



## BUY(신규)

목표주가(12M) 6,000원  
현재주가(4.22) 4,665원

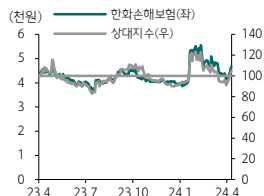
### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,629.44
52주 최고/최저(원)	5,550/3,625
시가총액(십억원)	544.6
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	116,738.9
60일 평균 거래량(천주)	2,235.8
60일 평균 거래대금(십억원)	11.6
외국인지분율(%)	12.05
주요주주 지분율(%)	
한화생명보험 외 3인	51.42

### Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)		
영업이익(십억원)		N/A
순이익(십억원)	438	
EPS(원)	324	
BPS(원)	2,093	

### Stock Price



### Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
보험손익	-	292.1	386.7	413.1
투자손익	-	192.9	57.2	60.1
영업이익	-	485.0	443.9	473.2
당기순이익	-	290.7	322.1	343.5
지배순이익	-	247.2	309.5	342.9
증감률	-	-	11%	7%
DPS	-	200	220	240
P/E	-	1.91	1.67	1.50
P/B	-	0.14	0.14	0.13
ROA	-	0.0	1.7	1.8
ROE	-	8.8	9.1	8.9
배당수익률	-	4.9%	5.0%	5.4%



Analyst 안영준 yjahn@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 4월 23일 | 기업분석

## 한화손해보험(000370)

### 안정적인 실적, 구체적인 주주환원

#### 투자의견 BUY, 목표주가 6,000원 제시

한화손해보험에 대해 투자의견 'BUY', 목표주가 6,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 배당할인모형을 사용하였으며, 향후 3년간 DPS 연 10% 내외 지속 상향이라는 주주환원 정책을 발표함에 따라 2024년 예상 DPS는 220원, 배당성장률은 10%를 사용했다. 요구수익률로는 CAPM을 사용하여 13.4%를 적용하였다.

#### 실적 및 주주환원 안정화에 따른 밸류에이션 확대 기대

한화손해보험의 투자포인트는 배당 턴어라운드와 더불어 1) 과거 저평가 요인이었던 보험손익의 높은 변동성과 자본비율 악화 우려가 상당부분 개선되었고, 2) 안정적인 신계약 성장을 실현하고 있으며, 3) DPS를 기준으로 하는 업종 내에서 가장 선진적인 주주환원정책을 펼치고 있다는 것이다. 이에 따라 IFRS17 도입의 기대효과인 '보험사 실적 변동성 완화 → 주주환원 안정성 제고 → 이에 따른 밸류에이션 확대'에 가장 부합하는 보험사라는 판단이다. 특히 2023년 연간 +124억원의 예실차를 기록한 것과 연간 CSM 조정액은 -2,280억원(기말 CSM 대비 6%)으로 상대적으로 양호했다는 점을 고려하면 향후에도 안정적인 실적 기조를 유지할 수 있을 것으로 보인다. 2024년 연간 예상 순이익은 전년대비 11% 증가한 3,221억원을 기록할 것으로 예상되며, 안정적인 신계약 성장과 상대적으로 양호한 CSM 조정액 등을 기반으로 연말 CSM 잔액은 전년말대비 7% 성장한 4.2조원으로 예상된다. 1분기 실적은 채권 교체매매에 따른 처분손실이 일부 반영되나 안정적인 CSM 상각액 및 일반보험 손해를 개선과 더불어 발생사고부채 환입에 따른 일회성 수익 인식으로 전년동기대비 12% 증가할 것으로 예상된다.

#### 경과조치 및 자본비율 등은 부담 요인이거나, 구체적인 주주환원으로 할인 요소 상쇄

2023년 3분기 기준 K-ICS 비율은 282.4%(경과조치 전 190.4%)였으며, 2023년말 예상 K-ICS 비율은 230% 이상(경과조치 전 180% 이상)으로 양호한 수준을 유지하고 있다. 경과조치 적용으로 배당성향을 단기간에 대폭 상향하기는 어렵고 향후 금리가 급격하게 하락할 경우 상대적으로 높은 자본비율 민감도는 부담이 될 수 있으나, 이에 따른 투자자들의 우려는 향후 3년간 DPS 연 10% 내외 지속 상향이라는 구체적인 주주환원정책을 발표함으로써 상쇄시켰다고 판단한다. 현재 주가는 P/B 0.1배대, P/E 1배대로 극도로 저평가되어 있는 상황인데, 향후 안정적인 실적을 이어가면서 밸류에이션 확대를 기대해볼 수 있다는 판단이다.

