

한화생명(088350)

모멘텀은 낮지만 절대적으로 낮은 Valuation

■ 투자 의견 Buy, 목표주가 8,000원으로 커버리지 개시

- 2017년 이익의 높은 기저효과로 2018년 순이익 감소는 불가피한 상황이며 예금보험공사의 오버행 이슈가 지속되고 있어 주가 상승 모멘텀은 약한 상황이다. 그럼에도 불구하고 투자 의견을 Buy로 제시하는 이유는 Valuation 매력 때문이다. 현재 동사는 P/B 기준으로 역사적 최저 수준에서 거래되고 있다.
- 목표주가 8,000원은 2018년 예상 BPS 13,047원과 예상 EVPS 13,951원에 Target multiple 0.4배와 0.8배를 적용한 목표주가를 산술평균하여 산출하였다.

■ 투자 포인트: Valuation 매력, 주가 부담요인은 점진적으로 완화

- 한화생명은 2018년 예상 BPS 대비 0.42배에서 거래되고 있다. 2010년 이후 P/B의 평균이 0.8배이라는 점을 감안할 때 매우 낮은 가격에서 거래되고 있다고 판단된다.
- 동사 주가 부진의 이유는 1) 지난해 대규모의 변액보증 준비금 환입 및 부동산 처분이익으로 이익의 기저가 높아 2018년 별도 순이익이 8.5% 감소할 것으로 예상되며 2) 2021년 IFRS17 시행을 앞두고 지급여력에 대한 우려가 남아 있기 때문이다. 또한 지난해 오버행 이슈를 만들었던 3) 예보의 잔여보유지분 10%에 대한 우려도 존재한다.
- 하지만 전년동기대비 이익 감소는 2분기에 마무리될 것으로 예상되며 신종자본증권 발행 등 보완자본 조달이 완료되면 동사의 지급여력에 대한 부담은 크게 완화될 수 있을 것으로 판단된다.
- 당장의 모멘텀은 약하지만 주가 부담요인 완화에 투자할 수 있는 구간이라고 판단된다.

■ 18년 1분기 별도순이익 1,179억원으로 컨센서스 하회 전망

- 1분기 별도순이익은 전년동기대비 34.8% 감소할 것으로 전망된다. 지난해 1분기에 반영된 변액보증준비금 환입 240억원과 계정 재분류 과정에서 발생한 처분이익 약 1,100억원의 기저효과 때문이다.
- 1분기 위험손해율은 82.5% 전년동기대비 1.0%p 상승할 것으로 전망되며 사차이익은 992억원으로 2.6% 감소할 것으로 전망된다.
- 1분기는 실적 및 성장 측면에서 부진할 것으로 예상된다. 다만 지금의 주가를 이를 충분히 반영한 수준이라고 판단된다.

은행/보험/증권 강승건

(2122-9181) neo.cygun@hi-ib.com

은행/보험/증권 최영수

(2122-9213) yschoi@hi-ib.com

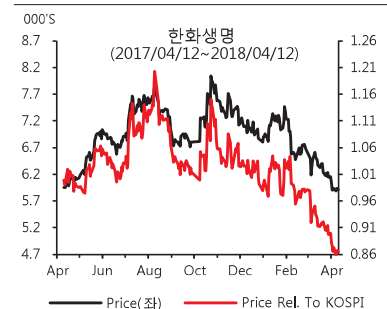
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	8,000원
증가(2018/04/12)	5,960원

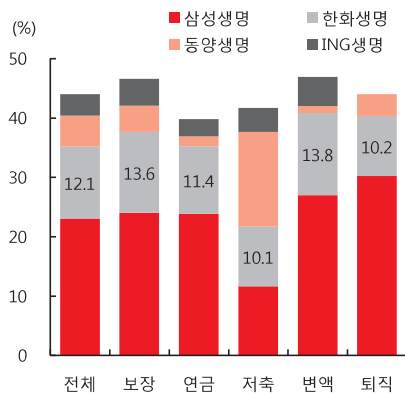
Stock Indicator

자본금	4,343십억원
발행주식수	86,853만주
시가총액	5,176십억원
외국인지분율	18.6%
배당금(2017)	140원
EPS(2018E)	701원
BPS(2018E)	13,047원
ROE(2018E)	5.6%
52주 주가	5,930~8,090원
60일평균거래량	1,275,746주
60일평균거래대금	8.5십억원

