

한화생명 (088350)

보험

정태준 CFA



02 3770 5585

taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (M)
목표주가	2,700원 (M)
현재주가 (11/13)	2,405원
상승여력	12%

시가총액	20,888억원
총발행주식수	868,530,000주
60일 평균 거래대금	45억원
60일 평균 거래량	1,873,931주
52주 고	4,600원
52주 저	2,145원
외인자분율	15.46%
주요주주	한화건설 외 5인 45.03%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.4	8.6	(47.0)
상대	2.5	(1.5)	(48.3)
절대(달러환산)	8.3	13.6	(48.6)

낮아진 수익성, 완화된 규제 환경

투자의견 HOLD, 목표주가 2,700원 유지

3분기 이익(609억원)은 당사추정치(447억원)와 컨센서스(550억원)를 상회. 그러나 이는 비경상 투자손익(채권매각익)에 기인한 것으로, 이를 제외 시 400억원 초반 대의 실적인 것으로 판단. 계약자배당금 감소로 책임준비금 전입액은 추정치보다 나은 모습을 보였으나 1) 예상보다 높은 사업비와 2) 자산-부채 듀레이션 갭 부담에 따른 경상적 운용자산이익률 하락으로 인해 보험손익과 투자손익은 추정치를 하회.

보험손익은 추정치를 소폭 하회. 수입보험료는 당초 예상치보다 높았으나 이로 인한 비용 증가로 사업비도 추정치를 상회했기 때문. 투자손익은 채권매각익에도 불구하고, 자산 듀레이션 확대 노력에 따른 경상적 운용자산이익률 하락으로 추정치 하회.

동사에 대한 투자의견과 목표주가는 기존 HOLD와 2,700원을 유지. 이익 추정치는 하향했으나 K-ICS 2.0의 결과가 1.0 때보다 우호적일 전망이다 가운데 더욱 기준이 완화된 3.0이 예상되기 때문에 규제 환경은 개선되었다는 판단. 그러나 우려가 완전히 해소된 것은 아니기 때문에 보수적 접근이 필요.

내년 증익은 유효

내년 이익은 올해 대비 142.5% 증가한 2,221억원 예상. 예상 증익 폭이 100%를 초과하는 이유는 4분기에 큰 폭의 적자를 예상하기 때문. 당초 예상보다 자산-부채 듀레이션 갭의 부담이 확대됨에 따라 내년 이익 추정치는 기존 대비 14.8% 하향 조정.

그럼에도 불구하고 내년 보험손익과 투자손익의 동반 개선을 예상하는 것은 신규 저축성보험의 유입 때문. 1) 과거 대비 더 나은 조건으로 설계, 손실계약의 비중을 축소시키고 2) 수입보험료의 지속적인 창출로 지급률을 떨어뜨리며 3) 운용자산 성장을 뒷받침한다는 점에서 이익 개선에 기여할 전망. 변동금리형 적립금 비중이 지속 상승한다는 점도 긍정적.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
수입보험료	2,367	1.9	0.4	2,329	1.6
영업이익	-163	118.0	-9.2	-152	N/A
세전이익	69	-61.8	38.6	73	-4.4
당기순이익	60.9	-56.6	30.1	55.0	10.8

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(십억원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019E	2020E
수입보험료	9,587	9,224	9,320	9,133
영업이익	-269	-587	-825	-624
당기순이익	525	359	92	222
PER (배)	4.0	5.8	22.8	9.4
PBR (배)	0.23	0.21	0.19	0.19
ROE (%)	6.1	3.8	0.9	2.0
ROA (%)	0.49	0.32	0.08	0.18

자료: 유안타증권

3분기 실적 리뷰

(단위: 십억원, %, %pt)

	기준 추정치	실적 잠정치	비고
보험영업수익	2,312	2,407	
수입보험료	2,272	2,367	신계약 APE 는 감소한 가운데 수입보험료만 증가
보장성	1,357	1,422	→ 당분기 보장성 지급률 개선은 일시적
저축성	915	945	
재보험수익	40	40	
보험영업비용	2,463	2,561	
지급보험금	1,929	2,018	
재보험비용	43	42	
사업비	283	307	신계약 판매 촉진으로 사업비 증가
신계약상각비	208	193	
할인료	1	1	
보험손익	-151	-154	수입보험료와 비용의 동반 증가로 추정치 소폭 하회
투자손익	793	764	채권매각에도 경상적 운용자산이익률 하락으로 추정치 하회
책임준비금전입액	818	773	계약자배당준비금 감소로 추정치보다 나은 수치
영업이익	-176	-163	
영업외손익	238	233	
세전이익	62	69	
당기순이익	45	61	
운용자산이익률	3.4	3.3	자산 듀레이션 확대 영향

자료: 유안타증권 리서치센터

분기별 이익 전망

(단위: 십억원)

	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019E	2020E	2021E
보험손익	-167	-88	-30	-245	-671	-531	-501
투자손익	816	755	734	706	2,953	3,011	3,034
책임준비금전입액	743	796	829	736	3,108	3,104	3,042
영업이익	-95	-129	-126	-275	-825	-624	-508
영업외손익	233	233	233	233	921	930	930
세전이익	138	104	107	-43	96	306	422
법인세비용	38	29	29	-12	4	84	116
당기순이익	100	75	78	-31	92	222	306

