



# 한화생명 (088350)

보험



정태준 CFA

02 3770 5585  
taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자의견	<b>HOLD (M)</b>
목표주가	<b>2,100원 (M)</b>
현재주가 (5/14)	<b>1,685원</b>
상승여력	<b>25%</b>

시기총액	14,635억원
총발행주식수	868,530,000주
60일 평균 거래대금	175억원
60일 평균 거래량	11,013,962주
52주 고	3,635원
52주 저	895원
외인지분율	10.59%
주요주주	한화건설 외 6 인 45.05%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.9)	(20.3)	(53.6)
상대	(6.3)	(7.1)	(49.9)
절대(달러환산)	(3.4)	(23.0)	(54.9)

## 컨센서스 부합하는 실적

### 투자의견 HOLD, 목표주가 2,100원 유지

1분기 이익은 478억원으로 컨센서스에 부합. 보험손익과 책임준비금 전입액은 전년동기대비 약화되었으나 투자손익에서 비경상적 이익이 크게 발생하며 이익을 방어. RBC비율의 큰 폭 상승, 부담금리 하락, 자산-부채 듀레이션 갭 축소는 긍정적. 투자의견과 목표주가 유지.

**보험손익** 1분기 보험손익은 당사 추정치를 하회. 1) 분기 위험손해율(87.0%, +7.4%pt YoY, +7.7%pt QoQ)이 상승했고, 2) 4월 예정이율 인하 이전 보장성보험 절판 발생으로 사업비율(16.4%, +0.5%pt YoY, -0.3%pt QoQ)도 높았기 때문. 경영진은 연간 목표치로 손해율 81%, 사업비율 15%를 제시.

**투자손익** 1분기 투자손익은 당사 추정치를 상회. 채권 교체매매 과정에서 발생한 채권 매각익이 예상보다 컸기 때문. 교체매매는 1) 단기채권에서 장기채권으로의 교체와 2) 해외채권에서 국내채권으로의 교체가 주로 발생한 것으로 판단. 이를 제외한 경상적 운용자산이익률은 3.0%로 추정. 한편 해외투자 한도가 기준 30%에서 50%로 상향 조정됨에 따라 운용의 유연성이 배가될 수 있을 것으로 기대.

**책임준비금 전입액** 1분기 책임준비금 전입액은 당사 추정치에 부합. 전년동기대비 큰 폭 상승은 3월 증시 급락에 따른 변액보증준비금 적립에 기인. 따라서 4월 이후 증시가 안정을 찾았기 때문에 2분기 이후로는 다시 안정적인 모습이 나타날 전망. 3월 중 급등한 시장금리가 크게 빠지지 않고 있다는 점도 긍정적.

**자본적정성** 1분기 RBC비율은 245.6%로 전년동기대비 27.4%pt, 전분기대비 10.3%pt 상승. RBC비율 급등은 미국 장기금리 급락으로 인한 매도가능증권 평가익 증가에 기인. 장기채비중 확대와 시장금리 상승으로 자산-부채 듀레이션 갭이 줄어든 점도 긍정적.

### Quarterly earning Forecasts

	1Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
수입보험료	2,568	8.5	8.5	2,344	9.5
영업이익	-198	21.4	-39.1	-163	N/A
세전이익	64	1.0	-191.4	74	-14.3
당기순이익	48	2.7	-220.5	49	-3.0

자료: 유안티증권

### Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020E	2021E
수입보험료	9,224	9,459	9,895	9,465
영업이익	-587	-830	-824	-726
당기순이익	359	115	162	231
PER (배)	4.1	12.8	9.0	6.3
PBR (배)	0.15	0.12	0.12	0.12
ROE (%)	3.8	1.0	1.3	1.9
ROA (%)	0.32	0.10	0.13	0.18

자료: 유안티증권

[표 1] 1분기 실적 리뷰

(단위: 십억원, %, %pt)

	기준 추정치	실적 잠정치	비고
보험영업수익	2,360	2,609	
수입보험료	2,319	2,568	4월 예정이율 인하 전 보장성보험 절판
재보험수익	41	41	
보험영업비용	2,607	2,912	
지급보험금	2,069	2,327	연초 보장성보험 손해율 급등
재보험비용	43	43	
사업비	223	327	보장성보험 절판 영향
신계약상각비	272	214	
할인료	1	1	
보험손익	-247	-303	
투자손익	1,030	1,053	채권 교체매매 이익 등 비경상 투자영업이익 3,134억원 반영
책임준비금전입액	956	947	
영업이익	-173	-198	
영업외손익	254	261	
세전이익	81	64	
법인세비용	22	16	
당기순이익	59	48	
운용자산이익률	4.2	4.3	채권 교체매매 이익 등 비경상 투자영업이익 3,134억원 반영

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
보험손익	-303	-71	-93	-124	-628	-591	-761
투자손익	1,053	763	737	887	3,162	3,439	3,201
책임준비금전입액	947	859	821	1,045	3,363	3,672	3,166
영업이익	-198	-167	-178	-281	-830	-824	-726
영업외손익	261	261	261	261	943	1,045	1,045
세전이익	64	94	84	-20	113	221	319
당기순이익	48	68	61	-15	115	162	231

