



한화손해보험 (000370)

ROE 개선 전망

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 7,800원

현재 주가(11/13)	5,960원
상승여력	▲30.9%
시가총액	6,958억원
발행주식수	116,739천주
52 주 최고가 / 최저가	7,980 / 3,665원
90 일 일평균 거래대금	38.79억원
외국인 지분율	12.3%

주주 구성	
한화생명보험 (외 4 인)	51.5%
한화손해보험우리사주 (외 1 인)	1.7%
자사주 (외 1 인)	1.0%

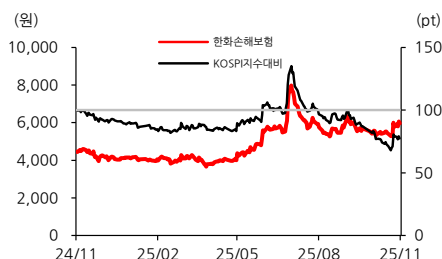
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	10.0	0.3	48.8	34.8
상대수익률(KOSPI)	-6.4	-29.0	-11.1	-37.7

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	398	257	302	361
투자손익	108	163	172	177
영업이익	506	419	475	539
당기순이익	382	309	359	406
CSM (*)	3,725	4,068	4,571	5,127
수정 EPS	3,173	2,551	2,984	3,390
수정 BPS	27,008	26,565	26,673	28,080
수정 PER	1.3	2.3	2.0	1.8
수정 PBR	0.1	0.2	0.2	0.2
수정 ROE	8.2	7.2	8.4	9.3
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0

* 보유 순부채 기준

주가 추이



한화손해보험은 보험손익 부진에 의해 기대치를 하회하는 실적을 기록했습니다. 향후 ROE의 기준시점을 변경하고, 절대적으로 낮은 PBR에 대한 상승 압력을 고려해 할인율을 축소하면서 목표주가를 상향합니다.

3Q25 별도 순이익 716억원(-21% YoY), 기대치 하회

한화손해보험의 3Q25 별도 당기순이익은 716억원(-21% YoY)으로 당사 추정치와 시장 기대치를 10% 내외 하회. 보험손익에서의 부진을 투자손익으로 일부 만회. 3Q25 보험손익은 445억원(-50% YoY)으로 예상보다 크게 감소. 당사 추정 대비 하회폭의 대부분이 일반모형(장기)의 보험금 예실차에서 발생. 전분기 대비 실손 손해율은 5%p 개선되었으나 전체 위험손해율이 3%p 상승한 점으로 보아 비실손 보험금 증가가 원인으로 판단. PAA손익은 자동차와 일반 모두 적자를 기록하며 예상 수준을 나타냄. 3Q25 투자손익은 495억원(+31% YoY)으로 증가. 전분기 일시적으로 하락했던 본질 손익(이자+배당-부담이자)의 스프레드가 회복되고 매매평가이익이 170억원 발생한 덕분. 3Q25 신계약은 2% QoQ 증가하며 사상 최대치를 연이어 경신. 마진배수도 상승하면서 신계약 CSM은 8% QoQ 증가. CSM 기준 조정의 (-)이 확대되었지만 신계약 증가에 힘입어 보유 CSM 잔액은 3% QoQ 증가함

ROE 개선 전망

한화손해보험에 대한 목표주가를 7,800원으로 상향함. 향후 3개년 ROE의 기준시점을 변경하고(2026E~2028E), 절대적으로 낮은 PBR에 대한 상승 압력을 고려해 할인율을 50%로 축소한 결과(기존 55%). 전반적으로는 향후 보험손익 추정을 낮추고, 이자 및 배당수익의 체력을 고려해 투자손익 추정을 높임. CSM의 질적 성장이 지속되는 점은 긍정적. 관리급여 신설에 따른 실손 수익성 정상화 및 해약환급금준비금 적립의 합리화에 대한 기대감은 각각 실적과 multiple에 추가적인 상승여력을 마련할 재료라고 판단. K-ICS비율(경과조치 전)은 잠정 178%(-2%p QoQ)로 여전히 양호한 수준인데, 우호적인 시장금리 환경을 고려하면 4Q25 중 캐롯손보 합병에 따른 영향을 고려해도 연말 170%대를 유지할 수 있을 것으로 예상됨

