



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 중단되겠지만 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%) 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

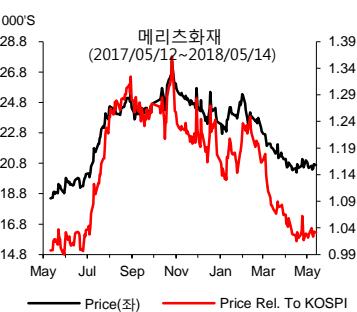
Buy(Maintain)

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

Stock Indicator

자본금	55십 억원
발행주식수	11,034만주
시가총액	2,278십 억원
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	3.4십 억원

Price Trend



									(단위: 십억원, %)
	1Q17	4Q17	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

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	YoY	QoQ	(단위: 십억원, %, %p)
요약순익	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	
	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	
	영업외순익	-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	
원수보험료 (성장지표)	일반	127	135	106	131	133	4.4	1.7	
	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	
보증별 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	
보증별 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	
투자부문	운용자산	14,679	15,331	15,680	15,967	16,139	9.9	1.1	
	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	신계약(월납환산)	19	18	22	24	31	68.6	28.7	
	보장성	18	17	21	24	31	73.1	28.8	
	인담보	17	16	20	23	30	75.4	29.4	

자료: 메리츠화재, 하이투자증권

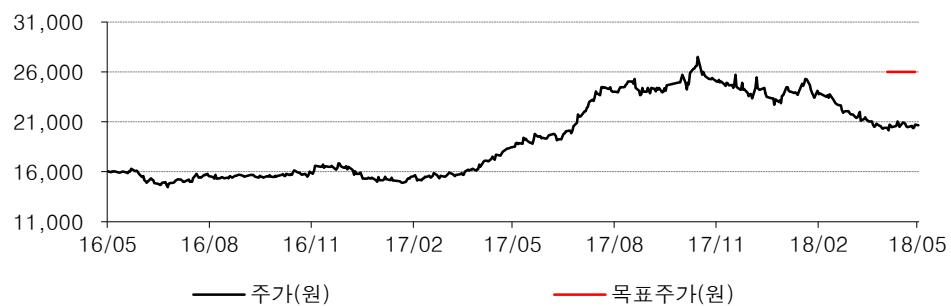
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표(별도)						성장성지표(별도)					
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
운용자산	14,510	15,967	17,429	18,643	19,759	원수보험료	5.9	6.9	5.8	3.3	4.1
현금 및 예금	220	380	321	343	364	일반	8.0	13.2	5.0	5.0	5.0
유가증권	8,905	10,009	10,817	11,570	12,263	자동차	1.0	7.5	-1.2	0.7	2.5
당기순익증권	682	430	2,876	3,076	3,260	장기	6.5	6.2	7.0	3.6	4.2
매도가능증권	8,218	9,574	7,846	8,399	8,907	장기위험	16.8	15.8	17.1	12.0	11.0
만기보유증권	0	0	0	0	0	경과보험료	6.4	5.8	6.2	3.4	4.1
관계기업투자주식	5	5	95	95	95	투자영업이익	0.7	19.9	8.3	1.7	7.7
대출채권	4,584	4,785	5,438	5,817	6,165	총영업이익	44.7	35.5	-7.6	18.5	6.6
부동산	800	793	853	913	967	별도당기순이익	50.5	37.7	-9.5	20.3	6.8
비운용자산	1,934	2,125	2,320	2,478	2,622	운용자산	14.7	10.0	9.2	7.0	6.0
특별계정자산	0	0	0	4	8	책임준비금	13.1	11.7	9.0	6.2	5.2
별도자산총계	16,444	18,092	19,749	21,124	22,389	별도자본총계	11.5	9.0	11.0	13.8	12.3
책임준비금	13,831	15,447	16,830	17,874	18,809	수익성 지표(별도)					
지급준비금	960	1,079	1,168	1,204	1,252	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
보험료적립금	12,195	13,619	14,856	15,772	16,546	손해율	82.9	80.4	80.9	81.6	82.0
미경과보험료 적립금	589	659	706	760	814	일반	68.7	62.8	63.7	64.8	65.2
기타준비금	87	89	100	138	197	자동차	84.1	78.2	79.8	81.4	81.3
기타부채	974	859	935	993	1,045	장기	83.4	81.7	82.0	82.5	83.0
특별계정부채	0	0	0	0	0	장기위험	88.3	85.8	85.0	84.4	84.3
별도부채총계	14,805	16,306	17,765	18,867	19,855	사업비율	21.1	23.1	24.0	22.1	21.9
