

한화생명 (088350)

보험

정태준 CFA



02 3770 5585

taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	5,000원 (M)
현재주가 (2/16)	3,175원
상승여력	57%

시가총액	27,576억원
총발행주식수	868,530,000주
60일 평균 거래대금	81억원
60일 평균 거래량	2,607,580주
52주 고	4,215원
52주 저	2,775원
외인지분율	7.92%
주요주주	한화건설 외 6 인 45.05%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.9)	(5.9)	7.1
상대	3.9	3.3	24.1
절대(달러환산)	(3.7)	(7.3)	(1.6)

유지율 상승과 함께 돌아온 보유계약가치

투자의견 BUY, 목표주가 5,000원 유지

4분기 이익은 566억원으로 컨센서스 515억원과 당사 추정치 459억원 상회. 저축성보험 판매 감소로 변액보증준비금 전입액 증가에도 불구하고 책임준비금 전입액이 크게 감소했고, 채권 교체매매 이익 확대로 투자손익도 예상치를 소폭 상회. 경영진은 올해도 대체투자 자산 매각 등을 통해 작년과 유사한 규모의 투자손익을 창출할 계획. RBC비율은 금리 상승으로 184.6%까지 하락했으나 1월 채권 계정 재분류를 진행하여 향후 금리 상승에 따른 RBC비율 하락 속도는 완화될 전망. 투자의견 BUY와 목표주가 5,000원 유지.

2019년 적자 전환했던 보유계약가치가 2년만에 다시 흑자 전환하여 EV(내재가치)가 전년대비 4.9% 증가(vs. 2020년 RoEV 5.3%)했다는 점에 주목. 2020년에 이어 2021년 EV 증가도 신계약가치 상승이 주로 견인했는데, 2020년 증가는 주로 포트폴리오 조정 효과에서 비롯한 반면 이번 증가는 주로 계리적가정 변경에 주로 기인. 이는 과거보다 유지율이 향상된 점을 반영한 것으로 판단. 2021년 13회차 유지율은 전년대비 1.6%pt, 25회차 유지율은 전년대비 4.4%pt 상승했기 때문.

2017년 이후 하락하던 유지율이 반등한 점은 일반 보장성보험 확대에 기인. 타 보험상품보다 일반 보장성보험의 유지율이 높기 때문에 이 비중이 증가하면 유지율도 상승하는 것으로 판단. 경영진은 향후에도 일반 보장성보험의 비중을 늘려나갈 계획.

동사는 이차역마진 부담으로 인해 금리에 민감한 LAT(부채적정성평가) 잉여금액과 추가 흐름을 보여왔는데, 여기에 유지율까지 하락세가 이어졌다면 IFRS17 도입 이후 CSM 잔액 유지에 부담이 되었을 것으로 판단. 금리는 외부 요인이므로 역마진 부담 완화는 긴 시간이 필요한 사안이기 때문에 대응 방법이 제한적이지만 유지율 개선은 회사의 전략으로 달성할 수 있는 목표인 만큼 향후 지속적인 유지율 개선이 중요.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
수입보험료	2,558	4.7	11.5	2,551	0.3
영업이익	-122	N/A	N/A	-	-
세전이익	77	N/A	89.8	58	32.6
당기순이익	57	N/A	82.1	52	10.0

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(십억원, 배, %)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021P	2022E
수입보험료	9,459	10,058	10,117	10,281
영업이익	-830	-610	-330	-386
당기순이익	115	197	411	341
PER (배)	23.9	13.9	6.7	8.1
PBR (배)	0.23	0.23	0.27	0.26
ROE (%)	1.0	1.6	3.7	3.3
ROA (%)	0.10	0.16	0.32	0.26

자료: 유안타증권

[표 1] 4분기 실적 리뷰

(단위: 십억원, %, %pt)

