



Outperform (Maintain)

목표주가: 3,200 원

주가(2/20): 2,715 원

시가총액: 23,581 억원



보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

Stock Data

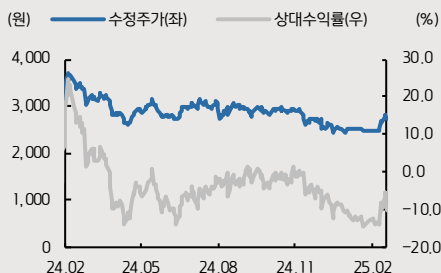
KOSPI		2,654.06pt	
시가총액		23,581 억 원	
52 주 주가동향		최고가	최저가
		3,415 원	2,445 원
최고/최저가대비 등락율		-20.50%	11.04%
수익률		절대	상대
	1M	9.0%	4.6%
	6M	-9.8%	-1.5%
	1Y	-19.2%	-0.3%

Company Data

발행주식수	868,530 천주
일평균 거래량(3M)	1,385 천주
외국인 지분율	10.14%
배당수익률(24E)	0.0%
BPS(24E)	11,899 원
주요 주주	(주)한화 외 5 인 45.06%

(십억원, 배)	2023	2024E	2025E
보험이익	650.9	506.3	614.1
투자이익	90.4	390.7	407.6
영업이익	741.3	897.0	1,021.7
세전이익	753.4	904.9	1,003.6
당기순이익	616.3	720.6	752.7
ROE	5.5	0.0	0.0
ROA	0.4	0.0	0.0
EPS	710	830	867
BPS	13,111	11,899	13,480
PER	3.2	3.0	2.8
PBR	0.2	0.2	0.2
DPS	150	0	0
배당수익률 (%)	5.3	0.0	0.0

Price Trend



한화생명 (088350)

실적은 양호했으나 여전한 부담 요인들



4 분기 순이익은 전년동기대비 254% 증가한 1,360 억원 기록하며 컨센서스를 23% 상회, 추정치는 7% 하회. 보험이익 중 CSM 상각액은 CSM 잔액 감소로 소폭 감소했으며, 계절성 요인이 예실차에 반영되었으나 손실부담계약비용은 축소. 투자이익은 견조한 이자수익 및 부담금리 하락으로 흑자전환에 성공. 연간 실적은 양호했으나 여전히 주주환원은 제도 개선이 관건. 투자의견 Outperform, 목표주가는 3,200 원 유지

>>> 연간 순이익 17% (YoY) 증가

2024 년 4 분기 순이익은 전년동기대비 254% 증가한 1,360 억원으로 컨센서스 23% 상회, 추정치 7% 하회했다. 보험손익에서 계절성 요인 및 계리적 가정 변경 등의 영향이 상대적으로 적었으며, 보험금융손익 개선으로 투자이익도 개선되었다. 연간 순이익은 17% (YoY) 증가한 7,206 억원이었다.

>>> 신계약 호조 지속, 향후 K-ICS 비율 관리가 관건

한화생명의 보험이익은 45% (YoY) 증가했는데, CSM 과 RA 상각액이 견조한 수준을 이어간 동시에 손실부담계약비용이 전년동기대비 약 900 억원 축소된 영향이다. 연간 계리적 가정 변경이 있었던 점을 감안하면 상대적으로 변동성이 낮았던 점은 긍정적으로 판단한다. 투자이익은 보험금융손익 감소에 따라 전년동기 -87 억원 대비 흑자전환한 572 억원을 기록했다. 신계약 CSM 은 18% (YoY) 감소한 5,846 억원이었는데, APE 는 37% (YoY) 증가했으나 연금상품 비중 상승에 따른 믹스 악화로 CSM 배수는 전년동기대비 감소한 영향이다. 기말 CSM 은 전년말대비 1% 감소한 9 조 1,091 억원인데, 향후 VFA 조정폭이 줄어들면서 CSM 은 순증할 것으로 예상하고 있다. 연말 예상 K-ICS 비율은 전년말대비 19%p 하락한 165%인데, 2025 년 장기선도금리 25bp 하락에 따른 K-ICS 비율 9%p 하락, 시중금리 10bp 하락 시 2%p 내외의 하락이 예상되나 신계약 확보를 통해 관리할 계획이다. 중장기 목표 K-ICS 비율은 170~180% 수준인데, 2026 년부터는 K-ICS 내부모형 적용 및 이에 따른 요구자본 감소 효과를 기대하고 있다.

