



한화생명 (088350)

CSM 증대와 환급금 제도 변경을 기대

Buy(유지)

목표주가 3,600원, 전일 추가(2/20): 2,715원

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

4Q24 순이익 1,360억원(+254% YoY)으로 어닝 서프라이즈

- 한화생명의 4Q24 별도 순이익은 1,360억원(+254% YoY)으로 당사 추정치와 시장 컨센서스를 20% 이상 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록. 당사 추정과 비교하면 투자손익이 실적 호조를 견인
- 4Q24 보험손익은 1,249억원(+45% YoY)으로, 보험금 예실차 악화에도 불구하고 연말 손실계약부담비용이 축소되면서 양호한 성과를 기록
- 4Q24 투자손익은 572억원(흑전 YoY), 일반계정 기준 577억원(+539% YoY)로 전년 동기보다 개선됨. 회계기준 변경 첫 해에 큰 변동성을 야기했던 특별계정 투자손익이 2024년 들어 유의하게 안정화된 점이 긍정적으로 보임
- 신계약 APE는 보장성이 여전히 양호한 성장(+5% QoQ)을 나타낸 반면 연금형 판매가 감소하면서 전체 2% QoQ 감소. 상품 구성의 개선(·보장성 마진) 연금형 마진)에 따라 신계약 마진은 전분기보다 개선됨. 이에 신계약 CSM은 8% QoQ 증가
- 한편 CSM 잔액(보유)은 8조 8,980억원으로 전분기보다 1% 감소하면서 연간 2% 감소함. 연간 2.1조원의 신계약 CSM이 더해졌으나 보유 계약의 해지 증가, 시장금리 하락, 금융당국의 제도 변경, 리스크 버퍼를 위한 RA 전환(4Q24 중 2,000억원) 등에 따라 기중 조정이 -1.7조원 수준 발생한 데 따름. 자회사형 GA의 괄목할 만한 성장으로 신계약 판매력이 유의하게 제고된 점이 긍정적이나, 보유계약 관리를 통해 CSM 잔액을 방어하는 것이 2025년의 관건이 될 것으로 판단됨
- K-ICS비율은 165%로, 후순위채 발행으로 시장금리 하락 영향을 대부분 상쇄하며 전분기보다 1%p 개선됨

대내적으로는 본질 체력 제고, 대외적으로는 환급금 제도 변경을 기대

- 한화생명은 2025년 실적 가이드ंस로 보험손익 7,000억원대, 투자손익 2,000억원대를 제시. 이를 달성하기 위해서는 향상된 판매력에 더하여 신계약 마진배수의 개선으로 CSM 잔액의 증대를 도모해야 할 것으로 판단. 동사의 보장성 신계약 마진은 1Q23 13개월(종신 9개월, 기타건강 16개월)이었으나 단기납 종신을 확대하면서 2024년 8배(종신 3개월, 기타건강 13개월)로 하락. 시장금리 하락에도 불구하고, 판매 상품의 mix 개선에 따른 마진 개선은 충분히 가능할 것으로 전망
- 대외적으로는 평기에 순이익 이상으로 증가하는 해약환급금준비금에 대한 해결이 필요. 상반기 중 업계 논의를 통한 의견 제출이 제도 개선으로 이어진다면, 이익 체력의 개선이 배당가능이익 확대로 이어지는 선순환이 가능할 것으로 기대됨

[표1] 한화생명의 4Q24 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	4Q24P	4Q23	YoY	3Q24	QoQ	4Q24E	차이	컨센서스	차이
보험손익	124.9	86.4	44.6	106.8	16.9	122.6	1.9	n/a	n/a
투자손익	57.2	-8.7	흑전	173.8	-67.1	21.4	167.4	n/a	n/a
영업이익	182.1	77.7	134.3	280.6	-35.1	144.0	26.5	146.7	24.2
당기순이익	136.0	38.4	254.4	236.8	-42.6	107.6	26.3	110.3	23.3

자료: 한화생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한화생명의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

