

한화생명(088350)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 8,500원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/15)	2,291
주가(5/15)	6,600
시가총액(십억원)	5,732
발행주식수(백만)	869
52주 최고/최저가(원)	7,020/5,520
일평균거래대금(6개월, 백만원)	4,903
유동주식비율/외국인지분율(%)	22.5/14.0
주요주주(%)	한화건설 외 4인 48.3
	예금보험공사 15.3

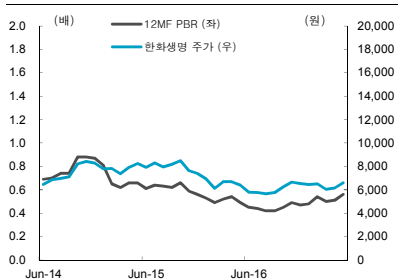
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	14.8	9.5	8.8
PBR(x)	0.6	0.6	0.6
ROE(%)	4.6	7.3	7.6
DY(%)	1.2	1.8	1.8
EPS(원)	440	698	746
BPS(원)	10,528	10,788	10,955

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	10.0	3.0	3.4
상대주가(%p)	2.7	(13.5)	(13.0)

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

사상 최대 실적 기초, 연간 순이익 6,000억원 대로 안착

What's new : 컨센서스 상회하는 흡족한 1Q

한화생명의 1Q17 당기순이익은 1,809억원(+24.1% YoY, 흑전 QoQ)으로 우리 추정치와 시장 컨센서스를 상회했다. 1Q 채권 매각이익 790억원, 주식매각이익 290억원, 배당금 170억원(우리은행 배당금 110억원) 등 일회성 매각으로 1Q 투자이익률은 4.2%로 전년 대비 0.1%p 상승했다. 위험손해율은 81.5%로 전년 대비 1.9%p 상승, 전분기 대비 0.6%p 상승했기에 사차이익은 1,019억원으로 전년 대비 6.3% 감소했다. RBC는 202%로 전분기 대비 3.4%p 상승했는데, 2Q 신종자본증권 발행으로 RBC는 212%로 상승할 전망이다.

Positives : 1Q보다 기대되는 2Q

1Q는 영업일수 증가로 위험손해율이 부진했지만, 2Q는 전년 동기 대비 개선된 77~78%대의 위험손해율이 예상된다. 따라서 보험손익은 1Q 대비 개선될 전망이다. 투자에서는 1) 영국 부동산 매각 300~350억원, 2) 보유주식 매각(현재 평가이익 450억원), 3) 1Q에 이어서 운용포트폴리오 교체(국내채권 → 해외채권)에 따른 채권 매각이익이 반영되기에 2Q도 견조한 실적 흐름을 예상된다.

Negatives : 오버행 이슈, 지나치게 비관적일 필요 없어

예금보험공사가 지분 15.3% 매각을 위해 신규로 매각주관사를 선정함에 따라 주가가 8,000원 수준을 회복 시 오버행 이슈가 제기될 전망이다. 그러나 과거 예보의 한화생명 지분 매입가와 블록딜 사례(주가)를 고려 시 8,500원 이전에는 지분 출현 가능성이 제한적이다. 따라서 현재 주가에서 우려할 요인은 아니다. 명백한 실적 개선, 업황 회복에 기반한 주가 상승 구간에서는 오버행 물량이 무난히 해소될 가능성이 높다.

