

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**김도하**  
dohakim@sk.com  
02-3773-8876

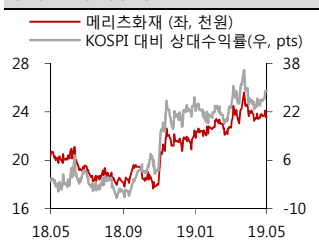
### Company Data

자본금	57 십억원
발행주식수	11,368 만주
자사주	220 만주
액면가	500 원
시가총액	2,683 십억원
주요주주	
메리츠금융지주(외)	53.64%
외국인지분율	15.26%
배당수익률	3.75%

### Stock Data

주가(19/05/10)	23,600 원
KOSPI	2,108.0 pt
52주 Beta	0.33
52주 최고가	25,600 원
52주 최저가	17,650 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.2%	5.0%
6개월	26.2%	25.2%
12개월	15.7%	30.1%

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

### 1Q19 Review: 손해액 증가 추세에 우려를 제기

메리츠화재의 1Q19 당기순이익은 658 억원 (+4% YoY)으로 컨센서스에 부합. 사업비 증가에 따른 합산비율 상승에도 불구하고 금융자산 매각익 증가로 투자이익이 호조를 보임. 장기 보험료가 16% YoY 증가해 손해율은 개선됐으나, 장기 손해액도 13% YoY 증가 (장기 위험손해를 기준 보험료 +19% YoY, 손해액 +20% YoY). 신계약 확대 시점 대비 이른 시기에 빠른 속도로 증가한 점을 고려해 손해액 증가 추세에 우려를 제기함. 메리츠화재에 대한 투자 의견 중립, 목표주가 20,000 원을 유지

### 1Q19 당기순이익 658 억원 (+4% YoY, +19% QoQ)으로 기대치 부합

메리츠화재의 1Q19 당기순이익은 658억원 (+4% YoY, +19% QoQ)으로 SK증권 추정치 및 시장 전망치와 유사한 실적을 기록. 당사 추정 대비 1) 경과보험료는 350억원 높았고 2) 발생 손해액도 150억원 높았으며 3) 사업비가 450억원 추가 소요돼 결과적으로 107.9% (+1.3%p YoY)의 합산비율 기록. 다만 4) 금융자산 매각익 규모 증가로 투자영업이익이 예상을 200억 원 상회해 결과적으로 예상 수준의 순이익을 창출함

메리츠화재의 1Q19 경과손해율은 장기 손해율 2.3%p YoY 개선에 힘입어 78.9% (-1.7%p YoY)로 하락했으나, 사업비율은 역대 최고 신계약 매출에 따른 상각비 및 대리점수수료 증가에 따라 28.9% (+3.0%p YoY)로 큰 폭 상승. 1Q19 보장성 인보험 신계약은 398억원 (+31% YoY, +17% QoQ)으로 고성장을 지속. 1Q19 투자수익률은 5.1% (+0.1%p YoY)로 14개 분기만에 최고치를 나타냈는데 금융자산 처분익이 연간 수준으로 증가한 것이 원인 (FVOCI 처분익 1Q19 713억원 vs. 2018년 연간 737억원)

### 손해액 증가 추세에 우려를 제기

메리츠화재의 장기 손해율은 경과보험료의 가파른 증가로 지속 개선 중이나, 당사는 손해액의 빠른 증가세에 주목하고 있음. 메리츠화재의 인보험 신계약은 내부조직 개편 이후 역성장하다가 2Q17부터 (+)증가율로 전환, 2H17부터 본격적인 성장 궤도에 진입함. 이 가운데 장기 발생손해액은 1Q18부터 8% YoY 이상 증가해 4Q18 및 1Q19 두 자릿수 증가를 시현 중. 통상 손해액 증가는 보험판매 2년차 이후 나타남을 고려할 때 시점과 속도가 빠르다는 판단. 특히 위험손해율에서의 장기 위험손해액은 2018년 +19% YoY, 1Q19 +20% YoY 기록. 사업비는 당기 비용이나, 손해율은 보험기간에 걸쳐 영향을 미치는 본질 요소라는 점에서 우려를 제기함. 메리츠화재에 대한 투자 의견 중립, 목표주가 20,000원을 유지함

