

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

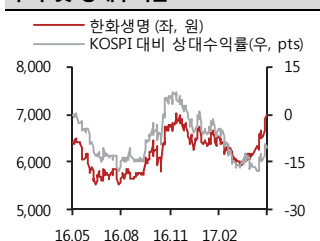
Company Data

자본금	4,343 십억원
발행주식수	86,853 만주
자사주	11,714 만주
액면가	5,000 원
시가총액	6,080 십억원
주요주주	
(주)한화건설(외5)	48.30%
예금보험공사	15.25%
외국인지분율	13.90%
배당수익률	1.10%

Stock Data

주가(17/05/26)	7,000 원
KOSPI	2355.3 pt
52주 Beta	0.67
52주 최고가	7,020 원
52주 최저가	5,520 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	13.8%	6.7%
6개월	3.9%	-12.9%
12개월	9.4%	-9.1%

한화생명 (088350/KS | 매수(신규편입) | T.P 8,300 원(신규편입))

시장금리 상승의 수혜주

한화생명은 높은 고정금리부 준비금 비중 및 negative 듀레이션 갭으로 부담이 지속되어 왔으나, 금리 상승기에는 더 큰 수혜가 기대된다. 금리 상승에 따른 비용부담 증가를 이자 수익의 증가가 상회하며, 그 증가율 또한 타사보다 높을 것으로 예상되기 때문이다. 2Q 17 중 5,000 억원의 신종자본증권 발행에 성공하면서 RBC 비율이 212% 수준으로 상승한 것으로 추정되며, 당분간 추가적인 자본확충은 필요하지 않을 것으로 판단한다.

시장금리 상승기의 수혜가 기대되는 생명보험주

한화생명은 저금리 장기화로 이자역마진 부담을 지속해왔으나, 역으로 금리 상승기에는 더 큰 수혜를 입을 것으로 기대된다. 높은 고정금리부 준비금 비중 (1Q17 48%) 및 negative 듀레이션 갭 (1Q17 -0.4 년)에 따라 금리 상승에 따른 비용부담 증가를 이자 수익의 증가가 상회하며, 그 증가율 또한 타사보다 높을 것으로 예상되기 때문이다. 시장금리의 우상향이 전망되는 구간에서 보다 빠른 이익개선을 기대할 수 있다. 동사는 마진율이 높은 보장성 상품 (2016 년 신계약마진 전체 27% vs. 보장성 40%대) 판매 확대로 포트폴리오 개선 노력을 지속하고 있어 질적인 성장에 따른 가치 증대도 예상된다.

신종자본증권 5,000 억원 발행으로 RBC 비율 10%p 상승

한화생명은 2Q17 중 신종자본증권 5,000 억원 발행에 성공했다. 이에 따라 RBC 비율은 212% 수준으로 상승한 것으로 추정된다. 현 RBC 제도의 강화가 연내 미치는 영향은 제한적일 것으로 전망돼 당분간 추가적인 자본확충은 필요하지 않을 것으로 판단한다. 한화생명은 2017 년 당기순이익은 4,940 억원 (+56.8% YoY)으로, 2016 년의 자산보험금 이수 소멸 및 변액보증 준비금 추가전입 감소로 책임준비금 전입액이 6,000 억원 수준 감소함에 따라 큰 폭의 이익 성장을 시현할 것으로 전망한다.

한화생명에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 8,300 원으로 커버리지를 개시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	십억원	13,664	14,960	15,180	14,659	15,124	15,687
YoY	%		9.5	1.5	-3.4	3.2	3.7
보험손익	십억원	1,477	2,193	1,937	1,543	1,813	1,862
투자손익	십억원	3,210	3,192	3,174	3,187	3,270	3,418
위험손해율	%	80.4	79.4	79.0	78.2	77.8	77.4
투자수익률	%	5.0	4.5	4.1	3.8	3.7	3.7
영업이익	십억원	-347	-273	-487	-274	-284	-287
YoY	%		적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	십억원	528	574	409	648	683	719
순이익	십억원	414	500	315	494	517	545
YoY	%		21.0	-37.0	56.8	4.7	5.4
EPS	원	497	666	419	657	689	726
BPS	원	10,483	11,409	10,850	12,308	12,836	13,392
PER	배	16.7	11.1	15.6	10.7	10.2	9.7
PBR	배	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
ROE	%	5.3	5.8	3.8	5.7	5.5	5.5
배당수익률	%	2.2	2.4	1.2	2.3	2.4	2.6

Valuation

SK 증권은 한화생명의 12개월 forward BPS 12,528 원에 목표 PBR 0.66X 를 적용한 8,300 원을 목표주가로 제시한다. 목표 PBR 은 향후 3 개년 기대 ROE 평균 6.4%를 COE 로 할인하여 산출한 이론적 PBR 0.83X 에 생명보험사의 자본 불확실성을 감안한 할인을 20%를 부여하였다.

