

메리츠화재(000060)

지난 2년 간의 성장의 결과는 2019년에 확인 가능

■ 투자 의견 Buy, 목표주가 26,000원으로 커버리지 개시

- 투자 의견을 Buy로 제시하는 이유는 동사의 성장전략을 감안할 때 2018년에도 신계약비 추가상각 부담이 지속되며 이익의 성장이 정체되었지만 유지율이 잘 관리된다면 2019년 신계약비 상각비 부담이 축소되며 이익의 빠른 성장 구간에 진입할 수 있을 것으로 예상되기 때문이다.
- 목표주가 26,000원은 2018년 예상 BPS 18,320원에 Target multiple 1.4배를 적용하여 산출하였다.

■ 투자 포인트: 2019년 이익 성장의 조건은 유지율 관리

- 동사는 2015년 이후 장기보험의 빠른 성장 전략을 추진하였다. 전속 채널 구조 조정과 GA 채널에 대한 공격적인 수당 정책을 시행하였고 그 과정에서 대규모의 신계약비 추가상각이 발생하였다. 대규모 비용이 수반되는 성장은 단기 순이익을 고려할 경우 장기간 시행하기 어려운 것이 현실이다.
- 하지만 동사는 초기에는 채권처분이익, 2017년에는 부동산 PF 대출 매각 이익 등으로 비용을 보전하며 이익과 신계약 성장을 동시에 실현하였다.
- 최근 동사로부터 촉발된 시책 경쟁이 업계로 확산되며 업계 경쟁이 심화되고 있지만 동사의 인담보 신계약 M/S는 2018년 1분기에 견조할 것으로 전망된다.
- 지난 2년간의 성장의 결과는 1) 계속보험료 유입 속도 상승과 2) 신계약비 상각비 부담 축소에 연결되며 보험영업이익의 성장으로 나타날 수 있을 것으로 판단된다. 다만 이익으로 연결되기 위하여 필요한 조건은 유지율 관리이며 시기적으로는 2018년 4분기~2019년 1분기에 확인될 수 있을 것으로 생각된다.

■ 18년 1분기 별도순이익 781억원으로 컨센서스 하회 전망

- 1분기 별도순이익은 전년동기대비 12.1% 감소할 것으로 전망된다. 이유는 1) 고성장애 따른 신계약비 추가상각 부담 확대와 2) 자동차보험 손해율 상승 때문이다.
- 동사의 1분기 인담보 신계약은 전년동기대비 34.2% 성장할 것으로 전망되며 사업비율은 2.3%p 상승할 것으로 전망된다. 다만 처분이익 실현을 통해 5.1%의 높은 투자수익률로 비용 부담을 완화할 것으로 생각된다.
- 1분기 손해율은 82.0%로 전년동기대비 0.3%p 상승할 것으로 전망된다.

은행/보험/증권 강승건

(2122-9181) neo.cygun@hi-ib.com

은행/보험/증권 최영수

(2122-9213) yschoi@hi-ib.com

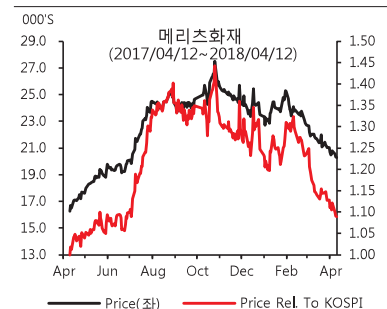
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	26,000원
증가(2018/04/12)	20,300원

