

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

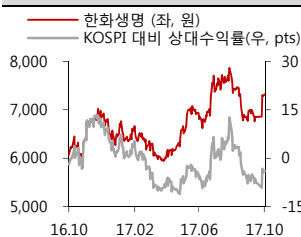
## Company Data

|             |           |
|-------------|-----------|
| 자본금         | 4,343 십억원 |
| 발행주식수       | 86,853 만주 |
| 자사주         | 11,714 만주 |
| 액면가         | 5,000 원   |
| 시가총액        | 6,358 십억원 |
| 주요주주        |           |
| (주)한화건설(외5) | 44.99%    |
| 한화생명 자사주    | 13.48%    |
| 외국인지분율      | 18.41%    |
| 배당수익률       | 12.3%     |

## Stock Data

|              |            |
|--------------|------------|
| 주가(17/10/16) | 7,320 원    |
| KOSPI        | 2,480.1 pt |
| 52주 Beta     | 0.60       |
| 52주 최고가      | 7,870 원    |
| 52주 최저가      | 5,800 원    |
| 60일 평균 거래대금  | 22 십억원     |

## 주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가  | 상대주가  |
|-------|-------|-------|
| 1개월   | 5.2%  | 1.2%  |
| 6개월   | 22.0% | 5.8%  |
| 12개월  | 21.0% | -1.6% |

## 한화생명 (088350/KS | 매수(유지) | T.P 9,600 원(유지))

금리에 대한 이익 민감도는 높고 valuation 은 낮으니 추천할 수밖에

한화생명의 3Q17 당기순이익은 1,426 억원 (-5.2% YoY)으로 시장 컨센서스를 1.0% 하회할 전망이다. 일회성 부동산 매각이익이 예상됨에도 불구하고 전년동기 및 전분기 보증준비금 환입에 따른 기저효과로 이익 감소가 나타날 전망이다. 시장금리의 우상향 기대가 높아지는 가운데 금리에 대한 이익민감도가 가장 크고, 상대적인 valuation 매력도 (12m fwd. PBR 0.57X)가 높은 한화생명을 업종 내 top pick 으로 추천함

### 3Q17 순이익 1,426 억원 (-5.2% YoY) 기록할 전망이다

한화생명의 3Q17 당기순이익은 1,426 억원 (-5.2% YoY, -35.8% QoQ)으로 시장 컨센서스를 1.0% 하회할 전망이다. 3Q17 일회성 요인으로 부동산 매각이익이 예상됨에도 불구하고, 전년동기 및 전분기 보증준비금 환입 등으로 준비금 전입액이 낮은 수준을 기록했던 데 따른 기저효과(50p 그래프 참조)로 이익은 YoY 및 QoQ 감소를 기록할 전망이다. 3Q17 위험손해율은 75.9% (+0.2%p YoY)로 소폭 상승하나 4Q 위험손해율 하락으로 연간 위험손해율은 2.0%p YoY 개선될 전망이다. 3Q17 투자수익률은 빌딩 매각이익 630 억원 반영으로 3.9% (+0.2%p YoY)로 상승할 것으로 예상된다.

### 목표주가 9,600 원 및 투자의견 BUY 유지, 업종 내 top pick 으로 추천

한화생명에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 9,600 원을 유지한다. 동사의 연간 순이익 전망치를 2017년 6,041 억원 (+91.7% YoY) 및 2018년 5,655 억원 (-6.4% YoY)으로 각각 1.6%, 4.5% 상향 조정한다. 주당 가치 산정 시 이익과 이익잉여금에서 신종자본증권의 이자비용을 제거함에 따라, 이익 추정치 상향에도 불구하고 BPS 및 EPS는 소폭 감소하였다. 시장금리의 우상향 기대가 높아지는 가운데 금리에 대한 이익민감도가 가장 크고, peer 대비 상대적인 valuation 매력도 (12m fwd. PBR 한화 0.57X vs. 여타 생보사 평균 0.70X)가 높은 한화생명을 업종 내 top pick 으로 추천한다. 공적자금관리위원회의 위원 교체 이슈를 고려 시 예금보험공사의 오버행 물량이 연내 추가 출회될 가능성은 낮을 것으로 전망되나, 펀드멘털이 양호한 동사의 지분이 공적자금 수요에 의해 적정 valuation 이하에서 매각된다면 오히려 매수의 기회라는 판단이다.

