

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**김도하**  
doha.kim@sk.com  
02-3773-8876

## Company Data

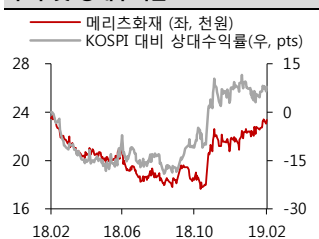
자본금	57 십억원
발행주식수	11,368 만주
자사주	202 만주
액면가	500 원
시가총액	2,620 십억원
주요주주	
메리츠금융지주(외)	53.67%

외국인지분율	15.30%
배당수익률	4.85%

## Stock Data

주가(19/02/20)	23,050 원
KOSPI	2,229.8 pt
52주 Beta	0.35
52주 최고가	23,750 원
52주 최저가	17,650 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.9%	-2.1%
6개월	22.6%	23.4%
12개월	-1.9%	5.8%

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

### 손해액 증가 속도를 고려해 투자의견 중립 유지

메리츠화재의 4Q18 당기순이익은 551 억원 (-6% YoY)으로 당사 추정치에 부합하고 컨센서스를 17% 상회. 보험영업은 당사 추정보다 부진했으나, 투자수익이 예상치를 상회. 장기 보험료가 16% YoY 증가해 손해율은 개선됐으나, 장기 손해액도 14% YoY 증가. 신계약 확대 시점 대비 이른 시기에 빠른 속도로 증가한 점을 고려하면 손해액에 대한 모니터링이 필요할 것으로 판단. 동사에 대한 투자의견 중립, 목표주가 20,000 원을 유지함

### 4Q18 당기순이익 551 억원 (-6% YoY, -24% QoQ)으로 컨센서스 상회

메리츠화재의 4Q18 당기순이익은 551억원 (-6% YoY, -24% QoQ)으로 SK증권 추정치 575억원에 부합하고 시장 전망치를 17% 상회하는 양호한 실적을 기록. 장기 손해액과 사업비는 당사 추정보다 부진했으나, 셀다운 영향으로 수수료이익이 증가하고 (363억원, 3Q 평균 192억원) 손상차손 환입이 발생하면서 투자수익은 예상치를 상회함. 메리츠화재의 4Q18 경과손해율은 80.0% (+0.7%p YoY)로 상승했는데, 장기 손해율은 0.8%p 개선되었으나 사고심도 확대로 자동차 손해율이 11.8%p YoY 상승한 데 기인. 사업비율은 28.2% (+1.7%p YoY, +2.1%p QoQ)로 역대 최고 신계약 매출에 따른 상각비 및 대리점수수료 증가로 상승함. 4Q18 보장성 인보험 신계약은 340억원 (+45% YoY, +13% QoQ)으로 MS 1위인 삼성화재의 345억원에 근접하는 수준 기록. 동사의 4Q18 투자수익률은 4.9% (+0.3%p YoY)로 전술한 수수료이익 증가와 손상차손 환입 영향에 따라 높은 수준을 나타냄

### 장기 손해액 증가 속도가 우려 요인

메리츠화재는 업계 1위사인 삼성화재와 견줄 수준의 신계약 매출을 창출하며 뛰어난 보험료 성장을 기록. 분모의 고속 성장에 따라 장기 손해율도 연간 1.2%p 개선. 다만 2017년 하반기부터 본격적인 신계약 성장을 보였는데 통상 손해액 증가는 보험판매 2년차 이후 나타남을 고려할 때, 1Q18부터 높은 손해액 증가율을 기록한 점은 우려 요인임 (장기 손해액 YoY 증가율: 1Q 8% → 2Q 9% → 3Q 8% → 4Q 14%, 3page 참조). 사업비는 당기 비용이지만 보험 손해율은 보험기간에 걸쳐 영향을 미치는 본질 요소임. 손해액 증가 추이에 대한 모니터링이 필요할 것으로 판단. 메리츠화재에 대한 투자의견 중립, 목표주가 20,000 원 을 유지함

