

2017. 1. 18



## ▲ 보험

Analyst **김고은**  
02. 6098-6670  
goenkim@meritz.co.kr

## Overweight

## Top Picks

동부화재(005830)	Buy	92,000원
메리츠화재(000060)	Buy	24,000원
미래에셋생명(085620)	Buy	7,500원

## 관심종목

삼성화재(000810)	Buy	350,000원
현대해상(001450)	Buy	45,000원
KB손해보험(002550)	Buy	36,000원
한화손해보험(000370)	Buy	10,000원
삼성생명(032830)	Buy	130,000원
한화생명(088350)	Trading Buy	7,500원
동양생명(082640)	Hold	11,000원

## 보험 4Q16 Preview

## 자동차 보험 경쟁 심화 우려는 과도

- ✓ 손해보험사 4Q16 3,449억원(-53.3% QoQ, +54.9% YoY) 전망
- ✓ 생명보험사 4Q16 -18억원 (적전 QoQ, 적전 YoY) 전망
- ✓ 손해보험 자동차 보험료 인하 경쟁 심화 및 RBC 비율 우려 과도
- ✓ Top picks: 동부화재, 메리츠화재, 미래에셋생명

## 손해보험 자동차 보험 및 자본 우려 과도

최근 삼성화재의 자동차 보험료 인하 결정, 금리 인상에 따른 2위권사의 RBC비율 우려로 손해보험주가 큰 폭으로 하락했다. 커버리지 6개사 기준 시가총액 약 2조 원이 감소했으며 이는 과도한 반응이라고 판단된다. 16년 기준 자동차 보험료 12.7 조원의 3% 인하를 가정해도 보험료 감소액은 3,800억원 수준이다. RBC비율에 대한 우려는 점증하나 2위권사의 후순위채 발행여력이 충분하고 연간 비용을 감안시 실적에 미치는 영향은 제한적이라고 판단된다.

## 4Q16 실적 전망

손해보험사 커버리지 4Q16E 순이익은 3,449억원(-53.3% QoQ, +54.9% YoY)이 전망된다. 태풍 차바 및 계절적 영향으로 전분기 대비 감소하나 자동차 보험 손해를 개선이 뚜렷해 전년 동기 대비 개선된다. 일회성 요인으로는 삼성화재의 물산 관련 손상차손, 증권 매각익과 메리츠화재의 수익증권 관련 손상차손 발생이 추정된다. 고액사고가 다수 발생해 일반손해율이 상승할 전망이다.

생명보험사 커버리지 4Q16E 순이익은 -18억원(적전 QoQ, 적전 YoY)으로 감소할 전망이다. 변액보증준비금 및 성과급 등 반영이 원인이다. 일회성 요인으로 삼성생명은 증권 관련 염가매수차익, 미래에셋생명은 희망퇴직 비용이 반영된다. 동양생명은 육류담보대출 관련 손상 약 20%를 가정했다.

## Top Picks: 동부화재, 메리츠화재, 미래에셋생명

Top picks으로 동부화재, 메리츠화재, 미래에셋생명을 유지한다. 실손보험료 인상 및 비급여 의료비 진료비용 공개 기준 강화에 따라 실손보험 손해율의 중장기적 개선이 기대된다. 미래에셋생명은 생명보험사 중 제도개선에 따른 영향이 가장 적으며 Valuation 매력에 있다.

## 자동차 보험 경쟁으로 인한 수익성 훼손 제한적

자동차 보험 인하 발표 이후  
손보사 시가총액 2조원 감소

2016년 12월 21일 삼성화재의 자동차 보험료 인하가 보도되며 손해보험주가 큰 폭으로 하락했다. 전일 기준 커버리지 손해보험 6개사 합산 약 2조원의 시가총액이 감소했으며 이는 과도하다고 판단된다. 2016년 기준 상위 6개사의 자동차 부문 경과보험료는 12.7조원이며, 3%의 인하를 가정해도 그 규모는 3,800억원 수준이기 때문이다.

자동차 손해율의  
급격한 상승은 제한적

시장의 우려처럼 자동차 보험 MS 경쟁 심화로 인한 급격한 수익성 악화 가능성은 제한적이다. 2위권사는 기본보험료 인하보다는 특약 할인율 조정 등의 대응으로 우량고객 모집에 집중할 계획이다. 또한, 2016년의 자동차 손해율의 급격한 개선은 보험료 인상뿐 아니라 손해액 개선도 영향을 미쳤기 때문에 우려만큼 손해율의 급격한 훼손은 없을 전망이다.

2위권사 후순위채 발행 및 비용  
감안 시 RBC 우려 과도

급격한 금리 상승으로 2위권 손해보험사의 자본확충 우려 또한 점증되고 있으나 후순위채 발행 여력 및 연간 비용을 고려했을 경우에도 최근의 주가 하락 폭은 과도하다고 판단된다.

표1 손해보험사 시가총액 변화 및 자동차 보험료 인하 영향 비교

(십억원)	16.12.20 이후 시가총액 변화	2016년 자동차 보험료	3% 인하 시
삼성화재	-876	4,326	130
동부화재	-566	2,713	81
현대해상	-340	2,603	78
KB손해보험	-13	1,799	54
메리츠화재	-105	713	21
한화손해보험	-75	573	17
<b>합계</b>	<b>-1,975</b>	<b>12,726</b>	<b>382</b>

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 2위권 손해보험사 후순위채 발행여력 및 관련 비용

(십억원)	후순위채 발행 한도	기발행액	추가여력	연간비용(1.5% 가정)	
				전량 발행 시	연간 이익규모 발행 시
동부화재	1,914	-	1,914	29	8
현대해상	1,368	222	1,146	17	6
KB손해보험	1,155	-	1,155	17	4
메리츠화재	814	285	529	8	4
한화손해보험	452	293	159	2	2

주: 발행한도는 자본의 50%로 단순 계산, 연간 이익규모는 16년 추정치 기준

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 4Q16 실적 전망

손해보험사 4Q16E 순이익  
3,449억원 전망

손해보험업 유니버스(삼성화재, 동부화재, 현대해상, KB손해보험, 메리츠화재, 한화손해보험)기준 4Q16E 순이익은 3,449억원(-53.3% QoQ, +54.9% YoY)이 전망된다. 계절적 요인으로 전분기 대비 이익 감소하였으나 자동차 손해를 개선 효과로 전년 동기 대비 이익이 증가했다. 회사별 일회성 요인으로 삼성화재의 증권 매각익 및 물산 손상차손, 메리츠화재의 수익증권 관련 손상차손이 발생할 전망이다. 태풍 차바 등의 영향으로 고액사고 다수 발생해 일반손해율 상승이 추정된다.

금리상승, 연결RBC 등으로  
RBC비율 하락 우려 점증

11월 중 금리의 급격한 상승으로 상당한 채권평가손실이 발생했다. 연결RBC 및 신용계수 신뢰수준 상향 반영 등으로 2위권사의 RBC비율이 170%대 수준까지 하락할 전망이다. KB손해보험은 약 1,700억원 규모의 제3자배정 유상증자를 결정했다. 시장 변화 및 제도 강화 등의 영향으로 올해 중 2위권사 중 일부는 후순위채 및 신종자본증권 발행이 추정된다.

실손보험료 인상 및  
비급여 진료비용 공개 긍정적

기존 판매된 실손보험료 약 20% 인상이 결정되어 1월부터 반영될 예정이다. 보험료뿐 아니라 비급여 진료비용 공개 기관이 확대되어 손해액 증가세 완화가 기대된다. 최근 금융감독원이 실손의료보험상품 구조를 기본+특약형으로 개편해 4월부터 적용될 예정이며 특약형의 자기부담비율은 30%로 상향된다. 기본+특약형 비중이 많아질수록 보험사의 손해율 관리는 용이해질 전망이다.

생명보험사 4Q16E 순이익  
-18억원 전망

생명보험업 유니버스(삼성생명, 한화생명, 동양생명, 미래에셋생명) 기준 4Q16E 순이익은 -18억원(적전 QoQ, 적전 YoY)으로 감소할 전망이다. 변액보증준비금 및 성과급 등이 반영되기 때문이다. 기타 일회성 요인으로 삼성생명은 삼성증권 관련 영업매수차익, 미래에셋생명은 희망퇴직 비용이 반영될 전망이다. 동양생명은 육류담보대출 관련 손상 약 20%를 가졌다.

저축성 비과세 한도 축소

미지급 자살보험금과 관련해 삼성생명은 400억원, 한화생명은 200억원 지급을 결정했다. 이와 관련해 금융감독원이 조만간 제재수위를 결정하며 상당부분 완화될 전망이다. 저축성 보험 비과세 한도 축소(일시납 1억원, 월납 150억원)로 관련 보험 판매비중이 많은 보험사들의 신계약 APE 축소가 우려된다. 다만, 미래에셋생명의 변액보험의 경우 비과세 외에도 수익률에 강점이 있어 타사 대비 적은 감소 폭이 추정된다.

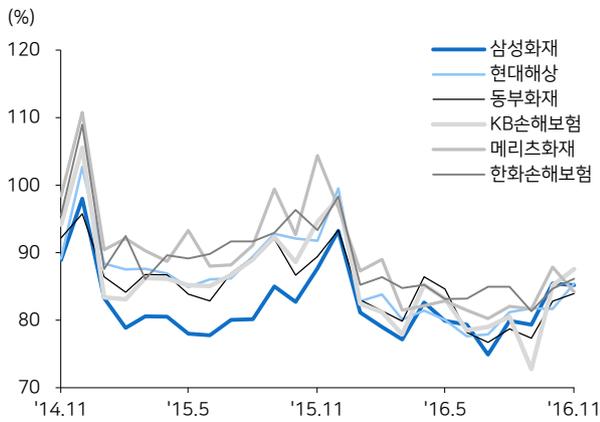
향후 LAT 관련 할인율 할인 폭에 따라 생명보험사의 보험부채 추가 적립 이슈가 대두될 가능성이 있다. 대부분 3% 중후반을 할인율로 사용하고 있어 하락폭이 큰 경우에는 잉여금액이 충분하지 않다고 판단된다.

표3 커버리지 보험사 4Q16 Preview (순이익)

(십억원)	4Q16E	4Q15	% YoY	3Q16	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
삼성화재	107.5	73.0	47.3	240.0	-55.2	210.7	-49.0
동부화재	82.7	63.5	30.3	181.7	-54.5	82.6	0.2
현대해상	48.1	-30.0	-260.3	137.9	-65.1	50.2	-4.2
KB손해보험	56.2	68.8	-18.3	63.3	-11.3	50.9	10.4
메리츠화재	29.0	35.0	-17.3	82.2	-64.7	36.0	-19.5
한화손해보험	21.4	12.4	72.5	32.6	-34.6	21.5	-0.5
<b>손해보험 합계</b>	<b>344.9</b>	<b>222.7</b>	<b>54.9</b>	<b>737.8</b>	<b>-53.3</b>	<b>451.8</b>	<b>-23.7</b>
삼성생명	66.9	32.8	104.0	485.7	-86.2	147.9	-54.8
한화생명	-30.3	-20.5	47.8	150.4	-120.2	34.5	-187.9
동양생명	-41.0	-0.7	5,683.2	66.2	-161.9	-20.9	96.6
미래에셋생명	2.6	20.2	-87.0	11.4	-77.0	13.8	-81.0
<b>생명보험 합계</b>	<b>-1.8</b>	<b>31.7</b>	<b>-105.8</b>	<b>713.7</b>	<b>-100.3</b>	<b>175.4</b>	<b>-101.1</b>

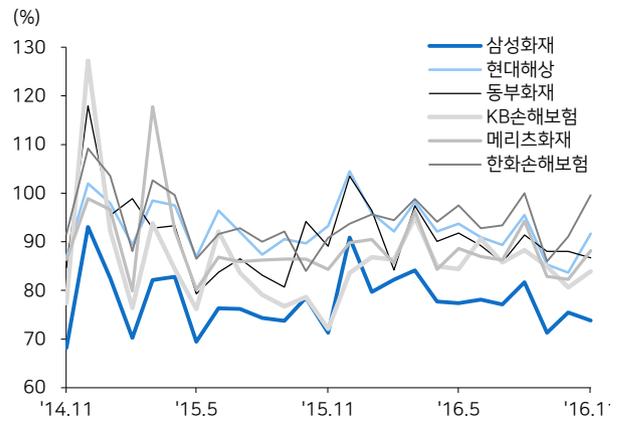
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터, WISEfn

그림1 손해보험사 자동차 손해율 추이



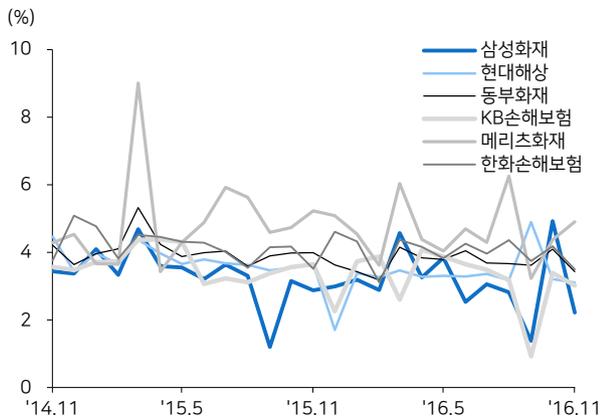
자료: 각 사

그림2 손해보험사 장기위험손해율 추이



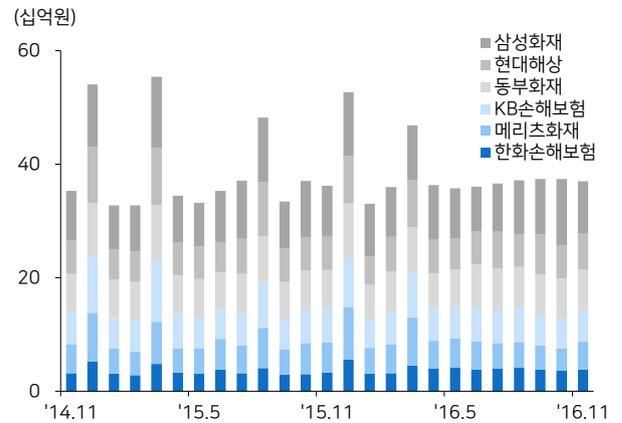
자료: 각 사

그림3 손해보험사 투자이익률 추이



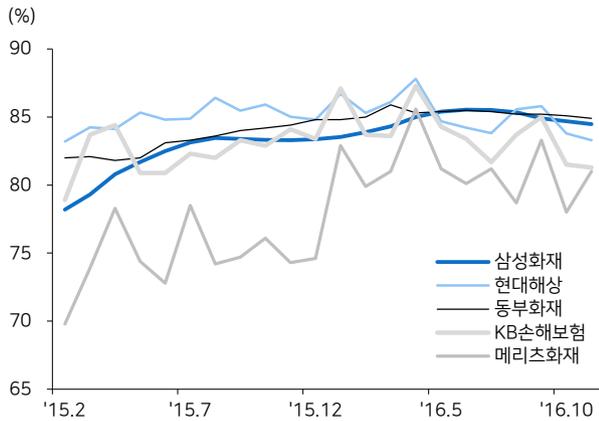
자료: 각 사

그림4 손해보험사 보장성 인보험 추이



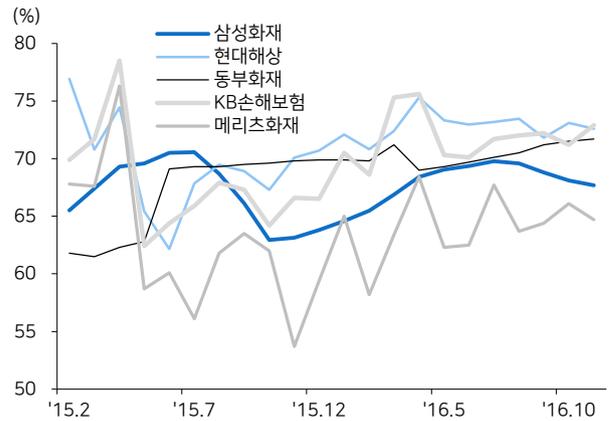
자료: 각 사

그림5 손해보험사 13회차 유지율 추이



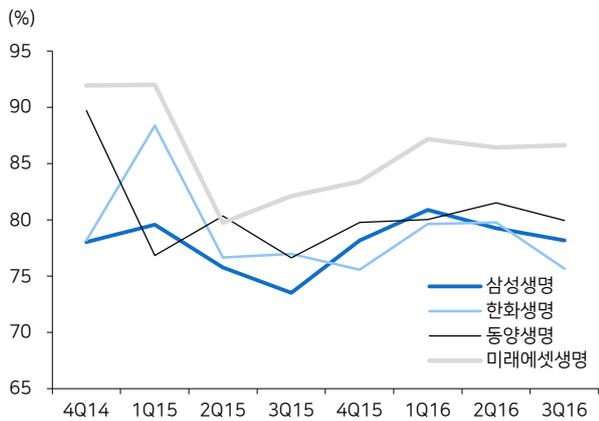
자료: 각 사

그림6 손해보험사 25회차 유지율 추이



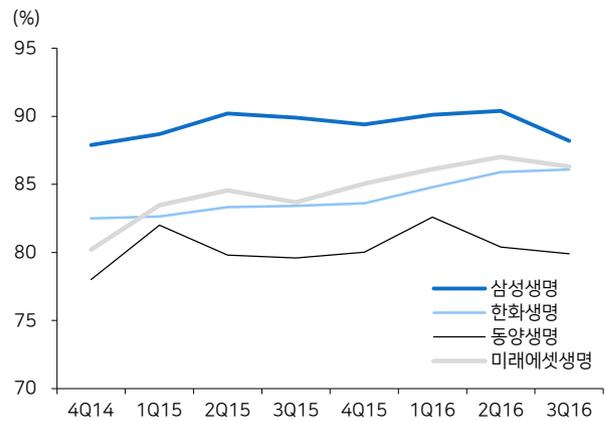
자료: 각 사

그림7 생명보험사 위험손해율 추이



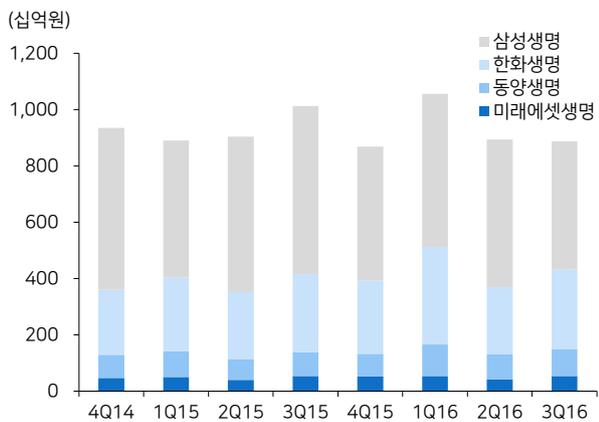
자료: 각 사

그림8 생명보험사 13회차 유지율 추이



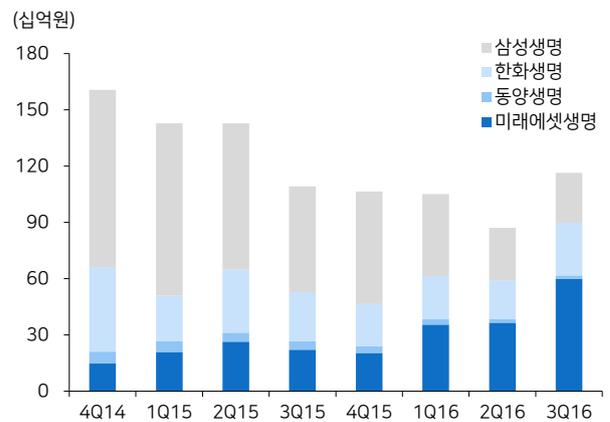
자료: 각 사

그림9 생명보험사 신계약 보장성 APE 추이



자료: 각 사

그림10 생명보험사 변액보험 APE 추이



자료: 각 사

## 동부화재 (005830)

Buy, TP 92,000 원

4Q16E 순이익 827억원(-54.5% QoQ, +30.3% YoY)이 전망된다. 성과급 중 일부를 4Q에 반영해 사업비율이 전분기 대비 상승하지만, 4Q15 카드슈랑스 관련 비용관련 기저효과가 있어 전년 동기 대비 하락할 전망이다. 자동차 손해율은 태풍 차바 및 계절적 영향으로 전분기 대비 상승, 보험료 인상 효과 누적으로 전년 동기 대비로는 하락했다. 일회성 요인으로 태풍, 고액 화재사고 등 발생해 일반 손해율은 상승 전망이다.

