

## 한화생명

## HOLD(유지)

088350 기업분석 | 보험

목표주가(하향)	2,500원	현재주가(08/08)	2,345원	Up/Downside	+6.6%
----------	--------	-------------	--------	-------------	-------

2019. 08. 09

## 국고10년 1.255% vs. 예정이율 2.5%

## News

**하반기에도 실적 부진 예상:** 2Q19 한화생명은 -64.0%YoY인 468억원의 별도기준 당기순이익을 실현했다. 시장 부진으로 주식 손상차손이 발생했고, 손해율이 전년동기비 3.7%p 상승한데다, 신계약 체결비용이 증가한 것 등이 실적부진의 주 원인이다. 그러나 6월말 이후 8/8까지 국고5년물 금리가 33bp 하락했고 KOSPI지수가 9.8% 하락한 것을 감안하면, 상반기 기준 (+)인 변액보증손익이 하반기 악화될 것으로 예상된다. 이에 따라 별도기준 순이익 전망치를 1,801억원으로 39% 하향한다.

## Comment

**실적보다 금리가 무섭다:** 금리상승 기대가 남아있던 2018년 9월말 2.36%였던 국고 10년물 금리는 지난 6월말 1.63%로 하락했고, 8/8 1.255%로 마감되었다. 글로벌 경기 둔화 우려 및 주요 중앙은행들의 완화적 기조를 감안하면 당분간 저금리 해소는 어려운 것으로 예상된다. 동사에서는 보험계약대출을 포함한 New Money Yield가 4.5% 수준이라고 언급했으나, 우리는 현금리 수준에서 실질적 채투자수익률이 2.4%를 넘기 어려운 것으로 추정한다.

## Action

**일단 고양이목에 누구라도, 방울이라도 달아 줬으면:** 금리가 크게 하락해 중장기적으로 운용자산이 익률 하락이 예상되고 있음에도, 업계 예정이율은 여전히 2.5% 이상을 유지하고 있다. 보유계약의 역마진도 문제지만, 현 상황에서는 신계약 수익성에 대한 신뢰를 갖기도 어렵다. 브렉시트 직후보다 급락한 금리환경을 감안, 회사 영업가치에 주던 배수를 4.5배로 하향해 목표주가를 2,500원으로 대폭 하향한다. 업계 공생차원에서 누구라도 고양이목에 방울을 달기는 달아야 할 상황이다.

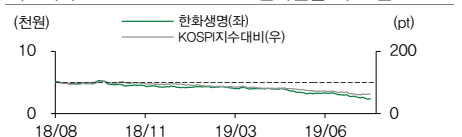
## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원 배, %)

FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E
보험료 수익	9,749	9,388	9,861	10,814	11,683
(증가율)	-8.2	-3.7	5.0	9.7	8.0
영업이익	-269	-587	-680	-360	-249
세전이익	691	502	231	468	505
(증가율)	38.8	-27.4	-54.0	102.9	7.8
지배주주순이익(연결)	585	415	176	388	426
EPS	605	414	207	397	428
PER	13.4/9.9	18.2/10.2	11.3	5.9	5.5
PBR	0.7/0.5	0.6/0.4	0.2	0.1	0.1
ROE	5.9	3.6	1.5	2.9	3.0
ROA	0.5	0.3	0.1	0.3	0.3

## Stock Data

52주 최저/최고	2,325/5,290원
KOSDAQ /KOSPI	585/1,921pt
시가총액	20,367억원
60일-평균거래량	1,738,720
외국인지분율	16.7%
60일-외국인지분율변동추이	-0.7%p
주요주주	한화건설 외 5인 45.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-22.5	-38.8	-54.2
상대기준	-16.7	-30.9	-45.1

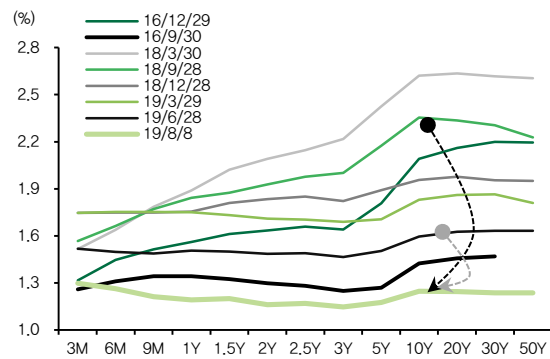
도표 1. 2Q19 한화생명 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q19P	2Q18		1Q19		2Q19E		2019E		2020E	
			YoY		QoQ		차이	변경후	변경전	변경후	변경전
보험료수익	2,399	2,330	3.0	2,407	-0.3	2,439	-1.6	9,861	9,901	10,814	10,816
세전이익	50	177	-71.7	63	-20.6	103	-51.5	231	400	468	483
당기순이익	47	130	-64.0	47	0.5	76.1	-38.5	180	295	345	362
손해율	82.9%	79.2%	3.7	79.3%	3.5	79.2%	3.7	79.1%	78.2%	80.1%	79.2%
투자이익률	3.3%	3.9%	-0.6	3.3%	0.0	3.3%	0.0	3.3%	3.2%	3.4%	3.4%