	기준 추정치	실적 잠정치	비고
보험영업수익	2,858	2,610	저축성보험 판매 감소
수입보험료	2,810	2,558	
재보험수익	48	52	
보험영업비용	2,688	2,641	
지급보험금	2,193	2,121	
재보험비용	50	54	
사업비	247	279	
신계약상각비	198	186	
할인료	0	0	
보험손익	169	-31	변액보증준비금 전입액 증가에도 저축성 판매 감소 영향
투자손익	857	884	
책임준비금전입액	1,177	975	
영업이익	-150	-122	
영업외손익	214	200	
세전이익	63	77	
법인세비용	17	21	
당기순이익	46	57	
운용자산이익률	3.4	3.5	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2020	2021P	2022E
보험손익	-539	-249	266	-31	-545	-553	-106
투자손익	930	796	898	884	3,328	3,507	3,767
책임준비금전입액	403	675	1,231	975	3,394	3,284	4,047
영업이익	-12	-128	-67	-122	-610	-330	-386
영업외손익	267	209	214	200	852	889	856
세전이익	254	81	146	77	241	559	470
당기순이익	194	57	103	57	197	411	341

자료: 유안타증권 리서치센터

한화생명 (088350) 추정재무제표 (K-IFRS)

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2019	2020	2021P	2022E	2023E
보험영업수익	9,622	10,232	10,314	10,491	10,386
수입보험료	9,459	10,058	10,117	10,281	10,178
보장성	5,684	5,993	6,135	6,169	6,107
저축성	3,775	4,065	3,982	4,112	4,071
재보험수익	162	174	196	210	208
보험영업비용	10,250	10,777	10,867	10,597	10,594
지급보험금	8,007	8,467	8,689	8,458	8,458
재보험비용	171	184	205	219	216
사업비	1,221	1,240	1,165	1,122	1,110
신계약상각비	849	883	806	797	808
할인료	2	2	2	2	2
보험손익	-628	-545	-553	-106	-208
투자손익	3,162	3,328	3,507	3,767	3,925
책임준비금전입액	3,363	3,394	3,284	4,047	4,038
영업이익	-830	-610	-330	-386	-322
영업외손익	943	852	889	856	851
세전이익	113	241	559	470	529
법인세비용	-2	44	148	129	145
당기순이익	115	197	411	341	383

주요 경영지표	(단위: %)				
	2019	2020	2021P	2022E	2023E
수입보험료 구성					
보장성	60.1	59.6	60.6	60.0	60.0
저축성	39.9	40.4	39.4	40.0	40.0
수입보험료 성장률	2.5	6.3	0.6	1.6	-1.0
보장성	4.2	5.4	2.4	0.5	-1.0
저축성	0.1	7.7	-2.0	3.3	-1.0
지급률	84.6	84.2	85.9	82.3	83.1
보장성	73.0	70.8	67.5	67.8	68.5
저축성	102.2	103.8	114.2	103.9	105.0
성장성					
자산 성장률	6.5	4.7	1.5	4.4	4.3
자본 성장률	22.3	-0.4	-15.1	4.3	4.2
운용자산 성장률	7.5	2.2	1.9	4.1	4.2
책임준비금 성장률	4.2	4.1	3.8	4.5	4.3
순이익 성장률	-68.1	71.8	108.5	-17.0	12.5
운용자산이익률	3.4	3.4	3.6	3.7	3.7

