

2018. 1. 22



▲ 보험/증권

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

Overweight

Top Picks

DB손해보험(005830)	Buy	100,000원
현대해상(001450)	Buy	60,000원
미래에셋생명(085620)	Buy	7,500원

관심종목

삼성화재(000810)	Buy	350,000원
메리츠화재(000060)	Buy	30,000원
한화손해보험(000370)	Buy	11,500원
삼성생명(032830)	Buy	163,000원
한화생명(088350)	Trading Buy	8,500원
동양생명(082640)	Trading Buy	9,500원

보험

건강보험과 실손보험 연계법 발의안 점검

- ✓ 건강보험과 실손보험 연계법 주요 내용 1) 보장범위 조정 2) 손해율 산정방식 변경
- ✓ 보장범위 조정 시 절판효과 추정되며 산정방식 변경은 인하 요인일 수 있으나
- ✓ 시기별로 판매된 보험의 계약구조가 달라 일괄적 인하는 어려울 전망
- ✓ Top picks: DB손해보험, 현대해상, 미래에셋생명

건강보험과 실손보험 연계법 발의, 영향은?

‘건강보험과 실손보험 연계법’ 발의안에 따르면 공사의료보험 연계 심의위원회가 1) 감독원장에게 실손보험의 보장 범위 조정을 제시하고 2) 손해율 산정방식을 심의/의결해 권고할 수 있다. 지금까지 실시된 실손보험 개정은 자기부담률 상향 및 보장 한도 설정 등 의료쇼핑을 제지하는 방향으로 이뤄져 왔기 때문에 보장범위 축소 및 절판효과가 발생할 가능성이 높다. 손해율 산정 방식 변경은 보험료 인하 요인으로 작용할 수 있다. 다만, 신규 실손 보험의 보장범위가 축소되는 상황에서 과거 계약의 보험료를 인하시키는 경우 교체 수요 발생하기 어려워, 신규 계약 위주로 상당히 저렴해 지는 변화가 추정된다. 시기별로 판매된 실손 보험의 보장범위가 상이하여 전체 계약에 대해 일괄적인 보험료 인하를 적용시키기는 어려울 전망이다.

2 위권 손보사 PER 6~7 배, 배당수익률 3~4%로 하방경직성 확보

1년 갱신 보험의 경우 보험료 인상이 없다 해도 09년 및 12년 말에 절판효과로 판매되었던 3년 만기 보험의 갱신주기가 18년 하반기에 도래함에 따라 16~17년 인상율이 반영된 보험료 증가가 가능하다. 위험손해율 개선 폭은 감소하더라도 그 추세는 지속될 가능성이 높으며 이 경우 2위권 손보사의 PER 6~7배, 배당수익률 3~4%가 추정되어 하방경직성 있다고 판단된다.

Top Picks: DB 손해보험, 현대해상, 미래에셋생명

Top picks으로 DB손해보험, 현대해상, 미래에셋생명을 유지한다. 실손보험료 인상 누적 효과 및 3년 & 5년 만기 갱신주기 도래하고 있어 2위권사 위주의 위험손해율 개선이 지속될 전망이다. RBC 비율 규제 강화 지속되고 있어 ALM 관리에 따라 운용수익률이 회사별로 차별화될 가능성이 높다.

국민건강보험과 실손의료보험 연계법 발의, 영향은?

건강보험과 실손보험 연계법 발의	기존에 예고되었던 '국민건강보험과 실손의료보험의 연계에 관한 법률안'이 발의 (더불어민주당 김상희의원 대표발의) 되었다. 주요 내용으로 1) 보건복지부 산하에 공사의료보험 연계 심의위원회를 두고 2) 금융감독원장에게 실손의료보험의 보장 범위 조정에 대한 의견을 제시하고 3) 실손보험의 손해를 산정방법을 심의/의결해 해당 방식을 적용하도록 권고할 수 있다고 명시하고 있다.
보장범위 조정 시 절판효과 발생 가능성 높으며	지금까지 여러 차례 실시된 실손보험의 개정은 자기부담률 상향 및 보장 한도 설정 등 과잉진료를 제지하는 방향으로 이뤄져 왔기 때문에 보장범위 조정에 대한 세부사항 역시 보장 축소일 가능성이 높아 절판효과가 추정된다. 기획재정부가 1월 11일에 발표한 '지출구조 혁신 추진방안'에서도 실손보험 보장범위 조정이 포함되었다. 특히 법정부담금까지 실손보험이 보장하고 있어 건보 재정의 낭비요인이 지속된다고 언급하고 있다.
시기별 계약 구조가 달라 일괄 인하는 어려울 듯	시기별로 판매된 실손 보험의 보장범위가 상이하여 전체 계약에 대해 일괄적인 보험료 인하를 적용시키기는 어려울 전망이다. 반사이익의 효과는 보장 범위를 제한시킨 신규 상품 위주로 많이 나올 수 밖에 없다. 과거 판매된 상품은 비급여 풍선 효과를 제지할 방안이 거의 없기 때문에 반사이익을 추정하는데 있어 오차가 발생할 가능성이 크다.
신규 판매된 상품 위주로 저렴해질 가능성 높다고 판단	실손보험 손해를 산정 방식 변경은 보험료 인하 요인으로 작용할 수 있다고 판단된다. 다만, 신규 실손 보험의 보장범위가 축소되는 상황에서 과거 계약의 보험료를 인하시키는 경우 교체 수요 발생하기 어려워, 신규 계약 위주로 상당히 저렴해지는 방식의 변화를 예상한다.

표1 국민건강보험과 실손 의료보험의 연계에 관한 법률안(김상희 의원 대표발의)

제 7조 (실손의료보험 보장 범위 조정에 관한 의견 제시)

심의위원회는 실태조사 결과를 바탕으로 실손의료보험의 보장범위가 국민의 의료 보장 및 의료비 부담에 미치는 영향을 검토하고 필요하다고 인정하는 경우에 실손의료보험의 보장범위를 조정하도록 금융감독원장에게 의견을 제시할 수 있다.

제 8조 (손해율 산정방법의 적용 권고)

심의위원회는 실손의료보험의 손해율 산정방법을 심의/의결하여 보험업법 제175조에 따른 보험협회가 같은 법 제 124조에 따라 실손의료보험의 손해율을 비교/공시할 때 해당 손해율 산정방법을 적용하도록 권고할 수 있다.

제 9조 (공사의료보험 관련 정책에 관한 의견 제시)

심의위원회는 제4조제1항에 따라 심의된 사항이 공사의료보험 관련 정책에 반영될 필요가 있다고 인정하면 관계 기관에 의견을 제시할 수 있다.

자료: 국회, 메리츠증권증권 리서치센터

보험료 조정 반영 시기 19년 이후 전망

연계법 통과 후 6개월 이후 시행

손해보험사는 실손보험에 대해 약 10%의 인상 요인이 남아있다고 판단하고 있으나 감독원의 권고에 따라 인상을 보류했다. 문재인케어 관련 반사이익 추정에 따른 불확실성이 존재하나(상반기 말 경 발표 예정) 연계법이 통과 되는 경우에도 6개월 이후 시행되기 때문에 보험료 조정은 19년에 반영될 가능성이 높다.

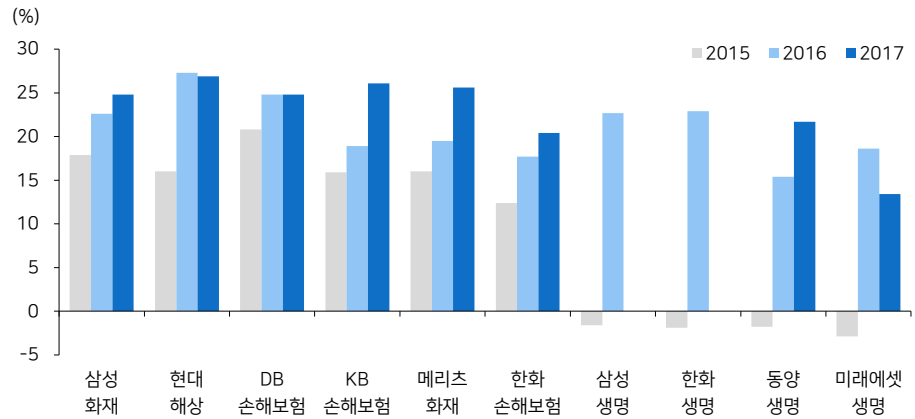
3년 만기 보험 갱신주기

18년 하반기 도래해

위험손해율 개선 지속 전망

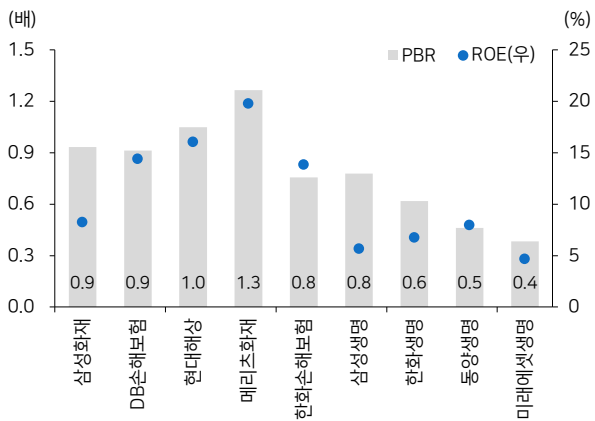
1년 갱신 보험의 경우 보험료 인상이 없다 해도 09년 및 12년 말에 절판효과로 판매되었던 3년 만기 보험의 갱신주기가 18년 하반기에 도래함에 따라 16~17년 인상율이 반영된 보험료 증가가 가능하다. 위험손해율 개선 폭은 감소하더라도 그 추세는 지속될 가능성이 높으며 이 경우 2위권 손보사의 PER 6~7배, 배당수익률 3~4%가 추정되어 하방경직성을 확보했다고 판단된다.

그림1 실손보험료 인상률



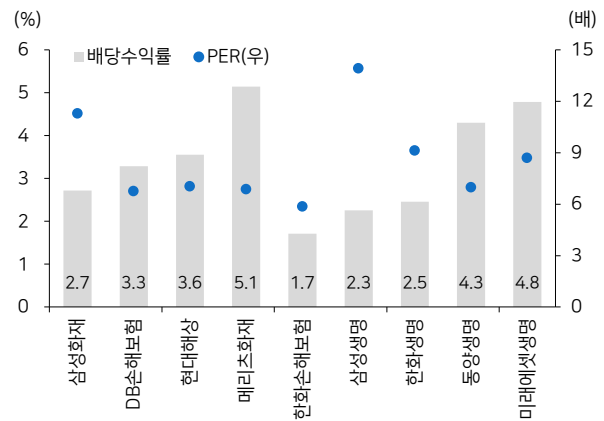
자료: 손해보험협회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 보험사별 PRB 및 ROE(2018E 기준)



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 보험사별 PER 및 배당수익률(2018E 기준)



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

4Q17 실적 전망

손해보험사 4Q17E 순이익 2,213억원 전망

손해보험사 커버리지(삼성화재, DB손해보험, 현대해상, 메리츠화재, 한화손해보험) 기준 4Q17E 순이익은 2,213억원(-65.4% QoQ, -12.9% YoY)으로 추정한다. 비상위험준비금 관련 이연법인세 적립으로 일회성 비용이 발생하고 계절적 효과 있으나 주요 지표가 양호하다. 최근 신계약 판매 경쟁으로 추가상각 확대 등 사업 비율 상승하나 이는 전반적인 효율 개선에 따른 결과라고 판단된다. 향후 RBC 비율 규제 단계적 강화되어 ALM 관리에 따라 운용수익률 차별화 가능성이 높다. 그 외 일회성 비용으로는 삼성화재의 미국지점 부채 이전계약으로 1,200억원, DB손해보험 광고비용 약 200억원, 현대해상 희망퇴직 비용 약 150억원을 반영했다.

위험손해율 개선 추세는 2019년 초까지 지속될 전망이다. 2018년 하반기 중 갱신 물량이 상당하며 이 중에는 이미 결정된 실손보험료 인상 대상이 되는 3년 만기 계약이 다수 포함된다. 자동차 손해율 악화에 대한 우려 존재하나 문제가 될 가능성이 있는 대인보험료 부문은 인상했으며 상위사의 MS 확대 등으로 악화폭은 제한적일 전망이다.

생명보험사 4Q17E 순이익 1,659억원 전망

생명보험사 커버리지(삼성생명, 한화생명, 동양생명, 미래에셋생명) 기준 4Q17E 순이익은 1,659억원(-66.0% QoQ, 흑전 YoY)으로 추정한다. 위험손해율은 70~80%로 대부분 개선되어 사차이익 증가가 추정된다. 변액보증준비금 적립금액은 업계 전체적으로 감소하나 회사별로 감소폭이 상이한 모습이다. 삼성생명 약 2,400억원, 한화생명 약 100억원, 동양생명 약 50억원, 미래에셋생명 약 140억원 반영했다. 변액 종신 판매 정도, 헤지 유무, 계리적 가정 변경 등이 준비금 감소폭 차이에 영향을 미쳤다고 판단된다. 중저가 위주의 보장성 보험 판매, 저축성 판매 감소, 변액 보험 판매 증가 추세는 지속될 전망이다.

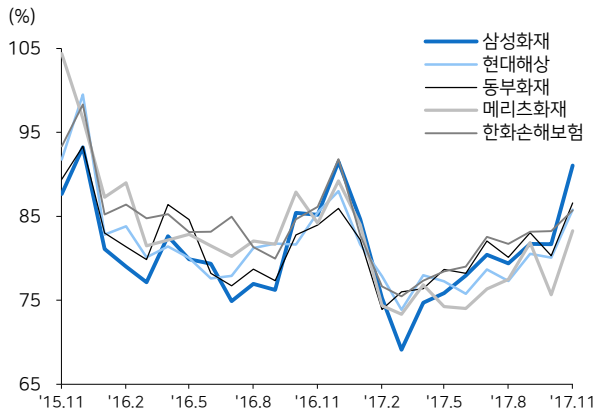
표2 커버리지 보험사 4Q17E Preview (순이익)

(십억원)	4Q17E	4Q16	% YoY	3Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
삼성화재	9.6	85.3	-88.8	224.6	-95.7	44.8	-78.7
DB손해보험	82.8	50.9	62.8	155.4	-46.7	85.5	-3.1
현대해상	61.1	62.8	-2.8	123.9	-50.7	78.1	-21.8
메리츠화재	54.8	36.0	52.2	93.4	-41.3	52.0	5.4
한화손해보험	13.0	19.0	-31.4	42.7	-69.5	20.4	-36.0
손해보험 합계	221.3	254.0	-12.9	639.9	-65.4	280.7	-21.2
삼성생명(연결)	85.8	-1.0	흑전	320.2	-73.2	204.3	-58.0
한화생명	58.9	-97.7	흑전	130.3	-54.8	88.0	-33.1
동양생명	4.6	-212.6	흑전	13.6	-66.3	8.5	-46.2
미래에셋생명	16.6	-23.3	흑전	24.3	-31.6	14.9	11.6
생명보험 합계	165.9	-334.6	흑전	488.4	-66.0	315.8	-47.5

주: 삼성생명 제외 별도 기준

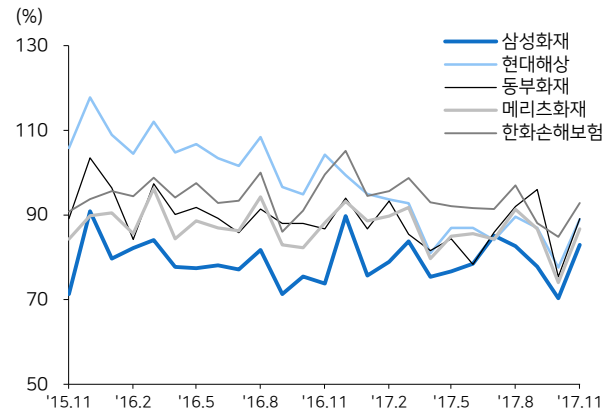
자료: 각 사, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 손해보험사 자동차 손해율 추이



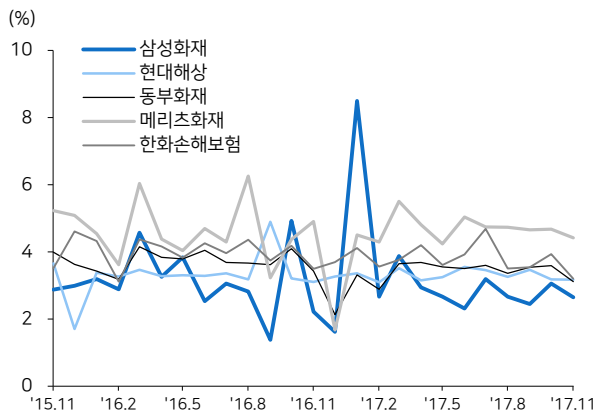
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 손해보험사 장기위험손해율 추이



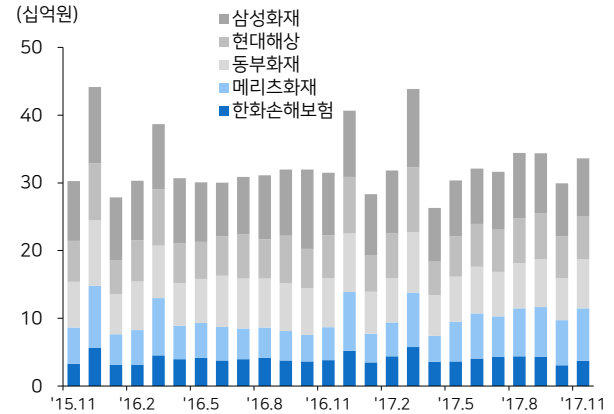
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 손해보험사 투자이익률 추이



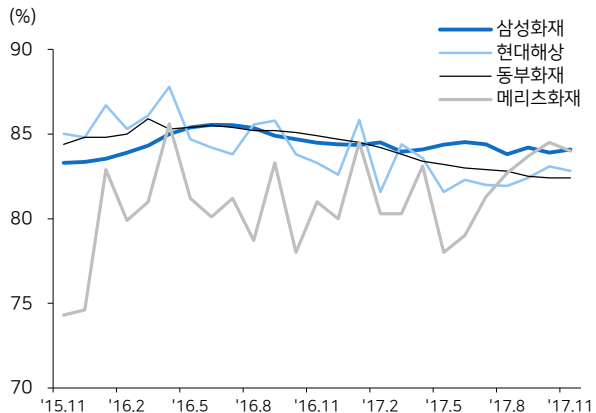
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 손해보험사 보장성 인보험 추이



