

한화손해보험 (000370/KS)

제도 개선에 따른 민감도는 가장 높을 전망

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 5,100 원(하향)

현재주가: 4,155 원

상승여력: 22.7%

목표주가 5,100 원으로 하향

한화손해보험의 목표주가를 주주환원 관련 불확실성 등을 감안하여 5,100 원으로 하향한다. 목표주가는 25E BVPS 19,525 원에 Target PBR 0.26 배를 적용하여 산출했다. 다만 최근 실손 등 제도 개선에 대한 기대감 등을 반영하여 투자 의견은 매수를 유지한다. 투자 리스크로는 해약환급금준비금으로 인한 배당 불확실성 등을 제시한다.

제도 개선에 따른 민감도는 가장 높게 나타날 손보사

한화손해보험의 경우 IFRS17 전환 이후 여성보험 등 중심으로 적극적으로 신계약을 확대하는 모습이 나타나고 있지만 반대급부로 해약환급금준비금이 가파르게 증가함에 따라 주주환원 관련 불확실성도 전반적으로 높다. 따라서 향후 해약환급금준비금 적립 방법 등에 대한 제도 변화가 나타날 경우 가장 큰 폭의 배당 여력 확보를 기대할 수 있을 것으로 전망한다. 비록 동사가 경과조치를 적용하여 배당성향 등에 상한이 존재하는 만큼 주주환원이 핵심 투자포인트는 아니지만 예측가능성이 제고된다는 점에서 긍정적 영향을 전망한다. 또한 동사의 경우 실손보험 보유계약의 대다수가 구세대 실손으로 최근 지속적인 요율 인상에 따라 CSM 방어에 있어 긍정적인 영향이 나타날 것으로 예상된다. 향후 실손/비급여 관련 제도 변경 및 요율 조정 등 제도 개선에 따른 민감도가 가장 크게 나타날 것으로 예상되는 점을 감안할 때 제도 개선 시 가장 큰 폭의 Upside를 기대할 수 있을 것으로 전망한다.



Analyst
설용진

s.dragon@sks.co.kr
3773-8610

Company Data

발행주식수	11,674 만주
시가총액	484 십억원
주요주주	
한화생명보험(외3)	51.44%
자사주	0.96%

Stock Data

주가(25/01/13)	4,155 원
KOSPI	2,489.56 pt
52주 최고가	6,190 원
52주 최저가	3,865 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

주가 및 상대수익률



4Q24 순이익 365 억원(-1.2% YoY) 예상

한화손해보험의 4Q24 순이익은 365 억원(-1.2% YoY)을 전망한다. 보험손익의 경우 계절적인 예실차 손익 및 자동차/일반보험 손익 부진이 나타날 것으로 예상된다. 투자손익은 경상 수준의 안정적인 실적을 예상하며 3Q24 와 유사한 수준의 실적을 기록할 것으로 예상된다. 보험개혁회의 중 무/저해지보험 관련 영향으로 CSM 약 1,900 억원 감소가 나타날 것으로 예상되지만 최근 구실손 요율 인상에 따른 영향으로 CSM 하락 폭을 일부 상쇄할 수 있을 것으로 예상된다. 신계약은 무/저해지보험 절판효과 등 영향으로 보장성 인보험 기준 월평균 62 억원(+10% QoQ)으로 견조한 증가세를 기록할 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			292	384	356	363
투자손익	십억원			94	128	146	146
영업이익	십억원			386	512	502	509
당기순이익	십억원			291	382	380	385
EPS	원			1,879	2,470	2,459	2,491
PER	배			2.2	1.6	1.7	1.7
PBR	배			0.2	0.22	0.21	0.20
ROE	%			9.7	12.8	13.1	12.3

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2025E ~ 2027F ROE 평균	12.4%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.4%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.3%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	주주환원 불확실성 및 경과조치 반영하여 할인율 82.5% 적용	82.5%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.26
목표주가	2025F BPS 19,525 원에 Target PBR 적용	5,100
현재가		4,155
Upside / Downside 투자의견		22.7% 매수

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		109%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	13.4%
COE	무위험수익률 3.4%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.3%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-72.5%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.44
목표주가(Bull case)	2025F BPS 19,525 원에 Target PBR 적용	8,700
Downside case		-52%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	11.4%
COE	무위험수익률 3.4%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.3%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-92.5%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.10
목표주가(Bear case)	2025F BPS 19,525 원에 Target PBR 적용	2,000

