



한화손해보험 (000370)

자본 우려로 저평가 되는 것은 비합리적

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 8,200원

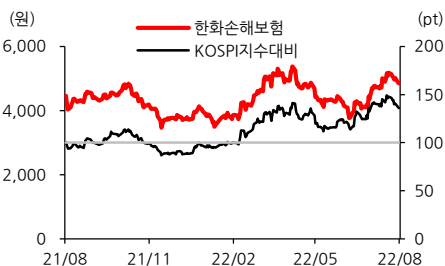
현재 주가(8/16)	4,845원
상승여력	▲69.2%
시가총액	5,656억원
발행주식수	116,739천주
52 주 최고가 / 최저가	5,380 / 3,465원
90 일 일평균 거래대금	25.83억원
외국인 지분율	7.2%
주주 구성	
한화생명보험 (외 4인)	51.5%
한화손해보험우리사주 (외 1인)	3.7%
자사주 (외 1인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	11.4	3.2	25.7	7.7
상대수익률(KOSPI)	2.7	5.6	32.9	27.8

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
경과보험료	4,781	4,810	4,920	4,955
영업이익	128	211	461	292
순이익	88	156	343	213
합산비율	107.9	106.4	104.5	105.1
투자수익률	3.1	3.0	3.8	3.0
EPS	757	1,337	2,939	1,828
BPS	14,624	12,725	3,833	5,493
PER	5.1	2.8	1.6	2.7
PBR	0.3	0.3	1.3	0.9
ROE	5.6	9.8	35.5	39.2
배당성향	0.0	0.0	0.0	8.2

주가 추이



업권 전반적인 장기 위험손해를 하락 국면에서 민감도가 가장 높은 한화 손보가 가장 높은 증익률을 보였습니다. IFRS17 도입 후 3조원대로 증가할 자본 규모를 고려하면 자본비율 우려는 무의미합니다.

2Q22 순이익 754억원(+87% YoY), 양호한 실적

한화손해보험의 2Q22 별도 당기순이익은 754억원(+87% YoY, -14% QoQ)으로 컨센서스를 22% 상회. 장기 위험손해율이 8%p YoY, 6%p QoQ 하락하면서 커버리지 손보 중 가장 높은 개선폭 시현. 자동차 손해율도 6%p YoY 개선돼 경과 손해율은 2%p YoY 하락했으며, 사업비율도 낮아지면서 전체 합산비율은 4%p YoY 개선됨. 보장 인(人)담보 신계약은 최근 월 평균 30억원 중반대에서 월 20억원대로 감소해 판매 체력은 저하됨. 2Q22 투자수익률은 2.8%(-0.2%p YoY)로 부진했는데 이는 2022년부터 IFRS9을 선제 적용한 영향이며, 이전 기준인 IAS39를 적용한 투자수익률은 3.7%를 기록(→ IFRS9에서는 FVOCI 분류 자산의 처분익을 손익에 미반영하는 영향)

자본 우려는 의미 없어

한화손해보험의 2Q22 말 자기자본은 2,780억원으로, 전년 말 대비 1.2조원 감소. 이는 매도가능증권 평가손익이 같은 기간 1.4조원대 감소했기 때문으로, 금리 변동의 영향을 자산에서만 반영하는 현행 기준의 모순이 문제. 동사는 반기보고서를 통해 IFRS17 도입 시의 재무 현황을 공개했는데, 연초 이후 상승한 금리를 금리부자산과 부채 모두에서 반영한 새로운 회계기준에서는 2Q22 말 자기자본이 3조원대로 평가됨. 또한 OCI 분류 채권의 평가손을 LAT 잉여액의 40%만큼 상쇄할 수 있게 되었음에도 RBC비율이 136%에 불과했는데 이는 듀레이션 갭에 따른 금리리스크 증가에 의한 것으로, 7월부터 나타난 시장금리 반락에 따라 다시 150%를 상회한 것으로 파악됨. 9~10월경 매각 예정인 사옥 처분익을 고려하면 RBC비율 우려도 의미 없다는 판단

