

SK COMPANY Analysis



Analyst
김도하

doha.kim@sk.com
02-3773-8876

Company Data

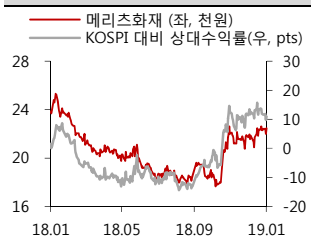
자본금	57 십억원
발행주식수	11,368 만주
자사주	180 만주
액면가	500 원
시가총액	2,535 십억원
주요주주	
메리츠금융지주(외9)	53.67%

외국인지분율	15.48%
배당수익률	4.85%

Stock Data

주가(19/01/25)	22,300 원
KOSPI	2,177.7 pt
52주 Beta	0.42
52주 최고가	25,300 원
52주 최저가	17,650 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.8%	-3.2%
6개월	19.3%	23.4%
12개월	-5.9%	9.1%

메리츠화재 (000060/KS | 중립(유지) | T.P 20,000 원(하향))

4Q18 순이익 575 억원 (-1% YoY), 컨센서스 23% 상회 전망

메리츠화재의 4Q18 순이익은 575억원 (-1% YoY, -21% QoQ)으로 컨센서스를 23% 상회할 전망이다. 자동차 손해율은 악화되나 비중이 낮고, 장기 손해율은 가파른 보험료 증가로 개선되기 때문. '19년 이익은 2,820억원으로, 상위사보다 낮은 증익률(+7.4% YoY)을 전망. 장기 손해액의 8% YoY 증가를 가정했기 때문인데, 지속적인 신계약 성장으로 손해율 희석 시 이익은 예상보다 증가할 수 있으나 중장기 손해율은 더 악화될 것으로 판단. 공격 성장에 따른 마진 훼손 가능성, yield 하락, 타이트한 자본여력 등이 우려 요인임

4Q18 순이익 575 억원 (-1% YoY), 컨센서스 23% 상회 전망

메리츠화재의 4Q18 순이익은 575억원 (-1% YoY, -21% QoQ)으로 시장 컨센서스를 23% 상회할 전망이다. 상위 손보 3사 대비 낮은 감익률이다. 타사들처럼 자동차 손해율이 10.5%p YoY 상승하지만 자동차보험의 비중이 낮아 영향이 적고 (자보 비중: 상위 3사 평균 26%, 메리츠 12%), 장기 손해율은 가파른 신계약 성장에 따른 보험료 증가로 2.0%p YoY 개선되면서 전체 경과손해율이 0.6%p YoY 상승에 그칠 전망이다. 사업비율은 이미 가파른 상승을 보였던 4Q17 대비 0.1%p YoY 상승한 26.6%로 가정했다. 4Q18 투자수익률은 부진했던 시장상황 및 보유이원 하락으로 41bp 낮아진 4.0%로 추정한다. 메리츠화재의 2019년 당기순이익은 2,820억원으로, 상위 손보사 대비 낮은 증익률(+7.4% YoY)을 전망한다. 이는 장기보험 손해액이 8% YoY 증가할 것을 가정했기 때문으로, 지속적인 신계약 성장을 통한 보험료 증가로 손해율을 희석한다면 순이익은 예상보다 증가할 수 있으나 그 경우 중장기 손해율은 더 악화될 것이라는 판단이다.

목표주가 4.8% 하향 조정, 투자 의견 중립 유지

메리츠화재의 향후 3 개년 평균 ROE 기댓값은 12.9%로, 손해율 가정 악화에 따라 이전의 14.6% 대비 하락하였다. 이를 주된 이유로 목표 PBR 을 0.95 배로 하향했으며, 12mf BPS 21,444 원에 적용해 목표주가를 20,000 원으로 이전 대비 4.8% 하향 조정하였다. 공격 성장에 뒤따르는 마진 훼손 가능성(1~3Q18 장기 손해액 +8.5% YoY)과 강점이던 투자수익률의 하락, 리스크 증가 속도를 감안 시 타이트한 자본여력 등이 우려 요인이다.

