

# 한화생명 (088350)

**보험**
**정준섭**


02 3770 5728

junsup.jung@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	8,000원 (M)
현재주가 (8/10)	5,110원
상승여력	57%

시가총액	44,382억원
총발행주식수	868,530,000주
60일 평균 거래대금	66억원
60일 평균 거래량	1,202,379주
52주 고	8,090원
52주 저	4,870원
외인지분율	17.79%
주요주주	한화건설 외 5 인 45.00%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.9)	(15.0)	(34.7)
상대	(1.4)	(8.2)	(32.5)
절대(달러환산)	(3.0)	(19.2)	(34.0)

## 2Q18 Review: 변액 보증준비금 손익 상반기는 마이너스, 하반기는 플러스

### 2Q18 순이익 1,302억원, YoY -41.3%

한화생명의 18년 2분기 순이익 1,302억원을 기록, 전년 동기보다 41.3% 감소했다. 이번 실적은 당사 추정(1,238억)을 5.1% 상회했으며, 컨센서스(1,307억원)에 부합했다. RBC비율은 신종자본증권 발행에 힘입어 219.2%, QoQ +17.1%p 상승했다.

### 변액 보증준비금, 상반기는 마이너스 요인이었지만 하반기는 플러스 요인

이번 2분기 순이익의 전년 동기 대비 감익 이유는 1분기처럼 변액 보증준비금 영향이 크다. 수수료를 제외한 변액 보증준비금을 보면 2Q17의 경우 803억원 환입된 반면, 이번 2Q18은 219억원 적립되었기 때문이다. 상반기 전체로 보면 올해는 작년에 비해 변액 보증준비금 관련 손익이 1,450억원 감소했다.

하지만 하반기는 변액 관련 손익이 더 이상 실적에 부담 요인으로 작용하지 않으며, 오히려 플러스로 작용할 가능성이 높다. ① (수수료 제외) 준비금 변동을 보면, 작년 상반기(1,038억원 환입)와는 달리 하반기는 375억원 적립이 있었다. 적어도 상반기 같은 보증준비금 관련 기고효과가 소멸되는 것이다. ② 최근 금리가 부진한 것은 사실이나, 장기적으로는 여전히 상승 기조에 있다. 4분기 변액 보증준비금 적립/환입 여부는 9월말 금리로 결정되는데, 현재 수준에서는 장기금리가 단기금리보다 높아 환입 가능성이 높다. 사측에서는 5년물 금리가 2.4~2.5% 수준이 되면 전체적인 손익은 17년과 유사할 것으로 추정하고 있다. 물론 주식시장 상황 등에 따라 달라질 가능성이 높으나, 적어도 작년 하반기보다는 유리한 상황일 것으로 전망한다.

### 3분기부터 실적 반등 기대

한화생명 실적이 3분기부터는 개선되는 모습을 나타낼 것으로 전망한다. ① 사차, 비차는 안정적 흐름이 예상되고, ② 전술한 것처럼 변액 보증준비금은 3분기부터 기고효과 소멸, 4분기는 환입을 기대하고 있다. ③ 일회성이지만, 하반기에는 부동산 매각 이익이 발생 예정이다.

18Y 기대 배당수익률이 2.5%에 불과한 점은 아쉽지만, PBR은 0.38x에 불과해 벌류에이션 매력이 매우 높다.

#### Quarterly earning forecasts

(십억원, %)

	2Q18	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
보험영업수익	2,330	-3.0%	-1.7%	2,370	-1.7%
영업이익	-119	적전	적지		
당기순이익	130	-41.3%	13.7%pt	131	-0.4%
손해율	79.2%	6.0%pt	0.0%pt		
사업비/수입보험료	12.9%	-1.5%pt	-1.3%pt		
투자이익률	3.9%	-0.1%pt	-0.0%pt		

자료: 유안타증권

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

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018E	2019E
보험영업수익	10,622	9,749	9,316	9,039
영업이익	-487	-269	-543	-271
당기순이익	315	525	442	595
PER	15.6	9.9	8.8	6.5
PBR	0.6	0.6	0.4	0.4
ROE	3.8	6.1	4.6	5.7
ROA	1.2	1.9	1.6	2.0

자료: 유안타증권

## 분기, 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	2017	2018E	2019E
수입보험료	3,340	3,139	3,888	3,191	3,499	3,297	13,814	14,048	15,775
일반계정	2,361	2,354	2,305	2,333	2,289	2,280	9,587	9,152	8,872
특별계정	979	784	1,583	858	1,210	1,018	4,227	4,896	6,903
보험손익	231	53	-34	-292	-81	-318	538	-1,143	-1,174
책임준비금 전입액	990	974	869	663	869	647	3,963	2,747	2,602
투자손익	823	845	642	822	830	891	3,156	3,346	3,506
영업이익	64	-77	-261	-132	-119	-74	-269	-543	-271
영업외손익	229	242	260	304	296	272	961	1,157	1,078
당기순이익	222	130	-8	115	130	147	525	442	595
APE	409	435	396	465	395	422	1,861	1,663	1,647
보장성	240	236	229	247	228	248	1,000	963	1,004
저축성	54	95	58	105	78	88	315	326	343
연금	114	105	110	113	89	87	546	375	300
위험손해율	73.2%	81.5%	70.8%	79.2%	79.2%	77.7%	76.7%	78.7%	78.6%
사업비/수입보험료	14.4%	15.1%	12.8%	14.2%	12.9%	14.5%	14.1%	13.6%	12.9%
투자이익률	4.0%	4.0%	3.0%	3.9%	3.9%	4.1%	3.8%	3.9%	3.9%
준비금 부담이율	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.7%	4.7%	4.8%	4.8%	4.7%
자기자본	9,234	9,183	8,969	8,824	9,942	10,088	8,969	10,139	10,636
ROE	10.0%	5.7%	-0.3%	5.2%	5.6%	5.9%	6.1%	4.6%	5.7%

