

## 메리츠화재

HOLD(유지)

000060 기업분석 | 보험

목표주가(유지)	22,000원	현재주가(05/14)	20,650원	Up/Downside	+6.5%
----------	---------	-------------	---------	-------------	-------

2018. 05. 15

## 신계약에 올인. 비용부담 및 계약의 질이 문제

## News

**높아진 사업비용, 대출관련 이익률 상승으로 상쇄해 낮아진 기대치 부합:** 1Q18 메리츠화재는 631억원(-28.9%YoY)의 별도기준 당기순이익을 시현해, DB추정치에 부합했다. 인보험신계약이 월평균 101억원으로 +75.4%YoY의 증가세를 보였는데, 3월에만 133억원으로 삼성화재 수준을 넘어서며 사업비용이 25%대로 상승한 것이 실적 부진의 가장 큰 이유였다. 대출관련 자산이익률이 7.0%로 높게 나오면서 자산운용이익률이 5.5%를 기록한 것이 실적 방어에 일조한 것으로 분석된다.

## Comment

**여러 요인을 고려해도 2018년 실적에는 상당한 부담:** GA채널 시책비 증가로 인한 사업비 부담은 높은 자산운용의 성과로 상쇄한다는 입장을 고수하고 있는데, 높은 자산운용이익률을 견인하고 있는 PF관련 대출자산 매각이익이 언제까지 계속될 수 있는가가 관건이다. 또한 2017년 10월 이후, 특히 3월의 높은 신계약 업적 뒤에는 언더라이팅의 완화가 큰 영향을 미쳤다는 우려의 시각이 존재하는 것도 사실이다. 일단 GA채널을 통해 확인한 바에 따르면, 메리츠화재가 일정부분 주력 상품의 사망담보 의무 비중을 완화된 것은 사실이다.

## Action

**배당매력은 있음. 계약의 질 문제는 장기적 관점에서 주시 필요:** 시장 및 업계의 우려와 달리 언더라이팅 완화는 자극히 한시적으로 이루어졌다는 회사측의 언급이 맞다면, 이는 6~12개월 이후 UY1차년 손해율을 통해 확인할 수 있을 것이다. 2018년 당기순이익 감소로 DPS 감소에 대한 우려가 있는 것은 사실이지만, 그렇다고 해도 배당매력은 있어 주가 하락 리스크는 크지 않아 보인다.

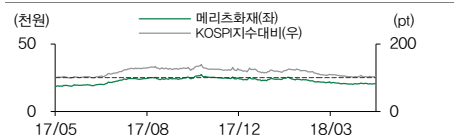
## Investment Fundamentals (IFRS개별)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
경과보험료	5,666	5,997	6,366	6,588	6,927
(증가율)	6.4	5.8	6.2	3.5	5.1
세전이익	338	473	368	366	433
순이익	258	355	276	278	328
(증가율)	50.5	37.7	-22.3	0.6	18.1
EPS	2,157	3,515	2,527	2,544	3,005
손해율	82.9	80.4	77.8	77.3	77.3
사업비용	21.1	23.1	24.7	24.2	23.8
PER	7.9/6.5	6.7	8.2	8.1	6.9
PBR	1.2/1	1.4	1.4	1.3	1.2
ROE	15.2	22.4	16.1	16.3	18.0

## Stock Data

52주 최저/최고	18,450/27,500원
KOSDAQ /KOSPI	859/2,476pt
시가총액	22,785억원
60일-평균거래량	158,066
외국인지분율	19.7%
60일-외국인지분율변동추이	-0.3%p
주요주주	메리츠금융지주 외 9인 52.2%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	1.2	-13.4	11.9
상대기준	0.4	-15.3	3.3

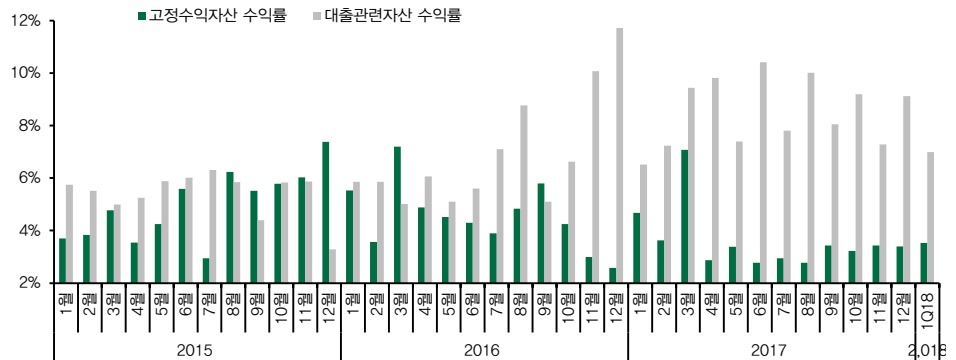
도표 1. 1Q18 메리츠화재 실적 Review (별도기준)

(단위: 십억원, %)

	1Q18P	1Q17	YoY		QoQ		1Q18E	차이	2018E		2019E	
									변경후	변경전	변경후	변경전
경과보험료	1,596	1,444	10.6		1,555	2.7	1,534	4.0	6,366	6,260	6,588	6,515
당기순이익	63	89	-28.9		58	8.2	64	-1.6	276	281	278	312
보장성신계약월초	30	17	75.4		23	29.4	26	16.8	97	83	92	86
위험손해율	90.2%	90.1%	+0.1%p		81.7%	+8.5%p	89.1%	+1.1%p	84.6%	84.6%	83.6%	83.6%
자보손해율	78.8%	77.3%	+1.5%p		81.5%	-2.7%p	82.7%	-3.9%p	79.3%	79.3%	79.7%	79.7%
사업비율	25.9%	21.7%	+4.2%p		26.5%	-0.6%p	26.9%	-1.0%p	24.7%	25.1%	24.2%	24.5%
투자이익률	5.5%	4.8%	+0.7%p		3.2%	+2.3%p	3.6%	+1.9%p	3.7%	3.5%	3.4%	3.3%

