

한화생명 (088350/KS)

금리 하락으로 인한 FVPL 평가손익 개선

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 4,000 원(유지)
 현재주가: 2,470 원
 상승여력: 61.9%

금리가 조금 빠지는게 더 편안한 상황

한화생명은 과거 판매한 고금리 확정형 계약으로 인한 이차 역마진 부담이 가장 높은 보험사였으나 IFRS17 전환 시점에 미래 예상 손익을 상계하여 자본에 반영하는 등 영향으로 현재는 이차 역마진 부담이 다소 완화된 상황이다. 오히려 IFRS9 도입과 함께 운용자산 내 FVPL 자산 비중이 유가증권의 29% 수준으로 크게 높아져 금리 하락에 따라 단기적인 평가손익 개선을 기대할 수 있는 만큼 손익 측면에서는 4Q23 중 나타난 금리 하락이 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상된다. 과거 판매한 고금리 계약 관련 영향은 이제 손익이 아닌 자본 변동으로 나타나겠지만 현재 동사의 듀레이션 수준 등을 감안하면 금리가 급격하게 변동하지 않는 한 충분히 관리가능할 것으로 예상된다.

판매채널 중심의 강점 지속 중

동사는 전략적으로 판매채널인 한화생명금융서비스의 조직 규모 확대와 이에 기반한 신계약 성장을 추진하고 있다. 실제로 2023년에는 삼성생명과 비슷하거나 소폭 높은 수준의 신계약 APE 를 기록할 것으로 예상되는 만큼 판매채널 측면의 강점이 드러나고 있다는 점은 긍정적이라고 판단한다. 다만 3Q23 기준 동사의 가정 조정으로 인한 누적 CSM 감소분이 전년 말 CSM 의 약 14%를 기록하며 타사 대비 높은 수준임을 감안하면 궁극적으로는 가정 관리 측면의 안정화가 필요할 것으로 예상된다.



Analyst
설용진

s.dragon@sks.co.kr
 3773-8610

4Q23 순이익 1,218 억원 전망

한화생명의 4Q23 당기순이익은 1,218 억원으로 컨센서스 수준의 이익을 기록할 전망이다. 보험손익 측면에서는 가정 조정으로 인한 손실계약비용이 예상되나 예실차는 상대적으로 안정적인 모습이 예상된다. 투자손익의 경우 FVPL 평가손익 개선을 전망하며 대체투자 관련 자산 재평가에 따른 손상차손이 인식되더라도 충분히 관리 가능하다고 판단한다. 자회사인 한화손보가 2023년부터 배당을 재개할 것으로 예상되는 만큼 관련 이익이 24년 실적부터 반영될 예정이며 1Q24 중 약 280억원의 관련 이익이 예상된다. 구체적인 주주 환원 정책은 향후 1) 지속가능한 K-ICS 비율, 2) 경상 이익 수준 및 3) 해약환급금준비금의 세전/세후 반영 이슈 등에 대한 확인이 필요할 전망이다. 23년 결산 배당은 약 20% 초반 수준의 배당성향 및 DPS 200 원을 예상한다.

