

한화손해보험 (000370/KS)

개선된 K-ICS 비율로 주주 환원 기대감 확대

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 5,800 원(유지)

현재주가: 3,965 원

상승여력: 46.3%

경과조치 없이도 190% 수준까지 개선된 K-ICS 비율

한화손해보험의 2023E 예상 PBR 이 여전히 0.2 배를 하회하는 등 과도한 저평가가 지속되고 있다. 동사는 과거 자본 관련 우려 등으로 주주 환원을 장기간 시행하지 못하며 다른 손보사 대비 현저히 높은 할인율로 거래되어왔다. 다만 IFRS17 도입으로 자본 관련 우려는 전반적으로 완화되었고 판단하며 충분히 배당을 재개할 것으로 예상된다. K-ICS 비율에 있어 동사는 경과조치를 일부 적용하고 있어 배당 등에 대한 제약이 일부 존재하지만 3Q23 기준 K-ICS 비율이 경과조치를 적용하지 않더라도 대량해지위험에 대한 금융재보험 출재 등에 힘입어 약 190% 수준까지 개선된 상황인 만큼 향후 할인율 현실화 조치 등에도 크게 우려할 필요는 없을 것으로 예상된다.

본격적인 Re-rating 은 경과조치 해제 이후 예상

과거 대비 개선된 자본력을 바탕으로 주주 환원이 재개될 예정이나 전반적인 규모는 점진적인 개선을 보일 전망이다. 이는 1) 경과조치로 최대 배당성향이 업계 과거 5년 평균의 50%(약 17% 내외; 초과하여 배당 가능하나 경과조치 적용기간 축소) 이내로 제한되고 있으며, 2) 모회사가 보유한 전환우선주가 최대 발행가액의 7%까지 우선적으로 배당을 받을 권리를 보유하고 있기 때문이다. 보수적 관점에서 전환우선주 배당(발행가액의 7%)을 가정하여 전체 약 15%의 배당성향을 적용할 경우 보통주 기준 2023E DPS 는 약 250 원을 예상한다. 향후 경과조치 해제로 주주 환원에 대한 기대감이 더욱 명확해지는 시점에 본격적인 밸류에이션 Re-rating 을 전망한다.



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
3773-8610

Company Data

발행주식수	11,674 만주
시가총액	463 십억원
주요주주	
한화생명보험(외3)	51.40%
자사주	0.10%

Stock Data

주가(23/01/16)	3,965 원
KOSPI	2,497.59 pt
52주 최고가	5,150 원
52주 최저가	3,625 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

주가 및 상대수익률



4Q23 순이익 363 억원 예상

한화손해보험의 4Q23 예상 순이익은 363 억원으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 타사와 동일하게 예실차 및 손실계약비용 악화로 장기보험 손익이 부진할 것으로 예상되며 일반/자동차보험 역시 계절적 영향이 나타날 전망이다. 투자손익의 경우 손상차손이 일부 예상되나 금리 하락에 따른 FVPL 자산 평가손익으로 상쇄되며 경상적 수준의 투자손익이 예상된다. 신계약 판매 측면에서 동사는 2023 년 중 한화생명금융서비스 등에 힘입어 시장을 크게 상회하는 성장세를 보여왔는데 2024 년에도 이러한 신계약 측면의 강점이 지속될 것으로 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익	십억원				290	327	355
투자손익	십억원				83	67	68
영업이익	십억원				373	394	424
당기순이익	십억원				290	304	327
EPS	원				1,874	1,964	2,111
PER	배				2.2	2.0	1.9
PBR	배				0.19	0.17	0.16
ROE	%				9.5	8.9	8.9

분기별 실적 추정 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E
보험손익	92	109	57	32.9	99	101	83	43	290	327
장기보험	80	99	53	30.6	86	88	73	41	262	288
CSM 상각	94	95	96	97	97	99	101	104	381	402
RA 해제	18	19	18	13	13	13	13	13	69	53
예실차	-20	-7	-21	-5	5	5	-12	-12	-9	-15
손실계약비용	-27	-13	-46	-70	-25	-25	-25	-60	-157	-135
기타사업비 및 재보험 손익	15	6	6	-4	-4	-4	-4	-4	-21	-17
일반손해보험	-7	-4	-6	-2	1	1	-2	-2	-20	-2
자동차보험	19	14	10	5	13	13	11	5	47	41
투자손익	32	26	11	13.6	17	17	17	17	83	67
자산운용손익	131	131	113	115	116	118	117	117	491	469
평가차분손익	17	22	-7	0	0	0	0	0	32	0
보험금융손익	-99	-106	-102	-102	-100	-101	-101	-101	-408	-402
영업이익	123	135	68	46	116	118	100	60	373	394
영업외손익	1	1	0	0	0	0	0	0	2	1
세전이익	125	135	68	47	116	118	100	60	375	395
당기순이익	100	103	51.3	36.3	89	91	77	47	290	304
월납보험료(보장성 인보험)	3.7	5.5	5.7	5.4	5.5	5.6	5.7	5.8	5.1	5.6
자산총계	17,530	17,384	17,042	16,966	17,361	17,403	17,478	17,480	16,966	17,480
운용자산	16,494	16,406	16,160	16,160	16,530	16,487	16,472	16,477	16,160	16,477
비운용자산	1,035	978	882	929	905	916	910	912	929	912
부채총계	14,245	13,975	13,511	13,441	13,746	13,697	13,695	13,695	13,441	13,695
책임준비금	12,626	12,450	11,844	11,845	12,115	12,084	12,072	12,077	11,845	12,077
장기보험 CSM 잔액	3,715	3,804	3,844	3,865	3,948	4,034	4,121	4,151	3,865	4,151
자본총계	3,285	3,409	3,531	3,525	3,615	3,706	3,782	3,784	3,525	3,784
해약환급금준비금	1,570	1,635	1,700	1,753	1,798	1,837	1,871	1,901	1,753	1,901
ROE	14.1	14.1	6.5	4.4	10.7	10.6	8.8	5.3	9.5	8.9

