

한화생명 (088350)



나쁘지는 않지만 상대 우위 요소 부재

컨센서스 하회했으나 경상적인 수준의 실적 기록

2분기 순이익(별도)은 전년 대비 -55.8%, 전분기 대비 -70.8% 감소한 566억원으로 컨센서스 624억원을 하회, 하나금융투자 추정치 532억원은 소폭 상회하는 수준을 기록하였다. 이원별로는; 1) 사차익은 위험P 유입 속도 개선에도 사고보험금이 증가하며 전년 대비 -32.8%, 전분기 대비 -10.4% 둔화되었고, 2) 비차익은 전년 동기와 유사한 수준, 3) 이차 및 기타손익은 변액보증손익이 170억원 개선 되었으나 자산 처분익 감소 등으로 -1,001억원을 기록하였다.

리스크 축소되는 흐름은 긍정적

OCI가 감소한 영향으로 RBC 비율이 200%를 소폭 상회하며 자본 부족 이슈는 상존하나, 장기채 확대에 채권 Duration이 전분기 대비 0.6년 개선된 13년을 기록하였고, 이에 자산 Duration이 크게 확대되며 10년을 넘어섰음에도 금리부자산 보유이율이 3.14%로 방어된 점은 고무적으로 생각된다. 부채 Duration은 제도 변경에 따른 일회성 요인으로 전분기 대비 0.5년 축소되었는데, 향후 최장 만기의 단계적 확대에 따라 부채 Duration은 약 12년 수준으로 증가 하겠으나 최근의 자산 Duration 확대 속도를 감안했을 때 ALM 리스크는 완화되는 흐름으로 전망된다.

하지만 업종 내에서 유난히 돋보일 부분은 없다고 판단

투자 의견 중립, 목표가 4,000원 유지한다. 준수한 연간 추정 손익과 리스크 축소에도 보험업종 내에서 동사에 대한 투자 매력은 당분간 부각되지 않을 것으로 예상된다. 보험 부채 구조상 동사는 금리 민감도가 가장 높는데, 최근 장기채 금리 상승이 약화되고 당장에 금리 모멘텀이 확대될 여지가 크지 않으며, 향후 실적은 질적인 측면에서 개선 폭이 축소될 전망이다. 배당 등 주주 가치를 제고할 여력도 당분간 타사 대비 한계가 있을 수 밖에 없기 때문이다. 또한, 손해보험사를 포함한 보험업종 내에서 주가가 상대적으로 저평가되었다고 분류하기도 어렵다. 이에 합리성의 관점에서 현재 주가는 매크로 전망에 근거한 동사에 대한 적정 가치를 일정 수준 이상 반영하고 있다고 볼 수 있다.

Earnings Review

Neutral

| TP(12M): 4,000원 | CP(7월29일): 3,445원

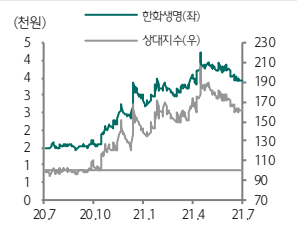
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,242.65
52주 최고/최저(원)	4,215/1,440
시가총액(십억원)	2,992.1
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	868,530.0
60일 평균 거래량(천주)	7,262.6
60일 평균 거래대금(십억원)	28.1
21년 배당금(예상, 원)	62
21년 배당수익률(예상, %)	1.80
외국인지분율(%)	7.22
주요주주 지분율(%)	
한화건설 외 6인	45.05
예금보험공사	10.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(8.4) 29.0 129.7
상대	(7.1) 18.4 60.3

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	10,852	11,202
영업이익(십억원)	(484)	(535)
순이익(십억원)	368	342
EPS(원)	424	394
BPS(원)	14,474	14,941

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
수입보험료	십억원	14,014	14,775	13,650	13,782	14,030
영업이익	십억원	-830	-610	-275	-158	-153
세전이익	십억원	113	241	522	552	560
당기순이익	십억원	115	197	389	409	414
EPS	원	153	262	517	544	551
(증감률)	%	-68.1	71.8	97.5	5.1	1.3
P/E	배	15.1	9.3	6.7	6.3	6.2
P/B	배	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
ROA	%	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
ROE	%	1.0	1.6	3.4	3.7	3.7
BPS	원	13,311	13,241	11,560	12,038	12,507
DPS	원	30	30	60	70	80
배당수익률	%	1.3	1.2	1.8	1.9	2.4



