

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

dohakim@sk.com

02-3773-8876

Company Data

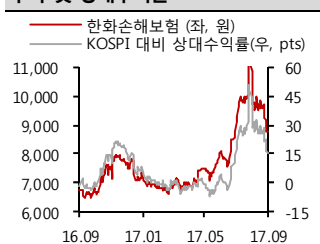
자본금	454 십억원
발행주식수	9,074 만주
자사주	153 만주
액면가	5,000 원
시가총액	798 십억원
주요주주	
한화생명보험(외3)	53.94%

외국인지분율	14.77%
배당수익률	1.38%

Stock Data

주가(17/09/08)	8,790 원
KOSPI	2343.72 pt
52주 Beta	0.75
52주 최고가	11,400 원
52주 최저가	6,500 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-18.6%	-16.5%
6개월	27.4%	15.5%
12개월	30.4%	16.9%

한화손해보험 (000370/KS | 매수(유지) | T.P 10,000 원(하향))

유상증자로 주당가치 하락 불가피, 보유계약 확대에는 긍정적인일 전망

주주우선 공모방식의 유상증자 결정. 기존 주주의 28.7%인 2,600 만주를 할인을 10%로 발행하며 신주배정기준은 9/27 일, 청약은 11/1~2 일 예정. 이번 유상증자로 '17년 기준 BPS 7.9% 감소, ROE 1.3%p 하락이 예상되나 RBC 비율은 3Q 말 기준 26.7%p의 상승효과가 전망됨. 주당 가치 희석과 자본비율 상승을 고려해 목표주가를 10,000 원으로 하향 조정. 주가 조정은 불가피하나, 이번 증자는 유의미한 신계약 성장을 지속해 한화손보의 보유계약 확대에 기여해 중장기 이익창출력에 긍정적인 것으로 판단

한화손해보험, 2,600 만주 유상증자 결정 공시

한화손해보험은 2,600 만주(기존 발행주식수의 28.7%)의 유상증자를 결정 공시. 할인을 10%로 이사회 결의일 (9/8 일) 기준 예정 발행가액은 8,280 원, 예상 조달금액은 2,153 억원임. 주주우선 공모 방식으로, 우리사주조합 (증자 주주의 20%) 및 구주주 (주당 0.229 주) 우선배정 후 미청약분은 일반공모로 배정됨. 신주배정기준일은 9/27 일, 청약일은 우선배정 대상자 11/1~2 일, 일반공모 11/6~7 일이며 확정 발행가액은 10/25~27 일의 가중평균주가를 기준으로 산출될 예정

유상증자로 주당가치 하락은 불가피하나, 보유계약 확대에 긍정적인일 전망

이번 유상증자로 인한 영향은 1) 주식수 증가에 따른 희석으로 2017년, 2018년 BPS가 각각 7.9%, 9.3% 감소, 2) 자본 증가로 2017년, 2018년 ROE가 각각 1.3%p, 1.6%p 하락할 전망이다, 3) 가용자본 증가로 3Q17 말 RBC 비율은 증자 전 대비 26.7%p 상승할 것으로 추정됨 (2Q17 말 168.1%). 추정에 사용된 가정은 1) 주가 조정으로 확정 발행가액이 예상가액 대비 10% 하락하고, 2) 조달금액은 전부 운용자산으로 편입돼 투자이익 증가에 기여하며, 3) 요구자본은 10% YoY 증가하는 것 등임. BPS 희석 및 ROE 하락을 반영하되, 낮은 자본비율로 기존에 적용했던 5%의 할인율을 제거함으로써 한화손해보험의 목표주가를 10,000 원으로 이전 대비 13% 하향 조정함

유상증자에 따른 주당 가치 하락으로 주가 조정은 불가피. 그러나 한화손보는 주요 손보사 중 유일하게 유의미한 신계약 성장이 나타남에도 부족한 자본비율로 추가출채 등을 지속해 우수한 성장성이 이익기반 확대로 직결되기 어려웠음. 이번 증자는 한화손보의 보유계약 확대에 기여해 중장기 이익창출력에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
경과보험료	십억원	3,562	3,656	3,993	4,171	4,327	4,456
YoY	%	3.1	2.6	9.2	4.5	3.7	3.0
보험손익	십억원	-284	-259	-283	-250	-255	-263
투자손익	십억원	326	387	428	453	479	506
합산비율	%	108.0	107.1	107.1	106.0	105.9	105.9
투자수익률	%	4.3	4.3	4.1	3.8	3.7	3.5
영업이익	십억원	42	127	146	203	225	244
YoY	%	흑전	204.5	14.3	39.5	10.6	8.6
세전이익	십억원	31	116	135	191	209	224
순이익	십억원	16	95	112	145	158	170
YoY	%	흑전	485.9	17.8	29.4	8.8	7.3
EPS	원	179	1,050	1,237	1,431	1,354	1,453
BPS	원	6,553	9,488	9,749	10,659	11,883	13,196
PER	배	25.6	7.4	5.8	6.1	6.5	6.0
PBR	배	0.7	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7
ROE	%	2.8	13.1	12.9	13.6	12.0	11.6
배당수익률	%	0.0	0.9	1.4	1.5	1.6	1.7

