

생각보다 여유 있는 상황

Analyst 이홍재

02-3787-2643 leehj612@hmsec.com

RA 장영민

02-6106-2747 yijang123@hmsec.com

| | |
|----------------|---------------|
| 현재주가 (09/12) | 4,280원 |
| 상승여력 | 63.6% |
| 시가총액 | 500십억원 |
| 발행주식수 | 116,739천주 |
| 자본금/액면가 | 774십억원/5,000원 |
| 52주 최고가/최저가 | 5,150원/3,545원 |
| 일평균 거래대금 (60일) | 1십억원 |
| 외국인지분율 | 8.89% |
| 주요주주 | 한화생명보험 외 3인 |

| | | | |
|----------|-----|-----|-------|
| 주가상승률 | 1M | 3M | 6M |
| 절대주가(%) | 6.6 | 2.6 | -15.2 |
| 상대주가(%p) | 8.9 | 6.4 | -20.0 |

* K-IFRS 별도 기준

| (단위: 원) | EPS(23F) | EPS(24F) | T/P |
|-----------|----------|----------|-------|
| Before | 2,816 | 2,915 | 7,900 |
| After | 2,891 | 3,038 | 7,000 |
| Consensus | 2,459 | 2,577 | 6,140 |
| Cons. 차이 | 17.6% | 17.9% | 14.0% |

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

요약 실적 및 Valuation

| 구분 | 보험영업이익 (십억 원) | 투자영업이익 (십억 원) | 영업이익 (십억 원) | 순이익 (십억 원) | EPS (원) | 증감율 (%) | P/E (X) | P/B (X) | ROA (%) | ROE (%) | 배당수익률 (%) |
|-------|------------------|------------------|----------------|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| 2021 | -299 | 530 | 231 | 138 | 1,337 | 76.6 | 2.8 | 0.3 | 0.8 | 9.8 | 0.0 |
| 2022 | -213 | 523 | 311 | 224 | 2,590 | 93.7 | 1.8 | 2.2 | 0.7 | 34.9 | 0.0 |
| 2023F | 360 | 79 | 439 | 337 | 2,891 | 11.6 | 1.5 | 0.1 | 1.0 | 9.6 | 6.8 |
| 2024F | 379 | 97 | 476 | 354 | 3,038 | 5.1 | 1.4 | 0.1 | 1.0 | 9.7 | 7.0 |
| 2025F | 405 | 105 | 510 | 379 | 3,248 | 6.9 | 1.3 | 0.1 | 1.0 | 9.5 | 7.5 |

