

한화생명 (088350/KS)

[NDR 후기] 관건은 투자손익의 변동성 관리

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 4,000 원(유지)
 현재주가: 2,740 원
 상승여력: 46.0%

투자손익 제외 시 무난했던 실적

3Q23 한화생명은 407 억원의 순손실을 기록했다. 부진한 실적의 주요 원인은 투자부문으로 동사는 일반계정 평가처분손실 약 1,700 억원 등 영향으로 전체 투자손익 2,525 억원의 순손실을 인식했다. 이는 1) 상대적으로 높은 FVPL 금융자산 비중 및 2) 해외 부동산 상각에 따른 손실 약 400 억원을 인식한 영향으로 분석된다. 다만 투자손익을 제외한 실적은 전반적으로 무난했는데 신계약의 경우 전체 APE 는 단기납 종신 절판 기저효과로 7,195 억원(-5.6% QoQ)을 기록했으나 마진을 높은 일반 보장성보험의 성장으로 신계약 CSM 6,916 억원(+12% QoQ)를 기록했다. K-ICS 비율도 잠정 약 182% 수준으로 안정적인 범위 내에서 유지되는 모습이 이어졌다.

향후 관건은 투자손익의 변동성 관리

전반적으로 부진한 실적의 주요 원인이 투자손익에 있던 만큼 투자자들의 주요 관심 역시 투자 부문에 집중되었다. 3Q23 기준 동사의 FVPL 금융자산의 경우 금리 10bp 당 약 200~240 억원 수준의 민감도를 보유하고 있어 금리 변동에 따른 손익 영향이 예상되기 때문이다. 향후 FVOCI 자산 중심 신규 투자 등을 통해 점진적으로 FVPL 자산의 비중을 줄여나갈 계획인 만큼 점진적으로 변동성은 개선될 것으로 예상되나 단기적으로는 금리 환경에 따른 변동성이 불가피할 전망이다. 다만 현재 3Q23 말 대비 하락한 금리 환경 속에서는 향후 FVPL 자산의 평가이익을 기대할 수 있을 전망이다.



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
 3773-8610

Company Data

발행주식수	86,853 만주
시가총액	2,380 십억원
주요주주	
한화(외5)	45.06%
자사주	13.49%

Stock Data

주가(23/11/20)	2,740 원
KOSPI	2,491.20 pt
52주 최고가	3,120 원
52주 최저가	2,165 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

주가 및 상대수익률



2023E 당기순이익 7,027 억원 전망

동사의 2023E 당기순이익은 약 7,027 억원을 전망한다. 3Q23 대비 개선된 평가손익 및 안정적 보험손익을 바탕으로 1 천억원 초~중반의 경상 분기 이익 수준을 회복할 것으로 예상된다. 다만 연말 계리적 가정 조정에 따른 CSM 조정 및 손실계약비용 등 요인에 대한 고려는 요구될 전망이다. 할인을 현실화에 따른 영향은 신계약 및 대량해지 위험 계수 차등화 등을 고려했을 때 제한적 수준에 그칠 전망이다. 한편 배당의 경우 상법 시행령 개정안 입법 예고로 불확실성이 완화된 상황이다. 2016년 이후 동사 배당 성향이 약 20% 내외를 기록했음을 감안하면 유사한 수준의 배당성향을 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익	십억원				728	803	942
투자손익	십억원				95	-16	-16
영업이익	십억원				823.2	787	926
당기순이익	십억원				702.7	610	717
EPS	원				809	702	825
PER	배				3.4	3.9	3.3
PBR	배				0.20	0.19	0.18
ROE	%				5.4	5.0	5.6

한화생명 - 분기별 실적 추이 및 전망										
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E
보험손익	172	220	173	163	190	199	204	209	728	803
CSM 상각	225	226	217	209	212	221	231	240	878	904
RA 해제	34	31	28	27	28	28	29	29	119	114
예실차	-28	9	-15	-14	-6	-5	-11	-11	-48	-33
순실계약비용 및 기타 (기타사업비)	-16	1	-36	-39	-22	-23	-22	-28	-90	-95
	42	48	21	20	22	22	22	21	131	87
투자손익	433	-81	-253	-4	-4	-4	-4	-4	95	-16
자산운용손익	1,806	670	141	697	703	713	708	701	3,314	2,825
(FVPL 관련손익)	715	-96	-407	0	0	0	0	0	212	0
일반계정	933	714	462	633	639	648	644	638	2,743	2,568
변액/퇴직보험	873	-44	-321	63	64	65	64	64	571	257
보험금융손익	-1,373	-752	-393	-700	-707	-717	-712	-705	-3,219	-2,841
일반계정	-687	-656	-678	-635	-640	-650	-645	-639	-2,656	-2,574
변액/퇴직보험	-686	-95	285	-66	-66	-67	-67	-66	-563	-267
영업이익	605	138	-80	159	186	195	200	205	823	787
영업외손익	2	5	0	3	1	2	2	2	10	6
세전이익	607	144	-80	162	187	197	202	207	833	793
당기순이익	471	148	-41	125	144	152	155	159	703	610
보장성보험 APE	386	732	675	614	621	628	635	642	2,407	2,525
자산총계	113,400	110,904	109,390	107,593	111,003	110,337	109,665	108,568	107,593	108,568
운용자산	96,635	94,072	92,992	91,212	94,614	93,951	93,277	92,181	91,212	92,181
비운용자산	1,700	1,661	1,693	1,677	1,685	1,681	1,683	1,682	1,677	1,682
부채총계	100,887	99,023	96,862	95,264	98,153	97,721	97,452	96,792	95,264	96,792
책임준비금	81,348	79,006	76,393	75,245	77,909	77,589	77,264	76,632	75,245	76,632
생명보험 CSM 잔액	9,879	10,123	9,799	9,930	10,391	10,856	11,324	11,496	9,930	11,496
자본총계	12,513	11,881	12,528	12,487	12,631	12,782	12,937	12,931	12,487	12,931
계약환급금준비금	1,910	2,394	2,840	3,164	3,424	3,634	3,804	3,942	3,164	3,942
ROE (%)	15.0	5.3	-1.4	4.1	4.8	5.0	5.0	5.1	5.4	5.0

