



2018/08/13

메리츠화재(000060)

전년대비 투자수익률의 하락으로 이익 감소

■ 투자의견 Hold유지, 목표주가 21,500원으로 하향

- 메리츠화재에 대한 투자의견을 Hold로 유지하고 목표주가를 21,500원으로 6.5% 하향함
- 목표주가를 하향하는 이유는 하반기 투자수익률 전망 하향을 통해 2018년 별도기준 순이익 전망치를 2,530억원으로 14.0% 하향하였기 때문임. 목표주가 21,500원은 2018년 예상 BPS 15,994원에 Target multiple 1.3배를 적용하여 산출하였음
- 동사의 2분기 이익은 전년동기대비 39.9% 감소하였음. 합산비율이 2.9%p 상승한 영향도 있지만 투자수익률이 54bp 하락한 부분도 큰 영향을 주었음. 특히 동사의 고성장 전략이 진행되는 가운데 발생하는 비용 부담을 과거에는 높은 투자수익률로 상쇄하였다는 점을 감안할 때 투자수익률의 하락은 순이익에 큰 영향을 미칠 수 밖에 없기 때문임
- 우리는 3분기와 4분기의 동사의 투자수익률 전망치를 기준의 4.8%, 4.7%에서 4.3%, 4.5%로 하향하였음. 이를 반영하여 동사의 DPS를 770원으로 하향하였으며 전일 종가 기준 예상 배당수익률은 4.0%임

■ 2018년 2분기 순이익 689억원, 전년동기대비 39.9% 감소

- 2분기 순이익은 우리의 예상치를 소폭 상회하였지만 경쟁사대비 큰 폭의 이익 감소를 시현하였음
- 인 담보 신계약은 1분기대비 소폭 감소하였지만 전년동기대비로는 72.4% 고성장을 지속하였지만 시책부담 및 신계약비 추가상각 부담으로 인하여 사업비율이 전년동기대비 4.8%p 상승하였음.
- 반면 1분기 높은 비용 부담을 상쇄하였던 5.0%의 투자수익률이 2분기에는 4.2% 수준으로 하락하며 비용 부담이 순이익에 반영되었음
- 반면 손해율은 1.9%p 하락하였음. 장기 위험손해율 0.4%p 및 장기보험 손해율 2.6%p 개선으로 자동차 및 일반보험 손해율 상승을 방어하였기 때문임
- 손해율 측면에서는 동사는 매우 우수한 성과를 시현하고 있다고 평가함

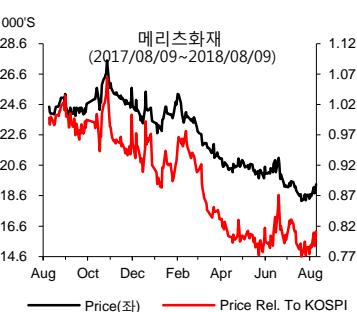
Hold (Maintain)

목표주가(12M)	21,500원
종가(2018/08/10)	19,100원

Stock Indicator

자본금	55십 억원
발행주식수	11,368만주
시가총액	2,200십 억원
외국인지분율	17.7%
배당금(2017)	1,140원
EPS(2018E)	2,375원
BPS(2018E)	15,994원
ROE(2018E)	14.9%
52주 주가	18,250~27,500원
60일평균거래량	148,299주
60일평균거래대금	2.9십 억원

Price Trend



(단위: 십억원, %)									
	2Q17	1Q18	2Q18				3Q18 (F)		
			확정치	YoY	QoQ	컨센서스	당사추정	YoY	QoQ
경과보험료	1,480	1,596	1,666	12.6	4.4	1,588	1,588	4.6	-4.7
영업이익	158	94	101	-35.9	7.4	108	92	-28.8	-9.7
별도 순이익	115	63	69	-39.9	9.2	71	63	-32.3	-8.2

