



한화손해보험 (000370)

리스크 해소

Buy(유지)

목표주가 8,200원, 전일 증가(2/6): 4,130원

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479 / RA 서주원 juwon.seo@hanwha.com 3772-7481

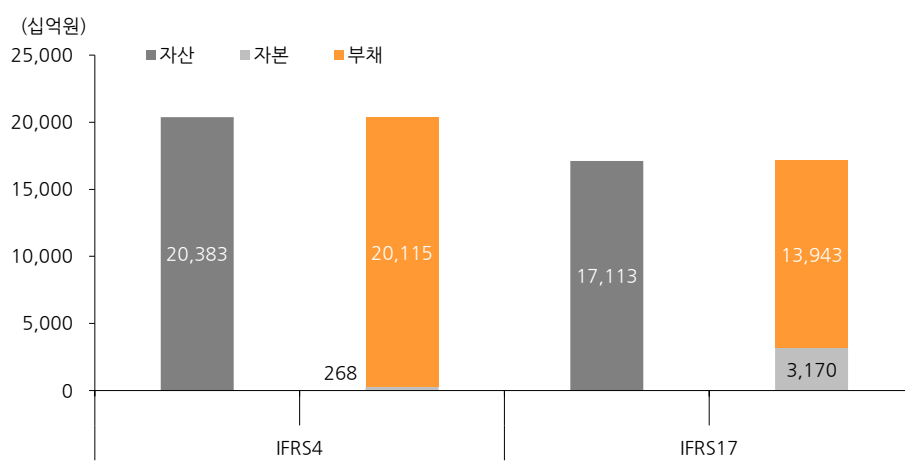
2022년 말 자본잠식 발생 및 2023년 초 즉시 해소

- 한화손해보험은 자본잠식50%이상 발생을 공시. 동사의 2022년 말 IFRS4 기준 연결 자본총계는 2,676억원으로 자본금의 35%에 해당. 한국거래소의 유가증권시장 상장규정 제47조에 따르면 자본금의 50% 이상이 잠식된 경우 관리종목 지정 요건에 해당
- 그러나 한화손해보험은 추가 공시를 통해 자본잠식 해소를 입증하는 자료를 제시. 동사의 2023년 초 IFRS17 기준 연결 자본총계는 3조 1,700억원으로 자본금의 4배에 해당해 잠식 여부를 논할 이유가 없음
- 보험사의 재무상태는 대부분 이자부자산과 이자부부채로 구성. 다만 시장금리 등락에 따라 평가액이 변동하는 것이 자산에만 적용되는 미스매칭 구조는 IFRS4 회계기준의 한계점이었음
- 2023년 1월 1일부터 보험부채도 시가평가하는 IFRS17이 적용되면서 시장금리 급등에 따른 보유 채권의 평가액 감소로 자본이 줄어드는 모순은 해소됨

지나간 이슈 → 리스크 해소

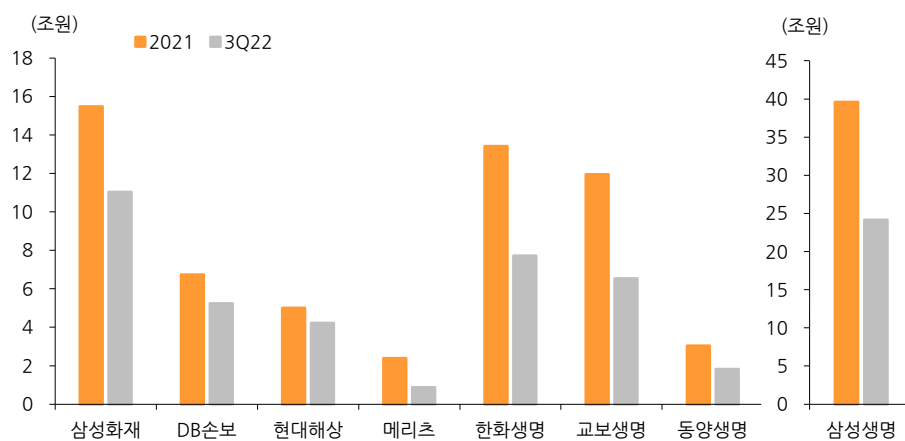
- 대형 보험사도 손보 4사, 생보 3사를 기준으로 2022년 중 3분기 또는 연말까지 16~63%의 자본총계 감소를 나타냄. 다만 한화손해보험은 자본 여력이 상대적으로 적은 가운데 시가평가 대상으로 분류된 채권이 많은 특성에 따라 자산 감소가 더 가파르게 나타났고, 이에 따른 자본잠식 우려가 주가 저평가의 원인으로 작용해 옴
- 결론적으로 자본잠식 여부의 확정과 동시에 리스크는 해소된 것으로 판단. 잠식이 우려되었던 것은 그 자체의 이슈가 아니라 관리종목 지정 가능성에 있었는데, 문제가 인식된 시점에 이미 해소된 상태이기 때문
- 2022년에 이어 2023년에도 실손 손해를 개선에 의한 장기 위험손해를 하락이 예상되는 가운데, 실손 민감도가 가장 높은 한화손해보험이 본질가치에 있어서 가장 큰 수혜를 볼 전망
- 그럼에도 불구하고 관리종목 지정에 대한 우려로 동사의 주가는 보험사의 자본 감소가 확인된 2022년 8월(2Q22 공시)부터 17.6% 하락해 같은 기간 손보 3사(삼성/DB/현대) 평균 +0.2% 및 보험업종 +6.6%의 수익률 대비 부진하였음. 이에 2022년 및 2023년(IFRS4 기준) 예상 PER이 각각 1.8X, 1.7X에 불과해 현저한 저평가 상태에 있다고 판단
- 우려가 소멸되었다면 우려로 인해 할인되었던 valuation은 re-rating 되는 것이 정당한 수순. 한화손해보험을 업종 내 top pick으로 유지함

