



하나금융그룹

2018년 5월 14일 | Equity Research

한화손해보험 (000370)

신계약 호조에 따른 사업비율 급상승

1분기 순익 294억원(YoY -21.3%)으로 컨센서스 하회

한화손해보험의 1분기 순익은 294억원으로 전년 동기 대비 21.3% 감소하며 컨센서스를 하회했다. 실적 부진은 경과손해율의 0.4%p 개선에도 불구하고 사업비율이 2.8%p나 상승하며 합산비율이 악화되었기 때문이다. 사업비율의 악화는 보장성 인보험 호조에 따라 추가상각비가 대폭 증가한 영향이다. 연간 사측은 약 1,150억원 추가상각비를 가정한 바 있으나 지난 3월의 경우 평월 대비 2배 이상 상각비가 증가한 것으로 추정된다. 2분기 이후 사업비율은 1분기 대비 안정화되겠으나 업계 전반의 경쟁 심화를 고려시 연간 사업비율은 전년 대비 0.7%p 상승한 24.4%로 추정된다. 일반보험 손해율은 일부 고액사고의 영향으로 전년 동기 대비 14.7%p 상승한 75.3%, 차보험 손해율은 1,2월 부진으로 3.8%p 상승한 82.1%, 장기위험손해율은 실손보험 중심의 손해율 개선으로 94.7%를 기록했다.

'18년 가이던스 순익 달성을 어려울 전망

연초 한화손해보험은 '18년 가이던스 순익으로 21.9% 증가한 1,820억원을 제시한 바 있다. 사측이 제시한 장기위험손해율 개선 방향성은 유효하나, 보장성 인보험 호조에 따른 사업비율 상승 압력으로 인해 동 가이던스 부합이 어려울 것으로 추정된다. 당 리서치센터는 한화손해보험의 '18년 순익을 10.8% 증가한 1,654억원으로 추정한다. 보장성 인보험은 1분기 19.9% 증가를 나타냈으며 연간으로도 10% 전후의 성장이 가능할 것으로 보인다. 중장기적 관점에서 보면, 신계약 증가에 따른 추가상각비 발생은 선비용을 반영한 후 장기적으로 이익이 발생한다는 점에서 회사가치에 나쁘지 않은 사안이나, 올해 순익 증가를 겨냥한 투자가에 있어서는 그 모멘텀이 희석된다는 점에서 단기 주가 부담요인으로 보인다.

목표주가 1만원으로 하향조정

투자의견 BUY를 유지하되 목표주가는 기존 11,000원에서 1만원으로 하향 조정한다. 목표주가 하향은 '18~19년 ROE 하향의 영향으로 '18~19년 평균 ROE 13.9%, COE 17.3%를 통해 산출한 P/B 0.8배를 적용했다.

Earnings Review

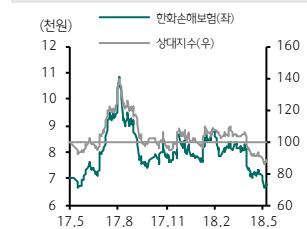
BUY

TP: 10,000원(하향) CP(5월11일): 7,120원

Key Data

		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,477.71		
52주 최고/최저 (원)	11,158/6,949	매출액(십억원)	4,369.4 4,473.4
시가총액(십억원)	831.2	영업이익(십억원)	234.4 263.7
시가총액비중(%)	0.07	순이익(십억원)	166.8 188.7
발행주식수(천주)	116,738.9	EPS(원)	1,429 1,616
60일 평균 거래량(천주)	270.6	BPS(원)	11,427 12,920
60일 평균 거래대금(십억원)	2.1		
18년 배당금(예상,원)	150		
18년 배당수익률(예상,%)	2.1		
외국인지분율(%)	11.79		
주요주주 지분율(%)			
한화생명보험 외 3 인	51.47		
주가상승률	0.00		
1M 6M 12M			
절대 (4.4) (10.8) (2.1)			
상대 (5.7) (8.4) (9.3)			

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
경과보험료	십억원	3,993	4,151	4,403	4,661	4,876
영업이익	십억원	146	210	232	283	300
순이익	십억원	112	149	165	205	217
EPS	십억원	1,237	1,278	1,416	1,752	1,857
증감율	원	17.8	3.3	10.8	23.7	6.0
PER	배	5.8	6.4	5.0	4.1	3.8
PBR	배	0.7	0.8	0.6	0.6	0.5
ROE	%	12.9	14.4	13.3	14.6	13.6
BPS	원	9,749	10,147	11,192	12,794	14,471
DPS	원	100	120	150	180	200



