



2018/05/16

한화생명(088350)

Valuation 매력은 존재하지만 모멘텀은 약함

■ 투자의견 Buy 유지, 목표주가 7,500원으로 6.3% 하향

- 한화생명에 대한 투자의견을 매수로 유지하지만 목표주가는 7,500원으로 6.3% 하향
- 목표주가 7,500원은 2018년 예상 BPS 10,169원 및 EVPS 11,693원 Target multiple 0.5배, 0.7배를 적용하여 산출하였음. 우리의 BPS 및 EVPS는 신종증권 발행을 통한 자본총계 증가분을 제외하여 산출하였음
- 목표주가를 하향하는 이유는 1) 지난해 주식시장 상승에 따른 변액보증준비금 환입 효과가 2018년에는 축소될 것으로 예상되며 2) 지난해 1~3분기 발생하였던 처분이익의 높은 수익기여도가 2018년에 낮아질 것으로 예상됨에 따라 별도기준 연간순이익 전망치를 4,692억원으로 2.5% 하향하였음. 또한 지난해 높은 기저효과에 기인하는 것이라 3) 보장성 신계약 APE의 낮은 성장률을 반영하여 2018년 신계약가치 6,027억원으로 1.5% 하향하였기 때문임
- 그럼에도 불구하고 투자의견을 매수로 유지하는 이유는 절대적으로 낮은 Valuation 때문임. 동사는 2018년 BPS 0.6배에서 거래되고 있으며 신종증권 발행을 통해 RBC 비율이 약 20%p 상승하며 자본에 대한 불확실성을 일부 해소하였다고 판단됨

■ 2018년 1분기 순이익 1,146억원, 전년동기대비 36.6% 감소

- 1분기 순이익은 1,146억원으로 우리 전망치 1,179억원에는 부합하였지만 컨센서스가 1,611억원에 형성되어 있어 컨센서스를 하회하였음
- 위험손해율이 2.4%p 개선되었고 위험보험료가 2.1% 증가하며 1분기 사차이익은 1,173억원으로 전년동기대비 15.2% 증가하였음.
- 2018년 1분기 신계약 APE는 4,650억원으로 전년동기대비 25.1% 감소하였음. 저축/연금보험 신계약 APE 뿐만 아니라 보장성 신계약 APE도 16.4% 감소하였기 때문임. 이는 지난해 1분기 높은 기저의 영향으로 2017년 분기 평균 수준임
- 1분기 투자수익률은 3.9%로 채권 교체매매 과정에서 발생한 처분이익 755억원이 반영되었음.
- 1분기 RBC 비율은 202.0% 전분기대비 4.3%p 하락하였음. 4월에 신종자본증권 1조원 발행이 마무리되면서 RBC 비율은 약 20%p 상승할 것으로 예상됨

은행/증권/보험 강승건
(2122-9181) neo.cygun@hi-ib.com
은행/증권/보험 최영수
(2122-9213) yschoi@hi-ib.com

Buy (maintain)

목표주가(12M)	7,500원
종가(2018/05/15)	6,070원

Stock Indicator

자본금	4,343십 억원
발행주식수	86,853만주
시가총액	5,272십 억원
외국인지분율	18.5%
배당금(2017)	140원
EPS(2018E)	686원
BPS(2018E)	10,169원
ROE(2018E)	6.4%
52주 주가	5,930~8,090원
60일평균거래량	1,146,244주
60일평균거래대금	7.2십 억원

Price Trend



(단위: 십억원, %)

	1Q17	4Q17	확정치	1Q18			2Q18 (F)		
				YoY	QoQ	컨센서스	당사추정	YoY	QoQ
수입보험료	3,447	3,888	3,191	-7.4	-17.9	2,413	3,132	-6.2	-1.8
조정 영업이익	243	5	164	-32.6	3,373.5	N/A	176	-45.1	7.7
별도 순이익	181	-8	115	-36.6	흑전	161	121	-45.6	5.4

