



한화손해보험 (000370)

제고된 판매력을 뒷받침할 자본 구조 개선도 필요

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479 / RA 권지우 jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

Buy (유지)

목표주가(유지): 6,400원

현재 주가(11/11)	4,780원
상승여력	▲33.9%
시가총액	5,580억원
발행주식수	116,739천주
52 주 최고가 / 최저가	6,190 / 3,865원
90 일 일평균 거래대금	26.05억원
외국인 지분율	16.6%
주주 구성	
한화생명보험 (외 4 인)	51.4%
한화손해보험우리사주 (외 1 인)	2.4%
자사주 (외 1 인)	1.0%

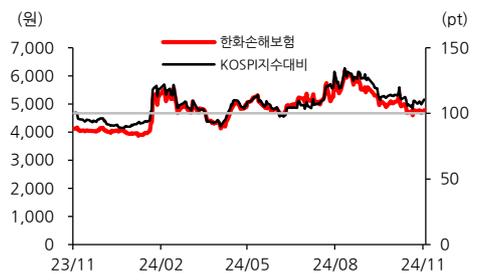
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.7	-18.0	-5.5	16.0
상대수익률(KOSPI)	-3.2	-15.8	1.7	11.0

(단위: 십억원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	290	292	370	357
투자손익	73	94	110	123
영업이익	363	386	480	480
당기순이익	275	291	359	363
CSM (*)	3,712	3,900	3,786	4,169
수정 EPS	2,439	2,210	2,967	3,009
수정 BPS	14,385	31,202	25,865	27,683
수정 PER	1.9	1.8	1.6	1.6
수정 PBR	0.3	0.1	0.2	0.2
수정 ROE	15.3	5.4	7.8	8.5
배당성향	0.0	4.5	0.0	0.0

* 보유 순부채 기준

주가 추이



한화손해보험의 순이익은 투자손익 호조로 77% YoY 증가하며 기대치에 부합했습니다. 12mf PBR 0.17 배의 현 주가는 저평가 상태로 판단하나, 배당재원 확보를 위한 구조적인 변화도 필요할 것입니다.

3Q24 별도 순이익 910억원(+77% YoY), 기대치 부합

한화손해보험의 3Q24 별도 당기순이익은 910억원(+77% YoY)으로 당사 추정치와 컨센서스에 부합하는 실적을 기록. 당사 추정과 비교해 배당수익이 양호하고 기타사업비가 적게 소요된 것이 주요했음. 3Q24 보험손익은 882억원(+56% YoY)으로, 보험금과 사업비 모두에서 예실차가 개선되고 손실계약부담비용이 축소되면서 증가함. 다만 PAA 손익은 일반보험의 고액사고와 자동차 보험료 인하의 누적 효과로 인해 68% YoY 감소함. 3Q24 투자손익은 379억원(+230% YoY)으로, 전년 동기의 기저효과(FVPL 평가손 150억원)를 제거해도 40% 이상 증가함. 꾸준한 배당수익 증가와 보험금융비용(부채 부담이자)의 정체로 경상적인 투자수익률이 상승한 것이 원인. 3Q24 신계약은 인보험을 중심으로 전분기보다 5% 증가했으나 전년 동기보다는 1% 감소. 전체 평균보다 수익성이 양호한 여성 건강보험의 판매 비중이 지속 확대되면서 신계약 마진은 개선됨. 이에 신계약 CSM은 7% QoQ, 2% YoY 증가. 다만 금리 하락에 따른 RA 조정, 1세대 실손 중심의 해지 증가에 따른 예실차 등으로 기중 조정이 발생하면서 보유 CSM 잔액은 전분기보다 1% 감소함

제고된 판매력을 뒷받침할 자본 구조 개선도 필요

한화손해보험은 금융당국의 계리가정 가이드라인을 적용하면 연말 BEL이 2,200억원 증가하고 CSM이 1,900억원 감소할 것으로 설명. 이에 따른 K-ICS비율 감소폭은 6%p, 연간 순이익 감소율은 3%대로 추정됨. 한편 기타포괄손익누계액이 가파른 시장금리 하락으로 전분기보다 687억원 감소한 가운데, 뛰어난 신계약 판매 체력의 반대급부로 해약준비금 증가 등을 포함한 준비금 증분이 당기순이익을 초과함. 이에 따라 배당가능이익의 음수(-) 폭은 확대되었을 것으로 추정됨. 계리가정 변경에 따른 CSM 감소를 가정해도 향후 3개년 수정 ROE 8.3% 대비 12mf PBR 0.17배의 주가는 저평가 상태라고 판단. 다만 배당가능이익의 확보를 위한 구조적인 변화가 필요할 것으로 보임

