



# 한화생명 (088350)

제도 변경의 영향은 제한적일 것으로 기대

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

**Buy (유지)**

목표주가(하향): 3,600원

현재 주가(11/13)	2,750원
상승여력	▲30.9%
시가총액	23,885억원
발행주식수	868,530천주
52 주 최고가 / 최저가	3,690 / 2,435원
90 일 일평균 거래대금	37.17억원
외국인 지분율	10.7%
주주 구성	
한화 (외 6 인)	45.1%
자사주 (외 1 인)	13.5%
예금보험공사 (외 1 인)	10.0%

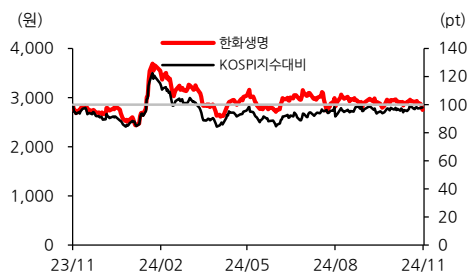
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.8	-8.0	-9.4	-1.3
상대수익률(KOSPI)	0.1	-0.2	2.0	-1.8

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	672	651	544	749
투자손익	272	90	326	166
영업이익	944	741	869	915
당기순이익	794	616	700	683
CSM (*)	9,585	9,078	9,055	9,905
수정 EPS	377	779	885	839
수정 BPS	13,280	21,709	18,306	18,688
수정 PER	7.4	3.6	3.1	3.3
수정 PBR	0.2	0.1	0.2	0.1
수정 ROE	2.8	3.1	4.4	4.5
배당수익률	0.0	5.3	0.0	0.0

\* 보유 순부채 기준

주가 추이



한화생명의 분기 실적은 시장 기대를 하회했습니다. 우려와 달리 계리가 정 가이드 적용의 영향은 제한적일 것으로 기대됩니다. 단, 이익 추정치 하향에 따라 목표주가를 하향 조정합니다.

3Q24 순이익 2,368억원(흑자전환 YoY)

한화생명의 3Q24 별도 순이익은 2,368억원(흑자전환 YoY)으로 당사 추정치와 시장 컨센서스를 각각 34%, 25% 하회. 3,000억원대의 부동산 매각익에도 불구하고 평가/처분익과 보험손익 전반이 부진하였음. 3Q24 보험손익은 1,068억원(-38% YoY)으로 CSM 상각익, 예실차, 손실계약비용, 기타사업비 등 주요 라인이 전분기 및 추정치보다 악화됨. 유배당 연금이 손실계약으로 전환되면서 추후 당기손익에 +/- 요인으로 작용할 전망. 3Q24 투자손익은 1,738억원(흑전 YoY), 일반계정 기준 883억원(흑전 YoY)이나, 부동산 매각익 제외 시 적자를 기록. 해외 부동산에 대한 상각과 평가처분손 등이 반영된 결과. 신계약 APE는 보장성을 중심으로 20% QoQ 증가. 보장성 내 종신이 크게 증가했으나 일반보장은 감소하면서 신계약 마진은 하락. 이에 신계약 CSM은 13% QoQ 증가. 여기에 변액 수익성 하락 등에 의해 기중 조정이 4,000억원대 발생하면서 CSM 잔액은 전분기 수준을 유지함

제도 변경의 영향은 제한적일 것으로 기대

한화생명은 적극적인 단기납 종신 판매에도 불구하고 금융당국의 계리 가정 가이드라인에 따른 영향이 제한적일 것으로 밝힘. 단기납 종신의 해지율 가정을 지난해 말 이미 보수화했기 때문. 동사의 4Q23 CSM 조정은 -1조원대로 매우 크게 나타난 바 있음. 당사는 BEL 1,000억원 증가를 추정치에 반영함. 이는 기존의 우려보다 적은 수준. 또한 원가 평가 자산으로 인해 금리 하락에 따라 자본이 감소했으나 감독기준상 듀레이션 매칭이 양호해 가용자본 변동은 상대적으로 적었음. 다만 당분기 어닝 쇼크와 기중 조정에 의해 CSM이 감소 추세를 보이는 점, 보험금 예실차의 악화, 분기 손실계약비용의 확대 가능성 등을 감안해 연간 이익 추정치를 하향 조정함. 이에 따른 기대 ROE 하락과 불투명해진 배당 가능성 등을 감안해 목표주가를 14% 하향 조정함

