

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

dohakim@sk.com

02-3773-8876

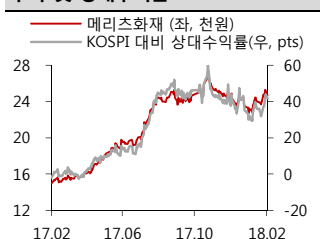
## Company Data

자본금	55 십억원
발행주식수	11,034 만주
자사주	180 만주
액면가	500 원
시가총액	2,725 십억원
주요주주	
메리츠금융지주(외13)	52.39%
메리츠화재해상보험	5.03%
우리사주조합	
외국인지분율	20.15%
배당수익률	5.42%

## Stock Data

주가(18/02/05)	24,700 원
KOSPI	2,491.8 pt
52주 Beta	0.38
52주 최고가	27,500 원
52주 최저가	15,000 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.2%	6.5%
6개월	1.0%	-3.0%
12개월	65.8%	45.6%

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

### 4Q17 Review: 뛰어난 신계약 성장, 높은 판매비 증가

메리츠화재의 4Q17 당기순이익은 583 억원 (+62.0% YoY)으로 당사 추정치를 3.5% 하회하나 시장 전망치를 1.1% 상회하며 예상 수준의 실적을 기록. 동사의 뛰어난 신계약 성장은 긍정적이나, 눈에 띄는 판매비 증가가 우려됨. 대응비용이 후행하는 보험계약 특성상 초기판매에 집중된 비용구조는 부담이라고 판단하기 때문. 이에 discount 를 부여해 향후 3 년 ROE 17.4% 대비 목표 PBR 1.35 배를 적용하며, 투자 의견 중립을 유지함

### 4Q17 당기순이익 583 억원 (+62.0% YoY)으로 컨센서스 상회

메리츠화재의 4Q17 당기순이익은 583 억원 (+62.0% YoY)으로 당사 추정치를 3.5% 하회하나 시장 컨센서스를 1.1% 상회하며 예상 수준의 실적을 기록. 일회성 요인으로 40 억원대의 이연법인세 조정 비용을 반영. 4Q17 경과손해율은 79.4% (-3.7%p YoY)로 당사 추정(80.6%)보다 양호했고, 사업비용은 26.5% (+4.4%p YoY)로 당사 추정(25.2%)보다 부진. 손해율은 전 부문의 하락을 시현했으나, 사업비용은 신계약 판매 호조에 따른 초과상각비 및 판매비 증가로 상승 추세를 지속. 동사의 4Q17 투자수익률은 4.6%로 대규모 손상자산이 발생했던 전년동기대비 1.0%p 상승하며 연중 4% 중후반대의 수익률을 유지함. 4Q17 보장성 인보험 신계약은 235 억원 (+34.1% YoY)으로, 분기 기준 손보험계 2 위의 신계약 규모를 달성했을 것으로 예상됨

### 뛰어난 신계약 성장은 긍정적이나 비용구조를 아직 우려하고 있음

메리츠화재에 대한 투자 의견 중립 및 목표주가 25,000 원을 유지. 동사는 뛰어난 보장성 인담보 신계약 성장 및 견조한 투자수익률 유지로 업계 최고 수준의 ROE 를 기록. 다만 신계약 유치를 위한 채널전략 변화로 인해 판매비 증가가 눈에 띄게 나타나고 있으며 ('17 년 사업비용 23.1%, +2%p YoY, 이 중 대리점수수료 +51% YoY), 대응비용이 후행하는 보험계약 특성상 초기판매에 비용이 집중된 구조는 부담이 될 수 있다는 판단. 이에 따라 견조한 수익성에도 불구하고 discount 를 부여해 향후 3 개년 ROE 평균 17.4% 대비 목표 PBR 1.35X 을 적용했으며, 현 주가는 이미 적정 valuation 을 반영한 것으로 판단

