

SK COMPANY Analysis



Analyst
김도하
dohakim@sk.com
02-3773-8876

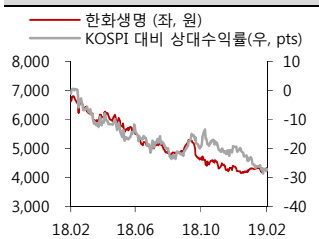
Company Data

자본금	4,343 십억원
발행주식수	86,853 만주
자사주	11,714 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,765 십억원
주요주주	
(주)한화건설(외5)	45.00%
한화생명 자사주	13.48%
외국인지분율	17.53%
배당수익률	2.03%

Stock Data

주가(19/02/21)	4,335 원
KOSPI	2,228.7 pt
52주 Beta	0.67
52주 최고가	6,810 원
52주 최저가	4,150 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.7%	-4.2%
6개월	-12.0%	-10.2%
12개월	-34.5%	-26.3%

한화생명 (088350/KS | 매수(유지) | T.P 5,300 원(유지))

정상화를 위해 갈고 닦는 기간이 필요하다

한화생명은 4Q18 별도 당기순손실 261 억원 (적지 YoY)을 기록해 시장 전망치를 크게 하회. 투자수익 부진과 특별계정수수료의 연이은 감소가 추정치 하회의 원인. 2018 년 사차와 비차의 동반 감소 및 환 헷지비용 증가로 이차도 어려운 환경에 봉착. 위보 성장률의 회복과 신계약비 이연한도 확대를 위해 신계약 증가가 필요한데, 업종의 경쟁국면 고령시 단기 개선은 어려울 것으로 예상. 2019 년은 이익 기반을 마련하기 위한 상품 라인업 구축과 언더라이팅 강화, 외화자산 통화 다변화 등 정상화의 기간이 될 것으로 전망

4Q18 당기순손실 261 억원 (적지 YoY)으로 컨센서스 크게 하회

한화생명은 4Q18 별도 당기순손실 261 억원 (적자지속 YoY)을 기록해 SK 증권 추정치 66 억원과 시장 전망치 338 억원을 크게 하회. 투자수익 부진과 특별계정수수료의 연이은 감소가 추정치 하회의 원인. 한화생명의 4Q18 보장성 APE 는 2,283 억원 (-0.1% YoY)으로, 종신/CI 보험이 18% YoY 감소한 반면 기타 보장성이 95% YoY 증가함 (연간 기준 종신/CI APE -13% YoY, 기타 보장성 +30% YoY). 4Q18 위험손해율은 77.3%로 (+6.5%p YoY)로 영업일수 증가 및 의료비 담보 수익성 악화로 상승함. 투자 수익률은 3.1% (+0.0%p YoY)로 3Q 누적 3.9% 대비 부진했는데, 헷지비용 증가와 더불어 배당수익 및 처분이익이 전분기대비 1,200 억원 감소한 데 따름. 이차부자산은 증가하는데 이차수익이 분기별로 감소하고 있어 보유이원 방어가 필요해 보임

정상화를 위해 갈고 닦는 기간이 필요하다

2017 년 한화생명의 보험이익 체력은 사차의 5,000 억원대, 비차의 3,000 억원 내외로 성장해 이차손에도 불구하고 견조한 이익 증가를 시현했으나, 2018 년에는 사차와 비차의 동반 감소가 나타났으며 환 헷지비용 증가로 이차도 어려운 환경에 봉착. 낮아진 위험보험료 성장률 ('17 년 +3.1% YoY → '18 년 +1.6% YoY)의 회복을 도모하고 비차의 악화의 원인 중 하나인 이연한도 축소를 해결하기 위해선 신계약 증가가 필요한데, 손생보 전반의 매출 경쟁국면을 고려하면 단기 개선은 어려울 것으로 예상됨. 2019 년은 중기적인 이익 기반을 마련하기 위한 보장성 상품 라인업 구축과 언더라이팅 강화, 외화자산 통화 다변화 등 정상화의 기간이 될 것으로 전망

