SK COMPANY Analysis

SK securities

한화손해보험 (000370/KS | 매수(유지) | T.P 6,800 원(하향))

1Q19 Review: 손상차손에 의한 실적 부진

한화손해보험의 1Q19 당기순이익은 101 억원 (-66% YoY)으로 어닝 쇼크 기록. 2018 년 연간 수준을 뛰어넘는 분기 손상차손 발생이 쇼크의 원인. 동사의 경우 1 년 이상 지속되는 경쟁 사이클에 계속 참전하기엔 자본비율 및 위험손해율, 판매비용 관리 측면에서 부담이 있을 것. 1Q19 실적 부진으로 연간 이익 전망치를 14% 하향 조정하며 목표주가를 13% 하향한 6,800 원으로 제시. 다만 하반기 업종 개선 사이클은 유효하다는 관점에서 투자의견 매수를 유지함

1Q19 당기순이익 101 억원 (-66% YoY)으로 어닝 쇼크

한화손해보험의 1Q19 당기순이익은 101억원 (-66% YoY, 흑전 QoQ)으로 시장 전망치 및 당사 추정치를 각각 49%, 61% 하회하는 어닝 쇼크를 기록. SK증권 추정치와 비교 시 보험영업 실적은 유사했으나 투자손익이 200억원 하회한 것이 쇼크의 원인. 1Q19 경과손해율은 83.7% (+1.6%p YoY)로, 단체상해 고액사고로 일반 손해율이 12%p YoY 상승하고 자동차 손해율과 장기 손해율도 각각 6.4%p YoY, 0.4%p YoY 상승해 모든 부문의 손해율 상승이 나타남. 실손보험의 청구건수 증가로 장기 위험손해율도 98.4% (+5.8%p YoY)로 악화. 사업비율은 25.3%로 신계약 성장 둔화에 따라 0.6%p YoY 하락. 1Q19 보장성 인보험 신계약 매출은 133억원으로 전분기대비 6% 증가했으나 전년동기대비 19% 감소. 1Q19 투자수익률은 3.2% (-0.7%p YoY)로 부진했는데, 분기 중 손상차손이 112억원 발생한 영향 (2018년 연간 손상차손 44억원)

경쟁에 장기 참전하기엔 힘에 부칠 것

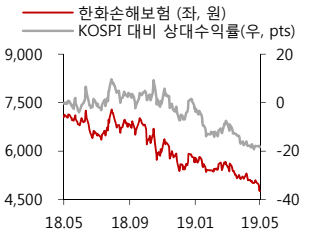
한화손해보험의 보장성 인보험 신계약 MS는 4개 분기 연속 하락 중임. 동사의 경우 1년 이상 지속되고 있는 경쟁 사이클에 계속 참전하기에는 자본비율 및 위험손해율, 판매비용 관리 측면에서 부담이 있을 것으로 예상됨. 이에 연간 사업비율은 전년대비 0.5%p 개선될 전망이나 1Q19 실적 부진에 따라 연간 이익 전망치를 14% 하향 조정하며, 목표주가를 이전 대비 13% 하향한 6,800원으로 제시함. 다만 하반기로 갈수록 손보업종 개선 사이클은 유효하다는 관점에 따라 투자의견 매수를 유지함

Analyst
김도하
doha.kim@sk.com
02-3773-8876

Company Data	
자본금	584 십억원
발행주식수	11,674 만주
자사주	153 만주
액면가	5,000 원
시가총액	555 십억원
주요주주	
한화생명보험(외3)	51.50%
한화손해보험우리사주조합	5.66%
외국인지분율	10.20%
배당수익률	2.20%

Stock Data	
주가(19/05/10)	4,750 원
KOSPI	2,108.0 pt
52주 Beta	0.88
52주 최고가	7,290 원
52주 최저가	4,750 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.6%	-2.4%
6개월	-21.8%	-22.8%
12개월	-32.6%	-18.2%

