



2018/07/24

한화손해보험 (000370)

은행/증권/보험 강승건

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

은행/증권/보험 최영수

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

신종증권의 성공적 발행으로 지급여력 부담 완화

Buy (Maintain)

■ 투자의견 Buy, 목표주가 10,000원 유지

- 한화손보에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 10,000원을 유지
- 투자의견을 매수로 유지하는 이유는 1) 이번 신종자본증권(사모) 1,900억원 발행을 통해 3분기 RBC 비율은 190% 수준까지 회복될 수 있을 것으로 예상되며 2) 후순위채 자본 인정 감소분이 2018년 436억원(6월), 2019년 256억원에 불과하다는 점, 그리고 3) 올해 1월 만기보유증권 재분류를 통해 금리 10bp 당 RBC 민감도를 1.5%p 수준으로 축소하였다는 점에서 투자자들의 지급여력에 대한 우려를 크게 완화시켰다고 판단되기 때문임.
- 또한 상반기에는 채널 확보 및 성장에 집중하였지만 하반기에는 성장 뿐만 아니라 이익의 안정성을 도모할 예정이기 때문에 이익 모멘텀은 하반기에 회복될 수 있을 것으로 전망됨
- 동사의 2분기 별도기준 순이익은 527억원으로 전년동기대비 6.6% 감소할 것으로 전망됨. 1분기의 전년동기대비 21.3% 감소 대비 회복되는 모습이 예상되며 신계약 성장에도 불구하고 투자부분의 기여도 확대와 손해를 부담이 1분기 대비 완화될 것으로 전망되기 때문임
- 목표주가 10,000원은 2018년 예상 BPS 11,010원 및 EVPS 18,342원 Target multiple 0.8배, 0.6배를 적용하여 산출하였음

■ 국내 신종자본증권 1,900억원(사모) 발행조건 확정

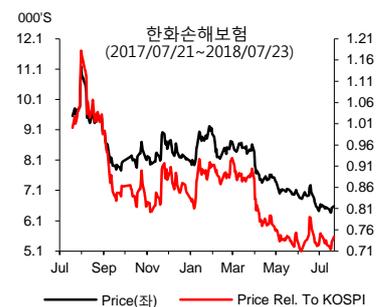
- 만기 30년, 5년 콜, 5년 리셋 및 10년 스텝업 조항 포함. 발행이율은 5.6%
- 국채 5년물 금리에 스프레드 약 330bp 가산, 스프레드 결정일은 7월 27일
- 지난해 3월 발행한 신종증권 300억원의 금리가 5.6%였다는 점을 감안할 때 동사의 이번 발행조건은 선방한 것으로 판단됨
- 조달 금리가 5.6%라는 점을 감안할 때 일정부분의 운영손실은 불가피 할 것으로 생각됨. 하지만 연간 비용 부담은 세후 23억원 내외로 추정(150~200bp 운영손실 가정)되어 비용 부담보다는 RBC의 안정성 확보 효과가 더 클 것으로 판단됨
- 2018년 1월 만기보유증권으로 계정 재분류, 2019년 소규모의 자본인정 감소분을 감안할 때 지급여력에 대한 부담은 완화되었다고 판단됨

목표주가(12M)	10,000원
종가(2018/07/23)	6,560원

Stock Indicator

자본금	584십억원
발행주식수	11,674만주
시가총액	766십억원
외국인지분율	10.3%
배당금(2017)	150원
EPS(2018E)	1,236원
BPS(2018E)	11,012원
ROE(2018E)	11.9%
52주 주가	6,350~11,158원
60일평균거래량	242,349주
60일평균거래대금	1.7십억원

Price Trend



한화손해보험 실적 전망 및 컨센서스

단위: 십억원, %

	2Q17	1Q18	2Q18F				
			Consensus		하이투자증권		
			FnGuide	과리율(%)	예상치	(QoQ %)	(YoY, %)
한화손해보험	56	29	55	-3.6	53	79.1	-6.6