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018P	2019E	2020E
경과보험료	십억원	5,325	5,666	5,997	6,734	7,187	7,483
YoY	%	8.0	6.4	5.8	12.3	6.7	4.1
보험손익	십억원	-335	-227	-214	-396	-376	-443
투자손익	십억원	592	596	714	765	788	863
합산비율	%	106.3	104.0	103.6	105.9	105.2	105.9
투자수익률	%	5.1	4.5	4.8	4.6	4.2	4.2
영업이익	십억원	257	369	500	370	412	420
YoY	%	40.2	43.9	35.5	-26.2	11.4	2.1
세전이익	십억원	225	338	473	349	380	388
순이익	십억원	171	258	355	260	285	291
YoY	%	52.0	50.5	37.7	-26.8	9.6	2.2
EPS	원	1,624	2,352	3,252	2,324	2,548	2,603
BPS	원	13,934	14,957	16,361	20,341	22,069	23,772
PER	배	9.9	6.5	7.2	9.4	9.0	8.9
PBR	배	1.2	1.0	1.4	1.1	1.0	1.0
ROE	%	11.9	16.6	20.7	12.8	12.0	11.4
배당수익률	%	3.5	5.4	4.9	3.8	3.9	4.0

## 메리츠화재 4Q18 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	4Q18P	4Q17	YoY (%)	3Q18	QoQ (%)	4Q18E	YoY (%)	컨센서스	YoY (%)
보험영업이익	(145.9)	(91.9)	적지	(75.6)	적지	(95.0)	n/a	n/a	n/a
투자영업이익	216.4	181.6	19.2	178.8	21.0	173.1	25.0	n/a	n/a
영업이익	70.5	89.7	(21.4)	103.2	(31.7)	78.1	(9.8)	75.9	(7.2)
순이익	55.1	58.3	(5.5)	72.9	(24.5)	57.5	(4.2)	46.9	17.4

자료: 메리츠화재, FnGuide, SK 증권

## 메리츠화재 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2017	2018				QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	2017	2018	YoY (%, %p)
	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			연간	연간	
원수보험료	1,644.1	1,700.1	1,747.7	1,769.6	1,862.6	5.3	13.3	6,403.4	7,080.0	10.6
일반	130.5	132.8	117.9	109.5	138.0	26.0	5.8	498.1	498.2	0.0
자동차	194.7	197.7	205.5	189.1	191.3	1.2	(1.7)	807.4	783.5	(3.0)
장기	1,318.9	1,369.7	1,424.4	1,471.0	1,533.2	4.2	16.2	5,098.0	5,798.3	13.7
경과보험료	1,554.9	1,596.2	1,666.2	1,707.5	1,764.5	3.3	13.5	5,996.6	6,734.4	12.3
일반	68.9	66.6	78.2	80.0	81.5	1.8	18.3	252.2	306.2	21.4
자동차	192.1	188.7	193.0	190.4	188.8	(0.8)	(1.7)	733.1	760.8	3.8
장기	1,293.9	1,341.0	1,395.0	1,437.1	1,494.3	4.0	15.5	5,011.2	5,667.4	13.1
순사업비	412.7	413.4	432.9	446.6	498.3	11.6	20.8	1,387.0	1,791.2	29.1
보험영업이익	(91.9)	(104.9)	(69.3)	(75.6)	(145.9)	적지	적지	(214.0)	(395.8)	적지
투자영업이익	181.6	198.9	171.3	178.8	216.4	21.0	19.2	714.4	765.4	7.1
영업이익	89.7	94.0	101.9	103.2	70.5	(31.7)	(21.4)	500.5	369.5	(26.2)
순이익	58.3	63.1	68.9	72.9	55.1	(24.5)	(5.5)	355.1	260.0	(26.8)
경과손해율 (%)	79.4	80.7	78.2	78.3	80.0	1.8	0.7	80.4	79.3	(1.2)
일반	66.3	60.8	67.9	72.2	68.8	(3.4)	2.5	62.8	67.7	5.0
자동차	81.5	78.8	76.0	84.3	93.3	9.0	11.8	78.2	83.1	4.9
장기	79.7	81.9	79.1	77.8	79.0	1.1	(0.8)	81.7	79.4	(2.3)
위험손해율*	81.7	90.2	83.1	81.6	86.5	4.9	4.7	85.6	85.3	(0.3)
순사업비율 (%)	26.5	25.9	26.0	26.2	28.2	2.1	1.7	23.1	26.6	3.5
합산비율 (%)	105.9	106.6	104.2	104.4	108.3	3.8	2.4	103.6	105.9	2.3
순투자수익률 (%)	4.6	5.0	4.2	4.2	4.9	0.7	0.3	4.7	4.5	(0.2)
장기월납환산	24.4	31.4	29.3	30.9	35.1	13.8	44.0	82.0	126.6	54.3
저축성	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	(15.3)	4.0	1.9	1.5	(16.8)
보장성	24.0	31.0	28.8	30.5	34.8	14.1	44.6	80.2	125.0	55.9
인보험	23.5	30.4	28.3	29.9	34.0	13.5	44.9	77.6	122.6	58.0