영업실적 및 투자지표

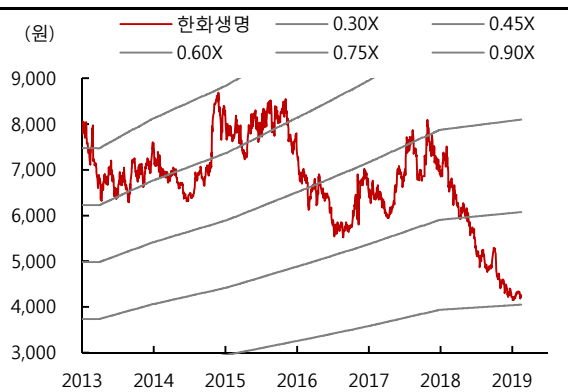
구분	단위	2015	2016	2017	2018P	2019E	2020E
수입보험료	십억원	14,960	15,180	13,814	14,240	14,480	14,860
YoY	%	9.5	1.5	-9.0	3.1	1.7	2.6
보험손익	십억원	2,193	1,937	538	-765	-377	-402
투자손익	십억원	3,192	3,174	3,156	3,165	3,219	3,312
위험손해율	%	79.4	79.0	76.7	77.9	76.6	77.6
투자수익률	%	4.5	4.1	3.9	3.7	3.6	3.6
영업이익	십억원	-273	-487	-269	-587	-429	-450
YoY	%	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	십억원	574	409	691	502	527	563
순이익	십억원	500	315	525	359	392	418
YoY	%	21.0	-37.0	66.8	-31.6	9.0	6.8
EPS	원	666	419	676	401	428	464
BPS	원	11,409	10,850	11,937	13,126	13,458	13,817
PER	배	11.1	15.6	10.2	10.5	10.1	9.4
PBR	배	0.7	0.6	0.6	0.3	0.3	0.3
ROE	%	5.8	3.8	5.9	3.2	3.2	3.4
배당수익률	%	2.4	1.2	2.0	2.3	2.4	2.6

한화생명 4Q18 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	4Q18P	4Q17	YoY (%)	3Q18	QoQ (%)	4Q18E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
영업이익	(260.6)	(261.4)	적지	(74.9)	적지	(244.2)	n/a	(235.7)	n/a
세전이익	(28.5)	(1.8)	적지	181.9	적전	8.8	n/a	13	n/a
순이익	(26.1)	(7.6)	적지	140.5	적전	6.6	n/a	33.8	n/a