Analyst 오진원

02-3771-7525

jw.oh@hanafn.com

RA 박은규

02-3771-8532

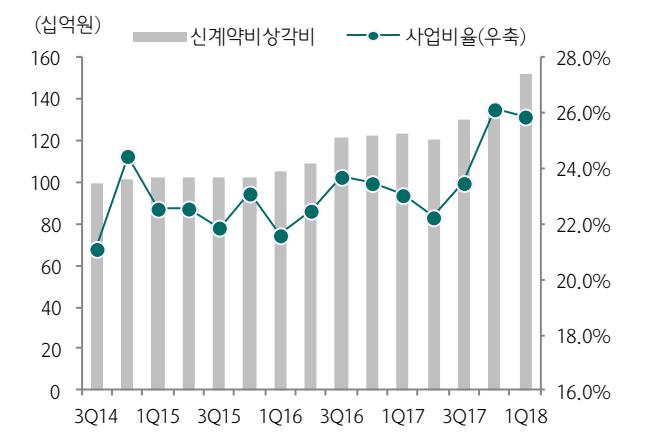
ek.p@hanafn.com

표 1. 한화손해보험 분기별 실적 추이

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
원수보험료	1,295	1,324	1,343	1,330	1,370	1,399	1,417	1,401
경과보험료	1,043	1,022	1,045	1,041	1,054	1,101	1,122	1,125
일반	39	43	47	47	47	49	48	48
자동차	151	151	150	146	140	153	154	145
장기	853	827	848	848	868	899	921	932
발생손해액	318	303	318	321	321	342	360	352
순사업비	240	227	245	272	273	257	263	283
보험영업이익	-57	-39	-59	-91	-83	-62	-68	-87
투자영업이익	109	115	119	112	125	131	136	140
순이익	37	56	43	12.8	29.4	50	49	37
원수보험 성장률	8.8%	7.1%	7.3%	4.2%	5.8%	5.7%	5.5%	5.3%
경과보험 성장률	7.7%	4.0%	3.4%	0.9%	1.1%	7.8%	7.4%	8.0%
경과손해율	82.4%	81.6%	82.2%	82.6%	82.0%	82.3%	82.7%	82.5%
경과사업비율	23.0%	22.2%	23.5%	26.1%	25.9%	23.3%	23.4%	25.2%
운용자산 이익률	3.8%	3.9%	3.9%	3.6%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%
보장성신계약 성장률	23.4%	-0.1%	4.9%	-4.9%	20.1%	-8.6%	9.0%	-17.3%
보장성인보험 성장률	25.9%	0.2%	9.2%	-8.7%	19.9%	5.0%	5.0%	5.0%

