



# 한화생명 (088350)

## OCI 및 마진배수 회복이 주요 과제

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

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 4,200원

현재 주가(8/13)	2,990원
상승여력	▲40.5%
시가총액	25,969억원
발행주식수	868,530천주
52 주 최고가 / 최저가	3,690 / 2,165원
90 일 일평균 거래대금	52.02억원
외국인 지분율	10.6%

주주 구성	
한화 (외 6 인)	45.1%
자사주 (외 1 인)	13.5%
예금보험공사 (외 1 인)	10.0%

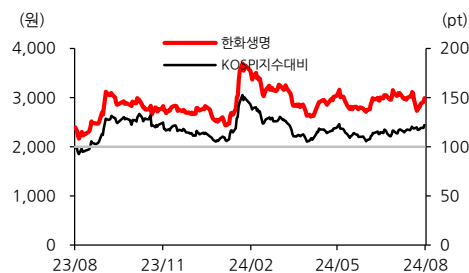
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.5	-1.5	-15.8	24.6
상대수익률(KOSPI)	4.7	2.4	-14.7	23.4

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	672	651	662	785
투자손익	272	90	460	135
영업이익	944	741	1,122	920
당기순이익	794	616	860	687
CSM (*)	9,585	9,078	9,329	10,183
수정 EPS	377	779	1,117	882
수정 BPS	13,280	21,709	18,056	17,846
수정 PER	7.4	3.6	2.7	3.4
수정 PBR	0.2	0.1	0.2	0.2
수정 ROE	2.8	3.1	5.6	4.9
배당수익률	0.0	5.3	5.5	5.7

\* 보유 순부채 기준

### 주가 추이



한화생명은 예실차와 특별계 투자손익의 적자로 컨센서스를 7% 하회했습니다. 3 분기 들어 시장금리가 가파르게 하락한 가운데 OCI 와 신계약 마진배수를 회복하는 것이 과제가 될 것으로 판단됩니다.

### 2Q24 순이익 1,723억원(+17% YoY)으로 부진

한화생명의 2Q24 별도 순이익은 1,723억원(+17% YoY)으로 당사 추정치와 시장 컨센서스를 7% 하회하는 부진한 실적을 기록. 사업비 예실차의 적자와 특별계정 투자손익의 적자가 추정치 하회의 원인. 2Q24 보험손익은 1,837억원(-16% YoY)으로 예실차가 전기(일화성 제외 시) 및 전년 동기보다 부진하였음. 2Q24 투자손익은 304억원(흑전 YoY), 일반계정 기준 464억원 (-20% YoY)을 기록. 당사는 특별계 투자손익을 BEP로 가정하며 일반계는 추정치에 부합하였음. 3Q24에는 장교동 빌딩의 매각익이 세후 2,000억원 수준 반영될 것으로 밝힘. 동사의 일반계 투자손익은 이자 및 배당 등 inflow 자산의 수익과 부채 부담이자가 상쇄되면서 매매평가익이 손익의 대부분을 차지하는 형태가 지속되고 있음. 일반계정 투자수익률은 3.0%로 매매평가익이 많았던 전분기보다 42bp 하락함. 신계약 APE는 보장성을 중심으로 27% QoQ 감소. 단기납 종신과 일반보장의 판매 감소가 함께 나타남. 할인을 하락에 따라 담보별 마진도 하락했으나, 종신 비중의 축소로 마진배수는 1.5개월치 상승해 신계약 CSM은 7% QoQ 감소에 그침. 해약 증가와 변액 수익성 하락에 의해 CSM 기중 조정이 -4,410억원 발생해 CSM 잔액은 전분기보다 1% 감소함

### OCI 및 마진배수 회복이 주요 과제

시장금리 하락은 자산 증가(OCI +)와 부채 증가(OCI -)를 동시에 야기하는 요인. 다만 4월 금리기간구조(부채 할인을 커브)의 유동성 프리미엄(LP)이 추가 인하돼 부채 평가이율이 더 크게 하락하면서 OCI가 1.2조원 감소한 영향으로 인해, 동사의 자기자본은 전분기보다 8%(8,910억원) 감소함. 듀레이션 갭이 양수(+)인 만큼 3Q24 들어 추가 하락한 시장금리가 OCI 개선에 기여해야 할 것으로 보임. 더불어 상품 mix 개선뿐 아니라 담보별 마진배수의 회복을 통한 신계약 마진 개선이 병행되어야 할 전망. 부동산 매각익을 반영해 2024년 이익 추정치를 25% 상향하나, 비정상 요인임을 감안해 DPS 및 목표주가는 유지함

