



▲ 보험/증권

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

Overweight

Top Picks

동부화재(005830)	Buy	100,000원
메리츠화재(000060)	Buy	30,000원
미래에셋생명(085620)	Buy	7,500원

관심종목

삼성화재(000810)	Buy	350,000원
현대해상(001450)	Buy	60,000원
한화손해보험(000370)	Buy	11,500원
삼성생명(032830)	Buy	152,000원
한화생명(088350)	Trading Buy	8,500원
동양생명(082640)	Hold	9,500원

보험

Valuation 재점검: 여전히 매력적!

- ✓ 생명보험 관심 필요하나 비교적 관점에서 손해보험 선호
- ✓ 16년 이후부터 모든 지표가 개선 중이나 Valuation은 12~15년 수준
- ✓ 역사적 최고 수준의 손해보험주 배당수익률이 저평가를 방증
- ✓ Top picks: 동부화재, 메리츠화재, 미래에셋생명

16년 이후부터 손해보험업 모든 지표가 개선 중

손해보험업의 암흑기는 12년부터 15년까지였다. 합산비율이 급등하고 투자수익률의 하락이 심화되었으며 RBC 비율 관련 산출방식 개선, 신뢰수준 상향으로 이익과 자본에 모두 부담이 있던 시기다. 16년 이후 자동차 손해율 안정화되기 시작했고, 17년 중 위험손해율은 돌아섰다. 향후 자동차 손해율 악화에 대한 우려 있으나 실적 영향은 제한적이라 판단되며 위험손해율 개선 추세는 지속되겠다. 또한 금리 상승으로 투자수익률 하락세도 마무리되었다고 판단한다.

Valuation 은 이익 개선을 충분히 반영 못해

그럼에도 손해보험사 valuation은 12~15년 수준에 머물러 있다. ROE 하락이 지속되었던 시기와 비교해 PBR이 고평가 되어 있다고 보기 어렵다. 특히, 2위권사의 PER이 7배~8배 수준이며 이는 저축성 보험 판매가 급증했던 11년 수준의 valuation이다. 최근의 이익 개선은 보장성 위주의 상품 판매에도 불구하고 주요 손해율 개선에 따른 결과다. 역사적 최고 수준의 배당수익률이 여전히 저평가 되어 있다는 사실을 방증한다. 꾸준한 배당을 보여온 손해보험주의 배당수익률이 3~5%까지 상승했다. 18년 배당수익률은 보다 확대될 전망이다.

Top Picks: 동부화재, 메리츠화재, 미래에셋생명

Top picks으로 동부화재, 메리츠화재, 미래에셋생명을 유지한다. 금리 상승 및 K-ICS 경과조치 등으로 생명보험업에 대한 관심이 필요하다. 다만, 비교적 관점에서 손해보험주를 선호한다. 실손보험료 인상 누적효과 및 문재인케어 예비급여 추진으로 위험손해율 개선세 유지될 전망이다. 미래에셋생명은 생명보험사 중 제도개선에 따른 영향이 가장 적으며 Valuation 매력에 있다.

생보주 관심 필요하나 비교적 관점에서 손보주 선호

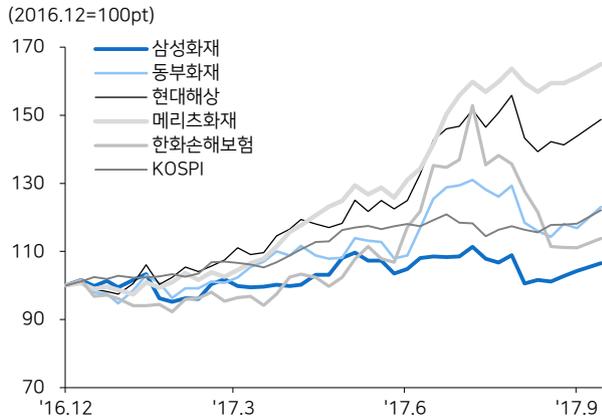
YTD 손보주 +30%
생보주 +10%

지난해 말 이후 손해보험주 평균 30%, 생명보험주(동양생명 제외 시) 평균 10%의 상승을 시현했다. 금리 상승과 더불어 손해를 안정화가 가시화되며 실적이 크게 성장했다. 여기에 RBC 관련 우려가 해소된 점이 손해보험주 상승의 주요 원인이라 판단한다.

생명보험에 대한 관심 필요하나
비교적 관점에서 손해보험 선호

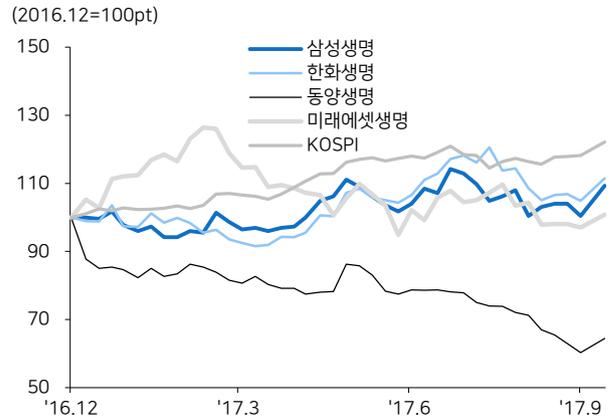
금리는 국고채 10년물 기준 2.4%까지 상승했다. 향후 50bp 이상 상승하는 경우 IFRS17 도입에도 회계 관련 불확실성은 대부분 해소된다. 여전히 K-ICS에 대한 위험요인이 남아있으나 감독당국이 단계별 경과조치 도입을 계획 하고 있어 생명보험에 대한 관심이 필요하다. 다만, 비교적 관점에서 여전히 손해보험사를 선호하고 있으며 최근 높은 valuation에 대한 우려가 있는 바 이에 대해 점검해 보고자 한다.

그림1 손해보험사 주가 추이



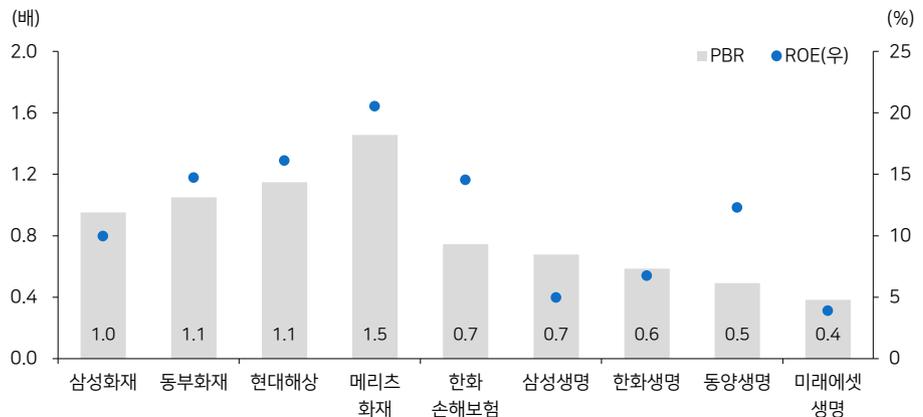
자료: 메리츠증권리서치센터

그림2 생명보험사 주가 추이



자료: 메리츠증권리서치센터

그림3 보험사별 PRB 및 ROE(2017E 기준)



자료: 메리츠증권리서치센터

금리, 손해율 등 주요 지표 개선 중

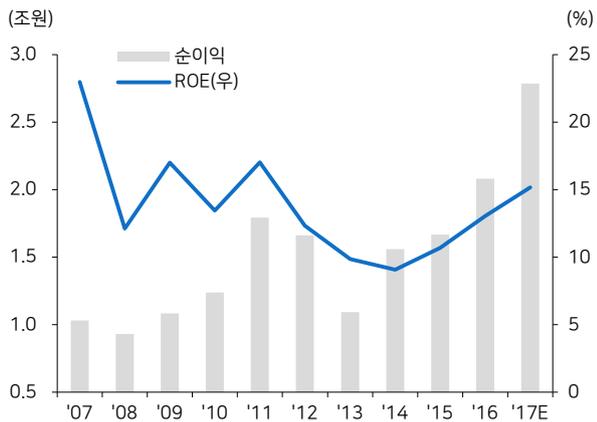
손해보험업 암흑기는
12년~15년

손해보험업의 암흑기는 12년부터 15년까지였다. 12년부터 합산비율이 급등하고 투자수익률의 하락이 심화되었으며 RBC 비율 관련 산출방식 개선, 신뢰수준 상향으로 이익과 자본에 모두 부담이 있던 시기였다. 합산비율 상승의 원인은 주요 수익성 지표인 위험손해율 및 자동차 손해율이 모두 상승세를 지속했기 때문이다.

16년 자동차 손해율 안정화 시작
17년 위험손해율 안정화 시작
18년 투자수익률 안정화 전망

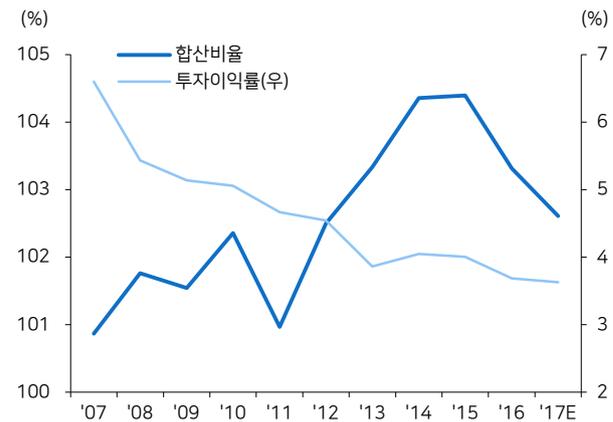
16년 이후 보험료 인상 및 우량고객 모집으로 자동차 손해율이 안정화되기 시작했고, 17년 중 실손보험료 인상 누적효과로 위험손해율이 개선됐다. 향후 자동차 손해율 악화에 대한 우려가 있으나, MS 상승 및 우량고객 모집 등으로 실적 영향은 제한적이라 판단한다. 위험손해율 개선 추세는 지속되겠다. 또한 금리 상승으로 투자수익률 하락세도 마무리되었다고 판단한다.

그림4 손해보험사 순이익 및 ROE



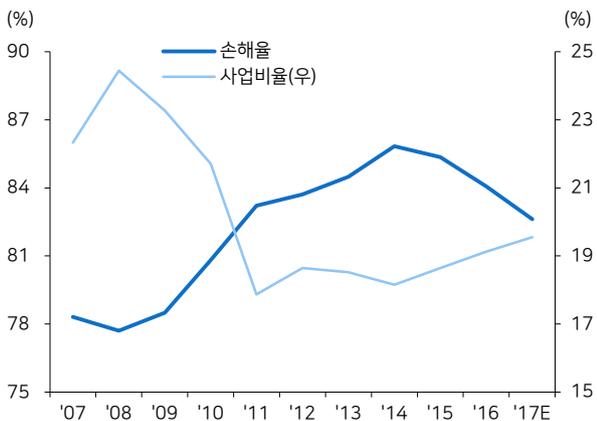
주: 커버리지 순이익 합산, ROE 평균 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 손해보험사 합산비율 및 투자이익률



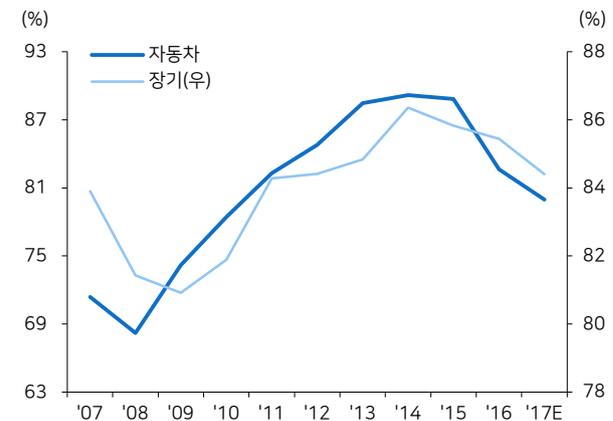
주: 커버리지 평균, 2011년부터 IFRS 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 손해보험사 손해율 및 사업비율



주: 커버리지 평균, 2011년부터 IFRS 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 손해보험사 자동차 및 장기손해율



주: 커버리지 평균, 2011년부터 IFRS 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

Valuation 은 이익 개선을 충분히 반영하지 못하고 있어

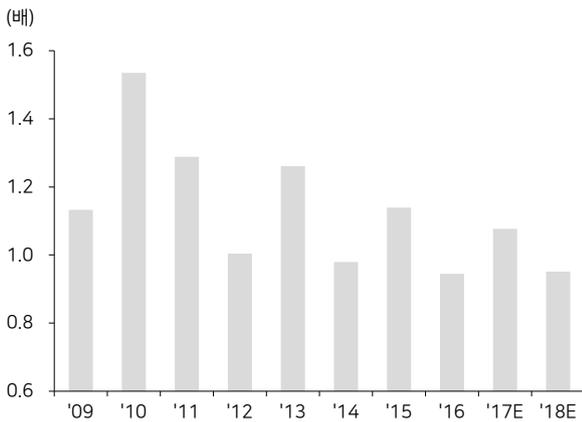
2 위권사 PER 7~8 배
저축성 판매 급증한 11년과 유사

그럼에도 불구하고 손해보험사 valuation은 여전히 12~15년 수준에 머물러 있다. ROE 하락이 지속되었던 시기와 비교해 PBR이 고평가 되어 있다고 보기에 무리가 있다. 특히 주가 상승에도 불구하고 2위권사의 PER이 7배~8배 수준인데, 이는 저축성 보험 판매가 급증했던 11년 수준의 valuation이다. 최근의 이익 개선은 보장성 위주의 상품 판매에도 불구하고 주요 손해를 개선에 따른 결과다. 또한 18년 이익 개선 추세가 지속될 것으로 보여 18년 PER은 추가적으로 낮아진다.

역사적 최고 수준 배당수익률이
저 valuation을 방증

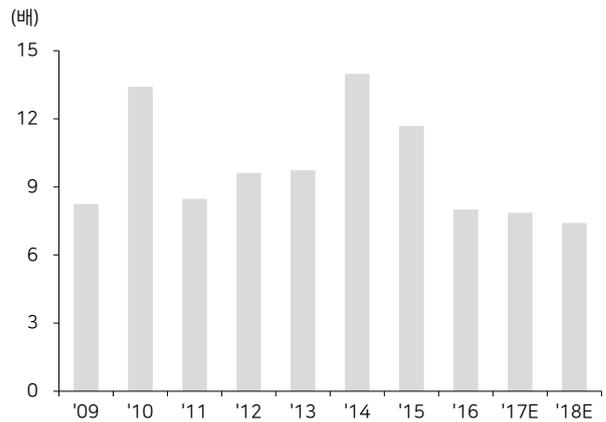
역사적 최고 수준의 배당수익률이 여전히 저평가 되어 있다는 사실을 방증한다. 꾸준한 배당을 보여온 손해보험주의 배당수익률이 3~5%까지 상승했다. 18년 배당수익률은 보다 확대될 전망이다.

그림8 손해보험사 평균 PBR 추이



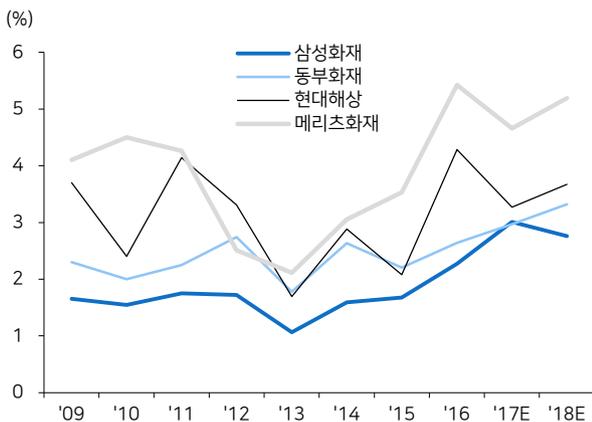
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 손해보험사 평균 PER 추이



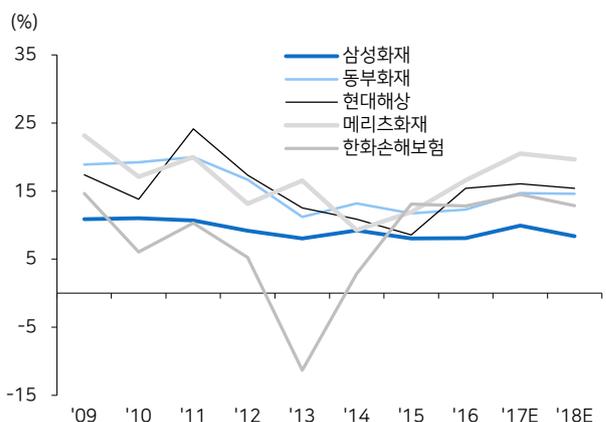
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 손해보험사 배당수익률 추이



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 손해보험사 ROE 추이



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

3Q17 실적 전망

손해보험사 3Q17E 순이익
6,518억원 전망

손해보험업 유니버스(삼성화재, 동부화재, 현대해상, 메리츠화재, 한화손해보험) 기준 3Q17E 순이익은 6,518억원(-21.0% QoQ, -3.4% YoY)으로 추정한다. 장마로 인한 침수 피해로 자동차 및 일반손해를 상승이 예상된다. 지난해 동기에 주요한 장마 피해가 없어 전년동기비 순이익 감소하나 주요 지표 개선 추세가 지속되고 있다. 최근 신계약 판매 경쟁으로 추가상각 확대 등 사업비율 상승하는 모습이나 이는 전반적인 효율 개선 및 RBC 비율 우려가 해소되었다는 자신감의 표현이다.

위험손해율 개선 추세는 2019년 초까지 지속될 전망이다. 2018년 하반기 중 갱신 물량이 상당하며 이 중에는 이미 결정된 실손보험료 인상의 대상이 되는 3년 만기 계약이 다수 포함된다. 자동차 손해율 악화에 대한 우려 존재하나 상위사의 보험료 수입 증가, MS확대 등으로 손익에 미칠 영향은 제한적이다.

생명보험사 3Q17E 순이익
5,423억원 전망

생명보험업 유니버스(삼성생명, 한화생명, 동양생명, 미래에셋생명) 기준 3Q17E 순이익은 5,423억원(-20.3% QoQ, -24.0% YoY)으로 추정한다. 위험손해율은 70% 후반 수준으로 소폭 상승해 사차이익 감소가 추정된다. 상반기 호실적의 주요 원인이었던 보증준비금 환입 규모는 증시 위축 등으로 인해 감소된다. 저축성 보험 판매가 감소하고 중저가 위주의 보험 판매 전략으로 신계약 APE 감소하고 있다. 회사별 일회성 요인으로 삼성생명의 전자 배당금, 한화생명의 부동산 매각익 등이 있다. 동양생명은 저축성 판매 감소 및 채권 매각익 부재가 실적 감소의 원인이다.

