

한화생명 (088350)

보험/증권

정태준 CFA

02 3770 5585

taejoon.jeong@yuantakorea.com



투자의견	HOLD (M)
목표주가	2,700원 (M)
현재주가 (10/15)	2,330원
상승여력	16%

시가총액	20,324억원
총발행주식수	868,530,000주
60일 평균 거래대금	54억원
60일 평균 거래량	2,191,835주
52주 고	4,745원
52주 저	2,145원
외인자분율	16.12%
주요주주	한화건설 외 5인 45.03%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(10.3)	(22.9)	(50.7)
상대	(11.1)	(22.2)	(48.4)
절대(달러환산)	(9.9)	(23.3)	(52.9)

보수적 접근 권고

투자의견 HOLD, 목표주가 2,700원 유지

3분기 이익은 컨센서스를 43.0% 하회하는 447억원 예상. 이는 전년동기대비 68.2%의 감익으로, 저축성보험 지급률 상승에 따른 보험손익 악화와 시장금리 하락 및 자산 듀레이션 확대 압력에 따른 투자손익 감소에 기인. 책임준비금 전입액은 저축성 수입보험료 감소에 따라 전년동기대비 4.6% 개선.

3분기 저축성보험 지급률(지급보험금/수입보험료)은 전년동기대비 13.4%pt 상승할 전망. 이는 저축성 수입보험료는 감소(-4.6%pt YoY)하는 가운데 보유계약의 만기환급금 지급으로 지급보험금은 증가(+4.0%pt YoY)하기 때문. 한편 보유계약 내 저축성보험의 비중은 지속 감소하는 가운데 보장성보험의 지급률 개선도 가능하기 때문에 전체 지급률은 2021년부터 개선될 전망.

동사에 대한 투자의견과 목표주가는 기존 HOLD와 2,700원을 유지. 최근 주가 급락으로 상승여력이 확대되었으나 1) 회계기준 및 자본제도에 대한 불확실성과 2) 자산 듀레이션 확대 압력이 남아있다는 점에서 보수적으로 접근할 필요가 있다는 판단.

연간 이익 컨센서스 하회 전망, 내년 증익 예상

연간 이익(1,527억원)은 컨센서스(1,772억원)를 크게 하회할 전망. 이는 3분기 이익과 컨센서스의 괴리율에 기인. 한편 하반기 LAT 결손에 대한 우려는 소멸된 만큼 4분기 이익은 흑자전환(146억원 vs. 4Q18 -261억원)이 가능할 전망.

한편 내년에는 70.6%의 증익을 예상하는데, 1) 올해 실적에 크게 영향을 끼친 주식 손상차손이 소멸할 것으로 판단하는 가운데 2) 지급률은 보험, 책임준비금 전입액은 감소할 전망이다기 때문.

당사는 내년에도 연간 이익은 컨센서스를 하회할 것으로 예상하는데, 이는 지급률의 유의미한 개선과 자산 듀레이션 확대 압력 완화가 2021년에 가능할 것으로 판단하기 때문. 2021년에는 이익 정상화와 함께 컨센서스를 상회하는 이익 창출이 가능할 전망.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
수입보험료	2,272	-2.2	-3.7	2,330	-2.5
영업이익	-176	134.9	-2.2	-118	N/A
세전이익	62	-66.1	23.1	121	-49.1
당기순이익	45	-68.2	-4.5	78	-43.0

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	-736	-591
당기순이익	525	359	153	261
PER (배)	3.9	5.7	13.3	7.8
PBR (배)	0.23	0.21	0.19	0.19
ROE (%)	6.1	3.8	1.5	2.5
ROA (%)	0.49	0.32	0.13	0.22

자료: 유안타증권

3 분기 실적 YoY 비교

(단위: 십억원, %, %pt)

