



한화생명 (088350)

일회성 손실에도 기대 이상의 실적

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 4,200원

현재 주가(5/16)	3,160원
상승여력	▲32.9%
시가총액	27,446억원
발행주식수	868,530천주
52 주 최고가 / 최저가	3,690 / 2,165원
90 일 일평균 거래대금	75.04억원
외국인 지분율	10.3%

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

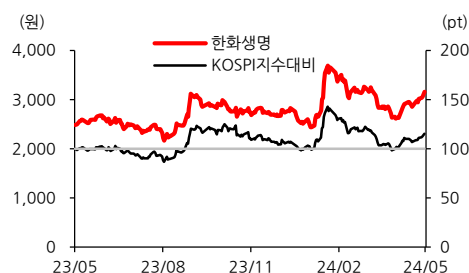
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	20.8	-8.1	15.1	29.8
상대수익률(KOSPI)	15.3	-12.1	4.5	18.8

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	672	651	730	883
투자손익	272	90	170	20
영업이익	944	741	899	903
당기순이익	794	616	683	674
CSM (*)	9,585	9,078	9,873	10,999
수정 EPS	958	779	897	897
수정 BPS	28,906	21,709	18,843	18,328
수정 PER	2.9	3.6	3.5	3.5
수정 PBR	0.1	0.1	0.2	0.2
수정 ROE	3.9	3.1	4.4	4.8
배당수익률	0.0	6.3	5.2	5.4

* 보유 순부채 기준

주가 추이



한화생명은 일회성 부채전입비용이 있었음에도 불구하고, 어닝서프라이즈를 기록했습니다. 호실적과 신계약의 폭발적 증가는 긍정적이나, 배당가능이익확보를 위한 노력은 필요해 보입니다.

1Q24 순이익 1,755억원(-63% YoY), 어닝 서프라이즈

한화생명의 1Q24 별도 순이익은 1,755억원(-63% YoY)으로 시장 컨센서스를 28% 상회하는 서프라이즈를 기록. IBNR 전입 기준에 관한 시행세칙 변경으로 일회성 손실이 발생했음에도 불구하고, FVPL손익 호조로 투자손익이 기대 이상의 성과를 보임. 1Q24 보험손익은 908억원(-47% YoY)으로 크게 부진했는데, 전술한 시행세칙 변경을 적용하면서 일회성 발생사고부채 전입이 840억원 발생한 데 따름. 반면 1Q24 투자손익은 1,293억원(-70% YoY), 일반계정 기준 1,385억원(-44% YoY)으로, FVPL손익이 7,152억원(일반계 3,210억원) 발생했던 전년 동기보다는 감소했으나 평분기보다는 양호하게 나타남. 금리 상승에도 불구하고 FVPL손익이 1,370억원을 기록한 것이 주 원인으로 판단됨. 이에 일반계정 투자수익률은 3.4%로 양호하였음. 신계약 APE는 보장성을 중심으로 59% QoQ 증가해 대폭 증가. 종신뿐 아니라 일반보장 담보의 마진도 하락해 마진배수가 6개월치 하락하면서 신계약 CSM은 25% QoQ 감소. 해약 증가와 변액 수익성 하락에 의해 CSM 가중 조정이 -3,740억원 발생했으나, 조정 및 상각이 신계약 CSM과 상쇄되면서 CSM 잔액은 전분기 수준을 유지함

배당가능이익 확보 노력은 필요

한화생명은 일회성 비용을 제외하면 3,000억원의 분기 영업이익을 기록했는데, 이는 전년 연간 영업이익의 41%에 해당. 기대 이상의 실적과 폭발적인 신계약 성장은 긍정적인 요소. 다만 1Q24 중 해약환급금 준비금이 5,500억원 증가하는 등 배당가능이익에 대한 부담이 있는데, 배당의 지속성을 갖기 위해서는 재원 확보에 대한 노력이 필요할 것으로 보임. 전년 수준의 배당성향을 가정하면 2024년 배당수익률은 5.2%로 기대. 경상 ROE 4.8%에 대해 12m forward PBR 0.16배의 현 주가는 여전히 저평가 상태로 판단하며 투자의견 및 목표주가를 유지함

[표1] 한화생명의 1Q24 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	1Q24P	1Q23	YoY	4Q23	QoQ	컨센서스	차이
보험손익	90.8	172.2	-47.3	86.4	5.1	n/a	n/a
투자손익	129.3	432.9	-70.1	-8.7	흑전	n/a	n/a
영업이익	220.1	605.1	-63.6	77.7	183.2	161.5	36.3
당기순이익	175.5	470.9	-62.7	38.4	357.5	137.0	28.2

