

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

dohakim@sk.com

02-3773-8876

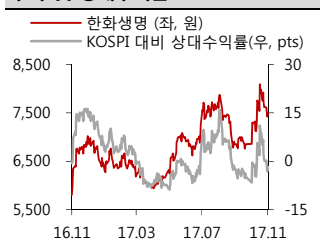
## Company Data

자본금	4,343 십억원
발행주식수	86,853 만주
자사주	11,714 만주
액면가	5,000 원
시가총액	6,471 십억원
주요주주	
(주)한화건설(외5)	44.99%
한화생명 자사주	13.48%
외국인지분율	18.25%
배당수익률	1.23%

## Stock Data

주가(17/11/10)	7,450 원
KOSPI	2,543.0 pt
52주 Beta	0.47
52주 최고가	8,090 원
52주 최저가	5,940 원
60일 평균 거래대금	18 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	8.6%	4.1%
6개월	19.4%	7.4%
12개월	24.8%	-2.2%

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

### Peer 대비 할인율이 높은 저평가 국면

한화생명의 3Q17 당기순이익은 1,303 억원 (-13.4% YoY)으로 컨센서스를 7.4% 하회했으나, 일회성 요인을 제외하면 무난한 수준인 것으로 판단. 위험손해율은 81.5% (+6%p YoY)로 영업일수 증가 및 청구집중, IBNR 등으로 상승했으나, 4Q17에는 해당 요인들의 제거 및 반작용으로 평탄화될 전망. 동사는 금리 상승의 수혜가 가장 클 것으로 기대됨에도 peer 대비 높은 할인율을 받고 있어 저평가 국면으로 판단되며, 상대적인 주가 상승여력이 가장 높다고 판단해 업종 내 top pick 으로 유지함

### 3Q17 당기순이익 1,303 억원 (-13.4% YoY)로 컨센서스 하회

한화생명의 3Q17 별도 당기순이익은 1,303 억원 (-13.4% YoY)으로 SK 증권 추정치 및 시장 컨센서스를 각각 8.6%, 7.4% 하회함. 기대를 하회한 원인은 IBNR 추가전입 (200 억원 수준)에 따른 것으로 이를 감안 시 무난한 실적을 기록한 것으로 판단. 한화생명의 3Q17 APE 는 4,353 억원 (-15.1% YoY), 보장성 APE 는 2,359 억원 (-16.6% YoY)으로 부진한 수준을 기록. 다만 최근 3 년 간 초회보험료 내 종신/CI 보험 비중이 1/3 이상으로 확대돼 계약의 수익성 개선에 기여했을 것으로 추정됨. 동사의 신계약마진율은 전년대비 상승한 34% 수준으로 예상돼 신계약가치는 YoY 증가할 전망. 한화생명의 3Q17 위험손해율은 81.5% (+5.8%p YoY, IBNR 제외 시 77.9%)로 영업일수 증가 및 장기연휴 직전 청구집중, IBNR 전입 등으로 상승했으나, 4Q17에는 오히려 해당 요인들의 반작용으로 손해율이 평탄화될 전망 (4Q17E 71.2%, 2017E 76.8%). 동사의 3Q17 투자수익률은 4.0%로 빌딩 매각익 600 억원의 영향으로 0.3%p YoY 상승함

### 시장금리 상승과 사차이익 확대를 기대하며

금리 상승기의 수혜가 예상되는 보험주 중에서도 고정금리 보험계약 비중과 금리의 신계약가치 민감도가 높은 한화생명은 시장금리 상승에 따른 가치 증대가 가장 클 것으로 기대됨. 동시에 손해율 추가 개선에 따른 사차이익 증가가 전망돼 2018 년 경망적인 순이익은 두 자릿수 성장을 보일 것으로 추정. 그럼에도 동사의 12m fwd. PBR 은 0.58X 로 여타 생보 3 사 평균 0.74X 대비 낮으며 ROE 수준을 감안해도 peer 대비 할인율이 높아 저평가 국면에 있는 것으로 판단. 한화생명에 대한 투자 의견 매수, 목표주가 9,600 원을 유지하며, 주가 상승여력이 가장 높다고 판단해 업종 내 top pick 으로 유지함

