

# 한화손해보험 (000370/KS)

## 주주 환원 재개 후 극단적 저평가 해소 기대

**SK증권 리서치센터**

### 매수(유지)

목표주가: 5,800 원(유지)

현재주가: 4,035 원

상승여력: 43.7%

### 인상적인 신계약 성장

한화손해보험의 가장 큰 강점은 업계 상위권의 신계약 성장 추세를 들 수 있다. 동사 신계약은 3Q23 보장성 인보험 월납보험료 기준 57 억원(+67% YoY)로 커버리지 보험사 중 가장 높은 수준의 성장세가 나타나고 있는 상황이다. 한화생명금융서비스 등 GA 채널에 기반한 신계약 판매 확대를 바탕으로 10 월에도 3Q23 에 이어 약 60 억 원 수준의 월납보험료를 기록하는 등 꾸준한 매출의 고성장 추세가 나타나고 있는 점을 긍정적으로 평가한다. 환산배수는 9.8 배로 대형사 대비 다소 낮지만 신계약 성장을 감안했을 때 높은 신계약 CSM 성장이 지속될 전망이다.

### 3Q23 별도 당기순이익 513 억원(-60% YoY) 기록

한화손해보험의 3Q23 별도 당기순이익은 513 억원(-60% YoY)을 기록했다. 다소 부진한 실적의 원인은 3Q22 발생사고부채 조정 관련 기저효과 및 3Q23 실손보험 계리적 가정 가이드라인의 전진법 적용에 따른 손실계약비용 약 190 억원 발생 등 일회성 요인 영향으로 분석된다. 투자손익의 경우 FVPL 자산의 평가손실 약 150 억원이 발생하는 등 영향으로 213 억원(-42% YoY, GAAP 기준)을 기록했다.

### 2024E 당기순이익 3,346 억원(+5.2% YoY) 전망

한화손해보험의 24E 당기순이익은 3,346 억원(+5.2% YoY)를 기록할 것으로 예상된다. 꾸준한 신계약 판매로 24E 보장성 인보험 월납보험료는 59 억원(+14% YoY)를 전망하며 전체 환산배수는 가이드라인 및 할인율 조정 등을 감안하여 2023년 대비 소폭 낮아진 9.1 배 수준을 가정했다. Q 증가에 기반한 신계약 CSM 증가세를 예상한다. 23 년 중 이익을 기록한 예실차의 경우 2024 년 중 축소를 예상하나 CSM 상각이익 중심의 양호한 보험손익을 기대한다. 투자손익은 1H23 양호한 평가손익에 따른 기저효과를 감안해도 경성적으로 1,387 억원(+5.5% YoY) 수준의 이익을 전망한다. IFRS17 이후 안정화된 자본력 등 감안했을 때 배당 재개 가능성 높다고 판단하며 경과치 고려하여 약 10~11% 수준의 배당성향을 가정하더라도 2023E DPS 300 원(예상 배당수익률 7.4%)을 전망한다. 향후 안정적인 DPS 증가 및 자본 관련 우려 해소 확인된 이후 극단적인 저평가(2023E PER 1.5 배, PBR 0.14 배) 완화를 전망한다.

Analyst  
설용진

s.dragon@sk.com.kr  
3773-8610

#### Company Data

발행주식수	11,674 만주
시가총액	471 십억원
주요주주	
한화생명보험(외3)	51.40%
자사주	0.10%

#### Stock Data

주가(23/11/17)	4,035 원
KOSPI	2,469.85 pt
52주 최고가	5,150 원
52주 최저가	3,625 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

