

한화손해보험 (000370/KS)

이익은 양호하나 제도 측면의 부담 불가피

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 5,700 원(하향)

현재주가: 4,915 원

상승여력: 16.0%

목표주가 5,700 원으로 하향

한화손해보험의 목표주가를 5,700 원으로 하향한다. 안정적인 이익 추세에도 1) 제도 불확실성 및 2) 우선주 배당 등을 감안했을 때 단기적으로 배당에 대한 불확실성이 높다고 판단하여 할인율을 조정했으며 목표주가는 25E BVPS 20,593 원에 Target PBR 0.28 배를 적용하여 산정했다. 투자의견은 일단 매수로 유지하는데 1) 경과조치 적용에 따라 배당이 동사의 핵심 투자포인트가 아니었으며 2) 여성보험 등 견조한 신계약 CSM 증가 및 자본성증권 발행을 통해 금리 하락에도 K-ICS 비율이 전반적으로 안정적인 수준을 유지하고 있는데 기인한다. 다만 향후 1) 보험개혁회의 중 무/저해지 보험 가정 관련 영향이 예상보다 크게 나타나고 2) 배당가능이익 측면의 불확실성이 해소되지 못하며 구조적인 배당가능이익 확보가 쉽지 않다고 판단될 경우 추가적으로 투자의견을 하향 조정할 계획이다.

3Q24E 순이익 1,004 억원(+95.7% YoY) 예상

한화손해보험의 3Q24E 순이익은 1,004 억원(+96% YoY)로 컨센서스를 상회할 것으로 예상된다. 보장성 인보험 신계약은 9 월 영업일수 감소에도 여성보험 등을 중심으로 월평균 약 55 억원(+5% QoQ)으로 견조한 성장세를 기록할 것으로 예상하며 환산배수도 보장성 인보험 기준 약 11 배 수준을 예상한다. 신계약 CSM 도 1,856 억원(+5.1% YoY)로 견조한 증가 추세가 이어질 전망이다. 예실차는 전반적으로 무난할 것으로 예상되며 손실계약비용도 실손 중심으로 경상적인 수준에 머무를 전망이다. 전년 동기 중 가이드라인 반영에 따른 대규모 손실계약비용이 발생한 기저효과 영향을 감안했을 때 전체 장기보험손익은 983 억원(+82% YoY)로 개선될 것으로 기대된다. 다만 자동차보험은 누적된 요율 하락 등에 따라 적자 전환을 전망하며 연간 기준 BEP 달성도 다소 쉽지 않을 것으로 예상된다. 금리 하락에 따른 평가처분손익 영향으로 투자손익은 360 억원(+214% YoY)로 큰 폭 개선될 것으로 기대됨에 따라 전체 손익은 양호한 모습이 나타날 전망이다. 다만 현재 1) 해약환급금준비금으로 IFRS4 기준을 하회하는 배당가능이익이 산출되고 있으며 2) 금리 하락에 따른 OCI 부담이 지속됨에 따라 양호한 이익이 주주에게 귀속되지 못하는 상황에서 3) 한화생명이 보유한 우선주까지 감안하면 제도 개선 없이는 주주환원에 대한 기대감은 제한적이라고 판단한다.



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
3773-8610

Company Data

발행주식수	11,674 만주
시가총액	574 십억원
주요주주	
한화생명보험(외3)	51.43%
자사주	0.96%

Stock Data

주가(24/10/18)	4,915 원
KOSPI	2,593.82 pt
52주 최고가	6,190 원
52주 최저가	3,865 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			292	388	328	339
투자손익	십억원			94	113	109	109
영업이익	십억원			386	501	436	448
당기순이익	십억원			291	376	323	332
EPS	원			1,879	2,430	2,086	2,146
PER	배			2.2	2.0	2.4	2.3
PBR	배			0.2	0.27	0.24	0.22
ROE	%			9.7	12.5	10.7	10.0

