

SK COMPANY Analysis



Analyst
김도하
dohakim@sk.com
02-3773-8876

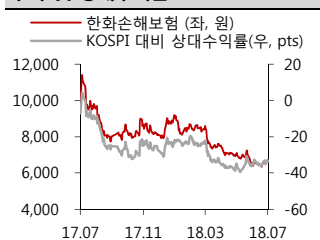
Company Data

자본금	584 십억원
발행주식수	11,674 만주
자사주	153 만주
액면가	5,000 원
시가총액	775 십억원
주요주주	
한화생명보험(외3)	51.48%
한화손해보험우리사	5.66%
주조합	
외국인지분률	10.28%
배당수익률	1.84%

Stock Data

주가(18/07/31)	6,640 원
KOSPI	2,295.3 pt
52주 Beta	0.61
52주 최고가	11,400 원
52주 최저가	6,350 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.7%	3.0%
6개월	-26.6%	-16.1%
12개월	-32.5%	-28.0%

한화손해보험 (000370/KS | 매수(유지) | T.P 9,500 원(유지))

2Q18 Review: 신계약 경쟁강도의 완화를 기대

한화손해보험의 2Q18 당기순이익은 525 억원 (-7% YoY)으로 시장 기대에 부합. 동사의 6월 장기보험 실제판매비(*)는 600 억원 이하로 추정돼 1~5월 평균 대비 18% 감소했으며 신계약비 이연한도를 넘어서는 추가 상각비용도 1~5월 평균의 절반 수준으로 감소한 것으로 추정돼 무리한 사업비 지출이 연초 대비 억제된 것으로 판단. 하반기 신계약 경쟁 완화가 기대되는 가운데 12mf PBR 0.62 배는 기대 ROE 13% 대비 크게 저평가된 상황이며, 판매비 감소에 따른 실적 회복은 주가 반등의 계기가 될 것으로 전망

2Q18 당기순이익 525 억원 (-7.0% YoY)으로 시장 기대에 부합

한화손해보험의 2Q18 당기순이익은 525억원 (-7.0% YoY)으로 시장 전망치 547억원에 부합하는 실적을 기록. 포트폴리오 조정 과정에서의 채권 매각익과 배당수익 증가 등으로 투자영업이익이 당사 추정치를 90억원 상회. 2Q18 경과손해율은 81.1% (-0.5%p YoY)로 일반 및 자동차손해를 상승에도 불구하고 장기 위험손해율 (89.5%, -2.7%p YoY)이 하락하면서 개선되었고, 사업비용은 25.0%로 전분기대비 0.9%p 하락함. 2Q18 투자수익률은 4.2% (+0.3%p YoY)로 전술한 채권 매각익이 100억원 수준 YoY 증가하면서 상승함. 한화손해보험의 보장성 인보험 신계약 매출은 2Q18 중 142억원으로 26% YoY 증가했는데, 실손 절판 판매가 있었던 1Q18 대비로는 13% 감소함

신계약 경쟁강도의 완화를 기대

한화손해보험의 이번 실적에서 신계약 경쟁강도 완화의 단초를 엿볼 수 있었다고 판단함. 동사는 월별로 손익을 발표하고 있는데, 6월 중 장기보험의 실제 판매비(*)가 600억원 이하로 추정돼 1~5월의 월 평균 대비 18% 수준 감소했기 때문. 신계약비 이연한도를 넘어서는 추가 상각비용도 1~5월 평균의 절반 수준으로 감소한 것으로 추정돼 무리한 사업비 지출이 억제된 것으로 판단. 또한 감독당국이 7월 중 주요 손보사를 대상으로 사업비 점검에 나섰던 점을 고려하면 하반기 신계약 경쟁의 강도는 상반기 대비 심화되기 어려울 것으로 예상함. 신계약 경쟁에 따른 실적 부진 우려로 한화손해보험의 주가는 YTD 17% 하락했으며, 현 주가 기준 12mf PBR은 0.62배로 기대 ROE 13% 대비 크게 저평가된 상황. 경쟁 완화에 따른 실적 회복은 주가 반등의 계기가 될 것으로 전망함

