

# 보험

Overweight  
(Maintain)

2016. 7. 19

## 2Q16E 실적 Preview와 손보사의 이익 창출력 점검

2016년 2분기 보험사들의 실적은 시장 컨센서스에 부합할 전망입니다. 손보사는 손해율 개선에 힘입어 14% 증익이, 생보사들은 25% 감익이 예상됩니다. 손보사들이 견조한 이익을 유지하기 위해선 금리 Level과 업계 경쟁이 중요합니다. 업종 Top Pick으로 삼성화재, KB손해보험과 동부화재를 관심종목으로 삼성생명을 유지합니다.



증권/보험

Analyst 김태현

02) 3787-4904

thkim@kiwoom.com

키움증권

## Contents



### I. 보험 업종 2분기 실적 전망 요약 3

### II. 2분기 실적 PREVIEW: 컨센서스 부합 4

- > 2Q16E 합산순이익 8.0%YoY 감소 예상 4
- > 손해보험사: 전년동기비 14% 증익 전망 6
- > 생명보험사: 전년동기비 25% 이익 감소 예상 9

### III. 이슈 점검: 손보사 이익 창출력 점검 11

- > 손보사의 이차마진은 단기적으로 20~30bp 유지 가능 전망 11
- > 차별화되는 전략 속에 자산의 Quality 중요해질 전망 13
- > 보험영업 증익은 금융당국의 규제보다 업계 경쟁 강도가 중요 17

### IV. 투자전략 19

- 당사는 7월 18일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제 공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료 상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## 손보사의 이익 창출력 점검

### >>> 2Q16E Preview: 컨센서스 부합

당사 커버리지 8개 보험사의 2Q16E 합산 순이익은 1조 1,842억원으로 전년 동기비 8% 감소할 전망이다. 시장 컨센서스와 부합하는 실적이다. 손보사는 증익 추세를 이어가는 반면, 생보사는 감익으로 돌아섰다. 손보사 합산 순이익은 6,476억원으로 14% 증가가, 생보사 합산 순이익은 5,366억원으로 전년동기비 25% 감소가 예상된다. 손보사 증익의 주요인은 손해율 개선과 운용자산 성장에 따른 투자수익 증가다. 손보사의 일반보험 및 자동차보험 손해율은 각각 7.9%p, 0.7%p YoY 개선이 예상된다. 컨센서스 대비 이익이 양호할 것으로 추정되는 보험사는 메리츠화재, KB손해보험, 동부화재다.

### >>> 손보사 이익 창출력 점검

저금리가 장기화되면서 손보사들이 1) 지속적으로 이차이익을 낼 수 있는지, 2) 개선되는 사차이익이 축소되는 이차이익을 만회할 수 있는지가 새로운 화두로 떠오르고 있다. 결론적으로 금리 레벨과 업계 경쟁 강도가 중요하다. 시중금리가 현 추세를 유지해도, 손보사들은 단기적으로 20~30bp 내외의 마진을 유지할 수 있을 전망이다. 이는 1) 적극적인 공시이율 인하, 2) 저축성 보험 최저보증이율의 계단식 하향과 3) 매각재원(회사 측의 이익 방어 의지)을 통해서다. 다만, 3~4년 이후에는 현재 수준보다 이차마진이 축소될 가능성이 높을 것으로 예상된다. 사차이익 측면에선 금융당국의 규제보단 업계 경쟁이 중요하다. 선진화되는 사회 속에서 금융당국의 직접적 가격 규제 가능성은 제한적이다. 다만, '금융소비자 보호'와 '공정한 경쟁'이라는 명목 하에 업계 내 경쟁구도를 강화하기 위한 금융당국의 노력은 지속될 수 있다.

### >>> 투자전략

현재 금리 상황에서 손보주에 대한 투자가 생보주 대비 유효하다. 손보주의 낮아진 밸류에이션이 투자자에게 매력적으로 비춰질 수 있다. 자동차보험 손해율 하락과 장기위험손해율 안정화에 따른 실적 모멘텀도 유지될 수 있다.

다만, 연말로 갈수록 자본여력에 대한 이슈는 재차 발생 가능하다. 업종 Top Picks로 삼성화재와 동부화재, KB손해보험, 관심종목으로 삼성생명을 유지한다.

# I. 보험 업종 2분기 실적 전망 요약

(단위: 십억원, %)		2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	%YoY	%QoQ	2015	2016E	2017E
삼성생명	수입보험료	6,755	6,264	7,957	6,353	6,874	1.8%	8.2%	27,457	27,980	29,203
	영업이익	83	6	-323	1,168	158	89.6%	-86.5%	61	1,377	295
	영업외이익	324	320	383	332	322	-0.4%	-3.0%	1,310	1,327	1,444
	세전이익	407	325	60	1,501	480	18.0%	-68.0%	1,372	2,704	1,739
	당기순이익	443	272	33	1,240	357	-19.3%	-71.2%	1,211	2,126	1,273
	위험손해율	75.8	73.5	78.2	80.9	78.0	2.2	-2.9	76.8	78.7	78.5
한화생명	투자수익률	3.6	3.3	3.7	5.9	3.5	0.0	-2.3	3.7	4.3	3.5
	수입보험료	3,347	3,342	4,761	4,131	3,463	3.5%	-16.2%	14,960	16,092	16,032
	영업이익	81	-84	-260	-32	-54	적전	적유	-273	-291	-304
	영업외이익	213	208	215	219	221	3.9%	1.0%	847	888	940
	세전이익	294	124	-45	187	168	-42.9%	-10.2%	574	597	636
	당기순이익	223	141	-21	146	127	-43.0%	-12.8%	500	457	482
동양생명	위험손해율	76.7	77.0	75.6	79.6	76.5	-0.2	-3.1	79.4	78.0	78.1
	투자수익률	4.9	4.0	4.0	4.0	3.9	-1.0	-0.1	4.4	3.9	3.8
	수입보험료	978	1,037	1,247	2,034	1,669	70.7%	-18.0%	4,230	6,946	7,554
	영업이익	48	24	-2	80	56	17.2%	-29.9%	158	143	172
	영업외이익	10	7	8	13	12	25.4%	-2.4%	35	50	53
	세전이익	58	31	6	93	69	18.6%	-26.1%	193	193	225
삼성화재	당기순이익	53	24	-1	81	52	-2.0%	-35.6%	151	162	171
	위험손해율	80.4	76.6	79.8	80.0	80.6	0.2	0.6	78.4	79.4	79.0
	투자수익률	4.2	3.5	3.7	4.3	4.0	-0.2	-0.3	4.2	3.9	3.8
	원수보험료	4,457	4,516	4,502	4,430	4,562	2.3%	3.0%	17,781	18,129	18,327
	경과보험료	4,243	4,255	4,233	4,248	4,346	2.4%	2.3%	16,956	17,213	17,435
	보험영업이익	-116	-117	-268	-96	-120	적유	적유	-606	-713	-624
동부화재	투자영업이익	434	346	397	478	460	6.2%	-3.7%	1,677	1,860	1,955
	영업이익	318	229	129	382	340	7.1%	-11.0%	1,071	1,147	1,331
	세전이익	312	229	110	370	340	9.2%	-8.1%	1,034	1,122	1,241
	당기순이익	239	177	73	284	258	8.0%	-9.3%	783	854	940
	합산비용	102.7	102.8	106.3	102.3	102.8	0.0	0.5	103.6	104.1	103.6
	투자수익률	3.5	2.7	3.0	3.5	3.4	-0.1	-0.1	3.3	3.3	3.3
현대해상	원수보험료	2,829	2,865	2,993	2,979	2,959	4.6%	-0.7%	11,488	11,969	12,143
	경과보험료	2,600	2,647	2,713	2,731	2,723	4.7%	-0.3%	10,565	10,949	11,091
	보험영업이익	-44	-76	-151	-108	-47	적유	적유	-381	-337	-372
	투자영업이익	239	236	245	237	258	7.6%	8.9%	978	1,021	1,084
	영업이익	195	160	94	128	210	7.7%	64.0%	597	684	712
	세전이익	189	146	83	116	198	5.1%	71.3%	539	635	704
KB손해보험	당기순이익	143	112	63	88	136	-4.9%	54.3%	413	444	482
	합산비용	101.7	102.9	105.6	104.0	101.7	0.0	-2.3	103.6	103.1	103.4
	투자수익률	4.0	3.8	3.8	3.6	3.9	-0.1	0.3	4.0	3.8	3.7
	원수보험료	2,992	3,011	3,175	3,057	3,100	3.6%	1.4%	12,119	12,507	12,777
	경과보험료	2,691	2,796	2,829	2,796	2,799	4.0%	0.1%	10,976	11,370	11,595
	보험영업이익	-99	-110	-221	-98	-99	적유	적유	-558	-506	-538
메리츠화재	투자영업이익	221	219	189	224	222	0.4%	-1.0%	852	918	985
	영업이익	122	109	-33	126	122	0.6%	-2.8%	294	412	447
	세전이익	117	105	-23	120	122	4.6%	1.7%	284	406	447
	당기순이익	88	79	-30	92	93	4.9%	1.1%	203	309	339
	합산비용	103.7	103.9	107.8	103.5	103.5	-0.2	0.0	105.1	104.5	104.6
	투자수익률	3.8	3.6	2.9	3.3	3.3	-0.6	-0.1	3.5	3.3	3.2
KB손해보험	원수보험료	2,252	2,272	2,326	2,356	2,347	4.2%	-0.4%	9,119	9,386	9,513
	경과보험료	2,020	2,049	2,059	2,068	2,093	3.6%	1.2%	8,141	8,335	8,432
	보험영업이익	-132	-161	-78	-72	-69	적유	적유	-458	-392	-415
	투자영업이익	184	157	158	178	188	2.3%	5.4%	680	744	780
	영업이익	52	-3	80	106	119	128.6%	12.3%	221	352	364
	세전이익	50	-2	88	92	118	136.9%	28.5%	226	337	359
메리츠화재	당기순이익	38	-2	69	70	90	138.6%	29.2%	174	257	275
	합산비용	106.5	107.8	103.8	103.5	103.3	-3.2	-0.2	105.6	104.7	104.9
	투자수익률	3.9	3.2	3.1	3.4	3.5	-0.4	0.1	3.5	3.4	3.3
	원수보험료	1,396	1,418	1,469	1,469	1,504	7.7%	2.4%	5,658	6,095	6,391
	경과보험료	1,311	1,345	1,384	1,392	1,420	8.3%	2.1%	5,325	5,769	6,049
	보험영업이익	-34	-81	-102	-68	-47	적유	적유	-335	-339	-371
메리츠화재	투자영업이익	121	162	156	153	144	19.0%	-6.1%	592	623	676
	영업이익	87	81	54	86	97	11.9%	13.6%	257	284	305
	세전이익	79	73	47	79	93	18.0%	18.0%	225	265	299
	당기순이익	60	56	35	62	71	17.4%	14.9%	171	203	228
	합산비용	102.6	106.0	107.4	104.9	103.3	0.7	-1.6	106.3	105.9	106.1
	투자수익률	4.2	5.4	5.0	4.7	4.4	0.2	-0.3	5.0	4.6	4.5



## II. 2분기 실적 Preview: 컨센서스 부합

### >>> 2Q16E 합산순이익 8.0%YoY 감소 예상

당사 커버리지 8개 보험사의 2Q16E 합산 순이익은 1조 1,842억원으로 전년 동기비 8% 감소할 전망이다. 시장 컨센서스와 부합하는 실적이다. 손보사는 증익 추세를 이어가는 반면, 생보사는 감익으로 돌아섰다. 손해보험사 5개사 합산 순이익은 6,476억원으로 14% 증가가, 생명보험사 3개사 합산 순이익은 5,366억원으로 전년동기비 25% 감소가 예상된다. 특히 요인으로는 현대해상의 희망퇴직금 지급, 삼성생명의 계약자이익배당준비금 환입 등이 있다.

