



SK INDUSTRY ANALYSIS

## 보험

확대되던 리스크가  
점진 축소되는 국면의 시작

보험. 김도하 | 3773-8876, doha.kim@sk.com

# SK INDUSTRY Analysis



**Analyst**  
**김도하**  
doha.kim@sk.com  
02-3773-8876

### Coverage List

삼성화재	매수	(신규)
(000810)	364,000 원	(신규)
동부화재	매수	(신규)
(005830)	88,000 원	(신규)
현대해상	매수	(신규)
(001450)	45,000 원	(신규)
메리츠화재	중립	(신규)
(000060)	19,600 원	(신규)
한화손해보험	매수	(신규)
(000370)	9,500 원	(신규)
삼성생명	매수	(신규)
(032830)	145,000 원	(신규)
한화생명	매수	(신규)
(088350)	8,300 원	(신규)
ING 생명	매수	(유지)
(079440)	39,000 원	(하향)
동양생명	중립	(신규)
(082640)	11,800 원	(신규)

## 보험 (OVERWEIGHT/신규편입)

### 확대되던 리스크가 점진 축소되는 국면의 시작

보험부채 시가평가 기반의 회계/감독기준 변화가 공식화된 이후, 보험업종의 투자 불확실성은 계속 확대되어왔다. 그러나 향후 신 RBC가 구체화되면서 기존의 자본 리스크는 현실적인 수준으로 수렴할 것으로 예상된다. 리스크가 줄어들면, 자본확충 공포감보다는 보험사의 이익창출력에 정당한 가치를 부여해야 할 것으로 판단한다. 보험업종에 대한 투자의견을 OVERWEIGHT 으로 제시하며 커버리지를 개시한다.

### Solvency II의 시사점: 충분한 장치만 있다면, 규제 충격은 소화될 수 있다.

2016년 Solvency II를 통해 한국보다 먼저 보험부채의 공정가치 평가를 맞이한 유럽의 사례를 살펴보면, 규제논의가 본격화된 이후 Stoxx 600 지수와 보험섹터지수가 0.9 이상의 상관계수를 나타내 보험주가 자본규제로 인한 특이성을 보이지 않았다. 주된 원인은 장기간 여러 번의 영향평가를 통해 업계와의 논의가 이뤄져 왔다는 점, 규제적용에 유예를 제공하는 경과조치 등이 제시된 점인 것으로 판단한다. 유럽 감독당국의 스트레스트 테스트 결과, 완화장치(=장기보증조치)를 적용한 경우와 아닌 경우 EU 전역의 Sol II 비율은 60%p 수준의 차이를 보였으며, 특히 한국과 유사하게 장기계약 부담이 큰 독일은 127%p의 차이를 나타냈다. 한국 역시 신 RBC 이전의 단계적인 확충 유도과 도입시점의 경과조치 등으로 규제의 성공적인 정착률을 도모할 유인이 높다고 판단하며, 이 경우 보험사별 자본충격 우려는 상당부분 축소될 수 있을 것으로 전망한다.

### 확대되던 자본 리스크가 점진적으로 축소되는 국면의 시작

보험부채 시가평가 기반의 회계/감독기준 변화가 공식화된 이후, 보험업종의 투자 불확실성은 지속 확대되었다. 그러나 연초 제시된 현 RBC의 강화안이 초안보다 완화 적용될 가능성이 높아지고, IFRS17 기준서가 발표돼 실무적 논의만이 남아있는 현 시점은 향후 신 RBC의 구체화에 따라 기존의 자본 리스크가 완화되는 국면의 초입이라고 판단한다. 그렇다면 자본확충의 공포감보다는 본연의 이익 창출력에 다시 정당한 가치를 부여해야 할 때이다. 특히 보험사의 이익 창출은 가용자본(≡ 이익 잉여금)의 유기적 증가를 의미한다는 점에서 더욱 중요한 지표가 될 전망이다.

### 업종투자의견 OVERWEIGHT, Top picks로 동부화재 및 삼성화재 제시

보험업종에 대한 투자의견을 OVERWEIGHT 으로 제시하며 커버리지를 개시한다. 견조한 수익성을 고려할 때 업종 간 선호도는 손해보험업종>생명보험업종 순으로 제시하며, top picks로는 1) 높은 수익성을 보유한 가운데 주주가치 훼손 없이도 자본확충의 여력이 높다고 판단되는 동부화재와 2) 우월한 자본안정성을 바탕으로 적극적인 주주친화 정책이 기대되는 삼성화재를 제시한다.

# Contents

Summary	1
1. 유럽 Solvency II 의 영향, 주가에는 제한적이었다.	4
2. 한국에 예정된 변화: 현 RBC 강화, IFRS17 와 신 RBC	12
3. 보험사의 이익 체력은 그 어느 때보다도 중요해질 전망	24
4. Valuation	31
Company Analysis.	34
삼성화재 (000810 / BUY / 364,000 원)	35
동부화재 (005830 / BUY / 88,000 원)	43
현대해상 (001450 / BUY / 45,000 원)	51
메리츠화재 (000060 / HOLD / 19,600 원)	58
한화손해보험 (000370 / BUY / 9,500 원)	65
삼성생명 (032830 / BUY / 145,000 원)	72
한화생명 (088350 / BUY / 8,300 원)	79
ING 생명 (079440 / BUY / 39,000 원)	86
동양생명 (082640 / HOLD / 11,800 원)	92

## Compliance Notice

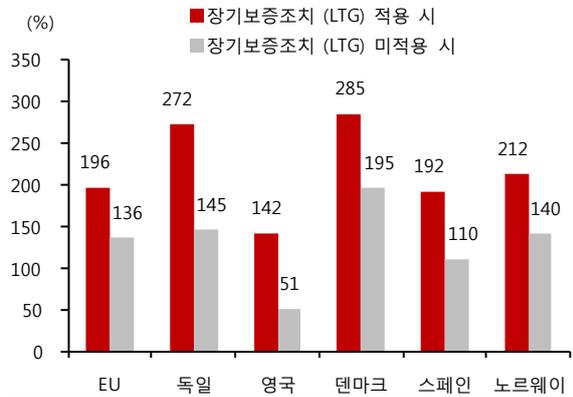
- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자이견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 5 월 29 일 기준)

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

## Summary

### Stress test: LTG 조치 적용으로 최대 127%p의 SCR ratio 차이 시현



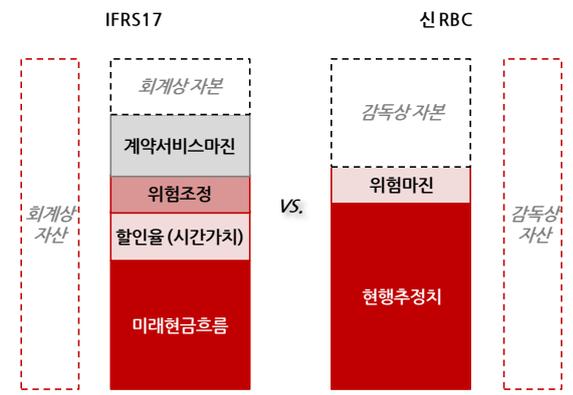
자료: EIOPA, SK 증권  
 주: 2016년 초 기준

▷ 유럽은 Solvency II 도입 이전인 2011년에 선제적으로 규제 완화 장치(=LTG)를 제시. 10년 이상의 준비에도 불구하고 유럽 대형 보험사의 Sol II 비율은 Sol I 대비 40%p 이상 하락했으나, LTG로 EU 전역에 평균 60%p 수준의 자본비율 상승 효과 발생

▷ 특히 높은 금리의 장기보험상품 비중이 크고 부채 듀레이션이 상대적으로 긴 독일의 경우 LTG 조치 적용에 따른 효과가 127%p로 가장 크게 나타남 (SCR 비율 272% → LTG 조치 제거 시 145%)

▷ 이에 따라 Solvency II 도입 과정에서 유럽 보험사의 주가 영향은 제한적으로 나타남 (시장지수와 상관계수 0.9 상회). 충분한 장치가 제공될 경우 시장은 규제 충격을 소화해낼 수 있는 것으로 판단

### 회계기준과 감독기준의 재무상태표 구성은 서로 다르다.

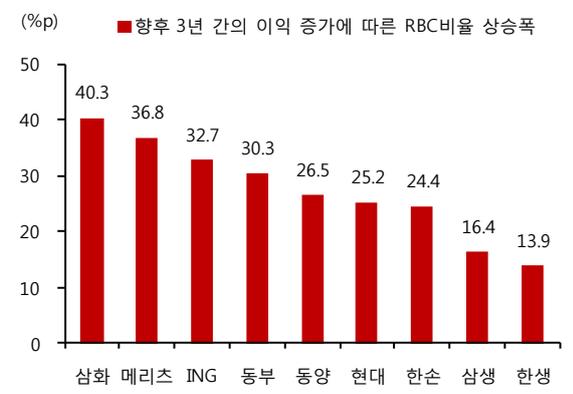


자료: 금융감독원 SK 증권

▷ 자본과 관련해 한국 보험사의 당면 과제는 크게 3가지로, 현 RBC의 강화, IFRS17 도입, 신 RBC 도입 등임. 이 중 현 RBC 강화안은 연초 발표된 초안대비 완화 적용될 가능성이 높고, IFRS17 기준서는 이미 발표돼 실무적 논의만이 남아있음

▷ 신 RBC의 세부사항은 향후 지속적인 영향평가를 통해 구체화될 예정. 자본여력이 회계기준보다 높을 것으로 예상되며, 본질적인 감독 취지를 고려하면 제도의 연착륙을 돕는 완화장치의 제시 가능성은 높다고 판단. 향후 신 RBC 도입 과정에서 자본 리스크는 점진적으로 축소될 것으로 전망함

### 향후 3년 간의 이익 증가에 따른 RBC 비율 상승폭 단순추정



자료: 전자공시시스템 SK 증권  
 주: 연간 배당성향 25% 및 요구자본 증가율 20% YoY 가정

▷ 과도한 자본 우려가 축소되더라도 지속적인 RBC 비율 제고 노력은 필요할 전망. 가용자본 증대 방법 중 수반비용이 가장 적고 주주 가치에 부정적인 영향을 미치지 않는 것은 이익잉여금의 증가임

▷ 주요 보험사의 향후 3년 간 이익 증가에 따른 RBC 비율 상승폭은 14~40%p로 추정됨. ROE가 높거나, 리스크량이 낮은 회사일수록 이익 증가에 의한 가용자본의 유기적 증가가 크게 나타날 전망

▷ 외부조달 필요 시에는 채권발행이 우선시될 것으로 예상하며, 이를 통한 RBC 비율 상승여력은 대부분 보험사에 20%p 이상 존재하는 것으로 추정. 다만 채권의 자본인정에는 한계가 존재하고 자사주 매각, 유상증자 등은 실현 가능성이 떨어짐. 보험사의 이익 창출력은 자본 우려의 경감을 동반한다는 의미에서 더욱 중요한 지표가 될 전망

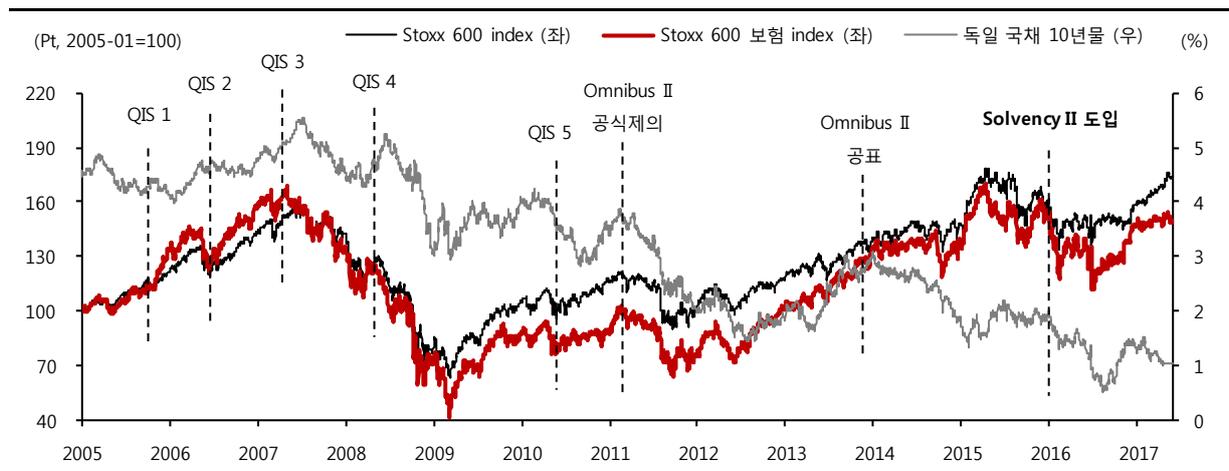
## 1. 유럽 Solvency II의 영향, 주가에는 제한적이었다.

### (1) 결론: 충분한 장치만 있다면, 규제 충격은 소화될 수 있다.

한국 보험업계의 자본규제가 현재의 RBC 제도에서 2021년 신(新) RBC 제도로의 변화를 앞두고 있다면, 유럽 보험업계의 자본규제는 이미 Solvency I에서 Solvency II로 진화했다. 신 RBC 제도로의 변화가 국내 보험사의 주가에 다소 막연한 우려요인으로 작용하고 있는 가운데, 한국보다 먼저 보험부채의 공정가치 평가라는 파도를 맞은 유럽의 사례를 점검해볼 필요가 있다. 새로운 감독규제가 만들어지는 과정에서 유럽 주요 보험사들의 주가는 부정적인 영향을 받았는가? 도입시점에 우려했던 수준의 충격이 실제로 발생했는가?

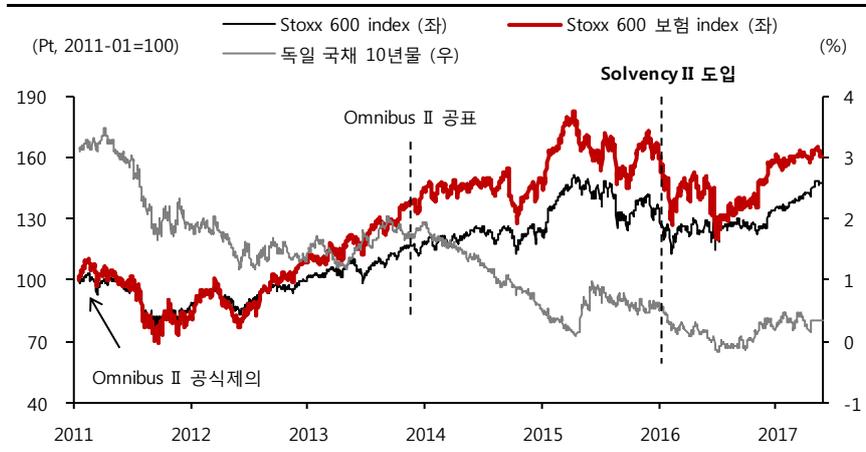
Solvency II 도입 논의가 본격화된 2005년 이후로 Stoxx 600 지수를 살펴볼 때 가장 큰 특징은 보험섹터지수가 전체 시장지수와 0.9 이상의 상관계수를 나타내는 등 보험주가 자본규제로 인한 특이성을 보이지 않았다는 것이다. 즉 Solvency II의 도입과정이 EU 대표 보험주의 주가에 미치는 영향은 크지 않았다고 판단된다. EU의 Solvency II는 1) 10년 이상의 오랜 준비기간과 2) 여러 번의 QIS(Quantitative Impact Study)를 거쳐 완성되었다. 그럼에도 불구하고 3) 도입시기가 연기된 바 있으며, 4) 규제의 완전한 적용에 유예를 제공하는 경과조치 등이 Omnibus II 제안서를 통해 제시되었다. 결국 이런 장치들은 제도 변경에 따른 유럽 보험업계의 우려를 완화시키는 데 기여했다.

Stoxx 600 및 보험지수와 독일 국채금리 추이: 2005년 이후



자료: Bloomberg, SK 증권

## Stoxx 600 및 보험지수와 독일 국채금리 추이: Omnibus II 제의 이후



자료: Bloomberg, SK증권

10년 이상의 대비에도 불구하고 유럽 대형 보험사들의 Solvency II 비율은 Solvency I 대비 40%p 이상 하락했다 (6 페이지 참조). 그러나 적용을 유예하는 경과조치 등에 따라 유럽 전역의 보험사는 60%p 수준의 자본비율 상승 효과를 얻었다 (9 페이지 참조). 경과조치는 거대한 규제 변화 과정에서도 주가 변동성이 제한되는 데 기여한 것으로 판단한다. 특히 이런 조치가 미리 공표된다면 주가 안정에 더욱 도움이 될 것이다. Stoxx 600 보험지수는 Omnibus II가 공식 제의된 시점 이후 현재까지 전체 Stoxx 600 지수를 13%p 상회하고 있다.

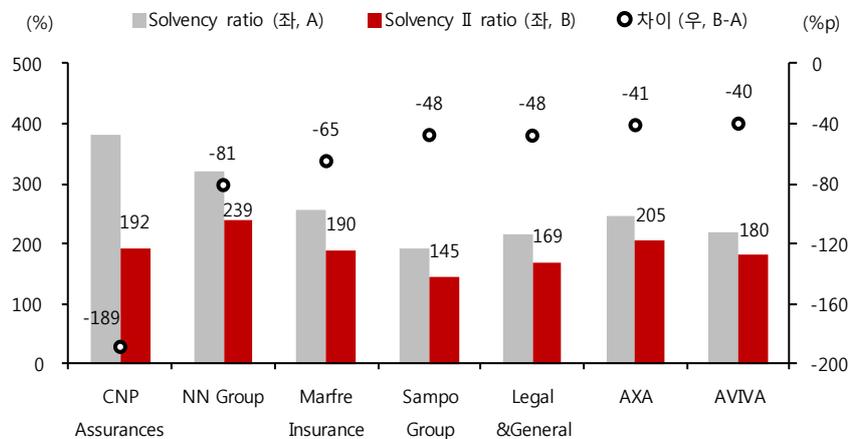
EU의 Solvency II는 충분한 준비기간과 여러 차례의 계량분석, 도입시점 연장, 유예 조치 등을 마련했다. 한국의 경우 2021년 보험 국제회계기준(IFRS17) 도입이 확정되었기 때문에 감독기준의 시행을 늦추기는 어려울 것이다. 다만 필드테스트 및 계량분석을 통한 업계와의 논의, 유예 조치 제시 등은 시행 가능성이 높은 것으로 판단하며, 규제의 단계적 적용을 허용하는 조치가 마련된다면 보험주의 주가는 감독규제 변화의 영향을 충분히 소화해낼 수 있을 것으로 전망한다.

## (2) Solvency II의 소개

EU의 Solvency II는 2000년대 초반부터 논의되었으며 몇 차례의 도입시기 연장을 거쳐 2016년 초 정식으로 적용되었다. 종전의 Solvency I과는 달리 자산과 부채를 공정 가치로 일관성 있게 평가하는 총재무상태표방식(Total balance sheet approach)을 사용한 점이 큰 특징으로, 회계기준과 다른 별도의 재무제표를 작성하며 한국에서 2021년 도입될 신 RBC의 벤치마크 대상이 되고 있다. 은행업종의 Basel 규제와 같이 양적규제(pillar 1), 질적규제(pillar 2), 공시(pillar 3)의 구조로 구성돼 단순한 비율규제를 넘어 자체적인 리스크 평가 및 재무상태의 시장 공시 등 의무를 강화하였다.

Solvency II 이후 보험부채의 공정가치 평가라는 변화에 따라 개별 보험사의 자본비율은 전반적으로 하락했다. 시가총액 100억달러 이상인 유럽 주요 상장 보험사 7곳의 2015년 말 기준 Solvency II 자본비율은 동일시점의 Solvency I 비율 대비 40~189%p 수준 하락한 것으로 나타났다.

유럽 주요 상장 보험사의 2015년 말 Solvency I vs. Solvency II: 전반적으로 비율 하락을 기록



회사명	Solvency I ratio (a)	Solvency II ratio (b)	차이 (b-a)
CNP Assurances	381	192	-189
NN Group	320	239	-81
Marfre Insurance	255	190	-65
Sampo Group	193	145	-48
Legal &General	217	169	-48
AXA	246	205	-41
AVIVA	220	180	-40

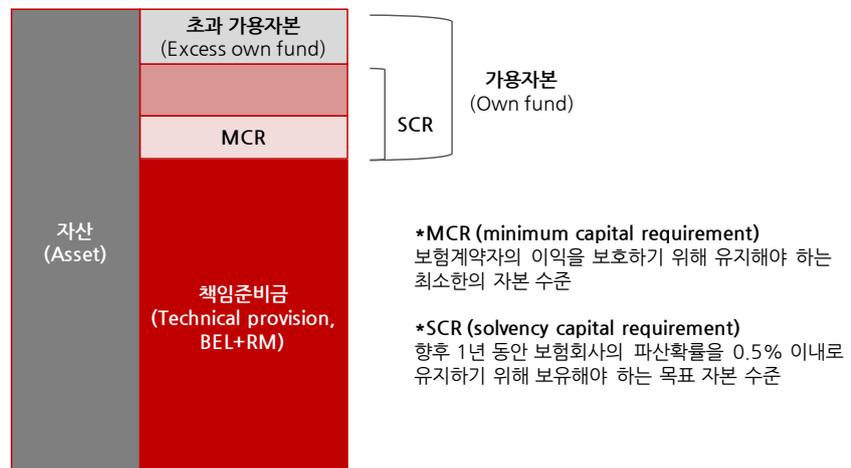
자료: Bloomberg, SK 증권

주: 시가총액 1위사인 알리안츠는 Solvency I ratio 미공시

Solvency II 에서는 보유 리스크량에 따라 요구자본을 차별화하는 리스크 중심의 접근으로 자본비율을 산출하는데, 요구자본을 지급능력 요구자본(SCR, Solvency Capital Requirement)과 최소요구자본(MCR, Minimum Capital Requirement)으로 이원화해 산출한다. 가용자본이 SCR 에 미달할 경우(SCR ratio < 100%) 비율 개선의 이행 계획을 당국에 제출해야 하고, MCR 에 미달할 경우(MCR ratio < 100%) SCR 보다 촉박한 개선 시한과 함께 미충족 시 인가 취소 등 강력한 제재를 가할 수 있다.

또한 Solvency II 에서는 계약서비스마진(CSM, Contractual Service Margin)을 부채로 계상하는 IFRS17 과는 달리 이행현금흐름에 따른 현행추정치(BEL, Best Estimate Liabilities)와 위험마진(RM, Risk Margin)을 제외한 나머지를 자본으로 인정하기 때문에, 보험부채의 공정가치 평가라는 공통점에도 불구하고 Solvency 가용자본이 IFRS17 상 자본보다 높은 수준으로 산출될 수 있다. 이는 국내 금융당국에서도 받아들여져 신 RBC 도입 시 가용자본 산출에도 유사한 논리가 적용될 예정이다.

**Solvency II 하에서의 자산 및 부채, 자본 분류**



자료: 보험연구원 SK 증권

### (3) 업계의 2/3 이상이 채택한 Solvency II의 완화책

EIOPA(유럽보험연금감독청)는 2005년부터 2011년까지 6년 간 다섯 차례의 QIS 를 통해 Solvency II 도입에 따른 보험업계의 영향을 평가했는데, 특히 2010년 6월부터 진행된 QIS 5를 전후로 유예조치에 대한 논의가 활발해졌다. 유럽의 감독당국은 2011년 1월 19일 LTG (Long-Term Guarantee) 조치 등의 완화책을 포함한 Omnibus II Directive (Solvency II 의 개정안)를 제의했으며, 2013년 11월 이를 공식 발표했다. LTG 조치는 규제 변화에도 불구하고 보험사의 보유 장기계약이 지속될 수 있도록 마련한 완화장치로서 1) 매칭조정 (Matching Adjustment), 2) 변동성조정 (Volatility Adjustment), 3) 경과조치 (Transitional on the risk-free rate, or technical provisions) 등으로 이루어져 있다. 이에 따라 책임준비금 결정에 사용되는 이율을 조정하거나 책임준비금 증가 또는 무위험수익률 조정의 영향을 16년간 단계적으로 적용하는 등이 허용되었다.

#### Long-Term Guarantee 조치의 항목 및 세부내용

항목	약자	세부내용
매칭조정 (Matching adjustment)	MA	자산-부채가 매칭 및 구분관리 되고 있는 경우 무위험수익률을 조정해 책임준비금을 평가
변동성조정 (Volatility adjustment)	VA	시장환경이 급변해 시장에서 적정가격을 제공할 수 없는 경우 무위험수익률 조정 가능
경과조치 (이율, Transitional on the risk-free rate)	TRFR	Solvency II에서 요구되는 할인율을 16년에 걸쳐서 단계적 적용
경과조치 (준비금, Transitional on technical provisions)	TTP	Solvency II에서 요구되는 준비금을 16년에 걸쳐서 단계적 적용

자료: EIOPA, 보험연구원 SK 증권

주: 세부내용은 보험연구원 자료 일부 차용

EIOPA 에 따르면 Solvency II 규제 하에 있는 유럽 소재의 3,050 개 보험사 중 한 가지 이상의 LTG 조치를 적용한 보험사는 901 곳이며, 책임준비금 규모 기준으로는 적용 회사의 비중이 69.4%에 달한다. LTG 조치 적용 시 통상적으로 책임준비금 부담은 감소하고 가용자본은 증가하는 효과를 얻으므로 자본비율 상승에 긍정적이다.

#### EU 내 LTG 조치 적용 보험사 현황

	LTG 조치 미적용	한 가지 이상 적용	합계
회사 수 (개)	2,149	901	3,050
책임준비금 규모 (십억유로)	2,664	6,038	8,702
업계 내 책임준비금 비중 (%)	30.6	69.4	100.0

자료: EIOPA, SK 증권

EIOPA 의 2016 년 초 기준 스트레스 테스트 결과, 기본 시나리오에서 유럽지역 보험사의 SCR 비율은 196%였으나, LTG 조치를 모두 제거할 경우 책임준비금 규모는 1,440 억유로(+2.8%) 증가하고 SCR 비율은 136%로 60%p 수준 하락했다. 또한 기본 시나리오에서 SCR 비율이 100%를 하회한 보험사는 두 곳에 불과했으나, 모든 LTG 조치가 제거될 경우 100%를 하회하는 보험사는 30 곳 이상인 것으로 나타났다. EIOPA 에 앞서 IMF 가 2014 년 말 독일 보험사 75 곳을 대상으로 시행한 테스트에서도 금융시장 충격을 가정 시 경과조치가 적용되면 SCR 비율이 100% 상회하는 보험사는 62 곳이지만, 경과조치를 제거할 경우 17 곳(23%)에 그치는 것으로 나타났다.

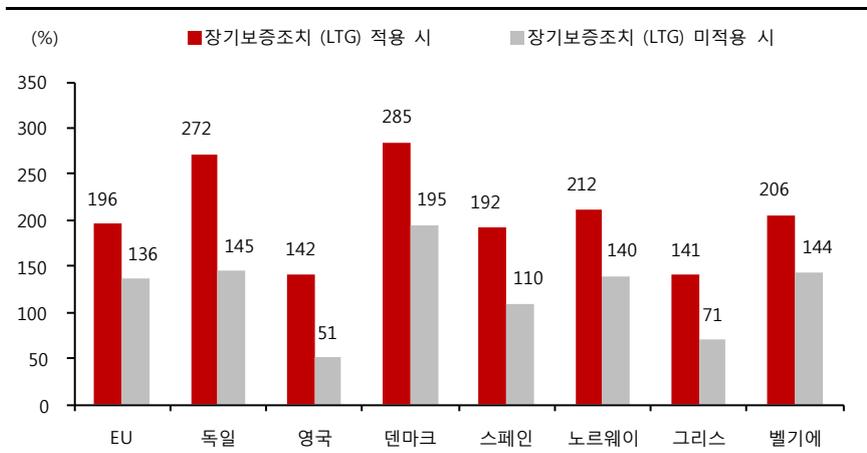
유럽 내 시가총액 상위 보험사의 Solvency II 비율은 Solvency I 대비 40~ 189%p 하락했으나, 유럽 전역의 보험사에서 LTG 조치를 적용한 경우의 Solvency II 비율은 그렇지 않은 경우보다 60%p 수준 높게 나타났다. 결국 규제 변화가 가져온 영향은 작지 않았으나, 완화책이 자본비율 안정에 미치는 효과는 크게 유효했던 것으로 판단한다.

**Stress test: LTG 조치 적용 시 책임준비금 감소, 가용자본 증가 효과**

(단위: 십억유로)	LTG 조치 적용 (a)	LTG 조치 미적용 (b)	LTG 조치 제거에 따른 차이 (b-a)
책임준비금	5,194	5,338	144
SCR	293	343	50
SCR에 대한 가용자본	573	466	(107)
<b>SCR ratio (% , %p)</b>	<b>196</b>	<b>136</b>	<b>(60)</b>
MCR	102	114	12
MCR에 대한 가용자본	545	437	(108)
<b>MCR ratio (% , %p)</b>	<b>534</b>	<b>383</b>	<b>(151)</b>

자료: EIOPA, SK 증권  
 주: 2016 년 초 기준

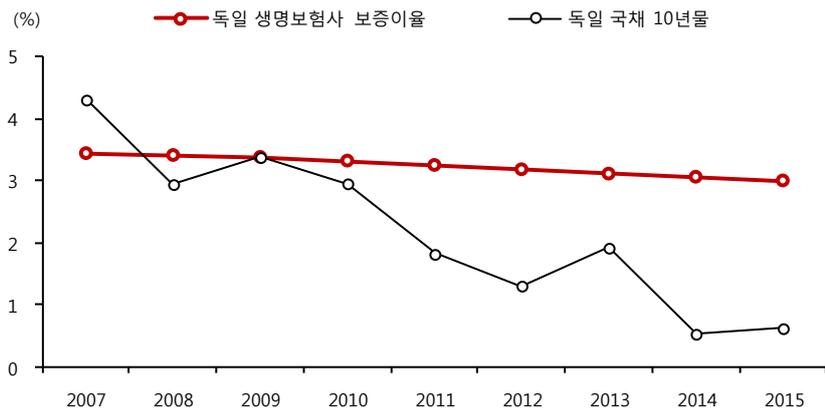
**Stress test: LTG 조치 적용 시 최대 127%p (독일)의 SCR ratio 차이 시현**



자료: EIOPA, SK 증권  
 주: 2016 년 초 기준

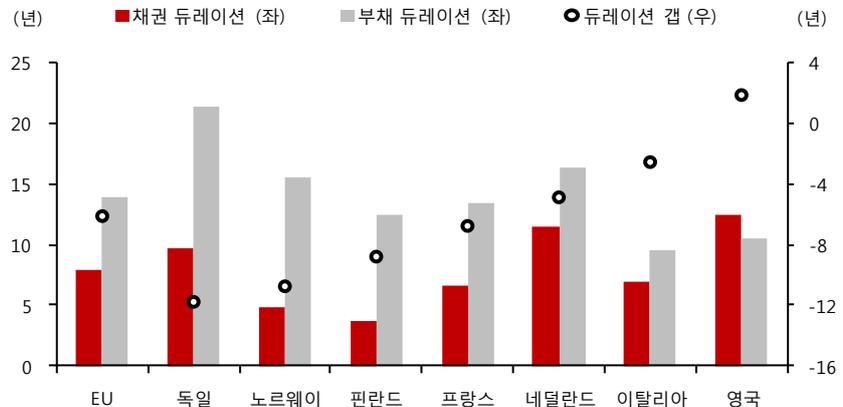
특히 높은 금리의 장기보험상품 비중이 크고 부채 듀레이션이 상대적으로 긴 독일의 경우 LTG 조치 적용으로 인한 변화가 EU 내에서 가장 두드러지게 나타났다 (SCR 비율 272% → LTG 조치 제거 시 145%). 독일 생명보험사의 보증이율은 2009년 이후 독일 국채 10년물 금리와 역전되어 2015년 기준 보증이율 3.01% 대비 국채 10년물 금리 0.63%로 2.38%p의 (-) 스프레드를 기록했다. 또한 EIOPA의 스트레스 테스트 결과, 독일 보험사 20곳의 부채 듀레이션이 보유 채권 듀레이션보다 11.8년 길게 나타나 EU 평균을 크게 상회하는 negative gap을 기록했다. 이런 특징으로 인해 독일 금융감독청은 생명보험 책임준비금 평가에 적용되는 이율을 2000년 7월 3.25%로부터 2017년 0.9%까지 지속 인하해 보험사의 준비금 부담을 줄여왔으며, 추가책임준비금 제도를 도입해 감독당국이 제시하는 참조이율로 향후 현금흐름을 재평가한 후 준비금을 추가 적립하도록 유도하고 있다.

**독일 생명보험사의 연도별 보증이율 및 국채 10년물 금리 추이: gap 확대**



자료: Bloomberg, Assekurata, SK 증권

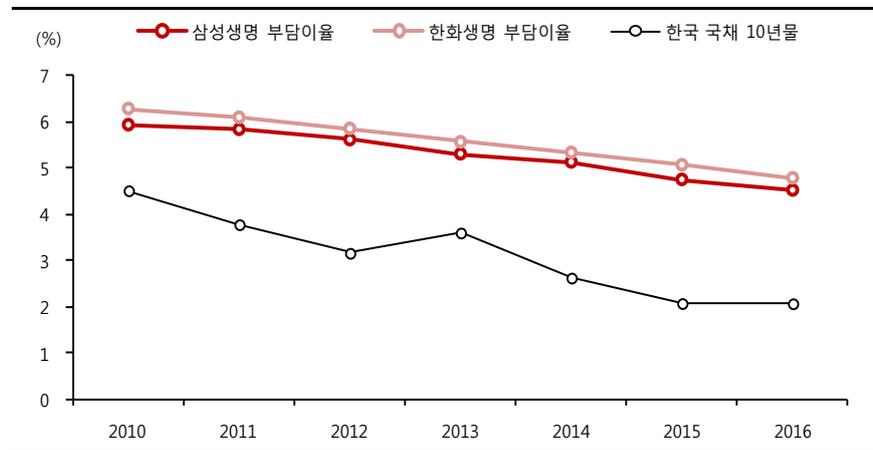
**EU 및 주요 국가별 보험사 채권 듀레이션 및 부채 듀레이션: 독일, -12년의 negative gap 기록**



자료: EIOPA, SK 증권  
주: 2016년 초 기준

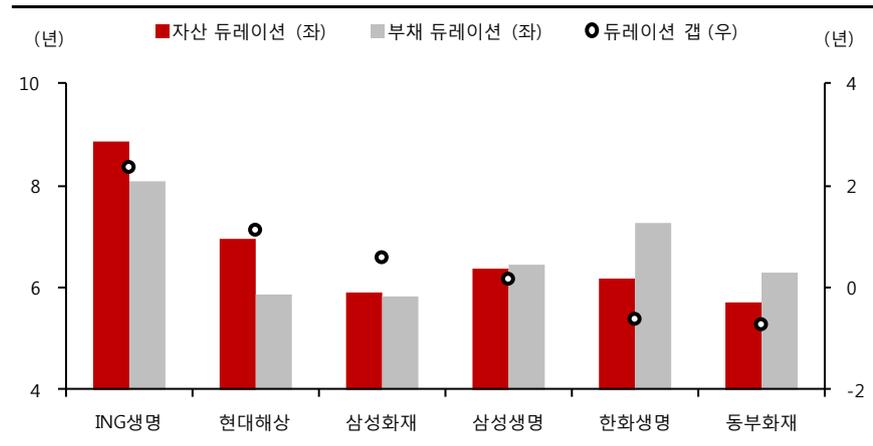
이는 한국 보험사가 직면한 문제와도 유사하다. 한국 대형 생명보험사의 부담이율은 과거 판매한 고금리 확정형 상품으로 인해 국채금리보다 높게 형성되어 있다. 최근 자산 듀레이션 상승 노력에 따라 주요 보험사의 RBC 듀레이션 갭이 ±1년 내외로 축소되었지만, 보험부채의 실제 만기를 고려하면 실질 듀레이션 갭은 (-)일 것으로 예상된다. 독일의 사례를 보아 한국 보험사 역시 새로운 규제 도입 이전의 단계적인 준비와 도입 시점의 경과조치 적용으로 규제의 성공적인 연착륙을 도모할 유인이 충분히 존재하며, 이 경우 규제 강화로 인한 보험사별 자본충격 우려는 상당부분 축소될 수 있을 것으로 판단한다.

**한국 대형 생명보험사의 연도별 부담이율 및 국채 10년물 금리 추이: gap 확대**



자료: 각 사, SK증권

**한국 주요 보험사의 자산-부채 RBC 듀레이션: 실질 듀레이션 갭은 (-)으로 예상됨**



자료: 각 사, SK증권

주: 2016년 말 RBC 듀레이션 기준

## 2. 한국에 예정된 변화: 현 RBC 강화, IFRS17 와 신 RBC

한국 보험사에 예정된 변화는 크게 세 가지이다. 1) 현재 적용 중인 RBC 제도의 단계적 강화, 2) 2021년 IFRS17(보험 국제회계기준) 도입과 3) 동시에 시행될 신 RBC 제도(별칭 K-ICS)이다. 현 RBC 와 신 RBC 는 국내에 적용되는 감독기준이라는 공통점을, IFRS17 과 신 RBC 는 보험부채의 공정가치 평가라는 공통점을 갖고 있다.

이러한 변화는 모두 보험사의 자본 감소를 야기할 것으로 예상되며, 대부분의 보험사는 지급여력비율 방어를 위해 외부 조달을 통한 자본확충을 필요로 할 전망이다. 특히 자본비율이 일정 수준을 하회하면 자본확충의 강제성을 띠는 것은 감독규제인 신 RBC 이다. 유럽 Solvency II 의 사례에서 보았듯이 경과조치(유예기간)의 제시 및 단계적인 준비금 전입 등은 규제 강화에 따른 보험사의 부담을 낮춰주는 데 기여하며, 감독규제가 국내 금융당국에 의해 결정된다는 점을 고려하면 결국 신 RBC 의 도입을 개별 보험사가 감내할 수 있도록 하는 장치가 마련될 가능성이 높다고 판단한다. 추가적으로 2017년 7월에는 글로벌 보험그룹에 공통적으로 적용되는 국제자본기준 ICS(Insurance Capital Standard)의 초안이 공개되고, 2020년부터 시행될 예정이다. 다만 이는 일정 기준 이상의 글로벌 보험그룹에 해당되는 제도로서, 국내 감독규제 신설 시 참고가 될 수는 있겠으나 국내 보험사에 직접 적용될 가능성은 높지 않은 것으로 판단한다.

