

# SK INDUSTRY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

## Coverage List

삼성화재 (000810)	매수 348,000 원	(유지) (하향)
DB 손해보험 (005830)	매수 96,000 원	(유지) (유지)
현대해상 (001450)	중립 53,000 원	(하향) (상향)
메리츠화재 (000060)	중립 25,000 원	(유지) (유지)
한화손해보험 (000370)	매수 11,200 원	(유지) (상향)
삼성생명 (032830)	매수 164,000 원	(유지) (상향)
한화생명 (088350)	매수 9,600 원	(유지) (유지)
ING생명 (079440)	중립 50,000 원	(유지) (유지)
동양생명 (082640)	매수 10,000 원	(유지) (유지)

\*삼성생명은 IFRS 연결 그 외 보험사 IFRS 별도 기준

## 보험

### 4Q17 Preview: 사차이익 증가는 계속된다.

SK 증권 커버리지 보험사의 4Q17 합산 순이익은 5,670 억원 (+18,919% YoY)으로 컨센서스 5,809 억원을 하회할 전망. 4Q17 위험손해율은 손보사 합산 -3.1%p YoY, 생보사 합산 -3.9%p YoY 를 기록할 전망 '18 년 손보사는 설령 실손 위험률 조정이 어렵더라도 장기 위험손해율 하락이 지속될 전망이고, 생보사는 평균 1%p YoY 의 위험손해율 하락이 기대됨. '18 년에도 경상적인 증익 및 시장금리 우상향의 수혜가 예상되는 가운데, 현재 보험주 valuation 은 매력도가 존재하는 수준이라고 판단

### 9 개 보험사 4Q17 합산 순이익 5,670 억원 (+18,919% YoY) 예상

SK 증권 커버리지 보험사 (손보 5 사, 생보 4 사)의 4Q17 합산 순이익은 5,670 억원 (법인세 조정 미반영, +18,918.6% YoY, -53.4% QoQ)으로 전년동기 대규모 비용요소의 소멸에 따른 기저효과로 크게 증가하나, 시장 전망치를 5,809 억원을 하회하는 실적이 예상됨. 손보 5 사 합산 순이익은 2,940 억원 (+15.6% YoY)으로 컨센서스 2,743 억원보다 높으나 법인세 조정을 고려하면 시장 전망치를 하회할 것으로 추정됨. 경과손해를 개선 및 투자수익률 상승이 예상되나, 일부사의 희망퇴직 및 전반적인 판매비 증가로 사업비용이 평균 1.6%p YoY 상승할 전망. 생보 4 사 합산 순이익은 2,730 억원 (흑전 YoY)으로 한화생명의 손상차손 인식에 따라 시장 컨센서스 3,067 억원을 하회할 전망. 대형사의 연말 변액보증 준비금 전입이 예상되나, 전반적인 위험손해를 개선에 더해 전년동기의 일회성 충당금 이슈 소멸로 평균 투자수익률은 1.0%p YoY 상승할 것으로 예상됨

### 2018 년에도 사차이익 증가는 계속된다.

4Q17 위험손해율은 손보 5 사 합산 -3.1%p YoY, 생보 4 사 합산 -3.9%p YoY 를 기록할 전망. 손보사의 2018 년 장기 위험손해율은 YoY 하락을 지속할 것으로 예상. 우선 실손보험 위험률 조정은 시기의 지연일 뿐 가부의 이슈가 아니라는 판단이며, 만에 하나 위험률 조정이 어렵더라도 갱신주기 도래 물량의 누적 인상을 반영으로 실손 위험보험료는 10% 중반 증가가 가능하기 때문. 생명보험사는 고마진 상품 중심의 성장을 통한 보험 포트폴리오 개선으로 2018 년 평균 1%p YoY 의 위험손해율 하락이 기대되며, 사차이익은 8% YoY 수준 증가할 전망

### Top picks: 한화생명, 삼성생명, DB 손해보험 추천

보험업종에 대한 투자 의견 OVERWEIGHT 을 유지. 2018 년에도 경상적인 이익의 증가가 예상되고, 시장금리의 우상향 추세가 기대되는 가운데 현재의 valuation 은 매력도가 존재하는 수준이라고 판단되기 때문. 다만 손보사의 경우 2018 년 주요 변수가 될 실손보험과 관련해 문재인 케어 영향 분석의 가닥이 잡힐 때까지 불확실성이 존재하는 가운데, 일부사의 주가 수준을 고려 시 종목별 접근이 필요하다는 판단. Top picks 로는 이익의 금리민감도가 높고 오버행 리스크의 해소가 기대되는 한화생명, 계열사 배당수익 증가와 지분 매각에 따른 현금유입이 기대되는 삼성생명, 보험료 인상이 없어도 실손보험 손해를 개선이 전망되는 가운데 상대적인 valuation 매력도가 높은 DB 손해보험을 추천함

# Contents

## 보험업 4Q17 실적 Preview

9개 보험사 4Q17 합산 순이익 5,670 억 (+18,919% YoY) 예상 3

손해율 개선과 신계약 둔화의 딜레마 6

## 업종 Overweight, Top Picks 한화생명, 삼성생명, DB 손보 10

### Company

삼성화재 (000810) 14

DB 손해보험 (005830) 19

현대해상 (001450) 24

메리츠화재 (000060) 29

한화손해보험 (000370) 34

삼성생명 (032830) 39

한화생명 (088350) 44

ING 생명 (079440) 49

동양생명 (082640) 54

## Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 25일 기준)

매수	90.07%	중립	9.93%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 보험업 4Q17 실적 Preview

### 9개 보험사 4Q17 합산 순이익 5,670억원 (+18,919% YoY) 예상

SK 증권 커버리지 보험 9사 (손보 5사, 생보 4사)의 4Q17 합산 순이익은 5,670억원 (+18,918.6% YoY, -53.4% QoQ)으로 전년동기 대규모 비용 요소 (대형 생보사 자살보험금 지급, 동양생명 육류담보대출 대손상각, 손보사 비용 선반영)의 소멸에 따른 기저효과로 크게 증가하나, 시장 전망치 5,809억원을 하회하는 실적이 예상된다 (법인세 조정 반영 전).

**손해보험 5사**의 합산 순이익은 2,940억원 (+15.6% YoY)으로 컨센서스 2,743억원을 상회하나, 법인세 조정 반영 시 격차가 축소될 전망이다. 보험계약 이전으로 일회성 손실이 예상되는 삼성화재 외 4사의 4Q17 경과손해율은 계절적 사고에도 불구하고 평균 1.9%p YoY 개선될 것으로 예상된다. 사업비율은 평균 1.6%p YoY 악화될 전망이다. 일부사의 희망퇴직 및 전반적인 판매비 증가 추세가 원인이다. 손보 5사 평균 투자수익률은 3.5%로 전년동기에 있었던 일부사의 대규모 손상차손이 소멸되면서 9bp YoY 상승할 것으로 전망된다.

**생명보험 4사**의 합산 순이익은 2,730억원 (흑자전환 YoY)으로 컨센서스 3,067억원을 하회할 전망이다. 생보 4사의 평균 위험손해율은 72.7% (-6.6%p YoY)로 하락하는데, 이는 1) 추세적 사차이익 개선과 함께 2) 4Q16 대형 생보사의 자살보험금 지급에 따른 기저효과, 3) 장기 연후를 앞둔 3Q17 청구 집중의 반사이익 등이 하락의 원인인 것으로 판단한다. 생보 4사 평균 투자수익률은 3.3%로 동양생명의 육류담보대출 관련 대규모 충당금 전입이 있었던 전년동기대비 1.0%p 상승할 것으로 예상된다.

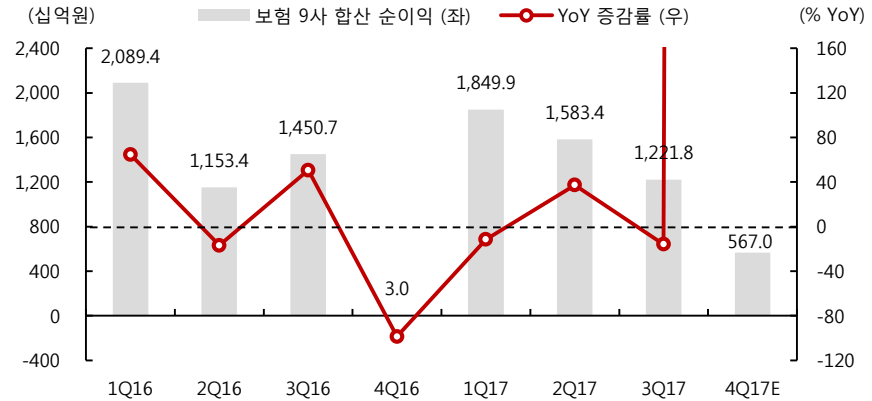
SK 증권 커버리지 보험 9사의 4Q17 당기순이익 전망치 및 시장 컨센서스

(단위: 십억원)	4Q17E	3Q17	QoQ (%)	4Q16	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
삼성화재	59.8	224.6	(73.4)	85.3	(29.9)	46.3	29.1
DB손해보험	102.1	155.4	(34.3)	50.9	100.6	81.6	25.0
현대해상	62.6	123.9	(49.5)	62.8	(0.4)	73.8	(15.2)
메리츠화재	60.4	93.4	(35.3)	36.0	67.9	55.6	8.6
한화손해보험	9.1	42.7	(78.7)	19.4	(53.1)	16.8	(46.0)
손해보험 5사	294.0	639.9	(54.1)	254.4	15.6	274.3	7.2
삼성생명*	151.7	320.2	(52.6)	(1.0)	흑전	158.5	(4.3)
한화생명	39.7	130.3	(69.5)	(97.7)	흑전	66.6	(40.3)
ING생명	75.6	92.2	(18.0)	59.9	26.3	75.1	0.7
동양생명	6.0	13.6	(55.8)	(212.6)	흑전	6.6	(8.4)
생명보험 4사	273.0	556.3	(50.9)	(251.4)	흑전	306.7	(11.0)
<b>보험 9사</b>	<b>567.0</b>	<b>1,196.2</b>	<b>(52.6)</b>	<b>3.0</b>	<b>18,918.6</b>	<b>580.9</b>	<b>(2.4)</b>

자료: FnGuide, SK 증권

주: \*삼성생명은 연결 지배주주 순이익, 그 외 보험사 별도 당기순이익 기준

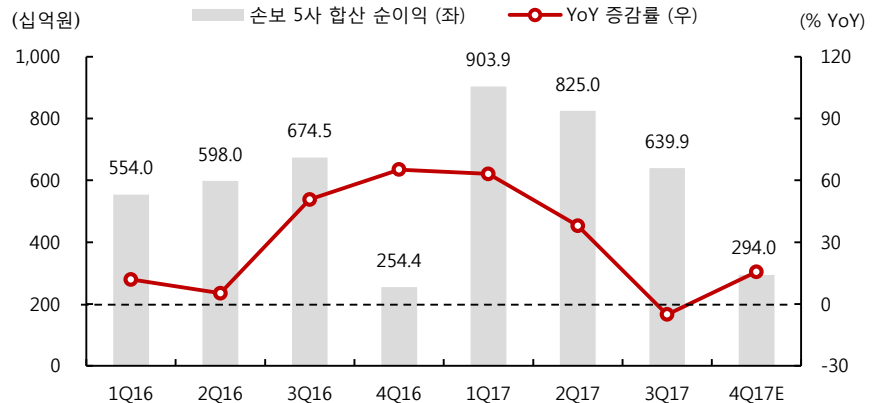
## SK 증권 커버리지 보험 9사의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



자료: 각 사, SK 증권

주: 개별 보험사 추이 및 전망은 회사별 페이지에서 확인 가능

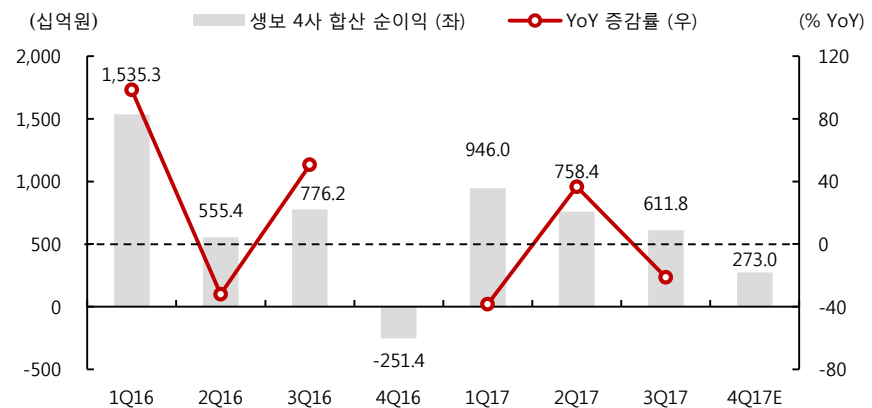
## SK 증권 커버리지 손해보험 5사의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



자료: 각 사, SK 증권

주: 개별 보험사 추이 및 전망은 회사별 페이지에서 확인 가능

## SK 증권 커버리지 생명보험 4사의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



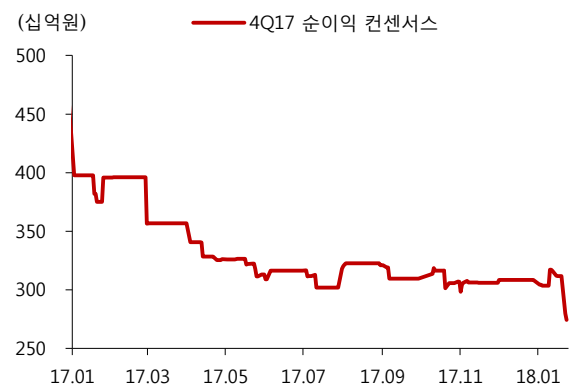
자료: 각 사, SK 증권

주: 개별 보험사 추이 및 전망은 회사별 페이지에서 확인 가능

4Q17 실적의 특이요인은 1) 대형 생·손보사의 유효세율 인상에 따른 일회성 법인세 조정 (추정치에 미반영함), 2) 생명보험사의 연말 변액보증 준비금 추가 전입 (삼성생명 2,300 억원, 한화생명 600 억원, 동양생명 50 억원 가정), 3) 삼성화재의 미국지점 보험 계약 이전 과정에서의 손해액 1,180 억원, 4) 한화생명의 손상차손 인식 가능성 (600 억 원 가정), 5) 동양생명의 일시납 매출 감소 (900 억원 가정, 3Q17 2,340 억원 및 4Q16 2,500 억원), 6) 현대해상의 희망퇴직 비용 (150 억원 가정), 7) 한화손해보험의 성과급 200 억원대 등으로 모두 비용 요인이다.

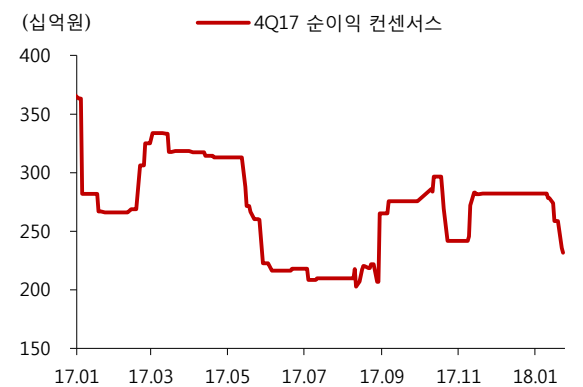
이로써 4Q17 실적 기대감은 낮아지겠지만, 2018년에도 위험손해를 하락으로 인한 사차이익 증가 및 신규이원 상승에 따른 투자수익률 하락 둔화에 힘입어 커버리지 손보사 합산 3.8% YoY, 생보사 합산 11.7% YoY의 이익 증가가 전망된다.

커버리지 손해보험사 합산 4Q17 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

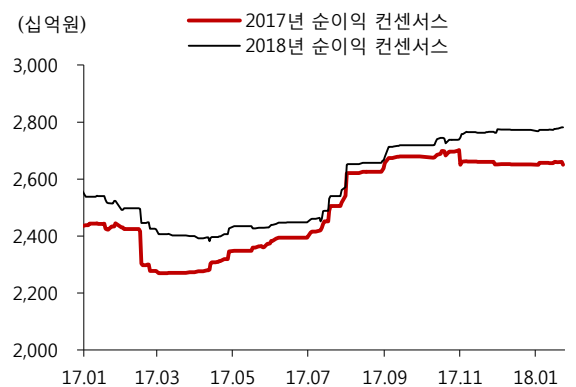
커버리지 생명보험사 합산 4Q17 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

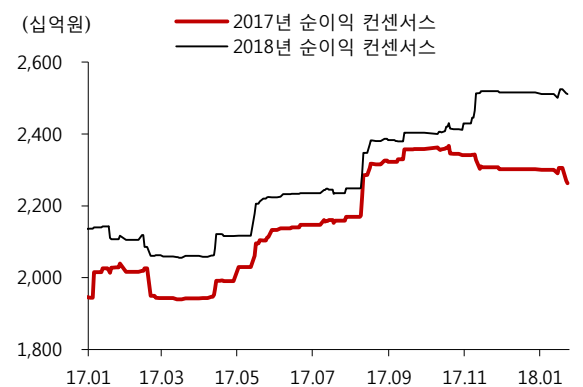
주: ING생명 제외한 3사 합산이며 삼성생명은 연결 지배주주 순이익 기준

커버리지 손해보험사 합산 2017년 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

커버리지 생명보험사 합산 2017년 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

주: ING생명 제외한 3사 합산이며 삼성생명은 연결 지배주주 순이익 기준

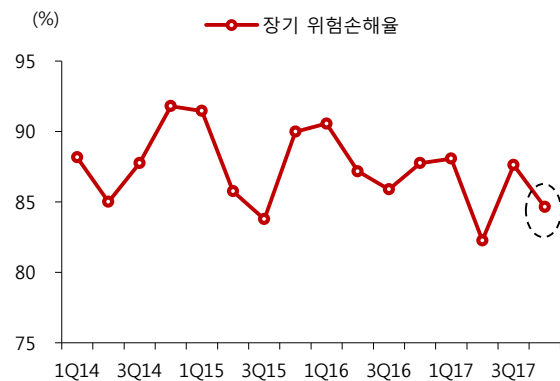
## 손해율 개선과 신계약 둔화의 딜레마

4Q17 위험손해율은 커버리지 손보 5사 합산 -3.1%p YoY (한화손보 추가출재 미반영), 생보 4사 합산 -3.9%p YoY 를 기록할 것으로 전망한다. 손해율 하락은 추세적인 개선과 더불어 9월 청구 집중으로 3Q17 사차이익이 예상을 하회한 데 따른 평탄화 작용으로 판단된다. 이를 감안한 2017년 하반기 사차이익은 손보 5사 +19.2% YoY (한화손보 추가출재 미반영), 생보 4사 +17.7% YoY 으로 예상된다.

손해보험사의 2018년 장기 위험손해율은 YoY 하락을 지속할 전망이다. 우선, 장기 위험보험료의 1/3 수준인 실손보험의 보험료 인상이 예상과 달리 연초에 이루어지지지는 못했으나 이는 시기의 지연일 뿐 가부의 이슈가 아니라고 판단한다. 아직 손보업계의 실손 손해율이 120~130%를 상회하고 있어 위험보험료의 인상은 불가피하기 때문이다. 또한 만에 하나 실손보험의 위험보험료 조정이 어려워지더라도 갱신주기 도래 물량의 누적 인상률 반영에 의해 보험료 자연 증가율이 10% 중반으로 예상된다.

생명보험사는 고마진 상품 중심의 성장을 통한 보험 포트폴리오 개선으로 올해 4사 평균 1%p YoY의 위험손해율 하락이 기대된다. 이 경우 4사의 사차이익은 8% YoY 수준 증가할 전망이다.