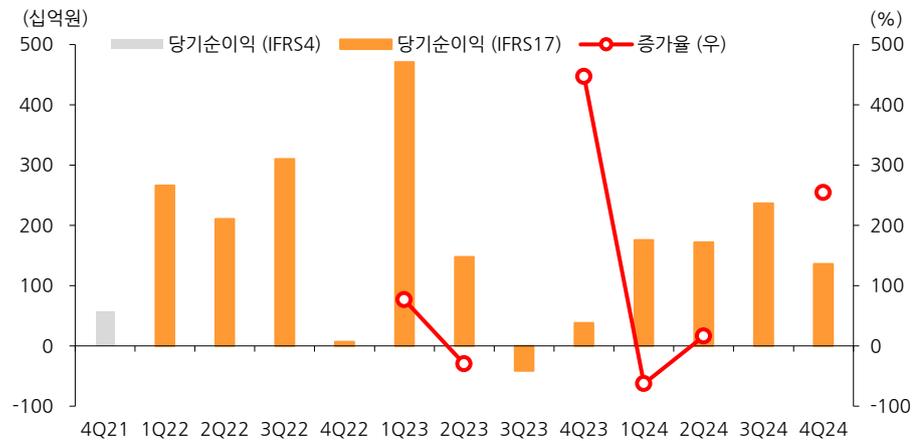
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	QoQ	YoY
AUM	96,635	94,072	92,992	97,010	95,978	98,404	101,401	105,018	3.6	8.3
투자서비스손익	933	714	462	699	817	722	781	738	-5.4	5.7
Yield	3.8	3.0	2.0	3.0	3.4	3.0	3.1	2.9	-0.3	-0.1
CSM (보유 순부채)	9,694	9,919	9,681	9,078	9,087	8,983	8,969	8,898	-0.8	-2.0
CSM 상각	221	222	210	230	215	210	206	198	-3.8	-13.7
단순상각률	9.1	8.9	8.7	10.1	9.5	9.4	9.2	8.9	-0.3	-1.2
신계약 CSM (원수)	544	620	692	685	515	481	542	585	7.8	-14.7
월납 신계약 보험료	1,084	762	720	698	1,107	813	977	959	-1.9	37.4
단순마진 (개월)	6.0	9.8	11.5	11.8	5.6	7.1	6.7	7.3	0.7	-4.5
보험+재보험손익	172	220	173	86	91	184	107	125	16.9	44.6
일반/VFA 모형	222	273	199	123	141	216	155	144	-6.9	17.1
예실차	-27	2	-18	-25	-96	-22	-54	-73	적지	적지
보험금*	-24	11	-20	-15	-111	-16	-51	-76	적지	적지
사업비	-3	-8	2	-10	15	-6	-3	3	흑전	흑전
RA 변동	34	31	27	25	28	36	37	37	-0.1	46.2
CSM 상각	221	222	210	230	215	210	206	198	-3.8	-13.7
손실계약관련비용	-11	10	-27	-118	-12	-18	-43	-27	적지	적지
기타	5	8	7	11	6	11	9	9	-3.0	-22.0
PAA 모형	-7	-6	-6	-2	-4	0	-1	-1	적지	적지
기타사업비	42	48	21	35	47	32	48	19	-60.2	-45.3
투자손익	433	-81	-253	-9	129	30	174	57	-67.1	흑전
일반계정	246	58	-216	9	139	46	88	58	-34.7	539.4
특별계정	187	-139	-37	-18	-9	-16	85	-0	적전	적지
보험금융손익	-1,373	-752	-393	-1,808	-762	-1,030	-665	-582	적지	적지
일반계정	-687	-656	-678	-690	-679	-676	-693	-681	적지	적지
특별계정	-686	-95	285	-1,118	-84	-355	27	98	262.0	흑전
투자서비스손익	1,806	670	141	1,799	891	1,061	839	640	-23.8	-64.4
일반계정	933	714	462	699	817	722	781	738	-5.4	5.7
특별계정	873	-44	-321	1,100	74	339	58	-99	적전	적전
영업이익	605	138	-80	78	220	214	281	182	-35.1	134.3
영업외이익	2	5	-0	5	-0	-3	10	1	-90.5	-80.2
세전이익	607	144	-80	83	220	212	291	183	-37.0	121.8
당기순이익	471	148	-41	38	176	172	237	136	-42.6	254.4

