



기업분석 | 보험

Analyst

전배승

02 3779 8978

bsjun@ebestsec.co.kr

## Hold (maintain)

목표주가	3,700 원
현재주가	3,160 원

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSPI(2/17)	2,744.09 pt
시가총액	27,576 억원
발행주식수	868,530 천주
52 주 최고가 / 최저가	4,215 / 2,775 원
90 일 일평균거래대금	79.9 억원
외국인 지분율	7.9%
배당수익률(22.12E)	1.9%
BPS(22.12E)	11,289 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 2.9%
	6개월 6.0%
	12개월 8.2%
주주구성	한화건설 (외 6인) 45.1%
	자사주 (외 1인) 13.5%
	예금보험공사 (외 1인) 10.0%

### Stock Price



# 한화생명 (088350)

## 안정적 이익흐름 예상

### 사차익 감소에도 양호한 이익 시현

2021년 4분기 별도순이익은 566억원으로 시장 기대치에 부합. 전분기와 전년동기대비 사차익이 300~400억원 감소했으나 이차익과 비차익의 경우 지난해 4분기 대비 큰 폭으로 개선되면서 양호한 이익 시현. 위험손해율은 86.3%를 기록해 2020년 1분기 이후 가장 높은 수준을 보였지만 사업비율이 전분기에 이어 하락세가 이어지면서 9.5%까지 낮아짐. 투자수익률은 4분기 중 3.56%로 1~3분기 평균과 유사한 수준을 보임. 2021년 연간 순이익은 4,106억원으로 큰 폭으로 증가했으며 보험손익 정체에도 투자영업이익 증가와 준비금 부담 감소가 이익성장의 배경

### 안정적 실적흐름 예상

연초 이후로도 금리상승 추세가 이어지고 있어 신규투자수익률 확대가 가능할 전망. 수입 보험료 성장둔화가 이어지는 가운데 의료이용량 확대가 예상되어 손해율 상승압력은 2022년에도 이어질 가능성이 높음. 대면영업 확대로 사업비율 역시 상승 가능성이 있으나 제판분리 효과가 이어지면서 상승 폭은 크지 않을 것으로 보임. RBC비율이 185%까지 하락했지만 신계약가치와 수익성 개선, 유지를 상승, 금리인상 기초 감안시 제도변화에 적절한 대응이 가능할 것으로 예상. 2022년 이익모멘텀 약화는 불가피하나 안정적 실적흐름은 이어질 전망

### 목표주가 3,700원, 보유의견 유지

동사에 대한 목표주가 3,700원과 보유의견을 유지함. PBR은 0.30배 미만의 현 주가는 수익성 둔화와 제도변화 관련 우려를 충분히 반영한 수준으로 판단. 최근과 같은 시장금리 상승환경은 동사에 지속적으로 우호적 여건을 제공할 전망

### Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
보험료수익	9,459	10,117	10,058	10,239	10,362
영업이익	-830	-644	-330	-266	-263
당기순이익	115	163	411	394	401
위험손해율 (%)	84.6	86.4	83.7	83.5	83.4
EPS (원)	153	217	546	525	534
증감률 (%)	-68.1	42.4	151.5	-4.0	1.7
BPS (원, adj.)	13,311	12,190	10,824	11,289	11,762
ROE (%)	1.0	1.4	3.8	3.8	3.7
PER (x)	20.8	7.9	6.2	6.0	5.9
PBR (x)	0.24	0.14	0.31	0.28	0.27

주: IFRS 연결 기준

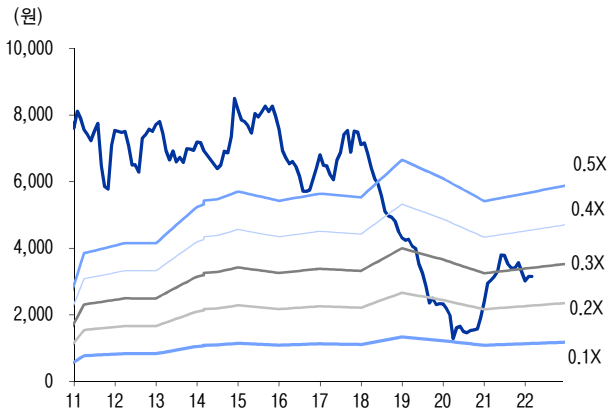
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표1 한화생명 손익현황과 주요지표

