

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

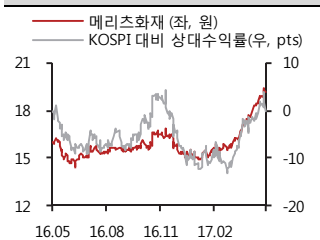
Company Data

자본금	55 십억원
발행주식수	11,034 만주
자사주	112 만주
액면가	500 원
시가총액	2,108 십억원
주요주주	
메리츠금융지주(외12)	52.30%
한국투자밸류자산운	5.46%
용	
외국인지분율	17.40%
배당수익률	4.30%

Stock Data

주가(17/05/26)	19,100 원
KOSPI	2355.3 pt
52주 Beta	0.51
52주 최고가	19,400 원
52주 최저가	14,450 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	10.1%	3.2%
6개월	15.4%	-3.3%
12개월	19.4%	-0.8%

메리츠화재 (000060/KS | 중립(신규편입) | T.P 19,600 원(신규편입))

실적은 좋지만 추가적인 주가 Upside 는 높지 않아

메리츠화재의 1Q17 순이익은 4.8%의 투자수익률과 손해율 개선세 지속으로 44.2% YoY 의 높은 증가율을 기록했다. 다만 건조한 실적에도 불구하고, 조직개편 이후의 장기보험 성장성 둔화와 최근 자동차보험료 인하 등으로 인해 향후 방향성이 모호하다는 판단이다. 또한 현 주가는 연이은 실적 서프라이즈의 긍정적인 측면이 충분히 반영된 수준으로, 추가적인 상승여력은 높지 않다고 판단한다.

실적 개선은 괄목할만한 수준이나, 방향성은?

메리츠화재의 1Q17 순이익은 4.8%의 투자수익률과 손해율 개선세 지속으로 44.2% YoY 의 높은 증가율을 기록했다. 특히 자동차보험은 규모의 성장보다는 수익성 관리에 집중하겠다는 전략 하에 2015 년 말 한화손해보험과 점유율 순위를 바꾸었는데, 그 결과 2016 년부터 주요 손보사 중 가장 가파른 하락폭을 시현해왔다.

다만 건조한 실적에도 불구하고 향후의 방향성에는 의문을 갖게 되는데, 원인은 1) 조직개편 이후의 장기보험 성장성 둔화와 2) 최근 단행된 자동차보험료 인하 등이다. 1) 메리츠화재는 지난해 7 월 이후 영업점포 축소 및 혁신적인 영업구조 개편을 지속했는데, 이후 오히려 보장성 신계약의 역성장 및 장기 경과보험료 성장률 둔화를 기록하고 있다. 아직 조직개편의 성공여부를 가늠하기는 이르겠지만, 성장성 회복을 지켜볼 필요가 있다는 판단이다. 2) 또한 수익성을 우선시한 점유율 축소 이후에 두 차례의 자동차보험료 인하 결정은 자동차보험에 대한 전략 방향성을 모호하게 만들었다. 매기 놀라운 실적을 시현하고 있는 점은 긍정적이나, 그 지속 여부는 지켜봐야 할 것으로 판단한다.

추가적인 주가 상승여력은 높지 않다고 판단

메리츠화재의 주가는 연초 이후 24.8% 상승하면서 KOSPI 를 16.2%p 상회하였다. 연이은 실적 서프라이즈의 긍정적인 측면이 주가에 충분히 반영된 수준으로, 추가적인 주가 상승여력은 높지 않다고 판단한다.