[표1] 한화손해보험의 3Q24 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	3Q24P	3Q23	YoY	2Q24	QoQ	3Q24E	차이	컨센서스	차이
보험손익	88.2	56.7	55.6	136.0	-35.2	84.2	4.8	n/a	n/a
투자손익	37.9	11.5	230.0	28.3	33.7	30.0	26.4	n/a	n/a
영업이익	126.1	68.2	85.0	164.4	-23.3	114.2	10.4	124.2	1.6
당기순이익	91.0	51.3	77.4	129.9	-29.9	86.5	5.2	91.8	-0.9

자료: 한화손해보험, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한화손해보험의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

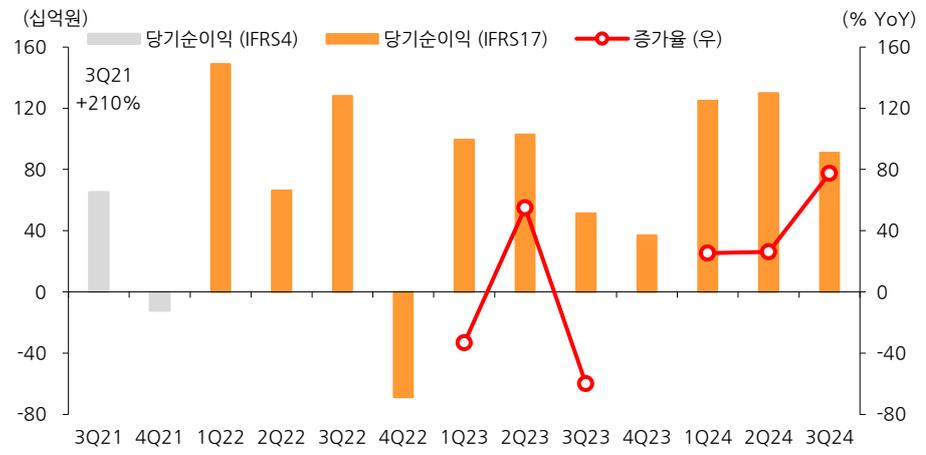
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	QoQ	YoY
AUM	16,494	16,406	16,160	17,018	16,979	17,483	18,575	6.2	14.9
투자서비스손익	131	131	113	122	123	126	140	11.1	23.5
Yield	3.3	3.2	2.8	2.9	2.9	2.9	3.1	0.2	0.3
CSM (보유 순부채)	3,692	3,779	3,814	3,900	3,934	3,927	3,903	-0.6	2.3
CSM 상각	94	95	96	101	102	102	101	-1.2	5.0
단순상각률	10.2	10.0	10.0	10.4	10.4	10.4	10.3	-0.1	0.3
신계약 CSM (원수)	133	160	177	209	199	168	181	7.4	2.3
월납 신계약 보험료	12.3	17.7	18.1	16.0	18.2	17.1	17.9	4.6	-1.3
단순마진 (개월)	10.8	9.0	9.8	13.1	10.9	9.8	10.1	0.3	0.4
보험+재보험손익	92	109	57	35	149	136	88	-35.2	55.6
일반/VFA 모형	65	94	29	31	178	140	106	-24.3	267.3
예실차	3	10	-25	-71	73	23	-7	적전	적지
보험금*	3	19	-18	-33	67	25	-6	적전	적지
사업비	0	-9	-7	-38	6	-2	-1	적지	적지
RA 변동	18	19	18	20	18	19	19	1.3	4.1
CSM 상각	94	95	96	101	102	102	101	-1.2	5.0
손실계약관련비용	-27	-13	-46	-11	2	-17	-17	적지	적지
기타	-23	-17	-14	-8	-17	14	11	-22.3	흑전
PAA 모형	53	42	55	39	11	40	17	-56.6	-68.3
보험수익	301	304	317	318	326	337	342	1.4	8.0
발생순보험금	145	164	154	187	224	172	197	14.1	27.7
발생순손사비	15	16	17	16	19	16	18	8.4	3.4
손실계약관련비용	4	1	1	-2	0	-1	3	흑전	421.2
재보험비용	76	71	72	53	67	72	75	4.4	4.0
기타	-16	-12	-19	-21	-5	-36	-38	적지	적지
기타사업비	26	27	27	35	40	45	36	-20.2	30.0
투자손익	32	26	11	24	23	28	38	33.7	230.0
보험금융손익	-99	-106	-102	-97	-101	-97	-102	적지	적지
투자서비스손익	131	131	113	122	123	126	140	11.1	23.5
영업이익	123	135	68	59	172	164	126	-23.3	85.0
영업외이익	1	1	0	-2	1	-4	3	흑전	1,002.0
세전이익	125	135	68	57	173	161	129	-19.9	88.1
당기순이익	100	103	51	37	125	130	91	-29.9	77.4