신계약 성장을 기반으로 안정적인 실적 성장 기대

한화손해보험의 2023년 월평균 장기 신계약은 53억원으로 전년대비 42% 증가하며 높은 성장률을 기록했다. 신계약 판매가 높은 성장을 보일 수 있었던 이유는 차별화된 상품과 우호적인 판매 채널로 판단된다. 작년 출시된 '한화 시그니처 여성 건강보험'은 최근까지도 월평균 10억원 이상의 매출을 기록하고 있는 것으로 파악되며, 특히 다양한 특약에 대해 배타적 사용권을 획득하며 차별화된 상품 라인업을 확보했다. 또한 한화생명의 자회사 GA 등 우호적인 GA 채널을 활용하면서 채널 경쟁력을 높일 수 있었던 것으로 판단된다. 신계약 성장에 힘입어 2023년 신계약 CSM은 연초 CSM의 18% 수준인 6,784억원을 기록했으며, 연중 CSM 조정액은 2,280억원, CSM 순증액은 1,991억원을 기록했다. 양호한 신계약 증가를 시현하고 있으며 특히 CSM 조정액이 상대적으로 적었기 때문에 향후 안정적인 CSM 및 보험이익의 성장이 예상된다.

도표 1. 한화손해보험의 월별 장기 신계약 매출액 추이

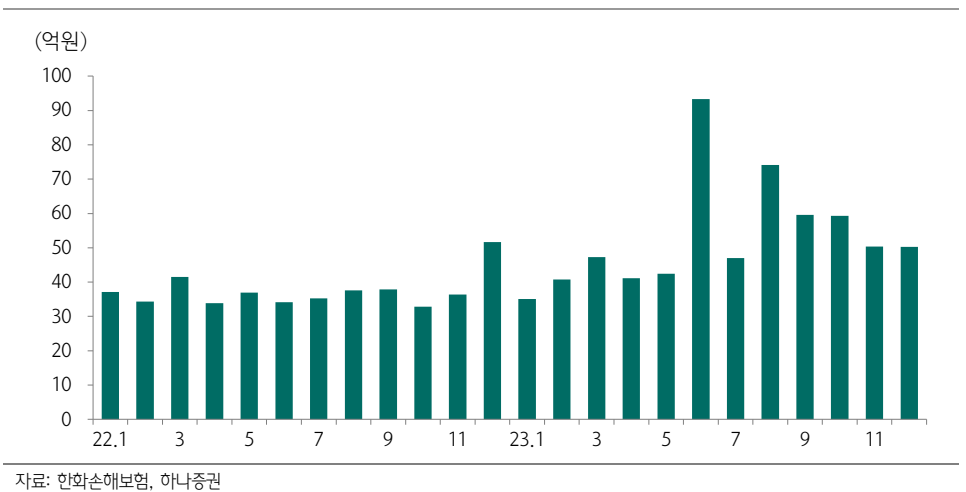
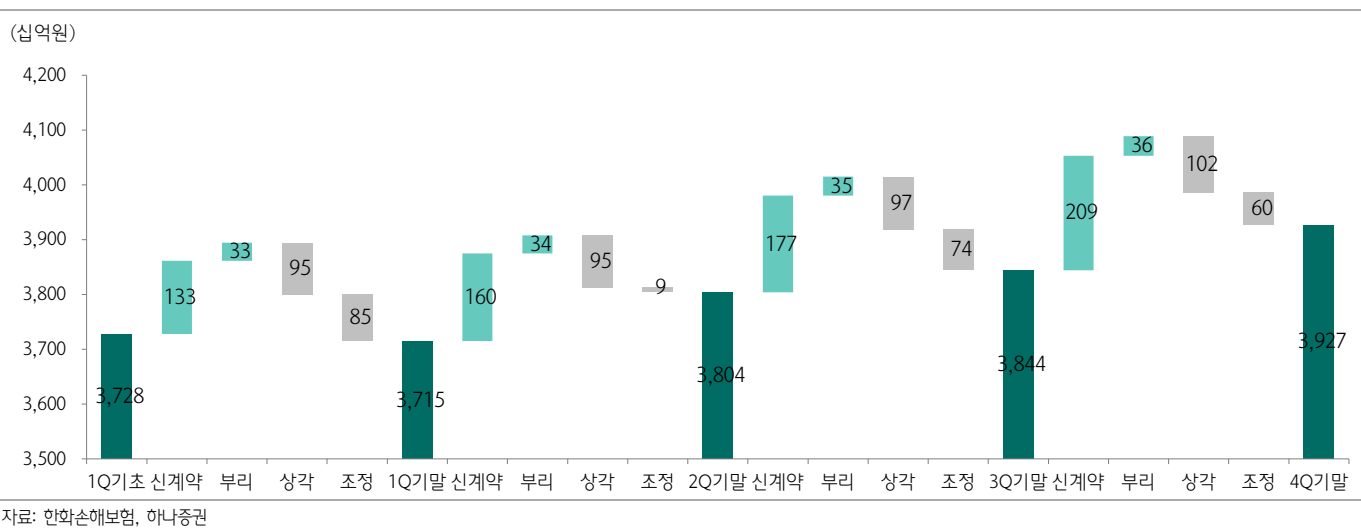