메리츠화재에 대해 투자의견 HOLD, 목표주가 19,600 원으로 커버리지를 개시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
경과보험료	십억원	4,931	5,325	5,666	5,866	6,051	6,212
YoY	%		8.0	6.4	3.5	3.2	2.7
보험손익	십억원	-243	-335	-227	-237	-261	-279
투자손익	십억원	426	592	596	651	679	722
합산비율	%	104.9	106.3	104.0	104.1	104.3	104.5
투자수익률	%	4.4	5.1	4.5	4.4	4.1	4.0
영업이익	십억원	183	257	369	413	418	443
YoY	%		40.2	43.9	11.9	1.2	6.0
세전이익	십억원	152	225	338	382	382	407
순이익	십억원	113	171	258	289	290	309
YoY	%		52.0	50.5	12.2	0.1	6.5
EPS	원	1,072	1,624	2,352	2,639	2,642	2,815
BPS	원	13,312	13,934	14,957	16,090	17,802	19,687
PER	배	11.6	9.9	6.5	7.2	7.2	6.8
PBR	배	0.9	1.2	1.0	1.2	1.1	1.0
ROE	%	9.3	11.9	16.6	17.0	15.6	15.0
배당수익률	%	3.1	3.5	5.4	4.9	4.9	5.2

Valuation

SK 증권은 메리츠화재의 12개월 forward BPS 16,804 원에 목표 PBR 1.18X 를 적용한 19,600 원을 목표주가로 제시한다. 목표 PBR 은 향후 3 개년 기대 ROE 평균 15.9%를 COE 로 할인하여 산출한 이론적 PBR 1.39X 에 자본 불확실성을 감안한 할인을 15% 를 부여하였다.

메리츠화재의 목표주가 산출식

항목	메리츠화재	비고
자기자본비용 (%)	11.5	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.3	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	1.0	(d): 메리츠화재의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	15.9	(e): 메리츠화재의 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.39	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	(15.0)	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	1.18	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	16,804	(j): 메리츠화재의 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	19,600	(k): (i)*(j)
현주가 (05/26, 원)	19,100	
상승여력 (%)	2.6	