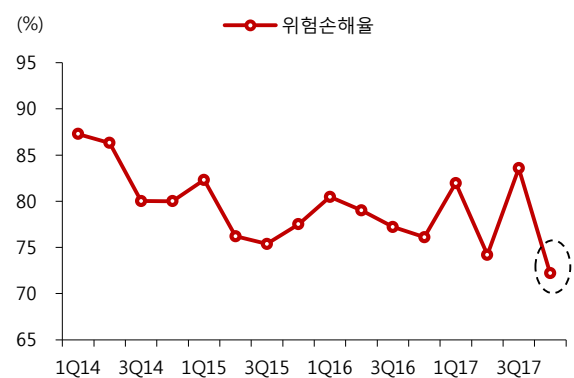
커버리지 손보사 합산 장기 위험손해율 추이 및 전망



자료: 각 사, SK 증권

주: 점선은 4Q17E, 한화손보 추가출재 미반영 기준으로 산출

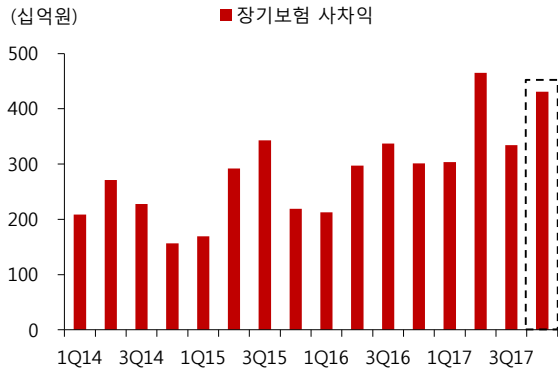
커버리지 생보사 합산 위험손해율 추이 및 전망



자료: 각 사, SK 증권

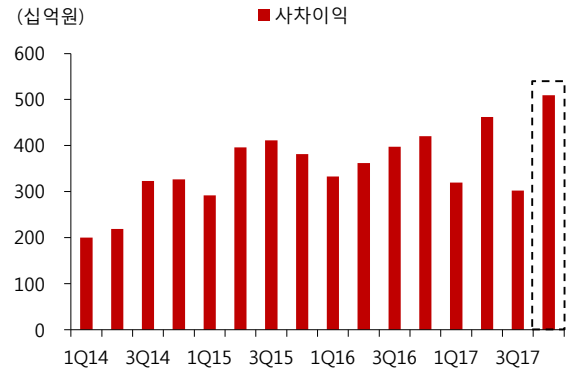
주: 점선은 4Q17E, 자살보험금 지급 및 환입분은 제외

커버리지 손보사 합산 사차이익 추이 및 전망



자료: 각 사, SK 증권  
주: 점선은 4Q17E

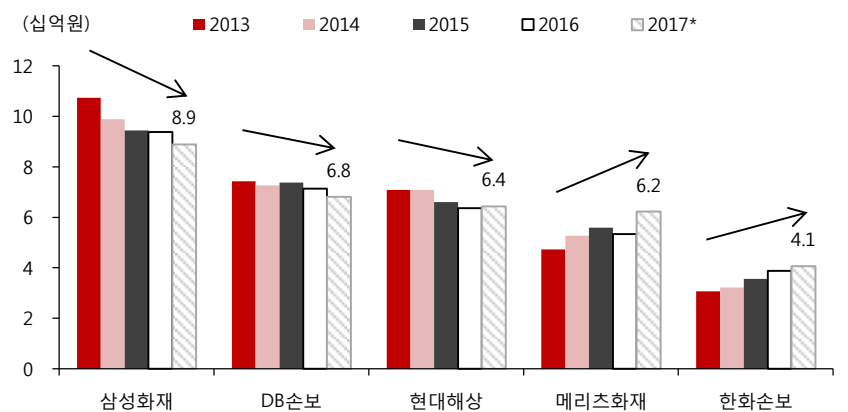
커버리지 생보사 합산 사차이익 추이 및 전망



자료: 각 사, SK 증권  
주: 점선은 4Q17E, 자살보험금 지급 및 환입분은 제외

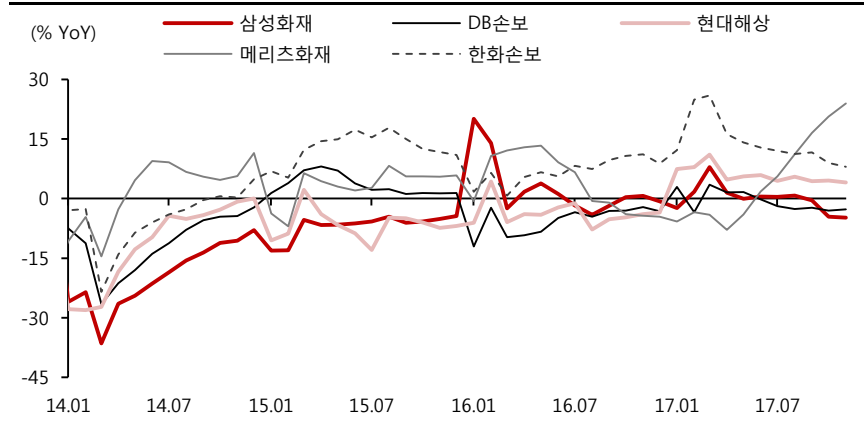
사차이익 증가는 긍정적이나, 향후 위험보험료 성장의 밑거름이 될 신계약 성장이 대형사를 중심으로 둔화되고 있는 점은 아쉬운 점이다. 손해보험 상위 3사의 2017년 보장성 인보험 신계약 금액은 2015년 대비 월 평균 4억원 수준 감소했다. 2018년 4월부터 실손보험의 단독 판매가 의무화되는데, 여타 생존담보 상품과 연계한 판매가 용이했던 이점이 축소되면서 신계약 성장률이 반등하기는 어려운 환경이 예상된다. 한편 메리츠화재, 한화손해보험 등 중소형 손해보험사의 신계약은 적극적인 채널 전략에 따라 대형사와는 차별화된 성장을 기록하고 있다.

커버리지 손해보험사별 월 평균 보장성 인보험 신계약 규모



자료: 각 사, SK 증권  
주: 월납환산 금액 \*11월까지의 월 평균

커버리지 손해보험사별 보장성 인보험 신계약 성장률



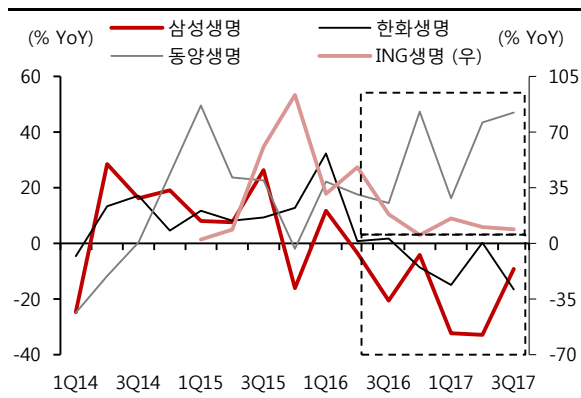
자료: 각 사, SK 증권

주: YTD 기준, 월납환산 금액

생명보험사의 신계약 연납화 보험료 (APE) 역시 대형사와 중형사의 명암이 엇갈린다. 2016 년 하반기부터 삼성생명 및 한화생명의 보장성 APE 는 역성장 중이나, ING 생명과 동양생명은 유의미한 보장성 APE 증가를 지속하고 있다. 연금형 및 저축성 상품 또한 세계 개편과 관련된 절판효과를 제외하면 APE 증가는 나타나지 않고 있다. 다만 2018 년 들어 주요 생명보험사의 저축성 공시이율이 10bp MoM 이상 인상되는 등 시장금리 상승에 따른 이율 상승으로 상품 매력도는 증가할 것으로 예상된다.

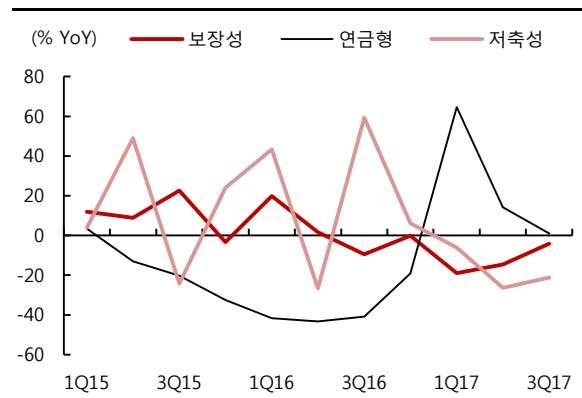
한편 양적 성장 둔화가 질적 개선으로 상쇄되는 점은 긍정적이다. 예컨대 삼성생명의 신계약금액은 유의한 증가를 보이지 않으나, 지속적인 마진을 개선을 통해 신계약가치가 증대되고 있다. 보험 시장이 명목 경제성장률을 상회하는 양적 성장을 보이는 어려울 전망이나, 고마진 상품 중심의 판매에 따른 신계약가치 성장과 시장금리 상승으로 인한 보유계약가치 성장은 보험사의 기업가치 증대에 긍정적일 것으로 전망한다.

커버리지 생명보험사별 보장성 신계약 연납화 보험료 증가율



자료: 각 사, SK 증권

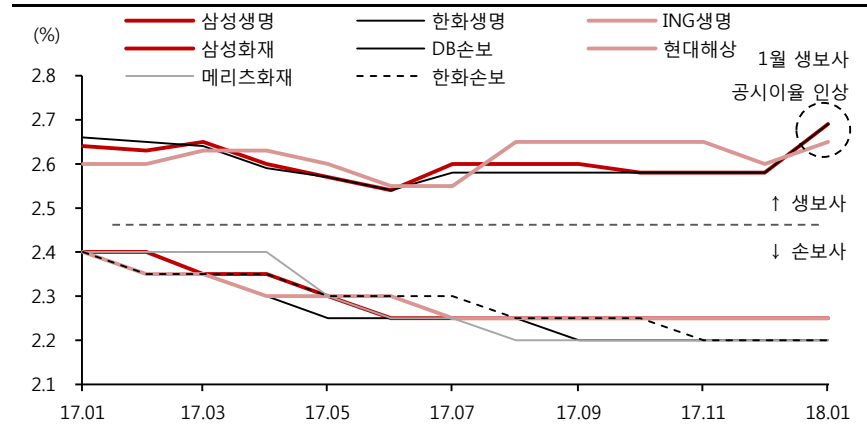
커버리지 생보사 합산 신계약 연납화 보험료 증가율



자료: 각 사, SK 증권

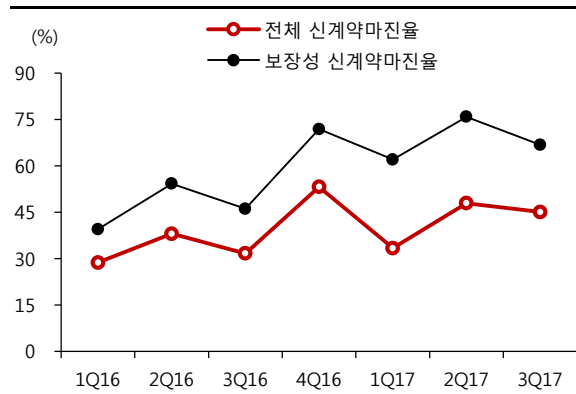


커버리지 보험사별 저축성보험 공시이율 추이



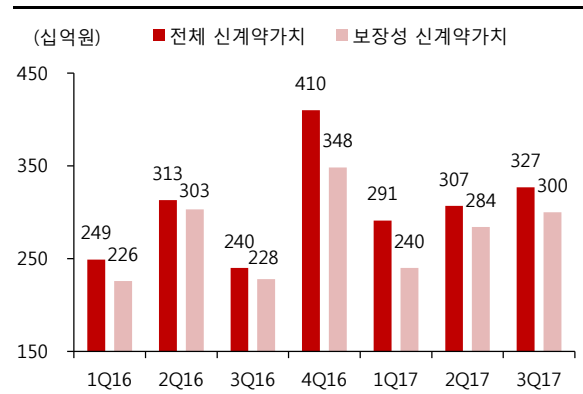
자료: 각 사, SK 증권

삼성생명의 신계약 마진율 추이



자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 신계약 가치 (=신계약금액\*마진율)



자료: 삼성생명, SK 증권

## 업종 OVERWEIGHT, Top picks 한화생명, 삼성생명, DB 손보

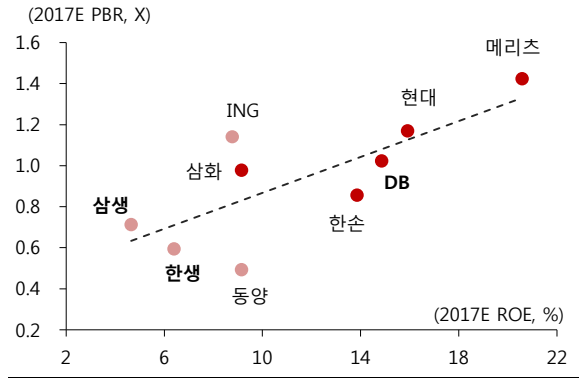
보험업종에 대한 투자의견 OVERWEIGHT 을 유지한다. 2018 년에도 경성적인 이익의 증가가 예상되고, 시장금리의 우상향 추세가 기대되는 가운데 현재의 valuation 은 매력도가 존재하는 수준이라고 판단되기 때문이다. 다만 손보사의 경우 2018 년 주요 변수가 될 실손보험과 관련해 문재인 케어 영향 분석의 가닥이 잡힐 때까지 불확실성이 존재하는 가운데, 일부사의 주가 수준을 고려 시 종목별 접근이 필요하다는 판단이다. Top picks 로는 이익의 금리민감도가 높고 오버행 리스크의 해소가 기대되는 한화생명, 계열사 배당수익에 더해 지분 매각에 따른 현금유입이 기대되는 삼성생명, 보험료 인상이 없어도 실손보험 손해를 개선이 전망되는 가운데 상대적인 valuation 매력도가 높은 DB 손해보험을 추천한다.

SK 증권 커버리지 보험사별 Valuation table

	삼성화재	DB손해보험	현대해상	메리츠화재	한화손보	삼성생명	한화생명	ING생명	동양생명
투자의견	BUY	BUY	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY
목표주가 (원)	348,000	96,000	53,000	25,000	11,200	164,000	9,600	50,000	10,000
현재주가 (원)	284,500	72,200	45,850	23,850	8,890	130,000	7,290	53,100	7,700
상승여력 (%)	22.3	33.0	15.6	4.8	26.0	26.2	31.7	(5.8)	29.9
EPS (원)									
2016	20,702	7,428	4,583	2,352	1,237	11,440	419	2,936	53
2017E	26,199	9,910	5,877	3,271	1,276	7,900	739	4,258	1,239
2018E	25,701	9,964	6,029	3,115	1,492	9,447	751	4,332	1,347
2019E	27,690	10,580	6,323	3,317	1,635	9,983	821	4,520	1,414
BPS (원)									
2016	255,966	62,623	34,591	14,957	9,749	157,642	10,850	50,578	17,498
2017E	291,246	70,658	39,222	16,762	10,399	182,294	12,267	46,541	15,622
2018E	308,065	78,322	43,751	18,717	11,751	189,391	12,818	48,373	16,539
2019E	326,795	86,602	48,523	20,923	13,226	196,474	13,433	50,343	17,478
ROE (%)									
2016	8.1	12.3	14.1	16.6	12.9	7.9	4.1	5.7	0.3
2017E	9.2	14.9	15.9	20.6	13.9	4.6	6.4	8.8	9.1
2018E	8.2	13.4	14.5	17.6	13.5	5.1	6.0	9.1	8.4
2019E	8.3	12.8	13.7	16.7	13.1	5.2	6.3	9.2	8.3
PER (X)									
2016	13.0	8.4	6.9	6.5	5.8	9.8	15.6	n/a	238.2
2017E	10.9	7.3	7.8	7.3	7.0	16.5	9.9	12.5	6.2
2018E	11.1	7.2	7.6	7.7	6.0	13.8	9.7	12.3	5.7
2019E	10.3	6.8	7.3	7.2	5.4	13.0	8.9	11.7	5.4
PBR (X)									
2016	1.05	1.00	0.91	1.02	0.74	0.71	0.60	n/a	0.73
2017E	0.98	1.02	1.17	1.42	0.85	0.71	0.59	1.14	0.49
2018E	0.92	0.92	1.05	1.27	0.76	0.69	0.57	1.10	0.47
2019E	0.87	0.83	0.94	1.14	0.67	0.66	0.54	1.05	0.44

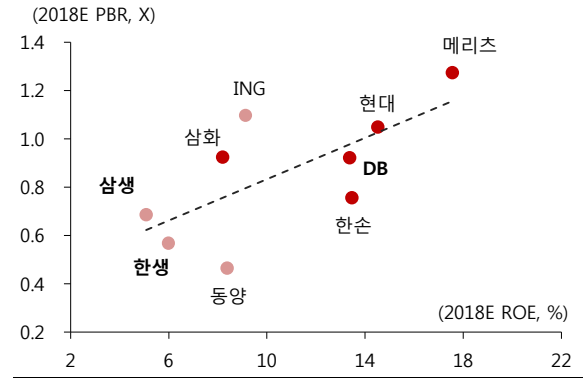
자료 SK 증권

커버리지 보험사 2017년 기대 PBR-ROE 비교



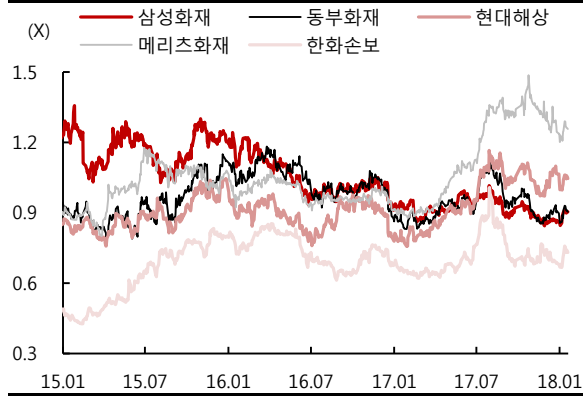
자료: SK 증권

커버리지 보험사 2018년 기대 PBR-ROE 비교



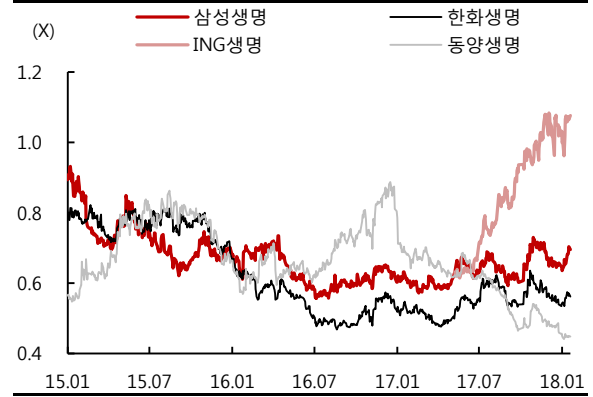
자료: SK 증권

커버리지 손해보험사 12개월 forward PBR 추이



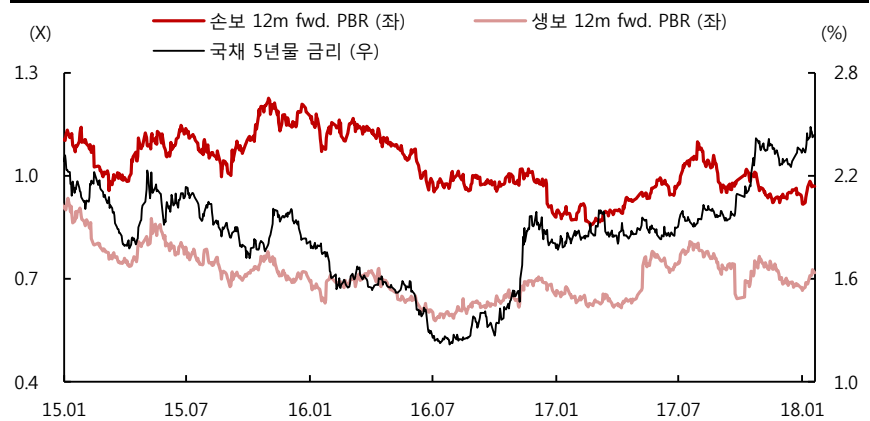
자료: SK 증권

커버리지 생명보험사 12개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

보험업종 12개월 forward PBR 및 국채금리 추이



자료: FnGuide, 금융투자협회, SK 증권

일부 커버리지 보험사의 목표주가를 조정한다. 향후 3 개년 ROE 의 기댓값이 하락한 삼성화재의 목표주가를 1.4% 하향 조정하고, 후순위채 발행여력 소진을 감안해 현대해상에 부여했던 5%p 의 추가 할인율을 제거함에 따라 동사의 목표주가를 1.9% 상향 조정하며, 자본비율 제고를 통해 보유율 상승이 가능해진 한화손해보험의 목표주가를 8.7% 상향 조정한다. 또한 생보사의 자본 불확실성을 이유로 부여했던 할인율 15%를 시장금리(≒보험부채 할인율) 상승에 따라 10%로 축소했다. 동시에 기대 ROE 상승으로 목표 PBR 이 상승함에 따라 삼성생명의 목표주가를 1.9% 상향 조정하였다.