## 영업실적 및 투자지표

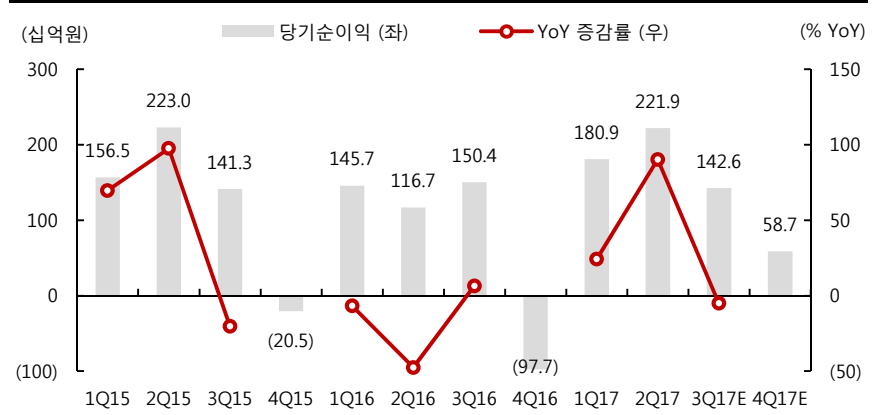
| 구분    | 단위  | 2014   | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 수입보험료 | 십억원 | 13,664 | 14,960 | 15,180 | 14,680 | 15,030 | 15,576 |
| YoY   | %   | 28     | 9.5    | 1.5    | -3.3   | 2.4    | 3.6    |
| 보험손익  | 십억원 | 1,477  | 2,193  | 1,937  | 1,073  | 1,418  | 1,528  |
| 투자손익  | 십억원 | 3,210  | 3,192  | 3,174  | 3,257  | 3,153  | 3,282  |
| 위험손해율 | %   | 80.4   | 79.4   | 79.0   | 77.0   | 76.4   | 76.8   |
| 투자수익률 | %   | 5.0    | 4.4    | 4.1    | 4.0    | 3.7    | 3.6    |
| 영업이익  | 십억원 | -347   | -273   | -487   | -153   | -269   | -258   |
| YoY   | %   | 127.8  | -21.5  | 78.7   | -68.6  | 75.7   | -4.0   |
| 세전이익  | 십억원 | 528    | 574    | 409    | 793    | 746    | 806    |
| 순이익   | 십억원 | 414    | 500    | 315    | 604    | 566    | 611    |
| YoY   | %   | -20.3  | 21.0   | -37.0  | 91.7   | -6.4   | 8.1    |
| EPS   | 원   | 497    | 666    | 419    | 804    | 753    | 813    |
| BPS   | 원   | 10,483 | 11,409 | 10,850 | 12,542 | 13,034 | 13,597 |
| PER   | 배   | 16.7   | 11.1   | 15.6   | 9.1    | 9.7    | 9.0    |
| PBR   | 배   | 0.9    | 0.8    | 0.6    | 0.6    | 0.6    | 0.5    |
| ROE   | %   | 5.3    | 5.8    | 3.8    | 6.9    | 5.9    | 6.1    |
| 배당수익률 | %   | 2.2    | 2.4    | 1.2    | 3.1    | 3.0    | 3.1    |

