

# 한화생명 (088350/KS)

## 여전한 신계약 측면의 강점

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 3,800 원(하향)  
현재주가: 2,650 원  
상승여력: 43.4%

### 목표주가 3,800 원으로 하향

한화생명의 목표주가를 실적 추정치 조정 등 요인을 종합적으로 반영하여 3,800 원으로 하향한다. 목표주가는 Target PBR 0.29 배에 24E BVPS 13,009 원을 적용하여 산출했다. 목표주가는 하향하나 최근 주가 하락으로 전반적인 배당 수익률이 개선됨에 따라 주가의 하방경직성이 일정 수준 확보되었다고 판단하며 투자 의견은 이전과 동일하게 매수로 유지한다. 투자 리스크로는 1) 상대적으로 큰 가정 관련 조정 영향, 2) 금리 변동에 따른 OCI 측면의 높은 변동성 등을 제시한다.

### 판매 채널 측면의 강점에 기반한 견조한 신계약 지속

신계약 판매 채널 측면에서 한화생명의 강점이 지속되고 있다. 언론 보도에 따르면 동사의 1Q24 신계약 물량은 1 월 단기납 종신 환급률 규제 강화 이슈 및 3 월 경험생명표 조정에 따른 절판 이슈 등에 따른 생보업계 전반적인 물량 증가 추세 속에서도 최상위 수준을 기록했을 것으로 추정된다. 다만 신계약 마진율은 4Q23 중 가정 조정에 따른 보수적 가정 적용 및 경쟁 심화에 따른 시책 등 증가 영향을 고려하면 이전 대비 낮아졌을 것으로 예상되며 신계약 CSM 은 약 5 천억원 수준으로 전년 동기와 유사한 수준을 기록할 전망이다. 다만 2Q24 부터는 경험생명표 조정에 따라 마진율이 회복되는 모습이 나타날 것으로 예상되며 전반적으로 견조한 신계약 흐름이 이어질 전망이다.



Analyst  
설용진

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

### Company Data

발행주식수	86,853 만주
시가총액	2,302 십억원
주요주주	
한화(외5)	45.06%
자사주	13.49%

### Stock Data

주가(24/04/15)	2,650 원
KOSPI	2,670.43 pt
52주 최고가	3,690 원
52주 최저가	2,165 원
60일 평균 거래대금	14 십억원

### 주가 및 상대수익률



### 1Q24E 순이익 1,011 억원(-78.5% YoY) 전망

한화생명의 1Q24 순이익은 1,011 억원(-78.5% YoY)로 컨센서스를 하회할 전망이다. 실적 부진의 주요 요인으로 1) IBNR 제도 변경에 따라 발생사고부채 전입액으로 약 6~700 억원 수준의 일회성 비용 및 2) 1Q23 중 발생한 대규모 평가처분손익 기저효과 소멸에 따른 투자손익 감소를 제시한다. 보험손익은 IBNR 관련 예상치 부진 등 영향으로 1,160 억원(-32.7% YoY)을 기록할 것으로 예상되며 투자손익의 경우 금리 상승에 따른 FVPL 평가손실 영향을 배당 등 이익으로 상쇄하며 약 128 억원(-97% YoY) 수준을 기록할 전망이다. K-ICS 비율의 경우 할인율 제도 조정 관련 영향이 나타날 것으로 예상되며 약 170% 내외 수준에서 방어할 것으로 전망한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			651	611	755	814
투자손익	십억원			90	66	100	103
영업이익	십억원			742	677	855	917
당기순이익	십억원			616	530	667	714
EPS	원			710	610	768	822
PER	배			4.0	4.3	3.5	3.2
PBR	배			0.2	0.20	0.19	0.19
ROE	%			4.9	4.8	5.8	5.9