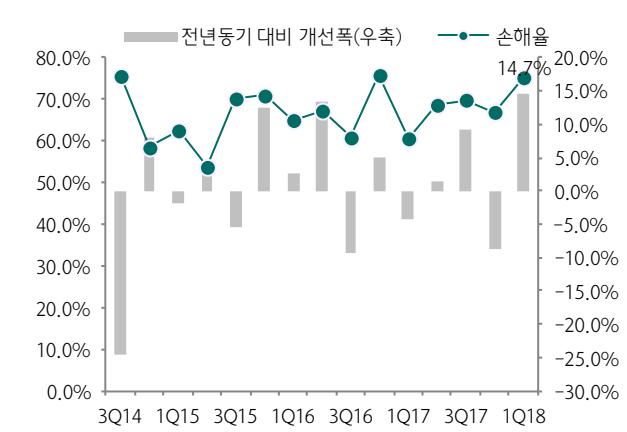
자료: 한화손해보험, 하나금융투자

그림 1. 한화손해보험 신계약비상각비 및 사업비율 추이



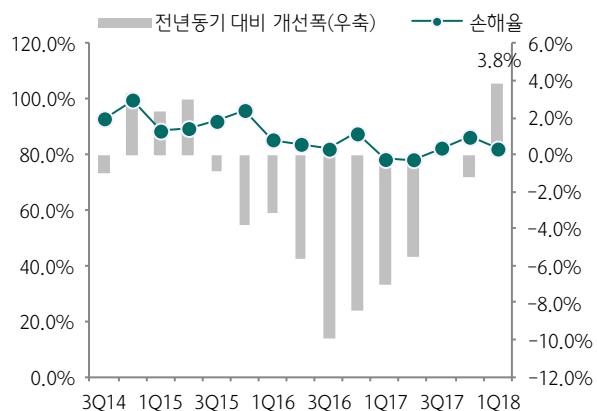
자료: 한화손해보험, 하나금융투자

그림 2. 한화손해보험 분기별 일반보험 손해율 추이



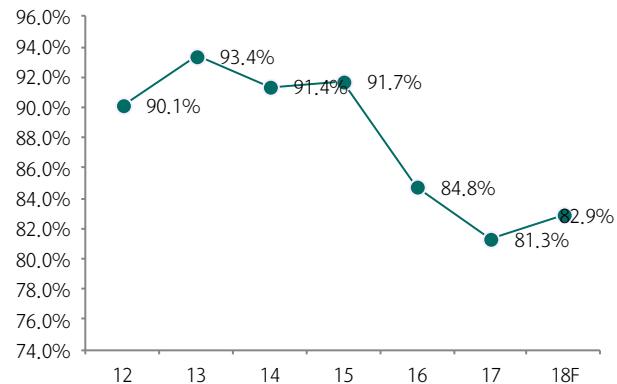
자료: 한화손보, 하나금융투자

그림 3. 한화손해보험 분기별 차보험 손해율 추이



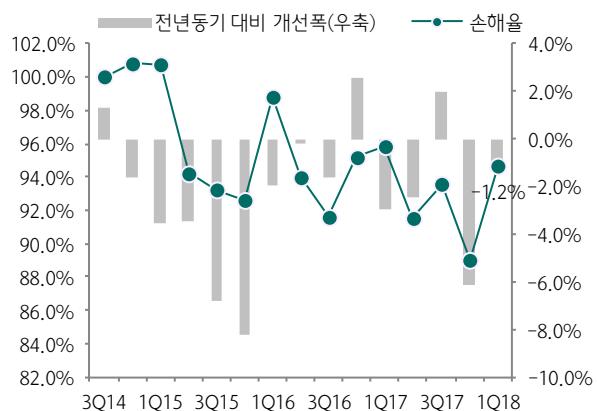
자료: 한화손해보험, 하나금융투자

그림 4. 한화손해보험 연도별 차보험 손해율 추이



자료: 한화손해보험, 하나금융투자

그림 5. 한화손해보험 분기별 장기위험 손해율 추이



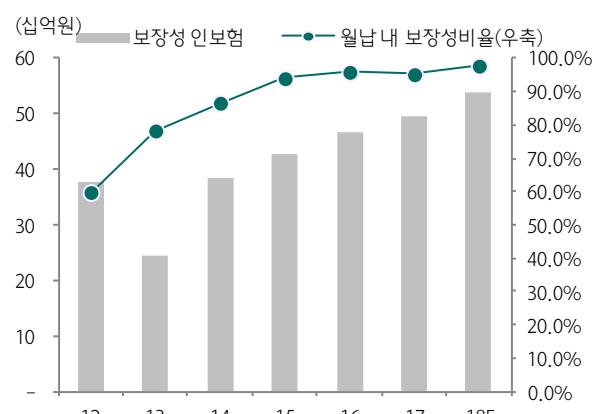
자료: 한화손해보험, 하나금융투자

그림 6. 한화손해보험 연도별 장기위험 손해율 추이



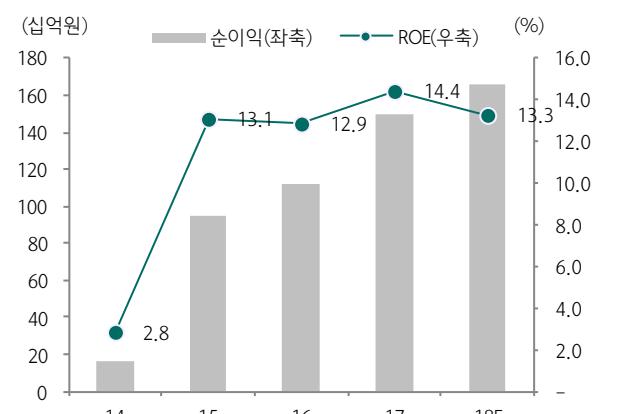
자료: 한화손해보험, 하나금융투자

그림 7. 한화손해보험 보장성 인보험 추이



자료: 한화손해보험, 하나금융투자

그림 8. 한화손해보험 순익 및 ROE 추이



자료: 한화손해보험, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
원수보험료		4,954	5,292	5,586	5,894	6,192
경과보험료		3,993	4,151	4,403	4,661	4,876
장기보험		3,275	3,376	3,620	3,865	4,076
자동차보험		576	599	591	596	595
일반보험		142	176	191	200	205
발생손해액		3,364	3,411	3,627	3,855	4,040
장기보험		2,780	2,807	3,007	3,226	3,404
자동차보험		488	487	490	495	499
일반보험		95	117	129	134	137
순사업비		912	985	1,076	1,105	1,157
보험영업이익		-283	-246	-300	-299	-321
투자영업이익		428	455	532	582	621
영업이익		146	210	232	283	300
영업외손익		-11	-14	-14	-14	-14
세전이익		135	196	219	270	286
법인세		23	47	53	65	69
순이익		112	149.2	165.4	205	217

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
총자산		13,275	14,884	16,322	18,040	19,845
운용자산		11,389	12,691	14,163	15,700	17,279
현금예금		382	469	700	1,052	1,165
유가증권		5,639	6,568	7,180	7,620	8,246
대출		4,871	5,166	5,786	6,512	7,330
기타		497	488	496	516	537
비운용자산		1,880	2,187	2,153	2,334	2,560
특별계정자산		7	6	6	6	6
부채		12,391	13,699	15,015	16,547	18,156
보험계약준비금		11,540	12,817	14,168	15,665	17,239
기타부채		844	877	841	875	911
특별계정부채		7	6	6	6	7
자본총계		885	1,185	1,307	1,494	1,689
자본금		454	584	584	584	584
자본잉여금		-	98	98	98	98
