

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

dohak.kim@sk.com

02-3773-8876

Company Data

자본금	454 십억원
발행주식수	11,674 만주
자사주	153 만주
액면가	5,000 원
시가총액	985 십억원
주요주주	
한화생명보험(외3)	51.46%
한화손해보험우리사	5.66%
주조합	
외국인지분율	11.20%
배당수익률	1.38%

Stock Data

주가(18/02/26)	8,440 원
KOSPI	2,457.7 pt
52주 Beta	0.74
52주 최고가	11,400 원
52주 최저가	6,650 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.1%	0.5%
6개월	-12.1%	-15.4%
12개월	29.3%	11.9%

한화손해보험 (000370/KS | 매수(유지) | T.P 11,200 원(유지))

4Q17 Review: '개선'이라는 키워드, 여전히 유효

한화손해보험의 4Q17 당기순이익은 128 억원 (-34% YoY)으로 SK 증권 추정치 및 시장 컨센서스를 대폭 하회. 연말 성과급 및 일회성 영업손실, 초과상각비 증가 등 주로 사업비 요인에 의한 것으로 추정. 한화손해보험의 대표 키워드인 '개선'은 구조적인 위험손해율 개선을 통한 보험영업 체질개선에서 자본여력 개선으로 확장 중. 연말 RBC 비율이 180%대로 상승한 가운데, 매도가능채권 재분류로 금리 상승기에 자본 민감도를 축소해 관련 우려는 크게 감소한 것으로 판단

4Q17 당기순이익 128 억원 (-33.8% YoY)으로 컨센서스 하회

한화손해보험의 4Q17 당기순이익은 128 억원 (-33.8% YoY)으로 기존 200 억원 내외였던 SK 증권 추정치 및 시장 컨센서스를 대폭 하회. 이는 연말 성과급 및 일회성 영업손실 충당금, 평기 대비 증가한 초과상각비용 등 주로 사업비 요인에 의한 것으로 추정. 한화손해보험의 4Q17 경과손해율은 전 부문의 손해율 하락으로 82.3% (-2.8%p YoY)로 개선되었으나, 사업비율은 26.1% (+2.7%p YoY)로 상승 (성과급 및 손실금 제외 시 24.2%). 4Q17 위험손해율은 90.8% (-7.9%p YoY)로 큰 폭 개선되었고, 투자수익률은 3.6%를 기록 (-0.3%p YoY)

보험영업에 이어 자본여력도 '개선' 중

최근 3년 간 한화손해보험을 대표하는 키워드는 '개선'이었음. 동사는 양호한 신계약으로 과거 불량계약을 희석하며 구조적인 위험손해율 개선을 통한 보험영업의 체질개선을 이어왔으며, 의료비담보 물건 중 생신주기가 도래하는 비중이 47%에 이르는 2018년에도 위험손해율 개선은 지속될 것으로 전망함. 이에 더해 부족한 자본여력이 주가 할인 요인이었으나, 1) 신종자본증권 및 유상증자로 '17년 말 RBC 비율이 180.9%로 상승한 가운데 2) 매도가능채권의 만기보유 재분류로 금리 상승기에 자본 민감도를 축소한 점을 긍정적으로 판단. RBC 비율 170% 이상 유지를 위해 연중 추가적인 후순위채 발행은 불가피할 전망이나, 채권 평가손 민감도가 축소된 가운데 후순위채로 +43%p, 신종증권 병행으로 +60%p의 자본비율 상승이 가능해 관련 우려는 크게 감소한 것으로 판단. 한화손해보험에 대한 투자의견 매수 및 목표주가 11,200 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
경과보험료	십억원	3,562	3,656	3,993	4,151	4,271	4,413
YoY	%	3.1	2.6	9.2	4.0	2.9	3.3
보험손익	십억원	-284	-259	-283	-245	-245	-253
투자손익	십억원	326	387	428	455	485	516
합산비율	%	108.0	107.1	107.1	105.9	105.7	105.7
투자수익률	%	4.3	4.3	4.1	3.9	3.7	3.6
영업이익	십억원	42	127	146	210	240	263
YoY	%	흑전	204.5	14.3	43.9	14.4	9.8
세전이익	십억원	31	116	135	196	228	251
순이익	십억원	16	95	112	149	173	190
YoY	%	흑전	485.9	17.8	33.0	15.6	10.3
EPS	원	179	1,050	1,237	1,308	1,478	1,630
BPS	원	6,553	9,488	9,749	10,147	11,485	12,955
PER	배	25.6	7.4	5.8	6.2	5.7	5.2
PBR	배	0.7	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7
ROE	%	28	13.1	12.9	14.4	13.7	13.3
배당수익률	%	0.0	0.9	1.4	1.7	1.9	2.0

