

2023. 2. 23



Company Analysis | 보험

Analyst 전배승

02 3779 8978 _ bsjun@ebestsec.co.kr

Hold (유지)

목표주가 (유지)	3,000 원
현재주가	2,470 원
상승여력	21.5 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSPI (2/22)	2,417.68 pt
시가총액	21,453 억원
발행주식수	868,530 천주
52주 최고가/최저가	3,235 / 1,895 원
90일 일평균거래대금	54.49 억원
외국인 지분율	7.2%
배당수익률(23.12E)	3.3%
BPS(23.12E)	6,980 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -15.3%
	6개월 7.8%
	12개월 -6.8%
주주구성	한화건설 (외 6인) 45.1%
	자사주 (외 1인) 13.5%
	예금보험공사 (외 1인) 10.0%

Stock Price



한화생명 (088350)

제도변화 기대감 지속

4Q22 양호한 표면이익 시현

2022년 4분기 별도순이익은 1,592억원으로 시장 예상치에 부합하며 1~3분기 대비 큰 폭의 이익증가 시현. 대규모 일시납 저축성보험 판매로 비차익이 전년동기대비 1,140억 원 감소했으나 위험손해율 하락으로 사차익이 430억원 증가했고, 변액보증준비금 환입 효과로 이차익이 1,580억원 큰 폭으로 확대되면서 양호한 표면이익 시현. 22년 연간 순이익은 3,543억원으로 21년 대비 14% 감소

IFRS17전환과 재무건전성 개선

4분기 중 위험손해율은 80.8%로 5.5%p 하락하며 개선추세 지속. 6% 수준의 위험보험료 증가율이 유지된 반면 사고보험금이 감소하고 있어 안정흐름이 유지될 전망. 실제사업비의 경우 일시납 판매 영향으로 전년동기대비 48% 급증했는데 CSM 확보를 위한 신계약 경쟁심화 가능성 감안 시 사업비율 상승흐름 예상. 투자수익률은 4분기 중 약 1,000억원의 손상차손 인식으로 2.7%로 하락했지만 제도변화 이후 이차역마진 해소와 함께 큰 폭의 이차익 신장 가능. 회사측에서는 IFRS17 전환시점 CSM 7.5조원에 신계약 CSM 1.6~1.7조원이 더해지고 상각을 거쳐 22년말 CSM을 9조원 수준으로 제시. 또한 부채의 시가평가로 자본이 2조원 가량 증가하는 효과가 있어 전환일 기준 자본규모가 12조원으로 확대. 게다가 자본성 증권 상환 이후에도 킥스비율 180% 목표를 설정하고 있으며 1조원 규모의 기적립한 재무건전성 준비금 환입이 예정되어 있어 배당 가능성이 높아질 것으로 평가

보유 의견 유지

기존 목표주가 3,000원과 보유의견을 유지함. 제도개선 관련 불확실성 완화는 동시에 우호적인 경영환경으로 작용. 고금리 환경의 지속여부와 성장성 및 효율성 지표의 향후 방향성이 더욱 중요할 전망

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
보험료수익	10,117	10,117	14,226	14,582	14,852
영업이익	-644	-330	-353	-205	-178
당기순이익	163	411	354	488	512
위험손해율 (%)	86.4	85.9	92.8	91.4	91.6
EPS (원)	217	546	472	649	682
증감률 (%)	42.4	151.5	-13.7	37.7	5.0
BPS (원, adj.)	12,190	10,824	6,331	6,980	7,565
ROE (%)	1.4	3.8	4.3	7.4	7.3
PER (x)	7.9	6.2	5.8	3.8	3.6
PBR (x)	0.14	0.31	0.43	0.35	0.33

