

# 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

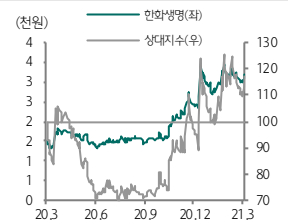
#### Key Data

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 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

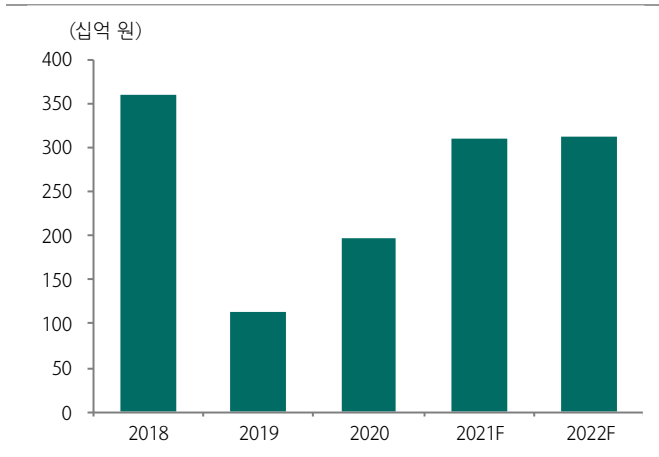
표 1. 주요 실적 추정

(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%    |

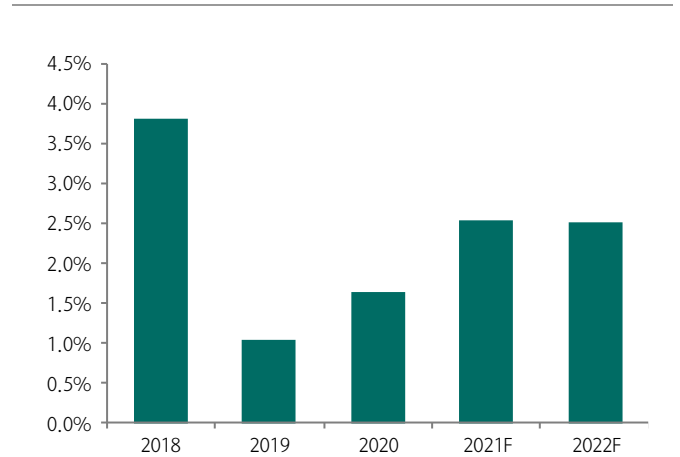
자료: 한화생명, 하나금융투자

그림 1. 연간 순이익 추정



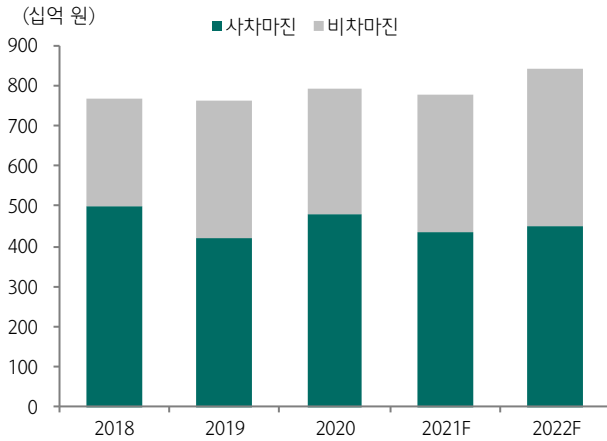
자료: 한화생명, 하나금융투자

그림 2. 연간 ROE 추정



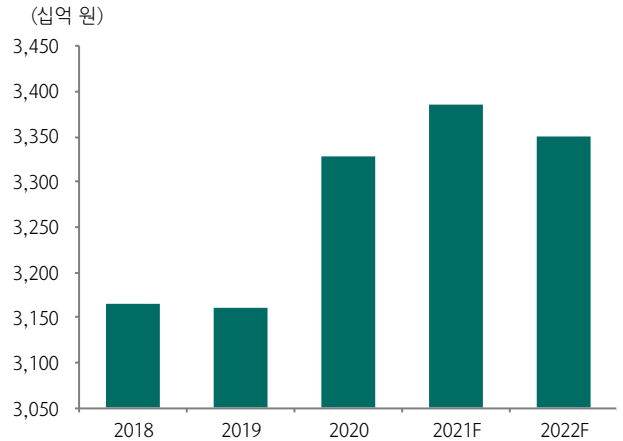
자료: 한화생명, 하나금융투자

그림 3. 연간 보험이익 추정



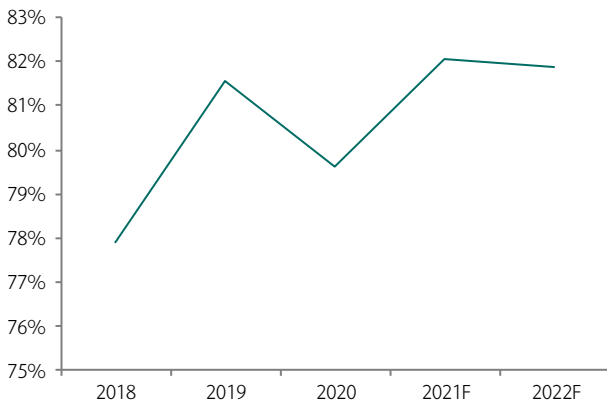
자료: 한화생명, 하나금융투자

그림 4. 연간 투자손익 추정



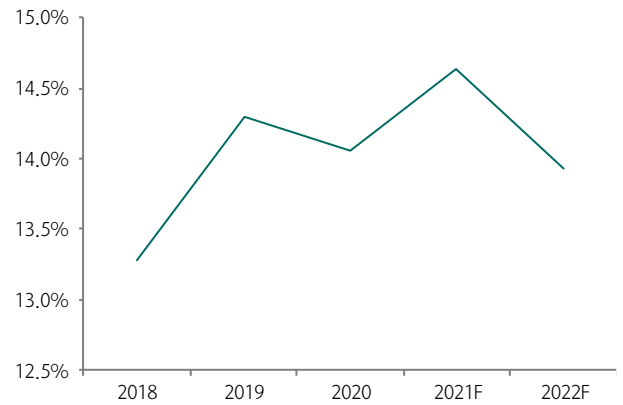
자료: 한화생명, 하나금융투자

그림 5. 연간 위험손해율 추정



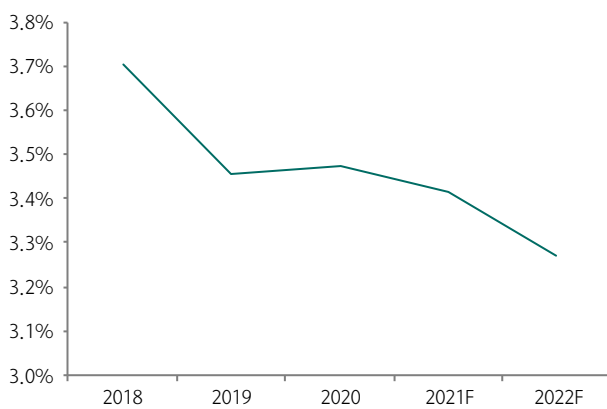
자료: 한화생명, 하나금융투자

그림 6. 연간 사업비율 추정



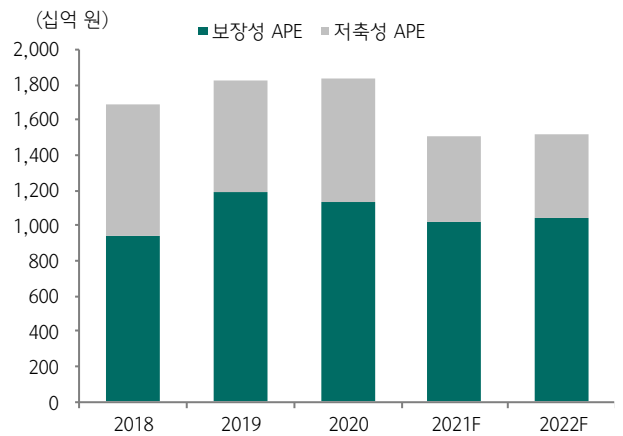
자료: 한화생명, 하나금융투자

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         |
| <b>수입보험료</b>    | <b>14,014</b> | <b>14,775</b> | <b>13,546</b> | <b>13,807</b> | <b>13,897</b> |
| 일반계정            | 9,459         | 10,058        | 9,697         | 9,964         | 10,010        |
| 특별계정            | 4,555         | 4,717         | 3,849         | 3,842         | 3,887         |
| <b>보험이익</b>     | <b>762</b>    | <b>795</b>    | <b>778</b>    | <b>845</b>    | <b>867</b>    |
| 사업비차손익          | 339           | 317           | 342           | 396           | 392           |