한화손해보험 4Q17 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	4Q17P	4Q16	YoY (%)	3Q17	QoQ (%)	4Q17E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(90.7)	(92.6)	적지	(59.3)	적지	(83.3)	n/a	n/a	n/a
투자영업이익	111.7	108.3	3.1	118.7	(5.9)	115.6	(3.4)	n/a	n/a
영업이익	21.0	15.7	33.9	59.4	(64.7)	32.2	(34.8)	32.3	(35.0)
순이익	128	19.4	(33.8)	42.7	(70.0)	21.9	(41.5)	19.8	(35.3)

자료: 한화손해보험, FnGuide, SK 증권

주: 결산 실적 공시한 1월 19일 SK 증권 추정치 및 FnGuide 컨센서스 기준

한화손해보험 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2017					QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	2016	2017	YoY (%, %p)
	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			연간	연간	
원수보험료	1,276.8	1,294.9	1,323.7	1,343.0	1,329.8	(1.0)	4.2	4,953.8	5,291.5	6.8
일반	93.1	105.6	120.5	108.6	99.3	(8.6)	6.7	380.5	434.0	14.1
자동차	223.4	212.4	221.3	224.4	215.5	(4.0)	(3.6)	840.6	873.6	3.9
장기	960.3	977.0	981.9	1,009.9	1,015.0	0.5	5.7	3,732.7	3,983.8	6.7
경과보험료	1,031.4	1,043.1	1,022.0	1,044.8	1,041.1	(0.4)	0.9	3,993.1	4,151.0	4.0
일반	39.2	39.0	43.4	46.6	46.9	0.7	19.6	141.6	175.9	24.3
자동차	154.6	151.4	151.2	150.2	145.9	(2.8)	(5.6)	576.1	598.7	3.9
장기	837.5	852.7	827.4	848.0	848.2	0.0	13	3,275.4	3,376.3	3.1
순사업비	242.1	240.3	227.3	245.3	272.1	10.9	124	911.7	985.1	8.0
보험영업이익	(92.6)	(56.5)	(39.0)	(59.3)	(90.7)	적지	적지	(282.6)	(245.5)	적지
투자영업이익	108.3	109.4	115.3	118.7	111.7	(5.9)	3.1	428.2	455.1	6.3
영업이익	15.7	52.8	76.3	59.4	21.0	(64.7)	33.9	145.6	209.6	43.9
순이익	19.4	37.4	56.4	42.7	12.8	(70.0)	(33.8)	112.2	149.2	33.0
경과손해율 (%)	85.1	82.4	81.6	82.2	82.3	0.1	(2.8)	84.2	82.1	(2.0)
일반	75.8	60.6	68.7	70.0	66.8	(3.2)	(9.0)	67.4	66.7	(0.7)
자동차	87.6	78.3	78.3	82.5	86.3	3.9	(1.3)	84.8	81.3	(3.5)
장기	85.1	84.1	82.9	82.8	82.5	(0.3)	(2.6)	84.8	83.1	(1.7)
위험손해율*	98.6	96.5	92.2	92.2	90.8	(1.4)	(7.9)	95.7	93.0	(2.7)
순사업비율 (%)	23.5	23.0	22.2	23.5	26.1	2.7	2.7	22.8	23.7	0.9
합산비율 (%)	108.6	105.4	103.8	105.7	108.5	2.8	(0.1)	107.0	105.9	(1.1)
순투자수익률 (%)	3.8	3.8	3.9	3.9	3.6	(0.3)	(0.3)	4.0	3.8	(0.2)
장기월납환산	15.7	16.3	13.7	15.6	15.1	(3.1)	(3.6)	57.3	60.8	6.0
저축성	0.5	1.0	0.7	0.6	0.7	9.8	37.4	2.4	3.0	27.0
보장성	15.2	15.3	13.1	15.0	14.5	(3.7)	(4.9)	55.0	57.8	5.2
인보험	12.6	13.6	11.2	13.0	11.5	(11.4)	(8.7)	46.6	49.4	6.1