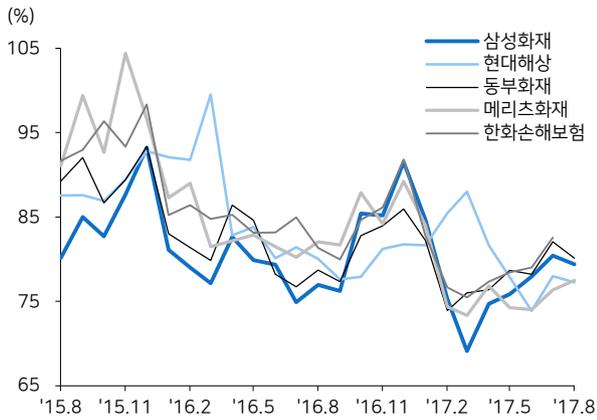
표1 커버리지 보험사 3Q17E Preview (순이익)

(십억원)	3Q17E	3Q16	% YoY	2Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
삼성화재	228.4	240.0	-4.8	276.8	-17.5	223.9	2.0
동부화재	165.5	181.7	-8.9	210.5	-21.4	171.8	-3.7
현대해상	127.3	137.9	-7.7	166.7	-23.6	122.7	3.8
메리츠화재	86.8	82.2	5.6	114.7	-24.3	94.5	-8.1
한화손해보험	43.7	32.6	33.9	56.4	-22.5	45.5	-4.0
손해보험 합계	651.8	674.5	-3.4	825.0	-21.0	658.5	-1.0
삼성생명(연결)	325.1	485.7	-33.1	380.5	-14.5	337.0	-3.5
한화생명	168.2	150.4	11.8	221.9	-24.2	146.3	14.9
동양생명	30.6	66.2	-53.8	57.6	-46.8	43.3	-29.2
미래에셋생명	18.4	11.4	61.8	20.7	-11.0	17.0	8.2
생명보험 합계	542.3	713.7	-24.0	680.7	-20.3	543.6	-0.2

주: 삼성생명 제외 별도 기준

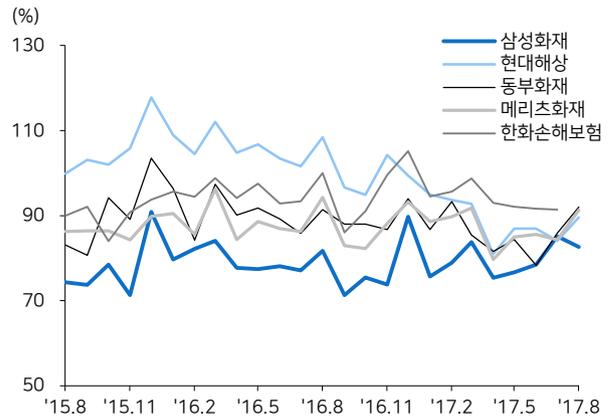
자료: 각 사, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 손해보험사 자동차 손해율 추이



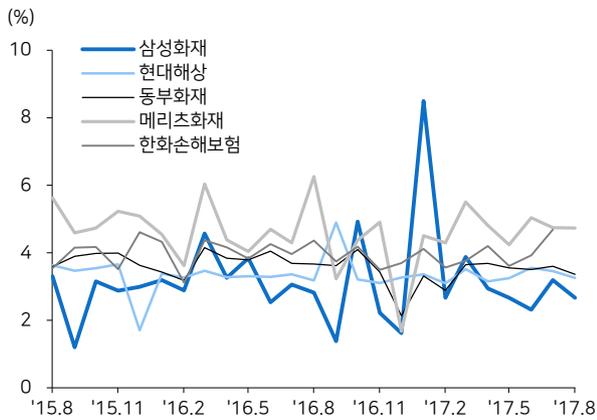
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 손해보험사 장기위험손해율 추이



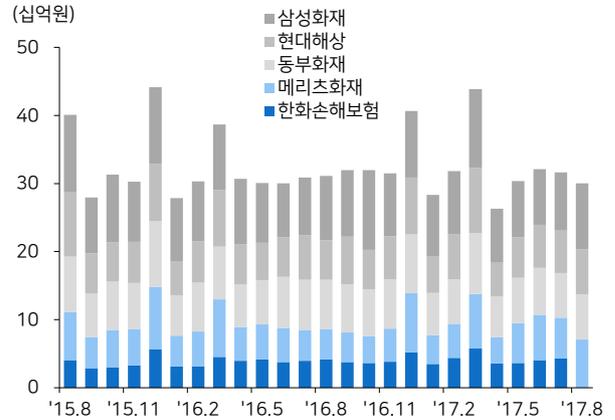
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 손해보험사 투자이익률 추이



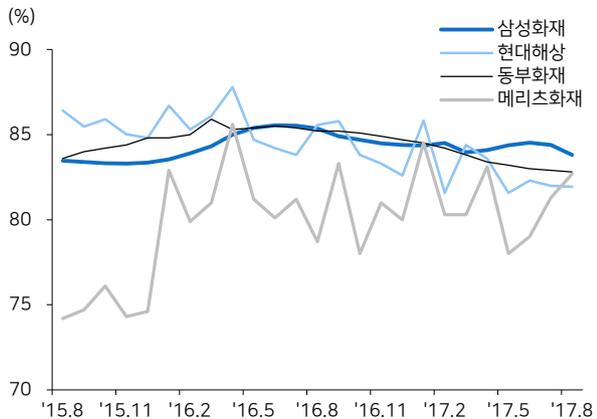
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 손해보험사 보장성 인보합 추이



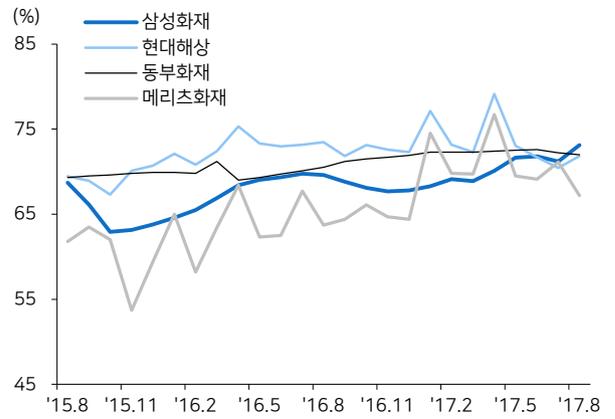
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 손해보험사 13회차 유지율 추이



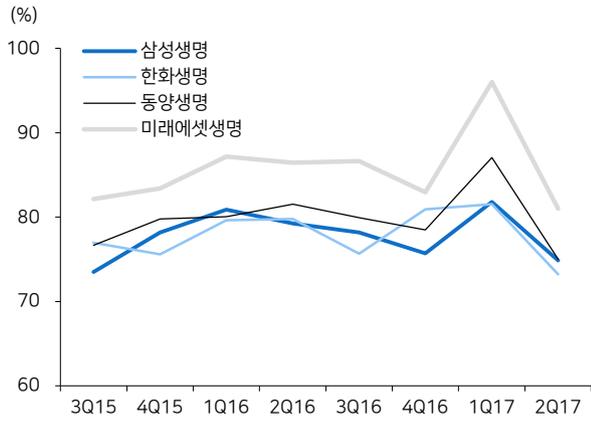
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 손해보험사 25회차 유지율 추이



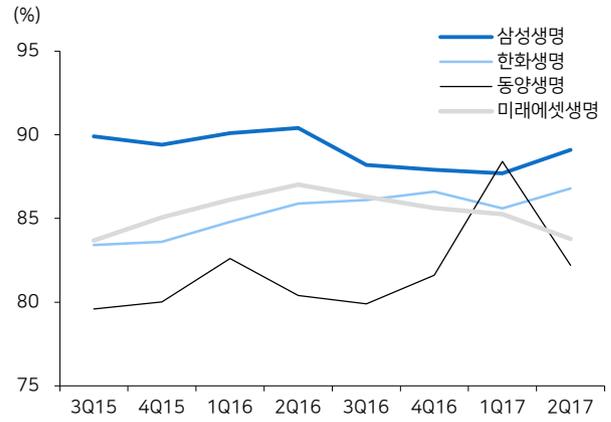
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 생명보험사 위험손해율 추이



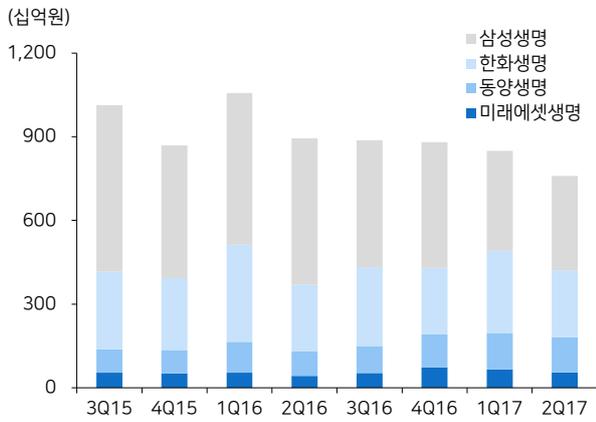
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 생명보험사 13회차 유지율 추이



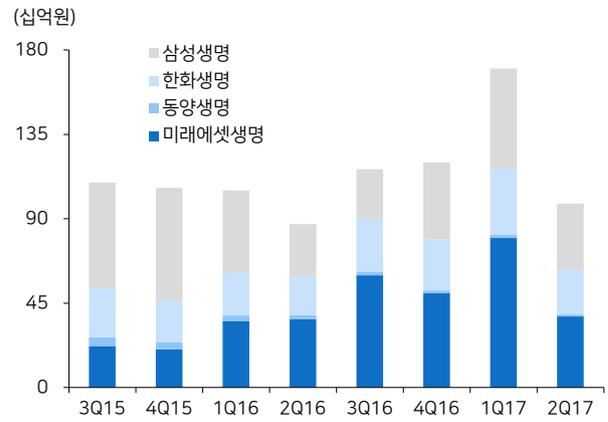
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 생명보험사 신계약 보장성 APE 추이



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 생명보험사 변액보험 APE 추이



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 Valuation table		삼성화재	동부화재	현대해상	메리츠화재	한화손해보험	삼성생명	한화생명	중앙생명	미래에셋생명
투자 의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Trading Buy	Hold	Buy
현재가 (10.13) (원)		288,000	76,100	47,700	25,700	8,070	122,000	7,290	7,940	5,200
적정주가(원)		350,000	100,000	60,000	30,000	11,500	152,000	8,500	9,500	7,500
상승여력		21.5%	31.4%	25.8%	16.7%	42.5%	24.6%	16.6%	19.6%	44.2%
당기순이익 (십억원)	2015	782.7	412.7	203.3	171.3	95.3	1,209.6	500.3	151.0	114.9
	2016	840.9	470.2	399.7	257.8	111.9	2,150.0	315.1	5.4	37.2
	2017E	1,147.8	628.4	488.6	365.0	156.3	1,547.5	588.3	229.0	74.6
	2018E	1,067.4	715.1	548.8	406.2	174.5	1,589.7	584.3	178.2	102.8
ROE (%)	2015	8.1	11.7	8.6	11.9	13.1	5.3	5.8	9.8	6.8
	2016	8.1	12.3	15.4	16.6	12.8	8.3	3.8	0.3	2.0
	2017E	9.7	14.7	16.1	20.5	14.5	5.0	6.7	12.3	3.9
	2018E	8.1	14.6	15.4	19.6	12.9	4.6	6.1	8.3	5.0
ROA (%)	2015	1.3	1.4	0.7	1.2	0.9	0.6	0.4	0.8	0.3
	2016	1.3	1.5	1.2	1.7	0.9	0.5	0.5	0.7	0.5
	2017E	1.6	1.8	1.3	2.1	1.1	0.8	0.3	0.0	0.1
	2018E	1.4	1.8	1.3	2.1	1.1	0.5	0.5	0.8	0.3
BPS (원)	2015	232,111	58,179	30,534	13,934	9,488	128,139	11,409	19,061	12,926
	2016	255,966	62,623	34,591	14,957	9,749	148,374	10,850	17,498	13,150
	2017E	301,741	72,269	41,568	17,575	10,868	180,864	12,387	16,091	13,613
	2018E	321,815	82,511	47,876	20,301	12,384	187,946	13,016	16,692	15,197
EPS (원)	2015	19,026	6,519	2,550	1,623	1,050	6,564	666	1,479	801
	2016	20,702	7,428	5,013	2,352	1,233	11,440	419	53	259
	2017E	28,129	9,928	6,128	3,342	1,339	8,180	783	1,469	520
	2018E	26,159	11,297	6,883	3,719	1,495	8,459	778	1,143	716
PBR (배)	2015	1.32	1.21	1.18	1.16	0.82	0.86	0.65	0.61	0.39
	2016	1.05	1.00	0.91	1.02	0.74	0.76	0.60	0.73	0.39
	2017E	0.95	1.05	1.15	1.46	0.74	0.67	0.59	0.49	0.38
	2018E	0.89	0.92	1.00	1.27	0.65	0.65	0.56	0.48	0.34
PER (배)	2015	16.2	10.8	14.1	10.0	7.4	16.8	11.1	7.9	6.3
	2016	13.0	8.4	6.3	6.5	5.9	9.8	15.6	238.2	19.9
	2017E	10.2	7.7	7.8	7.7	6.0	14.9	9.3	5.4	10.0
	2018E	11.0	6.7	6.9	6.9	5.4	14.4	9.4	6.9	7.3
DPS (원)	2015	5,150	1,550	750	570	70	1,800	180	620	55
	2016	6,100	1,650	1,350	830	100	1,200	80	200	55
	2017E	8,615	2,283	1,532	1,176	134	1,723	149	441	104
	2018E	8,011	2,554	1,721	1,311	149	1,771	148	343	143
배당수익률(%)	2015	1.7	2.2	2.1	3.5	0.9	1.6	2.4	5.3	1.1
	2016	2.3	2.6	4.3	5.4	1.4	1.1	1.2	1.6	1.1
	2017E	3.0	3.0	3.2	4.6	1.7	1.4	2.0	5.6	2.0
	2018E	2.8	3.4	3.6	5.1	1.9	1.5	2.0	4.3	2.8

자료: 메리츠증권리서치센터

동부화재 (005830)

Buy, TP 100,000 원

3Q17E 순이익 1,655억원(-21.4% QoQ, -8.9% YoY)으로 추정한다. 장마로 인한 침수 피해로 자동차 및 일반 손해율이 상승하나 피해액이 예상보다 양호하다. 지난해 동기 대비 순이익이 감소하나 이는 지난해 주요한 장마 피해가 없었기 때문이며 주요 손해율 개선 추세는 지속될 전망이다. 자동차 MS 19%대로 상승세 지속되고 있어 보험료 인하 결정에도 손익에 미칠 영향은 제한적이다. 운전자보험 신계약 월 18~20억원 규모로 업계 최상위 수준 지속되고 있다.

투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 100,000원으로 2.0% 상향한다. 2018년 BPS 82,511원에 적정 PBR 1.33배를 적용했다. 수익성이 좋은 운전자 보험을 2015년부터 공격적으로 판매해왔으며 실손보험료 인상 누적효과로 중장기적 위험 손해율 개선이 전망된다. 11월부터 DB화재로 사명을 변경할 예정이다. 간판 교체 등 초기비용은 30~40억원으로 추정되며 향후 광고 등은 브랜드 소유권을 가진 (주)동부에서 추진한다. 향후 1년간 브랜드 수수료는 무료이며 이후부터는 매출의 약 0.1%를 지불할 예정으로 손익에 미칠 영향은 제한적이다.

표3 동부화재 3Q17E Preview

(십억원)	3Q17E	3Q16	% YoY	2Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,096.0	2,990.5	3.5	3,121.6	-0.8	2,831.0	9.4
보험영업이익	-33.9	2.2	적전	8.1	적전		
투자영업이익	263.6	255.9	3.0	267.6	-1.5		
영업이익	229.7	258.1	-11.0	275.7	-16.7	233.6	-1.7
당기순이익	165.5	181.7	-8.9	210.5	-21.4	171.8	-3.7

자료: 동부화재, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 Valuation table

적정주가	100,000원
이론주가	109,978원
2018 BPS	82,511원
적정 PBR	1.33배
PBR Discount	-50%
이론 PBR	1.33배
18년 ROE	14.6%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	5.9%
업종 Beta	0.70
Risk Free Rate	1.7%
Risk Premium	6.0%

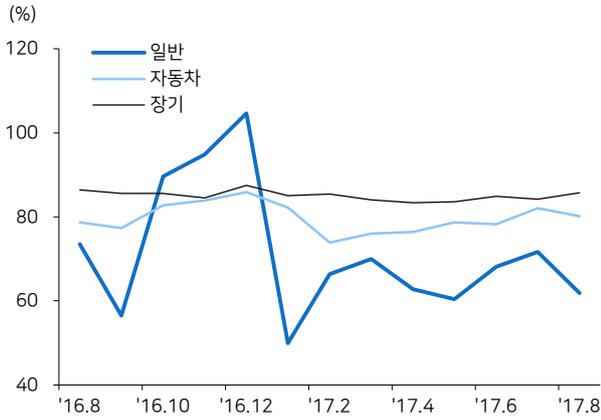
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
순이익	602.6	694.0	628.4	715.1	4.3	3.0
EPS (원)	9,520	10,963	9,928	11,297	4.3	3.0
BPS(원)	71,611	81,576	72,269	82,511	0.9	1.1
ROE (%)	14.2	14.3	14.7	14.6	0.5	0.3

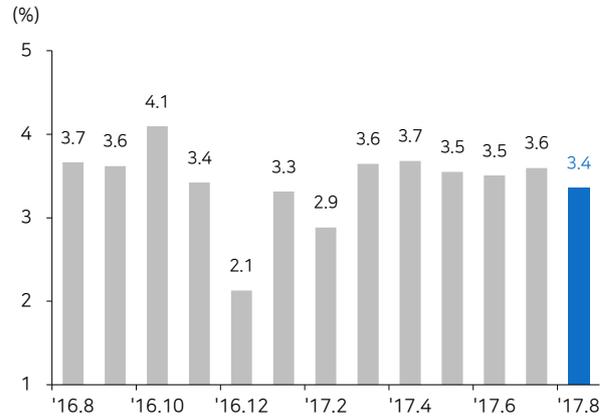
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 경과손해율 추이



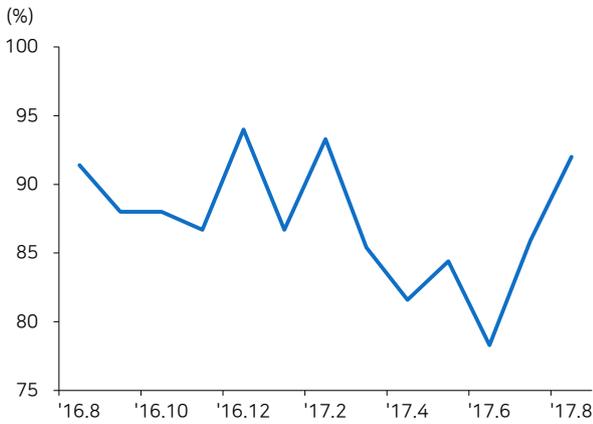
자료: 동부화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 투자영업이익률 추이



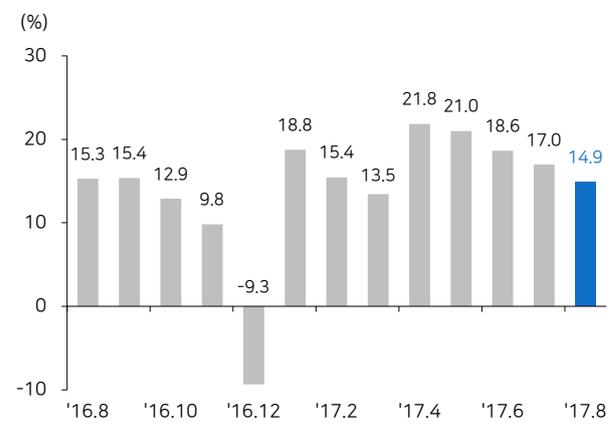
자료: 동부화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림24 장기위험손해율 추이



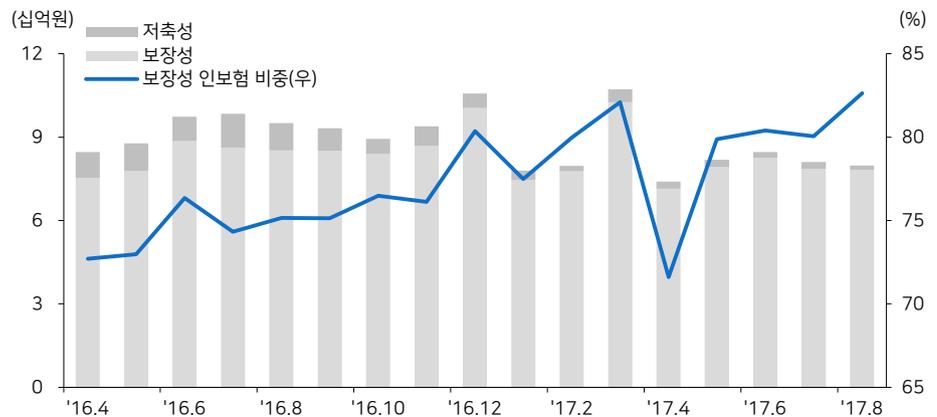
자료: 동부화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림25 ROE



