



한화생명

| Bloomberg Code (088350 KS) | Reuters Code (088350.KS)

2024년 2월 22일

[생명보험]

임희연 수석연구원

☎ 02-3772-3498

✉ heeyeon.lim@shinhan.com

한화생명금융서비스와 해외법인 손익 포함해 배당성향 책정 예정



매수
(유지)



현재주가 (2월 21일)
3,415 원



목표주가
4,000 원 (상향)



상승여력
17.1%

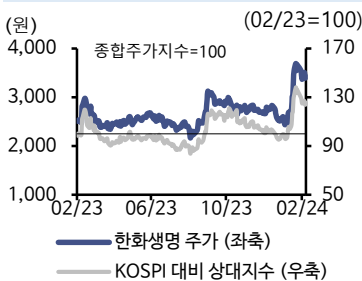
- ◆ 4Q23P 순이익 384억원(흑전 QoQ), 컨센서스 하회
- ◆ 자본 변동성 축소를 위한 ALM 관리와 채권 처분 예상
- ◆ 밸류업 프로그램 등 주주친화 기조에 발맞춘 주주환원 강화 예상



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

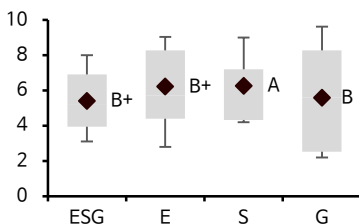
시가총액	2,966.0십억원
발행주식수	868.5백만주
유동주식수	358.8백만주(41.3%)
52 주 최고가/최저가	3,690 원/2,165 원
일평균 거래량 (60 일)	3,501,964 주
일평균 거래액 (60 일)	11,280백만원
외국인 지분율	9.68%
주요주주	
한화 외 5 인	45.06%
예금보험공사	10.00%
절대수익률	
3개월	24.9%
6개월	48.5%
12개월	36.6%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	18.1%
6개월	40.4%
12개월	26.6%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



4Q23P 순이익 384억원(흑전 QoQ), 컨센서스 하회

4Q23P 영업이익 777억원(흑전, 이하 QoQ), 순이익 384억원(흑전)으로 당사 추정치(순이익 1,233억원)를 하회했다. 일회성 요인으로 1) 연금 계리적 가정 변경과 약관대출 금리 하향으로 인한 손실계약부담 비용 약 1,200억원, 2) 해외 대체투자 평가손실 800억원이 인식됐다.

보험손익은 864억원(-50%)으로 감소했다. CSM 손익은 2,194억원(+1.1%)으로 개선되었으나 전술한 손실계약부담비용 확대에 의한 보험손익 부진이다. 투자손익은 FVPL 채권평가이익에 힘입어 -87억원으로 전분기 대비 적자가 약 2,450억원 축소됐다.

신계약 CSM은 6,853억원(-0.9%)을 기록했다. 평균 월초 보험료는 178억원으로 전분기 대비 4.2% 감소했으나, 마진율이 높은 보장성보험 중심 영업으로 CSM 전환배수가 12.8x로 개선됐다. 약관대출 금리 인하 효과로 약 0.3조원, 연금 계리적 가정 변경으로 약 0.7조원의 CSM 조정이 이루어짐에 따라 기말 CSM은 9.2조원으로 마감됐다.

2024년 순이익 6,587억원(+6.9% YoY) 전망

2024년 영업이익 8,962억원(+20.9%, 이하 YoY), 순이익 6,587억원(+6.9%)이 전망된다. 올해와 같은 일회성 대규모 CSM 조정과 손실 계약부담비용이 없다는 가정 하에서, 연말 CSM은 10.6조원(+14.9%), 보험손익은 7,652억원(+17.6%)이 예상된다.

투자손익 1,311억원(+45%)을 전망한다. 분기별 약 1,000억원의 처분 이익을 가정했다. 정상적으로 역마진 개연성을 배제할 수 없으나, 최근 부채보다 길어진 자산듀레이션과 이에 따른 자본 변동성 확대를 감안하면 채권처분을 통한 ALM 관리가 이루어질 가능성이 높다.

목표주가 4,000원으로 상향, 투자 의견 '매수' 유지

목표주가를 4,000원으로 상향한다. 아직 중장기 배당 계획은 정해지지 않았으나, 밸류업 프로그램 등 주주친화 장려 기조에 발맞춰 주주환원 정책을 강화해나갈 전망이다. 과거 별도 기준 배당성향 20%였으나, 향후 한화생명금융서비스(흑자전환 시)와 해외법인 손익(22년 277억원)을 포함해 배당성향을 책정할 예정이다. '매수' 관점을 유지한다.

