

한화생명 (088350)

유감스러운 주주환원과 실적

투자의견 HOLD로 하향, 목표주가 2,500원으로 하향

4분기 당기순이익은 384억원으로 당사 추정치 1,484억원과 컨센서스 1,222억원을 하회. 보험손익은 전분기대비 49.9% 감소했고, 투자손익도 적자를 유지했기 때문. 계리적 가정 변경 영향으로 대규모 CSM 조정도 발생해 기말 CSM은 기시 대비 5.3% 감소. 여기에 주당배당금 150원은 기대(당사 추정치 200원, 컨센서스 204원) 수준을 크게 하회. 이는 경영진이 거듭 강조했던 별도 당기순이익 기준 배당성향 20%조차도 하회하는 수준. 당사는 동사의 2024년 예상 주당배당금을 기존 210원에서 170원으로 하향하며 목표주가도 기존 3,000원에서 2,500원으로 하향. 최근 주가는 배당에 대한 과도한 기대로 적정 가치를 넘어서 수준까지 상승했다고 판단하기 때문에 투자의견도 HOLD로 하향.

보험손익 전분기대비 49.9% 감소. 손실부담계약 확대로 기타 보험손익이 크게 악화된 점에 기인. 과거 판매한 연금 계약으로부터의 부담이 가중되는 양상.

투자손익 전분기대비 적자 폭 축소. 금리 하락으로 FVPL 평가손익이 확대되었기 때문.

CSM 전분기대비 5.7% 감소. 계리적 가정 변경 영향으로 대규모 조정이 발생했기 때문. 두 개 분기 연속으로 대규모 조정이 발생함에 따라 기말 CSM은 기시 대비 5.3% 감소. 경영진은 일시적인 현상이라고 설명했으나 전분기에 이어 대규모 조정이 재차 발생한 점은 우려 요인.

K-ICS비율 전분기대비 1.3%pt 감소한 183.0%를 기록. 경영진은 향후 170~190% 수준의 자본비율을 예상. 당사는 동사의 2024년 K-ICS비율로 기존 추정치 177.6%와 유사한 178.6% 예상.



정태준 보험/증권/은행/CFA
taejeon.jeong@yuantakorea.com

HOLD (D)

목표주가 2,500원 (D)

현재주가 (2/23) 3,385원

상승여력 -26%

시가총액	29,400억원
총발행주식수	868,530,000주
60일 평균 거래대금	117억원
60일 평균 거래량	3,610,964주
52주 고/저	3,690원 / 2,165원
외인지분율	9.70%
배당수익률	0.00%
주요주주	한화 외 5 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	29.2	20.5	20.5
상대	20.0	13.6	10.1
절대 (달러환산)	29.4	17.4	17.4

Quarterly earning Forecasts

(십억 원, %)

	4Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
보험손익	86	-	-49.9	133	-35.1
투자손익	-9	-	N/A	34	N/A
영업이익	78	-	N/A	158	-50.8
영업외손익	5	-	N/A	-	-
세전이익	83	-	N/A	163	-49.4
당기순이익	38	-	N/A	122	-68.6

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(십억 원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023P	2024E
영업이익	IFRS4		741	916
세전이익			753	935
당기순이익			616	688
PER (배)			3.7	4.0
PBR (배)			0.19	0.21
배당수익률 (%)			5.3	5.0

주: 영업이익=매출총이익-판매비

[표 1] 분기 손익계산서 요약

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	비고
보험손익	172	220	173	86	손실부담계약 확대
CSM 상각	225	226	217	219	
RA 해제	34	31	28	25	
예실차	-28	9	-15	-20	
기타	-59	-47	-57	-138	
투자손익	433	-81	-253	-9	
보험금융손익 제외	1,806	670	141	1,799	
FVPL 평가익	715	-96	-407	760	
금융상품 처분익	342	223	56	3	
영업이익	608	136	-80	78	
영업외손익	2	5	0	5	
세전이익	607	144	-80	83	
법인세비용	136	-4	-39	44	
법인세율	22.5	-2.9	49.0	53.5	
당기순이익	471	148	-41	38	
기시 CSM	9,763	9,879	10,123	9,799	계리적 가정 변경
신계약 CSM	544	620	692	685	
이자부리	83	87	91	91	
CSM 상각	-225	-226	-217	-219	
CSM 조정	-286	-237	-890	-1,118	
기말 CSM	9,879	10,123	9,799	9,238	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2023P	2024E	2025E
보험손익	172	220	173	86	651	652	674
투자손익	433	-81	-253	-9	90	264	263
영업이익	608	136	-80	78	741	916	937
세전이익	607	144	-80	83	753	935	956
당기순이익	471	148	-41	38	616	688	704