* K-IFRS 별도 기준

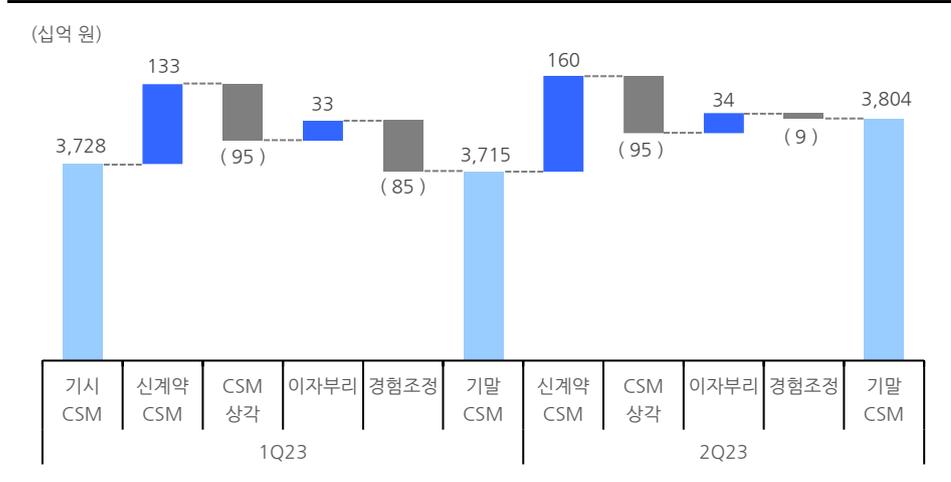
한 템포 일찍 다음 대안에 접근한다면

- 한화손해보험에 대한 매수 의견을 유지하지만, CoE 조정 반영하고, 상대적으로 낮은 배당 가시성 등을 감안하여 Valuation Discount를 확대하여 목표가는 7,000원으로 조정
- 올해 배당 재개 가능성이 높다고 판단하며 DPS 추정치는 배당성향 10%를 적용한 290원(예상 배당수익률 6.8%) 제시. 이는 여타 보험사들과 마찬가지로 상법 시행령 개정을 전제하는 전망. 해약환급준비금의 증가 속도가 가파른 점이 조금은 부담스럽지만 배당가능이익 확보가 가능한 것으로 보이고, 경과조치 덕에 K-ICS 리스크가 상대적으로 제한적인 점은 긍정적인 요인
- 주가는 올해 내내 상위사 중심의 흐름이 지속되었고, 현재 시점에서 투자 우선순위는 현대해상에 있다고 판단하지만 동사의 주가도 시차를 두고 벌어진 시가총액 Gap을 축소할 전망
- 한편, 하반기에는 자바로 관련 노이즈가 확대될 수밖에 없다고 보는데, 동사는 자보 비중이 상대적으로 낮다는 점에서 하반기 보험료 규제 리스크 측면에서 손보사 중 편한 대안으로 판단
- 또한, 펀더멘털도 크게 뒤처지지 않는 모습. 상반기 신계약 성장이 YTD 49.7%에 이르고 신계약 수익성은 현대해상과 약 1%p 차이에 불과하며, 2분기에는 해약 규모가 크게 감소하며 비록 저 영향이지만 보험계약마진의 미래서비스 관련 변동 규모는 전분기 대비 2배 이상 증가하며 유니버스 보험 전체에서 가장 가파른 개선 시험. 비록 이견이 많을 지표이나, 시총 대비 상반기말 보험계약마진 잔액으로 봤을 때 13%에 불과해 장래 이익 체력 대비 가장 저평가로 판단

제대로 된 주가 저평가 해소를 위해서는 온전한 정상화가 필요

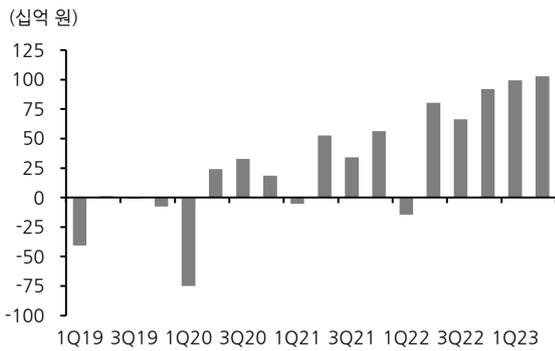
- 다만, 유의미한 주가 초과 상승 폭은 다소 제한적일 것으로 보고 있는데, 이는 배당성향 상단이 소폭이나마 계속 내려올 여지가 크기 때문이며, 경과조치 조기 종료가 주가 저평가 해소의 핵심
- 경과조치를 적용할 경우 K-ICS 비율은 제고되어 자본비용 관련 불확실성에서는 상대적으로 여유 있게 대응 가능하지만 배당성향은 업계 평균 배당성향에 연동되어 제한되는데, 문제는 올해부터 업계 배당성향이 급락할 것으로 보여 향후 기간 경과에 따라 동사의 배당성향 상단 또한 계속 하락할 수밖에 없다는 점에서 지속 가능한 배당 규모는 보수적으로 전망할 수밖에 없는 한계가 있으며, 이에 따라 유의미한 주가 Multiple 회복은 아직 요원한 상황
- 한편, 1분기 K-ICS 비율은 254.4%를 기록하였으며, 경과조치를 제외해도 176.7% 기록. R/E와 보험계약마진 증분이 약 5,000억원에 달할 것으로 보여 조기 종료 가능성은 열려 있다고 판단

<그림1> 보험계약마진 Movement



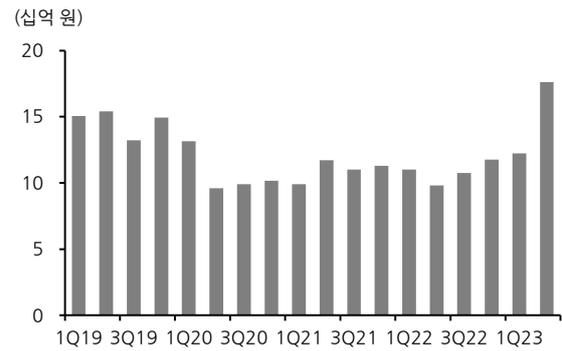
자료: 한화손해보험, 현대차증권

<그림2> 분기별 순이익(별도)



