

한화생명
(088350)“ 저금리의 영향으로
미래이익의 가치 크게 감소 ”강승곤 769.3096
cygun101@daishin.com

Marketperform

[시장수익률, 하향]

생명보험업종

현재가 7,070

목표주가
(하향)

8,300

KOSPI	1993.83
시가총액	6,141 십억원
시가총액비중	0.5%
자본금(보통주)	4,343 십억원
52주 최고/최저	8,150 원 / 6,030 원
120일 평균거래대금	30 억원
외국인지분율	13.7%
주요주주	한화건설 외 3인 48.3%
	예금보험공사 24.8%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	2.8	5.1	-8.8	14.0
상대수익률	1.6	1.5	-7.6	4.6



투자포인트

- 투자의견 시장수익률, 목표주가 8,300원으로 각각 하향
- 저금리의 영향으로 보유계약가치가 급감하였으며 최저보증이율에 대한 부담이 증가
- 견조한 보장성 신계약 APE 성장과 위험손해율은 하락은 사차이익 개선의 기대감으로 나타
나고 있지만 저금리의 영향이 더 크게 나타나고 있음

Comment

투자의견 '시장수익률', 목표주가 8,300 원으로 각각 하향

한화생명에 대한 투자의견을 '시장수익률'로 목표주가는 8,300원으로 각각 하향한다. 투자의견을 하향하는 이유는 저금리의 영향으로 보유계약가치가 82.1% 급감하였으며 현재의 금리 수준을 감안할 때 단기내 투자수익률 상향을 통한 기업가치 제고를 기대하기 힘들기 때문이다. 목표주가 8,300원은 FY13년 BPS 8,776원에 Target multiple 0.8배를 적용한 목표주가와 FY13년 EVPS 10,565원에 Target multiple 0.9배를 적용한 목표주가를 산술평균한 것이다.

저금리의 영향으로 보유계약가치 급감, FY13년 이익은 4,106 억원으로 전망

동사의 FY12년 EV는 8조 2,460억원(DPS 160원 가정시 8조 1,110억원)으로 배당후 EV기준으로는 전년대비 감소하였다. EV 감소의 가장 큰 이유는 투자수익률 가정 하향(80bp)에 따른 보유계약가치 감소 때문이다. FY11년 동사의 보유계약가치는 1조 5,690억원이었으며 FY12년 신계약 판매를 통해 5,570억원 계약가치가 증가하였다. 하지만 투자수익률 하향으로 인하여 FY12년 보유계약가치는 2,810억원으로 급감하였으며 전체 EV에서 차지하는 비중은 3.5%로 하락하였다(FY11년은 19.1%). FY13년 순이익은 4,106억원으로 전망된다. 사차마진은 증가하겠지만 저금리의 영향과 처분이익 실현 기회 축소로 이차에서의 부담이 지속될 것으로 전망되기 때문이다. 회사의 가이던스는 4,350억원으로 우리의 전망치 대비 5.9% 높은 수준이다.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	FY10A	FY11A	FY12E	FY13F	2014F
보험영업수익	7,215	7,171	10,152	5,830	8,323
보험손익	248	677	3,308	487	850
투자손익	2,596	2,723	2,542	1,985	2,712
책임준비금전입액	2,909	3,522	6,405	2,834	4,166
세전순이익	651	677	644	544	663
총당기순이익	481	512	492	413	503
지배지분순이익	481	512	491	412	501
EPS	554	608	583	651	595
PER	13.7	12.3	11.7	10.5	11.5
BPS	7,099	7,735	8,376	8,776	9,323
PBR	1.1	1.0	0.8	0.8	0.7
ROE	8.1	7.8	7.2	7.6	6.6

주: FY13은 4~12월 기준, EPS/ROE는 연환산, 2014년 이후 CY기준, FY11부터 연결 기준
자료: 한화생명, 대신증권 리서치센터

FY12년 Re-view: 저금리의 영향으로 순이익이 전년대비 12.5% 감소

- 매출측면

FY12년 출시된 암/상해보험의 영향과 4분기 절판효과의 영향으로 보장성 신계약 APE 9.3%의 높은 성장을 시현하였다. 방카슈랑스 채널의 영업확대로 인하여 저축성보험 신계약 APE는 큰 폭으로 증가하였다.

- 보험영업 효율측면

즉시연금 및 일시납보험료가 급증하여 보험금 지급율이 크게 하락하였으며 보장성보험의 성장과 초기 보험금지급액 감소로 위험손해율은 전년대비 1.0%p 개선되었다.