자료, fnguide, 한화생명, 하이투자증권 리서치센터

한화생명 세부 실적

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	YoY	QoQ	
보험손익	288	231	53	-34	-292	적전	N/A	
보험영업이익	2,607	2,401	2,393	2,348	2,371	-9.0	1.0	
보험영업비용	2,319	2,170	2,340	2,381	2,663	14.8	11.8	
지급보험금	1,731	1,603	1,770	1,778	2,098	21.2	18.0	
사업비	214	206	216	247	276	29.0	11.9	
책임준비금전입액	1,129	990	974	869	663	-41.3	-23.8	
요약손익	846	823	845	642	822	-2.9	28.1	
투자손익	5	64	-77	-261	-132	적전	N/A	
영업이익	243	321	176	5	164	-32.6	3,373.5	
조정영업이익	230	229	242	260	304	32.0	17.0	
영업외손익	237	257	253	266	296	24.7	11.2	
특별계정수입수수료	235	293	166	-2	171	-27.1	흑전	
세전이익	181	222	130	-8	115	-36.6	흑전	
연결당기순이익(지배주주)								
수입보험료 (성장지표)	일반계정수입보험료	2,567	2,361	2,354	2,305	2,333	-9.1	1.2
	일반+변액계정수입보험료	3,252	3,044	3,033	2,970	2,986	-8.2	0.5
보험영업 (수익지표)	사차마진	102	149	104	164	117	15.2	-28.5
	위험손해율	81.5	73.2	81.5	70.8	79.2	-2.4	8.4
	위험보험료	552	557	561	563	564	2.1	0.2
	보험이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
	보험금지급률	67.5	67.9	75.2	77.1	90.0	22.5	12.8
투자부문 (수익지표)	운용자산	81,412	83,751	84,696	84,360	84,495	3.8	0.2
	투자수익률	4.1	4.0	4.0	3.0	3.9	-0.2	0.9
	처분손익	109	121	125	76	75	-31.0	-0.8
	평가손익	-5	-4	-16	-166	-26	N/A	N/A
	이자수지	653	647	662	666	666	2.1	0.0
	배당수익	97	102	100	97	121	25.1	24.2
	이차마진스프레드	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
수익성	ROE	8.7	10.0	5.7	-0.3	5.2	-3.6	5.5
	자기자본	8,435	9,234	9,183	8,969	8,824	4.6	-1.6
신계약 (성장지표)	신계약 APE	621	409	435	396	465.0	-25.1	17.3
	보장 APE	296	240	236	229	247.2	-16.4	8.1
	연금 APE	217	114	105	110	113.0	-48.0	2.6
	저축 APE	108	54	95	58	104.8	-2.8	81.6

자료: 한화생명, 하이투자증권

컨퍼런스콜 Q&A

Q [성장 및 보험이익] 1분기 경영효율 지표는 양호하다고 생각함. 하지만 성장 및 수입보험료 규모 측면에서는 부진하다고 생각함. 경쟁을 감안한 성장 및 성장 환경에 대한 설명 요청, 그리고 보험이익(사차+비차)의 구체적 규모는 어느 정도인지 언급 바랍

- 종신/CI를 중심으로 기타보장 상품을 추가하여 성장전략을 추진하고 있음. 연초 목표인 보장성 신계약 APE 2% 성장 목표 달성을 위해 노력할 예정임
- 1분기 보험이익은 두자리수 성장하였음. 비차이익이 20% 성장하였고 사차이익은 15% 개선되었음. 다만 이차 이익은 전년동기대비 감소하였는데 이는 주식시장 부진에 따라 주식관련 이익이 감소하였고 변액보증손익이 감소하였기 때문임.

Q [운용] 환헷지 스프레드 악화로 인해 발생하는 문제는 어떻게 해결하고 있는지?

- 환헷지 환경이 악화되고 있음. 하지만 듀레이션을 감안할 때 여전히 매력적인 상황임. 투자지역 및 통화를 다양화하고 Credit 물의 종류를 확대하여 투자할 예정임. 동시에 채권형 대체투자 대상도 발굴하고 있음

Q [해외법인] 베트남 법인의 상황은?

- 2016년에 흑자전환하였지만 2017년에는 준비금 적립 이슈로 손실이 발생하였음. 하지만 2018년 1분기에는 약 30억원 이익을 시현하고 있어 정상화되고 있다고 생각함

Q [보험손익] 1분기 사업비가 감소한 것으로 보임. 향후 사업비 관리 방안은? 그리고 영업외손익 증가의 이유는?

- 매년 사업비율이 1% 내외 개선되고 있음. 주요 요인은 보장성 상품 중심으로 판매되면서 예정사업비 재원 확보가 되었고 효율화를 지속적으로 추진하고 있기 때문임. 1분기 수준의 사업비율을 하반기에도 유지할 수 있을 것으로 예상됨
- 또한 신계약 관련 예정사업비 대비 실제 사업비가 4~5% 적게 실현되고 있으며 유지비는 유사한 수준임.
- 영업외 손익은 전년대비 70억원 개선된 것으로 큰 의미가 있다고 생각되지 않음

Q [운용] 신종증권 발행으로 유입된 자금의 운영계획 및 예상 이자비용은?

