



한화손해보험 (000370)

비용 감소에 따른 어닝 서프라이즈 시현

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

Hold (하향)

목표주가(상향): 6,400원

현재 주가(8/9)	5,040원
상승여력	▲9.8%
시가총액	5,884억원
발행주식수	116,739천주
52 주 최고가/최저가	5,550 / 3,625원
90 일 일평균 거래대금	116.억원
외국인 지분율	12.9%
주주 구성	
한화생명보험 (외 4 인)	51.4%
한화손해보험우리사주 (외 1 인)	3.0%
자사주 (외 1 인)	0.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	15.0	19.1	10.0	42.2
상대수익률(KOSPI)	24.7	23.7	11.2	42.8

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	290	292	399	396
투자손익	73	94	83	108
영업이익	363	386	482	504
당기순이익	275	291	364	381
CSM (*)	3,712	3,900	4,048	4,380
수정 EPS	2,439	2,210	2,893	3,038
수정 BPS	14,385	31,202	27,633	29,616
수정 PER	1.9	1.8	2.0	1.9
수정 PBR	0.3	0.1	0.2	0.2
수정 ROE	15.3	5.4	7.4	8.0
배당성향	0.0	4.5	4.3	4.8

* 보유 순부채 기준

주가 추이



한화손해보험은 주로 비용 감소에 힘입어 어닝 서프라이즈를 기록했습니다. 향후 추정치를 상향 조정한 데 따라 목표주가를 상향하나, 최근 주가 상승에 의한 upside 축소로 투자의견은 하향합니다.

2Q24 별도 순이익 1,299억원(+26% YoY), 기대치 상회

한화손해보험의 2Q24 별도 당기순이익은 1,299억원(+26% YoY)으로 시장 컨센서스를 23% 상회하는 서프라이즈를 기록. 당사 추정과 비교하면 기타보험비용과 부채 부담자의 감소가 실적 호조를 견인. 2Q24 보험손익은 1,360억원(+25% YoY)으로, 기타보험서비스비용이 평가보다 300억원 감소하고 예상차가 소폭 개선되면서 기대 이상으로 증가함. PAA손익은 자동차 손해율이 상승했으나 일반보험이 양호한 수익성을 나타내면서 선방함. 2Q24 투자손익은 283억원(+10% YoY)으로, 전년 동기보다 매매평가이익이 감소했음에도 불구하고 이자수익 증가 및 보험금융비용 감소로 양호하게 나타남. 부채이율을 고려하지 않은 운용자산 투자수익률은 2.9%로 28bp YoY 하락. 2Q24 신계약은 인보험을 중심으로 6% QoQ, 3% YoY 감소. 신계약 마진은 전년 동기보다 개선됐으나 전분기보다는 하락하면서 신계약 CSM은 -15% QoQ, +5% YoY를 기록. 여기에 과거 절판 시기에 가입됐던 1세대 실손의 갱신 탈락으로 유지율이 하락하면서 기중 조정이 발생해 보유 CSM 잔액은 전분기 수준으로 유지됨

목표주가 상향하나 투자의견은 하향

한화손해보험은 2개분기 연속 양호한 실적을 시현하며 상반기 +26% YoY의 이익을 기록. 당분기 실적 호조와 부채 부담자 감소를 고려해 향후 이익 추정치를 2024년 8%, 2025년 5% 상향 조정하고 목표주가를 기존 대비 7% 상향함. 다만 최근 한 달 간 주가가 15% 상승하며 KOSPI를 25% 상회하는 등 가파른 상승세를 보인 데 따라 상승여력이 축소되었으므로 투자의견은 Hold로 하향함. 지난 5월 이후 보험업계에 다양한 회계적 불확실성 (CSM상각률, 무저해지 해약률 가정, 공사이율 예상차 등)이 상존한 가운데, 대부분의 항목은 변경되더라도 동사의 손익 영향은 크지 않다고 밝힘. 단, 배당가능이익의 구조적인 확보를 위해서는 연내 해약환급금 준비금의 적립 방식 변경이 결정되어야 할 것으로 전망됨