Price Trend

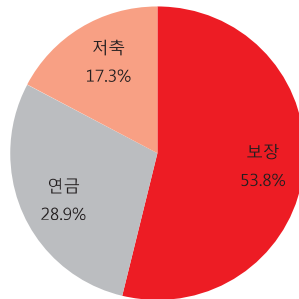


〈그림1〉 보종별 시장점유율



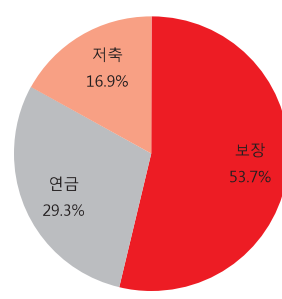
자료: 각 사, 하이투자증권
주: 2017년 수입보험료(일반+변액+퇴직) 기준

〈그림2〉 수입보험료 내 보종별 비중



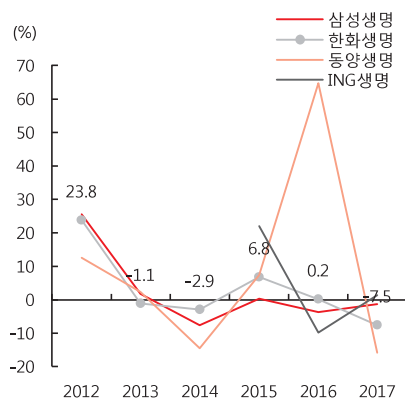
자료: 각 사, 하이투자증권
주: 2017년 수입보험료(일반+변액) 기준

〈그림3〉 신계약 APE 내 보종별 비중



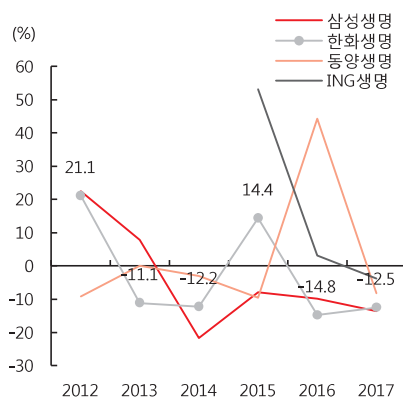
자료: 각 사, 하이투자증권
주: 2017년 기준

〈그림4〉 수입보험료 증가율



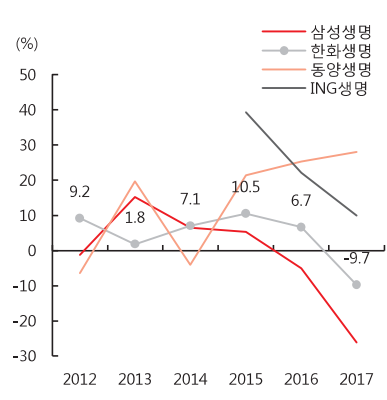
자료: 각 사, 하이투자증권
주: 수입보험료(일반+변액) 기준

〈그림5〉 신계약 APE 증가율



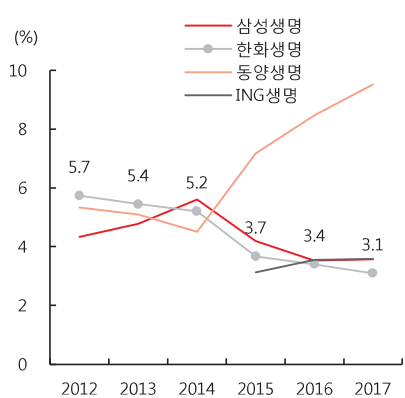
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림6〉 보장성 신계약 APE 증가율



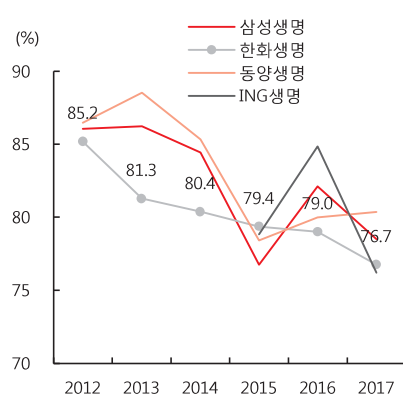
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림7〉 위험보험료 증가율



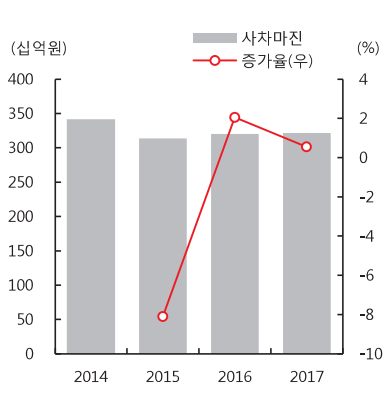
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림8〉 위험손해율