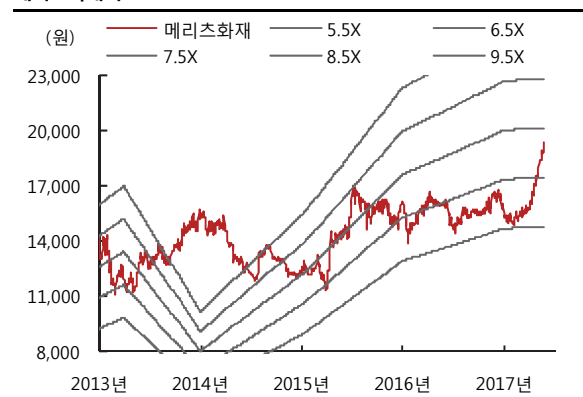
자료: SK 증권

메리츠화재의 PBR Band chart



자료: SK 증권

메리츠화재의 PER Band chart



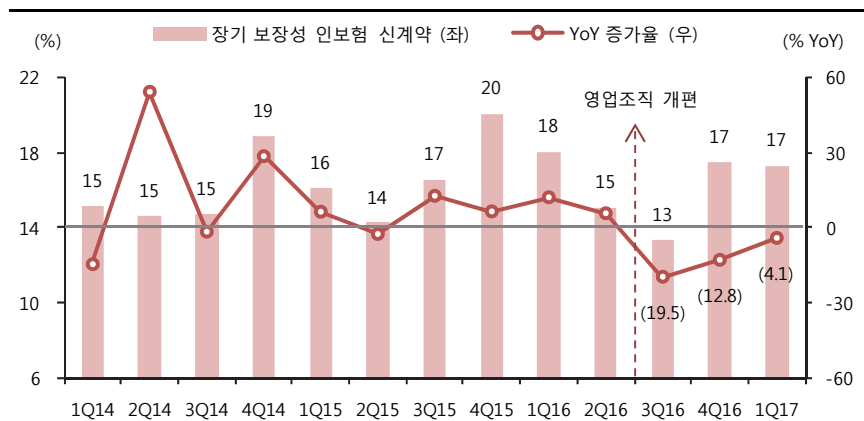
자료: SK 증권

분기별/연도별 메리츠화재 실적추정

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
원수보험료	1,469	1,501	1,484	1,536	1,553	1,564	1,550	1,600	5,990	6,268	6,459
일반	106	114	100	120	127	123	108	126	440	484	508
자동차	181	191	182	198	190	198	191	207	751	786	810
장기	1,182	1,196	1,203	1,219	1,236	1,244	1,251	1,267	4,799	4,998	5,142
경과보험료	1,392	1,414	1,424	1,437	1,444	1,460	1,471	1,491	5,666	5,866	6,051
일반	49	56	58	59	53	55	54	63	223	226	241
자동차	175	177	179	178	173	180	187	183	708	723	751
장기	1,168	1,181	1,187	1,201	1,218	1,225	1,230	1,245	4,736	4,918	5,059
경과손해율 (%)	84.1	82.2	82.3	83.1	81.7	81.9	82.6	83.1	82.9	82.3	82.4
일반	71.8	62.2	68.9	72.1	57.5	68.0	68.0	68.0	68.7	65.5	68.0
자동차	85.8	82.2	81.3	87.1	77.3	79.7	84.8	86.6	84.1	82.2	84.3
장기	84.3	83.1	83.1	83.1	83.4	82.8	82.9	83.4	83.4	83.1	82.8
순사업비	289	289	298	319	314	307	315	338	1,195	1,274	1,326
사업비율 (%)	20.8	20.4	20.9	22.2	21.7	21.0	21.4	22.7	21.1	21.7	21.9
보험영업이익	(68)	(37)	(46)	(76)	(49)	(43)	(59)	(86)	(227)	(237)	(261)
합산비율 (%)	104.9	102.6	103.2	105.3	103.4	102.9	104.0	105.8	104.0	104.0	104.3
투자영업이익	153	147	164	131	174	154	163	160	596	651	679
투자이익률 (%)	4.8	4.4	4.6	3.6	4.8	4.1	4.1	4.0	4.5	4.3	4.1
영업이익	86	110	118	55	125	111	104	74	369	413	418
당기순이익	62	78	82	36	89	78	73	50	258	289	290
ROE (%)	16.6	17.9	16.1	7.7	22.1	19.5	17.3	11.4	16.6	17.0	15.6

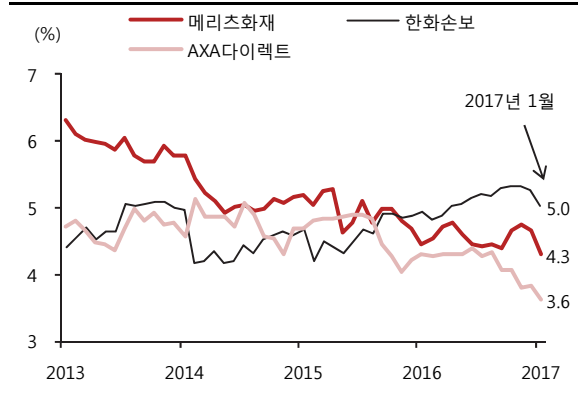
자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 장기 보장성 인보험 신계약 규모 및 증가율



