

# 한화생명

# HOLD(유지)

088350 기업분석 | 보험

목표주가(하향)	5,000원	현재주가(02/21)	4,335원	Up/Downside	+15.3%
----------	--------	-------------	--------	-------------	--------

2019. 02. 22

## 금리환경 변화 없이, 반전은 어렵다

### News

**큰 폭의 적자 시현:** 4Q18 한화생명은 추정치를 크게 하회해 전년동기의 적자흐름을 이어간 -261억원의 부진한 실적을 시현했다. 손해율의 상승과 투자이익률의 하락이 실적 악화의 주된 원인이었다. 배당은 28일 개최되는 이사회에서 결정될 예정으로 별도의 공시는 없었다.

### Comment

**저금리 부담의 가중:** 2014년 4.98%였던 운용자산이익률이 매년 하락해, 2017년 3.86%였고 2018년에는 3.70%까지 떨어졌다. 4Q18에는 주식시장 부진에 따른 손실이 영향을 미치기도 했지만, 본질적으로 보유이원의 하락과 역마진의 심화가 배경이 되고 있다고 판단한다. 초장기 국고채 수익률이 2% 수준이며 해외투자 비중도 이미 30%에 육박하고 있어 보유이원은 개선되기 어렵다.

### Action

**상징적 의미에서 목표주가 액면가인 5천원으로 하향:** 초장기채 금리 수준이 2%대 후반대로 크게 상승하지 않는다면, 동사의 역마진 포지션이 개선되기는 쉽지 않을 것으로 예상된다. 2018년중 신종자본증권 추가 발행으로 인해 연간 신종자본증권 배당이 732억원에 달하는 것도 부담이다. 일단 당분간 의미있는 배당의 증가는 어렵고, 큰 폭의 실적 개선도 쉽지 않다. 역마진 포지션의 특별한 개선이 없다면, 양호한 영업가치에도 불구하고 주가 상승 기대는 어려워 보인다

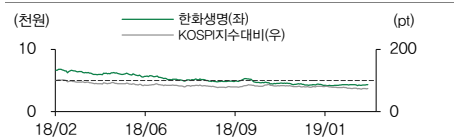
#### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018P	2019E	2020E
FYE Dec	2016	2017	2018P	2019E	2020E
보험료 수익	10,623	9,749	9,388	10,115	10,829
(증가율)	2.4	-8.2	-3.7	7.7	7.1
영업이익	-398	-269	-587	-470	-377
세전이익	498	691	502	542	565
(증가율)	-13.3	38.8	-27.4	8.0	4.2
지배주주순이익(연결)	795	585	352	466	483
EPS	440	605	414	460	480
PER	16.6/12.6	13.4/9.9	18.2/10.2	9.4	9.0
PBR	0.7/0.6	0.7/0.5	0.6/0.4	0.3	0.3
ROE	4.7	5.9	3.6	3.9	3.9
ROA	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3

#### Stock Data

52주 최저/최고	4,150/6,810원
KOSDAQ /KOSPI	747/2,229pt
시가총액	37,651억원
60일-평균거래량	1,063,649
외국인지분율	17.5%
60일-외국인지분율변동추이	-0.4%p
주요주주	한화건설 외 4인 45.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	0.7	-3.0	-34.5
상대기준	-4.0	-9.6	-28.6

도표 1. 4Q18 한화생명 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q18P	4Q17		3Q18		4Q18E		2019E		2020E	
			YoY		QoQ		차이	변경후	변경전	변경후	변경전
보험료수익	2,323	2,348	-1.0	2,364	-1.7	2,412	-3.7	10,115	10,112	10,829	10,825
세전이익	-29	-2	적지	182	-115.7	66	-143.5	542	521	565	618
당기순이익	-26.1	-8	적지	141	-118.6	48	-154.0	400	384	416	456
손해율	77.4%	70.8%	6.5	75.8%	1.5	76.0%	1.4	78.1%	77.8%	78.4%	78.0%
투자이익률	3.1%	3.0%	0.0	3.4%	-0.3	3.3%	-0.2	3.3%	3.4%	3.3%	3.4%