자료: 동부화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림26 장기보험 신계약 추이



자료: 동부화재, 메리츠증권증권 리서치센터

동부화재 (005830)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	11,487.9	12,092.4	12,432.2	12,679.3	12,991.5
일반	999.3	1,013.8	1,038.9	1,086.6	1,113.4
자동차	2,587.6	2,987.6	3,171.9	3,118.7	3,195.5
장기	7,900.9	8,091.0	8,221.4	8,474.0	8,682.6
보유보험료	10,725.2	10,888.5	11,156.5	10,720.4	11,087.6
경과보험료	10,565.3	11,103.0	11,383.2	11,616.3	11,903.0
일반	476.8	520.2	535.4	559.7	571.4
자동차	2,306.2	2,629.6	2,770.4	2,733.4	2,802.3
장기	7,782.4	7,953.1	8,077.4	8,323.1	8,529.3
경과손해액	9,080.9	9,391.5	9,454.4	9,615.9	9,873.5
일반	345.9	397.7	363.1	368.6	389.2
자동차	2,016.8	2,145.4	2,233.6	2,209.7	2,278.5
장기	6,718.2	6,848.3	6,857.7	7,037.7	7,205.8
순사업비	1,865.5	2,021.6	2,088.4	2,123.1	2,175.3
보험영업이익	-381.1	-310.1	-161.5	-122.8	-145.9
투자영업이익	978.5	985.4	1,022.2	1,114.5	1,155.2
영업이익	597.3	675.3	860.7	991.7	1,009.3
영업외손익	-58.7	-54.9	-37.4	-48.4	-44.6
세전순이익	538.7	620.5	823.3	943.4	964.7
법인세비용	126.0	150.3	194.9	228.3	233.5
당기순이익	412.7	470.2	628.4	715.1	731.3

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
경과손해율	86.0	84.6	83.1	82.8	83.0
일반	72.5	76.5	67.8	65.9	68.1
자동차	87.5	81.6	80.6	80.8	81.3
장기	86.3	86.1	84.9	84.6	84.5
사업비율	17.7	18.2	18.3	18.3	18.3
합산비율	103.6	102.8	101.4	101.1	101.2
투자영업이익률	4.0	3.6	3.3	3.3	3.3
성장성					
총자산	14.0	11.9	9.7	8.0	7.6
운용자산	14.7	12.5	9.9	8.7	1.6
자기자본	9.5	7.6	15.4	14.2	12.4
원수보험료	7.2	5.3	2.8	2.0	2.5
경과보험료	6.2	5.1	2.5	2.0	2.5
순이익	3.1	13.9	33.7	13.8	2.3

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	30,562.8	34,208.6	37,527.8	40,545.3	43,628.2
운용자산	25,981.6	29,228.5	32,125.2	34,923.3	35,497.7
현예금 및 예치금	1,333.2	629.0	712.1	774.1	837.4
유가증권	16,258.5	19,158.4	20,923.7	22,746.2	24,605.5
주식	1,082.4	1,127.1	1,291.0	1,403.4	1,518.1
채권	6,789.2	7,271.0	8,167.1	8,878.4	9,604.2
대출채권	7,240.1	8,299.5	9,301.9	10,112.1	10,938.6
부동산	1,149.8	1,141.6	1,187.5	1,290.9	1,396.4
비운용자산	3,460.9	3,323.5	3,250.1	3,382.1	3,415.9
특별계정자산	1,120.3	1,656.7	2,152.5	2,239.9	2,262.3
부채총계	26,880.1	30,244.7	32,953.3	35,322.5	37,756.8
보험계약준비금	24,460.5	26,992.0	29,094.9	31,307.4	33,578.7
책임준비금	24,460.5	26,992.0	29,094.9	31,307.4	33,578.7
기타부채	1,075.0	1,212.2	1,705.9	1,775.2	1,847.3
특별계정부채	1,344.6	2,040.5	2,152.5	2,239.9	2,330.9
자본총계	3,682.7	3,963.9	4,574.5	5,222.8	5,871.4
자본금	35.4	35.4	35.4	35.4	35.4
자본잉여금	37.9	37.9	37.9	37.9	37.9
이익잉여금	3,030.8	3,402.8	3,963.0	4,611.3	5,259.8
자본조정	578.6	487.8	538.2	538.2	538.2

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	6,519	7,428	9,928	11,297	11,553
BPS	58,179	62,623	72,269	82,511	92,757
DPS	1,550	1,650	2,283	2,554	2,634
밸류에이션 (배)					
PER	10.8	8.4	7.7	6.7	6.6
PBR	1.2	1.0	1.1	0.9	0.8
수익성					
ROE	11.7	12.3	14.7	14.6	13.2
ROA	1.4	1.5	1.8	1.8	1.7
배당지표					
배당성향	23.8	22.2	23.0	22.6	22.8
배당수익률	2.2	2.6	3.0	3.4	3.5
안정성					
총자산/자기자본	830	863	820	776	743
보유보험료/자기자본	291	275	244	205	189

메리츠화재 (000060)

Buy, TP 30,000 원

3Q17E 순이익 868억원(-24.3% QoQ, +5.6% YoY)으로 추정한다. 타 사 대비 침수 관련 영향이 적어 보증별 손해를 개선이 지속되고 있다. 투자수익률은 PF 관련 수수료, 펀드 배당 및 매각익, 대손충당금 환입 등의 일회성 요소를 제외 하더라도 3% 후반~4% 초반 수준으로 경상체력을 증명하는 점이 긍정적이다. 다만, 사업비율은 상승세를 보일 전망이다. 이는 공격적인 인센티브 정책으로 보장성 인보험 신계약이 상위권사 수준까지 빠르게 성장하기 때문이다. GA 채널 위주의 성장으로 언더라이팅에 대한 우려가 존재하나 초년도 손해를, 유지율 등 지표가 양호해 양질의 계약 위주로 성장하고 있다고 판단한다.

투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 30,000원으로 7.1% 상향한다. 2018년 BPS 20,301원에 적정 PBR 1.46배를 적용했다. 손해보험 업계의 장기위험손해를 개선세 지속을 전망하며 동사의 경우 보장성 및 위험보험료 비중이 많아 민감도가 높다. 사업비율 상승세는 신계약 증가에 따른 추가상각 영향으로 긍정적이라고 판단한다. RBC 비율 규제 강화 선반영에도(자산 듀레이션 8.75, 부채 듀레이션 8.52) 203.8%로 양호하며 배당수익률 4.7%로 추정되어 하방리스크 제한적이다.

표6 메리츠화재 3Q17E Preview

(십억원)	3Q17E	3Q16	% YoY	2Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	1,537.1	1,484.5	3.5	1,608.5	-4.4	1,436.8	7.0
보험영업이익	-54.8	-45.7	적지	-18.2	적지		
투자영업이익	176.0	163.7	7.5	176.1	0.0		
영업이익	121.3	118.0	2.8	157.9	-23.2	120.8	0.4
당기순이익	86.8	82.2	5.6	114.7	-24.3	94.5	-8.1

자료: 메리츠화재, WISEfn, 메리츠증권리서치센터

표7 Valuation table

적정주가	30,000원
이론주가	29,670원
2018 BPS	20,301원
적정 PBR	1.46배
PBR Discount	-60%
이론 PBR	3.65배
18년 ROE	19.6%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	5.9%
업종 Beta	0.70
Risk Free Rate	1.7%
Risk Premium	6.0%

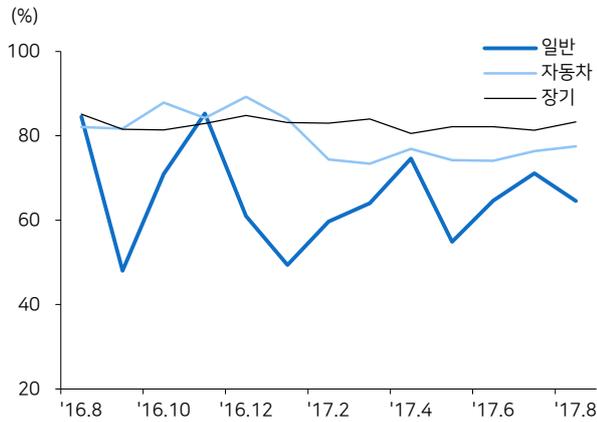
자료: 메리츠증권리서치센터

표8 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
순이익	343.6	390.7	365.0	406.2	6.2	4.0
EPS (원)	3,135	3,564	3,342	3,719	6.6	4.4
BPS(원)	17,151	19,787	17,575	20,301	2.5	2.6
ROE (%)	19.5	19.3	20.5	19.6	1.0	0.3

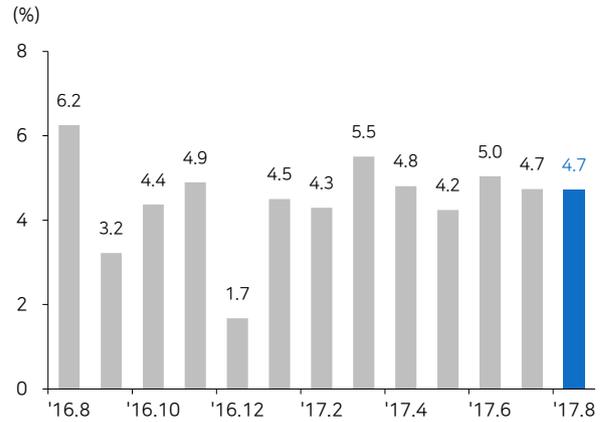
자료: 메리츠증권리서치센터

그림27 경과손해율 추이



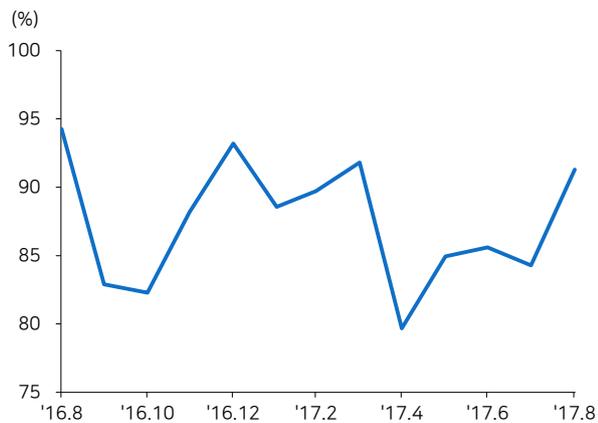
자료: 메리츠화재, 메리츠증권리서치센터

그림28 투자영업이익률 추이



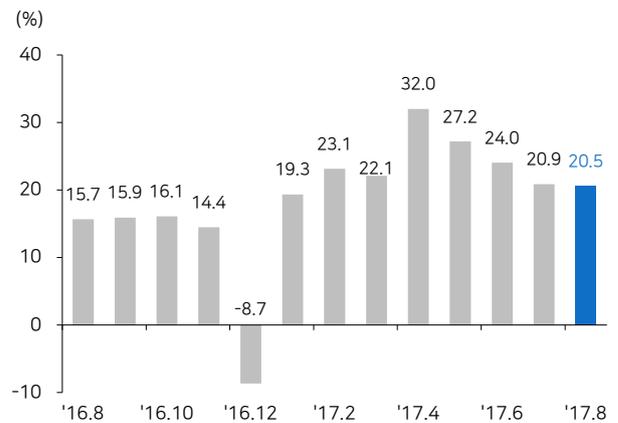
자료: 메리츠화재, 메리츠증권리서치센터

그림29 장기위험손해율 추이



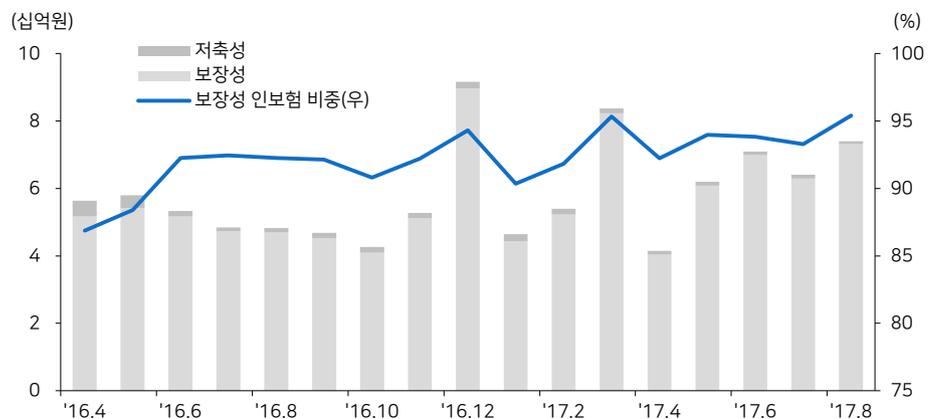
자료: 메리츠화재, 메리츠증권리서치센터

그림30 ROE



자료: 메리츠화재, 메리츠증권리서치센터

그림31 장기보험 신계약 추이



자료: 메리츠화재, 메리츠증권리서치센터

메리츠화재 (000060)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	5,657.6	5,989.8	6,255.3	6,295.1	6,450.1
일반	407.4	439.8	495.0	474.0	485.7
자동차	743.7	751.1	801.7	800.7	820.4
장기	4,506.5	4,798.9	4,958.7	5,020.4	5,143.9
보유보험료	5,197.2	5,639.9	5,884.2	5,962.0	6,095.4
경과보험료	5,325.1	5,666.1	5,830.9	5,919.0	6,057.9
일반	184.5	222.5	226.5	227.2	233.3
자동차	683.8	707.5	715.8	736.7	750.3
장기	4,456.9	4,736.1	4,888.5	4,955.2	5,074.2
경과손해액	4,498.0	4,697.9	4,752.0	4,812.0	4,915.3
일반	115.7	152.9	144.2	147.4	152.5
자동차	635.6	595.0	569.3	592.5	602.7
장기	3,746.6	3,950.0	4,038.5	4,072.2	4,160.1
순사업비	1,162.2	1,194.7	1,270.2	1,295.9	1,307.9
보험영업이익	-335.1	-226.5	-191.3	-188.9	-165.2
투자영업이익	591.8	595.9	700.5	752.6	819.8
영업이익	256.7	369.4	509.2	563.7	654.6
영업외손익	-31.3	-31.6	-27.9	-27.8	-29.3
세전순이익	225.4	337.7	481.3	535.8	625.3
법인세비용	54.1	79.9	116.3	129.7	151.3
당기순이익	171.3	257.8	365.0	406.2	473.9

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
경과손해율	84.5	82.9	81.5	81.3	81.1
일반	62.7	68.7	63.6	64.9	65.3
자동차	93.0	84.1	79.5	80.4	80.3
장기	84.1	83.4	82.6	82.2	82.0
사업비율	21.8	21.1	21.8	21.9	21.6
합산비율	106.3	104.0	103.3	103.2	102.7
투자영업이익률	5.0	4.4	4.6	4.4	4.3
성장성					
총자산	12.5	12.6	10.7	10.3	9.7
운용자산	15.1	14.7	11.4	11.1	10.4
자기자본	5.1	11.5	17.1	15.5	15.9
원수보험료	8.8	5.9	4.4	0.6	2.5
경과보험료	8.0	6.4	2.9	1.5	2.3
순이익	52.0	50.5	41.6	11.3	16.7

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	14,603.8	16,444.4	18,203.6	20,080.8	22,031.9
운용자산	12,651.1	14,510.0	16,170.7	17,965.3	19,830.6
현예금 및 예치금	460.8	365.0	385.0	427.7	472.1
유가증권	7,633.9	8,297.6	8,752.0	9,723.4	10,732.9
주식	145.8	132.4	139.7	155.1	171.3
채권	3,949.8	4,284.9	4,519.6	5,021.2	5,542.5
대출채권	3,746.0	4,632.3	4,886.0	5,428.3	5,991.8
부동산	810.4	805.4	849.5	943.7	1,041.7
비운용자산	1,952.7	1,934.4	2,032.9	2,115.5	2,201.4
특별계정자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	13,133.0	14,804.8	16,284.2	17,863.7	19,463.3
보험계약준비금	12,233.3	13,831.3	15,364.5	16,906.7	18,467.4
책임준비금	12,233.3	13,831.3	15,364.5	16,906.7	18,467.4
기타부채	899.7	973.5	919.7	957.0	995.9
특별계정부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,470.8	1,639.6	1,919.4	2,217.1	2,568.6
자본금	53.0	55.2	55.2	55.2	55.2
자본잉여금	369.2	436.6	436.6	436.6	436.6
이익잉여금	649.7	847.3	1,128.9	1,426.6	1,778.1
자본조정	-4.2	-13.5	-18.6	-18.6	-18.6
기타포괄손익누계액	403.2	314.0	317.3	317.3	317.3

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	1,623	2,352	3,342	3,719	4,340
BPS	13,934	14,957	17,575	20,301	23,520
DPS	570	830	1,176	1,311	1,529
밸류에이션 (배)					
PER	10.0	6.5	7.7	6.9	5.9
PBR	1.2	1.0	1.5	1.3	1.1
수익성					
ROE	11.9	16.6	20.5	19.6	19.8
ROA	1.2	1.7	2.1	2.1	2.3
배당지표					
배당성향	35.1	35.3	35.2	35.2	35.2
배당수익률	3.5	5.4	4.6	5.1	5.9
안정성					
총자산/자기자본	993	1,003	948	906	858
보유보험료/자기자본	353	344	307	269	237

삼성화재 (000810)

Buy, TP 350,000 원

3Q17E 순이익 2,284억원(-17.5% QoQ, -4.8% YoY)으로 추정한다. 타 사 대비 침수관련 피해액 규모가 커 보증별 손해를 상승이 예상된다. 그 외에도 계열사 관련 일반 고액사고가 발생한 영향이 있다. 동사의 MS 감안 시 9월 부산지역 침수에 따른 피해 또한 전망된다. 투자영업이익의 증가는 지난해 동기 물산 관련 손상차손 등 기저효과의 영향이다. 전자 분기배당 제외 시 2% 후반의 투자수익률을 시현하고 있다. ERP 시스템 투자 관련 상각비는 10월부터 향후 5년간 인식될 예정이다.

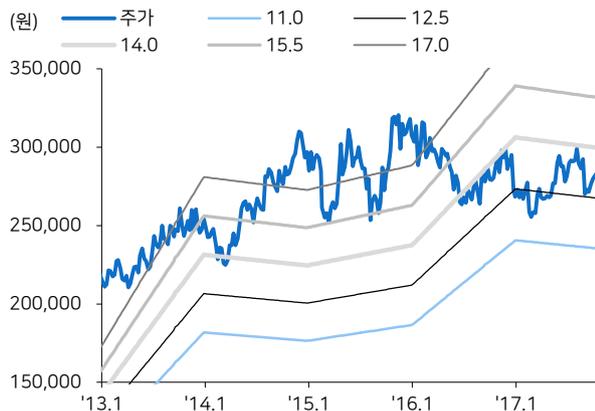
투자의견 Buy 및 적정주가 350,000원을 유지한다. 비용 효율성이 좋은 CM채널 부문 경쟁력이 확고하고 안정적인 위험손해율을 시현하고 있다. 다만, 2위권사 대비 손해를 개선 속도가 느리며 계열사 배당익 제외 시 투자수익률이 낮은 수준을 지속하는 점은 우려된다. 향후 배당성향 확대 등 적극적인 주주 환원 정책에 대한 기대는 유효하며 1분기 중 발생한 부동산 매각익 등의 영향으로 배당수익률 보통주 기준 3.0%, 우선주 기준 4.6%가 기대된다(배당성향 29.9% 가정).