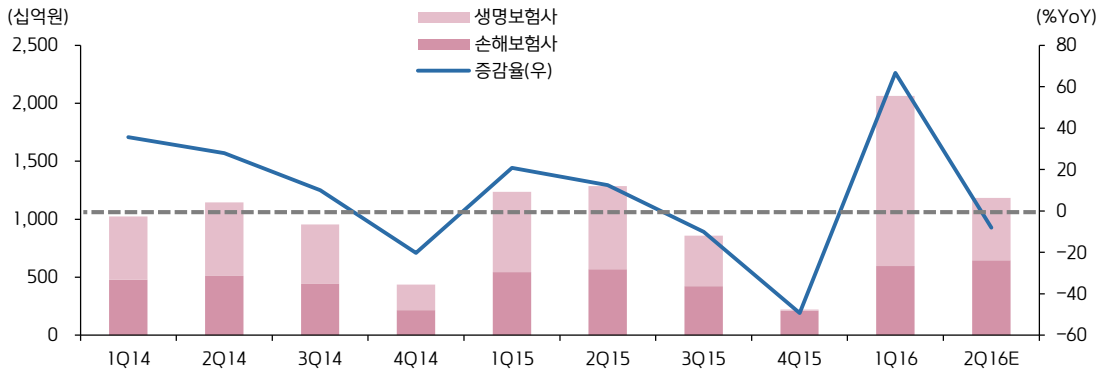
손해보험사 증익의 주요인은 손해율 개선과 운용자산 성장에 따른 투자수익 증가다. 손보사의 일반보험 및 자동차보험 손해율은 각각 7.9%p, 0.7%p YoY 개선이 예상된다. 반면, 장기 위험손해율은 전년 동기비 소폭 상승할 전망이다. 생명보험사 감익의 주요인은 저금리 장기화 여파로 이차이익 부분에서 매각이익 재원이 소진되고 있기 때문이다. 1분기 급증했던 생보사들의 보장성신계약은 2분기 전년동기비 정체 수준을 기록할 예상이며, 위험손해율도 전년동기비 소폭 악화될 전망이다.

커버리지 8개 보험사의 2Q16E 합산 순이익 전망 (단위: 십억원, %)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	%YoY	%QoQ	컨센서스	컨센서스대비
손해보험사	568	422	210	596	648	14.0	8.7	637	1.7
생명보험사	719	437	12	1,467	537	-25.4	-63.4	552	-2.8
합계	1,287	859	222	2,062	1,184	-8.0	-42.6	1,189	-0.4

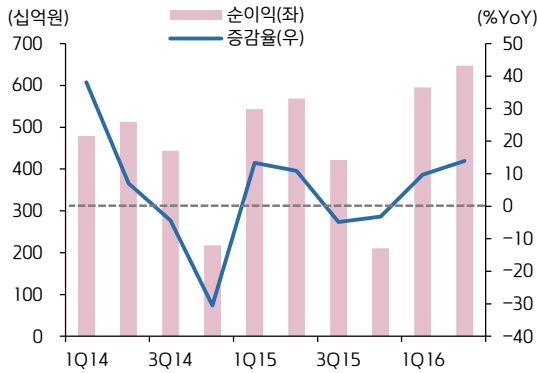
자료: 보험업계, 키움증권

### 2Q16E 순이익, 전년동기비 8.0% 감소, 컨센서스 부합 예상



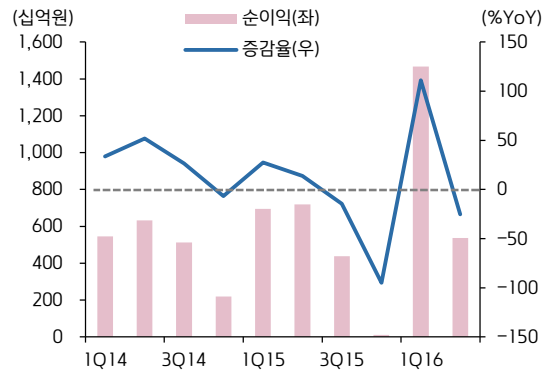
주: 당사 커버리지 8개 보험사 합산 기준, 자료: 보험업계, 키움증권

### 5개 손보사 합산 2Q16E 순이익, 14.0% 증가 예상



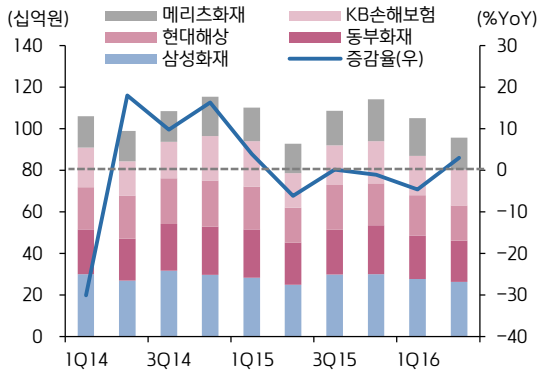
주: 당사 커버리지 5개 손보사 합산 기준,  
자료: 보험업계, 키움증권

### 3개 생보사 합산 2Q16E 순이익, 25.4% 감소 예상



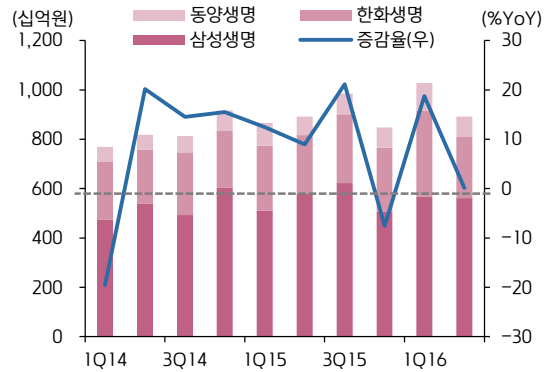
주: 당사 커버리지 3개 생보사 합산 기준  
자료: 보험업계, 키움증권

### 손보업계 2Q16E 보장성인보험신계약, 3% 성장



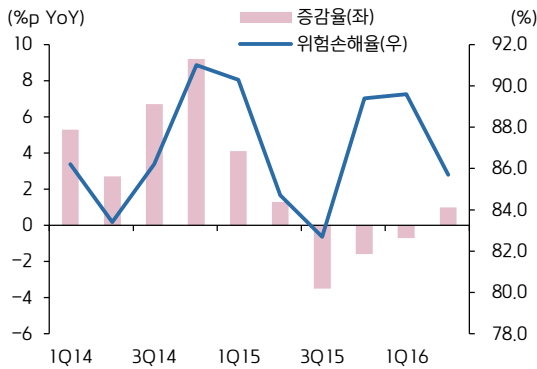
주: 당사 커버리지 5개 손보사 합산 기준  
자료: 보험업계, 키움증권

### 생보업계 2Q16E 보장성신계약 전년수준 유지



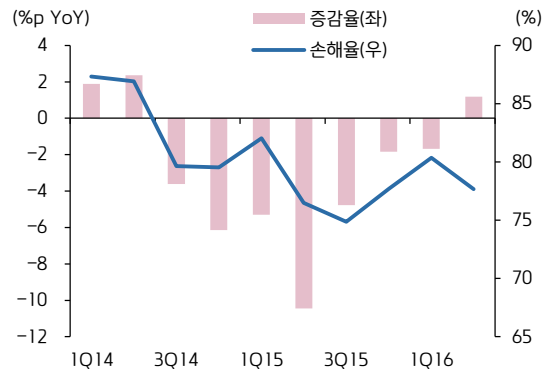
주: 당사 커버리지 3개 생보사 합산 기준, APE기준  
자료: 보험업계, 키움증권

### 손보업계 2Q16E 위험손해율, 1.0%pYoY 상승 예상



주: 당사 커버리지 4개 손보사(KB손해보험 제외) 합산 기준  
자료: 보험업계, 키움증권

### 생보업계 2Q16E 위험손해율, 1.2%pYoY 상승 예상



주: 당사 커버리지 3개 생보사 합산 기준  
자료: 보험업계, 키움증권

## >>> 손해보험사: 전년동기비 14% 증익 전망

당사 커버리지 5개 손해보험사의 2Q16E 합산 원수보험료는 전년동기비 3.9% 성장할 전망이다. 일반 보험과 장기보험 원수보험료 성장률은 미미한 반면, 자동차보험 원수보험료가 보험료 인상에 힘입어 13.4% 성장하며 전체 원수보험료 성장을 견인하는 모양새다.

커버리지 합산 순이익은 6,476억원으로 전년동기비 14% 증가가 예상된다. 컨센서스와 부합하는 실적이다. 주요 일회성 요인으로 현대해상의 희망퇴직금 지급과 동부화재의 자회사 성과급 지급(120억원)이 있다. 신계약비 추가상각은 KB손해보험을 제외한 4개 손보사에서 지속적으로 발생 중이나, 3월 절판 마케팅 때보다는 규모는 줄고 있다.

5개사 합산 자동차보험과 일반보험 손해율은 전년동기비 개선될 전망이다. 일반보험 손해율은 전년동기 KB손해보험의 미국법인 배상보험 손해율 급증 등에 따른 기저효과가 반영되며 7.9%p YoY 개선이 예상된다. 자동차보험 손해율은 0.7%p YoY 하락이 예상되는데, 이는 작년말부터 올해 4월까지 시행된 기본 보험료 인상으로 보험료 상승세가 가팔라지는 반면, 지급보험금 증가율은 10%수준에서 정체 국면에 있기 때문이다. 반면, 장기위험손해율(KB손해보험을 제외한 당사커버리지 4개사 합산 기준)은 전년동기대비 1.0%p 악화가 예상된다. 위험보험료 성장률이 2년여간의 보험료 인상 효과로 점진적으로 증가되고 있으나, 손해액 증가율도 전년도 메르스 기저효과 등으로 인해 가팔라졌기 때문이다.(5월 누계 기준 합산 위험보험료 성장률 13%, 위험손해액 증가율 14%)

사업비율은 절판마케팅이 있었던 전분기 대비 0.5%p 개선될 예정이다. 신계약비 추가상각과 현대해상의 희망퇴직금 지급 등으로 전년동기비 0.2%p 악화가 예상된다.

투자수익률은 금리 하락 여파로 전년동기 대비 20bp 하락하나, 운용자산이 12.5% 성장하며 투자영업 이익은 6.1% 증가할 예정이다.

2Q16E 합산 장기 보장성인보험 신계약은 956억원으로 3.0% 증가할 전망이다. 반기 누적기준으로는 1.1% 감소가 예상된다. 삼성화재와 메리츠화재, KB손해보험의 보장성인보험 신계약이 전년동기 대비 5.6%, 7.4%, 4.1% 증가할 예정이다.

