



한화손해보험 (000370)

보험주 중 처음으로 주주환원책 제시

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479

Buy (유지)

목표주가(상향): 6,000원

현재 주가(4/19)	4,415원
상승여력	▲35.9%
시가총액	5,154억원
발행주식수	116,739천주
52 주 최고가 / 최저가	5,550 / 3,625원
90 일 일평균 거래대금	111.77억원
외국인 지분율	12.1%
주주 구성	
한화생명보험 (외 4 인)	51.4%
한화손해보험우리사주 (외 1 인)	3.0%
자사주 (외 1 인)	0.1%

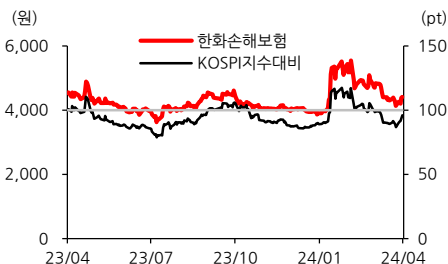
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.3	13.1	-2.8	-0.7
상대수익률(KOSPI)	-3.8	8.2	-10.0	-1.3

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	290	292	393	437
투자손익	73	94	66	52
영업이익	363	386	459	488
당기순이익	275	291	348	369
CSM (*)	3,712	3,900	4,246	4,584
수정 EPS	2,439	2,210	2,752	2,941
수정 BPS	14,385	31,202	33,239	35,081
수정 PER	1.9	1.8	1.6	1.5
수정 PBR	0.3	0.1	0.1	0.1
수정 ROE	15.3	5.4	6.4	6.5
배당수익률	0.0	4.5	5.7	6.8

* 보유 순부채 기준

주가 추이



한화손해보험은 커버리지사 중 흔히 않게 1Q24 순이익이 YoY 증가할 전망입니다. 3년간 DPS 를 10% 내외로 지속 상향하겠다고 밝힌 동사의 12mf PBR 은 0.13 배에 불과해, 지나친 저평가 상태로 판단됩니다.

1Q24 별도 순이익 1,097억원(+10% YoY), 기대치 하회

한화손해보험의 1Q24 별도 당기순이익은 1,097억원(+10% YoY)으로 시장 컨센서스를 8% 하회할 것으로 보인다. 단 이것은 최근 컨센서스가 급등한 영향이며, 업종 내 흔히 않은 YoY 증익이 예상된다.

1Q24 보험손익은 38% YoY 증가할 전망이다. 보유계약가치 확대에 따른 CSM 상각의 증가에 더해 손실계약비용 감소, 일반보험 합산비 개선에 의한 PAA손익 증가 등을 반영한 결과다. 한편 2Q23부터 신계약 영업에 집중하면서 보장성 매출을 확대한 덕에, 1Q24 신계약 보험료는 50% YoY 이상 증가하며 최근 6년래 최고 수준을 나타낼 것으로 기대된다.

1Q24 투자수익률은 경상 수준인 3.0%로 가정하였다. 보험금융비용의 증가와, FVPL평가손익이 100억원 이상 발생했던 전년 동기에 대한 기저효과로 투자손익은 42% YoY 감소할 것으로 추정된다.

이익 성장과 배당매력을 고려하면 지나친 저평가

한화손해보험은 공시를 통해 향후 3년간의 배당정책을 제시하고, 정관상 중간배당 조항을 신설하며, 제반여건에 따라 자사주 매입과 소각을 시행할 것으로 발표하였다. 밸류업 기대감이 확산된 이후 당사 커버리지 보험사 중에서는 처음으로 자본정책을 제시한 셈이다. 동사는 2027년까지 '자기자본+CSM' 10조원, ROE 10%를 목표로 하여 3년간 보통주 DPS를 10% 내외로 지속 상향하겠다고 밝혔다. 당사 추정에 따르면 자본+CSM 규모 달성은 가능하나, 해당 조건에서 ROE 10%에 도달하려면 4년간 CAGR 11.7%의 이익 증가를 나타내야 하므로 회사의 노력이 병행되어야 할 목표치로 보인다. 매년 10% 이상의 DPS 상승을 가정하면 동사의 배당수익률은 2024년 5.7%, 향후 3개년 평균 6.5%로 예상된다. 이가운데 동사의 valuation은 12mf PBR 0.13배, PER 1.6배에 불과해, 이익 성장과 배당매력을 고려하면 지나친 저평가 상태로 판단된다. 기간 경과에 따른 BPS 증가를 감안해 목표주가를 이전 대비 3% 상향 조정하며, 투자 의견 매수를 유지한다.