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2024E ~2026F ROE 평균	5.5%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.75%, 베타 1 기준	9.4%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 등 감안하여 차등적으로 적용	50%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.29
목표주가	2024F BPS 13,009 원에 Target PBR 적용	3,800
현재가		2,650
Upside / Downside 투자의견		43.4% 매수

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		104%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	6.5%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.75%, 베타 1 기준	9.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력의 뚜렷한 개선	-40.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.41
목표주가(Bull case)	2024F BPS 13,009 원에 Target PBR 적용	5,400
Downside case		-6%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	4.5%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.75%, 베타 1 기준	9.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력 부진세	-60.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.19
목표주가(Bear case)	2024F BPS 13,009 원에 Target PBR 적용	2,500

자료: SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	651	611	755	814
	수정 전		618	713	769
	증감률(%)		-1.2%	5.9%	5.9%
투자손익	수정 후	12	66	100	103
	수정 전		14	14	14
	증감률(%)		371.0%	612.4%	612.4%
세전이익	수정 후	754	689	868	930
	수정 전		673	769	824
	증감률(%)		2.4%	12.8%	12.8%
순이익	수정 후	616	530	667	714
	수정 전		518	591	633
	증감률(%)		2.3%	12.8%	12.8%

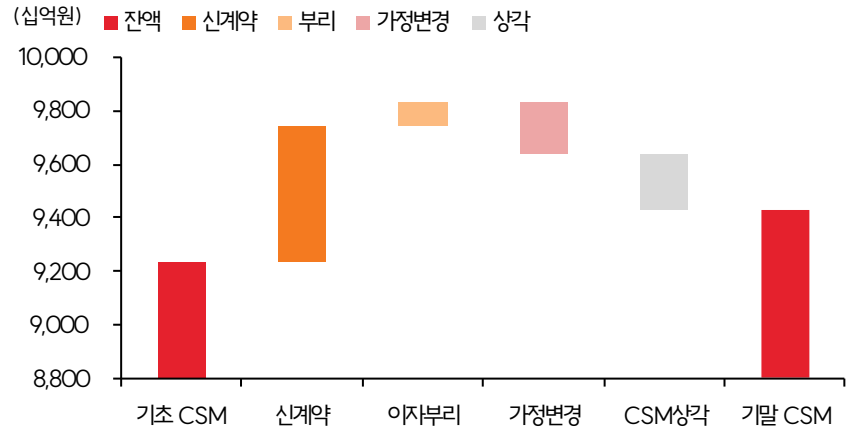
자료: 한화생명, SK 증권 추정

## 한화생명 - 분기별 실적 추정 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	172	220	173	86	116.0	189	223	83	34.2	-32.7
CSM 상각	225	226	217	219	203.9	209	215	220	-7.1	-9.4
RA 해제	34	31	28	25	25.4	26	26	27	-0.1	-25.1
예실차	-28	9	-15	-20	-61.4	11	15	-23	적지	적지
기타사업비용	-42	-48	-21	-35	-29.5	-42	-20	-34	적지	적지
손실계약비용 및 기타	-16	1	-36	-104	-22.4	-15	-14	-107	적지	적지
투자손익	433	-81	-253	-9	12.8	18	18	18	흑전	-97.0
일반계정	246	58	-216	9	14.3	19	19	19	66.5	-94.2
자산운용수익	933	714	462	698	712.5	720	723	724	2.0	-23.7
보험금융손익	-687	-656	-678	-690	-698.1	-701	-704	-705	적지	적지
특별계정(VFA 모형)	187	-139	-37	-17	-1.5	-2	-2	-2	적지	적전
영업이익	605	138	-80	78	128.8	207	240	100	65.7	-78.7
영업외손익	2	5	0	5	2.4	4	3	3	-50.8	7.0
세전이익	607	144	-80	83	131.2	211	243	104	58.9	-78.4
별도 당기순이익	471	148	-41	38	101.1	162	187	80	163.3	-78.5
보장성 APE	386	732	675	653	714.8	627	634	642	9.5	85.3
자산총계	113,400	110,904	109,390	114,793	114,984	115,489	115,778	115,751	0.2	1.4
운용자산	96,635	94,072	92,992	97,010	97,474	97,842	98,199	98,139	0.5	0.9
비운용자산	1,700	1,661	1,693	2,238	1,965	2,102	2,034	2,068	-12.2	15.6
부채총계	100,887	99,023	96,862	103,406	104,590	104,744	105,362	105,429	1.1	3.7
책임준비금	81,348	79,006	76,393	83,364	83,923	84,389	84,851	84,996	0.7	3.2
생명보험 CSM 잔액	9,879	10,123	9,799	9,238	9,431	9,683	9,940	9,753	2.1	-4.5
자본총계	12,513	11,881	12,528	11,387	11,488	11,650	11,837	11,797	0.9	-8.2
해약환급금준비금	1,910	2,394	2,840	2,505	2,842	3,066	3,236	3,365	13.5	48.8
ROE (%)	15.0	5.3	-1.4	1.3	3.7	5.8	6.6	2.8	2.4%p	-11.3%p

