



한화손해보험 (000370)

한시적이었던 자본 우려를 대부분 해소

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 8,200원

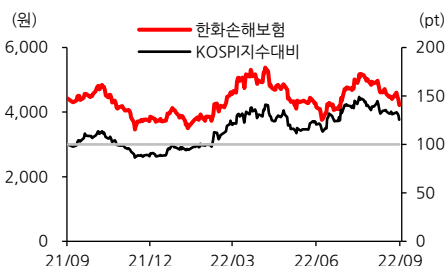
현재 주가(9/19)	4,145원
상승여력	▲97.8%
시가총액	4,839억원
발행주식수	116,739천주
52 주 최고가 / 최저가	5,380 / 3,465원
90 일 일평균 거래대금	23.59억원
외국인 지분율	7.2%
주주 구성	
한화생명보험 (외 4인)	51.5%
한화손해보험우리사주 (외 1인)	3.7%
자사주 (외 1인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-15.3	-0.1	-10.9	-6.4
상대수익률(KOSPI)	-9.8	3.4	2.1	18.6

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
경과보험료	4,781	4,810	4,920	4,955
영업이익	128	211	494	343
순이익	88	156	367	251
합산비용	107.9	106.4	103.6	104.0
투자수익률	3.1	3.0	3.8	3.0
EPS	757	1,337	3,147	2,038
BPS	14,624	12,725	1,955	3,418
PER	5.1	2.8	1.3	2.0
PBR	0.3	0.3	2.1	1.2
ROE	5.6	9.8	41.1	60.5
배당성향	0.0	0.0	0.0	12.3

주가 추이



한화손해보험에 한시적으로 제기되었던 자본 우려는 이번 전환우선주 발행으로 대부분 해소된 것으로 판단합니다. 주식수는 늘었지만 해당 우려로 절대적인 저평가를 받아왔음을 고려하면 오히려 긍정적인 이슈입니다.

전환우선주 1,900억원 발행 공시

한화손해보험은 전환우선주 3,800만주를 액면가액 5,000원으로 기준주가 대비 18% 할증 발행. 이는 제3자 배정으로 최대주주인 한화생명이 전액 출자하며, 전환청구 기간은 5년(2027년 9월) 이후부터 10년 이후(2032년 9월)까지임. 전환우선주에 대한 배당은 보통주에 우선하여 연 7%(주당 350원) 지급되는데, 당해는 현행 회계기준의 배당가능이익이 부족하므로 보통주와 우선주 모두 미지급 될 예정. 2023년부터는 배당금 지급이 가능해질 전망

자본 우려를 대부분 해소

이번 유상증자에 따라 한화손해보험의 자본금은 1,900억원 증가. 8월 들어 재반등한 시장금리(2Q22 말 대비 국채 10Y +16bp)로 인해 추가적인 채권 평가손이 예상됨에 따라 동사에 대한 자본 잠식 우려가 존재했는데, 이번 전환우선주 발행으로 이러한 자본 우려는 대부분 해소될 전망. 2Q22 말 이후의 자본 buffer로 볼 수 있는 것은 (1)9월 발행한 신종자본증권 850억원, (2)하반기 순이익 860억원(추정), (3)4Q22 중 반영될 사옥 매각익 1,000억원대, (4)이에 더해 이번 증자 1,900억원 등임. 이를 모두 포함할 때, 국채 10년물 금리가 4.2%까지 상승해도 동사의 2022년 말 자기자본은 문제가 없을 것으로 추정됨. 애당초 자본잠식 가능성은 모순적인 현행 회계기준에 의한 한시적인 우려였으며, IFRS17이 도입되는 2023년부터의 자기자본에는 더욱 문제가 없음

*2Q22 말 자기자본: IFRS4 기준 2,780억원 → IFRS17 기준 3조원

턱없이 낮은 valuation

장기 위험손해율의 개선 사이클에서 한화손해보험은 그 민감도가 가장 높은 손보사임. 동사의 2022년 순이익은 사옥 매각익을 제외해도 60% YoY 증가할 전망. 본질적인 가치가 제고되는 국면임에도 동사의 12m forward PER은 2.2X에 불과해 지나친 저평가 상태라고 판단. 업종 내 top pick으로 유지

[표1] 전환우선주 유상증자의 주요 내용

항목	내용
이사회 결의일	2022년 9월 19일
납입일	2022년 9월 27일
신규 발행주식수	38,000,000주
주당 액면가액	5,000원 (기준주가 대비 18.2% 할증)
조달 규모	1,900억원
증자방식	제3자 배정증자 (한화생명)
전환청구기간	2027년 9월 29일 ~ 2032년 9월 27일
전환조건	전환청구기간 내 전환되지 않은 신주는 발행일로부터 10년이 되는 날 보통주로 자동 전환
이익배당 조건	발행가액 기준 연 7%에 해당하는 금액(주당 350원)을 보통주에 우선하여 배당 받을 수 있음

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 증자 전/후 한화손해보험의 자기자본 추정치 변화

(단위: 십억 원)

	2021	2Q22	2022E	
			증자 전	증자 후
별도 자기자본	1,484	278	112	302
자본금	584	584	584	774
자본잉여금	287	407	492	492
이익잉여금	593	739	931	931
자본조정	-1	-1	-1	-1
기타포괄손익누계	20	-1,452	-1,893	-1,893

주: 2022년 기타포괄손익누계액은 국채 10년물 금리 4% 가정한 추정치

자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 국채금리 가정에 따른 한화손해보험의 자기자본 추정치 변화

(단위: 십억 원)

