



BUY

목표주가(12M) 4,000원
현재주가(2.21) 3,415원

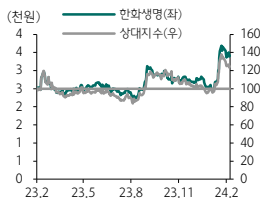
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,653.31
52주 최고/최저(원)	3,690/2,165
시가총액(십억원)	2,966.0
시가총액비중(%)	0.14
발행주식수(천주)	868,530.0
60일 평균 거래량(천주)	3,502.2
60일 평균 거래대금(십억원)	11.3
외국인지분율(%)	9.68
주요주주 지분율(%)	
한화 외 5인	45.06
예금보험공사	10.00

Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)		N/A
영업이익(십억원)	814	
순이익(십억원)	710	
EPS(원)	818	
BPS(원)	16,426	

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
보험손익			650.9	656.5
투자손익			90.4	155.3
영업이익			741.3	811.8
당기순이익			616.3	642.4
지배순이익			733.2	954.8
증감률				4%
DPS			200	250
P/E			3.35	3.08
P/B			0.22	0.24
ROA			0.6	0.8
ROE			5.4	8.0
배당수익률			7.1%	7.4%



Analyst 안영준 yjahn@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 2월 22일 | 기업분석

한화생명 (088350)

4Q23 Re: 견조한 신계약, 아쉬운 조정

손실계약 관련 비용 및 CSM 조정으로 다소 아쉬운 실적 기록

한화생명에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 4,000원을 유지한다. 4분기 실적은 금리 하락에 힘입어 전분기대비 투자이익은 개선되었으나 보험이익에서 간접사업비 인식 및 연금 상품의 손실계약 전환 등에 따른 비용이 발생하면서 부진했다. 신계약 판매를 통한 CSM 확보는 견조한 흐름을 이어갔으나, 가정 변경 등으로 인해 음의 CSM 조정이 큰 폭으로 발생하면서 기말 CSM은 전분기말 대비 감소했다.

4분기 순이익은 384억원 (흑자전환 (QoQ)) 기록

4분기 별도 기준 순이익은 전분기대비 흑자전환한 384억원을 기록했는데, 보험이익과 투자 이익이 각각 -50%/적지 (QoQ) 변동한 864억원/-87억원이었다. 3분기 적자의 원인은 금리 상승에 따른 투자이익 부진이었었는데, 4분기 시중금리 하락으로 투자이익의 적자폭이 축소되며 분기순이익은 흑자전환했다. 보험이익은 CSM 상각이익과 예실차 등은 양호했으나 손실 부담계약에 따른 비용이 약 -1,100억원 반영된 것이 전분기 대비 부진한 주요 원인이었다. APE(연납화보험료)는 3% (QoQ) 감소했는데, 보장성/저축성이 각각 -3%/+3% (QoQ) 변동했다. 신계약 CSM은 1% (QoQ) 감소한 6,853억원을 기록했는데, 보장성/저축성이 각각 -1%/+3% (QoQ) 변동했다. 신계약 CSM 증가에도 불구하고 1조 1,177억원의 CSM 조정이 발생하면서 기말 CSM은 6% (QoQ) 감소한 9조 2,385억원을 기록했는데, 해지율/사업비 상승 등의 계리적 가정 변경의 영향이 약 6,700억원, 약관대출 가산금리 하락에 따른 영향이 약 2,700억원이 반영되었다. 투자이익률은 0.03%p (QoQ) 상승한 3.36%를 기록했는데(헷지자산 제외), 할인율과 공시이율의 시차에 따른 일시적인 괴리로 보험금융비용이 증가하여 시중금리 하락에도 투자이익이 대폭 개선되지는 않았다. 2023년말 예상 K-ICS 비율은 전년 말대비 6%p 상승한 183%인데, 연간 변동 내역으로는 신계약 +18%p, 금리 하락 +6%p, 자본성 증권 관련 -6%p, 가정 변경 -12%p 등이었다.

배당 재개 가능성 높지만, 향후에는 실적 안정성 확보가 우선

배당 재개에 대한 의지는 높으나, 과거에는 별도순이익 기준 평균 배당 성향 20%를 기록했다는 것 외에 구체적인 가이던스는 제시하지 않았다. 다만 향후 기업 밸류업 프로그램 정책에 따라 자사주 소각 등을 포함하여 주주환원 확대 가능성을 검토할 예정이다. 주주환원 재개는 긍정적인 것이나, 중장기적으로는 실적 안정성 확보가 우선되어야 한다고 판단하는데, IFRS17 도입 이후 보험사 밸류에이션 확대 요인은 실적 안정화를 기반으로 하는 주주환원 등 자본 활용도 상승이 될 것으로 예상되기 때문이다. 손실계약 비용과 CSM 조정 규모 등 향후 실적 안정성 개선 여부를 지켜볼 필요가 있다.

