

한화손해보험(000370)

악점을 극복해 나가는 과정이 2018년에 확인될 것

■ 투자 의견 Buy, 목표주가 10,000원으로 커버리지 개시

- 투자 의견을 Buy로 제시하는 이유는 1) 마일리지 자동차보험, 사망담보 비중이 높은 인담보 신계약 등 특화된 상품을 통해 시장 공략을 효율적으로 하고 있으며 2) 낮은 RBC 비율, 높은 위험손해율 등 동사의 악점을 극복하기 위한 적극적인 노력이 지속되고 있어 수익성의 정상화 과정이 2018년에도 이어질 것으로 전망되기 때문이다.
- 목표주가 10,000원은 2018년 예상 BPS 11,449원과 예상 EVPS 18,225원에 Target multiple 0.8배와 0.6배를 적용한 목표주가를 산술평균하여 산출하였다.

■ 투자 포인트: 악점을 극복해 나가는 과정

- 동사의 보유계약의 수익성과 지급여력비율은 상위 보험사 대비 낮은 수준이다. 2017년 장기 위험손해율은 93.0%로 유니버스 보험사 중 가장 높은 수준이며 RBC 비율은 180.7%로 가장 낮은 수준이다. 또한 갱신주기 역시 5년 상품의 비중이 높아(51%) 보험료 인상 효과가 경쟁사 대비 느리게 반영되고 있다.
- 우리는 동사의 이런 악점에도 불구하고 악점을 극복해 나가는 과정이 2018년에 좀더 명확하게 확인될 것으로 생각한다.
- 2017년 4분기 1,600억원 규모의 유상증자가 완료되었고 보완자본의 차환발행을 통해 지급여력을 방어하고 있으며 2018년 1월 2.2조원 규모의 채권을 만기보유증권으로 계정 재분류하여 금리에 대한 RBC 민감도를 축소시켰다. 또한 보유계약의 46.7%가 2018년에 갱신되며 위험손해율 안정이 가시화될 수 있을 것으로 전망된다.
- 경쟁사 대비 높은 사업비율은 동사의 출재 정책에 기인하는 것으로 장기 위험손해율의 개선 효과가 손해율 뿐만 아니라 사업비율 측면에서도 확인될 수 있을 것으로 판단된다.

■ 18년 1분기 별도순이익 367억원으로 컨센서스 하회 전망

- 1분기 별도순이익은 전년동기대비 1.8% 감소할 것으로 전망된다. 사업비율 상승과 자동차보험 손해율 상승 때문이다. 하지만 투자부분의 호조로 인하여 이익 감소폭은 경쟁사 대비 적을 것으로 전망된다.
- 1분기 합산비율은 107.4%로 전년동기대비 2.0%p 상승하겠지만 투자수익률이 25bp 상승하며 보험영업이익 악화를 상쇄할 것으로 예상된다.

은행/보험/증권 강승건

(2122-9181) neo.cygun@hi-ib.com

은행/보험/증권 최영수

(2122-9213) yschoi@hi-ib.com

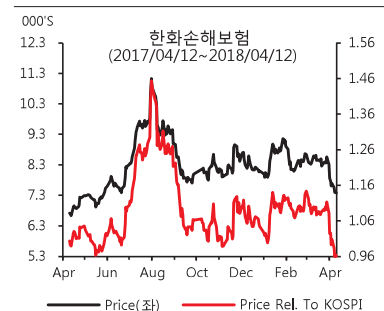
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	10,000원
증가(2018/04/12)	7,410원

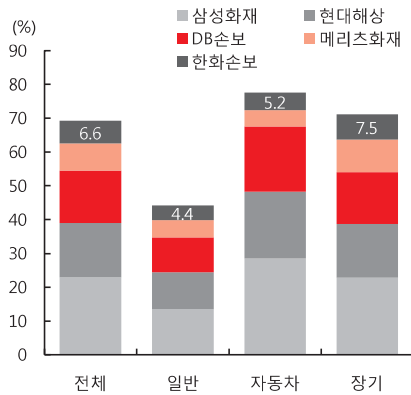
Stock Indicator

자본금	584십억원
발행주식수	11,674만주
시가총액	865십억원
외국인지분율	11.1%
배당금(2017)	150원
EPS(2018E)	1,427원
BPS(2018E)	11,449원
ROE(2018E)	13.2%
52주 주가	6,665~11,158원
60일평균거래량	276,232주
60일평균거래대금	2.3십억원