- 투자영업측면

운용자산이 급증(yoy +13.5%)했음에도 불구하고 저금리의 영향으로 이자수익은 전년대비 2.3% 증가에 그쳤으며 4분기에는 유가증권손상차손 300억원이 반영되었다.

- FY12년 실적 평가

보장성 신계약 성장을 제고와 위험손해율 개선은 긍정적으로 평가한다. 하지만 저금리의 영향으로 변액보존준비금 부담이 1,300억원(기준변경 효과 500억원) 발생하였으며 처분이익의 감소로 전체 순이익은 전년대비 12.5% 감소하였다.

표 1. 한화생명 FY12 4분기(2013.1~3) 및 FY12년 실적 정리

(단위: 십억원, %, %p)

	11.06	11.09	11.12	12.03	12.06	12.09	12.12	13.03	YoY	QoQ	FY11	FY12	YoY
보험손익	183	134	138	268	181	836	1,182	1,072	300.3	-9.3	723	3,271	352.4
보험영업이익	1,690	1,740	1,730	2,003	1,786	2,603	2,905	2,850	42.3	-1.9	7,163	10,144	41.6
보험영업비용	1,507	1,606	1,592	1,735	1,605	1,767	1,723	1,779	2.5	3.3	6,440	6,874	6.7
사업비	168	218	192	207	173	283	279	238	14.8	-14.8	784	972	24.0
책임준비금전입액	807	840	855	1,018	904	1,603	1,947	1,944	91.0	-0.2	3,520	6,399	81.8
요약 손익	644	595	723	745	678	763	685	712	-4.5	3.8	2,707	2,839	4.9
영업이익	20	-111	6	-5	-45	-4	-80	-161	3,065.9	101.3	-90	-289	220.4
조정영업이익	213	84	214	217	186	221	147	72	-66.7	-50.8	729	626	-14.1
영업외손익	187	188	205	218	230	217	213	240	10.0	12.4	798	900	12.9
특별개정 수입수수료	194	195	208	222	230	225	227	233	4.8	2.6	819	916	11.8
세전이익	207	77	211	213	186	213	134	79	-62.8	-40.8	707	611	-13.6
당기순이익	153	61	159	162	141	165	101	59	-63.5	-41.7	534	467	-12.5
보험 영업	82.6	86.1	85.8	86.8	82.6	87.8	83.6	83.4	-3.4	-0.1	85.4	84.3	-1.0
보험금지급률	62.5	63.9	64.4	61.0	63.3	45.3	40.5	43.4	-17.7	2.9	62.9	46.5	-16.4
투자 영업 지표	48,843	49,766	50,860	51,562	52,730	54,472	56,436	58,527	13.5	3.7	51,562	58,527	13.5
투자수익률	5.3	4.8	5.7	5.8	5.2	5.7	4.9	5.0	-0.9	0.0	5.4	5.2	-0.3
처분손익	34	49	81	85	28	52	16	72	-14.4	357.4	250	168	-32.7
평가손익	6	-52	4	10	2	47	27	-7	-169.3	-125.8	-33	70	-310.8
이자수지	599	602	628	619	623	627	635	619	0.0	-2.5	2,448	2,505	2.3
배당수익	27	25	21	27	39	24	25	47	75.7	85.6	135	141	4.5
신계약 성장성	563	581	568	681	553	666	893	831	22.2	-6.9	2,392	2,944	23.1
보장 APE	177	203	224	214	196	209	243	246	14.8	1.4	818	894	9.3
연금 APE	311	265	265	268	251	236	234	285	6.2	22.0	1,110	1,006	-9.4
저축 APE	75	113	79	198	106	221	417	300	51.8	-28.0	464	1,044	125.1
매출 성장성	1,653	1,701	1,693	1,958	1,748	2,566	2,869	2,809	43.5	-2.1	7,005	9,992	42.6
일반+변액계정수입보험료	2,589	2,658	2,636	2,920	2,705	3,506	3,809	3,745	28.3	-1.7	10,801	13,766	27.4
수익성 ROE	9.4	3.8	9.9	10.0	8.7	10.0	6.0	3.4	-6.6	-2.5	8.2	6.9	-1.3

주: IFRS 별도기준

자료: 한화생명, 대신증권 리서치센터

투자수익률 가정 하향으로 VIF 급감, 경쟁사대비 경직된 부채구조의 결과임

- 주요내용

신계약 APE는 23.1% 성장하였으며 신계약 가치는 21.8% 증가하였다. 부진한 투자환경을 반영하여 투자수익률 가정을 기존 4.9%에서 4.1%로 80bp 인하하였다. 이로 인하여 보유계약가치는 전년대비 82.1% 감소하였으며 전체 EV에서 차지하는 비중이 3.5%로 급감하였다. 이번에 투자수익률 가정을 하향하면서 VIF는 1조 7,280억원 감소하였으며 ANW는 1조원 증가하였음. 지난해 VIF가 1조 5,690 억원이었으며 신계약가치가 5,570억원 발생하였지만 투자수익률 가정 변경에 따른 VIF 감소가 지난해 VIF보다 더 크게 나타나면서 FY12년 VIF는 올해 창출한 신계약가치보다 적은 수준으로 산출되었다.