당사 커버리지 5개 손보사의 2Q16E 합산 실적 (단위: 십억원, %, %p)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	%YoY	%QoQ	Consensus
원수보험료	13,926	14,082	14,466	14,291	14,472	3.9	1.3	
경과보험료	12,866	13,091	13,219	13,235	13,382	4.0	1.1	
보험영업이익	-425	-544	-821	-442	-382			
투자영업이익	1,199	1,121	1,144	1,270	1,271	6.1	0.1	
영업이익	774	576	324	828	890	15.0	7.4	
당기순이익	568	422	210	596	648	14.0	8.7	637
합산비율	103.3	104.2	106.2	103.3	102.9	-0.4	-0.5	
손해율	85.0	85.9	86.2	84.4	84.4	-0.6	0.0	
장기	86.1	85.4	86.3	86.3	86.1	0.0	-0.2	
자동차	83.3	87.0	91.3	80.9	82.5	-0.7	1.6	
일반	76.3	86.1	61.6	67.1	68.4	-7.9	1.3	
사업비율	18.3	18.2	20.0	19.0	18.5	0.2	-0.5	
투자수익률	3.7	3.4	3.4	3.6	3.5	-0.2	-0.1	
ROE	12.4	9.2	4.5	12.5	13.1	0.7	0.6	

자료: 보험업계, 키움증권

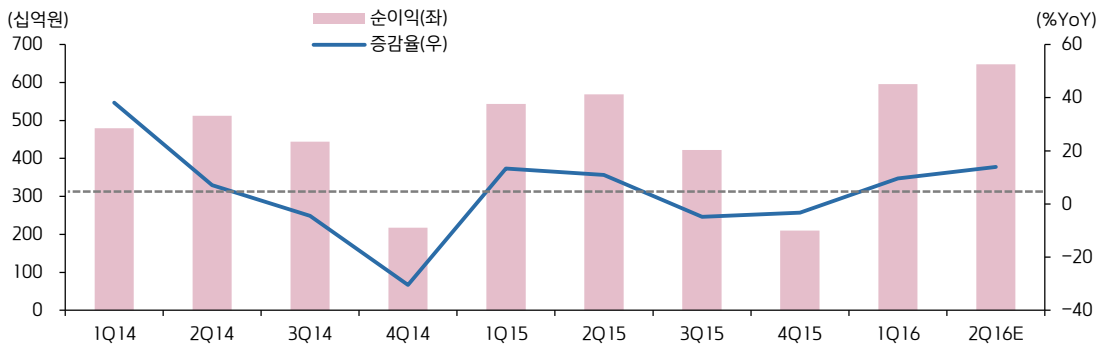


당사 커버리지 5개 손보사의 2Q16E 보장성인보험 신계약 현황 (단위: 십억원, %)

	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	%YoY	%QoQ
삼성화재	27	32	30	28	25	30	30	28	26	5.6	-4.7
동부화재	20	22	23	23	20	22	24	21	20	-1.9	-5.3
현대해상	21	22	22	21	17	22	20	19	17	0.3	-13.2
KB 손해보험	16	18	21	22	17	19	20	19	17	4.1	-9.0
메리츠화재	15	15	19	16	14	17	20	18	15	7.4	-15.1
합계	99	108	115	110	93	109	114	105	96	3.0	-8.9

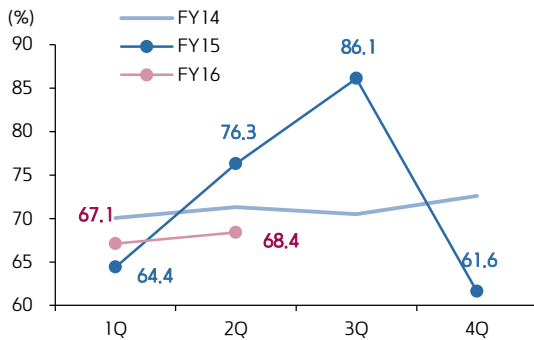
자료: 보험업계, 키움증권

### 2Q16E 순이익, 14.0% YoY 증가 및 컨센서스 부합 예상



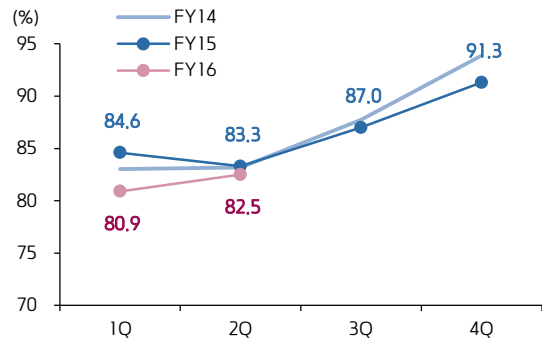
주: 당사 커버리지 5개 손보사 합산 기준  
자료: 보험업계, 키움증권

### 일반보험 손해율, 7.9%p YoY 개선 예상



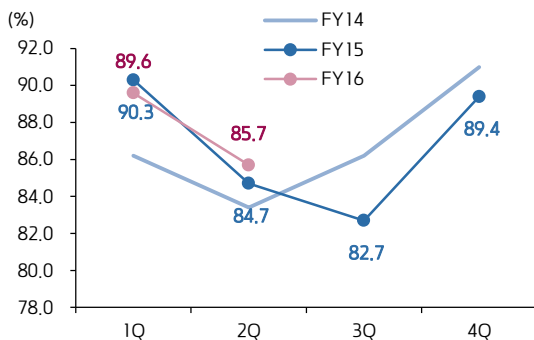
주: 당사 커버리지 5개 손보사 합산 기준  
자료: 보험업계, 키움증권

### 자동차보험 손해율, 0.7%YoY 개선 예상



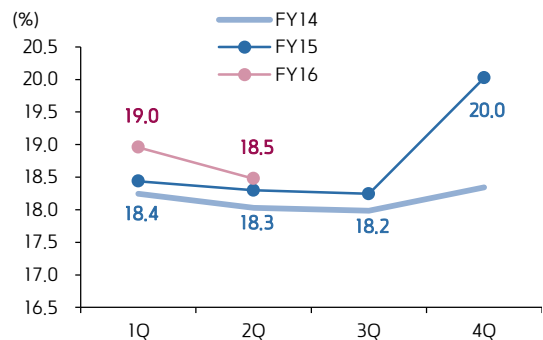
주: 당사 커버리지 5개 손보사 합산 기준  
자료: 보험업계, 키움증권

### 위험손해율, 1.0%p 악화 예상



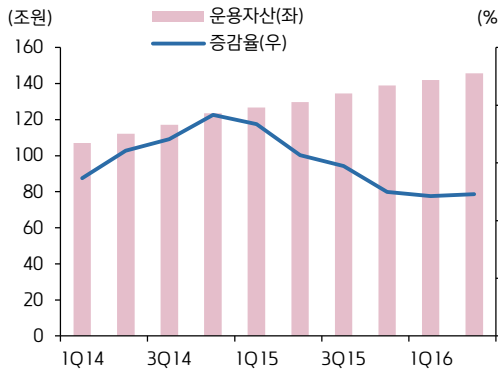
주: 당사 커버리지 4개 손보사 합산 기준  
자료: 보험업계, 키움증권

### 사업비율, 0.2%p 상승 예상



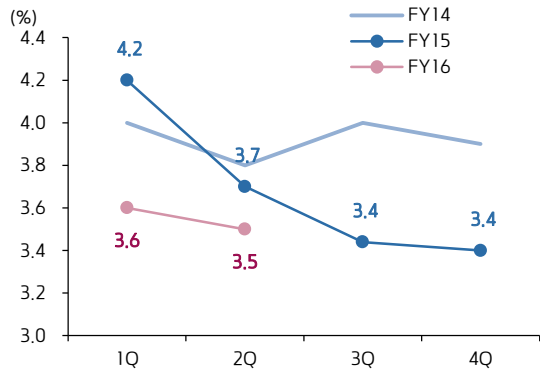
주: 당사 커버리지 5개 손보사 합산 기준  
자료: 보험업계, 키움증권

### 운용자산 성장률 12.5%



주: 당사 커버리지 5개 손보사 합산 기준  
자료: 보험업계, 키움증권

### 2분기 투자수익률 20bpYoY 하락 예상



주: 당사 커버리지 5개 손보사 합산 기준  
자료: 보험업계, 키움증권

종목별로 보면 KB손해보험이 전년동기비 138.6% 증가하며 강한 이익 모멘텀을 보일 전망이다. 이는 전년도 기저효과와 KB금융지주 편입 후 이익 Level-up에 기인한다. 순이익이 컨센서스를 상회할 것으로 예상되는 손보사는 메리츠화재와 KB손해보험, 동부화재다.

### 손해보험사별 투자의견 및 2Q16E 당기순이익 전망

	투자 의견	목표 주가 (원)	현주가 (원)	상승 여력	당기순이익(십억원)						
					2Q15	1Q16	2Q16E	%YoY	%QoQ	컨센서스	%컨센서스 대비
삼성화재	BUY	380,000	269,500	41.0	239	284	258	8.0	10.2	268	-3.9
동부화재	BUY	86,000	64,500	33.3	143	88	136	-4.9	-35.2	131	3.4
현대해상	BUY	40,000	30,550	30.9	88	92	93	4.9	-1.1	94	-1.7
KB 손해보험	BUY	40,000	27,100	47.6	38	70	90	138.6	-22.6	83	8.5
메리츠화재	Marketperform	16,500	15,200	8.6	60	62	71	17.4	-13.0	59	19.7

자료: 보험업계, 키움증권

### 손보사별 2Q16 실적 상세 현황

	삼성화재	동부화재	현대해상	KB 손해보험	메리츠화재
원수보험료	4,562	2,959	3,100	2,347	1,504
경과보험료	4,346	2,723	2,799	2,093	1,420
보험영업이익	-120	-47	-99	-69	-47
투자영업이익	460	258	222	188	144
영업이익	340	210	122	119	97
당기순이익	258	136	93	90	71
<b>보험효율</b>					
합산비율	102.8	101.7	103.5	103.3	103.3
손해율	84.0	84.7	85.2	84.4	83.3
장기보험	87.0	86.0	87.3	84.3	84.3
자동차보험	81.6	82.8	82.1	85.0	82.8
일반보험	64.4	75.9	64.6	83.2	60.6
사업비율	18.8	17.0	18.4	18.9	20.0
투자수익률	3.3	3.8	3.2	3.5	4.3
ROE	10.0	14.2	14.0	16.0	19.1

자료: 보험업계, 키움증권



## >>> 생명보험사: 전년동기비 25% 이익 감소 예상

당사 커버리지 3개 생보사의 합산 수입보험료는 12조 57억원으로 전년동기비 8.4% 성장이 예상된다. 1분기에 이어 2분기에도 동양생명의 저축성보험 일시납 판매가 호조를 보였다.(1분기 9000억원, 2분기 6000억원 예상). 합산 순이익은 5,366억원으로 25% 감소할 전망이다. 실적 저조의 주요인은 전년도 일회성 요인(삼성생명 법인세 환입 1,360억원, 삼성생명 매각 이익 1,400억원, 한화생명 매각이익 1,565억원) 및 금리 하락에 따른 투자수익률 하락에 기인한다. 저금리가 장기화됨에 따라 생보사들의 매각 이익 재원도 점차 소진되고 있는 국면이다.