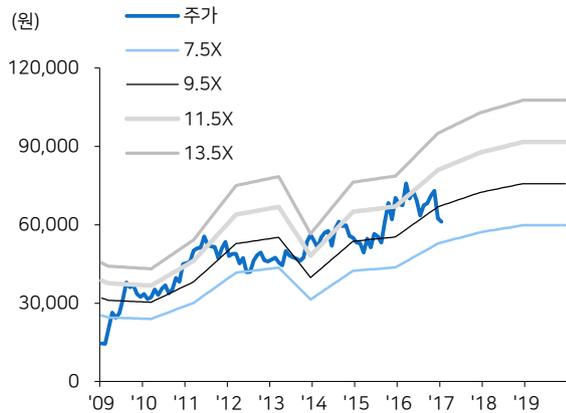
투자의견 Buy 및 적정주가 92,000원을 유지한다. 실손보험료 인상 및 운전자 보험 판매 강화로 중장기적 위험손해율 하락이 기대된다. 금리 상승, 연결RBC 시행 및 신용리스크 신뢰수준 상향 반영으로 RBC 비율이 170% 수준으로 하락한다. 그러나 자본 확충 이슈가 발생하는 경우에도 후순위채 혹은 신중자본증권 발행 등으로 해결 가능하며 대주주 지분율이 충분하지 않아 증자 가능성은 제한적이다.

표4 동부화재 4Q16 Preview

(십억원)	4Q16E	4Q15	% YoY	3Q16	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,040.5	2,993.2	1.6	2,990.5	1.7	2,809.0	8.2
보험영업이익	-143.1	-151.1	적자	2.2	적자	-	-
투자영업이익	267.2	245.2	9.0	255.9	4.4	-	-
영업이익	124.1	94.0	32.0	258.1	-51.9	125.6	-1.2
당기순이익	82.7	63.5	30.3	181.7	-54.5	82.6	0.2

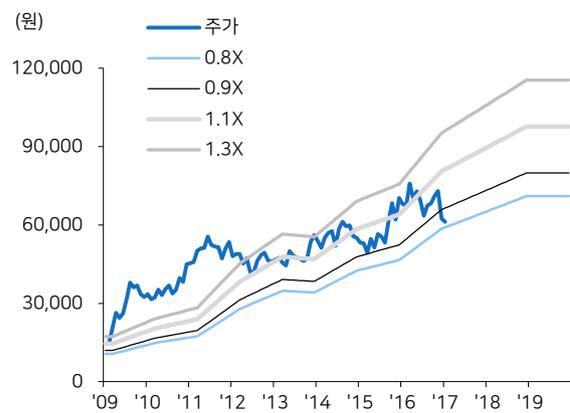
자료: 동부화재, 메리츠증권증권 리서치센터, WISEfn

그림11 동부화재 PER 밴드



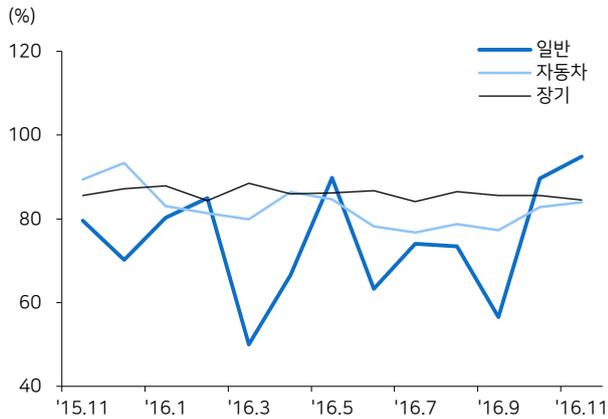
자료: Quantiverse

그림12 동부화재 PBR 밴드



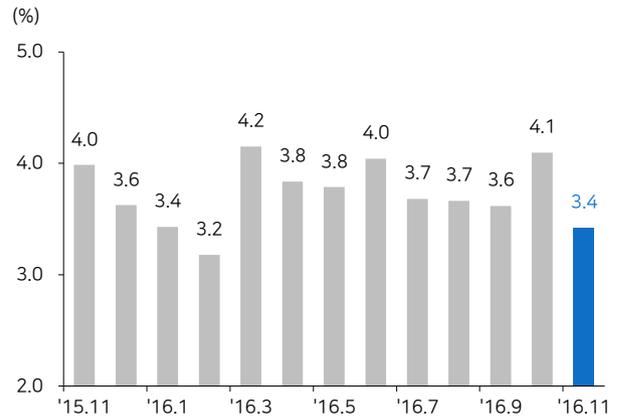
자료: Quantiverse

그림13 경과손해율 추이



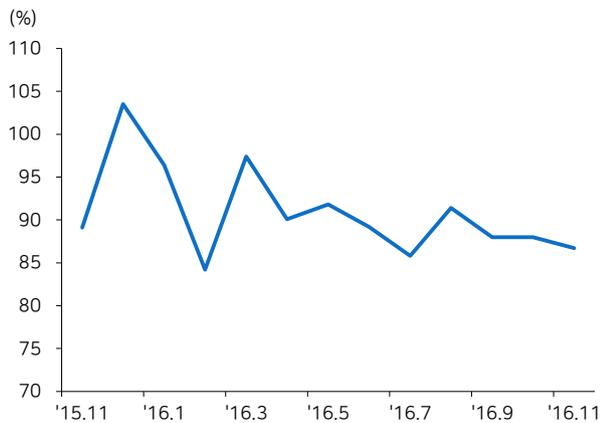
자료: 동부화재

그림14 투자영업이익률 추이



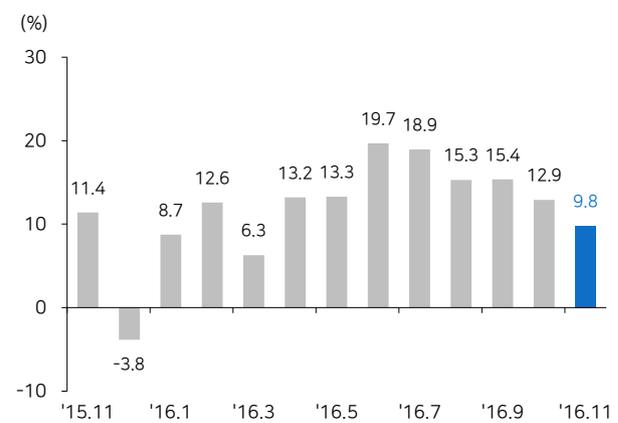
자료: 동부화재

그림15 장기위험손해율 추이



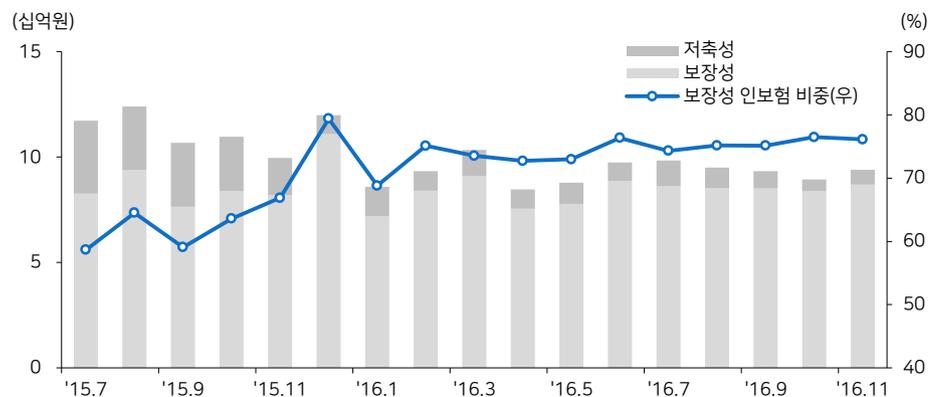
자료: 동부화재

그림16 ROE



자료: 동부화재

그림17 장기보험 신계약 추이



자료: 동부화재

## 동부화재 (005830)

### Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
원수보험료	10,714.2	11,487.9	11,996.2	12,357.8	12,679.3
일반	928.7	999.3	989.0	1,059.1	1,086.6
자동차	2,303.3	2,587.6	2,931.8	3,039.6	3,118.7
장기	7,482.3	7,900.9	8,075.4	8,259.1	8,474.0
보유보험료	10,042.2	10,725.2	10,888.5	11,535.1	11,836.5
경과보험료	9,948.9	10,565.3	11,076.8	11,370.7	11,683.5
일반	475.2	476.8	526.6	543.5	567.1
자동차	2,085.7	2,306.2	2,602.6	2,698.7	2,777.3
장기	7,388.0	7,782.4	7,947.7	8,128.5	8,339.1
경과손해액	8,632.6	9,080.9	9,385.4	9,641.9	9,908.6
일반	335.6	345.9	387.4	399.1	416.1
자동차	1,849.5	2,016.8	2,126.9	2,222.2	2,304.5
장기	6,447.5	6,718.2	6,871.0	7,020.6	7,188.0
순사업비	1,702.3	1,865.5	2,007.4	2,059.4	2,120.3
보험영업이익	-388.5	-381.1	-315.9	-330.6	-345.4
투자영업이익	893.8	978.5	1,021.4	1,086.9	1,163.4
영업이익	505.3	597.3	705.4	756.3	818.0
영업외손익	-10.4	-58.7	-44.2	-47.3	-47.9
세전순이익	495.0	538.7	661.2	709.0	770.0
법인세비용	94.7	126.0	159.1	171.6	186.3
당기순이익	400.3	412.7	502.1	537.4	583.7

### Key Financial Data I

(%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>수익성</b>					
경과손해율	86.8	86.0	84.7	84.8	84.8
일반	70.6	72.5	73.6	73.4	73.4
자동차	88.7	87.5	81.7	82.3	83.0
장기	87.3	86.3	86.5	86.4	86.2
사업비율	17.1	17.7	18.1	18.1	18.1
합산비율	103.9	103.6	102.9	102.9	103.0
투자영업이익률	4.3	4.0	3.8	3.7	3.6
<b>성장성</b>					
총자산	15.6	14.0	9.4	8.8	8.4
운용자산	18.3	14.7	9.3	9.6	9.1
자기자본	24.4	9.5	4.0	12.6	12.1
원수보험료	N/A	7.2	4.4	3.0	2.6
경과보험료	N/A	6.2	4.8	2.7	2.8
순이익	N/A	3.1	21.7	7.0	8.6

### Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>자산총계</b>	26,801.4	30,562.8	33,425.6	36,354.8	39,396.0
운용자산	22,658.6	25,981.6	28,408.5	31,134.0	33,963.3
현예금 및 예치금	1,068.9	1,333.2	559.0	612.7	668.3
유가증권	13,902.2	16,258.5	18,625.3	20,412.2	22,267.1
주식	1,157.4	1,082.4	1,114.4	1,221.4	1,332.4
채권	5,942.0	6,789.2	7,933.6	8,694.7	9,484.8
대출채권	6,571.5	7,240.1	8,085.7	8,861.4	9,666.7
부동산	1,115.8	1,149.8	1,138.5	1,247.8	1,361.2
비운용자산	3,318.7	3,460.9	3,502.0	3,644.2	3,792.2
특별계정자산	824.2	1,120.3	1,515.0	1,576.5	1,640.5
<b>부채총계</b>	23,438.4	26,880.1	29,596.6	32,043.9	34,565.3
보통계약준비금	21,567.4	24,460.5	26,866.4	29,202.8	31,608.9
책임준비금	21,567.4	24,460.5	26,866.4	29,202.8	31,608.9
기타부채	942.3	1,075.0	1,215.2	1,264.6	1,315.9
특별계정부채	928.7	1,344.6	1,515.0	1,576.5	1,640.5
<b>자본총계</b>	3,363.0	3,682.7	3,828.9	4,310.9	4,830.7
자본금	35.4	35.4	35.4	35.4	35.4
자본잉여금	37.9	37.9	37.9	37.9	37.9
이익잉여금	2,709.9	3,030.8	3,450.8	3,932.7	4,452.6
자본조정	579.8	578.6	304.8	304.8	304.8

### Key Financial Data II

(%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	5,654	5,829	7,091	7,591	8,244
BPS	53,130	58,179	60,490	68,104	76,317
DPS	1,450	1,550	1,852	2,001	2,163
<b>밸류에이션 (배)</b>					
PER	9.7	12.1	8.7	8.1	7.5
PBR	1.0	1.2	1.0	0.9	0.8
<b>수익성</b>					
ROE	13.2	11.7	13.4	13.2	12.8
ROA	1.6	1.4	1.6	1.5	1.5
<b>배당지표</b>					
배당성향	22.9	23.8	23.4	23.6	23.5
배당수익률	2.6	2.2	3.0	3.3	3.5
<b>안정성</b>					
총자산/자기자본	797	830	873	843	816
보유보험료/자기자본	299	291	284	268	245

**메리츠화재 (000060)**

Buy, TP 24,000 원

4Q16E 순이익 290억원(-64.7% QoQ, -17.3% YoY)이 전망된다. 수익증권 관련 손상차손 및 성과급 반영이 이익 감소의 원인이다. 수익성 위주의 전략으로 자동차 손해율 개선 효과가 뚜렷하게 나타나고 있으며 장기위험손해율 또한 안정화 중이다. 연말 RBC 190% ~ 200% 초반이 추정된다. 선제적인 채권 매각의 시현으로 타사 대비 영향이 적었다.

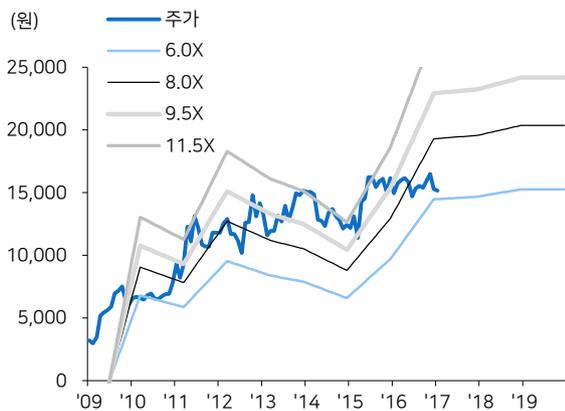
투자의견 Buy 및 적정주가 24,000원을 유지한다. 공격적인 채널 정책에도 타사와의 유지율 Gap이 축소되고 위험손해율이 개선되고 있다. 영업 채널 재정비 및 수수료 체계 변경으로 전속설계사가 증가해 17년 중 신계약 성장 전망된다. 실손보험료 인상 및 비급여 진료비용 공개로 인한 수혜 또한 기대된다.

**표5 메리츠화재 4Q16 Preview**

(십억원)	4Q16E	4Q15	% YoY	3Q16	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	1,509.6	1,468.9	2.8	1,484.5	1.7	1,444.8	4.5
보험영업이익	-80.5	-102.3	적자	-45.7	적자	-	-
투자영업이익	125.3	156.1	-19.7	163.7	-23.4	--	--
영업이익	44.8	53.9	-16.9	118.0	-62.0	53.5	-16.3
당기순이익	29.0	35.0	-17.3	82.2	-64.7	36.0	-19.5

