



### Marketperform(Maintain)

목표주가: 7,000원  
주가(5/15): 6,600원

시가총액: 57,323억원

은행/보험/증권

Analyst 김태현

02) 3787-4904

thkim@kiwoom.com

### Stock Data

|            |        |            |
|------------|--------|------------|
| KOSP(5/15) |        | 2,290.65pt |
| 52 주 주가동향  | 최고가    | 최저가        |
| 최고/최저가 대비  | 7,020원 | 5,520원     |
| 등락률        | -5.98% | 19.57%     |
| 수익률        | 절대     | 상대         |
| 1M         | 10.0%  | 2.5%       |
| 6M         | 3.0%   | -11.6%     |
| 1Y         | 3.4%   | -11.2%     |

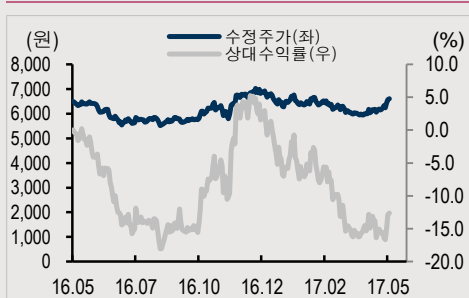
### Company Data

|             |            |           |
|-------------|------------|-----------|
| 발행주식수       |            | 868,530천주 |
| 일평균 거래량(3M) |            | 823천주     |
| 외국인 지분율     |            | 14.08%    |
| 배당수익률(17E)  |            | 1.36%     |
| BPS(17E)    |            | 12,102원   |
| 주요 주주       | ☞한화건설 외 6인 | 48.30%    |
|             | 예금보험공사     | 15.25%    |

### 투자지표

| (십억원, IFRS 별도) | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 수입보험료          | 14,960 | 15,180 | 14,742 | 14,983 |
| 영업이익           | -273   | -487   | -347   | -423   |
| 영업외이익          | 847    | 896    | 932    | 1,012  |
| 세전이익           | 574    | 409    | 585    | 589    |
| 순이익            | 500    | 315    | 446    | 446    |
| EPS(원)         | 634    | 419    | 594    | 594    |
| PER(배)         | 11.7   | 15.6   | 11.1   | 11.1   |
| BPS(원)         | 10,863 | 10,850 | 12,102 | 12,474 |
| PBR(배)         | 0.7    | 0.6    | 0.5    | 0.5    |
| 위험손해율(%)       | 79.4   | 79.0   | 78.7   | 78.0   |
| 사업비율(%)        | 13.7   | 13.2   | 13.3   | 12.8   |
| 운용수익률(%)       | 4.4    | 4.0    | 3.9    | 3.8    |
| ROE(%)         | 5.6    | 3.8    | 5.2    | 4.8    |

### Price Trend



## 실적리뷰

# 한화생명 (088350)

## 금리 상승 시 Trading 전략은 유효



한화생명의 1분기 순이익은 1,809억원 시장 컨센서스를 21%상회했습니다. 보험영업 보다는 투자영업이익이 실적 개선을 견인했습니다. 보장성신계약은 14.9% 감소했습니다. 중장기 제도 변화에 따른 영향을 감안해 동사에 대한 투자이견 Marketperform을 유지하나, 금리 상승 시 Trading 전략은 유효합니다.

### >>> 1분기 순이익 1,809억원으로 시장 컨센서스 21% 상회

한화생명의 1분기 수입보험료는 3조 4,473억원(-16.6%YoY), 당기순이익은 1,809억원(+24.1%YoY)을 기록했다. 전분기 대비 흑자 전환했으며, 시장 컨센서스를 21%상회하는 호실적이다. 수입보험료 감소는 저축성 일시납 보험 감소 영향이 크다. 저축성 일시납 보험 판매 규모는 전년동기 9,837억원에서 이번 분기 2,685억원으로 73% 감소했다.

