

한화생명(088350)

일회성 제외하면 기대 이하의 실적

일회성 제외하면 기대 이하의 실적
4분기 실적 부진 예상
목표주가 6,000원, 21% 하향

Facts : 일회성 제외하면 기대 이하의 실적

3분기 순이익은 1,405억(+7.9% YoY, +7.9% QoQ)을 시현했다. 3분기에 반영된 해외부동산 매각이익 850억원, 변액보증환입 300억원을 고려하면 기대 이하의 실적이다. 3분기 보장성 APE는 2,434억원(+3.5% YoY, +6.9% QoQ)으로 증가했지만, 절대 규모로는 3년 전 수준과 큰 차이가 없다. 생보업계 전체적으로 신계약 증가가 매우 어려운 환경이다. 위험손해율은 75.8%(-5.6%p YoY, -3.4%p QoQ)로 경쟁사 대비는 양호한 실적을 시현했다.

Pros & cons : 4분기 실적 부진 예상

최근 횡보기에 진입한 시중금리 상황, 불안정한 주식시장을 고려하면 4분기에도 변액보증적립 규모 부담이 가중될 전망이다. 한화생명의 3분기 해외자산 비중은 27.2%로 전년 말 24.6% 대비 2.6%p 상승했는데, 환헤지 비용도 투자이익에는 부담요인이다. 이외 연말 반영되는 성과금 300억원을 고려하면 4분기 실적에 대한 눈높이는 내려갈 전망이다. 해당 요인을 반영한 올해 순이익 4,206억원, 전년 배당성향 15.3%를 적용한 배당수익률은 1.8%이다. 올해 배당수익률이 지극히 낮다는 점에서 일부 상향 가능성은 있다.

Action : 목표주가 6,000원, 21% 하향

우호적인 금리 환경 여건이 조성 중이지만 실적 방향성은 시장 기대치에 미치지 못하는 것이 사실이다. 현재 금융시장 상황을 고려하면 변액보증옵션 적립, 환헤지 비용 등 실적 하향 요인들이 존재한다. 한화생명의 올해 순이익을 9.4% 하향, 2019년 순이익을 13.6% 하향한다. 이에 따라 목표주가를 6,000원으로 21% 하향한다. 목표주가는 3년 평균 ROE 4.8%, CoE 8.1%, 12MF BPS 12,088원을 통해 산출한 적정 PBR 0.5배를 적용했다.

하회 부합 상회

순이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 6,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(11/8)	2,093
주가(11/8)	4,550
시가총액(십억원)	3,952
발행주식수(백만)	869
52주 최고/최저가(원)	7,760/4,410
일평균거래대금(6개월, 백만원)	5,959
유동주식비율/외국인지분율(%)	31.2/18.0
주요주주(%)	한화건설 외 4 인
	45.0
	예금보험공사 10.0

Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	11.4	9.4	8.7
PBR(x)	0.6	0.4	0.4
ROE(%)	6.1	4.5	4.7
DY(%)	1.4	1.8	2.0
EPS(원)	605	484	525
BPS(원)	11,391	12,253	12,050

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(12.2)	(23.8)	(38.7)
KOSPI 대비(%)	(5.0)	(9.2)	(20.7)

주가추이



자료: FnGuide

윤태호

taeho3123@truefriend.com

차주영

jooyoung.cha@truefriend.com

컨퍼런스콜 Q&A 요약

1. 해외투자자산 스왑 스프레드에 대한 우려 있음. 최근 발행한 신종자본증권으로 투자하는 자산의 예상수익률?
 - 신종자본증권은 재투자시 역마진이 발생하지 않는 수준으로 관리할 것. 투자이익률 4% 중반에서 5%을 타깃으로 투자자산 검토할 것.
2. 금리 상승 기조에 따라 한화생명의 이차 역마진이 줄어드는 국면은 언제부터인가?
 - 연초 5년물 국채 금리 2.5%까지 올라가다가 7, 8월 평균 금리 2.21%까지 하락
 - 연초와 금리 상황이 다르고 최근 한국, 미국 금리차도 확대됨
 - 이차 역마진은 당장 1~2년 안에는 해소 어려울 것으로 판단되고 2024~2025년에는 해소 가능 예상
3. 배당정책
 - 배당 기조 유지. 대내외 여건이 허락하는 수준의 배당성향 검토할 것.
4. 손해율 개선되는 중인데 회사가 예상하는 향후 손해율
 - 3분기 75.8% 달성. 특이요인은 전년 동기 대비 영업일수 3일 감소로 보험금 청구 감소.
 - 연말 누적 손해율 77% 예상. 내년에도 70% 중반 예상.
5. 연내 채권 등 유가증권 매각 계획
 - 채권 매각은 매각에 의한 수익률 개선보다는 단기채를 장기채로 교체하는 과정에서 발생
 - 매각 규모는 정확한 숫자 공유 어렵지만 연초 계획에서 벗어나지 않았음
6. 4분기 변액보험준비금 추가 적립 수준
 - 연초 금리, 주식 시장 상황 때문에 예측이 어려움
 - 3~4분기 금리 2.21%. 연초에는 2.4%였음. 약 19bp 금리 차이로 변액보험준비금은 예상과 다르게 200억~300억원 정도 오차 있을 것.
 - 일회성 상여금 300억원 정도 연말에 반영
7. 실손보험 요율 인상 폭
 - 내부적으로 5~6% 인상 예상. 문재인 케어를 감안해도 소폭의 보험료 인상 가능.
8. 내년 자본확충 계획(방식, 규모, 주주가치 훼손에 대한 우려 요인)
 - 추가 자본확충 계획 없음