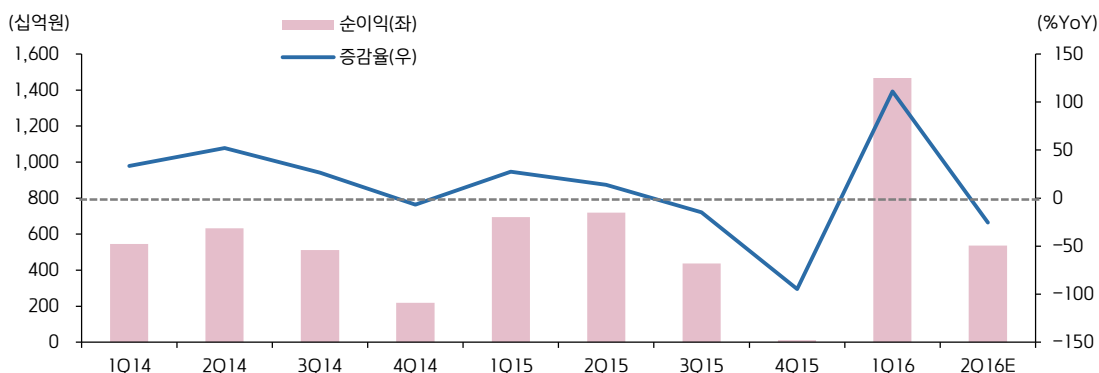
위험손해율은 77.7%로 전년동기 비 1.2%p 악화될 전망이다. 전년도 메르스 사태에 따른 역기저효과에 따른 상승이나, 여전히 사차익은 안정적인 수준을 유지하고 있다. 보장성신계약은 전년수준을 유지할 전망이다, 상대적으로 동양생명은 10%를 상회하는 성장이 예상된다. 책임준비금 적정성 평가(LAT 평가)가 반기 단위로 주기가 변화되면서 6월말 실시했으나, 아직 할인율의 큰 변화 및 이에 따른 영향은 없었을 것으로 예상된다.

당사 커버리지 3개 생명보험사의 2Q16E 합산 실적 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	%YoY	%QoQ	Consensus
수입보험료	11,079	10,643	13,964	12,518	<b>12,006</b>	8.4	-4.1	
보험영업수익	7,734	7,720	8,247	9,362	<b>8,519</b>	10.1	-9.0	
영업이익	212	-54	-584	1,216	<b>160</b>			
영업외이익	547	535	605	564	<b>556</b>	1.8	-1.5	
세전이익	759	480	21	1,781	<b>717</b>	-5.5	-59.8	
당기순이익	719	437	12	1,467	<b>537</b>	-25.4	-63.4	552
위험손해율	76.5	74.9	77.7	80.3	<b>77.7</b>	1.2	-2.7	
투자수익률	3.9	3.5	3.8	5.3	<b>3.6</b>	-0.3	-1.7	

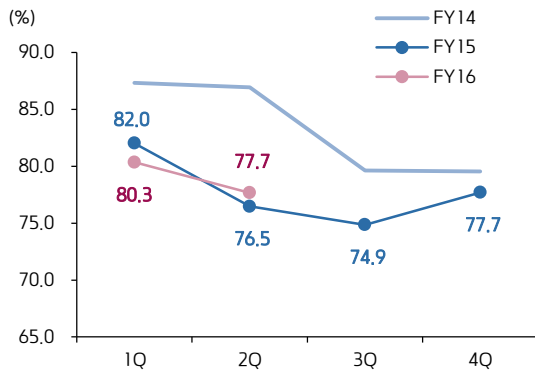
주: 삼성생명 순이익은 연결기준, 한화생명과 동양생명 순이익은 개별기준  
자료: 보험업계, 키움증권

### 2Q16E 순이익, 25.4% YoY 감소 및 컨센서스 부합 예상



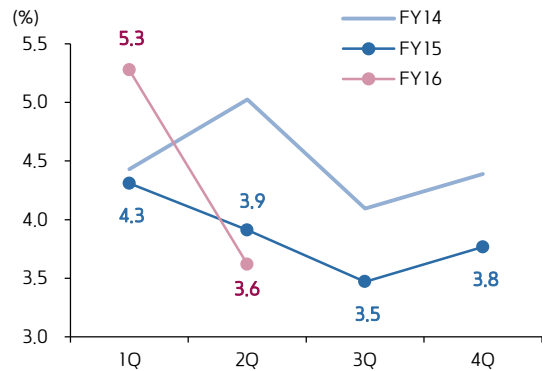
주: 당사 커버리지 3개 생보사 합산 기준  
자료: 보험업계, 키움증권

### 생보사 위험손해율, 1.2%pYoY 상승 예상



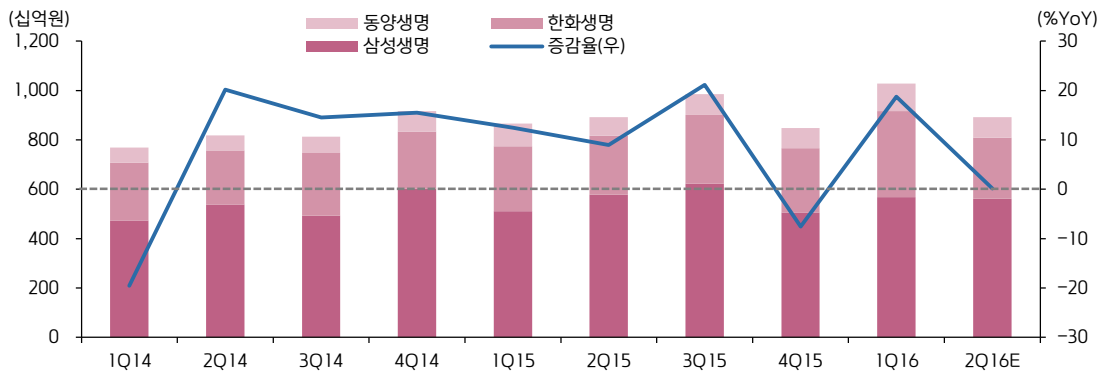
주: 당사 커버리지 3개 생보사 합산 기준  
자료: 보험업계, 키움증권

### 2분기 투자수익률 30bp YoY 하락 예상



주: 당사 커버리지 3개 생보사 합산 기준  
자료: 보험업계, 키움증권

### 2Q16E 보장성신계약, 전년수준 유지



주: 당사 커버리지 3개 생보사 합산 기준, APE 기준  
자료: 보험업계, 키움증권

종목별로 보면 순이익 면에서 동양생명이 전년동기 대비 감익 폭이 적을 전망이다. 한은이 6월 기준금리를 1.25%로 인하한 후 하반기 추가 금리 인하 기대도 시장에 존재하는 상황이다. 금리에 대한 우려가 증폭되는 상황에서 단기적인 이익 호조가 생보주 주가 상승을 견인할 폭은 점차 축소될 수 있다.

### 생명보험사별 투자 의견 및 2Q16E 당기순이익 전망

	투자 의견	목표 주가 (원)	현주가 (원)	상승 여력	당기순이익(십억원)						
					2Q15	1Q16	2Q16E	%YoY	%QoQ	컨센서스	%컨센서스 대비
삼성생명	BUY	130,000	98,400	32.1	443	1,240	357	-19.3	-71.2	351	1.7
한화생명	Marketperform	7,000	5,710	22.6	223	146	127	-43.0	-12.8	148	-13.9
동양생명	Outperform	13,000	10,450	24.4	53	81	52	-2.0	-35.6	53	-1.8

주: 삼성생명 순이익은 연결기준, 한화생명, 동양생명 순이익은 개별기준  
자료: 보험업계, 키움증권

### III. 이슈 점검: 손보사 이익 창출력 점검

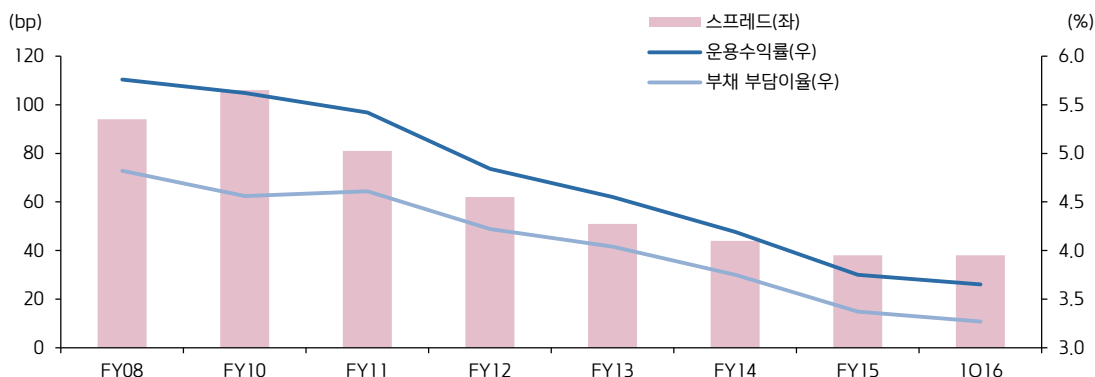
시중금리가 1%초까지 하락하면서 보험사들의 이차이익에 대한 우려가 증폭되고 있다. 이미 이차역마진을 경험하고 있는 생보사들의 부담이 가중되는 모습이 가시화되고 있는 가운데, 아직까지 이차부분에서 이익을 내고 있는 손보사들이 1) 지속적으로 이차이익을 낼 수 있는지, 2) 개선되는 사차이익이 축소되는 이차이익을 만회할 수 있는지가 새로운 화두로 떠오르고 있다.

결론적으로 금리 레벨과 업계 경쟁 강도가 중요하다. 손보사들이 지속적으로 이차이익을 낼 수 있는지를 결정하는 변수는 금리 방향이고, 개선되는 사차이익이 축소되는 이차이익을 만회할 수 있는지 여부에 중요한 것은 금융당국의 보험료 가격 자율화 정책과 업계 경쟁 강도다.

#### >>> 손보사의 이차마진은 단기적으로 20~30bp 유지 가능 전망

시중금리가 현 추세에서 크게 벗어나지 않는다면, 손보사들에게도 이차이익 부담은 점진적으로 가중될 수 있다. 현재 손보사들은 이차이익 부분에서 30~40bp 정도의 마진을 유지하고 있다. 이는 높은 금리 연동형 부채 비중(90% 상회)과 낮은 부담이율 대비 높은 투자수익률에 기인한다. 단기적으로 20~30bp 내외의 마진을 유지할 수 있을 전망이다. 이는 1) 적극적인 공시이율 인하, 2) 저축성 보험 최저보증이율의 계단식 하향과 3) 매각재원(회사 측의 이익 방어 의지)을 통해서다. 다만, 현재 수준의 저금리가 장기화된다면 3~4년 이후에는 현재 수준보다 이차마진이 축소될 가능성이 높을 것으로 예상된다. 2~3년 이후엔 3%대의 예정이율 적립금이 부담이율에 부담을 줄 수 있을 것이다.