#### 주가 및 상대수익률



#### 영업실적 및 투자지표

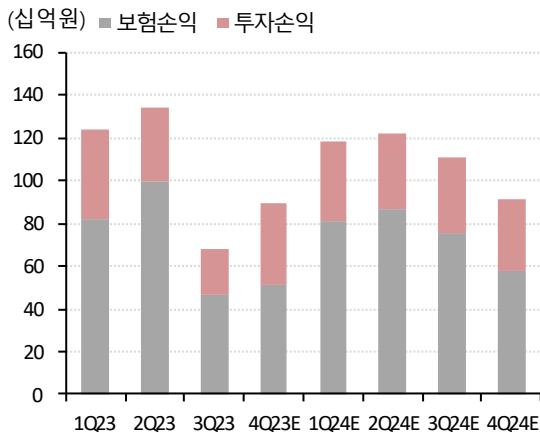
구분	단위	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익	십억원				279	301	360
투자손익	십억원				131	139	137
영업이익	십억원				411	439	497
당기순이익	십억원				318	335	378
EPS	원				2,724	2,867	3,234
PER	배				1.5	1.4	1.2
PBR	배				0.14	0.13	0.12
ROE	%				10.3	9.5	9.9

한화손해보험 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	% YoY
보험손익	82	99	47	51	81	86	76	57	279	301	7.7%
장기보험	91	113	65	59	90	92	94	76	328	352	7.4%
CSM 상각	94	95	96	96	98	100	101	102	381	401	5.2%
RA 해제	18	19	19	20	20	21	22	23	76	86	12.9%
예실차	9	12	0	2	0	0	0	0	23	1	-94.9%
손실계약비용 및 기타	-30	-13	-49	-59	-29	-29	-29	-49	-152	-136	N/A
자동차보험	22	17	13	15	17	22	14	12	67	66	-1.2%
일반보험	-5	-3	-4	4	2	0	-5	-2	-8	-5	N/A
(기타사업비)	26	27	27	27	27	28	28	29	107	112	4.9%
투자손익	43	35	21	32	34	34	35	36	131	139	5.5%
자산운용손익	142	141	123	141	143	145	147	150	547	586	7.1%
FVPL 평가손익	13	8	-15	0	0	0	0	0	7	0	N/A
보험금융손익	-99	-106	-102	-109	-110	-111	-112	-114	-415	-447	N/A
영업이익	124	134	68	84	115	121	111	93	411	439	7.0%
영업외손익	0	1	0	0	0	0	0	0	1	1	-19.7%
세전이익	125	135	68	84	115	121	111	93	412	440	6.8%
당기순이익	100	103	51	64	87	92	84	71	318	335	5.2%
월평균 보장성 신계약(인보험)	3.7	5.5	5.7	5.6	5.7	5.8	5.9	6.0	5.1	5.9	14.0%
자산총계	17,530	17,384	17,042	17,405	17,641	17,889	18,138	18,401	17,405	18,401	5.7%
운용자산	16,494	16,406	16,160	16,520	16,761	17,014	17,271	17,542	16,520	17,542	6.2%
FVPL	5,237	5,255	5,026	5,134	5,220	5,301	5,384	5,473	5,134	5,473	6.6%
비운용자산	1,035	978	882	885	880	875	867	858	885	858	-3.0%
부채총계	14,245	13,975	13,511	13,809	13,993	14,150	14,314	14,505	13,809	14,505	5.0%
책임준비금	12,626	12,450	11,844	12,095	12,294	12,482	12,675	12,884	12,095	12,884	6.5%
장기보험 CSM 잔액	3,715	3,804	3,844	3,870	3,930	3,994	4,058	4,088	3,870	4,088	5.7%
자본총계	3,285	3,409	3,531	3,596	3,648	3,740	3,824	3,895	3,596	3,895	8.3%
해약환급금준비금	1,570	1,635	1,700	1,764	1,829	1,896	1,964	2,032	1,764	2,032	15.2%
ROE	14.1	14.1	6.5	7.7	10.3	10.6	9.5	7.9	10.3	9.5	-0.8p