자료: 유안타증권 리서치센터

## 한화생명 (088350) 추정재무제표 (K-IFRS)

포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
		2018	2019	2020E	2021E	2022E
보험영업수익		9,388	9,622	10,055	9,618	9,359
수입보험료		9,224	9,459	9,895	9,465	9,210
보장성		5,454	5,684	5,882	5,868	5,710
저축성		3,770	3,775	4,014	3,597	3,500
재보험수익		164	162	160	153	149
보험영업비용		10,154	10,250	10,646	10,378	10,035
지급보험금		7,832	8,007	8,411	8,168	7,850
재보험비용		174	171	166	159	155
사업비		1,185	1,221	972	938	954
신계약상각비		962	849	1,095	1,111	1,074
할인료		3	2	3	3	3
보험손익		-765	-628	-591	-761	-676
투자손익		3,165	3,162	3,439	3,201	3,135
책임준비금전입액		2,987	3,363	3,672	3,166	3,083
영업이익		-587	-830	-824	-726	-624
영업외손익		1,089	943	1,045	1,045	1,045
세전이익		502	113	221	319	421
법인세비용		143	-2	59	88	116
당기순이익		359	115	162	231	305

재무상태표		(단위: 십억원)				
		2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산		114,302	121,757	126,341	130,542	134,740
운용자산		89,760	96,461	100,513	104,031	107,464
현금 및 예치금		1,414	846	644	629	644
유기증권		64,290	69,749	72,478	74,807	77,060
대출채권		20,555	22,372	23,613	24,751	25,891
부동산		3,501	3,495	3,778	3,844	3,869
비운용자산		3,088	3,176	3,120	3,110	3,109
특별계정자산		21,455	22,119	22,708	23,401	24,167
부채		104,440	109,699	114,286	118,375	122,398
책임준비금		80,241	83,609	87,281	90,448	93,530
계약자지분조정		571	1,196	1,280	1,326	1,371
기타부채		1,249	1,909	3,055	3,120	3,218
특별계정부채		22,379	22,985	22,670	23,481	24,279
자본		9,862	12,058	12,055	12,167	12,342
자본금		4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금		485	485	485	485	485
이익잉여금		3,358	3,311	3,373	3,535	3,762
자본조정		-924	-924	-924	-924	-924
기타포괄손익누계액		1,042	2,787	2,722	2,672	2,619
신종자본증권		1,558	2,056	2,056	2,056	2,056

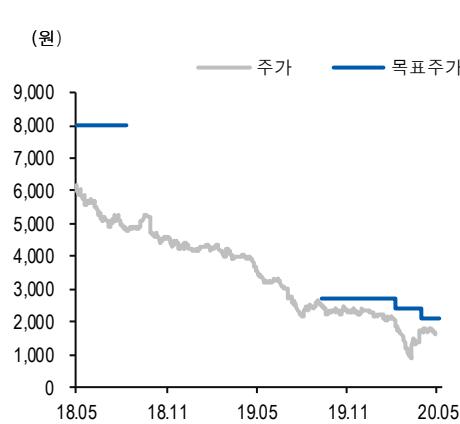
주요 경영지표		(단위: %)				
		2018	2019	2020E	2021E	2022E
수입보험료 구성						
보장성		59.1	60.1	59.4	62.0	62.0
저축성		40.9	39.9	40.6	38.0	38.0
수입보험료 성장률		-3.8	2.5	4.6	-4.4	-2.7
보장성		0.5	4.2	3.5	-0.2	-2.7
저축성		-9.4	0.1	6.3	-10.4	-2.7
지급률		84.9	84.6	85.0	86.3	85.2
보장성		72.8	73.0	73.0	76.9	77.1
저축성		102.4	102.2	96.1	101.7	98.5
성장성						
자산 성장률		3.6	6.5	3.8	3.3	3.2
자본 성장률		10.0	22.3	0.0	0.9	1.4
운용자산 성장률		6.4	7.5	4.2	3.5	3.3
책임준비금 성장률		3.9	4.2	4.4	3.6	3.4
순이익 성장률		-31.6	-68.1	41.3	42.9	32.0
운용자산이익률		3.6	3.4	3.5	3.1	3.0

자료: 유안타증권

주요 투자지표		(단위: 배, %, 원, 십억원)				
		2018	2019	2020E	2021E	2022E
Valuation						
PER		4.1	12.8	9.0	6.3	4.8
PBR		0.15	0.12	0.12	0.12	0.12
배당수익률		5.9	1.8	3.6	4.7	5.3
주당지표						
EPS		413	132	186	266	351
BPS		13,126	16,048	16,043	16,192	16,425
DPS		100	30	60	80	90
수익성						
ROE		3.8	1.0	1.3	1.9	2.5
ROA		0.32	0.10	0.13	0.18	0.23
자본비율						
RBC 비율		212.2	235.0	237.3	231.4	226.6
지급여력금액		11,742	14,911	14,894	14,927	15,021
지급여력기준금액		5,533	6,345	6,276	6,452	6,628
배당성향		18.1	26.0	18.7	20.4	18.9

자료: 유안타증권

## 한화생명 (088350) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 괴리를 = (실제주가<sup>\*</sup> - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	87.7
Hold(중립)	11.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-05-12

※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, 절대수익률을 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 투자 의사결정은 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.