



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 |
| 52 주 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% |

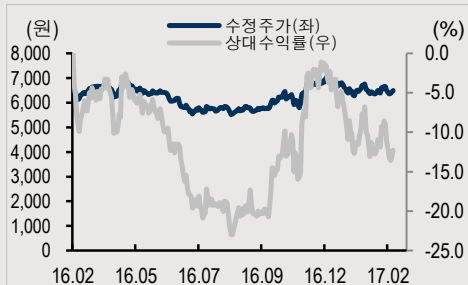
Company Data

| | |
|-------------|--------------|
| 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 |
| | 예금보험공사 |
| | 48.30% |
| | 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 갭 축소는 경쟁사 대비 여전히 부진한 상황입니다. 4분기 RBC비율이 200.4%를 기록하며 지급여력 부담이 가시화되고 있습니다.

>>> 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(APE기준)은 9%YoY 감소했으나, 연간으로는 6.7%YoY 증가했다. 16년말 동사의 듀레이션 갭(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.

>>> 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 Marketperform의견을 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 | |
| 사업비용 | 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

(단위: 십억원)

| 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

(단위: %)

| 12월 결산 | 2014 | 2015 | 2016P | 2017E | 2018E |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 성장성(%) | | | | | |
| 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 |
| 수익성과 효율성(%) | | | | | |
| 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 실질사업비용 | 16.1 | 13.7 | 13.2 | 13.8 | 12.7 |
| 운용자산이익률 | 4.9 | 4.4 | 4.0 | 3.8 | 3.8 |

대차대조표

(단위: 십억원)

| 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 |
| 부채총계 | 82,997 | 90,283 | 97,088 | 103,947 | 111,087 |
| 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 |
| 자본총계 | 8,648 | 8,572 | 8,220 | 8,486 | 8,705 |
| 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

(단위: 원, 배, %)

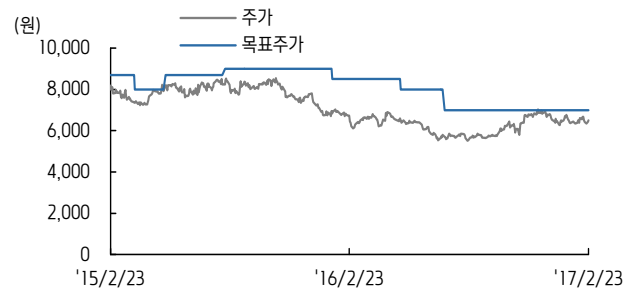
| 12월 결산 | 2014 | 2015 | 2016P | 2017E | 2018E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표 | | | | | |
| EPS | 495 | 634 | 509 | 552 | 551 |
| BPS | 10,361 | 10,863 | 10,939 | 11,294 | 11,585 |
| DPS | 180 | 180 | 138 | 127 | 127 |
| Valuation | | | | | |
| PER | 16.7 | 11.7 | 12.8 | 11.8 | 11.8 |
| PBR | 0.8 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 수익성 | | | | | |
| ROA | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| ROE | 5.4 | 5.6 | 4.6 | 5.0 | 4.8 |
| 배당 성향 | 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 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 |
| | 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% |