

2024. 5. 16



▲ 금융

Analyst **조아해**
02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **4,000 원**

현재주가 (5.14) **3,060 원**

상승여력 **30.7%**

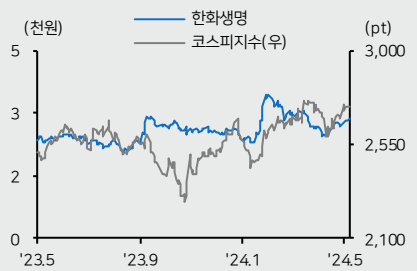
KOSPI	2,730.34pt
시가총액	26,577억원
발행주식수	86,853만주
유동주식비율	41.31%
외국인비중	10.21%
52주 최고/최저가	3,690원/2,165원
평균거래대금	75.6억원

주요주주(%)

한화 외 5 인	45.06%
예금보험공사	10.00%
국민연금공단	6.34%

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	16.3	8.1	17.9
상대주가	14.3	-3.6	6.9

주가그래프



(십억원)	보험손익	투자손익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (배)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2023	651	90	616	820	n/a	15,155	3.5	0.2	5.4	0.5	5.3
2024E	662	316	742	987	20.3	15,122	3.1	0.2	6.5	0.6	5.9
2025E	806	255	790	1,051	6.5	16,014	2.9	0.2	6.6	0.7	6.5
2026E	861	256	832	1,107	5.4	17,170	2.8	0.2	5.1	6.6	7.2

한화생명 088350

1Q24 Review: 체질 개선 진행 중

- ✓ 1Q24 당기순이익 1,755억원 (-62.7% YoY, +357.5% QoQ): 컨센서스 상회
- ✓ 보험손익 908억원(-47.3% YoY): IBNR 제도 변경 (예실차 -1,005억원)
- ✓ 보험금융손익 제외한 투자손익 8,915억원 (-70.1% YoY): 기저효과 존재
- ✓ K-ICS비율 174% (-10%p QoQ): 할인율 조정 (-14bp)
- ✓ 투자의견 BUY, 적정주가 4,000원 유지

1Q24 당기순이익 1,755억원: 컨센서스 상회

한화생명 1Q 당기순이익은 1,755억원 (-62.7% YoY, +357.5% QoQ)로 컨센서스를 28.2% 상회했다. 보험손익은 IBNR 제도 변경 (850억원)으로 부진했으나, 견조한 투자손익이 실적을 견인했다 (운용자산이익률 3.96% vs. 4Q23 3.36%).

[보험손익] 908억원(-47.3% YoY)으로 부진했다. 1) CSM상각은 CSM잔액 감소 (-6.4% YoY)로 전년동기대비 2.1% 감소했으며, 2) 예실차는 IBNR 제도 변경으로 적자가 확대되었다 (-1,005억원 vs. 1Q23 -281억원).

[CSM Movement] CSM은 9.2조원(+0.1% QoQ)을 기록했다. 1) 신계약 CSM은 종신 보험 해지율 가정 변동, 경쟁 강화 등에 따른 배수 하락 (6배 vs. 4Q23 13배)으로 부진했으며 (-5.3% YoY, -24.8% QoQ), 2) CSM 조정 또한 할인율 제도 변경으로 확대되었다 (-3,745억원 vs. 1Q23 -2,861억원)

[투자손익] 보험금융손익 제외한 투자손익은 8,915억원 (vs. 1Q23 4,329억원)으로 전년 대규모 채권처분이익 및 금리 하락에 따른 FVPL 손익 부진 (-54.2% YoY) 고려 시, 부담금리 하락 (-22bp YoY) 기반 양호하게 방어된 것으로 판단된다.

[자본비율] K-ICS비율은 할인율 조정 (-14bp)으로 174% (-10%p QoQ)를 기록했다.

점차 가시화될 수익성 회복 노력

동사에 대해 투자의견 Buy와 적정주가 4,000원을 유지한다. 배당 가시성을 위해 'CSM배수 회복 (= 신계약CSM 증가) → CSM잔액 증가 → K-ICS비율 제고' 흐름이 필요하다. 다만 1) 동사의 일반보험 중심 보험 포트폴리오 개선 추이 (일반보장 CSM +57.5% YoY) 및 2) 이후의 실적은 IBNR 제도 변경 및 할인율 조정 영향 소멸로 변동성이 축소된다는 점에서, 연중 해당 흐름을 기대해 볼 수 있겠다.

