

한화생명 (088350)

1분기 손익만큼은 상당히 괜찮을 것

1Q21F 순이익 컨센서스 70% 이상 상회할 전망

1분기 순이익은 1,723억원으로 YoY +260.2%, QoQ 흑자 전환하며 컨센서스를 크게 상회할 전망이다. 순이익 증가율이 높은 이유는 전년 동기에 적용한 변액보증준비금에 따른 기저와 일부 환입 효과에 주로 기인한다. 이외에는; 사차손익이 전년 대비 +41.6% 개선됨(위험손해율 82.2%)에 따라 보험이익 1,929억원(YoY +30.9%, QoQ -11.5%), 이자율차 Spread는 국내외 증시 호조 등의 영향으로 -72bp를 추정치로 제시한다. 2021F 순이익은 1분기 호실적과 지난 해 일회성 손실의 소멸 등으로 전년 대비 +57.2% 개선될 전망이다.

시장금리 상승에 따른 명암

동사는 금리 상승 수혜가 큰 회사이다. 시장금리가 상승하면 변액보증손익과 신규투자이원이 개선되며, 보험부채 시가평가 관련 불확실성이 완화되기 때문이다. 특히, 시가평가 관련 리스크 감소는 Valuation 할인을 축소하는 요인이기에 주가의 확실한 Re-Rating 요소임은 틀림없다. 하지만 지난 금리 하락기에 매도가능증권을 확대한 영향으로 금리 상승에 따라 RBC 비율이 하락하는 구간에 진입하였으며, 이러한 RBC 비율은 주주환원정책은 물론 회사 경영상 운신의 폭을 결정하므로 발목을 잡는 요인으로 볼 수 있다. 게다가 동사는 2022년까지 계정 재분류를 하지 못하기에 오직 이익잉여금 확보로 버텨야 하는 상황이다. 올해 금리 레벨에 따라서 RBC 비율 200%를 소폭 하회할 가능성도 있다.

목표가 상향. 금리에 대한 포트폴리오 관점에서 접근 추천

한화생명보험에 대한 목표 주가는 당사 시장금리 전망 상향에 따라 Valuation 할인율을 축소한 영향과 이익 추정치 상향으로 기존 목표가 대비 +47.6% 상향한 3,100원을 제시한다. 한편, RBC 비율 둔화 가능성으로 주주가치 제고 열위, 新 제도 불확실성이 상존함을 감안하여 투자 의견은 중립을 유지하며, 자본적정성 제고에 대한 명확한 방안과 시장금리 추정치 추가 상향 시 투자 의견과 목표 주가 상향이 가능하다. 동사의 주가는 시장금리에 매우 민감하기 때문에 금리에 대한 포트폴리오 관점에서 접근을 추천한다.

Earnings Preview

Neutral

| TP(12M): 3,100원(상향) | CP(3월31일): 3,210원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,061.42
52주 최고/최저(원)	3,470/1,320
시가총액(십억원)	2,788.0
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	868,530.0
60일 평균 거래량(천주)	14,447.1
60일 평균 거래대금(십억원)	45.9
20년 배당금(예상, 원)	30
20년 배당수익률(예상, %)	1.21
외국인지분율(%)	6.90
주요주주 지분율(%)	
한화건설 외 6인	45.05
예금보험공사	10.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	0.2 110.5 130.9
상대	(1.4) 60.1 32.4

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	10,321	
영업이익(십억원)	(459)	
순이익(십억원)	272	
EPS(원)	313	
BPS(원)	16,316	

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
수입보험료	십억원	14,014	14,775	13,546	13,807	13,897
영업이익	십억원	-830	-610	-288	-290	-271
세전이익	십억원	113	241	418	423	444
당기순이익	십억원	115	197	309	313	329
EPS	원	153	262	412	416	438
(증감률)	%	-68.1	71.8	57.2	1.0	5.2
P/E	배	15.1	9.3	7.8	7.7	7.3
P/B	배	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
ROA	%	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE	%	1.0	1.6	2.5	2.5	2.6
BPS	원	13,311	13,241	13,603	13,970	14,342
DPS	원	30	30	50	50	70
배당수익률	%	1.3	1.2	1.5	1.6	2.0