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
경과보험료	십억원	3,993	4,151	4,341	4,576	4,746	4,931
YoY	%	9.2	4.0	4.6	5.4	3.7	3.9
보험손익	십억원	-283	-245	-368	-375	-380	-412
투자손익	십억원	428	455	490	512	551	595
합산비율	%	107.1	105.9	108.5	108.2	108.0	108.4
투자수익률	%	4.1	3.9	3.7	3.5	3.5	3.5
영업이익	십억원	146	210	122	138	171	183
YoY	%	14.3	43.9	-41.6	12.6	24.3	6.8
세전이익	십억원	135	196	114	128	162	174
순이익	십억원	112	149	82	97	123	132
YoY	%	17.8	33.0	-45.0	17.9	26.9	7.2
EPS	원	1,237	1,308	704	830	1,053	1,128
BPS	원	9,749	10,147	12,161	13,208	14,015	14,858
PER	배	5.8	6.2	8.4	5.7	4.5	4.2
PBR	배	0.7	0.8	0.5	0.4	0.3	0.3
ROE	%	12.9	14.4	6.3	6.5	7.7	7.8
배당수익률	%	1.4	1.8	2.2	2.9	3.8	4.0

Analyst **김도하** doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

한화손해보험 1Q19 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	1Q19	1Q18	YoY (%)	4Q18	QoQ (%)	1Q19E	차이 (%)	컨센서스	YoY (%)
보험영업이익	(100.3)	(83.3)	적지	(144.2)	적지	(100.0)	n/a		
투자영업이익	116.8	125.3	(6.8)	103.8	12.5	136.1	(14.2)		
영업이익	16.5	42.0	(60.7)	(40.4)	흑전	36.1	(54.4)	28.2	(41.5)
순이익	10.1	29.4	(65.6)	(33.4)	흑전	25.8	(60.9)	19.9	(49.3)

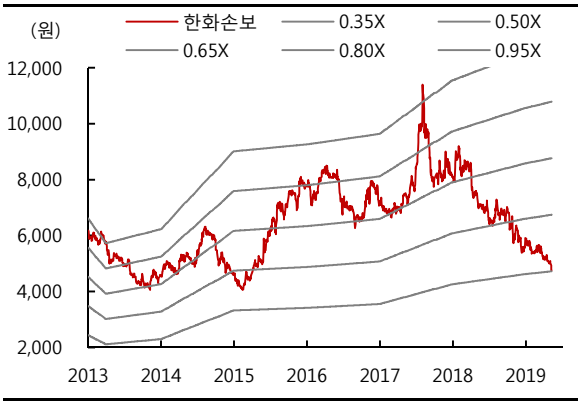
자료: 한화손해보험, FnGuide, SK 증권

한화손해보험의 목표주가 산출식

항목	한화손해보험	비고
자기자본비용 (%)	12.5	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.8	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	10.2	(c): Rm-(b) (Bloomberg KOSPI Rm 적용)
Beta (β)	1.1	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE (%)	6.6	(e): 2019~2021년 기대 ROE 평균 (Hybrid 이자비용은 제거)
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	0.53	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	-10.0	(h): 제도 변경 관련 자본가치 불확실성 반영
목표 PBR (X)	**0.47**	**(i): (g)*(h)**
수정 BPS (원)	14,366	(j): 회사별 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	**6,800**	**(k): (i)*(j)**
조정률 (%)	-12.8	직전 목표주가 대비 조정률
현 주가 (5/10, 원)	4,750	
상승여력 (%)	43.2	