* 추가상각비+이연신계약비+대리점수수료로 추산

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
경과보험료	십억원	3,656	3,993	4,151	4,318	4,461	4,539
YoY	%	2.6	9.2	4.0	4.0	3.3	1.7
보험손익	십억원	-259	-283	-245	-297	-277	-290
투자손익	십억원	387	428	455	513	523	566
합산비용	%	107.1	107.1	105.9	106.9	106.2	106.4
투자수익률	%	4.3	4.1	3.9	3.9	3.7	3.6
영업이익	십억원	127	146	210	216	246	276
YoY	%	204.5	14.3	43.9	2.9	14.1	12.3
세전이익	십억원	116	135	196	204	234	264
순이익	십억원	95	112	149	153	177	200
YoY	%	485.9	17.8	33.0	2.6	15.9	12.9
EPS	원	1,050	1,237	1,308	1,311	1,519	1,715
BPS	원	9,488	9,749	10,147	10,638	12,008	13,553
PER	배	7.4	5.8	6.2	5.1	4.4	3.9
PBR	배	0.8	0.7	0.8	0.6	0.6	0.5
ROE	%	13.1	12.9	14.4	12.6	13.4	13.4
배당수익률	%	0.9	1.4	1.8	2.3	2.6	2.9

한화손해보험 2Q18 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	2Q18P	2Q17	YoY (%)	1Q18	QoQ (%)	2Q18E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(66.1)	(39.0)	적지	(83.3)	적지	(67.5)	n/a	n/a	n/a
투자영업이익	139.9	115.3	21.3	125.3	11.7	130.8	7.0	n/a	n/a
영업이익	73.8	76.3	(3.3)	42.0	75.9	63.2	16.7	71.5	3.3
순이익	52.5	56.4	(7.0)	29.4	78.4	45.8	14.5	54.7	(4.0)

자료: 한화손해보험, FnGuide, SK 증권

한화손해보험 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2017			2018		QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)
	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q		
원수보험료	1,323.7	1,343.0	1,329.8	1,369.7	1,412.8	3.1	6.7
일반	120.5	108.6	99.3	113.0	124.1	9.8	3.0
자동차	221.3	224.4	215.5	215.4	222.5	3.3	0.5
장기	981.9	1,009.9	1,015.0	1,041.3	1,066.2	2.4	8.6
경과보험료	1,022.0	1,044.8	1,041.1	1,054.2	1,081.9	2.6	5.9
일반	43.4	46.6	46.9	46.5	48.7	4.6	12.1
자동차	151.2	150.2	145.9	139.9	145.2	3.8	(3.9)
장기	827.4	848.0	848.2	867.9	888.0	2.3	7.3
순사업비	227.3	245.3	272.1	272.8	270.3	(0.9)	18.9
보험영업이익	(39.0)	(59.3)	(90.7)	(83.3)	(66.1)	적지	적지
투자영업이익	115.3	118.7	111.7	125.3	139.9	11.7	21.3
영업이익	76.3	59.4	21.0	42.0	73.8	75.9	(3.3)
순이익	56.4	42.7	12.8	29.4	52.5	78.4	(7.0)
경과손해율 (%)	81.6	82.2	82.3	82.0	81.1	(0.9)	(0.5)
일반	68.7	70.0	66.8	75.3	70.6	(4.7)	1.9
자동차	78.3	82.5	86.3	82.1	82.0	(0.1)	3.8
장기	82.9	82.8	82.5	82.4	81.6	(0.8)	(1.3)
위험손해율*	92.2	92.2	90.8	92.6	89.5	(3.1)	(2.7)
순사업비율 (%)	22.2	23.5	26.1	25.9	25.0	(0.9)	2.7
합산비율 (%)	103.8	105.7	108.5	107.9	106.1	(1.8)	2.3
순투자수익률 (%)	3.9	3.9	3.6	3.9	4.2	0.3	0.3
장기월납환산	13.7	15.6	15.1	18.9	16.2	(13.9)	18.2
저축성	0.7	0.6	0.7	0.5	0.3	(35.0)	(50.0)
보장성	13.1	15.0	14.5	18.3	15.9	(13.3)	21.7
인보험	11.2	13.0	11.5	16.3	14.2	(13.2)	26.2

