



한화손해보험 (000370)

착시 효과보다 펀더멘털을 봐야

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 8,200원

현재 주가(11/14)	3,725원
상승여력	▲120.1%
시가총액	4,349억원
발행주식수	116,739천주
52 주 최고가 / 최저가	5,380 / 3,465원
90 일 일평균 거래대금	16.04억원
외국인 지분율	7.0%

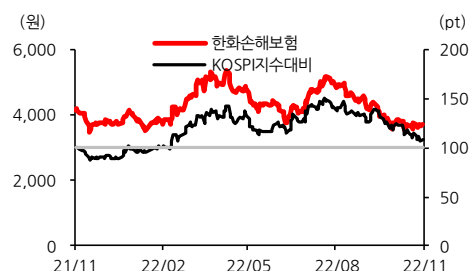
주주 구성	
한화생명보험 (외 4인)	51.5%
한화손해보험우리사주 (외 1인)	3.0%
자사주 (외 1인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.0	-25.8	-22.7	-10.2
상대수익률(KOSPI)	-11.8	-23.7	-17.7	6.4

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
경과보험료	4,781	4,810	4,909	4,931
영업이익	128	211	476	432
순이익	88	156	359	334
합산비용	107.9	106.4	103.4	103.2
투자수익률	3.1	3.0	3.3	3.3
EPS	757	1,337	3,078	2,746
BPS	14,624	12,725	1,429	3,427
PER	5.1	2.8	1.2	1.4
PBR	0.3	0.3	2.6	1.1
ROE	5.6	9.8	42.1	88.9
배당성향	0.0	0.0	0.0	9.2

주가 추이



실손 민감도가 가장 높은 만큼 펀더멘털 개선 우위에 있는 동사의 12mf PE 은 1.5 배에 불과한 현저한 저평가 상태입니다. 1 영업일 뒤에 해소될 자본잠식을 염려하는 것은 기우라고 판단하며, Top pick 유지합니다.

3Q22 순이익 833억원(+28% YoY), 양호한 실적

한화손해보험의 3Q22 별도 당기순이익은 833억원(+28% YoY, +10% QoQ)으로 당사 추정치를 26%, 컨센서스를 18% 상회. 여타 보험주와 마찬가지로 예상보다 가팔랐던 이자부자산 수익률 개선(+31bp QoQ)에 더해, 비정상적인 외환파생손익 호조로 견조한 투자손익을 기록한 것이 추정치 상회의 원인. 일반 및 자동차 손해율은 예상보다 1~2%p 부진했으나 장기 위험손해율은 기대 수준(-7%p YoY)이었고, 최근 손해율 개선에 따라 출재수수료가 증가(1Q 152억원 → 2Q 214억원 → 3Q 286억원)하면서 사업비용이 0.7%p QoQ 개선돼 보험손익은 예상 수준을 기록. 보장 인(人)담보 신계약은 10% QoQ 증가했으나 이는 전분기의 부진에 의함으로 평분기 수준을 회복한 것으로 해석. 3Q22 투자수익률은 3.5%(+0.1%p YoY), 전년과 같은 IAS39를 적용 시 3.6%를 기록

착시 효과보다 펀더멘털을 봐야

한화손해보험은 분기보고서를 통해 당분기뿐 아니라 전환시점(2023년 초)의 IFRS17 도입 영향을 공시. 동사의 현행 기준 상 3Q22 말 자기자본은 1,152억원(총자산의 0.6%)이지만, 전환시점의 IFRS17 자기자본은 2.3조원(총자산의 13.2%)으로 증가함. 유일한 우려요인은 현행 기준에서의 연말 자기자본 잠식 여부인데, 가공시된 부동산 매각익을 포함하면 금리 4.1~4.2%가 그 경계선일 것으로 추정. 4Q22 하락한 시장금리가 재반등하더라도 1영업일 차이로 조원 단위가 될 자기자본으로 인해 증권 거래상의 문제가 생길 것이라는 염려는 지나친 기우라고 판단하며, 만일의 경우 자본확충의 방안도 여전히 존재. 2023년 자동차보험 영업이익의 감소와 실손보험 영업이익의 증가가 예상되는 가운데, 자동차보험의 매출 비중은 10% 내외에 불과하고 실손 민감도는 가장 높은 동사는 펀더멘털 개선 우위에도 불구하고 12m forward PER 1.5배 미만이라는 저평가를 받고 있음. 업종 내 top pick 의견을 유지함

