

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

## Company Data

자본금	55 십억원
발행주식수	11,034 만주
자사주	112 만주
액면가	500 원
시가총액	2,747 십억원
주요주주	
메리츠금융지주(외12)	52.36%
외국인지분율	20.05%
배당수익률	5.42%

## Stock Data

주가(17/10/16)	24,900 원
KOSPI	2,480.1 pt
52주 Beta	0.50
52주 최고가	25,700 원
52주 최저가	14,900 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

## 주가 및 상대수익률



메리츠화재 (000060/KS | 중립(유지) | T.P 25,000 원(상향))

이익 추정치 상향 조정에도 주가의 상승여력은 제한적이라고 판단

메리츠화재의 3Q17 순이익은 862 억원 (+4.8% YoY)으로 시장 컨센서스를 9.6% 상회할 전망. 기존의 우려요인이었던 신계약 부진 및 공격적인 운용성향은 일부 개선되고 있는 것으로 판단하며, 수익성 전망 상향에 따라 동사의 연간 순이익 추정치를 2017년 및 2018년 각각 7.0%, 13.5% 상향 조정함. 메리츠화재의 목표주가를 25,000 원으로 상향하나, 추가적인 상승여력은 제한적이라는 판단에 따라 투자의견 HOLD를 유지함

## 3Q17 순이익 862 억원 (+4.8% YoY) 기록할 전망

메리츠화재의 3Q17 순이익은 862 억원 (+4.8% YoY, -24.8% QoQ)으로 시장 컨센서스를 9.6% 상회할 전망이다. 주요 손보사 중 가장 높은 자동차손해율 개선 (-4.3%p YoY)과 4.7%의 견조한 투자수익률을 유지하는 것이 기존 전망을 상회하는 주된 요인이다. 동사의 3Q17 경과손해율은 81.5% (-0.8%p YoY)로 하락할 것으로 예상되나 사업비율은 대리점수수료 및 초과상각비의 증가에 따라 22.6%로 1.7%p YoY 상승할 것으로 예상된다. 3Q17 투자수익률은 4.7% (+0.1%p YoY)로 채권 규모 확대로 인한 이자수익 증가와 회계기준 변경에 따른 충당금 환입 등에 따라 상승할 전망이다.

## 2017년 연간 순이익 추정치 7.0% 상향 조정

메리츠화재에 대한 우려요인이었던 조직개편 이후의 신계약 부진과 공격적인 운용 성향이 일부 개선되고 있는 것으로 판단된다. 동사의 보장성 인보험 신계약은 지난 5월 이후 월 6 억원 수준으로 증가했으며, 연초 이후 적극적으로 장기채권을 편입하고 있다. 보험영업 및 투자영업 수익성에 대한 추정치 상향으로 메리츠화재의 연간 순이익 추정치를 2017년 3,251 억원 (+36.6% YoY), 2018년 3,523 억원 (+0.0% YoY)으로 각각 7.0%, 13.5% 상향 조정하였다.

## 목표주가 25,000 원으로 상향 조정, 투자의견 HOLD 유지

실적 전망 상향으로 인한 기대 ROE 상승에 따라 메리츠화재의 목표주가를 25,000 원으로 상향하나, 현 주가대비 추가적인 상승여력은 제한적이라는 판단에 따라 투자의견은 중립으로 유지한다. 메리츠화재의 2017년 배당성향을 35.4%로 가정하며, 이때 기대 배당수익률은 4.6%로 배당 매력도가 높은 것으로 판단한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
경과보험료	십억원	4,931	5,325	5,666	5,972	6,235	6,438
YoY	%	4.8	8.0	6.4	5.4	4.4	3.3
보험손익	십억원	-243	-335	-227	-207	-230	-237
투자손익	십억원	426	592	596	701	730	771
합산비율	%	104.9	106.3	104.0	103.5	103.7	103.7
투자수익률	%	4.4	5.1	4.5	4.7	4.4	4.2
영업이익	십억원	183	257	369	494	501	534
YoY	%	-28.9	40.2	43.9	33.7	1.4	6.7
세전이익	십억원	152	225	338	464	465	498
순이익	십억원	113	171	258	352	352	378
YoY	%	-37.5	52.0	50.5	36.6	0.0	7.2
EPS	원	1,072	1,624	2,352	3,223	3,224	3,456
BPS	원	13,312	13,934	14,957	17,369	19,454	21,771
PER	배	11.6	9.9	6.5	7.7	7.7	7.2
PBR	배	0.9	1.2	1.0	1.4	1.3	1.1
ROE	%	9.3	11.9	16.6	19.9	17.5	16.8
배당수익률	%	3.1	3.5	5.4	4.6	4.6	4.9