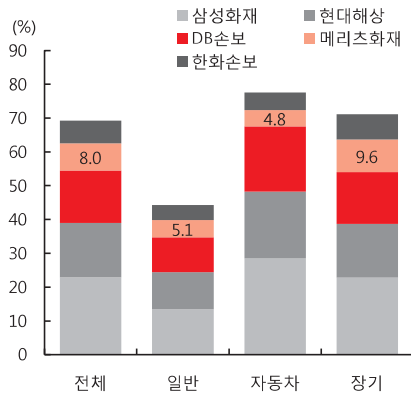
Stock Indicator

자본금	55십억원
발행주식수	11,034만주
시가총액	2,240십억원
외국인지분율	20.1%
배당금(2017)	1,140원
EPS(2018E)	3,450원
BPS(2018E)	18,320원
ROE(2018E)	20.0%
52주 주가	16,250~27,500원
60일평균거래량	167,269주
60일평균거래대금	3.8십억원

Price Trend

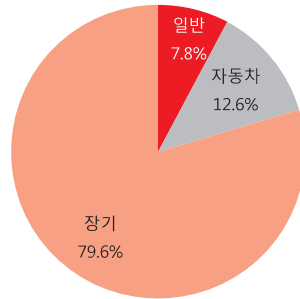


〈그림1〉 보종별 시장점유율



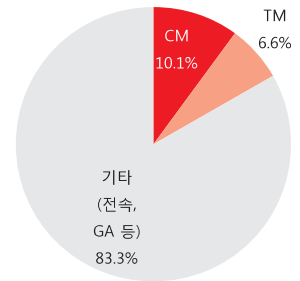
자료: 각사, 하이투자증권
주: 2017년 원수보험료 기준

〈그림2〉 원수보험료 내 보종별 비중



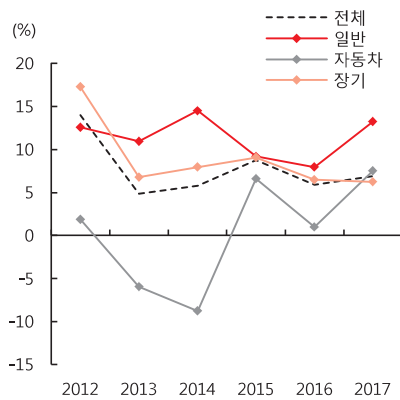
자료: 메리츠화재, 하이투자증권
주: 2017년 원수보험료 기준

〈그림3〉 자동차보험 다이렉트 채널 비중



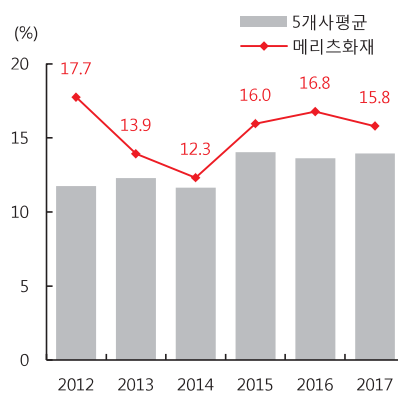
자료: 메리츠화재, 하이투자증권
주: 2017년 기준

〈그림4〉 보종별 원수보험료 증가율



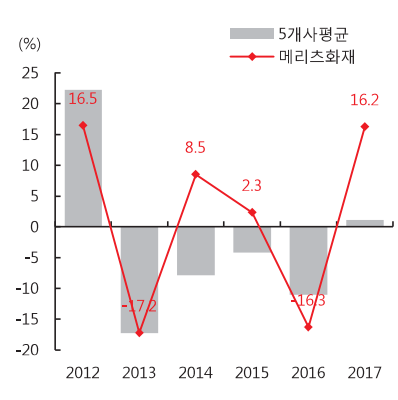