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	14,048	15,775	
일반계정	10,233	10,474	9,587	9,152	8,872	
특별계정	4,727	4,707	4,227	4,896	6,903	
보험영업수익	10,379	10,622	9,749	9,316	9,039	
보험영업비용	8,186	8,685	9,210	10,459	10,214	
지급보험금	5,865	6,359	6,882	8,116	7,857	
재보험비용	159	160	170	173	177	
사업비	916	892	883	1,063	1,100	
신계약비상각	1,243	1,271	1,272	1,105	1,078	
보험손익	2,193	1,937	538	-1,143	-1,174	
투자손익	3,192	3,174	3,156	3,346	3,506	
영업외손익	-273	-487	-269	-543	-271	
영업외손익	847	896	961	1,157	1,078	
특별계정수입수수료	902	938	1,035	1,179	1,105	
법인세차감전순이익	574	409	691	614	807	
법인세	74	94	166	172	212	
당기순이익	500	315	525	442	595	

재무상태표		(단위: 십억원)				
		2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
결산 (12월)						
자산총계	98,855	105,331	110,313	114,029	116,967	
운용자산	76,466	82,187	84,360	88,352	91,105	
현예금 및 예치금	1,900	2,252	2,304	2,812	2,899	
유가증권	53,391	56,993	58,839	62,531	65,391	
대출채권	16,905	18,686	19,320	18,551	19,129	
부동산	4,270	4,256	3,896	4,458	3,686	
비운용자산	3,383	3,281	4,310	3,831	4,177	
특별계정자산	19,007	19,863	21,643	21,846	21,685	
부채총계	90,283	97,179	101,344	103,890	106,331	
책임준비금	67,689	73,290	77,253	80,001	82,602	
기타부채	1,996	2,206	1,229	1,459	1,459	
특별계정부채	19,462	20,869	22,165	21,846	21,685	
자본총계	8,572	8,153	8,969	10,139	10,636	
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343	
자본잉여금	485	485	485	485	485	
이익잉여금	2,494	2,680	3,152	3,468	3,965	
기타포괄손익누계액	2,174	1,569	1,415	1,209	1,209	

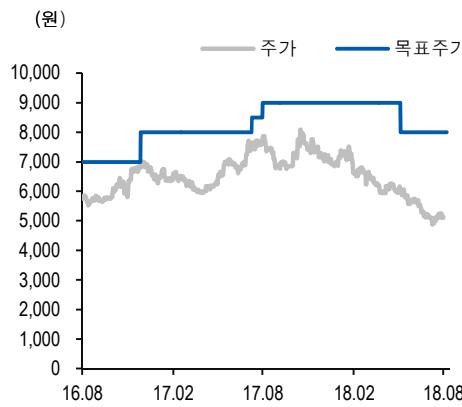
수익성						
		2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
위험보험금/위험보험료	79.4%	79.0%	76.7%	78.7%	78.6%	
사업비/수입보험료	13.7%	13.2%	14.1%	13.6%	12.9%	
투자이익률	4.4%	4.0%	3.8%	3.9%	3.9%	

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
		2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
EPS (원)		635	419	699	588	792
BPS (원)		11,409	10,850	11,937	13,493	14,156
DPS (원)		180	80	140	130	130
PER (배)		11.6	15.6	9.9	8.8	6.5
PBR (배)		0.6	0.6	0.6	0.4	0.4
ROE (%)		5.8%	3.8%	6.1%	4.6%	5.7%
ROA (%)		2.0%	1.2%	1.9%	1.6%	2.0%
배당성향 (%)		27.0%	19.1%	20.0%	22.1%	16.4%
배당수익률 (%)		2.4%	1.2%	2.0%	2.5%	2.5%

성장성						
		2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
수입보험료	9.5%	1.5%	-9.0%	1.7%	12.3%	
보험영업수익	11.6%	2.3%	-8.2%	-4.4%	-3.0%	
당기순이익	21.0%	-37.0%	66.7%	-15.9%	34.7%	
자산총계	7.9%	6.6%	4.7%	3.4%	2.6%	
운용자산	8.9%	7.5%	2.6%	4.7%	3.1%	
자본총계	-0.9%	-4.9%	10.0%	13.0%	4.9%	

인정성						
		2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
자산총계/자기자본 (배)		11.53	12.92	12.30	11.25	11.00
보유보험료/자기자본 (배)		1.75	1.86	1.54	1.39	1.48

## 한화생명 (088350) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

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

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-08-13	BUY	8,000	1년		
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

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	86.4
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-08-10

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 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 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 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.