



## Outperform (Maintain)

목표주가: 4,800 원

주가(2/21): 4,110 원

시가총액: 4,804 억원



보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

## Stock Data

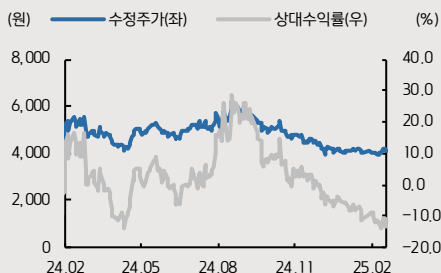
KOSPI	2,654.58pt		
시가총액	4,804 억 원		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	6,190 원	3,955 원	
최고/최저가대비 등락율	-33.52%	4.05%	
수익률	절대	상대	
	1M	1.5%	4.7%
	6M	-29.5%	-0.9%
	1Y	-16.5%	0.2%

## Company Data

발행주식수	154,739 천주
일평균 거래량(3M)	256 천주
외국인 지분율	15.20%
배당수익률(24E)	0.0%
BPS(24E)	26,378 원
주요 주주	한화생명 외 3인
	51.42%

(십억원, 배)	2023	2024	2025E
보험이익	292.1	398.2	417.6
투자이익	93.5	107.8	133.3
영업이익	385.6	506.1	550.9
세전이익	385.5	505.2	537.2
당기순이익	290.7	382.3	402.9
ROE	17.1	11.8	12.4
ROA	0.2	2.0	2.1
EPS	2,490	3,275	3,452
BPS	29,173	26,378	29,472
PER	1.6	1.3	1.2
PBR	0.1	0.2	0.1
DPS	200	0	0
배당수익률 (%)	4.9	0.0	0.0

## Price Trend



## 한화손해보험 (000370)

## 내실을 다지는 중



4 분기 순이익은 1% (YoY) 감소한 365 억원 기록하며 컨센서스와 추정치에 부합. 연말 계리적 가정 변경의 영향이 상대적으로 적어 견조한 실적 흐름을 이어감. 다만 CSM 조정이 컸던 점과 주주환원 관련 불확실성이 여전하다는 점은 부담. 향후 펀더멘털 개선은 지속될 것으로 보이나 주주환원 재개에 필요한 제도 개선 여부는 아직 불확실하다는 점을 감안하여 투자의견 Outperform, 목표주가 4,800 원 유지

## &gt;&gt;&gt; 연간 순이익 32% (YoY) 증가

2024 년 4 분기 순이익은 365 억원으로 1% (YoY) 감소했으며, 컨센서스와 추정치에 부합했다. 손해율 상승으로 보험금예실차는 악화되었으나 연말 계리적 가정 변경에 따른 비용은 상대적으로 크지 않았다. 2024 년 연간 순이익은 32% (YoY) 증가한 3,823 억원을 기록했다.

## &gt;&gt;&gt; 좋은 실적 흐름, CSM 과 K-ICS 는 개선될 것으로 예상 중

한화손해보험의 4 분기 보험이익은 30% (YoY) 감소했는데, CSM 상각액은 견조한 모습이었으나 독감 유행 등에 따라 손해율이 상승하면서 보험금예실차가 악화된 영향이다. 손실부담계약비용은 80 억원 환입되었는데(vs. 4Q23 -103 억원), 3,4 세대 실손보험 요율 인상분이 반영되어 기존 손실계약으로 잡혀있던 보험계약의 손실 폭이 축소되었기 때문이다. 자동차보험손익은 전년동기대비 사고율이 하락하면서 적자폭이 축소되었으며, 일반보험손익은 전년과 유사했고 외형 성장세가 지속되는 모습이었다. 투자이익은 전년동기대비 23% 감소했다. 신계약 CSM 은 7% (YoY) 감소한 1,935 억원이었는데, CSM 배수 하락을 판매 증가가 상쇄하는 모습이었다. CSM 잔액은 2,634 억원의 CSM 조정이 발생하면서 전년동기대비 3% 감소한 3 조 8,032 억원이었는데, 실손보험 요율 인상에 따른 계약 해지의 영향이 대부분이었다. 향후 이러한 해지 관련 CSM 조정은 없을 것으로 예상 중이고 보험개혁회의에서 논의 중인 손해율에 대한 시간가치가 반영되면 CSM 의 3~4,000 억원 증가할 것으로 예상 중이다. 연말 예상 K-ICS 비율은 경과조치 전 기준으로 4.2%p (QoQ) 감소한 174% 인데, 2025 년 당국의 할인율 현실화 방안으로 K-ICS 비율은 10%p 하락이 예상되나, 2025 년 1 분기 5,000 억원의 후순위채 발행으로 15%p 상승 효과가 있을 것으로 예상 중이다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 Outperform, 목표주가 4,800 원 유지

