

한화생명 (088350.KS)

점진적으로 주주환원 확대 예상

한화생명이 전일 발표한 실적은 기대치를 다소 하회. 다만 추후 새로운 자본관리 정책을 발표할 예정이며, 주주환원의 점진적 확대를 전망

Analyst 정준섭
02)768-7835, junsup@nhqv.com

주주환원 확대 가능성 반영해 목표주가 상향

한화생명 목표주가를 기존 3,300원에서 4,000원으로 상향. 목표주가 상향은 추후 발표할 새로운 자본정책에서 주주환원이 확대될 가능성을 반영, 할인율을 기존 60%에서 50%로 축소하였기 때문. 목표주가는 2024년 BPS 15,170원에 타깃PBR 0.26배를 적용해 산출

주주환원은 점진적인 확대 예상

한화생명은 전일 컨퍼런스콜에서 '23년 배당이나 향후 주주환원 계획 관련 발표는 없음. 다만 경쟁사처럼 밸류업 프로그램이 발표되면 이를 고려해 추후 자본정책을 구체화할 것이라고 밝힘

한화생명의 '23년말 K-ICS비율은 183%. 사측의 관리 목표(170~190%) 안에 있는 만큼 배당 재개는 가능해도, 동사의 높은 금리 민감도를 고려하면 당분간 주주환원은 큰 폭의 변화보다는 점진적인 확대가 나타날 전망. 향후 발표할 주주환원 정책에서 배당은 과거 성향('19년 이전 20%)을 넘어서기 쉽지 않아 보이며, 다만 보유하고 있는 자사주(13.5%)를 일부 소각하는 형태는 가능할 것으로 보임

4Q23 별도 순이익 384억원

한화생명 4분기 별도기준 순이익은 384억원(보험손익 864억원, 투자손익 -87억원)으로 시장 컨센서스 하회. 4분기 계리적 가정 조정 영향으로 손실계약비용이 1,182억원 발생했으며, 투자부문은 대체투자 평가손실 350억원 발생. 사측은 2024년도 신계약 CSM 목표를 2조원 이상으로 제시(2023년 2.5조원)

한화생명 4분기 실적 Review (K-IFRS 별도)

(단위: 십억원, %)

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P				1Q24E	
					발표치	y-y	q-q	당사 추정		컨센서스
보험손익	-	172	220	173	86	-	-49.9	167	-	167
투자손익	-	433	-81	-253	-9	-	적지	-39	-	63
세전이익	-	610	141	-80	83	-	흑전	130	163	234
당기순이익	-	471	148	-41	38	-	흑전	99	123	175

자료: 한화생명, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	4,000원 (상향)		
현재가 ('24/2/21)	3,415원		
업종	보험업		
KOSPI / KOSDAQ	2,653.31 / 864.07		
시가총액(보통주)	2,966.0십억원		
발행주식수(보통주)	868.5백만주		
52주 최고가 ('24/02/05)	3,690원		
최저가 ('23/08/18)	2,165원		
평균거래대금(60일)	11.3십억원		
배당수익률(2023P)	5.65%		
외국인지분율	9.7%		
주요주주			
한화 외 5 인	45.1%		
예금보험공사	10.0%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	24.9	48.5	36.6
상대수익률 (%p)	18.1	40.4	26.6

	2022	2023P	2024E	2025F
보험손익	-	651	674	814
장기	-	651	674	814
일반, 자동차	-	0	0	0
투자손익	-	90	142	150
당기순이익	-	616	621	732
증감률	-	-	0.8	17.8
EPS	-	820	827	974
PER	-	3.5	4.1	3.5
PBR	-1.3	0.2	0.2	0.2
ROA	-	0.5	0.5	0.6
ROE	-	5.4	5.3	6.0
DPS	0	160	170	180
배당성향	-	19.5	20.6	18.5

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 별도 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

한화생명은 1946년 9월 국내 최초의 생명보험회사로 출발, 2002년 한화그룹 편입, 2012년 한화생명으로 사명 변경. 국내 3대 생명보험사 중 하나이며 한화그룹 금융계열 핵심 계열사. 2021년 생명보험 수입보험료 기준 시장점유율은 12.4% 수준