주: IFRS 연결 기준

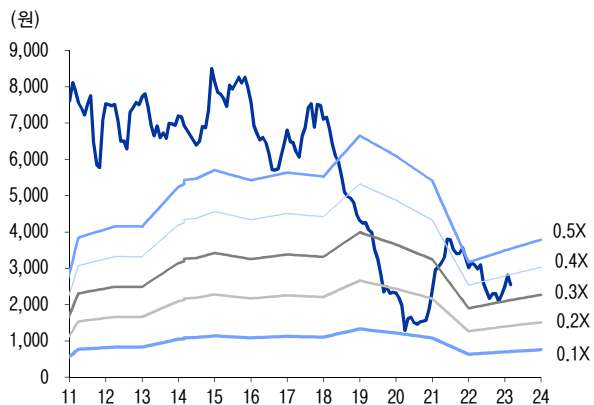
자료: 한화생명, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 한화생명 손익현황과 주요지표

(단위: 십억원,%)	2021		2022P				YoY(%,%p)	QoQ(%,%p)	2021 연간	2022 연간P
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QP				
수입보험료	3,504	4,865	3,128	3,350	3,559	8,591	76.6	141.4	14,745	18,628
일반계정	2,852	2,558	2,420	2,619	3,079	6,109	138.8	98.4	10,117	14,226
특별계정	651	2,307	708	731	480	2,482	7.6	416.6	4,628	4,402
보험영업이익	266	-31	-672	-109	-811	413	-	-	-553	-1,180
보험영업수익	2,901	2,610	2,472	2,674	3,128	6,167	136.3	97.1	10,314	14,442
보험료수익	2,852	2,499	2,420	2,619	3,079	6,109	138.8	98.4	10,058	14,226
보험영업비용	2,635	2,641	3,144	2,783	3,940	5,754	117.8	46.1	10,867	15,621
지급보험금	2,135	1,900	2,602	2,200	3,325	5,071	139.1	52.5	8,467	13,198
사업비	250	354	298	307	311	364	30.4	16.9	1,240	1,281
투자영업이익	898	884	684	716	692	678	-23.2	-1.9	3,507	2,770
책임준비금전입액	1,231	975	148	722	-43	1,117	14.6	-	3,284	1,944
영업이익	-67	-122	-136	-115	-76	-26	-	-	-330	-353
영업외이익	214	200	201	188	180	216	8.3	19.8	889	786
세전이익	146	77	66	73	104	190	146.5	82.6	559	433
당기순이익	103	57	51	56	88	159	181.0	79.9	411	354
위험손해율	81.5	86.3	81.7	78.8	79.1	80.8	-5.5	1.6	82.8	80.1
사업비율	12.4	9.5	15.6	16.1	16.4	7.9	-1.6	-8.5	13.0	12.3
투자수익률	3.7	3.6	2.8	2.9	2.8	2.7	-0.8	-0.1	3.6	2.8
신계약 APE	452	390	420	445	509	769	97.1	51.0	1,573	2,143
보장성 APE	242	249	260	265	297	323	29.5	8.5	965	1,145
ROE	4.2	2.3	2.1	2.8	5.4	10.3			3.8	4.3

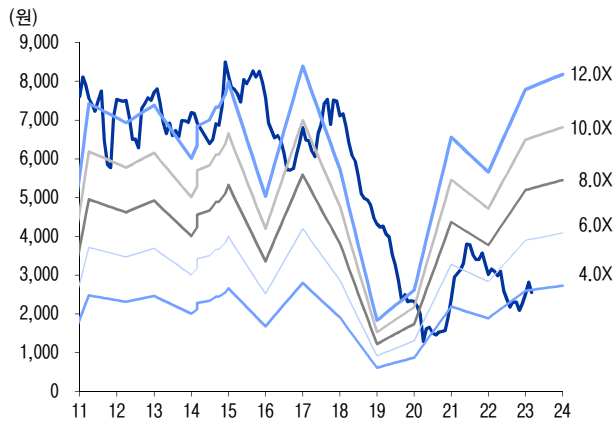
자료: 한화생명, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 한화생명 PBR Band



