

SK COMPANY Analysis



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

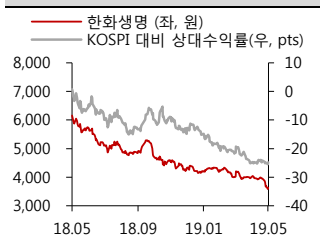
Company Data

자본금	4,343 십억원
발행주식수	86,853 만주
자사주	11,714 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,157 십억원
주요주주	
(주)한화건설(외6)	45.01%
한화생명 자사주	13.48%
외국인지분율	17.36%
배당수익률	2.37%

Stock Data

주가(19/05/14)	3,635 원
KOSPI	2,081.8 pt
52주 Beta	0.72
52주 최고가	6,070 원
52주 최저가	3,590 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.2%	-2.5%
6개월	-20.3%	-21.0%
12개월	-41.0%	-25.1%

한화생명 (088350/KS | 매수(유지) | T.P 4,600 원(하향))

손익 불안정성 감안해 목표주가 하향 조정

한화생명은 1Q19 별도 당기순이익 466 억원 (-59.3% YoY)을 기록해 시장 전망치를 17% 상회. 당사 추정 대비 신계약이 큰 호조를 보이며 사업비가 추가 소요됐고 특별계정 수입수수료는 부진했으나, 투자손익이 우려보다 높게 나타나 예상 수준의 순이익을 기록. 연말 LAT 제도 강화에 따라 결손금이 천억원 단위로 발생할 수 있음을 고려하면 손익에 대한 추정 변동성이 높으며, 이를 감안한 할인을 상향 조정으로 목표주가를 4,600 원으로 이전대비 13% 하향함

1Q19 당기순이익 466 억원 (-59.3% YoY)으로 컨센서스 17% 상회

한화생명은 1Q19 별도 당기순이익 466 억원 (-59.3% YoY)을 기록해 SK 증권 추정치에 부합하고 시장 전망치를 17% 상회. 당사 추정 대비 신계약이 큰 호조를 보이며 사업비가 추가 소요됐고 특별계정 수입수수료는 부진했으나, 투자손익이 우려보다 높게 나타나 예상 수준의 순이익을 기록. 한화생명의 1Q19 보장성 APE는 3,282 억원 (+33% YoY)으로, 종신/CI 보험(1,220 억원)은 40% YoY 감소한 반면 기타 보장성(2,059 억원)이 392% YoY 증가해 처음으로 종신/CI APE 규모를 상회. 1Q19 위험손해율은 79.3%로 (+0.1%p YoY)로 대형 생보사 중 양호한 수준을 지속. 투자수익률은 3.3% (-0.6%p YoY)로 평분기 대비 부진했는데, 달러리브 대손상각비 300 억원 및 손상차손 1,046 억원 반영에 따른 것으로, 제외 시의 투자수익률은 3.8%로 추산 (2018 년 대손상각 및 손상차손 합계 1,089 억원)

손익 불안정성 감안해 목표주가 하향 조정

신계약 증가에 의한 사업비율 상승은 중장기적인 보험료 수익으로 상쇄될 수 있고, 당기 손상차손은 정상적 요인으로 보기 어려움. 그러나 연말 LAT(부채적정성 평가) 제도 강화에 따라 결손금이 천억원 단위로 발생할 수 있음을 고려하면 손익에 대한 추정 변동성은 높은 것으로 판단 (*결손금은 손익계산서상 즉각 반영). 이에 따른 할인을 상승으로 목표 PBR 을 0.32 배로 하향 조정하며, 목표주가를 이전 대비 13% 하향한 4,600 원으로 제시함. 다만 현 주가 대비 상승여력을 감안해 투자의견 매수를 유지

