

한화생명 (088350)

보험/증권



정태준 CFA

02 3770 5585
taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자 의견	HOLD (I)
목표주가	2,700원 (I)
현재주가 (9/20)	2,550원
상승여력	6%

시가총액	22,148억원
총발행주식수	868,530,000주
60일 평균 거래대금	51억원
60일 평균 거래량	1,987,263주
52주 고	5,290원
52주 저	2,145원
외인지분율	16.56%
주요주주	한화건설 외 5 인 45.03%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	7.8	(22.5)	(49.1)
상대	1.1	(21.0)	(43.5)
절대(달려환산)	9.2	(24.5)	(52.2)

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	3Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
수입보험료	2,272	-2.2	-3.7	2,330	-2.5
영업이익	-157	109.5	-12.8	-91	N/A
세전이익	81	-55.7	61.1	147	-45.2
당기순이익	58	-58.4	24.9	95	-38.7

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도) (십억원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019E	2020E
수입보험료	9,587	9,224	9,224	9,040
영업이익	-269	-587	-717	-591
당기순이익	525	359	166	260
PER (배)	4.2	6.2	13.3	8.5
PBR (배)	0.25	0.22	0.21	0.21
ROE (%)	6.1	3.8	1.6	2.5
ROA (%)	0.49	0.32	0.14	0.22

자료: 유안타증권

아직은 확인할 점들이 있다

투자의견 HOLD, 목표주가 2,700원으로 커버리지 개시

한화생명 투자의견 HOLD, 목표주가 2,700원으로 커버리지를 개시한다. 동사는 1) 하반기 부채 적정성 평가와 회계기준 및 자본제도 변경에 대한 불확실성과 2) 자산 듀레이션 확대의 과제를 보유하고 있다.

관전포인트 1 LAT와 IFRS17, K-ICS 가장 직면한 불확실성은 연말에 있을 부채 적정성 평가(LAT)다. 시장금리가 가장 중요한 변수이고 최근에 반등 국면에 있으나 충분히 오를지는 미지수다. 조금 더 시야를 넓히면 회계기준(IFRS17)과 자본제도(K-ICS) 변경이 있다. 동사는 고정금리형 부채적립금 비중이 높은 가운데 RBC비율은 낮은 편이기 때문에 향후 자본적정성이 우려된다.

관전포인트 2 듀레이션 매칭과 운용자산 이익률 또다른 문제로는 자산-부채 듀레이션 매칭이 완료되지 않았다는 점이 있다. 장기 저축성보험 계약이 많다보니 타사보다 부채 듀레이션이 긴데, 그 때문에 타사보다 더 자산 듀레이션을 늘렸음에도 불구하고 아직 매칭이 완료되지 않았다. 따라서 자산 듀레이션 확대에 의한 이원 훼손을 더 감내해야 한다.

중장기 전망: 2021년에는 이익 정상화 기대

보험손익 동사 역시 타 생명보험사와 같이 보험부채 구조조정 중에 있기 때문에 과거와 같이 보험손익에서 흑자가 나기는 어렵다. 그럼에도 2021년 이익 정상화를 기대하는 것은 투자손익과 책임준비금 전입액 때문이다.

투자손익 앞서 언급했듯이 동사는 자산 듀레이션을 더 늘려야하기 때문에 내년에도 투자손익이 유의미하게 개선되지는 않을 것으로 예상된다. 다만 책임준비금 전입액 감소 속도가 타사대비 느려 운용자산이 상대적으로 빨리 성장할 것이기 때문에 듀레이션 매칭이 끝나리라고 예상되는 2021년에는 투자손익이 크게 증가할 전망이다.

책임준비금 전입액 책임준비금 전입액은 보험부채 구조조정으로 감소하겠으나 과거 점유율 경쟁 시기에 판매한 고금리 계약들이 많기 때문에 감소 속도는 타사대비 더딜 전망이다.

