



## Marketperform (Maintain)

목표주가: 23,000원(하향)

주가(5/16): 20,200원

시가총액: 22,288억원

## 보험/증권

Analyst 김태현

02) 3787-4904

thkim@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI(5/16)		2,459.82pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	27,500원	18,750원
등락률	-26.55%	7.73%
수익률	절대	상대
1M	-1.0%	-1.1%
6M	-19.0%	-16.6%
1Y	7.2%	0.0%

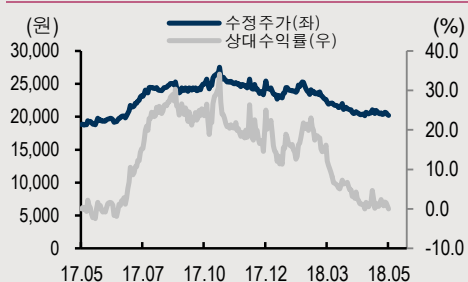
## Company Data

발행주식수	110,338천주
일평균 거래량(3M)	158천주
외국인 지분율	19.64%
배당수익률(18E)	4.5%
BPS(18E)	18,105원
주요 주주	메리츠금융지주 외 9인
	자사주
	1.63%

## 투자지표

(십억원, IFRS 별도)	2016	2017	2018E	2019E
원수보험료	5,990	6,403	6,729	6,930
보험영업이익	-227	-219	-351	-354
투자영업이익	596	714	766	793
영업이익	369	496	415	439
세전이익	338	476	417	465
순이익	258	361	314	353
EPS(원)	2,396	3,296	2,860	3,216
증감률(%YoY)	44.7	37.5	-13.2	12.4
PER(배)	6.7	7.1	7.1	6.3
BPS(원)	15,239	16,300	18,105	20,406
PBR(배)	1.0	1.4	1.1	1.0
합산비율(%)	104.0	103.6	104.7	105.4
운용수익률(%)	4.4	4.7	4.6	4.4
ROE(%)	16.6	21.1	16.6	16.7

## Price Trend



## 실적 Review

## 메리츠화재 (000060)

## 사업비율 악화 vs 높아진 투자수익률



메리츠화재의 1분기 순이익은 631억원으로 시장 컨센서스를 10% 하회했습니다. 사업비율 악화를 5%의 투자수익률로 막아낸 실적입니다. 동사에 대한 목표주가를 소폭 하향합니다.

## &gt;&gt;&gt; 1분기 순이익 631억원으로 시장 컨센서스 10% 하회

메리츠화재의 1분기 당기순이익은 631억원(-28.9%YoY, -2.1%QoQ)으로 시장 컨센서스를 10% 하회했다. 원수보험료는 1조 7,001억원으로 전년동기대비 9.4% 성장했다.

동사의 실적 부진 주요인은 사업비율 상승이다.

1분기 사업비율은 25.9%로 전년동기비 4.2%p 상승했다. GA채널을 활용해 적극적으로 수수료 및 시책 정책을 활용한 결과로, 치열한 업계 경쟁을 촉발하는 계기가 됐다.

보장성인보험 신계약은 304억원으로 75%YoY 증가했다. 업계 1위인 삼성화재가 344억원임을 감안 시 인보험 신계약은 가파르다. 현재 업계 5위인 동사가 업계 2~3위로 도약하기 위한 노력으로 보여진다.

신계약 급증에 따른 손익 부담을 투자수익률로 만회하고 있다. 동사의 1분기 투자수익률은 5.0%로 여전히 업계 평균 대비 1.5%p 이상 높은 수준을 유지하고 있다. 투자수익률이 높았으나, 중기적으로 지속 가능한 수익률은 아니다.

## &gt;&gt;&gt;악화된 사업비율을 투자수익률 상승으로 막아낸 이익

동사에 대한 투자 의견 Marketperform을 유지하고 목표주가를 23,000원으로 하향한다. Cost of Equity 상향 때문이다. 18E BPS 18,105원에 Target PBR 1.3배를 적용했다.