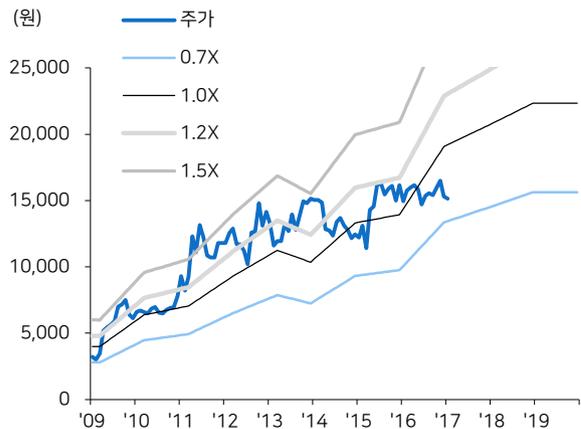
자료: 메리츠화재, 메리츠증권리서치센터, WISEfn

**그림18 메리츠화재 PER 밴드**



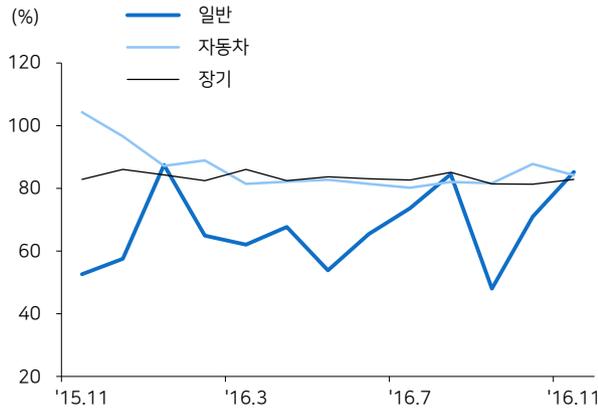
자료: Quantwise

**그림19 메리츠화재 PBR 밴드**



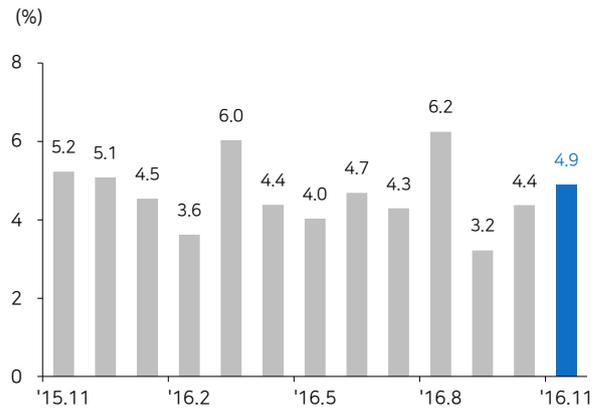
자료: Quantwise

그림20 경과손해를 추이



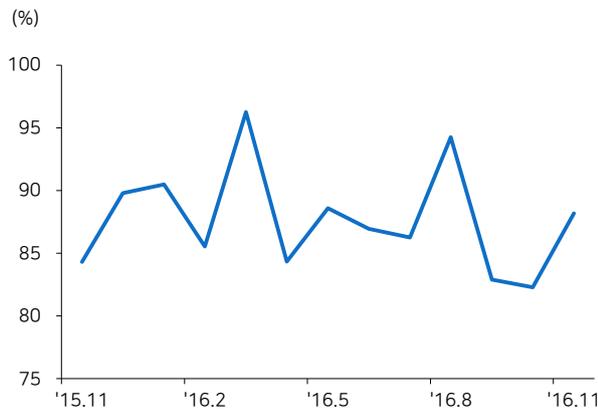
자료: 메리츠화재

그림21 투자영업이익률 추이



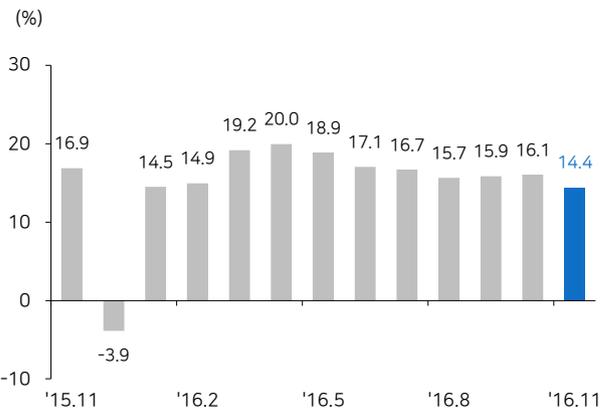
자료: 메리츠화재

그림22 장기위험손해를 추이



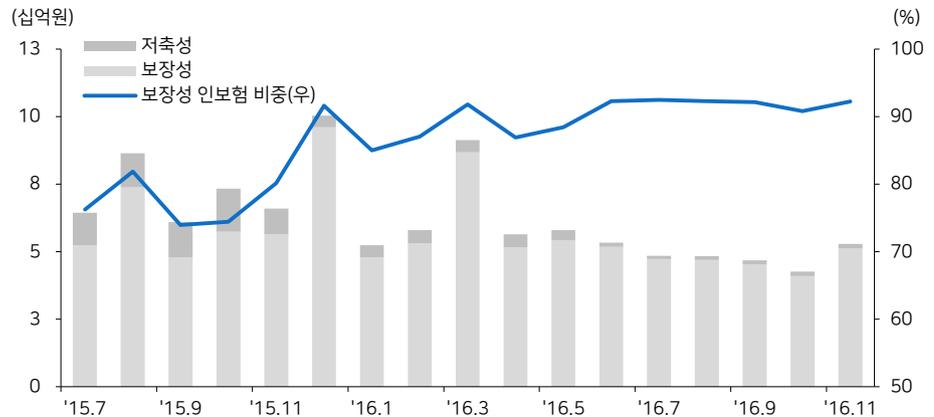
자료: 메리츠화재

그림23 ROE



자료: 메리츠화재

그림24 장기보험 신계약 추이



자료: 메리츠화재

메리츠화재 (000060)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
원수보험료	5,202.4	5,657.6	5,963.6	6,135.5	6,295.1
일반	373.1	407.4	433.8	462.0	474.0
자동차	697.6	743.7	745.5	780.4	800.7
장기	4,131.6	4,506.5	4,784.3	4,893.1	5,020.4
보유보험료	4,911.7	5,197.2	5,621.2	5,699.3	5,875.0
경과보험료	4,931.4	5,325.1	5,653.8	5,789.5	5,944.6
일반	156.8	184.5	214.6	213.0	225.8
자동차	688.9	683.8	713.4	739.9	757.1
장기	4,085.8	4,456.9	4,725.8	4,836.5	4,961.7
경과손해액	4,193.6	4,498.0	4,692.7	4,787.9	4,923.8
일반	112.2	115.7	147.8	146.4	152.9
자동차	652.8	635.6	605.4	633.7	643.7
장기	3,428.6	3,746.6	3,939.5	4,007.8	4,127.2
순사업비	980.6	1,162.2	1,192.2	1,204.1	1,228.6
보험영업이익	-242.8	-335.1	-231.1	-202.6	-207.8
투자영업이익	425.9	591.8	589.7	569.5	604.9
영업이익	183.0	256.7	358.7	367.0	397.1
영업외손익	-18.2	-31.3	-30.1	-26.0	-26.8
세전순이익	164.9	225.4	328.5	341.0	370.3
법인세비용	39.4	54.1	77.7	82.5	89.6
당기순이익	112.7	171.3	250.8	258.4	280.7

Key Financial Data I

(%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>수익성</b>					
경과손해율	85.0	84.5	83.0	82.7	82.8
일반	71.6	62.7	68.9	68.7	67.7
자동차	94.8	93.0	84.9	85.6	85.0
장기	83.9	84.1	83.4	82.9	83.2
사업비율	19.9	21.8	21.1	20.8	20.7
합산비율	104.9	106.3	104.1	103.5	103.5
투자영업이익률	4.3	5.0	4.4	3.8	3.7
<b>성장성</b>					
총자산	17.6	12.5	12.3	9.1	8.7
운용자산	22.1	15.1	13.6	9.9	9.4
자기자본	34.9	5.1	10.7	11.5	11.5
원수보험료	N/A	8.8	5.4	2.9	2.6
경과보험료	N/A	8.0	6.2	2.4	2.7
순이익	N/A	52.0	46.4	3.0	8.6

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>자산총계</b>	12,981.5	14,603.8	16,402.5	17,902.5	19,468.1
운용자산	10,987.8	12,651.1	14,376.4	15,794.1	17,274.2
현예금 및 예치금	520.6	460.8	362.8	398.5	435.9
유가증권	6,751.1	7,633.9	8,247.1	9,060.4	9,909.4
주식	184.4	145.8	131.6	144.6	158.1
채권	3,375.9	3,949.8	4,258.9	4,678.8	5,117.3
대출채권	2,899.6	3,746.0	4,604.1	5,058.1	5,532.1
부동산	816.5	810.4	800.5	879.4	961.8
비운용자산	1,993.7	1,952.7	2,026.1	2,108.3	2,193.9
특별계정자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	11,581.7	13,133.0	14,773.8	16,085.8	17,443.3
보험계약준비금	10,809.5	12,233.3	13,812.3	15,085.2	16,402.2
책임준비금	10,809.5	12,233.3	13,812.3	15,085.2	16,402.2
기타부채	772.2	899.7	961.5	1,000.6	1,041.2
특별계정부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	1,399.8	1,470.8	1,628.7	1,816.7	2,024.7
자본금	53.0	53.0	55.2	55.2	55.2
자본잉여금	371.7	369.2	436.6	436.6	436.6
이익잉여금	518.3	649.7	844.6	1,032.6	1,240.7
자본조정	-7.5	-4.2	-13.5	-13.5	-13.5
기타포괄손익누계액	464.4	403.2	305.8	305.8	305.8

Key Financial Data II

(%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	1,067	1,617	2,273	2,342	2,544
BPS	13,312	13,934	14,857	16,572	18,470
DPS	380	570	807	830	902
<b>밸류에이션 (배)</b>					
PER	11.7	10.0	6.7	6.5	6.0
PBR	0.9	1.2	1.0	0.9	0.8
<b>수익성</b>					
ROE	9.2	11.9	16.2	15.0	14.6
ROA	0.9	1.2	1.6	1.5	1.5
<b>배당지표</b>					
배당성향	35.4	35.1	35.3	35.2	35.2
배당수익률	3.1	3.5	5.3	5.5	6.0
<b>안정성</b>					
총자산/자기자본	927	993	1,007	985	962
보유보험료/자기자본	351	353	345	314	290

## 삼성화재 (000810)

Buy, TP 350,000 원

4Q16E 순이익 1,075억원(-55.2% QoQ, +47.3% YoY)이 전망된다. 삼성증권 매각익이 1,100억원, 삼성물산 손상차손 615억원이 발생해 투자 부문 일회성 요인 영향이 크다. 고액사고(태풍 관련 침수, 공장 화재, 선박 사고 등) 발생해 일반 손해율이 상승했다. 최근 운전자 보험 판매 증가세가 뚜렷하다.

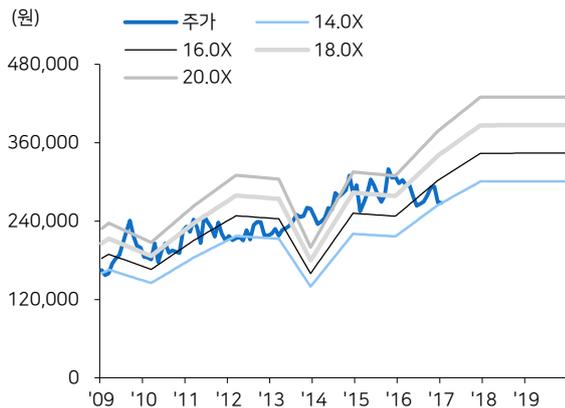
투자의견 Buy 및 적정주가 350,000원을 유지한다. 자동차 보험료 개인용 2.7%, 업무용 1.6%, 영업용 0.4% 인하했다. 수익성이 뛰어난 CM채널 우위를 보다 확고히 하기 위한 전략으로 판단된다. 계열사 지분 및 부동산 매각익 등으로 투자이익 양호하나 이를 제외 시 투자이월 하락 속도가 빠른 점은 우려된다.

표6 삼성화재 4Q16 Preview

(십억원)	4Q16E	4Q15	% YoY	3Q16	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	4,604.7	4,520.3	1.9	4,617.6	-0.3	4,407.4	4.5
보험영업이익	-270.7	-268.0	적자	-15.2	적자	-	-
투자영업이익	424.0	396.6	6.9	346.1	22.5	-	-
영업이익	153.3	128.6	19.2	330.9	-53.7	289.8	-47.1
당기순이익	107.5	73.0	47.3	240.0	-55.2	210.7	-49.0

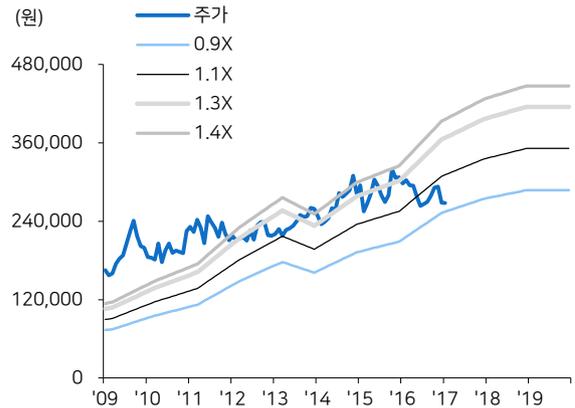
자료: 삼성화재, 메리츠증권증권 리서치센터, WISEfn

그림25 삼성화재 PER 밴드



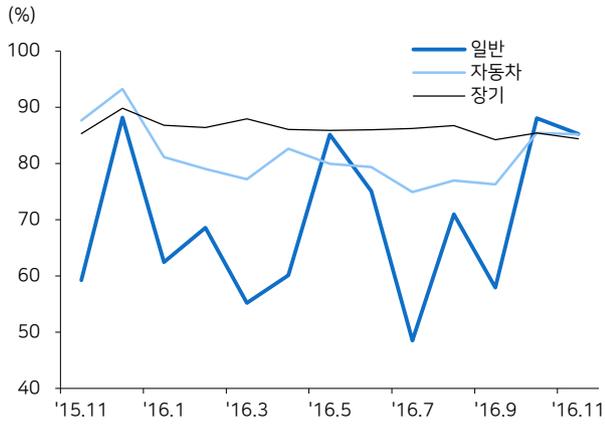
자료: Quantwise

그림26 삼성화재 PBR 밴드



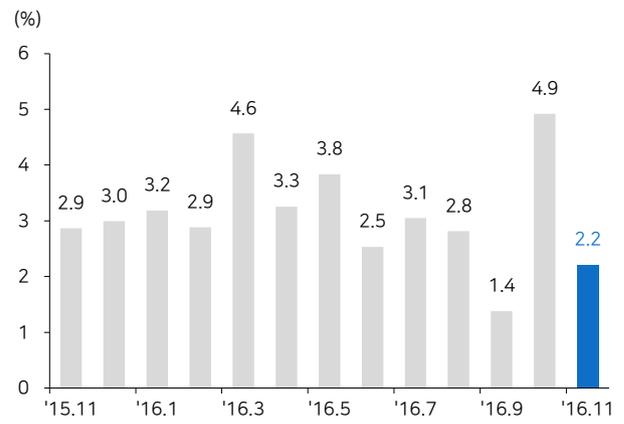
자료: Quantwise

그림27 경과손해율 추이



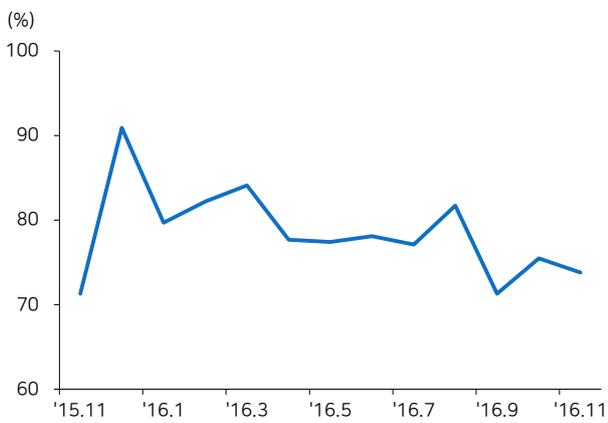
자료: 삼성화재

그림28 투자영업이익률 추이



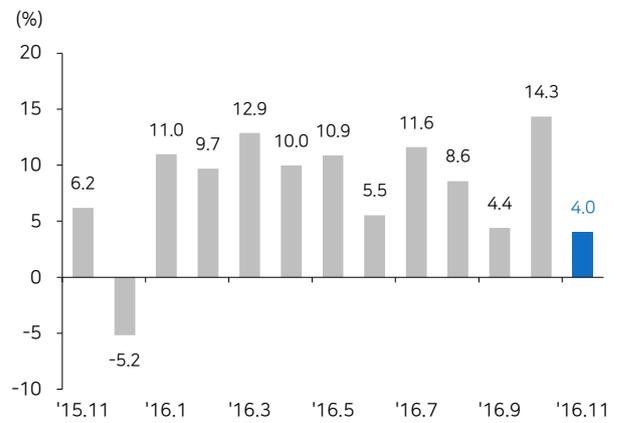
자료: 삼성화재

그림29 장기위험손해율 추이



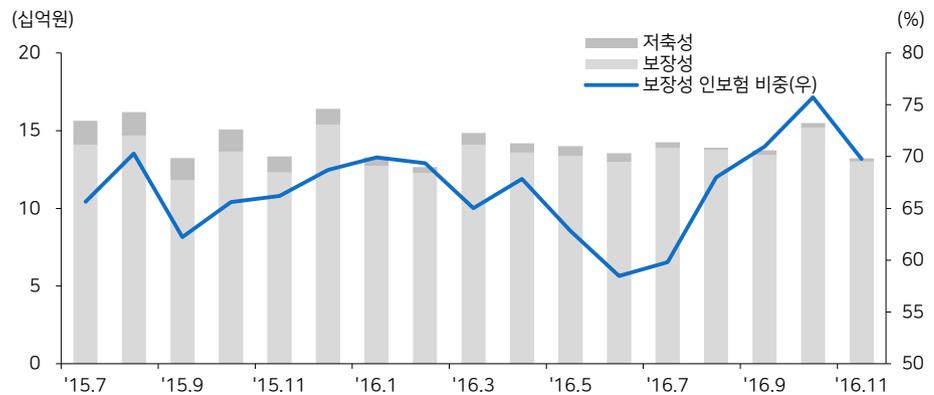
자료: 삼성화재

그림30 ROE



자료: 삼성화재

그림31 장기보험 신계약 추이



자료: 삼성화재

## 삼성화재 (000810)

### Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
원수보험료	17,358.1	17,799.5	18,254.7	18,715.3	19,202.2
일반	1,543.6	1,360.6	1,321.1	1,300.2	1,334.0
자동차	3,796.3	4,237.6	4,850.4	5,051.1	5,182.5
장기	12,018.2	12,201.3	12,083.2	12,364.0	12,685.7
보유보험료	16,686.7	17,165.8	17,742.9	18,194.2	18,659.5
경과보험료	16,555.7	16,956.3	17,379.8	17,822.1	18,291.8
일반	1,152.8	1,156.1	1,198.7	1,146.9	1,180.0
자동차	3,533.8	3,785.1	4,325.6	4,554.2	4,675.1
장기	11,869.1	12,015.1	11,855.4	12,121.0	12,436.7
경과손해액	14,157.1	14,375.7	14,552.7	14,994.4	15,401.6
일반	725.4	736.4	824.5	765.7	783.4
자동차	2,933.6	3,119.7	3,482.4	3,687.5	3,798.8
장기	10,498.1	10,519.5	10,245.8	10,541.2	10,819.3
순사업비	2,991.2	3,186.9	3,337.5	3,390.4	3,471.7
보험영업이익	-592.5	-606.3	-510.4	-562.6	-581.5
투자영업이익	1,682.8	1,677.0	1,689.5	2,041.0	1,878.2
영업이익	1,090.3	1,070.7	1,179.1	1,478.3	1,296.6
영업외손익	-39.4	-37.0	-52.1	-48.0	-45.6
세전순이익	1,050.8	1,033.7	1,127.0	1,430.3	1,251.0
법인세비용	254.2	251.0	263.9	346.1	302.7
당기순이익	796.6	782.7	863.1	1,084.2	948.3

### Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>자산총계</b>	57,631.9	62,870.6	67,251.7	71,916.8	76,577.2
<b>운용자산</b>	49,748.0	53,408.3	57,527.4	61,797.7	66,047.1
현예금 및 예치금	1,646.3	1,357.5	846.1	908.9	971.4
유가증권	33,301.8	36,118.1	38,902.0	41,789.7	44,663.4
주식	4,781.1	4,631.1	5,246.3	5,635.7	6,023.3
채권	25,391.1	28,354.7	30,952.1	33,249.7	35,536.1
대출채권	9,125.0	9,129.0	9,036.7	9,707.5	10,375.0
부동산	1,283.8	1,287.8	1,277.3	1,372.2	1,466.5
비운용자산	3,835.1	5,219.3	5,288.7	5,503.5	5,726.9
<b>특별계정자산</b>	4,048.8	4,243.0	4,435.6	4,615.7	4,803.1
<b>부채총계</b>	48,182.4	52,900.0	56,733.3	60,510.4	64,378.0
<b>보험계약준비금</b>	41,483.1	45,773.5	49,150.6	52,619.8	56,167.0
<b>책임준비금</b>	41,483.1	45,773.5	49,150.6	52,619.8	56,167.0
기타부채	2,650.4	2,883.6	3,147.1	3,274.9	3,407.9
<b>특별계정부채</b>	4,048.8	4,243.0	4,435.6	4,615.7	4,803.1
<b>자본총계</b>	9,449.5	9,970.6	10,518.4	11,406.4	12,199.2
<b>자본금</b>	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5
<b>자본잉여금</b>	939.2	939.2	939.2	939.2	939.2
<b>이익잉여금</b>	6,210.7	6,794.7	7,209.8	8,097.8	8,890.6
<b>자본조정</b>	-967.4	-1,348.1	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5
<b>기타포괄손익누계액</b>	3,240.5	3,558.3	3,826.4	3,826.4	3,826.4

### Key Financial Data I

(%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>수익성</b>					
경과손해율	85.5	84.8	83.7	84.1	84.2
일반	62.9	63.7	68.8	66.8	66.4
자동차	83.0	82.4	80.5	81.0	81.3
장기	88.4	87.6	86.4	87.0	87.0
사업비율	18.1	18.8	19.2	19.0	19.0
합산비율	103.6	103.6	102.9	103.2	103.2
투자영업이익률	3.7	3.3	3.0	3.4	2.9
<b>성장성</b>					
총자산	18.1	9.1	7.0	6.9	6.5
운용자산	19.5	7.4	7.7	7.4	6.9
자기자본	20.6	5.5	5.5	8.4	7.0
원수보험료	N/A	2.5	2.6	2.5	2.6
경과보험료	N/A	2.4	2.5	2.5	2.6
순이익	N/A	-1.7	10.3	25.6	-12.5

### Key Financial Data II

(%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	16,815	16,522	18,219	22,885	20,017
BPS	213,937	232,111	247,437	268,325	286,976
DPS	4,500	5,150	6,001	7,606	6,742
<b>밸류에이션 (배)</b>					
PER	16.8	18.6	15.0	12.0	13.7
PBR	1.3	1.3	1.1	1.0	1.0
<b>수익성</b>					
ROE	9.2	8.1	8.4	9.9	8.0
ROA	1.5	1.3	1.3	1.6	1.3
<b>배당지표</b>					
배당성향	25.0	28.3	29.9	30.2	30.6
배당수익률	1.6	1.7	2.2	2.8	2.5
<b>안정성</b>					
총자산/자기자본	610	631	639	630	628
보유보험료/자기자본	177	172	169	160	153

## 현대해상 (001450)

Buy, TP 45,000 원

4Q16E 순이익 481억원(-65.1% QoQ, 흑전 YoY)이 전망된다. 중화연합 재보험 관련 손익 약 500억원에 따른 기저효과가 실적 변동의 주요 원인이다. 1심 패소로 4Q15 비용으로 반영되었으나 2심 승소로 3Q16에 다시 환입되었다. 태풍 차바 및 계절적인 영향으로 손해율이 전분기 대비 상승하겠지만 자동차 손해율 개선을 주축으로 양호한 수준이 유지되고 있다.

