

한화생명 (088350)

나아지는 모습은 보인다

컨센서스 상회한 1분기 실적

한화생명보험의 1분기 순이익은 전년 대비 +306.0%, 전분기 대비 흑자 전환한 1,942억원을 기록하며 컨센서스를 상회하였다. 실적 개선의 배경은; 1) 코로나19 영향으로 위험손해율이 전년 대비 -6.4%p 개선된 80.6%, 2) 해외 주식과 채권 CG가 확대되며 이자율차 Spread가 -57bp까지 축소되었으며, 3) 국내 증시 호조에 따라 변액보증손익이 약 332억원 개선 되었기 때문이다.

손익 개선보다는 중장기 지표들이 더 눈에 띈다

1분기 실적 개선의 배경이 대부분 휘발성 높은 요인들이기에 그 자체가 유의미하다고 판단되지는 않는다. 또한, 1분기 이후에도 대부분 전년 동기에 발생한 일회성 손실의 소멸에 따른 기저효과로 실적이 개선될 전망이다. 하지만 중장기 지표들의 개선이 확인된 점은 긍정적인데, 우선 금리 상승에 따라 금리부자산 보유이원 하락 속도가 둔화되었고, 변액보증준비금 부담이 빠르게 완화되고 있으며, 13회와 25회차 계약유지율이 상승세를 이어가 계속보험료 개선이 전망된다. 또한, VoNB Margin이 51.5%까지 증가하였고, 장기채 매입으로 채권 Duration 12.42년, 자산 Duration은 9.69년까지 확대되며 ALM 리스크가 완화되고 있다. 현재와 같은 자산 Duration 증가 속도를 가정하면 하반기 제도 변경에 따른 부채 Duration 확대에도 Duration Matching Ratio는 90% 내외를 기록할 것으로 추정된다.

하지만 여전히 개운하지 못한 자본 적정성

목표가는 금리 전망 등 경제적 가정과 실적 추정치 변경에 따라 4,000원으로 상향하나 투자 의견은 중립으로 유지한다. LAT 리스크는 금리 상승으로 상당 부분 완화되어 긍정적이나, 반대로 그간 OCI로 방어해온 RBC 비율이 1분기 200%를 소폭 상회하는 수준으로 둔화되며 자본 적정성 관련 이슈는 계속해서 발목을 잡고 있다. 게다가 동사는 올해 계정재분류를 못하기에 이익잉여금 확보만으로 버텨야 하는 상황이다. 당사가 제시하는 투자 의견은 자본 불확실성과 이에 따른 주주 가치 제고의 한계를 투영한다.

Earnings Review

Neutral

| TP(12M): 4,000원(상향) | CP(5월13일): 4,215원

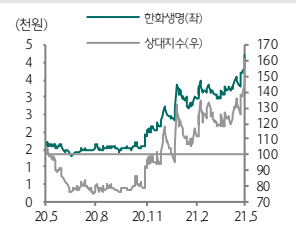
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,122.11
52주 최고/최저(원)	4,215/1,325
시가총액(십억원)	3,660.9
시가총액비중(%)	0.17
발행주식수(천주)	868,530.0
60일 평균 거래량(천주)	12,845.6
60일 평균 거래대금(십억원)	44.3
20년 배당금(예상, 원)	52
20년 배당수익률(예상, %)	1.24
외국인지분율(%)	8.06
주요주주 지분율(%)	
한화건설 외 6인	45.05
예금보험공사	10.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	29.7 122.4 160.2
상대	31.6 77.7 61.7

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	10,861	11,280
영업이익(십억원)	(415)	(430)
순이익(십억원)	307	328
EPS(원)	353	378
BPS(원)	16,231	16,584

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
수입보험료	십억원	14,014	14,775	13,810	14,150	14,390
영업이익	십억원	-830	-610	-366	-312	-295
세전이익	십억원	113	241	434	424	444
당기순이익	십억원	115	197	327	314	329
EPS	원	153	262	435	418	438
(증감률)	%	-68.1	71.8	66.2	-4.1	4.8
P/E	배	15.1	9.3	9.7	10.1	9.6
P/B	배	0.2	0.2	0.4	0.4	0.3
ROA	%	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2
ROE	%	1.0	1.6	2.9	2.9	3.0
BPS	원	13,311	13,241	11,433	11,800	12,172
DPS	원	30	30	50	50	70
배당수익률	%	1.3	1.2	1.2	1.2	1.6