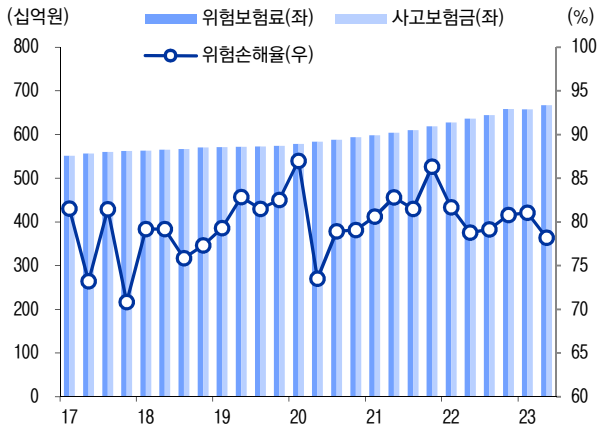
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 한화생명 PER Band



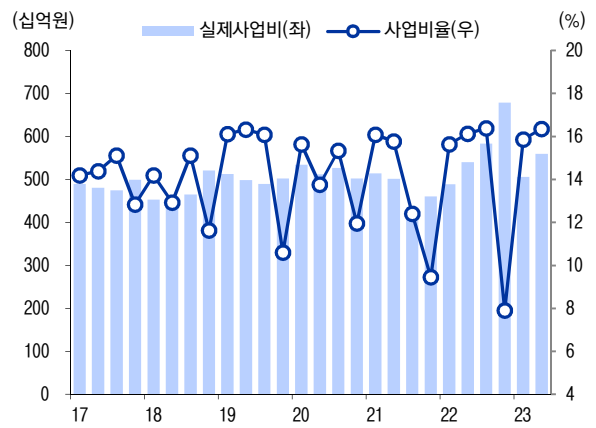
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 위험손해를 추이 및 예상



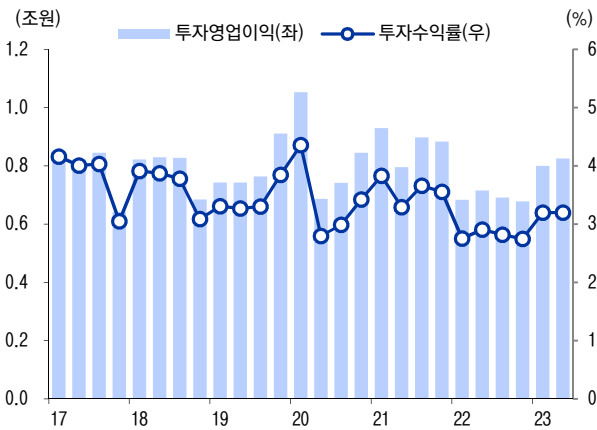
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 사업비율 추이 및 예상



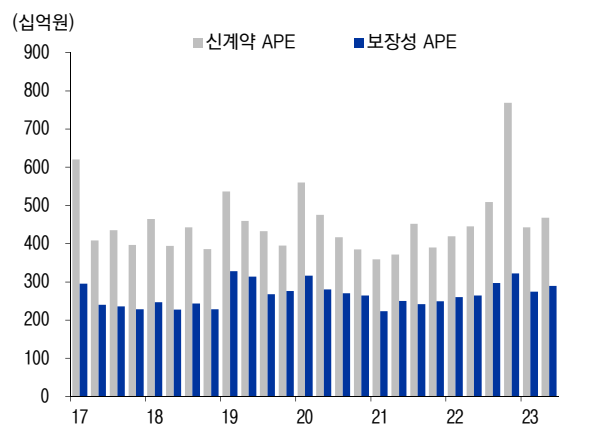
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 투자수익률 추이 및 예상