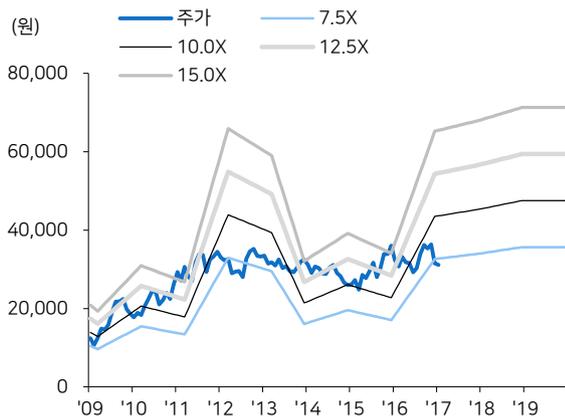
투자의견 Buy 및 적정주가 45,000원을 유지한다. 자동차 보험 경쟁 심화 우려로 주가가 크게 하락했으나 2위권사들은 기본보험료 인하보다는 특약 조정 등으로 대응할 전망이다. 금리 상승에 따라 연말 RBC는 160% 후반 수준으로 추정된다.

표7 현대해상 4Q16 Preview

(십억원)	4Q16E	4Q15	% YoY	3Q16	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,180.4	3,174.9	0.2	3,136.9	1.4	2,891.1	10.0
보험영업이익	-163.0	-221.4	적자	-101.3	적자	-	-
투자영업이익	230.9	188.5	22.5	276.6	-16.5	-	-
영업이익	67.9	-32.9	흑전	175.3	-61.2	64.4	5.6
당기순이익	48.1	-30.0	흑전	137.9	-65.1	50.2	-4.2

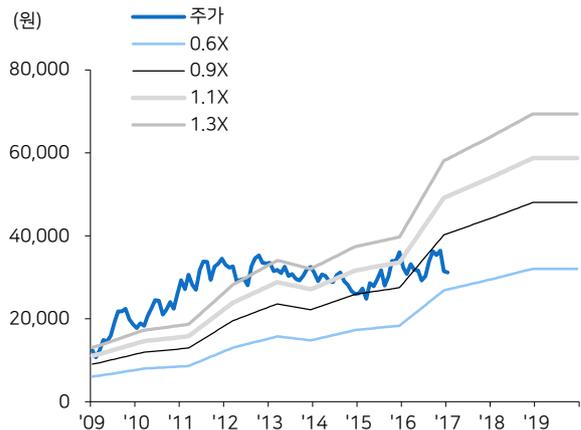
자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터, WISEfn

그림32 현대해상 PER 밴드



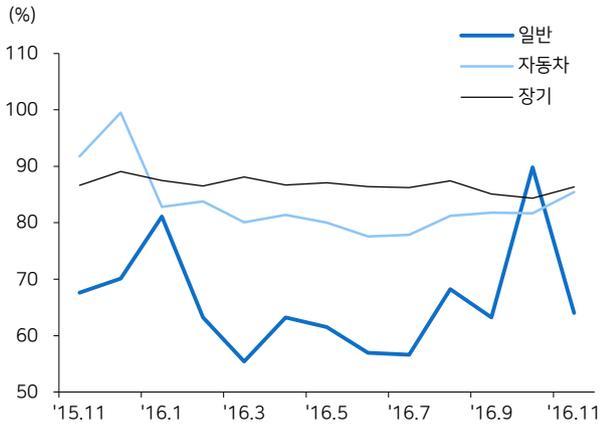
자료: Quantwise

그림33 현대해상 PBR 밴드



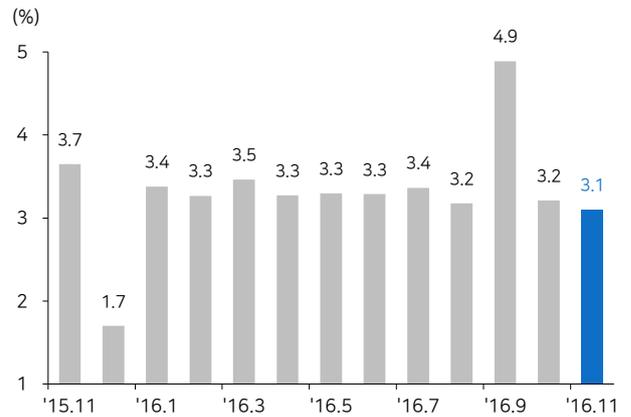
자료: Quantwise

그림34 경과손해율 추이



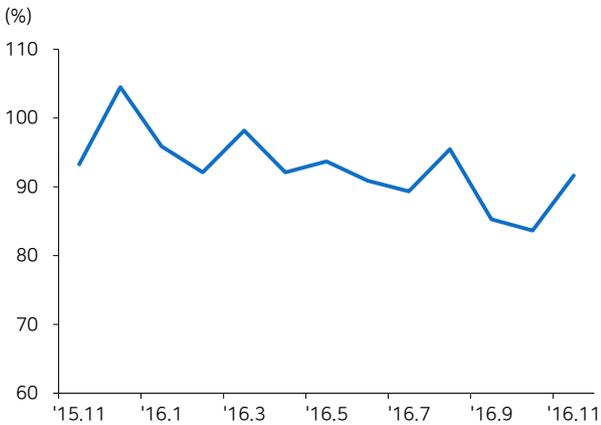
자료: 현대해상

그림35 투자영업이익률 추이



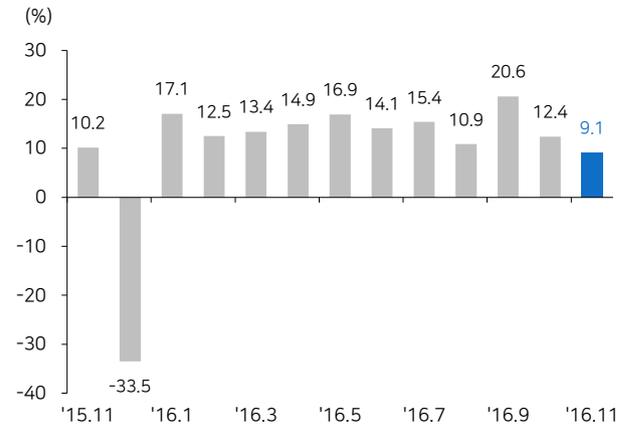
자료: 현대해상

그림36 장기위험손해율 추이



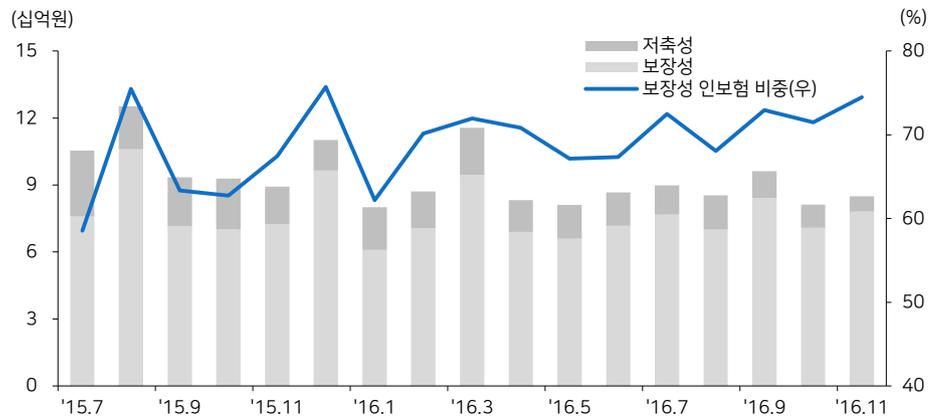
자료: 현대해상

그림37 ROE



자료: 현대해상

그림38 장기보험 신계약 추이



자료: 현대해상

현대해상 (001450)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
원수보험료	11,202.5	12,119.4	12,556.5	12,926.2	13,262.5
일반	1,004.1	1,040.0	1,068.2	1,146.8	1,176.6
자동차	2,236.6	2,726.6	3,098.0	3,175.0	3,257.5
장기	7,860.5	8,254.2	8,343.6	8,604.5	8,828.3
보유보험료	9,405.0	9,421.0	9,528.5	9,847.4	10,108.3
경과보험료	10,157.1	10,975.6	11,297.3	11,675.3	11,981.1
일반	438.7	469.2	468.0	508.0	525.1
자동차	2,012.2	2,430.2	2,713.4	2,785.4	2,856.0
장기	7,706.2	8,076.2	8,115.9	8,381.8	8,600.0
경과손해액	8,759.6	9,544.1	9,584.6	9,946.0	10,266.4
일반	314.3	340.6	305.2	345.3	358.9
자동차	1,773.0	2,178.9	2,225.8	2,304.4	2,416.5
장기	6,672.3	7,024.5	7,053.6	7,296.2	7,491.0
순사업비	1,852.9	1,989.1	2,151.1	2,187.9	2,244.4
보험영업이익	-455.4	-557.6	-438.3	-458.6	-529.7
투자영업이익	777.4	852.1	957.0	968.5	1,051.4
영업이익	322.0	294.5	518.7	509.9	521.7
영업외손익	-43.4	-10.5	-17.6	-9.6	-10.9
세전순이익	278.6	283.9	501.1	500.3	510.8
법인세비용	45.2	80.6	78.8	121.1	123.6
당기순이익	233.3	203.3	385.0	379.2	387.2

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>자산총계</b>	27,647.7	32,291.6	36,023.3	39,708.2	43,482.7
<b>운용자산</b>	21,933.2	26,228.6	29,336.0	32,749.3	36,241.3
현예금 및 예치금	1,219.0	1,570.4	901.0	1,005.8	1,113.1
유가증권	14,123.3	16,506.3	19,486.2	21,753.5	24,073.0
주식	1,156.7	1,353.9	1,300.5	1,451.8	1,606.6
채권	9,920.5	10,201.4	11,479.8	12,815.5	14,182.0
대출채권	5,635.8	7,178.5	7,940.9	8,864.8	9,810.0
부동산	955.2	973.5	1,007.9	1,125.2	1,245.2
비운용자산	3,669.4	3,746.3	3,934.7	4,094.4	4,260.7
<b>특별계정자산</b>	2,045.0	2,316.7	2,752.7	2,864.4	2,980.7
<b>부채총계</b>	25,335.1	29,856.9	33,288.1	36,620.2	40,030.6
<b>보험계약준비금</b>	22,242.9	25,678.1	28,664.1	31,808.5	35,023.4
<b>책임준비금</b>	22,242.9	25,678.1	28,664.1	31,808.5	35,023.4
기타부채	961.0	1,656.5	1,871.4	1,947.3	2,026.4
<b>특별계정부채</b>	2,045.0	2,316.7	2,752.7	2,864.4	2,980.7
<b>자본총계</b>	2,312.6	2,434.7	2,735.2	3,088.0	3,452.2
<b>자본금</b>	44.7	44.7	44.7	44.7	44.7
<b>자본잉여금</b>	114.2	114.2	114.2	114.2	114.2
<b>이익잉여금</b>	1,915.3	2,058.3	2,400.9	2,753.7	3,117.8
<b>자본조정</b>	-20.0	-37.5	-37.5	-37.5	-37.5
<b>기타포괄손익누계액</b>	258.5	255.0	212.9	212.9	212.9

Key Financial Data I

(%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>수익성</b>					
경과손해율	86.2	87.0	84.8	85.2	85.7
일반	71.6	72.6	65.2	68.0	68.3
자동차	88.1	89.7	82.0	82.7	84.6
장기	86.6	87.0	86.9	87.0	87.1
사업비율	18.2	18.1	19.0	18.7	18.7
합산비율	104.5	105.1	103.9	103.9	104.4
투자영업이익률	3.8	3.5	3.4	3.1	3.0
<b>성장성</b>					
총자산	18.5	16.8	11.6	10.2	9.5
운용자산	17.8	19.6	11.8	11.6	10.7
자기자본	16.8	5.3	12.3	12.9	11.8
원수보험료	N/A	8.2	3.6	2.9	2.6
경과보험료	N/A	8.1	2.9	3.3	2.6
순이익	N/A	-12.9	89.3	-1.5	2.1

Key Financial Data II

(%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	2,610	2,274	4,306	4,242	4,331
BPS	28,759	30,534	34,304	38,728	43,295
DPS	750	750	1,213	1,195	1,220
<b>밸류에이션 (배)</b>					
PER	10.0	15.9	7.2	7.3	7.2
PBR	0.9	1.2	0.9	0.8	0.7
<b>수익성</b>					
ROE	10.9	8.6	14.9	13.0	11.8
ROA	0.9	0.7	1.1	1.0	0.9
<b>배당지표</b>					
배당성향	25.8	29.4	25.1	25.1	25.1
배당수익률	2.9	2.1	3.9	3.9	3.9
<b>안정성</b>					
총자산/자기자본	1,196	1,326	1,317	1,286	1,260
보유보험료/자기자본	407	387	348	319	293

## KB 손해보험 (002550)

Buy, TP 36,000 원

4Q16E 순이익 562억원(-11.3% QoQ, -18.3% YoY)이 전망된다. 전년 동기 미주지점 관련 회계처리 변화 영향으로 이익 감소하나 주요 손해율 지표는 안정적이다. 최근 약 1,700억원 규모의 제3자 배정 유상증자를 결정했다. 최근 금리 상승으로 인한 RBC 비율 하락이 원인이다. 유상증자로 RBC 비율이 10.4%p 개선되어 연말RBC는 165%가 추정된다. 추가로 제3자배정 유상증자 발행 한도는 2,200억원으로 시장상황 변화 및 규제 강화로 인해 17년 중 발생할 가능성 있다.

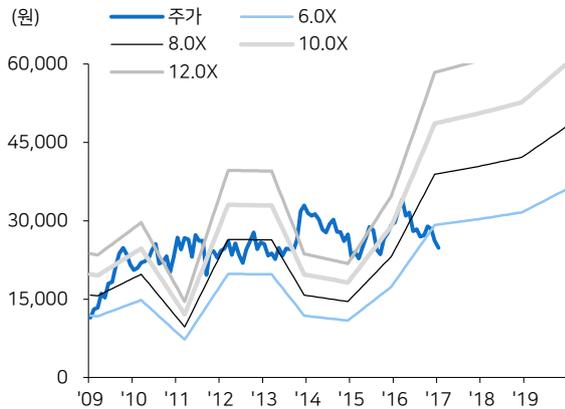
투자의견 Buy 및 적정주가 36,000원을 유지한다. 저평가 매력 있으나 KB금융지주와 주식교환을 통한 완전자회사 가능성이 제시되고 있어 불확실성이 존재한다. 다만 이는 특별결의 통과 사항으로 상당한 진통이 예상된다. 이번 유상증자로 대주주 지분율이 39.8%로 확대되었으며, 추가 제3자배정 한도 소진 시 46.6%까지 확대가 가능하다.

표8 KB손해보험 4Q16 Preview

(십억원)	4Q16E	4Q15	% YoY	3Q16	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	2,396.6	2,326.3	3.0	2,329.4	2.9	2,130.3	12.5
보험영업이익	-91.9	-77.7	적자	-25.3	적자	-	-
투자영업이익	175.1	158.0	10.8	138.7	26.2	-	-
영업이익	83.2	80.3	3.5	113.4	-26.6	68.9	20.8
당기순이익	56.2	68.8	-18.3	63.3	-11.3	50.9	10.4

