

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

## Company Data

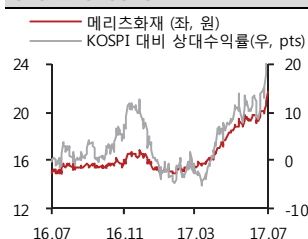
|              |           |
|--------------|-----------|
| 자본금          | 55 십억원    |
| 발행주식수        | 11,034 만주 |
| 자사주          | 112 만주    |
| 액면가          | 500 원     |
| 시가총액         | 2,400 십억원 |
| 주요주주         |           |
| 메리츠금융지주(외12) | 52.30%    |

|        |        |
|--------|--------|
| 외국인지분율 | 17.75% |
| 배당수익률  | 5.42%  |

## Stock Data

|              |            |
|--------------|------------|
| 주가(17/07/11) | 21,750 원   |
| KOSPI        | 2,396.0 pt |
| 52주 Beta     | 0.45       |
| 52주 최고가      | 21,750 원   |
| 52주 최저가      | 14,900 원   |
| 60일 평균 거래대금  | 4 십억원      |

## 주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가  | 상대주가  |
|-------|-------|-------|
| 1개월   | 12.1% | 11.5% |
| 6개월   | 45.0% | 29.5% |
| 12개월  | 46.0% | 25.5% |

## 메리츠화재 (000060/KS | 중립(유지) | T.P 21,500 원(상향))

### 건조한 이익 증가, 충분히 오른 주가

메리츠화재의 2Q17 순이익은 1,061 억원 (+35.9% YoY)으로 컨센서스를 21.9% 상회할 전망. 주요 손보사 중 가장 높은 자동차손해를 개선폭과 함께 4% 중반의 건조한 투자수익률을 유지하는 것이 기존 전망을 상회하는 주된 원인으로 판단. 이익 전망치 상향 조정에 따른 기대 ROE 상승 및 업종 할인을 축소에 따라 목표주가를 21,500 원으로 상향 조정하나, 추가적인 주가 상승여력은 제한적이라는 판단 하에 투자 의견 중립을 유지

### 2Q17 순이익 1,061 억원 (+35.9% YoY) 기록할 전망

메리츠화재의 2Q17 순이익은 1,061 억원 (+35.9% YoY, +19.5% QoQ)으로 시장 컨센서스를 21.9% 상회할 전망. 주요 손보사 중 가장 높은 자동차손해를 개선폭 (-6.5%p YoY)과 함께 4% 중반의 건조한 투자수익률을 유지하는 것이 기존 전망을 상회하는 주된 원인으로 판단. 메리츠화재의 2Q17 경과손해율은 80.5% (-1.7%p YoY)로 하락할 것으로 예상되는 반면, 사업비율은 21.0%로 0.5%p YoY 상승할 전망. 동사의 2Q17 투자수익률은 4.5%로, 매각의 의존도는 크게 낮아졌으나 부동산 PF 및 sell down 을 통한 수수료수익과 이자수익 증가 등으로 전년동기대비 0.1%p 상승할 것으로 예상

### 목표주가 21,500 원으로 상향 조정, 투자 의견 HOLD 유지

메리츠화재의 2017 년 경과손해를 추정치를 81.8%로 이전대비 0.5%p 하향 조정함에 따라 연간 순이익 전망을 3,210 억원으로 11.2% 상향함. 이익 전망치 상향조정에 따른 기대 ROE 상승과 자본 불확실성 관련 업종 valuation discount 의 축소에 따라 메리츠화재의 목표주가를 21,500 원 (목표 PBR 1.23X)으로 직전대비 9.7% 상향 조정함. 다만 현 주가는 건조한 이익 수준 및 배당 기대감을 이미 반영한 수준으로, 추가적인 상승여력은 제한적이라는 판단에 따라 투자 의견은 중립을 유지함. 동사의 2017 년 배당성향을 33.3%로 가정 시 기대 배당수익률은 4.5%로 배당 매력도는 높은 것으로 판단함