- 신종증권 발행금리는 4.7%이며 4.7%를 목표로 운용계획을 수립하고 있음. 듀레이션은 9~10년 정도 생각하고 있음. 콜옵션 행사로 실질 만기가 5년내외임을 감안하면 현금흐름의 미스매칭이 발생하고 달러로 조달되었기 때문에 환관련 미스매칭이 발생할 수 있음. 이에 따라 FX swap을 통해 미스매칭을 해지할 계획임

Q [이자차마진] 부담금리가 전년동기대비 6bp 하락하였음. 보유이원은 어느 정도 하락하였으며 언제 정도에 스프레드 마진이 개선 추이로 전환할 수 있을지?

- 부담금리가 연 10bp 수준 하락할 것으로 보았지만 저축성 상품의 판매가 감소하며 평균 5~10bp(평균 7bp내외) 하락할 것으로 생각하고 있음. 시중금리가 상승하고 있다는 점을 감안할 때 역마진 스프레드가 더 확대되지 않을 것으로 생각하고 있지만 IFRS17 전환규정 도입 전까지는 해소되기 어려울 것으로 생각하고 있음.

Q [EV 및 비경상이익] 1분기 신계약 마진율은?, 변액보증손익 추이, 처분이익 실현 계획등?

- 지난해 APE 대비 마진율은 32%이며 올해 목표는 36%임. 지난해 1분기에는 약 500억원의 변액보증준비금이 환입되었지만 올해에는 100억원 미만 환입되었음. 연말 금리 관련 가정 변경을 감안하면 연간 기준으로는 지난해 수준의 환입을 생각하고 있음. 지난해 환입규모는 1,630억원임. 채권 매각 계획은 잔존만기가 짧거나 보유이원이 낮은 채권 중심으로 할 예정이며 3분기에는 부동산 관련 일회성 이익이 인식될 가능성도 존재함

Q [기타] 과거 계약의 만기도록 스케줄, 예금보험공사 잔여지분 매각 계획 확정된 것이 있는지?

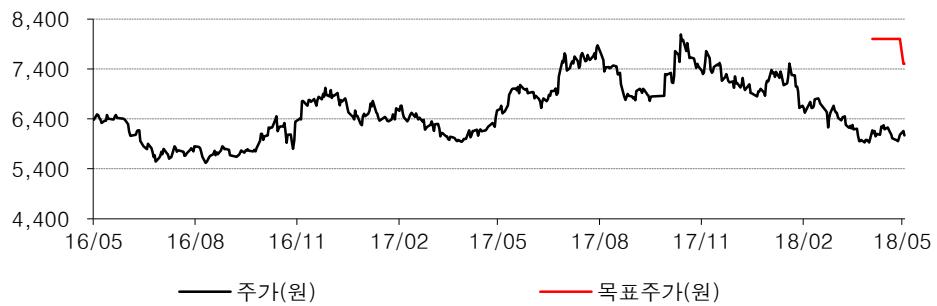
- 과거 판매한 예정이율 7% 수준의 20년만기 상품들의 만기가 도래하고 있음 지난해에는 23,000건이며 올해는 60,000건 도래할 예정임. 이런 흐름은 2022년까지 이어질 것으로 생각하며 저이율 보장성 상품으로 재유치 할 계획임
- 예보 보유지분의 매각관련 구체적 확정 사항 없음