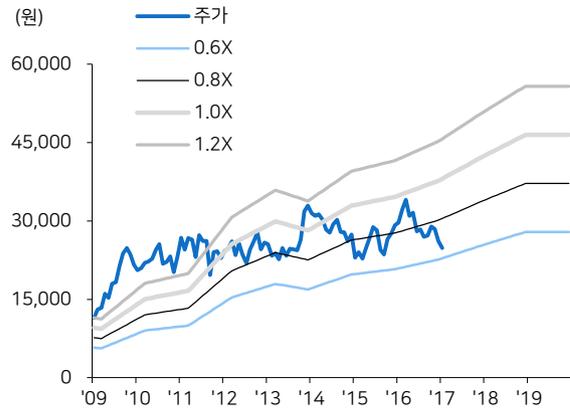
자료: KB손해보험, 메리츠증권 리서치센터, WISEfn

그림39 KB손해보험 PER 밴드



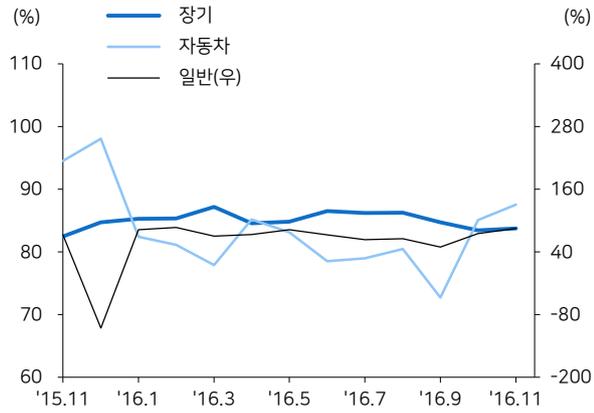
자료: Quantwise

그림40 KB손해보험 PBR 밴드



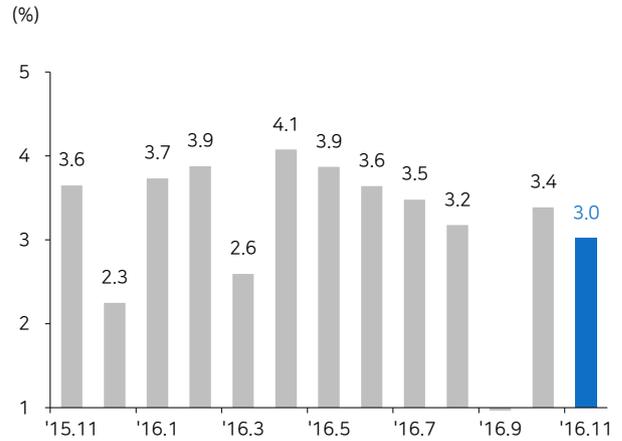
자료: Quantwise

그림41 경과손해율 추이



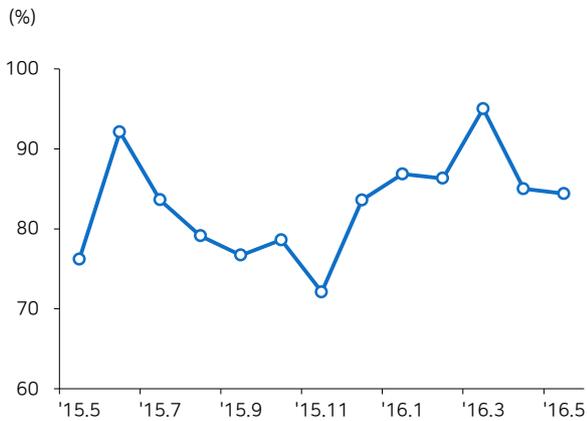
자료: KB손해보험

그림42 투자영업이익률 추이



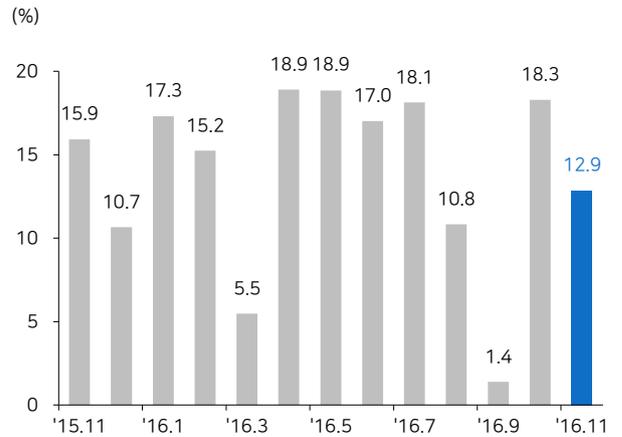
자료: KB손해보험

그림43 장기위험손해율 추이



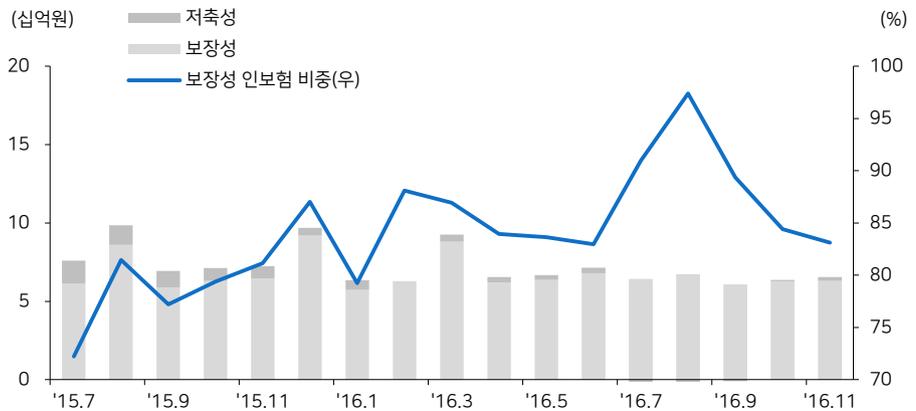
자료: KB손해보험

그림44 ROE



자료: KB손해보험

그림45 장기보험 신계약 추이



자료: KB손해보험

## KB 손해보험 (002550)

### Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
원수보험료	8,840.4	9,119.4	9,429.4	9,740.6	9,994.0
일반	923.6	880.0	904.9	976.1	1,001.5
자동차	1,713.1	1,831.8	2,021.6	2,104.3	2,159.0
장기	6,203.6	6,407.6	6,503.0	6,660.2	6,833.5
보유보험료	7,888.1	8,231.4	8,541.1	8,842.6	9,057.4
경과보험료	7,805.7	8,141.5	8,434.5	8,729.0	8,954.6
일반	355.9	313.2	350.9	402.6	412.1
자동차	1,431.4	1,616.3	1,798.7	1,890.9	1,940.0
장기	6,018.4	6,212.0	6,285.0	6,435.4	6,602.5
경과손해액	6,841.7	7,056.6	7,100.6	7,366.9	7,562.1
일반	347.1	338.1	250.9	287.0	278.5
자동차	1,283.2	1,427.1	1,471.2	1,569.8	1,635.8
장기	5,211.4	5,291.5	5,378.5	5,510.1	5,647.8
순사업비	1,439.8	1,486.8	1,581.3	1,648.8	1,675.4
보험영업이익	-514.7	-458.5	-247.3	-286.8	-282.9
투자영업이익	655.6	679.7	699.4	747.5	794.5
영업이익	140.9	221.2	452.0	460.8	511.6
영업외손익	-7.4	5.1	-63.6	-50.5	-64.8
세전순이익	133.5	226.3	388.4	410.2	446.8
법인세비용	33.8	52.6	93.5	99.3	108.1
당기순이익	109.2	173.7	294.8	310.9	338.7

### Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>자산총계</b>	23,134.7	26,503.6	28,858.1	31,527.9	33,454.9
<b>운용자산</b>	18,246.2	20,738.1	22,498.0	24,909.6	26,568.0
현예금 및 예치금	950.3	968.0	392.9	435.0	464.0
유가증권	7,798.6	8,442.8	8,702.4	9,635.2	10,276.6
주식	657.3	633.7	411.8	455.9	486.3
채권	5,166.8	5,884.1	7,313.7	8,097.7	8,636.8
대출채권	6,268.0	6,713.1	6,997.9	7,748.0	8,263.9
부동산	3,144.4	3,043.5	3,254.0	3,602.8	3,842.7
비운용자산	3,144.4	3,043.5	3,266.9	3,399.6	3,537.6
<b>특별계정자산</b>	1,744.2	2,722.0	3,093.1	3,218.7	3,349.4
<b>부채총계</b>	21,400.3	24,426.6	26,718.3	28,893.1	30,469.5
<b>보험계약준비금</b>	18,319.7	20,373.3	22,346.5	24,343.9	25,735.5
책임준비금	18,319.7	20,373.3	22,346.5	24,343.9	25,735.5
기타부채	933.2	1,061.5	1,278.7	1,330.6	1,384.6
<b>특별계정부채</b>	2,147.4	2,991.8	3,093.1	3,218.7	3,349.4
<b>자본총계</b>	1,734.4	2,077.0	2,139.8	2,634.8	2,985.4
<b>자본금</b>	30.0	30.0	30.0	33.3	33.3
<b>자본잉여금</b>	49.7	181.1	181.1	351.7	351.7
<b>이익잉여금</b>	1,459.1	1,577.4	1,861.5	2,182.6	2,533.3
<b>자본조정</b>	-56.6	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>기타포괄손익누계액</b>	252.2	288.5	67.1	67.1	67.1

### Key Financial Data I

(%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>수익성</b>					
경과손해율	87.6	86.7	84.2	84.4	84.4
일반	97.5	107.9	71.5	71.3	67.6
자동차	89.6	88.3	81.8	83.0	84.3
장기	86.6	85.2	85.6	85.6	85.5
사업비율	18.4	18.3	18.7	18.9	18.7
합산비율	106.1	104.9	102.9	103.3	103.2
투자영업이익률	3.9	3.5	3.2	3.2	3.1
<b>성장성</b>					
총자산	16.5	14.6	8.9	9.3	6.1
운용자산	19.2	13.7	8.5	10.7	6.7
자기자본	19.0	19.8	3.0	23.1	13.3
원수보험료	N/A	3.2	3.4	3.3	2.6
경과보험료	N/A	4.3	3.6	3.5	2.6
순이익	N/A	59.1	69.7	5.5	8.9

### Key Financial Data II

(%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	1,820	2,896	4,433	4,676	5,093
BPS	33,542	34,617	32,177	39,620	44,894
DPS	500	400	701	693	780
<b>밸류에이션 (배)</b>					
PER	15.1	10.1	5.6	5.3	4.9
PBR	0.8	0.8	0.8	0.6	0.6
<b>수익성</b>					
ROE	6.8	9.1	14.0	13.0	12.1
ROA	0.5	0.7	1.1	1.0	1.0
<b>배당지표</b>					
배당성향	23.7	13.8	15.8	14.8	15.3
배당수익률	1.8	1.4	2.8	2.8	3.2
<b>안정성</b>					
총자산/자기자본	1,334	1,276	1,349	1,197	1,121
보유보험료/자기자본	455	396	399	336	303

## 한화손해보험 (000370)

Buy, TP 10,000 원

4Q16E 순이익 214억원(-34.6% QoQ, +72.5% YoY)이 전망된다. 이익 개선은 자동차 손해율 하락에 따른 결과다. 공격적인 마일리지 특약 정책으로 우량고객 위주로 MS를 확대하고 있다. 최근의 금리 상승으로 RBC 비율이 하락해 160%대 수준이 추정된다. 향후 시장금리 변동 및 규제 강화 영향을 대비 하기 위해서는 후순위채 혹은 신종자본증권 발행이 필요하다.

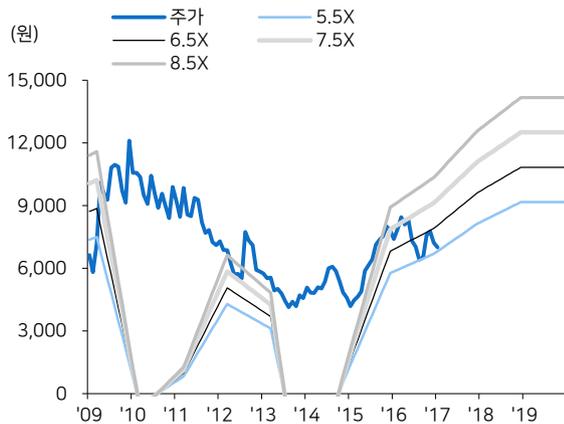
투자의견 Buy 및 적정주가 10,000원을 유지한다. 수익성 개선의 상당부분이 자동차 손해율 하락에 따른 결과이기 때문에 보험료 인하 보다는 특약 조정 등의 대응이 기대된다. 최근 가장 큰 이슈는 RBC비율이며 추가적인 후순위채 발행 여력은 약 1,500억원 수준으로 추정된다.

표9 한화손해보험 4Q16 Preview

(십억원)	4Q16E	4Q15	% YoY	3Q16	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	1,234.1	1,172.6	5.2	1,251.7	-1.4	956.0	29.1
보험영업이익	-78.1	-79.3	적자	-67.2	적자		
투자영업이익	108.9	100.9	7.9	111.7	-2.6		
영업이익	30.7	21.7	42.0	44.5	-30.9	31.6	-2.7
당기순이익	21.4	12.4	72.5	32.6	-34.6	21.5	-0.5

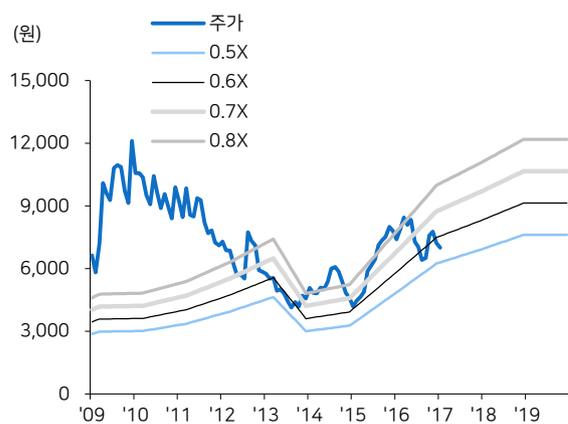
자료: 한화손해보험, 메리츠증권 리서치센터, WISEfn

그림46 한화손해보험 PER 밴드



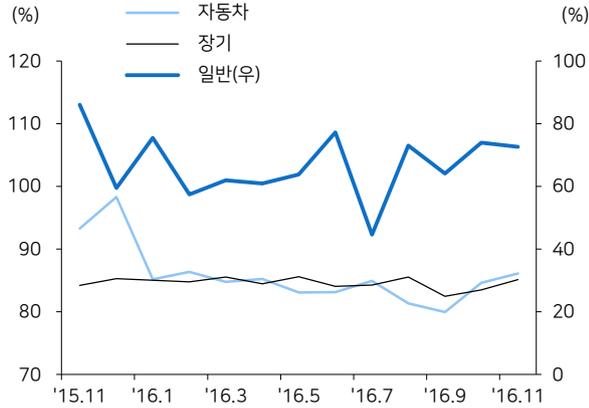
자료: Quantwise

그림47 한화손해보험 PBR 밴드



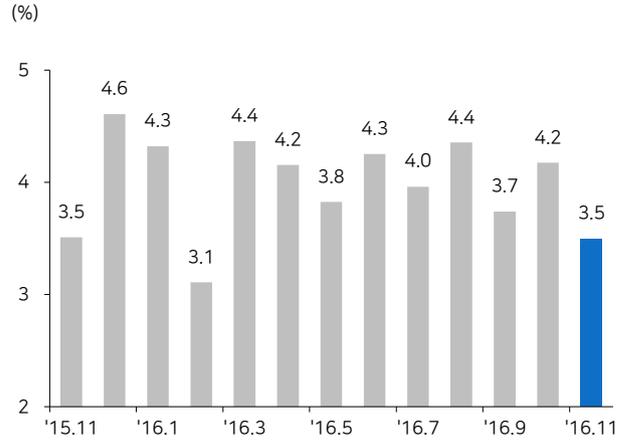
자료: Quantwise

그림48 경과손해율 추이



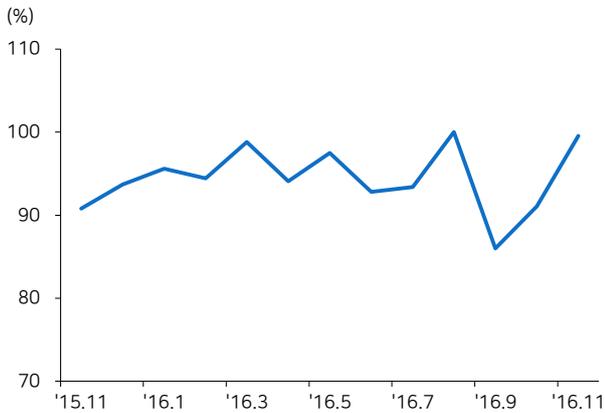
자료: 한화손해보험

그림49 투자영업이익률 추이



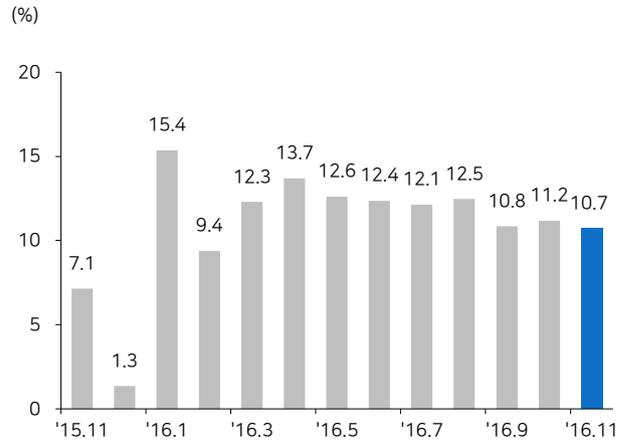
자료: 한화손해보험

그림50 장기위험손해율 추이



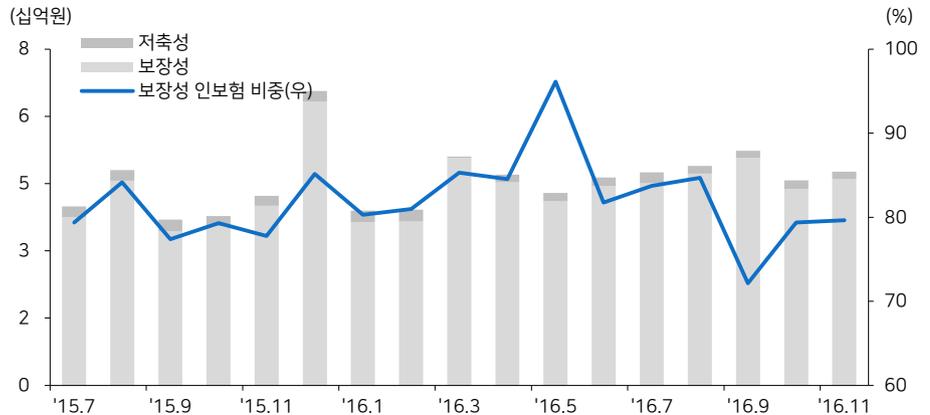
자료: 한화손해보험

그림51 ROE



자료: 한화손해보험

그림52 장기보험 신계약 추이



자료: 한화손해보험

한화손해보험 (000370)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
원수보험료	4,286	4,548	4,911	5,016	5,146
일반	285	323	386	401	412
자동차	601	694	825	845	867
장기	3,400	3,531	3,700	3,770	3,868
보유보험료	3,551	3,648	3,634	3,738	3,723
경과보험료	3,562	3,656	3,960	4,042	4,134
일반	110	117	139	148	150
자동차	472	488	573	606	610
장기	2,980	3,052	3,248	3,289	3,373
경과손해액	3,050	3,093	3,328	3,400	3,481
일반	68	75	90	95	97
자동차	432	447	491	521	531
장기	2,550	2,570	2,747	2,784	2,852
순사업비	798	824	900	910	940
보험영업이익	-284	-259	-268	-268	-287
투자영업이익	326	387	429	444	473
영업이익	42	127	161	175	186
영업외손익	-11	-12	-10	-11	-11
세전순이익	31	116	150	165	175
법인세비용	15	21	36	40	42
당기순이익	16	95	114	125	133

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>자산총계</b>	10,331	11,802	13,228	14,661	16,148
운용자산	8,487	9,976	11,300	12,655	14,060
현예금 및 예치금	258	200	378	423	470
유가증권	4,798	5,319	5,809	6,505	7,228
주식	86	132	134	150	167
채권	1,521	2,947	2,998	3,358	3,731
대출채권	3,095	4,123	4,617	5,170	5,744
부동산	336	332	494	554	615
비운용자산	1,837	1,819	1,921	1,999	2,080
특별계정자산	7	8	7	7	7
<b>부채총계</b>	9,736	10,941	12,324	13,649	14,999
보험계약준비금	8,999	10,188	11,443	12,733	14,045
책임준비금	8,999	10,188	11,443	12,733	14,045
기타부채	730	745	874	910	947
특별계정부채	7	8	7	7	7
<b>자본총계</b>	595	861	904	1,012	1,149
자본금	454	454	454	454	454
자본잉여금	0	0	0	0	0
이익잉여금	94	189	255	371	509
자본조정	-31	-31	0	0	0
기타포괄손익누계액	78	249	187	187	187

Key Financial Data I

(%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>수익성</b>					
경과손해율	85.6	84.6	84.0	84.1	84.2
일반	62.1	64.6	64.6	64.3	64.7
자동차	91.4	91.7	85.7	86.0	87.1
장기	85.6	84.2	84.6	84.7	84.6
사업비율	22.4	22.5	22.7	22.5	22.7
합산비율	108.0	107.1	106.8	106.6	107.0
투자영업이익률	4.2	4.2	4.0	3.7	3.5
<b>성장성</b>					
총자산	14.8	14.2	12.1	10.8	10.1
운용자산	19.4	17.5	13.3	12.0	11.1
자기자본	8.8	44.8	5.0	11.9	13.6
원수보험료	N/A	6.1	8.0	2.1	2.6
경과보험료	N/A	2.6	8.3	2.1	2.3
순이익	N/A	486.1	19.9	9.2	6.5

Key Financial Data II

(%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	179	1,050	1,259	1,375	1,464
BPS	6,553	9,488	9,964	11,150	12,665
DPS	0	70	126	137	146
<b>밸류에이션 (배)</b>					
PER	25.7	7.4	5.5	5.0	4.7
PBR	0.7	0.8	0.7	0.6	0.5
<b>수익성</b>					
ROE	2.8	13.1	12.9	13.0	12.3
ROA	0.2	0.9	0.9	0.9	0.9
<b>배당지표</b>					
배당성향	0.0	6.7	10.0	10.0	10.0
배당수익률	0.0	0.9	1.8	2.0	2.1
<b>안정성</b>					
총자산/자기자본	1,737	1,371	1,463	1,449	1,405
보유보험료/자기자본	597	424	402	369	324

**미래에셋생명 (085620)**

Buy, TP 7,500 원

4Q16E 순이익 26억원(-77.0% QoQ, -87.0% YoY)이 전망된다. 이익 감소의 가장 큰 이유는 희망퇴직 비용 약 200억원, 변액보증준비금 약 190억원이 추정되기 때문이다. 금리 상승 및 신뢰수준 상향으로 RBC 비율 하락하나 연말기준 200%대 초반 수준이 추정된다. 최근 저축성 보험 비과세 축소로 신계약 APE가 감소할 우려가 존재하나 동사의 변액보험 상품은 수익률이 뛰어나 타사 대비 영향은 적을 전망이다.

