2024. 5. 16

Company Analysis | 보험

Analyst 전배승
bsjun@ebestsec.co.kr

한화생명 (088350)

고성장세 지속

Buy (상향)

목표주가 (유지)	3,600 원
현재주가	3,060 원
상승여력	17.6 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI (5/14)	2,730.34 pt
시가총액	26,577 억원
발행주식수	868,530 천주
52 주 최고가/최저가	3,690 / 2,165 원
90 일 일평균거래대금	77.75 억원
외국인 지분율	10.2%
배당수익률(24.12E)	5.9%
BPS(24.12E)	14,228 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 14.5%
	6 개월 -4.1%
	12 개월 7.6%
주주구성	한화 (외 6 인) 45.1%
	자사주 (외 1 인) 13.5%
	예금보험공사 (외 1 인) 10.0%

Stock Price

일회성 예실차 감소로 보험손익 둔화

1분기 순이익은 1,755억원으로 시장예상치를 소폭 상회. 보험손익은 IBNR 적립기준강화에 따른 예실차 -840억원 영향으로 908억원에 그쳤으며 이를 제외시 전년동기와 유사한 수준. 투자손익은 1,293억원으로 대규모 채권처분익이 발생한 23년 1분기 대비로는 축소되었으나 투자수익률은 3.42%로 23년 하반기에 비해 25bp 가량 상승. 3월말 CSM 잔액은 9.24조원으로 지난해 말과 큰 차이가 없었는데 신계약 CSM이 0.5조원 증가했음에도 할인율 강화 등으로 CSM 조정요인이 -0.4조원 발생했기 때문

고성장세 지속. 유지율 상승 긍정적

건강보험 신상품 출시효과에 힘입어 보장성 APE가 9,000억원에 달해 지난해 분기평균 6,000억원 수준을 크게 상회. 고성장 여파로 CSM 배수는 5.6배로 하락했으며 신계약 CSM 규모 역시 전년동기대비 5.3% 감소. 사고일자 기준변경으로 위험손해율이 96%로 크게 상승했으나 유지율 또한 상승하는 모습을 보여주고 있어 향후 CSM 조정규모는 축소될 것으로 보임. 전반적인 효율성 지표는 안정흐름을 보이고 있어 견조한 CSM 증가를 바탕으로 보험손익은 개선추세를 이어갈 전망. 투자손익 또한 변동성이 지속 축소되고 있어 전반적인 경상수익성 회복흐름은 이어질 것으로 예상

목표주가 유지. 주가 상승여력 확대로 매수의견으로 상향

부채할인율 강화로 킥스비율은 174%로 10%p 하락했으나 듀레이션갭은 여전히 플러스 상태를 유지하고 있음. 타사 대비 주주환원 확대 기대감 높지 않으나 이익체력 개선을 바탕으로 점진적 배당확대는 가능할 전망. 기존 목표주가 3,600원을 유지하며 주가 조정에 따른 상승여력 확대로 투자의견을 기존의 보유(Hold)에서 매수(Buy)로 상향

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
보험손익		672	651	590	655
투자손익		272	90	384	451
당기순이익		794	616	729	811
CSM잔액		9,763	9,238	9,481	9,997
EPS (원)			820	970	1,080
증감률 (%)			-	18.2	11.4
BPS (원, adj.)			14,492	14,228	15,085
ROE (%)			5.4	6.5	7.0
PER (x)			3.2	3.2	2.8
PBR (x)			0.18	0.22	0.20

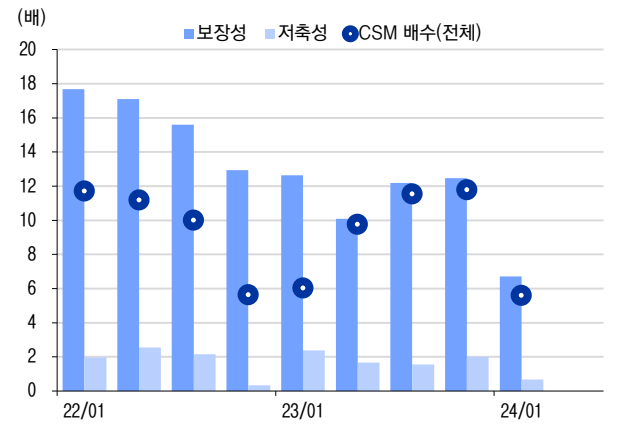
주: IFRS 별도 기준
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표1 **한화생명 손익현황과 주요지표**

