



# 흥국화재 (000540)

기대보다는 느낄 수 있지만, 추세는 그대로일 것

▶ Analyst 성용훈 yonghoon.sung@hanwha.com 3772-7659

**Buy (유지)**

목표주가(하향): 5,800원

현재 주가(5/29)	4,350원
상승여력	▲ 33.3%
시가총액	2,795억원
발행주식수	64,243천주
52주 최고가 / 최저가	6,530 / 4,350원
90일 일평균 거래대금	1.97억원
외국인 지분율	2.1%
<b>주주 구성</b>	
흥국생명보험(외 1인)	80.3%
머스트자산운용	6.3%
양회철	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-10.6	-11.0	-13.7	-30.3
상대수익률(KOSPI)	-1.9	-3.2	-9.4	-12.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	3,061	3,090	3,202	3,318
총영업이익	73	98	159	207
당기순이익	50	62	107	142
BPS	9,184	10,153	11,819	14,025
EPS	785	969	1,666	2,206
DPS	0	0	150	200
PBR	0.5	0.4	0.4	0.3
PER	6.0	4.5	2.6	2.0
배당수익률	0.0	0.0	3.4	4.6
ROA	0.4	0.5	0.8	1.0
ROE	7.7	9.3	15.2	17.1

**주가 추이**



비록 그 기율기와 속도는 당초 기대했던 것만 못할 수 있겠지만, 흥국화재의 손해율은 꾸준히 업계 수준에 수렴해갈 것으로 전망합니다.

**2019년 당기순이익 623억 원 전망**

흥국화재의 2019 당기순이익은 전년 대비 23.4% 증가한 623억 원을 기록할 것으로 전망한다. 문재인케어 풍선효과로 업계 실손의료보험 위험손해율이 악화되는 구간이라, 당초 예상했던 위험손해를 개선 속도를 좀 더 완만한 수준으로 가정한데 따른 것이다.

**너무 높았던 위험손해율 기저, 그리고 오랜 실손의료보험 업력**

사실 흥국화재는 '00년대 초반 실손의료보험을 필두로 한 장기보험 고성장 초입 구간 당시, 이를 업계 최선두권에서 실천으로 옮기던 회사였다. 그리고 이로 인한 장기보험 계약 축적 효과 탓에 동사의 장기보험 비중은 타사 대비 다소 높다. 손해율의 극심한 악화로 힘든 시간을 보내기는 했지만, 오랜 업력을 기반으로 한 노하우도 보유하고 있다.

현대해상과 같은 상위사, 한화손해보험과 같은 중위사의 위험손해율 부진 및 추가 악화 예상에도 동사의 수익 추정에 장기보험 손해를 개선 추세를 가정한 이유는 동사의 위험손해율 기저가 워낙 높았기 때문이다. 또한, 빠른 속도의 저축보험료 감소세로 인해 손해율 자체가 저절로 개선되는 효과도 있을 것으로 추정된다. '19년 이후 연 1.1%p 수준의 장기보험 손해율 개선 속도가 그리 버겁지는 않을 것 같다.

**목표주가 5,800원으로 하향**

흥국화재에 대한 목표주가를 5,800원으로 하향(기존 목표주가 9,000원 대비 -35.6%)한다. 워낙 높은 기저 탓에 동사의 위험손해율 개선 추이는 급격한 반동을 보이지 않고, 여전히 개선 추세 상에 놓여 있는 것으로 확인된다. 다만 업계 위험손해율 악화 분위기 상, 그 개선 속도는 기존 대비 현저히 느려질 가능성이 높다. 이를 감안할 때, 기존 대비 낮은 Target P/B 0.53배쯤이 현실적인 목표치가 아닐까 싶다. 여전히 높은 상승여력을 감안, 투자의견은 Buy를 유지한다.

[ 재무제표 ]

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	3,164	3,061	3,090	3,202	3,318
보유보험료	2,553	2,426	2,431	2,512	2,592
경과보험료	2,586	2,429	2,445	2,523	2,604
일반	61	66	64	64	65
자동차	142	103	101	102	103
장기	2,383	2,259	2,281	2,357	2,437
총손해액	2,256	2,145	2,110	2,145	2,185
순사업비	525	552	578	594	626
보험영업이익	-195	-268	-243	-216	-207
투자영업이익	314	341	340	375	414
총영업이익	119	73	98	159	207
영업외손익	-13	-13	-14	-14	-15
특별계정이익	0	0	0	0	0
법인세차감전이익	106	60	84	145	192
법인세비용	20	9	22	38	50
당기순이익	85	50	62	107	142
비상위험준비금증가액					
매출비중 (%)					
일반	2.4	2.7	2.6	2.6	2.5
자동차	5.5	4.2	4.1	4.0	3.9
장기	92.1	93.0	93.3	93.4	93.6
%YoY					
원수보험료	-5.4	-3.3	0.9	3.6	3.6
총영업이익	335.8	-38.9	34.6	62.7	30.0
당기순이익	163.7	-40.9	23.4	71.9	32.5

