

한화손해보험 (000370.KS)

장기 관점에서 더 매력적

최근의 보완자본 조달 환경 악화는 상대적으로 자본적정성 열위 보험사에 불리. 다만 장기적으로 IFRS17 전환 이후의 모습은 매력적

조달 환경 불확실성 크지만 중장기 기대감은 높음

한화손해보험 목표주가를 7,100원에서 6,100원으로 하향 조정. 목표주가 변경은 1) 금융시장 불확실성 확대에 따른 보완자본 조달 환경 악화, 2) IFRS17 전환 기대는 크지만 자본적정성, 주주환원 측면에서 상위사 대비 열위가 해소되지 않는 점을 반영해 할인율을 조정(45%→60%)하였음

목표주가는 (IFRS4/IAS39 기준) 2023년 BPS 5,033원에 적정PBR 1.22배를 적용해 산출. 다만 이는 자기자본이 극단적으로 감소한 현 회계 기준에서 산출한 것이며, 추후 구체적인 IFRS17/9 기준 재무제표 공시가 이루어지면 이를 바탕으로 이익 전망과 목표주가를 재산정할 계획임

IFRS17 재무제표는 매력적. 관건은 유의미한 배당 여부

한화손해보험의 2022년말 CSM(보험계약마진, 4년 수정소급법 적용)은 3.5조원. CSM 대비 시가총액(P/CSM)은 0.14배에 불과해, 5년 수정소급법을 적용하는 상위 손해보험사(DB손해보험, 현대해상) 0.34~0.41배보다 크게 낮음. IFRS17 전환 이후의 저평가 매력은 이전보다 확대될 전망

관건은 배당. 지난 수년간 한화손해보험은 재무 여건상 배당 지급을 하지 못했음. 하지만 IFRS17 전환 이후에는 회계적 자본, 이익이 이전보다 크게 개선되는 만큼 투자자의 주주환원 요구가 증가하는 건 필연적인 수순. 배당을 위한 제도적 이슈가 해결된다는 전제 하, 지금까지 배당이 없었던 한화손해보험이 상위사에 근접한 밸류에이션을 얻기 위해 반드시 필요한 건 상위사 이상의 배당수익률임

2023년 1분기 실적은 IFRS17 기준으로 발표될 예정이며, 구 회계(IFRS4) 기준보다 양호한 이익 예상. 일반, 자동차 손해율은 각각 77.6%, 78%을 전망하며, 이는 매우 낮았던 전년 동기보다는 8.6%p, 5.1%p 상승한 것이나 전반적으로 양호한 수준임

한화손해보험 1분기 실적 Preview(K-IFRS 별도, IFRS4 기준) (단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E				2Q23F	
					예상치	y-y	q-q	당사 추정		컨센서스
원수보험료	1,587	1,519	1,499	1,515	1,506	-5.1	-0.6	1,503	-	1,520
영업이익	120	101	111	83	102	-15.1	22.7	110	110	99
세전이익	116	99	113	74	99	-14.9	34.5	107	107	96
순이익	88	75	83	55	74	-15.7	34.1	80	80	72

자료: 한화손해보험, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	6,100원 (하향)
현재가 ('23/04/13)	4,360원
업종	보험업
KOSPI / KOSDAQ	2,561.66 / 894.25
시가총액(보통주)	509.0십억원
발행주식수(보통주)	116.7백만주
52주 최고가 ('22/4/22)	5,380원
최저가 ('22/10/26)	3,545원
평균거래대금(60일)	2.4십억원
배당수익률(2023E)	7.01%
외국인지분율	8.1%
주요주주	
한화생명보험 외 2 인	51.4%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-2.4	22.6	-10.6
상대수익률 (%)	-9.0	3.6	-5.2

	2022	2023E	2024F	2025F
원수보험료	6,121	6,038	6,030	6,033
경과보험료	4,894	4,863	4,828	4,827
손해율	82.6	81.7	80.4	79.1
사업비용	21.4	21.0	21.2	21.2
당기순이익	302	281	336	388
증감률	93.7	-7.1	19.7	15.7
EPS	1,952	1,813	2,170	2,510
PER	2.4	2.4	2.0	1.7
PBR	2.9	0.9	0.6	0.5
ROA	1.5	1.4	1.6	1.8
ROE	34.9	54.6	36.1	30.9
DPS	0	300	300	300
배당성향	0.0	12.5	10.4	9.0

단위: 십억원, %, 원, 배
 주1: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 주2: IFRS4/IAS39 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 정준섭
 02)768-7835, junsup@nhq.com