자료: 한화손해보험 SK 증권

주: *K-IFRS 기준

한화손해보험 월별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2017	2018						MoM	YoY	2017	2018	YoY
	6월	1월	2월	3월	4월	5월	6월	(%, %p)	(%, %p)	누적	누적	(%, %p)
원수보험료	456.3	454.1	438.4	477.2	460.0	472.9	479.9	1.5	5.2	2,618.6	2,782.5	6.3
일반	50.9	38.0	30.3	44.8	35.7	40.2	48.3	20.2	(5.2)	226.1	237.2	4.9
자동차	75.7	72.3	65.1	78.0	71.8	75.8	74.9	(1.3)	(1.1)	433.7	437.9	1.0
장기	329.7	343.8	343.0	354.4	352.5	356.9	356.8	(0.0)	8.2	1,958.8	2,107.5	7.6
경과보험료	341.2	350.3	344.1	359.8	359.3	362.3	360.3	(0.5)	5.6	2,065.1	2,136.1	3.4
일반	14.1	15.6	14.5	16.4	16.0	16.6	16.1	(3.2)	13.8	82.4	95.2	15.5
자동차	49.4	47.8	43.8	48.3	49.4	48.6	47.2	(2.9)	(4.6)	302.6	285.1	(5.8)
장기	277.6	286.9	285.8	295.2	293.9	297.1	297.0	(0.0)	7.0	1,680.1	1,755.8	4.5
순사업비	76.5	85.5	86.4	100.8	93.8	88.5	88.0	(0.5)	15.1	467.7	543.1	16.1
보험영업이익	(14.4)	(26.8)	(23.4)	(33.1)	(27.8)	(18.7)	(19.6)	적지	적지	(95.6)	(149.4)	적지
투자영업이익	39.0	48.0	38.1	39.2	48.6	43.5	47.7	9.6	22.4	224.7	265.2	18.0
영업이익	24.6	21.1	14.7	6.1	20.8	24.9	28.1	13.0	14.4	129.1	115.8	(10.4)
순이익	18.0	15.7	10.4	3.3	14.9	17.8	19.8	11.2	9.7	93.8	81.9	(12.7)
경과손해율 (%)	81.8	83.2	81.7	81.2	81.6	80.7	81.0	0.3	(0.8)	82.0	81.6	(0.4)
일반	75.3	74.3	79.2	72.6	73.0	65.8	73.1	7.3	(2.2)	64.9	72.9	8.0
자동차	79.0	82.2	86.4	78.2	78.5	84.2	83.5	(0.6)	4.5	78.3	82.1	3.8
장기	82.6	83.9	81.1	82.1	82.6	81.0	81.0	0.0	(1.6)	83.5	82.0	(1.5)
위험손해율*	91.6	99.0	86.7	92.2	93.0	85.9	89.7	3.8	(1.9)	94.5	91.0	(3.5)
순사업비율 (%)	22.4	24.4	25.1	28.0	26.1	24.4	24.4	0.0	2.0	22.6	25.4	2.8
합산비율 (%)	104.2	107.7	106.8	109.2	107.7	105.2	105.4	0.3	1.2	104.6	107.0	2.4
순투자수익률 (%)	3.9	4.5	3.6	3.7	4.5	4.0	4.3	0.3	0.4	3.8	4.1	0.2
장기월납환산	4.9	5.2	5.3	8.3	5.8	5.7	4.8	(16.2)	(2.8)	30.0	35.1	16.8
저축성	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	24.5	(36.0)	1.7	0.8	(50.3)
보장성	4.7	5.1	5.1	8.2	5.7	5.6	4.6	(17.0)	(1.4)	28.3	34.2	20.9
인보험	4.0	4.4	4.5	7.5	5.1	5.0	4.1	(18.6)	0.7	24.9	30.5	22.7

자료: 한화손해보험 SK 증권

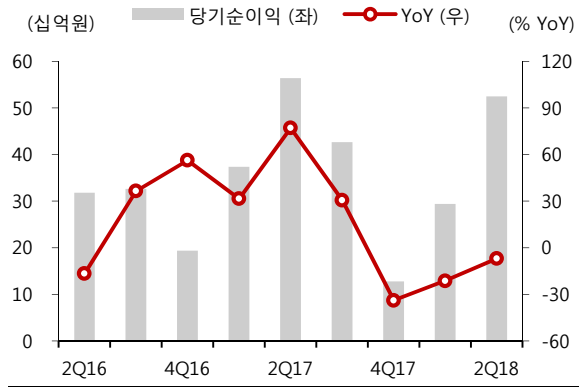
주: *K-IFRS 기준

한화손해보험 운용자산 현황

(단위: 십억원)	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	11,986	12,314	12,691	12,933	13,442	100.0	3.9	12.1
현금및예치금	421	462	469	451	502	3.7	11.4	19.3
유가증권	6,151	6,465	6,568	6,701	7,136	53.1	6.5	16.0
주식	230	247	259	260	299	2.2	15.0	30.5
채권	2,455	2,655	2,784	2,732	2,782	20.7	1.8	13.3
수익증권	2,026	2,132	2,216	2,438	2,593	19.3	6.3	28.0
외화유가증권	1,339	1,290	1,228	1,230	1,401	10.4	13.9	4.6
기타유가증권	101	141	81	41	61	0.5	49.0	(39.9)
관계사 지분	3	3	3	4	8	0.1	120.5	153.8
대출채권	4,916	4,900	5,166	5,295	5,294	39.4	(0.0)	7.7
부동산	495	484	485	482	502	3.7	4.2	1.4