(단위: 십억원,%)	2020	2021P					YoY(%,%p)	QoQ(%,%p)	2020	2021
	4Q	1Q	2Q	3Q	4QP	연간			연간P	
수입보험료	4,201	3,197	3,179	3,504	4,865	15.8	38.9	14,775	14,745	
일반계정	2,444	2,381	2,327	2,852	2,558	4.7	-10.3	10,058	10,117	
특별계정	1,757	817	852	651	2,307	31.3	254.3	4,717	4,628	
보험영업이익	-239	-539	-249	266	-31	-87.0	-111.7	-545	-553	
보험영업수익	2,488	2,426	2,376	2,901	2,610	4.9	-10.0	10,232	10,314	
보험료수익	2,503	2,381	2,327	2,852	2,499	-0.2	-12.4	10,117	10,058	
보험영업비용	2,727	2,965	2,626	2,635	2,641	-3.1	0.2	10,777	10,867	
지급보험금	2,385	2,377	2,055	2,135	1,900	-20.3	-11.0	8,689	8,467	
사업비	214	318	318	250	354	65.6	41.6	1,165	1,240	
투자영업이익	845	930	796	898	884	4.5	-1.6	3,328	3,507	
책임준비금전입액	894	403	675	1,231	975	9.1	-20.8	3,427	3,284	
영업이익	-287	-12	-128	-67	-122	-57.4	82.0	-644	-330	
영업외이익	173	267	209	214	200	15.1	-6.6	852	889	
세전이익	-114	254	81	146	77	-167.8	-47.3	207	559	
당기순이익	-78	194	57	103	57	-172.6	-45.1	163	411	
위험손해율	79.1	80.6	82.8	81.5	86.3	7.3	4.8	79.6	82.8	
사업비율	12.0	16.1	15.8	12.4	9.5	-2.5	-2.9	14.1	13.0	
투자수익률	3.4	3.8	3.3	3.7	3.6	0.1	-0.1	3.5	3.6	
신계약 APE	385	359	372	452	390	1.4	-13.7	1,838	1,573	
보장성 APE	264	223	250	242	249	-5.7	2.8	1,131	965	
ROE	-2.6	7.5	2.3	4.2	2.3			1.4	3.8	

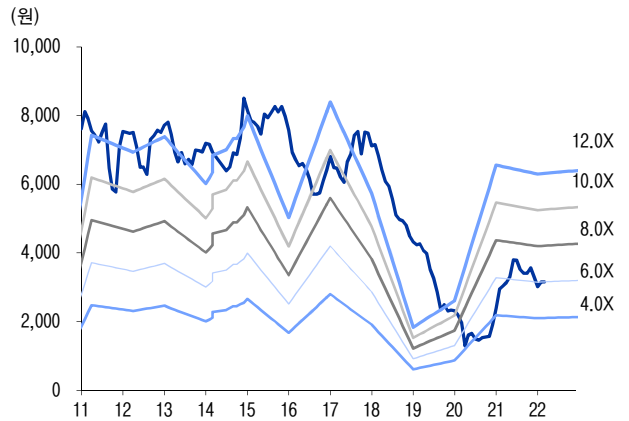
자료: 한화생명, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 한화생명 PBR Band



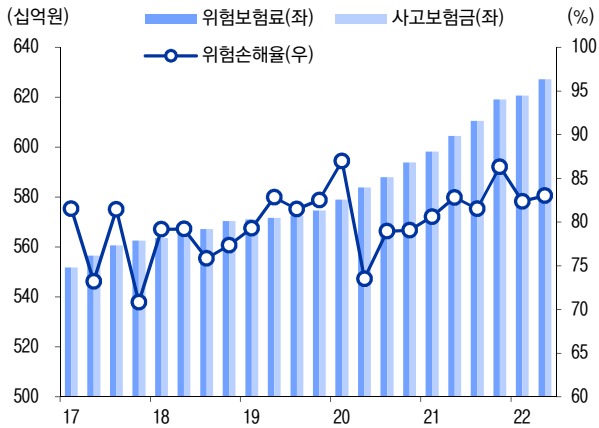
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 한화생명 PER Band