>>> 투자의견 Outperform, 목표주가 3,200 원 유지

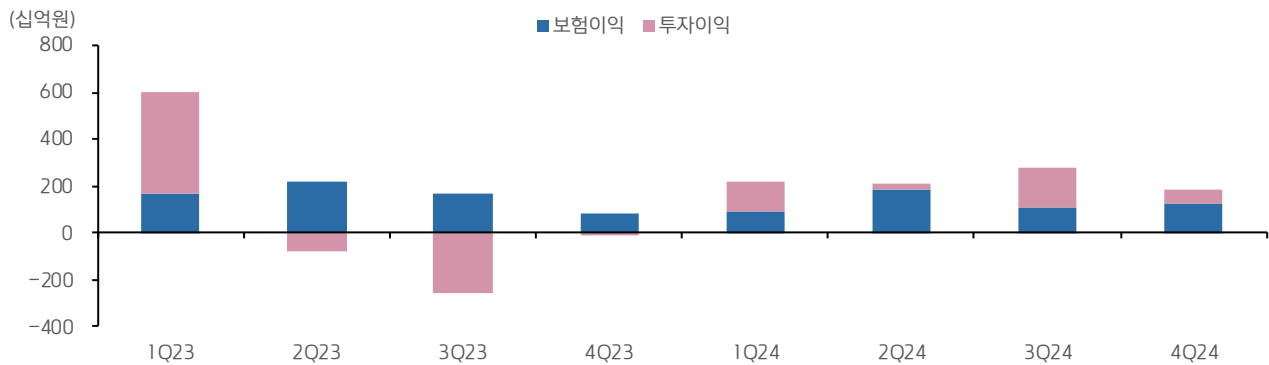
한화생명에 대한 투자의견 Outperform 과 목표주가 3,200 원을 유지한다. 확연한 이익 증가세를 기록하고는 있으나, 기말 CSM 감소와 K-ICS 비율 하락세가 이어지고 있으며 배당에 대한 불확실성도 아직 해소되지 않는 모습이다. 향후 부정적 요인들이 축소될 것으로 예상됨에 따라 재무적인 지표들은 개선세를 보일 것으로 기대되나 주가 상승으로 이어지기 위해서는 해약환급금준비금 등의 제도 개선이 먼저 이루어져야 할 것으로 판단한다.

한화생명 분기실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2023	2024P
보험이익	172.2	219.7	172.6	86.4	90.8	183.7	106.8	124.9	650.9	506.3
(YoY)	흑전	흑전	흑전	흑전	-47%	-16%	-38%	45%		-22%
일반/VFA	172.2	219.7	172.6	86.4	90.8	183.7	106.8	124.9	650.9	506.3
CSM 상각	225.1	226.3	216.9	219.4	220.3	215.5	211.5	204.7	887.7	851.9
RA 해제	33.9	31.0	27.5	25.4	28.0	35.7	37.2	37.2	117.7	138.1
예실차	(27.6)	2.4	4.8	(19.0)	(17.5)	8.0	(9.1)	(63.7)	(39.4)	(82.2)
보험금예실차	(26.3)	12.0	4.7	(4.2)	(30.1)	16.0	(4.4)	(59.7)	(13.8)	(78.2)
사업비예실차	(1.3)	(9.6)	0.1	(14.8)	12.7	(8.0)	(4.7)	(3.9)	(25.6)	(4.0)
기타	(59.2)	(39.9)	(76.6)	(139.4)	(140.0)	(75.5)	(132.8)	(53.3)	(315.1)	(401.5)
투자이익	432.9	(81.3)	(252.5)	(8.7)	129.3	30.4	173.8	57.2	90.4	390.7
(YoY)	흑전	적전	적전	적전	-70%	흑전	흑전	흑전		332%
보험금융손익	(1,373.5)	(751.6)	(393.4)	(1,807.6)	(762.2)	(1,030.4)	(665.4)	(582.3)	(4,326.1)	(3,040.5)
투자서비스손익	1,806.4	670.3	140.9	1,798.9	891.5	1,060.9	839.2	639.6	4,416.5	3,431.1
영업이익	605.1	138.4	(79.9)	77.7	220.1	214.1	280.6	182.1	741.3	897.0
(YoY)	흑전	흑전	적전	흑전	-64%	55%	흑전	134%		21%
영업외손익	2.2	5.1	(0.1)	4.8	(0.5)	(2.6)	10.1	1.0	12.1	8.0
세전이익	607.3	143.6	(80.0)	82.5	219.6	211.5	290.7	183.1	753.4	904.9
법인세비용	136.4	(4.2)	(39.2)	44.2	44.1	39.2	53.9	47.1	137.2	184.4
당기순이익	470.9	147.8	(40.8)	38.4	175.5	172.3	236.8	136.0	616.3	720.6
(YoY)	흑전	흑전	적전	흑전	-63%	17%	흑전	254%		17%

