

메리츠화재 (000060)

우려를 불식시키는 호실적 전망

4분기 순익 473억원(YoY -18.8%)으로 컨센서스 상회

4분기 순익은 473억원으로 전년 동기 대비 18.8% 감소하나, 낮아진 컨센서스를 상회할 전망이다. 차보험 손해율의 급등에 따른 손보업계 실적 하향조정 추이를 감안하면 양호한 4분기 실적이라 판단한다. 상대적 실적 호조의 배경은 자동차보험의 매출 구성비가 2018년 기준 11%로 업계에서 가장 낮아 차보험 손해를 악화 영향을 덜 받았고 업계 내 가장 빠른 경과보험료 성장률을 바탕으로 이익 체력이 향상되었기 때문이다. 2018년 경과보험료 성장률은 11.9%, 운용자산 성장률은 11.4%로 업계 내 가장 높을 전망이다.

2019년 20% 이상 순익 성장 전망

고 성장한 GA 신계약의 향후 효율 악화 우려, 단연 높았던 투자이익률의 하락 가능성이 메리츠화재의 주가 변동성을 확대시켰으나 4분기 및 2019년 실적은 오히려 업계 내 가장 양호한 흐름이 예상된다. 2019년 순익은 21.3% 증가한 3,060억원을 추정한다. 증익의 핵심요인은 무엇보다 사업비율의 개선이다. 2018년 약 50%의 보장성 신계약 고성장때 따른 추가상각비 증대(전년 대비 약 1,600억원 증가)가 사업비율을 2.6%p나 악화시켰다. 2019년은 신계약비 이연한도의 증대(1,500억원대 증가 추정)와 보장성 신계약의 성장률 둔화로 추가상각비의 추가 증가 가능성은 제한적이다. 차보험 및 장기 위험손해율에 대한 보수적 접근을 가정하더라도 이익 증가 가시성은 매우 높아 보인다. 투자이익률 또한 40bp의 하락을 가정하였으나 운용자산의 12% 성장으로 투자이익 레벨은 유지될 전망이다.

목표주가 27,000원 상향조정.

2019년 차별적 이익 성장과 4.5%의 배당수익률 매력적

목표주가를 기존 22,000원에서 27,000원으로 상향 조정한다. 목표주가의 상향은 2019년, 2020년 실적 상향에 따른 것으로 2019년 예상 BPS 대비 1.3배(2019F ROE 14.6%, Cost of Equity 11.1%)를 적용했다. 2019년 순익 증가는 21.3%로 업계 가장 높은 수준이자, 현 배당수익률은 4.5%로 매력적인 상황이다.

Update

BUY

| TP(12M): 27,000원(상향) | CP(1월 4일): 21,700원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,010.25		
52주 최고/최저(원)	25,300/17,650	매출액(십억원)	6,641.3 7,032.7
시가총액(십억원)	2,466.9	영업이익(십억원)	376.4 426.6
시가총액비중(%)	0.20	순이익(십억원)	257.3 297.3
발행주식수(천주)	113,680.0	EPS(원)	2,298 2,615
60일 평균 거래량(천주)	204.5	BPS(원)	17,267 19,310
60일 평균 거래대금(십억원)	4.2		
18년 배당금(예상, 원)	830	Stock Price	
18년 배당수익률(예상, %)	3.82	(천원)	
외국인지분율(%)	15.63	메리츠화재(좌)	
주요주주 지분율(%)		상대주(우)	
메리츠금융지주 외 10인	53.69		
	0.00		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	2.4 11.6 (4.4)		
상대	7.7 25.7 17.3		

Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
경과보험료	십억원	5,666	5,997	6,708	7,747	8,997
영업이익	십억원	369	500	373	442	532
순이익	십억원	258	355	252	306	364
EPS	원	2,345	3,230	2,295	2,784	3,311
증감율	%	44.5	37.7	-29.0	21.3	18.9
PER	배	6.5	7.3	9.5	7.8	6.6
PBR	배	1.0	1.4	1.2	1.1	1.0
ROE	%	16.6	20.7	13.4	14.6	15.6
BPS	원	14,914	16,254	18,075	20,029	22,360
DPS	원	830	1,140	830	980	1,150