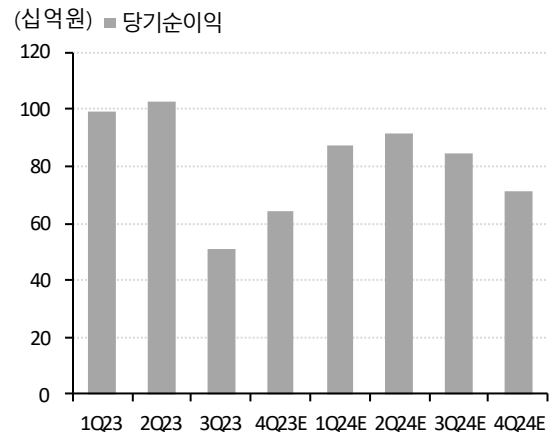
자료: 한화손해보험, Dart, SK 증권 추정

한화손해보험 - 영업이익 추이 및 전망



자료: 한화손해보험, SK 증권 추정

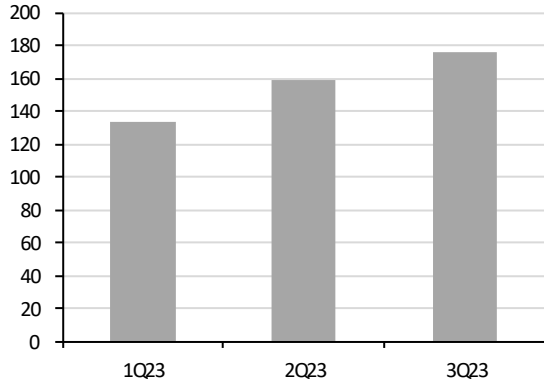
한화손해보험 - 당기순이익 추이 및 전망



자료: 한화손해보험, SK 증권 추정

#### 한화손해보험 - 신계약 CSM 추이

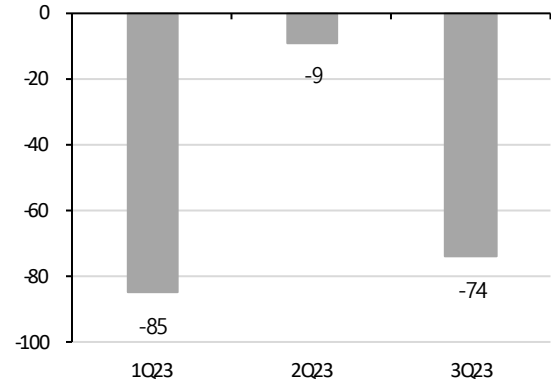
(십억 원) ■ 한화손해보험 신계약CSM



자료: 한화손해보험, SK 증권 추정

#### 한화손해보험 - CSM 경험조정 추이

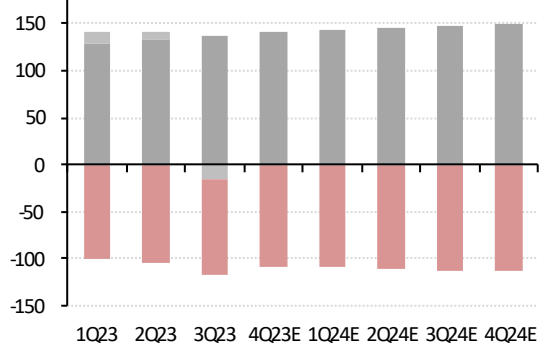
(십억 원) ■ 한화손해보험 CSM 경험조정



자료: 한화손해보험, SK 증권 추정

#### 한화손해보험 - 투자손익 Breakdown

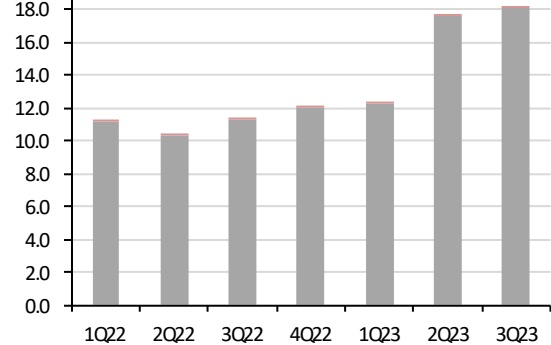
(십억 원) ■ 자산운용손익 ■ FVPL평가손익 ■ 보험금융손익



자료: 한화손해보험, SK 증권 추정

#### 한화손해보험 - 월납보험료 추이

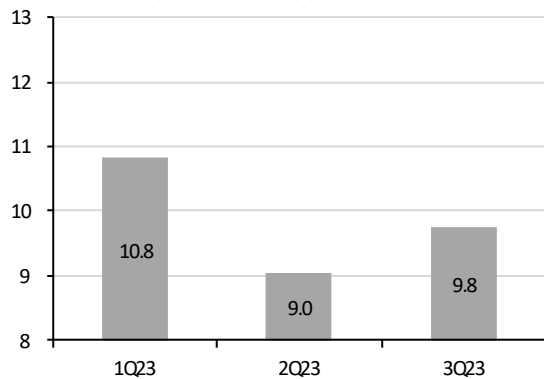
(십억 원) ■ 한화손해보험 보장성보험 ■ 한화손해보험 저축성보험



자료: 한화손해보험, SK 증권

#### 한화손해보험 - 신계약 CSM/월납보험료 배수

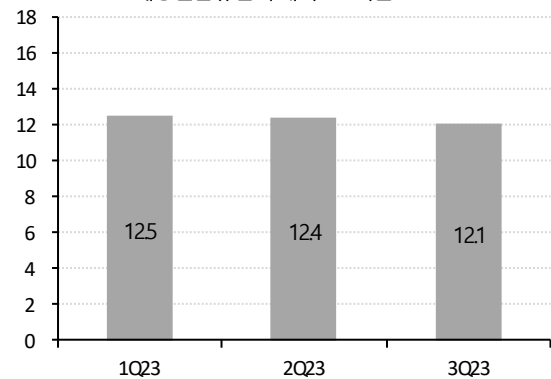