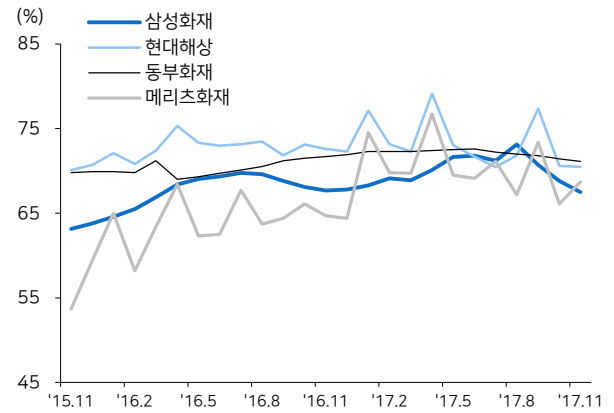
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 손해보험사 13회차 유지율 추이



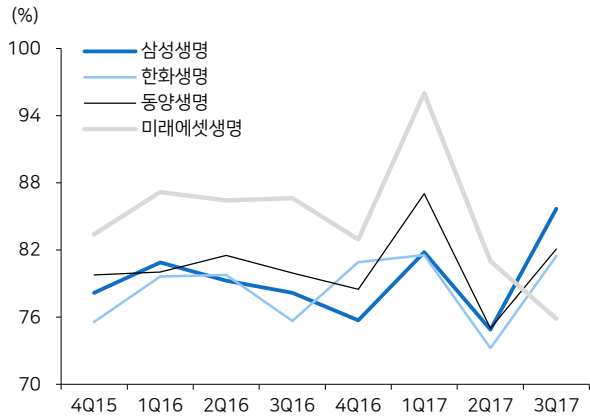
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 손해보험사 25회차 유지율 추이



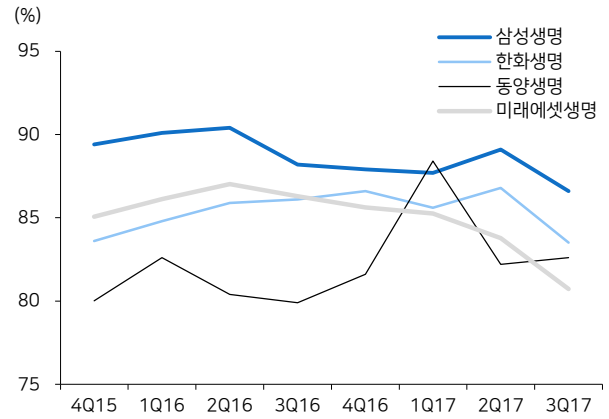
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 생명보험사 위험손해율 추이



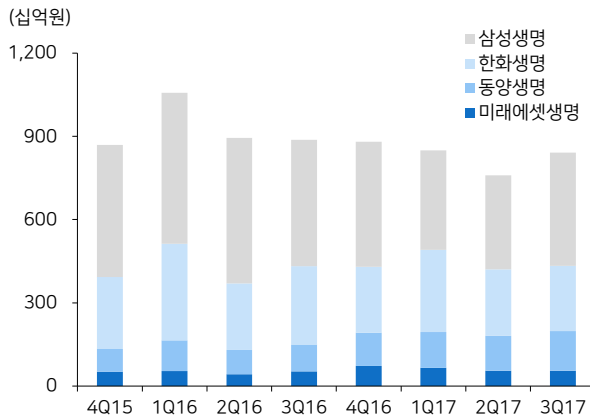
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 생명보험사 13회차 유지율 추이



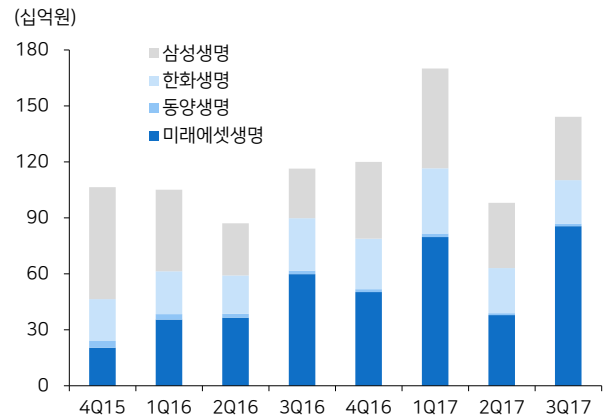
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 생명보험사 신계약 보장성 APE 추이



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 생명보험사 변액보험 APE 추이



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 Valuation table

		삼성화재	DB손해보험	현대해상	메리츠화재	한화손해보험	삼성생명	한화생명	동양생명	미래에셋생명
투자 의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Trading Buy	Trading Buy	Buy
현재가 (1.19) (원)		278,000	71,900	46,950	24,000	8,850	133,500	7,340	7,470	5,430
적정주가(원)		350,000	100,000	60,000	30,000	11,500	163,000	8,500	9,500	7,500
상승여력		25.9%	39.1%	27.8%	25.0%	29.9%	22.1%	15.8%	27.2%	38.1%
당기순이익 (십억원)	2016	840.9	470.2	399.7	257.8	111.9	2,150.0	315.1	5.4	24.2
	2017E	1,014.0	608.0	467.1	351.6	149.4	1,433.6	592.0	191.6	73.6
	2018E	1,006.1	673.6	532.4	382.3	162.8	1,804.7	605.1	166.8	88.7
	2019E	1,084.8	724.7	556.0	433.9	173.5	1,886.0	632.7	168.9	100.8
ROE (%)	2016	8.1	12.3	15.4	16.6	12.8	8.26	3.77	0.29	1.29
	2017E	9.0	14.6	16.0	20.5	14.5	4.81	7.10	10.27	3.98
	2018E	8.2	14.4	16.0	19.8	12.9	5.65	6.73	7.97	4.65
	2019E	8.3	13.6	14.6	19.4	12.1	5.68	6.68	6.86	4.97
ROA (%)	2016	1.3	1.5	1.2	1.7	0.9	0.49	0.49	0.70	0.45
	2017E	1.4	1.7	1.2	2.0	1.1	0.78	0.29	0.02	0.09
	2018E	1.3	1.7	1.3	2.0	1.0	0.49	0.52	0.67	0.25
	2019E	1.4	1.7	1.2	2.1	1.0	0.60	0.50	0.53	0.25
BPS (원)	2016	255,966	62,623	34,591	14,957	9,749	148,374	10,850	17,498	13,150
	2017E	276,249	69,070	38,578	16,423	10,076	164,659	11,265	15,416	12,617
	2018E	297,961	78,820	44,748	18,986	11,513	171,694	11,890	16,165	14,157
	2019E	318,343	89,177	51,034	21,931	13,027	179,046	12,545	16,923	14,460
EPS (원)	2016	20,702	7,428	5,013	2,352	1,233	11,440	419	53	169
	2017E	24,848	9,606	5,859	3,219	1,280	7,533	788	1,230	513
	2018E	24,654	10,641	6,678	3,500	1,395	9,603	805	1,070	626
	2019E	26,573	11,448	6,973	3,973	1,486	10,035	842	1,084	711
PBR (배)	2016	1.05	1.00	0.91	1.02	0.74	0.76	0.60	0.73	0.39
	2017E	1.01	1.04	1.22	1.46	0.88	0.81	0.65	0.48	0.43
	2018E	0.93	0.91	1.05	1.26	0.77	0.78	0.62	0.46	0.38
	2019E	0.87	0.81	0.92	1.09	0.68	0.75	0.59	0.44	0.38
PER (배)	2016	13.0	8.4	6.3	6.5	5.9	9.8	15.6	238.2	30.5
	2017E	11.2	7.5	8.0	7.5	6.9	17.7	9.3	6.1	10.6
	2018E	11.3	6.8	7.0	6.9	6.3	13.9	9.1	7.0	8.7
	2019E	10.5	6.3	6.7	6.0	6.0	13.3	8.7	6.9	7.6
DPS (원)	2016	6,100	1,650	1,350	830	100	1,200	80	200	55
	2017E	7,610	2,134	1,465	1,133	128	2,395	177	369	204
	2018E	7,551	2,364	1,669	1,234	139	3,015	180	321	260
	2019E	8,278	2,543	1,743	1,399	149	3,151	187	325	303
배당수익률(%)	2016	2.3	2.6	4.3	5.4	1.4	1.1	1.2	1.6	1.1
	2017E	2.7	3.0	3.1	4.7	1.4	1.8	2.4	4.9	3.8
	2018E	2.7	3.3	3.6	5.1	1.6	2.3	2.5	4.3	4.8
	2019E	3.0	3.5	3.7	5.8	1.7	2.4	2.5	4.4	5.6

자료: 메리츠금융증권 리서치센터

DB 손해보험 (005830)

Buy, TP 100,000 원

4Q17E 순이익 828억원(-46.7% QoQ, +62.8% YoY)으로 추정한다. 계절적 영향 있으나 안정적인 자동차 및 장기손해율과 투자수익률 기저효과로 전년 동기 대비 개선이 전망된다. 사명 변경에 따른 간판 교체 및 광고비용 약 200억원이 반영될 예정이다. 그 외에도 GA 채널 경쟁으로 사업비율 상승하는 모습이나 IFRS17 도입 이후를 위해서는 중장기적으로 긍정적이다. 수익성이 좋은 운전자 보험 신계약 월 18~20억원 규모로 업계 최상위 수준 지속되고 있다.

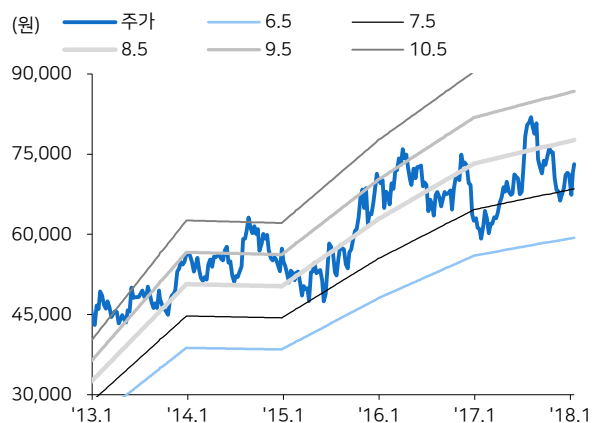
투자의견 Buy 및 적정주가 100,000원을 유지한다. 실손보험료 인상 누적효과 및 3년 만기 갱신 주기 도래로 실적 개선세 지속될 전망이다. 15년부터 마진이 좋고 변동성이 낮은 운전자 보험을 공격적으로 판매해왔기 때문에 중장기적 위험손해율 개선 가능하다. 1년간 브랜드 수수료 무료이며 이후 매출의 약 0.1%를 (주)동부에 지급할 예정이나 15년부터 시작된 차세대시스템 감가상각이 19년에 마무리되어 브랜드 수수료 영향이 상쇄된다.

표4 DB손해보험 4Q17E Preview

(십억원)	4Q17E	4Q16	% YoY	3Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,109.5	3,136.7	-0.9	3,061.2	1.6	2,909.0	6.9
보험영업이익	-124.6	-137.2	적지	-53.5	적지		
투자영업이익	262.2	231.2	13.4	271.0	-3.2		
영업이익	137.6	94.0	46.4	217.6	-36.7	117.2	17.5
당기순이익	82.8	50.9	62.8	155.4	-46.7	85.5	-3.1

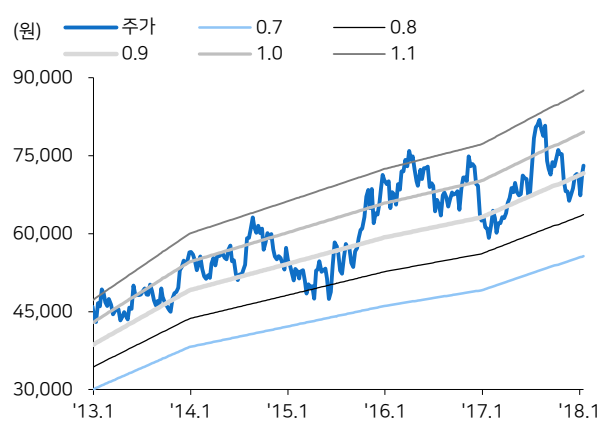
자료: DB손해보험, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 DB손해보험 PER 밴드



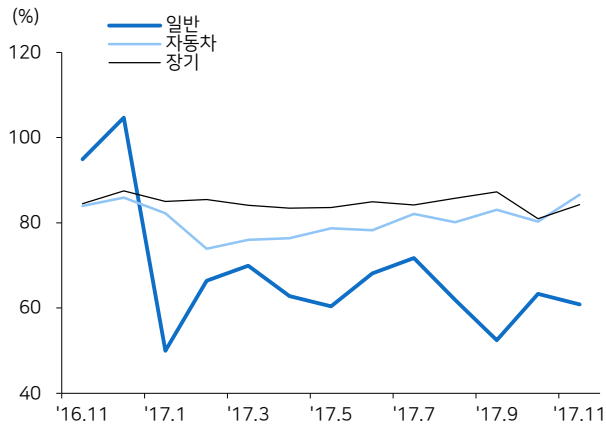
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 DB손해보험 PBR 밴드



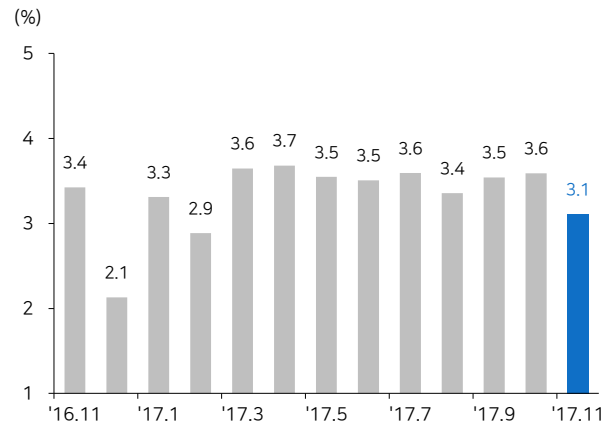
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 경과손해율 추이



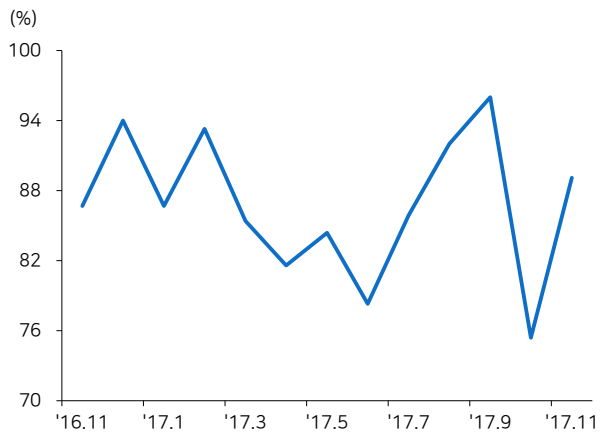
자료: DB손해보험, 메리츠증권리서치센터

그림17 투자영업이익률 추이



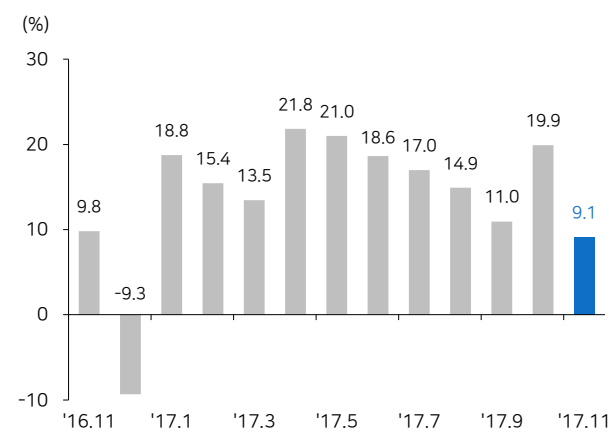
자료: DB손해보험, 메리츠증권리서치센터

그림18 장기위험손해율 추이



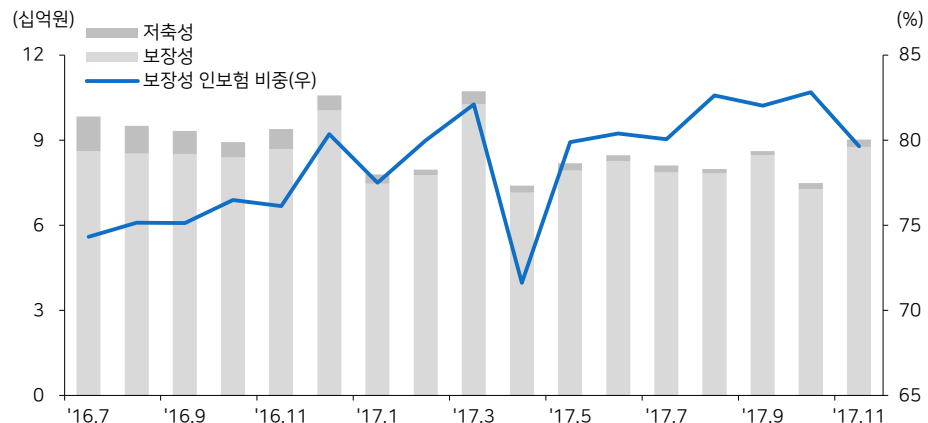
자료: DB손해보험, 메리츠증권리서치센터

그림19 ROE



자료: DB손해보험, 메리츠증권리서치센터

그림20 장기보험 신계약 추이



자료: DB손해보험, 메리츠증권리서치센터

DB 손해보험 (005830)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	11,487.9	12,092.4	12,372.4	12,616.6	12,927.5
일반	999.3	1,013.8	1,000.6	1,101.3	1,128.4
자동차	2,587.6	2,987.6	3,282.7	3,339.8	3,422.2
장기	7,900.9	8,091.0	8,089.0	8,175.5	8,376.9
보유보험료	10,725.2	10,888.5	11,355.8	10,804.7	11,229.3
경과보험료	10,565.3	11,103.0	11,400.0	11,577.7	11,880.1
일반	476.8	520.2	543.8	590.9	610.4
자동차	2,306.2	2,629.6	2,913.3	2,960.1	3,044.7
장기	7,782.4	7,953.1	7,942.9	8,026.8	8,224.9
경과손해액	9,080.9	9,391.5	9,457.6	9,590.6	9,814.0
일반	345.9	397.7	358.4	409.3	427.8
자동차	2,016.8	2,145.4	2,340.3	2,381.7	2,460.2
장기	6,718.2	6,848.3	6,758.9	6,799.6	6,926.0
순사업비	1,865.5	2,021.6	2,127.3	2,169.5	2,230.9
보험영업이익	-381.1	-310.1	-186.8	-182.3	-164.8
투자영업이익	978.5	985.4	1,038.7	1,127.2	1,163.7
영업이익	597.3	675.3	851.9	944.9	999.0
영업외손익	-58.7	-54.9	-34.8	-46.8	-32.7
세전순이익	538.7	620.5	817.1	898.1	966.2
법인세비용	126.0	150.3	209.1	224.5	241.6
당기순이익	412.7	470.2	608.0	673.6	724.7

