

한화생명 (088350)

보험



정태준 CFA

02 3770 5585

tajeon.jeong@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	5,000원 (U)
현재주가 (5/13)	4,215원
상승여력	19%

시가총액	36,609억원
총발행주식수	868,530,000주
60일 평균 거래대금	443억원
60일 평균 거래량	12,845,605주
52주 고	4,215원
52주 저	1,325원
외인지분율	8.12%
주요주주	한화건설 외 6인 45.05%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	29.7	40.5	160.2
상대	31.6	39.5	61.7
절대(달러환산)	29.3	37.7	182.0

이제는 배당의 정상화까지도 기대할 수 있다

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 5,000원으로 상향

1분기 이익은 컨센서스와 당사 추정치를 크게 상회하는 1,942억원 기록. 1) 자산 듀레이션 확대를 위한 채권 교체매매가 지속되고 있어 투자손익이 추정치를 크게 상회하였고 2) 금리 상승에 따른 변액보증준비금 환입으로 책임준비금전입액이 추정치보다 양호하였기 때문. 1분기 기준 자산-부채 듀레이션 갭은 0.13년으로 크게 감소하였으나 IFRS17상에서는 아직 갭을 더 줄여야 하기 때문에 채권 교체매매와 그에 따른 매각익은 한동안 지속될 전망이다. 또한 증시와 금리가 높은 수준을 유지하고 있기 때문에 변액보증준비금 전입액 우려도 제한적이라는 판단.

이를 반영하여 동사의 연간 이익 추정치를 약 15% 상향하며 목표주기도 기존 3,500원에서 5,000원으로 상향. 목표주가 상향 폭이 이익 추정치 상향 폭보다 큰 것은 배당성향 회복에 대한 기대를 반영하였기 때문. 동사가 2020년에 기대 이하의 배당성향을 결정한 것은 K-ICS 도입 시 발생할 수 있는 자본 충격에 대비해야했기 때문인데, 이후 지속적인 금리 상승으로 이 우려가 상당부분 해소되었다는 판단. 따라서 채권 교체매매로 인한 매각익이 주주에게 환원되지 않고 지나갈 가능성이 감소했다는 점을 반영해 할인율을 하향. 투자 의견 BUY 유지.

보험손익 전년동기대비, 전분기대비 적자 폭 확대되며 추정치 하회. 지급보험금이 예상보다 크게 증가했기 때문인데, 이는 1) 코로나19에 따른 보험금 청구 감소 영향이 점점 약화되고 있고 2) 저축성보험 만기 도래 증가로 만기환급금이 증가했기 때문. 코로나19 백신 보급에 따라 위험손해율이 다시 크게 개선되기는 어려울 전망이다.

투자손익 전년동기대비 11.7% 감소, 전분기대비 10.0% 증가하며 추정치 상회. 채권 교체매매로 인한 매각익이 대거 반영되었으나 교체매매 규모가 전년동기보다는 적었기 때문에 YoY로는 감소.

책임준비금전입액 전년동기대비 57.4%, 전분기대비 53.4% 감소하며 추정치보다 크게 양호. 금리와 증시의 동반 상승에 따른 변액보증준비금 환입과 저축성보험 만기 도래 증가에 기인.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
수입보험료	2,381	-7.3	2.6	2,487	-4.3
영업이익	-12	N/A	N/A	3	N/A
세전이익	254	299.5	N/A	228	11.5
당기순이익	194	306.1	N/A	142	36.9

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(십억원, 배, %)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021E	2022E
수입보험료	9,459	10,058	9,918	9,815
영업이익	-830	-610	-568	-627
당기순이익	115	197	371	319
PER (배)	31.9	18.6	9.9	11.5
PBR (배)	0.30	0.30	0.35	0.34
ROE (%)	1.0	1.6	3.3	3.0
ROA (%)	0.10	0.16	0.29	0.25

자료: 유안타증권

[표 1] 1분기 실적 리뷰

(단위: 십억원, %, %pt)

	기존 추정치	실적 잠정치	비고
보험영업수익	2,641	2,426	
수입보험료	2,593	2,381	
재보험수익	48	46	
보험영업비용	2,545	2,965	
지급보험금	2,008	2,377	코로나19 수혜 약화와 저축성보험 만기 도래 증가 영향
재보험비용	51	49	
사업비	330	318	
신계약상각비	155	221	
할인료	1	1	
보험손익	96	-539	
투자손익	709	930	채권 교체매매 이익 등
책임준비금전입액	878	403	변액보증준비금 환입 및 저축성보험 만기 도래 증가 영향
영업이익	-73	-12	
영업외손익	173	267	
세전이익	100	254	
법인세비용	28	60	
당기순이익	73	194	
운용자산이익률	2.9	3.8	채권 교체매매 이익 등

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
보험손익	-539	-427	-433	-455	-545	-1,853	-1,991
투자손익	930	728	747	759	3,328	3,164	3,221
책임준비금전입액	403	455	453	568	3,394	1,879	1,858
영업이익	-12	-153	-138	-264	-610	-568	-627
영업외손익	267	267	267	267	852	1,067	1,067
세전이익	254	113	129	2	241	499	440
당기순이익	194	82	93	2	197	371	319

