

한화손해보험 (000370/KS)

높아진 실적 안정성. 남은 건 제도 측면의 개선

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 6,200 원(상향)

현재주가: 5,160 원

상승여력: 20.2%

목표주가 6,200 원으로 상향

한화손해보험의 목표주가를 1) 이전보다 개선된 실적 안정성, 2) 경과조치 제외해도 안정적인 K-ICS 비율 및 3) 자본 효율성 제고를 위한 노력 등을 반영하여 기존 5,800 원에서 6,200 원으로 상향한다. 목표주가는 24E BVPS 20,038 원에 Target PBR 0.31 배를 적용하여 산출했다. 투자 리스크로는 해약환급금준비금 제도 개편 지연 및 경과조치 영향으로 다소 제한적인 주주 환원 여력 등을 제시한다.

2Q24E 순이익 1,014 억원(-1.5% YoY) 예상

한화손해보험의 2Q24E 순이익은 1,014 억원(-1.5% YoY)로 컨센서스를 상회할 것으로 예상된다. 먼저 보험손익은 1,094 억원(+0.6% YoY)를 전망한다. 장기보험의 경우 1Q24 중 다소 큰 폭으로 악화되었던 예실차 손익(IBNR 등 세척 개정 효과 제외 기준)이 위험손해율 안정화 등 영향으로 개선되며 전체 965 억원(-2% YoY)을 기록할 것으로 예상되며 일반손해보험의 경우에도 특별한 고액사고 등이 발생하지 않았던 만큼 129 억원(흑전 YoY)을 전망한다. 자동차보험의 경우 높아진 손해율 영향으로 부진한 모습이 지속될 전망이다. 신계약은 월평균 54 억원(-5% QoQ)을 예상하며 1Q24 절판 기저효과에도 견조한 흐름을 예상한다. 투자손익은 금리 하락 등 영향으로 평가처분손익을 일부 예상하며 253 억원(-2% YoY)을 예상한다. 부동산 PF 잔액은 약 3천억원이며 재분류 등 관련 이슈는 거의 없을 것으로 전망한다.

안정적인 K-ICS 비율 긍정적. 관건은 해약환급금준비금 제도 개편

한화손해보험의 K-ICS 비율은 경과조치를 제외해도 지속적으로 170%를 상회하며 안정적으로 관리되고 있는 만큼 자본 측면의 우려는 현재 크지 않다고 판단한다. 다만 배당가능이익 등의 경우 현재 해약환급금준비금 제도 영향으로 다소 제한적인 모습이 이어지고 있다. 해약환급금준비금 산출식 변경 등이 없더라도 동사가 공시를 통해 제시한 주주 환원 정책 이행에는 지장이 없을 것으로 예상되지만 향후 제도가 개편될 경우 업종 내 가장 큰 폭의 배당가능이익 증가가 나타날 것으로 예상된다. 경과조치 등 영향으로 배당성향 등이 제한되는 점을 감안하더라도 업종 내 가장 큰 폭의 DPS 확대를 기대해볼 수 있을 것으로 예상하며 추가적인 Upside 여력이 높다고 판단한다.

Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
3773-8610

Company Data

발행주식수	11,674 만주
시가총액	602 십억원
주요주주	
한화생명보험(외3)	51.42%
자사주	0.96%

Stock Data

주가(24/07/12)	5,160 원
KOSPI	2,857.00 pt
52주 최고가	5,550 원
52주 최저가	3,625 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			292	369	326	346
투자손익	십억원			94	90	95	98
영업이익	십억원			386	459	421	444
당기순이익	십억원			291	341	318	336
EPS	원			1,879	2,204	2,057	2,171
PER	배			2.2	2.3	2.5	2.4
PBR	배			0.2	0.26	0.24	0.22
ROE	%			9.7	10.9	9.8	9.5

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2024E ~ 2026F ROE 평균	10.1%
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)	경과조치 적용 시 72.5% 디스카운트 일괄 적용	72.5%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.31
목표주가	2024F BPS 20,038 원에 Target PBR 적용	6,200
현재가		5,160
Upside / Downside 투자의견		20.2% 매수

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		80%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	11.1%
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	-62.5%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.46
목표주가(Bull case)	2024F BPS 20,038 원에 Target PBR 적용	9,300
Downside case		-30%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	9.1%
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	-82.5%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.18
목표주가(Bear case)	2024F BPS 20,038 원에 Target PBR 적용	3,600