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	십억원	13,664	14,960	15,180	14,298	14,635	15,167
YoY	%	2.8	9.5	1.5	-5.8	2.4	3.6
보험손익	십억원	1,477	2,193	1,937	846	1,249	1,347
투자손익	십억원	3,210	3,192	3,174	3,288	3,172	3,301
위험손해율	%	80.4	79.4	79.0	76.8	75.7	76.1
투자수익률	%	5.0	4.4	4.1	4.0	3.7	3.6
영업이익	십억원	-347	-273	-487	-146	-262	-238
YoY	%	127.8	-21.5	78.7	-70.1	80.1	-9.1
세전이익	십억원	528	574	409	801	747	819
순이익	십억원	414	500	315	614	566	621
YoY	%	-20.3	21.0	-37.0	95.0	-7.9	9.7
EPS	원	497	666	419	818	754	827
BPS	원	10,483	11,409	10,850	12,322	12,816	13,392
PER	배	16.7	11.1	15.6	9.1	9.9	9.0
PBR	배	0.9	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE	%	5.3	5.8	3.8	7.1	6.0	6.3
배당수익률	%	2.2	2.4	1.2	3.1	3.0	3.2

## 한화생명 3Q17 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	3Q17	3Q16	YoY (%)	2Q17	QoQ (%)	3Q17E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	52.8	353.9	(85.1)	231.2	(77.2)	316.3	(83.3)		
투자손익	844.9	746.7	13.2	822.6	2.7	813.3	3.9		
영업이익	(76.7)	(17.2)	n/a	63.6	(220.5)	(49.6)	n/a	(47.2)	n/a
세전이익	165.6	197.9	(16.3)	292.6	(43.4)	188.1	(12.0)	179.1	(7.6)
순이익	130.3	150.4	(13.4)	221.9	(41.3)	142.6	(8.6)	140.6	(7.4)

자료: 한화생명, FnGuide, SK 증권

주: 실적발표 직전일 FnGuide 컨센서스 기준

## 한화생명 별도 기준 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2016		2017			QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	2016	2017	YoY (%, %p)
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q			누적	누적	
전체 수입보험료	3,285	4,399	3,447	3,340	3,139	(6.0)	(4.4)	10,781	9,926	(7.9)
보장성	1,635	1,617	1,663	1,649	1,664	0.9	1.8	4,934	4,976	0.9
연금형	900	885	959	879	866	(1.5)	(3.8)	2,843	2,704	(4.9)
저축성	622	621	630	516	503	(2.5)	(19.1)	2,403	1,649	(31.4)
퇴직	127	1,276	195	296	105	(64.3)	(17.1)	601	596	(0.8)
APE	512	506	621	409	435	6.5	(15.1)	1,620	1,465	(9.6)
보장성	283	238	296	240	236	(1.8)	(16.6)	870	772	(11.3)
연금형	113	153	217	114	105	(8.4)	(7.5)	360	436	21.1
저축성	117	114	108	54	95	74.1	(18.7)	390	257	(34.1)
보험영업수익	2,492	2,467	2,607	2,401	2,393	(0.3)	(4.0)	8,155	7,401	(9.2)
보험영업비용	2,138	2,365	2,319	2,170	2,340	7.8	9.4	6,320	6,829	8.1
보험손익	354	102	288	231	53	(77.2)	(85.1)	1,834	572	(68.8)
투자손익	747	868	846	823	845	2.7	13.2	2,306	2,514	9.0
책임준비금전입액	1,118	1,349	1,129	990	974	(1.6)	(12.8)	4,248	3,094	(27.2)
영업이익	(17)	(379)	5	64	(77)	적전	적지	(108)	(8)	적지
영업외이익	215	250	230	229	242	5.8	12.7	646	701	8.5
세전이익	198	(129)	235	293	166	(43.4)	(16.3)	538	693	28.8
순이익	150	(98)	181	222	130	(41.3)	(13.4)	413	533	29.1
경영효율지표 (%)										
보험료지급률	64.1	72.1	67.5	67.9	75.2	7.3	11.1	57.3	70.1	12.8
위험손해율	75.7	80.9	81.5	73.2	81.5	8.2	5.8	78.3	78.7	0.4
사업비율	14.9	11.9	14.2	14.4	15.1	0.7	0.2	13.8	14.6	0.8
투자수익률	3.7	4.3	4.2	4.0	4.0	0.0	0.3	3.9	4.1	0.1