## 메리츠화재의 목표주가 산출식

항목	메리츠화재	비고
자기자본비율 (%)	12.4	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.8	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.8	(c): 시장수익률-(b)
Beta ( $\beta$ )	1.1	(d): 메리츠화재의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	18.1	(e): 메리츠화재의 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.46	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율 %)	(10.0)	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	1.31	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	19,107	(j): 메리츠화재의 12개월 forward BPS
<b>목표주가 (원)</b>	<b>25,000</b>	(k): (i)*(j)
현주가 (10/13, 원)	24,900	
상승여력 (%)	0.4	

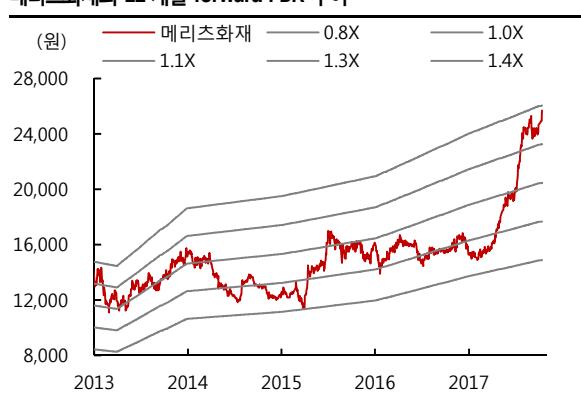
자료 SK 증권

## 메리츠화재 연간 이익 추정치 변경 내역

	수정 후		수정 전		Chg (% , %p)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
당기순이익 (십억원)	352	352	329	310	7.0	13.5
ROE (%)	3,223	3,224	3,012	2,841	7.0	13.5
EPS (원)	17,369	19,454	17,158	19,019	1.2	2.3
BPS (원)	19.9	17.5	18.7	15.7	1.2	1.8

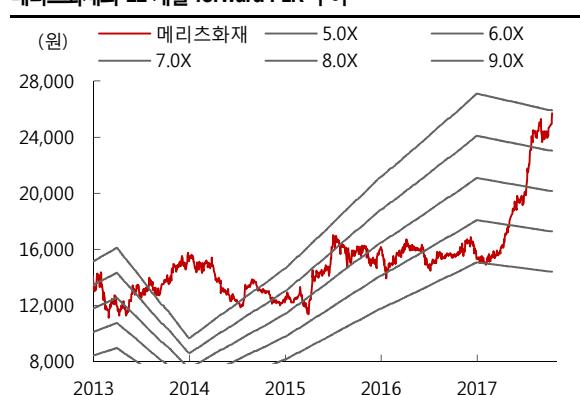
자료 SK 증권

## 메리츠화재의 12 개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

## 메리츠화재의 12 개월 forward PER 추이



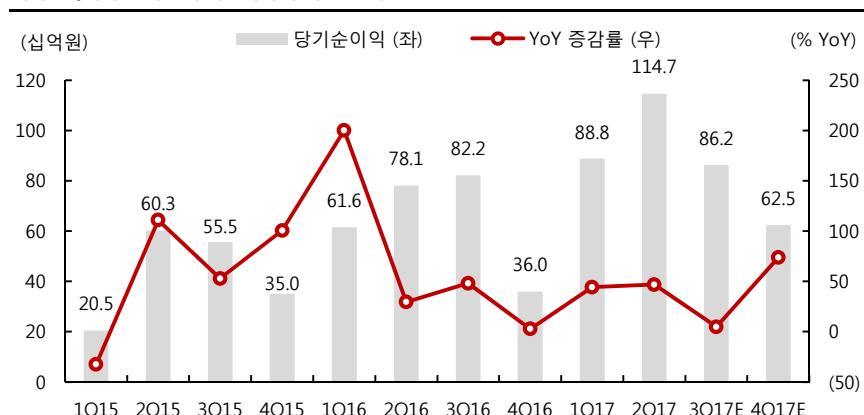
자료: SK 증권

## 메리츠화재 3Q17 실적 preview 및 시장 컨센서스 변동 추이

(단위: 십억원)	3Q17E	2Q17	QoQ (%)	3Q16	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(61.4)	(18.2)	적축	(45.7)	적축	n/a	n/a
투자영업이익	182.1	176.1	3.4	163.7	11.2	n/a	n/a
영업이익	120.7	157.9	(23.6)	118.0	2.3	104.7	15.3
당기순이익	86.2	114.7	(24.8)	82.2	4.8	78.6	9.6
(단위: %)	3Q17E	2Q17	QoQ (%p)	3Q16	YoY (%p)		
경과순매출	81.5	80.1	1.4	82.3	(0.8)		
일반	68.0	64.2	3.8	68.9	(0.9)		
자동차	77.0	75.0	2.0	81.3	(4.3)		
장기	82.8	81.6	1.2	83.1	(0.3)		
사업비율	22.6	21.2	1.4	20.9	1.7		
투자수익률	4.7	4.7	(0.0)	4.6	0.1		

