



Outperform(Maintain)

목표주가: 8,000원

주가(5/11) 6,590원

시가총액: 57,236억원

보험

Analyst 김태현

02) 3787-4904

thkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(5/11)		1,980.10pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	8,550 원	6,120 원
등락률	-22.92%	7.68%
수익률	절대	상대
1M	5.4%	4.9%
6M	-18.1%	-17.4%
1Y	-15.5%	-10.5%

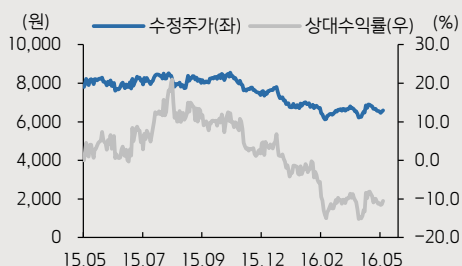
Company Data

발행주식수	868,530 천주
일평균 거래량(3M)	1,319 천주
외국인 지분율	14.87%
배당수익률(16E)	2.5%
BPS(16E)	11,833원
주요 주주	한화건설 외 4인
	예금보험공사
	15.25%

투자지표

(십억원, IFRS 별도)	2015	2016E	2017E	2018E
수입보험료	14,960	16,108	16,763	17,685
영업이익	-273	-262	-262	-326
영업외이익	847	856	899	953
세전이익	574	594	637	627
순이익	500	454	483	475
EPS(원)	634	604	643	632
증감률(%YoY)	28.1	-4.7	6.5	-1.7
PER(배)	11.7	10.9	10.3	10.4
BPS(원)	10,863	11,833	12,312	12,774
PBR(배)	0.7	0.6	0.5	0.5
위험손해율(%)	79.4	77.1	78.1	78.6
운용수익률(%)	4.4	4.0	4.1	4.0
ROE(%)	5.6	5.2	5.3	5.0

Price Trend



실적리뷰

한화생명 (088350)

보장성 신계약 성장 vs. 저금리에 대한 고민



한화생명의 1분기 순이익은 1,457억원으로 시장 컨센서스에 부합했습니다. 보장성 신계약은 32% 성장하며 긍정적인 모습을 보였으나, 저금리 장기화에 따른 부담은 점차 가시화되고 있습니다. 동시에 대한 투자의견을 유지하고 목표주가를 8,000원으로 하향합니다.

>>> 1분기 순이익 1,457억원으로 당사 추정치 18% 상회

한화생명의 1분기 당기순이익은 1,457억원(-6.9%YoY)로 당사추정치 18% 상회했다. 시장컨센서스를 부합하는 실적이다. 당사추정치와의 주요 차이는 매출에서 발생했다. 당사 예상보다 보장성 매출 성장이 높고 일시납 저축성 보험 증가율도 컸다. 1분기 저축성 수입보험료는 6,580억원으로 802%YoY 증가했다. 이와 같은 일시납 저축보험료 매출 증대 전략은 부채 포트폴리오의 연동형을 높여 부채 듀레이션을 낮추는 효과는 있으나, 저금리 상황을 고려한 운용 면에선 향후 부담이 될 가능성이 있다. 1분기 보장성신계약(APE기준)은 3,480억원으로 32% YoY 성장했다. 예정이율 인하에 따른 절판 효과도 있었으나, 회사의 절실한 노력의 결실이기도 하다. (생보업계 보장성신계약 성장 9%)

>>> 저금리 고민은 지속적

1분기 양호한 실적에도 불구하고 저금리 장기화에 따른 부담은 점차 가시화되고 있는 듯하다. 공시이율이 최저보증이율에 부담을 줄 수 있는 수준까지 하락하고 있고, 운용수익률 제고를 위해 해외자산 비중 확대에 주력하고 있어 중기적 관점에서 환리스크에 노출되어 있다. IFRS4 Phase2 및 IFRS9에 대한 논의뿐만 아니라 새롭게 논의되기 시작한 신지급여력비율 도입안도 부담스럽다.