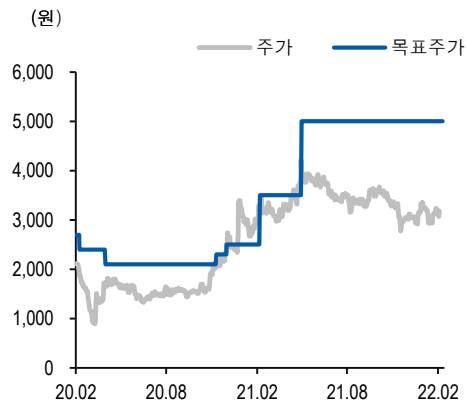
자료: 유안타증권

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019	2020	2021P	2022E	2023E
자산	121,757	127,530	129,505	135,217	140,974
운용자산	96,461	98,557	100,394	104,510	108,899
현금 및 예치금	846	610	614	624	645
유가증권	69,749	71,872	74,502	77,348	80,379
대출채권	22,372	22,669	22,169	23,391	24,700
부동산	3,495	3,406	3,109	3,147	3,175
비운용자산	3,176	3,660	2,946	2,946	2,940
특별계정자산	22,119	25,313	26,166	27,761	29,135
부채	109,699	115,525	119,315	124,590	129,901
책임준비금	83,609	87,005	90,349	94,396	98,434
계약자지분조정	1,196	1,195	418	436	455
기타부채	1,909	1,572	1,541	1,555	1,608
특별계정부채	22,985	25,752	27,008	28,202	29,405
자본	12,058	12,005	10,189	10,627	11,073
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	3,311	3,389	3,699	3,953	4,249
자본조정	-924	-924	-921	-921	-921
기타포괄손익누계액	2,787	2,655	528	711	861
신종자본증권	2,056	2,056	2,056	2,056	2,056

주요 투자지표	(단위: 배, %, 원, 십억원)				
	2019	2020	2021P	2022E	2023E
Valuation					
PER	23.9	13.9	6.7	8.1	7.2
PBR	0.23	0.23	0.27	0.26	0.25
배당수익률	0.9	0.9	3.2	3.2	3.2
주당지표					
EPS	132	226	473	392	442
BPS	16,048	15,977	13,561	14,142	14,736
DPS	30	30	100	100	100
수익성					
ROE	1.0	1.6	3.7	3.3	3.5
ROA	0.10	0.16	0.32	0.26	0.28
자본비율					
RBC 비율	235.0	238.3	184.6	192.7	201.2
지급여력금액	14,911	14,800	11,659	12,770	13,892
지급여력기준금액	6,345	6,212	6,315	6,628	6,904
배당성향	19.7	11.4	18.3	22.1	19.6

자료: 유안타증권

한화생명 (088350) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-02-18	BUY	5,000	1년		
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	-15.95	-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 × 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	92.6
Hold(중립)	7.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-02-15

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

유안타 ESG Tearsheet



금융 산업내 순위	14위(43개 기업 중)
Total ESG 점수	+6점
E (Environment)	+2점
S (Social)	+3점
G (Governance)	-3점
Qualitative	+4점

ESG 평가 기업	한화생명
ESG 평가 날짜	2021 / 11 / 08
Bloomberg Ticker	088350 KS
Industry	보험
Analyst	정태준
Analyst Contact	taejeon.jeong@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
한화생명	2	3	-3	2
삼성생명	2	2	3	7
동양생명	0	3	1	4
미래에셋생명	-2	1	3	2
삼성화재	2	1	3	6
DB 손해보험	2	-1	-1	0
현대해상	2	2	-1	3
한화손해보험	-4	1	-3	-6
코리안리	0	1	-1	0
평균	1	2	2	4

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 한화생명 포함 43개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

+2	ESG 외부평가기관 수상 내역
+1	한국기업지배구조원: 2020년 ESG 등급 A
+1	한국경영인신문: 2021년도 국내 100대 ESG 경영 우수기업
+2	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
	2021년 그룹 전체 탈석탄 금융 선언
	2020년 지속가능경영 보고서 발간

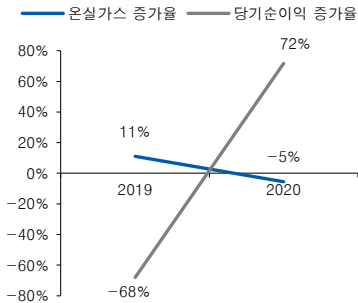
유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
E	온실가스 전년대비 증가율	당기순이익 증가율 대비	낮다: +1	높다: -1	2년 연속 낮다: +2	2년 연속 높다: -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용: +1	무사용: 0	전년대비 증가: +2	2년 연속 증가: +3
	물 사용 증가율	당기순이익 증가율 대비	낮다: +1	높다: -1	2년 연속 낮다: +2	2년 연속 높다: -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다: +1	낮다: -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다: -1	낮다: +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다: +1	낮다: -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다: +1	낮다: -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다: +1	낮다: -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직: -1	별도: +1	-	-
Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 적장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