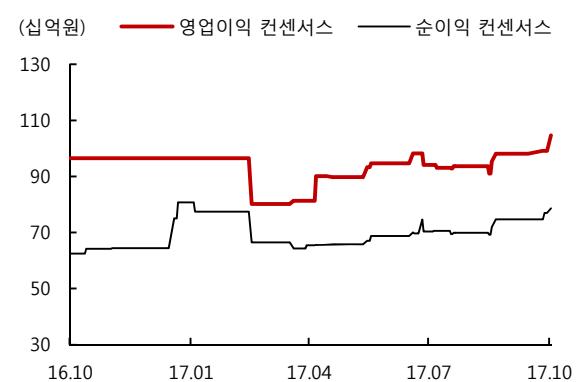
자료 FnGuide, SK 증권

## 메리츠화재의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



자료 메리츠화재, SK 증권

## 메리츠화재의 3Q17 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



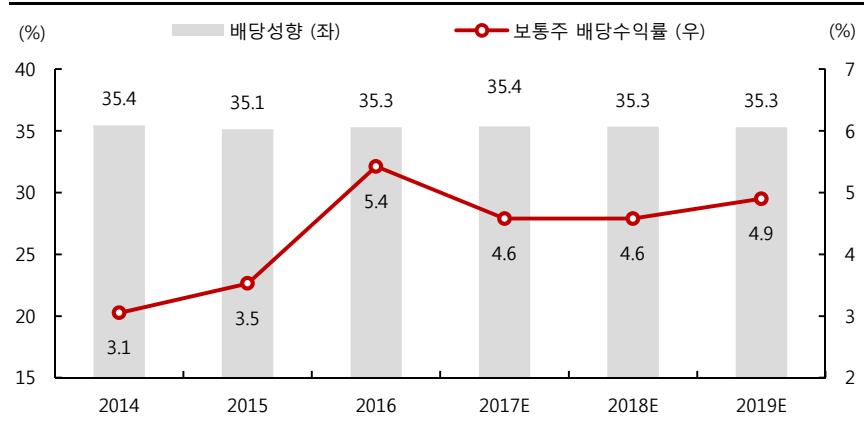
자료 FnGuide, SK 증권

## 메리츠화재의 2017년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화

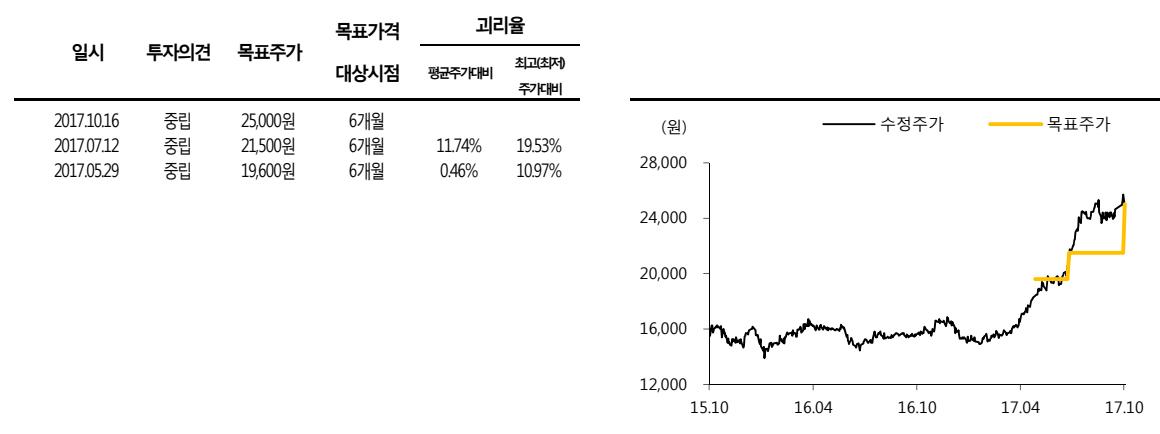


자료 FnGuide, SK 증권

## 메리츠화재의 배당지표 추이 및 전망



자료 WiseFn, SK 증권



### Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 10월 16일 기준)

