

2018/05/15

메리츠화재(000060)

예상을 초과하는 성장으로 순이익에는 부담 발생

■ 투자의견 Buy, 목표주가 26,000원 유지

- 메리츠화재에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 26,000원을 유지
- 투자의견을 Buy로 유지하는 이유는 2018년 순이익 증가 흐름이 중단되었지만 1) 2016년 이후 신계약 고성장의 결과가 2019년에는 일정부분 확인 가능할 것이고 2) 비용이 수반되고 있지만 대형사와의 경쟁을 통해 신계약 성장을 유지하고 있기 때문임
- 1분기 순이익은 우리 전망치 및 컨센서스를 하회하였음. 과거에는 성장 과정에서 발생한 비용의 대부분은 투자부문을 통해 상쇄하였지만 이번 분기에는 신계약 판매가 우리의 예상치를 상회하면서 사업비율 상승 부담이 크게 확대되어 투자부문에서 충분히 상쇄하지 못하였기 때문으로 판단됨
- 우리는 동사의 성장 중심의 전략이 2018년을 정점으로 안정화될 것으로 생각한다. 현재의 RBC 비율은 충분한 상황이지만 비용이 확대된 상황에서 높은 성장을 지속할 경우 RBC에 부담이 발생할 수 밖에 없기 때문임. 처분이익을 통해 순이익은 일정 부분 방어가 가능하겠지만 처분이익이 자본을 증가시키지는 않기 때문임
- 성장이 안정화되면 2019년에는 계속보험료 유입효과가 보험영업이익으로 연결되어 이익의 규모 및 질이 개선될 수 있을 것으로 판단됨
- 목표주가 26,000원은 2018년 예상 BPS 17,977원에 Target multiple 1.4배를 적용하여 산출하였음

■ 2018년 1분기 순이익 631억원, 전년동기대비 28.9% 감소

- 1분기 순이익은 우리 예상치 및 컨센서스를 9.0% 하회하였음
- 순이익이 전년동기대비 감소한 이유는 신계약 고성장에 따른 사업비 부담 때문임. 1분기 사업비율은 25.9%로 전년동기대비 4.2%p(장기 5.5%p) 상승하였음. 인담보 신계약 판매가 전년동기대비 75.4% 증가하였기 때문임
- 1분기 투자수익률은 5.0%로 처분 및 평가이익 263억원이 반영되었음. 높은 투자수익률임에도 불구하고 사업비 부담을 일부만 상쇄하였음
- 자동차보험 손해율은 전년동기대비 1.5%p 상승하며 양호한 수준을 시현하였고 일반보험 손해율은 3.3%p 상승하였지만 60.8%로 절대수준은 우수하였다고 판단됨

은행/증권/보험 강승권

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

은행/증권/보험 최영수

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

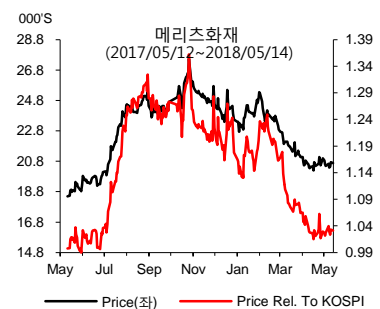
Buy (Maintain)

| | |
|----------------|---------|
| 목표주가(12M) | 26,000원 |
| 종가(2018/05/14) | 20,650원 |

Stock Indicator

| | |
|------------|----------------|
| 자본금 | 55십억원 |
| 발행주식수 | 11,034만주 |
| 시가총액 | 2,278십억원 |
| 외국인지분율 | 19.8% |
| 배당금(2017) | 1,140원 |
| EPS(2018E) | 3,106원 |
| BPS(2018E) | 17,977원 |
| ROE(2018E) | 18.2% |
| 52주 주가 | 18,450~27,500원 |
| 60일평균거래량 | 158,066주 |
| 60일평균거래대금 | 3.4십억원 |

Price Trend



(단위: 십억원, %)

| | 1Q17 | 4Q17 | 1Q18 | | | | 2Q18 (F) | | |
|--------|-------|-------|-------|-------|-----|-------|----------|-------|------|
| | | | 확정치 | YoY | QoQ | 컨센서스 | 당사추정 | YoY | QoQ |
| 경과보험료 | 1,444 | 1,555 | 1,596 | 10.6 | 2.7 | 1,543 | 1,595 | 7.8 | -0.1 |
| 영업이익 | 125 | 90 | 94 | -24.4 | 5.1 | 98 | 131 | -17.2 | 38.6 |
| 별도 순이익 | 89 | 58 | 63 | -28.9 | 8.2 | 70 | 93 | -19.2 | 46.9 |