자료: 한화생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한화생명의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

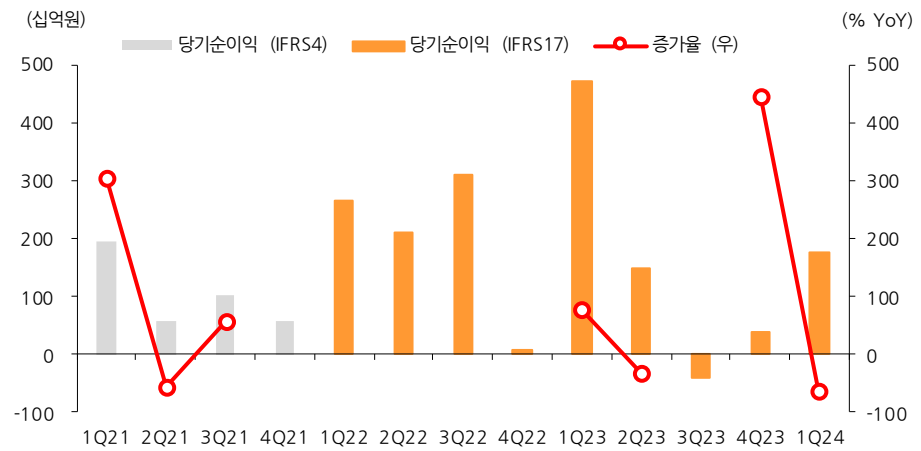
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	QoQ	YoY
AUM	96,635	94,072	92,992	97,010	95,978	-1.1	-0.7
투자서비스손익(일반계)	933	714	462	699	817	17.0	-12.4
Yield	3.8	3.0	2.0	3.0	3.4	0.4	-0.4
CSM (보유 순부채)	9,694	9,919	9,681	9,078	9,087	0.1	-6.3
CSM 상각	221	222	210	230	215	-6.4	-2.8
단순상각률	9.1	8.9	8.7	10.1	9.5	-0.7	0.3
신계약 CSM (원수)	544	620	692	685	515	-24.8	-5.3
전체 APE	1,084	762	720	698	1,107	58.6	2.1
단순마진 (개월)	6.0	9.8	11.5	11.8	5.6	-6.2	-0.4
보험+재보험손익	172	220	173	86	91	5.1	-47.3
일반/VFA 모형	222	273	199	123	141	14.5	-36.4
예실차	-27	2	-18	-25	-96	적지	적지
보험금*	-24	11	-20	-15	-111	적지	적지
사업비	-3	-8	2	-10	15	흑전	흑전
RA 변동	34	31	27	25	28	10.0	-17.6
CSM 상각	221	222	210	230	215	-6.4	-2.8
손실계약관련비용	-11	10	-27	-118	-12	적지	적지
기타	5	8	7	11	6	-45.2	28.6
PAA 모형	-7	-6	-6	-2	-4	적지	적지
기타사업비	42	48	21	35	47	34.8	10.8
투자손익	433	-81	-253	-8.7	129	흑전	-70.1
일반계정	246	58	-216	9	139	1,435.8	-43.7
특별계정	187	-139	-37	-18	-9	적지	적전
보험금융손익	-1,373	-752	-393	-1,808	-762	적지	적지
일반계정	-687	-656	-678	-690	-679	적지	적지
특별계정	-686	-95	285	-1,118	-84	적지	적지
투자서비스손익	1,806	670	141	1,799	891	-50.4	-50.6
일반계정	933	714	462	699	817	17.0	-12.4
특별계정	873	-44	-321	1,100	74	-93.2	-91.5
영업이익	605	138	-80	78	220	183.2	-63.6
영업외이익	2	5	-0	5	-0	적전	적전
세전이익	607	144	-80	83	220	166.1	-63.8
당기순이익	471	148	-41	38	176	357.5	-62.7