매수	90.97%	중립	9.03%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	12,651	14,510	16,129	17,767	19,576
현금 및 예치금	461	220	259	280	342
유가증권	7,634	8,905	10,062	11,196	12,380
주식	146	100	110	117	125
채권	3,950	4,353	5,310	5,903	6,563
수익증권	1,437	1,890	1,606	1,751	1,926
외화유가증권	1,978	2,449	2,939	3,325	3,664
기타유가증권	123	114	97	99	102
대출채권	3,746	4,584	5,003	5,476	6,033
부동산	810	800	805	816	820
비운용자산	1,953	1,934	1,934	1,992	2,052
특별계정자산	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	<b>14,604</b>	<b>16,444</b>	<b>18,063</b>	<b>19,759</b>	<b>21,628</b>
책임준비금	12,233	13,831	15,490	17,137	18,812
지급준비금	849	960	1,027	1,120	1,221
보험료적립금	10,731	12,195	13,678	15,204	16,752
미경과보험료적립금	569	589	696	722	745
기타부채	900	974	676	498	438
특별계정부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	<b>13,133</b>	<b>14,805</b>	<b>16,166</b>	<b>17,635</b>	<b>19,251</b>
자본금	53	55	55	55	55
자본잉여금	369	437	437	437	437
이익잉여금	650	847	1,106	1,334	1,587
비상위험준비금	191	209	228	237	245
자본조정	-4	-13	-19	-19	-19
기타포괄손익누계	403	314	317	317	317
<b>자본총계</b>	<b>1,471</b>	<b>1,640</b>	<b>1,897</b>	<b>2,125</b>	<b>2,378</b>
<b>부채와자본총계</b>	<b>14,604</b>	<b>16,444</b>	<b>18,063</b>	<b>19,759</b>	<b>21,628</b>

## 성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	12.5	12.6	9.8	9.4	9.5
운용자산	15.1	14.7	11.2	10.2	10.2
부채	13.4	12.7	9.2	9.1	9.2
책임준비금	13.2	13.1	12.0	10.6	9.8
자본	5.1	11.5	15.7	12.0	11.9
경과보험료	8.0	6.4	5.4	4.4	3.3
일반	17.7	20.6	10.0	14	9.6
자동차	-0.8	3.5	5.1	4.9	3.0
장기	9.1	6.3	5.2	4.5	3.0
순사업비	18.5	28	104	46	3.5
투자영업이익	39.0	0.7	17.6	4.2	5.6
영업이익	40.2	43.9	33.7	14	6.7
순이익	52.0	50.5	36.6	0.0	7.2

자료: SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	5,658	5,990	6,381	6,664	6,874
일반	407	440	509	540	567
자동차	744	751	814	839	864
장기	4,507	4,799	5,058	5,285	5,444
보우보험료	5,373	5,680	6,006	6,266	6,464
경과보험료	5,325	5,666	5,972	6,235	6,438
일반	184	223	245	248	272
자동차	684	708	744	780	803
장기	4,457	4,736	4,983	5,207	5,363
경과손해액	4,498	4,698	4,859	5,085	5,247
일반	116	153	158	169	185
자동차	636	595	582	627	656
장기	3,747	3,950	4,119	4,289	4,406
순사업비	1,162	1,195	1,319	1,380	1,428
보험영업이익	-335	-227	-207	-230	-237
투자영업이익	592	596	701	730	771
영업이익	257	369	494	501	534
영업외이익	-31	-32	-29	-36	-36
세전이익	225	338	464	465	498
법인세비용	54	80	112	112	121
당기순이익	171	258	352	352	378

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업지표 (%)</b>					
경과손해율	84.5	82.9	81.4	81.6	81.5
일반	62.7	68.7	64.7	68.0	68.0
자동차	93.0	84.1	78.3	80.4	81.7
장기	84.1	83.4	82.7	82.4	82.2
사업비율	21.8	21.1	22.1	22.1	22.2
투자이익률	5.1	4.5	4.7	4.4	4.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	11.9	16.6	19.9	17.5	16.8
ROA	12	1.7	2.0	1.9	1.8
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	1,624	2,352	3,223	3,224	3,456
보통주 BPS	13,934	14,957	17,369	19,454	21,771
보통주 DPS	570	830	1,140	1,140	1,220
<b>기타 지표</b>					
보통주 PER (X)	9.9	6.5	7.7	7.7	7.2
보통주 PBR (X)	1.2	1.0	1.4	1.3	1.1
배당성향 (%)	351	353	354	353	353
보통주 배당수익률 (%)	3.5	5.4	4.6	4.6	4.9