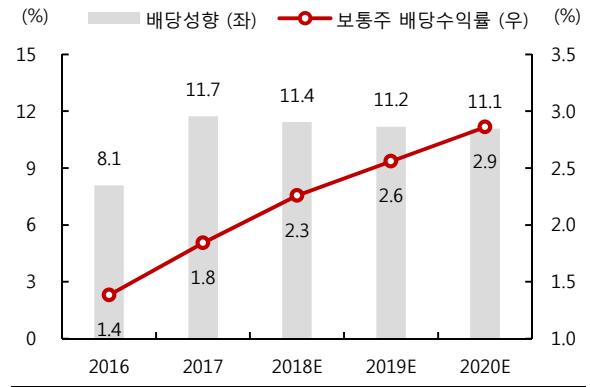
자료: 한화손해보험 SK 증권

한화손해보험 당기순이익 추이 및 전망



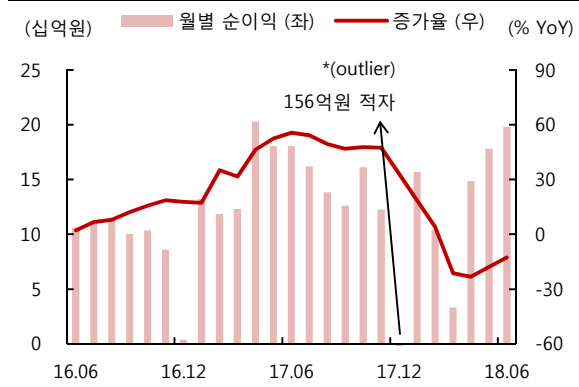
자료: 한화손해보험 SK 증권

한화손해보험 배당지표 추이 및 전망



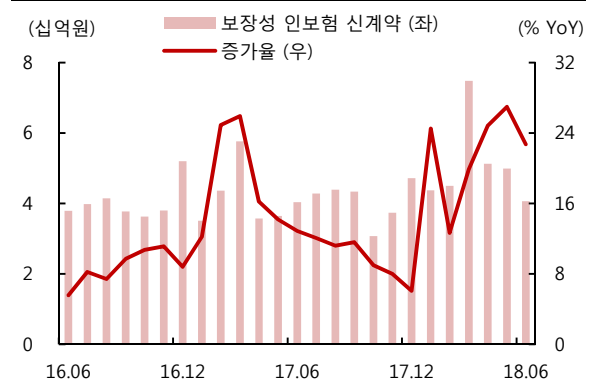
자료: 한화손해보험 SK 증권

한화손해보험의 월별 순이익 및 증가율



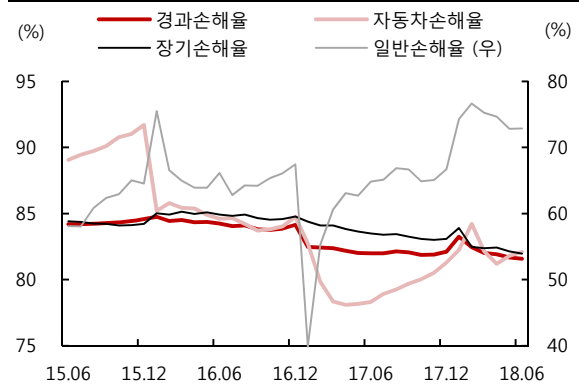
자료: 한화손해보험 SK 증권
주: 증가율은 YTD 누적 기준

한화손해보험의 보장성 인보험 신계약 및 증가율



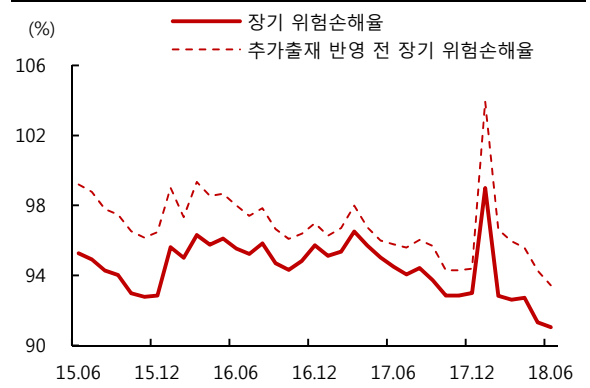
자료: 한화손해보험 SK 증권
주: 증가율은 YTD 누적 기준

한화손해보험의 보증별 경과손해율



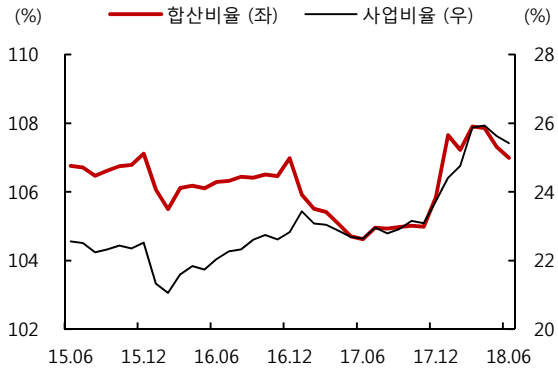
자료: 한화손해보험 SK 증권
주: YTD 누적 기준

한화손해보험의 장기 위험손해율



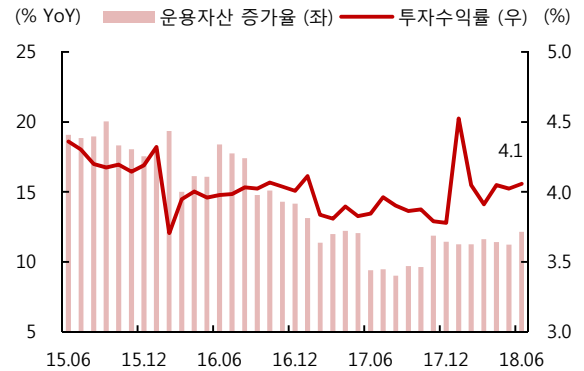
자료: 한화손해보험 SK 증권
주: YTD 누적 기준

한화손해보험의 합산비율 및 사업비율



자료: 한화손해보험 SK 증권
 주: YTD 누적 기준

한화손해보험의 운용자산 증가율 및 투자수익률