결론 : 사상 최대 실적 기초, 하반기 실적 상향여지 충분

상반기 실적에 힘입어 연간 순이익은 6,059억원으로 전년 대비 58.4% 증가할 전망이다. 이마저도 하반기 손익을 보수적으로 가정한 수치이다. 한화생명은 국고채 5년물 기준 1.8~1.9% 수준을 유지하면 연말 변액보증업준비금 부담이 대부분 소멸된다(2014년 -1,000억원, 2015년 -1,700억원, 2016년 -2,600억원). 하반기 시중금리에 따라 과거 적립금에서 환입도 기대할 수 있을 것이다. 따라서 향후 실적 상향 여지가 충분하다. 3년간 반복된 실적 부진 요인이 해소되며 사상 최대 실적 기초가 예상된다. 반면, FY17 PBR은 0.61배로 주가가 실적 개선 기초를 충분히 반영하지 못했다. 투자의견 매수, 목표주가 8,500원을 유지한다. 목표주가는 3년 평균 ROE 7.6%, 조정 CoE 9.3%, FY17 BPS 10,788원으로 산출한 적정PBR 0.8배를 적용했다. 전년 자본확충 이슈로 배당성향은 15.7%로 하락했는데, 올해 배당성향을 20%로 상향 시 배당수익률은 2.3%이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
보험영업수익	2,321	2,607	12.3	2,478	5.6	(19.5)	10,090	10,436
보험손익	378	288	(23.8)	691	178.8	(73.9)	944	1,667
투자손익	771	846	9.8	795	(2.5)	8.4	3,193	3,141
당기순이익	165	181	9.7	149	NM	24.1	606	466

윤태호 3276-5956
taeho3123@truefriend.com

최슬아 3276-5782
seulachoi@truefriend.com

한화생명 1Q17 실적발표 Q&A

Q1. 삼성증권 : 보험영업 기여도 및 투자영업이익

- 1) 실적이 컨센서스보다 양호했는데, 핵심 이유가 보험영업보다는 투자영업, 손해율은 악화되었지만 사업비율은 개선됨. 삼성생명은 보험영업이익을 별개로 공시하는데, 한화생명의 보험영업 기여도는 어떠한가?
- 2) 투자영업이익률은 작년 동기대비 개선, 운용자산 포트폴리오가 매우 변하고 있음. 1분기 채권 매각 이익이 얼마큼? 해외채권 비중이 올라가면서, 보유 YIELD 자체가 상승했는가?
- 3) 주식 쪽 1분기 이익은? 주식 처분이익인가?

- 1) 1분기 손익 현황: 비차/사차이익 등 보험영업 이익에서 안정적 손익 시현. 투자손익에서 금융시장 변화에 적극 대응.
- 2) 1분기 채권매각이익 750억원, 국내 채권 매각하고 해외채권으로 교체하면서 자연스럽게 발생. 보유이원은 전년 말 대비 5bp하락함. 채권이익보다는 주식운용에서 이익이 났기 때문에 1분기 실적 좋았음.
- 3) 주식부분 성과: 매각이익 규모는 1분기 290억원 매각이익 발생. 배당 170억 발생(이중 110억은 우리은행 지분에서 발생). 1분기 주식 평가이익은 약 450억원, 2분기에도 이어서 시현될 것.

2. 대신증권 : 보장성 마진율

- 1) 삼성생명은 가정변화로 인해 보장성 신계약 마진율이 크게 상승. 내부적 EV에서 보장성 신계약 마진에 변화?
- 2) 우리는 고수익 상품의 매출 믹스의 변화가 어떻게 진행되는가?

- 1) 연말에 신계약 수익성이 26%내외로 발표했고 보장성은 40% 약간 넘었음. 고수익 상품(종신, CI 등) 늘릴 것이기 때문에 앞으로도 보장성 수익성은 개선될 것으로 판단함.
- 2) 높은 수익성 타겟인 이유는 신지급여력제도를 감안했기 때문. 결론적으로 보장성보험의 수익성은 지속적으로 개선되고 있다. 5~10% 기타 보장성을 상품 포트폴리오에서 관리

3. 동부증권 : 자산운용 수익률 및 보장성 상품 구성

- 1) 자산운용: 해외 증권의 수익률이 올해 계속해서 하락했고, 올해 1분기는 전분기 대비하여 수익률이 크게 하락. 어떤 특이한 요인이 있었나?
최근 환헛지가 불리해지면서 해외투자에 대한 애로사항에 대한 입장?

- 2) 보장성 마진/계약 믹스: 삼성생명과의 차이점은 삼성생명은 변액보험의 판매가 크게 증가했고, 변액 종신, 변액 CI가 증가함. 한화생명은 상대적으로 변액보험 판매 비중이 늘지 않았음. 삼성생명은 기타 보장성의 비중이 큰데, 한화생명은 상품 구성이 어떠한고 리스크 측정이 어떠한지?