자료: 메리츠화재, SK 증권

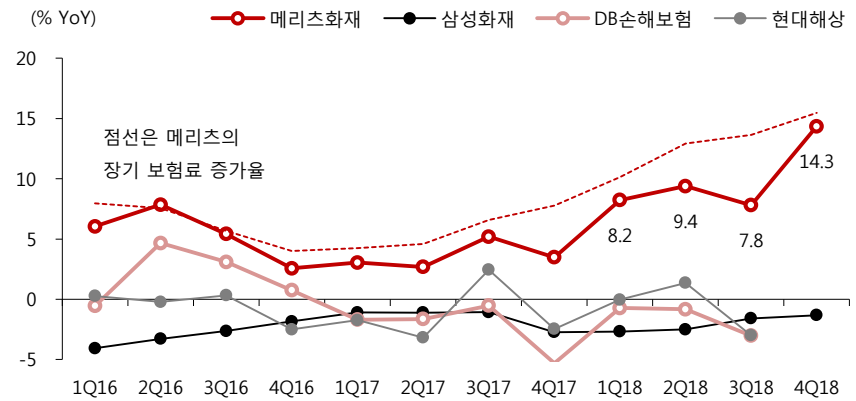
주: \*K-GAAP 기준

메리츠화재 운용자산 현황

(단위: 십억원)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	구성비 (%)	QoQ (%)	YTD (%)
운용자산	15,967	16,131	16,821	17,437	18,252	100.0	4.7	14.3
현금및예치금	380	297	206	486	418	2.3	(13.9)	10.2
유가증권	10,009	10,112	10,805	10,910	11,696	64.1	7.2	16.8
주식	107	99	101	110	110	0.6	0.1	2.6
채권	5,582	5,510	5,921	6,569	7,068	38.7	7.6	26.6
수익증권	1,451	1,441	1,796	1,385	1,611	8.8	16.4	11.0
외화유가증권	2,792	2,646	2,679	2,608	2,666	14.6	2.2	(4.5)
기타유가증권	72	319	213	234	237	1.3	1.3	229.8
관계사 지분	5	95	95	5	5	0.0	0.0	0.0
대출채권	4,785	4,939	5,029	5,263	5,362	29.4	1.9	12.0
부동산	793	783	780	778	777	4.3	(0.2)	(2.0)

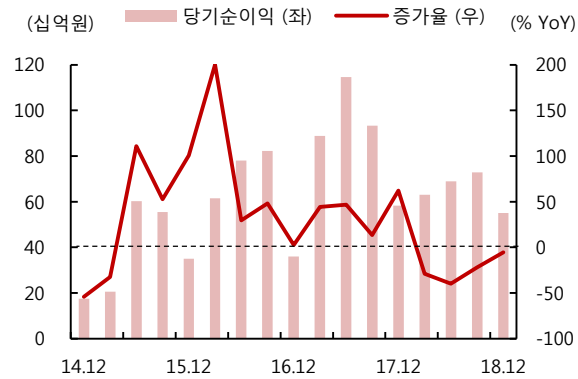
자료: 메리츠화재, SK 증권

장기 발생손해액 증가율: 예상보다 빠른 시점(1Q18)부터 예상보다 많이 증가한 손해액



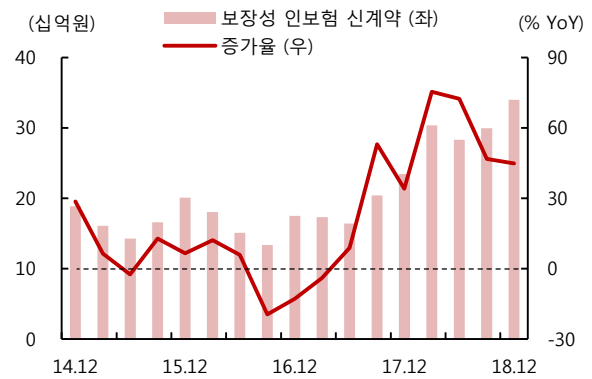
자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 분기별 순이익 및 증가율



