

한화생명 (088350)

상품 수익성 개선에는 박수를

3분기 순이익 655억원(YoY +7.4%, QoQ -48.8%) 기록

3분기 순이익은 전년 대비 7.4% 개선된 655억원을 기록하였으며 컨센서스 대비 하회, 하나금융투자 추천치 보다는 상회하는 실적이었다. 전분기 대비는 크게 감소하였는데, 이는 주로 일회성 요인인 변액보증준비금 환입 규모(QoQ -730억원) 감소와 우리금융지주 지분증권 손상차손 인식(약 1,000억원)에 기인한다. 위험손해율은 78.9%로 사회적 거리 두기 완화에 따라 2분기 대비해서는 증가했지만 전년 대비 개선은 이어지고 있다. 한편, 부가보험료와 유지비는 사실상 큰 변동이 없는 가운데 신계약비 증가로 사업비차손익이 둔화된 영향으로 보험이익은 전년 대비 -6.0% 감소한 1,968억원을 기록하였다.

긍정적인 점과 우려되는 점

우선 긍정적으로 판단되는 점은 위험보험료 성장 속도가 상승세를 보이고 있는 사실이다. 2019년 4분기 위험보험료의 전년 대비 성장률이 1% 미만으로 하락하였으나, 올해부터 성장 속도는 다시 회복되며 3분기에는 2.7%까지 성장하였다. 또한, 비록 NIER 등 주요 가정이 2019년 기준이지만 보장성 VoNB Margin이 지난 분기에 이어 3분기에도 QoQ + 7.5%p 성장하며 상품 수익성 개선이 확인되고 있음을 꼭 해할 필요는 없다고 판단한다. 한편, 사업비차손익에 대한 전망은 밝지 않다고 생각하며, 부가보험료 성장은 요원한 가운데 비용은 증가 혹은 유지되고 있어 저금리로 연약해진 이익체력에 부담을 가중하고 있다

투자의견 중립(Neutral)과 목표주가 1,800원 유지

한화생명보험에 대한 기존의 투자 의견 중립(Neutral)과 목표주가 1,800원을 유지한다. 최근 시장금리 상승에 대한 기대감으로 동사의 주가가 크게 반등해 목표주가에 대한 고민은 많았으나 여전히 보수적인 관점에서 중립의 목표주가를 그대로 제시한다. 지난 자료에서 언급했듯, 금리에 대한 포트폴리오 관점에서는 매수가 유효하지만 아직까지 투자의견 상향을 위해서는 확인되어야 할 점이 많다고 판단한다.

Earnings Review

Neutral

| TP(12M): 1,800원 | CP(11월13일): 1,895원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,493.87
52주 최고/최저(원)	2,415/895
시가총액(십억원)	1,645.9
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	868,530.0
60일 평균 거래량(천주)	6,359,806.9
60일 평균 거래대금(십억원)	10.5
20년 배당금(예상, 원)	48
20년 배당수익률(예상, %)	2.55
외국인지분율(%)	7.60
주요주주 지분율(%)	
한화건설 외 6인	45.05
예금보험공사	10.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	22.7 17.0 (21.2)
상대	18.2 (9.0) (32.9)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	10,150	9,958
영업이익(십억원)	(635)	(632)
순이익(십억원)	232	237
EPS(원)	267	273
BPS(원)	16,994	17,141

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
수입보험료	십억원	14,240	14,014	15,477	14,498	14,414
영업이익	십억원	-587	-830	-648	-520	-491
세전이익	십억원	502	113	240	275	311
당기순이익	십억원	359	115	181	206	233
EPS	원	478	153	241	275	310
(증감률)	%	-31.6	-68.1	58.2	13.8	12.9
P/E	배	8.8	15.1	7.9	6.9	6.1
P/B	배	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1
ROA	%	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2
ROE	%	3.8	1.0	1.4	1.6	1.8
BPS	원	11,052	13,311	14,559	14,779	15,027
DPS	원	100	30	50	50	60
배당수익률	%	2.4	1.3	2.5	2.9	3.3