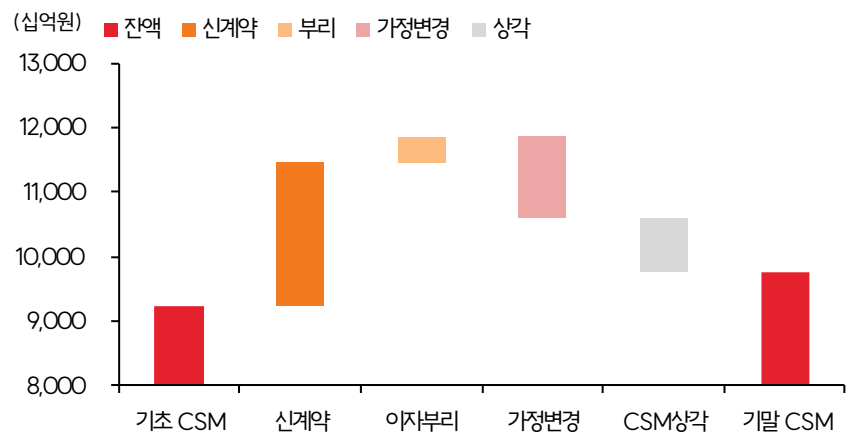
자료: 한화생명, SK 증권 추정

### CSM Movement - 1Q24 전망



자료: 한화생명, SK 증권 추정

### CSM Movement - 2024 전망



자료: 한화생명, SK 증권 추정

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>운용자산</b>		97,010	98,139	99,118	100,037
현금및예치금		2,127	2,337	2,529	2,712
유가증권		75,725	76,563	77,290	77,972
대출금		16,378	16,569	16,734	16,889
부동산		2,780	2,671	2,565	2,464
<b>비운용자산</b>		2,238	2,068	2,057	2,056
특별계정자산 및 기타		15,545	15,545	15,545	15,545
<b>자산총계</b>		114,793	115,751	116,720	117,639
<b>책임준비금</b>		83,364	84,996	86,554	88,132
CSM잔액(원수)		9,238	9,753	10,424	11,203
계약자지분조정		28	28	28	28
특별계정부채 및 기타		20,014	20,404	20,429	20,430
<b>부채총계</b>		103,406	105,429	107,011	108,591
<b>자본금</b>		4,343	4,343	4,343	4,343
신종자본증권		498	498	498	498
자본잉여금		485	485	485	485
이익잉여금		6,307	6,717	7,241	7,805
해약환급금준비금		2,505	3,365	3,636	3,726
기타자본		-246	-246	-246	-246
비배주주지분		0	0	0	0
<b>자본총계</b>		11,387	11,797	12,321	12,885