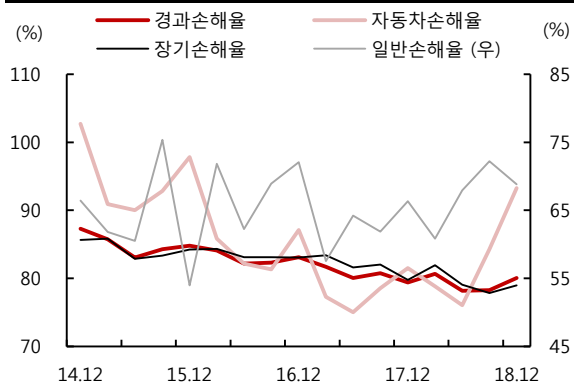
자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 보장성 인보험 신계약 및 증가율



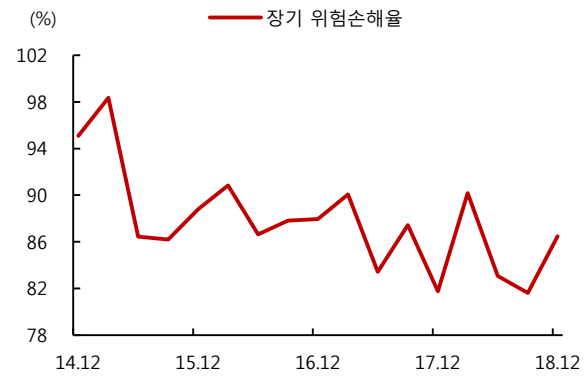
자료: 메리츠화재, SK 증권

## 메리츠화재의 보종별 경과손해율



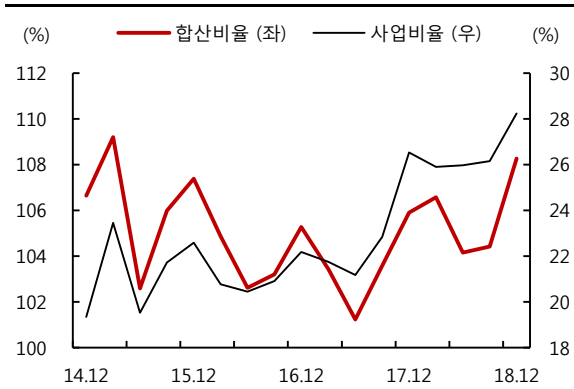
자료: 메리츠화재, SK 증권

## 메리츠화재의 장기 위험손해율



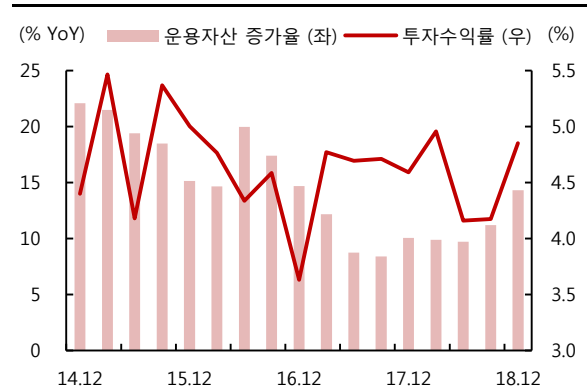
자료: 메리츠화재, SK 증권

## 메리츠화재의 합산비율 및 사업비율



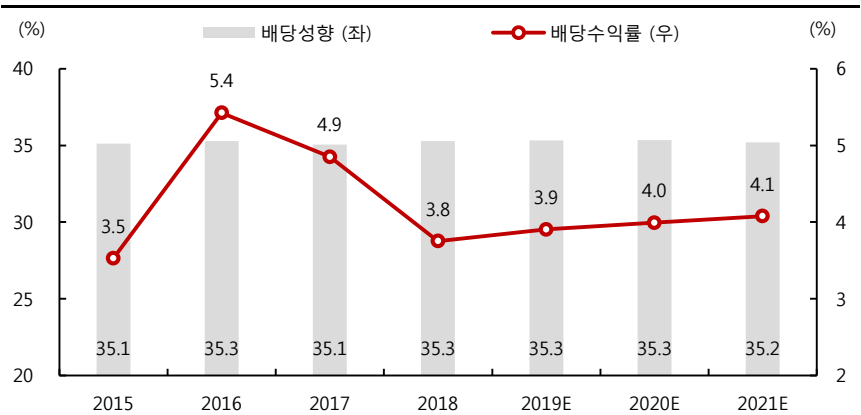
자료: 메리츠화재, SK 증권

## 메리츠화재의 운용자산 증가율 및 투자수익률



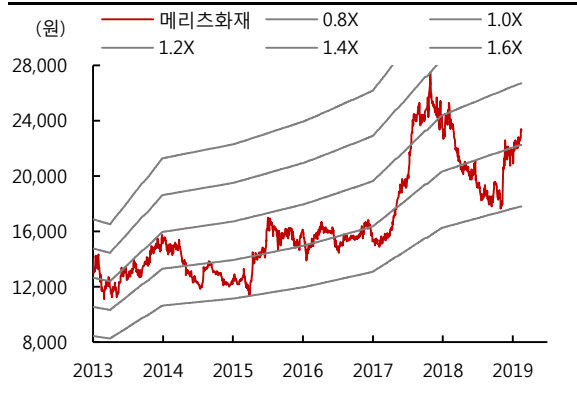
자료: 메리츠화재, SK 증권