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
경과보험료	십억원	5,666	5,997	6,734	7,567	8,200	8,657
YoY	%	6.4	5.8	12.3	12.4	8.4	5.6
보험손익	십억원	-227	-214	-396	-446	-502	-580
투자손익	십억원	596	714	765	840	897	984
합산비율	%	104.0	103.6	105.9	105.9	106.1	106.7
투자수익률	%	4.5	4.8	4.6	4.5	4.3	4.3
영업이익	십억원	369	500	370	394	395	404
YoY	%	43.9	35.5	-26.2	6.5	0.3	2.4
세전이익	십억원	338	473	349	388	389	399
순이익	십억원	258	355	260	289	292	299
YoY	%	50.5	37.7	-26.8	11.3	1.0	2.3
EPS	원	2,352	3,252	2,324	2,592	2,617	2,678
BPS	원	14,957	16,361	20,341	23,303	25,014	26,777
PER	배	6.5	7.2	9.4	9.1	9.0	8.8
PBR	배	1.0	1.4	1.1	1.0	0.9	0.9
ROE	%	16.6	20.7	12.8	11.9	10.8	10.4
배당수익률	%	5.4	4.9	3.8	3.9	3.9	4.0

메리츠화재 1Q19 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	1Q19	1Q18	YoY (%)	4Q18	QoQ (%)	1Q19E	차이 (%)	컨센서스	YoY (%)
보험영업이익	(143.2)	(104.9)	적지	(145.9)	적지	(116.8)	n/a	n/a	n/a
투자영업이익	234.9	198.9	18.1	216.4	8.5	214.4	9.5	n/a	n/a
영업이익	91.7	94.0	(2.4)	70.5	30.2	97.7	(6.1)	92.0	(0.3)
순이익	65.8	63.1	4.3	55.1	19.5	67.3	(2.3)	65.4	0.6

자료: 메리츠화재, FnGuide, SK 증권

메리츠화재 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2018				2019	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q		
원수보험료	1,700.1	1,747.7	1,769.6	1,862.6	1,906.2	2.3	12.1
일반	132.8	117.9	109.5	138.0	144.7	4.8	9.0
자동차	197.7	205.5	189.1	191.3	164.0	(14.3)	(17.0)
장기	1,369.7	1,424.4	1,471.0	1,533.2	1,597.5	4.2	16.6
경과보험료	1,596.2	1,666.2	1,707.5	1,764.5	1,813.7	2.8	13.6
일반	66.6	78.2	80.0	81.5	81.2	(0.4)	22.0
자동차	188.7	193.0	190.4	188.8	179.0	(5.2)	(5.1)
장기	1,341.0	1,395.0	1,437.1	1,494.3	1,553.6	4.0	15.9
순사업비	413.4	432.9	446.6	498.3	525.0	5.3	27.0
보험영업이익	(104.9)	(69.3)	(75.6)	(145.9)	(143.2)	적지	적지
투자영업이익	198.9	171.3	178.8	216.4	234.9	8.5	18.1
영업이익	94.0	101.9	103.2	70.5	91.7	30.2	(2.4)
순이익	63.1	68.9	72.9	55.1	65.8	19.5	4.3
경과손해율 (%)	80.7	78.2	78.3	80.0	78.9	(1.1)	(1.7)
일반	60.8	67.9	72.2	68.8	60.7	(8.2)	(0.1)
자동차	78.8	76.0	84.3	93.3	81.6	(11.7)	2.8
장기	81.9	79.1	77.8	79.0	79.6	0.6	(2.3)
위험손해율*	90.2	83.1	81.6	86.5	90.5	4.0	0.3
순사업비율 (%)	25.9	26.0	26.2	28.2	28.9	0.7	3.0
합산비율 (%)	106.6	104.2	104.4	108.3	107.9	(0.4)	1.3
순투자수익률 (%)	5.0	4.2	4.2	4.9	5.1	0.2	0.1
장기월남환산	31.4	29.3	30.9	35.1	41.1	17.0	31.0
저축성	0.4	0.4	0.4	0.3	0.5	48.3	27.7
보장성	31.0	28.8	30.5	34.8	40.6	16.7	31.0
인보험	30.4	28.3	29.9	34.0	39.8	17.1	31.1

