



Outperform (Maintain)

목표주가: 3,200 원 (하향)

주가(11/13): 2,750 원

시가총액: 23,885 억원



보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

Stock Data

		2,417.08pt
KOSPI		
시가총액	23,885 억 원	
52 주 주가동향	최고가 3,690 원 최저가 2,435 원	
최고/최저가대비 등락율	-25.47% 절대 상대	12.94%
수익률	1M -6.9% 6M -8.6% 1Y 0.2%	-7.6% -10.3% -2.8%

Company Data

	868,530 천주
일평균 거래량(3M)	1,266 천주
외국인 지분율	10.71%
배당수익률(24E)	5.1%
BPS(24E)	12,432 원
주요 주주	(주)한화 외 5 인
	45.06%

(십억원, 배)	2023	2024E	2025E
보험이익	650.9	495.5	580.5
투자이익	90.4	419.2	368.7
영업이익	741.3	914.7	949.3
세전이익	753.4	918.0	933.3
당기순이익	616.3	731.8	700.0
ROE	5.5	5.8	3.0
ROA	0.4	0.6	0.3
EPS	710	843	806
BPS	13,111	12,432	14,095
PER	3.2	4.0	7.3
PBR	0.2	0.2	0.2
DPS	150	150	180
배당수익률 (%)	5.3	5.1	6.1

Price Trend



한화생명 (088350)

펀더멘털 방향성은 좋지만 여전한 불확실성



3 분기 순이익은 전년동기대비 흑자전환한 2,368 억원 기록하며 컨센서스를 25% 하회했으나 추정치에는 부합. 견조한 CSM 상각이익에도 연금 상품 손실 전환에 따른 비용이 발생하며 보험손익은 소폭 부진했으나, 리츠 매각익 등에 힘입어 투자이익이 이를 방어함. 다만 이는 연결재무제표 상의 조정 항목으로 반영. 배당 불확실성은 여전히 해소되지 못하고 있는 상황. 투자의견 Outperform 유지, 목표주가는 3,200 원으로 하향조정

>>> 보험이익 부진으로 기대치 하회

2024년 3 분기 순이익은 전년동기대비 흑자전환한 2,368 억원으로 컨센서스를 25% 하회했으나 추정치에는 부합했다. 리츠향 건물 매각익이 반영되면서 투자이익은 호조를 보였으나, 보험이익이 상대적으로 부진하면서 시장 기대치를 하회했다.

>>> 신계약 실적은 양호하나 보험이익 불확실성은 여전

한화생명의 보험이익은 38% (YoY) 감소했는데, CSM 과 RA 상각액은 견조했으나 손실부담계약과 발생사고요소조정 등으로 인한 비용이 반영된 영향이다. 관련 비용이 발생한 원인은 금리 하락으로 연금/종신보험 등의 상품에 대한 예상 현금흐름이 악화되었기 때문인 것으로 보인다. 예상차는 전년동기대비/전분기대비 소폭 감소했으나 양호한 수준이었던 것으로 판단한다. 신계약 CSM은 5,420 억원으로 견조했는데, 보장성보험 판매 호조에 힘입어 APE는 35% (YoY) 증가하였으며, CSM 배수도 우려보다는 안정적인 수준을 유지했다. 투자이익은 견조한 이자수익과 함께 한화리츠향 빌딩 매각익이 약 2,800 억원 반영되며 호조를 보였다. 다만 해외부동산 관련 손실이 약 1,400억원 반영되며 이를 일부 상쇄하는 모습이었다. 3분기말 예상 K-ICS 비율은 전분기대비 소폭 상승한 164.5%이다.

