



# 한화생명 (088350)

2024년 말 CSM 10조원대 추정

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 4,200원

현재 주가(2/21)	3,415원
상승여력	▲23.0%
시가총액	29,660억원
발행주식수	868,530천주
52 주 최고가 / 최저가	3,690 / 2,165원
90 일 일평균 거래대금	110.7억원
외국인 지분율	9.7%

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

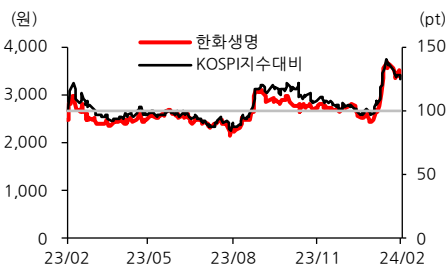
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	40.0	24.9	48.5	36.6
상대수익률(KOSPI)	32.7	19.2	42.7	28.7

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023P	2024E	2025E
보험손익	672	651	831	919
투자손익	272	90	25	-12
영업이익	944	741	856	907
당기순이익	794	616	640	678
CSM (*)	9,585	9,078	10,062	11,040
수정 EPS	958	779	840	902
수정 BPS	28,906	21,709	20,691	20,370
수정 PER	2.9	3.6	4.1	3.8
수정 PBR	0.1	0.1	0.2	0.2
수정 ROE	3.9	3.1	4.0	4.4
배당성향	0.0	5.9	6.1	6.4

\* 보유 순부채 기준

## 주가 추이



한화생명은 손실계약비용 및 특별계정 투자손익 부진으로 어닝 쇼크를 기록했습니다. 2024년 신계약의 양적 성장은 제한되었으나 신계약 CSM 규모는 유지될 전망입니다. 배당성향 24% 가정 시 DY는 5.9%입니다.

## 4Q23 순이익 384억원(+447% YoY), 어닝 쇼크

한화생명의 4Q23 별도 당기순이익은 384억원(+447% YoY, 흑자전환 QoQ)(단, 전년 동기 IFRS17 적용 & IFRS9 미적용)으로, 당사 추정치 및 컨센서스의 1/3 수준에 그치는 어닝 쇼크를 기록. 당사 추정과 비교할 때 보험은 손실계약비용이, 투자는 특별계정이 부진했음

4Q23 보험손익은 864억원(-5% YoY, -50% QoQ)으로, 연말 가정 변경에 따른 손실계약부담비용이 1,181억원 발생함(당사 추정 500억원). 주요 항목인 CSM 상각익은, 잔액 감소에도 불구하고, 상각률 상승에 따라 2,297억원(+9% QoQ)으로 증가. 예상치는 -250억원이었으나 계절성을 감안한 기존 추정(-400억원)보다는 양호했음. 투자수익률(보험 금융손익 제외, 일반계정 기준)은 2.9%, 일반계 투자손익은 90억원을 기록해 추정(-60억원)과 비교적 유사. 금리 하락으로 인한 평가익으로 흑자를 기대했던 특별계정 투자손익이 -180억원을 기록하며 실적 부진을 야기. 보장성 신계약 APE는 단기납 종신 판매 둔화로 2Q23 이후 QoQ 감소 중이나 여전히 전년 동기보다는 100% 이상 증가함

## CSM movement

한화생명의 4Q23 말 CSM 잔액은 9.1조원으로 6.2% QoQ 감소. 연말 계리적 가정변경 및 VFA 할인을 하락 등에 따른 BEL 증가로 인해 가중 -1.1조원의 조정이 있었음. 신계약 CSM은 분기 6,850억원, 연간 2.5조원을 달성. 2024년 신계약의 양적 성장은 제한되었으나 건강 담보 비중 확대에 의한 마진 개선으로 신계약 CSM은 2.5조원대를 유지할 전망. 이에 2024년 말 CSM 잔액은 10조원을 상회할 것으로 추정

## 배당성향 24% 가정 시, 기대 DY 5.9%

한화생명의 배당은 오는 2월 23일 이사회에서 결의될 예정. 2023년 배당성향 24% 가정 시, DPS 200원, 배당수익율 5.9%로 기대. 동사의 K-ICS비율은 180%대로, 배당 재개는 충분히 가능. 다만 지속성 및 확대를 기대하려면 배당가능여력의 관리가 필요할 것으로 판단됨