자료: SK 증권 추정

한화손해보험 – 분기별 실적 추정치 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	92	109	57	35	149	109.4	86	25	-26.8	0.6
장기보험	80	99	53	51	137	96.5	86	46	-29.7	-2.1
CSM 상각	94	95	96	101	102	102.6	103	104	0.5	8.2
RA 해제	18	19	18	20	18	16.0	16	17	-13.0	-14.1
예실차	2	4	-9	-58	41	4.1	-8	-28	-90.1	1.2
손실계약비용	-27	-13	-46	-11	2	-15.0	-15	-35	적전	적지
기타사업비 및 재보험 손익	-6	-5	-5	-2	-26	-11.2	-11	-11	적지	적지
일반손해보험	-7	-4	-6	3	16	12.9	-3	-10	-18.7	흑전
자동차보험	19	14	10	-19	-4	0.0	3	-12	-100.0	-100.0
투자손익	32	26	11	24	23	25.3	21	21	10.6	-1.8
자산운용손익	131	131	113	122	123	126.9	123	125	2.8	-3.5
평가처분손익	17	22	-7	7	-4	5.0	0	0	흑전	-77.7
보험금융손익	-99	-106	-102	-97	-101	-101.6	-103	-104	적지	적지
영업이익	123	135	68	59	172	134.7	106	45	-21.8	0.1
영업외손익	1	1	0	-2	1	-0.4	0	0	적전	적전
세전이익	125	135	68	57	173	134.3	107	45	-22.6	-0.6
당기순이익	100	103	51	37	125	101.4	81	34	-18.8	-1.5
월납보험료(보장성 인보험)	3.7	5.5	5.7	5.0	5.7	5.4	5.5	5.6	-5.0	-1.7
자산총계	17,530	17,384	17,042	17,998	17,899	18,166	18,413	18,600	1.5	4.5
운용자산	16,494	16,406	16,160	17,018	16,979	17,228	17,415	17,667	1.5	5.0
비운용자산	1,035	978	882	980	921	949	934	941	3.1	-3.0
부채총계	14,245	13,975	13,511	14,592	14,741	14,906	15,072	15,265	1.1	6.7
책임준비금	12,626	12,450	11,844	13,510	13,592	13,791	13,940	14,141	1.5	10.8
장기보험 CSM 잔액	3,715	3,804	3,844	3,927	3,968	3,992	4,018	4,017	0.6	4.9
자본총계	3,285	3,409	3,531	3,406	3,158	3,260	3,340	3,335	3.2	-4.4
해약환급금준비금	1,570	1,635	1,700	1,790	1,913	2,013	2,099	2,173	5.2	23.1
ROE (%)	14.1	14.1	6.5	4.6	16.4	13.6	10.5	4.4	-2.8%p	-0.4%p

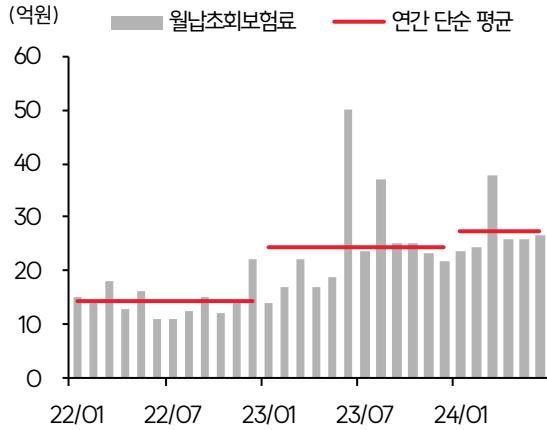
자료: 한화손해보험, SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	292	369	326	346
	수정 전		351	316	340
	증감률(%)		5.2%	3.3%	1.8%
투자손익	수정 후	94	90	95	98
	수정 전		85	95	98
	증감률(%)		5.4%	-0.5%	0.5%
세전이익	수정 후	385	460	421	445
	수정 전		436	411	439
	증감률(%)		5.4%	2.5%	1.3%
당기순이익	수정 후	291	341	318	336
	수정 전		324	311	332
	증감률(%)		5.3%	2.3%	1.2%

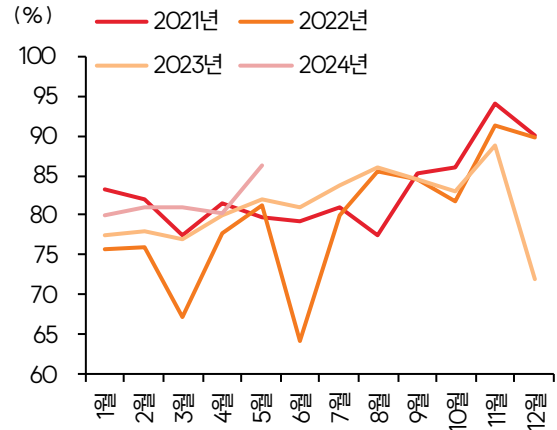
자료: 한화손해보험, SK 증권 추정

한화손해보험 - 보장성 인보험 GA 실적 추이



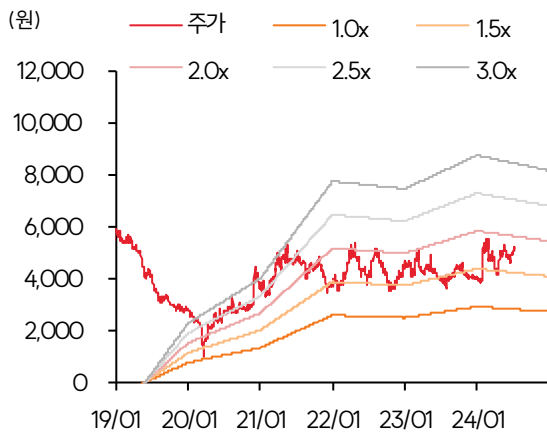
자료: 보험저널, SK 증권
주: 한화생명금융서비스 등 자회사형 GA 제외 기준