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

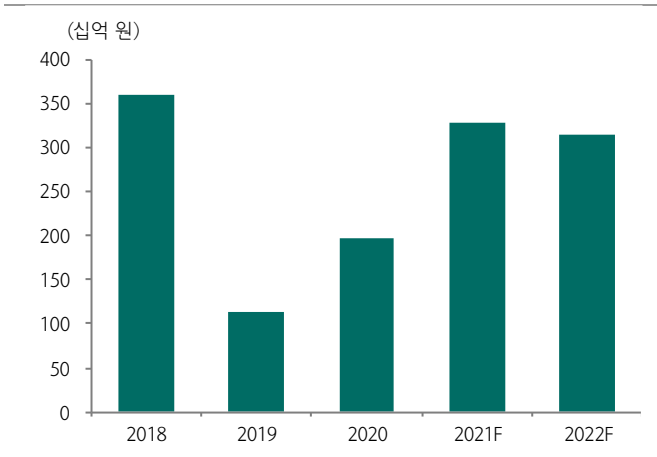
표 1. 한화생명 주요 실적

(단위: 십억 원)

	1Q21	1Q20	YoY %	4Q20	QoQ %	2021F	2020	YoY %
수입보험료	3,197	3,417	-6.4%	4,201	-23.9%	13,810	14,775	-6.5%
일반계정	2,381	2,568	-7.3%	2,444	-2.6%	9,609	10,058	-4.5%
특별계정	817	850	-3.9%	1,757	-53.5%	4,202	4,717	-10.9%
보험이익	183	147	24.1%	218	-16.1%	757	795	-4.7%
사차손익	116	75	53.7%	124	-6.8%	443	478	-7.3%
위험보험료	598	579	3.3%	594	0.7%	2,418	2,345	3.1%
사고보험금	482	504	-4.2%	470	2.7%	1,975	1,867	5.8%
위험손해율	80.6%	87.0%	-6.4%p	79.1%	1.6%p	81.7%	79.6%	2.1%p
비차손익	67	72	-6.9%	94	-28.4%	314	317	-1.0%
예정사업비	581	607	-4.1%	596	-2.5%	2,217	2,393	-7.3%
실제사업비	514	535	-3.8%	502	2.4%	1,903	2,076	-8.3%
사업비율	16.1%	15.6%	0.4%p	12.0%	4.1%p	13.8%	14.1%	-0.3%p
이자율차 Spread	-0.57%p	-0.14%p	-0.43%p	-0.99%p	0.42%p	-0.97%p	-0.94%p	-0.03%p
운용자산이익률	3.83%	4.36%	-0.53%p	3.42%	0.41%p	3.40%	3.47%	-0.07%p
부채 부담금리	4.40%	4.50%	-0.10%p	4.41%	-0.01%p	4.37%	4.41%	-0.04%p
보험손익	-539	-303	적자지속	-238	적자지속	-1,057	-545	적자지속
보험영업수익	2,426	2,609	-7.0%	2,489	-2.5%	9,794	10,232	-4.3%
보험영업비용	2,965	2,912	1.8%	2,727	8.7%	10,851	10,777	0.7%
투자손익	930	1,053	-11.7%	846	10.0%	3,307	3,328	-0.6%
책임준비금전입액	403	947	-57.4%	861	-53.1%	2,615	3,394	-22.9%
영업이익	-12	-198	적자지속	-254	적자지속	-366	-610	적자지속
영업외손익	267	261	2.1%	173	53.8%	800	852	-6.0%
세전이익	254	64	299.5%	-80	흑자전환	434	241	80.0%
당기순이익	194	48	306.0%	-44	흑자전환	327	197	66.2%
자산총계	125,923	122,953	2.4%	127,530	-1.3%	129,020	127,530	1.2%
운용자산	96,679	97,797	-1.1%	98,557	-1.9%	99,130	98,557	0.6%
부채총계	115,370	110,812	4.1%	115,525	-0.1%	118,373	115,525	2.5%
책임준비금	87,410	84,556	3.4%	87,005	0.5%	89,622	87,005	3.0%
자본총계	10,553	12,141	-13.1%	12,005	-12.1%	10,647	12,005	-11.3%