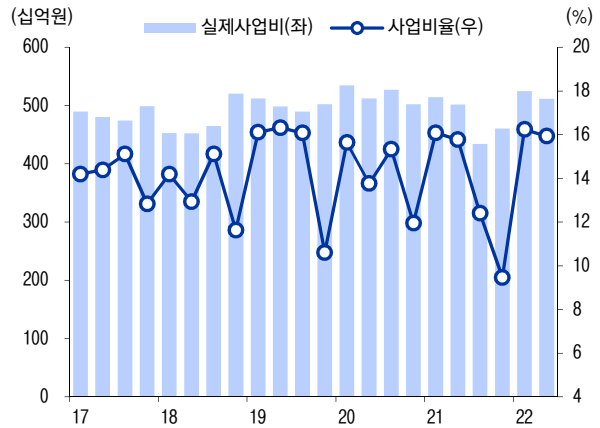
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 위험손해율 추이 및 예상



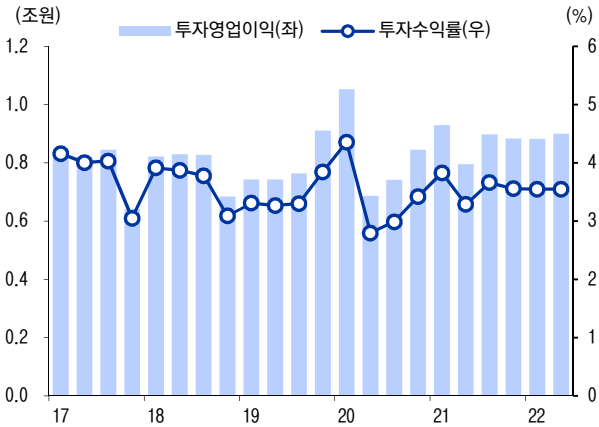
자료: 한화생명, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 사업비율 추이 및 예상



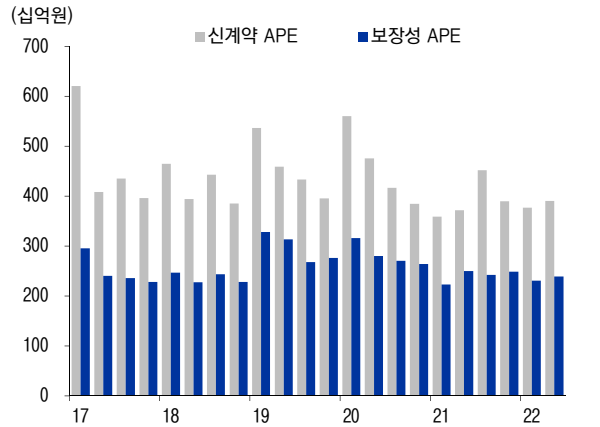
자료: 한화생명, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 투자수익률 추이 및 예상



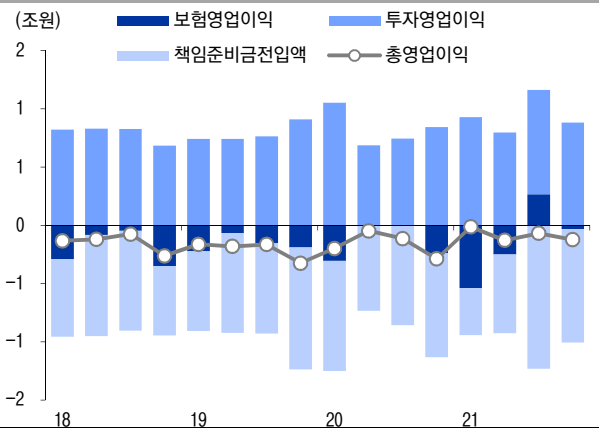
자료: 한화생명, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 신계약 APE 추이 및 예상