[표1] Valuation table

(단위: 원, %, 배)

2019E BPS	13,996
2020E ROE	2.5
COE	12.6
Risk-free rate	1.6
Risk premium	17.4
Beta	0.6
Growth rate	0.0
목표주가	2,700

자료: 유안타증권 리서치센터

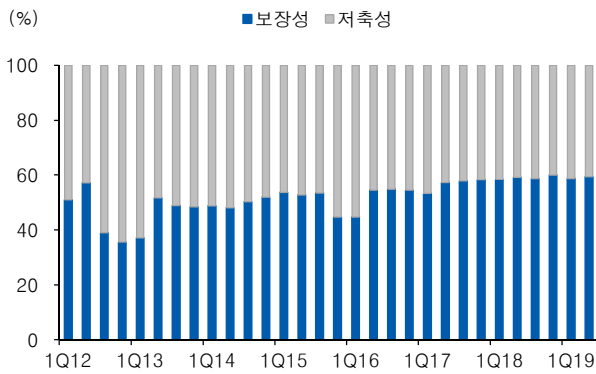
[표2] 분기별 이익 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
보험영업수익	2,407	2,399	2,312	2,268	9,388	9,386	9,199
수입보험료	2,366	2,359	2,272	2,228	9,224	9,224	9,040
보장성	1,390	1,404	1,357	1,335	5,454	5,485	5,461
저축성	976	955	915	893	3,770	3,739	3,579
재보험수익	41	40	40	40	164	162	160
보험영업비용	2,628	2,463	2,444	2,589	10,154	10,124	9,939
지급보험금	2,030	1,911	1,910	1,975	7,832	7,826	7,671
재보험비용	43	42	43	43	174	171	168
사업비	310	306	283	334	1,185	1,233	1,253
신계약상각비	244	203	208	237	962	891	844
할인료	1	1	1	1	3	3	3
보험손익	-221	-64	-132	-322	-765	-738	-739
투자손익	743	743	793	692	3,165	2,971	2,972
책임준비금전입액	685	859	818	588	2,987	2,949	2,824
영업이익	-163	-180	-157	-217	-587	-717	-591
영업외손익	226	230	238	238	1,089	931	950
세전이익	63	50	81	20	502	214	359
법인세비용	16	3	22	6	143	47	99
당기순이익	47	47	58	15	359	166	260
수입보험료 구성							
보장성	58.7	59.5	59.7	59.9	59.1	59.5	60.4
저축성	41.3	40.5	40.3	40.1	40.9	40.5	39.6
지급률	85.8	81.0	84.1	88.6	84.9	84.8	84.9
보장성	76.8	67.0	70.0	76.8	72.8	72.6	72.0
저축성	98.6	101.6	104.9	106.3	102.4	102.8	104.4
운용자산이익률	3.3	3.2	3.4	3.0	3.5	3.2	3.1

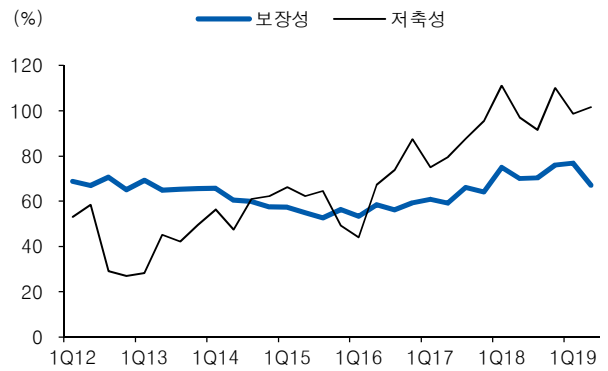
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 수입보험료 구성



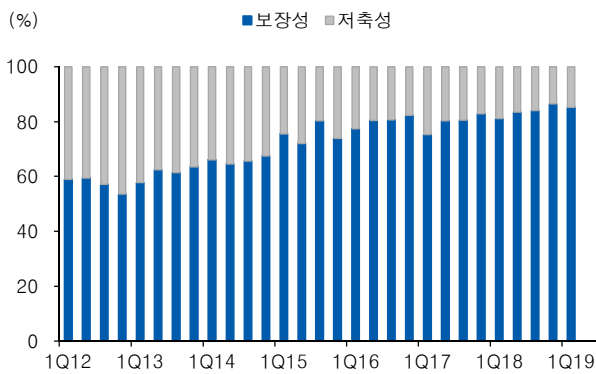
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 보증별 지급률 추이



