

2023. 11. 16



▲ 금융

Analyst **조아해**  
02. 6454-4870  
like.cho@meritz.co.kr

RA **조혜빈**  
02. 6454-4905  
hevin.cho@meritz.co.kr

**Buy** (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

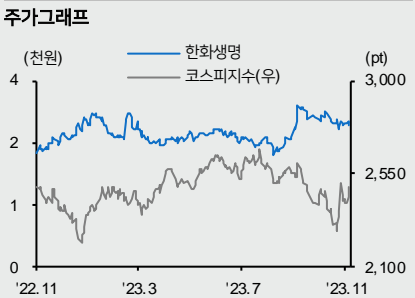
**적정주가 (12개월)** **4,000 원**

**현재주가 (11.15)** **2,745 원**

**상승여력** **45.7%**

|            |               |
|------------|---------------|
| KOSPI      | 2,486.67pt    |
| 시가총액       | 23,841억원      |
| 발행주식수      | 86,853만주      |
| 유동주식비율     | 41.31%        |
| 외국인비중      | 9.41%         |
| 52주 최고/최저가 | 3,120원/2,165원 |
| 평균거래대금     | 64.5억원        |

|                 |            |            |             |
|-----------------|------------|------------|-------------|
| <b>주요주주(%)</b>  |            |            |             |
| 한화 외 5 인        | 45.06      |            |             |
| 예금보험공사          | 10.00      |            |             |
| 국민연금공단          | 6.12       |            |             |
| <b>주가상승률(%)</b> |            |            |             |
|                 | <b>1개월</b> | <b>6개월</b> | <b>12개월</b> |
| 절대주가            | -5.8       | 12.3       | 19.3        |
| 상대주가            | -7.0       | 11.9       | 19.0        |



# 한화생명 088350

## 3Q23 Review: 변함없는 방향성

- ✓ 3Q 누적 당기순이익 5,779억원 (+196% YoY): 가이드라인 적용 전/후 동일
- ✓ CSM 9.8조원 (-3.2% QoQ): CSM조정 증가 vs. 신계약CSM +11.6% QoQ
- ✓ 보험금융손익 제외한 투자손익 1,409억원(-79.0% QoQ): 금리 상승 손실 발생
- ✓ K-ICS비율 182% (+1.4%p QoQ): 안정적 수준 유지
- ✓ 투자의견 BUY, 적정주가 4,000원 유지

### 3Q23 당기순이익 -408억원: 3Q 누적 가이드라인 적용 전/후 동일

한화생명 3Q 당기순이익은 408억원 적자(적전 QoQ)를 기록하였다. 1) 1H23 변액 VFA 소급 적용으로 1,000억원 가량 증가한 가운데, 2) 3Q 중 실손 계리적 가정 전진법 적용에 따른 CSM조정 증가 및 투자손익 부진으로 적자전환하였다.

**[가이드라인 영향]** CSM 영향 -7,700억원이 발생했다. 1) 변액 VFA 적용 +3,000억원, 2) 실손 -7,500억원, 3) 무저해지/고금리 상품 해지율, 사업비 등 -3,200억원이다. **[보험손익]** 1,726억원(-21.4% QoQ)을 기록했다. 1) CSM상각은 CSM조정 확대로 전분기대비 4.1% 감소했으며, 2) 예상차는 손해를 상승(+3.9%p QoQ)으로 적자전환되었다. **[CSM Movement]** CSM은 9.8조원(-3.2% QoQ)을 시현했다. CSM조정이 가이드라인 영향 7,500억원으로 확대되었다(3Q -8,900억원 vs. 2Q -2,370억원). 다만 신계약CSM은 일반보장 상품 판매력 확대(+22.3% QoQ) 기반 CSM배수 회복(+1.7배 QoQ APE 기준 추정)으로 전분기대비 11.6% 증가했다. **[투자손익]** 보험금융손익 제외한 투자손익은 1,409억원(-79.0% QoQ)으로 부진했다. 금리 상승으로 1) 유가증권 400억, 2) 대체투자 평가손실 600억이 발생했으며, 3) 해외 부동산 투자 손실 400억원이 선반영되었다. **[킵스비율]** 182%(+1.4%p QoQ)로 개선되었다. 당사는 24년 Target 190%(부채할인율 강화 -9%p vs. 신계약CSM 유입 +15%p)를 제시하였다.