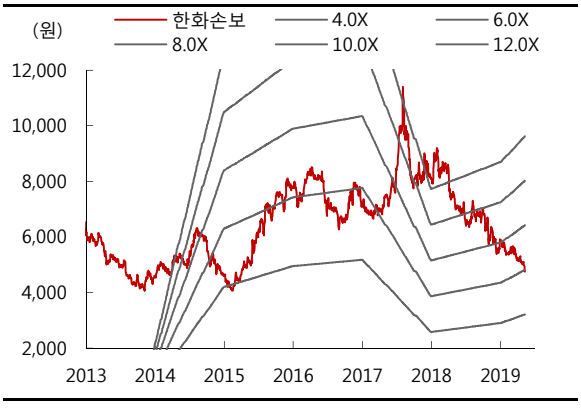
자료: SK 증권

한화손해보험의 12 개월 forward PBR band



자료: SK 증권

한화손해보험의 12 개월 forward PER band



자료: SK 증권

한화손해보험 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2018				2019	QoQ	YoY
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	(%, %p)	(%, %p)
원수보험료	1,369.7	1,412.8	1,401.2	1,418.8	1,454.9	2.5	6.2
일반	113.0	124.1	106.9	92.1	117.2	27.3	3.7
자동차	215.4	222.5	211.4	224.5	214.4	(4.5)	(0.4)
장기	1,041.3	1,066.2	1,082.8	1,102.3	1,123.2	1.9	7.9
경과보험료	1,054.2	1,081.9	1,094.4	1,110.6	1,118.9	0.7	6.1
일반	46.5	48.7	50.0	50.8	47.1	(7.3)	1.3
자동차	139.9	145.2	145.3	145.6	141.9	(2.5)	1.5
장기	867.9	888.0	899.1	914.2	929.8	1.7	7.1
순사업비	272.8	270.3	259.1	297.2	283.1	(4.8)	3.8
보험영업이익	(83.3)	(66.1)	(73.8)	(144.2)	(100.3)	적지	적지
투자영업이익	125.3	139.9	121.1	103.8	116.8	12.5	(6.8)
영업이익	42.0	73.8	47.3	(40.4)	16.5	흑전	(60.7)
순이익	29.4	52.5	33.8	(33.4)	10.1	흑전	(65.6)
경과손해율 (%)	82.0	81.1	83.1	86.0	83.7	(2.4)	1.6
일반	75.3	70.6	80.4	73.9	87.0	13.0	11.7
자동차	82.1	82.0	90.6	99.8	88.5	(11.3)	6.4
장기	82.4	81.6	82.0	84.5	82.8	(1.7)	0.4
위험손해율*	92.6	89.5	90.9	103.8	98.4	(5.3)	5.8
순사업비율 (%)	25.9	25.0	23.7	26.8	25.3	(1.5)	(0.6)
합산비율 (%)	107.9	106.1	106.7	112.8	109.0	(3.8)	1.1
순투자수익률 (%)	3.9	4.2	3.5	2.9	3.2	0.3	(0.7)
장기월납환산	18.9	16.2	15.2	14.9	15.3	2.8	(18.9)
저축성	0.5	0.3	0.2	0.2	0.3	11.5	(50.0)
보장성	18.3	15.9	14.9	14.6	15.0	2.7	(18.0)
인보험	16.3	14.2	13.4	12.5	13.3	6.2	(18.7)