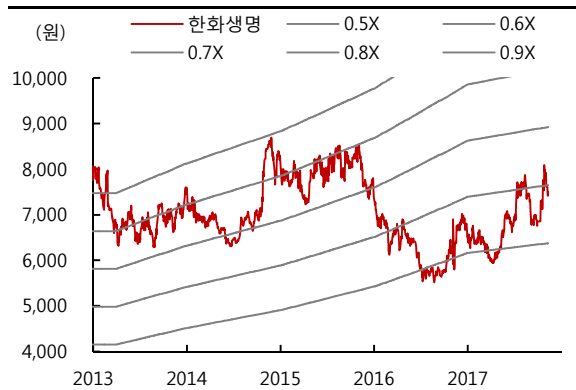
자료: 한화생명 SK 증권

## 한화생명 별도 기준 운용자산 현황

(단위: 십억원)	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	81,686	82,187	81,412	83,751	84,696	100.0	1.1	3.7
현금및예치금	458	754	473	480	346	0.4	(27.9)	(24.3)
유가증권	60,049	59,246	58,722	60,877	61,812	73.0	1.5	2.9
주식	447	606	637	641	733	0.9	142	63.9
채권	38,395	34,921	33,121	33,085	33,142	39.1	0.2	(13.7)
수익증권	5,680	5,525	6,170	5,945	5,953	7.0	0.1	4.8
외화증권	14,237	16,437	17,428	19,480	20,762	24.5	6.6	45.8
기타증권	534	871	484	835	291	0.3	(65.2)	(45.6)
관계사지분	755	886	884	891	932	1.1	4.6	23.4
대출채권	17,696	18,736	18,791	18,922	19,101	22.6	0.9	7.9
부동산	3,517	3,502	3,469	3,471	3,476	4.1	0.1	(1.2)