자료: 한화손해보험, SK 증권

주: *K-IFRS 기준

한화손해보험 월별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2016	2017						MoM (%, %p)	YoY (%, %p)	2016 누적	2017 누적	YoY (%, %p)
		12월	7월	8월	9월	10월	11월					
원수보험료	434.2	447.7	438.2	457.1	426.5	449.7	453.6	0.9	4.5	4,953.8	5,291.5	6.8
일반	31.5	41.2	28.6	38.9	29.4	36.8	33.1	(10.0)	5.3	380.5	434.0	14.1
자동차	77.4	74.0	72.3	78.1	63.0	75.2	77.3	2.8	(0.2)	840.6	873.6	3.9
장기	325.3	332.4	337.3	340.1	334.1	337.7	343.2	1.6	5.5	3,732.7	3,983.8	6.7
경과보험료	348.0	345.3	351.0	348.5	345.7	344.9	350.5	1.6	0.7	3,993.1	4,151.0	4.0
일반	13.1	14.9	16.8	14.9	15.9	15.4	15.6	1.6	19.0	141.6	175.9	24.3
자동차	53.3	51.0	50.7	48.5	49.6	47.4	48.9	3.1	(8.2)	576.1	598.7	3.9
장기	281.5	279.4	283.5	285.1	280.2	282.1	285.9	1.4	1.6	3,275.4	3,376.3	3.1
순사업비	87.6	85.8	75.8	83.7	87.1	77.5	107.5	38.7	22.8	911.7	985.1	8.0
보험영업이익	(47.0)	(24.0)	(16.6)	(18.7)	(18.6)	(16.2)	(55.9)	적지	적지	(282.6)	(245.5)	적지
투자영업이익	34.8	47.0	35.5	36.2	40.4	33.3	37.9	14.0	8.9	428.2	455.1	6.3
영업이익	(12.1)	23.0	18.9	17.5	21.9	17.1	(18.0)	적전	적지	145.6	209.6	43.9
순이익	0.4	16.2	13.8	12.6	16.1	12.2	(15.6)	적전	적전	112.2	149.2	33.0
경과손해율 (%)	87.2	82.1	83.1	81.4	80.2	82.2	84.6	2.4	(2.7)	84.2	82.1	(2.0)
일반	80.7	66.8	76.8	65.4	50.1	67.2	83.4	16.3	2.7	67.4	66.7	(0.7)
자동차	91.8	82.5	81.7	83.2	83.2	85.7	90.1	4.4	(1.7)	84.8	81.3	(3.5)
장기	86.7	82.8	83.8	81.9	81.4	82.4	83.7	1.2	(3.0)	84.8	83.1	(1.7)
위험손해율*	105.1	91.4	97.0	88.1	84.8	92.8	94.5	1.7	(10.6)	95.7	93.0	(2.7)
순사업비율 (%)	25.2	24.9	21.6	24.0	25.2	22.5	30.7	8.2	5.5	22.8	23.7	0.9
합산비율 (%)	112.4	106.9	104.7	105.4	105.4	104.7	115.2	10.6	2.8	107.0	105.9	(1.1)
순투자수익률 (%)	3.7	4.7	3.5	3.5	3.9	3.2	3.6	0.4	(0.1)	4.0	3.8	(0.2)
장기월납환산	63	51	52	54	41	50	60	19.4	(5.7)	57.3	60.8	6.0
저축성	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.2	(39.5)	19.9	2.4	3.0	27.0
보장성	62	4.9	5.0	5.1	3.9	4.8	5.8	22.7	(6.3)	55.0	57.8	5.2
인보험	52	4.3	4.4	4.3	3.1	3.7	4.7	26.4	(9.3)	46.6	49.4	6.1