[표1] 한화생명의 2Q24 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	2Q24P	2Q23	YoY	1Q24	QoQ	2Q24E	차이	컨센서스	차이
보험손익	183.7	219.7	-16.4	90.8	102.3	201.8	-9.0	n/a	n/a
투자손익	30.4	-81.3	흑전	129.3	-76.5	44.9	-32.3	n/a	n/a
영업이익	214.1	138.4	54.7	220.1	-2.7	246.7	-13.2	247.8	-13.6
당기순이익	172.3	147.8	16.6	175.5	-1.8	184.3	-6.5	184.7	-6.7

주: Quantwise 컨센서스에서 outlier를 제거함

자료: 한화생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한화생명의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

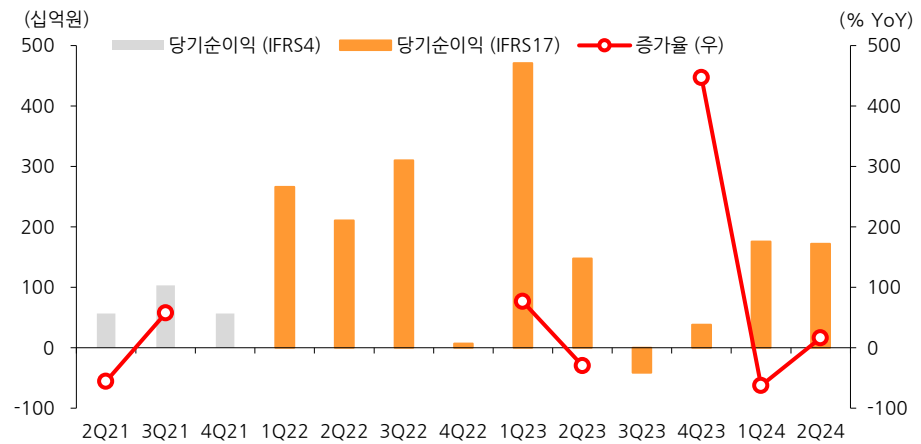
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	QoQ	YoY
AUM	96,635	94,072	92,992	97,010	95,978	98,404	2.5	4.6
투자서비스손익(일반계)	933	714	462	699	817	722	-11.6	1.1
Yield	3.8	3.0	2.0	3.0	3.4	3.0	-0.4	-0.0
CSM (보유 순부채)	9,694	9,919	9,681	9,078	9,087	8,983	-1.1	-9.4
CSM 상각	221	222	210	230	215	210	-2.2	-5.1
단순상각률	9.1	8.9	8.7	10.1	9.5	9.4	-0.1	0.4
신계약 CSM (원수)	544	620	692	685	515	481	-6.7	-22.4
전체 APE	1,084	762	720	698	1,107	813	-26.5	6.7
단순마진 (개월)	6.0	9.8	11.5	11.8	5.6	7.1	1.5	-2.7
보험+재보험손익	172	220	173	86	91	184	102.3	-16.4
일반/VFA 모형	222	273	199	123	141	216	53.1	-20.8
예실차	-27	2	-18	-25	-96	-22	적지	적전
보험금*	-24	11	-20	-15	-111	-16	적지	적전
사업비	-3	-8	2	-10	15	-6	적전	적지
RA 변동	34	31	27	25	28	36	27.9	15.6
CSM 상각	221	222	210	230	215	210	-2.2	-5.1
손실계약관련비용	-11	10	-27	-118	-12	-18	적지	적전
기타	5	8	7	11	6	11	70.9	31.0
PAA 모형	-7	-6	-6	-2	-4	-0	적지	적지
기타사업비	42	48	21	35	47	32	-31.1	-32.0
투자손익	433	-81	-253	-8.7	129	30	-76.5	흑전
일반계정	246	58	-216	9	139	46	-66.5	-19.6
특별계정	187	-139	-37	-18	-9	-16	적지	적지
보험금융손익	-1,373	-752	-393	-1,808	-762	-1,030	적지	적지
일반계정	-687	-656	-678	-690	-679	-676	적지	적지
특별계정	-686	-95	285	-1,118	-84	-355	적지	적지
투자서비스손익	1,806	670	141	1,799	891	1,061	19.0	58.3
일반계정	933	714	462	699	817	722	-11.6	1.1
특별계정	873	-44	-321	1,100	74	339	354.7	흑전
영업이익	605	138	-80	78	220	214	-2.7	54.7
영업외이익	2	5	-0	5	-0	-3	적지	적전
세전이익	607	144	-80	83	220	212	-3.7	47.3
당기순이익	471	148	-41	38	176	172	-1.8	16.6

