원금액	1,044.7	1,057.8
자사주 매입/소각	1,000.0	1,000.0
현금배당	45	58
DPS	255	346
연내 취득 자기주식수 추정	11.7	8.4
취득분 소각 후 발행주식수	175.4	167.0
대주주 보유분	98.3	98.3
자기주식수	2.4	2.4
실제 유통주식수	74.7	66.3
대주주 지분율	56.0%	58.9%
적정주가	119,137	126,697

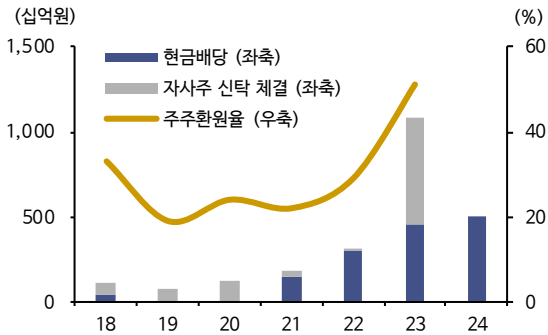
자료: 신한투자증권 추정

1Q24P CSM Movement



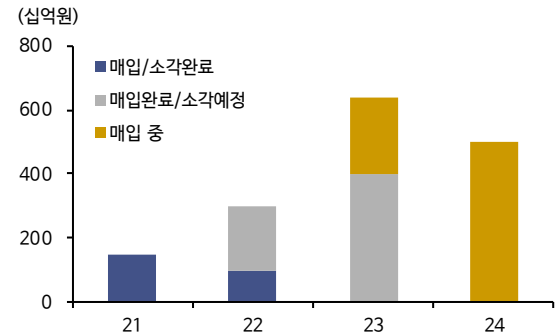
자료: 회사 자료, 신한투자증권

메리츠금융지주 주주환원을 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

메리츠금융지주 자사주 매입/소각 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

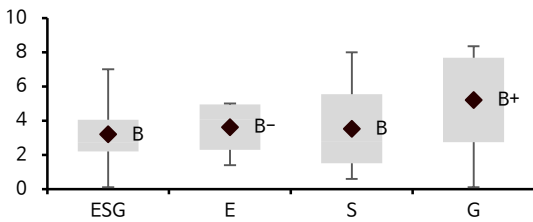
ESG Insight

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

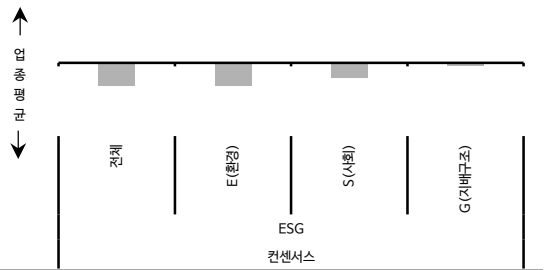
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차

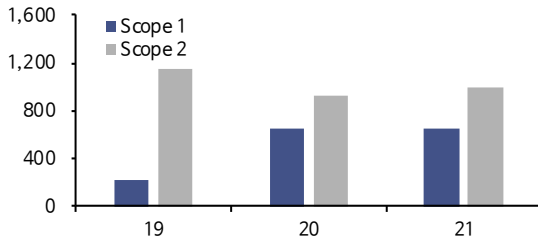


자료: 신한투자증권

Key Chart

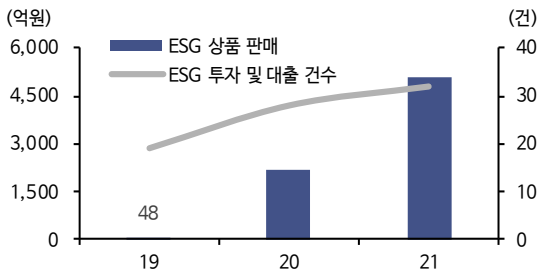
온실가스 배출량 추이

(tCO2eq)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

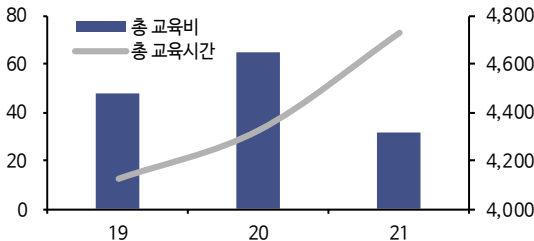
ESG 상품 및 서비스 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

임직원 교육 현황

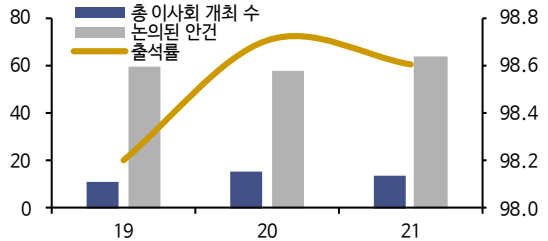
(백만원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

