

# Editor's Pick#2

## - 한화손해보험 \_ 미워도 다시 한번 (Stalk0218. 2023.12.07)

### 한화손해보험

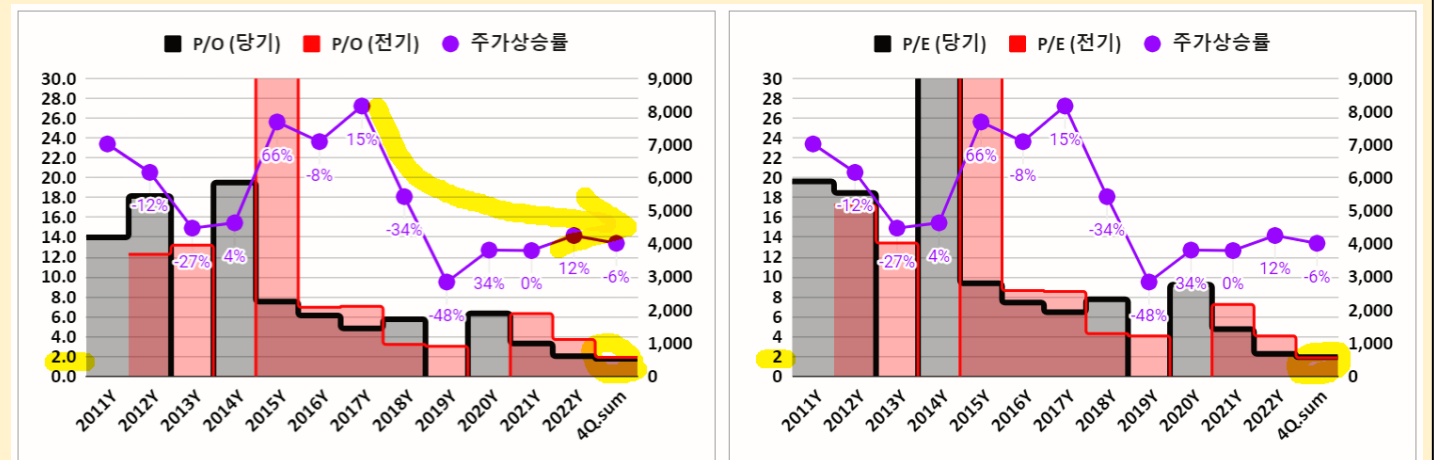
4,015원 23.12.22 12:35:00 기준

<b>현재 수익률</b> -1%	<b>작성시 주가</b> 4,075원 (23.12.06)	<b>목표가</b> 8,800원 116%▲	<b>투자의견</b> 매수	<b>투자기간</b> 2023/12~2024/12
----------------------	------------------------------------	----------------------------	-------------------	--------------------------------

#### ※ 선정사유

저평가 기간이 길어 많은 분들의 애증의 종목인 듯 합니다. 선정사유는 제목과 같습니다. 그럼에도 다시 한번 기다려 보려고 합니다. 주가는 2021년초부터 보험세이고, 대부분의 밸류 지표가 최하단 수준입니다.

주) 2022년도 P/B가 상승한 건 본문을 참조해 주세요.



날짜 (기말)	2011Y	2012Y	2013Y	2014Y	2015Y	2016Y	2017Y	2018Y	2019Y	2020Y	2021Y	2022Y	4Q.sum
P/B	2.01	1.54	0.96	0.91	1.04	0.94	0.81	0.45	0.23	0.27	0.31	2.99	0.14
P/O (당기)	14.0	18.2	-9.9	19.5	7.5	6.1	4.8	5.7	-3.5	6.3	3.3	2.0	1.8
P/O (전기)		12.3	13.2	-10.2	32.4	7.0	7.0	3.2	3.0	-4.7	6.3	3.7	1.9
P/E (당기)	19.6	18.5	-11.4	42.1	9.4	7.4	6.5	7.8	-4.8	9.2	4.7	2.3	1.9
P/E (전기)		17.2	13.4	-11.8	69.8	8.6	8.5	4.3	4.1	-6.7	7.2	4.1	1.9

\* 작성자는 현재 동사 주식을 보유 중이므로 편향이 있을 수 있습니다.

\* 직관적인 전달 및 작성 편의를 위해 대화체로 작성하였으며 약간의 비속어가 있을 수 있는 점 양해 부탁드립니다.

## 한화손해보험 \_ 미워도 다시 한 번

앞서 작성한 손보업에 대한 이해 시리즈 1, 2편은 사실 한화손해보험 투자 아이디어를 쓰기 위한 사전 산업 설명에 대한 글이었음. 그 글들이 기존 네이버 블로그에 썼던 내용을 거의 그대로 복붙했다면, 오늘 쓰는 한화손해보험에 대한 글 만큼은 완전히 새로 쓰는 글임. 그 사이 여러가지 환경도 변하고 실적도 더 가시화되었기 때문임.

글 제목의 부제가 "미워도 다시 한 번"인 이유는 나도 올해 상반기에 한화손해보험에 집중 투자를 감행했다 정말 겨우 겨우 bep 조금 넘는 수준에서 탈출했기 때문임.

손절은 아니었지만 AI/로봇/엔터 등 미래 세계에서 온 것만 같던 주식들 다 날라갈 때 쳐다만 보면서 한화손해보험에 물려 있다가 좋은 기회를 다 놓쳐버렸기에 기회비용은 엄청났던 기억이 있음.

그래서 개인적으로 정말 미운 회사지만 그럼에도 불구하고 이제 좋은 투자 기회가 임박한 듯 하여 다시 기업을 살펴보고 투자 아이디어를 세팅해 봄.

\* 참고로 손보업 투자에 관심은 있으나 전혀 감이 안잡힌 분들은 앞 선 2개 글 정도는 보고 오시기 바람.

아무래도 손보업이 보통 기관 투자자 중심의 주식이기도 하고 개인 투자자들이 그렇게 말랑말랑하게 접근하기에는 좀 회계적인 지식도 필요하고 생소한 용어도 많기 때문임.

(물론 이 글도 최대한 투자자 관점에서 쉽게 작성하겠음. 우리가 투자를 할 거지, 경영을 하는 건 아니잖음?)

