

한화생명 (088350)

보험



정태준 CFA

02 3770 5585

tajeon.jeong@yuantakorea.com

투자의견	BUY (U)
목표주가	2,300원 (U)
현재주가 (11/20)	2,025원
상승여력	14%

시가총액	17,588억원
총발행주식수	868,530,000주
60일 평균 거래대금	123억원
60일 평균 거래량	7,098,262주
52주 고	2,415원
52주 저	895원
외인지분율	7.98%
주요주주	한화건설 외 6 인 45.05%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	28.6	35.9	(12.0)
상대	18.7	21.0	(26.7)
절대(달러환산)	31.3	44.6	(7.7)

2021년 전망: 금리 상승의 최대 수혜주

투자 의견 BUY로 상향, 목표주가 2,300원으로 상향

2021년 이익은 컨센서스 2,461억원을 상회하는 2,766억원 예상(+14.6% YoY). 보험손익은 1) 올해 1분기 보장성보험 절판 영향 소멸과 2) 실손보험 관련 제도 개선, 3) 그리고 사업비율 하락으로 올해 대비 개선될 전망. 투자손익은 비경상적 투자손익의 감소로 하락하겠으나 이는 책임준비금 전입액 하락과 동행하는 것이기 때문에 긍정적. 동사의 책임준비금 전입액은 금리에 특히 민감하기 때문에 금리 상승의 수혜를 가장 많이 입을 것으로 예상.

한편 당사는 2019년 이후 한화생명에 대한 투자 의견을 HOLD으로 유지했는데, 이는 금리가 지속 하락함에 따라 이익 체력과 자본적정성에 대한 우려가 남아있었기 때문. 그러나 3분기 실적발표회 컨퍼런스콜에서 밝힌 바와 같이 1) 꾸준한 자산 듀레이션 확대에 의해 현재 금리 수준에서는 향후 예정된 LAT 제도 강화가 전부 이루어져도 결손이 발생하지 않을 전망이고 2) K-ICS 제도도 감내 가능한 수준이 될 것으로 예상하며 3) 향후 금리의 추가 하락 가능성이 낮다는 점에서 동사에 대한 투자 의견을 BUY로 상향, 목표주기도 기존 2,100원에서 2,300원으로 상향.

보험손익은 올해보다 증가할 전망. 1) 올해 예정이율 인하로 인해 발생했던 1분기 보장성보험 절판 영향이 소멸되고 2) 실손보험 관련 제도 개선에 따른 과당청구가 감소할 전망이며 3) 초년도 사업비 규제 시행으로 사업비율이 진정될 것으로 예상하기 때문. 한편 투자손익은 올해보다 하락할 전망인데, 이는 올해 1분기 증시 급락 때 이익 방어를 위해 집행했던 비경상적 투자손익의 감소에 기인. 이는 곧 변액보증준비금 전입액의 정상화에 따른 책임준비금 전입액의 증가 속도 둔화를 의미한다는 점에서 긍정적.

또한 시장금리가 8월 저점을 딛고 반등하는 추세인데, 이런 상승세가 지속될 경우 생명보험업 전반적으로 투자손익과 책임준비금전입액 개선 효과를 기대할 수 있다는 판단. 다만 금리 상승 폭이 커지면 RBC비율이 하락한다는 점은 리스크 요인. 3분기말 RBC비율 기준 동사는 약 150bps의 금리 상승을 감내할 수 있는 자본 여력을 보유.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
수입보험료	2,487	5.1	0.4	3,547	-29.9
영업이익	-223	N/A	N/A	-252	N/A
세전이익	-14	N/A	N/A	-41	N/A
당기순이익	-10	N/A	N/A	-20	N/A

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	-579	-453
당기순이익	359	115	231	277
PER (배)	4.9	15.3	7.6	6.4
PBR (배)	0.18	0.15	0.14	0.14
ROE (%)	3.8	1.0	1.9	2.2
ROA (%)	0.32	0.10	0.19	0.21