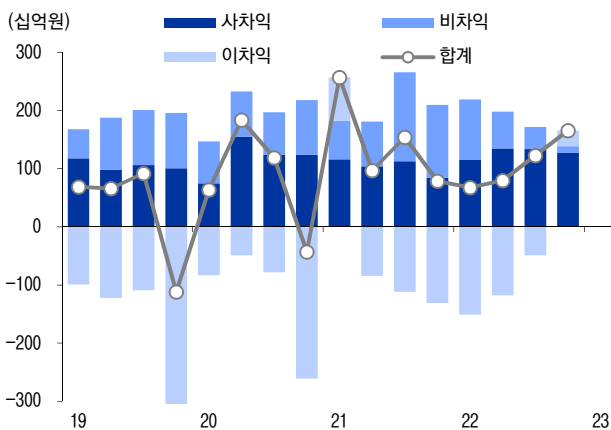
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 신계약 APE 추이 및 예상



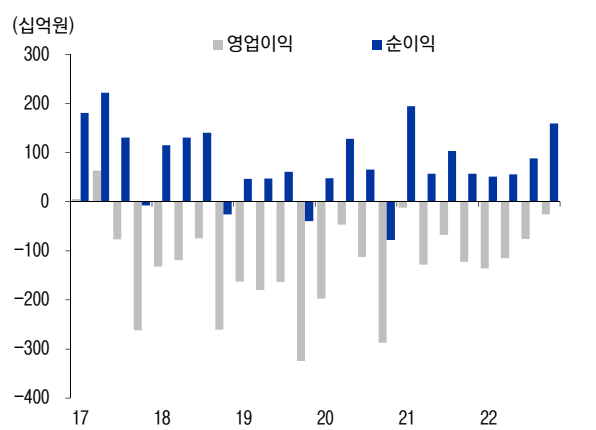
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 이원별 손익 추이



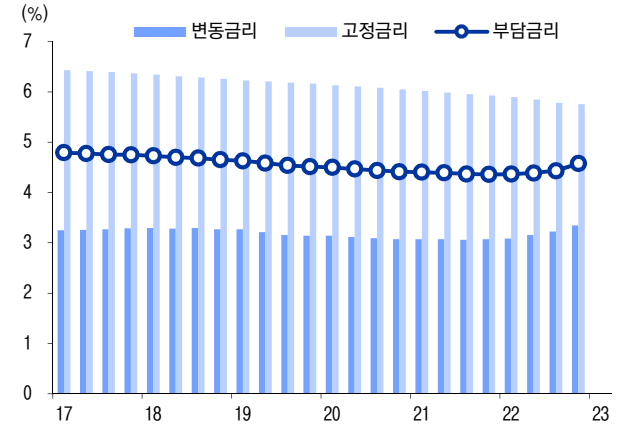
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 영업이익과 순이익 추이



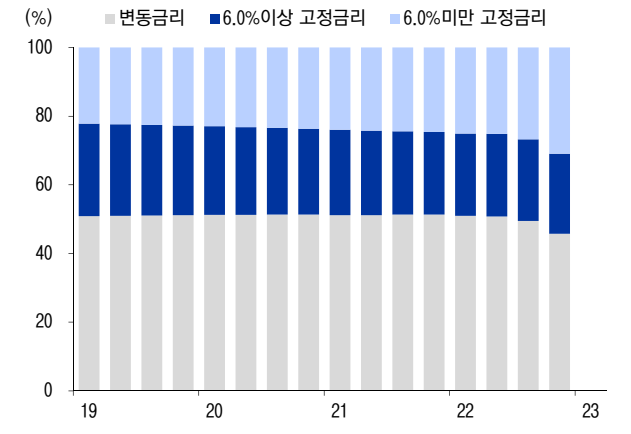
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 부담금리 추이



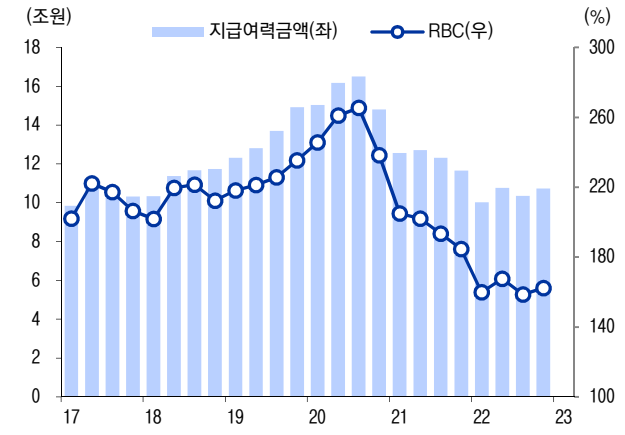
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 보험료적립금 구성비



