



2018/08/13

한화생명(088350)

기대치를 상회하는 실적, 단기적인 모멘텀 확보

■ 투자의견 Buy, 목표주가 7,500원 유지

- 한화생명의 2분기 별도기준 순이익은 우리 전망치를 상회한 1,302억원을 시현하였음. 주요 원인은 투자부분의 이익기여도가 확대되었기 때문임
- 2분기 전망치 상회, 3분기 예정된 부동산 매각이익 반영을 반영하여 동사의 별도기준 연간 순이익 전망치를 5,077억원으로 직전대비 8.2% 상향함
- 그럼에도 불구하고 목표주가를 유지하는 이유는 동사의 보험이익의 감소가 업계와 유사하게 진행되고 있기 때문임. 2분기 사차마진은 1,176억원으로 손해율 상승에 따라 전년동기대비 21.1% 감소하였으며 보장성 신계약이 전년 동기대비 5.1% 감소하는 등 보험손익의 회복은 지연되고 있기 때문임
- 다만 동사의 낮은 Valuation(P/B 0.4배)을 감안할 때 단기 실적 모멘텀은 발생할 수 있는 상황이라고 판단됨. 상반기에는 지난해 대규모 변액보증준비금 환입과 부동산 매각이익의 기저로 이익 감소가 불가피 하였지만 3분기부터는 변액보증준비금 환입의 기저효과가 없을 것으로 생각되며 3분기 예정된 부동산 매각이익을 감안할 때 단기 반등의 모멘텀으로 작용할 수 있기 때문임
- 또한 동사는 선제적으로 해외신종자본증권을 발행하여 RBC 측면의 부담을 완화하였다는 측면도 긍정적으로 평가함
- 우리가 단기 반등을 언급하는 이유는 지금과 같은 부정적인 Swap rate가 지속되는 경우 해외투자자산에 대한 기대수익률의 일정 부분의 하락이 불가피하기 때문임

■ 2018년 2분기 순이익 1,302억원, 전년동기대비 41.3% 감소

- 2분기 별도기준 순이익은 우리 전망치 1,178억원을 상회하였음. Swap rate 악화에도 불구하고 22.8조원 규모의 해외투자증권에서 4.3%(1분기 3.3%)의 높은 투자수익률을 시현하여 투자영업이익의 기여도가 확대되었기 때문임
- 동사의 보험이익은 약 2,200억원 수준으로 전년동기대비 감소하였지만 비차마진의 견조한 흐름이 사차마진 악화를 일정부분 상쇄하였다고 판단됨
- 보장성 신계약 APE는 2,280억원으로 전년동기대비 5.1% 감소하였음. 연간 기준으로는 11.3% 감소로 예상보다 부진한 흐름이 이어지고 있다고 판단됨
- RBC 비율은 219.2%로 2분기 신종증권 약 1조원 발행이 성공하며 전분기대비 17.3%p 상승하였음

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

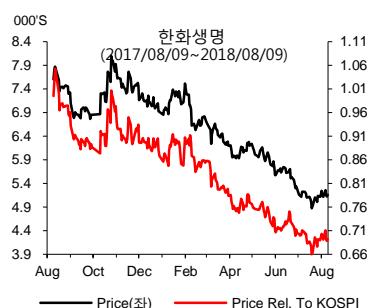
Buy (maintain)

목표주가(12M)	7,500원
종가(2018/08/10)	5,110원

Stock Indicator

자본금	4,343십 억원
발행주식수	86,853만주
시가총액	4,473십 억원
외국인지분율	17.8%
배당금(2017)	140원
EPS(2018E)	710원
BPS(2018E)	12,731원
ROE(2018E)	5.8%
52주 주가	4,870~8,090원
60일평균거래량	1,212,016주
60일평균거래대금	6.6십 억원

Price Trend



(단위: 십억원, %)