그럼 바로 본론 시작. 간결하고 임팩트 있게 투자 아이디어 위주로만 작성하겠음.

# 투자포인트 1. 이보다 저렴할 수 없다..(ROE 9%짜리 회사가 PBR 0.14배..실화냐)

한화손해보험의 가장 기본이 되는 투자 아이디어는 거의 시장의 계산기가 오류가 난 것 같은 수준의 밸류에이션이다.

지금 한화손해보험을 커버하는 애널리스트들이 이러쿵 저러쿵 하면서 업황의 악화와 배당의 불확실성 등을 아무리 논해도 함부로 동사의 목표주가를 내리지 못하는 이유도(대부분 6천원에 형성되어 있음) 이게 싸도 너무 심하게 싸기 때문이다.

PBR이 0.14배가 정말 적절한 수치가 맞는가? 돈 못버니까 그런 거 아니냐고?

	시총(억원)	주가	주식수	지배자본	증권사 컨센 참조			fn가이드 참조	
					23년 예상 순이익	23.3분기 누적 순이익	23.4분기 예상 순이익	24년 예상 순이익	24년 순익 yoy
삼성화재	127,344	256,000	47,374,837	148,400	20,712	16,432	4,280	22,241	7.4%
DB손해보험	59,260	83,700	70,800,000	101,575	20,000	13,930	6,070	20,500	2.5%
현대해상	28,385	31,750	89,400,000	66,915	11,326	6,626	4,700	12,599	11.2%
한화손해보험	4,745	4,065	116,738,915	34,207	3,100	2,337	763	3,330	7.4%
롯데손해보험	7,355	2,370	310,336,320	13,466	3,000	2,628	372		-100.0%

전혀..작성일인 23.12.7일 기준 시총 4745억원(우선주 미감안)인데 23년 예상 순이익은 무려 3100억이다.

\* 참고로 4분기 실적이 아직 발표 전이긴 하지만 3분기 순이익 427억에서 감독원의 실손 가이드라인 조정(그냥 실손 손해를 가정 니 맘대로 하지 말고 뽁세게 하란 얘기..)으로 인한 1회성 손실 190억을 더하면 실제 순이익은 약 617억이 나오고. 여기 추가로 금리 인하로 인한 채권 쪽 평가손실 150억 잡힌 걸 감안할 때 정상 체력은 약 770억 내외였을 것이다. 따라서 지금 4분기 예상 순이익 763억원은 무리한 가정치는 아니라는 것.

손보사니까 그렇지!! 라고 하기에 너무 혼자 쓴 거 아닌가?

매각 이슈가 붙었다 하더라도 지금 자기자본이 반도 안되는 롯데손해보험 시총의 65% 수준이다.

그럼 이게 밸류로 보면 어느 정도로 차이가 나는 것인가.

	시총(억원)	주가	PBR	ROE	PER
삼성화재	127,344	256,000	0.86	14.0%	6.1
DB손해보험	59,260	83,700	0.58	19.7%	3.0
현대해상	28,385	31,750	0.42	16.9%	2.5
<b>한화손해보험</b>	<b>4,745</b>	<b>4,065</b>	<b>0.14</b>	<b>9.1%</b>	<b>1.5</b>
롯데손해보험	7,355	2,370	0.55	22.3%	2.5

진짜 이거 실화냐고 ㅋㅋㅋ

PER은 1.5배, PBR은 무려 0.14배다. 9%씩 이익 나는 3조 짜리 자산이 불과 5천억이 안되는 가격에 거래되고 있단 얘기.

그럼 롯데손보는 왜 매각 이슈가 불거지니 갑자기 급등했는가.

손보업 자체가 원래는 그렇게 싸게 거래되는 업종이 아니기 때문이다.

원래는 보통 은행보다 BM이 좋아서 더 잘 번다(총당금 쌓는 방식이 아니거든)

\* 탄 거 다 떠나서 보험 가입해보면 느낌이 세하지 않은가? 그만큼 보험사는 돈을 잘 번다.

그걸 가장 잘 보여주는 게 M&A다. 이 쪽 판은 투심이 아니라 밸류로 움직이는 시장이라 사실 장기적인 가치가 반영되는데 롯데손보를 19년에 인수할 때 JKL이 지불한 PBR이 1.1배였다.(사실 아직도 쳐물린 거라는 거)

과거 주요 보험사 M&A 사례

분류	매각회사	시기	인수법인	신설법인	인수가격 (십억원)	적용 PBR(배)	비고
손해보험	대한화재	2008.02	롯데그룹	롯데손해보험	352.6	5.1	
	제일화재	2009.12	한화그룹	한화손해보험	125.3	5.3	메리츠화재의 M&A 시도 시 백기사 역할로 확보한 22.8% 이후 추가 매입한 24.62% 기준
	UG 손해보험	2015.03	KB 금융	KB 손해보험	645.0	1.9	
	롯데손해보험	2019.05	JKL 파트너스	롯데손해보험	373.4	1.1	
생명보험	녹십자생명	2012.02	현대차그룹	현대라이프생명	230.0	1.5	
	ING 생명	2013.08	MBK 파트너스	ING 생명	1,800.0	0.7	
	우리아비바생명	2014.11	DGB 금융지주	DGB 생명	70.0	0.4	
	동양생명	2015.02	안방보험그룹	동양생명	1,131.9	1.1	
	알리안츠생명	2016.04	안방보험그룹	ABL 생명	3.5	-	실적 부진 및 예상 손실 등 영향으로 실질적으로 거래 자문료만 지급하고 매각
	PCA 생명	2016.11	미래에셋생명	미래에셋생명	170.0	0.6	
	오렌지라이프	2018.09	신한지주	오렌지라이프	2,298.9	1.1	
	푸르덴셜생명	2020.04	KB 금융	푸르덴셜생명	2,340.0	0.8	
	라이나생명	2021.10	처브그룹	라이나생명	약 7조원	-	아태 지역 보험사업 전체 매각

자료: 언론보도, SK 증권

(출처 : SK증권 23.9.20 보고서 중)

2015년이긴 하지만(실손 손해율 급증하기 전) KB손해보험은 무려 1.9배에 거래되었다.