## 영업실적 및 투자지표

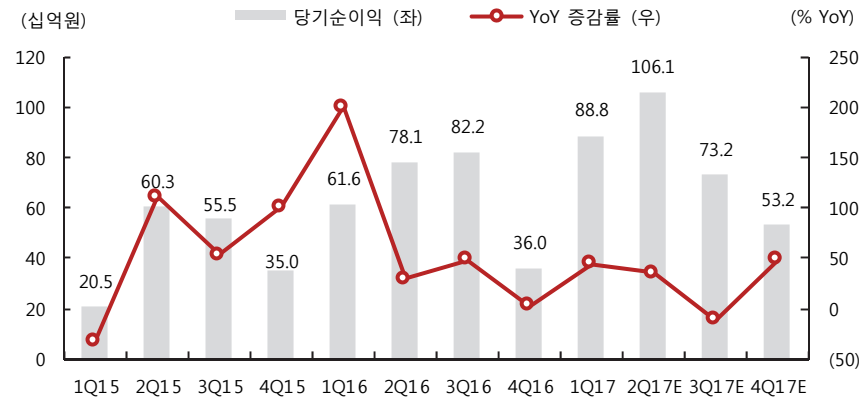
| 구분    | 단위  | 2014   | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 경과보험료 | 십억원 | 4,931  | 5,325  | 5,666  | 5,879  | 6,070  | 6,257  |
| YoY   | %   | 4.8    | 8.0    | 6.4    | 3.8    | 3.3    | 3.1    |
| 보험손익  | 십억원 | -243   | -335   | -227   | -210   | -251   | -263   |
| 투자손익  | 십억원 | 426    | 592    | 596    | 666    | 685    | 721    |
| 합산비율  | %   | 104.9  | 106.3  | 104.0  | 103.6  | 104.1  | 104.2  |
| 투자수익률 | %   | 4.4    | 5.1    | 4.5    | 4.4    | 4.2    | 4.0    |
| 영업이익  | 십억원 | 183    | 257    | 369    | 455    | 434    | 457    |
| YoY   | %   | -28.9  | 40.2   | 43.9   | 23.3   | -4.7   | 5.3    |
| 세전이익  | 십억원 | 152    | 225    | 338    | 424    | 398    | 421    |
| 순이익   | 십억원 | 113    | 171    | 258    | 321    | 302    | 319    |
| YoY   | %   | -37.5  | 52.0   | 50.5   | 24.6   | -6.1   | 5.8    |
| EPS   | 원   | 1,072  | 1,624  | 2,352  | 2,941  | 2,762  | 2,922  |
| BPS   | 원   | 13,312 | 13,934 | 14,957 | 16,444 | 18,227 | 20,220 |
| PER   | 배   | 11.6   | 9.9    | 6.5    | 7.4    | 7.9    | 7.4    |
| PBR   | 배   | 0.9    | 1.2    | 1.0    | 1.3    | 1.2    | 1.1    |
| ROE   | %   | 9.3    | 11.9   | 16.6   | 18.7   | 15.9   | 15.2   |
| 배당수익률 | %   | 3.1    | 3.5    | 5.4    | 4.5    | 4.3    | 4.5    |