(단위: 십억원,%)	2023				2024E			2024 연간E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	YoY(%,%p)	QoQ(%,%p)	
보험손익	172	220	173	86	91	-47.3	5.1	590
CSM상각	225	226	217	219	220	-2.1	0.4	886
RA변동	34	31	28	25	28	-17.4	10.2	113
예실차	-28	9	-15	-20	-101	258.2	405.5	-181
기타	-59	-47	-57	-138	-57	-3.0	-58.9	-228
투자손익	433	-81	-253	-9	129	-70.1	-1,588.9	384
보험금융손익	-1,373	-752	-393	-1,808	-762	-44.5	-57.8	-3,765
기타투자손익	1,806	670	141	1,799	891	-50.6	-50.4	4,149
연결조정	0	0	0	0	0	-	-	0
영업이익	605	138	-80	78	220	-63.6	183.2	974
세전이익	607	144	-80	83	220	-63.8	166.1	972
당기순이익	471	148	-41	38	176	-62.7	357.5	729
운용자산	96,635	94,072	92,992	97,010	95,978	-0.7	-1.1	97,425
책임준비금	81,348	79,006	76,393	83,364	82,924	1.9	-0.5	82,294
CSM	9,879	10,123	9,799	9,238	9,244	-6.4	0.1	9,481
자본총계	12,513	11,881	12,528	11,387	10,659	-14.8	-6.4	11,189
신계약	1,084	762	720	698	1,107	2.1	58.6	3,330
신계약CSM	544	620	692	685	515	-5.3	-24.8	2,090
CSM배수(배)	6.0	9.8	11.5	11.8	5.6	-	-	7.5
CSM상각률	8.7	8.6	8.0	8.4	9.0	-	-	9.0
투자수익률	7.4	2.8	0.6	7.6	3.7	-3.7	-3.9	4.3
부채부담이율	7.1	4.3	2.3	10.4	4.2	-2.9	-6.2	5.2

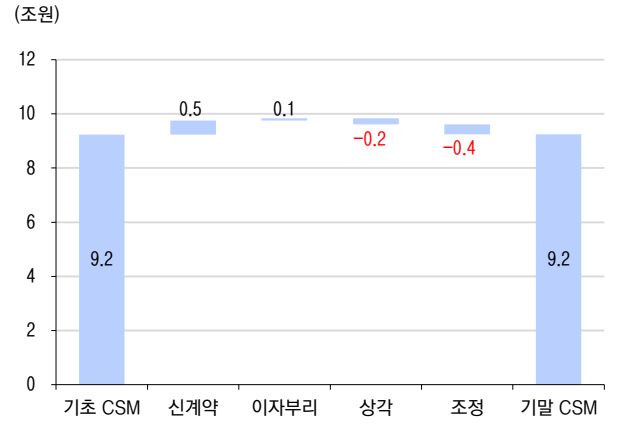
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 **CSM 배수 추이**



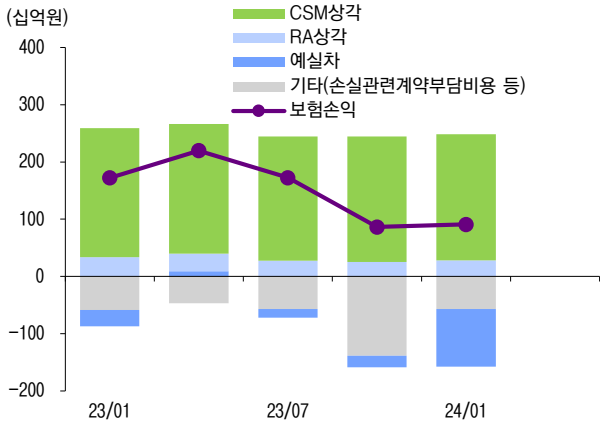
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 **CSM Movement (24.1Q)**