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
경과보험료	십억원	4,931	5,325	5,666	5,997	6,233	6,382
YoY	%	4.8	8.0	6.4	5.8	3.9	2.4
보험손익	십억원	-243	-335	-227	-214	-248	-261
투자손익	십억원	426	592	596	714	747	791
합산비용	%	104.9	106.3	104.0	103.6	104.0	104.1
투자수익률	%	4.4	5.1	4.5	4.8	4.6	4.4
영업이익	십억원	183	257	369	500	500	530
YoY	%	-28.9	40.2	43.9	35.5	-0.2	6.1
세전이익	십억원	152	225	338	473	468	494
순이익	십억원	113	171	258	355	349	368
YoY	%	-37.5	52.0	50.5	37.7	-1.8	5.5
EPS	원	1,072	1,624	2,352	3,252	3,194	3,369
BPS	원	13,312	13,934	14,957	16,361	18,530	20,800
PER	배	11.6	9.9	6.5	7.2	7.7	7.3
PBR	배	0.9	1.2	1.0	1.4	1.3	1.2
ROE	%	9.3	11.9	16.6	20.7	18.4	17.2
배당수익률	%	3.1	3.5	5.4	4.9	4.5	4.9

주: 2017년 연간 실적 반영 전

## 메리츠화재 4Q17 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	4Q17P	4Q16	YoY (%)	3Q17	QoQ (%)	4Q17E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(91.9)	(76.0)	적지	(54.4)	적지	(88.1)	n/a	n/a	n/a
투자영업이익	181.6	131.5	38.1	182.6	(0.6)	174.8	3.9	n/a	n/a
영업이익	89.7	55.5	61.5	128.2	(30.1)	86.7	3.4	84.9	5.6
순이익	58.3	36.0	62.0	93.4	(37.6)	60.4	(3.5)	57.7	1.1

자료: 메리츠화재, FnGuide, SK 증권

주: 결산 실적을 공시한 1 월 26 일 FnGuide 컨센서스 기준

## 메리츠화재 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2016	2017				QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	2016	2017	YoY (%, %p)
	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			연간	연간	
원수보험료	1,535.9	1,553.4	1,608.5	1,597.3	1,644.1	2.9	7.0	5,989.8	6,403.4	6.9
일반	119.8	127.2	134.9	105.5	130.5	23.7	9.0	439.8	498.1	13.2
자동차	197.6	189.8	218.4	204.5	194.7	(4.8)	(1.5)	751.1	807.4	7.5
장기	1,218.5	1,236.5	1,255.3	1,287.3	1,318.9	2.5	8.2	4,798.9	5,098.0	6.2
경과보험료	1,437.4	1,443.7	1,479.7	1,518.4	1,554.9	2.4	8.2	5,666.1	5,996.6	5.8
일반	59.3	53.5	64.5	65.4	68.9	5.4	16.1	222.5	252.2	13.3
자동차	177.6	172.7	180.0	188.5	192.1	1.9	8.2	707.5	733.1	3.6
장기	1,200.5	1,217.5	1,235.2	1,264.5	1,293.9	2.3	7.8	4,736.1	5,011.2	5.8
순사업비	318.8	314.0	313.3	346.9	412.7	19.0	29.4	1,194.7	1,387.0	16.1
보험영업이익	(76.0)	(49.5)	(18.2)	(54.4)	(91.9)	적지	적지	(226.5)	(214.0)	적지
투자영업이익	131.5	174.1	176.1	182.6	181.6	(0.6)	38.1	595.9	714.4	19.9
영업이익	55.5	124.7	157.9	128.2	89.7	(30.1)	61.5	369.4	500.5	35.5
순이익	36.0	88.8	114.7	93.4	58.3	(37.6)	62.0	257.8	355.1	37.7
경과손해율 (%)	83.1	81.7	80.1	80.7	79.4	(1.4)	(3.7)	82.9	80.4	(2.5)
일반	72.1	57.5	64.2	61.9	66.3	4.5	(5.7)	68.7	62.8	(5.9)
자동차	87.1	77.3	75.0	78.5	81.5	3.0	(5.6)	84.1	78.2	(5.9)
장기	83.1	83.4	81.6	82.0	79.7	(2.3)	(3.3)	83.4	81.7	(1.7)
위험손해율	87.9	90.1	83.4	87.4	81.7	(5.7)	(6.2)	88.3	85.6	(2.7)
순사업비율 (%)	22.2	21.7	21.2	22.8	26.5	3.7	4.4	21.1	23.1	2.0
합산비율 (%)	105.3	103.4	101.2	103.6	105.9	2.3	0.6	104.0	103.6	(0.4)
순투자수익률 (%)	3.6	4.8	4.7	4.7	4.6	(0.1)	1.0	4.4	4.7	0.3
장기월납환산	18.8	18.6	17.6	21.5	24.4	13.3	29.4	70.6	82.0	16.2
저축성	0.7	0.7	0.4	0.4	0.3	(15.8)	(50.5)	3.9	1.9	(52.5)
보장성	18.2	17.9	17.1	21.1	24.0	13.8	32.3	66.7	80.2	20.3
인보험	17.5	17.3	16.4	20.4	23.5	14.9	34.1	64.0	77.6	21.3