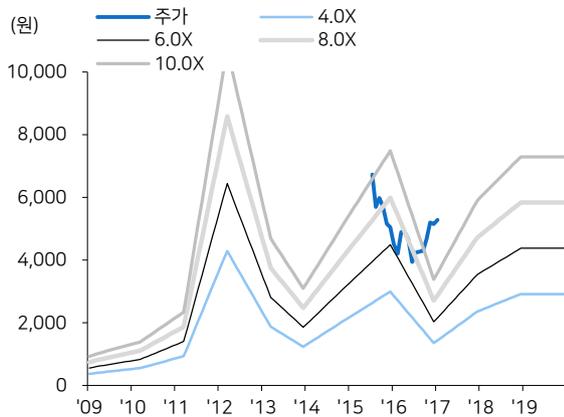
투자의견 Buy 및 적정주가 7,500원을 유지한다. 동사의 투자 포인트는 1) 특별계정 비중이 크고, 2) 해외투자를 통한 ALM 관리 3) Valuation 매력이다. 특별계정은 IFRS4 2 단계 및 새로운 지급여력비율 도입에 따른 영향이 비교적 적고 해외 장기채권을 단기물로 환헤지 하고 있어, RBC비율 규제 강화 시 듀레이션 확대가 용이하다.

**표10 미래에셋생명 4Q16 Preview**

(십억원)	4Q16E	4Q15	% YoY	3Q16	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
보험손익	52.1	133.0	-60.8	64.6	-19.4	-	-
투자손익	147.7	139.7	5.7	151.1	-2.3	-	-
책임준비금전입	295.3	341.0	-13.4	263.3	12.2	-	-
영업외손익	99.0	94.3	5.0	62.4	58.8	-	-
당기순이익	2.6	20.2	-87.0	11.4	-77.0	13.8	-81.0

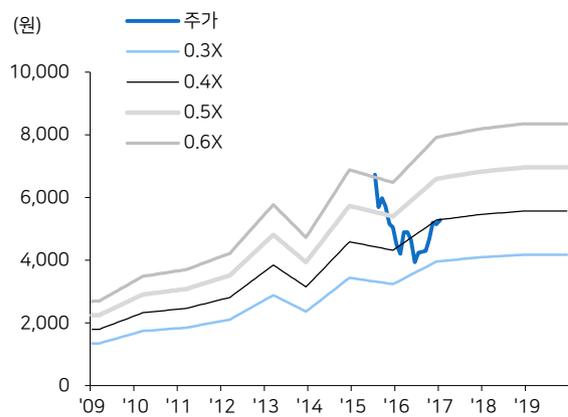
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권증권 리서치센터, WISEfn

**그림53 미래에셋생명 PER 밴드**



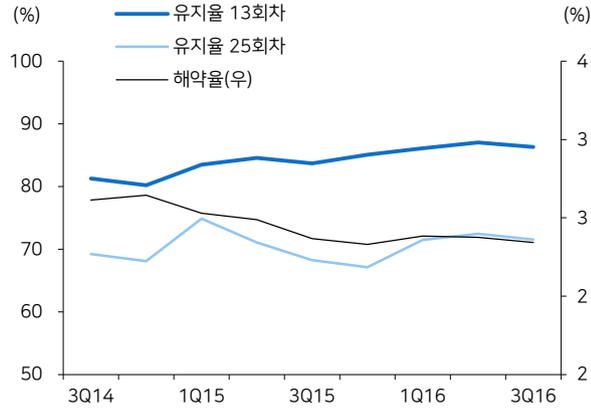
자료: Quantwise

**그림54 미래에셋생명 PBR 밴드**



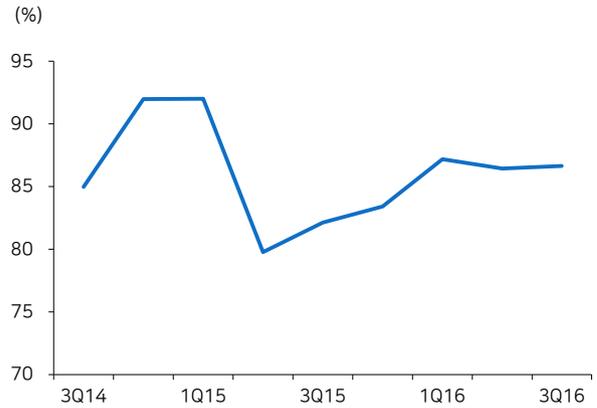
자료: Quantwise

그림55 유지율 및 해약율 추이



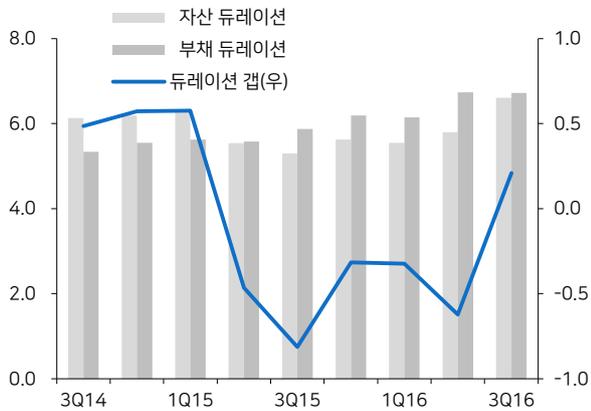
자료: 미래에셋생명

그림56 위험손해율 추이



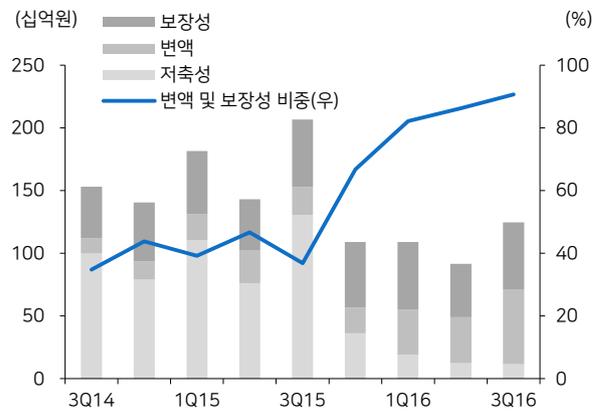
자료: 미래에셋생명

그림57 자산 부채 듀레이션



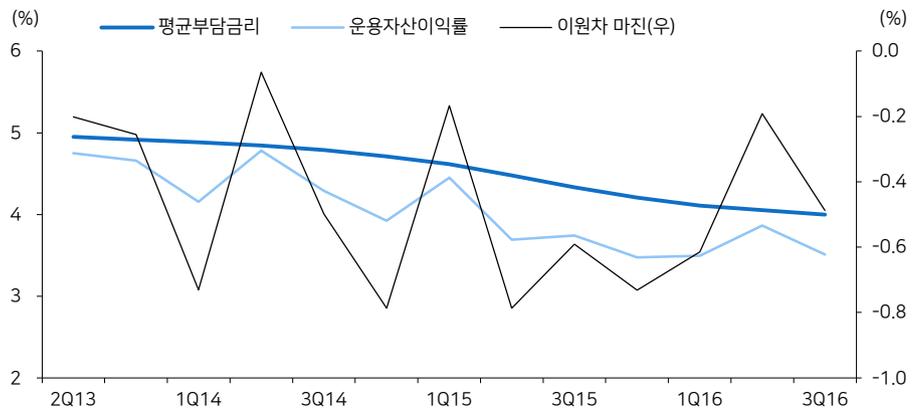
자료: 미래에셋생명

그림58 신계약 상품별 APE



자료: 미래에셋생명

그림59 이원차마진 추이



자료: 미래에셋생명

## 미래에셋생명 (085620)

### Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
보험손익	762.9	712.6	303.0	308.7	307.1
보험영업수익	2,610.4	2,739.4	2,408.3	2,365.3	2,430.4
보험료수익	2,502.5	2,625.9	2,294.7	2,253.0	2,315.0
재보험수익	107.9	113.5	113.6	112.3	115.4
보험영업비용	1,847.5	2,026.8	2,105.3	2,056.6	2,123.3
지급보험금	1,219.2	1,378.9	1,420.4	1,431.8	1,474.4
재보험비용	109.4	114.3	117.0	118.1	121.7
사업비	226.7	269.6	312.8	250.6	264.3
신계약상각비	292.1	263.9	254.9	256.0	262.8
할인료	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
투자손익	571.1	591.3	606.3	591.8	615.4
책임준비금전입액	1,453.0	1,438.0	1,149.6	1,104.0	1,143.5
영업이익	-119.0	-134.1	-240.2	-203.5	-221.0
영업외손익	210.0	249.3	309.1	331.5	377.8
세전순이익	91.0	115.2	68.9	128.0	156.8
법인세비용	20.0	0.2	18.7	31.0	37.9
당기순이익	71.0	114.9	50.1	97.0	118.8

### Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>자산총계</b>	24,718.2	26,790.2	29,153.9	31,786.4	34,636.3
운용자산	14,829.9	16,405.6	17,128.3	18,147.2	19,194.1
현예금 및 예치금	216.6	350.0	288.1	280.7	301.0
유가증권	12,689.6	13,990.7	14,684.3	15,582.7	16,472.5
주식	282.7	120.7	125.8	138.7	145.5
채권	7,428.4	7,666.1	7,830.0	8,318.1	8,789.9
대출채권	1,827.4	1,970.3	2,070.0	2,206.6	2,334.4
부동산	96.3	94.5	81.7	67.6	77.9
비운용자산	935.9	959.8	1,195.3	1,416.5	1,675.7
특별계정자산	8,952.3	9,424.8	10,830.2	12,222.8	13,766.4
<b>부채총계</b>	22,549.5	24,935.6	27,219.0	29,788.4	32,561.0
책임준비금	13,267.6	14,706.8	15,857.4	16,961.4	18,104.9
계약자지분조정	123.0	111.6	137.8	137.8	137.8
기타부채	590.4	537.3	393.7	466.5	551.9
특별계정부채	8,568.6	9,579.9	10,830.2	12,222.8	13,766.4
<b>자본총계</b>	1,530.5	1,854.7	1,934.8	1,998.0	2,075.3
자본금	631.5	831.5	831.5	831.5	831.5
자본잉여금	207.9	300.8	300.8	300.8	300.8
이익잉여금	204.3	308.7	333.5	396.6	474.0
자본조정/기타포괄손익누계	486.7	413.6	448.6	448.6	448.6

### Key Financial Data I

(%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>수익성</b>					
보험금지급율	70.8	74.0	87.4	87.0	87.4
위험손해율	92.5	84.3	86.7	86.4	86.5
사업비율	19.9	19.5	23.6	21.4	21.7
투자수익률	4.2	3.8	3.6	3.4	3.3
<b>성장성</b>					
총자산	N/A	8.4	8.8	9.0	9.0
운용자산	N/A	10.6	4.4	5.9	5.8
특별계정자산	N/A	5.3	14.9	12.9	12.6
자기자본	N/A	21.2	4.3	3.3	3.9
수입보험료	N/A	4.9	-12.1	-1.8	2.8
보험손익	N/A	-6.6	-57.5	1.9	-0.5
투자손익	N/A	3.5	2.5	-2.4	4.0
책임준비금전입액	N/A	-1.0	-20.1	-4.0	3.6
순이익	N/A	61.9	-56.4	93.6	22.4

### Key Financial Data II

(%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	675	801	349	676	828
BPS	14,551	12,926	13,485	13,925	14,464
DPS	100	55	122	236	289
<b>밸류에이션 (배)</b>					
PER	13.3	6.3	15.1	7.8	6.4
PBR	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>수익성</b>					
ROE	6.1	8.9	3.0	5.1	6.0
ROA	0.2	0.3	0.5	0.2	0.3
<b>배당지표</b>					
배당성향	14.8	6.9	5.0	19.5	22.3
배당수익률	1.1	1.1	0.3	2.5	3.5
<b>안정성</b>					
총자산/자기자본	16.2	14.4	15.1	15.9	16.7
보험료수입/총부채	11.6	11.0	8.8	7.9	7.5

**삼성생명 (032830)**

Buy, TP 130,000 원

4Q16E 순이익(연결) 669억원(-86.2% QoQ, +104.0% YoY)이 전망된다. 삼성증권 관련 영업매수차익 3,600억원, 변액보증준비금 약 4,000억원 반영된다. 자살보험금 중 일부(2011년 이후 청구건, 약 400억원) 지급을 결정했으며 자살예방 기금에 약 200억원을 출연할 계획이다. 이로써 모든 보험사가 자살보험금 지급을 결정해 금융감독원의 제재수위는 낮아질 전망이다.

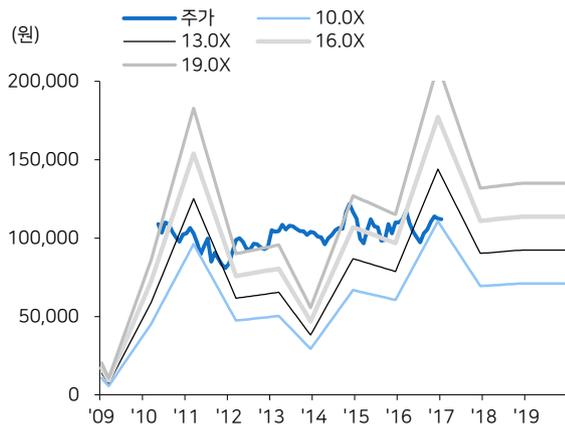
투자의견 Buy 및 적정주가 130,000원을 유지한다. 2017년 LAT 및 RBC비율 규제 강화가 예정되어 있어 불확실성이 존재한다. 반면 삼성전자 지분 가치 증가 및 배당 확대는 동사에 긍정적이다.

**표11 삼성생명 4Q16 Preview**

(십억원)	4Q16E	4Q15	% YoY	3Q16	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
보험손익	640.5	589.9	8.6	630.0	1.7	-	-
투자손익	1,827.8	1,661.7	10.0	1,892.5	-3.4	-	-
책임준비금전입액	2,747.8	2,574.5	6.7	2,173.2	26.4	-	-
영업외손익	372.9	382.7	-2.5	338.5	10.2	-	-
당기순이익	66.9	32.8	104.0	485.7	-86.2	147.9	-54.8

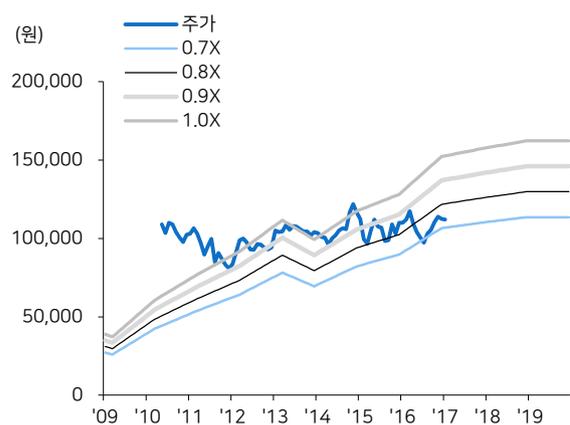
자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터, WISEfn

**그림60 삼성생명 PER 밴드**



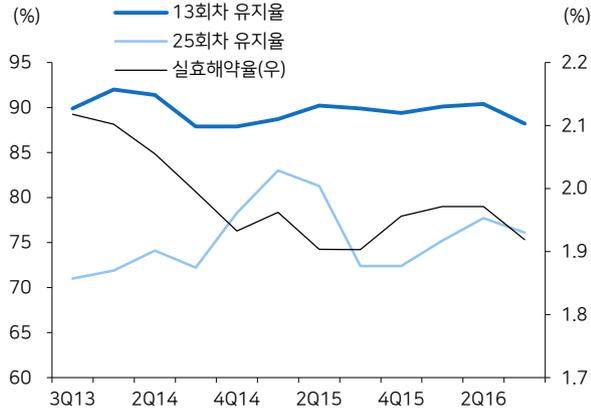
자료: Quantwise

**그림61 삼성생명 PBR 밴드**



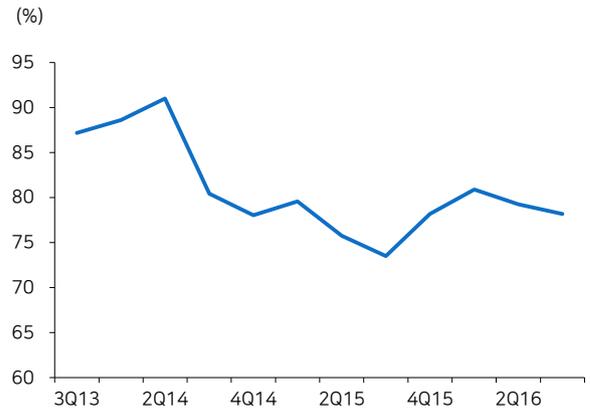
자료: Quantwise

그림62 유지율 및 해약율 추이



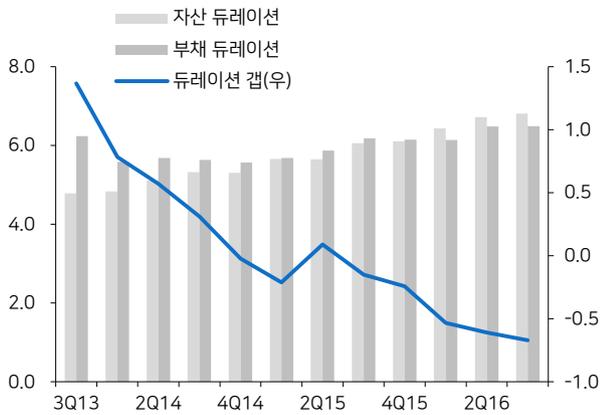
자료: 삼성생명

그림63 위험손해율 추이



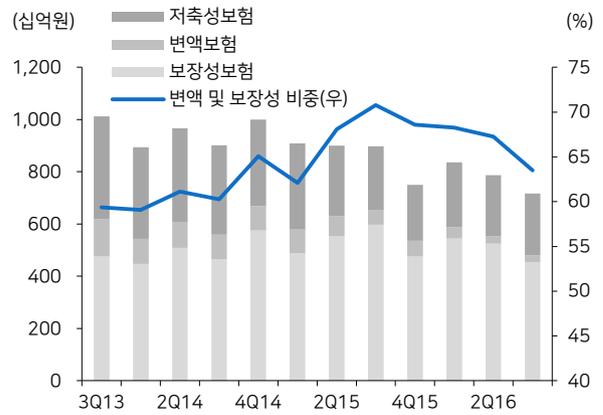
자료: 삼성생명

그림64 자산 부채 듀레이션



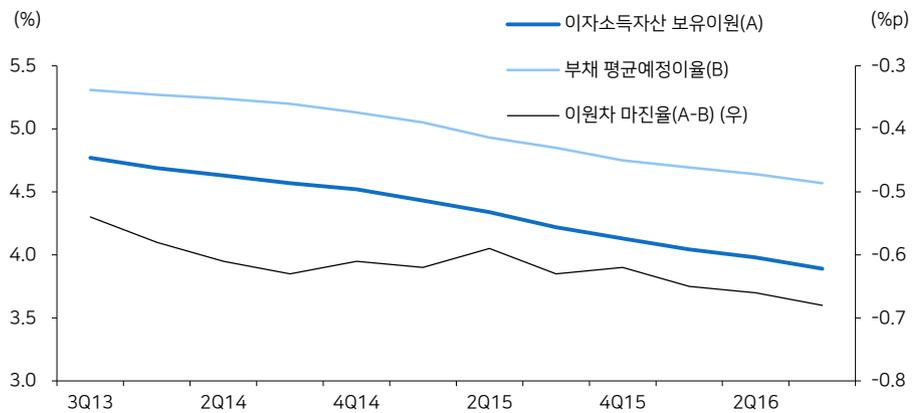
자료: 삼성생명

그림65 신계약 상품별 APE



자료: 삼성생명

그림66 이원차마진 추이



자료: 삼성생명

삼성생명 (032830)

