

메리츠화재

HOLD(유지)

000060 기업분석 | 보험

목표주가(하향)	17,000원	현재주가(01/03)	17,150원	Up/Downside	-0.9%
----------	---------	-------------	---------	-------------	-------

2020. 01. 06

Only when the tide goes out ...

Comments

마침내 인수지침 강화: 메리츠화재의 인수지침이 계속 강화되고 있다. 유사암담보 초년도 손해율이 급등함에 따라 12월초 유사암 인수 한도를 크게 낮추면서 10~11월 149억원 수준이던 인보험신계약 실적은 130억원대로 하락했다. 1월부터는 뇌혈관/허혈성 진단비와 운전자 담보 인수지침도 강화해, 2020년 인보험 신계약 월평균 실적은 크게 감소한 130억원대 초반이 될 것으로 예상된다.

매각이익 실현 한계 수준: 채권자산 수익률이 1Q19 5.0%, 2Q19 6.6%, 3Q19 9.2%로 높아졌는데 대부분 매각이익 실현 때문으로 추정된다. 9월말 매도가능채권 기타포괄손익이 7,309억원에 달하지만, 9월말 이후 국고 10년물이 20bp 이상 반등한 것과 공시이율II가 3월 3.3%에서 12월 4.65%까지 상승한 것을 감안하면 이제 매각이익 추가실현 여지는 높지 않다고 판단한다.

Action

시장이 기대했던 이익증가는 나타나기 어렵다: 신계약 실적 감소로 시장이 기대했던 대로 사업비율은 안정화될 것이다. 하지만 매각이익이 급격히 감소하는 가운데 장기위험손해율이 안정되지 않고 있어 2020년 당기순이익이 크게 증가하기는 어려울 것이다. 또한 정책당국의 압박으로 신실손보보험료가 큰 폭으로 인하되어 곧 손해율 100%를 넘어설 것으로 예상되는데, 메리츠화재가 신실손보보험 판매에 적극적이었다는 점이 부담으로 다가온다. 손보주에 대한 전망의 부정적 선회로 인한 밸류에이션 타겟 하향 및 실적전망 하향에 따라 목표주가를 17,000원으로 하향하며, 투자의견 Hold를 유지한다.

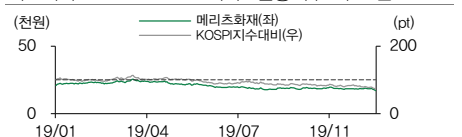
Investment Fundamentals (IFRS개별)

(단위: 십억원, 원 배 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
경과보험료	5,997	6,734	7,688	8,354	8,816
(증가율)	5.8	12.3	14.2	8.7	5.5
세전이익	473	349	372	308	324
순이익	355	260	271	224	236
(증가율)	37.7	-26.8	4.2	-17.3	5.3
EPS	547	2,090	2,281	2,003	2,109
손해율	80.4	79.3	78.8	78.8	77.6
사업비율	23.1	26.6	30.8	27.9	27.2
PER	43.0	10.5	7.8	8.6	8.1
PBR	1.4	1.1	0.7	0.6	0.6
ROE	6.7	11.5	9.9	7.6	7.6

Stock Data

52주 최저/최고	17,150/25,600원
KOSDAQ /KOSPI	670/2,176pt
시가총액	19,496억원
60일-평균거래량	165,598
외국인지분율	13.1%
60일-외국인지분율변동추이	-0.4%p
주요주주	메리츠금융지주 외 6인 53.7%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-6.5	-7.0	-17.9
상대기준	-10.5	-13.2	-24.8

마침내 인수지침 강화

마침내 업계 경쟁강도가 크게 완화되고 있다. 메리츠화재의 인수지침이 계속 강화되고 있다. 유사암담보 초년도 손해율이 급등함에 따라 12월초 유사암 인수 한도가 크게 내려졌다. 1월부터는 업계 주력 담보였던 뇌혈관/허혈성 진단비와 운전자 담보 인수지침도 강화되었다. 메리츠화재가 인수지침을 강화 하면서, 경쟁사들도 빠르게 인수지침을 강화하고 있다. 하지만 시차가 있기 때문에 12~1월에는 타사 로의 매출 쓸림 현상이 일부 발생한 것으로 알려지고 있다.