[표1] 한화손해보험의 1Q24 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24E	1Q23	YoY	4Q23	QoQ	컨센서스	차이
보험손익	126.2	91.7	37.7	34.9	261.4	n/a	n/a
투자손익	18.6	31.8	-41.7	24.5	-24.1	n/a	n/a
영업이익	144.8	123.5	17.2	59.4	143.8	171.5	-15.6
당기순이익	109.7	99.5	10.2	37.0	196.6	119.3	-8.1

자료: 한화손해보험, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

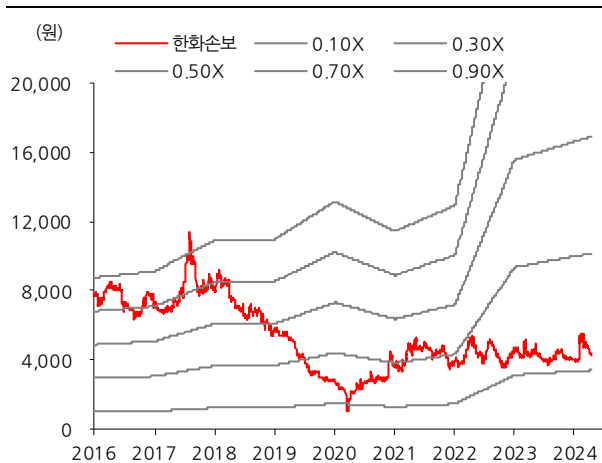
[표2] 한화손해보험의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

항목	한화손해보험	비고
자기자본비용	17.6	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	3.4	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	10.3	(c): Market Risk Premium (Bloomberg)
Beta (β)	1.4	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE	6.5	(e): 회사별 향후 3개년 수정 ROE 평균
영구성장률	0.0	(f)
이론적 PBR	0.37	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율)	(53.0)	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR	0.17	(i): (g)*(h)
수정 BPS	33,853	(j): 회사별 12개월 forward 수정 BPS
목표주가	6,000	(k): (i)*(j)
조정률	3.4	직전 목표주가 대비 조정률
현주가	4,415	
상승여력	35.9	

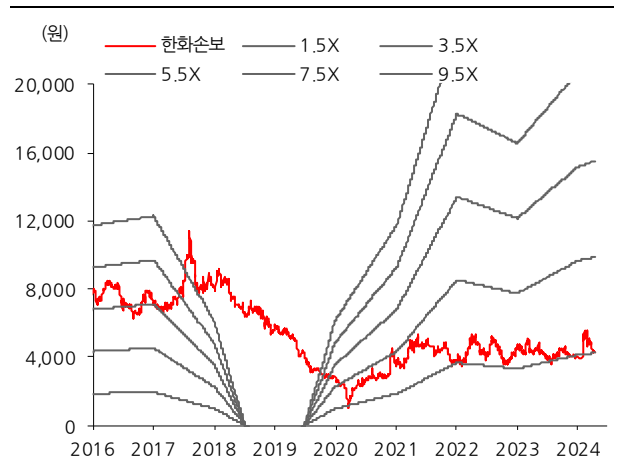
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한화손해보험의 12m forward PBR