주: 별도 기준

자료: 한화손해보험, fnguide, 하이투자증권

한화손해보험 분기 실적 전망

단위: 십억원, %, %p

	2Q18F	1Q18	QoQ	순액 기준		누적 기준			
				2Q17	YoY	2Q18F(A)	2Q17(A)	YoY	
요약손익	원수보험료	1,400	1,370	2.2	1,324	5.7	2,769	2,619	5.8
	보유보험료	1,074	1,062	1.1	1,027	4.6	2,136	2,066	3.4
	경과보험료	1,071	1,054	1.6	1,022	4.8	2,125	2,065	2.9
	발생손해액	873	865	1.0	834	4.7	1,738	1,693	2.7
	순사업비	265	273	-2.9	227	16.6	538	468	15.0
	보험영업이익	-67	-88	N/A	-39	N/A	-155	-96	N/A
	투자영업이익	140	125	11.8	115	21.4	265	225	18.1
	총영업이익	73	38	93.0	76	-4.7	110	129	-14.5
	세전이익	69	35	99.1	74	-6.0	104	123	-15.3
	당기순이익	53	29	79.1	56	-6.6	82	94	-12.5
보험영업	손해율	81.5	82.0	-0.5	81.6	-0.0	81.8	82.0	-0.2
	사업비율	24.7	25.9	-1.1	22.2	2.5	25.3	22.6	2.7
	합산비율	106.3	107.9	-1.6	103.8	2.5	107.1	104.6	2.5
원수보험료	자동차	226	215	4.9	221	2.1	441	434	1.8
	장기	1,044	1,041	0.2	982	6.3	2,085	1,959	6.4
	일반	130	113	14.8	121	7.7	243	226	7.4
보종별손해율	자동차	80.4	82.1	-1.8	78.3	2.1	81.2	78.3	2.9
	장기	82.2	82.4	-0.1	82.9	-0.6	82.3	83.5	-1.2
	일반	73.7	75.3	-1.6	68.7	5.0	74.4	64.9	9.5
투자부문	운용자산	13,363	12,933	3.3	11,986	11.5	13,363	11,986	11.5
	투자수익률	4.3	3.9	0.3	3.9	0.3	4.1	3.8	0.2
수익성	ROE	17.6	10.0	7.6	23.5	-5.9	13.6	19.9	-6.3
신계약	신계약(월납환산)	18	19	-4.3	14	29.7	36	30	21.2
	인담보 신계약	15	16	-5.6	11	35.0	31	25	25.7

주: 별도 기준

자료: 한화손해보험, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
운용자산	11,389	12,691	13,946	14,931	15,758
현금 및 예금	382	469	486	521	550
유가증권	5,637	6,568	7,230	7,741	8,169
당기손익증권	107	151	167	179	189
매도가능증권	5,530	6,417	4,652	4,980	5,256
만기보유증권	0	0	2,408	2,578	2,720
관계기업투자주식	2	3	4	4	4
대출채권	4,871	5,166	5,710	6,113	6,452
부동산	497	485	519	556	587
비운용자산	1,880	2,187	2,353	2,519	2,659
특별계정자산	7	6	6	7	7
별도자산총계	13,275	14,884	16,305	17,457	18,423
책임준비금	11,540	12,817	14,052	14,989	15,743
지급준비금	793	842	890	926	957
보험료적립금	10,085	11,244	12,399	13,246	13,895
미경과보험료 적립금	645	709	728	743	758
기타준비금	17	22	36	74	132
기타부채	844	877	961	1,025	1,077
특별계정부채	7	6	7	7	7
별도부채총계	12,391	13,699	15,020	16,021	16,827
자본금	454	584	584	584	584
자본잉여금	0	98	68	68	68
이익잉여금	264	403	559	709	870
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계	167	100	75	75	75
별도자본총계	885	1,185	1,286	1,435	1,597

손익계산서(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	4,954	5,291	5,601	5,795	6,005
일반	381	434	469	492	517
자동차	841	874	893	908	935
장기	3,733	3,984	4,239	4,394	4,553
경과보험료	3,993	4,151	4,320	4,474	4,635
일반	142	176	199	211	222
자동차	576	599	590	602	621
장기	3,275	3,376	3,531	3,660	3,793
경과손해액	3,360	3,411	3,552	3,680	3,824
보험금	1,083	1,104	1,164	1,178	1,198
환급금/연금/배당	1,014	987	1,044	1,121	1,189
준비금 증가액	1,248	1,301	1,265	1,279	1,335
손해조사비	98	102	102	103	103
순사업비	912	985	1,095	1,096	1,132
일반	48	55	58	61	64
자동차	126	104	109	111	114
장기	737	826	928	924	954
보험영업이익	-281	-244	-332	-303	-321
투자영업이익	428	455	531	537	572
총영업이익	147	211	199	234	251
영업외손익	-11	-14	-13	-13	-13
법인세차감전순이익	136	197	187	221	237
법인세	23	47	46	53	57
세율	16.8	23.9	24.3	24.2	24.2
별도당기순이익	112	149	144	167	180