## 커버리지 보험사의 목표주가 산출식

항목	삼성화재	DB손해보험	현대해상	메리츠화재	한화손보	한화생명	ING생명	동양생명	비고
자기자본비용 (%)	8.1	9.6	10.3	11.5	12.0	7.5	8.9	10.7	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	(b): 국제 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.7	0.8	0.9	1.1	1.1	0.6	0.8	1.0	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE (%)	8.3	12.9	13.9	16.9	12.9	6.2	9.2	8.3	(e): 회사별 2018~2020년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.02	1.34	1.34	1.46	1.07	0.82	1.04	0.78	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	10.0	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	0.0	(20.0)	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	1.13	1.21	1.21	1.32	0.96	0.74	1.04	0.63	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	309,625	79,175	44,148	18,901	11,849	12,869	48,537	16,617	(j): 회사별 12개월 forward BPS
<b>목표주가 (원)</b>	<b>348,000</b>	<b>96,000</b>	<b>53,000</b>	<b>25,000</b>	<b>11,200</b>	<b>9,600</b>	<b>50,000</b>	<b>10,000</b>	<b>(k): (i)*(j)</b>
조정률 (%)	-1.4	0.0	1.9	0.0	8.7	0.0	0.0	0.0	직전 목표주가 대비 조정률
현주가 (01/24, 원)	284,500	72,200	45,850	23,850	8,890	7,290	53,100	7,700	
상승여력 (%)	22.3	33.0	15.6	4.8	26.0	31.7	-5.8	29.9	

항목	삼성생명	비고
(a)~(h)는 보유 삼성전자 지분 영향 (평가액, 배당수익 등)을 제외한 사업가치 기준		
자기자본비용 (%)	8.2	(a): 산출방식 상동
Average ROE (%)	6.2	(b): 삼성생명의 2018~2020년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(c)
이론적 PBR (X)	0.8	(d): (b-c)/(a-c)
할증률 (할인율, %)	0.0	(e): 생명보험업 -10% + 업종 선도사 +10%
목표 PBR (X)	0.76	(f): (d)*(e)
수정 BPS (원)	111,015	(g): 삼성생명의 12개월 forward BPS
사업가치 총액 (십억원)	16,863	(h): (f)*(g)*발행주식수
삼성전자 지분가치 (십억원)	15,873	(i): 세후 지분가치에 20% 할인 적용
적정 시가총액 (십억원)	32,736	(j): (h)+(i)
<b>목표주가 (원)</b>	<b>164,000</b>	<b>(k): (j)/발행주식수</b>
조정률 (%)	1.9	직전 목표주가 대비 조정률
현주가 (01/24, 원)	131,500	
상승여력 (%)	24.7	

자료 SK 증권

# Company Analysis

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**김도하**

doha.kim@sk.com  
02-3773-8876

## Company Data

자본금	26 십억원
발행주식수	5,057 만주
자사주	806 만주
액면가	500 원
시가총액	13,478 십억원
주요주주	
삼성생명보험(주)(외4)	18.50%
삼성화재 자사주	15.92%
외국인지분율	49.98%
배당수익률	2.27%

## Stock Data

주가(18/01/24)	284,500 원
KOSPI	2,538.0 pt
52주 Beta	0.39
52주 최고가	305,500 원
52주 최저가	252,500 원
60일 평균 거래대금	24 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.4%	2.4%
6개월	-2.9%	-6.4%
12개월	4.8%	-18.1%

삼성화재 (000810/KS | 매수(유지) | T.P 348,000 원(하향))

## 4Q17 순이익 598 억원 (-29.9% YoY) 전망

삼성화재의 4Q17 순이익은 598 억원 (-29.9% YoY)으로 전망돼 컨센서스 463 억원 대비 높으나 법인세 조정 반영 시 격차는 축소. 미국지점 보험계약 이전 관련 손해액 1,180 억원 및 ERP 시스템 감가상각비 260 억원 반영이 예상됨. 동사의 4Q17 경과손해율은 87.7% (+0.1%p YoY)로 상승하나 미국지점 요인 제외 시 85.1%로 양호한 수준이 예상되며, 사업비율은 19.6% (-0.3%p YoY)로 하락할 전망. 투자수익률은 삼성 전자 배당에도 불구하고 2.8% (-0.1%p YoY)의 낮은 수준을 예상

## 4Q17 순이익 598 억원 (-29.9% YoY) 전망

삼성화재의 4Q17 순이익은 598 억원 (-29.9% YoY, -73.4% QoQ)으로 전망돼 시장 컨센서스 463 억원 대비 높으나, 법인세 조정을 반영하면 격차는 축소된다. 4Q17 실적 추정치에는 미국지점의 보험계약 이전과 관련한 재보험자산감액손실 1,180 억원이 반영되었는데, 향후 보험금 지급에 따라 분기별 50 억원의 순차적 환입이 발생할 것으로 가정하였다. 또한 신규 도입한 ERP 시스템의 감가상각비가 4Q17 부터 분기 260 억원 인식될 전망이다.

삼성화재의 4Q17 경과손해율은 87.7% (+0.1%p YoY)로 상승하나 미국지점 요인 제외 시 85.1%로 정상적인 수준은 양호한 것으로 예상된다. 사업비율은 19.6% (-0.3%p YoY)로 하락하겠으나, 전속채널 중심의 영업에서 최근 GA 채널 비중 확대의 기조를 나타내 향후 정상적인 비율로 증가는 불가피할 전망이다. 미국지점 이슈를 제외하면 동사의 4Q17 합산비율은 2.8%p YoY 개선이 예상된다. 삼성화재의 4Q17 투자수익률은 삼성전자의 분기배당 수취에도 불구하고 보수적인 운용에 따라 2.8% (-0.1%p YoY)의 낮은 수준을 기록할 전망이다.

## 목표주가 348,000 원으로 1.4% 하향 조정, 투자 의견 매수 유지

BPS의 증가에도 불구하고 향후 3 개년 기대 ROE의 하락을 반영해 삼성화재의 목표 주가를 348,000 원으로 1.4% 하향 조정한다. 다만 현 주가 대비 상승여력은 충분하다고 판단해 투자 의견 매수를 유지한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
경과보험료	십억원	16,556	16,956	17,406	17,730	17,800	18,159
YoY	%	2.0	2.4	2.7	1.9	0.4	2.0
보험손익	십억원	-593	-606	-568	-560	-322	-331
투자손익	십억원	1,683	1,677	1,688	1,990	1,885	2,010
합산비율	%	103.6	103.6	103.3	103.2	101.8	101.8
투자수익률	%	3.8	3.3	3.1	3.3	2.9	2.9
영업이익	십억원	1,090	1,071	1,120	1,429	1,563	1,679
YoY	%	14.9	-1.8	4.6	27.6	9.3	7.4
세전이익	십억원	1,051	1,034	1,094	1,382	1,427	1,539
순이익	십억원	797	783	841	1,064	1,044	1,126
YoY	%	18.3	-1.7	7.4	26.6	-1.9	7.8
EPS	원	18,763	18,835	20,702	26,199	25,701	27,690
BPS	원	213,937	232,111	255,966	291,246	308,065	326,795
PER	배	15.1	16.3	13.0	10.2	11.1	10.3
PBR	배	1.3	1.3	1.0	0.9	0.9	0.9
ROE	%	9.2	8.1	8.1	9.2	8.2	8.3
배당수익률	%	1.6	1.7	2.3	2.9	2.7	3.0

삼성화재의 목표주가 산출식

항목	삼성화재	비고
자기자본비용 (%)	8.1	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.1	(b): 국내 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.0	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.7	(d): 삼성화재의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	8.3	(e): 삼성화재의 2018~2020년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.02	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	10.0	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	1.13	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	309,625	(j): 삼성화재의 12개월 forward BPS
<b>목표주가 (원)</b>	<b>348,000</b>	(k): (i)*(j)
현주가 (01/24, 원)	284,500	
상승여력 (%)	22.3	

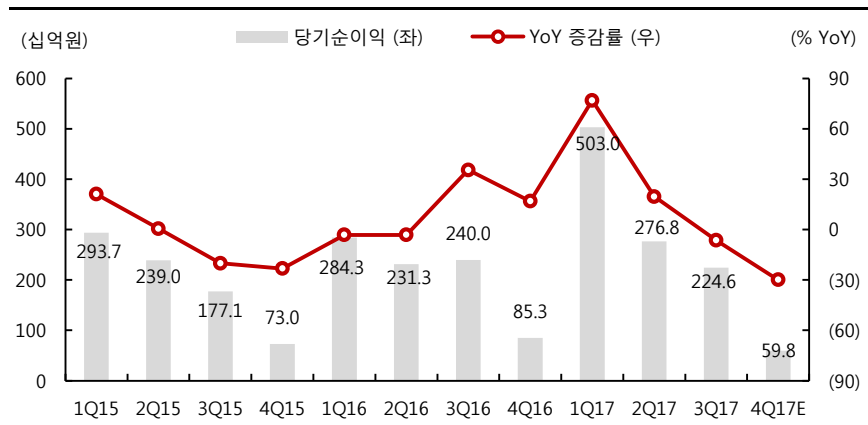
자료: SK 증권

삼성화재 4Q17 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	4Q17E	3Q17	QoQ (%)	4Q16	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(321.2)	(132.0)	적확	(328.2)	적축	n/a	n/a
투자영업이익	433.1	425.6	18	422.9	24	n/a	n/a
영업이익	111.9	293.6	(61.9)	94.7	18.2	92.3	21.2
당기순이익	59.8	224.6	(73.4)	85.3	(29.9)	46.3	29.1
(단위: %)	4Q17E	3Q17	QoQ (%p)	4Q16	YoY (%p)		
경과손해율	87.7	83.4	4.3	87.6	0.1		
일반	110.0	78.1	31.9	100.8	9.2		
자동차	87.8	80.5	7.3	87.4	0.4		
장기	85.3	85.3	0.1	86.3	(1.0)		
사업비율	19.6	19.5	0.0	19.9	(0.3)		
투자수익률	28	28	0.0	29	(0.1)		

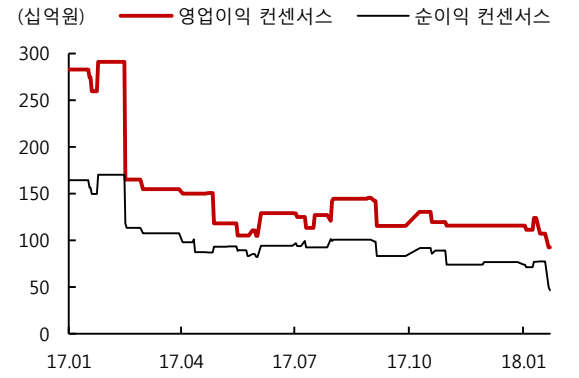
자료: FnGuide, SK 증권

삼성화재의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



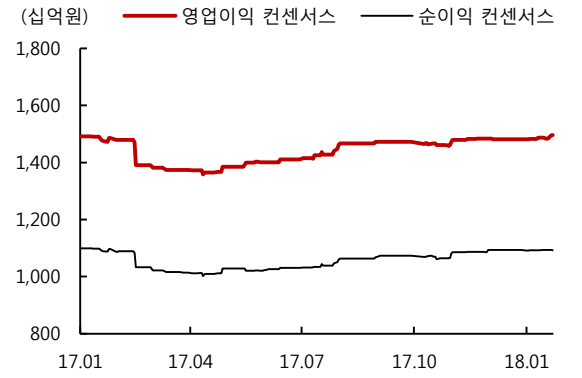
자료: 삼성화재, SK 증권

## 삼성화재의 4Q17 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



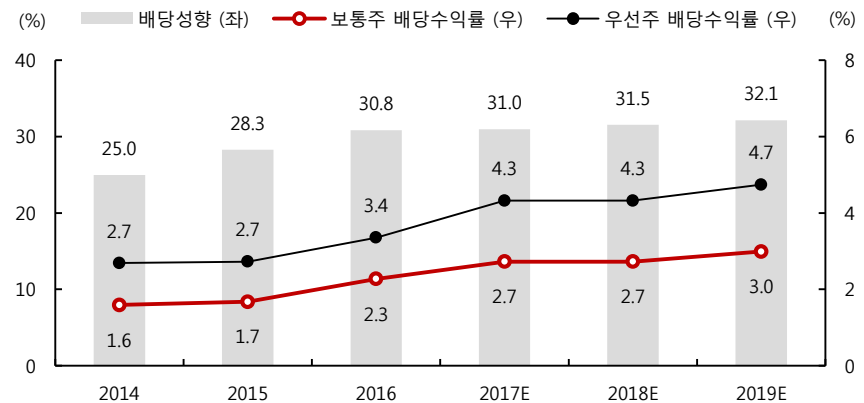
자료 FnGuide, SK 증권

## 삼성화재의 2018년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



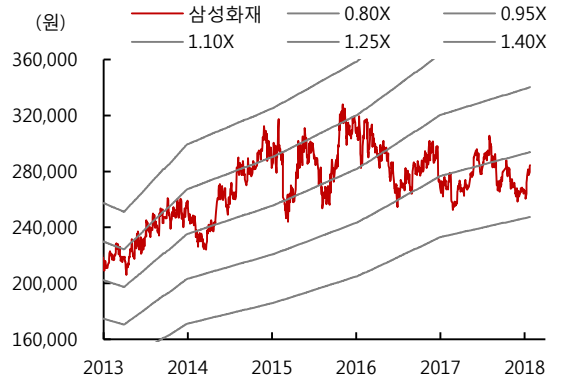
자료 FnGuide, SK 증권

## 삼성화재의 배당지표 추이 및 전망



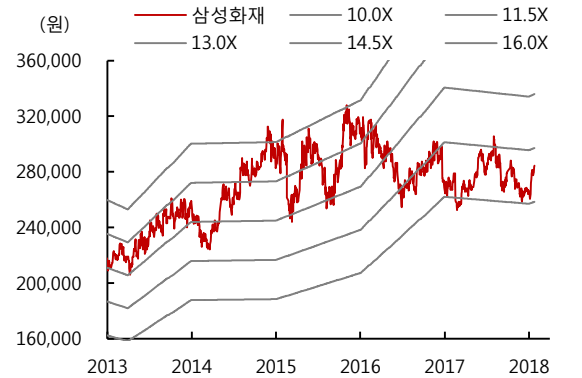
자료 WiseFn, SK 증권

## 삼성화재의 12개월 forward PBR 추이



자료 SK 증권

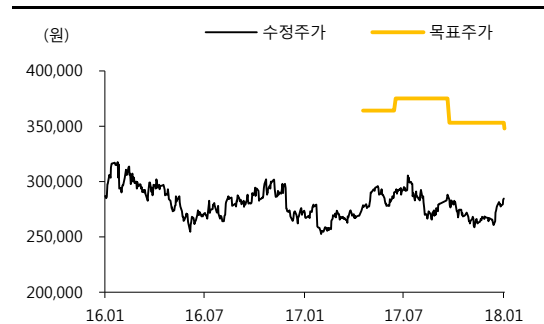
## 삼성화재의 12개월 forward PER 추이



자료 SK 증권



일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.01.25	매수	348,000원	6개월		
2017.12.01	매수	353,000원	6개월	-23.37%	-19.69%
2017.11.01	매수	353,000원	6개월	-22.97%	-19.83%
2017.10.17	매수	353,000원	6개월	-21.04%	-19.83%
2017.07.12	매수	375,000원	6개월	-24.22%	-18.53%
2017.05.29	매수	364,000원	6개월	-21.07%	-18.68%



## Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 25일 기준)

매수	90.07%	중립	9.93%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	53,408	58,238	62,565	67,116	71,748
현금 및 예치금	1,358	1,049	480	871	1,032
유가증권	36,118	38,127	41,504	44,247	47,229
주식	3,642	4,342	6,004	6,304	6,626
채권	26,625	28,115	29,642	31,798	34,088
수익증권	1,458	2,098	2,266	2,408	2,574
외화유가증권	3,132	2,849	2,906	3,051	3,234
기타유가증권	1,261	723	687	687	707
대출채권	14,599	17,878	19,785	21,224	22,688
부동산	1,334	1,184	797	774	799
비운용자산	5,412	5,136	5,135	5,179	5,249
특별계정자산	4,051	4,524	4,796	5,131	5,491
<b>자산총계</b>	<b>62,871</b>	<b>67,898</b>	<b>72,496</b>	<b>77,426</b>	<b>82,488</b>
책임준비금	45,773	49,416	52,689	56,208	59,825
지급준비금	3,435	3,731	3,881	4,036	4,197
보험료적립금	38,794	41,941	45,058	48,335	51,671
미경과보험료적립금	3,090	3,240	3,201	3,239	3,310
기타부채	2,884	2,996	2,545	2,899	3,182
특별계정부채	4,243	4,605	4,881	5,223	5,589
<b>부채총계</b>	<b>52,900</b>	<b>57,017</b>	<b>60,116</b>	<b>64,331</b>	<b>68,596</b>
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	6,795	7,414	8,219	8,934	9,730
비상위험준비금	1,692	1,817	1,888	1,899	1,941
자본조정	-1,348	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계	3,558	3,985	4,679	4,679	4,679
<b>자본총계</b>	<b>9,971</b>	<b>10,881</b>	<b>12,381</b>	<b>13,096</b>	<b>13,892</b>
<b>부채와자본총계</b>	<b>62,871</b>	<b>67,898</b>	<b>72,496</b>	<b>77,426</b>	<b>82,488</b>

## 성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	91	80	68	68	65
운용자산	74	90	74	73	69
부채	98	78	54	70	66
책임준비금	103	80	66	67	64
자본	55	91	13.8	5.8	6.1
경과보험료	24	27	1.9	0.4	20
일반	03	45	66	40	30
자동차	71	153	5.6	-1.0	23
장기	12	-15	0.0	0.6	18
순사업비	66	50	45	-14	24
투자영업이익	-0.3	0.7	17.9	-5.3	6.6
영업이익	-1.8	4.7	27.6	9.3	74
순이익	-1.7	74	26.6	-1.9	78

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	17,800	18,183	18,286	18,465	18,860
일반	1,361	1,303	1,327	1,367	1,408
자동차	4,238	4,804	4,840	4,888	4,998
장기	12,201	12,077	12,119	12,210	12,454
보유보험료	17,166	17,657	17,739	17,930	18,332
경과보험료	16,956	17,406	17,730	17,800	18,159
일반	1,156	1,208	1,287	1,339	1,379
자동차	3,785	4,364	4,609	4,563	4,668
장기	12,015	11,834	11,833	11,898	12,113
경과손해액	14,376	14,626	14,791	14,671	14,958
일반	736	891	1,024	890	917
자동차	3,120	3,528	3,698	3,677	3,771
장기	10,520	10,207	10,069	10,103	10,270
순사업비	3,187	3,347	3,499	3,451	3,532
보험영업이익	-606	-568	-560	-322	-331
투자영업이익	1,677	1,688	1,990	1,885	2,010
영업이익	1,071	1,120	1,429	1,563	1,679
영업외이익	-37	-27	-47	-136	-140
세전이익	1,034	1,094	1,382	1,427	1,539
법인세비용	251	253	318	382	413
당기순이익	783	841	1,064	1,044	1,126

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업지표 (%)</b>					
경과손해율	84.8	84.0	83.4	82.4	82.4
일반	63.7	73.7	79.5	66.5	66.5
자동차	82.4	80.9	80.2	80.6	80.8
장기	87.6	86.3	85.1	84.9	84.8
사업비율	18.8	19.2	19.7	19.4	19.5
투자이익률	33	31	33	29	29
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	81	81	92	82	83
ROA	13	13	15	14	14
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	18,835	20,702	26,199	25,701	27,690
보통주 BPS	232,111	255,966	291,246	308,065	326,795
보통주 DPS	5,150	6,100	7,750	7,750	8,500
<b>기타 지표</b>					
보통주 PER (X)	16.3	13.0	10.2	11.1	10.3
보통주 PBR (X)	1.3	1.0	0.9	0.9	0.9
배당성향 (%)	26.5	28.9	29.0	29.6	30.1
보통주 배당수익률 (%)	1.7	2.3	2.9	2.7	3.0

자료 : SK증권 추정

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**김도하**

doha.kim@sk.com  
02-3773-8876

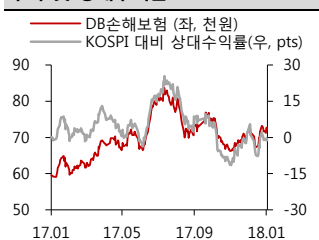
## Company Data

자본금	35 십억원
발행주식수	7,080 만주
자사주	750 만주
액면가	500 원
시가총액	5,112 십억원
주요주주	
김남호(외10)	23.22%
동부화재 자사주	10.59%
외국인지분율	48.64%
배당수익률	2.64%

## Stock Data

주가(18/01/24)	72,200 원
KOSPI	2,538.0 pt
52주 Beta	0.51
52주 최고가	83,800 원
52주 최저가	59,100 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.0%	-3.0%
6개월	-11.1%	-14.6%
12개월	21.3%	-1.5%

DB 손해보험 (005830/KS | 매수(유지) | T.P 96,000 원(유지))

## 4Q17 순이익 1,021 억원 (+100.6% YoY) 전망

DB 손해보험의 4Q17 순이익은 1,021 억원 (+100.6% YoY)으로 예상돼 시장 컨센서스 816 억원 대비 높으나 법인세 조정 반영 시 격차는 축소. 분기 중 복지자금 출연 및 인건비, 판매비 증가로 사업비율이 상승함에도 불구하고 DB 손해보험의 4Q17 합산비율은 103.9% (-0.9%p YoY)로 peer 대비 2~5%p 낮은 수준을 기록해 업계 최고 수준의 보험영업 수익성을 지속할 전망. 투자수익률은 3.3%로 보유이원은 하락하지만 390 억원의 채권 손상차손을 인식했던 전년동기대비 0.1%p 상승할 것으로 예상

## 4Q17 순이익 1,021 억원 (+100.6% YoY) 전망

DB 손해보험의 4Q17 순이익은 1,021 억원 (+100.6% YoY, -34.3% QoQ)으로 예상돼 시장 컨센서스 816 억원 대비 높으나, 법인세 조정을 반영하면 격차는 축소된다. DB 손해보험의 4Q17 경과손해율은 83.7% (-2.2%p YoY)로 일반보험 고액사고가 발생했던 전년동기대비 하락할 전망이다. 사업비율은 분기 중 복지자금 출연 및 연말 인건비 증가, 판매비 증가에 따라 20.2% (+1.3%p YoY)로 상승할 것으로 예상된다. 다만 동사의 4Q17 합산비율은 103.9% (-0.9%p YoY)로 peer 대비 2~5%p 낮은 수준을 기록해 업계 최고 수준의 보험영업 수익성을 지속할 전망이다. DB 손해보험의 4Q17 투자수익률은 3.3%로 보유이원은 하락하지만 390 억원의 채권 손상차손을 인식했던 전년동기 대비 0.1%p 상승할 것으로 예상된다.