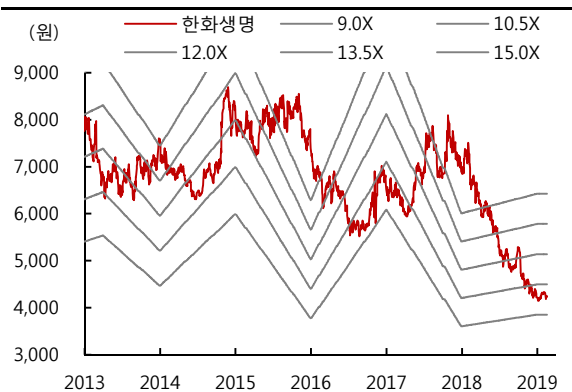
자료: 한화생명, FnGuide, SK 증권

한화생명의 12 개월 forward PBR Band chart



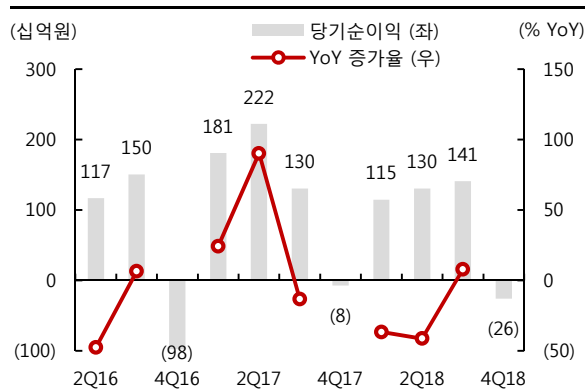
자료: 한화생명 SK 증권

한화생명의 12 개월 forward PER Band chart



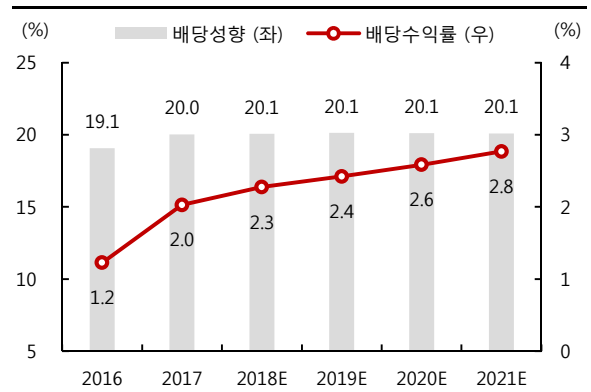
자료: 한화생명 SK 증권

한화생명의 당기순이익 추이



자료: 한화생명 SK 증권

한화생명의 배당지표 추이 및 전망



자료: 한화생명 SK 증권

한화생명 별도 기준 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2017	2018				QoQ	YoY	2017	2018	YoY
	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	(%, %p)	(%, %p)	연간	연간	
전체 수입보험료	3,888	3,191	3,499	3,076	4,474	45.5	15.1	13,814	14,240	3.1
보장성	1,646	1,663	1,652	1,662	1,666	0.3	1.2	6,622	6,644	0.3
연금형	849	846	812	807	791	(2.0)	(6.8)	3,553	3,257	(8.3)
저축성	475	477	461	476	430	(9.6)	(9.4)	2,125	1,844	(13.2)
퇴직	918	205	573	130	1,586	1,115.8	72.7	1,514	2,495	64.8
APE	396	465	395	443	386	(12.9)	(2.7)	1,861	1,688	(9.3)
보장성	229	247	228	244	228	(6.3)	(0.1)	1,000	947	(5.3)
연금형	110	113	89	94	95	0.8	(13.6)	546	391	(28.3)
저축성	58	105	78	105	62	(40.6)	7.9	315	350	11.0
보험영업수익	2,348	2,371	2,330	2,364	2,323	(1.7)	(1.0)	9,749	9,388	(3.7)
보험영업비용	2,381	2,663	2,411	2,410	2,671	10.8	12.1	9,210	10,154	10.2
보험손익	(34)	(292)	(81)	(46)	(347)	적지	적지	538	(765)	적전
투자손익	642	822	830	828	685	(17.3)	6.8	3,156	3,165	0.3
책임준비금전입액	869	663	869	857	599	(30.2)	(31.1)	3,963	2,987	(24.6)
영업이익	(261)	(132)	(119)	(75)	(261)	적지	적지	(269)	(587)	적지
영업외이익	260	304	296	257	232	(9.6)	(10.6)	961	1,089	13.3
세전이익	(2)	171	177	182	(29)	적전	적지	691	502	(27.4)
순이익	(8)	115	130	141	(26)	적전	적지	525	359	(31.6)
경영효율지표 (%)										
보험료지급률	77.1	90.0	81.1	79.1	89.6	10.5	12.4	71.8	84.9	13.1
위험손해율	70.8	79.2	79.2	75.8	77.3	1.5	6.5	76.7	77.9	1.1
사업비율	12.8	14.2	12.9	15.1	11.6	(3.5)	(1.2)	14.1	13.3	(0.8)
투자수익률	3.0	3.9	3.9	3.8	3.1	(0.7)	0.0	3.9	3.7	(0.2)

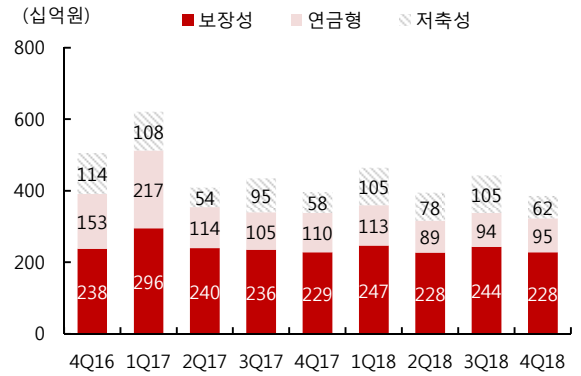
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명 별도 기준 운용자산 현황

