

한화손해보험 (000370)

보험



정태준 CFA

02 3770 5585
taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	7,000원 (I)
현재주가 (6/31)	4,750원
상승여력	47%

시가총액	5,545억원
총발행주식수	116,738,915주
60일 평균 거래대금	96억원
60일 평균 거래량	2,046,349주
52주 고	5,310원
52주 저	2,300원
외인지분율	7.89%
주요주주	한화생명보험 외 3 인 51.47%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.5)	25.7	106.1
상대	(2.3)	18.2	30.5
절대(달러환산)	(0.4)	27.1	129.7

아직도 싸다

투자의견 BUY, 목표주가 7,000원으로 개시

한화손해보험에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 7,000원으로 커버리지를 개시하며 손해보험업 최선호주, 보험업 차선호주로 제시. 투자포인트는 크게 두 가지로 1) 2020년에 실손보험료를 크게 인상한 영향으로 내년까지 손해율 개선 사이클에 따른 증익을 예상할 수 있으며 2) 1분기 호실적 영향으로 연초 이후 주가가 약 23% 상승하였으나 아직 PER 3.2배, PBR 0.37배의 현저한 저평가 상태에 있기 때문. 경영관리 대상 지정 이전에는 PBR 0.5~1.1배를 받았던 점을 생각해보면 당사가 제시하는 목표주가 PBR 0.49배는 밴드 하단으로 복귀하는 정도에 불과.

3년 평균 실손보험료 인상률에 주목

동사가 내년까지 손해율 개선 사이클을 보일 것으로 예상하는 이유는 2019년 적자전환으로 인한 경영관리 대상 지정에 따라 2020년 초에 실손보험료를 크게 인상했기 때문. 실손보험은 3년 만기 상품의 비중이 가장 높기 때문에 보험료 인상의 효과가 실질적인 손해율 개선으로 이어지려면 3년 평균 보험료 인상률이 상승해야하는 특성 보유. 한편 동사의 2018년 보험료 인상률은 문재인 케어 도입으로 인해 현저히 낮았고 반대로 2020년 보험료 인상률은 현저히 높았기 때문에 2022년까지 3년 평균 보험료 인상률 상승에 따른 손해율 개선을 기대할 수 있다는 판단. 이는 대형 손해보험사 대비 차별화된 증익 흐름을 보여주는 동력이 될 전망.

경영관리 대상 지정 이전 valuation 회복 기대

현재 valuation PER 3.2배, PBR 0.37배는 현저한 저평가 상태라고 판단하는데, 이는 동사의 할인 요소들이 해소되고 있기 때문. 앞서 언급한 장기보험에서의 개선뿐만 아니라 대형사 대비 경쟁력이 약한 자동차보험도 보험료 인상과 사업비 감축으로 빠르게 합산비율이 개선되고 있다는 점도 긍정적. 당사 커버리지 8개사(동사 제외)는 모두 PER 5~10배 사이에서 주가가 형성되어 있다는 점 또한 동사가 현재 저평가 구간에 있다는 점을 방증. 경영관리 대상 지정의 원인이었던 적자에서도 벗어났고 향후 증익 흐름도 이어질 것으로 예상하기 때문에 당사가 제시하는 목표주가 7,000원(PER 4.5배, PBR 0.49배)은 충분히 달성 가능한 목표라는 판단.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
원수보험료	1,525	3.1	-1.3	1,523	0.2
경과보험료	1,169	3.1	-4.4	N/A	N/A
영업이익	54	4.1	-35.4	55	-0.6
세전이익	49	1.0	-39.7	52	-4.3
당기순이익	36	-6.0	-42.8	39	-7.5

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(십억원, 배, %)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021E	2022E
원수보험료	5,965	5,976	6,161	6,353
영업이익	-71	134	250	281
지배순이익	-58	94	172	189
PER (배)	-9.5	5.9	3.2	2.9
PBR (배)	0.39	0.32	0.37	0.33
ROE (%)	-4.1	6.0	10.8	12.0
ROA (%)	-0.33	0.50	0.86	0.91