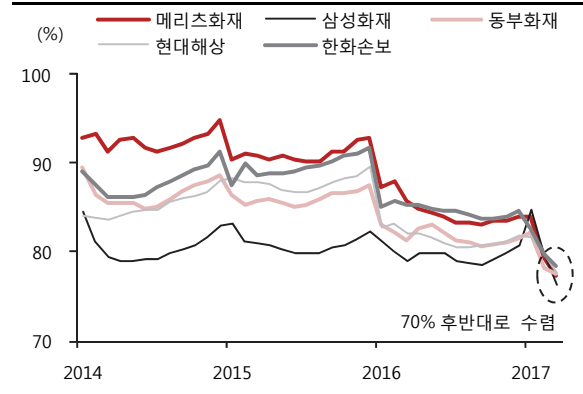
자료: 메리츠화재, SK 증권

자동차보험 점유율 5~7 위 순위 교체



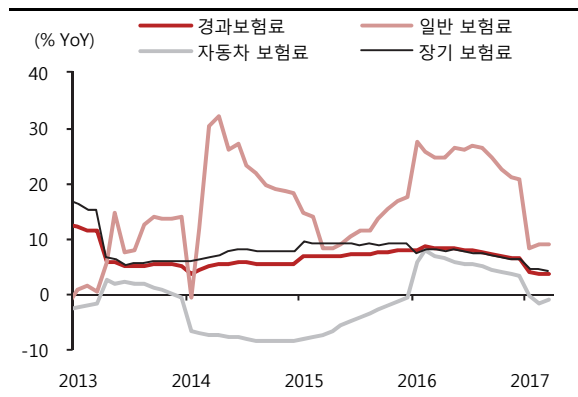
자료: 보험개발원 SK 증권

주요 손해보험사별 자동차 손해율 추이



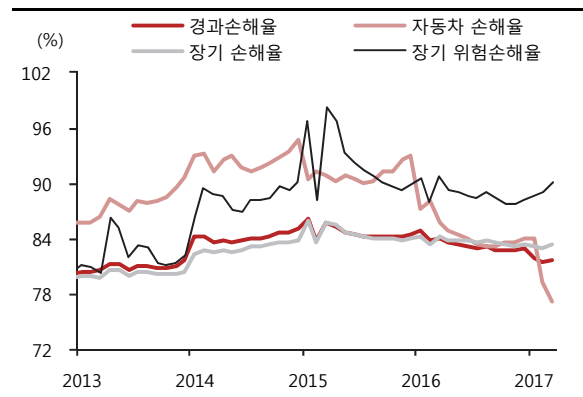
자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 보증별 경과보험료 증가율



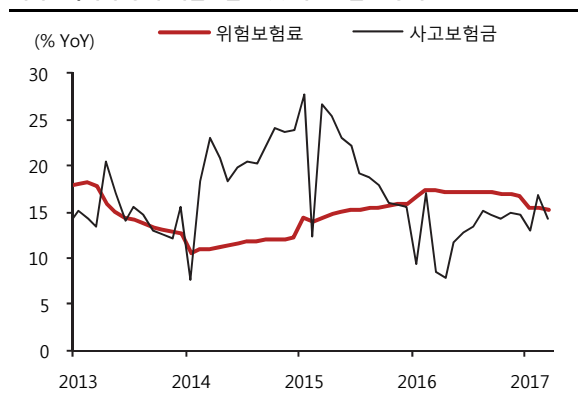
자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 보증별 경과손해율



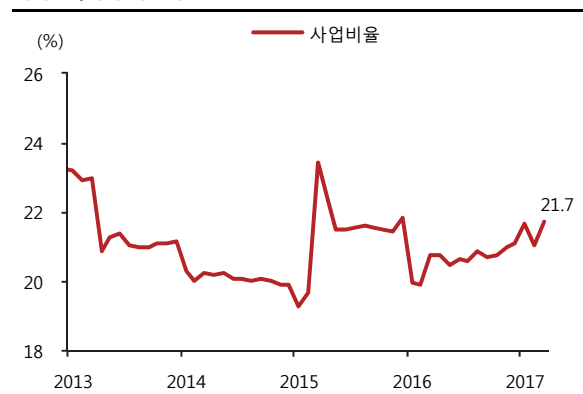
자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 장기 위험보험료 및 사고보험금 증가율



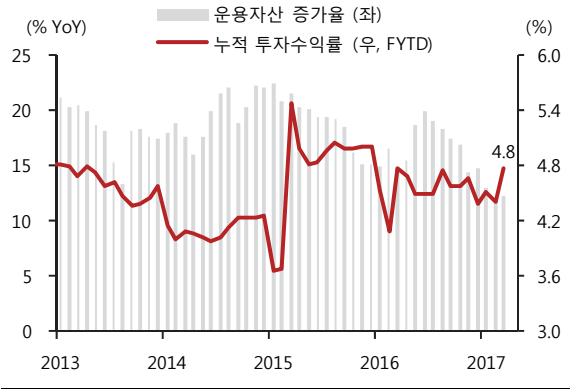
자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 사업비율



