한화손해보험(000370/KS)

Analyst **설용진** s.dragon@sks.co.kr / 3773-8610

SK증권 리서치센터

한화손해보험 NDR 후기: 제도 개선 여부와 관계없이 양질의 이익체력 확보 중

- 배당 재개 가능성, 자본 규제 현황 및 전망, 캐롯손해보험 인수, 비급여 제도 강화 등에 집중된 관심
- 배당 재개 여부에 대해서는 보수적 스탠스. 다만 27년부터는 제도 개선 없이도 배당가능이익 확보 가능할 것으로 예상 중
- 자본비율 우려는 제한적. 캐롯손보는 채널 등 시너지 바탕으로 흑전 목표. 실손 제도 개편에 대한 수혜는 긍정적으로 전망
- 신계약, CSM 등 제도 개선과 관계없이 양질의 이익체력 확보하고 있으며 자본 우려도 제한적인 만큼 장기적 Upside 기대

NDR후기: 배당, 자본, 캐롯손보, 실손 비급여 제도 개선 등에 대해 집중된 관심

- 당사는 1Q25 실적 발표 이후 5/27~28일에 걸쳐 한화손해보험 NDR을 진행. 동사에 대한 투자자들의 관심은 대체로 1) 배당 재개 가능성, 2) 자본 규제 현황 및 전망, 3) 캐롯손해보험 인수 영향, 4) 실손 비급여 제도 강화 영향 등에 집중되는 모습이 나타났음. 그 외에도 여성보험 등 신계약 추세 등에 대해서도 관심을 보임
- 배당 재개 가능성에 대해서는 대체로 보수적인 스탠스를 견지. 당사가 제시한 연말 K-ICS비율 목표치(170% 이상) 및 K-ICS 비율 기준 완화(150% > 130%) 등을 감안하면 연말 해약환급금준비금 적립 비율이 80%로 줄어들며 약 2천억원 수준의 배당가능이익 증가가 예상되나 여전히 배당 재개까지는 추가적인 제도 개선 없이는 다소 불충분할 것으로 예상되는 상황. 제도 개선 여부에 대한 불확실성이 존재하는 만큼 기본적으로는 보수적인 관점 유지. 현재 이익체력 등 감안하면 27년부터 제도 개선 없이도 배당가능이익 확보할 수 있을 것으로 예상되며 신계약 판매 및 CSM 확보를 통해 펀더멘털 지속적으로 개선 목표
- 기본자본비율의 경우 해외사례 등 기준 약 50% 정도를 예상하고 있음. 다만 동사의 1Q25 기준 79% 수준으로 업계 중상위 수준에 달하며 현재 보험위험액, 시장위험액 등 요구자본 완화하는 등 다양한 방안이 논의되고 있어 관련 우려는 제한적으로 예상
- 캐롯손해보험의 경우 특별한 이슈 없으면 4분기 중 재무제표 합쳐질 예정. 제도적 요인으로 향후 대규모 출자 불가피해지며 합병하는 방향으로 전환. 캐롯손해보험 적자 지속되고 있으나 합병 후에는 마케팅비용 등 합쳐지며 적자 폭 줄어들 것으로 예상. CM 채널 등 시너지 기대하고 있으며 규모의 경제를 통해 흑자 전환 추진 목표
- 실손 비급여 관리에 대한 기대감은 높은 상황. 동사의 경우 실손보험금 내 비급여 비중이 업계(35.8%)보다 높은 55%로 민감도 높은 편. 청구 건수 1% 감소 시 약 100~150억원 수준의 보험금 감소 기대 가능한 만큼 손익 개선에 대한 기대감은 높은 편
- 신계약도 여성보험 등 중심으로 신담보 지속적으로 개발하며 판매 확대 지속. 전속/GA 채널 모두 적극적으로 활용하고 있으며 현재 배수 대비 높은 마진 기대되는 만큼 긍정적인 흐름 예상

제도 개선 여부와 관계없이 양질의 이익체력을 확보하는 중

- 배당 재개에 대한 가시성은 아직 어려우나 신계약, CSM 등 이익체력은 전반적으로 안정적인 흐름 지속 중
- 자본비율이 우려보다 안정적인 상황. 1Q25 기준 K-ICS비율은 경과조치 전 기준 약 182.5%로 업계 중상위권을 기록하고 있으며 기본자본비율도 74.3%로 2위권사와 거의 유사한 수준을 기록. 향후 해약환급금준비금 제도만 개선될 경우 주주환원 재개에 있어 추가적으로 우려할만한 부분은 없을 것으로 예상. 장기적 관점에서 충분히 Upside 노려볼 수 있다고 판단

1Q25 - 주요 대형 손해보험사 K-ICS 비율 현황

(십억원, %)	삼성화재	DB 손보	현대해상	KB 손보	메리츠화재	한화손보	롯데손보	코리안리
가용자본	24,913.5	20,032.7	13,102.6	11,570.1	13,244.1	6,024.4	2,389.4	4,362.2
기본자본	14,824.0	7,245.9	3,839.5	4,942.6	4,326.4	2,452.5	-355.3	3,153.6
보완자본	10,089.5	12,786.8	9,263.1	6,627.5	8,917.7	3,571.8	2,744.7	1,208.6
요구자본	9,344.6	9,788.3	8,218.6	6,351.5	5,543.4	3,301.3	2,351.7	2,229.4
생명/장기손해보험위험액	6,936.2	8,988.3	7,882.8	5,960.3	5,607.9	3,333.8	1,831.5	1,267.6
일반손해보험위험액	2,050.7	1,443.8	1,210.7	995.1	838.0	448.9	68.1	1,468.4
시장위험액	6,082.2	4,124.9	3,636.9	3,197.8	1,744.8	1,243.0	808.9	1,015.0
신용위험액	2,234.2	2,731.8	1,432.0	1,229.3	1,557.9	385.3	380.5	295.2
운영위험액	740.5	681.7	739.7	465.4	423.9	246.1	171.6	240.1
분산효과	-5,536.2	-5,092.4	-3,938.2	-3,282.3	-2,704.1	-1,370.2	-756.3	-1,434.2
법인세효과	-3,242.9	-3,210.9	-2,765.4	-2,229.5	-1,930.1	-985.6	-152.6	-632.2
기타 요구자본	79.9	121.1	20.1	15.4	5.1	0.0	0.0	9.5
K-ICS 비율	266.6	204.7	159.4	182.2	238.9	182.5	101.6	195.7
기본자본 기준	158.6	74.0	46.7	77.8	78.0	74.3	-15.1	141.5

자료: 각사, SK증권

Compliance Notice

- 작성자는 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.
- 투자판단 3단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도