



2022년 1월 18일 | Equity Research

보험

생보 4Q21P: 계절적 특성 반영된 평이한 실적

4분기 손익 컨센서스 소폭 하회 예상

유니버스 생명보험 합산 4분기 순이익은 전년 대비 +11.4% 개선, 전분기 대비 -26.6% 감소한 2,641억원을 기록하며 컨센서스를 -5.4% 하회할 전망이다. 성과급, 퇴직금 충당금 등 계절성 비용 반영되며 보험이익이 전분기 대비 -14.8% 감소하고, 계획적 가정 조정 등으로 변액보증손익이 시작 금리 상승 분 대비해서는 다소 낮을 것으로 예상된다.

LTFR 하향 부담 사실이지만 리스크가 크지는 않을 듯

언론보도 등에 따르면 감독당국에서 장기선도금리(LTFR)을 현재 5.20%에서 단기적으로는 25~30bp 하향, 중장기적으로는 4.50%까지 하향할 것으로 알려졌다. 당초 예상했던 수준에 비하면 하락 속도가 높는데, 보험 포트폴리오 특성상 생보사들의 부담 확대는 불가피할 전망이다. 이는 금리 상승에 따른 업황 개선 모멘텀을 약하게 할 수 있는 요인이다. 하지만 장기선도금리 보다 더 큰 영향을 미치는 관측 금리가 지난 해 크게 상승했고, 연내 예상 기준금리 인상 경로를 생각했을 때 그 레벨이 현 수준에서 방어될 것으로 예상되기에 리스크가 크지는 않다고 생각한다.

생명보험업 내에서는 삼성생명을 선호

하나금융투자는 생보 업황에 대해 낙관적인 의견은 아니지만 유니버스 4社 평균 P/B 0.3x 수준의 주가는 장기채 금리 전망을 감안했을 때 저평가라고 판단한다. 유니버스 생보 내에서는 삼성생명을 선호하는 의견 유지한다. 지난 해는 금리가 크게 상승하고 이익 증가율이 높았으나 올해는 여러모로 다소 둔화되는 구간으로 예상되므로 1위社 프리미엄이 부각될 수 있다고 생각한다. 삼성생명은; 1) 지난 해 1분기 대규모 삼성전자 특별배당 수익에도 이후 분기마다 인식했던 일회성 손실 규모가 커 별도 기준의 이익 기저 부담이 크지 않으며, 2) 1위사로서 보장성 신계약 확보 부담이 상대적으로 낮은 동시에 올해는 계약 유지율 추가 개선 구간으로 추정되고, 3) 압도적인 자본력과 계약자지분조정 등 新 제도 대응 여력이 높은 점, 4) 그리고 삼성 그룹의 지배구조상 안정적인 배당성향 유지가 가능하다고 판단된다.

Earnings Preview

OVERWEIGHT

Compliance Notice

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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다



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

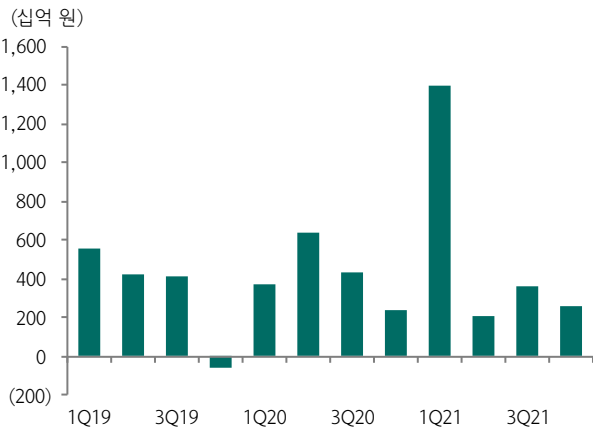
표 1. 유니버스 생명보험 4사 당사 순이익 추정치 대비 컨센서스

(단위: 십억 원)