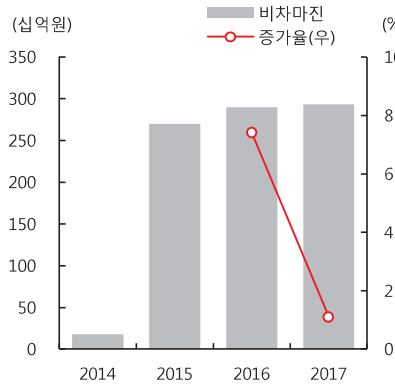
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림9〉 사차마진



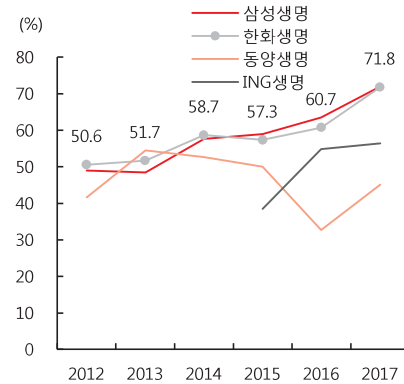
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림10〉 비차마진



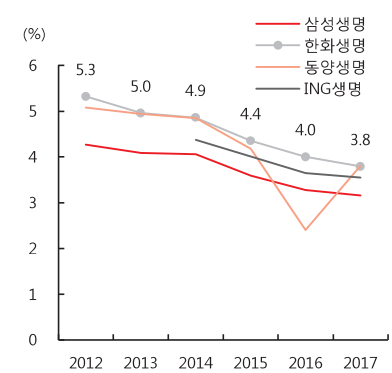
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림11〉 보험금 지급율



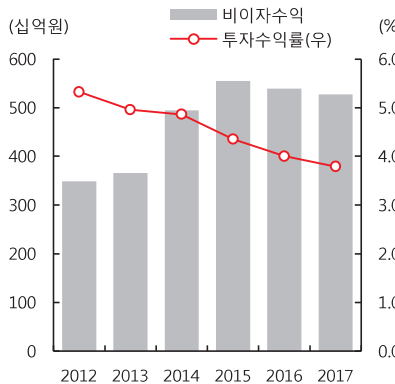
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림12〉 투자수익률



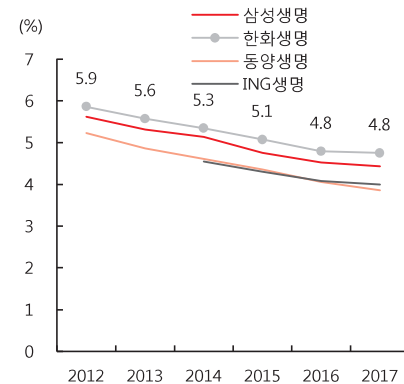
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림13〉 투자수익률/비이자수익규모



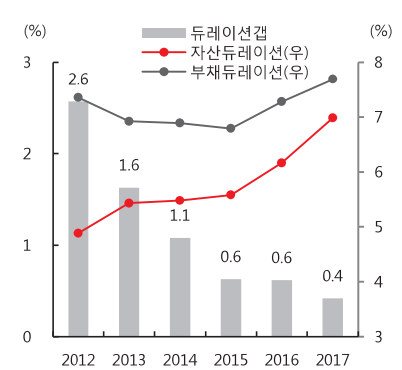
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림14〉 평균 부리이율



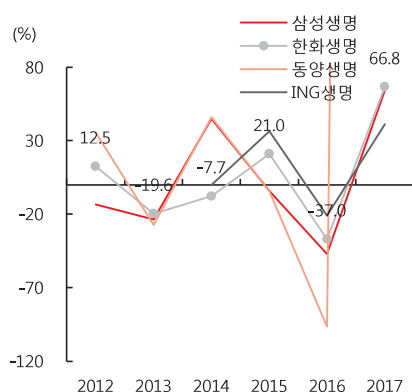
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림15〉 듀레이션 갭



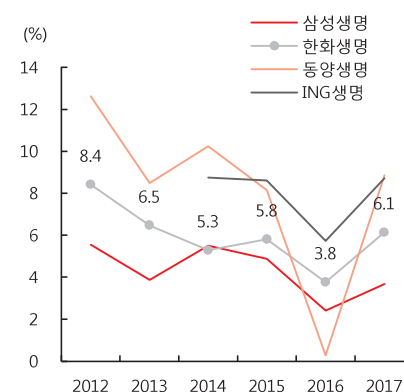
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림16〉 순이익 성장률



