

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

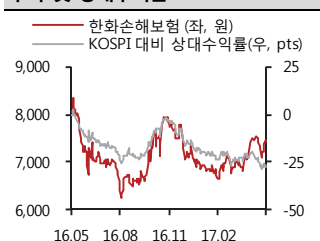
Company Data

자본금	454 십억원
발행주식수	9,074 만주
자사주	153 만주
액면가	5,000 원
시가총액	672 십억원
주요주주	
한화생명보험(외3)	53.94%
국민연금공단	5.01%
외국인지분율	11.40%
배당수익률	1.40%

Stock Data

주가(17/05/26)	7,400 원
KOSPI	2355.3 pt
52주 Beta	0.77
52주 최고가	8,350 원
52주 최저가	6,270 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.4%	-6.6%
6개월	-5.1%	-20.5%
12개월	-8.3%	-23.8%

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

실적지표가 꾸준히 개선되는 손보사

한화손해보험의 지속적인 성장성에 주목할 만하다. 동사의 원수보험료는 최근 1 년 평균 9.0% YoY 증가했고, 보장성 인보험의 신계약은 평균 16.7% YoY 증가해 상위사를 크게 상회했다. 성장성 둔화를 겪고 있는 보험업계에서 보험료 수입 증가세는 당기의 실적 개선보다 더 중요한 의미를 지닌다고 판단된다. 동사의 견조한 성장성을 고려하면 RBC 비율 상승 시 보유 확대가 가능하다는 점에서 이익체력 증대에 크게 기여할 전망이다.

지속적으로 성장하는 손해보험사

한화손해보험은 2015 년부터 계속되는 실적 턴어라운드 외에도 지속적인 성장에 주목할 만하다. 한화손해보험의 원수보험료는 최근 1 년 간 평균 9.0% YoY 증가했으며, 그 중 장기보험료는 +6.3% YoY 의 성장률을 기록했다. 특히 장기 보장성 인보험의 신계약 성장률은 동기간 평균 +16.7% YoY 를 나타내 상위 손보사 (-1.8% YoY)를 크게 상회하는 견조한 성장성을 지속하고 있는 것으로 판단한다. 성장성 둔화를 겪고 있는 보험업계 내에서 이러한 보험료 수입의 증가세는 당기의 실적 개선보다 더 중요한 의미를 지닌 것으로 판단한다.

보험영업 성장을 위한 RBC 비율 제고 노력이 동반되어야 할 것

한화손해보험의 1Q17 말 RBC 비율은 156.8%를 기록했다. 동사는 2016 년 추가출재를 축소해 이익기반을 확대한 바 있는데, 해당 기간 동안 타사보다 높은 보험위험액 증가율을 나타냈다. 즉 충분한 가용자본이 뒷받침된다면 리스크량 증가를 감수한 보유 확대가 가능할 것으로 예상되며, 이는 한화손해보험의 견조한 성장성과 맞물려 이익체력 증대에 크게 기여할 것으로 전망한다. RBC 비율의 상승은 보험업계 전반의 화두이지만, 영업기반 확대의 여지가 높은 동사에게는 보다 더 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단한다.

한화손해보험에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 9,500 원으로 커버리지를 개시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
경과보험료	십억원	3,562	3,656	3,993	4,204	4,348	4,473
YoY	%		2.6	9.2	5.3	3.4	2.9
보험손익	십억원	-284	-259	-283	-276	-279	-280
투자손익	십억원	326	387	428	449	474	502
합산비율	%	108.0	107.1	107.1	106.6	106.4	106.3
투자수익률	%	4.3	4.3	4.1	3.8	3.7	3.6
영업이익	십억원	42	127	146	174	195	222
YoY	%		204.5	14.3	19.5	12.3	13.5
세전이익	십억원	31	116	135	160	179	202
순이익	십억원	16	95	112	121	136	153
YoY	%		485.9	17.8	8.1	12.0	12.5
EPS	원	179	1,050	1,237	1,338	1,498	1,685
BPS	원	6,553	9,488	9,749	11,098	12,455	13,985
PER	배	25.7	7.4	5.8	5.5	4.9	4.4
PBR	배	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5
ROE	%	2.9	13.1	12.9	12.8	12.7	12.7
배당수익률	%	0.0	0.9	1.4	1.9	2.1	2.3