[표1] 한화생명의 별도 기준 4Q23 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %, %p)

	4Q23P	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	4Q23E	차이	컨센서스	차이
보험손익	86.4	91.2	-5.3	172.6	-49.9	102.8	-15.9	n/a	n/a
투자손익	-8.7	-159.6	적지	-252.5	적지	52.9	적전	n/a	적전
영업이익	77.7	-68.4	흑전	-79.9	흑전	155.6	-50.1	n/a	n/a
당기순이익	38.4	7.0	447.0	-40.8	흑전	116.4	-67.0	123.3	-68.9

자료: 한화생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한화생명의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

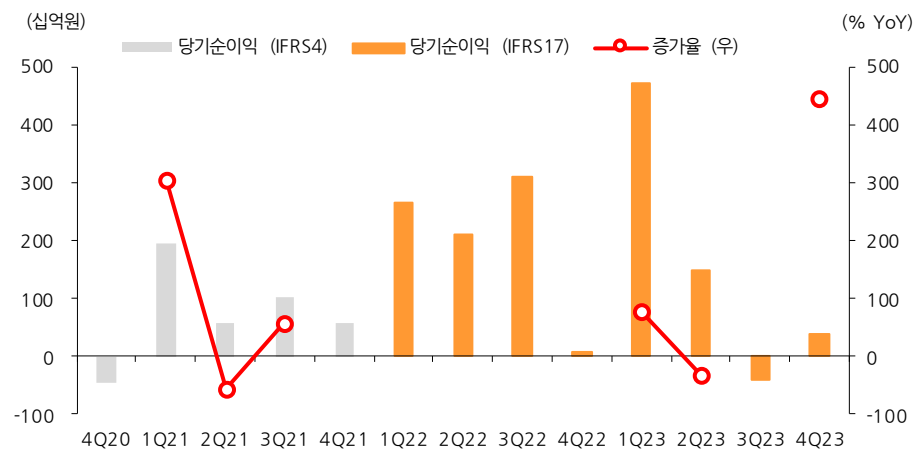
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	QoQ	YoY
AUM	100,694	99,667	99,293	99,634	96,635	94,072	92,992	97,010	4.3	-2.6
투자손익 (일반계)					933	714	462	699	51.1	n/a
Yield (%)					3.8	3.0	2.0	3.0	1.0	3.0
CSM (보유 순부채)	7,922	8,312	8,491	9,585	9,694	9,919	9,681	9,078	-6.2	-5.3
CSM 상각	192	198	203	221	221	222	210	230	9.2	3.9
단순상각률 (%)	9.7	9.5	9.6	9.2	9.1	8.9	8.7	10.1	1.4	0.9
신계약 CSM (원수)					544	620	692	685	-0.9	n/a
전체 APE	419.6	445	509	769	1,083.6	762	720	698	-3.0	-9.2
단순마진 (개월)					6.0	9.8	11.5	11.8	0.2	n/a
보험+재보험손익	179	220	182	91	172	220	173	86	-49.9	-5.3
일반/VFA 모형	255	239	219	126	222	273	199	123	-38.1	-2.2
예실차	19	-2	4	-28	-27	2	-18	-25	적지	적지
보험금*	11	-2	-4	-40	-24	11	-20	-15	적지	적지
사업비	8	0	8	11	-3	-8	2	-10	적전	적전
RA 변동	58	59	55	49	34	31	27	25	-7.5	-48.3
CSM 상각	192	198	203	221	221	222	210	230	9.2	3.9
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	-21	-25	-50	-125	-11	10	-27	-118	적지	적지
기타	6	9	7	9	5	8	7	11	63.5	22.7
PAA 모형	-8	-3	-13	-2	-7	-6	-6	-2	적지	적지
기타사업비	67	16	25	33	42	48	21	35	65.2	4.5
투자손익	170	52	209	-160	433	-81	-253	-9	적지	적지
일반계정					246	58	-216	9	흑전	n/a
특별계정					187	-139	-37	-18	적지	n/a
보험금융손익	117	276	-18	-1,090	-1,373	-752	-393	-1,808	적지	적지
일반계정					-687	-656	-678	-690	적지	n/a
특별계정					-686	-95	285	-1,118	적전	n/a
투자서비스손익	53	-223	227	931	1,806	670	141	1,799	1,177.0	93.3
일반계정					933	714	462	699	51.1	n/a
특별계정					873	-44	-321	1,100	흑전	n/a
영업이익	350	272	391	-68	605	138	-80	78	흑전	흑전
영업외이익	3	7	8	28	2	5	-0	5	흑전	-83.0
세전이익	353	279	399	-40	607	144	-80	83	흑전	흑전
당기순이익	266	211	310	7	471	148	-41	38	흑전	447.0