작년부터 GA를 통해 매출 확대를 추구했던 동사는 업계내 경쟁이 격화되면서 사업비 측면에서 부담요인으로 작용하고 있다. 계열사인 메리츠증권의 구조화 금융 및 인수금융 딜에 적극적으로 참여해 투자수익률로 순이익을 방어하고 있으나, Risk 대비 Return을 감안하면 현재 사업구조가 매력적인 구간에 있진 않다.

다만, 높은 배당성향과 순이익 극대화 전략은 주가의 하방경직성을 제공해 줄 수 있다.

## 메리츠화재 1분기 실적 Review (단위: 십억원, %, %p)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	%YoY	%QoQ	컨센서스
원수보험료	1,553	1,609	1,597	1,644	1,700	9.4	3.4	
경과보험료	1,444	1,480	1,518	1,555	1,596	10.6	2.7	
발생손해액	1,179	1,185	1,226	1,239	1,288	9.2	4.0	
손사업비	314	313	347	413	413	31.7	0.2	
보험영업이익	-49	-18	-54	-96	-105	112.1	8.8	
투자영업이익	174	176	183	182	199	14.3	9.7	
영업이익	125	158	128	85	94	-24.4	10.7	
세전이익	117	151	123	85	87	-25.6	2.4	
당기순이익	89	115	93	64	63	-28.9	-2.1	70.1
합산비율(%)	103.4	101.2	103.6	105.9	106.6	3.2	0.7	
손해율	81.7	80.1	80.7	79.4	80.7	-1.0	1.3	
장기	83.4	81.6	82.0	79.7	81.9	-1.5	2.2	
장기위험	90.1	83.4	87.4	81.7	90.2	0.1	8.5	
자동차	77.3	75.0	78.5	81.5	78.8	1.5	-2.7	
일반	57.5	64.2	61.9	66.3	60.8	3.3	-5.5	
사업비율	21.7	21.2	22.8	26.5	25.9	4.2	-0.6	
운용자산이익률(%)	4.8	4.7	4.7	4.6	5.0	0.2	0.4	
ROE (%)	22.1	27.6	21.2	13.1	15.0	-7.1	1.9	

자료: 메리츠화재, 키움증권

## 메리츠화재 분기별 실적 추이 (단위: 십억원, %, %p)

	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	FY17	FY18E	FY19E
원수보험료	1,484	1,536	1,553	1,609	1,597	1,644	1,700	1,690	6,403	6,729	6,930
영업이익	118	55	125	158	128	85	94	140	496	415	439
당기순이익	82	36	89	115	93	64	63	107	361	314	353
합산비율(%)	105.3	103.4	101.2	103.6	105.9	106.6	105.3	102.8	103.6	104.7	105.4
투자수익률(%)	4.6	3.6	4.8	4.7	4.7	4.6	5.0	4.3	4.7	4.6	4.4
ROE(%)	16.1	7.7	22.1	27.6	21.2	13.1	15.0	24.3	103.6	104.7	105.4