>>> 투자의견 Outperform 유지, 목표주가 3,200 원으로 하향

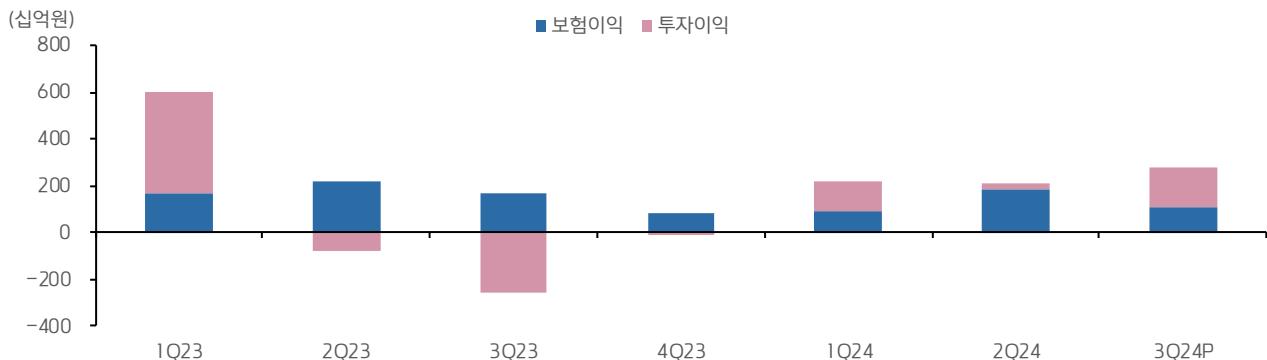
한화생명에 대한 투자의견 Outperform 을 유지하고, 목표주가는 배당 불확실성을 감안하여 3,200 원으로 하향조정한다. 양호한 신계약 실적을 이어가고 있다는 점은 긍정적이나, CSM 조정이 지속적으로 발생하며 좀처럼 CSM 잔액이 순증하지 못하고 있다는 점과 K-ICS 및 해약환급금준비금 등 배당 제약 우려가 이어지고 있다. 양호한 신계약 판매 호조가 이어지고 있고 듀레이션 캡 축소 등 이전보다 자본에 대한 부담도 완화되고 있는 것으로 보이나 주가 상승을 위해서는 주주환원에 대한 우려 요인이 먼저 해소될 필요가 있다.

한화생명 분기실적 추이

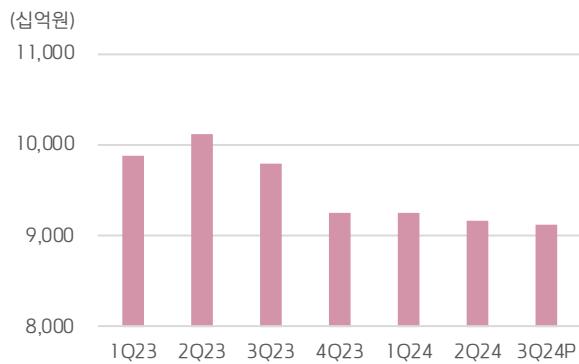
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2023	2024E
보험이익	172.2	219.7	172.6	86.4	90.8	183.7	106.8	114.1	650.9	495.5
(YoY)	흑전	흑전	흑전	흑전	-47%	-16%	-38%	32%		-24%
일반/VFA	172.2	219.7	172.6	86.4	90.8	183.7	106.8	114.1	650.9	495.5
CSM 상각	225.1	226.3	216.9	219.4	220.3	215.5	211.5	210.9	887.7	858.1
RA 해제	33.9	31.0	27.5	25.4	28.0	35.7	37.2	38.0	117.7	139.0
예실차	(27.6)	2.4	4.8	(19.0)	(17.5)	8.0	(9.1)	(25.2)	(39.4)	(43.8)
보험금예실차	(26.3)	12.0	4.7	(4.2)	(30.1)	16.0	(4.4)	(4.4)	(13.8)	(22.9)
사업비예실차	(1.3)	(9.6)	0.1	(14.8)	12.7	(8.0)	(4.7)	(20.8)	(25.6)	(20.9)
기타	(59.2)	(39.9)	(76.6)	(139.4)	(140.0)	(75.5)	(132.8)	(109.6)	(315.1)	(457.9)
투자이익	432.9	(81.3)	(252.5)	(8.7)	129.3	30.4	173.8	85.8	90.4	419.2
(YoY)	흑전	적전	적전	적전	-70%	흑전	흑전	흑전		364%
보험금용손익	(1,373.5)	(751.6)	(393.4)	(1,807.6)	(762.2)	(1,030.4)	(665.4)	(668.8)	(4,326.1)	(3,126.9)
투자서비스손익	1,806.4	670.3	140.9	1,798.9	891.5	1,060.9	839.2	754.5	4,416.5	3,546.1
영업이익	605.1	138.4	(79.9)	77.7	220.1	214.1	280.6	199.9	741.3	914.7
(YoY)	흑전	흑전	적전	흑전	-64%	55%	흑전	157%		23%
영업외손익	2.2	5.1	(0.1)	4.8	(0.5)	(2.6)	10.1	(3.7)	12.1	3.3
세전이익	607.3	143.6	(80.0)	82.5	219.6	211.5	290.7	196.2	753.4	918.0
법인세비용	136.4	(4.2)	(39.2)	44.2	44.1	39.2	53.9	49.0	137.2	186.3
당기순이익	470.9	147.8	(40.8)	38.4	175.5	172.3	236.8	147.1	616.3	731.8
(YoY)	흑전	흑전	적전	흑전	-63%	17%	흑전	284%		19%

