

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

dohakim@sk.com

02-3773-8876

Company Data

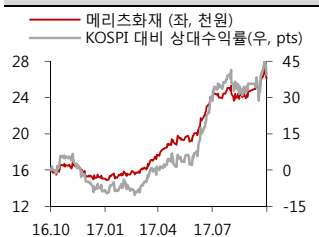
자본금	55 십억원
발행주식수	11,034 만주
자사주	112 만주
액면가	500 원
시가총액	2,836 십억원
주요주주	
메리츠금융지주(외12)	52.36%

외국인지분율	19.98%
배당수익률	5.42%

Stock Data

주가(17/10/31)	25,700 원
KOSPI	2,523.4 pt
52주 Beta	0.53
52주 최고가	27,500 원
52주 최저가	14,900 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.3%	-1.1%
6개월	45.2%	30.8%
12개월	61.1%	35.5%

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

건조한 이익 성장 지속 중이나, 이미 premium 구간

메리츠화재의 3Q17 당기순이익은 934 억원 (+13.6% YoY)으로 시장 전망치를 12% 상회하는 건조한 실적을 기록했으나, 충당금 환입 제외 시 이익 증가율은 1.6% YoY 수준으로 판단. 업종 내 최고 ROE 에도 불구하고 동사의 12m fwd. PBR 1.39X는 적정 수준인 것으로 판단. PER 또한 2 위권사 대비 10.5%의 premium 이 부여돼 주가의 추가적인 상승여력은 제한적이라고 판단하며 투자의견 중립 및 목표주가 25,000 원을 유지

3Q17 당기순이익 934 억원 (+13.6% YoY)으로 컨센서스 상회

메리츠화재의 3Q17 당기순이익은 934 억원 (+13.6% YoY)으로 시장 전망치 및 SK 증권 추정치를 각각 11.9%, 8.3% 상회하는 건조한 실적을 기록했으나, IFRS 9 도입을 앞둔 충당금 적립기준 변경으로 발생한 130 억원의 충당금 환입을 제외하면 분기 1.6% YoY 의 이익 증가율을 기록한 것으로 판단. 메리츠화재의 3Q17 경과손해율은 80.7% (-1.6%p YoY)로 주요 손보사 중 가장 큰 개선폭을 나타냈으나, 신계약 성장에 따른 초과상각비 및 대리점수수료 증가로 사업비율은 22.8% (+1.9%p YoY) 상승함. 동사의 3Q17 투자수익률은 4.7% (+0.1%p YoY)로, 충당금 환입을 제외해도 4.4%의 높은 수준을 기록함

건조한 이익 성장 지속 중이나, 이미 premium 구간

메리츠화재의 3Q17 실적은 유일하게 시장 기대를 상회하면서 건조한 성장을 시현함. 또한 2016 년 업계 전반적으로 보장성 인보험 신계약 매출 부진이 우려를 야기했으나, 동사는 지난 5 월부터 적극적인 영업을 통해 신계약 성장을 시현하고 있음 (3Q17 인보험 신계약 204 억원, +53.0% YoY). 다만 동사의 경과보험료 대비 대리점수수료 비율은 3Q17 3.2% (+1.2%p YoY)로 가파른 사업비율 증가에 영향을 미치고 있는 것으로 판단되며, 보험료 증가율을 상회하는 판매비 증가의 지속 여부를 지켜볼 필요가 있는 것으로 판단. 또한 업종 내 최고 수준의 기대 ROE (3 년 평균 18.8%)에도 불구하고 현재 12m fwd. PBR 1.39X 는 적정 수준인 것으로 판단. 이익 수준을 고려한 PER 도 2 위권사 대비 10.5%의 premium 이 부여되고 있어 주가의 추가적인 상승여력은 제한적이라고 판단. 투자의견 중립 및 목표주가 25,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
경과보험료	십억원	4,931	5,325	5,666	5,980	6,243	6,446
YoY	%	4.8	8.0	6.4	5.5	4.4	3.3
보험손익	십억원	-243	-335	-227	-200	-227	-234
투자손익	십억원	426	592	596	701	731	772
합산비율	%	104.9	106.3	104.0	103.3	103.6	103.6
투자수익률	%	4.4	5.1	4.5	4.7	4.4	4.2
영업이익	십억원	183	257	369	501	504	538
YoY	%	-28.9	40.2	43.9	35.6	0.6	6.7
세전이익	십억원	152	225	338	473	468	502
순이익	십억원	113	171	258	359	355	380
YoY	%	-37.5	52.0	50.5	39.2	-1.2	7.2
EPS	원	1,072	1,624	2,352	3,287	3,248	3,482
BPS	원	13,312	13,934	14,957	16,777	18,865	21,197
PER	배	11.6	9.9	6.5	7.8	7.9	7.4
PBR	배	0.9	1.2	1.0	1.5	1.4	1.2
ROE	%	9.3	11.9	16.6	20.7	18.2	17.4
배당수익률	%	3.1	3.5	5.4	4.5	4.5	4.8