[표1] 한화손해보험의 3Q22 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	3Q22P	3Q21	YoY	2Q22	QoQ	3Q22E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	-41.5	-61.9	적지	-23.3	적지	-38.7	n/a	n/a	n/a
투자영업이익	151.6	153.2	-1.1	123.3	22.9	129.0	17.5	n/a	n/a
영업이익	110.1	91.3	20.6	100.0	10.1	90.3	21.9	97.2	13.3
순이익	83.3	65.1	28.0	75.4	10.5	66.3	25.5	70.7	17.9

자료: 한화손해보험, Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한화손해보험의 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

(단위: 십억 원, %, %p)

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	QoQ	YoY
원수보험료	1,465.8	1,488.1	1,587.5	1,519.1	1,499.2	(1.3)	2.3
일반	119.3	108.8	127.8	140.5	122.5	(12.8)	2.7
자동차	178.2	185.8	175.6	177.2	176.3	(0.5)	(1.1)
장기	1,168.3	1,193.5	1,284.1	1,201.5	1,200.5	(0.1)	2.8
경과보험료	1,186.3	1,215.1	1,279.5	1,197.9	1,198.1	0.0	1.0
일반	65.1	64.9	61.0	65.9	69.2	4.9	6.2
자동차	149.4	146.3	139.3	138.7	139.5	0.6	(6.7)
장기	971.7	1,004.0	1,079.2	993.3	989.4	(0.4)	1.8
순사업비	260.4	283.6	237.9	251.8	243.8	(3.2)	(6.3)
보험영업이익	(61.9)	(122.4)	(25.4)	(23.3)	(41.5)	적지	적지
투자영업이익	153.2	103.5	144.7	123.3	151.6	22.9	(1.1)
영업이익	91.3	(18.9)	119.3	100.0	110.1	10.1	20.6
당기순이익	65.1	(12.1)	88.1	75.4	83.3	10.5	28.0
% YoY	210.2	적지	40.6	86.9	28.0		
경과손해율 (%)	83.2	87.0	83.3	80.9	83.0	2.2	(0.2)
일반	62.8	77.6	69.0	67.4	75.8	8.3	13.0
자동차	81.2	92.7	72.9	74.5	83.3	8.8	2.1
장기	84.9	86.7	85.5	82.6	83.5	0.9	(1.4)
장기 위험손해율	101.4	106.2	99.0	92.5	94.6	2.1	(6.7)
순사업비율 (%)	21.9	23.3	18.6	21.0	20.4	(0.7)	(1.6)
합산비율 (%)	105.1	110.3	101.9	101.9	103.4	1.5	(1.8)
순투자수익률 (%)	3.4	2.3	3.2	2.8	3.5	0.7	0.1
장기 신계약	10.9	11.7	11.1	9.9	10.8	9.2	(0.1)
저축성	(0.2)	0.4	0.1	0.1	0.1	(25.3)	흑전
보장성	11.0	11.3	11.0	9.8	10.8	9.6	(2.3)
인보험	9.8	10.0	9.8	8.8	9.7	10.0	(1.1)

자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

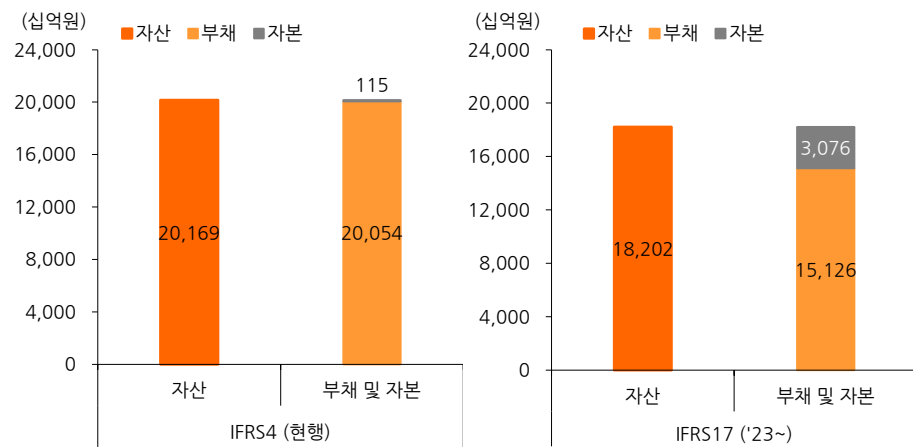
[표3] 한화손해보험의 운용자산 구성 현황

(단위: 십억 원, %)