자료: 각사, 하이투자증권
주: 수입보험료(일반+변액) 기준

〈그림5〉 위험보험료 증가율



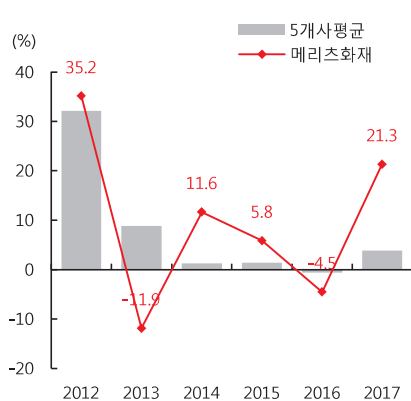
자료: 각사, 하이투자증권

〈그림6〉 신계약 성장률



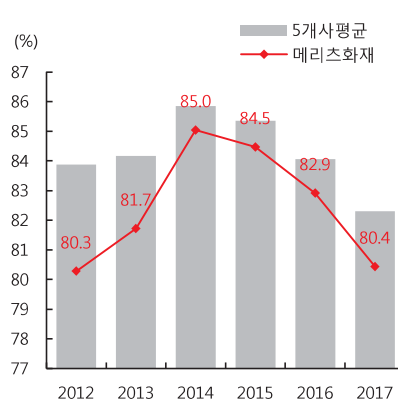
자료: 각사, 하이투자증권

〈그림7〉 인담보 신계약 성장률



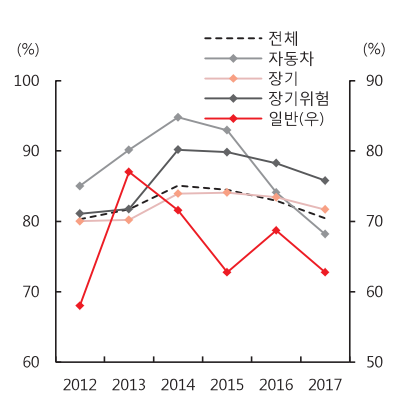
자료: 각사, 하이투자증권

〈그림8〉 손해율



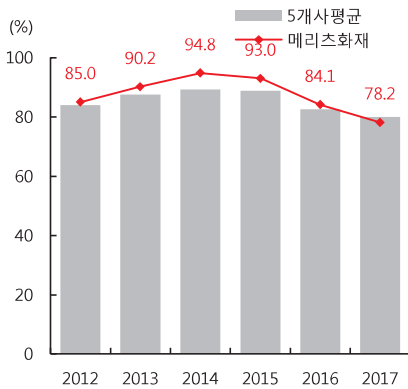
자료: 각사, 하이투자증권

〈그림9〉 보종별 손해율



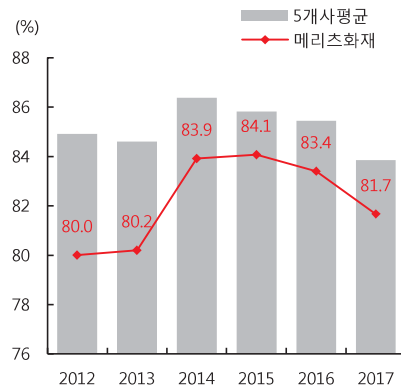
자료: 각사, 하이투자증권

〈그림10〉 자동차 손해율



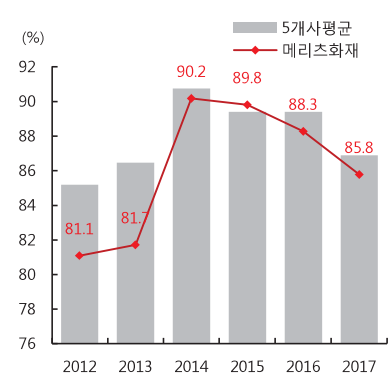
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림11〉 장기손해율



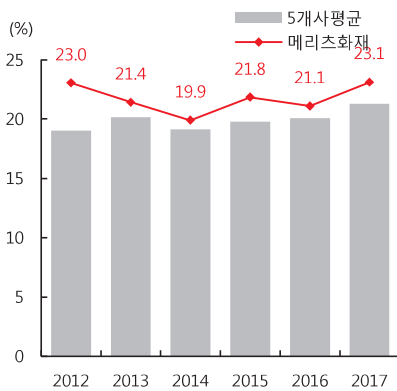
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림12〉 장기 위험손해율



