



2018년 11월 12일 | Equity Research

# 한화손해보험 (000370)

## 부진한 3분기 실적, '19년 개선 방향성은 변함 없음

### 3Q18 순익 338억원(YoY -20.7%)으로 컨센서스 하회

한화손보의 3분기 순익은 338억원으로 전년 동기 대비 20.7% 감소하며 중시 컨센서스를 하회했다. 실적 부진은 차보험 손해율이 8.1%p 악화된 90.6%, 일반 손해율이 10.4%p 상승한 80.4%를 기록한 영향이다. 업계 공통적인 차보험 손해율 악화 이외에도 일반보험 손이의 변동성 확대가 실적 부진을 이끌었다. 반면, 보장성 인보험 신계약은 134억원으로 전년 동기 대비 3.1% 성장하며 올 상반기 대비 성장률이 둔화되었다. GA 채널 중심의 고속 성장에 따른 추가 상각이 급증하였으나 신계약 성장 속도 조절로 분기 사업비율은 23.7%로 진정되었다.

### 올해 부진한 실적이나, '19년 순익 증가폭 업계 내 최대 예상

올해 한화손보의 순익은 1,256억원으로 전년 대비 15.9% 감소할 전망이다. 차보험 손해율의 급등과 일반보험 손해율 악화, 그리고 GA채널 경쟁 심화에 따른 사업비율 상승이 실적 부진을 이끌었다. 그러나, 11~12월 중 손보업계 전반의 3% 전후 차보험료 인상이 예상되어 차보험 손해율은 '19년 텐어라운드가 가능해 보인다. GA채널 경쟁은 '18년 상반기를 정점으로 더딘 속도로나마 진정 추세에 진입했다. 금융당국의 GA 사업비 관련 감독규정 개정 또한 준비 중이라는 점에서 '19년 사업비율은 올해 대비 1.1%p 개선된 23.7%를 예상한다. 장기 위험손해율은 5년 갱신주기 상품의 갱신주기 도래로 그간의 실적 개선 추세를 지속할 전망이다. 한화손해보험의 '19년 순익은 올해 대비 35% 증가한 1,698억원을 예상한다.

### 투자의견 BUY 유지. 목표주가 9,000원 하향

#### P/E 4배, P/B 0.45배로 극심한 저평가 구간

투자의견 BUY를 유지하나, 목표주가를 기존 10,000원에서 9,000원으로 하향한다. 목표주가는 2019년 예상 BPS 13,567 원 대비 약 P/B 0.7배('19년 예상 ROE 11.5%, COE 16.2%)를 적용한 것이다. 3Q18 RBC비율은 195.9%에서 10/31일 국내 후순위채 3,500억원 발행으로 RBC비율은 230%를 상회할 것으로 추정된다. 손보업계 상위사 대비 자본여력 열위는 대부분 해소된 것으로 판단된다. 현 주가는 '19년 P/E 4.2배, P/B 0.45배에 불과해 극심한 저평가 구간이다.

### Earnings Review

**BUY**
**TP: 9,000원(하향) CP(11월9일): 6,070원**

#### Key Data

		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,086.09		
52주 최고/최저 (원)	9,200/5,730	매출액(십억원)	4,275.7 4,511.5
시가총액(십억원)	708.6	영업이익(십억원)	210.2 235.9
시가총액비중(%)	0.06	순이익(십억원)	145.6 164.5
발행주식수(천주)	116,738.9	EPS(원)	1,247 1,409
60일 평균 거래량(천주)	133.0	BPS(원)	10,712 12,028
60일 평균 거래대금(십억원)	0.9		
18년 배당금(예상,원)	150		
18년 배당수익률(예상,%)	2.47		
외국인지분율(%)	10.37		
주요주주 지분율(%)			
한화생명보험 외 3 인	51.49		
	0.00		
주가상승률 1M 6M 12M	1M 6M 12M		
절대 (5.5) (18.3) (6.0)			
상대 (1.9) (16.5) (9.0)			

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
경과보험료	십억원	3,993	4,151	4,356	4,679	4,900
영업이익	십억원	146	210	180	237	256
순이익	십억원	112	149	126	170	184
EPS	십억원	1,237	1,278	1,075	1,454	1,577
증감율	원	17.8	3.3	-15.9	35.2	8.4
PER	배	5.8	6.4	5.6	4.2	3.8
PBR	배	0.7	0.8	0.5	0.4	0.4
ROE	%	12.9	14.4	9.9	11.5	11.1
BPS	원	9,749	10,147	11,636	13,567	14,964
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