영업실적 및 투자지표

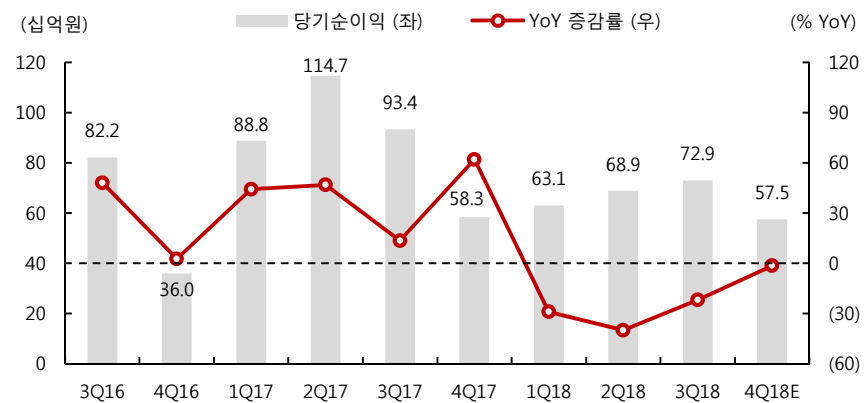
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
경과보험료	십억원	5,325	5,666	5,997	6,692	7,063	7,347
YoY	%	8.0	6.4	5.8	11.6	5.5	4.0
보험손익	십억원	-335	-227	-214	-345	-356	-409
투자손익	십억원	592	596	714	722	764	832
합산비율	%	106.3	104.0	103.6	105.2	105.0	105.6
투자수익률	%	5.1	4.5	4.8	4.4	4.2	4.2
영업이익	십억원	257	369	500	377	407	422
YoY	%	40.2	43.9	35.5	-24.6	8.0	3.7
세전이익	십억원	225	338	473	360	375	390
순이익	십억원	171	258	355	262	282	293
YoY	%	52.0	50.5	37.7	-26.1	7.4	3.9
EPS	원	1,624	2,352	3,252	2,346	2,520	2,618
BPS	원	13,934	14,957	16,361	17,852	19,552	21,290
PER	배	9.9	6.5	7.2	9.3	8.8	8.5
PBR	배	1.2	1.0	1.4	1.2	1.1	1.0
ROE	%	11.9	16.6	20.7	13.9	13.5	12.8
배당수익률	%	3.5	5.4	4.9	3.8	3.9	4.1

메리츠화재 4Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	4Q18E	3Q18	QoQ (%)	4Q17	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(95.0)	(75.6)	적지	(91.9)	적지	n/a	n/a
투자영업이익	173.1	178.8	(3.2)	181.6	(4.7)	n/a	n/a
영업이익	78.1	103.2	(24.3)	89.7	(12.9)	74.4	5.0
당기순이익	57.5	72.9	(21.2)	58.3	(1.4)	46.8	22.9
(단위: %)	4Q18E	3Q18	QoQ (%)	4Q17	YoY (%p)		
경과손해율	78.9	78.3	0.6	79.4	(0.5)		
일반	68.0	72.2	(4.2)	66.3	1.7		
자동차	92.0	84.3	7.7	81.5	10.5		
장기	77.7	77.8	(0.1)	79.7	(2.0)		
사업비율	26.6	26.2	0.5	26.5	0.1		
투자수익률	4.0	4.2	(0.2)	4.6	(0.7)		