자본금	55	55	55	55	55	합산비율	104.0	103.6	104.9	103.6	103.9
자본잉여금	437	437	437	437	437	투자수익률	4.4	4.7	4.6	4.4	4.4
이익잉여금	847	1,109	1,306	1,579	1,857	재무제표(연결)					
자본조정	-13	-19	-19	-19	-19	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
기타포괄손익누계	314	204	204	204	204	연결자산총계	16,574	18,152	19,809	21,184	22,449
별도자본총계	1,640	1,787	1,984	2,257	2,534	연결부채총계	14,935	16,373	17,833	18,935	19,923
손익계산서(별도)						지배기업소유지분	1,633	1,773	1,976	2,249	2,527
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	비지배지분	6	6	11	15	19
원수보험료	5,990	6,403	6,775	7,002	7,286	연결자본총계	1,639	1,779	1,976	2,249	2,527
일반	440	498	523	549	577	법인세차감전 순이익	311	513	461	546	556
자동차	751	807	798	804	824	법인세	73	128	119	140	143
장기	4,799	5,098	5,454	5,649	5,886	세율	23.6	25.0	25.9	25.5	25.7
경과보험료	5,666	5,997	6,366	6,581	6,848	연결순이익	237	385	341	407	413
일반	223	252	276	293	308	지배주주지분순이익	236	384	341	407	413
자동차	708	733	742	747	767	비지배지분순이익	1	1	0	0	0
장기	4,736	5,011	5,348	5,540	5,773	투자지표(별도)					
경과손해액	4,698	4,824	5,151	5,367	5,614	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
보험금	1,882	2,017	2,187	2,265	2,280	ROE	16.6	20.7	17.1	18.2	17.2
환급금/연금/배당	1,157	1,159	1,347	1,462	1,544	ROA	1.7	2.1	1.7	1.9	1.9
준비금 증가액	1,634	1,632	1,507	1,530	1,680	EPS(원)	2,345	3,231	2,924	3,519	3,758
순해조사비	103	109	110	110	110	BPS(원)	14,914	16,254	18,046	20,528	23,052
순사업비	1,195	1,387	1,527	1,454	1,498	투자지표(연결)					
일반	58	53	54	49	43	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
자동차	160	167	164	164	168	ROE	15.2	22.5	18.2	19.3	17.3
장기	976	1,166	1,309	1,241	1,287	ROA	1.5	2.2	1.8	2.0	1.9
보험영업이익	-227	-214	-312	-240	-265	EPS(원)	2,151	3,492	3,106	3,701	3,758
투자영업이익	596	714	774	788	849	BPS(원)	14,851	16,130	17,977	20,459	22,983
총영업이익	369	500	462	548	584	DPS(원)	830	1,140	1,050	1,250	1,350
영업외손익	-32	-27	-28	-28	-28	P/E	7.4	6.7	6.6	5.6	5.5
법인세차감전순이익	337	473	434	520	556	P/B	1.1	1.5	1.1	1.0	0.9
법인세	80	118	113	133	143	배당수익률	5.2	4.9	5.1	6.1	6.5
세율	23.7	24.9	25.9	25.6	25.7	RBC	188	190	180	186	194
별도당기순이익	258	355	322	387	413	Embedded Value	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a

주: 손해율, 사업비율, 합산비율은 경과보험료 기준

자료: 메리츠화재, 하이투자증권

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(메리츠화재)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리를 평균주가대비 최고(최저)주가대비	
				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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 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 돋기 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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -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 %	-