Income Statement(연결)

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
보험손익	3,796.9	3,497.0	2,572.1	2,677.4	2,586.1
보험영업수익	17,694.9	17,611.9	17,234.3	17,507.9	17,725.4
보험료수익	17,461.6	17,354.1	16,972.5	17,240.3	17,453.9
재보험수익	233.3	257.8	261.8	267.5	271.5
보험영업비용	13,898.0	14,114.9	14,662.1	14,830.5	15,139.2
지급보험금	10,051.1	10,209.6	10,661.4	10,794.9	11,088.0
재보험비용	265.8	289.1	310.6	315.8	324.7
사업비	1,568.4	1,558.9	1,555.5	1,553.5	1,566.8
신계약상각비	2,011.6	2,056.9	2,133.4	2,165.2	2,158.8
할인료	1.1	0.3	1.1	1.0	1.0
투자손익	6,853.0	6,428.5	8,079.1	6,832.9	7,036.6
책임준비금전입액	10,031.3	9,864.3	9,307.3	9,481.8	9,664.1
영업이익	618.6	61.2	1,343.9	28.4	-41.4
영업외손익	984.8	1,310.3	1,395.7	1,518.2	1,633.4
세전순이익	1,603.5	1,371.5	2,739.6	1,546.7	1,592.0
법인세비용	266.4	161.9	533.5	374.3	385.3
당기순이익	1,337.0	1,209.6	2,206.1	1,172.4	1,206.7
지배주주	1,337.5	1,211.2	2,122.1	1,107.0	1,139.4
비지배주주	-0.5	-1.7	84.0	65.4	67.3

Key Financial Data I

(%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>수익성</b>					
보험금 지급율	57.6	58.8	62.8	62.6	63.5
위험손해율	84.4	76.8	79.4	79.0	79.0
사업비율	20.5	20.8	21.7	21.6	21.3
투자수익률	4.2	3.6	4.1	3.2	3.1
<b>성장성</b>					
총자산	N/A	7.4	13.3	6.0	5.8
운용자산	N/A	6.2	14.2	5.6	5.4
특별계정자산	N/A	15.0	9.5	7.6	7.4
자기자본	N/A	6.4	6.6	3.4	3.3
수입보험료	N/A	-0.5	-2.1	1.6	1.2
보험손익	N/A	-7.9	-26.4	4.1	-3.4
투자손익	N/A	-6.2	25.7	-15.4	3.0
책임준비금전입액	N/A	-1.7	-5.6	1.9	1.9
순이익	N/A	-9.5	82.4	-46.9	2.9

Balance Sheet(연결)

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>자산총계</b>	214,434	230,363	260,947	276,644	292,787
운용자산	172,425	183,082	209,001	220,686	232,621
현예금 및 예치금	5,542	3,272	3,394	3,437	3,647
유가증권	129,716	137,227	149,026	154,291	162,676
주식	20,776	20,046	20,854	21,768	22,830
채권	95,024	102,748	112,436	116,465	122,876
대출채권	29,317	33,363	46,739	52,927	55,673
부동산	7,850	9,220	9,842	10,030	10,624
비운용자산	7,600	7,695	8,600	9,326	10,074
특별계정자산	34,409	39,586	43,345	46,632	50,092
<b>부채총계</b>	192,149	206,641	235,651	250,499	265,767
책임준비금	138,983	149,118	158,694	168,176	177,840
계약자지분조정	6,772	6,969	8,969	8,969	8,969
기타부채	8,799	9,976	24,643	26,722	28,866
특별계정부채	37,596	40,578	43,345	46,632	50,092
<b>자본총계</b>	22,285	23,722	25,296	26,145	27,020
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	7	6	6	6	6
이익잉여금	10,696	11,567	13,029	13,878	14,753
자본조정/기타포괄손익누계	13,575	15,124	14,604	14,604	14,604
비지배주주지분	80	76	1,792	1,792	1,792

Key Financial Data II

(%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	7,071	6,555	11,817	6,165	6,345
BPS	117,862	128,550	130,882	135,615	140,486
DPS	1,800	1,800	1,848	1,796	1,849
<b>밸류에이션 (배)</b>					
PER	16.5	16.8	9.5	18.2	17.7
PBR	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
<b>수익성</b>					
ROE	6.5	5.8	9.0	4.8	4.7
ROA	0.3	0.7	0.5	0.8	0.4
<b>배당지표</b>					
배당성향	25.5	27.5	27.5	27.5	27.5
배당수익률	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7
<b>안정성</b>					
총자산/자기자본	9.6	9.7	10.3	10.6	10.8
보험료수입/총부채	9.2	8.5	7.3	7.0	6.7

## 한화생명 (088350)

Trading Buy, TP 7,500 원

4Q16E 순손실 303억원(적전 QoQ, 적지 YoY)이 전망된다. 변액보증준비금 약 1,700억원 및 성과급 비용이 반영되기 때문이다. 자살보험금 중 일부로 약 200억원 지급을 결정했다. 최근 금리 상승, 연결RBC, 신용계수 상향으로 RBC 비율 하락 폭이 상당할 전망이다. 다만, 신종자본증권 5,000억원 발행을 계획하고 있으며 성공 시 RBC비율 약 10%p 개선이 추정된다.

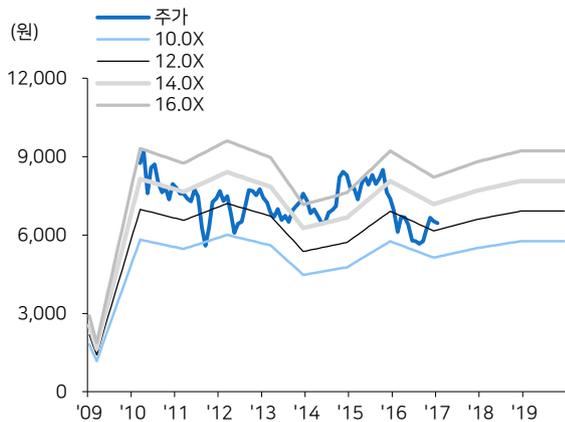
투자의견 Trading Buy 및 적정주가 7,500원을 유지한다. 고정형 등 부채 구조상 금리민감도가 커 금리 상승 시 수혜이나 LAT 및 RBC 비율 규제에 따른 불확실성 존재한다. 저축성 보험 판매 비중이 커 비과세 축소에 따라 신계약 APE가 감소할 가능성이 있다.

표12 한화생명 4Q16 Preview

(십억원)	4Q16E	4Q15	% YoY	3Q16	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
보험손익	365.9	842.1	-56.6	353.9	3.4	-	-
투자손익	766.9	760.3	0.9	746.7	2.7	-	-
책임준비금전입	1,391.9	1,862.5	-25.3	1,117.7	24.5	-	-
영업외손익	219.1	213.7	2.5	215.0	1.9	-	-
당기순이익	-30.3	-20.5	47.8	150.4	-120.2	34.5	-187.9

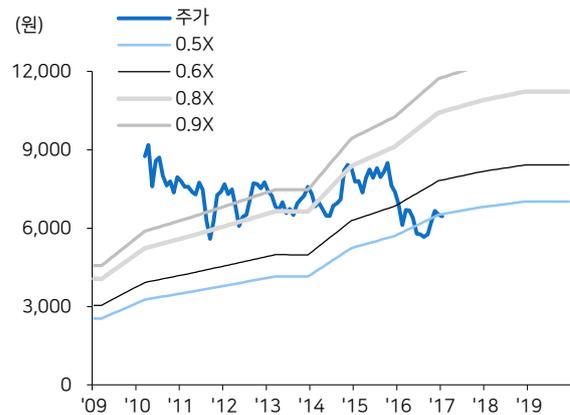
자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터, WISEfn

그림67 한화생명 PER 밴드



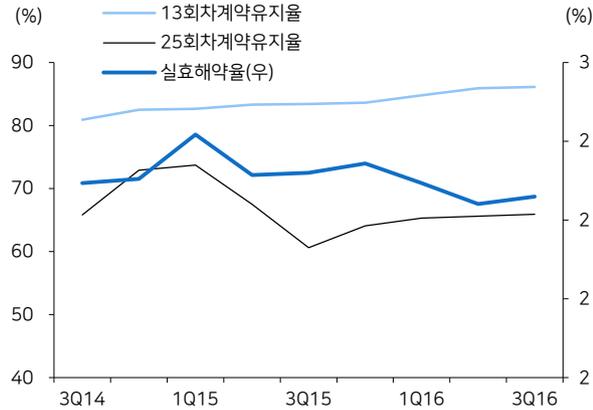
자료: Quantwise

그림68 한화생명 PBR 밴드



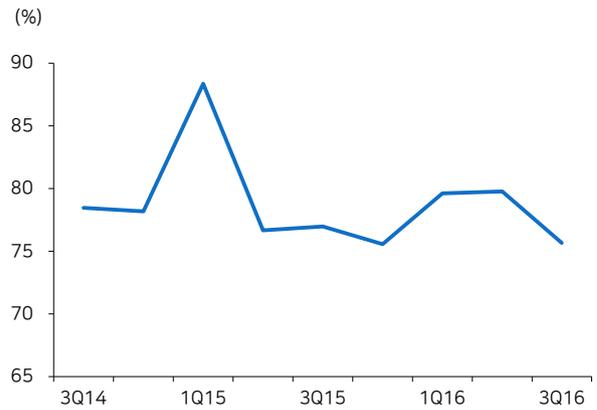
자료: Quantwise

그림69 유지율 및 해약율 추이



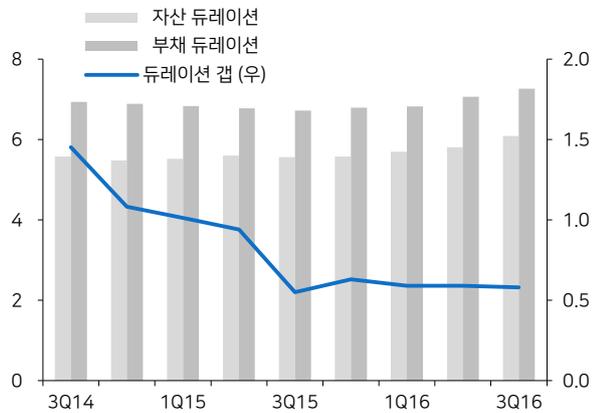
자료: 한화생명

그림70 위험손해율 추이



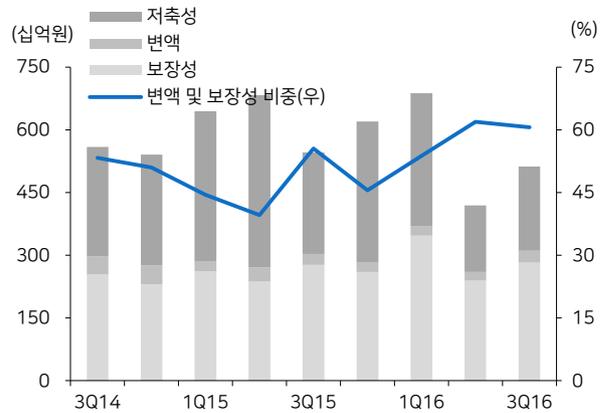
자료: 한화생명

그림71 자산 부채 듀레이션



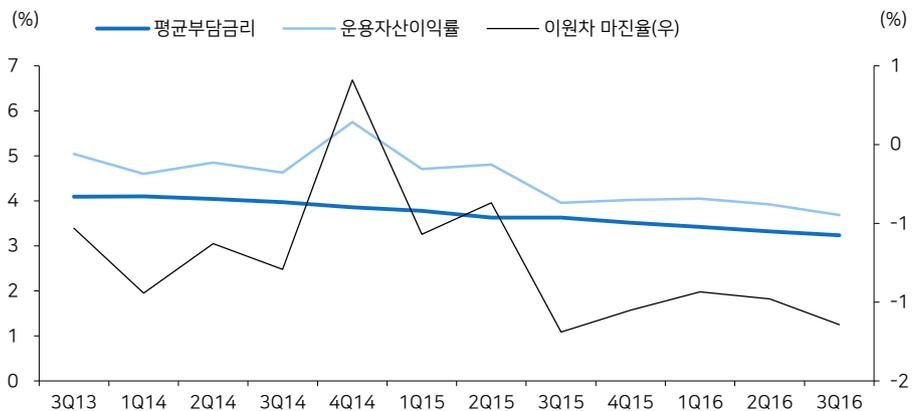
자료: 한화생명

그림72 신계약 상품별 APE



자료: 한화생명

그림73 이원차마진 추이



자료: 한화생명

## 한화생명 (088350)

### Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
보험손익	1,477.3	2,192.7	2,200.3	1,577.6	1,535.6
보험영업수익	9,299.8	10,378.8	10,674.8	10,168.4	10,502.6
보험료수익	9,153.0	10,232.7	10,529.8	10,024.8	10,353.8
재보험수익	146.7	146.1	145.0	143.7	148.7
보험영업비용	7,822.5	8,186.1	8,474.5	8,590.8	8,966.9
지급보험금	5,370.1	5,865.4	6,160.9	6,245.9	6,556.3
재보험비용	157.3	158.5	159.7	161.7	169.6
사업비	1,079.7	916.0	880.6	884.2	898.9
신계약상각비	1,210.6	1,242.9	1,270.1	1,296.2	1,339.3
할인료	4.8	3.3	3.1	2.8	2.9
투자손익	3,209.9	3,191.7	3,072.9	3,138.9	3,311.8
책임준비금전입액	5,034.7	5,657.1	5,640.3	5,113.1	5,268.6
영업이익	-347.4	-272.7	-367.2	-396.7	-421.2
영업외손익	875.7	846.9	865.3	892.2	922.8
세전순이익	528.3	574.2	498.2	495.5	501.6
법인세비용	114.8	73.9	115.7	119.9	121.4
당기순이익	413.5	500.3	382.5	375.6	380.2

### Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>자산총계</b>	91,645	98,855	105,280	112,463	119,952
운용자산	70,222	76,466	80,810	85,965	91,252
현예금 및 예치금	867	751	665	612	660
유가증권	48,782	55,291	58,909	62,912	66,771
주식	804	857	1,024	1,142	1,201
채권	33,612	39,149	40,164	42,033	44,790
대출채권	17,057	16,905	17,634	18,664	19,810
부동산	3,516	3,519	3,603	3,777	4,012
비운용자산	3,561	3,383	3,821	4,311	4,855
특별계정자산	17,863	19,007	20,649	22,187	23,845
<b>부채총계</b>	82,997	90,283	97,560	104,468	111,681
책임준비금	62,028	67,689	73,330	78,443	83,712
계약자지분조정	1,047	1,137	1,575	1,575	1,575
기타부채	1,819	1,996	2,006	2,263	2,548
특별계정부채	18,102	19,462	20,649	22,187	23,845
<b>자본총계</b>	8,648	8,572	7,720	7,994	8,272
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	2,140	2,494	-306	-32	245
자본조정/기타포괄손익누계	1,681	1,250	1,350	1,350	1,350

### Key Financial Data I

(%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>수익성</b>					
보험금지급율	84.1	78.9	57.7	61.4	62.4
위험손해율	80.4	79.4	78.3	77.7	77.7
사업비율	24.6	20.8	20.1	21.4	21.3
투자수익률	4.9	4.4	3.9	3.8	3.7
<b>성장성</b>					
총자산	N/A	7.9	6.5	6.8	6.7
운용자산	N/A	8.9	5.7	6.4	6.2
특별계정자산	N/A	6.4	8.6	7.5	7.5
자기자본	N/A	-0.9	-9.9	3.5	3.5
수입보험료	N/A	11.6	2.9	-4.7	3.3
보험손익	N/A	48.4	0.3	-28.3	-2.7
투자손익	N/A	-0.6	-3.7	2.1	5.5
책임준비금전입액	N/A	12.4	-0.3	-9.3	3.0
순이익	N/A	21.0	-23.6	-1.8	1.2

### Key Financial Data II

(%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	501	613	509	500	506
BPS	10,483	10,499	10,275	10,639	11,009
DPS	180	166	138	135	137
<b>밸류에이션 (배)</b>					
PER	16.5	12.1	12.8	13.0	12.8
PBR	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
<b>수익성</b>					
ROE	5.3	5.8	4.7	4.8	4.7
ROA	0.4	0.4	0.5	0.4	0.3
<b>배당지표</b>					
배당성향	36.0	27.0	27.0	27.0	27.0
배당수익률	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1
<b>안정성</b>					
총자산/자기자본	10.6	11.5	13.6	14.1	14.5
보험료수입/총부채	11.2	11.5	10.9	9.7	9.4

**동양생명 (082640)**

Hold, TP 11,000 원

4Q16E 순손실 410억원(적전 QoQ, 적지 YoY)이 전망된다. 변액보증준비금 180억원과 육류담보대출 3,600억원에 20%의 대손준비금 발생을 가정했다. 그러나 중복대출로 인해 담보 순위 등의 이슈로 법적인 공방이 장기화되며 상당부분 손실로 인식 할 가능성이 높다. 또한 저축성 상품 판매 비중이 높은 동사가 비과세 혜택 축소에 따른 영향이 가장 클 전망이다.

투자의견을 Hold로, 적정주가를 11,000원으로 하향한다. 방카 및 저축성 보험 판매를 공격적으로 했던 동사의 판매 전략 특성상 비과세 한도 축소로 인한 신계약 APE 감소가 우려된다. 또한 높은 할인율을 사용하고 있어 LAT 및 RBC비율 규제 강화에 따른 불확실성이 높다. 제3자 배정 유상증자 6,256억원결정으로 2017년 ROE -1.6%p, BPS -16%, EPS -34.5%의 희석효과가 발생한다.

