



2023년 11월 16일 | 기업분석

한화생명 (088350)

3Q23 Re: 투자이익 부진, 신계약 호조 지속

BUY

목표주가(12M) **4,000원**
 현재주가(11.15) **2,745원**

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,486.67
52주 최고/최저(원)	3,120/2,165
시가총액(십억원)	2,384.1
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	868,530.0
60일 평균 거래량(천주)	2,325.0
60일 평균 거래대금(십억원)	6.5
외국인지분율(%)	9.51
주요주주 지분율(%)	
한화 외 5인	45.06
예금보험공사	10.00

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	N/A	-
영업이익(십억원)	N/A	-
순이익(십억원)	825	-
EPS(원)	950	-
BPS(원)	16,486	-

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2019	2020	2021	2022
보험손익	(628.2)	(544.7)	(553.4)	(1,179.7)
투자손익	3,161.8	3,328.2	3,507.4	2,770.4
영업이익	(829.9)	(610.3)	(330.2)	(353.1)
당기순이익	114.6	196.9	410.6	354.3
자배순이익	100.4	202.1	1,191.3	733.4
증감률	(76)	101	489	(38)
DPS	30	30	0	0
P/E	7.68	9.21	6.62	6.01
P/B	0.16	0.14	0.2	0.32
ROA	0.09	0.16	0.93	0.57
ROE	0.92	1.68	10.73	8.89
배당수익률	1.2	1.0	0.0	0.0



Analyst 안영준 yjahn@hanafn.com

하나증권 리서치센터

분기 적자 기록했지만 배당 재개에는 문제 없을 것으로 예상

한화생명에 대한 투자이견 BUY와 목표주가 4,000원을 유지한다. 투자이견과 목표주가를 유지하는 이유는 분기 적자를 기록했지만 계리적 가정 가이드라인 적용으로 상반기의 실적이 증가하면서 이를 일부 상쇄시켰으며, 안정적인 자본비율을 유지하고 있어 연간 실적이 부진 하더라도 배당 재개에는 큰 무리가 없을 것으로 예상되기 때문이다. 계리적 가정 가이드라인 반영으로 이전 대비 상반기 순이익은 1,054억원이 증가하였다. 향후 DPS 300원을 가정 하더라도 배당 총액은 2,254억원으로 실적 및 자본의 여력은 충분하다고 판단되며, 배당 지급 시 K-ICS 비율에 대한 영향은 3~4%p 수준일 것으로 보인다. 3분기 예상 K-ICS 비율은 182%로 계리적 가정 가이드라인 적용에도 안정적인 수준을 유지하고 있으며, 신계약 확대 기조를 고려하면 향후에도 안정적인 자본비율을 기록할 수 있을 것으로 판단한다.

3분기 순이익은 -408억원 (적자전환 (QoQ)) 기록

3분기 별도 기준 순이익은 전분기대비 적자전환한 -408억원을 기록했는데, 보험이익과 투자이익이 각각 -21%/적지 (QoQ) 변동한 1,726억원/-2,525억원이었다. 투자이익의 적자폭이 심화된 것이 실적 부진의 원인이었었는데, 3분기 중 시종금리 상승에 따라 유가증권과 대체투자자산 등 보유자산에 대한 평가손실이 반영되었기 때문이다. APE(연납화보험료)는 6% (QoQ) 감소했는데, 보장성/저축성이 각각 -8%/+49% (QoQ) 변동했다. 신계약 CSM은 12% (QoQ) 증가한 6,916억원을 기록했는데, 보장성/저축성이 각각 11%/40% (QoQ) 증가했다. 신계약 CSM 증가에도 8,897억원의 CSM 조정이 발생하면서 기말 CSM은 3% (QoQ) 감소한 9조 7,991억원을 기록했는데, 3분기중 실손보험 관련 계리적 가정 가이드라인 반영으로 약 7,500억원의 CSM 조정이 발생한 영향이며 해당 영향은 일회성 요인인 것으로 판단된다. 투자이익률은 0.5%p (QoQ) 하락한 3.3%를 기록했는데(헷지자산 제외), FVPL 자산에서 평가손실이 발생하였기 때문이다. 금리 상승에도 3분기말 예상 K-ICS 비율은 182%로 안정적인 수준을 유지하고 있다.