자료: 한화손해보험, SK 증권　　주: *K-IFRS 기준

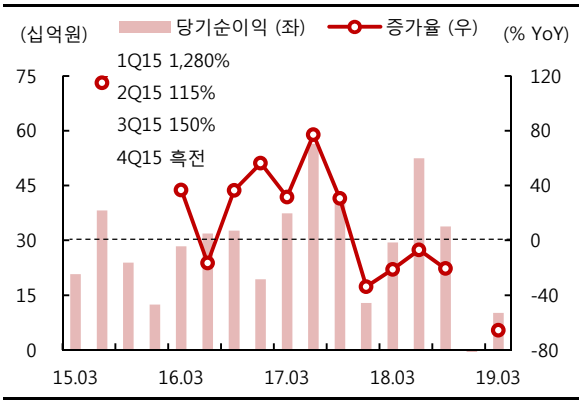
한화손해보험 운용자산 현황

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	12,933	13,442	13,921	14,550	14,894	100.0	2.4	15.2
현금및예치금	451	502	544	561	689	3.9	22.8	52.8
유가증권	6,701	7,136	7,566	8,196	8,556	56.3	4.4	27.7
주식	260	299	298	304	275	2.1	(9.6)	5.7
채권	2,732	2,782	2,783	2,960	3,118	20.3	5.3	14.1
수익증권	2,438	2,593	2,850	2,950	2,996	20.3	1.5	22.9
외화유가증권	1,230	1,401	1,538	1,704	2,020	11.7	18.5	64.2
기타유가증권	41	61	98	278	147	1.9	(46.9)	260.9
관계사 지분	4	8	8	10	10	0.1	0.0	174.9
대출채권	5,295	5,294	5,330	5,304	5,160	36.5	(2.7)	(2.6)
부동산	482	502	473	475	478	3.3	0.6	(0.7)

자료: 한화손해보험, SK 증권

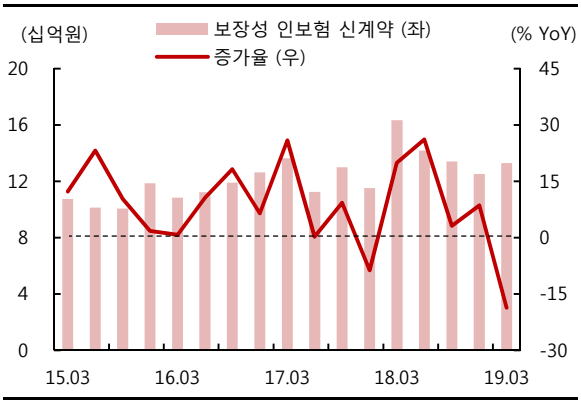
Analyst **김도하** doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