삼성화재의 이차 Spread 추이

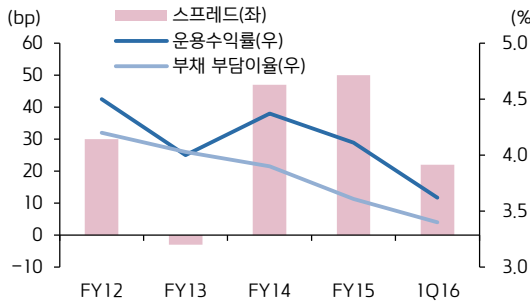


주: 운용수익률은 장기 계정 이익률

자료: 보험업계, 키움증권

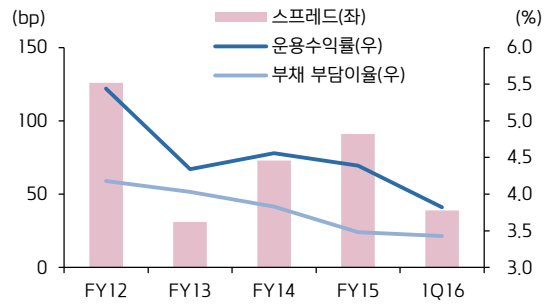


### 동부화재의 이차 Spread 추이



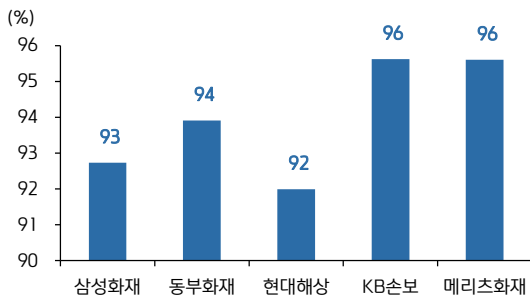
주: 운용수익률은 전체 운용수익률 기준  
자료: 보험업계, 키움증권

### 현대해상의 이차 Spread 추이



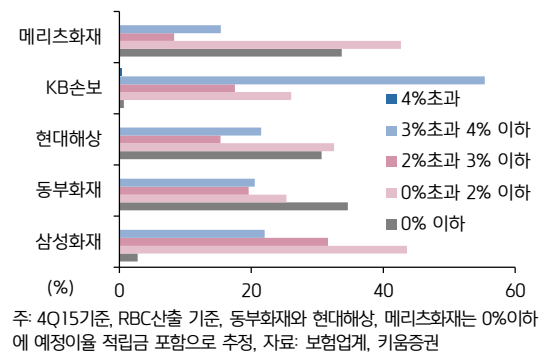
주: 운용수익률은 장기 계정 이익률  
자료: 보험업계, 키움증권

### 손보사들의 금리연동형 부채 비중(금리부 부채 중)

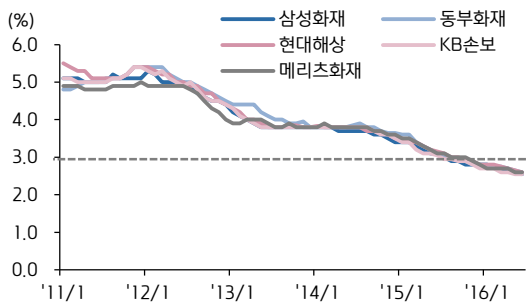


주: 4Q15기준, RBC산출 기준  
자료: 보험업계, 키움증권

### 금리연동형 부채의 최저보증이율 구간별 비중

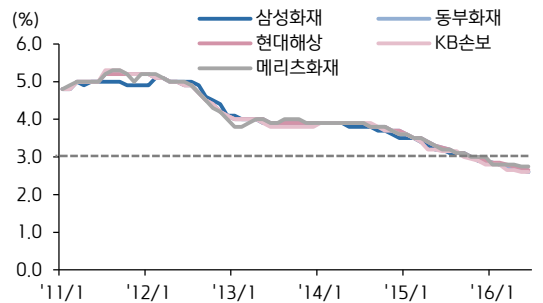


### 손보사들의 연금보험 공시이율 추이



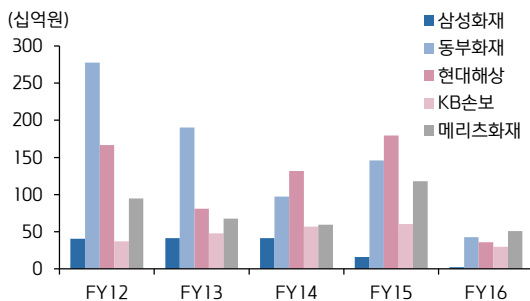
자료: 보험업계, 키움증권

### 손보사들의 저축보험 공시이율 추이



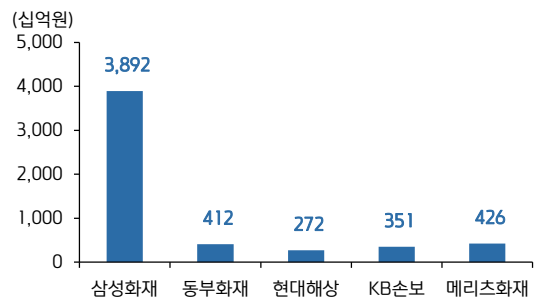
자료: 보험업계, 키움증권

### 손보사들의 금융자산 매각 이익 추이



주: FY16은 5월까지 누계 기준  
자료: 보험업계, 키움증권

### 손보사들의 매도가능증권 평가이익 규모



주: 2016년 5월말 기준

자료: 보험업계, 키움증권

## >>> 차별화되는 전략 속에 자산의 Quality 중요해질 전망

저금리 장기화로 점진적으로 이차 마진이 축소되는 상황에서 금융당국의 재무건전성 규제가 강화되고 있다. 이와 같은 상황에서 생존을 위한 보험사들의 전략은 점차 차별화되고 있다. 특히 각종 환경 변화에 대응이 이미 어느정도 되어 있는 상위권사와 환경 변화에 근근이 따라가야 하는 중하위권사의 전략은 다르다.

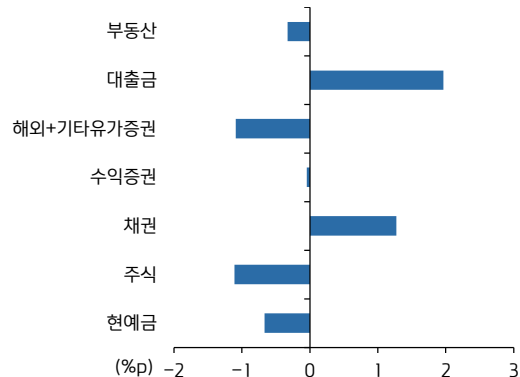
이차마진을 방어하기 위해선 투자수익률을 높이거나 부담이율을 낮춰야 한다. 부담이율의 하락은 1) 조달비용이 높은 보험부채의 만기 도래 및 해약, 2) 조달비용이 낮은 보험부채의 증가와 3) 준비금 추가 적립을 통한 보험부채 적립이율 하락 등에 의해 가능하다. 다만, 이는 주로 기존 계약자 행위와 연결되어 있어서 보험사들이 할 수 있는 영역은 많지 않다. 생각해 볼 수 있는 대응은 낮은 조달금리의 저축성보험 판매 증가를 통한 Mix 개선이나, 초저금리와 최저보증이율 부담이 있는 상황에서 보험사들에게 쉬운 선택지는 아닐 것이다. 결국 투자수익률 제고를 위해 노력하는 가운데, 매각 재원도 충분치 않은 보험사들은 고수익-고위험 자산에 대한 투자를 늘릴 유인이 생길 수 밖에 없다. 마침 금융당국 역시 보험사의 자산 운용 관련 규제를 완화할 의지를 피력했다. 이는 분명 보유이원 하락을 방어해 줄 수 있으나, 이에 부합한 보험사들의 리스크 관리 역량이 보다 중요해질 전망이다.

보험사별 운용자산 구성 내역 현황 (단위: 십억원)

	삼성화재	동부화재	현대해상	KB 손보	메리츠화재	삼성생명	한화생명	동양생명
운용자산	55,283	27,035	27,537	21,505	13,746	182,945	78,639	20,552
현예금	1,099	643	1,050	311	388	1,926	544	1,311
주식	3,674	1,137	1,428	548	129	23,422	884	195
채권	29,200	7,191	10,315	6,527	4,074	104,302	39,912	9,062
수익증권	1,673	4,540	2,067	1,231	1,428	3,087	5,646	1,966
해외+기타유가증권	2,850	4,654	4,051	4,913	2,270	10,113	11,167	3,000
대출금	15,508	7,666	7,644	6,938	4,650	33,945	17,025	4,660
부동산	1,279	1,147	982	1,036	806	6,150	3,507	358
(비중, %)								
현예금	2.0	2.4	3.8	1.4	2.8	1.1	0.7	6.4
주식	6.6	4.2	5.2	2.5	0.9	12.8	1.1	0.9
채권	52.8	26.6	37.5	30.4	29.6	57.0	50.8	44.1
수익증권	3.0	16.8	7.5	5.7	10.4	1.7	7.2	9.6
해외+기타유가증권	5.2	17.2	14.7	22.8	16.5	5.5	14.2	14.6
대출금	28.1	28.4	27.8	32.3	33.8	18.6	21.6	22.7
부동산	2.3	4.2	3.6	4.8	5.9	3.4	4.5	1.7

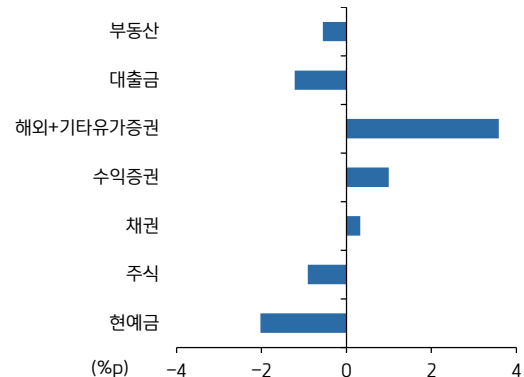
주: 손보사는 2016년 5월말 기준, 생보사는 2016년 3월말 기준

삼성화재의 운용자산 구성비 변화



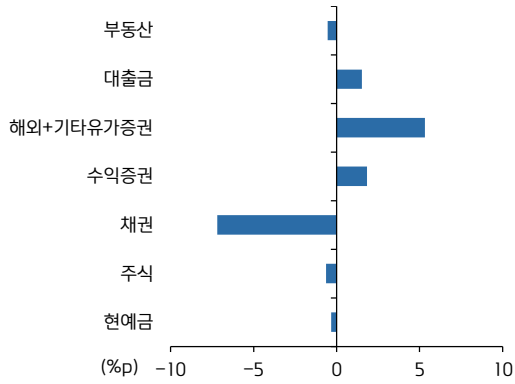
주: 2016년 5월말 기준, 전년동기 대비 기준  
자료: 보험업계, 키움증권

동부화재의 운용자산 구성비 변화



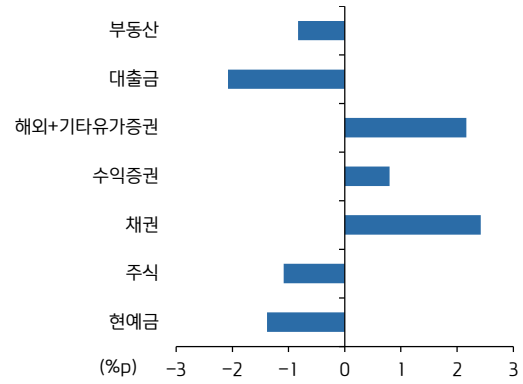
주: 2016년 5월말 기준, 전년동기 대비 기준  
자료: 보험업계, 키움증권

### 현대해상의 운용자산 구성비 변화



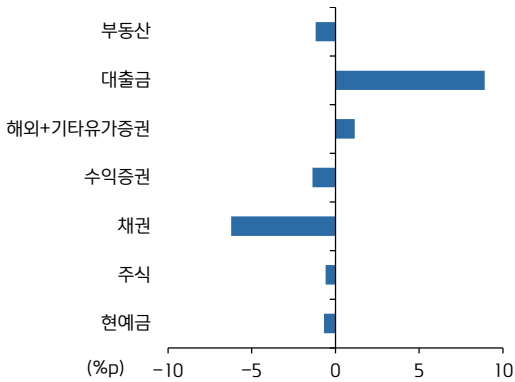
주: 2016년 5월말 기준, 전년동기 대비 기준  
자료: 보험업계, 키움증권

