

한화생명 (088350/KS)

전반적으로 무난한 실적과 자본 시현

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 3,500 원(유지)
 현재주가: 2,715 원
 상승여력: 28.9%

4Q24 순이익 1,360 억원(+254.2% YoY) 기록

한화생명의 4Q24 순이익은 1,360 억원(+254.2% YoY)로 컨센서스를 상회하는 실적을 시현했다. CSM 잔액 감소 등 영향으로 CSM 상각이익은 2,047 억원(-6.7% YoY)로 감소했으며 예실차 손익도 보험금 청구 증가 등 영향으로 677 억원 손실을 기록하며 적자 폭이 확대되었으나 전년 중 대규모로 발생한 손실계약비용 부담이 축소됨에 따라 보험손익이 1,250 억원(+44.6% YoY)을 기록했다. 투자손익도 572 억원(흑자 전환 YoY)로 안정적인 실적을 시현했다. 25년 중 대체투자 등 관련 평가처분손익 시현이 예상되는 등 향후 견조한 실적을 전망한다. CSM 잔액은 신계약의 안정적인 증가에도 연말 가정 조정, 가이드라인 효과 등 영향으로 일정 수준 감소하며 9조 1,091 억원(-1.4% YoY)을 기록했으나 VFA 영향을 제외하면 9조 7470 억원으로 전년 말 대비 5,090 억원 증가했을 것으로 추정되는 만큼 향후 CSM 잔액 순증을 충분히 기대해볼 수 있을 전망이다.

내부모형 도입 등 통한 K-ICS 방어 추진

4Q24 중 금리 환경, 가이드라인 영향으로 K-ICS 비율 하락 요인이 나타났으나 후순위 채 등 자본성증권 약 8 천억원 발행 및 종속회사 투자주식 가치 산정 방식 개선 등을 바탕으로 3Q24 수준에서 K-ICS 비율을 방어하는 모습이 나타났다. 1Q25 중 관찰만기 연장 등 추가적으로 약 9%p 수준의 하락 요인이 예상되나 신종자본증권 발행을 추진하고 있는 점 등을 감안했을 때 4Q24 수준에서 어느정도 방어할 수 있을 것으로 예상된다. 향후 재보험 출재 등 통해 K-ICS 비율을 방어하고 25년 중 내부모형 도입 등을 통해 추가적인 K-ICS 비율 제고를 추진할 계획이며 중장기적으로 170~180% 수준의 K-ICS 비율을 기대할 수 있을 전망이다. 다만 해약환급금준비금 적립 비율이 90%로 감경되었음에도 여전히 배당가능이익이 산출되고 있지 않아 주주환원에 대한 불확실성이 상존되고 있어 실적이나 K-ICS 비율 등 요인이 주가에 반영되지 못하고 있는 만큼 향후 유의미한 주가 상승을 위해서는 제도 개선이 필요하다고 판단한다. 또한 제도 개선을 통해 주주환원이 재개되더라도 금융업종 내 주주환원수익률 관점에서 유의미한 매력을 확보할 수 있을지 여부가 관건이 될 것으로 예상된다.



Analyst
설용진

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

Company Data

발행주식수	86,853 만주
시가총액	2,358 십억원
주요주주	
한화(외5)	45.06%
자사주	13.49%

Stock Data

주가(25/02/20)	2,715 원
KOSPI	2,654.06 pt
52주 최고가	3,415 원
52주 최저가	2,445 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024P	2025E	2026E
보험손익	십억원			651	507	630	674
투자손익	십억원			90	391	258	207
영업이익	십억원			742	897	889	881
순이익	십억원			616	721	726	719
EPS	원			710	830	836	828
PER	배			4.0	3.0	3.2	3.3
PBR	배			0.2	0.2	0.3	0.2
ROE	%			4.9	7.2	7.9	7.7

