



# 한화손해보험 (000370)

정당화되기 어려운 저평가

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

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 5,800원

현재 주가(11/13)	4,130원
상승여력	▲40.4%
시가총액	4,821억원
발행주식수	116,739천주
52 주 최고가 / 최저가	5,150 / 3,625원
90 일 일평균 거래대금	14.11억원
외국인 지분율	10.5%

주주 구성	
한화생명보험 (외 4 인)	51.4%
한화손해보험우리사주 (외 1 인)	3.0%
자사주 (외 1 인)	0.1%

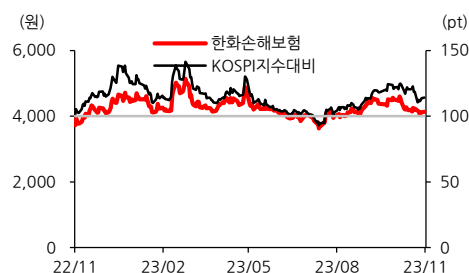
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-8.3	2.9	-13.2	12.7
상대수익률(KOSPI)	-6.2	10.1	-10.3	15.9

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	n/a	330	370	394
투자손익	n/a	84	98	114
영업이익	n/a	414	468	509
당기순이익	n/a	320	354	384
CSM (*)	3,728	3,939	4,243	4,556
수정 EPS	2,439	2,463	2,798	3,058
수정 BPS	14,385	31,538	32,024	33,989
수정 PER	1.4	1.7	1.5	1.4
수정 PBR	0.2	0.2	0.2	0.2
수정 ROE	15.3	6.1	6.6	7.0
배당성향	0.0	15.1	15.3	15.6

\* 보유 순부채 기준

## 주가 추이



한화손해보험은 컨센서스를 9% 하회하는 부진한 실적을 기록했습니다. 확대된 신계약 판매력 및 배당 재개, CSM 성장 등을 고려하면 PER 1 배대의 valuation 은 정당성이 부족하다고 판단됩니다.

## 3Q23 별도 순이익 513억원(-60% YoY), 기대치 하회

한화손해보험의 3Q23 별도 당기순이익은 513억원(-60% YoY, -50% QoQ)(전년 동기 IFRS17 & IFRS9 적용)으로 시장 컨센서스를 9% 하회. 손실계약비용 확대 및 예상차 부진에 의한 보험손익 감소와 FVPL 평가 손이 주 원인. IFRS17 가이드라인 중 실손 가정 변경에 따른 영향은 CSM 400억원 감소, 손실 190억원(손실계약비용 발생) 등으로 나타남. 3Q23 보험손익은 567억원(-48% QoQ)으로, 장기 계약(일반모형)에서의 부진으로 감소. 손실계약비용은 가이드라인 영향을 포함해 464억원으로 확대(vs. 1Q~2Q23 평균 203억원). 예상차(보유)는 주로 발생사고 요소 조정 악화로 적자 전환. 투자수익률(보험금융손익 제외)은 2.8%로 부진했으나, FVPL 평가손 제외 시 3.2%로 전분기과 유사했음. 신계약은 인보험을 중심으로 2% QoQ, 59% YoY 증가해 사상 최대 판매액을 기록. 신계약 호조는 4Q23에도 이어질 것으로 예상(4QE +40% YoY)

## CSM movement

한화손해보험의 3Q23 말 CSM(보유, 순부채)은 3.8조원으로 1% QoQ 증가. 신계약 CSM은 1,766억원(+11% QoQ)으로, 마진 제고(9개월 → 10개월)에 따라 신계약 판매액 증가율을 상회. 주요 가이드라인의 적용을 완료한 현 시점에서 CSM 잔액은 2023년 말 6%, 2024년 말 8%, 2025년 말 7% 증가할 것으로 추정

## 배당성향 15% 가정 시, 기대 DY 7.3%

한화손해보험의 2023년 배당성향을 15%로 가정하면 배당수익률은 7.3%로 기대됨. 동사의 K-ICS비율은 경과조치 적용 시 270% 이상, 적용 전으로도 180% 이상으로 나타나 배당성향 10%대 실행은 충분히 가능하다고 판단. 이후 배당성향 15%대 유지 시 2024년 배당수익률은 8.5%로 배당 매력력이 높은 것으로 판단. 확대된 신계약 판매력 및 5년 만의 배당 재개 기대, CSM 성장 등을 고려 시 업종 내 유일한 PER 1배대(12mf PER 1.5배)의 valuation은 정당성이 부족하다고 판단