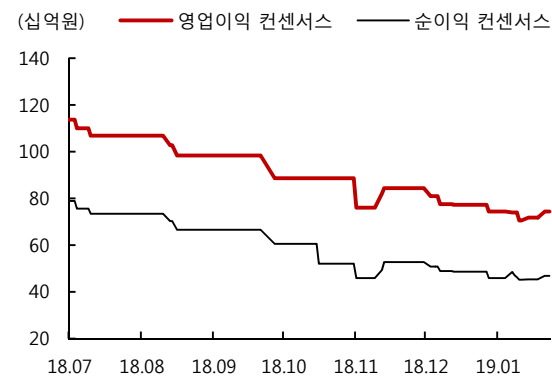
자료: FnGuide, SK 증권

메리츠화재의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



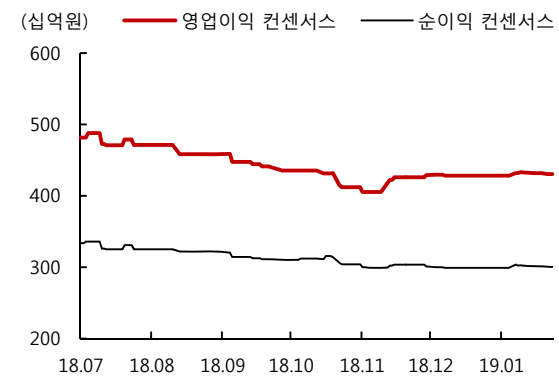
자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 4Q18 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



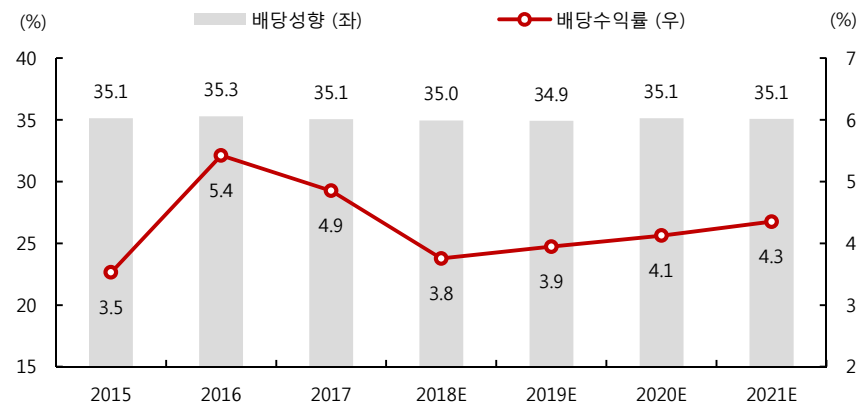
자료: FnGuide, SK 증권

메리츠화재의 2019년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

메리츠화재의 배당지표 추이 및 전망



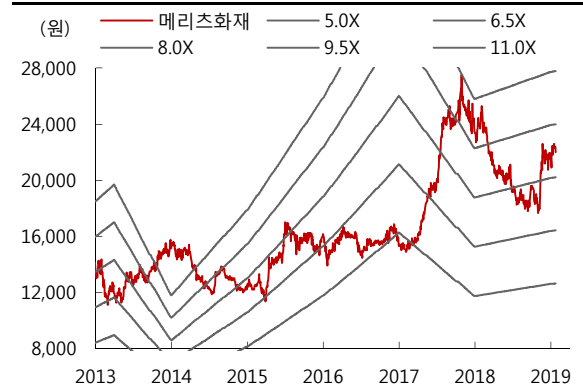
자료: WiseFn, SK 증권

메리츠화재의 12개월 forward PBR 추이



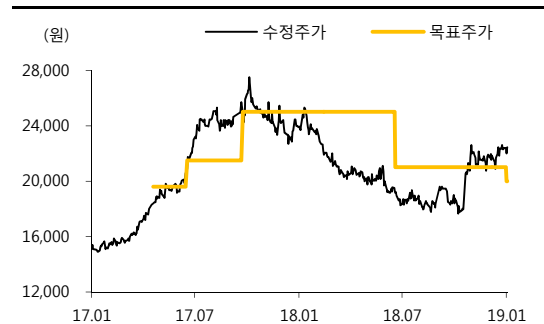
자료: SK 증권

메리츠화재의 12개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.01.28	중립	20,000원	6개월		
2018.11.12	중립	21,000원	6개월	-5.95%	7.62%
2018.10.19	중립	21,000원	6개월	-11.65%	-6.67%
2018.07.12	중립	21,000원	6개월	-11.28%	-6.67%
2018.02.06	중립	25,000원	6개월	-9.82%	10.00%
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 투자이건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 1월 25일 기준)

