

한화손해보험(000370)

부정적 요인보다 긍정적 요인을 찾아볼 시기

시장 관심 부재로 주가 부진

한화손해보험은 연초 이후 13.6%p 하락, 전년 최고점 대비는 37.8%p 하락했다. 주가 부진의 원인은 업계 출혈경쟁에 따른 실적 감소 우려가 배경이나, 근본적으로는 금융시장 내 상대적 모멘텀 부재에 따른 시장 무관심이 크다. 1분기 사업비율이 25.9%(+2.8%p YoY, -0.3%p QoQ)로 상승하며 순이익은 294억원(-21.3% YoY, +129.5% QoQ)로 부진했다. 손보업계의 수수료 경쟁도 있지만 3월 인담보 신계약이 81억원으로 평월 50억원 수준 대비 급증함에 따라 일시적인 추가상각 부담이 컸다는 점에서 이례적 사업비율로 판단한다. 3월 순사업비는 1,008억원으로 전년 대비 약 200억원 증가했다. 4월부터는 절판마케팅 효과 소멸 및 영업비 관리 기조로 사업비 부담이 점차 완화될 전망이다.

2분기 이후 사업비율 방향성에 따라 실적 조정 여지

2018년 순이익 추정치를 16.5%, 2019년 순이익 추정치를 14.2% 하향했다. 올해 순이익은 1,462억원으로 전년 대비 2.0% 감소할 전망이다. 1분기 부진한 실적 탓에 연초 가이드스 1,820억원 대비는 부진한 실적이 예상된다. 다만, 우리는 손보업계의 사업비 부담을 고려해 연간 사업비율은 전년 대비 1.9%p 상승한 25.8를 가정했는데 이는 1분기 이례적 사업비율 25.9%를 고려 시 다분히 보수적 추정치이다. 한화손보는 사업비율 0.5%p 변화에 따른 세전이익 민감도가 10.7% 수준인데 2분기 이후 사업비율 방향성에 따라 실적 조정 여지가 크다.

부정적 요인보다 긍정적 요인을 찾아볼 시기

손보업종 멀티플 하락 및 실적 추정치 조정으로 목표주가를 기존 12,000원에서 10,000원으로 16.7% 하향한다. 목표주가는 2018년 BPS 10,532원, 3년 평균 ROE 12.7%, 조정CoE 12.8%, 영구성장률 1.5%를 통해 산출한 적정 PBR 1.0배를 적용했다. 12M PBR은 0.67배로 하락해 펀더멘털 보다는 모멘텀 부재에 따른 수급요인이 크다. 예상 가능한 악재가 주가에 기반영여되어 있다는 점에서 한화손보를 비롯 손보업종은 부정적 요인보다 긍정적 요인을 찾아볼 시기로 판단한다.

	경과보험료 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	수정BPS (원)	PER (배)	수정PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	3,656	127	95	1,050	486.6	9,488	7.3	0.8	13.1	0.9
2016A	3,993	146	112	1,237	17.8	9,749	5.7	0.7	12.9	1.4
2017F	4,151	210	149	1,278	3.3	10,147	6.4	0.8	14.4	1.2
2018F	3,979	207	146	1,252	(2.0)	10,532	5.6	0.7	12.1	1.4
2019F	3,994	238	169	1,443	15.3	11,067	4.9	0.6	13.4	1.7

매수(유지)

목표주가: 10,000원(하향)

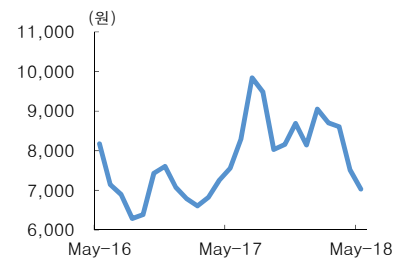
Stock Data

KOSPI(5/30)	2,409
주가(5/30)	7,030
시가총액(십억원)	821
발행주식수(백만)	117
52주 최고/최저가(원)	11,158/6,940
일평균거래대금(6개월, 백만원)	2,354
유동주식비율/외국인지분율(%)	42.9/11.6
주요주주(%)	한화생명보험 외 3인 51.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.4)	(19.1)	(5.6)
상대주가(%p)	(2.2)	(16.4)	(8.4)

