

한화생명 (088350)

보험



정태준 CFA

02 3770 5585

tajeon.jeong@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	3,500원 (U)
현재주가 (2/18)	3,090원
상승여력	13%

시가총액	26,838억원
총발행주식수	868,530,000주
60일 평균 거래대금	383억원
60일 평균 거래량	13,393,761주
52주 고	3,390원
52주 저	895원
외인지분율	7.36%
주요주주	한화건설 외 5인 45.04%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.6	50.7	48.9
상대	2.1	24.3	6.6
절대(달려환산)	4.2	50.2	59.9

금리 상승은 이익 증가와 할인율 하락 요인

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 3,500원으로 상향

4분기에는 444억원 손실 기록(컨센서스 -273억원, 당사 추정치 -102억원). 그럼에도 불구하고 2021년 이익 추정치를 17% 상향하며 목표주가도 기존 2,500원에서 3,500원으로 상향. 이는 금리 상승을 반영한 것으로, 1) 금리가 오르면 변액보증준비금 환입이 발생해 책임준비금전입액이 감소하고(ROE 상향) 2) LAT(부채적정성평가)에서 손실계약의 규모가 작아져 결손 우려가 감소하기 때문(COE 하향). 단기간에 주가가 급등하여 오버슈팅 우려가 있는 것은 사실이지만 과거 낙폭을 고려했을 때 아직 상승여력이 남아있다는 판단. 투자 의견 BUY 유지.

보험손익 4분기 보험손익은 전분기대비, 전년동기대비 악화되며 추정치 하회. 연말 청구 증가로 위험손해율(4분기 79.1%, 연간 79.6%)이 전분기(78.9%)대비 상승했기 때문. 다만 재판분리로 1) 전속 상품 판매와 2) 손해보험 상품 판매가 늘어날 것으로 예상하기 때문에 올해 손해율은 작년대비 개선될 것으로 예상.

투자손익 4분기 투자손익은 전분기대비 13.9% 증가하며 추정치 상회. K-ICS 제도 하에서의 자산 듀레이션 확대를 위한 해외채권 매각과 국내채권 매입이 지속되고 있기 때문으로 판단. 현재의 금리 상승은 국내채권 매입에 우호적인 환경이라는 점도 긍정적.

책임준비금전입액 4분기 책임준비금전입액은 전분기대비 0.5% 증가하며 추정치보다 양호한 모습 시현. 이는 변액보증준비금전입액이 약 1,870억원으로 예상보다 적었기 때문인데, 이는 1) 금리 하락에 따른 증가 요인 약 2,800억원과 2) 유지율 상승에 따른 감소 요인 약 1,000억원이 합산된 결과. 3분기 이후 금리가 상승세를 유지하고 있기 때문에 올해는 변액보증준비금 환입 기대.

자본적정성 4분기 RBC비율은 238.7%로 전년동기대비 3.7%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, %)

	4Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
수입보험료	2,444	3.2	-1.4	3,547	-31.1
영업이익	-254	N/A	N/A	-252	N/A
세전이익	-80	N/A	N/A	-41	N/A
당기순이익	-44	N/A	N/A	-27	N/A

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(십억원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020P	2021E
수입보험료	9,224	9,459	10,058	10,159
영업이익	-587	-830	-610	-249
당기순이익	359	115	197	322
PER (배)	7.5	23.4	13.6	8.3
PBR (배)	0.27	0.22	0.22	0.22
ROE (%)	3.8	1.0	1.6	2.7
ROA (%)	0.32	0.10	0.16	0.25

자료: 유안타증권

[표 1] 4분기 실적 리뷰

(단위: 십억원, %, %pt)

	기존 추정치	실적 잠정치	비고
보험영업수익	2,531	2,489	
수입보험료	2,487	2,444	
재보험수익	44	45	
보험영업비용	2,580	2,727	
지급보험금	1,993	2,163	연말 청구 증가로 손해를 상승
재보험비용	48	48	
사업비	299	289	
신계약상각비	239	226	
할인료	0	1	
보험손익	-49	-238	
투자손익	824	846	해외채권 매각 증가
책임준비금전입액	997	861	계리적가정 변경으로 변액보증준비금 전입액 추정치 하회
영업이익	-223	-254	
영업외손익	209	173	
세전이익	-14	-80	
법인세비용	-4	-36	
당기순이익	-10	-44	
운용자산이익률	3.3	3.4	해외채권 매각 증가

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	2019	2020P	2021E
보험손익	-303	-5	2	-238	-628	-545	362
투자손익	1,053	688	742	846	3,162	3,328	2,898
책임준비금전입액	947	729	857	861	3,363	3,394	3,509
영업이익	-198	-47	-113	-254	-830	-610	-249
영업외손익	261	208	209	173	943	852	694
세전이익	64	162	96	-80	113	241	445
당기순이익	48	128	65	-44	115	197	322

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 목표주가 변경 상세

(단위: 원, %, 배)