메리츠화재 3Q17 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	3Q17	3Q16	YoY (%)	2Q17	QoQ (%)	3Q17E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(54.4)	(45.7)	적지	(18.2)	적지	(61.4)	n/a		
투자영업이익	182.6	163.7	11.6	176.1	3.7	182.1	0.3		
영업이익	128.2	118.0	8.7	157.9	(18.8)	120.7	6.3	114.6	11.9
순이익	93.4	82.2	13.6	114.7	(18.6)	86.2	8.3	83.4	11.9

자료: 메리츠화재, FnGuide, SK 증권

메리츠화재 월별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2016	2017							MoM	YoY	2016	2017	YoY
	9월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	(%, %p)	(%, %p)	(%, %p)	누적	누적	(%, %p)
원수보험료	488.8	526.3	538.0	544.2	537.1	520.6	539.6	3.7	10.4		4,454.0	4,759.3	6.9
일반	29.1	42.5	42.1	50.3	42.0	28.2	35.3	24.9	21.1		320.1	367.5	14.8
자동차	58.5	69.7	76.6	72.1	70.1	64.0	70.5	10.2	20.4		553.5	612.8	10.7
장기	401.2	414.2	419.4	421.7	424.9	428.4	433.9	1.3	8.2		3,580.4	3,779.0	5.5
경과보험료	472.8	486.0	496.2	497.5	501.7	506.5	510.1	0.7	7.9		4,228.8	4,441.7	5.0
일반	19.1	20.1	23.1	21.3	21.9	21.8	21.7	(0.3)	13.9		163.2	183.3	12.3
자동차	58.0	58.0	60.6	61.4	62.7	63.7	62.1	(2.5)	7.1		530.0	541.1	2.1
장기	395.8	407.9	412.5	414.8	417.1	421.1	426.3	1.2	7.7		3,535.6	3,717.3	5.1
순사업비	92.3	98.8	100.7	113.8	117.5	112.2	117.2	4.5	27.0		875.9	974.3	11.2
보험영업이익	1.4	(0.7)	(1.0)	(16.4)	(18.4)	(19.7)	(16.3)	적지	적전		(150.5)	(122.1)	적지
투자영업이익	38.6	59.2	53.0	63.9	60.8	61.2	60.7	(0.8)	57.0		464.4	532.9	14.7
영업이익	40.0	58.5	52.0	47.5	42.4	41.4	44.4	7.2	10.9		313.9	410.8	30.9
순이익	27.2	42.7	37.6	34.4	30.6	30.5	32.2	5.6	18.6		221.8	296.8	33.8
경과손해율 (%)	80.2	79.8	79.9	80.4	80.2	81.8	80.2	(1.5)	0.0		82.8	80.8	(2.0)
일반	48.0	74.6	54.9	64.6	71.1	64.5	49.8	(14.7)	1.8		67.5	61.4	(6.1)
자동차	81.7	76.8	74.2	74.0	76.4	77.5	81.8	4.4	0.2		83.1	77.0	(6.1)
장기	81.5	80.5	82.1	82.2	81.3	83.3	81.5	(1.8)	0.0		83.5	82.3	(1.2)
위험손해율*	82.9	79.7	85.0	85.6	84.3	91.3	86.7	(4.6)	3.8		88.4	86.9	(1.4)
순사업비율 (%)	19.5	20.3	20.3	22.9	23.4	22.1	23.0	0.8	3.5		20.7	21.9	1.2
합산비율 (%)	99.7	100.2	100.2	103.3	103.7	103.9	103.2	(0.7)	3.5		103.6	102.7	(0.8)
순투자수익률 (%)	3.2	4.8	4.2	5.0	4.7	4.7	4.7	(0.1)	1.4		4.6	4.7	0.1
장기월납환산	4.7	4.2	6.2	7.1	6.4	7.4	7.6	2.5	62.0		51.7	57.7	11.5
저축성	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	(9.7)	(37.3)		3.3	1.5	(52.9)
보장성	4.5	4.0	6.1	7.0	6.3	7.3	7.5	2.7	65.8		48.5	56.1	15.8
인보험	4.3	3.9	5.9	6.7	6.0	7.1	7.3	3.0	68.5		46.5	54.1	16.5

