

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	6,601 십억원
주요주주	
(주)한화건설(외5)	44.99%
예금보험공사	15.25%
외국인지분율	16.42%
배당수익률	12.3%

Stock Data

주가(17/08/09)	7,600 원
KOSPI	2,368.4 pt
52주 Beta	0.54
52주 최고가	7,720 원
52주 최저가	5,520 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.8%	5.3%
6개월	18.9%	4.3%
12개월	30.8%	14.9%

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

2017년 이익 추정치 13% 상향 조정

한화생명의 2Q17 당기순이익은 2,219 억원 (+90.1% YoY)으로 어닝 서프라이즈 기록. 본질영업에서의 견조한 수익성 개선이 이익 증가를 견인한 점에서 질적으로도 양호한 실적인 것으로 판단. 시장금리 상승으로 유의미한 금리시나리오 개선이 기대돼 연말 변액보증 준비금 추가전입 추정치를 제거했으며, 이에 따라 연간 이익 추정치를 '17년 13.4%, '18년 2.5% 상향 조정. 기대 ROE 상승에 따라 목표주가를 9,600 원으로 상향함

2Q17 당기순이익 2,219 억원 (+90.1% YoY)로 서프라이즈 기록

한화생명의 2Q17 별도 당기순이익은 2,219 억원 (+90.1% YoY)으로 SK 증권 추정치 및 시장 전망치를 각각 40%, 38% 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록. 2Q17의 견조한 실적은 주로 기존 예상을 상회하는 사차이익 (1,490 억원, +37% YoY) 시현과 책임준비금의 일부 환입 등에 있는 것으로 판단. 한화생명의 2Q17 사차 및 비차익 합계는 전년 동기대비 20% 이상 증가한 것으로 추정되며 본질영업에서의 견조한 수익성 개선이 이익 증가를 견인한 점에서 질적으로도 양호한 실적인 것으로 판단. 한화생명의 2Q17 보장성 APE는 2,402 억원 (+0.2% YoY)으로 다소 아쉬운 수준을 기록. 위험손해율은 2Q17 73.2% (-6.5%p YoY), 상반기 77.4% (-2.3%p YoY)로 개선 추세를 나타내고 있는 것으로 판단. 2Q17 투자수익률은 4.0%로 우호적인 시장환경 및 렌던 벌딩 매각익 350 억원 등에 따라 전년동기대비 0.1%p 상승함

2017년 연간 순이익 추정치 5,947 억원으로 13.4% 상향 조정

한화생명에 대한 목표주가를 9,600 원으로 직전대비 6.7% 상향하며 투자의견 BUY 를 유지함. 최근 시장금리는 국채 5Y 기준 2.03%로 3Q16 말 대비 76bp 상승. 연말 변액보증 준비금 평가 시 유의미한 금리 시나리오 개선이 기대되므로 2017년을 포함한 향후 이익 추정치에서 변액보증 준비금 추가전입 예상금액을 제외했으며, 이에 따라 연간 순이익 추정치를 상향 조정한 것이 목표주가 상향 조정의 주된 근거임 ('17년 13.4%, '18년 2.5% 상향). 한화생명의 2017년 배당성향을 24.0%로 가정 시 기대 배당수익률은 2.5%로 예상됨

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	십억원	13,664	14,960	15,180	14,680	15,030	15,576
YoY	%	2.8	9.5	1.5	-3.3	2.4	3.6
보험손익	십억원	1,477	2,193	1,937	1,098	1,446	1,585
투자손익	십억원	3,210	3,192	3,174	3,239	3,128	3,248
위험손해율	%	80.4	79.4	79.0	77.2	76.9	77.2
투자수익률	%	5.0	4.5	4.1	3.9	3.6	3.6
영업이익	십억원	-347	-273	-487	-171	-301	-274
YoY	적지						
세전이익	십억원	528	574	409	781	714	784
순이익	십억원	414	500	315	595	541	594
YoY	%	-203	21.0	-37.0	88.7	-9.0	9.8
EPS	원	497	666	419	791	720	790
BPS	원	10,483	11,409	10,850	12,545	13,075	13,691
PER	배		16.7	11.1	15.6	9.6	10.6
PBR	배		0.9	0.8	0.6	0.6	0.6
ROE	%		5.3	5.8	3.8	6.8	5.6
배당수익률	%		2.2	2.4	1.2	2.5	2.5