보험사 주요 감독기준 및 회계기준 비교 분류

	현 RBC	신 RBC (K-ICS)	Solvency II	IFRS17
분류	감독기준			회계기준
적용대상	한국 보험사	한국 보험사	유럽 보험사	국제회계기준 도입국가
적용시기	2009년	2021년 (예)	2016년	2021년 (예)
보험부채평가	원가평가	공정가치 평가	공정가치 평가	공정가치 평가
가용자본 계층화	기본자본/보완자본	기본자본/보완자본	Tier 1/2/3	-
CSM 분류	-	(일부) 자본인정	(일부) 자본인정	부채로 분류
신뢰수준	99%	99.5%	99.5%	-
내부모형	도입 예정	적용 가능	적용 가능	-
측정대상 리스크	보험/시장/신용/금리/운영리스크	생명장기손해보험/일반손해보험/시장/신용/운영리스크	보험/시장/신용/무형자산/운영리스크	-
유예조치	-	미정	LTG measures 적용 가능	-
할인율	계약 체결시점의 기초율	평가시점별 기초율	평가시점별 기초율	평가시점별 기초율

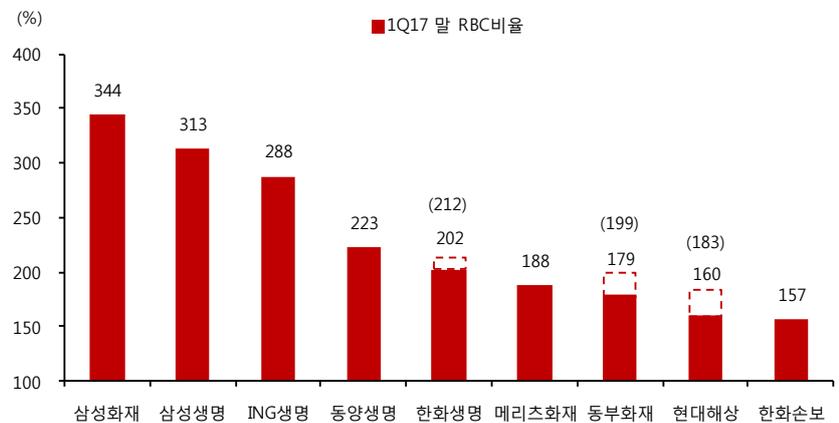


자료: 금융감독원 SK 증권

## (1) 현 RBC 강화: 우선은 눈 앞의 언덕을 넘어가야

2021 년의 대변화를 앞두고 금융당국은 현재의 RBC 제도를 단계적으로 강화할 예정이다. 이에 대해 금융감독원은 지난 1 월 24 일 보험업감독업무시행세칙의 개정 예고안을 발표했으며, 3 월까지 업계 의견 수렴을 거쳐 6 월 1 일 시행할 예정이다. 업계 의견이 참작된 최종안은 아직 공표되지 않았으나, 처음 발표된 예고안과 비교하면 보험업계의 자본비율 충격을 상당부분 경감시키는 내용으로 확정될 가능성이 높은 것으로 예상된다.

### SK 증권 커버리지 보험사별 RBC 비율 현황



자료: 전자공시시스템 SK 증권

주: 점선 및 괄호는 2Q 중 발행된 신종자본증권 및 후순위채 포함

가장 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된 것은 보험부채 금리민감도의 산출식 변경에 따른 금리리스크 증가이다 (이하 표의 항목 ①, ②). 두 항목 모두 보험부채 금리민감액을 증가시키며, 기존에도 부채 금리민감액이 자산 금리민감액보다 컸다면 금리리스크를 확대시키므로 RBC 비율 하락이 예상되고 있다. 다만 6월 말부터 단계적 적용 예정이었던 항목 ①은 2017년 말부터 단계적 적용으로 이연될 가능성이 높아, 자산 듀레이션 증가를 통한 방어가 보다 용이해졌다. 또한 금리연동형 부채의 금리차(=공시기준이율-최저보증이율) 하락을 야기하는 항목 ②에 대해, 기존보다는 하락하되 초안보다는 높은 수준이 되도록 산업스프레드의 적용 등이 논의되고 있어 당초의 우려 대비 RBC 비율 하락폭은 낮게 나타날 전망이다.

1월 24일 발표된 보험업감독업무시행세칙 개정 예고안 주요 내용

내용	전개	시행시기
① 보험부채 금리민감도 강화 (각 항목 민감도 상승 및 25년/30년 구간 신설)	보험부채 금리민감액 증가 → (듀레이션 갭 (-)일 경우) 금리리스크 증가 → <b>RBC비율 하락 요인</b>	2Q17 25년 신설 이후 30년 신설 <i>(17년 말로 연기 가능성)</i>
② 금리연동형 부채 듀레이션의 금리차 산출 시 공시기준이율에서 운용수익률 배제	금리차 하락 → 보험부채 금리민감액 증가 → (듀레이션 갭 (-)일 경우) 금리리스크 증가 → <b>RBC비율 하락 요인</b>	3Q18부터 적용하되, 2Q19까지는 50%만 적용 가능 <i>(산업스프레드 적용으로 영향 완화 가능성)</i>
③ 금리변동계수 하향 조정 (1.85% → 1.5%)	만기불일치위험액 감소 → 금리리스크 감소 → <b>RBC비율 상승 요인</b>	개정시점 적용
④ 외화자산 듀레이션 인정요건 완화 (헤지 만기 1년 미만도 듀레이션 인정)	자산 듀레이션 상승 → (듀레이션 갭 (-)일 경우) 금리리스크 감소 → <b>RBC비율 상승 요인</b>	개정시점 적용
⑤ 변액보험 보증위험액 산출기준 강화	보증위험액 산출 시 보증준비금과 같이 다양한 시나리오 반영 → <b>RBC비율 하락 요인</b>	2Q17 35%, 3Q17 70%, 3Q18 100% 적용
⑥ 퇴직연금 특별계정 리스크 측정범위 조정	원리금 보장형은 현행 운영위험액 외 신용위험액 및 시장위험액도 추가 산출 → 리스크 증가 → <b>RBC비율 하락 요인</b>	2Q17 35%, 3Q17 70%, 3Q18 100% 적용
⑦ 해외SOC 투자도 국내SOC와 같은 위험계수 적용	기존 대비 위험계수 하향 → <b>RBC비율 상승 요인</b>	개정시점 적용
⑧ 신용파생상품의 신용위험경감 인정	요건 충족한 신용파생상품 활용 시 신용리스크 감소 → <b>RBC비율 상승 요인</b>	개정시점 적용

자료: 금융감독원 SK 증권

주: 분홍색 음영은 완화될 가능성 높을 것으로 추정되는 항목

보험부채 잔존만기별 금리민감도 분류표 (최저금리위험액 방식): 향후 각 항목의 민감도 상승 및 25년/30년 구간 신설 예정

구분		잔존만기	~3년미만	3년이상~ 5년미만	5년이상~ 10년미만	10년이상~ 15년미만	15년이상~ 20년미만	20년이상~	20년이상~ 25년미만	25년이상~ 30년미만	
생명 보험	금리 확정형	(1) 보장성사망, 보장성상해, 질병보험		1.4	3.3	5.5	7.6	9.9	13.1	단계적 신설 예정  (현재 좌측 6개 구간만 존재)	
		(2) 저축성, 교육보험		1.4	2.5	3.5	5.2	7.5	8.3		
		(3) 연금보험		1.4	2.3	4.1	6.2	8.0	9.9		
	금리 연동형	(1) 일반 (금리차* 기준)	1.0% 초과	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0		
			0.75% ~ 1.0%	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3		
			0.5% ~ 0.75%	1.1	1.3	1.4	1.6	1.8	1.9		
			0.25% ~ 0.5%	1.2	1.6	1.9	2.2	2.5	2.9		
			0% ~ 0.25%	1.4	2.0	2.5	3.0	3.6	4.4		
			-0.25% ~ 0%	1.4	2.3	2.8	3.5	4.3	5.4		
			-0.5% ~ -0.25%	1.4	2.7	3.4	4.3	5.5	7.1		
			-0.75% ~ -0.5%	1.4	3.0	4.0	5.3	7.0	9.0		
			-1.0% ~ -0.75%	1.4	3.1	4.6	6.3	8.4	10.3		
		-1.0% 이하	1.4	3.2	5.1	7.1	9.6	11.4			
		(2) 기타	① 금리확정형 특약		1.4	3.3	5.5	7.6	9.9		13.1
			② 금리개정주기 1년초과		1.4	3.2	5.1	7.1	9.6		11.4
장기 손해 보험	금리 확정형	(1) 상해·질병보험		1.4	3.5	5.4	7.7	9.9	13.1		
		(2) 저축성, 운전자, 재물보험		1.4	3.1	4.4	6.5	7.8	9.1		
		(3) 연금보험		1.4	2.3	4.0	6.1	8.5	10.0		
	금리 연동형	(1) 일반 (금리차* 기준)	1.0% 초과	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0		
			0.75% ~ 1.0%	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3		
			0.5% ~ 0.75%	1.1	1.3	1.4	1.6	1.8	1.9		
			0.25% ~ 0.5%	1.2	1.6	1.9	2.2	2.5	2.9		
			0% ~ 0.25%	1.4	2.0	2.5	3.0	3.6	4.4		
			-0.25% ~ 0%	1.4	2.3	2.8	3.5	4.3	5.4		
			-0.5% ~ -0.25%	1.4	2.7	3.4	4.3	5.5	7.1		
			-0.75% ~ -0.5%	1.4	3.0	4.0	5.3	7.0	9.0		
			-1.0% ~ -0.75%	1.4	3.1	4.6	6.3	8.4	10.3		
		-1.0% 이하	1.4	3.2	5.1	7.1	9.6	11.4			
		(2) 기타	① 기본계약 보장부분 및 금리확정형 특약		1.4	3.5	5.4	7.7	9.9	13.1	
			② 금리개정주기 1년초과		1.4	3.4	5.2	7.3	9.6	11.5	

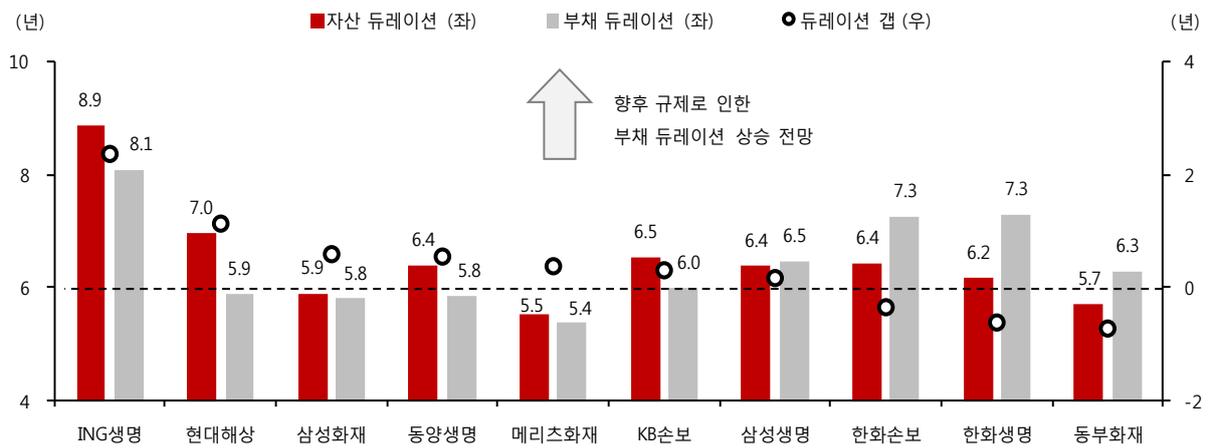
자료: 금융감독원 SK 증권

주: \*금리차 = 공시기준이율 - 최저보증이율

결국 시행세칙 개정안에서 주로 우려되는 항목은 보험부채 듀레이션의 상승을 야기하는 부분이다. 이에 따른 RBC 비율 하락을 방어하기 위해서는 개정안 적용 이전까지 적극적인 장기자산 편입을 통해 듀레이션 갭 영향을 축소시키는 전략이 필요하다. 금리민감도 25년 구간 신설로 보험사별 부채 듀레이션이 1~2년 이상 상승할 것으로 예상됨을 감안하면 현재 양 (+)의 듀레이션 갭을 나타내는 보험사가 상대적으로 비율 하락에 둔감할 것으로 전망된다.

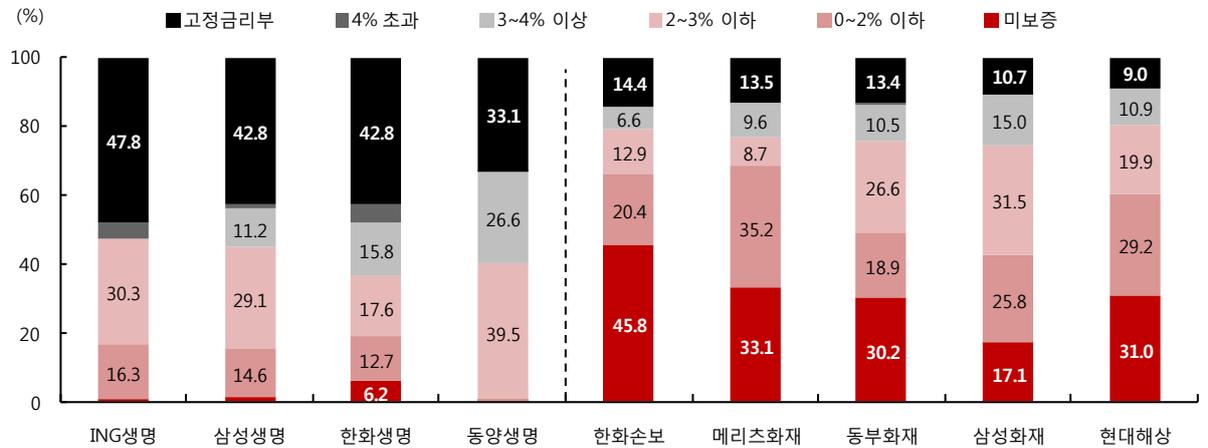
또한 금리연동형 부채의 금리차 하락이 예상되는 가운데, 금리차 -1% 미만의 구간 신설도 예정되어있기 때문에 공시기준이율을 상회하는 최저보증이율의 비중이 높을수록 부담은 커질 전망이다. 이에 대한 영향은 3/4 가량이 최저보증이율 3% 이하로 구성되어 어있는 손보사가 생보사 대비 유리할 것으로 예상된다.

주요 보험사별 자산 및 부채 듀레이션



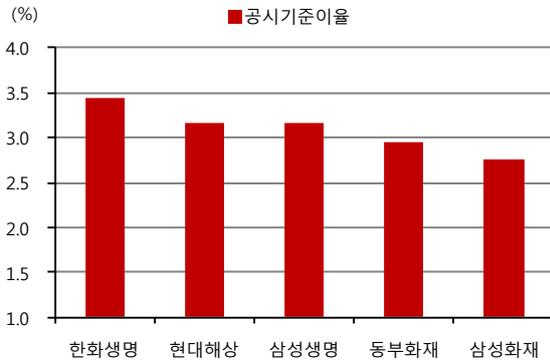
자료: 생명보험협회, 손해보험협회, SK 증권

주요 보험사의 2016년 말 보험료적립금 내 최저보증이율 구간별 비중



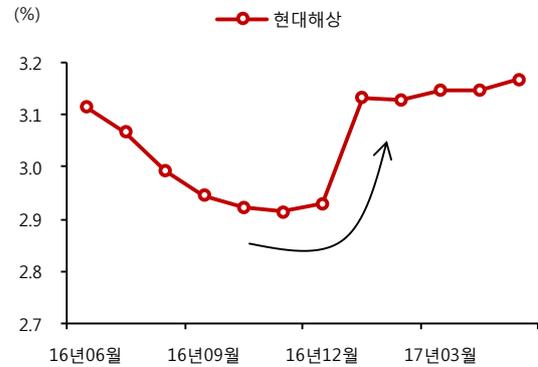
자료: 생명보험협회, 손해보험협회, SK 증권

주요 보험사별 공시기준이율 현황: 2.5~3.5% 수준



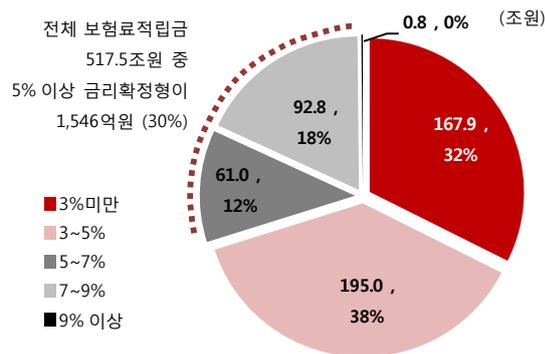
자료: 각 사, SK 증권  
 주: 가장 최근 상품의 저축성 공시이율 기준

현대해상의 공시기준이율 추이: 17년 1월 20bp MoM 상승



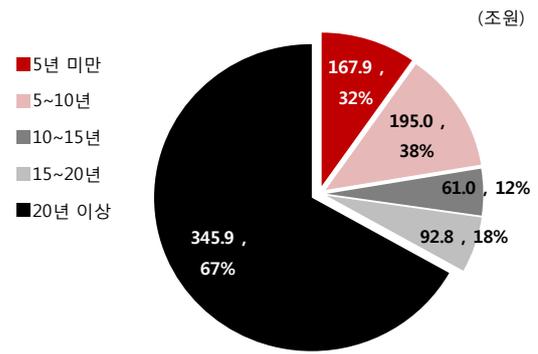
자료: 현대해상, SK 증권

생명보험업종의 고금리 확정부채 비중



자료: 한국은행, SK 증권  
 주: 3Q16 말 기준

생명보험업종의 만기별 보험부채 비중



자료: 한국은행, SK 증권  
 주: 3Q16 말 기준

현 RBC 의 강화와 함께 2017 년 말 보험부채 적정성 평가(LAT, Liability Adequacy Test)의 개정도 예정되어있다. 구체적인 항목은 6 월 말 확정될 예정이나, 할인율 하향 조정을 통한 평가 강화가 예상된다. 다만 기존에는 국제금리 기반의 일률적인 할인율 하향이 예상돼 자산운용수익률이 높은 회사일수록 할인율 하락폭이 커질 것으로 우려 되었으나 (기존 LAT 에 적용된 할인율은 기대 운용수익률 기반), 보험사별 기존 할인율의 80~90% 수준으로 단계적 하향 조정하는 방안이 거론되고 있어 예상 대비 규제 강화의 우려는 완화될 전망이다.

주요 상장 보험사별 보험부채 적정성 평가 (LAT) 결과: 음수는 결손금, 양수는 잉여금을 의미

(단위: 십억원)		삼성생명	한화생명	ING생명	동양생명	삼성화재	동부화재	현대해상	메리츠화재	한화손보
금리확정형	유배당	(22,731)	(7,116)	(40)	(1,172)	(60)	(61)	(401)	(7)	(27)
	무배당	(7,189)	(2,712)	1,482	572	(471)	3	(183)	135	(55)
금리연동형	유배당	(577)	(336)	(334)	(9)	105	96	38	5	12
	무배당	25,470	7,386	478	1,063	7,897	8,960	7,846	3,267	1,980
그 외*		9,192	4,650	1,414	542	643	208	237	77	112
합계		4,165	1,871	2,999	996	8,114	9,207	7,538	3,479	2,022
미상계 시 결손금 합 (A)		(30,498)	(10,165)	(374)	(1,181)	(531)	(61)	(584)	(7)	(82)
자본 규모 (별도, B)		24,344	8,153	4,147	1,786	10,881	3,964	2,758	1,640	885
A / B   * 100 (%)		125.3	124.7	9.0	66.1	4.9	1.5	21.2	0.4	9.2
적용 할인율 (%)		18~16.0%	평균 3.6%	3.3~4.7%	2.4~6.0%	2.1~5.1%	2.9~9.6%	2.0~6.3%	3.2~4.1%	미공시

자료: 생명보험협회, 손해보험협회, SK 증권

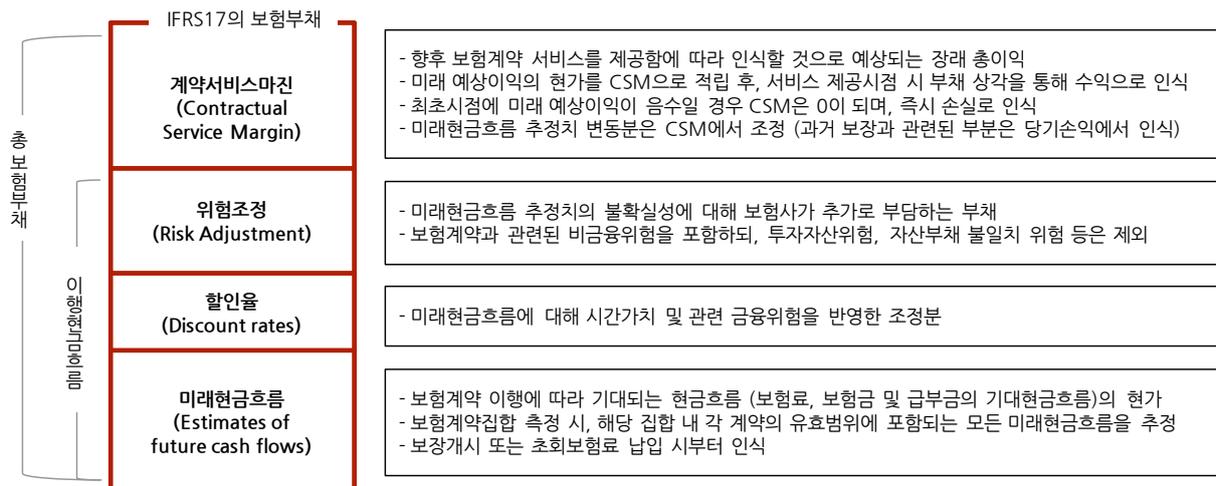
주: 2016 년 말 기준 \*생명보험사는 변액보험, 손해보험사는 일반 및 자동차보험

## (2) IFRS17: No surprise

IFRS17의 기준서가 지난 5월 18일 공식 발표되었다. 기준서는 논의의 초기단계에서 언급되었던 내용과 비교하면 국내 보험사의 부담이 크게 완화되는 방향으로 변화되었으나, 한국회계기준원 및 언론매체 등을 통해 최근까지 꾸준히 알려져 왔던 변경사항과는 크게 다르지 않았다.

IFRS17의 보험부채는 이행현금흐름(=미래현금흐름+시간가치+위험조정)과 계약서비스마진(Contractual Service Margin, 이하 CSM)의 합으로 산출되며, 매 보고기간 말의 할인율과 가정을 적용해 재측정하는 과정을 거친다. 현재 국내 보험사는 부채 평가 시 계약시점의 기초율을 적용하기 때문에 이 경우 할인율 하락에 따른 부채 증가가 예상되고 있다. 다만 전환시점의 CSM 인식이 부채부담을 가중시키는 데 따르는 부담은 초안 대비 완화되었다. 2016년 11월 한국회계기준원이 발표했던 대로 한국의 제안이 받아들여지면서 CSM 산출에 대한 보험사의 자율권이 확대되었는데, IFRS17 기준서에는 '소급법의 적용에 필요한, 합리적이고 도움이 되는 정보가 없을 경우 공정가치법을 적용해야 한다'라고 명시되어있다 (기준서 C6 항, (a)). 즉 과거 계약의 서비스마진을 측정할 때 완전소급법 적용 대신 전환시점의 마진율을 적용할 수 있어, 상대적으로 부채 부담을 완화할 수 있게 되었다.

### IFRS17에서의 보험부채 구조



자료: 한국회계기준원 보험연수원, SK 증권

IFRS17에서의 보험부채 산출 방식

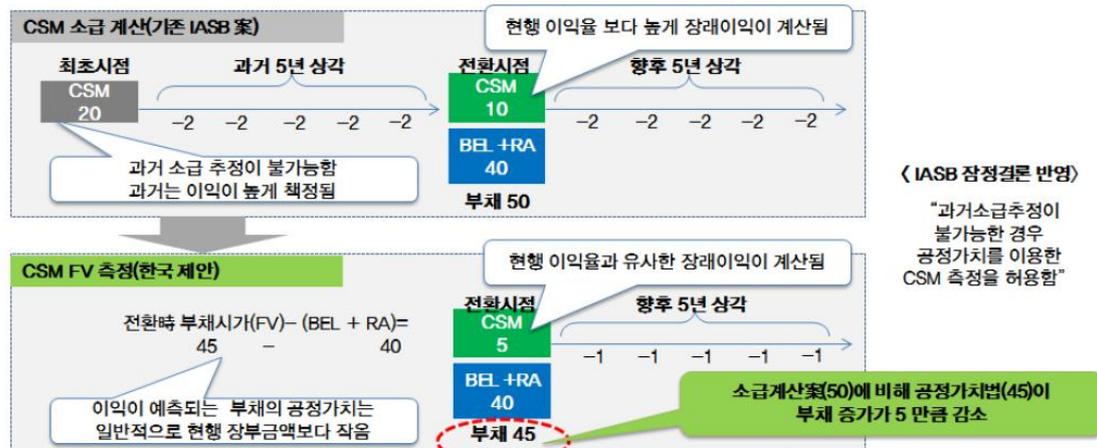
	Estimates of the PV of future cash flows	Risk Adjustment	Contractual Service Margin	Total
<b>Insurance contract liabilities (20X0)</b>	<b>163,962</b>	<b>5,998</b>	<b>8,858</b>	<b>178,818</b>
<i>Changes that relate to current services (a)</i>	35	(604)	(923)	(1,492)
CSM recognized for services provided			(923)	(923)
RA recognized for the risk expired		(604)		(604)
Experience adjustments	35			35
<i>Changes that relate to future services (b)</i>	(784)	1,117	(116)	217
Contracts initially recognized in the period	(2,329)	1,077	1,375	123
Changes in estimates reflected in the CSM	1,452	39	(1,491)	0
Changes in estimates resulting in onerous contract losses	93	1		94
<i>Changes that relate to past services (c)</i>	47	(7)		40
Adjustments to liabilities for incurred claims	47	(7)		40
<b>Insurance service result (d=a+b+c)</b>	<b>(702)</b>	<b>506</b>	<b>(1,039)</b>	<b>(1,235)</b>
Insurance finance expenses (e)	9,087		221	9,308
Total changes in the statement of comprehensive income (d+e)	8,385	506	(818)	8,073
Cash flows	18,833			18,833
<b>Insurance contract liabilities (20X1)</b>	<b>191,180</b>	<b>6,504</b>	<b>8,040</b>	<b>205,724</b>

자료 IFRS foundation 자료 인용, SK 증권

CSM 산출에 공정가치법 적용 시 기대되는 효과

❖ 기대효과

- ✓ 공정가치법 적용 시 최근 발행되는 계약의 낮은 마진을 이용하여 전환 시점의 CSM을 측정하므로 부채로 인식되는 CSM의 규모가 축소되어 부채 증가 폭 감소



(\*) 공정가치법 종류: 거래가격법, 연계된 자산평가법(캐나다 방식), 내재가치법, IFRS13 이용법 등

자료: 한국회계기준원

포괄손익계산서는 현행과 크게 다른 방식으로 작성되는데, 수입보험료를 전부 매출로 인식하는 현재와 달리 IFRS17에서는 보험수익에서 투자요소(저축보험료)를 제외하고, 비용에서도 투자요소를 제거하고 동기간의 지급보험금과 사업비(직접비의 상각 및 간접비)를 인식할 것으로 예상된다. 그에 따라 외형축소는 나타날 수 있으나 이것이 이익의 감소를 의미하는 것은 아니며, CSM의 상각에 따른 수익 인식으로 손익 변동성이 축소될 수 있는 것으로 알려져 있다.

(2017년 5월 19일 발간된 [‘보험: IFRS17 기준서 발표 No surprise’](#) 참조)

#### IFRS17에서의 포괄손익계산서 예시

	FY1	FY0
보험수익	9,900	8,600
보험서비스비용	(8,600)	(7,800)
보험서비스손익	1,300	800
투자이익	7,800	7,200
보험금융비용	(7,400)	(6,700)
순투자손익	400	500
기타손익	(300)	(200)
당기순이익	1,400	1,100
기타포괄손익	200	300
투자이익	2,100	1,800
보험금융비용	(1,900)	(1,500)
총포괄손익	1,600	1,400

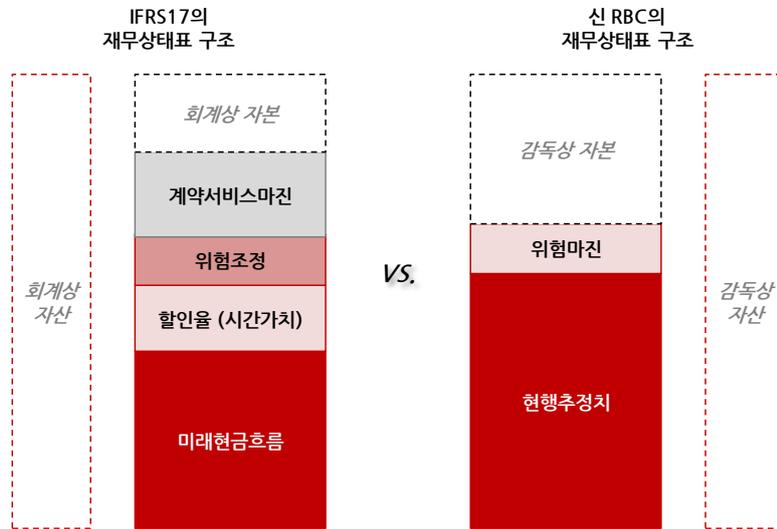
자료: IFRS Foundation 자료 참고, SK 증권

### (3) 신 RBC: 기우(杞憂)를 지양할 것

2021년 도입될 신(新)지급여력제도(현재 K-ICS로 거론되나, 본 자료에서는 현 RBC와의 비교를 위해 신 RBC로 표현)는 현재 1차 공개협약안이 발표된 상태로, 일부 보험사를 대상으로 8월까지 필드테스트를 거친 후 2017년 말 초안을 발표하고 2018년 1분기 경 전 보험사를 대상으로 한 영향평가(QIS)를 진행할 것으로 예상된다. 신 RBC는 IFRS17과는 성격이 다른 감독기준으로써, 회계기준과 상이한 총재무상태표방식(Total balance sheet approach)을 적용할 예정이다. 신 RBC와 IFRS17은 현행과 달리 보험부채를 시가평가한다는 점에서는 유사하나, 현재의 감독기준과 회계기준이 서로 다르듯 별개의 영향을 미칠 것으로 전망된다.

IFRS17에서 보험부채가 ‘시간가치를 감안한 미래현금흐름’과 ‘위험조정’, ‘계약서비스마진’으로 구성된다면, 신 RBC에서 보험부채는 ‘현행추정치(현금흐름의 기대가치)’와 ‘위험마진’으로 구성된다. 감독상 보험부채에는 계약서비스마진 개념이 포함되지 않기 때문에 회계기준 대비 자본 규모는 더 크게 나타날 것으로 기대된다.

회계기준과 감독기준의 재무상태표 구성은 서로 다르다.



자료: 금융감독원 SK 증권

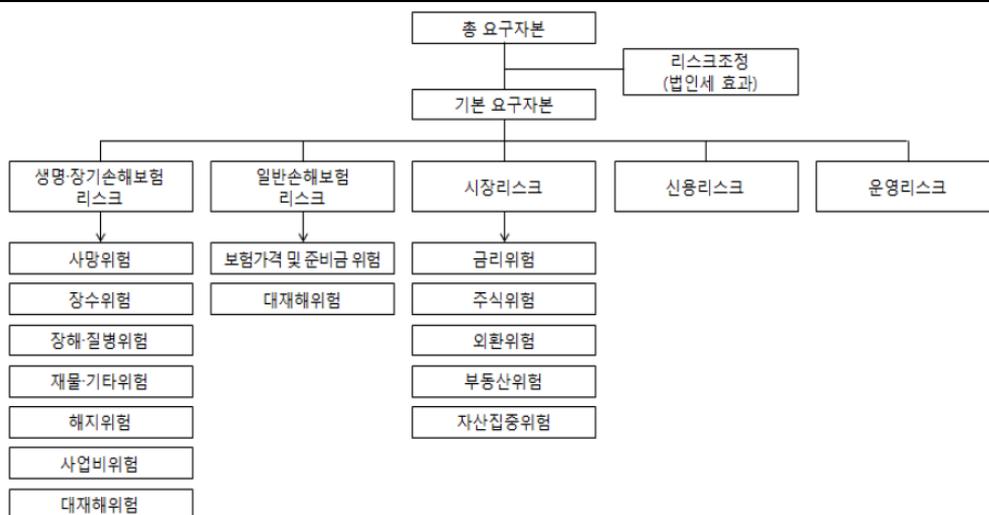
다만 현재 발표된 1차 공개협약안 내용으로는 구체적인 영향을 비교하기 어렵다고 판단된다. 예컨대 협약안에는 개별 리스크 산출 시 각 항목 간 상관계수 또는 위험계수를 반영할 것으로 명시되어 있으나, 실제 사용되는 계수 값은 해외사례를 참조하고 국내 실증분석을 거쳐 향후 제시될 예정이다.

보험부채 시가평가라는 타이틀로 회계기준과 감독기준이 모두 변화한다는 사실이 공표되었던 초기에 보험업계는 수십 조원 규모의 자본확충 우려에 직면했다. 현재도 정확한 영향도를 예측할 수 없으므로 불확실성은 여전히 존재하지만, 향후에는 보험산업의 자본규제 강화와 관련해 이미 알려져 있던 리스크의 점진적 축소를 기대할 국면이라고 판단한다. 그 이유는,

1) 현 RBC 강화안, IFRS17 기준서 모두 초안보다 완화된 확정안이 채택되었다. 이는 보험사의 현실을 반영해 제도 시행을 가능하게 만든 합리적인 선택이었으며, 신 RBC 또한 합리적인 구성이 충분히 가능할 것으로 전망한다. 또한 2) Solvency II 가 그랬듯 근본적인 규제 변화의 시점에 유예기간을 제시해 제도의 연착륙을 돕는 것은 감독당국 역할의 본질에 부합한다. 강력한 규제 변화의 일괄적용으로 일부 회사가 경영위기를 맞게 되는 상황은 오히려 감독 취지에 맞지 않을 것이다. 3) 2000 년대 현 RBC 가 도입이 추진되던 당시에도 유예기간 없이 2008 년 시행할 것을 예고했으나, 결과적으로는 그 보다 늦은 2009 년에 2 년의 유예기간을 제시하며 도입되었다. IFRS17 의 시행시점이 확정되었기 때문에 신 RBC 의 도입시기 이연은 어렵다고 판단되나, 유예조치의 제공과 업계와의 논의를 통한 합리적인 수준의 규제를 제시할 가능성은 높다고 판단한다.

시장에서 초기에 가졌던 우려는 이제 점진적으로 축소 국면을 향해갈 것이다.

1차 공개협약안에서 제시한 신지급여력제도의 요구자본 산출식

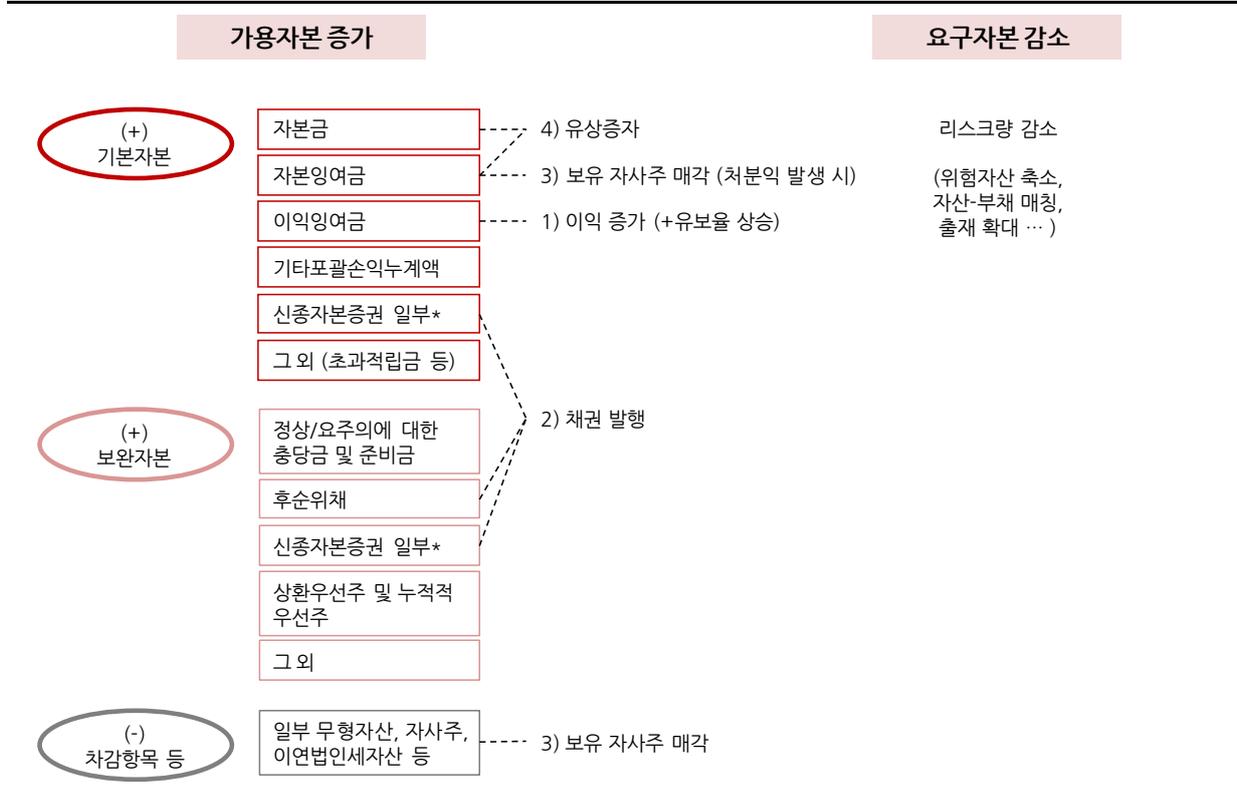


자료: 금융감독원

### 3. 보험사의 이익 체력은 그 어느 때보다도 중요해질 전망

하지만 자본확충 우려의 축소국면을 기대하는 것이 이슈의 해소를 의미하지는 않는다. 감독 규제와 경과조치 및 초안 대비 완료된 확정안 등이 실현되더라도 대부분 보험사의 자구적인 노력은 불가피할 것으로 예상된다. 보험사의 지급여력비율을 상승시키는 방법은 단순하게 두 가지로, 가용자본(지급여력금액)을 증가시키거나 요구자본(지급여력기준금액)을 감소시키는 것이다. 이를 구체적으로 도식화하면 아래와 같다. 이 중 유상증자 없이 자본을 확충할 수 있는 여력을 보험사별로 가늠해보고자 한다.