보험영업 보다 투자영업이익 증가가 실적 개선을 견인했다. 1분기 위험손해율은 영업일수(2일) 증가로 전년동기비 5.9%p 상승했다. 투자수익률은 저금리 장기화에도 불구하고 4.1%를 유지하며 양호한 흐름을 이어갔다. 주요인은 매도가능증권 처분손익 1,048억원(채권매각이익 750억원, 주식매각이익 290억원)과 배당이익(970억원)이다. 2분기에도 런던빌딩 매각이익이 반영되며 상대적으로 견조한 투자수익률이 유지될 것으로 예상된다.

동사의 보장성 신계약(APE기준)은 14.9%YoY 감소했다. 전년동기 예정이율 변경에 따른 기고효과 영향이 크다. 종신/CI보험은 28.4% 감소했으나, 변액 종신/CI와 기타보장성상품은 각각 73.7%, 85.3% 증가했다. 보장성 신계약 내 종신/CI보험의 비중은 73%로 여전히 절대적으로 높은 수준을 유지하고 있다.

### >>> 금리 상승 시 Trading 전략 유효

동사의 1분기 RBC비율은 202.0%이다. 듀레이션 갭은 0.37로 장기 해외채권 매입으로 작년말 0.62에서 큰 폭으로 개선됐다. 신종자본증권 발행과 채권재분류로 올해 하반기까지 추가적으로 자본 이슈가 발생할 가능성은 제한적이다. 그러나 여전히 경쟁자 대비 듀레이션 갭은 높은 수준이며, 중장기적으로 진행될 회계 및 자본규제 제도 변화에 대한 대비는 만만치 않을 전망이다.

동사에 대한 Marketperform의견을 유지한다. 다만, 주가 관점에서 펀더멘털과 관계없이 금리 상승은 Trading기회를 제공해 줄 것이다.

한화생명 1분기 실적 Review (단위: 십억원, %, %p)

|            | 1Q16  | 2Q16  | 3Q16  | 4Q16  | 1Q17  | %YoY  | %QoQ   | 당사추정치 | 컨센서스 |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|------|
| 수입보험료      | 4,761 | 4,131 | 3,365 | 4,399 | 3,447 | -16.6 | -21.6  | 4,497 |      |
| 보험영업수익     | 3,237 | 2,425 | 2,492 | 2,467 | 2,607 | -19.5 | 5.6    | 2,586 |      |
| 보험영업비용     | 2,134 | 2,048 | 2,138 | 2,365 | 2,319 | 8.7   | -2.0   | 2,184 |      |
| 보험영업손익     | 1,103 | 377   | 354   | 102   | 288   | -73.9 | 182.0  | 402   |      |
| 투자영업손익     | 781   | 779   | 747   | 868   | 846   | 8.4   | -2.5   | 840   |      |
| 책임준비금전입액   | 1,916 | 1,214 | 1,118 | 1,349 | 1,129 | -41.1 | -16.3  | 1,260 |      |
| 영업이익       | -32   | -58   | -17   | -379  | 5     | 흑전    | 흑전     | -18   |      |
| 영업외이익      | 219   | 212   | 215   | 250   | 230   | 4.9   | -8.0   | 230   |      |
| 세전이익       | 187   | 154   | 198   | -129  | 235   | 25.9  | -282.0 | 213   |      |
| 당기순이익      | 146   | 117   | 150   | -98   | 181   | 24.1  | 흑전     | 161   | 149  |
| 손해율        | 75.6  | 79.6  | 79.8  | 80.9  | 81.5  | 5.9   | 0.6    | 78.0  |      |
| 사업비용       | 10.8  | 11.6  | 14.5  | 11.9  | 14.2  | 3.4   | 2.3    | 11.2  |      |
| 운용자산이익률(%) | 4.0   | 4.0   | 3.7   | 4.2   | 4.1   | 0.1   | -0.1   | 4.0   |      |
| ROE (%)    | 6.5   | 5.0   | 6.1   | -4.3  | 8.7   | 2.2   | 13.0   | 7.7   |      |