그리고 사실 시장에서 거래되던 상장 밸류도 이렇게 싼 적은 거의 없었다.

그렇다고 이게 무슨 코스피 평균 PBR을 논하자는 얘기가 아니다.

하지만 0.14배는 너무하지 않은가 ㅋㅋ 적자기업도 아니고 매년 시총의 7-80%를 벌어들이는 기업인데.

그냥 딱 대형 손보사보다 안정성 떨어지는 거 감안해서 절반만 쳐달라니까?

그렇게만 해도 0.3배는 나오고 그럼 1루타거든...

근데 사실 뭐 이렇게 싸게 거래되는 이유가 있었지.

그래, 배당, 바로 그놈의 배당이다.

## 투자포인트 2. 배당이 재개되어도 계속 이렇게 쌀까?

사실 금융업의 회계는 복잡하다.

자기자본 역시 금리에 따라 시가로 평가되는 자산(채권)으로 구성된 데다 부채(보험료) 역시 시장금리의 영향을 같이 받아서 시시각각 변함에 따라 지금 이 자본이 진짜 얼마인지를 정확히 알기 어렵다.(IFRS 17이 되어도 한계는 분명히 있다고 본다)

그래서 과거에는 PBR로 쉽게 평가하던 게 점점 의문이 쌓이고,

지금 버는 돈이 제대로 된 건지도 의문이 생기면서 은행이고 보험이고 다 같이 나락을 간 것.

그러다 보니 사실 금융회사들의 주가를 평가하는 지표는 주로 배당이 될 수 밖에 없다.

시장 기대수익률과 배당수익률을 비교해서 하방을 지지하고, 여기서 괴리가 생기면 오르는 구조인 것이다.

이 논리는 굉장히 잘 워킹해왔다. 하지만 올해 IFRS 17이 되고 갑자기 손보사들이 미친듯이 돈을 벌면서 금감원이 배당을 자제하라는 압박을 시작하자 논리가 깨져버렸다.

즉, 너네 돈 벌어도 다 못주는 거 아니야?라는 의문이 추가로 생긴 것이다.

이런 상황에서 지난 3년간 배당을 못한 한화손해보험에 고운 시선이 갈 리는 만무하다.

이미 시종에는 배당수익률 높은 대형주(삼성화재, 현대해상 등)가 널려있기 때문이다.

근데 과연 한화손보는 올해도 배당을 하지 않을까?

사실 그 동안 한화손보가 배당을 못한 것은 IFRS 4 기준으로 자본을 산정한 데다 상법 상 상계 미적용 이슈 등 때문이었는데. 이 복잡한 걸 여기서 설명하자는 건 아니고.

그냥 그 문제들 지금은 다 해결되었다는 것이다. 회사와 소통해봐도 이 문제는 클리어하다.

그리고 상법 개정 역시 시행령인데다 이미 예고가 나간 상태라 그냥 시행만 남은 상황.

\* 이걸 그냥 표로 깔끔하게 정리해 준 신한투자증권 임희연 수석연구원님 자료를 참고.

커버리지 보험사 상법 개정 후 배당가능이익 추정								
(조원, %)	삼성생명	한화생명	동양생명	미래에셋생명	삼성화재	DB손해보험	현대해상	한화손해보험
자본총계	37.2	12.1	3.2	2.9	14.4	8.6	8.1	3.4
(-) 신종자본증권	0.0	0.5	0.3	0.0	0.0	0.0	0.5	0.4
(-) 자본금	0.1	4.3	0.8	1.0	0.0	0.0	0.0	0.8
(-) 자본잉여금	0.0	0.5	0.5	0.2	0.9	0.0	0.1	0.1
(-) 이익준비금	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(-) 현금배당총액	0.5	0.0	0.0	0.0	0.6	0.3	0.2	0.0
(-) 해약환급금준비금	0.0	2.6	0.5	0.8	0.6	2.7	4.7	1.6
(-) 미실현손익	26.5	1.5	0.4	0.4	3.5	(0.2)	(0.4)	(0.1)
<b>상법 개정 후 배당가능이익</b>	<b>10.1</b>	<b>2.5</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>8.8</b>	<b>5.7</b>	<b>3.0</b>	<b>0.6</b>

자료: 각 사, 신한투자증권 추정

(출처 : 신한투자증권 23.11.29 보고서 중)

그럼 배당이 다시 가능하다고 보고 얼마를 배당할 수 있는가?

이것도 조금 복잡한데 한화손보는 K-ICS라는 새로 도입된(뭐가 이리 많이 바뀌는가..) 자본적정성 기준을 일부 유예하는 조치를 신청해서 다른 보험사들의 직전 배당성향의 절반 정도가 배당성향 맥스가 된다.

그게 대략 17% 내외 정도. 이 부분을 맥스로 다 배당한다고 하면 3.1천억 순이익 기준 약 527억 정도가 배당 재원이 되고 이 중 133억은 우선주가 먼저 받아간다고 보면 약 394억 정도가 배당 재원이 된다.

(신한투자증권의 배당 가능 이익 추정치가 6천억이었으니.. 뭐 400억 정도는 여유가 있을 것이고)

이걸 현재 보통주 기준으로 나누면 주당 배당금은 약 340원 내외가 되고. 이러면 배당 수익률은 8.3%가 된다.

그럼 피어 대비 어느 정도 수준인지 볼까?