주: 손해율, 사업비율, 합산비율은 경과보험료 기준

성장성지표(별도)	(단위:%)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	8.9	6.8	5.8	3.5	3.6
일반	17.6	14.1	8.0	5.0	5.0
자동차	21.2	3.9	2.2	1.7	3.0
장기	5.7	6.7	6.4	3.7	3.6
장기위험	31.6	1.0	9.5	11.5	10.0
경과보험료	9.2	4.0	4.1	3.6	3.6
투자영업이익	10.7	6.3	16.7	1.2	6.4
총영업이익	15.3	43.5	-5.5	17.4	7.2
별도당기순이익	17.8	33.0	-3.3	15.9	7.6
운용자산	14.2	11.4	9.9	7.1	5.5
책임준비금	13.3	11.1	9.6	6.7	5.0
별도자본총계	2.8	33.9	8.5	11.7	11.2

수익성 지표(별도)	(단위:%)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
손해율	84.2	82.2	82.2	82.3	82.5
일반	67.4	66.7	71.3	67.4	68.4
자동차	84.8	81.3	83.8	85.6	85.5
장기	84.8	83.1	82.6	82.6	82.8
장기위험	95.7	93.0	90.0	87.7	86.9
사업비율	22.8	23.7	25.4	24.5	24.4
합산비율	107.0	105.9	107.6	106.8	106.9
투자수익률	4.0	3.8	4.0	3.7	3.7

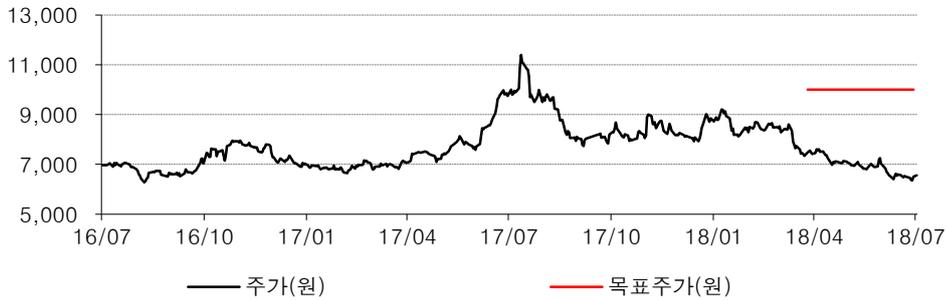
재무제표(연결)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
연결 자산총계	13,283	14,891	16,312	17,464	18,430
연결부채총계	12,399	13,706	15,027	16,029	16,834
지배기업소유지분	884	1,184	1,285	1,435	1,596
비지배지분	0	0	0	0	0
연결자본총계	884	1,184	1,285	1,435	1,596
법인세차감전 순이익	134	194	207	242	258
법인세	22	46	60	71	75
세율	16.7	23.9	29.0	29.6	29.2
연결순이익	112	148	147	170	183
지배주주지분순이익	112	148	147	170	183
비지배지분순이익	0	0	0	0	0

투자지표(별도)	(단위: 십억원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	12.9	14.4	11.7	12.3	11.9
ROA	0.9	1.1	0.9	1.0	1.0
EPS(원)	1,237	1,278	1,236	1,433	1,542
BPS(원)	9,749	10,147	11,012	12,295	13,677

투자지표(연결)	(단위: 십억원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	12.8	14.3	11.9	12.5	12.1
ROA	0.9	1.0	0.9	1.0	1.0
EPS(원)	1,230	1,265	1,262	1,459	1,567
BPS(원)	9,748	10,145	11,010	12,294	13,676
DPS(원)	99	150	150	160	180
P/E	6.7	6.4	5.2	4.5	4.2
P/B	0.8	0.8	0.6	0.5	0.5
배당수익률	1.2	1.8	2.3	2.5	2.8
RBC	153	181	170	169	171
Embedded Value	1,436	1,890	2,141	2,365	2,594
RoEV	9.0	14.6	13.3	10.4	9.7
EVPS(원)	15,820	16,188	18,342	20,257	22,218
P/EV	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3

자료: 한화손해보험, 하이투자증권

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(한화손해보험)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				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 기관투자가 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 간섭 없이 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 분쟁발생시 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(매 수): 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 투자비용 등급 공시 2018-06-30 기준

구분	구분	구분	구분
투자의견 비율(%)	투자의견 비율(%)	투자의견 비율(%)	투자의견 비율(%)