자료: SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	292	384	356	363
	수정 전		397	336	359
	증감률(%)		-3.4%	6.0%	1.1%
투자손익	수정 후	94	128	146	146
	수정 전		122	124	124
	증감률(%)		5.0%	17.5%	17.6%
세전이익	수정 후	385	511	504	511
	수정 전		518	462	485
	증감률(%)		-1.4%	9.1%	5.3%
당기순이익	수정 후	291	382	380	385
	수정 전		387	349	366
	증감률(%)		-1.2%	9.0%	5.3%

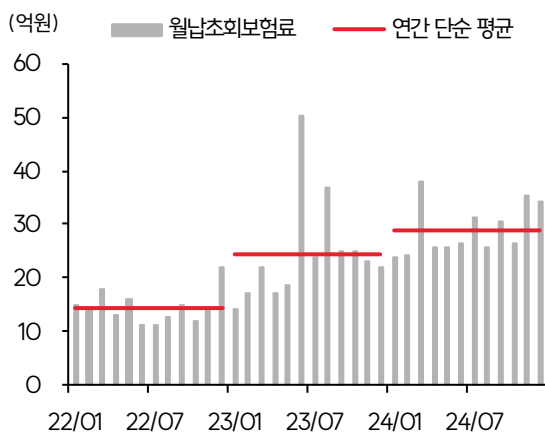
자료: 한화손해보험, SK 증권 추정

한화손해보험 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	92	109	57	35	149	136	88	9.9	-88.7	-71.5
장기보험	80	99	53	51	137	117	90	42.0	-53.2	-17.3
CSM 상각	94	95	96	101	102	102	101	100.5	-0.1	-0.7
RA 해제	18	19	18	20	18	19	19	17.3	-9.6	-13.2
예실차	2	4	-9	-58	41	24	-7	-25.6	적지	적지
손실계약비용	-27	-13	-46	-11	2	-17	-17	-50.0	적지	적지
기타사업비 및 재보험 손익	-6	-5	-5	-2	-26	-10	-5	-0.3	적지	적지
일반손해보험	-7	-4	-6	3	16	16	-1	-13.8	적지	적전
자동차보험	19	14	10	-19	-4	3	0	-18.2	적지	적지
투자손익	32	26	11	24	23	28	38	39.0	3.0	59.6
자산운용손익	131	131	113	122	123	126	140	142.9	2.3	17.6
평가처분손익	17	22	-7	7	-4	2	7	10.0	49.2	34.2
보험금융손익	-99	-106	-102	-97	-101	-97	-102	-103.9	적지	적지
영업이익	123	135	68	59	172	164	126	49.0	-61.2	-17.5
영업외손익	1	1	0	-2	1	-4	3	-0.7	적전	적지
세전이익	125	135	68	57	173	161	129	48.3	-62.4	-15.8
당기순이익	100	103	51	37	125	130	91	36.5	-59.9	-1.2
월납보험료(보장성 인보험)	3.7	5.5	5.7	5.0	5.7	5.3	5.6	6.2	10.0	23.4
신계약 CSM	133.3	159.7	176.6	208.9	198.6	168.2	180.7	197.6	9.4	-5.4
자산총계	17,530	17,384	17,042	17,998	17,899	18,351	19,488	19,980	2.5	11.0
운용자산	16,494	16,406	16,160	17,018	16,979	17,483	18,575	19,400	4.4	14.0
비운용자산	1,035	978	882	980	921	868	913	889	-2.6	-9.2
부채총계	14,245	13,975	13,511	14,592	14,741	15,315	16,432	16,966	3.2	16.3
책임준비금	12,626	12,450	11,844	13,510	13,592	14,279	15,126	15,795	4.4	16.9
장기보험 CSM 잔액	3,715	3,804	3,844	3,927	3,968	3,961	3,938	3,873	-1.7	-1.4
자본총계	3,285	3,409	3,531	3,406	3,158	3,036	3,055	3,014	-1.3	-11.5
해약환급금준비금	1,570	1,635	1,700	1,790	1,913	2,011	2,123	2,234	5.2	24.8
ROE (%)	14.1	14.1	6.5	4.6	16.4	18.1	12.9	5.2	-7.7%p	0.6%p
K-ICS 비율 (%)	176.7	177.5	190.4	183.3	172.8	171.7	178.2	170.4	-7.8%p	-13%p