자료: 메리츠화재, 키움증권

## 메리츠화재 분기별 실적 상세 내역 (단위: 십억원%, %p)

	2016년				2017년				2018년		%YoY	%QoQ	2017.1-3	2018.1-3	%YoY
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q					
손익 계산서	원수보험료	1,468.9	1,500.6	1,484.5	1,535.9	1,553.4	1,608.5	1,597.3	1,644.1	1,700.1	9.4%	3.4%	1,553.4	1,700.1	9.4%
	경과보험료	1,391.5	1,413.7	1,423.5	1,437.4	1,443.7	1,479.7	1,518.4	1,554.9	1,596.2	10.6%	2.7%	1,443.7	1,596.2	10.6%
	발생손해액	1,170.1	1,161.7	1,171.7	1,194.5	1,179.2	1,184.5	1,225.8	1,234.1	1,287.7	9.2%	4.3%	1,179.2	1,287.7	9.2%
	사업비	289.1	289.1	297.6	318.8	314.0	313.3	346.9	412.7	413.5	31.7%	0.2%	314.0	413.5	31.7%
	보험영업이익	-67.7	-37.1	-45.7	-76.0	-49.5	-18.2	-54.4	-91.9	-104.9			-49.5	-104.9	
	투자영업이익	153.3	147.4	163.7	131.5	174.1	176.1	182.6	181.6	199.1	14.3%	9.7%	174.1	199.1	14.3%
	총영업이익	85.6	110.3	118.0	55.5	124.7	157.9	128.2	89.7	94.2	-24.4%	5.1%	124.7	94.2	-24.4%
	세전이익	79.1	102.8	108.4	47.4	117.2	151.0	122.9	81.9	87.2	-25.6%	6.4%	117.2	87.2	-25.6%
	순이익	61.6	78.1	82.2	36.0	88.8	114.7	93.4	58.3	63.1	-28.9%	8.2%	88.8	63.1	-28.9%
	ROE	16.6	17.9	16.1	7.7	22.1	27.6	21.2	13.1	15.0	(7.1)	1.9	16.6	15.0	(1.6)
재무 상태표	총자산	15,046	16,043	16,470	16,444	16,640	17,324	17,639	18,092	18,208	9.4%	0.6%	16,640	18,208	9.4%
	자기자본	1,492	1,999	2,078	1,640	1,571	1,748	1,770	1,787	1,570	0.0%	-12.1%	1,571	1,570	0.0%
	부채	13,553	14,044	14,393	14,805	15,070	15,576	15,869	16,306	16,638	10.4%	2.0%	15,070	16,638	10.4%
	총자산/자기자본(%)	1,008	803	793	1,003	1,060	991	996	1,013	1,160	100.1	147.1	1,059.5	1,159.6	100.1
매출	원수보험료	1,469	1,501	1,484	1,536	1,553	1,609	1,597	1,644	1,700	9.4%	3.4%	1,553	1,700	9.4%
	장기	1,182	1,196	1,203	1,219	1,236	1,255	1,287	1,319	1,370	10.8%	3.8%	1,236	1,370	10.8%
	자동차	181	191	182	198	190	218	205	195	198	4.1%	1.5%	190	198	4.1%
	일반	106	114	100	120	127	135	106	131	133	4.4%	1.7%	127	133	4.4%
	경과보험료	1,392	1,414	1,424	1,437	1,444	1,480	1,518	1,555	1,596	10.6%	2.7%	1,444	1,596	10.6%
	장기	1,168	1,181	1,187	1,201	1,218	1,235	1,265	1,294	1,341	10.1%	3.6%	1,218	1,341	10.1%
	자동차	175	177	179	178	173	180	188	192	189	9.3%	-1.8%	173	189	9.3%
	일반	49	56	58	59	53	64	65	69	67	24.5%	-3.4%	53	67	24.5%
	장기신계약	20.4	16.9	14.5	18.8	18.6	17.6	21.5	24.4	31.4	68.6%	28.7%	19	31	68.6%
	보장성	18.8	15.8	14.0	18.2	17.9	17.1	21.1	24.0	31.0	73.1%	28.8%	17.9	31.0	73.1%
	인보험	18.0	15.1	13.3	17.5	17.3	16.4	20.4	23.5	30.4	75.4%	29.4%	17.3	30.4	75.4%
	재물보험	0.7	0.7	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	3.9%	3.1%	0.6	0.6	3.9%
	저축성	1.6	1.2	0.5	0.7	0.7	0.4	0.4	0.3	0.4	-45.0%	20.7%	0.7	0.4	-45.0%