Analyst 이홍재
02-3771-7515
leehj612@hanafn.com

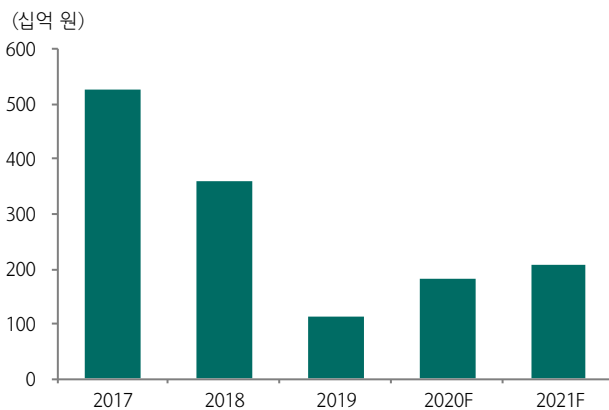
표 1. 분기별 주요 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	QoQ	YoY
수입보험료	3,181	3,053	3,045	4,734	3,417	3,721	3,436	4,903	-7.6%	12.8%
일반계정	2,366	2,359	2,367	2,367	2,568	2,478	2,569	2,593	3.6%	8.5%
특별계정	815	695	678	2,367	850	1,242	867	2,310	-30.2%	27.9%
보험이익	168	188	209	197	147	233	197	213	-15.4%	-6.0%
사차손익	118	98	106	100	75	155	124	106	-19.9%	16.7%
위험보험료	571	572	573	575	579	584	588	591	0.7%	2.7%
사고보험금	453	474	467	474	504	429	464	485	8.1%	-0.5%
위험손해율	79.3%	82.8%	81.5%	82.5%	87.0%	73.5%	78.9%	82.0%	7.4%p	-3.1%p
비차손익	49	90	103	97	72	78	73	107	-6.4%	-29.3%
예정사업비	562	588	593	599	607	590	600	616	1.7%	1.2%
실제사업비	513	498	490	502	535	512	527	509	2.9%	7.6%
사업비율	16.1%	16.3%	16.1%	10.6%	15.6%	13.8%	15.3%	10.4%	11.4%p	-4.6%p
이자율차 Spread	-1.32%p	-1.31%p	-1.26%p	-0.69%p	-0.14%p	-1.67%p	-1.45%p	-1.01%p	0.44%p	-0.38%p
운용자산이익률	3.31%	3.27%	3.30%	3.85%	4.36%	2.80%	2.99%	3.40%	-1.18%p	-1.10%p
부채 부담금리	4.63%	4.58%	4.56%	4.54%	4.50%	4.47%	4.44%	4.41%	-0.09%p	-0.36%p
보험손익	-221	-64	-154	-189	-303	-5	2	32	-131.5%	-101.0%
보험영업수익	2,407	2,399	2,407	2,409	2,609	2,521	2,614	2,638	3.7%	8.6%
보험영업비용	2,628	2,463	2,561	2,598	2,912	2,526	2,612	2,606	3.4%	2.0%
투자손익	743	743	764	911	1,053	688	742	850	8.0%	-2.9%
책임준비금전입액	685	859	773	1,046	947	729	857	1,173	17.5%	10.8%
영업이익	-163	-180	-163	-324	-198	-47	-113	-291	142.3%	-30.9%
영업외손익	226	230	233	254	261	208	209	210	0.2%	-10.3%
세전이익	63	50	69	-70	64	162	96	-81	-40.7%	38.1%
당기순이익	47	47	61	-40	48	128	65	-60	-48.8%	7.4%
자산총계	116,073	117,033	118,803	121,757	122,953	125,780	126,973	128,335	0.9%	6.9%
운용자산	90,585	91,993	93,976	96,461	97,797	99,572	99,961	101,055	0.4%	6.4%
부채총계	105,893	106,527	107,562	109,699	110,812	112,880	113,881	115,339	0.9%	5.9%
책임준비금	80,925	81,786	82,560	83,609	84,556	85,285	86,143	87,316	1.0%	4.3%
자본총계	10,180	10,506	11,241	12,058	12,141	12,900	13,092	12,996	1.5%	16.5%