## 투자의견 매수 및 목표주가 96,000 원, 손보사 중 top pick 으로 유지

DB 손해보험에 대한 투자의견 매수 및 목표주가 96,000 원 (목표 PBR 1.20 배)을 유지하며, 손보주 중 top pick 으로 추천한다. 실손보험과 관련해 문재인 케어 영향 분석의 가닥이 잡힐 때까지 업종 불확실성은 존재하나, DB 손해보험은 실손 위험률 조정 없이도 손해율 개선이 전망되는 가운데 상대적인 valuation 매력도는 높다고 판단되기 때문이다.

## 영업실적 및 투자지표

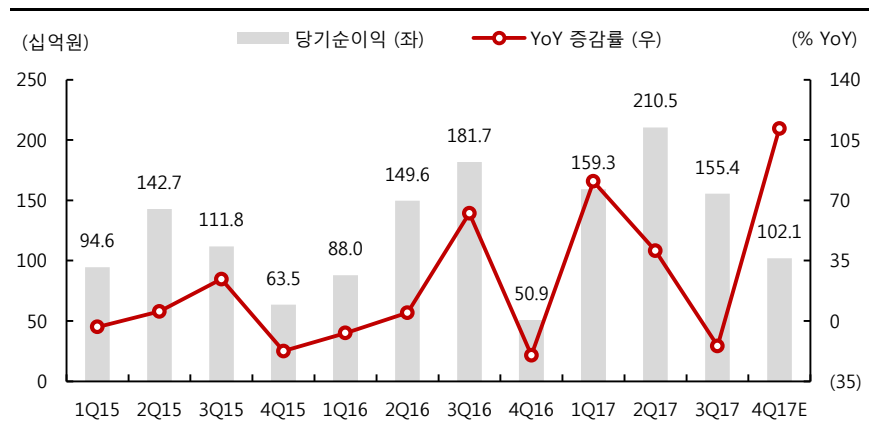
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
경과보험료	십억원	9,949	10,565	11,103	11,456	11,653	11,914
YoY	%	5.2	6.2	5.1	3.2	1.7	2.2
보험손익	십억원	-388	-381	-310	-177	-192	-199
투자손익	십억원	894	978	985	1,036	1,088	1,149
합산비율	%	103.9	103.6	102.8	101.5	101.6	101.7
투자수익률	%	4.4	4.1	3.6	3.5	3.4	3.4
영업이익	십억원	505	597	675	859	896	950
YoY	%	-10.6	18.2	13.1	27.2	4.3	6.0
세전이익	십억원	495	539	620	825	856	910
순이익	십억원	400	413	470	627	631	670
YoY	%	-1.9	3.1	13.9	33.4	0.5	6.2
EPS	원	6,324	6,519	7,428	9,910	9,964	10,580
BPS	원	53,130	58,179	62,623	70,658	78,322	86,602
PER	배	8.7	10.8	8.4	7.2	7.2	6.8
PBR	배	1.0	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8
ROE	%	13.2	11.7	12.3	14.9	13.4	12.8
배당수익률	%	2.6	2.2	2.6	3.2	3.2	3.4

## DB 손해보험 4Q17 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	4Q17E	3Q17	QoQ (%)	4Q16	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(114.5)	(53.5)	적확	(137.2)	적축	n/a	n/a
투자영업이익	259.1	271.0	(4.4)	231.2	12.1	n/a	n/a
영업이익	144.6	217.6	(33.5)	94.0	53.9	127.0	13.9
당기순이익	102.1	155.4	(34.3)	50.9	100.6	81.6	25.0
(단위: %)	4Q17E	3Q17	QoQ (%p)	4Q16	YoY (%p)		
경과손해율	83.7	83.5	0.1	85.9	(2.2)		
일반	66.0	62.1	3.9	96.2	(30.2)		
자동차	84.6	81.7	2.9	84.2	0.4		
장기	84.6	85.7	(1.1)	85.8	(1.2)		
사업비율	20.2	18.3	1.9	18.9	1.3		
투자수익률	3.3	3.5	(0.2)	3.2	0.1		

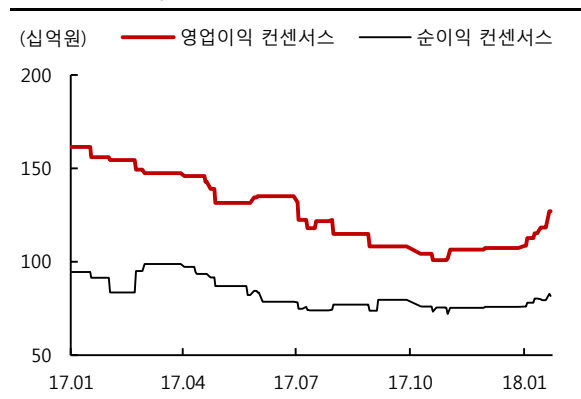
자료: FnGuide, SK 증권

## DB 손해보험의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



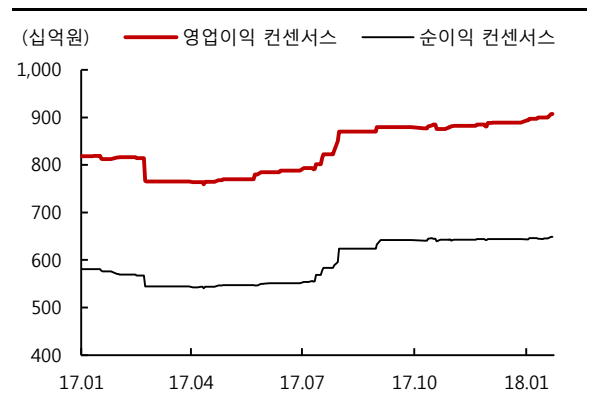
자료: DB 손해보험, SK 증권

## DB 손해보험의 4Q17 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



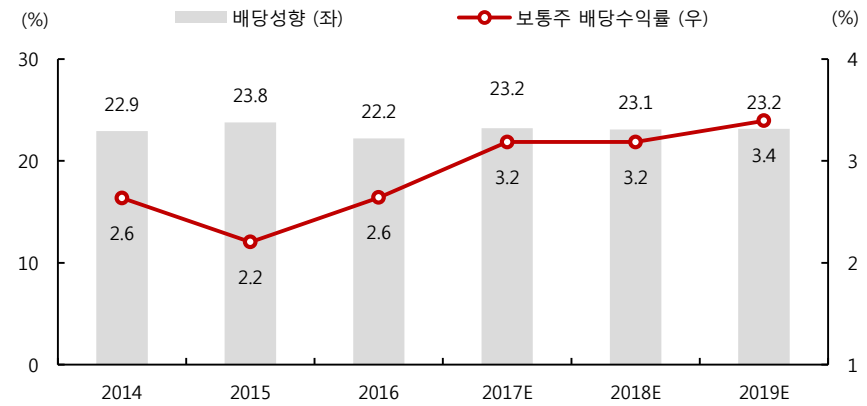
자료: FnGuide, SK 증권

## DB 손해보험의 2018년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



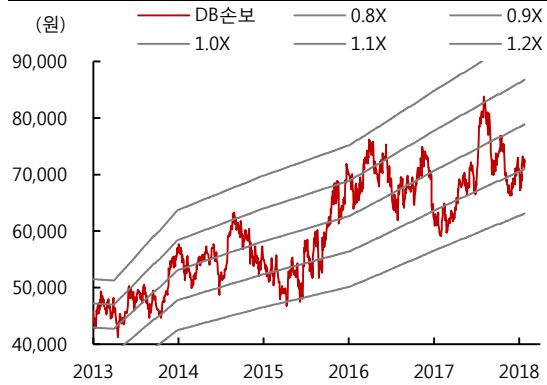
자료: FnGuide, SK 증권

## DB 손해보험의 배당지표 추이 및 전망



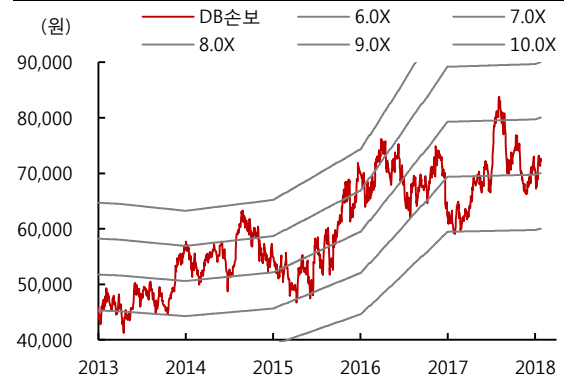
자료: WiseFn, SK 증권

## DB 손해보험의 12 개월 forward PBR 추이



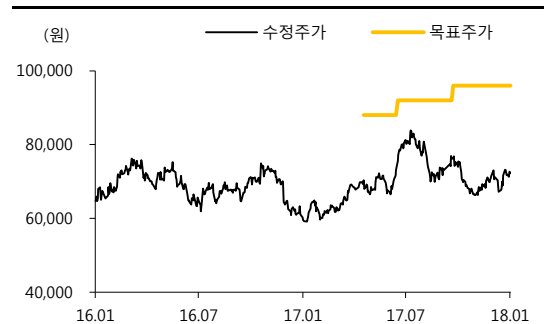
자료: SK 증권

## DB 손해보험의 12 개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.01.25	매수	96,000원	6개월		
2017.12.01	매수	96,000원	6개월	-26.95%	-20.00%
2017.11.01	매수	96,000원	6개월	-27.00%	-20.00%
2017.10.17	매수	96,000원	6개월	-22.56%	-20.00%
2017.07.12	매수	92,000원	6개월	-16.43%	-8.91%
2017.05.29	매수	88,000원	6개월	-20.38%	-12.27%



### Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 25일 기준)

매수	90.07%	중립	9.93%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	25,982	29,228	31,329	33,484	35,860
현금 및 예치금	1,333	629	476	393	445
유가증권	16,258	19,158	20,560	22,157	23,778
주식	1,082	1,127	1,285	1,342	1,409
채권	6,789	7,271	7,853	8,638	9,329
수익증권	4,569	5,142	5,245	5,507	5,838
외화유가증권	3,557	5,567	6,124	6,614	7,143
기타유가증권	261	51	54	56	59
대출채권	7,240	8,300	9,176	9,808	10,504
부동산	1,150	1,142	1,116	1,126	1,134
비운용자산	3,461	3,323	3,284	3,272	3,332
특별계정자산	1,120	1,657	2,319	2,458	2,606
<b>자산총계</b>	<b>30,563</b>	<b>34,209</b>	<b>36,931</b>	<b>39,214</b>	<b>41,798</b>
책임준비금	24,460	26,992	28,986	30,938	33,017
지급준비금	2,195	2,372	2,483	2,664	2,805
보험료적립금	20,349	22,503	24,255	26,069	27,919
미경과보험료적립금	1,834	2,027	2,150	2,100	2,183
기타부채	1,075	1,212	1,412	1,195	1,113
특별계정부채	1,345	2,041	2,061	2,123	2,186
<b>부채총계</b>	<b>26,880</b>	<b>30,245</b>	<b>32,459</b>	<b>34,256</b>	<b>36,317</b>
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	3,031	3,403	3,926	4,411	4,935
비상위험준비금	702	771	756	768	785
자본조정	-30	-30	-30	-30	-30
기타포괄손익누계	608	517	503	503	503
<b>자본총계</b>	<b>3,683</b>	<b>3,964</b>	<b>4,473</b>	<b>4,958</b>	<b>5,482</b>
<b>부채와자본총계</b>	<b>30,563</b>	<b>34,209</b>	<b>36,931</b>	<b>39,214</b>	<b>41,798</b>

## 성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	14.0	11.9	8.0	6.2	6.6
운용자산	14.7	12.5	7.2	6.9	7.1
부채	14.7	12.5	7.3	5.5	6.0
책임준비금	13.4	10.3	7.4	6.7	6.7
자본	9.5	7.6	12.8	10.8	10.6
경과보험료	6.2	5.1	3.2	1.7	2.2
일반	0.3	9.1	4.1	2.5	1.5
자동차	10.6	14.0	12.7	4.7	3.0
장기	5.3	2.2	-0.0	0.5	2.0
순사업비	9.6	8.4	6.9	0.4	2.8
투자영업이익	9.5	0.7	5.1	5.1	5.6
영업이익	18.2	13.1	27.2	4.3	6.0
순이익	3.1	13.9	33.4	0.5	6.2

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	11,488	12,092	12,374	12,526	12,800
일반	999	1,014	1,017	1,028	1,038
자동차	2,588	2,988	3,255	3,353	3,453
장기	7,901	8,091	8,101	8,146	8,309
보유보험료	10,725	11,312	11,575	11,753	12,009
경과보험료	10,565	11,103	11,456	11,653	11,914
일반	477	520	542	555	563
자동차	2,306	2,630	2,965	3,105	3,198
장기	7,782	7,953	7,949	7,993	8,153
경과손해액	9,081	9,391	9,471	9,674	9,882
일반	346	398	344	388	394
자동차	2,017	2,145	2,387	2,530	2,622
장기	6,718	6,848	6,740	6,755	6,866
순사업비	1,866	2,022	2,162	2,171	2,232
보험영업이익	-381	-310	-177	-192	-199
투자영업이익	978	985	1,036	1,088	1,149
영업이익	597	675	859	896	950
영업외이익	-59	-55	-34	-40	-40
세전이익	539	620	825	856	910
법인세비용	126	150	198	226	240
당기순이익	413	470	627	631	670

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업지표 (%)</b>					
경과손해율	86.0	84.6	82.7	83.0	82.9
일반	72.5	76.5	63.4	70.0	70.0
자동차	87.5	81.6	80.5	81.5	82.0
장기	86.3	86.1	84.8	84.5	84.2
사업비율	17.7	18.2	18.9	18.6	18.7
투자이익률	4.1	3.6	3.5	3.4	3.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	11.7	12.3	14.9	13.4	12.8
ROA	1.4	1.5	1.8	1.7	1.7
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	6,519	7,428	9,910	9,964	10,580
보통주 BPS	58,179	62,623	70,658	78,322	86,602
보통주 DPS	1,550	1,650	2,300	2,300	2,450
<b>기타 지표</b>					
보통주 PER (X)	10.8	8.4	7.2	7.2	6.8
보통주 PBR (X)	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8
배당성향 (%)	23.8	22.2	23.2	23.1	23.2
보통주 배당수익률 (%)	2.2	2.6	3.2	3.2	3.4

자료 : SK증권 추정

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

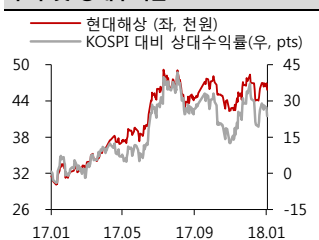
## Company Data

자본금	45 십억원
발행주식수	8,940 만주
자사주	899 만주
액면가	500 원
시가총액	4,099 십억원
주요주주	
정몽윤(외4)	22.25%
현대해상 자사주	10.05%
외국인지분율	49.85%
배당수익률	4.29%

## Stock Data

주가(18/01/24)	45,850 원
KOSPI	2,538.0 pt
52주 Beta	0.57
52주 최고가	49,200 원
52주 최저가	30,100 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.1%	-7.1%
6개월	-0.3%	-3.9%
12개월	45.6%	22.7%

현대해상 (001450/KS | 중립(하향) | T.P 53,000 원(상향))

## 4Q17 순이익 626 억원 (-0.4% YoY) 전망

현대해상의 4Q17 순이익은 626 억원 (-0.4% YoY)으로 시장 컨센서스 738 억원 대비 낮으며 법인세 조정 반영 시 추가 하회기 예상됨. 현대해상의 4Q17 경과손해율은 84.7%로 자동차손해율 상승에 따라 +1.2%p YoY 를 기록할 전망. 사업비용 또한 판매비 증가 및 희망퇴직비용 발생으로 21.1% (+1.1%p YoY)로 상승하면서 4Q17 합산 비율은 105.8% (+0.8%p YoY)로 상승할 전망. 4Q17 투자수익률은 3.2% (+0.0%p YoY)로 양호한 이자수익 증가에 따라 전년동기와 유사한 수준이 예상됨

## 4Q17 순이익 626 억원 (-0.4% YoY) 전망

현대해상의 4Q17 순이익은 626 억원 (-0.4% YoY, -49.5% QoQ)으로 시장 컨센서스 738 억원 대비 낮으며, 법인세 조정 반영 시 추가 하회기 예상된다. 현대해상의 4Q17 경과손해율은 84.7%로 자동차손해율 상승에 따라 +1.2%p YoY 를 기록할 전망이다. 사업비용 또한 판매비 증가 및 희망퇴직비용 (150 억원 가정) 발생으로 21.1% (+1.1%p YoY)로 상승하면서 4Q17 합산비율은 105.8% (+0.8%p YoY)로 상승할 전망이다. 현대해상의 4Q17 투자수익률은 3.2% (+0.0%p YoY)로 양호한 이자수익 증가에 따라 전년동기와 유사한 수준이 예상된다.