이익잉여금		264	403	550	737	933
기타 자본조정		167	100	75	75	75

주요 성장성 및 수익성 지표		(단위: 십억원, %)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
성장률(전년대비, %)						
원수보험료		8.9	6.8	5.6	5.5	5.0
경과보험료		9.2	4.0	6.1	5.9	4.6
장기보험		7.3	3.1	7.2	6.8	5.5
자동차보험		18.1	3.9	-1.2	0.8	-0.1
일반보험		21.5	24.2	8.6	4.4	2.5
영업이익		14.3	43.9	10.7	22.1	5.7
순이익		17.8	33.0	10.8	23.7	6.0
총자산		12.5	12.1	9.7	10.5	10.0
운용자산		14.2	11.4	11.6	10.9	10.1
매출구성(경과보험료, %)						
장기보험		82.0	81.3	82.2	82.9	83.6
자동차보험		14.4	14.4	13.4	12.8	12.2
일반보험		3.5	4.2	4.3	4.3	4.2
수익성(%)						
손해율		84.2	82.2	82.4	82.7	82.9
장기보험		84.9	83.1	83.1	83.5	83.5
자동차보험		84.8	81.3	82.9	83.0	83.8
일반보험		67.4	66.7	67.5	67.1	67.0
사업비율		22.8	23.7	24.4	23.7	23.7
합산비율		107.1	105.9	106.8	106.4	106.6
운용자산이익률		4.0	3.78	3.96	3.90	3.76
안정성(%)						
지급여력비율		153.1	180.9	164.1	169.7	163.5
총자산/자기자본		1,500.7	1,256.5	1,249.2	1,207.9	1,174.8

자료: 하나금융투자

주요 밸류에이션 지표		(단위: 십억원, 원, 배, %)					
		2016	2017	2018F	2019F	2020F	
EPS		1,237	1,278	1,416	1,752	1,857	
BPS		9,749	10,147	11,192	12,794	14,471	
P/E (배)		5.8	6.4	5.0	4.1	3.8	
P/B (배)		0.74	0.80	0.64	0.56	0.5	
ROE		12.9	14.4	13.3	14.6	13.6	
ROA		0.9	1.1	1.1	1.2	1.1	
DPS		보통주	100	120	150	180	200
	우선주	-	-	-	-	-	
배당성향		8.1	9.4	10.6	10.3	10.8	
배당수익률		보통주	1.4	1.5	2.1	2.5	2.8
	우선주	-	-	-	-	-	
내재가치(EV)							
조정순자산가치							
보유계약가치							
신계약가치							
ROEV (%)							
EV per Share							
VNB per Share							
P/EV (배)							
EV 주요 경제적 가정							
투자이익률							
할인율							
인플레이션율							



투자의견 변동 내역 및 목표주가 고리율

한화손해보험



날짜	투자의견	목표주가	고리율	
			평균	최고/최저
18.5.13	BUY	10,000		
17.10.30	BUY	11,000	-25.12%	-16.36%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 5월 13일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2018년 05월 14일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.