

한화생명 (088350)

추가적인 시장 금리 하락 가능성이 부담

2분기 순익 468억원(YoY -64.1%)으로 컨센서스 하회

2분기 순익은 468억원(YoY -64.1%)으로 컨센서스를 하회했다. 위험 손해율이 실손보험 청구건수 증가의 영향으로 전년 동기 대비 3.6%p, 전 분기 대비 3.5%p 악화된 82.8%를 기록했다. 투자이익률은 3.27%로 전분기 대비 4bp, 전년 동기 대비 60bp 하락하였는데 보유주식 손상 차손과 대손충당금 영향이다. 보장성 APE는 37.7% 증가한 3,134억원을 기록했는데 특히 치매보험 등 기타 보장성 APE가 243% 성장했다. 반면, APE 호조로 인해 조정 수입보험료 대비 사업비율은 16.8%로 악화되었다.

금리하락에 따른 중장기 펀더멘탈 악화 가능성 잠재

IFRS17의 도입이 2022년으로 연기된 만큼, 올해 예정되었던 LAT 기준 강화 또한 연장될 가능성이 존재한다. 이는 LAT 관련 불확실성이 높은 한화생명에 긍정적인 사안이나, 기존 예상보다 가파른 장기 금리의 하락 및 향후 추가적인 하락 가능성은 장기적으로 이차익의 추가 악화를 견인할 것으로 보인다. 현재 약 8천억원대 보험손익(사차익 및 비차익 합산) 체력을 지닌 동사는 변액보증손익을 포함한 이차손실의 영향으로 그에 절반에 못미치는 세전이익이 예상된다. 변동금리 준비금 비중이 상승하고 있으나, 믹스 개선보다 가파른 시장 금리 하락이 분명한 부담요인이다. LAT 기준 강화는 이연되더라도, 금리 하락 관련 4분기 변액보증손익 불확실성은 여전히 상황이다.

투자의견 Neutral 유지. 목표주가 2,500원 하향조정

투자의견 Neutral을 유지하고 목표주가를 기존 3,000원에서 2,500원으로 하향조정 한다. 목표주가 하향은 실적 추정치 하향의 영향이다. 단기 실적 부진보다는 장기금리의 급락 및 향후 추가 하락 가능성에 기반한 이차익의 추가적인 하락이 예상된다. 목표주가는 12M Forward BPS 대비 0.17배(COE 13.9%, ROE 2.4%)를 적용한 수치이다.

Earnings Review

Neutral

| TP(12M): 2,500원(하향) | CP(8월 8일): 2,345원

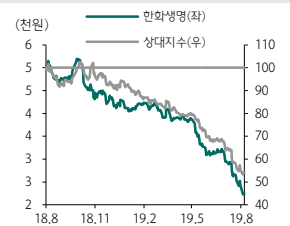
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,920.61
52주 최고/최저(원)	5,290/2,325
시가총액(십억원)	2,036.7
시가총액비중(%)	0.17
발행주식수(천주)	868,530.0
60일 평균 거래량(천주)	1,738.7
60일 평균 거래대금(십억원)	5.1
18년 배당금(예상, 원)	140
18년 배당수익률(예상, %)	N/A
외국인지분율(%)	16.68
주요주주 지분율(%)	
한화건설 외 5인	45.03
예금보험공사	10.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(22.5) (45.3) (54.2)
상대	(16.7) (38.0) (45.1)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	9,415.2	9,441.3
영업이익(십억원)	(617.5)	(524.9)
순이익(십억원)	245.7	318.6
EPS(원)	283	367
BPS(원)	13,405	13,855

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
보험영업수익	십억원	9,749	9,388	9,749	10,002	10,212
영업이익	십억원	-269	-587	-654	-601	-572
연결순익	십억원	660	415	244	267	303
EPS	십억원	879	553	325	355	403
증감률	%	-9.8	-37.1	-41.2	9.2	13.5
PER	배	7.9	7.6	7.2	6.6	5.8
PBR	배	0.58	0.32	0.17	0.16	0.16
ROE	%	7.71	4.41	2.38	2.47	2.73
BPS	원	11,941	13,130	14,198	14,565	14,975
DPS	원	140	100	50	60	70