자료: 한화손해보험, SK 증권

주: *IFRS 기준

한화손해보험 운용자산 현황

(단위: 십억원)	16년 12월	17년 3월	17년 6월	17년 9월	17년 12월	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	11,389	11,586	11,986	12,314	12,691	100.0	3.1	11.4
현금및예치금	382	383	421	462	469	3.7	1.6	23.0
유기증권	5,637	5,815	6,151	6,465	6,568	51.8	1.6	16.5
주식	211	229	230	247	259	2.0	4.7	22.6
채권	2,373	2,322	2,455	2,655	2,784	21.9	4.9	17.3
수익증권	1,663	1,902	2,026	2,132	2,216	17.5	3.9	33.2
외화유가증권	1,294	1,247	1,339	1,290	1,228	9.7	(4.8)	(5.1)
기타유가증권	95	116	101	141	81	0.6	(42.4)	(14.4)
관계사 지분	2	2	3	3	3	0.0	0.0	35.9
대출채권	4,871	4,889	4,916	4,900	5,166	40.7	5.4	6.1
부동산	497	495	495	484	485	3.8	0.1	(24)

자료: 한화손해보험, SK 증권

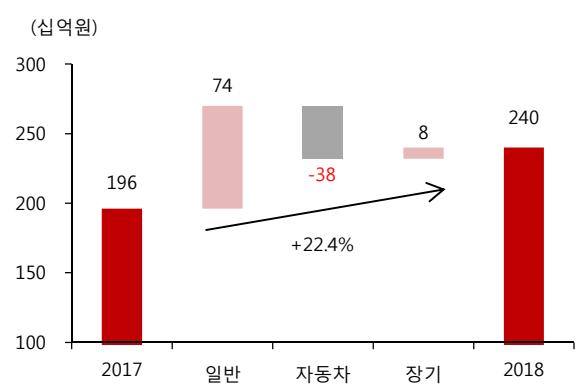
한화손해보험 연간 내재가치

(단위: 십억원)	2017	2016	YoY (% , %p)
내재가치 (EV)	1,890	1,436	31.6
조정순자산가치 (ANW)	1,165	861	35.4
보유계약가치 (VF)	725	575	26.0
신계약가치 (VNB)	283	242	16.7
신계약마진율* (%)	8.2	7.4	0.8

자료: 한화손해보험, SK 증권

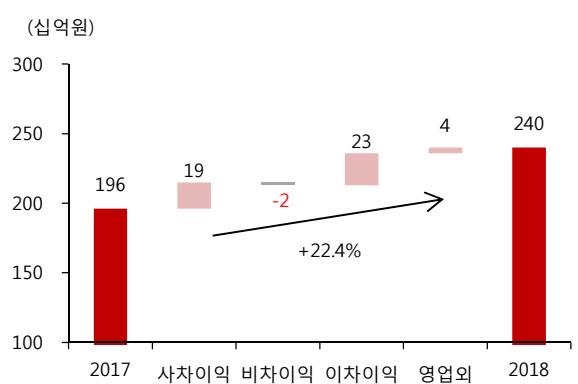
주: *미래보험료현가 기준

한화손해보험 2018년 세전이익 가이던스 (보종별 손익 증감)



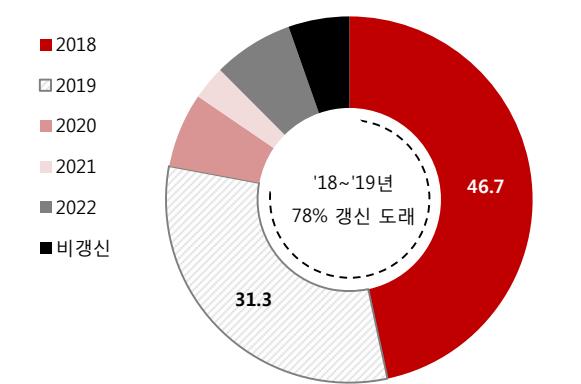
자료: 한화손해보험, SK 증권

한화손해보험 2018년 세전이익 가이던스 (이월별 손익 증감)