자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화손해보험의 12m forward PER



자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

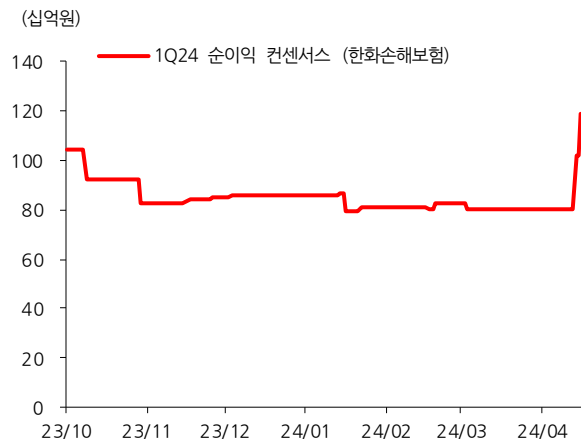
[표3] 한화손해보험의 분기별 주요 손익 및 추정치

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	92	109	57	35	126	132	96	38	261.4	37.7
일반/VFA 모형	65	94	29	31	91	102	72	27	193.5	40.2
예실차	3	10	-25	-71	2	10	-22	-70	흑전	-51.6
RA 변동	18	19	18	20	19	19	19	19	-7.2	2.3
CSM 상각	94	95	96	101	102	104	106	108	0.4	8.1
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	-27	-13	-46	-11	-14	-14	-14	-14	적지	적지
기타	-23	-17	-14	-8	-17	-17	-17	-17	적지	적지
PAA 모형	53	42	55	39	63	59	54	50	61.4	20.1
보험수익	301	304	317	318	306	318	320	326	-3.8	1.8
비용	248	262	262	279	243	258	266	276	-13.0	-2.1
기타사업비	26	27	27	35	28	29	30	38	-21.1	8.0
투자손익	32	26	11	24	19	15	16	17	-24.1	-41.7
보험금융손익	-99	-106	-102	-97	-108	-111	-115	-116	적지	적지
투자서비스손익	131	131	113	122	127	126	131	133	4.5	-3.2
영업이익	123	135	68	59	145	147	112	55	143.8	17.2
영업외이익	1	1	0	-2	0	0	0	0	n/a	n/a
세전이익	125	135	68	57	145	147	112	55	152.1	16.2
당기순이익	100	103	51	37	110	111	85	42	196.6	10.2
CSM (보유 순부채)	3,692	3,779	3,814	3,903	3,992	4,082	4,169	4,246	2.3	8.1
K-ICS (경과조치 전)	177	178	190	n/a	184	184	184	183	n/a	7.0