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표(별도)						성장성지표 I(별도)					
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
운용자산	82,187	84,360	87,931	91,865	95,964	보험손익	-11.7	-72.2	-217.6	-89.9	-36.6
현금 및 예금	754	417	437	456	476	보험료수익	2.4	-8.5	-2.3	-3.4	3.0
유가증권	59,246	61,143	63,481	66,321	69,280	지급보험금	8.4	8.2	14.2	-9.1	3.9
당기순익증권	1,092	883	449	469	490	위험보험료	3.4	3.1	1.8	1.8	2.2
매도가능증권	57,268	27,810	28,445	29,762	31,134	사차이익	5.2	14.2	6.2	5.1	2.9
만기보유증권	0	31,447	33,593	35,096	36,662	투자손익	-0.6	-0.6	1.9	0.6	4.5
관계기업투자주식	886	1,003	994	994	994	책임준비금전입액	-1.0	-29.2	-22.2	18.8	3.8
대출채권	18,686	19,320	20,378	21,290	22,240	영업이익	78.7	-44.7	85.4	-2.1	-6.1
부동산	3,502	3,479	3,635	3,798	3,968	영업외수익	5.8	7.2	19.5	1.7	2.8
비운용자산	3,281	4,310	4,537	4,721	4,917	당기순이익	-37.0	66.8	-10.7	7.3	8.7
특별계정자산	19,863	21,643	22,505	23,530	24,594	운용자산	7.5	2.6	4.2	4.5	4.5
별도자산총계	105,331	110,313	114,972	120,116	125,476	책임준비금	8.3	5.4	4.0	4.6	4.5
책임준비금	73,290	77,253	80,336	83,997	87,795	자본총계	-4.9	10.0	13.5	3.9	4.1
보험료적립금	69,949	73,774	76,756	80,259	83,881						
보증준비금	1,101	1,056	1,091	1,111	1,131						
지급준비금	1,902	2,064	2,125	2,226	2,326						
계약자배당준비금	308	332	356	392	449						
기타준비금	6	5	9	8	8						
계약자지분조정	813	697	609	607	606						
기타부채	2,206	1,229	1,264	1,321	1,381						
특별계정부채	20,869	22,165	22,585	23,614	24,682						
별도부채총계	97,179	101,344	104,793	109,539	114,465						
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343						
자본잉여금	485	485	485	485	485						
이익잉여금	2,680	3,152	3,511	3,909	4,343						
자본조정	-924	-924	-924	-924	-924						
기타포괄손익누계	1,569	1,415	1,266	1,266	1,266						
별도자본총계	8,153	8,969	10,179	10,577	11,011						
손익계산서(별도)						재무제표(연결)					
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험손익	1,937	538	-633	-64	-40	연결자산총계	119,381	125,661	130,320	135,464	140,823
보험영업수익	10,622	9,749	9,527	9,212	9,481	연결부채총계	110,222	115,487	118,936	123,682	128,607
보험료수익	10,474	9,587	9,366	9,051	9,321	지배기업소유지분	8,529	8,929	9,139	9,537	9,971
보험영업비용	8,685	9,210	10,160	9,276	9,521	비지배지분	630	747	747	747	747
지급보험금	6,359	6,882	7,857	7,146	7,424	연결자본총계	9,159	10,174	11,384	11,782	12,216
사업비	892	883	1,143	1,070	1,088	법인세차감전 순이익	1,009	1,007	878	923	986
신계약상각비	1,271	1,272	988	889	838	법인세	458	423	771	772	164
투자손익	3,174	3,156	3,216	3,236	3,380	세율	16.3	23.6	26.8	25.4	25.8
책임준비금전입액	5,598	3,963	3,082	3,661	3,799	연결순이익	845	769	643	688	732
영업이익	-487	-269	-499	-489	-459	지배주주지분순이익	795	651	515	552	588
조정영업이익	429	745	673	709	770	비지배지분순이익	50	117	128	136	144
영업외수익	896	961	1,148	1,168	1,201						
특별계정수수료	916	1,014	1,172	1,198	1,229						
법인세차감전순이익	409	691	649	679	742						
법인세	94	166	180	176	195						
세율	23.0	24.0	27.7	25.9	26.3						
당기순이익	315	525	469	503	547						
수익성 지표(별도)						투자지표(별도)					
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험금지급률	60.7	71.8	83.9	78.9	79.7	ROE	3.8	6.3	5.5	5.7	5.9
위험손해율	79.0	76.7	75.7	74.9	74.7	ROA	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
위험보험료	2,165	2,232	2,272	2,312	2,362	EPS(원)	419	699	624	670	728
사차이익	455	519	551	580	596	BPS(원)	10,850	11,274	11,553	12,083	12,660
사업비율	13.2	14.1	13.2	13.2	13.0						
투자수익률	4.0	3.8	3.7	3.6	3.6						
						투자지표(연결)					
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
P/E	6.2	8.0	8.9	8.3	7.8	ROE	9.3	7.7	6.4	7.0	7.1
P/B	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	ROA	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
배당수익률	1.2	2.0	2.3	2.5	2.5	EPS(원)	1,058	867	686	735	782
RBC	199	206	222	221	220	BPS(원)	11,351	11,221	10,169	10,699	11,277
Embedded Value	8,084	9,615	10,275	11,131	12,032	DPS(원)	80	140	140	150	150
RoEV	9.0	20.2	6.9	8.3	8.1						
EVPS	10,759	12,133	11,681	12,820	14,019						
P/EV	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4						

자료: 한화생명, 하이투자증권 리서치센터

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	-23.6%	-21.6%
2018-05-15	Buy	7,500	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-mail 등을 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. ([작성자 : 강승건](#))

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 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 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

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

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