## 목표주가 53,000 원으로 1.9% 상향 조정, 투자의견 중립으로 하향 조정

후순위채 발행여력 소진을 감안해 현대해상의 목표주가 산정에 부여했던 5%p 의 할인율을 제거함에 따라 목표주가를 1.9% 상향 조정한다. 후순위채 발행여력은 여전히 RBC 비율 10% 미만으로 추산되나, 대형사의 보험업종 자본비용 우려가 축소되고 있는 추세와 더불어 일부 생보사의 신종자본증권 발행 사례를 볼 때 후순위채 외의 조달 수단에 여유가 있다는 판단 때문이다. 다만 현재 2018 년 말 PBR 1.1 배를 고려하면 주가 상승여력은 제한적이므로 투자의견을 중립으로 하향한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
경과보험료	십억원	10,157	10,976	11,255	11,520	11,731	11,972
YoY	%	5.1	8.1	2.5	2.4	1.8	2.1
보험손익	십억원	-455	-558	-418	-385	-384	-403
투자손익	십억원	777	852	960	1,022	1,062	1,112
합산비용	%	104.5	105.1	103.7	103.3	103.3	103.4
투자수익률	%	3.9	3.6	3.5	3.4	3.2	3.1
영업이익	십억원	322	294	542	637	677	710
YoY	%	-15.3	-8.6	84.0	17.7	6.3	4.8
세전이익	십억원	279	284	513	616	649	682
순이익	십억원	233	203	400	469	481	504
YoY	%	-8.6	-12.9	96.6	17.2	2.6	4.9
EPS	원	2,902	2,550	5,013	5,877	6,029	6,323
BPS	원	28,759	30,534	34,591	39,222	43,751	48,523
PER	배	9.0	14.1	6.3	8.0	7.6	7.3
PBR	배	0.9	1.2	0.9	1.2	1.0	0.9
ROE	%	10.9	8.6	15.4	15.9	14.5	13.7
배당수익률	%	2.9	2.1	4.3	3.2	3.4	3.5



## 현대해상의 목표주가 산출식

항목	현대해상	비고
자기자본비용 (%)	10.3	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.1	(b): 국제 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.0	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.9	(d): 현대해상의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	13.9	(e): 현대해상의 2018~2020년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.34	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율 %)	(10.0)	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	1.21	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	44,148	(j): 현대해상의 12개월 forward BPS
<b>목표주가 (원)</b>	<b>53,000</b>	(k): (i)*(j)
현주가 (01/24, 원)	45,850	
상승여력 (%)	15.6	

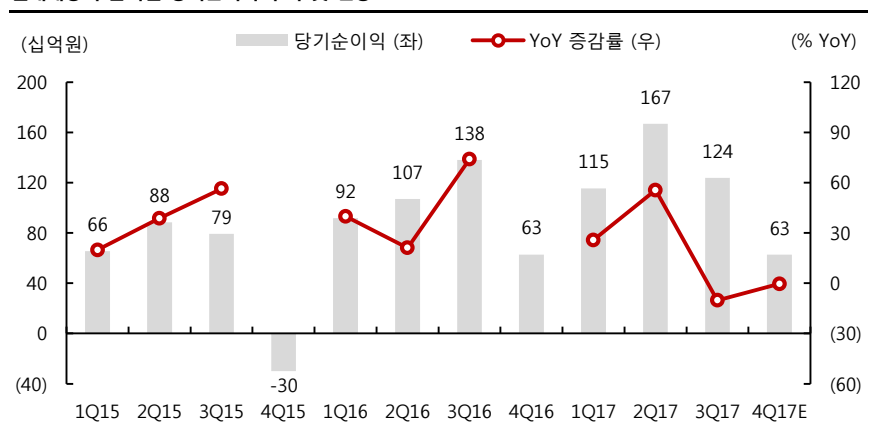
자료: SK 증권

## 현대해상 4Q17 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	4Q17E	3Q17	QoQ (%)	4Q16	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(167.3)	(102.8)	적확	(143.0)	적확	n/a	n/a
투자영업이익	254.9	268.7	(5.1)	234.0	9.0	n/a	n/a
영업이익	87.6	165.9	(47.2)	91.0	(3.7)	101.2	(13.4)
당기순이익	62.6	123.9	(49.5)	62.8	(0.4)	73.8	(15.2)
(단위: %)	4Q17E	3Q17	QoQ (%p)	4Q16	YoY (%p)		
경과손해율	84.7	83.4	1.2	85.4	(0.7)		
일반	70.0	75.1	(5.1)	71.0	(1.0)		
자동차	84.6	78.8	5.7	85.1	(0.5)		
장기	85.5	85.6	(0.0)	86.3	(0.8)		
사업비율	21.1	20.0	1.1	19.6	1.5		
투자수익률	3.2	3.4	(0.2)	3.2	0.0		

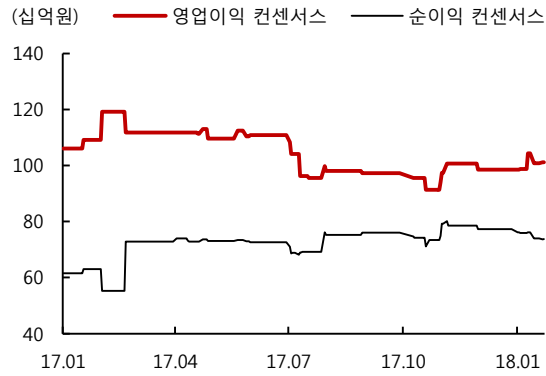
자료: FnGuide, SK 증권

## 현대해상의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



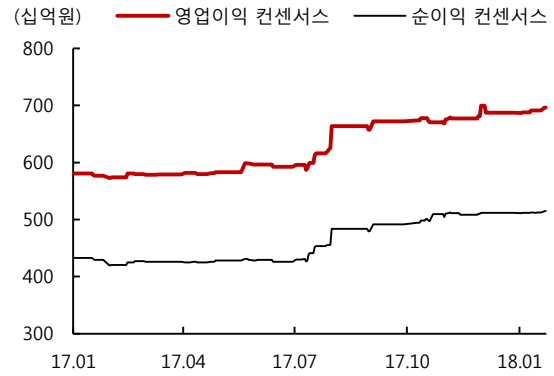
자료: 현대해상, SK 증권

## 현대해상의 4Q17 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



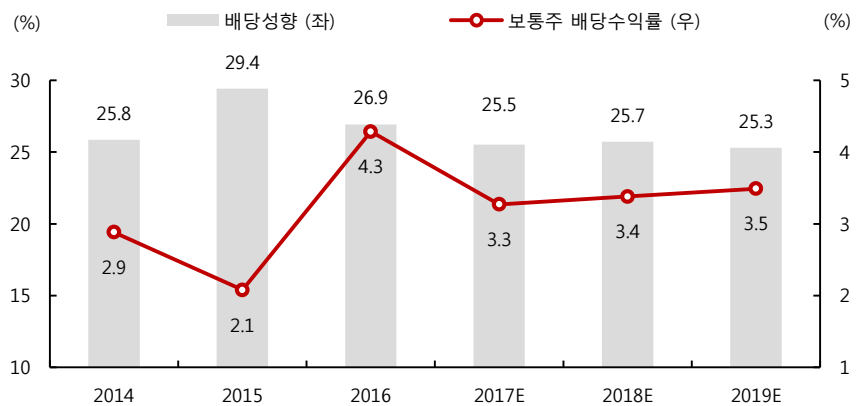
자료 FnGuide, SK 증권

## 현대해상의 2018년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



자료 FnGuide, SK 증권

## 현대해상의 배당지표 추이 및 전망



자료 WiseFn, SK 증권

## 현대해상의 12개월 forward PBR 추이



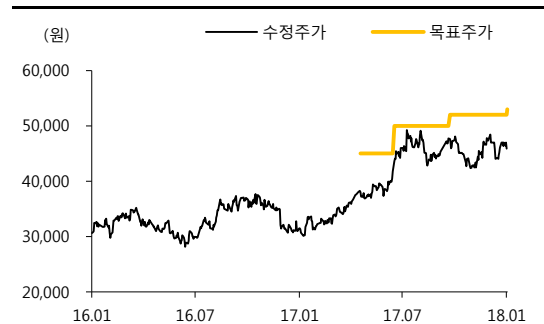
자료 SK 증권

## 현대해상의 12개월 forward PER 추이



자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.01.25	중립	53,000원	6개월		
2017.12.01	매수	52,000원	6개월	-12.77%	-6.92%
2017.11.01	중립	52,000원	6개월	-13.90%	-7.50%
2017.10.17	중립	52,000원	6개월	-9.84%	-7.50%
2017.07.12	매수	50,000원	6개월	-8.23%	-1.60%
2017.05.29	매수	45,000원	6개월	-12.70%	-2.00%



## Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 25일 기준)

매수	90.07%	중립	9.93%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	26,229	29,643	32,182	34,636	37,096
현금 및 예치금	1,570	1,157	1,259	1,243	1,135
유가증권	16,506	18,780	20,809	22,578	24,414
주식	1,015	1,003	1,065	1,100	1,140
채권	10,201	10,829	11,215	12,071	12,928
수익증권	1,959	2,244	3,142	3,456	3,802
외화유가증권	2,992	4,395	5,054	5,591	6,156
기타유가증권	339	308	333	360	388
대출채권	7,178	8,691	9,114	9,809	10,505
부동산	973	1,015	1,000	1,007	1,041
비운용자산	3,746	3,796	3,807	3,812	3,822
특별계정자산	2,317	3,213	4,016	4,338	4,685
<b>자산총계</b>	<b>32,292</b>	<b>36,652</b>	<b>40,005</b>	<b>42,786</b>	<b>45,603</b>
책임준비금	25,678	28,653	31,007	33,431	35,958
지급준비금	2,213	2,480	2,629	2,787	2,954
보험료적립금	21,369	23,934	26,103	28,356	30,653
미경과보험료적립금	2,036	2,179	2,214	2,228	2,291
기타부채	1,656	1,835	1,784	1,657	1,440
특별계정부채	2,522	3,406	4,087	4,209	4,336
<b>부채총계</b>	<b>29,857</b>	<b>33,894</b>	<b>36,877</b>	<b>39,298</b>	<b>41,734</b>
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	2,058	2,398	2,759	3,120	3,501
비상위험준비금	663	731	769	780	797
자본조정	-37	-37	-37	-37	-37
기타포괄손익누계	255	238	247	247	247
<b>자본총계</b>	<b>2,435</b>	<b>2,758</b>	<b>3,127</b>	<b>3,488</b>	<b>3,869</b>
<b>부채와자본총계</b>	<b>32,292</b>	<b>36,652</b>	<b>40,005</b>	<b>42,786</b>	<b>45,603</b>

## 성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	16.8	13.5	9.1	7.0	6.6
운용자산	19.6	13.0	8.6	7.6	7.1
부채	17.8	13.5	8.8	6.6	6.2
책임준비금	15.4	11.6	8.2	7.8	7.6
자본	5.3	13.3	13.4	11.5	10.9
경과보험료	8.1	2.5	2.4	1.8	2.1
일반	6.9	-3.0	-1.8	2.0	2.0
자동차	20.8	12.7	8.7	4.6	2.2
장기	4.8	-0.2	0.4	0.8	2.0
순사업비	7.4	8.0	7.7	0.2	2.6
투자영업이익	9.6	12.7	6.5	3.9	4.8
영업이익	-8.6	84.0	17.7	6.3	4.8
순이익	-12.9	96.6	17.2	2.6	4.9

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	12,119	12,583	12,837	13,006	13,300
일반	1,040	1,079	1,077	1,098	1,120
자동차	2,727	3,145	3,342	3,423	3,525
장기	8,353	8,359	8,418	8,485	8,655
보유보험료	11,063	11,414	11,758	11,925	12,219
경과보험료	10,976	11,255	11,520	11,731	11,972
일반	469	455	447	456	465
자동차	2,430	2,739	2,979	3,116	3,185
장기	8,076	8,061	8,094	8,159	8,322
경과손해액	9,544	9,525	9,590	9,797	9,997
일반	341	297	293	310	316
자동차	2,179	2,242	2,371	2,530	2,606
장기	7,025	6,986	6,926	6,957	7,075
순사업비	1,989	2,148	2,314	2,318	2,378
보험영업이익	-558	-418	-385	-384	-403
투자영업이익	852	960	1,022	1,062	1,112
영업이익	294	542	637	677	710
영업외이익	-11	-29	-21	-28	-28
세전이익	284	513	616	649	682
법인세비용	81	113	148	169	178
당기순이익	203	400	469	481	504

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업지표 (%)</b>					
경과손해율	87.0	84.6	83.3	83.5	83.5
일반	72.6	65.2	65.6	68.0	68.0
자동차	89.7	81.8	79.6	81.2	81.8
장기	87.0	86.7	85.6	85.3	85.0
사업비율	18.1	19.1	20.1	19.8	19.9
투자이익률	3.6	3.5	3.4	3.2	3.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	8.6	15.4	15.9	14.5	13.7
ROA	0.7	1.2	1.2	1.2	1.1
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	2,550	5,013	5,877	6,029	6,323
보통주 BPS	30,534	34,591	39,222	43,751	48,523
보통주 DPS	750	1,350	1,500	1,550	1,600
<b>기타 지표</b>					
보통주 PER (X)	14.1	6.3	8.0	7.6	7.3
보통주 PBR (X)	1.2	0.9	1.2	1.0	0.9
배당성향 (%)	29.4	26.9	25.5	25.7	25.3
보통주 배당수익률 (%)	2.1	4.3	3.2	3.4	3.5

자료 : SK증권 추정

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

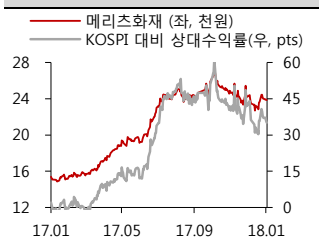
## Company Data

자본금	55 십억원
발행주식수	11,034 만주
자사주	167 만주
액면가	500 원
시가총액	2,632 십억원
주요주주	
메리츠금융지주(외13)	52.39%
메리츠화재해상보험	5.03%
우리스주조합	
외국인지분율	19.99%
배당수익률	5.42%

## Stock Data

주가(18/01/24)	23,850 원
KOSPI	2,538.0 pt
52주 Beta	0.32
52주 최고가	27,500 원
52주 최저가	14,900 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.5%	-5.4%
6개월	2.8%	-0.7%
12개월	54.9%	32.0%

메리츠화재 (000060/KS | 중립(유지) | T.P 25,000 원(유지))

## 4Q17 순이익 604 억원 (+67.9% YoY) 전망

메리츠화재의 4Q17 순이익은 604 억원 (+67.9% YoY)으로 시장 컨센서스 556 억원을 8.6% 상회하는 양호한 실적 예상. 4Q17 경과손해율은 전 부문에서의 개선으로 80.6% (-2.5%p YoY)로 하락하지만, 판매비 부담 증가에 따른 사업비율 상승 (25.2%, +3.0%p YoY)에 의해 합산비율이 105.7% (+0.5%p YoY)로 다소 악화될 전망이다. 4Q17 투자수익률은 4.4% (+0.8%p YoY)로 대규모 손상차손을 인식했던 전년동기대비 상승하나, 연중 대비로는 낮은 수준이 예상됨 (3Q17 누적 4.7%)

## 4Q17 순이익 604 억원 (+67.9% YoY) 전망

메리츠화재의 4Q17 순이익은 604 억원 (+67.9% YoY, -35.3% QoQ)으로 시장 컨센서스 556 억원을 8.6% 상회하는 양호한 실적이 예상된다. 메리츠화재의 4Q17 경과손해율은 전 부문에서의 개선으로 80.6% (-2.5%p YoY)로 하락하지만, 판매비 부담 증가에 따른 사업비율 상승 (25.2%, +3.0%p YoY)에 의해 합산비율이 105.7% (+0.5%p YoY)로 다소 악화될 전망이다. 메리츠화재의 4Q17 투자수익률은 4.4% (+0.8%p YoY)로 대규모 손상차손을 인식했던 전년동기대비 상승하나, 연중 대비로는 낮은 수준이 예상된다 (3Q17 누적 4.7%).

## 투자의견 중립 및 목표주가 25,000 원 유지

메리츠화재에 대한 투자의견 중립 및 목표주가 25,000 원 (목표 PBR 1.32 배)을 유지한다. 직전 산정 대비 자기자본비용률은 하락하였으나 향후 3 개년 기대 ROE 의 하락으로 목표 valuation 이 변경되지 않았으며, 현 주가 대비 상승여력이 제한적이므로 투자의견 중립을 유지한다.

## 영업실적 및 투자지표

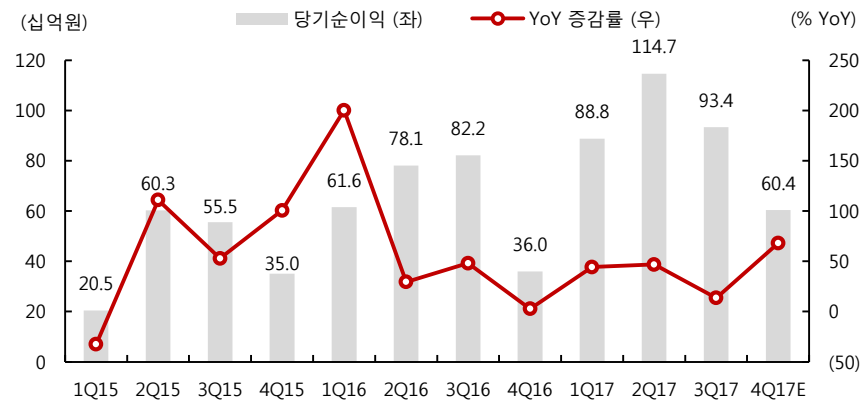
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
경과보험료	십억원	4,931	5,325	5,666	5,977	6,214	6,363
YoY	%	4.8	8.0	6.4	5.5	4.0	2.4
보험손익	십억원	-243	-335	-227	-210	-250	-257
투자손익	십억원	426	592	596	708	738	779
합산비율	%	104.9	106.3	104.0	103.5	104.0	104.0
투자수익률	%	4.4	5.1	4.5	4.8	4.5	4.3
영업이익	십억원	183	257	369	498	488	522
YoY	%	-28.9	40.2	43.9	34.7	-2.0	7.1
세전이익	십억원	152	225	338	471	456	486
순이익	십억원	113	171	258	357	340	362
YoY	%	-37.5	52.0	50.5	38.6	-4.8	6.5
EPS	원	1,072	1,624	2,352	3,271	3,115	3,317
BPS	원	13,312	13,934	14,957	16,762	18,717	20,923
PER	배	11.6	9.9	6.5	7.2	7.7	7.2
PBR	배	0.9	1.2	1.0	1.4	1.3	1.1
ROE	%	9.3	11.9	16.6	20.6	17.6	16.7
배당수익률	%	3.1	3.5	5.4	4.9	4.7	4.9

## 메리츠화재 4Q17 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	4Q17E	3Q17	QoQ (%)	4Q16	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(88.1)	(54.4)	적확	(76.0)	적확	n/a	n/a
투자영업이익	174.8	182.6	(4.3)	131.5	33.0	n/a	n/a
영업이익	86.7	128.2	(32.4)	55.5	56.2	84.6	2.5
당기순이익	60.4	93.4	(35.3)	36.0	67.9	55.6	8.6
(단위: %)	4Q17E	3Q17	QoQ (%p)	4Q16	YoY (%p)		
경과손해율	80.6	80.7	(0.2)	83.1	(2.5)		
일반	65.0	61.9	3.1	72.1	(7.1)		
자동차	82.1	78.5	3.6	87.1	(5.0)		
장기	81.1	82.0	(1.0)	83.1	(2.0)		
사업비율	25.2	22.8	2.3	22.2	3.0		
투자수익률	4.4	4.7	(0.3)	3.6	0.8		

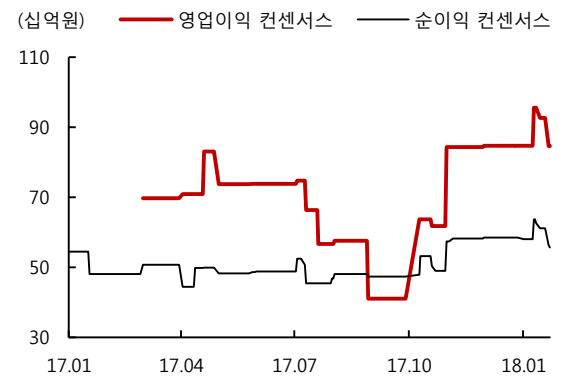
자료: FnGuide, SK 증권

## 메리츠화재의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



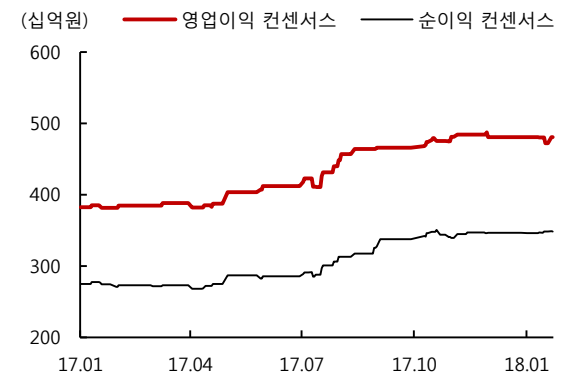
자료: 메리츠화재, SK 증권

## 메리츠화재의 4Q17 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



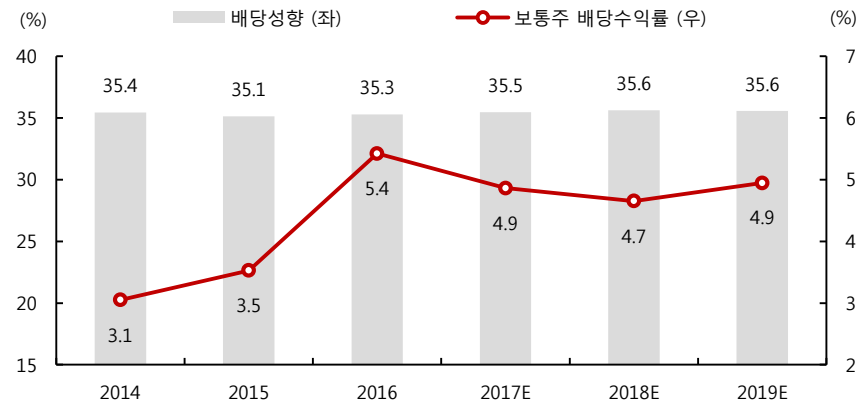
자료: FnGuide, SK 증권

## 메리츠화재의 2018년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

### 메리츠화재의 배당지표 추이 및 전망



자료: WiseFn, SK 증권

### 메리츠화재의 12 개월 forward PBR 추이



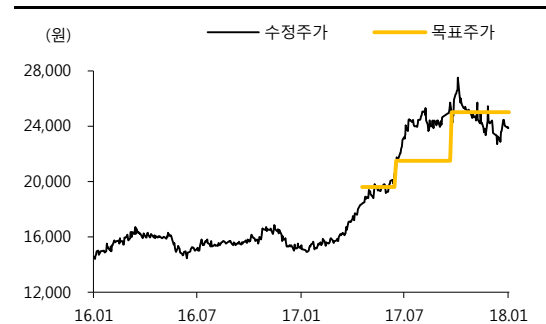
자료: SK 증권

### 메리츠화재의 12 개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.01.25	중립	25,000원	6개월		
2017.12.01	중립	25,000원	6개월	-1.57%	10.00%
2017.11.01	중립	25,000원	6개월	1.48%	10.00%
2017.10.17	중립	25,000원	6개월	3.60%	10.00%
2017.07.12	중립	21,500원	6개월	11.81%	19.53%
2017.05.29	중립	19,600원	6개월	0.46%	10.97%



### Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 25일 기준)

매수	90.07%	중립	9.93%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----



## 재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	12,651	14,510	15,951	17,515	19,235
현금 및 예치금	461	220	209	232	280
유가증권	7,634	8,905	10,005	11,089	12,229
주식	146	100	110	117	125
채권	3,950	4,353	5,310	5,884	6,521
수익증권	1,437	1,890	1,549	1,673	1,841
외화유가증권	1,978	2,449	2,939	3,315	3,641
기타유가증권	123	114	97	99	102
대출채권	3,746	4,584	4,944	5,394	5,924
부동산	810	800	793	800	802
비운용자산	1,953	1,934	1,934	1,992	2,052
특별계정자산	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	<b>14,604</b>	<b>16,444</b>	<b>17,886</b>	<b>19,508</b>	<b>21,287</b>
책임준비금	12,233	13,831	15,374	16,957	18,552
지급준비금	849	960	1,027	1,120	1,221
보험료적립금	10,731	12,195	13,589	15,058	16,536
미경과보험료적립금	569	589	669	687	701
기타부채	900	974	680	507	450
특별계정부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	<b>13,133</b>	<b>14,805</b>	<b>16,055</b>	<b>17,464</b>	<b>19,002</b>
자본금	53	55	55	55	55
자본잉여금	369	437	437	437	437
이익잉여금	650	847	1,112	1,325	1,566
비상위험준비금	191	209	229	235	240
자본조정	-4	-13	-19	-19	-19
기타포괄손익누계	403	314	246	246	246
<b>자본총계</b>	<b>1,471</b>	<b>1,640</b>	<b>1,831</b>	<b>2,044</b>	<b>2,285</b>
<b>부채와자본총계</b>	<b>14,604</b>	<b>16,444</b>	<b>17,886</b>	<b>19,508</b>	<b>21,287</b>

## 성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	12.5	12.6	8.8	9.1	9.1
운용자산	15.1	14.7	9.9	9.8	9.8
부채	13.4	12.7	8.4	8.8	8.8
책임준비금	13.2	13.1	11.2	10.3	9.4
자본	5.1	11.5	11.6	11.7	11.8
경과보험료	8.0	6.4	5.5	4.0	2.4
일반	17.7	20.6	9.5	5.3	4.0
자동차	-0.7	3.5	3.4	3.8	3.1
장기	9.1	6.3	5.6	3.9	2.2
순사업비	18.5	2.8	13.9	4.2	2.6
투자영업이익	39.0	0.7	18.8	4.2	5.6
영업이익	40.2	43.9	34.7	-2.0	7.1
순이익	52.0	50.5	38.6	-4.8	6.5

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	5,658	5,990	6,387	6,647	6,828
일반	407	440	493	515	536
자동차	744	751	804	828	856
장기	4,507	4,799	5,089	5,304	5,436
보유보험료	5,373	5,680	6,011	6,250	6,420
경과보험료	5,325	5,666	5,977	6,214	6,363
일반	184	223	244	257	267
자동차	684	708	732	760	783
장기	4,457	4,736	5,002	5,198	5,312
경과손해액	4,498	4,698	4,827	5,046	5,165
일반	116	153	152	175	182
자동차	636	595	573	611	641
장기	3,747	3,950	4,102	4,261	4,342
순사업비	1,162	1,195	1,361	1,418	1,455
보험영업이익	-335	-227	-210	-250	-257
투자영업이익	592	596	708	738	779
영업이익	257	369	498	488	522
영업외이익	-31	-32	-27	-32	-36
세전이익	225	338	471	456	486
법인세비용	54	80	114	115	124
당기순이익	171	258	357	340	362

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업지표 (%)</b>					
경과손해율	84.5	82.9	80.7	81.2	81.2
일반	62.7	68.7	62.3	68.0	68.0
자동차	93.0	84.1	78.3	80.4	81.8
장기	84.1	83.4	82.0	82.0	81.7
사업비율	21.8	21.1	22.8	22.8	22.9
투자이익률	5.1	4.5	4.8	4.5	4.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	11.9	16.6	20.6	17.6	16.7
ROA	1.2	1.7	2.1	1.8	1.8
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	1,624	2,352	3,271	3,115	3,317
보통주 BPS	13,934	14,957	16,762	18,717	20,923
보통주 DPS	570	830	1,160	1,110	1,180
<b>기타 지표</b>					
보통주 PER (X)	9.9	6.5	7.2	7.7	7.2
보통주 PBR (X)	1.2	1.0	1.4	1.3	1.1
배당성향 (%)	35.1	35.3	35.5	35.6	35.6
보통주 배당수익률 (%)	3.5	5.4	4.9	4.7	4.9

자료 : SK증권 추정

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

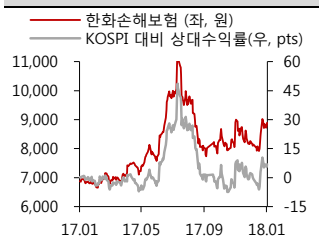
## Company Data

자본금	454 십억원
발행주식수	11,674 만주
자사주	153 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,038 십억원
주요주주	
한화생명보험(외)	51.46%
한화손해보험우리스	5.66%
주조합	
외국인지분율	11.34%
배당수익률	1.38%

## Stock Data

주가(18/01/24)	8,890 원
KOSPI	2,538.0 pt
52주 Beta	0.56
52주 최고가	11,400 원
52주 최저가	6,650 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.6%	3.6%
6개월	-9.2%	-12.7%
12개월	32.0%	9.2%

한화손해보험 (000370/KS | 매수(유지) | T.P 11,200 원(상향))

## 4Q17 순이익 91 억원 (-53.1% YoY) 전망

한화손해보험의 4Q17 당기순이익 91 억원으로 당사 기존 추정치 219 억원을 크게 하회. 이는 성과급 지급 및 IBNR 적립에 따른 12 월 적자의 영향인 것으로 추정됨. 동사의 4Q17 경과손해율은 83.3% (-2.2%p YoY)로 개선되나, 인건비 및 판매비 증가에 따라 사업비율이 26.0% (+2.5%p YoY)로 상승하면서 합산비율은 0.3%p 악화 전망. 4Q17 투자수익률은 3.6%로 보유이원 하락에 따라 전년동기대비 0.3%p 하락할 전망

## 4Q17 순이익 91 억원 (-53.1% YoY) 전망

한화손해보험은 손익 변경공시를 통해 연결 기준 연간 실적을 이미 공시한 바 있다. 동사의 2017 년 연결 기준 영업이익 1,923 억원 (+42.0% YoY), 당기순이익 1,438 억원 (+28.8% YoY)이며, SK 증권이 추정 기준인 별도 손익으로는 4Q17 당기순이익 91 억원이 예상된다. 이는 당사 기존 추정치 219 억원의 41% 수준으로, 성과급 지급 및 IBNR 적립에 따른 12 월 적자의 영향인 것으로 추정된다. 한화손해보험의 4Q17 경과손해율은 83.3% (-2.2%p YoY)로 개선되나, 인건비 및 판매비 증가에 따라 사업비율이 26.0% (+2.5%p YoY)로 상승하면서 합산비율은 0.3%p 악화된 것으로 예상된다. 한화손해보험의 4Q17 투자수익률은 3.6%로 보유이원 하락에 따라 전년동기대비 0.3%p 하락할 전망이다.

## 목표주가 11,200 원으로 8.7% 상향 조정, 투자의견 매수 유지

한화손해보험의 목표주가를 11,200 원으로 직전 대비 8.7% 상향 조정한다. 유상증자에 따른 주당 가치 희석이 모두 반영된 가운데, 업계 최고 수준의 성장성을 상쇄시켜왔던 보유율 하락 이슈는 자본비용을 제고를 통해 일정 부분 해소될 것이다. 성장성과 수익성이 함께 개선되는 동사는 대형사와 차별화된 이익 성장을 시현할 전망이다. 현 주가 대비 상승여력이 높은 것으로 판단돼 투자의견 매수를 유지한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
경과보험료	십억원	3,562	3,656	3,993	4,149	4,265	4,397
YoY	%	3.1	2.6	9.2	3.9	2.8	3.1
보험손익	십억원	-284	-259	-283	-252	-243	-250
투자손익	십억원	326	387	428	454	485	514
합산비율	%	108.0	107.1	107.1	106.1	105.7	105.7
투자수익률	%	4.3	4.3	4.1	3.8	3.7	3.6
영업이익	십억원	42	127	146	202	242	264
YoY	%	흑전	204.5	14.3	38.8	19.7	9.1
세전이익	십억원	31	116	135	191	230	252
순이익	십억원	16	95	112	145	174	191
YoY	%	흑전	485.9	17.8	29.6	19.7	9.6
EPS	원	179	1,050	1,237	1,276	1,492	1,635
BPS	원	6,553	9,488	9,749	10,399	11,751	13,226
PER	배	25.6	7.4	5.8	6.4	6.0	5.4
PBR	배	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8	0.7
ROE	%	2.8	13.1	12.9	13.9	13.5	13.1
배당수익률	%	0.0	0.9	1.4	1.7	1.8	1.9

## 한화손해보험의 목표주가 산출식

항목	한화손해보험	비고
자기자본비용 (%)	12.5	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.1	(b): 국제 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.0	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	1.2	(d): 한화손해보험의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	13.2	(e): 한화손해보험의 2018~2020년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.05	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율 %)	(10.0)	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	0.95	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	11,874	(j): 한화손해보험의 12개월 forward BPS
<b>목표주가 (원)</b>	<b>11,200</b>	(k): (i)*(j)
현주가 (01/24, 원)	8,890	
상승여력 (%)	26.0	

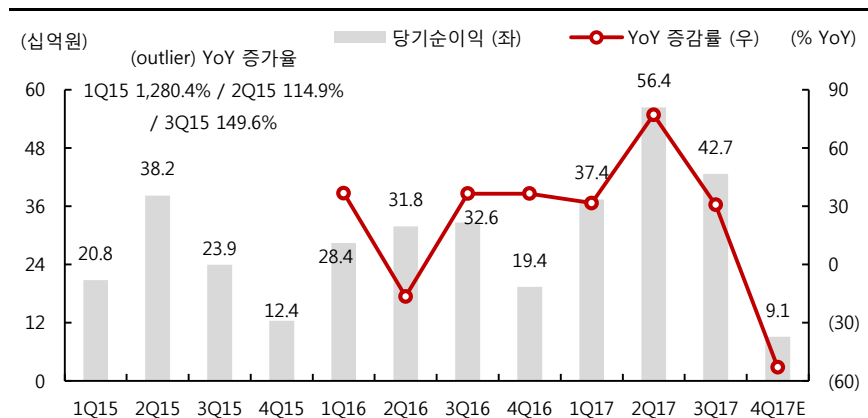
자료: SK 증권

## 한화손해보험 4Q17 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	4Q17E	3Q17	QoQ (%)	4Q16	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(96.9)	(59.3)	적확	(92.6)	적확	n/a	n/a
투자영업이익	110.3	118.7	(7.1)	108.3	1.9	n/a	n/a
영업이익	13.5	59.4	(77.3)	15.7	(14.0)	27.8	(51.6)
당기순이익	9.1	42.7	(78.7)	19.4	(53.1)	16.8	(46.0)
(단위: %)	4Q17E	3Q17	QoQ (%p)	4Q16	YoY (%p)		
경과손해율	83.3	82.2	1.2	85.5	(2.2)		
일반	62.0	70.0	(8.0)	75.8	(13.8)		
자동차	87.6	82.5	5.1	87.6	0.0		
장기	83.8	82.8	1.0	85.1	(1.3)		
사업비율	26.0	23.5	2.5	23.5	2.5		
투자수익률	3.6	3.9	(0.4)	3.9	(0.3)		

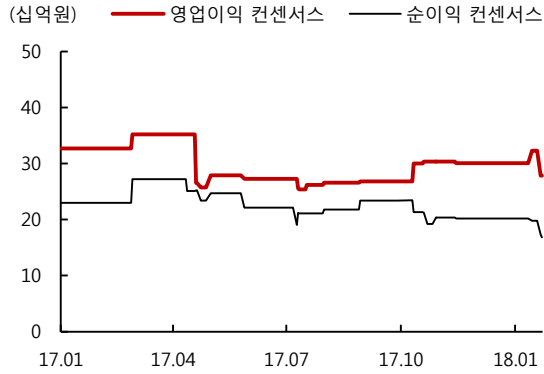
자료: FnGuide, SK 증권

## 한화손해보험의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



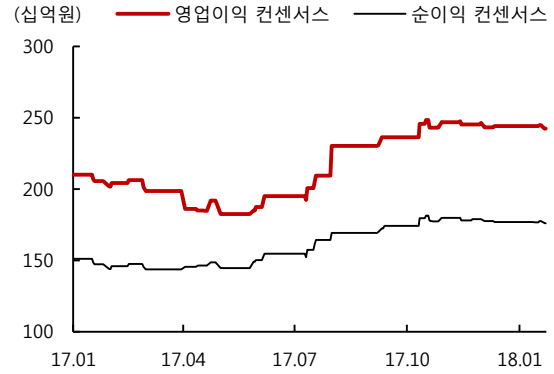
자료: 한화손해보험 SK 증권

## 한화손해보험의 4Q17 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



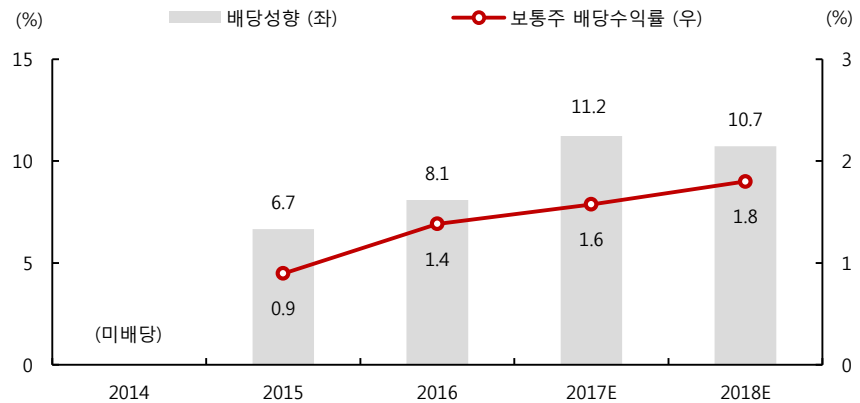
자료 FnGuide, SK 증권

## 한화손해보험의 2018 년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



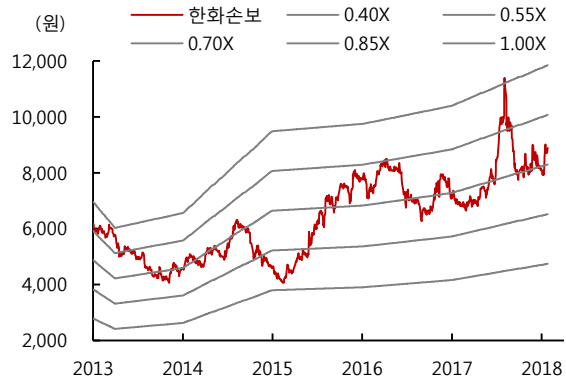
자료 FnGuide, SK 증권

## 한화손해보험의 배당지표 추이 및 전망



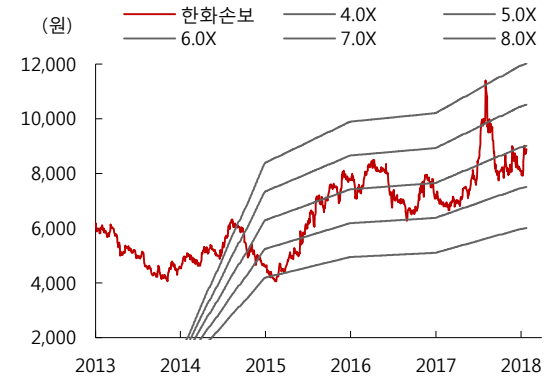
자료 WiseFn, SK 증권

## 한화손해보험의 12 개월 forward PBR 추이



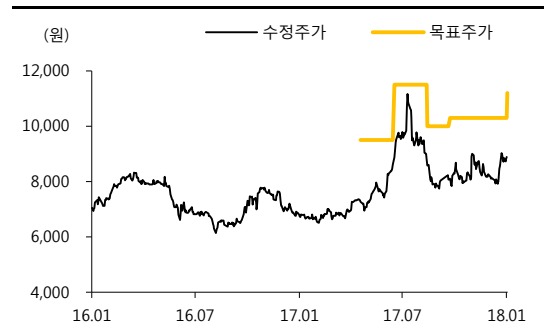
자료 SK 증권

## 한화손해보험의 12 개월 forward PER 추이



자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.01.25	매수	11,200원	6개월		
2017.10.17	매수	10,300원	6개월	-18.96%	-12.43%
2017.09.11	매수	9,788원	6개월	-18.38%	-15.92%
2017.07.12	매수	11,256원	6개월	-14.42%	-0.87%
2017.05.29	매수	9,298원	6개월	-14.83%	-1.79%



### Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 1 월 25 일 기준)

매수	90.07%	중립	9.93%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	9,976	11,389	12,662	13,900	15,086
현금 및 예치금	200	382	476	482	561
유가증권	5,319	5,637	6,649	7,382	8,065
주식	152	213	234	251	268
채권	2,947	2,373	2,788	3,144	3,444
수익증권	1,483	1,663	2,162	2,378	2,592
외화유가증권	672	1,294	1,359	1,495	1,638
기타유가증권	66	95	105	114	123
대출채권	4,123	4,871	5,038	5,531	5,957
부동산	332	497	498	505	503
비운용자산	1,819	1,880	1,898	1,917	1,937
특별계정자산	8	7	7	8	8
<b>자산총계</b>	<b>11,802</b>	<b>13,275</b>	<b>14,567</b>	<b>15,825</b>	<b>17,030</b>
책임준비금	10,188	11,540	12,886	14,174	15,505
지급준비금	671	793	912	957	1,005
보험료적립금	8,981	10,085	11,242	12,454	13,703
미경과보험료적립금	523	645	709	730	753
기타부채	745	844	459	272	-27
특별계정부채	8	7	8	8	8
<b>부채총계</b>	<b>10,941</b>	<b>12,391</b>	<b>13,353</b>	<b>14,454</b>	<b>15,486</b>
자본금	454	454	584	584	584
자본잉여금	0	0	99	99	99
이익잉여금	189	264	400	558	730
비상위험준비금	84	102	94	96	99
자본조정	-31	0	0	0	0
기타포괄손익누계	249	167	131	131	131
<b>자본총계</b>	<b>861</b>	<b>885</b>	<b>1,214</b>	<b>1,372</b>	<b>1,544</b>
<b>부채와자본총계</b>	<b>11,802</b>	<b>13,275</b>	<b>14,567</b>	<b>15,825</b>	<b>17,030</b>

## 성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	142	125	9.7	8.6	7.6
운용자산	17.5	14.2	11.2	9.8	8.5
부채	12.4	13.2	7.8	8.2	7.1
책임준비금	13.2	13.3	11.7	10.0	9.4
자본	44.8	2.8	37.2	13.0	12.6
경과보험료	2.6	9.2	3.9	2.8	3.1
일반	6.3	21.5	24.1	7.9	4.0
자동차	3.3	18.1	4.7	1.6	3.3
장기	2.4	7.3	2.9	2.7	3.0
순사업비	3.2	10.7	7.8	1.7	3.5
투자영업이익	18.6	10.7	6.0	6.8	6.0
영업이익	204.5	14.3	38.8	19.7	9.1
순이익	485.9	17.8	29.6	19.7	9.6

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	4,548	4,954	5,286	5,531	5,752
일반	323	381	436	458	476
자동차	694	841	873	907	944
장기	3,531	3,733	3,977	4,166	4,332
보유보험료	3,708	4,087	4,157	4,391	4,611
경과보험료	3,656	3,993	4,149	4,265	4,397
일반	117	142	176	190	197
자동차	488	576	603	613	633
장기	3,052	3,275	3,370	3,462	3,566
경과손해액	3,092	3,364	3,418	3,508	3,612
일반	75	95	115	127	132
자동차	447	488	493	507	531
장기	2,570	2,776	2,810	2,874	2,948
순사업비	824	912	983	1,000	1,035
보험영업이익	-259	-283	-252	-243	-250
투자영업이익	387	428	454	485	514
영업이익	127	146	202	242	264
영업외이익	-12	-11	-11	-12	-12
세전이익	116	135	191	230	252
법인세비용	21	23	46	56	61
당기순이익	95	112	145	174	191
지배주주 순이익					