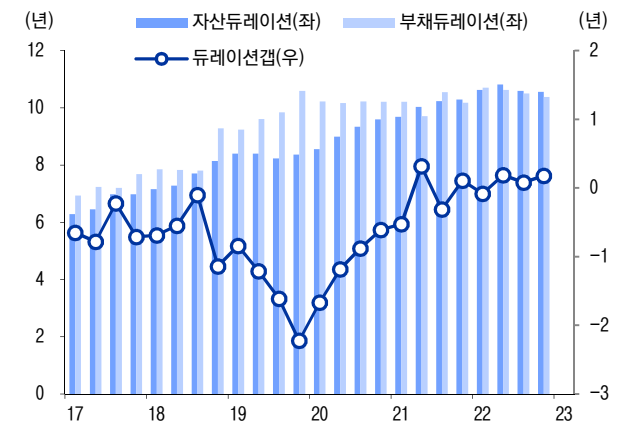
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 RBC 비율



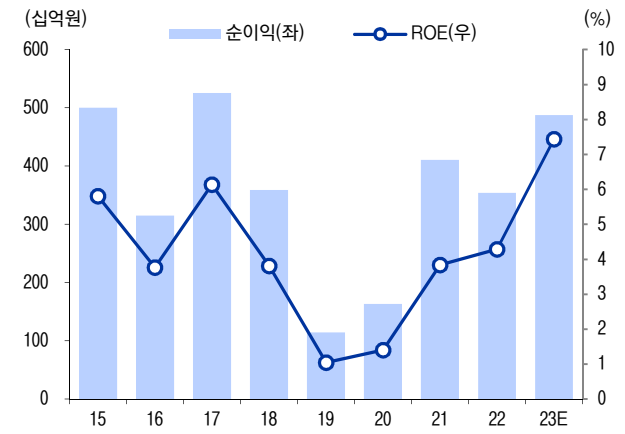
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 듀레이션갭 추이



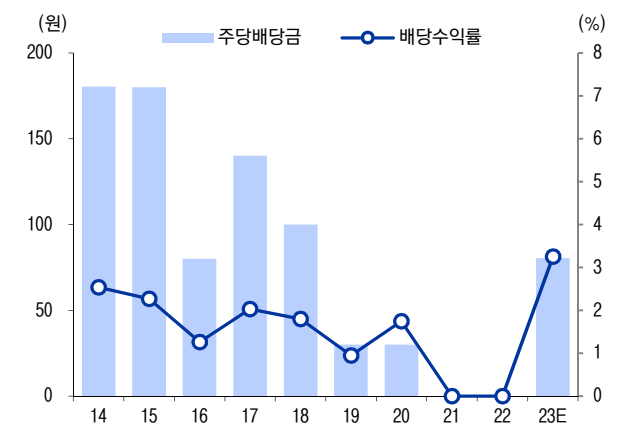
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 연간순이익과 ROE 추이 및 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 배당 추이 및 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

한화생명(088350)

(십억원)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
수입보험료	14,775	14,745	18,628	19,006	19,299
일반계정	10,058	10,117	14,226	14,582	14,852
특별계정	4,717	4,628	4,402	4,424	4,446
보험영업이익	-545	-553	-1,180	-1,236	-1,325
보험영업수익	10,232	10,314	14,442	14,803	15,077
보험료수익	10,117	10,117	14,226	14,582	14,852
재보험수익	196	196	215	221	225
보험영업비용	10,777	10,867	15,621	16,039	16,402
지급보험금	8,689	8,689	13,198	13,323	13,611
재보험비용	205	205	226	226	231
사업비	1,165	1,165	1,281	1,326	1,375
신계약비상각비	806	806	915	1,162	1,184
투자영업이익	3,328	3,507	2,770	3,311	3,403
책임준비금전입액	3,427	3,284	1,944	2,279	2,256
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	-644	-330	-353	-205	-178
영업외이익	852	889	786	869	875
세전이익	207	559	433	664	697
당기순이익	163	411	354	488	512