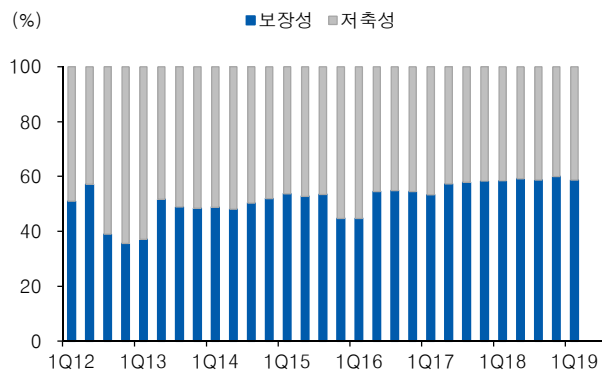
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 신계약 구성



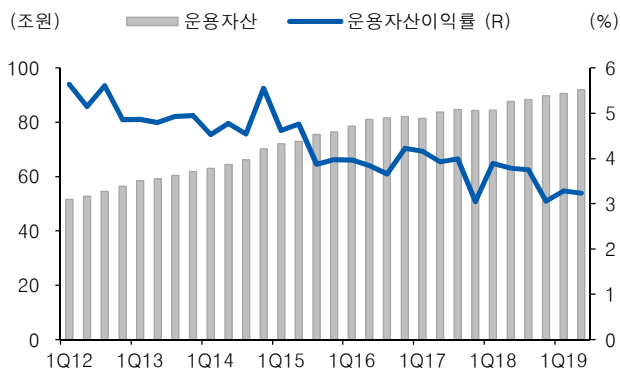
자료: 금융동계정보시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 보유계약 구성



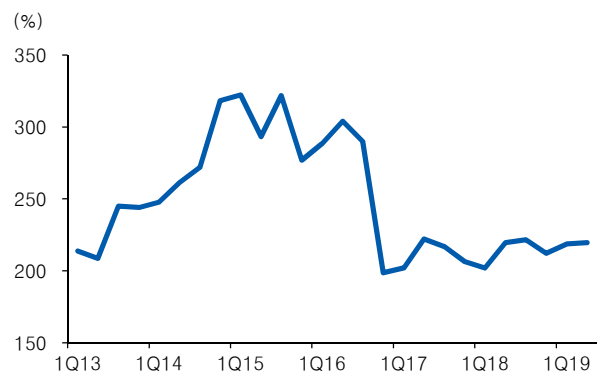
자료: 금융동계정보시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 운용자산 vs. 운용자산이익률 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] RBC비율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

한화생명 (088350) 추정재무제표 (K-IFRS)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
보험영업수익	9,749	9,388	9,386	9,199	9,065
수입보험료	9,587	9,224	9,224	9,040	8,908
보장성	5,426	5,454	5,485	5,461	5,453
저축성	4,160	3,770	3,739	3,579	3,455
재보험수익	162	164	162	160	157
보험영업비용	9,210	10,154	10,124	9,939	9,705
지급보험금	6,882	7,832	7,826	7,671	7,442
재보험비용	173	174	171	168	165
사업비	883	1,185	1,233	1,253	1,280
신계약상각비	1,272	962	891	844	815
할인료	3	3	3	3	3
보험손익	538	-765	-738	-739	-640
투자손익	3,156	3,165	2,971	2,972	2,991
책임준비금전입액	3,963	2,987	2,949	2,824	2,727
영업이익	-269	-587	-717	-591	-375
영업외손익	961	1,089	931	950	950
세전이익	691	502	214	359	575
법인세비용	166	143	47	99	158
당기순이익	525	359	166	260	417