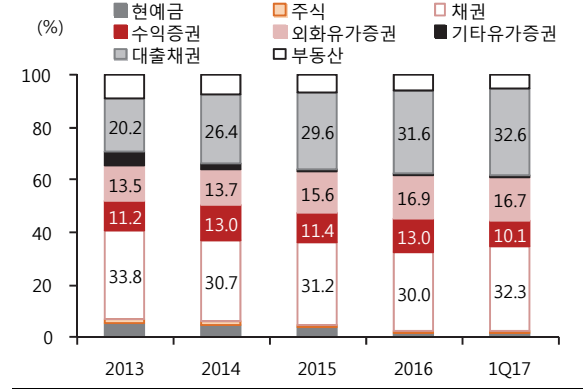
자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 운용자산 증가율 및 투자수익률



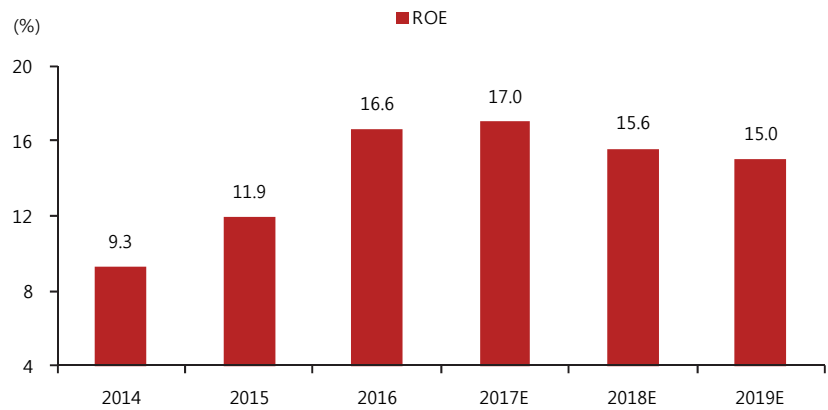
자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 운용자산 구성비



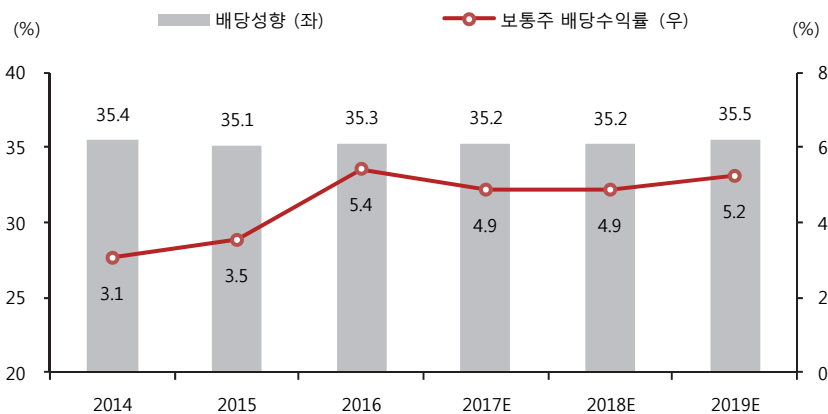
자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 연도별 ROE



자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 배당성향 및 배당수익률 전망



자료: WiseFn, SK 증권

투자의견변경

일시

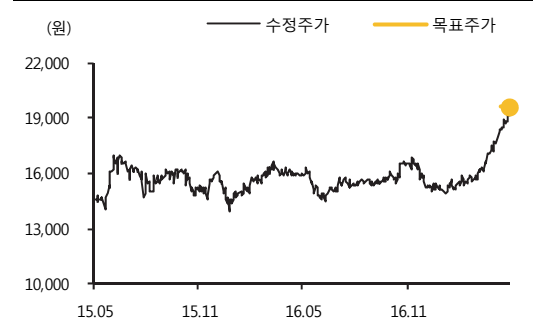
투자의견

목표주가

2017.05.29

중립

19,600원



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 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 29일 기준)