[표1] 한화손해보험의 3Q23 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	3Q23P	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	컨센서스	차이
보험손익	57	139	-59.2	109	-47.9	n/a	n/a
투자손익	11	27	-57.6	26	-55.4	n/a	n/a
영업이익	68	166	-58.9	135	-49.4	74	-8.5
당기순이익	51	128	-60.0	103	-50.1	57	-9.4

자료: 한화손해보험, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한화손해보험의 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

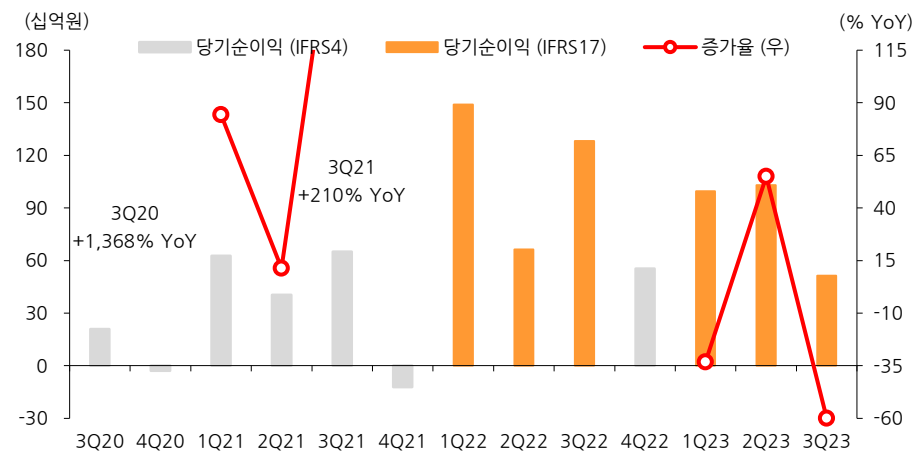
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	QoQ	YoY
AUM	16,514	16,053	16,095	15,929	16,494	16,406	16,160	-1.5	0.4
투자서비스손익	102	77	127		131	131	113	-13.9	-11.2
Yield (%)	2.5	1.9	3.2		3.3	3.2	2.8	-0.4	-0.4
CSM (보유 순부채)	3,441			3,712	3,692	3,779	3,814	0.9	n/a
CSM 상각	87	89	88		94	95	96	1.1	8.7
단순상각률 (%)	10.2				10.2	10.0	10.0	0.0	10.0
신계약 CSM (원수)	126	124	129		133	160	177	10.6	36.9
월납 신계약 보험료	11.3	10.5	11.4	12.1	12.3	17.7	18.1	2.4	59.1
단순마진 (개월)	11.2	11.9	11.3		10.8	9.0	9.8	0.7	-1.6
보험+재보험 손익	183	100	139		92	109	57	-47.9	-59.2
일반/VFA 모형	130	60	103		65	94	29	-69.1	-71.9
예실차	65	15	20		3	10	-25	적전	적전
보험금*	63	28	24		3	19	-18	적전	적전
사업비	2	-13	-4		0	-9	-7	적지	적지
RA 변동	24	24	23		18	19	18	-1.4	-18.9
CSM 상각	87	89	88		94	95	96	1.1	8.7
손실계약관련(+:환입, -:비용)	-26	-46	-19		-27	-13	-46	적지	적지
기타	-21	-22	-9		-23	-17	-14	적지	적지
PAA 모형	75	64	58		53	42	55	30.2	-4.7
보험수익	291	299	305		301	304	317	4.0	3.7
발생순보험금	121	138	120		145	164	154	-5.9	28.2
발생순손사비	11	13	19		15	16	17	4.1	-11.1
손실계약관련(+:환입, -:비용)	6	9	4		4	1	1	-38.6	-87.0
재보험비용	71	77	82		76	71	72	1.5	-11.8
기타	-17	-18	-31		-16	-12	-19	적지	적지
기타사업비	22	23	22		26	27	27	0.6	24.1
투자손익	13	-16	27		32	26	11	-55.4	-57.6
보험금융손익	-89	-92	-100		-99	-106	-102	적지	적지
투자서비스손익	102	77	127		131	131	113	-13.9	-11.2
영업이익	196	84	166		123	135	68	-49.4	-58.9
영업외이익	-0	2	6		1	1	0	-59.7	-96.0
세전이익	196	86	171		125	135	68	-49.4	-60.1
당기순이익	149	66	128		100	103	51	-50.1	-60.0