Price Trend

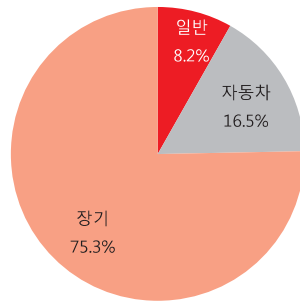


〈그림1〉 보종별 시장점유율



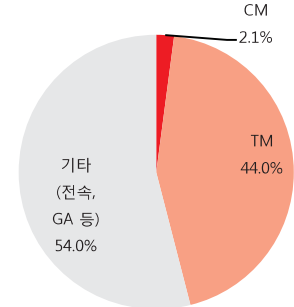
자료: 각 사, 하이투자증권
주: 2017년 원수보험료 기준

〈그림2〉 원수보험료 내 보종별 비중



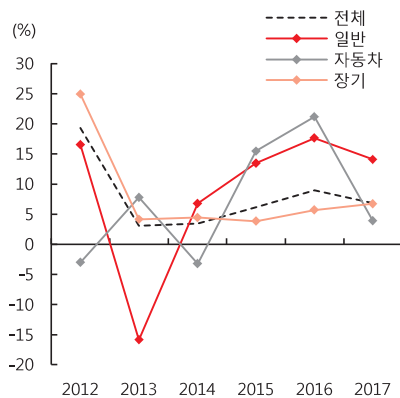
자료: 한화손보, 하이투자증권
주: 2017년 원수보험료 기준

〈그림3〉 자동차보험 다이렉트 채널 비중



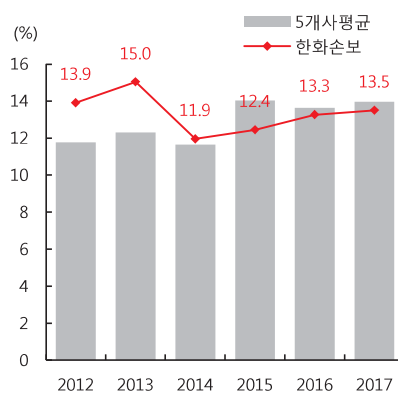
자료: 한화손보, 하이투자증권
주: 2017년 기준

〈그림4〉 보종별 원수보험료 증가율



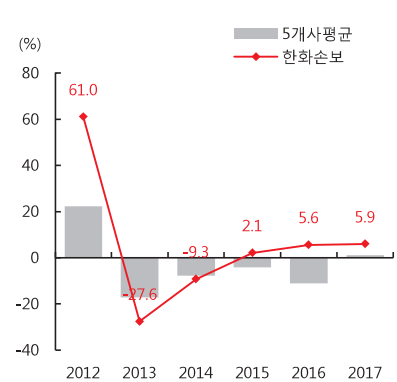
자료: 각 사, 하이투자증권
주: 수입보험료(일반+변액) 기준

〈그림5〉 위험보험료 증가율



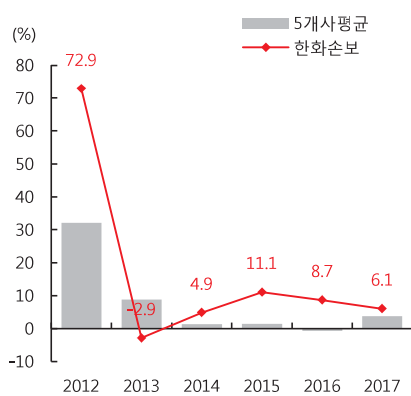
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림6〉 신계약 성장률



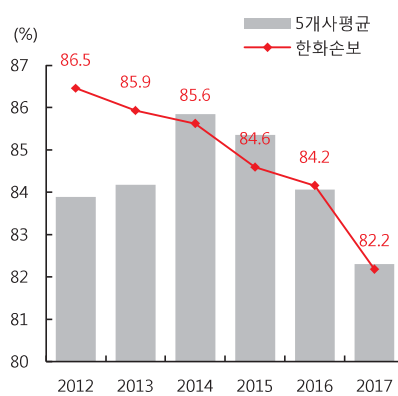
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림7〉 인담보 신계약 성장률



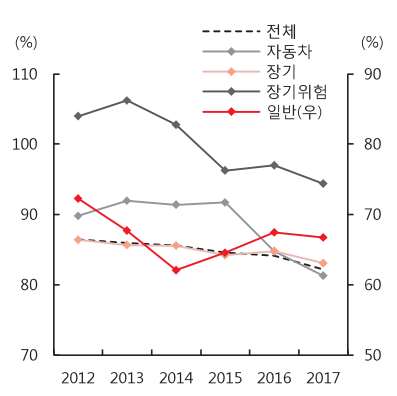
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림8〉 손해율