Valuation

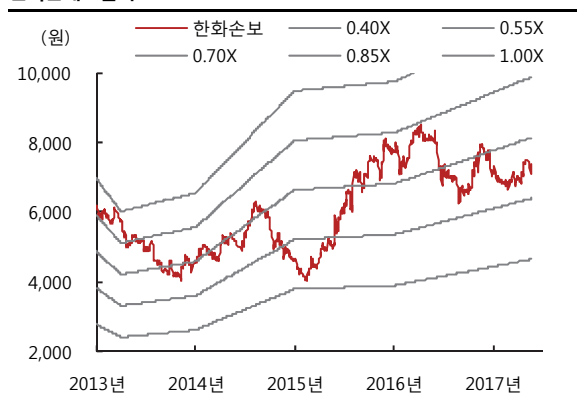
SK 증권은 한화손해보험의 12개월 forward BPS 11,663 원에 목표 PBR 0.82X 를 적용한 9,500 원을 목표주가로 제시한다. 목표 PBR 은 향후 3 개년 기대 ROE 평균 12.8% 를 COE 로 할인하여 산출한 이론적 PBR 1.09X 에 자본 불확실성과 150%대의 RBC 비율을 감안한 할인을 25%를 부여하였다.

한화손해보험의 목표주가 산출식

항목	한화손해보험	비고
자기자본비용 (%)	11.7	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.3	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	1.1	(d): 한화손해보험의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	12.8	(e): 한화손해보험의 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.09	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	(25.0)	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	0.82	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	11,663	(j): 한화손해보험의 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	9,500	(k): (i)*(j)
현주가 (05/26, 원)	7,400	
상승여력 (%)	28.4	

