



한화생명 (088350)

판매조직 강화의 가치를 증명 중

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479 / RA 서주원 juwon.seo@hanwha.com 3772-7481

Buy (유지)

목표주가(유지): 4,500원

현재 주가(8/17)	2,220원
상승여력	▲102.7%
시가총액	19,281억원
발행주식수	868,530천주
52 주 최고가 / 최저가	2,975 / 1,895원
90 일 일평균 거래대금	35.76억원
외국인 지분율	8.3%

주주 구성	
한화 (외 6 인)	45.1%
자사주 (외 1 인)	13.5%
예금보험공사 (외 1 인)	10.0%

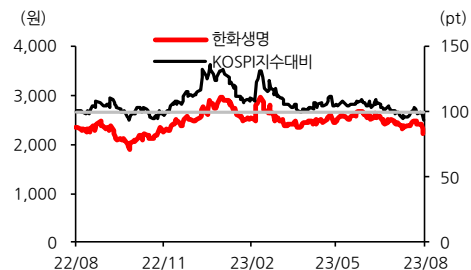
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-10.5	-10.7	-12.3	-7.1
상대수익률(KOSPI)	-6.7	-11.7	-15.1	-7.2

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	n/a	657	843	961
투자손익	n/a	552	580	634
영업이익	n/a	1,209	1,422	1,595
당기순이익	n/a	953	1,057	1,184
CSM (*)	9,668	10,681	11,774	12,890
수정 EPS	377	1,227	1,382	1,551
수정 BPS	13,381	22,655	22,350	22,964
수정 PER	2.2	1.8	1.6	1.4
수정 PBR	0.1	0.1	0.1	0.1
수정 ROE	2.8	5.4	6.1	6.8
배당성향	0.0	15.8	16.0	15.9

* 원수 순부채 기준

주가 추이



한화생명은 추정치에 미달하는 실적을 기록했으나, 이는 특별계정 투자손실에 의한 것으로 본질적인 보험 및 일반계 투자 성과는 양호했습니다. 판매조직 강화에 힘입은 신계약가치 성장에 주목할만합니다.

2Q23 순이익 1,564억원(-55% YoY), 추정 대비 부진

한화생명의 2Q23 별도 당기순이익은 1,564억원(-55% YoY)(단, 전년 동기 IFRS17 적용 & IFRS9 미적용)으로 당사 추정치에 29% 미달하였음. 보험손익은 추정과 근사했고 일반계정 투자손익은 양호했으나, 특별계정(SAP 분류 기준)의 투자손익이 부진했던 것이 원인. 2Q23 보험손익은 1,951억원(-4% YoY)으로, 기타사업비 증가에 의해 감소. 주요 항목인 CSM 상각은 견조한 잔액 성장에 따라 2,493억원(+34% YoY)으로 증가. 당사는 예실차 산출에 보험취득현금흐름 경험조정을 포함하지 않으나(·회사별 데이터 제공 여부가 상이), 신계약 확대에 의해 해당 비용이 증가한 점을 고려하면 예실차는 적자폭이 확대된 것으로 해석. 투자수익률(보험금융손익 제외, 일반계정 기준)은 3.0%, 일반계 투자손익은 1,350억원으로 추정을 30% 상회. 다만 평분기 BEP로 가정한 특별계정에서 1,790억원의 투자손실이 발생함. 신계약 APE는 단기납 종신을 중심으로 보장성이 177% YoY 증가하며 CSM 성장에 크게 기여함

CSM movement

한화생명의 2Q23 말 CSM 잔액은 10.1조원으로 4.2% QoQ 증가. 해약률 가정에 대한 가이드라인을 적용하면서 -2,000억원의 기중조정이 있었음을 감안하면 괄목할만한 성장률이었음. 원인은 판매량 증가와 마진을 개선에 동시에 나타나며 신계약 CSM이 71% YoY 증가했기 때문. 이에 CSM 상각수익 추정이 연간 500억원 상향됨. 단, 3Q23 말 나타날 가이드라인 최종적용의 영향은 고려하지 않음