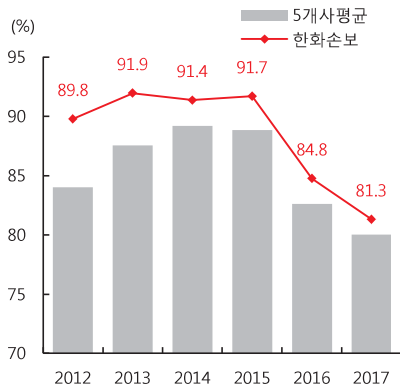
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림9〉 보종별 손해율



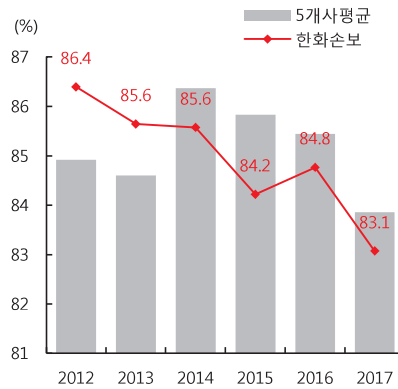
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림10〉 자동차 손해율



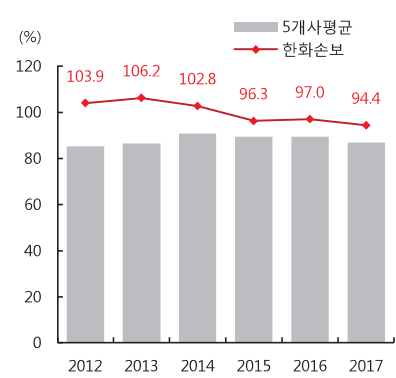
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림11〉 장기손해율



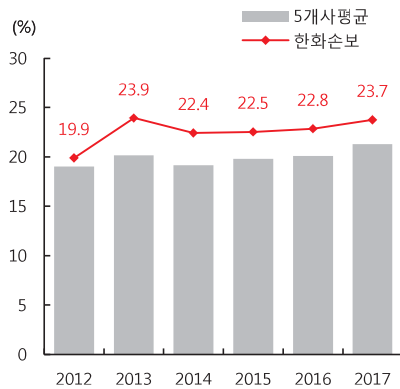
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림12〉 장기 위험손해율



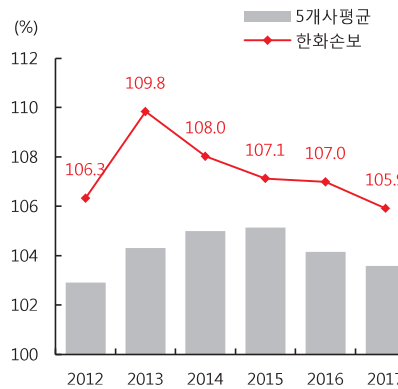
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림13〉 사업비율



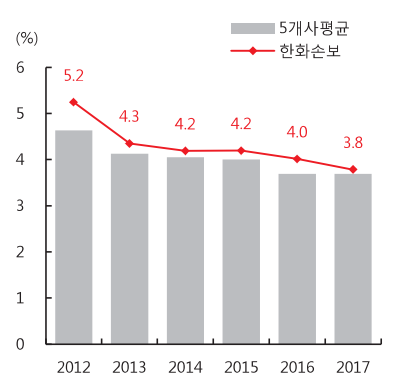
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림14〉 합산비율



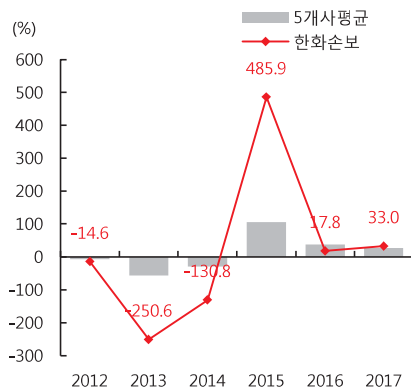
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림15〉 투자수익률