〈표 1〉 3분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
보험영업수익	2,393	2,348	2,371	2,330	2,364	1.4	(1.2)	2,605
보험손익	53	(34)	(292)	(81)	(46)	NM	NM	(142)
투자손익	845	642	822	830	828	(0.2)	(2.0)	859
당기순이익	130	(8)	115	130	141	7.9	7.9	146

주: 당기순이익은 지배주주순이익 기준

자료: 한화생명, 한국투자증권

〈표 2〉 수익 추정 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	FY17		FY18 (변경 후)				FY18 (변경 전)		Review		FY19(F)	
	3Q(A)	연간	1Q(A)	2Q(A)	3Q(P)	4Q(F)	FY18F	3Q(F)	FY18F	YoY 전망대비	변경 후	변경 전
보험영업수익	2,393	9,749	2,371	2,330	2,364	2,414	9,479	3,091	11,012	(1.2) (23.5)	9,723	12,795
보험영업비용	2,340	9,210	2,663	2,411	2,410	2,656	10,139	3,180	11,638	3.0 (24.2)	10,747	13,381
지급보험금	1,770	6,882	2,098	1,856	1,837	2,056	7,848	2,435	8,976	3.8 (24.5)	8,353	10,249
사업비	216	883	276	278	289	259	1,102	301	1,200	33.9 (3.8)	1,054	1,355
신계약비상각	311	1,272	245	233	239	304	1,022	398	1,282	(23.1) (39.9)	1,186	1,588
책임준비금전입액	974	3,963	663	869	857	750	3,138	766	3,071	(12.0) 11.9	2,664	3,016
보험손익 (책임준비금전입액 차감전)	53	538	(292)	(81)	(46)	(243)	(661)	(90)	(628)	NM NM	(1,026)	(589)
투자영업이익	845	3,156	822	830	828	759	3,239	779	3,186	(2.0) 6.3	3,163	3,176
영업외이익	242	961	304	296	257	279	1,136	275	1,159	6.0 (6.8)	1,117	1,146
당기순이익	130	525	115	130	141	35	421	146	464	7.9 (3.7)	456	527
손해율	116.5	113.0	118.2	118.8	115.8	117.8	117.6	105.1	111.0	(0.6) 10.8	114.9	105.1
사업비율	22.4	22.5	22.4	22.3	22.7	23.7	22.8	23.0	22.9	0.3 (0.2)	23.4	23.4
투자이익률	4.0	3.9	3.9	3.9	3.8	3.5	3.9	3.6	3.8	(0.3) 0.2	3.8	3.8
투자이익/수입보험료	35.9	32.9	35.2	36.3	35.6	32.0	34.8	25.6	29.4	(0.3) 10.1	33.1	25.2
총자산	109,763	110,313	110,480	112,582	113,633	110,610	110,610	110,956	110,397	0.3 0.2	108,602	108,774
운용자산	84,696	84,360	84,495	87,707	88,363	86,012	86,012	86,440	86,005	2.0 0.0	84,451	84,740
유가증권	61,812	61,143	61,001	63,112	64,151	62,445	62,445	62,200	61,887	2.1 0.9	61,311	60,977
대출	19,062	19,320	19,582	19,819	20,088	19,553	19,553	19,533	19,434	1.2 0.6	19,199	19,148
비운용자산	3,392	4,310	4,158	3,404	3,400	5,237	5,237	3,716	4,827	21.5 8.5	9,023	8,716
특별계정자산	21,849	22,592	21,996	21,903	20,593	19,361	19,361	20,800	19,565	(14.3) (1.0)	15,128	15,317
책임준비금	76,385	77,253	77,916	78,785	79,642	79,224	79,224	78,399	79,190	2.6 0.0	81,965	82,296
계약자지분조정	771	697	610	585	255	552	552	439	444	(20.8) 24.4	511	350
자기자본	9,183	8,969	8,824	9,942	9,983	9,718	9,718	9,798	9,749	8.3 (0.3)	9,541	9,605
BPS (원)	11,637	11,391	11,224	12,511	12,558	12,253	12,253	12,345	12,288	7.6 (0.3)	12,050	12,123