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

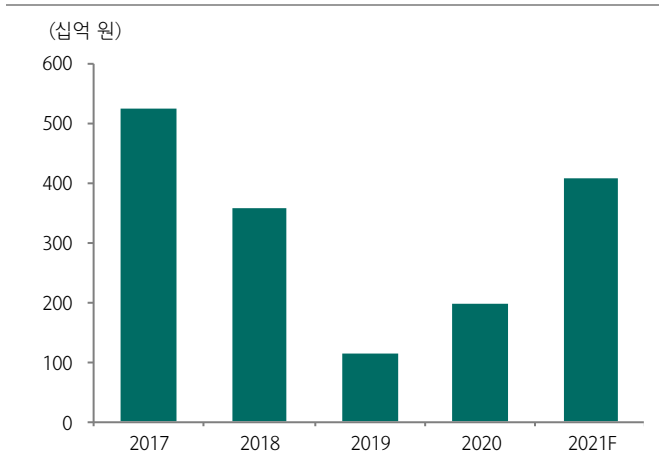
표 1. 한화생명 주요 실적

(단위: 십억 원)

	2Q21	2Q20	YoY %	1Q21	QoQ %	2021F	2020	YoY %
수입보험료	3,179	3,721	-14.6%	3,197	-0.6%	13,650	14,775	-7.6%
일반계정	2,327	2,478	-6.1%	2,381	-2.3%	9,405	10,058	-6.5%
특별계정	852	1,242	-31.4%	817	4.4%	4,245	4,717	-10.0%
보험이익	182	233	-21.8%	183	-0.6%	734	795	-7.7%
사차손익	104	155	-32.8%	116	-10.4%	446	478	-6.7%
위험보험료	605	584	3.5%	598	1.0%	2,427	2,345	3.5%
사고보험금	501	429	16.6%	482	3.8%	1,981	1,867	6.1%
위험손해율	82.8%	73.5%	9.3%p	80.6%	2.2%p	81.6%	79.6%	2.0%p
비차손익	78	78	0.0%	67	16.4%	287	317	-9.3%
예정사업비	580	590	-1.8%	581	-0.3%	2,231	2,393	-6.7%
실제사업비	502	512	-2.1%	514	-2.5%	1,944	2,076	-6.4%
사업비율	15.8%	13.8%	2.0%p	16.1%	-0.3%p	14.2%	14.1%	0.2%p
이자율차 Spread	-1.10%p	-1.67%p	0.57%p	-0.57%p	-0.53%p	-0.93%p	-0.94%p	0.01%p
운용자산이익률	3.29%	2.80%	0.49%p	3.83%	-0.54%p	3.43%	3.47%	-0.04%p
부채 부담금리	4.39%	4.47%	-0.08%p	4.40%	-0.01%p	4.37%	4.41%	-0.05%p
보험손익	-249	-5	적자지속	-539	적자지속	-1,156	-545	적자지속
보험영업수익	2,376	2,521	-5.7%	2,426	-2.1%	9,601	10,232	-6.2%
보험영업비용	2,626	2,526	4.0%	2,965	-11.4%	10,757	10,777	-0.2%
투자손익	796	688	15.8%	930	-14.4%	3,339	3,328	0.3%
책임준비금전입액	675	729	-7.4%	403	67.3%	2,458	3,394	-27.6%
영업이익	-128	-47	적자지속	-12	적자지속	-275	-610	적자지속
영업외손익	209	208	0.4%	267	-21.6%	797	852	-6.4%
세전이익	81	162	-50.0%	254	-68.2%	522	241	116.4%
당기순이익	57	128	-55.8%	194	-70.8%	389	197	97.5%
자산총계	127,245	125,780	1.2%	125,923	1.1%	129,266	127,530	1.4%
운용자산	97,741	99,572	-1.8%	96,679	1.1%	99,206	98,557	0.7%
부채총계	116,594	112,880	3.3%	115,370	1.1%	118,524	115,525	2.6%
책임준비금	88,087	85,285	3.3%	87,410	0.8%	89,467	87,005	2.8%
자본총계	10,651	12,900	-17.4%	10,553	0.9%	10,742	12,005	-10.5%

