SK COMPANY Analysis

SK securities

한화생명 (088350/KS | 매수(유지) | T.P 6,800 원(하향))

2Q18 Review: 사차이익 개선이 필요한 상황

한화생명의 2Q18 별도 당기순이익은 1,302 억원 (-41.3 YoY)으로 SK 증권 추정치를 11% 하회하나 시장 전망치에 부합하는 실적을 기록. 헷지 코스트 증가에도 불구하고 환평가익이 발생하면서 예상보다 견조한 투자수익률을 나타냈으나, 보험료 수익 감소와 사차이익 부진에 따라 당사 예상을 하회. 동사의 상반기 사차이익은 6% YoY 감소했는데, 비차이익은 이미 양호하고 이차손익은 외부변수에 크게 연동되는 점을 고려하면, 실적 회복을 위해서는 사차이익의 개선이 반드시 필요한 상황이라고 판단

2Q18 당기순이익 1,302 억원 (-41.3 YoY)으로 컨센서스 부합

한화생명의 2Q18 별도 당기순이익은 1,302 억원 (-41.3 YoY)으로 SK 증권 추정치를 11% 하회하나 시장 전망치에 부합하는 실적을 기록. 헷지 코스트 증가에도 불구하고 예상보다 견조한 투자수익률을 나타냈으나, 보험료 수익 감소와 사차이익 부진에 따라 당사 예상을 하회. 한화생명의 2Q18 보장성 APE 는 2,280 억원 (-5.1% YoY)으로, 종신/CI 보험의 증가 (+7.3% YoY)에도 불구하고 기타 보장성 판매 부진으로 감소. 2Q18 위험손해율이 79.2% (+6.0%p YoY)로 크게 악화되었는데, 숨은보험금 찾기 캠페인 (+1.3%p) 및 사망보험금 증가 등에 따름. 2Q18 투자수익률은 3.9% (-0.1%p YoY)로 당사 추정치를 17bp 상회. 최근 swap rate 악화로 환 헷지 비용이 증가했을 것으로 예상됐으나, 환율 상승에 따라 4 월 중 발행한 외화 신종자본증권의 평가익이 발생하면서 수익률이 방어된 것으로 판단 (외화 hybrid 10 억달러 발행, 발행 후 2Q18 말까지 원달러 4.3% 상승)

사차이익 개선이 필요한 상황

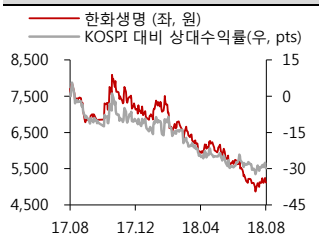
투자수익률이 예상보다 양호했음에도 불구하고 이익이 부진했던 것은 주로 사차이익 감소 때문이라고 판단. 한화생명의 상반기 사차이익은 2,350 억원으로 6% YoY 감소. 실제사업비가 9 개 분기 연속으로 YoY 감소하고 있어 비차이익은 이미 양호하고 이차손익은 외부변수에 크게 연동되는 점을 고려하면, 실적 회복을 위해서는 사차이익의 개선이 반드시 필요한 상황이라고 판단됨. 2 분기 실적의 추정치 하회로 실적 전망을 하향해 한화생명의 목표주가를 6,800 원으로 하향 조정하나 주가 상승여력을 감안해 투자의견 매수를 유지함

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	4,438 십억원
주요주주	
(주)한화건설(외6)	45.00%
한화생명 자사주	13.48%
외국인지분률	17.79%
배당수익률	2.03%

Stock Data	
주가(18/08/10)	5,110 원
KOSPI	2,282.8 pt
52주 Beta	0.68
52주 최고가	8,090 원
52주 최저가	4,870 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.9%	-1.4%
6개월	-22.8%	-19.4%
12개월	-34.7%	-31.5%