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

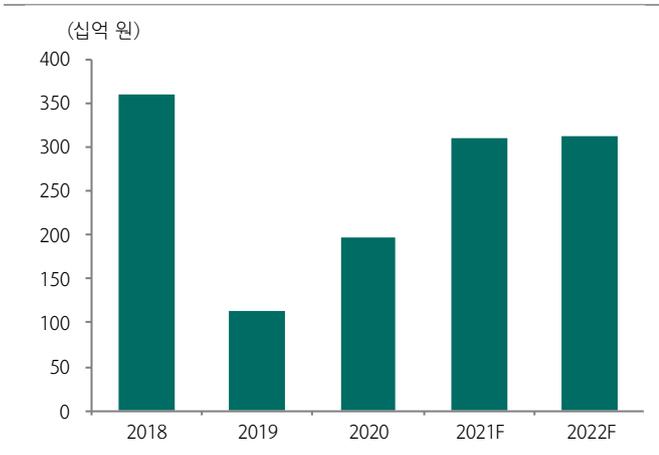
표 1. 주요 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q21F	1Q20	YoY %	4Q20	QoQ %	2021F	2020	YoY %
수입보험료	3,103	3,417	-9.2%	4,201	-26.1%	13,546	14,775	-8.3%
일반계정	2,403	2,568	-6.4%	2,444	-1.6%	9,697	10,058	-3.6%
특별계정	700	850	-17.6%	1,757	-60.2%	3,849	4,717	-18.4%
보험이익	193	147	30.9%	218	-11.5%	778	795	-2.1%
사차손익	107	75	41.6%	124	-14.1%	436	478	-8.9%
위험보험료	600	579	3.6%	594	1.0%	2,428	2,345	3.5%
사고보험금	493	504	-2.1%	470	5.0%	1,992	1,867	6.7%
위험손해율	82.2%	87.0%	-4.8%p	79.1%	3.1%p	82.1%	79.6%	2.4%p
비차손익	86	72	19.6%	94	-8.1%	342	317	8.1%
예정사업비	586	607	-3.3%	596	-1.6%	2,324	2,393	-2.9%
실제사업비	500	535	-6.4%	502	-0.4%	1,982	2,076	-4.5%
사업비율	16.1%	15.6%	0.5%p	12.0%	4.2%p	14.6%	14.1%	0.6%p
이자율차 Spread	-0.72%p	-0.14%p	-0.58%p	-0.99%p	0.28%p	-0.88%p	-0.94%p	0.06%p
운용자산이익률	3.67%	4.36%	-0.69%p	3.42%	0.25%p	3.43%	3.47%	-0.05%p
부채 부담금리	4.39%	4.50%	-0.11%p	4.41%	-0.03%p	4.31%	4.41%	-0.10%p
보험손익	-163	-303	적자지속	-238	적자지속	-619	-545	적자지속
보험영업수익	2,449	2,609	-6.1%	2,489	-1.6%	9,881	10,232	-3.4%
보험영업비용	2,611	2,912	-10.3%	2,727	-4.3%	10,499	10,777	-2.6%
투자손익	907	1,053	-13.8%	846	7.3%	3,385	3,328	1.7%
책임준비금전입액	700	947	-26.1%	861	-18.6%	3,054	3,394	-10.0%
영업이익	44	-198	흑자전환	-254	흑자전환	-288	-610	적자지속
영업외손익	189	261	-27.8%	173	8.8%	706	852	-17.1%
세전이익	233	64	265.5%	-80	-390.7%	418	241	73.4%
당기순이익	172	48	260.2%	-44	흑자전환	309	197	57.2%
자산총계	128,615	122,953	4.6%	127,530	0.9%	131,886	127,530	3.4%
운용자산	100,021	97,797	2.3%	98,557	1.5%	102,463	98,557	4.0%
부채총계	116,438	110,812	5.1%	115,525	0.8%	119,609	115,525	3.5%
책임준비금	87,705	84,556	3.7%	87,005	0.8%	90,059	87,005	3.5%
자본총계	12,178	12,141	0.3%	12,005	1.4%	12,278	12,005	2.3%

