

# 한화생명 (088350)

**보험**
**정준섭**


02 3770 5728

junsup.jung@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	8,000원 (D)
현재주가 (5/15)	6,070원
상승여력	32%

시가총액	52,720억원
총발행주식수	868,530,000주
60일 평균 거래대금	72억원
60일 평균 거래량	1,146,245주
52주 고	8,090원
52주 저	5,930원
외인지분율	18.53%
주요주주	한화건설 외 5 인 45.00%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.4	(6.9)	(8.0)
상대	2.2	(8.3)	(14.3)
절대(달러환산)	2.0	(6.6)	(3.8)

## 1Q18 Review: 변액 보증준비금 부담으로 실적 부진

### 1Q18 순이익 1,146억원, YoY -36.6%

한화생명은 18년 1분기 순이익 1,146억원을 기록, 전년 동기보다 36.6% 감소했으며, 컨센서스 (1,631억원)를 29.7% 하회했다. 실적 부진의 가장 큰 원인은 변액 보증준비금 관련 부담이 증가한 데 있다. 수수료수입을 반영하지 않은 준비금 기준으로, 보증준비금이 1Q17에는 235억원 감소(환입)한 반면 이번 1Q18에는 223억원 증가(적립)하면서 전년대비 458억원의 감익 요인이 발생했다. 이러한 차이가 발생한 이유는 작년 1분기는 주식시장 호조로 변액보험 수익률이 양호했던 반면, 이번 1분기는 반대로 주식 수익률 약화가 준비금 적립으로 이어졌기 때문이다.

반면 보험 본연의 이익이라 할 수 있는 사차익, 비차익 흐름은 양호했다. 손해율이 79.2%, YoY 2.4%p 개선되면서 사차익이 YoY 15.2% 증가했는데, 이는 기상 여건이 좋지 않았음에도 불구하고 손해율이 안정적으로 관리되었기 때문이다. 비차익 또한 꾸준한 예정사업비 확보에 힘입어 전년대비 20% 증가했다. 다만 사차, 비차익 개선이 변액 준비금 관련 부담을 상쇄시키기는 역부족이었다.

RBC비율은 202%로 안정적 수준이며, 최근 해외 신종자본증권 발행 성공으로 향후 20%p의 상승 요인이 있다.

### 올해 실적, 상저하고 예상

올해 한화생명 실적은 상반기는 저조하고, 하반기에 개선되는 모습을 나타낼 것으로 전망한다. 일단 사차, 비차는 안정적 흐름이 예상되고, 올해 이원차 spread 변동이 거의 없을 전망이다. 결국 실적 방향을 결정하는 변수는 변액 보증준비금과 일회성 투자이익이 될 것으로 보이는데, 둘 모두 하반기 증익 요인으로 작용할 예정이기 때문이다. ① 변액 보증준비금은 3분기까지는 주식시장 등의 변수 흐름에 따라 결정되는 반면, 4분기는 지금까지의 금리 상승 효과가 반영되면서 작년보다 큰 폭의 준비금 환입 효과가 나타날 것으로 보인다. ② 일회성이지만, 하반기에는 부동산 매각 이익이 발생 예정이다.

1분기 실적 부진을 반영해 목표주가를 8,000원으로 하향한다. 다만 투자의견은 Buy를 유지하는데, 이유는 ① 하반기 갈수록 YoY 증익 폭 확대, ② 금리 상승 시 가장 큰 수혜를 받는 종목이며, ③ 18Y PBR이 0.45x로, 하방 경직성이 매우 크기 때문이다.