[표1] 한화손해보험의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

항목	한화손해보험	비고
자기자본비용	15.6	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.6	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	10.7	(c): Market Risk Premium (Bloomberg)
Beta (β)	1.2	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE	9.2	(e): 회사별 향후 3개년 수정 ROE 평균
영구성장률	0.0	(f)
이론적 PBR	0.59	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율)	-50.0	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR	0.29	(i): (g)*(h)
수정 BPS	27,085	(j): 회사별 12개월 forward 수정 BPS
목표주가	7,800	(k): (i)*(j)
조정률	20.0	직전 목표주가 대비 조정률
현주가	5,960	
상승여력	30.9	

자료: 한화투자증권 리서치센터

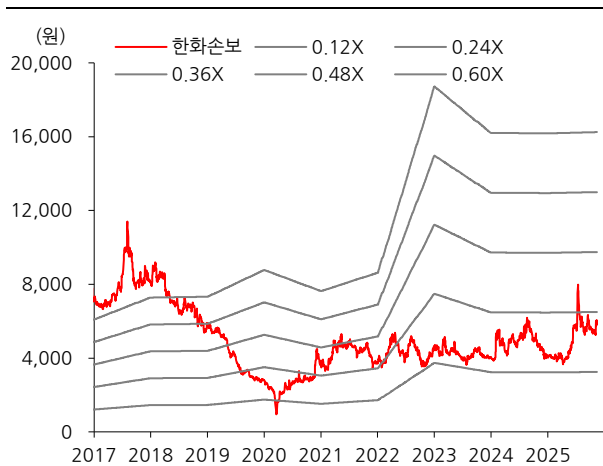
[표2] 주요 투자지표 추정치 변동

(단위: 십억 원, 원, %, %p)

	변경 후		변경 전		변화율(%)	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
당기순이익	359	406	360	405	-0.1	0.4
수정 EPS	2,984	3,390	2,987	3,376	-0.1	0.4
수정 BPS	26,673	28,080	28,031	29,434	-4.8	-4.6
수정 ROE	8.4	9.3	8.0	8.8	0.4	0.5

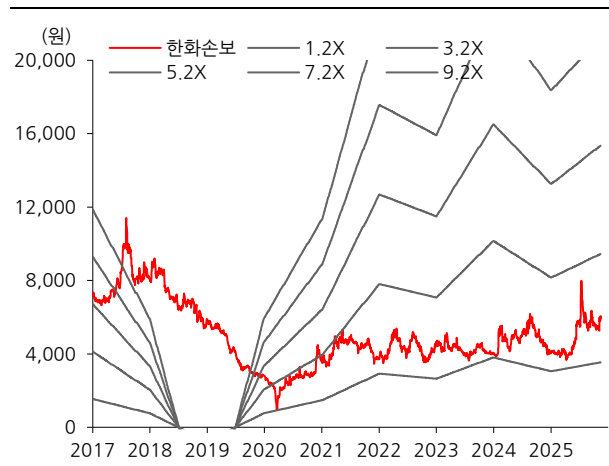
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한화손해보험 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화손해보험 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 한화손해보험의 3Q25 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	3Q25P	3Q24	YoY	2Q25	QoQ	3Q25E	차이	컨센서스	차이
보험손익	44.5	88.2	-49.5	94.3	-52.8	68.4	-35.0	n/a	n/a
투자손익	49.5	37.9	30.7	23.6	110.1	36.3	36.4	n/a	n/a
영업이익	94.0	126.1	-25.4	117.8	-20.2	104.8	-10.2	110.8	-15.2
당기순이익	71.6	91.0	-21.3	79.9	-10.4	79.5	-9.9	80.7	-11.2

자료: 한화손해보험, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 한화손해보험의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