자료: 한화손해보험, SK증권 추정

실적 추정치 변경

		2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	수정 후		290	327	355
	수정 전		279	301	360
	증감률(%)		3.9%	8.6%	-1.3%
투자손익	수정 후		83	67	68
	수정 전		131	139	137
	증감률(%)		-37.1%	-51.6%	-50.0%
세전이익	수정 후		375	395	425
	수정 전		412	440	498
	증감률(%)		-9.0%	-10.2%	-14.6%
당기순이익	수정 후		290	304	327
	수정 전		318	335	378
	증감률(%)		-8.8%	-9.2%	-13.5%

자료: 한화손해보험, SK증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
운용자산			16,160	16,477	16,774
현금및예치금			578	616	653
유가증권			12,163	12,382	12,584
대출금			3,167	3,229	3,287
부동산			252	251	250
비운용자산			929	912	909
특별계정자산			0	0	0
자산총계			16,966	17,480	17,977
책임준비금			11,845	12,077	12,295
CSM잔액(원수)			3,865	4,151	4,473
기타부채			1,596	1,618	1,620
특별계정부채			0	0	0
부채총계			13,441	13,695	13,914
자본금			774	774	774
신종자본증권			234	234	234
자본잉여금			67	67	67
이익잉여금			2,273	2,532	2,811
해약환급금준비금			1,753	1,901	1,984
자본조정			-1	-1	-1
기타포괄손익누계액			178	178	178
자본총계			3,525	3,784	4,063

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)		45	65	72	77
신계약 CSM			637	705	761
신계약 CSM 배수			9.8	9.8	9.8
CSM 관련 지표					
기초CSM			3,728	3,865	4,151
CSM 조정 가점 변경			-253	-160	-160
신계약 CSM(원수)			637	705	761
CSM 이자부리			136	146	157
상각 전 CSM			4,249	4,555	4,908
CSM상각액			384	405	435
CSM상각률(%)			9.0	8.9	8.9
CSM 순증액			137	286	323
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률			3.1	2.9	2.9
평가치분손익 제외 수익률			2.9	2.9	2.9
손익구성					
보험손익			77.8	82.9	83.8
CSM상각			102.3	102.0	102.0
투자손익			22.2	17.1	16.2
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)			185.8	187.9	190.7

자료: 한화손해보험, SK증권 추정

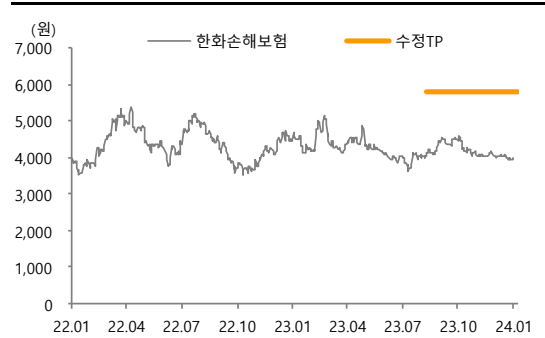
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익			290	327	355
장기보험			262	288	316
CSM 상각			381	402	432
RA해제			69	53	51
예실차			-9	-15	-14
손실계약비용			-157	-135	-135
기타사업비 및 재보험 손익			-21	-17	-17
일반손해보험			-20	-2	-2
합산비율(IFRS17)			26	101	101
자동차보험			47	41	41
합산비율(IFRS17)			24	94	94
투자손익			83	67	68
자산운용손익			491	469	478
평가치분손익			32	0	0
보험금융손익			-408	-402	-409
영업이익			373	394	424
영업외손익			2	1	1
세전이익			375	395	425
법인세비용			85	91	98
법인세율(%)			22.6	23.1	23.2
당기순이익			290	304	327

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			1.5	2.0	1.8
CSM증가율			3.7	7.4	7.8
BPS증가율			17.3	7.9	7.8
보험손익증가율			-31.2	12.6	8.8
투자손익증가율			237.4	-18.7	1.9
영업이익증가율			-16.5	5.6	7.6
세전이익증가율			-17.3	5.4	7.6
당기순이익증가율			5.3	4.8	7.5
주당지표(원)					
EPS			1,874	1,964	2,111
BPS			21,269	22,944	24,742
EV(BV+CSM)			61,299	65,966	71,114
보통주 DPS		0	250	270	300
보통주 배당수익률(%)		0.0	6.2	6.8	7.6
Valuation 지표					
PER(배)			2.2	2.0	1.9
PBR(배)			0.19	0.17	0.16
P/EV(배)			0.07	0.06	0.06
ROE(%)			9.5	8.9	8.9
ROA(%)			1.7	1.8	1.8
배당성장률(%)			14.6	14.7	14.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.08.24	매수	5,800원	6개월		



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 17일 기준)

매수	93.89%	중립	6.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------