#### RBC 비율 제고를 위한 방안: 분자의 증가, 또는 분모의 감소



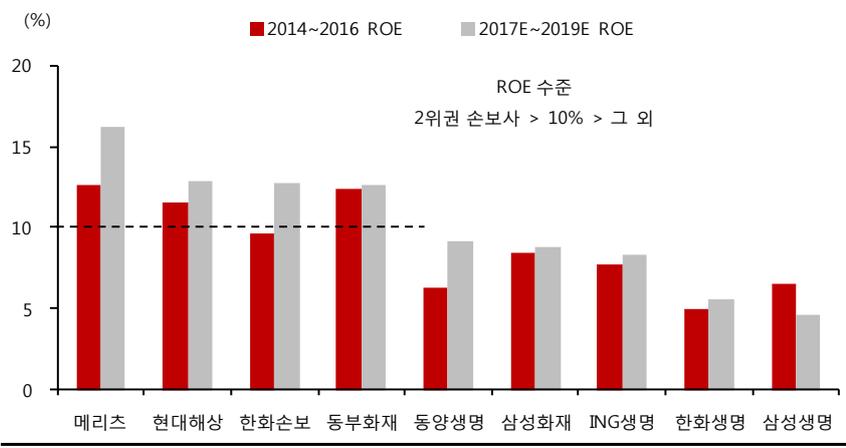
자료: SK 증권

#### 1) 이익잉여금 증가

수반되는 비용이 가장 적고 주주가치에 부정적인 영향을 미치지 않는 방법은 이익 증가를 통한 이익잉여금 증가이다. 본래 이익 창출력은 회사의 투자 가치를 결정하는 근본적인 지표이지만, 보험사에게는 유기적인 자본 증가에 기여해 우려를 경감시킨다는 의미에서 더욱 중요해질 전망이다.

ROE가 10%이고 배당이 없는 회사의 경우, 4년 뒤 자본 규모는 1.46 배로 증가한다. 단순가정으로 유보율이 100%이고 ROE가 요구자본의 YoY 증가율을 상회하는 보험사의 경우, 외부변수의 변화가 없다면 RBC 비율은 지속적으로 상승하게 된다. 상장 보험사의 경상적 ROE는 2위권 손보사가 10%를 상회하고 그 외 보험사가 한 자릿수를 나타낼 것으로 전망되는데, 최근 주요 보험사의 요구자본 YoY 증가율은 10% 후반 ~20% 수준을 기록했다.

**커버리지 보험사별 ROE**



자료: 각 사, SK 증권

또한 가용자본 대비 이익률과 유사한 지표인 ROE와 함께 요구자본 대비 이익률도 고려해야 한다. 예컨대 삼성화재의 경우 보유 계열사 지분의 평가익이 자본을 증가시켜 ROE가 다른 손보사 대비 낮은 8%대로 나타나지만, 안정성 높은 포트폴리오 구조에 따라 요구자본이 상대적으로 작기 때문에 이익 증가로 인한 RBC 비율 상승 효과는 가장 높은 수준이다. 결국 ROE가 높거나, 요구자본 부담이 낮은 회사일수록 이익 증가에 따른 RBC 비율 상승 효과를 크게 누릴 수 있다.

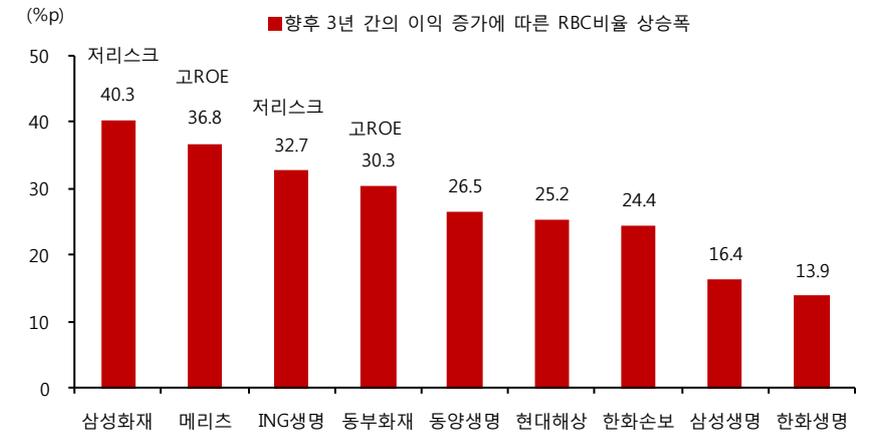
**커버리지 보험사별 요구자본 대비 이익률: 체력 대비 요구자본이 낮은 보험사는 이익 증가의 효과가 확대된다.**

(단위: 십억원)	삼성화재	동부화재	현대해상	메리츠화재	한화손보	삼성생명	한화생명	ING생명	동양생명
1Q17 말 요구자본 (a)	3,445	2,480	2,150	1,072	728	11,279	4,875	1,403	1,068
경상적인 기대 이익 수준 (b)	900	580	400	280	120	1,350	590	330	224
요구자본 대비 이익률 (b/a, %)	26.1	23.4	18.6	26.1	16.5	12.0	12.1	23.5	21.0

자료: 전자공시시스템 SK 증권

주: 동부화재 및 한화생명의 경상적인 기대 이익은 연결 대상 주요 자회사를 합산함

향후 3년 간의 이익 증가에 따른 RBC 비율 상승폭 단순추정



자료: 전자공시시스템 SK 증권

주: SK 증권의 2017 년~2019 년 순이익 전망치에 배당성향 매년 25% 적용, 요구자본 증가율 20% YoY 가정

가용자본의 유기적인 증가를 기대하더라도, 향후 시장금리 상승 및 규제 강화에 따라 RBC 비율이 하락할 가능성을 고려하면 대부분 보험사는 추가적인 외부조달 노력이 필요할 전망이다. 금리 상승에 따른 매도가능증권 평가손 발생만을 가정할 때, 생명보험사 및 삼성화재는 1Q17 말 이후 금리가 1%p 이상 상승해도 RBC 비율이 150%를 상회할 전망이다, 2 위권 손해보험사는 0.1~0.7%p 수준의 금리 상승에도 150%를 하회할 가능성이 존재한다. 1) 이익잉여금 증가 외의 가용자본 확충 방안에는 크게 2) 후순위채 혹은 신종자본증권 발행, 3) 보유 자사주 매각, 4) 유상증자 등이 있다.

금리 변화에 따른 커버리지 보험사별 RBC 비율 변동 예상

	1Q17 말 RBC비율 (%)	금리 10bp 상승 시 RBC비율 변동 (%p)	RBC비율 150% 하회 금리* (%p)
삼성화재	344.1	(6.7)	+2.9
한화생명**	202.0	(2.2)	+2.8
삼성생명	313.1	(7.0)	+2.3
동양생명	222.9	(4.3)	+1.7
ING생명	287.7	(10.6)	+1.3
동부화재**	178.5	(6.5)	+0.7
현대해상**	159.8	(4.4)	+0.7
메리츠화재	188.1	(7.5)	+0.5
한화손해보험	156.8	(5.4)	+0.1

자료: 각 사, 생명보험협회, 손해보험협회 SK 증권

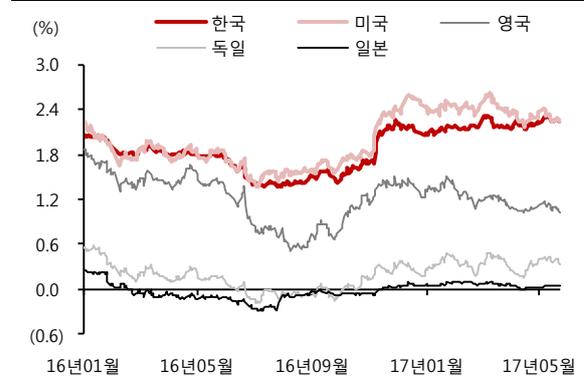
주: 금리 변화에 따른 매도가능평가손의 변동만 고려함, \*RBC 비율 150% 하회를 야기하는 금리 변동폭, \*\*150% 하회 금리에는 발행 예정인 채권 영향 포함

한국 국채금리: 4Q16 급등 이후 완만한 상승세 (10Y +15bp YTD)



자료: 금융투자협회, SK 증권  
 주: 민평균

글로벌 주요국 국채 10년물 금리



자료: Bloomberg, SK 증권

## 2) 채권 발행

감독기준상 가용자본으로 인정되는 채권에는 후순위채(회계상 부채)와 신종자본증권(회계상 자본)이 있다. 후순위채는 신종자본증권보다 변제우선순위가 높은 만큼 발행금리는 낮게 책정되지만 잔존만기 5년 시점부터 자본 인정금액이 순차적으로 상각되기 때문에, 장기적인 자본확충이 필요할 경우 신종자본증권 발행에 대한 수요가 높을 전망이다. 이에 따라 금융감독원은 적정 유동성 유지 외에 재무건전성 기준 충족 목적으로도 신종자본증권 발행이 가능하도록 감독규정을 개정하겠다고 공표했다.

### 후순위채와 신종자본증권의 공통점 및 차이점

	후순위채	신종자본증권
감독상 분류	보완자본	기본자본 및 보완자본
회계상 분류	부채	자기자본
감독상 자본 인정한다	기본자본: 신종자본증권 발행금액 중 자기자본의 25% 보완자본: 신종자본증권 발행금액 중 기본자본 인정분을 포함한 자기자본의 50%	
상각여부	잔존만기 5년 이내일 경우, 매년 발행금액의 20%를 자본 인정금액에 차감	
발행조건	-	RBC비율 50% 초과
변제우선순위	선순위채 → 후순위채 → 신종자본증권 → 보통주 및 우선주	

자료: 금융감독원 SK 증권

실제로 보험사들은 최근 적극적인 채권 발행을 통해 자본비율 방어에 나서고 있다. 현재 보험업계가 보유하고 있는 후순위채 및 신종자본증권은 각각 3조 4,380 억원, 9,210 억원 수준으로 파악된다. 특히 발행 규모가 최근 들어 크게 증가했는데, 생명보험 및 손해보험 업계에서 각각 시장점유율 5 위 이내의 대형사들(한화생명, NH 농협생명, 현대해상, 동부화재)이 모두 2Q17 중에 5,000 억원 내외의 발행을 완료했다. 2Q17 중 발행한 대형사의 발행금리는 후순위채 3.2~3.8%, 신종자본증권 4.6%에서 이루어졌는데, 모집한 자금이 운용자산에 재투자되어 투자수익을 창출함을 감안하면 실제 발행비용은 50~100bp 수준일 것으로 예상된다.

#### 국내 보험사의 후순위채 및 신종자본증권 발행내역

(단위: 십억원)	후순위채	신종자본증권	합계
한화생명		500	500
NH농협생명	500		500
현대해상	500		500
동부화재	499		499
메리츠화재	286		286
흥국화재	205	92	297
한화손해보험	253	30	283
흥국생명	215	35	250
현대라이프생명	243		243
KDB생명	236		236
코리안리		212	212
롯데손해보험	158	52	210
DGB생명	125		125
NH농협손해보험	100		100
MG손해보험	68		68
하나생명	50		50
합계	3,438	921	4,359

(\*) 교보생명 신종자본증권 5억달러 발행 계획

자료 전자공시시스템 다수 언론, SK 증권  
주: 현재 보유분 기준

채권 발행은 외부조달 방법 중 상대적으로 우선시 되고 있지만 감독기준상 자본으로 인정받는 데는 한도가 존재한다. 신종자본증권은 발행 시 자기자본의 25%까지 기본자본으로 인정받음과 동시에 전체 발행한도를 일부 증가시키는 순환 구조를 갖고 있다. 이에 따라 신종자본증권을 활용해 발행한도를 최대화한 경우와 더 이상 추가발행이 없는 경우로 나누어보면, 채권 발행을 통한 보험사별 RBC 비율 상승여력은 이하와 같다.

커버리지 보험사별 신종자본증권 및 후순위채 추가 발행 시의 RBC 비율 상승여력 추정

(단위: 십억원)	발행잔액 (후순+신종)	인정금액 (후순+신종)	자기자본 (추정)*	추가 자본인정여력 (추정)		RBC비율 상승여력 (%p)	
				신종 최대 활용	신종 추가발행 X	신종 최대 활용	신종 추가발행 X
삼성화재	0	0	6,740	4,213	3,370	122.3	97.8
동부화재	499	499	2,729	1,207	866	48.7	34.9
현대해상	900	900	1,800	225	0	10.5	0.0
메리츠화재	286	212	1,118	487	347	45.4	32.4
한화손해보험	283	194	658	217	150	29.8	20.6
삼성생명	0	0	11,420	7,138	5,710	63.3	50.6
한화생명	500	500	7,612	4,258	3,556	87.3	72.9
ING생명	0	0	2,341	1,463	1,171	104.3	83.4
동양생명	0	0	2,090	1,306	1,045	122.3	97.8

자료: 전자공시시스템 SK 증권

주: 1Q17 말 기준, \*기재된 숫자는 보험업법상 자기자본 대비 정상/주의에 대한 대손준비금 및 대손충당금이 차감된 수치로, 실제 발행여력은 보다 증가할 수 있음

위의 표를 보면, 기발행 이력이 없는 보험사는 채권 발행을 통해 최소 50%p에서 최대 100%p 이상의 RBC 비율 상승이 가능할 것으로 예상된다. 이미 발행한도를 일부 사용한 보험사의 추가 상승여력은 손보사가 20~50%p, 한화생명이 73~87%p로 나타났다. 최근 5,000 억원의 후순위채를 추가 발행한 현대해상은 자본인정 한도를 대부분 사용한 것으로 추정돼, 신종자본증권을 활용할 경우에는 최대 10.5%p 수준의 RBC 비율 상승이 가능할 것으로 추정된다.

채권을 통한 자본조달은 실질 발행비용이 높지 않고 대부분 보험사의 자본인정한도가 아직 충분히 남아있는 것으로 추정되기 때문에 활용도가 높은 것으로 판단한다. 실제 발행한도는 시행체적이 아니라 채권시장에서의 수요에 의해 결정될 것으로 예상되지만, 최근 대형사의 후순위채가 부여한 1.3~1.6%p의 가산금리에 1조원 규모의 수요가 발생했음을 고려하면 당분간 대형사의 채권 발행은 무리가 없을 것으로 전망된다.

## 3) 보유 자사주 매각

보유 중인 자사주가 있을 경우 이를 처분함으로써 자본 차감항목을 제거하고 처분익으로 자본잉여금을 증가시키는 방법도 있다. 이는 유통주식수를 증가시켜 주가에 부정적일 수 있지만, 유상증자보다는 그 영향이 작을 것으로 예상된다.

다만 현재 자사주를 보유한 보험사가 이를 전량 매각해도 삼성화재를 제외하면 RBC 비율 상승폭이 2~ 21%p 수준에 그치므로 매각 유인은 높지 않은 것으로 판단된다. 특히 일부 보험사의 경우 최대주주의 구성을 고려하면, 같은 폭의 RBC 비율 상승을 위해 자사주를 전량 매각하는 것보다 유상증자를 시행하는 것이 지분을 측면에서 보다 유리할 것으로 판단된다.

커버리지 보험사별 보유 자사주 규모 및 전량매도 시 RBC 비율 상승여력

	보유 자사주 (천주)	증가 (원)	자사주 시장가치 (십억원)	자사주 전량매도 시 RBC비율 상승폭 (%p)
삼성화재	7,547	290,000	2,188	63.5
동부화재	7,502	67,600	507	20.5
현대해상	9,665	37,250	360	16.7
메리츠화재	1,125	19,100	21	2.0
한화손해보험	-	7,400	-	-
삼성생명	20,425	125,000	2,553	22.6
한화생명	117,140	7,000	820	16.8
ING생명	-	31,450	-	-
동양생명	5,500	10,950	60	5.6

자료: 전자공시시스템 SK 증권

결론적으로 자사주 매각이나 유상증자는 실행 유인이 떨어지는 가운데, 채권 발행을 통한 RBC 비율 방어가 가장 우선시될 것으로 전망된다. 그러나 발행된 채권의 자본인정 규모에는 보험업법상 한도가 존재한다. 결국 이익의 극대화를 통한 가용자본의 유기적 증가가 필요하며, 보험사의 이익 창출능력은 그 어느 때보다도 중요한 투자지표가 될 전망이다.

## 4. Valuation

보험업종에 대한 투자 의견 OVERWEIGHT 을 제시한다. 보험부채 시가평가 기반의 회계 및 감독기준 변화가 발표된 이후로 보험업종의 투자 불확실성은 계속 확대되어왔다. 그러나 현 RBC의 변경안이 초안보다 완화될 가능성이 높아지고, IFRS17 기준서가 발표돼 실무차원의 논의만이 남아있는 현 시점은 향후 신 RBC의 구체화에 따라 기존의 자본 리스크가 완화되는 국면의 초입이라고 판단한다. 자본확충의 공포감에서 벗어나 회사의 이익창출력에 정당한 가치를 부여할 시기라고 판단하며, 견조한 수익성을 고려할 때 업종 간 선호도는 <손해보험업종> <생명보험업종> 순으로 제시한다.

SK 증권 커버리지 보험사별 Valuation table

	삼성화재	동부화재	현대해상	메리츠화재	한화손보	삼성생명	한화생명	ING생명	동양생명
투자 의견	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD
목표주가 (원)	364,000	88,000	45,000	19,600	9,500	145,000	8,300	39,000	11,800
현재주가 (원)	290,000	67,600	37,250	19,100	7,400	125,000	7,000	31,450	10,950
상승여력 (%)	25.5	30.2	20.8	2.6	28.4	16.0	18.6	24.0	7.8
EPS (원)									
2015	18,835	6,519	2,979	1,624	1,050	6,479	666	3,717	1,479
2016	20,702	7,428	4,583	2,352	1,237	11,440	419	2,936	53
2017E	27,249	8,598	5,027	2,639	1,338	7,817	657	4,046	1,479
2018E	25,124	9,132	5,179	2,642	1,498	7,648	689	4,331	1,400
BPS (원)									
2015	232,111	58,179	30,534	13,934	9,488	128,550	9,812	40,986	19,061
2016	255,966	62,623	34,591	14,957	9,749	157,642	10,850	50,578	17,498
2017E	279,968	68,485	38,618	16,090	11,098	168,959	12,308	50,245	15,645
2018E	296,068	75,716	42,547	17,802	12,455	174,707	12,836	52,426	16,525
ROE (%)									
2015	8.1	11.7	10.0	11.9	13.1	5.3	6.8	8.6	8.2
2016	8.1	12.3	14.1	16.6	12.9	7.9	4.4	5.7	0.3
2017E	9.7	13.1	13.7	17.0	12.8	4.8	6.6	8.0	10.9
2018E	8.3	12.7	12.8	15.6	12.7	4.5	6.3	8.4	8.7
PER (X)									
2015	16.3	10.8	12.1	9.9	7.4	17.0	11.1	0.0	7.9
2016	13.0	8.4	6.9	6.5	5.8	9.8	15.6	0.0	238.2
2017E	10.6	7.9	7.4	7.2	5.5	16.0	10.6	7.8	7.4
2018E	11.5	7.4	7.2	7.2	4.9	16.3	10.2	7.3	7.8
PBR (X)									
2015	1.32	1.21	1.18	1.16	0.82	0.86	0.75	0.00	0.61
2016	1.05	1.00	0.91	1.02	0.74	0.71	0.60	0.00	0.73
2017E	1.04	0.99	0.96	1.19	0.67	0.74	0.57	0.63	0.70
2018E	0.98	0.89	0.88	1.07	0.59	0.72	0.55	0.60	0.66

자료 SK 증권

SK 증권은 커버리지 보험사의 목표주가를 12m fwd. BPS 에 목표 PBR 을 적용하여 산출하였다 (삼성생명의 산출식 설명은 73 페이지 참조). 개별 할증률(할인율)은 1) 자본 불확실성을 감안해 삼성화재 외의 손보사에 -15%, 생보사에 -20%, 2) 삼성화재 및 삼성생명에 업종 선도기업으로서의 프리미엄 각각 +10%, 3) 채권 발행여력 및 현재 RBC 비율 등을 감안해 현대해상과 한화손해보험에 각각 -5%, -10%를 적용했다. Top picks 로는 높은 수익성을 보유한 가운데 주주가치 훼손 없이도 자본확충의 여력이 높다고 판단되는 동부화재와 우월한 자본안정성을 바탕으로 적극적인 주주친화 정책이 기대되는 삼성화재를 제시한다.

커버리지 보험사의 목표주가 산출식

항목	삼성화재	동부화재	현대해상	메리츠화재	한화손보	한화생명	ING생명	동양생명	비고
자기자본비용 (%)	7.7	8.7	9.2	11.5	11.7	6.8	8.8	9.9	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	(b): 국제 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.6	0.8	0.8	1.0	1.1	0.6	0.8	0.9	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE (%)	8.9	12.6	12.9	15.9	12.8	5.6	8.3	9.1	(e): 회사별 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.15	1.45	1.40	1.39	1.09	0.82	0.95	0.92	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	10.0	(15.0)	(20.0)	(15.0)	(25.0)	(20.0)	(20.0)	(20.0)	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	1.27	1.23	1.12	1.18	0.82	0.65	0.76	0.74	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	286,676	71,498	40,255	16,804	11,663	12,528	51,154	16,012	(j): 회사별 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	364,000	88,000	45,000	19,600	9,500	8,300	39,000	11,800	(k): (i)*(j)
현재가 (05/26, 원)	290,000	67,600	37,250	19,100	7,400	7,000	31,450	10,950	
상승여력 (%)	25.5	30.2	20.8	2.6	28.4	18.6	24.0	7.8	

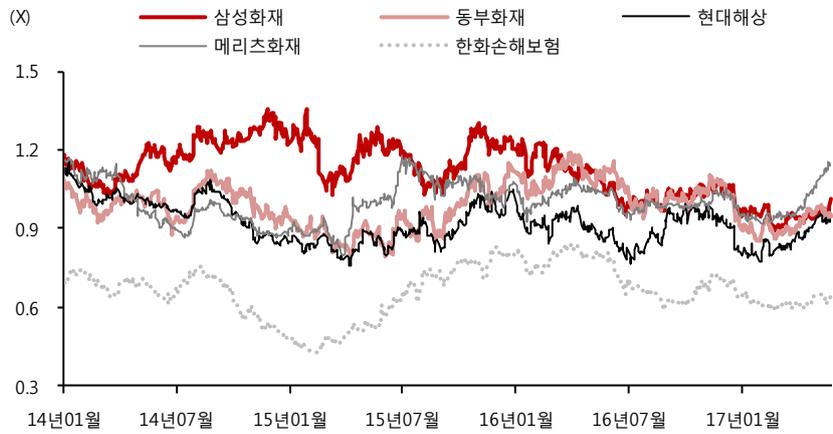
자료: SK 증권

삼성생명의 목표주가 산출식

항목	삼성생명	비고
(a)~(h)는 보유 삼성전자 지분 영향 (평가액 배당수익 등)을 제외한 사업가치 기준		
자기자본비용 (%)	7.5	(a): 산출방식 상동
Average ROE (%)	5.7	(b): 삼성생명의 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(c)
이론적 PBR (X)	0.77	(d): (b-c)/(a-c)
할증률 (할인율, %)	(10.0)	(e): 생명보험업 -20% + 업종 선도사 +10%
목표 PBR (X)	0.69	(f): (d)*(e)
수정 BPS (원)	108,376	(g): 삼성생명의 12개월 forward BPS
사업가치 총액 (십억원)	14,934	(h): (f)*(g)*발행주식수
삼성전자 지분가치 (십억원)	14,221	(i): 보유 지분의 세후 평가액에 20% 할인 적용
적정 시가총액 (십억원)	29,155	(j): (h)+(i)
목표주가 (원)	145,000	(k): (j)/발행주식수
현재가 (05/26, 원)	125,000	
상승여력 (%)	16.0	

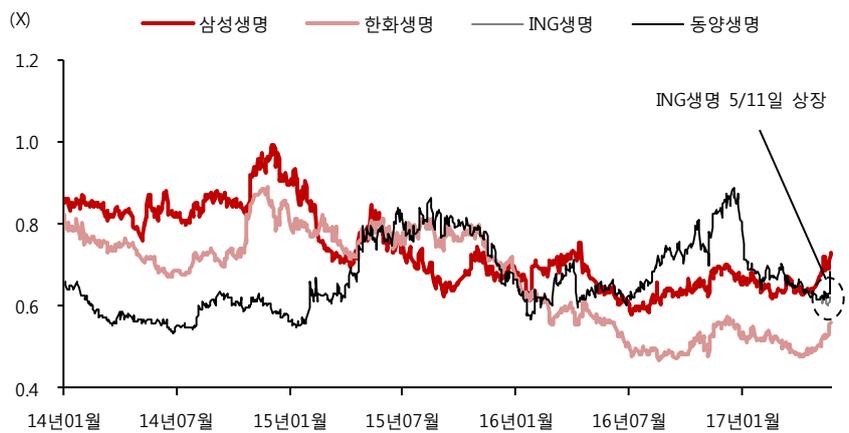
자료: SK 증권

SK 증권 커버리지 손해보험사 PBR valuation 추이



자료: SK 증권

SK 증권 커버리지 생명보험사 PBR valuation 추이



자료: SK 증권

# Company Analysis

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

dohakim@sk.com

02-3773-8876

## Company Data

자본금	27 십억원
발행주식수	5,057 만주
자사주	806 만주
액면가	500 원
시가총액	13,739 십억원
주요주주	
삼성생명보험(주)(외5)	18.50%
삼성화재 자사주	15.92%
외국인지분율	46.70%
배당수익률	2.10%

## Stock Data

주가(17/05/26)	290,000 원
KOSPI	2355.3 pt
52주 Beta	0.62
52주 최고가	302,000 원
52주 최저가	252,500 원
60일 평균 거래대금	26 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.8%	1.1%
6개월	-3.2%	-18.8%
12개월	4.9%	-12.9%

삼성화재 (000810/KS | 매수(신규편입) | T.P 364,000 원(신규편입))

## 높은 자본안정성을 바탕으로 한 적극적인 주주친화 정책 기대

2016년 12월 삼성화재의 자동차보험료 인하 발표에 따라 경쟁심화 우려가 대두되었으나, 연초 이후 삼성화재는 시장점유율 회복과 수익성 개선을 동시에 나타내고 있다. 손해보험사 최초로 1조원대의 순이익 유지가 전망되는 가운데, 높은 자본안정성을 바탕으로 한 적극적인 주주친화 정책이 기대된다.

### 자동차보험 시장점유율 회복과 견조한 수익성 개선

2016년 12월 삼성화재의 자동차보험료 인하 발표 당일, 대형 손보 3사의 주가는 평균 7.2% 하락했다. 자동차보험의 경쟁심화 우려가 주가 하락을 야기했으나, 삼성화재는 가격민감도가 높고 수익성이 우량한 온라인 채널 중심으로 시장점유율을 회복하고 예상보다 견조한 자동차손해율 개선(2월 -3.7%p YoY, 3월 -8.0% YoY)을 기록하고 있다. 최근 상위사의 자동차보험 마진이 개선되는 추세이긴 하나, 3Q 및 4Q의 계절적인 자동차 손해를 악화를 앞둔 현 시점에서 직접적인 요율 인하를 통해 경쟁에 나설 가능성은 당분간 낮다고 판단한다.

### 높은 자본안정성을 바탕으로 한 적극적인 주주친화 정책 기대

삼성화재의 1Q17 말 RBC 비율은 344%로 업종 최고 수준을 유지해왔다. 계열사 지분 평가익을 제거해도 RBC 비율이 230% 상회해 높은 자본안정성을 보유한 것으로 판단한다. 이러한 자본안정성을 바탕으로 삼성화재는 향후 30% 이상의 배당성향을 유지할 계획이라고 밝혔으며, 4분기 중 자사주 매입을 검토하고 있어 적극적인 주주친화 정책이 기대된다. 2017년 가이던스 순이익 9,250 억원(+10% YoY)은 ERP 시스템의 감가상각 및 연중 예정된 부동산 처분손을 감안하더라도 지나치게 보수적인 수준이라고 판단하며, 1조 1,065 억원(+31.6% YoY)의 순이익을 기록할 것으로 전망한다. 이때 2017년 배당성향 30.4%를 가정하면 배당수익률은 보통주 2.7%, 우선주 4.3%로 기대된다.

삼성화재에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 364,000 원으로 커버리지를 개시하며, 보험 업종 내 top pick 으로 추천한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
경과보험료	십억원	16,556	16,956	17,406	17,856	18,372	18,954
YoY	%		24	2.7	2.6	2.9	3.2
보험손익	십억원	-593	-606	-568	-531	-462	-443
투자손익	십억원	1,683	1,677	1,688	1,992	1,840	1,949
합산비율	%	103.6	103.6	103.3	103.0	102.5	102.3
투자수익률	%	3.8	3.3	3.1	3.4	2.9	2.9
영업이익	십억원	1,090	1,071	1,120	1,462	1,378	1,506
YoY	%		-1.8	4.7	30.5	-5.7	9.3
세전이익	십억원	1,051	1,034	1,094	1,432	1,346	1,470
순이익	십억원	797	783	841	1,106	1,020	1,114
YoY	%		-1.7	7.4	31.6	-7.8	9.2
EPS	원	18,763	18,835	20,702	27,249	25,124	27,434
BPS	원	213,937	232,111	255,966	279,968	296,068	314,976
PER	배	15.1	16.3	13.0	10.6	11.5	10.6
PBR	배	1.3	1.3	1.1	1.0	1.0	0.9
ROE	%	9.2	8.1	8.1	9.7	8.3	8.6
배당수익률	%	1.6	1.7	2.3	2.7	2.5	2.8

## Valuation

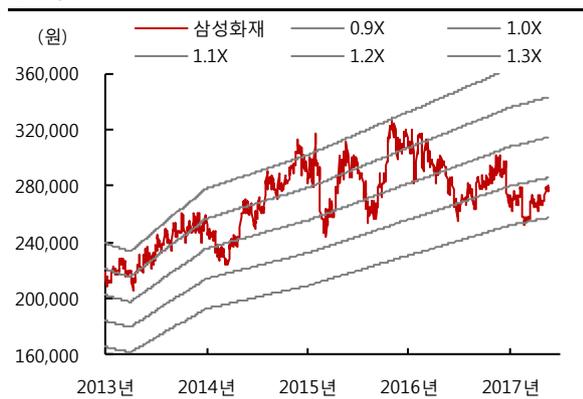
SK 증권은 삼성화재의 12 개월 forward BPS 286,676 원에 목표 PBR 1.27X 를 적용한 364,000 원을 목표주가로 제시한다. 목표 PBR 은 향후 3 개년 기대 ROE 평균 8.9%를 COE 로 할인하여 산출한 이론적 PBR 1.15X 에 손해보험업종 선도사로서의 프리미엄을 10% 부여하였다.

### 삼성화재의 목표주가 산출식

항목	삼성화재	비고
자기자본비용 (%)	7.7	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	(b): 국제 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.3	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.6	(d): 삼성화재의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	8.9	(e): 삼성화재의 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.15	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	10.0	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	1.27	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	286,676	(j): 삼성화재의 12개월 forward BPS
<b>목표주가 (원)</b>	<b>364,000</b>	(k): (i)*(j)
현재가 (05/26, 원)	290,000	
상승여력 (%)	25.5	

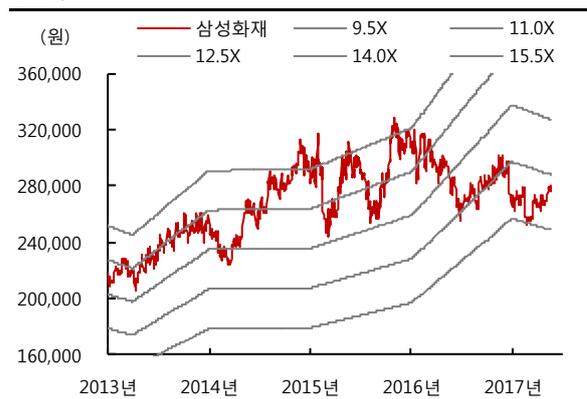
자료: SK 증권

삼성화재의 PBR Band chart



자료: SK 증권

삼성화재의 PER Band chart



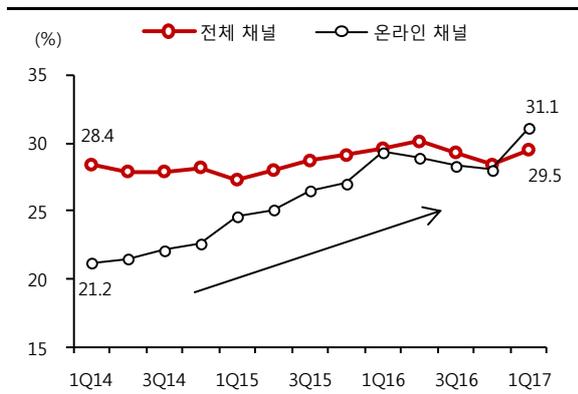
자료: SK 증권

분기별/연도별 삼성화재 실적추정

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
원수보험료	4,433	4,600	4,618	4,533	4,565	4,690	4,755	4,675	18,183	18,685	19,171
일반	275	345	381	302	287	355	374	311	1,303	1,327	1,380
자동차	1,164	1,240	1,203	1,196	1,241	1,290	1,288	1,268	4,804	5,086	5,289
장기	2,994	3,014	3,033	3,036	3,038	3,045	3,094	3,096	12,077	12,272	12,502
경과보험료	4,248	4,327	4,418	4,412	4,409	4,402	4,529	4,515	17,406	17,856	18,372
일반	285	298	323	302	296	313	323	311	1,208	1,243	1,305
자동차	1,019	1,072	1,126	1,147	1,134	1,102	1,178	1,181	4,364	4,596	4,824
장기	2,944	2,958	2,969	2,963	2,979	2,987	3,028	3,022	11,834	12,017	12,243
경과손해율 (%)	83.4	83.8	81.3	87.6	81.3	82.7	82.5	85.1	84.0	82.9	82.6
일반	61.9	73.7	58.9	100.8	61.8	69.0	69.0	69.0	73.7	67.3	68.0
자동차	79.1	80.6	76.0	87.4	76.4	78.6	79.0	87.1	80.9	80.3	80.1
장기	87.0	86.0	85.7	86.3	85.1	85.7	85.3	86.0	86.3	85.5	85.1
순사업비	799	830	842	876	907	866	886	924	3,347	3,583	3,662
사업비율 (%)	18.8	19.2	19.1	19.9	20.6	19.7	19.6	20.5	19.2	20.1	19.9
보험영업이익	(96)	(129)	(15)	(328)	(81)	(106)	(94)	(250)	(568)	(531)	(462)
합산비율 (%)	102.3	103.0	100.3	107.4	101.8	102.4	102.1	105.5	103.3	103.0	102.5
투자영업이익	478	441	346	423	734	442	427	389	1,688	1,992	1,840
투자이익률 (%)	3.6	3.2	2.4	2.9	5.0	3.0	2.8	2.5	3.1	3.4	2.9
영업이익	382	313	331	95	654	337	333	138	1,120	1,462	1,378
당기순이익	284	231	240	85	503	252	249	102	841	1,106	1,020
ROE (%)	11.1	8.5	8.2	3.0	18.1	8.8	8.5	3.4	8.1	9.7	8.3

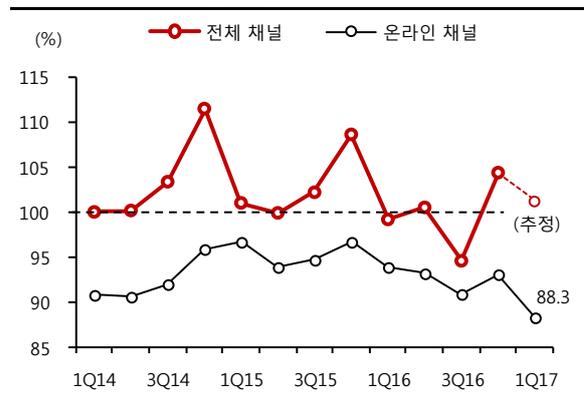
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 자동차보험 시장점유율 추이: 온라인 MS 상승 지속



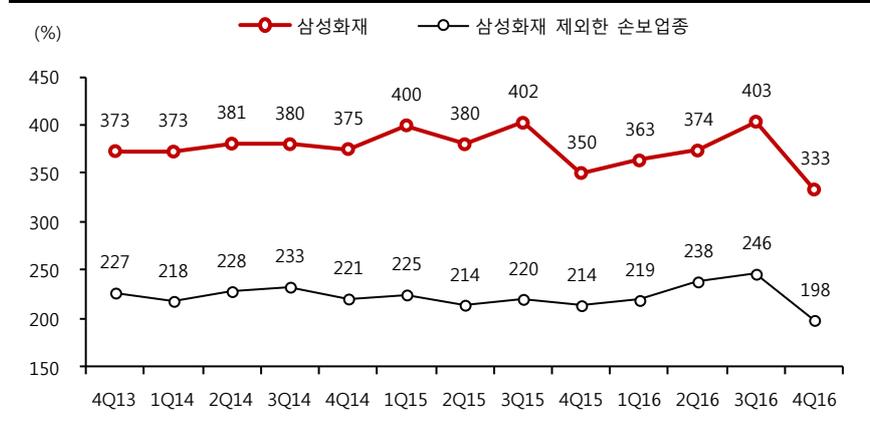
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 자동차보험 합산비율 추이: 온라인의 양호한 수익성



자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재 및 그 외 손보사의 RBC 비율 추이: 업종 합산을 크게 상회하는 자본안정성



자료: 금융감독원 SK 증권

삼성화재의 주주환원책: 2015년까지 연간 순이익의 60~90% 이상을 주주친화정책에 활용

자기주식 매입	취득기간	취득지분율* (%)	취득금액 (십억원)	순이익 대비 (%)
FY2012	2012-07 ~ 2012-09	3.0	321.2	42.2
FY2013	2013-09 ~ 2013-12	3.0	362.2	71.7
2014	2014-09 ~ 2014-12	3.0	415.5	52.2
2015	2015-10 ~ 2016-01	3.5	515.7	65.9
2016	-	-	-	-