(배) ■ 한화손해보험 CSM배수



자료: 한화손해보험, SK 증권

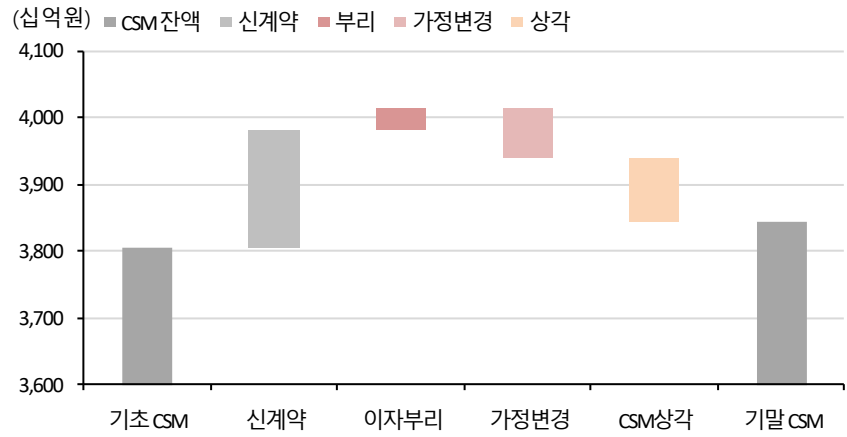
#### 한화손해보험 - 예상현금유입액 대비 신계약 CSM 비율

(%) ■ 예상현금유입액 대비 CSM비율



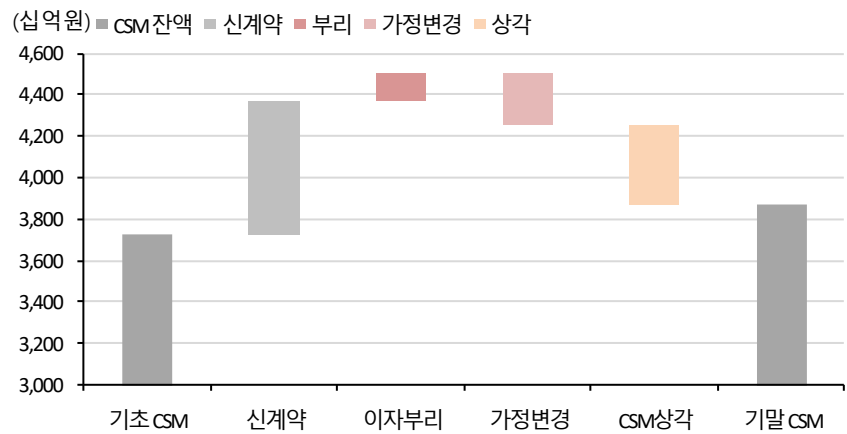
자료: 한화손해보험, Dart, SK 증권; 주: 누계 기준

### 한화손해보험 CSM Movement(3Q23)



자료: Dart, SK 증권

### 한화손해보험 예상 CSM Movement(2023E)



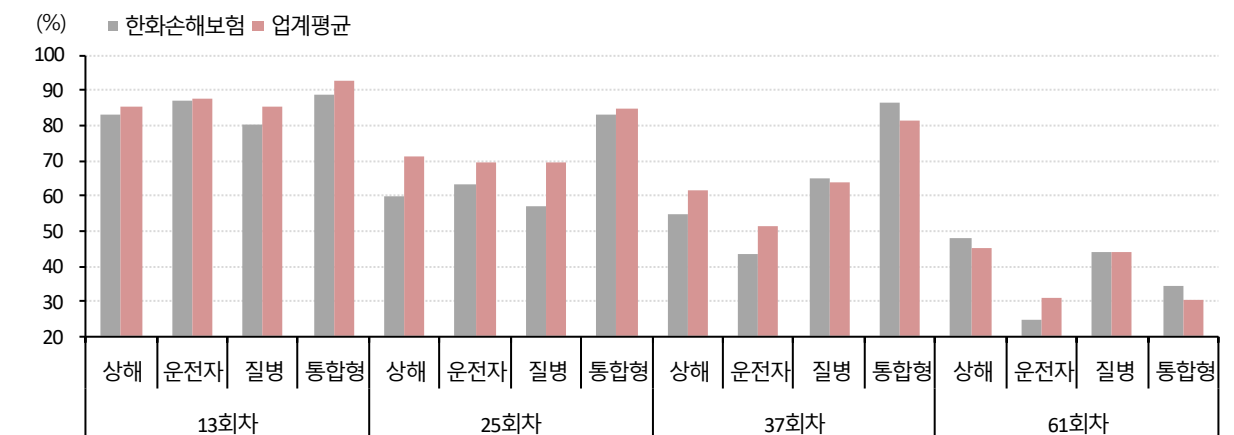
자료: Dart, SK 증권 추정

한화손해보험 - 유지율 현황(1H23 기준)

보험 종류	13 회차	25 회차	37 회차	61 회차
상해	82.90	59.68	54.69	47.98
운전자	86.96	63.51	43.23	24.90
재물	90.06	71.83	58.41	37.49
질병	80.52	57.12	64.98	43.81
통합형	88.90	83.16	86.62	34.35
저축성	83.29	79.05	52.50	33.71
연금저축	92.43	81.00	70.40	63.65
실손	95.83	93.03	85.81	78.73
계	85.19	63.18	55.84	44.22

자료: 손해보험협회, SK 증권

한화손해보험 - 장기인보험 유지율 비교(1H23 기준)



자료: 손해보험협회, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>운용자산</b>			<b>16,520</b>	<b>17,542</b>	<b>18,413</b>
현금및예치금			553	520	449
유가증권			12,475	13,299	14,035
대출금			3,235	3,448	3,639
부동산			258	275	290
<b>비운용자산</b>			<b>885</b>	<b>858</b>	<b>815</b>
특별계정자산			0	0	0
<b>자산총계</b>			<b>17,405</b>	<b>18,401</b>	<b>19,228</b>
<b>책임준비금</b>			<b>12,095</b>	<b>12,884</b>	<b>13,587</b>
CSM잔액(원수)			3,870	4,088	4,350
기타부채			1,714	1,622	1,404
특별계정부채			0	0	0
<b>부채총계</b>			<b>13,809</b>	<b>14,505</b>	<b>14,991</b>
자본금			774	774	774
신종자본증권			234	234	234
자본잉여금			67	67	67
이익잉여금			2,344	2,643	2,985
해약환급금준비금			1,764	2,032	2,312
자본조정			-1	-1	-1
기타포괄손익누계액			178	178	178
<b>자본총계</b>			<b>3,596</b>	<b>3,895</b>	<b>4,237</b>