자료: 메리츠화재, SK 증권

## 메리츠화재 월별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2016	2017						MoM (%, %p)	YoY (%, %p)	2016	2017	YoY (%, %p)
	12월	7월	8월	9월	10월	11월	12월			누적	누적	
원수보험료	531.4	537.1	520.6	539.6	526.1	545.5	572.5	5.0	7.7	5,830.9	6,403.4	6.9
일반	51.6	42.0	28.2	35.3	35.0	40.3	55.2	37.0	7.1	442.8	498.1	13.2
자동차	68.4	70.1	64.0	70.5	59.1	66.4	69.2	4.1	1.2	738.2	807.4	7.5
장기	411.5	424.9	428.4	433.9	432.1	438.7	448.1	2.1	8.9	4,649.8	5,098.0	6.2
경과보험료	486.9	501.7	506.5	510.1	511.0	516.1	527.8	2.3	8.4	5,468.7	5,996.6	5.8
일반	20.9	21.9	21.8	21.7	22.0	22.7	24.2	6.4	15.5	228.0	252.2	13.3
자동차	60.7	62.7	63.7	62.1	64.3	62.3	65.4	4.9	7.8	667.7	733.1	3.6
장기	405.3	417.1	421.1	426.3	424.7	431.0	438.2	1.7	8.1	4,573.0	5,011.2	5.8
순사업비	109.3	117.5	112.2	117.2	129.4	125.7	157.6	25.4	44.2	1,229.4	1,387.0	16.1
보험영업이익	(33.1)	(18.4)	(19.7)	(16.3)	(5.0)	(30.4)	(56.5)	적지	적지	(157.5)	(214.0)	적지
투자영업이익	20.1	60.8	61.2	60.7	61.2	58.2	62.2	6.7	209.3	652.3	714.4	19.9
영업이익	(13.0)	42.4	41.4	44.4	56.2	27.8	5.7	(79.6)	흑전	494.8	500.5	35.5
순이익	(11.8)	30.6	30.5	32.2	40.8	19.4	(1.9)	적전	적지	357.0	355.1	37.7
경과손해율 (%)	84.3	80.2	81.8	80.2	75.7	81.5	80.8	(0.7)	(3.5)	80.4	80.4	(2.5)
일반	61.0	71.1	64.5	49.8	49.4	80.0	68.9	(11.2)	7.9	62.1	62.8	(5.9)
자동차	89.2	76.4	77.5	81.8	75.7	83.3	85.6	2.3	(3.6)	77.4	78.2	(5.9)
장기	84.8	81.3	83.3	81.5	77.0	81.4	80.8	(0.6)	(4.0)	81.7	81.7	(1.7)
위험손해율	93.2	84.3	91.3	86.7	74.0	86.7	84.4	(2.3)	(8.8)	85.7	85.6	(2.7)
순사업비율 (%)	22.5	23.4	22.1	23.0	25.3	24.4	29.9	5.5	7.4	22.5	23.1	2.0
합산비율 (%)	106.8	103.7	103.9	103.2	101.0	105.9	110.7	4.8	3.9	102.9	103.6	(0.4)
순투자수익률 (%)	1.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.4	4.7	0.3	3.0	4.7	4.7	0.3
장기월납환산	9.2	6.4	7.4	7.6	6.9	8.1	9.4	16.2	2.1	72.6	82.0	16.2
저축성	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	(15.1)	(57.2)	1.8	1.9	(52.5)
보장성	9.0	6.3	7.3	7.5	6.8	8.0	9.3	16.7	3.7	70.9	80.2	20.3
인보험	8.7	6.0	7.1	7.3	6.6	7.7	9.1	17.1	4.4	68.5	77.6	21.3