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>개별기준</b>					
<b>자산총계</b>	105,308	110,313	114,302	117,592	121,188
현금과 예치금	754	417	1,414	665	1,404
유가증권	59,246	61,143	64,290	66,906	68,279
대출채권	18,736	19,364	20,590	21,853	23,194
부동산	3,502	3,479	3,501	3,501	3,501
미상각신계약비	2,162	1,950	1,694	1,404	1,261
기타	1,096	2,360	1,394	3,122	3,644
특별계정자산	19,863	21,643	21,455	20,141	19,906
<b>부채총계</b>	97,088	101,344	104,440	107,367	110,584
책임준비금	73,199	77,253	80,241	83,406	86,858
계약차지비조정	813	697	571	571	571
사채	0	0	0	0	0
기타부채	2,206	1,229	1,249	1,249	1,249
특별계정부채	20,869	22,165	22,379	22,141	21,906
<b>자본총계</b>	8,220	8,969	9,862	10,224	10,603
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
신용자본증권	0	498	1,558	1,558	1,558
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	2,747	3,152	3,358	3,720	4,099
자본조정	-924	-924	-924	-924	-924
기타포괄손익누계액	1,569	1,415	1,042	1,042	1,042

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>개별기준</b>					
<b>보험료 수익</b>	10,623	9,749	9,388	10,115	10,829
수입보험료	10,474	9,587	9,224	9,938	10,639
재보험수익	149	162	164	177	190
보험영업비용	8,685	9,210	10,154	9,658	9,900
지급보험금	6,359	6,882	7,832	7,207	7,523
재보험비용	160	170	172	185	197
사업비	892	883	1,185	1,347	1,392
신계약비	1,163	1,059	964	995	1,020
신계약비이연	-1,118	-1,061	-706	-627	-643
유지비	847	884	927	979	1,015
신계약비상각비	1,271	1,272	962	917	785
할인료	3	3	3	3	3
투자손익	3,174	3,156	3,165	3,038	3,148
책임준비금적립액	5,510	3,963	2,987	3,965	4,452
<b>영업이익</b>	-398	-269	-587	-470	-377
영업외손익	896	961	1,089	1,013	942
특별계정손익	0	0	0	0	0
세전이익	498	691	502	542	565
법인세비용	115	166	143	143	149
당기순이익	383	525	359	400	416
<b>연결기준</b>					
당기순이익	845	689	441	530	545
비지배자분순이익	50	104	89	64	63
지배회사지분순이익	795	585	352	466	483

주요지표

12월 결산(십억원, %)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
수입보험료	15,180	13,814	13,719	14,106	14,754
일반계정	9,892	8,997	8,901	9,938	10,639
변액계정	3,411	3,303	2,901	2,059	1,795
퇴직계정	1,877	1,514	1,918	2,109	2,320
APE	2,126	1,861	1,677	1,555	1,593
APE 보장성	1,108	1,000	938	951	963
위험순해율	79.0	76.7	77.9	78.1	78.4
위험보험료	2,164	2,232	2,267	2,340	2,460
사업비율(유지비율)	6.4	7.2	7.7	8.2	8.2
투자이익률	4.0	3.8	3.6	3.3	3.3

주요투자지표

12월 결산원, % 배	2016	2017	2018P	2019E	2020E
EPS					
BPS	440	605	414	460	480
ROA	10,939	11,937	13,126	13,607	14,112
ROE	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
PER	4.7	5.9	3.6	3.9	3.9
PBR	15.0	11.4	10.2	9.4	9.0
<b>배당</b>					
DPS	80	140	50	50	50
배당성향	15.7	20.0	10.5	9.4	9.0
배당수익률	1.2	2.0	1.2	1.2	1.2

자료: 한화생명, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이익률 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

- 기업 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
  - Buy: 초과 상승률 10%p 이상
  - Hold: 초과 상승률 -10~10%p
  - Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

- 연중 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
  - Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
  - Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
  - Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

한화생명 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이익	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/06/28	Hold	6,300	-2.0	11.4					
17/05/16	Hold	7,100	1.7	13.9					
17/11/13	Hold	7,600	-17.1	2.1					
18/08/13	Hold	6,200	-26.6	-14.7					
19/02/22	Hld	5,000	-	-					

주: \*표는 담당자 변경