

# 한화생명 (088350)

보험



정태준 CFA

02 3770 5585  
taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자 의견	<b>HOLD (M)</b>
목표주가	<b>2,100원 (M)</b>
현재주가 (11/13)	<b>1,895원</b>
상승여력	<b>11%</b>

시가총액	16,459억원
총발행주식수	868,530,000주
60일 평균 거래대금	105억원
60일 평균 거래량	6,359,287주
52주 고	2,415원
52주 저	895원
외인지분율	7.60%
주요주주	한화건설 외 6 인 45.05%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	22.7	15.2	(21.2)
상대	18.2	12.6	(32.9)
절대(달러환산)	26.2	22.3	(17.5)

## 예상보다 적은 변액보증 환입으로 컨센서스 하회

### 투자 의견 HOLD, 목표주가 2,100원 유지

3분기 이익은 655억원으로 컨센서스 740억원과 당사 추정치 833억원을 하회. 보험손익과 투자손익은 추정치를 상회하였으나 책임준비금 전입액이 예상보다 컸기 때문. 이는 당초 예상보다 증시 상승에 따른 변액보증 준비금 환입이 적었던 점에 기인. 보장성보험 위주의 신계약 판매 전략으로 수입보험료가 추정치를 상회했음에도 불구하고 사업비와 신계약상각비가 추정치에 부합했다는 점이 고무적. 투자손익에서의 일회성 손실(우리금융지주 손상차손)은 채권 매각의 등으로 상쇄. 투자 의견 HOLD와 목표주가 2,100원을 유지.

**보험손익** 3분기 보험손익은 전분기대비 추가 개선되며 추정치 상회. 보장성보험 위주의 판매 전략으로 기대 이상의 수입보험료를 기록했음에도 사업비와 신계약상각비가 추정치에 부합하는 수준으로 통제되었기 때문. 위험손해율(3분기 78.2%, 누적 79.8%)은 7월 손해율 반등으로 전분기(73.5%)대비 상승하였으나 여전히 연간 목표 81%보다 양호한 수준이며 8월 이후 코로나19 재확산으로 다시 청구가 감소하고 있기 때문에 연간 목표는 충분히 달성할 수 있을 것으로 예상.

**투자손익** 3분기 투자손익은 추정치 상회. 우리금융지주 손상차손이 발생했으나 채권 매각의 등으로 상쇄한 것으로 판단.

**책임준비금 전입액** 3분기 책임준비금 전입액은 추정치를 상회. 증시 추가 상승에 따른 변액보증준비금 환입액이 기대치에 미치지 못했기 때문.

**자본적정성** 3분기 RBC비율은 265.4%로 전분기대비 4.5%pt 상승. 동사는 고질적으로 자본적정성의 우려가 컸지만 꾸준한 자산 듀레이션 확대와 최근 금리 반등으로 인해 K-ICS제도 도입과 LAT 제도 강화로 인한 우려는 상당부분 줄어든 것으로 판단.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
수입보험료	2,569	8.5	3.6	2,763	-7.0
영업이익	-113	N/A	N/A	-139	N/A
세전이익	96	38.1	-40.7	99	-2.9
당기순이익	65	7.4	-48.8	74	-11.5

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(십억원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020E	2021E
수입보험료	9,224	9,459	10,102	10,203
영업이익	-587	-830	-577	-472
당기순이익	359	115	233	263
PER (배)	4.6	14.4	7.1	6.3
PBR (배)	0.17	0.14	0.13	0.13
ROE (%)	3.8	1.0	1.9	2.0
ROA (%)	0.32	0.10	0.19	0.20

자료: 유안타증권

[표 1] 3분기 실적 리뷰

(단위: 십억원, %, %pt)

	기준 추정치	실적 잠정치	비고
보험영업수익	2,530	2,614	
수입보험료	2,488	2,569	
재보험수익	42	45	
보험영업비용	2,573	2,612	
지급보험금	1,996	2,026	7월 손해를 반등으로 위험손해율은 전분기대비 상승
재보험비용	44	50	
사업비	310	318	
신계약상각비	222	218	
할인료	1	0	
보험손익	-43	2	보장성 판매 확대에도 사업비 및 신계약상각비 통제
투자손익	698	742	우리금융지주 손상차손은 채권 매각익 등으로 상쇄
책임준비금전입액	749	857	예상보다 변액보증준비금 환입이 크지 않았음
영업이익	-93	-113	
영업외손익	208	209	
세전이익	115	96	
법인세비용	32	30	
당기순이익	83	65	
운용자산이익률	2.8	3.0	우리금융지주 손상차손은 채권 매각익 등으로 상쇄

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2019	2020E	2021E
보험손익	-303	-5	2	-49	-628	-355	130
투자손익	1,053	688	742	827	3,162	3,309	3,044
책임준비금전입액	947	729	857	997	3,363	3,531	3,646
영업이익	-198	-47	-113	-220	-830	-577	-472
영업외손익	261	208	209	209	943	887	834
세전이익	64	162	96	-11	113	310	363
당기순이익	48	128	65	-8	115	233	263