Share price drivers/Earnings Momentum

- 다수의 설계사를 바탕으로 한 신계약 영업력
- BIG 3 생명보험사로서의 시장 영향력

Downside Risk

- IFRS17 재무제표 불확실성
- 신계약 경쟁 심화에 따른 부담 증가
- 정부 규제 리스크
- 예금보험공사 매물 출회 리스크

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2023P	2024E	2023P	2024E	2023P	2024E
삼성생명	7.8	7.2	0.4	0.4	4.9	5.1
동양생명	3.5	3.3	0.2	0.2	6.7	6.9
미래에셋생명	3.8	4.4	0.3	0.2	6.6	5.4
China Life	34.2	20.9	2.0	1.8	5.7	8.7
Dai-ichi Life	11.6	10.5	1.0	0.9	8.5	8.7

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2021	2022	2023P	2024E	2025F
PER	-	-	3.5	3.6	3.5
PBR	-	-	0.2	0.2	0.2
ROA	-	-	0.5	0.6	0.6
ROE	-	-	5.4	6.1	6.0
Payout ratio	-	-	19.5	18.1	18.5

자료: NH투자증권 리서치본부

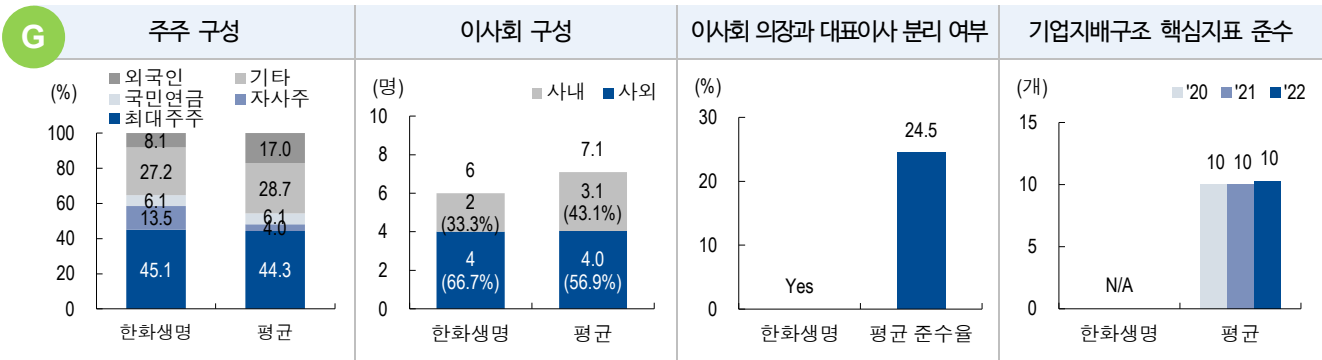
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