표9 삼성화재 3Q17E Preview

(십억원)	3Q17E	3Q16	% YoY	2Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	4,688.7	4,617.6	1.5	4,617.7	1.5	4,483.8	4.6
보험영업이익	-127.0	-15.2	적지	-26.3	적지		
투자영업이익	430.8	346.1	24.5	396.6	8.6		
영업이익	303.8	330.9	-8.2	370.3	-18.0	305.3	-0.5
당기순이익	228.4	240.0	-4.8	276.8	-17.5	223.9	2.0

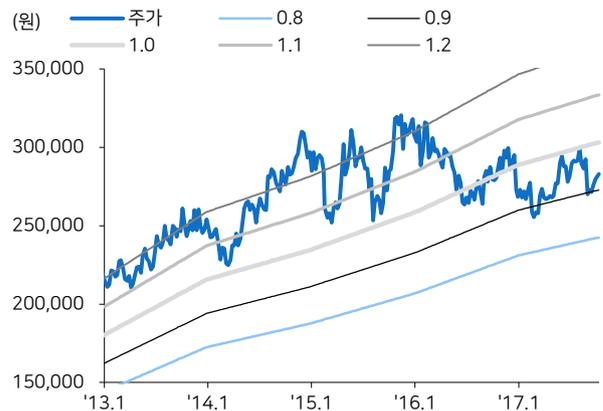
자료: 삼성화재, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림32 삼성화재 PER 밴드



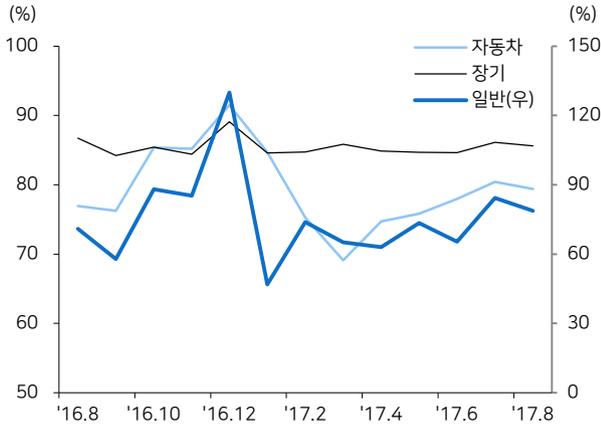
자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림33 삼성화재 PBR 밴드



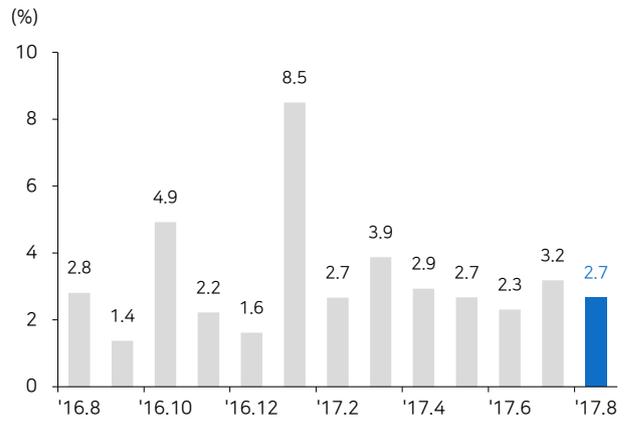
자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림34 경과손해를 추이



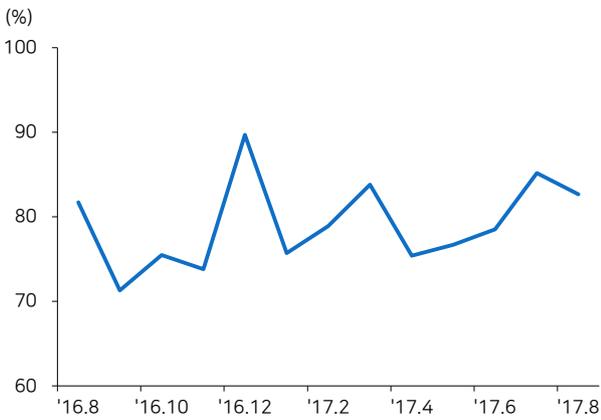
자료: 삼성화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림35 투자영업이익률 추이



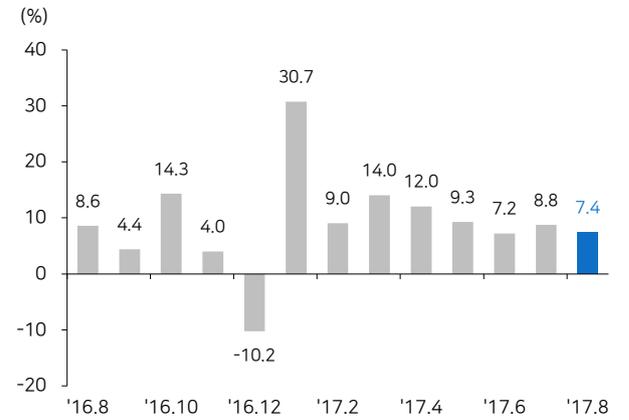
자료: 삼성화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림36 장기위험손해를 추이



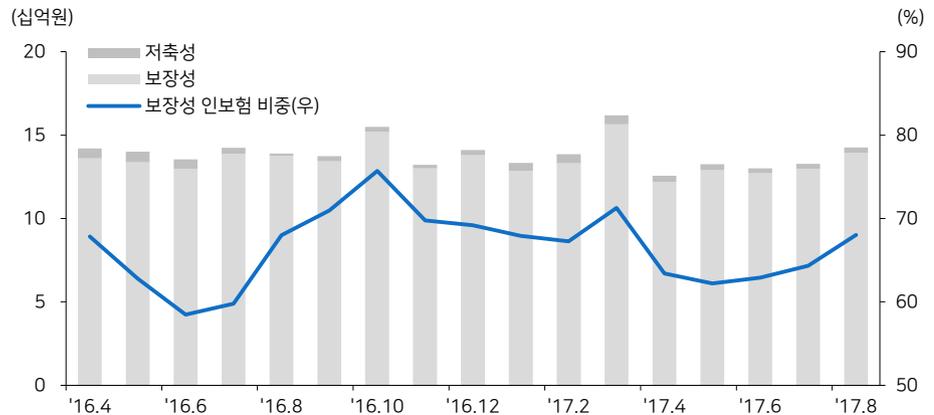
자료: 삼성화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림37 ROE



자료: 삼성화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림38 장기보험 신계약 추이



자료: 삼성화재, 메리츠증권증권 리서치센터

삼성화재 (000810)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	17,799.5	18,183.0	18,618.9	19,202.2	19,674.9
일반	1,360.6	1,302.7	1,290.7	1,334.0	1,366.9
자동차	4,237.6	4,803.5	5,022.3	5,182.5	5,310.1
장기	12,201.3	12,076.8	12,306.0	12,685.7	12,998.0
보유보험료	17,165.8	17,656.7	18,149.9	18,694.1	19,177.6
경과보험료	16,956.3	17,405.8	17,956.1	18,522.1	18,980.2
일반	1,156.1	1,207.9	1,250.5	1,282.6	1,317.1
자동차	3,785.1	4,364.1	4,657.7	4,825.7	4,943.1
장기	12,015.1	11,833.8	12,048.0	12,413.8	12,720.0
경과손해액	14,375.7	14,626.2	14,864.0	15,348.7	15,741.1
일반	736.4	890.6	906.0	911.8	948.4
자동차	3,119.7	3,528.4	3,677.9	3,868.7	3,961.7
장기	10,519.5	10,207.2	10,280.1	10,568.2	10,830.9
순사업비	3,186.9	3,347.5	3,548.3	3,626.7	3,748.5
보험영업이익	-606.3	-567.9	-456.2	-453.3	-509.4
투자영업이익	1,677.0	1,688.3	2,001.2	1,983.4	2,142.9
영업이익	1,070.7	1,120.5	1,545.0	1,530.1	1,633.5
영업외손익	-37.0	-26.8	-53.5	-142.6	-142.6
세전순이익	1,033.7	1,093.7	1,491.6	1,387.5	1,490.9
법인세비용	251.0	252.8	345.6	335.8	360.8
당기순이익	782.7	840.9	1,146.0	1,051.8	1,130.1

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
경과손해율	84.8	84.0	82.8	82.9	82.9
일반	63.7	73.7	72.5	71.1	72.0
자동차	82.4	80.9	79.0	80.2	80.1
장기	87.6	86.3	85.3	85.1	85.1
사업비율	18.8	19.2	19.8	19.6	19.7
합산비율	103.6	103.3	102.5	102.4	102.7
투자영업이익률	3.3	3.0	3.3	3.0	3.0
성장성					
총자산	9.1	8.0	8.2	7.0	6.8
운용자산	7.4	9.0	8.7	7.5	7.2
자기자본	5.5	9.1	11.7	6.9	6.9
원수보험료	2.5	2.2	2.4	3.1	2.5
경과보험료	2.4	2.7	3.2	3.2	2.5
순이익	-1.7	7.4	36.3	-8.2	7.5

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	62,870.6	67,897.9	73,483.5	78,661.7	83,985.8
운용자산	53,408.3	58,237.6	63,331.4	68,097.3	72,992.5
현예금 및 예치금	1,357.5	1,048.9	1,065.4	1,145.6	1,227.9
유가증권	36,118.1	38,126.6	41,631.4	44,764.3	47,982.2
주식	4,631.1	5,379.0	6,978.3	7,503.5	8,042.9
채권	28,354.7	29,898.6	31,763.9	34,154.3	36,609.5
대출채권	14,598.5	17,878.2	19,745.5	21,231.4	22,757.6
부동산	1,334.1	1,183.9	889.1	956.0	1,024.7
비운용자산	5,219.3	5,055.2	5,034.0	5,238.4	5,451.1
특별계정자산	4,243.0	4,605.0	5,118.2	5,326.0	5,542.3
부채총계	52,900.0	57,016.9	61,331.7	65,667.1	70,098.2
보험계약준비금	45,773.5	49,416.1	53,146.3	57,149.4	61,234.6
책임준비금	45,773.5	49,416.1	53,146.3	57,149.4	61,234.6
기타부채	2,883.6	2,995.8	3,067.2	3,191.7	3,321.3
특별계정부채	4,243.0	4,605.0	5,118.2	5,326.0	5,542.3
자본총계	9,970.6	10,881.0	12,151.9	12,994.6	13,887.6
자본금	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5
자본잉여금	939.2	939.2	939.2	939.2	939.2
이익잉여금	6,794.7	7,414.1	7,994.4	8,837.1	9,730.2
자본조정	-1,348.1	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5
기타포괄손익누계액	3,558.3	3,984.6	4,675.3	4,675.3	4,675.3

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	19,026	20,702	28,129	26,159	28,076
BPS	232,111	255,966	301,741	321,815	343,076
DPS	5,150	6,100	8,615	8,011	8,746
밸류에이션 (배)					
PER	16.2	13.0	10.2	11.0	10.3
PBR	1.3	1.0	1.0	0.9	0.8
수익성					
ROE	8.1	8.1	9.7	8.1	8.1
ROA	1.3	1.3	1.6	1.4	1.4
배당지표					
배당성향	26.2	28.9	29.9	29.9	30.4
배당수익률	1.7	2.3	3.0	2.8	3.0
안정성					
총자산/자기자본	631	624	578	580	581
보유보험료/자기자본	172	162	141	137	131

현대해상 (001450)

Buy, TP 60,000 원

3Q17E 순이익 1,273억원(-23.6% QoQ, -7.7% YoY)으로 추정한다. 주요 지표 인자동차 및 위험손해율 개선 추세가 명확함에도 순이익이 감소했는데 이는 지난해 동기 중국재보험 승소 관련 환입으로 일회성 이익이 있었기 때문이다. 위험보험료 보유 비중 증가에도 안정적인 손해율을 지속하는 점이 긍정적이다. 최근 신계약 판매가 증가하고 있어 추가상각 확대 등 영업비용이 증가하는 추세이나 이는 전반적인 효율 개선에 따른 결과로 긍정적인 시그널이라고 판단한다.

투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 60,000원으로 9.1% 상향한다. 타 사와의 위험손해율 갭이 확연히 줄었으며 후순위채 발행으로 RBC 비율 개선되어 discount 요인 해소되었다. 실손보험료 인상 누적효과로 장기위험손해율 개선 추세는 지속될 전망이다. 동사의 경우 08~09년 판매한 5년 만기 상품의 갱신 주기가 2018년 하반기부터 도래한다.

표10 현대해상 3Q17E Preview

(십억원)	3Q17E	3Q16	% YoY	2Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,238.4	3,136.9	3.2	3,216.1	0.7	2,879.2	12.5
보험영업이익	-86.2	-101.3	적지	-33.0	적지		
투자영업이익	258.7	276.6	-6.5	252.7	2.4		
영업이익	172.5	175.3	-1.6	219.7	-21.5	166.1	3.8
당기순이익	127.3	137.9	-7.7	166.7	-23.6	122.7	3.8

자료: 현대해상, WISEfn, 메리츠증권리서치센터

표11 Valuation table

적정주가	60,000원
이론주가	60,777원
2018 BPS	47,876원
적정 PBR	1.27배
PBR Discount	-55%
이론 PBR	2.82배
18년 ROE	15.4%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	5.9%
업종 Beta	0.70
Risk Free Rate	1.7%
Risk Premium	6.0%

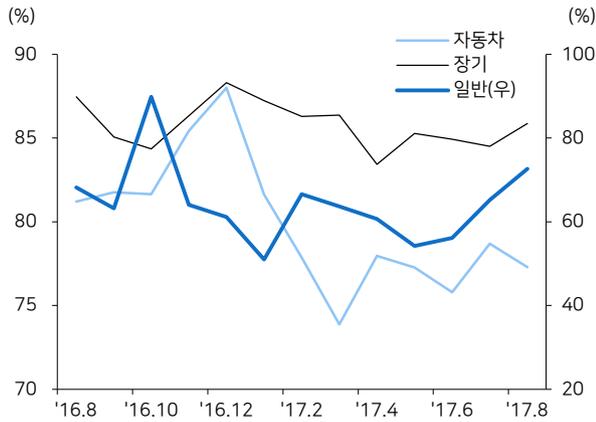
자료: 메리츠증권리서치센터

표12 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
순이익	488.2	541.1	488.6	548.8	0.1	1.4
EPS (원)	6,123	6,786	6,128	6,883	0.1	1.4
BPS(원)	41,283	47,463	41,568	47,876	0.7	0.9
ROE (%)	16.1	15.3	16.1	15.4	0.0	0.1

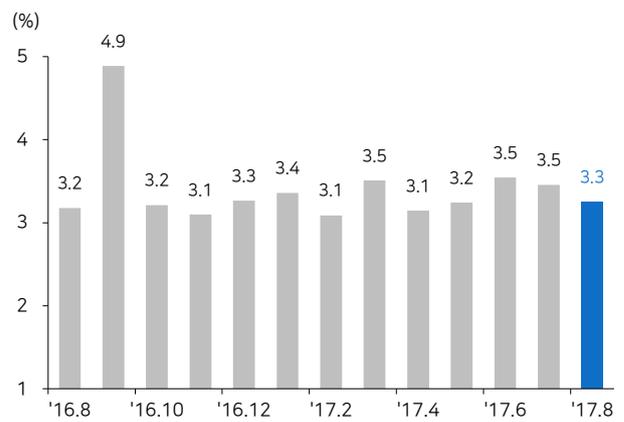
자료: 메리츠증권리서치센터

그림39 경과손해를 추이



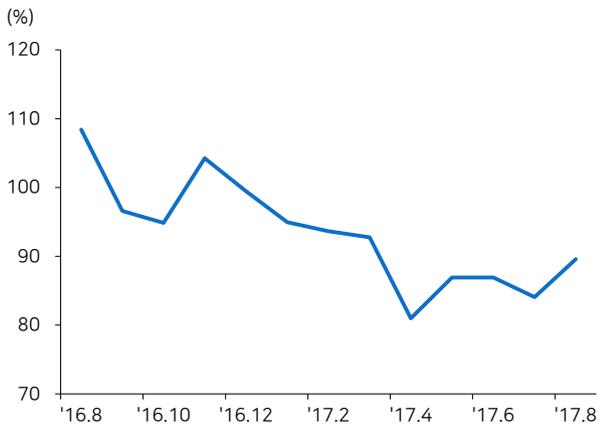
자료: 현대해상, 메리츠종금증권 리서치센터

그림40 투자영업이익률 추이



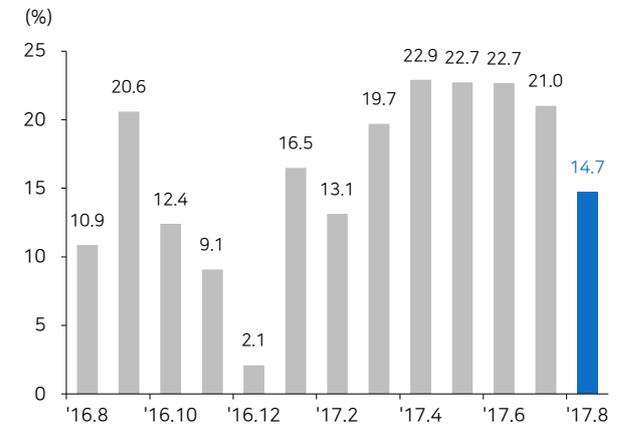
자료: 현대해상, 메리츠종금증권 리서치센터

그림41 장기위험손해율 추이



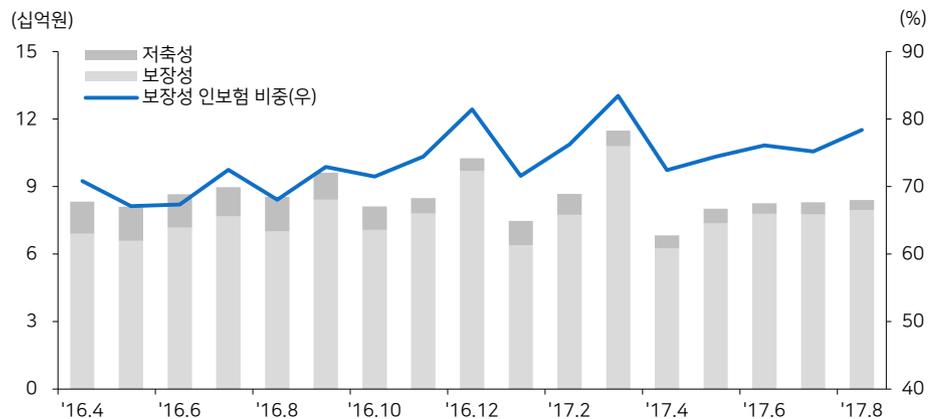
자료: 현대해상, 메리츠종금증권 리서치센터

그림42 ROE



자료: 현대해상, 메리츠종금증권 리서치센터

그림43 장기보험 신계약 추이



자료: 현대해상, 메리츠종금증권 리서치센터

현대해상 (001450)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	12,119.4	12,582.8	12,853.9	13,262.5	13,589.0
일반	1,040.0	1,078.9	1,120.5	1,176.6	1,205.6
자동차	2,726.6	3,145.2	3,214.8	3,257.5	3,337.7
장기	8,254.2	8,304.0	8,507.2	8,828.3	9,045.7
보유보험료	9,421.0	11,413.6	11,687.9	12,052.5	12,352.0
경과보험료	10,975.6	11,255.4	11,523.6	11,867.9	12,162.8
일반	469.2	455.0	463.9	488.7	501.0
자동차	2,430.2	2,739.5	2,864.0	2,881.9	2,948.7
장기	8,076.2	8,060.9	8,195.8	8,497.4	8,713.1
경과손해액	9,544.1	9,525.3	9,596.2	9,862.8	10,087.5
일반	340.6	296.9	294.4	321.9	327.3
자동차	2,178.9	2,242.2	2,280.7	2,303.9	2,329.1
장기	7,024.5	6,986.3	7,021.1	7,237.1	7,431.1
순사업비	1,989.1	2,148.3	2,274.3	2,353.4	2,378.2
보험영업이익	-557.6	-418.3	-346.8	-348.3	-302.8
투자영업이익	852.1	960.0	1,014.3	1,098.6	1,175.1
영업이익	294.5	541.8	667.5	750.3	872.3
영업외손익	-10.5	-28.9	-23.9	-26.3	-23.9
세전순이익	283.9	512.9	643.5	724.0	848.4
법인세비용	80.6	113.2	154.9	175.2	205.3
당기순이익	203.3	399.7	488.6	548.8	643.1