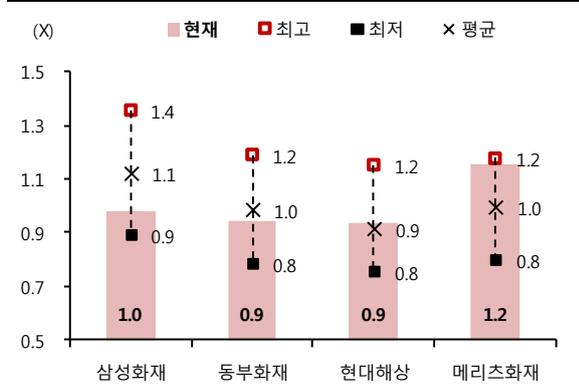
  

현금배당	주당 배당금* (원)	배당수익률* (%)	배당금총액 (십억원)	배당성향 (%)
FY2012	3,750	1.7	169.5	22.3
FY2013	2,750	1.4	120.2	23.8
2014	4,500	1.6	198.8	25.0
2015	5,150	1.7	221.2	28.3
2016	6,100	2.3	259.3	30.8

자료: 전자공시시스템 SK 증권

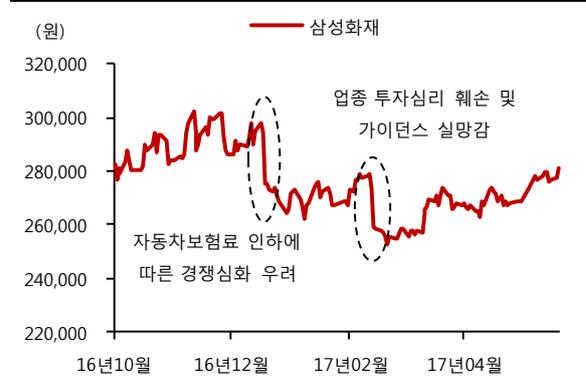
주: \*지분율 및 DPS, 배당수익률은 보통주 기준, 그 외 보통주와 우선주 합산

주요 손해보험사별 PBR valuation 비교



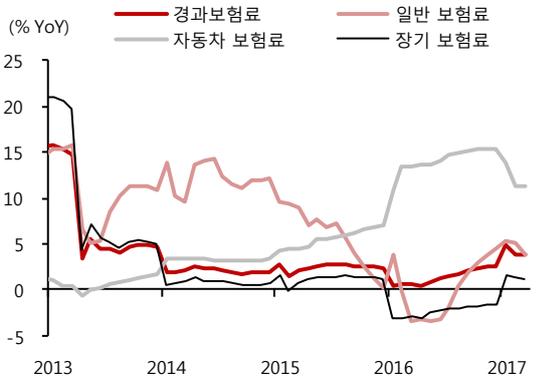
자료: SK 증권

4Q16부터 삼성화재의 주가 추이



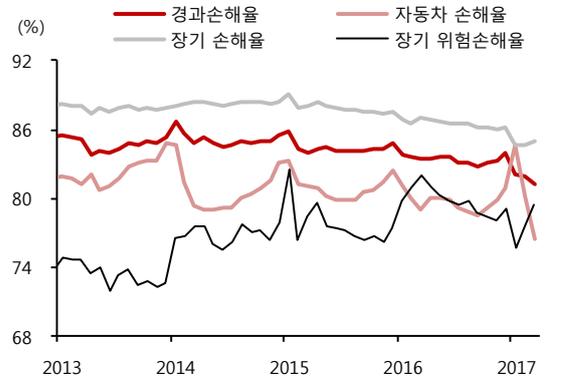
자료: FnGuide, SK 증권

삼성화재의 보종별 경과보험료 증가율



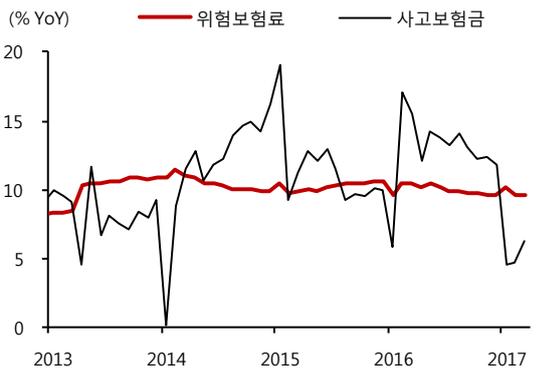
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 보종별 경과손해율



자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 장기 위험보험료 및 사고보험금 증가율



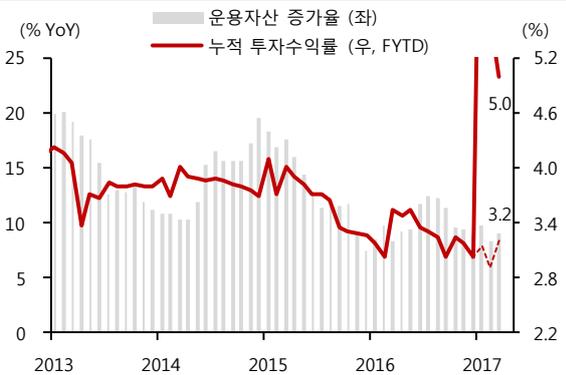
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 사업비율



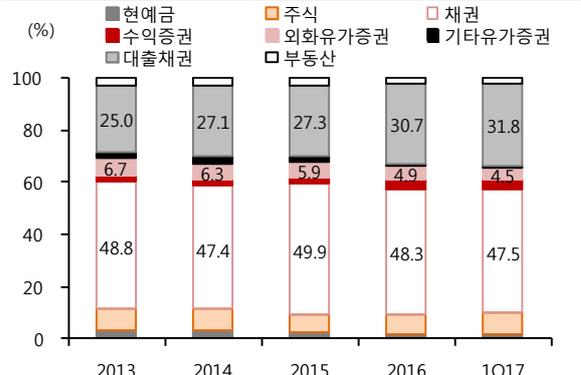
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 운용자산 증가율 및 투자수익률



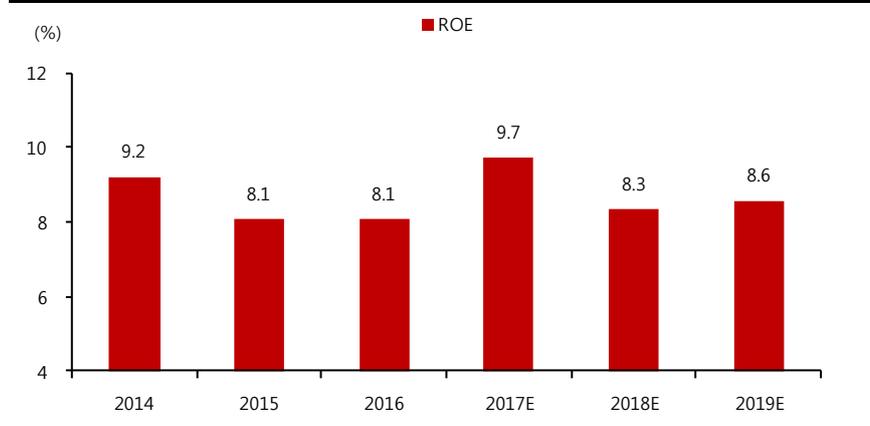
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 운용자산 구성비



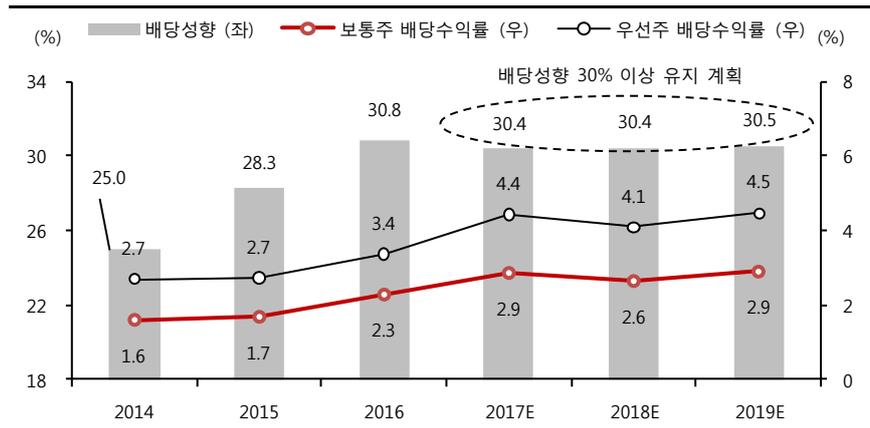
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 연도별 ROE



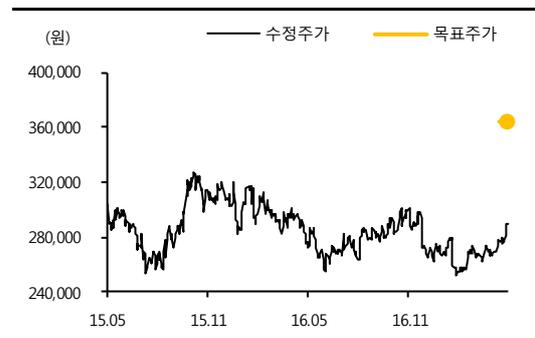
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 배당성향 및 배당수익률 전망



자료: WiseFn, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.29	매수	364,000원



**Compliance Notice**

- 작성자(검도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 29일 기준)**

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

**재무상태표**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>운용자산</b>	53,408	58,238	62,172	66,533	70,978
현금 및 예치금	1,358	1,049	1,075	748	1,787
유가증권	36,118	38,127	41,534	44,265	46,972
주식	3,642	4,342	5,145	5,413	5,599
채권	26,625	28,115	30,436	32,571	34,747
수익증권	1,458	2,098	2,203	2,313	2,429
외화유가증권	3,132	2,849	2,991	3,171	3,361
기타유가증권	1,261	723	759	797	837
대출채권	14,599	17,878	18,652	20,625	21,293
부동산	1,334	1,184	911	895	926
비운용자산	5,412	5,136	5,058	5,000	4,955
특별계정자산	4,051	4,524	4,796	5,179	5,594
<b>자산총계</b>	62,871	67,898	72,025	76,712	81,526
<b>책임준비금</b>	45,773	49,416	52,896	56,599	60,405
지급준비금	3,435	3,731	3,881	4,036	4,197
보험료적립금	38,794	41,941	45,194	48,589	52,079
미경과보험료적립금	3,090	3,240	3,275	3,383	3,496
기타부채	2,884	2,996	2,346	2,255	2,038
특별계정부채	4,243	4,605	4,881	5,272	5,694
<b>부채총계</b>	52,900	57,017	60,124	64,126	68,137
지배주주지분					
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	6,795	7,414	8,261	8,946	9,749
비상위험준비금	1,692	1,817	1,886	1,936	2,001
자본조정	-1,348	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계	3,558	3,985	4,158	4,158	4,158
<b>자본총계</b>	9,971	10,881	11,901	12,586	13,389
<b>부채와자본총계</b>	62,871	67,898	72,025	76,712	81,526

**성장률**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>자산</b>	9.1	8.0	6.1	6.5	6.3
운용자산	7.4	9.0	6.8	7.0	6.7
부채	9.8	7.8	5.5	6.7	6.3
책임준비금	10.3	8.0	7.0	7.0	6.7
<b>자본</b>	5.5	9.1	9.4	5.8	6.4
경과보험료	2.4	2.7	2.6	2.9	3.2
일반	0.3	4.5	2.9	5.0	4.0
자동차	7.1	15.3	5.3	5.0	4.0
장기	1.2	-1.5	1.6	1.9	2.8
순사업비	6.6	5.0	7.0	2.2	2.9
투자영업이익	-0.3	0.7	18.0	-7.7	5.9
영업이익	-1.8	4.7	30.5	-5.7	9.3
순이익	-1.7	7.4	31.6	-7.8	9.2

자료: SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>원수보험료</b>	17,800	18,183	18,685	19,171	19,782
일반	1,361	1,303	1,327	1,380	1,435
자동차	4,238	4,804	5,086	5,289	5,501
장기	12,201	12,077	12,272	12,502	12,847
<b>보유보험료</b>	17,166	17,657	18,197	18,689	19,303
경과보험료	16,956	17,406	17,856	18,372	18,954
일반	1,156	1,208	1,243	1,305	1,357
자동차	3,785	4,364	4,596	4,824	5,017
장기	12,015	11,834	12,017	12,243	12,580
경과손해액	14,376	14,626	14,804	15,172	15,629
일반	736	891	836	887	923
자동차	3,120	3,528	3,692	3,863	4,022
장기	10,520	10,207	10,275	10,422	10,684
순사업비	3,187	3,347	3,583	3,662	3,768
보험영업이익	-606	-568	-531	-462	-443
투자영업이익	1,677	1,688	1,992	1,840	1,949
영업이익	1,071	1,120	1,462	1,378	1,506
영업외이익	-37	-27	-30	-32	-36
세전이익	1,034	1,094	1,432	1,346	1,470
법인세비용	251	253	325	326	356
당기순이익	783	841	1,106	1,020	1,114
지배주주 순이익	783	841	1,106	1,020	1,114

**주요투자지표**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업지표 (%)</b>					
경과손해율	84.8	84.0	82.9	82.6	82.5
일반	63.7	73.7	67.3	68.0	68.0
자동차	82.4	80.9	80.3	80.1	80.2
장기	87.6	86.3	85.5	85.1	84.9
사업비율	18.8	19.2	20.1	19.9	19.9
투자이익률	3.3	3.1	3.4	2.9	2.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	8.1	8.1	9.7	8.3	8.6
ROA	1.3	1.3	1.6	1.4	1.4
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	18,835	20,702	27,249	25,124	27,434
보통주 BPS	232,111	255,966	279,968	296,068	314,976
보통주 DPS	5,150	6,100	7,900	7,300	8,000
<b>기타 지표</b>					
보통주 PER (X)	16.3	13.0	10.6	11.5	10.6
보통주 PBR (X)	1.3	1.1	1.0	1.0	0.9
배당성장률 (%)	28.3	30.8	30.4	30.4	30.5
보통주 배당수익률 (%)	1.7	2.3	2.7	2.5	2.8

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

## Company Data

자본금	35 십억원
발행주식수	7,080 만주
자사주	750 만주
액면가	500 원
시가총액	4,786 십억원
주요주주	
김남호(외7)	23.25%
동부화재 자사주	10.59%
외국인지분율	50.20%
배당수익률	2.40%

## Stock Data

주가(17/05/26)	67,600 원
KOSPI	2355.3 pt
52주 Beta	0.55
52주 최고가	75,300 원
52주 최저가	59,100 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.3%	-6.5%
6개월	-7.9%	-22.8%
12개월	-7.0%	-22.7%

## 동부화재 (005830/KS | 매수(신규편입) | T.P 88,000 원(신규편입))

### 우려를 뛰어넘은 장기 위험손해율 및 자동차보험 흐름

동부화재는 2Q17 중 4,990 억원의 후순위채를 발행해 RBC 비율을 20.3%p 수준 상승 시켰다. 향후 후순위채만으로 35%p 수준의 추가적인 상승이 가능하므로 주주 가치에 부정적인 영향을 미치는 방식의 자본확충 가능성은 낮은 것으로 판단한다. 또한 기존의 우려와 달리 주요 손보사 중 가장 큰 폭의 장기 위험손해율 하락과 자동차보험 흑자를 실현해 견고한 이익 기반을 증명했다.

### 후순위채의 성공적인 발행으로 자본 우려는 큰 폭 경감

동부화재는 2Q17 중 4,990 억원의 후순위채를 발행해 RBC 비율을 20.3%p 수준 상승 시켰다 (1Q17 말 178.5%). 당초 4,000 억원 발행을 계획했으나 수요예측 과정 중 초과수요가 발생해 규모를 늘린 점을 고려하면 성공적인 발행이었다고 판단된다. 동부화재는 향후 후순위채만으로 35%p 수준의 추가적인 RBC 비율 상승이 가능해 삼성화재 외의 손보사 중 채권 발행을 통한 상승여력이 가장 높으며, 이는 자사주 처분 또는 유상증자의 선택 가능성이 가장 낮음을 의미한다. 동부화재의 상대적인 안정성은 valuation premium 으로 이어져야 한다는 판단이다.

### 장기 위험손해율 하락과 자동차보험에서의 흑자는 견고한 이익 기반

동부화재의 1Q17 장기 위험손해율은 88.4% (-4.2%p YoY)로 주요 손해보험사 중 가장 큰 폭의 하락을 보였으며, 동사가 연초 제시했던 2017년 장기 위험손해율 가이던스 (+0.4%p YoY)와 대비되는 견조한 수준을 기록했다. SK 증권은 2017년 동부화재의 장기 위험손해율이 2%p YoY 수준 하락할 것으로 전망하고 있다. 자동차보험에서의 호조도 지속되고 있는데, 동부화재의 1Q17 자동차 합산비율은 100%를 하회해 200 억원 이상의 흑자를 기록한 것으로 추정된다. 장기 위험손해율 악화와 자동차보험 peak-out이라는 두 가지 우려를 뛰어넘은 동부화재의 실적을 긍정적으로 평가하며, 전고점 대비 11.5% 하락한 현 주가는 상승여력이 높은 것으로 판단한다.

동부화재에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 88,000 원으로 커버리지를 개시하며, 보험업 중 내 top pick 으로 추천한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
경과보험료	십억원	9,949	10,565	11,103	11,514	11,847	12,239
YoY	%		6.2	5.1	3.7	2.9	3.3
보험손익	십억원	-388	-381	-310	-211	-209	-238
투자손익	십억원	894	978	985	982	1,028	1,103
합산비율	%	103.9	103.6	102.8	101.8	101.8	102.0
투자수익률	%	4.4	4.1	3.6	3.3	3.2	3.1
영업이익	십억원	505	597	675	771	819	865
YoY	%		18.2	13.1	14.2	6.2	5.7
세전이익	십억원	495	539	620	718	763	805
순이익	십억원	400	413	470	544	578	610
YoY	%		3.1	13.9	15.8	6.2	5.6
EPS	원	6,324	6,519	7,428	8,598	9,132	9,639
BPS	원	53,130	58,179	62,623	68,485	75,716	83,306
PER	배	8.7	10.8	8.4	7.9	7.4	7.0
PBR	배	1.0	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8
ROE	%	13.2	11.7	12.3	13.1	12.7	12.1
배당수익률	%	2.6	2.2	2.6	2.8	3.0	3.3

## Valuation

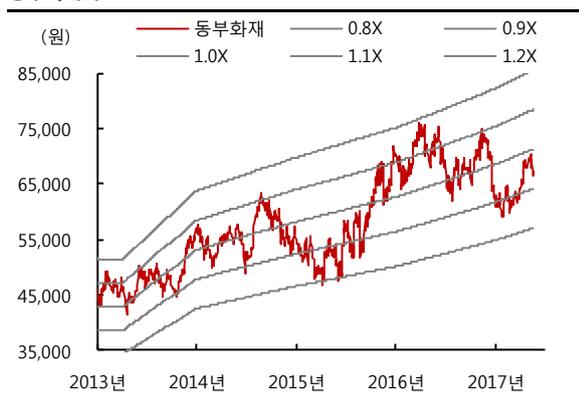
SK 증권은 동부화재의 12 개월 forward BPS 71,498 원에 목표 PBR 1.23X 를 적용한 88,000 원을 목표주가로 제시한다. 목표 PBR 은 향후 3 개년 기대 ROE 평균 12.6%를 COE 로 할인하여 산출한 이론적 PBR 1.45X 에 자본 불확실성을 감안한 할인을 15% 를 부여하였다.

### 동부화재의 목표주가 산출식

항목	동부화재	비고
자기자본비용 (%)	8.7	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	(b): 국제 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.3	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.8	(d): 동부화재의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	12.6	(e): 동부화재의 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.45	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	(15.0)	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	1.23	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	71,498	(j): 동부화재의 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	88,000	(k): (i)*(j)
현재가 (05/26, 원)	67,600	
상승여력 (%)	30.2	

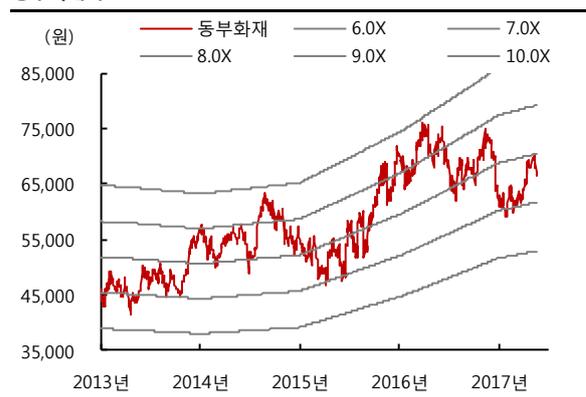
자료: SK 증권

동부화재의 PBR Band chart



자료: SK 증권

동부화재의 PER Band chart



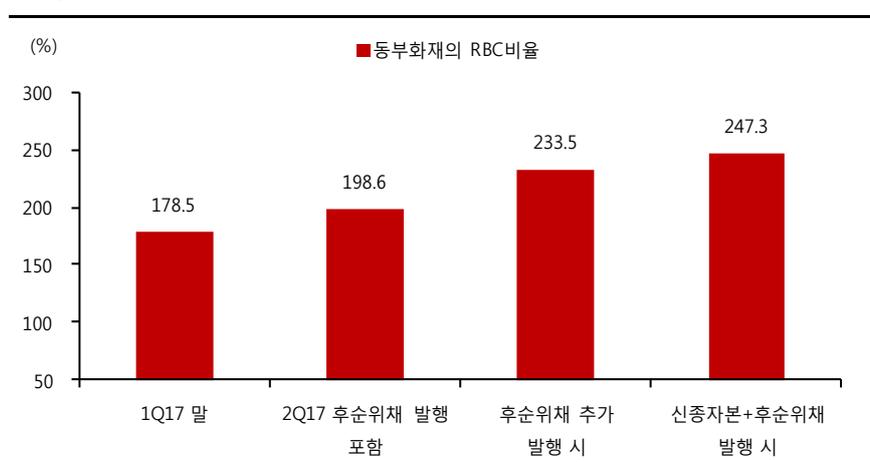
자료: SK 증권

분기별/연도별 동부화재 실적추정

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
원수보험료	2,979	2,986	2,990	3,137	3,080	3,099	3,102	3,182	12,092	12,463	12,818
일반	240	265	223	285	232	273	246	294	1,014	1,045	1,087
자동차	729	718	737	804	813	783	796	820	2,988	3,212	3,340
장기	2,011	2,003	2,030	2,048	2,035	2,043	2,060	2,068	8,091	8,206	8,391
경과보험료	2,731	2,745	2,803	2,825	2,825	2,871	2,908	2,911	11,103	11,514	11,847
일반	124	133	137	126	129	140	151	130	520	550	572
자동차	624	645	668	692	698	745	739	755	2,630	2,937	3,067
장기	1,983	1,966	1,997	2,006	1,998	1,986	2,017	2,026	7,953	8,027	8,208
경과손해율 (%)	84.9	84.9	82.7	85.9	82.0	83.4	83.7	84.5	84.6	83.4	83.5
일반	69.7	72.7	68.1	96.2	61.8	70.0	70.0	70.0	76.5	68.1	72.0
자동차	81.4	83.1	77.6	84.2	77.5	79.6	82.1	83.5	81.6	80.7	81.3
장기	86.9	86.3	85.4	85.8	84.8	85.8	85.3	85.7	86.1	85.4	85.1
순사업비	521	482	483	535	526	513	531	554	2,022	2,124	2,168
사업비율 (%)	19.1	17.6	17.2	18.9	18.6	17.9	18.2	19.0	18.2	18.4	18.3
보험영업이익	(108)	(67)	2	(137)	(17)	(36)	(56)	(102)	(310)	(211)	(209)
합산비율 (%)	104.0	102.4	99.9	104.9	100.6	101.3	101.9	103.5	102.8	101.8	101.8
투자영업이익	237	262	256	231	238	242	252	251	985	982	1,028
투자이익률 (%)	3.6	3.9	3.7	3.2	3.3	3.3	3.3	3.2	3.6	3.3	3.2
영업이익	128	195	258	94	221	205	196	149	675	771	819
당기순이익	88	150	182	51	159	145	138	102	470	544	578
ROE (%)	9.4	15.2	16.7	4.7	16.1	14.4	13.2	9.5	12.3	13.1	12.7

자료: 동부화재, SK 증권

동부화재의 RBC 비율



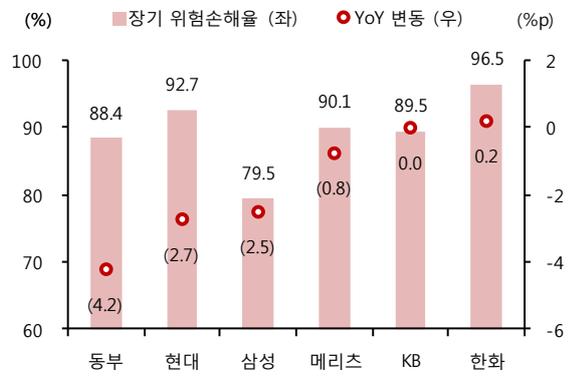
자료: 전자공시시스템 SK 증권

2Q17 중 발행한 동부화재의 후순위채 상세내용

종류	발행금액 (십억원)	발행금리 (%)	가산금리	만기
후순위채	202	3.492	국채 5년+1.6%p	2024년 5월 (7년)
후순위채	170	3.845	국채 10년+1.6%p	2027년 5월 (10년)
후순위채 (5년 콜옵션)	127	3.545	국채 10년+1.3%p	2027년 5월 (10년)

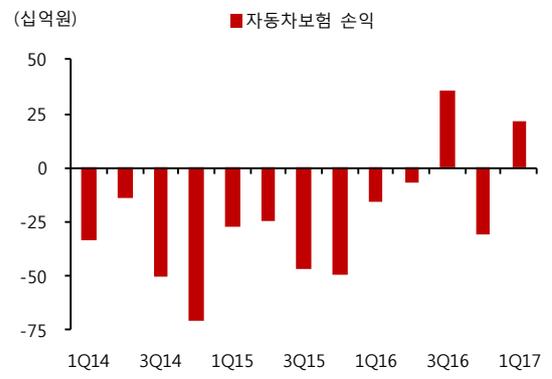
자료: 전자공시시스템 SK 증권

주요 손해보험사의 1Q17 장기 위험손해율 및 YoY 변동폭



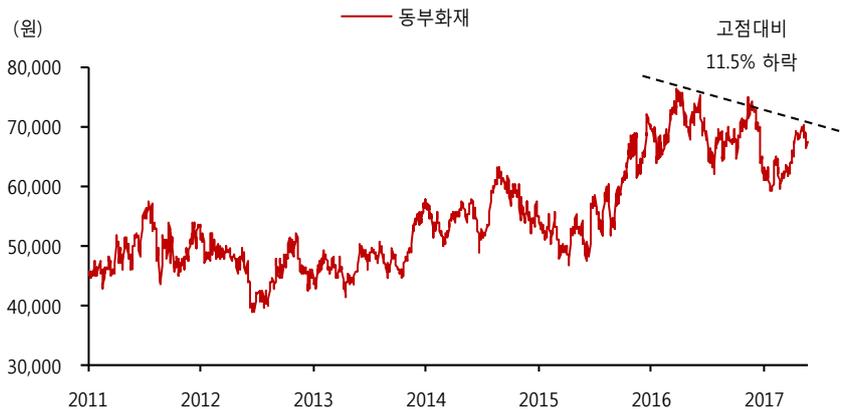
자료: 각 사 SK 증권

동부화재의 자동차보험 손익 추이



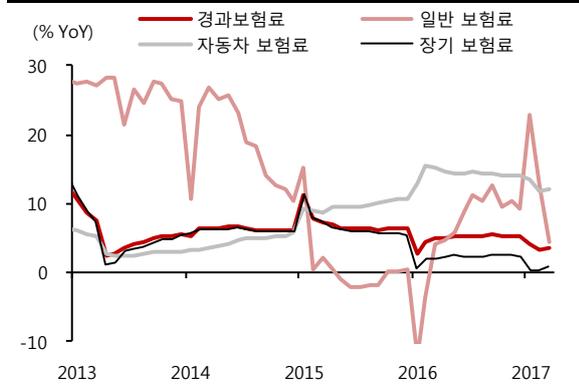
자료: 보험개발원 동부화재 SK 증권

동부화재의 주가 흐름



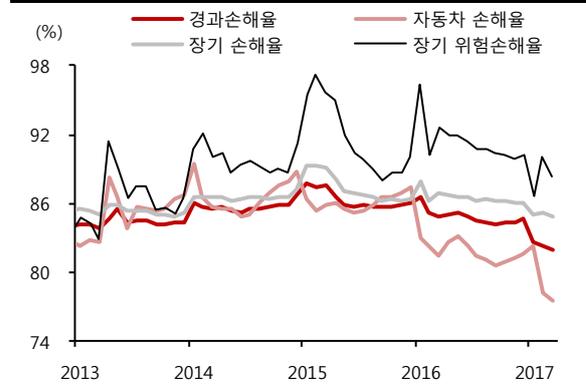
자료: FnGuide, SK 증권

**동부화재의 보종별 경과보험료 증가율**



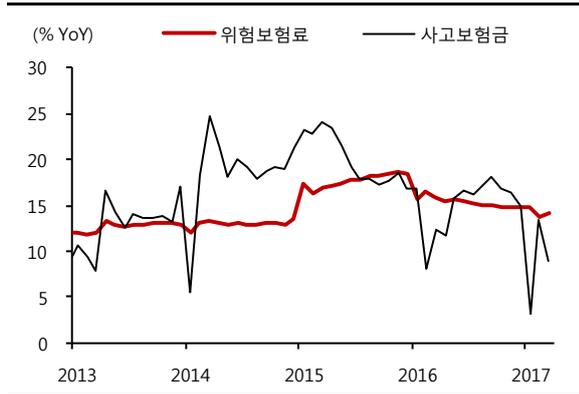
자료: 동부화재, SK 증권

**동부화재의 보종별 경과손해율**



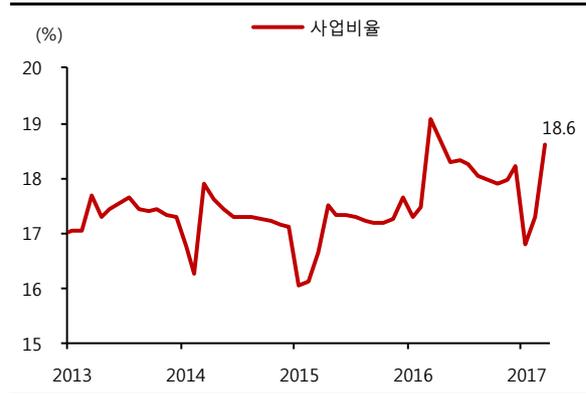
자료: 동부화재, SK 증권

**동부화재의 장기 위험보험료 및 사고보험금 증가율**



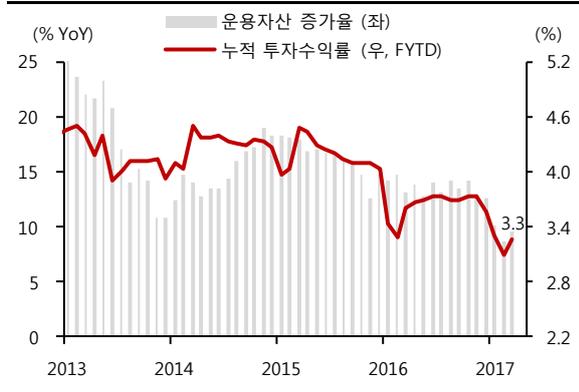
자료: 동부화재, SK 증권

**동부화재의 사업비율**



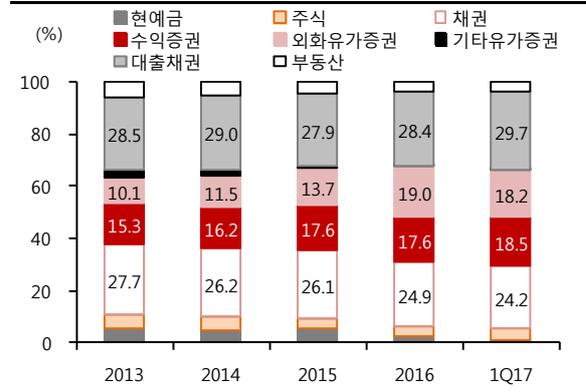
자료: 동부화재, SK 증권

**동부화재의 운용자산 증가율 및 투자수익률**



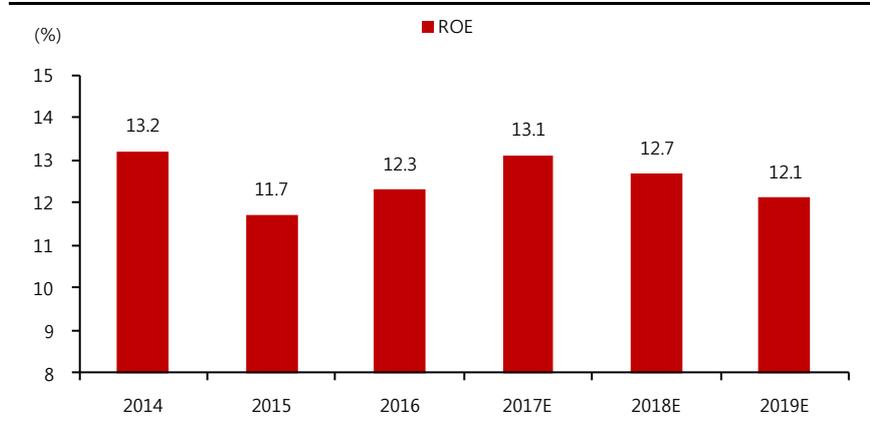
자료: 동부화재, SK 증권

**동부화재의 운용자산 구성비**



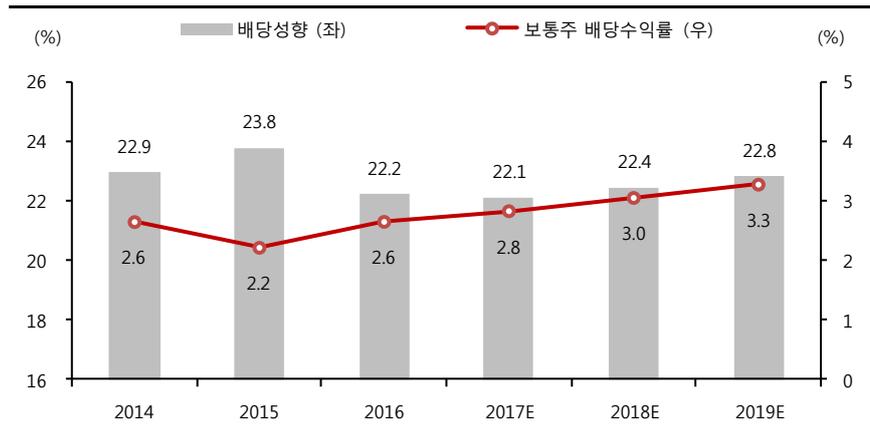
자료: 동부화재, SK 증권

동부화재의 연도별 ROE



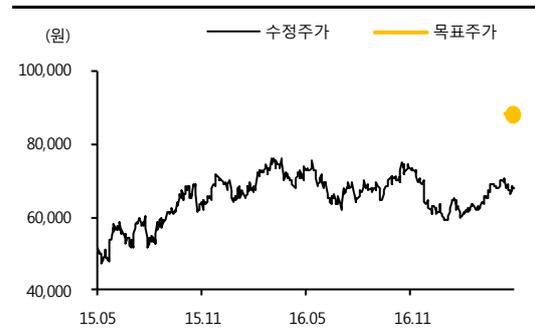
자료: 동부화재, SK 증권

동부화재의 배당성향 및 배당수익률 전망



자료: WiseFn, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.29	매수	88,000원



**Compliance Notice**

- 작성자(검도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 29일 기준)**

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

**재무상태표**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>운용자산</b>	25,982	29,228	31,701	34,213	37,128
현금 및 예치금	1,333	629	1,062	1,097	1,230
유가증권	16,258	19,158	20,692	22,483	24,434
주식	1,082	1,127	1,164	1,218	1,275
채권	6,789	7,271	7,853	8,481	9,159
수익증권	4,569	5,142	5,554	6,053	6,598
외화유가증권	3,557	5,567	6,068	6,675	7,342
기타유가증권	261	51	54	56	59
<b>대출채권</b>	7,240	8,300	8,750	9,409	10,210
부동산	1,150	1,142	1,198	1,224	1,254
비운용자산	3,461	3,323	3,359	3,341	3,347
특별계정자산	1,120	1,657	2,154	2,283	2,420
<b>자산총계</b>	30,563	34,209	37,214	39,837	42,895
<b>책임준비금</b>	24,460	26,992	29,256	31,785	34,373
지급준비금	2,195	2,372	2,549	2,778	2,988
보험료적립금	20,349	22,503	24,631	26,829	29,115
미경과보험료적립금	1,834	2,027	1,978	2,071	2,155
기타부채	1,075	1,212	1,562	1,136	1,062
특별계정부채	1,345	2,041	2,061	2,123	2,186
<b>부채총계</b>	26,880	30,245	32,879	35,044	37,622
<b>지배주주지분</b>					
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	3,031	3,403	3,843	4,300	4,781
비상위험준비금	702	771	757	779	805
자본조정	-30	-30	-30	-30	-30
기타포괄손익누계	608	517	449	449	449
<b>자본총계</b>	3,683	3,964	4,335	4,793	5,273
<b>부채와자본총계</b>	30,563	34,209	37,214	39,837	42,895

**성장률**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>자산</b>	14.0	11.9	8.8	7.1	7.7
운용자산	14.7	12.5	8.5	7.9	8.5
부채	14.7	12.5	8.7	6.6	7.4
책임준비금	13.4	10.4	8.4	8.7	8.1
자본	9.5	7.6	9.4	10.6	10.0
경과보험료	6.2	5.1	3.7	2.9	3.3
일반	0.3	9.1	5.7	4.0	4.0
자동차	10.6	14.0	11.7	4.4	4.0
장기	5.3	2.2	0.9	2.3	3.0
순사업비	9.6	8.4	5.1	2.1	4.4
투자영업이익	9.5	0.7	-0.3	4.6	7.4
영업이익	18.2	13.1	14.2	6.2	5.7
순이익	3.1	13.9	15.8	6.2	5.6

자료: SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>원수보험료</b>	11,488	12,092	12,463	12,818	13,247
일반	999	1,014	1,045	1,087	1,131
자동차	2,588	2,988	3,212	3,340	3,474
장기	7,901	8,091	8,206	8,391	8,642
<b>보유보험료</b>	10,725	11,312	11,659	11,991	12,392
경과보험료	10,565	11,103	11,514	11,847	12,239
일반	477	520	550	572	595
자동차	2,306	2,630	2,937	3,067	3,190
장기	7,782	7,953	8,027	8,208	8,454
경과손해액	9,081	9,391	9,601	9,889	10,213
일반	346	398	374	412	428
자동차	2,017	2,145	2,371	2,493	2,609
장기	6,718	6,848	6,856	6,984	7,177
<b>순사업비</b>	1,866	2,022	2,124	2,168	2,264
<b>보험영업이익</b>	-381	-310	-211	-209	-238
<b>투자영업이익</b>	978	985	982	1,028	1,103
<b>영업이익</b>	597	675	771	819	865
영업외이익	-59	-55	-53	-56	-60
세전이익	539	620	718	763	805
법인세비용	126	150	174	185	195
당기순이익	413	470	544	578	610
<b>지배주주 순이익</b>					

**주요투자지표**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업지표 (%)</b>					
경과손해율	86.0	84.6	83.4	83.5	83.5
일반	72.5	76.5	68.1	72.0	72.0
자동차	87.5	81.6	80.7	81.3	81.8
장기	86.3	86.1	85.4	85.1	84.9
사업비율	17.7	18.2	18.5	18.3	18.5
투자이익률	4.1	3.6	3.3	3.2	3.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	11.7	12.3	13.1	12.7	12.1
ROA	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	6,519	7,428	8,598	9,132	9,639
보통주 BPS	58,179	62,623	68,485	75,716	83,306
보통주 DPS	1,550	1,650	1,900	2,050	2,200
<b>기타 지표</b>					
보통주 PER (X)	10.8	8.4	7.9	7.4	7.0
보통주 PBR (X)	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8
배당성장률 (%)	23.8	22.2	22.1	22.4	22.8
보통주 배당수익률 (%)	2.2	2.6	2.8	3.0	3.3

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

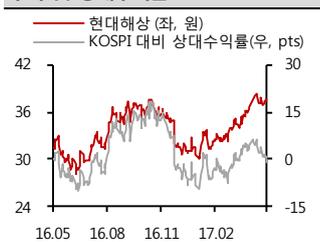
## Company Data

자본금	45 십억원
발행주식수	8,940 만주
자사주	899 만주
액면가	500 원
시가총액	3,330 십억원
주요주주	
정몽윤(외4)	22.25%
현대해상 자사주	10.05%
외국인지분율	50.70%
배당수익률	3.60%

## Stock Data

주가(17/05/26)	37,250 원
KOSPI	2355.3 pt
52주 Beta	0.65
52주 최고가	38,250 원
52주 최저가	28,150 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.5%	-3.9%
6개월	5.4%	-11.7%
12개월	20.9%	0.5%

## 현대해상 (001450/KS | 매수(신규편입) | T.P 45,000 원(신규편입))

### 성공적인 후순위채 발행으로 자본 우려 일부 해소

현대해상은 2Q17 중 5,000 억원의 후순위채를 발행하며 RBC 비율을 23.3%p 수준 제고시켰다 (1Q17 말 159.8%). 추가 발행여력은 거의 소진된 것으로 판단되지만, 현대해상의 듀레이션 갭은 +1 년으로 2017 년 예정된 현 RBC 의 단계적 강화 영향은 미미할 것으로 예상되며, 시장금리가 급등하지 않는 한 자본확충의 필요성은 당분간 제한적일 것으로 판단

### 성공적인 후순위채 발행으로 자본 우려를 일부 해소

현대해상은 2Q17 중 5,000 억원의 후순위채를 발행하며 RBC 비율을 23.3%p 수준 제고시켰다 (1Q17 말 159.8%). 당초 3,000 억원 발행을 계획했으나 수요예측 과정 중 초과수요가 발생해 규모를 늘린 점을 고려하면 성공적인 발행이었다고 판단한다. 2015 년 발행분을 포함해 총 9,000 억원의 후순위채를 발행했기 때문에 추가적인 발행여력은 거의 소진된 것으로 판단된다. 다만 현대해상의 듀레이션 갭은 +1 년이므로 2017 년 예정된 현 RBC 의 단계적 강화(부채 듀레이션 상승) 영향은 미미할 것으로 예상되며, 시장금리가 급등하지 않는 한 자본확충의 필요성은 당분간 제한적일 것으로 판단한다.