Summary

한화손해보험은 1946년 4월 신동아화재보험으로 설립되었으며 2002년 한화그룹 계열 편입. 최대주주는 한화생명 (51.4%)이며, 2021년 원수보험료 기준 시장점유율은 6.4%. 2019년 SK텔레콤, 현대차 등 주요 ICT기업과 함께 신개념의 자동차보험사 '캐롯' 설립

Share price drivers/Earnings Momentum

- 자동차 요율 인상과 양호한 기상여건
- 과잉진료 축소와 실손 요율 인상
- 신계약 성장과 안정적 사업비 관리

Downside Risk

- 기상 악화 및 수리비용 증가에 따른 자동차 손해액 증가
- 비급여 의료비 증가에 따른 청구액 증가
- 신계약 경쟁 심화에 따른 사업비 지출 증가
- 정부의 보험사 규제 강화
- 금리 하락

Cross valuations

(Units: x, %)

Company	P/E		P/B		ROE	
	2023E	2024F	2023E	2024F	2023E	2024F
삼성화재	6.6	5.9	0.7	0.6	9.9	9.9
DB 손해보험	4.5	4.1	0.7	0.6	16.0	15.6
현대해상	3.8	3.4	0.6	0.5	15.0	14.3
Ping An Insurance	5.3	4.8	0.8	0.7	14.7	14.7
Tokio Marine	10.8	10.3	1.2	1.1	11.0	11.0

자료: Factset, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(Units: x, %)

Valuations	2021	2022	2023E	2024F	2025F
PER	2.8	2.4	2.4	2.0	1.7
PBR	0.3	2.9	0.9	0.6	0.5
ROA	0.8	1.5	1.4	1.6	1.8
ROE	9.8	34.9	54.6	36.1	30.9
Payout ratio	0.0	0.0	12.5	10.4	9.0

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
원수보험료	3,135	4,286	4,548	4,954	5,291	5,603	5,965	5,976	5,976	6,121
보험영업이익	-267	-286	-260	-279	-243	-365	-536	-376	-308	-197
손해율(%)	86.2	85.6	84.6	84.2	82.1	83.1	85.5	85.4	84.1	82.6
사업비율(%)	24.1	22.4	22.5	22.8	23.7	25.3	26.3	22.5	22.3	21.4
합산비율(%)	110.3	108.0	107.1	107.0	105.9	108.4	111.7	107.9	106.4	104.0
투자영업이익	221	326	387	428	455	490	465	506	520	613
투자이익률(%)	3.4	4.2	4.2	4.0	3.8	3.6	3.1	3.1	2.9	3.5
세전이익	-53	30	115	139	199	116	-85	114	199	402
당기순이익	-40	16	95	112	149	82	-61	88	156	302
EPS(원)	-589	179	1,050	1,237	1,278	705	-522	757	1,336	1,952
BPS(원)	6,024	6,553	9,488	9,749	10,147	12,137	12,214	14,624	12,712	1,604
DPS(원)	0	0	70	100	150	130	0	0	0	0
ROE (%)	-10.4	2.8	13.1	12.9	14.4	6.3	-4.3	5.6	9.8	34.9
ROA (%)	-0.6	0.2	0.9	0.9	1.1	0.5	-0.3	0.5	0.8	1.5
배당성장률(%)	0.0	0.0	6.7	8.1	11.7	18.4	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.9	1.4	1.8	2.2	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한화손해보험, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

본 ESG 분석부분은 유료 리서치 서비스 계약을 통해 제공될 예정으로 전체 내용이 공개되지 않음을 알려드립니다.
당사 고객은 홈페이지(www.nhqv.com)에서 본 조사분석자료의 전체 내용을 열람하실 수 있습니다.

표1. 한화손해보험 실적 전망 (IFRS 별도, IFRS4 기준)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2022	2023E	2024F	2025F
원수보험료	- 수정 후	6,121	6,038	6,030	6,033
	- 수정 전		6,022	5,994	6,057
	- 변동률		0.3	0.6	-0.4
세전이익	- 수정 후	402	373	450	522
	- 수정 전		392	462	542
	- 변동률		-4.8	-2.7	-3.7
(지배지분)순이익		302	281	336	388
EPS	- 수정 후	1,952	1,813	2,170	2,510
	- 수정 전		1,899	2,228	2,603
	- 변동률		-4.5	-2.6	-3.6
PER		2.4	2.4	2.0	1.7
PBR		2.9	0.9	0.6	0.5
ROE		34.9	54.6	36.1	30.9