Analyst 오진원
02-3771-7525
jvw.oh@hanafn.com

RA 박은규
02-3771-8532
ek.p@hanafn.com

표 1. 한화생명 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %, %p)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F
보험영업수익	2,371	2,330	2,364	2,323	2,407	2,399	2,488	2,456
위험보험료	564	565	567	570	571	572	579	582
보험영업비용	2,663	2,411	2,410	2,671	2,628	2,463	2,395	2,490
지급보험금	2,098	1,856	1,837	2,041	2,030	1,911	1,879	1,936
사업비	276	278	289	341	310	306	270	315
신계약비상각비	245	233	239	244	244	203	201	194
투자손익	822	830	828	685	743	743	821	791
책임준비금 전입액	663	869	857	599	685	859	1,016	965
영업이익	- 132 -	- 119 -	- 132 -	- 261 -	- 163 -	- 180 -	- 103 -	- 209 -
영업외손익	304	296	257	232	226	230	249	244
세전이익	171	177	182	29	63	50	146	35
순이익	115	130	141	26	47	46.8	111	26
연결순이익	110	138	120	48	19	70.9	128	26
총자산	110,480	112,582	113,633	114,302	116,073	117,032	117,064	119,138
운용자산	84,495	87,707	88,363	89,760	90,585	91,993	91,793	93,664
특별계정자산	21,827	21,471	21,869	21,455	22,416	22,029	22,254	22,469
총부채	101,656	102,641	103,649	104,440	105,893	106,527	106,437	108,474
책임준비금	77,916	78,785	79,642	80,241	80,925	81,786	82,802	83,817
자본총계	8,824	9,942	9,983	9,862	10,180	10,506	10,627	10,665
위험손해율	79.2%	79.2%	75.8%	77.3%	79.3%	82.8%	78.0%	78.2%
실제사업비/보험영업수익	19.1%	19.4%	19.7%	22.4%	21.3%	20.8%	19.0%	20.0%
투자이익률	3.9%	3.9%	3.8%	3.1%	3.3%	3.3%	3.6%	3.4%
평균부리이율	4.73%	4.70%	4.68%	4.65%	4.63%	4.58%	4.54%	4.50%
변동금리 준비금 비중	53.30%	53.50%	53.80%	54.00%	54.30%	54.40%	54.94%	55.49%
고정금리 준비금 비중	46.70%	46.50%	46.20%	46.00%	45.70%	45.60%	45.06%	44.51%
ROE	5.0%	5.9%	4.8%	1.9%	0.8%	2.7%	4.9%	1.0%
ROA	0.4%	0.5%	0.4%	0.2%	0.1%	0.2%	0.4%	0.1%
Financial Leverage	12.4	11.9	11.4	11.5	11.5	11.3	11.1	11.1
APE	465	395	443	386	537	459.4	457	396
보장	247	228	243	228	328	313.6	255	237
연금	113	89	94	95	110	76	95	96
저축	105	78	106	62	99	70	107	63
APE 구성비								
보장	53.2%	57.6%	54.9%	59.2%	61.2%	68.3%	55.8%	59.9%
연금	24.3%	22.5%	21.2%	24.7%	20.5%	16.6%	20.8%	24.2%
저축	22.5%	19.8%	23.9%	16.2%	18.4%	15.2%	23.4%	15.8%
APE 성장률(YoY)	-25.1%	-3.4%	1.8%	-2.7%	15.4%	16.3%	3.2%	2.7%
보장	-16.4%	-5.3%	3.0%	-0.1%	32.8%	37.8%	5.0%	4.0%
연금	-48.0%	-22.0%	-10.1%	-13.6%	-2.8%	-14.4%	1.0%	1.0%
저축	-2.8%	43.9%	11.7%	8.0%	-5.8%	-11.2%	1.0%	0.5%

자료: 한화생명, 하나금융투자

추정 재무제표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
보험손익	538	-765	-227	-761	-718
보험영업수익	9,749	9,388	9,749	10,002	10,212
위험보험료	2,232	2,267	2,303	2,556	2,610
보험영업비용	9,210	10,154	9,976	10,763	10,930
지급보험금	6,882	7,832	7,757	8,616	8,742
사업비	883	1,185	1,202	1,198	1,198
(이연신계약비)	-1,061	-706	-771	-811	-834
신계약비	1,059	964	1,060	1,110	1,134
유지비	884	927	912	898	898
신계약비상각비	1,272	962	842	772	811
투자손익	3,156	3,165	3,098	3,336	3,373
책임준비금 전입액	3,963	2,987	3,525	3,177	3,228
영업이익	-269	-587	-654	-601	-572
영업외손익	961	1,089	948	954	974
세전이익	691	502	294	353	402
순이익	525	359	231	268	304
연결순이익	660	415	244	267	303

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
총자산	110,313	114,302	119,138	123,605	128,148
운용자산	84,360	89,760	93,664	97,158	100,709
현금예금	417	1,414	1,422	1,427	1,431
유가증권	61,143	64,290	67,345	69,964	72,604
대출	32,111	28,741	29,943	32,250	34,735
기타	29,033	35,549	37,402	37,714	37,869
비운용자산	4,310	3,088	3,005	3,072	3,123
특별계정자산	21,643	21,455	22,469	23,375	24,316
부채	101,344	104,440	108,474	112,665	116,901
책임준비금	77,253	80,241	83,817	86,944	90,122
기타부채	1,229	1,249	1,403	1,555	1,666
특별계정부채	22,165	22,379	22,434	23,338	24,278
자본총계	8,969	9,862	10,665	10,940	11,248
자본금/자본잉여금	4,828	4,828	4,828	4,828	4,828
이익잉여금	3,152	3,358	3,475	3,705	3,965
기타자본조정	989	1,676	2,361	2,407	2,455
연결지배순자산	8,972	9,866	10,668	10,944	11,252

