

한화손해보험 (000370)

기대치 부합

2025년 2월 24일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	5,000 원 (유지)
✓ 상승여력	21.5%	✓ 현재주가 (2월 21일)	4,115 원

신한생각 밸류에이션 리레이팅의 전제 조건은 배당가능이익 확보

본업 성장은 괄목할 만하나, 연말 배당 불확실성은 부담 요소. 밸류에이션 리레이팅의 유일한 전제 조건은 배당가능이익 확보. 충분한 재원만 확보한다면 업계 평균 수준까지 PBR 상승 정당화 가능

4Q24P Review: 당기순이익 365억원(-1.2% YoY), 기대치 부합

당사 순이익 추정치 351억원 vs. 컨센서스 320억원

[CSM] 월평균 보장성 신계약 66억원(+24.2%, 이하 YoY), CSM 전환배수 9.8x(-3.3x). 신계약 CSM 7.4% 감소, 절판 효과로 신계약 증가했으나 마진 하락. 기말 CSM 3.8조원, CSM 조정액 -2,634억원, 무/저해지 해지율 가정 변경 2,730억원 반영

[예실차 및 기타] 예실차 -501억원, 보험금 예실차 -425억원, 사업비 예실차 -77억원. 독감 유행으로 인한 보험금 청구 증가 영향

[자동차/일반] 합산비율 자동차 105.4%, 일반 99.9%

[자본비율] 4Q24 경과초치전 기준 K-ICS비율 174% 추정. 1Q25 보험부채 할인을 조정으로 K-ICS 하락 예상, 이에 후순위채 5,000억원 선제 발행, 자본비율 하락 효과 상쇄 예상. 장기채 매입을 통한 ALM 관리 강화 중, 2025년말 180% 유지 목표

Valuation & Risk: 2025F PBR 0.18x, ROE 11.4%

업종 내에서 여성보험을 필두로 성장성 돋보이고 밸류에이션 부담 제한적이나, 현재 배당 재원이 없는 점은 모든 투자포인트를 무력화하는 요인

	12월 결산 보험손익 (십억원)	투자손익 (십억원)	영업이익 (십억원)	당기순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	DY (%)
2023	292.1	93.5	385.6	290.7	2.1	-	0.2	4.9
2024P	398.2	107.8	506.1	382.3	1.6	11.8	0.2	-
2025F	370.5	119.6	490.2	371.5	1.7	11.4	0.2	-
2026F	402.6	109.4	512.0	394.4	1.6	10.8	0.2	-
2027F	405.1	116.7	521.8	402.0	1.6	9.9	0.2	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[손해보험]

임희연 연구위원

✉ heeyeon.lim@shinhan.com

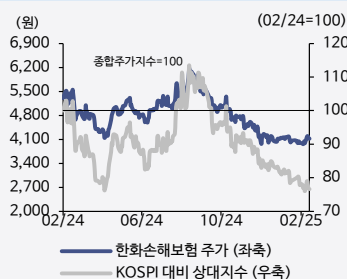
Revision

실적추정치	유지
Valuation	유지

시가총액	480.4십억원
발행주식수(유동비율)	116.7백만주(45.7%)
52주 최고가/최저가	6,190 원/3,955 원
일평균 거래액 (60 일)	1,064백만원
외국인 지분율	15.20%
주요주주 (%)	
한화생명보험 외 3인	51.44%

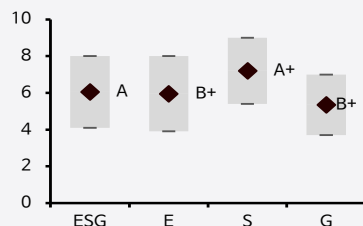
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(0.1)	(10.1)	(20.9)	2.1
상대	(5.3)	(15.9)	(20.9)	(7.7)

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



4Q24 한화손해보험 컨퍼런스콜 요약

2024년 실적

여성 보험 중심의 고가치 상품 판매 확대 및 채널 경쟁력 강화 노력

창사 이래 최대 실적 기록: 3823억 원의 당기순이익 달성

보장성 신계약 월 평균 61억 원 (전년 대비 15% 성장)