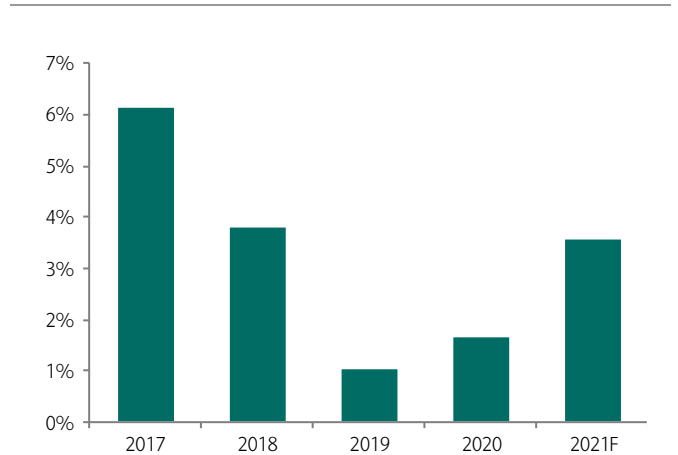
자료: 한화생명, 하나금융투자

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	13,650	13,782	14,030
일반계정	9,459	10,058	9,405	9,691	9,884
특별계정	4,555	4,717	4,245	4,091	4,146
보험이익	762	795	734	768	745
사업비차손익	339	317	287	339	290
위험률차손익	423	478	446	429	454
보험영업손익	-628	-545	-1,156	-487	-329
보험영업수익	9,622	10,232	9,601	9,894	10,087
보험료수익	9,459	10,058	9,405	9,691	9,884
재보험수익	162	174	196	203	203
보험영업비용	10,250	10,777	10,757	10,381	10,415
지급보험금	8,007	8,467	8,547	8,372	8,376
재보험비용	171	184	202	206	206
사업비	1,221	1,240	1,184	981	987
(이연신계약비)	-782	-836	-760	-770	-799
신계약비	1,112	1,177	1,042	991	1,028
유지비	890	899	902	760	758
신계약상각비	849	883	822	821	844
할인료	3	2	2	2	2
투자영업손익	3,162	3,328	3,339	3,372	3,421
책임준비금전입액	3,363	3,394	2,458	3,042	3,246
영업이익	-830	-610	-275	-158	-153
영업외손익	943	852	797	710	713
세전이익	113	241	522	552	560
법인세비용	-2	44	133	144	146
당기순이익	115	197	389	409	414