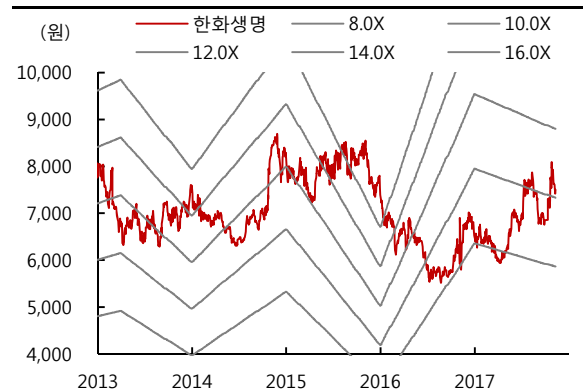
자료: 한화생명, SK 증권

## 한화생명의 12 개월 forward PBR Band chart



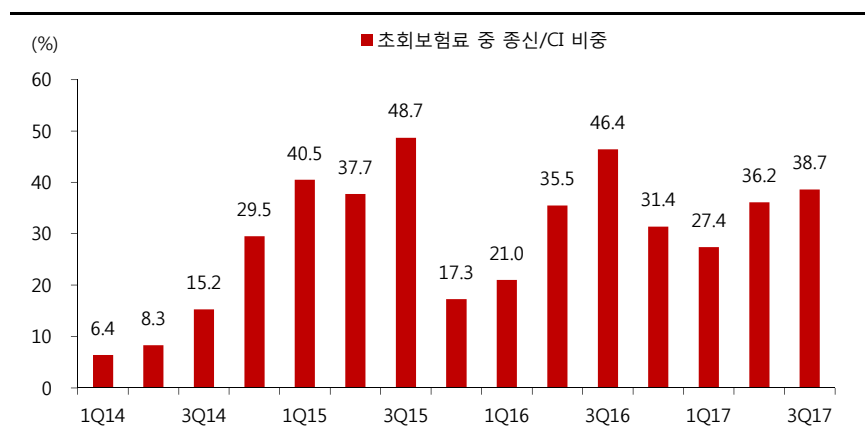
자료: 한화생명, SK 증권

## 한화생명의 12 개월 forward PER Band chart



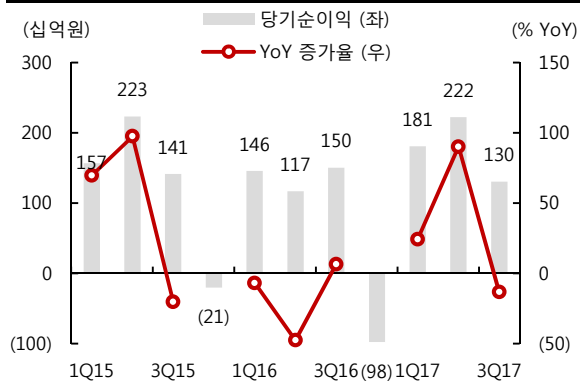
자료: 한화생명, SK 증권

## 한화생명 분기별 초회보험료 중 종신/CI 보험 비중



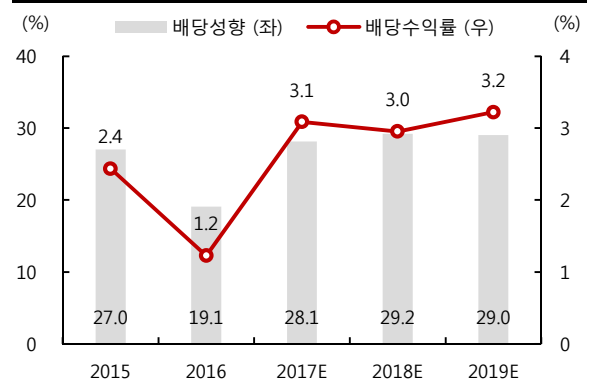
자료: 한화생명, SK 증권

## 한화생명의 별도 당기순이익 추이



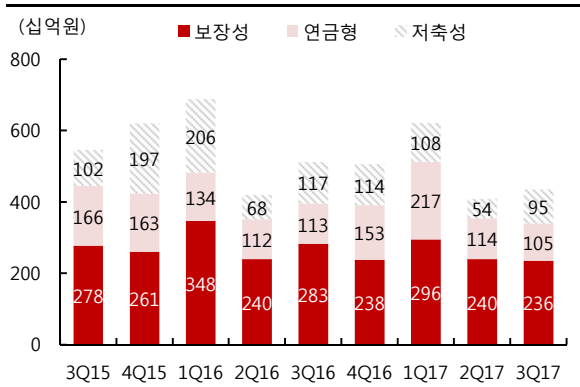
자료: 한화생명 SK 증권

## 한화생명의 별도 기준 배당지표 추이 및 전망



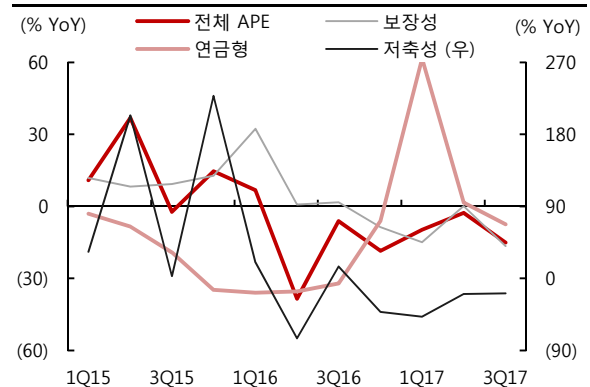
자료: 한화생명 SK 증권

## 한화생명의 연납화 보험료 (APE) 금액 추이



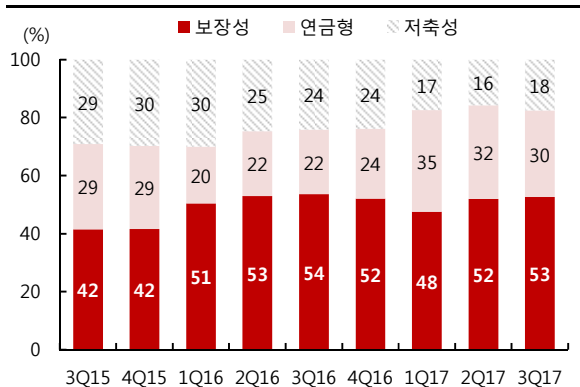
자료: 한화생명 SK 증권

## 한화생명의 보증별 연납화 보험료 (APE) 증가율



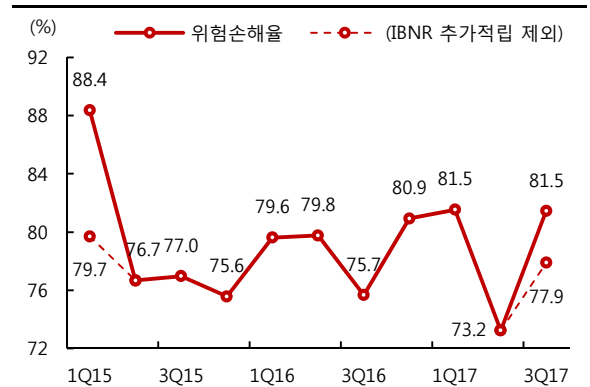
자료: 한화생명 SK 증권

## 한화생명의 연납화 보험료 (APE) 구성비



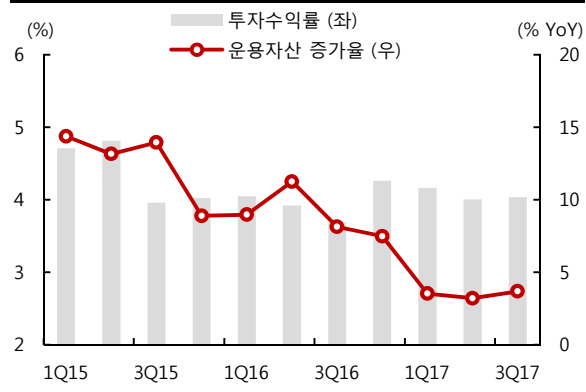