자료: 메리츠화재, SK 증권

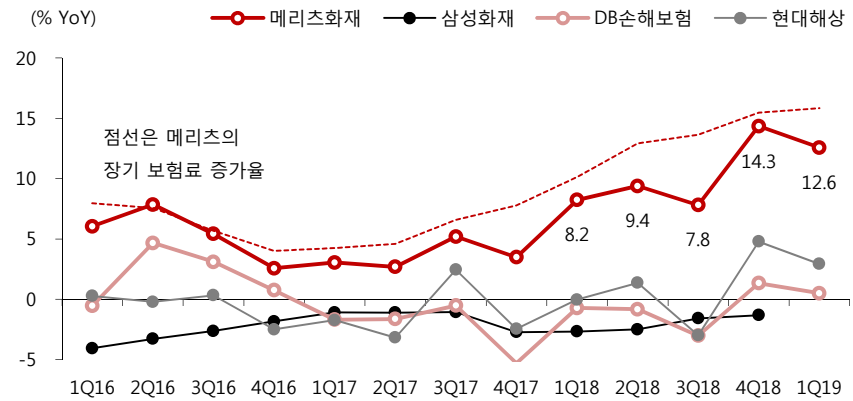
주: \*K-GAAP 기준

메리츠화재 운용자산 현황

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	구성비 (%)	QoQ (%)	YTD (%)
운용자산	16,131	16,821	17,437	18,252	18,794	1000	3.0	16.5
현금및예치금	297	206	486	418	455	23	8.7	53.0
유가증권	10,112	10,805	10,910	11,696	11,945	64.1	2.1	18.1
주식	99	101	110	110	104	0.6	(5.0)	4.7
채권	5,510	5,921	6,569	7,068	7,344	38.7	3.9	33.3
수익증권	1,441	1,796	1,385	1,611	1,572	8.8	(2.4)	9.1
외화유가증권	2,646	2,679	2,608	2,666	2,683	14.6	0.7	14
기타유가증권	319	213	234	237	237	1.3	0.3	(25.8)
관계사 지분	95	95	5	5	5	0.0	0.0	(94.5)
대출채권	4,939	5,029	5,263	5,362	5,619	29.4	4.8	13.8
부동산	783	780	778	777	774	4.3	(0.3)	(1.1)

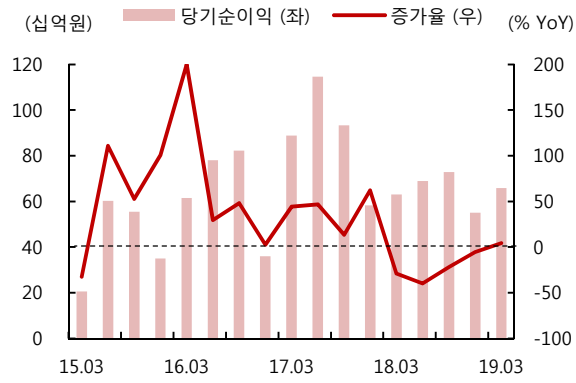
자료: 메리츠화재, SK 증권

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



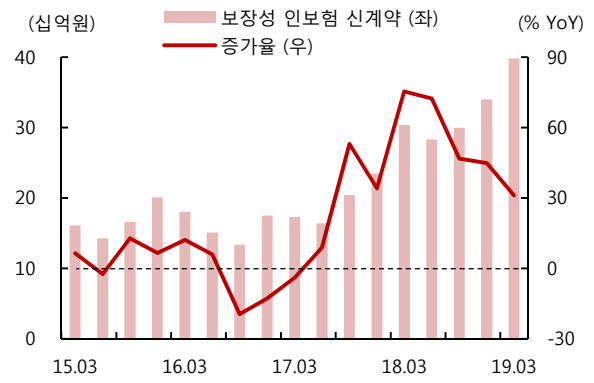
자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 분기별 순이익 및 증가율