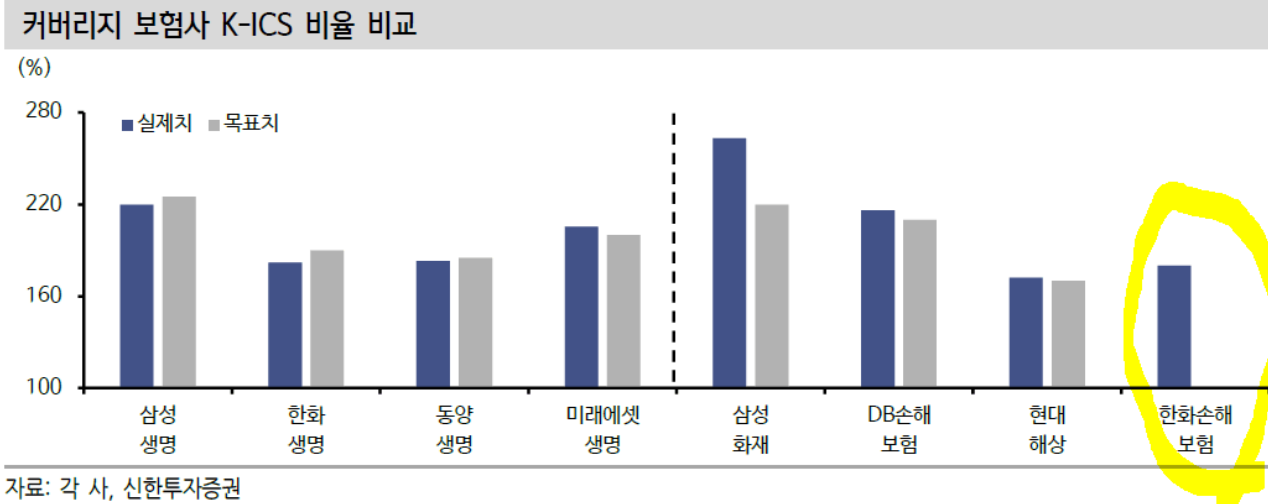
	시총(억원)	주가	주식수	지배자본	23년 예상 순이익	배당성향	배당금	수익률
삼성화재	127,344	256,000	47,374,837	148,400	20,712	34%	15,000	5.9%
DB손해보험	59,260	83,700	70,800,000	101,575	20,000	21%	6,000	7.2%
현대해상	28,385	31,750	89,400,000	66,915	11,326	19%	2,400	7.6%
<b>한화손해보험</b>	<b>4,745</b>	<b>4,065</b>	<b>116,738,915</b>	<b>34,207</b>	<b>3,100</b>	<b>17%</b>	<b>338</b>	<b>8.3%</b>
롯데손해보험	7,355	2,370	310,336,320	13,466	3,000	15%	145	6.1%

\* 대형 3사 예상 배당금은 신한투자증권 11.23 보고서 참조

이것만 봐도 뭐..싸다..또 싸네 ㅎㅎㅎ

내년 배당수익률은 당연히 저것보다 더 올라갈 수 있다.

왜냐면 이미 K-ICS 비율이 유예조치 안한다 쳐도 현대해상보다도 높기 때문이다.(현재 한화손보는 조치 전 177%, 조치 후 288%임)



(출처 :

신한투자증권 11.23 보고서 중)

이미 회사에서도 유예조치를 내년에 계속 끌고 갈지 고민인 상황.

유예조치가 풀리면 배당 제한(타사 배당성향 50% 수준 이내 등)이 풀리면서 배당이 상향된다.

즉 올해보다 엄청나게 가파른 이익성장 없이도 한화손보만큼은 배당 상향 가능성이 열리게 되는 것.

이래도 계속 쌀 것인가?



## 투자포인트3. 금리가 내려가면 손보사는 팔아야 된다고?

우리 증시에서 아주 오래된 생각.

보험사는 채권 이자 수익이 주 수익 기반 중 하나라서 무조건 금리가 올라야 유리하다는 것.

과연 그럴까?

이 부분 역시 IFRS가 바뀌면서 생긴 변화인데.

이걸 다 설명하면 또 복잡하니 간단히.

IFRS 9가 되면서 과거에는 자산의 대부분인 채권들이 장기보유목적으로 분류만 해놓으면 금리에 따라 발생하는 평가손익을 당기순이익에 반영하지 않을 수 있었다.

하지만 지금은 상황이 달라짐.

이걸 임의로 회사가 조정을 못하게 막으면서 대부분 채권자산들이 시장 금리 변화에 따라 가격이 변동되고 이 부분이 순이익에 영향을 미치기 시작했다.

서두에 쓴 3분기 평가손실이 150억 발생했던 것도 이 얘기임.

그럼 4분기는 어떨까?

당연히 월말 기준 시장의 채권 금리를 봐야겠지만 3분기 대비 이미 가파르게 떨어지기 시작한 것.

최근	2022년 종가	2023-03-31	2023-06-30	2023-09-30	2023-12-07	YTD	QTD
국채3년	3.725	3.264	3.674	3.875	3.455	-7.25%	-10.84%
국채10년	3.723	3.333	3.697	4.012	3.524	-5.35%	-12.16%
미국국채 3년	4.227	3.799	4.533	4.808	4.327	2.37%	-10.00%
미국국채 10년	3.879	3.473	3.841	4.579	4.114	6.06%	-10.16%
미국국채 20년	4.1485	3.799	4.076	4.909	4.393	5.89%	-10.51%
회사채 3년 AA-	5.23	4.04	4.39	4.658	4.2	-19.69%	-9.83%
회사채 3년 BBB-	11.166	10.42	10.78	11.073	10.65	-4.62%	-3.82%

저 표가 보이는가..