도표 2. 한화손해보험의 2023년 CSM Movement



1분기 실적은 12% (YoY) 증가한 1,113억원 전망

한화손해보험의 1분기 당기순이익은 전년동기대비 12% 증가한 1,113억원으로 컨센서스인 1,193억원을 약 7% 하회할 것으로 예상된다. CSM 성장에 힘입어 양호한 CSM 상각이익을 기록할 것으로 보이며, 발생사고부채의 환입분 약 500억원이 예실차이익에 더해져 이에 따라 보험이익은 56% (YoY) 증가할 것으로 전망한다. 투자이익은 금리 상승 및 채권 교체매매 진행 등으로 소폭 부진할 것으로 예상되며, 전년동기 IFRS9 도입에 따른 높았던 기저의 영향으로 92% (YoY) 감소할 것으로 보인다. 안정적인 신계약 성장과 예실차, 보유이원 상승, 일반보험 손해를 개선 등에 힘입어 연간 양호한 실적을 기록할 것으로 기대된다.

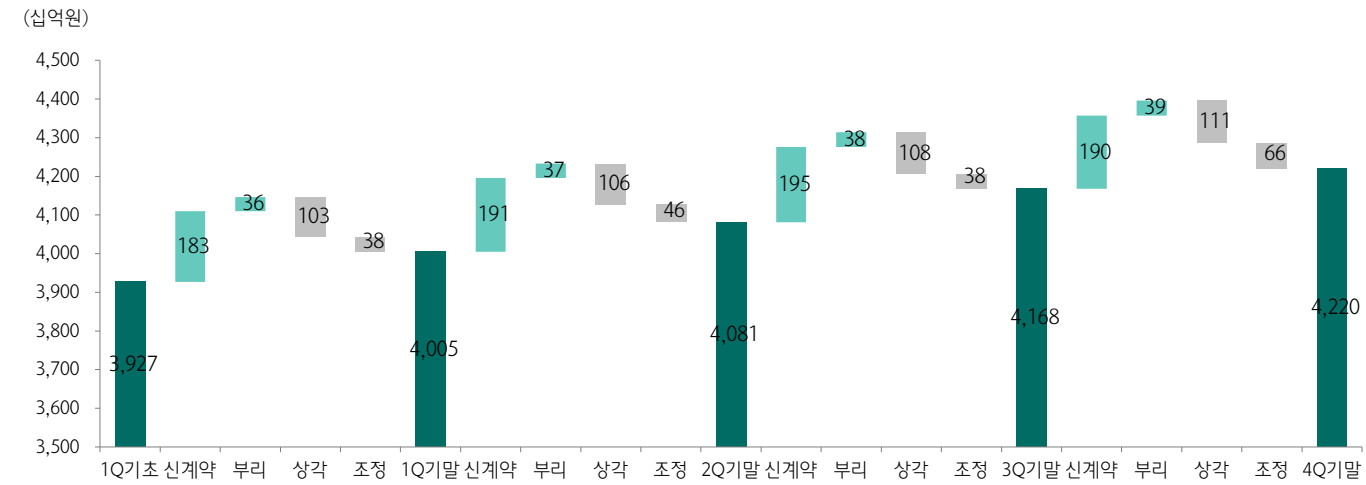
도표 3. 한화손해보험의 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
보험이익	91.7	108.8	56.7	34.9	142.9	90.1	84.3	69.4	292.1	386.7
장기	80.2	98.6	53.0	50.7	129.0	80.1	79.7	57.5	282.6	346.3
CSM상각	94.5	95.4	96.6	101.5	103.3	105.8	108.2	110.7	388.0	428.0
RA상각	18.4	19.0	18.7	20.2	20.6	21.0	21.4	21.9	76.2	84.9
예실차	12.8	18.9	8.7	(28.0)	57.0	11.4	3.6	(17.8)	12.4	54.2
보험금	3.3	9.5	(3.7)	(18.9)	52.3	6.6	(2.6)	(13.2)	(9.8)	43.1
사업비	9.4	9.5	12.4	(9.1)	4.7	4.7	6.2	(4.5)	22.2	11.1
기타	(45.5)	(34.6)	(70.9)	(43.0)	(52.0)	(58.1)	(53.6)	(57.3)	(194.0)	(220.8)