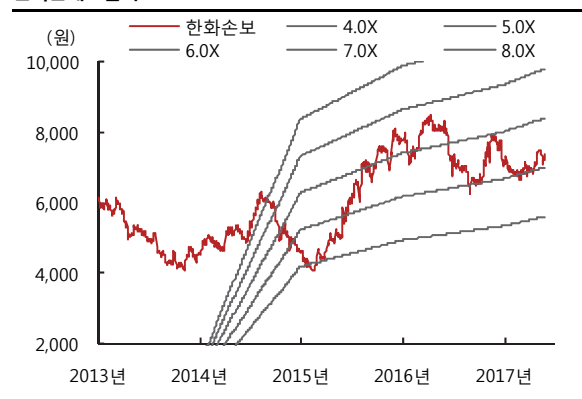
자료: SK 증권

한화손해보험의 PBR Band chart



자료: SK 증권

한화손해보험의 PER Band chart



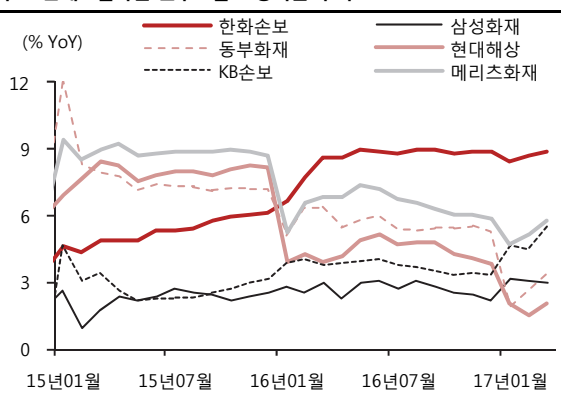
자료: SK 증권

분기별/연도별 한화손해보험 실적추정

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
원수보험료	1,190	1,236	1,252	1,277	1,295	1,312	1,324	1,345	4,954	5,276	5,507
일반	86	105	96	93	106	107	102	102	381	417	435
자동차	192	210	215	223	212	229	234	239	841	915	960
장기	911	920	941	960	977	976	988	1,004	3,733	3,944	4,111
경과보험료	968	983	1,011	1,031	1,043	1,037	1,054	1,070	3,993	4,204	4,348
일반	32	34	37	39	39	34	39	43	142	155	160
자동차	133	139	149	155	151	153	157	161	576	622	650
장기	803	810	825	838	853	850	858	867	3,275	3,427	3,539
경과손해율 (%)	84.5	84.0	82.9	85.5	82.4	82.9	83.1	84.6	84.2	83.3	83.2
일반	65.0	67.3	60.8	75.8	60.6	67.0	67.0	67.0	67.4	65.4	67.0
자동차	85.4	83.8	82.1	87.6	78.3	78.8	84.1	88.6	84.8	82.6	83.0
장기	85.1	84.7	84.1	85.1	84.1	84.2	83.7	84.7	84.8	84.2	84.0
순사업비	209	221	240	242	240	236	251	252	912	980	1,009
사업비율 (%)	21.6	22.5	23.7	23.5	23.0	22.8	23.8	23.6	22.8	23.3	23.2
보험영업이익	(59)	(64)	(67)	(93)	(57)	(58)	(73)	(87)	(283)	(276)	(279)
합산비율 (%)	106.1	106.5	106.6	109.0	105.4	105.6	106.9	108.2	107.1	106.6	106.4
투자영업이익	100	108	112	108	109	111	116	113	428	449	474
투자이익률 (%)	4.0	4.1	4.1	3.9	3.8	3.8	3.8	3.7	4.1	3.8	3.7
영업이익	41	44	45	16	53	53	43	26	146	174	195
당기순이익	28	32	33	19	37	37	30	17	112	121	136
ROE (%)	12.5	12.5	11.9	7.7	16.5	15.9	12.2	6.7	12.9	12.8	12.7

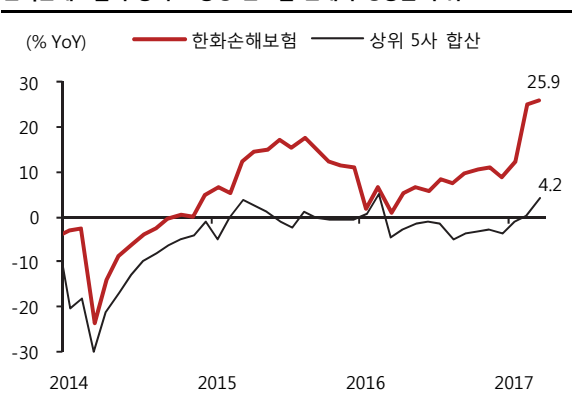
자료: 한화손해보험 SK 증권

주요 손해보험사별 원수보험료 증가율 추이



자료: 각 사, SK 증권

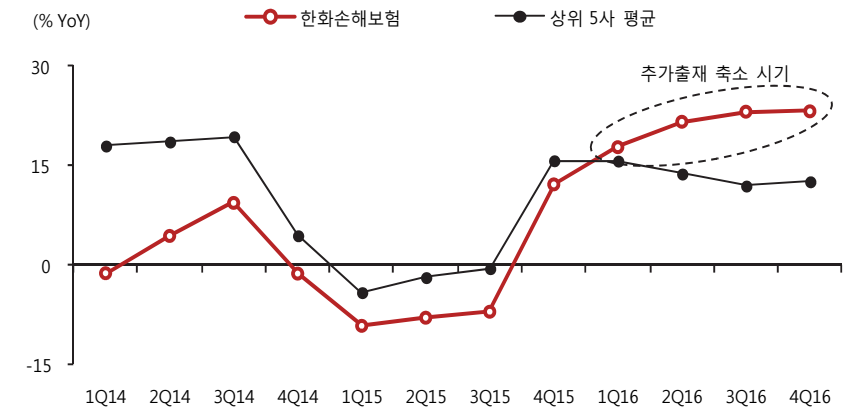
한화손해보험의 장기 보장성 인보험 신계약 성장률 우위



자료: 각 사, SK 증권

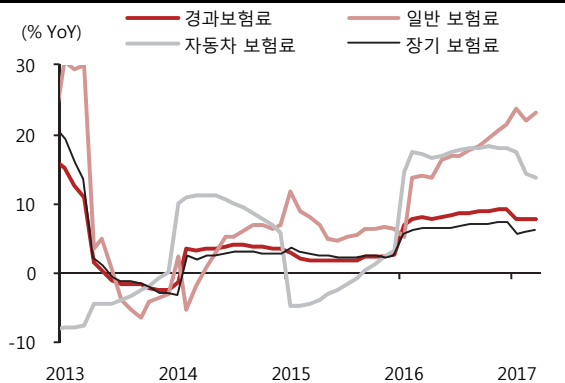
주: 상위 5사는 삼성화재, 동부화재, 현대해상, KB 손해보험, 메리츠화재의 합

