

# SK COMPANY Analysis



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

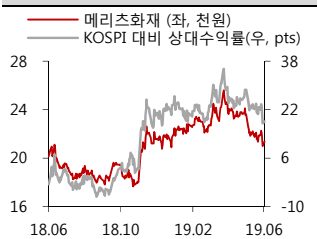
### Company Data

자본금	57 십억원
발행주식수	11,368 만주
자사주	220 만주
액면가	500 원
시가총액	2,427 십억원
주요주주	
메리츠금융지주(외6)	53.64%
외국인지분율	15.10%
배당수익률	3.75%

### Stock Data

주가(19/06/10)	21,350 원
KOSPI	2,099.5 pt
52주 Beta	0.35
52주 최고가	25,600 원
52주 최저가	17,650 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.5%	-9.1%
6개월	-0.9%	-3.2%
12개월	4.7%	19.0%

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

### 손해율은 하락 중인데 손해율을 우려하는 모순

메리츠화재는 강한 보험료 유입 효과로 손해율 하락을 나타내고 있는데, 분모가 같은 사업비율은 높은 상승폭을 기록. 체력대비 높은 성장과 높은 사업비 소요가 동시에 나타나고 있는데 합산비율은 악화됨. 이러한 사업모델에서 실적이 선방하려면 견조한 투자손익과 높은 신계약 성장률 지속이 필요한데, 달성이 쉽지 않은 과제라는 판단. 또한 손해액 증가율 상승의 시기와 속도가 빠르다는 점과 인수기준 완화의 유인이 가장 높은 회사라는 점에서 향후 위험손해를 추이를 지켜볼 필요가 있다고 판단함. **투자의견 중립 유지**

### 보험료 증가로 손해율은 하락하는데 사업비율은 크게 상승

메리츠화재의 실적 흐름은 다소 특이하다. 2017년 말 기준 보험부채가 4배에 가까운 삼성화재와 유사한 규모의 신계약을 유지하고 있는 만큼 보험료 유입 효과가 강해 전체 경과손해율은 1Q19에도 1.7%p YoY 개선되었는데 (장기 위험손해율은 +0.3%p YoY), 분모가 같은 사업비율은 +3.0%p YoY로 높은 상승폭을 기록했다. 체력 대비 높은 성장과 높은 사업비 소요가 나타나고 있는 것이다. 동사의 사업비율은 2016년 21%에서 2017년 23%, 2018년 27%로 상승해 2019년에는 28%대로 전망되며, 손해율 하락에도 불구하고 합산비율을 악화를 견인하고 있다. 이를 투자손익으로 상쇄하는 동시에 손해율 개선 효과를 유지하기 위한 높은 신계약 성장률 지속이 과제로 남아있다. 당면한 투자 환경과 후행하는 손해율 특성을 고려하면 달성이 쉽지 않은 과제라는 판단이다. 동사의 2Q19 당기순이익은 679억원 (-2% YoY)으로 소폭의 감소가 예상된다.

### 손해율은 하락 중인데 손해율을 우려하는 모순

메리츠화재의 이익 증가를 제한하는 것은 사업비율이며 손해율은 오히려 하락 중이지만 모순적이게도 SK증권은 사업비율이 아닌 손해율을 염려하고 있다. 위험손해율 수준이 본격화되는 것은 통상 상품판매 3~4년차부터이기 때문이다. 2H17부터 신계약의 본격 성장이 나타난 점을 고려하면 아직 손해율은 하락하는 것이 맞다. 그럼에도 장기 손해액 YoY 증가율은 1Q18부터 상승해 최근 두 자릿수를 나타냈는데 그 시기와 속도가 빠르다는 점과, 인수기준 완화의 유인이 높은(=신계약 목표치가 높은) 회사라는 점이 향후 손해율을 우려하는 근거이다. 높은 신계약 성장률과 투자손익의 지속 여부, 손해율 추이를 지켜볼 필요가 있다. **투자의견 중립 및 목표주가 20,000원을 유지한다.**