배당성향 16% 가정 시, 기대 DY 9.0%

한화생명의 2023년 배당성향을 16%로 가정 시, 배당수익률은 9.0%로 기대됨. 같은 배당성향을 유지하면 K-ICS비율은 170% 중후반을 나타낼 것으로 추정되며, 이 경우 향후 3개년 평균 배당수익률은 10.1%로 산출. 판매조직 강화에 힘입은 신계약가치 성장 및 3년 만의 배당에서 높은 수익률이 기대된다는 점을 긍정적으로 평가함

[표1] 한화생명의 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

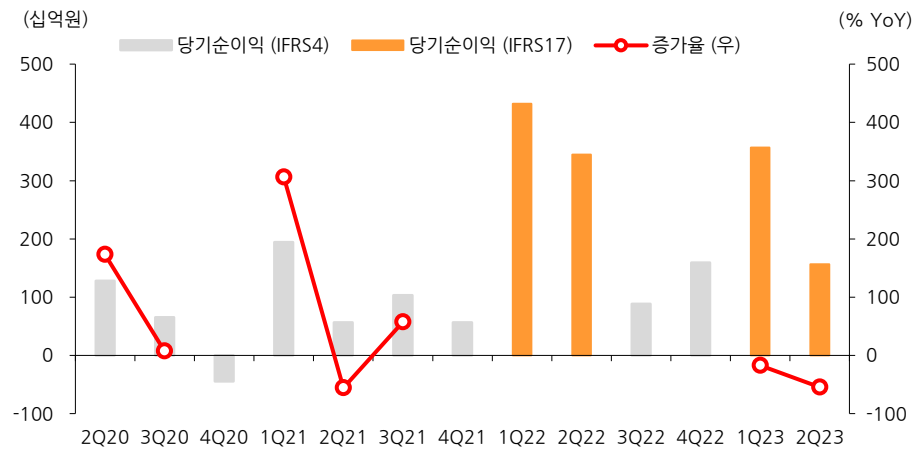
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	QoQ	YoY
AUM				99,461	96,456	94,072	-2.5	n/a
투자손익 (일반계)	790	106			902	718	-20.4	578.6
Yield (%)					3.7	3.0	-0.7	n/a
CSM (원수 순부채)				9,668	9,713	10,117	4.2	n/a
CSM 상각	184	186			214	249	16.4	33.8
단순상각률 (%)					8.8	9.9	1.0	n/a
신계약 CSM	414	421			572	788	37.8	87.3
전체 APE	420	445	509	769	1,084	762	-29.7	71.0
단순마진 (개월)	11.8	11.3			6.3	12.4	6.1	1.1
보험손익	166	203			115	195	70.3	-4.1
일반/VFA 모형	240	221			160	250	56.5	13.1
예실차 (보험금)	0	-5			-57	-1	적지	적지
예실차 (사업비)	8	-0			-3	-8	적지	적지
RA 변동	58	58			34	30	-9.6	-48.1
CSM 상각	184	186			214	249	16.4	33.8
손실계약부담비용	-20	-22			-24	60	흑전	흑전
기타	10	2			-4	-80	적지	적전
PAA 모형	-8	-3			-7	-6	적지	적지
보험수익	4	4			4	4	-3.0	8.7
보험금	0	0			0	0	n/a	n/a
손사비	0	0			0	0	n/a	n/a
기타	-12	-7			-12	-10	적지	적지
재보험손익	1	2			5	-2	적전	적전
기타사업비	67	16			42	48	12.2	194.1
투자손익	405	247			350	-41	적전	적전
보험금융손익	351	470			-1,547	-644	적지	적전
투자서비스손익	53	-224			1,897	603	-68.2	흑전
영업이익	571	450			464	154	-66.8	-65.8
영업외이익	3	7			2	5	131.6	-26.3
세전이익	574	457			466	159	-65.9	-65.2
당기순이익	432	345			357	156	-56.2	-54.7