한화손해보험 및 상위 5사의 보험위험액 증가율: 추가출재 축소시기에 확대되는 보험리스크



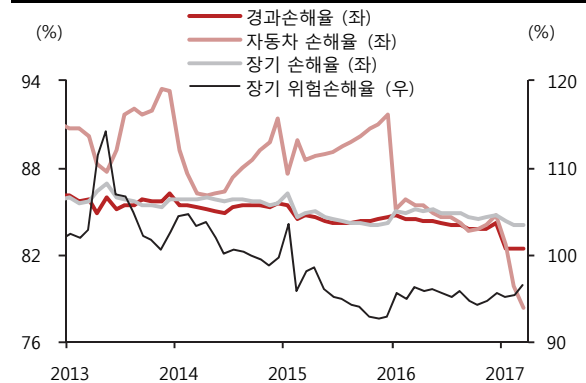
자료: 손해보험협회 SK 증권

한화손해보험의 보증별 경과보험료 증가율



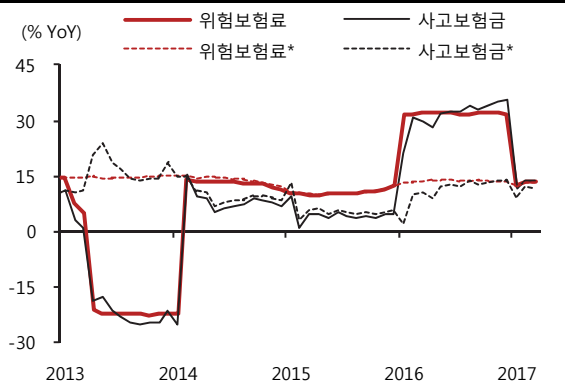
자료: 한화손해보험 SK 증권

한화손해보험의 보증별 경과손해율



자료: 한화손해보험 SK 증권

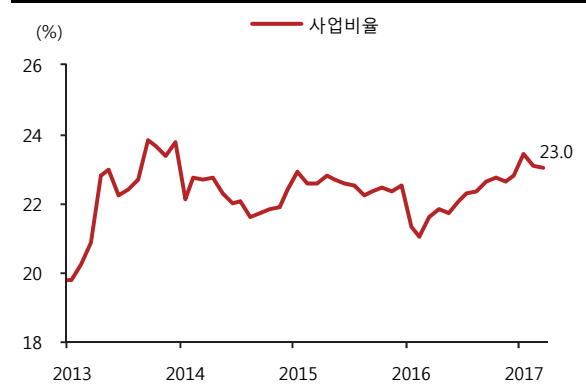
한화손해보험의 장기 위험보험료 및 사고보험금 증가율



자료: 한화손해보험 SK 증권

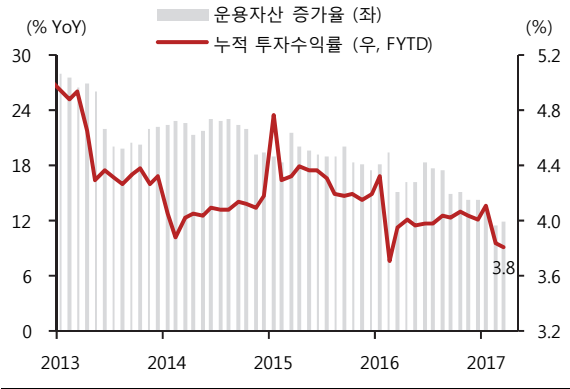
주: *점선은 추가출재분 반영 전 기준

한화손해보험의 사업비율



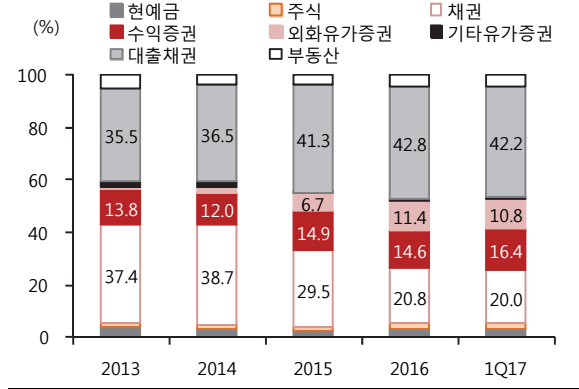
자료: 한화손해보험 SK 증권