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	십억원	14,960	15,180	13,814	13,736	14,049	14,456
YoY	%	9.5	1.5	-9.0	-0.6	2.3	2.9
보험손익	십억원	2,193	1,937	538	-418	-106	-116
투자손익	십억원	3,192	3,174	3,156	3,224	3,275	3,376
위험손해율	%	79.4	79.0	76.7	77.8	77.7	78.2
투자수익률	%	4.4	4.1	3.9	3.8	3.7	3.7
영업이익	십억원	-273	-487	-269	-479	-466	-466
YoY	%	-21.5	78.7	-44.7	77.7	-2.5	-0.0
세전이익	십억원	574	409	691	692	713	753
순이익	십억원	500	315	525	499	527	556
YoY	%	21.0	-37.0	66.8	-5.1	5.7	5.5
EPS	원	666	419	699	664	701	740
BPS	원	11,409	10,850	11,937	12,112	12,580	13,082
PER	배	11.1	15.6	9.9	7.7	7.3	6.9
PBR	배	0.8	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
ROE	%	5.8	3.8	6.1	5.5	5.7	5.8
배당수익률	%	2.4	1.2	2.0	2.7	2.8	3.0

Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

한화생명 2Q18 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	2Q18P	2Q17	YoY (%)	1Q18	QoQ (%)	2Q18E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
영업이익	(119.1)	63.6	적전	(132.4)	적지	(73.1)	n/a	(100.8)	n/a
세전이익	177.2	292.6	(39.4)	171.3	3.4	198.6	(10.8)	165.8	6.9
순이익	130.2	221.9	(41.3)	114.6	13.7	146.7	(11.2)	130.7	(0.4)

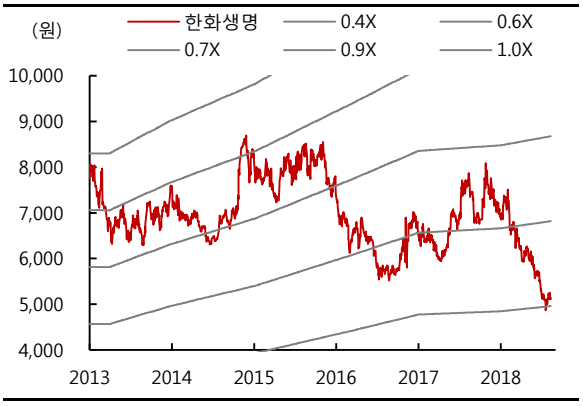
자료: 한화생명, FnGuide, SK 증권

한화생명의 목표주가 산출식

항목	한화생명	비고
자기자본비용 (%)	8.1	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.3	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.8	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.6	(d): 한화생명의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	4.9	(e): 한화생명의 2018~2020년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	0.61	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	-10.0	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	0.55	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	12,424	(j): 한화생명의 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	**6,800**	**(k): (i)*(j)**
현주가 (08/10, 원)	5,110	
상승여력 (%)	33.1	

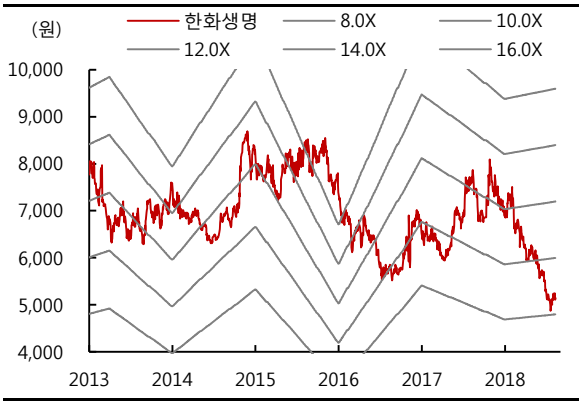
자료: SK 증권

한화생명의 12 개월 forward PBR Band chart



자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 12 개월 forward PER Band chart



