

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 사업비율, 대출관련 이익률을 상승으로 상쇄해 낮아진 기대치 부합: 1Q18 메리츠화재는 631 억원(-28.9%YoY)의 별도기준 당기순이익을 시현해, DB추정치에 부합했다. 인보험신계약이 월평균 101억원으로 +75.4%YoY의 증가세를 보였는데, 3월에만 133억원으로 삼성화재 수준을 넘어서며 사업비율이 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 부담을 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 완화한 것은 사실이다.

Action

배당매력은 있음. 계약의 질 문제는 장기적 관점에서 주시 필요: 시장 및 업계의 우려와 달리 언더 라이팅 완화는 지극히 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 (IFRS기준)					(단위: 십억원 원 배 %)		Stock Data	
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	18,450/27,500원	
경과보험료	5,666	5,997	6,366	6,588	6,927	KOSDAQ /KOSPI	859/2,476pt	
(증가율)	6.4	5.8	6.2	3.5	5.1	시가총액	22,785억원	
세전이익	338	473	368	366	433	60일-평균거래량	158,066	
순이익	258	355	276	278	328	외국인지분율	19.7%	
(증가율)	50.5	37.7	-22.3	0.6	18.1	60일-외국인지분율변동추이	-0.3%p	
EPS	2,157	3,515	2,527	2,544	3,005	주요주주	메리츠금융지주 외 9 인 52.2%	
손해율	82.9	80.4	77.8	77.3	77.3	(천원)		
사업비율	21.1	23.1	24.7	24.2	23.8	(pt)		
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			
					주가상승률	1M	3M	12M
					절대기준	1.2	-13.4	11.9
					상대기준	0.4	-15.3	3.3



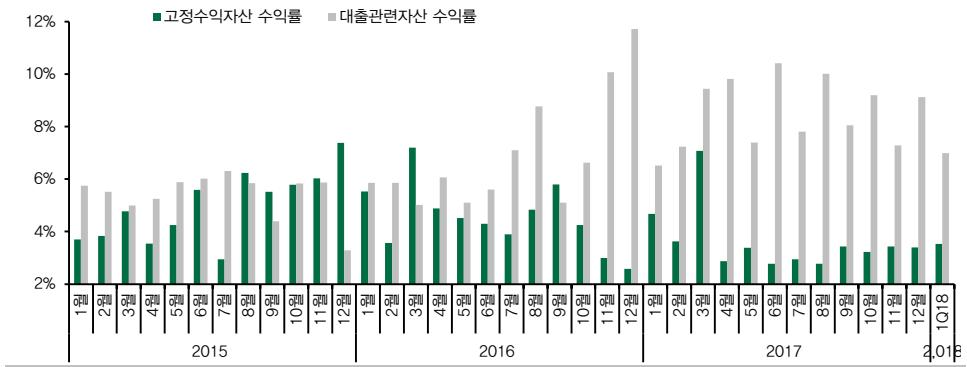
도표 1. 1Q18 메리츠화재 실적 Review (별도기준)

(단위: 십억원 %)

	1Q18P	1Q17		4Q17		1Q18E		2018E		2019E	
			YoY		QoQ		차이	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
보장성신계약율	30	17	75.4	23	29.4	26	16.8	97	83	92	86
위험순해율	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%
자보순해율	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