Analyst 오진원
02-3771-7525
jvw.oh@hanafn.com

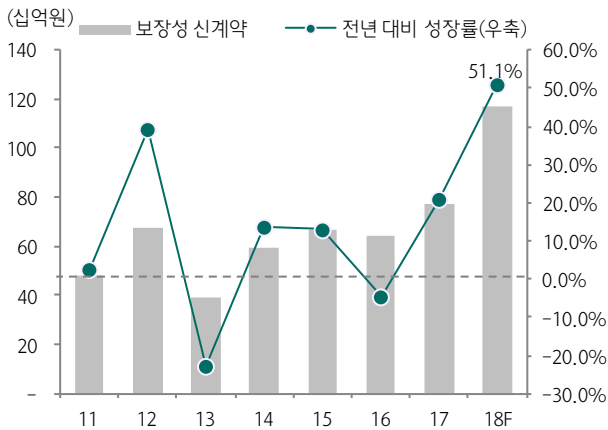
RA 박은규
02-3771-8532
ek.p@hanafn.com

표 1. 메리츠화재 분기별 실적

(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
원수보험료	1,700	1,748	1,770	1,822	1,929	2,011	2,043	2,104
경과보험료	1,596	1,666	1,708	1,738	1,841	1,917	1,979	2,011
일반	67	78	80	70	70	82	84	74
자동차	189	193	190	189	190	192	201	204
장기	1,341	1,395	1,437	1,479	1,581	1,643	1,694	1,733
발생손해액	628	631	663	684	726	710	729	777
순사업비	413	433	447	430	434	464	482	458
보험영업이익	-105	-69	-76	-113	-103	-71	-69	-79
투자영업이익	199	171	179	186	187	189	191	197
세전이익	87	95	101	65	81	115	117	110
순이익	63	69	73	47	58	83	85	80
원수보험 성장률	9.4%	8.7%	10.8%	10.8%	13.5%	15.0%	15.5%	15.4%
경과보험 성장률	10.6%	12.6%	12.5%	11.8%	15.3%	15.1%	15.9%	15.7%
경과손해율	80.7%	78.2%	78.3%	81.8%	82.0%	79.5%	79.1%	81.1%
경과사업비율	25.9%	26.0%	26.2%	24.7%	23.6%	24.2%	24.4%	22.8%
운용자산 이익률	5.0%	4.2%	4.2%	4.2%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%
보장성신계약 성장률	73.3%	68.6%	44.3%	21.0%	4.4%	4.3%	9.3%	-6.1%
보장성인보험 성장률	75.8%	72.1%	46.8%	22.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%