(십억원)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
운용자산	98,557	100,394	99,553	105,091	107,598
현금및예치금	610	614	2,007	642	658
유가증권	71,872	74,502	72,329	77,988	79,849
대출채권	22,669	22,169	22,307	23,206	23,759
부동산	3,406	3,109	2,910	3,255	3,332
비운용자산	3,660	2,946	4,846	3,534	3,618
특별계정자산	25,313	26,166	22,382	27,390	28,043
총자산	127,530	129,505	126,780	136,014	139,259
책임준비금	88,060	90,349	92,296	94,576	96,832
기타부채	2,502	1,958	4,700	6,975	6,857
특별계정부채	25,752	27,008	23,468	27,661	28,321
부채총계	116,314	119,315	120,465	129,211	132,010
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
신종자본증권	2,056	2,056	1,558	1,558	1,558
이익잉여금	2,600	3,699	3,990	4,478	4,924
자본조정	-924	-921	-920	-920	-920
기타포괄손익누계액	2,655	528	-3,141	-3,141	-3,141
자본총계	11,216	10,189	6,315	6,803	7,250

주요재무지표

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
수익성(%)					
보험금지급률	86.4	85.9	92.8	91.4	91.6
위험손해율	79.6	82.8	80.1	79.5	79.6
사업비율	14.1	13.0	12.3	12.5	12.7
투자수익률	3.5	3.6	2.8	3.2	3.2
영업이익률	-6.4	-3.3	-2.5	-1.4	-1.2
성장성(% , 십억원)					
수입보험료	5.4	-0.2	26.3	2.0	1.5
신계약 APE	1,838	1,573	2,143	2,252	2,356
보장성 APE	1,131	965	1,145	1,395	1,459
운용자산	2.2	1.9	-0.8	5.6	2.4
자기자본	-7.0	-9.2	-38.0	7.7	6.6
영업이익	-22.4	-48.7	7.0	-42.0	-13.2
순이익	42.4	151.5	-13.7	37.7	5.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주요투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
주당지표(원)/Valuation					
EPS	217	546	472	649	682
BPS	12,190	10,824	6,331	6,980	7,574
DPS	30	0	0	80	90
ROA	0.1	0.3	0.3	0.4	0.4
ROE	1.4	3.8	4.3	7.4	7.3
PER	7.9	6.2	5.8	3.8	3.6
PBR	0.14	0.31	0.43	0.35	0.33
배당성향	13.8	0.0	0.0	13.5	13.8
배당수익률	1.7	0.0	0.0	3.3	3.6
안정성(%)					
보험료수익/자기자본	86.9	94.5	172.4	222.3	211.4
자본배율	11.4	12.7	20.1	20.0	19.2
지급여력비율	238.3	184.6	162.2	157.8	164.2

한화생명 목표주가 추이		투자의견 변동내역									
		투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			투자 의견	목표 가격	괴리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비			최고 대비	최저 대비	평균 대비
일시	투자 의견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비
2021.12.15	전배승	커버리지개시									
2021.12.15	Buy	4,000	-21.1		-23.7						
2022.01.11	Hold	3,700	-9.2		-16.8						
2022.05.02	Hold	3,500	-17.4		-27.1						
2022.06.20	Hold	3,000	-22.7		-26.8						
2022.08.01	Hold	2,800	6.1		-15.1						
2023.01.31	Hold	3,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 전배승).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기 -15% 이하 기대	93.0% 7.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2022. 1. 1 ~ 2022. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)