도표 1. 한화생명의 실적

(단위: 십억원)

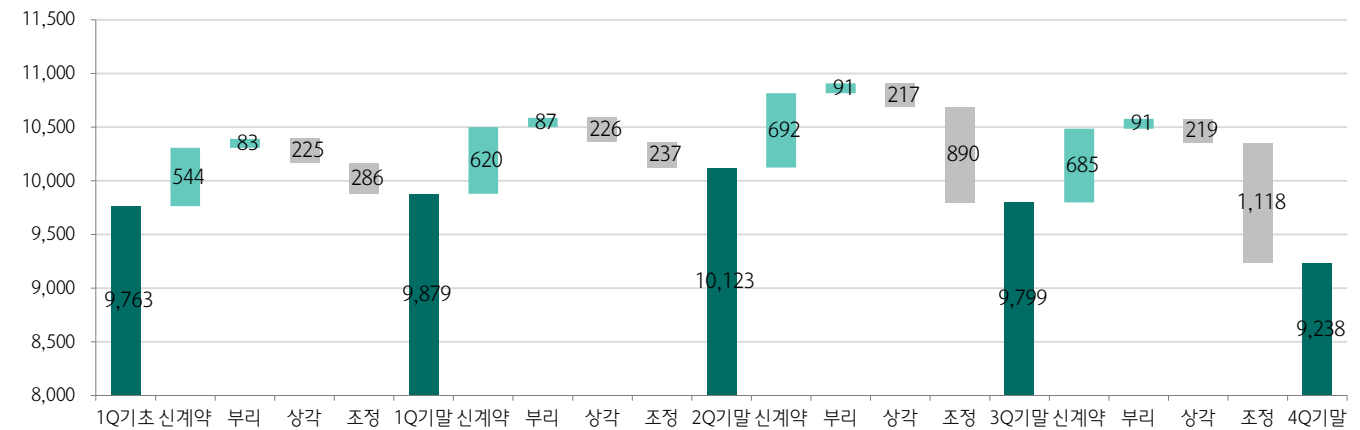
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	QoQ	2023P
보험이익	172.2	219.7	172.6	86.4	-50%	650.9
CSM상각	225.1	226.3	216.9	219.4	1%	887.7
RA상각	33.9	31.0	27.5	25.4	-8%	117.8
예실차	(28.1)	9.0	(14.9)	(19.9)	적지	(53.9)
보험금	(52.7)	6.2	(26.4)	(10.8)	적지	(83.7)
사업비	24.7	2.8	11.5	(9.1)	적전	29.9
기타	(58.7)	(46.5)	(56.9)	(138.5)	적지	(300.6)
주요지표						
APE	1,075.0	759.6	717.4	695.9	-3%	3,247.9
보장성	385.2	731.9	674.8	652.0	-3%	2,443.9
저축성	689.8	27.8	42.6	43.9	3%	804.1
신계약 CSM	544.4	619.9	691.6	685.3	-1%	2,541.2
보장성	406.4	615.8	685.9	677.7	-1%	2,385.8
저축성	138.0	4.1	5.7	7.6	33%	155.4
투자이익	432.9	(81.3)	(252.5)	(8.7)	적지	90.4
투자서비스손익	1,806.4	670.3	140.9	1,798.9	1177%	4,416.5
(투자이익률)	4.51%	3.83%	3.33%	3.36%	+0.03%	3.76%
보험금융손익	(1,373.5)	(751.6)	(393.4)	(1,807.6)	적지	(4,326.1)
영업이익	605.1	138.4	(79.9)	77.7	흑전	741.3
영업외손익	2.2	5.1	(0.1)	4.8	흑전	12.0
세전이익	607.3	143.6	(80.0)	82.5	흑전	753.4
당기순이익	470.9	147.8	(40.8)	38.4	흑전	616.3

주: 투자이익률은 헷지제외 기준

자료: 한화생명, 하나증권

도표 2. 한화생명의 CSM Movement

(십억원)