### KB손해보험의 운용자산 구성비 변화



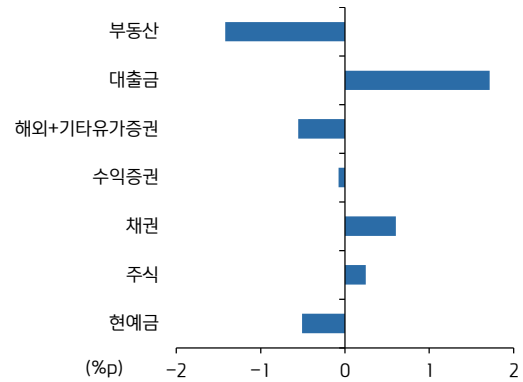
주: 2016년 5월말 기준, 전년동기 대비 기준  
자료: 보험업계, 키움증권

### 메리츠화재의 운용자산 구성비 변화



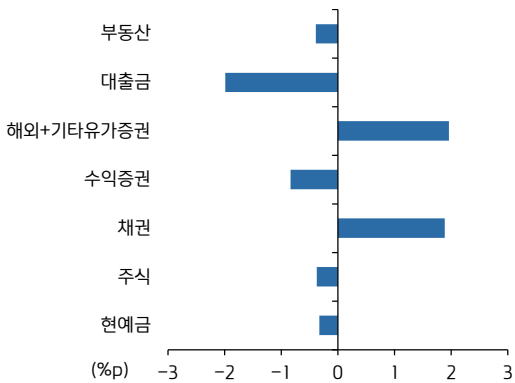
주: 2016년 5월말 기준, 전년동기 대비 기준  
자료: 보험업계, 키움증권

### 삼성생명의 운용자산 구성비 변화



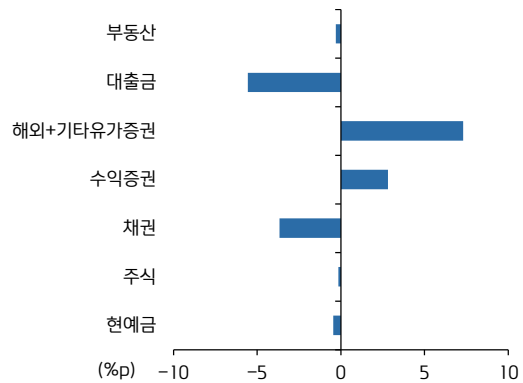
주: 2016년 3월말 기준, 전년동기 대비 기준  
자료: 보험업계, 키움증권

### 한화생명의 운용자산 구성비 변화



주: 2016년 3월말 기준, 전년동기 대비 기준  
자료: 보험업계, 키움증권

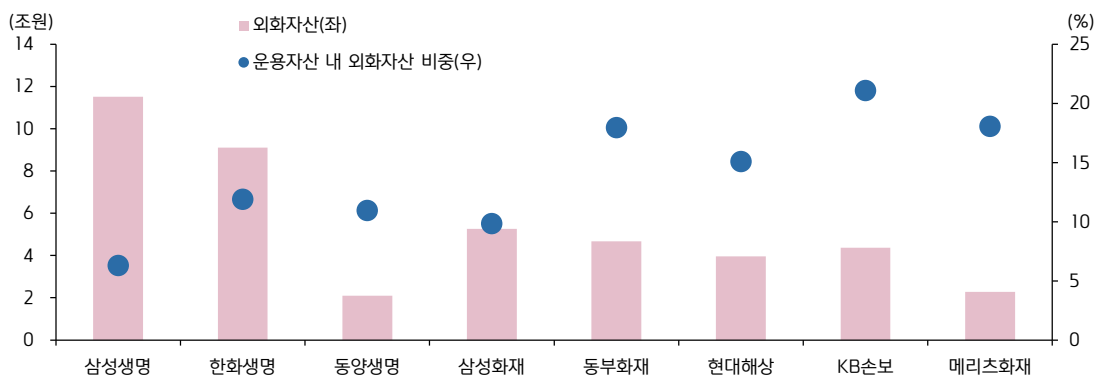
### 동양생명의 운용자산 구성비 변화



주: 2016년 3월말 기준, 전년동기 대비 기준  
자료: 보험업계, 키움증권



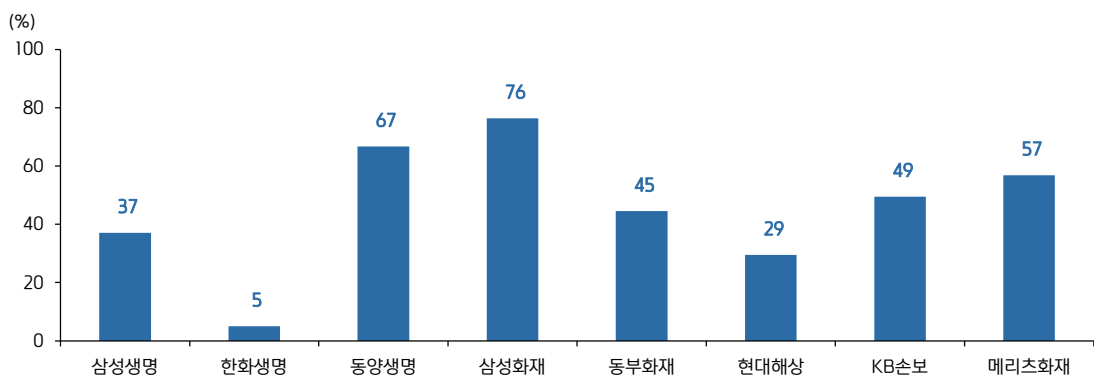
### 보험사들의 외화자산 규모와 운용자산 내 비중 현황



주: 통화 기준, 2015년 12월말 기준

자료: 보험업계, 키움증권

### 보험사들의 외화자산 내 KP물 비중



주: 2015년 12월말 기준

자료: 보험업계, 키움증권

손보사들의 외화자산 현황 (단위: 억원)

		현금과 예치금	대출	유가증권			부동산	기타자산	합계
				채권	주식	기타			
삼성 화재	미국	968			75	2,381		653	4,077
	중국	121		1,431		160		135	1,847
	영국	77				728		893	1,698
	독일					789		287	1,076
	아일랜드			71		607		48	726
	기타				258	101		2,634	2,993
	총계	1,166		1,502	333	4,766		4,650	12,417
동부 화재	미국	662	469	7,354	329	556		801	10,170
	케이만제도			1,917		2,604			4,521
	영국	0		1,875		277		0	2,153
	중국	39		281	1,489	5		29	1,843
	스위스	5		1,347				0	1,352
	기타	0		4,586	568	615		78	5,848
	총계	706	469	17,360	2,386	4,059		908	25,887
현대 해상	미국	463		6,503	293	788		267	8,314
	프랑스			3,143					3,143
	스위스			3,045					3,045
	영국			2,354					2,354
	일본	491		1,172	26		7	512	2,184
	기타			6,956	1,701	230			8,887
	총계	954		23,172	1,997	1,018	7	779	27,927
KB 손해보험	미국	1,286		5,684	44	871	10	1,836	9,731
	프랑스			956		829		24	1,809
	케이만군도			3,298		640		25	3,963
	중국	0		1,191	409			19	1,618
	호주			736				21	758
	기타	0		3,566	145	308		179	4,198
	총계	1,286		15,431	598	2,647	10	2,105	22,077
메리츠 화재	미국			3,929		84		184	4,197
	케이만군도			591		1,551			2,141
	영국			1,446				0	1,446
	프랑스			733		241			974
	룩셈부르크			623					623
	기타			420	52			4	477
	총계			7,742	52	1,876		188	9,858

주: 통화기준, 2015년 12월말 기준, 자료: 보험업계, 키움증권

손보사들의 외화자산 현황 (단위: 억원)

		현금과 예치금	대출	유가증권			외국환	부동산	기타자산	합계
				채권	주식	기타				
삼성 생명	미국			15,082		1,868				16,951
	케이만			510		7,611				8,121
	중국			1,107	6,072	51				7,230
	버진아일랜드			4,929						4,929
	국제기구			4,305						4,305
	기타	125	3,472	14,480	3,526	9,309				30,912
	총계	126	3,472	40,413	9,598	18,839				72,448
한화 생명	미국		709	50,022	118	2,972				53,821
	영국	32	1,897	5,354		1,278				8,561
	버진아일랜드			6,288						6,288
	네덜란드			4,618						4,618
	케이만			3,043		704				3,747
	기타			12,705	2,022	1,956				16,683
	총계	32	2,606	82,030	2,140	6,910				93,718
동양 생명	중국			2,780						2,780
	프랑스	1,992								1,992
	싱가포르			932						932
	캐나다			579						579
	케이만			146		89				235
	기타	8,028		6,442		5				14,476
	총계	10,021		10,579		94				20,994

주: 통화기준, 2015년 12월말 기준, 자료: 보험업계, 키움증권

## >>> 보험영업 증익은 금융당국의 규제보다 업계 경쟁 강도가 중요

작년 11월 보험료 가격 자율화 이후, 손보사들은 자동차보험 및 실손보험 보험료를 인상했다. 높은 손해율을 감당하기 힘든 현실과 금융당국의 회계 및 감독 제도 변경에 발맞추기 위한 조치였다. 이에 올해 손보사들은 손해율 개선으로 견조한 실적을 기록하고 있다. 자동차보험료 인상이 4월까지 이뤄졌다는 점을 감안하면 자동차보험 손해율 개선은 내년 중후반까지 이어질 전망이다. 실손보험 손해율도 15년에 이어 16년 연초에 인상이 이뤄졌다는 점을 감안하면, 시장 기대치에는 미치지 못하지만 올해 안정적인 흐름을 이어갈 수 있다.

### 최근 손보사들의 자동차보험료 인상 현황

	개인용	업무용	영업용	시행 시기
삼성화재	2.5		8.8	2016.4.15
동부화재	3.2		3.4	2016.4.26
현대해상	2.8	2.7	7.8	2016.1.25
KB손해보험	3.5		3.2	2016.3.1
메리츠화재	2.9	3.7	5.8	개인용 2015.11.1/업무용 2016.3.1/영업용 2016.5.1
한화손보	4.8	4.9	6.6	개인용 2015.11.11/업무용/영업용 2015.12.1
롯데손보	5.4	7.4	6.6	2015.11.1
MG손보	5.4	6.7	9.6	개인용 2016.5.16/업무용/영업용 2015.12.30
흥국화재	5.9	4.3	7.1	개인용 2015.11.1/업무용 2015.10.1/영업용 2014.12.31
AXA	5.4	4.5	1.6	개인용/업무용 2015.7.25/영업용 2014.9.1
더케이	3.9	3.6		2015.12.25

자료: 보험업계, 키움증권



내년 대선을 앞두고, 보험료 가격 자율화에 대한 시장 우려가 많다. 금융당국이 보험료 가격 자율화 정책 방향을 급선회할 가능성에 대한 우려다. 보험료 가격 자율화가 2020년경에 도입될 예정인 회계제도(IFRS4 Phase2) 및 감독제도(신지급여력비율)에 대한 대응이라는 점을 감안하면, 금융당국의 가격자율화 정책은 정치적 상황에 관계 없이 진행될 개연성이 높다. 현재 금융당국이 취하고 있는 회계제도 및 감독제도 변경은 저금리 상황에서 보험사에 대한 자본규제를 강화하는 전 세계적인 추세를 따르고 있다. 선진화되는 사회 속에서 금융당국의 직접적 가격 규제 가능성은 제한적이다. 이에 대해 책임을 질 여력도 제한적일 것이다.