자료, fnguide, 메리츠화재, 하이투자증권 리서치센터

메리츠화재 세부 실적

(단위: 십억원, %, %p)

| | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | YoY | QoQ |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 원수보험료 | 1,553 | 1,609 | 1,597 | 1,644 | 1,700 | 9.4 | 3.4 |
| 보유보험료 | 1,464 | 1,515 | 1,519 | 1,558 | 1,613 | 10.2 | 3.5 |
| 경과보험료 | 1,444 | 1,480 | 1,518 | 1,555 | 1,596 | 10.6 | 2.7 |
| 발생손해액 | 1,179 | 1,185 | 1,226 | 1,234 | 1,288 | 9.2 | 4.3 |
| 순사업비 | 314 | 313 | 347 | 413 | 413 | 31.7 | 0.2 |
| 요약손익 | | | | | | | |
| 보험영업이익 | -49 | -18 | -54 | -92 | -105 | N/A | N/A |
| 투자영업이익 | 174 | 176 | 183 | 182 | 199 | 14.3 | 9.7 |
| 총영업이익 | 125 | 158 | 128 | 90 | 94 | -24.4 | 5.1 |
| 영업외손익 | -7 | -7 | -5 | -8 | -7 | N/A | N/A |
| 세전이익 | 117 | 151 | 123 | 82 | 87 | -25.6 | 6.4 |
| 당기순이익 | 89 | 115 | 93 | 58 | 63 | -28.9 | 8.2 |
| 일반 | 127 | 135 | 106 | 131 | 133 | 4.4 | 1.7 |
| 원수보험료 (성장지표) | | | | | | | |
| 자동차 | 190 | 218 | 205 | 195 | 198 | 4.1 | 1.5 |
| 장기 | 1,236 | 1,255 | 1,287 | 1,319 | 1,370 | 10.8 | 3.8 |
| 장기위험 | 398 | 415 | 432 | 446 | 471 | 18.2 | 5.7 |
| 보험영업 (수익지표) | | | | | | | |
| 손해율 | 81.7 | 80.1 | 80.7 | 79.4 | 80.7 | -1.0 | 1.3 |
| 사업비율 | 21.7 | 21.2 | 22.8 | 26.5 | 25.9 | 4.2 | -0.6 |
| 합산비율 | 103.4 | 101.2 | 103.6 | 105.9 | 106.6 | 3.1 | 0.7 |
| 보종별 손해율 (수익지표) | | | | | | | |
| 일반 | 57.5 | 64.2 | 61.9 | 66.3 | 60.8 | 3.3 | -5.5 |
| 자동차 | 77.3 | 75.0 | 78.5 | 81.5 | 78.8 | 1.5 | -2.7 |
| 장기 | 83.4 | 81.6 | 82.0 | 79.7 | 81.9 | -1.4 | 2.2 |
| 장기위험 | 90.1 | 83.4 | 87.4 | 82.5 | 90.2 | 0.1 | 7.7 |
| 보종별 사업비율 (수익지표) | | | | | | | |
| 일반 | 22.4 | 17.9 | 21.6 | 22.8 | 20.2 | -2.2 | -2.6 |
| 자동차 | 25.3 | 24.1 | 20.0 | 22.1 | 22.0 | -3.4 | -0.1 |
| 장기 | 21.2 | 20.9 | 23.3 | 27.4 | 26.7 | 5.5 | -0.7 |
| 운용자산 | 14,679 | 15,331 | 15,680 | 15,967 | 16,139 | 9.9 | 1.1 |
| 투자부문 | | | | | | | |
| 투자수익률 | 4.8 | 4.7 | 4.7 | 4.6 | 5.0 | 0.2 | 0.4 |
| 평가/처분이익 | 25 | 3 | 12 | 15 | 26 | 5.8 | 73.4 |
| 투자지표 | | | | | | | |
| ROE | 22.1 | 27.6 | 21.2 | 13.1 | 15.0 | -7.1 | 1.9 |
| 자기자본 | 1,571 | 1,748 | 1,770 | 1,787 | 1,570 | 0.0 | -12.1 |
| 신계약(월납환산) | 19 | 18 | 22 | 24 | 31 | 68.6 | 28.7 |
| 신계약 | | | | | | | |
| 보장성 | 18 | 17 | 21 | 24 | 31 | 73.1 | 28.8 |
| 인담보 | 17 | 16 | 20 | 23 | 30 | 75.4 | 29.4 |