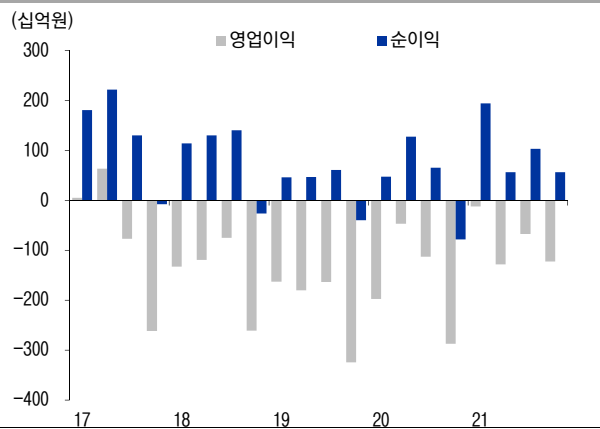
자료: 한화생명, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 영업이익 구성 및 추이



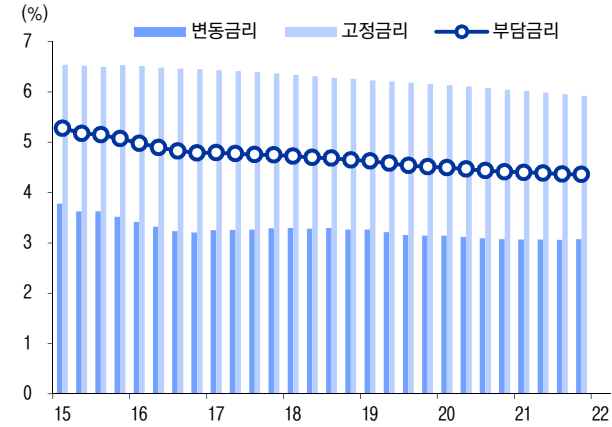
자료: 한화생명, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 영업이익과 순이익 추이



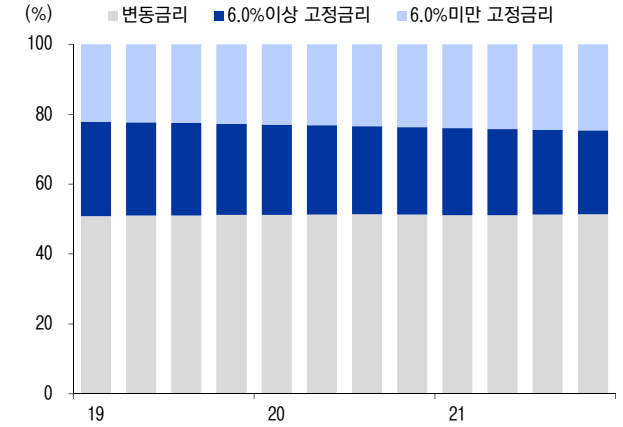
자료: 한화생명, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 부담금리 추이



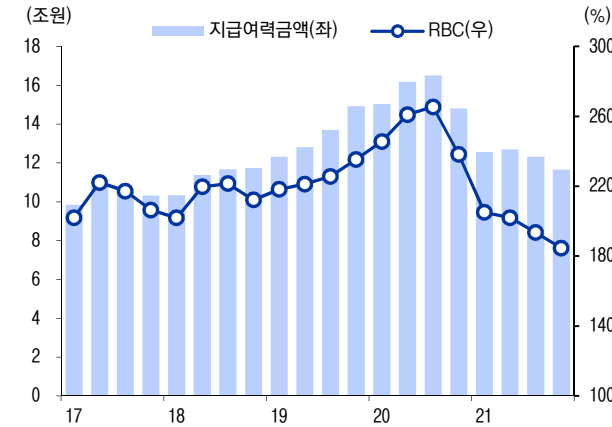
자료: 한화생명, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 보험료적립금 구성비



