2024-08-14

한화생명 (088350/KS)

관건은 결국 이익보다 자본이 될 수밖에 없음

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 3,800 원(유지)
현재주가: 2,990 원
상승여력: 27.1%

손익은 전반적으로 안정적인 상황

한화생명의 2Q24 이익은 보험손익 감소를 투자손익 개선이 상쇄하며 안정적인 모습을 기록했다. 예실차는 1Q24 IBNR 관련 제도 영향 840 억원 영향이 소멸되며 경상적인 수준으로 회복했으며 CSM 상각이익의 경우 상각률 등 감소에 따라 소폭 감소했지만 안정적으로 1,800 억~2,000 억원 수준의 이익체력이 지속되는 모습이 나타났다. 투자손익의 경우에도 금리 하락에 따른 평가처분손익 발생 등이 특별계정 관련 손실을 상쇄하며 안정적으로 실적이 개선되는 모습이 나타났다. 향후 금리 하락 흐름이 이어질 경우 평가손익 개선이 나타나며 전반적인 투자손익에 긍정적인 영향이 예상된다.

최종적인 관건은 자본 측면의 부담 해소

다만 최근 제도 변화 및 금리 하락에 따른 자본 측면의 영향은 아직 부담이 남아있는 상황으로 추정된다. K-ICS 비율은 부채 스프레드 등 영향으로 163% 수준까지 하락했으며 자본 내 OCI 역시 1Q24 +834 억원에서 2Q24 -9,786 억원으로 크게 낮아짐에 따라 이익 증가에도 전체 자본 총계가 낮아지는 모습이 나타났다. 부채 스프레드의 경우 10bp 당 부채 약 8 천억원의 영향이, 장기선도금리의 경우 25bp 인하 당 부채 약 3 천억원의 영향이 예상되는 만큼 향후 금리/제도 관련 불확실성에 따른 자본 측면의 부담이 지속될 수밖에 없을 전망이다. 해약환급금준비금도 3 조 4,052 억원으로 1Q24 대비 약 3,500 억원 증가하는 등 이익 대비 가파르게 증가하며 배당 관련 불확실성이 이어지고 있는 만큼 향후 관련 제도 개선 등이 필요할 것으로 예상된다.

2Q24 순이익 1,725 억원(+16.7% YoY) 기록

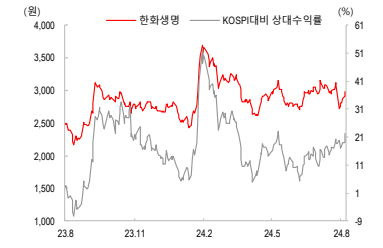
한화생명의 2Q24 순이익은 1,725 억원(+16.7% YoY)을 기록했다. 보험손익은 전년동기 대비 소폭 감소한 1,839 억원(-16% YoY)를 기록했으나 2Q23 중 특별계정 관련 대규모 손실을 인식한 기저효과로 투자손익이 304 억원(흑전 YoY)으로 개선되며 전체 손익이 안정적으로 개선되는 모습이 나타났다. 다만 현재 이익 개선에도 금리 변동 등으로 인한 순자산 관련 변동성이 지속되고 있으며 해약환급금준비금 불확실성도 남아있는 만큼 향후 추가적인 제도 측면의 개선이 선행될 필요가 있다고 판단한다. 3Q24 에는 장교동 빌딩 매각 관련 일회성 이익 약 2 천억원(세후)이 예상된다.

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

Company Data	
발행주식수	86,853 만주
시가총액	2,597 십억원
주요주주	
한화(외5)	45.06%
자사주	13.49%

Stock Data	
주가(24/08/13)	2,990 원
KOSPI	2,621.50 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	548	692	709
투자손익	십억원			90	65	158	162
영업이익	십억원			742	612	850	871
당기순이익	십억원			616	754	654	669
EPS	원			710	868	753	771
PER	배			4.0	3.4	4.0	3.9
PBR	배			0.2	0.27	0.26	0.25
ROE	%			4.9	7.4	6.7	6.5