자료: NH투자증권 리서치본부

표2. 목표주가 산정 (IFRS4 기준)

(단위: 원, 배, %)

	2023	2024	2025
BPS	5,033	6,978	9,262
ROE	54.6%	36.1%	30.9%
23Y BPS	5,033	목표주가	6,100
23~25년 평균 ROE	40.6%	현재주가	4,360
타깃 PBR	1.22	상승여력	39.9%

주: 영구성장률 0.5%, 무위험이자율 3.5%, risk premium 7.0% 가정, 할인율 60% 적용

자료: NH 투자증권 리서치본부

표3. 분기 및 연간 실적 전망 (IFRS4 기준)

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23F	2022	2023E	2024F
원수보험료	1,587	1,519	1,499	1,515	1,506	1,520	6,121	6,038	6,030
일반	128	140	122	121	130	143	512	522	533
장기	1,284	1,201	1,200	1,207	1,209	1,209	4,893	4,836	4,851
자동차	176	177	176	187	167	168	716	680	646
경과보험료	1,280	1,198	1,198	1,218	1,211	1,215	4,894	4,863	4,828
영업이익	120	101	111	83	102	99	415	386	464
보험영업이익	-25	-22	-41	-110	-25	-30	-197	-132	-73
투자영업이익	145	123	152	193	127	129	613	519	537
당기순이익	88	75	83	55	74	72	302	281	336
장기 신계약(월납환산)	11	10	11	12	14	12	44	51	53
보장성	11	10	11	12	14	12	43	50	53
저축성	0	0	0	0	0	0	0	0	0
K-IFRS 손해율	83.3%	80.9%	83.0%	83.2%	82.0%	81.2%	82.6%	81.7%	80.4%
일반	69.0%	67.4%	75.8%	67.4%	77.6%	70.3%	70.0%	73.7%	73.3%
장기	85.5%	82.6%	83.5%	83.7%	82.9%	82.0%	83.9%	82.1%	80.4%
자동차	72.9%	74.5%	83.3%	87.6%	78.0%	80.5%	79.6%	82.8%	84.2%
장기위험손해율	99.0%	92.5%	94.6%	94.4%	95.4%	92.7%	95.1%	93.7%	92.3%
사업비율	18.6%	21.0%	20.4%	25.8%	20.1%	21.3%	21.4%	21.0%	21.2%
합산비율	101.9%	101.9%	103.4%	109.0%	102.1%	102.5%	104.0%	102.7%	101.5%
운용자산	17,831	17,400	17,468	17,345	17,583	17,840	17,345	18,132	18,570
투자영업이익률	3.2%	2.8%	3.5%	4.4%	2.9%	2.9%	3.5%	2.9%	2.9%
자기자본	843	278	115	248	422	544	248	779	1,080
ROE	30.3%	53.8%	169.4%	121.8%	88.5%	59.4%	34.9%	54.6%	36.1%