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	구성비	QoQ	YoY
운용자산	18,058	18,119	17,831	17,400	17,468	100.0	0.4	(3.3)
현금및예치금	372	356	340	348	509	2.0	46.3	36.6
유가증권	12,112	12,195	11,969	11,702	11,521	67.2	(1.5)	(4.9)
주식	277	312	199	79	60	0.5	(24.7)	(78.5)
채권	5,847	5,993	5,583	5,080	5,261	29.2	3.6	(10.0)
수익증권	3,819	3,763	3,948	4,394	4,344	25.3	(1.1)	13.8
외화유가증권	1,990	1,959	1,690	1,446	1,450	8.3	0.3	(27.1)
기타유가증권	178	168	499	702	407	4.0	(42.0)	128.2
관계사 지분	127	129	135	135	180	0.8	33.4	41.6
대출채권	4,821	4,816	4,765	4,596	4,618	26.4	0.5	(4.2)
부동산	625	623	622	620	639	3.6	3.1	2.3

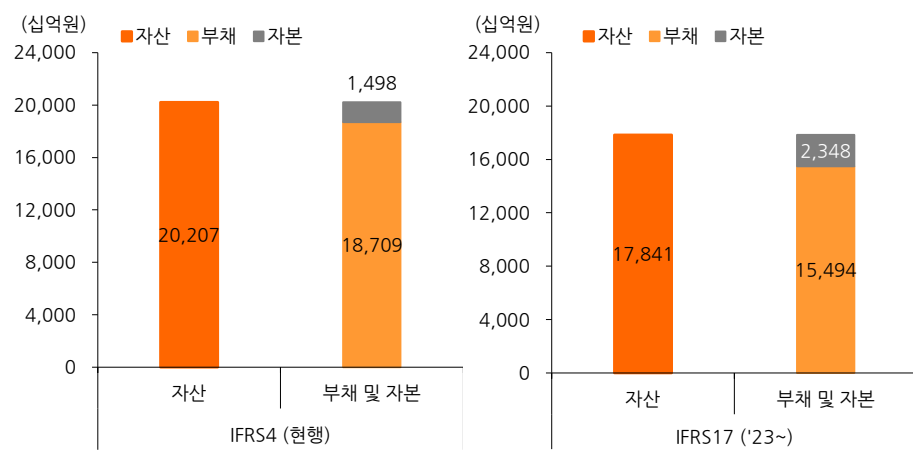
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 회계기준에 따른 한화손해보험의 3Q22 말 재무 상태



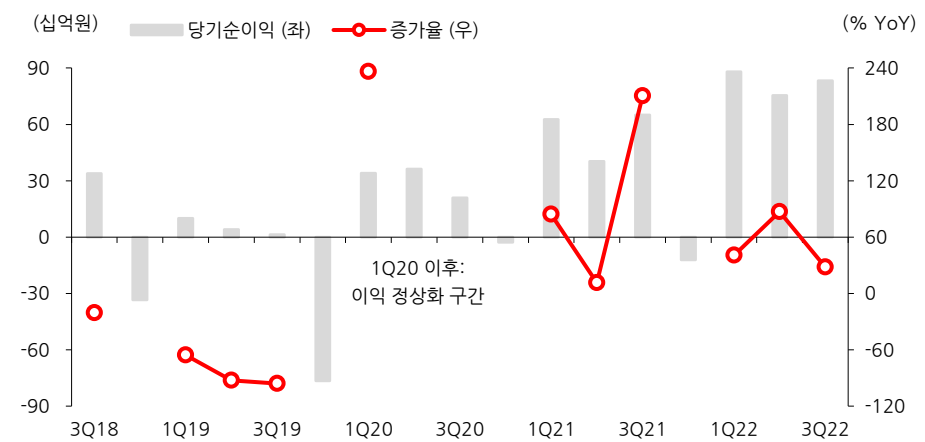
자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 회계기준에 따른 한화손해보험의 전환일('23년 초) 기준 재무 상태