주: 회색 음영 부분은 데이터 부재

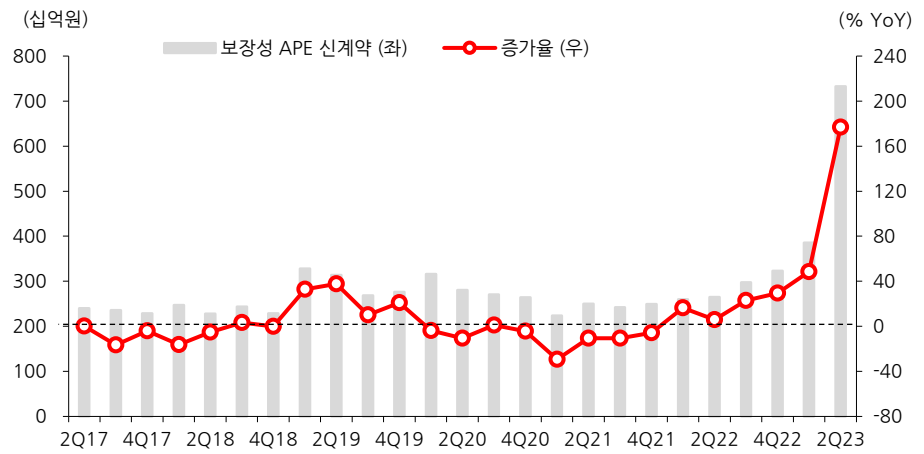
자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한화생명의 분기별 당기순이익 및 증가율



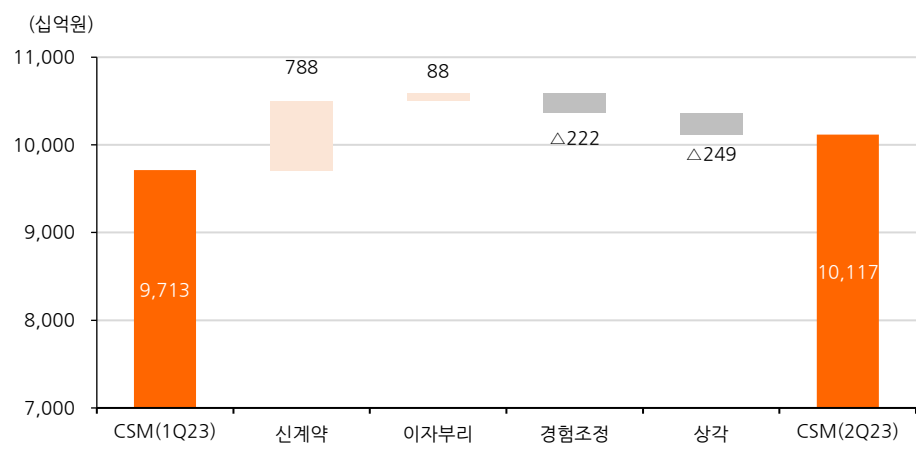
주: 1Q22~2Q22는 IFRS17 & IAS39 기준, 1Q23~2Q23은 IFRS17 & IFRS9 기준
 자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화생명의 보장성 APE 신계약 금액 및 증가율



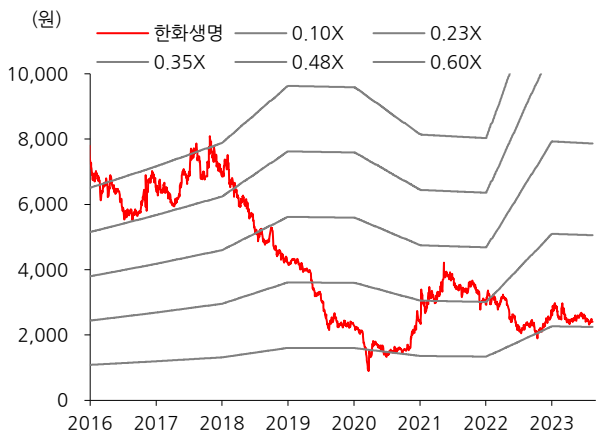
자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한화생명의 CSM 흐름도