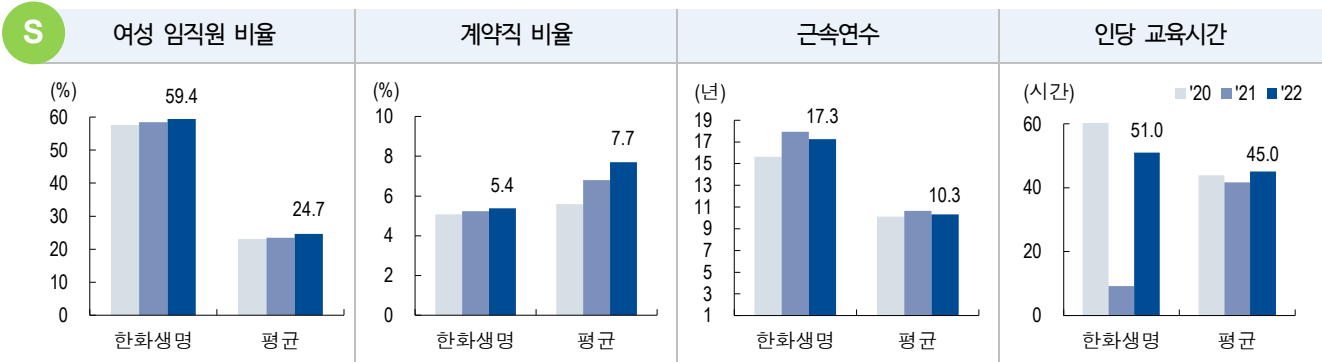
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
수입보험료	13,664	14,960	15,180	13,814	14,240	14,014	14,775	14,745	18,628
보험영업수익	9,300	10,379	10,622	9,749	9,388	9,622	10,232	10,314	14,442
보험영업비용	7,822	8,186	8,685	9,210	10,154	10,250	10,777	10,867	15,621
보험영업이익	1,477	2,193	1,937	538	-765	-628	-545	-553	-1,180
투자영업이익	3,210	3,192	3,174	3,156	3,165	3,162	3,328	3,507	2,770
세전이익	528	574	409	691	502	113	240	559	433
당기순이익	413	500	315	525	359	115	197	411	354
손해율(%)	80.4	79.4	79.0	76.7	77.9	81.5	79.6	82.8	80.1
투자이익률(%)	4.9	4.4	4.0	3.8	3.6	3.4	3.4	3.5	2.8
EPS(원)	496	635	419	699	478	153	262	546	472
BPS(원)	10,483	11,409	10,850	11,937	13,126	16,048	15,977	13,561	8,405
DPS(원)	180	180	80	140	100	30	30	0	0
ROE(%)	5.3	5.8	3.8	6.1	3.8	1.0	1.6	3.7	4.3
ROA(%)	0.5	0.5	0.3	0.5	0.3	0.1	0.2	0.3	0.3
배당성향(%)	35.9	27.0	19.1	20.0	20.9	19.7	11.4	0.0	0.0
배당수익률(%)	2.2	2.4	1.2	2.0	2.4	1.3	1.2	0.0	0.0

자료: 한화생명, NH투자증권 리서치본부

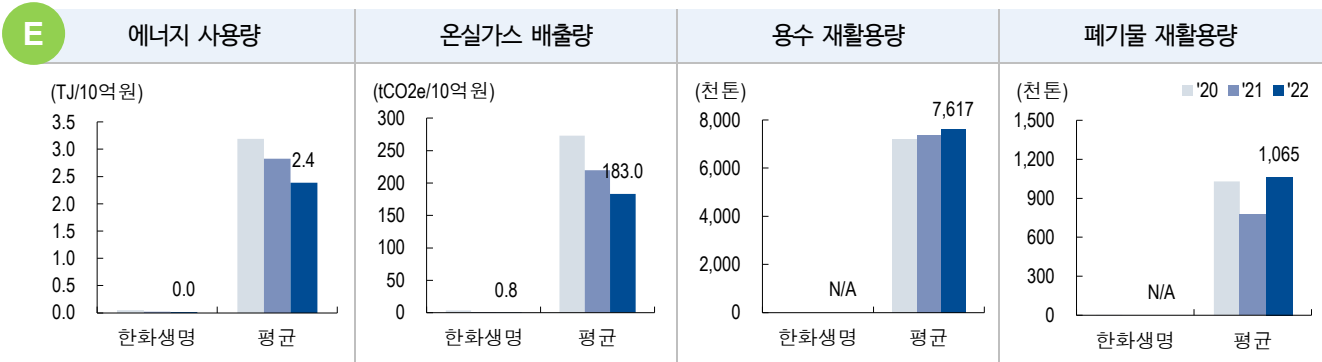
ESG Index & Event



주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: 한화생명, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
 자료: 한화생명, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
 자료: 한화생명, NH투자증권 리서치본부

ESG Event		
E	2018.12	- 태양광, 풍력발전 등 신재생에너지 및 SOC 투자자산 운용규모 7.6조 달성
S	2017.5	- 금감원, 자살보험금 사태 관련하여 재해사망보험금 미지급 및 설명의무 불이행 등을 이유로 과징금 4.0억원 부과 및 기관광고 조치
	2019.10	- 퇴직연금 관련 일감몰아주기 이슈로 국회 지적
G	2016.6	- 한화그룹의 한화생명 중심 금융계열사 지배구조 개편으로, 한화생명 타 계열사들로부터 한화손해보험 지분 확보 (지분율 34.29% → 53.75%)