자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

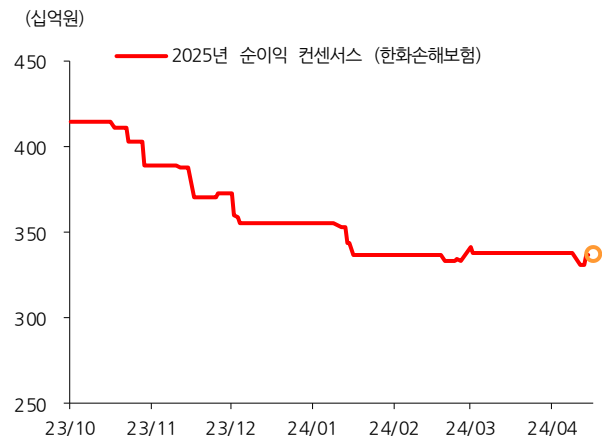
[그림3] 한화손해보험의 1Q24 당기순이익 컨센서스



주: 황색 원은 당사 추정치

자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

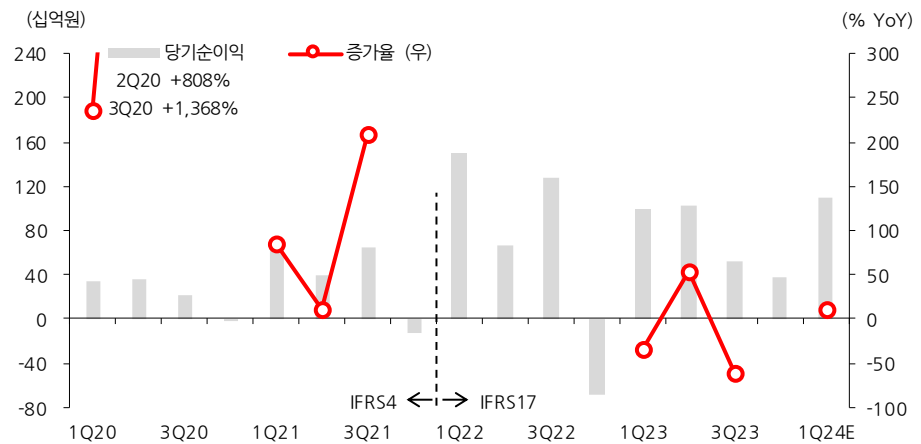
[그림4] 한화손해보험의 2024년 당기순이익 컨센서스



주: 황색 원은 당사 추정치

자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

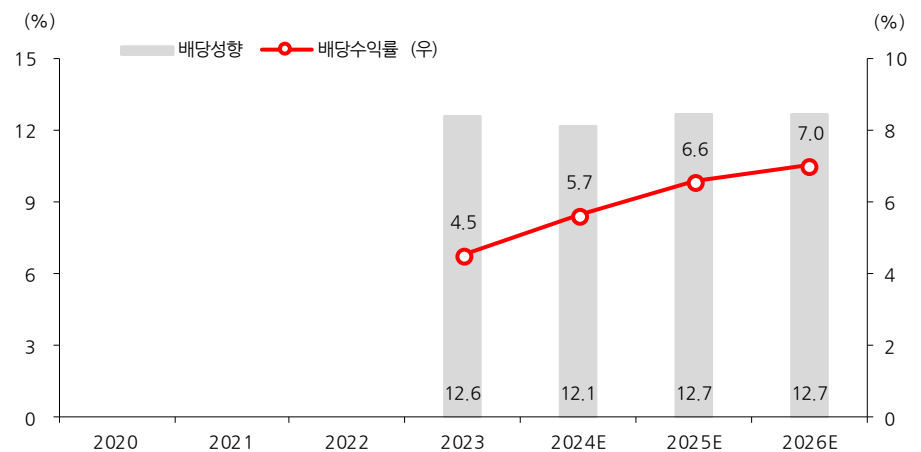
[그림5] 한화손해보험의 분기별 당기순이익 및 증가율



주: 2021년까지는 IFRS4, 2022년은 IFRS17 & IAS39 기준, 2023년 이후는 IFRS17 & IFRS9 기준

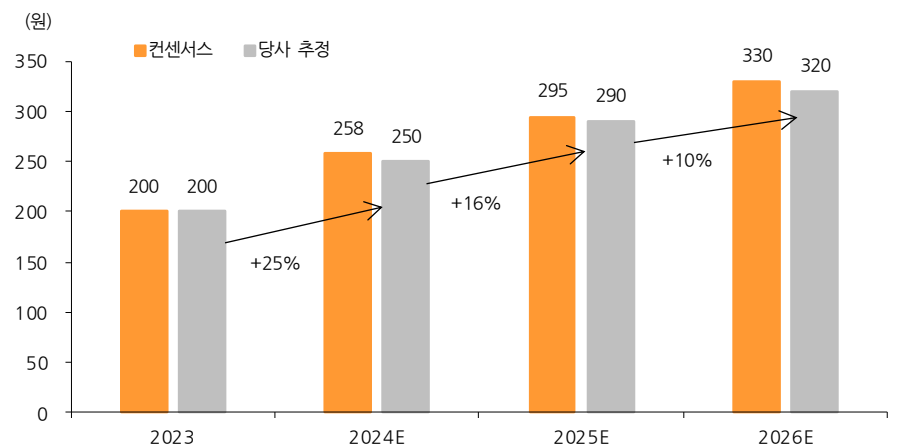
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 한화손해보험의 배당지표



자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 한화손해보험의 DPS 에 대한 시장 컨센서스 및 당사 추정치



자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
운용자산	15,929	17,018	17,920	18,851
현금및예치금	365	391	458	492
유가증권	11,874	13,285	13,803	14,488
FVPL	4,959	4,746	5,329	5,657
FVOCI	6,736	8,215	8,150	8,507
AC	0	0	0	0
대출채권	3,435	3,089	3,387	3,584
부동산	255	252	272	287
비운용자산	1,093	980	993	1,244
특별계정자산	0	0	0	0
자산총계	17,022	17,998	18,913	20,095
책임준비금	12,072	13,510	14,087	14,957
BEL	6,571	7,816	7,950	8,386
RA	1,089	1,046	1,096	1,145
CSM	3,728	3,927	4,273	4,613
PAA	618	654	703	749
투자계약부채	66	67	65	64
기타부채	1,722	1,082	1,109	1,109
후순위채	727	249	249	249
특별계정부채	0	0	0	0
부채총계	13,794	14,592	15,196	16,066
자본금	774	774	774	774
자본잉여금	67	67	67	67
신종자본증권	423	234	234	234
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	1,978	2,313	2,609	2,922
해약환급금준비금	1,514	1,790	2,149	2,507
자본조정	-1	-1	-1	-1
기타포괄손익누계	-13	19	34	34
자본총계	3,228	3,406	3,717	4,029