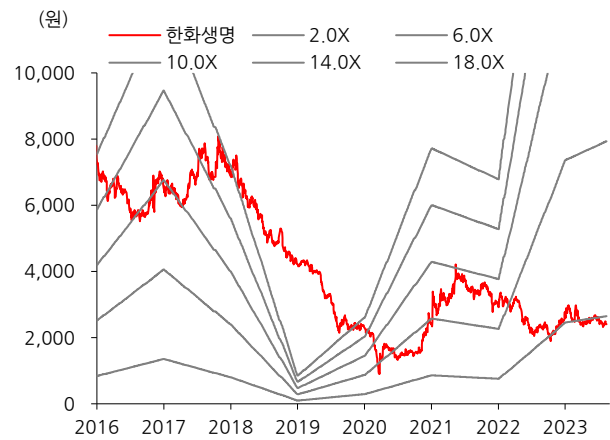
주: 보험계약부채 기준, 재보험 관련 CSM 제외
 자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한화생명 12m forward PBR Band



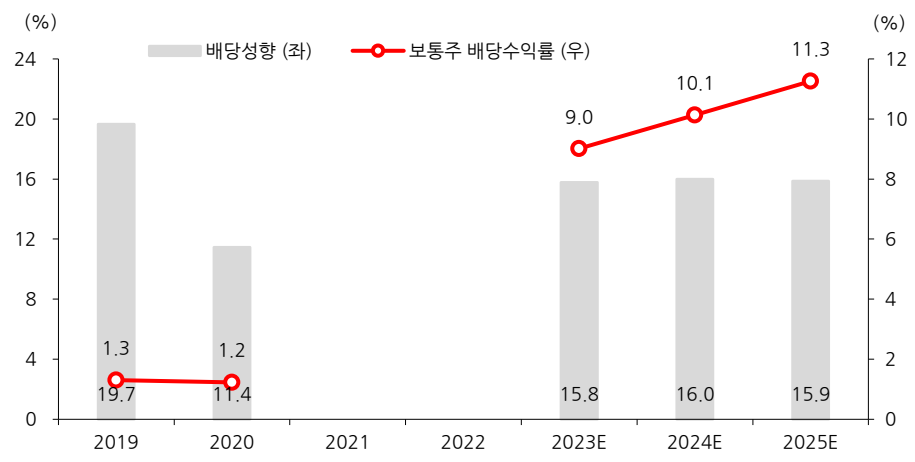
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한화생명 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 한화생명의 배당지표 추이 및 전망



자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023E	2024E	2025E
운용자산	99,461	95,963	99,071	102,279
현금및예치금	2,091	996	1,002	1,034
유가증권	77,399	74,785	77,171	79,656
FVPL	2,528	25,148	26,345	27,317
FVOCI	39,315	33,978	34,856	35,983
AC	31,896	11,965	12,276	12,661
대출채권	17,061	17,266	17,858	18,445
부동산	2,910	2,916	3,039	3,144
비운용자산	2,023	813	-623	-2,459
특별계정자산	14,694	15,476	16,105	16,759
자산총계	116,177	112,252	114,552	116,579
책임준비금	79,947	79,505	80,902	81,277
BEL	60,356	58,925	58,962	57,947
RA	1,512	1,718	1,820	1,924
CSM	9,668	10,643	11,737	12,853
PAA	0	15	15	15
투자계약부채	8,411	8,204	8,369	8,538
기타부채	6,180	4,881	4,881	4,881
후순위채	1,344	1,378	1,378	1,378
특별계정부채	14,729	15,511	16,141	16,796
부채총계	100,102	99,906	101,933	102,963
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485
신종자본증권	1,558	498	498	498
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	6,515	6,510	7,398	8,394
해약환급금준비금	0	3,272	4,573	5,928
자본조정	-920	-1,120	-1,120	-1,120
기타포괄손익누계	4,094	1,630	1,015	1,015
자본총계	16,075	12,346	12,619	13,615

성장률

(% YoY)

12월 결산	2022	2023E	2024E	2025E
자산총계	n/a	-3.4	2.0	1.8
운용자산	n/a	-3.5	3.2	3.2
부채총계	n/a	-0.2	2.0	1.0
CSM	n/a	10.1	10.3	9.5
자본총계	n/a	-23.2	2.2	7.9
보험손익	n/a	n/a	28.3	14.0
투자손익	n/a	n/a	5.0	9.4
영업이익	n/a	n/a	17.7	12.1
순이익	n/a	n/a	10.9	12.0

