

2024. 8. 14



▲ 금융

Analyst 조아해

02. 6454-4870

like.cho@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 4,000 원

현재주가 (8.13) 2,990 원

상승여력 33.8%

KOSPI 2,621.50pt

시가총액 25,969 억원

발행주식수 86,853 만주

유동주식비율 41.31%

외국인비중 10.62%

52주 최고/최저가 3,690 원/2,165 원

평균거래대금 50.2 억원

주요주주(%)

한화 외 5 인 45.06

예금보험공사 10.00

국민연금공단 6.34

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -3.5 -15.8 24.6

상대주가 5.1 -14.9 23.1

주가그래프



한화생명 088350

2Q24 Review: K-ICS 비율 하락

- ✓ 2Q24 당기순이익 1,723억원 (+16.6% YoY, -1.8% QoQ): 컨센서스 하회
- ✓ 보험손익 1,837억원 (-16.4% YoY): CSM상각 -4.8% YoY (CSM잔액 -9.6% YoY)
- ✓ 보험금융손익 제외한 투자손익 1.1조원 (vs. 2Q23 6,700억원): FVPL 손익 회복
- ✓ K-ICS비율 163% (-10%p QoQ): 할인율 조정 (-11%p)
- ✓ 투자의견 BUY, 적정주가 4,000원 유지

2Q24 당기순이익 1,723억원: 컨센서스 하회

한화생명 2Q 당기순이익은 1,723억원 (+16.6% YoY, -1.8% QoQ)로 컨센서스를 23.3% 하회했다. 보험손익은 CSM잔액 감소로 부진했으나, 투자손익은 양호했다. 한편 K-ICS비율은 전분기대비 하락세를 시현했다.

[보험손익] 1,837억원(-16.4% YoY)으로 부진했다. 1) CSM상각은 CSM잔액 감소 (-9.6% YoY)로 전년동기대비 4.8% 감소했으며, 2) 예실차는 사업비 확대로 적자전환 되었다 (-80억원 vs. 2Q23 90억원).

[CSM Movement] CSM은 9.2조원(-1.0% QoQ)을 기록했다. 1) 신계약 CSM은 종신 보험 판매 감소(-40.3% QoQ)로 부진했으며 (-6.7% QoQ), 2) CSM 조정은 변액보험 관련 부채 할인율 강화로 확대되었다 (-4,410억원 vs. 1Q24 -3,745억원).

[투자손익] 보험금융손익 제외한 투자손익은 1.1조원 (vs. 2Q23 6,700억원)으로 양호 했다. 전년 변액 부문 적자 요인 소멸, 금리 하락에 따른 FVPL 손익 회복, 부담금 리 하락 (-15bp YoY) 등에 기인한다.

[자본비율] K-ICS비율은 할인율 조정 (-11%p)으로 163% (-10%p QoQ)를 기록했다.

이익 개선세는 뚜렷

동사에 대해 투자의견 Buy와 적정주가 4,000원을 유지한다. 배당 가시성을 위해서는 1) '신계약 CSM 증가 → K-ICS비율 제고'라는 흐름과 2) 해약환급금준비금 비중 추이 (자본대비 35%; +15%p YoY) 확인이 필요하다. 다만 1) 전년대비 축소될 변동성, 하반기 중 인식될 건물 매각이익 등 고려 시 올해 뚜렷한 이익 개선세가 예상되며 (+31.7% YoY), 2) Valuation 매력은 충분하다.

(십억원)	보험손익	투자손익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (배)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2023	651	90	616	820	n/a	15,155	3.5	0.2	5.4	0.5	5.3
2024E	550	509	811	1,080	31.7	13,408	2.8	0.2	8.1	0.7	5.7
2025E	799	262	784	1,044	(3.3)	14,202	2.9	0.2	7.3	0.6	6.0
2026E	857	258	824	1,097	5.1	15,232	2.7	0.2	7.2	0.6	6.7

표1 한화생명 2Q24 실적 요약

(십억원)	2Q24P	(% YoY)	(% QoQ)	당사예상치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
보험손익	183.7	(16.4)	102.3	216.9			
투자손익	30.4	(137.4)	(76.5)	39.5			
영업이익	214.1	54.7	(2.7)	256.3			
당기순이익	172.3	16.6	(1.8)	191.4	(10.0)	225	(23.3)

자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

표2 한화생명 연간이익 전망 변경

(십억원)	New		Old		차이	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
당기순이익	811	784	742	790	9.4	(0.7)