한화생명의 목표주가 산출식

항목	한화생명	비고
자기자본비용 (%)	7.7	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.3	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.7	(d): 한화생명의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	6.4	(e): 한화생명의 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	0.83	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	(20.0)	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	0.66	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	12,528	(j): 한화생명의 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	8,300	(k): (i)*(j)
현재가 (05/26, 원)	7,000	
상승여력 (%)	18.6	

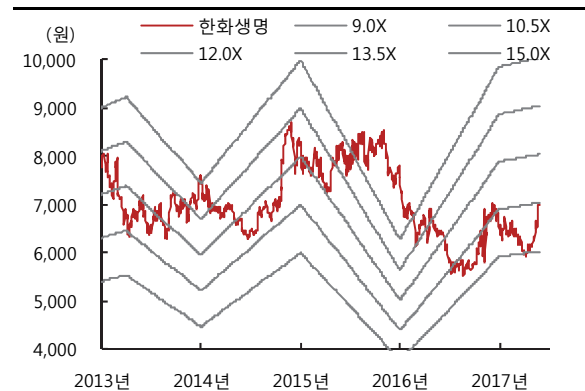
자료: SK 증권

한화생명의 PBR Band chart



자료: SK 증권

한화생명의 PER Band chart



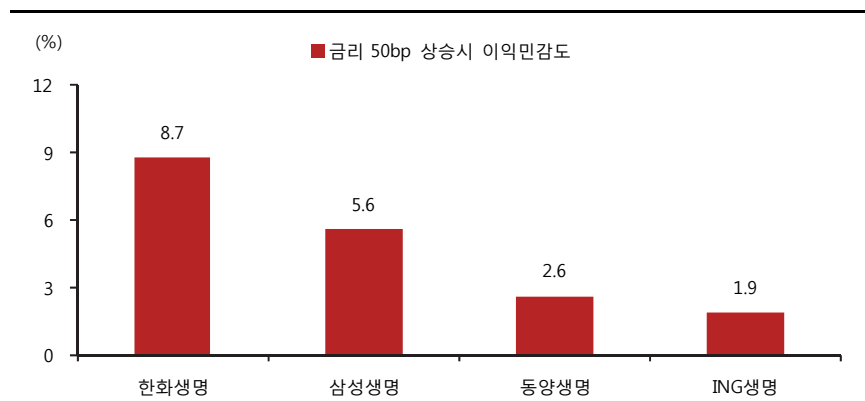
자료: SK 증권

분기별/연도별 한화생명 실적추정

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
수입보험료	4,131	3,365	3,285	4,399	3,447	3,407	3,319	4,486	15,180	14,659	15,124
보장성	1,714	1,584	1,635	1,617	1,663	1,648	1,684	1,666	6,551	6,660	6,910
연금형	1,017	926	900	885	959	907	891	867	3,728	3,625	3,671
저축성	1,197	584	622	621	630	613	610	652	3,024	2,505	2,599
퇴직	202	271	127	1,276	195	239	134	1,302	1,877	1,869	1,944
보험손익	1,103	377	354	102	288	449	443	362	1,937	1,543	1,813
보험영업수익	3,237	2,425	2,492	2,467	2,607	2,514	2,507	2,516	10,622	10,143	10,480
보험영업비용	2,134	2,048	2,138	2,365	2,319	2,064	2,063	2,154	8,685	8,600	8,667
투자손익	781	779	747	868	846	803	758	780	3,174	3,187	3,270
책임준비금전입액	1,916	1,214	1,118	1,349	1,129	1,287	1,322	1,267	5,598	5,004	5,367
영업이익	(32)	(58)	(17)	(379)	5	(34)	(121)	(124)	(487)	(274)	(284)
영업외이익	219	212	215	250	230	226	221	245	896	922	967
특별계정 수입수수료	228	231	236	242	243	240	244	243	938	969	1,015
세전이익	187	154	198	(129)	235	192	100	121	409	648	683
법인세비용	41	37	47	(31)	54	46	24	29	94	154	165
당기순이익	146	117	150	(98)	181	145	76	92	315	494	517
위험손해율 (%)	79.6	79.8	75.7	80.9	81.5	78.1	77.1	76.3	79.0	78.2	77.8
사업비율 (%)	12.5	14.3	14.9	11.9	14.2	13.3	13.9	11.4	13.2	13.1	13.3
투자수익률 (%)	4.0	3.9	3.7	4.3	4.2	3.9	3.5	3.6	4.1	3.8	3.7
ROE (%)	6.6	4.9	6.1	(4.3)	8.7	6.6	3.3	4.0	3.8	5.7	5.5