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수입보험료	십억원	15,180	13,814	14,240	14,326	14,670	15,075
YoY	%	15	-9.0	3.1	0.6	2.4	2.8
보험손익	십억원	1,937	538	-765	-791	-788	-786
투자손익	십억원	3,174	3,156	3,165	3,212	3,404	3,500
위험손해율	%	79.0	76.7	77.9	77.7	78.3	78.9
투자수익률	%	4.1	3.9	3.7	3.6	3.7	3.7
영업이익	십억원	-487	-269	-587	-427	-350	-369
YoY	%	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	십억원	409	691	502	478	560	569
순이익	십억원	315	525	359	356	416	422
YoY	%	-37.0	66.8	-31.6	-0.9	16.7	1.6
EPS	원	419	676	401	381	460	469
BPS	원	10,850	11,937	13,126	13,891	14,256	14,614
PER	배	15.6	10.2	10.5	9.5	7.9	7.8
PBR	배	0.6	0.6	0.3	0.3	0.3	0.2
ROE	%	4.1	5.9	3.2	2.8	3.3	3.2
배당수익률	%	1.2	2.0	2.4	2.6	3.1	3.1

한화생명 1Q19 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	1Q19	1Q18	YoY (%)	4Q18	QoQ (%)	1Q19E	차이 (%)	컨센서스	YoY (%)
영업이익	(162.7)	(132.4)	적지	(260.6)	적지	(190.3)	적지	(194.3)	n/a
세전이익	63.1	171.3	(63.2)	(28.5)	흑전	61.4	2.7	68.1	(7.4)
순이익	46.6	114.6	(59.3)	(26.1)	흑전	45.8	1.7	39.9	16.7

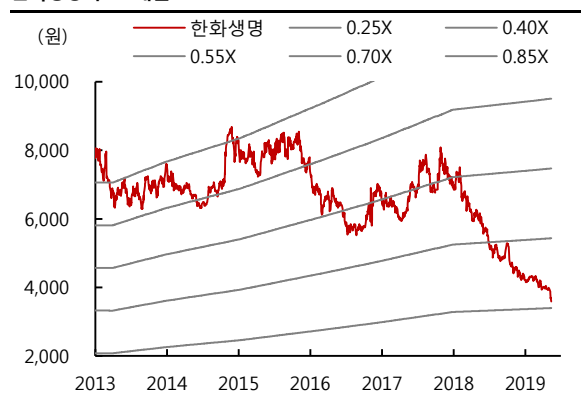
자료: 한화생명, FnGuide, SK 증권

한화생명의 목표주가 산출식

항목	한화생명	비고
자기자본비용 (%)	8.9	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.8	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	10.2	(c): Rm-(b) (Bloomberg KOSPI Rm 적용)
Beta (β)	0.7	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE (%)	3.1	(e): 회사별 2019~2021년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	0.36	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	(10.0)	(h): 제도 변경에 따른 자본 불확실성 반영
목표 PBR (X)	0.32	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	14,405	(j): 회사별 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	4,600	(k): (i)*(j)
조정률 (%)	-13.2	직전 목표주가 대비 조정률
현 주가 (5/14, 원)	3,635	
상승여력 (%)	26.5	