표1 한화생명 1Q24 실적 요약

(십억원)	1Q24P	(% YoY)	(% QoQ)	당사예상치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
보험손익	90.8	(47.3)	5.1	167.6			
투자손익	129.3	(70.1)	흑전	24.6			
영업이익	220.1	(63.6)	183.2	192.2			
당기순이익	175.5	(62.7)	357.5	144.4	21.5	137	28.2

자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

표2 한화생명 연간이익 전망 변경

(십억원)	New		Old		차이	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
당기순이익	742	790	716	791	3.6	(0.2)

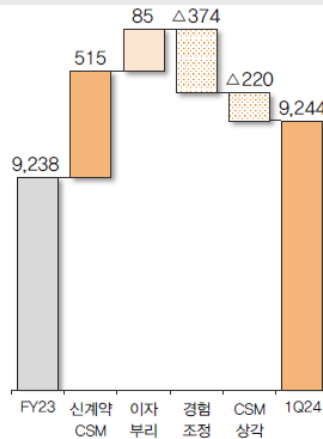
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 한화생명 분기 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2024E	2025E	2026E
보험손익	172.2	219.7	172.6	86.4	90.8	662.4	805.5	861.0
일반/변동수수료모형(VFA)	220.0	276.6	202.6	106.7	136.2	781.8	904.9	958.1
CSM상각	225.1	226.3	216.9	219.4	220.3	892.1	909.1	942.1
RA환입	33.9	31.0	27.5	25.4	28.0	113.3	119.4	124.7
예실차 및 기타	(39.0)	19.4	(41.8)	(138.1)	(112.1)	(223.6)	(123.6)	(108.6)
보험료배분(PPA)	(7.4)	(5.8)	(5.8)	7.4	(3.5)	(1.8)	0.3	0.4
재보험손익	2.0	(3.6)	(3.2)	7.1	5.1	11.9	10.5	10.4
기타사업비	(42.3)	(47.5)	(21.1)	(34.8)	(46.9)	(129.6)	(110.2)	(107.9)
투자손익	432.9	(81.3)	(252.5)	(8.7)	129.3	316.4	254.8	256.4
보험금융손익	(1,373.5)	(751.6)	(393.4)	(1,807.6)	(762.2)	(3,460.2)	(3,731.3)	(3,898.0)
투자서비스손익	1,806.4	670.3	140.9	1,798.9	891.5	3,776.6	3,986.1	4,154.4
영업이익	605.1	138.4	(79.9)	77.7	220.1	978.8	1,060.3	1,117.4
영업외이익	2.2	5.1	(0.1)	4.8	(0.5)	5.7	6.9	7.0
세전이익	607.3	143.6	(80.0)	82.5	219.6	984.5	1,067.1	1,124.4
법인세비용	(136.4)	4.2	39.2	(44.2)	(44.1)	(243.0)	(277.5)	(292.4)
당기순이익	470.9	147.8	(40.8)	38.4	175.5	741.5	789.7	832.1

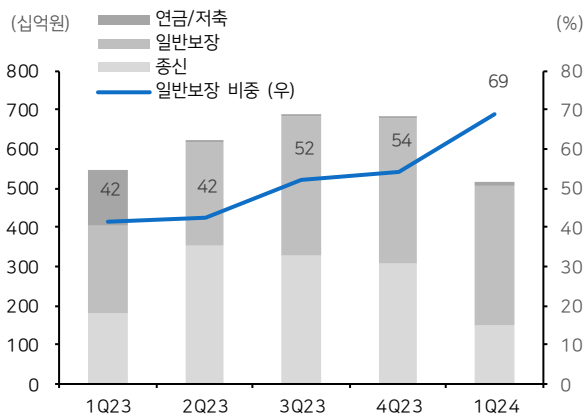
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림1 CSM Movement



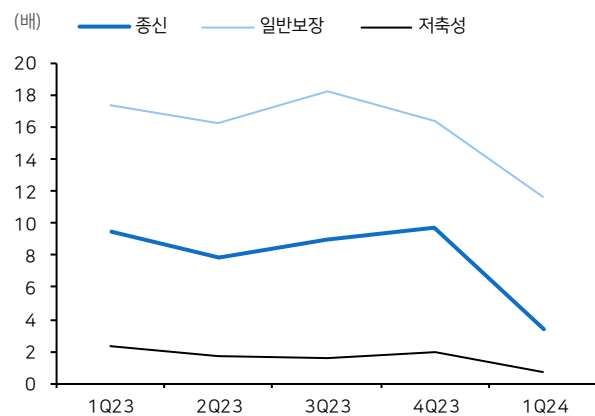
자료: 한화생명

그림2 신계약 CSM 추이



자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

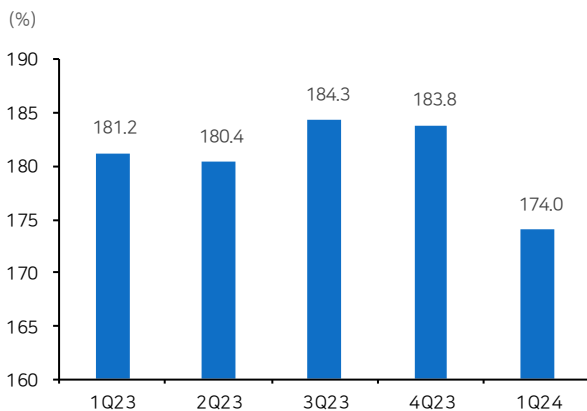
그림3 신계약 CSM 배수 (추정)