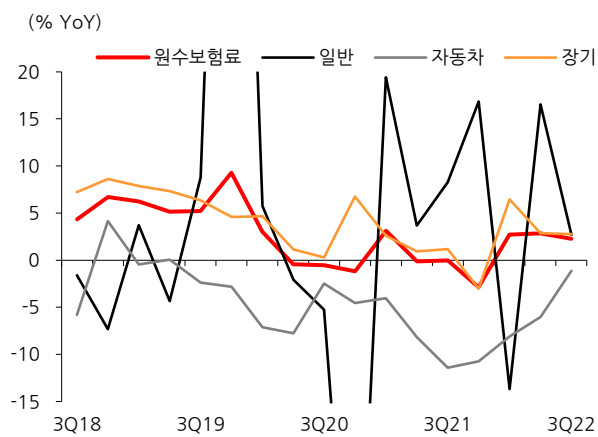
자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한화손해보험의 분기별 당기순이익 및 증가율



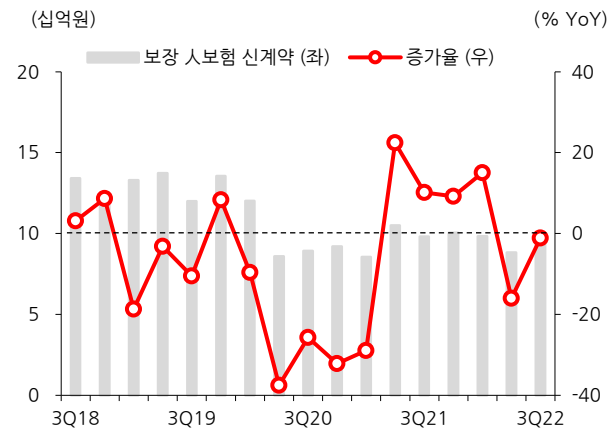
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한화손해보험의 원수보험료 증가율



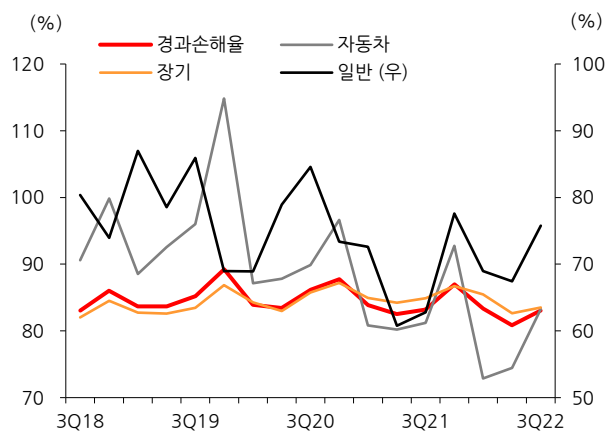
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한화손해보험의 보장성 인보험 신계약 금액 및 증가율



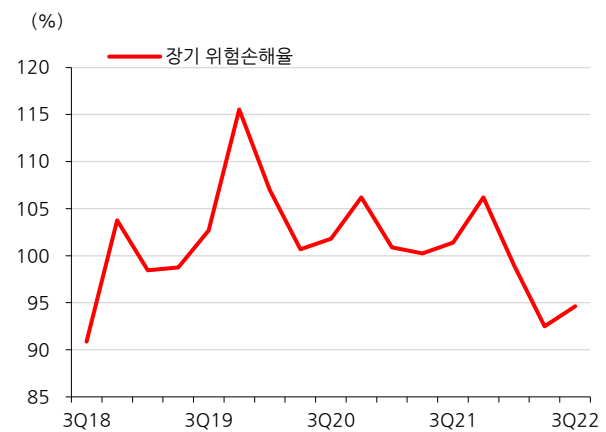
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 한화손해보험의 보종별 경과손해율