자료: 한화생명 SK 증권

## 한화생명의 위험손해율



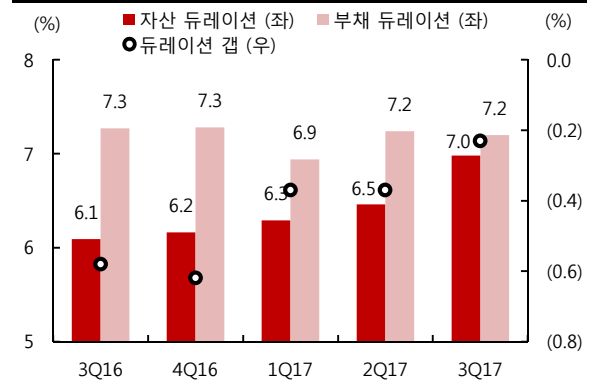
자료: 한화생명 SK 증권

### 한화생명의 투자수익률 및 운용자산 증가율



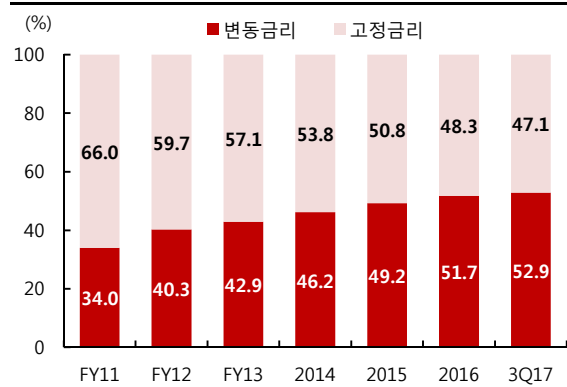
자료: 한화생명 SK 증권

### 한화생명의 자산 및 부채 듀레이션 추이



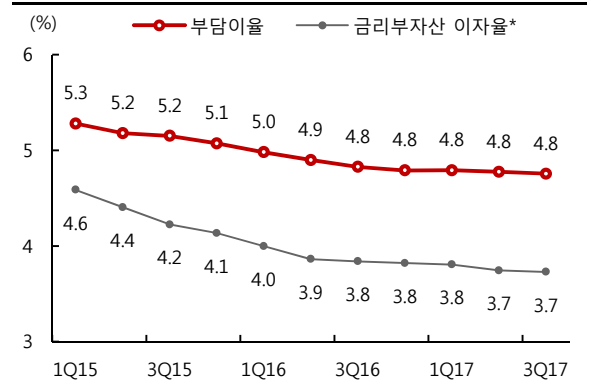
자료: 한화생명 SK 증권

### 한화생명의 금리형태별 준비금 비중



자료: 한화생명 SK 증권

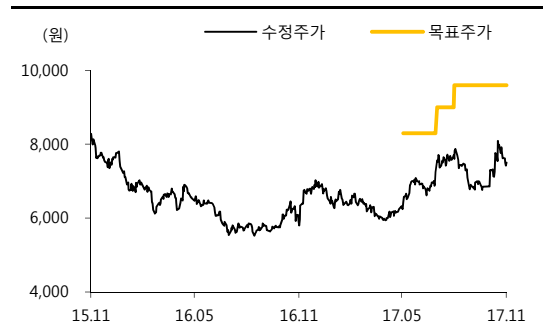
### 한화생명의 부담이율 및 금리부자산 이자율



자료: 한화생명 SK 증권

주: \*금리부자산 (채권 대출, 예금 등) 대비 이자수익으로 산출

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2017.11.13	매수	9,600원	6개월		
2017.10.17	매수	9,600원	6개월	-24.02%	-15.73%
2017.08.10	매수	9,600원	6개월	-25.57%	-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 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 11월 13일 기준)

