



# 한화생명 (088350)

절대적으로 낮은 multiple은 매력적이나

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

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 4,200원

현재 주가(7/9)	2,960원
상승여력	▲41.9%
시가총액	25,708억원
발행주식수	868,530천주
52 주 최고가 / 최저가	3,690 / 2,165원
90 일 일평균 거래대금	50.5억원
외국인 지분율	10.2%
주주 구성	
한화 (외 6 인)	45.1%
자사주 (외 1 인)	13.5%
예금보험공사 (외 1 인)	10.0%

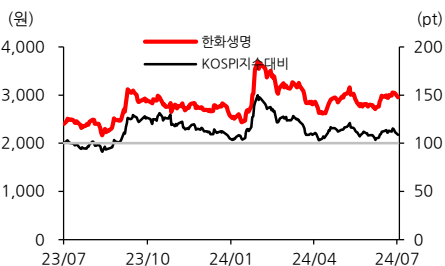
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.7	5.0	16.1	23.3
상대수익률(KOSPI)	0.4	-1.0	4.1	9.9

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	672	651	700	856
투자손익	272	90	205	59
영업이익	944	741	905	915
당기순이익	794	616	687	683
CSM (*)	9,585	9,078	9,807	10,829
수정 EPS	377	779	893	891
수정 BPS	13,280	21,709	19,280	18,954
수정 PER	7.4	3.6	3.3	3.3
수정 PBR	0.2	0.1	0.2	0.2
수정 ROE	2.8	3.1	4.4	4.7
배당수익률	0.0	5.3	5.6	5.7

\* 보유 순부채 기준

주가 추이



한화생명의 2Q24 실적은 컨센서스와 유사한 수준으로 기대됩니다. 동사의 12mf PBR은 0.15 배에 불과해 절대적으로 낮은 multiple은 매력적이거나, 수익성 제고와 자본여력 확보에 대한 구체적인 계획이 필요합니다.

**2Q24 순이익 1,813억원(+23% YoY), 추정치 부합**

한화생명의 2Q24 별도 순이익은 1,813억원(+23% YoY)으로 시장 컨센서스와 유사한 실적이 예상된다. 해당 컨센서스는 아웃라이어를 제거한 조정값으로 재산출하였다.

vs. 2Q23(YoY): 특별계정(일부 변액 및 퇴직)으로부터 (-) yield를 기록했던 전년 동기의 기저효과가 크다. 당사는 모든 생보사에 대하여 정상적으로는 특별계정 투자손익을 0로 가정하고 있다.

vs. 1Q24(QoQ): 전분기에 세척개정에 따라 예실차가 840억원 차감되는 비경상 요인이 발생했다. 이에 정상화된 보험손익이 122% QoQ 증가하나, 계절적인 배당수익의 소멸 등을 가정하면서 영업이익은 12% QoQ 증가할 것으로 추정한다.

2Q24 보험손익은 2,018억원(-8% YoY, +122% QoQ)으로 예상된다. 당분기가 경상 수준이고, 예실차의 계절성과 CSM 상각익의 자연 증가가 추후 변동성을 만들 것으로 예상된다. 2Q24 투자손익은 일반계정 기준 449억원(흑전 YoY, -65% QoQ)으로 예상된다. 평가/처분익을 340억원 가정하였다. 신계약 APE는 단기납 종신 판매의 축소로 주 원인으로 32% QoQ 감소할 것으로 예상된다. 단, 마진 배수가 회복되면서 신계약 CMS는 2% QoQ 증가할 것으로 추정하였다.

**절대적으로 낮은 multiple은 매력적이나**

한화생명은 수정 book value를 기준으로 경상 ROE 4.6%에 대해 12m forward PBR 0.15배를 기록하고 있다. 수익성에 비해 valuation discount가 확대된 상황이다. 자본여력과 배당가능이익을 고려하면 배당성향은 유지될 것으로 예상되며, 이때 2024년 배당수익률은 5.6%로 기대된다. 절대적으로 낮은 multiple은 매력적이거나, 투자 포인트를 명확히 하기 위해서는 수익성 제고 및 자본여력 확보에 대한 구체적인 계획을 공유할 필요가 있다는 판단이다.