주가추이



자료: WISEfn

윤태호

taeho3123@truefriend.com

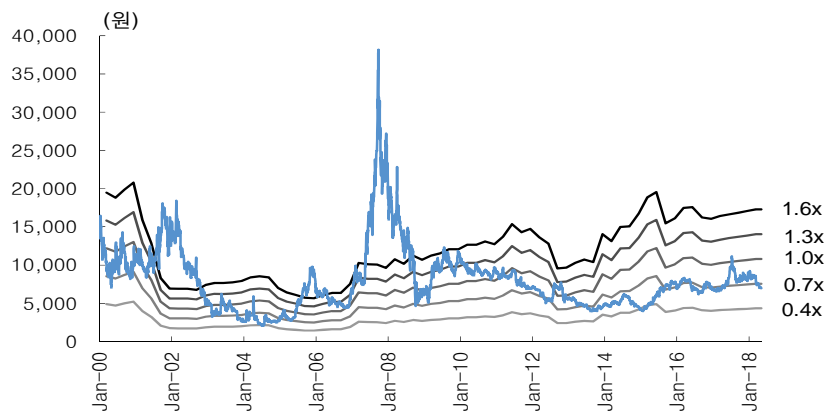
〈표 1〉 목표주가 산정 내역

(단위: 원, 배, %)

투자의견	매수
목표주가	10,000
조정상승여력	42.2
현재주가	7,030
적정 PBR	1.0
현재 PBR	0.67
Sustainable ROE	12.7
영구성장률	1.5
조정 CoE	12.8
Risk free rate	2.3
Risk premium	8.6
베타	1.0
4Q Fwd BPS	10,532
RBC	180.7

주: Sustainable ROE는 향후 3년 ROE의 평균, 조정CoE는 손보업계 내 자본적정성 열위를 고려해서 2%p 가감
 자료: 한화손해보험, 한국투자증권

[그림 1] 한화손해보험 PBR 밴드



자료: 한화손해보험, 한국투자증권

〈표 2〉 한화손해보험 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	FY17		FY18 (변경 후)					FY18 (변경 전)		1Q 차이		FY19F	
	1Q	연간	1Q	2QF	3QF	4QF	연간 F	1QF	연간 F	YoY	전망 대비	변경 후	변경 전
원수보험료	1,295	5,291	1,370	1,223	1,248	1,250	5,091	1,213	4,934	5.8	12.9	5,066	5,066
경과보험료	1,043	4,151	1,054	960	984	981	3,979	970	3,914	1.1	8.7	3,994	4,021
보험영업이익	(57)	(246)	(83)	(59)	(63)	(106)	(311)	(65)	(227)	적지	적지	(316)	(202)
투자영업이익	109	455	125	130	130	132	518	117	467	14.5	6.8	553	472
총영업이익	53	210	42	71	68	26	207	53	240	(20.6)	(20.2)	238	269
당기순이익	37	149	29	51	48	17	146.2	38	175	(21.3)	(22.9)	169	197
운용자산	11,586	12,691	12,933	13,210	13,408	13,584	13,584	12,788	12,795	11.6	1.1	14,273	12,826
(투자이익률)	3.8	3.9	3.9	4.0	3.9	3.9	4.0	3.7	3.7	0.1	0.2	4.1	3.7
자기자본	923	1,185	1,171	1,196	1,214	1,230	1,230	1,177	1,246	26.8	(0.5)	1,292	1,403
adj.BPS (원)	10,172	10,147	10,028	10,242	10,396	10,532	10,532	10,080	10,675	(1.4)	(0.5)	14,238	12,016
손해율(K-IFRS)	82.4	82.2	82.0	81.1	81.2	83.3	81.9	82.8	81.7	(0.4)	(0.8)	82.1	81.1
일반	60.6	68.1	75.3	66.5	71.0	81.2	73.9	72.6	69.3	14.6	2.7	74.3	69.2
자동차	78.3	81.3	82.1	81.3	82.1	84.5	82.5	81.4	80.9	3.8	0.7	82.8	80.1
장기(연금 포함)	84.1	83.1	82.4	81.8	81.5	83.2	82.2	83.4	82.3	(1.7)	(1.0)	82.4	81.7
사업비율(K-IFRS)	23.0	23.7	25.9	25.0	25.1	27.5	25.8	23.9	24.1	2.8	2.0	25.8	23.9
합산비율(K-IFRS)	105.4	105.9	107.9	106.1	106.4	110.8	107.8	106.7	105.8	2.5	1.2	107.9	105.0
경과보험료	1,043	4,151	1,054	960	984	981	3,979	970	3,914	1.1	8.7	3,994	4,021
일반	39	176	47	38	37	44	165	30	139	19.3	55.5	152	142
자동차	151	599	140	128	131	127	526	125	515	(7.6)	11.9	526	531
장기(연금 제외)	853	3,376	868	794	816	810	3,289	815	3,260	1.8	6.5	3,316	3,349