Environment



온실가스 증가율 vs. 당기순이익 증가율

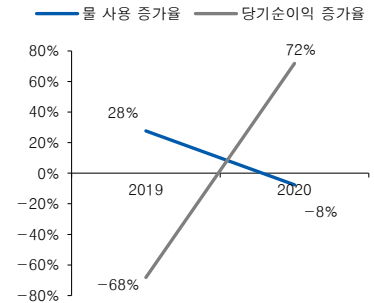


주: Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 온실가스 증가율 < 당기순이익 증가율 = +1점

신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

물 사용량 vs. 당기순이익 증가율

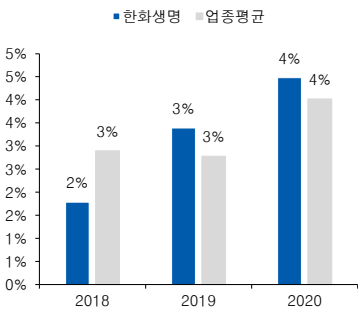


주: 국내 취수량 기준
 ▶ 물 사용 증가율 < 당기순이익 증가율 = +1점

Social

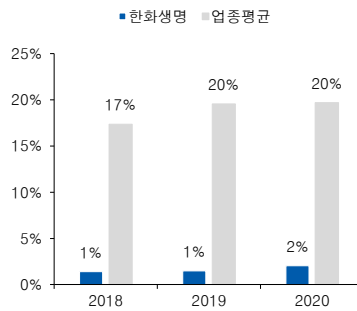


여성임원비율 vs. 업종 평균



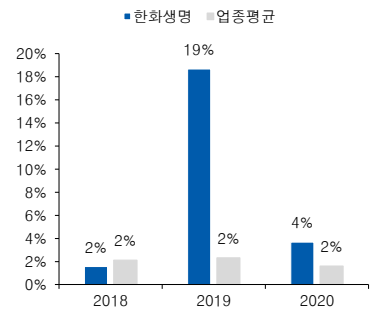
주: 업종평균에는 금융 업종 43 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 상위 = +1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 금융 업종 43 개 기업 수치 반영
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균

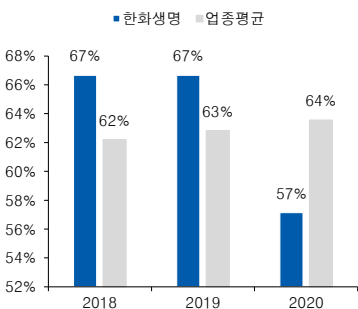


주: 업종평균에는 금융 업종 43 개 기업 수치 반영
 ▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 상위 = +1점

Governance

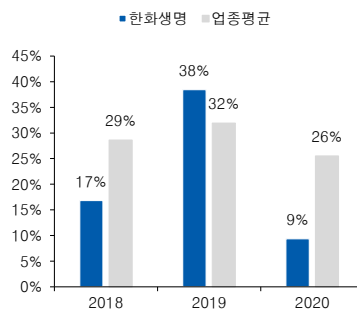


사외이사 비율 vs. 업종 평균



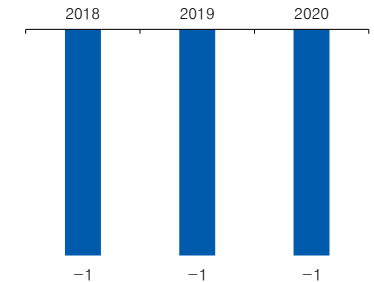
주: 업종평균에는 동종업종 43 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 하위 = -1점

배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 43 개 기업 수치 반영
 ▶ 배당성향 업종평균 대비 하위 = -1점

대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사의 이사회 의장 겸직 = -1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

- 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 기존 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 투자의사결정은 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.