자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터

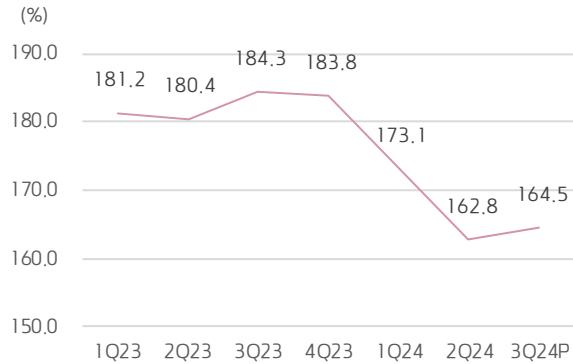
한화생명의 보험이익과 투자이익 추이



자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터.

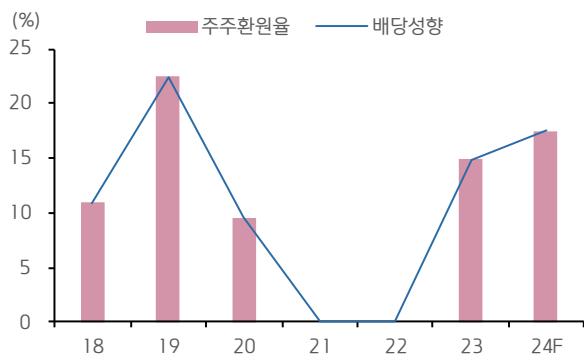
CSM 기말 잔액 추이

자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터.

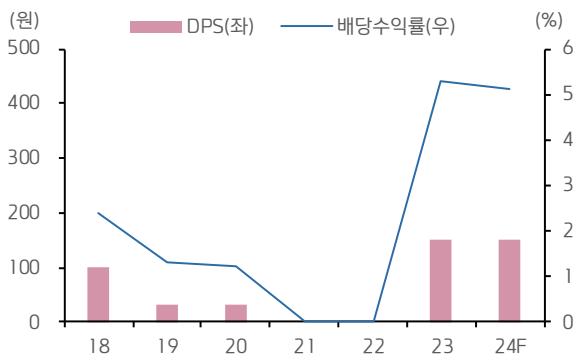
K-ICS 비율 추이

주: 3Q24는 예상치

자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터.

주주환원율과 배당성향

자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터.

DPS 와 배당수익률

자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터.

포괄손익계산서

12 월 결산	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
보험이익		650.9	495.5	580.5	
일반/VFA		650.9	495.5	580.5	
CSM 상각		887.7	858.1	852.0	
RA 해제		117.7	139.0	151.8	
예실차		(39.4)	(43.8)	(54.0)	
보험금예실차		(13.8)	(22.9)	(23.7)	
사업비예실차		(25.6)	(20.9)	(30.3)	
기타		(315.1)	(457.9)	(369.2)	
PAA	0.0	0.0	0.0		
자동차보험손익	0.0	0.0	0.0		
일반보험손익	0.0	0.0	0.0		
투자이익	90.4	419.2	368.7		
보험금융손익	(4,326.1)	(3,126.9)	(2,708.6)		
투자서비스손익	4,416.5	3,546.1	3,077.4		
영업이익	741.3	914.7	949.3		
영업외손익	12.1	3.3	(15.9)		
세전이익	753.4	918.0	933.3		
법인세비용	137.2	186.3	233.3		
당기순이익	616.3	731.8	700.0		
CSM Movement					
기시	9,799	9,130	9,353		
신계약	685	575	554		
이자부리	91	88	90		
상각	219	211	216		
조정	1,118	475	297		
기말	9,238	9,106	9,484		
CSM 증감 (YoY, %)		(1)	4		
순증액	(561)	(24)	131		
K-ICS 비율	183.8	172.0	178.1		
지급여력금액	20,979	20,996	22,679		
지급여력기준금액	11,414	12,210	12,732		