[표1] 한화손해보험의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

항목	한화손해보험	비고
자기자본비용	17.6	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	3.2	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	10.5	(c): Market Risk Premium (Bloomberg)
Beta (β)	1.3	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE	7.9	(e): 회사별 향후 3개년 수정 ROE 평균
영구성장률	0.0	(f)
이론적 PBR	0.47	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율)	-53.0	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR	0.22	(i): (g)*(h)
수정 BPS	28,955	(j): 회사별 12개월 forward 수정 BPS
목표주가	6,400	(k): (i)*(j)
조정률	6.7	직전 목표주가 대비 조정률
현주가	5,830	
상승여력	9.8	

자료: 한화투자증권 리서치센터

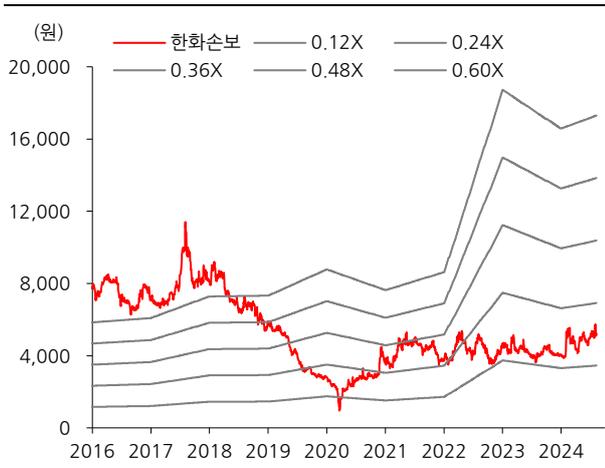
[표2] 주요 투자지표 추정치 변동

(단위: 십억 원, 원, %, %p)

	변경 후		변경 전		변화율(푼)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
당기순이익	364	381	337	361	8.1	5.4
수정 EPS	2,893	3,038	2,658	2,870	8.8	5.8
수정 BPS	27,633	29,616	30,542	32,034	-9.5	-7.5
수정 ROE	7.4	8.0	6.5	6.9	0.9	1.1

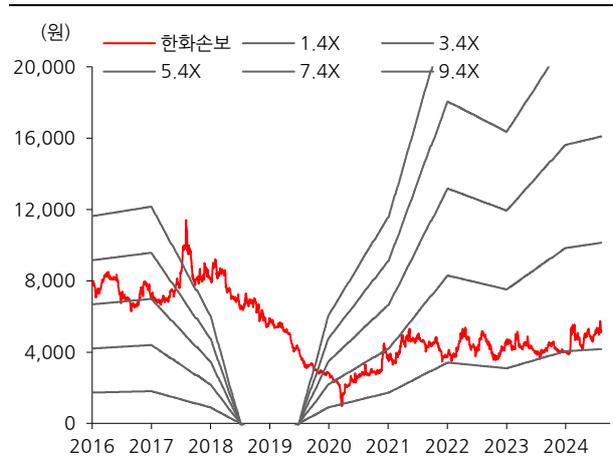
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한화손해보험 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화손해보험 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 한화손해보험의 2Q24 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	2Q24P	2Q23	YoY	1Q24	QoQ	2Q24E	차이	컨센서스	차이
보험손익	136.0	108.8	25.0	149.4	-9.0	115.3	18.0	n/a	n/a
투자손익	28.3	25.8	10.0	22.9	23.9	16.0	77.6	n/a	n/a
영업이익	164.4	134.6	22.2	172.3	-4.6	131.2	25.3	141.8	15.9
당기순이익	129.9	102.9	26.2	124.9	4.0	99.5	30.6	105.7	22.8

자료: 한화손해보험, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 한화손해보험의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