주: IFRS 별도 기준, 2022년 수정 지표들은 자본총계(OCI)를 보정함
2022년 수치는 IFRS17 & IAS39 적용, 2023년 이후 수치는 IFRS17 & IFRS9 적용

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	n/a	657	843	961
일반 및 변동수수료모형	n/a	861	1,063	1,190
CSM 상각	n/a	959	1,052	1,155
RA 변동	n/a	139	154	163
예상과실제차이	n/a	-119	-30	2
손실계약	n/a	-5	-94	-110
기타	n/a	-114	-20	-20
보험료배분접근법모형	n/a	-20	-21	-22
재보험손익	n/a	3	0	0
간접사업비	n/a	186	199	207
투자손익	n/a	552	580	634
보험금융손익	n/a	-3,475	-2,650	-2,699
이자수익	n/a	2,662	2,860	3,072
배당수익	n/a	11	0	0
FVPL 평가손익	n/a	670	108	0
기타	n/a	684	261	261
영업이익	n/a	1,209	1,422	1,595
영업외이익	n/a	7	0	0
세전이익	n/a	1,216	1,422	1,595
법인세비용	n/a	263	366	411
당기순이익	n/a	953	1,057	1,184

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023E	2024E	2025E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	2,143	2,853	2,139	2,236
신계약 CSM	n/a	2,255	1,782	1,856
투자수익률	n/a	3.2	3.3	3.3
수정 Book Value	18,649	17,023	16,794	17,255
수익성				
수정 ROE*	2.8	5.4	6.1	6.8
수정 ROA*	0.2	0.8	0.9	1.0
주당 지표				
수정 EPS*	377	1,227	1,382	1,551
수정 BPS*	13,381	22,655	22,350	22,964
보통주 DPS	0	200	225	250
Valuation 및 배당				
수정 PER*	2.2	1.8	1.6	1.4
수정 PBR*	0.1	0.1	0.1	0.1
배당성향*	0.0	15.8	16.0	15.9
보통주 배당수익률	0.0	9.0	10.1	11.3

주: * 2022년 수치는 IFRS4 & IAS39 적용, 이후 수치는 IFRS17 & IFRS9 적용

[Compliance Notice]

(공표일: 2023년 8월 18일)

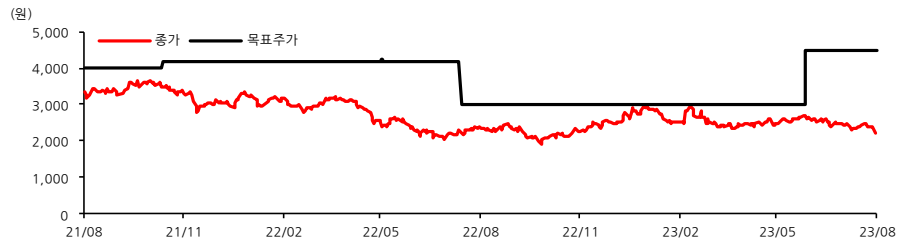
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하, 서주원)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

상기 '한화생명'은 당사와 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률'에서 규정하는 계열회사의 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한화생명 주가와 목표주가 추이]



[투자이견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.09.16	2021.10.29	2022.01.21	2022.02.18	2022.04.05
투자이견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		4,000	4,200	4,200	4,200	4,200
일 시	2022.05.02	2022.07.11	2022.08.01	2022.09.26	2022.10.31	2023.02.23
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	4,200	4,200	3,000	3,000	3,000	3,000
일 시	2023.05.30	2023.06.14	2023.08.18			
투자이견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	3,000	4,500	4,500			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자이견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.10.29	Buy	4,200	-31.69	-15.71
2022.08.01	Buy	3,000	-18.40	-0.83
2023.06.14	Buy	4,500		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자이견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자이견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2023년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.8%	5.6%	0.6%	100.0%