커버리지 보험사의 목표주가 산출식

항목	한화생명	비고
자기자본비율 (%)	7.0	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	(b): 국내 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.3	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.6	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE (%)	6.1	(e): 회사별 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	0.87	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	-15.0	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	0.74	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	12,898	(j): 회사별 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	9,600	(k): (i)*(j)
조정률 (%)	6.7	직전 목표주가 대비 조정률
현주가 (07/11, 원)	7,530	
상승여력 (%)	27.5	

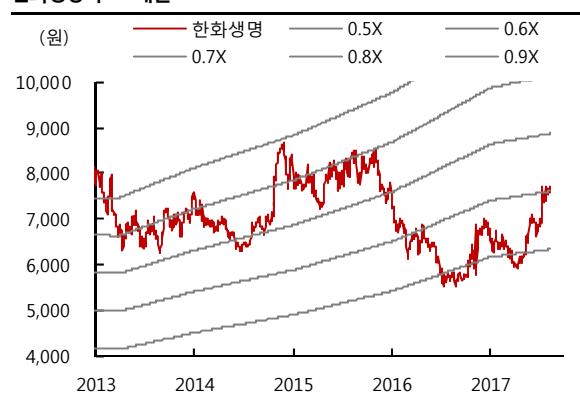
자료: SK 증권

한화생명 연간 이익 추정치 변경 내역

	수정 후		수정 전		Chg (% , %p)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
당기순이익 (십억원)	594.7	541.2	524.4	528.1	13.4	2.5
ROE (%)	6.8	5.6	6.0	5.6	0.7	0.1
EPS (원)	791	720	698	703	13.4	2.5
BPS (원)	12,545	13,075	12,348	12,891	1.6	1.4

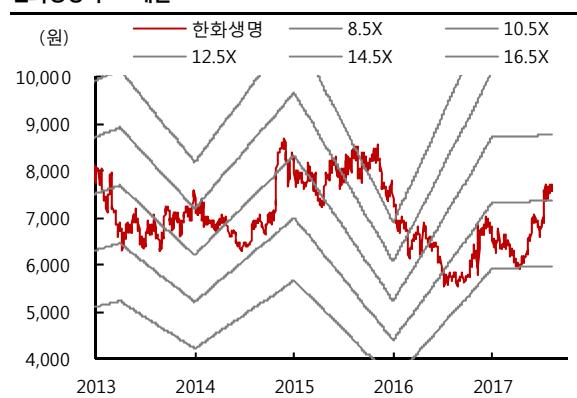
자료: SK 증권

한화생명의 12 개월 forward PBR Band chart



자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 12 개월 forward PER Band chart



자료: 한화생명, SK 증권

한화생명 2Q17 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	2Q17	2Q16	YoY (%)	1Q17	QoQ (%)	2Q17E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	2312	3771	(38.7)	287.9	(19.7)	465.4	(50.3)		
투자손익	8226	7788	5.6	846.3	(2.8)	791.2	4.0		
영업이익	63.6	(58.4)	n/a	5.1	1,148.3	(15.9)	n/a	(31.5)	n/a
세전이익	2926	153.5	90.6	235.1	24.5	208.8	40.1	206.6	41.6
순이익	221.9	116.7	90.1	180.9	22.7	158.2	40.2	160.9	37.9