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	30,562.8	34,208.6	37,370.7	40,149.8	43,033.8
운용자산	25,981.6	29,228.5	32,006.9	34,568.2	35,102.2
현예금 및 예치금	1,333.2	629.0	409.2	442.0	476.0
유가증권	16,258.5	19,158.4	21,066.5	22,752.2	24,501.3
주식	1,082.4	1,127.1	1,231.0	1,329.5	1,431.7
채권	6,789.2	7,271.0	8,401.8	9,074.1	9,771.7
대출채권	7,240.1	8,299.5	9,375.1	10,125.4	10,903.7
부동산	1,149.8	1,141.6	1,156.1	1,248.6	1,344.6
비운용자산	3,460.9	3,323.5	3,176.0	3,305.0	3,338.0
특별계정자산	1,120.3	1,656.7	2,187.8	2,276.6	2,299.4
부채총계	26,880.1	30,244.7	32,998.7	35,160.6	37,389.1
보험계약준비금	24,460.5	26,992.0	28,984.8	30,983.7	33,042.6
책임준비금	24,460.5	26,992.0	28,984.8	30,983.7	33,042.6
기타부채	1,075.0	1,212.2	1,826.2	1,900.3	1,977.5
특별계정부채	1,344.6	2,040.5	2,187.8	2,276.6	2,369.1
자본총계	3,682.7	3,963.9	4,372.0	4,989.2	5,644.8
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	3,924.8	4,542.0	5,197.5
자본조정	578.6	487.8	373.9	373.9	373.9

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
경과손해율	86.0	84.6	83.0	82.8	82.6
일반	72.5	76.5	65.9	69.3	70.1
자동차	87.5	81.6	80.3	80.5	80.8
장기	86.3	86.1	85.1	84.7	84.2
사업비율	17.7	18.2	18.7	18.7	18.8
합산비율	103.6	102.8	101.6	101.6	101.4
투자영업이익률	4.0	3.6	3.4	3.4	3.3
성장성					
총자산	14.0	11.9	9.2	7.4	7.2
운용자산	14.7	12.5	9.5	8.0	1.5
자기자본	9.5	7.6	10.3	14.1	13.1
원수보험료	7.2	5.3	2.3	2.0	2.5
경과보험료	6.2	5.1	2.7	1.6	2.6
순이익	3.1	13.9	29.3	10.8	7.6

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	6,519	7,428	9,606	10,641	11,448
BPS	58,179	62,623	69,070	78,820	89,177
DPS	1,550	1,650	2,134	2,364	2,543
밸류에이션 (배)					
PER	10.8	8.4	7.5	6.8	6.3
PBR	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8
수익성					
ROE	11.7	12.3	14.6	14.4	13.6
ROA	1.4	1.5	1.7	1.7	1.7
배당지표					
배당성향	23.8	22.2	22.2	22.2	22.2
배당수익률	2.2	2.6	3.0	3.3	3.5
안정성					
총자산/자기자본	830	863	855	805	762
보유보험료/자기자본	291	275	260	217	199

현대해상 (001450)

Buy, TP 60,000 원

4Q17E 순이익 611억원(-50.7% QoQ, -2.8% YoY)으로 추정한다. 근속 20년 이상 또는 48세 이상 직원을 대상으로 희망퇴직을 시행해 관련 비용 약 150억원을 반영했다. 최근 신계약 판매가 증가하고 있어 추가상각 확대 등 영업비용이 증가하나 이는 전반적인 효율 개선에 따른 결과로 긍정적인 시그널이라고 판단한다.

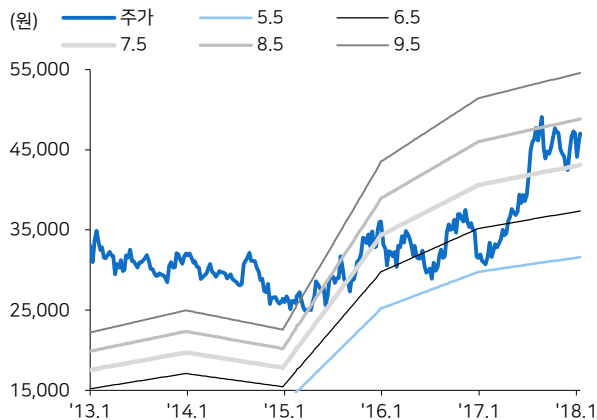
투자의견 Buy 및 적정주가 60,000원을 유지한다. 3년 갱신 물량의 16~17년 인상률이 누적 반영되며 5년 갱신 물량의 갱신 주기 또한 18년 하반기부터 도래하기 시작해 위험손해를 개선세 지속될 전망이다. RBC비율 규제 강화로 부채 듀레이션이 9~10까지 증가할 수 있어 매칭을 위해 장기채권 편입이 필요하다. 이를 고려 시 운용수익률이 소폭 하락할 가능성 있다.

표5 현대해상 4Q17E Preview

(십억원)	4Q17E	4Q16	% YoY	3Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,203.5	3,206.6	-0.1	3,274.5	-2.2	2,966.7	8.0
보험영업이익	-167.5	-143.0	적지	-102.8	적지		
투자영업이익	259.8	234.0	11.0	268.7	-3.3		
영업이익	92.3	91.0	1.5	165.9	-44.4	97.7	-5.5
당기순이익	61.1	62.8	-2.8	123.9	-50.7	78.1	-21.8

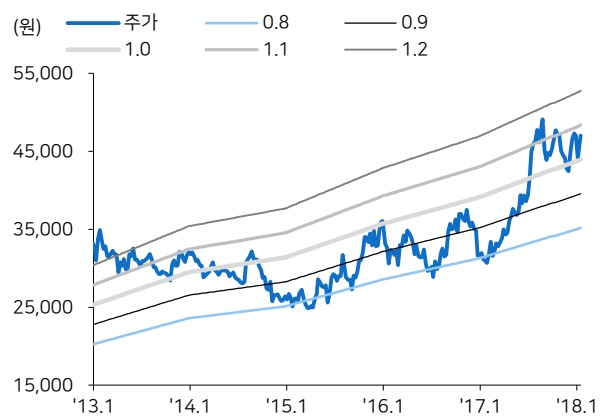
자료: 현대해상, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 현대해상 PER 밴드



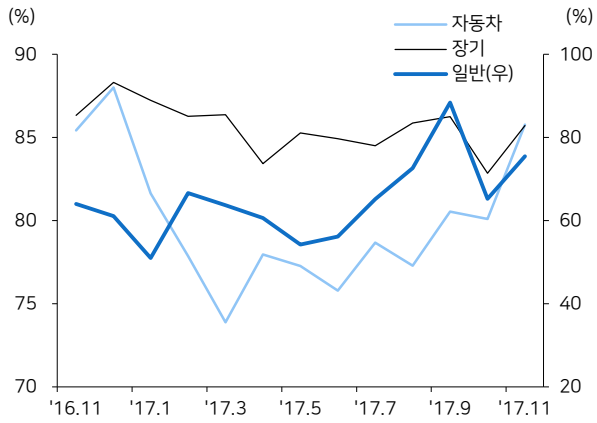
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 현대해상 PBR 밴드



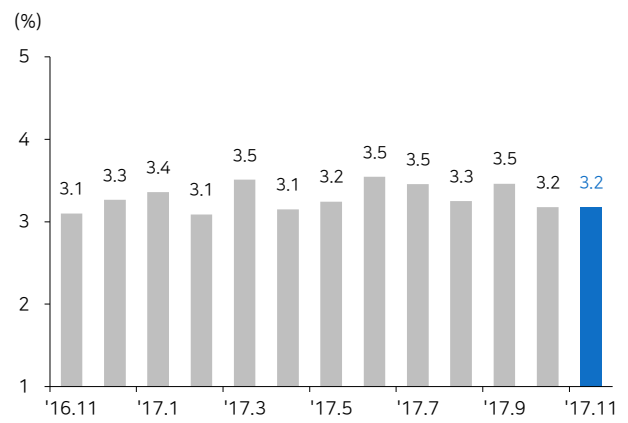
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 경과손해를 추이



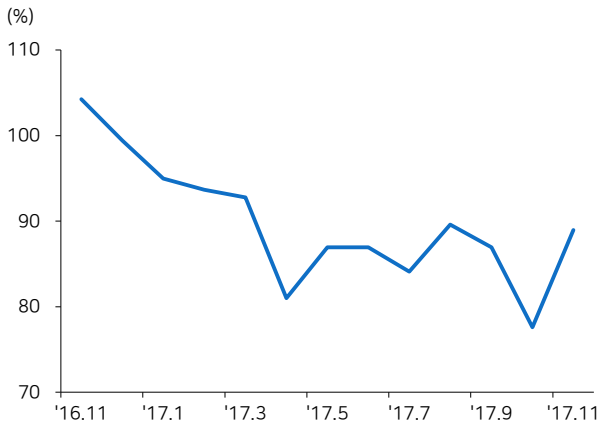
자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

그림24 투자영업이익률 추이



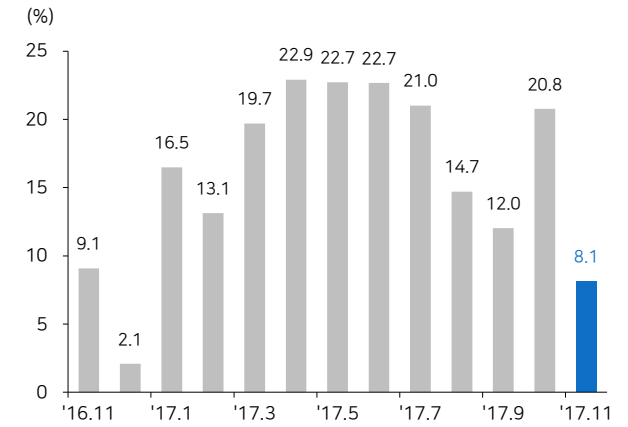
자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

그림25 장기위험손해를 추이



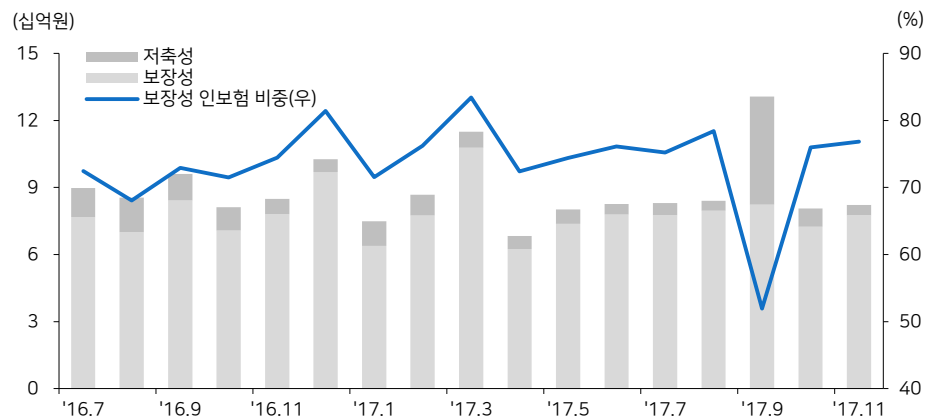
자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

그림26 ROE



자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

그림27 장기보험 신계약 추이



자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

현대해상 (001450)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	12,119.4	12,582.8	12,814.9	12,998.3	13,318.7
일반	1,040.0	1,078.9	1,070.5	1,163.7	1,192.4
자동차	2,726.6	3,145.2	3,330.8	3,364.8	3,447.8
장기	8,254.2	8,304.0	8,396.0	8,469.8	8,678.5
보유보험료	9,421.0	11,413.6	11,701.5	11,823.6	12,126.3
경과보험료	10,975.6	11,255.4	11,497.4	11,615.1	11,904.1
일반	469.2	455.0	454.8	495.2	509.7
자동차	2,430.2	2,739.5	2,939.1	2,954.7	3,019.5
장기	8,076.2	8,060.9	8,103.5	8,165.2	8,374.9
경과손해액	9,544.1	9,525.3	9,576.9	9,647.1	9,906.8
일반	340.6	296.9	294.8	331.7	337.9
자동차	2,178.9	2,242.2	2,330.1	2,353.5	2,419.5
장기	7,024.5	6,986.3	6,952.0	6,961.9	7,149.4
순사업비	1,989.1	2,148.3	2,305.3	2,329.2	2,403.2
보험영업이익	-557.6	-418.3	-384.8	-361.2	-405.9
투자영업이익	852.1	960.0	1,027.0	1,096.4	1,169.8
영업이익	294.5	541.8	642.2	735.2	763.9
영업외손익	-10.5	-28.9	-22.5	-25.3	-22.6
세전순이익	283.9	512.9	619.7	709.9	741.3
법인세비용	80.6	113.2	152.5	177.5	185.3
당기순이익	203.3	399.7	467.1	532.4	556.0

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
경과손해율	87.0	84.6	83.3	83.1	83.2
일반	72.6	65.2	64.8	67.0	66.3
자동차	89.7	81.8	79.3	79.7	80.1
장기	87.0	86.7	85.8	85.3	85.4
사업비율	18.1	19.1	20.1	20.1	20.2
합산비율	105.1	103.7	103.3	103.1	103.4
투자영업이익률	3.5	3.4	3.3	3.2	3.1
성장성					
총자산	16.8	13.5	8.8	8.4	7.9
운용자산	19.6	13.0	10.2	9.4	8.7
자기자본	5.3	13.3	11.5	16.0	14.0
원수보험료	8.2	3.8	1.8	1.4	2.5
경과보험료	8.1	2.5	2.2	1.0	2.5
순이익	-12.9	96.6	16.9	14.0	4.4

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	32,291.6	36,652.2	39,871.9	43,223.1	46,645.9
운용자산	26,228.6	29,642.7	32,669.4	35,728.1	38,846.6
현예금 및 예치금	1,570.4	1,157.0	1,357.6	1,484.7	1,614.3
유가증권	16,506.3	18,779.5	21,035.3	23,004.7	25,012.7
주식	1,353.9	1,311.3	1,543.6	1,688.1	1,835.5
채권	10,201.4	10,829.3	11,171.0	12,216.9	13,283.3
대출채권	7,178.5	8,690.7	9,251.7	10,117.9	11,001.1
부동산	973.5	1,015.5	1,024.8	1,120.8	1,218.6
비운용자산	3,746.3	3,796.4	3,782.4	3,936.0	4,095.8
특별계정자산	2,316.7	3,213.2	3,420.1	3,559.0	3,703.5
부채총계	29,856.9	33,894.1	36,795.9	39,655.1	42,576.6
보험계약준비금	25,678.1	28,653.1	31,089.7	33,717.1	36,397.6
책임준비금	25,678.1	28,653.1	31,089.7	33,717.1	36,397.6
기타부채	1,656.5	1,835.4	2,286.1	2,378.9	2,475.5
특별계정부채	2,316.7	3,213.2	3,420.1	3,559.0	3,703.5
자본총계	2,434.7	2,758.1	3,076.0	3,568.0	4,069.3
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	2,776.4	3,268.5	3,769.7
자본조정	-37.5	-37.5	-37.5	-37.5	-37.5
기타포괄손익누계액	255.0	238.4	178.2	178.2	178.2

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	2,550	5,013	5,859	6,678	6,973
BPS	30,534	34,591	38,578	44,748	51,034
DPS	750	1,350	1,465	1,669	1,743
밸류에이션 (배)					
PER	14.1	6.3	8.0	7.0	6.7
PBR	1.2	0.9	1.2	1.0	0.9
수익성					
ROE	8.6	15.4	16.0	16.0	14.6
ROA	0.7	1.2	1.2	1.3	1.2
배당지표					
배당성향	29.4	26.9	25.0	25.0	25.0
배당수익률	2.1	4.3	3.1	3.6	3.7
안정성					
총자산/자기자본	1,326	1,329	1,296	1,211	1,146
보유보험료/자기자본	454	414	380	331	298

삼성화재 (000810)

Buy, TP 350,000 원

4Q17E 순이익 96억원(-95.7% QoQ, -88.8% YoY)으로 추정한다. 실적 감소는 미국지점 부채이전 채보험 계약이 12월 21일 체결되어 관련 손실 1,180억원이 인식되기 때문이다. 비상위험준비금 관련 이연법인세 적립으로 약 500억원의 일회성 비용 발생할 예정이다. 18년에는 기존보다는 적극적인 GA 채널 정책을 계획하고 있어 사업비율 상승세 전망된다. ERP 시스템 투자 관련 상각비 반영이 시작되었으며 이는 향후 5년간 인식될 예정이다.

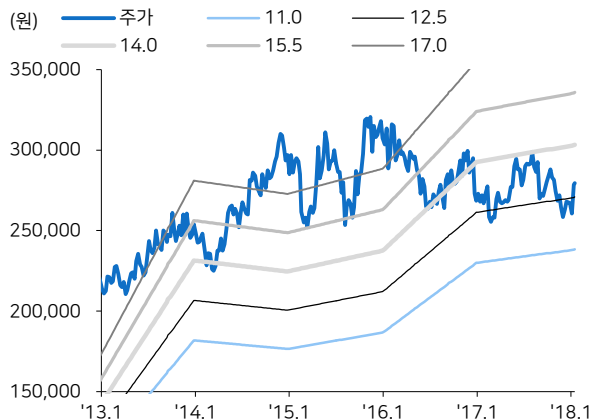
투자의견 Buy 및 적정주가 350,000원을 유지한다. 보수적인 영업 전략을 지속해왔기 때문에 실손보험료 비중 및 인상폭이 2위권사 대비 적어 민감도는 가장 적다. 자동차 보험료 인하에도 비용 효율성이 좋은 CM 비중이 증가해 합산비율 안정적으로 유지 가능하다고 판단된다. 향후 배당 정책 등 주주 환원에 대한 기대 유효하며 계열사 지분 매각 관련 이벤트 발생 가능성 있으나 아직까지 결정된바 없다.