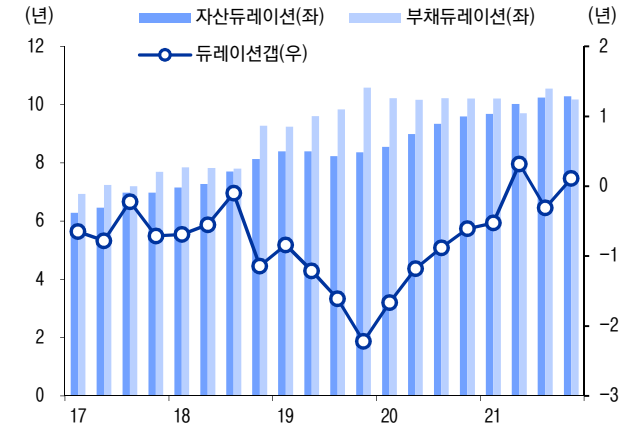
자료: 한화생명, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 RBC 비율



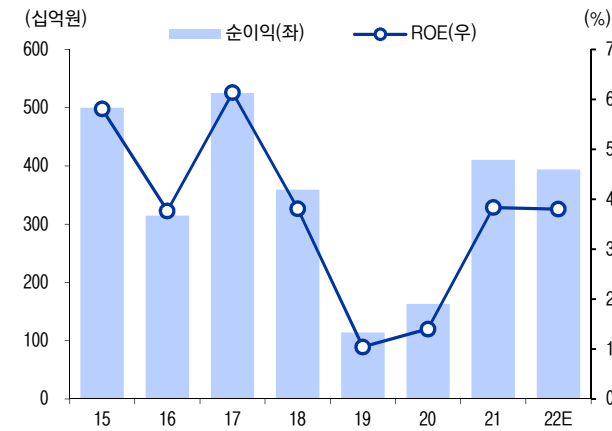
자료: 한화생명, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 듀레이션갭 추이



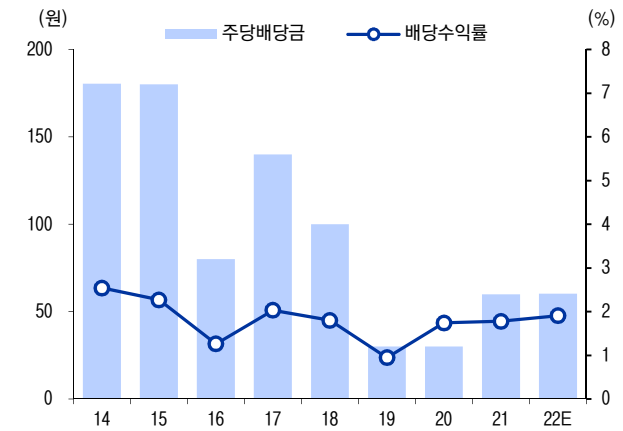
자료: 한화생명, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 연간순이익과 ROE 추이 및 예상



자료: 한화생명, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 배당 추이 및 예상



자료: 한화생명, 이베스트투자증권 리서치센터

## 한화생명 (088350)

(십억원)	2019A	2020A	2021P	2022E	2023E
수입보험료	14,014	14,775	14,745	14,890	15,036
일반계정	9,459	10,058	10,117	10,239	10,362
특별계정	4,555	4,717	4,628	4,651	4,674
<b>보험영업이익</b>	<b>-628</b>	<b>-545</b>	<b>-553</b>	<b>-580</b>	<b>-567</b>
보험영업수익	9,622	10,232	10,314	10,416	10,541
보험료수익	9,459	10,117	10,058	10,239	10,362
재보험수익	162	196	174	177	179
보험영업비용	10,250	10,777	10,867	10,996	11,108
지급보험금	8,007	8,689	8,467	8,552	8,637
재보험비용	171	205	184	186	188
사업비	1,221	1,165	1,240	1,265	1,278
신계약비상각비	849	806	883	899	909
<b>투자영업이익</b>	<b>3,162</b>	<b>3,328</b>	<b>3,507</b>	<b>3,630</b>	<b>3,785</b>
책임준비금전입액	3,363	3,427	3,284	3,315	3,481
기타영업이익	0	0	0	0	0
<b>영업이익</b>	<b>-830</b>	<b>-644</b>	<b>-330</b>	<b>-266</b>	<b>-263</b>
영업외이익	943	852	889	802	808
세전이익	113	207	559	536	545
<b>당기순이익</b>	<b>115</b>	<b>163</b>	<b>411</b>	<b>394</b>	<b>401</b>