신계약 CSM 7410억 원 (전년 대비 9.4% 증가)

12월 말 기준 키스(K-ICS) 비율 212% 예상

2025년 계획

경제적, 제도적 환경이 보험 영업과 투자 환경에 비우호적인 상황

수익성 유지, 계약 유지율 개선, 우량 계약 확대를 통한 질적·양적 성장 목표

보험 각 부문 성장 목표:

장기보험: 3% 이상 성장

자동차보험: 4% 이상 성장

일반보험: 8% 이상 성장

신계약 CSM 10%대 성장 목표

총 CSM 잔액 10% 성장 목표 (4.2조 원)

주주 환원 정책

적극적인 신계약 성장으로 인해 해약 환급금 및 준비금 적립 부담 증가

단기적으로 배당 가능한 이익 확보 어려움

포트폴리오 조정 및 채널별 수수료 체계 정비

2025년 1월 5000억 원 규모 후순위채 발행하여 키스 비율 제고

QnA

Q1. 예실차 손실이 사업비와 보험금에서 증가했는데, 주요 원인은?

A. 보험금 예실차 손실이 커진 이유는 2024년 3분기 독감 등 감염성 질환이 유행하면서 예상했던 보험금보다 실제 지급된 보험금이 훨씬 컸기 때문임. 2024년 상반기에는 예실차가 613억원 플러스였지만, 하반기에는 484억원 마이너스를 기록함. 다만, 이런 현상은 2025년에도 지속될 가능성이 낮으며, 2025년에는 보험금 증가 폭을 감안하여 예상 보험금을 전년 대비 12% 이상 증가한 2조 5200억원으로 설정했음. 이에 2025년에도 예실차는 플러스 기조를 유지 예상

Q2. 보험 부채 무브먼트에서 CSM과 RA가 많이 감소한 것으로 보이는데, 이에 내년부터 CSM 상각이익과 RA 해제 이익이 줄어들 가능성이 있는지?

현재 보유 CSM 감소분 약 1000억원 수준이며, 2025년에는 신계약 CSM을 대폭 증대할 예정이므로 전반적으로 CSM 상각이익을 늘리는 방향으로 운영할 계획임

Q3. 2025년 CSM 잔액이 2024년 대비 4000억 원 증가할 것으로 전망했는데, 신계약 CSM 목표(8000억 원)와 삼각 등을 고려하면 조정이 거의 없어야 가능한 수치로 보임. 하지만 시장 경쟁이 심화되면서 네거티브 조정이 나올 가능성이 있는데, 이러한 전망의 근거가 무엇인지?

A. 2024년 경험 조정으로 인해 보유 CSM이 648억 원 감소하면서 최종 CSM 잔액이 1237억 원 감소했음. 세부적으로 보면, 보험개혁회의 해지율 가이드라인 변경으로 2730억원 감소, 금리 하락으로 인한 RA 조정이 1300억원 감소, 그리고 1세대 실손보험 요율 인상으로 인한 해지로 2000억원 감소가 있었음

2025년에는 1세대 실손 갱신 이슈가 없어 내부 해지 관련 경험 조정은 거의 없을 것으로 예상됨. 신계약 CSM 목표는 8400억원이며, 이자 불이익 1500억 원, 해지 조정 200억원을 고려하면 CSM 증가폭은 충분히 4000억원 이상 달성 가능함. 또한, 보험개혁회의에서 논의 중인 손해를 시간 가치 반영이 이루어질 경우 추가로 3000~4000억원의 CSM 순증 효과가 예상됨. 따라서 2025년 CSM 잔액 증가 전망치는 보수적인 수치라고 할 수 있음

Q4. K-ICS 관련하여 관찰 만기 연장이 예상되는데, 이에 따라 1분기에 충격이 있을 가능성이 있음. 후순위채 발행이 키스 비율에 미치는 영향이 어떻게 되는지?