12월 결산	보험손익 (십억원)	투자손익 (십억원)	영업이익 (십억원)	당기순이익 (십억원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	DPS (원)	배당수익률 (%)
2021	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2023P	650.9	90.4	741.3	616.3	4.1	0.2	5.4	0.5	200	6.9
2024F	765.2	131.1	896.2	658.7	3.8	0.2	5.5	0.6	250	8.6
2025F	896.0	27.7	923.7	678.9	3.7	0.2	5.5	0.5	300	10.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

4Q23P 실적 요약

(십억원, %)	4Q23P	3Q23	4Q22	% QoQ	% YoY	컨센서스	% Gap	신한 추정치	% Gap
보험손익	86.4	172.6	-	(49.9)	-			106.5	(18.9)
투자손익	(8.7)	(252.5)	-	적지	-			55.4	(115.7)
영업이익	77.7	(79.9)	-	흑전	-	157.9	(50.8)	161.8	(52.0)
당기순이익	38.4	(40.8)	-	흑전	-	123.3	(68.9)	123.3	(68.9)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		% Change	
	2023P	2024F	2023P	2024F	2023P	2024F
보험손익	671.0	690.2	650.9	765.2	(3.0)	10.9
투자손익	154.4	74.3	90.4	131.1	(41.5)	76.3
영업이익	825.5	764.6	741.3	896.2	(10.2)	17.2
당기순이익	701.2	578.2	616.3	658.7	(12.1)	13.9

자료: 신한투자증권 추정

분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023P	2024F	증감률
보험손익	172.2	219.7	172.6	86.4	173.1	205.5	194.4	192.2	650.9	765.2	17.6
CSM 손익	225.1	226.3	216.9	219.4	205.4	225.6	225.8	235.6	887.7	892.3	0.5
RA 변동	33.9	31.0	27.5	25.4	29.4	29.4	28.5	28.1	117.7	115.5	(1.9)
예실차	(28.1)	9.0	(14.9)	(19.9)	(13.0)	(13.0)	(13.0)	(13.0)	(53.9)	(52.0)	적지
기타	(58.7)	(46.5)	(56.9)	(138.5)	(48.7)	(36.5)	(46.9)	(58.5)	(300.6)	(190.6)	적지
투자손익	432.9	(81.3)	(252.5)	(8.7)	36.3	24.0	33.9	36.8	90.4	131.1	45.0
영업이익	605.1	138.4	(79.9)	77.7	209.4	229.5	228.4	228.9	741.3	896.2	20.9
영업외손익	2.2	5.1	(0.1)	4.8	2.4	3.6	3.0	3.3	12.1	12.2	1.2
세전이익	607.3	143.6	(80.0)	82.5	211.8	233.1	231.3	232.2	753.4	908.5	20.6
당기순이익	470.9	147.8	(40.8)	38.4	153.5	169.0	167.7	168.4	616.3	658.7	6.9
보장성 신계약 APE	385.2	731.9	674.8	652.0	765.1	748.0	708.5	680.2	2,443.8	2,901.8	18.7
APE 대비 신계약 CSM	0.5	0.8	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.1	0.1	(3.6)
CSM 상각률	2.2	2.2	2.0	2.1	2.0	2.2	2.1	2.1	9.1	9.7	6.2
신계약 CSM	544.4	619.9	691.6	685.3	784.3	742.9	692.0	689.9	2,541.2	2,909.1	14.5
기말 CSM	9,879.1	10,122.7	9,799.1	9,238.5	9,650.3	10,008.4	10,316.8	10,617.1	9,238.5	10,617.1	14.9
투자영업이익률	3.8	3.0	2.0	3.0	3.2	3.2	3.2	3.2	1.5	3.2	1.7
ROE (평균)	15.1	5.0	(1.3)	1.3	5.3	5.8	5.6	5.7	5.4	5.7	4.3
ROA (%)	1.7	0.5	(0.1)	0.1	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6	0.4