다만, ‘금융소비자 보호’와 ‘공정한 경쟁’이라는 명목 하에 업계 내 경쟁구도를 강화하기 위한 금융당국의 노력은 지속될 수 있다. 또한 손해율이 안정화되기 시작한 보험사를 중심으로 우량 물건 중심의 매출 증대를 위해 가격을 인하할 유인이 발생할 수 있고, 이와 같은 현상은 이미 발생하고 있다. 작년 4분기 실적 발표 때 삼성화재 관계자는 “실손보험 손해율이 올해(16년) 우리가 원하는 수준까지 안정화될 시, 내년(17년)에는 우량 담보를 중심으로 가격을 인하할 개연성도 있다”고 언급했다. 작년 11월 보험료 가격 자율화가 시행될 시기엔 손보업계 전체가 악화된 손해율로 고전하고 있어 경쟁에 대해 고민할 단계는 아니었다. 물론 현재도 저금리로 인해 업계가 녹록한 상황은 아니나, 손보사들의 손해율은 개선되고 있고 이는 증익의 결과로 실현되고 있다. 상위사를 중심으로 경쟁에 대해 고민하기 시작할 시점에 가까이 가고 있다.

이미 자동차보험에서의 업계 할인 경쟁은 진행되고 있다. 메리츠화재의 ‘마일리지보험 특약 확대’와 현대해상의 ‘자녀특약’ 신설 등 손보업계는 각종 할인 상품을 출시하고 있다. 보험료 인상 폭을 감안하면, 현재의 할인 경쟁에도 불구하고 자동차보험 손해율은 내년까지 이어질 것이다. 대형사를 중심으로 추가적으로 경쟁을 격화시키지 않다는 가정 하다.

#### 손보사들의 우량고객 선점을 위한 자동차보험료 할인 전략

보험사	내용
메리츠화재	마일리지 특약 확대 3천 km이하 31%, 5천km이하 27%, 1만km이하 20%, 1만 2천km이하 17% 6월 가입고객부터 시행
한화손해보험	에코 마일리지 특약 확대 연간 2천km이하면 최대 35% 할인 6월 가입고객부터 시행
롯데손해보험	마일리지 특약 확대 2천km이하와 2천km~3천km이하 구간 신설. 2천km이하 32% 할인 기존구간 할인을 확대 8월 가입고객부터 시행
동부화재	UBI자동차보험 판매 T맵을 켜고 500km이상 주행할 경우 확인되는 안전운전 점수가 일정 점수(61점) 이상일 시 가입 가능하며 5%의 보험료를 할인 받을 수 있음 5월 28일부터 판매
현대해상	자녀특약할인 만 6세 이하 자녀가 있는 고객의 자보로 7% 할인 5월 20일(책임개시일 6월 15일) 출시
KB 손해보험	대중교통이용할인 특약 최근 3개월간 대중교통 이용금액이 15만원 이상이면 이용금액에 따라 최대 10% 할인 4월부터 판매 자녀특약할인 만 6세 이하 자녀가 있는 고객의 자보로 7% 할인 6월 8일(책임개시일 7월 4일) 출시

자료: 언론, 키움증권

## IV. 투자전략

최근 브렉시트 이후 글로벌 금리가 하락한 가운데, 보험주 주가도 하락했다. 생보주는 밸류에이션이 한 단계 하락했고, 손해율 개선 Story로 상반기 동안 밸류에이션 밴드 상단에 위치했던 손보주 주가는 하단까지 하락했었다.

현재 시중금리가 1%초·중반을 기록하고 있다. 이와 같은 금리 상황 하에서 생보주에 대한 적극적인 Buy & Hold전략은 어렵다. 현 회계제도의 한계로 재무제표 상 순이익은 견조해 보이나, 보유계약을 감당한 회사 실제가치는 크게 흔들릴 수 있기 때문이다. 여기에 올해 연말~내년 초에 확정될 예정인 IFRS4 Phase2에 대한 부담도 점차 가중될 수 있다. 다만, 미국 기준금리 인상 시기와 맞물려 Trading Buy전략은 가능할 전망이다.

현재 금리 상황에서 손보주에 대한 투자가 생보주 대비 유효하다. 최근 낮아진 밸류에이션이 투자자에게 매력적으로 비춰질 수 있다. 단기적으로 자동차보험 손해율 하락과 장기위험손해율 안정화로 실적 모멘텀도 유지될 수 있다. 이에 이익 모멘텀 측면에서 2위권 손보주는 조정 시 매수 움직임이 지속될 수 있을 예상이다.

다만, 연말로 갈수록 자본여력에 대한 이슈는 재차 발생할 가능성이 높다. 12월에 있을 RBC비율 규제 강화(신용리스크 신뢰수준 상향, 연결 RBC비율 제도 도입), 배당이슈와 IFRS4 Phase2 및 신지급여력 비율에 대한 확정과 논의 때문이다. 이에 업종 Top Pick으로 삼성화재와 동부화재, KB손해보험, 관심 종목으로 삼성생명을 유지한다.

삼성화재는 높은 자본여력으로 모든 제도 변경에서 국내 보험사 중 가장 자유로우며, 탁월한 언더라이팅 능력을 보유하고 있다는 점이 투자포인트다. 보유하고 있는 계열사 주식으로 고전하는 동사의 진가는 업계 경쟁이 심화되면서 발휘될 전망이다.

동부화재는 사업비 효율화, 운용능력 차별화로 2위권사 중 가장 안정적인 이익 흐름을 보이고 있다. 연결 RBC도입 시 자회사인 동부생명 등의 영향으로 RBC비율의 하락 폭이 상대적으로 크나 이에 대해 꾸준히 대비하고 있고, 자본여력은 2위권사 중 우수하다.

KB손해보험은 자본규제 강화 속에서 넉넉한 자본여력이 있는 대주주 밑에 있다는 점이 수혜이다. 미국 지점 배상책임 이슈가 완화되며 증익에 대한 기대도 있다. 삼성생명은 이원차역마진이 확대되고 있으나, 제도 변화에 따른 부담 증가는 지배구조 변화 기대로 연결될 수 있다.

보험사 주요 지표 및 밸류에이션 (단위: 원, %, 십억원, 배)

		삼성화재	동부화재	현대해상	KB 손해보험	메리츠화재	삼성생명	한화생명	동양생명
투자건의		BUY	BUY	BUY	BUY	Marketperform	BUY	Marketperform	Outperform
목표주가		380,000	86,000	40,000	40,000	16,500	130,000	7,000	13,000
현주가		269,500	64,500	30,550	27,100	15,200	98,400	5,710	10,450
%과리율		41.0	33.3	30.9	47.6	8.6	32.1	22.6	24.4
시가총액		12,768	4,567	2,731	1,626	1,677	19,680	4,959	1,124
ROE	FY15	7.7	11.5	8.0	8.8	11.8	5.0	5.6	8.2
	FY16E	8.3	11.7	11.2	11.4	12.9	8.0	5.1	7.8
	FY17E	8.5	11.7	11.3	10.8	12.9	4.2	5.0	7.6
당기순이익	FY15	783	413	203	174	171	1,211	500	151
	FY16E	854	444	309	257	203	2,126	457	162
	FY17E	940	482	339	275	228	1,273	482	171
자본총계	FY15	9,971	3,683	2,642	2,077	1,471	23,722	8,572	1,946
	FY16E	10,693	3,900	2,859	2,438	1,685	30,750	9,435	2,177
	FY17E	11,386	4,332	3,124	2,656	1,841	31,987	9,794	2,292
자산총계	FY15	62,871	30,563	33,171	26,504	14,604	230,363	98,855	22,571
	FY16E	67,542	33,301	35,787	28,980	16,417	263,483	108,810	27,056
	FY17E	72,346	36,040	38,774	30,763	18,111	282,527	118,009	31,738
PBR	FY15	1.2	1.2	1.1	0.7	1.1	0.9	0.7	0.6
	FY16E	1.0	1.0	0.9	0.7	1.0	0.6	0.5	0.5
	FY17E	0.9	0.9	0.8	0.6	0.9	0.6	0.4	0.5
PER	FY15	16.0	10.8	14.3	8.8	9.8	17.0	11.7	7.9
	FY16E	12.6	9.2	8.0	6.3	8.0	8.2	9.4	6.6
	FY17E	11.4	8.5	7.2	5.9	7.3	13.6	8.9	6.2
BPS	FY15	245,229	58,179	32,859	37,190	14,219	126,987	10,863	19,061
	FY16E	268,469	61,607	35,554	40,626	15,660	168,907	12,557	21,333
	FY17E	285,866	68,433	38,844	44,263	16,800	175,701	13,034	22,452
EPS	FY15	19,251	6,519	2,528	3,111	1,656	6,475	634	1,479
	FY16E	21,436	7,009	3,839	4,286	1,890	11,975	608	1,584
	FY17E	23,613	7,616	4,218	4,580	2,080	7,240	642	1,674
배당성향	FY15	28.3	23.8	29.4	13.8	35.1	27.5	27.0	41.9
	FY16E	29.0	24.0	25	22.0	35.1	15.8	27.0	35.0
	FY17E	30.0	24.0	22	22.0	28.0	25.0	23.0	35.0
DPS	FY15	5,150	1,550	750	400	570	1,800	180	620
	FY16E	6,200	1,650	950	900	650	1,900	150	550
	FY17E	7,000	1,800	900	1,000	550	1,800	150	580
배당수익률	FY15	1.7	2.9	2.1	1.4	3.5	1.6	2.4	5.3
	FY16E	2.3	2.6	3.1	3.3	4.3	1.9	2.6	5.3
	FY17E	2.6	2.8	2.9	3.7	3.6	1.8	2.6	5.6