## 메리츠화재 2Q17 실적 preview 및 시장 컨센서스 변동 추이

| (단위: 십억원) | 2Q17E  | 1Q17   | QoQ (%)  | 2Q16   | YoY (%)  | 컨센서스  | 차이 (%) |
|-----------|--------|--------|----------|--------|----------|-------|--------|
| 보험영업이익    | (20.8) | (49.5) | 적축       | (37.1) | 적축       | n/a   | n/a    |
| 투자영업이익    | 168.8  | 174.1  | (3.1)    | 147.4  | 14.5     | n/a   | n/a    |
| 영업이익      | 148.0  | 124.7  | 18.7     | 110.3  | 34.2     | 116.3 | 27.3   |
| 당기순이익     | 106.1  | 88.8   | 19.5     | 78.1   | 35.9     | 87.0  | 21.9   |
| (단위: %)   | 2Q17E  | 1Q17   | QoQ (%p) | 2Q16   | YoY (%p) |       |        |
| 경과손해율     | 80.5   | 81.7   | (1.2)    | 82.2   | (1.7)    |       |        |
| 일반        | 68.0   | 57.5   | 10.5     | 62.2   | 5.8      |       |        |
| 자동차       | 75.7   | 77.3   | (1.6)    | 82.2   | (6.5)    |       |        |
| 장기        | 81.7   | 83.4   | (1.6)    | 83.1   | (1.4)    |       |        |
| 사업비용      | 21.0   | 21.7   | (0.8)    | 20.4   | 0.5      |       |        |
| 투자수익률     | 4.5    | 4.8    | (0.3)    | 4.4    | 0.1      |       |        |