	기존	신규
2020 BPS	17,043	15,977
2021E ROE	2.2	2.7
COE	14.5	12.1
목표주가	2,500	3,500

자료: 유안타증권 리서치센터

한화생명 (088350) 추정재무제표 (K-IFRS)

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
보험영업수익	9,388	9,622	10,232	10,347	10,451
수입보험료	9,224	9,459	10,058	10,159	10,260
보장성	5,454	5,684	5,906	5,942	6,054
저축성	3,770	3,775	4,152	4,217	4,207
재보험수익	164	162	174	188	190
보험영업비용	10,154	10,250	10,777	9,985	9,996
지급보험금	7,832	8,007	8,467	7,881	7,814
재보험비용	174	171	184	200	202
사업비	1,185	1,221	1,240	1,253	1,265
신계약상각비	962	849	883	649	712
할인료	3	2	2	2	2
보험손익	-765	-628	-545	362	455
투자손익	3,165	3,162	3,328	2,898	2,929
책임준비금전입액	2,987	3,363	3,394	3,509	3,503
영업이익	-587	-830	-610	-249	-120
영업외손익	1,089	943	852	694	694
세전이익	502	113	241	445	574
법인세비용	143	-2	44	122	158
당기순이익	359	115	197	322	416

	2018	2019	2020P	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	6.3	1.0	1.0
보장성	0.5	4.2	3.9	0.6	1.9
저축성	-9.4	0.1	10.0	1.6	-0.2
지급률	84.9	84.6	84.2	77.6	76.2
보장성	72.8	73.0	72.0	69.3	70.5
저축성	102.4	102.2	97.9	89.2	84.3
성장성					
자산 성장률	3.6	6.5	4.7	3.5	3.7
자본 성장률	10.0	22.3	-0.4	1.5	2.2
운용자산 성장률	6.4	7.5	2.2	3.6	3.8
책임준비금 성장률	3.9	4.2	4.1	4.0	3.9
순이익 성장률	-31.6	-68.1	71.8	63.7	29.1
운용자산이익률	3.6	3.4	3.4	2.9	2.8

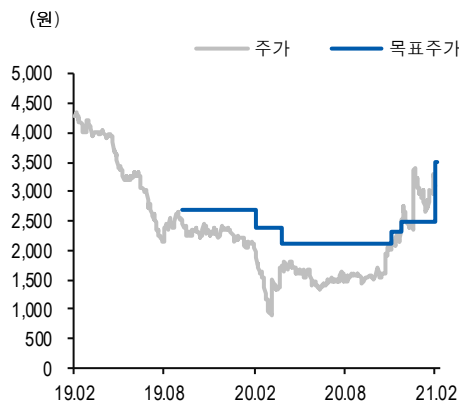
자료: 유안타증권

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
자산	114,302	121,757	127,530	132,023	136,883
운용자산	89,760	96,461	98,557	102,106	105,986
현금 및 예치금	1,414	846	610	646	675
유가증권	64,290	69,749	71,872	74,255	76,865
대출채권	20,555	22,372	22,669	23,791	25,013
부동산	3,501	3,495	3,406	3,413	3,432
비운용자산	3,088	3,176	3,660	3,355	3,309
특별계정자산	21,455	22,119	25,313	26,563	27,589
부채	104,440	109,699	115,525	119,837	124,432
책임준비금	80,241	83,609	87,005	90,514	94,017
계약자지분조정	571	1,196	1,195	1,240	1,287
기타부채	1,249	1,909	1,572	1,370	1,390
특별계정부채	22,379	22,985	25,752	26,714	27,738
자본	9,862	12,058	12,005	12,186	12,451
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	3,358	3,311	3,389	3,651	3,989
자본조정	-924	-924	-924	-924	-924
기타포괄손익누계액	1,042	2,787	2,655	2,575	2,502
신종자본증권	1,558	2,056	2,056	2,056	2,056

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
Valuation					
PER	7.5	23.4	13.6	8.3	6.4
PBR	0.27	0.22	0.22	0.22	0.22
배당수익률	3.2	1.0	1.6	2.3	2.9
주당지표					
EPS	413	132	226	370	478
BPS	13,126	16,048	15,977	16,217	16,570
DPS	100	30	50	70	90
수익성					
ROE	3.8	1.0	1.6	2.7	3.4
ROA	0.32	0.10	0.16	0.25	0.31
자본비율					
RBC 비율	212.2	235.0	238.7	235.4	233.2
지급여력금액	11,742	14,911	14,806	15,062	15,405
지급여력기준금액	5,533	6,345	6,202	6,398	6,605
배당성장률	18.1	26.0	20.0	20.0	19.6

자료: 유안타증권

한화생명 (088350) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-02-19	BUY	3,500	1년		
2020-12-14	BUY	2,500	1년	13.47	35.60
2020-11-23	BUY	2,300	1년	-5.57	1.74
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)	91.9
Hold(중립)	6.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-02-16

※ 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 기준 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.