	4Q21F	QoQ%	YoY%	2021F	YoY%	2022F	YoY%	2023F	YoY%
삼성생명									
하나금투 추정치	202	56.0%	-25.5%	1,495	18.1%	1,399	-6.5%	1,478	5.7%
컨센서스	210	62.6%	-22.4%	1,559	23.2%	1,424	-8.7%	1,468	3.1%
Gap %	-4.0%	-6.5%p	-3.1%p	-4.1%	-5.1%p	-1.8%	2.2%p	0.7%	2.6%p
한화생명									
하나금투 추정치	39	-61.7%	흑전	393	99.8%	387	-1.7%	422	9.0%
컨센서스	43	-58.1%	흑전	405	105.8%	386	-4.8%	411	6.4%
Gap %	-8.7%	-3.6%p	-	-2.9%	-6.0%p	0.3%	3.1%p	2.7%	2.6%p
동양생명									
하나금투 추정치	7	-93.7%	-68.3%	256	99.3%	192	-25.1%	198	3.2%
컨센서스	13	-87.1%	-35.3%	260	102.6%	181	-30.7%	189	4.7%
Gap %	-51.1%	-6.6%p	-33.0%p	-1.6%	-3.2%p	6.4%	5.6%p	4.8%	-1.6%p
미래에셋생명									
하나금투 추정치	17	-30.1%	흑전	86	-6.7%	95	10.5%	100	5.3%
컨센서스	13	-46.6%	흑전	89	-3.9%	100	13.1%	110	10.2%
Gap %	30.9%	16.5%p	-	-3.0%	-2.9%p	-5.2%	-2.6%p	-9.4%	-4.9%p
4사 합산									
하나금투 추정치	264	-26.6%	11.4%	2,231	32.5%	2,072	-7.1%	2,198	6.1%
컨센서스	279	-22.4%	17.7%	2,314	37.4%	2,090	-9.7%	2,178	4.2%
Gap %	-5.4%	-4.2%p	-6.4%p	-3.6%	-4.9%p	-0.8%	2.6%p	0.9%	1.9%p

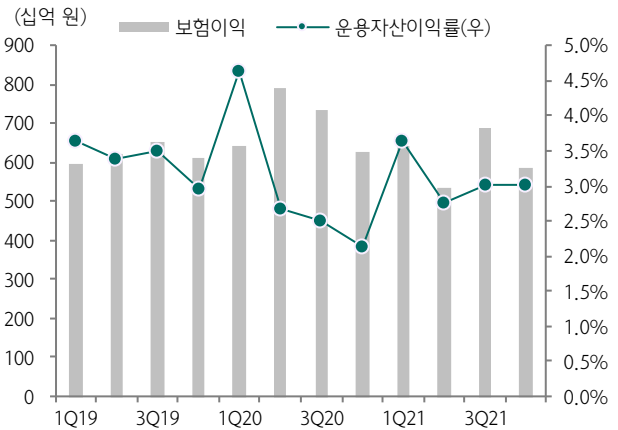
주: 삼성생명은 지배주주순이익, 이외는 별도 순이익 기준
자료: 각 사, FnGuide, 하나금융투자

그림 1. 유니버스 생보 4Q21F 순이익 추정치



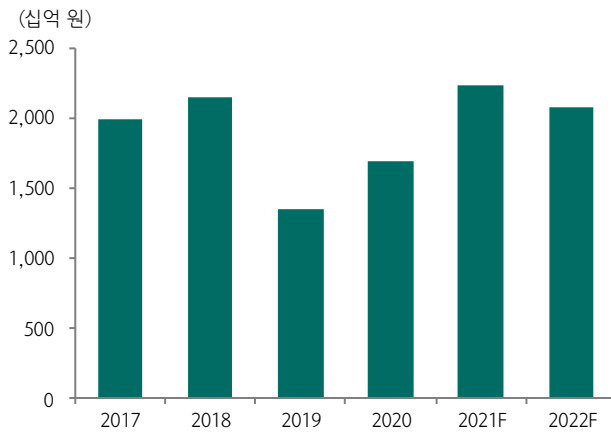
주: 삼성생명은 지배주주순이익, 이외는 별도 순이익 기준
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 2. 유니버스 생보 4Q21F 보험이익 및 투자수익률 추정치