자료: 한화생명, SK 증권

한화생명 별도 기준 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원,)	2017			2018		QoQ	YoY
	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	(%, %p)	(%, %p)
전체 수입보험료	3,340	3,139	3,888	3,191	3,499	9.6	4.8
보장성	1,649	1,664	1,646	1,663	1,652	(0.7)	0.2
연금형	879	866	849	846	812	(4.0)	(7.6)
저축성	516	503	475	477	461	(3.4)	(10.7)
퇴직	296	105	918	205	573	180.1	94.0
APE	409	435	396	465	395	(15.1)	(3.5)
보장성	240	236	229	247	228	(7.8)	(5.1)
연금형	114	105	110	113	89	(21.2)	(22.0)
저축성	54	95	58	105	78	(25.9)	42.5
보험영업수익	2,401	2,393	2,348	2,371	2,330	(1.7)	(3.0)
보험영업비용	2,170	2,340	2,381	2,663	2,411	(9.5)	11.1
보험손익	231	53	(34)	(292)	(81)	적지	적전
투자손익	823	845	642	822	830	1.0	0.9
책임준비금전입액	990	974	869	663	869	31.1	(12.3)
영업이익	64	(77)	(261)	(132)	(119)	적지	적전
영업외이익	229	242	260	304	296	(2.4)	29.4
세전이익	293	166	(2)	171	177	3.4	(39.4)
순이익	222	130	(8)	115	130	13.7	(41.3)
경영효율지표 (%)							
보험료지급율	67.9	75.2	77.1	90.0	81.1	(8.9)	13.2
위험손해율	73.2	81.5	70.8	79.2	79.2	0.0	6.0
사업비율	14.4	15.1	12.8	14.2	12.9	(1.3)	(1.5)
투자수익률	4.0	4.0	3.0	3.9	3.9	(0.0)	(0.1)

자료: 한화생명, SK 증권

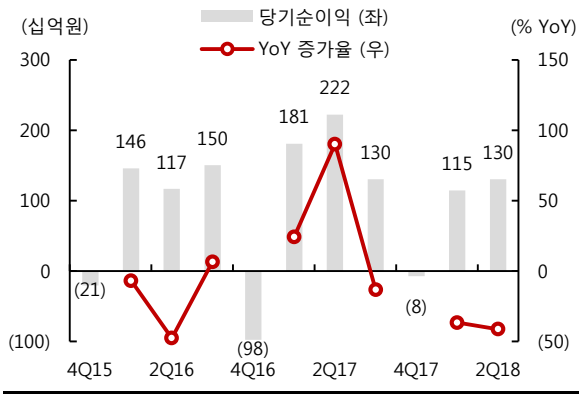
한화생명 별도 기준 운용자산 현황

(단위: 십억원)	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	83,751	84,696	84,360	84,495	87,707	100.0	3.8	4.7
현금및예치금	480	346	417	420	1,274	1.5	203.8	165.4
유가증권	60,877	61,812	61,143	61,001	63,112	72.0	3.5	3.7
주식	641	733	595	562	606	0.7	7.9	(5.5)
채권	33,085	33,142	32,111	31,492	31,212	35.6	(0.9)	(5.7)
수익증권	5,945	5,953	6,162	6,611	7,402	8.4	12.0	24.5
외화증권	19,480	20,762	20,365	20,802	22,444	25.6	7.9	15.2
기타증권	835	291	909	540	448	0.5	(17.1)	(46.3)
관계사지분	891	932	1,003	994	1,000	1.1	0.6	12.2
대출채권	18,922	19,101	19,364	19,582	19,852	22.6	1.4	4.9
부동산	3,471	3,476	3,479	3,493	3,502	4.0	0.3	0.9

자료: 한화생명, SK 증권

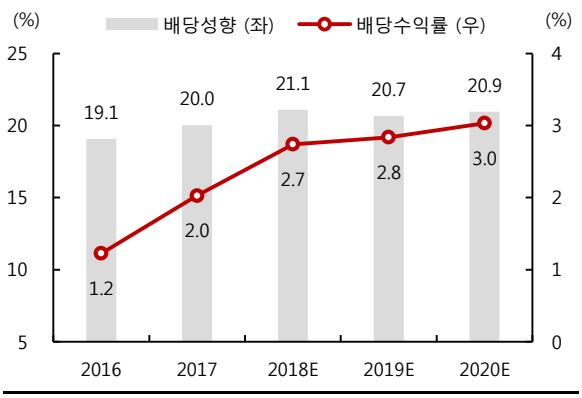
Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