### 재개될 주주환원정책

투자의견 Buy와 적정주가 4,000원을 유지한다. 1) 가이드라인 전/후 3Q 누적 당기순이익은 변함이 없으며, 2) 수익성 중심 고성장(신계약 CSM +11.6% QoQ vs. 생보사 평균 +7.0% QoQ)은 지속되고 있다. 3) 실적 개선세 기반(3Q 누적 당기순이익 +196% YoY) 배당을 재개할 여력은 충분하다.

| (십억원) | 보험손익 | 투자손익 | 순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | ROE (배) | ROA (%) | 배당수익률 (%) |
|-------|------|------|-----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 2023E | 740  | 95   | 702 | 934     | n/a     | 16,680  | 2.9     | 0.2     | 5.6     | 0.6     | 6.2       |
| 2024E | 792  | 203  | 721 | 959     | 2.7     | 17,498  | 2.9     | 0.2     | 5.5     | 0.7     | 6.9       |
| 2025E | 879  | 321  | 870 | 1,158   | 20.7    | 18,471  | 2.4     | 0.1     | 6.3     | 0.8     | 8.7       |

표1 한화생명 3Q23 실적 요약

| (십억원)        | 3Q23P         | (% YoY)    | (% QoQ)        | 당사예상치        | (% diff)       | 컨센서스       | (% diff)       |
|--------------|---------------|------------|----------------|--------------|----------------|------------|----------------|
| 보험손익         | 172.6         | n/a        | (21.4)         | 211.4        |                |            |                |
| 투자손익         | (252.5)       | n/a        | 210.6          | 5.7          |                |            |                |
| 영업이익         | (79.9)        | n/a        | (157.7)        | 217.0        |                |            |                |
| <b>당기순이익</b> | <b>(40.8)</b> | <b>n/a</b> | <b>(127.6)</b> | <b>161.1</b> | <b>(125.3)</b> | <b>118</b> | <b>(134.5)</b> |

자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

표2 한화생명 연간이익 전망 변경

| (십억원) | New   |       | Old   |       | 차이     |        |
|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
|       | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E | 2023E  | 2024E  |
| 당기순이익 | 702   | 721   | 833   | 816   | (15.7) | (11.7) |

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 한화생명 분기 실적 추이 및 전망

| (십억원)           | 1Q23         | 2Q23          | 3Q23P          | 2023E        | 2024E        |
|-----------------|--------------|---------------|----------------|--------------|--------------|
| <b>보험손익</b>     | <b>172.2</b> | <b>219.7</b>  | <b>172.6</b>   | <b>739.8</b> | <b>791.9</b> |
| 일반/변동수수료모형(VFA) | 220.0        | 276.6         | 202.6          | 918.0        | 946.5        |
| CSM상각           | 225.1        | 226.3         | 216.9          | 877.5        | 867.6        |
| RA환입            | 33.9         | 31.0          | 27.5           | 119.9        | 110.5        |
| 예실차 및 기타        | (39.0)       | 19.4          | (15.5)         | (53.1)       | (31.7)       |
| 보험료배분(PPA)      | (7.4)        | (5.8)         | (5.8)          | (24.8)       | (23.1)       |
| 재보험손익           | 2.0          | (3.6)         | (3.2)          | (8.2)        | (13.3)       |
| 기타사업비           | (42.3)       | (47.5)        | (21.1)         | (145.2)      | (118.1)      |
| <b>투자손익</b>     | <b>432.9</b> | <b>(81.3)</b> | <b>(252.5)</b> | <b>95.3</b>  | <b>202.5</b> |
| 보험금융손익          | (1,373.5)    | (751.6)       | (393.4)        | (2,985.7)    | (1,885.0)    |
| 투자서비스손익         | 1,806.4      | 670.3         | 140.9          | 3,080.9      | 2,087.6      |
| <b>영업이익</b>     | <b>605.1</b> | <b>138.4</b>  | <b>(79.9)</b>  | <b>835.0</b> | <b>994.4</b> |
| 영업외이익           | 2.2          | 5.1           | (0.1)          | 7.2          | (0.3)        |
| 세전이익            | 607.3        | 143.6         | (80.0)         | 842.2        | 994.1        |
| 법인세비용           | (136.4)      | 4.2           | 39.2           | (140.1)      | (273.4)      |
| <b>당기순이익</b>    | <b>470.9</b> | <b>147.8</b>  | <b>(40.8)</b>  | <b>702.1</b> | <b>720.7</b> |