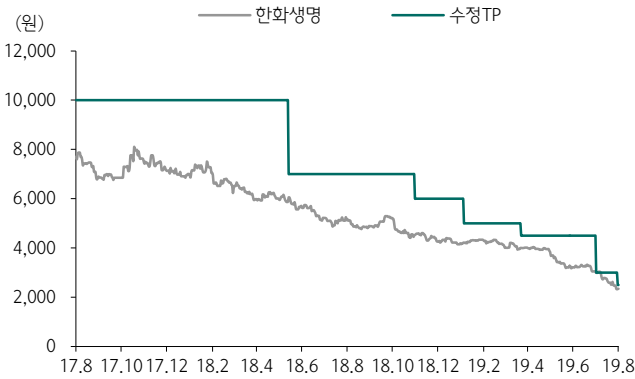
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
성장률(전년대비, %)					
보험손익	-72.2	-242.2	-70.3	234.7	-5.6
보험영업수익	-8.2	-3.7	3.8	2.6	2.1
위험보험료	3.1	1.5	1.6	11.0	2.1
신계약비	-9.0	-9.0	10.1	4.7	2.2
유지비	4.4	4.8	-1.6	-1.5	-
영업이익	-44.7	117.9	11.5	-8.1	-4.8
순이익	66.8	-31.6	-35.8	16.0	13.8
연결순이익	-17.0	-37.1	-41.2	9.2	13.5
총자산	4.7	3.6	4.2	3.7	3.7
운용자산	2.6	6.4	4.3	3.7	3.7
운용자산-DAC	3.0	6.9	4.5	3.8	3.7
책임준비금	5.4	3.9	4.5	3.7	3.7
특별계정자산	9.0	-0.9	4.7	4.0	4.0
수익성(%)					
보험금/위험보험료	76.7	77.9	79.6	78.6	78.5
실제사업비/보험수익	19.2	20.3	20.5	20.6	20.4
운용자산이익률	3.8	3.6	3.38	3.50	3.41
평균예정이율	4.75	4.65	4.50	4.33	4.23
APE 내 보장성비율	53.7	56.0	61.3	61.1	60.9
특별계정수수료율	4.89	5.07	4.31	4.23	4.17
안정성(%)					
지급여력비율	206	214	206	209	188
총부채/보험료수입	1,040	1,112	1,113	1,126	1,145
총자산/자기자본	1,230	1,159	1,117	1,130	1,139

자료: 하나금융투자

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS	879	553	325	355	403
BPS	11,941	13,130	14,198	14,565	14,975
P/E (배)	7.9	7.6	7.2	6.6	5.8
P/B (배)	0.58	0.32	0.17	0.16	0.16
ROE	0.61	0.4	0.2	0.2	0.2
ROA	7.71	4.4	2.4	2.5	2.7
DPS					
보통주	140	100	50	60	70
우선주	-	-	-	-	-
배당성향	15.9	18.1	15.4	16.9	17.4
배당수익률					
보통주	2.0	2.4	2.1	2.6	3.0
우선주	-	-	-	-	-
내재가치(EV)	9,719	10,631	11,627	11,919	12,244
조정순자산가치	8,652	9,514	10,288	10,553	10,850
보유계약가치	1,068	1,117	1,340	1,366	1,394
신계약가치	596	483	579	591	603
ROEV (%)	14.1	10.2	9.4	2.5	2.7
EV per Share	11,754	12,857	14,061	14,415	14,807
VNB per Share	721	584	701	715	729
P/EV (배)	0.56	0.51	0.17	0.16	0.16
EV 주요 경제적 가정					
투자이익률	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
할인율	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
인플레이션율	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한화생명



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.8.8	Neutral	2,500		
19.7.10	Neutral	3,000	-10.26%	1.17%
19.3.31	BUY	4,500	-20.86%	-10.22%
19.1.13	BUY	5,000	-16.22%	-13.30%
18.11.8	BUY	6,000	-27.38%	-23.33%
18.5.22	BUY	7,000	-27.21%	-14.71%
17.8.9	BUY	10,000	-30.85%	-19.10%
17.7.9	BUY	8,000	-5.38%	-3.50%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.9%	10.5%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 8월 8일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2019년 8월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2019년 8월 9일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.