[표1] 한화생명의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

항목	한화생명	비고
자기자본비용	17.3	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.9	(b): 국제 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	10.7	(c): Market Risk Premium (Bloomberg)
Beta (β)	1.3	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE	4.5	(e): 회사별 향후 3개년 수정 ROE 평균
영구성장률	0.0	(f)
이론적 PBR	0.26	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율)	(25.0)	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR	0.20	(i): (g)*(h)
수정 BPS	18,656	(j): 회사별 12개월 forward 수정 BPS
<b>목표주가</b>	<b>3,600</b>	<b>(k): (i)*(j)</b>
조정률	-14.3	직전 목표주가 대비 조정률
현주가	2,750	
상승여력	30.9	

자료: 한화투자증권 리서치센터

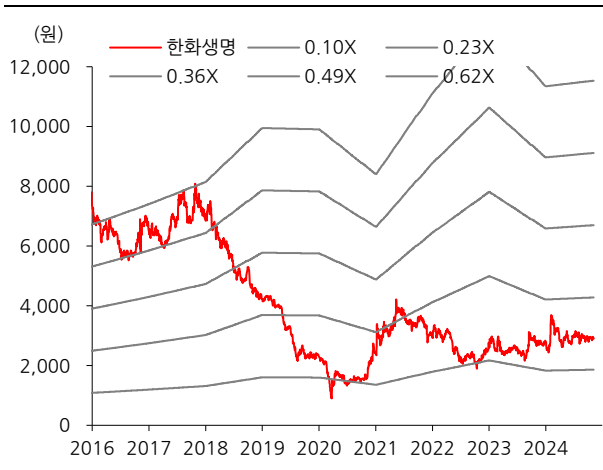
[표2] 주요 투자지표 추정치 변동

(단위: 십억 원, 원, %, %p)

	변경 후		변경 전		변화율(%)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
당기순이익	700	683	830	693	-15.6	-1.4
수정 EPS	885	839	1,057	852	-16.3	-1.5
수정 BPS	18,306	18,688	19,952	20,078	-8.3	-6.9
수정 ROE	4.4	4.5	5.1	4.3	-0.7	0.3

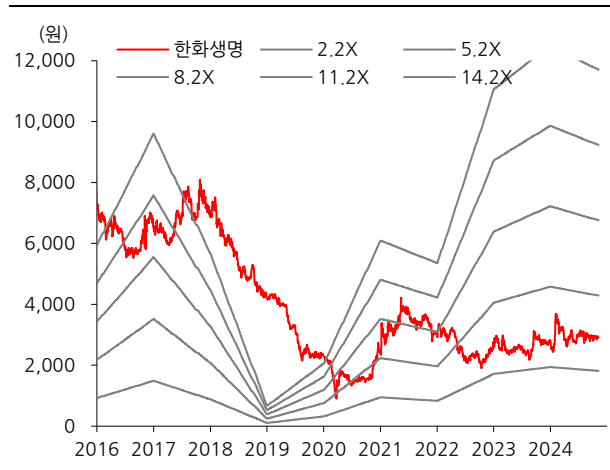
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한화생명 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화생명 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 한화생명의 3Q24 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	3Q24P	3Q23	YoY	2Q24	QoQ	3Q24E	차이	컨센서스	차이
보험손익	106.8	172.6	-38.1	183.7	-41.9	197.2	-45.8	n/a	n/a
투자손익	173.8	-252.5	흑전	30.4	471.5	287.0	-39.4	n/a	n/a
영업이익	280.6	-79.9	흑전	214.1	31.0	484.2	-42.0	352.4	-20.4
당기순이익	236.8	-40.8	흑전	172.3	37.4	360.8	-34.4	313.8	-24.6