자료: 한화생명, NH투자증권 리서치본부

	2024E	2025F	2026F
BPS	15,170	15,974	16,883
ROE	5.3%	6.0%	6.4%
3년 평균 ROE	5.9%	2023~2025년 평균	
COE	10.8%	무위험이자율 3.5%, Risk Premium 6.0%	
할증/할인율	-50%		
Target PBR	0.26	영구성장률 0.5%	
BPS	15,170	2024년 기준, 비지배지분과 신종자본증권 제외	
목표주가	4,000	BPS × Target PBR	
현재주가	3,415		
상승여력	17.1%		

주: EPS, PER, PBR, ROE는 별도 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

		2022	2023P	2024E	2025F
보험손익	- 수정 후	-	651	674	814
	- 수정 전		732	760	884
	- 변동률		-11.1	-11.3	-7.9
세전이익	- 수정 후	-	753	829	976
	- 수정 전		801	937	1,015
	- 변동률		-5.9	-11.6	-3.8
(지배지분)순이익		-	616	621	732
EPS	- 수정 후	-	820	827	974
	- 수정 전		901	948	1,026
	- 변동률		-9.0	-12.8	-5.0
PER		-	3.5	4.1	3.5
PBR		-	0.2	0.2	0.2
ROE		-	5.4	5.3	6.0

주: EPS, PER, PBR, ROE는 별도 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2022	2023P	2024E
보험손익	-	172.2	219.7	172.6	86.4	167.4	-	650.9	674.2
장기보험 손익	-	172	220	173	86	167	-	651	674
CSM 상각	-	225	226	217	219	196	-	888	848
RA 해제	-	34	31	28	25	27	-	118	113
예실차	-	-54	-3	-26	-26	-16	-	-109	-49
일반보험 손익	-	0	0	0	0	0	-	0	0
자동차보험 손익	-	0	0	0	0	0	-	0	0
투자손익	-	433	-81	-253	-9	63	-	90	142
당기순이익	-	471	148	-41	38	175	-	616	621
합산비율(일반)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
합산비율(자동차)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
투자이익률	-	6.5%	2.5%	0.5%	6.4%	1.5%	-	3.9%	1.4%
운영자산	-	96,635	94,072	92,992	97,010	96,343	99,634	97,010	101,522
보험계약부채	-	73,080	70,858	68,347	74,287	73,700	71,225	74,287	77,800
BEL	-	61,530	59,046	56,882	63,400	62,639	59,867	63,400	66,064
RA	-	1,659	1,675	1,650	1,644	1,631	1,586	1,644	1,722
CSM	-	9,879	10,123	9,799	9,238	9,426	9,763	9,238	10,010
CSM 변동	-	116	244	-324	-561	187	288	-524	771
자본총계	-	12,513	11,881	12,528	11,387	11,441	15,761	11,387	11,897
신계약(월납환산)	-	90.3	63.5	60.0	58.2	35.2	178.6	271.9	152.6
신계약 CSM multiple	-	6.0	9.8	11.5	11.8	13.2	23.2	9.3	13.0