자료: 한화생명, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
운용자산		99,634	91,212	92,181	93,219
현금및예치금		2,091	688	877	1,068
유가증권		77,573	71,063	71,779	72,546
대출금		17,061	16,602	16,779	16,968
부동산		2,910	2,859	2,746	2,638
비운용자산		2,057	1,677	1,682	1,682
특별계정자산 및 기타		14,520	14,705	14,705	14,705
자산총계		116,211	107,593	108,568	109,606
책임준비금		79,655	75,245	76,632	78,125
CSM잔액(원수)		9,763	9,930	11,496	13,314
계약자지분조정		10	10	10	10
특별계정부채 및 기타		14,555	14,758	14,758	14,758
부채총계		100,450	95,264	96,792	98,294
자본금		4,343	4,343	4,343	4,343
신종자본증권		1,558	498	498	498
자본잉여금		485	485	485	485
이익잉여금		6,256	6,198	6,643	7,187
해약환급금준비금		1,597	3,164	3,942	4,275
기타자본		3,119	962	962	962
비지배주주지분		0	0	0	0
자본총계		15,761	12,487	12,931	13,475

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
신계약 수익성					
신계약 APE		2,143	3,219	2,670	2,790
신계약 CSM		1,609	2,499	2,547	2,690
신계약 CSM 수익성		75.1	77.6	95.4	96.4
CSM 관련 지표					
기초CSM		7,477	9,763	9,930	11,496
CSM 조정 가점 변경		1,237	-1,813	-500	-320
신계약 CSM(원수)		1,609	2,499	2,547	2,690
CSM 이자부리		263	360	422	484
상각 전 CSM		10,587	10,808	12,399	14,349
CSM상각액		824	878	904	1,035
CSM상각률(%)		7.8	8.1	7.3	7.2
CSM 순증액		2,286	168	1,565	1,818
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률		0.0	2.9	2.8	2.8
FVPL 제외 운용수익률		0.0	2.7	2.8	2.8
손익구성					
보험손익		71	88	102	102
CSM상각		87	107	115	112
투자손익		29	12	-2	-2
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		177.1	180.8	186.3	193.2

자료: 한화생명, SK증권 추정

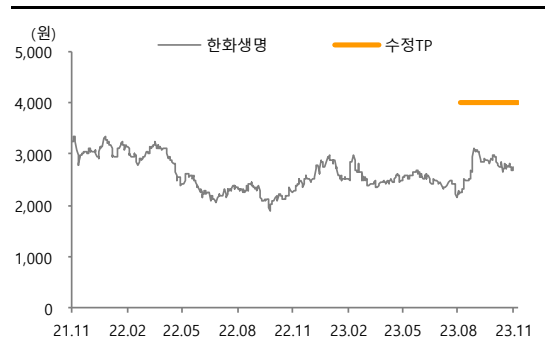
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익		672	728	803	942
CSM상각		824	878	904	1,035
RA해제		221	119	114	122
에실차 등		8	-48	-33	-21
재보험손익		-240	-90	-95	-99
(기타사업비)		141	131	87	95
투자손익		272	95	-16	-16
자산운용손익		1,125	3,314	2,825	2,853
FVPL관련 손익		N/A	571	0	0
보험금융손익		-853	-3,219	-2,841	-2,869
영업이익		944	823	787	926
영업외손익		47	10	6	7
세전이익		991	833	793	933
법인세비용		197	130	183	216
법인세율 (%)		19.9	15.6	23.1	23.2
당기순이익		794	703	610	717
연결 효과					
연결 세전이익					
연결 당기순이익					
지배주주순이익					
비지배지분순이익					

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			-8.5	1.1	1.1
CSM증가율			1.7	15.8	15.8
BPS증가율					
보험손익증가율			8.3	10.2	17.4
투자손익증가율			-65.0	-116.5	0.4
당기순이익증가율			-11.5	-13.2	17.5
주당지표(원)					
EPS		914	809	702	825
BPS		16,352	13,803	14,315	14,941
CSM 포함		29,592	14,377	14,889	15,515
해약환급금준비금 제외		14,513	10,161	9,776	10,019
보통주배당금		0	220	220	230
보통주 배당수익률(%)			0.1	0.1	0.1
Valuation 지표					
PER(배)		3.0	3.4	3.9	3.3
PBR(배)		0.17	0.20	0.19	0.18
CSM 포함		0.09	0.19	0.18	0.18
해약환급금준비금 제외			0.27	0.28	0.27
ROE(%)			5.4	5.0	5.6
ROA(%)			0.6	0.6	0.7
배당성향(%)			23.5	27.1	24.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.08.24	매수	4,000원	6개월		



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 21일 기준)

매수	93.51%	중립	6.49%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------