

한화생명 (088350/KS)

무난한 실적 예상. 추가 하락 우려는 제한적

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 3,800 원(유지)

현재주가: 3,100 원

상승여력: 22.6%

보험손익: 무난한 실적 흐름 전망

한화생명의 2Q24 보험손익은 2,011억원(-8.5% YoY)을 예상한다. 1Q24 중 발생한 IBNR 관련 영향 소멸 및 청구 감소에 따라 전반적인 보험금 예실차가 안정화되는 모습이 나타날 것으로 보이며 CSM 상각이익 및 RA 해제 이익도 안정적인 흐름이 지속될 전망이다. 신계약의 경우 1Q24 대비 단기납 종신 판매 비중 감소로 물량은 크게 감소할 것으로 예상된다. 다만 암/치매 등 일반 보장성보험 중심의 판매 확대로 수익성은 1Q24 대비 개선될 것으로 전망하며 신계약 CSM 도 5 천억원을 상회하는 수준이 이어질 것으로 보이는 만큼 연초 제시한 Target 수준인 연간 2.1 조 수준의 신계약 CSM을 확보하는데 지장은 없을 것으로 판단한다.

투자손익: 금리 하락으로 안정적인 실적 예상

한화생명의 투자손익은 388억원(흑전 YoY)을 전망한다. 금리 하락 등에 따른 평가차분손익 개선 및 2Q23 중 발생한 특별계정 관련 대규모 손실 기저효과로 전반적으로 개선된 수준의 이익을 예상한다. 최근 한화리츠에 장교동 빌딩을 8,080억원에 매각했으며 매각차익 약 3,500억원이 3Q24 실적에 반영될 것으로 예상된다. 이익 측면의 버퍼가 충분히 확보될 것으로 예상되는 만큼 향후 매각 차익을 활용하여 경상적인 이익 체력 개선 및 안정성 제고를 위한 운용자산 포트폴리오 재편 등이 이뤄질 것으로 전망하며 3Q24 중 관련 영향이 실적에 추가적으로 반영된다고 가정했다.

추가 하락 우려는 제한적이라 판단. 상승의 선행조건은 안정성의 확보

한화생명의 2Q24E 순이익은 1,875억원(+26.8% YoY)로 컨센서스 수준의 이익을 예상한다. 최근 주가를 기준으로 동사의 24E PBR은 0.25배에 불과한 만큼 밸류에이션 관점에서 추가적인 가격 하락에 대한 우려는 크지 않다고 판단한다. 다만 향후 주가 측면의 Upside를 확보하기 위해서는 주요 할인 요인인 1) 해약환급금준비금 등으로 인한 배당가능이익 측면의 제약, 2) 투자손익의 높은 변동성, 3) 금리 변동에 따른 순자산가치 및 K-ICS 변동 우려, 4) 상대적으로 높은 CSM 조정 영향 등의 완화가 필요할 것으로 판단한다. 이러한 관점에서 최근 주요 지표가 점진적으로 개선되며 글로벌 신평사의 신용등급 전망 상승 등이 나타나는 점은 긍정적으로 평가한다.



Analyst
설용진

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

Company Data

| | |
|--------|-----------|
| 발행주식수 | 86,853 만주 |
| 시가총액 | 2,692 십억원 |
| 주요주주 | |
| 한화(외5) | 45.06% |
| 자사주 | 13.49% |

Stock Data

| | |
|--------------|-------------|
| 주가(24/07/12) | 3,100 원 |
| KOSPI | 2,857.00 pt |
| 52주 최고가 | 3,690 원 |
| 52주 최저가 | 2,165 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 5 십억원 |

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 보험손익 | 십억원 | | | 651 | 543 | 685 | 754 |
| 투자손익 | 십억원 | | | 90 | 26 | 157 | 161 |
| 영업이익 | 십억원 | | | 742 | 569 | 842 | 915 |
| 당기순이익 | 십억원 | | | 616 | 720 | 657 | 713 |
| EPS | 원 | | | 710 | 829 | 757 | 821 |
| PER | 배 | | | 4.0 | 3.7 | 4.1 | 3.8 |
| PBR | 배 | | | 0.20 | 0.25 | 0.24 | 0.23 |
| ROE | % | | | 4.9 | 6.7 | 6.1 | 6.3 |