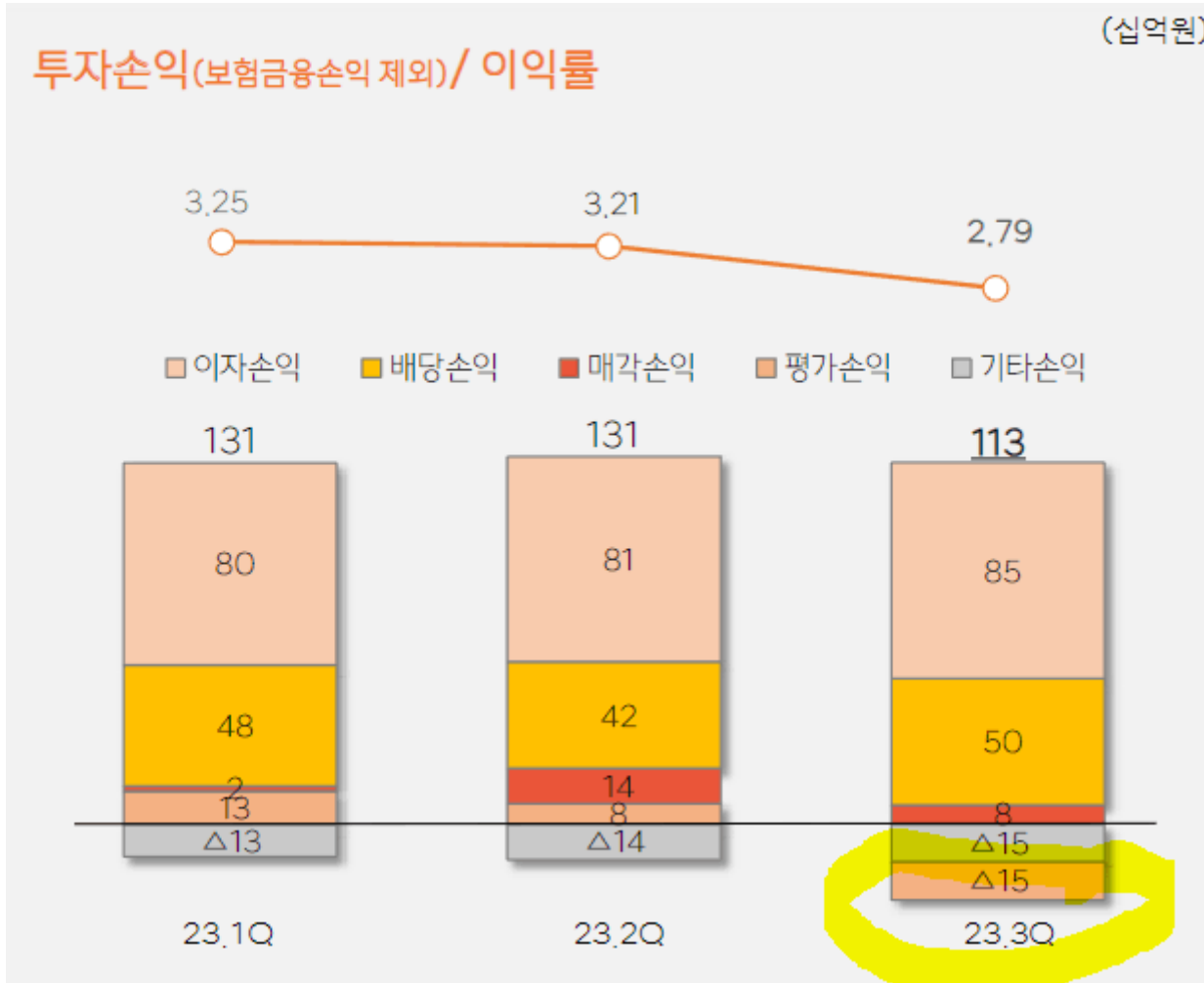
보통 장기채로 구성된 보험사 자산을 감안할 때 국채 10년이 가장 유의미한 데이터일 것이고.

3분기에 4.0으로 전분기 대비 피크를 찍은 후 지금은 떡락해서 연초보다 낮아진 3.52%에 불과하다.

이러면 어떻게 되는가? 어떻게 되긴 평가이익이 발생하지.

12월말 금리를 봐야 정확히 알 수 있겠지만 지금처럼 금리가 줄줄 흐르면 오히려 한화손해보험의 4분기 이익은 서프가 날 가능성도 있다는 것.

보통 4분기는 이런 저런 청구비용이 늘어나는 것이 있지만 이 부분을 CSM 상각으로 커버하고 전분기 손실 150억이었던 FVPL 평가손이 이번에 거꾸로 +150억이라면? 안될 것도 없지 않을까?



(출처 : 한화손해보험 ir자료 중)

저 막대 그래프를 보면 알겠지만 금리 좀 올라간다고 이자이익 그렇게 안늘어난다는 거.

오히려 평가손이 훨씬 크다는 거. 4분기 지켜볼 만하지 않겠나?

## 투자포인트4. 너라면 니가 다니는 회사 망할 거 같은데 거기다 영끌베팅 하겠니?

한화그룹의 마지막 투자포인트는 바로 인간지표..

근데 꽤나 믿을만한 인간지표이다.

바로 임원들의 올해 내내 매수 공시.

번호	공시대상회사	보고서명	제출인	접수일자	비고
1	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	신정훈	2023.12.05	
2	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	김종근	2023.11.03	
3	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	하진안	2023.08.16	
4	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	서지훈	2023.08.10	
5	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	하진안	2023.08.03	
6	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	정종민	2023.07.31	
7	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	정주교	2023.07.20	
8	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	이준호	2023.07.17	
9	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	하진안	2023.07.05	
10	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	여상훈	2023.06.27	
11	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	장은서	2023.06.20	
12	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	박성규	2023.06.15	
13	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	손두호	2023.05.25	
14	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	이명균	2023.05.22	
15	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	나채범	2023.05.22	

16	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	안광진	2023.04.24	
17	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	김승균	2023.04.14	
18	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	서익준	2023.04.12	
19	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	하현용	2023.04.12	
20	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	박성규	2023.04.12	
21	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	임현빈	2023.04.06	
22	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	전두성	2023.03.30	
23	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	이동현	2023.03.30	
24	 한화손해보험	대표이사(대표집행임원)변경(안내공시)	한화손해보험	2023.03.22	
25	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	서지훈	2023.03.22	
26	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	서지훈	2023.03.09	
27	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	안광진	2023.02.14	
28	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	서지훈	2023.01.03	
29	 한화손해보험	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	박성규	2023.01.03	

올해만 총 28건이다.

원래 이런거 아니냐고?

작년에는 대표이사가 워낙 주식을 많이 보유하시다가 바뀌는 바람에 그걸 기준으로 볼 순 없고.

올해 1분기말 부터 쪽 임원들 분기말 자사주 보유내역을 공시를 통해 확인해보면

1분기 : 265,465주 -> 2분기 : 324,210주 -> 3분기 348,129주다...

분기 단위로 볼 때 2분기에 QOQ로 22%, 3분기에 7.4%가 증가한다.

말 그대로 임원들이 영끌을 하고 있는 것이다.