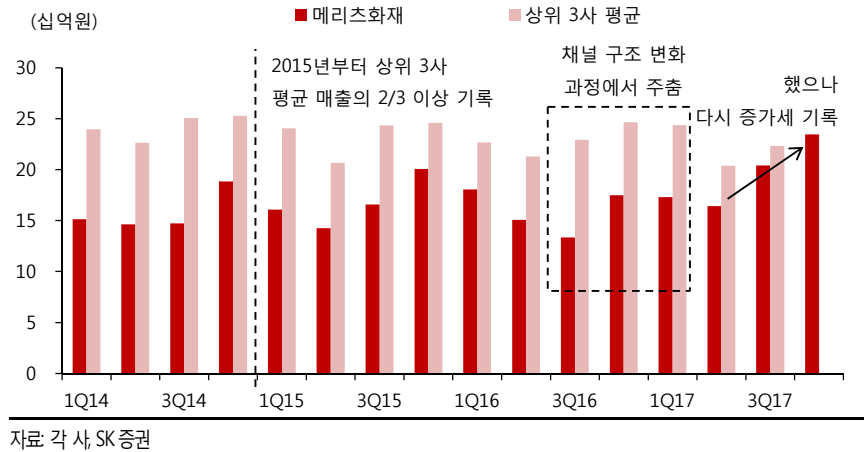
자료: 메리츠화재, SK 증권

## 메리츠화재 운용자산 현황

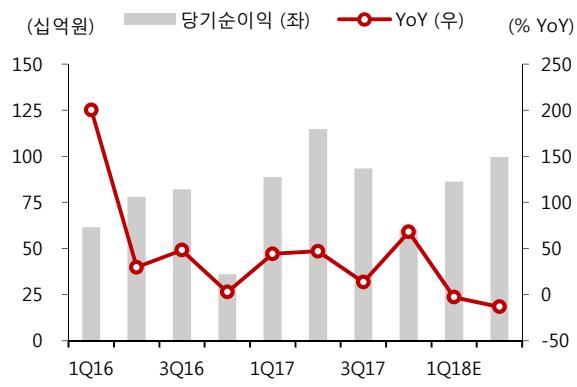
(단위: 십억원)	16년 12월	17년 3월	17년 6월	17년 9월	17년 12월	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	14,510	14,679	15,331	15,680	15,967	100.0	1.8	10.0
현금및예치금	220	223	309	387	380	2.4	(1.9)	72.6
유가증권	8,905	8,871	9,456	9,630	10,009	62.7	3.9	12.4
주식	95	101	103	104	107	0.7	2.7	12.4
채권	4,353	4,746	5,022	5,317	5,582	35.0	5.0	28.2
수익증권	1,890	1,476	1,564	1,252	1,451	9.1	15.9	(23.2)
외화유가증권	2,449	2,450	2,668	2,858	2,792	17.5	(2.3)	14.0
기타유가증권	114	93	93	93	72	0.4	(22.8)	(36.9)
관계사 지분	5	5	5	5	5	0.0	0.0	0.0
대출채권	4,584	4,786	4,771	4,868	4,785	30.0	(1.7)	4.4
부동산	800	798	796	795	793	5.0	(0.3)	(1.0)