- 1) 해외 채권 투자 : 해외투자수익률 하락 이유는 환헛지와 관련있음. 환헛지 프리미엄이 전년동기 100bp 하락했고, 매입이원도 높지 않았음, 기존 롤오버 하면서 추가 비용이 발생하여 해외채권 수익률이 부진, RBC 제도 변화를 감안했을 때, 매입 수익률 및 환헛지 비용이 개선될 것.

- 2) 변액상품의 경우 : 변액 연금은 경쟁사 대비 규모가 적으나 변액 종신은 작년 12억에서 올해 16억으로 증가했고, 마케팅 전략이 가치 중심 전략. 변액 연금은 방카 채널 등으로 확대 예상. 기타 보장 상품은 종신위주로 73억 규모의 종신보험 위주로 판매를 강화했으나 기타 보장성은 10억 내외로 유지 예상

4. 한화투자: 해외 투자, 책임준비금

- 1) 해외 투자 한도: 한도가 풀린 상황이나, 중장기 목표에 변화가 있나?

- 2) 설계사 줄고 있는데, 대안이 있는가?
 3) 책임준비금 전입액이 전년대비 크게 감소했음. 책임준비금 전입액 감소 폭이 보험영업 이익 감소폭 보다 큰 원인은?

- 1) 이미 투자를 많이 하고 있어서 올해 당장 비중을 많이 높이지는 않을 것. 그러나 내년에는 반영하여 비중을 늘릴 계획
 -2) 당사는 리크루팅은 사실상 어렵지만, 30~40대 리크루팅 하기 위해 전략적으로 할 것. 우수 점포 중심으로 고 능률화 전략을 추진
 -3) 일시납 보험료 판매량의 변화로 책임준비금 전입액의 변화에 그대로 영향을 주며, 16년 1분기 9800억에서 2700억으로 변한 것이 반영

5. NH 투자증권 : RBC, 신규 매입 이원

- 1) RBC: RBC가 전분기 대비 소폭 상승했는데, 채권계정 재분류 하면서 올라간 효과가 얼마인가?
 2) 보유 이원이 12월말 대비 하락했는데, 신규 매입 이원은 어떠한가?

- 1) 채권 계정 재분류할때 이번에 큰 효과는 없었음. 계정 재분류는 2% 정도 리스크 변동성 있으며 리스크 변동성이 관리 되고 있음.
 -2) 동일하게 3.1% 신규투자수익률 기록함. 금리 상승했지만 해외투자에서 환헷지 프리미엄이 30~40bp 상승함

6. HMC 투자증권: 차기정부 출범에 따른 규제환경 변화

- 1) 사차/비차 합친 이익은 어느 정도 성장? 1분기 실적이 In-line인가?
 2) 규제 환경 변화: 신정부 출범으로 판매 채널 및 계약직 보호 강화 가능성? 규제에서 올해 변화 예상되는 주요 사안?
 3) 규제 강화 하면서 추가적 자본확충이 필요하다면 어떤 옵션 고려?

- 1) 비차/사차이익: 작년에 비해 고수익 상품 위주로 증가. 약 7500억 작년에 시현, 17년에도 7500억 이상은 충분히 시현 가능
 -2) 특허법 관련 법률은 계속되어 산정, 고용법 등은 계류되고 있음. 근로자 수에 따른 경비 부담이 있을 것
 -3) 신종자본증권, 후순위채 발행 방법이 있으나, 최근 5,000억원 발행이 얼마 되지 않았기 때문에 추가적 검토 하지 않음. 시중금리 영향 분석 후에 추가 발행 검토할 것