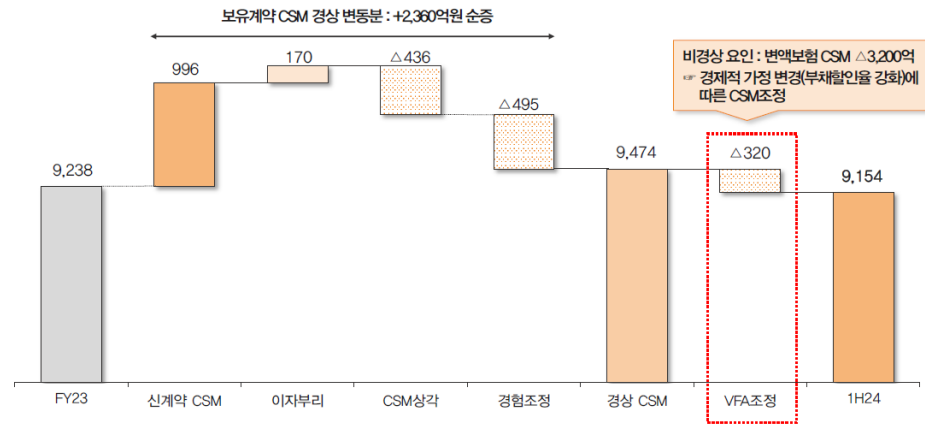
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 한화생명 분기 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	2024E	2025E	2026E
보험손익	172.2	219.7	172.6	86.4	90.8	183.7	550.2	799.3	857.3
일반/변동수수료모형(VFA)	220.0	276.6	202.6	106.7	136.2	224.5	694.6	896.4	946.8
CSM상각	225.1	226.3	216.9	219.4	220.3	215.5	867.2	890.7	939.1
RA환입	33.9	31.0	27.5	25.4	28.0	35.7	136.3	156.8	144.3
예실차 및 기타	(39.0)	19.4	(41.8)	(138.1)	(112.1)	(26.7)	(308.9)	(151.1)	(136.6)
보험료배분(PPA)	(7.4)	(5.8)	(5.8)	7.4	(3.5)	(0.2)	(6.7)	(5.4)	(5.4)
재보험손익	2.0	(3.6)	(3.2)	7.1	5.1	(8.2)	(9.5)	(14.7)	(15.0)
기타사업비	(42.3)	(47.5)	(21.1)	(34.8)	(46.9)	(32.3)	(128.1)	(76.9)	(69.2)
투자손익	432.9	(81.3)	(252.5)	(8.7)	129.3	30.4	509.5	261.6	257.7
보험금융손익	(1,373.5)	(751.6)	(393.4)	(1,807.6)	(762.2)	(1,030.4)	(3,829.9)	(4,260.4)	(4,587.6)
투자서비스손익	1,806.4	670.3	140.9	1,798.9	891.5	1,060.9	4,339.3	4,522.1	4,845.3
영업이익	605.1	138.4	(79.9)	77.7	220.1	214.1	1,059.7	1,061.0	1,114.9
영업외이익	2.2	5.1	(0.1)	4.8	(0.5)	(2.6)	(2.1)	(1.2)	(1.0)
세전이익	607.3	143.6	(80.0)	82.5	219.6	211.5	1,057.6	1,059.8	1,114.0
법인세비용	(136.4)	4.2	39.2	(44.2)	(44.1)	(39.2)	(246.2)	(275.5)	(289.6)
당기순이익	470.9	147.8	(40.8)	38.4	175.5	172.3	811.4	784.2	824.3

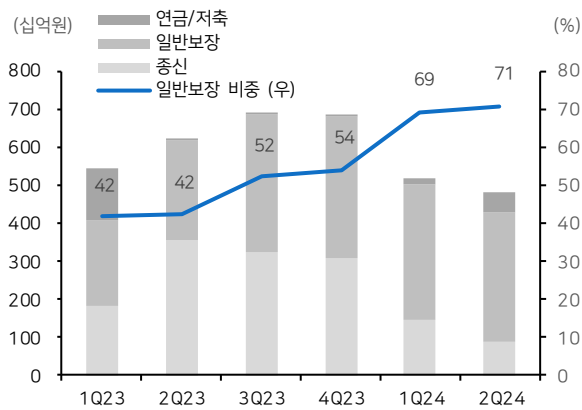
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림1 CSM Movement



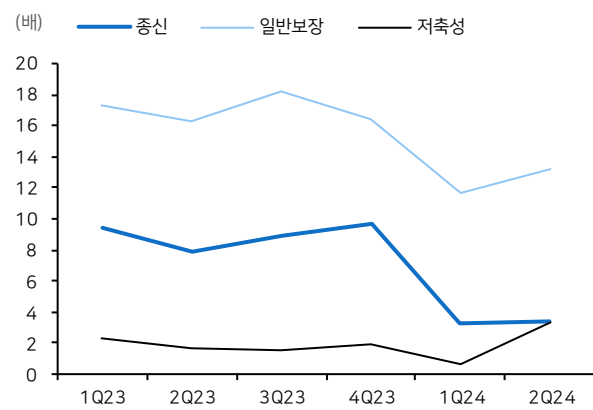
자료: 한화생명

그림2 신계약 CSM 추이



자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

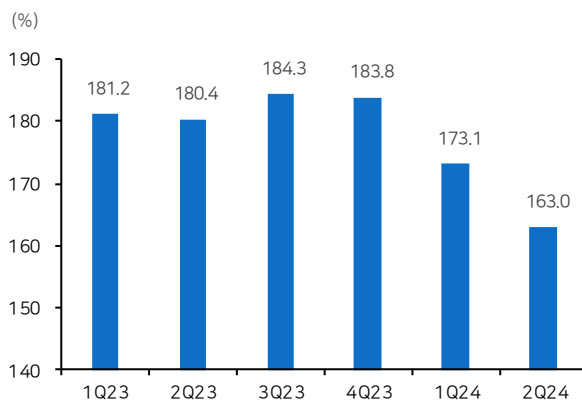
그림3 신계약 CSM 배수 (추정)