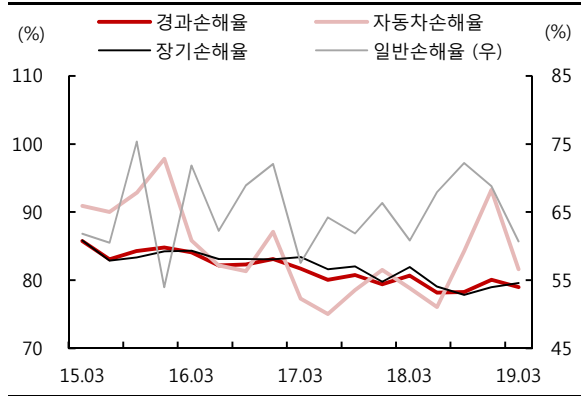
자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 보장성 인보험 신계약 및 증가율



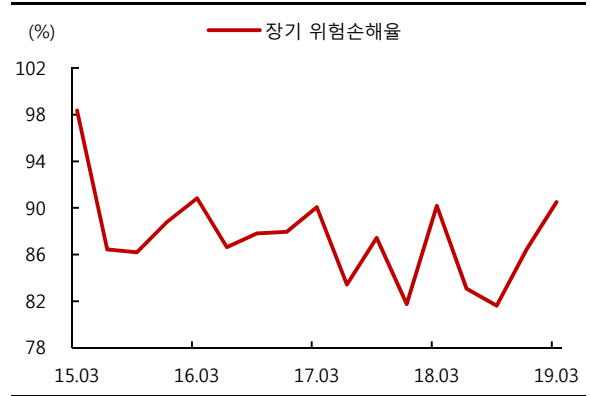
자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 보종별 경과손해율



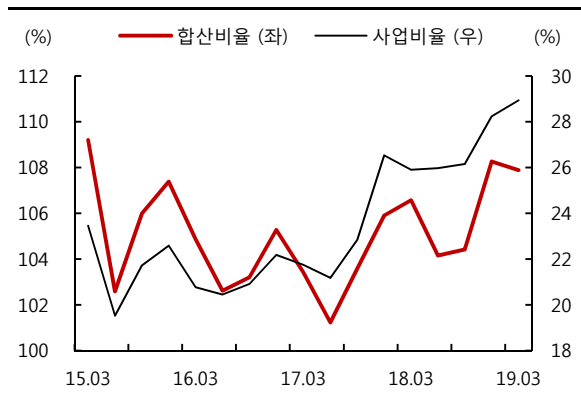
자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 장기 위험손해율



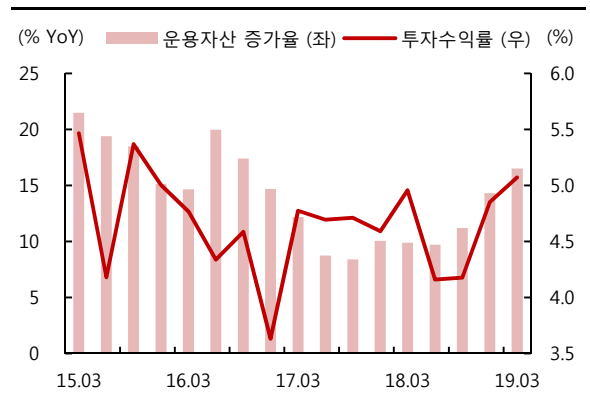
자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 합산비율 및 사업비율