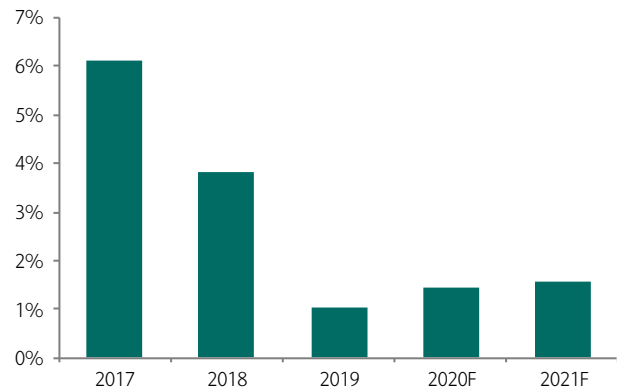
자료: 한화생명, 하나금융투자

그림 1. 연간 순이익 추정



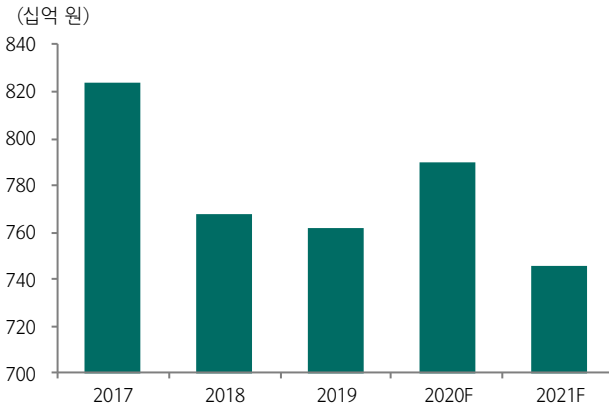
자료: 한화생명, 하나금융투자

그림 2. 연간 ROE 추정



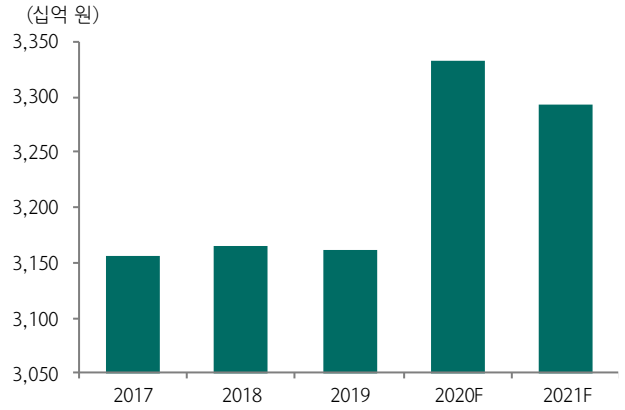
자료: 한화생명, 하나금융투자

그림 3. 연간 보험이익 추정



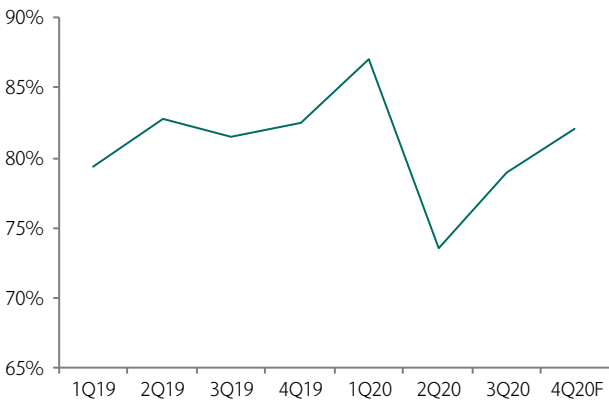
자료: 한화생명, 하나금융투자

그림 4. 연간 투자손익 추정



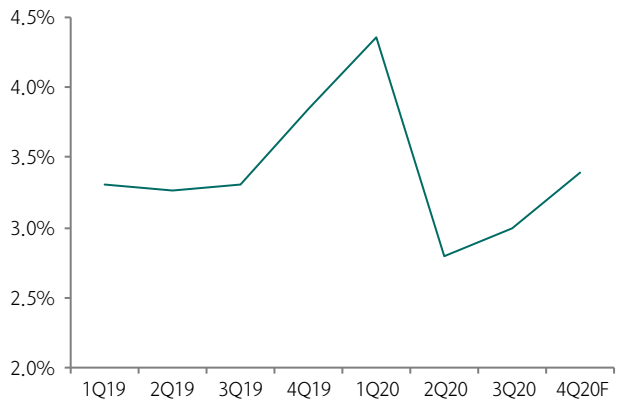
자료: 한화생명, 하나금융투자

그림 5. 2020F 분기별 위험손해율 추정



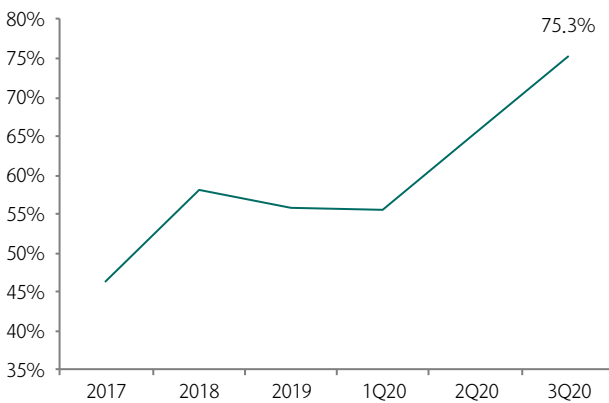
자료: 한화생명, 하나금융투자

그림 6. 2020F 분기별 운용자산이익률 추정



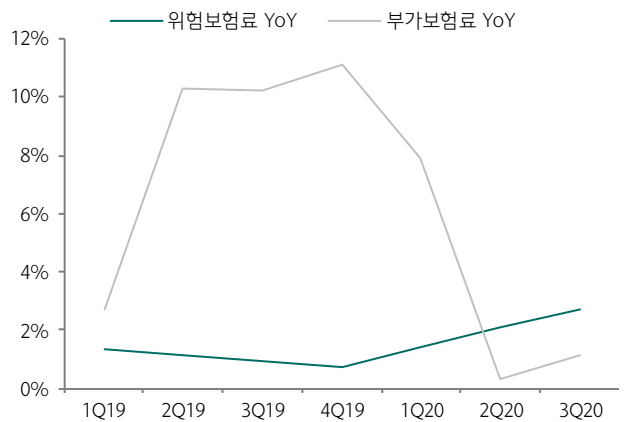
자료: 한화생명, 하나금융투자

그림 7. 보장성 보험 VoNB Margin



자료: 한화생명, 하나금융투자

그림 8. 위험보험료 및 부가보험료 전년 대비 증감



자료: 한화생명, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억 원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
수입보험료	14,240	14,014	15,477	14,498	14,414
일반계정	9,224	9,459	10,208	10,095	10,011
특별계정	5,016	4,555	5,269	4,404	4,403
보험이익	767	762	790	746	700
사업비차손익	266	339	330	306	253
위험률차손익	501	423	460	440	447
보험영업손익	-765	-628	-274	-70	115
보험영업수익	9,388	9,622	10,382	10,278	10,197
보험료수익	9,224	9,459	10,208	10,095	10,011
재보험수익	164	162	174	184	186
보험영업비용	10,154	10,250	10,656	10,348	10,082
지급보험금	7,832	8,007	8,328	7,996	7,739
재보험비용	172	171	186	202	205
사업비	1,185	1,221	1,266	1,290	1,291
(이연신계약비)	-706	-782	-817	-775	-746
신계약비	964	1,112	1,158	1,109	1,067
유지비	927	890	925	956	969