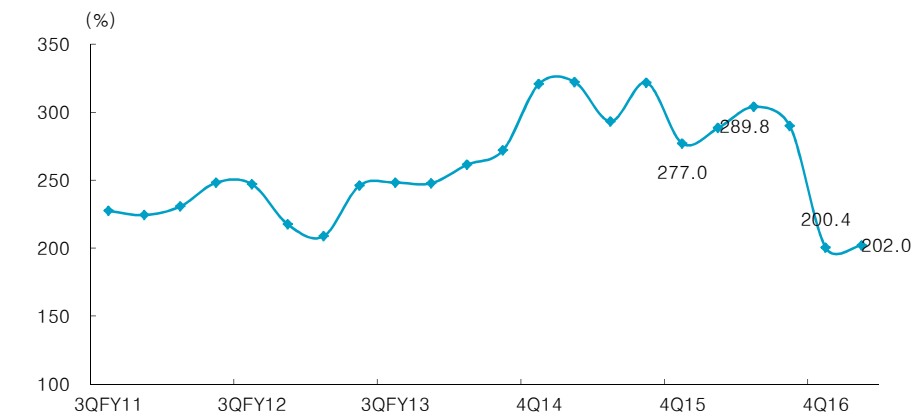
<표 1> 한화생명 수익추정 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	FY16			FY17 (변경 후)					FY17 (변경 전)					변경 폭	
	1Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q17	연간
보험영업수익	3,237	2,468	10,623	2,607	2,464	2,456	2,563	10,090	2,321	2,464	2,456	2,563	9,805	12.3	2.9
보험영업비용	2,134	2,365	8,685	2,319	2,266	2,201	2,359	9,144	1,943	2,179	2,189	2,345	8,656	19.3	5.6
지급보험금	1,544	1,751	6,359	1,412	1,629	1,604	1,692	6,337	1,412	1,581	1,592	1,679	6,263	0.0	1.2
사업비	233	250	892	214	282	248	317	1,060	226	244	248	317	1,034	(5.1)	2.5
신계약비상각	317	324	1,271	329	322	318	319	1,288	276	322	318	319	1,235	19.2	4.3
책임준비금전입액	1,916	1,262	5,510	1,129	985	1,071	1,086	4,271	1,153	1,115	1,118	1,136	4,523	(2.1)	(5.6)
보험손익	1,103	103	1,938	288	198	254	204	944	378	285	266	217	1,146	(23.8)	(17.7)
투자영업이익	781	868	3,174	846	806	753	788	3,193	771	808	797	812	3,188	9.8	0.2
영업외이익	219	250	896	230	227	230	234	922	224	225	229	232	910	2.6	1.3
당기순이익	146	(30)	383	181	189	129	107	606	165	152	131	94	543	9.7	11.7
손해율	108.1	123.7	113.2	99.1	107.4	110.2	109.6	106.7	111.8	107.3	111.3	114.2	112.6	(11.3)	(5.2)
사업비율	17.2	23.6	20.7	21.2	24.8	23.4	25.2	23.6	21.9	23.3	23.4	25.2	23.5	(3.5)	0.6
투자이익률	4.0	4.3	4.1	4.2	4.0	3.7	3.9	4.0	3.8	3.9	3.9	3.9	3.9	10.4	1.4
투자이익/수입보험료	24.4	35.7	30.3	33.0	33.2	31.1	31.2	32.1	33.7	33.3	32.9	32.2	33.0	(2.1)	(2.6)
총자산	101,782	105,308	105,308	106,239	105,588	105,969	106,375	106,375	105,404	105,878	106,375	106,878	106,878	0.8	(0.5)
운용자산	78,639	82,187	82,187	81,412	80,913	81,206	81,516	81,516	82,262	82,633	83,020	83,413	83,413	(1.0)	(2.3)
유가증권	57,609	59,246	59,246	58,722	58,362	58,573	58,797	58,797	59,300	59,567	59,846	60,129	60,129	(1.0)	(2.2)
대출	16,979	18,686	18,686	18,791	18,676	18,743	18,815	18,815	18,703	18,787	18,875	18,964	18,964	0.5	(0.8)
비운용자산	3,566	3,258	3,258	3,726	4,397	5,278	6,134	6,134	2,505	3,415	4,298	5,153	5,153	48.7	19.0
특별계정자산	19,825	21,164	21,164	21,101	20,277	19,485	18,724	18,724	20,636	19,830	19,056	18,312	18,312	2.3	2.3
책임준비금	69,605	73,199	73,199	74,420	74,259	75,364	76,495	76,495	73,274	74,413	75,560	76,731	76,731	1.6	(0.3)
계약자지분조정	1,347	813	813	339	644	633	634	634	1,272	1,299	1,308	1,335	1,335	(73.4)	(52.5)
자기자본	9,124	8,220	8,220	8,435	8,383	8,413	8,446	8,446	8,227	8,264	8,303	8,342	8,342	2.5	1.2
BPS (원)	11,569	10,528	10,528	10,776	10,716	10,751	10,788	10,788	10,537	10,579	10,624	10,669	10,669	2.3	1.1