자료: 메리츠화재, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표(별도) | (단위:십억원) | | | | |
|------------|----------|--------|--------|--------|--------|
| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
| 운용자산 | 14,510 | 15,967 | 17,429 | 18,643 | 19,759 |
| 현금 및 예금 | 220 | 380 | 321 | 343 | 364 |
| 유가증권 | 8,905 | 10,009 | 10,817 | 11,570 | 12,263 |
| 당기손익증권 | 682 | 430 | 2,876 | 3,076 | 3,260 |
| 매도가능증권 | 8,218 | 9,574 | 7,846 | 8,399 | 8,907 |
| 만기보유증권 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업투자주식 | 5 | 5 | 95 | 95 | 95 |
| 대출채권 | 4,584 | 4,785 | 5,438 | 5,817 | 6,165 |
| 부동산 | 800 | 793 | 853 | 913 | 967 |
| 비운용자산 | 1,934 | 2,125 | 2,320 | 2,478 | 2,622 |
| 특별계정자산 | 0 | 0 | 0 | 4 | 8 |
| 별도자산총계 | 16,444 | 18,092 | 19,749 | 21,124 | 22,389 |
| 책임준비금 | 13,831 | 15,447 | 16,830 | 17,874 | 18,809 |
| 지급준비금 | 960 | 1,079 | 1,168 | 1,204 | 1,252 |
| 보험료적립금 | 12,195 | 13,619 | 14,856 | 15,772 | 16,546 |
| 미경과보험료 적립금 | 589 | 659 | 706 | 760 | 814 |
| 기타준비금 | 87 | 89 | 100 | 138 | 197 |
| 기타부채 | 974 | 859 | 935 | 993 | 1,045 |
| 특별계정부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 별도부채총계 | 14,805 | 16,306 | 17,765 | 18,867 | 19,855 |
| 자본금 | 55 | 55 | 55 | 55 | 55 |
| 자본잉여금 | 437 | 437 | 437 | 437 | 437 |
| 이익잉여금 | 847 | 1,109 | 1,306 | 1,579 | 1,857 |
| 자본조정 | -13 | -19 | -19 | -19 | -19 |
| 기타포괄손익누계 | 314 | 204 | 204 | 204 | 204 |
| 별도자본총계 | 1,640 | 1,787 | 1,984 | 2,257 | 2,534 |

| 손익계산서(별도) | (단위:십억원) | | | | |
|-----------|----------|-------|-------|-------|-------|
| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
| 원수보험료 | 5,990 | 6,403 | 6,775 | 7,002 | 7,286 |
| 일반 | 440 | 498 | 523 | 549 | 577 |
| 자동차 | 751 | 807 | 798 | 804 | 824 |
| 장기 | 4,799 | 5,098 | 5,454 | 5,649 | 5,886 |
| 경과보험료 | 5,666 | 5,997 | 6,366 | 6,581 | 6,848 |
| 일반 | 223 | 252 | 276 | 293 | 308 |
| 자동차 | 708 | 733 | 742 | 747 | 767 |
| 장기 | 4,736 | 5,011 | 5,348 | 5,540 | 5,773 |
| 경과손해액 | 4,698 | 4,824 | 5,151 | 5,367 | 5,614 |
| 보험금 | 1,882 | 2,017 | 2,187 | 2,265 | 2,280 |
| 환급금/연금/배당 | 1,157 | 1,159 | 1,347 | 1,462 | 1,544 |
| 준비금 증가액 | 1,634 | 1,632 | 1,507 | 1,530 | 1,680 |
| 손해조사비 | 103 | 109 | 110 | 110 | 110 |
| 순사업비 | 1,195 | 1,387 | 1,527 | 1,454 | 1,498 |
| 일반 | 58 | 53 | 54 | 49 | 43 |
| 자동차 | 160 | 167 | 164 | 164 | 168 |
| 장기 | 976 | 1,166 | 1,309 | 1,241 | 1,287 |
| 보험영업이익 | -227 | -214 | -312 | -240 | -265 |
| 투자영업이익 | 596 | 714 | 774 | 788 | 849 |
| 총영업이익 | 369 | 500 | 462 | 548 | 584 |
| 영업외손익 | -32 | -27 | -28 | -28 | -28 |
| 법인세차감전순이익 | 337 | 473 | 434 | 520 | 556 |
| 법인세 | 80 | 118 | 113 | 133 | 143 |
| 세율 | 23.7 | 24.9 | 25.9 | 25.6 | 25.7 |
| 별도당기순이익 | 258 | 355 | 322 | 387 | 413 |

주: 손해율, 사업비율, 합산비율은 경과보험료 기준

| 성장성지표(별도) | (단위:%) | | | | |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
| 원수보험료 | 5.9 | 6.9 | 5.8 | 3.3 | 4.1 |
| 일반 | 8.0 | 13.2 | 5.0 | 5.0 | 5.0 |
| 자동차 | 1.0 | 7.5 | -1.2 | 0.7 | 2.5 |
| 장기 | 6.5 | 6.2 | 7.0 | 3.6 | 4.2 |
| 장기위험 | 16.8 | 15.8 | 17.1 | 12.0 | 11.0 |
| 경과보험료 | 6.4 | 5.8 | 6.2 | 3.4 | 4.1 |
| 투자영업이익 | 0.7 | 19.9 | 8.3 | 1.7 | 7.7 |
| 총영업이익 | 44.7 | 35.5 | -7.6 | 18.5 | 6.6 |
| 별도당기순이익 | 50.5 | 37.7 | -9.5 | 20.3 | 6.8 |
| 운용자산 | 14.7 | 10.0 | 9.2 | 7.0 | 6.0 |
| 책임준비금 | 13.1 | 11.7 | 9.0 | 6.2 | 5.2 |
| 별도자본총계 | 11.5 | 9.0 | 11.0 | 13.8 | 12.3 |