주: 회색 음영 부분은 데이터 부재, \*보험료 경험조정 포함

자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

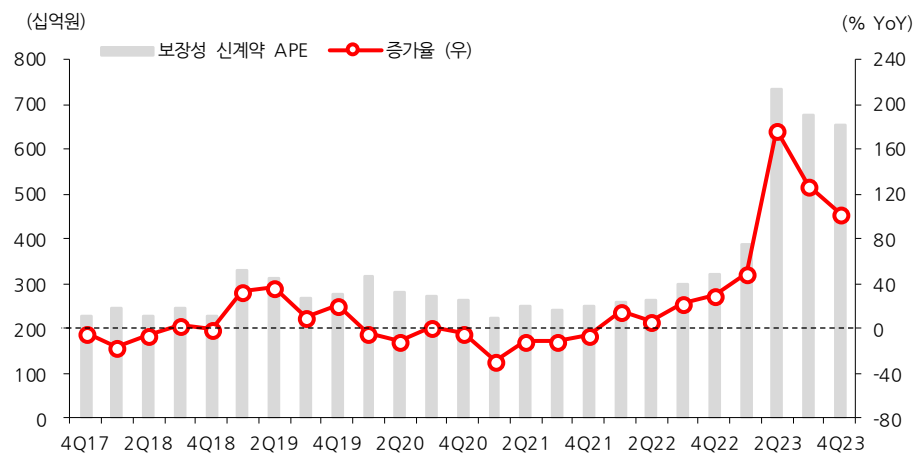
[그림1] 한화생명의 분기별 당기순이익 및 증가율



주: 1Q22~4Q22는 IFRS17 & IAS39 기준, 1Q23~4Q23은 IFRS17 & IFRS9 기준

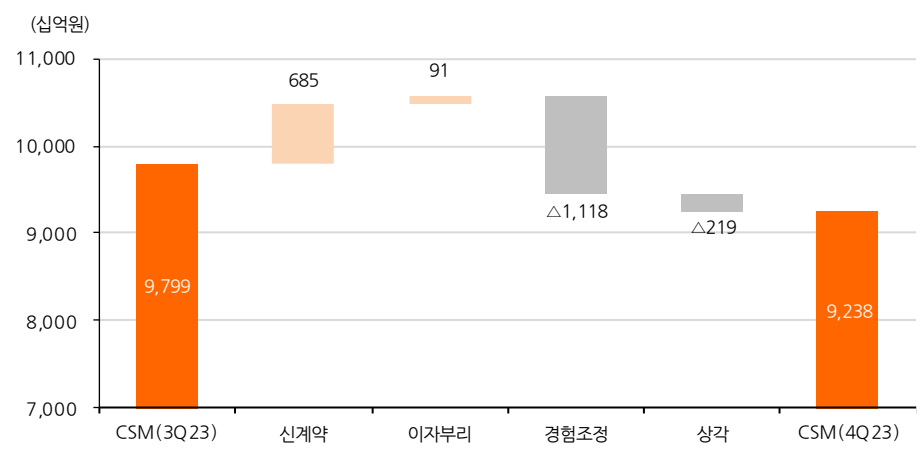
자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화생명의 보장성 APE 신계약 금액 및 증가율