표6 삼성화재 4Q17E Preview

(십억원)	4Q17E	4Q16	% YoY	3Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	4,599.7	4,533.0	1.5	4,654.0	-1.2	4,442.7	3.5
보험영업이익	-340.2	-328.2	적지	-132.0	적지		
투자영업이익	438.2	422.9	3.6	425.6	3.0		
영업이익	98.1	94.7	3.5	293.6	-66.6	66.3	47.9
당기순이익	9.6	85.3	-88.8	224.6	-95.7	44.8	-78.7

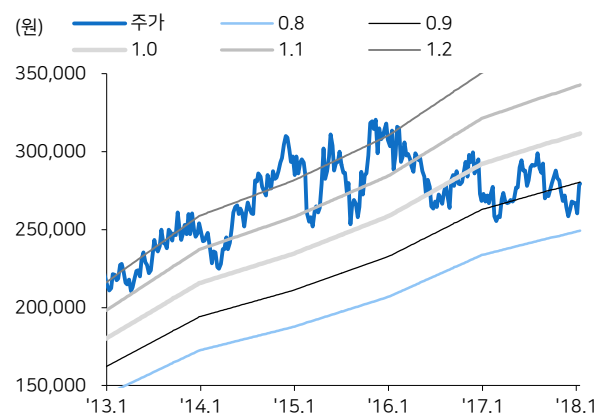
자료: 삼성화재, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 삼성화재 PER 밴드



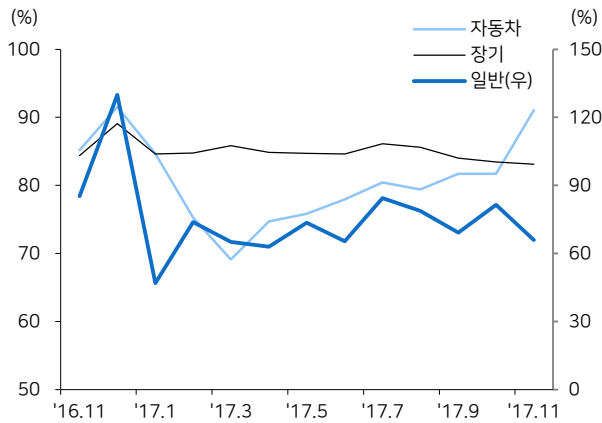
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림29 삼성화재 PBR 밴드



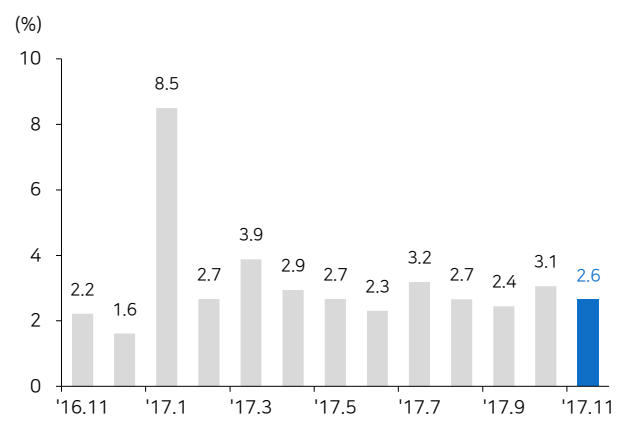
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림30 경과손해를 추이



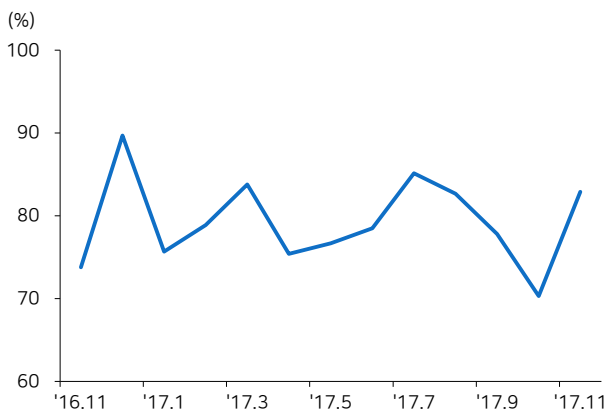
자료: 삼성화재, 메리츠종금증권 리서치센터

그림31 투자영업이익률 추이



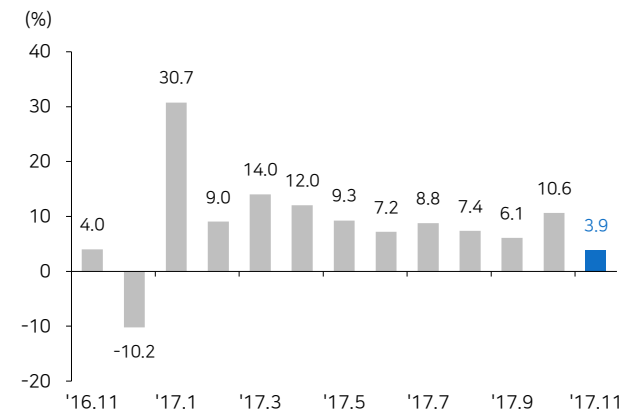
자료: 삼성화재, 메리츠종금증권 리서치센터

그림32 장기위험손해를 추이



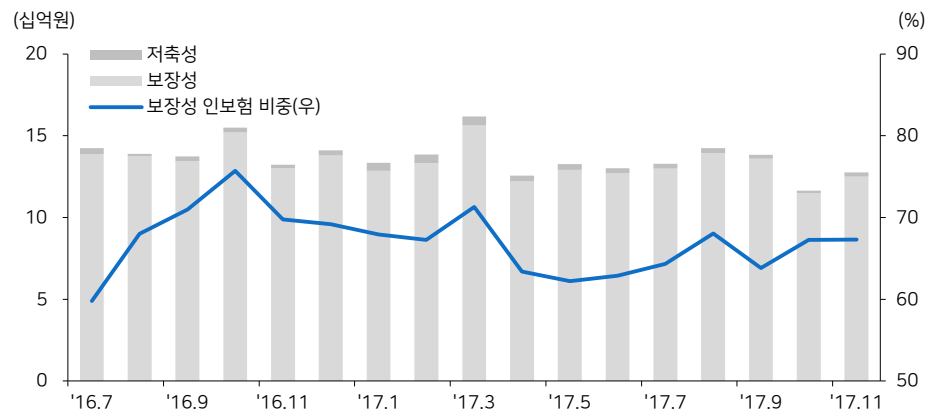
자료: 삼성화재, 메리츠종금증권 리서치센터

그림33 ROE



자료: 삼성화재, 메리츠종금증권 리서치센터

그림34 장기보험 신계약 추이



자료: 삼성화재, 메리츠종금증권 리서치센터

삼성화재 (000810)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	17,799.5	18,183.0	18,436.9	18,663.3	19,123.3
일반	1,360.6	1,302.7	1,381.4	1,406.3	1,440.9
자동차	4,237.6	4,803.5	4,934.2	4,991.7	5,114.8
장기	12,201.3	12,076.8	12,121.3	12,265.3	12,567.6
보유보험료	17,165.8	17,656.7	17,884.8	18,083.7	18,540.3
경과보험료	16,956.3	17,405.8	17,746.2	17,954.2	18,398.5
일반	1,156.1	1,207.9	1,301.5	1,300.8	1,335.5
자동차	3,785.1	4,364.1	4,587.8	4,666.6	4,780.4
장기	12,015.1	11,833.8	11,856.9	11,986.8	12,282.6
경과손해액	14,375.7	14,626.2	14,807.3	14,877.6	15,258.0
일반	736.4	890.6	1,048.2	914.2	952.4
자동차	3,119.7	3,528.4	3,656.4	3,770.5	3,857.6
장기	10,519.5	10,207.2	10,102.6	10,192.9	10,447.9
순사업비	3,186.9	3,347.5	3,518.3	3,561.7	3,686.9
보험영업이익	-606.3	-567.9	-579.4	-485.1	-546.3
투자영업이익	1,677.0	1,688.3	1,994.9	1,930.7	2,097.0
영업이익	1,070.7	1,120.5	1,415.4	1,445.6	1,550.6
영업외손익	-37.0	-26.8	-40.1	-104.2	-104.2
세전순이익	1,033.7	1,093.7	1,375.3	1,341.4	1,446.4
법인세비용	251.0	252.8	361.3	335.4	361.6
당기순이익	782.7	840.9	1,014.0	1,006.1	1,084.8

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	62,870.6	67,897.9	72,842.2	77,830.1	82,849.6
운용자산	53,408.3	58,237.6	62,468.5	67,035.1	71,616.4
현예금 및 예치금	1,357.5	1,048.9	906.4	972.7	1,039.2
유가증권	36,118.1	38,126.6	41,106.5	44,111.5	47,126.1
주식	4,631.1	5,379.0	7,232.4	7,761.1	8,291.5
채권	28,354.7	29,898.6	31,055.5	33,325.7	35,603.2
대출채권	14,598.5	17,878.2	19,629.0	21,064.0	22,503.5
부동산	1,334.1	1,183.9	826.6	887.0	947.6
비운용자산	5,219.3	5,055.2	5,235.8	5,448.4	5,669.7
특별계정자산	4,243.0	4,605.0	5,137.9	5,346.5	5,563.6
부채총계	52,900.0	57,016.9	61,099.0	65,163.9	69,317.0
보험계약준비금	45,773.5	49,416.1	53,006.2	56,742.5	60,553.7
책임준비금	45,773.5	49,416.1	53,006.2	56,742.5	60,553.7
기타부채	2,883.6	2,995.8	2,954.9	3,074.9	3,199.8
특별계정부채	4,243.0	4,605.0	5,137.9	5,346.5	5,563.6
자본총계	9,970.6	10,881.0	11,743.2	12,666.2	13,532.6
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	7,873.3	8,688.5	9,555.0
자본조정	-1,348.1	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5
기타포괄손익누계액	3,558.3	3,984.6	4,387.8	4,495.4	4,495.4

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
경과손해율	84.8	84.0	83.4	82.9	82.9
일반	63.7	73.7	80.5	70.3	71.3
자동차	82.4	80.9	79.7	80.8	80.7
장기	87.6	86.3	85.2	85.0	85.1
사업비율	18.8	19.2	19.8	19.8	20.0
합산비율	103.6	103.3	103.3	102.7	103.0
투자영업이익률	3.3	3.0	3.3	3.0	3.0
성장성					
총자산	9.1	8.0	7.3	6.8	6.4
운용자산	7.4	9.0	7.3	7.3	6.8
자기자본	5.5	9.1	7.9	7.9	6.8
원수보험료	2.5	2.2	1.4	1.2	2.5
경과보험료	2.4	2.7	2.0	1.2	2.5
순이익	-1.7	7.4	20.6	-0.8	7.8

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	19,026	20,702	24,848	24,654	26,573
BPS	232,111	255,966	276,249	297,961	318,343
DPS	5,150	6,100	7,610	7,551	8,278
밸류에이션 (배)					
PER	16.2	13.0	11.2	11.3	10.5
PBR	1.3	1.0	1.0	0.9	0.9
수익성					
ROE	8.1	8.1	9.0	8.2	8.3
ROA	1.3	1.3	1.4	1.3	1.4
배당지표					
배당성향	26.2	28.9	29.9	29.9	30.4
배당수익률	1.7	2.3	2.7	2.7	3.0
안정성					
총자산/자기자본	631	624	620	614	612
보유보험료/자기자본	172	162	152	143	137

메리츠화재 (000060)

Buy, TP 30,000 원

4Q17E 순이익 548억원(-41.3% QoQ, +52.2% YoY)으로 추정한다. 자동차 및 위험손해를 개선 및 투자수익률 개선으로 전년 동기 대비 실적 개선 추정된다. 사업비율은 상승 전망되는데 이는 신계약 보장성 인보험 판매가 업계 2위권까지 증가했기 때문이다. 12월 시책 정상화에도 판매가 유지되고 있다는 점 긍정적이다. GA 채널 위주의 성장으로 언더라이팅에 대한 우려가 존재하나 초년도 손해율, 유지율 등 지표가 양호해 양질의 계약 위주로 성장하고 있다고 판단한다.

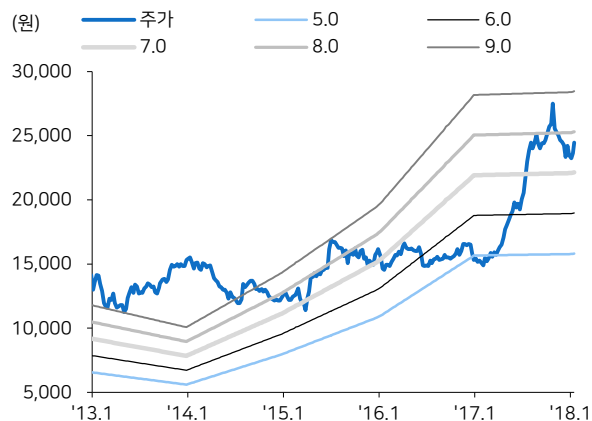
투자의견 Buy 및 적정주가 30,000원을 유지한다. 보장성 및 위험보험료 비중이 많아 위험손해를 개선에 따른 민감도가 높다. 18년 또한 보장성 인보험 위주의 공격적인 판매 전략이 지속되는 경우 사업비율 상승이 추정되나 이는 비용의 선반영이기 때문에 중장기적으로 긍정적이다. RBC 비율 규제 강화를 선반영해 3Q17 기준 자산 듀레이션 9.01, 부채 듀레이션 8.7 시현하고 있어 4% 이상의 운용수익률 가능하다.

표7 메리츠화재 4Q17E Preview

(십억원)	4Q17E	4Q16	% YoY	3Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	1,602.3	1,535.9	4.3	1,597.3	0.3	1,470.8	8.9
보험영업이익	-95.6	-76.0	적지	-54.4	적지		
투자영업이익	174.5	131.5	32.8	182.6	-4.4		
영업이익	79.0	55.5	42.3	128.2	-38.4	77.8	1.5
당기순이익	54.8	36.0	52.2	93.4	-41.3	52.0	5.4

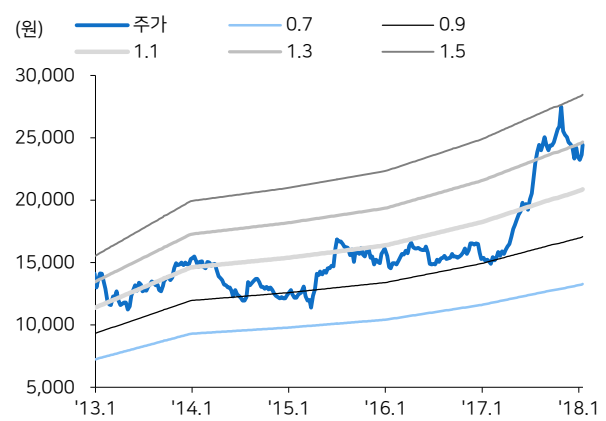
자료: 메리츠화재, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림35 메리츠화재 PER 밴드



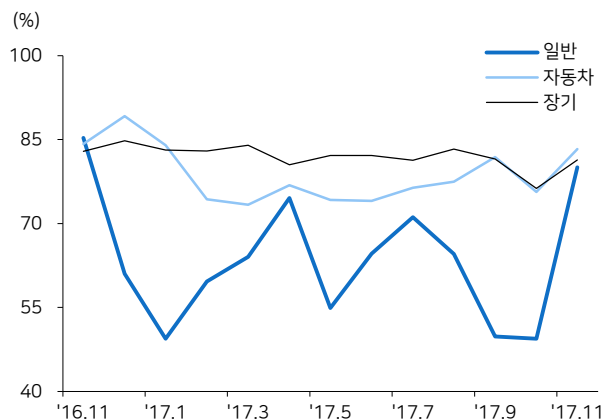
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림36 메리츠화재 PBR 밴드



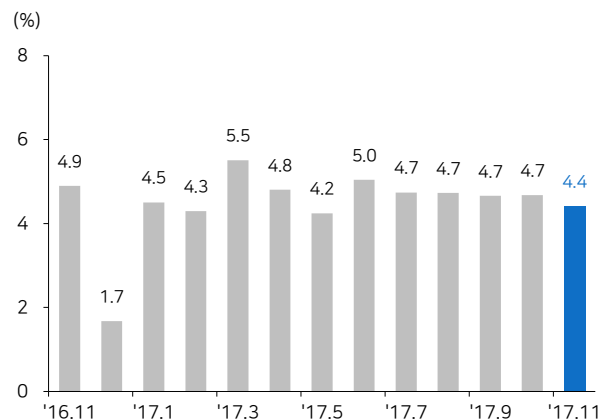
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림37 경과손해율 추이



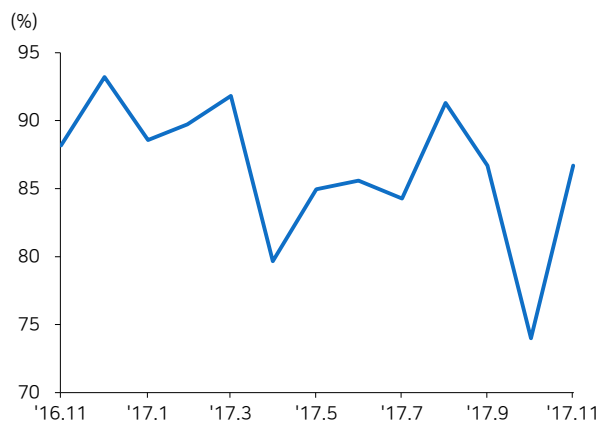
자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림38 투자영업이익률 추이



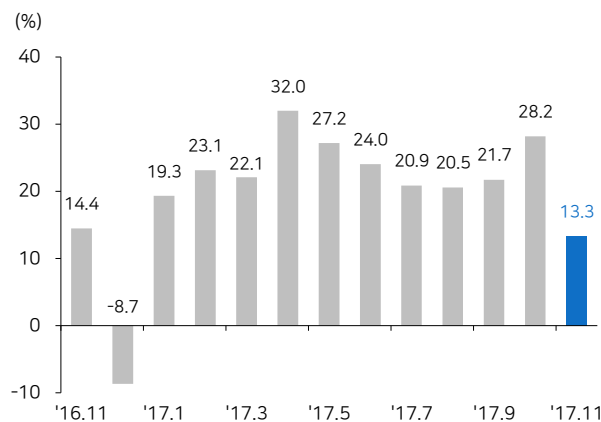
자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림39 장기위험손해율 추이



