2025-06-13

한화손해보험 (000370/KS)

배당만 빼면 대체로 안정적인 지표

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 6,500 원(상향)
현재주가: 5,600 원
상승여력: 16.1%

목표주가 6,500 원으로 상향

한화손해보험의 목표주가를 1) 무위험수익률 조정, 2) 양호한 지표 등에 따른 할인율 조정 등을 바탕으로 6,500 원으로 상향한다. 목표주가는 Target PBR 0.34 배에 25E BVPS 18,894 원을 적용하여 산정했다. 투자 리스크로는 1) 제도 개선 및 배당 재개 시점 지연, 2) 캐롯손보 인수로 인한 실적 악화, 3) 실손 보험료 감소 등을 제시한다.

배당가능이익 제외하면 전반적으로 양호한 지표

보험업종의 핵심 지표로 1) 장기 신계약/신계약 CSM, 2) 가정 관리를 통한 CSM 가정조정 및 예실차 손익, 3) 투자수익률, 4) 자본비율 버퍼 등을 제시할 수 있다. 동사의 장기 인보험 신계약 월초보험료는 23 년 48.2%, 24 년 14.5%, 1Q25 -3.1% QoQ 성장하며 업계 평균(커버리지 5 개사 평균 23 년 14.7%, 24 년 11.4%, 1Q25 -6.8% QoQ)을 크게 상회했으며 CSM 도 양호한 증가세를 보였다. 24 년 예실차 손익은 4Q 에는 다소 부진했으나 1~3Q 기준으로는 대체로 안정적으로 관리되었으며 가정 조정으로 인한 CSM 감소도 구세대 실손 갱신(23~24 년), 무/저해지 가정 조정 등 굵직한 이슈가 마무리된 만큼 개선세를 전망한다. 기본자본 K-ICS 비율도 1Q25 74.3% (경과조치 미적용)로 DB, KB, 메리츠 등 2 위권사 수준을 기록하는 등 다른 중하위사 대비 양호한 지표에도 25E PBR 은 0.30 배로 경영관리조치가 적용된 20 년~21 년 평균 0.32 배 보다 낮다. 배당을 하지 못하는 점은 동일함에도 당시 대비 높아진 성장성, 이익 및 양호한 자본력을 감안하면 현재 주가는 과도한 저평가 상태라고 판단한다.

배당 등에 대해 보수적 관점 유지하되 잠재적인 Upside 에 주목

제도 불확실성, 우선주 배당, 경과조치 적용 등을 종합적으로 감안했을 때 동사의 배당 재개에 대해서는 제도 개선 여부와 무관하게 보수적으로 27 년 이후를 전망한다. 향후 캐롯손보 인수로 인한 자동차보험 이익 부담도 고려할 필요가 있다고 판단하며 최근 관리급여 도입 등 비급여 관리 추진에도 실손보험료 인하 여부가 논의되는 등 불확실성이 상존하는 점은 부담요인이다. 그러나 절판 이후로도 4~5 월에 걸쳐 지속적으로 높은 성장세가 이어지는 등 CSM 등 이익기반이 안정적으로 확충되고 있는 만큼 중장기 관점의 잠재적인 Upside 는 중하위사 중 가장 높다고 판단한다.

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

Company Data	
발행주식수	11,674 만주
시가총액	654 십억원
주요주주	
한화생명보험(외3)	51.50%
자사주	0.96%

Stock Data	
주가(25/06/12)	5,600 원
KOSPI	2,920.03 pt
52주 최고가	6,190 원
52주 최저가	3,665 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

주가 및 상대수익률

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2026E
보험손익	십억원		292	398	393	402	437
투자손익	십억원		94	108	132	111	118
영업이익	십억원		386	506	525	512	555
당기순이익	십억원		291	382	407	386	418
EPS	원		2,379	3,292	3,517	3,337	3,614
PER	배		1.7	1.2	1.6	1.7	1.5
PBR	배		0.20	0.22	0.30	0.29	0.27
ROE	%		9.7	12.7	14.1	12.9	13.4

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2025E ~2027F ROE 평균	13.5%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	7.9%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	주주환원 불확실성 및 경과조치 반영하여 할인율 80% 적용	80.0%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.34
목표주가	**2025F BPS 18,894 원에 Target PBR 적용**	**6,500**
현재가		5,600
Upside / Downside		16.1%
투자의견		매수

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		**86%**
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	14.5%
COE	무위험수익률 3%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	7.9%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-70.0%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.55
목표주가(Bull case)	**2025F BPS 18,894 원에 Target PBR 적용**	**10,400**
Downside case		**-46%**
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	12.5%
COE	무위험수익률 3%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	7.9%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-90.0%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.16
목표주가(Bear case)	**2025F BPS 18,894 원에 Target PBR 적용**	**3,000**