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수입보험료 구성					
보장성	56.6	59.1	59.5	60.4	61.2
저축성	43.4	40.9	40.5	39.6	38.8
수입보험료 성장률	-8.5	-3.8	0.0	-2.0	-1.5
보장성	0.6	0.5	0.6	-0.4	-0.2
저축성	-18.1	-9.4	-0.8	-4.3	-3.4
지급률	71.8	84.9	84.8	84.9	83.5
보장성	62.6	72.8	72.6	72.0	71.5
저축성	83.8	102.4	102.8	104.4	102.6
성장성					
자산 성장률	4.7	3.6	4.1	3.1	3.3
자본 성장률	10.0	10.0	6.6	0.5	5.0
운용자산 성장률	2.6	6.4	4.3	3.2	3.2
책임준비금 성장률	5.4	3.9	3.7	3.4	3.2
순이익 성장률	66.8	-31.6	-53.7	56.3	60.1
운용자산이익률	3.7	3.5	3.2	3.1	3.0

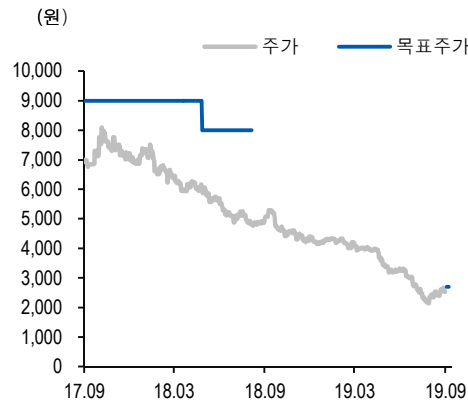
자료: 유안타증권

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산	110,313	114,302	119,000	122,734	126,817
운용자산	84,360	89,760	93,619	96,615	99,707
현금 및 예치금	417	1,414	779	702	713
유가증권	61,143	64,290	66,867	68,814	70,817
대출채권	19,320	20,555	21,719	22,704	23,730
부동산	3,479	3,501	4,253	4,395	4,447
비운용자산	4,310	3,088	3,078	3,081	3,083
특별계정자산	21,643	21,455	22,303	23,038	24,027
부채	101,344	104,440	108,484	112,170	115,722
책임준비금	77,253	80,241	83,191	86,016	88,742
계약자지분조정	697	571	832	860	887
기타부채	1,229	1,249	2,063	2,136	2,201
특별계정부채	22,165	22,379	22,398	23,159	23,893
자본	8,969	9,862	10,516	10,564	11,094
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	3,152	3,358	3,381	3,589	3,923
자본조정	-924	-924	-924	-924	-924
기타포괄손익누계액	1,415	1,042	1,673	1,513	1,710
신종자본증권	498	1,558	1,558	1,558	1,558

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Valuation					
PER	4.2	6.2	13.3	8.5	5.3
PBR	0.25	0.22	0.21	0.21	0.20
배당수익률	5.5	3.9	1.6	2.7	4.3
주당지표					
EPS	699	478	222	346	555
BPS	11,937	13,126	13,996	14,059	14,765
DPS	140	100	40	70	110
수익성					
ROE	6.1	3.8	1.6	2.5	3.8
ROA	0.49	0.32	0.14	0.22	0.33
자본비율					
RBC 비율	206.4	212.2	216.3	211.7	214.6
지급여력금액	10,326	11,742	12,833	12,903	13,457
지급여력기준금액	5,004	5,533	5,934	6,095	6,272
배당성향	18.0	18.1	16.1	17.3	17.9

자료: 유안타증권

한화생명 (088350) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-09-23	HOLD	2,700	1년		
2019-05-16	담당자변경 1년 경과 이후		1년	-64.60	-57.00
2018-05-16	BUY	8,000	1년	-48.11	-24.38
2017-08-10	BUY	9,000	1년	-27.27	-10.11

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.0
Hold(중립)	11.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-09-18

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 정태준)
- 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 기존 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 투자의사결정은 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.