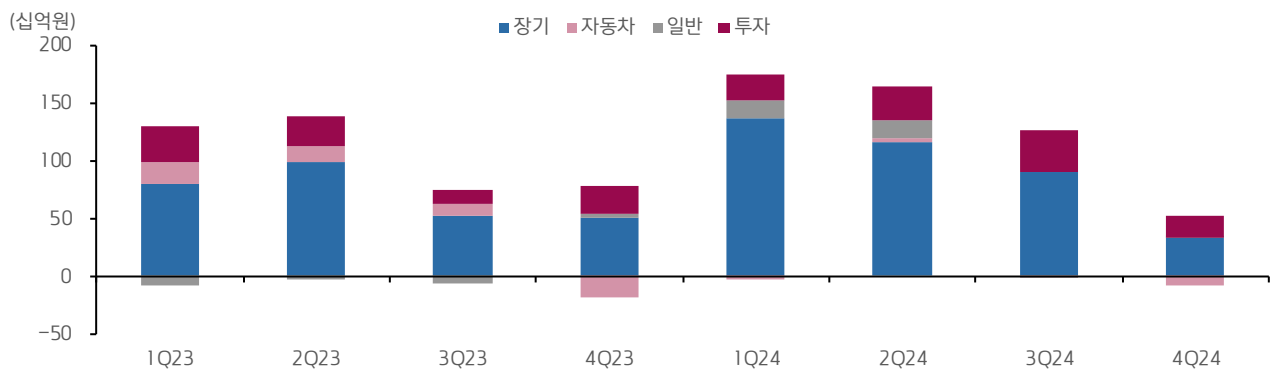
안정적인 실적 흐름이 이어지고 있으나 연말 과도한 CSM 조정과 자본비용 관리를 위한 후순위채 발행은 다소 부담 요인이다. 기대대로 CSM 의 빠른 증가와 제도 개선으로 주주환원이 재개될 경우 리레이팅이 가능할 전망이다.