| 위험률차손익          | 423           | 478           | 436           | 449           | 476           |
| <b>보험영업손익</b>   | <b>-628</b>   | <b>-545</b>   | <b>-619</b>   | <b>-450</b>   | <b>-421</b>   |
| 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             |
| <b>투자영업손익</b>   | <b>3,162</b>  | <b>3,328</b>  | <b>3,385</b>  | <b>3,351</b>  | <b>3,364</b>  |
| <b>책임준비금전입액</b> | <b>3,363</b>  | <b>3,394</b>  | <b>3,054</b>  | <b>3,191</b>  | <b>3,213</b>  |
| <b>영업이익</b>     | <b>-830</b>   | <b>-610</b>   | <b>-288</b>   | <b>-290</b>   | <b>-271</b>   |
| 영업외손익           | 943           | 852           | 706           | 712           | 715           |
| 세전이익            | 113           | 241           | 418           | 423           | 444           |
| 법인세비용           | -2            | 44            | 109           | 110           | 116           |
| <b>당기순이익</b>    | <b>115</b>    | <b>197</b>    | <b>309</b>    | <b>313</b>    | <b>329</b>    |

| 재무상태표       | (단위: 십억 원)     |                |                |                |                |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|             | 2019           | 2020           | 2021F          | 2022F          | 2023F          |
| <b>자산총계</b> | <b>121,757</b> | <b>127,530</b> | <b>131,886</b> | <b>136,471</b> | <b>141,109</b> |