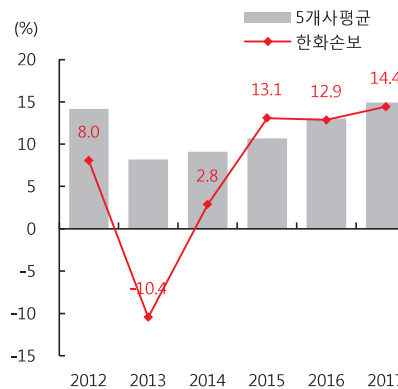
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림16〉 순이익 성장률



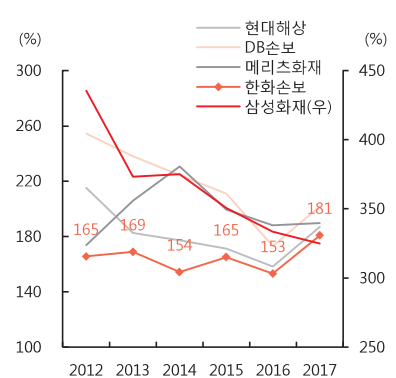
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림17〉 ROE



자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림18〉 RBC비율



자료: 각 사, 하이투자증권

한화손해보험 1분기 실적 전망

		(단위: 십억원, %, %p)				
		2018 1QF	2017 4Q	QoQ	2017 1Q	YoY
요약손익	원수보험료	1,380	1,330	3.8	1,295	6.6
	보유보험료	1,061	1,043	1.8	1,039	2.2
	경과보험료	1,062	1,041	2.0	1,043	1.8
	발생손해액	880	860	2.4	859	2.5
	순사업비	260	272	-4.6	240	8.0
	보험영업이익	-78	-89	N/A	-57	N/A
	투자영업이익	130	112	16.5	109	19.0
	총영업이익	52	22	130.9	53	-1.9
	세전이익	48	18	168.1	49	-2.0
	당기순이익	37	13	186.5	37	-1.8
보험영업	손해율	82.9	82.6	0.3	82.4	0.5
	사업비율	24.5	26.1	-1.7	23.0	1.4
	합산비율	107.4	108.7	-1.3	105.4	2.0
원수보험료	자동차	218	215	1.3	212	2.8
	장기	1,048	1,015	3.2	977	7.2
	일반	114	99	14.6	106	7.8
보종별손해율	자동차	82.8	86.3	-3.5	78.3	4.5
	장기	83.5	82.5	1.0	84.1	-0.6
	일반	72.6	66.8	5.8	60.6	12.0
투자부문	운용자산	12,955	12,691	2.1	11,586	11.8
	투자수익률	4.1	3.6	0.5	3.8	0.2
수익성	ROE	12.3	4.7	7.6	16.5	-4.2
신계약	신계약(월납환산)	16	15	8.9	16	0.5
	인담보 신계약	14	12	19.5	14	1.0

주: 연결 기준

자료: 한화손해보험, 하이투자증권

Valuation

투자의견	BUY
목표주가(원)	10,000
목표주가 P/B	0.9
목표주가 P/E	7.0
상승여력(%)	35.0
현재주가(원, 18.04.12)	7,410
P/B 기준	
Target Price I (원)	9,157
Target P/B(배)	0.8
2018년 예상 BPS(원)	11,449
Sustainable RoE(%)	12.8
Ke(%)	16.0
P/EV 기준	
Target Price II	10,935
Target P/EV	0.6
2018년 예상 EVPS	18,225
Sustainable RoEV	10.8

자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
운용자산	11,389	12,691	13,788	14,675	15,445
현금 및 예금	382	469	510	543	571
유가증권	5,637	6,568	7,139	7,598	7,997
당기손익증권	107	151	164	175	184
매도가능증권	5,530	6,417	6,972	7,420	7,810
만기보유증권	0	0	0	0	0
관계기업투자주식	2	3	3	3	3
대출채권	4,871	5,166	5,612	5,973	6,287
부동산	497	485	527	561	590
비운용자산	1,880	2,187	2,376	2,529	2,661
특별계정자산	7	6	6	7	7
별도자산총계	13,275	14,884	16,171	17,210	18,114
책임준비금	11,540	12,817	13,878	14,695	15,374
지급준비금	793	842	871	905	935
보험료적립금	10,085	11,244	12,256	12,995	13,579
미경과보험료 적립금	645	709	710	711	713
기타준비금	17	22	41	84	147
기타부채	844	877	949	1,005	1,052
특별계정부채	7	6	7	7	7
별도부채총계	12,391	13,699	14,834	15,707	16,432
자본금	454	584	584	584	584
자본잉여금	0	98	98	98	98
이익잉여금	264	403	555	721	900
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계	167	100	100	100	100
별도자본총계	885	1,185	1,337	1,502	1,682