## 한화손해보험 분기실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2023	2024P
보험이익	91.7	108.8	56.7	34.9	149.4	136.0	88.2	24.5	292.1	398.2
(YoY)					63%	25%	56%	-30%		36%
일반/VFA	80.2	98.6	53.0	50.7	137.3	117.0	89.7	33.2	282.6	377.2
CSM 상각	94.5	95.4	96.6	101.5	102.7	102.6	101.4	103.1	388.0	409.7
RA 해제	18.4	19.0	18.7	20.2	18.8	19.2	19.5	20.1	76.2	77.6
예실차	1.6	4.0	(9.4)	(57.9)	41.2	23.6	(7.2)	(59.4)	(61.6)	(1.9)
보험금예실차	1.2	12.8	(2.8)	(19.7)	34.9	25.8	(5.9)	(42.5)	(8.4)	12.3
사업비예실차	0.4	(8.7)	(6.6)	(38.2)	6.4	(2.2)	(1.3)	(17.0)	(53.1)	(14.2)
기타	(34.3)	(19.7)	(52.8)	(13.1)	(25.4)	(28.4)	(24.0)	(30.5)	(120.0)	(108.3)
PAA	11.5	10.2	3.6	(15.8)	12.2	19.1	(1.5)	(8.7)	9.5	21.0
자동차보험손익	18.9	13.9	9.6	(18.7)	(3.7)	2.8	(0.3)	(8.8)	23.8	(10.0)
일반보험손익	(7.4)	(3.8)	(6.0)	2.9	15.9	16.2	(1.2)	0.1	(14.3)	31.1
투자이익	31.8	25.8	11.5	24.5	22.9	28.3	37.9	18.7	93.5	107.8
(YoY)					-28%	10%	230%	-23%		15%
보험금융손익	(99.4)	(105.6)	(101.6)	(97.1)	(100.5)	(97.4)	(101.8)	(97.7)	(403.7)	(397.4)
투자서비스손익	131.2	131.4	113.1	121.5	123.4	125.7	139.7	116.5	497.2	505.2
영업이익	123.5	134.6	68.2	59.4	172.3	164.4	126.1	43.3	385.6	506.1
(YoY)					40%	22%	85%	-27%		31%
영업외손익	1.0	0.6	0.2	(2.0)	1.1	(3.8)	2.5	(0.7)	(0.1)	(0.9)
세전이익	124.5	135.1	68.4	57.4	173.4	160.6	128.6	42.6	385.5	505.2
법인세비용	25.0	32.2	17.1	20.4	48.6	30.7	37.6	6.1	94.8	122.9
당기순이익	99.5	102.9	51.3	37.0	124.9	129.9	91.0	36.5	290.7	382.3
(YoY)					25%	26%	77%	-1%		32%

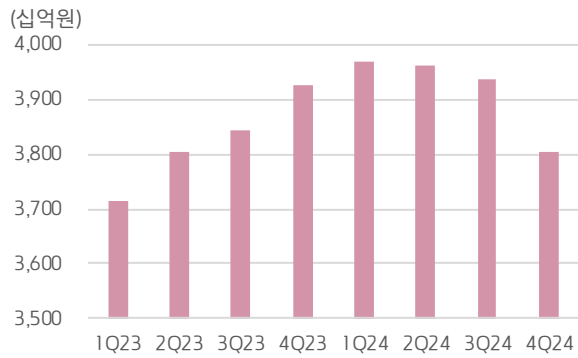
자료: 한화손해보험, 키움증권 리서치센터

## 한화손해보험의 부문별 이익 추이



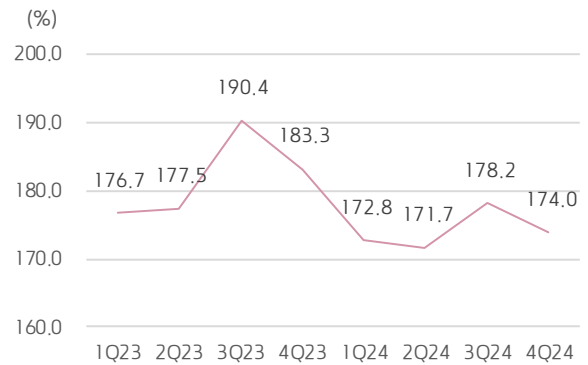
자료: 한화손해보험, 키움증권 리서치센터.

## CSM 기말 잔액 추이



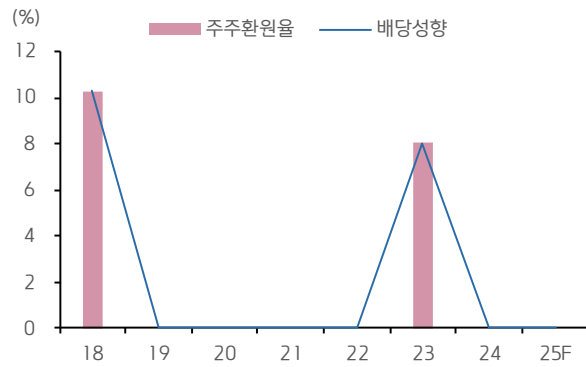
자료: 한화손해보험, 키움증권 리서치센터.