한화생명 – 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	**172**	**220**	**173**	**86**	**91**	**183.9**	**193**	**79**	**102.4**	**-16.3**
CSM 상각	225	226	217	219	220	215.5	217	221	-2.2	-4.8
RA 해제	34	31	28	25	28	35.7	36	37	27.7	15.5
예실차	-28	9	-15	-20	-101	-8.2	-6	-32	적지	적전
기타사업비용	-42	-48	-21	-35	-47	-32.3	-33	-34	적지	적지
손실계약비용 및 기타	-16	1	-36	-104	-10	-26.8	-21	-113	적지	적전
투자손익	**433**	**-81**	**-253**	**-9**	**129**	**30.4**	**-97**	**3**	**-76.5**	**흑전**
일반계정	246.1	58	-216	9	139	46.4	-96	4	-66.5	-19.6
자산운용수익	933	714	462	699	817	722.2	597	701	-11.6	1.1
보험금융손익	-687	-656	-678	-690	-679	-675.8	-693	-697	적지	적지
특별계정	187	-139	-37	-18	-9	-16.0	-2	-2	적지	적지
영업이익	**605**	**138**	**-80**	**78**	**220**	**214.3**	**96**	**82**	**-2.6**	**54.8**
영업외손익	2	5	0	5	0	-2.6	348	-2	적지	적전
세전이익	607	144	-80	83	220	211.7	444	80	-3.6	47.4
별도 당기순이익	**471**	**148**	**-41**	**38**	**176**	**172.5**	**342**	**63**	**-1.8**	**16.7**
보장성 APE	386	732	675	653	900	626.7	634	642	-30.4	-14.4
신계약 CSM	544	620	692	685	515	481.1	489	497	-6.7	-22.4
자산총계	**113,400**	**110,904**	**109,390**	**114,793**	**113,618**	**115,882**	**116,431**	**116,927**	**2.0**	**4.5**
운용자산	**96,635**	**94,072**	**92,992**	**97,010**	**95,978**	**98,404**	**98,944**	**99,444**	**2.5**	**4.6**
비운용자산	1,700	1,661	1,693	2,238	2,045	2,027	2,036	2,031	-0.9	22.0
부채총계	**100,887**	**99,023**	**96,862**	**103,406**	**102,958**	**106,114**	**106,971**	**107,445**	**3.1**	**7.2**
책임준비금	81,348	79,006	76,393	83,364	82,924	86,641	87,297	87,871	4.5	9.7
생명보험 CSM 잔액	**9,879**	**10,123**	**9,799**	**9,238**	**9,244**	**9,154**	**9,311**	**9,324**	**-1.0**	**-9.6**
자본총계	**12,513**	**11,881**	**12,528**	**11,387**	**10,659**	**9,769**	**10,111**	**10,054**	**-8.4**	**-17.8**
해약환급금준비금	1,910	2,394	2,840	2,505	3,057	3,405	3,669	3,870	11.4	42.2
ROE (%)	**15.0**	**5.3**	**-1.4**	**1.3**	**6.7**	**7.1**	**14.5**	**2.6**	**0.4%p**	**1.8%p**
K-ICS 비율 (%)	**181.2**	**180.4**	**184.3**	**183.8**	**173.1**	**163.0**	**167.6**	**166.4**	**-10%p**	**-17%p**

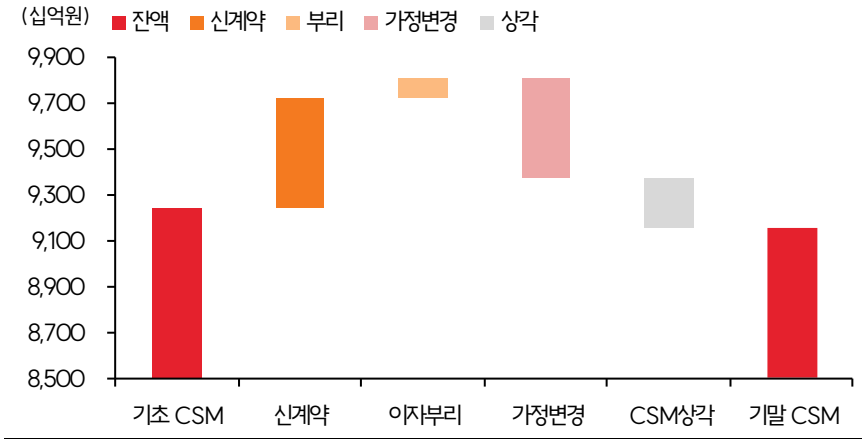
자료: 한화생명, SK 증권 추정

한화생명 – 실적 추정치 조정

		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	651	548	692	709
	수정 전		543	685	754
	증감률(%)		*0.8%*	*1.0%*	*-5.9%*
투자손익	수정 후	90	65	158	162
	수정 전		26	157	161
	증감률(%)		*149.5%*	*0.9%*	*0.4%*
세전이익	수정 후	754	956	843	863
	수정 전		923	848	920
	증감률(%)		*3.5%*	*-0.6%*	*-6.2%*
순이익	수정 후	616	754	654	669
	수정 전		720	657	713
	증감률(%)		*4.7%*	*-0.5%*	*-6.1%*