	2Q17	1Q18	확정치	2Q18			3Q18 (F)		
				YoY	QoQ	컨센서스	당사추정	YoY	QoQ
수입보험료	3,340	3,191	3,499	4.8	9.6	2,305	2,964	-5.6	-15.3
조정 영업이익	321	164	175	-45.6	6.9	N/A	253	43.3	44.6
연결 순이익	222	115	130	-41.3	13.7	131	177	36.1	36.1

자료, fnguide, 한화생명, 하이투자증권 리서치센터

한화생명 세부 실적

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	YoY	QoQ
요약순익	보험손익	231	53	-34	-292	-81	적전
	보험영업이익	2,401	2,393	2,348	2,371	2,330	-3.0
	보험영업비용	2,170	2,340	2,381	2,663	2,411	11.1
	지급보험금	1,603	1,770	1,778	2,098	1,856	15.8
	사업비	206	216	247	276	278	35.0
	책임준비금전입액	990	974	869	663	869	-12.3
	투자손익	823	845	642	822	830	0.9
	영업이익	64	-77	-261	-132	-119	적전
	조정영업이익	321	176	5	164	175	-45.6
	영업외손익	229	242	260	304	296	29.4
수입보험료 (성장지표)	특별계정수입수수료	257	253	266	296	294	14.2
	세전이익	293	166	-2	171	177	-39.4
	연결당기순이익(지배주주)	222	130	-8	115	130	-41.3
	일반계정수입보험료	2,361	2,354	2,305	2,333	2,289	-3.0
	일반+변액계정수입보험료	3,044	3,033	2,970	2,986	2,925	-3.9
	사차마진	149	104	164	117	117.6	-21.1
	위험손해율	73.2	81.5	70.8	79.2	79.2	6.0
	위험보험료	557	561	563	564	565	1.6
	보험이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	보험금지급률	67.9	75.2	77.1	90.0	81.1	13.2
투자부문 (수익지표)	운용자산	83,751	84,696	84,360	84,495	87,707	4.7
	투자수익률	4.0	4.0	3.0	3.9	3.9	-0.1
	처분손익	121	125	76	75	60	-50.4
	평가손익	-4	-16	-166	-26	59	흑전
	이자수지	647	662	666	666	659	1.8
	배당수익	102	100	97	121	85	-16.9
	이차마진스프레드	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	수익성	ROE	10.0	5.7	-0.3	5.2	5.6
신계약 (성장지표)	자기자본	9,234	9,183	8,969	8,824	9,942	7.7
	신계약 APE	409	435	396	465	395	-3.5
	보장 APE	240	236	229	247	228	-5.1
	연금 APE	114	105	110	113	89	-22.0
	저축 APE	54	95	58	105	78	42.5

자료: 한화생명, 하이투자증권

컨퍼런스콜 Q&A

Q. [투자] 환헷지 비용 상승에 대한 대응 방법? 환 관련 불리한 상황에도 불구하고 2분기 해외증권의 수익률이 1분기 대비 높은 이유는?

- 2분기 달러 스왑레이트의 마이너스 폭이 심화되었음. 연초 -60bp에서 6월말 -150~160bp 수준이 현재까지 이어지고 있음.
- 달러 자산 비중은 축소하고 이종통화 비중은 확대하여 스왑스프레드 마이너스 되는 부분을 상쇄할 계획임.
- 2분기 해외증권의 수익률이 1분기 대비 높았던 이유는 달러의 환헷지 환경이 악화되며 국내 크레딧이나 대체투자, 유럽쪽 익스포저를 늘렸으며 이에 따라 전반적으로 높은 금리에서 운용할 수 있었기 때문임.

Q. [변액] 작년 대비 올해의 변액보증준비금 적립/환입 현황은?

- 이번 상반기에 당기손익이 전년동기대비 1,580억원 감소하였음. 이 중 대부분이 변액보증준비금으로 인한 것임. 1분기에는 변액보증손익이 전년동기대비 440억 감소하였고 2분기에는 1,000억원 감소하여 상반기에 변액보증손익에서 1,450억원의 기저효과가 있었음.
- 보험손익 부분에 있어서는 전년동기대비 축소된 부분은 없었음. 오히려 내부 상반기 계획 대비 800억 초과되어있는 상황임.