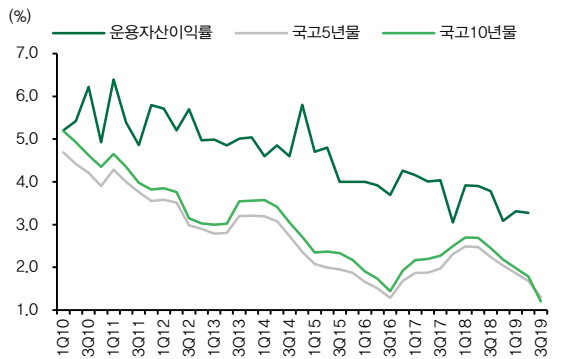
자료: DB금융투자

도표 2. 국채 수익률 곡선



자료: 금융투자협회, DB금융투자

도표 3. 한화생명 운용자산이익률과 국채금리



자료: 한화생명, 금융투자협회, DB금융투자

## 대차대조표

12월 결산(삼익원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>개별기준</b>					
<b>자산총계</b>	110,313	114,302	120,132	124,058	128,440
현금과 예치금	417	1,414	667	1,413	463
유가증권	61,143	64,290	68,111	69,750	73,392
대출채권	19,364	20,590	21,659	22,989	24,399
부동산	3,479	3,501	3,501	3,501	3,501
미상각자산계약비	1,950	1,694	1,406	1,225	1,142
기타	2,360	1,394	4,093	4,727	5,272
특별계정자산	21,643	21,455	20,695	20,453	20,271
<b>부채총계</b>	101,344	104,440	108,492	111,964	115,884
책임준비금	77,253	80,241	83,731	87,445	91,547
계약자지분조정	697	571	817	817	817
사채	0	0	0	0	0
기타부채	1,229	1,249	1,249	1,249	1,249
특별계정부채	22,165	22,379	22,695	22,453	22,271
<b>자본총계</b>	8,969	9,862	11,641	12,094	12,556
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
신용자본증권	498	1,558	1,558	1,558	1,558
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	3,152	3,358	3,473	3,926	4,388
자본조정	-924	-924	-924	-924	-924
기타포괄손익누계액	1,415	1,042	2,706	2,706	2,706
<b>연결기준</b>					
자배주주지분	9,352	10,307	7,211	7,664	8,126
비지배주주지분	887	1,123	1,162	1,193	1,235

## 주요자료

12월 결산(삼익원, %)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수입보험료	13,814	14,240	14,076	14,775	15,630
일반계정	8,997	8,681	9,445	10,625	11,478
변액계정	3,303	3,065	2,412	1,710	1,467
퇴직계정	1,514	2,494	2,219	2,440	2,685
APE	1,861	1,689	1,671	1,656	1,695
APE 보장성	1,000	946	1,036	1,030	1,043
위험손해율	76.7	77.9	79.1	80.1	80.3
위험보험료	2,232	2,266	2,309	2,436	2,597
사업비용(유지비용)	7.2	7.9	8.3	8.4	8.2
투자이익률	3.8	3.6	3.3	3.4	3.4

자료: 한화생명 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(삼익원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>개별기준</b>					
보험료 수익	9,749	9,388	9,861	10,814	11,683
수입보험료	9,587	9,224	9,688	10,625	11,478
재보험수익	162	164	173	189	205
보험영업비용	9,210	10,154	9,968	10,032	10,395
지급보험금	6,882	7,832	7,555	7,561	7,951
재보험비용	170	172	179	195	210
사업비	883	1,185	1,348	1,466	1,507
신계약비	1,059	964	1,065	1,060	1,085
신계약비이연	-1,061	-706	-685	-626	-641
유지비	884	927	968	1,033	1,063
신계약비상각비	1,272	962	884	808	724
할인료	3	3	2	2	2
투자손익	3,156	3,165	3,067	3,252	3,385
책임준비금적립액	3,963	2,987	3,638	4,395	4,922
영업이익	-269	-587	-680	-360	-249
영업외손익	961	1,089	910	828	754
특별계정손익	0	0	0	0	0
세전이익	691	502	231	468	505
법인세비용	166	143	51	123	133
당기순이익	525	359	180	345	372
<b>연결기준</b>					
당기순이익	689	447	196	424	476
비지배자지분이익	104	31	20	36	49
지배회사지분순이익	585	415	176	388	426

## 주요투자지표

12월 결산원 % 배	2017	2018	2019E	2020E	2021E
BPS	605	414	207	397	428
ROA	11,937	13,126	15,492	16,095	16,710
ROE	0.5	0.3	0.1	0.3	0.3
PER	5.9	3.6	1.5	2.9	3.0
PBR	11.4	10.2	11.3	5.9	5.5
배당	0.6	0.3	0.2	0.1	0.1
DPS	140	100	50	50	100
배당성향	20.0	20.9	12.7	7.7	14.0
배당수익률	2.0	2.4	2.1	2.1	4.3

## 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 투자이전 비율 (2019-06-30 기준) - 매수(81.5%) 중립(18.5%) 매도(0.0%)

- 기업 투자이전은 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

- 업종 투자이전은 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 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)
17/05/16	Hold	7,100	평균 1.7	17/11/13	Hold	7,600	최고/최저 -17.1
17/11/13	Hold	7,600	1.7	18/08/13	Hold	6,200	2.1
18/08/13	Hold	6,200	-26.6	19/02/22	Hold	5,000	-14.7
19/02/22	Hold	5,000	-30.1	19/08/09	Hold	2,500	-14.6
19/08/09	Hold	2,500	-				-

주: \*표는 담당자 변경