자료: 유안타증권 리서치센터

한화생명 (088350) 추정재무제표 (K-IFRS)

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
보험영업수익	9,749	9,388	9,477	9,286	9,150
수입보험료	9,587	9,224	9,320	9,133	9,000
보장성	5,426	5,454	5,572	5,505	5,445
저축성	4,160	3,770	3,748	3,628	3,555
재보험수익	162	164	158	152	150
보험영업비용	9,210	10,154	10,148	9,816	9,651
지급보험금	6,882	7,832	7,879	7,520	7,305
재보험비용	173	174	170	177	175
사업비	883	1,185	1,234	1,346	1,485
신계약상각비	1,272	962	863	771	684
할인료	3	3	2	2	2
보험손익	538	-765	-671	-531	-501
투자손익	3,156	3,165	2,953	3,011	3,034
책임준비금전입액	3,963	2,987	3,108	3,104	3,042
영업이익	-269	-587	-825	-624	-508
영업외손익	961	1,089	921	930	930
세전이익	691	502	96	306	422
법인세비용	166	143	4	84	116
당기순이익	525	359	92	222	306

주요 경영지표	(단위: %)				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수입보험료 구성					
보장성	56.6	59.1	59.8	60.3	60.5
저축성	43.4	40.9	40.2	39.7	39.5
수입보험료 성장률	-8.5	-3.8	1.0	-2.0	-1.5
보장성	0.6	0.5	2.2	-1.2	-1.1
저축성	-18.1	-9.4	-0.6	-3.2	-2.0
지급률	71.8	84.9	84.5	82.3	81.2
보장성	62.6	72.8	73.1	73.1	73.3
저축성	83.8	102.4	97.6	96.4	93.3
성장성					
자산 성장률	4.7	3.6	4.7	3.4	3.6
자본 성장률	10.0	10.0	11.9	0.1	4.0
운용자산 성장률	2.6	6.4	5.5	3.4	3.5
책임준비금 성장률	5.4	3.9	3.9	3.7	3.5
순이익 성장률	66.8	-31.6	-74.5	142.5	37.8
운용자산이익률	3.8	3.6	3.2	3.1	3.0

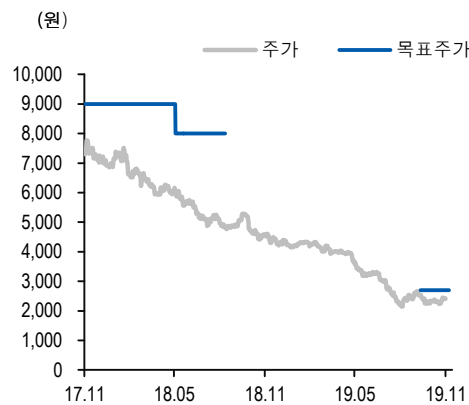
자료: 유안타증권

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산	110,313	114,302	119,718	123,778	128,184
운용자산	84,360	89,760	94,697	97,916	101,343
현금 및 예치금	417	1,414	686	559	553
유가증권	61,143	64,290	67,637	69,741	71,979
대출채권	19,320	20,555	21,969	23,010	24,119
부동산	3,479	3,501	4,405	4,607	4,692
비운용자산	4,310	3,088	3,055	3,047	3,046
특별계정자산	21,643	21,455	21,967	22,815	23,795
부채	101,344	104,440	108,678	112,723	116,683
책임준비금	77,253	80,241	83,351	86,455	89,497
계약자지분조정	697	571	904	938	971
기타부채	1,229	1,249	2,462	2,552	2,637
특별계정부채	22,165	22,379	21,960	22,778	23,578
자본	8,969	9,862	11,041	11,056	11,501
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	3,152	3,358	3,296	3,473	3,719
자본조정	-924	-924	-924	-924	-924
기타포괄손익누계액	1,415	1,042	1,784	1,622	1,821
신종자본증권	498	1,558	2,056	2,056	2,056

주요 투자지표	(단위: 배, %, 원, 십억원)				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Valuation					
PER	4.0	5.8	22.8	9.4	6.8
PBR	0.23	0.21	0.19	0.19	0.18
배당수익률	5.8	4.2	0.8	2.5	3.3
주당지표					
EPS	699	478	122	296	407
BPS	11,937	13,126	14,694	14,714	15,306
DPS	140	100	20	60	80
수익성					
ROE	6.1	3.8	0.9	2.0	2.7
ROA	0.49	0.32	0.08	0.18	0.24
자본비용					
RBC 비율	206.4	212.2	219.8	214.0	214.7
지급여력금액	10,326	11,742	13,487	13,524	13,992
지급여력기준금액	5,004	5,533	6,135	6,320	6,516
배당성향	18.0	18.1	13.4	17.0	17.1

자료: 유안타증권

한화생명 (088350) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-11-14	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)	84.8
Hold(중립)	14.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-11-11

※ 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.