자료: 한화생명, 한국투자증권

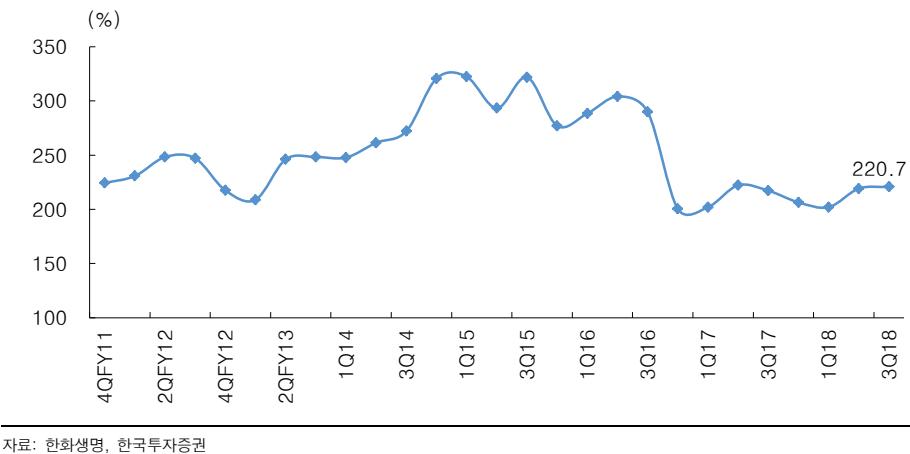
〈표 3〉 목표주가 산정 내역

(단위: 원, 배, %)

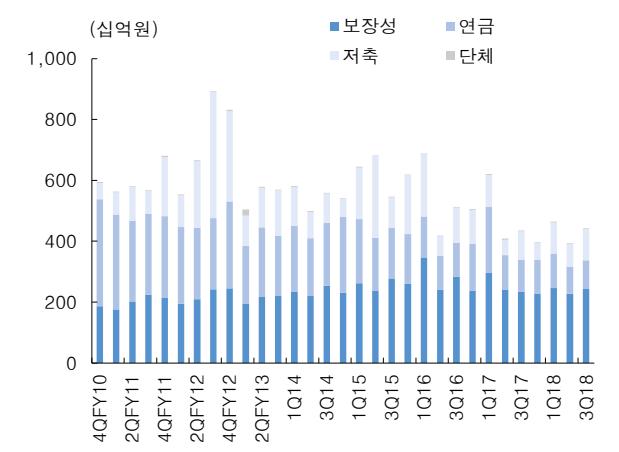
투자의견		매수
목표주가		6,000
조정상승여력		31.9
현재주가		4,550
적정 PBR		0.50
현재 PBR		0.38
Sustainable ROE		4.8
영구성장률		1.5
조정 CoE		8.1
Risk free rate		2.3
Risk premium		8.6
베타		0.68
4Q fwd BPS		12,088
RBC		220.7