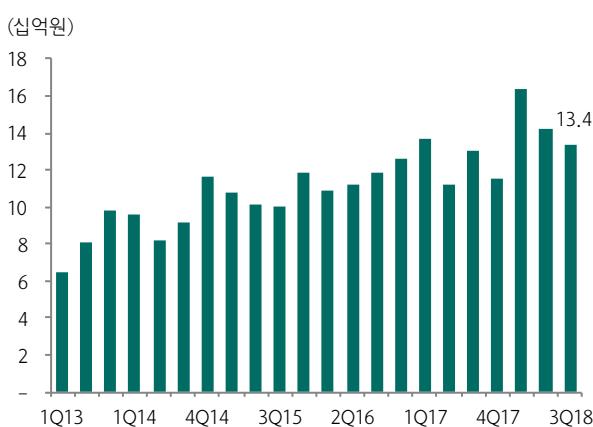
하나금융투자

표 1. 한화손해보험 분기별 실적 추이

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F
원수보험료	1,295	1,324	1,343	1,330	1,370	1,413	1,401	1,401
경과보험료	1,043	1,022	1,045	1,041	1,054	1,082	1,094	1,125
일반	39	43	47	47	47	49	50	48
자동차	151	151	150	146	140	145	145	145
장기	853	827	848	848	908	918	899	932
발생손해액	318	303	318	321	321	323	355	358
순사업비	240	227	245	272	273	270	259	279
보험영업이익	-57	-39	-59	-91	-83	-66	-74	-94
투자영업이익	109	115	119	112	125	140	121	111
<b>순이익</b>	<b>37</b>	<b>56</b>	<b>43</b>	<b>12.8</b>	<b>29.4</b>	<b>52.5</b>	<b>33.8</b>	<b>10</b>
원수보험 성장률	8.8%	7.1%	7.3%	4.2%	5.8%	6.7%	4.3%	5.4%
경과보험 성장률	7.7%	4.0%	3.4%	0.9%	1.1%	5.9%	4.7%	8.1%
경과손해율	82.4%	81.6%	82.2%	82.6%	82.0%	81.1%	83.1%	83.6%
경과사업비율	23.0%	22.2%	23.5%	26.1%	25.9%	25.0%	23.7%	24.8%
운용자산 이익률	3.8%	3.9%	3.9%	3.6%	3.9%	4.2%	3.5%	3.2%
보장성신계약 성장률	23.4%	-0.1%	4.9%	-4.9%	20.1%	21.7%	-0.5%	-15.4%
보장성인보험 성장률	25.9%	0.2%	9.2%	-8.7%	19.9%	26.2%	3.1%	8.0%