- 평가

동사는 경쟁사 대비 경직된 부채구조를 가지고 있어 저금리의 영향이 더 크게 나타난 것으로 판단된다. FY13년 신계약을 통해 VIF가 회복되겠지만 지금의 저금리 상황을 감안하면 의미있는 회복이 나타나기 힘들 것으로 전망된다. 내년에 VIF로부터 Unwinding되는 부분은 280억원에 불과하며 ANW의 Unwinding을 감안해도 기업가치 증가에 대한 기대감은 크게 하락할 수 밖에 없다고 생각된다. 우리는 지금의 금리 수준이 일정부분 회복되겠지만 4.1%라는 투자수익률 가정을 감안할 때 투자수익률 가정의 상황은 제한적일 수 밖에 없다고 판단되어 투자모멘텀이 단기간에 개선되기는 어려울 것으로 생각된다.

표 2. FY12년 한화생명 EV

(십억원, %)

	FY12	YoY(%,%p)	FY11	YoY(%,%p)	FY10
Embedded Value	8,111	-1.2	8,208	5.5	7,780
Adjusted Net Worth	7,830	18.0	6,638	1.7	6,527
Value of In-force Business	281	-82.1	1,569	25.3	1,253
Value of 1 Year New Business	557	21.8	457	7.0	427
RoEV(%)	0.5	-10.0	10.4	-4.6	15.0
VIF/EV(%)	3.5	-15.7	19.1	3.0	16.1
NBV/VIF(%)	198.2	169.1	29.1	-5.0	34.1
APE	2,944	23.1	2,392	14.3	2,092
PVNB			8,628	27.2	6,783
margin on APE(%)	18.9	-0.2	19.1	-1.3	20.4
margin on PVNB(%)			5.3	-1.0	6.3
경제적 가정					
할인율(%)	10.0	-0.5	10.5	0.0	10.5
투자수익률(%)	4.2	-0.7	4.9	-0.2	5.05
최저요구자본	RBC 150%		RBC 150%		RBC 150%
인플레이션(%)	3.0		3.0		3.0
실질지표					
위험손해율(%)	84.3	-1.1	85.4	0.0	85.4
유지율(13 회차, %)	84.0	0.4	83.6	1.9	81.7
유지율(25 회차, %)	64.8	-1.5	66.3	16.2	50.1
투자수익률(%)	5.2	-0.2	5.4	-0.5	5.9

주: FY12년 EV에는 배당 1,350억원을 반영하였음. DPS 160원 가정

자료: 한화생명, 대신증권 리서치센터

FY13년 회사 가이던스 및 대신증권 추정치

- 매출 전망

보장성 신계약 APE는 4.0% 성장할 것으로 전망된다. 저축 신계약 APE 성장 전망치가 높은 이유는 지난해 1분기 낮은 APE의 기저 때문이며 연금보험 비중을 확대하려는 동사의 의지를 반영하여 연금 APE는 5.6% 성장할 것으로 전망하였다.

- 수익성 전망

위험손해를 개선은 지속될 것으로 전망되지만 일시납 보험료 유입감소로 인하여 보험손익은 크게 감소할 것으로 전망된다. 이에 따라 책임준비금전입액도 감소할 것으로 생각된다. 최근 변액보험(보장성 중심으로) 판매가 증가하고 있어 특별계정 수입수수료는 견조하게 증가할 것으로 전망된다. 투자수익률은 FY12년 대비 소폭 하락할 것으로 전망된다.

- 결론

FY13년 순이익은 전년동기대비 소폭 증가할 것으로 전망된다. 지난해 판매한 암/상해보험의 보험료 유입으로 위험보험료 증가율이 상승하고 있으며 위험손해율의 안정으로 사차마진은 증가할 것으로 전망된다. 다만 저금리의 영향과 처분이익 시현 기회 축소로 이차에서의 부담은 지속될 것으로 전망된다. 회사의 이익 가이던스는 4,350억원으로 우리의 전망치 대비 5.9% 높은 수준이다.