자료: 한화생명, 하나증권

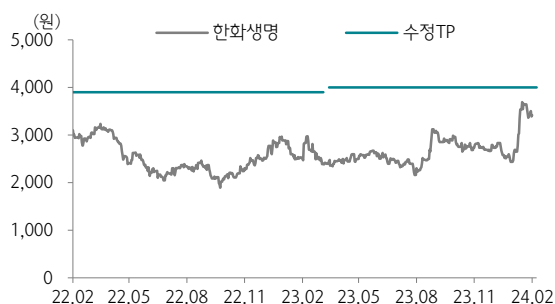
추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
보험이익			650.9	656.5	769.2
장기보험			650.9	656.5	769.2
CSM상각액			887.7	868.3	963.9
RA상각액			117.7	101.8	107.2
예실차			(53.9)	(52.1)	(46.1)
보험금예실차			(83.8)	(67.0)	(53.6)
사업비예실차			29.9	14.9	7.5
기타			(300.6)	(261.5)	(255.7)
자동차보험이익			0.0	0.0	0.0
일반보험이익			0.0	0.0	0.0
연결조정			0.0	0.0	0.0
연결보험이익			650.9	656.5	769.2
투자이익			90.4	155.3	168.4
투자서비스손익			4,416.5	4,882.6	6,522.7
보험금융손익			(4,326.1)	(4,727.3)	(6,354.4)
영업이익			741.3	811.8	937.6
영업외손익			12.1	11.8	10.8
세전이익			753.4	823.6	948.4
당기순이익			616.3	642.4	739.7
지배주주순이익			733.2	954.8	1,057.4
CSM Movement					
기시			9,762.9	9,238.5	9,403.9
신계약			2,541.2	2,706.5	2,714.5
이자부리			352.9	344.0	362.5
상각			887.7	868.3	963.9
조정			2,530.8	2,016.8	1,083.6
기말			9,238.5	9,403.9	10,433.4
K-ICS 비율					
			162.6	156.6	151.1
재무비율					
ROA			0.6	0.9	1.0
ROE			5.4	8.0	8.2
P/E			3.35	3.08	2.78
P/B			0.22	0.24	0.22
배당지표					
DPS	0	0	200	250	300
(YoY)				25%	20%
배당성향			24%	20%	21%
기말총가			2,830	3,390	3,390
배당수익률			7.1%	7.4%	8.8%

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
자산총계			114,793.1	115,712.2	117,674.1
운용자산			97,010.2	97,786.9	99,444.9
FVPL			21,133.8	20,463.6	19,990.5
FVOCI			39,461.6	40,176.8	41,268.1
AC			11,408.4	11,499.8	11,694.7
대출채권			16,378.2	16,509.3	16,789.2
부동산			2,780.2	2,802.4	2,849.9
비운용자산			2,238.0	2,442.4	2,808.2
특별계정자산			15,544.9	15,482.8	15,421.0
부채총계			103,406.0	103,370.3	104,274.8
책임준비금			83,363.6	82,953.0	83,446.1
보험계약부채			74,286.8	74,083.9	74,753.0
잔여보장요소			71,582.9	71,434.2	72,155.9
최선추정			54,203.2	53,770.9	53,342.0
위험조정			1,625.4	1,612.4	1,599.6
보험계약마진			9,238.5	9,403.9	10,433.4
보험료배분접근법			6,515.8	6,647.1	6,781.0
발생사고요소			2,703.9	2,649.6	2,597.0
최선추정			2,678.6	2,625.4	2,573.3
위험조정			24.7	24.2	23.8
재보험계약부채			28.0	0.0	0.0
투자계약부채			9,048.8	8,869.1	8,693.1
기타부채			4,452.6	4,542.3	4,633.9
특별계정부채			15,561.4	15,874.9	16,194.8
자본총계			11,387.1	12,341.9	13,399.3
자본금			4,342.7	4,342.7	4,342.7
자본잉여금			485.3	485.3	485.3
신종자본증권			498.3	498.3	498.3
이익잉여금			6,307.0	7,261.7	8,319.2
해약환급금준비금			2,504.8	3,153.8	3,884.4
자본조정			(1,119.1)	(1,119.1)	(1,119.1)
기타포괄손익누계액			873.0	873.0	873.0
비지배지분			0.0	0.0	0.0
투자지표					
운용자산 비중					
현금 및 예치금			2%	2%	2%
주식 및 출자금			0%	0%	0%
채권			47%	40%	41%
대출			17%	17%	17%
수익증권			14%	14%	13%
해외			12%	6%	6%
부동산			3%	3%	3%
기타			5%	18%	18%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한화생명



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.4.4	BUY	4,000		
22.5.31	담당자 변경		-	-
22.2.17	BUY	3,900	-25.41%	-17.05%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(안영준)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 2월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(안영준)는 2024년 2월 22일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.46%	6.07%	0.47%	100%

* 기준일: 2024년 02월 19일