자료: DB금융투자

도표 2. 신묘한 메리츠화재의 자산운용 ; 채권 매각이익이 줄어드는 시점에, 대출 수익률은 크게 상승했음



자료: 메리츠화재 DB금융투자

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>개별기준</b>					
원수보험료	14,510	15,967	13,827	15,338	16,840
경과보험료	220	380	830	920	1,010
보유보험료	8,905	10,009	7,673	8,550	9,421
발생손해액	682	430	2,759	2,759	2,759
순사업비	8,218	9,574	4,820	5,696	6,567
환급금	0	0	0	0	0
보험료적립금증가액	4,584	4,785	4,978	5,522	6,062
보험영업이익	800	793	346	346	346
투자영업이익	1,934	2,125	5,516	5,559	5,617
총영업이익	0	0	50	90	130
세전계속사업이익	16,444	18,092	19,393	20,987	22,587
계속사업법외비용	13,831	15,447	16,893	18,308	19,745
당기순이익	0	0	0	0	0
<b>연결기준</b>					
세전계속사업이익	14,805	16,306	17,764	19,224	20,707
당기순이익	55	55	55	55	55
지배주분당기순이익	1,640	1,787	1,629	1,762	1,880
<b>증감률(%YoY)</b>					
원수보험료	16,574	17,247	18,537	20,087	21,642
경과보험료	14,935	15,454	16,903	18,319	19,757
EPS	5	6	6	6	6
운용자산	1,639	1,793	1,635	1,768	1,885

주요지표

12월 결산(십억원, %)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>보종별 원수보험료</b>					
장기	4,799	5,098	5,465	5,711	6,033
자동차	751	807	805	821	829
일반	440	498	513	532	551
장기 월납신계약	66	82	101	96	101
<b>손해율(%)</b>					
장기	82.9	80.4	77.8	77.3	77.3
자동차	83.1	80.9	77.0	78.3	78.3
일반	84.1	78.2	79.3	79.7	80.4
장기 위험손해율	69.1	63.0	60.5	60.6	60.2
일반 위험손해율	88.3	85.6	84.6	83.6	82.6
<b>사업비율(%)</b>					
합산비율(%)	21.1	23.1	24.7	24.2	23.8
합산비율(%)	104.0	103.6	102.5	101.5	101.2
운용자산이익률(%)	4.4	4.3	3.7	3.4	3.4

자료: 메리츠화재 DB금융투자 주: EPS 개별기준

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>개별기준</b>					
운용자산	5,990	6,403	6,808	7,064	7,413
현금 및 예치금	5,666	5,997	6,366	6,588	6,927
유가증권	5,680	6,055	6,420	6,637	6,976
당기손익인식증권	2,074	2,238	2,349	2,449	2,578
매도가능증권	1,195	1,387	1,571	1,594	1,651
만기보유증권	1,157	1,159	1,211	1,294	1,410
대출채권	1,464	1,423	1,390	1,347	1,369
부동산	-227	-214	-158	-97	-81
비운용자산	596	714	554	491	542
특별계정자산	369	500	396	395	461
자산총계	338	473	368	366	433
책임준비금	80	118	92	89	105
후손위해	258	355	276	278	328
<b>연결기준</b>					
자산총계	5.9	6.9	6.3	3.8	4.9
부채총계	6.4	5.8	6.2	3.5	5.1
외부주주지분	35.1	62.9	-28.1	0.6	18.1
지배주주지분총계	14.7	10.0	-13.4	10.9	9.8

주요투자지표

12월 결산원 %, 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당자료(원)</b>					
EPS(12개월 환산)	2,157	3,515	2,527	2,544	3,005
BPS	14,957	16,361	14,915	16,138	17,210
DPS	830	1,140	1,050	1,050	1,200
<b>밸류에이션(배)</b>					
PER	7.1	6.7	8.2	8.1	6.9
PBR	1.0	1.4	1.4	1.3	1.2
<b>수익성(%)</b>					
ROA (12개월 환산)	1.5	2.3	1.5	1.4	1.6
ROE (12개월 환산)	15.2	22.4	16.1	16.3	18.0
<b>배당지표(%)</b>					
배당성향	35.3	35.1	41.5	41.3	39.9
배당수익률	5.4	4.9	5.1	5.1	5.8

Compliance Notice

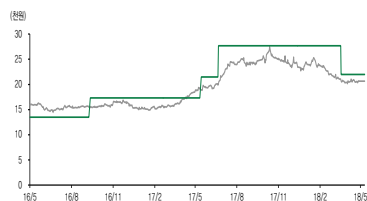
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2018-03-31 기준) - 매수(75.7%) 중립(23.7%) 매도(0.7%)

- 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로
- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

- 업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로
- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

메리츠화재 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
16/03/09	Hold	13,500	15.9 23.7				
16/09/26	Hold	17,300	-6.8 12.1				
17/05/29	Hold	21,500	-9.1 -6.5				
17/07/06	Buy	27,700	-13.7 -0.7				
18/04/03	Hold	22,000	- -				

주: \*표는 담당자 변경