주: 회색 음영 부분은 데이터 부재, \*보험료 경험조정 포함

자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

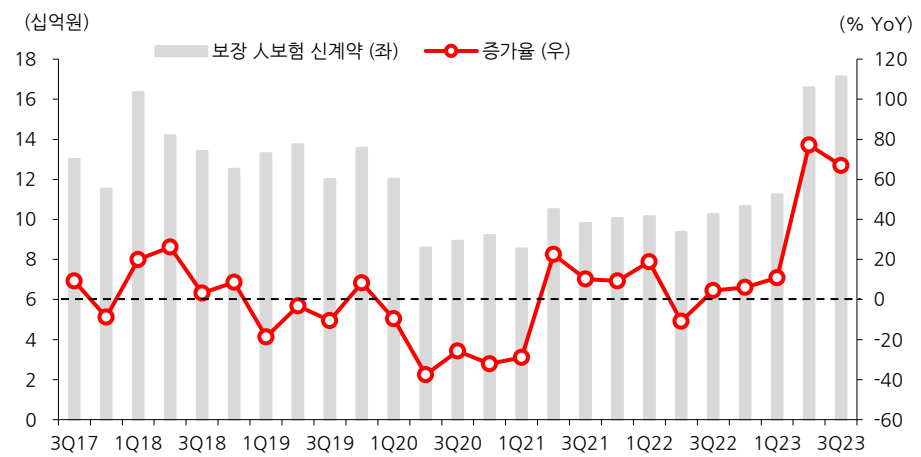
[그림1] 한화손해보험의 분기별 당기순이익 및 증가율



주: 1Q22부터는 모두 IFRS9 적용

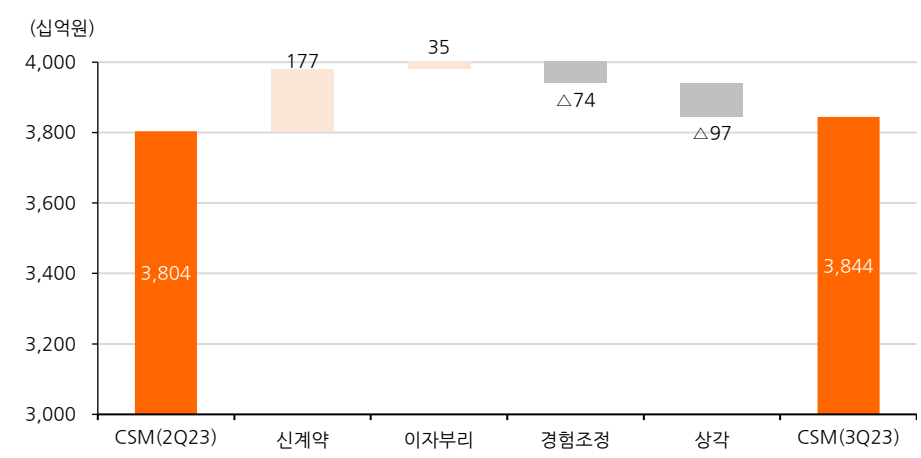
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화손해보험의 보장성 인보험 신계약 금액 및 증가율