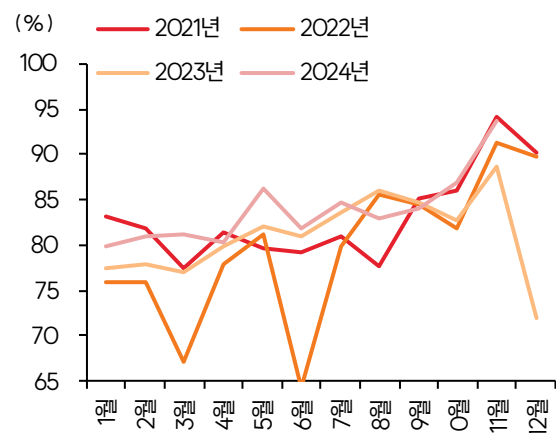
자료: 한화손해보험, SK 증권 추정

한화손해보험 - GA 실적 추이



자료: 보험자널, SK 증권

한화손해보험 - 자동차보험 손해율 추이



자료: 언론 보도, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		17,018	19,400	19,426	19,446
현금및예치금		391	529	552	574
유가증권		13,285	15,405	15,406	15,401
대출금		3,089	3,113	3,118	3,121
부동산		252	352	351	350
비운용자산		980	889	894	892
특별계정자산		0	0	0	0
자산총계		17,998	19,980	20,286	20,511
책임준비금		13,510	15,795	15,818	15,835
CSM잔액(원수)		3,927	3,873	3,927	3,986
기타부채		1,082	1,171	1,213	1,216
특별계정부채		0	0	0	0
부채총계		14,592	16,966	17,031	17,051
자본금		774	774	774	774
신종자본증권		234	234	234	234
자본잉여금		67	69	69	69
이익잉여금		2,313	2,644	3,016	3,349
해약환급금준비금		1,790	2,234	2,557	2,770
자본조정		-1	-5	-5	-5
기타포괄손익누계액		19	-701	-831	-961
자본총계		3,406	3,014	3,255	3,459

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)		64	73	74	74
신계약 CSM		678	745	741	749
신계약 CSM 배수		10.6	10.2	10.1	10.1
CSM 관련 지표					
기초CSM		3,728	3,927	3,873	3,927
CSM 조정 가점 변경		-228	-541	-435	-435
신계약 CSM(원수)		678	745	741	749
CSM 이자부리		137	150	150	152
상각 전 CSM		4,315	4,281	4,329	4,393
CSM상각액		388	408	402	407
CSM상각률(%)		9.0	9.5	9.3	9.3
CSM 순증액		200	-54	54	59
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률		3.0	2.9	2.9	2.9
평가처분손익 제외 수익률		2.8	2.8	2.9	2.9
손익구성					
보험손익		75.7	75.0	71.0	71.3
CSM상각		100.1	79.1	79.6	79.4
투자손익		24.3	25.0	29.0	28.7
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		183.3	170.4	169.7	169.1

자료: 한화손해보험, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		292	384	356	363
장기보험		283	386	368	375
CSM 상각		386	405	399	404
RA해제		75	74	78	82
예실차		-62	32	-15	-16
손실계약비용		-98	-83	-89	-89
기타사업비 및 재보험 손익		-19	-42	-6	-7
일반손해보험		-14	17	9	9
합산비용(IFRS17)		103	97	99	99
자동차보험		24	-19	-21	-21
합산비용(IFRS17)		97	103	103	103
투자손익		94	128	146	146
자산운용손익		497	532	562	562
평가처분손익		40	15	0	0
보험금융손익		-404	-404	-416	-416
영업이익		386	512	502	509
영업외손익		-0	-1	2	2
세전이익		385	511	504	511
법인세비용		95	129	123	125
법인세율(%)		24.6	25.2	24.5	24.5
당기순이익		291	382	380	385

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			14.0	0.1	0.1
CSM증가율			-1.4	1.4	1.5
BPS증가율			-12.3	8.7	6.7
보험손익증가율			31.4	-7.1	1.9
투자손익증가율			37.0	13.7	0.1
영업이익증가율			32.7	-1.9	1.4
세전이익증가율			32.5	-1.4	1.3
당기순이익증가율			31.5	-0.5	1.3
주당지표(원)					
EPS		1,879	2,470	2,459	2,491
BPS		20,496	17,967	19,525	20,843
EV(BV+CSM)		61,039	56,992	59,519	61,768
보통주 DPS		200	0	0	250
보통주 배당수익률(%)		4.9	0.0	0.0	6.0
Valuation 지표					
PER(배)		2.2	1.6	1.7	1.7
PBR(배)		0.20	0.22	0.21	0.20
P/EV(배)		0.07	0.07	0.07	0.07
ROE(%)		9.7	12.8	13.1	12.3
ROA(%)		1.7	2.0	1.9	1.9
배당성장률(%)		12.6	0.0	0.0	10.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.01.14	매수	5,100원	6개월		
2024.10.21	매수	5,700원	6개월	-22.76%	-13.33%
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 기관투자자 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 (2025년 01월 14일 기준)

매수	96.89%	중립	3.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------