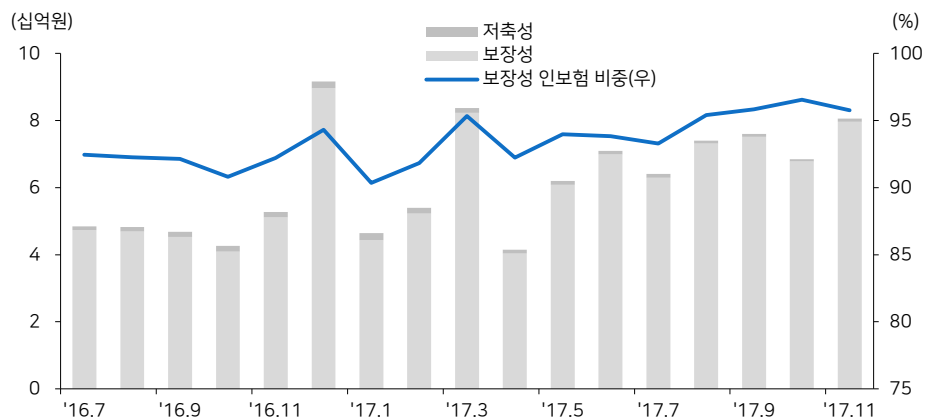
자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림40 ROE



자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림41 장기보험 신계약 추이



자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

메리츠화재 (000060)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	5,657.6	5,989.8	6,361.6	6,501.2	6,661.4
일반	407.4	439.8	501.9	545.1	558.5
자동차	743.7	751.1	830.3	882.8	904.5
장기	4,506.5	4,798.9	5,029.4	5,073.4	5,198.4
보유보험료	5,197.2	5,639.9	6,028.8	6,156.0	6,303.7
경과보험료	5,325.1	5,666.1	5,940.1	6,086.4	6,231.2
일반	184.5	222.5	247.7	269.7	280.4
자동차	683.8	707.5	741.2	811.7	826.6
장기	4,456.9	4,736.1	4,951.3	5,004.9	5,124.2
경과손해액	4,498.0	4,697.9	4,819.7	4,912.2	5,026.7
일반	115.7	152.9	153.8	171.6	180.1
자동차	635.6	595.0	584.5	644.7	656.0
장기	3,746.6	3,950.0	4,081.4	4,095.9	4,190.6
순사업비	1,162.2	1,194.7	1,338.0	1,369.8	1,394.9
보험영업이익	-335.1	-226.5	-217.6	-195.7	-190.4
투자영업이익	591.8	595.9	707.4	732.7	797.6
영업이익	256.7	369.4	489.8	537.1	607.2
영업외손익	-31.3	-31.6	-26.4	-27.4	-28.7
세전순이익	225.4	337.7	463.4	509.7	578.5
법인세비용	54.1	79.9	111.8	127.4	144.6
당기순이익	171.3	257.8	351.6	382.3	433.9

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
경과손해율	84.5	82.9	81.1	80.7	80.7
일반	62.7	68.7	62.1	63.6	64.2
자동차	93.0	84.1	78.9	79.4	79.4
장기	84.1	83.4	82.4	81.8	81.8
사업비율	21.8	21.1	22.5	22.5	22.4
합산비율	106.3	104.0	103.7	103.2	103.1
투자영업이익률	5.0	4.4	4.6	4.3	4.2
성장성					
총자산	12.5	12.6	9.6	10.5	9.8
운용자산	15.1	14.7	10.5	11.2	10.4
자기자본	5.1	11.5	9.4	15.6	15.5
원수보험료	8.8	5.9	6.2	2.2	2.5
경과보험료	8.0	6.4	4.8	2.5	2.4
순이익	52.0	50.5	36.4	8.7	13.5

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	14,603.8	16,444.4	18,017.0	19,900.4	21,846.2
운용자산	12,651.1	14,510.0	16,038.3	17,841.4	19,703.5
현예금 및 예치금	460.8	365.0	373.3	415.3	458.6
유가증권	7,633.9	8,297.6	8,487.4	9,441.6	10,427.0
주식	145.8	132.4	135.4	150.7	166.4
채권	3,949.8	4,284.9	4,382.9	4,875.6	5,384.5
대출채권	3,746.0	4,632.3	4,738.2	5,270.9	5,821.1
부동산	810.4	805.4	823.8	916.4	1,012.0
비운용자산	1,952.7	1,934.4	1,978.7	2,059.0	2,142.7
특별계정자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	13,133.0	14,804.8	16,223.3	17,826.9	19,451.0
보험계약준비금	12,233.3	13,831.3	15,375.1	16,944.2	18,532.5
책임준비금	12,233.3	13,831.3	15,375.1	16,944.2	18,532.5
기타부채	899.7	973.5	848.3	882.7	918.5
특별계정부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,470.8	1,639.6	1,793.6	2,073.5	2,395.2
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	1,111.0	1,390.9	1,712.6
자본조정	-4.2	-13.5	-18.6	-18.6	-18.6
기타포괄손익누계액	403.2	314.0	209.4	209.4	209.4

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	1,623	2,352	3,219	3,500	3,973
BPS	13,934	14,957	16,423	18,986	21,931
DPS	570	830	1,133	1,234	1,399
밸류에이션 (배)					
PER	10.0	6.5	7.5	6.9	6.0
PBR	1.2	1.0	1.5	1.3	1.1
수익성					
ROE	11.9	16.6	20.5	19.8	19.4
ROA	1.2	1.7	2.0	2.0	2.1
배당지표					
배당성향	35.1	35.3	35.2	35.2	35.2
배당수익률	3.5	5.4	4.7	5.1	5.8
안정성					
총자산/자기자본	993	1,003	1,004	960	912
보유보험료/자기자본	353	344	336	297	263

한화손해보험 (000370)

Buy, TP 11,500 원

4Q17E 순이익 130억원(−69.5% QoQ, −31.4% YoY)으로 추정한다. 자동차 및 장기손해를 개선되고 있으나 성과급 및 추가상각 반영으로 사업비율 상승해 실적 감소 전망된다. 보장성 보험 판매 증가하고 있어 장기 경과손해율의 중장기적 개선 가능하다. 유상증자로 자기자본 1,978억원 증가해 자본비율이 개선되었다. 다만, 연말 금리 위험액 강화분 반영 시 RBC 비율은 180% 중반 추정된다.

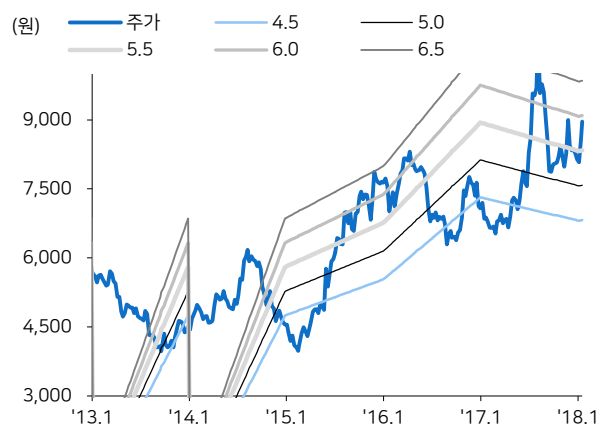
투자의견 Buy 및 적정주가 11,500원을 유지한다. 최근 몇 년간 자동차 부문의 개선을 통해 이익이 증가하였으나 자본 여력 확보로 향후 장기 부문의 성장이 기대된다. 유상증자로 RBC 비율 개선되어 디스카운트 요인이 일부 해소되었다고 판단되나 18년~20년까지 단계적 강화안이 진행될 예정이기 때문에 효율적인 ALM 관리가 향후 중요한 요소라고 판단된다.

표8 한화손해보험 4Q17E Preview

(십억원)	4Q17E	4Q16	% YoY	3Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	1,318.5	1,276.8	3.3	1,343.0	-1.8	1,029.0	28.1
보험영업이익	-84.8	-91.8	적지	-59.3	적지		
투자영업이익	104.8	106.9	-2.0	118.7	-11.8		
영업이익	20.0	15.1	32.0	59.4	-66.4	32.3	-38.1
당기순이익	13.0	19.0	-31.4	42.7	-69.5	20.4	-36.0

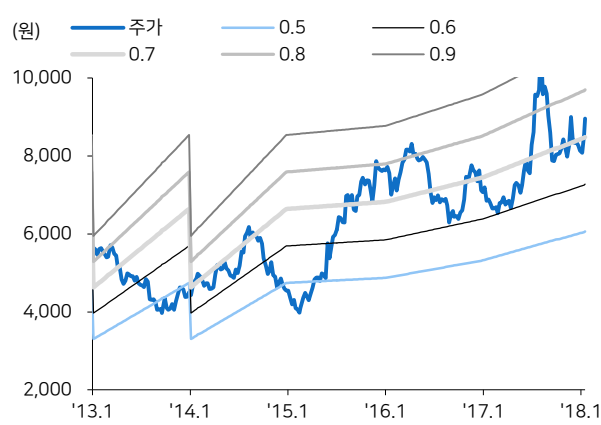
자료: 한화손해보험, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림42 한화손해보험 PER 밴드



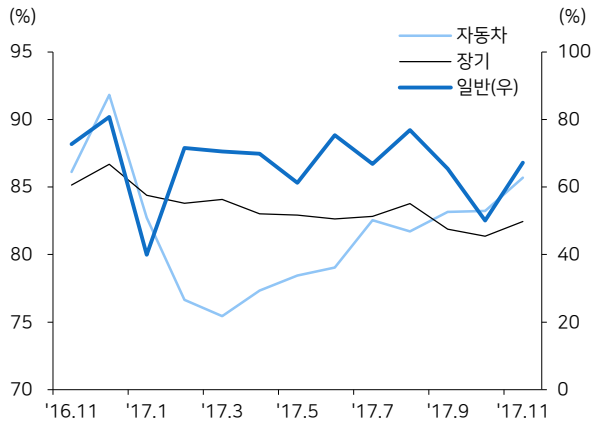
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림43 한화손해보험 PBR 밴드



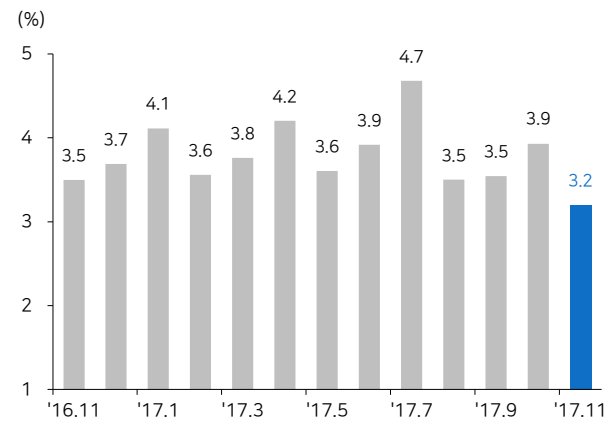
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림44 경과손해를 추이



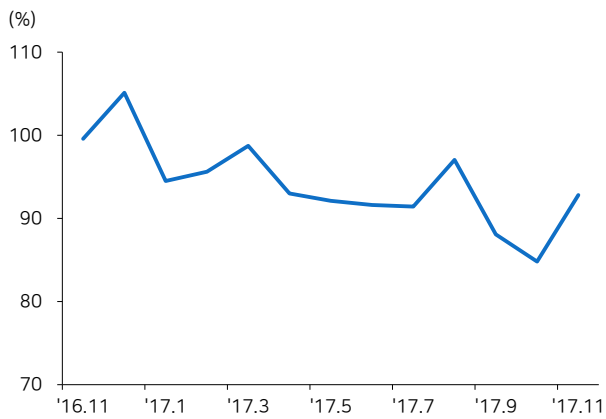
자료: 한화손해보험, 메리츠종금증권 리서치센터

그림45 투자영업이익률 추이



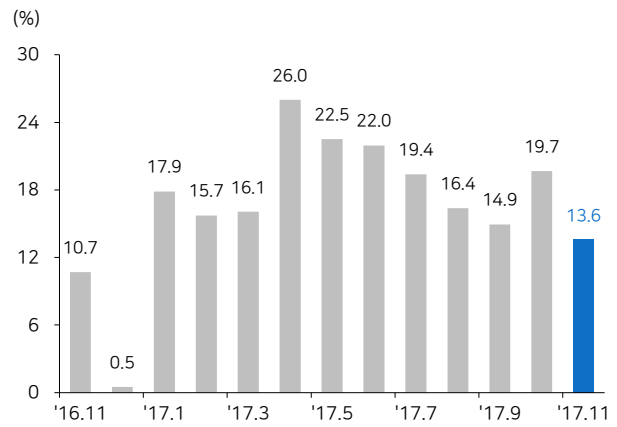
자료: 한화손해보험, 메리츠종금증권 리서치센터

그림46 장기위험손해를 추이



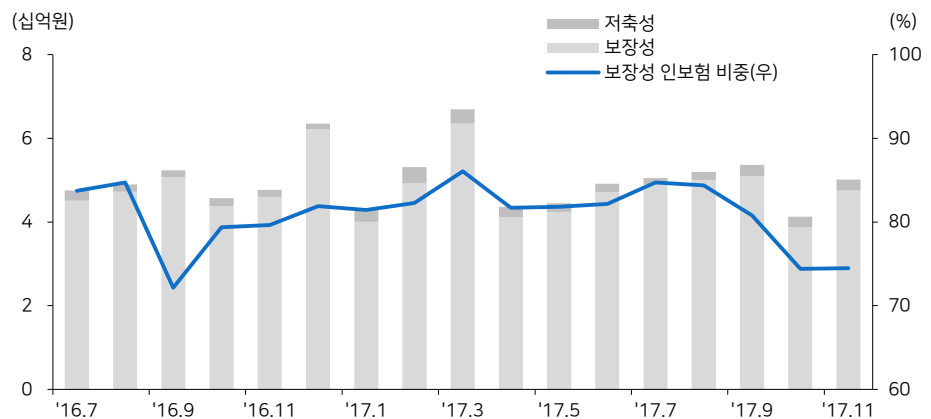
자료: 한화손해보험, 메리츠종금증권 리서치센터

그림47 ROE



자료: 한화손해보험, 메리츠종금증권 리서치센터

그림48 장기보험 신계약 추이



자료: 한화손해보험, 메리츠종금증권 리서치센터

한화손해보험 (000370)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	4,548.1	4,953.8	5,280.2	5,350.0	5,481.8
일반	323.5	380.5	454.8	487.1	499.1
자동차	693.7	840.6	878.6	894.4	916.5
장기	3,530.9	3,732.7	3,946.8	3,968.5	4,066.3
보유보험료	3,677.9	3,725.5	3,693.0	3,605.4	3,798.1
경과보험료	3,656.5	3,993.1	4,155.9	4,235.2	4,336.2
일반	116.6	141.6	174.1	182.8	189.9
자동차	488.0	576.1	606.1	617.3	631.7
장기	3,052.0	3,275.4	3,375.7	3,435.2	3,514.6
경과손해액	3,093.0	3,360.2	3,428.6	3,499.7	3,586.9
일반	75.3	95.5	120.0	126.8	132.1
자동차	447.4	488.3	494.4	508.9	523.5
장기	2,570.3	2,776.4	2,814.2	2,864.0	2,931.4
순사업비	823.6	911.7	966.9	979.1	1,006.8
보험영업이익	-259.5	-281.7	-239.6	-243.6	-257.4
투자영업이익	386.8	426.8	448.2	471.9	500.1
영업이익	127.4	145.0	208.5	228.3	242.7
영업외손익	-11.5	-10.6	-12.0	-11.2	-11.3
세전순이익	115.9	134.4	196.6	217.1	231.4
법인세비용	20.6	22.5	47.1	54.3	57.8
당기순이익	95.3	111.9	149.4	162.8	173.5

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
경과손해율	84.6	84.2	82.5	82.6	82.7
일반	64.6	67.4	68.9	69.4	69.5
자동차	91.7	84.8	81.6	82.4	82.9
장기	84.2	84.8	83.4	83.4	83.4
사업비율	22.5	22.8	23.3	23.1	23.2
합산비율	107.1	107.0	105.8	105.8	105.9
투자영업이익률	4.2	4.0	3.7	3.5	3.3
성장성					
총자산	14.2	12.5	12.2	10.6	9.8
운용자산	17.5	14.2	12.5	11.6	10.7
자기자본	44.8	2.8	33.0	14.3	13.1
원수보험료	6.1	8.9	6.6	1.3	2.5
경과보험료	2.6	9.2	4.1	1.9	2.4
순이익	486.1	17.4	33.6	8.9	6.6

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	11,802.4	13,275.3	14,894.3	16,470.2	18,089.3
운용자산	9,975.6	11,388.6	12,816.9	14,308.4	15,839.8
현예금 및 예치금	200.0	381.8	481.1	537.1	594.6
유가증권	5,319.0	5,636.7	6,728.5	7,511.5	8,315.4
주식	131.9	197.9	237.8	265.5	293.9
채권	2,946.7	3,567.9	2,762.9	3,084.4	3,414.6
대출채권	4,123.4	4,870.8	5,099.7	5,693.2	6,302.5
부동산	332.2	496.9	504.3	562.9	623.2
비운용자산	1,819.1	1,879.6	2,071.6	2,155.8	2,243.3
특별계정자산	7.8	7.1	5.7	6.0	6.2
부채총계	10,941.5	12,390.7	13,718.0	15,126.1	16,568.6
보험계약준비금	10,188.5	11,539.6	12,853.8	14,226.7	15,632.7
책임준비금	10,188.5	11,539.6	12,853.8	14,226.7	15,632.7
기타부채	745.1	843.7	858.6	893.4	929.7
특별계정부채	7.9	7.4	5.7	6.0	6.2
자본총계	860.9	884.6	1,176.3	1,344.0	1,520.7
자본금	453.7	453.7	583.7	583.7	583.7
자본잉여금	0.0	0.0	99.5	99.5	99.5
이익잉여금	189.4	264.1	392.8	560.6	737.3
자본조정	-31.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	249.0	166.8	100.2	100.2	100.2

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	1,050	1,233	1,280	1,395	1,486
BPS	9,488	9,749	10,076	11,513	13,027
DPS	70	100	128	139	149
밸류에이션 (배)					
PER	7.4	5.9	6.9	6.3	6.0
PBR	0.8	0.7	0.9	0.8	0.7
수익성					
ROE	13.1	12.8	14.5	12.9	12.1
ROA	0.9	0.9	1.1	1.0	1.0
배당지표					
배당성향	6.7	8.1	10.0	10.0	10.0
배당수익률	0.9	1.4	1.4	1.6	1.7
안정성					
총자산/자기자본	1,371	1,501	1,266	1,225	1,190
보유보험료/자기자본	424	421	314	268	250

미래에셋생명 (085620)

Buy, TP 7,500 원

4Q17E 별도 기준 순이익 166억원(-31.6% QoQ, -171.3% YoY)으로 추정한다. 변액보증준비금 약 140억원 추정되며 위험손해율은 80% 초반으로 사차이익 약 150억원이 예상된다. 4분기는 퇴직연금관련 수수료 수입이 증가해 Fee Biz 관련 수수료 수익 약 150억원 추정된다. 이는 주로 DB형으로 운용되는 퇴직연금의 운용 마진이 4분기에 일반계정으로 환입되기 때문이다. 변액 상품에 강점이 있는 동사의 특성 상 증시 상승 시 관련 상품 판매가 늘어나는 효과가 기대된다.