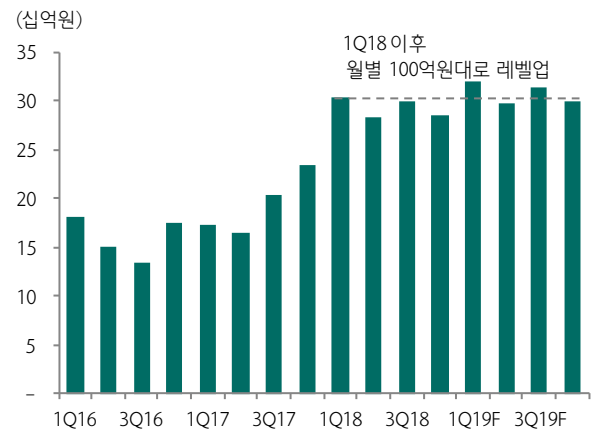
자료: 메리츠화재, 하나금융투자

그림 1. 2018년 보장성 인보험 51% 성장 추경



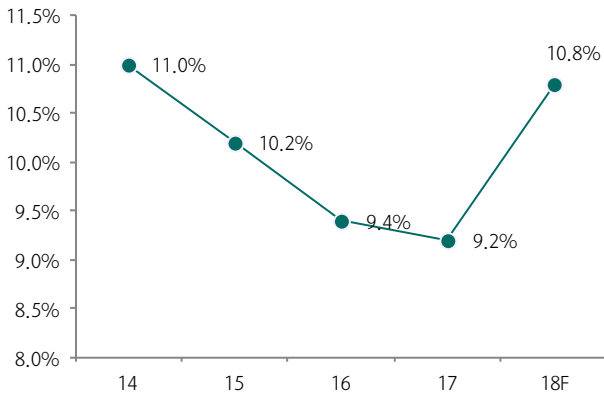
자료: 메리츠화재, 하나금융투자

그림 2. 메리츠화재 분기별 보장성 인보험 추이



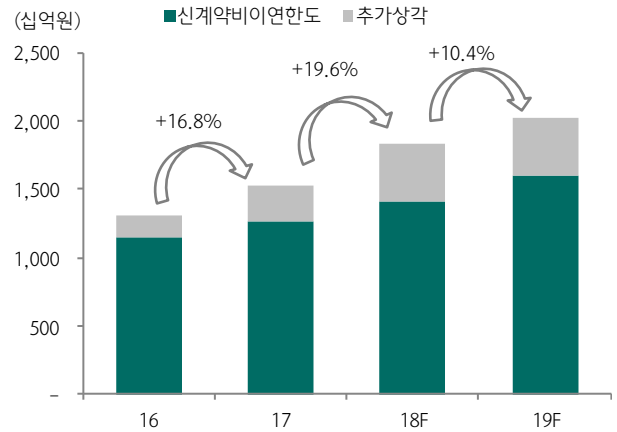
자료: 메리츠화재, 하나금융투자

그림 3. GA채널 이외 전속채널 M/S도 상승 반전



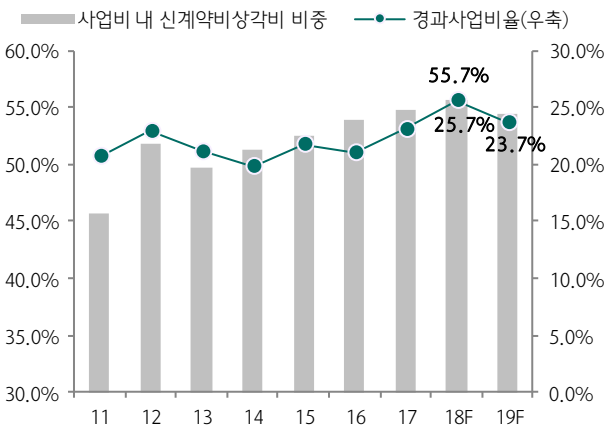
자료: 메리츠화재, 하나금융투자

그림 4. 신계약비 이연한도 확대로 2019년 추가상각비 증가 없음 전망



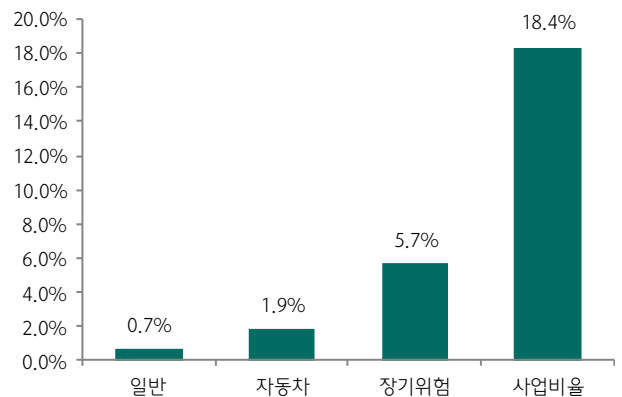
자료: 메리츠화재, 하나금융투자

그림 5. 신계약비상각비 증가율 둔화시 사업비율 개선 추정



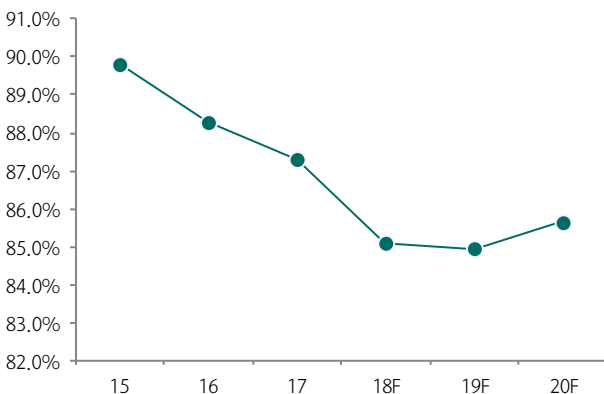
자료: 메리츠화재, 하나금융투자

그림 6. 부문별(손해율/ 사업비율) 1%p 개선시 세전익 영향



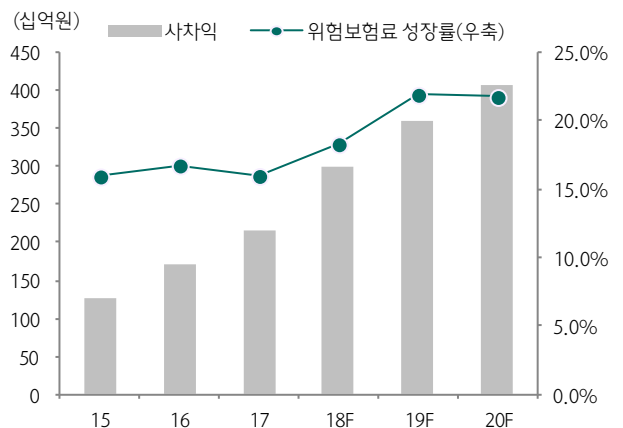
자료: 메리츠화재, 하나금융투자

그림 7. 장기 위험손해율의 향후 보수적 가정에도 불구하고



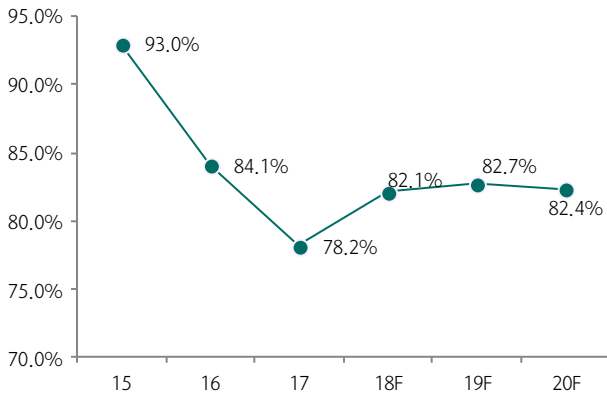
자료: 메리츠화재, 하나금융투자

그림 8. 위험보험료 고성장으로 사차익 성장 가파를 전망



자료: 메리츠화재, 하나금융투자

그림 9. 메리츠화재 자동차보험 손해율 연도별 추이