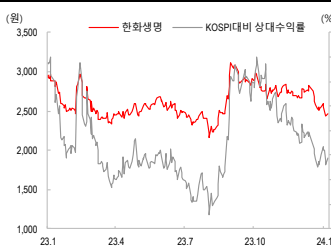
Company Data

발행주식수	86,853 만주
시가총액	2,145 십억원
주요주주	
한화(외5)	45.06%
자사주	13.49%

Stock Data

주가(24/01/22)	2,470 원
KOSPI	2,464.35 pt
52주 최고가	3,120 원
52주 최저가	2,165 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익	십억원				679	770	902
투자손익	십억원				140	-16	-16
영업이익	십억원				819	754	886
당기순이익	십억원				700	607	708
EPS	원				806	699	815
PER	배				3.5	3.5	3.0
PBR	배				0.20	0.17	0.17
ROE	%				5.3	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	115	191	200	204	174	679	770
CSM 상각	225	226	217	210	212	220	229	238	878	898
RA 해제	34	31	28	27	28	28	29	29	119	114
예실차	-28	9	-15	-14	-6	-5	-11	-11	-48	-33
기타사업비용	-42	-48	-21	-14	-22	-22	-22	-19	-125	-85
손실계약비용 및 기타	-16	1	-36	-94	-20	-21	-20	-63	-145	-124
투자손익	433	-81	-253	41	-4	-4	-4	-4	140	-16
일반계정	246	58	-216	44	-1	-1	-1	-1	132	-6
자산운용수익	933	714	462	687	639	648	643	637	2,796	2,568
보험금융손익	-687	-656	-678	-643	-640	-649	-645	-639	-2,665	-2,573
특별계정(VFA 모형)	187	-139	-37	-3	-3	-3	-3	-3	9	-10
영업이익	605	138	-80	156	188	196	201	171	819	754
영업외손익	2	5	0	3	30	2	2	2	10	35
세전이익	607	144	-80	158	217	198	202	172	829	789
별도 당기순이익	471	148	-41	121.8	167	152	155	133	699.9	607
보장성 APE	386	732	675	658	621	628	635	642	2,451	2,526
자산총계	113,400	110,904	109,390	107,815	110,983	110,295	109,602	108,603	107,815	108,603
운용자산	96,635	94,072	92,992	91,282	94,593	93,909	93,214	92,216	91,282	92,216
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	95,316	98,138	97,690	97,405	96,817	95,316	96,817
책임준비금	81,348	79,006	76,393	75,297	77,894	77,558	77,217	76,657	75,297	76,657
생명보험 CSM 잔액	9,879	10,123	9,799	9,964	10,350	10,791	11,234	11,432	9,964	11,432
자본총계	12,513	11,881	12,528	12,499	12,666	12,818	12,973	12,941	12,499	12,941
해약환급금준비금	1,910	2,394	2,840	3,164	3,392	3,566	3,697	3,797	3,164	3,797
ROE (%)	15.0	5.3	-1.4	4.1	5.5	5.0	5.0	4.3	5.3	5.0

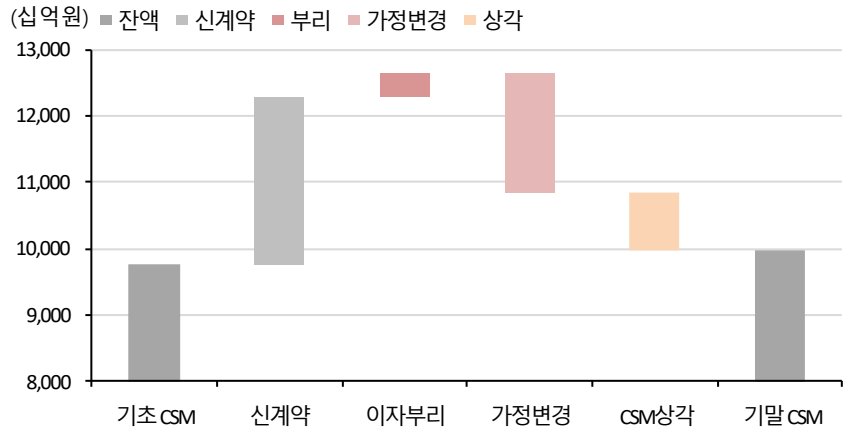
자료: 한화생명, SK 증권 추정

한화생명 - 실적 전망치 변경

		2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	수정 후		679	770	902
	수정 전		728	803	942
	증감률(%)		-6.7%	-4.1%	-4.3%
투자손익	수정 후		140	-16	-16
	수정 전		95	-16	-16
	증감률(%)		47.6%	적지	적지
세전이익	수정 후		829	789	922
	수정 전		833	793	926
	증감률(%)		-0.4%	-0.5%	-0.4%
순이익	수정 후		700	607	708
	수정 전		703	610	717
	증감률(%)		-0.4%	-0.5%	-1.2%