자료: 한화생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 한화생명의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

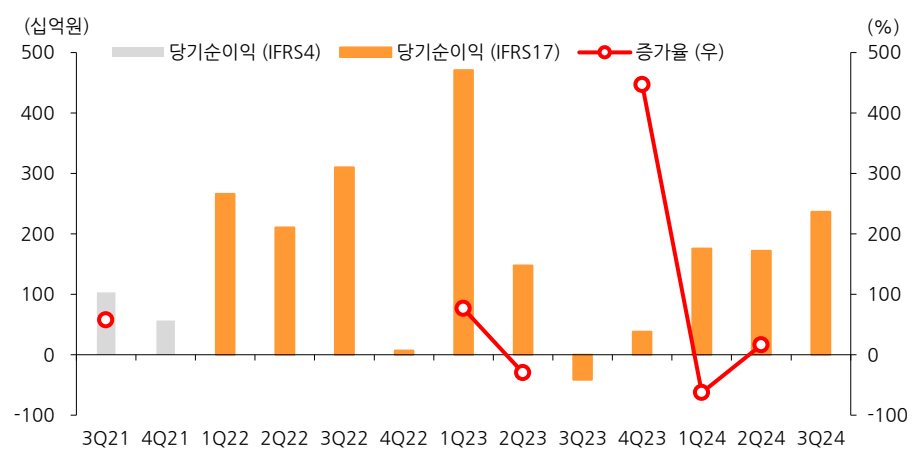
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	QoQ	YoY
AUM	96,635	94,072	92,992	97,010	95,978	98,404	101,401	3.0	9.0
투자서비스손익	933	714	462	699	817	722	781	8.1	68.9
Yield	3.8	3.0	2.0	3.0	3.4	3.0	3.1	0.2	1.2
CSM (보유 순부채)	9,694	9,919	9,681	9,078	9,087	8,983	8,969	-0.2	-7.4
CSM 상각	221	222	210	230	215	210	206	-2.0	-2.1
단순상각률	9.1	8.9	8.7	10.1	9.5	9.4	9.2	-0.2	0.5
신계약 CSM (원수)	544	620	692	685	515	481	542	12.7	-21.6
월납 신계약 보험료	1,084	762	720	698	1,107	813	977	20.1	35.8
단순마진 (개월)	6.0	9.8	11.5	11.8	5.6	7.1	6.7	-0.4	-4.9
보험+재보험손익	172	220	173	86	91	184	107	-41.9	-38.1
일반/VFA 모형	222	273	199	123	141	216	155	-28.3	-22.2
예실차	-27	2	-18	-25	-96	-22	-54	적지	적지
보험금*	-24	11	-20	-15	-111	-16	-51	적지	적지
사업비	-3	-8	2	-10	15	-6	-3	적지	적전
RA 변동	34	31	27	25	28	36	37	4.0	35.4
CSM 상각	221	222	210	230	215	210	206	-2.0	-2.1
손실계약관련비용	-11	10	-27	-118	-12	-18	-43	적지	적지
기타	5	8	7	11	6	11	9	-14.2	31.4
PAA 모형	-7	-6	-6	-2	-4	-0	-1	적지	적지
기타사업비	42	48	21	35	47	32	48	47.8	126.9
투자손익	433	-81	-253	-9	129	30	174	471.5	흑전
일반계정	246	58	-216	9	139	46	88	90.5	흑전
특별계정	187	-139	-37	-18	-9	-16	85	흑전	흑전
보험금융손익	-1,373	-752	-393	-1,808	-762	-1,030	-665	적지	적지
일반계정	-687	-656	-678	-690	-679	-676	-693	적지	적지
특별계정	-686	-95	285	-1,118	-84	-355	27	흑전	-90.4
투자서비스손익	1,806	670	141	1,799	891	1,061	839	-20.9	495.7
일반계정	933	714	462	699	817	722	781	8.1	68.9
특별계정	873	-44	-321	1,100	74	339	58	-82.8	흑전
영업이익	605	138	-80	78	220	214	281	31.0	흑전
영업외이익	2	5	-0	5	-0	-3	10	흑전	흑전
세전이익	607	144	-80	83	220	212	291	37.4	흑전
당기순이익	471	148	-41	38	176	172	237	37.4	흑전