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)
	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q			누적	누적	
전체 수입보험료	3,365	3,285	4,399	3,447	3,340	(3.1)	(0.8)	7,497	6,787	(9.5)
보장성	1,584	1,635	1,617	1,663	1,649	(0.8)	4.1	3,299	3,312	0.4
연금형	926	900	885	959	879	(8.4)	(5.0)	1,943	1,838	(5.4)
저축성	584	622	621	630	516	(18.2)	(11.6)	1,781	1,146	(35.6)
퇴직	271	127	1,276	195	296	51.8	8.9	474	490	3.6
APE	420	512	506	621	409	(34.1)	(2.6)	1,108	1,029	(7.1)
보장성	240	283	238	296	240	(18.7)	0.2	587	536	(8.8)
연금형	112	113	153	217	114	(47.5)	1.5	247	331	34.2
저축성	68	117	114	108	54	(49.5)	(19.5)	274	162	(40.7)
보험영업수익	2,425	2,492	2,467	2,607	2,401	(7.9)	(1.0)	5,662	5,008	(11.6)
보험영업비용	2,048	2,138	2,365	2,319	2,170	(6.4)	6.0	4,182	4,489	7.3
보험손익	377	354	102	288	231	(19.7)	(38.7)	1,481	519	(64.9)
투자손익	779	747	868	846	823	(2.8)	5.6	1,559	1,669	7.0
책임준비금전입액	1,214	1,118	1,349	1,129	990	(12.3)	(18.5)	3,131	2,119	(32.3)
영업이익	(58)	(17)	(379)	5	64	1,148.3	흑전	(91)	69	흑전
영업외이익	212	215	250	230	229	(0.5)	8.0	431	459	64
세전이익	154	198	(129)	235	293	24.5	90.6	340	528	55.0
순이익	117	150	(98)	181	222	22.7	90.1	262	403	53.5
경영효율지표 (%)										
보험료지급율	62.4	64.1	72.1	67.5	67.9	0.4	5.5	54.3	67.7	134
위험손해율	79.8	75.7	80.9	81.5	73.2	(8.3)	(6.5)	79.7	77.4	(2.3)
사업비율	14.3	14.9	11.9	14.2	14.4	0.2	0.1	13.3	14.3	1.0
투자수익률	3.9	3.7	4.3	4.2	4.0	(0.2)	0.1	4.0	4.1	0.1

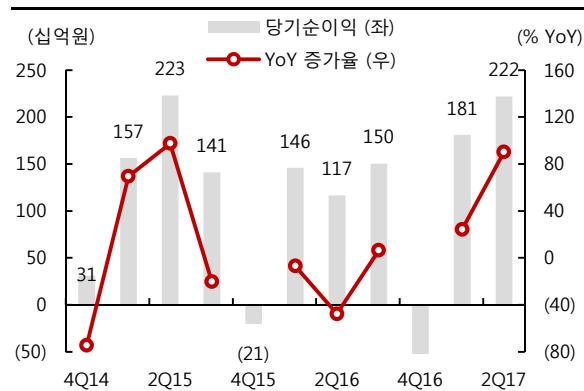
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명 별도 기준 운용자산 현황

(단위: 십억원)	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	81,147	81,686	82,187	81,412	83,751	100.0	2.9	3.2
현금및예치금	582	458	754	473	480	0.6	1.6	(17.5)
유기증권	59,541	60,049	59,246	58,722	60,877	72.7	3.7	2.2
주식	355	447	606	637	641	0.8	0.8	80.6
채권	39,939	38,395	34,921	33,121	33,085	39.5	(0.1)	(17.2)
수익증권	5,044	5,680	5,525	6,170	5,945	7.1	(3.6)	17.9
외화증권	12,492	14,237	16,437	17,428	19,480	23.3	11.8	55.9
기타증권	611	534	871	484	835	1.0	72.6	36.7
관계사지분	750	755	886	884	891	1.1	0.9	18.8
대출채권	17,565	17,696	18,736	18,791	18,922	22.6	0.7	7.7
부동산	3,504	3,517	3,502	3,469	3,471	4.1	0.1	(0.9)

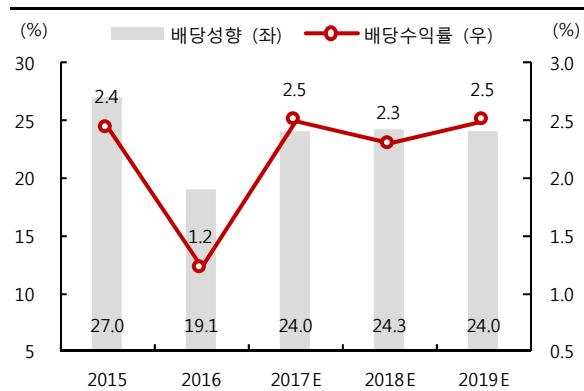
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 별도 당기순이익 추이