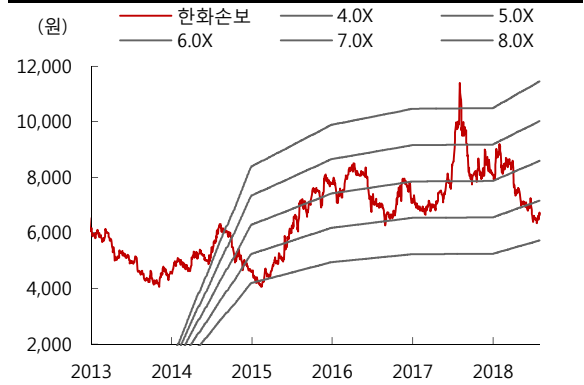
자료: 한화손해보험 SK 증권
 주: 투자수익률은 YTD 누적 기준

한화손해보험의 12개월 forward PBR band



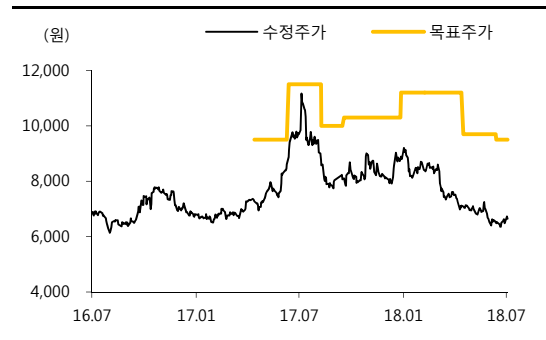
자료: 한화손해보험 SK 증권

한화손해보험의 12개월 forward PER band



자료: 한화손해보험 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.08.01	매수	9,500원	6개월		
2018.07.12	매수	9,500원	6개월	-31.40%	-29.16%
2018.05.14	매수	9,700원	6개월	-29.25%	-25.26%
2018.02.27	매수	11,200원	6개월	-27.40%	-17.86%
2018.01.25	매수	11,200원	6개월	-23.23%	-17.86%
2017.10.17	매수	10,300원	6개월	-18.96%	-12.43%
2017.09.11	매수	9,788원	6개월	-18.38%	-15.92%
2017.07.12	매수	11,256원	6개월	-14.42%	-0.87%
2017.05.29	매수	9,298원	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 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 8 월 1 일 기준)