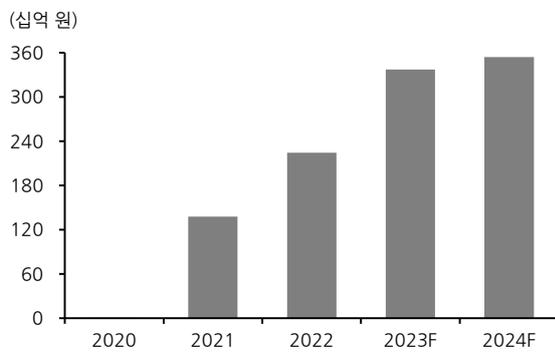
주: 22년까지의 수치는 IFRS4 / IAS39 기준
자료: 한화손해보험, 현대차증권

<그림3> 분기별 보장성 신계약



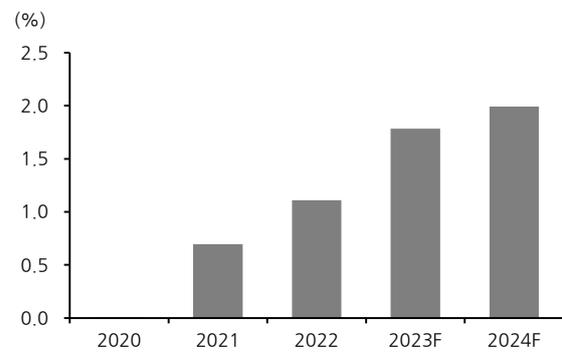
자료: 한화손해보험, 현대차증권

<그림4> 연간 순이익(별도) 추정



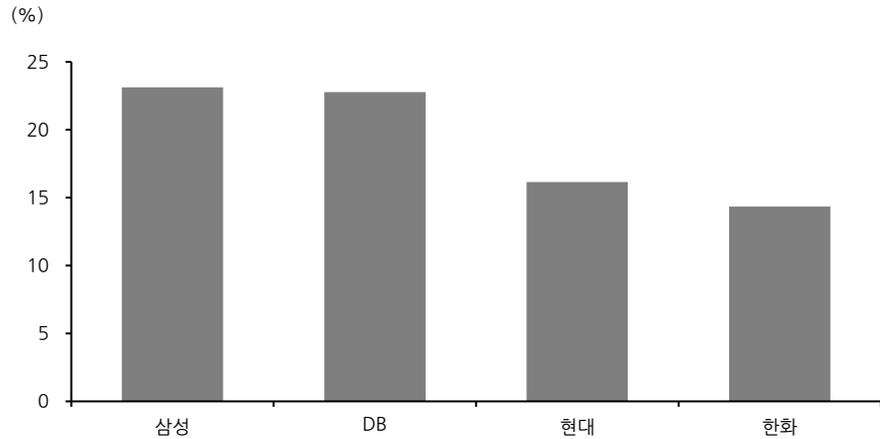
주: 22년까지의 수치는 IFRS4 / IAS39 기준
자료: 한화손해보험, 현대차증권

<그림5> 연간 ROE 추정



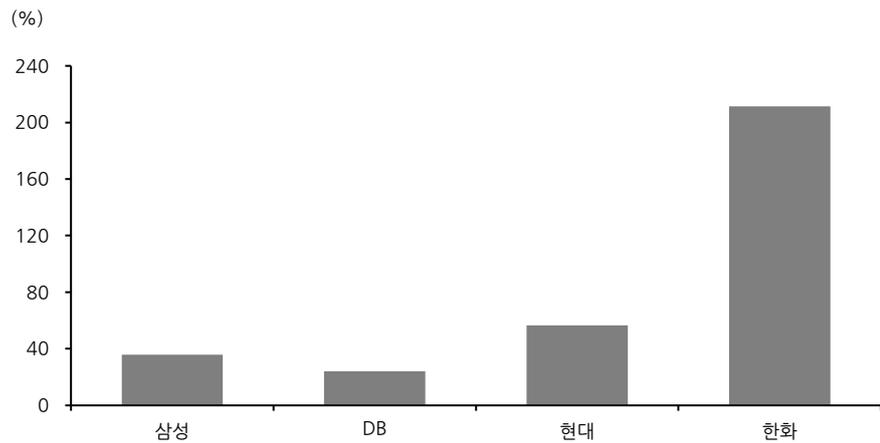
주: 22년까지의 수치는 IFRS4 / IAS39 기준
자료: 한화손해보험, 현대차증권