[표1] 한화생명의 2Q24 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %, %p)

	2Q24E	2Q23	YoY	1Q24	QoQ	컨센서스	차이
보험손익	201.8	219.7	-8.2	90.8	122.2	n/a	n/a
투자손익	44.9	-81.3	흑전	129.3	-65.2	n/a	n/a
영업이익	246.7	138.4	78.2	220.1	12.1	241.9	2.0
당기순이익	184.3	147.8	24.7	175.5	5.0	181.0	1.8

주: Quantwise 컨센서스에서 outlier를 제거함

자료: 한화생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한화생명의 분기별 주요 손익 및 추정치

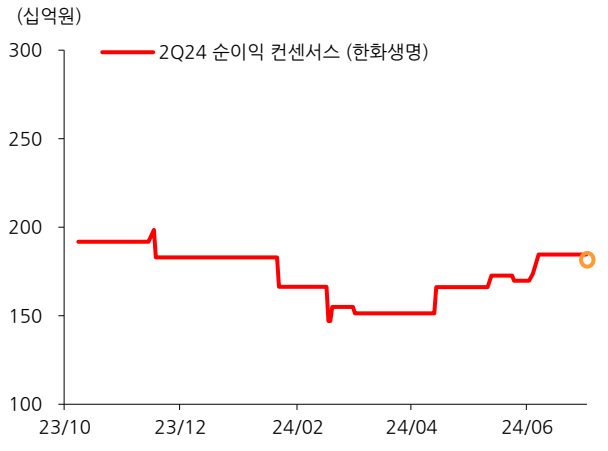
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	172	220	173	86	91	202	211	196	122.2	-8.2
일반/VFA 모형	222	273	199	123	141	243	242	238	72.2	-10.9
예실차	-27	2	-18	-25	-96	13	3	-9	흑전	485.1
RA 변동	34	31	27	25	28	24	25	26	-11.8	-20.3
CSM 상각	221	222	210	230	215	216	223	231	0.4	-2.6
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	-11	10	-27	-118	-12	-17	-17	-17	적지	적전
기타	5	8	7	11	6	7	7	7	7.8	-17.4
PAA 모형	-7	-6	-6	-2	-4	-3	-3	-5	적지	적지
보험수익	4	4	4	4	4	4	4	4	1.0	9.0
비용	12	10	10	7	8	8	8	10	-0.1	-19.7
기타사업비	42	48	21	35	47	38	27	37	-18.9	-20.0
투자손익	433	-81	-253	-9	129	45	35	-4	-65.2	흑전
일반계정	246	58	-216	9	139	45	35	-4	-67.6	-22.1
특별계정	187	-139	-37	-18	-9	0	0	0	n/a	n/a
보험금융손익	-1,373	-752	-393	-1,808	-762	-668	-668	-669	적지	적지
투자서비스손익	1,806	670	141	1,799	891	713	703	665	-20.1	6.3
영업이익	605	138	-80	78	220	247	245	193	12.1	78.2
영업외이익	2	5	0	5	0	0	0	0	n/a	n/a
세전이익	607	144	-80	83	220	247	245	193	12.3	71.9
당기순이익	471	148	-41	38	176	184	183	144	5.0	24.7
CSM (보유 순부채)	9,694	9,919	9,681	9,078	9,087	9,326	9,554	9,807	2.6	-6.0
K-ICS	181	180	184	184	174	172	170	169	-2.4	-8.7

주: 별도 기준

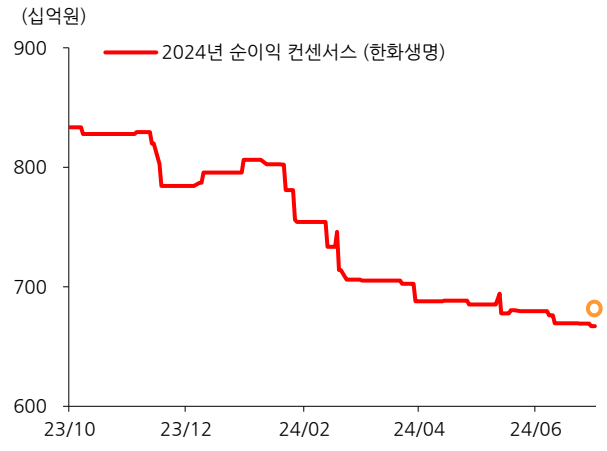
자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한화생명의 2Q24 당기순이익 컨센서스