저평가 받을 이유가 없다

업권 전반적으로 실손 손해율 개선에 따른 장기 위험손해를 하락이 나타나는 가운데, 이에 대한 민감도가 가장 높은 동사가 의미 없는 자본 우려로 저평가되는 것은 합리적이지 못하다는 판단. 업종 내 top pick 의견을 유지

[표1] 한화손해보험의 2Q22 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	2Q22P	2Q21	YoY	1Q22	QoQ	2Q22E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	-23.3	-75.0	적지	-25.4	적지	-64.6	n/a	n/a	n/a
투자영업이익	123.3	129.9	-5.1	144.7	-14.8	135.7	-9.1	n/a	n/a
영업이익	100.0	54.9	82.1	119.3	-16.2	71.1	40.7	86.2	16.0
순이익	75.4	40.3	86.9	88.1	-14.4	50.9	48.2	61.6	22.4

자료: 한화손해보험, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한화손해보험의 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

(단위: 십억 원, %, %p)

	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	QoQ	YoY
원수보험료	1,477.1	1,465.8	1,488.1	1,587.5	1,519.1	(4.3)	2.8
일반	120.5	119.3	108.8	127.8	140.5	9.9	16.5
자동차	188.6	178.2	185.8	175.6	177.2	0.9	(6.0)
장기	1,168.0	1,168.3	1,193.5	1,284.1	1,201.5	(6.4)	2.9
경과보험료	1,185.7	1,186.3	1,215.1	1,279.5	1,197.9	(6.4)	1.0
일반	61.2	65.1	64.9	61.0	65.9	8.1	7.7
자동차	150.6	149.4	146.3	139.3	138.7	(0.5)	(7.9)
장기	974.0	971.7	1,004.0	1,079.2	993.3	(8.0)	2.0
순사업비	281.4	260.4	283.6	237.9	251.8	5.8	(10.5)
보험영업이익	(75.0)	(61.9)	(122.4)	(25.4)	(23.3)	적지	적지
투자영업이익	129.9	153.2	103.5	144.7	123.3	(14.8)	(5.1)
영업이익	54.9	91.3	(18.9)	119.3	100.0	(16.2)	82.1
당기순이익	40.3	65.1	(12.1)	88.1	75.4	(14.4)	86.9
% YoY	11.4	210.2	-	40.6	86.9		
경과손해율 (%)	82.5	83.2	87.0	83.3	80.9	(2.5)	(1.7)
일반	60.8	62.8	77.6	69.0	67.4	(1.6)	6.6
자동차	80.2	81.2	92.7	72.9	74.5	1.6	(5.7)
장기	84.2	84.9	86.7	85.5	82.6	(2.8)	(1.6)
장기 위험손해율	100.2	101.4	106.2	99.0	92.5	(6.5)	(7.7)
순사업비율 (%)	23.7	21.9	23.3	18.6	21.0	2.4	(2.7)
합산비율 (%)	106.3	105.1	110.3	101.9	101.9	(0.0)	(4.4)
순투자수익률 (%)	3.0	3.4	2.3	3.2	2.8	(0.4)	(0.2)
장기 신계약	11.8	10.9	11.7	11.1	9.9	(10.7)	(16.0)
저축성	0.1	(0.2)	0.4	0.1	0.1	9.4	(2.2)
보장성	11.7	11.0	11.3	11.0	9.8	(10.9)	(16.1)
인보험	10.5	9.8	10.0	9.8	8.8	(10.2)	(16.0)