도표 1. 12월 메리츠화재부터 유사암 가입한도 축소

변경된 유사암 가입한도 (2019.12.16 부터 적용)

회사명	롯데손해보험	메리츠화재	삼성화재	한화손해	현대해상
종합보험	3,000	1,000	4,000	3,000	1,000
간편보험	1,000	1,000	3,000	2,000	1,000
어린이보험	5,000	1,000	5,000	5,000	1,000

회사명	흥국화재	DB동부화재	MG새마을금고	KB손해보험	NI농협손해
종합보험	3,000	1,000	1,000	1,000	2,000
간편보험	2,000	1,000	1,000	1,000	2,000
어린이보험	5,000	1,000	2,000	1,000	3,000

도표 2. 1월에도 강화된 메리츠화재 인수지침

인수지침 변경안내
[참석서 필수 / 필수세요]

인수변경 적용일 : 2020년 1월 6일(월)

보험종류	구분	변경 내용
알파	스마트보험 (15세 ~)	Max 4,000원
	벡터스	~ 50세 미만 - 500만원 (51~55세 300만, 56~60세 200만, 61세 + 100만 동등)
M-Drive	운전자	300만 - 100만
	PM (12~18세 미만)	보험기간 종료 시 계약이탈 상해보험 / 간접인입 보험 가입 - 불가
L&M	어린이	계약 갱신 계약 300만원, 500만원
	쌍둥이보험	

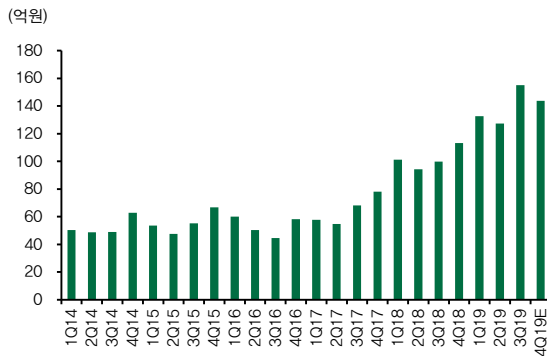
* 본 자료는 일반인 교육용 자료로 고객에게 제시, 교육용 목적으로 사용될 수 있습니다.

자료: GA업계 교육자료, DB금융투자

자료: GA업계 교육자료, DB금융투자

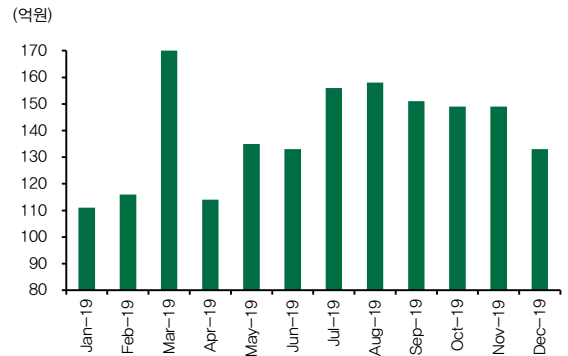
12월의 경우 월초에 유사암담보 축소가 이루어져 일부 절판효과가 발생해 메리츠화재의 인보험 신계약 실적은 130억원대 초반 수준이 추정된다. 하지만 1월 이후 추가적인 주요 담보 인수지침 강화가 이루어지고 있기 때문에 매출은 더욱 감소할 가능성이 있다. 보험전문 언론보도에 따르면 메리츠화재의 인보험 신계약 2020년 목표는 130억원대 초반으로 크게 감소하는 것으로 설정되었다고 한다.