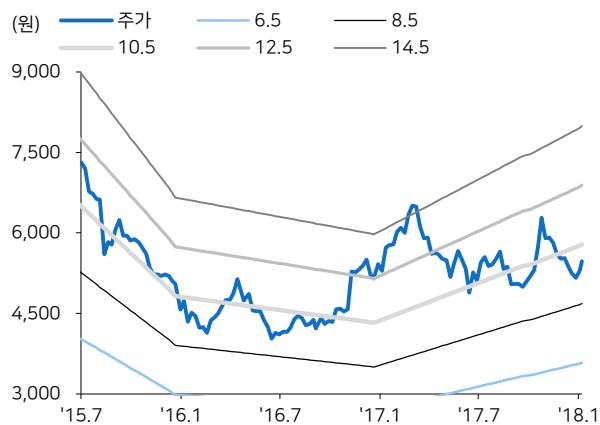
투자의견 Buy 및 적정주가 7,500원을 유지한다. 또한 2018년부터는 PCA생명과 합병으로 Fee biz 관련 시너지 창출이 가능하다. 다만 합병 관련 비용이 상반기 중 약 100~150억원 발생할 예정이다. 특별계정 비중이 커 향후 IFRS17 및 K-ICS 도입관련 영향이 제한적이고 valuation 매력이 있다고 판단한다.

표9 미래에셋생명 3Q17E Preview

(십억원)	4Q17E	4Q16	% YoY	3Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-12.0	-0.5	2,501.9	-18.5	-35.1	-	-
투자손익	149.1	126.0	18.3	149.2	-0.1	-	-
책임준비금전입	232.2	244.2	-4.9	191.1	21.5	-	-
영업외손익	117.1	105.1	11.3	92.3	26.8	-	-
당기순이익	16.6	-23.3	-171.3	24.3	-31.6	14.9	11.6

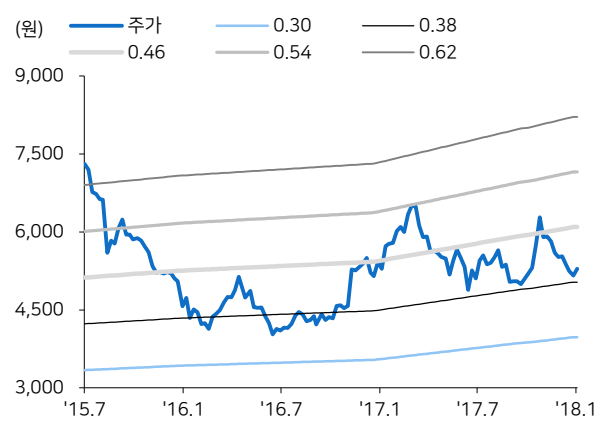
자료: 미래에셋생명, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림49 미래에셋생명 PER 밴드



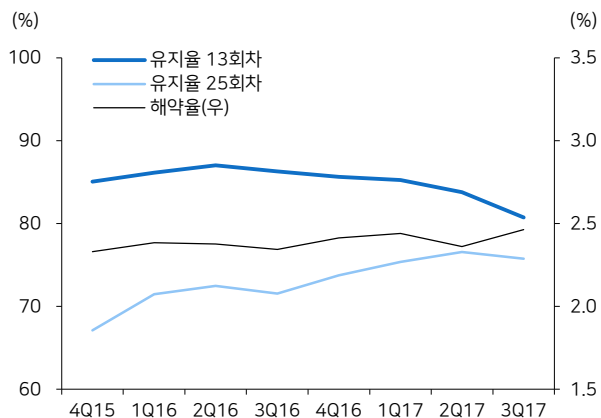
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림50 미래에셋생명 PBR 밴드



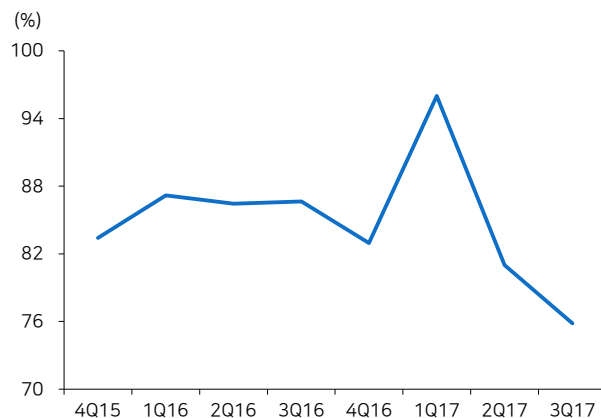
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림51 유지율 및 해약율 추이



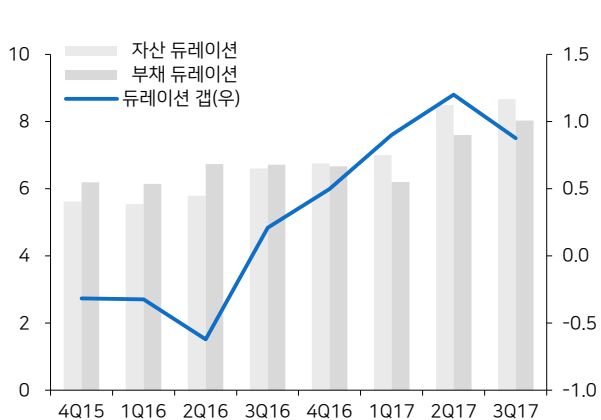
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림52 위험손해율 추이



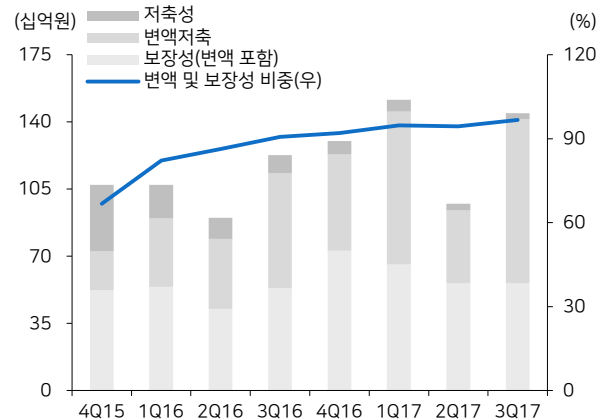
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림53 자산 부채 듀레이션



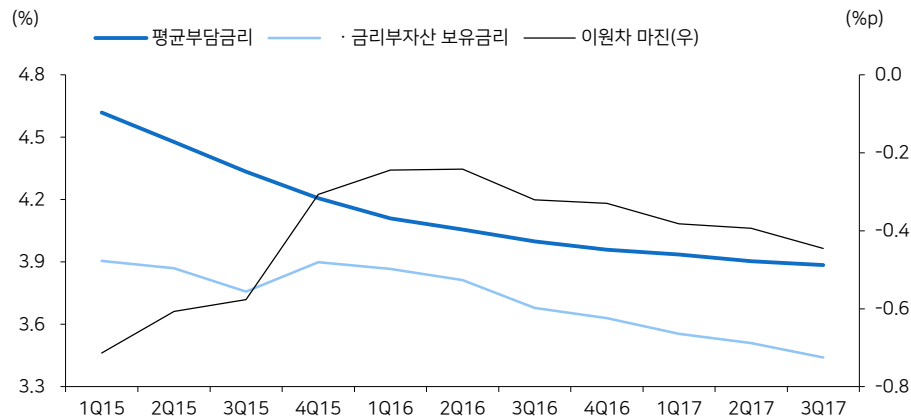
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림54 신계약 상품별 APE



자료: 미래에셋생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림55 이원차마진 추이



자료: 미래에셋생명, 메리츠증권증권 리서치센터

미래에셋생명 (085620)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
보험손익	712.6	250.5	30.2	-77.7	-116.4
보험영업수익	2,739.4	2,403.6	2,232.0	2,577.1	2,591.1
보험료수익	2,625.9	2,286.8	2,111.4	2,436.8	2,449.9
재보험수익	113.5	116.8	120.6	140.3	141.2
보험영업비용	2,026.8	2,153.1	2,201.7	2,654.9	2,707.6
지급보험금	1,378.9	1,453.4	1,541.5	1,739.4	1,804.3
재보험비용	114.3	117.6	124.6	139.9	145.0
사업비	269.6	320.2	302.2	417.8	388.1
신계약상각비	263.9	261.8	233.2	357.5	369.9
할인료	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
투자손익	591.3	584.6	599.3	708.5	776.6
책임준비금전입액	1,438.0	1,098.4	897.7	1,027.6	1,070.0
영업이익	-134.1	-263.3	-268.1	-396.9	-409.9
영업외손익	249.3	315.2	364.6	513.9	542.9
세전순이익	115.2	51.8	96.5	117.0	133.0
법인세비용	0.2	27.6	22.9	28.3	32.2
당기순이익	114.9	24.2	73.6	88.7	100.8

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	26,790.2	28,213.2	29,797.9	40,909.0	42,831.0
운용자산	16,405.6	17,452.1	17,906.5	24,134.1	25,245.9
현예금 및 예치금	350.0	293.0	192.2	217.5	233.9
유가증권	13,990.7	14,854.5	15,363.3	20,735.6	21,671.5
주식	120.7	123.3	205.8	331.0	342.7
채권	7,666.1	7,872.6	8,133.8	10,979.2	11,466.7
대출채권	1,970.3	2,264.0	2,310.5	3,126.5	3,283.5
부동산	94.5	21.5	21.7	30.9	32.1
비운용자산	959.8	999.4	1,054.9	1,050.1	1,051.8
특별계정자산	9,424.8	9,761.8	10,836.4	15,724.8	16,533.3
부채총계	24,935.6	26,430.3	27,987.5	38,901.8	40,780.9
책임준비금	14,706.8	15,806.1	16,704.8	22,732.4	23,802.4
계약자지분조정	111.6	80.0	66.8	66.8	66.8
기타부채	537.3	648.1	379.5	377.8	378.4
특별계정부채	9,579.9	9,896.1	10,836.4	15,724.8	16,533.3
자본총계	1,854.7	1,886.7	1,810.4	2,007.2	2,050.1
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	335.1	532.0	574.9
자본조정/기타포괄손익누계	413.6	416.3	342.9	342.9	342.9

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
보험금지급율	50.3	60.5	69.1	67.5	69.6
위험손해율	84.3	85.8	82.7	77.5	77.6
사업비율	19.5	24.2	24.0	30.1	29.3
투자수익률	3.8	3.5	3.4	3.4	3.1
성장성					
총자산	8.4	5.3	5.6	37.3	4.7
운용자산	10.6	6.4	2.6	34.8	4.6
특별계정자산	5.3	3.6	11.0	45.1	5.1
자기자본	21.2	1.7	-4.0	10.9	2.1
수입보험료	4.9	-12.3	-7.1	15.5	0.5
보험손익	-6.6	-64.8	-87.9	-357.2	49.8
투자손익	3.5	-1.1	2.5	18.2	9.6
책임준비금전입액	-1.0	-23.6	-18.3	14.5	4.1
순이익	61.9	-78.9	204.0	20.6	13.6

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	801	169	513	626	711
BPS	12,926	13,150	12,617	14,157	14,460
DPS	55	55	204	260	303
밸류에이션 (배)					
PER	6.3	30.5	10.6	8.7	7.6
PBR	0.39	0.39	0.43	0.38	0.38
수익성					
ROE	6.8	1.3	4.0	4.6	5.0
ROA	0.3	0.5	0.1	0.3	0.3
배당지표					
배당성향	8.3	85.8	50.0	50.0	50.0
배당수익률	1.1	1.1	3.8	4.8	5.6
안정성					
총자산/자기자본	14.4	15.0	16.5	20.4	20.9
보험료수입/총부채	11.0	9.1	8.0	6.6	6.4

삼성생명 (032830)

Buy, TP 163,000 원

4Q17E 순이익(연결) 1,660억원(-48.2% QoQ, 흑전 YoY)으로 추정한다. 변액 보증 준비금 약 2,400억원 추정되어 전년 동기 대비 손익 개선될 전망이다. 타 대 형사 대비 준비금 감소폭이 적은 이유는 금리 상승에도 해지율 등 계리적 가정이 변경되고 헤지 관련 비용이 발생하기 때문이라고 판단된다. 18년 법인세를 변경에 따라 이연법인세부채 증가해 약 400억원이 P/L에, 약 7,000억원이 B/S에 반영될 예정이다. 그 외 일회성 요인으로 ERP 상각 비용 약 200억원이 있다. 향후 5년 간 상각될 예정이다.

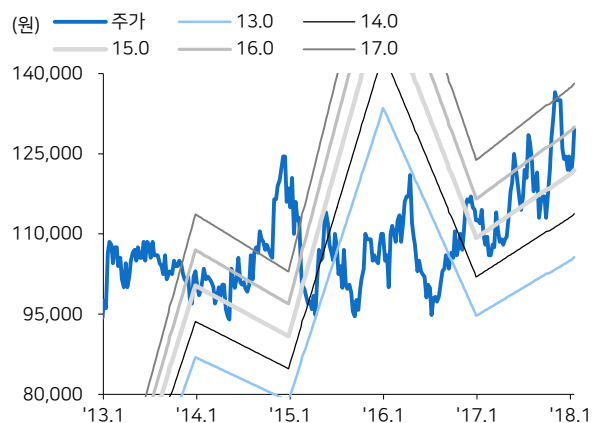
투자의견 Buy 및 적정주가 163,000원을 유지한다. 보유한 삼성전자 지분 가치의 증가 혹은 전자의 자사주 소각 이후 보유 지분에 대한 매각 기대감 유효하다. 치 아보험, LTC, 저해지 중신 상품 등 신상품 출시하고 있어 신계약 판매 증가가 기 대된다. RBC 규제 강화에 따라 ALM 관리를 위해 장기 채권 편입을 지속할 계획 이나 전자 관련 배당금 증가로 운용수익률은 안정적인 전망이다.

표10 삼성생명 4Q17E Preview

(십억원)	4Q17E	4Q16	% YoY	3Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
보험손익	371.9	544.5	-31.7	205.1	81.3	-	-
투자손익	1,730.3	1,748.9	-1.1	1,711.9	1.1	-	-
책임준비금전입액	2,189.8	2,681.9	-18.4	1,862.9	17.5	-	-
영업외손익	369.5	349.9	5.6	370.1	-0.2	-	-
당기순이익	166.0	-1.0	흑전	320.2	-48.2	204.3	-18.8

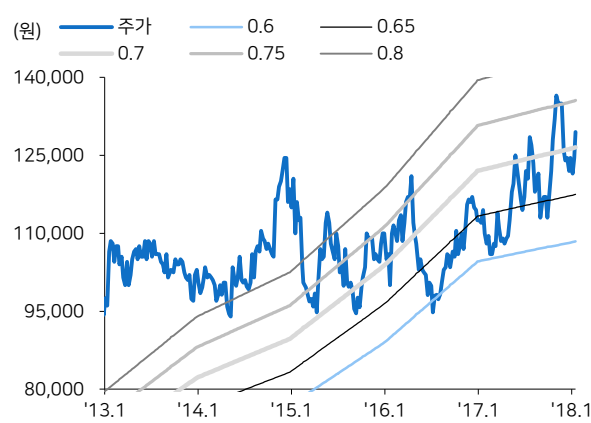
자료: 삼성생명, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림56 삼성생명 PER 밴드



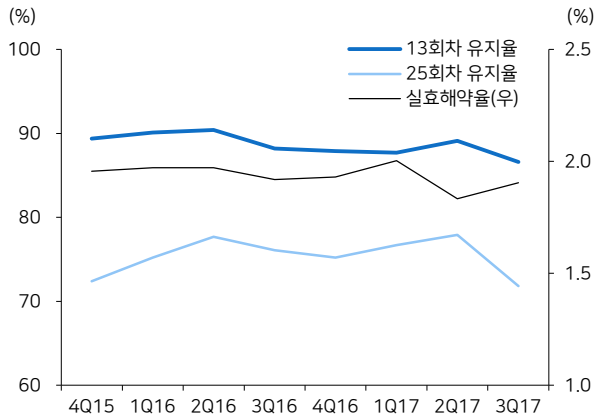
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림57 삼성생명 PBR 밴드



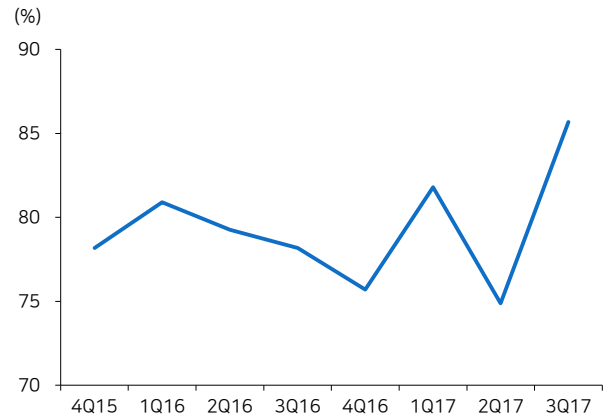
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림58 유지율 및 해약율 추이



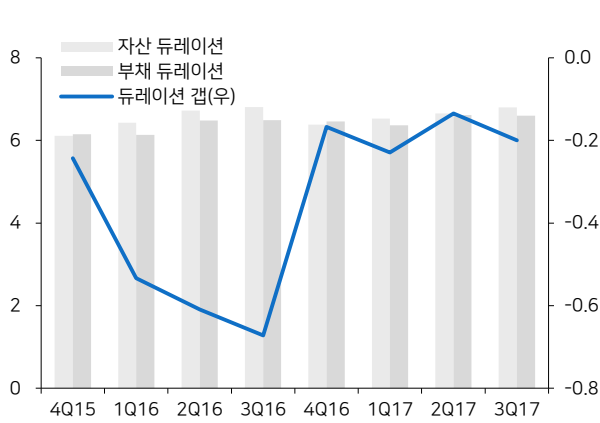
자료: 삼성생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림59 위험손해율 추이