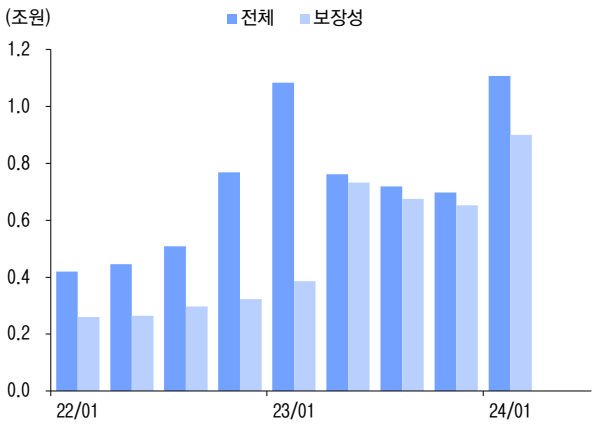
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 보험손익 추이



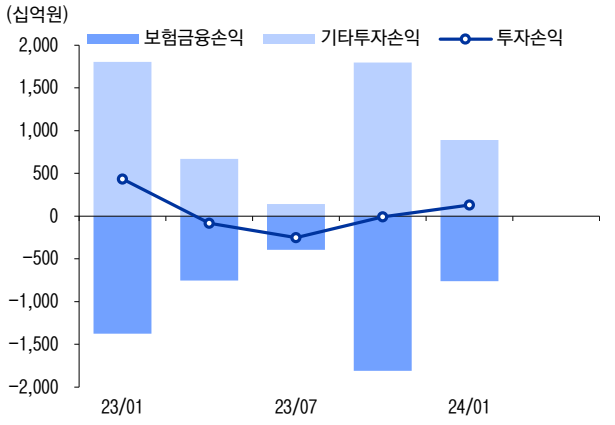
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 신계약 APE



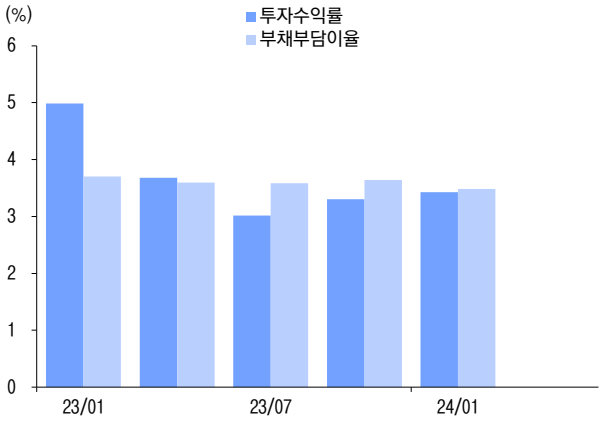
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 투자손익 추이



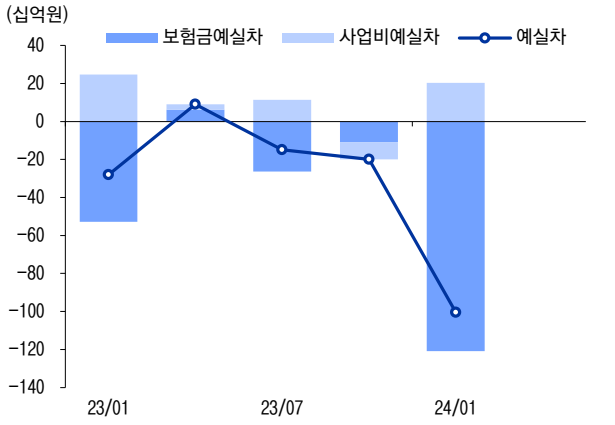
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 투자수익률과 부담이율



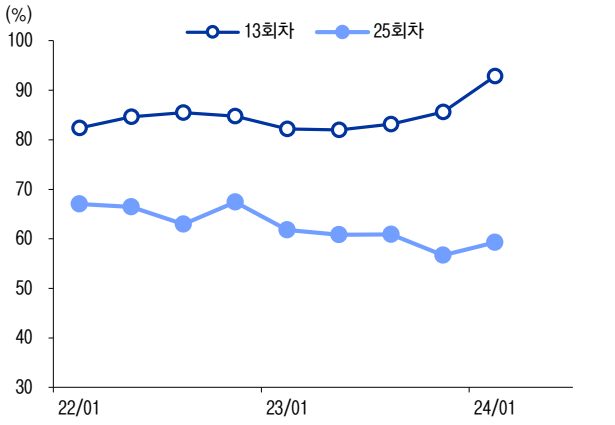
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 예실차 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 유지율 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