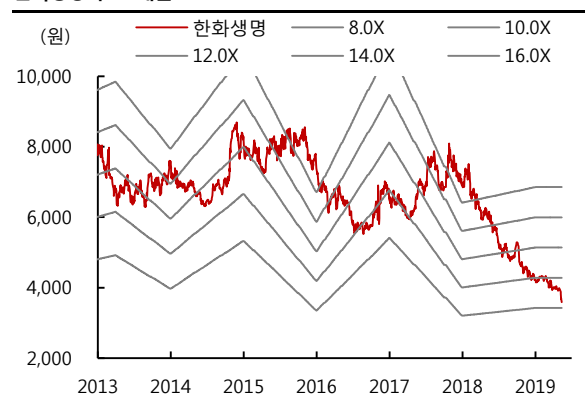
자료: SK 증권

한화생명의 12개월 forward PBR Band chart



자료: 한화생명 SK 증권

한화생명의 12개월 forward PER Band chart



자료: 한화생명 SK 증권

한화생명 별도 기준 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2018				2019	QoQ	YoY
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	(%, %p)	(%, %p)
전체 수입보험료	3,191	3,499	3,076	4,474	3,181	(28.9)	(0.3)
보장성	1,663	1,652	1,662	1,666	1,686	12	14
연금형	846	812	807	791	799	0.9	(5.6)
저축성	477	461	476	430	480	11.6	0.7
퇴직	205	573	130	1,586	216	(86.4)	5.3
APE	465	395	443	386	537	39.1	15.4
보장성	247	228	244	228	328	43.8	32.8
연금형	113	89	94	95	110	15.5	(2.8)
저축성	105	78	105	62	99	58.4	(5.9)
보험영업수익	2,371	2,330	2,364	2,323	2,407	3.6	1.5
보험영업비용	2,663	2,411	2,410	2,671	2,628	(1.6)	(1.3)
보험손익	(292)	(81)	(46)	(347)	(221)	적지	적지
투자손익	822	830	828	685	743	8.4	(9.6)
책임준비금전입액	663	869	857	599	685	14.4	3.3
영업이익	(132)	(119)	(75)	(261)	(163)	적지	적지
영업외이익	304	296	257	232	226	(2.7)	(25.6)
세전이익	171	177	182	(29)	63	흑전	(63.2)
순이익	115	130	141	(26)	47	흑전	(59.3)
경영효율지표 (%)							
보험료지급률	90.0	81.1	79.1	89.6	85.8	(3.8)	(4.2)
위험손해율	79.2	79.2	75.8	77.3	79.3	2.0	0.1
사업비율	14.2	12.9	15.1	11.6	16.1	4.5	1.9
투자수익률	3.9	3.9	3.8	3.1	3.3	0.2	(0.6)

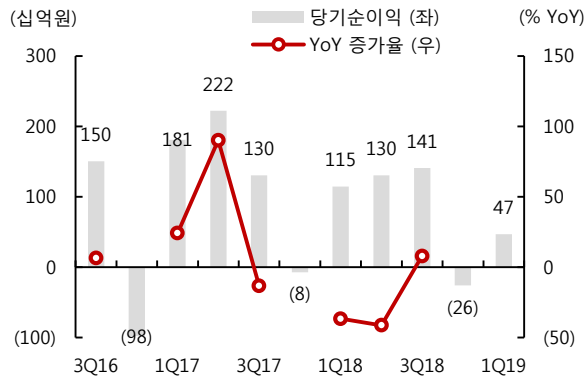
자료: 한화생명 SK 증권

한화생명 별도 기준 운용자산 현황

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	구성비 (%)	QoQ (%)	YTD (%)
운용자산	84,495	87,707	88,363	89,760	90,585	100.0	0.9	7.2
현금및예치금	420	1,274	635	1,414	448	1.6	(68.3)	6.7
유가증권	61,001	63,112	64,151	64,290	66,079	71.6	2.8	8.3
주식	562	606	713	682	551	0.8	(19.1)	(1.9)
채권	31,492	31,212	29,352	28,741	28,499	32.0	(0.8)	(9.5)
수익증권	6,611	7,402	8,191	7,909	8,468	8.8	7.1	28.1
외화증권	20,802	22,444	23,541	24,431	25,625	27.2	4.9	23.2
기타증권	540	448	1,210	1,403	1,779	1.6	26.8	229.2
관계사지분	994	1,000	1,143	1,124	1,156	1.3	2.8	16.3
대출채권	19,582	19,852	20,088	20,590	20,611	22.9	0.1	5.3
부동산	3,493	3,502	3,489	3,501	3,498	3.9	(0.1)	0.1