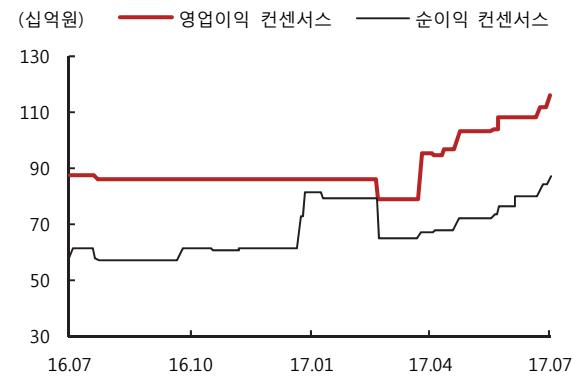
자료: FnGuide, SK 증권

## 메리츠화재의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



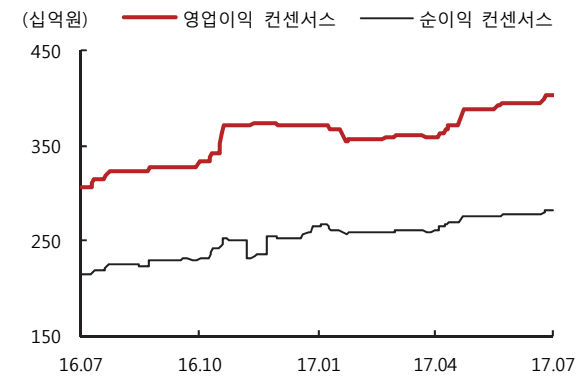
자료: 메리츠화재, SK 증권

## 메리츠화재의 2Q17 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



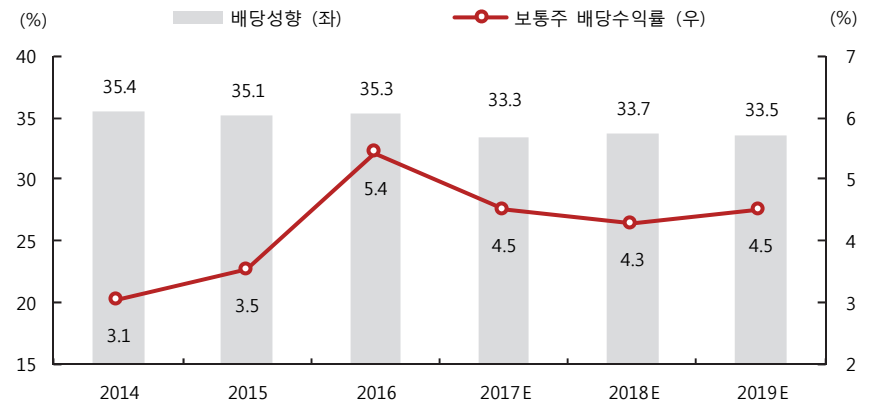
자료: FnGuide, SK 증권

## 메리츠화재의 2017년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

## 메리츠화재의 배당지표 추이 및 전망



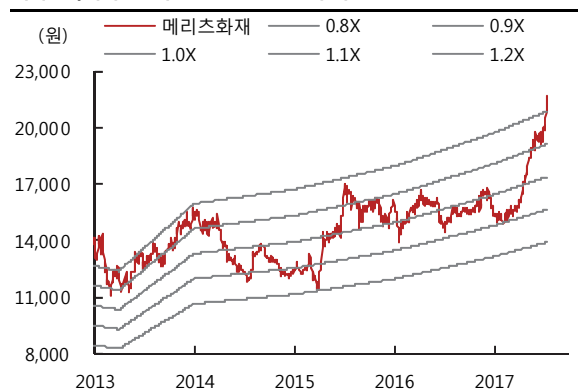
자료: WiseFn, SK 증권

## 메리츠화재의 목표주가 산출식

| 항목              | 메리츠화재         | 비고                                   |
|-----------------|---------------|--------------------------------------|
| 자기자본비용 (%)      | 12.1          | (a): (b)+(c)*(d)                     |
| 무위험수익률          | 1.7           | (b): 국채 3년물 3개월 평균 금리                |
| Risk Premium    | 9.3           | (c): 시장수익률-(b)                       |
| Beta (β)        | 1.1           | (d): 메리츠화재의 1년 기준 beta               |
| Average ROE (%) | 16.6          | (e): 메리츠화재의 2017~2019년 기대 ROE 평균     |
| 영구성장률 (%)       | 0.0           | (f)                                  |
| 이론적 PBR (X)     | 1.37          | (g): (e-f)/(a-f)                     |
| 할증률 (할인율, %)    | (10.0)        | (h): Valuation premium (discount) 부여 |
| 목표 PBR (X)      | 1.23          | (i): (g)*(h)                         |
| 수정 BPS (원)      | 17,484        | (j): 메리츠화재의 12개월 forward BPS         |
| <b>목표주가 (원)</b> | <b>21,500</b> | (k): (i)*(j)                         |
| 현주가 (07/10, 원)  | 21,750        |                                      |
| 상승여력 (%)        | (1.1)         |                                      |

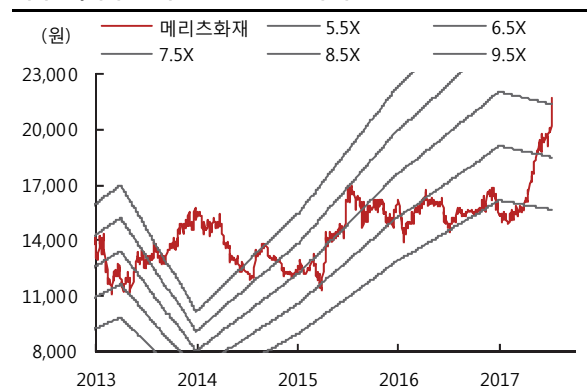
자료: SK 증권

## 메리츠화재의 12 개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

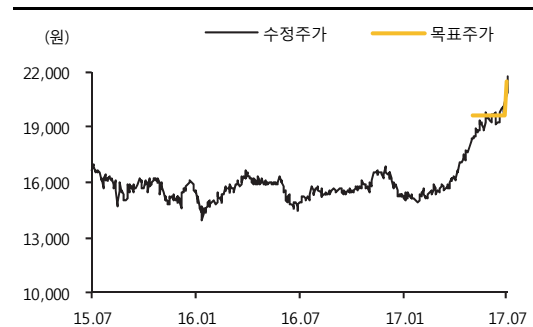
## 메리츠화재의 12 개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

## 투자의견변경

| 일시         | 투자의견 | 목표주가    |
|------------|------|---------|
| 2017.07.12 | 중립   | 21,500원 |
| 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) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 7월 12일 기준)

|    |        |    |       |    |    |
|----|--------|----|-------|----|----|
| 매수 | 92.95% | 중립 | 7.05% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|-------|----|----|