〈그림6〉 유니버스 손보 신계약 수익성 비교(상반기)



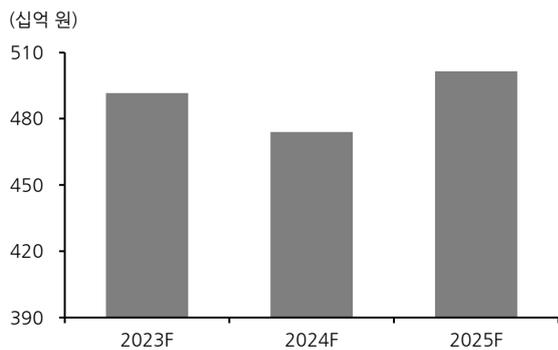
자료: 각 사, 현대차증권

〈그림7〉 유니버스 손보 미래서비스 관련 변동 증가율



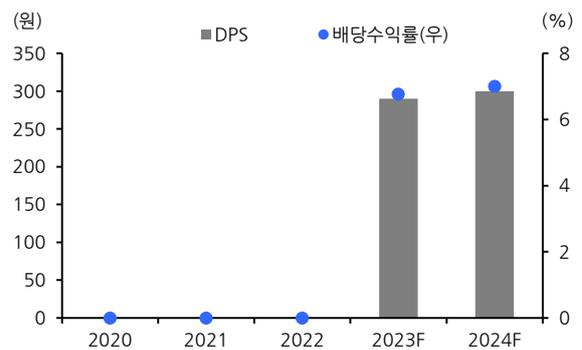
주: 1Q23 대비 2Q23 증가율
자료: 각 사, 현대차증권

〈그림8〉 연간 신계약 CSM 추정



자료: 한화손해보험, 현대차증권

〈그림9〉 DPS 및 배당수익률 추정



자료: 한화손해보험, 현대차증권

(단위: 십억 원)

| 손익계산서(별도) | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| BBA/VFA 적용 | N/A | N/A | 323 | 394 | 421 |
| 보험계약마진상각 | N/A | N/A | 385 | 402 | 421 |
| 위험조정변동 | N/A | N/A | 76 | 83 | 91 |
| 예실차및기타 | N/A | N/A | -138 | -91 | -91 |
| PAA 적용손익 | N/A | N/A | 153 | 105 | 107 |
| 기타사업비용 | N/A | N/A | 116 | 119 | 123 |
| 보험영업이익 | -299 | -213 | 360 | 379 | 405 |
| 투자영업이익 | 530 | 523 | 79 | 97 | 105 |
| 영업이익 | 231 | 311 | 439 | 476 | 510 |
| 영업외손익 | -41 | -44 | 3 | 2 | 2 |
| 세전이익 | 191 | 266 | 442 | 479 | 512 |
| 법인세비용 | 53 | 42 | 105 | 124 | 133 |
| 당기순이익 | 138 | 224 | 337 | 354 | 379 |

(단위: %)

| 주요 지표(1) | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------------|-------|-------|---------|-------|-------|
| 전년 대비 성장성 | | | | | |
| BBA/VFA 적용손익 | N/A | N/A | N/A | 21.8 | 6.9 |
| 보험계약마진상각 | N/A | N/A | N/A | 4.4 | 4.6 |
| PAA 적용손익 | N/A | N/A | N/A | -31.7 | 2.6 |
| 기타사업비용 | N/A | N/A | N/A | 2.5 | 3.5 |
| 보험영업이익 | 적지 | 적지 | 흑전 | 5.3 | 6.7 |
| 투자영업이익 | 3.1 | -1.3 | -84.9 | 23.1 | 8.1 |
| 영업이익 | 692.4 | 34.3 | 41.3 | 8.5 | 7.0 |
| 세전이익 | 흑전 | 39.8 | 65.8 | 8.4 | 6.9 |
| 순이익(별도) | N/A | 63.1 | 50.3 | 5.1 | 6.9 |
| 자산총계 | 3.6 | 0.4 | -13.4 | 2.6 | 3.7 |
| - 운용자산 | 4.8 | -3.4 | -5.2 | 2.8 | 3.8 |
| 부채총계 | 5.2 | 6.4 | -29.4 | 1.0 | 2.3 |
| - 책임준비금 | 5.8 | 3.4 | -31.9 | 1.3 | 2.7 |
| - 보험계약부채 | N/A | N/A | N/A | 1.3 | 2.7 |
| 자본총계 | -13.1 | -83.3 | 1,313.6 | 9.2 | 8.9 |
| 생명/손보장기 신계약 | 2.4 | -1.5 | 21.1 | -1.7 | 5.2 |
| 신계약 CSM | N/A | N/A | N/A | -3.6 | 5.8 |
| 운용자산 구성 | | | | | |
| 현금및예치금 | 2.0 | 2.3 | 2.4 | 2.4 | 2.4 |
| 유가증권 | 68.0 | 67.7 | 76.5 | 76.5 | 76.5 |
| 대출채권 | 26.6 | 28.5 | 19.5 | 19.5 | 19.5 |
| 부동산 | 3.4 | 1.5 | 1.7 | 1.7 | 1.6 |