자료: 유안타증권

[표 1] 분기별 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E
보험영업수익	2,531	2,639	2,547	2,640	2,557	10,275	10,383
수입보험료	2,487	2,593	2,503	2,594	2,512	10,102	10,203
보장성	1,457	1,478	1,477	1,531	1,482	5,932	5,968
저축성	1,030	1,115	1,026	1,064	1,030	4,171	4,235
재보험수익	44	46	44	46	44	173	180
보험영업비용	2,580	2,613	2,551	2,570	2,519	10,630	10,253
지급보험금	1,993	2,011	1,971	1,968	1,936	8,297	7,886
재보험비용	48	50	48	50	49	184	197
사업비	299	330	309	322	302	1,250	1,263
신계약상각비	239	221	223	230	231	896	905
할인료	0	0	0	0	0	2	2
보험손익	-49	26	-4	70	38	-355	130
투자손익	824	762	735	747	776	3,307	3,020
책임준비금전입액	997	878	829	899	997	3,531	3,603
영업이익	-223	-90	-98	-82	-183	-579	-453
영업외손익	209	209	209	209	209	887	834
세전이익	-14	119	110	126	26	307	382
법인세비용	-4	33	30	35	7	76	105
당기순이익	-10	86	80	91	19	231	277
운용자산이익률	3.3	3.0	2.9	2.9	3.0	3.3	2.9

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 목표주가 변경 상세

(단위: 원, %, 배)

	기존	신규
2020 BPS	17,046	17,043
2021E ROE	2.0	2.2
COE	16.6	16.2
Risk-free rate	1.5	1.5
Risk premium	10.0	9.7
Beta	1.5	1.5
Growth rate	0.0	0.0
목표주가	2,100	2,300

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	3,307	3,020	2,987
책임준비금전입액	2,987	3,363	3,531	3,603	3,598
영업이익	-587	-830	-579	-453	-399
영업외손익	1,089	943	887	834	834
세전이익	502	113	307	382	436
법인세비용	143	-2	76	105	120
당기순이익	359	115	231	277	316

	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	3.9	3.8
자본 성장률	10.0	22.3	6.2	0.9	2.1
운용자산 성장률	6.4	7.5	4.1	4.0	3.9
책임준비금 성장률	3.9	4.2	4.2	4.1	4.0
순이익 성장률	-31.6	-68.1	101.6	19.7	14.2
운용자산이익률	3.6	3.4	3.3	2.9	2.8

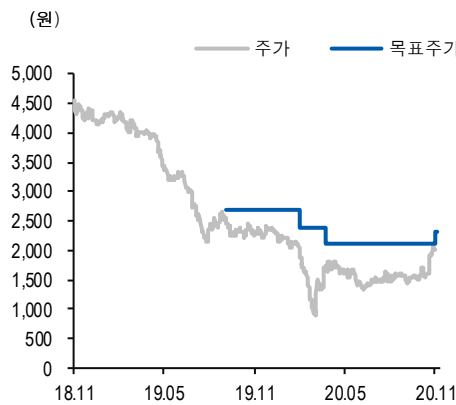
자료: 유안타증권

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산	114,302	121,757	127,570	132,580	137,636
운용자산	89,760	96,461	100,416	104,433	108,506
현금 및 예치금	1,414	846	690	696	722
유가증권	64,290	69,749	72,408	75,096	77,808
대출채권	20,555	22,372	23,590	24,847	26,142
부동산	3,501	3,495	3,728	3,794	3,835
비운용자산	3,088	3,176	3,094	3,078	3,076
특별계정자산	21,455	22,119	24,060	25,069	26,054
부채	104,440	109,699	114,764	119,664	124,443
책임준비금	80,241	83,609	87,140	90,743	94,341
계약자지분조정	571	1,196	1,541	1,607	1,671
기타부채	1,249	1,909	2,025	2,229	2,344
특별계정부채	22,379	22,985	24,058	25,085	26,087
자본	9,862	12,058	12,806	12,916	13,193
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	3,358	3,311	3,402	3,627	3,882
자본조정	-924	-924	-924	-924	-924
기타포괄손익누계액	1,042	2,787	3,443	3,328	3,350
신종자본증권	1,558	2,056	2,056	2,056	2,056

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Valuation					
PER	4.9	15.3	7.6	6.4	5.6
PBR	0.18	0.15	0.14	0.14	0.13
배당수익률	4.9	1.5	2.5	3.0	3.5
주당지표					
EPS	413	132	267	320	365
BPS	13,126	16,048	17,043	17,190	17,558
DPS	100	30	50	60	70
수익성					
ROE	3.8	1.0	1.9	2.2	2.4
ROA	0.32	0.10	0.19	0.21	0.23
자본비율					
RBC 비율	212.2	235.0	259.2	251.2	246.2
지급여력금액	11,742	14,911	16,190	16,222	16,417
지급여력기준금액	5,533	6,345	6,247	6,457	6,667
배당성향	18.1	26.0	24.6	25.7	25.4

자료: 유안타증권

한화생명 (088350) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-11-23	BUY	2,300	1년		
2020-04-13	HOLD	2,100	1년	-24.61	-
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)	89.6
Hold(중립)	9.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-11-18

※ 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 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.