자료: NH투자증권 리서치본부

Appendix

분류	용어	설명
보험료 종류	수입보험료	보험회사가 일정기간 중 또는 한 회계연도 중에 받아들이는 보험료
	원수보험료	재보험료에 대응되는 개념으로, 원수보험계약에서 보험자가 취득하는 보험료
	경과보험료	원수보험료 중 당해 회계연도에 속하는 보험료
보험료 구성	영업보험료	총 보험료를 말하며, 순보험료와 부가보험료로 구성
	순보험료	영업보험료 중 예정위험률과 예정이율에 의해 산출된 장래 보험금 지급의 재원이 되는 보험료. 위험보험료와 저축보험료로 구분
	위험보험료	사망보험금 / 입원 / 수술 / 장애 급여금 등의 지급재원이 되는 보험료
	저축보험료	만기보험금 / 중도급부금의 지급 재원이 되는 보험료
	부가보험료	순보험료 이외의 사업운영에 필요한 비용에 충당하는 보험료
주요 지표	신계약	월·년 단위의 일정한 기간을 기준으로 그 기간 중에 새로 체결된 계약을 의미
	내재가치(EV)	=보유계약가치(ANW)+조정순자산가치(VIF)
	조정순자산가치(ANW)	과거 영업활동의 결과 축적된 순자산의 시장가치
	보유계약가치(VIF)	보유계약으로부터 발생할 미래가치의 현재할인가격
	손해율	=보험금/보험료, 높을수록 보험사 손익관리 측면에서 부정적
	위험손해율	=발생손해액/위험보험료, 높을수록 보험사 손익관리 측면에서 부정적
	사업비율	=사업비/보험료, 높을수록 보험사 손익관리 측면에서 부정적
	합산비율	=손해율+사업비율, 100%를 초과하면 보험영업이익은 적자(-)
	투자이익률	=투자손익/운용자산, 높을수록 보험사 투자 성과가 양호
	연납화보험료(APE)	신규 매출의 평가 지표. 월납 / 분기납 / 연납 / 일시납 등 모든 납입 형태의 보험료를 연간 기준으로 환산
	요율	기준 보험금액에 대한 보험료. 계약보험금액, 보험종류, 성별, 연령별로 산출
유지율	보험계약이 효력상실되지 않고 계속되는 상황을 나타냄. 성립 계약에 대한 계속 계약의 비율	
30이원	이차손익	자산운용에 의한 실제수익률과 예정이율의 차이에서 발생하는 손익
	비차손익	실제 사업비와 예정사업비의 차이에서 발생하는 손익
	사차손익	그 사업연도에 해당되는 위험보험료와 위험보험금의 차액에서 발생하는 손익
가입목적에 따른 분류	보장성보험	사람의 생명과 관련하여 보험사고가 발생했을 때 약속된 급부금을 제공하는 보험상품
	저축성보험	보장성 보험을 제외한 보험. 지급 보험금 합계액이 이미 납입한 보험료를 초과하는 보험
	변액보험	납입 보험료 중 저축보험료를 분리하여 주식 및 채권 등의 유가증권에 투자 후 수익을 보험계약자의 환급금에 반영하는 보험
생명보험 상품 분류	생존보험	피보험자가 보험기간 만료일까지 생존해 있을 때에 한하여 보험금이 지급되는 생명보험
	사망보험	피보험자의 사망을 보험사고로 해서 보험금을 지급하는 보험계약
	생사혼합보험	사망보험과 생존보험을 혼합한 형태의 생명보험
손해보험 상품 분류	일반보험	통상 만기 1년 이하의 보험을 통칭(자동차보험 제외)
	장기보험	적용이율을 적용하여 보험료를 산출하는 손해보험. 일반적으로 보험기간이 장기
	자동차보험	자동차 손해에 관한 보험. 의무적으로 가입하여야 하는 의무보험과 가입자가 가입여부를 결정할 수 있는 임의보험으로 구분
회계제도, 자본규제	IFRS9	2018년 국내 도입된 자산 관련 국제회계기준. 대손충당금을 산출할 때 기존 발생 손실에서 미래 예상 손실로 기준을 변경한 것이 핵심. 보험업종은 IFRS17 시행 때까지 도입 유보
	IFRS17	2022년 국내 도입 예정인 부채 관련 국제회계기준. 보험금을 계약 시점의 원가가 아닌 매 결산 시 시장금리 등을 반영한 시가로 평가하는 게 핵심
	RBC	Risk-Based Capital. 리스크기준 자기자본규제제도. 내재된 리스크들을 종합적 측정하여 상응하는 최소자본량을 재무건전성 기준으로 활용
	K-ICS	Korean-Insurance Capital Standard. IFRS17과 함께 도입될 신지급여력제도
	LAT	Liability Adequacy Test. 책임준비금 적정성 평가. 미래 현금흐름을 현재가치 평가하여 부족액이 발생하는 경우 책임준비금(보험부채)을 추가 적립하도록 하는 제도
	책임준비금	장래의 보험금지급 청구에 대비해서 수입보험료의 일부를 유보하여 적립한 것
	계약 관련	주계약
특약	특별보험약관. 주계약에 계약자가 필요로 하는 보장을 추가하거나 편의를 도모하기 위한 방법을 추가하는 것을 말함	
채널	FC / FP	보험설계사. 다양한 보험상품을 추천하고 판매하는 사람
	GA(General Agency)	법인보험대리점. 보험회사와 계약을 맺고 보험 판매를 전문으로 하는 대리점

자료: 생명보험협회, 손해보험협회, 언론 자료, NH 투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2022	2023E	2024F	2025F
원수보험료	6,121	6,038	6,030	6,033
보유보험료	4,896	4,828	4,821	4,824
경과보험료	4,894	4,863	4,828	4,827
일반	264	276	283	289
장기	4,071	4,039	4,028	4,045
자동차	558	548	516	492
경과손해액	4,043	3,972	3,879	3,817
일반	185	204	208	216
장기	3,414	3,315	3,237	3,181
자동차	444	453	435	420
사업비	1,048	1,023	1,022	1,022
보험영업이익	-197	-132	-73	-12
투자영업이익	613	519	537	548
영업이익	415	386	464	536
세전이익	402	373	450	522
법인세비용	100	93	114	134
당기순이익	302	281	336	388

