

# 한화생명(088350)

## 하반기 연준/금통위에 따라 주가 반등 모색

컨센서스 부합, 특이점 없는 2분기  
금융시장과 실적 동조화 심화  
하반기 연준/금통위 방향성에 따라 주가 반등 모색

### Facts : 컨센서스 부합, 특이점 없는 2분기

2분기 순이익은 1,302억원(-41.3% YoY, +13.7% QoQ)로 컨센서스에 부합했다. 전년 부동산 및 주식매각이익 800억~900억원의 기저효과로 전년 대비 실적은 감소했다. 2분기 주식시장의 변동성 확대, 시중금리 정체로 변액보험환입 규모는 전년 대비 1,000억원 감소했다. 투자이익률은 3.87%(-0.11%p YoY, -0.04%p QoQ), 위험손해율은 79.2%(-6.0%p YoY, 0.0%p QoQ)로 모두 부진했다.

### Pros & cons : 금융시장과 실적 동조화 심화

올해 당기순이익은 4,641억원으로 전년 대비 11.7% 감소할 전망이다. 위험률차 이익, 사업비차이익은 안정적이지만, 변액보증환입 감소가 배경이다. 시중금리는 상승했지만 주식시장이 부진함에 따라 수익률 가정 변경으로 상반기 누적 변액보증환입은 전년 대비 1,440억원 감소했다. 최근 비중을 늘린 고이원 해외투자자산은 올해 스왑스프레드 상승으로 달러 베이스 자산에서 약 150bp 수익률 하락이 나타났다. 외부 금융시장 변수에 따른 한화생명의 실적민감도가 어느 때보다 높아졌기에 하반기 금융시장 방향성이 실적 정상화의 변수이다.

### Action : 하반기 연준, 금통위 방향성에 따라 주가 반등 모색

현재 금융시장 상황을 고려 시 단기 실적 개선요인은 제한적으로 판단한다. 다만, 상기 우려로 주가가 여러 번 충격을 받은 상황이다. 9월 연준의 기준금리 인상 여부, 하반기 국내 금통위의 기준금리 인상 시점이 주가 반등요인이 될 것으로 판단한다. 단기 자체 모멘텀은 제한적이지만, 12MF PBR이 0.4배 수준에 불과하다는 점에서 상기 요인의 방향성에 따라 주가 반등을 모색할 것으로 전망한다. 투자의견 매수 및 목표주가 7,600원을 유지한다.

하 회 부 합 상 회

순이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 7,600원(유지)

### Stock Data

KOSPI(8/10)	2,283
주가(8/10)	5,110
시가총액(십억원)	4,438
발행주식수(백만)	869
52주 최고/최저가(원)	8,090/4,870
일평균거래대금(6개월, 백만원)	6,899
유동주식비율/외국인지분율(%)	31.2/17.8
주요주주(%)	한화건설 외 5 인 45.0
	예금보험공사 10.0

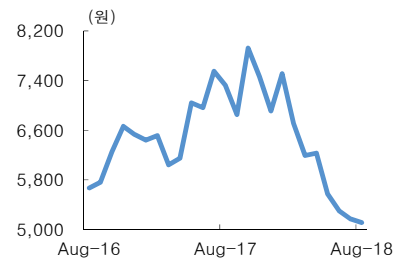
### Valuation 지표

	2016A	2017A	2018F
PER(x)	18.0	11.4	9.6
PBR(x)	0.6	0.6	0.4
ROE(%)	3.8	6.1	5.0
DY(%)	1.2	1.4	1.8
EPS(원)	363	605	534
BPS(원)	10,451	11,391	12,288

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.9)	(22.8)	(34.7)
상대주가(%p)	(1.4)	(19.4)	(31.5)

### 주가추이



자료: WISEfn

윤태호

taeho3123@truefriend.com

## 컨프런스콜 요약

### [자산운용]

- 스왑 스프레드 6월말 기준 - 150~160bp 수준. 3% 수익률 달러채의 원화 수익률은 1.5~1.4% 수준
- 대응 전략: 달러 비중 축소 및 이중통화 관리. 유가증권의 경우 미국보다는 유럽 익스포저를 늘리고, 해외 쪽 장기인프라/부동산 자산 등 투자자산의 다각화. 상황에 맞춰 탄력적으로 헤지 대응. 통상 헤지 만기 2년
- 2분기 해외증권 수익률 상승 역시 미국채 대신해서 국내 크레딧, 해외대체투자, 유럽 익스포저 증가시키는 등의 투자 전략으로 높은 금리로 운용할 수 있었음
- 유럽 익스포저 확대: 지속적 모니터링 및 각종 시나리오 분석으로 대응 전략 마련해 투자