자료: 한화생명, SK 증권

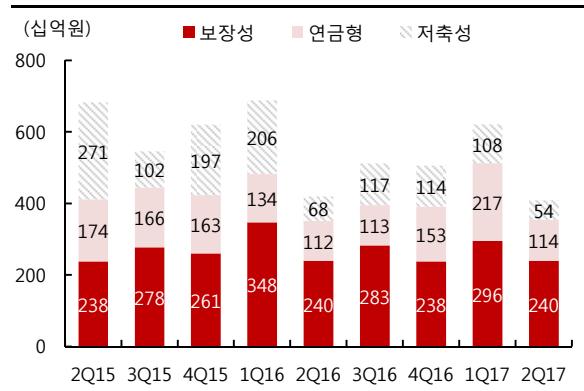
한화생명의 별도 기준 배당지표 추이 및 전망



자료: 한화생명, SK 증권

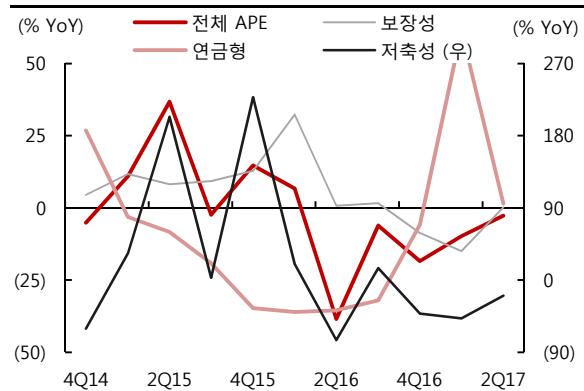
주: 2016년 배당 미발표

한화생명의 연납화 보험료 (APE) 금액 추이



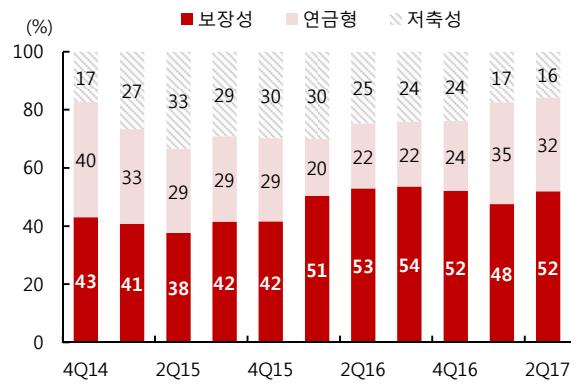
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 보종별 연납화 보험료 (APE) 증가율



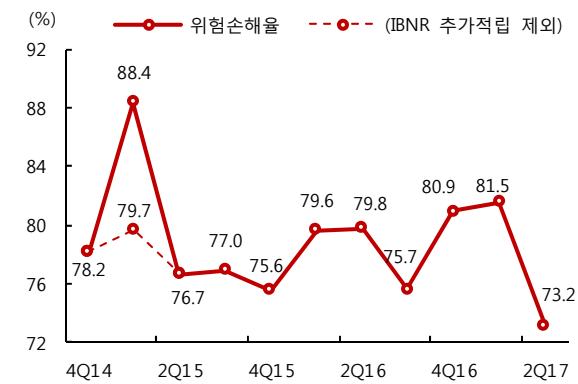
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 연납화 보험료 (APE) 구성비



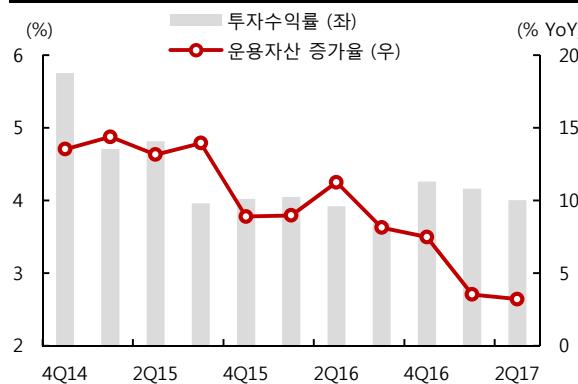
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 위험손해율