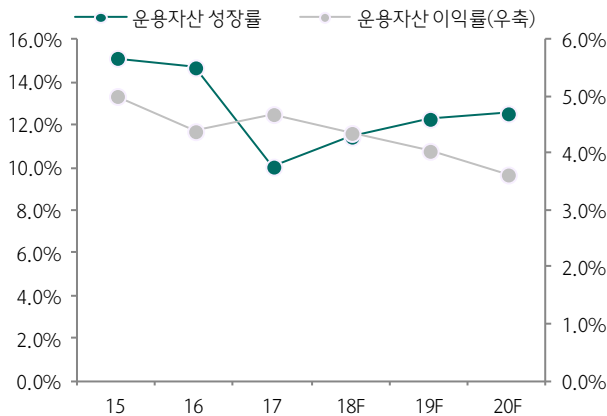
자료: 메리츠화재, 하나금융투자

그림 10. 메리츠화재 자동차보험 손해율 분기별 추이



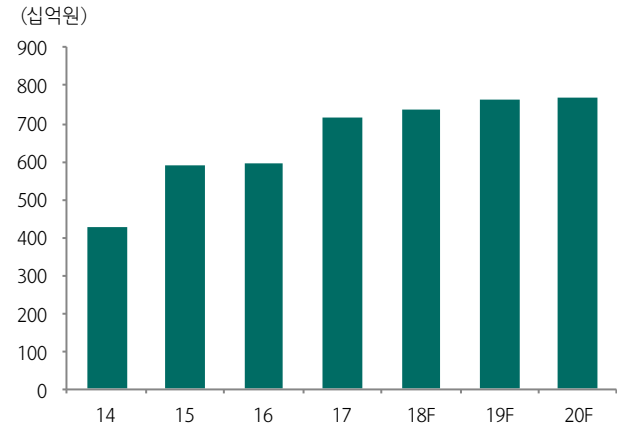
자료: 메리츠화재, 하나금융투자

그림 11. 운용자산 이익률 하락 VS 운용자산 고성장



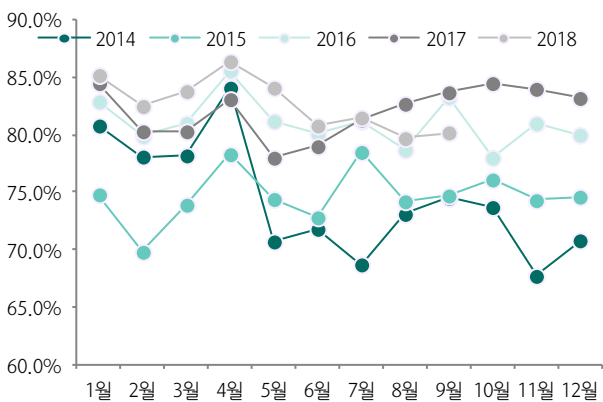
자료: 메리츠화재, 하나금융투자

그림 12. 메리츠화재 투자영업이익 레벨 유지될 전망



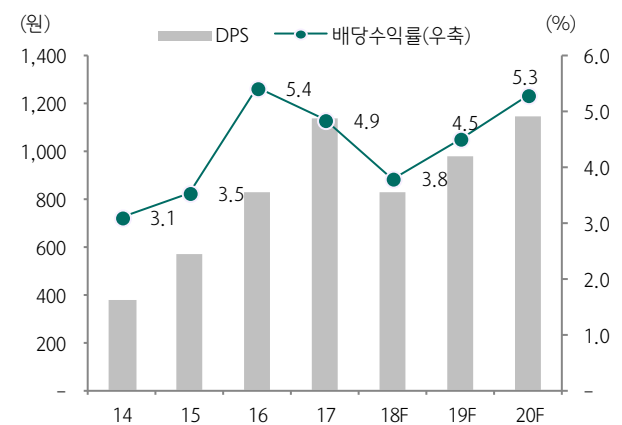
자료: 메리츠화재, 하나금융투자

그림 13. 메리츠화재 13회차 유지율 추이



주: 1개월 평균 기준
자료: 메리츠화재, 하나금융투자

그림 14. 메리츠화재 연도별 DPS 및 배당수익률 추이



자료: 메리츠화재, 하나금융투자

추정 재무제표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
원수보험료	5,990	6,403	7,040	8,087	9,387
경과보험료	5,666	5,997	6,708	7,747	8,997
장기보험	4,736	5,011	5,652	6,650	7,828
자동차보험	708	733	761	787	850
일반보험	223	252	295	309	319
발생손해액	4,698	4,824	5,348	6,230	7,241
장기보험	3,950	4,092	4,527	5,378	6,318
자동차보험	595	573	625	651	700
일반보험	153	158	197	201	222
손사업비	1,195	1,387	1,723	1,838	1,994
보험영업이익	-227	-214	-363	-321	-238
투자영업이익	596	714	735	763	770
영업이익	369	500	373	442	532
영업외손익	-32	-27	-24	-20	-30
세전이익	338	473	349	422	502
법인세	80	118	97	116	138
순이익	258	355	252	306.0	364

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
총자산	16,444	18,092	20,135	22,561	25,206
운용자산	14,510	15,967	17,794	19,980	22,484
현금예금	220	380	420	764	1,223
유가증권	8,905	10,009	11,252	12,420	13,710
대출	4,584	4,785	5,336	6,005	6,759
기타	800	793	786	789	793
비운용자산	1,934	2,125	2,341	2,581	2,722
특별계정자산	-	-	-	-	-
부채	14,805	16,306	18,067	20,162	22,636
보험계약준비금	13,831	15,447	17,090	19,146	21,578
기타부채	974	859	977	1,017	1,058
특별계정부채	-	-	-	-	-
자본총계	1,640	1,787	1,987	2,202	2,458
자본금	55	55	57	57	57
자본잉여금	437	437	505	505	505
이익잉여금	847	1,109	1,234	1,448	1,705
기타 자본조정	300	186	192	192	192