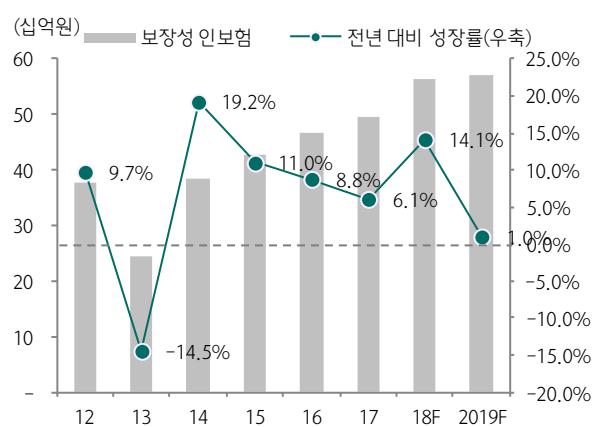
자료: 한화손해보험, 하나금융투자

그림 1. 3분기 보장성 인보험 3.1% 성장



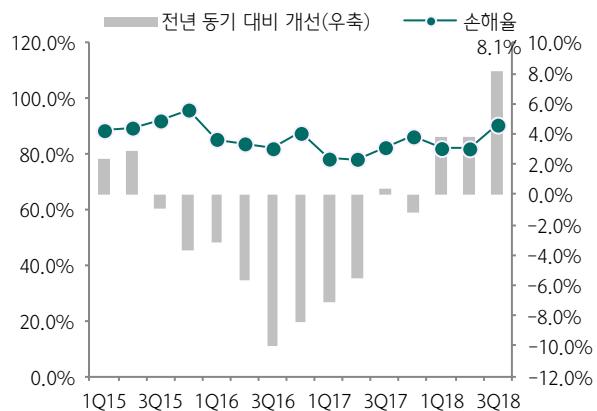
자료: 한화손보, 하나금융투자

그림 2. 한화손보 연도별 보장성 인보험 추이



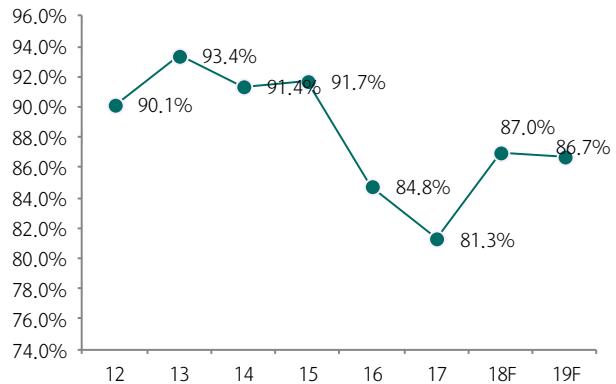
자료: 한화손보, 하나금융투자

그림 3. 한화손보 분기별 차보험 손해율 추이



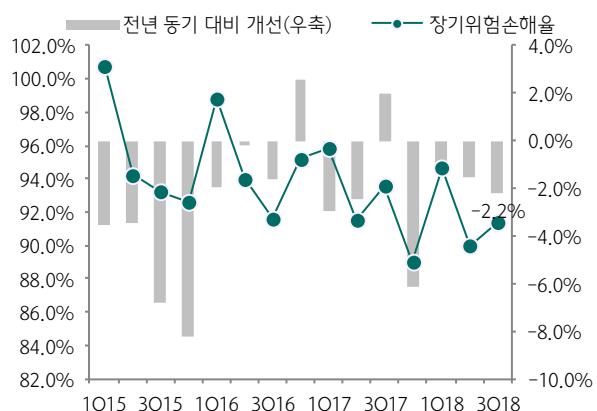
자료: 한화손보, 하나금융투자

그림 4. 한화손보 연도별 차보험 손해율 추이



자료: 한화손보, 하나금융투자

그림 5. 한화손보 분기별 장기위험 손해율 추이



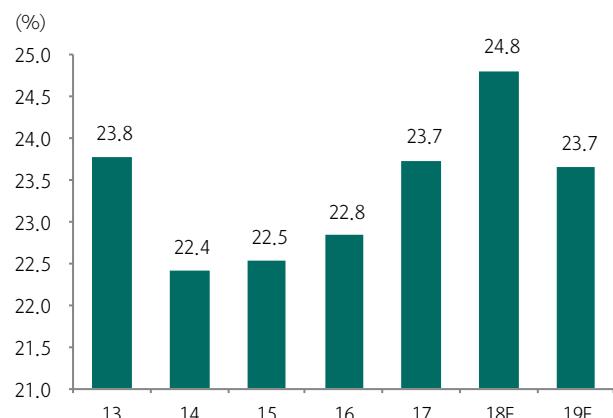
자료: 한화손보, 하나금융투자

그림 6. 한화손보 연도별 장기위험 손해율 추이



자료: 한화손보, 하나금융투자

그림 7. 한화손보 연도별 사업비율 추이



자료: 한화손보, 하나금융투자

그림 8. 한화손보 연도별 RBC 추이



자료: 한화손보, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
원수보험료		4,954	5,292	5,585	5,871	6,172
경과보험료		3,993	4,151	4,356	4,679	4,900
장기보험		3,275	3,376	3,657	3,902	4,120
자동차보험		576	599	575	586	585
일반보험		142	176	193	191	196
발생손해액		3,364	3,411	3,592	3,876	4,066
장기보험		2,780	2,807	2,951	3,241	3,424
자동차보험		488	487	501	508	508
일반보험		95	117	140	126	133
순사업비		912	985	1,081	1,107	1,157
보험영업이익		-283	-246	-317	-304	-322
투자영업이익		428	455	498	541	578
영업이익		146	210	180	237	256
영업외손익		-11	-14	-12	-13	-13
세전이익		135	196	168	224	243
법인세		23	47	43	54	59
순이익		112	149.2	125.6	169.8	184