자료: 한화손해보험, 한국투자증권

〈표 3〉 연간 수익 추정 재무요약

(단위: 십억원, %)

	2015	2016	2017	2018F	2019F
손익계산서					
원수보험료	4,548	4,954	5,291	5,091	5,066
자동차	694	841	874	784	773
장기	3,531	3,733	3,984	3,918	3,937
일반	323	381	434	389	357
경과보험료	3,656	3,993	4,151	3,979	3,994
자동차	488	576	599	526	526
장기	3,052	3,275	3,376	3,289	3,316
일반	117	142	176	165	152
발생손해액	3,092	3,364	3,411	3,260	3,281
자동차	447	488	487	434	436
장기	2,570	2,776	2,805	2,705	2,732
일반	75	99	120	122	113
순사업비	824	912	985	1,030	1,029
자동차	119	126	104	98	101
장기	677	737	826	863	873
일반	28	48	55	55	55
보험영업이익	(259)	(283)	(246)	(311)	(316)
투자영업이익	387	428	455	518	553
수정영업이익	127	146	210	207	238
영업외이익	(12)	(11)	(14)	(13)	(13)
당기순이익	95	112	149	146	169
수정순이익	95	112	149	146	169
비상위험준비금증가	0	0	0	0	0
성장지표					
총자산성장률	14.2	12.5	12.1	6.7	5.1
원수보험료성장률	6.1	8.9	6.8	(3.8)	(0.5)
자동차	15.4	21.2	3.9	(10.3)	(1.4)
장기	3.8	5.7	6.7	(1.6)	0.5
일반	13.4	17.6	14.1	(10.5)	(8.2)
당기순이익	485.9	17.8	33.0	(2.0)	15.3
운용자산증가율	17.5	14.2	11.4	7.0	5.1
운용이익증가율	18.6	10.7	6.3	13.8	6.9
보험영업효율					
손해율	84.6	84.2	82.2	81.9	82.1
사업비율(보유대비)	22.2	22.3	23.7	25.8	25.8
합산비율	106.8	106.6	105.9	107.8	107.9
보종별 손해율					
장기보험 손해율	84.2	84.8	83.1	82.2	82.4
자동차손해율	91.7	84.8	81.3	82.5	82.8
일반손해율	64.0	70.1	68.1	73.9	74.3
투자영업이익률(운용자산대비)	4.3	4.1	3.9	4.0	4.1