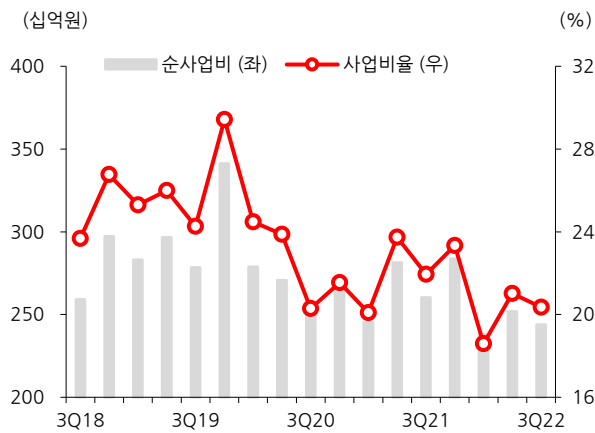
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 한화손해보험의 장기 위험손해율



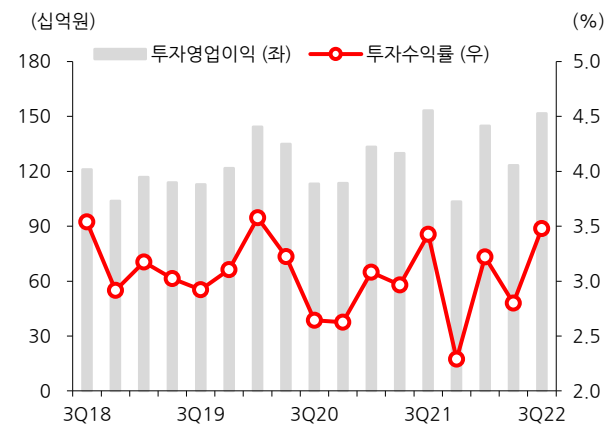
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 한화손해보험의 순사업비 규모 및 사업비율



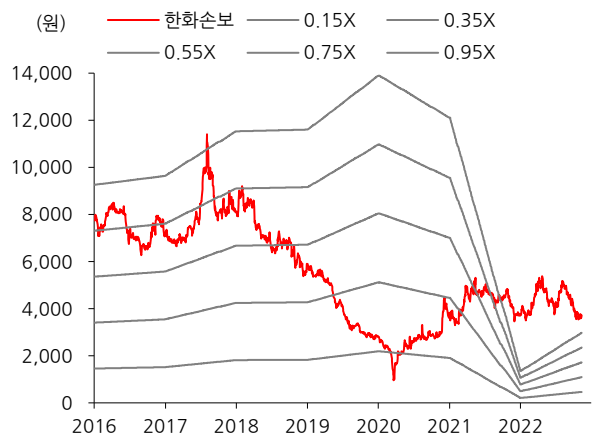
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 한화손해보험의 투자영업이익 및 투자수익률



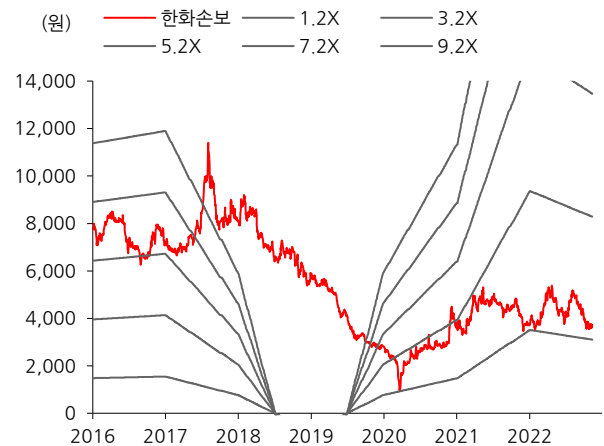
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 한화손해보험 12m forward PBR Band (*BPS 무의미)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 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	17,739	18,751
현금 및 예치금	352	356	479	448
유가증권	11,417	12,195	12,099	12,940
주식	301	441	223	229
채권	5,194	5,993	5,394	5,809
수익증권	3,562	3,763	4,328	4,587
외화유가증권	2,284	1,959	1,567	1,609
기타유가증권	143	168	588	705
대출채권	4,935	4,816	4,690	4,920
부동산	515	623	472	443
비운용자산	2,188	2,065	2,726	2,753
특별계정자산	6	4	4	4
자산총계	19,479	20,188	20,469	21,509
책임준비금	16,562	17,529	18,393	19,243
지급준비금	1,313	1,407	1,477	1,551
보험료적립금	14,481	15,361	16,115	16,873
미경과보험료적립금	731	723	761	777
기타부채	1,204	1,170	1,851	1,731
특별계정부채	6	5	5	5
부채총계	17,772	18,704	20,248	20,979
자본금	584	584	774	774
자본잉여금	287	287	490	490
이익잉여금	449	593	924	1,233
비상위험준비금	181	202	197	201
자본조정	0	-1	-1	-1
기타포괄손익누계	387	20	-1,966	-1,966
자본총계	1,707	1,484	221	530
부채와자본총계	19,479	20,188	20,469	21,509