Q. [투자] 2분기에 1분기 대비 해외증권 비중이 늘어났는데 이유는? 앞으로도 늘릴 계획인지? 현금/예금성 자산이 늘어난 이유는?

- 미국 달러 자산의 투자는 늘리지 않았지만 유로 자산과 해외 대체투자를 늘리면서 해외증권 비중이 늘어난 것임.
- 해외 유가증권은 유로 등의 이종통화 자산과 인프라 쪽에서 투자기회를 보고 있기 때문에 현재보다 늘어날 것으로 생각함.
- 달러 비중 줄이고 투자자산 다각화를 통해 보유이율 방어할 것임.
- 유동성 자금이 늘어난 것은 신종자본증권을 발행하며 발생한 것임

Q. [손해율] 손해율 일회성 요인의 규모는? 이러한 일회성 요인 제외 시 분기별 손해율 수준은? 올해 손해율 수준 예상?

- 상반기 손해율은 전년동기대비 1.8%p 상승하였음. 주 요인은 사망보험금 증가로, 상반기 중에 숨은 보험금 찾아주기 캠페인에 따라 76억원을 지급하였음. 다만 캠페인으로 인한 부분은 일시적인 현상으로 파악하고 있으며 사망손해율은 40% 수준에서 안정적으로 유지되고 있음.
- 하반기 손해율은 75% 수준, 연간 기준으로는 77% 수준을 유지할 것으로 예상하고 있음.

Q. [신계약] 신계약 내에서도 보장성 신계약의 수익성이 개선되고 있는지?

- 신계약 수익성은 작년 상반기 32.0%에서 올해 상반기 33.7%로 1.7%p 증가하였음.
- 보장성 신계약 수익성은 작년 상반기 46%에서 올해 상반기 50%로 개선되었으며, 이는 보장성 포트폴리오 내 장기납 확대에 기인
- 새로 도입되는 제도 하에서 신계약 수익성 관리가 중요하기 때문에 mix와 효율성을 관리하고 있음

Q. [투자] 현재의 환헷지 상황이 지속되면 후행적으로 투자이익률이 떨어질 가능성이 있는지? 유로에 대해서도 헷지비용 상승 가능성을 고려하고 있는지?

- 환헷지 기간은 시점별로 탄력적으로 운영하고 있으며 통상적으로 2년 정도의 만기를 가져가고 있음. 갑작스럽게 위험이 커질 가능성은 적음. 현재의 불리한 상황이 지속되어 돌아오는 만기들을 현 수준에서 헷지해야 한다면 투자이익률은 떨어질 수 밖에 없겠지만 이종통화나 다른 금융자산으로의 다각화를 통해 해결해나갈 것임
- 유로 등 이종통화에 대해서는 상황을 계속 모니터링하고 있으며 시나리오 분석을 통해 출구 전략을 마련한 이후 투자하고 있기 때문에 크게 우려하지 않아도 될 것 같음

Q. [투자] 부채를 해외채권으로 매칭했을 때의 편익과 비용? 환 변화에 따라 이익, 자본, 배당 등이 영향을 받을 수 있는 거 아닌지?

- 해외 유가증권 투자하는 부분은 1) 수익성 방어, 2) 리스크 관리의 두 가지 측면임. 해외채권 매입은 향후 제도 강화에 따라 부채 드레이션이 늘어나게 되는 것에 대응하여 자산 드레이션을 늘리기 위한 노력의 일환이라고 생각할 수 있음.