[그림1] 한화손해보험의 2022년 말 재무상태



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

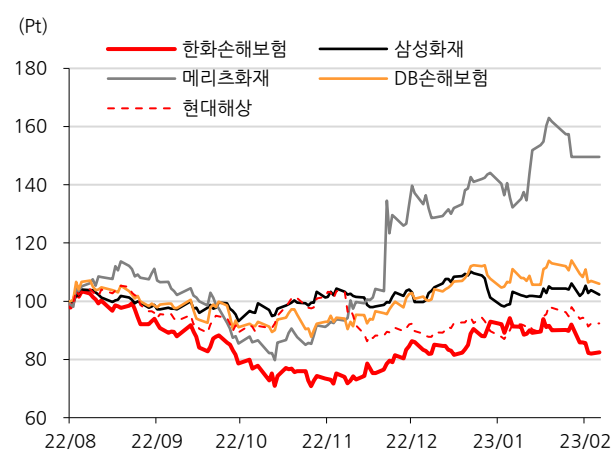
[그림2] 주요 보험사의 IFRS4 기준 자기자본



주: 삼성화재, 현대해상, 메리츠화재, 삼성생명은 15% 변동공시 중 2022년 말 자본총계 기준

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

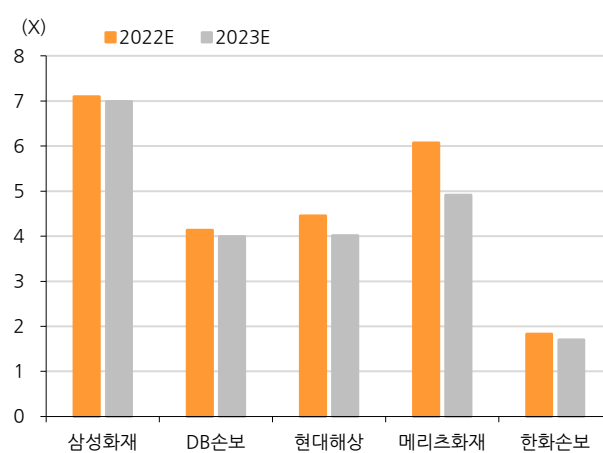
[그림3] 주요 손해보험주의 2022년 8월 이후 주가 흐름



주: 2022년 7월 말 증가=100pt

자료: Quantivise, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 주요 손해보험주의 2022년 및 2023년 예상 PER



자료: 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2023년 2월 7일)

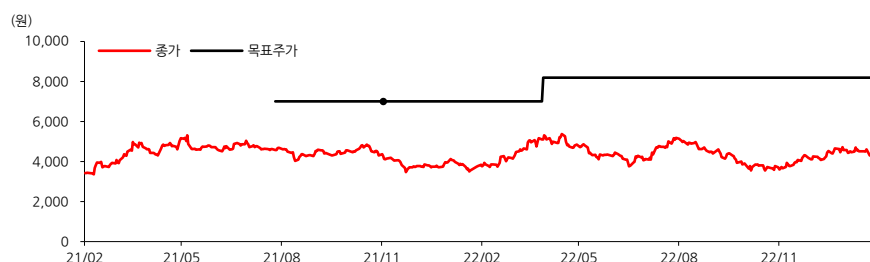
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하, 서주원)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한화손해보험 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.08.02	2021.08.02	2021.09.16	2022.01.21	2022.04.05
투자의견	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	2022.09.19	2022.09.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	8,200	8,200	8,200	8,200	8,200	8,200
일 시	2022.09.26	2022.11.15	2022.12.28	2023.02.07		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	8,200	8,200	8,200	8,200		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	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 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

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 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%