SK COMPANY Analysis

SK securities

한화손해보험 (000370/KS | 매수(유지) | T.P 6,000 원(하향))

손해율 부담과 제한적인 자본여력이 성장 동력을 저하

한화손해보험은 1Q19 손해율과 투자수익률의 동반 부진에 따라 사업비 소요를 제한하며 신계약 역성장을 기록. 동사는 업계 추세와 별개로 2Q14 부터 꾸준한 신계약 증가를 통해 외형을 성장시켰으나 위험손해율 상승에 따른 실적 부담과 제한적 자본여력이 성장 동력을 떨어뜨렸다는 판단. 2Q19 당기순이익은 388 억원으로 26% YoY 감소할 전망. 다만 12mf PBR 0.3 배는 6%대로 낮아진 향후 3 개년 평균 ROE 를 감안해도 낮은 수준이며 목표 PBR(0.42 배) 대비 상승여력이 충분해 투자의견 매수를 유지

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

손해율 부담과 제한적인 자본여력이 성장 동력을 저하

한화손해보험의 1Q19 장기 위험손해율은 5.8%p YoY 상승, 전체 경과손해율은 1.6%p YoY 상승해 실손발(發) 손해율 악화를 이미 예상했음에도 불구하고 기대보다 부진한 수익성을 기록했다. 보장성 인보험 기준 신계약은 -19% YoY로 큰 폭 감소했고 동시에 사업비율도 0.6%p YoY 하락했다. 동사의 경우 2013년부터 점진적으로 개선되던 위험손해율이 의료비 담보 수익성 악화를 중심으로 4Q18부터 다시 상승 전환한 점이 가장 큰 부담이다. 동사는 업계 추세와는 별개로 2Q14부터 꾸준한 신계약 증가를 통해 외형을 성장시켜왔으나, 위험손해율 상승에 따른 실적 부담과 제한적인 자본여력이 성장 동력을 떨어뜨렸다는 판단이다. 한화손해보험의 2Q19 당기순이익은 388억원으로 26% YoY 감소할 전망이다.

실적 전망치 하향으로 목표주가 12% 하향 조정, 리스크 관리가 필수

손해율 전망치 상향에 따라 2019년 당기순이익을 기존 970억원에서 863억원으로 11% 하향 조정하였다. 이를 반영해 한화손해보험의 목표주가를 6,800원에서 6,000원으로 11.8% 하향한다. 동사의 경우 신계약 경쟁에 참여해 비용을 소요하고 위험액을 늘리는 것보다 리스크 관리를 통한 손익 개선 및 자본안정성 강화가 선행되어야 할 것으로 판단된다. 다만 한화손해보험의 12개월 forward PBR은 0.31배로, 6%대로 낮아진 향후 3개년 평균 ROE를 감안해도 낮은 수준이며 목표 PBR(0.42배) 대비 상승여력이 충분해 투자의견 매수를 유지한다.

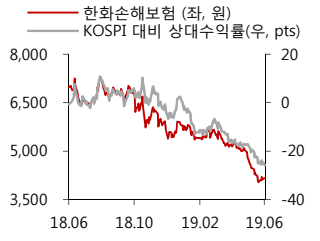
Company Data

자본금	584 십억원
발행주식수	11,674 만주
자사주	153 만주
액면가	5,000 원
시가총액	486 십억원
주요주주	
한화생명보험(외3)	51.50%
한화손해보험우리사주조합	5.66%
외국인지분율	10.28%
배당수익률	2.20%

Stock Data

주가(19/06/10)	4,160 원
KOSPI	2,099.5 pt
52주 Beta	0.91
52주 최고가	7,290 원
52주 최저가	4,035 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-12.4%	-12.0%
6개월	-23.5%	-25.8%
12개월	-38.8%	-24.5%

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
경과보험료	십억원	3,993	4,151	4,341	4,571	4,737	4,907
YoY	%	9.2	4.0	4.6	5.3	3.6	3.6
보험손익	십억원	-283	-245	-368	-373	-378	-409
투자손익	십억원	428	455	490	497	536	579
합산비율	%	107.1	105.9	108.5	108.2	108.0	108.3
투자수익률	%	4.1	3.9	3.7	3.4	3.4	3.4
영업이익	십억원	146	210	122	124	159	170
YoY	%	14.3	43.9	-41.6	1.2	28.1	7.2
세전이익	십억원	135	196	114	114	149	161
순이익	십억원	112	149	82	86	113	122
YoY	%	17.8	33.0	-45.0	5.1	31.3	7.6
EPS	원	1,237	1,308	704	739	971	1,045
BPS	원	9,749	10,147	12,161	13,117	13,848	14,612
PER	배	5.8	6.2	8.4	5.6	4.2	3.9
PBR	배	0.7	0.8	0.5	0.3	0.3	0.3
ROE	%	12.9	14.4	6.3	5.9	7.2	7.3
배당수익률	%	1.4	1.8	2.2	3.3	4.3	4.6