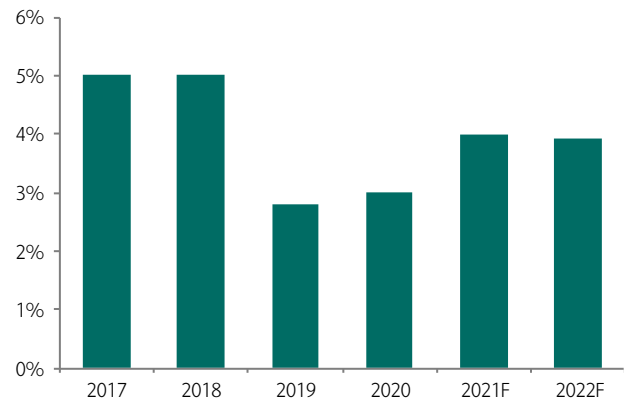
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 3. 유니버스 생보 연간 순이익 추정치



주: 삼성생명, 삼성생명지배주주순이익, 이외는 별도 순이익 기준
자료: 각 사, 하나금융투자

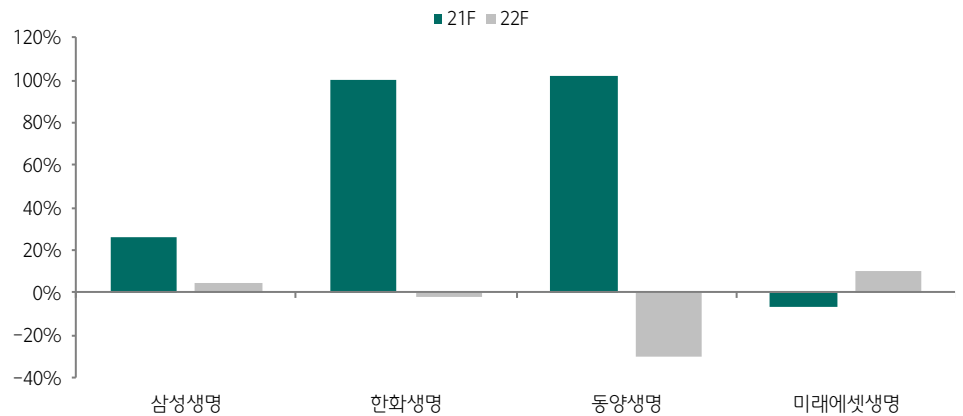
그림 4. 유니버스 생보 연간 ROE 추정치



주: 삼성생명, 삼성생명지배주주순이익, 이외는 별도 순이익 기준
자료: 각 사, 하나금융투자

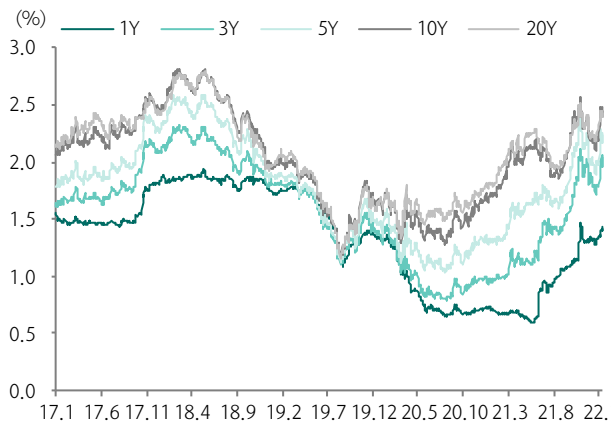
그림 5. 유니버스 생보 연간 순이익 증가율 추정치 (별도 기준)