자료: 한화생명, NH투자증권 리서치본부

Appendix

분류	용어	설명	
보험료 종류	수입보험료	보험회사가 일정기간 중 또는 한 회계연도 중에 받아들이는 보험료	
	원수보험료	재보험료에 대응되는 개념으로, 원수보험계약에서 보험자가 취득하는 보험료	
	경과보험료	원수보험료 중 당해 회계연도에 속하는 보험료	
보험료 구성	영업보험료	총 보험료를 말하며, 순보험료와 부가보험료로 구성	
	순보험료	영업보험료 중 예정위험률과 예정이율에 의해 산출된 장래 보험금 지급의 재원이 되는 보험료. 위험보험료와 저축보험료로 구분	
	위험보험료	사망보험금 / 입원 / 수술 / 장애 급여금 등의 지급재원이 되는 보험료	
	저축보험료	만기보험금 / 중도급부금의 지급 재원이 되는 보험료	
	부가보험료	순보험료 이외의 사업운영에 필요한 비용에 충당하는 보험료	
	주요 지표	신계약	월·년 단위의 일정한 기간을 기준으로 그 기간 중에 새로 체결된 계약을 의미
	손해율	=보험금/보험료, 높을수록 보험사 손익관리 측면에서 부정적	
	사업비용	=사업비/보험료, 높을수록 보험사 손익관리 측면에서 부정적	
	연납화보험료(APE)	신규 매출의 평가 지표. 월납 / 분기납 / 연납 / 일시납 등 모든 납입 형태의 보험료를 연간 기준으로 환산	
	요율	기준 보험금액에 대한 보험료. 계약보험금액, 보험종류, 성별, 연령별로 산출	
	유지율	보험계약이 효력상실되지 않고 계속되는 상황을 나타냄. 성립 계약에 대한 계속 계약의 비율	
30이원	이차손익	자산운용에 의한 실제수익률과 예정이율의 차이에서 발생하는 손익	
	비차손익	실제 사업비와 예정사업비의 차이에서 발생하는 손익	
	사차손익	그 사업연도에 해당되는 위험보험료와 위험보험금의 차액에서 발생하는 손익	
가입목적에 따른 분류	보장성보험	사람의 생명과 관련하여 보험사고가 발생했을 때 약속된 급부금을 제공하는 보험상품	
	저축성보험	보장성 보험을 제외한 보험. 지급 보험금 합계액이 이미 납입한 보험료를 초과하는 보험	
	변액보험	납입 보험료 중 저축보험료를 분리하여 주식 및 채권 등의 유가증권에 투자 후 수익을 보험계약자의 환급금에 반영하는 보험	
생명보험 상품 분류	생존보험	피보험자가 보험기간 만료일까지 생존해 있을 때에 한하여 보험금이 지급되는 생명보험	
	사망보험	피보험자의 사망을 보험사고로 해서 보험금을 지급하는 보험계약	
	생사혼합보험	사망보험과 생존보험을 혼합한 형태의 생명보험	
손해보험 상품 분류	일반보험	통상 만기 1년 이하의 보험을 통칭(자동차보험 제외)	
	장기보험	적용이율을 적용하여 보험료를 산출하는 손해보험. 일반적으로 보험기간이 장기	
	자동차보험	자동차 손해에 관한 보험. 의무적으로 가입하여야 하는 의무보험과 가입자가 가입여부를 결정할 수 있는 임의보험으로 구분	
회계제도, 자본규제	IFRS9	금융회사 자산 관련 국제회계기준으로, 국내 보험사는 2023년부터 도입. 자산 성격(채무상품, 지분상품, 파생상품) 및 SPPI 충족 여부에 따라 AC, FVOCI, FVPL로 분류	
	IFRS17	2023년부터 도입된 보험사 부채 관련 국제회계기준. 현금 유출입 기준 회계인 IFRS4에서 가정에 기반한 발생주의 기준 회계로 변경	
	BEL	Best Estimated Liability, 최적추정부채. 보험기간동안 고객에 지급할 것으로 예상되는 금액의 현재. 손실 계약은 기존 부채보다 증가하며, 반대로 이익 계약은 기존 부채보다 감소	
	CSM	Contractual Service Margin. 보험계약마진. 보험기간동안 기대하는 보유 계약 미래 이익의 현재가치 합계. CSM은 기본적으로 부채로 계상되며, 손실 계약의 CSM은 0이 됨	
	예실차	예상과 실제 차이. 보험손익 구성 항목 중 하나로, 기존 가정에 의한 이익(CSM 상각이익)과 실제 이익과의 차이를 보정	
	UFR(LTFR)	초장기선도금리. 60년 이상 만기 보험부채 할인율에 사용되는 금리로, 단일 수치(예: 4.95%)로 지정	
	LLP	시장관측금리. 1~20년 만기 보험부채 할인율에 사용되는 금리로, 시장금리+유동성프리미엄 으로 구성	
	K-ICS	Korean-Insurance Capital Standard. IFRS17과 함께 도입된 신지급역제도	
	계약 관련	주계약	보험계약의 기본이 되는 중심적인 보장내용 부분
		특약	특별보험약관. 주계약에 계약자가 필요로 하는 보장을 추가하거나 편의를 도모하기 위한 방법을 추가하는 것을 말함
채널	FC / FP	보험설계사. 다양한 보험상품을 추천하고 판매하는 사람	
	GA(General Agency)	법인보험대리점. 보험회사와 계약을 맺고 보험 판매를 전문으로 하는 대리점	