자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

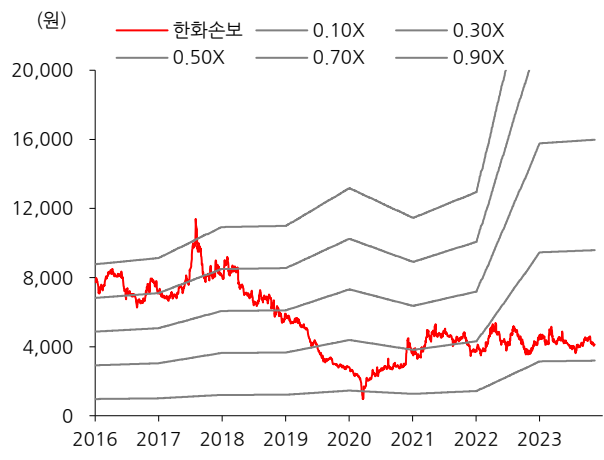
[그림3] 한화손해보험의 3Q23 CSM Movement



주: 보험계약부채 기준

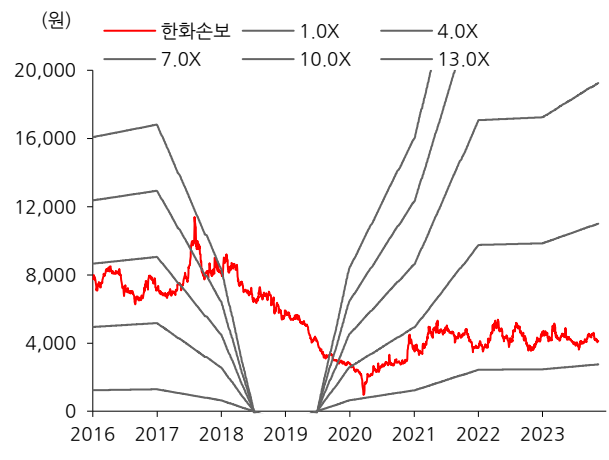
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한화손해보험 12m forward PBR Band



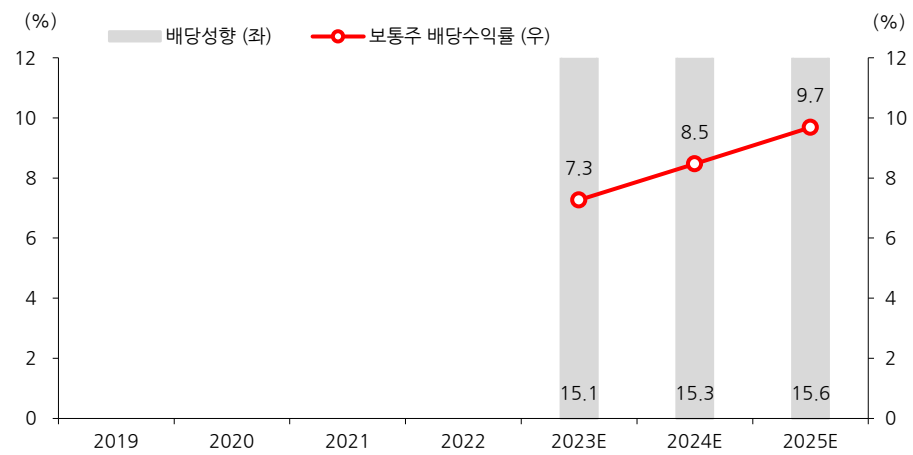
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한화손해보험 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 한화손해보험의 배당지표 추이 및 전망



자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E
운용자산	15,929	16,289	16,750	17,224
현금및예치금	365	384	433	454
유가증권	11,874	12,475	12,780	13,132
FVPL	4,959	5,137	5,283	5,432
FVOCI	6,736	7,135	7,294	7,498
AC	0	0	0	0
대출채권	3,435	3,176	3,276	3,370
부동산	255	254	261	268
비운용자산	1,093	845	858	859
특별계정자산	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	<b>17,022</b>	<b>17,134</b>	<b>17,608</b>	<b>18,082</b>
책임준비금	12,072	11,823	12,200	12,359
BEL	6,571	6,175	6,231	6,059
RA	1,089	992	1,012	1,035
CSM	3,728	3,939	4,243	4,556
PAA	618	651	646	640
투자계약부채	66	66	67	69
기타부채	1,722	1,667	1,667	1,667
후순위채	727	599	599	599
특별계정부채	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	<b>13,794</b>	<b>13,490</b>	<b>13,867</b>	<b>14,026</b>
자본금	774	774	774	774
자본잉여금	67	67	67	67
신종자본증권	423	234	234	234
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	1,978	2,342	2,634	2,949
해약환급금준비금	0	1,761	2,002	2,243
자본조정	-1	-1	-1	-1
기타포괄손익누계	-13	228	33	33
<b>자본총계</b>	<b>3,228</b>	<b>3,644</b>	<b>3,741</b>	<b>4,056</b>