| 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         |
| <b>부채총계</b> | <b>109,699</b> | <b>115,525</b> | <b>119,609</b> | <b>123,919</b> | <b>128,277</b> |
| 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         |
| <b>자본총계</b> | <b>12,058</b>  | <b>12,005</b>  | <b>12,278</b>  | <b>12,553</b>  | <b>12,833</b>  |
| 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 |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>전년 대비 성장성</b> |       |       |       |       |       |
| 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   |
| <b>수익성 지표</b>    |       |       |       |       |       |
| 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

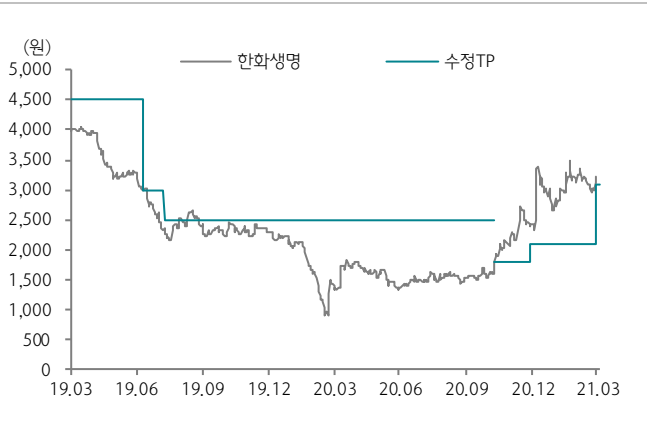
주요 지표 (2)

(단위: 십억 원)

|                    | 2019   | 2020   | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>보험료 구성</b>      |        |        |        |        |        |
| 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    |
| <b>신계약 APE</b>     |        |        |        |        |        |
| 보장성                | 1,186  | 1,131  | 1,022  | 1,047  | 1,087  |
| 저축성                | 639    | 707    | 488    | 468    | 400    |
| <b>운용자산 구성 (%)</b> |        |        |        |        |        |
| 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    |
| <b>투자 지표</b>       |        |        |        |        |        |
| 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.