심지어 최근 공시를 보면, 보험사기를 전담하시는 우리 상무님께서

#### 다. 세부변동내역

보고사유	변동일*	특정증권등의 종류	소유 주식 수 (주)			취득/처분 단가(원)**	비고
			변동전	증감	변동후		
장내매수(+)	2023년 12월 04일	보통주	5,486	8,671	14,157	4,000 (해당없음)	-
	합계		5,486	8,671	14,157	-	-

\* 증권시장에서 주식등을 매매한 경우에는 그 결제일

무려 3500만원에 가까운 주식 매수를 하셨다. 지금 무슨 성과급 나오는 달도 아닌데..영끌을 한 것이다.

그 외에도 줄줄이 매수 일변도이다.

당신이라면 내가 다니는 회사에서 그래도 내가 임원이라 많이 아는데.

우리 회사 망할 거 같은데 내가 임원이란 책임감 하나로 자사주에 내 재산을 넣을 수 있겠는가?

만약 배당도 영원히 안줄거고 지배구조도 개판이고 회사도 오늘 내일 하는 상황인데도?

혹시 잘보이려고 그러는 거 아니냐고?

그렇리가. 임원은 그냥 계약직인데?

길어봐야 2-3년 임원인데. 내가 본 금융회사 임원들은 웬만해서 자사주 잘 안산다..진짜 회사가 싸야 사지.

## 투자포인트5. 이제 12월의 배당 회피 이슈는 안녕!

이건 아주 간단한 아이디어인데.

한화손보는 이미 정관을 개정했다.

중간배당도 가능하게 했고(올해 결산이익으로 내년부터 가능),

여기에 더해 배당 받는 주주를 정하는 기준일을 연도말이 아닌 이사회에서 결정한 날로 하기로 바뀌었다.

이거 대부분 보험사들 마찬가지로 텐데.

아마 12월 중에는 이거 관련된 스케줄이 나오면서 배당에 대한 보험사들 기대감이 다시 눈에 띄거라 보는 중.

이게 무슨 말이나면 원래는 12월 말이면 종합금융과세(배당 2천만원 이상)를 피하려고 대부분 배당 많이 나오는 주식들은 배당락 되기 전에 다 팔아서 배당 대신 그냥 매매 차익을 챙겼는데.(보통 배당정도 만큼 그 시기에 오른다)

이제 배당주주 기준일이 12월 말일이 아니라 배당이 확정되는 내년 2월 주총 즈음이 되고.

이걸 기준일 도래 전에 먼저 알려주기 땀에 종합과세 대상이 될 거 같으면 속 피해갈 수 있다는 것.

그리고 그래서 12월의 과세 회피 물량은 없다는 것이 추가 짜친 포인트가 되겠다 ㅎㅎ

암튼 그럼 이제 한화손보는 떡상준비를 완료하고 2월에 배당 나오면 가즈아인것인가?

그렇리가 리스크도 있다.

# 리스크

## 1. 금융당국의 압박으로 자동차 보험료가 인하될 전망이다.

-> 근데 한화손보는 자동차 보험 비중이 거의 없다. 이걸 사실 대형 보험사들의 이슈임. 그래서 리스크로 봐야할 지 애매.

이게 대형사들은 막 자동차 비중이 30%까지도 나오는데 한화손보는 중소형이라 다이렉트 장사도 힘들고 해서 줄여놓은 상태라 10% 언저리임.

	장기비중	자동차비중	일반비중
삼성화재	60%	30%	10%
DB손해보험	61%	28%	11%
현대해상	62%	27%	11%
한화손해보험	80%	11%	9%
롯데손해보험	87%	6%	6%

## 3. 보종별 원수보험료

구분	FY23				FY22
	1Q	2Q	3Q	4Q	3Q
일반	1,380	1,688	1,414		1,225
구성비	9.0	10.7	9.0		8.2
자동차	1,795	1,750	1,682		1,763
구성비	11.7	11.1	10.7		11.8
장기	12,107	12,291	12,610		12,005
구성비	79.2	78.1	80.3		80.1
합계	15,282	15,729	15,705		14,992