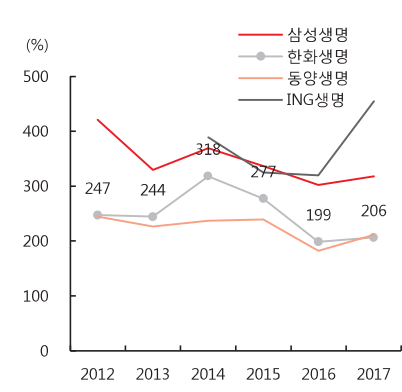
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림17〉 ROE



자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림18〉 RBC비율



자료: 각 사, 하이투자증권

한화생명 1분기 실적 전망

		(단위: 십억원, %, %p)				
		2018 1QF	2017 4Q	QoQ	2017 1Q	YoY
요약손익	보험손익	25	-34	흑전	288	-91.2
	투자손익	780	642	21.6	846	-7.8
	책임준비금전입액	898	869	3.4	1,129	-20.4
	영업이익	-93	-261	N/A	5	적전
	영업외 손익	253	260	-2.7	230	9.9
	특별계정수입수수료	269	266	0.9	237	13.2
	세전이익	160	-2	흑전	235	-32.0
	당기순이익	118	-8	흑전	181	-34.8
보험영업	위험손해율	82.5	70.8	11.7	81.5	1.0
	위험보험료	568	563	1.0	552	3.0
	보험금지급률	76.3	77.1	-0.8	67.5	8.9
투자부문	운용자산	85,169	84,360	1.0	81,412	4.6
	투자수익률	3.7	3.0	0.6	4.1	-0.5
신계약	신계약 APE	461	396	16.3	621	-25.7
	보장 APE	266	229	16.4	296	-10.0
	연금 APE	119	110	8.5	217	-45.0
	저축 APE	75	58	30.8	108	-30.0
성장성	일반+변액수입보험료	3,003	2,970	1.1	3,252	-7.7
	일반+특별수입보험료	3,088	3,888	-20.6	3,447	-10.4
수익성	ROE	5.3	-0.3	5.6	8.7	-3.5
	ROA	0.4	0.0	0.5	0.7	-0.3

주: 연결 기준

자료: 한화생명, 하이투자증권

Valuation

투자의견	BUY
목표주가(원)	8,000
목표주가 P/B	0.6
목표주가 P/E	11.4
상승여력(%)	34.2
현재주가(원, 18.04.12)	5,960
P/B 기준	
Target Price I (원)	5,383
Target P/B(배)	0.4
2018년 예상 BPS(원)	13,047
Sustainable RoE(%)	5.6
Ke(%)	13.5
P/EV 기준	
Target Price II	10,463
Target P/EV	0.8
2018년 예상 EVPS	13,951
Sustainable RoEV	8.7