## K-ICS 비율 추이



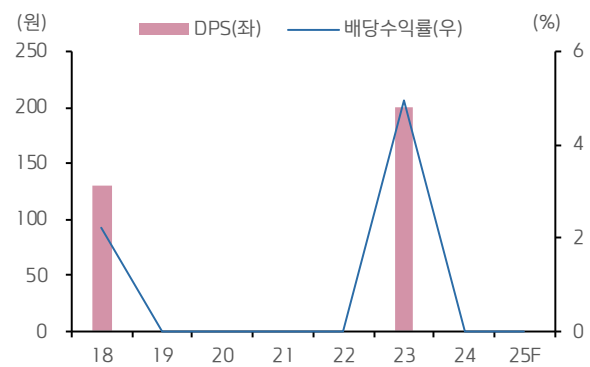
자료: 한화손해보험, 키움증권 리서치센터.

## 주주환원율과 배당성향



자료: 한화손해보험, 키움증권 리서치센터.

## DPS와 배당수익률



자료: 한화손해보험, 키움증권 리서치센터.

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>보험이익</b>		292.1	398.2	417.6	447.5
일반/VFA		282.6	377.2	403.9	437.0
CSM 상각		388.0	409.7	404.0	418.1
RA 해제		76.2	77.6	69.3	69.3
예실차		(61.6)	(1.9)	22.6	24.3
보험금예실차		(8.4)	12.3	12.8	13.1
사업비에실차		(53.1)	(14.2)	9.8	11.3
기타		(120.0)	(108.3)	(92.0)	(74.7)
PAA		9.5	21.0	13.7	10.5
자동차보험손익		23.8	(10.0)	(0.4)	(3.8)
일반보험손익		(14.3)	31.1	14.0	14.3
<b>투자이익</b>		93.5	107.8	133.3	139.3
보험금융손익		(403.7)	(397.4)	(395.9)	(403.8)
투자서비스손익		497.2	505.2	529.2	543.1
<b>영업이익</b>		385.6	506.1	550.9	586.8
영업외손익		(0.1)	(0.9)	(13.6)	(13.8)
<b>세전이익</b>		385.5	505.2	537.2	573.0
법인세비용		94.8	122.9	134.3	143.3
<b>당기순이익</b>		290.7	382.3	402.9	429.8
<b>CSM Movement</b>					
기시		3,728	3,927	3,803	3,891
신계약		678	741	819	851
이자부리		137	150	148	153
상각		388	410	404	418
조정		228	605	475	347
기말		3,927	3,803	3,891	4,130
CSM 증감 (YoY, %)		5	(3)	2	6
순증액		200	(124)	87	239
<b>K-ICS 비율</b>		183.3	174.0	182.6	187.4
지급여력금액		5,506	5,419	5,991	6,390.0
지급여력기준금액		3,004	3,197	3,280	3,409.4

## 투자지표 (I)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>운용자산 비중 (%)</b>					
FVPL		27.9	23.2	22.8	22.3
FVOCI		48.3	55.0	55.4	55.8
AC		0.0	0.0	0.0	0.0
대출채권		18.2	15.5	15.9	15.5
부동산		1.5	1.9	(14.2)	(13.7)
<b>주요비율 (% 배)</b>					
ROA		0.2	2.0	2.1	2.2
ROE		17.1	11.8	12.4	11.8
P/E		1.6	1.3	1.2	1.1
P/B		0.14	0.16	0.14	0.13