### 2017 년 순이익 4,010 억원으로 일회성 제외 시 +9.7% YoY 전망

SK 증권은 현대해상의 2017 년 순이익을 4,010 억원 (+0.3% YoY)으로 전망한다. 이는 2016 년 발생했던 중국자동차사 관련 일회성 이익 452 억원을 제외하면 9.7% YoY 증가한 수준이다. 손해를 하락 전망에 따라 합산비율은 103.5%로 -0.2%p YoY 개선될 것으로 예상된다. 현대해상의 합산비율은 5 개 분기 연속으로 YoY 하락을 기록해 지속적인 보험영업 수익성 개선을 보이고 있다. 다만 장기보험을 중심으로 경과보험료 증가율이 둔화 추세 (1Q17 +1.2% YoY)를 보이는 것은 개선 노력이 필요할 것으로 보인다.

현대해상에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 45,000 원으로 커버리지를 개시한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
경과보험료	십억원	10,157	10,976	11,255	11,395	11,730	12,104
YoY	%		8.1	2.6	1.2	2.9	3.2
보험손익	십억원	-455	-558	-418	-402	-417	-424
투자손익	십억원	777	852	960	969	998	1,040
합산비율	%	104.5	105.1	103.7	103.5	103.6	103.5
투자수익률	%	3.9	3.6	3.5	3.2	3.1	3.0
영업이익	십억원	322	294	542	568	581	617
YoY	%		-8.6	84.0	4.8	2.3	6.2
세전이익	십억원	279	284	513	527	545	577
순이익	십억원	233	203	400	401	413	437
YoY	%		-12.9	96.6	0.3	3.0	5.9
EPS	원	2,902	2,550	5,013	5,027	5,179	5,482
BPS	원	28,759	30,534	34,591	38,618	42,547	46,778
PER	배	9.0	14.1	6.3	7.4	7.2	6.8
PBR	배	0.9	1.2	0.9	1.0	0.9	0.8
ROE	%	10.9	8.6	15.4	13.7	12.8	12.3
배당수익률	%	2.9	2.1	4.3	3.4	3.4	3.6

## Valuation

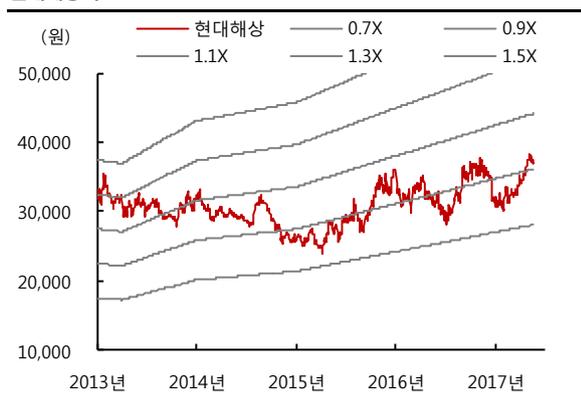
SK 증권은 현대해상의 12 개월 forward BPS 40,255 원에 목표 PBR 1.12X 를 적용한 45,000 원을 목표주가로 제시한다. 목표 PBR 은 향후 3 개년 기대 ROE 평균 12.9%를 COE 로 할인하여 산출한 이론적 PBR 1.40X 에 자본 불확실성을 감안한 할인율 20% 를 부여하였다.

### 현대해상의 목표주가 산출식

항목	현대해상	비고
자기자본비용 (%)	9.2	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	(b): 국제 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.3	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.81	(d): 현대해상의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	12.9	(e): 현대해상의 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.40	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	(20.0)	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	1.12	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	40,255	(j): 현대해상의 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	45,000	(k): (i)*(j)
현주가 (05/26, 원)	37,250	
상승여력 (%)	20.8	

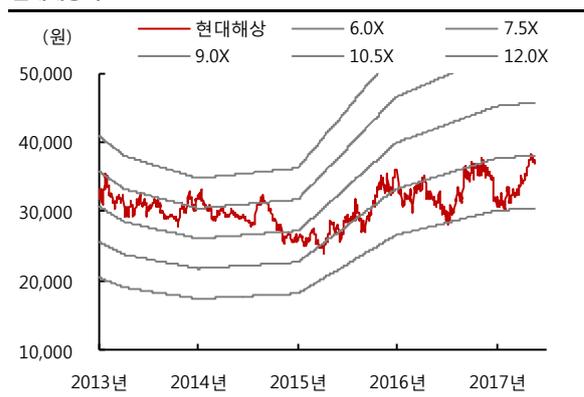
자료: SK 증권

현대해상의 PBR Band chart



자료: SK 증권

현대해상의 PER Band chart



자료: SK 증권

분기별/연도별 현대해상 실적추정

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
원수보험료	3,057	3,182	3,137	3,207	3,121	3,202	3,189	3,248	12,583	12,760	13,136
일반	252	295	239	293	254	283	249	299	1,079	1,085	1,115
자동차	712	799	806	828	782	831	838	853	3,145	3,303	3,419
장기	2,092	2,089	2,092	2,085	2,085	2,089	2,102	2,096	8,359	8,372	8,602
경과보험료	2,796	2,793	2,826	2,840	2,830	2,817	2,873	2,874	11,255	11,395	11,730
일반	112	113	116	114	109	114	121	116	455	460	473
자동차	665	665	693	717	720	688	726	738	2,739	2,872	2,972
장기	2,019	2,015	2,017	2,010	2,001	2,015	2,027	2,020	8,061	8,063	8,285
경과손해율 (%)	85.3	84.0	83.8	85.4	83.4	83.8	84.4	85.2	84.6	84.2	84.2
일반	66.8	60.5	62.7	71.0	60.3	68.0	68.0	68.0	65.2	66.2	68.0
자동차	82.2	79.7	80.3	85.1	77.8	79.2	83.3	85.2	81.8	81.4	81.9
장기	87.4	86.7	86.3	86.3	86.6	86.2	85.8	86.1	86.7	86.2	85.9
순사업비	508	524	559	558	552	524	559	570	2,148	2,206	2,273
사업비율 (%)	18.2	18.7	19.8	19.6	19.5	18.6	19.5	19.8	19.1	19.4	19.4
보험영업이익	(98)	(76)	(101)	(143)	(82)	(66)	(111)	(143)	(418)	(402)	(417)
합산비율 (%)	103.5	102.7	103.6	105.0	102.9	102.4	103.8	105.0	103.7	103.5	103.6
투자영업이익	224	226	277	234	246	237	242	245	960	969	998
투자이익률 (%)	3.4	3.3	3.8	3.2	3.3	3.1	3.1	3.1	3.5	3.2	3.1
영업이익	126	150	175	91	164	170	131	102	542	568	581
당기순이익	92	107	138	63	115	122	93	70	400	401	413
ROE (%)	14.5	14.1	15.7	7.9	16.6	17.1	12.5	9.2	15.4	13.7	12.8

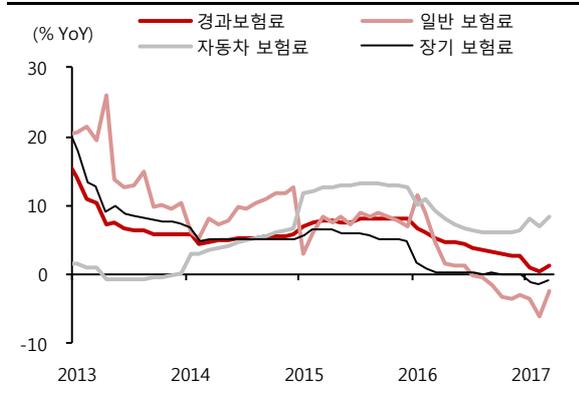
자료: 현대해상, SK 증권

2Q17 중 발행한 현대해상의 후순위채 상세내용

종류	발행금액 (십억원)	발행금리 (%)	가산금리	만기
후순위채	193	3.547	국채 5년+1.65%p	2024년 5월 (7년)
후순위채	233	3.844	국채 10년+1.60%p	2027년 5월 (10년)
후순위채 (5년 콜옵션)	74	3.444	국채 10년+1.20%p	2027년 5월 (10년)

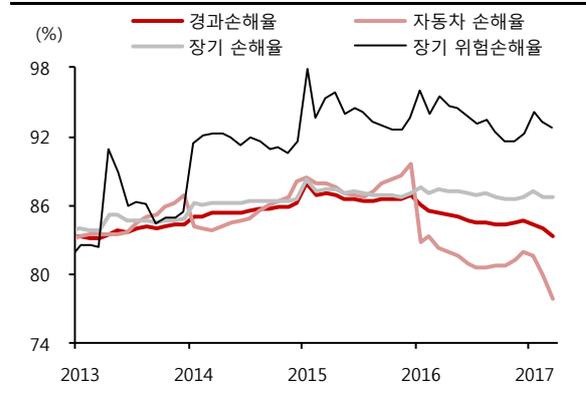
자료: 전자공시시스템 SK 증권

현대해상의 보종별 경과보험료 증가율



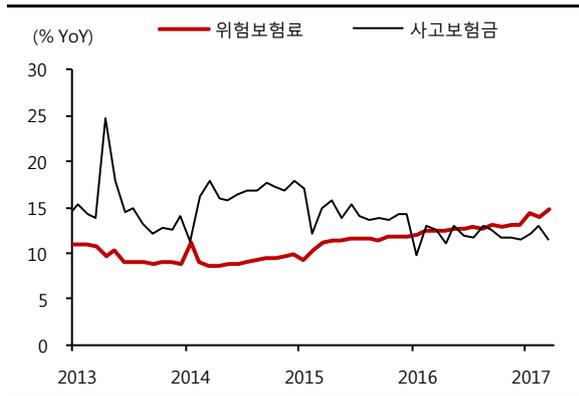
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 보종별 경과손해율



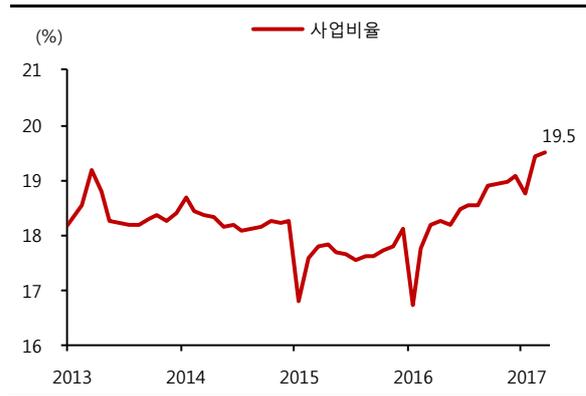
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 장기 위험보험료 및 사고보험금 증가율



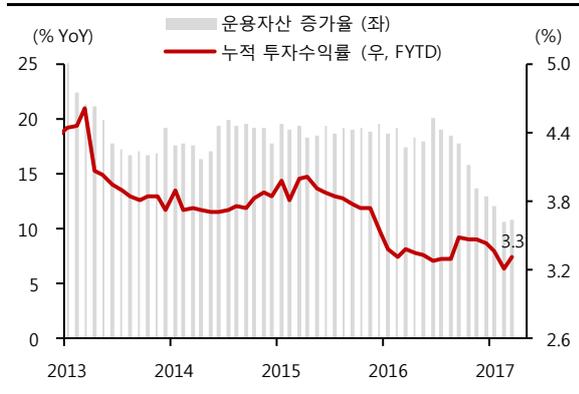
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 사업비율



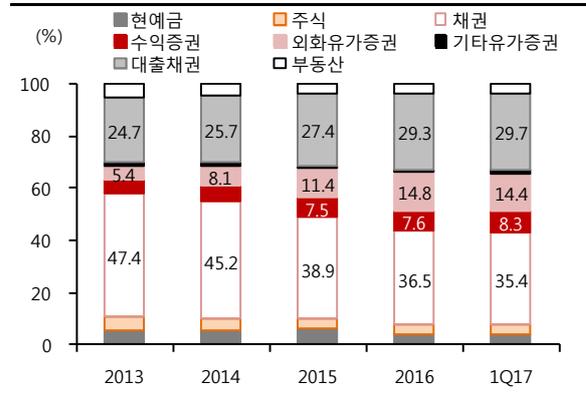
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 운용자산 증가율 및 투자수익률



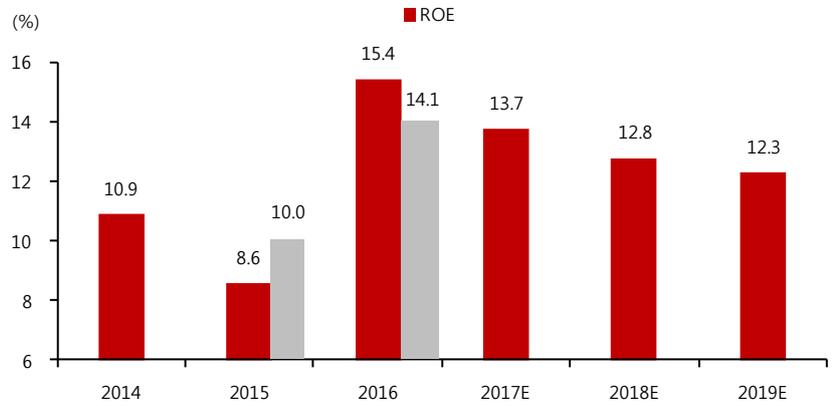
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 운용자산 구성비



자료: 현대해상, SK 증권

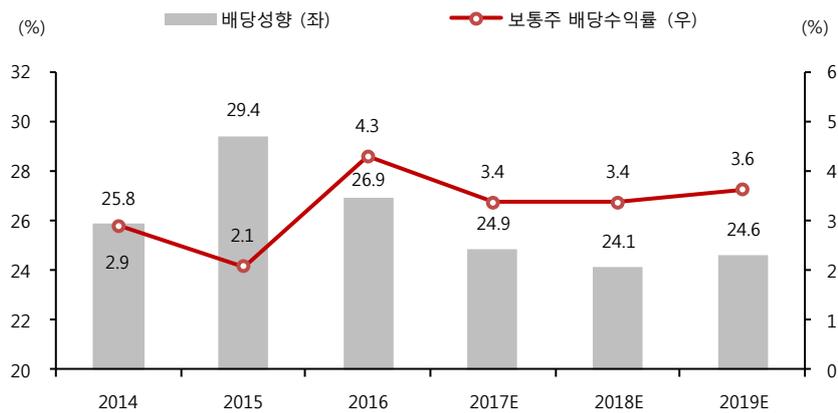
현대해상의 연도별 ROE



자료: 현대해상, SK 증권

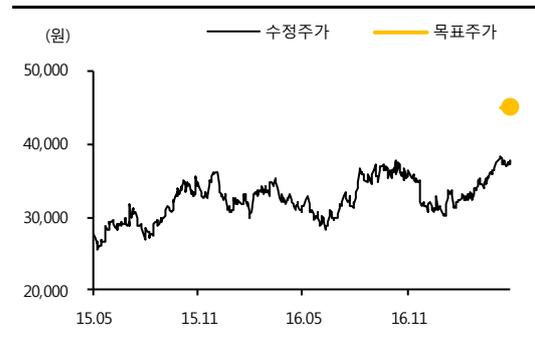
주: 회색 막대는 중국 종속회사의 재보험금 소송 관련 일회성 손실/이익을 제외한 기준

현대해상의 배당성향 및 배당수익률 전망



자료: WiseFn, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.29	매수	45,000원



**Compliance Notice**

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 29일 기준)**

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

**재무상태표**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>운용자산</b>	26,229	29,643	31,960	34,302	36,675
현금 및 예치금	1,570	1,157	1,048	1,097	886
유가증권	16,506	18,780	20,636	22,415	24,290
주식	1,015	1,003	1,065	1,100	1,140
채권	10,201	10,829	11,912	12,785	13,669
수익증권	1,959	2,244	2,491	2,740	3,014
외화유가증권	2,992	4,395	4,834	5,430	6,077
기타유가증권	339	308	333	360	388
<b>대출채권</b>	7,178	8,691	9,277	9,785	10,462
부동산	973	1,015	1,000	1,005	1,037
비운용자산	3,746	3,796	3,938	4,105	4,324
특별계정자산	2,317	3,213	3,502	3,783	4,085
<b>자산총계</b>	32,292	36,652	39,400	42,190	45,084
<b>책임준비금</b>	25,678	28,653	30,882	33,265	35,764
지급준비금	2,213	2,480	2,629	2,787	2,954
보험료적립금	21,369	23,934	26,044	28,213	30,447
미경과보험료적립금	2,036	2,179	2,148	2,205	2,302
기타부채	1,656	1,835	1,727	1,523	1,260
특별계정부채	2,522	3,406	3,712	4,009	4,330
<b>부채총계</b>	29,857	33,894	36,321	38,797	41,354
지배주주지분					
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	2,058	2,398	2,691	3,005	3,342
비상위험준비금	663	731	759	782	808
자본조정	-38	-38	-38	-38	-38
기타포괄손익누계	255	238	266	266	266
<b>자본총계</b>	2,435	2,758	3,079	3,392	3,730
<b>부채와자본총계</b>	32,292	36,652	39,400	42,190	45,084

**성장률**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>자산</b>	16.8	13.5	7.5	7.1	6.9
운용자산	19.6	13.0	7.8	7.3	6.9
부채	17.9	13.5	7.2	6.8	6.6
책임준비금	15.4	11.6	7.8	7.7	7.5
자본	5.3	13.3	11.6	10.2	10.0
경과보험료	8.1	2.6	1.2	2.9	3.2
일반	6.9	-3.0	1.2	2.8	3.0
자동차	20.8	12.7	4.8	3.5	3.8
장기	4.8	-0.2	0.0	2.8	3.0
순사업비	7.4	8.0	2.7	3.1	3.2
투자영업이익	9.6	12.7	1.0	3.0	4.2
영업이익	-8.6	84.0	4.8	2.3	6.2
순이익	-12.9	96.6	0.3	3.0	5.9

자료: SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>원수보험료</b>	12,119	12,583	12,760	13,136	13,564
일반	1,040	1,079	1,085	1,115	1,148
자동차	2,727	3,145	3,303	3,419	3,555
장기	8,353	8,359	8,372	8,602	8,860
<b>보유보험료</b>	11,063	11,414	11,563	11,903	12,315
경과보험료	10,976	11,255	11,395	11,730	12,104
일반	469	455	460	473	487
자동차	2,430	2,739	2,872	2,972	3,084
장기	8,076	8,061	8,063	8,285	8,533
경과손해액	9,544	9,525	9,591	9,874	10,182
일반	341	297	305	322	331
자동차	2,179	2,242	2,338	2,433	2,537
장기	7,025	6,986	6,949	7,119	7,314
순사업비	1,989	2,148	2,206	2,273	2,346
보험영업이익	-558	-418	-402	-417	-424
투자영업이익	852	960	969	998	1,040
영업이익	294	542	568	581	617
영업외이익	-11	-29	-41	-36	-40
세전이익	284	513	527	545	577
법인세비용	81	113	126	132	140
당기순이익	203	400	401	413	437
지배주주 순이익					

**주요투자지표**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업지표 (%)</b>					
경과손해율	87.0	84.6	84.2	84.2	84.1
일반	72.6	65.3	66.2	68.0	68.0
자동차	89.7	81.9	81.4	81.9	82.3
장기	87.0	86.7	86.2	85.9	85.7
사업비율	18.1	19.1	19.4	19.4	19.4
투자이익률	3.6	3.5	3.2	3.1	3.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	8.6	15.4	13.7	12.8	12.3
ROA	0.7	1.2	1.1	1.0	1.0
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	2,550	5,013	5,027	5,179	5,482
보통주 BPS	30,534	34,591	38,618	42,547	46,778
보통주 DPS	750	1,350	1,250	1,250	1,350
<b>기타 지표</b>					
보통주 PER (X)	14.1	6.3	7.4	7.2	6.8
보통주 PBR (X)	1.2	0.9	1.0	0.9	0.8
배당성장률 (%)	29.4	26.9	24.9	24.1	24.6
보통주 배당수익률 (%)	2.1	4.3	3.4	3.4	3.6

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

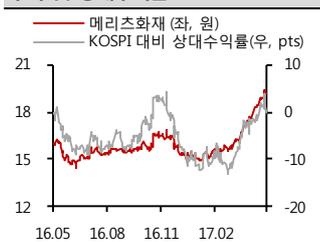
## Company Data

자본금	55 십억원
발행주식수	11,034 만주
자사주	112 만주
액면가	500 원
시가총액	2,108 십억원
주요주주	
메리츠금융지주(외12)	52.30%
한국투자밸류자산운	5.46%
용	
외국인지분율	17.40%
배당수익률	4.30%

## Stock Data

주가(17/05/26)	19,100 원
KOSPI	2355.3 pt
52주 Beta	0.51
52주 최고가	19,400 원
52주 최저가	14,450 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	10.1%	3.2%
6개월	15.4%	-3.3%
12개월	19.4%	-0.8%

## 메리츠화재 (000060/KS | 중립(신규편입) | T.P 19,600 원(신규편입))

실적은 좋지만 추가적인 주가 Upside 는 높지 않아

메리츠화재의 1Q17 순이익은 4.8%의 투자수익률과 손해를 개선세 지속으로 44.2% YoY 의 높은 증가율을 기록했다. 다만 견조한 실적에도 불구하고, 조직개편 이후의 장기보험 성장성 둔화와 최근 자동차보험료 인하 등으로 인해 향후 방향성이 모호하다는 판단이다. 또한 현 주가는 연이은 실적 서프라이즈의 긍정적인 측면이 충분히 반영된 수준으로, 추가적인 상승여력은 높지 않다고 판단한다.

### 실적 개선은 괄목할만한 수준이나, 방향성은?

메리츠화재의 1Q17 순이익은 4.8%의 투자수익률과 손해를 개선세 지속으로 44.2% YoY 의 높은 증가율을 기록했다. 특히 자동차보험은 규모의 성장보다는 수익성 관리에 집중하겠다는 전략 하에 2015 년 말 한화손해보험과 점유율 순위를 바꾸었는데, 그 결과 2016 년부터 주요 손보사 중 가장 가파른 하락폭을 시현해왔다.

다만 견조한 실적에도 불구하고 향후의 방향성에는 의문을 갖게 되는데, 원인은 1) 조직개편 이후의 장기보험 성장성 둔화와 2) 최근 단행된 자동차보험료 인하 등이다. 1) 메리츠화재는 지난해 7 월 이후 영업점포 축소 및 혁신적인 영업구조 개편을 지속했는데, 이후 오히려 보장성 신계약의 역성장 및 장기 경과보험료 성장률 둔화를 기록하고 있다. 아직 조직개편의 성공여부를 가늠하기는 이르겠지만, 성장성 회복을 지켜볼 필요가 있다는 판단이다. 2) 또한 수익성을 우선시한 점유율 축소 이후에 두 차례의 자동차보험료 인하 결정은 자동차보험에 대한 전략 방향성을 모호하게 만들었다. 매기 놀라운 실적을 시현하고 있는 점은 긍정적이거나, 그 지속 여부는 지켜봐야 할 것으로 판단한다.

### 추가적인 주가 상승여력은 높지 않다고 판단

메리츠화재의 주가는 연초 이후 24.8% 상승하면서 KOSPI 를 16.2%p 상회하였다. 연이은 실적 서프라이즈의 긍정적인 측면이 주가에 충분히 반영된 수준으로, 추가적인 주가 상승여력은 높지 않다고 판단한다.

메리츠화재에 대해 투자의견 HOLD, 목표주가 19,600 원으로 커버리지를 개시한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
경과보험료	십억원	4,931	5,325	5,666	5,866	6,051	6,212
YoY	%		8.0	6.4	3.5	3.2	2.7
보험손익	십억원	-243	-335	-227	-237	-261	-279
투자손익	십억원	426	592	596	651	679	722
합산비율	%	104.9	106.3	104.0	104.1	104.3	104.5
투자수익률	%	4.4	5.1	4.5	4.4	4.1	4.0
영업이익	십억원	183	257	369	413	418	443
YoY	%		40.2	43.9	11.9	1.2	6.0
세전이익	십억원	152	225	338	382	382	407
순이익	십억원	113	171	258	289	290	309
YoY	%		52.0	50.5	12.2	0.1	6.5
EPS	원	1,072	1,624	2,352	2,639	2,642	2,815
BPS	원	13,312	13,934	14,957	16,090	17,802	19,687
PER	배	11.6	9.9	6.5	7.2	7.2	6.8
PBR	배	0.9	1.2	1.0	1.2	1.1	1.0
ROE	%	9.3	11.9	16.6	17.0	15.6	15.0
배당수익률	%	3.1	3.5	5.4	4.9	4.9	5.2

## Valuation

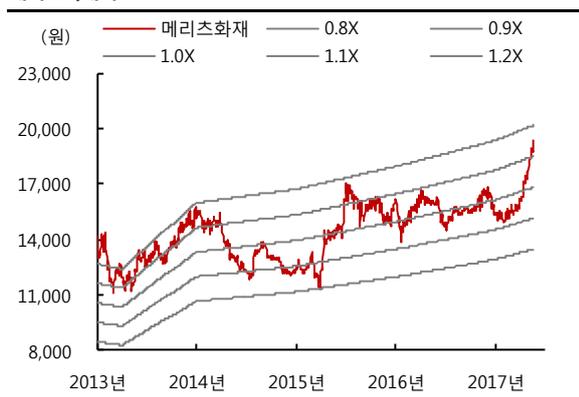
SK 증권은 메리츠화재의 12개월 forward BPS 16,804 원에 목표 PBR 1.18X 를 적용한 19,600 원을 목표주가로 제시한다. 목표 PBR 은 향후 3 개년 기대 ROE 평균 15.9%를 COE 로 할인하여 산출한 이론적 PBR 1.39X 에 자본 불확실성을 감안한 할인율 15% 를 부여하였다.

### 메리츠화재의 목표주가 산출식

항목	메리츠화재	비고
자기자본비용 (%)	11.5	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	(b): 국제 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.3	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	1.0	(d): 메리츠화재의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	15.9	(e): 메리츠화재의 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.39	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	(15.0)	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	1.18	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	16,804	(j): 메리츠화재의 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	19,600	(k): (i)*(j)
현주가 (05/26, 원)	19,100	
상승여력 (%)	2.6	

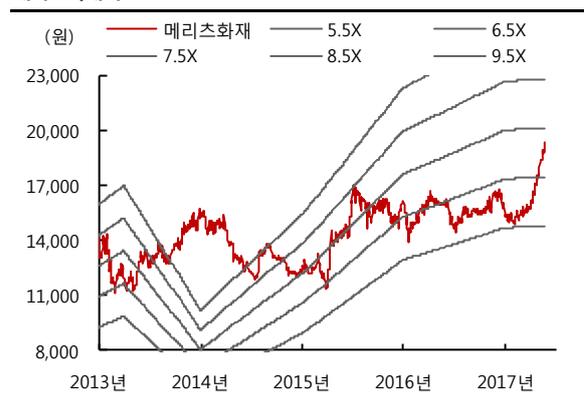
자료: SK 증권

메리츠화재의 PBR Band chart



자료: SK 증권

메리츠화재의 PER Band chart



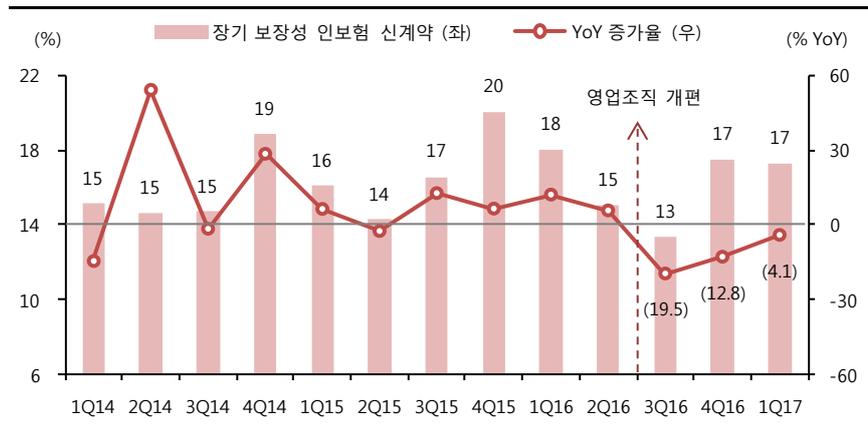
자료: SK 증권

분기별/연도별 메리츠화재 실적추정

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
원수보험료	1,469	1,501	1,484	1,536	1,553	1,564	1,550	1,600	5,990	6,268	6,459
일반	106	114	100	120	127	123	108	126	440	484	508
자동차	181	191	182	198	190	198	191	207	751	786	810
장기	1,182	1,196	1,203	1,219	1,236	1,244	1,251	1,267	4,799	4,998	5,142
경과보험료	1,392	1,414	1,424	1,437	1,444	1,460	1,471	1,491	5,666	5,866	6,051
일반	49	56	58	59	53	55	54	63	223	226	241
자동차	175	177	179	178	173	180	187	183	708	723	751
장기	1,168	1,181	1,187	1,201	1,218	1,225	1,230	1,245	4,736	4,918	5,059
경과손해율 (%)	84.1	82.2	82.3	83.1	81.7	81.9	82.6	83.1	82.9	82.3	82.4
일반	71.8	62.2	68.9	72.1	57.5	68.0	68.0	68.0	68.7	65.5	68.0
자동차	85.8	82.2	81.3	87.1	77.3	79.7	84.8	86.6	84.1	82.2	84.3
장기	84.3	83.1	83.1	83.1	83.4	82.8	82.9	83.4	83.4	83.1	82.8
순사업비	289	289	298	319	314	307	315	338	1,195	1,274	1,326
사업비율 (%)	20.8	20.4	20.9	22.2	21.7	21.0	21.4	22.7	21.1	21.7	21.9
보험영업이익	(68)	(37)	(46)	(76)	(49)	(43)	(59)	(86)	(227)	(237)	(261)
합산비율 (%)	104.9	102.6	103.2	105.3	103.4	102.9	104.0	105.8	104.0	104.0	104.3
투자영업이익	153	147	164	131	174	154	163	160	596	651	679
투자이익률 (%)	4.8	4.4	4.6	3.6	4.8	4.1	4.1	4.0	4.5	4.3	4.1
영업이익	86	110	118	55	125	111	104	74	369	413	418
당기순이익	62	78	82	36	89	78	73	50	258	289	290
ROE (%)	16.6	17.9	16.1	7.7	22.1	19.5	17.3	11.4	16.6	17.0	15.6

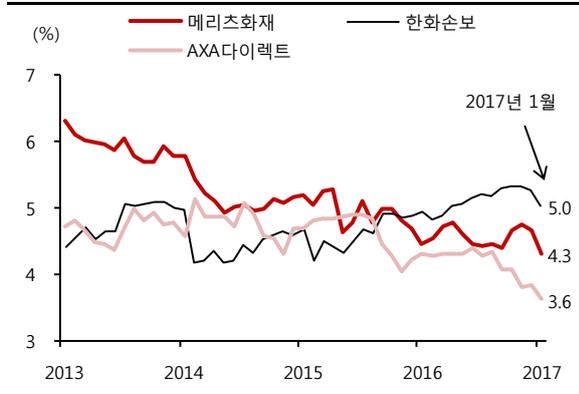
자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 장기 보장성 인보험 신계약 규모 및 증가율