한화생명 3Q17 실적 preview 및 시장 컨센서스 변동 추이

| (단위: 십억원) | 3Q17E  | 2Q17  | QoQ<br>(%, %p) | 3Q16   | YoY<br>(%, %p) | 컨센서스   | 차이 (%) |
|-----------|--------|-------|----------------|--------|----------------|--------|--------|
| 보험손익      | 316.3  | 231.2 | 36.8           | 353.9  | (10.6)         |        |        |
| 투자손익      | 813.3  | 822.6 | (1.1)          | 746.7  | 8.9            |        |        |
| 투자수익률 (%) | 3.9    | 4.0   | (0.1)          | 3.7    | 0.2            |        |        |
| 영업이익      | (49.6) | 63.6  | 적전             | (17.2) | 적축             | (43.9) | n/a    |
| 지배주주 순이익  | 142.6  | 221.9 | (35.8)         | 150.4  | (5.2)          | 144.0  | (1.0)  |

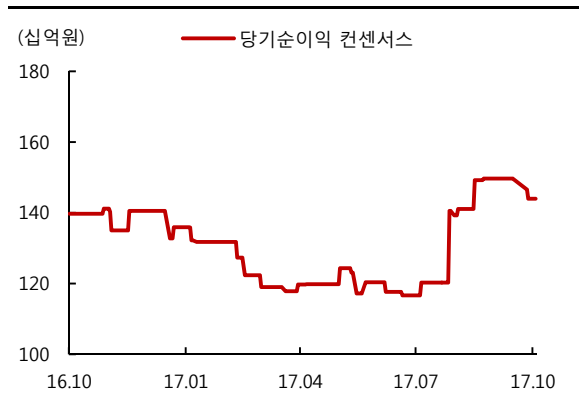
자료 FnGuide, SK 증권

한화생명의 분기별 지배주주 순이익 추이 및 전망



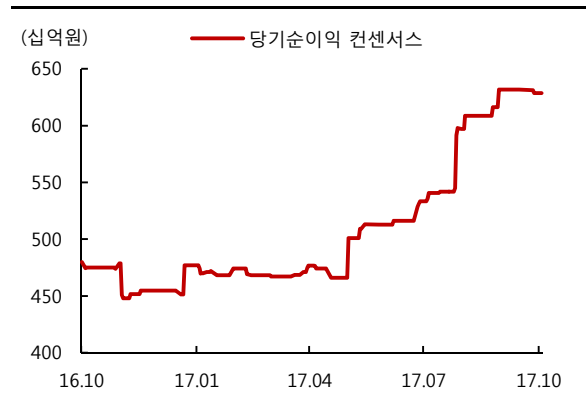
자료 한화생명, SK 증권

한화생명의 3Q17 지배주주 순이익 컨센서스 변화



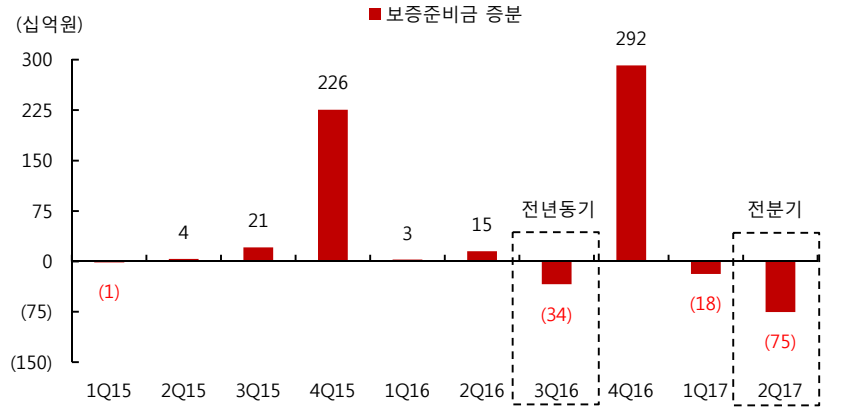
자료 FnGuide, SK 증권

한화생명의 2017년 지배주주 순이익 컨센서스 변화



자료 FnGuide, SK 증권

한화생명의 분기별 보증준비금 증분(=전입액) 추이



자료: 한화생명, SK 증권

한화생명 연간 이익 추정치 변경 내역

|             | 수정 후   |        | 수정 전   |        | Chg (% , %p) |       |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------------|-------|
|             | 2017E  | 2018E  | 2017E  | 2018E  | 2017E        | 2018E |
| 당기순이익 (십억원) | 604    | 566    | 595    | 541    | 1.6          | 4.5   |
| 수정 EPS (원)  | 781    | 722    | 791    | 720    | (1.3)        | 0.3   |
| 수정 BPS (원)  | 12,542 | 13,034 | 12,545 | 13,075 | (0.0)        | (0.3) |
| 수정 ROE (%)  | 6.7    | 5.6    | 7.0    | 5.9    | (0.3)        | (0.3) |

