

## 긍정적인 변화의 시작

### Analyst 이홍재

02-3787-2643 leehj612@hmsec.com

### RA 장영민

02-6106-2747 yijang123@hmsec.com

현재주가 (4/18)	4,385원
상승여력	50.5%
시가총액	512십억원
발행주식수	116,739천주
자본금/액면가	774십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	5,550원/3,625원
일평균 거래대금 (60일)	12십억원
외국인지분율	12.01%
주요주주	한화생명보험 외 3인

51.42%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-8.6	12.4	-4.8
상대주가(%p)	-6.8	4.1	-11.0

※ K-IFRS 별도 기준

(단위: 원)	EPS(24F)	EPS(25F)	T/P
Before	2,943	3,240	6,600
After	2,769	3,209	6,600
Consensus	2,857	3,011	5,567
Cons. 차이	-3.1%	6.6%	18.6%

### 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 (%)
2022	-199	613	414	302	2,590	93.7	1.8	N/M	1.5	34.9	-
2023	292	94	386	291	2,493	-3.8	1.6	0.1	1.6	8.5	4.9
2024F	364	76	439	323	2,943	18.1	1.6	0.1	1.7	9.1	5.0
2025F	423	86	509	374	3,240	10.1	1.4	0.1	1.8	9.7	5.5
2026F	475	91	566	416	3,240	0.0	1.2	0.1	1.8	9.8	6.2

\* K-IFRS 별도 기준

### 손보사 중 처음으로 새로운 자본정책 제시한 점 긍정적

- 한화손해보험에 대한 매수 의견과 목표 주가 6,600원을 유지
- 동사는 4/18 공시를 통해 중장기 배당정책 및 경영목표 제시. 이와 함께 자사주 취득(1백만주)도 공시. 이번 자사주 매입 규모가 유의미한 수준이라고 보기는 어렵고, 공시된 중장기 자본정책이 자본비율을 근거로 하지 않은 데다 여전히 배당 중심인 점은 은행 대비 아쉽다고 볼 수 있으나, 동사가 주요 손보사 중 처음으로 자본정책 제시하며 주주환원 의지를 보인 점 긍정적으로 판단
- 이번에 제시된 중장기 자본정책은; 1) 2023년 DPS 200원을 기준으로 향후 3년간 10% 내외의 상승률로 DPS 지속 향상, 2) 2027년 별도 기준 조정순자산(자기자본과 CSM잔액의 합계) 10조원 및 ROE 10% 목표, 3) 자사주 매입은 제반상황 등을 종합적으로 고려하여 결정할 계획
- 한편, 제시된 DPS 성장률 목표치 10%를 적용한다면 24년 DPS는 220원으로 현재 시장 기대치 다소 하회하는 수준이나 ROE가 지속 성장할 것으로 보이는 점에서 주가는 긍정적인 흐름 전망