자료: 보험업계, 키움증권



투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
삼성화재 (000810)	2014/11/27	BUY(Reinitiate)	360,000원
	2015/01/02	BUY(Maintain)	360,000원
	2015/01/12	BUY(Maintain)	360,000원
	2015/02/17	BUY(Maintain)	360,000원
	2015/03/27	BUY(Maintain)	340,000원
	2015/04/01	BUY(Maintain)	340,000원
	2015/05/04	BUY(Maintain)	340,000원
	2015/06/01	BUY(Maintain)	340,000원
	2015/06/22	BUY(Maintain)	360,000원
	2015/07/09	BUY(Maintain)	360,000원
	2015/08/03	BUY(Maintain)	360,000원
	2015/10/01	BUY(Maintain)	360,000원
	2015/10/13	BUY(Maintain)	360,000원
	2015/10/28	BUY(Maintain)	360,000원
	2015/11/09	BUY(Maintain)	380,000원
	2015/11/24	BUY(Maintain)	380,000원
	2016/01/29	BUY(Maintain)	380,000원
	2016/02/29	BUY(Maintain)	380,000원
	2016/04/01	BUY(Maintain)	380,000원
	2016/05/02	BUY(Maintain)	380,000원
	2016/05/27	BUY(Maintain)	380,000원
	2016/07/01	BUY(Maintain)	380,000원
	2016/07/19	BUY(Maintain)	380,000원
KB손해보험 (002550)	2014/11/27	BUY(Reinitiate)	33,000원
	2015/01/02	BUY(Maintain)	33,000원
	2012/01/12	BUY(Maintain)	33,000원
	2015/04/01	BUY(Maintain)	31,000원
	2015/06/01	BUY(Maintain)	31,000원
	2015/06/29	BUY(Maintain)	36,500원
	2015/07/09	BUY(Maintain)	36,500원
	2015/08/03	BUY(Maintain)	36,500원
	2015/10/01	BUY(Maintain)	36,500원
	2015/10/13	BUY(Maintain)	36,500원
	2015/11/09	BUY(Maintain)	36,500원
	2015/11/24	BUY(Maintain)	36,500원
	2016/01/29	BUY(Maintain)	36,500원
	2016/03/02	BUY(Maintain)	36,500원
	2016/03/21	BUY(Maintain)	40,000원
	2016/04/01	BUY(Maintain)	40,000원
	2016/04/22	BUY(Maintain)	40,000원
	2016/05/27	BUY(Maintain)	40,000원
	2016/07/01	BUY(Maintain)	40,000원
	2016/07/19	BUY(Maintain)	40,000원
한화생명 (088350)	2014/11/27	Marketperform(Initiate)	8,700원
	2012/01/12	Marketperform(Maintain)	8,700원
	2015/02/16	Marketperform(Maintain)	8,700원
	2015/04/01	Marketperform(Maintain)	8,000원
	2015/05/18	Marketperform(Maintain)	8,700원
	2015/07/09	Marketperform(Maintain)	8,700원
	2015/08/17	Outperform(Upgrade)	9,000원
	2015/10/13	Outperform(Maintain)	9,000원
	2015/11/13	Outperform(Maintain)	9,000원
	2016/01/29	Outperform(Maintain)	8,500원
	2016/05/12	Outperform(Maintain)	8,000원
	2016/05/27	Outperform(Maintain)	8,000원
	2016/07/19	Marketperform(Downgrade)	7,000원

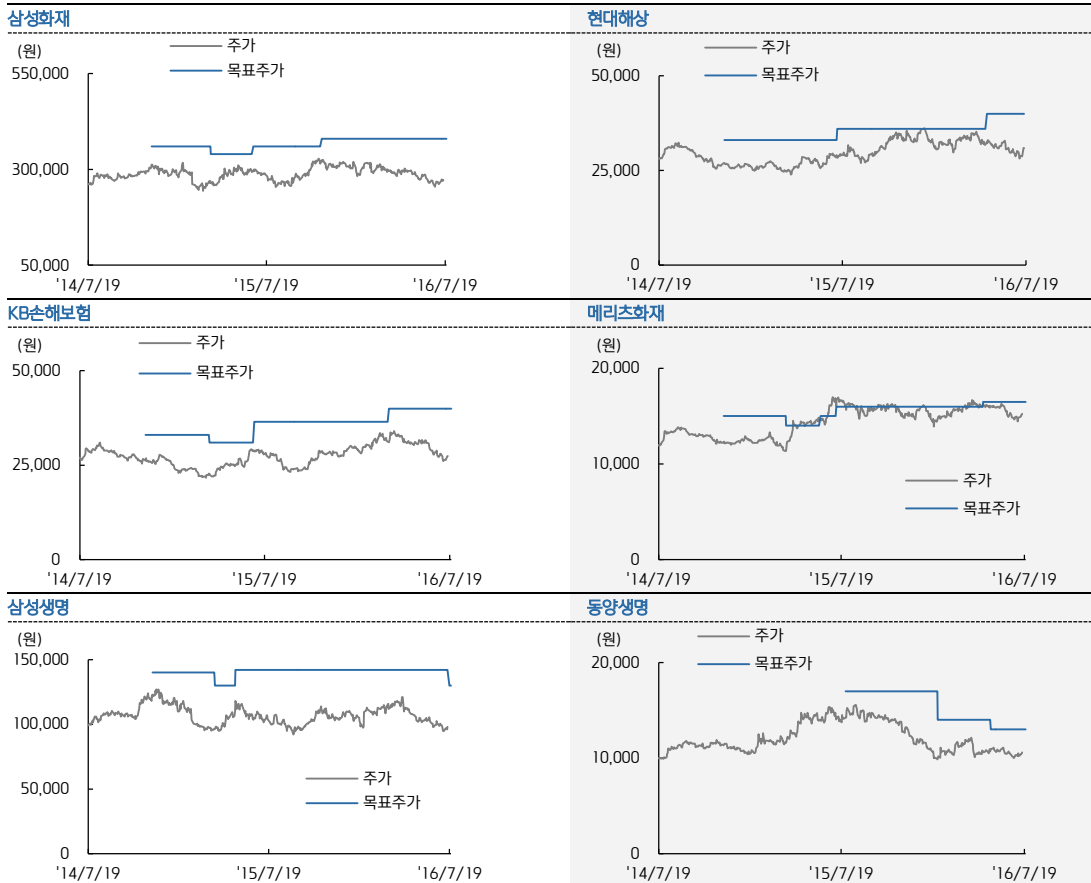
종목명	일자	투자의견	목표주가
현대해상 (001450)	2014/11/27	BUY(Maintain)	33,000원
	2015/01/02	BUY(Maintain)	33,000원
	2012/01/12	BUY(Maintain)	33,000원
	2015/02/25	BUY(Maintain)	33,000원
	2015/04/01	BUY(Maintain)	33,000원
	2015/05/04	BUY(Maintain)	33,000원
	2015/06/01	BUY(Maintain)	33,000원
	2015/07/09	BUY(Maintain)	36,000원
	2015/08/03	BUY(Maintain)	36,000원
	2015/10/01	BUY(Maintain)	36,000원
	2015/10/13	BUY(Maintain)	36,000원
	2015/11/09	BUY(Maintain)	36,000원
	2016/01/29	BUY(Maintain)	36,000원
	2016/04/01	BUY(Maintain)	36,000원
	2016/05/02	BUY(Maintain)	40,000원
	2016/05/27	BUY(Maintain)	40,000원
메리츠화재 (000060)	2016/07/01	BUY(Maintain)	40,000원
	2016/07/19	BUY(Maintain)	40,000원
	2014/11/27	BUY(Reinitiate)	15,000원
	2015/01/02	BUY(Maintain)	15,000원
	2012/01/12	BUY(Maintain)	15,000원
	2015/04/01	BUY(Maintain)	14,000원
	2015/06/01	Marketperform(Downgrade)	14,000원
	2015/06/08	Marketperform(Maintain)	15,000원
	2015/07/09	Marketperform(Maintain)	16,000원
	2015/08/04	Marketperform(Maintain)	16,000원
동양생명 (082640)	2015/10/01	Marketperform(Maintain)	16,000원
	2015/10/13	Marketperform(Maintain)	16,000원
	2015/11/09	Marketperform(Maintain)	16,000원
	2016/01/29	Marketperform(Maintain)	16,000원
	2016/04/01	Marketperform(Maintain)	16,000원
	2016/04/28	Marketperform(Maintain)	16,500원
	2016/05/27	Marketperform(Maintain)	16,500원
	2016/07/01	Marketperform(Maintain)	16,500원
	2016/07/19	Marketperform(Maintain)	16,500원
	2015/07/28	BUY(Initiate)	17,000원
	2015/08/17	BUY(Maintain)	17,000원
	2015/10/13	BUY(Maintain)	17,000원
	2015/11/13	BUY(Maintain)	17,000원
	2016/01/29	BUY(Maintain)	14,000원
	2016/04/29	BUY(Maintain)	14,000원
	2016/05/13	Outperform(Downgrade)	13,000원
	2016/05/27	Outperform(Maintain)	13,000원
	2016/07/19	Outperform(Maintain)	13,000원

### 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
삼성생명 (032830)	2014/11/27	BUY(Initiate)	140,000원
	2012/01/12	BUY(Maintain)	140,000원
	2015/02/13	BUY(Maintain)	140,000원
	2015/04/01	BUY(Maintain)	130,000원
	2015/05/13	BUY(Maintain)	142,000원
	2015/06/29	BUY(Maintain)	142,000원
	2015/07/09	BUY(Maintain)	142,000원
	2015/07/15	BUY(Maintain)	142,000원
	2015/08/17	BUY(Maintain)	142,000원
	2015/10/13	BUY(Maintain)	142,000원
	2015/11/13	BUY(Maintain)	142,000원
	2016/01/29	BUY(Maintain)	142,000원
	2016/05/16	BUY(Maintain)	142,000원
	2016/05/27	BUY(Maintain)	142,000원
	2016/07/19	BUY(Maintain)	130,000원

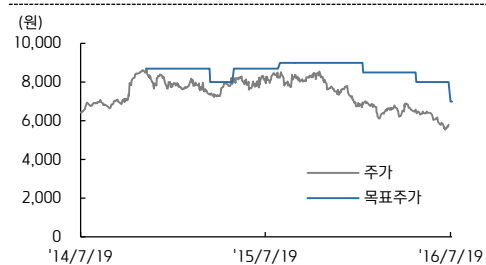
종목명	일자	투자의견	목표주가
동부화재 (005830)	2014/11/27	BUY(Reinitiate)	70,000원
	2015/01/02	BUY(Maintain)	70,000원
	2012/01/12	BUY(Maintain)	70,000원
	2015/02/26	BUY(Maintain)	70,000원
	2015/04/01	BUY(Maintain)	67,000원
	2015/05/04	BUY(Maintain)	67,000원
	2015/06/01	BUY(Maintain)	67,000원
	2015/07/09	BUY(Maintain)	70,000원
	2015/08/03	BUY(Maintain)	75,000원
	2015/09/24	BUY(Maintain)	75,000원
	2015/10/01	BUY(Maintain)	75,000원
	2015/10/13	BUY(Maintain)	75,000원
	2015/11/09	BUY(Maintain)	80,000원
	2015/11/24	BUY(Maintain)	80,000원
	2016/01/29	BUY(Maintain)	80,000원
	2016/04/01	BUY(Maintain)	86,000원
	2016/04/12	BUY(Maintain)	86,000원
	2016/05/02	BUY(Maintain)	86,000원
	2016/05/27	BUY(Maintain)	86,000원
	2016/07/01	BUY(Maintain)	86,000원
	2016/07/19	BUY(Maintain)	86,000원

### 목표주가추이(2개년)

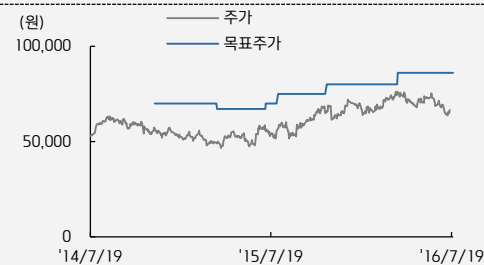


## 목표주가추이(2개년)

한화생명



동부화재



## 투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)	업종	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비+20%이상주가상승예상	Overweight(비중확대)	시장대비+10%이상초과수익예상
Outperform(시장수익률상회)	시장대비+10~+20%주가상승예상	Neutral(중립)	시장대비+10~-10%변동예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비+10~-10%주가변동예상	Underweight(비중축소)	시장대비-10%이상초과하락예상
Underperform(시장수익률하회)	시장대비-10~-20%주가하락예상		
Sell(매도)	시장대비-20%이하주가하락예상		

## 투자등급 비율 통계 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%