### [변액보증금 환입/적립 현황]

- 변액보증금 환입 1분기 440억원 감소, 2분기 1,000억원 환입 감소로 상반기 전체 1,450억원 정도 감소
- 부진한 주식 시장으로 변액 수익률은 마이너스. 400억원 정도 사업계획 대비 환입 착오 있었으나 내부 사업계획 당기순이익 대비 800억원 초과
- 올해 국고채 10년물 금리 수준 2.4% 내외 예상하고 계획 수립. 현재기준으로는 2.4~2.5% 사이에 금리수준이 예상되어 연간전망은 1분기 계획 유지

### [손해율]

- 상반기 손해율은 전년 동기 대비 2.5%p 증가.
- 사망보험금 증가 및 보험금청구행위가 없었던 고객에 대한 보험금 찾아주기 캠페인 76억원이 사고보험금 대부분을 차지한 것이 원인
- 숨은보험금 찾기는 일시적인 것으로, 하반기 손해율 75% 수준 예상. 연간 기준으로는 전년도와 유사한 77% 예상

### [APE]

- 2017년 32% 신계약 수익성. 2018년 상반기 33.7%로 1.3%p개선. 보장성은 수익성 작년 46%에서 50%로 개선. 장기납 중심 판매. 신제도 준비 대비해 신계약 수익성 관리(효율/ 상품 믹스 등). 신계약 수익성 우상향이 목표

### [즉시연금: 불수용 의견]

- 자살보험금과는 다른 상황. 지금 기준이 나오면 동일한 계약자에 대해 지급
- 다른 상품으로의 전이 가능성 여부 판단 어려움

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q17P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
보험영업수익	2,401	2,393	2,348	2,371	2,330	(1.7)	(3.0)	2,370
보험손익	231	53	(34)	(292)	(81)	NM	NM	5
투자손익	823	845	642	822	830	1.0	0.9	799
당기순이익	222	130	(8)	115	130	13.7	(41.3)	131