한화손해보험의 목표주가 산출식

항목	한화손해보험	비고
자기자본비용 (%)	12.8	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	(b): 국고채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.9	(c): Market Risk Premium
Beta (β)	1.1	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE (%)	12.4	(e): 회사별 2017년~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	0.97	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율 %)	-10.0	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	0.87	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	11,577	(j): 회사별 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	10,000	(k): (i)*(j)
조정률 (%)	-13.0	직전 목표주가 대비 조정률
현주가 (09/08, 원)	8,790	
상승여력 (%)	13.8	

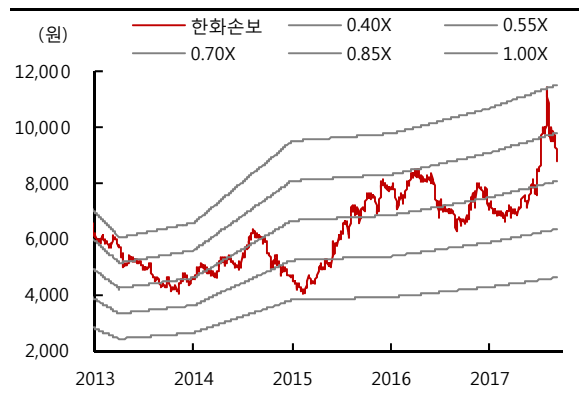
자료: Bloomberg, SK 증권

한화손해보험 연간 이익 추정치 변경 내역

	수정 후		수정 전		Chg (% , %p)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
당기순이익 (십억원)	145	158	145	153	0.5	3.5
ROE (%)	13.6	12.0	14.9	13.7	(1.3)	(1.6)
EPS (원)	1,431	1,354	1,594	1,684	(10.2)	(19.6)
BPS (원)	10,659	11,883	11,571	13,095	(7.9)	(9.3)