신계약상각비	962	849	874	859	846
할인료	3	3	2	2	2
투자영업손익	3,165	3,162	3,332	3,293	3,356
책임준비금전입액	2,987	3,363	3,706	3,743	3,976
영업이익	-587	-830	-648	-520	-505
영업외손익	1,089	943	888	796	802
세전이익	502	113	240	275	297
법인세비용	143	-2	59	69	74
당기순이익	359	115	181	206	223

재무상태표	(단위: 십억 원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
자산총계	114,302	121,757	128,335	133,141	138,301
운용자산	89,760	96,461	101,055	104,981	109,138
현금및예치금	1,414	846	671	705	733
유가증권	64,290	69,749	73,041	75,845	78,848
주식	1,343	1,258	1,760	1,830	1,902
채권	28,741	30,243	35,136	36,659	38,110
외화유가증권	24,431	27,131	24,811	25,570	26,584
기타	9,775	11,118	11,333	11,786	12,253
대출채권	20,555	22,372	23,829	24,784	25,766
부동산	3,501	3,495	3,515	3,647	3,791
비운용자산	3,088	3,176	3,134	3,033	3,016
미상각신계약비	1,694	1,627	1,608	1,556	1,548
특별계정자산	21,455	22,119	24,146	25,127	26,147
부채총계	104,440	109,699	115,339	119,980	124,962
책임준비금	80,241	83,609	87,316	91,058	95,034
보험료적립금	76,629	79,417	82,651	86,193	89,957
계약자지분조정	571	1,196	1,554	1,548	1,548
기타부채	1,249	1,909	2,358	2,283	2,270
특별계정부채	22,379	22,985	24,111	25,091	26,109
자본총계	9,862	12,058	12,996	13,161	13,339
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	3,358	3,311	3,360	3,525	3,703
자본조정	-924	-924	-924	-924	-924
기타포괄손익누계액	1,042	2,787	3,675	3,675	3,675
신종자본증권	1,558	2,056	2,056	2,056	2,056