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2022	2023E	2024F	2025F
자산총계	20,152	21,067	21,575	21,965
운용자산	17,345	18,132	18,570	18,905
현예금 및 예치금	364	396	414	426
유가증권	11,874	12,350	12,621	12,837
대출채권	4,852	4,966	5,042	5,115
부동산	255	420	493	528
비운용자산	2,806	2,933	3,004	3,058
특별계정자산	1	1	2	2
부채총계	19,904	20,288	20,496	20,532
책임준비금	18,124	18,508	18,712	18,746
기타부채	1,777	1,779	1,783	1,784
특별계정부채	2	1	2	2
자본총계	248	779	1,080	1,433
자본금	774	774	774	774
자본잉여금	67	67	67	67
이익잉여금	925	1,206	1,506	1,860
기타포괄손익누계액	-1,940	-1,690	-1,690	-1,690

Profitability				
	2022	2023E	2024F	2025F
수익성(%)				
경과손해율	82.6	81.7	80.4	79.1
일반	70.0	73.7	73.3	74.7
장기	83.9	82.1	80.4	78.6
자동차	79.6	82.8	84.2	85.3
사업비율	21.4	21.0	21.2	21.2
합산비율	104.0	102.7	101.5	100.3
투자영업이익률	3.5	2.9	2.9	2.9
성장성(% y-y)				
원수보험료	2.4	-1.4	-0.1	0.1
경과보험료	1.7	-0.6	-0.7	0.0
순이익	93.7	-7.1	19.7	15.7
자산총계	-0.2	4.5	2.4	1.8
운용자산	-4.3	4.5	2.4	1.8
자본총계	-83.3	213.7	38.6	32.7

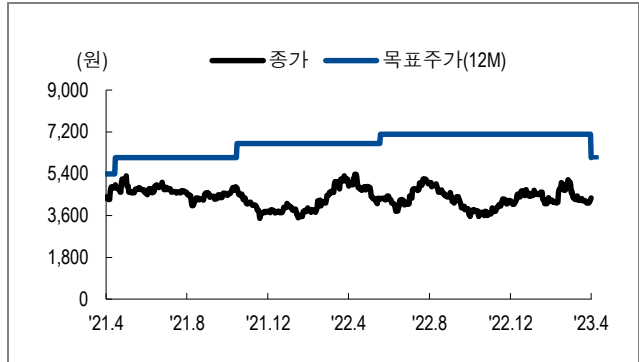
Valuation / Stability				
	2022	2023E	2024F	2025F
Valuation				
EPS (원)	1,952	1,813	2,170	2,510
BPS (원)	1,604	5,033	6,978	9,262
DPS (원)	0	300	300	300
PER (배)	2.4	2.4	2.0	1.7
PBR (배)	2.9	0.9	0.6	0.5
ROE (%)	34.9%	54.6%	36.1%	30.9%
ROA (%)	1.5%	1.4%	1.6%	1.8%
배당성향 (%)	0.0%	12.5%	10.4%	9.0%
배당수익률 (%)	0.0%	7.0%	7.0%	7.0%
안정성 (배)				
자산총계/자기자본	81.17	27.05	19.98	15.33
보유보험료/자기자본	19.72	6.20	4.47	3.37

주: K-IFRS 별도, IFRS4/IAS39 기준임. 과거 결산기 주가지표는 해당 결산기말 종가 기준임
 자료: 한화손해보험, NH투자증권 리서치본부 전망

투자이건 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자이건	목표가	과달율 (%)	
			평균	최저/최고
2023.04.13	Buy	6,100원(12개월)	-	-
2022.05.31	Buy	7,100원(12개월)	-39.1%	-27.0%
2021.10.27	Buy	6,700원(12개월)	-36.3%	-19.7%
2021.04.27	Buy	6,100원(12개월)	-24.1%	-13.0%
2021.03.09	Buy	5,400원(12개월)	-15.5%	-8.0%

한화손해보험 (001450.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy: 15% 초과
 - Hold: -15% ~ 15%
 - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자이건 분포는 다음과 같습니다. (2023년 4월 7일기준)

투자이건 분포	Buy	Hold	Sell
	81.2%	18.8%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자이건은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자이건 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '한화손해보험' 의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.