신계약 실적 확대에 주목

고금리 기조가 지속된다면 투자이익의 부진이 향후에도 이어질 가능성이 있다는 점은 부담이다. 그럼에도 불구하고 신계약 실적이 개선되고 있다는 점은 긍정적인데, 신계약이 확대되면 예상 보험이익이 증가할뿐 아니라 CSM 증가, BEL 감소로 자본비율이 개선되며 이에 따라 배당여력이 높아지기 때문이다. 3분기 실적은 다소 아쉽지만, 설계사 조직 확보의 효과가 점진적으로 나타나고 있다는 점에서 배당 재개 및 중장기적으로도 긍정적인 흐름이 예상된다.

도표 1. 한화생명의 실적

(단위: 십억원)

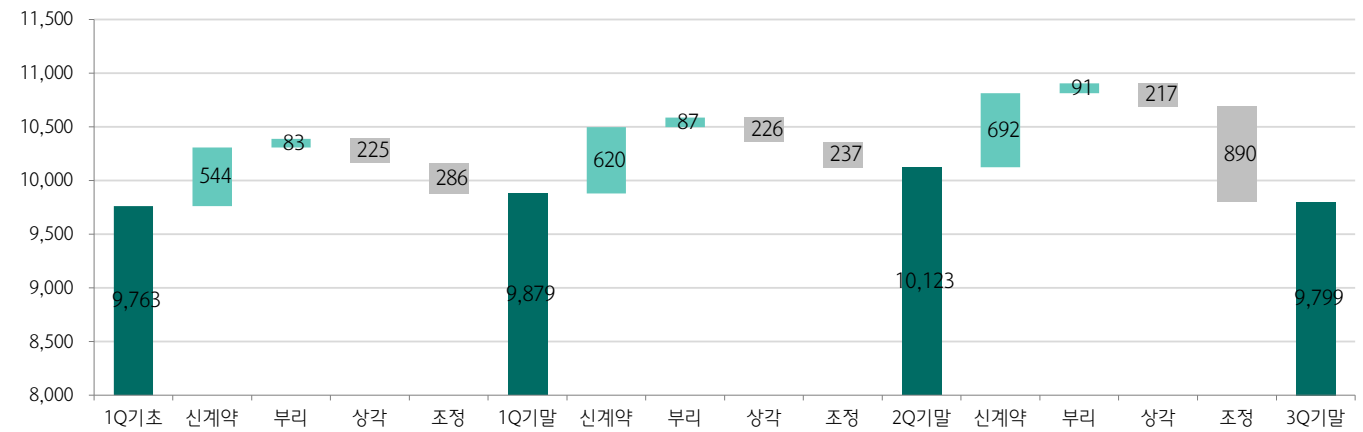
	1Q23	2Q23	3Q23	QoQ
보험이익	172.2	219.7	172.6	-21%
CSM상각	225.1	226.3	216.9	-4%
RA상각	33.9	31.0	27.5	-11%
예실차	(28.1)	9.0	(14.9)	적전
보험금	(52.7)	6.2	(26.4)	적전
사업비	24.7	2.8	11.5	307%
기타	(58.7)	(46.5)	(56.9)	적지
주요지표				
APE	1,083.6	761.9	719.5	-6%
보장성	385.8	732.3	675.2	-8%
저축성	697.9	29.6	44.3	49%
신계약 CSM	544.4	619.9	691.6	12%
보장성	406.4	615.8	685.9	11%
저축성	138.0	4.1	5.7	40%
투자이익	432.9	(81.3)	(252.5)	적지
투자서비스손익	1,806.4	670.3	140.9	-68%
(투자이익률)	4.51%	3.83%	3.33%	-0.50%p
보험금용손익	(1,373.5)	(751.6)	(393.4)	적지
영업이익	605.1	138.4	(79.9)	적전
영업외손익	2.2	5.1	(0.1)	적전
세전이익	607.3	143.6	(80.0)	적전
당기순이익	470.9	147.8	(40.8)	적전

주: 투자이익률은 헷지제외 기준

자료: 한화생명, 하나증권

도표 2. 한화생명의 CSM Movement

(십억원)



자료: 한화생명, 하나증권

한화생명 3Q23 실적 발표 컨퍼런스콜

Q) 유동성 관련, 저축성보험의 만기도래 물량은 어느 정도인지?

A) 2022년까지 만기보험금이 증가했지만 2023년부터 만기보험금은 2.4조원 수준으로 감소함. 2024년 만기보험금은 1.2조원으로 만기보험금 증가 이전 수준으로 감소할 것으로 예상되어 안정적인 수준으로 관리되고 있음

Q) FVPL 자산의 절대금액이 10조원 이상으로 높은데, 향후 FVPL 자산을 어느 정도로 가져갈 것인지?