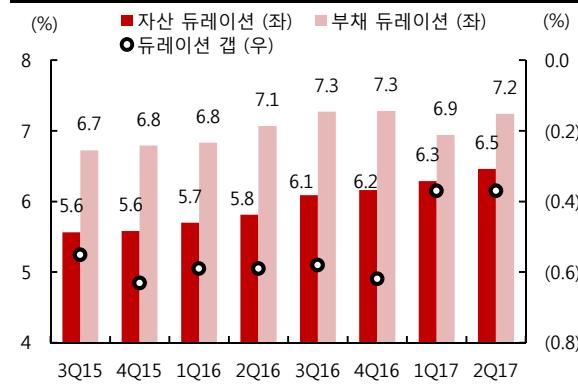
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 투자수익률 및 운용자산 증가율



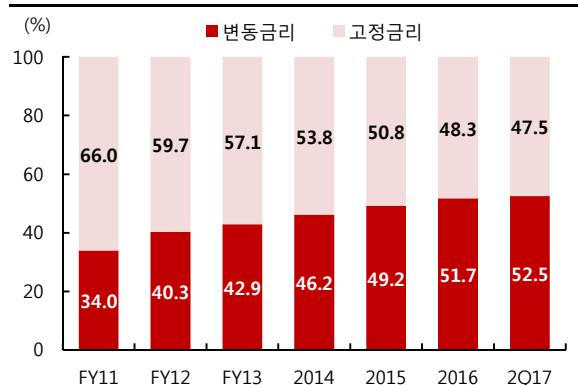
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 자산 및 부채 드레이션 추이



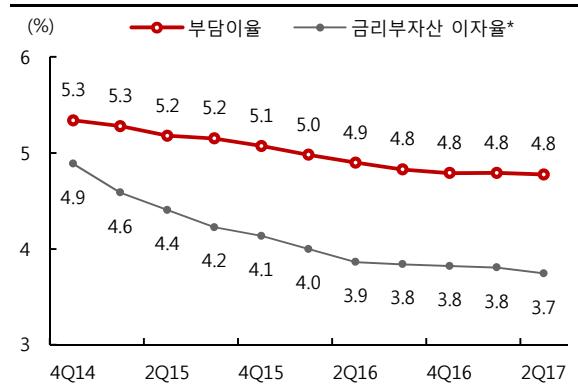
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 금리형태별 준비금 비중



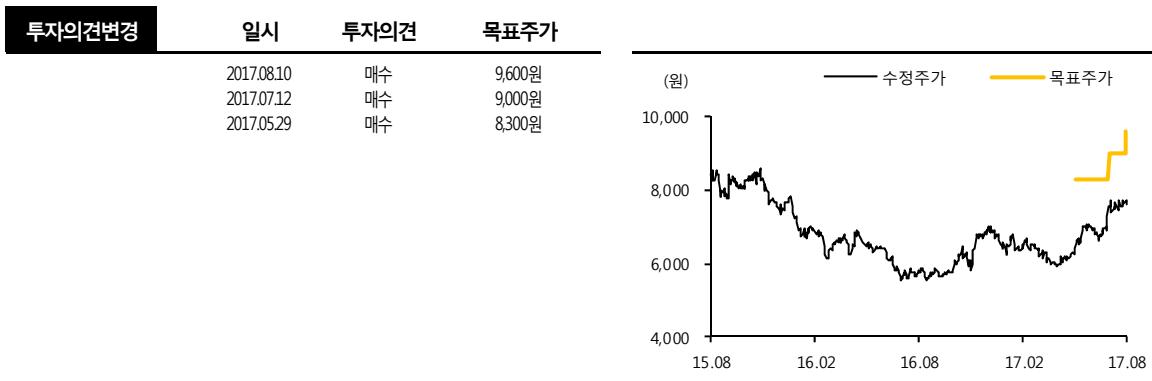
자료: 한화생명, SK 증권

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 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 (2017년 8월 10일 기준)