자료: 메리츠화재, SK 증권

주: *K-GAAP 기준

메리츠화재 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2016		2017			MoM (%, %p)	YoY (%, %p)
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q		
원수보험료	1,484.5	1,535.9	1,553.4	1,608.5	1,597.3	(0.7)	7.6
일반	99.8	119.8	127.2	134.9	105.5	(21.8)	5.7
자동차	182.0	197.6	189.8	218.4	204.5	(6.3)	12.4
장기	1,202.7	1,218.5	1,236.5	1,255.3	1,287.3	2.6	7.0
경과보험료	1,423.5	1,437.4	1,443.7	1,479.7	1,518.4	2.6	6.7
일반	58.2	59.3	53.5	64.5	65.4	1.4	12.2
자동차	178.7	177.6	172.7	180.0	188.5	4.7	5.5
장기	1,186.6	1,200.5	1,217.5	1,235.2	1,264.5	2.4	6.6
순사업비	297.6	318.8	314.0	313.3	346.9	10.7	16.6
보험영업이익	(45.7)	(76.0)	(49.5)	(18.2)	(54.4)	적지	적지
투자영업이익	163.7	131.5	174.1	176.1	182.6	3.7	11.6
영업이익	118.0	55.5	124.7	157.9	128.2	(18.8)	8.7
순이익	82.2	36.0	88.8	114.7	93.4	(18.6)	13.6
경과손해율 (%)	82.3	83.1	81.7	80.1	80.7	0.7	(1.6)
일반	68.9	72.1	57.5	64.2	61.9	(2.4)	(7.0)
자동차	81.3	87.1	77.3	75.0	78.5	3.5	(2.8)
장기	83.1	83.1	83.4	81.6	82.0	0.4	(1.1)
위험손해율*	87.8	87.9	90.1	83.4	87.4	4.0	(0.4)
순사업비율 (%)	20.9	22.2	21.7	21.2	22.8	1.7	1.9
합산비율 (%)	103.2	105.3	103.4	101.2	103.6	2.4	0.4
순투자수익률 (%)	4.6	3.6	4.8	4.7	4.7	0.0	0.1
장기월납환산	14.5	18.8	18.6	17.6	21.5	22.5	48.8
저축성	0.5	0.7	0.7	0.4	0.4	(13.4)	(24.3)
보장성	14.0	18.2	17.9	17.1	21.1	23.4	51.4
인보험	13.3	17.5	17.3	16.4	20.4	24.4	53.0