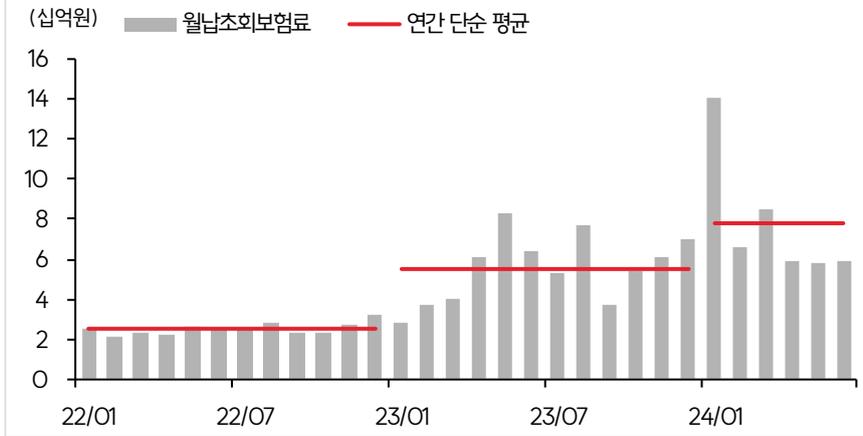
| 한화생명 - 분기별 실적 추이 및 전망 | | | | | | | | | | |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|
| (십억원, %) | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | % QoQ | % YoY |
| 보험손익 | 172 | 220 | 173 | 86 | 91 | 201.1 | 196 | 55 | 121.3 | -8.5 |
| CSM 상각 | 225 | 226 | 217 | 219 | 220 | 220.6 | 225 | 230 | 0.1 | -2.5 |
| RA 해제 | 34 | 31 | 28 | 25 | 28 | 28.5 | 29 | 29 | 1.6 | -8.1 |
| 예실차 | -28 | 9 | -15 | -20 | -101 | -6.4 | -5 | -32 | 적지 | 적전 |
| 기타사업비용 | -42 | -48 | -21 | -35 | -47 | -29.4 | -28 | -48 | 적지 | 적지 |
| 손실계약비용 및 기타 | -16 | 1 | -36 | -104 | -10 | -12.1 | -25 | -123 | 적지 | 적전 |
| 투자손익 | 433 | -81 | -253 | -9 | 129 | 38.8 | -146 | 4 | -70.0 | 흑전 |
| 일반계정 | 246.1 | 58 | -216 | 9 | 139 | 40.3 | -145 | 5 | -70.9 | -30.0 |
| 자산운용수익 | 933 | 714 | 462 | 699 | 817 | 720.6 | 539 | 692 | -11.8 | 0.9 |
| 보험금융손익 | -687 | -656 | -678 | -690 | -679 | -680.3 | -684 | -687 | 적지 | 적지 |
| 특별계정 | 187 | -139 | -37 | -18 | -9 | -1.5 | -2 | -2 | 적지 | 적지 |
| 영업이익 | 605 | 138 | -80 | 78 | 220 | 239.9 | 50 | 59 | 9.0 | 73.3 |
| 영업외손익 | 2 | 5 | 0 | 5 | 0 | 2.2 | 351 | 2 | 흑전 | -57.5 |
| 세전이익 | 607 | 144 | -80 | 83 | 220 | 242.1 | 400 | 61 | 10.2 | 68.6 |
| 별도 당기순이익 | 471 | 148 | -41 | 38 | 176 | 187.5 | 309 | 48 | 6.8 | 26.8 |
| 보장성 APE | 386 | 732 | 675 | 653 | 900 | 735.2 | 744 | 753 | -18.3 | 0.4 |
| 자산총계 | 113,400 | 110,904 | 109,390 | 114,793 | 113,618 | 114,216 | 114,705 | 115,040 | 0.5 | 3.0 |
| 운용자산 | 96,635 | 94,072 | 92,992 | 97,010 | 95,978 | 96,480 | 97,017 | 97,328 | 0.5 | 2.6 |
| 비운용자산 | 1,700 | 1,661 | 1,693 | 2,238 | 2,045 | 2,141 | 2,093 | 2,117 | 4.7 | 28.9 |
| 부채총계 | 100,887 | 99,023 | 96,862 | 103,406 | 102,958 | 103,594 | 104,169 | 104,596 | 0.6 | 4.6 |
| 책임준비금 | 81,348 | 79,006 | 76,393 | 83,364 | 82,924 | 83,530 | 84,120 | 84,540 | 0.7 | 5.7 |
| 생명보험 CSM 잔액 | 9,879 | 10,123 | 9,799 | 9,238 | 9,244 | 9,435 | 9,632 | 9,535 | 2.1 | -6.8 |
| 자본총계 | 12,513 | 11,881 | 12,528 | 11,387 | 10,659 | 10,847 | 11,155 | 11,084 | 1.8 | -8.7 |
| 해약환급금준비금 | 1,910 | 2,394 | 2,840 | 2,505 | 3,057 | 3,410 | 3,678 | 3,882 | 11.6 | 42.4 |
| ROE (%) | 15.0 | 5.3 | -1.4 | 1.3 | 6.7 | 7.3 | 11.8 | 1.8 | 0.6%p | 2%p |