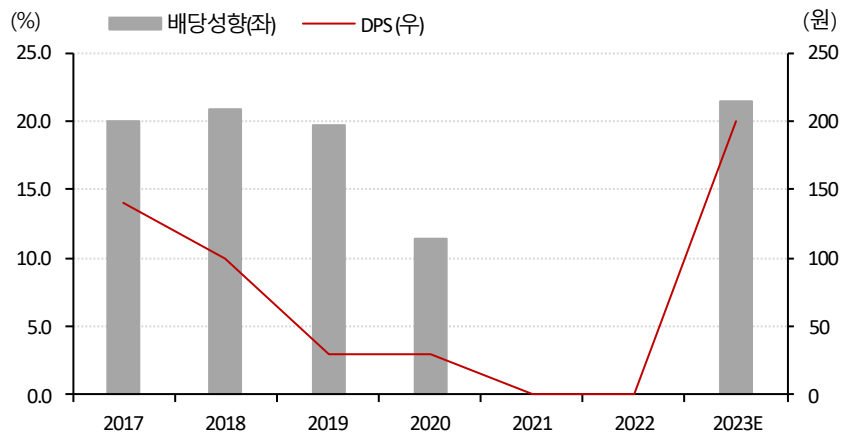
자료: 한화생명, SK 증권 추정

한화생명 - 2023년 연간 예상 CSM Movement



자료: 한화생명, SK 증권 추정

한화생명 - 배당 관련 추이 및 전망



자료: 한화생명, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
운용자산			91,282	92,216	93,158
현금및예치금			693	880	1,063
유가증권			71,115	71,805	72,500
대출금			16,615	16,785	16,957
부동산			2,859	2,746	2,638
비운용자산			1,677	1,682	1,682
특별계정자산 및 기타			14,856	14,705	14,705
자산총계			107,815	108,603	109,545
책임준비금			75,297	76,657	78,080
CSM잔액(원수)			9,964	11,432	13,097
계약자지분조정			10	10	10
특별계정부채 및 기타			20,010	20,150	20,159
부채총계			95,316	96,817	98,249
자본금			4,343	4,343	4,343
신종자본증권			498	498	498
자본잉여금			485	485	485
이익잉여금			6,210	6,652	7,165
해약환급금준비금			3,164	3,797	4,007
기타자본			962	962	962
비지배주주지분			0	0	0
자본총계			12,499	12,941	13,453

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
신계약 수익성					
APE		2,143	3,263	2,671	2,791
신계약 CSM(원수)			2,531	2,446	2,581
신계약 CSM 마진율(%)			77.6	91.6	92.5
CSM 관련 지표					
기초CSM			9,763	9,964	11,432
CSM 조정 가점 변경			-1,813	-500	-370
신계약 CSM(원수)			2,531	2,446	2,581
CSM 이자부리			361	420	479
상각 전 CSM			10,842	12,330	14,122
CSM상각액			878	898	1,025
CSM상각률(%)			8.1	7.3	7.3
CSM 순증액			201	1,468	1,665
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률			2.9	2.8	2.8
평가처분손익 제외 수익률			2.6	2.8	2.8
손익구성					
보험손익			82.9	102.1	101.8
CSM상각			107.2	119.1	115.7
투자손익			17.1	-2.1	-1.8
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)			181.1	185.8	191.6

자료: 한화생명, SK증권 추정

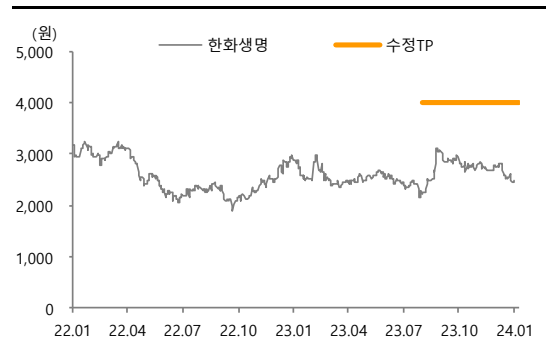
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익			679	770	902
CSM상각			878	898	1,025
RA해제			119	114	122
에실차 등			77	51	74
기타사업비용			-125	-85	-96
손실계약비용 및 기타			-145	-124	-128
투자손익			140	-16	-16
일반계정 투자손익			132	-6	-6
평가처분손익			274	0	0
특별계정 투자손익			9	-10	-10
영업이익			819	754	886
영업외손익			10	35	36
세전이익			829	789	922
법인세비용			129	182	214
법인세율(%)			15.6	23.1	23.2
당기순이익			700	607	708

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율				1.0	1.0
CSM증가율				14.7	14.6
BPS증가율				3.7	4.1
보험손익증가율				13.4	17.1
투자손익증가율				적전	적지
영업이익증가율				-7.9	17.4
세전이익증가율				-4.8	16.8
당기순이익증가율				-13.3	16.7
주당지표(원)					
EPS			806	699	815
BPS			13,817	14,326	14,916
EV(BV+CSM)			13,817	14,326	14,916
보통주 DPS	0	0	200	220	260
보통주 배당수익률(%)	0.0	0.0	7.1	8.9	10.5
Valuation 지표					
PER(배)			3.5	3.5	3.0
PBR(배)			0.20	0.17	0.17
P/EV(배)			0.20	0.17	0.17
ROE(%)			5.3	5.0	5.6
ROA(%)			0.6	0.6	0.6
배당성장률(%)			21.5	27.2	27.6

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
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 기관투자자 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 (2024년 01월 23일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------