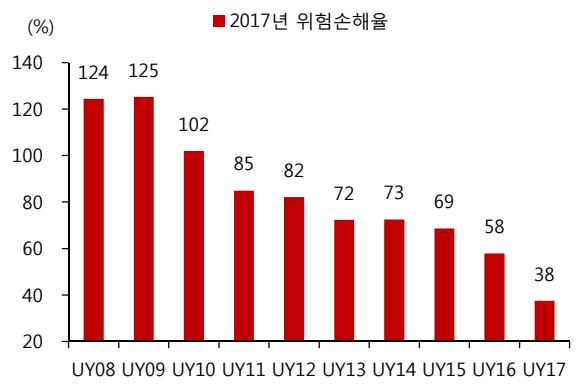
자료: 한화손해보험, SK 증권

한화손해보험 의료비담보 상품의 연도별 갱신 도래 비중



자료: 한화손해보험, SK 증권

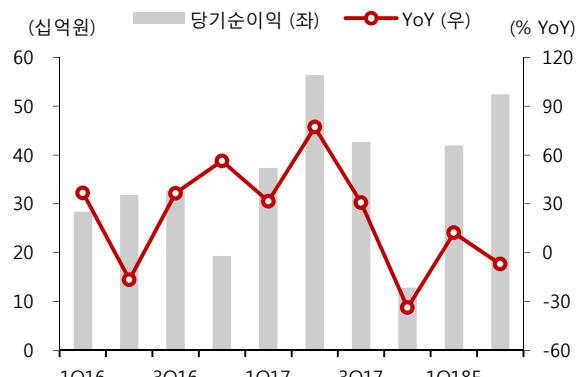
한화손해보험 상품 인수연도별 2017년 위험손해율



자료: 한화손해보험, SK 증권

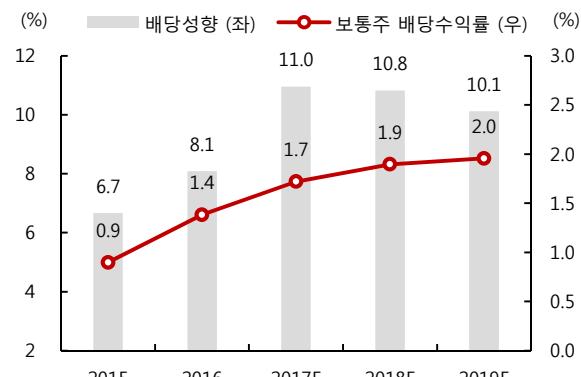
주: UY=Underwriting Year, 예컨대 UY11 85%는 2011년 인수한 물건의 2017년 위험손해율이 85%임을 의미