도표 3. 메리츠화재 월평균 인보험 신계약 추이



자료: 메리츠화재 추정은 DB금융투자

도표 4. 메리츠화재 2019년 인보험 신계약 추이



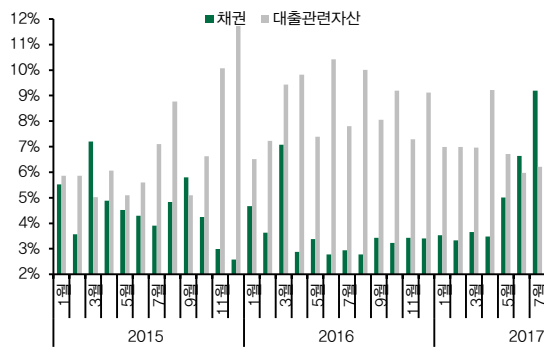
자료: 보험자널, 12월 실적은 DB금융투자 추정치

매각이익 실현, 한계 수준

채권자산 수익률이 1Q19 5.0%, 2Q19 6.6%, 3Q19 9.2%로 높아졌는데 대부분 매도가능채권 매각이익 실현 때문으로 추정된다. 9월말 매도가능채권 기타포괄손익이 7,309억원에 달하기 때문에 언뜻보면 앞으로도 상당기간 매각이익 실현이 가능할 것으로 추정할 수 있다. 하지만 이미 한계점에 다다라 향후 추가적 매각이익 실현은 어려울 것으로 전망한다.

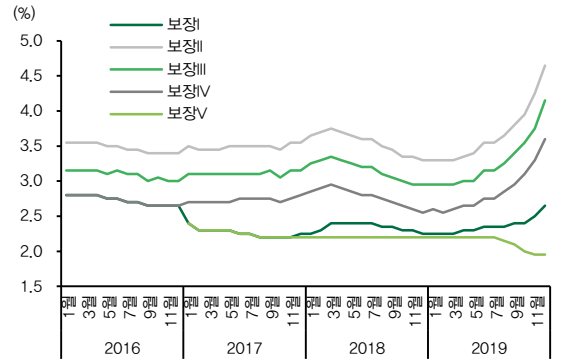
첫째, 9월말 이후 국고 10년물이 20bp 이상 반등해 매도가능채권 기타포괄손익은 크게 감소했을 것이다. 둘째, 공시이율 보장II가 3월 3.3%에서 12월 4.65%까지 상승한 것을 보면, 과거 상대적으로 높은 금리인 부채에 매칭된 채권까지 매각하는 상황에 이른 것으로 추정된다. 채권자산의 경우 주로 장기보험 부채 매칭용으로 사용되는데, 해당 채권을 매각해 운용수익률이 높아지면 공시이율도 따라서 높아지기 때문이다.

도표 5. 메리츠화재 고정수익자산 수익률 추이



자료: 메리츠화재, DB금융투자

도표 6. 메리츠화재 보장공시이율 추이



자료: 메리츠화재, DB금융투자

희망적 기대와는 상당한 차이를 보일 실적

메리츠화재에 대해 긍정적으로 전망하던 투자자들은, 신계약 매출이 감소하면 사업비 부담이 감소해 실적이 급격하게 개선될 것이라는 기대를 품고 있었다. 신계약이 감소하면서 사업비율은 안정화되었지만, 매각이익이 급격히 감소하는 가운데 장기위험손해율이 안정되지 않고 있어 기대했던 것과 달리 이익수준은 높아지기 어려울 것으로 예상된다.

정책당국의 압박으로 신실손보험료가 큰 폭으로 인하되어 곧 손해를 100%를 넘어설 것으로 예상되는 점도 부담이다. 메리츠화재가 신실손보험 판매에 적극적이었기 때문이다. 일반적으로 신실손보험 비중이 12~13% 내외로 추정되는데, 메리츠화재의 경우 이미 20%에 육박한 것으로 추정된다. 손보주에 대한 전망의 부정적 선회로 인한 밸류에이션 타겟 하향 및 실적전망 하향에 따라 목표주가를 17,000원으로 하향하며, 투자 의견 Hold를 유지한다. 자세한 분기실적 전망은 손보주 Preview 자료에서 언급할 예정이다.