## 주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>신계약 수익성</b>					
신계약보험료(월납)		3,263	2,784	2,818	2,955
신계약 CSM(보유)		2,541	2,232	2,419	2,561
신계약 CSM 배수		77.9	80.2	85.9	86.7
<b>CSM 관련 지표</b>					
기초CSM		9,763	9,238	9,753	10,424
CSM 조정 가점 변경		-2,531	-1,250	-1,250	-1,250
신계약 CSM(원수)		2,541	2,232	2,419	2,561
CSM 이자부리		353	380	404	432
상각 전 CSM		10,126	10,601	11,326	12,167
CSM상각액		888	848	902	964
CSM상각률(%)		8.8	8.0	8.0	7.9
CSM 순증액		-524	514	672	778
<b>투자이익 관련 지표</b>					
자산운용수익률		2.9	3.0	3.0	3.0
FVPL 제외 운용수익률		2.6	3.0	3.0	3.0
<b>손익구성</b>					
보험손익		87.8	90.3	88.3	88.8
CSM상각		119.7	125.3	105.5	105.1
투자손익		12.2	9.7	11.7	11.2
<b>자본적정성</b>					
지급여력비율(K-ICS)		183.0	173.4	174.0	174.4

자료: 한화생명, SK증권 추정

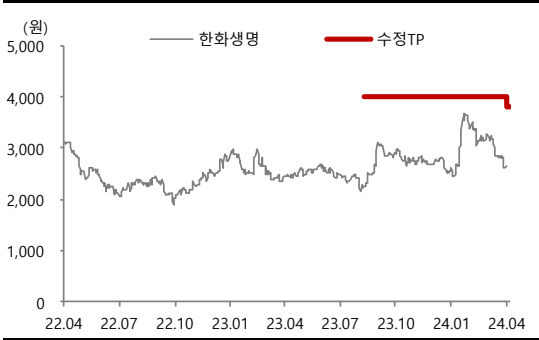
## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>보험손익</b>		651	611	755	814
CSM상각		888	848	902	964
RA해제		118	105	112	120
예실차		-54	66	149	155
기타사업비용		-146	-125	-127	-133
손실계약비용 및 기타		-155	-158	-153	-158
<b>투자손익</b>		90	66	100	103
일반계정손익		97	72	106	109
평가처분손익		206	-30	0	0
특별계정손익		-6	-6	-6	-6
<b>영업이익</b>		742	677	855	917
영업외손익		12	12	13	13
<b>세전이익</b>		754	689	868	930
법인세비용		137	159	201	215
법인세율 (%)		18.2	23.1	23.2	23.2
<b>당기순이익</b>		616	530	667	714

## 주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>성장성지표 (%)</b>					
운용자산증가율			1.2	1.0	0.9
CSM증가율			5.6	6.9	7.5
BPS증가율			3.8	4.6	4.8
보험손익증가율			-6.2	23.7	7.8
투자손익증가율			-27.1	51.3	3.2
영업이익증가율			-8.8	26.4	7.2
세전이익증가율			-8.6	26.0	7.1
당기순이익증가율			-14.0	25.8	7.1
<b>주당지표(원)</b>					
EPS		710	610	768	822
BPS		12,537	13,009	13,612	14,261
EV(BV+CSM)		23,174	24,238	25,614	27,160
보통주 DPS	0	150	160	190	200
보통주 배당수익률(%)	0.0	5.3	6.0	7.2	7.5
<b>Valuation 지표</b>					
PER(배)		4.0	4.3	3.5	3.2
PBR(배)		0.23	0.20	0.19	0.19
P/EV(배)		0.12	0.11	0.10	0.10
ROE(%)		4.9	4.8	5.8	5.9
ROA(%)			0.5	0.6	0.6
배당성향(%)		18.3	22.7	21.4	21.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.04.16	매수	3,800원	6개월		
2023.08.24	매수	4,000원	6개월	-28.21%	-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 기관투자자 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 (2024 년 04 월 17 일 기준)

매수	96.55%	중립	3.45%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------