자료: 메리츠화재 SK 증권

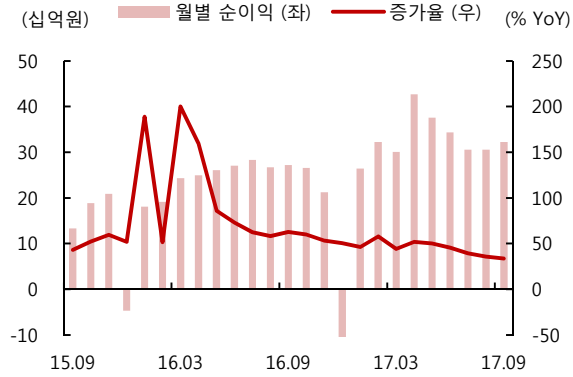
주: *K-GAAP 기준

메리츠화재 운용자산 현황

(단위: 십억원)	16년 9월	16년 12월	17년 6월	17년 9월	구성비 (%)	QoQ (%)	YTD (%)	YoY (%)
운용자산	14,464	14,510	15,331	15,680	100.0	2.3	8.1	8.4
현금및예치금	251	220	309	387	2.5	25.4	75.8	54.4
유가증권	8,674	8,905	9,456	9,630	61.4	1.8	8.1	11.0
주식	106	95	103	104	0.7	1.0	9.5	(2.1)
채권	4,550	4,353	5,022	5,317	33.9	5.9	22.2	16.9
수익증권	1,624	1,890	1,564	1,252	8.0	(19.9)	(33.7)	(22.9)
외화유가증권	2,275	2,449	2,668	2,858	18.2	7.1	16.7	25.6
기타유가증권	114	114	93	93	0.6	(0.6)	(18.2)	(18.5)
관계사 지분	5	5	5	5	0.0	0.0	0.0	0.0
대출채권	4,737	4,584	4,771	4,868	31.0	2.0	6.2	2.8
부동산	803	800	796	795	5.1	(0.1)	(0.7)	(1.0)