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 분기 수익 추정 재무요약

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
손익계산서												
원수보험료	1,295	1,324	1,343	1,330	1,370	1,223	1,248	1,250	1,246	1,256	1,281	1,283
자동차	212	221	224	215	215	189	193	187	187	195	199	193
장기	977	982	1,010	1,015	1,041	944	970	963	982	970	997	988
일반	106	121	109	99	113	90	85	101	78	91	86	102
경과보험료	1,043	1,022	1,045	1,041	1,054	960	984	981	988	988	1,011	1,007
자동차	151	151	150	146	140	128	131	127	127	132	135	131
장기	853	827	848	848	868	794	816	810	828	816	839	832
일반	39	43	47	47	47	38	37	44	33	39	37	44
발생손해액	859	834	859	860	865	779	799	817	812	810	831	829
자동차	119	118	124	126	115	104	107	108	105	110	112	109
장기	717	686	702	700	715	650	666	674	682	672	691	687
일반	24	30	33	34	35	25	26	35	24	29	28	33
순사업비	240	227	245	272	273	240	247	270	251	246	251	280
자동차	25	26	26	26	25	24	24	25	23	25	25	27
장기	205	191	207	223	220	204	211	228	217	208	213	236
일반	10	10	12	22	14	12	13	16	11	13	13	17
보험영업이익	(57)	(39)	(59)	(91)	(83)	(59)	(63)	(106)	(75)	(68)	(71)	(103)
투자영업이익	109	115	119	112	125	130	130	132	136	139	142	136
수정영업이익	53	76	59	21	42	71	68	26	62	72	71	34
영업외이익	(3)	(2)	(3)	(4)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
당기순이익	37	56	43	13	29	51	48	17	44	51	51	23
수정순이익	37	56	43	13	29	51	48	17	44	51	51	23
비상위험준비금증가	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
성장지표												
총자산성장률	11.3	9.9	9.4	12.1	11.4	9.8	9.1	6.7	6.3	5.4	5.2	5.1
원수보험료성장률	8.8	7.1	7.3	4.2	5.8	(7.6)	(7.1)	(6.0)	(9.0)	2.7	2.7	2.6
자동차	10.5	5.4	4.4	(3.6)	1.4	(14.6)	(14.2)	(13.2)	(13.3)	3.1	3.1	3.1
장기	7.2	6.7	7.4	5.7	6.6	(3.9)	(3.9)	(5.1)	(5.7)	2.8	2.7	2.6
일반	22.5	14.6	13.0	6.7	7.1	(25.0)	(22.0)	1.2	(31.3)	1.2	1.2	1.2
당기순이익	31.6	77.1	30.7	(33.8)	(21.3)	(9.4)	13.2	36.2	49.0	0.5	4.8	30.3
운용자산증가율	12.0	9.4	9.7	11.4	11.6	10.2	8.9	7.0	6.3	5.4	5.2	5.1
운용이익증가율	9.0	7.0	6.2	3.1	14.5	12.6	9.8	18.6	8.8	7.3	8.8	2.8
보험영업효율												
손해율	82.4	81.6	82.2	82.6	82.0	81.1	81.2	83.3	82.1	81.9	82.2	82.3
사업비율(보유대비)	23.0	22.2	23.5	26.1	25.9	25.0	25.1	27.5	25.4	24.9	24.9	27.8
합산비율	105.4	103.8	105.7	108.7	107.9	106.1	106.4	110.8	107.5	106.8	107.0	110.2
보종별 손해율												
장기보험 손해율	84.1	82.9	82.8	82.5	82.4	81.8	81.5	83.2	82.4	82.3	82.4	82.6
자동차손해율	78.3	78.3	82.5	86.3	82.1	81.3	82.1	84.5	82.6	82.6	83.0	83.2
일반손해율	60.6	68.7	70.0	72.1	75.3	66.5	71.0	81.2	73.5	73.0	74.7	75.6
투자영업이익률	3.8	3.9	3.9	3.6	3.9	4.0	3.9	3.9	4.0	4.1	4.1	3.9

자료: 한화손해보험, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총자산	11,802	13,275	14,884	15,882	16,688
운용자산	9,976	11,389	12,691	13,584	14,273
현예금	200	382	469	502	528
주식	152	213	262	280	294
채권	2,947	2,373	2,784	2,980	3,131
국공채	1,144	994	1,220	1,306	1,372
특수채	1,456	1,074	1,159	1,240	1,303
회사채	347	305	405	434	456
수익증권 / 기타	1,549	1,758	2,297	2,458	2,583
해외 / 신종	672	1,294	1,228	1,315	1,381
대출	4,123	4,871	5,166	5,529	5,810
부동산	332	497	485	519	545
비운용자산	1,827	1,887	2,193	2,298	2,415
특별계정자산	8	0	0	0	0
부채총계	10,942	12,391	13,699	14,652	15,396
보험계약준비금	10,188	11,540	12,817	13,698	14,392
책임준비금	10,188	11,540	12,817	13,572	14,266
자본총계	861	885	1,185	1,230	1,292
자본금	454	454	584	584	584
자본잉여금	0	0	68	68	68
이익잉여금	189	264	403	517	651
자본조정	(31)	0	0	0	0
기타포괄손익누계	249	167	100	61	(10)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총자산성장률	14.2	12.5	12.1	6.7	5.1
원수보험료성장률	6.1	8.9	6.8	(3.8)	(0.5)
자동차	15.4	21.2	3.9	(10.3)	(1.4)
장기	3.8	5.7	6.7	(1.6)	0.5
일반	13.4	17.6	14.1	(10.5)	(8.2)
당기순이익	485.9	17.8	33.0	(2.0)	15.3
운용자산증가율	17.5	14.2	11.4	7.0	5.1
운용이익증가율	18.6	10.7	6.3	13.8	6.9
보험영업효율					
손해율	84.6	84.2	82.2	81.9	82.1
사업비율	22.2	22.3	23.7	25.8	25.8
합산비율	106.8	106.6	105.9	107.8	107.9
장기손해율	84.2	84.8	83.1	82.2	82.4
자동차손해율	91.7	84.8	81.3	82.5	82.8
일반손해율	64.0	70.1	68.1	73.9	74.3
경과보험료 기준 매출비중(%)					
자동차보험	13.3	14.4	14.4	13.2	13.2
일반보험	3.2	3.5	81.3	82.6	83.0
장기보험	83.5	82.0	4.2	4.1	3.8