A 2025년 3월 보험 부채 할인을 현실화로 인해 키스 비율이 약 10% 포인트 하락할 것으로 예상됨. 이에 대한 선제적 대응으로 5000억원 규모의 후순위채를 발행했으며, 이를 통해 키스 비율이 15% 포인트 상승하는 효과를 기대하고 있음.

2024년 연말 기준 키스 비율이 174%였으나, 1분기에는 180% 수준으로 유지될 전망. 후순위채 발행 외에도 장기채 매입을 지속하며 매칭률 관리를 강화하고 있음. 또한, 손익 및 CSM 상승 효과가 키스 비율 개선에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보이며, 연간 키스 비율 180% 유지를 목표로 하고 있음

Q4. 최근 몇 년간 계리적 가정 변경이 자주 발생했는데, 2025년에도 CSM에 중대한 영향을 줄 만한 가정 변경이 있을 가능성이 있는지?

A. 현재 논의되고 있는 계리적 가정 변경 사항은 거의 마무리된 상태이며, 다만 두 가지 주요 이슈가 남아 있음. 첫 번째는 GA(법인보험대리점) 수수료 체계 변경이며, 아직 구체적인 내용이 나오지 않아 CSM 변동 영향에 대해 명확히 설명하기 어려움. 두 번째는 손해율의 현재 가치 반영이며, 이 부분은 어느 정도 윤곽이 나온 상태임. 손해율 현재 가치 반영이 이루어질 경우, 한화손보의 보유 CSM은 3000~4000억원 증가하는 순증 효과를 볼 것으로 예상됨

4Q24P 실적 요약

(십억원, %)	4Q24P	3Q24	4Q23	% QoQ	% YoY	컨센서스	% Gap	신한 추정치	% Gap
보험손익	24.5	88.2	34.9	(72.2)	(29.7)			18.3	34.1
투자손익	18.7	37.9	24.5	(50.6)	(23.5)			30.3	(38.2)
영업이익	43.3	126.1	59.4	(65.7)	(27.1)	42.8	1.1	48.6	(11.0)
당기순이익	36.5	91.0	37.0	(59.9)	(1.2)	32.0	14.2	35.1	4.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		% Change	
	2024P	2025F	2024P	2025F	2024P	2025F
보험손익	392.0	334.2	398.2	370.5	1.6	10.9
투자손익	119.4	144.7	107.8	119.6	(9.7)	(17.3)
영업이익	511.4	479.0	506.1	490.2	(1.0)	2.3
당기순이익	380.8	351.1	382.3	371.5	0.4	5.8

자료: 신한투자증권 추정

분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024P	2025F	증감률
보험손익	149.4	136.0	88.2	24.5	124.9	119.5	94.9	31.3	398.2	370.5	(7.0)
장기	137.3	117.0	89.7	33.2	120.1	113.1	87.6	40.0	377.2	360.9	(4.3)
자동차	(3.7)	2.8	(0.3)	(8.8)	(6.8)	(4.6)	1.1	(11.8)	(10.0)	(22.1)	적지
일반	15.9	16.2	(1.2)	0.1	11.6	10.9	6.2	3.1	31.1	31.8	2.5
투자손익	22.9	28.3	37.9	18.7	36.1	28.6	33.2	21.8	107.8	119.6	10.9
운용손익	123.4	125.7	139.7	116.5	138.5	130.9	138.0	127.2	505.2	534.6	5.8
보험금융손익	(100.5)	(97.4)	(101.8)	(97.7)	(102.5)	(102.3)	(104.8)	(105.4)	(397.4)	(415.0)	적지
영업이익	172.3	164.4	126.1	43.3	161.0	148.1	128.1	53.0	506.1	490.2	(3.1)
영업외손익	1.1	(3.8)	2.5	(0.7)	0.9	0.1	0.5	0.3	(0.9)	1.9	흑전
세전이익	173.4	160.6	128.6	42.6	161.9	148.2	128.6	53.4	505.2	492.0	(2.6)
당기순이익	124.9	129.9	91.0	36.5	121.1	110.8	98.4	41.2	382.3	371.5	(2.8)
월평균 보장성 신계약	6.0	5.7	5.9	6.6	7.0	5.6	5.7	6.0	6.1	6.1	0.1
CSM 전환배수	10.9	9.9	10.1	9.8	9.5	11.2	11.5	11.5	10.2	10.9	6.7
CSM 상각률	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	10.4	10.4	(0.5)
신계약 CSM	198.6	168.2	180.7	193.5	199.5	188.2	196.7	207.0	741.0	791.3	6.8
기말 CSM	3,968.2	3,961.3	3,938.4	3,803.2	3,850.0	3,927.2	3,988.7	3,961.7	3,803.2	3,961.7	4.2
투자영업이익률	2.9	2.93	3.1	2.5	2.9	2.71	2.8	2.6	2.9	2.8	(0.1)
ROE (평균)	15.8	17.1	11.9	4.7	15.1	13.4	11.5	4.8	11.8	11.4	(0.4)
ROA (%)	2.8	2.8	1.9	0.7	2.4	2.2	1.9	0.8	1.9	1.8	(0.2)