한화손해보험 당기순이익 추이 및 전망



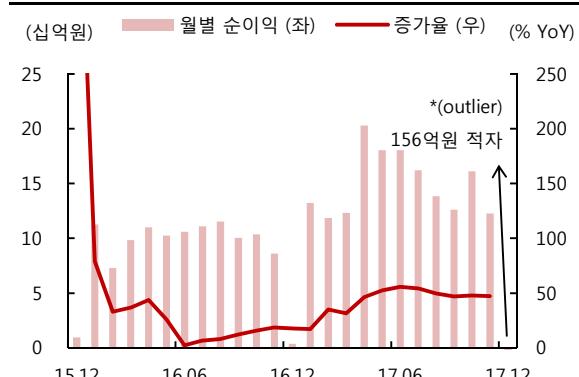
자료: 한화손해보험, SK 증권

한화손해보험 배당지표 추이 및 전망



자료: 한화손해보험, SK 증권

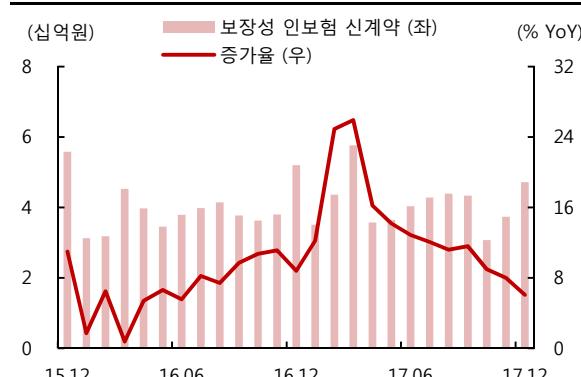
한화손해보험의 월별 순이익 및 증가율



자료: 한화손해보험, SK 증권

주: 증가율은 YTD 누적 기준

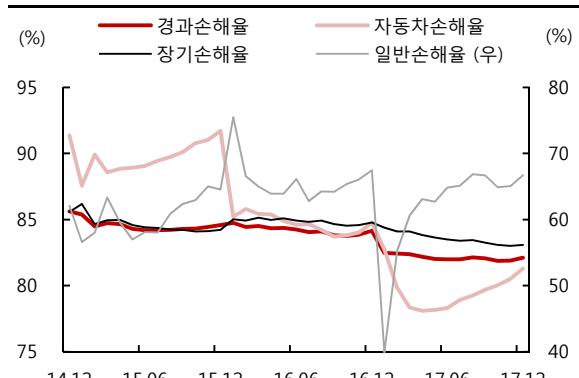
한화손해보험의 보장성 인보험 신계약 및 증가율



자료: 한화손해보험, SK 증권

주: 증가율은 YTD 누적 기준

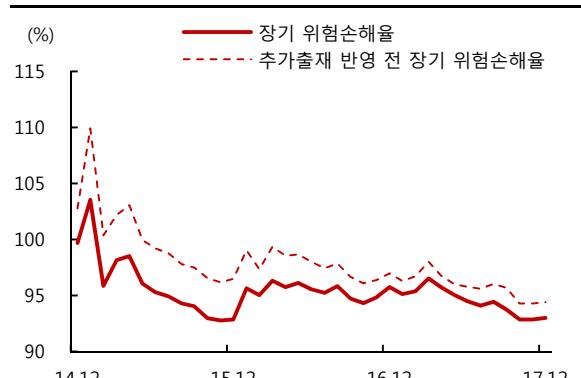
한화손해보험의 보증별 경과순해율



자료: 한화손해보험, SK 증권

주: YTD 누적 기준

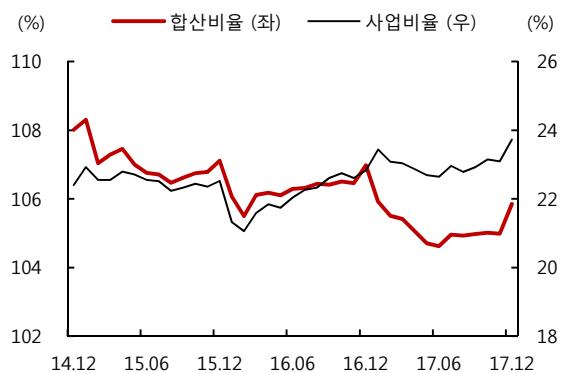
한화손해보험의 장기 위험순해율