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 목표주가 산출

(단위: 원, %)

	기존	신규
2024E 주당배당금	210	170
2024E 배당수익률	6.3	5.0
2024E K-ICS 비율	177.6	178.8
목표주가	3,000	2,500

자료: 유안타증권 리서치센터

한화생명 (088350) 추정재무제표 (K-IFRS)

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023P	2024E	2025E
보험손익	IFRS4		651	652	674
CSM 상각			888	905	927
RA 해제			118	102	102
예실차			-54	-54	-54
기타			-301	-301	-301
투자손익			90	264	263
보험금융손익 제외			4,416	3,893	3,891
FVPL 평가익			972	1,511	1,509
금융상품 처분익			624	0	0
영업이익			741	916	937
영업외손익			12	19	19
세전이익			753	935	956
법인세비용			137	247	252
법인세율			18.2	26.4	26.4
당기순이익			616	688	704

주요 투자지표	(단위: 배, %, 원)				
	2021	2022	2023P	2024E	2025E
PER	IFRS4		3.7	4.0	3.9
PBR			0.19	0.21	0.20
배당수익률			5.3	5.0	5.6
EPS			759	855	876
BPS			15,155	15,901	16,647
DPS			150	170	190
ROE			5.1	5.9	5.8
ROA			0.55	0.60	0.62
K-ICS 비율			183.0	178.8	173.7
지급여력금액			20,947	21,752	22,535
지급여력기준금액			11,446	12,168	12,973
배당성향			18.3	18.6	20.3
보통주 배당성향			18.3	18.6	20.3

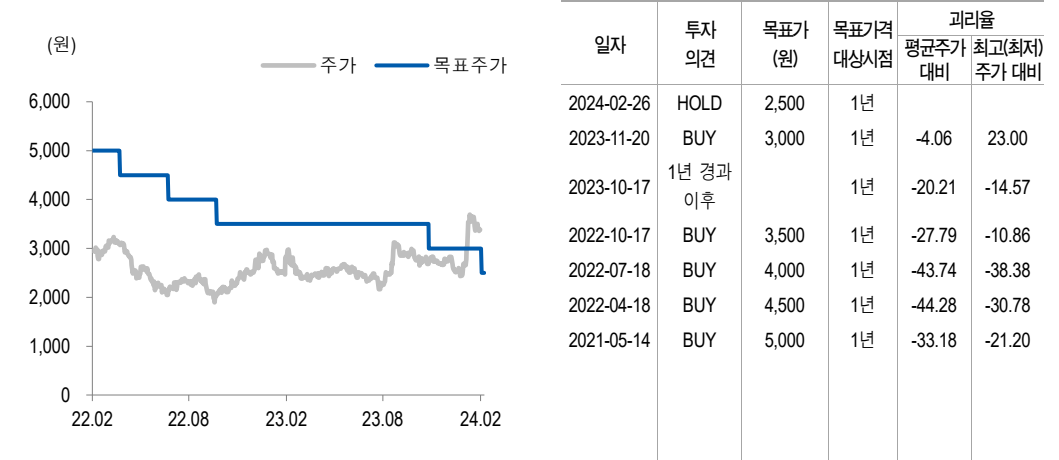
주: 배당 관련 지표는 보통주 기준, 자료: 유안타증권

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023P	2024E	2025E
자산	IFRS4		114,793	113,525	112,499
현금			2,127	2,103	2,084
금융자산			75,725	74,888	74,212
FVPL			21,134	20,900	20,711
FVOCI			39,462	39,026	38,673
FVAC			11,408	11,282	11,180
기타자산			36,941	36,533	36,203
부채			103,406	101,577	99,990
보험부채			74,287	72,458	70,871
BEL			78,252	76,237	74,491
CSM			9,238	9,483	9,705
RA			1,644	1,586	1,522
기타			-14,848	-14,848	-14,848
기타부채			29,119	29,119	29,119
자본			11,387	11,948	12,509
자본금			4,343	4,343	4,343
자본잉여금			485	485	485
이익잉여금			6,307	6,868	7,429
해약환급금 준비금			2,505	1,382	328
자본조정			-1,119	-1,119	-1,119
기타포괄손익누계액			873	873	873
신종자본증권			498	498	498

CSM 변화	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023P	2024E	2025E
가시 CSM	IFRS4		9,763	9,238	9,483
신계약 CSM			2,541	2,178	2,178
이자부리			353	365	365
CSM 상각			-888	-905	-927
CSM 조정			-2,531	-1,394	-1,394
기말 CSM			9,238	9,483	9,705

자료: 유안타증권

한화생명 (088350) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88
Hold(중립)	12
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-02-25

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 정태준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.