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
자산총계	n/a	5.7	5.1	6.3
운용자산	n/a	6.8	5.3	5.2
부채총계	n/a	5.8	4.1	5.7
CSM	n/a	5.3	8.8	7.9
자본총계	n/a	5.5	9.1	8.4
보험손익	n/a	0.9	34.5	11.2
투자손익	n/a	27.8	-29.5	-21.9
영업이익	n/a	6.3	19.0	6.4
순이익	n/a	5.8	19.6	6.2

주: IFRS 별도 기준, 2022년 수정 지표들은 자본총계(OCI)를 보정함

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	290	292	393	437
일반 및 변동수수료모형	146	218	291	341
CSM 상각	338	386	420	455
RA 변동	96	75	75	79
예상과실계차이	-44	-83	-80	-61
손실계약	-156	-98	-56	-60
기타	-88	-62	-68	-72
보험료배분접근법모형	247	189	226	230
재보험손익	104	115	125	135
간접사업비	73	94	66	52
투자손익	-373	-404	-451	-486
보험금융손익	326	374	423	444
이자수익	193	183	187	193
배당수익	-86	3	0	0
FVPL 평가손익	12	-64	-94	-100
기타	363	386	459	488
영업이익	1	-0	0	0
영업외이익	364	385	459	488
세전이익	90	95	111	119
법인세비용	275	291	348	369
당기순이익	290	292	393	437

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023	2024E	2025E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	45	64	75	77
신계약 CSM	496	670	752	763
투자수익률	2.7	3.0	3.0	2.9
수정 Book Value	4,719	4,825	5,106	5,389
수익성				
수정 ROE	15.3	5.4	6.4	6.5
수정 ROA	1.5	1.5	1.7	1.8
주당 지표				
수정 EPS	2,439	2,210	2,752	2,941
수정 BPS	14,385	31,202	33,239	35,081
보통주 DPS	0	200	250	290
Valuation 및 배당				
수정 PER	1.9	1.8	1.6	1.5
수정 PBR	0.3	0.1	0.1	0.1
배당성향	0.0	12.6	12.1	12.7
보통주 배당수익률	0.0	4.5	5.7	6.6

[Compliance Notice](공표일: 2024년 4월 22일)

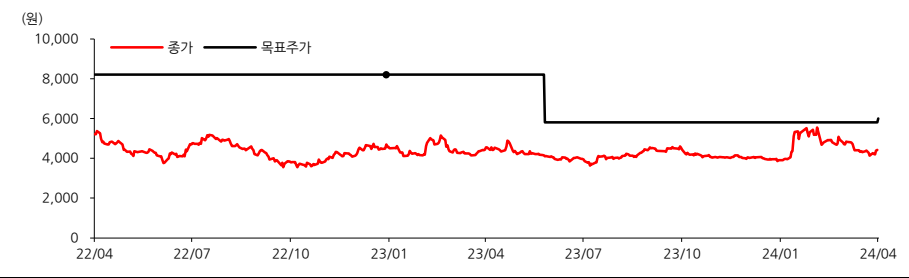
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

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

상기 '한화손해보험'은 당사와 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률"에서 규정하는 계열회사의 관계에 있는 법인입니다.

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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한화손해보험 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.05.16	2022.06.20	2022.07.11	2022.08.17	2022.09.19
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격		8,200	8,200	8,200	8,200	8,200
일 시	2022.09.20	2022.09.26	2022.11.15	2022.12.28	2023.02.07	2023.06.14
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	8,200	8,200	8,200	8,200	8,200	5,800
일 시	2023.08.07	2023.09.01	2023.11.14	2024.01.15	2024.02.23	2024.04.22
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	5,800	5,800	5,800	5,800	5,800	6,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.06.14	Buy	5,800	-26.22	-4.31
2024.04.22	Buy	6,000		

[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 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

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: 2024년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%