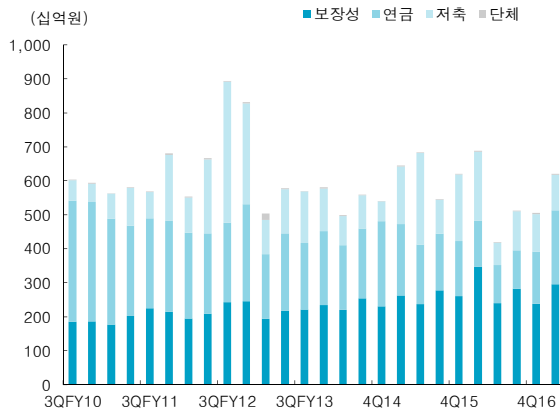
자료: 한화생명, 한국투자증권

[그림 1] RBC 비율 추이



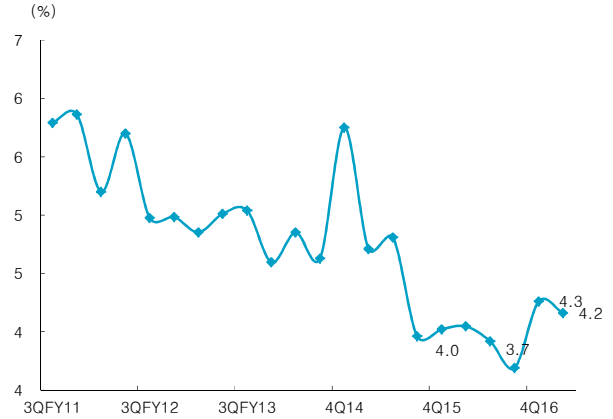
자료: 한화생명, 한국투자증권

[그림 2] 신계약 APE 추이



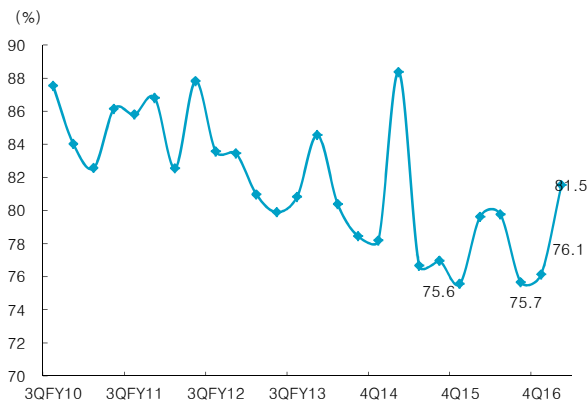
자료: 한화생명, 한국투자증권

[그림 3] 운용자산이익률 추이



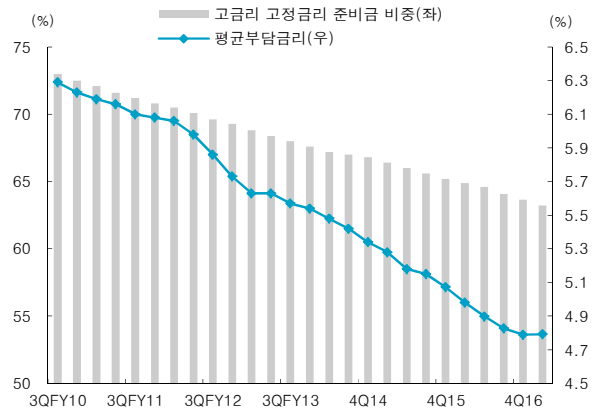
자료: 한화생명, 한국투자증권

[그림 4] 위험손해율 추이



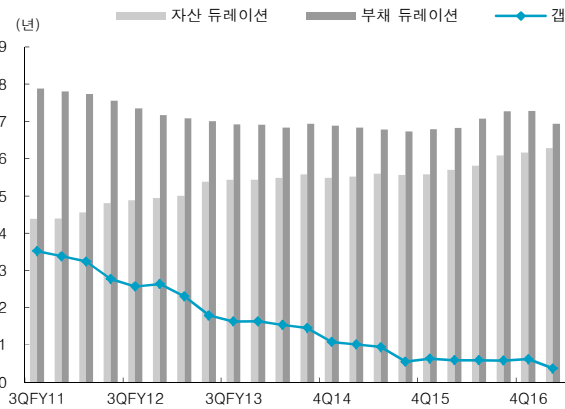
자료: 한화생명, 한국투자증권

[그림 5] 고정형 부채 적립금과 평균부담금리 추이



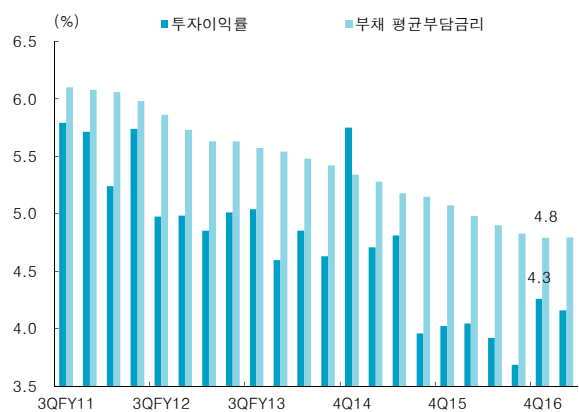
자료: 한화생명, 한국투자증권

[그림 6] 듀레이션 갭 추이



자료: 한화생명, 한국투자증권

[그림 7] 이원차 스프레드 추이



자료: 한화생명, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
자산총계	98,855	105,308	106,375	108,203	110,805
운용자산	76,466	82,187	81,516	82,917	84,911
현금과예치금	751	754	473	482	493
유가증권	55,291	59,246	58,797	59,808	61,246
주식	549	1,271	1,292	1,314	1,346
채권	44,626	40,446	39,340	40,017	40,979
대출채권	16,905	18,686	18,815	19,138	19,599
부동산	3,519	3,502	3,473	3,533	3,618
비운용자산	3,383	3,258	6,134	9,319	12,278
미상각신계약비	2,315	2,162	2,028	1,879	1,718
특별계정자산	19,646	21,164	18,724	15,967	13,615
부채총계	90,283	97,088	97,929	99,612	102,007
책임준비금	67,689	73,199	76,495	81,057	85,773