한화손해보험의 운용자산 증가율 및 투자수익률



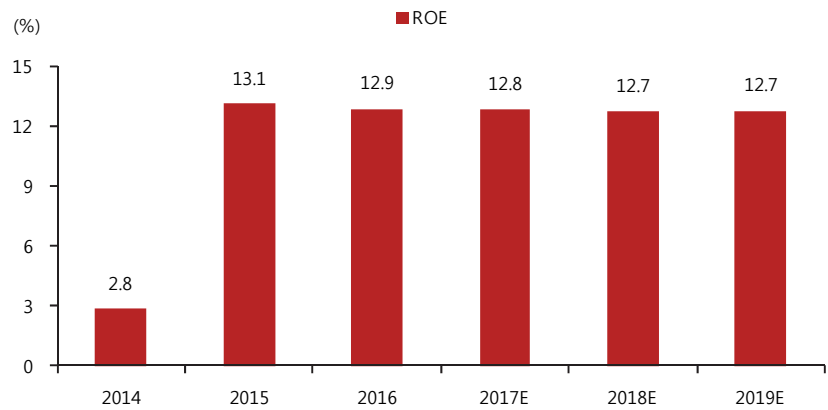
자료: 한화손해보험 SK 증권

한화손해보험의 운용자산 구성비



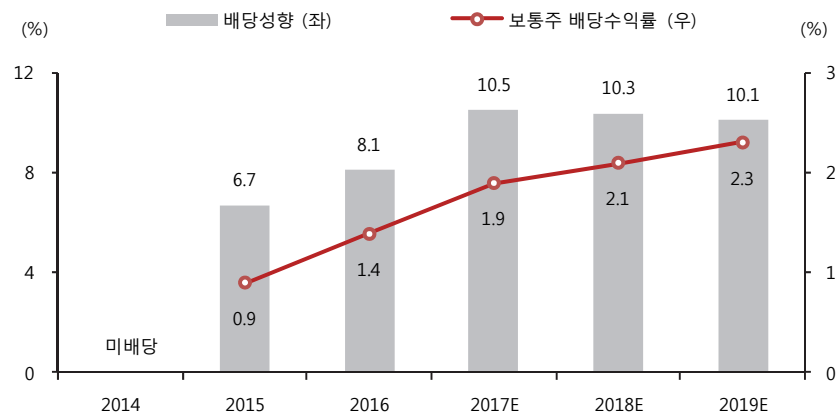
자료: 한화손해보험 SK 증권

한화손해보험의 연도별 ROE



자료: 한화손해보험 SK 증권

한화손해보험의 배당성향 및 배당수익률 전망



자료: WiseFn, SK 증권

투자의견변경

일시

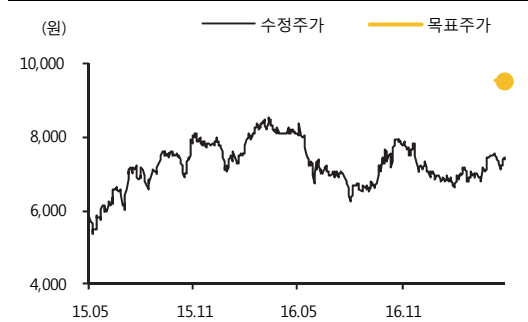
투자의견

목표주가

2017.05.29

매수

9,500원



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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 5 월 29 일 기준)