목표주가 산정 Table		
항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2024E ~2026F ROE 평균	11.0%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준	9.0%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 비율 200% 하회 시 65% 적용	77.5%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.28
목표주가	2025F BPS 20,593 원에 Target PBR 적용	5,700
현재가		4,915
Upside / Downside 투자의견		16.0% 매수

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력		
항목	비고	내용
Upside case		83%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	12.0%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준	9.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-67.5%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.44
목표주가(Bull case)	2025F BPS 20,593 원에 Target PBR 적용	9,000
Downside case		-41%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	10.0%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준	9.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-87.5%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.14
목표주가(Bear case)	2025F BPS 20,593 원에 Target PBR 적용	2,900

자료: SK 증권 추정

한화손해보험 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	92	109	57	35	149	136	98.3	4	-27.8	73.4
장기보험	80	99	53	51	137	117	96.4	27	-17.6	81.8
CSM 상각	94	95	96	101	102	102	102.1	103	0.3	6.6
RA 해제	18	19	18	20	18	19	17.0	17	-10.3	-7.8
예실차	2	4	-9	-58	41	24	3.7	-27	-84.3	흑전
손실계약비용	-27	-13	-46	-11	2	-17	-17.4	-55	적지	적지
기타사업비 및 재보험 손익	-6	-5	-5	-2	-26	-10	-8.9	-12	적지	적지
일반손해보험	-7	-4	-6	3	16	16	3.5	-11	-78.2	흑전
자동차보험	19	14	10	-19	-4	3	-1.7	-12	적전	적전
투자손익	32	26	11	24	23	28	36.0	26	27.1	213.8
자산운용손익	131	131	113	122	123	126	135.9	126	8.1	20.2
평가처분손익	17	22	-7	7	-4	2	10.0	0	477.0	흑전
보험금융손익	-99	-106	-102	-97	-101	-97	-99.9	-100	적지	적지
영업이익	123	135	68	59	172	164	134.3	30	-18.3	97.1
영업외손익	1	1	0	-2	1	-4	-1.4	-3	적지	적전
세전이익	125	135	68	57	173	161	132.9	28	-17.2	94.4
당기순이익	100	103	51	37	125	130	100.4	21	-22.7	95.7
월납보험료(보장성 인보험)	3.7	5.5	5.7	5.0	5.7	5.3	5.5	5.6	4.0	-3.5
신계약 CSM	133.3	159.7	176.6	208.9	198.6	168.2	185.6	189.3	10.3	5.1
자산총계	17,530	17,384	17,042	17,998	17,899	18,351	18,521	18,509	0.9	8.7
운용자산	16,494	16,406	16,160	17,018	16,979	17,483	17,511	17,567	0.2	8.4
비운용자산	1,035	978	882	980	921	868	893	880	2.9	1.2
부채총계	14,245	13,975	13,511	14,592	14,741	15,315	15,394	15,412	0.5	13.9
책임준비금	12,626	12,450	11,844	13,510	13,592	14,279	14,302	14,348	0.2	20.8
장기보험 CSM 잔액	3,715	3,804	3,844	3,927	3,968	3,961	4,002	3,775	1.0	4.1
자본총계	3,285	3,409	3,531	3,406	3,158	3,036	3,127	3,098	3.0	-11.5
해약환급금준비금	1,570	1,635	1,700	1,790	1,913	2,011	2,098	2,173	4.3	23.4
ROE (%)	14.1	14.1	6.5	4.6	16.4	18.1	14.1	2.9	-4%p	7.6%p
K-ICS 비율(%)	176.7	177.5	190.4	183.3	172.8	171.7	173.1	166.3	1.3%p	-17%p