자료: 신한투자증권 추정

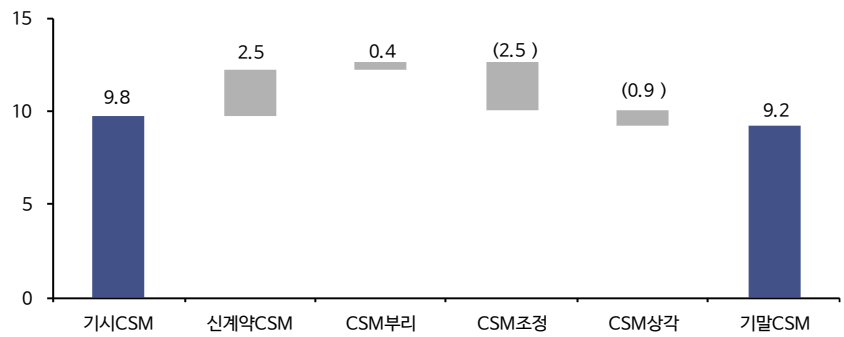
목표주가 산출 테이블

FAIR PRICE BASED ON PBR	한화생명
ROE (%)	5.7
Adj. Cost of capital (%)	19.4
Risk free rate (%)	3.5
Beta	0.8
Market return (%)	18.7
Adjustment (%)	
Long-term growth (%)	0.0
Fair P/ B (x)	0.3
Discount/Premium	0.0
Adj. Fair P/B (x)	0.3
BPS (원)	13,687
Target Price (won)	4,000
Upside	17.1

자료: 신한투자증권 추정

2023P CSM Movement

(조원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

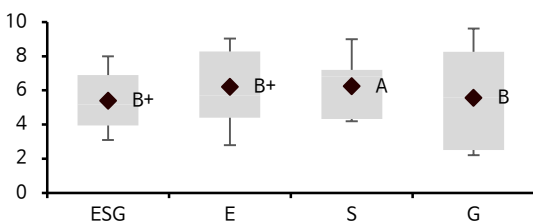
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ E: 기후변화 재무정보 공개 협의체(TCFD) 지지 및 기후변화에 따른 재무적 시나리오를 분석하여 대응 전략 수립
- ◆ S: 상품개발부터 판매 후 사후관리까지 전 영역에 걸쳐 소비자보호를 위한 전략과 교육 및 내규통제 수립
- ◆ G: 보험업 특성을 고려한 다양한 분야의 이사 선임, 사외이사 과반수 선임으로 이사회 독립성 확보

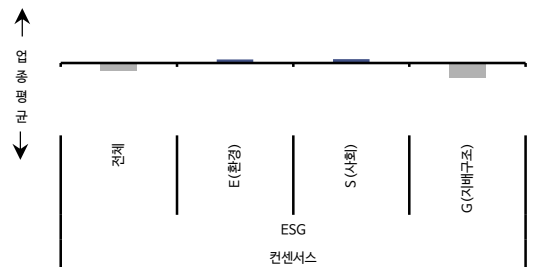
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

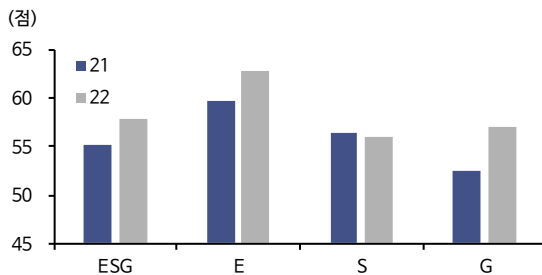
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