A) FVPL 자산이 많은 것은 1) SPPI 테스트를 통과하지 못하는 등의 FVPL로 분류된 채권자산들이 있고, 2) 수익증권을 통해 투자한 자산들이 FVPL로 분류됨. SPPI 테스트 트라이, FVPL 자산 매도 및 FVOCI 자산 재매수 전략을 고려하고 있음. 신규 출자 대출 등은 직접 대출로 나가는 등 FVPL 자산을 줄이기 위해 노력 중임. FVPL 목표 수준을 단언할 순 없지만 FVPL 자산 비중을 낮추고 손익변동성 축소를 위해 노력할 것. FVPL의 금리변동성에 대해서는 9월말 기준 금리 10bp당 유가증권 100억원, 대체투자 100억원 수준으로 보고 있음

Q) 가이드라인 적용으로 상반기 이익의 변동이 컸는데, 전체 숫자만 보면 판단하기가 어려운 상황임. 보험이익 내에서 예실차는 개선되었고 기타사업비는 증가한 것으로 보이고, 보험이익은 820억원 증가했고 투자쪽도 변화가 있었던 것 같음. 가이드라인이 CSM과 VFA 등에 얼마나 영향을 주었는지?

A) 실손보험과 관련해서는 3분기부터 적용했고 CSM 7,500억원 감소, BEL 증가. 무저해지, 고금리상품 해지율 가이드라인은 2분기부터 반영했고 CSM -1,500억원 정도로 반영됨. CSM 상각률과 관련해서는 상각률은 다소 낮아짐. RA 상각 관련 가이드라인의 영향은 없었으며, VFA는 소금법을 적용해서 회계처리를 한 결과 2022년에는 변액보험의 이익이 CSM으로 전환된 금액이 4,250억원 발생했고 2분기까지는 1,200억원 손실이 발생해서 3,000억원정도 증액됨. 사업비는 종전에는 예실차에 반영되던 시책이 CSM 조정으로 반영되었고 CSM에 1,700억원이 반영됨. 그럼에도 시책비 사용에 따른 CSM 확보 대비 낮은 수준으로 판단

Q) 3분기 투자손익이 저조했는데, 채권/수익증권 각각 손실규모와 해외부동산 관련 손실액이 얼마였는지?

A) 3분기 평가/처분손실 1,700억원 정도가 났는데 10년물 금리 35bp 상승, 증시 악화 등으로 유가증권 400억원, 대체투자 평가손실 600억원, 해외부동산 투자 손실 선반영 금액이 400억원 수준으로 추정하고 있는 등 총 1,400억원, 나머지는 기타. 4분기 및 내년 손실 예상금액은 특정하기 어려우나 전체 손익에 미치는 영향은 크지는 않을 것으로 예상

Q) K-ICS 관련, 할인을 제도 변화 등이 예정되어 있는데 민감도는 어느정도 수준인지? 금리 전망 수준은 어느정도인지?

A) 대량해지위험 관련 감독원의 진행방향은 대량해지위험의 상품군별 위험계수 차등화를 2024년 1월부터 시행할 예정이나, 업계에서 2023년 말 부터 적용하는 것을 건의 중임. 대량해지위험계수 차등화가 진행되면 대량해지위험이 크게 줄어든 것으로 예상. 2024년말 킱스 190% 목표

Q) 현재 예상되는 배당가능이익은?

A) 아직 말씀드리기 어려움

Q) 신계약 CSM 호조가 이어질 수 있을지? 향후 배당정책은?

A) 신계약이 줄어든 것으로 예상하고 있지는 않으며 배당에 대한 허들이 모두 제거된 상황으로 순이익과 업계 배당성향 등을 고려하여 적극적인 주주환원 정책 계획 중임