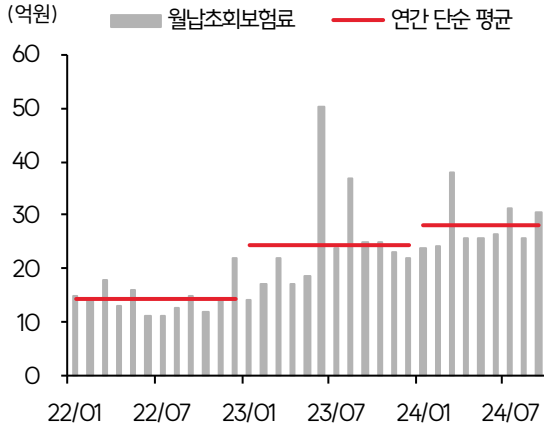
자료: 한화손해보험, SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	292	388	328	339
	수정 전		386	352	378
	증감률(%)		0.5%	-7.0%	-10.3%
투자손익	수정 후	94	113	109	109
	수정 전		104	114	120
	증감률(%)		9.0%	-4.7%	-9.0%
세전이익	수정 후	385	495	427	440
	수정 전		483	457	488
	증감률(%)		2.3%	-6.4%	-10.0%
당기순이익	수정 후	291	376	323	332
	수정 전		368	346	370
	증감률(%)		2.2%	-6.7%	-10.3%

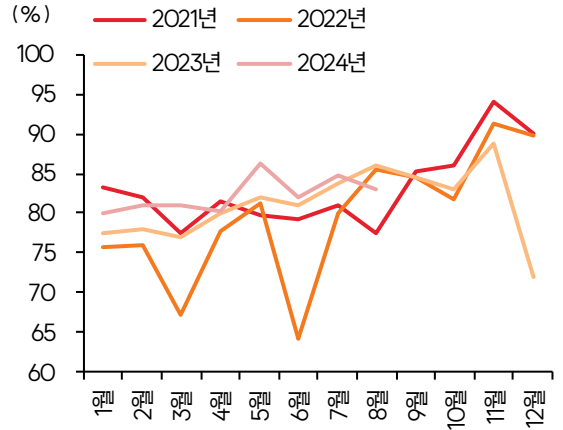
자료: 한화손해보험, SK 증권 추정

한화손해보험 - 보장성 인보험 GA 실적 추이



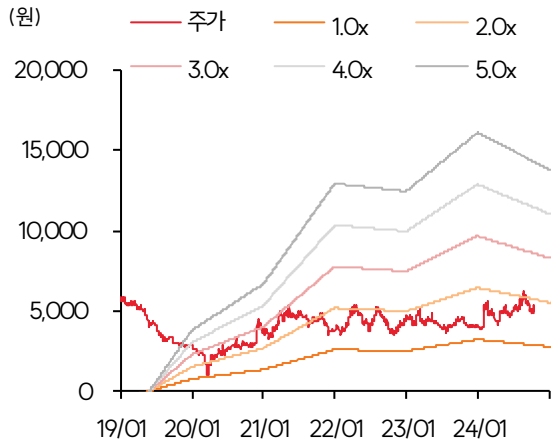
자료: 보험저널, SK 증권
 주: 한화생명금융서비스 등 자회사형 GA 제외 기준