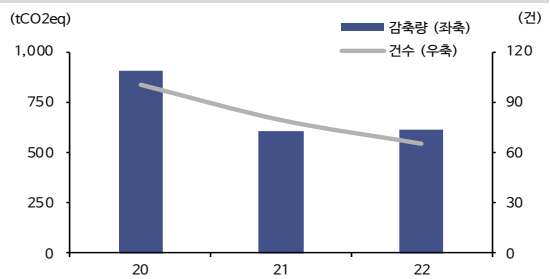
Key Chart

국내 주식형 포트폴리오 ESG 스코어



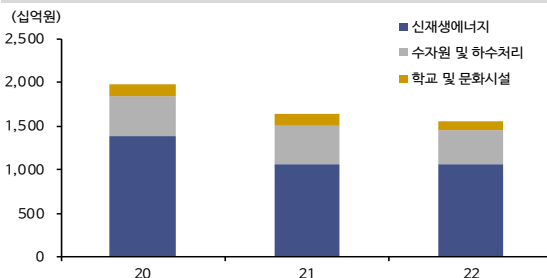
자료: 회사 자료, 신한투자증권

온실가스 저감활동



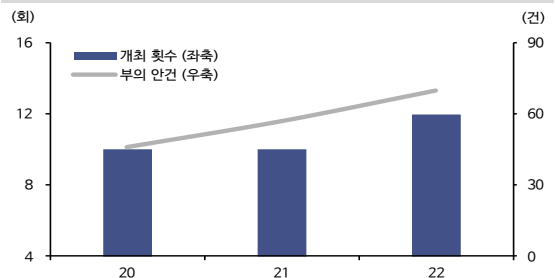
자료: 회사 자료, 신한투자증권

ESG 투자 성과



자료: 회사 자료, 신한투자증권

이사회 운영 현황



자료: 회사 자료, 신한투자증권

개별재무상태보고서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
자산총계	-	-	114,793.1	119,048.8	124,201.3
운용자산	-	-	97,010.2	95,991.3	100,378.6
비운용자산	-	-	2,238.0	7,512.6	8,277.8
특별계정자산	-	-	15,544.9	15,544.9	15,544.9
부채총계	-	-	103,406.0	107,161.6	111,825.4
책임준비금	-	-	0.0	101,643.8	106,307.7
보험계약부채	-	-	89,138.7	93,227.9	97,866.5
GM: 일반모형	-	-	89,134.4	93,223.5	97,862.1
BEL	-	-	78,252.1	80,873.0	83,743.1
RA	-	-	1,643.7	1,733.3	1,813.0
CSM	-	-	9,238.5	10,617.1	12,306.0
보험료배분접근법	-	-	4.4	4.4	4.4
특별계정부채	-	-	14,757.6	14,757.6	14,757.6
자본총계	-	-	11,387.1	11,887.2	12,375.9
자본금	-	-	4,342.7	4,342.7	4,342.7
자본잉여금	-	-	485.3	485.3	485.3
신종자본증권	-	-	498.3	498.3	498.3
이익잉여금	-	-	6,307.0	6,807.0	7,295.7
자본조정	-	-	(1,119.1)	(1,119.1)	(1,119.1)
기타포괄손익누계액	-	-	873.0	873.0	873.0

CSM Movement

12월 결산 (%)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
기초 CSM	-	-	9,762.9	9,238.5	10,617.1
신계약 CSM	-	-	2,541.2	2,909.1	2,893.4
이자부리	-	-	352.9	370.0	427.1
CSM 조정	-	-	(2,530.8)	(1,008.1)	(606.9)
CSM 상각	-	-	(887.7)	(892.3)	(1,024.7)
기말 CSM	-	-	9,238.5	10,617.1	12,306.0
APE 대비 신계약 CSM	-	-	77.9%	93.6%	97.7%

자료: 회사 자료, 신한투자증권

연결손익보고서

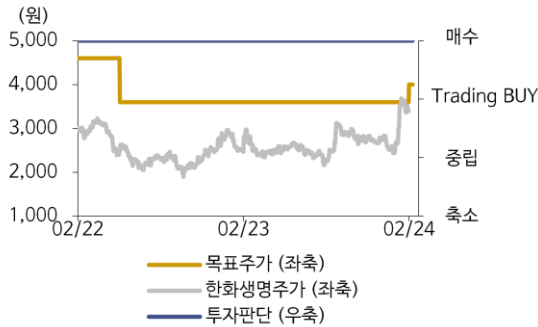
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
보험손익	-	-	650.9	765.2	896.0
CSM 상각	-	-	887.7	892.3	1,024.7
RA 변동	-	-	117.7	115.5	113.9
예실차	-	-	(53.9)	(52.0)	(52.0)
기타	-	-	(300.6)	(190.6)	(190.6)
투자손익	-	-	90.4	131.1	27.7
영업이익	-	-	741.3	896.2	923.7
영업외손익	-	-	12.1	12.2	12.7
세전이익	-	-	753.4	908.5	936.5
법인세비용	-	-	137.2	249.8	257.5
당기순이익	-	-	616.3	658.7	678.9

Valuation Indicator

12월 결산	2021	2022	2023P	2024F	2025F
EPS (원)	-	-	710	758	782
BPS (원)	-	-	13,111	13,687	14,249
PER (배)	-	-	4.1	3.8	3.7
PBR (배)	-	-	0.22	0.21	0.20
ROE (%)	-	-	5.4	5.5	5.5
ROA (%)	-	-	0.5	0.6	0.5
배당성장률 (%)	-	-	20.6	24.1	28.0
DPS (원)	-	-	200	250	300
배당수익률 (%)	-	-	6.9	8.6	10.4

투자 의견 및 목표주가 추이

한화생명(088350)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 05월 14일	매수	4,600	(22.7)	(14.3)
2021년 11월 15일		6개월경과	(33.6)	(26.6)
2022년 05월 16일		6개월경과	(46.5)	(44.6)
2022년 05월 26일	매수	3,600	(37.3)	(26.9)
2022년 11월 27일		6개월경과	(28.5)	(17.4)
2023년 05월 28일		6개월경과	(27.1)	(13.3)
2023년 11월 29일		6개월경과	(20.3)	2.5
2024년 02월 22일	매수	4,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 임희연)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 02월 20일 기준)

매수 (매수)	92.68%	Trading BUY (중립)	5.69%	중립 (중립)	1.63%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------