

# 한화생명 (088350)

EARNINGS REVIEW

Company Analysis | 보험 | 2024. 11. 14

## 투자손익 개선으로 표면이익 확대

### 견조한 실적흐름 유지

3분기 순이익은 2,368억원으로 시장예상치를 하회했으나 1~2분기 대비로는 큰 폭으로 개선되며 견조한 실적흐름 유지. 보험손익은 손실부담계약비용 확대와 예실차 감소로 2분기 대비 둔화되었으나, 투자손익의 경우 사옥 매각수익이 2,800억원 반영되며 급증. 9월말 CSM 잔액은 9.13조원으로 6월말 9.15조원에 비해 감소했는데, 신계약 CSM이 0.5조원 증가했음에도 전분기에 이어 할인을 강화 등으로 CSM 조정요인이 -0.4조원 발생했기 때문

### 제도변화 영향은 크지 않을 것으로 발표

3분기에도 건강보험 상품을 중심으로 고성장세가 이어지며 신계약 APE가 1조원에 달했음. CSM 배수는 6.7배로 2분기의 7.1배에 비해 소폭 둔화. 마진경쟁과 할인을 하락 영향이 여전히 작용하고 있는 것으로 보이며, 전분기 대비 유지율이 하락하고(13회차) 위험손해율이 상승하는 등 전반적인 효율성 지표는 후퇴양상을 보임. 한편 동사는 최근의 계리가정 가이드라인 변경과 관련해 무저해지 해약률의 개선효과와 고환급률 상품의 추가해지 증가효과가 상쇄되어 영향이 미미할 것으로 발표. 또한 내년에 최종관찰만기 단계적 확대와 장기선도금리 25bp 하락이 킥스비율에 미치는 영향은 8% 수준에 그치며 24년말까지 재보험출재 등을 통해 9월말 킥스비율 164.5%를 175%까지 상향할 계획

### 녹록치 않은 경영여건이나 관련우려는 기반영. 기존 의견 유지

보험손익 둔화 가능성과 평가/처분이익 축소로 25년 이익모멘텀은 강하지 못할 것으로 예상. 금리인하 추세로의 전환이 킥스비율 하락, 보유계약 CSM 조정, 신계약 수익성 둔화 등 재무지표 전반에 지속적으로 영향을 줄 것으로 보임. 해약환급금준비금 이슈로 연말 배당에 대한 불확실성 또한 확대된 상태. 다만 현 PBR 0.2배의 추가수준은 관련우려가 상당부분 반영된 수준으로 판단하며 기존 목표주가 유지

### Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	672	651	525	701	671
투자손익	272	90	399	329	385
당기순이익	794	616	746	786	805
CSM	9,763	9,238	8,976	8,810	8,664
EPS (원)		820	992	1,046	1,072
증감률 (%)		-	21.0	5.5	2.4
BPS (원)		14,492	12,099	13,022	13,854
ROE (%)		5.4	6.9	7.5	7.2
PER (x)		3.2	2.8	2.6	2.6
PBR (x)		0.18	0.23	0.21	0.20

주: IFRS 연결 기준

자료: 한화생명, LS증권 리서치센터

Analyst 전배승  
bsjun@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	3,400 원
현재주가	2,750 원
상승여력	23.6 %

### 컨센서스 대비

	상회	부합	하회
			●

### Stock Data

KOSPI (11/13)	2,417.08 pt
시가총액	23,885 억원
발행주식수	868,530 천주
52주 최고가/최저가	3,690 / 2,435 원
90일 일평균거래대금	37.17 억원
외국인 지분율	10.7%
배당수익률(24.12E)	0.0%
BPS(24.12E)	12,099 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 0.1%
	6개월 2.0%
	12개월 -1.8%
주주구성	한화 (외 6인) 45.1%
	자사주 (외 1인) 13.5%
	예금보험공사 (외 1인) 10.0%

