

한화생명 (088350)

보험



정태준 CFA

02 3770 5585
taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자 의견	HOLD (M)
목표주가	2,400원 (D)
현재주가 (2/20)	1,970원
상승여력	22%

시가총액	17,110억원
총발행주식수	868,530,000주
60일 평균 거래대금	44억원
60일 평균 거래량	1,970,575주
52주 고	4,335원
52주 저	1,970원
외인지분율	13.29%
주요주주	한화건설 외 5 인 45.04%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(10.5)	(14.3)	(54.1)
상대	(7.7)	(17.1)	(53.4)
절대(달러환산)	(12.8)	(15.7)	(56.7)

갈 길이 멀지만 올해부터 증익은 맞다

투자의견 HOLD 유지, 목표주가 2,400원으로 하향

동사에 대한 투자의견 HOLD를 유지. 목표주가는 기존 2,700원에서 2,400원으로 하향. 목표주가 하향의 배경은 1) 2020년 이익 추정치 하향에 따른 ROE 하향과 2) 우호적이지 않은 환경을 반영한 자본비용 조정임. 그럼에도 불구하고 올해는 증익을 예상. 기존 5천억원대 이익 레벨로 회복하기에는 갈 길이 멀지만 반등 추세는 시작되었다는 판단이기 때문에 투자의견 유지.

4분기 실적은 -397억원으로 당사 추정치 -628억원과 컨센서스 -439억원을 상회. 그러나 1) 변액보증준비금 적립액이 예상보다 커 책임준비금 전입액이 추정치를 상회하였고 2) 이를 채권 등 처분익을 통해 방어했다는 점에서 호실적이라고 볼 수는 없다는 판단.

연간 변액보증준비금 적립액은 연중 금리 급락에 더불어 일반계정 보증준비금 제도 변경도 겹쳐 전년 대비 급증. 이로 인해 이차손이 확대된 점이 실적 악화의 주 원인. 한편 보험이익도 전년 대비 하락. 비차익은 성장했으나 보장성보험 손해를 상승으로 사차익이 감소 중이기 때문.

EV는 전년 동기 대비 증가. 보유계약가치는 감소했으나 조정순자산가치는 상승했기 때문. 보장성보험 확대에 따라 신계약가치가 성장하는 점은 긍정적.

이런 상황에도 올해 증익을 예상하는 이유는 1) 금리 상승을 예상하고 있고 2) 고정금리형 보험 부채의 비중은 계속 감소하고 있으며 3) 저축성 APE도 감소하고 있기 때문. 변액보험 관련 헤지를 시작한 점도 긍정적. 이차손의 축소를 예상하고 있다는 의미인데, 가장 중요한 변수는 금리라는 판단.

따라서 동사의 금리 민감도는 더욱 높아질 전망. 최근 금리는 코로나 바이러스 공포로 인해 하락세를 거듭하고 있으나 공포 국면이 지나간 뒤 금리 반등과 함께 동사에 대한 기대감도 회복될 수 있을 전망.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
수입보험료	2,367	3.9	0.0	N/A	-
영업이익	-324	N/A	N/A	-311	N/A
세전이익	-70	N/A	N/A	-54	N/A
당기순이익	-40	N/A	N/A	-44	N/A

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(십억원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019P	2020E
수입보험료	9,587	9,224	9,459	9,270
영업이익	-269	-587	-830	-758
당기순이익	525	359	115	188
PER (배)	3.3	4.8	14.9	9.1
PBR (배)	0.19	0.17	0.14	0.14
ROE (%)	6.1	3.8	1.0	1.6
ROA (%)	0.49	0.32	0.10	0.15

자료: 유안타증권

[표 1] 목표주가 변경 상세

(단위: 원, %, 배)

	기존	신규
2019 BPS	14,691	16,048
2020E ROE	1.8	1.6
COE	10.0	10.5
Growth rate	0.0	0.0
목표주가	2,700	2,400

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 4 분기 실적 리뷰

(단위: 십억원, %, %p)

	기존 추정치	실적 잠정치	비고
보험영업수익	2,407	2,409	
수입보험료	2,367	2,367	
재보험수익	40	42	
보험영업비용	2,624	2,598	
지급보험금	2,027	2,048	보장성 손해를 예상치 상회
재보험비용	46	43	
사업비	362	297	비용 효율화
신계약상각비	189	209	
할인료	1	1	
보험손익	-217	-189	
투자손익	723	911	매도가능증권 처분익 등 비경상 투자영업이익 1,694억원 반영
책임준비금전입액	825	1,046	예상보다 큰 변액보증준비금 적립
영업이익	-319	-324	
영업외손익	233	254	특별계정수수료 예상치 상회
세전이익	-87	-70	
법인세비용	-24	-30	
당기순이익	-63	-40	
운용자산이익률	3.1	3.8	매도가능증권 처분익 등 비경상 투자영업이익 1,694억원 반영

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019E	2020E	2021E
보험손익	-260	-153	-176	-189	-628	-778	-654
투자손익	797	738	718	726	3,162	2,980	2,948
책임준비금전입액	666	696	698	900	3,363	2,960	2,842
영업이익	-129	-110	-156	-363	-830	-758	-548
영업외손익	254	254	254	254	943	1,018	1,018
세전이익	125	144	99	-108	113	260	470
당기순이익	91	104	72	-79	115	188	341