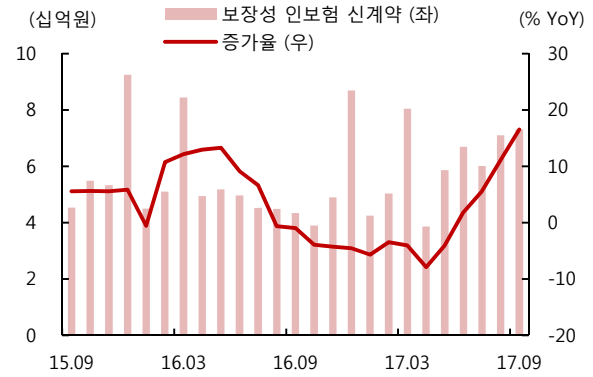
자료: 메리츠화재 SK 증권

메리츠화재의 월별 순이익 및 증가율



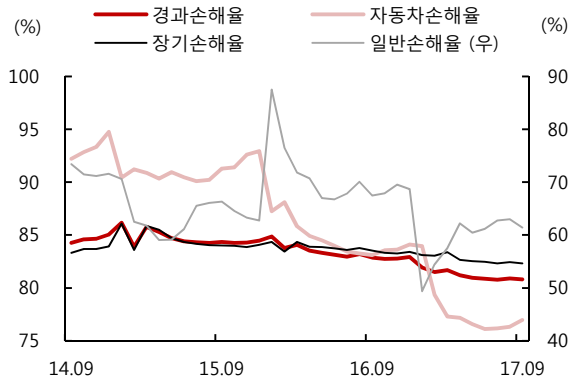
자료: 메리츠화재, SK 증권
주: 증가율은 FYTD 기준

메리츠화재의 보장성 인보험 신계약 및 증가율



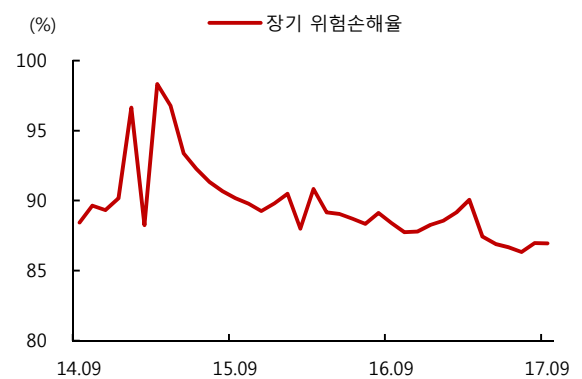
자료: 메리츠화재, SK 증권
주: 증가율은 FYTD 기준

메리츠화재의 보증별 경과손해율



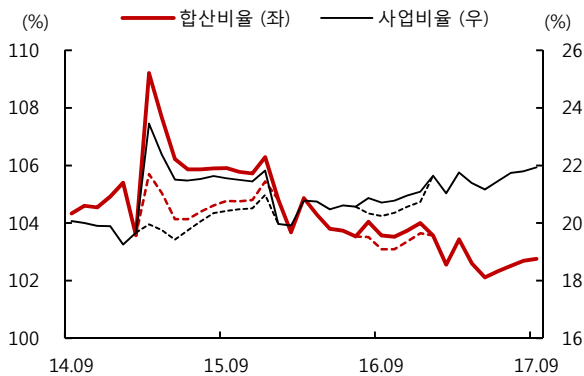
자료: 메리츠화재, SK 증권
주: FYTD 기준

메리츠화재의 장기 위험손해율



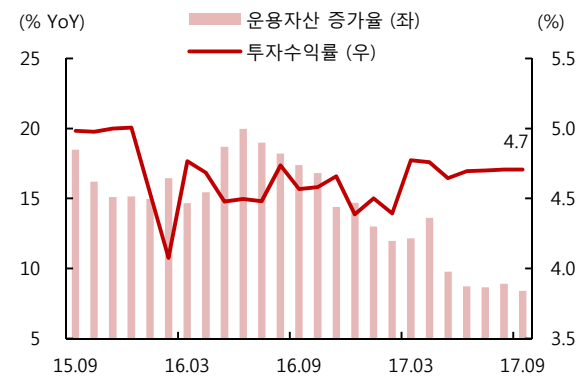
자료: 메리츠화재, SK 증권
주: FYTD 기준

메리츠화재의 합산비율 및 사업비율



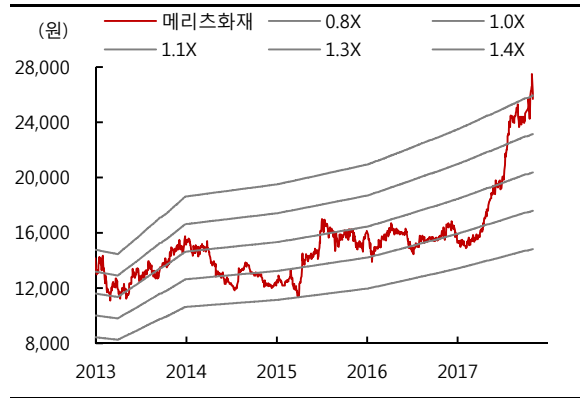
자료: 메리츠화재, SK 증권
주: FYTD 기준, 점선은 2015 년 및 2016 년의 희망퇴직비용 제외 기준

메리츠화재의 운용자산 증가율 및 투자수익률



자료: 메리츠화재, SK 증권
주: 투자수익률은 FYTD 기준

메리츠화재의 12 개월 forward PBR Band chart



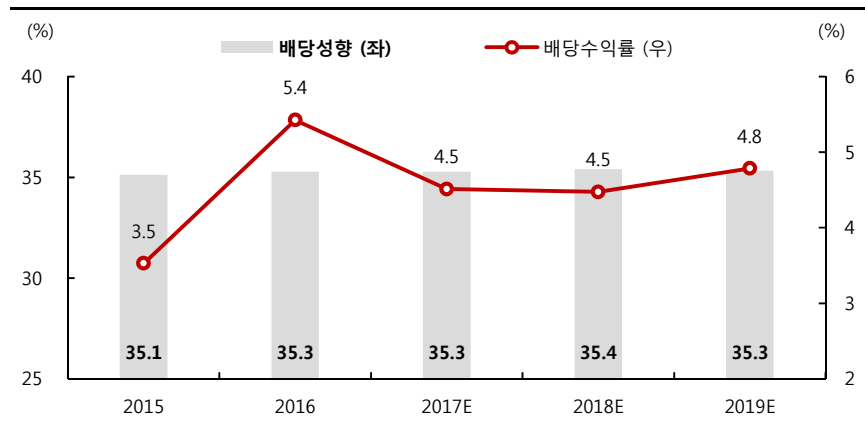
자료: SK 증권

메리츠화재의 12 개월 forward PER Band chart



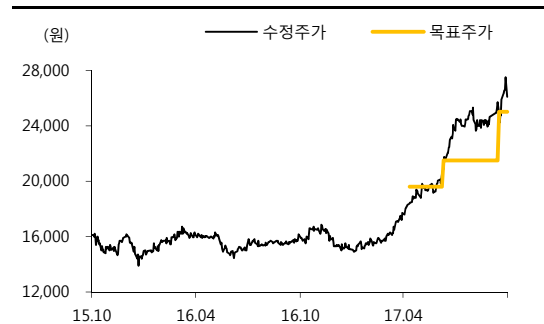
자료: SK 증권

메리츠화재 예상 배당지표



자료: 메리츠화재, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2017.11.01	중립	25,000원	6개월		
2017.10.17	중립	25,000원	6개월	3.60%	10.00%
2017.07.12	중립	21,500원	6개월	11.81%	19.53%
2017.05.29	중립	19,600원	6개월	0.46%	10.97%



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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 11월 1일 기준)