(단위: 십억원)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	구성비 (%)	QoQ (%)	YTD (%)
운용자산	84,360	84,495	87,707	88,363	89,760	100.0	1.6	6.4
현금및예치금	417	420	1,274	635	1,414	1.6	122.6	238.9
유가증권	61,143	61,001	63,112	64,151	64,290	71.6	0.2	5.1
주식	595	562	606	713	682	0.8	(4.3)	14.6
채권	32,111	31,492	31,212	29,352	28,741	32.0	(2.1)	(10.5)
수익증권	6,162	6,611	7,402	8,191	7,909	8.8	(3.4)	28.4
외화증권	20,365	20,802	22,444	23,541	24,431	27.2	3.8	20.0
기타증권	909	540	448	1,210	1,403	1.6	16.0	54.4
관계사지분	1,003	994	1,000	1,143	1,124	1.3	(1.7)	12.1
대출채권	19,364	19,582	19,852	20,088	20,590	22.9	2.5	6.3
부동산	3,479	3,493	3,502	3,489	3,501	3.9	0.3	0.3

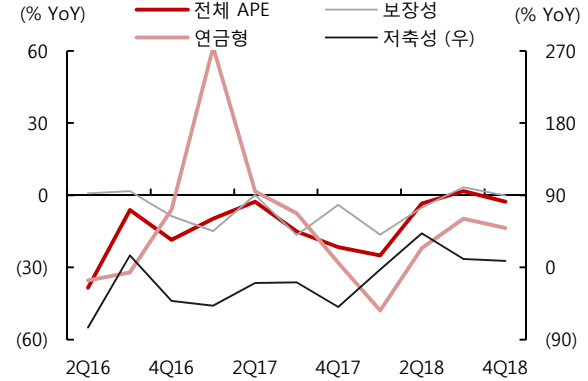
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 연납화 보험료 (APE) 금액 추이