한화생명의 당기순이익 추이



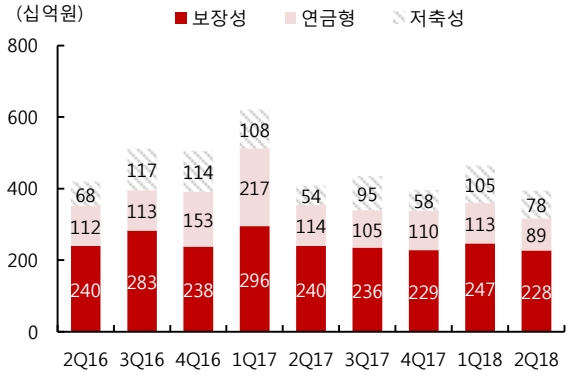
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 배당지표 추이 및 전망



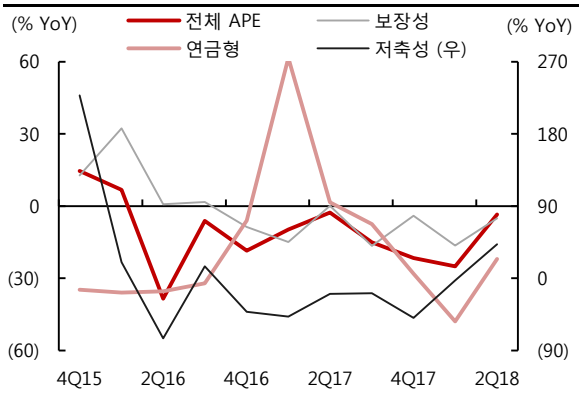
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 연납화 보험료 (APE) 금액 추이



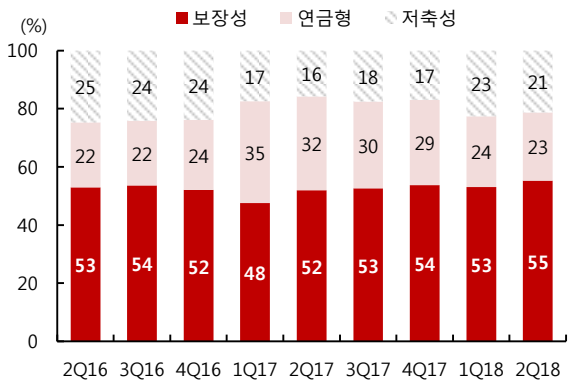
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 보종별 연납화 보험료 (APE) 증가율



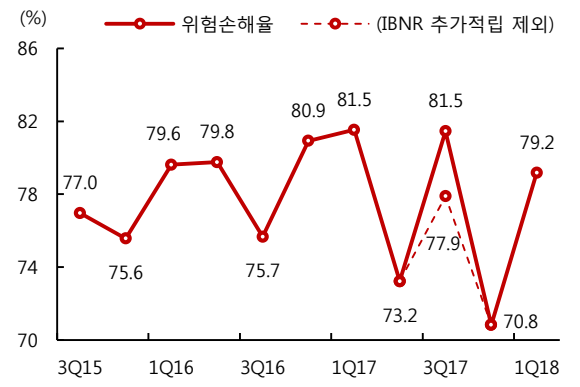
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 연납화 보험료 (APE) 구성비



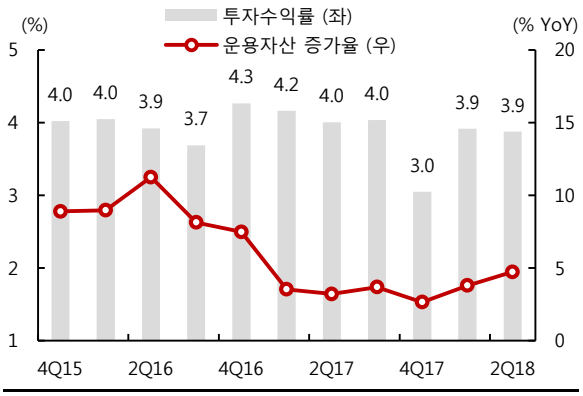
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 위험손해율