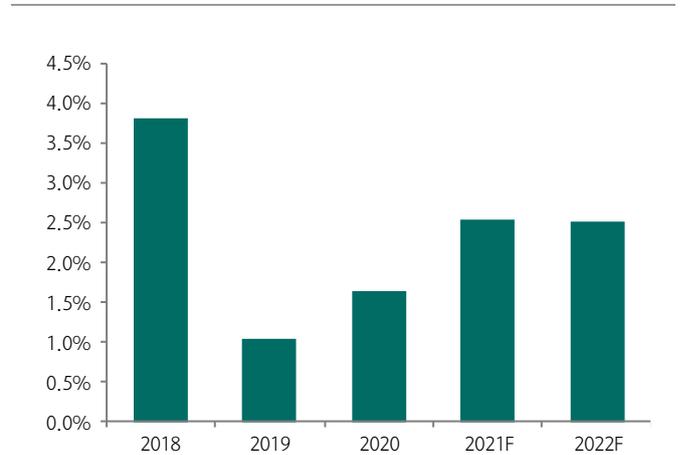
자료: 한화생명, 하나금융투자

그림 1. 연간 순이익 추정



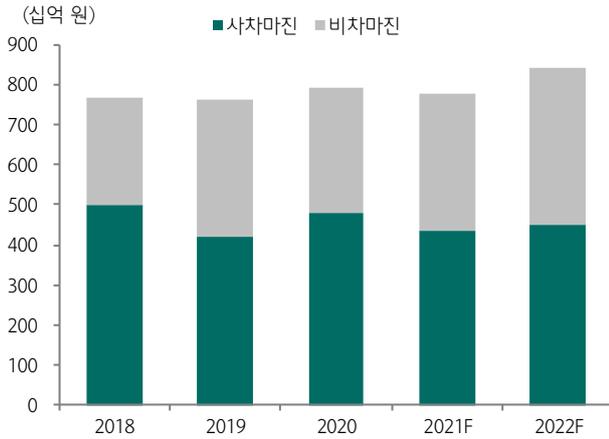
자료: 한화생명, 하나금융투자

그림 2. 연간 ROE 추정



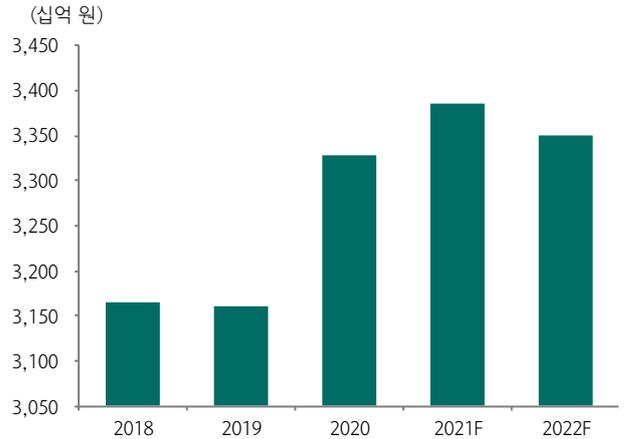
자료: 한화생명, 하나금융투자

그림 3. 연간 보험이익 추정



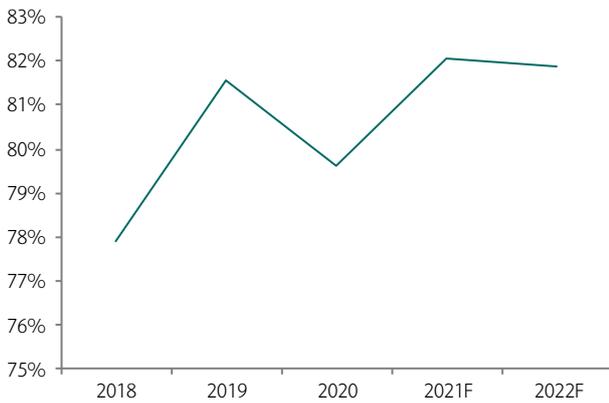
자료: 한화생명, 하나금융투자

그림 4. 연간 투자손익 추정



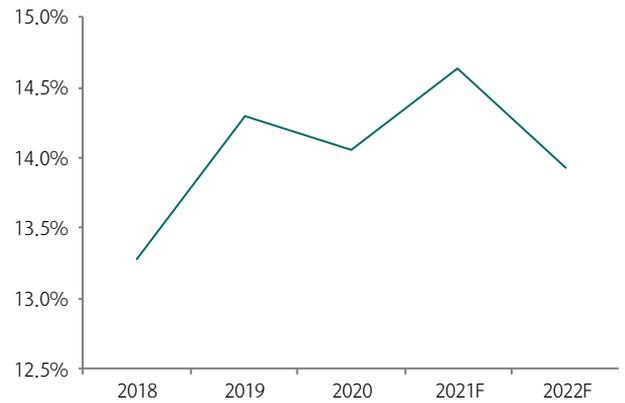
자료: 한화생명, 하나금융투자

그림 5. 연간 위험손해율 추정



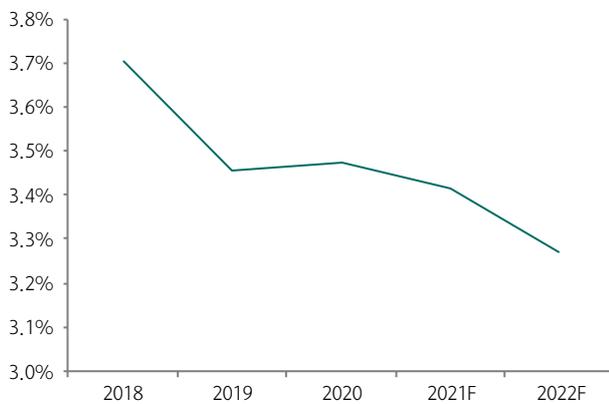
자료: 한화생명, 하나금융투자

그림 6. 연간 사업비율 추정



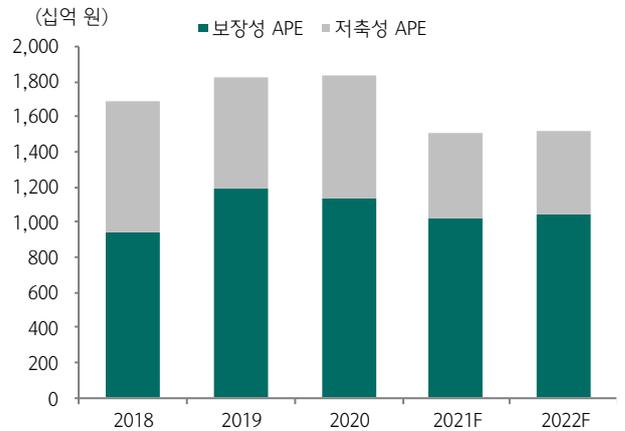
자료: 한화생명, 하나금융투자

그림 7. 연간 운용자산이익률 추정



자료: 한화생명, 하나금융투자

그림 8. 연간 APE 추정



자료: 한화생명, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억 원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
수입보험료	14,014	14,775	13,546	13,807	13,897
일반계정	9,459	10,058	9,697	9,964	10,010
특별계정	4,555	4,717	3,849	3,842	3,887
보험이익	762	795	778	845	867
사업비차손익	339	317	342	396	392
위험률차손익	423	478	436	449	476
보험영업손익	-628	-545	-619	-450	-421
보험영업수익	9,622	10,232	9,881	10,151	10,197
보험료수익	9,459	10,058	9,697	9,964	10,010
재보험수익	162	174	184	187	187
보험영업비용	10,250	10,777	10,499	10,601	10,618
지급보험금	8,007	8,467	8,143	8,285	8,306
재보험비용	171	184	196	199	199
사업비	1,221	1,240	1,305	1,243	1,232
(이연신계약비)	-782	-836	-677	-681	-669
신계약비	1,112	1,177	968	974	957
유지비	890	899	1,014	950	944