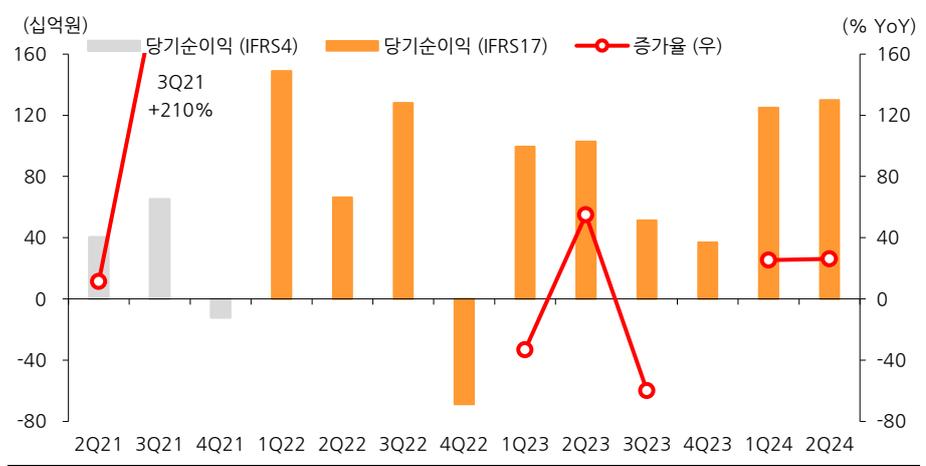
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	QoQ	YoY
AUM	16,494	16,406	16,160	17,018	16,979	17,483	3.0	6.6
투자서비스손익	131	131	113	122	123	126	1.9	-4.3
Yield	3.3	3.2	2.8	2.9	2.9	2.9	0.0	-0.3
CSM (보유 순부채)	3,692	3,779	3,814	3,900	3,934	3,927	-0.2	3.9
CSM 상각	94	95	96	101	102	102	-0.2	7.4
단순상각률	10.2	10.0	10.0	10.4	10.4	10.4	-0.0	0.3
신계약 CSM (원수)	133	160	177	209	199	168	-15.3	5.4
월납 신계약 보험료	12.3	17.7	18.1	16.0	18.2	17.1	-6.1	-3.3
단순마진 (개월)	10.8	9.0	9.8	13.1	10.9	9.8	-1.1	0.8
보험+재보험손익	92	109	57	35	149	136	-9.0	25.0
일반/VFA 모형	65	94	29	31	178	140	-21.2	49.8
예실차	3	10	-25	-71	73	23	-68.8	122.0
보험금*	3	19	-18	-33	67	25	-62.5	31.6
사업비	0	-9	-7	-38	6	-2	적전	적지
RA 변동	18	19	18	20	18	19	2.6	1.3
CSM 상각	94	95	96	101	102	102	-0.2	7.4
손실계약관련비용	-27	-13	-46	-11	2	-17	적전	적지
기타	-23	-17	-14	-8	-17	14	흑전	흑전
PAA 모형	53	42	55	39	11	40	260.1	-4.7
보험수익	301	304	317	318	326	337	3.5	10.7
발생순보험금	145	164	154	187	224	172	-22.9	5.3
발생순손사비	15	16	17	16	19	16	-16.4	-0.7
손실계약관련비용	4	1	1	-2	0	-1	적전	적전
재보험비용	76	71	72	53	67	72	6.8	1.1
기타	-16	-12	-19	-21	-5	-36	적지	적지
기타사업비	26	27	27	35	40	45	12.0	64.0
투자손익	32	26	11	24	23	28	23.9	10.0
보험금융손익	-99	-106	-102	-97	-101	-97	적지	적지
투자서비스손익	131	131	113	122	123	126	1.9	-4.3
영업이익	123	135	68	59	172	164	-4.6	22.2
영업외이익	1	1	0	-2	1	-4	적전	적전
세전이익	125	135	68	57	173	161	-7.4	18.8
당기순이익	100	103	51	37	125	130	4.0	26.2