손익계산서(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	4,954	5,291	5,611	5,795	6,006
일반	381	434	469	493	518
자동차	841	874	896	908	935
장기	3,733	3,984	4,245	4,394	4,553
경과보험료	3,993	4,151	4,328	4,475	4,636
일반	142	176	198	210	221
자동차	576	599	600	609	627
장기	3,275	3,376	3,530	3,656	3,788
경과손해액	3,360	3,411	3,562	3,689	3,828
보험금	1,083	1,104	1,173	1,185	1,203
환급금/연금/배당	1,014	987	1,024	1,104	1,164
준비금 증가액	1,248	1,301	1,262	1,297	1,358
손해조사비	98	102	103	103	103
순사업비	912	985	1,035	1,058	1,092
일반	48	55	59	62	65
자동차	126	104	104	104	106
장기	737	826	872	892	921
보험영업이익	-281	-244	-268	-272	-283
투자영업이익	428	455	506	530	562
총영업이익	147	211	238	258	278
영업외손익	-11	-14	-14	-14	-14
법인세차감전순이익	136	197	224	243	264
법인세	23	47	54	59	64
세율	16.8	23.9	24.2	24.2	24.2
별도당기순이익	112	149	170	184	200

주: 손해율, 사업비용, 합산비용은 경과보험료 기준

성장성지표(별도)	(단위:%)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	8.9	6.8	6.0	3.3	3.6
일반	17.6	14.1	8.2	5.0	5.0
자동차	21.2	3.9	2.5	1.4	3.0
장기	5.7	6.7	6.6	3.5	3.6
장기위험	31.6	1.0	12.5	11.5	10.0
경과보험료	9.2	4.0	4.3	3.4	3.6
투자영업이익	10.7	6.3	11.2	4.8	5.9
총영업이익	15.3	43.5	12.7	8.3	8.0
별도당기순이익	17.8	33.0	13.7	8.7	8.5
운용자산	14.2	11.4	8.6	6.4	5.3
책임준비금	13.3	11.1	8.3	5.9	4.6
별도자본총계	2.8	33.9	12.8	12.4	11.9

수익성 지표(별도)	(단위:%)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
손해율	84.2	82.2	82.3	82.4	82.6
일반	67.4	66.7	68.5	68.0	69.0
자동차	84.8	81.3	84.1	85.8	85.7
장기	84.8	83.1	82.7	82.7	82.8
장기위험	95.7	93.0	90.8	88.5	87.7
사업비용	22.8	23.7	23.9	23.6	23.5
합산비용	107.0	105.9	106.2	106.1	106.1
투자수익률	4.0	3.8	3.8	3.7	3.7

재무제표(연결)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
연결 자산총계	13,283	14,891	16,178	17,217	18,121
연결부채총계	12,399	13,707	14,841	15,715	16,440
지배기업소유지분	884	1,184	1,336	1,502	1,681
비지배지분	0	0	0	0	0
연결자본총계	884	1,184	1,336	1,502	1,681
법인세차감전 순이익	134	194	220	239	260
법인세	22	47	53	58	63
세율	16.7	24.4	24.2	24.2	24.2
연결순이익	112	147	167	181	197
지배주주지분순이익	112	147	167	181	197
비지배지분순이익	0	0	0	0	0

투자지표(별도)	(단위: 십억원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	12.9	14.4	13.5	13.0	12.6
ROA	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1
EPS(원)	1,237	1,278	1,453	1,580	1,714
BPS(원)	9,749	10,147	11,450	12,870	14,405

투자지표(연결)	(단위: 십억원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	12.8	14.2	13.2	12.8	12.4
ROA	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1
EPS(원)	1,230	1,258	1,427	1,555	1,689
BPS(원)	9,748	10,145	11,449	12,869	14,403
DPS(원)	99	150	160	180	200
P/E	6.7	6.5	5.2	4.8	4.4
P/B	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5
배당수익률	1.2	1.8	2.2	2.4	2.7
RBC	153	181	179	180	185
Embedded Value	1,436	1,890	2,128	2,344	2,573
RoEV	9.0	14.6	12.6	10.2	9.8
EVPS(원)	15,820	16,188	18,225	20,081	22,043
P/EV	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3

자료: 한화손해보험, 하이투자증권

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이 (한화손해보험)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018-04-16	Buy	10,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자 : 강승건, 최영수)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-