자료: 한화생명, 키움증권

한화생명 분기별 실적 추이 (단위: 십억원, %, %p)

|       | 1Q16  | 2Q16  | 3Q16  | 4Q16  | 1Q17P | 2Q17E | 3Q17E | 4Q17E | FY16   | FY17E  | FY18E  |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 수입보험료 | 4,131 | 3,365 | 3,285 | 4,399 | 3,447 | 3,370 | 3,307 | 4,618 | 15,180 | 14,742 | 14,983 |
| 영업이익  | -32   | -58   | -17   | -379  | 5     | -11   | -61   | -280  | -487   | -347   | -423   |
| 영업외이익 | 219   | 212   | 215   | 250   | 230   | 232   | 236   | 234   | 896    | 932    | 1,012  |
| 당기순이익 | 146   | 117   | 150   | -98   | 181   | 168   | 133   | -35   | 315    | 446    | 446    |
| ROE   | 6.5   | 5.0   | 6.1   | -4.3  | 8.7   | 7.8   | 5.8   | -1.5  | 3.8    | 5.2    | 4.8    |

자료: 한화생명, 키움증권

손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산   | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 수입보험료    | 14,960 | 15,180 | 14,742 | 14,983 | 15,316 |
| 일반계정     | 10,233 | 10,474 | 9,971  | 10,153 | 10,406 |
| 특별계정     | 4,727  | 4,707  | 4,771  | 4,830  | 4,911  |
| 보험영업수익   | 10,379 | 10,622 | 10,127 | 10,314 | 10,571 |
| 보험료수익    | 10,233 | 10,474 | 9,971  | 10,153 | 10,406 |
| 재보험료수익   | 146    | 148    | 156    | 160    | 165    |
| 보험영업비용   | 8,186  | 8,685  | 8,861  | 9,210  | 9,660  |
| 지급보험금    | 5,865  | 6,359  | 6,536  | 6,851  | 7,275  |
| 사업비      | 916    | 892    | 910    | 913    | 918    |
| (이연신계약비) | -1,127 | -1,118 | -1,043 | -1,002 | -938   |
| 신계약비     | 1,197  | 1,163  | 1,051  | 1,011  | 946    |
| 유지비      | 847    | 847    | 863    | 894    | 899    |
| 신계약비 상각비 | 1,243  | 1,271  | 1,247  | 1,277  | 1,293  |
| 보험영업손익   | 2,193  | 1,937  | 1,266  | 1,104  | 910    |
| 투자영업손익   | 3,192  | 3,174  | 3,300  | 3,436  | 3,590  |
| 책임준비금전입  | 5,657  | 5,598  | 4,914  | 4,963  | 4,930  |
| 영업이익     | -273   | -487   | -347   | -423   | -429   |
| 영업외이익    | 847    | 896    | 932    | 1,012  | 1,062  |
| 세전이익     | 574    | 409    | 585    | 589    | 633    |
| 법인세비용    | 74     | 94     | 139    | 142    | 153    |
| 당기순이익    | 500    | 315    | 446    | 446    | 480    |

투자지표

(단위: %)

| 12월 결산             | 2015 | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| <b>성장성(%)</b>      |      |       |       |       |       |
| 수입보험료              | 9.5  | 1.5   | -2.9  | 1.6   | 2.2   |
| 일반계정               | 11.8 | 2.4   | -4.8  | 1.8   | 2.5   |
| 특별계정               | 4.8  | -0.4  | 1.4   | 1.2   | 1.7   |
| 보험영업수익             | 11.6 | 2.3   | -4.7  | 1.8   | 2.5   |
| 당기순이익              | 21.0 | -37.0 | 41.6  | 0.0   | 7.5   |
| 운용자산               | 8.9  | 7.5   | 7.0   | 6.8   | 6.5   |
| 특별계정자산             | 6.4  | 4.5   | 5.0   | 5.0   | 5.0   |
| 총자산                | 7.9  | 6.6   | 6.7   | 6.3   | 5.8   |
| <b>수익성과 효율성(%)</b> |      |       |       |       |       |
| 보험료 지급율            | 57.3 | 60.7  | 65.6  | 67.5  | 69.9  |
| 위험보험료 대비 사고보험금     | 79.4 | 79.0  | 78.7  | 78.0  | 78.0  |
| 수입보험료 대비 실질사업비용    | 13.7 | 13.2  | 13.3  | 12.8  | 12.1  |
| 운용자산이익률            | 4.4  | 4.0   | 3.9   | 3.8   | 3.7   |