### Stock Price

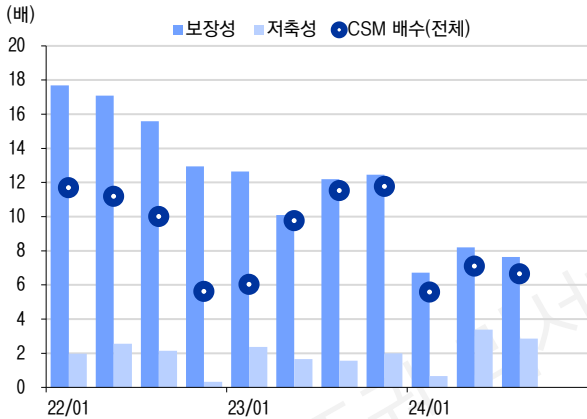


표1 한화생명 손익현황과 주요지표

(단위: 십억원,%)	2023			2024E					2024 연간E
	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	YoY(%,%p)	QoQ(%,%p)	
보험손익	220	173	86	91	184	107	-38.1	-41.9	525
CSM상각	226	217	219	220	215	211	-2.5	-1.8	862
RA변동	31	28	25	28	36	37	35.3	4.1	138
예실차	9	-15	-20	-101	-8	-47	-	-	-199
기타	-47	-57	-138	-57	-59	-94	-	-	-277
투자손익	-81	-253	-9	129	30	174	-168.8	471.5	399
보험금융손익	-752	-393	-1,808	-762	-1,030	-665	-	-	-3,335
기타투자손익	670	141	1,799	891	1,061	839	495.7	-20.9	3,734
연결조정	0	0	0	0	0	0	-	-	0
영업이익	138	-80	78	220	214	281	-	31.0	924
세전이익	144	-80	83	220	212	291	-	37.4	941
당기순이익	148	-41	38	176	172	237	흑전	37.4	746
운용자산	94,072	92,992	97,010	95,978	98,404	101,401	9.0	3.0	101,908
책임준비금	79,006	76,393	83,364	82,924	86,641	90,674	18.7	4.7	90,555
CSM	10,123	9,799	9,238	9,244	9,154	9,130	-6.8	-0.3	8,976
자본총계	11,881	12,528	11,387	10,659	9,769	10,054	-19.7	2.9	10,188
신계약	762	720	698	1,107	813	977	35.8	20.1	3,609
신계약CSM	620	692	685	515	481	542	-21.6	12.7	1,954
CSM배수(배)	9.8	11.5	11.8	5.6	7.1	6.7	-	-	6.5
CSM상각률	8.6	8.0	8.4	9.0	8.9	8.7	-	-	8.9
투자수익률	2.8	0.6	7.6	3.7	4.4	3.4	2.8	-1.0	3.8

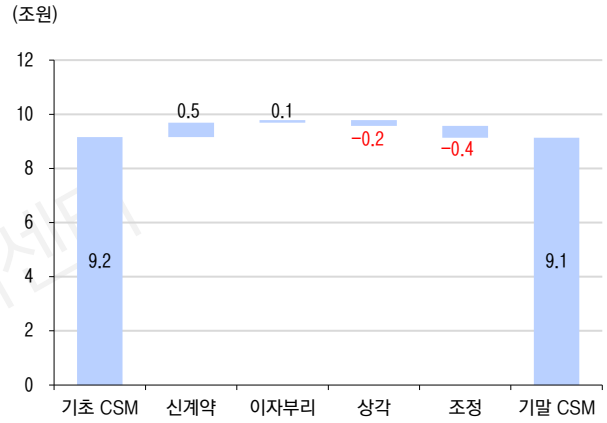
자료: LS증권 리서치센터

그림1 CSM 배수 추이



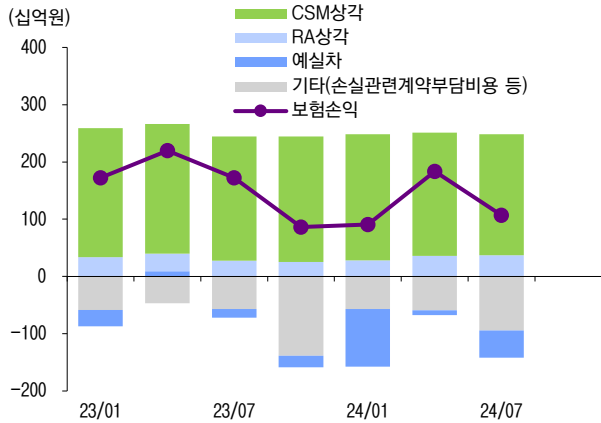
자료: LS증권 리서치센터

그림2 CSM Movement (24.3Q)