### 배당 목표는 공격적인 수준은 아니라고 판단. 자본정책의 핵심은 보유 CSM 방어

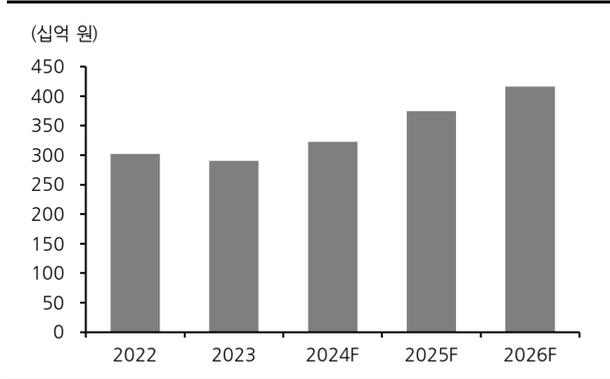
- 제시된 자본정책을 토대로 역산해보면 회사 측에서는; 27년말 CSM 5.4조원, 이익잉여금 3.9조원을 포함한 자기자본(신증자본증권 제외 시) 4.7조원, CSM 상각액 5,077억원을 포함한 세후 손익 4,973억원, DPS 300원, K-ICS 비율(경과조치 제외 시) 187% 내외를 목표로 하는 것으로 추정
- 이를 달성하기 위한 주요 가정은; 1) 향후에는 보유계약 CSM의 계리적 가정조정이 미미한 동시에, 2) 신계약 CSM은 최소 23년 수준을 유지하고, 3) 예실차 변동성은 23년 대비 크게 완화될 것을 목표로 하는 것으로 파악. 더 정확히는 향후 4년간 CSM 잔액이 CAGR 8%대 성장이 목표이며, Unwinding 제외하면 Mid-Single 정도의 성장률인 셈. 동사는 일부 2위권사들과 달리 4월에 경험위험을 조정 없이 참소위험만 조정한 것으로 파악되는데, 이에 올해 시가부채 할인을 하락에 따른 CSM 환산배수 영향은 주로 신계약 물량 증가로 상쇄 전망. 한편, 1분기 월평균 보장성 인보험 신계약은 23년 연간 월평균 대비 15% 가량 증가한 것으로 파악
- 관건은 마이너스 경험조정. 마이너스 경험조정이 지속적으로 신계약 유입효과의 10%에 이르러 위에 추정된 목표치 대비 CSM 약 5%, 손익 7%, 자본비율은 9%p 가량 하회할 것으로 추정
- 매년 DPS 10% 성장이 달성하기 어려운 공격적인 목표는 아니라고 판단. 이를 적용한다면 향후 4년간 보통주 배당성향은 8~10% 정도로 경과조치 해제 요건이 아니며, 배당 10%당 자본비율 민감도는 10bp도 못 미치는 동시에, 성장에 따른 해약환급금준비금 지속 증가로 배당가능이익이 우하향한다고 하더라도 잉여여력은 배당총액을 크게 상회하는 수준으로 예상되기 때문

<표1> 한화손해보험 주주환원정책 공시(4/18)

구분	내용
정관 개정	배당 예측 가능성 제고를 위한 관련 정관 개정 - 의결권 기준일과 배당 기준일을 분리 - 중간배당 조항 신설
신규 배당정책 (FY2024~FY2026)	주주가치 제고를 기본 원칙으로 배당가능이익 범위 내에서 제반 대내외 경영환경을 고려하여 배당규모를 결정 - FY2023 보통주 주당배당금 200원을 지급하였으며, - <b>향후 3년간 보통주 주당배당금을 연 10%내외 지속 상향</b> ※ 예상 주당배당금은 2027년도 별도재무제표 기준 <b>조정순자산(자기자본 + CSM) 10조원 및 ROE 10% 사업목표 하 산출</b>
자사주 매입 및 소각	- 자사주 매입은 당기순이익 및 임직원 성과보상을 위한 매입분 등을 고려하여 결정 - 매입 후 소각 여부 및 규모 또한 제반 경제경영상황과 지급여력비율 등을 종합적으로 고려하여 결정 예정