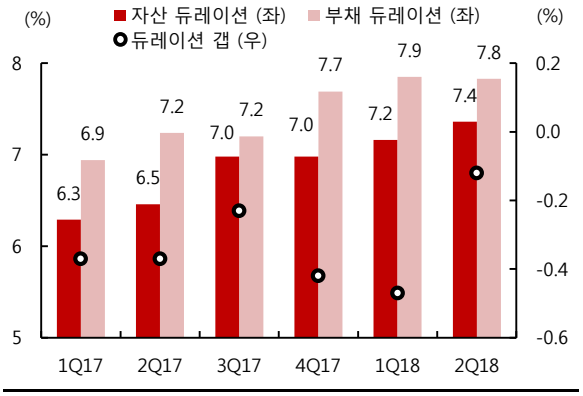
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 투자수익률 및 운용자산 증가율



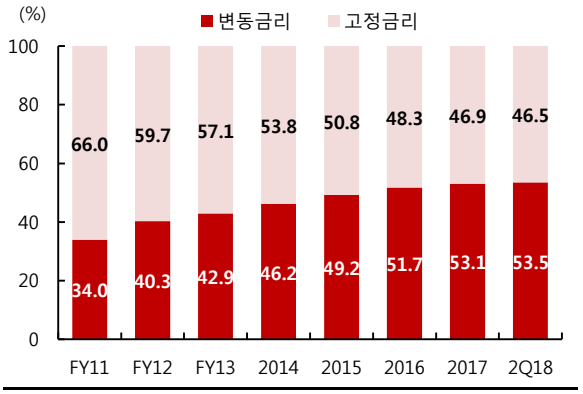
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 자산 및 부채 듀레이션 추이



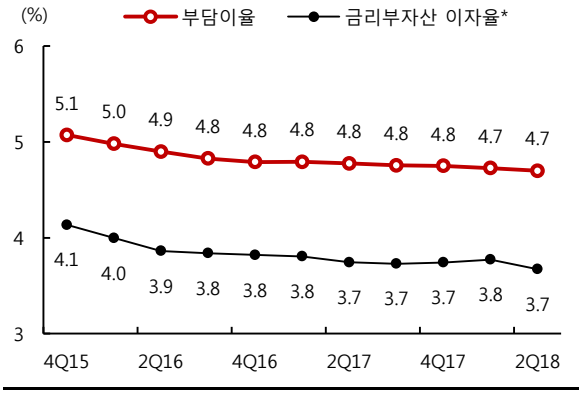
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 금리형태별 준비금 비중