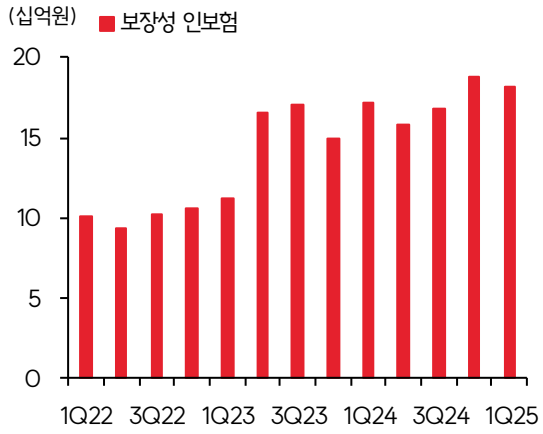
자료: SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	수정 후	398	393	402	437
	수정 전		400	420	450
	증감률(%)		*-1.8%*	*-4.3%*	*-2.9%*
투자손익	수정 후	108	132	111	118
	수정 전		127	106	113
	증감률(%)		*3.8%*	*4.3%*	*4.4%*
세전이익	수정 후	505	523	511	553
	수정 전		526	525	562
	증감률(%)		*-0.5%*	*-2.7%*	*-1.5%*
당기순이익	수정 후	382	407	386	418
	수정 전		408	396	424
	증감률(%)		*-0.3%*	*-2.6%*	*-1.5%*

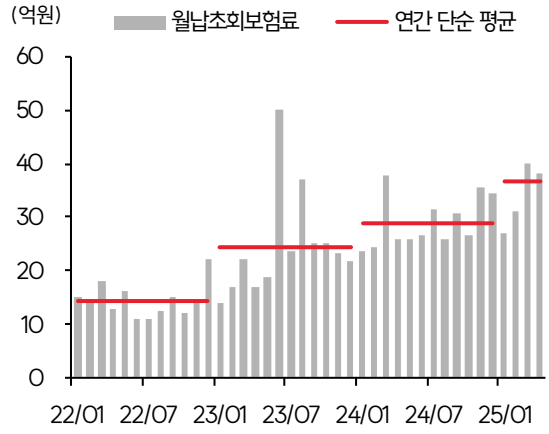
자료: SK 증권 추정

분기별 보장성 인보험 월초보험료 – 이전보다 높아진 신계약



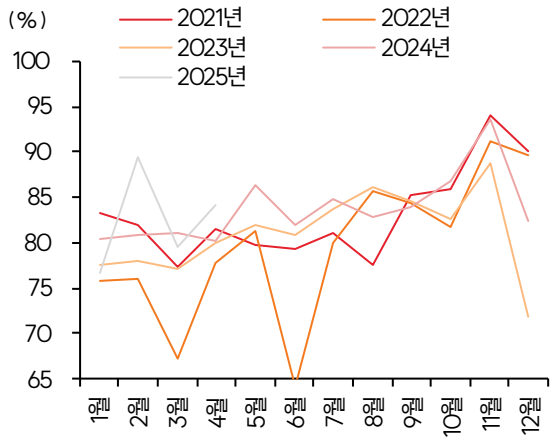
자료: 한화손해보험, SK 증권

월별 GA 실적 추이 – 절판 이후로도 양호한 성장세 지속



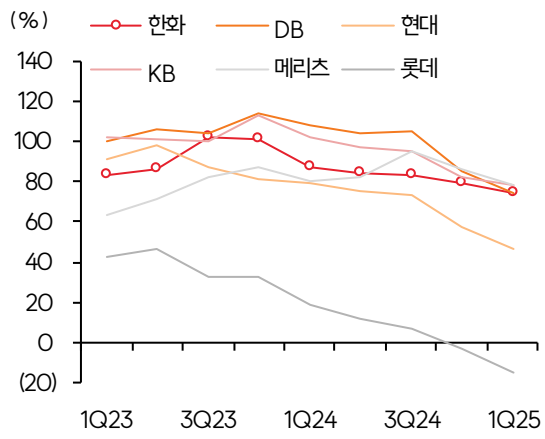
자료: 보험저널, SK 증권

자동차보험 손해율 추이



자료: 언론 보도, SK 증권

기본자본 기준 K-ICS 비율 추이



자료: 각사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
운용자산	**17,018**	**18,827**	**21,066**	**22,437**	**23,832**
현금및예치금	391	517	489	358	216
유가증권	13,285	15,042	17,175	18,448	19,751
대출금	3,089	2,918	3,055	3,285	3,521
부동산	252	350	348	346	345
비운용자산	**980**	**926**	**974**	**974**	**972**
특별계정자산	0	0	0	0	0
자산총계	**17,998**	**19,753**	**21,907**	**23,323**	**24,786**
책임준비금	**13,510**	**15,271**	**17,051**	**18,333**	**19,646**
CSM잔액(원수)	3,927	3,803	4,170	4,444	4,705
기타부채	1,082	1,402	1,698	1,716	1,718
특별계정부채	0	0	0	0	0
부채총계	**14,592**	**16,673**	**18,749**	**20,049**	**21,364**
자본금	**774**	**774**	**774**	**774**	**774**
신종자본증권	234	234	234	234	234
자본잉여금	67	69	69	69	69
이익잉여금	2,313	2,642	3,039	3,416	3,824
해약환급금준비금	1,790	2,034	2,570	2,920	3,151
자본조정	-1	-5	-5	-5	-5
기타포괄손익누계액	19	-634	-953	-1,213	-1,473
자본총계	**3,406**	**3,079**	**3,158**	**3,274**	**3,423**