	3Q18	3Q19E	YoY	비고
보험영업수익	2,364	2,312	-2.2	
수입보험료	2,324	2,272	-2.2	
보장성	1,365	1,357	-0.6	보장성보험 경쟁 심화
저축성	959	915	-4.6	저축성보험 비중 축소
재보험수익	40	40	1.4	
보험영업비용	2,410	2,463	2.2	
지급보험금	1,837	1,929	5.0	저축성보험 지급률 상승
재보험비용	44	43	-2.2	
사업비	289	283	-2.2	
신계약상각비	239	208	-13.2	신계약 감소
할인료	1	1	29.6	
보험손익	-46	-151	229.3	
투자손익	828	793	-4.3	시장금리 하락, 자산 듀레이션 확대 압력 지속
책임준비금전입액	857	818	-4.6	저축성 수입보험료 감소
영업이익	-75	-176	134.9	
영업외손익	257	238	-7.5	
세전이익	182	62	-66.1	
법인세비용	41	17	-59.0	
당기순이익	141	45	-68.2	
수입보험료 구성				
보장성	58.7	59.7	1.0	
저축성	41.3	40.3	-1.0	
지급률	79.1	84.9	5.8	
보장성	70.3	71.4	1.1	
저축성	91.5	104.9	13.4	
운용자산이익률	3.7	3.4	-0.3	시장금리 하락, 자산 듀레이션 확대 압력 지속

자료: 유안타증권 리서치센터

분기별 이익 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
보험손익	-221	-64	-151	-322	-765	-757	-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	-176	-217	-587	-736	-591
영업외손익	226	230	238	238	1,089	931	950
세전이익	63	50	62	20	502	195	359
법인세비용	16	3	17	6	143	42	99
당기순이익	47	47	45	15	359	153	261

자료: 유안타증권 리서치센터

한화생명 (088350) 추정재무제표 (K-IFRS)

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	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	10,143	9,938	9,705
지급보험금	6,882	7,832	7,845	7,671	7,441
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	-757	-739	-639
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	-736	-591	-375
영업외손익	961	1,089	931	950	950
세전이익	691	502	195	359	575
법인세비용	166	143	42	99	158
당기순이익	525	359	153	261	417

주요 경영지표	(단위: %)				
	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	85.0	84.9	83.5
보장성	62.6	72.8	73.0	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	6.5	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	-57.5	70.6	60.1
운용자산이익률	3.7	3.5	3.2	3.1	3.0

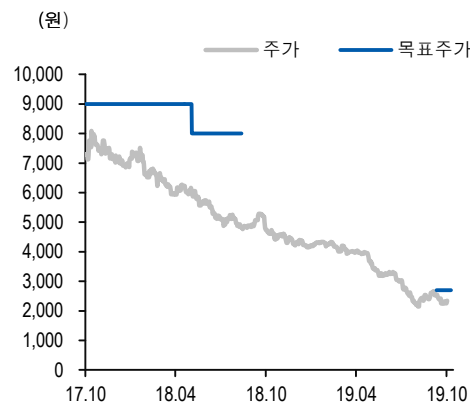
자료: 유안타증권

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산	110,313	114,302	118,986	122,721	126,804
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	22,289	23,025	24,014
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	10,502	10,550	11,081
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	3,152	3,358	3,367	3,575	3,910
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

주요 투자지표	(단위: 배, %, 원, 십억원)				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Valuation					
PER	3.9	5.7	13.3	7.8	4.9
PBR	0.23	0.21	0.19	0.19	0.18
배당수익률	6.0	4.3	1.7	3.0	4.7
주당지표					
EPS	699	478	203	347	555
BPS	11,937	13,126	13,977	14,041	14,748
DPS	140	100	40	70	110
수익성					
ROE	6.1	3.8	1.5	2.5	3.9
ROA	0.49	0.32	0.13	0.22	0.33
자본비용					
RBC 비율	206.4	212.2	216.1	211.5	214.4
지급여력금액	10,326	11,742	12,820	12,890	13,444
지급여력기준금액	5,004	5,533	5,933	6,094	6,272
배당성향	18.0	18.1	17.4	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
2019-10-16	HOLD	2,700	1년		
2019-09-23	HOLD	2,700	1년		
2019-05-16	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)	86.4
Hold(중립)	13.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-10-13

※ 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.