(십억원)	2019A	2020A	2021P	2022E	2023E
운용자산	96,461	98,557	100,394	104,078	107,946
현금및예치금	846	610	614	636	660
유가증권	69,749	71,872	74,502	77,236	80,107
대출채권	22,372	22,669	22,169	22,982	23,836
부동산	3,495	3,406	3,109	3,223	3,343
비운용자산	3,176	3,660	2,946	3,054	3,167
특별계정자산	22,119	25,313	26,166	27,126	28,134
<b>총자산</b>	<b>121,757</b>	<b>127,530</b>	<b>129,505</b>	<b>134,257</b>	<b>139,247</b>
책임준비금	83,609	88,060	90,349	93,664	97,145
기타부채	3,105	2,502	1,958	2,940	3,086
특별계정부채	22,985	25,752	27,008	27,114	28,122
<b>부채총계</b>	<b>109,699</b>	<b>116,314</b>	<b>119,315</b>	<b>123,718</b>	<b>128,352</b>
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
신종자본증권	2,056	2,056	2,056	2,056	2,056
이익잉여금	3,311	2,600	3,699	4,048	4,404
자본조정	-924	-924	-921	-921	-921
기타포괄손익누계액	2,787	2,655	528	528	528
<b>자본총계</b>	<b>12,058</b>	<b>11,216</b>	<b>10,189</b>	<b>10,539</b>	<b>10,894</b>

### 주요재무지표

	2019A	2020A	2021P	2022E	2023E
<b>수익성(%)</b>					
보험금지급률	84.6	86.4	83.7	83.5	83.4
위험손해율	81.5	79.6	82.8	83.6	83.6
사업비율	14.3	14.1	13.0	13.1	13.1
투자수익률	3.5	3.5	3.6	3.6	3.6
영업이익률	-8.8	-6.4	-3.3	-2.6	-2.5
<b>성장성(% ,십억원)</b>					
수입보험료	-1.6	5.4	-0.2	1.0	1.0
신계약 APE	1,825	1,838	1,573	1,652	1,738
보장성 APE	1,186	1,131	965	1,013	1,066
운용자산	7.5	2.2	1.9	3.7	3.7
자기자본	22.3	-7.0	-9.2	3.4	3.4
영업이익	41.4	-22.4	-48.7	-19.5	-1.0
순이익	-68.1	42.4	151.5	-4.0	1.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

### 주요투자지표

	2019A	2020A	2021P	2022E	2023E
<b>주당지표(원)/Valuation</b>					
EPS	153	217	546	525	534
BPS	13,311	12,190	10,824	11,289	11,762
DPS	30	30	60	60	60
ROA	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
ROE	1.0	1.4	3.8	3.8	3.7
PER	20.8	7.9	6.2	6.0	5.9
PBR	0.24	0.14	0.31	0.28	0.27
배당성향	19.7	13.8	11.0	11.5	11.2
배당수익률	0.9	1.7	1.8	1.9	1.9
<b>안정성(%)</b>					
보험료수익/자기자본	86.3	86.9	94.0	98.8	96.7
자본배율	10.1	11.4	12.7	12.7	12.8
지급여력비율	235.3	238.3	184.6	184.2	183.6

한화생명 목표주가 추이		투자 의견 변동내역											
		<b>일시</b> 2021.12.15 2021.12.15 2022.01.11	<b>투자 의견</b> 전배승 Buy Hold	<b>목표 가격</b> 커버리지개시 4,000 3,700	<b>과리율(%)</b>			<b>일시</b> (Blank) (Blank)	<b>투자 의견</b> (Blank) (Blank)	<b>목표 가격</b> (Blank) (Blank)	<b>과리율(%)</b>		
					<b>최고 대비</b>	<b>최저 대비</b>	<b>평균 대비</b>				<b>최고 대비</b>	<b>최저 대비</b>	<b>평균 대비</b>
					-21.1 -23.7								

**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 전배승)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
<b>Sector</b> (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
<b>Company</b> (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.1% 6.9%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		<b>합계</b>		<b>100.0%</b>	투자 의견 비율은 2021. 1. 1 ~ 2021. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)