

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

dohakim@sk.com

02-3773-8876

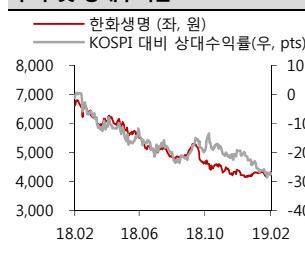
Company Data

| | |
|-------------|-----------|
| 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 (적자 YoY)을 기록해 시장 전망치를 크게 하회. 투자수익 부진과 특별계정수수료의 연이은 감소가 추정치 하회의 원인. 2018년 사차와 비차의 동반 감소 및 환 헛지비용 증가로 이차도 어려운 환경에 봉착. 위보 성장을 위한 회복과 신계약비 이연한도 확대를 위해 신계약 증가가 필요한데, 업종의 경쟁국면 고려시 단기 개선은 어려울 것으로 예상. 2019년은 이익 기반을 마련하기 위한 상품 라인업 구축과 언더라이팅 강화, 외화자산 통화 다변화 등 정상화의 기간이 될 것으로 전망

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

한화생명은 4Q18 별도 당기순손실 261 억원 (적자지속 YoY)을 기록해 SK증권 추정치 66 억원과 시장 전망치 338 억원을 크게 하회. 투자수익 부진과 특별계정수수료의 연이은 감소가 추정치 하회의 원인. 한화생명의 4Q18 보장성 APE는 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. 투자수익률은 3.1% (+0.0%p YoY)로 3Q 누적 3.9% 대비 부진했는데, 헛지비용 증가와 더불어 배당수익 및 처분익이 전분기대비 1,200 억원 감소한 데 따른. 이자부자산은 증가하는데 이자수익이 분기별로 감소하고 있어 보유이원 방어가 필요해 보임

정상화를 위해 갈고 닦는 기간이 필요하다

2017년 한화생명의 보험이익 체력은 사차의 5,000 억원대, 비차의 3,000 억원 내외로 성장해 이차손에도 불구하고 견조한 이익 증가를 시현했으나, 2018년에는 사차와 비차의 동반 감소가 나타났으며 환 헛지비용 증가로 이차도 어려운 환경에 봉착. 낮아진 위험보험료 성장률 ('17년 +3.1% YoY → '18년 +1.6% YoY)의 회복을 도모하고 비차의 악화의 원인 중 하나인 이연한도 축소를 해결하기 위해 신계약 증가가 필요한데, 손생보 전반의 매출 경쟁국면을 고려하면 단기 개선은 어려울 것으로 예상됨. 2019년은 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 | 1.3 | n/a |
| 순이익 | (26.1) | (7.6) | 적지 | 140.5 | 적전 | 6.6 | n/a | 33.8 | n/a |

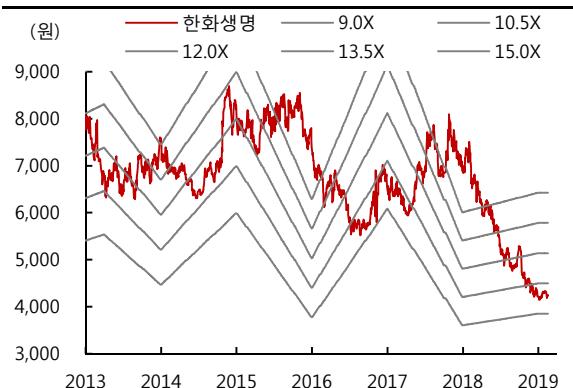
자료: 한화생명, FnGuide, SK 증권

한화생명의 12 개월 forward PBR Band chart



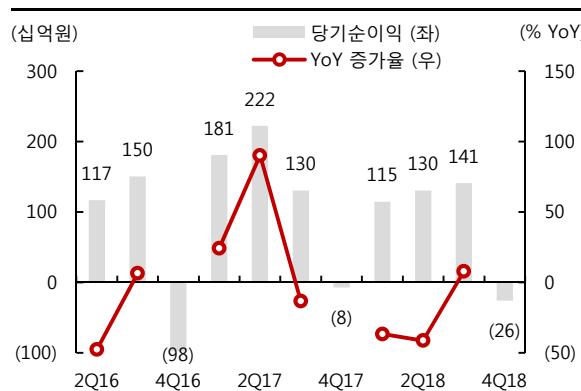
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 12 개월 forward PER Band chart