매수	92.31%	중립	7.69%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	14,510	15,967	17,649	19,395	21,269
현금 및 예치금	220	380	413	460	580
유가증권	8,905	10,009	11,148	12,322	13,523
주식	100	112	117	123	129
채권	4,353	5,582	6,252	6,933	7,672
수익증권	1,890	1,451	1,669	1,869	2,018
외화유가증권	2,449	2,792	2,876	3,164	3,469
기타유가증권	114	72	234	234	234
대출채권	4,584	4,785	5,319	5,845	6,410
부동산	800	793	770	768	757
비운용자산	1,934	2,125	2,189	2,255	2,323
특별계정자산	0	0	0	0	0
자산총계	16,444	18,092	19,838	21,650	23,592
책임준비금	13,831	15,447	17,031	18,741	20,501
지급준비금	960	1,079	1,176	1,282	1,398
보험료적립금	12,195	13,619	15,122	16,694	18,307
미경과보험료적립금	589	659	639	668	694
기타부채	974	859	810	722	709
특별계정부채	0	0	0	0	0
부채총계	14,805	16,306	17,841	19,463	21,210
지배주주지분					
자본금	55	55	57	57	57
자본잉여금	437	437	505	505	505
이익잉여금	847	1,109	1,244	1,434	1,628
비상위험준비금	209	232	251	262	273
자본조정	-13	-19	-35	-35	-35
기타포괄손익누계	314	204	226	226	226
자본총계	1,640	1,787	1,997	2,187	2,382
부채와자본총계	16,444	18,092	19,838	21,650	23,592

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	12.6	10.0	9.7	9.1	9.0
운용자산	14.7	10.0	10.5	9.9	9.7
부채	12.7	10.1	9.4	9.1	9.0
책임준비금	13.1	11.7	10.3	10.0	9.4
자본	11.5	9.0	11.8	9.5	8.9
경과보험료	6.4	5.8	11.6	5.5	4.0
일반	20.6	13.3	17.1	-9.7	3.0
자동차	3.5	3.6	3.2	-0.4	3.0
장기	6.3	5.8	12.6	7.1	4.2
순사업비	2.8	16.1	26.3	2.6	2.6
투자영업이익	0.7	19.9	1.1	5.8	8.9
영업이익	43.9	35.5	-24.6	8.0	3.7
순이익	50.5	37.7	-26.1	7.4	3.9

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	5,990	6,403	7,055	7,519	7,838
일반	440	498	496	511	526
자동차	751	807	793	814	839
장기	4,799	5,098	5,766	6,194	6,473
보유보험료	5,680	6,055	6,665	7,104	7,405
경과보험료	5,666	5,997	6,692	7,063	7,347
일반	223	252	295	267	275
자동차	708	733	757	754	776
장기	4,736	5,011	5,640	6,042	6,296
경과손해액	4,698	4,824	5,285	5,622	5,912
일반	153	158	199	181	187
자동차	595	573	626	621	628
장기	3,950	4,092	4,460	4,819	5,097
순사업비	1,195	1,387	1,752	1,797	1,844
보험영업이익	-227	-214	-345	-356	-409
투자영업이익	596	714	722	764	832
영업이익	369	500	377	407	422
영업외이익	-32	-27	-17	-32	-32
세전이익	338	473	360	375	390
법인세비용	80	118	98	93	97
당기순이익	258	355	262	282	293

성

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
경과손해율	82.9	80.4	79.0	79.6	80.5
일반	68.7	62.8	67.5	68.0	68.0
자동차	84.1	78.2	82.7	82.4	80.9
장기	83.4	81.7	79.1	79.8	81.0
사업비율	21.1	23.1	26.2	25.4	25.1
투자이익률	4.5	4.8	4.4	4.2	4.2
수익성 (%)					
ROE	16.6	20.7	13.9	13.5	12.8
ROA	1.7	2.1	1.4	1.4	1.3
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	2,352	3,252	2,346	2,520	2,618
보통주 BPS	14,957	16,361	17,852	19,552	21,290
보통주 DPS	830	1,140	820	880	920
기타 지표					
보통주 PER (X)	6.5	7.2	9.3	8.8	8.5
보통주 PBR (X)	1.0	1.4	1.2	1.1	1.0
배당성향 (%)	35.3	35.1	35.0	34.9	35.1
보통주 배당수익률 (%)	5.4	4.9	3.8	3.9	4.1

자료: SK증권 추정