한화손해보험 - 자동차보험 손해율 추이



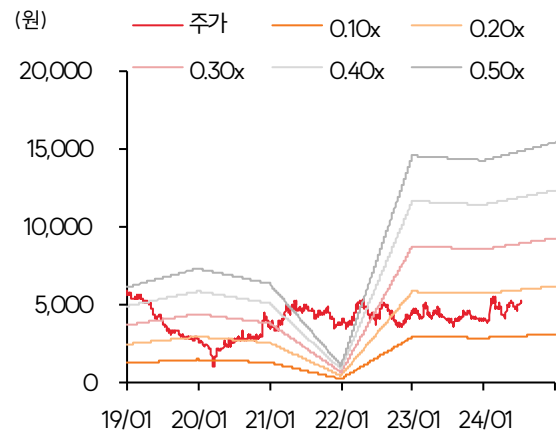
자료: 언론보도 SK 증권

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	17,667	18,423	19,163
현금및예치금		391	452	504	557
유가증권		13,285	13,825	14,395	14,952
대출금		3,089	3,140	3,274	3,406
부동산		252	250	249	248
비운용자산		980	941	936	933
특별계정자산		0	0	0	0
자산총계		17,998	18,600	19,481	20,362
책임준비금		13,510	14,141	14,744	15,335
CSM잔액(원수)		3,927	4,017	4,137	4,310
기타부채		1,082	1,124	1,127	1,127
특별계정부채		0	0	0	0
부채총계		14,592	15,265	15,871	16,462
자본금		774	774	774	774
신종자본증권		234	234	234	234
자본잉여금		67	68	68	68
이익잉여금		2,313	2,573	2,848	3,138
해약환급금준비금		1,790	2,173	2,385	2,505
자본조정		-1	-1	-1	-1
기타포괄손익누계액		19	-314	-314	-314
자본총계		3,406	3,335	3,610	3,900

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)		64	71	76	82
신계약 CSM		678	746	782	845
신계약 CSM 배수		10.6	10.5	10.3	10.4
CSM 관련 지표					
기초CSM		3,728	3,927	4,017	4,137
CSM 조정 가점 변경		-228	-391	-390	-390
신계약 CSM(원수)		678	746	782	845
CSM 이자부리		137	149	153	158
상각 전 CSM		4,315	4,431	4,562	4,751
CSM상각액		388	415	425	440
CSM상각률(%)		9.0	9.4	9.3	9.3
CSM 순증액		200	90	120	173
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률		3.0	2.9	2.9	2.9
평가치분손익 제외 수익률		2.8	2.9	2.9	2.9
손익구성					
보험손익		75.7	80.5	77.5	77.9
CSM상각		100.1	89.8	100.2	98.4
투자손익		24.3	19.5	22.5	22.1
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		183.3	171.8	173.6	176.9

자료: 한화손해보험, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		292	369	326	346
장기보험		283	366	329	348
CSM 상각		386	412	422	438
RA해제		75	67	68	72
예상차		-62	10	-42	-43
손실계약비용		-98	-63	-75	-75
기타사업비 및 재보험 손익		-19	-60	-44	-43
일반손해보험		-14	16	10	10
합산비율(IFRS17)		104	98	98	98
자동차보험		24	-12	-12	-12
합산비율(IFRS17)		96	102	102	102
투자손익		94	90	95	98
자산운용손익		497	499	522	544
평가치분손익		40	1	0	0
보험금융손익		-404	-409	-428	-446
영업이익		386	459	421	444
영업외손익		-0	1	0	0
세전이익		385	460	421	445
법인세비용		95	119	103	109
법인세율(%)		24.6	25.8	24.5	24.5
당기순이익		291	341	318	336

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			3.8	4.3	4.0
CSM증가율			2.3	3.0	4.2
BPS증가율			-2.2	8.9	8.6
보험손익증가율			26.4	-11.6	6.0
투자손익증가율			-4.3	5.5	4.2
영업이익증가율			19.0	-8.2	5.6
세전이익증가율			19.3	-8.3	5.6
당기순이익증가율			17.3	-6.7	5.6
주당지표(원)					
EPS		1,879	2,204	2,057	2,171
BPS		20,496	20,038	21,818	23,690
EV(BV+CSM)		61,039	60,970	64,358	68,325
보통주 DPS		200	230	255	285
보통주 배당수익률(%)		4.9	4.5	4.9	5.5
Valuation 지표					
PER(배)		2.2	2.3	2.5	2.4
PBR(배)		0.20	0.26	0.24	0.22
P/EV(배)		0.07	0.08	0.08	0.08
ROE(%)		9.7	10.9	9.8	9.5
ROA(%)		1.7	1.9	1.7	1.7
배당성장률(%)		12.6	11.7	13.4	13.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.07.15	매수	6,200원	6개월		
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 (2024년 07월 15일 기준)

매수	96.34%	중립	3.66%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------