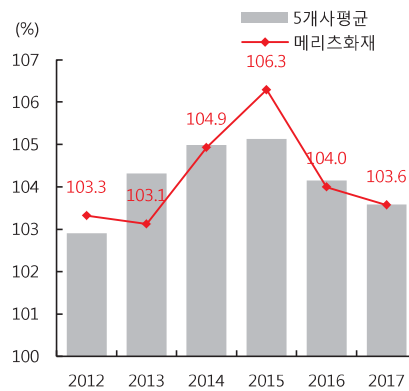
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림13〉 사업비율



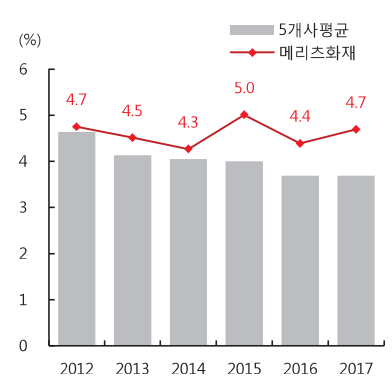
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림14〉 합산비율



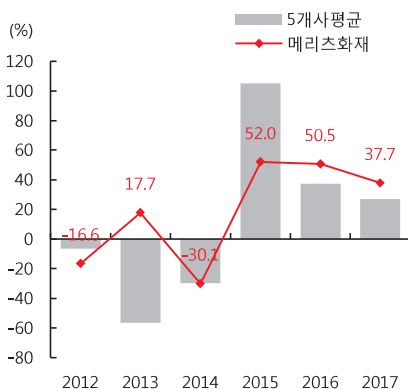
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림15〉 투자수익률



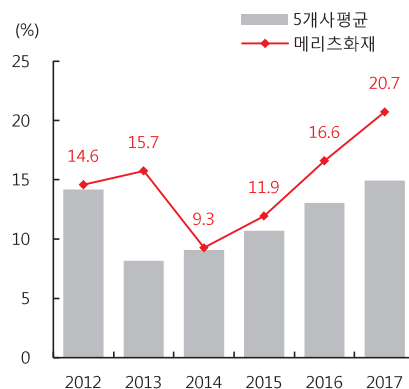
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림16〉 순이익 성장률



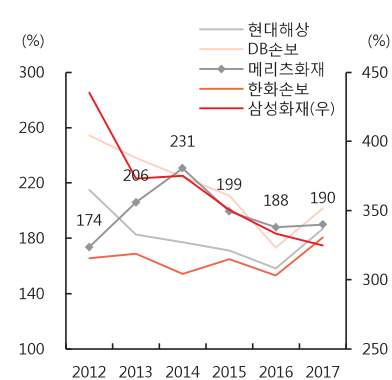
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림17〉 ROE



자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림18〉 RBC비율



자료: 각 사, 하이투자증권

메리츠화재 1분기 실적 전망

		(단위: 십억원, %, %p)				
		2018 1QF	2017 4Q	QoQ	2017 1Q	YoY
요약손익	원수보험료	1,660	1,644	1.0	1,553	6.9
	보유보험료	1,567	1,558	0.6	1,464	7.1
	경과보험료	1,554	1,555	0.0	1,444	7.7
	발생손해액	1,275	1,234	3.3	1,179	8.1
	순사업비	373	413	-9.5	314	18.9
	보험영업이익	-94	-93	N/A	-49	N/A
	투자영업이익	206	182	13.2	174	18.1
	총영업이익	112	88	26.6	125	-10.6
	세전이익	105	80	30.2	117	-10.8
	당기순이익	78	58	33.9	89	-12.1
보험영업	손해율	82.0	79.4	2.7	81.7	0.3
	사업비율	24.0	26.5	-2.5	21.7	2.3
	합산비율	106.0	105.9	0.1	103.4	2.6
원수보험료	자동차	195	195	0.3	190	2.9
	장기	1,330	1,319	0.8	1,236	7.5
	일반	135	131	3.3	127	6.0
보종별손해율	자동차	80.9	81.5	-0.6	77.3	3.6
	장기	83.3	79.7	3.6	83.4	0.0
	일반	60.5	66.3	-5.8	57.5	3.0
투자부문	운용자산	16,266	15,967	1.9	14,679	10.8
	투자수익률	5.1	4.6	0.5	4.8	0.3
수익성	ROE	17.7	13.1	4.6	22.1	-4.4
신계약	신계약(월납환산)	24	24	-0.3	19	30.6
	인담보 신계약	23	23	-0.4	17	35.0