자료: 유안타증권 리서치센터

한화생명 (088350) 추정재무제표 (K-IFRS)

	2017	2018	2019P	2020E	2021E
보험영업수익	9,749	9,388	9,622	9,434	9,296
수입보험료	9,587	9,224	9,459	9,270	9,135
보장성	5,426	5,454	5,656	5,655	5,664
저축성	4,160	3,770	3,803	3,615	3,471
재보험수익	162	164	162	164	161
보험영업비용	9,210	10,154	10,250	10,212	9,950
지급보험금	6,882	7,832	8,007	8,030	7,795
재보험비용	173	174	171	170	167
사업비	883	1,185	1,221	1,145	1,129
신계약상각비	1,272	962	849	864	855
할인료	3	3	2	3	3
보험손익	538	-765	-628	-778	-654
투자손익	3,156	3,165	3,162	2,980	2,948
책임준비금전입액	3,963	2,987	3,363	2,960	2,842
영업이익	-269	-587	-830	-758	-548
영업외손익	961	1,089	943	1,018	1,018
세전이익	691	502	113	260	470
법인세비용	166	143	-2	71	129
당기순이익	525	359	115	188	341

	2017	2018	2019P	2020E	2021E
수입보험료 구성					
보장성	56.6	59.1	59.8	61.0	62.0
저축성	43.4	40.9	40.2	39.0	38.0
수입보험료 성장률	-8.5	-3.8	2.5	-2.0	-1.5
보장성	0.6	0.5	3.7	0.0	0.2
저축성	-18.1	-9.4	0.9	-4.9	-4.0
지급률	71.8	84.9	84.6	86.6	85.3
보장성	62.6	72.8	72.7	72.7	72.0
저축성	83.8	102.4	101.8	108.4	107.1
성장성					
자산 성장률	4.7	3.6	6.5	2.9	3.3
자본 성장률	10.0	10.0	22.3	0.3	3.9
운용자산 성장률	2.6	6.4	7.5	2.9	3.1
책임준비금 성장률	5.4	3.9	4.2	3.5	3.3
순이익 성장률	66.8	-31.6	-68.1	64.2	81.0
운용자산이익률	3.8	3.6	3.4	3.0	2.9

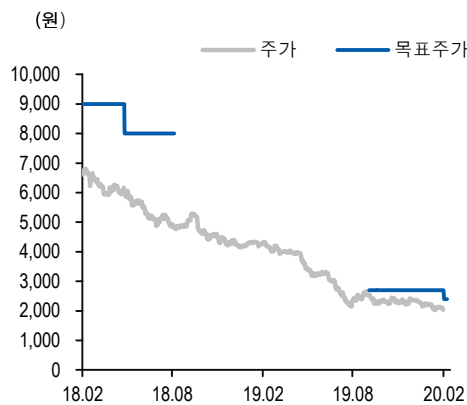
자료: 유안타증권

	2017	2018	2019P	2020E	2021E
자산	110,313	114,302	121,757	125,314	129,442
운용자산	84,360	89,760	96,461	99,259	102,336
현금 및 예치금	417	1,414	846	640	623
유가증권	61,143	64,290	69,749	71,574	73,588
대출채권	19,320	20,555	22,372	23,318	24,348
부동산	3,479	3,501	3,495	3,726	3,777
비운용자산	4,310	3,088	3,176	3,106	3,096
특별계정자산	21,643	21,455	22,119	22,949	24,010
부채	101,344	104,440	109,699	113,216	116,870
책임준비금	77,253	80,241	83,609	86,569	89,410
계약자지분조정	697	571	1,196	1,234	1,274
기타부채	1,229	1,249	1,909	1,691	1,698
특별계정부채	22,165	22,379	22,985	23,722	24,487
자본	8,969	9,862	12,058	12,099	12,571
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	3,152	3,358	3,311	3,465	3,736
자본조정	-924	-924	-924	-924	-924
기타포괄손익누계액	1,415	1,042	2,787	2,674	2,875
신종자본증권	498	1,558	2,056	2,056	2,056

	2017	2018	2019P	2020E	2021E
Valuation					
PER	3.3	4.8	14.9	9.1	5.0
PBR	0.19	0.17	0.14	0.14	0.14
배당수익률	7.1	5.1	1.0	2.0	4.1
주당지표					
EPS	603	413	132	217	393
BPS	11,937	13,126	16,048	16,102	16,731
DPS	140	100	20	40	80
수익성					
ROE	6.1	3.8	1.0	1.6	2.8
ROA	0.49	0.32	0.10	0.15	0.27
자본비율					
RBC 비율	206.4	212.2	235.0	230.0	231.0
지급여력금액	10,326	11,742	14,911	14,983	15,489
지급여력기준금액	5,004	5,533	6,345	6,516	6,705
배당성향	18.0	18.1	14.8	18.1	20.1

자료: 유안타증권

한화생명 (088350) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-02-21	HOLD	2,400	1년		
2019-09-23	HOLD	2,700	1년	-15.86	-
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)	87.2
Hold(중립)	12.2
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-02-18

※ 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.