한화생명 - 분기별 실적 추이										
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	% QoQ	% YoY
보험손익	172	220	173	86	91	184	107	125.0	16.9	44.6
CSM 상각	225	226	217	219	220	215	211	204.7	-3.2	-6.7
RA 해제	34	31	28	25	28	36	37	37.2	-0.1	46.3
예실차	-28	9	-15	-20	-101	-8	-47	-67.7	적지	적지
기타사업비용	-42	-48	-21	-35	-47	-32	-48	-19.0	적지	적지
손실계약비용 및 기타	-16	1	-36	-104	-10	-27	-47	-30.2	적지	적지
투자손익	433	-81	-253	-9	129	30	174	57.2	-67.1	흑전
일반계정	246.1	58	-216	9	139	46	88	57.7	-34.7	537.7
자산운용수익	933	714	462	699	817	722	781	738.5	-5.4	5.7
보험금융손익	-687	-656	-678	-690	-679	-676	-693	-680.8	적지	적지
특별계정	187	-139	-37	-18	-9	-16	85	-0.5	적전	적지
영업이익	605	138	-80	78	220	214	281	182.2	-35.1	134.3
영업외손익	2	5	0	5	0	-3	10	1.0	-90.5	-80.2
세전이익	607	144	-80	83	220	212	291	183.1	-37.0	121.8
별도 당기순이익	471	148	-41	38	176	172	237	136.0	-42.6	254.2
보장성 APE	386	732	675	653	900	627	778	818.4	5.2	25.4
신계약 CSM	544	620	692	685	515	481	542	584.6	7.8	-14.7
자산총계	113,400	110,904	109,390	114,793	113,618	115,882	118,798	122,135	2.8	6.4
운용자산	96,635	94,072	92,992	97,010	95,978	98,404	101,401	105,018	3.6	8.3
비운용자산	1,700	1,661	1,693	2,238	2,045	2,027	2,366	2,511	6.1	12.2
부채총계	100,887	99,023	96,862	103,406	102,958	106,114	108,744	111,800	2.8	8.1
책임준비금	81,348	79,006	76,393	83,364	82,924	86,641	90,674	92,335	1.8	10.8
생명보험 CSM 잔액	9,879	10,123	9,799	9,238	9,244	9,154	9,130	9,109	-0.2	-1.4
자본총계	12,513	11,881	12,528	11,387	10,659	9,769	10,054	10,335	2.8	-9.2
해약환급금준비금	1,910	2,394	2,840	2,505	3,057	3,405	3,665	3,631	-0.9	45.0
ROE (%)	15.0	5.3	-1.4	1.3	6.7	7.1	10.4	6.0	-4.4%p	4.6%p
K-ICS 비율 (%)	181.2	180.4	184.3	183.8	173.1	162.8	164.1	165.0	0.9%p	-18.8%p

자료: 한화생명, SK 증권 추정

실적 추정치 조정		2023	2024P	2025E	2026E
보험손익	수정 후	651	507	630	674
	수정 전		499	666	705
	증감률(%)		1.5%	-5.4%	-4.3%
투자손익	수정 후	90	391	258	207
	수정 전		343	206	239
	증감률(%)		13.9%	25.4%	-13.5%
세전이익	수정 후	754	905	905	897
	수정 전		853	896	968
	증감률(%)		6.1%	1.1%	-7.3%
순이익	수정 후	616	721	726	719
	수정 전		692	721	779
	증감률(%)		4.2%	0.7%	-7.7%

자료: 한화생명, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024P	2025E	2026E
운용자산		97,010	105,018	109,823	112,513
현금및예치금		2,127	1,799	841	1,095
유가증권		75,725	85,830	90,768	92,894
대출금		16,378	15,156	16,070	16,464
부동산		2,780	2,233	2,145	2,060
비운용자산		2,238	2,511	2,466	2,463
특별계정자산 및 기타		15,545	14,606	14,606	14,606
자산총계		114,793	122,135	126,895	129,582
책임준비금		83,364	92,335	98,192	101,175
CSM잔액(원수)		9,238	9,109	9,557	9,962
계약자지분조정		28	18	18	18
특별계정부채 및 기타		20,014	19,447	18,889	18,854
부채총계		103,406	111,800	117,099	120,047
자본금		4,343	4,343	4,343	4,343
신종자본증권		498	1,097	1,697	1,697
자본잉여금		485	485	485	485
이익잉여금		6,307	6,886	7,612	8,332
해약환급금준비금		2,505	3,631	3,757	3,795
기타자본		-246	-2,476	-3,286	-3,646
비지배주주지분		0	0	0	0
자본총계		11,387	10,335	10,851	11,210