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	32,291.6	36,652.2	39,960.9	43,243.3	46,666.1
운용자산	26,228.6	29,642.7	32,725.8	35,714.5	38,831.5
현예금 및 예치금	1,570.4	1,157.0	1,104.1	1,204.9	1,310.1
유가증권	16,506.3	18,779.5	21,073.8	22,998.3	25,005.5
주식	1,353.9	1,311.3	1,716.1	1,872.9	2,036.3
채권	10,201.4	10,829.3	11,221.4	12,246.2	13,315.0
대출채권	7,178.5	8,690.7	9,494.9	10,362.0	11,266.4
부동산	973.5	1,015.5	1,053.1	1,149.2	1,249.5
비운용자산	3,746.3	3,796.4	3,837.4	3,993.2	4,155.4
특별계정자산	2,316.7	3,213.2	3,397.7	3,535.6	3,679.2
부채총계	29,856.9	33,894.1	36,646.4	39,425.9	42,264.5
보험계약준비금	25,678.1	28,653.1	31,005.7	33,556.2	36,156.4
책임준비금	25,678.1	28,653.1	31,005.7	33,556.2	36,156.4
기타부채	1,656.5	1,835.4	2,243.0	2,334.1	2,428.9
특별계정부채	2,316.7	3,213.2	3,397.7	3,535.6	3,679.2
자본총계	2,434.7	2,758.1	3,314.5	3,817.4	4,401.6
자본금	44.7	44.7	44.7	44.7	44.7
자본잉여금	114.2	114.2	114.2	114.2	114.2
이익잉여금	2,058.3	2,398.3	2,816.6	3,319.6	3,903.8
자본조정	-37.5	-37.5	-37.5	-37.5	-37.5
기타포괄손익누계액	255.0	238.4	376.4	376.4	376.4

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
경과손해율	87.0	84.6	83.3	83.1	82.9
일반	72.6	65.2	63.5	65.9	65.3
자동차	89.7	81.8	79.6	79.9	79.0
장기	87.0	86.7	85.7	85.2	85.3
사업비율	18.1	19.1	19.7	19.8	19.6
합산비율	105.1	103.7	103.0	102.9	102.5
투자영업이익률	3.5	3.4	3.3	3.2	3.2
성장성					
총자산	16.8	13.5	9.0	8.2	7.9
운용자산	19.6	13.0	10.4	9.1	8.7
자기자본	5.3	13.3	20.2	15.2	15.3
원수보험료	8.2	3.8	2.2	3.2	2.5
경과보험료	8.1	2.5	2.4	3.0	2.5
순이익	-12.9	96.6	22.2	12.3	17.2

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	2,550	5,013	6,128	6,883	8,065
BPS	30,534	34,591	41,568	47,876	55,203
DPS	750	1,350	1,532	1,721	2,016
밸류에이션 (배)					
PER	14.1	6.3	7.8	6.9	5.9
PBR	1.2	0.9	1.1	1.0	0.9
수익성					
ROE	8.6	15.4	16.1	15.4	15.6
ROA	0.7	1.2	1.3	1.3	1.4
배당지표					
배당성향	29.4	26.9	25.0	25.0	25.0
배당수익률	2.1	4.3	3.2	3.6	4.2
안정성					
총자산/자기자본	1,326	1,329	1,206	1,133	1,060
보유보험료/자기자본	454	414	353	316	281

한화손해보험 (000370)

Buy, TP 11,500 원

3Q17E 순이익 437억원(-22.5% QoQ, +33.9% YoY)으로 추정한다. 침수 관련 피해 발생에도 자동차 및 장기 손해율이 개선되며 주식 관련 매각익 및 인프라 펀드 배당익 증가로 투자수익 소폭 증가가 예상된다. 반면 신계약 판매 증가 및 추가상각 발행으로 사업비율은 상승할 전망이다.

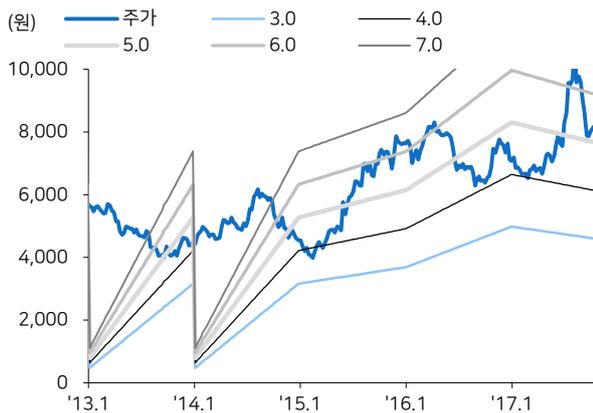
투자의견 Buy 및 적정주가 11,500원을 유지한다. 유상증자 결정으로 BPS 및 ROE가 희석되나 RBC 비율 개선으로 인해 디스카운트 요인이 일부 해소되었다고 판단한다. 최근 몇 년간 자동차 부문의 개선을 통해 이익이 크게 증가하였으나 향후 장기 부문의 성장을 위해서는 자본여력 확충이 선행되어야 했기 때문이다.

표13 한화손해보험 3Q17E Preview

(십억원)	3Q17E	3Q16	% YoY	2Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	1,256.6	1,251.7	0.4	1,323.7	-5.1	989.6	27.0
보험영업이익	-52.9	-67.2	적지	-39.0	적지		
투자영업이익	113.4	111.7	1.5	115.3	-1.7		
영업이익	60.4	44.5	35.7	76.3	-20.8	63.7	-5.1
당기순이익	43.7	32.6	33.9	56.4	-22.5	45.5	-4.0

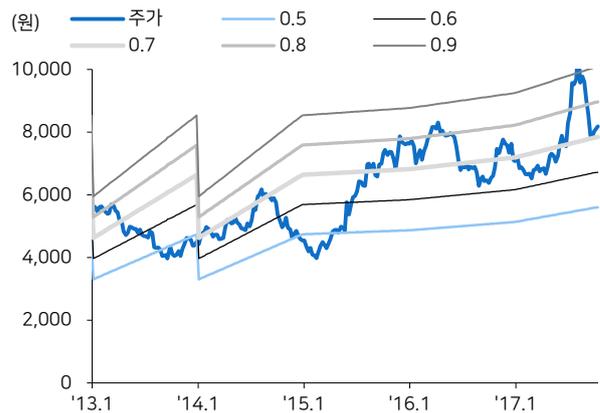
자료: 한화손해보험, WISEfn, 메리츠증권리서치센터

그림44 한화손해보험 PER 밴드



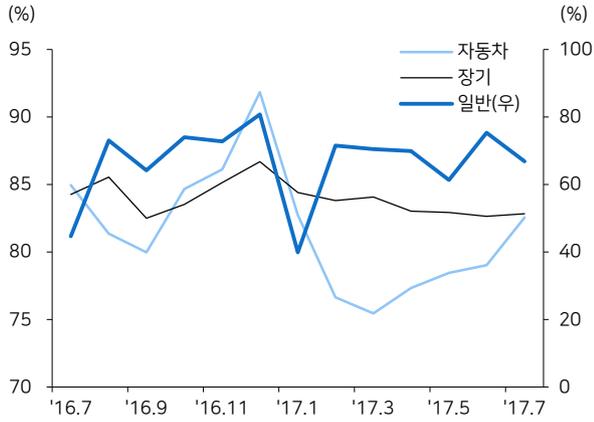
자료: Quantwise, 메리츠증권리서치센터

그림45 한화손해보험 PBR 밴드



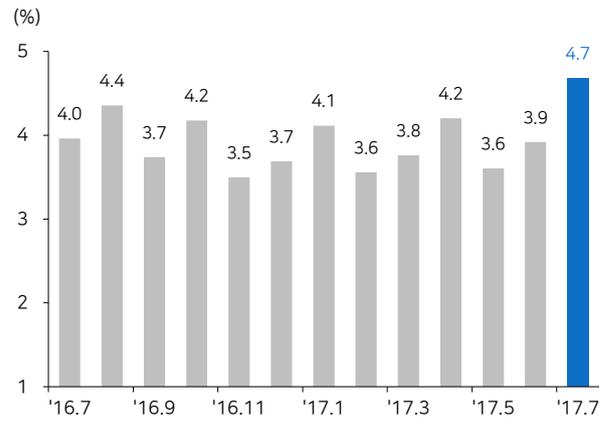
자료: Quantwise, 메리츠증권리서치센터

그림46 경과손해를 추이



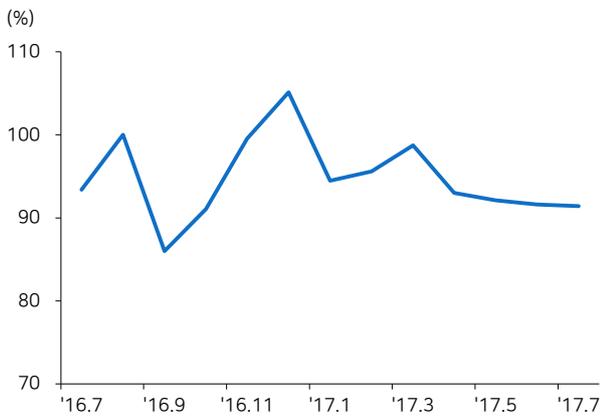
자료: 한화손해보험, 메리츠종금증권 리서치센터

그림47 투자영업이익률 추이



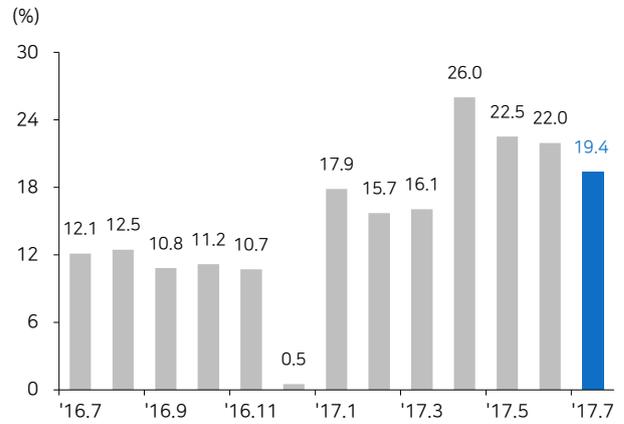
자료: 한화손해보험, 메리츠종금증권 리서치센터

그림48 장기위험손해를 추이



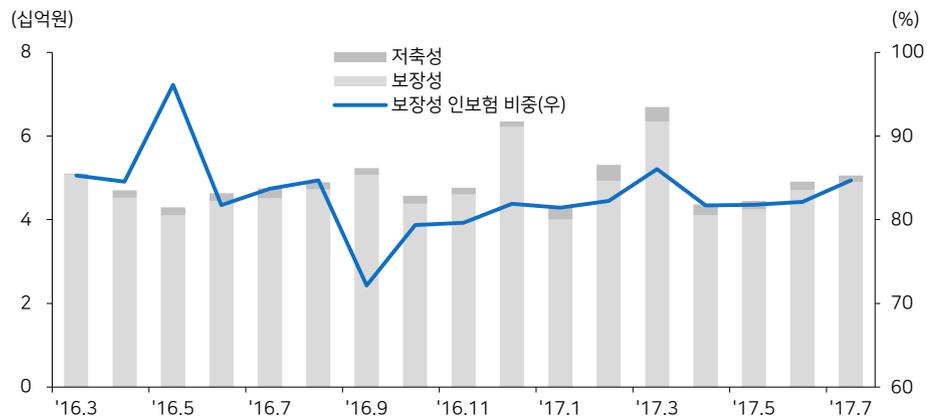
자료: 한화손해보험, 메리츠종금증권 리서치센터

그림49 ROE



자료: 한화손해보험, 메리츠종금증권 리서치센터

그림50 장기보험 신계약 추이



자료: 한화손해보험, 메리츠종금증권 리서치센터

한화손해보험 (000370)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	4,548.1	4,953.8	5,147.4	5,146.3	5,273.0
일반	323.5	380.5	428.3	411.6	421.8
자동차	693.7	840.6	859.8	867.1	888.4
장기	3,530.9	3,732.7	3,859.4	3,867.6	3,962.8
보유보험료	3,677.9	3,725.5	3,505.3	3,427.4	3,588.7
경과보험료	3,656.5	3,993.1	4,091.1	4,113.2	4,215.7
일반	116.6	141.6	157.5	152.1	157.1
자동차	488.0	576.1	601.4	601.5	616.7
장기	3,052.0	3,275.4	3,332.2	3,359.7	3,441.9
경과손해액	3,093.0	3,360.2	3,374.4	3,400.5	3,488.8
일반	75.3	95.5	104.4	102.0	105.6
자동차	447.4	488.3	488.0	494.1	509.4
장기	2,570.3	2,776.4	2,781.9	2,804.4	2,873.7
순사업비	823.6	911.7	947.9	949.8	977.3
보험영업이익	-259.5	-281.7	-231.2	-237.1	-250.3
투자영업이익	386.8	426.8	448.4	478.4	507.7
영업이익	127.4	145.0	217.2	241.2	257.4
영업외손익	-11.5	-10.6	-11.4	-11.1	-11.1
세전순이익	115.9	134.4	205.9	230.2	246.3
법인세비용	20.6	22.5	49.5	55.7	59.6
당기순이익	95.3	111.9	156.3	174.5	186.7

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	11,802.4	13,275.3	15,032.5	16,614.3	18,241.7
운용자산	9,975.6	11,388.6	12,910.3	14,405.9	15,943.7
현예금 및 예치금	200.0	381.8	453.6	506.1	560.2
유가증권	5,319.0	5,636.7	6,625.3	7,392.9	8,182.0
주식	131.9	197.9	228.2	254.7	281.8
채권	2,946.7	3,567.9	2,644.7	2,951.1	3,266.2
대출채권	4,123.4	4,870.8	5,294.9	5,908.3	6,539.0
부동산	332.2	496.9	533.1	594.8	658.3
비운용자산	1,819.1	1,879.6	2,116.1	2,202.0	2,291.4
특별계정자산	7.8	7.1	6.1	6.3	6.6
부채총계	10,941.5	12,390.7	13,763.7	15,168.5	16,609.0
보험계약준비금	10,188.5	11,539.6	12,864.9	14,233.2	15,635.7
책임준비금	10,188.5	11,539.6	12,864.9	14,233.2	15,635.7
기타부채	745.1	843.7	892.7	929.0	966.7
특별계정부채	7.9	7.4	6.1	6.3	6.6
자본총계	860.9	884.6	1,268.7	1,445.7	1,632.7
자본금	453.7	453.7	583.7	583.7	583.7
자본잉여금	0.0	0.0	115.1	115.1	115.1
이익잉여금	189.4	264.1	402.7	579.7	766.7
자본조정	-31.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	249.0	166.8	167.3	167.3	167.3

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
경과손해율	84.6	84.2	82.5	82.7	82.8
일반	64.6	67.4	66.3	67.1	67.2
자동차	91.7	84.8	81.1	82.1	82.6
장기	84.2	84.8	83.5	83.5	83.5
사업비율	22.5	22.8	23.2	23.1	23.2
합산비율	107.1	107.0	105.7	105.8	105.9
투자영업이익률	4.2	4.0	3.7	3.5	3.3
성장성					
총자산	14.2	12.5	13.2	10.5	9.8
운용자산	17.5	14.2	13.4	11.6	10.7
자기자본	44.8	2.8	43.4	14.0	12.9
원수보험료	6.1	8.9	3.9	0.0	2.5
경과보험료	2.6	9.2	2.5	0.5	2.5
순이익	486.1	17.4	39.7	11.6	7.0

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	1,050	1,233	1,339	1,495	1,599
BPS	9,488	9,749	10,868	12,384	13,986
DPS	70	100	134	149	160
밸류에이션 (배)					
PER	7.4	5.9	6.0	5.4	5.0
PBR	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
수익성					
ROE	13.1	12.8	14.5	12.9	12.1
ROA	0.9	0.9	1.1	1.1	1.1
배당지표					
배당성향	6.7	8.1	10.0	10.0	10.0
배당수익률	0.9	1.4	1.7	1.9	2.0
안정성					
총자산/자기자본	1,371	1,501	1,185	1,149	1,117
보유보험료/자기자본	424	421	276	237	220

미래에셋생명 (085620)

Buy, TP 7,500 원

3Q17E 별도 기준 순이익 184억원(-11.0% QoQ, +61.8% YoY)으로 추정한다. 위험손해율은 80% 중반으로 전분기 대비 상승하며 사차이익 약 110억원이 예상된다. 경쟁사의 공시이율 인하로 인해 방카 채널을 통해 변액 관련 일시납 판매가 증가한 것으로 파악된다. 또한 마진이 좋은 변액중신 신상품이 출시되어 신계약 APE 양호할 전망이다.

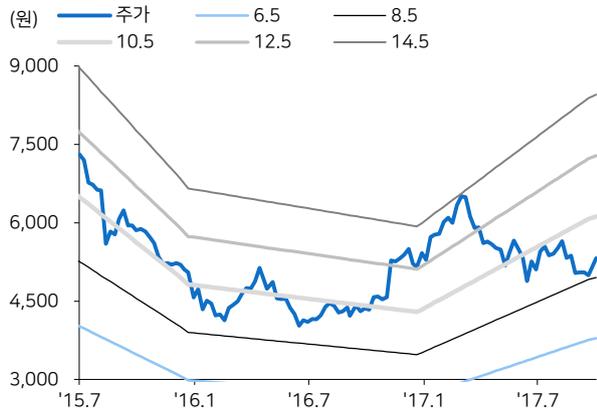
투자의견 Buy 및 적정주가 7,500원을 유지한다. 4분기는 퇴직연금관련 수수료 수입이 증가하는 동사만의 계절적인 특성이 있다. 이는 주로 DB형으로 운용되는 퇴직연금의 운용 마진이 4분기에 일반계정으로 환입되기 때문이다. 또한 2018년부터는 PCA생명과의 합병으로 Fee biz 관련 시너지 창출이 가능할 전망이다. 특별계정 비중이 커 향후 IFRS17 및 K-ICS 도입관련 영향이 제한적이고 valuation 매력이라고 판단한다.