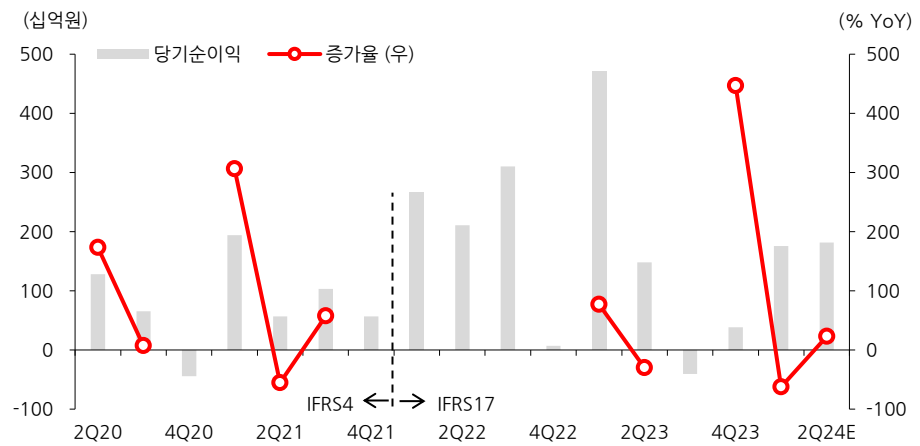
주: 황색 원은 당사 추정치, Quantwise 컨센서스에서 outlier를 제거함  
 자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화생명의 2024년 당기순이익 컨센서스



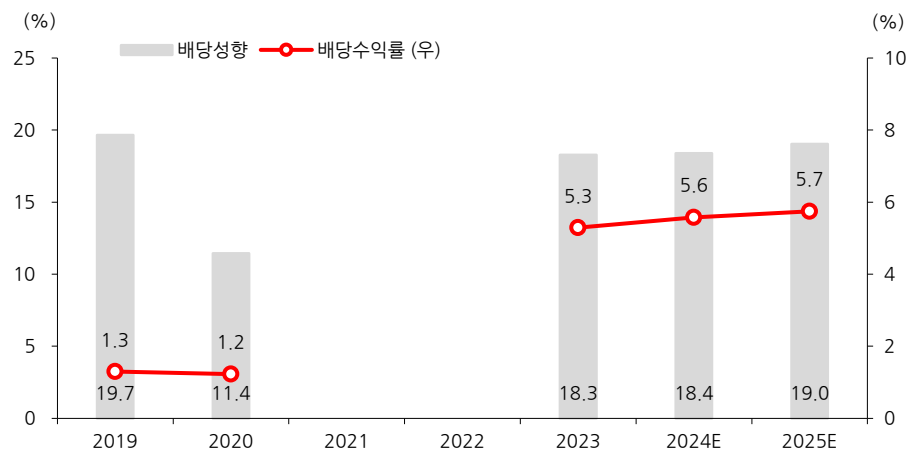
주: 황색 원은 당사 추정치, Quantwise 컨센서스에서 outlier를 제거함  
 자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한화생명의 분기별 당기순이익 및 증가율



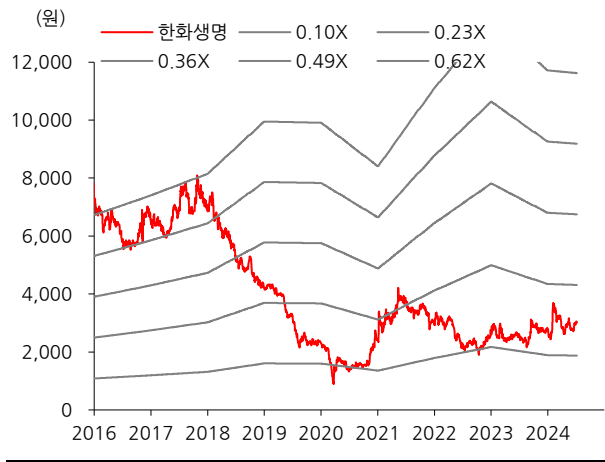
주: 2021년까지는 IFRS4, 2022년은 IFRS17 & IAS39 기준, 2023년 이후는 IFRS17 & IFRS9 기준  
 자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한화생명의 배당지표 추이 및 전망



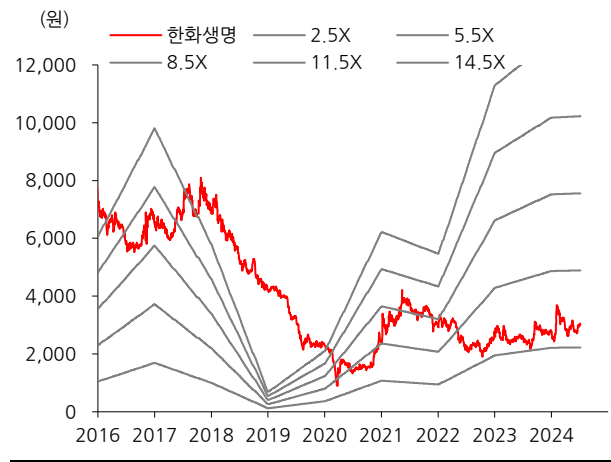
자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한화생명의 12m forward PBR