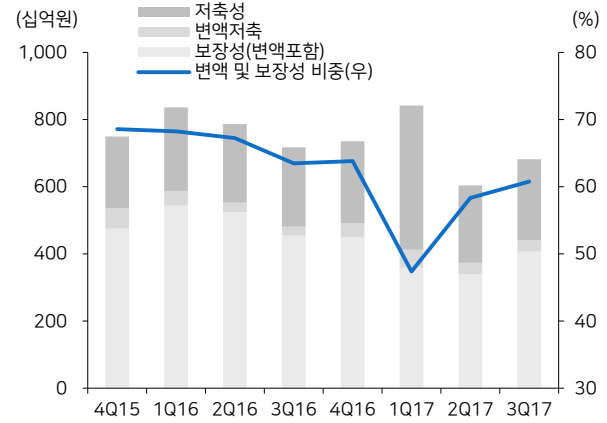
자료: 삼성생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림60 자산 부채 듀레이션



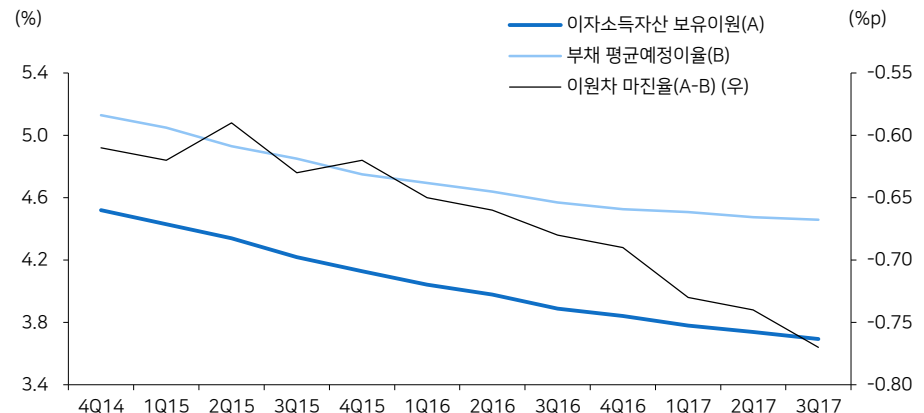
자료: 삼성생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림61 신계약 상품별 APE



자료: 삼성생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림62 이원차마진 추이



자료: 삼성생명, 메리츠종금증권 리서치센터

삼성생명 (032830)

Income Statement(연결)

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
보험손익	3,497.0	2,476.1	1,524.7	1,571.0	1,591.9
보험영업수익	17,611.9	17,046.5	17,043.3	16,969.1	17,473.2
보험료수익	17,354.1	16,768.3	16,767.3	16,691.1	17,186.2
재보험수익	257.8	278.2	276.0	278.0	287.0
보험영업비용	14,114.9	14,570.3	15,518.6	15,398.0	15,881.3
지급보험금	10,209.6	10,610.2	11,561.0	11,432.0	11,812.7
재보험비용	289.1	311.2	336.0	334.4	345.7
사업비	1,558.9	1,523.6	1,550.6	1,533.9	1,563.7
신계약상각비	2,056.9	2,123.8	2,069.3	2,095.9	2,157.5
할인료	0.3	1.5	1.7	1.8	1.8
투자손익	6,428.5	8,000.1	7,112.5	7,437.6	7,746.5
책임준비금전입액	9,864.3	9,241.5	8,133.6	8,120.6	8,245.5
영업이익	61.2	1,234.8	503.6	888.0	1,092.9
영업외손익	1,310.3	1,372.7	1,415.8	1,518.3	1,421.8
세전순이익	1,371.5	2,607.5	1,919.4	2,406.3	2,514.7
법인세비용	161.9	457.5	485.8	601.6	628.7
당기순이익	1,209.6	2,150.0	1,433.6	1,804.7	1,886.0
지배주주	1,211.2	2,054.3	1,352.7	1,724.4	1,802.1
비지배주주	-1.7	95.7	80.9	80.3	83.9

Balance Sheet(연결)

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	230,362.9	264,653.8	283,662.1	295,785.6	308,390.4
운용자산	183,082.4	214,879.3	228,644.8	237,635.9	246,834.5
현예금 및 예치금	3,272.4	5,822.6	3,962.0	3,937.8	4,089.5
유가증권	137,227.3	142,070.7	154,097.4	159,729.8	166,065.9
주식	20,046.1	24,124.5	28,278.2	31,373.9	32,437.0
채권	102,748.5	103,316.0	108,986.4	110,318.1	114,949.9
대출채권	33,362.7	58,063.4	61,490.4	64,770.0	67,105.5
부동산	9,220.0	8,922.6	9,095.1	9,198.2	9,573.5
비운용자산	7,694.8	8,269.3	8,218.3	8,058.2	7,908.6
특별계정자산	39,585.7	41,505.1	46,799.0	50,091.5	53,647.4
부채총계	206,641.2	236,345.4	252,376.6	263,236.9	274,521.5
책임준비금	149,118.2	158,729.1	167,214.5	175,335.1	183,580.6
계약자지분조정	6,969.3	8,075.5	9,978.9	9,978.9	9,978.9
기타부채	9,975.7	25,683.3	28,384.3	27,831.3	27,314.5
특별계정부채	40,577.9	43,857.4	46,799.0	50,091.5	53,647.4
자본총계	23,721.7	28,308.4	31,285.4	32,548.8	33,869.0
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	13,999.8	15,263.1	16,583.3
자본조정/기타포괄손익누계	15,124.1	17,428.0	15,405.8	15,405.8	15,405.8
비지배주주지분	75.9	1,664.2	1,716.8	1,716.8	1,716.8

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
보험금지급율	58.0	62.2	67.8	67.4	67.6
위험손해율	76.8	82.1	79.5	75.8	75.8
사업비율	20.8	21.8	21.6	21.7	21.7
투자수익률	3.6	4.0	3.2	3.2	3.2
성장성					
총자산	7.4	14.9	7.2	4.3	4.3
운용자산	6.2	17.4	6.4	3.9	3.9
특별계정자산	15.0	4.8	12.8	7.0	7.1
자기자본	6.4	19.3	10.5	4.0	4.1
수입보험료	-0.5	-3.2	0.0	-0.4	3.0
보험손익	-7.9	-29.2	-38.4	3.0	1.3
투자손익	-6.2	24.4	-11.1	4.6	4.2
책임준비금전입액	-1.7	-6.3	-12.0	-0.2	1.5
순이익	-9.5	77.7	-33.3	25.9	4.5

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	6,564	11,440	7,533	9,603	10,035
BPS	128,139	148,374	164,659	171,694	179,046
DPS	1,800	1,200	2,395	3,015	3,151
밸류에이션 (배)					
PER	16.8	9.8	17.7	13.9	13.3
PBR	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
수익성					
ROE	5.3	8.3	4.8	5.7	5.7
ROA	0.6	0.5	0.8	0.5	0.6
배당지표					
배당성향	27.5	10.0	30.0	30.0	30.0
배당수익률	1.6	1.1	1.8	2.3	2.4
안정성					
총자산/자기자본	9.7	9.3	9.1	9.1	9.1
보험료수입/총부채	8.5	7.2	6.8	6.4	6.4

한화생명 (088350)

Trading Buy, TP 8,500 원

4Q17E 순이익 899억원(-31.0% QoQ, 흑전 YoY)으로 추정한다. 위험손해를 하락으로 사차이익 약 1,600억원이 예상된다. 변액보증준비금 1~200억원 내외 발생하는 점이 전년 동기 대비 실적 개선의 주요 원인이다. 타 대형사 대비 감소폭이 큰 이유는 해지 유무 및 계리적 가정에 따른 영향으로 추정된다. 중장기적으로 변액보증준비금 환입세를 전망하고 있으나 주식시장 영향에 따라 변동가능성 있다.

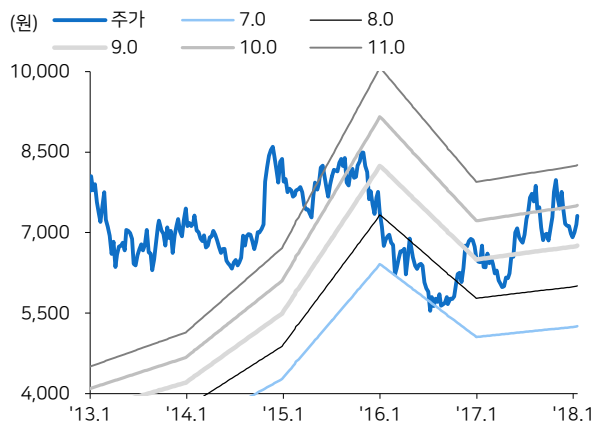
투자의견 Trading Buy 및 적정주가 8,500원을 유지한다. 금리 상승이 동사의 가장 큰 모멘텀이다. 고정형 등 부채 구조상 금리민감도가 크기 때문이다. 다만 4% 수준의 투자수익률은 부동산 및 유가증권 매각익 등의 영향이 있어 중장기적으로 하락이 추정된다. 향후 RBC 규제 강화에 대응하기 위해 자산 듀레이션을 점진적으로 증가시켜야 하기 때문이다.

표11 한화생명 4Q17E Preview

(십억원)	4Q17E	4Q16	% YoY	3Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
보험손익	96.7	102.1	-5.3	52.8	83.1	-	-
투자손익	819.4	868.1	-5.6	844.9	-3.0	-	-
책임준비금전입	1,044.3	1,349.5	-22.6	974.5	7.2	-	-
영업외손익	246.8	250.1	-1.3	242.3	1.9	-	-
당기순이익	89.9	-97.7	흑전	130.3	-31.0	88.0	2.1

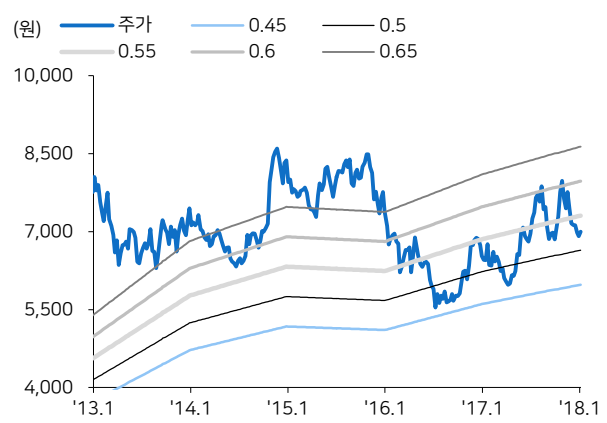
자료: 한화생명, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림63 한화생명 PER 밴드



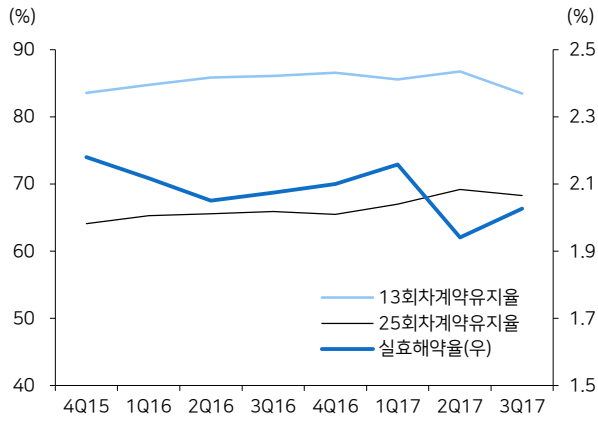
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림64 한화생명 PBR 밴드



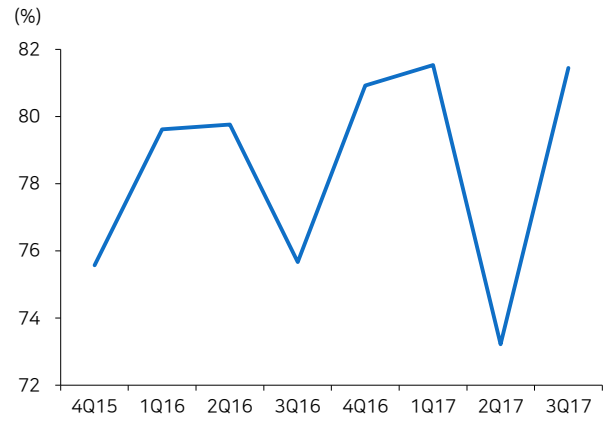
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림65 유지율 및 해약율 추이



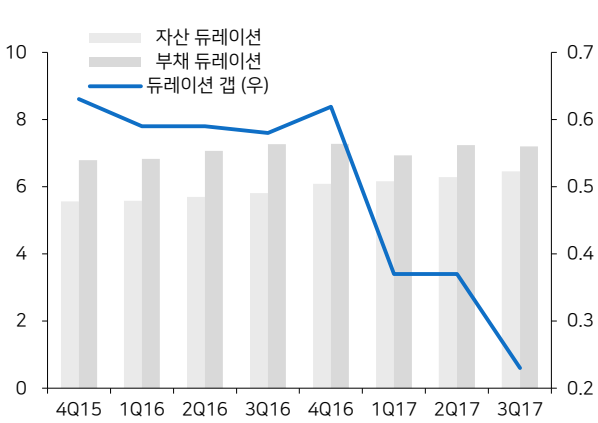
자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림66 위험손해율 추이



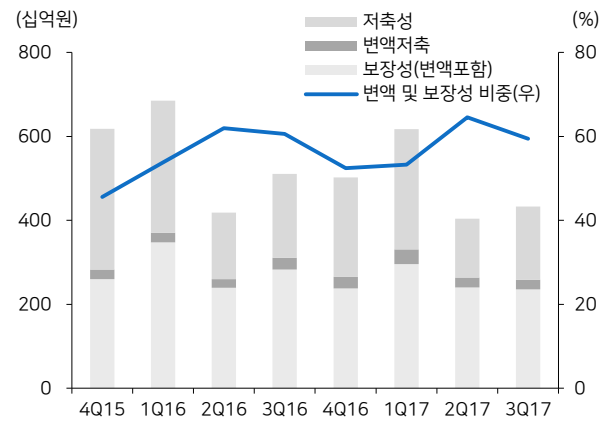
자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림67 자산 부채 듀레이션



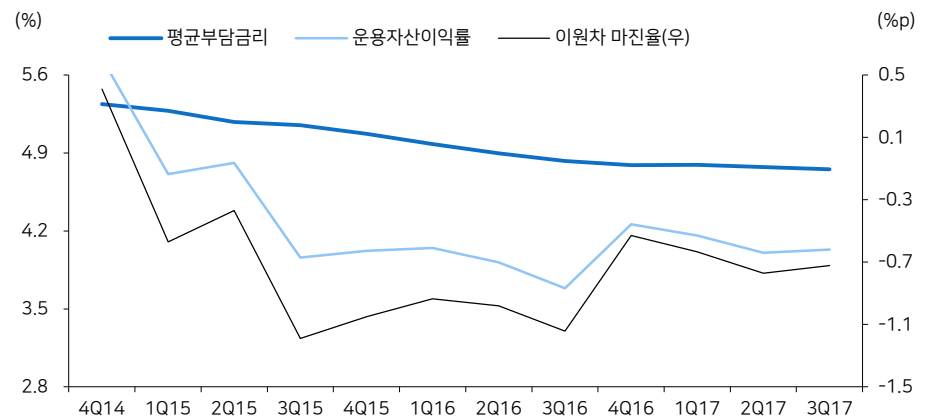
자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림68 신계약 상품별 APE



자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림69 이원차마진 추이



자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

한화생명 (088350)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
보험손익	2,192.7	1,936.5	660.0	532.8	416.1
보험영업수익	10,378.8	10,621.9	9,787.2	9,707.2	9,998.6
보험료수익	10,232.7	10,473.6	9,629.8	9,550.1	9,836.8
재보험수익	146.1	148.3	157.4	157.0	161.8
보험영업비용	8,186.1	8,685.4	9,127.2	9,174.3	9,582.5
지급보험금	5,865.4	6,359.2	6,820.5	6,878.2	7,188.6
재보험비용	158.5	159.8	169.5	170.0	177.3
사업비	916.0	892.1	861.4	851.9	884.9
신계약상각비	1,242.9	1,271.1	1,273.1	1,271.7	1,329.0
할인료	3.3	3.1	2.7	2.7	2.7
투자손익	3,191.7	3,174.1	3,322.7	3,069.5	3,207.1
책임준비금전입액	5,657.1	5,597.9	4,159.6	3,808.7	3,822.9
영업이익	-272.7	-487.3	-177.0	-206.4	-199.7
영업외손익	846.9	896.3	948.0	1,004.8	1,034.4
세전순이익	574.2	409.0	771.0	798.3	834.7
법인세비용	73.9	93.9	179.0	193.2	202.0
당기순이익	500.3	315.1	592.0	605.1	632.7

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	98,855	105,331	111,145	116,946	122,853
운용자산	76,466	82,187	85,460	89,794	94,155
현예금 및 예치금	751	754	520	493	530
유가증권	55,291	59,246	62,111	65,273	68,412
주식	857	1,492	1,530	1,676	1,749
채권	39,149	34,921	35,690	36,323	38,120
대출채권	16,905	18,686	19,234	20,297	21,294
부동산	3,519	3,502	3,602	3,748	3,934
비운용자산	3,383	3,281	3,408	3,298	3,207
특별계정자산	19,007	19,863	22,278	23,854	25,491
부채총계	90,283	97,179	102,183	107,514	112,929
책임준비금	67,689	73,290	77,451	81,260	85,082
계약자지분조정	1,137	813	771	771	771
기타부채	1,996	2,206	1,683	1,629	1,584
특별계정부채	19,462	20,869	22,278	23,854	25,491
자본총계	8,572	8,153	8,962	9,432	9,924
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	2,494	2,680	3,092	3,562	4,054
자본조정/기타포괄손익누계	1,250	645	545	545	545

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
보험금지급율	56.5	59.9	69.7	70.9	71.9
위험손해율	79.4	79.0	78.2	76.7	76.7
사업비율	20.8	20.4	21.8	21.9	22.1
투자수익률	4.4	4.0	4.0	3.5	3.5
성장성					
총자산	7.9	6.6	5.5	5.2	5.1
운용자산	8.9	7.5	4.0	5.1	4.9
특별계정자산	6.4	4.5	12.2	7.1	6.9
자기자본	-0.9	-4.9	9.9	5.2	5.2
수입보험료	11.6	2.3	-7.9	-0.8	3.0
보험손익	48.4	-11.7	-65.9	-19.3	-21.9
투자손익	-0.6	-0.6	4.7	-7.6	4.5
책임준비금전입액	12.4	-1.0	-25.7	-8.4	0.4
순이익	21.0	-37.0	87.9	2.2	4.6

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	666	419	788	805	842
BPS	11,409	10,850	11,265	11,890	12,545
DPS	180	80	177	180	187
밸류에이션 (배)					
PER	11.1	15.6	9.3	9.1	8.7
PBR	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
수익성					
ROE	5.8	3.8	7.1	6.7	6.7
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	2.4	2.5	2.5
안정성					
총자산/자기자본	11.5	12.9	12.4	12.4	12.4
보험료수입/총부채	11.5	10.9	9.6	9.0	8.9

동양생명 (082640)

Trading Buy, TP 9,500 원

4Q17E 순이익 46억원(-66.3% QoQ, -102.2% YoY)으로 추정한다. 변액보증준비금 약 50억원 추정되며 희망퇴직 관련 비용 55억원을 반영했다. 위험손해율은 70% 중반으로 사차이익 약 270억원 추정된다. 육류담보대출 관련 손상은 마무리되었으나 채권 매각익 규모가 크게 감소해 투자수익률 3.1% 반영했다. 저축성 일시납 판매가 감소하고 일반 종신 및 CI 위주의 보장성 APE 성장이 이뤄지고 있는 점은 중장기적으로 긍정적이나 단기적으로 실적 감소 요인이다.