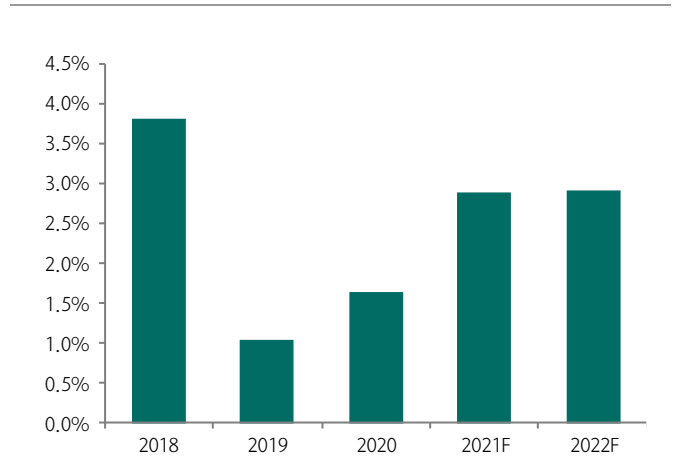
자료: 한화생명, 하나금융투자

그림 1. 연간 순이익 추정



자료: 한화생명, 하나금융투자

그림 2. 연간 ROE 추정



자료: 한화생명, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억 원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
수입보험료	14,014	14,775	13,810	14,150	14,390
일반계정	9,459	10,058	9,609	9,967	10,163
특별계정	4,555	4,717	4,202	4,182	4,227
보험이익	762	795	757	767	728
사업비차손익	339	317	314	319	272
위험률차손익	423	478	443	448	455
보험영업손익	-628	-545	-1,057	-455	-317
보험영업수익	9,622	10,232	9,794	10,155	10,351
보험료수익	9,459	10,058	9,609	9,967	10,163
재보험수익	162	174	185	188	188
보험영업비용	10,250	10,777	10,851	10,610	10,668
지급보험금	8,007	8,467	8,586	8,384	8,411
재보험비용	171	184	198	201	201
사업비	1,221	1,240	1,205	1,146	1,152
(이연신계약비)	-782	-836	-699	-684	-710
신계약비	1,112	1,177	995	979	1,016
유지비	890	899	909	851	846
신계약상각비	849	883	860	877	902
할인료	3	2	2	2	2
투자영업손익	3,162	3,328	3,307	3,424	3,529
책임준비금전입액	3,363	3,394	2,615	3,281	3,507
영업이익	-830	-610	-366	-312	-295
영업외손익	943	852	800	736	739
세전이익	113	241	434	424	444
법인세비용	-2	44	107	110	116
당기순이익	115	197	327	314	329