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업지표 (%)</b>					
경과손해율	84.6	84.2	82.4	82.3	82.1
일반	64.6	67.4	65.4	67.0	67.0
자동차	91.7	84.8	81.7	82.8	84.0
장기	84.2	84.8	83.4	83.0	82.7
사업비율	22.5	22.8	23.7	23.4	23.5
투자이익률	4.3	4.1	3.8	3.7	3.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	13.1	12.9	13.9	13.5	13.1
ROA	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	1,050	1,237	1,276	1,492	1,635
보통주 BPS	9,488	9,749	10,399	11,751	13,226
보통주 DPS	70	100	140	160	165
<b>기타 지표</b>					
보통주 PER (X)	7.4	5.8	6.4	6.0	5.4
보통주 PBR (X)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.7
배당성향 (%)	6.7	8.1	11.2	10.7	10.1
보통주 배당수익률 (%)	0.9	1.4	1.7	1.8	1.9

자료 : SK증권 추정

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**김도하**

doha.kim@sk.com  
02-3773-8876

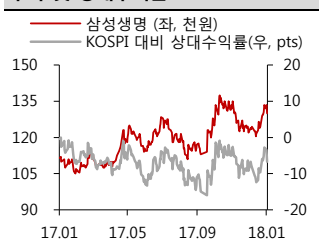
## Company Data

자본금	100 십억원
발행주식수	20,000 만주
자사주	2,043 만주
액면가	500 원
시가총액	26,000 십억원
주요주주	
이건희(외5)	47.02%
삼성생명 자사주	10.21%
외국인지분율	16.60%
배당수익률	1.07%

## Stock Data

주가(18/01/24)	130,000 원
KOSPI	2,538.0 pt
52주 Beta	0.98
52주 최고가	137,500 원
52주 최저가	105,000 원
60일 평균 거래대금	30 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.6%	2.6%
6개월	1.6%	-2.0%
12개월	16.6%	-6.3%

삼성생명 (032830/KS | 매수(유지) | T.P 164,000 원(상향))

## 4Q17 지배주주 순이익 1,517 억원 (흑자전환 YoY) 전망

삼성생명의 4Q17 순이익은 1,517 억원 (흑전 YoY)으로 전망돼 컨센서스 1,585 억원 대비 낮으며, 법인세 조정 반영 시 추가 하회 가능. 일회성 요인으로 보증 준비금 전입과 포트폴리오 조정 과정에서의 매각손 인식이 예상됨. 4Q17 위험손해율은 72.0%로 전년 동기의 자살보험금 지급 건을 제외하면 3.7%p 개선될 전망. 4Q17 투자수익률은 3.0% (-0.3%p YoY)로 삼성증권 지분 인수 과정에서 4,200 억원의 일회성 수익이 발생했던 전년동기대비 하락할 전망

## 4Q17 지배주주 순이익 1,517 억원 (흑자전환 YoY) 전망

삼성생명의 4Q17 지배주주 순이익은 1,517 억원 (흑자전환 YoY, -52.6% QoQ)으로 전망돼 시장 컨센서스 1,585 억원 대비 낮으며, 법인세 조정 반영 시 추가 하회할 것으로 예상된다. 일회성 요인으로는 보증 준비금 전입과 운용 포트폴리오 조정 과정에서의 매각손 인식이 전망된다. 삼성생명의 4Q17 위험손해율은 72.0% (-18.0%p YoY)로 전년동기의 자살보험금 지급 건을 제외하면 3.7%p 개선될 전망이다. 4Q17 투자수익률은 3.0% (-0.3%p YoY)로 삼성증권 지분 인수 과정에서 4,200 억원의 일회성 수익이 발생했던 전년동기대비 하락할 전망이다. 연말 변액보증 준비금 전입액은 2,300 억원으로 예상돼, 시장금리 상승 영향에 따라 4Q16 4,000 억원대의 전입 대비 크게 감소할 것으로 기대된다 (국채 5 년물 '17.9 월 말 2.08% vs. '16.9 월 말 1.27%).

## 목표주가 164,000 원으로 상향 조정하며 생보사 중 top pick 으로 제시

삼성생명에 대한 목표주가를 164,000 원으로 1.9% 상향 조정하며, 생보사 내 top pick 으로 신규 제시한다. 삼성전자의 자사주 소각 시 삼성생명과 삼성화재의 보유 지분 중 0.45%p 이상을 매각해야 하는데, 현재 시가총액 기준으로는 1.4 조원 수준의 매각이익이 예상된다. 이를 삼성생명 및 삼성화재의 보유 지분율대로 배분할 경우 삼성생명에 1 조원 이상의 현금유입이 가능하다. 매각 시점이나 생명-화재 간 매각 비율은 정해지지 않았으나 삼성생명 중심의 현금유입을 기대할 만하다는 판단이다. 현 주가 대비 목표주가의 상승여력이 충분히 높다고 판단해 투자 의견 매수를 유지한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	십억원	28,239	27,457	27,884	27,523	28,088	28,904
YoY	%	8.1	-2.8	1.6	-1.3	2.1	2.9
보험손익	십억원	3,797	3,497	2,476	1,727	2,129	2,160
투자손익	십억원	6,853	6,428	8,000	7,118	7,390	7,792
위험손해율	%	84.4	76.8	82.1	78.6	78.2	78.1
투자수익률	%	4.3	3.7	4.1	3.3	3.2	3.2
영업이익	십억원	619	61	1,235	582	1,057	1,171
YoY	%	241.1	-90.1	1,918.3	-52.9	81.7	10.8
세전이익	십억원	1,603	1,372	2,607	1,962	2,485	2,627
순이익	십억원	1,337	1,210	2,150	1,506	1,811	1,914
YoY	%	66.2	-9.5	77.7	-30.0	20.3	5.7
EPS	원	7,074	6,479	11,440	7,900	9,447	9,983
BPS	원	117,863	128,550	157,642	182,294	189,391	196,474
PER	배	16.5	17.0	9.8	15.8	13.8	13.0
PBR	배	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE	%	6.4	5.3	7.9	4.6	5.1	5.2
배당수익률	%	1.5	1.6	1.1	1.9	2.2	2.5

## 삼성생명의 목표주가 산출식

항목	삼성생명	비고
(a)~(h)는 보유 삼성전자 지분 영향 (평가액 배당수익 등)을 제외한 사업가치 기준		
자기자본비용 (%)	8.2	(a): 무위험수익률+리스크 프리미엄*Beta
Average ROE (%)	6.2	(b): 삼성생명의 2018~2020년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(c)
이론적 PBR (X)	0.8	(d): (b-c)/(a-c)
할증률 (할인율, %)	0.0	(e): 생명보험업 -10% + 업종 선도사 +10%
목표 PBR (X)	0.76	(f): (d)*(e)
수정 BPS (원)	111,015	(g): 삼성생명의 12개월 forward BPS
사업가치 총액 (십억원)	16,863	(h): (f)*(g)*발행주식수
삼성전자 지분가치 (십억원)	15,873	(i): 세후 지분가치에 20% 할인 적용
적정 시가총액 (십억원)	32,736	(j): (h)+(i)
목표주가 (원)	<b>164,000</b>	(k): (j)/발행주식수
현주가 (01/24, 원)	130,000	
상승여력 (%)	26.2	

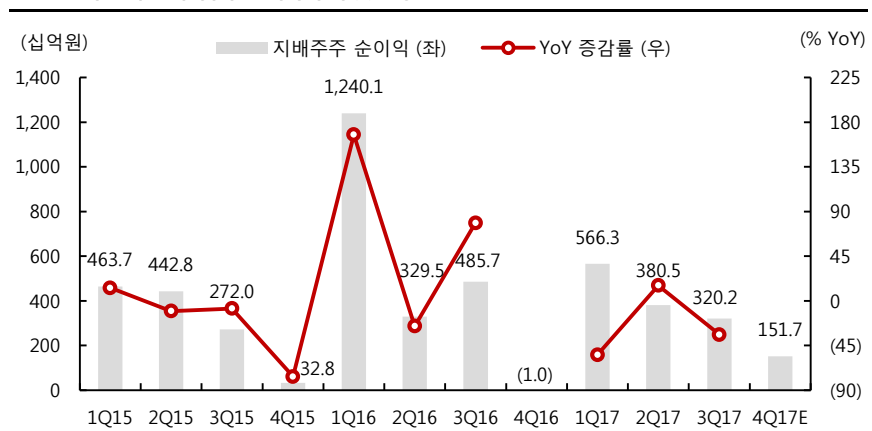
자료: SK 증권

## 삼성생명 4Q17 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	4Q17E	3Q17	QoQ (%, %p)	4Q16	YoY (%, %p)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	540.6	205.1	163.5	544.5	(0.7)		
투자손익	1,705.5	1,711.9	(0.4)	1,748.9	(2.5)		
투자수익률 (%)	3.0	3.1	(0.1)	3.3	(0.3)		
영업이익	(120.4)	54.1	적전	(388.6)	적축	(109.7)	n/a
지배주주 순이익	151.7	320.2	(52.6)	(1.0)	흑전	158.5	(4.3)

자료: FnGuide, SK 증권

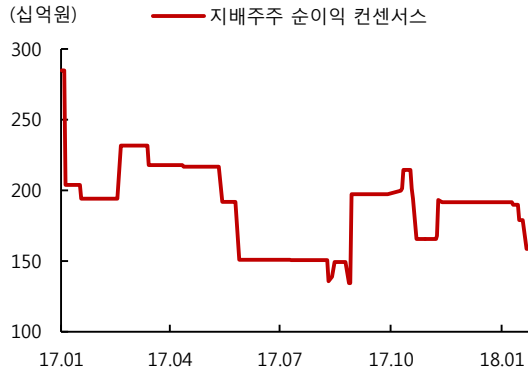
## 삼성생명의 분기별 지배주주 순이익 추이 및 전망



자료: 삼성생명, SK 증권

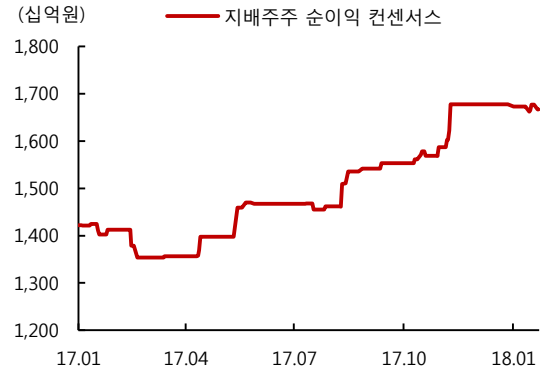


삼성생명의 4Q17 지배주주 순이익 컨센서스 변화



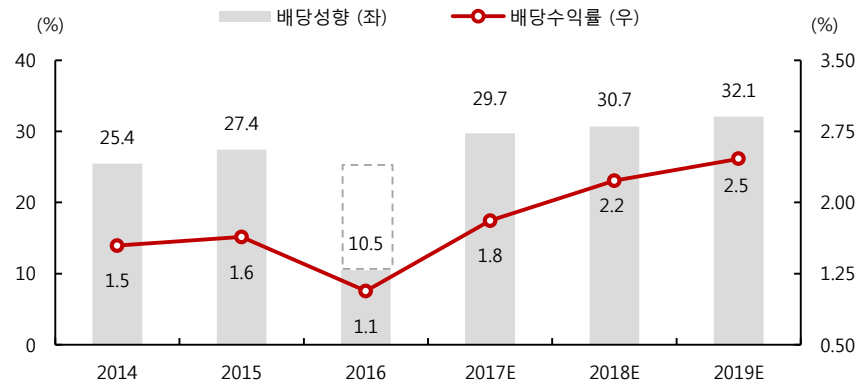
자료: FnGuide, SK 증권

삼성생명의 2018년 지배주주 순이익 컨센서스 변화



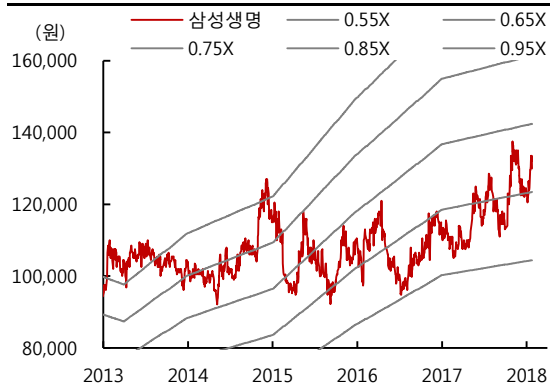
자료: FnGuide, SK 증권

삼성생명의 배당지표 추이 및 전망



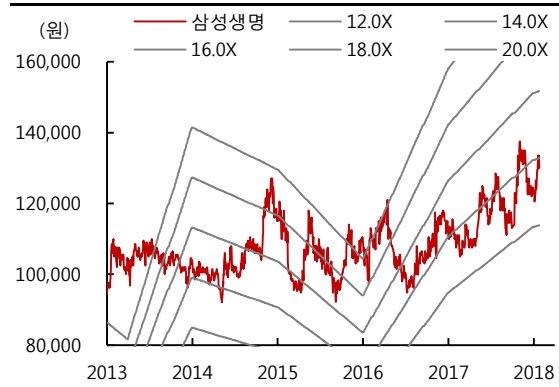
자료: WiseFn, SK 증권

삼성생명의 12개월 forward PBR 추이



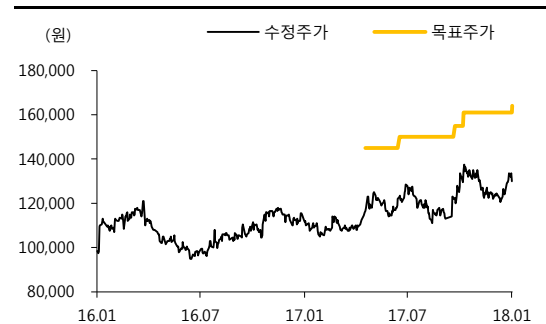
자료: SK 증권

삼성생명의 12개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.01.25	매수	164,000원	6개월		
2017.11.10	매수	161,000원	6개월	-20.27%	-14.60%
2017.10.31	매수	161,000원	6개월	-16.50%	-14.60%
2017.10.17	매수	155,000원	6개월	-17.84%	-13.87%
2017.08.11	매수	150,000원	6개월	-20.24%	-14.33%
2017.07.12	매수	150,000원	6개월	-17.17%	-14.33%
2017.05.29	매수	145,000원	6개월	-18.01%	-14.83%



### Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 25일 기준)

매수	90.07%	중립	9.93%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	183,082	214,879	229,919	242,188	254,896
현금 및 예치금	3,272	5,823	3,219	3,745	4,360
유가증권	137,227	142,071	153,949	162,294	170,902
주식	20,046	24,124	32,874	34,124	35,423
채권	102,748	103,316	102,283	107,397	112,767
수익증권	2,848	3,035	3,278	3,442	3,683
외화유가증권	10,985	11,129	15,024	16,827	18,509
기타유가증권	599	467	490	505	520
대출채권	33,363	58,063	64,310	67,742	71,297
부동산	9,220	8,923	8,441	8,407	8,338
비운용자산	7,695	8,269	8,517	8,773	9,036
특별계정자산	39,586	41,505	44,826	47,515	50,366
<b>자산총계</b>	<b>230,363</b>	<b>264,654</b>	<b>283,262</b>	<b>298,476</b>	<b>314,298</b>
책임준비금	149,118	158,729	167,458	176,394	185,650
보험료적립금	143,389	152,281	160,680	169,434	178,713
계약자지분조정	6,969	8,076	10,094	10,599	11,023
기타부채	9,976	25,683	27,363	29,125	31,095
특별계정부채	40,578	43,857	45,612	48,348	51,249
<b>부채총계</b>	<b>206,641</b>	<b>236,345</b>	<b>250,526</b>	<b>264,467</b>	<b>279,017</b>
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	6	63	63	63	63
이익잉여금	11,567	13,289	14,492	15,766	17,038
자본조정	-1,576	-2,118	-2,118	-2,118	-2,118
기타포괄손익누계	13,548	15,310	18,482	18,482	18,482
<b>자본총계</b>	<b>23,722</b>	<b>28,308</b>	<b>32,735</b>	<b>34,010</b>	<b>35,282</b>
<b>부채외자본총계</b>	<b>230,363</b>	<b>264,654</b>	<b>283,262</b>	<b>298,476</b>	<b>314,298</b>

## 성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	74	149	7.0	5.4	5.3
운용자산	62	17.4	7.0	5.3	5.2
특별계정자산	15.0	4.8	8.0	6.0	6.0
부채	7.5	14.4	6.0	5.6	5.5
책임준비금	7.3	6.4	5.5	5.3	5.2
자본	6.4	19.3	15.6	3.9	3.7
수입보험료	-2.8	1.6	-1.3	2.1	2.9
일반계정	-0.7	-3.6	-0.1	2.1	2.8
특별계정	-6.1	10.3	-3.1	2.0	3.0
순사업비	-0.6	-2.3	3.3	0.7	3.0
투자영업이익	-6.2	24.4	-11.0	3.8	5.4
세전이익	-14.5	90.1	-24.8	26.6	5.7
순이익	-9.5	77.7	-30.0	20.3	5.7
지배주주 순이익	-9.4	69.6	-30.9	19.6	5.7

자료 : SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	27,457	27,884	27,523	28,088	28,904
일반계정	17,287	16,669	16,651	16,996	17,475
특별계정	10,170	11,215	10,872	11,093	11,429
보험손익	3,497	2,476	1,727	2,129	2,160
보험영업수익	17,612	17,046	17,073	17,412	17,907
보험료수익	17,354	16,768	16,777	17,101	17,580
재보험수익	258	278	297	312	327
보험영업비용	14,115	14,570	15,346	15,283	15,746
지급보험금	10,210	10,610	11,328	11,181	11,517
재보험비용	289	311	338	355	373
사업비	1,559	1,524	1,574	1,585	1,633
신계약비상각비	2,057	2,124	2,104	2,160	2,223
할인료	0	1	2	2	2
투자손익	6,428	8,000	7,118	7,390	7,792
책임준비금전입액	9,864	9,242	8,263	8,462	8,781
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	61	1,235	582	1,057	1,171
영업외이익	1,310	1,373	1,380	1,428	1,455
특별계정 수입수수료	1,306	1,443	1,571	1,706	1,818
특별계정 지급수수료	5	1	3	5	3
세전이익	1,372	2,607	1,962	2,485	2,627
법인세비용	162	458	456	673	712
당기순이익	1,210	2,150	1,506	1,811	1,914
지배주주 순이익	1,211	2,054	1,419	1,696	1,793

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업지표 (%)</b>					
보험금 지급률	59.1	63.7	68.0	65.8	65.9
위험손해율	76.8	82.1	78.6	78.2	78.1
사업비용율	12.7	12.0	12.0	12.2	12.2
투자이익률	3.7	4.1	3.3	3.2	3.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	5.3	7.9	4.6	5.1	5.2
ROA	0.5	0.8	0.5	0.6	0.6
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	6,479	11,440	7,900	9,447	9,983
보통주 BPS	128,550	157,642	182,294	189,391	196,474
보통주 DPS	1,800	1,200	2,350	2,900	3,200
<b>기타 지표 (%)</b>					
보통주 PER (배)	17.0	9.8	15.8	13.8	13.0
보통주 PBR (배)	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
배당성향	27.4	10.5	29.7	30.7	32.1
보통주 배당수익률	1.6	1.1	1.9	2.2	2.5

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**김도하**

doha.kim@sk.com  
02-3773-8876

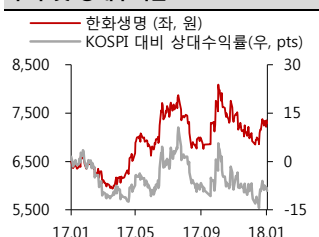
## Company Data

자본금	4,343 십억원
발행주식수	86,853 만주
자사주	11,714 만주
액면가	5,000 원
시가총액	6,332 십억원
주요주주	
(주)한화건설(외5)	44.99%
한화생명 자사주	13.48%
외국인지분율	18.76%
배당수익률	1.23%

## Stock Data

주가(18/01/24)	7,290 원
KOSPI	2,538.0 pt
52주 Beta	0.51
52주 최고가	8,090 원
52주 최저가	5,940 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.4%	0.5%
6개월	-3.6%	-7.1%
12개월	12.2%	-10.7%

한화생명 (088350/KS | 매수(유지) | T.P 9,600 원(유지))

## 4Q17 순이익 397 억원 (흑자전환 YoY) 전망

한화생명의 4Q17 순이익은 397 억원 (흑전 YoY)으로 전망돼 컨센서스 666 억원 대비 낮으며, 법인세 조정 반영 시 추가 하회할 전망. 일회성 요인으로 보증 준비금 전입과 손상차손 인식이 예상됨. 4Q17 위험손해율은 71.9% (-9.0%p YoY)로 전년동기의 자살 보험금 지급 건을 제외하면 6.6%p 개선될 전망. 4Q17 투자수익률은 3.4% (-0.9%p YoY)로 특정 지분의 손상차손 600 억원이 반영되고 전년동기 외환/파생이익 및 처분이익 영향이 소멸되면서 큰 폭 하락할 것으로 예상

## 4Q17 순이익 397 억원 (흑자전환 YoY) 전망

한화생명의 4Q17 순이익은 397 억원 (흑자전환 YoY, -97.7% QoQ)으로 전망돼 시장 컨센서스 666 억원 대비 낮으며, 법인세 조정 반영 시 추가 하회할 것으로 예상된다. 일회성 요인으로는 보증 준비금 전입과 손상차손 인식이 전망된다. 한화생명의 4Q17 위험손해율은 71.9% (-9.0%p YoY)로 전년동기의 자살보험금 지급 건을 제외하면 6.6%p 개선될 전망이다. 4Q17 투자수익률은 3.4% (-0.9%p YoY)로 특정 지분의 손상차손 600 억원이 반영되고 전년동기의 외환/파생이익 및 처분이익 영향이 소멸되면서 큰 폭 하락할 것으로 예상된다. 연말 변액보증 준비금 전입액은 600 억원 수준으로, 시장금리 상승 영향에 따라 4Q16 2,000 억원대의 전입 대비 크게 감소할 것으로 기대된다 (국채 5 년물 '17.9 월 말 2.08% vs. '16.9 월 말 1.27%).