### 영업실적 및 투자지표

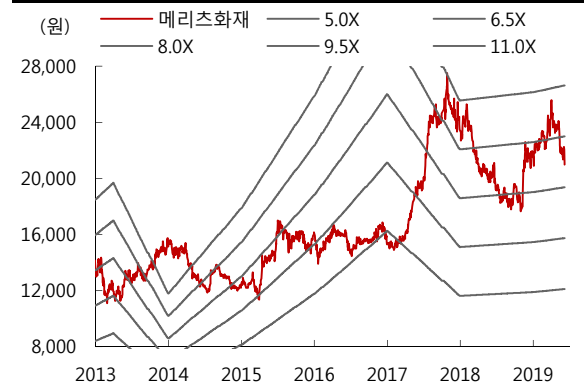
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
경과보험료	십억원	5,666	5,997	6,734	7,567	8,233	8,637
YoY	%	64	58	123	124	88	49
보험손익	십억원	-227	-214	-396	-479	-523	-621
투자손익	십억원	596	714	765	840	897	987
합산비율	%	104.0	103.6	105.9	106.3	106.4	107.2
투자수익률	%	4.5	4.8	4.6	4.5	4.3	4.3
영업이익	십억원	369	500	370	361	374	367
YoY	%	43.9	35.5	-26.2	-2.3	3.6	-1.9
세전이익	십억원	338	473	349	356	369	361
순이익	십억원	258	355	260	266	277	272
YoY	%	50.5	37.7	-26.8	2.1	4.4	-1.9
EPS	원	2,352	3,252	2,324	2,378	2,482	2,435
BPS	원	14,957	16,361	20,341	23,089	24,735	26,293
PER	배	6.5	7.2	9.4	9.3	8.9	9.1
PBR	배	1.0	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8
ROE	%	16.6	20.7	12.8	11.0	10.4	9.6
배당수익률	%	5.4	4.9	3.8	3.8	4.0	3.9

메리츠화재 12개월 forward PBR band



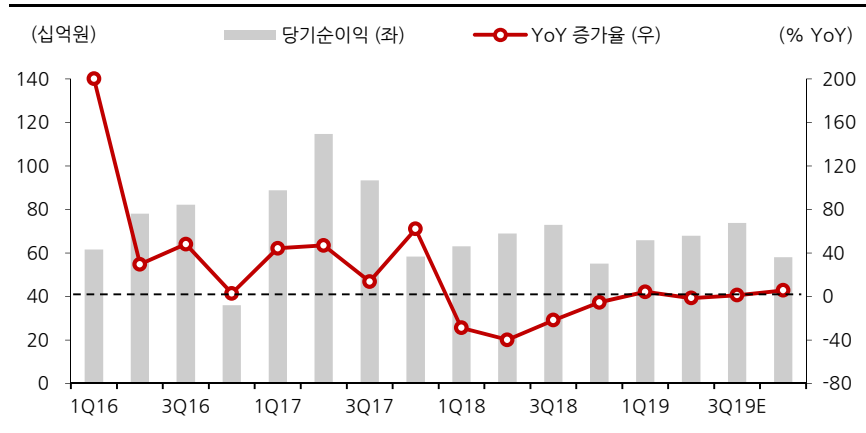
자료: SK증권

메리츠화재 12개월 forward PER band



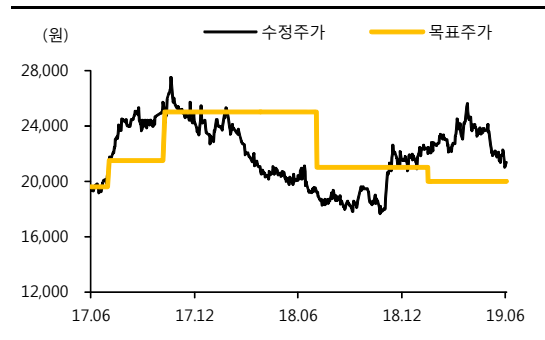
자료: SK증권

메리츠화재의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



자료: 메리츠화재, SK증권

일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.06.11	중립	20,000원	6개월		
2019.05.13	중립	20,000원	6개월	15.70%	28.00%
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%