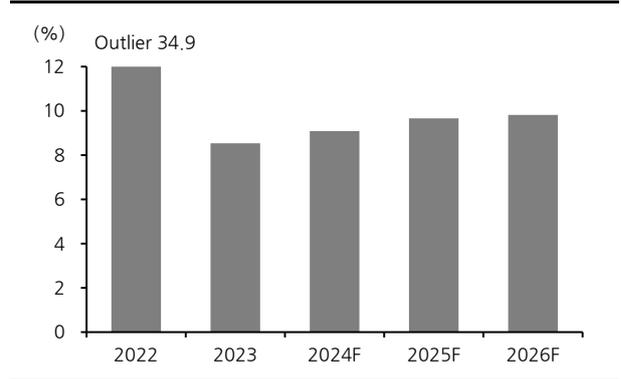
자료: 한화손해보험, 현대차증권

<그림1> 연간 순이익(별도) 추정



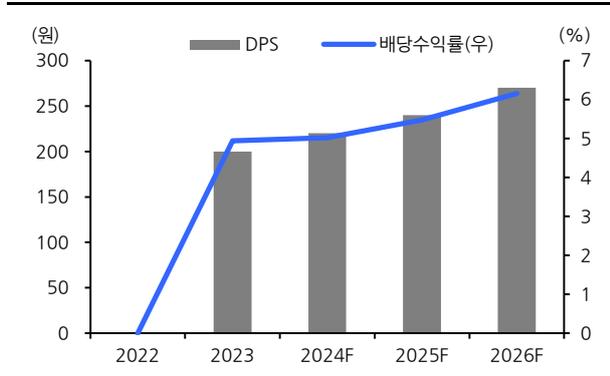
자료: 한화손해보험, 현대차증권

<그림2> 연간 ROE 추정



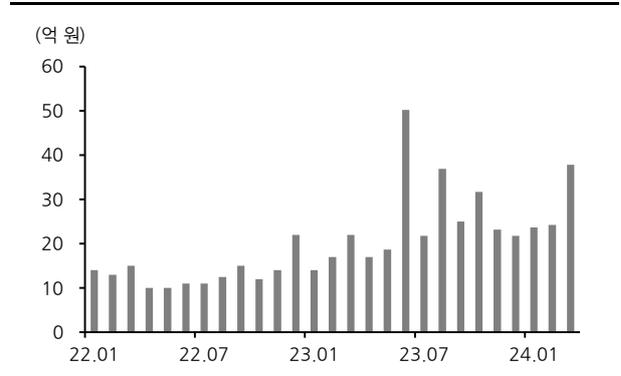
자료: 한화손해보험, 현대차증권

<그림3> DPS 및 배당수익률 추정



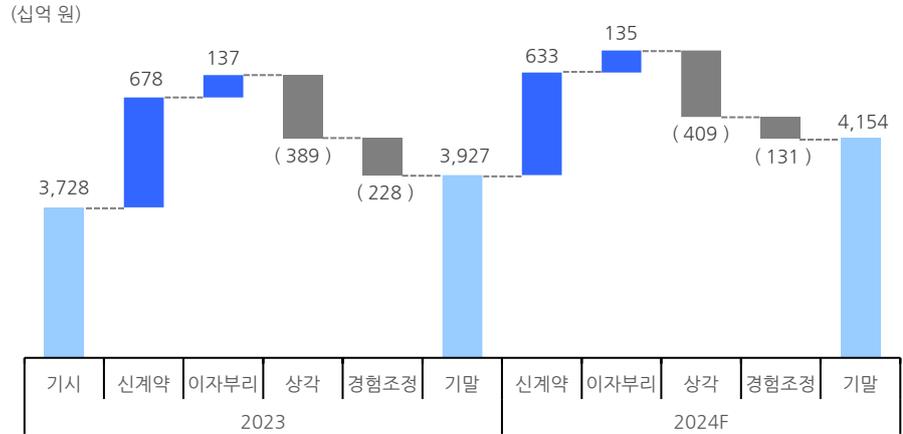
자료: 한화손해보험, 현대차증권

<그림4> 월별 GA채널 신계약 추이



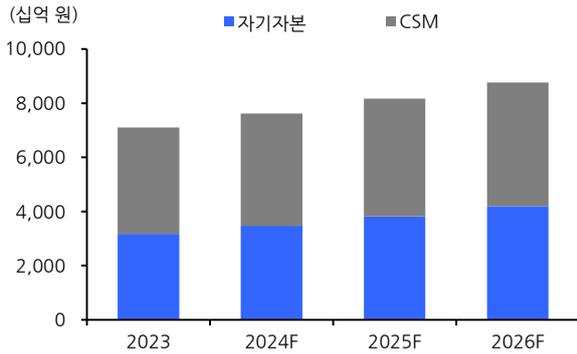
자료: 언론보도, 한화손해보험, 현대차증권

<그림5> 2023~2024F 보험계약마진 Movement



자료: 한화손해보험, 현대차증권

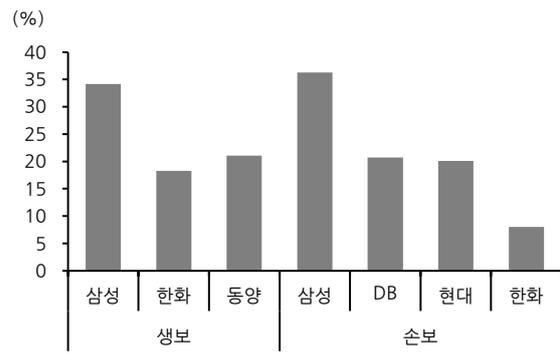
<그림6> 자기자본 및 CSM 잔액 추이



주: 자기자본규모는 신종자본증권 제외한 수치

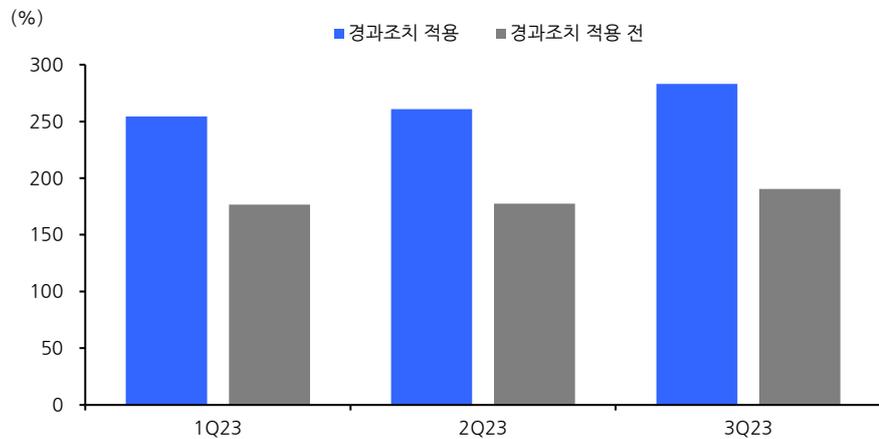
자료: 한화손해보험, 현대차증권

<그림7> 유니버스 보험 2023년 주주환원율



자료: 각 사, 현대차증권

<그림8> 한화손해보험 K-ICS 비율 추이



자료: 한화손해보험, 현대차증권

COMPANY NOTE

(단위: 십억 원)

손익계산서(별도)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
BBA/VFA 적용	N/A	218	397	450	486
보험계약마진상각	N/A	388	409	425	446
위험조정변동	N/A	76	82	119	134
예실차및기타	N/A	-246	-94	-94	-94
PAA 적용손익	N/A	189	88	97	116
기타사업비용	N/A	115	122	125	127