표14 미래에셋생명 3Q17E Preview

(십억원)	3Q17E	3Q16	% YoY	2Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
보험손익	26.6	64.6	-58.8	28.0	-4.8	-	-
투자손익	151.8	151.1	0.4	150.6	0.8	-	-
책임준비금전입	232.1	263.3	-11.8	228.0	1.8	-	-
영업외손익	78.0	62.4	25.0	76.1	2.5	-	-
당기순이익	18.4	11.4	61.8	20.7	-11.0	17.0	8.2

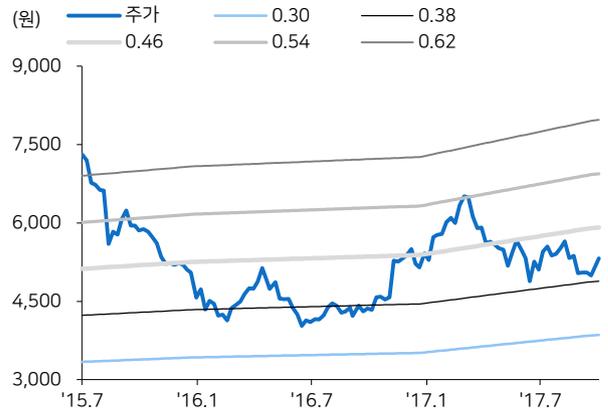
자료: 미래에셋생명, WISEfn, 메리츠증권리서치센터

그림51 미래에셋생명 PER 밴드



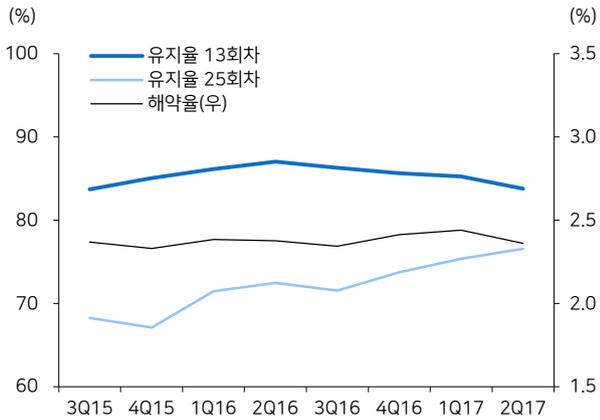
자료: Quantwise, 메리츠증권리서치센터

그림52 미래에셋생명 PBR 밴드



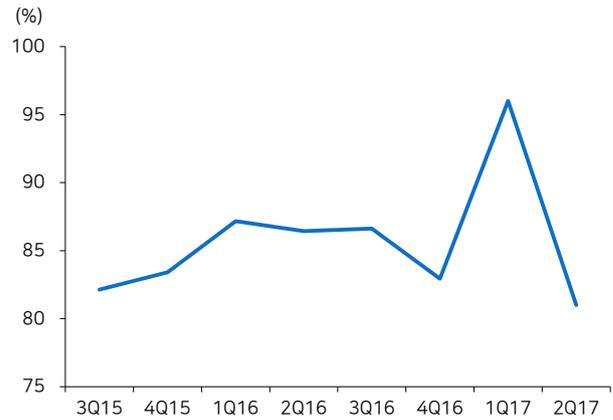
자료: Quantwise, 메리츠증권리서치센터

그림53 유지율 및 해약율 추이



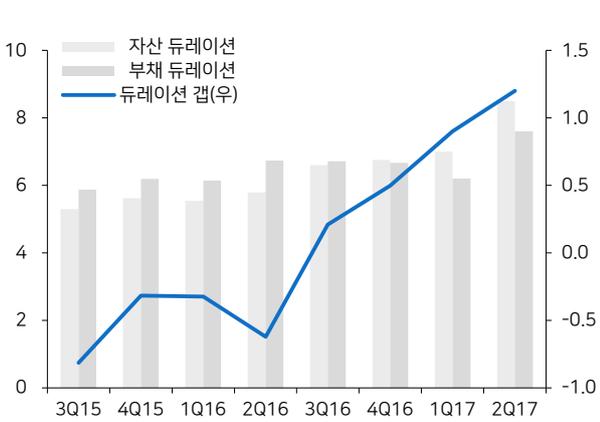
자료: 미래에셋생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림54 위험손해율 추이



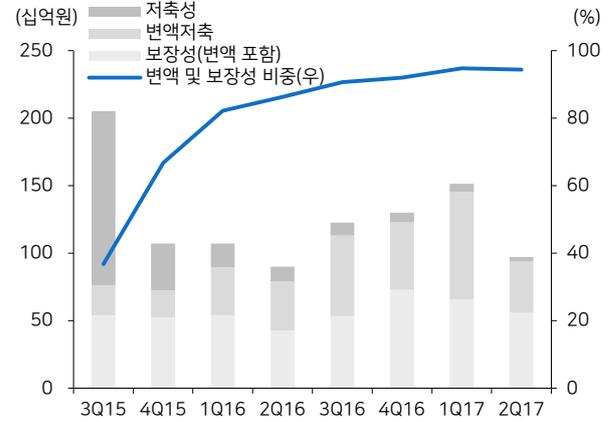
자료: 미래에셋생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림55 자산 부채 듀레이션



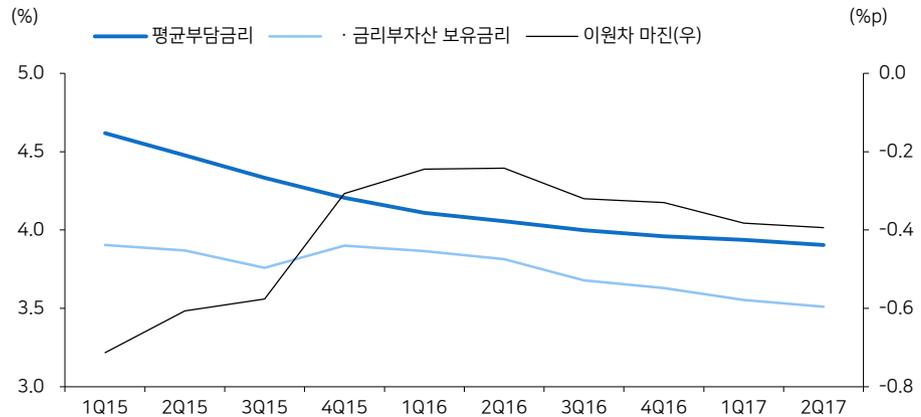
자료: 미래에셋생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림56 신계약 상품별 APE



자료: 미래에셋생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림57 이원차마진 추이



자료: 미래에셋생명, 메리츠종금증권 리서치센터

미래에셋생명 (085620)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
보험손익	712.6	250.5	98.2	11.8	-23.2
보험영업수익	2,739.4	2,403.6	2,270.9	2,612.7	2,683.8
보험료수익	2,625.9	2,286.8	2,151.4	2,475.0	2,542.3
재보험수익	113.5	116.8	119.6	137.7	141.5
보험영업비용	2,026.8	2,153.1	2,172.7	2,600.9	2,707.0
지급보험금	1,378.9	1,453.4	1,507.9	1,725.4	1,798.9
재보험비용	114.3	117.6	123.8	141.3	147.2
사업비	269.6	320.2	302.8	369.8	381.3
신계약상각비	263.9	261.8	238.1	364.2	379.3
할인료	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
투자손익	591.3	584.6	602.1	721.7	795.1
책임준비금전입액	1,438.0	1,098.4	952.0	1,091.5	1,119.7
영업이익	-134.1	-263.3	-251.6	-358.0	-347.8
영업외손익	249.3	315.2	349.6	493.6	515.2
세전순이익	115.2	51.8	97.9	135.6	167.4
법인세비용	0.2	14.6	23.4	32.8	40.5
당기순이익	114.9	37.2	74.6	102.8	126.9

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	26,790.2	28,213.2	29,869.5	41,007.4	42,940.0
운용자산	16,405.6	17,452.1	18,126.8	24,505.3	25,762.5
현예금 및 예치금	350.0	293.0	218.9	289.0	297.8
유가증권	13,990.7	14,854.5	15,523.1	20,973.0	22,044.3
주식	120.7	123.3	179.6	255.7	280.0
채권	7,666.1	7,872.6	8,207.3	11,073.5	11,636.8
대출채권	1,970.3	2,264.0	2,341.2	3,181.1	3,356.4
부동산	94.5	21.5	24.4	38.1	38.5
비운용자산	959.8	999.4	972.4	884.4	809.4
특별계정자산	9,424.8	9,761.8	10,770.4	15,617.6	16,368.0
부채총계	24,935.6	26,430.3	27,916.2	38,826.9	40,673.0
책임준비금	14,706.8	15,806.1	16,759.1	22,850.6	23,970.3
계약자지분조정	111.6	80.0	75.5	75.5	75.5
기타부채	537.3	648.1	311.3	283.2	259.1
특별계정부채	9,579.9	9,896.1	10,770.4	15,617.6	16,368.0
자본총계	1,854.7	1,886.7	1,953.3	2,180.5	2,267.0
자본금	831.5	831.5	831.5	831.5	831.5
자본잉여금	300.8	300.8	300.8	300.8	300.8
이익잉여금	308.7	338.0	350.5	577.7	664.2
자본조정/기타포괄손익누계	413.6	416.3	450.0	450.0	450.0

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
보험금지급율	50.3	60.5	66.4	66.0	67.0
위험손해율	84.3	85.8	86.9	85.9	85.9
사업비율	19.5	24.2	23.8	28.1	28.3
투자수익률	3.8	3.5	3.4	3.4	3.2
성장성					
총자산	8.4	5.3	5.9	37.3	4.7
운용자산	10.6	6.4	3.9	35.2	5.1
특별계정자산	5.3	3.6	10.3	45.0	4.8
자기자본	21.2	1.7	3.5	11.6	4.0
수입보험료	4.9	-12.3	-5.5	15.0	2.7
보험손익	-6.6	-64.8	-60.8	-88.0	-296.7
투자손익	3.5	-1.1	3.0	19.9	10.2
책임준비금전입액	-1.0	-23.6	-13.3	14.7	2.6
순이익	61.9	-67.6	100.4	37.9	23.5

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	801	259	520	716	885
BPS	12,926	13,150	13,613	15,197	15,800
DPS	55	55	104	143	177
밸류에이션 (배)					
PER	6.3	19.9	10.0	7.3	5.9
PBR	0.39	0.39	0.38	0.34	0.33
수익성					
ROE	6.8	2.0	3.9	5.0	5.7
ROA	0.3	0.5	0.1	0.3	0.3
배당지표					
배당성향	6.9	21.2	20.0	20.0	20.0
배당수익률	1.1	1.1	2.0	2.8	3.4
안정성					
총자산/자기자본	14.4	15.0	15.3	18.8	18.9
보험료수입/총부채	11.0	9.1	8.1	6.7	6.6

삼성생명 (032830)

Buy, TP 152,000 원

3Q17E 순이익(연결) 3,251억원(-14.5% QoQ, -33.1% YoY)으로 추정한다. 순이익 감소를 전망하는 이유는 위험손해율 상승 및 보증준비금 환입 규모가 감소하기 때문이다. 고액사망 건 증가로 위험손해율 상승해 사차이익 약 2,200억원이 예상된다. 상반기의 보증준비금 환입에는 금리 상승 이외에도 지수 상승이 영향을 미쳤기 때문에 규모가 감소할 전망이다. 전자의 분기 배당 740억원 반영해 투자 수익률 3.1%를 예상한다. 중저가 및 변액 보험 위주의 판매를 이어오고 있으며 향후 치과, LTC, 저해지 중신 신상품을 출시할 계획이다.

투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 152,000원으로 7.0% 상향한다. 이는 보유한 전자 지분 가치의 증가로 인해 BPS가 기존 추정치 대비 4.9% 증가했기 때문이다. 2018년 BPS 187,946원에 적정 PBR 0.81배를 적용했다. 보유한 삼성전자 지분 가치의 추가적인 증가 혹은 전자의 자사주 소각 이후 보유 지분에 대한 매각 기대감 유효하다.

표15 삼성생명 3Q17E Preview

(십억원)	3Q17E	3Q16	% YoY	2Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
보험손익	589.8	630.0	-6.4	475.4	24.1	-	-
투자손익	1,731.3	1,892.5	-8.5	1,668.6	3.8	-	-
책임준비금전입액	2,218.8	2,173.2	2.1	1,943.3	14.2	-	-
영업외손익	346.6	338.5	2.4	338.9	2.3	-	-
당기순이익	325.1	485.7	-33.1	380.5	-14.5	337.0	-3.5

자료: 삼성생명, WISEfn, 메리츠증권리서치센터

표16 Valuation table

적정주가	152,000원
이론주가	152,332원
2018 BPS	187,946원
적정 PBR	0.81배
PBR Premium	15%
이론 PBR	0.70배
18년 ROE	4.6%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	5.9%
업종 Beta	0.70
Risk Free Rate	1.7%
Risk Premium	6.0%

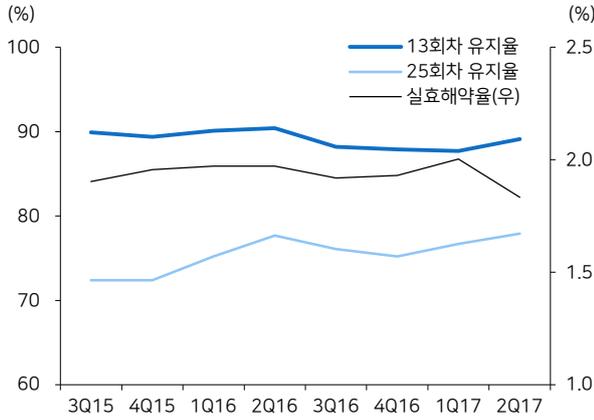
자료: 메리츠증권리서치센터

표17 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
순이익	1,448.3	1,424.1	1,469.0	1,519.0	1.4	6.7
EPS (원)	8,065	7,930	8,180	8,459	1.4	6.7
BPS(원)	172,464	179,104	180,864	187,946	4.9	4.9
ROE (%)	5.0	4.5	5.0	4.6	0.0	0.1

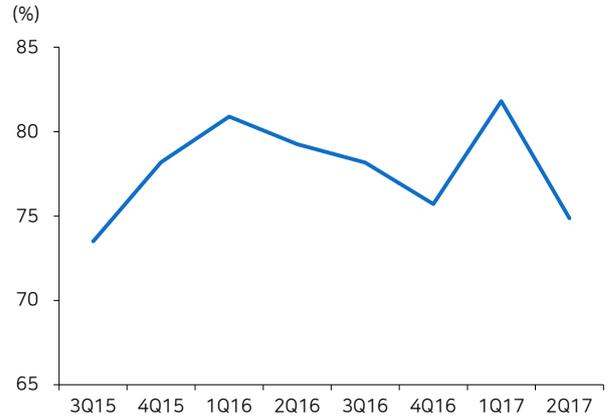
자료: 메리츠증권리서치센터

그림58 유지율 및 해약율 추이



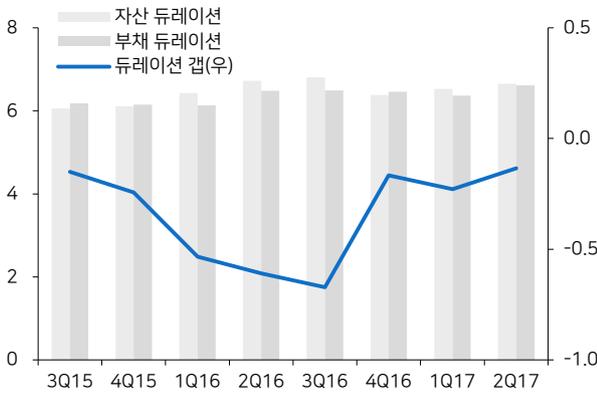
자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림59 위험손해율 추이



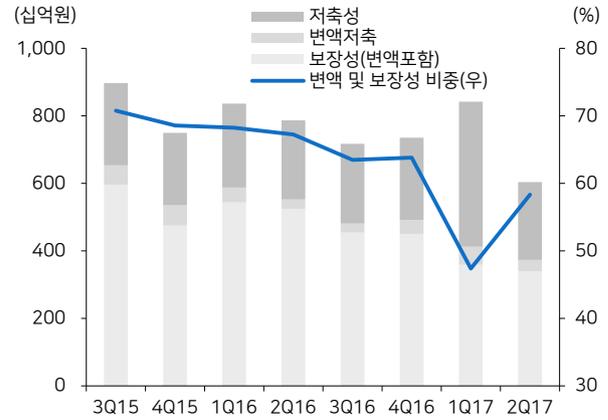
자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림60 자산 부채 듀레이션



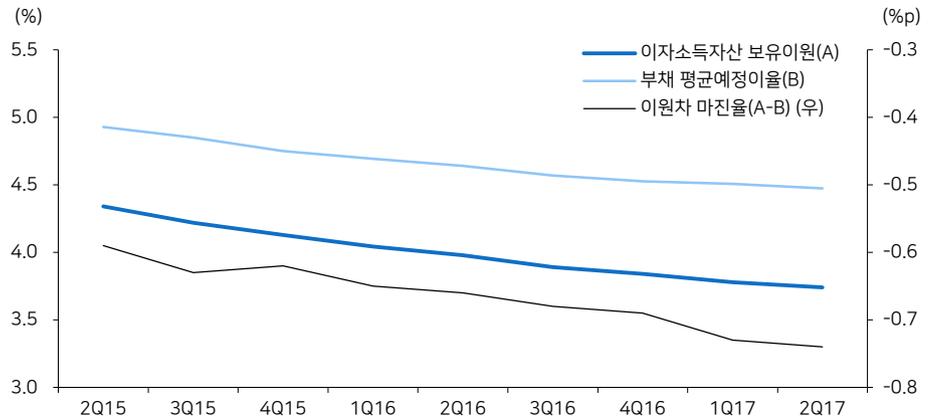
자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림61 신계약 상품별 APE



자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림62 이원차마진 추이



자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

삼성생명 (032830)

Income Statement(연결)

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
보험손익	3,497.0	2,476.1	2,120.9	2,133.2	2,204.2
보험영업수익	17,611.9	17,046.5	17,433.1	17,624.8	18,001.5
보험료수익	17,354.1	16,768.3	17,148.8	17,333.9	17,703.5
재보험수익	257.8	278.2	284.3	290.9	298.0
보험영업비용	14,114.9	14,570.3	15,312.2	15,491.6	15,797.4
지급보험금	10,209.6	10,610.2	11,317.7	11,466.5	11,692.5
재보험비용	289.1	311.2	331.4	338.5	345.4
사업비	1,558.9	1,523.6	1,578.8	1,571.1	1,598.5
신계약상각비	2,056.9	2,123.8	2,082.8	2,113.9	2,159.5
할인료	0.3	1.5	1.5	1.6	1.5
투자손익	6,428.5	8,000.1	7,210.8	7,488.7	7,680.4
책임준비금전입액	9,864.3	9,241.5	8,665.3	9,018.6	8,979.2
영업이익	61.2	1,234.8	666.4	603.3	905.4
영업외손익	1,310.3	1,372.7	1,378.7	1,493.9	1,309.1
세전순이익	1,371.5	2,607.5	2,045.2	2,097.3	2,214.5
법인세비용	161.9	457.5	497.7	507.5	535.9
당기순이익	1,209.6	2,150.0	1,469.0	1,519.0	1,678.6
지배주주	1,211.2	2,054.3	1,469.0	1,519.0	1,603.9
비지배주주	-1.7	95.7	78.4	70.8	74.7

Balance Sheet(연결)

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	230,362.9	264,653.8	284,605.1	297,038.7	310,045.7
운용자산	183,082.4	214,879.3	229,308.7	238,298.9	247,429.9
현예금 및 예치금	3,272.4	5,822.6	4,068.2	4,152.8	4,273.8
유가증권	137,227.3	142,070.7	154,984.6	161,123.2	167,277.0
주식	20,046.1	24,124.5	26,987.5	28,503.1	29,985.4
채권	102,748.5	103,316.0	111,458.0	115,269.7	119,198.4
대출채권	33,362.7	58,063.4	60,943.4	63,387.1	65,930.3
부동산	9,220.0	8,922.6	9,312.6	9,635.7	9,948.8
비운용자산	7,694.8	8,269.3	7,806.6	7,237.0	6,715.2
특별계정자산	39,585.7	41,505.1	47,489.8	51,502.8	55,900.6
부채총계	206,641.2	236,345.4	250,442.6	261,604.4	273,268.6
책임준비금	149,118.2	158,729.1	167,614.8	176,633.4	185,612.6
계약자지분조정	6,969.3	8,075.5	9,711.3	9,711.3	9,711.3
기타부채	9,975.7	25,683.3	25,626.8	23,756.9	22,044.1
특별계정부채	40,577.9	43,857.4	47,489.8	51,502.8	55,900.6
자본총계	23,721.7	28,308.4	34,162.5	35,434.3	36,777.1
자본금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
자본잉여금	6.1	63.1	63.1	63.1	63.1
이익잉여금	11,567.2	13,288.7	14,257.0	15,528.8	16,871.7
자본조정/기타포괄손익누계	15,124.1	17,428.0	22,294.0	22,294.0	22,294.0
비지배주주지분	75.9	1,664.2	1,683.9	1,683.9	1,683.9

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
보험금지급율	58.0	62.2	64.9	65.1	65.0
위험손해율	76.8	82.1	76.7	74.8	74.7
사업비율	20.8	21.8	21.4	21.3	21.2
투자수익률	3.6	4.0	3.2	3.2	3.2
성장성					
총자산	7.4	14.9	7.5	4.4	4.4
운용자산	6.2	17.4	6.7	3.9	3.8
특별계정자산	15.0	4.8	14.4	8.5	8.5
자기자본	6.4	19.3	20.7	3.7	3.8
수입보험료	-0.5	-3.2	2.3	1.1	2.1
보험손익	-7.9	-29.2	-14.3	0.6	3.3
투자손익	-6.2	24.4	-9.9	3.9	2.6
책임준비금전입액	-1.7	-6.3	-6.2	4.1	-0.4
순이익	-9.5	77.7	-28.0	2.7	5.6

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	6,564	11,440	8,180	8,459	8,931
BPS	128,139	148,374	180,864	187,946	195,424
DPS	1,800	1,200	1,723	1,771	1,869
밸류에이션 (배)					
PER	16.8	9.8	14.9	14.4	13.7
PBR	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
수익성					
ROE	5.3	8.3	5.0	4.6	4.6
ROA	0.6	0.5	0.8	0.5	0.5
배당지표					
배당성향	27.5	10.0	20.0	20.0	20.0
배당수익률	1.6	1.1	1.4	1.5	1.5
안정성					
총자산/자기자본	9.7	9.3	8.3	8.4	8.4
보험료수입/총부채	8.5	7.2	7.0	6.7	6.6

한화생명 (088350)

Trading Buy, TP 8,500 원

3Q17E 순이익 1,682억원(-24.2% QoQ, +11.8% YoY)으로 추정한다. 위험손해율이 소폭 상승해 사차이익 약 1,280억원이 예상된다. 종로 시그니처 타워 매각익(680억원) 시현으로 투자수익률 4.0%를 추정했다. 상반기 호실적의 주요 원인인 보증준비금 환입 규모는 감소할 전망이나 금리민감도가 높은 동사의 특성상 최근 시장금리 상승이 펀더멘탈에 긍정적인 영향을 미치고 있다.