보험료적립금	64,726	69,949	74,202	78,649	83,240
계약자지분조정	1,137	813	634	587	639
기타부채	1,996	2,206	2,144	2,069	2,048
특별계정부채	19,462	20,869	18,656	15,899	13,547
자본총계	8,572	8,220	8,446	8,591	8,797
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	2,494	2,747	3,154	3,700	4,205
기타포괄손익누계액	2,174	1,569	1,388	987	688

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
보험영업수익	10,379	10,623	10,090	10,396	10,800
보험료수익	10,233	10,474	9,939	10,246	10,643
개인	10,147	10,388	9,580	10,160	10,553
생존	2,678	2,287	2,287	2,442	2,534
사망	5,148	5,352	4,763	5,061	5,266
양로	2,320	2,749	2,529	2,657	2,754
단체	86	85	81	86	89
지급보험금	5,865	6,359	6,337	6,646	6,701
보험금	997	968	944	990	999
환급금	4,835	5,348	5,355	5,616	5,663
배당금	33	43	37	39	40
사업비	916	892	1,060	1,046	1,144
(이연신계약비)	(1,127)	(1,118)	(1,155)	(1,146)	(1,195)
신계약비	1,197	1,163	1,191	1,196	1,239
유지비	847	847	1,024	996	1,099
신계약비상각비	1,243	1,271	1,288	1,295	1,355
보험손익	2,193	1,938	944	1,278	1,470
투자손익	3,192	3,174	3,193	3,088	3,105
책임준비금전입	5,657	5,510	4,271	4,448	4,591
영업이익	(273)	(398)	(134)	(82)	(17)
영업외손익	847	896	922	924	925
당기순이익	500	383	606	648	699