자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표(별도) (단위:십억원)					
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
운용자산	82,187	84,360	88,128	92,184	96,385
현금 및 예금	754	417	436	456	477
유가증권	59,246	61,143	63,874	66,814	69,859
당기손익증권	1,092	883	922	965	1,009
매도가능증권	57,268	27,810	29,097	30,483	31,918
만기보유증권	0	31,447	32,852	34,364	35,930
관계기업투자주식	886	1,003	1,003	1,003	1,003
대출채권	18,686	19,320	20,183	21,112	22,075
부동산	3,502	3,479	3,634	3,802	3,975
비운용자산	3,281	4,310	4,463	4,654	4,857
특별계정자산	19,863	21,643	22,650	23,706	24,796
별도자산총계	105,331	110,313	115,240	120,544	126,038
책임준비금	73,290	77,253	80,845	84,616	88,507
보험료적립금	69,949	73,774	77,206	80,763	84,349
보충준비금	1,101	1,056	1,109	1,132	1,154
지급준비금	1,902	2,064	2,147	2,248	2,347
계약자배당준비금	308	332	377	466	651
기타준비금	6	5	7	6	6
계약자지분조정	813	697	569	565	562
기타부채	2,206	1,229	1,286	1,346	1,408
특별계정부채	20,869	22,165	23,195	24,277	25,393
별도부채총계	97,179	101,344	105,895	110,804	115,870
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	2,680	3,152	4,026	4,421	4,849
자본조정	-924	-924	-924	-924	-924
기타포괄손익누계	1,569	1,415	1,415	1,415	1,415
별도자본총계	8,153	8,969	9,345	9,740	10,168
손익계산서(별도) (단위:십억원)					
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험손익	1,937	538	65	155	148
보험영업수익	10,622	9,749	9,316	9,550	9,797
보험료수익	10,474	9,587	9,154	9,389	9,635
보험영업비용	8,685	9,210	9,251	9,396	9,649
지급보험금	6,359	6,882	7,020	7,233	7,508
사업비	892	883	842	844	855
신계약상각비	1,271	1,272	1,217	1,146	1,114
투자손익	3,174	3,156	3,162	3,246	3,395
책임준비금전입액	5,598	3,963	3,592	3,771	3,892
영업이익	-487	-269	-365	-370	-348
조정영업이익	429	745	725	750	802
영업외수익	896	961	1,018	1,049	1,082
특별계정수수료	916	1,014	1,090	1,120	1,151
법인세차감전순이익	409	691	652	679	734
법인세	94	166	171	178	193
세율	23.0	24.0	26.2	26.3	26.3
당기순이익	315	525	481	501	541
수익성 지표(별도) (단위: %)					
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험금지급률	60.7	71.8	76.7	77.0	77.9
위험손해율	79.0	76.7	75.7	74.9	74.7
위험보험료	2,165	2,232	2,310	2,383	2,427
사차이익	455	519	561	597	614
사업비용	13.2	14.1	13.4	13.3	13.1
투자수익률	4.0	3.8	3.7	3.6	3.6

자료: 한화생명, 하이투자증권 리서치센터

성장성지표 I (별도) (단위:%)					
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험손익	-11.7	-72.2	-88.0	138.9	-4.5
보험료수익	2.4	-8.5	-4.5	2.6	2.6
지급보험금	8.4	8.2	2.0	3.0	3.8
위험보험료	3.4	3.1	3.5	3.2	1.8
사차이익	5.2	14.2	8.1	6.5	2.7
투자손익	-0.6	-0.6	0.2	2.7	4.6
책임준비금전입액	-1.0	-29.2	-9.4	5.0	3.2
영업이익	78.7	-44.7	35.7	1.2	-5.9
영업외수익	5.8	7.2	5.9	3.0	3.2
당기순이익	-37.0	66.8	-8.5	4.0	8.0
운용자산	7.5	2.6	4.5	4.6	4.6
책임준비금	8.3	5.4	4.6	4.7	4.6
자본총계	-4.9	10.0	4.2	4.2	4.4

성장성지표 II(별도) (단위:십억원)					
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
신계약 APE	2,126	1,861	1,742	1,792	1,829
보장	1,108	1,000	1,036	1,067	1,089
연금	513	546	441	450	454
저축	505	315	265	275	286

재무제표(연결) (단위:십억원)					
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
연결자산총계	119,381	125,661	130,588	135,892	141,386
연결부채총계	110,222	115,487	120,038	124,946	130,013
지배기업소유지분	8,529	8,929	9,803	10,198	10,626
비지배지분	630	747	747	747	747
연결자본총계	9,159	10,174	10,550	10,945	11,373
법인세차감전 순이익	1,009	1,007	882	923	978
법인세	458	423	771	772	164
세율	16.3	23.6	25.7	25.7	25.8
연결순이익	845	769	655	686	726
지배주주지분순이익	795	651	527	550	582
비지배지분순이익	50	117	128	136	144

투자지표(별도) (단위: 배, %)					
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	3.8	6.1	5.3	5.2	5.4
ROA	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
EPS(원)	419	699	640	666	720
BPS(원)	10,850	11,937	12,437	12,963	13,533

투자지표(연결) (단위: 배, %)					
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	9.3	7.5	5.6	5.5	5.6
ROA	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
EPS(원)	1,058	867	701	731	774
BPS(원)	11,351	11,884	13,047	13,573	14,142
DPS(원)	80	140	140	150	150
P/E	6.2	8.0	8.5	8.1	7.7
P/B	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
배당수익률	1.2	2.0	2.3	2.5	2.5
RBC	199	206	200	200	200
Embedded Value	8,084	9,615	10,482	11,388	12,339
RoEV	9.0	20.2	9.0	8.6	8.4
EVPS	10,759	12,796	13,951	15,156	16,422
P/EV	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이 (한화생명)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018-04-16(담당자변경)	Buy	8,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자 : 강승건, 최영수)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-