



## Marketperform(Maintain)

목표주가: 7,000원

주가(2/23): 6,490원

시가총액: 56,368억원

보험  
Analyst 김태현  
02) 3787-4904  
thkim@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI(2/23)	2,107.63pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	121,000원	94,800원
등락률	-12.40%	11.81%
수익률	절대	상대
1M	-8.2%	-8.6%
6M	3.4%	1.6%
1Y	-3.2%	-12.3%

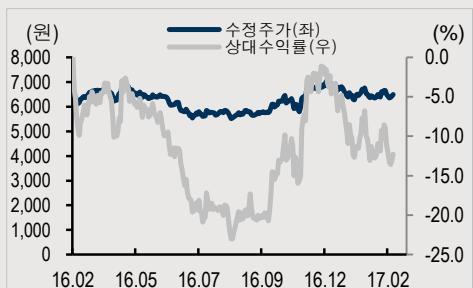
## Company Data

발행주식수	868,530천주
일평균 거래량(3M)	610천주
외국인 지분율	14.45%
배당수익률(17E)	1.96%
BPS(17E)	11,294원
주요 주주	(주)한화건설 외 6인
	48.30%
	예금보험공사
	15.25%

## 투자지표

(십억원, IFRS 별도)	2015	2016P	2017E	2018E
수입보험료	14,960	15,180	15,247	15,387
영업이익	-273	-398	-385	-460
영업외이익	847	896	932	1,005
세전이익	574	498	547	546
순이익	500	383	415	414
EPS(원)	634	509	552	551
PER(배)	11.7	12.8	11.8	11.8
BPS(원)	10,863	10,939	11,294	11,585
PBR(배)	0.7	0.6	0.6	0.6
위험손해율(%)	79.4	77.8	77.2	77.2
사업비율(%)	13.7	13.2	13.8	12.7
운용수익률(%)	4.4	4.0	3.8	3.8
ROE(%)	5.6	4.6	5.0	4.8

## Price Trend



## 실적리뷰

## 한화생명 (088350)

## RBC비율 부담 가시화



한화생명의 4분기 순이익은 303억원 적자로 시장 컨센서스를 하회했습니다. 연간으로 6.7%의 보장성신계약 성장은 긍정적이나, 듀레이션 캡 축소는 경쟁사 대비 여전히 부진한 상황입니다. 4분기 RBC비율이 200.4%를 기록하며 지급여력 부담이 가시화되고 있습니다.

## &gt;&gt;&gt; 4분기 순이익 303억원으로 적자로 시장 컨센서스 하회

한화생명의 4분기 수입보험료는 4조 3,990억원(-7.6%YoY), 당기순이익은 303억원 적자를 기록했다. 당사추정치와 시장 컨센서스를 하회하는 저조한 실적이다. 일회성 요인으로 딜라이브 대손충당금 170억원, 성과급 지급 380억원, 변액보증준비금 추가적립 1,780억원이 있다.

4분기 위험손해율은 76.1%로 전년동기비 0.6%p 상승했다. 전년동기비와 전분기 대비 소폭 상승했으나, 상반기 80%에 육박했던 수준 대비 안정화됐다. 투자수익률은 4.2%로 높은 수준을 기록했는데, 이는 달러 강세에 따른 외화 환산이익 1조 4,447억원과 매도가능증권 매각이익 1,259억원이 주요했다. 4분기 보장성신계약(APC기준)은 9%YoY 감소했으나, 연간으로는 6.7%YoY 증가했다. 16년말 동사의 듀레이션 캡(부채-자산)은 0.62로 15년 대비 0.01 축소됐으나, 여전히 경쟁사 대비 높은 수준이다.

한화생명의 16년 EV는 8.2조원으로 ROEV 5.2%를 기록했다. 시중금리 상승으로 투자수익률 가정치(FY15 3.5%→FY16 3.45%)의 하락폭이 줄어들며 보유계약가치도 430억원 흑자 전환했다. 신계약가치는 5,650억원으로 전년동기비 24.5% 증가했다.