투자의견 Trading Buy를 유지하고 적정주가를 8,500원으로 6.3% 상향한다. 2018년 BPS 13,016원에 적정 PBR 0.66배를 적용했다. 금리 상승이 동사의 가장 큰 모멘텀이다. 고정형 등 부채 구조상 금리민감도가 크기 때문이다. 다만 4% 수준의 투자수익률은 부동산 및 유가증권 매각익 등의 영향이 있어 중장기적으로 하락이 추정된다. 향후 RBC 규제 강화에 대응하기 위해 자산 듀레이션을 점진적으로 증가시켜야 하기 때문이다.

표18 한화생명 3Q17E Preview

(십억원)	3Q17E	3Q16	% YoY	2Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
보험손익	189.5	353.9	-46.5	231.2	-18.1	-	-
투자손익	838.3	746.7	12.3	822.6	1.9	-	-
책임준비금전입	1,038.9	1,117.7	-7.1	990.2	4.9	-	-
영업외손익	233.0	215.0	8.3	228.9	1.8	-	-
당기순이익	168.2	150.4	11.8	221.9	-24.2	146.3	14.9

자료: 한화생명, WISEfn, 메리츠종금증권 리서치센터

표19 Valuation table

적정주가	8,500원
이론주가	8,560원
2018 BPS	13,016원
적정 PBR	0.66배
PBR Discount	-35%
이론 PBR	1.01배
2018 ROE	6.1%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	6.1%
업종 Beta	0.7
Risk Free Rate	1.9%
Risk Premium	6.0%

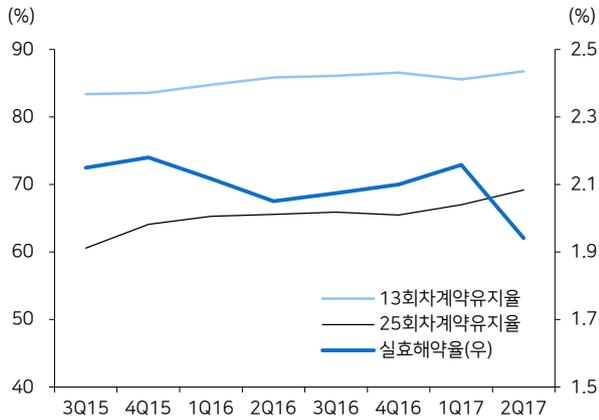
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표20 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
순이익	533.2	512.4	588.3	584.3	10.3	14.0
EPS (원)	710	682	783	778	10.3	14.0
BPS(원)	11,559	12,111	12,387	13,016	7.2	7.5
ROE (%)	6.3	5.8	6.7	6.1	0.4	0.4

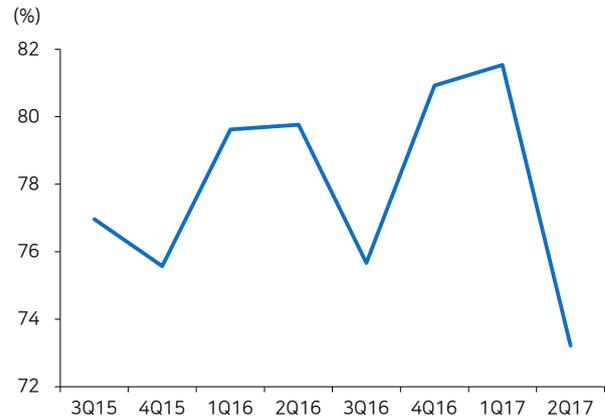
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림63 유지율 및 해약율 추이



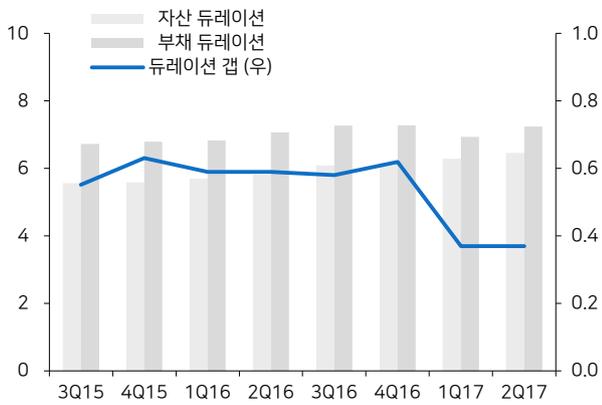
자료: 한화생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림64 위험손해율 추이



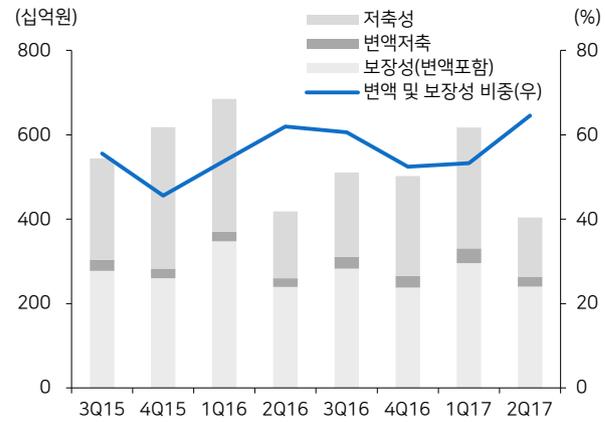
자료: 한화생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림65 자산 부채 듀레이션



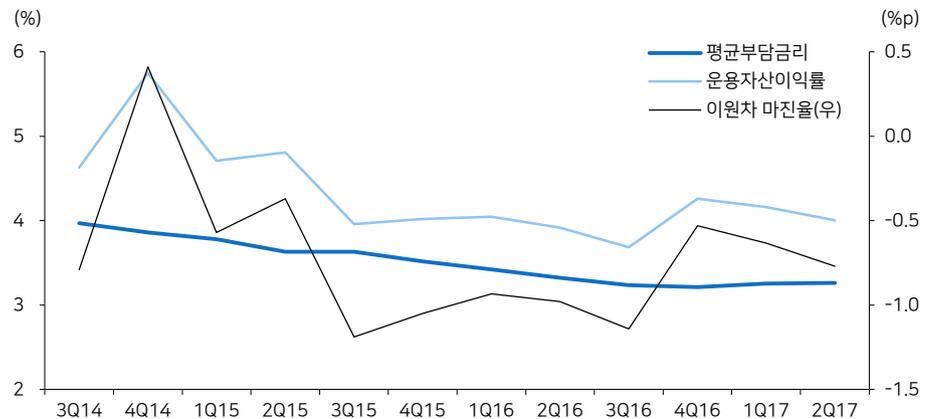
자료: 한화생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림66 신계약 상품별 APE



자료: 한화생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림67 이원차마진 추이



자료: 한화생명, 메리츠종금증권 리서치센터

한화생명 (088350)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
보험손익	2,192.7	1,936.5	884.4	1,114.8	1,096.6
보험영업수익	10,378.8	10,621.9	9,908.4	10,521.3	11,040.3
보험료수익	10,232.7	10,473.6	9,751.1	10,353.8	10,864.7
재보험수익	146.1	148.3	157.3	167.4	175.6
보험영업비용	8,186.1	8,685.4	9,024.0	9,406.5	9,943.6
지급보험금	5,865.4	6,359.2	6,699.5	6,937.0	7,325.1
재보험비용	158.5	159.8	168.9	174.4	184.0
사업비	916.0	892.1	865.8	918.1	968.4
신계약상각비	1,242.9	1,271.1	1,287.1	1,374.3	1,463.4
할인료	3.3	3.1	2.7	2.8	2.8
투자손익	3,191.7	3,174.1	3,317.2	3,270.1	3,351.3
책임준비금전입액	5,657.1	5,597.9	4,358.1	4,586.2	4,608.1
영업이익	-272.7	-487.3	-156.5	-201.3	-160.1
영업외손익	846.9	896.3	928.9	972.2	1,010.8
세전순이익	574.2	409.0	772.4	770.9	850.6
법인세비용	73.9	93.9	184.1	186.6	205.9
당기순이익	500.3	315.1	588.3	584.3	644.8

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
보험금지급율	56.5	59.9	67.6	65.9	66.3
위험손해율	79.4	79.0	76.8	75.7	75.8
사업비율	20.8	20.4	21.7	21.8	22.0
투자수익률	4.4	4.0	3.9	3.7	3.6
성장성					
총자산	7.9	6.6	6.5	6.2	6.0
운용자산	8.9	7.5	4.5	6.0	5.7
특별계정자산	6.4	4.5	14.8	8.7	8.1
자기자본	-0.9	-4.9	14.2	5.1	5.3
수입보험료	11.6	2.3	-6.7	6.2	4.9
보험손익	48.4	-11.7	-54.3	26.0	-1.6
투자손익	-0.6	-0.6	4.5	-1.4	2.5
책임준비금전입액	12.4	-1.0	-22.1	5.2	0.5
순이익	21.0	-37.0	86.7	-0.7	10.3

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	98,855	105,331	112,135	119,124	126,221
운용자산	76,466	82,187	85,911	91,025	96,200
현예금 및 예치금	751	754	567	598	627
유가증권	55,291	59,246	62,401	66,084	69,824
주식	857	1,492	1,487	1,587	1,690
채권	39,149	34,921	36,677	38,576	40,476
대출채권	16,905	18,686	19,295	20,485	21,678
부동산	3,519	3,502	3,648	3,858	4,070
비운용자산	3,383	3,281	3,418	3,318	3,237
특별계정자산	19,007	19,863	22,806	24,781	26,784
부채총계	90,283	97,179	102,828	109,343	115,919
책임준비금	67,689	73,290	77,648	82,235	86,843
계약자지분조정	1,137	813	837	837	837
기타부채	1,996	2,206	1,536	1,491	1,455
특별계정부채	19,462	20,869	22,806	24,781	26,784
자본총계	8,572	8,153	9,308	9,780	10,302
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	2,494	2,680	3,114	3,587	4,109
자본조정/기타포괄손익누계	1,250	645	867	867	867

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	666	419	783	778	858
BPS	11,409	10,850	12,387	13,016	13,711
DPS	180	80	149	148	164
밸류에이션 (배)					
PER	11.1	15.6	9.3	9.4	8.5
PBR	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
수익성					
ROE	5.8	3.8	6.7	6.1	6.4
ROA	0.4	0.5	0.3	0.5	0.5
배당지표					
배당성향	27.0	19.1	19.1	19.1	19.1
배당수익률	2.4	1.2	2.0	2.0	2.2
안정성					
총자산/자기자본	11.5	12.9	12.0	12.2	12.3
보험료수입/총부채	11.5	10.9	9.6	9.6	9.5

동양생명 (082640)

Hold, TP 9,500 원

3Q17E 순이익 306억원(-46.8% QoQ, -53.8% YoY)으로 추정한다. 위험손해율이 소폭 상승해 사차이익 약 250억원이 추정된다. 채권 매각익 규모가 크게 감소하고 육류담보대출 관련 충당금 100억원 발생해 투자수익률 하락이 전망된다. 저축성 일시납 판매가 감소하고 일반 종신 및 CI 위주의 보장성 APE 성장이 이뤄지고 있는 점은 중장기적으로 긍정적이나 단기적으로 실적 감소 요인이다.

투자의견 Hold를 유지하고 적정주가를 9,500원으로 13.6% 하향한다. 이는 저축성 보험 판매 감소, 채권 매각익 감소 등으로 2018 EPS, BPS가 기존 추정치 대비 각각 22.1%, 1.2% 감소했기 때문이다. 2018년 BPS 16,692원에 적정 PBR 0.58배를 적용했다. 최근 투자이익 및 비차이익 감소는 본질적으로 긍정적인 요소임에도 불구하고 펀더멘탈 대비 큰 discount를 적용했다. 이는 배당주 매력을 가진 동사의 단기 실적에 부정적 영향을 주기 때문이다. 다만, 관련 변화가 중장기적으로 지속되는 경우 긍정적 시그널로 판단한다.

표21 동양생명 3Q17E Preview

(십억원)	3Q17E	3Q16	% YoY	2Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
보험손익	366.1	754.4	-51.5	584.1	-37.3	-	-
투자손익	206.7	196.5	5.2	243.0	-14.9	-	-
책임준비금전입	547.0	908.3	-39.8	766.6	-28.6	-	-
영업외손익	14.6	13.3	10.1	15.1	-3.2	-	-
당기순이익	30.6	66.2	-53.8	57.6	-46.8	43.3	-29.2

자료: 동양생명, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

표22 Valuation table

적정주가	9,500원
이론주가	9,624원
2018 BPS	16,692원
적정 PBR	0.58배
PBR Discount	-60%
이론 PBR	1.44배
2018 ROE	8.3%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	6.1%
업종 Beta	0.7
Risk Free Rate	1.9%
Risk Premium	6.0%

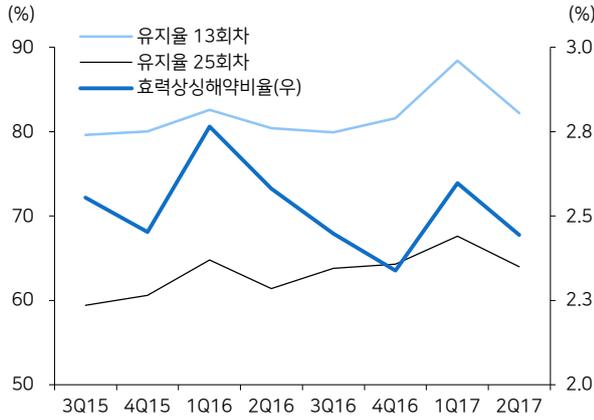
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표23 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
순이익	236.0	228.6	229.0	178.2	-3.0	-22.1
EPS (원)	1,514.2	1,466.9	1,469	1,143	-3.0	-22.1
BPS(원)	15,938.0	16,900.7	16,091	16,692	1.0	-1.2
ROE (%)	12.6	10.7	12.3	8.3	-0.4	-2.4

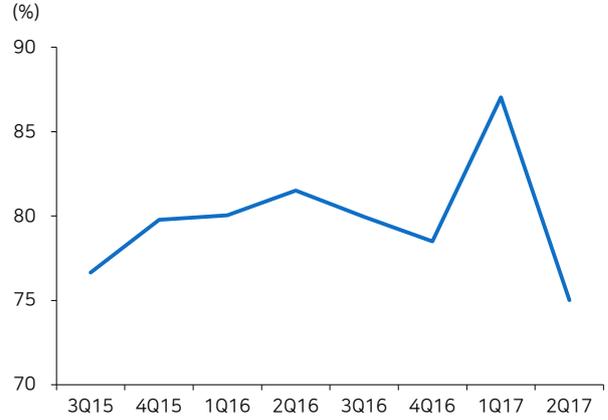
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림68 유지율 및 해약율 추이



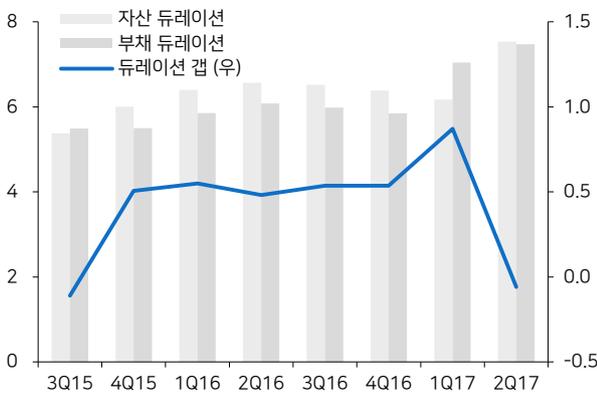
자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림69 위험손해율 추이



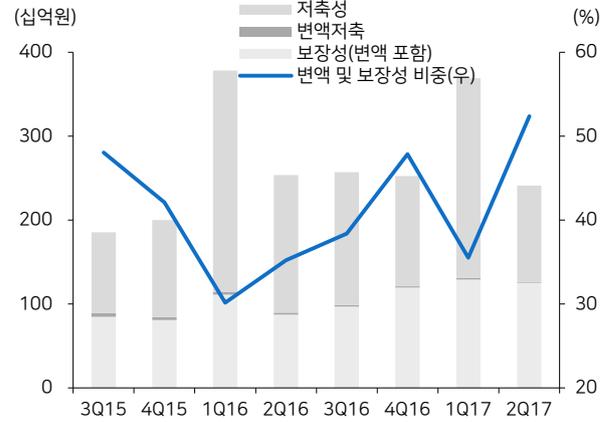
자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림70 자산 부채 듀레이션