자료: 한화손해보험, SK 증권

주: YTD 누적 기준

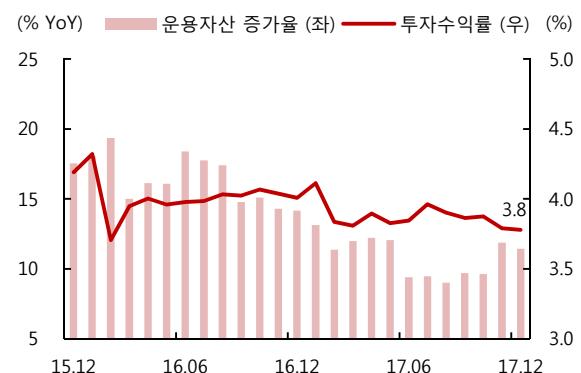
한화손해보험의 합산비율 및 사업비율



자료: 한화손해보험, SK 증권

주: YTD 누적 기준

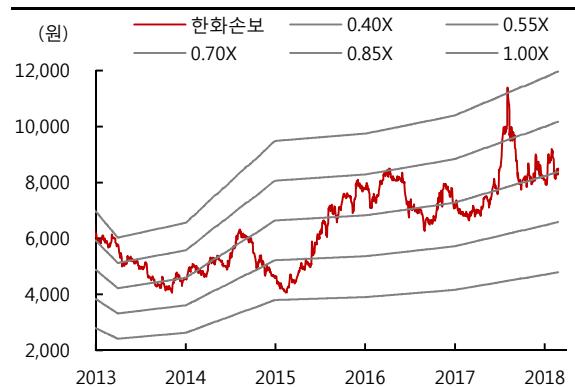
한화손해보험의 운용자산 증가율 및 투자수익률



자료: 한화손해보험, SK 증권

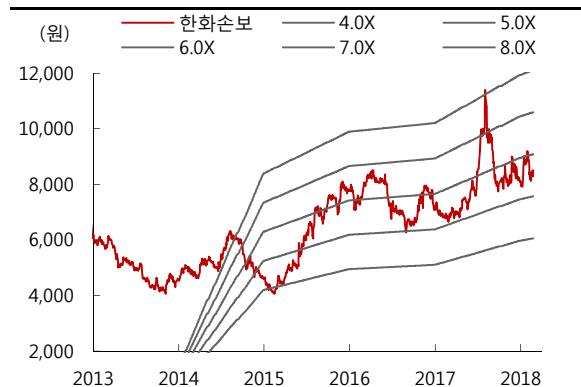
주: 투자수익률은 YTD 누적 기준

한화손해보험의 12 개월 forward PBR band

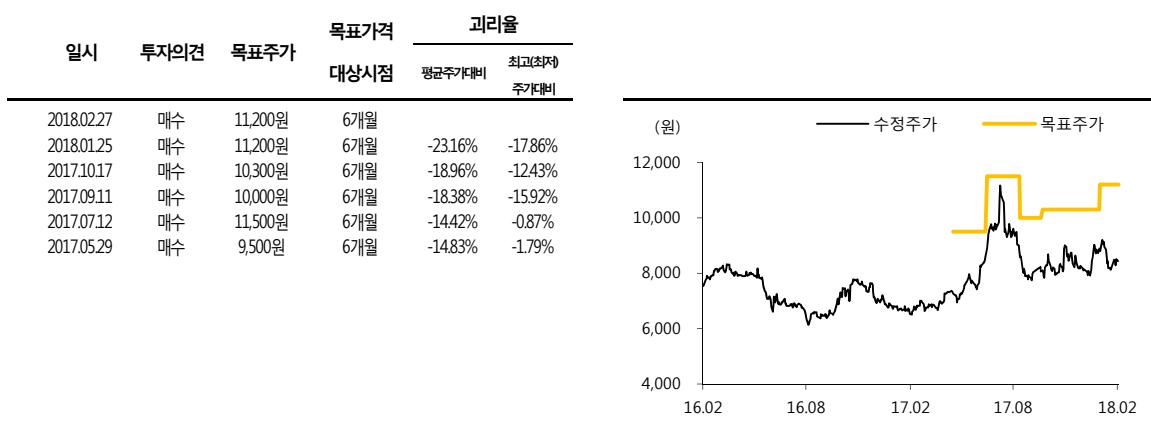


자료: 한화손해보험, SK 증권

한화손해보험의 12 개월 forward PER band



자료: 한화손해보험, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 2월 27일 기준)