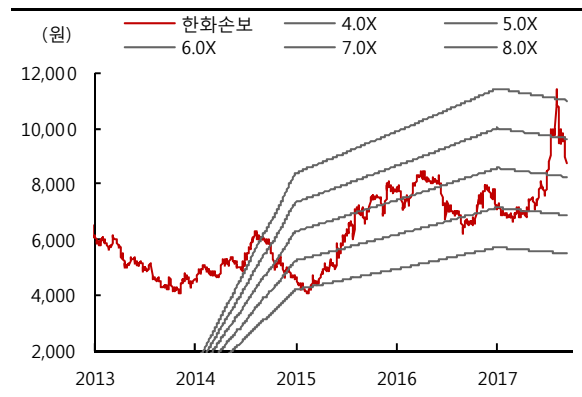
자료: SK 증권

한화손해보험의 12개월 forward PBR Band chart



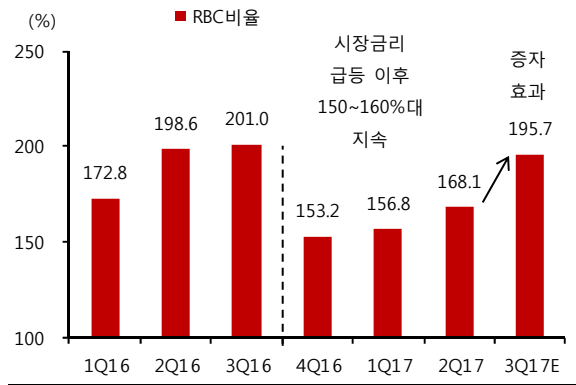
자료: 한화손해보험 SK 증권

한화손해보험의 12개월 forward PER Band chart



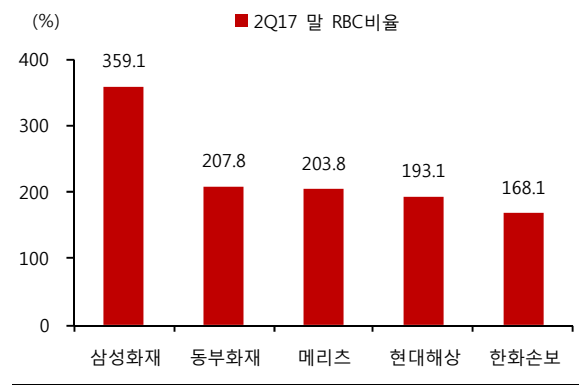
자료: 한화손해보험 SK 증권

한화손해보험의 RBC 비율 추이 및 전망



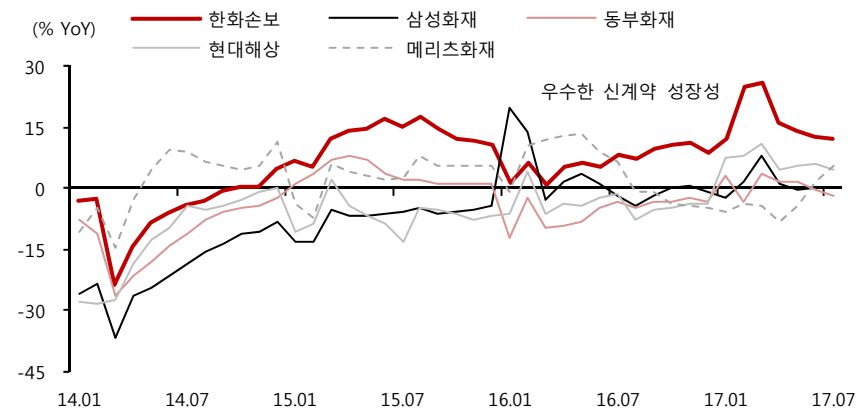
자료: 전자공시시스템 SK 증권

주요 손해보험사의 RBC 비율 비교



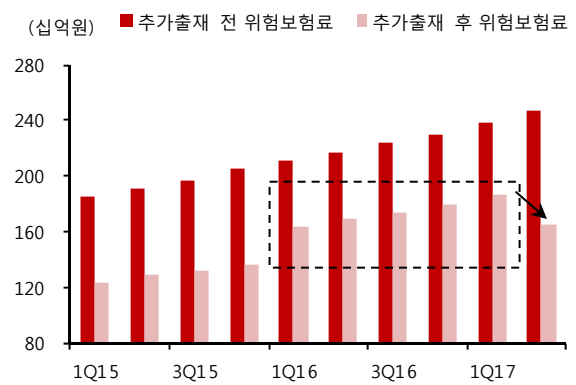
자료: 전자공시시스템 SK 증권

주요 손해보험사별 장기 보장성 인보험 신계약 증가율



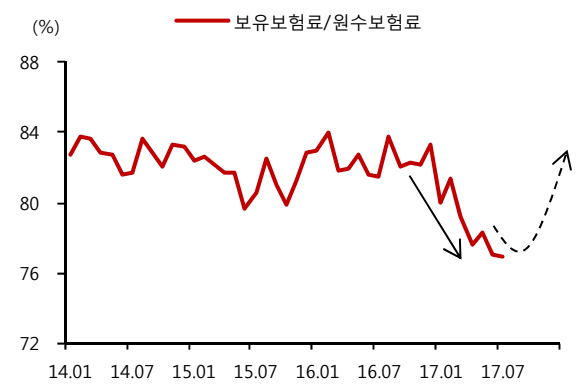
자료: 각 사, SK 증권

2016년 축소했던 추가출재를 최근 다시 확대 (보유 축소)



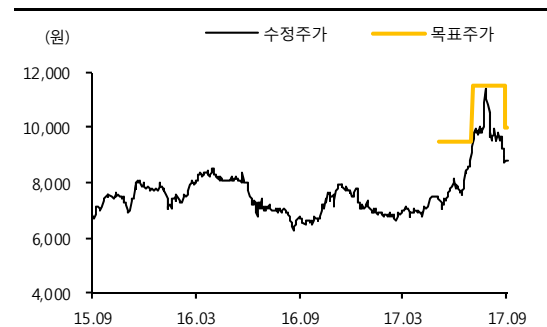
자료: 한화손해보험 SK 증권

원수보험료 대비 보유보험료 비율 하락... 증자로 보유 확대 기대



자료: 한화손해보험 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2017.09.11	매수	10,000원	6개월		
2017.07.12	매수	11,500원	6개월	-14.43%	-0.87%
2017.05.29	매수	9,500원	6개월	-14.83%	-1.79%



Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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 (2017년 9월 11일 기준)

매수	90.45%	중립	9.55%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
운용자산	9,976	11,389	12,747	13,954	15,106
현금 및 예치금	200	382	580	620	700
유가증권	5,319	5,637	6,387	7,049	7,693
주식	152	213	213	228	244
채권	2,947	2,373	2,616	2,837	3,072
수익증권	1,483	1,663	2,029	2,232	2,433
외화유가증권	672	1,294	1,424	1,638	1,822
기타유가증권	66	95	105	114	123
대출채권	4,123	4,871	5,266	5,765	6,196
부동산	332	497	514	520	518
비운용자산	1,819	1,880	1,898	1,917	1,937
특별계정자산	8	7	7	8	8
자산총계	11,802	13,275	14,652	15,879	17,051
책임준비금	10,188	11,540	12,733	13,978	15,258
지급준비금	671	793	912	957	1,005
보험료적립금	8,981	10,085	11,217	12,391	13,600
미경과보험료적립금	523	645	585	605	623
기타부채	745	844	667	506	244
특별계정부채	8	7	8	8	8
부채총계	10,941	12,391	13,408	14,491	15,510
지배주주지분					
자본금	454	454	584	584	584
자본잉여금	0	0	93	93	93
이익잉여금	189	264	400	543	696
비상위험준비금	84	102	96	99	102
자본조정	-31	0	0	0	0
기타포괄손익누계	249	167	167	167	167
자본총계	861	885	1,244	1,387	1,541
부채와자본총계	11,802	13,275	14,652	15,879	17,051

성장률

12월 결산(% YoY)	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
자산	14.2	12.5	10.4	8.4	7.4
운용자산	17.5	14.2	11.9	9.5	8.3
부채	12.4	13.2	8.2	8.1	7.0
책임준비금	13.2	13.3	10.3	9.8	9.2
자본	44.8	2.8	40.7	11.5	11.1
경과보험료	2.6	9.2	4.5	3.7	3.0
일반	6.3	21.5	16.7	3.3	3.0
자동차	3.3	18.1	7.3	3.7	2.9
장기	2.4	7.3	3.4	3.7	3.0
순사업비	3.2	10.7	5.4	3.3	3.4
투자영업이익	18.6	10.7	5.7	5.8	5.7
영업이익	204.5	14.3	39.5	10.6	8.6
순이익	485.9	17.8	29.4	8.8	7.3

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
원수보험료	4,548	4,954	5,292	5,533	5,752
일반	323	381	432	451	469
자동차	694	841	905	940	975
장기	3,531	3,733	3,955	4,143	4,308
보유보험료	3,708	4,087	4,244	4,395	4,591
경과보험료	3,656	3,993	4,171	4,327	4,456
일반	117	142	165	171	176
자동차	488	576	618	641	659
장기	3,052	3,275	3,388	3,515	3,621
경과손해액	3,092	3,364	3,460	3,589	3,692
일반	75	95	110	114	118
자동차	447	488	510	536	559
장기	2,570	2,776	2,840	2,939	3,015
순사업비	824	912	961	993	1,027
보험영업이익	-259	-283	-250	-255	-263
투자영업이익	387	428	453	479	506
영업이익	127	146	203	225	244
영업외이익	-12	-11	-12	-16	-20
세전이익	116	135	191	209	224
법인세비용	21	23	46	50	54
당기순이익	95	112	145	158	170
지배주주 순이익					

주요투자지표

12월 결산	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.6	84.2	82.9	82.9	82.8
일반	64.6	67.4	66.4	67.0	67.0
자동차	91.7	84.8	82.5	83.6	84.7
장기	84.2	84.8	83.8	83.6	83.3
사업비용	22.5	22.8	23.0	22.9	23.0
투자이익률	4.3	4.1	3.8	3.7	3.5
수익성 (%)					
ROE	13.1	12.9	13.6	12.0	11.6
ROA	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	1,050	1,237	1,431	1,354	1,453
보통주 BPS	9,488	9,749	10,659	11,883	13,196
보통주 DPS	70	100	130	140	150
기타 지표					
보통주 PER (X)	7.4	5.8	6.1	6.5	6.0
보통주 PBR (X)	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7
배당성향 (%)	6.7	8.1	10.4	10.3	10.3
보통주 배당수익률 (%)	0.9	1.4	1.5	1.6	1.7

자료: SK증권 추정