자료: 유안타증권

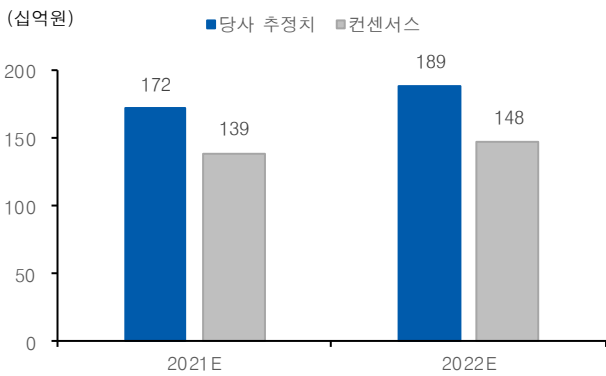
[표 1] Valuation table

(단위: 원, %, 배)

	당사 추정치	컨센서스
2020 BPS	14,390	
2021E ROE	10.8	7.6
COE	22.9	
Growth rate	0.0	
목표주가	7,000	5,600

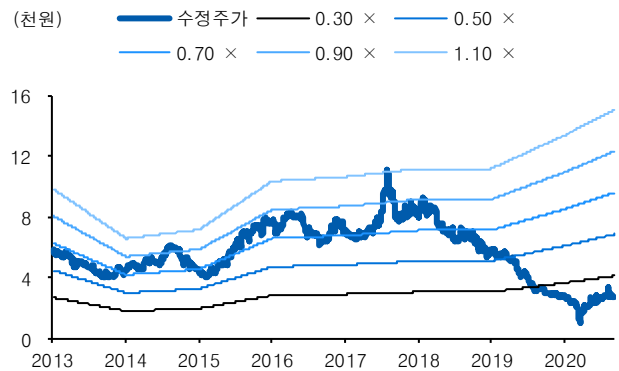
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 연간 이익 당사 vs. 컨센서스 추정치 비교



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] PBR 밴드



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

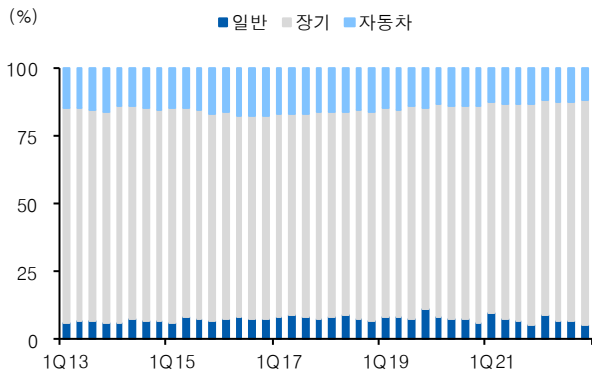
[표 2] 분기별 이익 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
원수보험료	1,545	1,525	1,512	1,580	5,976	6,161	6,353
경과보험료	1,223	1,169	1,297	1,289	4,781	4,978	5,133
발생손해액	1,026	974	1,084	1,102	4,083	4,187	4,274
순사업비	246	248	280	283	1,074	1,056	1,129
보험영업이익	-49	-53	-67	-97	-372	-266	-269
투자영업이익	133	108	129	147	506	517	551
영업이익	84	54	62	50	134	250	281
세전이익	82	49	57	45	118	233	261
당기순이익	63	36	41	33	94	172	189
손해율	83.9	83.4	83.6	85.5	85.4	84.1	83.3
일반	72.6	76.4	82.1	70.9	76.5	75.4	73.0
장기	85.0	82.8	82.5	84.6	85.1	83.7	82.6
자동차	80.8	86.9	89.0	95.7	90.4	88.1	87.2
사업비율	20.1	21.2	21.6	22.0	22.5	21.2	22.0
합산비율	103.9	104.5	105.2	107.5	107.9	105.3	105.2
투자영업이익률	3.1	2.6	2.8	3.2	2.9	2.8	2.9