## &gt;&gt;&gt; RBC비율 부담 가시화

동사의 4분기 RBC비율은 200.4%이다. 회사측에 따르면 최근 이슈가 된 부채듀레이션 확대를 일시에 적용하면 90%p 영향이 있다고 한다. 1월 채권재분류로 금리 10bp 당 RBC비율 민감도는 2%p 내외로 축소됐으나 4분기 현재 보험업법 상 가용자본으로 인정되는 후순위채와 신종자본증권을 모두 발행 시 RBC비율은 120%p 상승에 그친다. 현재는 120%p의 여유가 넉넉해 보이나, 중기적으로 진행될 자본규제 강화에서 충분치만은 않아 보인다. 동사는 금번 실적 발표회에서 이와 관련 배당성향이 향후 낮아질 수 있다는 개연성을 제시했다.

동사에 대한 Marketperform 의견을 유지한다. 추정치 변경에 의해 목표주가를 하향해야 하나, 금리 모멘텀을 감안해 유지한다. 펀더멘털과 관계없이 금리 상승은 Trading기회를 제공해 줄 것이다.

## 한화생명 4분기 실적 Review (단위: 십억원, %, %p)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	%YoY	%QoQ	당사추정치	컨센서스
수입보험료	4,761	4,131	3,365	3,285	4,399	-7.6	33.9	4,916	
보험영업수익	3,025	3,237	2,425	2,492	2,468	-18.4	-1.0	2,983	
보험영업비용	2,184	2,134	2,048	2,138	2,365	8.3	10.6	2,234	
보험영업손익	841	1,103	377	354	103	-87.7	-70.8	749	
투자영업손익	760	781	779	747	868	14.2	16.3	837	
책임준비금전입액	1,861	1,916	1,214	1,118	1,262	-32.2	12.9	1,807	
영업이익	-260	-32	-58	-17	-290	적유	적유	-221	
영업외이익	215	219	212	215	250	16.5	16.3	216	
세전이익	-45	187	154	198	-40	적유	적전	-5	
당기순이익	-21	146	117	150	-30	적유	적전	-4	-7
손해율	75.6	79.6	79.8	75.7	76.1	0.6	0.5	77.0	
사업비율	11.4	12.5	14.3	14.9	11.9	0.5	-2.9	11.5	
운용자산이익률(%)	4.0	4.0	4.0	3.7	4.2	0.2	0.5	4.0	
ROE (%)	-0.9	6.5	5.0	6.1	-1.3	-0.4	-7.4	-0.2	

자료: 한화생명, 키움증권

## 한화생명 분기별 실적 추이 (단위: 십억원, %, %p)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	FY15	FY16P	FY17E
수입보험료	4,131	3,365	3,285	4,399	3,467	3,503	3,264	5,013	14,960	15,180	15,247
영업이익	-32	-58	-17	-290	-29	-85	-137	-134	-273	-398	-385
영업외이익	219	212	215	250	230	232	236	234	847	896	932
당기순이익	146	117	150	-30	152	112	75	75	500	383	415
ROE	6.5	5.0	6.1	-1.3	7.3	5.5	3.6	3.5	4.4	4.0	3.8

자료: 한화생명, 키움증권

## 손익계산서

12월 결산	2014	2015	2016P	2017E	2018E
수입보험료	13,664	14,960	15,180	15,247	15,387
일반계정	9,153	10,233	10,474	10,354	10,307
특별계정	4,511	4,727	4,707	4,894	5,079
보험영업수익	9,300	10,379	10,623	10,508	10,466
보험료수익	9,153	10,233	10,474	10,354	10,307
재보험료수익	147	146	149	154	159
보험영업비용	7,822	8,186	8,685	8,913	9,229
지급보험금	5,370	5,865	6,359	6,565	6,850
사업비	1,080	916	892	920	901
(이연신계약비)	-1,125	-1,127	-1,118	-1,180	-1,047
신계약비	1,170	1,197	1,163	1,234	1,093
유지비	1,035	847	803	837	845
신계약비 상각비	1,211	1,243	1,271	1,263	1,308
보험영업손익	1,477	2,193	1,938	1,594	1,237
투자영업손익	3,210	3,192	3,174	3,232	3,497
책임준비금전입	5,035	5,657	5,510	5,212	5,194
영업이익	-347	-273	-398	-385	-460
영업외이익	876	847	896	932	1,005
세전이익	528	574	498	547	546
법인세비용	115	74	115	132	132
당기순이익	414	500	383	415	414