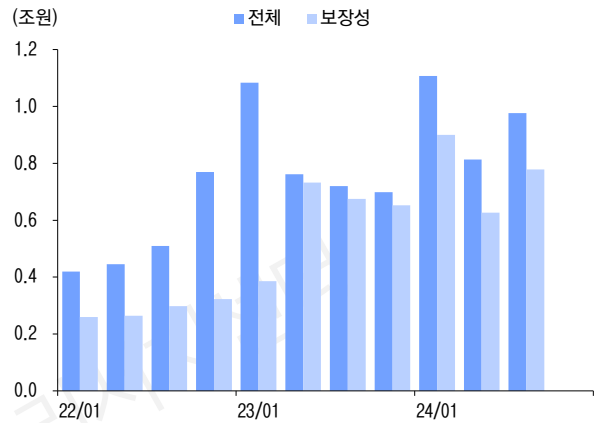
자료: LS증권 리서치센터

그림3 보험손익 추이



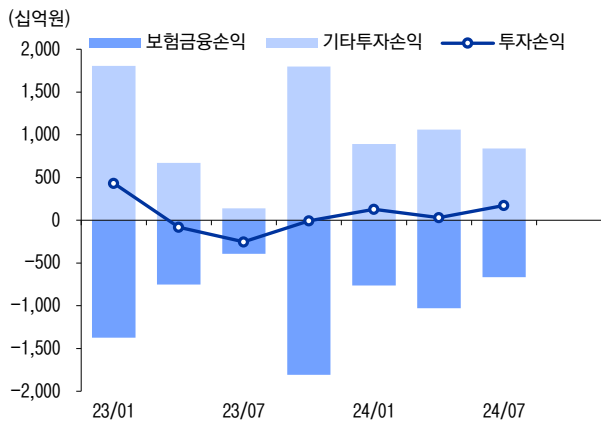
자료: LS증권 리서치센터

그림4 신계약 APE



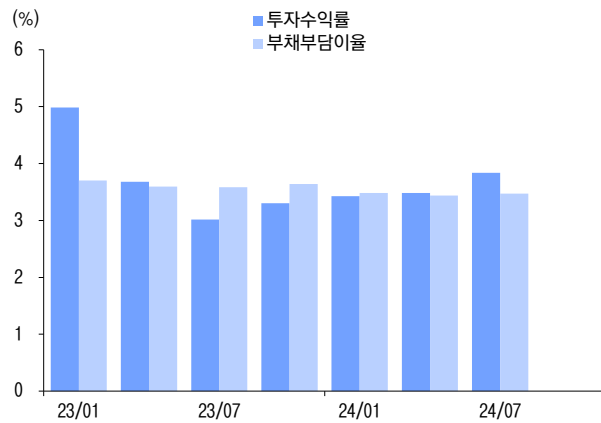
자료: LS증권 리서치센터

그림5 투자손익 추이



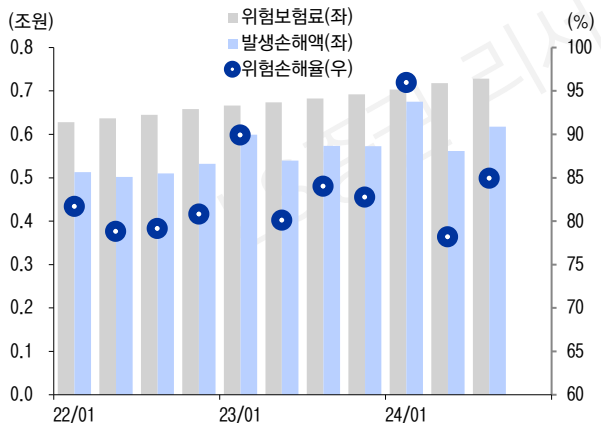
자료: LS증권 리서치센터

그림6 투자수익률과 부담이율



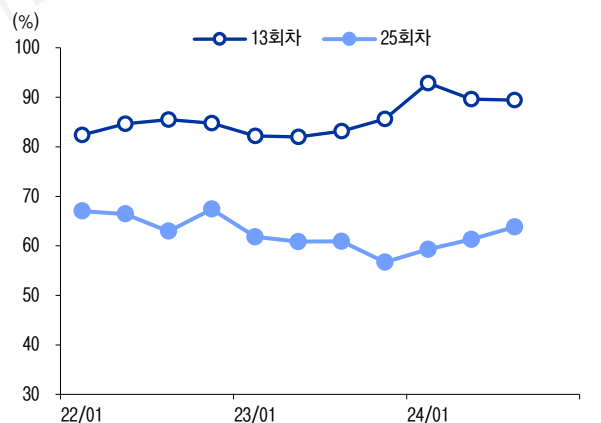
자료: LS증권 리서치센터

그림7 위험손해율 추이



자료: LS증권 리서치센터

그림8 유지율 추이



자료: LS증권 리서치센터

## 한화생명 (088350)

손익계산서		(단위:십억원)				
(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>보험손익</b>	<b>672</b>	<b>651</b>	<b>525</b>	<b>701</b>	<b>671</b>	
CSM상각	824	888	862	856	842	
RA변동	221	118	138	151	154	
예실차	8	-54	-199	-122	-160	
기타	-381	-301	-277	-185	-167	
<b>투자손익</b>	<b>272</b>	<b>90</b>	<b>399</b>	<b>329</b>	<b>385</b>	
보험금융손익	-716	-4,326	-3,335	-3,487	-3,455	
기타투자손익	988	4,416	3,734	3,816	3,840	
연결조정	0	0	0	0	0	
<b>영업이익</b>	<b>944</b>	<b>741</b>	<b>924</b>	<b>1,030</b>	<b>1,056</b>	
영업외이익	47	12	17	40	40	
세전이익	991	753	941	1,070	1,096	
법인세비용	197	137	195	284	290	
<b>당기순이익</b>	<b>794</b>	<b>616</b>	<b>746</b>	<b>786</b>	<b>805</b>	
기타포괄손익	3,503	-311	-2,421	-92	-83	
총포괄이익	4,298	305	-1,676	694	722	

재무상태표		(단위:십억원)				
(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>총자산</b>	<b>116,211</b>	<b>114,793</b>	<b>119,392</b>	<b>121,798</b>	<b>124,252</b>	
총운용자산	99,634	97,010	101,908	103,961	106,056	
현예금	2,091	2,127	904	922	941	
유가증권	79,442	72,004	79,408	81,008	82,641	
대출채권	17,235	16,378	15,615	15,930	16,251	
부동산	866	6,502	5,981	6,101	6,224	
기타자산	16,577	17,783	17,484	17,836	18,196	
<b>총부채</b>	<b>100,450</b>	<b>103,406</b>	<b>109,204</b>	<b>110,916</b>	<b>112,745</b>	
책임준비금	93,699	83,364	90,555	89,987	89,446	
보험계약부채	85,265	74,287	81,735	80,989	80,267	
최선추정부채(BEL)	73,906	63,400	70,914	70,348	69,787	
위험조정(RA)	1,586	1,644	1,839	1,824	1,809	
계약서비스마진(CSM)	9,763	9,238	8,976	8,810	8,664	
기타	10	4	7	7	7	