주: 회색 음영 부분은 데이터 부재, *보험료 경험조정 포함

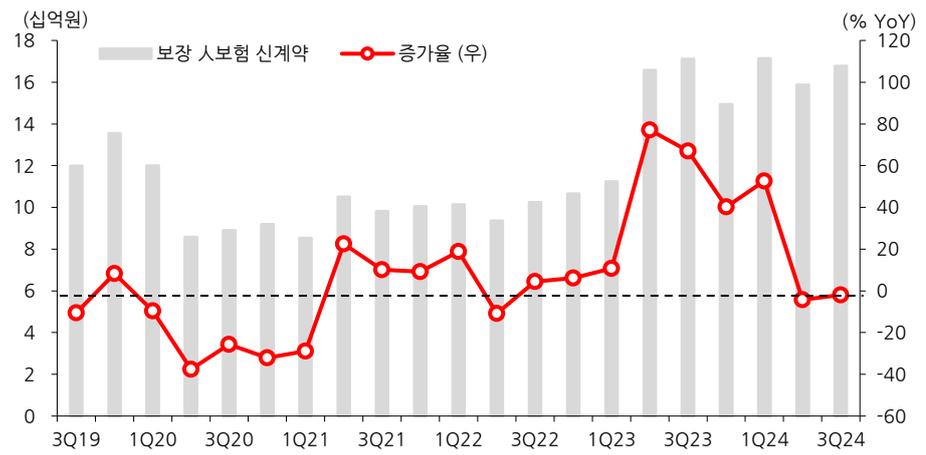
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한화손해보험의 분기별 당기순이익 및 증가율



주: 1Q22부터는 모두 IFRS9 적용
 자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화손해보험의 보장성 인보험 신계약 금액 및 증가율



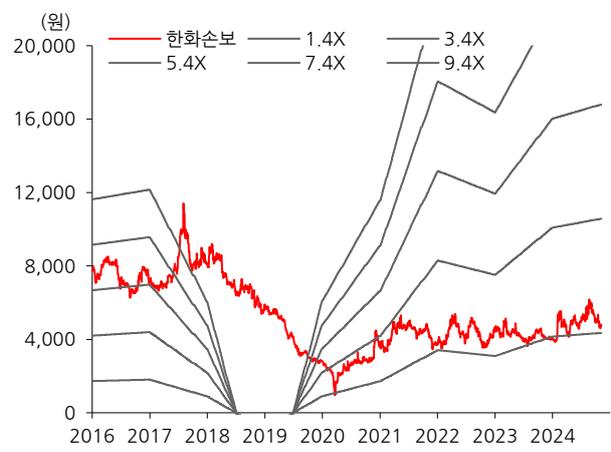
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한화손해보험 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한화손해보험 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
운용자산	15,929	17,018	18,668	19,619
현금및예치금	365	391	477	513
유가증권	11,874	13,285	14,663	15,440
FVPL	4,959	4,746	4,915	5,217
FVOCI	6,736	8,215	9,429	9,904
AC	0	0	0	0
대출채권	3,435	3,089	3,114	3,267
부동산	255	252	414	399
비운용자산	1,093	980	1,006	1,070
특별계정자산	0	0	0	0
자산총계	17,022	17,998	19,674	20,689
책임준비금	12,072	13,510	15,410	16,077
BEL	6,571	7,816	9,743	9,975
RA	1,089	1,046	1,120	1,170
CSM	3,728	3,927	3,821	4,205
PAA	618	654	656	658
투자계약부채	66	67	70	69
기타부채	1,722	1,082	1,255	1,255
후순위채	727	249	598	598
특별계정부채	0	0	0	0
부채총계	13,794	14,592	16,665	17,331
자본금	774	774	774	774
자본잉여금	67	67	69	69
신종자본증권	423	234	234	234
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	1,978	2,313	2,620	2,968
해약환급금준비금	1,514	1,790	2,235	2,683
자본조정	-1	-1	-5	-5
기타포괄손익누계	-13	19	-682	-682
자본총계	3,228	3,406	3,009	3,357