주: 회색 음영 부분은 데이터 부재, \*보험료 경험조정 포함

자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

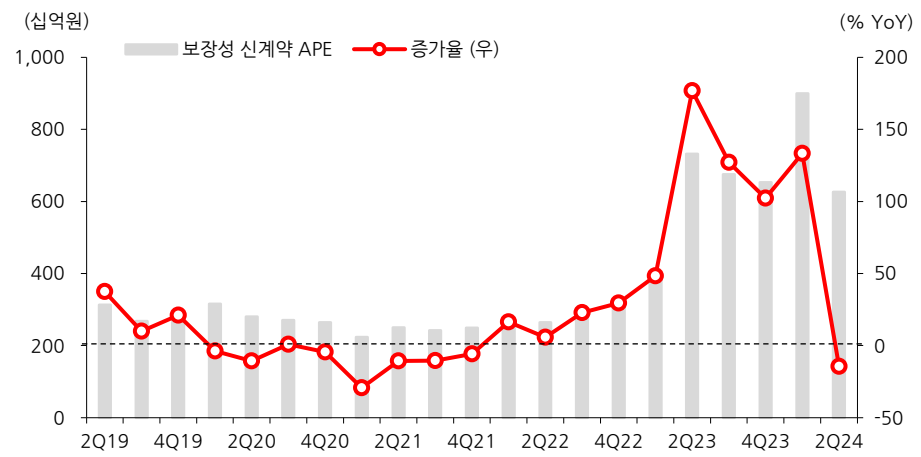
[그림1] 한화생명의 분기별 당기순이익 및 증가율



주: 2022년까지는 IAS39, 2023년부터는 IFRS9 기준

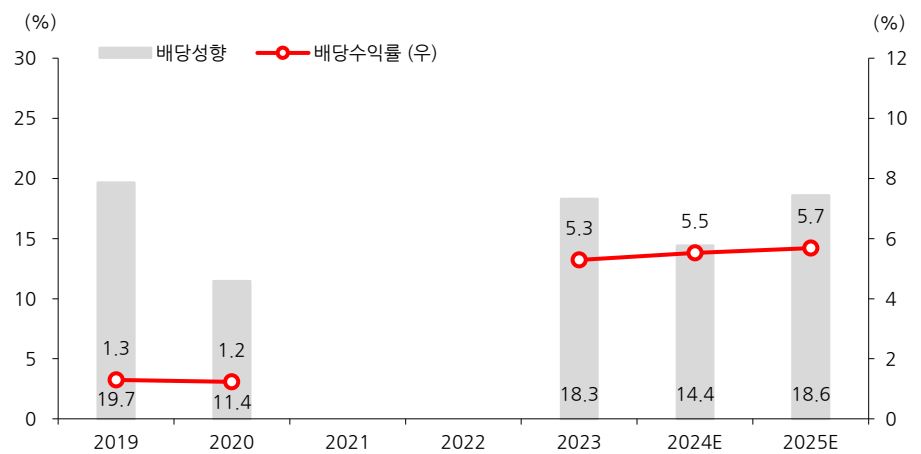
자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화생명의 보장성 APE 신계약 금액 및 증가율



자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한화생명의 배당지표 추이 및 전망



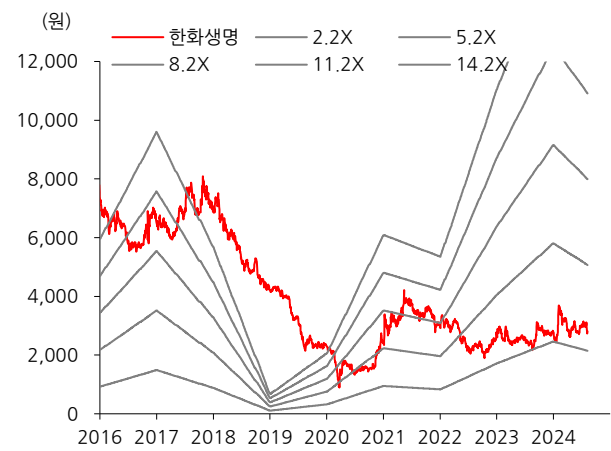
자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한화생명 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한화생명 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
운용자산	99,634	97,010	98,995	100,189
현금및예치금	2,091	2,127	1,435	1,365
유가증권	77,573	75,725	78,219	79,137
FVPL	2,528	21,134	22,862	23,200
FVOCI	39,489	39,462	39,883	40,319
AC	31,896	11,408	11,750	11,895
대출채권	17,061	16,378	16,503	16,811
부동산	2,910	2,780	2,839	2,875
비운용자산	2,057	2,238	2,937	3,646
특별계정자산	14,520	15,545	15,762	16,402
<b>자산총계</b>	<b>116,211</b>	<b>114,793</b>	<b>117,694</b>	<b>120,237</b>
책임준비금	79,655	83,364	88,689	90,398
BEL	59,937	63,495	68,826	69,787
RA	1,577	1,637	1,729	1,829
CSM	9,725	9,171	9,433	10,287
PAA	10	12	8	9
투자계약부채	8,407	9,049	8,693	8,486
기타부채	6,230	4,453	3,566	3,477
후순위채	0	0	0	0
특별계정부채	14,555	15,561	15,787	16,428
<b>부채총계</b>	<b>100,450</b>	<b>103,406</b>	<b>108,047</b>	<b>110,308</b>
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485
신종자본증권	1,558	498	500	500
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	6,256	6,307	7,033	7,572
해약환급금준비금	1,597	2,505	4,066	5,522
자본조정	-920	-1,119	-1,112	-1,112
기타포괄손익누계	4,039	873	-1,602	-1,860
<b>자본총계</b>	<b>15,761</b>	<b>11,387</b>	<b>9,647</b>	<b>9,929</b>