	보장성비중(%)	92.2	93.1	96.5	96.5	96.2	97.5	98.2	98.7	98.8	2.6	0.1	96.2	98.8	2.6
	인보험비중(%)	88.6	89.1	92.3	92.9	93.0	93.5	94.9	96.3	96.8	3.8	0.6	93.0	96.8	3.8
유지율	13월차	81.0	80.1	83.3	80.0	80.3	79.0	83.7	83.2	83.8	3.5	0.6	80.3	83.8	3.5
	25월차	63.4	82.5	64.4	64.4	69.7	69.1	73.4	68.6	69.3	(0.4)	0.7	69.7	69.3	-0.4
효율 (%)	합산비율	104.9	102.6	103.2	105.3	103.4	101.2	103.6	105.9	106.6	3.2	0.7	104.9	106.6	1.7
	손해율	84.1	82.2	82.3	83.1	81.7	80.1	80.7	79.4	80.7	(1.0)	1.3	84.1	80.7	(3.4)
	장기보험	84.3	83.1	83.1	83.1	83.4	81.6	82.0	79.7	81.9	(1.5)	2.2	84.3	81.9	(2.4)
	장기위험	90.8	86.6	87.8	87.9	90.1	83.4	87.4	81.7	90.2	0.1	8.5	90.8	90.2	(0.6)
	자동차보험	85.8	82.2	81.3	87.1	77.3	75.0	78.5	81.5	78.8	1.5	(2.7)	85.8	78.8	(7.0)
	일반보험	71.8	62.2	68.9	72.1	57.5	64.2	61.9	66.3	60.8	3.3	(5.5)	71.8	60.8	(11.0)
	사업비율	20.8	20.4	20.9	22.2	21.7	21.2	22.8	26.5	25.9	4.2	(0.6)	20.8	25.9	5.1
투자	운용자산	13,088	14,100	14,464	14,510	14,679	15,331	15,680	15,967	16,139	9.9%	1.1%	14,679	16,139	9.9%
	현예금 및 예치금	457	365	251	220	223	309	387	380	297	33.1%	-21.7%	223	297	33.1%
	주식	137	132	112	100	106	108	109	112	195	83.3%	73.7%	106	195	83.3%
	채권	3,902	4,285	4,550	4,353	4,746	5,022	5,317	5,582	5,661	19.3%	1.4%	4,746	5,661	19.3%
	수익증권	1,233	1,558	1,624	1,890	1,476	1,564	1,252	1,451	1,441	-2.3%	-0.6%	1,476	1,441	-2.3%
	외화유가증권	2,348	2,322	2,389	2,563	2,543	2,762	2,951	2,864	2,719	6.9%	-5.1%	2,543	2,719	6.9%
	대출채권	4,203	4,632	4,737	4,584	4,786	4,771	4,868	4,785	5,035	5.2%	5.2%	4,786	5,035	5.2%
	부동산	808	805	803	800	798	796	795	793	790	-1.0%	-0.3%	798	790	-1.0%
	비중(%)														
	현예금 및 예치금	3.5	2.6	1.7	1.5	1.5	2.0	2.5	2.4	1.8	0.3	(0.5)	1.5	1.8	0.3
	주식	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	1.2	0.5	0.5	0.7	1.2	0.5
	채권	29.8	30.4	31.5	30.0	32.3	32.8	33.9	35.0	35.1	2.7	0.1	32.3	35.1	2.7
	수익증권	9.4	11.1	11.2	13.0	10.1	10.2	8.0	9.1	8.9	(1.1)	(0.2)	10.1	8.9	(1.1)
	외화유가증권	17.9	16.5	16.5	17.7	17.3	18.0	18.8	17.9	16.8	(0.5)	(1.1)	17.3	16.8	(0.5)
	대출채권	32.1	32.9	32.7	31.6	32.6	31.1	31.0	30.0	31.2	(1.4)	1.2	32.6	31.2	(1.4)
	부동산	6.2	5.7	5.6	5.5	5.4	5.2	5.1	5.0	4.9	(0.5)	(0.1)	5.4	4.9	(0.5)
	투자수익	153	147	164	131	174	176	183	182	199	14.3%	9.7%	174	199	14.3%
	투자수익률(%)	4.8	4.3	4.6	3.6	4.8	4.7	4.7	4.6	5.0	0.2	0.4	4.8	5.0	0.2
	공시이율(%)														
	보장성	2.80	2.75	2.65	2.65	2.30	2.25	2.20	2.20	2.20	(0.1)	0.0	2.30	2.20	(0.1)
	저축성	2.80	2.75	2.65	2.65	2.40	2.25	2.20	2.20	2.20	(0.2)	0.0	2.40	2.20	(0.2)
	연금	2.70	2.60	2.45	2.40	2.30	2.25	2.20	2.20	2.35	0.1	0.2	2.30	2.35	0.1