주: 회색 음영 부분은 데이터 부재, *보험료 경험조정 포함

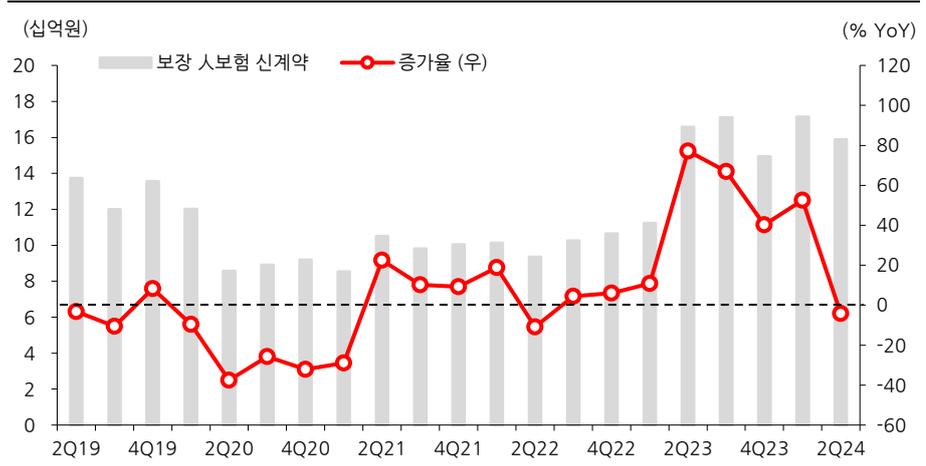
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한화손해보험의 분기별 당기순이익 및 증가율



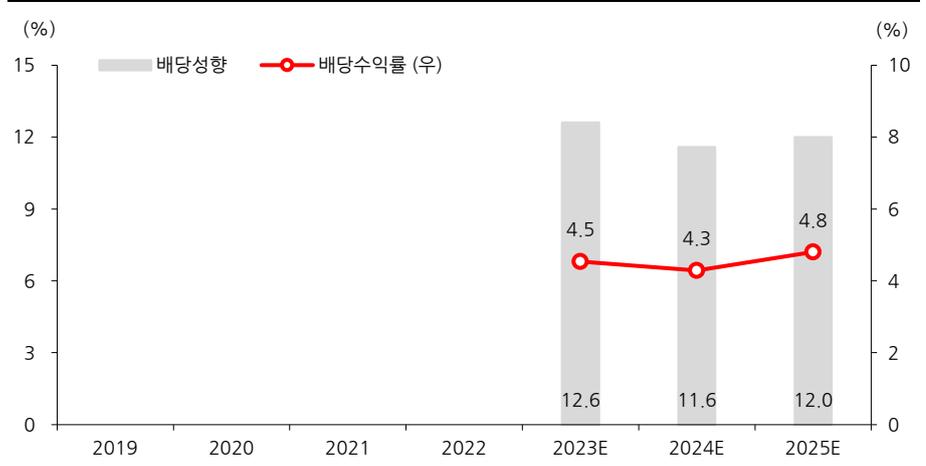
주: 1Q22부터는 모두 IFRS9 적용
 자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한화손해보험의 보장성 인보험 신계약 금액 및 증가율



자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한화손해보험의 배당지표 추이 및 전망



자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
운용자산	15,929	17,018	18,063	18,983
현금및예치금	365	391	475	516
유가증권	11,874	13,285	14,117	14,833
FVPL	4,959	4,746	4,776	5,077
FVOCI	6,736	8,215	9,019	9,434
AC	0	0	0	0
대출채권	3,435	3,089	3,059	3,230
부동산	255	252	412	403
비운용자산	1,093	980	789	826
특별계정자산	0	0	0	0
자산총계	17,022	17,998	18,852	19,809
책임준비금	12,072	13,510	14,874	15,507
BEL	6,571	7,816	8,931	9,151
RA	1,089	1,046	1,119	1,163
CSM	3,728	3,927	4,082	4,415
PAA	618	654	674	713
투자계약부채	66	67	67	66
기타부채	1,722	1,082	941	941
후순위채	727	249	249	249
특별계정부채	0	0	0	0
부채총계	13,794	14,592	15,814	16,448
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	2,625	2,949
해약환급금준비금	1,514	1,790	2,177	2,508
자본조정	-1	-1	-5	-5
기타포괄손익누계	-13	19	-659	-659
자본총계	3,228	3,406	3,037	3,361