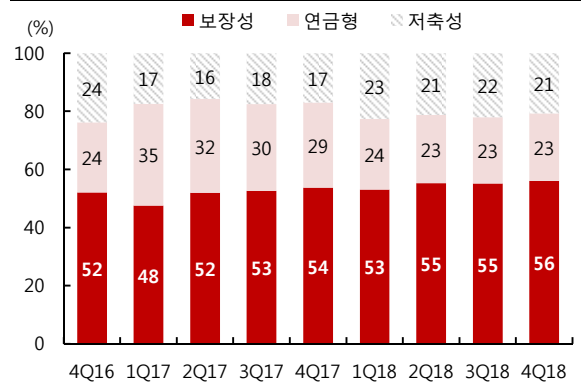
자료: 한화생명 SK 증권

한화생명의 보증별 연납화 보험료 (APE) 증가율



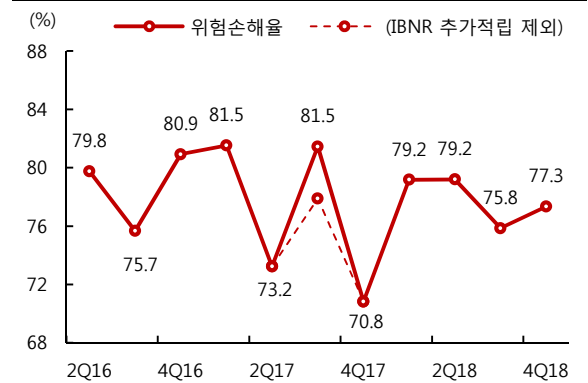
자료: 한화생명 SK 증권

한화생명의 연납화 보험료 (APE) 구성비



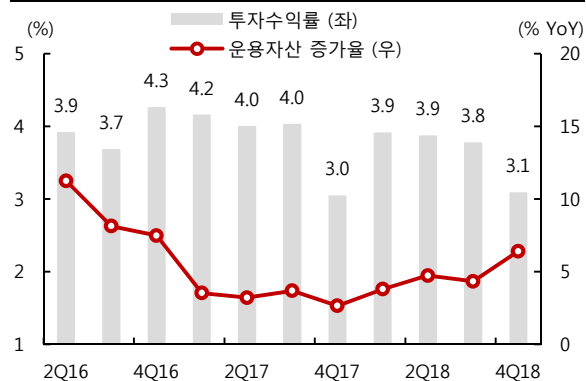
자료: 한화생명 SK 증권

한화생명의 위험손해율



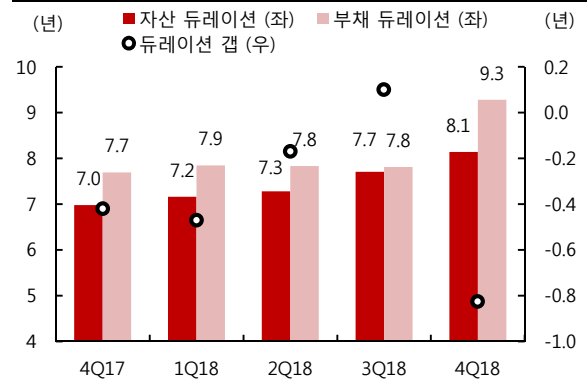
자료: 한화생명 SK 증권

한화생명의 투자수익률 및 운용자산 증가율



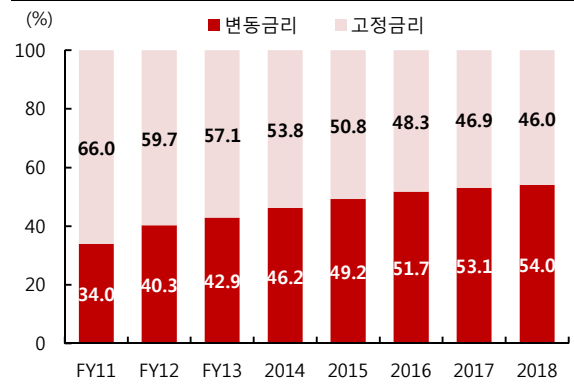
자료: 한화생명 SK 증권

한화생명의 자산 및 부채 듀레이션 추이



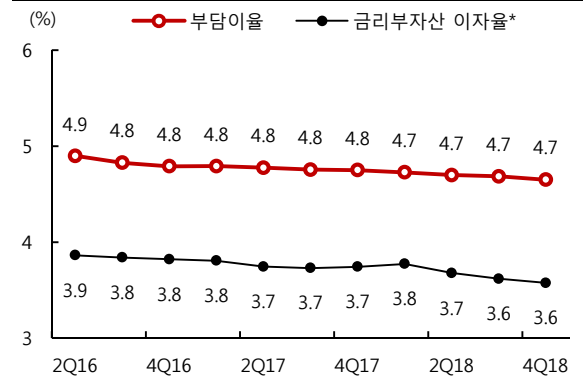
자료: 한화생명 SK 증권

한화생명의 금리형태별 준비금 비중



자료: 한화생명 SK 증권

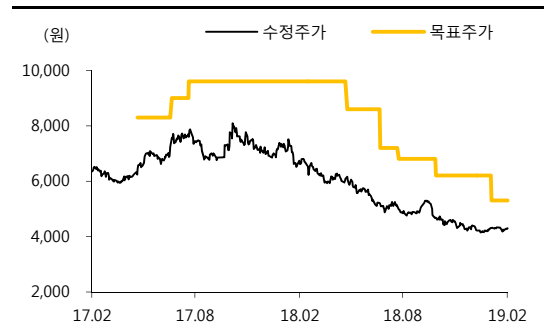
한화생명의 부담이율 및 금리부자산 이자율



자료: 한화생명 SK 증권

주: *금리부자산 (채권, 대출, 예금 등) 대비 이자수익으로 산출

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.02.22	매수	5,300원	6개월		
2019.01.28	매수	5,300원	6개월	-19.32%	-18.21%
2018.10.19	매수	6,200원	6개월	-29.26%	-23.71%
2018.08.13	매수	6,800원	6개월	-27.68%	-22.21%
2018.07.12	매수	7,200원	6개월	-29.24%	-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 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 (2019년 2월 22일 기준)