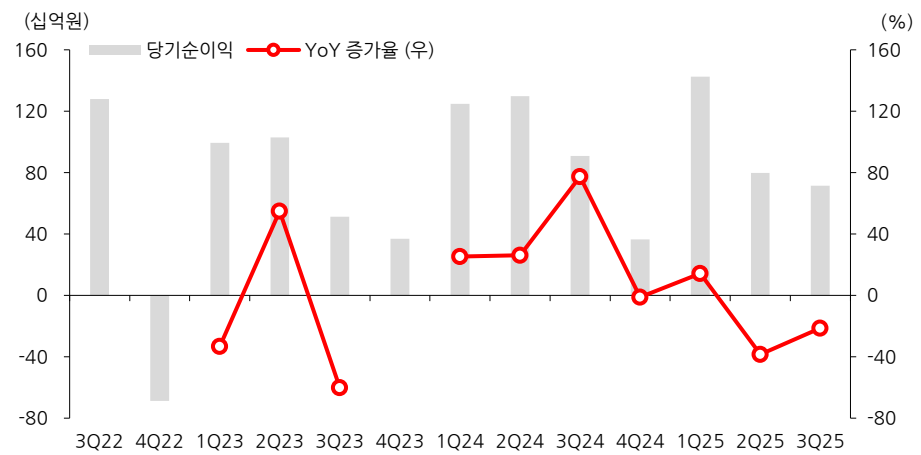
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ	YoY
보험+재보험손익	149	136	88	25	135	94	45	-52.8	-49.5
일반/VFA 모형	178	140	106	59	141	103	77	-24.9	-27.5
예실차	73	23	-7	-61	-12	-19	-41	적지	적지
보험금*	67	25	-6	-44	-10	-19	-41	적지	적지
사업비	6	-2	-1	-17	-2	-0	0	흑전	흑전
RA 변동	18	19	19	20	19	19	20	8.2	6.3
CSM 상각	102	102	101	101	102	103	106	2.8	5.1
손실계약관련	2	-17	-17	6	28	-0	-8	적지	적지
기타	-17	14	11	-8	3	0	-0	적전	적전
PAA 모형	11	40	17	17	23	21	-4	적전	적전
보험수익	326	337	342	340	329	354	353	-0.3	3.2
발생순보험금	248	187	212	206	189	207	233	12.2	9.7
발생순손사비	22	37	39	41	44	44	43	-2.1	9.9
손실계약관련	0	-1	3	-5	-0	-2	0	흑전	-99.3
재보험비용	67	72	75	73	73	79	81	2.6	8.0
기타	23	-0	-1	1	1	-0	-1	적지	적지
기타사업비	40	45	36	51	29	30	29	-3.6	-19.7
투자손익	23	28	38	19	52	24	50	110.1	30.7
보험금융손익	-101	-97	-102	-98	-107	-107	-106	적지	적지
투자서비스손익	123	126	140	116	159	130	156	19.5	11.7
영업이익	172	164	126	43	188	118	94	-20.2	-25.4
영업외이익	1	-4	3	-1	-0	-3	-2	적지	적전
세전이익	173	161	129	43	187	115	92	-19.9	-28.2
당기순이익	125	130	91	37	143	80	72	-10.4	-21.3
AUM	16,979	17,483	18,575	18,827	19,917	19,744	19,869	0.6	7.0
투자서비스손익	123	126	140	116	159	130	156	19.5	11.7
Yield	2.9	2.9	3.1	2.5	3.3	2.6	3.2	0.5	0.1
CSM (보유 순부채)	3,934	3,927	3,903	3,725	3,884	4,025	4,161	3.4	6.6
CSM 상각	102	102	101	101	102	103	106	2.8	5.1
단순상각률	10.4	10.4	10.3	10.6	10.6	10.2	10.2	-0.1	-0.1
신계약 CSM (원수)	199	168	181	194	189	262	284	8.5	57.2
월납 신계약 보험료	18.3	17.1	17.6	19.8	19.5	22.4	22.9	2.1	29.8
단순마진 (개월)	10.9	9.8	10.2	9.8	9.7	11.7	12.4	0.7	2.2