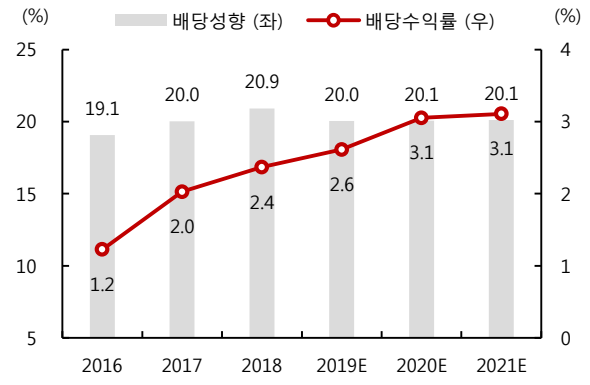
자료: 한화생명 SK 증권

한화생명의 당기순이익 추이



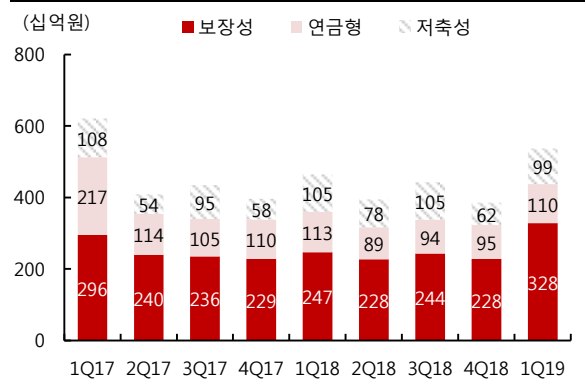
자료: 한화생명 SK 증권

한화생명의 배당지표 추이 및 전망



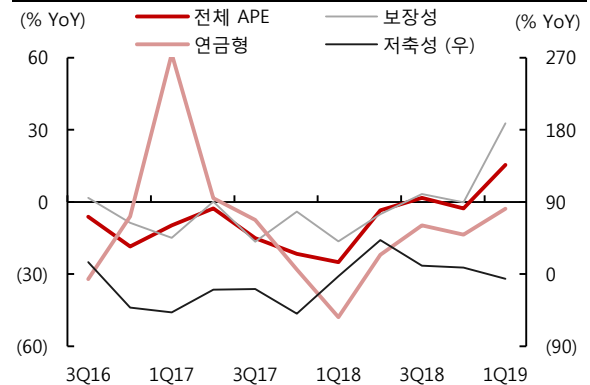
자료: 한화생명 SK 증권

한화생명의 연납화 보험료 (APE) 금액 추이



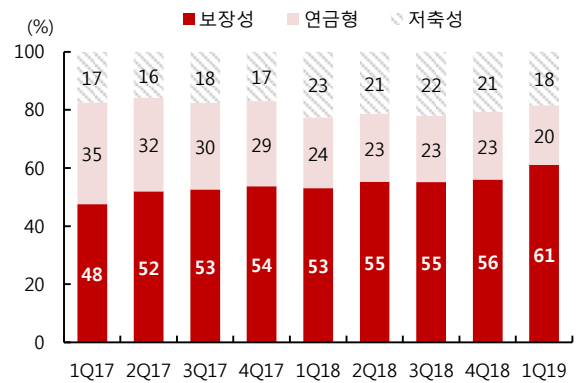
자료: 한화생명 SK 증권

한화생명의 보증별 연납화 보험료 (APE) 증가율



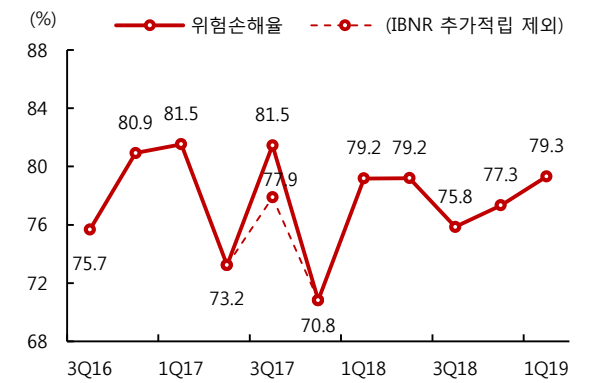
자료: 한화생명 SK 증권

한화생명의 연납화 보험료 (APE) 구성비



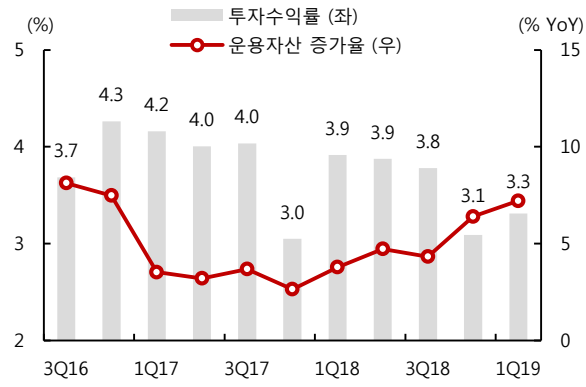
자료: 한화생명 SK 증권

한화생명의 위험손해율



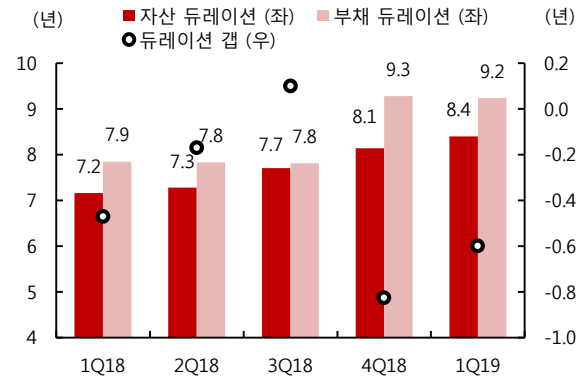
자료: 한화생명 SK 증권

한화생명의 투자수익률 및 운용자산 증가율



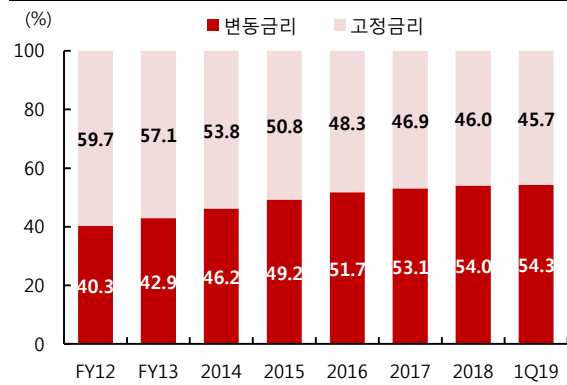