주: 회색 음영 부분은 데이터 부재, *보험료 경험조정 포함

자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

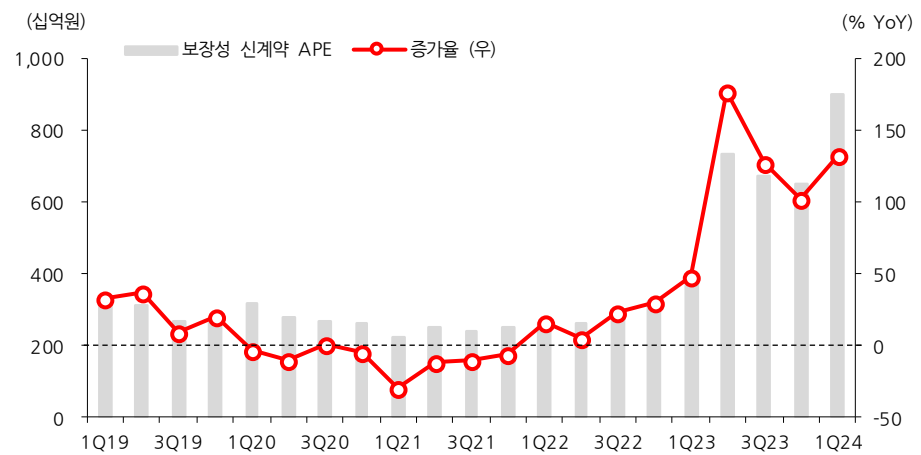
[그림1] 한화생명의 분기별 당기순이익 및 증가율



주: 2022년까지는 IAS39, 2023년부터는 IFRS9 기준

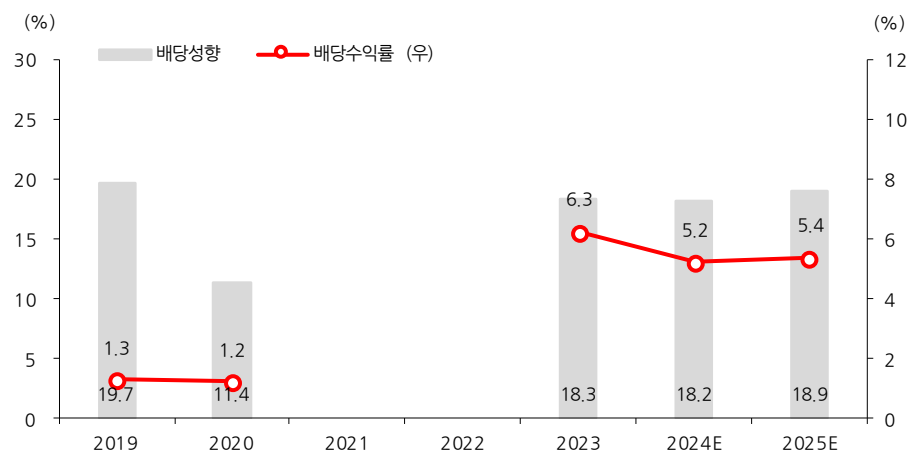
자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화생명의 보장성 APE 신계약 금액 및 증가율



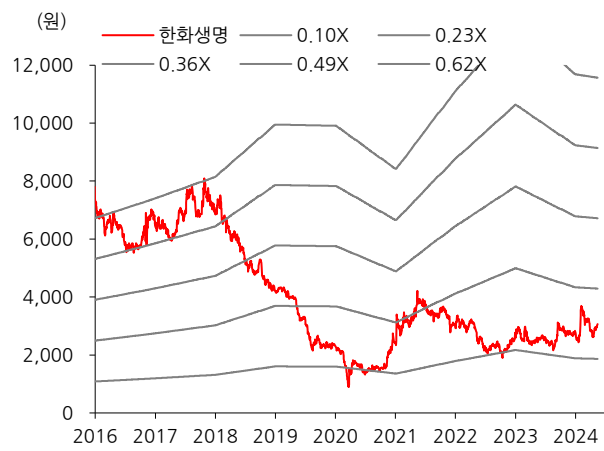
자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한화생명의 배당지표 추이 및 전망