자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

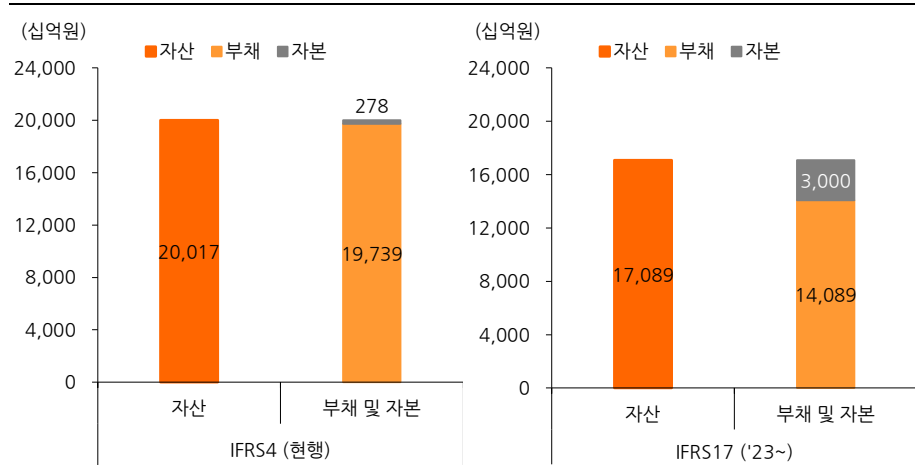
[표3] 한화손해보험의 운용자산 구성 현황

(단위: 십억 원, %)

	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	구성비	QoQ	YoY
운용자산	17,722	18,058	18,119	17,831	17,400	100.0	(2.4)	(1.8)
현금및예치금	335	372	356	340	348	2.0	2.3	3.7
유가증권	11,811	12,112	12,195	11,969	11,702	67.2	(2.2)	(0.9)
주식	267	277	312	199	79	0.5	(60.2)	(70.3)
채권	5,594	5,847	5,993	5,583	5,080	29.2	(9.0)	(9.2)
수익증권	3,743	3,819	3,763	3,948	4,394	25.3	11.3	17.4
외화유가증권	1,968	1,990	1,959	1,690	1,446	8.3	(14.4)	(26.5)
기타유가증권	239	178	168	499	702	4.0	40.6	194.2
관계사 지분	127	127	129	135	135	0.8	0.0	6.1
대출채권	4,821	4,821	4,816	4,765	4,596	26.4	(3.6)	(4.7)
부동산	627	625	623	622	620	3.6	(0.3)	(1.1)

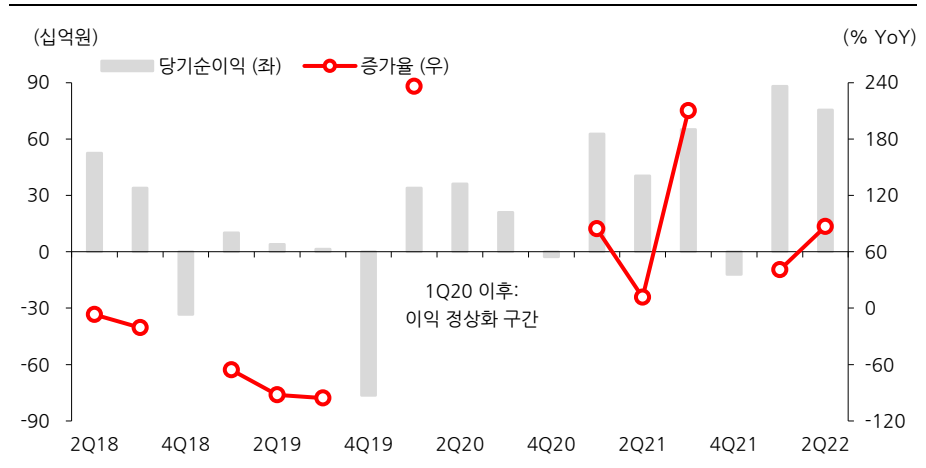
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 회계기준에 따른 한화손해보험의 2Q22 말 재무 상태



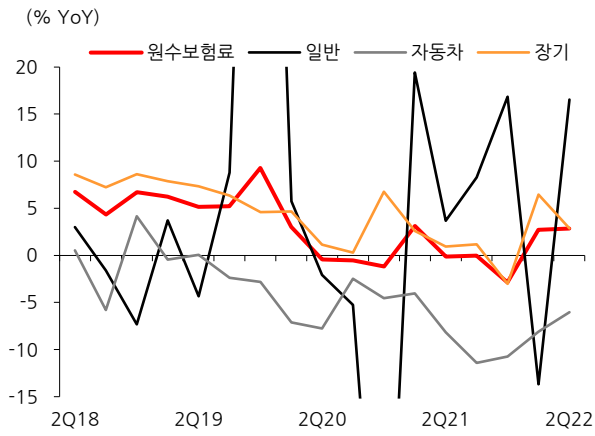
자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화손해보험의 분기별 당기순이익 및 증가율