표 3. FY13년 가이던스 및 대신증권 추정치

(십억원, %)

FY12년 연간실적				FY13(4~12)F 회사 가이던스			FY13(4~12)F 대신추정치			
	FY12	FY11	YoY	FY13(4~12)	FY12(4~12)	YoY	FY13(4~12)	FY12(4~12)	YoY	
요약 손익	보험손익	3,271	723	352.4		2,199		459	2,199	-79.1
	보험영업이익	10,144	7,163	41.6		7,294		5,824	7,294	-20.2
	보험영업비용	6,874	6,440	6.7		5,095		5,365	5,095	5.3
	사업비	972	784	24.0		735		686	735	-6.6
	책임준비금전입액	6,399	3,520	81.8		4,455		2,829	4,455	-36.5
	투자손익	2,839	2,707	4.9		2,127		2,230	2,127	4.8
	영업이익	-289	-90	220.4		-128		-140	-128	9.3
	조정영업이익	626	729	-14.1		554		571	554	3.1
	영업외손익	900	798	12.9		661		682	661	3.3
	특별계정 수입수수료	916	819	11.8		682		711	682	4.2
	세전이익	611	707	-13.6		532		542	532	1.8
당기순이익	467	534	-12.5	435	408	6.6	411	408	0.6	
보험 영업	위험손해율	84.3	85.4	-1.0		84.6		85.1	84.6	0.5
	보험금지급률	46.5	62.9	-16.4		47.7		66.8	47.7	19.1
투자 영업 지표	운용자산	58,527	51,562	13.5		56,436		61,536	56,436	9.0
	투자수익률	5.2	5.4	-0.3		5.3		5.0	5.3	-0.3
	처분손익	168	250	-32.7		91			96	
	평가손익	70	-33	-310.8		98			77	
	이자수지	2,505	2,448	2.3		4,074			1,885	
	배당수익	141	135	4.5		88			96	
신계약 성장성	신계약 APE	2,944	2,392	23.1	1,922	2,112	-9.0	2,283	2,112	8.1
	보장 APE	894	818	9.3	680	648	5.0	674	648	4.0
	연금 APE	1,006	1,110	-9.4		721		761	721	5.6
	저축 APE	1,044	464	125.1		744		848	744	14.0
매출 성장성	일반계정수익보험료	9,992	7,005	42.6		7,183		8,670	7,183	20.7
	일반+변액계정수익보험료	13,766	10,801	27.4		10,020		8,853	10,020	-11.6
수익성	ROE	6.9	8.2	-1.3		8.2		7.7	8.2	-0.5

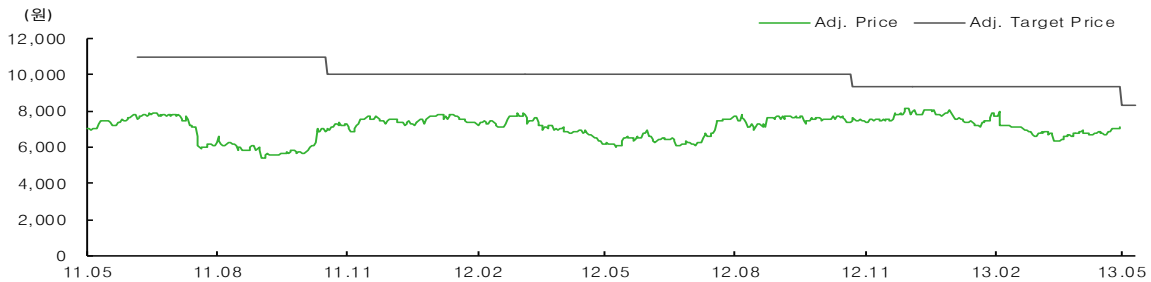
주: IFRS 별도 기준, 자료: 한화생명, 대신증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다 (담당자: 강승건)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

▶ 투자 의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	13.05.23	13.02.08	13.02.07	13.01.23	12.11.20	12.11.13	12.10.10	12.08.12	12.07.25	12.06.24
투자 의견	Marketperform	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	8,300	9,300	9,300	9,300	9,300	9,300	10,000	10,000	10,000	10,000
제시일자	12.06.22	12.06.08	12.05.10	12.02.08	11.11.28	11.11.08	11.08.16	11.07.15	11.06.30	11.06.27
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	11,000	11,000	11,000	11,000
제시일자										
투자 의견										
목표주가										

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자 의견**
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자 의견**
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상