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
보험손익	(765)	(628)	(545)	(553)	(1,180)
보험영업수익	9,388	9,622	10,232	10,314	14,442
보험료수익	9,224	9,459	10,058	10,117	14,226
재보험수익	164	162	174	196	215
보험영업비용	10,154	10,250	10,777	10,867	15,621
지급보험금	7,832	8,007	8,467	8,689	13,198
재보험비용	172	171	184	205	226
사업비	1,185	1,221	1,240	1,165	1,281
(이연신계약비)	(706)	(782)	(836)	(746)	(1,011)
신계약비	964	1,112	1,177	1,096	1,497
유지비	927	890	899	815	795
신계약비상각비	962	849	883	806	915
할인료	3	2	2	2	2
투자손익	3,165	3,162	3,328	3,507	2,770
투자영업수익	4,801	5,548	5,983	5,635	6,221
투자영업비용	1,636	2,386	2,655	2,127	3,450
책임준비금전입액	2,987	3,363	3,394	3,284	1,944
영업이익	(587)	(830)	(610)	(330)	(353)
영업외손익	1,089	943	852	889	786
세전이익	502	113	241	559	433
법인세비용	143	(2)	44	148	78
당기순이익(별도)	359	115	197	411	354
당기순이익(연결)	447	59	208	1,249	816
비지배지분순이익	31	(42)	6	58	83
지배지분순이익	415	100	202	1,191	733

투자지표 (I)

	2018	2019	2020	2021	2022
성장률(YoY, %)					
보험손익	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속
투자손익	0	0	5	5	-21
영업이익	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속
세전이익	-27	-78	114	132	-23
별도순이익	-32	-68	72	109	-14
연결순이익	-35	-87	255	500	-35
지배순이익	-29	-76	101	489	-38
자산총계	4	7	5	2	-2
부채총계	3	5	5	3	1
자본총계	10	22	0	-15	-38
주요사업지표(%)					
손해율	83.2	87.2	85.7	8.7	87.1
사업비율	12.9	12.9	12.3	11.5	9.0
지급여력비율	202	218	246	205	160

자료: 하나증권

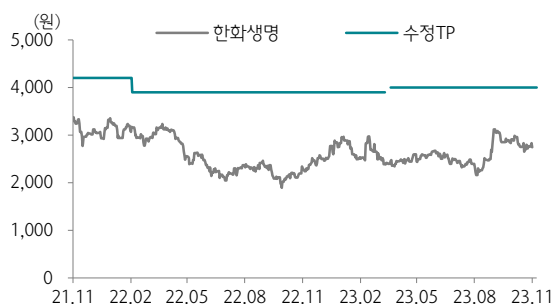
재무상태표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
자산총계	114,302	121,757	127,530	129,505	126,780
운용자산	89,760	96,461	98,557	100,394	99,553
현금과예치금	1,414	846	610	614	2,007
유가증권	64,290	69,749	71,872	74,502	72,329
주식	1,343	1,258	1,662	2,494	3,023
채권	28,741	30,243	36,262	41,053	39,181
외화유가증권	24,373	27,131	20,238	16,738	14,074
대출채권	20,555	22,372	22,669	22,169	22,307
부동산	3,501	3,495	3,406	3,109	2,910
비운용자산	3,088	3,176	3,660	2,946	4,846
미상각신계약비	1,694	1,627	1,580	1,519	1,614
특별계정자산	21,455	22,119	25,313	26,166	22,382
부채총계	104,440	109,699	115,525	119,315	120,465
책임준비금	80,241	83,609	87,005	90,349	92,296
보험료적립금	76,629	79,417	82,356	85,252	87,803
계약자지분조정	571	1,196	1,195	418	10
기타부채	1,249	1,909	1,572	1,541	4,690
특별계정부채	22,379	22,985	25,752	27,008	23,468
자본총계	9,862	12,058	12,005	10,190	6,315
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
신종자본증권	1,558	2,056	2,056	2,056	1,558
이익잉여금	3,358	3,311	3,389	3,699	3,990
자본조정	(924)	(924)	(924)	(921)	(920)
기타포괄손익누계액	1,042	2,787	2,655	528	(3,141)

투자지표 (II)

	2018	2019	2020	2021	2022
운용자산 비중 (%)					
현금 및 예치금	0	2	1	1	1
유가증권	72	72	72	73	74
대출채권	23	23	23	23	22
부동산	4	4	4	3	3
투자지표 (% 배)					
ROA	0.37	0.09	0.16	0.93	0.57
ROE	4.41	0.92	1.68	10.73	8.89
P/E	7.44	7.68	9.21	6.62	6.01
P/B	0.32	0.16	0.14	0.20	0.32
배당 지표					
DPS	100	30	30	0	0
증가율(YoY, %)	(29)	(70)	0	(100)	
배당성장률 (%)	18	22	11	0	0
배당수익률 (%)	4.3	1.2	1.0	0.0	0.0

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%
21.10.28	BUY	4,200	-24.78%	-15.71%

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 2023년 11월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(안영준)는 2023년 11월 16일 현재 해당회사의 유가증권권을 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 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 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	94.14%	5.41%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 11월 13일