주: APE 기반 추정

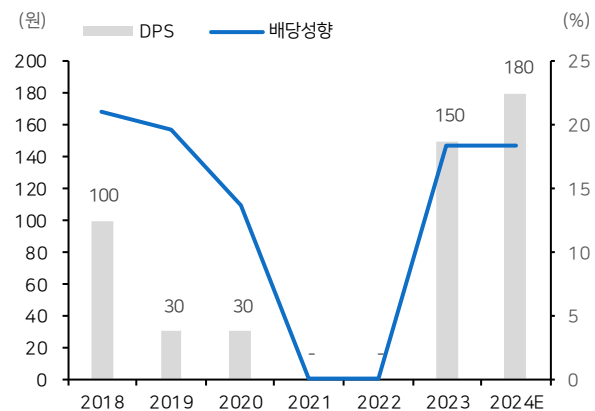
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림4 K-ICS비율



자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림5 DPS, 배당성향 추이 및 전망



자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

한화생명(088350)

Balance Sheet (별도)

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
운용자산	97,010	98,886	102,901	107,080
현금및예치금	2,127	848	883	918
유가증권	75,725	78,730	81,927	85,253
FVPL	21,134	23,641	24,601	25,599
FVOCI	39,462	39,323	40,920	42,581
AC	11,408	11,931	12,415	12,919
대출채권	16,378	16,456	17,124	17,819
부동산	2,780	2,852	2,968	3,088
비운용자산	2,238	2,107	2,193	2,282
특별계정자산	15,545	14,915	15,537	16,529
자산총계	114,793	115,908	120,631	125,890
책임준비금	83,364	100,130	104,182	108,572
보험계약부채	89,139	91,304	94,998	99,016
최선추정(BEL)	78,252	80,155	83,337	86,722
위험조정(RA)	1,644	1,767	1,837	1,912
보험계약마진(CSM)	9,238	9,375	9,816	10,374
보험료배분접근법(PAA)	4	8	8	8
투자계약부채	9,049	8,800	9,157	9,529
기타부채	4,481	4,416	4,416	4,416
부채총계	103,406	104,546	108,598	112,988
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485
이익잉여금	6,307	6,796	7,433	8,265
해약환급금준비금	2,505	3,360	3,786	4,228
자본조정	(1,119)	(1,116)	(1,116)	(1,116)
기타포괄손익누계액	873	356	389	426
자본총계	11,387	11,363	12,033	12,901

Key Financial Data I

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표 (원)				
EPS	820	987	1,051	1,107
BPS	15,155	15,122	16,014	17,170
수정 BPS	20,735	19,696	20,447	21,554
보통주 DPS	150	180	200	220
Valuation (배, %)				
PER	3.5	3.1	2.9	2.8
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2
수정 PBR	0.1	0.2	0.1	0.1
배당성향	18.3	18.3	19.3	20.3
보통주 배당수익률	5.3	5.9	6.5	7.2
재무비율 (%)				
ROA	0.5	0.6	0.7	0.7
ROE	5.4	6.5	6.6	6.4
수정 ROE	4.0	5.0	5.1	5.1

Income Statement (별도)

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	651	662	806	861
일반/변동수수료모형(VFA)	806	782	905	958
CSM 상각	888	892	909	942
RA 환입	118	113	119	125
예상차 및 기타	(199)	(224)	(124)	(109)
보험료배분(PPA)	(12)	(2)	0	0
재보험손익	2	12	10	10
기타사업비	(146)	(130)	(110)	(108)
투자손익	90	316	255	256
보험금융손익	(4,326)	(3,460)	(3,731)	(3,898)
투자서비스손익	4,416	3,777	3,986	4,154
영업이익	741	979	1,060	1,117
영업외이익	12	6	7	7
세전이익	753	984	1,067	1,124
법인세비용	(137)	(243)	(277)	(292)
당기순이익	616	742	790	832

Key Financial Data II

	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익				
신계약 CSM	2,541	2,029	2,132	2,208
CSM 배수 (배, 개월) -APE 기준	9.4	5.9	6.3	6.4
CSM 상각률 (%)	7.2	7.9	7.9	7.8
CSM Movement				
기초 CSM	9,763	9,238	9,375	9,816
신계약 CSM	2,541	2,029	2,132	2,208
이자부리	353	343	352	370
CSM 조정	(2,531)	(1,343)	(1,134)	(1,077)
CSM 상각	(888)	(892)	(909)	(942)
기말 CSM	9,238	9,375	9,816	10,374
투자손익				
투자서비스 수익률	4.6	3.8	3.9	3.9
FVPL 제외 투자서비스 수익률	3.6	2.3	2.3	2.3

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한화생명 (088350) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