신계약상각비	849	883	853	872	879
할인료	3	2	2	2	2
투자영업손익	3,162	3,328	3,385	3,351	3,364
책임준비금전입액	3,363	3,394	3,054	3,191	3,213
영업이익	-830	-610	-288	-290	-271
영업외손익	943	852	706	712	715
세전이익	113	241	418	423	444
법인세비용	-2	44	109	110	116
당기순이익	115	197	309	313	329

재무상태표	(단위: 십억 원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
자산총계	121,757	127,530	131,886	136,471	141,109
운용자산	96,461	98,557	102,463	105,919	109,419
현금및예치금	846	610	658	680	702
유가증권	69,749	71,872	74,465	76,979	79,522
주식	1,258	1,662	1,748	1,807	1,867
채권	30,243	36,262	37,156	38,415	39,684
외화유가증권	27,131	20,239	22,225	22,963	23,722
기타	11,118	13,708	13,335	13,794	14,250
대출채권	22,372	22,669	23,796	24,597	25,410
부동산	3,495	3,406	3,544	3,664	3,785
비운용자산	3,176	3,660	3,082	3,142	3,167
미상각신계약비	1,627	1,580	1,581	1,612	1,625
특별계정자산	22,119	25,313	26,341	27,410	28,523
부채총계	109,699	115,525	119,609	123,919	128,277
책임준비금	83,609	87,005	90,059	93,249	96,463
보험료적립금	79,417	82,356	85,220	88,243	91,322
계약자지분조정	1,196	1,195	1,178	1,178	1,178
기타부채	1,909	1,572	1,574	1,605	1,617
특별계정부채	22,985	25,752	26,798	27,886	29,019
자본총계	12,058	12,005	12,278	12,553	12,833
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	3,311	3,389	3,662	3,937	4,216
자본조정	-924	-924	-924	-924	-924
기타포괄손익누계액	2,787	2,655	2,655	2,655	2,655
신종자본증권	2,056	2,056	2,056	2,056	2,056