## 재무상태표

| 월 결산(십억원)      | 2015          | 2016          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 운용자산           | 12,651        | 14,510        | 16,084        | 17,585        | 19,254        |
| 현금 및 예치금       | 461           | 220           | 249           | 264           | 274           |
| 유가증권           | 7,634         | 8,905         | 9,781         | 10,807        | 11,887        |
| 주식             | 146           | 100           | 110           | 117           | 125           |
| 채권             | 3,950         | 4,353         | 4,912         | 5,419         | 5,988         |
| 수익증권           | 1,437         | 1,890         | 1,927         | 2,101         | 2,311         |
| 외화유가증권         | 1,978         | 2,449         | 2,715         | 3,049         | 3,339         |
| 기타유가증권         | 123           | 114           | 117           | 120           | 124           |
| 대출채권           | 3,746         | 4,584         | 5,228         | 5,681         | 6,258         |
| 부동산            | 810           | 800           | 826           | 833           | 835           |
| 비운용자산          | 1,953         | 1,934         | 1,934         | 1,992         | 2,052         |
| 특별계정자산         | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>자산총계</b>    | <b>14,604</b> | <b>16,444</b> | <b>18,018</b> | <b>19,577</b> | <b>21,306</b> |
| 책임준비금          | 12,233        | 13,831        | 15,337        | 16,854        | 18,400        |
| 지급준비금          | 849           | 960           | 1,027         | 1,120         | 1,221         |
| 보험료적립금         | 10,731        | 12,195        | 13,579        | 14,982        | 16,404        |
| 미경과보험료적립금      | 569           | 589           | 641           | 661           | 681           |
| 기타부채           | 900           | 974           | 886           | 732           | 697           |
| 특별계정부채         | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>부채총계</b>    | <b>13,133</b> | <b>14,805</b> | <b>16,222</b> | <b>17,587</b> | <b>19,098</b> |
| 지배주주지분         |               |               |               |               |               |
| 자본금            | 53            | 55            | 55            | 55            | 55            |
| 자본잉여금          | 369           | 437           | 437           | 437           | 437           |
| 이익잉여금          | 650           | 847           | 1,076         | 1,270         | 1,488         |
| 비상위험준비금        | 191           | 209           | 223           | 230           | 237           |
| 자본조정           | -4            | -13           | -19           | -19           | -19           |
| 기타포괄손익누계       | 403           | 314           | 247           | 247           | 247           |
| <b>자본총계</b>    | <b>1,471</b>  | <b>1,640</b>  | <b>1,796</b>  | <b>1,991</b>  | <b>2,208</b>  |
| <b>부채와자본총계</b> | <b>14,604</b> | <b>16,444</b> | <b>18,018</b> | <b>19,577</b> | <b>21,306</b> |

## 성장률

| 월 결산(십억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 자산        | 12.5 | 12.6 | 9.6   | 8.7   | 8.8   |
| 운용자산      | 15.1 | 14.7 | 10.9  | 9.3   | 9.5   |
| 부채        | 13.4 | 12.7 | 9.6   | 8.4   | 8.6   |
| 책임준비금     | 13.2 | 13.1 | 10.9  | 9.9   | 9.2   |
| 자본        | 5.1  | 11.5 | 9.5   | 10.8  | 10.9  |
| 경과보험료     | 8.0  | 6.4  | 3.8   | 3.3   | 3.1   |
| 일반        | 17.7 | 20.6 | 1.4   | 6.7   | 5.0   |
| 자동차       | -0.8 | 3.5  | 3.8   | 4.0   | 3.0   |
| 장기        | 9.1  | 6.3  | 3.9   | 3.0   | 3.0   |
| 순사업비      | 18.5 | 2.8  | 6.9   | 4.4   | 3.2   |
| 투자영업이익    | 39.0 | 0.7  | 11.7  | 2.9   | 5.2   |
| 영업이익      | 40.2 | 43.9 | 23.3  | -4.7  | 5.3   |
| 순이익       | 52.0 | 50.5 | 24.6  | -6.1  | 5.8   |