주: 연결 기준

자료: 메리츠화재, 하이투자증권

Valuation

투자의견	BUY
목표주가(원)	26,000
목표주가 P/B	1.4
목표주가 P/E	7.5
상승여력(%)	28.1
현재주가(원, 18.04.12)	20,300
P/B 기준	
Target Price I (원)	25,854
Target P/B(배)	1.4
2018년 예상 BPS(원)	18,320
Sustainable RoE(%)	19.1
Ke(%)	13.5
P/EV 기준	
Target Price II	n.a
Target P/EV	n.a
2018년 예상 EVPS	n.a
Sustainable RoEV	n.a

자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
운용자산	14,510	15,967	17,172	18,206	19,202
현금 및 예금	220	380	408	433	457
유가증권	8,905	10,009	10,764	11,413	12,037
당기손익증권	682	430	463	491	517
매도가능증권	8,218	9,574	10,297	10,917	11,515
만기보유증권	0	0	0	0	0
관계기업투자주식	5	5	5	5	5
대출채권	4,584	4,785	5,146	5,456	5,755
부동산	800	793	852	904	953
비운용자산	1,934	2,125	2,286	2,420	2,548
특별계정자산	0	0	0	4	8
별도자산총계	16,444	18,092	19,457	20,630	21,758
책임준비금	13,831	15,447	16,518	17,368	18,165
지급준비금	960	1,079	1,155	1,199	1,247
보험료적립금	12,195	13,619	14,556	15,281	15,928
미경과보험료 적립금	589	659	702	740	779
기타준비금	87	89	105	148	211
기타부채	974	859	918	965	1,010
특별계정부채	0	0	0	0	0
별도부채총계	14,805	16,306	17,436	18,333	19,174
자본금	55	55	55	55	55
자본잉여금	437	437	437	437	437
이익잉여금	847	1,109	1,344	1,619	1,907
자본조정	-13	-19	-19	-19	-19
기타포괄손익누계	314	204	204	204	204
별도자본총계	1,640	1,787	2,022	2,296	2,584

손익계산서(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	5,990	6,403	6,735	7,004	7,288
일반	440	498	525	551	579
자동차	751	807	796	804	824
장기	4,799	5,098	5,414	5,649	5,886
경과보험료	5,666	5,997	6,329	6,587	6,855
일반	223	252	278	294	310
자동차	708	733	733	745	765
장기	4,736	5,011	5,318	5,548	5,781
경과손해액	4,698	4,824	5,131	5,331	5,563
보험금	1,882	2,017	2,159	2,231	2,253
환급금/연금/배당	1,157	1,159	1,344	1,425	1,492
준비금 증가액	1,634	1,632	1,518	1,565	1,708
손해조사비	103	109	110	110	110
순사업비	1,195	1,387	1,463	1,482	1,524
일반	58	53	57	60	63
자동차	160	167	162	163	166
장기	976	1,166	1,244	1,259	1,294
보험영업이익	-227	-214	-265	-226	-232
투자영업이익	596	714	774	791	836
총영업이익	369	500	509	564	604
영업외손익	-32	-27	-27	-27	-27
법인세차감전순이익	337	473	482	537	577
법인세	80	118	123	138	149
세율	23.7	24.9	25.5	25.6	25.7
별도당기순이익	258	355	359	400	429