한화손해보험 - 자동차보험 손해율 추이



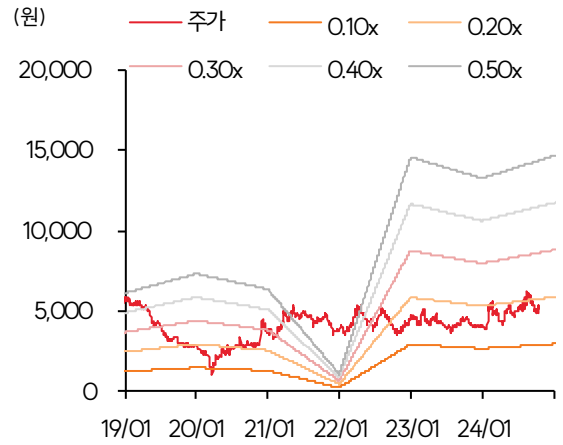
자료: 언론 보도, SK 증권

한화손해보험 - PER Band 차트



자료: FnGuide, SK 증권 추정

한화손해보험 - PBR Band 차트



자료: FnGuide, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		17,018	17,567	17,678	17,775
현금및예치금		391	518	544	569
유가증권		13,285	13,753	13,821	13,878
대출금		3,089	2,943	2,962	2,978
부동산		252	353	352	350
비운용자산		980	880	881	879
특별계정자산		0	0	0	0
자산총계		17,998	18,509	18,933	19,304
책임준비금		13,510	14,348	14,440	14,520
CSM잔액(원수)		3,927	3,775	3,882	4,044
기타부채		1,082	1,064	1,073	1,073
특별계정부채		0	0	0	0
부채총계		14,592	15,412	15,513	15,593
자본금		774	774	774	774
신종자본증권		234	234	234	234
자본잉여금		67	69	69	69
이익잉여금		2,313	2,644	2,967	3,257
해약환급금준비금		1,790	2,173	2,385	2,506
자본조정		-1	-5	-5	-5
기타포괄손익누계액		19	-618	-618	-618
자본총계		3,406	3,098	3,421	3,710

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)		64	71	76	82
신계약 CSM		678	742	795	860
신계약 CSM 배수		10.6	10.4	10.5	10.5
CSM 관련 지표					
기초CSM		3,728	3,927	3,775	3,882
CSM 조정 가정 변경		-228	-632	-435	-435
신계약 CSM(원수)		678	742	795	860
CSM 이자부리		137	150	146	151
상각 전 CSM		4,315	4,187	4,282	4,458
CSM상각액		388	412	400	414
CSM상각률(%)		9.0	9.8	9.3	9.3
CSM 순증액		200	-152	106	162
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률		3.0	3.0	2.9	2.9
평가처분손익 제외 수익률		2.8	2.9	2.9	2.9
손익구성					
보험손익		75.7	77.4	75.1	75.6
CSM상각		100.1	81.6	91.0	91.7
투자손익		24.3	22.6	24.9	24.4
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		183.3	166.3	175.6	185.4

자료: 한화손해보험, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		292	388	328	339
장기보험		283	377	319	330
CSM 상각		386	409	397	411
RA해제		75	71	71	73
예실차		-62	42	-12	-12
손실계약비용		-98	-88	-85	-85
기타사업비 및 재보험 손익		-19	-57	-52	-57
일반손해보험		-14	25	18	18
합산비율(IFRS17)		104	96	97	97
자동차보험		24	-14	-9	-9
합산비율(IFRS17)		96	102	101	101
투자손익		94	113	109	109
자산운용손익		497	511	510	513
평가처분손익		40	8	0	0
보험금융손익		-404	-398	-402	-404
영업이익		386	501	436	448
영업외손익		-0	-7	-9	-9
세전이익		385	495	427	440
법인세비용		95	119	105	108
법인세율(%)		24.6	24.0	24.5	24.5
당기순이익		291	376	323	332

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			3.2	0.6	0.5
CSM증가율			-3.9	2.8	4.2
BPS증가율			-9.7	11.3	9.1
보험손익증가율			32.9	-15.6	3.6
투자손익증가율			21.2	-4.2	0.6
영업이익증가율			30.0	-13.0	2.8
세전이익증가율			28.3	-13.6	2.9
당기순이익증가율			29.4	-14.2	2.9
주당지표(원)					
EPS		1,879	2,430	2,086	2,146
BPS		20,496	18,506	20,593	22,466
EV(BV+CSM)		61,039	56,871	60,548	64,419
보통주 DPS		200	0	0	250
보통주 배당수익률(%)		4.9	0.0	0.0	5.1
Valuation 지표					
PER(배)		2.2	2.0	2.4	2.3
PBR(배)		0.20	0.27	0.24	0.22
P/EV(배)		0.07	0.09	0.08	0.08
ROE(%)		9.7	12.5	10.7	10.0
ROA(%)		1.7	2.1	1.7	1.7
배당성장률(%)		12.6	0.0	0.0	12.7

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.10.21	매수	5,700원	6개월		
2024.07.15	매수	6,200원	6개월	-12.89%	-0.16%
2023.08.24	매수	5,800원	6개월	-21.92%	-4.31%



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 10월 18일 기준)

매수	97.63%	중립	2.37%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------