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>Growth (%)</b>					
총자산	9.2	7.0	6.9	9.1	9.0
운용자산	11.1	9.0	8.5	7.0	7.0
책임준비금	9.7	5.9	8.7	8.7	8.7
자본총계	14.0	8.4	(4.4)	16.4	18.7
<b>Profitability (%)</b>					
합산비율	107.6	111.1	109.9	108.5	108.0
손해율	87.2	88.3	86.3	85.0	83.9
일반	64.9	63.8	70.0	70.0	70.0
자동차	90.2	96.3	95.5	90.8	90.3
장기	87.6	88.7	86.3	85.2	84.0
사업비율	20.3	22.7	23.6	23.5	24.1
투자이익률	3.4	3.3	3.1	3.1	3.1
ROA	0.8	0.4	0.5	0.8	1.0
ROE	14.4	7.7	9.3	15.2	17.1

주: IFRS 별도 기준

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	11,154	11,939	12,764	13,930	15,184
(운용자산)	9,914	10,804	11,721	12,972	14,305
현·예금 및 예치금	212	171	185	205	226
유가증권	6,131	7,272	7,889	8,731	9,628
주식, 출자금	10	11	12	14	15
채권	3,302	3,875	4,204	4,653	5,131
수익증권	1,401	2,009	2,180	2,412	2,660
해외유가증권	1,023	1,047	1,136	1,258	1,387
기타유가증권	395	329	357	395	436
대출채권	3,376	3,168	3,437	3,804	4,195
부동산	195	193	210	232	256
(비운용자산)	1,240	1,134	1,043	957	879
(특별계정자산)	0	0	0	0	0
부채총계	10,525	11,257	12,112	13,171	14,283
책임준비금	10,000	10,585	11,503	12,500	13,583
기타부채	524	671	609	671	700
(특별계정부채)	0	0	0	0	0
자본총계	629	682	652	759	901
자본금	326	326	326	326	326
자본잉여금	0	0	0	0	0
이익잉여금	116	162	224	331	472
비상위험준비금	6	11	14	17	21
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	95	103	103	103	103
부채및자본총계	11,154	11,939	12,764	13,930	15,184

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>Valuation Items</b>					
BPS (원)	8,365	9,184	10,153	11,819	14,025
EPS (원)	1,328	785	969	1,666	2,206
P/B (배)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
P/E (배)	4.0	6.0	4.5	2.6	2.0
DPS (원)	0	0	0	150	200
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	9.1	9.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	3.4	4.6
<b>F/S, Stability Ratios (%)</b>					
레버리지 (x)	17.7	17.5	19.6	18.3	16.9
자산운용률	88.9	90.5	91.8	93.1	94.2
운용자산/준비금	99.1	102.1	101.9	103.8	105.3
준비금/보유보험료	391.7	436.4	473.1	497.7	524.1
보유보험료/자기자본	405.6	355.6	372.8	330.8	287.6
매출순이익률	3.3	2.1	2.5	4.2	5.4

[ Compliance Notice ]

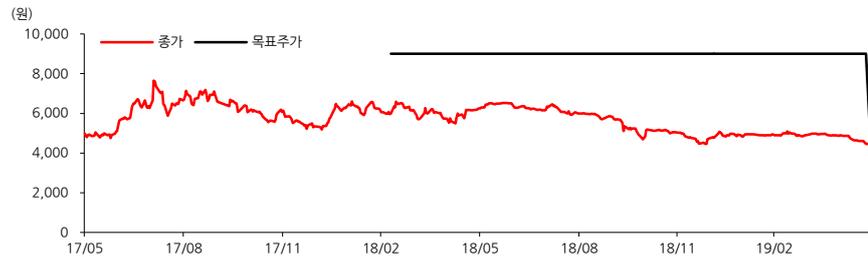
(공표일: 2019년 5월 30일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (성용훈)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 흥국화재 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2018.03.09	2018.03.09	2018.03.29	2018.04.10	2018.07.18	2018.11.28
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	성용훈	9,000	9,000	9,000	9,000	9,000
일 시	2019.05.30					
투자의견	Buy					
목표가격	5,800					

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.03.09	Buy	9,000	-37.37	-26.78
2019.05.30	Buy	5,800		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2019년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.4%	12.6%	0.0%	100.0%