자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

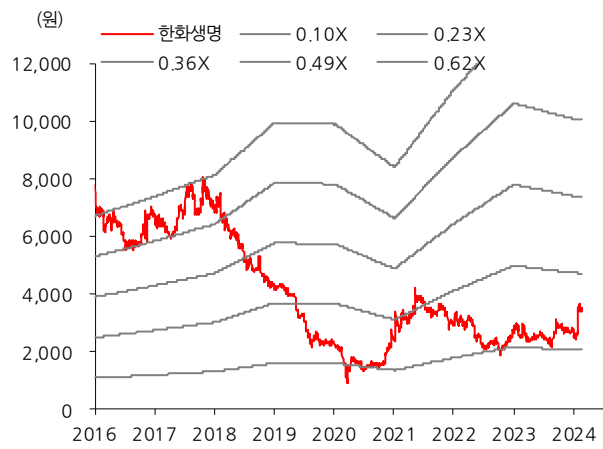
[그림3] 한화생명의 CSM 흐름도



주: 보험계약부채 기준, 재보험 관련 CSM 제외

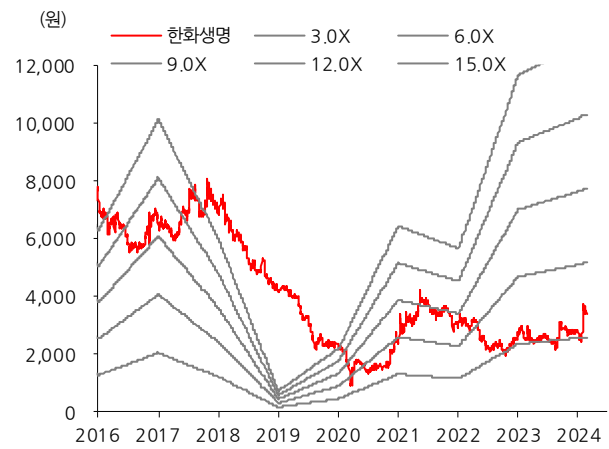
자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한화생명 12m forward PBR Band



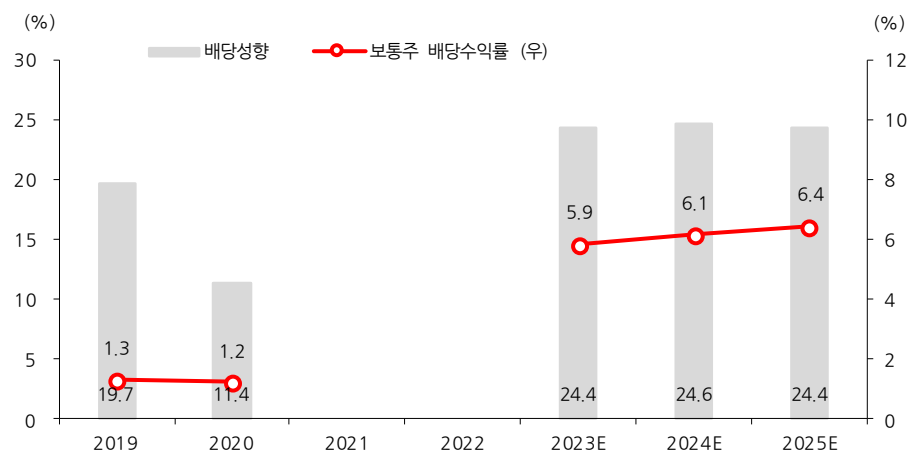
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한화생명 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 한화생명의 배당지표 추이 및 전망



자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023P	2024E	2025E
운용자산	99,634	97,010	98,179	99,363
현금및예치금	2,091	2,127	1,646	1,593
유가증권	77,573	75,725	76,601	77,345
FVPL	2,528	21,134	22,053	22,280
FVOCI	39,489	39,462	39,109	39,465
AC	31,896	11,408	11,717	11,879
대출채권	17,061	16,378	17,012	17,451
부동산	2,910	2,780	2,921	2,973
비운용자산	2,057	2,238	1,022	1,048
특별계정자산	14,520	15,545	16,176	16,833
<b>자산총계</b>	<b>116,211</b>	<b>114,793</b>	<b>115,377</b>	<b>117,244</b>
책임준비금	79,655	83,364	83,645	84,646
BEL	59,937	63,495	62,858	62,945
RA	1,577	1,637	1,789	1,937
CSM	9,725	9,171	10,153	11,132
PAA	10	12	10	8
투자계약부채	8,407	9,049	8,834	8,623
기타부채	6,230	4,453	4,385	4,311
후순위채	0	0	0	0
특별계정부채	14,555	15,561	16,193	16,851
<b>부채총계</b>	<b>100,450</b>	<b>103,406</b>	<b>104,252</b>	<b>105,836</b>
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485
신종자본증권	1,558	498	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	6,256	6,307	6,788	7,308
해약환급금준비금	1,597	2,505	4,147	5,821
자본조정	-920	-1,119	-1,119	-1,119
기타포괄손익누계	4,039	873	629	391
<b>자본총계</b>	<b>15,761</b>	<b>11,387</b>	<b>11,125</b>	<b>11,407</b>