자료, fnGuide, 메리츠화재, 하이투자증권 리서치센터

메리츠화재 세부 실적

(단위: 십억원, %, %p)									
	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	YoY	QoQ		
요약순익	원수보험료	1,609	1,597	1,644	1,700	1,748	8.7	2.8	
	보유보험료	1,515	1,519	1,558	1,613	1,668	10.1	3.4	
	경과보험료	1,480	1,518	1,555	1,596	1,666	12.6	4.4	
	발생손해액	1,185	1,226	1,234	1,288	1,303	10.0	1.2	
	순사업비	313	347	413	413	433	38.1	4.7	
	보험영업이익	-18	-54	-92	-105	-69	N/A	N/A	
	투자영업이익	176	183	182	199	171	-2.8	-14.0	
	총영업이익	158	128	90	94	102	-35.5	8.2	
	영업외손익	-7	-5	-8	-7	-7	N/A	N/A	
	세전이익	151	123	82	87	95	-37.0	9.2	
원수보험료 (성장지표)	당기순이익	115	93	58	63	69	-39.9	9.2	
	일반	135	106	131	133	118	-12.6	-11.2	
	자동차	218	205	195	198	205	-5.9	4.0	
	장기	1,255	1,287	1,319	1,370	1,424	13.5	4.0	
	장기위험	415	432	446	471	496	19.5	5.2	
보험영업 (수익지표)	손해율	80.1	80.7	79.4	80.7	78.2	-1.9	-2.5	
	사업비율	21.2	22.8	26.5	25.9	26.0	4.8	0.1	
	합산비율	101.2	103.6	105.9	106.6	104.2	2.9	-2.4	
보증별 손해율 (수익지표)	일반	64.2	61.9	66.3	60.8	67.9	3.7	7.1	
	자동차	75.0	78.5	81.5	78.8	76.0	1.0	-2.8	
	장기	81.6	82.0	79.7	81.9	79.1	-2.6	-2.9	
	장기위험	83.4	87.4	82.5	90.2	83.1	-0.4	-7.1	
보증별 사업비율 (수익지표)	일반	17.9	21.6	22.8	20.2	19.1	1.2	-1.1	
	자동차	24.1	20.0	22.1	22.0	18.8	-5.3	-3.2	
	장기	20.9	23.3	27.4	26.7	27.4	6.4	0.6	
투자부문	운용자산	15,331	15,680	15,967	16,139	16,828	9.8	4.3	
	투자수익률	4.7	4.7	4.6	5.0	4.2	-0.5	-0.8	
	평가/처분이익	3	12	15	26	13	394.3	-48.9	
투자지표	ROE	27.6	21.2	13.1	15.0	17.1	-10.6	2.0	
	자기자본	1,748	1,770	1,787	1,570	1,661	-5.0	5.8	
신계약	신계약(월납환산)	18	22	24	31	29	66.7	-6.7	
	보장성	17	21	24	31	29	68.6	-6.9	
	인담보	16	20	23	30	28	72.4	-6.8	

자료: 메리츠화재, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표(별도)		(단위:십억원)				
		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
운용자산		14,510	15,967	17,373	18,274	19,134
현금 및 예금		220	380	213	224	234
유가증권		8,905	10,009	11,155	11,734	12,286
당기순익증권		682	430	3,125	3,287	3,442
매도가능증권		8,218	9,574	7,935	8,351	8,749
만기보유증권		0	0	0	0	0
관계기업투자주식		5	5	95	95	95
대출채권		4,584	4,785	5,192	5,461	5,718
부동산		800	793	813	855	896
비운용자산		1,934	2,125	2,118	2,224	2,325
특별계정자산		0	0	0	4	8
별도자산총계		16,444	18,092	19,491	20,502	21,467
책임준비금		13,831	15,447	16,777	17,542	18,267
지급준비금		960	1,079	1,218	1,243	1,293
보험료적립금		12,195	13,619	14,779	15,450	16,035
미경과보험료 적립금		589	659	685	720	756
기타준비금		87	89	96	129	182
기타부채		974	859	932	975	1,015
특별계정부채		0	0	0	0	0
별도부채총계		14,805	16,306	17,710	18,517	19,282
자본금		55	55	55	55	55
자본잉여금		437	437	437	437	437
이익잉여금		847	1,109	1,234	1,438	1,637
자본조정		-13	-19	-35	-35	-35
기타포괄손익누계		314	204	90	90	90
별도자본총계		1,640	1,787	1,782	1,985	2,185