## 메리츠화재의 배당지표 추이 및 전망



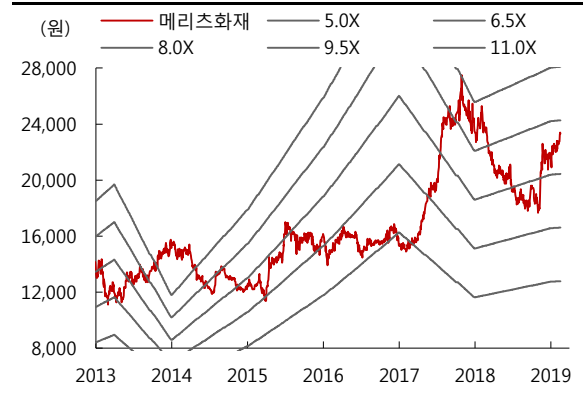
자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 12개월 forward PBR band



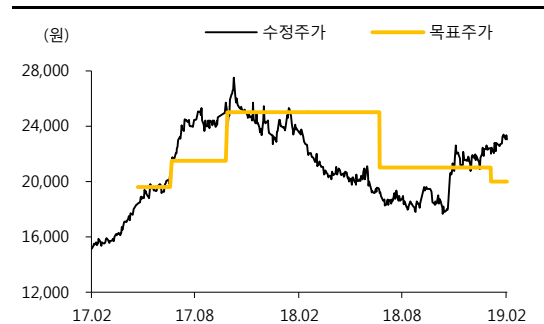
자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 12개월 forward PER band



자료: 메리츠화재, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.02.21	중립	20,000원	6개월		
2019.01.28	중립	20,000원	6개월	14.31%	17.00%
2018.11.12	중립	21,000원	6개월	-5.76%	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 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 2월 21일 기준)