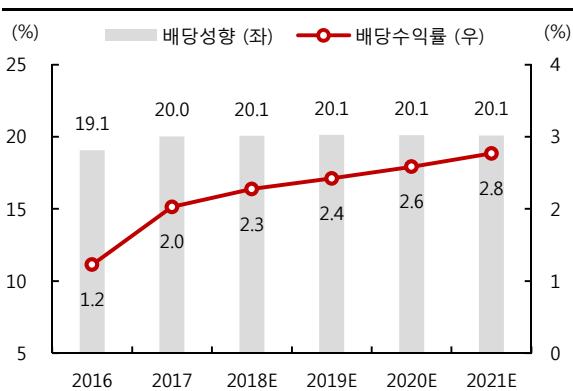
자료: 한화생명, SK 증권

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) | 2018 | | | | 4Q | QoQ (%, %p) | YoY (%, %p) | 2017 | 2018 | YoY |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|----------------|--------|--------|---------|
| | 4Q | 1Q | 2Q | 3Q | | | | 연간 | 연간 | (%, %p) |
| 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 | 105 | 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

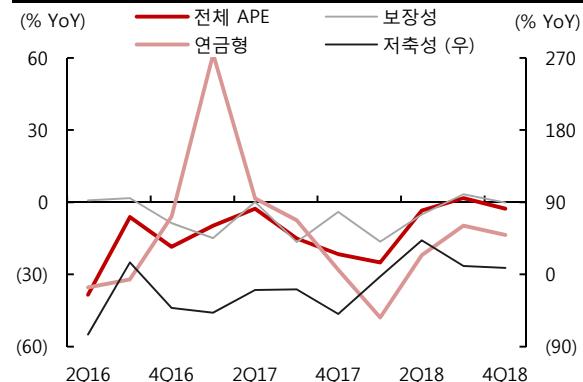
한화생명 별도 기준 운용자산 현황

| (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 |
| 유기증권 | 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 |

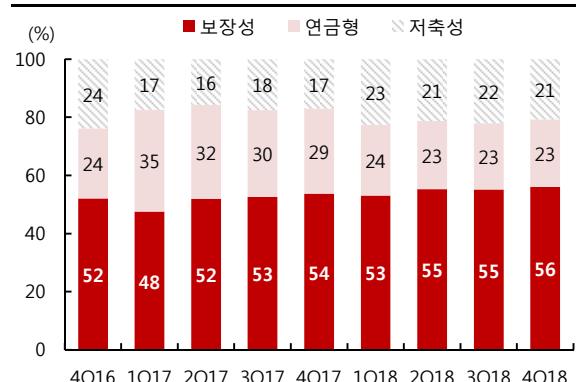
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 연납화 보험료 (APE) 금액 추이

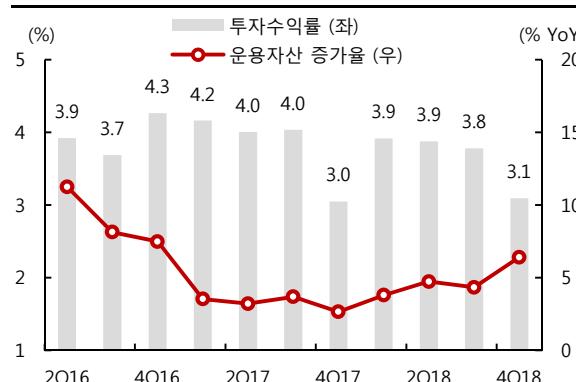
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 보증별 연납화 보험료 (APE) 증가율

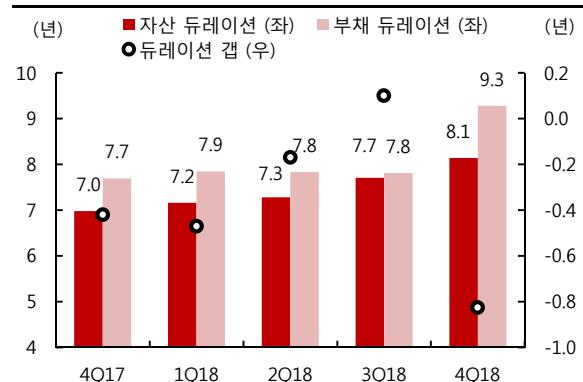
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 연납화 보험료 (APE) 구성비