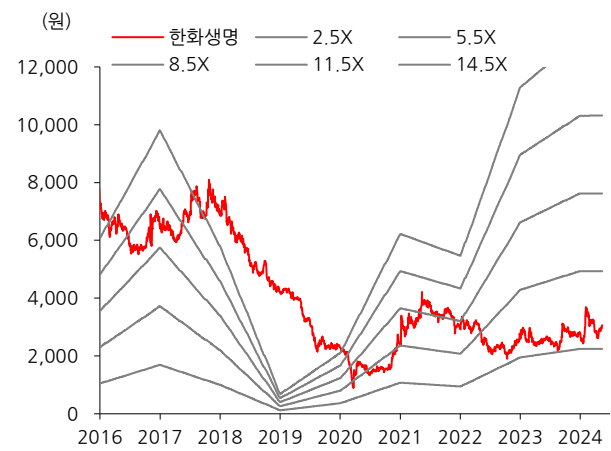
자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[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	97,037	98,207
현금및예치금	2,091	2,127	1,424	1,361
유가증권	77,573	75,725	76,114	76,872
FVPL	2,528	21,134	21,973	22,210
FVOCI	39,489	39,462	38,826	39,186
AC	31,896	11,408	11,592	11,753
대출채권	17,061	16,378	16,661	17,088
부동산	2,910	2,780	2,837	2,887
비운용자산	2,057	2,238	1,599	1,782
특별계정자산	14,520	15,545	16,067	16,720
자산총계	116,211	114,793	114,704	116,709
책임준비금	79,655	83,364	84,352	85,473
BEL	59,937	63,495	64,251	64,335
RA	1,577	1,637	1,754	1,881
CSM	9,725	9,171	9,963	11,089
PAA	10	12	-5	-21
투자계약부채	8,407	9,049	8,388	8,189
기타부채	6,230	4,453	4,082	4,003
후순위채	0	0	0	0
특별계정부채	14,555	15,561	16,091	16,745
부채총계	100,450	103,406	104,547	106,243
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	6,868	7,418
해약환급금준비금	1,597	2,505	4,516	6,574
자본조정	-920	-1,119	-1,116	-1,116
기타포괄손익누계	4,039	873	-424	-665
자본총계	15,761	11,387	10,157	10,466

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
자산총계	n/a	-1.2	-0.1	1.7
운용자산	n/a	-2.6	0.0	1.2
부채총계	n/a	2.9	1.1	1.6
CSM	n/a	-5.7	8.6	11.3
자본총계	n/a	-27.8	-10.8	3.0
보험손익	n/a	-3.2	12.1	21.0
투자손익	n/a	-66.7	87.9	-88.4
영업이익	n/a	-21.5	21.3	0.4
순이익	n/a	-22.4	10.8	-1.3

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	730	883
일반 및 변동수수료모형	839	818	883	1,033
CSM 상각	815	883	886	984
RA 변동	221	117	103	107
예상과실계차이	-7	-68	-71	-19
손실계약	-221	-145	-61	-66
기타	32	31	27	27
보험료배분접근법모형	-25	-21	-5	1
간접사업비	141	146	149	152
투자손익	272	90	170	20
보험금융손익	-716	-4,326	-2,796	-2,767
이자수익	2,483	2,633	2,544	2,591
배당수익	843	47	123	55
FVPL 평가손익	-650	996	370	0
기타	-1,688	741	-71	141
영업이익	944	741	899	903
영업외이익	47	12	-0	0
세전이익	991	753	899	903
법인세비용	197	137	216	228
당기순이익	794	616	683	674

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023	2024E	2025E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	2,143	3,263	3,117	2,711
신계약 CSM	1,609	2,541	2,178	2,345
투자수익률	1.0	4.5	3.1	2.9
수정 Book Value	21,719	16,312	14,159	13,771
수익성				
수정 ROE	3.9	3.1	4.4	4.8
수정 ROA	0.6	0.5	0.6	0.6
주당 지표				
수정 EPS	958	779	897	897
수정 BPS	28,906	21,709	18,843	18,328
보통주 DPS	0	150	165	170
Valuation 및 배당				
수정 PER	2.9	3.6	3.5	3.5
수정 PBR	0.1	0.1	0.2	0.2
배당성향	0.0	18.3	18.2	18.9
보통주 배당수익률	0.0	6.3	5.2	5.4

[Compliance Notice]

(공표일: 2024년 5월 17일)

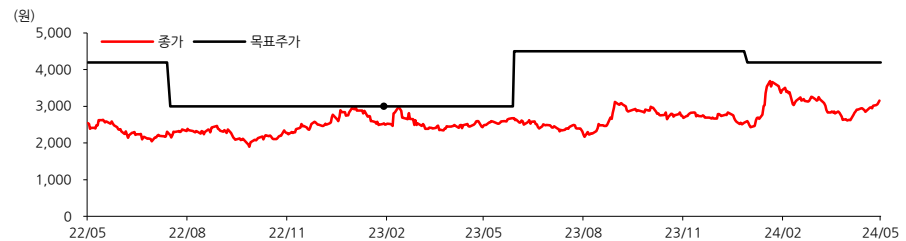
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

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	2022.07.11	2022.08.01	2022.09.26	2022.10.31	2023.02.23
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		4,200	3,000	3,000	3,000	3,000
일 시	2023.05.30	2023.06.14	2023.08.18	2023.09.01	2024.01.15	2024.02.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	3,000	4,500	4,500	4,500	4,200	4,200
일 시	2024.05.17					
투자의견	Buy					
목표가격	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 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%