별도 기준으로 2022년에는 삼성생명, 미래에셋생명의 이익 방어력 높을 전망



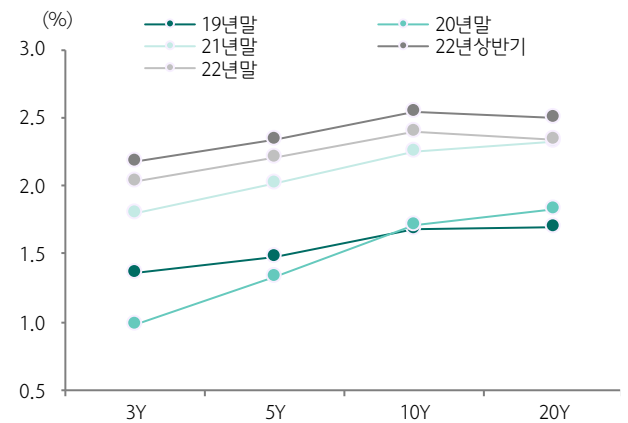
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 6. 국고채 금리 추이



자료: Quantiwise, 하나금융투자

그림 7. 국고채 Yield Curve 전망



주: 하나금융투자 채권팀 최근 전망
자료: 하나금융투자

표 2. 유니버스 생명보험 주요 실적 추정 및 Valuation Table

(단위: 십억 원)

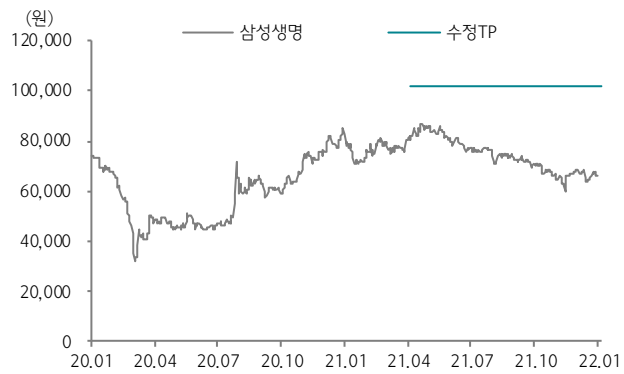
		유니버스 합산	삼성생명 (032830.KS)	한화생명 (088350.KS)	동양생명 (082640.KS)	미래에셋생명 (085620.KS)
투자 의견		OVERWEIGHT	BUY	BUY	BUY	BUY
목표 주가			102,000원	4,200원	7,900원	5,700원
수입보험료	2020	54,044	26,540	14,775	5,769	6,960
	2021F	53,808	26,157	13,932	5,144	8,576
	2022F	53,643	26,276	13,514	4,913	8,940
보험이익	2020	3,255	1,607	795	228	625
	2021F	2,866	1,293	808	241	525
	2022F	2,425	1,124	603	211	487
투자손익	2020	11,388	6,514	3,328	934	612
	2021F	12,243	7,107	3,442	1,051	642
	2022F	12,693	7,764	3,281	997	650
순이익	2020	1,683	1,266	197	129	92
	2021F	2,231	1,495	393	256	86
	2022F	2,072	1,399	387	192	95
자산총계	2020	514,132	309,803	127,530	36,253	40,546
	2021F	514,899	308,377	128,393	36,484	41,645
	2022F	529,922	317,579	132,487	37,393	42,464
부채총계	2020	457,725	270,777	115,525	33,161	38,262
	2021F	465,994	274,759	117,987	33,508	39,740
	2022F	479,867	283,320	121,771	34,282	40,494
자본총계	2020	56,407	39,025	12,005	3,092	2,284
	2021F	48,905	33,618	10,406	2,976	1,905
	2022F	50,055	34,260	10,716	3,111	1,969
ROA(%)	2020	0.3	0.4	0.2	0.4	0.2
	2021F	0.4	0.4	0.3	0.7	0.2
	2022F	0.4	0.4	0.3	0.5	0.2
ROE(%)	2020	2.3	3.3	1.6	4.5	4.0
	2021F	3.0	3.8	3.5	8.4	4.1
	2022F	3.3	3.8	3.7	6.3	4.9
EPS(원)	2020	-	7,049	262	825	665
	2021F	-	8,327	524	1,645	644
	2022F	-	7,789	515	1,232	711
BPS(원)	2020	-	242,866	13,241	17,631	15,732
	2021F	-	214,984	11,112	16,884	13,479
	2022F	-	218,577	11,524	17,746	13,964
P/E(X)	2020	-	11.2	9.3	4.3	5.8
	2021F	-	7.7	5.6	4.0	6.2
	2022F	-	8.5	6.3	5.0	5.7
P/B(X)	2020	-	0.3	0.2	0.2	0.2
	2021F	-	0.3	0.3	0.4	0.3
	2022F	-	0.3	0.3	0.3	0.3
DPS(원)	2020	-	2,500	30	220	100
	2021F	-	3,700	100	490	100
	2022F	-	3,700	100	370	110