매수	93.18%	중립	6.82%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	11,389	12,691	13,953	15,230	16,650
현금 및 예치금	382	469	635	870	1,010
유가증권	5,637	6,568	7,317	7,991	8,762
주식	213	262	280	299	320
채권	2,373	2,784	3,033	3,341	3,653
수익증권	1,663	2,216	2,504	2,729	3,002
외화유가증권	1,294	1,228	1,412	1,528	1,685
기타유가증권	95	81	88	95	102
대출채권	4,871	5,166	5,495	5,860	6,374
부동산	497	485	507	507	505
비운용자산	1,880	2,187	2,209	2,231	2,253
특별계정자산	7	6	6	6	6
자산총계	13,275	14,884	16,168	17,467	18,909
책임준비금	11,540	12,817	14,138	15,474	16,823
지급준비금	793	842	884	929	975
보험료적립금	10,085	11,244	12,474	13,740	15,022
미경과보험료적립금	645	709	753	772	784
기타부채	844	877	782	584	498
특별계정부채	7	6	6	6	7
부채총계	12,391	13,699	14,926	16,065	17,327
자본금	454	584	584	584	584
자본잉여금	0	98	68	68	68
이익잉여금	264	403	538	698	878
비상위험준비금	102	121	109	101	103
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계	167	100	53	53	53
자본총계	885	1,185	1,242	1,402	1,582
부채와자본총계	13,275	14,884	16,168	17,467	18,909

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	12.5	12.1	8.6	8.0	8.3
운용자산	14.2	11.4	9.9	9.1	9.3
부채	13.2	10.6	9.0	7.6	7.9
책임준비금	13.3	11.1	10.3	9.5	8.7
자본	2.8	33.9	4.8	12.9	12.9
경과보험료	9.2	4.0	4.0	3.3	1.7
일반	21.5	24.3	9.9	9.0	4.0
자동차	18.1	3.9	-3.2	4.0	4.0
장기	7.3	3.1	5.0	2.9	1.2
순사업비	10.7	8.0	9.6	0.9	2.2
투자영업이익	10.7	6.3	12.7	2.1	8.1
영업이익	14.3	43.9	2.9	14.1	12.3
순이익	17.8	33.0	2.6	15.9	12.9

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	4,954	5,291	5,615	5,873	6,074
일반	381	434	456	478	497
자동차	841	874	895	933	970
장기	3,733	3,984	4,264	4,461	4,606
보유보험료	4,087	4,151	4,364	4,607	4,765
경과보험료	3,993	4,151	4,318	4,461	4,539
일반	142	176	193	211	219
자동차	576	599	580	603	627
장기	3,275	3,376	3,545	3,647	3,693
경과손해액	3,364	3,411	3,535	3,648	3,714
일반	95	117	136	143	149
자동차	488	487	485	515	535
장기	2,776	2,805	2,914	2,990	3,031
순사업비	912	985	1,080	1,090	1,114
보험영업이익	-283	-245	-297	-277	-290
투자영업이익	428	455	513	523	566
영업이익	146	210	216	246	276
영업외이익	-11	-14	-12	-12	-12
세전이익	135	196	204	234	264
법인세비용	23	47	51	57	64
당기순이익	112	149	153	177	200

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.2	82.2	81.9	81.8	81.8
일반	67.4	66.7	70.4	68.0	68.0
자동차	84.8	81.3	83.8	85.4	85.2
장기	84.8	83.1	82.2	82.0	82.1
사업비용	22.8	23.7	25.0	24.4	24.5
투자이익률	4.1	3.9	3.9	3.7	3.6
수익성 (%)					
ROE	12.9	14.4	12.6	13.4	13.4
ROA	0.9	1.1	1.0	1.1	1.1
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	1,237	1,308	1,311	1,519	1,715
보통주 BPS	9,749	10,147	10,638	12,008	13,553
보통주 DPS	100	150	150	170	190
기타 지표					
보통주 PER (X)	58	6.2	5.1	4.4	3.9
보통주 PBR (X)	0.7	0.8	0.6	0.6	0.5
배당성향 (%)	8.1	11.7	11.4	11.2	11.1
보통주 배당수익률 (%)	1.4	1.8	2.3	2.6	2.9

자료 : SK증권 추정