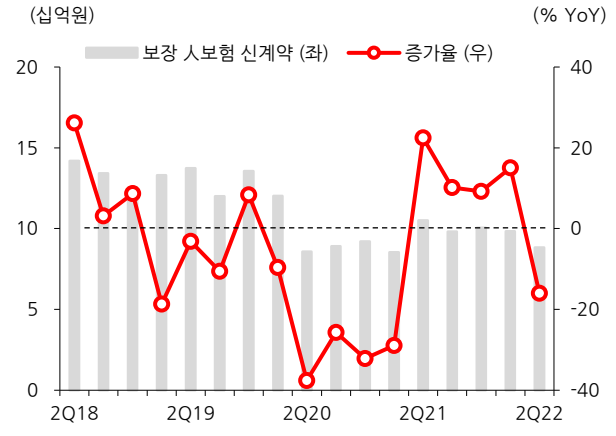
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한화손해보험의 원수보험료 증가율



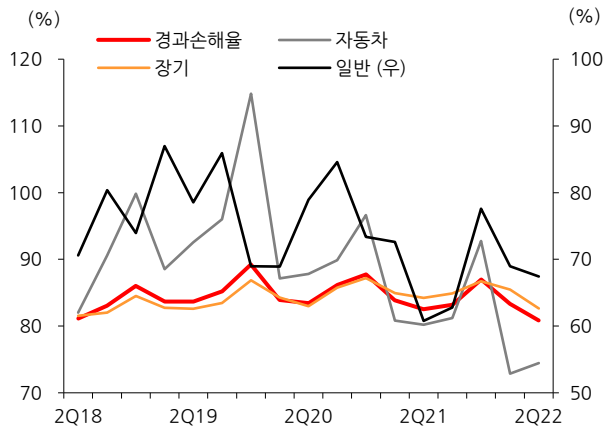
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한화손해보험의 보장성 인보험 신계약 금액 및 증가율



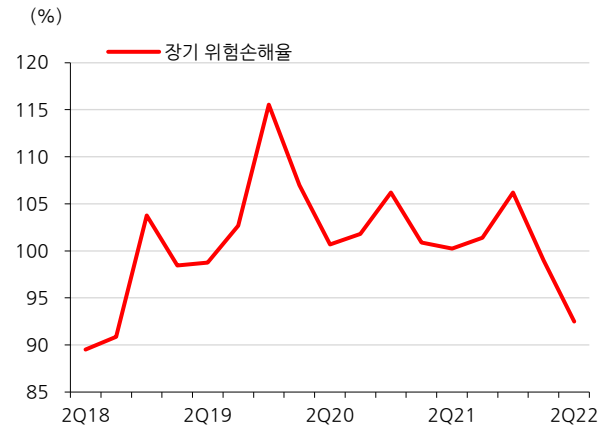
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한화손해보험의 보종별 경과손해율



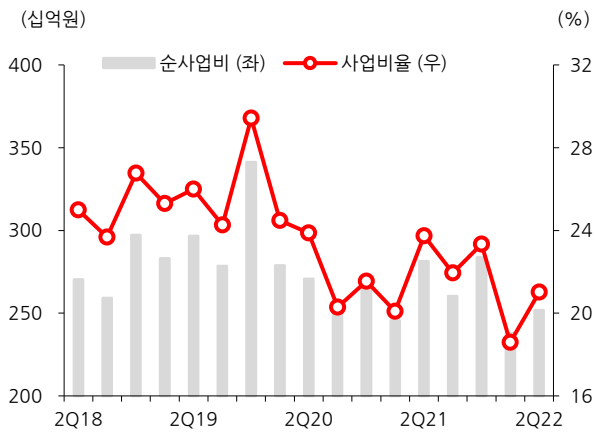
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 한화손해보험의 장기 위험손해율