재보험/투자계약부채	8,434	9,077	8,820	8,998	9,179	
기타부채	6,752	20,042	18,649	20,929	23,299	
<b>자본총계</b>	<b>15,761</b>	<b>11,387</b>	<b>10,188</b>	<b>10,882</b>	<b>11,507</b>	
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343	
자본잉여금	485	485	485	485	485	
신종자본증권	1,558	498	1,097	1,097	1,097	
이익잉여금	6,256	6,307	6,925	7,711	8,419	
해약환급금준비금	1,597	2,505	3,775	3,963	4,161	
기타자본	3,119	-246	-2,662	-2,754	-2,837	

## 주요재무지표

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>성장성/수익성(%)</b>					
신계약(월납,십억원)	2,143	3,263	3,609	3,627	3,645
CSM배수(배)	9.0	9.3	6.5	7.0	7.0
CSM상각률		8.4	8.9	9.0	9.0
투자수익률	2.0	4.5	3.8	3.7	3.7
부채부담이율	1.7	5.5	4.4	4.4	4.4
<b>CSM Movement</b>					
기초 CSM		9,763	9,238	8,976	8,810
신계약 CSM		2,541	1,954	2,116	2,126
이자부리		353	346	345	339
CSM상각		-888	-862	-856	-842
CSM조정		-2,531	-1,701	-1,770	-1,770
기말 CSM		9,238	8,976	8,810	8,664

자료: LS증권 리서치센터

## 주요투자지표

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>주당지표(원)/Valuation</b>					
EPS		820	992	1,046	1,072
BPS		14,492	12,099	13,022	13,854
DPS		150	0	130	140
ROA		0.5	0.6	0.7	0.7
ROE		5.4	6.9	7.5	7.2
PER		3.2	2.8	2.6	2.6
PBR		0.18	0.23	0.21	0.20
배당성향		18.3	0.0	12.4	13.0
배당수익률		5.7	0.0	4.7	5.1
<b>안정성(%)</b>					
총자산/자본총계		10.1	11.7	11.2	10.8
K-ICS비율		183.8	174.3	182.5	189.1

한화생명 목표주가 추이	투자의견 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	2021.12.15	신규	전배승									
	2023.01.31	Hold	3,000	-0.8		-16.0						
	2023.08.18	Hold	2,600	20.0		5.3						
	2024.01.03	Hold	3,000	23.0		-1.4						
	2024.02.22	Hold	3,600	-6.0		-17.1						
	2024.05.16	Buy	3,600	-6.0		-18.2						
	2024.06.18	Buy	3,400									

**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 전배승).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	93.9% 6.1%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2023. 10. 1 ~ 2024. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)