매수	89.93%	중립	10.07%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	12,651	14,510	16,137	17,784	19,602
현금 및 예치금	461	220	272	295	360
유가증권	7,634	8,905	10,062	11,199	12,388
주식	146	100	110	117	125
채권	3,950	4,353	5,310	5,905	6,568
수익증권	1,437	1,890	1,606	1,751	1,926
외화유가증권	1,978	2,449	2,939	3,327	3,667
기타유가증권	123	114	97	99	102
대출채권	3,746	4,584	5,002	5,477	6,037
부동산	810	800	802	812	817
비운용자산	1,953	1,934	1,934	1,992	2,052
특별계정자산	0	0	0	0	0
자산총계	14,604	16,444	18,072	19,776	21,654
책임준비금	12,233	13,831	15,471	17,124	18,806
지급준비금	849	960	1,027	1,120	1,221
보험료적립금	10,731	12,195	13,685	15,218	16,774
미경과보험료적립금	569	589	669	695	717
기타부채	900	974	768	592	533
특별계정부채	0	0	0	0	0
부채총계	13,133	14,805	16,239	17,716	19,339
지배주주지분					
자본금	53	55	55	55	55
자본잉여금	369	437	437	437	437
이익잉여금	650	847	1,113	1,341	1,596
비상위험준비금	191	209	229	237	245
자본조정	-4	-13	-19	-19	-19
기타포괄손익누계	403	314	246	246	246
자본총계	1,471	1,640	1,832	2,060	2,315
부채와자본총계	14,604	16,444	18,072	19,776	21,654

성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	12.5	12.6	9.9	9.4	9.5
운용자산	15.1	14.7	11.2	10.2	10.2
부채	13.4	12.7	9.7	9.1	9.2
책임준비금	13.2	13.1	11.9	10.7	9.8
자본	5.1	11.5	11.8	12.4	12.4
경과보험료	8.0	6.4	5.5	4.4	3.3
일반	17.7	20.6	10.3	-1.3	9.6
자동차	-0.7	3.5	5.2	5.7	3.0
장기	9.1	6.3	5.4	4.5	3.0
순사업비	18.5	2.8	10.9	4.6	3.5
투자영업이익	39.0	0.7	17.6	4.3	5.6
영업이익	40.2	43.9	35.6	0.6	6.7
순이익	52.0	50.5	39.2	-1.2	7.2

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	5,658	5,990	6,388	6,670	6,881
일반	407	440	497	527	553
자동차	744	751	820	845	870
장기	4,507	4,799	5,071	5,298	5,457
보유보험료	5,373	5,680	6,012	6,271	6,470
경과보험료	5,325	5,666	5,980	6,243	6,446
일반	184	223	245	242	265
자동차	684	708	744	786	810
장기	4,457	4,736	4,990	5,214	5,370
경과손해액	4,498	4,698	4,855	5,084	5,247
일반	116	153	155	165	181
자동차	636	595	585	635	665
장기	3,747	3,950	4,115	4,285	4,401
순사업비	1,162	1,195	1,325	1,385	1,434
보험영업이익	-335	-227	-200	-227	-234
투자영업이익	592	596	701	731	772
영업이익	257	369	501	504	538
영업외이익	-31	-32	-28	-36	-36
세전이익	225	338	473	468	502
법인세비용	54	80	114	113	121
당기순이익	171	258	359	355	380
지배주주 순이익					

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.5	82.9	81.2	81.4	81.4
일반	62.7	68.7	63.1	68.0	68.0
자동차	93.0	84.1	78.6	80.7	82.1
장기	84.1	83.4	82.5	82.2	82.0
사업비율	21.8	21.1	22.2	22.2	22.2
투자이익률	5.1	4.5	4.7	4.4	4.2
수익성 (%)					
ROE	11.9	16.6	20.7	18.2	17.4
ROA	1.2	1.7	2.1	1.9	1.8
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	1,624	2,352	3,287	3,248	3,482
보통주 BPS	13,934	14,957	16,777	18,865	21,197
보통주 DPS	570	830	1,160	1,150	1,230
기타 지표					
보통주 PER (X)	9.9	6.5	7.8	7.9	7.4
보통주 PBR (X)	1.2	1.0	1.5	1.4	1.2
배당성향 (%)	35.1	35.3	35.3	35.4	35.3
보통주 배당수익률 (%)	3.5	5.4	4.5	4.5	4.8

자료 : SK증권 추정