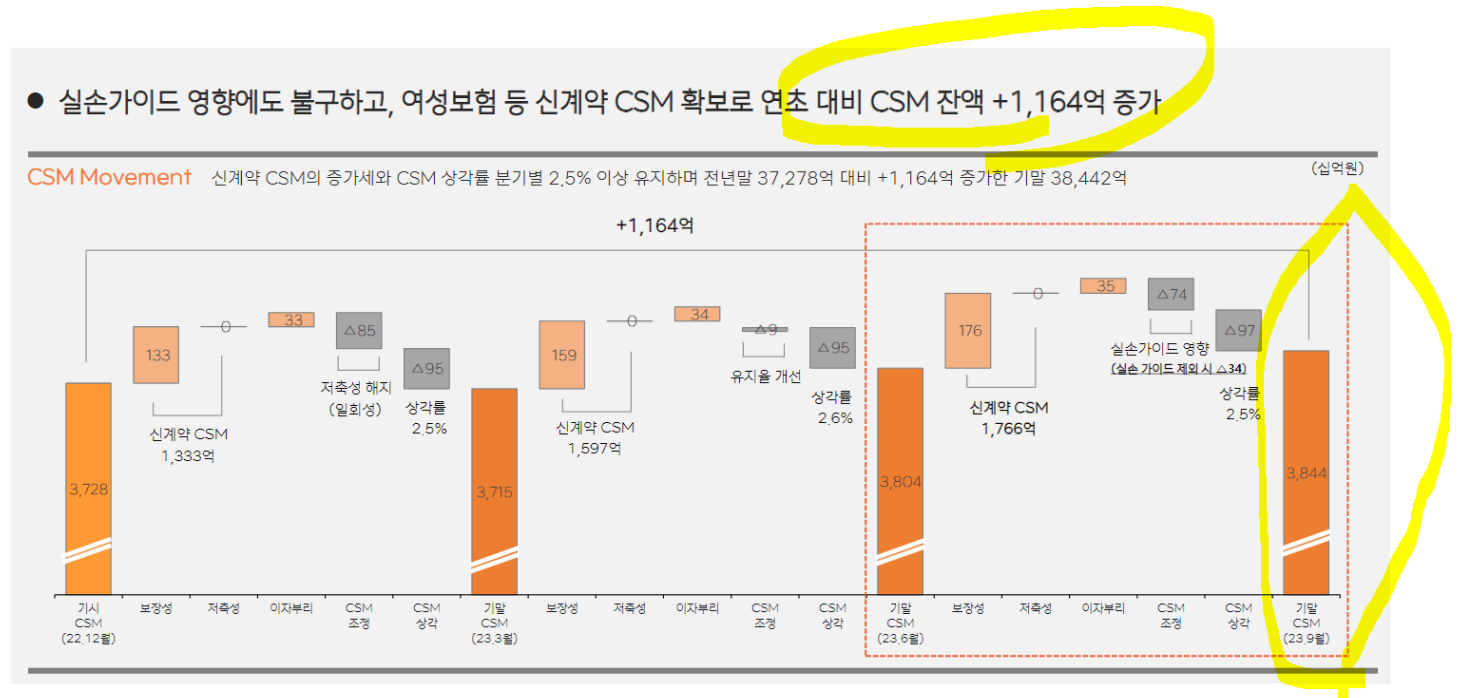
\* IFRS4 기준 참고용

(출처 : 한화손해보험 ir자료 중)

## 2. CSM은 아직 미성숙 단계라 변동성이 클 수 있다.

근데 그거 감안해도 지금 너무 많이 쌓여 있어서...

지금 3분기 말 기준 3.84조원이 CSM인데.. 여기서 매년 CSM 상각이익만 9% 정도 잡히니까 대충 3천억씩 버는데.. 이거 뭐 조정되어 봐야 얼마나 될까 싶으다 나는.. 다시 말하지만 시총 4700억 대에서의 얘기다 이게..



(출처 : 한화손해보험 ir자료 중)

### 2. 보험손익 & 투자손익 & 보험금융손익

(단위: 억원, %)

구분	FY23				YoY	4Q	FY22 3Q
	1Q	2Q	3Q	4Q			
장기 보험손익	802	986	530		△61.2		1,367
CSM 상각	945	954	966		+6.2		909
신계약 CSM 상각	30	44	66		+69.2		39
보유계약 CSM 상각	915	909	900		+3.4		870
RA 변동	184	190	187		△20.2		234
예상/실제현금흐름 차이 <sup>1)</sup>	309	94	24				333
보험금	215	0	-100				259
사업비	94	95	124				74
기타 보험손익 <sup>2)</sup>	-636	-251	-646		n.a.		-109
일반 보험손익	-74	-38	-60		적자전환		13
보험영업수익 <sup>3)</sup>	756	769	821		+10.7		741
보험영업비용 <sup>4)</sup>	830	807	880		+20.9		729
자동차 보험손익	189	139	96		+1,249.6		7
보험영업수익	1,498	1,570	1,630		+8.6		1,500
보험영업비용	1,309	1,431	1,534		+2.7		1,493
보험손익	917	1,088	567		△59.2		1,388

\* 보험업감독업무시행세칙 상 별도재무제표 기준

(출처 : 한화손해보험 ir자료 중)



### 3. 너 한화 모르냐? 배당 안줄 지도 모르잖아

그렇리가....근데 이렇게 되면 뭐 손절이 답일 지도..상상도 하기 싫다....아아아아 안들려...안들려..

이 정도로 한화손해보험 편을 마치고.

향후 업데이트가 될 내용이 필요하다면 2편도 작성해 보는 걸로.

부디 2편 나오기 전에 오르기를.....

**Editor's Opinion : 독자의 이해를 돕기 위해 편집인의 의견을 첨부합니다.**

전단을 간략하게 하기 위해 음, 음체로 작성합니다. 양해 부탁드립니다.

1. 데이비드 클라크 라는 분이 찰리멍거의 말들(TAO OF CHARLIE MUNGER)이라는 책을 2017년에 출판함. 국내에는 2021년에 소개되었음. 워렌 버핏 관련 책을 몇 권 집필한 분이라, 나름 그 두분에 관해 정통한 분임.

주) TAO의 일반 사전적인 의미는 '마땅히 지켜야 할 도리' 또는 '깊이 깨우친 이치'인데, 유가와 도가 등의 동양 종교사상의 전통에서 도(道)는 우주의 궁극적인 실재를 가리키는 것으로 여겨짐. 국내말로 번역하면 도(道) 정도 될 듯함.

2. 176페이지에 '자산 인플레이션(Asset Inflation)'에 대해 멩거가 짧게 말한 내용이 있음.

### ASSET INFLATION

I remember the \$0.05 hamburger and a \$0.40-per hour minimum wage, so I've seen a tremendous amount of inflation in my lifetime. Did it ruin the investment climate? I think not.

### 자산 인플레이션

햄버거 가격이 5센트고 시간당 최저 임금이 40센트였던 시절을 지나왔으니, 살아오면서 엄청난 인플레이션을 겪은 셈이다. 그것이 투자 환경을 망쳤는가?  
그렇지 않다.

3. 보통 인플레이션은 금리 상승을 수반하므로 금융자산 투자에 좋지 않음. 아래가 언제 한 말인지 모르겠으나, 멩거의 의도를 지레짐작하면 '인플레이션은 자본주의의 필수 요소이며, 인플레이션이 온다고 해서 투자 접을 건 아니다' 정도로 이해됨.

4. 이 책은 멩거의 짧은 말이 나오고 저자의 해설이 다음에 나옴.

5. 저자가 자산 인플레이션에 대해 설명한 글 중 일부임.

**Editor's Opinion : 독자의 이해를 돕기 위해 편집인의 의견을 첨언합니다.**

인플레이션은 은행과 보험 산업을 돕습니다. 위에 언급한 5만 달러 주택이 현재는 50만 달러의 가치를 갖기 때문에 집을 구매하려면 은행에서 45만 달러를 더 빌려야 합니다. 거기에는 5만 달러짜리 대출보다 훨씬 더 많은 은행 수수료가 붙습니다. 부동산 보험회사 역시 5만 달러짜리 부동산의 보험에서 얻는 수익보다 50만 달러짜리에서 얻는 수익이 훨씬 더 큼니다.