주: 당기순이익은 지배주주순이익 기준  
 자료: 한화생명, 한국투자증권

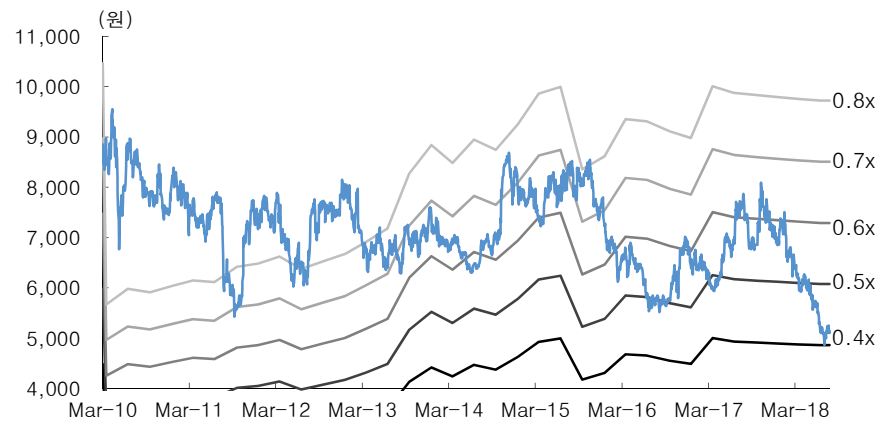
〈표 2〉 수익 추정 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	FY17		FY18 (변경 후)					FY18 (변경 전)		Review		FY19(F)		
	2Q(A)	연간	1Q(A)	2Q(P)	3Q(F)	4Q(F)	연간(F)	2Q(P)	연간(F)	YoY 전망대비		변경 후	변경 전	차이
보험영업수익	2,401	9,749	2,371	2,330	3,091	3,220	11,012	2,934	11,271	(3.0)	(20.6)	12,795	12,095	5.5
보험영업비용	2,170	9,210	2,663	2,411	3,180	3,384	11,638	2,824	11,336	11.1	(14.6)	13,381	11,815	11.7
지급보험금	1,603	6,882	2,098	1,856	2,435	2,587	8,976	2,112	8,478	15.8	(12.1)	10,249	8,866	13.5
사업비	206	883	276	278	301	345	1,200	282	1,169	35.0	(1.5)	1,355	1,252	7.6
신계약비상각	319	1,272	245	233	398	406	1,282	387	1,392	(26.9)	(39.7)	1,588	1,531	3.6
책임준비금전입액	990	3,963	663	869	766	774	3,071	938	3,414	(12.3)	(7.4)	3,016	3,655	(21.2)
보험손익														
(책임준비금전입액 차감전)	231	538	(292)	(81)	(90)	(165)	(628)	109	(67)	NM	NM	(589)	277	147.0
투자영업이익	823	3,156	822	830	779	755	3,186	767	3,069	0.9	8.3	3,176	3,065	3.5
영업외이익	229	961	304	296	275	284	1,159	259	1,100	29.4	14.6	1,146	1,085	5.4
당기순이익	222	525	115	130	146	73	464	131	460	(41.3)	(0.7)	527	516	2.1
손해율	100.7	113.0	102.8	118.8	105.1	105.8	110.8	84.1	88.1	18.0	34.6	105.1	104.9	0.2
사업비율	22.2	22.5	22.4	22.3	23.0	23.7	22.9	23.2	23.1	0.1	(0.8)	23.4	23.4	(0.0)
투자이익률	4.0	3.9	3.9	3.9	3.6	3.5	3.8	3.6	3.7	(0.1)	0.3	3.8	3.7	2.6
투자이익/수입보험료	34.8	32.9	35.2	36.3	25.6	23.8	29.4	26.5	27.7	1.4	9.7	25.2	25.7	(2.1)
총자산	108,779	110,313	110,480	112,582	110,956	110,397	110,397	111,795	110,939	3.5	0.7	108,774	110,136	(1.3)
운용자산	83,751	84,360	84,495	87,707	86,440	86,005	86,005	85,501	84,846	4.7	2.6	84,740	84,232	0.6
유가증권	60,877	61,143	61,001	63,112	62,200	61,887	61,887	61,727	61,254	3.7	2.2	60,977	60,810	0.3
대출	18,922	19,320	19,582	19,819	19,533	19,434	19,434	19,815	19,663	4.7	0.0	19,148	19,521	(1.9)
비운용자산	3,412	4,310	4,158	3,404	3,716	4,827	4,827	3,535	5,855	(0.2)	(3.7)	8,716	9,902	(13.6)
특별계정자산	21,907	21,281	21,996	22,112	20,800	19,565	19,565	22,759	20,238	0.9	(2.8)	15,317	16,001	(4.5)
책임준비금	75,410	77,253	77,916	78,785	78,399	79,190	79,190	77,763	79,621	4.5	1.3	82,296	83,387	(1.3)
계약자지분조정	837	697	182	170	439	444	444	522	514	(79.7)	(67.5)	350	464	(32.6)
자기자본	9,234	8,969	8,824	9,942	9,798	9,749	9,749	9,427	9,359	7.7	5.5	9,605	9,295	3.2
BPS (원)	11,696	11,391	11,224	12,511	12,345	12,288	12,288	11,918	11,839	7.0	5.0	12,123	11,765	3.0