자료: 한화생명 SK 증권

한화생명의 자산 및 부채 듀레이션 추이



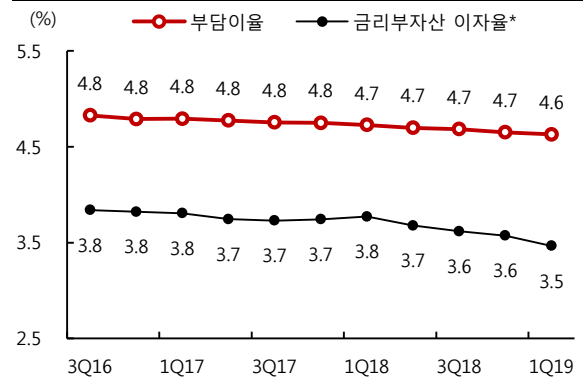
자료: 한화생명 SK 증권

한화생명의 금리형태별 준비금 비중



자료: 한화생명 SK 증권

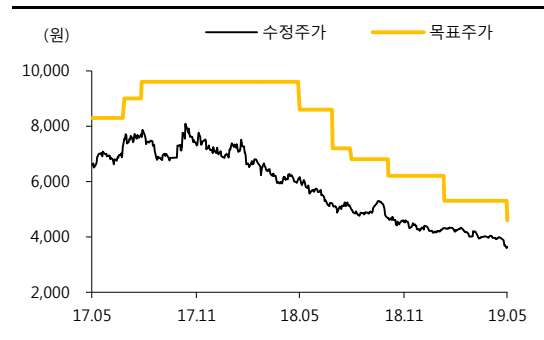
한화생명의 부담이율 및 금리부자산 이자율



자료: 한화생명 SK 증권

주: *금리부자산 (채권, 대출, 예금 등) 대비 이자수익으로 산출

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.05.15	매수	4,600원	6개월		
2019.02.22	매수	5,300원	6개월	-23.25%	-18.21%
2019.01.28	매수	5,300원	6개월	-19.26%	-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%



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 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 5월 15일 기준)