주요 지표 (1)

(단위: %)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
전년 대비 성장성					
수입보험료	3.1	-1.6	10.4	-6.3	-0.6
일반계정	-3.8	2.5	7.9	-1.1	-0.8
보장	0.5	4.2	5.4	3.7	1.7
저축	-9.4	0.1	11.7	-8.0	-4.9
특별계정	18.7	-9.2	15.7	-16.4	-0.0
변액	64.8	-8.4	45.4	-22.9	-0.6
퇴직	-7.1	-10.0	-14.2	-5.4	0.8
사업비차손익	6,555.0	27.4	-2.7	-7.3	-17.1
위험률차손익	-3.5	-15.6	8.9	-4.3	1.5
보험영업수익	-3.7	2.5	7.9	-1.0	-0.8
보험영업비용	10.2	0.9	4.0	-2.9	-2.6
투자영업손익	0.3	-0.1	5.4	-1.2	1.9
책임준비금전입액	-24.6	12.6	10.2	1.0	6.2
세전이익	-27.4	-77.5	112.8	14.6	8.0
당기순이익	-31.6	-68.1	58.2	13.8	8.0
자산총계	3.6	6.5	5.4	3.7	3.9
부채총계	3.1	5.0	5.1	4.0	4.2
자본총계	10.0	22.3	7.8	1.3	1.4
수익성 지표					
위험손해율	77.9	81.5	80.4	81.7	81.8
사업비율	13.3	14.3	13.5	14.2	14.1
투자수익률	3.7	3.5	3.4	3.2	3.2
부채 평균 부담이율	4.7	4.5	4.4	4.3	4.2
ROA	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2
ROE	3.8	1.0	1.4	1.6	1.7

자료: 하나금융투자

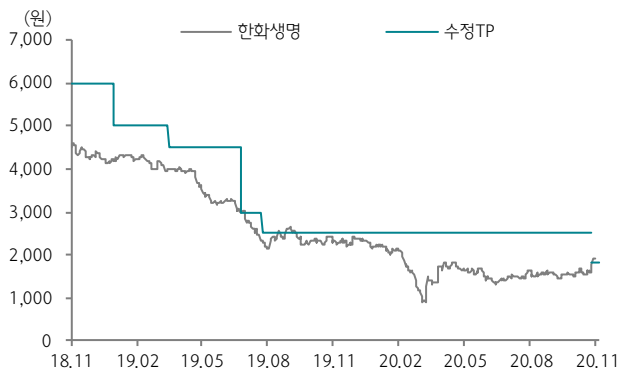
주요 지표 (2)

(단위: 십억 원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
보험료 구성					
일반계정	9,224	9,459	10,208	10,095	10,011
보장	5,454	5,684	5,993	6,215	6,322
저축	3,770	3,775	4,215	3,880	3,688
특별계정	5,016	4,555	5,269	4,404	4,403
퇴직	2,495	2,285	3,323	2,561	2,546
변액	2,521	2,269	1,946	1,842	1,857
위험보험료	2,267	2,290	2,342	2,400	2,449
부가보험료	2,157	2,342	2,413	2,370	2,290
특별계정수입수수료	1,117	984	963	871	878
신계약 APE					
보장성	947	1,186	1,154	1,177	1,209
저축성	741	639	734	553	451
운용자산 구성 (%)					
현금및예치금	1.6	0.9	0.7	0.7	0.7
유가증권	71.6	72.3	72.3	72.2	72.2
대출채권	22.9	23.2	23.6	23.6	23.6
부동산	3.9	3.6	3.5	3.5	3.5
투자 지표					
EPS (KRW)	478	153	241	275	297
BPS (KRW)	11,052	13,311	14,559	14,779	15,016
P/E (X)	8.8	15.1	7.9	6.9	6.4
P/B (X)	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1
DPS (KRW)	100	30	50	50	60
배당성향 (%)	20.9	19.7	20.0	20.0	20.0
배당수익률 (%)	2.4	1.3	2.5	2.9	3.1

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한화생명



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.11.11	Neutral	1,800		
19.8.8	Neutral	2,500	-25.86%	6.80%
19.7.10	Neutral	3,000	-11.35%	1.17%
19.3.31	BUY	4,500	-21.04%	-10.22%
19.1.13	BUY	5,000	-16.22%	-13.30%
18.11.8	BUY	6,000	-27.45%	-23.33%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.17%	7.83%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 11월 13일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이홍재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 11월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이홍재)는 2020년 11월 16일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.