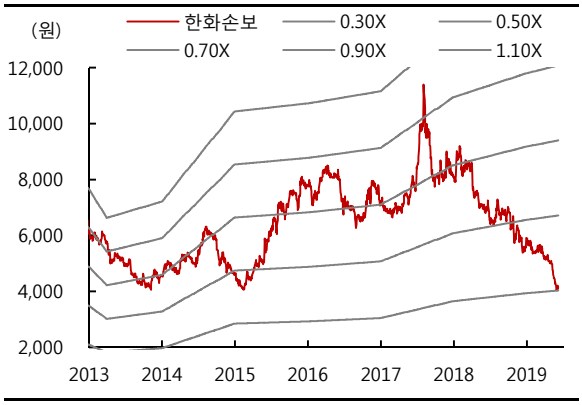
Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

한화손해보험 목표주가 산출식

항목	한화손해보험	비고
자기자본비용 (%)	12.8	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	10.1	(c): Rm-(b) (Bloomberg KOSPI Rm 적용)
Beta (β)	1.1	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE (%)	6.0	(e): 회사별 2019~2021년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	0.47	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	-10.0	(h): 제도 변경 관련 자본가치 불확실성 반영
목표 PBR (X)	**0.42**	**(i): (g)*(h)**
수정 BPS (원)	14,230	(j): 회사별 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	**6,000**	**(k): (i)*(j)**
조정률 (%)	-11.8	직전 목표주가 대비 조정률
현 주가 (6/10, 원)	4,160	
상승여력 (%)	44.2	

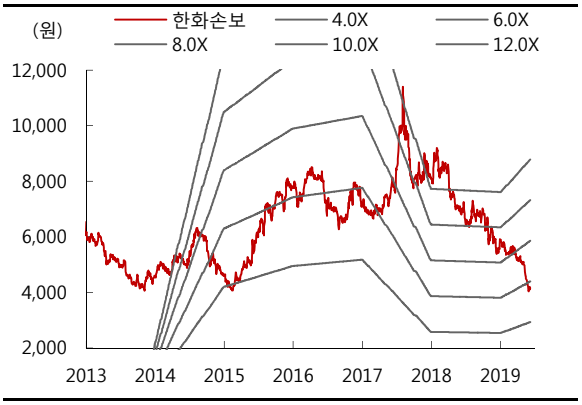
자료: SK 증권

한화손해보험 12개월 forward PBR band



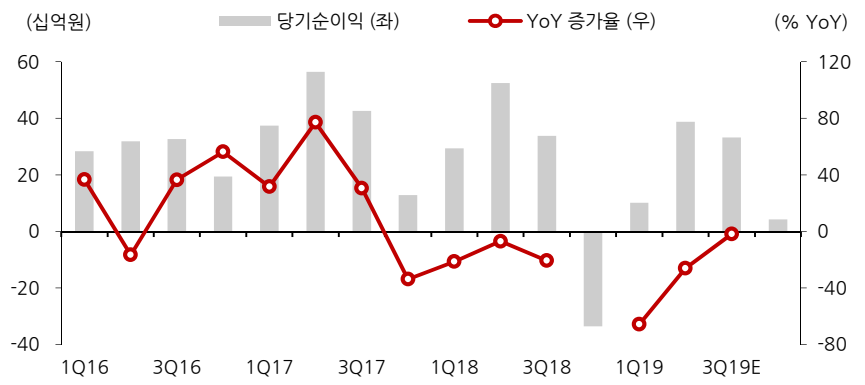
자료: SK증권

한화손해보험 12개월 forward PER band



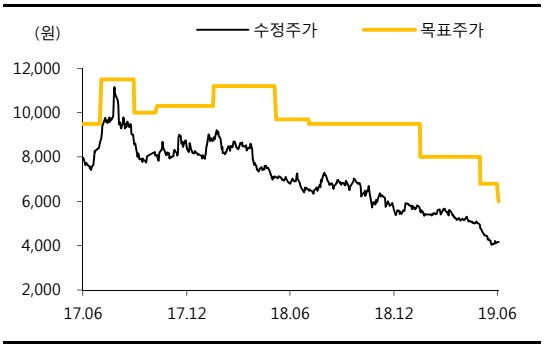
자료: SK증권

한화손해보험의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



자료: 한화손해보험, SK증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.06.11	매수	6,000원	6개월		
2019.05.13	매수	6,800원	6개월	-37.07%	-32.43%
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%