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
자산총계	n/a	5.7	9.3	5.2
운용자산	n/a	6.8	9.7	5.1
부채총계	n/a	5.8	14.2	4.0
CSM	n/a	5.3	-2.7	10.1
자본총계	n/a	5.5	-11.7	11.6
보험손익	n/a	0.9	26.6	-3.5
투자손익	n/a	27.8	17.8	11.7
영업이익	n/a	6.3	24.5	-0.0
순이익	n/a	5.8	23.4	1.2

주: IFRS 별도 기준, 2022년 수정 지표들은 자본총계(OCI)를 보정함

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	290	292	370	357
일반 및 변동수수료모형	146	218	464	397
CSM 상각	338	386	407	414
RA 변동	96	75	77	82
예상과실제차이	-44	-83	26	-13
손실계약	-156	-98	-50	-74
기타	-88	-62	4	-12
보험료배분접근법모형	247	189	81	145
간접사업비	104	115	175	185
투자손익	73	94	110	123
보험금융손익	-373	-404	-403	-425
이자수익	326	374	405	428
배당수익	193	183	209	212
FVPL 평가손익	-86	3	18	0
기타	12	-64	-119	-93
영업이익	363	386	480	480
영업외이익	1	-0	-0	0
세전이익	364	385	480	480
법인세비용	90	95	121	117
당기순이익	275	291	359	363

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023	2024E	2025E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	45	64	71	74
신계약 CSM	496	670	735	784
투자수익률	2.7	3.0	2.9	2.9
수정 Book Value	4,719	4,825	3,973	4,253
수익성				
수정 ROE	15.3	5.4	7.8	8.5
수정 ROA	1.5	1.5	1.8	1.7
주당 지표				
수정 EPS	2,439	2,210	2,967	3,009
수정 BPS	14,385	31,202	25,865	27,683
보통주 DPS	0	200	0	0
Valuation 및 배당				
수정 PER	1.9	1.8	1.6	1.6
수정 PBR	0.3	0.1	0.2	0.2
배당성향	0.0	12.6	0.0	0.0
보통주 배당수익률	0.0	4.5	0.0	0.0

[Compliance Notice]

(공표일: 2024년 11월 12일)

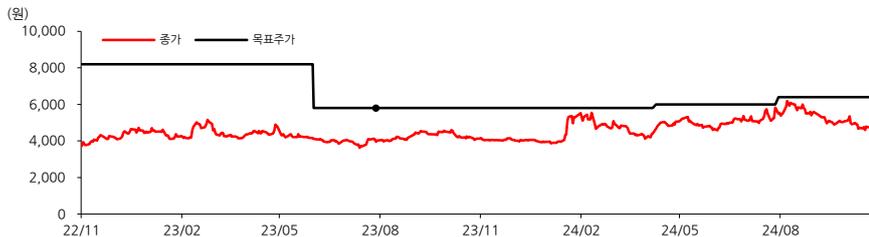
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하, 권지우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

상기 '한화손해보험'은 당사와 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률'에서 규정하는 계열회사의 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한화손해보험 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.11.15	2022.12.28	2023.02.07	2023.06.14	2023.08.07
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		8,200	8,200	8,200	5,800	5,800
일 시	2023.09.01	2023.11.14	2024.01.15	2024.02.23	2024.04.22	2024.05.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	5,800	5,800	5,800	5,800	6,000	6,000
일 시	2024.06.17	2024.07.08	2024.08.12	2024.10.08	2024.11.11	2024.11.12
투자의견	Buy	Buy	Hold	Buy	Buy	Buy
목표가격	6,000	6,000	6,400	6,400	6,400	6,400

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.06.14	Buy	5,800	-26.22	-4.31
2024.04.22	Buy	6,000	-15.95	-2.83
2024.08.12	Hold	6,400		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~-15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자이견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%