주: *보험료 경험조정 포함

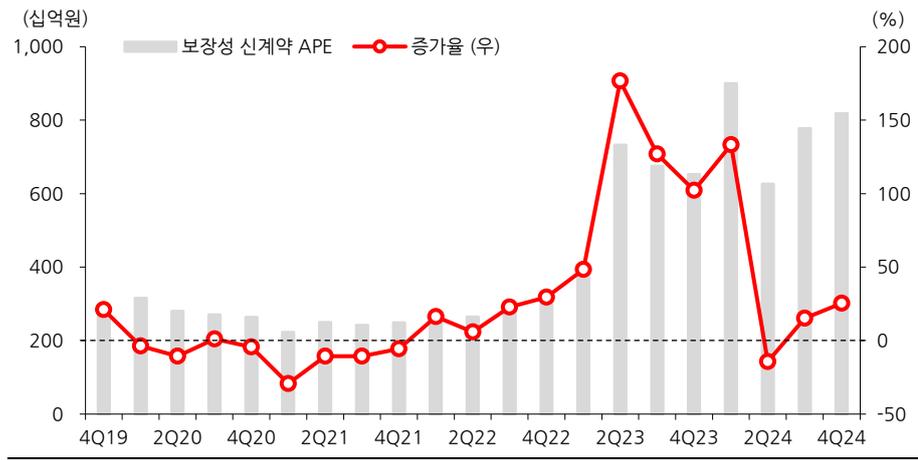
자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한화생명의 분기별 당기순이익 및 증가율



주: 2022년까지는 IAS39, 2023년부터는 IFRS9 기준
 자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화생명의 보장성 APE 신계약 금액 및 증가율



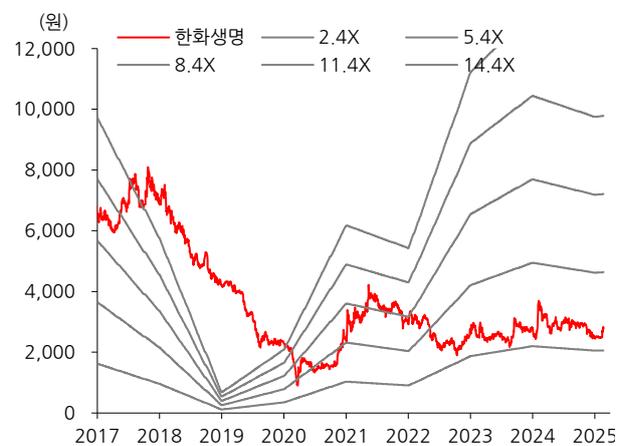
자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한화생명 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한화생명 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2025년 2월 21일)

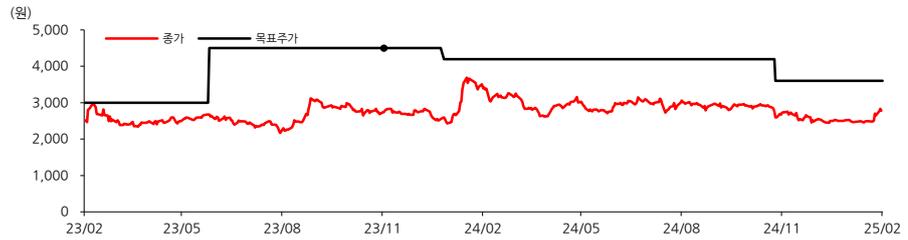
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하, 권지우)

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

상기 '한화생명'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.

[한화생명 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일시	2016.08.12	2023.02.23	2023.05.30	2023.06.14	2023.08.18	2023.09.01
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		3,000	3,000	4,500	4,500	4,500
일시	2024.01.15	2024.02.22	2024.05.17	2024.06.17	2024.07.10	2024.08.14
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	4,200	4,200	4,200	4,200	4,200	4,200
일시	2024.10.08	2024.11.11	2024.11.14	2025.01.20	2025.02.21	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	4,200	4,200	3,600	3,600	3,600	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.06.14	Buy	4,500	-41.31	-30.67
2024.01.15	Buy	4,200	-29.48	-12.14
2024.11.14	Buy	3,600		

[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 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

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 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%