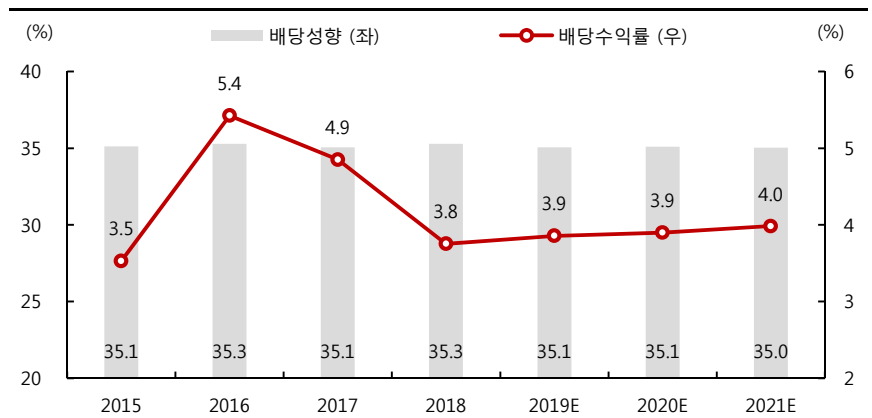
자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 운용자산 증가율 및 투자수익률



자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 배당지표 추이 및 전망



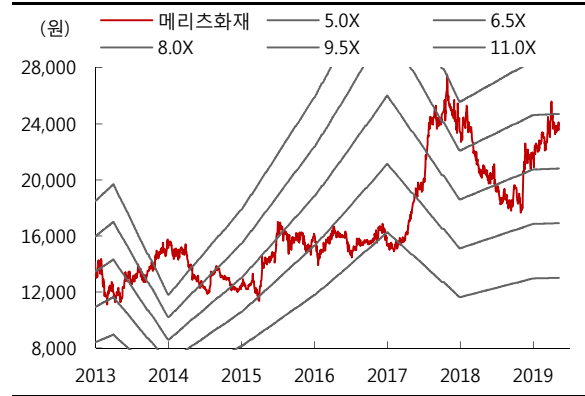
자료: 메리츠화재, SK증권

메리츠화재의 12 개월 forward PBR band



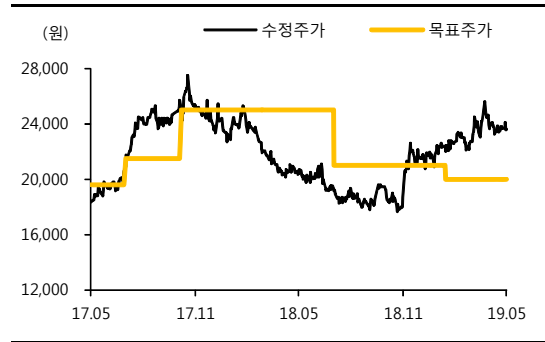
자료: SK 증권

메리츠화재의 12 개월 forward PER band



자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.05.13	중립	20,000원	6개월		
2019.02.21	중립	20,000원	6개월	17.36%	28.00%
2019.01.28	중립	20,000원	6개월	14.37%	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 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 (2019년 5월 13일 기준)**