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
자산총계	n/a	5.7	4.7	5.1
운용자산	n/a	6.8	6.1	5.1
부채총계	n/a	5.8	8.4	4.0
CSM	n/a	5.3	4.0	8.2
자본총계	n/a	5.5	-10.8	10.7
보험손익	n/a	0.9	36.5	-0.7
투자손익	n/a	27.8	-11.3	30.4
영업이익	n/a	6.3	24.9	4.7
순이익	n/a	5.8	25.3	4.5

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	399	396
일반 및 변동수수료모형	146	218	451	393
CSM 상각	338	386	411	438
RA 변동	96	75	77	82
예상과실제차이	-44	-83	45	3
손실계약	-156	-98	-46	-65
기타	-88	-62	-37	-64
보험료배분접근법모형	247	189	134	198
간접사업비	104	115	186	196
투자손익	73	94	83	108
보험금융손익	-373	-404	-406	-427
이자수익	326	374	411	428
배당수익	193	183	202	204
FVPL 평가손익	-86	3	-7	0
기타	12	-64	-118	-97
영업이익	363	386	482	504
영업외이익	1	-0	-3	0
세전이익	364	385	479	504
법인세비용	90	95	114	123
당기순이익	275	291	364	381

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023	2024E	2025E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	45	64	71	73
신계약 CSM	496	670	718	747
투자수익률	2.7	3.0	2.8	2.9
수정 Book Value	4,719	4,825	4,245	4,550
수익성				
수정 ROE	15.3	5.4	7.4	8.0
수정 ROA	1.5	1.5	1.8	1.8
주당 지표				
수정 EPS	2,439	2,210	2,893	3,038
수정 BPS	14,385	31,202	27,633	29,616
보통주 DPS	0	200	250	280
Valuation 및 배당				
수정 PER	1.9	1.8	2.0	1.9
수정 PBR	0.3	0.1	0.2	0.2
배당성향	0.0	12.6	11.6	12.0
보통주 배당수익률	0.0	4.5	4.3	4.8

[Compliance Notice]

(공표일: 2024년 8월 12일)

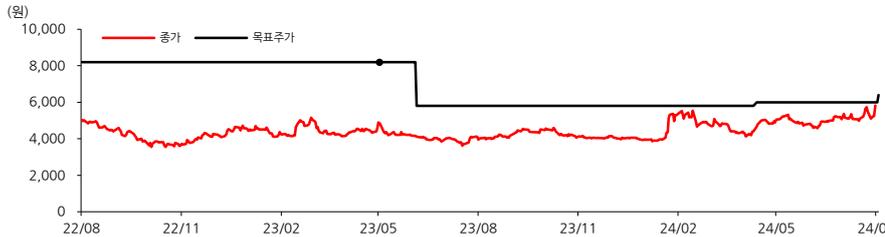
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하, 권지우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한화손해보험 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.08.17	2022.09.19	2022.09.20	2022.09.26	2022.11.15
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		8,200	8,200	8,200	8,200	8,200
일 시	2022.12.28	2023.02.07	2023.06.14	2023.08.07	2023.09.01	2023.11.14
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	8,200	8,200	5,800	5,800	5,800	5,800
일 시	2024.01.15	2024.02.23	2024.04.22	2024.05.02	2024.06.17	2024.07.08
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	5,800	5,800	6,000	6,000	6,000	6,000
일 시	2024.08.12					
투자 의견	Hold					
목표가격	6,400					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자 의견	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 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%