매수	90.08%	중립	9.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
운용자산	14,510	15,967	18,252	20,064	22,011
현금 및 예치금	220	380	418	464	578
유가증권	8,905	10,009	11,696	12,933	14,207
주식	100	112	115	120	126
채권	4,353	5,582	7,068	7,840	8,679
수익증권	1,890	1,451	1,611	1,804	1,949
외화유가증권	2,449	2,792	2,666	2,932	3,217
기타유가증권	114	72	237	237	237
대출채권	4,584	4,785	5,362	5,894	6,466
부동산	800	793	777	773	760
비운용자산	1,934	2,125	2,178	2,243	2,311
특별계정자산	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	<b>16,444</b>	<b>18,092</b>	<b>20,433</b>	<b>22,307</b>	<b>24,321</b>
책임준비금	13,831	15,447	17,021	18,737	20,504
지급준비금	960	1,079	1,185	1,292	1,408
보험료적립금	12,195	13,619	15,101	16,675	18,293
미경과보험료적립금	589	659	641	672	699
기타부채	974	859	1,137	1,101	1,158
특별계정부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	<b>14,805</b>	<b>16,306</b>	<b>18,158</b>	<b>19,838</b>	<b>21,662</b>
자본금	55	55	57	57	57
자본잉여금	437	437	505	505	505
이익잉여금	847	1,109	1,241	1,435	1,625
비상위험준비금	209	232	256	268	279
자본조정	-13	-19	-35	-35	-35
기타포괄손익누계	314	204	507	507	507
<b>자본총계</b>	<b>1,640</b>	<b>1,787</b>	<b>2,276</b>	<b>2,469</b>	<b>2,660</b>
<b>부채와자본총계</b>	<b>16,444</b>	<b>18,092</b>	<b>20,433</b>	<b>22,307</b>	<b>24,321</b>

## 성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
자산	12.6	10.0	12.9	9.2	9.0
운용자산	14.7	10.0	14.3	9.9	9.7
부채	12.7	10.1	11.4	9.3	9.2
책임준비금	13.1	11.7	10.2	10.1	9.4
자본	11.5	9.0	27.4	8.5	7.7
경과보험료	6.4	5.8	12.3	6.7	4.1
일반	20.6	13.3	21.4	-12.5	3.0
자동차	3.5	3.6	3.8	-1.6	3.0
장기	6.3	5.8	13.1	8.9	4.3
순사업비	2.8	16.1	29.1	4.7	2.3
투자영업이익	0.7	19.9	7.1	3.0	9.6
영업이익	43.9	35.5	-26.2	11.4	2.1
순이익	50.5	37.7	-26.8	9.6	2.2

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
원수보험료	5,990	6,403	7,080	7,647	7,971
일반	440	498	498	513	529
자동차	751	807	784	805	829
장기	4,799	5,098	5,798	6,328	6,613
보유보험료	5,680	6,055	6,741	7,280	7,589
경과보험료	5,666	5,997	6,734	7,187	7,483
일반	223	252	306	268	276
자동차	708	733	761	749	771
장기	4,736	5,011	5,667	6,170	6,436
경과손해액	4,698	4,824	5,339	5,687	6,006
일반	153	158	207	182	188
자동차	595	573	632	623	631
장기	3,950	4,092	4,500	4,882	5,188
순사업비	1,195	1,387	1,791	1,876	1,920
보험영업이익	-227	-214	-396	-376	-443
투자영업이익	596	714	765	788	863
영업이익	369	500	370	412	420
영업외이익	-32	-27	-17	-32	-32
세전이익	338	473	349	380	388
법인세비용	80	118	89	94	97
당기순이익	258	355	260	285	291
지배주주 순이익					

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>영업지표 (%)</b>					
경과손해율	82.9	80.4	79.3	79.1	80.3
일반	68.7	62.8	67.7	68.0	68.0
자동차	84.1	78.2	83.1	83.2	81.8
장기	83.4	81.7	79.4	79.1	80.6
사업비율	21.1	23.1	26.6	26.1	25.7
투자이익률	4.5	4.8	4.6	4.2	4.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	16.6	20.7	12.8	12.0	11.4
ROA	1.7	2.1	1.3	1.3	1.2
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	2,352	3,252	2,324	2,548	2,603
보통주 BPS	14,957	16,361	20,341	22,069	23,772
보통주 DPS	830	1,140	820	900	920
<b>기타 지표</b>					
보통주 PER (X)	6.5	7.2	9.4	9.0	8.9
보통주 PBR (X)	1.0	1.4	1.1	1.0	1.0
배당성향 (%)	0.0	0.0	35.3	35.3	35.3
보통주 배당수익률 (%)	5.4	4.9	3.8	3.9	4.0

자료 : SK증권 추정