* IFRS1117호 별도 기준

주1) SAP 기준

주2) 2022년까지의 수치는 소급적용하지 아니한 IFRS4와 IAS39 기준이며, 이후 수치에 한하여 IFRS17과 IFRS9 적용함에 따라 신규 및 변동된 계정의 2022년까지의 수치는 N/A (Not Available)로 표시

주3) 신계약 수치는 월납 환산 신계약

(단위: 십억 원)

| 재무상태표(별도) | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 자산총계 | 20,188 | 20,266 | 17,560 | 18,020 | 18,683 |
| - 운용자산 | 18,119 | 17,501 | 16,592 | 17,054 | 17,709 |
| - 현금및예치금 | 356 | 404 | 397 | 401 | 416 |
| - 유가증권 | 12,324 | 11,856 | 12,687 | 13,041 | 13,541 |
| - 대출채권 | 4,816 | 4,986 | 3,230 | 3,323 | 3,459 |
| - 부동산 | 623 | 255 | 278 | 289 | 292 |
| - 비운용자산 | 2,065 | 2,764 | 968 | 966 | 974 |
| - 특별계정자산 | 4 | 1 | - | - | - |
| 부채총계 | 18,704 | 19,904 | 14,050 | 14,187 | 14,509 |
| - 책임준비금 | 17,529 | 18,124 | 12,347 | 12,510 | 12,845 |
| - 보험계약부채 | N/A | N/A | 12,283 | 12,445 | 12,778 |
| - 재보험계약부채 | N/A | N/A | 0 | 0 | 0 |
| - 투자계약부채 | N/A | N/A | 64 | 65 | 67 |
| - 기타부채 | 1,170 | 1,778 | 1,703 | 1,676 | 1,664 |
| - 특별계정부채 | 5 | 2 | - | - | - |
| 자본총계 | 1,484 | 248 | 3,510 | 3,833 | 4,174 |
| - 자본금 | 584 | 774 | 774 | 774 | 774 |
| - 자본잉여금 | 68 | 67 | 67 | 67 | 67 |
| - 이익잉여금 | 593 | 925 | 2,333 | 2,657 | 2,998 |
| - 자본조정 | -1 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| - 기타포괄손익누계액 | 20 | -1,940 | -88 | -88 | -88 |
| - 신종자본증권 | 219 | 423 | 423 | 423 | 423 |

(단위: 십억 원)

| 주요 지표 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|---------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 수익성 지표 | | | | | |
| 생명/손보장기 신계약 | 44 | 44 | 53 | 52 | 55 |
| 보장성 | 44 | 43 | 51 | 51 | 53 |
| 저축성 | 0 | 0 | 2 | 1 | 1 |
| 신계약 CSM | N/A | N/A | 492 | 474 | 501 |
| ROA(%) | 0.4 | 0.7 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| ROE(%) | 9.8 | 34.9 | 9.6 | 9.7 | 9.5 |
| 투자 지표 | | | | | |
| EPS(원) | 1,337 | 2,590 | 2,891 | 3,038 | 3,248 |
| BPS(원) | 12,725 | 2,129 | 30,094 | 32,865 | 35,792 |
| P/E(X) | 2.8 | 1.8 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |
| P/B(X) | 0.3 | 2.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| DPS(원) | - | - | 290 | 300 | 320 |
| 배당수익률(%) | - | - | 6.8 | 7.0 | 7.5 |