자료: 한화생명, SK 증권 추정

| 실적 추정치 변경 | | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|------|--------|-------|-------|
| 보험손익 | 수정 후 | 651 | 543 | 685 | 754 |
| | 수정 전 | | 582 | 755 | 826 |
| | 증감률(%) | | -6.7% | -9.2% | -8.7% |
| 투자손익 | 수정 후 | 90 | 26 | 157 | 161 |
| | 수정 전 | | 177 | 168 | 172 |
| | 증감률(%) | | -85.4% | -6.4% | -6.6% |
| 세전이익 | 수정 후 | 754 | 923 | 848 | 920 |
| | 수정 전 | | 763 | 929 | 1,003 |
| | 증감률(%) | | 21.0% | -8.8% | -8.3% |
| 순이익 | 수정 후 | 616 | 720 | 657 | 713 |
| | 수정 전 | | 598 | 719 | 776 |
| | 증감률(%) | | 20.4% | -8.6% | -8.2% |

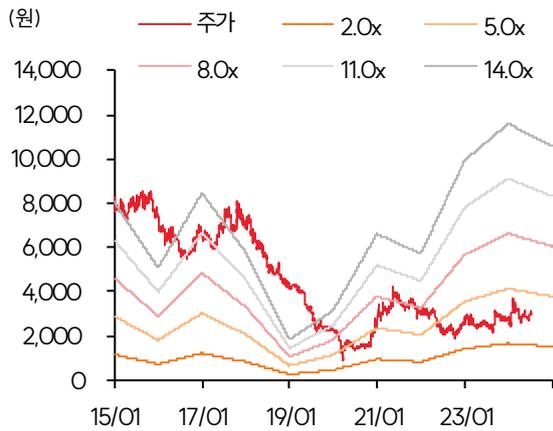
자료: 한화생명, SK 증권 추정

한화생명 - GA 채널 실적 추이



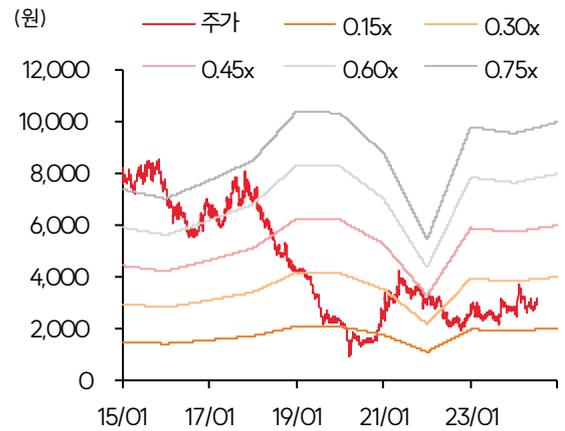
자료: 보험저널, SK 증권
 주: 한화생명금융서비스 등 자회사형 GA 실적 제외 기준