주: APE 기반 추정

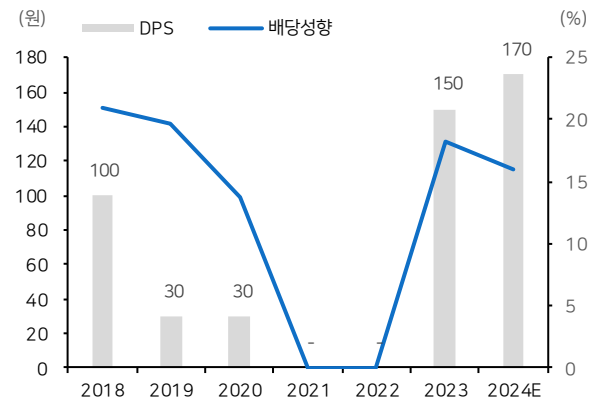
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림4 K-ICS비율



자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림5 DPS, 배당성향 추이 및 전망



자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

한화생명(088350)

Balance Sheet (별도)

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
운용자산	97,010	100,382	104,458	108,699
현금및예치금	2,127	1,341	1,395	1,452
유가증권	75,725	80,383	83,647	87,043
FVPL	21,134	24,060	25,037	26,053
FVOCI	39,462	40,676	42,328	44,046
AC	11,408	11,850	12,331	12,831
대출채권	16,378	15,841	16,485	17,154
부동산	2,780	2,817	2,931	3,050
비운용자산	2,238	2,067	2,151	2,239
특별계정자산	15,545	18,158	23,244	27,818
자산총계	114,793	120,608	129,853	138,757
책임준비금	98,216	105,939	114,588	122,717
보험계약부채	89,139	96,935	105,218	112,967
최선추정(BEL)	78,252	85,896	93,495	100,527
위험조정(RA)	1,644	1,777	1,934	2,080
보험계약마진(CSM)	9,238	9,254	9,781	10,353
보험료배분접근법(PAA)	4	8	8	8
투자계약부채	9,049	8,975	9,340	9,719
기타부채	(10,371)	(10,881)	(10,881)	(10,881)
부채총계	103,406	110,533	119,182	127,312
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485
이익잉여금	6,307	6,867	7,517	8,342
해약환급금준비금	2,505	4,131	5,805	7,516
자본조정	(1,119)	(1,112)	(1,112)	(1,112)
기타포괄손익누계액	873	(1,006)	(1,061)	(1,111)
자본총계	11,387	10,075	10,671	11,445

Key Financial Data I

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표 (원)				
EPS	820	1,080	1,044	1,097
BPS	15,155	13,408	14,202	15,232
수정 BPS	20,735	16,839	15,914	15,219
보통주 DPS	150	170	180	200
Valuation (배, %)				
PER	3.5	2.8	2.9	2.7
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2
수정 PBR	0.1	0.2	0.2	0.2
배당성향	18.3	16.0	17.0	18.0
보통주 배당수익률	5.3	5.7	6.0	6.7
재무비율 (%)				
ROA	0.5	0.7	0.6	0.6
ROE	5.4	8.1	7.3	7.2
수정 ROE	4.0	6.4	6.6	7.2

Income Statement (별도)

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	651	550	799	857
일반/변동수수료모형(VFA)	806	695	896	947
CSM 상각	888	867	891	939
RA 환입	118	136	157	144
예실차 및 기타	(199)	(309)	(151)	(137)
보험료배분(PPA)	(12)	(7)	(5)	(5)
재보험손익	2	(10)	(15)	(15)
기타사업비	(146)	(128)	(77)	(69)
투자손익	90	509	262	258
보험금융손익	(4,326)	(3,830)	(4,260)	(4,588)
투자서비스손익	4,416	4,339	4,522	4,845
영업이익	741	1,060	1,061	1,115
영업외이익	12	(2)	(1)	(1)
세전이익	753	1,058	1,060	1,114
법인세비용	(137)	(246)	(276)	(290)
당기순이익	616	811	784	824

Key Financial Data II

	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익				
신계약 CSM	2,541	2,000	2,314	2,364
CSM 배수 (배, 개월) -APE 기준	9.4	6.6	7.1	7.1
CSM 상각률 (%)	7.2	7.7	7.7	7.7
CSM Movement				
기초 CSM	9,763	9,238	9,254	9,781
신계약 CSM	2,541	2,000	2,314	2,364
이자부리	353	342	342	361
CSM 조정	(2,531)	(1,459)	(1,238)	(1,213)
CSM 상각	(888)	(867)	(891)	(939)
기말 CSM	9,238	9,254	9,781	10,353
투자손익				
투자서비스 수익률	4.6	4.3	4.3	4.5
FVPL 제외 투자서비스 수익률	3.6	3.1	3.3	3.3

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	항후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한화생명 (088350) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