매수	93.88%	중립	6.12%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	12,651	14,510	16,084	17,582	19,240
현금 및 예치금	461	220	249	264	272
유가증권	7,634	8,905	9,781	10,806	11,880
주식	146	100	110	117	125
채권	3,950	4,353	4,912	5,419	5,984
수익증권	1,437	1,890	1,927	2,101	2,311
외화유가증권	1,978	2,449	2,715	3,049	3,337
기타유가증권	123	114	117	120	124
대출채권	3,746	4,584	5,228	5,680	6,254
부동산	810	800	826	833	834
비운용자산	1,953	1,934	1,934	1,992	2,052
특별계정자산	0	0	0	0	0
자산총계	14,604	16,444	18,018	19,574	21,292
책임준비금	12,233	13,831	15,333	16,848	18,384
지급준비금	849	960	1,027	1,120	1,221
보험료적립금	10,731	12,195	13,579	14,979	16,392
미경과보험료적립금	569	589	636	653	671
기타부채	900	974	921	775	751
특별계정부채	0	0	0	0	0
부채총계	13,133	14,805	16,254	17,623	19,134
지배주주지분					
자본금	53	55	55	55	55
자본잉여금	369	437	437	437	437
이익잉여금	650	847	1,044	1,231	1,438
비상위험준비금	191	209	221	227	233
자본조정	-4	-13	-19	-19	-19
기타포괄손익누계	403	314	247	247	247
자본총계	1,471	1,640	1,764	1,952	2,158
부채와자본총계	14,604	16,444	18,018	19,574	21,292

성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	12.5	12.6	9.6	8.6	8.8
운용자산	15.1	14.7	10.8	9.3	9.4
부채	13.4	12.7	9.8	8.4	8.6
책임준비금	13.2	13.1	10.9	9.9	9.1
자본	5.1	11.5	7.6	10.6	10.6
경과보험료	8.0	6.4	3.5	3.2	2.7
일반	17.7	20.6	1.4	6.7	5.0
자동차	-0.8	3.5	2.1	4.0	3.0
장기	9.1	6.3	3.8	2.9	2.5
순사업비	18.5	2.8	6.7	4.0	3.1
투자영업이익	39.0	0.7	9.2	4.4	6.3
영업이익	40.2	43.9	11.9	1.2	6.0
순이익	52.0	50.5	12.2	0.1	6.5

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	5,658	5,990	6,268	6,459	6,637
일반	407	440	484	508	533
자동차	744	751	786	810	834
장기	4,507	4,799	4,998	5,142	5,270
보유보험료	5,373	5,680	5,938	6,113	6,282
경과보험료	5,325	5,666	5,866	6,051	6,212
일반	184	223	226	241	253
자동차	684	708	723	751	774
장기	4,457	4,736	4,918	5,059	5,186
경과손해액	4,498	4,698	4,829	4,986	5,123
일반	116	153	148	164	172
자동차	636	595	594	633	668
장기	3,747	3,950	4,087	4,190	4,284
순사업비	1,162	1,195	1,274	1,326	1,367
보험영업이익	-335	-227	-237	-261	-279
투자영업이익	592	596	651	679	722
영업이익	257	369	413	418	443
영업외이익	-31	-32	-31	-36	-36
세전이익	225	338	382	382	407
법인세비용	54	80	92	92	99
당기순이익	171	258	289	290	309
지배주주 순이익					

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.5	82.9	82.3	82.4	82.5
일반	62.7	68.7	65.5	68.0	68.0
자동차	93.0	84.1	82.2	84.3	86.3
장기	84.1	83.4	83.1	82.8	82.6
사업비용	21.8	21.1	21.7	21.9	22.0
투자이익률	5.1	4.5	4.4	4.1	4.0
수익성 (%)					
ROE	11.9	16.6	17.0	15.6	15.0
ROA	1.2	1.7	1.7	1.5	1.5
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	1,624	2,352	2,639	2,642	2,815
보통주 BPS	13,934	14,957	16,090	17,802	19,687
보통주 DPS	570	830	930	930	1,000
기타 지표					
보통주 PER (X)	9.9	6.5	7.2	7.2	6.8
보통주 PBR (X)	1.2	1.0	1.2	1.1	1.0
배당성장률 (%)	35.1	35.3	35.2	35.2	35.5
보통주 배당수익률 (%)	3.5	5.4	4.9	4.9	5.2

자료 : SK증권 추정