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
개별기준					
원수보험료	6,403	7,080	7,989	8,672	9,147
경과보험료	5,997	6,734	7,688	8,354	8,816
보유보험료	6,055	6,741	7,597	8,251	8,719
발생손해액	2,238	2,625	3,100	3,271	3,479
순사업비	1,387	1,791	2,368	2,329	2,399
한금	1,159	1,228	1,254	1,362	1,501
보험료적립금증가액	1,423	1,481	1,699	1,945	1,853
보험영업이익	-214	-396	-739	-557	-420
투자영업이익	714	762	1,134	891	764
총영업이익	500	366	395	334	344
세전계속사업이익	473	349	372	308	324
계속사업법인세비용	118	89	101	84	88
당기순이익	355	260	271	224	236
연결기준					
세전계속사업이익	513	315	405	328	344
당기순이익	60	235	256	224	236
지배지분당기순이익	60	234	255	224	236
증감률(%YoY)					
원수보험료	6.9	10.6	12.8	8.5	5.5
경과보험료	5.8	12.3	14.2	8.7	5.5
EPS	6316.7	282.1	9.2	-12.2	5.3
운용자산	10.0	14.0	13.0	7.0	6.8

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
개별기준					
운용자산	15,967	18,206	20,576	22,013	23,508
현금 및 예치금	380	418	1,235	1,321	1,411
유가증권	10,009	11,699	11,590	12,424	13,291
당기손익인식증권	430	2,863	3,443	3,443	3,443
매도가능증권	9,574	8,830	8,142	8,975	9,843
만기보유증권	0	0	0	0	0
대출채권	4,785	5,724	7,407	7,925	8,463
부동산	793	364	344	344	344
비운용자산	2,125	2,228	3,067	3,467	3,735
특별계정자산	0	0	30	70	110
자산총계	18,092	20,433	23,672	25,550	27,353
책임준비금	15,447	17,021	18,784	20,649	22,430
후순위채	285	385	885	699	513
기타부채	859	1,137	1,987	1,816	1,645
부채총계	16,306	18,158	20,801	22,535	24,185
자본금	55	57	57	57	57
자본총계	1,787	2,276	2,871	3,015	3,168
연결기준					
자산총계	18,152	20,479	22,232	24,252	26,194
부채총계	16,373	18,196	19,353	21,229	23,018
외부주주지분	6	7	8	8	8
지배주주지분총계	1,779	2,283	2,880	3,023	3,176

주요지표

12월 결산(십억원, %)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
보종별 원수보험료					
장기	5,098	5,798	6,809	7,502	7,951
자동차	807	784	657	630	636
일반	498	498	523	541	560
장기 월납신계약	82	122	172	166	155
손해율(%)					
장기	80.4	79.3	78.8	78.8	77.6
자동차	80.9	78.9	78.4	80.5	79.1
일반	78.2	83.1	87.4	87.2	86.6
장기 위험손해율	63.0	67.8	69.4	68.2	68.0
일반	85.6	85.3	91.1	93.0	94.5
사업비율(%)	23.1	26.6	30.8	27.9	27.2
합산비율(%)	103.6	105.9	109.6	106.7	104.8
운용자산이익률(%)	4.7	4.4	5.8	4.2	3.4

주요투자지표

12월 결산원, %, 배	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS(12개월 환산)	547	2,090	2,281	2,003	2,109
BPS	16,361	20,341	25,668	26,950	28,318
DPS	1,140	820	850	710	730
밸류에이션(배)					
PER	43.0	10.5	7.8	8.6	8.1
PBR	1.4	1.1	0.7	0.6	0.6
수익성(%)					
ROA (12개월 환산)	0.3	1.2	1.2	1.0	0.9
ROE (12개월 환산)	6.7	11.5	9.9	7.6	7.6
배당지표(%)					
배당성향	35.1	35.3	35.1	35.4	34.6
배당수익률	4.9	3.8	4.8	4.1	4.3

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 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 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 투자이전 비율 (2020-01-02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 매도(0.0%)

- 기업 투자이전은 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 투자이전은 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 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/07/06	Buy	27,700	-13.7	-0.7					
18/04/03	Hold	22,000	-12.1	-4.1					
18/11/05	Buy	23,800	-11.1	-5.0					
19/01/07	Buy	27,200	-16.0	-5.9					
19/06/27	Hold	21,000	-10.4	-1.4					
20/01/06	Hold	17,000	-	-					

주: *표는 담당자 변경; *표는 담당자 변경