한화생명 - PER 밴드 Chart



자료: FnGuide, SK 증권

한화생명 - PBR 밴드 Chart



자료: FnGuide, SK 증권

재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 운용자산 | | 97,010 | 97,328 | 99,173 | 100,995 |
| 현금및예치금 | | 2,127 | 1,008 | 1,255 | 1,495 |
| 유가증권 | | 75,725 | 77,437 | 78,835 | 80,215 |
| 대출금 | | 16,378 | 16,197 | 16,504 | 16,807 |
| 부동산 | | 2,780 | 2,686 | 2,580 | 2,479 |
| 비운용자산 | | 2,238 | 2,117 | 2,110 | 2,109 |
| 특별계정자산 및 기타 | | 15,545 | 15,595 | 15,595 | 15,595 |
| 자산총계 | | 114,793 | 115,040 | 116,878 | 118,699 |
| 책임준비금 | | 83,364 | 84,540 | 86,716 | 88,936 |
| CSM잔액(원수) | | 9,238 | 9,535 | 10,115 | 10,807 |
| 계약자지분조정 | | 28 | 22 | 22 | 22 |
| 특별계정부채 및 기타 | | 20,014 | 20,034 | 20,031 | 20,031 |
| 부채총계 | | 103,406 | 104,596 | 106,770 | 108,990 |
| 자본금 | | 4,343 | 4,343 | 4,343 | 4,343 |
| 신종자본증권 | | 498 | 498 | 498 | 498 |
| 자본잉여금 | | 485 | 485 | 485 | 485 |
| 이익잉여금 | | 6,307 | 6,789 | 7,304 | 7,866 |
| 해약환급금준비금 | | 2,505 | 3,882 | 4,309 | 4,451 |
| 기타자본 | | -246 | -1,032 | -1,032 | -1,032 |
| 비지배주주지분 | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | | 11,387 | 11,084 | 11,598 | 12,161 |

주요투자지표 I

| 12월 결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 신계약 수익성 | | | | | |
| 신계약 APE | | 3,263 | 3,971 | 3,976 | 4,167 |
| 신계약 CSM | | 2,541 | 2,109 | 2,246 | 2,394 |
| 신계약 CSM 수익성 | | 77.9 | 53.1 | 56.5 | 57.5 |
| CSM 관련 지표 | | | | | |
| 기초CSM | | 9,763 | 9,238 | 9,535 | 10,115 |
| CSM 조정 가점 변경 | | -2,531 | -1,274 | -1,100 | -1,100 |
| 신계약 CSM(원수) | | 2,541 | 2,109 | 2,246 | 2,394 |
| CSM 이차부리 | | 353 | 357 | 375 | 399 |
| 상각 전 CSM | | 10,126 | 10,431 | 11,056 | 11,808 |
| CSM상각액 | | 888 | 896 | 941 | 1,001 |
| CSM상각률(%) | | 8.8 | 8.6 | 8.5 | 8.5 |
| CSM 순증액 | | -524 | 297 | 580 | 692 |
| 투자이익 관련 지표 | | | | | |
| 자산운용수익률 | | 2.9 | 2.9 | 3.0 | 3.0 |
| FVPL 제외 운용수익률 | | 2.6 | 2.8 | 2.9 | 2.9 |
| 손익구성 | | | | | |
| 보험손익 | | 87.8 | 95.5 | 81.3 | 82.4 |
| CSM상각 | | 119.7 | 157.4 | 111.7 | 109.4 |
| 투자손익 | | 12.2 | 4.5 | 18.7 | 17.6 |
| 자본적정성 | | | | | |
| 지급여력비율(K-ICS) | | 183.8 | 174.5 | 176.5 | 179.2 |