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 목표주가 변경 상세

(단위: 원, %, 배)

	기존	신규
2020 BPS	15,977	15,977
2021E ROE	2.7	3.7
COE	12.1	12.0
목표주가	3,500	5,000

자료: 유안타증권 리서치센터

한화생명 (088350) 추정재무제표 (K-IFRS)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
보험영업수익	9,622	10,232	10,108	10,003	9,903
수입보험료	9,459	10,058	9,918	9,815	9,717
보장성	5,684	5,993	6,495	6,428	6,316
저축성	3,775	4,065	3,424	3,387	3,401
재보험수익	162	174	190	188	186
보험영업비용	10,250	10,777	11,961	11,994	11,989
지급보험금	8,007	8,467	9,478	9,471	9,470
재보험비용	171	184	204	201	199
사업비	1,221	1,240	1,237	1,225	1,212
신계약상각비	849	883	1,041	1,095	1,105
할인료	2	2	2	2	2
보험손익	-628	-545	-1,853	-1,991	-2,086
투자손익	3,162	3,328	3,164	3,221	3,349
책임준비금전입액	3,363	3,394	1,879	1,858	1,864
영업이익	-830	-610	-568	-627	-601
영업외손익	943	852	1,067	1,067	1,067
세전이익	113	241	499	440	466
법인세비용	-2	44	127	121	128
당기순이익	115	197	371	319	338

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
수입보험료 구성					
보장성	60.1	59.6	65.5	65.5	65.0
저축성	39.9	40.4	34.5	34.5	35.0
수입보험료 성장률	2.5	6.3	-1.4	-1.0	-1.0
보장성	4.2	5.4	8.4	-1.0	-1.7
저축성	0.1	7.7	-15.8	-1.1	0.4
지급률	84.6	84.2	95.6	96.5	97.5
보장성	73.0	70.8	63.6	64.2	65.4
저축성	102.2	103.8	156.2	157.7	157.0
성장성					
자산 성장률	6.5	4.7	0.5	1.9	2.1
자본 성장률	22.3	-0.4	-12.4	0.7	2.3
운용자산 성장률	7.5	2.2	-0.1	1.9	2.0
책임준비금 성장률	4.2	4.1	2.2	2.1	2.1
순이익 성장률	-68.1	71.8	88.6	-14.1	5.9
운용자산이익률	3.4	3.4	3.2	3.2	3.3

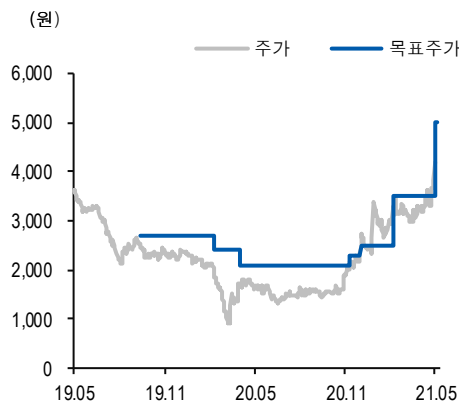
자료: 유안타증권

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
자산	121,757	127,530	128,182	130,689	133,402
운용자산	96,461	98,557	98,459	100,330	102,336
현금 및 예치금	846	610	720	742	756
유가증권	69,749	71,872	71,603	72,763	74,014
대출채권	22,372	22,669	22,942	23,679	24,459
부동산	3,495	3,406	3,194	3,146	3,107
비운용자산	3,176	3,660	3,360	3,315	3,309
특별계정자산	22,119	25,313	26,362	27,044	27,757
부채	109,699	115,525	117,644	120,060	122,523
책임준비금	83,609	87,005	88,886	90,744	92,608
계약자지분조정	1,196	1,195	656	669	683
기타부채	1,909	1,572	1,598	1,598	1,628
특별계정부채	22,985	25,752	26,505	27,049	27,604
자본	12,058	12,005	10,537	10,629	10,879
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	3,311	3,389	3,636	3,877	4,128
자본조정	-924	-924	-923	-923	-923
기타포괄손익누계액	2,787	2,655	939	790	790
신종자본증권	2,056	2,056	2,056	2,056	2,056

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Valuation					
PER	31.9	18.6	9.9	11.5	10.8
PBR	0.30	0.30	0.35	0.34	0.34
배당수익률	0.7	0.7	2.1	2.1	2.4
주당지표					
EPS	132	226	425	365	387
BPS	16,048	15,977	14,023	14,145	14,479
DPS	30	30	90	90	100
수익성					
ROE	1.0	1.6	3.3	3.0	3.1
ROA	0.10	0.16	0.29	0.25	0.26
자본비율					
RBC 비율	235.0	238.7	201.8	200.5	201.3
지급여력금액	14,911	14,806	12,573	12,699	12,983
지급여력기준금액	6,345	6,202	6,229	6,334	6,449
배당성향	22.4	9.6	13.7	15.4	16.4

자료: 유안타증권

한화생명 (088350) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-05-14	BUY	5,000	1년		
2021-02-19	BUY	3,500	1년	-6.00	20.43
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)	0.0
Buy(매수)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-05-11

※ 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 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.