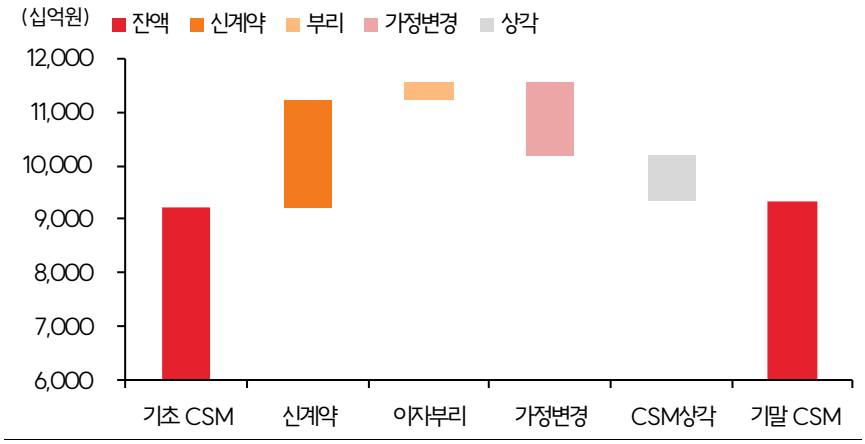
자료: 한화생명, SK 증권 추정

한화생명 – 2Q24 CSM Movement



자료: 한화생명, SK 증권

한화생명 – 2024E CSM Movement



자료: 한화생명, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		**97,010**	**99,444**	**100,881**	**102,344**
현금및예치금		2,127	1,452	1,672	1,891
유가증권		75,725	79,592	80,689	81,805
대출금		16,378	15,693	15,920	16,151
부동산		2,780	2,706	2,600	2,497
비운용자산		2,238	2,031	2,033	2,033
특별계정자산 및 기타		15,545	15,452	15,452	15,452
자산총계		**114,793**	**116,927**	**118,365**	**119,828**
책임준비금		**83,364**	**87,871**	**89,762**	**91,736**
CSM잔액(원수)		9,238	9,324	9,401	9,607
계약자지분조정		28	6	6	6
특별계정부채 및 기타		20,014	19,567	19,599	19,601
부채총계		**103,406**	**107,445**	**109,367**	**111,343**
자본금		**4,343**	**4,343**	**4,343**	**4,343**
신종자본증권		498	498	498	498
자본잉여금		485	485	485	485
이익잉여금		6,307	6,818	7,329	7,849
해약환급금준비금		2,505	3,870	4,292	4,432
기타자본		-246	-2,091	-2,091	-2,091
비지배주주지분		0	0	0	0
자본총계		**11,387**	**10,054**	**10,565**	**11,084**

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		**651**	**548**	**692**	**709**
CSM상각		888	873	889	903
RA해제		118	137	152	159
예실차		-54	0	94	102
기타사업비용		-146	-146	-141	-153
손실계약비용 및 기타		-155	-171	-160	-149
투자손익		**90**	**65**	**158**	**162**
일반계정손익		97	93	164	168
평가처분손익		230	73	80	80
특별계정손익		-7	-28	-6	-6
영업이익		**742**	**612**	**850**	**871**
영업외손익		12	343	-8	-8
세전이익		**754**	**956**	**843**	**863**
법인세비용		137	202	189	194
법인세율 (%)		18.2	21.1	22.4	22.5
당기순이익		**616**	**754**	**654**	**669**

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약 APE		3,263	3,575	3,431	3,601
신계약 CSM		2,541	1,982	2,069	2,208
신계약 CSM 수익성		77.9	55.4	60.3	61.3
CSM 관련 지표					
기초CSM		9,763	9,238	9,324	9,401
CSM 조정 가정 변경		-2,531	-1,366	-1,450	-1,450
신계약 CSM(원수)		2,541	1,982	2,069	2,208
CSM 이자부리		353	343	346	352
상각 전 CSM		10,126	10,198	10,290	10,510
CSM상각액		888	873	889	903
CSM상각률(%)		8.8	8.6	8.6	8.6
CSM 순증액		-524	86	76	206
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률		2.9	2.9	2.9	2.9
FVPL 제외 운용수익률		2.6	2.8	2.9	2.9
손익구성					
보험손익		87.8	89.4	81.4	81.4
CSM상각		119.7	142.6	104.5	103.7
투자손익		12.2	10.6	18.6	18.6
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		183.8	166.4	168.5	171.5

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			2.5	1.4	1.5
CSM증가율			0.9	0.8	2.2
BPS증가율			-12.2	5.3	5.2
보험손익증가율			-15.9	26.4	2.5
투자손익증가율			-28.2	144.3	2.0
영업이익증가율			-17.4	38.9	2.4
세전이익증가율			26.8	-11.8	2.4
당기순이익증가율			22.3	-13.2	2.4
주당지표(원)					
EPS		710	868	753	771
BPS		12,537	11,002	11,591	12,188
EV(BV+CSM)		23,174	21,738	22,414	23,249
보통주 DPS	0	150	160	190	200
보통주 배당수익률(%)	0.0	5.3	5.4	6.4	6.7
Valuation 지표					
PER(배)		4.0	3.4	4.0	3.9
PBR(배)		0.23	0.27	0.26	0.25
P/EV(배)		0.12	0.14	0.13	0.13
ROE(%)		4.9	7.4	6.7	6.5
ROA(%)		0.5	0.7	0.6	0.6
배당성향(%)	0.0	18.3	16.0	21.8	22.4

자료: 한화생명, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				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 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 (2024 년 08 월 14 일 기준)

매수	97.50%	중립	2.50%	매도	0.00%