한화손해보험 분기별 순이익 및 증가율



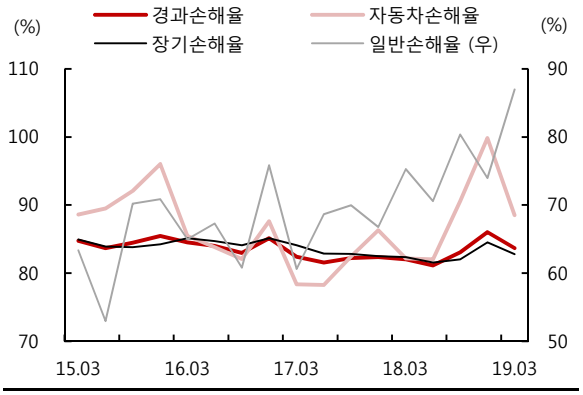
자료: 한화손해보험, SK 증권

한화손해보험 보장성 인보험 신계약 및 증가율



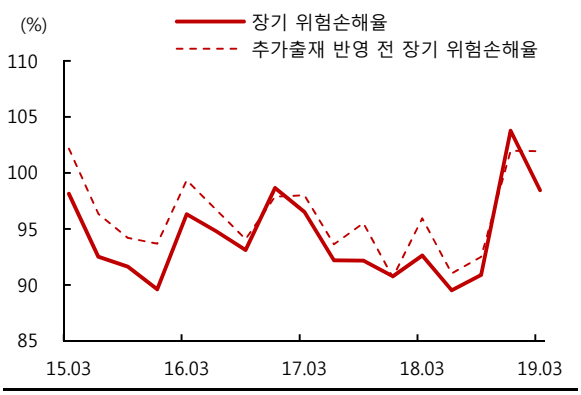
자료: 한화손해보험, SK 증권

한화손해보험의 보종별 경과손해율



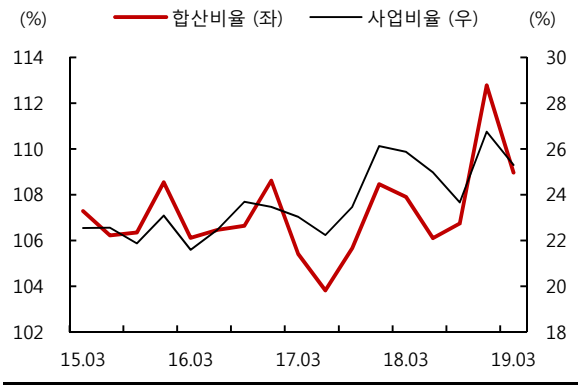
자료: 한화손해보험, SK 증권

한화손해보험의 장기 위험손해율



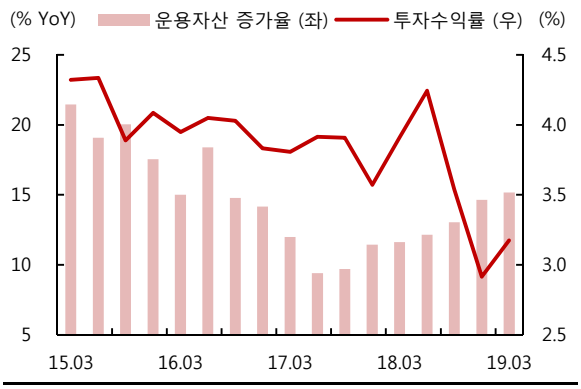
자료: 한화손해보험, SK 증권

한화손해보험의 합산비율 및 사업비율



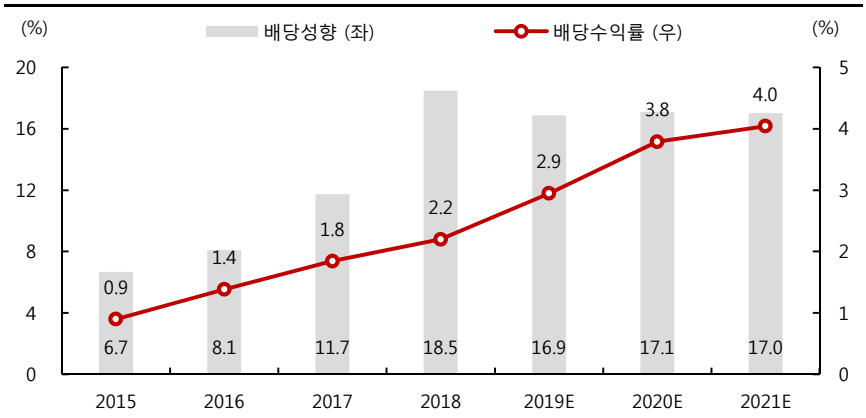
자료: 한화손해보험, SK 증권

한화손해보험의 운용자산 증가율 및 투자수익률



자료: 한화손해보험, SK 증권

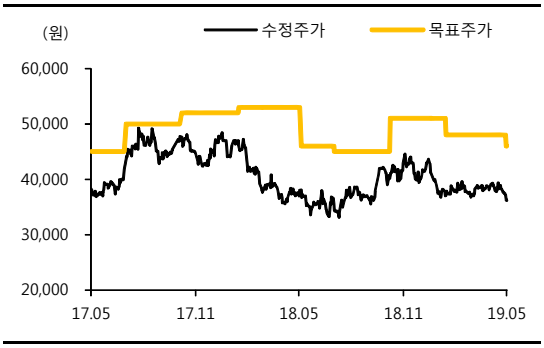
한화손해보험의 배당지표 추이 및 전망



자료: 한화손해보험, SK증권

Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.05.13	매수	6,800원	6개월		
2019.01.28	매수	7,800원	6개월	-32.01%	-27.44%
2018.11.12	매수	9,500원	6개월	-33.78%	-23.26%
2018.10.19	매수	9,500원	6개월	-30.38%	-23.26%
2018.08.01	매수	9,500원	6개월	-29.12%	-23.26%
2018.07.12	매수	9,500원	6개월	-31.31%	-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 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 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 (2019 년 5 월 13 일 기준)