#### Quarterly earning forecasts

(십억원, %)

	1Q18	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
보험영업수익	2,371	-9.0%	1.0%	2,618	-9.4%
영업이익	-132	적전	적지		
당기순이익	115	-36.6%	흑전	163	-29.7%
손해율	79.2%	-2.4%pt	8.4%pt		
사업비/수입보험료	14.2%	-0.0%pt	1.4%pt		
투자이익률	3.9%	-0.2%pt	0.9%pt		

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018E	2019E
보험영업수익	10,622	9,749	9,308	8,896
영업이익	-487	-269	-431	-241
당기순이익	315	525	494	599
PER	15.6	9.9	9.4	7.7
PBR	0.6	0.6	0.5	0.4
ROE	3.8	6.1	5.2	5.7
ROA	1.2	1.9	1.7	2.0

자료: 유안타증권

## 분기, 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	2017	2018E	2019E
수입보험료	3,447	3,340	3,139	3,888	3,191	3,429	13,814	13,697	13,734
일반계정	2,567	2,361	2,354	2,305	2,333	2,305	9,587	9,141	8,722
특별계정	880	979	784	1,583	858	1,125	4,227	4,556	5,011
보험손익	288	231	53	-34	-292	-247	538	-1,302	-1,432
책임준비금 전입액	1,129	990	974	869	663	640	3,963	2,442	2,315
투자손익	846	823	845	642	822	810	3,156	3,313	3,506
영업이익	5	64	-77	-261	-132	-76	-269	-431	-241
영업외손익	230	229	242	260	304	265	961	1,115	1,054
당기순이익	181	222	130	-8	115	139	525	494	599
APE	621	409	435	396	465	383	1,861	1,621	1,520
보장성	296	240	236	229	247	244	1,000	979	1,012
저축성	108	54	95	58	105	42	315	263	208
연금	217	114	105	110	113	96	546	379	300
위험손해율	81.5%	73.2%	81.5%	70.8%	79.2%	78.2%	76.7%	78.3%	78.1%
사업비/수입보험료	14.2%	14.4%	15.1%	12.8%	14.2%	13.3%	14.1%	13.8%	14.3%
투자이익률	4.1%	4.0%	4.0%	3.0%	3.9%	3.8%	3.8%	3.9%	4.0%
준비금 부담이율	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.7%	4.8%	4.8%	4.7%
자기자본	8,435	9,234	9,183	8,969	8,824	9,963	8,969	10,204	10,690
ROE	8.7%	10.0%	5.7%	-0.3%	5.2%	5.9%	6.1%	5.2%	5.7%

자료: 유안타증권 리서치센터

## Valuation

(단위: 원)

	2017	2018	2019
BPS	11,937	13,580	14,227
ROE	6.14%	5.15%	5.74%

18Y BPS	13,580	목표주가	8,000
18년, 19년 평균 ROE	5.4%	현재주가	6,070
적정 PBR	0.59	상승여력	31.8%

주: Beta 0.78, 영구성장을 0.5%, 무위험이자율 2.6%, 리스크프리미엄 6% 가정. 이론 PBR에 20% 할인

자료: 유안타증권 리서치센터

## 한화생명 (088350) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
결산 (12월)						
수입보험료	14,960	15,180	13,814	13,697	13,734	
일반계정	10,233	10,474	9,587	9,141	8,722	
특별계정	4,727	4,707	4,227	4,556	5,011	
보험영업수익	10,379	10,622	9,749	9,308	8,896	
보험영업비용	8,186	8,685	9,210	10,610	10,328	
지급보험금	5,865	6,359	6,882	8,298	7,936	
재보험비용	159	160	170	175	182	
사업비	916	892	883	948	920	
신계약비상각	1,243	1,271	1,272	1,186	1,288	
보험손익	2,193	1,937	538	-1,302	-1,432	
투자손익	3,192	3,174	3,156	3,313	3,506	
영업외손익	-273	-487	-269	-431	-241	
영업외손익	847	896	961	1,115	1,054	
특별계정수입수수료	902	938	1,035	1,156	1,101	
법인세차감전순이익	574	409	691	684	813	
법인세	74	94	166	190	214	
당기순이익	500	315	525	494	599	