자료: 한화생명, SK증권 추정

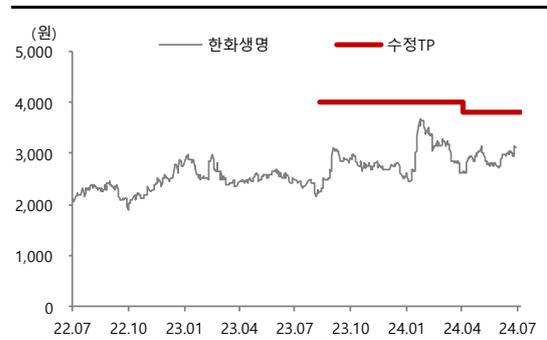
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 보험손익 | | 651 | 543 | 685 | 754 |
| CSM상각 | | 888 | 896 | 941 | 1,001 |
| RA해제 | | 118 | 115 | 123 | 130 |
| 예실차 | | -54 | 8 | 115 | 122 |
| 기타사업비용 | | -146 | -152 | -152 | -159 |
| 손실계약비용 및 기타 | | -155 | -170 | -190 | -181 |
| 투자손익 | | 90 | 26 | 157 | 161 |
| 일반계정손익 | | 97 | 40 | 163 | 167 |
| 평가처분손익 | | 230 | 22 | 75 | 75 |
| 특별계정손익 | | -7 | -14 | -6 | -6 |
| 영업이익 | | 742 | 569 | 842 | 915 |
| 영업외손익 | | 12 | 354 | 5 | 5 |
| 세전이익 | | 754 | 923 | 848 | 920 |
| 법인세비용 | | 137 | 203 | 190 | 207 |
| 법인세율(%) | | 18.2 | 22.0 | 22.4 | 22.5 |
| 당기순이익 | | 616 | 720 | 657 | 713 |

주요투자지표 II

| 12월 결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성지표 (%) | | | | | |
| 운용자산증가율 | | | 0.3 | 1.9 | 1.8 |
| CSM증가율 | | | 3.2 | 6.1 | 6.8 |
| BPS증가율 | | | -2.8 | 4.9 | 5.1 |
| 보험손익증가율 | | | -16.6 | 26.2 | 10.0 |
| 투자손익증가율 | | | -71.4 | 508.3 | 2.2 |
| 영업이익증가율 | | | -23.3 | 48.1 | 8.6 |
| 세전이익증가율 | | | 22.5 | -8.2 | 8.5 |
| 당기순이익증가율 | | | 16.8 | -8.7 | 8.4 |
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | | 710 | 829 | 757 | 821 |
| BPS | | 12,537 | 12,188 | 12,780 | 13,428 |
| EV(BV+CSM) | | 23,174 | 23,166 | 24,426 | 25,871 |
| 보통주 DPS | 0 | 150 | 160 | 190 | 200 |
| 보통주 배당수익률(%) | 0.0 | 5.3 | 5.2 | 6.1 | 6.5 |
| Valuation 지표 | | | | | |
| PER(배) | | 4.0 | 3.7 | 4.1 | 3.8 |
| PBR(배) | | 0.23 | 0.25 | 0.24 | 0.23 |
| P/EV(배) | | 0.12 | 0.13 | 0.13 | 0.12 |
| ROE(%) | | 4.9 | 6.7 | 6.1 | 6.3 |
| ROA(%) | | | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 배당성장률(%) | 0.0 | 18.3 | 16.7 | 21.7 | 21.1 |

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|------|--------|--------------|---------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2024.04.17 | 매수 | 3,800원 | 6개월 | | |
| 2023.08.24 | 매수 | 4,000원 | 6개월 | -28.25% | -7.75% |



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 (2024년 07월 15일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 96.34% | 중립 | 3.66% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|