자료: 생명보험협회, 손해보험협회, 언론 자료, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income

	2022	2023P	2024E	2025F
보험손익	-	651	674	814
장기	-	651	674	814
CSM 상각	-	888	848	919
RA 해제	-	118	113	116
예실차	-	-109	-49	-28
일반, 자동차	-	0	0	0
투자손익	-	90	142	150
투자서비스손익	-	4,416	1,591	1,654
보험금융손익	-	-4,326	-1,449	-1,504
영업이익	-	741	816	963
영업외손익	-	12	12	13
세전이익	-	753	829	976
법인세비용	-	137	207	244
당기순이익	-	616	621	732

Statement of financial position

	2022	2023P	2024E	2025F
자산총계	116,211	114,793	120,163	121,157
현금 및 예치금	2,091	2,127	2,226	2,245
AC	31,896	11,408	11,939	12,048
FVOCI	39,489	39,462	42,872	43,077
FVPL	2,528	21,134	20,542	20,916
부채총계	100,450	103,406	108,266	108,656
BEL	59,867	63,400	66,064	65,577
RA	1,586	1,644	1,722	1,729
CSM	9,763	9,238	10,010	10,769
자본총계	15,761	11,387	11,897	12,501
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485
이익잉여금	6,256	6,307	6,808	7,412
기타포괄손익누계액	4,039	873	882	882
신증자본증권	1,558	498	498	498

Profitability

	2022	2023P	2024E	2025F
수익성 (%)				
신계약 CSM multiple	-	9.3	13.0	13.1
CSM 상각률	-	8.9	8.4	8.5
CSM 부리율	-	3.6	-2.8	-2.8
CSM 조정률	-	-25.9	-1.1	-1.0
성장성 (%)				
CSM(잔액)	-	-5.4	8.3	7.6
CSM(신계약)	-	-	-21.8	3.5
당기순이익	-	-	0.8	17.8
자산총계	-	-1.2	4.7	0.8
자기자본	-	-	4.5	5.1
신계약	-	52.3	-43.9	2.8

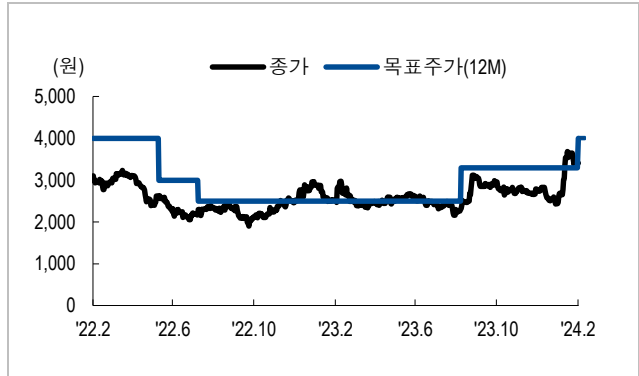
Valuation

	2022	2023P	2024E	2025F
Valuation				
EPS (원)	-	820	827	974
BPS (원)	-	14,492	15,170	15,974
DPS (원)	-	160	170	180
PER (배)	-	3.5	4.1	3.5
PBR (배)	-	0.2	0.2	0.2
ROE (%)	-	5.4	5.3	6.0
ROA (%)	-	0.5	0.5	0.6
배당성향 (%)	-	19.5	20.6	18.5
배당수익률 (%)	-	5.7	5.0	5.3

투자 의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.02.22	Buy	4,000원(12개월)	-	-
2023.08.29	Buy	3,300원(12개월)	-14.4%	11.8%
2023.07.28		1년경과	-6.1%	-
2022.07.29	Hold	2,500원(12개월)	-1.8%	-
2022.05.31	Hold	3,000원(12개월)	-24.4%	-

한화생명 (088350.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy: 15% 초과
 - Hold: -15% ~ 15%
 - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2023년 12월 31일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
80.8%	19.2%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '한화생명'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자 판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임 소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.