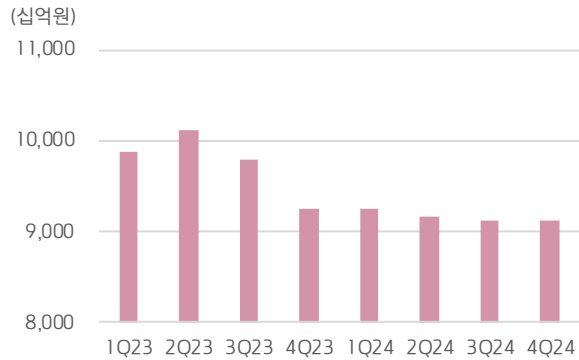
자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터

한화생명의 보험이익과 투자이익 추이



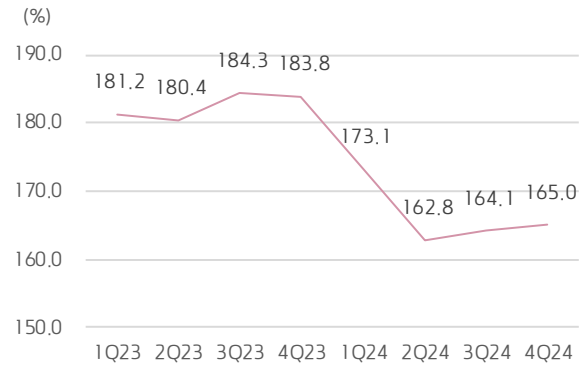
자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터.

CSM 기말 잔액 추이



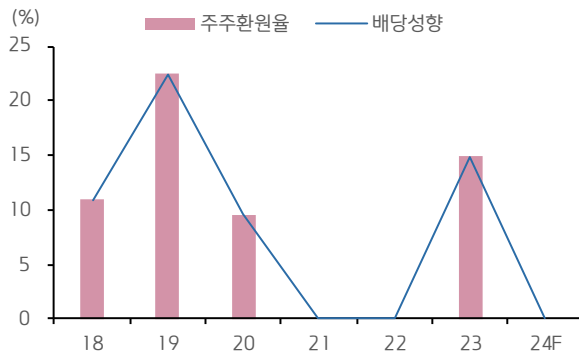
자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터.

K-ICS 비율 추이



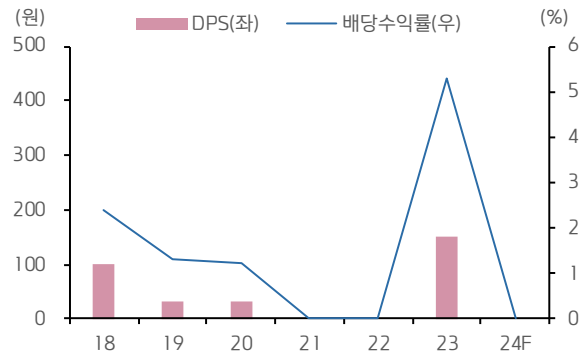
자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터.

주주환원율과 배당성향



자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터.

DPS와 배당수익률



자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터.

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12 월 결산	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
보험이익			650.9	506.3	614.1
일반/VFA			650.9	506.3	614.1
CSM 상각			887.7	851.9	828.0
RA 해제			117.7	138.1	169.2
예실차			(39.4)	(82.2)	(68.4)
보험금예실차			(13.8)	(78.2)	(81.5)
사업비예실차			(25.6)	(4.0)	13.1
기타			(315.1)	(401.5)	(314.7)
PAA			0.0	0.0	0.0
자동차보험손익			0.0	0.0	0.0
일반보험손익			0.0	0.0	0.0
투자이익			90.4	390.7	407.6
보험금융손익			(4,326.1)	(3,040.5)	(2,358.6)
투자서비스손익			4,416.5	3,431.1	2,766.2
영업이익			741.3	897.0	1,021.7
영업외손익			12.1	8.0	(18.0)
세전이익			753.4	904.9	1,003.6
법인세비용			137.2	184.4	250.9
당기순이익			616.3	720.6	752.7
CSM Movement					
기시			9,799	9,130	9,376
신계약			685	2,123	2,183
이자부리			91	350	371
상각			219	852	828
조정			1,118	1,751	1,324
기말			9,238	9,109	9,511
CSM 증감 (YoY, %)				(1)	4
순증액			(561)	(21)	136
K-ICS 비율			183.8	165.0	173.8
지급여력금액			20,979	21,528	22,131
지급여력기준금액			11,414	13,049	12,732