## 포괄손익계산서

| 월 결산(십억원) | 2015  | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 원수보험료     | 5,658 | 5,990 | 6,280 | 6,478 | 6,683 |
| 일반        | 407   | 440   | 484   | 508   | 533   |
| 자동차       | 744   | 751   | 798   | 822   | 847   |
| 장기        | 4,507 | 4,799 | 4,998 | 5,148 | 5,303 |
| 보유보험료     | 5,373 | 5,680 | 5,950 | 6,131 | 6,325 |
| 경과보험료     | 5,325 | 5,666 | 5,879 | 6,070 | 6,257 |
| 일반        | 184   | 223   | 226   | 241   | 253   |
| 자동차       | 684   | 708   | 734   | 763   | 786   |
| 장기        | 4,457 | 4,736 | 4,919 | 5,066 | 5,218 |
| 경과손해액     | 4,498 | 4,698 | 4,811 | 4,988 | 5,145 |
| 일반        | 116   | 153   | 148   | 164   | 172   |
| 자동차       | 636   | 595   | 592   | 641   | 676   |
| 장기        | 3,747 | 3,950 | 4,071 | 4,183 | 4,296 |
| 순사업비      | 1,162 | 1,195 | 1,278 | 1,334 | 1,376 |
| 보험영업이익    | -335  | -227  | -210  | -251  | -263  |
| 투자영업이익    | 592   | 596   | 666   | 685   | 721   |
| 영업이익      | 257   | 369   | 455   | 434   | 457   |
| 영업외이익     | -31   | -32   | -31   | -36   | -36   |
| 세전이익      | 225   | 338   | 424   | 398   | 421   |
| 법인세비용     | 54    | 80    | 103   | 96    | 102   |
| 당기순이익     | 171   | 258   | 321   | 302   | 319   |
| 지배주주 순이익  |       |       |       |       |       |

## 주요투자지표

| 월 결산(십억원)        | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>영업지표 (%)</b>  |        |        |        |        |        |
| 경과손해율            | 84.5   | 82.9   | 81.8   | 82.2   | 82.2   |
| 일반               | 62.7   | 68.7   | 65.5   | 68.0   | 68.0   |
| 자동차              | 93.0   | 84.1   | 80.7   | 84.0   | 86.0   |
| 장기               | 84.1   | 83.4   | 82.8   | 82.6   | 82.3   |
| 사업비율             | 21.8   | 21.1   | 21.7   | 22.0   | 22.0   |
| 투자이익률            | 5.1    | 4.5    | 4.5    | 4.2    | 4.0    |
| <b>수익성 (%)</b>   |        |        |        |        |        |
| ROE              | 11.9   | 16.6   | 18.7   | 15.9   | 15.2   |
| ROA              | 1.2    | 1.7    | 1.9    | 1.6    | 1.6    |
| <b>주당 지표 (원)</b> |        |        |        |        |        |
| 보통주 EPS          | 1,624  | 2,352  | 2,941  | 2,762  | 2,922  |
| 보통주 BPS          | 13,934 | 14,957 | 16,444 | 18,227 | 20,220 |
| 보통주 DPS          | 570    | 830    | 980    | 930    | 980    |
| <b>기타 지표</b>     |        |        |        |        |        |
| 보통주 PER (X)      | 9.9    | 6.5    | 7.4    | 7.9    | 7.4    |
| 보통주 PBR (X)      | 1.2    | 1.0    | 1.3    | 1.2    | 1.1    |
| 배당성향 (%)         | 35.1   | 35.3   | 33.3   | 33.7   | 33.5   |
| 보통주 배당수익률 (%)    | 3.5    | 5.4    | 4.5    | 4.3    | 4.5    |

자료: SK증권 추정