매수	89.19%	중립	10.81%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	9,976	11,389	12,691	13,938	15,201
현금 및 예치금	200	382	469	351	437
유가증권	5,319	5,637	6,568	7,312	8,011
주식	152	213	262	280	299
채권	2,947	2,373	2,784	3,058	3,365
수익증권	1,483	1,663	2,216	2,437	2,656
외화유가증권	672	1,294	1,228	1,449	1,595
기타유가증권	66	95	81	88	95
대출채권	4,123	4,871	5,166	5,785	6,264
부동산	332	497	485	491	490
비운용자산	1,819	1,880	2,187	2,209	2,231
특별계정자산	8	7	6	6	6
자산총계	11,802	13,275	14,884	16,153	17,438
책임준비금	10,188	11,540	12,817	14,105	15,437
지급준비금	671	793	842	884	929
보험료적립금	8,981	10,085	11,244	12,461	13,715
미경과보험료적립금	523	645	709	732	757
기타부채	745	844	877	701	483
특별계정부채	8	7	6	6	6
부채총계	10,941	12,391	13,699	14,812	15,926
자본금	454	454	584	584	584
자본잉여금	0	0	98	98	98
이익잉여금	189	264	403	559	731
비상위험준비금	84	102	121	107	100
자본조정	-31	0	0	0	0
기타포괄손익누계	249	167	100	100	100
자본총계	861	885	1,185	1,341	1,512
부채와자본총계	11,802	13,275	14,884	16,153	17,438

성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	14.2	12.5	12.1	8.5	8.0
운용자산	17.5	14.2	11.4	9.8	9.1
부채	12.4	13.2	10.6	8.1	7.5
책임준비금	13.2	13.3	11.1	10.1	9.4
자본	44.8	28	33.9	13.2	12.8
경과보험료	2.6	9.2	4.0	2.9	3.3
일반	6.3	21.5	24.3	5.0	8.0
자동차	3.3	18.1	3.9	1.7	3.8
장기	2.4	7.3	3.1	3.0	3.0
수익률	3.2	10.7	8.0	3.4	3.8
투자영업이익	18.6	10.7	6.3	6.6	6.4
영업이익	204.5	143	43.9	14.4	9.8
순이익	485.9	178	33.0	15.6	10.3

자료 : SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	4,548	4,954	5,291	5,551	5,774
일반	323	381	434	456	474
자동차	694	841	874	913	949
장기	3,531	3,733	3,984	4,183	4,350
보유보험료	3,708	4,087	4,151	4,397	4,617
경과보험료	3,656	3,993	4,151	4,271	4,413
일반	117	142	176	185	200
자동차	488	576	599	609	632
장기	3,052	3,275	3,376	3,478	3,582
경과손해액	3,092	3,364	3,411	3,498	3,609
일반	75	95	117	124	134
자동차	447	488	487	502	528
장기	2,570	2,776	2,805	2,872	2,948
순사업비	824	912	985	1,019	1,057
보험영업이익	-259	-283	-245	-245	-253
투자영업이익	387	428	455	485	516
영업이익	127	146	210	240	263
영업외이익	-12	-11	-14	-12	-12
세전이익	116	135	196	228	251
법인세비용	21	23	47	55	61
당기순이익	95	112	149	173	190

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.6	84.2	82.2	81.9	81.8
일반	64.6	67.4	66.7	67.0	67.0
자동차	91.7	84.8	81.3	82.4	83.6
장기	84.2	84.8	83.1	82.6	82.3
사업비율	22.5	22.8	23.7	23.9	24.0
투자이익률	4.3	4.1	3.9	3.7	3.6
수익성 (%)					
ROE	13.1	12.9	14.4	13.7	13.3
ROA	0.9	0.9	1.1	1.1	1.1
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	1,050	1,237	1,308	1,478	1,630
보통주 BPS	9,488	9,749	10,147	11,485	12,955
보통주 DPS	70	100	140	160	165
기타 지표					
보통주 PER (X)	7.4	5.8	6.2	5.7	5.2
보통주 PBR (X)	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7
배당성향 (%)	6.7	8.1	11.0	10.8	10.1
보통주 배당수익률 (%)	0.9	1.4	1.7	1.9	2.0