**표13 동양생명 2Q16 Preview**

(십억원)	4Q16E	4Q15	% YoY	3Q16	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
보험손익	657.9	323.5	103.4	754.4	-12.8	-	-
투자손익	121.7	177.7	-31.5	196.5	-38.1	-	-
책임준비금전입	847.5	502.8	68.6	908.3	-6.7	-	-
영업외손익	13.8	7.9	73.5	13.3	3.9	-	-
당기순이익	-41.0	-0.7	5,683.2	66.2	-161.9	-20.9	96.6

자료: 동양생명, 메리츠증권증권 리서치센터, WISEfn

**표14 Valuation table**

적정주가	11,000원
이론주가	10,762원
2017 BPS	18,295원
적정 PBR	1.31배
PBR Discount	-55%
이론 PBR	0.59배
Sustainable ROE	7.6%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	6.1%
업종 Beta	0.7
Risk Free Rate	1.5%
Risk Premium	6.5%

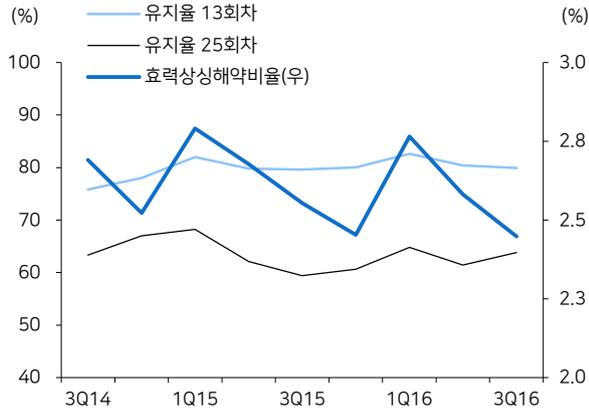
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

**표15 실적 추정 변경**

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
순이익	232.8	188.8	177.0	186.7	-24.0	-1.1
EPS (원)	2,280.0	1,850.0	1,734	1,198	-23.9	-35.2
BPS(원)	21,943.0	23,157.0	20,615	18,295	-6.1	-21.0
ROE (%)	12.6	9.0	9.6	9.2	-3.0	0.2

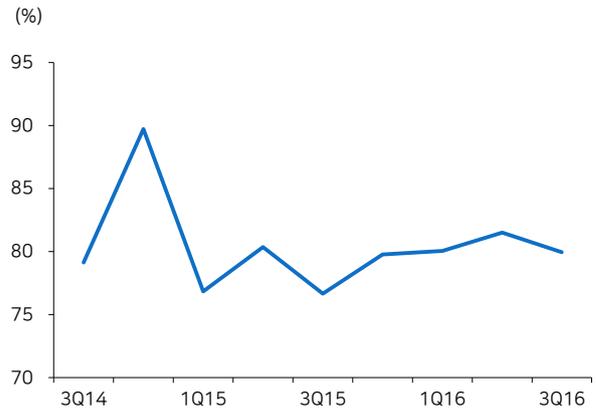
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림74 유지율 및 해약율 추이



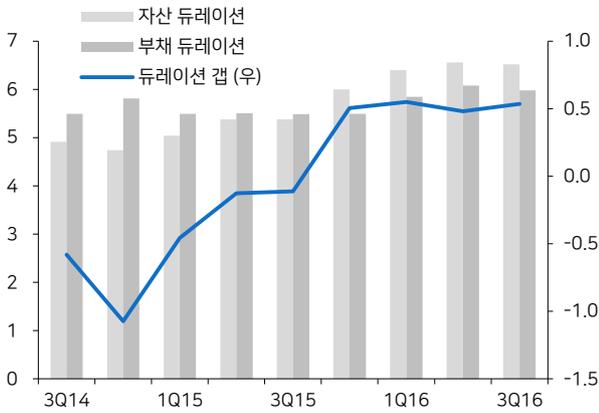
자료: 동양생명

그림75 위험손해율 추이



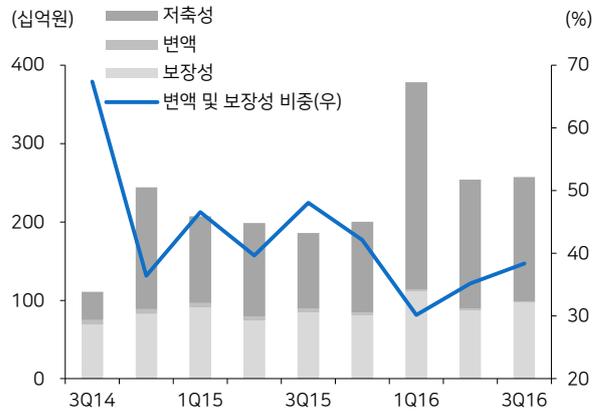
자료: 동양생명

그림76 자산 부채 듀레이션



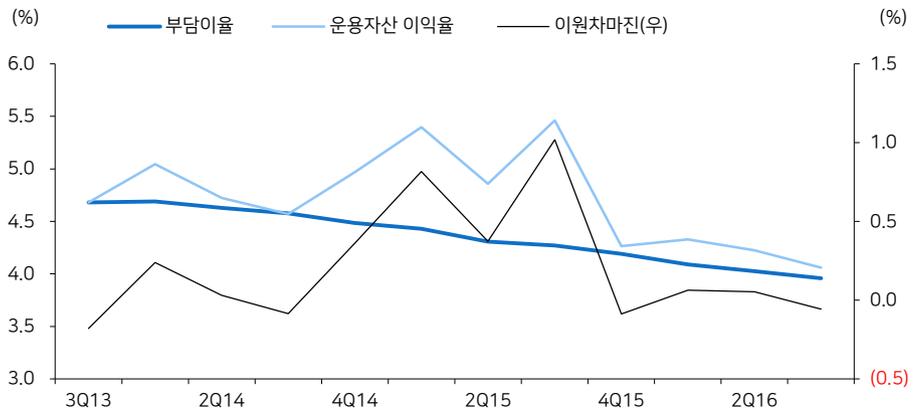
자료: 동양생명

그림77 신계약 상품별 APE



자료: 동양생명

그림78 이원차마진 추이



자료: 동양생명

동양생명 (082640)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
보험손익	937.5	1,151.7	3,565.7	1,397.0	981.7
보험영업수익	3,293.1	3,598.8	6,251.0	4,214.7	3,799.5
보험료수익	3,262.5	3,563.1	6,210.2	4,185.3	3,772.6
재보험수익	30.6	35.7	40.8	29.5	26.8
보험영업비용	2,355.6	2,447.2	2,685.3	2,817.8	2,817.8
지급보험금	1,718.2	1,785.1	1,965.6	2,086.0	2,172.2
재보험비용	34.3	39.6	48.1	52.0	54.3
사업비	275.4	293.8	358.7	337.6	302.8
신계약상각비	323.7	325.3	310.2	339.5	285.8
할인료	4.0	3.3	2.6	2.7	2.7
투자손익	786.0	762.3	746.3	877.4	944.8
책임준비금전입액	1,565.2	1,756.4	4,180.9	2,082.6	1,753.6
영업이익	158.2	157.5	131.2	191.8	172.8
영업외손익	42.0	35.3	51.6	54.6	55.4
세전순이익	200.2	192.9	182.7	246.3	228.2
법인세비용	41.9	41.9	5.7	59.6	55.2
당기순이익	158.3	151.0	177.0	186.7	173.0

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>자산총계</b>	20,374.3	22,570.9	27,081.0	30,101.6	32,199.0
운용자산	17,319.4	19,162.7	23,139.3	25,710.8	27,239.3
현예금 및 예치금	1,172.6	1,545.7	1,616.6	1,689.6	1,801.8
유가증권	10,899.1	12,534.6	15,823.8	17,988.1	19,017.6
주식	196.9	194.6	220.9	238.3	253.3
채권	8,386.1	8,801.4	10,236.9	11,181.5	11,863.0
대출채권	4,884.2	4,723.4	5,293.2	5,600.2	5,959.7
부동산	363.5	358.9	405.7	432.9	460.1
비운용자산	941.7	978.2	1,280.8	1,678.4	2,199.7
특별계정자산	2,113.2	2,430.0	2,660.9	2,712.4	2,760.0
<b>부채총계</b>	18,615.9	20,625.3	24,976.8	27,250.2	29,234.0
책임준비금	15,858.1	17,615.1	21,797.5	23,880.1	25,633.7
계약자지분조정	47.5	52.0	69.6	69.6	69.6
기타부채	361.5	442.9	448.8	588.1	770.7
특별계정부채	2,348.8	2,515.3	2,660.9	2,712.4	2,760.0
<b>자본총계</b>	1,758.4	1,945.6	2,104.3	2,851.4	2,965.0
자본금	537.9	537.9	537.9	806.8	806.8
자본잉여금	205.6	205.6	205.6	561.3	561.3
이익잉여금	690.6	785.6	838.5	961.0	1,074.5
자본조정/기타포괄손익누계	324.3	416.6	401.1	401.1	401.1

Key Financial Data I

(%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>수익성</b>					
보험금지급율	71.5	68.0	43.0	66.9	74.2
위험손해율	85.3	78.4	80.3	80.2	80.1
사업비율	18.2	17.2	10.7	16.1	15.5
투자수익률	4.8	4.2	3.5	3.6	3.6
<b>성장성</b>					
총자산	N/A	10.8	20.0	11.2	7.0
운용자산	N/A	10.6	20.8	11.1	5.9
특별계정자산	N/A	15.0	9.5	1.9	1.8
자기자본	N/A	10.6	8.2	35.5	4.0
수입보험료	N/A	9.3	73.7	-32.6	-9.9
보험손익	N/A	22.8	209.6	-60.8	-29.7
투자손익	N/A	-3.0	-2.1	17.6	7.7
책임준비금전입액	N/A	12.2	138.0	-50.2	-15.8
순이익	N/A	-4.6	17.3	5.5	-7.3

Key Financial Data II

(%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	1,551	1,479	1,734	1,198	1,110
BPS	17,227	19,061	20,615	18,295	19,024
DPS	550	620	596	412	381
<b>밸류에이션 (배)</b>					
PER	6.9	7.9	6.2	9.0	9.7
PBR	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6
<b>수익성</b>					
ROE	10.9	9.8	9.6	9.2	7.0
ROA	0.5	0.8	0.7	0.7	0.7
<b>배당지표</b>					
배당성향	35.5	41.9	34.4	34.4	34.4
배당수익률	5.1	5.3	5.5	3.8	3.5
<b>안정성</b>					
총자산/자기자본	11.6	11.6	12.9	10.6	10.9
보험료수입/총부채	17.7	17.4	25.0	15.5	13.0

**Compliance Notice**

당사는 동 자료에 언급된 종목 중 메리츠화재와 계열회사의 관계가 있습니다. 동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 2017년 1월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 1월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 1월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자: 김고은)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	92.7%
중립	7.3%
매도	0.0%

2016년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율



**현대해상(001450) 투자등급변경 내용**

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.05.12	상업부식	Buy	35,000	김고	
2015.10.01	기업브리프	Buy	35,000	김고	
2015.10.14	상업브리프	Buy	39,000	김고	
2015.10.19	상업브리프	Buy	39,000	김고	
2015.11.02	기업브리프	Buy	39,000	김고	
2015.11.19	상업브리프	Buy	39,000	김고	
2015.12.01	기업브리프	Buy	39,000	김고	
2015.12.07	상업부식	Buy	39,000	김고	
2016.01.19	상업브리프	Buy	39,000	김고	
2016.01.26	기업브리프	Buy	39,000	김고	
2016.02.12	상업브리프	Buy	39,000	김고	
2016.02.24	기업브리프	Buy	36,000	김고	
2016.03.17	상업브리프	Buy	36,000	김고	
2016.04.01	상업브리프	Buy	36,000	김고	
2016.04.14	상업브리프	Buy	36,000	김고	
2016.04.15	상업브리프	Buy	36,000	김고	
2016.05.02	기업브리프	Buy	36,000	김고	
2016.06.01	상업브리프	Buy	36,000	김고	
2016.07.01	상업브리프	Buy	36,000	김고	
2016.07.21	상업브리프	Buy	40,000	김고	
2016.08.01	기업브리프	Buy	40,000	김고	
2016.11.01	기업브리프	Buy	43,000	김고	
2016.11.21	상업부식	Buy	45,000	김고	
2016.12.21	상업브리프	Buy	45,000	김고	
2017.01.18	상업브리프	Buy	45,000	김고	

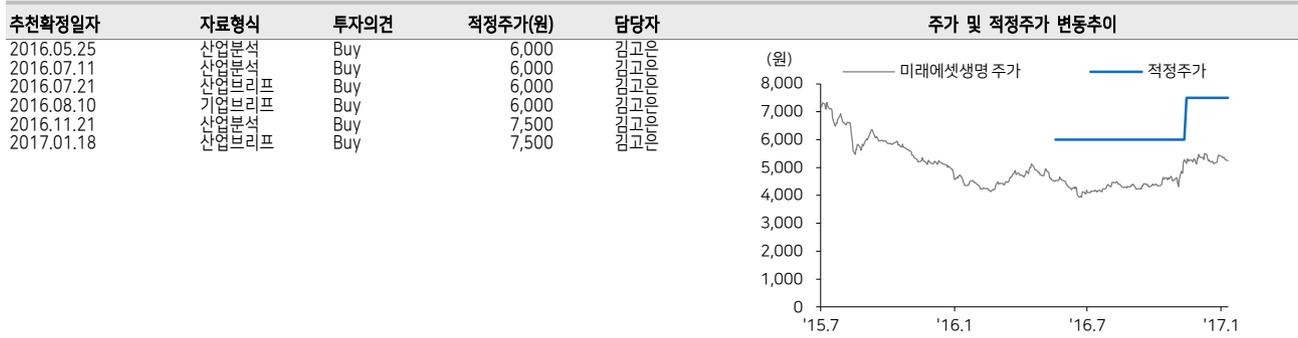
**KB손해보험(002550) 투자등급변경 내용**

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.05.12	상업부식	Buy	34,000	김고	
2015.10.01	기업브리프	Buy	34,000	김고	
2015.10.14	상업브리프	Buy	34,000	김고	
2015.10.19	상업브리프	Buy	34,000	김고	
2015.11.03	기업브리프	Buy	34,000	김고	
2015.11.19	상업브리프	Buy	34,000	김고	
2015.12.01	기업브리프	Buy	34,000	김고	
2015.12.07	상업부식	Buy	40,000	김고	
2016.01.19	상업브리프	Buy	40,000	김고	
2016.02.12	상업브리프	Buy	40,000	김고	
2016.02.18	기업브리프	Buy	40,000	김고	
2016.03.17	상업브리프	Buy	40,000	김고	
2016.04.01	상업브리프	Buy	40,000	김고	
2016.04.14	상업브리프	Buy	40,000	김고	
2016.04.15	상업브리프	Buy	40,000	김고	
2016.04.22	기업브리프	Buy	40,000	김고	
2016.06.01	상업브리프	Buy	40,000	김고	
2016.07.01	상업브리프	Buy	40,000	김고	
2016.07.11	상업부식	Buy	40,000	김고	
2016.07.21	상업브리프	Buy	40,000	김고	
2016.08.01	기업브리프	Buy	40,000	김고	
2016.10.21	기업브리프	Buy	36,000	김고	
2016.11.21	상업부식	Buy	36,000	김고	
2016.12.21	상업브리프	Buy	36,000	김고	
2017.01.18	상업브리프	Buy	36,000	김고	

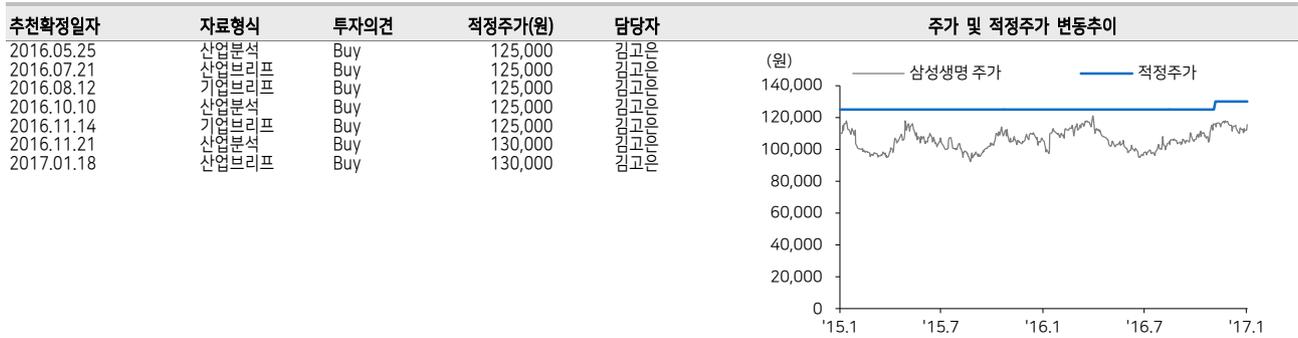
**한화손해보험(000370) 투자등급변경 내용**

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.11.16	기업부식	Buy	9,500	김고	
2015.11.19	상업브리프	Buy	9,500	김고	
2015.12.01	기업브리프	Buy	9,500	김고	
2015.12.07	상업부식	Buy	9,500	김고	
2016.01.19	상업브리프	Buy	9,500	김고	
2016.02.12	상업브리프	Buy	9,500	김고	
2016.03.03	기업브리프	Buy	9,500	김고	
2016.03.17	상업브리프	Buy	9,500	김고	
2016.04.01	상업브리프	Buy	9,500	김고	
2016.04.14	상업브리프	Buy	9,500	김고	
2016.04.15	상업브리프	Buy	9,500	김고	
2016.05.02	기업브리프	Buy	9,500	김고	
2016.06.01	상업브리프	Buy	9,500	김고	
2016.07.01	상업브리프	Buy	9,500	김고	
2016.07.21	상업브리프	Buy	9,500	김고	
2016.08.01	기업브리프	Buy	9,500	김고	
2016.11.21	상업부식	Buy	10,000	김고	
2016.12.21	상업브리프	Buy	10,000	김고	
2017.01.18	상업브리프	Buy	10,000	김고	

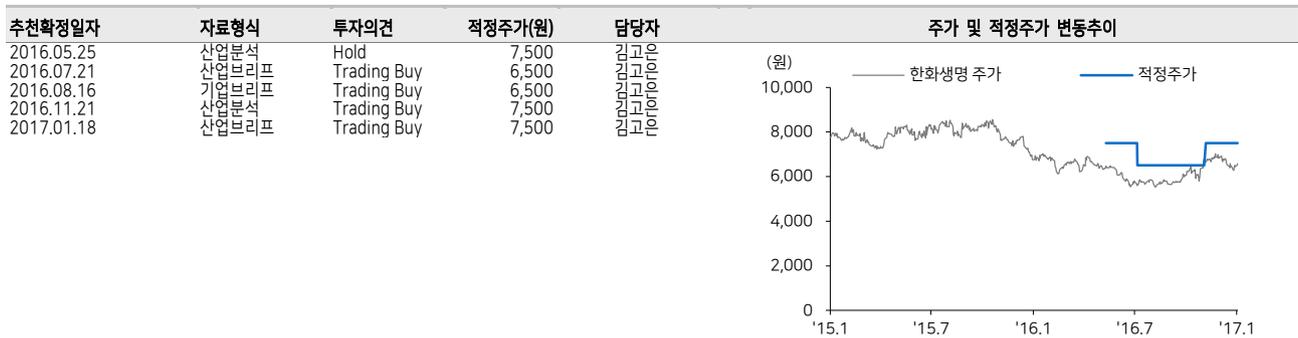
**미래에셋생명(085620) 투자등급변경 내용**



**삼성생명(032830) 투자등급변경 내용**



**한화생명(088350) 투자등급변경 내용**



**동양생명(082640) 투자등급변경 내용**

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2016.05.25	산업분석	Hold	13,000	김고은	
2016.07.21	산업브리프	Trading Buy	12,000	김고은	
2016.08.12	기업브리프	Trading Buy	12,000	김고은	
2016.11.21	산업분석	Trading Buy	14,000	김고은	
2017.01.18	산업브리프	Hold	11,000	김고은	