## 성장률

(% YoY)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E
자산총계	n/a	2.1	2.5	2.5
운용자산	n/a	4.6	2.8	2.8
부채총계	n/a	1.7	1.1	1.0
CSM	n/a	5.4	6.2	6.0
자본총계	n/a	3.5	8.5	8.7
보험손익	n/a	n/a	3.7	5.3
투자손익	n/a	n/a	1.1	29.0
영업이익	n/a	n/a	3.2	9.6
순이익	n/a	n/a	1.1	9.3

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

## 포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E
<b>보험손익</b>	<b>n/a</b>	<b>330</b>	<b>370</b>	<b>394</b>
일반 및 변동수수료모형	n/a	272	301	333
CSM 상각	n/a	384	410	441
RA 변동	n/a	73	69	71
예상과실계차이	n/a	-4	0	0
손실계약	n/a	-120	-111	-111
기타	n/a	-61	-67	-67
보험료배분접근법모형	n/a	205	206	206
재보험손익	n/a	-42	-26	-27
간접사업비	n/a	105	111	118
<b>투자손익</b>	<b>n/a</b>	<b>84</b>	<b>98</b>	<b>114</b>
보험금융손익	n/a	-411	-439	-453
이자수익	n/a	374	430	466
배당수익	n/a	186	186	189
FVPL 평가손익	n/a	4	6	0
기타	n/a	-69	-85	-87
<b>영업이익</b>	<b>n/a</b>	<b>414</b>	<b>468</b>	<b>509</b>
영업외이익	n/a	2	0	0
세전이익	n/a	416	468	509
법인세비용	n/a	95	114	124
<b>당기순이익</b>	<b>n/a</b>	<b>320</b>	<b>354</b>	<b>384</b>

## 주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주요 지표</b>				
월납 신계약 보험료	45	64	59	62
신계약 CSM	n/a	627	561	583
투자수익률	n/a	3.1	3.3	3.4
수정 Book Value	4,530	4,876	4,952	5,255
<b>수익성</b>				
수정 ROE	15.3	6.1	6.6	7.0
수정 ROA	1.5	1.7	1.9	2.0
<b>주당 지표</b>				
수정 EPS	2,439	2,463	2,798	3,058
수정 BPS	14,385	31,538	32,024	33,989
보통주 DPS	0	300	350	400
<b>Valuation 및 배당</b>				
수정 PER	1.4	1.7	1.5	1.4
수정 PBR	0.2	0.2	0.2	0.2
배당성향	0.0	15.1	15.3	15.6
보통주 배당수익률	0.0	7.3	8.5	9.7

[ Compliance Notice ]

(공표일: 2023 년 11 월 14 일)

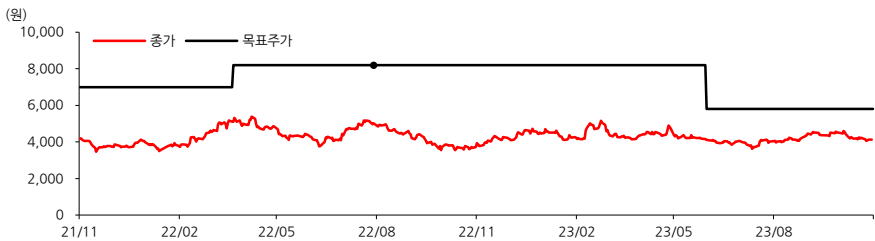
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

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	2022.01.21	2022.04.05	2022.05.16	2022.06.20	2022.07.11
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가		7,000	8,200	8,200	8,200	8,200
일 시	2022.08.17	2022.09.19	2022.09.20	2022.09.26	2022.11.15	2022.12.28
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가	8,200	8,200	8,200	8,200	8,200	8,200
일 시	2023.02.07	2023.06.14	2023.08.07	2023.09.01	2023.11.14	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가	8,200	5,800	5,800	5,800	5,800	

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.04.05	Buy	8,200	-46.34	-34.39
2023.06.14	Buy	5,800		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2023 년 9 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.6%	3.8%	0.6%	100.0%