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

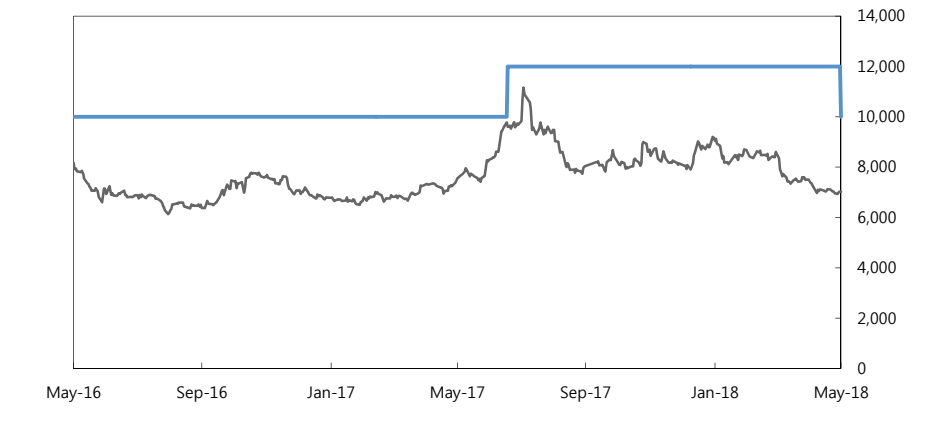
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
원수보험료	4,548	4,954	5,291	5,091	5,066
자동차	694	841	874	784	773
장기	3,531	3,733	3,984	3,918	3,937
일반	323	381	434	389	357
경과보험료	3,656	3,993	4,151	3,979	3,994
자동차	488	576	599	526	526
장기	3,052	3,275	3,376	3,289	3,316
일반	117	142	176	165	152
발생손해액	3,092	3,364	3,411	3,260	3,281
자동차	447	488	487	434	436
장기	2,570	2,776	2,805	2,705	2,732
일반	75	99	120	122	113
순사업비	824	912	985	1,030	1,029
자동차	119	126	104	98	101
장기	677	737	826	863	873
일반	28	48	55	55	55
보험영업이익	(259)	(283)	(246)	(311)	(316)
투자영업이익	387	428	455	518	553
수정영업이익	127	146	210	207	238
영업외이익	(12)	(11)	(14)	(13)	(13)
당기순이익	95	112	149	146	169
수정순이익	95	112	149	146	169

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
EPS	1,050	1,237	1,278	1,252	1,443
BPS	9,488	9,749	10,147	10,532	11,067
수정BPS	9,488	9,749	10,147	10,532	11,067
DPS	70	100	100	100	120
배당수익률	0.9	1.4	1.2	1.4	1.7
배당성향	6.7	8.1	8.1	8.1	8.1
수익성지표					
영업이익률	14.1	14.4	16.0	18.2	19.8
ROA	0.9	0.9	1.1	1.0	1.0
ROE	13.1	12.9	14.4	12.1	13.4
투자영업지표					
총자산대비 투자영업이익률	3.6	3.5	3.3	3.4	3.5
운용자산수익률	4.3	4.1	3.9	4.0	4.1
투자영업이익률(주식제외)	4.2	4.0	3.7	3.9	3.9
총자산/총자본	13.7	15.0	12.6	11.7	11.8
운용자산/총자산	84.5	85.8	85.3	85.5	85.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한화손해보험(000370)	2016.05.01	매수	10,000원	-29.6	-18.3
	2017.05.01	1년경과		-21.7	-2.3
	2017.07.18	매수	12,000원	-30.1	-7.0
	2018.05.31	매수	10,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 31일 현재 한화손해보험 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.