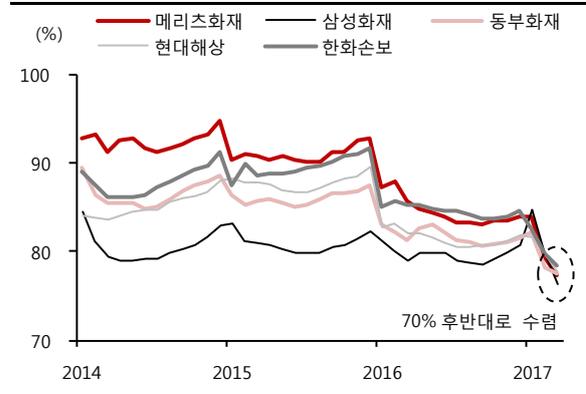
자료: 메리츠화재, SK 증권

자동차보험 점유율 5~7위의 순위 교체



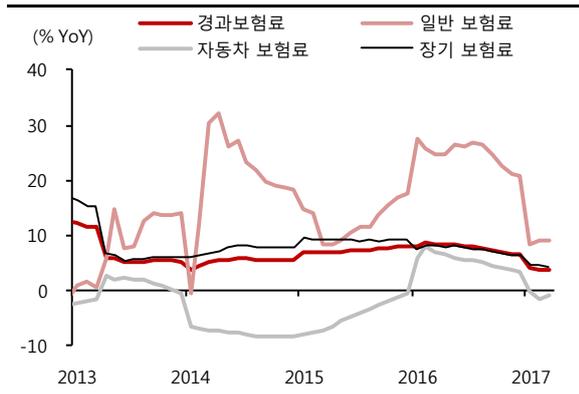
자료: 보험개발원 SK 증권

주요 손해보험사별 자동차 손해율 추이



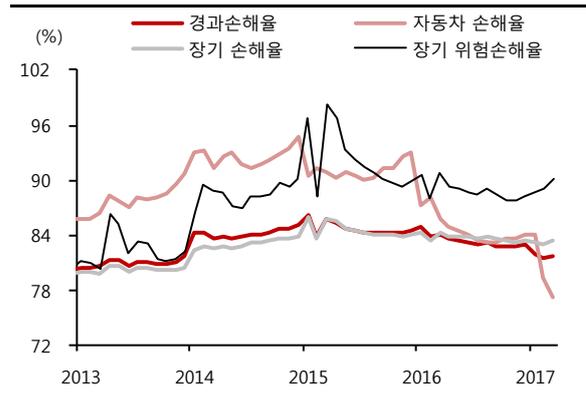
자료: 메리츠화재 SK 증권

메리츠화재의 보증별 경과보험료 증가율



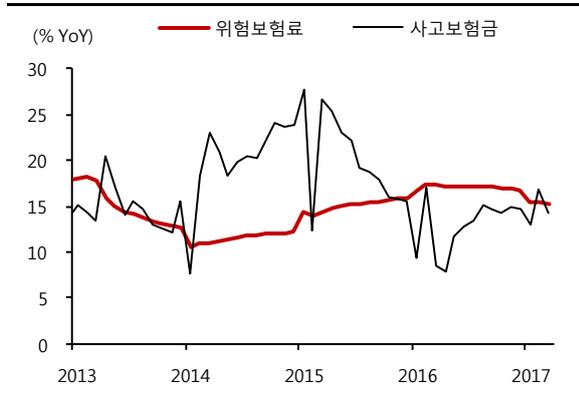
자료: 메리츠화재 SK 증권

메리츠화재의 보증별 경과손해율



자료: 메리츠화재 SK 증권

메리츠화재의 장기 위험보험료 및 사고보험금 증가율



자료: 메리츠화재 SK 증권

메리츠화재의 사업비율



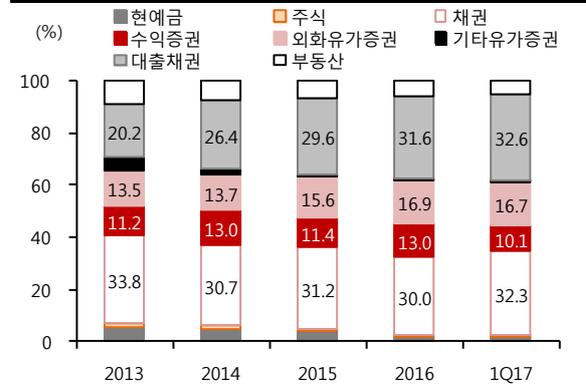
자료: 메리츠화재 SK 증권

메리츠화재의 운용자산 증가율 및 투자수익률



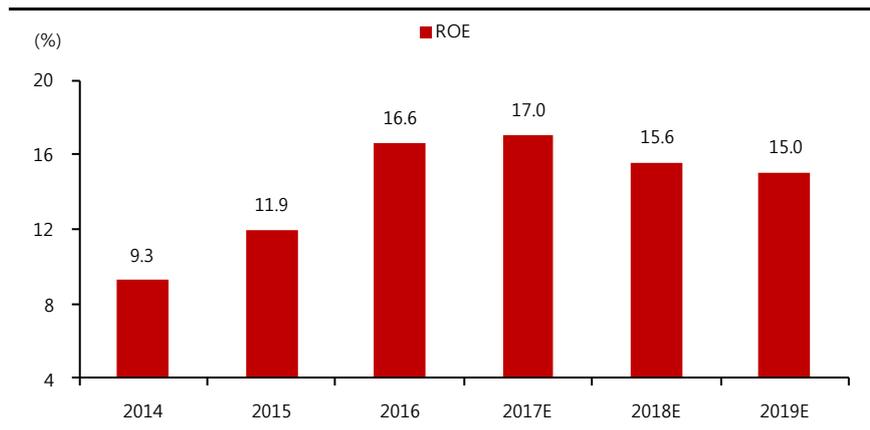
자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 운용자산 구성비



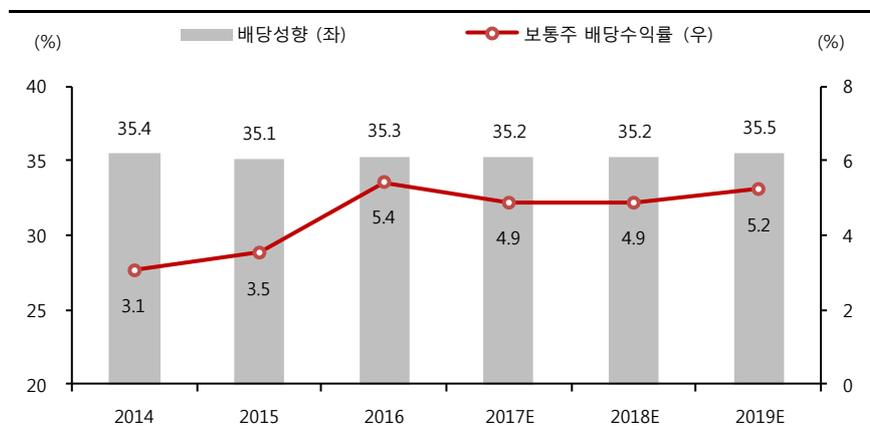
자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 연도별 ROE



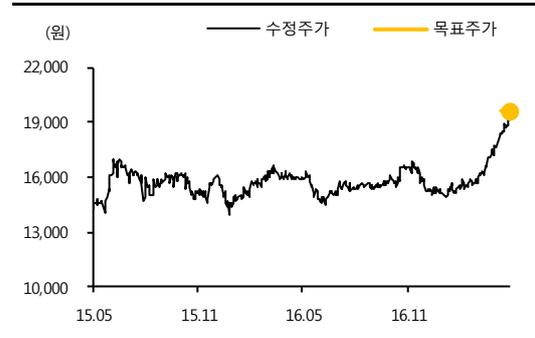
자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 배당성향 및 배당수익률 전망



자료: WiseFn, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.29	중립	19,600원



**Compliance Notice**

- 작성자(검도하는)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 29일 기준)**

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

**재무상태표**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>운용자산</b>	12,651	14,510	16,084	17,582	19,240
현금 및 예치금	461	220	249	264	272
유가증권	7,634	8,905	9,781	10,806	11,880
주식	146	100	110	117	125
채권	3,950	4,353	4,912	5,419	5,984
수익증권	1,437	1,890	1,927	2,101	2,311
외화유가증권	1,978	2,449	2,715	3,049	3,337
기타유가증권	123	114	117	120	124
<b>대출채권</b>	3,746	4,584	5,228	5,680	6,254
부동산	810	800	826	833	834
비운용자산	1,953	1,934	1,934	1,992	2,052
특별계정자산	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	14,604	16,444	18,018	19,574	21,292
<b>책임준비금</b>	12,233	13,831	15,333	16,848	18,384
지급준비금	849	960	1,027	1,120	1,221
보험료적립금	10,731	12,195	13,579	14,979	16,392
미경과보험료적립금	569	589	636	653	671
기타부채	900	974	921	775	751
특별계정부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	13,133	14,805	16,254	17,623	19,134
지배주주지분					
자본금	53	55	55	55	55
자본잉여금	369	437	437	437	437
이익잉여금	650	847	1,044	1,231	1,438
비상위험준비금	191	209	221	227	233
자본조정	-4	-13	-19	-19	-19
기타포괄손익누계	403	314	247	247	247
<b>자본총계</b>	1,471	1,640	1,764	1,952	2,158
<b>부채와자본총계</b>	14,604	16,444	18,018	19,574	21,292

**성장률**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	12.5	12.6	9.6	8.6	8.8
운용자산	15.1	14.7	10.8	9.3	9.4
부채	13.4	12.7	9.8	8.4	8.6
책임준비금	13.2	13.1	10.9	9.9	9.1
자본	5.1	11.5	7.6	10.6	10.6
경과보험료	8.0	6.4	3.5	3.2	2.7
일반	17.7	20.6	1.4	6.7	5.0
자동차	-0.8	3.5	2.1	4.0	3.0
장기	9.1	6.3	3.8	2.9	2.5
순사업비	18.5	2.8	6.7	4.0	3.1
투자영업이익	39.0	0.7	9.2	4.4	6.3
영업이익	40.2	43.9	11.9	1.2	6.0
순이익	52.0	50.5	12.2	0.1	6.5

자료: SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>원수보험료</b>	5,658	5,990	6,268	6,459	6,637
일반	407	440	484	508	533
자동차	744	751	786	810	834
장기	4,507	4,799	4,998	5,142	5,270
<b>보유보험료</b>	5,373	5,680	5,938	6,113	6,282
경과보험료	5,325	5,666	5,866	6,051	6,212
일반	184	223	226	241	253
자동차	684	708	723	751	774
장기	4,457	4,736	4,918	5,059	5,186
경과손해액	4,498	4,698	4,829	4,986	5,123
일반	116	153	148	164	172
자동차	636	595	594	633	668
장기	3,747	3,950	4,087	4,190	4,284
순사업비	1,162	1,195	1,274	1,326	1,367
보험영업이익	-335	-227	-237	-261	-279
투자영업이익	592	596	651	679	722
영업이익	257	369	413	418	443
영업외이익	-31	-32	-31	-36	-36
세전이익	225	338	382	382	407
법인세비용	54	80	92	92	99
당기순이익	171	258	289	290	309
지배주주 순이익					

**주요투자지표**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업지표 (%)</b>					
경과손해율	84.5	82.9	82.3	82.4	82.5
일반	62.7	68.7	65.5	68.0	68.0
자동차	93.0	84.1	82.2	84.3	86.3
장기	84.1	83.4	83.1	82.8	82.6
사업비율	21.8	21.1	21.7	21.9	22.0
투자이익률	5.1	4.5	4.4	4.1	4.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	11.9	16.6	17.0	15.6	15.0
ROA	1.2	1.7	1.7	1.5	1.5
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	1,624	2,352	2,639	2,642	2,815
보통주 BPS	13,934	14,957	16,090	17,802	19,687
보통주 DPS	570	830	930	930	1,000
<b>기타 지표</b>					
보통주 PER (X)	9.9	6.5	7.2	7.2	6.8
보통주 PBR (X)	1.2	1.0	1.2	1.1	1.0
배당성장률 (%)	35.1	35.3	35.2	35.2	35.5
보통주 배당수익률 (%)	3.5	5.4	4.9	4.9	5.2

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

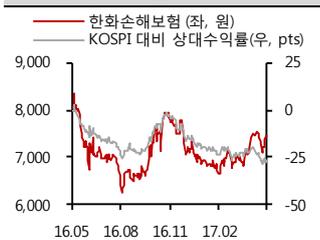
## Company Data

자본금	454 십억원
발행주식수	9,074 만주
자사주	153 만주
액면가	5,000 원
시가총액	672 십억원
주요주주	
한화생명보험(외3)	53.94%
국민연금공단	5.01%
외국인지분율	11.40%
배당수익률	1.40%

## Stock Data

주가(17/05/26)	7,400 원
KOSPI	2355.3 pt
52주 Beta	0.77
52주 최고가	8,350 원
52주 최저가	6,270 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.4%	-6.6%
6개월	-5.1%	-20.5%
12개월	-8.3%	-23.8%

## 한화손해보험 (000370/KS | 매수(신규편입) | T.P 9,500 원(신규편입))

### 실적지표가 꾸준히 개선되는 손보사

한화손해보험의 지속적인 성장성에 주목할 만하다. 동사의 원수보험료는 최근 1년 평균 9.0% YoY 증가했고, 보장성 인보험의 신계약은 평균 16.7% YoY 증가해 상위사를 크게 상회했다. 성장성 둔화를 겪고 있는 보험업계에서 보험료 수입 증가세는 당기의 실적 개선보다 더 중요한 의미를 지닌다고 판단된다. 동사의 견조한 성장성을 고려하면 RBC 비율 상승 시 보유 확대가 가능하다는 점에서 이익체력 증대에 크게 기여할 전망이다.

### 지속적으로 성장하는 손해보험사

한화손해보험은 2015년부터 계속되는 실적 턴어라운드 외에도 지속적인 성장에 주목할 만하다. 한화손해보험의 원수보험료는 최근 1년 간 평균 9.0% YoY 증가했으며, 그 중 장기보험료는 +6.3% YoY의 성장률을 기록했다. 특히 장기 보장성 인보험의 신계약 성장률은 동기간 평균 +16.7% YoY를 나타내 상위 손보사 (-1.8% YoY)를 크게 상회하는 견조한 성장성을 지속하고 있는 것으로 판단한다. 성장성 둔화를 겪고 있는 보험업계 내에서 이러한 보험료 수입의 증가세는 당기의 실적 개선보다 더 중요한 의미를 지닌 것으로 판단한다.

### 보험영업 성장을 위한 RBC 비율 제고 노력이 동반되어야 할 것

한화손해보험의 1Q17 말 RBC 비율은 156.8%를 기록했다. 동사는 2016년 추가출제를 축소해 이익기반을 확대한 바 있는데, 해당 기간 동안 타사보다 높은 보험위험액 증가율을 나타냈다. 즉 충분한 가용자본이 뒷받침된다면 리스크량 증가를 감수한 보유 확대가 가능할 것으로 예상되며, 이는 한화손해보험의 견조한 성장성과 맞물려 이익체력 증대에 크게 기여할 것으로 전망한다. RBC 비율의 상승은 보험업계 전반의 화두이지만, 영업기반 확대의 여지가 높은 동사에게는 보다 더 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단한다.

한화손해보험에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 9,500 원으로 커버리지를 개시한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
경과보험료	십억원	3,562	3,656	3,993	4,204	4,348	4,473
YoY	%		2.6	9.2	5.3	3.4	2.9
보험손익	십억원	-284	-259	-283	-276	-279	-280
투자손익	십억원	326	387	428	449	474	502
합산비율	%	108.0	107.1	107.1	106.6	106.4	106.3
투자수익률	%	4.3	4.3	4.1	3.8	3.7	3.6
영업이익	십억원	42	127	146	174	195	222
YoY	%		204.5	14.3	19.5	12.3	13.5
세전이익	십억원	31	116	135	160	179	202
순이익	십억원	16	95	112	121	136	153
YoY	%		485.9	17.8	8.1	12.0	12.5
EPS	원	179	1,050	1,237	1,338	1,498	1,685
BPS	원	6,553	9,488	9,749	11,098	12,455	13,985
PER	배	25.7	7.4	5.8	5.5	4.9	4.4
PBR	배	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5
ROE	%	2.9	13.1	12.9	12.8	12.7	12.7
배당수익률	%	0.0	0.9	1.4	1.9	2.1	2.3

## Valuation

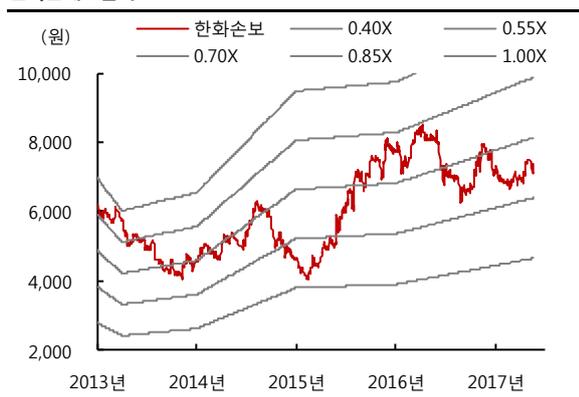
SK 증권은 한화손해보험의 12개월 forward BPS 11,663 원에 목표 PBR 0.82X 를 적용한 9,500 원을 목표주가로 제시한다. 목표 PBR 은 향후 3 개년 기대 ROE 평균 12.8% 를 COE 로 할인하여 산출한 이론적 PBR 1.09X 에 자본 불확실성과 150%대의 RBC 비율을 감안한 할인을 25%를 부여하였다.

### 한화손해보험의 목표주가 산출식

항목	한화손해보험	비고
자기자본비용 (%)	11.7	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	(b): 국제 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.3	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	1.1	(d): 한화손해보험의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	12.8	(e): 한화손해보험의 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.09	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	(25.0)	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	0.82	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	11,663	(j): 한화손해보험의 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	9,500	(k): (i)*(j)
현주가 (05/26, 원)	7,400	
상승여력 (%)	28.4	

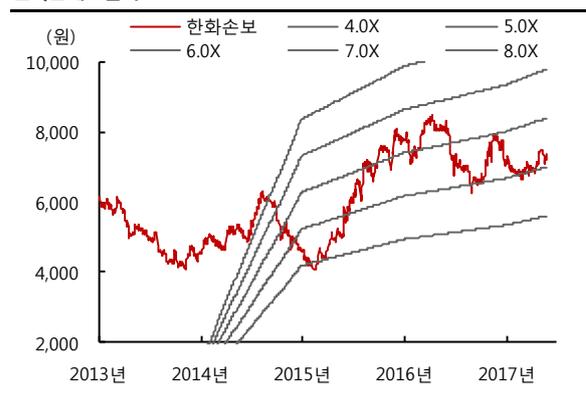
자료: SK 증권

한화손해보험의 PBR Band chart



자료: SK 증권

한화손해보험의 PER Band chart



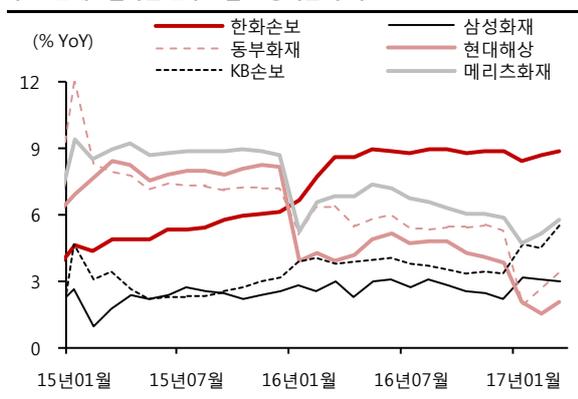
자료: SK 증권

분기별/연도별 한화손해보험 실적추정

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
원수보험료	1,190	1,236	1,252	1,277	1,295	1,312	1,324	1,345	4,954	5,276	5,507
일반	86	105	96	93	106	107	102	102	381	417	435
자동차	192	210	215	223	212	229	234	239	841	915	960
장기	911	920	941	960	977	976	988	1,004	3,733	3,944	4,111
경과보험료	968	983	1,011	1,031	1,043	1,037	1,054	1,070	3,993	4,204	4,348
일반	32	34	37	39	39	34	39	43	142	155	160
자동차	133	139	149	155	151	153	157	161	576	622	650
장기	803	810	825	838	853	850	858	867	3,275	3,427	3,539
경과손해율 (%)	84.5	84.0	82.9	85.5	82.4	82.9	83.1	84.6	84.2	83.3	83.2
일반	65.0	67.3	60.8	75.8	60.6	67.0	67.0	67.0	67.4	65.4	67.0
자동차	85.4	83.8	82.1	87.6	78.3	78.8	84.1	88.6	84.8	82.6	83.0
장기	85.1	84.7	84.1	85.1	84.1	84.2	83.7	84.7	84.8	84.2	84.0
순사업비	209	221	240	242	240	236	251	252	912	980	1,009
사업비율 (%)	21.6	22.5	23.7	23.5	23.0	22.8	23.8	23.6	22.8	23.3	23.2
보험영업이익	(59)	(64)	(67)	(93)	(57)	(58)	(73)	(87)	(283)	(276)	(279)
합산비율 (%)	106.1	106.5	106.6	109.0	105.4	105.6	106.9	108.2	107.1	106.6	106.4
투자영업이익	100	108	112	108	109	111	116	113	428	449	474
투자이익률 (%)	4.0	4.1	4.1	3.9	3.8	3.8	3.8	3.7	4.1	3.8	3.7
영업이익	41	44	45	16	53	53	43	26	146	174	195
당기순이익	28	32	33	19	37	37	30	17	112	121	136
ROE (%)	12.5	12.5	11.9	7.7	16.5	15.9	12.2	6.7	12.9	12.8	12.7

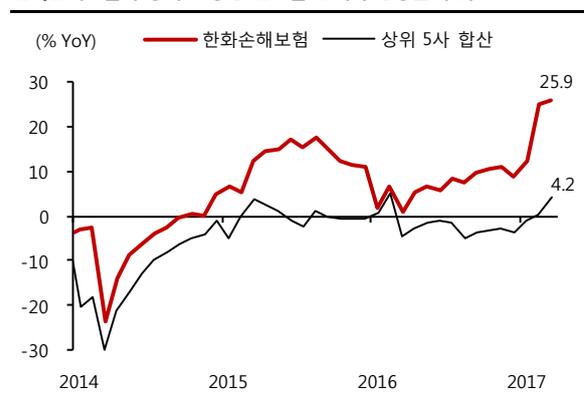
자료: 한화손해보험, SK 증권

주요 손해보험사별 원수보험료 증가율 추이



자료: 각 사, SK 증권

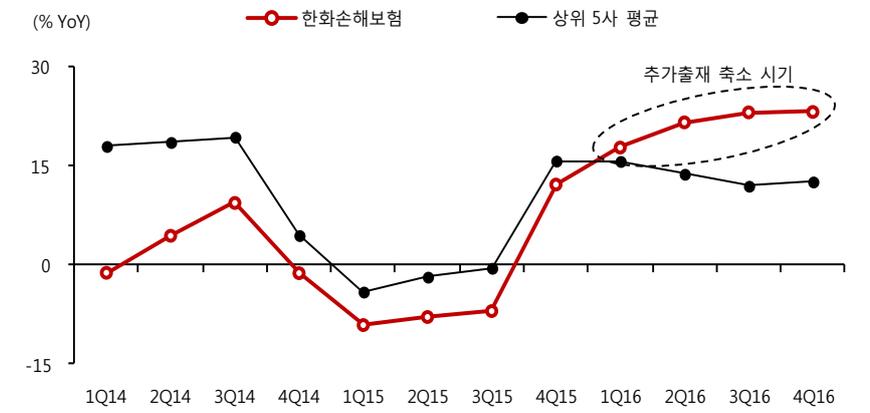
한화손해보험의 장기 보장성 인보험 신계약 성장률 우위



자료: 각 사, SK 증권

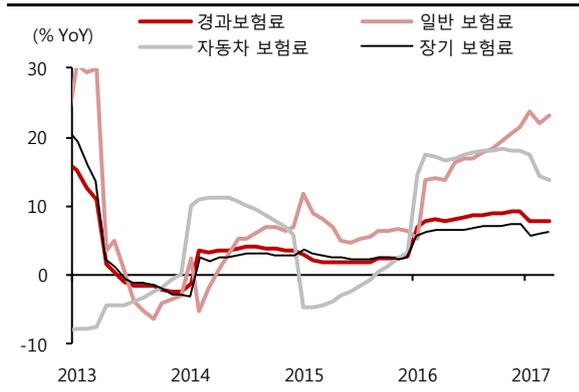
주: 상위 5사는 삼성화재, 동부화재, 현대해상, KB 손해보험, 메리츠화재의 합

한화손해보험 및 상위 5사의 보험위험액 증가율: 추가출재 축소시기에 확대되는 보험리스크



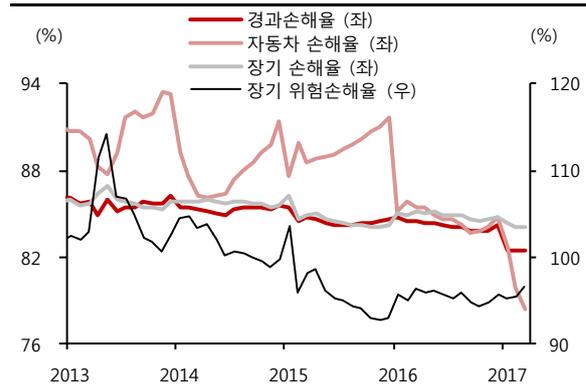
자료: 손해보험협회, SK 증권

한화손해보험의 보증별 경과보험료 증가율



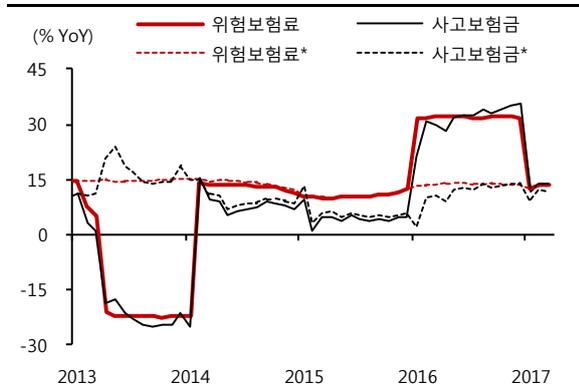
자료: 한화손해보험 SK 증권

한화손해보험의 보증별 경과손해율



자료: 한화손해보험 SK 증권

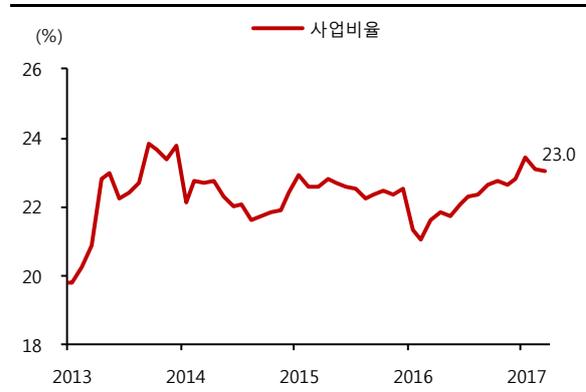
한화손해보험의 장기 위험보험료 및 사고보험금 증가율



자료: 한화손해보험 SK 증권

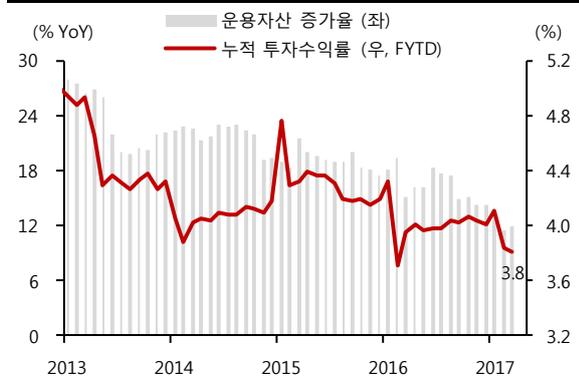
주: \*점선은 추가출재분 반영 전 기준

한화손해보험의 사업비율



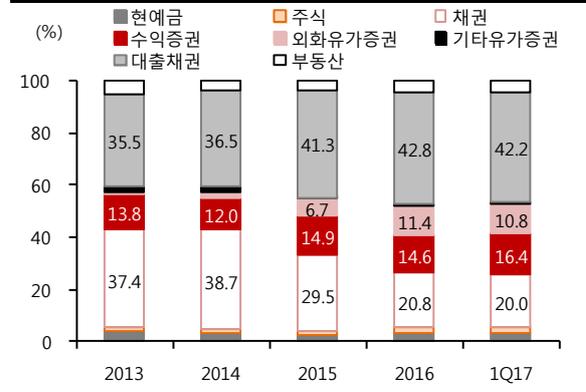
자료: 한화손해보험 SK 증권

한화손해보험의 운용자산 증가율 및 투자수익률



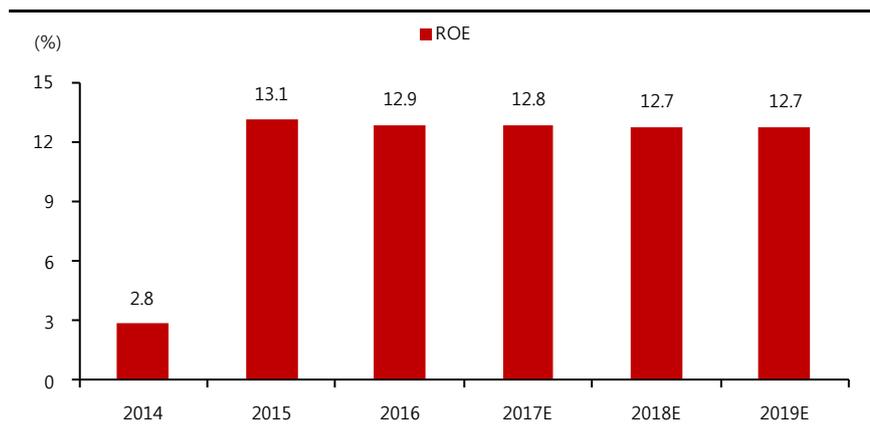
자료: 한화손해보험, SK 증권

한화손해보험의 운용자산 구성비



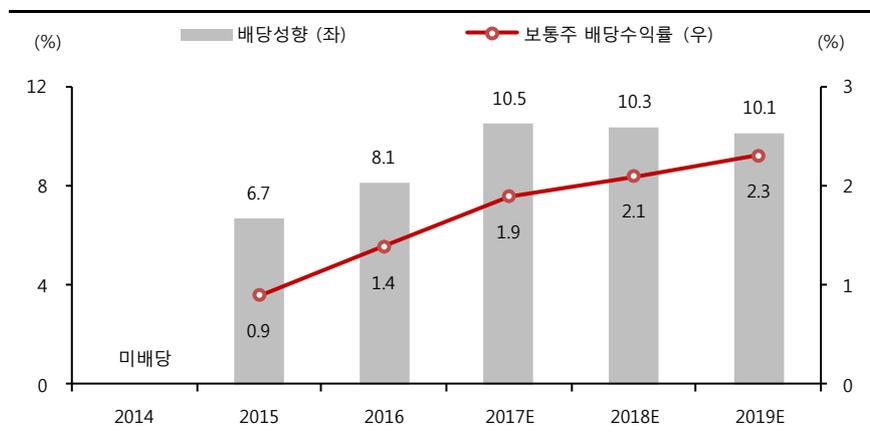
자료: 한화손해보험, SK 증권

한화손해보험의 연도별 ROE



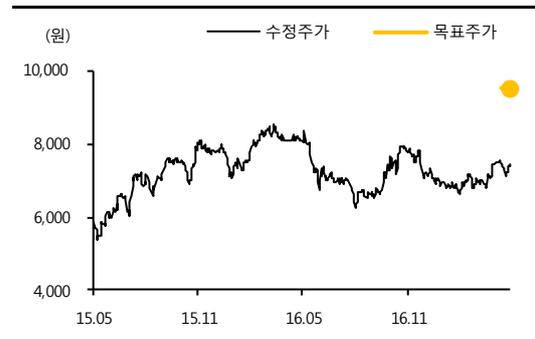
자료: 한화손해보험, SK 증권

한화손해보험의 배당성향 및 배당수익률 전망



자료: WiseFn, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.29	매수	9,500원



**Compliance Notice**

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 29일 기준)**

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

**재무상태표**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>운용자산</b>	9,976	11,389	12,514	13,657	14,743
현금 및 예치금	200	382	269	265	304
유가증권	5,319	5,637	6,379	7,031	7,661
주식	152	213	213	228	244
채권	2,947	2,373	2,608	2,820	3,044
수익증권	1,483	1,663	2,029	2,232	2,433
외화유가증권	672	1,294	1,424	1,638	1,817
기타유가증권	66	95	105	114	123
<b>대출채권</b>	4,123	4,871	5,356	5,845	6,266
부동산	332	497	510	516	512
비운용자산	1,819	1,880	1,898	1,917	1,937
특별계정자산	8	7	7	8	8
<b>자산총계</b>	11,802	13,275	14,420	15,582	16,688
<b>책임준비금</b>	10,188	11,540	12,622	13,819	15,048
지급준비금	671	793	833	874	918
보험료적립금	8,981	10,085	11,182	12,315	13,479
미경과보험료적립금	523	645	589	607	625
기타부채	745	844	783	625	362
특별계정부채	8	7	8	8	8
<b>부채총계</b>	10,942	12,391	13,413	14,452	15,419
<b>지배주주지분</b>					
자본금	454	454	454	454	454
자본잉여금	0	0	30	30	30
이익잉여금	189	264	376	500	638
비상위험준비금	84	102	96	99	102
자본조정	-31	0	0	0	0
기타포괄손익누계	249	167	147	147	147
<b>자본총계</b>	861	885	1,007	1,130	1,269
<b>부채와자본총계</b>	11,802	13,275	14,420	15,582	16,688

**성장률**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>자산</b>	14.2	12.5	8.6	8.1	7.1
운용자산	17.5	14.2	9.9	9.1	8.0
부채	12.4	13.2	8.3	7.8	6.7
책임준비금	13.2	13.3	9.4	9.5	8.9
자본	44.8	2.8	13.8	12.2	12.3
<b>경과보험료</b>	2.6	9.2	5.3	3.4	2.9
일반	6.3	21.5	9.2	3.2	3.0
자동차	3.3	18.1	8.0	4.5	3.5
장기	2.4	7.3	4.6	3.3	2.8
<b>순사업비</b>	3.2	10.7	7.5	3.0	3.1
투자영업이익	18.6	10.7	5.0	5.5	5.7
영업이익	204.5	14.3	19.5	12.3	13.5
순이익	485.9	17.8	8.1	12.0	12.5

자료: SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>원수보험료</b>	4,548	4,954	5,276	5,507	5,717
일반	324	381	417	435	452
자동차	694	841	915	960	999
장기	3,531	3,733	3,944	4,111	4,266
<b>보유보험료</b>	3,708	4,087	4,230	4,373	4,562
<b>경과보험료</b>	3,656	3,993	4,204	4,348	4,473
일반	117	142	155	160	164
자동차	488	576	622	650	673
장기	3,052	3,275	3,427	3,539	3,636
<b>경과손해액</b>	3,093	3,360	3,500	3,618	3,713
일반	75	95	101	107	110
자동차	447	488	513	539	560
장기	2,570	2,776	2,885	2,972	3,043
<b>순사업비</b>	824	912	980	1,009	1,040
<b>보험영업이익</b>	-259	-283	-276	-279	-280
<b>투자영업이익</b>	387	428	449	474	502
<b>영업이익</b>	127	146	174	195	222
영업외이익	-12	-11	-14	-16	-20
세전이익	116	135	160	179	202
법인세비용	21	23	39	43	49
당기순이익	95	112	121	136	153
<b>지배주주 순이익</b>					

**주요투자지표**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업지표 (%)</b>					
경과손해율	84.6	84.3	83.3	83.2	83.0
일반	64.6	67.4	65.4	67.0	67.0
자동차	91.7	84.8	82.6	83.0	83.2
장기	84.2	84.8	84.2	84.0	83.7
사업비율	22.5	22.8	23.3	23.2	23.3
투자이익률	4.3	4.1	3.8	3.7	3.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	13.1	12.9	12.8	12.7	12.7
ROA	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	1,050	1,237	1,338	1,498	1,685
보통주 BPS	9,488	9,749	11,098	12,455	13,985
보통주 DPS	70	100	140	155	170
<b>기타 지표</b>					
보통주 PER (X)	7.4	5.8	5.5	4.9	4.4
보통주 PBR (X)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5
배당성장률 (%)	6.7	8.1	10.5	10.3	10.1
보통주 배당수익률 (%)	0.9	1.4	1.9	2.1	2.3

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**김도하**  
doha.kim@sk.com  
02-3773-8876

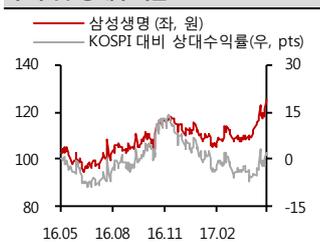
### Company Data

자본금	100 십억원
발행주식수	20,000 만주
자사주	2,043 만주
액면가	500 원
시가총액	25,000 십억원
주요주주	
이건희(외5)	47.02%
삼성생명 자사주	10.21%
외국인지분률	15.90%
배당수익률	1.00%

### Stock Data

주가(17/05/29)	125,000 원
KOSPI	2355.3 pt
52주 Beta	0.57
52주 최고가	125,000 원
52주 최저가	94,800 원
60일 평균 거래대금	26 십억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	15.7%	8.5%
6개월	7.3%	-10.1%
12개월	22.0%	1.3%

삼성생명 (032830/KS | 매수(신규편입) | T.P 145,000 원(신규편입))

## 신계약가치와 지분가치의 증가는 긍정적 요인

삼성생명은 APE 성장성 둔화에도 불구하고 신계약마진의 상승에 따라 양호한 신계약가치 증가를 기록했다 (1Q17 +16.9% YoY). 삼성생명의 주요 자산 중 하나인 삼성전자 지분은 장기간 보유 중인 상태로 처분 유인이 크지 않았으나, 최근 삼성자산의 자사주 소각 예정 및 각종 규제에 따라 중장기적인 매각 가능성은 높아질 것으로 전망한다. 이에 따라 보유가치에 대한 정당한 평가가 필요하다는 판단이다.

### 양적 성장의 둔화를 상쇄하는 질적 성장

삼성생명의 최근 APE (연납화 보험료) 성장성 둔화는 아쉬운 부분이었으나, 이를 상쇄하는 신계약마진의 상승이 전체 신계약가치의 증가를 견인하고 있다. 삼성생명의 1Q17 신계약가치는 2,910 억원으로 16.9% YoY 증가해 양호한 질적 개선을 기록했다. 이는 보장성 보험 내에서도 상대적인 고마진 상품의 비중이 증가한 데 따른 것으로, 포트폴리오 마진 개선은 당분간 이어질 것으로 전망된다. 다만 양적 성장의 동반도 결국에는 뒤따라야 할 것으로 판단한다.

### 보유 중인 삼성전자 지분에 대한 정당한 가치 부여 필요

삼성생명에게 삼성전자 지분 (보통주 기준 7.6%)은 주요 자산 중 하나이지만 1980 년 이전 취득해 장기간 보유 중인 상태로, 처분의 유인이 크지 않았다. 그러나 1) 삼성전자의 자사주 소각 시의 지분율 상승에 따른 지분 일부 매각 유인과 2) 금융그룹 통합감독 도입 시 계열사 출자분의 자본 불인정으로 인해 예상되는 RBC 비율의 급락, 3) 보험사의 보유 지분한도 산정 시 시가평가를 원칙으로 하는 보험업법 개정안 발의, 4) 금융계열사의 의결권 행사를 제한하는 공정거래법 개정안 발의, 5) 신 RBC 도입 시 주식 위험계수 상향 가능성, 6) IFRS9 시행에 따른 리스크 등의 현안들은 삼성생명이 보유한 삼성전자 지분을 처분할 가능성을 높여주고 있다. 물론 해당 사항들이 영향을 발휘하기 위해서는 최소 2년 이상의 기간이 소요될 것으로 예상되나, 중장기적으로 지분 매각의 당위성은 높아질 전망이다. 장기보유했던 지분의 매각 가능성이 높아진 만큼 보유가치에 대한 정당한 평가가 필요하다고 판단하며, 이를 목표주가 산정에 고려하였다.