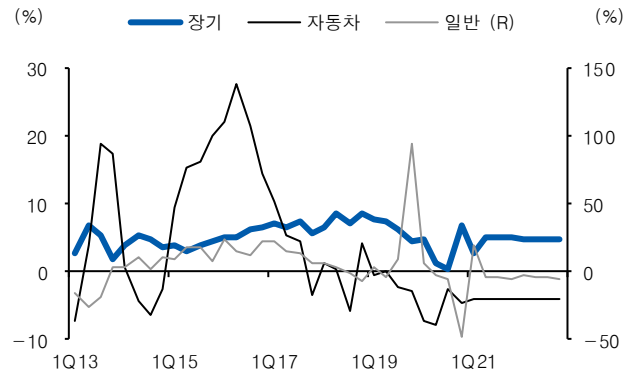
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 원수보험료 구성 추이 및 전망



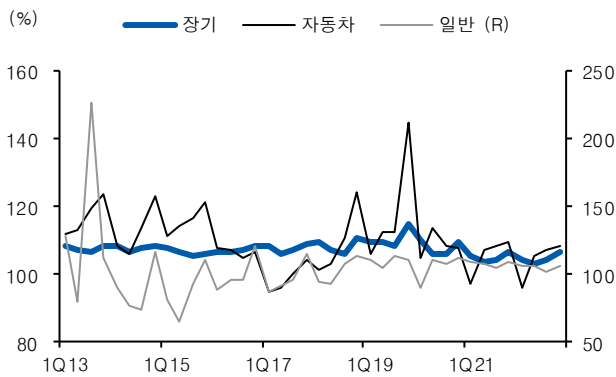
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 보증별 원수보험료 YoY 성장률 추이 및 전망



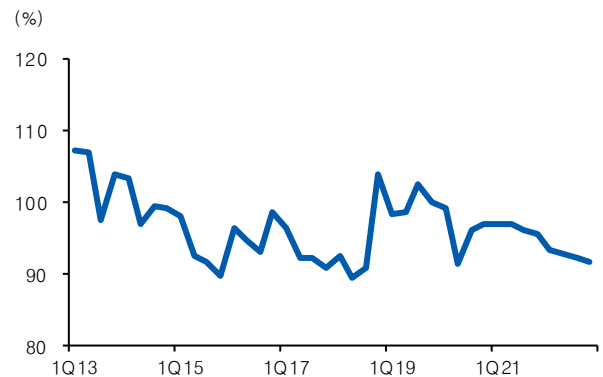
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 보증별 합산비를 추이 및 전망



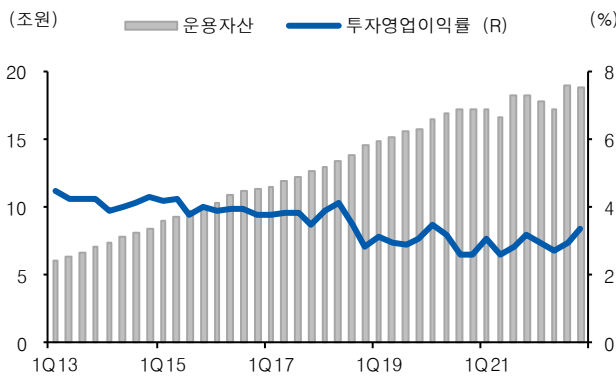
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 장기위험손해를 추이 및 전망



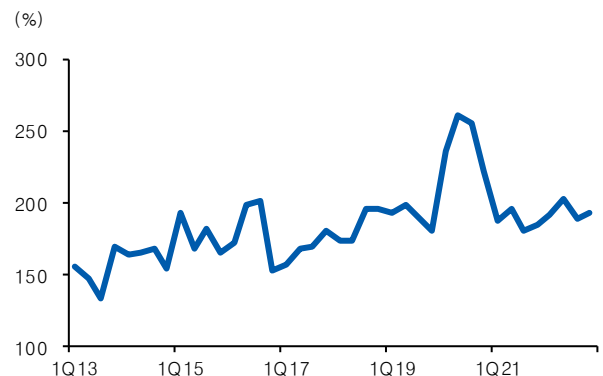
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 운용자산 vs. 투자영업이익률 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