자동차	18.9	13.9	9.6	(18.7)	11.0	6.0	(0.4)	5.8	23.8	22.4
일반	(7.4)	(3.8)	(6.0)	2.9	2.9	4.0	5.0	6.1	(14.3)	18.0
투자이익	131.2	25.8	11.5	24.5	9.9	16.6	16.7	14.1	192.9	57.2
투자서비스손익	230.6	131.4	113.1	121.5	107.1	114.0	114.3	111.9	596.6	447.5
보험금융손익	(99.4)	(105.6)	(101.6)	(97.1)	(97.3)	(97.5)	(97.7)	(97.8)	(403.7)	(390.2)
영업이익	222.9	134.6	68.2	59.4	152.8	106.7	101.0	83.5	485.0	443.9
영업외손익	1.0	0.6	0.2	(2.0)	(0.4)	(0.7)	(0.9)	(0.6)	(0.1)	(2.6)
세전이익	124.5	135.1	68.4	57.4	152.4	106.0	100.1	82.8	385.5	441.3
당기순이익	99.5	102.9	51.3	37.0	111.3	77.4	73.1	60.5	290.7	322.1

자료: 한화손해보험, 하나증권

도표 4. 한화손해보험의 2024년 CSM Movement 전망



자료: 한화손해보험, 하나증권

구체적인 주주환원정책은 밸류에이션 프리미엄 요인

한화손해보험은 4월 18일 공시를 통해 100만주의 자기주식 취득 결정과 새로운 주주환원정책을 공개했다. 주주환원정책의 주요 내용으로는 1) 정관 개정을 통해 의결권 기준일과 배당 기준일 분리 및 중간배당 조항 신설, 2) 2024년~2026년 배당정책으로 주당배당금 연 10% 내외 지속 상향 예정, 3) 향후 이익과 자본비율 등을 고려하여 자사주 매입 및 소각을 결정할 계획 등이었다.

2023년 연간 DPS는 200원이며 기대배당수익률은 4%대이나 구체적인 주주환원정책을 공시했다는 점은 긍정적인다. 특히 DPS를 기준으로 배당정책을 제시하여 IFRS17 도입 이후 실적 변동성 완화 → 주주환원 안정성 제고 → 이에 따른 밸류에이션 확대를 기대할 수 있다는 점에서 밸류에이션 프리미엄 요인이라고 판단한다.