## 성장률

(% YoY)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E
자산총계	n/a	-1.2	0.5	1.6
운용자산	n/a	-2.6	1.2	1.2
부채총계	n/a	2.9	0.8	1.5
CSM	n/a	-5.7	10.7	9.6
자본총계	n/a	-27.8	-2.3	2.5
보험손익	n/a	-3.2	27.7	10.6
투자손익	n/a	-66.7	-72.0	-146.3
영업이익	n/a	-21.5	15.5	5.9
순이익	n/a	-22.4	3.9	5.8

주: IFRS 별도 기준, 2022년 수치는 IFRS17 & IAS39 적용, 2023년 이후 수치는 IFRS17 & IFRS9 적용

## 포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E
<b>보험손익</b>	<b>672</b>	<b>651</b>	<b>831</b>	<b>919</b>
일반 및 변동수수료모형	839	818	971	1,066
CSM 상각	815	883	919	1,013
RA 변동	221	117	100	110
예상과실계차이	-7	-68	-8	-17
손실계약	-221	-145	-80	-80
기타	32	31	40	40
보험료배분접근법모형	-25	-21	0	-0
재보험손익	141	146	140	147
간접사업비	272	90	25	-12
<b>투자손익</b>	<b>-716</b>	<b>-4,326</b>	<b>-2,623</b>	<b>-2,683</b>
보험금융손익	2,483	2,633	2,877	2,931
이자수익	843	47	67	70
배당수익	-650	996	0	0
FVPL 평가손익	-1,688	741	-296	-330
기타	944	741	856	907
<b>영업이익</b>	<b>47</b>	<b>12</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
영업외이익	991	753	856	907
세전이익	197	137	216	230
법인세비용	794	616	640	678
당기순이익	672	651	831	919

## 주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주요 지표</b>				
월납 신계약 보험료	2,143	3,263	2,669	2,735
신계약 CSM	n/a	2,541	2,528	2,577
투자수익률	n/a	4.5	2.7	2.7
수정 Book Value	21,719	16,312	15,547	15,306
<b>수익성</b>				
수정 ROE*	3.9	3.1	4.0	4.4
수정 ROA*	0.6	0.5	0.5	0.6
<b>주당 지표</b>				
수정 EPS*	958	779	840	902
수정 BPS*	28,906	21,709	20,691	20,370
보통주 DPS	0	200	210	220
<b>Valuation 및 배당</b>				
수정 PER*	2.9	3.6	4.1	3.8
수정 PBR*	0.1	0.1	0.2	0.2
배당성향*	0.0	24.4	24.6	24.4
보통주 배당수익률	0.0	5.9	6.1	6.4

주: \* 2022년 수치는 IFRS4 & IAS39 적용, 이후 수치는 IFRS17 & IFRS9 적용

## [ Compliance Notice ]

(공표일: 2024년 2월 22일)

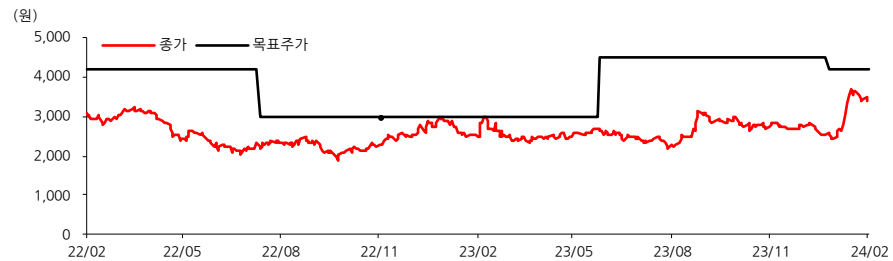
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 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	2022.04.05	2022.05.02	2022.07.11	2022.08.01	2022.09.26
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		4,200	4,200	4,200	3,000	3,000
일 시	2022.10.31	2023.02.23	2023.05.30	2023.06.14	2023.08.18	2023.09.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	3,000	3,000	3,000	4,500	4,500	4,500
일 시	2024.01.15	2024.02.22				
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 추정치에 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: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%