### 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 투자의건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 6월 11일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
운용자산	15,967	18,252	20,179	22,361	24,622
현금 및 예치금	380	418	397	534	670
유가증권	10,009	11,696	12,978	14,377	15,847
주식	112	115	120	126	132
채권	5,582	7,068	7,884	8,816	9,795
수익증권	1,451	1,611	1,804	1,949	2,105
외화유가증권	2,792	2,666	2,932	3,249	3,578
기타유가증권	72	237	237	237	237
대출채권	4,785	5,362	6,033	6,686	7,362
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>24,672</b>	<b>27,002</b>
책임준비금	15,447	17,021	18,859	20,845	22,883
지급준비금	1,079	1,185	1,292	1,408	1,535
보험료적립금	13,619	15,101	16,770	18,584	20,463
미경과보험료적립금	659	641	698	748	775
기타부채	859	1,137	989	1,069	1,187
특별계정부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	<b>16,306</b>	<b>18,158</b>	<b>19,848</b>	<b>21,914</b>	<b>24,071</b>
자본금	55	57	57	57	57
자본잉여금	437	505	505	505	505
이익잉여금	1,109	1,241	1,415	1,599	1,772
비상위험준비금	232	256	288	308	319
자본조정	-19	-35	-44	-44	-44
기타포괄손익누계	204	507	641	641	641
<b>자본총계</b>	<b>1,787</b>	<b>2,276</b>	<b>2,574</b>	<b>2,757</b>	<b>2,931</b>
<b>부채와자본총계</b>	<b>18,092</b>	<b>20,433</b>	<b>22,422</b>	<b>24,672</b>	<b>27,002</b>

**성장률**

12월 결산(% YoY)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산	10.0	12.9	9.7	10.0	9.4
운용자산	10.0	14.3	10.6	10.8	10.1
부채	10.1	11.4	9.3	10.4	9.8
책임준비금	11.7	10.2	10.8	10.5	9.8
자본	9.0	27.4	13.1	7.1	6.3
경과보험료	5.8	12.3	12.4	8.8	4.9
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	10.3	5.2
순사업비	16.1	29.1	18.4	6.4	4.2
투자영업이익	19.9	7.1	9.7	6.8	10.0
영업이익	35.5	-26.2	-2.3	3.6	-1.9
순이익	37.7	-26.8	2.1	4.4	-1.9

**포괄손익계산서**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	6,403	7,080	8,024	8,782	9,229
일반	498	498	537	553	570
자동차	807	784	767	790	814
장기	5,098	5,798	6,719	7,438	7,845
보유보험료	6,055	6,741	7,639	8,361	8,787
경과보험료	5,997	6,734	7,567	8,233	8,637
일반	252	306	317	289	298
자동차	733	761	719	741	763
장기	5,011	5,667	6,531	7,204	7,577
경과손해액	4,824	5,339	5,924	6,499	6,906
일반	158	207	209	196	202
자동차	573	632	601	608	613
장기	4,092	4,500	5,113	5,694	6,091
순사업비	1,387	1,791	2,122	2,258	2,351
보험영업이익	-214	-396	-479	-523	-621
투자영업이익	714	765	840	897	987
영업이익	500	370	361	374	367
영업외이익	-27	-17	-5	-5	-5
세전이익	473	349	356	369	361
법인세비용	118	89	90	91	89
당기순이익	355	260	266	277	272

**주요투자지표**

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업지표 (%)</b>					
경과손해율	80.4	79.3	78.3	78.9	80.0
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	78.3	79.0	80.4
사업비율	23.1	26.6	28.0	27.4	27.2
투자이익률	4.8	4.6	4.5	4.3	4.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	20.7	12.8	11.0	10.4	9.6
ROA	2.1	1.3	1.2	1.2	1.1
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	3,252	2,324	2,378	2,482	2,435
보통주 BPS	16,361	20,341	23,089	24,735	26,293
보통주 DPS	1,140	820	840	880	860
<b>기타 지표</b>					
보통주 PER (X)	7.2	9.4	9.3	8.9	9.1
보통주 PBR (X)	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8
배당성향 (%)	35.1	35.3	35.3	35.4	35.3
보통주 배당수익률 (%)	4.9	3.8	3.8	4.0	3.9

자료: SK증권 추정