>>> 투자의견 Outperform 유지

한화생명에 대한 투자의견 Outperform을 유지하고 목표주가를 8,000원으로 하향한다. 저금리 부담이 가시화되는 상황에서 제도 변경이 부담스럽다. 다만, 신계약을 통한 보유계약 가치 제고 노력은 긍정적이다.

한화생명 1분기 실적 Review (단위: 십억원, %, %p)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	%YoY	%QoQ	당사추정치	컨센서스
수입보험료	3,511	3,347	3,342	4,761	4,131	17.7	-13.2	3,894	
보험영업수익	2,421	2,414	2,519	3,025	3,237	33.8	7.0	2,729	
보험영업비용	2,025	1,953	2,024	2,184	2,134	5.4	-2.3	2,115	
보험영업손익	395	461	496	841	1,103	179.1	31.2	614	
투자영업손익	833	868	731	760	781	-6.3	2.7	789	
책임준비금전입액	1,237	1,247	1,311	1,861	1,916	54.9	2.9	1,452	
영업이익	-9	81	-84	-260	-32			-50	
영업외이익	211	213	208	215	219	3.9	2.1	212	
세전이익	202	294	124	-45	187	-7.6	흑전	162	
당기순이익	157	223	141	-21	146	-6.9	흑전	123	144
손해율	88.4	76.7	77.0	75.6	79.6	-8.8	4.0	77.0	
사업비용	14.0	15.0	15.2	11.4	12.5	-1.5	1.1	13.7	
운용자산이익률(%)	4.7	4.9	4.0	4.0	4.0	-0.7	0.0	4.1	
ROE (%)	7.0	10.0	6.3	-0.9	6.6	-0.4	7.5	5.7	

주: 손해율은 위험보험료 대비 사고보험금, 사업비용은 수입보험료 대비 실질사업비

자료: 한화생명, 키움증권

한화생명 분기별 실적 추이 (단위: 십억원, %, %p)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	2Q16E	3Q16E	4Q16E	FY15	FY16E	FY17E
수입보험료	3,511	3,347	3,342	4,761	4,131	3,466	3,453	5,058	14,960	16,108	16,763
보험영업수익	2,421	2,414	2,519	3,025	3,237	2,519	2,625	3,176	10,379	11,558	11,678
보험영업손익	395	461	496	841	1,103	481	494	761	2,193	2,839	2,317
투자영업손익	833	868	731	760	781	794	801	829	3,192	3,205	3,508
책임준비금전입액	1,237	1,247	1,311	1,861	1,916	1,301	1,329	1,760	5,657	6,306	6,088
영업이익	-9	81	-84	-260	-32	-26	-34	-169	-273	-262	-262
영업외이익	211	213	208	215	219	211	210	216	847	856	899
세전이익	202	294	124	-45	187	184	176	46	574	594	637
당기순이익	157	223	141	-21	146	140	133	35	500	454	483
ROE	7.0	10.0	6.3	-0.9	6.6	6.6	6.1	1.6	5.6	5.2	5.3

자료: 한화생명, 키움증권

손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
수입보험료	13,664	14,960	16,108	16,763	17,685
일반계정	9,153	10,233	11,408	11,523	12,162
특별계정	4,511	4,727	4,700	5,240	5,523
보험영업수익	9,300	10,379	11,558	11,678	12,322
보험료수익	9,153	10,233	11,408	11,523	12,162
재보험료수익	147	146	150	155	160
보험영업비용	7,822	8,186	8,718	9,361	10,027
지급보험금	5,370	5,865	6,232	6,711	7,236
사업비	1,080	916	1,023	1,102	1,163
(이연신계약비)	-1,125	-1,127	-1,092	-1,149	-1,175
신계약비	1,170	1,197	1,176	1,227	1,255
유지비	1,035	847	861	989	1,057
신계약비 상각비	1,211	1,243	1,301	1,381	1,455
보험영업손익	1,477	2,193	2,839	2,317	2,295
투자영업손익	3,210	3,192	3,205	3,508	3,720
책임준비금전입	5,035	5,657	6,306	6,088	6,341
영업이익	-347	-273	-262	-262	-326
영업외이익	876	847	856	899	953
세전이익	528	574	594	637	627
법인세비용	115	74	140	154	152
당기순이익	414	500	454	483	475