매수	90.08%	중립	9.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
운용자산	82,188	84,360	89,760	92,969	96,710
현금 및 예치금	754	417	1,414	556	437
유가증권	59,246	61,143	64,290	67,759	70,936
주식	1,492	1,598	1,805	1,873	1,944
채권	34,921	32,111	28,741	31,040	32,444
수익증권	5,525	6,162	7,909	8,068	8,552
외화유가증권	16,437	20,365	24,431	25,305	26,450
기타유가증권	871	909	1,403	1,473	1,547
대출채권	18,736	19,364	20,590	21,140	21,797
부동산	3,502	3,479	3,501	3,514	3,540
비운용자산	3,281	4,310	3,088	3,396	3,498
특별계정자산	19,863	21,643	21,455	22,099	22,762
자산총계	105,331	110,313	114,302	118,464	122,970
책임준비금	73,290	77,253	80,241	83,511	86,871
보험료적립금	69,949	73,774	76,629	79,724	82,918
계약자지분조정	813	697	571	600	618
기타부채	2,206	1,229	1,249	1,639	2,271
특별계정부채	20,869	22,165	22,379	22,603	22,829
부채총계	97,179	101,344	104,440	108,352	112,588
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	983	2,043	2,043	2,043
이익잉여금	2,680	3,152	3,358	3,608	3,877
자본조정	-924	-924	-924	-924	-924
기타포괄손익누계	1,569	1,415	1,042	1,042	1,042
자본총계	8,153	8,969	9,862	10,112	10,382
부채와자본총계	105,331	110,313	114,302	118,464	122,970

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
자산	6.6	4.7	3.6	3.6	3.8
운용자산	7.5	2.6	6.4	3.6	4.0
특별계정자산	4.5	9.0	-0.9	3.0	3.0
부채	7.6	4.3	3.1	3.7	3.9
책임준비금	8.3	5.4	3.9	4.1	4.0
자본	-4.9	10.0	10.0	2.5	2.7
수입보험료	1.5	-9.0	3.1	1.7	2.6
일반계정	2.4	-8.5	-3.8	1.9	2.4
특별계정	-0.4	-10.2	18.7	1.4	3.0
순사업비	-2.6	-1.0	34.2	-4.5	2.9
투자영업이익	-0.6	-0.6	0.3	1.7	2.9
세전이익	-28.8	69.1	-27.4	5.0	6.9
순이익	-37.0	66.8	-31.6	9.0	6.8

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
수입보험료	15,180	13,814	14,240	14,480	14,860
일반계정	10,474	9,587	9,224	9,395	9,622
특별계정	4,707	4,227	5,016	5,085	5,238
보험손익	1,937	538	-765	-377	-402
보험영업수익	10,622	9,749	9,388	9,563	9,793
보험료수익	10,474	9,587	9,224	9,395	9,622
재보험수익	148	162	164	168	171
보험영업비용	8,685	9,210	10,154	9,940	10,195
지급보험금	6,359	6,882	7,832	7,640	7,808
재보험비용	160	170	172	175	179
사업비	892	883	1,185	1,131	1,164
신계약비상각비	1,271	1,272	962	991	1,042
할인료	3	3	3	0	0
투자손익	3,174	3,156	3,165	3,219	3,312
책임준비금전입액	5,598	3,963	2,987	3,270	3,360
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	-487	-269	-587	-429	-450
영업외이익	896	961	1,089	955	1,014
특별계정 수입수수료	938	1,035	1,117	1,008	1,067
특별계정 지급수수료	21	21	23	31	31
세전이익	409	691	502	527	563
법인세비용	94	166	143	135	145
당기순이익	315	525	359	392	418

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	60.7	71.8	84.9	81.3	81.1
위험손해율	79.0	76.7	77.9	76.6	77.6
사업비율	13.2	14.1	13.3	12.9	12.9
투자이익률	4.1	3.9	3.7	3.6	3.6
수익성 (%)					
ROE	3.8	6.1	3.2	3.2	3.4
ROA	0.3	0.5	0.3	0.3	0.3
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	419	699	401	428	464
보통주 BPS	10,850	11,937	13,126	13,458	13,817
보통주 DPS	80	140	96	105	112
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	15.6	9.9	10.5	10.1	9.4
보통주 PBR (배)	0.6	0.6	0.3	0.3	0.3
배당성향	19.1	20.0	20.1	20.1	20.1
보통주 배당수익률	1.2	2.0	2.3	2.4	2.6

자료: SK증권 추정