매수	90.2%	중립	9.8%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

## 재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	76,466	82,187	85,345	90,500	95,426
현금 및 예치금	751	754	49	654	489
유가증권	55,291	59,246	62,546	65,786	70,062
주식	857	1,492	1,597	1,677	1,761
채권	39,149	34,921	33,524	34,543	36,423
수익증권	5,477	5,525	6,078	6,321	6,700
외화유가증권	9,143	16,437	20,546	22,403	24,295
기타유가증권	664	871	801	841	883
대출채권	16,980	18,736	19,290	20,501	21,235
부동산	3,519	3,502	3,460	3,560	3,639
비운용자산	3,383	3,281	3,609	3,790	3,903
특별계정자산	19,007	19,863	21,849	22,723	23,859
자산총계	98,855	105,331	110,803	117,013	123,188
책임준비금	67,689	73,290	77,572	82,257	87,146
보험료적립금	64,726	69,949	74,029	78,546	83,220
계약자지분조정	1,137	813	854	888	923
기타부채	1,996	2,206	1,415	1,883	2,031
특별계정부채	19,462	20,869	21,704	22,355	23,026
부채총계	90,283	97,179	101,544	107,383	113,126
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	2,494	2,680	3,241	3,612	4,045
자본조정	-924	-924	-924	-924	-924
기타포괄손익누계	2,174	1,569	1,616	1,616	1,616
자본총계	8,572	8,153	9,259	9,629	10,062
부채와자본총계	98,855	105,331	110,803	117,013	123,188

## 성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	7.9	6.6	5.2	5.6	5.3
운용자산	8.9	7.5	3.8	6.0	5.4
특별계정자산	6.4	4.5	10.0	4.0	5.0
부채	8.8	7.6	4.5	5.8	5.3
책임준비금	9.1	8.3	5.8	6.0	5.9
자본	-0.9	-4.9	13.6	4.0	4.5
수입보험료	9.5	1.5	-5.8	2.4	3.6
일반계정	11.8	2.4	-7.8	2.3	3.7
특별계정	4.8	-0.4	-1.5	2.5	3.4
순사업비	-15.2	-2.6	0.6	3.6	4.5
투자영업이익	-0.6	-0.6	3.6	-3.5	4.1
세전이익	8.7	-28.8	95.8	-6.7	9.7
순이익	21.0	-37.0	95.0	-7.9	9.7

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	14,960	15,180	14,298	14,635	15,167
일반계정	10,233	10,474	9,660	9,879	10,249
특별계정	4,727	4,707	4,638	4,756	4,918
보험손익	2,193	1,937	846	1,249	1,347
보험영업수익	10,379	10,622	9,818	10,038	10,411
보험료수익	10,233	10,474	9,660	9,879	10,249
재보험수익	146	148	158	159	162
보험영업비용	8,186	8,685	8,972	8,788	9,064
지급보험금	5,865	6,359	6,610	6,393	6,568
재보험비용	159	160	168	172	175
사업비	916	892	897	930	971
신계약비상각비	1,243	1,271	1,294	1,292	1,346
할인료	3	3	3	3	3
투자손익	3,192	3,174	3,288	3,172	3,301
책임준비금전입액	5,657	5,598	4,280	4,684	4,886
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	-273	-487	-146	-262	-238
영업외이익	847	896	946	1,009	1,058
특별계정 수입수수료	902	938	1,024	1,069	1,119
특별계정 지급수수료	25	21	21	25	26
세전이익	574	409	801	747	819
법인세비용	74	94	186	181	198
당기순이익	500	315	614	566	621

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	57.3	60.7	68.4	64.7	64.1
위험손해율	79.4	79.0	76.8	75.7	76.1
사업비율	13.7	13.2	13.6	13.8	13.9
투자이익률	4.5	4.1	4.0	3.7	3.6
수익성 (%)					
ROE	5.8	3.8	7.1	6.0	6.3
ROA	0.5	0.3	0.6	0.5	0.5
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	666	419	818	754	827
보통주 BPS	11,409	10,850	12,322	12,816	13,392
보통주 DPS	180	80	230	220	240
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	11.1	15.6	9.1	9.9	9.0
보통주 PBR (배)	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
배당성향	27.0	19.1	28.1	29.2	29.0
보통주 배당수익률	2.4	1.2	3.1	3.0	3.2

자료 : SK증권 추정