



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 48.30% |
| | 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



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 투자 의견을 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 가시화 되고 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.

>>> 투자 의견 Outperform 유지

한화생명에 대한 투자 의견 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 실질사업비율 | 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, %)

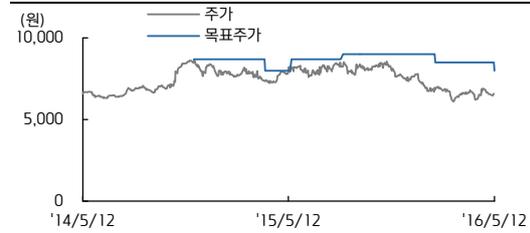
| 12월 결산 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표 | | | | | |
| EPS | 495 | 634 | 604 | 643 | 632 |
| BPS | 10,361 | 10,863 | 11,833 | 12,312 | 12,774 |
| DPS | 180 | 180 | 163 | 174 | 171 |
| Valuation | | | | | |
| PER | 16.7 | 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 |
| 배당성향 | 36.0 | 27.0 | 27.0 | 27.0 | 27.0 |
| 배당수익률 | 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.

투자이견 변동내역(2개년)

| 종목명 | 일자 | 투자이견 | 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



투자이견 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% |