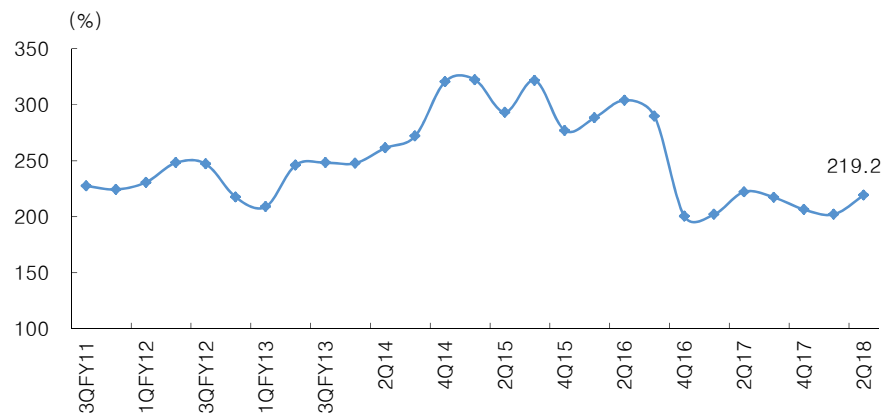
자료: 한화생명, 한국투자증권

[그림 1] 12MF PBR 밴드



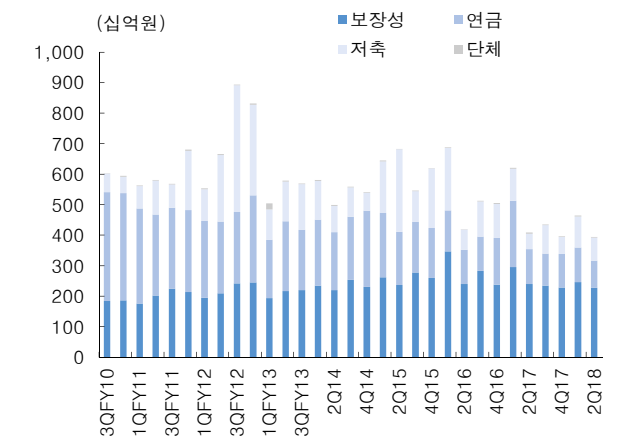
자료: 한화생명, 한국투자증권

[그림 2] RBC 비율 추이



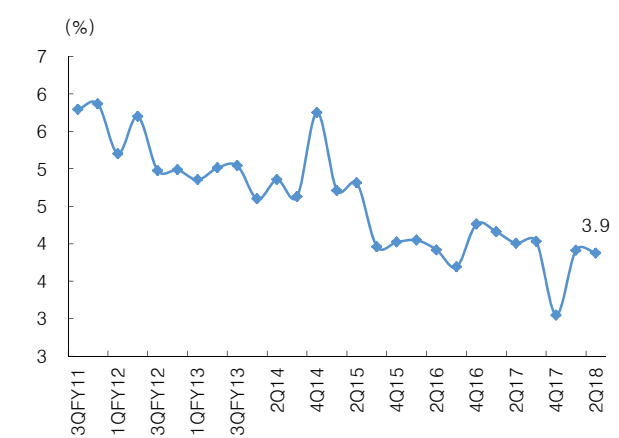
자료: 한화생명, 한국투자증권

[그림 3] 신계약 APE 추이

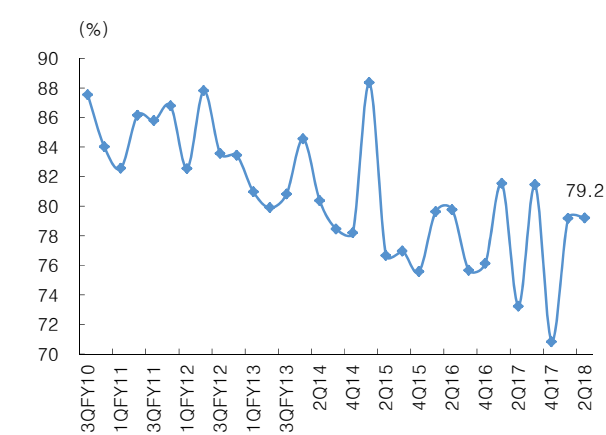


자료: 한화생명, 한국투자증권

[그림 4] 운용자산이익률 추이

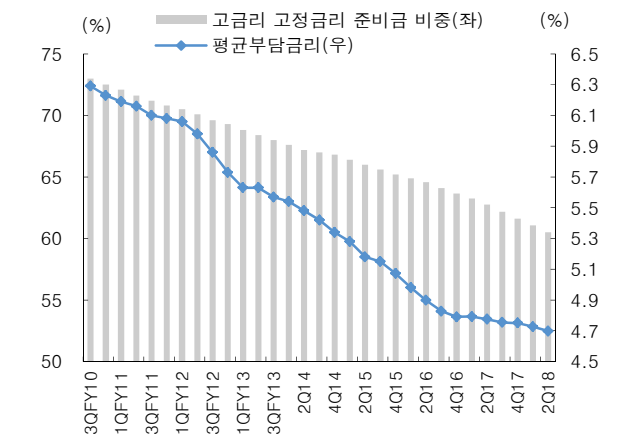
주: 매도가능증권평가손익을 조정하지 않은 운용자산이익률 기준  
자료: 한화생명, 한국투자증권