성장지표

(단위: %)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총자산성장률	7.9	6.5	1.0	1.7	2.4
수입보험료성장률	11.8	2.4	(5.1)	3.1	3.9
개인	12.3	2.4	(7.8)	6.1	3.9
단체	(25.4)	(0.8)	(5.4)	6.3	4.2
영업이익	NM	NM	NM	NM	NM
당기순이익	21.0	(23.5)	58.4	6.9	7.8
투자수익증가율	(0.6)	(0.6)	0.6	(3.3)	0.5
운용자산증가율	8.9	7.5	(0.8)	1.7	2.4
수입보험료 비중					
개인	99.2	99.2	96.4	99.2	99.2
생존	26.2	21.8	23.0	23.8	23.8
양로	22.7	26.3	25.4	25.9	25.9
단체	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
지급보험금 비중					
보험금	17.0	15.2	14.9	14.9	14.9
환급금	82.4	84.1	84.5	84.5	84.5
배당금	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6

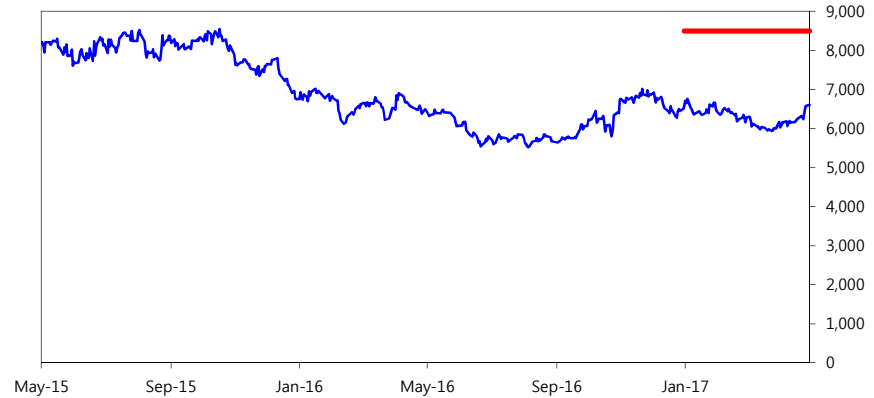
수익성지표

(단위: 원, %)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
ROA	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
ROE	5.8	4.6	7.3	7.6	8.0
당기순이익/수입보험료	4.9	3.7	6.1	6.3	6.6
투자수익/수입보험료	31.2	30.3	32.1	30.1	29.2
보험금지급률	57.3	60.7	63.8	64.9	63.0
보험금지급률(책임준비금포함)	112.6	113.3	106.7	108.3	106.1
보험금/ 보험료수익	9.7	9.2	9.5	9.7	9.4
환급금/ 보험료수익	47.3	51.1	53.9	54.8	53.2
배당금/ 보험료수익	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
투자영업지표					
총자산대비 투자영업이익률	3.4	3.2	3.1	2.9	2.9
운용자산수익	4.4	4.1	4.0	3.8	3.8
총자산대비 운용자산	77.4	78.0	76.6	76.6	76.6
주당지표(원)					
EPS	576	440	698	746	804
BPS	9,870	9,464	9,724	9,891	10,129
수정 BPS	10,934	10,528	10,788	10,955	11,193
DPS	180	80	120	120	170
배당수익률	2.4	1.2	1.8	1.8	2.6
배당성향	27.0	15.7	15.7	15.7	8.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
한화생명(088350)	2015.07.24	중립	-
	2017.01.17	매수	8,500 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 5월 16일 현재 한화생명 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※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.