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 6 월 11 일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%

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

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
운용자산	12,691	14,550	15,423	16,696	18,058
현금 및 예치금	469	561	514	477	418
유가증권	6,568	8,199	9,147	10,066	11,075
주식	262	314	336	359	383
채권	2,784	2,960	3,197	3,493	3,812
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	5,297	5,701	6,130
부동산	485	475	464	452	435
비운용자산	2,187	2,176	2,198	2,220	2,242
특별계정자산	6	6	6	6	6
자산총계	14,884	16,731	17,626	18,922	20,306
책임준비금	12,817	14,129	15,343	16,585	17,873
지급준비금	842	976	1,025	1,077	1,130
보험료적립금	11,244	12,404	13,520	14,677	15,874
미경과보험료적립금	709	722	766	793	822
기타부채	877	1,177	746	713	720
특별계정부채	6	6	6	6	7
부채총계	13,699	15,312	16,095	17,305	18,600
자본금	584	584	584	584	584
자본잉여금	98	287	287	287	287
이익잉여금	403	462	521	606	695
비상위험준비금	121	140	161	181	200
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계	100	87	140	140	140
자본총계	1,185	1,420	1,531	1,617	1,706
부채와자본총계	14,884	16,731	17,626	18,922	20,306

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	5,291	5,603	5,931	6,174	6,421
일반	434	436	453	471	490
자동차	874	874	892	928	965
장기	3,984	4,293	4,586	4,775	4,966
보유보험료	4,151	4,351	4,563	4,749	4,939
경과보험료	4,151	4,341	4,571	4,737	4,907
일반	176	196	209	217	226
자동차	599	576	583	604	628
장기	3,376	3,569	3,779	3,916	4,053
경과손해액	3,411	3,609	3,805	3,939	4,095
일반	117	147	157	150	156
자동차	487	511	524	534	556
장기	2,805	2,949	3,125	3,256	3,383
순사업비	985	1,099	1,140	1,176	1,221
보험영업이익	-245	-368	-373	-378	-409
투자영업이익	455	490	497	536	579
영업이익	210	122	124	159	170
영업외이익	-14	-9	-10	-9	-9
세전이익	196	114	114	149	161
법인세비용	47	32	27	36	39
당기순이익	149	82	86	113	122

성장률

12월 결산(% YoY)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산	12.1	12.4	5.3	7.3	7.3
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	7.9	5.6	5.5
경과보험료	4.0	4.6	5.3	3.6	3.6
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	5.9	3.6	3.5
순사업비	8.0	11.6	3.7	3.2	3.8
투자영업이익	6.3	7.7	1.5	7.9	7.9
영업이익	43.9	-41.6	1.2	28.1	7.2
순이익	33.0	-45.0	5.1	31.3	7.6

주요투자지표

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업지표 (%)					
경과손해율	82.2	83.1	83.2	83.2	83.4
일반	66.7	75.1	75.1	69.0	69.0
자동차	81.3	88.7	89.7	88.4	88.6
장기	83.1	82.6	82.7	83.1	83.5
사업비율	23.7	25.3	24.9	24.8	24.9
투자이익률	3.9	3.7	3.4	3.4	3.4
수익성 (%)					
ROE	14.4	6.3	5.9	7.2	7.3
ROA	1.1	0.5	0.5	0.6	0.6
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	1,308	704	739	971	1,045
보통주 BPS	10,147	12,161	13,117	13,848	14,612
보통주 DPS	150	130	135	175	190
기타 지표					
보통주 PER (X)	6.2	8.4	5.6	4.2	3.9
보통주 PBR (X)	0.8	0.5	0.3	0.3	0.3
배당성향 (%)	11.7	18.5	18.3	18.0	18.2
보통주 배당수익률 (%)	1.8	2.2	3.3	4.3	4.6

자료: SK증권 추정