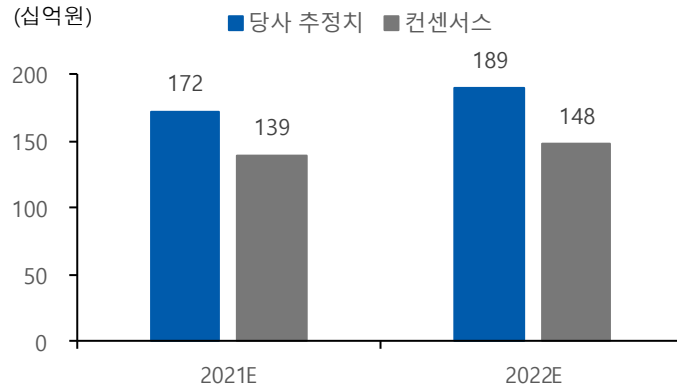
[그림 8] RBC비율 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

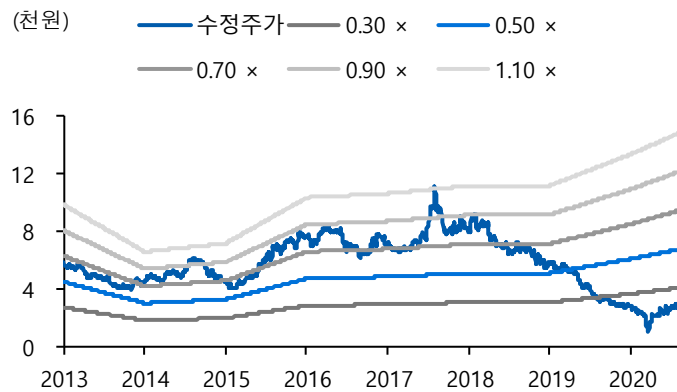
Key Chart

연간 이익 당사 vs. 컨센서스 추정치 비교



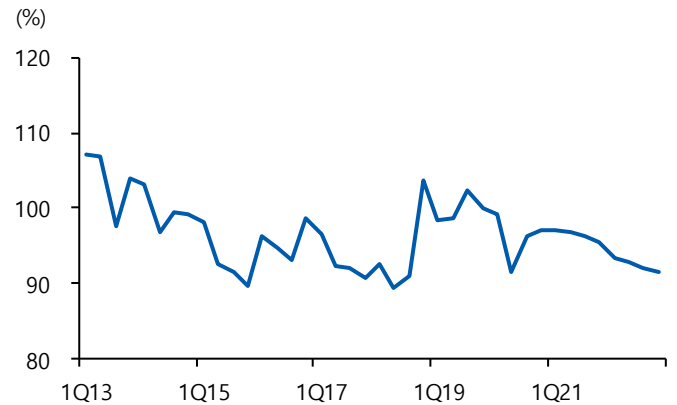
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

PBR 밴드



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

장기위험손해율 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

한화손해보험 (000370) 추정재무제표 (K-IFRS)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
원수보험료	5,965	5,976	6,161	6,353	6,551
일반	532	443	454	437	418
장기	4,572	4,718	4,926	5,167	5,414
자동차	861	814	781	749	719
경과보험료	4,567	4,781	4,978	5,133	5,293
일반	225	213	211	203	193
장기	3,762	3,974	4,199	4,404	4,615
자동차	580	594	581	558	535
발생손해액	3,904	4,083	4,187	4,274	4,395
일반	178	163	159	148	136
장기	3,157	3,383	3,516	3,639	3,792
자동차	569	537	512	486	467
순사업비	1,199	1,074	1,056	1,129	1,181
일반	70	61	69	66	63
장기	1,007	904	896	967	1,028
자동차	123	108	102	96	90
보험영업이익	-536	-372	-266	-269	-283
투자영업이익	465	506	517	551	592
영업이익	-71	134	250	281	308
세전이익	-85	118	233	261	288
당기순이익	-58	94	172	189	209