국채 10Y 금리 가정	2022E 자기자본	
	증자 전	증자 후
3.50%	696	886
3.62% (2Q22 말)	554	744
3.79% (직전일)	363	553
3.90%	229	419
4.00%	112	302
4.10%	-5	185
4.20%	-121	69
4.30%	-238	-48

자료: 금융투자협회, 한화투자증권 리서치센터

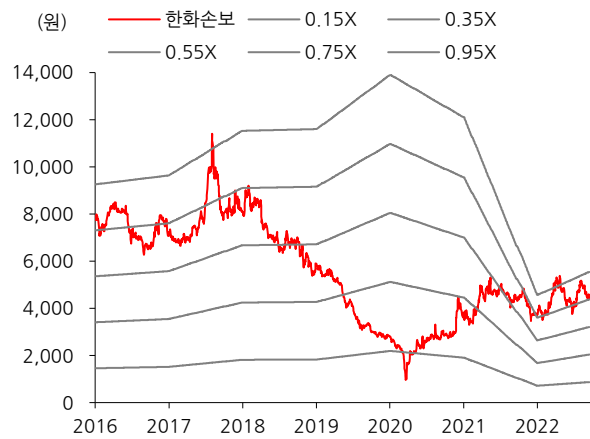
[표4] 증자 전/후 한화손해보험의 주요 지표 추정치 변화

(단위: 원, %)

	2022E	
	증자 전	증자 후
수정 EPS	2,991	2,988
수정 BPS	963	1,955
수정 ROE	43.7	39.1

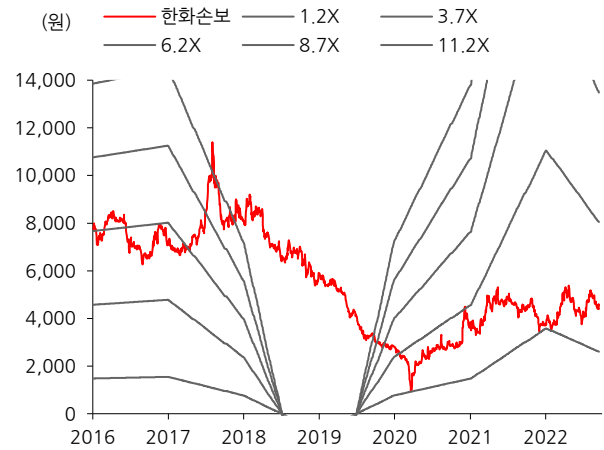
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한화손해보험 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화손해보험 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 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
지급준비금	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	1,483	1,281
특별계정부채	6	5	5	5
부채총계	17,772	18,704	19,912	20,584
자본금	584	584	774	774
자본잉여금	287	287	492	492
이익잉여금	449	593	931	1,157
비상위험준비금	181	202	198	202
자본조정	0	-1	-1	-1
기타포괄손익누계	387	20	-1,893	-1,893
자본총계	1,707	1,484	302	529
부채와자본총계	19,479	20,188	20,214	21,112

성장률

(% YoY)

12 월 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	6.5	3.4
책임준비금	7.5	5.8	5.1	4.7
총자본	19.7	-13.1	-79.6	74.8
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	-5.0	2.8
투자영업이익	8.8	2.8	29.5	-19.8
영업이익	흑전	65.6	133.6	-30.6
순이익	흑전	76.4	135.6	-31.6

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 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	4,082	4,106
일반	163	171	192	208
자동차	537	499	446	443
장기	3,383	3,378	3,441	3,455
순사업비	1,074	1,071	1,018	1,046
보험영업이익	-378	-308	-179	-197
투자영업이익	506	520	673	540
영업이익	128	211	494	343
영업외이익	-16	-12	-11	-11
세전이익	112	199	483	331
법인세비용	23	43	115	80
당기순이익	88	156	367	251

주요 투자지표

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E
영업지표 (%)				
경과손해율	85.4	84.1	83.0	82.9
일반	76.5	68.4	71.3	74.0
자동차	90.4	83.7	80.8	83.0
장기	85.1	85.2	84.0	83.5
사업비율	22.5	22.3	20.7	21.1
투자이익률	3.1	3.0	3.8	3.0
수익성 (%)				
ROE	5.6	9.8	41.1	60.5
ROA	0.5	0.8	1.8	1.2
주당 지표 (원)				
보통주 EPS	757	1,337	3,147	2,038
보통주 BPS	14,624	12,725	1,955	3,418
보통주 DPS	0	0	0	150
기타 지표				
보통주 PER (X)	5.1	2.8	1.3	2.0
보통주 PBR (X)	0.3	0.3	2.1	1.2
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	12.3
보통주 배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	3.6

[Compliance Notice]

(공표일: 2022년 9월 20일)

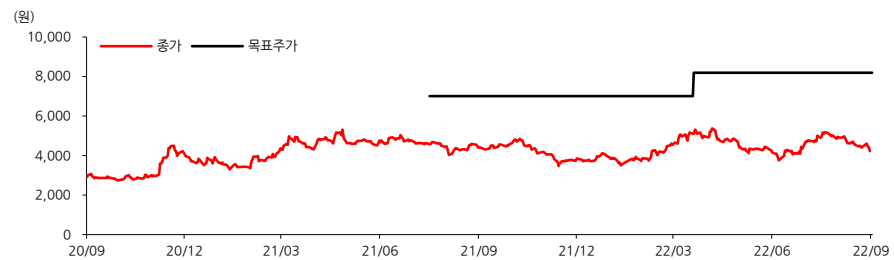
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하, 서주원)

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

[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 추정치에 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 6월 30일)

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