주: 위험손해율은 K-GAAP원수기준, 유지율은 1개월 평균 기준, 3월 공시이율: 보장성 2.20%, 저축성 2.20%, 연금 2.35%, 자료: 메리츠화재, 키움증권

## 손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	5,990	6,403	6,729	6,930	7,115
장기보험	4,799	5,098	5,353	5,544	5,688
자동차보험	751	807	827	847	865
일반보험	440	498	518	540	562
보유보험료	5,680	6,055	6,377	6,562	6,734
경과보험료	5,666	5,997	6,331	6,522	6,694
발생손해액	4,698	4,828	5,145	5,318	5,507
장기보험	3,951	4,093	4,324	4,483	4,632
자동차보험	595	573	624	638	660
일반보험	148	158	170	196	216
순사업비	1,195	1,387	1,538	1,558	1,595
보험영업이익	-227	-219	-351	-354	-408
투자영업이익	596	714	766	793	858
총영업이익	369	496	415	439	450
세전이익	338	476	417	465	476
법인세비용	80	115	104	112	115
당기순이익	258	361	314	353	361

## 대차대조표

(단위: 십억원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	16,444	18,092	19,675	21,319	23,139
운용자산	14,510	15,967	17,395	18,843	20,370
현예금및예치금	220	380	392	423	458
유가증권	8,905	10,009	10,783	11,662	12,605
주식	12	8	10	11	12
채권	4,353	5,582	5,926	6,398	6,914
수익증권	1,890	1,451	1,586	1,713	1,849
기타	2,651	2,968	3,262	3,541	3,830
대출	4,584	4,785	5,338	5,800	6,271
부동산	800	793	883	959	1,036
비운용자산	1,934	2,125	2,279	2,476	2,769
특별계정자산	-	-	-	-	-
부채총계	14,805	16,306	17,690	19,082	20,541
책임준비금	13,831	15,447	16,822	18,216	19,683
장기저축성보험료적립금	12,195	13,619	14,956	16,348	17,762
지급준비금	960	1,079	1,119	1,117	1,169
미경과보험료적립금	589	659	665	665	666
기타부채	974	859	868	867	858
특별계정부채	-	-	-	-	-
자본총계	1,640	1,787	1,985	2,237	2,598
자본금	55	55	55	55	55
자본잉여금	437	437	437	437	437
이익잉여금	847	1,109	1,307	1,559	1,921

## 투자지표

(단위: %)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
원수보험료	5.9	6.9	5.1	3.0	2.7
장기보험	6.5	6.2	5.0	3.6	2.6
자동차보험	1.0	7.5	2.5	2.4	2.2
일반보험	8.0	13.2	4.1	4.1	4.1
경과보험료	6.4	5.8	5.6	3.0	2.6
영업이익	43.9	34.3	-16.2	5.7	2.5
당기순이익	50.5	40.1	-13.2	12.4	2.4
운용자산	14.7	10.0	8.9	8.3	8.1
자본총계	11.5	9.0	11.1	12.7	16.1
매출구성(%)					
장기보험	80.1	79.6	79.6	80.0	79.9
자동차보험	12.5	12.6	12.3	12.2	12.2
일반보험	7.3	7.8	7.7	7.8	7.9
수익성과효율성(%)					
손해율	82.9	80.5	81.3	81.5	82.3
장기보험	83.5	81.8	82.7	82.3	82.9
자동차보험	84.1	78.2	81.8	81.4	82.3
일반보험	66.4	62.8	61.2	67.3	70.9
사업비율	21.1	23.1	23.5	23.9	23.8
합산비율	104.0	103.6	104.7	105.4	106.1
운용자산이익률	4.4	4.7	4.6	4.4	4.4