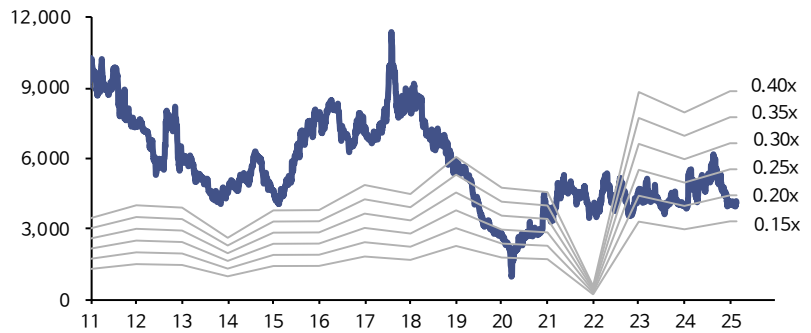
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

목표주가 산출 테이블

FAIR PRICE BASED ON PBR	한화손해보험
ROE (%)	10.8
Adj. Cost of capital (%)	153.1
Risk free rate (%)	2.9
Beta	0.6
Market return (%)	234.7
Adjustment (%)	-
Long-term growth (%)	0.0
Fair P/ B (x)	0.1
Discount/Premium	(15.0)
Adj. Fair P/B (x)	0.1
BPS (원)	90,814
Target Price (won)	5,000
Upside	21.5%

12개월 선행 PBR 밴드 차트

(원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

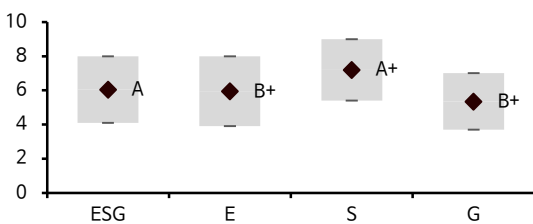
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ E: 직접보유 10개 사업장 및 리스차량을 추가하여 온실가스 측정 범위를 확대하고 2050년 탄소중립 로드맵을 보완
- ◆ S: 2024년부터 여성 특화 테마를 추가하여 총 5가지 테마 기반 전략적 사회 공헌 활동 전개
- ◆ G: 이사회의 경영 견제 기능이 정상적으로 작동할 수 있도록, 이사회 평가 방법을 30개로 구성하여 평가

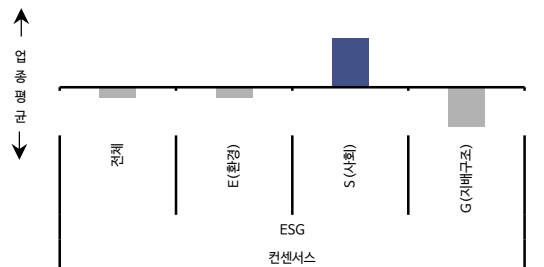
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