도표 5. 한화손해보험이 4월 18일 공시한 주주환원정책

1. 정보내용	공시제목	주주가치 제고를 위한 주주환원정책 수립
	관련 수시공시내용	○배당 예측가능성 제고를 위한 관련 정관 개정 - 의결권 기준일과 배당 기준일을 분리 - 중간배당 조항을 신설  ○신규 배당정책(FY2024 ~ FY2026) - 주주가치 제고를 기본 원칙으로 배당가능이익 범위 내에서 제반 대내·외 경영환경을 고려하여 배당규모를 결정 - FY2023 보통주 주당배당금 200원을 지급하였으며, 향후 3년간 보통주 주당배당금을 연 10%내외 지속 상향 ※ 예상 주당배당금은 '27년도 별도재무제표 기준 조정순자산(자기자본 + CSM) 10조원 및 ROE 10% 사업 목표 하 산출  ○자사주 매입 및 소각 - 자사주 매입은 회사의 당기순이익 및 임직원 성과 보상을 위한 매입분 등을 고려하여 결정. 매입 후 소각 여부 및 규모 또한 제반 경제경영상황과 지급여력 비율 등을 종합적으로 고려하여 결정 예정
2. 정보제공내역	예정 공시 일시	2024-04-18
	정보제공자	한화손해보험(주) IR담당
	정보제공대상자	증권회사, 투자자문회사, 펀드매니저, 애널리스트, 언론사 기자, 일반투자자 등
	정보제공(예정)일시	2024.4.18(목) 공정공시 이후
3. 연락처(관련부서/전화번호)	행사명(장소)	-
		IR담당 / 02-316-6829
4. 기타 투자판단과 관련한 중요사항		
- 상기 정책은 주주환원의 예측가능성과 일관성 유지 등을 위해 수립하였으며, 대내·외 경영환경 및 시장상황 변화 등 제반여건에 따라 변경될 수 있습니다.		
- 각 사업연도 배당금 등 세부 사항은 당사 이사회 결의 또는 정기주주총회 승인을 거쳐 결정될 예정입니다.		
※ 관련공시	-	

자료: 한화손해보험, dart

투자의견 BUY, 목표주가 6,000원으로 커버리지 개시

한화손해보험에 대해 투자의견 'BUY', 목표주가 6,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 배당할인모형을 사용하였으며, 향후 3년간 DPS 연 10% 내외 지속 상향이라는 주주환원정책을 발표함에 따라 2024년 예상 DPS는 220원, 배당성장률은 10%를 사용했다. 요구수익률로는 CAPM을 사용하여 13.33%를 적용하다. 목표주가는 적정주가에 10% 할인을 적용하였는데, K-ICS 경과조치가 시행 중임을 감안하였다. 다만 경과조치가 시행 중이기는 하지만 경과조치 전 기준 K-ICS 비율도 180% 이상으로 양호한 수준이며, 경과조치 시행으로 배당성장 제한이 있음에도 제시된 주주환원정책 시행에는 여유가 있어 크게 부담이 되지는 않는 요인으로 판단한다.

표 6. 한화손해보험의 Valuation

항목	수치	단위	비고
자기자본비용	13.33	%	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	3.48	%	(b): 국고채 3년 수익률
시장위험프리미엄	15.22	%	(c): 한국시장 위험 프리미엄
종목베타	0.65		(d) 3Y 조정베타
차기예상배당금	220	원	(e): 2023년 DPS 200원에 10% 증가 고려
배당성장률	10.00	%	(f): (e)/200-1
적정주가	6,607	원	(g): (e)/{(a)-(f)}
목표주가	6,000	원	K-ICS 경과조치 시행 중임을 감안하여 10% 할인
현재주가	4,665	원	2024년 4월 22일 종가 기준
상승여력	29	%	