매수	89.74%	중립	10.26%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

**재무상태표**

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
운용자산	15,967	18,252	20,179	22,351	24,618
현금 및 예치금	380	418	397	532	669
유가증권	10,009	11,696	12,978	14,372	15,845
주식	112	115	120	126	132
채권	5,582	7,068	7,884	8,812	9,794
수익증권	1,451	1,611	1,804	1,949	2,105
외화유가증권	2,792	2,666	2,932	3,248	3,577
기타유가증권	72	237	237	237	237
대출채권	4,785	5,362	6,033	6,683	7,360
부동산	793	777	771	764	743
비운용자산	2,125	2,178	2,243	2,311	2,380
특별계정자산	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	<b>18,092</b>	<b>20,433</b>	<b>22,422</b>	<b>24,662</b>	<b>26,998</b>
책임준비금	15,447	17,021	18,859	20,831	22,887
지급준비금	1,079	1,185	1,292	1,408	1,535
보험료적립금	13,619	15,101	16,770	18,575	20,459
미경과보험료적립금	659	641	698	742	782
기타부채	859	1,137	965	1,042	1,126
특별계정부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	<b>16,306</b>	<b>18,158</b>	<b>19,824</b>	<b>21,873</b>	<b>24,012</b>
자본금	55	57	57	57	57
자본잉여금	437	505	505	505	505
이익잉여금	1,109	1,241	1,439	1,630	1,826
비상위험준비금	232	256	288	306	322
자본조정	-19	-35	-44	-44	-44
기타포괄손익누계	204	507	641	641	641
<b>자본총계</b>	<b>1,787</b>	<b>2,276</b>	<b>2,598</b>	<b>2,789</b>	<b>2,985</b>
<b>부채와자본총계</b>	<b>18,092</b>	<b>20,433</b>	<b>22,422</b>	<b>24,662</b>	<b>26,998</b>

**성장률**

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산	10.0	12.9	9.7	10.0	9.5
운용자산	10.0	14.3	10.6	10.8	10.1
부채	10.1	11.4	9.2	10.3	9.8
책임준비금	11.7	10.2	10.8	10.5	9.9
자본	9.0	27.4	14.2	7.3	7.0
경과보험료	5.8	12.3	12.4	8.4	5.6
일반	13.3	21.4	3.4	-8.7	3.0
자동차	3.6	3.8	-5.5	3.0	3.0
장기	5.8	13.1	15.2	9.8	5.9
순사업비	16.1	29.1	15.8	5.8	5.0
투자영업이익	19.9	7.1	9.7	6.8	9.7
영업이익	35.5	-26.2	6.5	0.3	2.4
순이익	37.7	-26.8	11.3	1.0	2.3

자료 : SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	6,403	7,080	8,024	8,747	9,250
일반	498	498	537	553	570
자동차	807	784	767	790	814
장기	5,098	5,798	6,719	7,403	7,866
보유보험료	6,055	6,741	7,639	8,328	8,807
경과보험료	5,997	6,734	7,567	8,200	8,657
일반	252	306	317	289	298
자동차	733	761	719	741	763
장기	5,011	5,667	6,531	7,170	7,596
경과손해액	4,824	5,339	5,939	6,507	6,932
일반	158	207	209	196	202
자동차	573	632	601	608	613
장기	4,092	4,500	5,128	5,702	6,116
순사업비	1,387	1,791	2,074	2,195	2,305
보험영업이익	-214	-396	-446	-502	-580
투자영업이익	714	765	840	897	984
영업이익	500	370	394	395	404
영업외이익	-27	-17	-5	-5	-5
세전이익	473	349	388	389	399
법인세비용	118	89	99	97	100
당기순이익	355	260	289	292	299

**주요투자지표**

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업지표 (%)</b>					
경과손해율	80.4	79.3	78.5	79.3	80.1
일반	62.8	67.7	66.1	68.0	68.0
자동차	78.2	83.1	83.6	82.2	80.4
장기	81.7	79.4	78.5	79.5	80.5
사업비율	23.1	26.6	27.4	26.8	26.6
투자이익률	4.8	4.6	4.5	4.3	4.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	20.7	12.8	11.9	10.8	10.4
ROA	2.1	1.3	1.4	1.2	1.2
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	3,252	2,324	2,592	2,617	2,678
보통주 BPS	16,361	20,341	23,303	25,014	26,777
보통주 DPS	1,140	820	910	920	940
<b>기타 지표</b>					
보통주 PER (X)	7.2	9.4	9.1	9.0	8.8
보통주 PBR (X)	1.4	1.1	1.0	0.9	0.9
배당성향 (%)	35.1	35.3	35.1	35.1	35.0
보통주 배당수익률 (%)	4.9	3.8	3.9	3.9	4.0