자료: 유안타증권 리서치센터

한화생명 (088350) 추정재무제표 (K-IFRS)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
보험영업수익	9,388	9,622	10,275	10,383	10,487
수입보험료	9,224	9,459	10,102	10,203	10,305
보장성	5,454	5,684	5,932	5,968	6,080
저축성	3,770	3,775	4,171	4,235	4,225
재보험수익	164	162	173	180	181
보험영업비용	10,154	10,250	10,630	10,253	10,275
지급보험금	7,832	8,007	8,297	7,886	7,823
재보험비용	174	171	184	197	199
사업비	1,185	1,221	1,250	1,263	1,276
신계약상각비	962	849	896	905	975
할인료	3	2	2	2	2
보험손익	-765	-628	-355	130	212
투자손익	3,165	3,162	3,309	3,044	3,039
책임준비금전입액	2,987	3,363	3,531	3,646	3,641
영업이익	-587	-830	-577	-472	-390
영업외손익	1,089	943	887	834	834
세전이익	502	113	310	363	444
법인세비용	143	-2	77	100	122
당기순이익	359	115	233	263	322

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수입보험료 구성					
보장성	59.1	60.1	58.7	58.5	59.0
저축성	40.9	39.9	41.3	41.5	41.0
수입보험료 성장률	-3.8	2.5	6.8	1.0	1.0
보장성	0.5	4.2	4.3	0.6	1.9
저축성	-9.4	0.1	10.5	1.5	-0.2
지급률	84.9	84.6	82.1	77.3	75.9
보장성	72.8	73.0	71.3	69.9	71.0
저축성	102.4	102.2	96.9	87.7	83.0
성장성					
자산 성장률	3.6	6.5	4.8	4.0	4.0
자본 성장률	10.0	22.3	6.2	0.9	3.8
운용자산 성장률	6.4	7.5	4.5	3.9	4.0
책임준비금 성장률	3.9	4.2	4.2	4.2	4.0
순이익 성장률	-31.6	-68.1	103.4	12.8	22.5
운용자산이익률	3.6	3.4	3.3	2.9	2.8

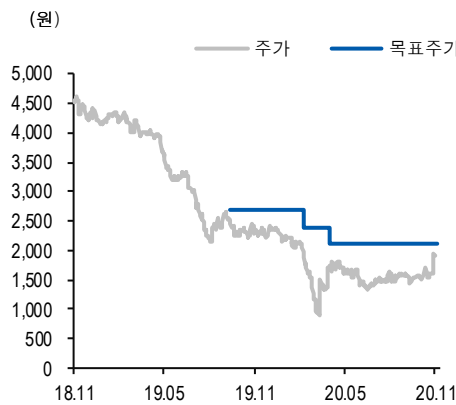
자료: 유안타증권

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산	114,302	121,757	127,572	132,644	137,977
운용자산	89,760	96,461	100,802	104,733	108,923
현금 및 예치금	1,414	846	693	698	724
유가증권	64,290	69,749	72,687	75,312	78,106
대출채권	20,555	22,372	23,681	24,919	26,242
부동산	3,501	3,495	3,742	3,805	3,850
비운용자산	3,088	3,176	3,094	3,078	3,076
특별계정자산	21,455	22,119	23,676	24,832	25,978
부채	104,440	109,699	114,764	119,720	124,557
책임준비금	80,241	83,609	87,140	90,786	94,427
계약자지분조정	571	1,196	1,541	1,608	1,673
기타부채	1,249	1,909	2,025	2,230	2,347
특별계정부채	22,379	22,985	24,058	25,097	26,111
자본	9,862	12,058	12,808	12,924	13,420
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	3,358	3,311	3,404	3,615	3,877
자본조정	-924	-924	-924	-924	-924
기타포괄손익누계액	1,042	2,787	3,442	3,348	3,583
신종자본증권	1,558	2,056	2,056	2,056	2,056

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Valuation					
PER	4.6	14.4	7.1	6.3	5.1
PBR	0.17	0.14	0.13	0.13	0.12
배당수익률	5.3	1.6	2.6	3.2	3.7
주당지표					
EPS	413	132	269	304	372
BPS	13,126	16,048	17,046	17,200	17,861
DPS	100	30	50	60	70
수익성					
ROE	3.8	1.0	1.9	2.0	2.4
ROA	0.32	0.10	0.19	0.20	0.24
자본비율					
RBC 비율	212.2	235.0	259.2	251.2	249.1
지급여력금액	11,742	14,911	16,191	16,230	16,645
지급여력기준금액	5,533	6,345	6,247	6,460	6,681
배당성향	18.1	26.0	24.3	27.6	24.8

자료: 유안타증권

한화생명 (088350) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-11-16	HOLD	2,100	1년		
2020-04-13	HOLD	2,100	1년		
2020-02-21	HOLD	2,400	1년	-42.62	-
2019-09-23	HOLD	2,700	1년	-15.86	-
담당자변경					
2019-05-16	1년 경과 이후		1년	-64.60	-57.00
2018-05-16	BUY	8,000	1년	-48.11	-24.38

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)	1.2
Buy(매수)	88.5
Hold(중립)	10.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-11-11

※ 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 투자사결정은 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.