자료: 메리츠화재, SK 증권

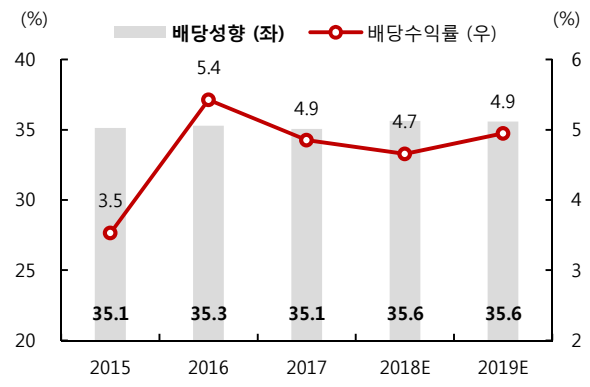
## 메리츠화재 및 상위 3개 손보사의 분기별 보장성 인보험 신계약 매출 규모



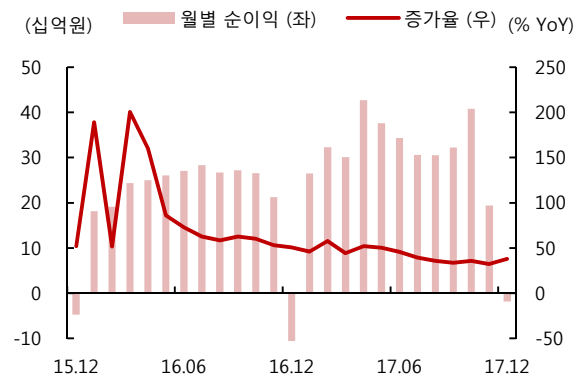
## 메리츠화재 별도 당기순이익 추이 및 전망



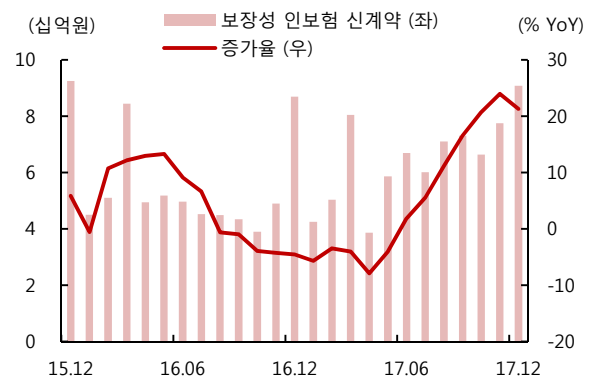
## 메리츠화재 배당지표 추이 및 전망



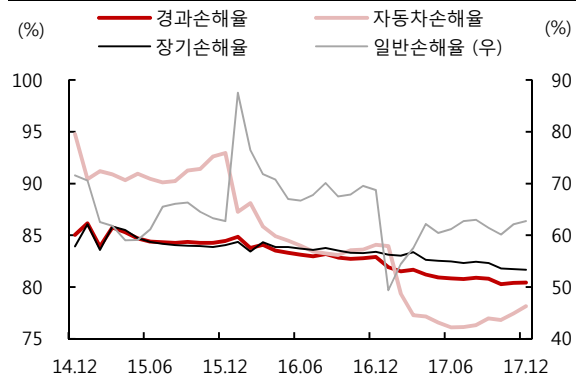
## 메리츠화재의 월별 순이익 및 증가율



## 메리츠화재의 보장성 인보험 신계약 및 증가율

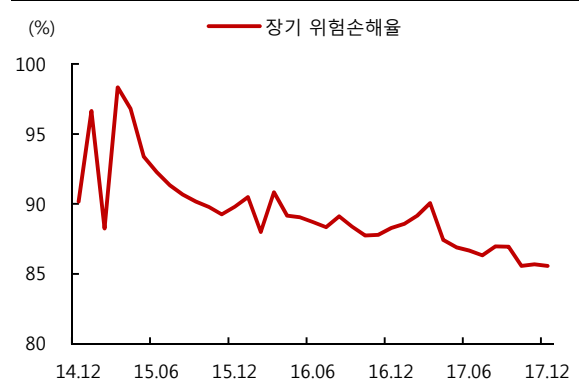


### 메리츠화재의 보증별 경과손해율



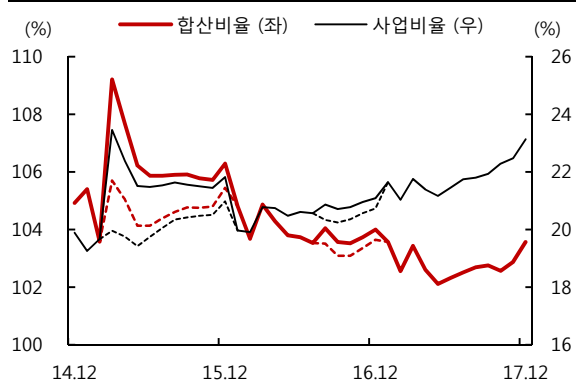
자료: 메리츠화재, SK 증권

### 메리츠화재의 장기 위험손해율



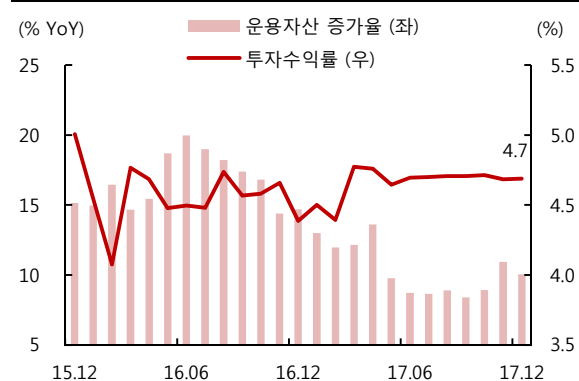
자료: 메리츠화재, SK 증권

### 메리츠화재의 합산비율 및 사업비율



자료: 메리츠화재, SK 증권