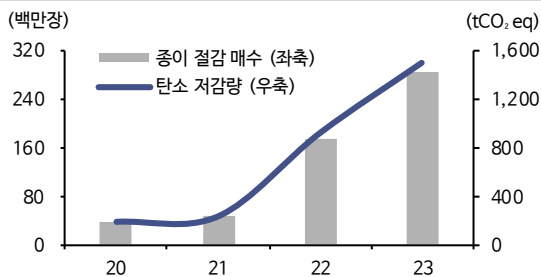
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

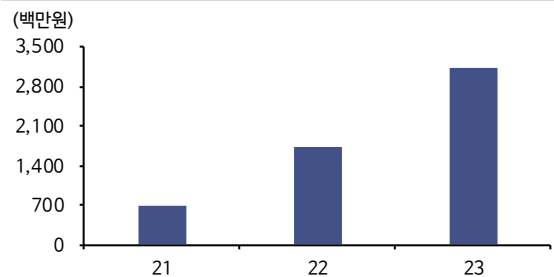
Key Chart

페이퍼리스 성과



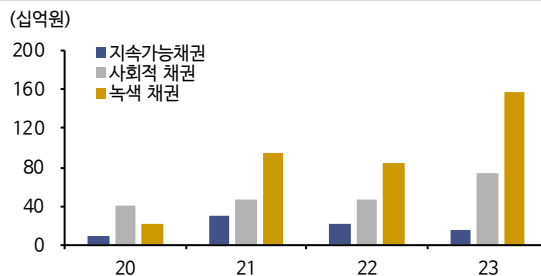
자료: 회사 자료, 신한투자증권

기부 및 지원 금액



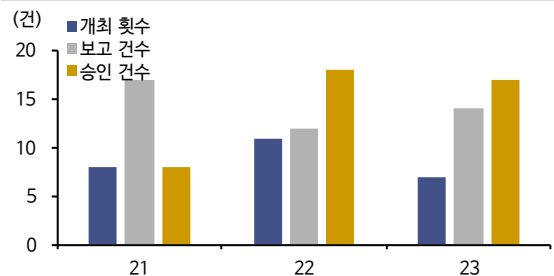
자료: 회사 자료, 신한투자증권

ESG 채권 투자



자료: 회사 자료, 신한투자증권

위험관리위원회 활동 현황



자료: 회사 자료, 신한투자증권

개별재무상태보고서

12월 결산 (십억원)	2023	2024P	2025F	2026F	2027F
자산총계	17,997.7	19,752.7	20,975.3	21,827.6	22,713.8
운용자산	17,017.8	18,826.6	19,981.4	20,792.7	21,637.0
비운용자산	979.9	926.1	994.0	1,034.9	1,076.8
특별계정자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	14,592.1	16,673.3	17,524.4	17,982.3	18,466.5
책임준비금	13,510.0	15,271.2	16,050.7	16,470.1	16,913.5
보험계약부채	13,443.2	15,197.6	16,031.1	16,845.5	17,729.7
일반모형	12,788.8	14,553.1	15,351.3	16,131.2	16,977.9
BEL	7,816.3	9,769.5	10,368.7	10,789.8	11,227.9
RA	1,045.7	980.4	1,020.8	1,062.7	1,106.3
CSM	3,926.9	3,803.2	3,961.7	4,278.7	4,643.8
보험료배분접근법적용	654.4	644.4	679.8	714.3	751.8
특별계정부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,405.6	3,079.4	3,450.9	3,845.3	4,247.3
자본금	773.7	773.7	773.7	773.7	773.7
자본잉여금	67.4	69.0	69.0	69.0	69.0
신종자본증권	234.1	234.1	234.1	234.1	234.1
이익잉여금	2,312.7	2,641.7	3,013.2	3,407.6	3,809.6
자본조정	(1.3)	(5.5)	(5.5)	(5.5)	(5.5)
기타포괄손익누계액	19.0	(633.6)	(633.6)	(633.6)	(633.6)