주: 삼성생명은 지배주주순이익, 이외는 별도 순이익 기준

자료: 각 사, 하나금융투자

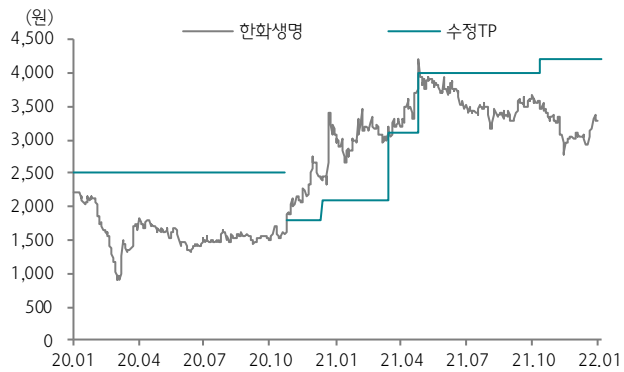
투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성생명



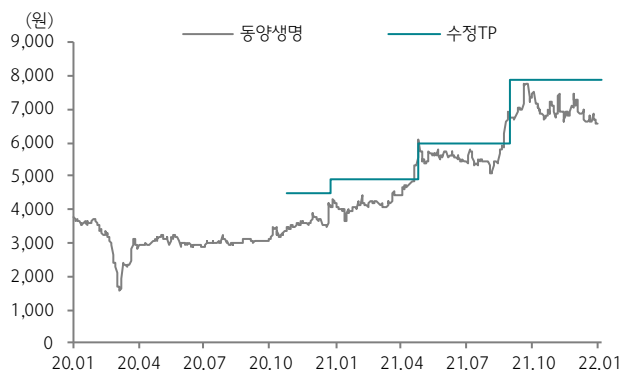
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.4.21	BUY	102,000		
19.2.21	BUY	105,000	-34.79%	-14.38%

한화생명



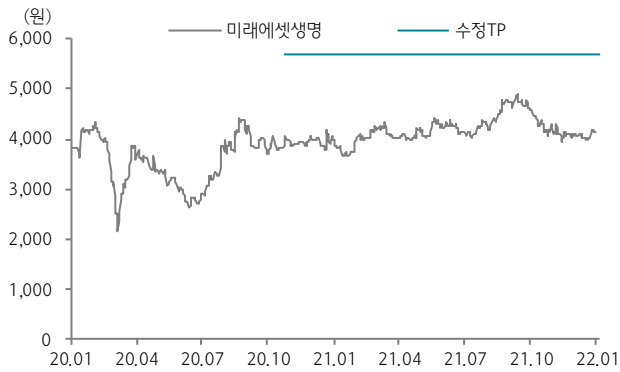
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.10.28	BUY	4,200		
21.9.27	BUY	4,000	-10.48%	-8.25%
21.5.13	Neutral	4,000	-10.63%	-21.13%
21.3.31	Neutral	3,100	8.97%	-1.29%
20.12.29	Neutral	2,100	44.45%	11.43%
20.11.10	Neutral	1,800	24.53%	52.22%
19.8.8	Neutral	2,500	-25.86%	6.80%

동양생명



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.9.16	BUY	7,900		
21.5.12	Neutral	6,000	-6.64%	15.33%
21.1.11	BUY	4,900	-12.45%	13.27%
20.11.10	BUY	4,500	-19.33%	-6.67%

미래에셋생명



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.11.10	BUY	5,700		

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	94.65%	5.35%	0.00%	100%

* 기준일: 2022년 01월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이흥재)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 2022년 1월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이흥재)는 2022년 1월 18일 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 증빙자료로 사용될 수 없습니다.