주요 지표 (1)

(단위: %)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
전년 대비 성장성					
수입보험료	-1.6	5.4	-8.3	1.9	0.7
일반계정	2.5	6.3	-3.6	2.8	0.5
보장	4.2	5.4	5.5	6.9	1.8
저축	0.1	7.7	-17.0	-4.9	-2.4
특별계정	-9.2	3.6	-18.4	-0.2	1.2
변액	-8.4	21.3	-24.0	-1.0	1.9
퇴직	-10.0	-14.3	-10.4	0.8	0.3
사업비차손익	27.4	-6.7	8.1	15.6	-1.0
위험률차손익	-15.6	13.1	-8.9	3.1	5.9
보험영업수익	2.5	6.3	-3.4	2.7	0.4
보험영업비용	0.9	5.1	-2.6	1.0	0.2
투자영업손익	-0.1	5.3	1.7	-1.0	0.4
책임준비금전입액	12.6	0.9	-10.0	4.5	0.7
세전이익	-77.5	113.6	73.4	1.0	5.2
당기순이익	-68.1	71.8	57.2	1.0	5.2
자산총계	6.5	4.7	3.4	3.5	3.4
부채총계	5.0	5.3	3.5	3.6	3.5
자본총계	22.3	-0.4	2.3	2.2	2.2
수익성 지표					
위험손해율	81.5	79.6	82.1	81.9	81.1
사업비율	14.3	14.1	14.6	13.9	13.7
투자수익률	3.5	3.5	3.4	3.3	3.2
부채 평균 부담이율	4.5	4.4	4.3	4.2	4.1
ROA	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE	1.0	1.6	2.5	2.5	2.6

자료: 하나금융투자

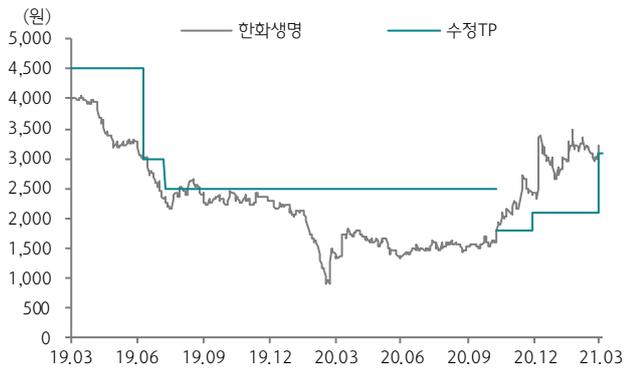
주요 지표 (2)

(단위: 십억 원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
보험료 구성					
일반계정	9,459	10,058	9,697	9,964	10,010
보장	5,684	5,993	6,322	6,756	6,880
저축	3,775	4,065	3,374	3,208	3,130
특별계정	4,555	4,717	3,849	3,842	3,887
퇴직	2,285	2,771	2,107	2,086	2,125
변액	2,269	1,945	1,742	1,756	1,762
위험보험료	2,290	2,345	2,428	2,480	2,517
부가보험료	2,342	2,393	2,324	2,319	2,292
특별계정수입수수료	984	957	831	838	840
신계약 APE					
보장성	1,186	1,131	1,022	1,047	1,087
저축성	639	707	488	468	400
운용자산 구성 (%)					
현금및예치금	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6
유가증권	72.3	72.9	72.7	72.7	72.7
대출채권	23.2	23.0	23.2	23.2	23.2
부동산	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5
투자 지표					
EPS (KRW)	153	262	412	416	438
BPS (KRW)	13,311	13,241	13,603	13,970	14,342
P/E (X)	15.1	9.3	7.8	7.7	7.3
P/B (X)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
DPS (KRW)	30	30	50	50	70
배당성향 (%)	19.7	11.3	12.0	12.0	15.0
배당수익률 (%)	1.3	1.2	1.5	1.6	2.0

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한화생명



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.3.31	Neutral	3,100		
20.12.29	Neutral	2,100	44.45%	11.43%
20.11.10	Neutral	1,800	24.53%	52.22%
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%

투자 등급 관련 사항 및 투자 의견 비율 공시

- 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

투자 등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.49%	6.51%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 03월 28일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이흥재)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 2021년 4월 1일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이흥재)는 2021년 4월 1일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.