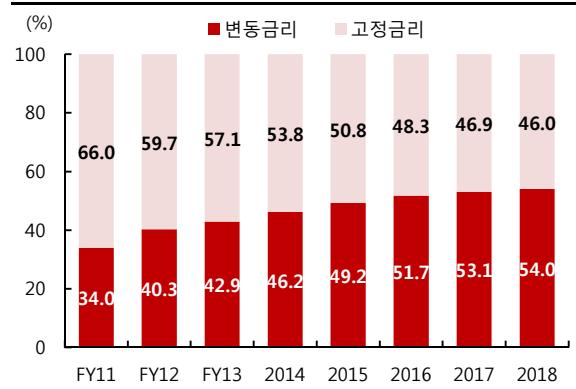
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 투자수익률 및 운용자산 증가율

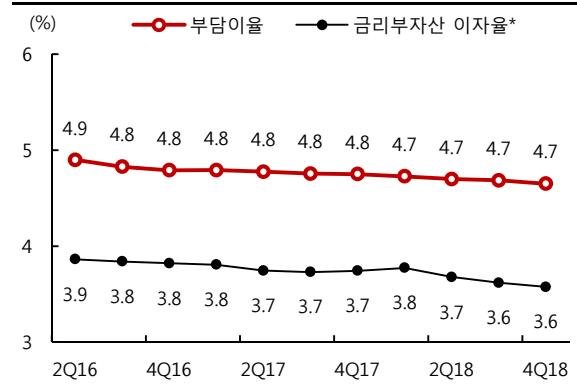
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 자산 및 부채 드레이션 추이

자료: 한화생명, SK 증권

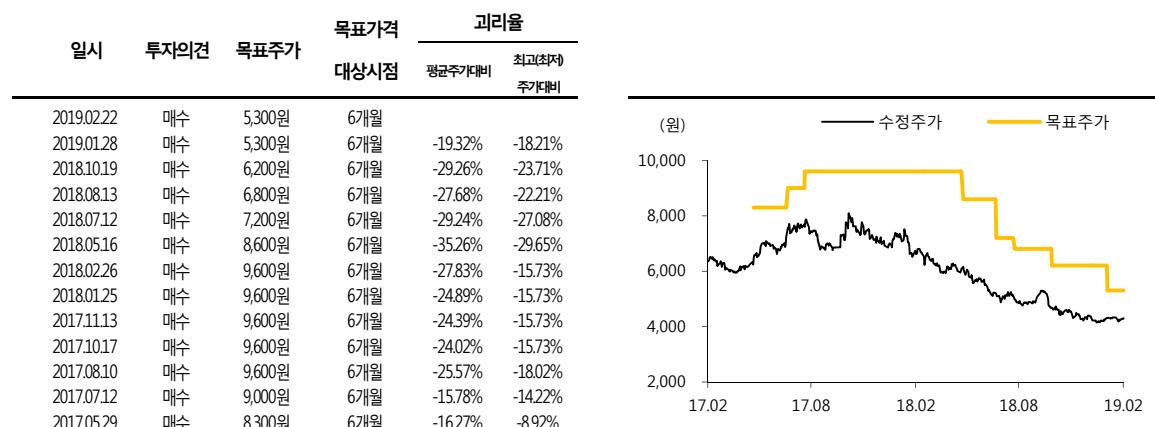
한화생명의 금리형태별 준비금 비중

자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 부담이율 및 금리부자산 이자율

자료: 한화생명, SK 증권

주: *금리부자산 (채권, 대출, 예금 등) 대비 이자수익으로 산출



Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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 (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 | 64 | 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 | 54 | 3.9 | 4.1 | 4.0 |
| 자본 | -4.9 | 100 | 10.0 | 2.5 | 2.7 |
| 수입보험료 | 1.5 | -9.0 | 3.1 | 1.7 | 2.6 |
| 일반계정 | 24 | -8.5 | -38 | 1.9 | 2.4 |
| 특별계정 | -0.4 | -102 | 187 | 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 |

자료: SK증권 추정

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 |