재무상태표	(단위: 십억 원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
자산총계	121,757	127,530	129,266	133,826	138,579
운용자산	96,461	98,557	99,206	102,534	106,119
현금및예치금	846	610	563	577	597
유가증권	69,749	71,872	72,877	75,335	77,968
주식	1,258	1,662	2,266	2,346	2,428
채권	30,243	36,262	38,284	39,574	40,957
외화유가증권	27,131	20,239	18,664	19,291	19,965
기타	11,118	13,708	13,663	14,124	14,618
대출채권	22,372	22,669	22,495	23,244	24,057
부동산	3,495	3,406	3,271	3,378	3,496
비운용자산	3,176	3,660	3,036	3,171	3,197
미상각신계약비	1,627	1,580	1,557	1,627	1,640
특별계정자산	22,119	25,313	27,024	28,121	29,263
부채총계	109,699	115,525	118,524	122,724	127,126
책임준비금	83,609	87,005	89,467	92,509	95,755
보험료적립금	79,417	82,356	84,673	87,575	90,696
계약자지분조정	1,196	1,195	626	625	625
기타부채	1,909	1,572	1,378	1,439	1,451
특별계정부채	22,985	25,752	27,052	28,151	29,294
자본총계	12,058	12,005	10,742	11,102	11,454
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	3,311	3,389	3,726	4,086	4,438
자본조정	-924	-924	-922	-922	-922
기타포괄손익누계액	2,787	2,655	1,054	1,054	1,054
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	-7.6	1.0	1.8
일반계정	2.5	6.3	-6.5	3.0	2.0
보장	4.2	5.4	3.7	7.7	4.0
저축	0.1	7.7	-21.5	-5.9	-2.4
특별계정	-9.2	3.6	-10.0	-3.6	1.4
변액	-8.4	21.3	-7.2	-5.6	2.1
퇴직	-10.0	-14.3	-13.9	-0.6	0.3
사업비차손익	27.4	-6.7	-9.3	18.2	-14.4
위험률차손익	-15.6	13.1	-6.7	-3.9	6.0
보험영업수익	2.5	6.3	-6.2	3.0	1.9
보험영업비용	0.9	5.1	-0.2	-3.5	0.3
투자영업손익	-0.1	5.3	0.3	1.0	1.5
책임준비금전입액	12.6	0.9	-27.6	23.8	6.7
세전이익	-77.5	113.6	116.4	5.8	1.3
당기순이익	-68.1	71.8	97.5	5.1	1.3
자산총계	6.5	4.7	1.4	3.5	3.6
부채총계	5.0	5.3	2.6	3.5	3.6
자본총계	22.3	-0.4	-10.5	3.3	3.2
수익성 지표					
위험손해율	81.5	79.6	81.6	82.8	82.1
사업비율	14.3	14.1	14.2	12.7	12.7
투자수익률	3.5	3.5	3.4	3.4	3.3
부채 평균 부담이율	4.5	4.4	4.4	4.3	4.3
ROA	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
ROE	1.0	1.6	3.4	3.7	3.7

자료: 하나금융투자

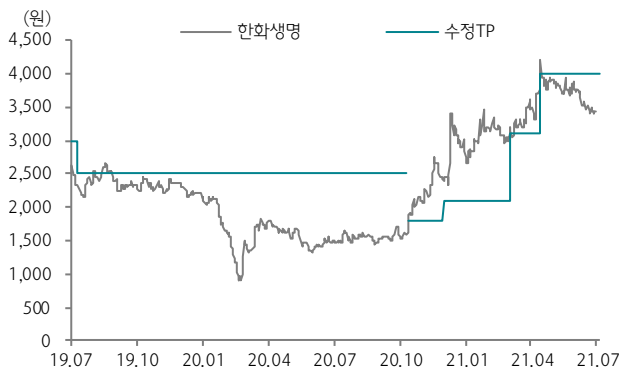
주요 지표 (2)

(단위: 십억 원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
보험료 구성					
일반계정	9,459	10,058	9,405	9,691	9,884
보장	5,684	5,993	6,215	6,690	6,956
저축	3,775	4,065	3,190	3,001	2,928
특별계정	4,555	4,717	4,245	4,091	4,146
퇴직	2,285	2,771	2,571	2,426	2,476
변액	2,269	1,945	1,675	1,665	1,670
위험보험료	2,290	2,345	2,427	2,486	2,539
부가보험료	2,342	2,393	2,231	2,090	2,076
특별계정수입수수료	984	957	804	799	801
신계약 APE					
보장성	1,186	1,131	981	1,038	1,046
저축성	639	707	503	468	400
운용자산 구성 (%)					
현금및예치금	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6
유가증권	72.3	72.9	73.5	73.5	73.5
대출채권	23.2	23.0	22.7	22.7	22.7
부동산	3.6	3.5	3.3	3.3	3.3
투자 지표					
EPS (KRW)	153	262	517	544	551
BPS (KRW)	13,311	13,241	11,560	12,038	12,507
P/E (X)	15.1	9.3	6.7	6.3	6.2
P/B (X)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
DPS (KRW)	30	30	60	70	80
배당성향 (%)	19.7	11.3	12.0	12.0	15.0
배당수익률 (%)	1.3	1.2	1.8	1.9	2.4

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%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	93.75%	6.25%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 07월 26일

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 7월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이홍재)는 2021년 7월 30일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신랄할 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 증빙자료로 사용될 수 없습니다.