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
원수보험료 구성					
일반	8.9	7.4	7.4	6.9	6.4
장기	76.6	79.0	79.9	81.3	82.6
자동차	14.4	13.6	12.7	11.8	11.0
원수보험료 성장률	6.5	0.2	3.1	3.1	3.1
일반	21.9	-16.6	2.5	-3.9	-4.4
장기	6.5	3.2	4.4	4.9	4.8
자동차	-1.4	-5.5	-4.0	-4.0	-4.0
손해율	85.5	85.4	84.1	83.3	83.0
일반	79.0	76.5	75.4	73.0	70.5
장기	83.9	85.1	83.7	82.6	82.2
자동차	98.0	90.4	88.1	87.2	87.2
사업비율	26.3	22.5	21.2	22.0	22.3
일반	31.1	28.8	32.7	32.7	32.7
장기	26.8	22.8	21.3	22.0	22.3
자동차	21.2	18.2	17.5	17.1	16.8
합산비율	111.7	107.9	105.3	105.2	105.4
일반	110.1	105.2	108.1	105.7	103.2
장기	110.7	107.9	105.1	104.6	104.4
자동차	119.2	108.7	105.5	104.3	104.0
투자영업이익률	3.0	2.9	2.8	2.9	3.0

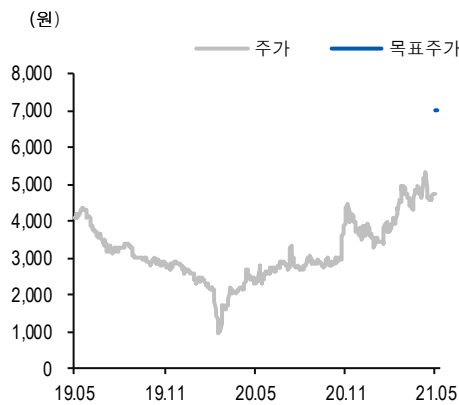
자료: 유안타증권

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
자산	18,210	19,479	20,517	21,284	22,103
운용자산	15,724	17,285	18,236	18,911	19,629
현금 및 예치금	582	352	376	395	411
유가증권	9,570	11,483	12,176	12,631	13,111
대출채권	5,059	4,935	5,140	5,321	5,522
부동산	513	515	544	564	586
비운용자산	2,480	2,188	2,179	2,179	2,179
특별계정자산	5	6	101	194	295
부채	16,784	17,772	19,028	19,620	20,231
책임준비금	15,402	16,562	17,780	18,333	18,904
기타부채	1,377	1,204	1,227	1,235	1,237
특별계정부채	6	6	21	51	90
자본	1,426	1,707	1,489	1,664	1,873
자본금	584	584	584	584	584
자본잉여금	68	68	68	68	68
이익잉여금	372	449	618	808	1,017
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	183	387	0	-15	-15
신종자본증권	219	219	219	219	219

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Valuation					
PER	-9.5	5.9	3.2	2.9	2.7
PBR	0.39	0.32	0.37	0.33	0.30
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표					
EPS	-568	525	1,550	1,704	1,882
BPS	12,154	14,390	12,550	14,022	15,785
DPS	0	0	0	0	0
수익성					
ROE	-4.1	6.0	10.8	12.0	11.8
ROA	-0.33	0.50	0.86	0.91	0.96
성장성					
자산 성장률	8.9	7.0	5.3	3.7	3.9
자본 성장률	0.6	19.7	-12.8	11.7	12.6
운용자산 성장률	8.1	9.9	5.5	3.7	3.8
순이익 성장률	-169.1	-261.5	82.7	10.0	10.4
자본비율					
RBC 비율	181.0	221.5	184.1	193.1	204.1
지급여력금액	1,982	2,208	1,976	2,150	2,359
지급여력기준금액	1,095	997	1,073	1,113	1,156
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 유안타증권

한화손해보험 (000370) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-06-01	BUY	7,000	1년		
2019-06-12	담당자변경 1년 경과 이후		1년	-71.37	-51.73
2018-06-12	BUY	11,000	1년	-63.11	-33.73

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-05-29

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 정태준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.