손익계산서(별도)		(단위:십억원)				
		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료		5,990	6,403	6,818	6,982	7,265
일반		440	498	502	527	553
자동차		751	807	803	812	833
장기		4,799	5,098	5,513	5,643	5,879
경과보험료		5,666	5,997	6,445	6,599	6,866
일반		223	252	289	307	323
자동차		708	733	755	763	782
장기		4,736	5,011	5,401	5,529	5,761
경과손해액		4,698	4,824	5,172	5,334	5,558
보험금		1,882	2,017	2,220	2,323	2,327
환급금/연금/배당		1,157	1,159	1,292	1,445	1,506
준비금 증가액		1,634	1,632	1,599	1,453	1,611
손해조사비		103	109	115	114	113
순사업비		1,195	1,387	1,644	1,631	1,698
일반		58	53	64	74	84
자동차		160	167	150	151	154
장기		976	1,166	1,430	1,406	1,460
보험영업이익		-227	-214	-372	-367	-390
투자영업이익		596	714	744	787	826
총영업이익		369	500	372	420	436
영업외손익		-32	-27	-27	-27	-27
법인세차감전순이익		337	473	345	393	408
법인세		80	118	92	101	105
세율		23.7	24.9	26.6	25.6	25.7
별도당기순이익		258	355	253	292	303

주: 손해율, 사업비율, 합산비율은 경과보험료 기준

성장성지표(별도)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	5.9	6.9	6.5	2.4	4.1
일반	8.0	13.2	0.7	5.0	5.0
자동차	1.0	7.5	-0.5	1.1	2.5
장기	6.5	62	8.1	2.3	4.2
장기위험	16.8	15.8	18.0	12.0	11.0
경과보험료	6.4	5.8	7.5	2.4	4.0
투자영업이익	0.7	19.9	4.1	5.8	5.0
총영업이익	44.7	35.5	-25.6	12.9	3.7
별도당기순이익	50.5	37.7	-28.8	15.5	3.8
운용자산	14.7	10.0	8.8	5.2	4.7
책임준비금	13.1	11.7	8.6	4.6	4.1
별도자본총계	11.5	9.0	-0.3	11.4	10.1

수익성 지표(별도)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
손해율	82.9	80.4	80.3	80.8	80.9
일반	68.7	62.8	65.2	66.1	66.5
자동차	84.1	78.2	79.5	81.1	81.0
장기	83.4	81.7	81.2	81.6	81.7
장기위험	88.3	85.8	85.4	84.7	84.6
사업비율	21.1	23.1	25.5	24.7	24.7
합산비율	104.0	103.6	105.8	105.6	105.7
투자수익률	4.4	4.7	4.5	4.4	4.4

재무제표(연결)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
연결 자산총계	16,574	18,152	19,525	20,536	21,500
연결부채총계	14,935	16,373	17,736	18,543	19,308
지배기업소유지분	1,633	1,773	1,789	1,993	2,192
비자지분지분	6	6	0	0	0
연결자본총계	1,639	1,779	1,789	1,993	2,192
법인세차감전 순이익	311	513	361	419	408
법인세	73	128	95	107	105
세율	23.6	25.0	26.4	25.5	25.7
연결순이익	237	385	266	312	303
지배주주지분순이익	236	384	266	312	303
비자지분순이익	1	1	0	0	0

투자지표(별도)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	16.6	20.7	14.2	15.5	14.5
ROA	1.7	2.1	1.3	1.5	1.4
EPS(원)	2,352	3,252	2,261	2,611	2,711
BPS(원)	14,957	16,361	15,926	17,744	19,528
(단위: 십억원, 배, %)					
ROE	15.2	22.5	14.9	16.5	14.5
ROA	1.5	2.2	1.4	1.6	1.4
EPS(원)	2,157	3,515	2,375	2,790	2,711
BPS(원)	14,893	16,237	15,994	17,812	19,595
DPS(원)	830	1,140	770	900	920
P/E	7.4	6.7	8.1	6.9	7.1
P/B	1.1	1.4	1.2	1.1	1.0
배당수익률	5.2	4.9	4.0	4.7	4.8
RBC	188	190	164	169	173
Embeid 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: 매리츠화재, 하이투자증권

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(메리츠화재)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018-04-16(담당자변경)	Buy	26,000	1년	-21.4%	-18.8%
2018-06-21	Hold	23,000	1년	-17.5%	-13.0%
2018-08-13	Hold	21,500	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-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 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 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-