투자지표 (I)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
운용자산 비중 (%)					
FVPL			84.5	85.4	85.4
FVOCI			21.8	23.9	23.4
AC			40.7	43.0	43.3
대출채권			11.8	11.1	11.1
부동산			16.9	15.3	15.3
주요비율 (% 배)					
ROA			0.4	0.5	0.8
ROE			5.5	5.3	8.3
P/E			3.2	3.7	2.3
P/B			0.22	0.21	0.18

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산총계			114,793	122,135	114,321
운용자산			97,010	105,018	98,299
FVPL			21,134	25,014	22,949
FVOCI			39,462	45,320	42,761
AC			11,408	11,543	10,804
대출채권			16,378	15,156	14,186
부동산			2,780	2,233	2,090
비운용자산			17,783	17,117	16,022
부채총계			103,406	111,800	102,614
책임준비금			83,364	92,335	83,424
보험계약부채			74,287	83,046	83,424
잔여보장요소			71,583	80,183	80,584
최선추정			60,719	69,202	69,204
위험조정			1,621	1,868	1,868
보험계약마진			9,238	9,109	9,511
보험료배분접근법			4	4	0
발생사고요소			2,704	2,863	2,840
최선추정			2,682	2,832	2,810
위험조정			22	31	30
재보험계약부채			28	34	98
투자계약부채			9,049	9,254	8,983
기타부채			20,042	19,465	19,190
자본총계			11,387	10,335	11,708
자본금			4,343	4,343	4,343
자본잉여금			485	485	485
신종자본증권			498	1,097	1,097
이익잉여금			6,307	6,886	8,169
해약환급금준비금			2,505	3,631	4,000
자본조정			(1,119)	(1,114)	(1,114)
기타포괄손익누계액			873	(1,363)	(1,273)
비지배지분			0	0	0

투자지표 (II)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
주주환원지표					
DPS (원)			150	0	0
증가율(YoY, %)				(100)	
배당성향 (%)			14.9	0.0	0.0
배당수익률 (%)			5.3	0.0	0.0
현금배당액 (십억원)			112.7	0.0	0.0
자기주식수 (천주)			117,140	117,140	117,140
발행주식수 (천주)			868,530	868,530	868,530
자기주식 비중 (%)			13.5	13.5	13.5
자기주식 소각액			0	0	0
총주주환원율 (%)			14.9	0.0	0.0

Compliance Notice

- 당사는 2월 20일 현재 '한화생명(088350)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

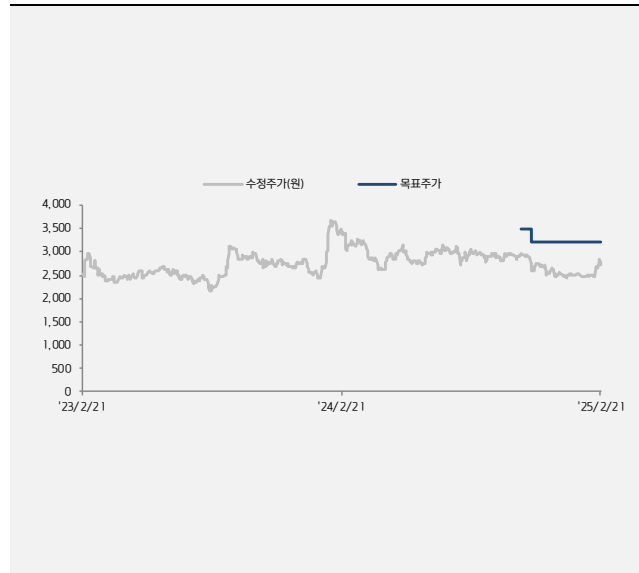
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2 개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화생명 (088350)	2024-10-30	Outperform(Initiate)	3,500 원	6개월	-16.14	-15.43
	2024-11-14	Outperform(Maintain)	3,200 원	6개월	-14.22	-11.06
	2025-02-21	Outperform(Maintain)	3,200 원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2 개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6 개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6 개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/01/01~2024/12/31)

매수	중립	매도
96.37%	3.63%	0.00%