자료: 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>자산총계</b>		17,998	19,753	19,359	19,959
운용자산		17,018	18,827	18,451	19,024
FVPL		4,746	4,377	4,204	4,249
FVOCI		8,215	10,346	10,221	10,623
AC		0	0	0	0
대출채권		3,089	2,918	2,930	2,942
부동산		252	350	(2,613)	(2,614)
비운용자산		980	926	908	936
<b>부채총계</b>		14,592	16,673	15,918	16,129
책임준비금		13,510	15,271	14,628	14,853
보험계약부채		13,443	15,198	14,628	14,853
잔여보장요소		11,692	13,464	12,908	13,147
최선추정		6,150	8,106	8,107	8,107
위험조정		961	911	911	911
보험계약마진		3,927	3,803	3,891	4,130
보험료배분접근법		654	644	0	0
발생사고요소		1,751	1,734	1,720	1,706
최선추정		1,666	1,664	1,651	1,637
위험조정		85	70	69	69
재보험계약부채		0	1	2	2
투자계약부채		67	72	71	71
기타부채		1,082	1,402	1,290	1,276
<b>자본총계</b>		3,406	3,079	3,440	3,830
자본금		774	774	774	774
자본잉여금		67	69	69	69
신종자본증권		234	234	234	234
이익잉여금		2,313	2,642	3,007	3,401
해약환급금준비금		1,790	2,034	2,277	2,539
자본조정		(1)	(5)	(5)	(5)
기타포괄손익누계액		19	(634)	(638)	(642)
비지배지분		0	0	0	0

## 투자지표 (II)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>주주환원지표</b>					
DPS (원)		200	0	0	0
증가율(YoY, %)			(100)		
배당성향 (%)		8.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)		4.9	0.0	0.0	0.0
현금배당액 (십억원)		23.3	0.0	0.0	0.0
자기주식수 (천주)		118	1,118	1,118	1,118
발행주식수 (천주)		116,739	116,739	116,739	116,739
자기주식 비중 (%)		0.1	1.0	1.0	1.0
자기주식 소각액		0	0	0	0
총주주환원율 (%)		8.0	0.0	0.0	0.0

## Compliance Notice

- 당사는 2월 21일 현재 '한화손해보험(000370)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

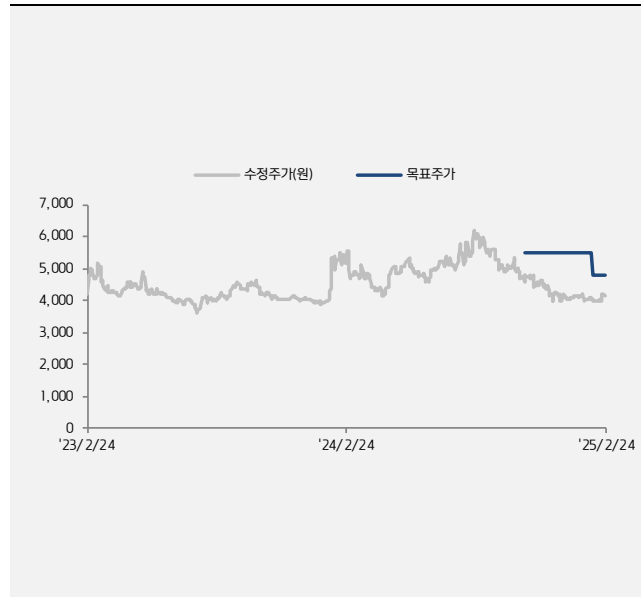
## 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견변동내역(2 개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화손해보험 (000370)	2024-10-30	Outperform(Initiate)	5,500 원	6개월	-14.24	-12.91
	2024-11-12	Outperform(Maintain)	5,500 원	6개월	-21.37	-12.91
	2025-02-03	Outperform(Maintain)	4,800 원	6개월	-13.21	-6.42
	2025-02-24	Outperform(Maintain)	4,800 원	6개월		

## 목표주가추이(2 개년)



\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6 개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6 개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2024/01/01~2024/12/31)

매수	중립	매도
96.37%	3.63%	0.00%