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	**292**	**398**	**393**	**402**	**437**
장기보험	283	377	410	434	463
CSM 상각	386	406	434	467	496
RA해제	75	76	80	87	93
예실차	-62	1	-76	-55	-60
손실계약비용	-98	-26	-7	-45	-45
기타사업비 및 재보험 손익	-19	-80	-21	-21	-22
일반손해보험	-14	31	13	13	14
합산비율(IFRS17)	103	95	98	98	98
자동차보험	24	-10	-30	-45	-40
합산비율(IFRS17)	97	102	105	107	106
투자손익	**94**	**108**	**132**	**111**	**118**
자산운용손익	497	505	567	569	601
평가처분손익	40	-3	24	0	0
보험금융손익	-404	-397	-435	-459	-483
영업이익	**386**	**506**	**525**	**512**	**555**
영업외손익	-0	-1	-1	-1	-1
세전이익	**385**	**505**	**523**	**511**	**553**
법인세비용	95	123	117	125	136
법인세율(%)	24.6	24.3	22.3	24.5	24.5
당기순이익	**291**	**382**	**407**	**386**	**418**

주요투자지표 I

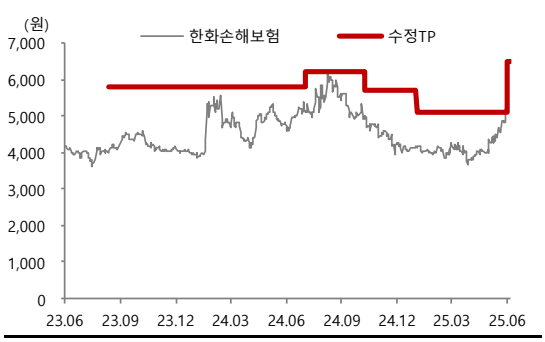
12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)	64	73	77	77	77
신계약 CSM	678	741	852	882	888
신계약 CSM 배수	0.0	10.2	11.1	11.5	11.5
CSM 관련 지표					
기초CSM	3,728	3,927	3,804	4,170	4,444
CSM 조정 가정 변경	-228	-605	-199	-300	-300
신계약 CSM(원수)	678	741	852	882	888
CSM 이자부리	137	150	156	168	178
상각 전 CSM	4,315	4,213	4,614	4,920	5,210
CSM상각액	388	410	443	476	505
CSM상각률(%)	9.0	9.7	9.6	9.7	9.7
CSM 순증액	200	-124	366	274	261
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률	3.0	2.8	2.8	2.6	2.6
평가처분손익 제외 수익률	2.8	2.8	2.7	2.6	2.6
손익구성					
보험손익	75.7	78.7	74.9	78.4	78.7
CSM상각	100.1	80.2	82.8	91.2	89.4
투자손익	24.3	21.3	25.1	21.6	21.3
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)	183.3	173.8	178.7	175.5	172.9

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율		10.6	11.9	6.5	6.2
CSM증가율		-3.1	9.6	6.6	5.9
BPS증가율		-10.3	2.8	4.0	4.9
보험손익증가율		36.4	-1.4	2.3	8.7
투자손익증가율		15.3	22.2	-16.1	6.7
영업이익증가율		31.2	3.7	-2.3	8.3
세전이익증가율		31.1	3.6	-2.4	8.3
당기순이익증가율		31.5	6.4	-5.1	8.3
주당지표(원)					
EPS	2,379	3,292	3,517	3,337	3,614
BPS	20,496	18,388	18,894	19,647	20,607
EV(BV+CSM)	61,039	57,626	60,766	64,109	67,620
보통주 DPS	200	0	0	0	0
보통주 배당수익률(%)	4.9	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation 지표					
PER(배)	1.7	1.2	1.6	1.7	1.5
PBR(배)	0.20	0.22	0.30	0.29	0.27
P/EV(배)	0.07	0.07	0.09	0.09	0.08
ROE(%)	9.7	12.7	14.1	12.9	13.4
ROA(%)	1.7	2.0	2.0	1.7	1.7
배당성향(%)	12.6	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한화손해보험, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.06.13	매수	6,500원	6개월		
2025.01.14	매수	5,100원	6개월	-18.74%	9.80%
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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 06 월 13 일 기준)

매수	96.79%	중립	3.21%	매도	0.00%