자료: 한화생명 SK 증권

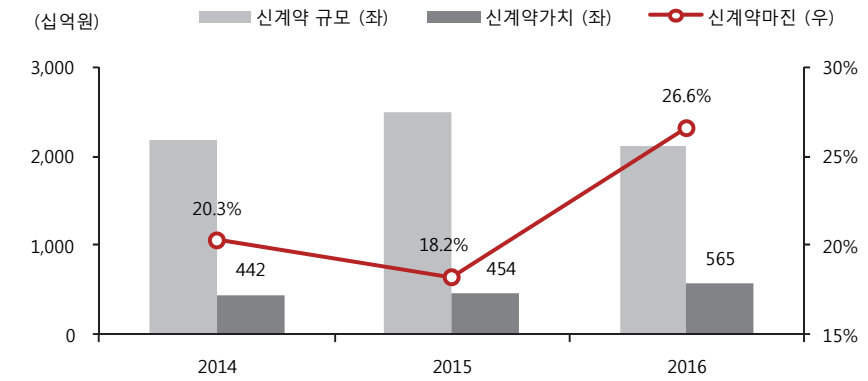
금리 50bp 상승 시 주요 생명보험사별 이익변동 추정



자료: 생명보험협회 SK 증권

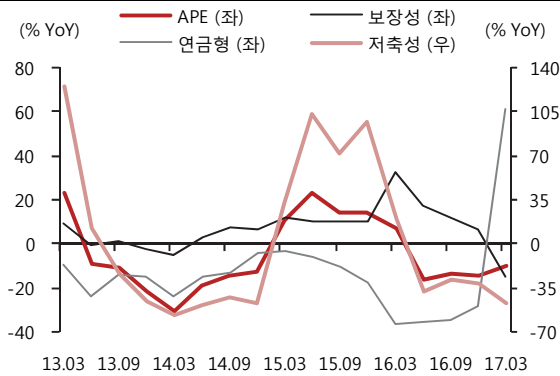
주: 2017년 순이익 전망치 대비 예상 변동률, 금리연동형 부채의 부담이율은 금리상승분을 절반 반영한다고 가정

한화생명, 신계약마진 상승에 따른 신계약가치 증가 시현



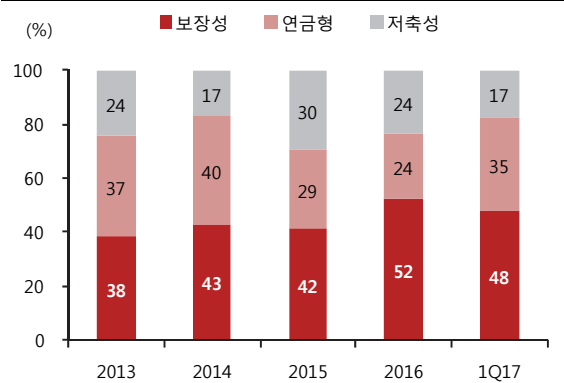
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 보증별 APE 증가율



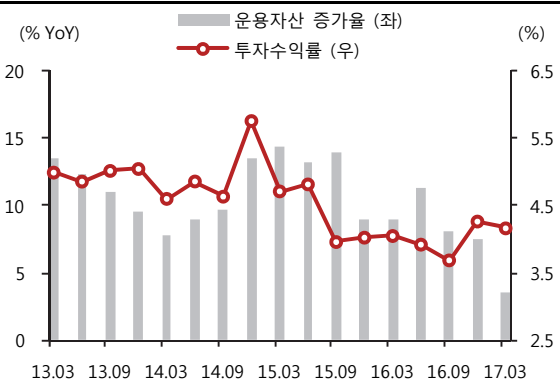
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 보증별 APE 구성비



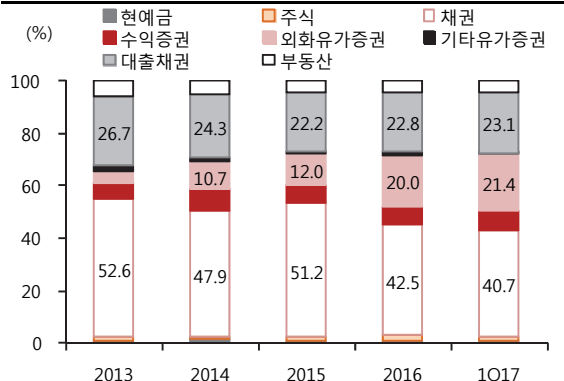
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 운용자산 증가율 및 투자수익률