자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 부담이율 및 금리부자산 이자율

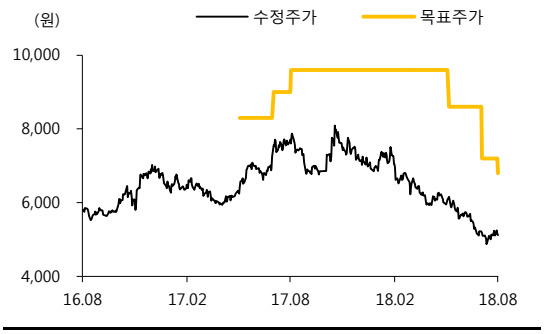


자료: 한화생명, SK 증권

주: *금리부자산 (채권, 대출, 예금 등) 대비 이자수익으로 산출

Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.08.13	매수	6,800원	6개월		
2018.07.12	매수	7,200원	6개월	-29.25%	-27.08%
2018.05.16	매수	8,600원	6개월	-35.26%	-29.65%
2018.02.26	매수	9,600원	6개월	-27.83%	-15.73%
2018.01.25	매수	9,600원	6개월	-24.89%	-15.73%
2017.11.13	매수	9,600원	6개월	-24.39%	-15.73%
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 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 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 (2018 년 8 월 13 일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	82,187	84,360	87,526	91,041	95,073
현금 및 예치금	754	417	910	541	524
유가증권	59,246	61,143	63,485	66,732	70,031
주식	1,492	1,598	1,678	1,761	1,849
채권	34,921	32,111	33,316	34,987	36,536
수익증권	5,525	6,162	6,408	6,793	7,200
외화유가증권	16,437	20,365	21,129	22,189	23,393
기타유가증권	871	909	954	1,002	1,052
대출채권	18,736	19,364	19,724	20,334	21,044
부동산	3,502	3,479	3,407	3,435	3,473
비운용자산	3,281	4,310	4,525	4,661	4,801
특별계정자산	19,863	21,643	22,076	22,959	23,648
자산총계	105,331	110,313	114,128	118,662	123,522
책임준비금	73,290	77,253	80,539	84,177	87,904
보험료적립금	69,949	73,774	76,914	80,401	84,028
계약자지분조정	813	697	614	638	664
기타부채	2,206	1,229	1,266	882	907
특별계정부채	20,869	22,165	22,608	23,512	24,218
부채총계	97,179	101,344	105,027	109,209	113,692
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	983	983	983	983
이익잉여금	2,680	3,152	3,489	3,841	4,218
자본조정	-924	-924	-924	-924	-924
기타포괄손익누계	1,569	1,415	1,209	1,209	1,209
자본총계	8,153	8,969	9,101	9,453	9,830
부채와자본총계	105,331	110,313	114,128	118,662	123,522

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	15,180	13,814	13,736	14,049	14,456
일반계정	10,474	9,587	9,290	9,508	9,787
특별계정	4,707	4,227	4,446	4,540	4,669
보험손익	1,937	538	-418	-106	-116
보험영업수익	10,622	9,749	9,453	9,674	9,956
보험료수익	10,474	9,587	9,290	9,508	9,787
재보험수익	148	162	163	166	169
보험영업비용	8,685	9,210	9,870	9,780	10,072
지급보험금	6,359	6,882	7,627	7,487	7,673
재보험비용	160	170	171	175	178
사업비	892	883	1,021	992	1,021
신계약비상각비	1,271	1,272	1,049	1,124	1,197
할인료	3	3	3	3	3
투자손익	3,174	3,156	3,224	3,275	3,376
책임준비금전입액	5,598	3,963	3,285	3,636	3,726
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	-487	-269	-479	-466	-466
영업외이익	896	961	1,170	1,180	1,220
특별계정 수입수수료	938	1,035	1,196	1,211	1,252
특별계정 지급수수료	21	21	23	23	23
세전이익	409	691	692	713	753
법인세비용	94	166	193	186	197
당기순이익	315	525	499	527	556

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	6.6	4.7	3.5	4.0	4.1
운용자산	7.5	2.6	3.8	4.0	4.4
특별계정자산	4.5	9.0	2.0	4.0	3.0
부채	7.6	4.3	3.6	4.0	4.1
책임준비금	8.3	5.4	4.3	4.5	4.4
자본	-4.9	10.0	1.5	3.9	4.0
수입보험료	1.5	-9.0	-0.6	2.3	2.9
일반계정	2.4	-8.5	-3.1	2.3	2.9
특별계정	-0.4	-10.2	5.2	2.1	2.8
순사업비	-2.6	-1.0	15.6	-2.8	2.9
투자영업이익	-0.6	-0.6	2.2	1.6	3.1
세전이익	-28.8	69.0	0.0	3.1	5.6
순이익	-37.0	66.8	-5.1	5.7	5.5

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	60.7	71.8	82.1	78.7	78.4
위험손해율	79.0	76.7	77.8	77.7	78.2
사업비율	13.2	14.1	13.2	13.5	13.6
투자이익률	4.1	3.9	3.8	3.7	3.7
수익성 (%)					
ROE	3.8	6.1	5.5	5.7	5.8
ROA	0.3	0.5	0.4	0.5	0.5
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	419	699	664	701	740
보통주 BPS	10,850	11,937	12,112	12,580	13,082
보통주 DPS	80	140	140	145	155
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	15.6	9.9	7.7	7.3	6.9
보통주 PBR (배)	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
배당성향	19.1	20.0	21.1	20.7	20.9
보통주 배당수익률	1.2	2.0	2.7	2.8	3.0

자료 : SK증권 추정