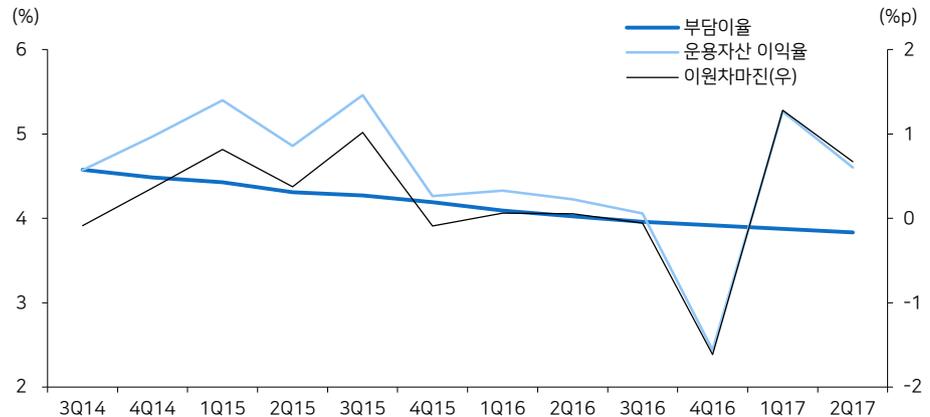
자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림71 신계약 상품별 APE



자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림72 이원차마진 추이



자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

동양생명 (082640)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
보험손익	1,151.7	3,417.8	2,005.8	1,468.0	1,297.6
보험영업수익	3,598.8	6,145.4	5,039.5	4,413.2	4,307.3
보험료수익	3,563.1	6,101.9	4,994.0	4,372.6	4,267.7
재보험수익	35.7	43.5	45.5	40.6	39.7
보험영업비용	2,447.2	2,727.6	3,033.7	2,945.3	3,009.8
지급보험금	1,785.1	1,995.9	2,275.2	2,228.2	2,321.9
재보험비용	39.6	50.3	57.4	56.9	59.4
사업비	293.8	346.4	344.5	325.3	308.3
신계약상각비	325.3	332.5	354.7	333.0	318.2
할인료	3.3	2.4	1.9	2.0	2.0
투자손익	762.3	509.0	964.2	878.0	951.4
책임준비금전입액	1,756.4	4,016.2	2,733.0	2,173.1	2,061.8
영업이익	157.5	-89.4	237.1	172.8	187.1
영업외손익	35.3	45.3	64.8	62.2	63.8
세전순이익	192.9	-44.2	301.9	235.0	250.9
법인세비용	41.9	-49.6	72.9	56.9	60.7
당기순이익	151.0	5.4	229.0	178.2	190.2

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	22,570.9	26,666.3	30,261.6	32,610.0	34,890.1
운용자산	19,162.7	23,073.3	26,379.2	28,638.1	30,819.3
현예금 및 예치금	1,545.7	1,550.8	1,935.0	2,145.0	2,324.9
유가증권	12,534.6	17,034.9	19,207.9	20,844.0	22,458.1
주식	194.6	534.1	529.7	601.3	667.2
채권	8,801.4	9,821.5	10,752.3	11,595.1	12,419.2
대출채권	4,723.4	4,131.7	4,839.3	5,220.6	5,577.9
부동산	358.9	355.9	397.1	428.5	458.5
비운용자산	978.2	1,056.6	1,152.1	1,169.7	1,199.7
특별계정자산	2,430.0	2,536.4	2,730.2	2,802.2	2,871.0
부채총계	20,625.3	24,880.3	27,753.7	30,008.3	32,155.3
책임준비금	17,615.1	21,633.8	24,368.1	26,541.3	28,603.1
계약자지분조정	52.0	35.1	30.7	30.7	30.7
기타부채	442.9	546.5	624.6	634.2	650.4
특별계정부채	2,515.3	2,664.8	2,730.2	2,802.2	2,871.0
자본총계	1,945.6	1,786.1	2,507.9	2,601.7	2,734.8
자본금	537.9	537.9	806.8	806.8	806.8
자본잉여금	205.6	205.6	463.7	463.7	463.7
이익잉여금	785.6	727.7	867.6	992.3	1,125.4
자본조정/기타포괄손익누계	416.6	314.9	248.6	217.7	217.7

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
보험금지급율	49.6	32.5	45.1	50.5	53.9
위험손해율	78.4	80.0	79.9	76.8	77.0
사업비율	17.2	11.0	13.9	14.9	14.5
투자수익률	4.2	2.4	3.9	3.2	3.2
성장성					
총자산	10.8	18.1	13.5	7.8	7.0
운용자산	10.6	20.4	14.3	8.6	7.6
특별계정자산	15.0	4.4	7.6	2.6	2.5
자기자본	10.6	-8.2	40.4	3.7	5.1
수입보험료	9.3	70.8	-18.0	-12.4	-2.4
보험손익	22.8	196.8	-41.3	-26.8	-11.6
투자손익	-3.0	-33.2	89.4	-8.9	8.4
책임준비금전입액	12.2	128.7	-32.0	-20.5	-5.1
순이익	-4.6	-96.4	4,108.5	-22.2	6.8

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	1,479	53	1,469	1,143	1,220
BPS	19,061	17,498	16,091	16,692	17,547
DPS	620	200	441	343	366
밸류에이션 (배)					
PER	7.9	238.2	5.4	6.9	6.5
PBR	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
수익성					
ROE	9.8	0.3	12.3	8.3	7.4
ROA	0.8	0.7	0.0	0.8	0.6
배당지표					
배당성향	41.9	375.2	30.0	30.0	30.0
배당수익률	5.3	1.6	5.6	4.3	4.6
안정성					
총자산/자기자본	11.6	14.9	12.1	12.5	12.8
보험료수입/총부채	17.4	24.7	18.2	14.7	13.4

Compliance Notice

당사는 동자료에 언급된 종목 중 메리츠화재와 계열회사의 관계가 있습니다. 동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 2017년 10월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 10월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 10월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김고은)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0.0%

2017년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

동부화재 (005830) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.10.14	산업분석	Buy	79,000	김고은	-20.5	-19.1	
2015.10.19	산업브리프	Buy	79,000	김고은	-17.9	-15.1	
2015.10.28	산업분석	Buy	79,000	김고은	-17.2	-13.4	
2015.11.02	기업브리프	Buy	79,000	김고은	-16.0	-12.8	
2015.11.19	산업브리프	Buy	79,000	김고은	-16.8	-12.8	
2015.11.25	산업분석	Buy	79,000	김고은	-17.1	-12.8	
2015.12.01	기업브리프	Buy	79,000	김고은	-17.3	-12.8	
2015.12.07	산업분석	Buy	79,000	김고은	-15.7	-9.0	
2016.01.19	산업브리프	Buy	79,000	김고은	-15.9	-9.0	
2016.02.12	산업브리프	Buy	79,000	김고은	-15.8	-9.0	
2016.02.24	기업브리프	Buy	79,000	김고은	-15.0	-7.6	
2016.03.17	산업브리프	Buy	79,000	김고은	-14.7	-6.1	
2016.03.23	산업분석	Buy	87,000	김고은	-14.5	-12.4	
2016.04.01	산업브리프	Buy	87,000	김고은	-14.4	-12.4	
2016.04.14	산업브리프	Buy	87,000	김고은	-14.3	-12.4	
2016.04.15	산업브리프	Buy	87,000	김고은	-15.8	-12.4	
2016.05.02	기업브리프	Buy	87,000	김고은	-16.9	-12.4	
2016.06.01	산업브리프	Buy	87,000	김고은	-17.4	-12.4	
2016.07.01	산업브리프	Buy	87,000	김고은	-17.9	-12.4	
2016.07.11	산업분석	Buy	87,000	김고은	-18.7	-12.4	
2016.07.21	산업브리프	Buy	87,000	김고은	-19.3	-12.4	
2016.08.01	기업브리프	Buy	87,000	김고은	-20.4	-12.4	
2016.11.01	기업브리프	Buy	87,000	김고은	-20.2	-12.4	
2016.11.21	산업분석	Buy	92,000	김고은	-21.9	-19.5	
2016.12.21	산업브리프	Buy	92,000	김고은	-26.6	-19.5	
2017.01.18	산업브리프	Buy	92,000	김고은	-28.8	-19.5	
2017.02.23	기업브리프	Buy	92,000	김고은	-29.8	-19.5	
2017.04.14	산업브리프	Buy	92,000	김고은	-28.9	-19.5	
2017.05.29	산업분석	Buy	92,000	김고은	-28.7	-19.5	
2017.06.07	산업브리프	Buy	92,000	김고은	-27.6	-13.0	
2017.07.18	산업분석	Buy	98,000	김고은	-17.4	-14.5	
2017.08.21	산업분석	Buy	98,000	김고은	-21.7	-14.5	
2017.10.16	산업브리프	Buy	100,000	김고은	-	-	

메리츠화재 (000060) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.11.02	기업브리프	Buy	24,500	박선호	-35.8	-33.7	
2015.12.01	기업브리프	Buy	24,500	박선호	-36.0	-33.7	
				담당자 변경			
2015.12.07	산업분석	Buy	24,000	김고은	-36.1	-32.7	
2016.01.19	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-37.1	-32.7	
2016.02.12	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-37.0	-32.7	
2016.02.23	기업브리프	Buy	24,000	김고은	-36.6	-32.7	
2016.03.17	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-36.1	-31.9	
2016.04.01	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.7	-30.4	
2016.04.14	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.7	-30.4	
2016.04.15	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.4	-30.4	
2016.04.28	기업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.0	-30.4	
2016.06.01	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.1	-30.4	
2016.06.28	기업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.2	-30.4	
2016.07.01	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.4	-30.4	
2016.07.21	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.5	-30.4	
2016.07.29	기업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.4	-30.4	
2016.10.27	기업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.2	-30.4	
2016.11.21	산업분석	Buy	24,000	김고은	-35.1	-30.4	
2016.12.07		1년 경과			-31.4	-29.8	
2016.12.21	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-34.2	-29.8	
2017.01.18	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-34.8	-29.8	
2017.04.14	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-32.5	-19.2	
2017.05.29	산업분석	Buy	24,000	김고은	-31.8	-17.5	
2017.06.07	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-28.9	-8.1	
2017.07.18	산업분석	Buy	28,000	김고은	-15.1	-12.5	
2017.08.21	산업분석	Buy	28,000	김고은	-13.7	-9.6	
2017.10.16	산업브리프	Buy	30,000	김고은	-	-	

삼성화재 (000810) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.10.14	산업분석	Buy	350,000	김고은	-15.1	-14.6	
2015.10.19	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-11.5	-8.3	
2015.10.28	기업브리프	Buy	350,000	김고은	-9.7	-6.3	
2015.11.19	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-10.1	-6.3	
2015.12.01	기업브리프	Buy	350,000	김고은	-10.3	-6.3	
2015.12.07	산업분석	Buy	350,000	김고은	-10.7	-6.3	
2016.01.19	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-11.5	-6.3	
2016.02.12	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-11.5	-6.3	
2016.02.19	기업브리프	Buy	350,000	김고은	-11.8	-6.3	
2016.03.17	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-12.1	-6.3	
2016.04.01	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-12.5	-6.3	
2016.04.14	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-12.5	-6.3	
2016.04.15	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-12.8	-6.3	
2016.05.02	기업브리프	Buy	350,000	김고은	-13.4	-6.3	
2016.06.01	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-14.5	-6.3	
2016.07.01	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-15.2	-6.3	
2016.07.21	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-15.5	-6.3	
2016.08.01	기업브리프	Buy	350,000	김고은	-16.5	-6.3	
2016.10.14		1년 경과			-17.9	-15.9	
2016.11.01	기업브리프	Buy	350,000	김고은	-17.6	-13.7	
2016.11.21	산업분석	Buy	350,000	김고은	-16.9	-13.7	
2016.12.21	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-18.5	-13.7	
2017.01.18	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-19.3	-13.7	
2017.02.16	기업브리프	Buy	350,000	김고은	-21.1	-13.7	
2017.04.14	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-21.1	-13.7	
2017.05.29	산업분석	Buy	350,000	김고은	-20.9	-13.7	
2017.06.07	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-20.5	-13.7	
2017.07.18	산업분석	Buy	350,000	김고은	-20.0	-12.7	
2017.08.21	산업분석	Buy	350,000	김고은	-20.2	-12.7	
2017.10.16	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-	-	

현대해상 (001450) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.10.14	산업분석	Buy	39,000	김고은	-17.9	-16.9	
2015.10.19	산업브리프	Buy	39,000	김고은	-15.1	-12.4	
2015.11.02	기업브리프	Buy	39,000	김고은	-13.7	-10.0	
2015.11.19	산업브리프	Buy	39,000	김고은	-13.5	-9.0	
2015.12.01	기업브리프	Buy	39,000	김고은	-13.6	-9.0	
2015.12.07	산업분석	Buy	39,000	김고은	-13.5	-7.3	
2016.01.19	산업브리프	Buy	39,000	김고은	-14.0	-7.3	
2016.01.26	기업브리프	Buy	39,000	김고은	-14.5	-7.3	
2016.02.12	산업브리프	Buy	39,000	김고은	-14.8	-7.3	
2016.02.24	기업브리프	Buy	36,000	김고은	-9.7	-6.3	
2016.03.17	산업브리프	Buy	36,000	김고은	-8.3	-5.0	
2016.04.01	산업브리프	Buy	36,000	김고은	-7.2	-2.2	
2016.04.14	산업브리프	Buy	36,000	김고은	-7.2	-2.2	
2016.04.15	산업브리프	Buy	36,000	김고은	-7.8	-2.2	
2016.05.02	기업브리프	Buy	36,000	김고은	-9.1	-2.2	
2016.06.01	산업브리프	Buy	36,000	김고은	-10.6	-2.2	
2016.07.01	산업브리프	Buy	36,000	김고은	-11.5	-2.2	
2016.07.21	산업브리프	Buy	40,000	김고은	-25.3	-24.3	
2016.08.01	기업브리프	Buy	40,000	김고은	-14.7	-6.8	
2016.11.01	기업브리프	Buy	43,000	김고은	-15.2	-12.4	
2016.11.21	산업분석	Buy	45,000	김고은	-21.3	-18.6	
2016.12.21	산업브리프	Buy	45,000	김고은	-25.4	-18.6	
2017.01.18	산업브리프	Buy	45,000	김고은	-26.7	-18.6	
2017.02.21	기업브리프	Buy	45,000	김고은	-26.5	-18.6	
2017.04.14	산업브리프	Buy	45,000	김고은	-24.7	-15.0	
2017.05.29	산업분석	Buy	45,000	김고은	-24.3	-12.4	
2017.06.07	산업브리프	Buy	45,000	김고은	-21.8	0.9	
2017.07.18	산업분석	Buy	55,000	김고은	-15.2	-10.5	
2017.08.21	산업분석	Buy	55,000	김고은	-16.6	-10.5	
2017.10.16	산업브리프	Buy	60,000	김고은	-	-	

한화손해보험 (000370) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.11.16	기업분석	Buy	9,500	김고은	-23.7	-22.1	
2015.11.19	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-19.8	-15.4	
2015.12.01	기업브리프	Buy	9,500	김고은	-18.7	-14.7	
2015.12.07	산업분석	Buy	9,500	김고은	-18.1	-14.7	
2016.01.19	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-19.3	-14.7	
2016.02.12	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-19.5	-14.7	
2016.03.03	기업브리프	Buy	9,500	김고은	-18.9	-12.9	
2016.03.17	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-18.1	-11.0	
2016.04.01	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-17.6	-10.5	
2016.04.14	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-17.6	-10.5	
2016.04.15	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-17.3	-10.5	
2016.05.02	기업브리프	Buy	9,500	김고은	-16.9	-10.5	
2016.06.01	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-17.5	-10.5	
2016.07.01	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-18.1	-10.5	
2016.07.21	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-18.4	-10.5	
2016.08.01	기업브리프	Buy	9,500	김고은	-21.0	-10.5	
2016.11.16	1년 경과				-16.6	-16.3	
2016.11.21	산업분석	Buy	10,000	김고은	-22.7	-20.5	
2016.12.21	산업브리프	Buy	10,000	김고은	-25.4	-20.5	
2017.01.18	산업브리프	Buy	10,000	김고은	-28.7	-20.5	
2017.04.14	산업브리프	Buy	10,000	김고은	-28.3	-20.5	
2017.05.29	산업분석	Buy	10,000	김고은	-28.1	-20.5	
2017.06.07	산업브리프	Buy	10,000	김고은	-25.9	-0.2	
2017.07.18	산업분석	Buy	12,000	김고은	-15.3	-5.0	
2017.08.21	산업분석	Buy	12,000	김고은	-17.9	-5.0	
2017.09.11	기업브리프	Buy	11,500	김고은	-29.1	-26.9	
2017.10.16	산업브리프	Buy	11,500	김고은	-	-	

미래에셋생명 (085620) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.05.25	산업분석	Buy	6,000	김고은	-28.6	-22.3	
2016.07.11	산업분석	Buy	6,000	김고은	-29.0	-22.3	
2016.07.21	산업브리프	Buy	6,000	김고은	-29.1	-22.3	
2016.08.10	기업브리프	Buy	6,000	김고은	-27.2	-12.0	
2016.11.21	산업분석	Buy	7,500	김고은	-29.3	-26.7	
2017.01.18	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-26.1	-16.3	
2017.02.27	기업분석	Buy	7,500	김고은	-23.6	-13.2	
2017.04.14	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-23.8	-13.2	
2017.05.12	기업브리프	Buy	7,500	김고은	-24.3	-13.2	
2017.05.29	산업분석	Buy	7,500	김고은	-25.2	-13.2	
2017.07.18	산업분석	Buy	7,500	김고은	-26.3	-13.2	
2017.10.16	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-	-	

삼성생명 (032830) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.05.25	산업분석	Buy	125,000	김고은	-20.1	-15.6	
2016.07.21	산업브리프	Buy	125,000	김고은	-20.3	-15.6	
2016.08.12	기업브리프	Buy	125,000	김고은	-18.8	-11.6	
2016.10.10	산업분석	Buy	125,000	김고은	-17.7	-10.8	
2016.11.14	기업브리프	Buy	125,000	김고은	-17.3	-7.2	
2016.11.21	산업분석	Buy	130,000	김고은	-11.9	-9.2	
2017.01.18	산업브리프	Buy	130,000	김고은	-13.0	-9.2	
2017.02.20	기업브리프	Buy	130,000	김고은	-14.2	-9.2	
2017.04.14	산업브리프	Buy	130,000	김고은	-14.2	-9.2	
2017.05.15	기업브리프	Buy	142,000	김고은	-14.7	-12.0	
2017.05.29	산업분석	Buy	142,000	김고은	-15.8	-12.0	
2017.07.18	산업분석	Buy	142,000	김고은	-15.8	-9.5	
2017.10.16	산업브리프	Buy	152,000	김고은	-	-	

한화생명 (088350) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.05.25	산업분석	Hold	7,500	김고은	-19.6	-13.6	
2016.07.21	산업브리프	Trading Buy	6,500	김고은	-11.6	-10.0	
2016.08.16	기업브리프	Trading Buy	6,500	김고은	-9.2	4.0	
2016.11.21	산업분석	Trading Buy	7,500	김고은	-10.8	-6.4	
2017.01.18	산업브리프	Trading Buy	7,500	김고은	-13.8	-6.4	
2017.04.14	산업브리프	Trading Buy	7,500	김고은	-14.0	-6.4	
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	7,500	김고은	-12.4	2.8	
2017.07.18	산업분석	Trading Buy	8,000	김고은	-9.1	-1.6	
2017.10.16	산업브리프	Trading Buy	8,500	김고은	-	-	

동양생명 (082640) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.05.25	산업분석	Hold	13,000	김고은	-19.1	-14.6	
2016.07.21	산업브리프	Trading Buy	12,000	김고은	-10.2	-6.7	
2016.08.12	기업브리프	Trading Buy	12,000	김고은	-2.3	9.2	
2016.11.21	산업분석	Trading Buy	14,000	김고은	-8.6	-0.4	
2017.01.18	산업브리프	Hold	11,000	김고은	-3.9	0.9	
2017.04.14	산업브리프	Hold	11,000	김고은	-5.4	0.9	
2017.05.29	산업분석	Hold	11,000	김고은	-5.9	0.9	
2017.07.18	산업분석	Hold	11,000	김고은	-9.9	0.9	
2017.10.16	산업브리프	Hold	9,500	김고은	-	-	