매수	89.74%	중립	10.26%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
운용자산	84,360	89,760	92,497	95,799	99,231
현금 및 예치금	417	1,414	1,577	1,444	1,294
유가증권	61,143	64,290	66,524	69,395	72,400
주식	1,598	1,805	1,873	1,944	2,017
채권	32,111	28,741	30,178	31,406	32,688
수익증권	6,162	7,909	8,068	8,552	9,065
외화유가증권	20,365	24,431	24,932	25,947	27,006
기타유가증권	909	1,403	1,473	1,547	1,624
대출채권	19,364	20,590	20,907	21,462	22,032
부동산	3,479	3,501	3,488	3,498	3,504
비운용자산	4,310	3,088	3,396	3,498	3,603
특별계정자산	21,643	21,455	22,099	22,762	23,444
자산총계	110,313	114,302	117,992	122,059	126,278
책임준비금	77,253	80,241	83,088	86,055	89,138
보험료적립금	73,774	76,629	79,353	82,164	85,102
계약자지분조정	697	571	600	618	642
기타부채	1,229	1,249	1,264	1,846	2,461
특별계정부채	22,165	22,379	22,603	22,829	23,057
부채총계	101,344	104,440	107,554	111,347	115,298
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	983	2,043	2,043	2,043	2,043
이익잉여금	3,152	3,358	3,568	3,842	4,111
자본조정	-924	-924	-924	-924	-924
기타포괄손익누계	1,415	1,042	1,408	1,408	1,408
자본총계	8,969	9,862	10,437	10,712	10,980
부채와자본총계	110,313	114,302	117,992	122,059	126,278

성장률

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산	4.7	3.6	3.2	3.4	3.5
운용자산	2.6	6.4	3.0	3.6	3.6
특별계정자산	9.0	-0.9	3.0	3.0	3.0
부채	4.3	3.1	3.0	3.5	3.5
책임준비금	5.4	3.9	3.5	3.6	3.6
자본	10.0	10.0	5.8	2.6	2.5
수입보험료	-9.0	3.1	0.6	2.4	2.8
일반계정	-8.5	-3.8	0.9	2.9	2.6
특별계정	-10.2	18.7	0.0	1.5	3.1
순사업비	-1.0	34.2	0.4	3.2	2.7
투자영업이익	-0.6	0.3	1.5	6.0	2.8
세전이익	69.0	-27.4	-4.7	17.0	1.6
순이익	66.8	-31.6	-0.9	16.7	1.6

자료: SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수입보험료	13,814	14,240	14,326	14,670	15,075
일반계정	9,587	9,224	9,310	9,581	9,831
특별계정	4,227	5,016	5,017	5,089	5,245
보험손익	538	-765	-791	-788	-786
보험영업수익	9,749	9,388	9,479	9,753	10,007
보험료수익	9,587	9,224	9,310	9,581	9,831
재보험수익	162	164	169	172	176
보험영업비용	9,210	10,154	10,270	10,541	10,792
지급보험금	6,882	7,832	7,906	8,113	8,309
재보험비용	170	172	175	179	182
사업비	883	1,185	1,190	1,228	1,261
신계약비상각비	1,272	962	997	1,019	1,037
할인료	3	3	0	0	0
투자손익	3,156	3,165	3,212	3,404	3,500
책임준비금전입액	3,963	2,987	2,848	2,967	3,083
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	-269	-587	-427	-350	-369
영업외이익	961	1,089	906	910	937
특별계정 수입수수료	1,035	1,117	932	937	965
특별계정 지급수수료	21	23	22	23	24
세전이익	691	502	478	560	569
법인세비용	166	143	122	144	146
당기순이익	525	359	356	416	422

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	71.8	84.9	84.9	84.7	84.5
위험손해율	76.7	77.9	77.7	78.3	78.9
사업비율	14.1	13.3	14.0	13.4	13.5
투자이익률	3.9	3.7	3.6	3.7	3.7
수익성 (%)					
ROE	5.9	3.2	2.8	3.3	3.2
ROA	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	676	401	381	460	469
보통주 BPS	11,937	13,126	13,891	14,256	14,614
보통주 DPS	140	100	95	111	113
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	10.2	10.5	9.5	7.9	7.8
보통주 PBR (배)	0.6	0.3	0.3	0.3	0.2
배당성향	20.0	20.9	20.0	20.1	20.1
보통주 배당수익률	2.0	2.4	2.6	3.1	3.1