| 수익성 지표(별도) | (단위:%) | | | | |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
| 손해율 | 82.9 | 80.4 | 80.9 | 81.6 | 82.0 |
| 일반 | 68.7 | 62.8 | 63.7 | 64.8 | 65.2 |
| 자동차 | 84.1 | 78.2 | 79.8 | 81.4 | 81.3 |
| 장기 | 83.4 | 81.7 | 82.0 | 82.5 | 83.0 |
| 장기위험 | 88.3 | 85.8 | 85.0 | 84.4 | 84.3 |
| 사업비율 | 21.1 | 23.1 | 24.0 | 22.1 | 21.9 |
| 합산비율 | 104.0 | 103.6 | 104.9 | 103.6 | 103.9 |
| 투자수익률 | 4.4 | 4.7 | 4.6 | 4.4 | 4.4 |

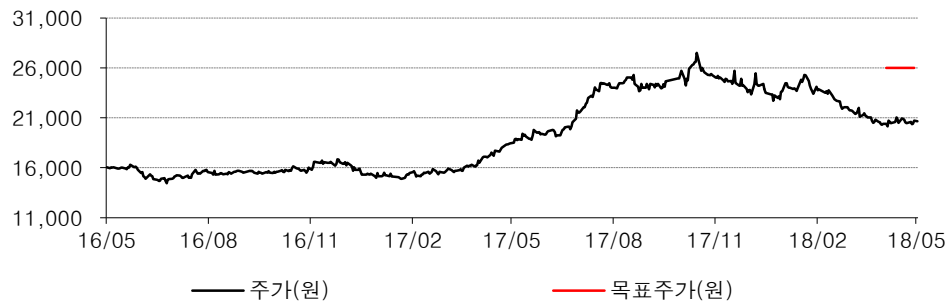
| 재무제표(연결) | (단위:십억원) | | | | |
|------------|----------|--------|--------|--------|--------|
| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
| 연결 자산총계 | 16,574 | 18,152 | 19,809 | 21,184 | 22,449 |
| 연결부채총계 | 14,935 | 16,373 | 17,833 | 18,935 | 19,923 |
| 지배기업소유지분 | 1,633 | 1,773 | 1,976 | 2,249 | 2,527 |
| 비지배지분 | 6 | 6 | 11 | 15 | 19 |
| 연결자본총계 | 1,639 | 1,779 | 1,976 | 2,249 | 2,527 |
| 법인세차감전 순이익 | 311 | 513 | 461 | 546 | 556 |
| 법인세 | 73 | 128 | 119 | 140 | 143 |
| 세율 | 23.6 | 25.0 | 25.9 | 25.5 | 25.7 |
| 연결순이익 | 237 | 385 | 341 | 407 | 413 |
| 지배주주지분순이익 | 236 | 384 | 341 | 407 | 413 |
| 비지배지분순이익 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |

| 투자지표(별도) | (단위: 십억원, 배, %) | | | | |
|----------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
| ROE | 16.6 | 20.7 | 17.1 | 18.2 | 17.2 |
| ROA | 1.7 | 2.1 | 1.7 | 1.9 | 1.9 |
| EPS(원) | 2,345 | 3,231 | 2,924 | 3,519 | 3,758 |
| BPS(원) | 14,914 | 16,254 | 18,046 | 20,528 | 23,052 |

| 투자지표(연결) | (단위: 십억원, 배, %) | | | | |
|----------------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
| ROE | 15.2 | 22.5 | 18.2 | 19.3 | 17.3 |
| ROA | 1.5 | 2.2 | 1.8 | 2.0 | 1.9 |
| EPS(원) | 2,151 | 3,492 | 3,106 | 3,701 | 3,758 |
| BPS(원) | 14,851 | 16,130 | 17,977 | 20,459 | 22,983 |
| DPS(원) | 830 | 1,140 | 1,050 | 1,250 | 1,350 |
| P/E | 7.4 | 6.7 | 6.6 | 5.6 | 5.5 |
| P/B | 1.1 | 1.5 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| 배당수익률 | 5.2 | 4.9 | 5.1 | 6.1 | 6.5 |
| RBC | 188 | 190 | 180 | 186 | 194 |
| 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 강승건)

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 분쟁발생시 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 % | - |