삼성생명에 대해 투자이견 BUY, 목표주가 145,000 원으로 커버리지를 개시한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	십억원	28,239	27,457	27,884	28,481	29,318	30,433
YoY	%		-28	1.6	2.1	2.9	3.8
보험손익	십억원	3,797	3,497	2,476	2,545	2,731	2,937
투자손익	십억원	6,853	6,428	8,000	6,976	6,891	7,266
위험손해율	%	84.4	76.8	82.1	77.7	77.2	76.9
투자수익률	%	4.3	3.7	4.1	3.2	3.0	3.0
영업이익	십억원	619	61	1,235	530	373	409
YoY	%		-90.1	1,918.3	-57.1	-29.5	9.6
세전이익	십억원	1,603	1,372	2,607	1,945	1,903	2,045
순이익	십억원	1,337	1,210	2,150	1,474	1,443	1,550
YoY	%		-9.5	77.8	-31.4	-2.2	7.4
EPS	원	7,074	6,479	11,440	7,817	7,648	8,216
BPS	원	117,863	128,550	157,642	168,959	174,707	181,023
PER	배	16.5	17.0	9.8	16.0	16.3	15.2
PBR	배	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE	%	6.4	5.3	7.9	4.8	4.5	4.6
배당수익률	%	1.6	1.6	1.1	1.5	1.5	1.6

## Valuation

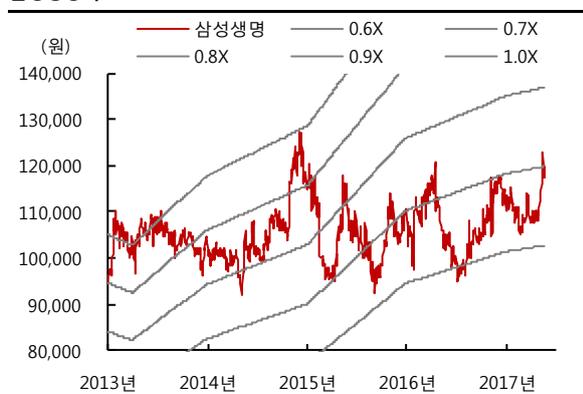
SK 증권은 삼성생명의 목표주가 산정 시, 1) 보유한 삼성전자 지분의 영향을 자본 및 이익에서 제거하고 산출한 사업가치와 2) 삼성전자 지분의 세후 평가이익(20 일 평균 주가 기준)에 주가 변동성 및 계약자배당 리스크를 감안해 20%를 할인한 지분가치를 합산하였다. 사업가치는 삼성생명의 12 개월 forward BPS 108,376 원에 목표 PBR 0.69X 를 적용했으며, 이는 이론적 PBR 에 생명보험사의 자본 불확실성에 따른 할인을 20%와 업종 선도사로서의 프리미엄 10%를 각각 적용한 결과이다.

### 삼성생명의 목표주가 산출식

항목	삼성생명	비고
(a)~(h)는 보유 삼성전자 지분 영향 (평가액 배당수의 등)을 제외한 사업가치 기준		
자기자본비용 (%)	7.5	(a): 산출방식 상동
Average ROE (%)	5.7	(b): 삼성생명의 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(c)
이론적 PBR (X)	0.77	(d): (b-c)/(a-c)
할증률 (할인율, %)	(10.0)	(e): 생명보험업 -20% + 업종 선도사 +10%
목표 PBR (X)	0.69	(f): (d)*(e)
수정 BPS (원)	108,376	(g): 삼성생명의 12개월 forward BPS
사업가치 총액 (십억원)	14,934	(h): (f)*(g)*발행주식수
삼성전자 지분가치 (십억원)	14,221	(i): 보유 지분의 세후 평가액에 20% 할인 적용
적정 시가총액 (십억원)	29,155	(j): (h)+(i)
목표주가 (원)	145,000	(k): (j)/발행주식수
현주가 (05/26, 원)	125,000	
상승여력 (%)	16.0	

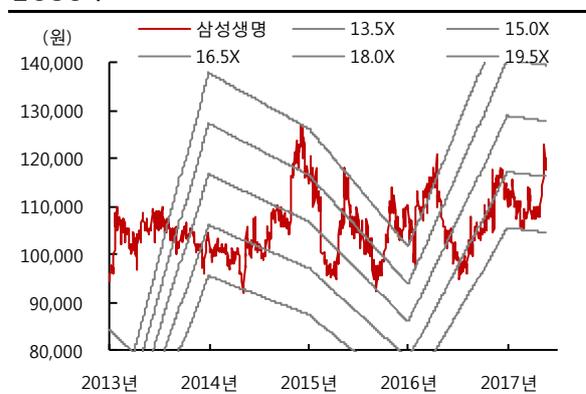
자료: SK 증권

삼성생명의 PBR Band chart



자료: SK 증권

삼성생명의 PER Band chart



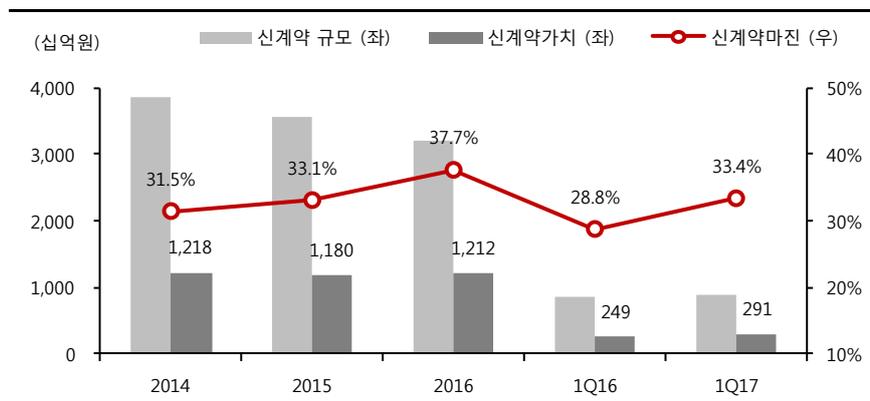
자료: SK 증권

분기별/연도별 삼성생명 실적추정

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
수입보험료	6,353	6,545	6,240	8,746	6,596	6,594	6,317	8,975	27,884	28,481	29,318
보장성	3,081	3,161	3,165	3,201	3,203	3,288	3,292	3,329	12,608	13,111	13,685
연금형	1,832	1,783	1,735	1,712	1,813	1,694	1,683	1,695	7,062	6,884	6,935
저축성	597	607	648	588	710	589	622	576	2,440	2,497	2,463
퇴직	843	993	693	3,246	869	1,023	721	3,375	5,775	5,988	6,235
보험손익	597	705	630	544	506	750	657	631	2,476	2,545	2,731
보험영업수익	4,219	4,284	4,285	4,258	4,465	4,331	4,364	4,387	17,046	17,547	18,059
보험영업비용	3,622	3,580	3,655	3,714	3,959	3,581	3,706	3,756	14,570	15,002	15,327
투자손익	2,819	1,540	1,893	1,749	2,032	1,612	1,689	1,644	8,000	6,976	6,891
책임준비금전입액	2,247	2,139	2,173	2,682	2,091	2,051	2,157	2,693	9,242	8,991	9,249
영업이익	1,168	106	349	(389)	447	312	189	(418)	1,235	530	373
영업외이익	332	352	339	350	337	374	360	344	1,373	1,415	1,530
특별계정 수입수수료	347	357	364	374	382	379	388	388	1,443	1,536	1,652
세전이익	1,501	458	688	(39)	785	685	550	(74)	2,607	1,945	1,903
법인세비용	233	105	173	(53)	190	166	133	(18)	458	471	461
당기순이익	1,268	353	514	15	595	519	417	(56)	2,150	1,474	1,443
지배주주 순이익	1,240	329	486	(1)	566	495	397	(54)	2,054	1,404	1,373
위험손해율 (%)	80.9	79.3	78.2	90.0	81.8	78.0	76.8	74.4	82.1	77.7	77.2
사업비율 (%)	12.5	12.9	13.3	9.9	12.1	11.9	12.1	11.4	12.0	11.8	12.2
투자수익률 (%)	5.9	3.0	3.6	3.3	3.8	3.0	3.1	2.9	4.1	3.2	3.0
ROE (%)	19.5	4.7	6.4	(0.0)	7.8	6.6	5.3	(0.7)	7.9	4.8	4.5

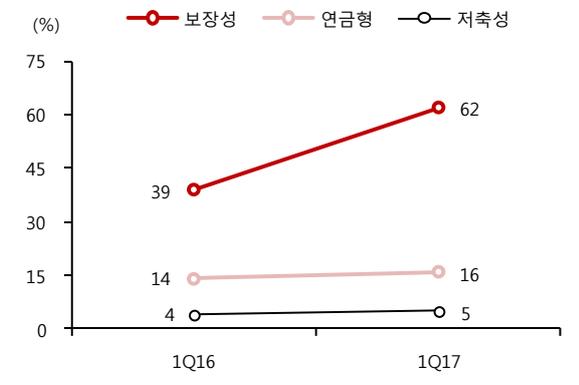
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명, 신계약마진 상승에 따른 신계약가치 증가 시현



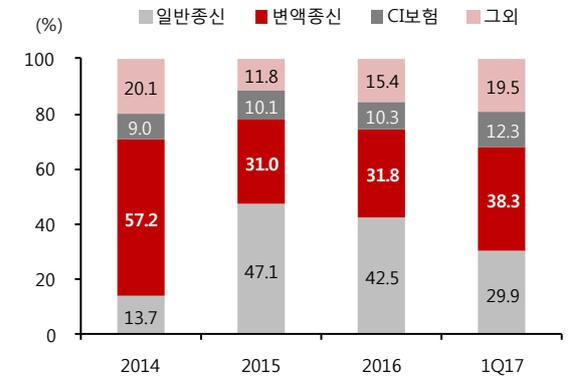
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 보증별 신계약마진



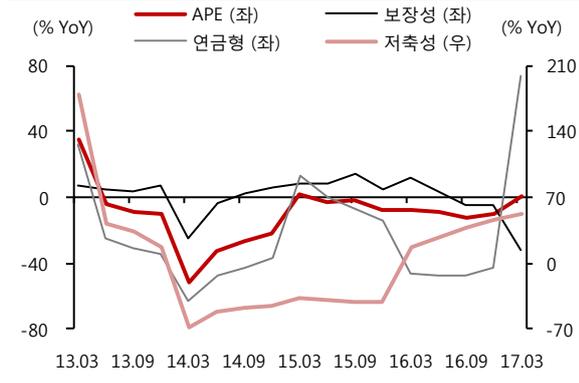
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 보증성 APE 내 상품별 비중



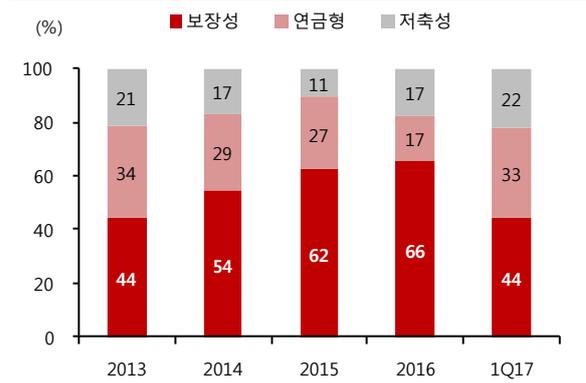
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 보증별 APE 증가율



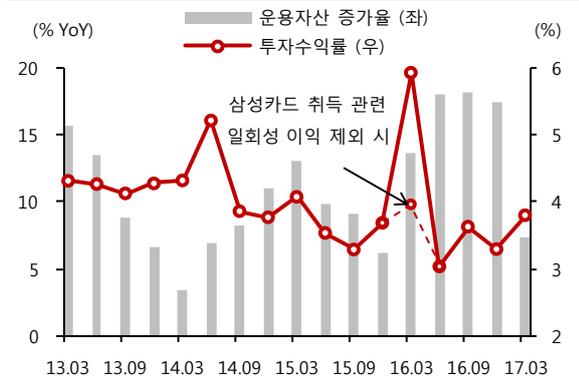
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 보증별 APE 구성비



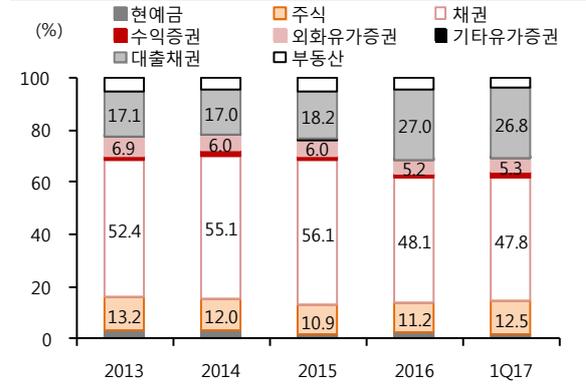
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 운용자산 증가율 및 투자수익률



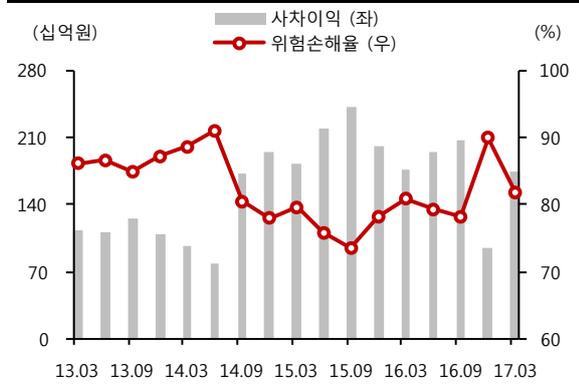
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 운용자산 구성비



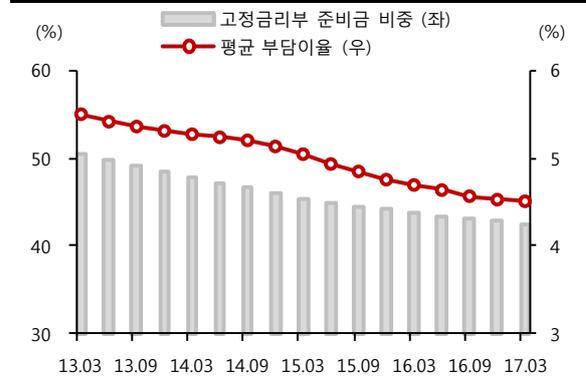
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 위험손해율 및 사차이익 추이



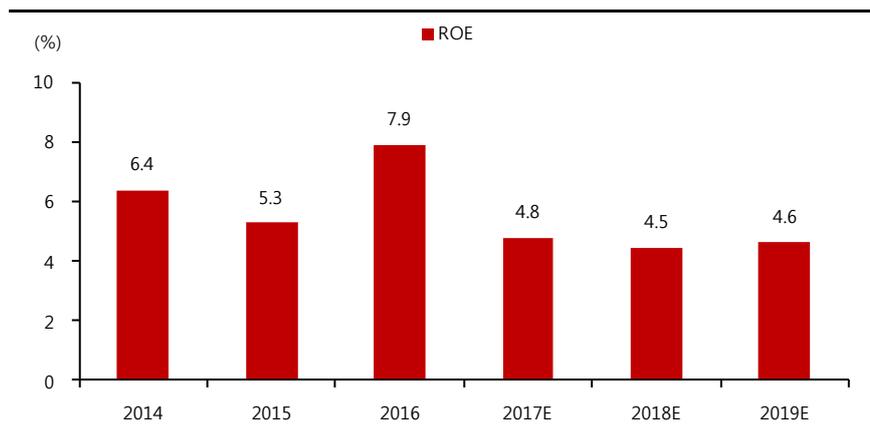
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 고정금리 준비금 비중 및 부담이율 추이



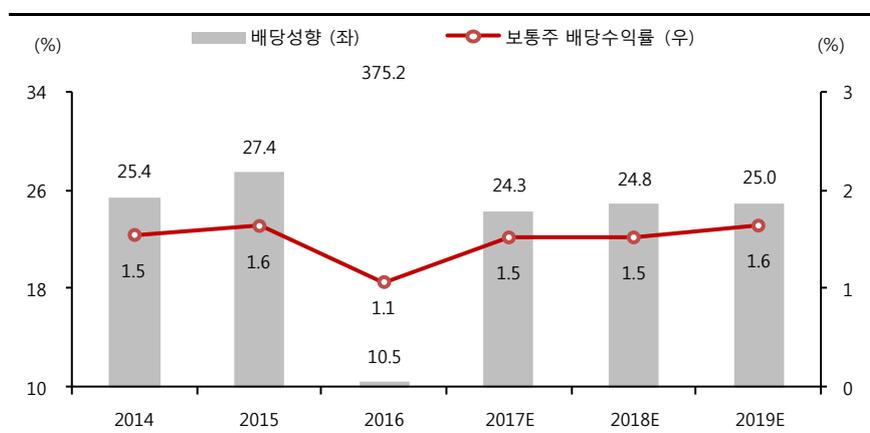
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 연도별 ROE



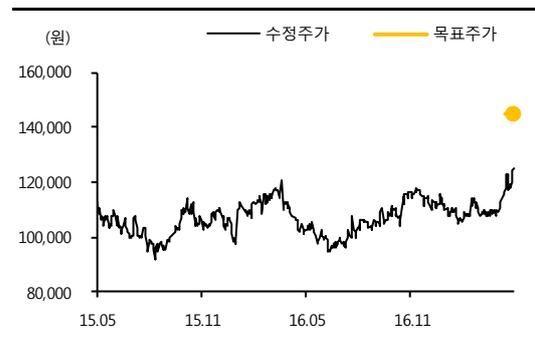
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 배당성향 및 배당수익률 전망



자료: WiseFn, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.29	매수	145,000원



**Compliance Notice**

- 작성자(검도하는)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 29일 기준)**

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

**재무상태표**

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	183,082	214,879	226,525	238,400	252,076
현금 및 예치금	3,272	5,823	4,377	4,994	5,281
유가증권	137,227	142,071	152,784	160,882	170,615
주식	20,046	24,124	24,637	25,622	26,647
채권	102,748	103,316	111,581	117,160	124,190
수익증권	2,848	3,035	3,278	3,507	3,753
외화유가증권	10,985	11,129	12,798	14,078	15,486
기타유가증권	599	467	490	514	540
대출채권	33,363	58,063	60,736	63,920	67,586
부동산	9,220	8,923	8,629	8,604	8,594
비운용자산	7,695	8,269	8,517	8,773	9,036
특별계정자산	39,586	41,505	43,995	46,195	48,505
<b>자산총계</b>	<b>230,363</b>	<b>264,654</b>	<b>279,038</b>	<b>293,368</b>	<b>309,617</b>
책임준비금	149,118	158,729	168,125	177,780	187,978
보험료적립금	143,389	152,281	161,457	171,039	181,017
계약자지분조정	6,969	8,076	7,995	8,315	8,647
기타부채	9,976	25,683	26,088	27,088	29,231
특별계정부채	40,578	43,857	46,489	48,813	51,254
<b>부채총계</b>	<b>206,641</b>	<b>236,345</b>	<b>248,697</b>	<b>261,995</b>	<b>277,110</b>
지배주주지분	23,646	26,644	28,688	29,720	30,855
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	6	63	63	63	63
이익잉여금	11,567	13,289	14,477	15,509	16,643
자본조정	-1,576	-2,118	-2,118	-2,118	-2,118
기타포괄손익누계	13,548	15,310	16,166	16,166	16,166
<b>자본총계</b>	<b>23,722</b>	<b>28,308</b>	<b>30,341</b>	<b>31,373</b>	<b>32,507</b>
<b>부채외자본총계</b>	<b>230,363</b>	<b>264,654</b>	<b>279,038</b>	<b>293,368</b>	<b>309,617</b>

**성장률**

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	7.4	14.9	5.4	5.1	5.5
운용자산	6.2	17.4	5.4	5.2	5.7
특별계정자산	15.0	4.8	6.0	5.0	5.0
부채	7.5	14.4	5.2	5.3	5.8
책임준비금	7.3	6.4	5.9	5.7	5.7
자본	6.4	19.3	7.2	3.4	3.6
수입보험료	-2.8	1.6	2.1	2.9	3.8
일반계정	-0.7	-3.6	2.9	2.9	3.9
특별계정	-6.1	10.3	1.0	3.0	3.6
순사업비	-0.6	-2.3	5.3	2.2	4.0
투자영업이익	-6.2	24.4	-12.8	-1.2	5.4
세전이익	-14.5	90.1	-25.4	-2.2	7.4
순이익	-9.5	77.7	-31.4	-2.2	7.4
지배주주 순이익	-9.4	69.6	-31.7	-2.2	7.4

**포괄손익계산서**

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	27,457	27,884	28,481	29,318	30,433
일반계정	17,287	16,669	17,159	17,655	18,351
특별계정	10,170	11,215	11,323	11,662	12,083
보험손익	3,497	2,476	2,545	2,731	2,937
보험영업수익	17,612	17,046	17,547	18,059	18,769
보험료수익	17,354	16,768	17,252	17,749	18,445
재보험수익	258	278	295	309	325
보험영업비용	14,115	14,570	15,002	15,327	15,833
지급보험금	10,210	10,610	10,907	11,103	11,440
재보험비용	289	311	328	345	362
사업비	1,559	1,524	1,605	1,641	1,707
신계약비상각비	2,057	2,124	2,160	2,237	2,322
할인료	0	2	0	0	0
투자손익	6,428	8,000	6,976	6,891	7,266
책임준비금전입액	9,864	9,242	8,991	9,249	9,793
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	61	1,235	530	373	409
영업외이익	1,310	1,373	1,415	1,530	1,635
특별계정 수입수수료	1,306	1,443	1,536	1,652	1,756
특별계정 지급수수료	5	1	2	3	3
세전이익	1,372	2,607	1,945	1,903	2,045
법인세비용	162	458	471	461	495
당기순이익	1,210	2,150	1,474	1,443	1,550
지배주주 순이익	1,211	2,054	1,404	1,373	1,475

**주요투자지표**

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업지표 (%)</b>					
보험금 지급률	59.1	63.7	63.6	62.9	62.3
위험손해율	76.8	82.1	77.7	77.2	76.9
사업비용	12.7	12.0	11.8	12.2	12.5
투자이익률	3.7	4.1	3.2	3.0	3.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	5.3	7.9	4.8	4.5	4.6
ROA	0.5	0.8	0.5	0.5	0.5
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	6,479	11,440	7,817	7,648	8,216
보통주 BPS	128,550	157,642	168,959	174,707	181,023
보통주 DPS	1,800	1,200	1,900	1,900	2,050
<b>기타 지표 (%)</b>					
보통주 PER (배)	17.0	9.8	16.0	16.3	15.2
보통주 PBR (배)	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
배당성향	27.4	10.5	24.3	24.8	25.0
보통주 배당수익률	1.6	1.1	1.5	1.5	1.6

자료: SK증권 추정

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

dohakim@sk.com

02-3773-8876

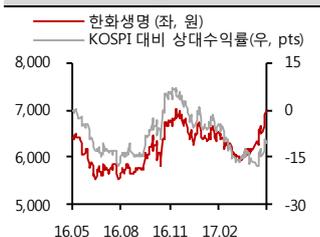
## Company Data

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

## Stock Data

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

## 주가 및 상대수익률



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

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

## 시장금리 상승의 수혜주

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

## 시장금리 상승기의 수혜가 기대되는 생명보험주

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

## 신종자본증권 5,000 억원 발행으로 RBC 비율 10%p 상승

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

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

## 영업실적 및 투자지표

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

## Valuation

SK 증권은 한화생명의 12 개월 forward BPS 12,528 원에 목표 PBR 0.65X 를 적용한 8,300 원을 목표주가로 제시한다. 목표 PBR 은 향후 3 개년 기대 ROE 평균 5.6%를 COE 로 할인하여 산출한 이론적 PBR 0.83X 에 생명보험사의 자본 불확실성을 감안한 할인을 20%를 부여하였다.

### 한화생명의 목표주가 산출식

항목	한화생명	비고
자기자본비용 (%)	6.8	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	(b): 국제 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.3	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.6	(d): 한화생명의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	5.6	(e): 한화생명의 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	0.82	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	(20.0)	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	0.65	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	12,528	(j): 한화생명의 12개월 forward BPS
<b>목표주가 (원)</b>	<b>8,300</b>	(k): (i)*(j)
현재가 (05/26, 원)	7,000	
상승여력 (%)	18.6	

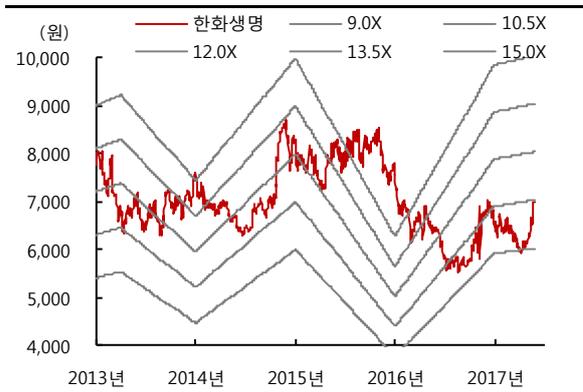
자료: SK 증권

한화생명의 PBR Band chart



자료: SK 증권

한화생명의 PER Band chart



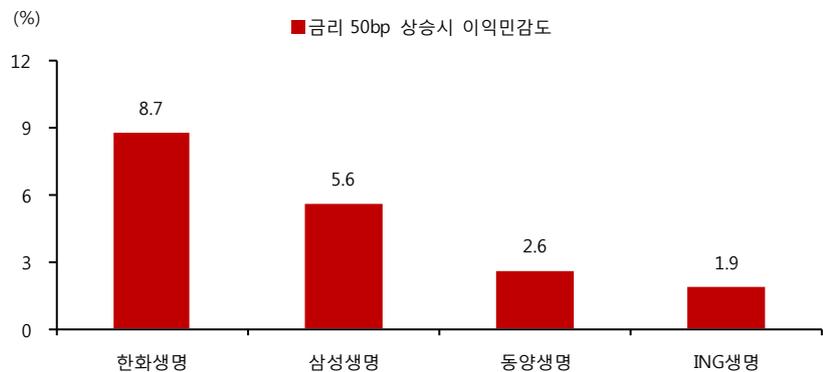
자료: SK 증권

분기별/연도별 한화생명 실적추정

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

자료: 한화생명, SK 증권

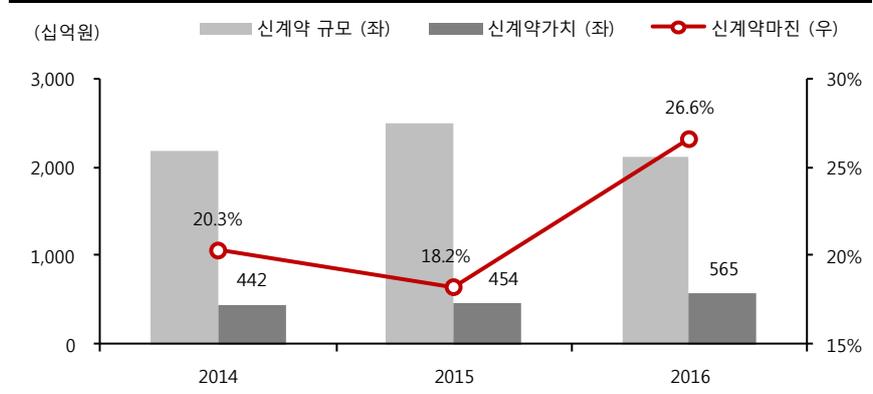
금리 50bp 상승 시 주요 생명보험사별 이익변동 추정



자료: 생명보험협회, SK 증권

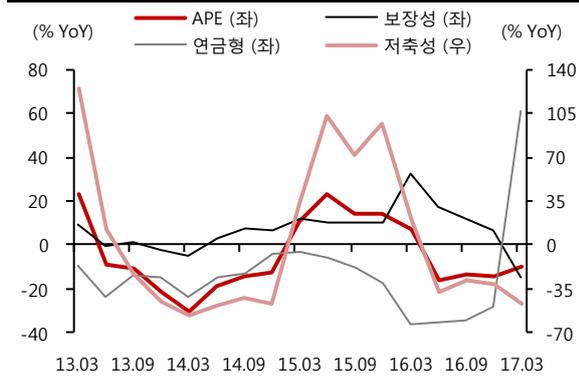
주: 2017년 순이익 전망치 대비 예상 변동률, 금리연동형 부채의 부담이율은 금리상승분을 절반 반영한다고 가정

한화생명, 신계약마진 상승에 따른 신계약가치 증가 시현



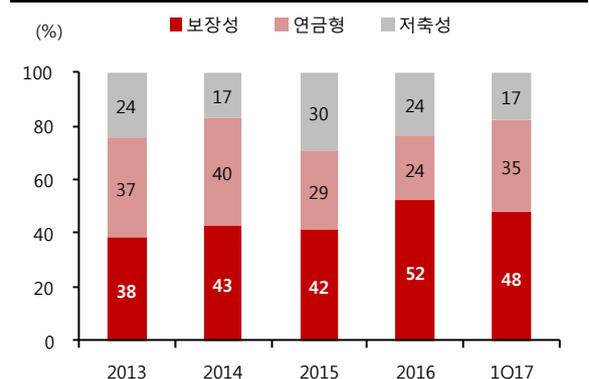
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 보증별 APE 증가율



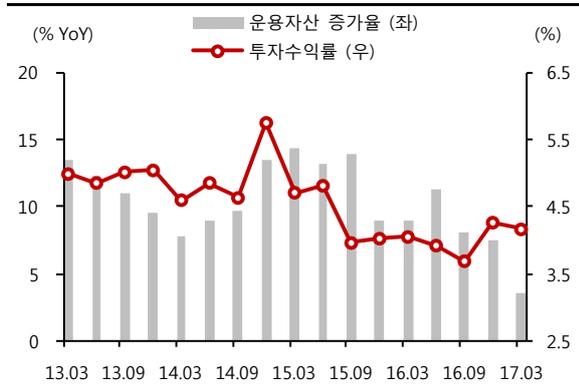
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 보증별 APE 구성비



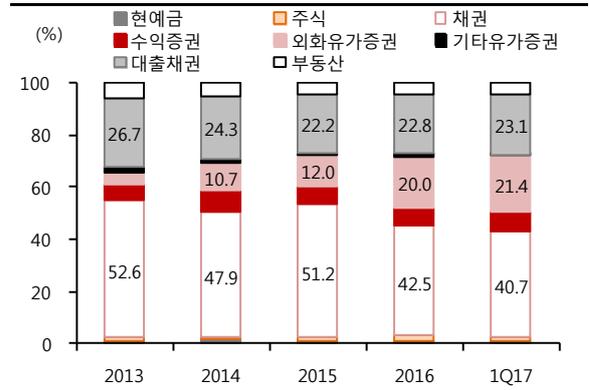
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 운용자산 증가율 및 투자수익률



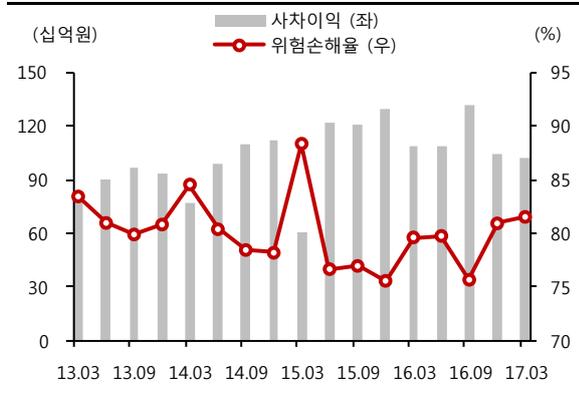
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 운용자산 구성비



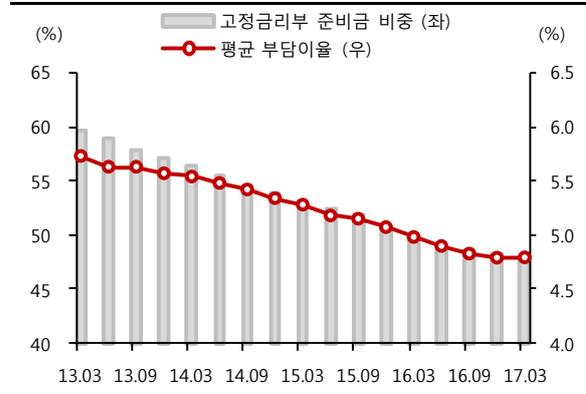
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 위험손해율 및 사차이익 추이



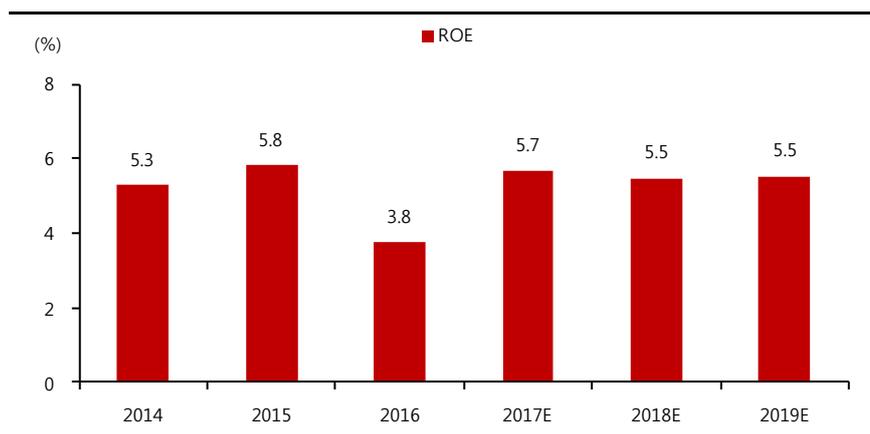
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 고정금리부 준비금 비중 및 부담이율 추이



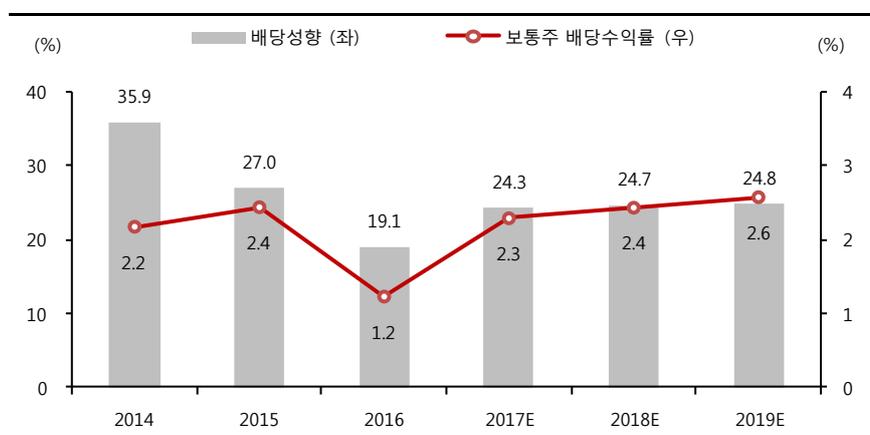
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 연도별 ROE



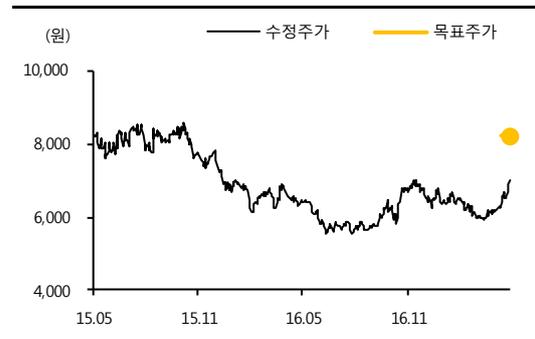
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 배당성향 및 배당수익률 전망



자료: WiseFn, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.29	매수	8300원



**Compliance Notice**

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 29일 기준)**

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

**재무상태표**

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	76,466	82,187	86,982	92,514	98,211
현금 및 예치금	751	754	1,110	1,314	1,251
유가증권	55,291	59,246	61,959	66,155	70,883
주식	857	1,492	1,567	1,645	1,727
채권	39,149	34,921	32,476	34,217	36,324
수익증권	5,477	5,525	6,354	6,735	7,140
외화유가증권	9,143	16,437	21,039	23,008	25,116
기타유가증권	664	871	522	549	576
대출채권	16,980	18,736	20,337	21,353	22,275
부동산	3,519	3,502	3,576	3,692	3,802
비운용자산	3,383	3,281	3,380	3,481	3,585
특별계정자산	19,007	19,863	20,856	21,690	22,558
<b>자산총계</b>	<b>98,855</b>	<b>105,331</b>	<b>111,217</b>	<b>117,685</b>	<b>124,354</b>
책임준비금	67,689	73,290	78,298	83,670	89,241
보험료적립금	64,726	69,949	74,581	79,533	84,827
계약자지분조정	1,137	813	854	888	923
기타부채	1,996	2,206	904	693	427
특별계정부채	19,462	20,869	21,913	22,789	23,701
<b>부채총계</b>	<b>90,283</b>	<b>97,179</b>	<b>101,969</b>	<b>108,040</b>	<b>114,291</b>
지배주주지분					
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	985	985	985
이익잉여금	2,494	2,680	3,137	3,534	3,952
자본조정	(924)	(924)	(924)	(924)	(924)
기타포괄손익누계	2,174	1,569	1,707	1,707	1,707
<b>자본총계</b>	<b>8,572</b>	<b>8,153</b>	<b>9,248</b>	<b>9,645</b>	<b>10,063</b>
<b>부채와자본총계</b>	<b>98,855</b>	<b>105,331</b>	<b>111,217</b>	<b>117,685</b>	<b>124,354</b>

**성장률**

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

자료: SK증권 추정

**포괄손익계산서**

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

**주요투자지표**

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

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

## Company Data

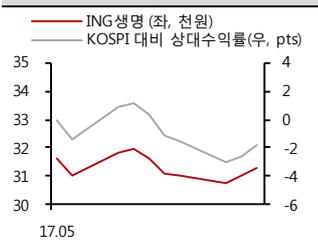
자본금	82 십억원
발행주식수	8,200 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	2,579 십억원
주요주주	
라이프투자 유한회사	59.14%

외국인지분율	33.40%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(17/05/26)	31,450 원
KOSPI	2355.3 pt
52주 Beta	0.00
52주 최고가	31,950 원
52주 최저가	30,750 원
60일 평균 거래대금	21 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	%	%
6개월	%	%
12개월	%	%

아이엔지생명 (079440/KS | 매수(유지) | T.P 39,000 원(하향))

## 안정적인 배당투자자에 적합한 보험주

ING 생명은 최근 3년 간 45~69%의 배당성향을 기록했으며, 최대주주가 유지되는 한 50% 이상의 배당성향을 지속할 계획으로 밝혔다. 동사의 2017년 기대 배당수익률은 6.8%로 배당투자로서의 매력도가 높은 것으로 판단한다. 동사의 RBC 비율은 배당금 지급 및 채권 평가손 발생으로 31.5%p QoQ 하락했는데, 금리에 대한 민감도는 높지만 듀레이션 매칭 덕분에 연내 규제 강화에 대해 양호한 자본비율 방어가 가능할 전망이다.