대차대조표

(단위: 십억원)

| 12월 결산      | 2015   | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|-------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 자산총계        | 98,855 | 105,331 | 112,426 | 119,563 | 126,525 |
| 운용자산        | 76,466 | 82,187  | 87,941  | 93,921  | 100,025 |
| 현금 및 예치금    | 751    | 754     | 633     | 652     | 692     |
| 채권          | 39,149 | 34,921  | 40,061  | 43,175  | 46,026  |
| 주식          | 857    | 1,492   | 1,395   | 1,461   | 1,553   |
| 수익증권        | 15,284 | 22,833  | 22,535  | 23,806  | 25,327  |
| 대출채권        | 16,905 | 18,686  | 19,485  | 20,729  | 22,065  |
| 부동산         | 3,519  | 3,502   | 3,782   | 4,044   | 4,307   |
| 비운용자산       | 3,383  | 3,281   | 3,629   | 3,743   | 3,506   |
| 특별계정자산      | 19,007 | 19,863  | 20,856  | 21,899  | 22,994  |
| <b>부채총계</b> | 90,283 | 97,179  | 103,332 | 110,190 | 116,740 |
| 책임준비금       | 67,689 | 73,290  | 77,931  | 83,103  | 88,043  |
| 보험료적립금      | 64,726 | 69,949  | 74,534  | 79,508  | 84,238  |
| 계약자지분조정     | 1,137  | 813     | 1,216   | 1,359   | 1,359   |
| 기타부채        | 1,996  | 2,206   | 2,272   | 2,720   | 3,179   |
| 특별계정부채      | 19,462 | 20,869  | 21,913  | 23,008  | 24,159  |
| <b>자본총계</b> | 8,572  | 8,153   | 9,093   | 9,373   | 9,785   |
| 자본금         | 4,343  | 4,343   | 4,343   | 4,343   | 4,343   |
| 자본잉여금       | 485    | 485     | 485     | 485     | 485     |
| 이익잉여금       | 2,494  | 2,680   | 3,089   | 3,469   | 3,882   |

투자지표

(단위: 원, 배, %)

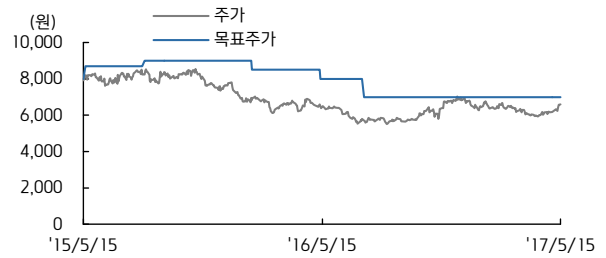
| 12월 결산           | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주당지표</b>      |        |        |        |        |        |
| EPS              | 634    | 419    | 594    | 594    | 638    |
| BPS              | 10,863 | 10,850 | 12,102 | 12,474 | 13,023 |
| DPS              | 180    | 80     | 90     | 90     | 100    |
| <b>Valuation</b> |        |        |        |        |        |
| PER              | 11.7   | 15.6   | 11.1   | 11.1   | 10.3   |
| PBR              | 0.7    | 0.6    | 0.5    | 0.5    | 0.5    |
| <b>수익성</b>       |        |        |        |        |        |
| ROA              | 0.5    | 0.3    | 0.4    | 0.4    | 0.4    |
| ROE              | 5.6    | 3.8    | 5.2    | 4.8    | 5.0    |
| 배당성향             | 27.0   | 19.1   | 15.0   | 15.0   | 15.0   |
| 배당수익률            | 2.4    | 1.2    | 1.3    | 1.3    | 1.5    |

- 당사는 5월 15일 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<br>(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 |
|                  | 2017/05/16 | 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 (2016/04/01~2017/03/31)

| 투자등급 | 건수  | 비율(%)  |
|------|-----|--------|
| 매수   | 183 | 96.32% |
| 중립   | 7   | 3.68%  |
| 매도   | 0   | 0.00%  |