보험영업이익	-199	292	364	423	475
투자영업이익	613	94	76	86	91
영업이익	414	386	439	509	566
영업외손익	-55	-0	-3	-3	-3
세전이익	400	385	436	506	563
법인세비용	72	95	113	132	146
당기순이익	302	291	323	374	416

(단위: %)

주요 지표(1)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>전년 대비 성장성</b>					
BBA/VFA 적용손익	N/A	N/A	81.8	13.5	7.9
보험계약마진상각	N/A	N/A	5.5	4.0	4.8
PAA 적용손익	N/A	N/A	-53.4	10.3	18.9
기타사업비용	N/A	N/A	5.2	2.5	1.8
보험영업이익	적지	흑전	24.5	16.4	12.3
투자영업이익	17.9	-84.7	-19.2	13.6	5.7
영업이익	95.6	-6.8	13.9	15.9	11.1
세전이익	100.8	-3.7	13.2	15.9	11.2
순이익(별도)	93.7	-3.8	11.1	15.9	11.2
<b>자산총계</b>	0.4	-11.2	11.7	9.2	9.7
운용자산	-3.4	-2.8	11.4	9.2	9.7
<b>부채총계</b>	6.4	-26.7	12.4	9.2	9.8
책임준비금	3.4	-25.5	10.9	9.7	10.2
보험계약부채	N/A	N/A	10.9	9.7	10.2
<b>자본총계</b>	-83.3	1,271.7	8.7	9.4	9.5
생명/손보장기 신계약	-1.5	46.6	-10.0	2.5	4.6
신계약 CSM	N/A	N/A	-193.3	-199.7	-100.0
<b>운용자산 구성</b>					
현금및예치금	2.3	2.3	2.8	2.9	3.1
유가증권	67.7	78.1	77.0	77.1	77.1
대출채권	28.5	18.2	18.8	18.8	18.8
부동산	1.5	1.5	1.3	1.2	1.1