자료: 한화생명, 한국투자증권

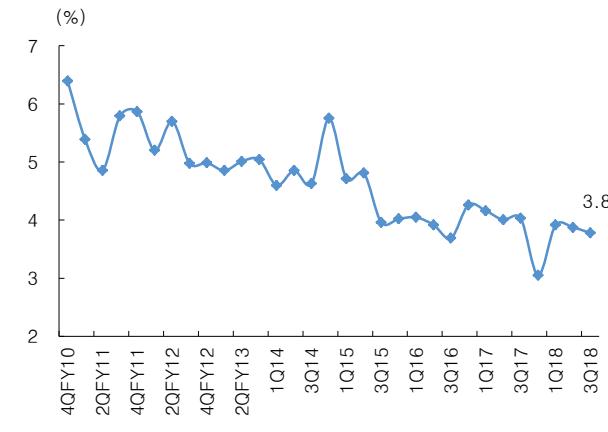
[그림 1] RBC 비율 추이



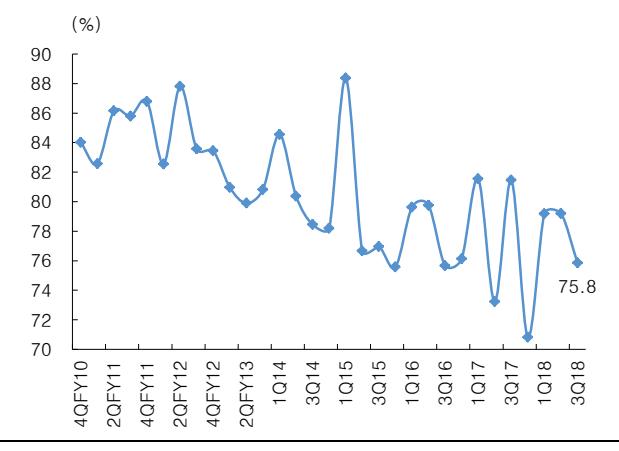
[그림 2] 신계약 APE 추이



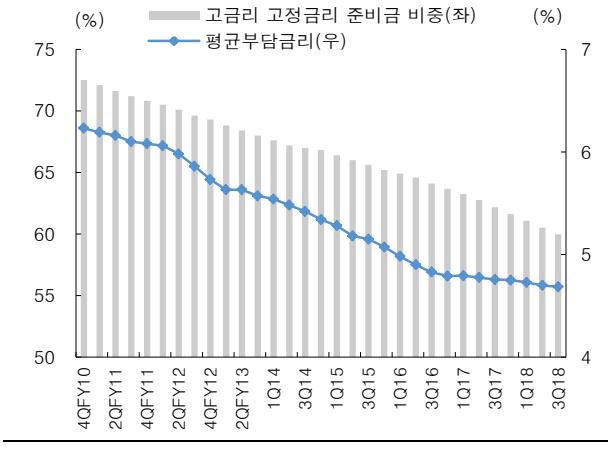
[그림 3] 운용자산이익률 추이



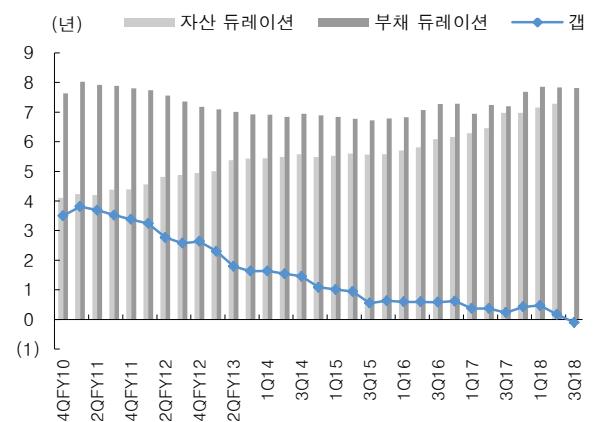
[그림 4] 위험손해율 추이



[그림 5] 고정형 부채 적립금과 평균부담금리 추이

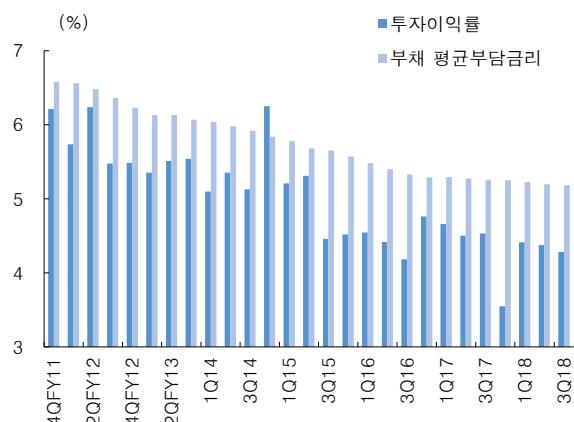


[그림 6] 듀레이션 캡 추이



자료: 한화생명, 한국투자증권

[그림 7] 이원차 스프레드 추이



자료: 한화생명, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	105,331	110,313	110,610	108,602	107,835
운용자산	82,187	84,360	86,012	84,451	83,854
현금과예치금	754	417	618	607	603
유가증권	59,246	61,143	62,445	61,311	60,878
주식	1,271	1,295	1,375	1,350	1,340
채권	40,446	38,272	36,545	35,882	35,628
대출채권	18,686	19,320	19,553	19,199	19,063
부동산	3,502	3,479	3,396	3,334	3,311
비운용자산	3,281	4,310	5,237	9,023	12,160
미상각신계약비	2,162	1,950	1,707	1,479	1,217
특별계정자산	21,164	22,592	19,361	15,128	11,821
부채총계	97,179	101,344	100,892	99,061	98,361
책임준비금	73,290	77,253	79,224	81,965	84,567
보험료적립금	69,949	73,774	76,791	79,455	81,991
계약자지분조정	813	697	552	511	538
기타부채	2,206	1,229	1,755	1,457	1,436
특별계정부채	20,869	22,165	19,361	15,128	11,821
자본총계	8,153	8,969	9,718	9,541	9,474
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	2,680	3,152	3,375	3,760	4,178
기타포괄손익누계액	1,569	1,415	2,439	1,877	1,392