[그림 5] 위험손해율 추이



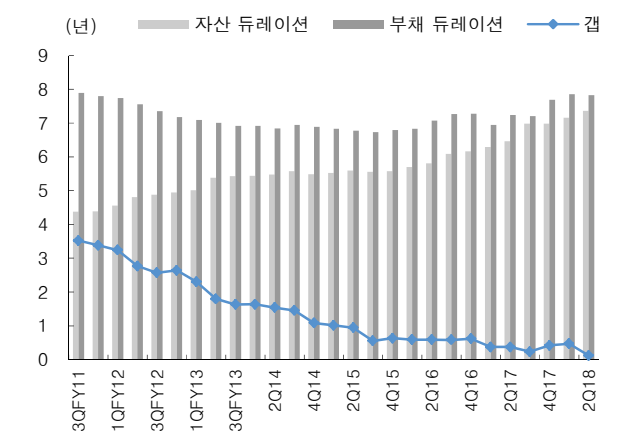
자료: 한화생명, 한국투자증권

[그림 6] 고정형 부채 적립금과 평균부담금리 추이



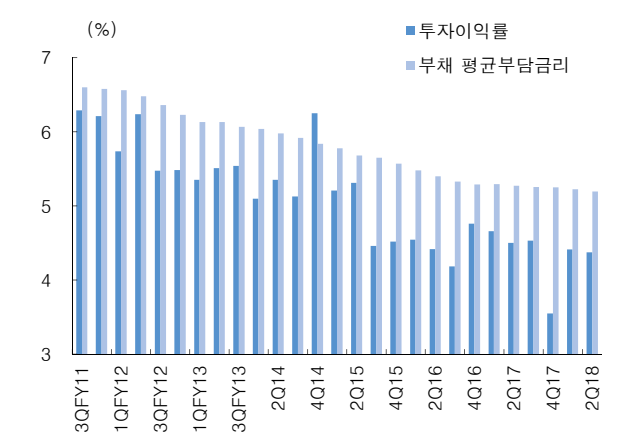
자료: 한화생명, 한국투자증권

[그림 7] 듀레이션 갭 추이



자료: 한화생명, 한국투자증권

[그림 8] 이원차 스프레드 추이



자료: 한화생명, 한국투자증권

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
자산총계	98,855	105,331	110,313	110,397	108,774
운용자산	76,466	82,187	84,360	86,005	84,740
현금과예치금	751	754	417	1,250	1,231
유가증권	55,291	59,246	61,143	61,887	60,977
주식	549	1,271	1,295	1,282	1,263
채권	44,626	40,446	38,272	37,865	37,308
대출채권	16,905	18,686	19,320	19,434	19,148
부동산	3,519	3,502	3,479	3,434	3,384
비운용자산	3,383	3,281	4,310	4,827	8,716
미상각신계약비	2,315	2,162	1,950	1,699	1,414
특별계정자산	19,646	21,164	22,592	19,565	15,317
부채총계	90,283	97,179	101,344	100,648	99,168
책임준비금	67,689	73,290	77,253	79,190	82,296
보험료적립금	64,726	69,949	73,774	76,751	79,767
계약자지분조정	1,137	813	697	444	350
기타부채	1,996	2,206	1,229	1,742	1,498
특별계정부채	19,462	20,869	22,165	19,272	15,024
자본총계	8,572	8,153	8,969	9,749	9,605
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	2,494	2,680	3,152	3,419	3,865
기타포괄손익누계액	2,174	1,569	1,415	868	278

## 성장지표

(단위: %)

	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
총자산성장률	7.9	6.6	4.7	0.1	(1.5)
수입보험료성장률	11.8	2.4	(8.5)	13.0	16.2
개인	12.3	2.4	(8.6)	21.0	8.6
단체	(25.4)	(0.8)	6.3	24.3	(0.1)
영업이익	NM	NM	NM	NM	NM
당기순이익	21.0	(37.0)	66.8	(11.7)	13.6
투자수익증가율	(0.6)	(0.6)	(0.6)	1.0	(0.3)
운용자산증가율	8.9	7.5	2.6	2.0	(1.5)
수입보험료 비중					
개인	99.2	99.2	99.1	106.0	99.1
생존	26.2	21.8	23.3	24.7	23.0
양로	22.7	26.3	19.7	20.9	19.8
단체	0.8	0.8	0.9	1.0	0.9
지급보험금 비중					
보험금	17.0	15.2	16.4	17.9	17.0
환급금	82.4	84.1	83.1	87.2	82.4
배당금	0.6	0.7	0.5	0.6	0.6