Q. [위험보험료] 위험보험료 성장이 둔화되고 있는데 향후 전략은?

- 종신보다 위험보험료 비중이 높은 CI, GI, 건강보험 중심의 기타보장 상품의 경우 시장 수요도 많음. 하반기에는 이러한 상품의 판

매를 활성화를 통해 위험보험료를 확대해나갈 것임.

Q. [변액] 변액보증준비금에 대한 연간 전망은?

- 이번 상반기에는 작년 대비 1,450억원 정도 변액보증손익이 악화되었음. 올해 초 사업계획 상 내용보다 손실이 400억원 정도 커짐.
- 다만 상반기에는 변액보증 외의 보험손익 측면에서 사업계획대비 +800억원 초과 달성했기 때문에 앞서 손익 악화된 부분을 상쇄 할 수 있을 것으로 생각함. 따라서 지난 1분기에 전망했던대로 올해 연간 손익은 작년과 비슷한 수준이 될 것으로 생각함.
- 또한 사업계획상 금리는 올해 2.4% 수준으로 전망하였음. 올해 연말까지는 그 금리 수준을 달성 가능할 것으로 예상됨

Q. [손해율] 즉시연금 관련 대응방안? 다른 상품으로의 전이 가능성?

- 자살보험금과는 다른 상황이며, 계약자간의 형평성에 대한 고려 및 추가 소명이 필요함. 추후 법리적인 판단에 따라 결정할 것임.
- 아직 법리적인 결정이 나오지 않은 상황에서 전이가능성에 대해 언급하기는 어려움

Q. [RBC] 추가적인 자본확충에 대해 내부적으로 검토되고 있는지?

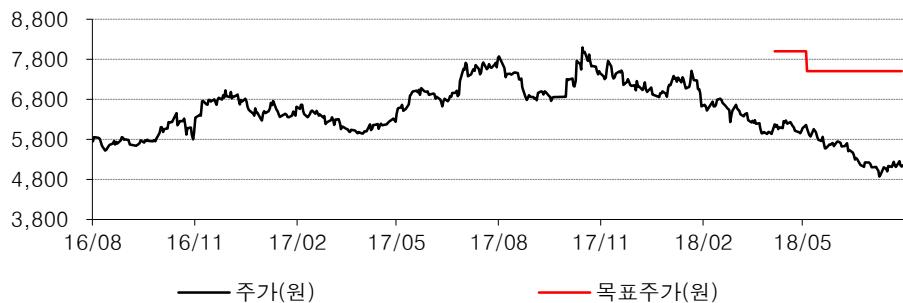
- 2017년 초의 마스터 플랜에 따라 신종자본증권을 발행하였으며, 이 외에도 수익성 개선을 통한 자본확대 및 ALM 강화 등을 통해 노력하고 있음. IFRS17이나 K-ICS 관련 계량영향평가 등을 시행하고 작업반을 운영하고 있지만 구체적으로 결정을 내리기는 어려운 상황. 2019년 즈음 어느 정도 불확실성이 제거되면 그 시점의 시장 상황에 따라 결정할 것이며 지금은 구체적인 계획은 없음.
-