### 메리츠화재의 운용자산 증가율 및 투자수익률



자료: 메리츠화재, SK 증권

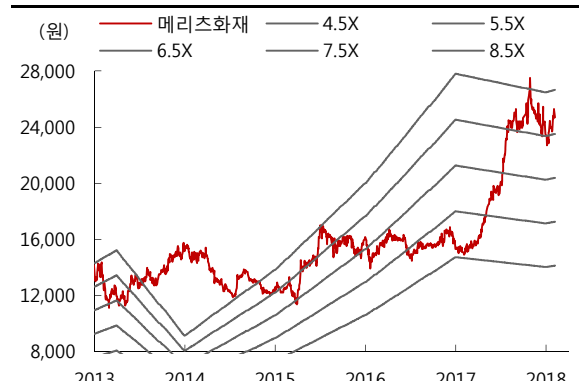
주: 투자수익률은 YTD 누적 기준

### 메리츠화재의 12 개월 forward PBR band



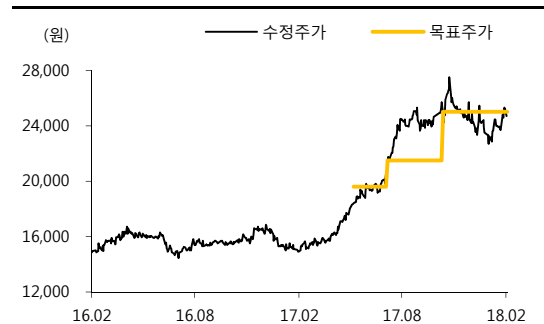
자료: 메리츠화재, SK 증권

### 메리츠화재의 12 개월 forward PER band



자료: 메리츠화재, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.02.06	중립	25,000원	6개월		
2018.01.25	중립	25,000원	6개월	-1.55%	10.00%
2017.12.01	중립	25,000원	6개월	-1.57%	10.00%
2017.11.01	중립	25,000원	6개월	1.48%	10.00%
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 기관투자가 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 (2018년 2월 6일 기준)