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Valuation지표					
EPS	2,396	3,296	2,860	3,216	3,293
EPSGrowth(%)	44.7	37.5	-13.2	12.4	2.4
BPS	15,239	16,300	18,105	20,406	23,699
PER	6.7	7.1	7.1	6.3	6.2
PBR	1.0	1.4	1.1	1.0	0.9
ROA	1.7	2.1	1.7	1.7	1.6
ROE	16.6	21.1	16.6	16.7	14.9
DPS	830	1,055	915	1,029	1,054
배당성향	35.3	32.0	32.0	32.0	32.0
배당수익률	5.2	4.5	4.5	5.1	5.2
재무건전성지표					
보유보험료/자기자본	3.5	3.4	3.2	2.9	2.6
총자산/자기자본	10.0	10.1	9.9	9.5	8.9
보험계약준비금/보유보험료	2.1	2.2	2.3	2.5	2.6

## Compliance Notice

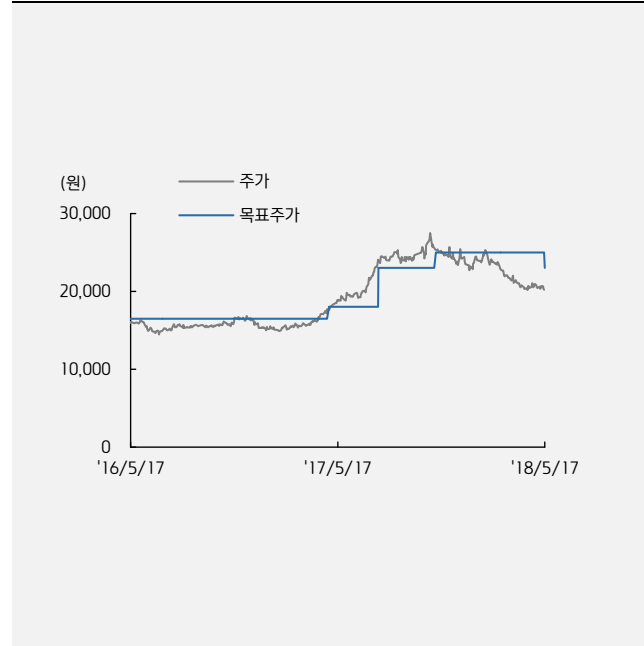
- 당사는 5월 16일 현재 '메리츠화재(000060)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
메리츠화재 (000060)	2016-05-27	Marketperform(Maintain)	16,500원	6개월	-3.33	-3.03
	2016-06-01	Marketperform(Maintain)	16,500원	6개월	-6.01	-1.21
	2016-07-01	Marketperform(Maintain)	16,500원	6개월	-7.15	-1.21
	2016-07-19	Marketperform(Maintain)	16,500원	6개월	-7.41	-1.21
	2016-07-29	Marketperform(Maintain)	16,500원	6개월	-7.00	-1.21
	2016-09-01	Marketperform(Maintain)	16,500원	6개월	-6.71	-1.21
	2016-10-04	Marketperform(Maintain)	16,500원	6개월	-6.60	-1.21
	2016-10-19	Marketperform(Maintain)	16,500원	6개월	-6.48	-1.21
	2016-10-28	Marketperform(Maintain)	16,500원	6개월	-5.80	1.21
	2016-11-23	Marketperform(Maintain)	16,500원	6개월	0.19	1.21
	2016-12-01	Marketperform(Maintain)	16,500원	6개월	-1.64	2.12
	2017-01-02	Marketperform(Maintain)	16,500원	6개월	-3.24	2.12
	2017-01-17	Marketperform(Maintain)	16,500원	6개월	-5.16	2.12
	2017-03-02	Marketperform(Maintain)	16,500원	6개월	-5.07	2.12
	2017-04-03	Marketperform(Maintain)	16,500원	6개월	-3.79	7.27
	2017-05-02	Marketperform(Maintain)	18,000원	6개월	3.24	7.78
	2017-05-30	Marketperform(Maintain)	18,000원	6개월	10.38	33.61
	2017-07-28	Marketperform(Maintain)	23,000원	6개월	6.13	10.00
	2017-09-01	Marketperform(Maintain)	23,000원	6개월	7.62	19.57
	2017-11-06	Marketperform(Maintain)	25,000원	6개월	-2.12	2.80
	2018-01-02	Marketperform(Maintain)	25,000원	6개월	-7.76	2.80
	2018-05-17	Marketperform(Maintain)	23,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%