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	89,567	93,795	98,168	보험손익	-11.7	-72.2	-221.9	-112.2	-14.5
현금 및 예금	754	417	1,301	1,363	1,426	보험료수익	2.4	-8.5	-4.1	1.8	2.8
유가증권	59,246	61,143	64,450	67,493	70,639	지급보험금	8.4	8.2	12.2	-7.1	4.1
당기순익증권	1,092	883	409	428	448	위험보험료	3.4	3.1	1.5	0.9	2.1
매도가능증권	57,268	27,810	28,737	30,141	31,593	사차이익	5.2	14.2	-0.3	4.4	3.0
만기보유증권	0	31,447	34,304	35,924	37,598	투자손익	-0.6	-0.6	6.2	-1.5	4.7
관계기업투자주식	886	1,003	1,000	1,000	1,000	책임준비금전입액	-1.0	-29.2	-20.0	21.8	3.0
대출채권	18,686	19,320	20,239	21,195	22,183	영업이익	78.7	-44.7	77.4	0.9	-5.5
부동산	3,502	3,479	3,576	3,745	3,920	영업외수익	5.8	7.2	23.0	1.7	2.7
비운용자산	3,281	4,310	3,485	3,631	3,788	당기순이익	-37.0	66.8	-3.4	4.7	7.9
특별계정자산	19,863	21,643	21,918	22,970	24,054	운용자산	7.5	2.6	6.2	4.7	4.7
별도자산총계	105,331	110,313	114,970	120,397	126,010	책임준비금	8.3	5.4	4.1	4.8	4.7
책임준비금	73,290	77,253	80,426	84,287	88,265	자본총계	-4.9	10.0	13.8	4.2	4.3
보험료적립금	69,949	73,774	76,822	80,535	84,355						
보증준비금	1,101	1,056	1,118	1,136	1,156						
지급준비금	1,902	2,064	2,126	2,232	2,338						
계약자배당준비금	308	332	350	374	407						
기타준비금	6	5	9	9	9						
계약자지분조정	813	697	584	583	582						
기타부채	2,206	1,229	1,489	1,561	1,634						
특별계정부채	20,869	22,165	22,266	23,335	24,436						
별도부채총계	97,179	101,344	104,765	109,766	114,918						
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343						
자본잉여금	485	485	485	485	485						
이익잉여금	2,680	3,152	3,533	3,960	4,421						
자본조정	-924	-924	-924	-924	-924						
기타포괄손익누계	1,569	1,415	1,209	1,209	1,209						
별도자본총계	8,153	8,969	10,205	10,631	11,092						
손익계산서(별도)						재무제표(연결)					
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험손익	1,937	538	-656	80	69	연결자산총계	119,381	125,994	130,894	136,321	141,934
보험영업수익	10,622	9,749	9,350	9,518	9,780	연결부채총계	110,222	115,756	119,373	124,374	129,526
보험료수익	10,474	9,587	9,189	9,357	9,619	지배기업소유자분	8,529	9,352	11,124	11,550	12,011
보험영업비용	8,685	9,210	10,007	9,438	9,711	비자매지분	630	887	1,955	1,955	1,955
지급보험금	6,359	6,882	7,722	7,176	7,469	연결자본총계	9,159	10,238	11,521	11,947	12,408
사업비	892	883	1,150	1,188	1,216	법인세차감전 순이익	1,009	965	910	964	1,022
신계약상각비	1,271	1,272	962	902	854	법인세	458	423	771	772	164
투자손익	3,174	3,156	3,350	3,299	3,454	세율	16.3	28.6	28.3	25.6	25.8
책임준비금전입액	5,598	3,963	3,171	3,861	3,978	연결순이익	845	689	652	717	759
영업이익	-487	-269	-478	-482	-456	지배주주지분순이익	795	585	533	581	615
조정영업이익	429	745	713	740	798	비자매지분순이익	50	104	119	136	144
영업외수익	896	961	1,182	1,202	1,234						
특별계정수수료	916	1,014	1,190	1,222	1,254						
법인세차감전순이익	409	691	704	719	778						
법인세	94	166	196	188	205						
세율	23.0	24.0	27.9	26.1	26.3						
당기순이익	315	525	508	532	574						
수익성 지표(별도)						투자지표(별도)					
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험금지급률	60.7	71.8	84.0	76.7	77.6	ROE	3.8	6.3	5.9	6.0	6.2
위험손해율	79.0	76.7	77.2	76.4	76.2	ROA	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
위험보험료	2,165	2,232	2,266	2,286	2,335	EPS(원)	419	699	676	707	763
사차이익	455	519	518	540	557	BPS(원)	10,850	11,274	11,508	12,075	12,688
사업비율	13.2	14.1	13.0	13.7	13.6						
투자수익률	4.0	3.8	3.9	3.6	3.6						

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 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-