## 투자지표

12월 결산	2014	2015	2016P	2017E	2018E
<b>성장성(%)</b>					
수입보험료	37.1	9.5	1.5	0.4	0.9
일반계정	43.0	11.8	2.4	-1.1	-0.4
특별계정	26.4	4.8	-0.4	4.0	3.8
보험영업수익	42.8	11.6	2.4	-1.1	-0.4
당기순이익	6.3	21.0	-23.5	8.4	-0.2
운용자산	13.5	8.9	7.5	7.5	7.5
특별계정자산	9.1	6.4	4.5	5.0	5.0
총자산	11.7	7.9	6.5	6.8	6.5
<b>수익성과 효율성(%)</b>					
보험료 지급율	58.7	57.3	60.7	63.4	66.5
위험보험료 대비 사고보험금	80.4	79.4	77.8	77.2	77.2
수입보험료 대비 실질사업비율	16.1	13.7	13.2	13.8	12.7
운용자산이익률	4.9	4.4	4.0	3.8	3.8

## 대차대조표

12월 결산	2014	2015	2016P	2017E	2018E
자산총계	91,645	98,855	105,308	112,433	119,792
운용자산	70,222	76,466	82,187	88,352	94,978
현금 및 예치금	867	751	754	685	714
채권	33,612	39,149	40,718	43,291	46,414
주식	804	857	1,044	1,166	1,265
수익증권	14,366	15,284	18,328	20,276	21,935
대출채권	17,057	16,905	17,858	19,142	20,569
부동산	3,516	3,519	3,634	3,869	4,152
비운용자산	3,561	3,383	3,258	3,225	2,915
특별계정자산	17,863	19,007	19,863	20,856	21,899
<b>부채총계</b>	<b>82,997</b>	<b>90,283</b>	<b>97,088</b>	<b>103,947</b>	<b>111,087</b>
책임준비금	62,028	67,689	73,199	78,224	83,598
보험료적립금	59,450	64,726	69,949	74,937	80,091
계약자지분조정	1,047	1,137	813	1,224	1,370
기타부채	1,819	1,996	2,206	2,586	3,111
특별계정부채	18,102	19,462	20,869	21,913	23,008
<b>자본총계</b>	<b>8,648</b>	<b>8,572</b>	<b>8,220</b>	<b>8,486</b>	<b>8,705</b>
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	2,140	2,494	2,747	3,058	3,377

## 투자지표

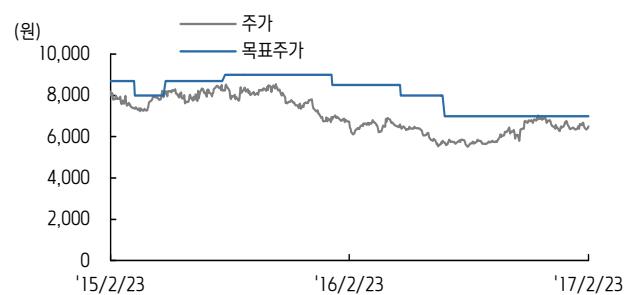
12월 결산	2014	2015	2016P	2017E	2018E
<b>주당지표</b>					
EPS	495	634	509	552	551
BPS	10,361	10,863	10,939	11,294	11,585
DPS	180	180	138	127	127
<b>Valuation</b>					
PER	16.7	11.7	12.8	11.8	11.8
PBR	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
<b>수익성</b>					
ROA	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE	5.4	5.6	4.6	5.0	4.8
배당성향	36.0	27.0	27.0	23.0	23.0
배당수익률	2.2	2.4	2.1	2.0	2.0

- 당사는 2월 23일 현재 '한화생명' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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 간접없이 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
	2016/05/27	Outperform(Maintain)	8,000원
	2016/07/19	Marketperform(Downgrade)	7,000원
	2016/08/16	Marketperform(Maintain)	7,000원
	2016/10/19	Marketperform(Maintain)	7,000원
	2016/11/11	Marketperform(Maintain)	7,000원
	2017/01/17	Marketperform(Maintain)	7,000원
	2017/02/24	Marketperform(Maintain)	7,000원

### 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 (2016/1/1~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%