CSM Movement

12월 결산 (%)	2023	2024P	2025F	2026F	2027F
기초 CSM	3,727.8	3,926.9	3,803.2	3,961.7	4,278.7
신계약 CSM	678.4	741.0	791.3	900.6	943.7
이자부리	137.1	150.0	150.8	159.3	171.8
CSM 조정	(228.0)	(604.8)	(388.9)	(338.7)	(331.6)
CSM 상각	(388.5)	(409.7)	(394.7)	(404.2)	(418.8)
신계약	(19.7)	(43.5)	(53.5)	(55.8)	(55.0)
보유계약	(368.3)	(366.3)	(341.2)	(348.4)	(363.8)
기말 CSM	3,926.9	3,803.2	3,961.7	4,278.7	4,643.8
CSM 전환배수	10.6	10.2	10.9	11.7	11.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

개별손익보고서

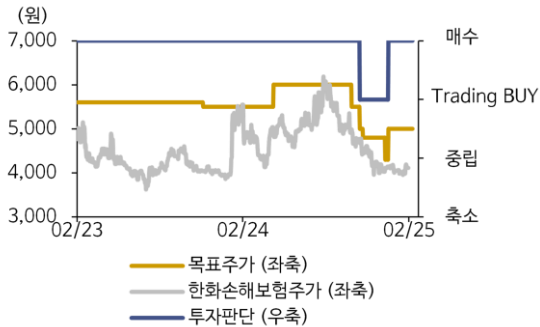
12월 결산 (십억원)	2023	2024P	2025F	2026F	2027F
보험손익	292.1	398.2	370.5	402.6	405.1
장기	282.6	377.2	360.9	393.0	404.9
CSM 상각	388.0	409.7	394.7	404.2	418.8
RA 변동	76.2	77.6	77.6	81.2	84.5
에실차	12.4	74.9	53.6	22.7	6.7
기타	(194.0)	(185.1)	(165.1)	(115.1)	(105.1)
자동차	23.8	(10.0)	(22.1)	(13.7)	(8.9)
일반	(14.3)	31.1	31.8	23.3	9.1
투자손익	93.5	107.8	119.6	109.4	116.7
운용손익	497.2	505.2	534.6	544.5	573.8
보험금융손익	(403.7)	(397.4)	(415.0)	(435.1)	(457.1)
영업이익	385.6	506.1	490.2	512.0	521.8
영업외손익	(0.1)	(0.9)	1.9	1.5	1.5
세전이익	385.5	505.2	492.0	513.5	523.3
법인세비용	94.8	122.9	120.5	119.1	121.3
당기순이익	290.7	382.3	371.5	394.4	402.0

Valuation Indicator

12월 결산	2023	2024P	2025F	2026F	2027F
EPS (원)	1,886	2,465	2,395	2,543	2,592
BPS (원)	22,101	19,855	22,250	24,793	27,385
PER (배)	2.1	1.6	1.7	1.6	1.6
PBR (배)	0.18	0.20	0.18	0.17	0.15
ROE (%)	-	11.8	11.4	10.8	9.9
ROA (%)	1.6	1.9	1.8	1.8	1.8
배당성향 (%)	10.6	0.0	0.0	0.0	0.0
DPS (원)	200	0	0	0	0
배당수익률 (%)	4.9	0.0	0.0	0.0	0.0

투자 의견 및 목표주가 추이

한화손해보험(000370)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 11월 15일	매수	5,600	(21.7)	(8.0)
2023년 05월 15일		6개월경과	(25.7)	(17.8)
2023년 11월 15일		6개월경과	(27.6)	(27.2)
2023년 11월 29일	매수	5,500	(18.4)	0.9
2024년 05월 02일	매수	6,000	(13.1)	3.2
2024년 10월 21일	매수	5,500	(13.5)	(10.2)
2024년 11월 08일	Trading BUY	5,000	(8.9)	(4.4)
2024년 11월 15일	Trading BUY	4,800	(10.7)	(4.0)
2025년 01월 03일	Trading BUY	4,300	(4.1)	(3.6)
2025년 01월 10일	매수	5,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 임희연)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 02월 21일 기준)

매수 (매수)	91.02%	Trading BUY (중립)	7.03%	중립 (중립)	1.95%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------