이사회 운영 현황

(건)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

별도재무상태보고서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	2,683.5	5,118.5	6,329.7	7,903.8	9,908.4
현금및예치금	196.4	408.7	464.6	566.1	706.5
유가증권	655.1	546.7	577.5	702.2	877.2
종속기업및관계기업투자	1,789.4	4,113.5	5,230.9	6,565.6	8,237.2
대출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	4.0	5.2	6.1	7.6	9.5
무형자산	9.1	11.2	13.1	16.2	20.3
기타자산	19.9	23.8	27.1	33.4	41.7
부채총계	1,067.4	1,449.5	2,122.2	3,107.1	4,549.1
예수부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기손익인식금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
차입부채	1,027.5	1,336.9	1,974.2	2,898.4	4,245.7
기타금융영업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타부채	40.0	112.6	147.9	208.7	303.4
자본총계	1,616.1	3,669.0	4,207.5	4,796.7	5,359.3
자본금	71.4	113.1	113.1	113.1	113.1
자본잉여금	58.4	125.6	125.6	125.6	125.6
기타자본	(173.8)	(626.3)	(626.3)	(626.3)	(626.3)
기타포괄이익누계액	(16.8)	(16.0)	(16.0)	(16.0)	(16.0)
신용자본증권	593.1	593.1	593.1	593.1	593.1
이익잉여금	1,083.8	3,479.5	4,018.0	4,607.2	5,169.8

Financial Ratio

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
순영업이익 구성 (%)					
보험영업이익	23.1	24.6	28.0	27.0	26.6
이자이익	53.3	57.4	56.7	58.3	60.1
수수료이익	17.5	16.3	15.0	14.3	13.0
트레이딩및기타이익	6.1	1.8	0.3	0.5	0.2
성장률 (%)					
순영업이익 증감률	(3.3)	(2.7)	(1.2)	(0.7)	1.8
총자산 증감률	4.3	6.6	9.9	8.8	7.0
자기자본 증감률	4.5	4.8	9.8	9.3	9.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권
 주: K-IFRS 연결 기준

연결손익보고서

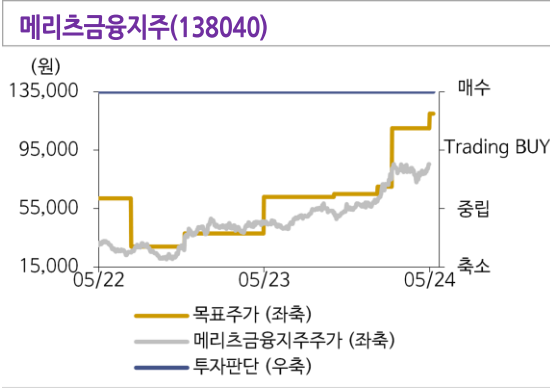
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
순영업이익	3,675.2	3,574.4	3,529.8	3,503.9	3,565.9
증감률	(3.3)	(2.7)	(1.2)	(0.7)	1.8
보험영업이익	849.2	877.9	989.9	944.4	948.7
이자이익	1,957.4	2,050.5	2,000.6	2,041.2	2,143.1
수수료이익	644.4	582.9	529.1	501.8	465.3
트레이딩및기타이익	224.2	63.2	10.3	16.4	8.8
판관비	782.0	630.3	690.4	666.3	615.0
증감률	(61.0)	(19.4)	9.5	(3.5)	(7.7)
판관비율	21.3	17.6	19.6	19.0	17.2
영업이익	2,893.2	2,944.0	2,839.5	2,837.6	2,950.8
증감률	61.2	1.8	(3.6)	(0.1)	4.0
영업외이익	20.6	(89.6)	46.0	70.0	34.2
세전이익	2,913.8	2,854.5	2,885.4	2,907.5	2,985.1
법인세비용	778.5	721.8	778.7	774.4	789.3
당기순이익	2,133.3	2,133.3	2,106.7	2,133.2	2,195.7
증감률	54.2	(0.0)	(1.2)	1.3	2.9
순이익률	58.0	59.7	59.7	60.9	61.6
지배주주순이익	1,391.7	2,049.7	2,089.3	2,115.6	2,177.6
비지배순이익	579.9	83.6	17.4	17.6	18.1

Valuation Indicator

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (원)	10,909	10,956	11,596	13,065	14,852
BPS (원)	25,669	51,221	59,079	72,376	87,694
DPS (원)	105	2,340	-	-	-
PER (배)	3.9	7.8	7.4	6.5	5.7
PBR (배)	1.66	1.67	1.45	1.18	0.97
ROA (%)	39.8	31.9	20.7	18.9	17.7
ROE (%)	1.5	2.0	1.8	1.7	22.0
배당성향 (%)	0.9	21.0	-	-	-
배당수익률 (%)	0.2	4.3	-	-	-

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	매수	67,000	(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	(26.4)	(22.3)
2024년 05월 16일	매수	120,000	-	-

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 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자 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	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 05월 14일 기준)

매수 (매수)	94.21%	Trading BUY (중립)	3.72%	중립 (중립)	2.07%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------