투자지표 (I)

운용자산 비중 (%)					
	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
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	0.6	0.3		
ROE	5.5	5.8	3.0		
P/E	3.2	4.0	7.3		
P/B	0.22	0.24	0.21		

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

12 월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산총계					
운용자산				114,793	111,941
FVPL				97,010	95,548
FVOCI				21,134	22,795
AC				39,462	41,055
대출채권				11,408	10,570
부동산				16,378	14,641
비운용자산				2,780	2,099
				17,783	16,393
					16,621
부채총계					
책임준비금				103,406	101,144
보험계약부채				83,364	82,095
잔여보장요소				74,287	82,095
최선추정				71,583	79,331
위험조정				60,719	68,170
보험계약마진				1,621	1,677
보험료배분분기법				9,238	9,106
발생사고요소				4	0
최선추정				2,704	2,764
위험조정				2,682	2,739
재보험계약부채				22	25
투자계약부채				28	100
기타부채				9,049	8,752
				20,042	19,405
					19,160
자본총계					
자본금				11,387	10,798
자본잉여금				4,343	4,343
신종자본증권				485	485
이익잉여금				498	1,097
해약환급금준비금				6,307	6,894
자본조정				2,505	3,733
기타포괄손익누계액				(1,119)	(1,114)
비지배지분				873	(680)
				0	0
					0

투자지표 (II)

주주환원지표					
	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
DPS (원)				150	150
증가율(YoY, %)				0	20
배당성향 (%)				14.9	17.5
배당수익률 (%)				5.3	5.1
현금배당액 (십억원)				112.7	135.3
자기주식수 (천주)				117,140	117,140
발행주식수 (천주)				868,530	868,530
자기주식 비중 (%)				13.5	13.5
자기주식 소각액				0	0
총주주환원율 (%)				14.9	17.5
					39.1

Compliance Notice

- 당사는 11월 13일 현재 '한화생명(088350)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석자는 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

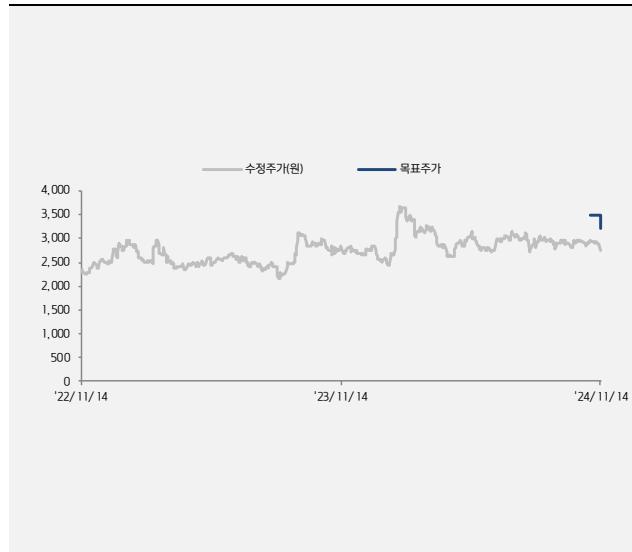
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화생명 (088350)	2024-10-30	Outperform(initial)	3,500 원	6개월	-16.14	-15.43
	2024-11-14	Outperform(Maintain)	3,200 원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

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

투자등급 비율 통계 (2023/10/01~2024/09/30)

매수	중립	매도
94.87%	5.13%	0.00%