위의 예에서, 은행과 보험 회사 모두 인플레이션으로 사업이 1,000% 성장했지만, 직원을 고용하거나 회사 규모를 키울 필요가 없습니다. 이제 왜 찰리와 워런이 보험 회사와 은행을 좋아하는지 이해가 될 겁니다. 은행과 보험은 완벽한 인플레이션 대비책인 것을 넘어서 인플레이션의 혜택을 받습니다. 은행과 보험 회사에게 인플레이션은 끊임없이 베푸는 선물과 같습니다.

6. 무릎이 탁! 쳐짐. 보험은 위험을 여러 군데 팔고, 실제 위험이 발생하지 않으면 비용이 적게 듦. 보상이 실제로 일어나면 보험료를 올림.
7. 부동산이든 자동차든 장기적으로 자산 가격이 상승하므로, 보험료도 올라감. 통상 인플레이션보다는 조금 더 올리지 않을까 싶음.
8. 보험은 기본적으로 돈이 되는 사업임.
9. 보험료는 딱딱딱 받고, 지출은 가끔 발생하므로 그 돈을 굴릴 수 있음 (버핏이 말한 Float)
10. 좋은 사업임에도 불구하고 한화손보의 주가는 참 주주를 애를 태웠음.
11. 12/22 장중 시가총액 4687억 원임. 최근 4분기 합계 지배 순이익이 2700억임. 2022년도에는 2500억 이었음.
12. 잉여현금흐름(영업활동현금흐름 + 투자활동현금흐름)은 2023년 3분기 누계 5300억원임.

**Editor's Opinion : 독자의 이해를 돕기 위해 편집인의 의견을 첨언합니다.**

- 13. 편집인이 생각하는 투자포인트는 배당임. 돈은 잘 벌고 있는게 확인되고 있음.
- 14. 동사는 2018년에 배당을 지급하고, 이런 저런 이슈로 배당을 지급하지 못함.

2023. 12. 21	현재가 4,035		시가총액(M) 471,042		2023년 상승 -13%	
한화손해보험(000370)	2018-12	2019-12	2020-12	2021-12	2022-12	2023. 12. 21
Market Capital(M)	689,927	329,787	447,694	433,101	544,003	471,042
Stock Price	5,910	2,825	3,835	3,710	4,660	4,035
yoy	-	-52%	36%	-3%	26%	-13%
보통주수정평균발행주식수*	116.74	116.74	116.74	116.74	116.74	116.74
자사주	0.00	0.00	0.00	0.12	0.12	0.12
보통주수정기말발행주식수(자사주차감)	116.7	116.7	116.7	116.6	116.6	116.6
*DPS	130	0	0	0		
yoy	-	-100%	-	-	-	-
Dividend yield	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
현금배당성향(%) (지배순이익)	19%	0%	0%	0%	0%	
배당금지출 (우선주제외)	15,176	0	0	0	0	0
당기순이익	81,760	-69,070	48,250	94,870	219,230	242,550
(지배주주지분)당기순이익	81,760	-66,200	61,260	121,980	252,420	270,870
영업활동*현금흐름	710,740	1,871,070	1,520,150	1,238,710	1,460	538,420
월간 주가 상승률	23-07-31	23-08-31	23-09-27	23-10-31	23-11-30	23-12-21
Stock Price	3,780	4,190	4,380	4,145	4,045	4,035
MoM	-	11%	5%	-5%	-2%	0%

- 15. 2022년도에는 돈은 잘 번 듯 하지만, 자본잠식 이슈로 인해 배당을 지급하지 못한 듯함.
- 16. 2023년은 좀 다른 듯함. 자본이슈가 해결되었고, 현금흐름이 꽤 준수한 수준임.

	2011Y	2012Y	2013Y	2014Y	2015Y	2016Y	2017Y	2018Y	2019Y	2020Y	2021Y	2022Y	4Q.sum
영업활동으로인한현금흐름	70.4	362.1	824.3	917.6	331.6	516.1	938.6	710.7	1,871.1	1,520.2	1,238.7	1.5	999.7
투자활동으로인한현금흐름	-11.5	-471.0	-993.4	-846.3	-344.2	-574.8	-1,064.2	-1,222.3	-1,621.2	-1,548.1	-1,198.7	-700.8	-470.8
재무활동으로인한현금흐름	-24.2	78.3	155.6	0.0	-30.0	81.1	175.2	515.6	-130.7	-43.9	-5.1	714.3	-368.1
잉여현금흐름(영할+재할)	58.8	-108.9	-169.0	71.3	-12.6	-58.6	-125.6	-511.6	249.8	-27.9	40.0	-699.3	528.9

\*4Qsum은 3분기 누계 기준임.

- 17. 배당을 늘리면 이론적으로 밸류에이션 리레이팅이 발생할 수 있음.

17.1) 배당성장모형(고든모형)에서 유도한 식임.

$$\frac{\text{적정시가총액}}{\text{예상 순이익}} = \text{PER} = \frac{\text{예상 배당지출/예상순이익}}{(\text{기대이익률} - \text{기대 성장률})} = \frac{\text{예상 배당 성향}}{(\text{기대이익률} - \text{기대 성장률})}$$

17.2) 다른 방법으로도 표현할 수 있음.

$$\text{PER} = \frac{\text{시가총액}}{\text{당기순이익}} = \frac{\text{배당지출/당기순이익}}{\text{배당지출/시가총액}} = \frac{\text{배당성향}}{\text{시가배당수익률}}$$

- 18. 배당금 재개를 기다려 봄직한 시기라고 판단됨.

## Disclaimer

- 본 자료는 오렌지보드의 유료 구독자들에게만 제공합니다.
  - 하기 자료는 편집인과 크리에이터의 제공 자료로 구성합니다. 객관적인 자료로 작성했으나 그 정확성에 대해서는 보장할 수 없습니다. 어떠한 경우에도 본 콘텐츠는 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙 자료로 사용될 수 없습니다.
  - 당사의 모든 콘텐츠는 저작권법의 보호를 받으나, 무단 전재, 복사, 배포 등을 금합니다.
  - 모든 콘텐츠는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 크리에이터의 의견이 반영되었음을 밝힙니다.
- ※ 매거진은 웹페이지의 일부 내용과 편집인의 추가 내용으로 구성되었습니다. 전체 서비스는 [orangeboard.co.kr](http://orangeboard.co.kr)에서 이용해 주십시오.