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E
총자산	7.0	3.6	1.4	5.1
운용자산	9.9	4.8	-2.1	5.7
총부채	5.9	5.2	8.3	3.6
책임준비금	7.5	5.8	4.9	4.6
총자본	19.7	-13.1	-85.1	139.7
경과보험료	4.7	0.6	2.0	0.4
일반	-5.1	16.8	5.4	4.0
자동차	2.3	0.5	-7.0	-2.8
장기	5.6	-0.2	3.2	0.7
순사업비	-10.5	-0.3	-6.9	5.2
투자영업이익	8.8	2.8	10.5	2.6
영업이익	흑전	65.6	125.0	-9.2
순이익	흑전	76.4	130.4	-7.1

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E
원수보험료	5,976	5,976	6,122	6,185
일반	443	497	503	523
자동차	814	744	704	690
장기	4,718	4,736	4,915	4,973
보유보험료	4,843	4,802	4,918	4,969
경과보험료	4,781	4,810	4,909	4,931
일반	213	249	263	273
자동차	594	597	555	539
장기	3,974	3,964	4,091	4,118
경과손해액	4,085	4,048	4,079	4,040
일반	163	171	188	202
자동차	537	499	448	455
장기	3,383	3,378	3,439	3,383
순사업비	1,074	1,071	997	1,048
보험영업이익	-378	-308	-167	-158
투자영업이익	506	520	574	590
영업이익	128	211	476	432
영업외이익	-16	-12	-2	9
세전이익	112	199	474	440
법인세비용	23	43	115	107
당기순이익	88	156	359	334

주요 투자지표

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E
영업지표 (%)				
경과손해율	85.4	84.1	83.1	81.9
일반	76.5	68.4	71.7	74.0
자동차	90.4	83.7	80.8	84.4
장기	85.1	85.2	84.1	82.1
사업비율	22.5	22.3	20.3	21.3
투자이익률	3.1	3.0	3.3	3.3
수익성 (%)				
ROE	5.6	9.8	42.1	88.9
ROA	0.5	0.8	1.8	1.6
주당 지표 (원)				
보통주 EPS	757	1,337	3,078	2,746
보통주 BPS	14,624	12,725	1,429	3,427
보통주 DPS	0	0	0	150
기타 지표				
보통주 PER (X)	5.1	2.8	1.2	1.4
보통주 PBR (X)	0.3	0.3	2.6	1.1
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	9.2
보통주 배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	4.0

[Compliance Notice]

(공표일: 2022년 11월 15일)

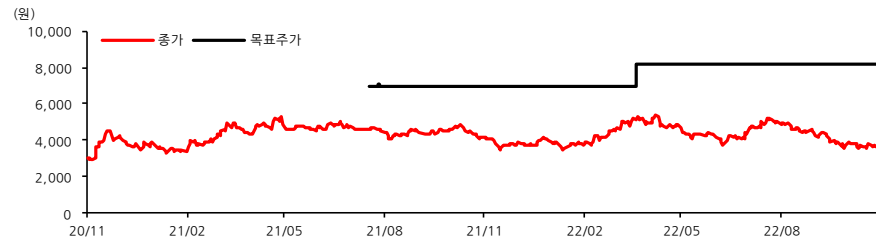
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하, 서주원)

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				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	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 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.5%	5.5%	0.0%	100.0%