주: *보험료 경험조정 포함

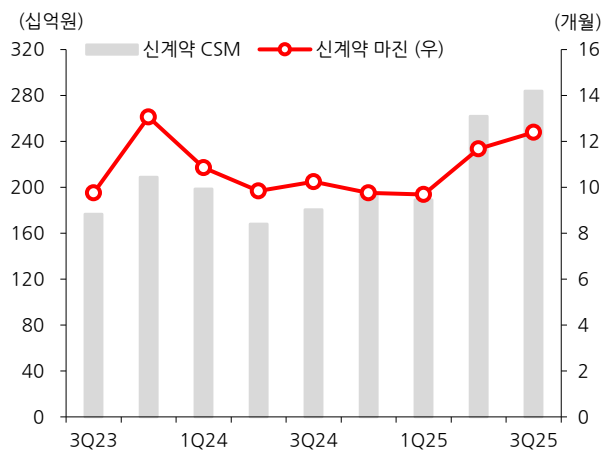
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한화손해보험의 분기별 당기순이익 및 증가율



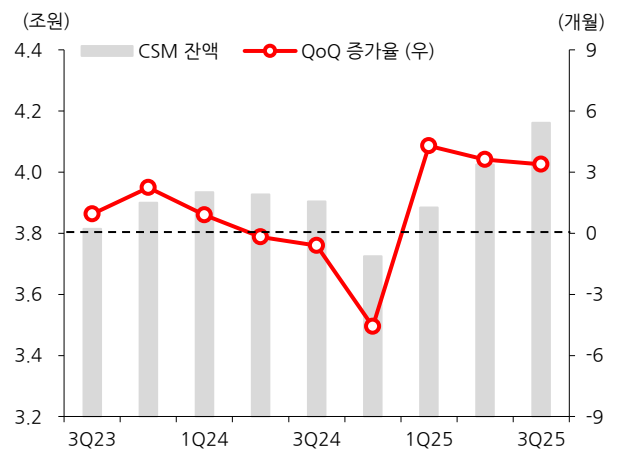
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한화손해보험의 신계약 CSM 및 마진배수



자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

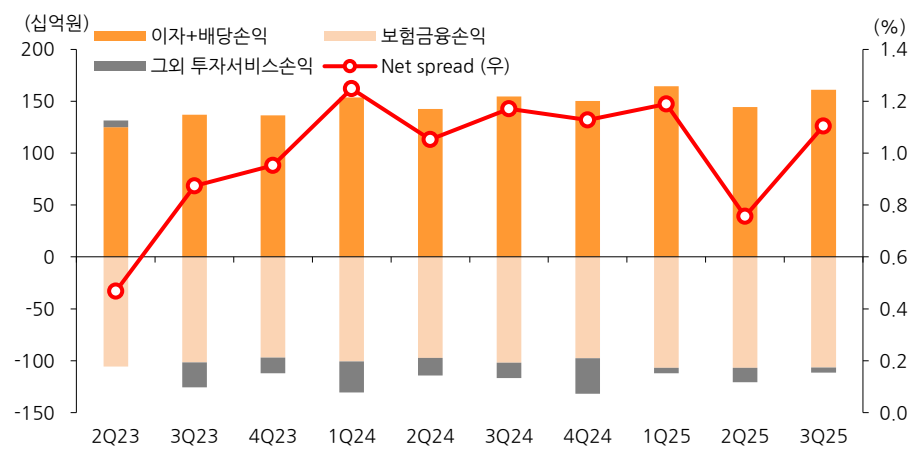
[그림5] 한화손해보험의 CSM 잔액 및 증가율



주: 보유 순부채 기준

자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 한화손해보험의 투자손익과 이차 스프레드



자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
운용자산	18,827	20,028	20,903	21,968
현금및예치금	517	533	558	587
유가증권	15,042	16,171	16,901	17,764
FVPL	4,377	4,642	4,827	5,067
FVOCI	10,346	11,004	11,549	12,172
AC	0	0	0	0
대출채권	2,918	2,969	3,076	3,229
부동산	350	356	369	387
비운용자산	926	803	1,038	1,209
특별계정자산	0	0	0	0
자산총계	19,753	20,832	21,941	23,177
책임준비금	15,271	15,784	16,848	17,841
BEL	9,771	9,787	10,187	10,481
RA	980	1,060	1,168	1,273
CSM	3,803	4,169	4,673	5,232
PAA	644	694	749	786
투자계약부채	72	73	71	70
기타부채	1,402	2,001	1,921	1,881
후순위채	598	1,097	1,097	1,097
특별계정부채	0	0	0	0
부채총계	16,673	17,784	18,769	19,722
자본금	774	774	774	774
자본잉여금	69	70	70	70
신종자본증권	234	234	234	234
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	2,642	2,939	3,284	3,676
해약환급금준비금	2,034	2,402	3,013	3,623
자본조정	-5	-5	-5	-5
기타포괄손익누계	-634	-964	-1,184	-1,294
자본총계	3,079	3,047	3,173	3,455