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험영업수익	10,622	9,749	9,479	9,723	10,239
보험료수익	10,474	9,587	9,321	9,569	10,071
개인	10,388	9,496	9,194	9,471	9,968
생존	2,287	2,230	2,122	2,187	2,303
사망	5,352	5,382	5,369	5,529	5,811
양로	2,749	1,885	1,702	1,755	1,854
단체	85	91	100	98	103
지급보험금	6,359	6,882	7,848	8,353	8,808
보험금	968	1,128	1,387	1,418	1,496
환급금	5,348	5,719	6,736	6,887	7,262
배당금	43	35	47	48	51
사업비	892	883	1,102	1,054	1,186
(이연신계약비)	(1,118)	(1,061)	(779)	(957)	(981)
신계약비	1,163	1,059	981	1,047	1,092
유지비	847	884	900	964	1,075
신계약비상각비	1,271	1,272	1,022	1,186	1,243
보험손익	1,937	538	(661)	(1,026)	(1,163)
투자손익	3,174	3,156	3,239	3,163	3,223
책임준비금전입	5,598	3,963	3,138	2,664	2,537
영업이익	(487)	(269)	(560)	(527)	(476)
영업외손익	896	961	1,136	1,117	1,114
당기순이익	315	525	421	456	493

성장지표

(단위: %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
총자산성장률	6.6	4.7	0.3	(1.8)	(0.7)
수입보험료성장률	2.4	(8.5)	(2.8)	2.7	5.2
개인	2.4	(8.6)	(3.2)	3.0	5.2
단체	(0.8)	6.3	10.0	(1.5)	4.9
영업이익	NM	NM	NM	NM	NM
당기순이익	(37.0)	66.8	(20.0)	8.3	8.2
투자수익증가율	(0.6)	(0.6)	2.7	(2.4)	1.9
운용자산증가율	7.5	2.6	2.0	(1.8)	(0.7)
수입보험료 비중					
개인	99.2	99.1	98.6	99.0	99.0
생존	21.8	23.3	22.8	22.9	22.9
양로	26.3	19.7	18.3	18.3	18.4
단체	0.8	0.9	1.1	1.0	1.0
지급보험금 비중					
보험금	15.2	16.4	17.7	17.0	17.0
환급금	84.1	83.1	85.8	82.4	82.4
배당금	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6

수익성지표

(단위: 원, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROA	0.3	0.5	0.4	0.4	0.5
ROE	3.8	6.1	4.5	4.7	5.2
당기순이익/수입보험료	3.0	5.5	4.5	4.8	4.9
투자수익/수입보험료	30.3	32.9	34.8	33.1	32.0
보험금지급률	60.7	71.8	84.2	87.3	87.5
보험금지급률(책임준비금포함)	114.2	113.1	117.9	115.1	112.7
보험금/보험료수익	9.2	11.8	14.9	14.8	14.9
환급금/보험료수익	51.1	59.7	72.3	72.0	72.1
배당금/보험료수익	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
투자영업지표					
총자산대비 투자영업이익률	3.2	3.0	3.0	2.9	3.0
운용자산수익률	4.1	3.9	3.9	3.8	3.9
총자산대비 운용자산	78.0	76.5	77.8	77.8	77.8
주당지표					
EPS	363	605	484	525	567
BPS	9,387	10,327	11,189	10,986	10,908
수정BPS	10,451	11,391	12,253	12,050	11,972
DPS	80	100	80	90	90
배당수익률	1.2	1.4	1.8	2.0	2.0
배당성향	19.1	15.3	15.3	15.3	15.3

주: K-IFRS (별도) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한화생명 (088350)	2015.11.11	중립	—	—	—
	2016.11.11	1년경과	—	—	—
	2017.01.17	매수	8,500원	-21.7	-9.2
	2017.08.09	매수	9,500원	-29.1	-14.8
	2018.07.04	매수	7,600원	-35.3	-30.4
	2018.11.09	매수	6,000원	—	—



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 11월 8일 현재 한화생명 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.