매수	89.74%	중립	10.26%	매도	0%

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
운용자산	12,691	14,550	15,424	16,700	18,070
현금 및 예치금	469	561	515	479	423
유가증권	6,568	8,199	9,147	10,066	11,077
주식	262	314	336	359	383
채권	2,784	2,960	3,197	3,493	3,815
수익증권	2,216	2,953	3,278	3,639	4,039
외화유가증권	1,228	1,704	2,045	2,270	2,519
기타유가증권	81	278	292	306	321
대출채권	5,166	5,304	5,298	5,703	6,134
부동산	485	475	464	453	435
비운용자산	2,187	2,176	2,198	2,220	2,242
특별계정자산	6	6	6	6	6
자산총계	14,884	16,731	17,628	18,926	20,319
책임준비금	12,817	14,129	15,344	16,589	17,884
지급준비금	842	976	1,025	1,077	1,130
보험료적립금	11,244	12,404	13,522	14,681	15,885
미경과보험료적립금	709	722	766	793	822
기타부채	877	1,177	735	694	693
특별계정부채	6	6	6	6	7
부채총계	13,699	15,312	16,086	17,290	18,584
자본금	584	584	584	584	584
자본잉여금	98	287	287	287	287
이익잉여금	403	462	531	625	724
비상위험준비금	121	140	161	181	200
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계	100	87	140	140	140
자본총계	1,185	1,420	1,542	1,636	1,735
부채와자본총계	14,884	16,731	17,628	18,926	20,319

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	5,291	5,603	5,937	6,186	6,451
일반	434	436	453	471	490
자동차	874	874	892	928	965
장기	3,984	4,293	4,591	4,786	4,995
보유보험료	4,151	4,351	4,567	4,758	4,962
경과보험료	4,151	4,341	4,576	4,746	4,931
일반	176	196	209	217	226
자동차	599	576	583	604	628
장기	3,376	3,569	3,784	3,926	4,078
경과손해액	3,411	3,609	3,813	3,950	4,119
일반	117	147	157	150	156
자동차	487	511	522	532	555
장기	2,805	2,949	3,134	3,268	3,408
순사업비	985	1,099	1,137	1,176	1,225
보험영업이익	-245	-368	-375	-380	-412
투자영업이익	455	490	512	551	595
영업이익	210	122	138	171	183
영업외이익	-14	-9	-10	-9	-9
세전이익	196	114	128	162	174
법인세비용	47	32	31	39	42
당기순이익	149	82	97	123	132

성장률

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산	12.1	12.4	5.4	7.4	7.4
운용자산	11.4	14.6	6.0	8.3	8.2
부채	10.6	11.8	5.1	7.5	7.5
책임준비금	11.1	10.2	8.6	8.1	7.8
자본	33.9	19.8	8.6	6.1	6.0
경과보험료	4.0	4.6	5.4	3.7	3.9
일반	24.3	11.4	6.4	4.0	4.0
자동차	3.9	-3.8	1.3	3.5	4.0
장기	3.1	5.7	6.0	3.7	3.9
순사업비	8.0	11.6	3.5	3.4	4.2
투자영업이익	6.3	7.7	4.6	7.5	8.0
영업이익	43.9	-41.6	12.6	24.3	6.8
순이익	33.0	-45.0	17.9	26.9	7.2

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업지표 (%)					
경과손해율	82.2	83.1	83.3	83.2	83.5
일반	66.7	75.1	75.1	69.0	69.0
자동차	81.3	88.7	89.5	88.1	88.3
장기	83.1	82.6	82.8	83.3	83.6
사업비율	23.7	25.3	24.9	24.8	24.8
투자이익률	3.9	3.7	3.5	3.5	3.5
수익성 (%)					
ROE	14.4	6.3	6.5	7.7	7.8
ROA	1.1	0.5	0.6	0.7	0.7
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	1,308	704	830	1,053	1,128
보통주 BPS	10,147	12,161	13,208	14,015	14,858
보통주 DPS	150	130	140	180	192
기타 지표					
보통주 PER (X)	6.2	8.4	5.7	4.5	4.2
보통주 PBR (X)	0.8	0.5	0.4	0.3	0.3
배당성향 (%)	11.7	18.5	16.9	17.1	17.0
보통주 배당수익률 (%)	1.8	2.2	2.9	3.8	4.0

자료: SK증권 추정