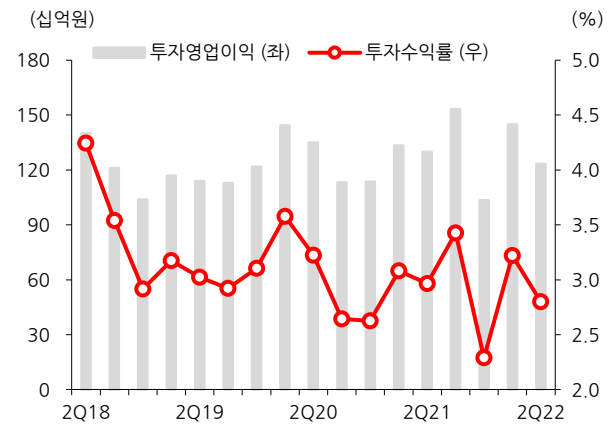
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 한화손해보험의 순사업비 규모 및 사업비율



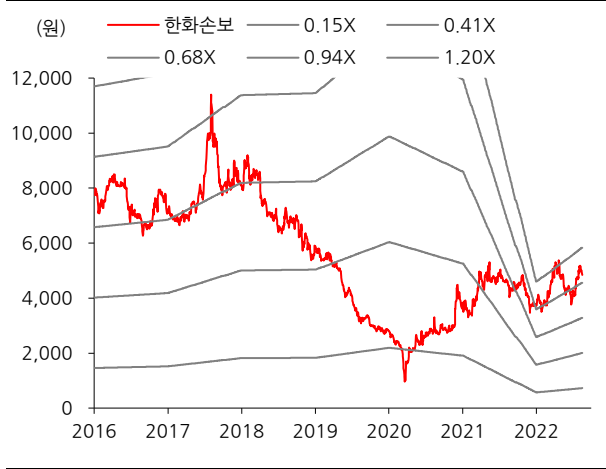
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 한화손해보험의 투자영업이익 및 투자수익률



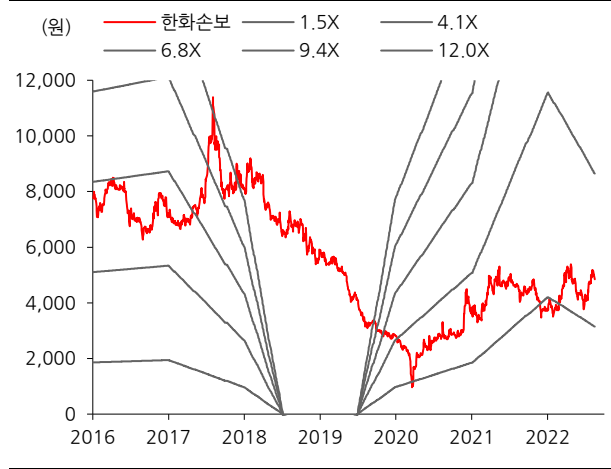
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 한화손해보험 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 한화손해보험 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표		(단위: 십억 원)			
12월 결산	2020	2021	2022E	2023E	
운용자산	17,285	18,119	18,124	19,001	
현금 및 예치금	352	356	397	401	
유가증권	11,417	12,195	12,494	13,208	
주식	301	441	223	229	
채권	5,194	5,993	5,663	5,994	
수익증권	3,562	3,763	4,139	4,471	
외화유가증권	2,284	1,959	1,763	1,795	
기타유가증권	143	168	705	719	
대출채권	4,935	4,816	4,787	4,981	
부동산	515	623	446	411	
비운용자산	2,188	2,065	2,085	2,106	
특별계정자산	6	4	4	4	
자산총계	19,479	20,188	20,214	21,112	
책임준비금	16,562	17,529	18,425	19,298	
지금준비금	1,313	1,407	1,477	1,551	
보험료적립금	14,481	15,361	16,134	16,915	
미경과보험료적립금	731	723	774	790	
기타부채	1,204	1,170	1,338	1,169	
특별계정부채	6	5	5	5	
부채총계	17,772	18,704	19,767	20,472	
자본금	584	584	584	584	
자본잉여금	287	287	407	407	
이익잉여금	449	593	909	1,102	
비상위험준비금	181	202	198	202	
자본조정	0	-1	-1	-1	
기타포괄손익누계	387	20	-1,452	-1,452	
자본총계	1,707	1,484	447	641	
부채와자본총계	19,479	20,188	20,214	21,112	