매수	91.5%	중립	8.5%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	76,466	82,188	85,601	90,111	95,228
현금 및 예치금	751	754	167	235	73
유가증권	55,291	59,246	62,546	66,160	70,588
주식	857	1,492	1,597	1,677	1,761
채권	39,149	34,921	33,524	34,955	36,940
수익증권	5,477	5,525	6,078	6,443	6,829
외화유가증권	9,143	16,437	20,546	22,245	24,175
기타유가증권	664	871	801	841	883
대출채권	16,980	18,736	19,426	20,179	20,944
부동산	3,519	3,502	3,462	3,537	3,623
비운용자산	3,383	3,281	3,380	3,481	3,585
특별계정자산	19,007	19,863	20,856	21,690	22,558
자산총계	98,855	105,331	109,837	115,282	121,371
책임준비금	67,689	73,290	77,800	82,677	87,786
보험료적립금	64,726	69,949	74,375	79,001	83,922
계약자지분조정	1,137	813	854	888	923
기타부채	1,996	2,206	342	-399	-839
특별계정부채	19,462	20,869	21,913	22,789	23,701
부채총계	90,283	97,179	100,908	105,956	111,571
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	2,494	2,680	3,233	3,631	4,094
자본조정	-924	-924	-924	-924	-924
기타포괄손익누계	2,174	1,569	1,791	1,791	1,791
자본총계	8,572	8,153	9,426	9,825	10,287
부채와자본총계	98,855	105,331	109,837	115,282	121,371

성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	7.9	6.6	4.3	5.0	5.3
운용자산	8.9	7.5	4.2	5.3	5.7
특별계정자산	6.4	4.5	5.0	4.0	4.0
부채	8.8	7.6	3.8	5.0	5.3
책임준비금	9.1	8.3	6.2	6.3	6.2
자본	-0.9	-4.9	9.5	4.5	5.1
수입보험료	9.5	1.5	-3.3	24	3.6
일반계정	11.8	24	-6.3	24	3.7
특별계정	4.8	-0.4	3.3	23	3.4
순사업비	-15.2	-2.6	2.2	3.7	4.5
투자영업이익	-0.6	-0.6	2.0	-34	3.9
세전이익	8.7	-28.8	90.9	-8.6	9.8
순이익	21.0	-37.0	88.7	-9.0	9.8

자료: SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	14,960	15,180	14,680	15,030	15,576
일반계정	10,233	10,474	9,818	10,056	10,431
특별계정	4,727	4,707	4,863	4,974	5,145
보험손익	2,193	1,937	1,098	1,446	1,585
보험영업수익	10,379	10,622	9,974	10,212	10,591
보험료수익	10,233	10,474	9,818	10,056	10,431
재보험수익	146	148	157	157	160
보험영업비용	8,186	8,685	8,876	8,766	9,007
지급보험금	5,865	6,359	6,500	6,335	6,478
재보험비용	159	160	167	170	174
사업비	916	892	912	945	988
신계약비상각비	1,243	1,271	1,294	1,313	1,365
할인료	3	3	0	0	0
투자손익	3,192	3,174	3,239	3,128	3,248
책임준비금전입액	5,657	5,598	4,509	4,875	5,107
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	-273	-487	-171	-301	-274
영업외이익	847	896	952	1,015	1,057
특별계정 수입수수료	902	938	1,013	1,074	1,117
특별계정 지급수수료	25	21	19	19	20
세전이익	574	409	781	714	784
법인세비용	74	94	186	173	190
당기순이익	500	315	595	541	594

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	57.3	60.7	66.2	63.0	62.1
위험손해율	79.4	79.0	77.2	76.9	77.2
사업비율	13.7	13.2	13.5	13.7	13.8
투자이익률	4.5	4.1	3.9	3.6	3.6
수익성 (%)					
ROE	5.8	3.8	7.0	5.9	6.2
ROA	0.5	0.3	0.6	0.5	0.5
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	666	419	791	720	790
보통주 BPS	11,409	10,850	12,545	13,075	13,691
보통주 DPS	180	80	190	175	190
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	11.1	15.6	9.6	10.6	9.6
보통주 PBR (배)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
배당성향	27.0	19.1	24.0	24.3	24.0
보통주 배당수익률	2.4	1.2	2.5	2.3	2.5