자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 한화생명의 12m forward PER



자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 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	1,995	2,102
특별계정자산	14,520	15,545	16,067	16,720
<b>자산총계</b>	<b>116,211</b>	<b>114,793</b>	<b>115,100</b>	<b>117,029</b>
책임준비금	79,655	83,364	84,592	85,644
BEL	59,937	63,495	64,563	64,691
RA	1,577	1,637	1,748	1,865
CSM	9,725	9,171	9,898	10,920
PAA	10	12	-5	-21
투자계약부채	8,407	9,049	8,388	8,189
기타부채	6,230	4,453	4,017	3,937
후순위채	0	0	0	0
특별계정부채	14,555	15,561	16,091	16,745
<b>부채총계</b>	<b>100,450</b>	<b>103,406</b>	<b>104,723</b>	<b>106,348</b>
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485
신종자본증권	1,558	498	300	300
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	6,256	6,307	6,865	7,411
해약환급금준비금	1,597	2,505	4,306	6,060
자본조정	-920	-1,119	-1,116	-1,116
기타포괄손익누계	4,039	873	-500	-743
<b>자본총계</b>	<b>15,761</b>	<b>11,387</b>	<b>10,378</b>	<b>10,681</b>

성장률

(% YoY)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E
자산총계	n/a	-1.2	0.3	1.7
운용자산	n/a	-2.6	0.0	1.2
부채총계	n/a	2.9	1.3	1.6
CSM	n/a	-5.7	7.9	10.3
자본총계	n/a	-27.8	-8.9	2.9
보험손익	n/a	-3.2	7.5	22.3
투자손익	n/a	-66.7	127.1	-71.1
영업이익	n/a	-21.5	22.1	1.1
순이익	n/a	-22.4	11.5	-0.6

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

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E
<b>보험손익</b>	<b>672</b>	<b>651</b>	<b>700</b>	<b>856</b>
일반 및 변동수수료모형	839	818	864	1,022
CSM 상각	815	883	886	976
RA 변동	221	117	103	107
예상과실제차이	-7	-68	-90	-22
손실계약	-221	-145	-61	-66
기타	32	31	27	27
보험료배분접근법모형	-25	-21	-16	-15
간접사업비	141	146	149	152
<b>투자손익</b>	<b>272</b>	<b>90</b>	<b>205</b>	<b>59</b>
보험금융손익	-716	-4,326	-2,767	-2,687
이자수익	2,483	2,633	2,547	2,550
배당수익	843	47	123	55
FVPL 평가손익	-650	996	373	0
기타	-1,688	741	-71	141
<b>영업이익</b>	<b>944</b>	<b>741</b>	<b>905</b>	<b>915</b>
영업외이익	47	12	-0	0
세전이익	991	753	905	915
법인세비용	197	137	217	232
<b>당기순이익</b>	<b>794</b>	<b>616</b>	<b>687</b>	<b>683</b>

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023	2024E	2025E
<b>주요 지표</b>				
월납 신계약 보험료	2,143	3,263	3,117	2,711
신계약 CSM	1,609	2,541	2,116	2,247
투자수익률	1.0	4.5	3.1	2.8
수정 Book Value	21,719	16,312	14,487	14,242
<b>수익성</b>				
수정 ROE	2.8	3.1	4.4	4.7
수정 ROA	0.2	0.5	0.6	0.6
<b>주당 지표</b>				
수정 EPS	377	779	893	891
수정 BPS	13,280	21,709	19,280	18,954
보통주 DPS	0	150	165	170
<b>Valuation 및 배당</b>				
수정 PER	7.4	3.6	3.3	3.3
수정 PBR	0.2	0.1	0.2	0.2
배당성향	0.0	18.3	18.0	18.7
보통주 배당수익률	0.0	5.3	5.6	5.7

[ Compliance Notice ]

(공표일: 2024년 7월 10일)

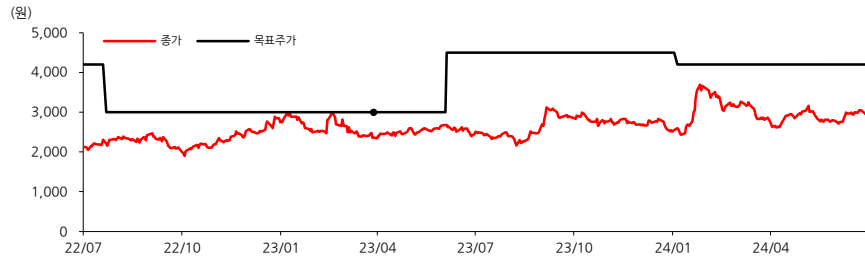
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

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	투자등급변경	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	2024.06.17	2024.07.09			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	4,200	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%