주: 손해율, 사업비용, 합산비용은 경과보험료 기준

성장성지표(별도)	(단위:%)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	5.9	6.9	5.2	4.0	4.1
일반	8.0	13.2	5.4	5.0	5.0
자동차	1.0	7.5	-1.4	1.0	2.5
장기	6.5	6.2	6.2	4.3	4.2
장기위험	16.8	15.8	15.6	12.0	11.0
경과보험료	6.4	5.8	5.5	4.1	4.1
투자영업이익	0.7	19.9	8.3	2.1	5.8
총영업이익	44.7	35.5	1.9	10.8	7.1
별도당기순이익	50.5	37.7	1.1	11.3	7.3
운용자산	14.7	10.0	7.5	6.0	5.5
책임준비금	13.1	11.7	6.9	5.1	4.6
별도자본총계	11.5	9.0	13.1	13.6	12.5

수익성 지표(별도)	(단위:%)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
손해율	82.9	80.4	81.1	80.9	81.1
일반	68.7	62.8	63.6	64.7	65.2
자동차	84.1	78.2	80.3	81.9	81.8
장기	83.4	81.7	82.1	81.7	81.9
장기위험	88.3	85.8	84.3	83.6	83.5
사업비용	21.1	23.1	23.1	22.5	22.2
합산비용	104.0	103.6	104.2	103.4	103.4
투자수익률	4.4	4.7	4.7	4.5	4.5

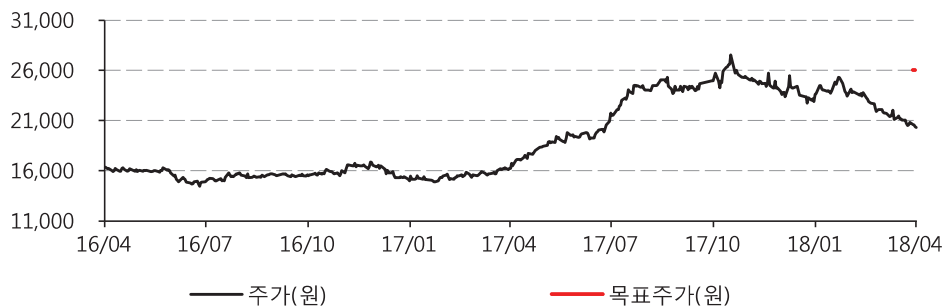
재무제표(연결)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
연결 자산총계	16,574	18,152	19,518	20,690	21,818
연결부채총계	14,935	16,373	17,504	18,401	19,242
지배기업소유지분	1,633	1,773	2,014	2,289	2,576
비지배지분	6	6	11	15	19
연결자본총계	1,639	1,779	2,014	2,289	2,576
법인세차감전 순이익	311	513	509	564	577
법인세	73	128	129	144	149
세율	23.6	25.0	25.4	25.5	25.7
연결순이익	237	385	379	420	429
지배주주지분순이익	236	384	379	420	429
비지배지분순이익	1	1	0	0	0

투자지표(별도)	(단위: 십억원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	16.6	20.7	18.9	18.5	17.6
ROA	1.7	2.1	1.9	2.0	2.0
EPS(원)	2,345	3,231	3,268	3,635	3,900
BPS(원)	14,914	16,254	18,389	20,889	23,505

투자지표(연결)	(단위: 십억원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	15.2	22.5	20.0	19.5	17.6
ROA	1.5	2.2	2.0	2.1	2.0
EPS(원)	2,151	3,492	3,450	3,817	3,900
BPS(원)	14,851	16,130	18,320	20,820	23,436
DPS(원)	830	1,140	1,150	1,300	1,380
P/E	7.4	6.7	5.9	5.3	5.2
P/B	1.1	1.5	1.1	1.0	0.9
배당수익률	5.2	4.9	5.7	6.4	6.8
RBC	188	190	187	195	204
Embedded Value	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
RoEV	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
EVPS(원)	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
P/EV	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a

자료: 메리츠화재, 하이투자증권

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이 (메리츠화재)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018-04-16(담당자변경)	Buy	26,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자 : 강승건, 최영수)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-