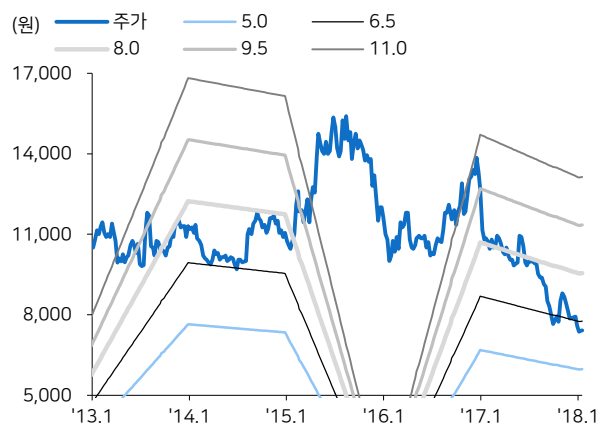
투자 의견을 Trading Buy로 상향하고 적정주가 9,500원을 유지한다. 투자 의견 상향 이유는 주가 하락으로 상승 여력이 당사 기준치 이상 확대되었기 때문이다. 동사는 배당 매력度が 가장 큰 강점인데 최근 저축성 일시납 판매 감소하고 투자 부문 매각 이익 실현 가능성이 낮아 단기 실적 부담이 있다. 다만, 위험손해율이 개선세를 보이고 있고 보장성 보험 판매에 집중하는 등 본질적인 역량을 강화하고 있는 점을 긍정적으로 평가한다.

표12 동양생명 4Q17E Preview

(십억원)	4Q17E	4Q16	% YoY	3Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
보험손익	369.5	510.0	-27.5	509.5	-27.5	-	-
투자손익	201.4	-115.7	-274.1	200.5	0.4	-	-
책임준비금전입	587.7	682.8	-13.9	715.5	-17.9	-	-
영업외손익	22.8	7.5	205.0	23.2	-1.7	-	-
당기순이익	4.6	-212.6	-102.2	13.6	-66.3	8.5	-46.2

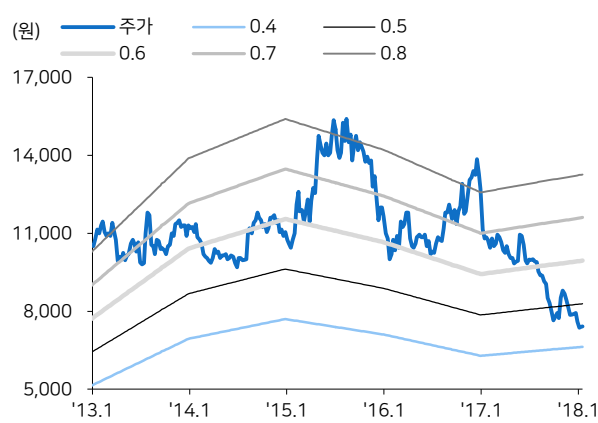
자료: 동양생명, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림70 동양생명 PER 밴드



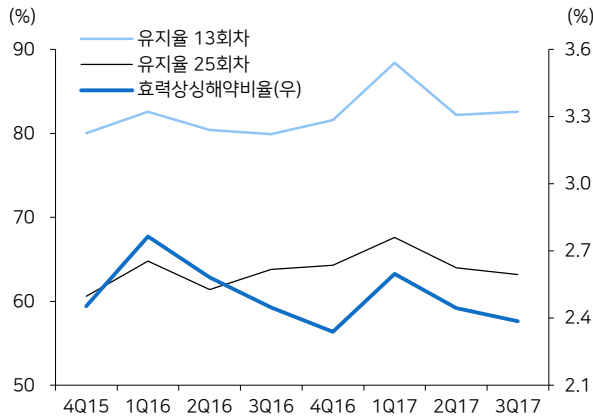
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림71 동양생명 PBR 밴드



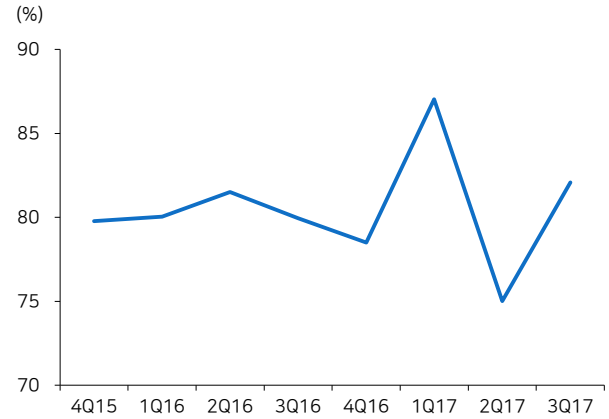
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림72 유지율 및 해약율 추이



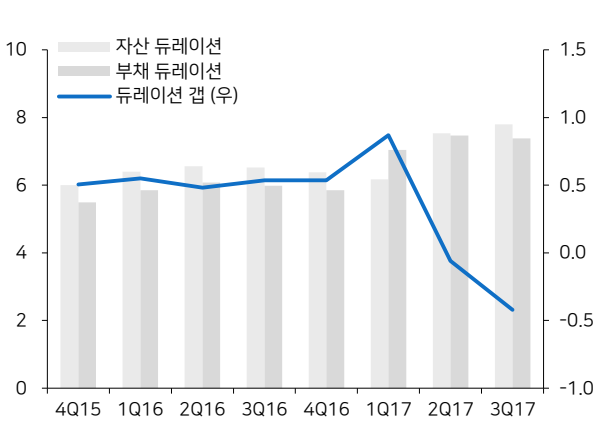
자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림73 위험손해율 추이



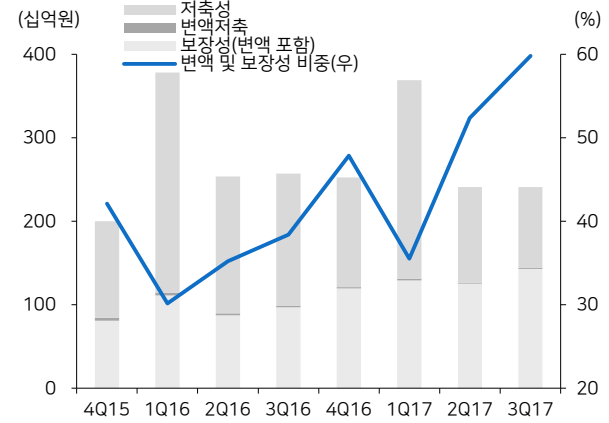
자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림74 자산 부채 듀레이션



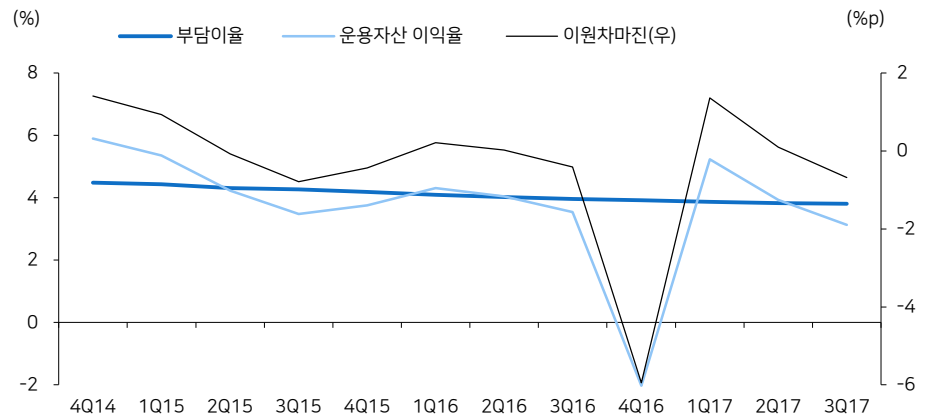
자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림75 신계약 상품별 APE



자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림76 이원차마진 추이



자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

동양생명 (082640)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
보험손익	1,151.7	3,417.8	2,171.4	1,463.0	1,056.9
보험영업수익	3,598.8	6,145.4	5,275.5	4,476.8	4,064.5
보험료수익	3,563.1	6,101.9	5,225.1	4,432.6	4,024.2
재보험수익	35.7	43.5	50.4	44.2	40.3
보험영업비용	2,447.2	2,727.6	3,104.1	3,013.9	3,007.6
지급보험금	1,785.1	1,995.9	2,309.0	2,288.1	2,356.8
재보험비용	39.6	50.3	59.6	60.1	62.0
사업비	293.8	346.4	374.4	333.6	296.2
신계약상각비	325.3	332.5	359.4	330.4	290.9
할인료	3.3	2.4	1.8	1.8	1.8
투자손익	762.3	509.0	953.2	842.2	909.9
책임준비금전입액	1,756.4	4,016.2	2,953.3	2,178.0	1,838.8
영업이익	157.5	-89.4	171.3	127.2	128.0
영업외손익	35.3	45.3	81.1	95.3	97.2
세전순이익	192.9	-44.2	252.4	222.4	225.2
법인세비용	41.9	-49.6	60.8	55.6	56.3
당기순이익	151.0	5.4	191.6	166.8	168.9

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	22,570.9	26,666.3	30,200.4	32,550.1	34,563.1
운용자산	19,162.7	23,073.3	26,354.3	28,658.1	30,617.4
현예금 및 예치금	1,545.7	1,550.8	1,821.5	1,894.8	2,088.1
유가증권	12,534.6	17,034.9	19,463.3	21,475.5	22,853.8
주식	194.6	534.1	575.2	705.4	754.1
채권	8,801.4	9,821.5	10,773.8	11,674.6	12,400.7
대출채권	4,723.4	4,131.7	4,681.2	4,878.3	5,236.9
부동산	358.9	355.9	388.2	409.6	438.6
비운용자산	978.2	1,056.6	1,121.8	1,106.5	1,102.7
특별계정자산	2,430.0	2,536.4	2,724.3	2,785.5	2,843.0
부채총계	20,625.3	24,880.3	27,797.7	30,030.7	31,925.4
책임준비금	17,615.1	21,633.8	24,589.5	26,767.5	28,606.3
계약자지분조정	52.0	35.1	26.1	26.1	26.1
기타부채	442.9	546.5	457.9	451.6	450.0
특별계정부채	2,515.3	2,664.8	2,724.3	2,785.5	2,843.0
자본총계	1,945.6	1,786.1	2,402.7	2,519.5	2,637.7
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	841.4	958.2	1,076.4
자본조정/기타포괄손익누계	416.6	314.9	169.6	169.6	169.6

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
보험금지급율	49.6	32.5	43.8	51.1	58.0
위험손해율	78.4	80.0	80.9	77.9	78.2
사업비율	17.2	11.0	13.9	14.8	14.4
투자수익률	4.2	2.4	3.9	3.1	3.1
성장성					
총자산	10.8	18.1	13.3	7.8	6.2
운용자산	10.6	20.4	14.2	8.7	6.8
특별계정자산	15.0	4.4	7.4	2.2	2.1
자기자본	10.6	-8.2	34.5	4.9	4.7
수입보험료	9.3	70.8	-14.2	-15.1	-9.2
보험손익	22.8	196.8	-36.5	-32.6	-27.8
투자손익	-3.0	-33.2	87.3	-11.6	8.0
책임준비금전입액	12.2	128.7	-26.5	-26.3	-15.6
순이익	-4.6	-96.4	3,422.1	-13.0	1.2

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	1,479	53	1,230	1,070	1,084
BPS	19,061	17,498	15,416	16,165	16,923
DPS	620	200	369	321	325
밸류에이션 (배)					
PER	7.9	238.2	6.1	7.0	6.9
PBR	0.6	0.7	0.5	0.5	0.4
수익성					
ROE	9.8	0.3	10.3	8.0	6.9
ROA	0.8	0.7	0.0	0.7	0.5
배당지표					
배당성향	41.9	375.2	30.0	30.0	30.0
배당수익률	5.3	1.6	4.9	4.3	4.4
안정성					
총자산/자기자본	11.6	14.9	12.6	12.9	13.1
보험료수입/총부채	17.4	24.7	19.0	14.9	12.7

Compliance Notice

당사는 동자료에 언급된 종목 중 메리츠화재와 계열회사의 관계가 있습니다. 동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 2018년 1월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 1월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 1월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김고은)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 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 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

DB 손해보험 (005830) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.02.12	산업브리프	Buy	79,000	김고은	-16.0	-12.0	
2016.02.24	기업브리프	Buy	79,000	김고은	-13.8	-7.6	
2016.03.17	산업브리프	Buy	79,000	김고은	-13.2	-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	-29.6	-23.2	
2017.11.29	산업분석	Buy	100,000	김고은	-29.9	-23.2	
2018.01.22	산업브리프	Buy	100,000	김고은	-	-	

현대해상 (001450) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.02.12	산업브리프	Buy	39,000	김고은	-17.8	-14.9	
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	-16.5	-10.5	
2017.10.16	산업브리프	Buy	60,000	김고은	-25.1	-19.8	
2017.11.29	산업분석	Buy	60,000	김고은	-24.4	-19.3	
2018.01.22	산업브리프	Buy	60,000	김고은	-	-	

삼성화재 (000810) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.02.12	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-13.8	-9.3	
2016.02.19	기업브리프	Buy	350,000	김고은	-13.7	-9.3	
2016.03.17	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-14.0	-9.3	
2016.04.01	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-14.5	-9.3	
2016.04.14	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-14.5	-9.3	
2016.04.15	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-14.7	-9.3	
2016.05.02	기업브리프	Buy	350,000	김고은	-15.5	-9.3	
2016.06.01	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-16.8	-9.3	
2016.07.01	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-17.5	-9.3	
2016.07.21	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-17.8	-9.3	
2016.08.01	기업브리프	Buy	350,000	김고은	-18.5	-9.3	
2016.11.01	기업브리프	Buy	350,000	김고은	-18.4	-9.3	
2016.11.21	산업분석	Buy	350,000	김고은	-18.2	-9.3	
2016.12.21	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-18.6	-9.3	
2017.01.18	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-18.6	-9.3	
2017.01.19	1년 경과				-22.0	-20.3	
2017.02.16	기업브리프	Buy	350,000	김고은	-24.0	-20.3	
2017.04.14	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-23.2	-17.1	
2017.05.29	산업분석	Buy	350,000	김고은	-22.7	-15.7	
2017.06.07	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-21.6	-15.4	
2017.07.18	산업분석	Buy	350,000	김고은	-20.7	-12.7	
2017.08.21	산업분석	Buy	350,000	김고은	-20.7	-12.7	
2017.10.16	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-20.9	-12.7	
2017.11.29	산업분석	Buy	350,000	김고은	-21.3	-12.7	
2018.01.19	1년 경과				-20.6	-20.6	
2018.01.22	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-	-	

메리츠화재 (000060) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.02.12	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-38.3	-35.4	
2016.02.23	기업브리프	Buy	24,000	김고은	-37.0	-33.8	
2016.03.17	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-36.2	-31.9	
2016.04.01	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.5	-30.4	
2016.04.14	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.5	-30.4	
2016.04.15	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.1	-30.4	
2016.04.28	기업브리프	Buy	24,000	김고은	-34.7	-30.4	
2016.06.01	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-34.8	-30.4	
2016.06.28	기업브리프	Buy	24,000	김고은	-34.9	-30.4	
2016.07.01	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.2	-30.4	
2016.07.21	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.3	-30.4	
2016.07.29	기업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.3	-30.4	
2016.10.27	기업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.1	-30.4	
2016.11.21	산업분석	Buy	24,000	김고은	-34.8	-29.8	
2016.12.21	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-34.8	-29.8	
2017.01.18	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-34.8	-29.8	
2017.01.19	1년 경과				-35.1	-30.4	
2017.04.14	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-31.8	-19.2	
2017.05.29	산업분석	Buy	24,000	김고은	-31.0	-17.5	
2017.06.07	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-27.5	-8.1	
2017.07.18	산업분석	Buy	28,000	김고은	-15.1	-12.5	
2017.08.21	산업분석	Buy	28,000	김고은	-13.6	-8.2	
2017.10.16	산업브리프	Buy	30,000	김고은	-15.5	-8.3	
2017.11.29	산업분석	Buy	30,000	김고은	-17.9	-8.3	
2018.01.22	산업브리프	Buy	30,000	김고은	-	-	

한화손해보험 (000370) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.02.12	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-21.7	-16.0	
2016.03.03	기업브리프	Buy	9,500	김고은	-19.9	-12.9	
2016.03.17	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-18.2	-11.0	
2016.04.01	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-17.3	-10.5	
2016.04.14	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-17.2	-10.5	
2016.04.15	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-16.8	-10.5	
2016.05.02	기업브리프	Buy	9,500	김고은	-16.3	-10.5	
2016.06.01	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-17.2	-10.5	
2016.07.01	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-18.1	-10.5	
2016.07.21	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-18.6	-10.5	
2016.08.01	기업브리프	Buy	9,500	김고은	-21.5	-10.5	
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	-27.6	-20.0	
2017.11.29	산업분석	Buy	11,500	김고은	-26.7	-19.9	
2018.01.22	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	-26.1	-13.2	
2017.11.21	1년 경과				-23.1	-22.4	
2017.11.29	산업분석	Buy	7,500	김고은	-27.0	-22.4	
2018.01.22	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	-13.8	-9.5	
2017.11.29	산업분석	Buy	163,000	김고은	-23.2	-18.1	
2018.01.22	산업브리프	Buy	163,000	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	-11.3	-4.8	
2017.11.29	산업분석	Trading Buy	8,500	김고은	-13.8	-4.8	
2018.01.22	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	-10.0	0.9	
2017.10.16	산업브리프	Hold	9,500	김고은	-12.4	-6.7	
2017.11.29	산업분석	Hold	9,500	김고은	-15.7	-6.7	
2018.01.22	산업브리프	Trading Buy	9,500	김고은	-	-	