## 성장률

(% YoY)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
자산총계	n/a	-1.2	2.5	2.2
운용자산	n/a	-2.6	2.0	1.2
부채총계	n/a	2.9	4.5	2.1
CSM	n/a	-5.7	2.9	9.1
자본총계	n/a	-27.8	-15.3	2.9
보험손익	n/a	-3.2	1.7	18.5
투자손익	n/a	-66.7	408.7	-70.7
영업이익	n/a	-21.5	51.4	-18.0
순이익	n/a	-22.4	39.6	-20.2

주: IFRS 별도 기준, 2022년 수정 지표들은 자본총계(OCI)를 보정함

## 포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	672	651	662	785
일반 및 변동수수료모형	839	818	811	933
CSM 상각	815	883	846	885
RA 변동	221	117	112	101
예상과실계차이	-7	-68	-119	-23
손실계약	-221	-145	-67	-73
기타	32	31	39	42
보험료배분접근법모형	-25	-21	-6	-2
간접사업비	141	146	143	146
투자손익	272	90	460	135
보험금융손익	-716	-4,326	-3,123	-2,690
이자수익	2,483	2,633	2,510	2,512
배당수익	843	47	119	51
FVPL 평가손익	-650	996	608	0
기타	-1,688	741	345	262
영업이익	944	741	1,122	920
영업외이익	47	12	-3	0
세전이익	991	753	1,119	920
법인세비용	197	137	259	233
<b>당기순이익</b>	<b>794</b>	<b>616</b>	<b>860</b>	<b>687</b>

## 주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023	2024E	2025E
<b>주요 지표</b>				
월납 신계약 보험료	2,143	3,263	3,068	2,600
신계약 CSM	1,609	2,541	1,910	2,011
투자수익률	1.0	4.5	3.7	2.8
수정 Book Value	21,719	16,312	13,567	13,410
<b>수익성</b>				
수정 ROE	2.8	3.1	5.6	4.9
수정 ROA	0.2	0.5	0.7	0.6
<b>주당 지표</b>				
수정 EPS	377	779	1,117	882
수정 BPS	13,280	21,709	18,056	17,846
보통주 DPS	0	150	165	170
<b>Valuation 및 배당</b>				
수정 PER	7.4	3.6	2.7	3.4
수정 PBR	0.2	0.1	0.2	0.2
배당성향	0.0	18.3	14.4	18.6
보통주 배당수익률	0.0	5.3	5.5	5.7

[ Compliance Notice ]

(공표일: 2024년 8월 14일)

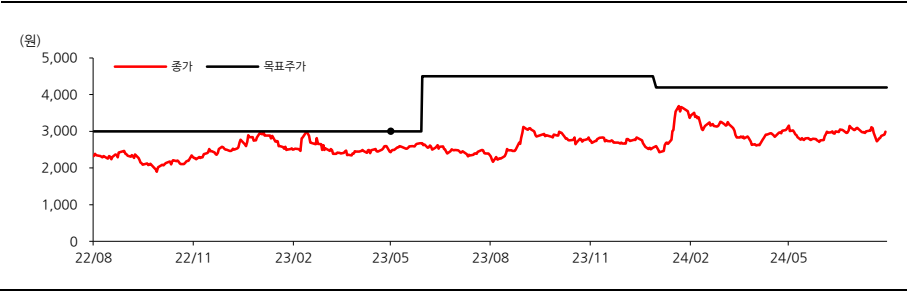
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하, 권지우)

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 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2022.09.26	2022.10.31	2023.02.23	2023.05.30	2023.06.14
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		3,000	3,000	3,000	3,000	4,500
일 시	2023.08.18	2023.09.01	2024.01.15	2024.02.22	2024.05.17	2024.06.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	4,500	4,500	4,200	4,200	4,200	4,200
일 시	2024.07.10	2024.08.14				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	4,200	4,200				

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.08.01	Buy	3,000	-18.40	-0.83
2023.06.14	Buy	4,500	-41.31	-30.67
2024.01.15	Buy	4,200		

[ 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 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자의견 ]

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 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%