주: 별도 기준

자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

## 한화생명(088350)

### Balance Sheet (별도)

| (십억원)         | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 운용자산          | 93,922         | 97,735         | 101,704        |
| 현금및예치금        | 808            | 841            | 875            |
| 유가증권          | 73,101         | 76,070         | 79,158         |
| FVPL          | 21,536         | 22,410         | 23,320         |
| FVOCI         | 36,120         | 37,586         | 39,112         |
| AC            | 11,715         | 12,191         | 12,686         |
| 대출채권          | 17,096         | 17,790         | 18,512         |
| 부동산           | 2,916          | 3,035          | 3,158          |
| 비운용자산         | 1,710          | 1,779          | 1,852          |
| 특별계정자산        | 13,368         | 11,283         | 9,198          |
| <b>자산총계</b>   | <b>108,999</b> | <b>110,798</b> | <b>112,753</b> |
| 책임준비금         | 90,755         | 91,939         | 93,162         |
| 보험계약부채        | 82,704         | 83,807         | 84,948         |
| 최선추정(BEL)     | 71,088         | 71,497         | 72,003         |
| 위험조정(RA)      | 1,652          | 1,661          | 1,673          |
| 보험계약마진(CSM)   | 9,948          | 10,633         | 11,257         |
| 보험료배분접근법(PAA) | 16             | 16             | 16             |
| 투자계약부채        | 8,026          | 8,106          | 8,187          |
| 기타부채          | 5,712          | 5,712          | 5,712          |
| <b>부채총계</b>   | <b>96,466</b>  | <b>97,650</b>  | <b>98,874</b>  |
| 자본금           | 4,343          | 4,343          | 4,343          |
| 자본잉여금         | 485            | 485            | 485            |
| 이익잉여금         | 6,237          | 6,813          | 7,505          |
| 해약환급금준비금      | 2,965          | 3,443          | 3,905          |
| 자본조정          | (1,123)        | (1,123)        | (1,123)        |
| 기타포괄손익누계액     | 2,093          | 2,131          | 2,170          |
| <b>자본총계</b>   | <b>12,533</b>  | <b>13,148</b>  | <b>13,879</b>  |

### Key Financial Data I

| (십억원)                   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------------------|--------|--------|--------|
| <b>주당지표 (원)</b>         |        |        |        |
| EPS                     | 934    | 959    | 1,158  |
| BPS                     | 16,680 | 17,498 | 18,471 |
| 수정 BPS                  | 22,332 | 23,175 | 24,136 |
| 보통주 DPS                 | 170    | 190    | 240    |
| <b>Valuation (배, %)</b> |        |        |        |
| PER                     | 2.9    | 2.9    | 2.4    |
| PBR                     | 0.2    | 0.2    | 0.1    |
| 수정 PBR                  | 0.1    | 0.1    | 0.1    |
| 배당성향                    | 18.0   | 20.0   | 20.5   |
| 보통주 배당수익률               | 6.2    | 6.9    | 8.7    |
| <b>재무비율 (%)</b>         |        |        |        |
| ROA                     | 0.6    | 0.7    | 0.8    |
| ROE                     | 5.6    | 5.5    | 6.3    |
| 수정 ROE                  | 4.2    | 4.1    | 4.8    |

### Income Statement (별도)

| (십억원)           | 2023E      | 2024E      | 2025E        |
|-----------------|------------|------------|--------------|
| <b>보험손익</b>     | <b>740</b> | <b>792</b> | <b>879</b>   |
| 일반/변동수수료모형(VFA) | 918        | 946        | 1,018        |
| CSM 상각          | 878        | 868        | 919          |
| RA 환입           | 120        | 111        | 111          |
| 예상차 및 기타        | (53)       | (32)       | (12)         |
| 보험료배분(PPA)      | (25)       | (23)       | (23)         |
| 재보험손익           | (8)        | (13)       | (13)         |
| 기타사업비           | (145)      | (118)      | (102)        |
| <b>투자손익</b>     | <b>95</b>  | <b>203</b> | <b>321</b>   |
| 보험금융손익          | (2,986)    | (1,885)    | (1,910)      |
| 투자서비스손익         | 3,081      | 2,088      | 2,231        |
| <b>영업이익</b>     | <b>835</b> | <b>994</b> | <b>1,201</b> |
| 영업외이익           | 7          | (0)        | (0)          |
| 세전이익            | 842        | 994        | 1,200        |
| 법인세비용           | (140)      | (273)      | (330)        |
| <b>당기순이익</b>    | <b>702</b> | <b>721</b> | <b>870</b>   |

### Key Financial Data II

|                        | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|------------------------|---------|---------|---------|
| <b>보험손익</b>            |         |         |         |
| 신계약 CSM                | 2,484   | 2,389   | 2,309   |
| CSM 배수 (배, 개월) -APE 기준 | 9.1     | 10.5    | 10.1    |
| CSM 상각률 (%)            | 7.2     | 7.0     | 7.1     |
| <b>CSM Movement</b>    |         |         |         |
| 기초 CSM                 | 9,763   | 9,948   | 10,633  |
| 신계약 CSM                | 2,484   | 2,389   | 2,309   |
| 이자부리                   | 348     | 359     | 382     |
| CSM 조정                 | (1,769) | (1,196) | (1,149) |
| CSM 상각                 | (878)   | (868)   | (919)   |
| 기말 CSM                 | 9,948   | 10,633  | 11,257  |
| <b>투자손익</b>            |         |         |         |
| 투자서비스 수익률              | 3.3     | 2.1     | 2.2     |
| FVPL 제외 투자서비스 수익률      | 3.2     | 2.3     | 2.3     |

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

| 기업                     | 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미   |
|------------------------|--|
| 추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급 | <p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p> |
| 산업                     | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천  |
| 추천기준일 시장지수대비 3등급       | <p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>  |

**투자의견 비율**

| 투자의견 | 비율    |
|------|-------|
| 매수   | 86.5% |
| 중립   | 13.5% |
| 매도   | 0.0%  |

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**한화생명 (088350) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