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>신계약 수익성</b>					
신계약보험료(월납)		45	66	74	77
신계약 CSM(보유)			637	674	703
신계약 CSM 배수			9.7	9.1	9.1
<b>CSM 관련 지표</b>					
기초CSM			3,728	3,870	4,088
CSM 조정 가점 변경			-253	-195	-165
신계약 CSM(원수)			642	673	702
CSM 이자부리			137	144	153
상각 전 CSM			4,253	4,492	4,778
CSM상각액			384	404	428
CSM상각률(%)			9.0	9.0	9.0
CSM 순증액			142	219	262
<b>투자이익 관련 지표</b>					
자산운용수익률			3.3	3.3	3.3
FVPL 제외 운용수익률			3.3	3.3	3.3
<b>손익구성</b>					
보험손익			68.0	68.4	72.4
CSM상각			92.8	91.3	85.7
투자손익			32.0	31.6	27.6
<b>자본적정성</b>					
지급여력비율(K-ICS)			267.8	268.8	274.1

자료: 한화손해보험, SK증권 추정

포괄손익계산서

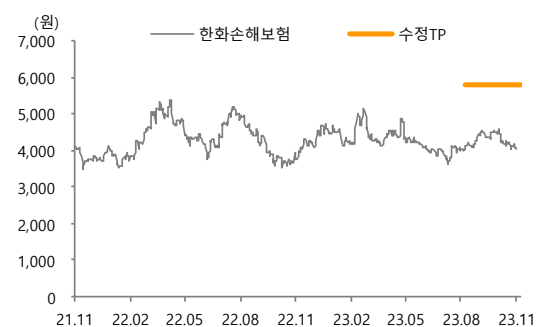
12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>보험손익</b>			<b>279</b>	<b>301</b>	<b>360</b>
장기보험			328	352	409
CSM상각			381	401	426
RA해제			76	86	96
예실차 등			23	1	-1
손실계약비용 및 기타			-152	-136	-112
자동차보험			67	66	65
일반보험			-8	-5	3
(기타사업비)			107	112	117
<b>투자손익</b>			<b>131</b>	<b>139</b>	<b>137</b>
자산운용손익			547	586	605
FVPL관련 손익			7	0	0
보험금융손익			-415	-447	-468
<b>영업이익</b>			<b>411</b>	<b>439</b>	<b>497</b>
영업외손익			1	1	1
<b>세전이익</b>			<b>412</b>	<b>440</b>	<b>498</b>
법인세비용			94	105	120
법인세율(%)			22.8	24.0	24.2
<b>당기순이익</b>			<b>318</b>	<b>335</b>	<b>378</b>

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>성장성지표 (%)</b>					
운용자산증가율				6.2	5.0
CSM증가율			3.8	5.7	6.4
BPS증가율				8.9	9.3
보험손익증가율				7.7	19.8
투자손익증가율				5.5	-1.2
당기순이익증가율				5.2	12.8
<b>주당지표(원)</b>					
EPS			2,724	2,867	3,234
BPS			28,796	31,362	34,286
CSM 포함			61,692	66,238	71,426
해약환급금준비금 제외			13,684	13,955	14,486
보통주 DPS			300	310	320
보통주 배당수익률(%)			7.4	7.7	7.9
<b>Valuation 지표</b>					
PER(배)			1.5	1.4	1.2
PBR(배)			0.14	0.13	0.12
CSM 포함			0.07	0.06	0.06
해약환급금준비금 제외			0.29	0.29	0.28
ROE(%)			10.3	9.5	9.9
ROA(%)			1.8	1.9	2.0
배당성향(%)			11.0	10.8	9.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격	괴리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비

2023.08.24 매수 5,800원 6개월



### 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 (2023년 11월 20일 기준)

매수	93.41%	중립	6.59%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------