재무상태표	(단위: 십억 원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
자산총계	121,757	127,530	129,020	133,722	138,651
운용자산	96,461	98,557	99,130	102,607	106,378
현금및예치금	846	610	790	815	845
유가증권	69,749	71,872	71,940	74,467	77,204
주식	1,258	1,662	1,755	1,815	1,882
채권	30,243	36,262	36,905	38,191	39,594
외화유가증권	27,131	20,239	19,818	20,526	21,280
기타	11,118	13,708	13,463	13,936	14,448
대출채권	22,372	22,669	22,939	23,743	24,615
부동산	3,495	3,406	3,461	3,582	3,714
비운용자산	3,176	3,660	3,088	3,224	3,250
미상각신계약비	1,627	1,580	1,584	1,654	1,668
특별계정자산	22,119	25,313	26,802	27,891	29,023
부채총계	109,699	115,525	118,373	122,799	127,449
책임준비금	83,609	87,005	89,622	92,903	96,410
보험료적립금	79,417	82,356	84,838	87,966	91,334
계약자지분조정	1,196	1,195	623	621	621
기타부채	1,909	1,572	1,348	1,407	1,419
특별계정부채	22,985	25,752	26,780	27,867	28,999
자본총계	12,058	12,005	10,647	10,923	11,202
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	3,311	3,389	3,632	3,908	4,188
자본조정	-924	-924	-923	-923	-923
기타포괄손익누계액	2,787	2,655	1,053	1,053	1,053
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	-6.5	2.5	1.7
일반계정	2.5	6.3	-4.5	3.7	2.0
보장	4.2	5.4	5.5	8.2	4.0
저축	0.1	7.7	-19.1	-4.9	-2.4
특별계정	-9.2	3.6	-10.9	-0.5	1.1
변액	-8.4	21.3	-11.3	-1.4	1.6
퇴직	-10.0	-14.3	-10.4	0.8	0.3
사업비차손익	27.4	-6.7	-1.0	1.8	-14.6
위험률차손익	-15.6	13.1	-7.3	1.0	1.6
보험영업수익	2.5	6.3	-4.3	3.7	1.9
보험영업비용	0.9	5.1	0.7	-2.2	0.5
투자영업손익	-0.1	5.3	-0.6	3.5	3.1
책임준비금전입액	12.6	0.9	-22.9	25.4	6.9
세전이익	-77.5	113.6	80.0	-2.3	4.8
당기순이익	-68.1	71.8	66.2	-4.1	4.8
자산총계	6.5	4.7	1.2	3.6	3.7
부채총계	5.0	5.3	2.5	3.7	3.8
자본총계	22.3	-0.4	-11.3	2.6	2.6
수익성 지표					
위험손해율	81.5	79.6	81.7	81.9	82.0
사업비율	14.3	14.1	13.8	12.9	12.9
투자수익률	3.5	3.5	3.4	3.5	3.4
부채 평균 부담이율	4.5	4.4	4.4	4.3	4.3
ROA	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2
ROE	1.0	1.6	2.9	2.9	3.0

자료: 하나금융투자

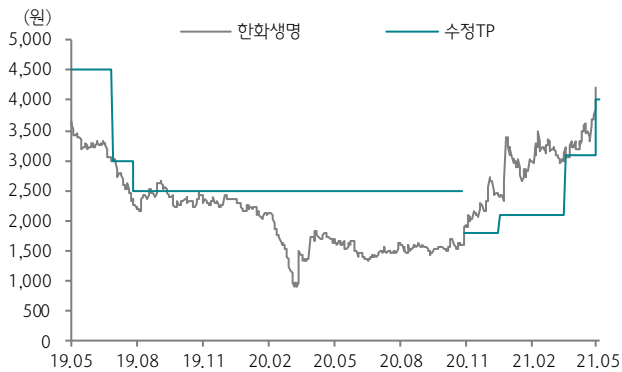
주요 지표 (2)

(단위: 십억 원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
보험료 구성					
일반계정	9,459	10,058	9,609	9,967	10,163
보장	5,684	5,993	6,320	6,841	7,113
저축	3,775	4,065	3,288	3,126	3,050
특별계정	4,555	4,717	4,202	4,182	4,227
퇴직	2,285	2,771	2,459	2,426	2,465
변액	2,269	1,945	1,743	1,757	1,762
위험보험료	2,290	2,345	2,418	2,471	2,528
부가보험료	2,342	2,393	2,217	2,149	2,134
특별계정수입수수료	984	957	835	841	844
신계약 APE					
보장성	1,186	1,131	927	964	1,001
저축성	639	707	547	524	448
운용자산 구성 (%)					
현금및예치금	0.9	0.6	0.8	0.8	0.8
유가증권	72.3	72.9	72.6	72.6	72.6
대출채권	23.2	23.0	23.1	23.1	23.1
부동산	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5
투자 지표					
EPS (KRW)	153	262	435	418	438
BPS (KRW)	13,311	13,241	11,433	11,800	12,172
P/E (X)	15.1	9.3	9.7	10.1	9.6
P/B (X)	0.2	0.2	0.4	0.4	0.3
DPS (KRW)	30	30	50	50	70
배당성향 (%)	19.7	11.3	12.0	12.0	15.0
배당수익률 (%)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한화생명



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.5.13	Neutral	4,000		
21.3.31	Neutral	3,100	8.97%	-1.29%
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%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.06%	4.94%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 05월 10일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이홍재)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 5월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이홍재)는 2021년 5월 14일 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.