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024P	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약 APE		3,263	3,856	3,364	3,236
신계약 CSM		2,541	2,123	2,213	2,208
신계약 CSM 수익성		77.9	55.1	65.8	68.2
CSM 관련 지표					
기초CSM		9,763	9,238	9,109	9,557
CSM 조정 가점 변경		-2,531	-1,751	-1,250	-1,250
신계약 CSM(원수)		2,541	2,123	2,213	2,208
CSM 이자부리		353	350	323	321
상각 전 CSM		10,126	9,961	10,395	10,836
CSM상각액		888	852	838	874
CSM상각률(%)		8.8	8.6	8.1	8.1
CSM 순증액		-524	-129	448	405
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률		2.9	3.0	2.9	2.7
FVPL 제외 운용수익률		2.6	2.7	2.6	2.6
손익구성					
보험손익		87.8	56.5	70.9	76.5
CSM상각		119.7	94.9	94.4	99.2
투자손익		12.2	43.5	29.1	23.5
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		183.8	165.0	163.2	164.5

자료: 한화생명, SK증권 추정

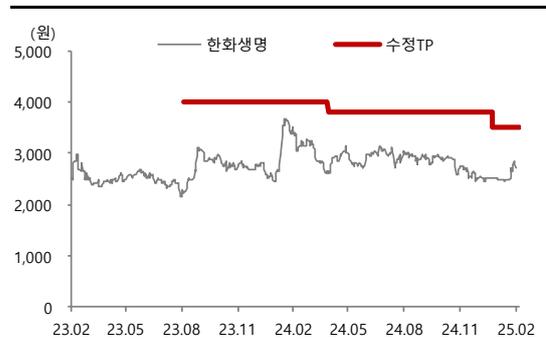
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024P	2025E	2026E
보험손익		651	507	630	674
CSM상각		888	852	838	874
RA해제		118	138	166	172
예실차		-54	-78	46	49
기타사업비용		-146	-146	-149	-152
손실계약비용 및 기타		-155	-114	-123	-117
투자손익		90	391	258	207
일반계정손익		97	331	258	207
평가처분손익		230	364	260	135
특별계정손익		-7	60	0	0
영업이익		742	897	889	881
영업외손익		12	8	17	16
세전이익		754	905	905	897
법인세비용		137	184	180	178
법인세율(%)		18.2	20.4	19.8	19.8
당기순이익		616	721	726	719

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024P	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			8.3	4.6	2.4
CSM증가율			-1.4	4.9	4.2
BPS증가율			-15.2	-0.9	3.9
보험손익증가율			-22.2	24.4	7.0
투자손익증가율			332.2	-33.9	-20.0
영업이익증가율			21.0	-1.0	-0.8
세전이익증가율			20.1	0.0	-0.9
당기순이익증가율			16.9	0.7	-0.9
주당지표(원)					
EPS		710	830	836	828
BPS		12,537	10,637	10,540	10,953
EV(BV+CSM)		23,358	21,368	21,543	22,424
보통주 DPS		150	0	0	0
보통주 배당수익률(%)		5.3	0.0	0.0	0.0
Valuation 지표					
PER(배)		4.0	3.0	3.2	3.3
PBR(배)		0.23	0.23	0.26	0.25
P/EV(배)		0.12	0.12	0.13	0.12
ROE(%)		4.9	7.2	7.9	7.7
ROA(%)		0.5	0.6	0.6	0.6
배당성향(%)		18.3	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.01.14	매수	3,500원	6개월		
2024.04.17	매수	3,800원	6개월	-25.07%	-16.84%
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 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 (2025년 02월 21일 기준)

매수	97.52%	중립	2.48%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------