자료: SK 증권

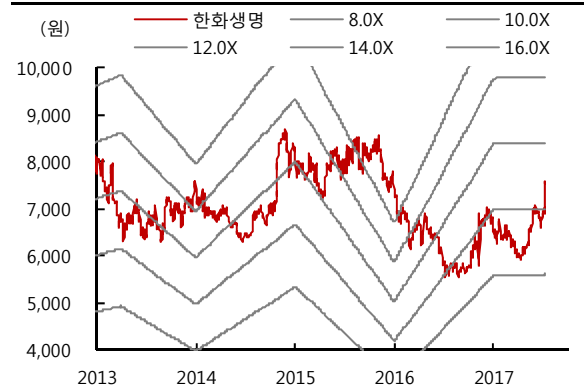
주: EPS 및 BPS 산출 시 신종자본증권 이자비용을 순이익과 이익잉여금에서 제거하는 방식으로 변경

한화생명의 12개월 forward PBR 추이



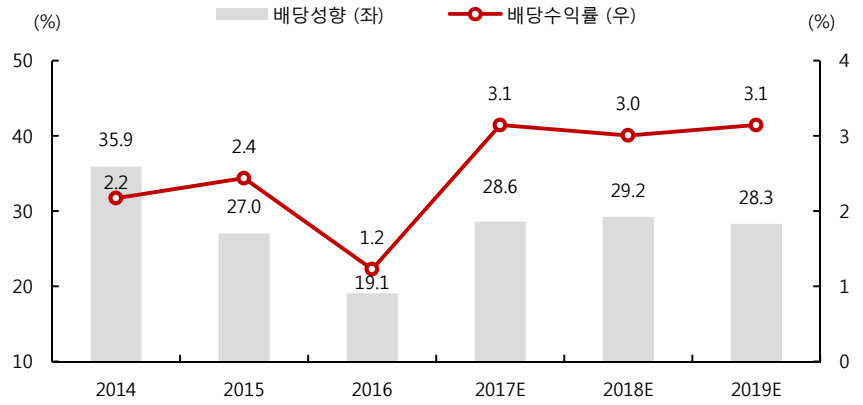
자료: SK 증권

한화생명의 12개월 forward PER 추이



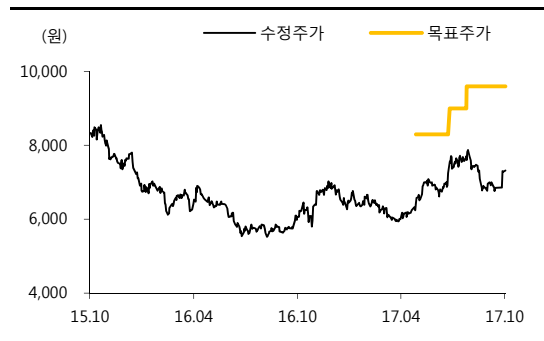
자료: SK 증권

한화생명의 배당지표 추이 및 전망



자료: WiseFn, SK 증권

| 일시         | 투자의견 | 목표주가   | 목표가격<br>대상시점 | 과리율     |                |
|------------|------|--------|--------------|---------|----------------|
|            |      |        |              | 평균주가대비  | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2017.10.16 | 매수   | 9,600원 | 6개월          |         |                |
| 2017.08.10 | 매수   | 9,600원 | 6개월          | -25.61% | -18.02%        |
| 2017.07.12 | 매수   | 9,000원 | 6개월          | -15.78% | -14.22%        |
| 2017.05.29 | 매수   | 8,300원 | 6개월          | -16.27% | -8.92%         |



### Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 10 월 16 일 기준)

|    |        |    |       |    |    |
|----|--------|----|-------|----|----|
| 매수 | 90.97% | 중립 | 9.03% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|-------|----|----|

**재무상태표**

| 월 결산(십억원)      | 2015          | 2016           | 2017E          | 2018E          | 2019E          |
|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 운용자산           | 76,466        | 82,188         | 85,573         | 90,045         | 95,121         |
| 현금 및 예치금       | 751           | 754            | 189            | 731            | 593            |
| 유가증권           | 55,291        | 59,246         | 62,546         | 65,346         | 69,703         |
| 주식             | 857           | 1,492          | 1,597          | 1,677          | 1,761          |
| 채권             | 39,149        | 34,921         | 33,524         | 34,271         | 36,202         |
| 수익증권           | 5,477         | 5,525          | 6,078          | 6,321          | 6,700          |
| 외화유가증권         | 9,143         | 16,437         | 20,546         | 22,236         | 24,157         |
| 기타유가증권         | 664           | 871            | 801            | 841            | 883            |
| 대출채권           | 16,980        | 18,736         | 19,376         | 20,434         | 21,206         |
| 부동산            | 3,519         | 3,502          | 3,461          | 3,534          | 3,619          |
| 비운용자산          | 3,383         | 3,281          | 3,609          | 3,790          | 3,903          |
| 특별계정자산         | 19,007        | 19,863         | 21,849         | 22,723         | 23,859         |
| <b>자산총계</b>    | <b>98,855</b> | <b>105,331</b> | <b>111,031</b> | <b>116,558</b> | <b>122,884</b> |
| 책임준비금          | 67,689        | 73,290         | 77,775         | 82,618         | 87,688         |
| 보험료적립금         | 64,726        | 69,949         | 74,313         | 78,894         | 83,796         |
| 계약자지분조정        | 1,137         | 813            | 854            | 888            | 923            |
| 기타부채           | 1,996         | 2,206          | 1,274          | 903            | 1,030          |
| 특별계정부채         | 19,462        | 20,869         | 21,704         | 22,355         | 23,026         |
| <b>부채총계</b>    | <b>90,283</b> | <b>97,179</b>  | <b>101,607</b> | <b>106,764</b> | <b>112,667</b> |
| 자본금            | 4,343         | 4,343          | 4,343          | 4,343          | 4,343          |
| 자본잉여금          | 485           | 485            | 485            | 485            | 485            |
| 이익잉여금          | 2,494         | 2,680          | 3,231          | 3,601          | 4,024          |
| 자본조정           | -924          | -924           | -924           | -924           | -924           |
| 기타포괄손익누계       | 2,174         | 1,569          | 1,791          | 1,791          | 1,791          |
| <b>자본총계</b>    | <b>8,572</b>  | <b>8,153</b>   | <b>9,424</b>   | <b>9,794</b>   | <b>10,217</b>  |
| <b>부채와자본총계</b> | <b>98,855</b> | <b>105,331</b> | <b>111,031</b> | <b>116,558</b> | <b>122,884</b> |

**성장률**

| 월 결산(십억원) | 2015  | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 자산        | 7.9   | 6.6   | 5.4   | 5.0   | 5.4   |
| 운용자산      | 8.9   | 7.5   | 4.1   | 5.2   | 5.6   |
| 특별계정자산    | 6.4   | 4.5   | 10.0  | 4.0   | 5.0   |
| 부채        | 8.8   | 7.6   | 4.6   | 5.1   | 5.5   |
| 책임준비금     | 9.1   | 8.3   | 6.1   | 6.2   | 6.1   |
| 자본        | -0.9  | -4.9  | 15.6  | 3.9   | 4.3   |
| 수입보험료     | 9.5   | 1.5   | -3.3  | 2.4   | 3.6   |
| 일반계정      | 11.8  | 2.4   | -6.3  | 2.4   | 3.7   |
| 특별계정      | 4.8   | -0.4  | 3.3   | 2.3   | 3.4   |
| 순사업비      | -15.2 | -2.6  | 1.7   | 3.7   | 4.5   |
| 투자영업이익    | -0.6  | -0.6  | 2.6   | -3.2  | 4.1   |
| 세전이익      | 8.7   | -28.8 | 93.9  | -5.9  | 8.1   |
| 순이익       | 21.0  | -37.0 | 91.7  | -6.4  | 8.1   |