매수	89.73%	중립	10.27%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	12,651	14,510	15,967	17,565	19,320
현금 및 예치금	461	220	380	422	488
유가증권	7,634	8,905	10,009	11,113	12,276
주식	146	100	112	120	128
채권	3,950	4,353	5,582	6,197	6,878
수익증권	1,437	1,890	1,451	1,567	1,724
외화유가증권	1,978	2,449	2,792	3,156	3,471
기타유가증권	123	114	72	74	76
대출채권	3,746	4,584	4,785	5,229	5,751
부동산	810	800	793	802	804
비운용자산	1,953	1,934	2,125	2,189	2,255
특별계정자산	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	<b>14,604</b>	<b>16,444</b>	<b>18,092</b>	<b>19,755</b>	<b>21,574</b>
책임준비금	12,233	13,831	15,447	17,063	18,695
지급준비금	849	960	1,079	1,176	1,282
보험료적립금	10,731	12,195	13,619	15,119	16,629
미경과보험료적립금	569	589	659	676	690
기타부채	900	974	859	680	622
특별계정부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	<b>13,133</b>	<b>14,805</b>	<b>16,306</b>	<b>17,743</b>	<b>19,317</b>
자본금	53	55	55	55	55
자본잉여금	369	437	437	437	437
이익잉여금	650	847	1,109	1,334	1,580
비상위험준비금	191	209	232	238	243
자본조정	-4	-13	-19	-19	-19
기타포괄손익누계	403	314	204	204	204
<b>자본총계</b>	<b>1,471</b>	<b>1,640</b>	<b>1,787</b>	<b>2,011</b>	<b>2,258</b>
<b>부채와자본총계</b>	<b>14,604</b>	<b>16,444</b>	<b>18,092</b>	<b>19,755</b>	<b>21,574</b>

## 성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	12.5	12.6	10.0	9.2	9.2
운용자산	15.1	14.7	10.0	10.0	10.0
부채	13.4	12.7	10.1	8.8	8.9
책임준비금	13.2	13.1	11.7	10.5	9.6
자본	5.1	11.5	9.0	12.6	12.2
경과보험료	8.0	6.4	5.8	3.9	2.4
일반	17.7	20.6	13.3	3.8	4.0
자동차	-0.7	3.5	3.6	4.2	3.2
장기	9.1	6.3	5.8	3.9	2.2
순사업비	18.5	2.8	16.1	3.9	2.8
투자영업이익	39.0	0.7	19.9	4.6	5.9
영업이익	40.2	43.9	35.5	-0.2	6.1
순이익	52.0	50.5	37.7	-1.8	5.5

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	5,658	5,990	6,403	6,665	6,846
일반	407	440	498	520	541
자동차	744	751	807	831	859
장기	4,507	4,799	5,098	5,313	5,446
보유보험료	5,373	5,680	6,055	6,296	6,467
경과보험료	5,325	5,666	5,997	6,233	6,382
일반	184	223	252	262	272
자동차	684	708	733	764	788
장기	4,457	4,736	5,011	5,208	5,322
경과손해액	4,498	4,698	4,824	5,040	5,162
일반	116	153	158	178	185
자동차	636	595	573	613	643
장기	3,747	3,950	4,092	4,249	4,334
순사업비	1,162	1,195	1,387	1,441	1,481
보험영업이익	-335	-227	-214	-248	-261
투자영업이익	592	596	714	747	791
영업이익	257	369	500	500	530
영업외이익	-31	-32	-27	-32	-36
세전이익	225	338	473	468	494
법인세비용	54	80	118	119	126
당기순이익	171	258	355	349	368

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업지표 (%)</b>					
경과손해율	84.5	82.9	80.4	80.9	80.9
일반	62.7	68.7	62.8	68.0	68.0
자동차	93.0	84.1	78.2	80.3	81.6
장기	84.1	83.4	81.7	81.6	81.4
사업비율	21.8	21.1	23.1	23.1	23.2
투자이익률	5.1	4.5	4.8	4.6	4.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	11.9	16.6	20.7	18.4	17.2
ROA	1.2	1.7	2.1	1.8	1.8
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	1,624	2,352	3,252	3,194	3,369
보통주 BPS	13,934	14,957	16,361	18,530	20,800
보통주 DPS	570	830	1,140	1,120	1,200
<b>기타 지표</b>					
보통주 PER (X)	9.9	6.5	7.2	7.7	7.3
보통주 PBR (X)	1.2	1.0	1.4	1.3	1.2
배당성향 (%)	35.1	35.3	35.1	34.8	35.4
보통주 배당수익률 (%)	3.5	5.4	4.9	4.5	4.9

자료: SK증권 추정

주: 2017년 연간 실적 반영 전