순익계산서						대차대조표					
12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
개별기준						개별기준					
원수보험료	14,510	15,967	13,827	15,338	16,840	운용자산	5,990	6,403	6,808	7,064	7,413
경과보험료	220	380	830	920	1,010	현금 및 예치금	5,666	5,997	6,366	6,588	6,927
보유보험료	8,905	10,009	7,673	8,550	9,421	유기증권	5,680	6,055	6,420	6,637	6,976
발생손해액	682	430	2,759	2,759	2,759	당기손익인식증권	2,074	2,238	2,349	2,449	2,578
순사업비	8,218	9,574	4,820	5,696	6,567	매도기준증권	1,195	1,387	1,571	1,594	1,651
환급금	0	0	0	0	0	만기보유증권	1,157	1,159	1,211	1,294	1,410
보험료적립금증가액	4,584	4,785	4,978	5,522	6,062	대출채권	1,464	1,423	1,390	1,347	1,369
보험증정이익	800	793	346	346	346	부동산	-227	-214	-158	-97	-81
투자영업이익	1,934	2,125	5,516	5,559	5,617	비운용자산	596	714	554	491	542
총영업이익	0	0	50	90	130	특별계정자산	369	500	396	395	461
세전계속사업이익	16,444	18,092	19,393	20,987	22,587	자산총계	338	473	368	366	433
계속사업법인세비용	13,831	15,447	16,893	18,308	19,745	책임준비금	80	118	92	89	105
당기순이익	0	0	0	0	0	후순위채	258	355	276	278	328
연결기준	974	859	821	827	832	기타부채					
세전계속사업이익	14,805	16,306	17,764	19,224	20,707	부채총계	311	513	388	386	453
당기순이익	55	55	55	55	55	자본금	237	385	276	278	328
자체자본당기순이익	1,640	1,787	1,629	1,762	1,880	자본총계	236	384	276	278	328
증감률(%YoY)						연결기준					
원수보험료	16,574	17,247	18,537	20,087	21,642	자산총계	5.9	6.9	6.3	3.8	4.9
경과보험료	14,935	15,454	16,903	18,319	19,757	부채총계	6.4	5.8	6.2	3.5	5.1
EPS	5	6	6	6	6	외부주주지분	35.1	62.9	-28.1	0.6	18.1
운용자산	1,639	1,793	1,635	1,768	1,885	자비주주지분총계	14.7	10.0	-13.4	10.9	9.8
주요지표						주요투자지표					
12월 결산(십억원 %)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	12월 결산(원 %, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
보증별 원수보험료						주당지표(원)					
장기	4,799	5,098	5,465	5,711	6,033	EPS(12개월 흔산)	2,157	3,515	2,527	2,544	3,005
지동차	751	807	805	821	829	DPS	14,957	16,361	14,915	16,138	17,210
일반	440	498	513	532	551	DPS	830	1,140	1,050	1,050	1,200
장기 월남신계약	66	82	101	96	101	밸류에이션(배)					
손해율(%)	82.9	80.4	77.8	77.3	77.3	PER	7.1	6.7	8.2	8.1	6.9
장기	83.1	80.9	77.0	78.3	78.3	PBR	1.0	1.4	1.4	1.3	1.2
지동차	84.1	78.2	79.3	79.7	80.4	수익성(%)					
일반	69.1	63.0	60.5	60.6	60.2	ROA (12개월 흔산)	1.5	2.3	1.5	1.4	1.6
장기 위험손해율	88.3	85.6	84.6	83.6	82.6	ROE (12개월 흔산)	15.2	22.4	16.1	16.3	18.0
사임비율(%)	21.1	23.1	24.7	24.2	23.8	배당지표(%)					
합산비율(%)	104.0	103.6	102.5	101.5	101.2	배당성향	35.3	35.1	41.5	41.3	39.9
운용자산이익률(%)	4.4	4.3	3.7	3.4	3.4	배당수익률	5.4	4.9	5.1	5.1	5.8

자료: 메리츠화재, DB금융투자

주: IFRS 개별기준

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 “직접구제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이나 원전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가를 기준으로 산출되었습니다.

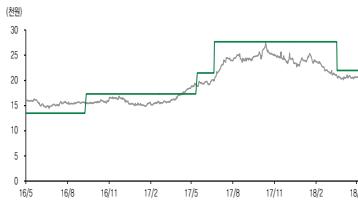
1년간 투자의견 비율 (2018-03-31 기준) – 매수(75.7%) 중립(23.7%) 매도(0.7%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

메리츠화재 현주가 및 목표주가 차트**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경**

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
			평균				평균
			최고/최저				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