성장률		(% YoY)			
12월 결산	2020	2021	2022E	2023E	
총자산	7.0	3.6	0.1	4.4	
운용자산	9.9	4.8	0.0	4.8	
총부채	5.9	5.2	5.7	3.6	
책임준비금	7.5	5.8	5.1	4.7	
총자본	19.7	-13.1	-69.9	43.3	
경과보험료	4.7	0.6	2.3	0.7	
일반	-5.1	16.8	8.2	4.2	
자동차	2.3	0.5	-7.3	-3.5	
장기	5.6	-0.2	3.4	1.0	
순사업비	-10.5	-0.3	-3.9	2.8	
투자영업이익	8.8	2.8	31.2	-20.0	
영업이익	흑전	65.6	118.2	-36.6	
순이익	흑전	76.4	119.8	-37.8	

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서		(단위: 십억 원)			
12월 결산	2020	2021	2022E	2023E	
원수보험료	5,976	5,976	6,136	6,220	
일반	443	497	519	541	
자동차	814	744	699	685	
장기	4,718	4,736	4,918	4,995	
보유보험료	4,843	4,802	4,930	4,998	
경과보험료	4,781	4,810	4,920	4,955	
일반	213	249	270	281	
자동차	594	597	553	533	
장기	3,974	3,964	4,098	4,140	
경과손해액	4,085	4,048	4,111	4,150	
일반	163	171	192	208	
자동차	537	499	447	443	
장기	3,383	3,378	3,470	3,498	
순사업비	1,074	1,071	1,030	1,058	
보험영업이익	-378	-308	-221	-253	
투자영업이익	506	520	682	546	
영업이익	128	211	461	292	
영업외이익	-16	-12	-11	-11	
세전이익	112	199	450	281	
법인세비용	23	43	107	68	
당기순이익	88	156	343	213	

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E
영업지표 (%)				
경과손해율	85.4	84.1	83.6	83.8
일반	76.5	68.4	71.3	74.0
자동차	90.4	83.7	80.9	83.1
장기	85.1	85.2	84.7	84.5
사업비율	22.5	22.3	20.9	21.4
투자이익률	3.1	3.0	3.8	3.0
수익성 (%)				
ROE	5.6	9.8	35.5	39.2
ROA	0.5	0.8	1.7	1.0
주당 지표 (원)				
보통주 EPS	757	1,337	2,939	1,828
보통주 BPS	14,624	12,725	3,833	5,493
보통주 DPS	0	0	0	150
기타 지표				
보통주 PER (X)	5.1	2.8	1.6	2.7
보통주 PBR (X)	0.3	0.3	1.3	0.9
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	8.2
보통주 배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	3.1

[Compliance Notice]

(공표일: 2022년 8월 17일)

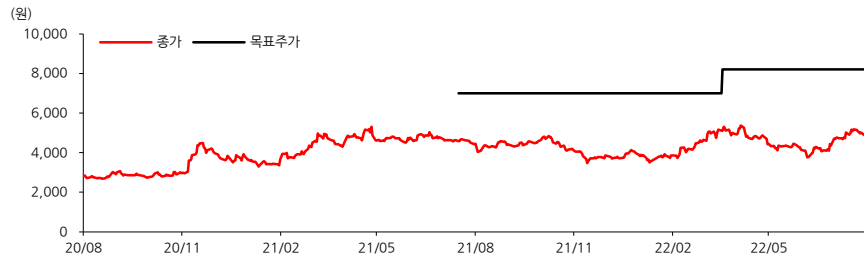
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

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 책임소체에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한화손해보험 주가와 목표주가 추이]



[투자이전 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.08.02	2021.08.02	2021.09.16	2022.01.21	2022.04.05
투자이전	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김도하	7,000	7,000	7,000	8,200
일 시	2022.05.16	2022.06.20	2022.07.11	2022.08.17		
투자이전	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	8,200	8,200	8,200	8,200		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자이전	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.08.02	Buy	7,000	-39.70	-26.14
2022.04.05	Buy	8,200		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +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 투자이전 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자이전]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2022년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%