한화생명(088350)

손익계산서

(단위:십억원)

(십억원)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
보험손익		**672**	**651**	**590**	**655**
CSM상각		824	888	886	890
RA변동		221	118	113	115
예실차		8	-54	-181	-122
기타		-381	-301	-228	-228
투자손익		**272**	**90**	**384**	**451**
보험금융손익		-716	-4,326	-3,765	-3,970
기타투자손익		988	4,416	4,149	4,420
연결조정		0	0	0	0
영업이익		**944**	**741**	**974**	**1,106**
영업외이익		47	12	-2	-2
세전이익		991	753	972	1,104
법인세비용		197	137	244	293
당기순이익		**794**	**616**	**729**	**811**
기타포괄손익		3,503	-311	-813	-32
총포괄이익		4,298	305	-85	780

재무상태표

(단위:십억원)

(십억원)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
총자산		**116,211**	**114,793**	**115,284**	**117,607**
총운용자산		99,634	97,010	97,425	99,388
현예금		2,091	2,127	2,136	2,179
유가증권		79,442	72,004	72,312	73,769
대출채권		17,235	16,378	16,448	16,780
부동산		866	6,502	6,529	6,661
기타자산		16,577	17,783	17,859	18,219
총부채		**100,450**	**103,406**	**104,095**	**105,774**
책임준비금		93,699	83,364	82,294	81,713
보험계약부채		85,265	74,287	73,599	72,843
최선추정부채(BEL)		73,906	63,400	62,491	61,251
위험조정(RA)		1,586	1,644	1,620	1,588
계약서비스마진(CSM)		9,763	9,238	9,481	9,997
기타		10	4	8	8
재보험/투자계약부채		8,434	9,077	8,695	8,870
기타부채		6,752	20,042	21,801	24,060
자본총계		**15,761**	**11,387**	**11,189**	**11,833**
자본금		4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금		485	485	485	485
신종자본증권		1,558	498	498	498
이익잉여금		6,256	6,307	6,918	7,594
해약환급금준비금		1,597	2,505	3,057	3,057
기타자본		3,119	-246	-1,056	-1,087

주요재무지표

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
성장성/수익성(%)					
신계약(월납,십억원)		2,143	3,263	3,330	3,230
CSM배수(배)		9.0	9.3	7.5	8.5
CSM상각률			8.4	9.0	8.6
투자수익률		2.0	4.5	4.3	4.5
부채부담이율		1.7	5.5	5.2	5.5
CSM Movement					
기초 CSM			9,763	9,238	9,481
신계약 CSM			2,541	2,090	2,288
이자부리			353	311	317
CSM상각			-888	-886	-890
CSM조정			-2,531	-1,273	-1,198
기말 CSM			9,238	9,481	9,997

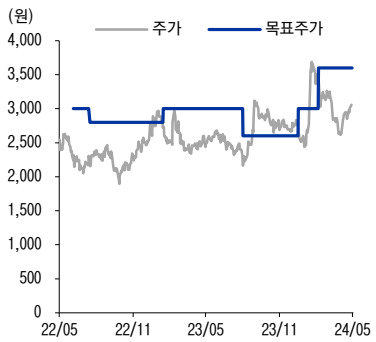
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주요투자지표

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
주당지표(원)/Valuation					
EPS			820	970	1,080
BPS			14,492	14,228	15,085
DPS			150	180	210
ROA			0.5	0.6	0.7
ROE			5.4	6.5	7.0
PER			3.2	3.2	2.8
PBR			0.18	0.22	0.20
배당성향			18.3	18.6	19.5
배당수익률			5.8	5.9	6.9
안정성(%)					
총자산/자본총계			10.1	10.3	9.9
K-ICS비율			183.8	179.8	186.4

이베스트투자증권 리서치센터

한화생명 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2021.12.15	신규	전배승			
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	-0.8		-16.0
2023.08.18	Hold	2,600	20.0		5.3
2024.01.03	Hold	3,000	23.0		-1.4
2024.02.22	Hold	3,600	-6.0		-17.1
2024.05.16	Buy	3,600			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

이베스트투자증권 리서치센터

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 제3자에게 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)	+15% 이상 기대	92.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기	7.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2023. 4. 1 ~ 2024. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)