재무상태표		(단위: 십억원)				
		2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
결산 (12월)						
자산총계	98,855	105,331	110,313	114,029	117,141	
운용자산	76,466	82,187	84,360	87,362	89,452	
현예금 및 예치금	1,900	2,252	2,304	2,743	2,809	
유가증권	53,391	56,993	58,839	62,074	64,454	
대출채권	16,905	18,686	19,320	18,848	19,299	
부동산	4,270	4,256	3,896	3,696	2,890	
비운용자산	3,383	3,281	4,310	4,372	5,084	
특별계정자산	19,007	19,863	21,643	22,295	22,605	
부채총계	90,283	97,179	101,344	103,825	106,451	
책임준비금	67,689	73,290	77,253	79,695	82,011	
기타부채	1,996	2,206	1,229	1,225	1,225	
특별계정부채	19,462	20,869	22,165	22,295	22,605	
자본총계	8,572	8,153	8,969	10,204	10,690	
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343	
자본잉여금	485	485	485	485	485	
이익잉여금	2,494	2,680	3,152	3,535	4,022	
기타포괄손익누계액	2,174	1,569	1,415	1,266	1,266	

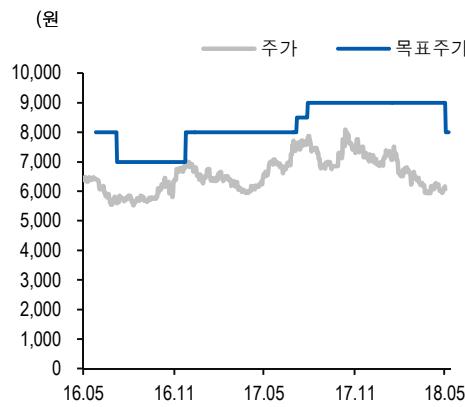
수익성						
		2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
위험보험금/위험보험료	79.4%	79.0%	76.7%	78.3%	78.1%	
사업비/수입보험료	13.7%	13.2%	14.1%	13.8%	14.3%	
투자이익률	4.4%	4.0%	3.8%	3.9%	4.0%	

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
		2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
EPS (원)		635	419	699	657	798
BPS (원)		11,409	10,850	11,937	13,580	14,227
DPS (원)		180	80	140	150	150
PER (배)		11.6	15.6	9.9	9.4	7.7
PBR (배)		0.6	0.6	0.6	0.5	0.4
ROE (%)		5.8%	3.8%	6.1%	5.2%	5.7%
ROA (%)		2.0%	1.2%	1.9%	1.7%	2.0%
배당성향 (%)		27.0%	19.1%	20.0%	22.8%	18.8%
배당수익률 (%)		2.4%	1.2%	2.0%	2.4%	2.4%

성장성						
		2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
수입보험료	9.5%	1.5%	-9.0%	-0.8%	0.3%	
보험영업수익	11.6%	2.3%	-8.2%	-4.5%	-4.4%	
당기순이익	21.0%	-37.0%	66.7%	-6.0%	21.3%	
자산총계	7.9%	6.6%	4.7%	3.4%	2.7%	
운용자산	8.9%	7.5%	2.6%	3.6%	2.4%	
자본총계	-0.9%	-4.9%	10.0%	13.8%	4.8%	

인정성						
		2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
자산총계/자기자본 (배)		11.53	12.92	12.30	11.18	10.96
보유보험료/자기자본 (배)		1.75	1.86	1.54	1.34	1.28

## 한화생명 (088350) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-05-16	BUY	8,000	1년		
2017-08-10	BUY	9,000	1년	-23.08	-10.11
2017-07-19	BUY	8,500	1년	-10.62	-9.18
2016-12-06	BUY	8,000	1년	-17.98	-3.63
2016-07-20	BUY	7,000	1년	-14.22	-2.29
2016-06-07	BUY	8,000	1년	-25.90	-19.88

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가 \* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	12.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-05-13

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 정준섭)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사 결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자 행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.