주: \*보험료 경험조정 포함

자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

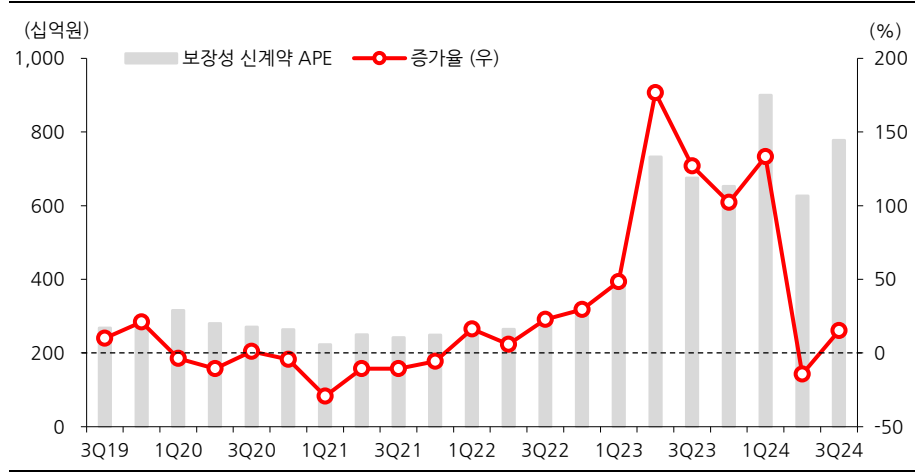
[그림3] 한화생명의 분기별 당기순이익 및 증가율



주: 2022년까지는 IAS39, 2023년부터는 IFRS9 기준

자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한화생명의 보장성 APE 신계약 금액 및 증가율



자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E
운용자산	99,634	97,010	101,908	104,375
현금및예치금	2,091	2,127	1,139	1,123
유가증권	77,573	75,725	82,778	84,640
FVPL	2,528	21,134	23,952	24,597
FVOCI	39,489	39,462	43,072	44,161
AC	31,896	11,408	12,031	12,159
대출채권	17,061	16,378	15,752	16,362
부동산	2,910	2,780	2,238	2,251
비운용자산	2,057	2,238	2,316	2,507
특별계정자산	14,520	15,545	15,031	15,641
<b>자산총계</b>	<b>116,211</b>	<b>114,793</b>	<b>119,255</b>	<b>122,524</b>
책임준비금	79,655	83,364	91,384	93,777
BEL	59,937	63,495	71,831	73,530
RA	1,577	1,637	1,708	1,761
CSM	9,725	9,171	9,149	10,000
PAA	10	12	6	2
투자계약부채	8,407	9,049	8,690	8,484
기타부채	6,230	4,453	2,941	2,846
후순위채	0	0	0	0
특별계정부채	14,555	15,561	15,052	15,663
<b>부채총계</b>	<b>100,450</b>	<b>103,406</b>	<b>109,361</b>	<b>112,269</b>
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485
신종자본증권	1,558	498	1,097	1,097
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	6,256	6,307	6,866	7,497
해약환급금준비금	1,597	2,505	3,887	4,833
자본조정	-920	-1,119	-1,114	-1,114
기타포괄손익누계	4,039	873	-1,784	-2,053
<b>자본총계</b>	<b>15,761</b>	<b>11,387</b>	<b>9,893</b>	<b>10,255</b>