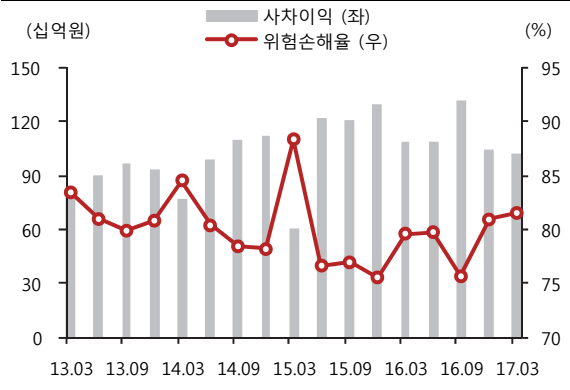
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 운용자산 구성비



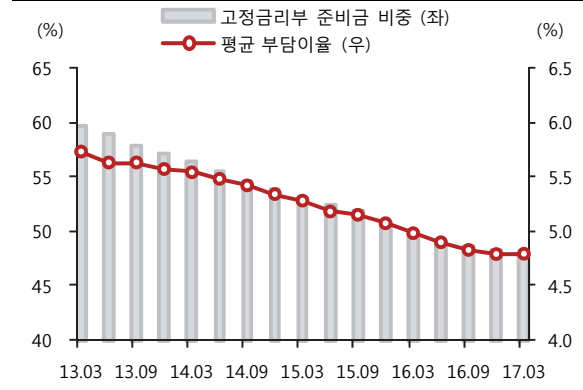
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 위험손해율 및 사차이익 추이



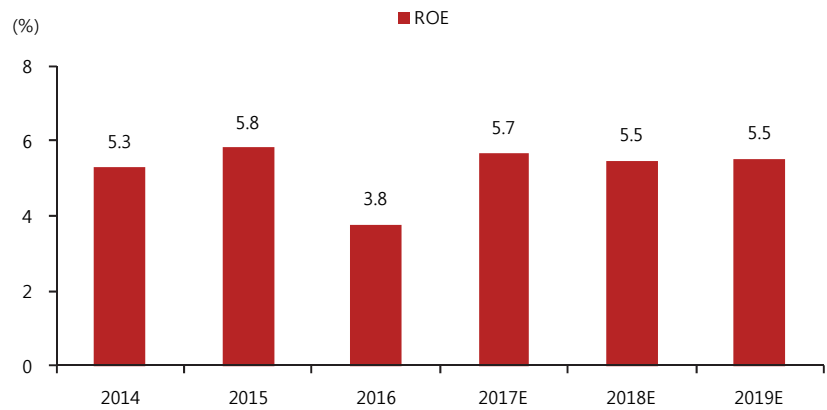
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 고정금리 준비금 비중 및 부담이율 추이



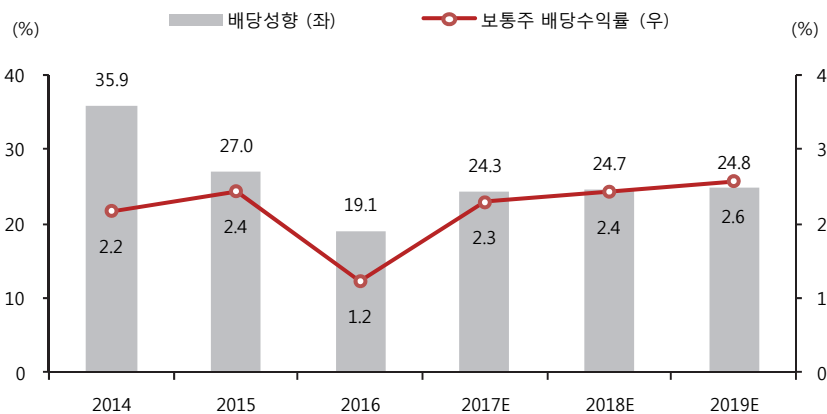
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 연도별 ROE



자료: 한화생명, SK 증권

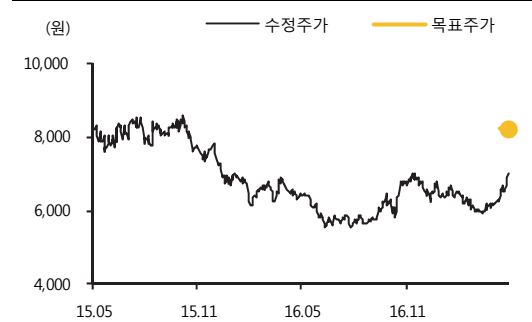
한화생명의 배당성향 및 배당수익률 전망



자료: WiseFn, SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.05.29	매수	8,300원