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
총자산		13,275	14,884	16,491	18,261	20,053
운용자산		11,389	12,691	14,283	15,765	17,315
현금예금		382	469	489	783	856
유가증권		5,639	6,568	7,793	8,270	8,950
대출		4,871	5,166	5,490	6,179	6,954
기타		497	488	512	532	554
비운용자산		1,880	2,187	2,202	2,490	2,732
특별계정자산		7	6	6	6	6
부채		12,391	13,699	15,133	16,677	18,306
보험계약준비금		11,540	12,817	14,178	15,684	17,272
기타부채		844	877	949	987	1,027
특별계정부채		7	6	6	6	7
자본총계		885	1,185	1,358	1,584	1,747
자본금		454	584	584	584	584
자본잉여금		-	98	287	287	287
이익잉여금		264	403	508	660	823
기타 자본조정		167	100	-20	53	53

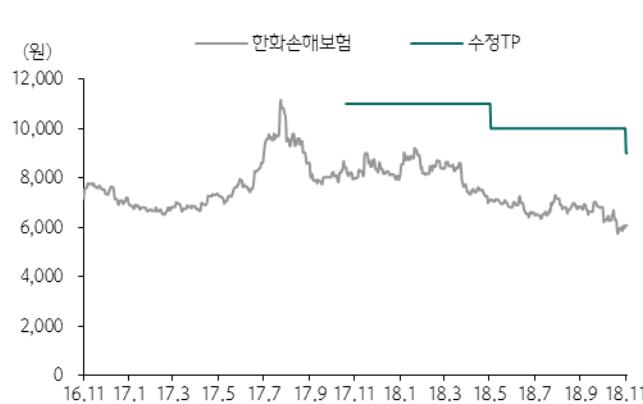
주요 성장성 및 수익성 지표		(단위: 십억원, %)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>성장률(전년대비, %)</b>						
원수보험료		8.9	6.8	5.5	5.1	5.1
경과보험료		9.2	4.0	4.9	7.4	4.7
장기보험		7.3	3.1	8.3	6.7	5.6
자동차보험		18.1	3.9	-3.9	1.9	-0.3
일반보험		21.5	24.2	9.6	-1.0	2.5
영업이익		14.3	43.9	-	13.9	31.4
순이익		17.8	33.0	-	15.9	35.2
총자산		12.5	12.1	10.8	10.7	9.8
운용자산		14.2	11.4	12.5	10.4	9.8
<b>매출구성(경과보험료, %)</b>						
장기보험		82.0	81.3	84.0	83.4	84.1
자동차보험		14.4	14.4	13.2	12.5	11.9
일반보험		3.5	4.2	4.4	4.1	4.0
<b>수익성(%)</b>						
손해율		84.2	82.2	82.5	82.8	83.0
장기보험		84.9	83.1	80.7	83.1	83.1
자동차보험		84.8	81.3	87.0	86.7	87.0
일반보험		67.4	66.7	72.8	66.2	67.9
사업비율		22.8	23.7	24.8	23.7	23.6
합산비율		107.1	105.9	107.3	106.5	106.6
운용자산이익률		4.0	3.78	3.69	3.60	3.50
<b>안정성(%)</b>						
지급여력비율		153.1	180.7	195.5	196.2	219.9
총자산/자기자본		1,500.7	1,256.5	1,214.0	1,153.0	1,147.9

자료: 하나금융투자

주요 밸류에이션 지표		(단위: 십억원, 원, 배, %)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS		1,237	1,278	1,075	1,454	1,577
BPS		9,749	10,147	11,636	13,567	14,964
P/E (배)		5.8	6.4	5.6	4.2	3.8
P/B (배)		0.74	0.80	0.52	0.45	0.4
ROE		12.9	14.4	9.9	11.5	11.1
ROA		0.9	1.1	0.8	1.0	1.0
DPS						
보통주		100	120	150	180	200
우선주		-	-	-	-	-
배당성향		8.1	9.4	13.9	12.4	12.7
배당수익률						
보통주		1.4	1.5	2.5	3.0	3.3
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
18.11.11	BUY	9,000		
18.5.13	BUY	10,000	-33.04%	-27.10%
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 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.8%	6.3%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2018년 11월 11일

### 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

## 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 11월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2018년 11월 12일 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.