자료: SK증권 추정

**포괄손익계산서**

| 월 결산(십억원)  | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 수입보험료      | 14,960 | 15,180 | 14,680 | 15,030 | 15,576 |
| 일반계정       | 10,233 | 10,474 | 9,818  | 10,056 | 10,431 |
| 특별계정       | 4,727  | 4,707  | 4,863  | 4,974  | 5,145  |
| 보험손익       | 2,193  | 1,937  | 1,073  | 1,418  | 1,528  |
| 보험영업수익     | 10,379 | 10,622 | 9,974  | 10,212 | 10,591 |
| 보험료수익      | 10,233 | 10,474 | 9,818  | 10,056 | 10,431 |
| 재보험수익      | 146    | 148    | 157    | 157    | 160    |
| 보험영업비용     | 8,186  | 8,685  | 8,901  | 8,794  | 9,063  |
| 지급보험금      | 5,865  | 6,359  | 6,530  | 6,367  | 6,539  |
| 재보험비용      | 159    | 160    | 167    | 170    | 174    |
| 사업비        | 916    | 892    | 907    | 941    | 983    |
| 신계약비상각비    | 1,243  | 1,271  | 1,294  | 1,313  | 1,365  |
| 할인료        | 3      | 3      | 0      | 0      | 0      |
| 투자손익       | 3,192  | 3,174  | 3,257  | 3,153  | 3,282  |
| 책임준비금전입액   | 5,657  | 5,598  | 4,483  | 4,841  | 5,069  |
| 기타영업이익     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 영업이익       | -273   | -487   | -153   | -269   | -258   |
| 영업외이익      | 847    | 896    | 946    | 1,015  | 1,065  |
| 특별계정 수입수수료 | 902    | 938    | 1,028  | 1,082  | 1,132  |
| 특별계정 지급수수료 | 25     | 21     | 19     | 21     | 22     |
| 세전이익       | 574    | 409    | 793    | 746    | 806    |
| 법인세비용      | 74     | 94     | 189    | 181    | 195    |
| 당기순이익      | 500    | 315    | 604    | 566    | 611    |

**주요투자지표**

| 월 결산(십억원)   | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업지표 (%)    |        |        |        |        |        |
| 보험금 지급률     | 57.3   | 60.7   | 66.5   | 63.3   | 62.7   |
| 위험손해율       | 79.4   | 79.0   | 77.0   | 76.4   | 76.8   |
| 사업비용        | 13.7   | 13.2   | 13.5   | 13.7   | 13.8   |
| 투자이익률       | 4.5    | 4.1    | 4.0    | 3.7    | 3.6    |
| 수익성 (%)     |        |        |        |        |        |
| ROE         | 5.8    | 3.8    | 6.9    | 5.9    | 6.1    |
| ROA         | 0.5    | 0.3    | 0.6    | 0.5    | 0.5    |
| 주당 지표 (원)   |        |        |        |        |        |
| 보통주 EPS     | 666    | 419    | 804    | 753    | 813    |
| 보통주 BPS     | 11,409 | 10,850 | 12,542 | 13,034 | 13,597 |
| 보통주 DPS     | 180    | 80     | 230    | 220    | 230    |
| 기타 지표 (%)   |        |        |        |        |        |
| 보통주 PER (배) | 11.1   | 15.6   | 9.1    | 9.7    | 9.0    |
| 보통주 PBR (배) | 0.8    | 0.6    | 0.6    | 0.6    | 0.5    |
| 배당성향        | 27.0   | 19.1   | 28.6   | 29.2   | 28.3   |
| 보통주 배당수익률   | 2.4    | 1.2    | 3.1    | 3.0    | 3.1    |