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 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 29일 기준)

매수	93.88%	중립	6.12%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	76,466	82,187	86,982	92,514	98,211
현금 및 예치금	751	754	1,110	1,314	1,251
유가증권	55,291	59,246	61,959	66,155	70,883
주식	857	1,492	1,567	1,645	1,727
채권	39,149	34,921	32,476	34,217	36,324
수익증권	5,477	5,525	6,354	6,735	7,140
외화유가증권	9,143	16,437	21,039	23,008	25,116
기타유가증권	664	871	522	549	576
대출채권	16,980	18,736	20,337	21,353	22,275
부동산	3,519	3,502	3,576	3,692	3,802
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	111,217	117,685	124,354
책임준비금	67,689	73,290	78,298	83,670	89,241
보험료적립금	64,726	69,949	74,581	79,533	84,827
계약자지분조정	1,137	813	854	888	923
기타부채	1,996	2,206	904	693	427
특별계정부채	19,462	20,869	21,913	22,789	23,701
부채총계	90,283	97,179	101,969	108,040	114,291
지배주주지분					
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	985	985	985
이익잉여금	2,494	2,680	3,137	3,534	3,952
자본조정	(924)	(924)	(924)	(924)	(924)
기타포괄손익누계	2,174	1,569	1,707	1,707	1,707
자본총계	8,572	8,153	9,248	9,645	10,063
부채외자본총계	98,855	105,331	111,217	117,685	124,354

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	14,960	15,180	14,659	15,124	15,687
일반계정	10,233	10,474	9,989	10,322	10,722
특별계정	4,727	4,707	4,671	4,801	4,965
보험손익	2,193	1,937	1,543	1,813	1,862
보험영업수익	10,379	10,622	10,143	10,480	10,883
보험료수익	10,233	10,474	9,989	10,322	10,722
재보험수익	146	148	155	158	161
보험영업비용	8,186	8,685	8,600	8,667	9,021
지급보험금	5,865	6,359	6,248	6,271	6,521
재보험비용	159	160	166	169	172
사업비	916	892	894	937	980
신계약비상각비	1,243	1,271	1,290	1,287	1,345
할인료	3	3	3	3	3
투자손익	3,192	3,174	3,187	3,270	3,418
책임준비금전입액	5,657	5,598	5,004	5,367	5,567
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	(273)	(487)	(274)	(284)	(287)
영업외이익	847	896	922	967	1,006
특별계정 수입수수료	902	938	969	1,015	1,055
특별계정 지급수수료	25	21	20	21	22
세전이익	574	409	648	683	719
법인세비용	74	94	154	165	174
당기순이익	500	315	494	517	545
지배주주 순이익					

성장률

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	7.9	6.6	5.6	5.8	5.7
운용자산	8.9	7.5	5.8	6.4	6.2
특별계정자산	6.4	4.5	5.0	4.0	4.0
부채	8.8	7.6	4.9	6.0	5.8
책임준비금	9.1	8.3	6.8	6.9	6.7
자본	-0.9	-4.9	13.4	4.3	4.3
수입보험료	9.5	1.5	-3.4	3.2	3.7
일반계정	11.8	2.4	-4.6	3.3	3.9
특별계정	4.8	-0.4	-0.8	2.8	3.4
순사업비	-15.2	-2.6	0.2	4.9	4.6
투자영업이익	-0.6	-0.6	0.4	2.6	4.5
세전이익	8.7	-28.8	58.5	5.3	5.4
순이익	21.0	-37.0	56.8	4.7	5.4
지배주주 순이익					

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	57.3	60.7	62.6	60.7	60.8
위험손해율	79.4	79.0	78.2	77.8	77.4
사업비용	13.7	13.2	13.1	13.3	13.4
투자이익률	4.4	4.1	3.8	3.7	3.6
수익성 (%)					
ROE	5.8	3.8	5.7	5.5	5.5
ROA	0.5	0.3	0.5	0.5	0.5
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	666	419	657	689	726
보통주 BPS	11,409	10,850	12,308	12,836	13,392
보통주 DPS	180	80	160	170	180
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	11.1	15.6	10.6	10.2	9.6
보통주 PBR (배)	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5
배당성향	27.0	19.1	24.3	24.7	24.8
보통주 배당수익률	2.4	1.2	2.3	2.4	2.6

자료 : SK증권 추정