\* IFRS1117호 별도 기준

(단위: 십억 원)

재무상태표(별도)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	20,266	17,998	20,107	21,965	24,098
<b>운용자산</b>	17,501	17,018	18,965	20,719	22,725
현금및예치금	404	391	540	610	694
유가증권	11,856	13,285	14,607	15,966	17,511
대출채권	4,986	3,089	3,566	3,890	4,267
부동산	255	252	252	252	252
비운용자산	2,764	980	1,142	1,246	1,373
특별계정자산	1	-	-	-	-
<b>부채총계</b>	19,904	14,592	16,404	17,916	19,665
책임준비금	18,124	13,510	14,976	16,427	18,100
보험계약부채	N/A	13,443	14,910	16,359	18,032
재보험계약부채	N/A	0	0	0	0
투자계약부채	N/A	67	67	67	68
기타부채	1,778	1,082	1,428	1,489	1,565
특별계정부채	2	-	-	-	-
<b>자본총계</b>	248	3,406	3,703	4,049	4,433
자본금	774	774	774	774	774
자본잉여금	67	67	67	67	67
이익잉여금	925	2,313	2,610	2,956	3,340
자본조정	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄손익누계액	-1,940	19	19	19	19
신종자본증권	423	234	234	234	234

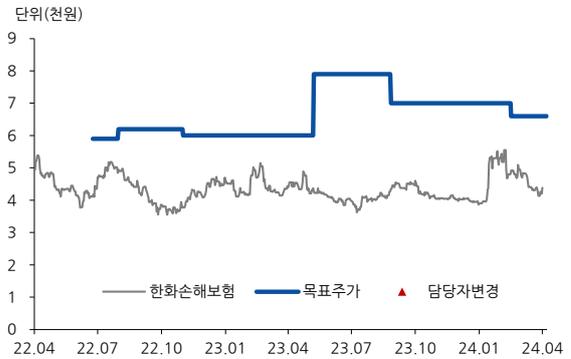
(단위: 십억 원)

주요 지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>수익성 지표</b>					
생명/손보장기 신계약	43.7	64.1	57.7	59.1	61.8
보장성	43.4	63.9	57.5	58.9	61.6
저축성	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
신계약 CSM	N/A	678	633	631	660
ROA(%)	1.5	1.6	1.7	1.8	1.8
ROE(%)	34.9	8.5	9.1	9.7	9.8
<b>투자 지표</b>					
EPS(원)	2,590	2,493	2,769	3,209	3,569
BPS(원)	-1,502	27,195	29,742	32,711	36,006
P/E(X)	1.8	1.6	1.6	1.4	1.2
P/B(X)	N/M	0.2	0.1	0.1	0.1
DPS(원)	-	200	220	240	270
배당수익률(%)	-	4.9	5.0	5.5	6.2

▶ 투자이건 및 목표주가 추이

일자	투자이건	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.07.11	BUY	5,900	-18.60	-12.20
2022.08.17	BUY	6,200	-33.71	-19.76
2022.11.18	BUY	6,000	-26.69	-14.17
2023.05.18	AFTER 6M	6,000	-28.35	-27.25
2023.05.25	BUY	7,900	-48.79	-44.75
2023.09.13	BUY	7,000	-38.09	-20.71
2024.03.04	BUY	6,600	-30.46	-22.88
2024.04.19	BUY	6,600		

▶ 최근 2년간 한화손해보험 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 중간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 이홍재의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자이건 분류

▶ 업종 투자이건 분류 현대차증권의 업종투자이건은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘탈과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자이건은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2023.04.01~2024.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	91.3%
보유	14건	8.7%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.