투자지표

(단위: %)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성(%)					
수입보험료	37.1	9.5	7.7	4.1	5.5
일반계정	43.0	11.8	11.5	1.0	5.5
특별계정	26.4	4.8	-0.6	11.5	5.4
보험영업수익	42.8	11.6	11.4	1.0	5.5
당기순이익	6.3	21.0	-9.2	6.3	-1.6
운용자산	13.5	8.9	8.2	8.0	8.0
특별계정자산	9.1	6.4	5.0	6.0	6.0
총자산	11.7	7.9	7.9	8.2	7.9
수익성과 효율성(%)					
보험료 지급율	58.7	57.3	56.9	58.2	59.5
위험보험료 대비 사고보험금	80.4	79.4	77.1	78.1	78.6
수입보험료 대비 실질사업비용	16.1	13.7	13.4	13.4	13.2
운용자산이익률	4.9	4.4	4.0	4.1	4.0

대차대조표

(단위: 십억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
자산총계	91,645	98,855	106,628	115,366	124,508
운용자산	70,222	76,466	82,736	89,355	96,503
현금 및 예치금	867	751	892	978	1,058
채권	33,612	39,149	41,609	44,835	48,412
주식	804	857	1,008	1,100	1,189
기타유가증권	14,366	15,284	16,846	18,243	19,709
대출채권	17,057	16,905	18,525	20,030	21,633
부동산	3,516	3,519	3,855	4,169	4,502
비운용자산	3,561	3,383	3,935	4,857	5,581
특별계정자산	17,863	19,007	19,957	21,155	22,424
부채총계	82,997	90,283	97,737	106,115	114,910
책임준비금	62,028	67,689	73,277	79,559	86,153
보험료적립금	59,450	64,726	70,488	76,556	82,897
계약자지분조정	1,047	1,137	1,279	1,395	1,512
기타부채	1,819	1,996	3,117	3,893	4,702
특별계정부채	18,102	19,462	20,064	21,268	22,544
자본총계	8,648	8,572	8,891	9,251	9,598
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	2,140	2,494	2,813	3,173	3,520

투자지표

(단위: 원, 배, %)

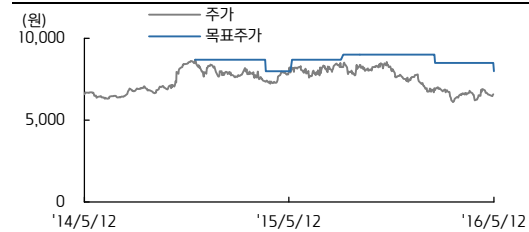
12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표					
EPS	495	634	604	643	632
BPS	10,361	10,863	11,833	12,312	12,774
DPS	180	180	163	174	171
Valuation					
PER	16.7	11.7	10.9	10.3	10.4
PBR	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
수익성					
ROA	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE	5.4	5.6	5.2	5.3	5.0
배당 성향	36.0	27.0	27.0	27.0	27.0
배당 수익률	2.2	2.4	2.5	2.6	2.6

- 당사는 5월 11 일 현재 '한화생명' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
한화생명 (088350)	2015/02/16	Marketperform(Maintain)	8,700원
	2015/04/01	Marketperform(Maintain)	8,000원
	2015/05/18	Marketperform(Maintain)	8,700원
	2015/07/09	Marketperform(Maintain)	8,700원
	2015/08/17	Outperform(Upgrade)	9,000원
	2015/10/13	Outperform(Maintain)	9,000원
	2015/11/13	Outperform(Maintain)	9,000원
	2016/01/29	Outperform(Maintain)	8,500원
	2016/05/12	Outperform(Maintain)	8,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%