## 높은 배당 매력도가 주요 투자포인트

ING 생명은 MBK 파트너스의 인수 이후 첫 해를 제외하면 45~69% 수준의 배당성향을 기록했다. 최대주주가 유지되는 한 50% 이상의 배당성향을 지속할 계획으로 밝혀 당분간 높은 배당매력도는 유효할 것으로 판단한다. SK 증권은 ING 생명의 배당성향을 53% 수준으로 가정했으며, 이때 2017년 배당수익률은 6.8%로 기대된다. ING 생명의 안정적인 운용자산 포트폴리오 및 향후 3개년 평균 8.3%의 ROE를 고려할 때, 배당투자로서의 매력도가 높은 것으로 판단한다.

## 높은 RBC 비율, 금리 상승에 대한 리스크는 존재

ING 생명의 1Q17 말 RBC 비율은 287.7% (-31.5%p QoQ)를 기록했다. 이는 여전히 높은 수준이나 타사 대비로는 큰 폭의 하락을 보였는데, 주된 원인은 가용자본의 감소(배당금 지급 1,670억원, 평가손 발생 1,920억원 수준)인 것으로 판단된다. 평분기 금리에 의한 RBC 비율 영향은 10bp 상승 시 -11%p 내외인 것으로 추정돼 타사 대비 금리 상승에 따른 민감도는 높은 수준이다. 다만 ING 생명은 듀레이션 갭이 +2.4년으로 상장 보험사 중 가장 높기 때문에, 연내 예정된 부채 듀레이션 증가에도 상대적으로 양호한 자본비율 방어가 가능할 것으로 전망된다.

ING 생명에 대한 투자 의견 BUY를 유지한다. 다만 1Q17 말 예상보다 자본 감소가 크게 나타나면서 기대 BPS가 하락한 데 따라, 목표주가를 39,000원으로 기존 대비 6% 하향 조정한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	십억원	3,805	4,500	4,058	4,075	4,125	4,246
YoY	%		18.2	-9.8	0.4	1.2	2.9
보험손익	십억원	795	1,615	795	935	966	998
투자손익	십억원	773	827	852	842	871	921
위험손해율	%	90.1	82.2	86.0	81.1	77.6	77.5
투자수익률	%	4.5	4.1	3.7	3.4	3.2	3.2
영업이익	십억원	195	314	228	363	395	418
YoY	%		61.1	-27.2	58.7	9.1	5.8
세전이익	십억원	292	396	315	438	469	489
순이익	십억원	223	305	241	332	355	371
YoY	%		36.4	-21.0	37.8	7.1	4.4
EPS	원	2,725	3,717	2,936	4,046	4,331	4,522
BPS	원	34,465	51,961	50,578	50,245	52,426	54,648
PER	배	0.0	0.0	0.0	7.8	7.3	7.0
PBR	배	0.0	0.0	0.0	0.6	0.6	0.6
ROE	%	8.9	8.6	5.7	8.0	8.4	8.5
배당수익률	%	0.0	0.0	0.0	6.8	7.3	7.6

## Valuation

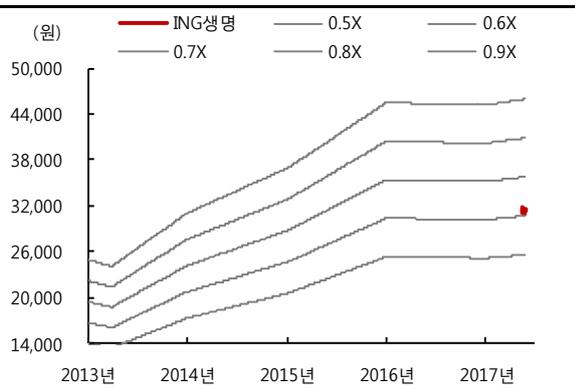
SK 증권은 ING 생명의 목표주가를 12 개월 forward BPS 51,154 원에 목표 PBR 0.76X 를 적용한 39,000 원으로 6% 하향 조정한다. 하향 조정의 주된 근거는 ING 생명의 1Q17 말 자본이 예상보다 큰 폭으로 감소한 데 따른 BPS 하락이며, 생명보험사의 자본 불확실성을 감안한 할인율도 기존 15%보다 확대된 20%로 부여하였다.

### ING 생명의 목표주가 산출식

항목	ING생명	비고
자기자본비용 (%)	8.8	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	(b): 국제 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.3	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.8	(d): ING생명의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	8.3	(e): ING생명의 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	0.95	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	(20.0)	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	0.76	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	51,154	(j): ING생명의 12개월 forward BPS
<b>목표주가 (원)</b>	<b>39,000</b>	(k): (i)*(j)
현주가 (05/26, 원)	31,450	
상승여력 (%)	24.0	

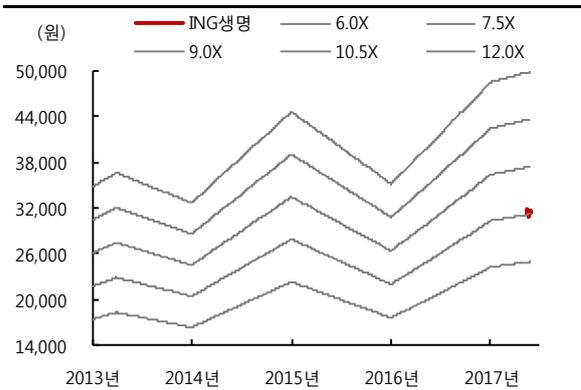
자료: SK 증권

ING 생명의 PBR Band chart



자료: SK 증권

ING 생명의 PER Band chart



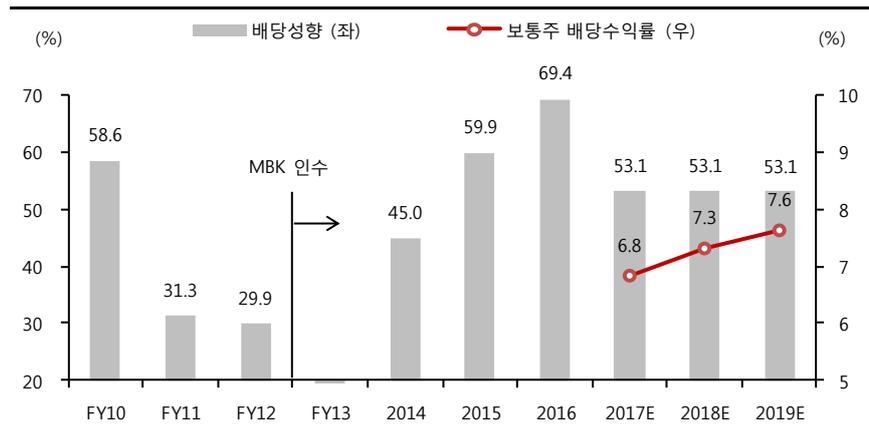
자료: SK 증권

분기별/연도별 ING 생명 실적추정

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
수입보험료	967	997	1,063	1,030	961	1,014	1,068	1,032	4,058	4,075	4,125
보험손익	199	165	220	211	196	218	264	257	795	935	966
보험영업수익	770	801	849	830	761	814	849	828	3,250	3,252	3,285
보험영업비용	571	636	629	619	565	596	585	571	2,455	2,317	2,319
투자손익	213	212	207	220	211	209	211	211	852	842	871
책임준비금전입액	344	366	332	376	341	332	361	380	1,419	1,414	1,441
영업이익	68	11	94	55	66	96	113	88	228	363	395
영업외이익	22	40	3	22	25	24	5	22	87	75	73
특별계정 수입수수료	29	27	29	30	31	31	31	30	115	123	121
세전이익	90	51	98	77	90	119	118	110	315	438	469
법인세비용	21	12	24	17	22	29	29	27	74	106	113
당기순이익	69	38	74	60	68	90	89	84	241	332	355
위험손해율 (%)	78.9	92.4	87.7	84.9	89.9	82.1	75.9	76.7	86.0	81.1	77.6
사업비율 (%)	15.8	14.3	14.9	15.2	15.3	13.8	14.4	14.7	15.0	14.5	14.5
투자수익률 (%)	3.7	3.5	3.4	3.6	3.5	3.3	3.3	3.2	3.7	3.4	3.2
ROE (%)	6.3	3.2	5.9	5.2	6.8	9.3	9.0	8.2	5.7	8.0	8.4

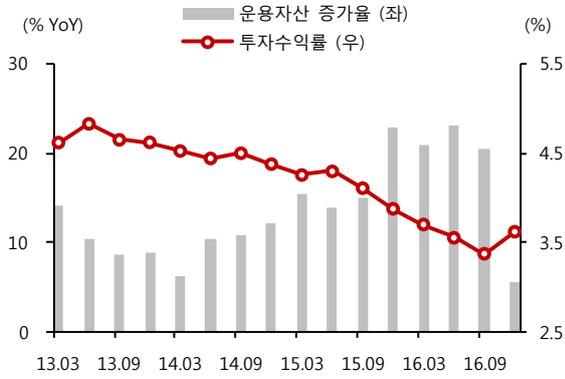
자료: ING 생명, SK 증권

ING 생명의 배당성향 추이



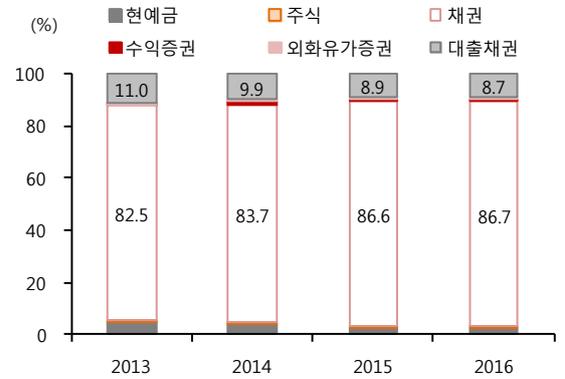
자료: 금융감독원, SK 증권

ING 생명의 운용자산 증가율 및 투자수익률



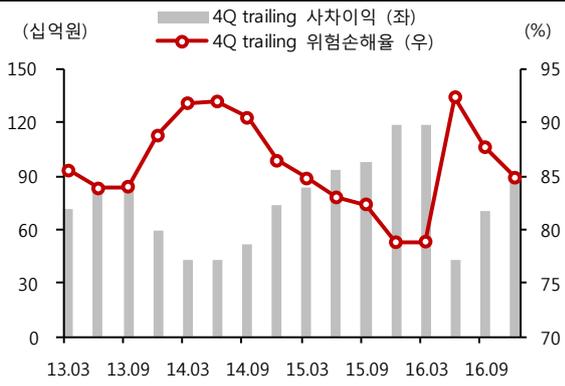
자료: ING 생명, SK 증권

ING 생명의 운용자산 구성비



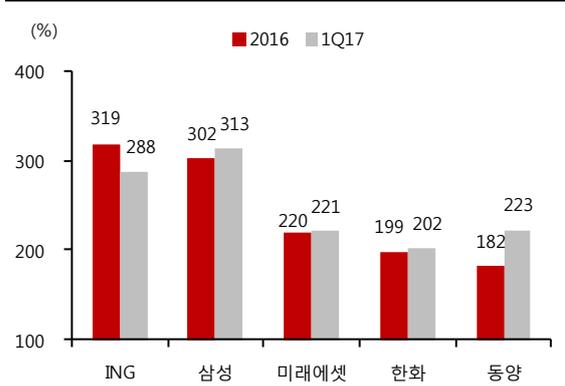
자료: ING 생명, SK 증권

ING 생명의 위험손해율 및 사차이익 추이



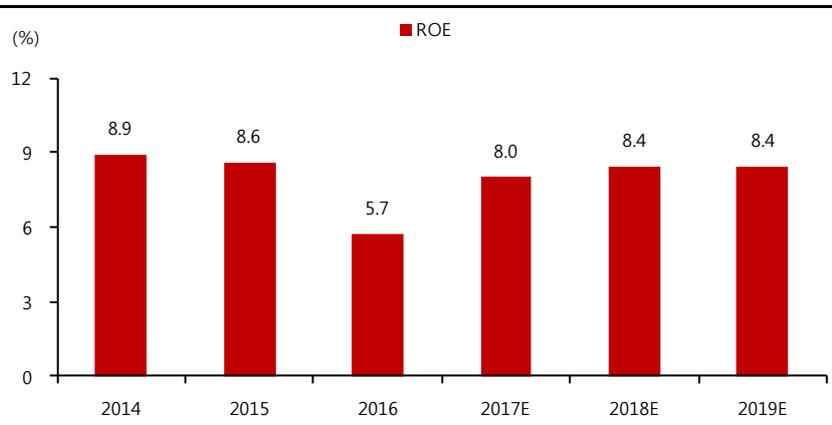
자료: ING 생명, SK 증권

주요 생명보험사별 RBC 비율



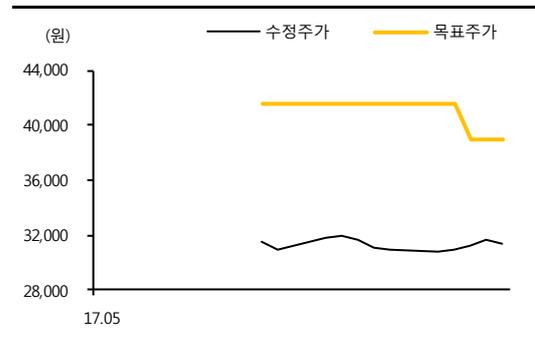
자료: ING 생명, SK 증권

ING 생명의 연도별 ROE



자료: ING 생명, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.29	매수	39,000원



**Compliance Notice**

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 29일 기준)**

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

**재무상태표**

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	22,738	23,984	26,530	28,193	29,913
현금 및 예치금	597	565	1,560	1,508	1,587
유가증권	20,123	21,329	22,566	24,130	25,675
주식	132	98	103	107	111
채권	19,692	20,782	21,822	22,971	24,258
수익증권	214	214	231	248	265
외화유가증권	82	218	393	786	1,022
기타유가증권	4	16	17	18	19
대출채권	2,018	2,089	2,404	2,555	2,651
부동산	0	0	0	0	0
비운용자산	1,303	1,332	1,372	1,413	1,455
특별계정자산	5,515	5,353	5,246	5,141	5,038
<b>자산총계</b>	<b>29,556</b>	<b>30,669</b>	<b>33,147</b>	<b>34,747</b>	<b>36,407</b>
책임준비금	18,458	19,878	21,292	22,733	24,234
보험료적립금	17,844	19,232	20,588	21,967	23,418
계약자지분조정	248	213	235	244	254
기타부채	1,022	1,019	2,197	2,273	2,344
특별계정부채	5,567	5,411	5,303	5,197	5,093
<b>부채총계</b>	<b>25,295</b>	<b>26,521</b>	<b>29,027</b>	<b>30,448</b>	<b>31,925</b>
지배주주지분					
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	497	498	498	498	498
이익잉여금	1,708	1,766	1,931	2,110	2,292
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계	1,974	1,801	1,609	1,609	1,609
<b>자본총계</b>	<b>4,261</b>	<b>4,147</b>	<b>4,120</b>	<b>4,299</b>	<b>4,481</b>
<b>부채외자본총계</b>	<b>29,556</b>	<b>30,669</b>	<b>33,147</b>	<b>34,747</b>	<b>36,407</b>

**성장률**

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	15.6	3.8	8.1	4.8	4.8
운용자산	22.8	5.5	10.6	6.3	6.1
특별계정자산	-4.3	-2.9	-2.0	-2.0	-2.0
부채	11.2	4.8	9.4	4.9	4.9
책임준비금	13.0	7.7	7.1	6.8	6.6
자본	50.8	-2.7	-0.7	4.3	4.2
수입보험료	18.2	-9.8	0.4	1.2	2.9
일반계정	29.2	-12.2	-0.0	1.0	3.2
특별계정	-11.1	-0.4	2.0	2.0	2.0
순사업비	-10.4	8.2	3.6	1.2	2.9
투자영업이익	6.9	3.0	-1.2	3.5	5.8
세전이익	35.7	-20.4	38.9	7.1	4.4
순이익	36.4	-21.0	37.8	7.1	4.4
지배주주 순이익					

자료: SK증권 추정

**포괄손익계산서**

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	4,500	4,058	4,075	4,125	4,246
일반계정	3,580	3,142	3,142	3,173	3,274
특별계정	919	915	934	952	971
보험손익	1,615	795	935	966	998
보험영업수익	3,683	3,250	3,252	3,285	3,389
보험료수익	3,580	3,142	3,142	3,173	3,274
재보험수익	103	108	110	112	114
보험영업비용	2,068	2,455	2,317	2,319	2,391
지급보험금	1,379	1,723	1,569	1,573	1,616
재보험비용	118	122	124	127	129
사업비	328	355	368	372	383
신계약비상각비	241	254	255	246	261
할인료	1	1	1	1	1
투자손익	827	852	842	871	921
책임준비금전입액	2,128	1,419	1,414	1,441	1,501
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	314	228	363	395	418
영업외이익	82	87	75	73	71
특별계정 수입수수료	115	115	123	121	118
특별계정 지급수수료	7	7	7	7	7
세전이익	396	315	438	469	489
법인세비용	91	74	106	113	118
당기순이익	305	241	332	355	371
지배주주 순이익					

**주요투자지표**

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업지표 (%)</b>					
보험금 지급률	38.5	54.8	49.9	49.6	49.3
위험손해율	78.8	84.9	76.7	76.3	76.2
사업비용	12.4	15.0	14.5	14.5	14.6
투자이익률	4.1	3.7	3.4	3.2	3.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	8.6	5.7	8.0	8.4	8.4
ROA	1.1	0.8	1.0	1.0	1.0
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	3,717	2,936	4,046	4,331	4,522
보통주 BPS	51,961	50,578	50,245	52,426	54,648
보통주 DPS	22,256	20,370	2,150	2,300	2,400
<b>기타 지표 (%)</b>					
보통주 PER (배)	0.0	0.0	7.8	7.3	7.0
보통주 PBR (배)	0.0	0.0	0.6	0.6	0.6
배당성향	59.9	69.4	53.1	53.1	53.1
보통주 배당수익률	0.0	0.0	6.8	7.3	7.6

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

## Company Data

자본금	538 십억원
발행주식수	16,136 만주
자사주	542 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,767 십억원
주요주주	
Anbang Life Insurance Co., Ltd.(외2)	75.34%

외국인지분율	85.50%
배당수익률	1.80%

## Stock Data

주가(17/05/26)	10,950 원
KOSPI	2355.3 pt
52주 Beta	0.57
52주 최고가	13,950 원
52주 최저가	9,840 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.9%	1.1%
6개월	-16.7%	-30.2%
12개월	0.5%	-16.5%

동양생명 (082640/KS | 중립(신규편입) | T.P 11,800 원(신규편입))

## 일시납을 통한 성장 전략에 불확실성 존재

동양생명은 2016년 일시납을 통해 공격적인 성장을 이루었으며 올해도 유사한 전략을 통한 외형 및 이익 성장이 기대되었으나, 4Q16의 시장금리 급등 및 향후 완만한 우상향 전망에 따라 전년대비 어려운 영업환경이 예상 손익 전망에 변동성이 존재할 것으로 판단한다. 1Q17 실적은 어닝 서프라이즈를 기록했으나, 이는 포트폴리오 재편 과정에서의 채권 매각이익이 반영된 결과로 향후 실적 안정성은 지켜볼 필요가 있는 것으로 판단한다.

## 일시납을 통한 성장 전략에 불확실성 존재하는 것으로 판단

동양생명은 중국 안방보험으로 최대주주가 변경된 후, 2016년 업계 최고 수준의 최저 보증이율을 제시하는 양로보험 일시납을 통해 공격적인 성장을 이루었다. 이에 따라 육류담보대출 관련 대규모 충당이 없었다면 2016년 2,700억원 수준의 세전이익 (+41% YoY) 달성이 가능했을 것으로 추정된다. 2017년 역시 유사한 전략을 통한 외형 및 이익 성장이 기대되었으나, 시장금리의 상승(국채 3년 평균 금리 1Q17 1.67% vs. 2016년 1.44%) 및 완만한 우상향 전망에 따라 전년대비 어려운 영업환경이 예상돼 손익 전망에 변동성이 존재할 것으로 판단한다.

1Q17 순이익은 1,159억원 (+43.1% YoY)으로 어닝 서프라이즈를 기록했다. 육류담보대출은 당분기까지 86% 수준의 충당금을 쌓아 불확실성이 상당부분 해소된 것으로 보인다. 다만 1Q17의 호실적은 운용자산 포트폴리오 재편 과정에서의 채권 매각이익 1,262억원이 반영된 결과로, 전년동기대비의 일시납 감소를 감안하더라도 부진한 수준으로 보여 향후 실적 안정성을 지켜볼 필요가 있는 것으로 판단한다. 단 최대주주의 적극적인 지원 가능성이 높고, 여전히 배당매력도가 높다는 점은 긍정적으로 판단한다.

동양생명에 대해 투자이견 HOLD, 목표주가 11,800 원으로 커버리지를 개시한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	십억원	4,026	4,230	6,675	5,450	5,082	4,850
YoY	%		5.1	57.8	-18.4	-6.7	-4.6
보험손익	십억원	937	1,152	3,418	2,008	1,556	1,257
투자손익	십억원	786	762	509	951	900	949
위험손해율	%	84.9	78.4	80.0	80.9	78.8	78.6
투자수익률	%	5.0	4.3	2.4	4.0	3.4	3.3
영업이익	십억원	158	158	-89	254	236	215
YoY	%		-0.4	적전	흑전	-7.4	-9.0
세전이익	십억원	200	193	-44	304	288	269
순이익	십억원	158	151	5	230	218	204
YoY	%		-4.6	-96.4	4,135.4	-5.3	-6.7
EPS	원	1,551	1,479	53	1,479	1,400	1,307
BPS	원	17,227	19,061	17,498	15,645	16,525	17,342
PER	배	6.9	7.9	238.3	7.4	7.8	8.4
PBR	배	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
ROE	%	10.3	8.2	0.3	10.9	8.7	7.7
배당수익률	%	5.1	5.3	1.6	4.8	4.5	4.1

## Valuation

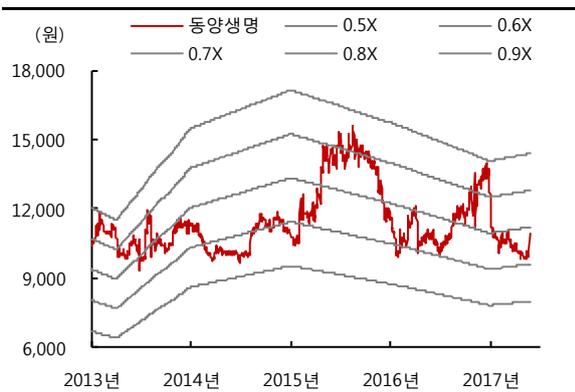
SK 증권은 동양생명의 12 개월 forward BPS 16,012 원에 목표 PBR 0.74X 를 적용한 11,800 원을 목표주가로 제시한다. 목표 PBR 은 향후 3 개년 기대 ROE 평균 9.1%를 COE 로 할인하여 산출한 이론적 PBR 0.92X 에 생명보험사의 자본 불확실성을 감안한 할인을 20%를 부여하였다.

### 동양생명의 목표주가 산출식

항목	동양생명	비고
자기자본비용 (%)	9.9	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	(b): 국제 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.3	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.9	(d): 동양생명의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	9.1	(e): 동양생명의 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	0.92	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	(20.0)	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	0.74	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	16,012	(j): 동양생명의 12개월 forward BPS
<b>목표주가 (원)</b>	<b>11,800</b>	<b>(k): (i)*(j)</b>
현주가 (05/26, 원)	10,950	
상승여력 (%)	7.8	

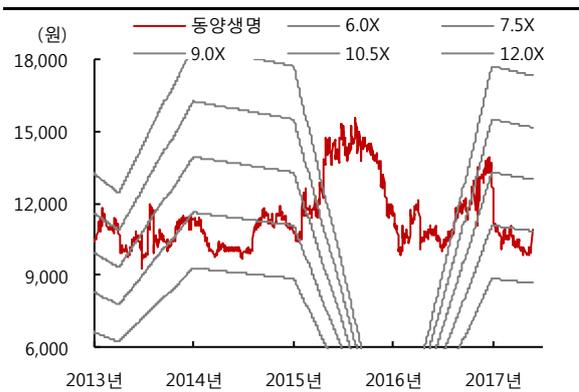
자료: SK 증권

동양생명의 PBR Band chart



자료: SK 증권

동양생명의 PER Band chart



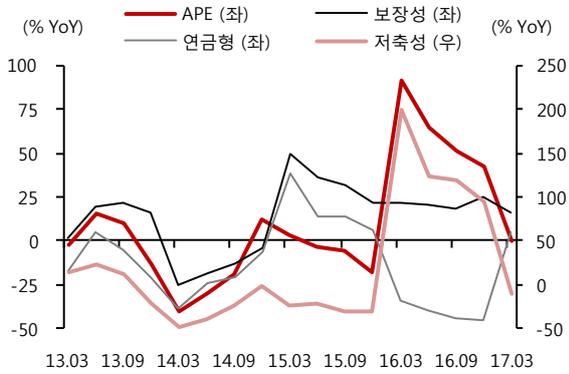
자료: SK 증권

## 분기별/연도별 동양생명 실적추정

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
수입보험료	2,034	1,677	1,494	1,470	1,647	1,321	1,153	1,329	6,675	5,450	5,082
보장성	382	383	398	415	432	409	422	436	1,578	1,699	1,797
연금형	142	132	119	118	111	119	118	117	512	466	460
저축성	1,444	1,125	957	757	1,013	754	593	590	4,282	2,950	2,481
퇴직	66	38	19	180	90	39	20	186	303	335	345
보험손익	1,226	928	754	510	708	537	393	369	3,418	2,008	1,556
보험영업수익	1,906	1,582	1,419	1,239	1,508	1,229	1,082	1,093	6,145	4,912	4,537
보험영업비용	680	654	664	729	800	692	689	723	2,728	2,904	2,981
투자손익	214	214	196	(116)	308	219	213	211	509	951	900
책임준비금전입액	1,359	1,066	908	683	884	690	556	575	4,016	2,705	2,221
영업이익	80	76	43	(289)	133	67	50	5	(89)	254	236
영업외이익	13	12	13	7	20	10	10	9	45	50	52
특별계정 수입수수료	13	14	15	10	12	12	12	12	52	48	50
세전이익	93	88	56	(281)	153	77	60	14	(44)	304	288
법인세비용	12	17	(10)	(68)	37	19	15	3	(50)	74	70
당기순이익	81	71	66	(213)	116	58	46	10	5	230	218
위험손해율 (%)	80.0	81.5	79.9	78.5	87.0	80.0	78.5	78.1	80.0	80.9	78.8
사업비용율 (%)	8.8	9.5	10.7	12.0	11.3	12.5	13.7	14.0	10.1	12.8	14.1
투자수익률 (%)	4.3	4.1	3.6	(2.0)	5.3	3.6	3.4	3.3	2.4	4.0	3.4
ROE (%)	16.2	13.3	11.8	(41.8)	22.6	9.9	7.6	1.7	0.3	10.9	8.7

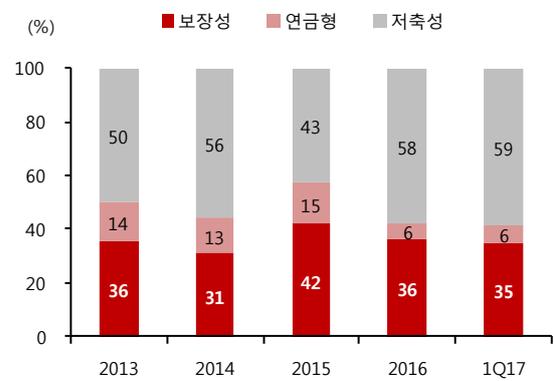
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명의 보증별 APE 증가율



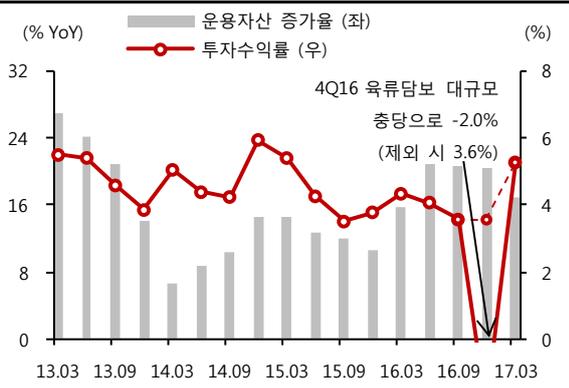
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명의 보증별 APE 구성비



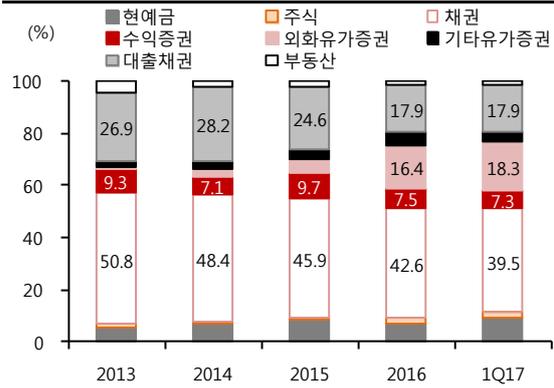
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명의 운용자산 증가율 및 투자수익률



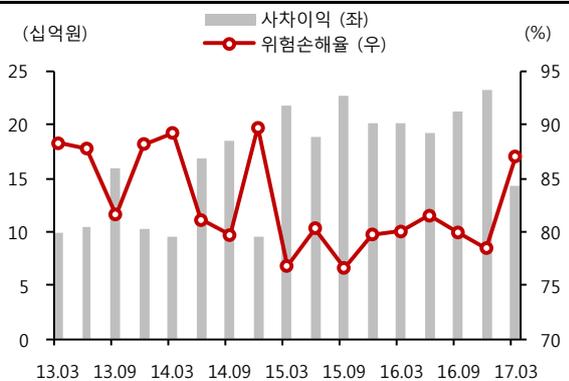
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명의 운용자산 구성비



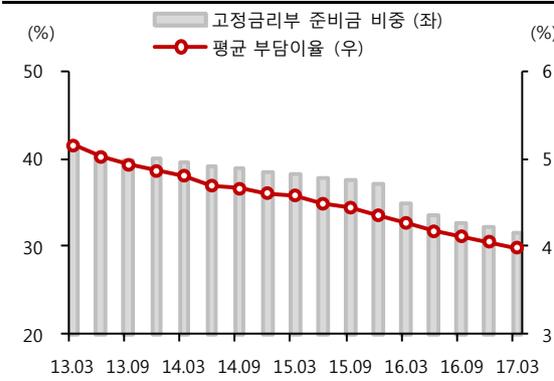
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명의 위험손해율 및 사차이익 추이



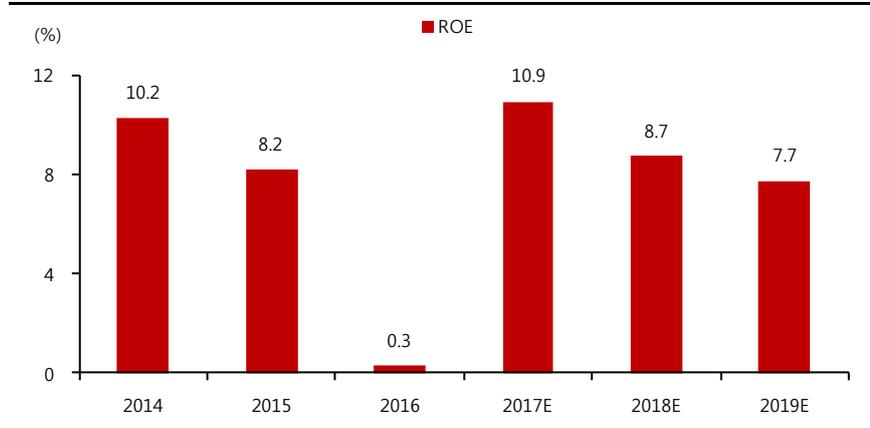
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명의 고정금리 준비금 비중 및 부담이율 추이



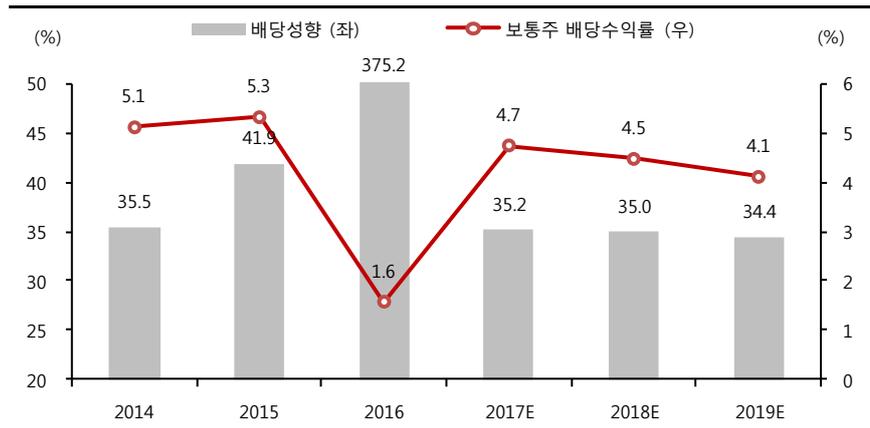
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명의 연도별 ROE



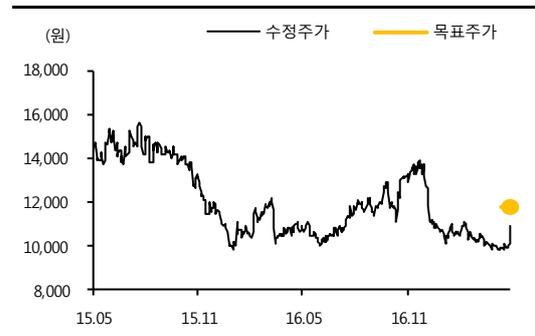
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명의 배당성향 및 배당수익률 전망



자료: WiseFn, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.29	중립	11,800원



**Compliance Notice**

- 작성자(검도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 29일 기준)**

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

**재무상태표**

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	19,163	23,073	25,732	27,954	30,054
현금 및 예치금	1,546	1,551	1,040	1,032	1,138
유가증권	12,535	17,035	19,995	21,876	23,536
주식	195	534	549	564	580
채권	8,801	9,822	10,804	11,668	12,485
수익증권	1,855	1,729	1,937	2,092	2,217
외화유가증권	1,072	3,789	5,684	6,479	7,127
기타유가증권	612	1,161	1,021	1,072	1,126
대출채권	4,723	4,132	4,278	4,535	4,816
부동산	359	356	419	511	564
비운용자산	978	1,057	1,268	1,331	1,398
특별계정자산	2,430	2,536	2,663	2,770	2,881
<b>자산총계</b>	<b>22,571</b>	<b>26,666</b>	<b>29,663</b>	<b>32,055</b>	<b>34,332</b>
책임준비금	17,615	21,634	24,343	26,567	28,562
보험료적립금	16,744	20,553	23,039	25,156	27,068
계약자지분조정	52	35	33	34	36
기타부채	443	547	77	24	90
특별계정부채	2,515	2,665	2,771	2,855	2,940
<b>부채총계</b>	<b>20,625</b>	<b>24,880</b>	<b>27,224</b>	<b>29,480</b>	<b>31,629</b>
지배주주지분					
자본금	538	538	807	807	807
자본잉여금	206	206	464	464	464
이익잉여금	786	728	938	1,075	1,202
자본조정	-61	-61	-61	-61	-61
기타포괄손익누계	477	375	291	291	291
<b>자본총계</b>	<b>1,946</b>	<b>1,786</b>	<b>2,438</b>	<b>2,576</b>	<b>2,703</b>
<b>부채외자본총계</b>	<b>22,571</b>	<b>26,666</b>	<b>29,663</b>	<b>32,055</b>	<b>34,332</b>

**성장률**

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	10.8	18.1	11.2	8.1	7.1
운용자산	10.6	20.4	11.5	8.6	7.5
특별계정자산	15.0	4.4	5.0	4.0	4.0
부채	10.8	20.6	9.4	8.3	7.3
책임준비금	11.1	22.8	12.5	9.1	7.5
자본	10.6	-8.2	36.5	5.6	4.9
수입보험료	5.1	57.8	-18.4	-6.7	-4.6
일반계정	9.2	71.3	-20.3	-7.8	-5.4
특별계정	-12.6	-14.1	2.5	1.7	1.7
순사업비	6.7	17.9	1.6	14.8	-3.9
투자영업이익	-3.0	-33.2	86.9	-5.4	5.4
세전이익	-3.7	-122.9	-788.8	-5.4	-6.7
순이익	-4.6	-96.4	4,135.4	-5.3	-6.7
지배주주 순이익					

자료: SK증권 추정

**포괄손익계산서**

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	4,230	6,675	5,450	5,082	4,850
일반계정	3,563	6,102	4,863	4,485	4,243
특별계정	667	573	587	597	607
보험손익	1,152	3,418	2,008	1,556	1,257
보험영업수익	3,599	6,145	4,912	4,537	4,297
보험료수익	3,563	6,102	4,863	4,485	4,243
재보험수익	36	43	49	51	54
보험영업비용	2,447	2,728	2,904	2,981	3,040
지급보험금	1,785	1,996	2,173	2,185	2,246
재보험비용	40	50	57	61	64
사업비	294	346	352	404	388
신계약비상각비	325	333	319	329	340
할인료	3	2	2	2	2
투자손익	762	509	951	900	949
책임준비금전입액	1,756	4,016	2,705	2,221	1,991
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	158	-89	254	236	215
영업외이익	35	45	50	52	54
특별계정 수입수수료	47	52	48	50	52
특별계정 지급수수료	1	0	0	1	1
세전이익	193	-44	304	288	269
법인세비용	42	-50	74	70	65
당기순이익	151	5	230	218	204
지배주주 순이익					

**주요투자지표**

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	50.1	32.7	44.7	48.7	52.9
위험손해율	78.4	80.0	80.9	78.8	78.6
사업비용	14.5	10.1	12.8	14.1	14.3
투자이익률	4.3	2.4	4.0	3.4	3.3
수익성 (%)					
ROE	8.2	0.3	10.9	8.7	7.7
ROA	0.7	0.0	0.8	0.7	0.6
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	1,479	53	1,479	1,400	1,307
보통주 BPS	19,061	17,498	15,645	16,525	17,342
보통주 DPS	620	200	520	490	450
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	7.9	238.2	7.4	7.8	8.4
보통주 PBR (배)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
배당성향	41.9	375.2	35.2	35.0	34.4
보통주 배당수익률	5.3	1.6	4.7	4.5	4.1

**memo**

---