성장률

(단위: %)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
자산총계	9.8	5.5	5.3	5.6
운용자산	10.6	6.4	4.4	5.1
부채총계	14.3	6.7	5.5	5.1
CSM	-3.1	9.6	12.1	12.0
자본총계	-9.6	-1.0	4.1	8.9
보험손익	36.4	-35.5	17.8	19.4
투자손익	15.3	50.7	6.1	2.9
영업이익	31.2	-17.2	13.3	13.4
순이익	31.5	-19.1	16.2	13.0

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	398	257	302	361
일반 및 변동수수료모형	484	368	411	457
CSM 상각	406	421	446	488
RA 변동	76	76	77	83
예상과실제차이	28	-140	-81	-75
손실계약	-26	8	-26	-30
기타	0	3	-5	-9
보험료배분접근법모형	86	13	21	40
간접사업비	171	124	130	136
투자손익	108	163	172	177
보험금융손익	-397	-429	-449	-473
이자수익	404	436	465	479
배당수익	207	231	235	249
FVPL 평가손익	-4	17	0	0
기타	-102	-92	-79	-79
영업이익	506	419	475	539
영업외이익	-1	-4	0	0
세전이익	505	415	475	539
법인세비용	123	106	115	132
당기순이익	382	309	359	406

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2024	2025E	2026E	2027E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	73	88	91	95
신계약 CSM	739	1,014	1,107	1,123
투자수익률	2.8	3.1	3.0	3.0
수정 Book Value	4,149	4,081	4,098	4,314
수익성				
수정 ROE	8.2	7.2	8.4	9.3
수정 ROA	1.9	1.5	1.6	1.7
주당 지표				
수정 EPS	3,173	2,551	2,984	3,390
수정 BPS	27,008	26,565	26,673	28,080
보통주 DPS	0	0	0	0
Valuation 및 배당				
수정 PER	1.3	2.3	2.0	1.8
수정 PBR	0.1	0.2	0.2	0.2
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0
보통주 배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0

[Compliance Notice]

(공표일: 2025년 11월 14일)

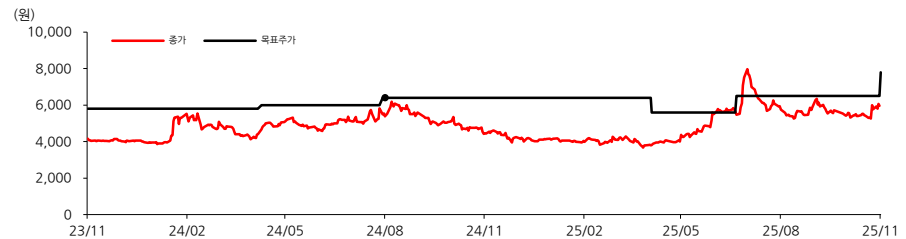
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한화손해보험 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.11.14	2024.01.15	2024.02.23	2024.04.22	2024.05.02
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		5,800	5,800	5,800	6,000	6,000
일 시	2024.06.17	2024.07.08	2024.08.12	2024.10.08	2024.11.11	2024.11.12
투자의견	Buy	Buy	Hold	Buy	Buy	Buy
목표가격	6,000	6,000	6,400	6,400	6,400	6,400
일 시	2025.01.20	2025.02.25	2025.03.13	2025.03.20	2025.04.17	2025.05.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	6,400	6,400	6,400	6,400	5,600	5,600
일 시	2025.07.04	2025.10.15	2025.11.14			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	6,500	6,500	7,800			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.04.22	Buy	6,000	-15.95	-2.83
2024.08.12	Hold	6,400	-28.97	-3.28
2025.04.17	Buy	5,600	-15.52	4.29
2025.07.04	Buy	6,500	-9.49	22.77
2025.11.14	Buy	7,800		

[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. 벨류에이션 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: 2025년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%