자료: 한화손해보험, Bloomberg, 하나증권

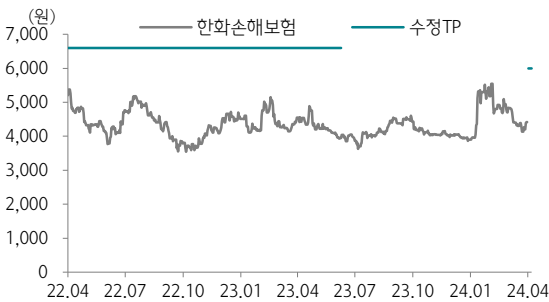
추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023	2024E	2025E
보험이익			292.1	386.7	413.1
장기보험			282.6	346.3	349.0
CSM상각액			388.0	428.0	464.5
RA상각액			76.2	84.9	91.1
예실차			12.4	54.2	0.1
보험금예실차			(9.8)	43.1	(5.5)
사업비예실차			22.2	11.1	5.5
기타			(194.0)	(220.8)	(206.8)
자동차보험이익			23.8	22.4	(2.2)
일반보험이익			(14.3)	18.0	66.4
연결조정			(0.0)	(0.0)	(0.0)
연결보험이익			292.1	386.7	413.1
투자이익			192.9	57.2	60.1
투자서비스손익			596.6	447.5	453.5
보험금융손익			(403.7)	(390.2)	(393.3)
영업이익			485.0	443.9	473.2
영업외손익			(0.1)	(2.6)	(2.7)
세전이익			385.5	441.3	470.5
당기순이익			290.7	322.1	343.5
CSM Movement					
기시			3,727.8	3,926.9	4,219.8
신계약			678.4	758.6	767.0
이자부리			137.1	150.4	161.3
상각			(388.6)	(428.0)	(464.5)
조정			(228.0)	(188.0)	(175.1)
기말			3,926.9	4,219.8	4,508.6
K-ICS 비율			183.6	176.7	170.4
재무비율					
ROA				1.7	1.8
ROE			8.8	9.1	8.9
P/E			1.91	1.67	1.50
P/B			0.14	0.14	0.13
배당지표					
DPS			200	220	240
(YoY)				10%	9%
배당성장			8%	8%	8%
기말총가	3,710	4,660	4,050	4,415	4,415
배당수익률	0.0%	0.0%	4.9%	5.0%	5.4%

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023	2024E	2025E
자산총계	20,285.0	17,022.0	17,997.7	18,516.7	19,064.4
운용자산			17,017.8	17,508.6	18,026.4
FVPL			4,745.7	4,690.2	4,638.6
FVOCI			8,215.4	8,537.1	8,877.8
AC					
대출채권			3,089.4	3,178.5	3,272.5
부동산			251.6	258.8	266.5
비운용자산			979.9	1,008.2	1,038.0
특별계정자산					
부채총계	18,825.4	13,793.8	14,592.1	14,827.3	15,060.1
책임준비금			13,510.0	13,723.4	13,933.9
보험계약부채			13,443.2	13,657.9	13,869.8
잔여보장요소			11,692.4	11,941.9	12,187.8
최선추정			6,150.4	6,101.3	6,052.7
위험조정			960.7	953.1	945.5
보험계약마진			3,926.9	4,219.8	4,508.6
보험료배분접근법			654.4	667.6	681.1
발생사고요소			1,750.8	1,716.1	1,682.0
최선추정			1,665.9	1,632.8	1,600.4
위험조정			84.9	83.3	81.6
재보험계약부채			0.0	0.0	0.0
투자계약부채			66.7	65.4	64.1
기타부채			1,082.1	1,103.9	1,126.2
특별계정부채			0.0	0.0	0.0
자본총계	1,459.6	3,228.1	3,405.6	3,689.5	4,004.3
자본금			773.7	773.7	773.7
자본잉여금			67.4	67.4	67.4
신종자본증권			234.1	234.1	234.1
이익잉여금			2,312.7	2,596.6	2,911.4
해약환급금준비금			1,790.0	2,172.5	2,553.2
자본조정			(1.3)	(1.3)	(1.3)
기타포괄손익누계액			19.0	19.0	19.0
투자지표					
운용자산 비중					
현금 및 예치금			2%	2%	2%
주식 및 출자금			1%	1%	1%
채권			39%	40%	40%
대출			18%	18%	18%
수익증권			26%	25%	24%
해외			8%	8%	8%
부동산			1%	1%	1%
기타			4%	5%	5%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한화손해보험



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.4.23	BUY	6,000		
23.6.30	Not Rated	-	-	-
22.5.31	담당자 변경	-	-	-
22.1.13	BUY	6,600	-32.57%	-18.48%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(안영준)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2024년 4월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(안영준)는 2024년 4월 23일 현재 해당회사의 유가증권들을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 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 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현재주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 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%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.09%	5.45%	0.45%	100%

\* 기준일: 2024년 04월 19일