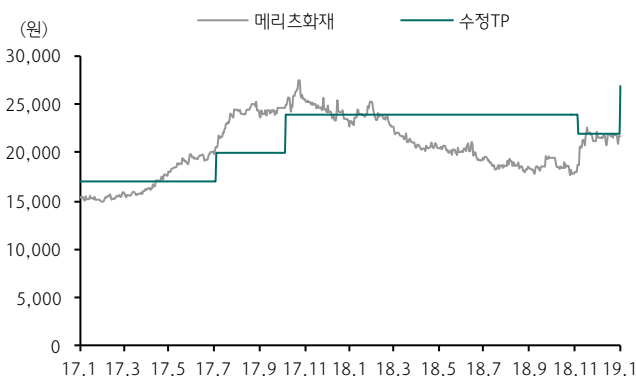
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
성장률(전년대비, %)					
원수보험료	5.9	6.9	9.9	14.9	16.1
경과보험료	6.4	5.8	11.9	15.5	16.1
장기보험	6.3	5.8	12.8	17.7	17.7
자동차보험	3.5	3.6	3.8	3.4	8.0
일반보험	20.6	13.3	16.9	5.0	3.0
영업이익	43.9	35.5	-25.6	18.7	20.4
순이익	50.5	37.7	-29.0	21.3	18.9
총자산	12.6	10.0	11.3	12.0	11.7
운용자산	14.7	10.0	11.4	12.3	12.5
매출구성(경과보험료, %)					
장기보험	83.6	83.6	84.3	85.8	87.0
자동차보험	12.5	12.2	11.3	10.2	9.4
일반보험	3.9	4.2	4.4	4.0	3.5
수익성(%)					
손해율	82.9	80.4	79.7	80.4	80.5
장기보험	83.4	81.7	80.1	80.9	80.7
자동차보험	84.1	78.2	82.1	82.7	82.4
일반보험	68.7	62.8	66.8	64.9	69.8
사업비율	21.1	23.1	25.7	23.7	22.2
합산비율	104.0	103.6	105.4	104.1	102.6
운용자산이익률	4.4	4.7	4.4	4.0	3.6
안정성(%)					
지급여력비율	188	190	224	186.8	200.6
총자산/자기자본	1,003.0	1,012.5	1,013.3	1,024.6	1,025.5

자료: 하나금융투자

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS	2,345	3,230	2,295	2,784	3,311
BPS	14,914	16,254	18,075	20,029	22,360
P/E (배)	6.52	7.27	9.5	7.8	6.6
P/B (배)	1.03	1.45	1.2	1.1	1.0
ROE	16.6	20.7	13.4	14.6	15.6
ROA	1.7	2.1	1.3	1.4	1.5
DPS					
보통주	830	1,140	830	980	1,150
우선주	-	-	-	-	-
배당성향	35.4	35.3	36.2	35.2	34.7
배당수익률					
보통주	5.4	4.9	3.8	4.5	5.3
우선주	-	-	-	-	-
내재가치(EV)	3,927	4,631	4,968	5,326	5,731
조정순자산가치	1,548	1,695	1,885	2,089	2,332
보유계약가치	2,379	2,935	3,082	3,236	3,398
신계약가치	252	290	290	290	290
ROEV (%)	16.2	17.6	7.3	7.2	7.6
EV per Share	37,270	43,955	47,151	50,548	54,391
VNB per Share	2,391	2,747	2,747	2,747	2,747
P/EV (배)	0.43	0.37	0.34	0.32	0.30
EV 주요 경제적 가정					
투자이익률	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
할인율	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5
인플레이션율	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

메리츠화재



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.1.7	BUY	27,000		
18.11.11	BUY	22,000	-2.33%	2.73%
17.10.11	Neutral	24,000	-10.96%	14.58%
17.7.9	Neutral	20,000	19.27%	26.50%
17.1.11	Neutral	17,000	0.49%	20.88%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.6%	4.6%	0.9%	100.1%

* 기준일: 2019년 01월 07일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 01월 07일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2019년 01월 07일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.