매수	93.88%	중립	6.12%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	9,976	11,389	12,514	13,657	14,743
현금 및 예치금	200	382	269	265	304
유가증권	5,319	5,637	6,379	7,031	7,661
주식	152	213	213	228	244
채권	2,947	2,373	2,608	2,820	3,044
수익증권	1,483	1,663	2,029	2,232	2,433
외화유가증권	672	1,294	1,424	1,638	1,817
기타유가증권	66	95	105	114	123
대출채권	4,123	4,871	5,356	5,845	6,266
부동산	332	497	510	516	512
비운용자산	1,819	1,880	1,898	1,917	1,937
특별계정자산	8	7	7	8	8
자산총계	11,802	13,275	14,420	15,582	16,688
책임준비금	10,188	11,540	12,622	13,819	15,048
지급준비금	671	793	833	874	918
보험료적립금	8,981	10,085	11,182	12,315	13,479
미경과보험료적립금	523	645	589	607	625
기타부채	745	844	783	625	362
특별계정부채	8	7	8	8	8
부채총계	10,942	12,391	13,413	14,452	15,419
지배주주지분					
자본금	454	454	454	454	454
자본잉여금	0	0	30	30	30
이익잉여금	189	264	376	500	638
비상위험준비금	84	102	96	99	102
자본조정	-31	0	0	0	0
기타포괄손익누계	249	167	147	147	147
자본총계	861	885	1,007	1,130	1,269
부채와자본총계	11,802	13,275	14,420	15,582	16,688

성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	14.2	12.5	8.6	8.1	7.1
운용자산	17.5	14.2	9.9	9.1	8.0
부채	12.4	13.2	8.3	7.8	6.7
책임준비금	13.2	13.3	9.4	9.5	8.9
자본	44.8	2.8	13.8	12.2	12.3
경과보험료	2.6	9.2	5.3	3.4	2.9
일반	6.3	21.5	9.2	3.2	3.0
자동차	3.3	18.1	8.0	4.5	3.5
장기	2.4	7.3	4.6	3.3	2.8
순사업비	3.2	10.7	7.5	3.0	3.1
투자영업이익	18.6	10.7	5.0	5.5	5.7
영업이익	204.5	14.3	19.5	12.3	13.5
순이익	485.9	17.8	8.1	12.0	12.5

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	4,548	4,954	5,276	5,507	5,717
일반	324	381	417	435	452
자동차	694	841	915	960	999
장기	3,531	3,733	3,944	4,111	4,266
보유보험료	3,708	4,087	4,230	4,373	4,562
경과보험료	3,656	3,993	4,204	4,348	4,473
일반	117	142	155	160	164
자동차	488	576	622	650	673
장기	3,052	3,275	3,427	3,539	3,636
경과손해액	3,093	3,360	3,500	3,618	3,713
일반	75	95	101	107	110
자동차	447	488	513	539	560
장기	2,570	2,776	2,885	2,972	3,043
순사업비	824	912	980	1,009	1,040
보험영업이익	-259	-283	-276	-279	-280
투자영업이익	387	428	449	474	502
영업이익	127	146	174	195	222
영업외이익	-12	-11	-14	-16	-20
세전이익	116	135	160	179	202
법인세비용	21	23	39	43	49
당기순이익	95	112	121	136	153
지배주주 순이익					

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.6	84.3	83.3	83.2	83.0
일반	64.6	67.4	65.4	67.0	67.0
자동차	91.7	84.8	82.6	83.0	83.2
장기	84.2	84.8	84.2	84.0	83.7
사업비율	22.5	22.8	23.3	23.2	23.3
투자이익률	4.3	4.1	3.8	3.7	3.6
수익성 (%)					
ROE	13.1	12.9	12.8	12.7	12.7
ROA	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	1,050	1,237	1,338	1,498	1,685
보통주 BPS	9,488	9,749	11,098	12,455	13,985
보통주 DPS	70	100	140	155	170
기타 지표					
보통주 PER (X)	7.4	5.8	5.5	4.9	4.4
보통주 PBR (X)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5
배당성장률 (%)	6.7	8.1	10.5	10.3	10.1
보통주 배당수익률 (%)	0.9	1.4	1.9	2.1	2.3

자료 : SK증권 추정