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
보험영업수익	10,379	10,622	9,749	11,012	12,795
보험료수익	10,233	10,474	9,587	10,835	12,595
개인	10,147	10,388	9,496	11,489	12,482
생존	2,678	2,287	2,230	2,671	2,898
사망	5,148	5,352	5,382	6,550	7,096
양로	2,320	2,749	1,885	2,267	2,488
단체	86	85	91	113	112
지급보험금	5,865	6,359	6,882	8,976	10,249
보험금	997	968	1,128	1,611	1,740
환급금	4,835	5,348	5,719	7,824	8,450
배당금	33	43	35	55	59
사업비	916	892	883	1,200	1,355
(이연신계약비)	(1,127)	(1,118)	(1,061)	(1,031)	(1,304)
신계약비	1,197	1,163	1,059	1,177	1,390
유지비	847	847	884	1,054	1,269
신계약비상각비	1,243	1,271	1,272	1,282	1,588
보험손익	2,193	1,937	538	(628)	(589)
투자손익	3,192	3,174	3,156	3,186	3,176
책임준비금전입	5,657	5,598	3,963	3,071	3,016
영업이익	(273)	(487)	(269)	(512)	(429)
영업외손익	847	896	961	1,159	1,146
당기순이익	500	315	525	464	527

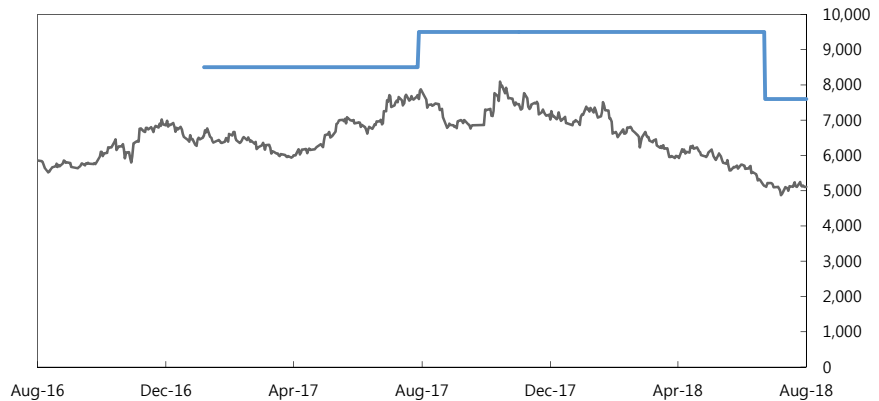
## 수익성지표

(단위: 원, %)

	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
ROA	0.5	0.3	0.5	0.4	0.5
ROE	5.8	3.8	6.1	5.0	5.4
당기순이익/수입보험료	4.9	3.0	5.5	4.3	4.2
투자수익/수입보험료	31.2	30.3	32.9	29.4	25.2
보험금지급률	57.3	60.7	71.8	82.8	81.4
보험금지급률(책임준비금포함)	112.6	114.2	113.1	111.2	105.3
보험금/보험료수익	9.7	9.2	11.8	14.9	13.8
환급금/보험료수익	47.3	51.1	59.7	72.2	67.1
배당금/보험료수익	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
투자영업지표					
총자산대비 투자영업이익률	3.4	3.2	3.0	2.9	2.9
운용자산수익률	4.4	4.1	3.9	3.8	3.8
총자산대비 운용자산	77.4	78.0	76.5	77.9	77.9
주당지표(원)					
EPS	576	363	605	534	607
BPS	9,870	9,387	10,327	11,225	11,059
수정BPS	10,934	10,451	11,391	12,288	12,123
DPS	180	80	100	90	100
배당수익률	2.4	1.2	1.4	1.8	2.0
배당성향	27.0	19.1	15.3	15.3	15.3

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한화생명(088350)	2016.05.11	중립	—	—	—
	2017.01.17	매수	8,500원	-21.7	-9.2
	2017.08.09	매수	9,500원	-29.1	-14.8
	2018.07.04	매수	7,600원	—	—



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 12일 현재 한화생명 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 투자등급 비율 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.