성장률

(% YoY)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E
자산총계	n/a	-1.2	3.9	2.7
운용자산	n/a	-2.6	5.0	2.4
부채총계	n/a	2.9	5.8	2.7
CSM	n/a	-5.7	-0.2	9.3
자본총계	n/a	-27.8	-13.1	3.7
보험손익	n/a	-3.2	-16.5	37.7
투자손익	n/a	-66.7	260.2	-49.0
영업이익	n/a	-21.5	17.3	5.2
순이익	n/a	-22.4	13.6	-2.4

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

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	672	651	544	749
일반 및 변동수수료모형	839	818	714	919
CSM 상각	815	883	838	848
RA 변동	221	117	137	146
예상과실계차이	-7	-68	-202	-43
손실계약	-221	-145	-96	-72
기타	32	31	37	40
보험료배분접근법모형	-25	-21	-7	-4
간접사업비	141	146	164	167
투자손익	272	90	326	166
보험금융손익	-716	-4,326	-3,145	-2,774
이자수익	2,483	2,633	2,535	2,656
배당수익	843	47	125	59
FVPL 평가손익	-650	996	200	0
기타	-1,688	741	610	225
영업이익	944	741	869	915
영업외이익	47	12	7	0
세전이익	991	753	876	915
법인세비용	197	137	176	232
<b>당기순이익</b>	<b>794</b>	<b>616</b>	<b>700</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	3,653	3,001
신계약 CSM	1,609	2,541	2,004	1,975
투자수익률	1.0	4.5	3.5	2.9
수정 Book Value	21,719	16,312	13,755	14,042
<b>수익성</b>				
수정 ROE	2.8	3.1	4.4	4.5
수정 ROA	0.2	0.5	0.6	0.5
<b>주당 지표</b>				
수정 EPS	377	779	885	839
수정 BPS	13,280	21,709	18,306	18,688
보통주 DPS	0	150	0	0
<b>Valuation 및 배당</b>				
수정 PER	7.4	3.6	3.1	3.3
수정 PBR	0.2	0.1	0.2	0.1
배당성향	0.0	18.3	0.0	0.0
보통주 배당수익률	0.0	5.3	0.0	0.0

[ Compliance Notice ]

(공표일: 2024년 11월 14일)

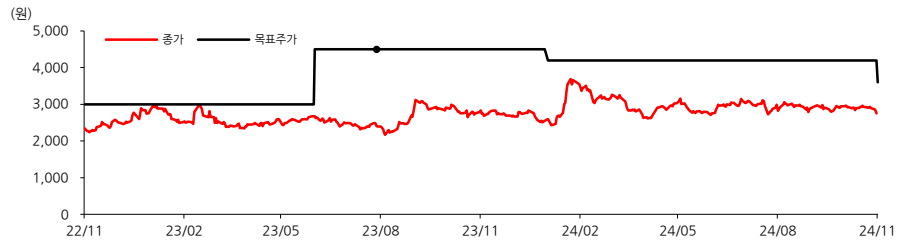
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 한화생명 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자이견 변동 내역 ]

일시	2016.08.12	2023.02.23	2023.05.30	2023.06.14	2023.08.18	2023.09.01
투자이견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		3,000	3,000	4,500	4,500	4,500
일시	2024.01.15	2024.02.22	2024.05.17	2024.06.17	2024.07.10	2024.08.14
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	4,200	4,200	4,200	4,200	4,200	4,200
일시	2024.10.08	2024.11.11	2024.11.14			
투자이견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	4,200	4,200	3,600			

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자이견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.06.14	Buy	4,500	-41.31	-30.67
2024.01.15	Buy	4,200	-29.48	-12.14
2024.11.14	Buy	3,600		

[ 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 투자이견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자이견 ]

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 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%