## 투자의견 매수 및 목표주가 9,600 원 유지, 생보사 중 top pick 으로 유지

한화생명에 대한 투자의견 매수 및 목표주가 9,600 원 (목표 PBR 0.74 배)을 유지하며 생보주 중 top pick 으로 유지한다. 한화생명은 고정금리부 보험부채 영향으로 이익의 금리민감도가 높아 시장금리 우상향 추세에서의 수혜가 기대된다. 또한 가장 큰 리스크인 오버행 이슈 (예금보험공사 보유 지분 10%)는 올해 중 상당 부분 해소될 가능성이 높다고 판단돼, 동사의 펀더멘털을 반영하는 긍정적인 주가 흐름이 전망된다.

## 영업실적 및 투자지표

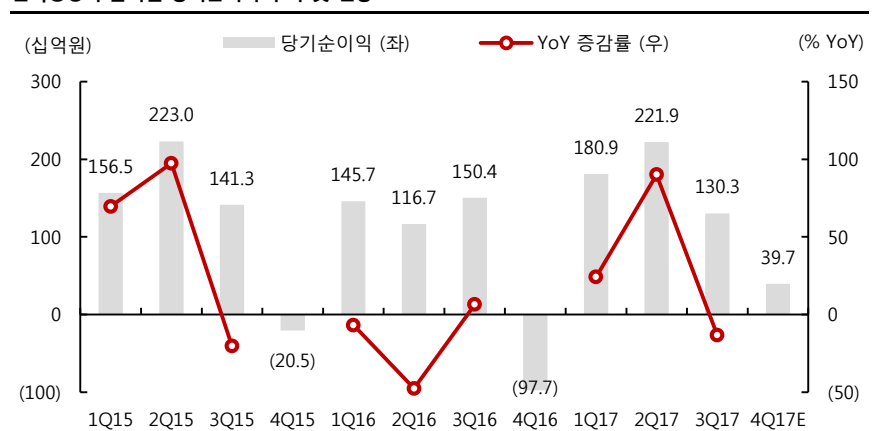
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	십억원	13,664	14,960	15,180	14,257	14,525	15,034
YoY	%	2.8	9.5	1.5	-6.1	1.9	3.5
보험손익	십억원	1,477	2,193	1,937	705	1,057	1,150
투자손익	십억원	3,210	3,192	3,174	3,229	3,146	3,278
위험손해율	%	80.4	79.4	79.0	77.0	76.0	76.3
투자수익률	%	5.0	4.4	4.1	3.9	3.7	3.6
영업이익	십억원	-347	-273	-487	-201	-213	-194
YoY	%	127.8	-21.5	78.7	-58.8	6.2	-8.9
세전이익	십억원	528	574	409	746	796	868
순이익	십억원	414	500	315	573	587	639
YoY	%	-20.3	21.0	-37.0	81.8	2.5	8.9
EPS	원	497	666	419	762	781	851
BPS	원	10,483	11,409	10,850	12,267	12,818	13,433
PER	배	16.7	11.1	15.6	9.1	9.3	8.6
PBR	배	0.9	0.8	0.6	0.6	0.6	0.5
ROE	%	5.3	5.8	3.8	6.6	6.2	6.5
배당수익률	%	2.2	2.4	1.2	2.9	2.8	3.2

## 한화생명 4Q17 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	4Q17E	3Q17	QoQ (%, %p)	4Q16	YoY (%, %p)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	1334	528	152.5	1021	30.6		
투자손익	7148	8449	(15.4)	8681	(17.7)		
투자수익률 (%)	34	40	(0.7)	43	(0.9)		
영업이익	(1926)	(76.7)	적확	(3793)	적축	(155.6)	n/a
당기순이익	39.7	130.3	(69.5)	(97.7)	흑전	66.6	(40.3)

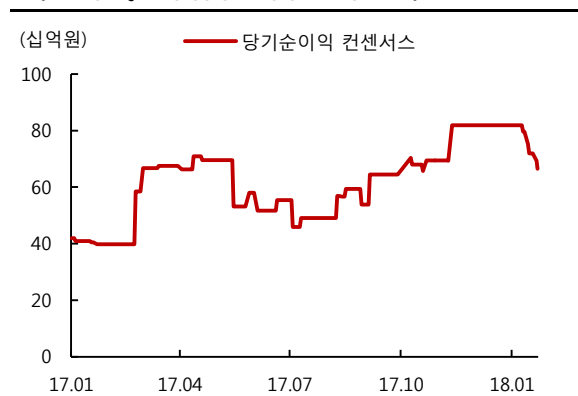
자료: FnGuide, SK 증권

## 한화생명의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



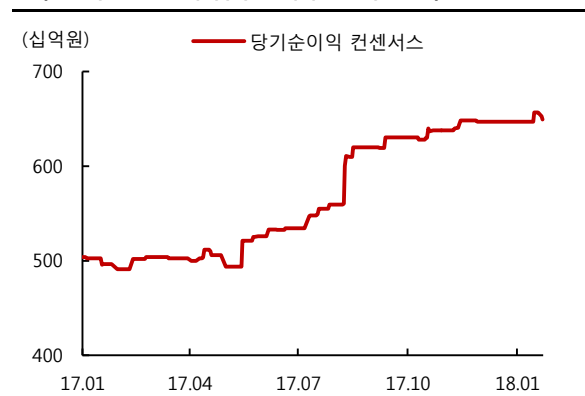
자료: 한화생명, SK 증권

## 한화생명의 4Q17 지배주주 순이익 컨센서스 변화



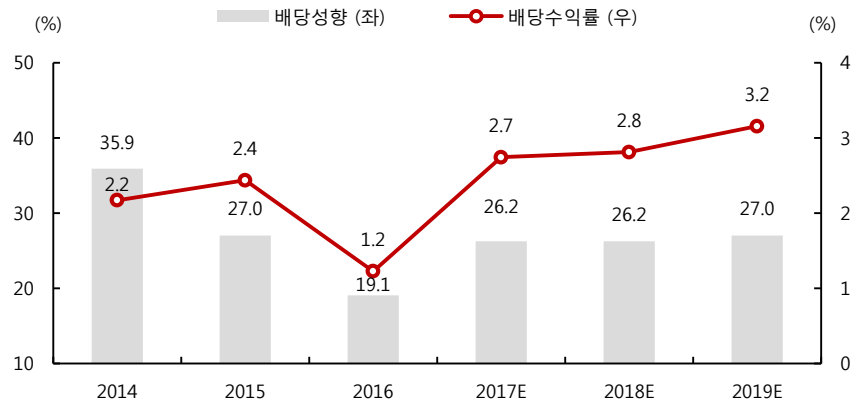
자료: FnGuide, SK 증권

## 한화생명의 2018년 지배주주 순이익 컨센서스 변화



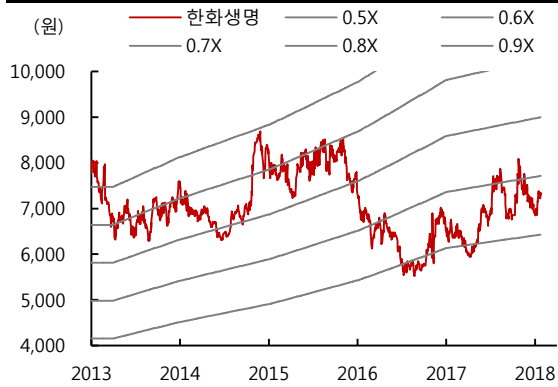
자료: FnGuide, SK 증권

## 한화생명의 배당지표 추이 및 전망



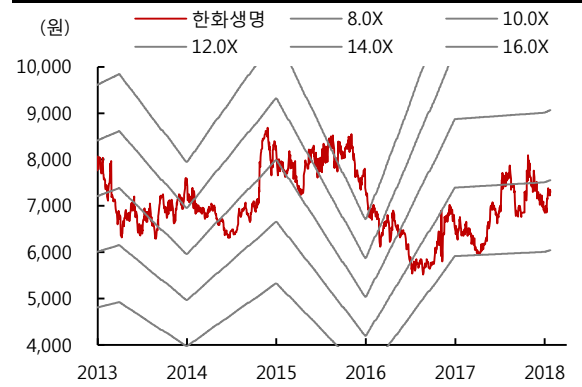
자료: WiseFn, SK 증권

## 한화생명의 12 개월 forward PBR 추이



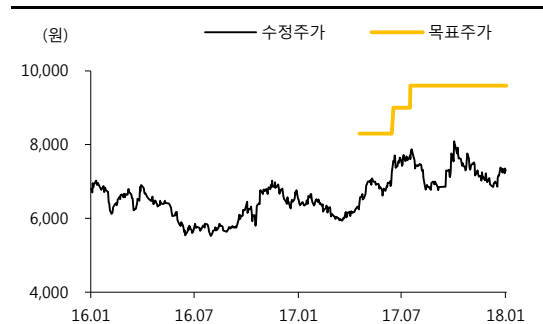
자료: SK 증권

## 한화생명의 12 개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.01.25	매수	9,600원	6개월		
2017.11.13	매수	9,600원	6개월	-24.39%	-15.73%
2017.10.17	매수	9,600원	6개월	-24.02%	-15.73%
2017.08.10	매수	9,600원	6개월	-25.57%	-18.02%
2017.07.12	매수	9,000원	6개월	-15.78%	-14.22%
2017.05.29	매수	8,300원	6개월	-16.27%	-8.92%



### Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 1 월 25 일 기준)

매수	90.07%	중립	9.93%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	76,466	82,187	85,182	89,191	93,785
현금 및 예치금	751	754	167	568	283
유가증권	55,291	59,246	62,351	65,249	69,224
주식	857	1,492	1,627	1,709	1,794
채권	39,149	34,921	33,524	35,102	37,261
수익증권	5,477	5,525	6,078	6,321	6,700
외화유가증권	9,143	16,437	20,382	21,341	22,653
기타유가증권	664	871	740	777	816
대출채권	16,980	18,736	19,211	19,937	20,776
부동산	3,519	3,502	3,453	3,437	3,502
비운용자산	3,383	3,281	3,609	3,790	3,903
특별계정자산	19,007	19,863	21,849	22,723	23,859
<b>자산총계</b>	<b>98,855</b>	<b>105,331</b>	<b>110,640</b>	<b>115,704</b>	<b>121,547</b>
책임준비금	67,689	73,290	77,427	81,845	86,470
보험료적립금	64,726	69,949	73,914	78,078	82,562
계약자지분조정	1,137	813	854	888	923
기타부채	1,996	2,206	1,439	985	1,035
특별계정부채	19,462	20,869	21,704	22,355	23,026
<b>부채총계</b>	<b>90,283</b>	<b>97,179</b>	<b>101,423</b>	<b>106,073</b>	<b>111,454</b>
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	2,494	2,680	3,200	3,613	4,076
자본조정	-924	-924	-924	-924	-924
기타포괄손익누계	2,174	1,569	1,616	1,616	1,616
<b>자본총계</b>	<b>8,572</b>	<b>8,153</b>	<b>9,217</b>	<b>9,631</b>	<b>10,094</b>
<b>부채와자본총계</b>	<b>98,855</b>	<b>105,331</b>	<b>110,640</b>	<b>115,704</b>	<b>121,547</b>

## 성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	7.9	6.6	5.0	4.6	5.1
운용자산	8.9	7.5	3.6	4.7	5.2
특별계정자산	6.4	4.5	10.0	4.0	5.0
부채	8.8	7.6	4.4	4.6	5.1
책임준비금	9.1	8.3	5.6	5.7	5.7
자본	-0.9	-4.9	13.1	4.5	4.8
수입보험료	9.5	1.5	-6.1	1.9	3.5
일반계정	11.8	2.4	-8.2	1.8	3.8
특별계정	4.8	-0.4	-1.5	2.1	2.8
순사업비	-15.2	-2.6	0.3	3.2	4.3
투자영업이익	-0.6	-0.6	1.7	-2.6	4.2
세전이익	8.7	-28.8	82.3	6.8	9.1
순이익	21.0	-37.0	81.8	2.5	8.9

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	14,960	15,180	14,257	14,525	15,034
일반계정	10,233	10,474	9,618	9,788	10,163
특별계정	4,727	4,707	4,638	4,737	4,871
보험손익	2,193	1,937	705	1,057	1,150
보험영업수익	10,379	10,622	9,777	9,947	10,325
보험료수익	10,233	10,474	9,618	9,788	10,163
재보험수익	146	148	158	159	162
보험영업비용	8,186	8,685	9,072	8,890	9,175
지급보험금	5,865	6,359	6,715	6,502	6,697
재보험비용	159	160	168	172	175
사업비	916	892	895	923	963
신계약비상각비	1,243	1,271	1,291	1,291	1,338
할인료	3	3	3	3	3
투자손익	3,192	3,174	3,229	3,146	3,278
책임준비금전입액	5,657	5,598	4,135	4,416	4,623
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	-273	-487	-201	-213	-194
영업외이익	847	896	946	1,009	1,063
특별계정 수입수수료	902	938	1,024	1,069	1,124
특별계정 지급수수료	25	21	21	25	26
세전이익	574	409	746	796	868
법인세비용	74	94	173	209	229
당기순이익	500	315	573	587	639

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업지표 (%)</b>					
보험금 지급률	57.3	60.7	69.8	66.4	65.9
위험손해율	79.4	79.0	77.0	76.0	76.3
사업비용	13.7	13.2	13.7	13.7	13.5
투자이익률	4.4	4.1	3.9	3.7	3.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	5.8	3.8	6.6	6.2	6.5
ROA	0.5	0.3	0.5	0.5	0.5
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	666	419	762	781	851
보통주 BPS	11,409	10,850	12,267	12,818	13,433
보통주 DPS	180	80	200	205	230
<b>기타 지표 (%)</b>					
보통주 PER (배)	11.1	15.6	9.1	9.3	8.6
보통주 PBR (배)	0.8	0.6	0.6	0.6	0.5
배당성향	27.0	19.1	26.2	26.2	27.0
보통주 배당수익률	2.4	1.2	2.9	2.8	3.2

자료 : SK증권 추정



# SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

## Company Data

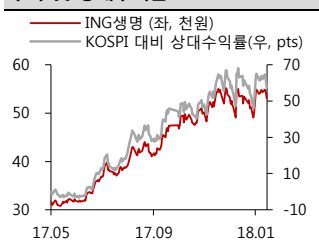
자본금	82 십억원
발행주식수	8,200 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	4,354 십억원
주요주주	
라이프투자 유한회사	59.14%

외국인지분율	37.01%
배당수익율	0.00%

## Stock Data

주가(18/01/24)	53,100 원
KOSPI	2,538.0 pt
52주 Beta	0.03
52주 최고가	55,200 원
52주 최저가	30,750 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.8%	-4.7%
6개월	40.5%	37.0%
12개월	0.0%	-22.9%

아이엔지생명 (079440/KS | 중립(유지) | T.P 50,000 원(유지))

## 4Q17 순이익 756 억원 (+26.3% YoY) 전망

ING 생명의 4Q17 순이익은 756 억원 (+26.3% YoY)으로 프로젝트비용 등 일회성 비용 인식을 반영하여 시장 컨센서스 751 억원을 상회할 전망. 4Q17 위험손해율은 74.2%로 역대 최저 수준의 경상 손해를 기록한 전년동기대비 6.3%p 상승하나 전분기 대비 4.6%p 하락할 것으로 예상. 4Q17 투자수익률은 보유 이원의 완만한 하락에 따라 3.5% (-0.1%p YoY)를 기록할 전망이며, 대형 생보사와는 달리 연말 변액보증 준비금의 환입이 기대됨

## 4Q17 순이익 756 억원 (+26.3% YoY) 전망

ING 생명의 4Q17 순이익은 756 억원 (+26.3% YoY, -18.0% QoQ)으로 시장 컨센서스 751 억원을 상회할 전망이다. 프로젝트비용을 포함한 100 억원 수준의 비용 인식이 예상된다. ING 생명의 4Q17 위험손해율은 74.2%로 역대 최저 수준의 경상 손해를 기록한 전년동기대비 6.3%p 상승하나 전분기 대비로는 4.6%p 하락할 전망이다. 4Q17 투자수익률은 보유 이원의 완만한 하락에 따라 3.5% (-0.1%p YoY)를 기록할 것으로 예상된다. 또한 대형 생보사와는 달리 연말 변액보증 준비금의 환입이 가능할 전망이다 (4Q16 430 억원 수준 전입).

## 투자의견 중립 및 목표주가 50,000 원 유지

ING 생명에 대한 투자의견 중립 및 목표주가 50,000 원 (목표 PBR 1.04 배)을 유지한다. 높은 RBC 비율 및 견조한 배당지표, 보장성 APE 의 성장 등은 동사의 투자포인트가 되지만, 경상적 ROE 9%를 고려할 때 PBR 1 배를 상회하는 현재의 주가는 valuation 부담이 높다는 판단이다. 한편 보유 채권의 듀레이션이 상대적으로 길고 4Q15 중 만기보유채권을 매도가능으로 분류하면서 금리 상승에 따른 book value 감소가 컸던 점이 리스크 요인이었으나, 2 회계연도의 경과로 2018 년부터 만기보유로의 재분류가 가능해지면서 해당 리스크는 해소될 가능성이 높다고 판단한다.

## 영업실적 및 투자지표

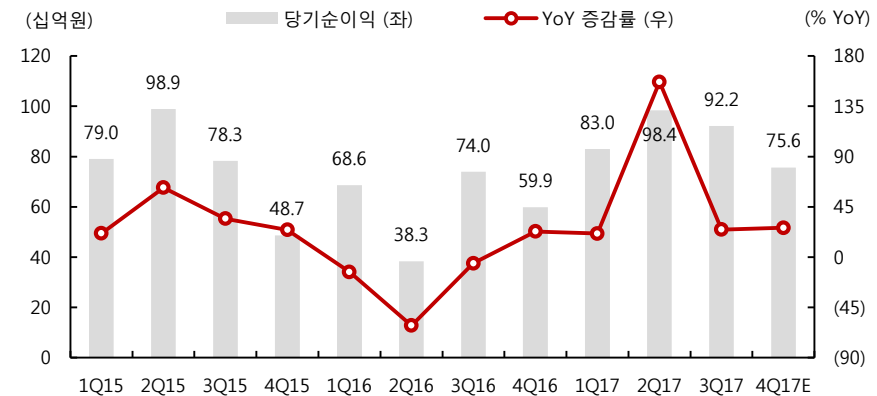
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	십억원	3,805	4,500	4,058	4,120	4,165	4,281
YoY	%	-3.9	18.2	-32.4	1.5	1.1	2.8
보험손익	십억원	795	1,615	795	796	834	862
투자손익	십억원	773	827	852	866	881	915
위험손해율	%	86.4	78.8	84.9	76.7	76.4	76.2
투자수익률	%	4.5	4.1	3.7	3.6	3.5	3.5
영업이익	십억원	195	314	228	329	345	367
YoY	%	20.5	61.1	-27.2	44.1	4.7	6.6
세전이익	십억원	292	396	315	457	476	498
순이익	십억원	223	305	241	349	355	371
YoY	%	-10.7	36.4	-40.8	45.0	1.7	4.3
EPS	원	2,725	3,717	2,936	4,258	4,332	4,520
BPS	원	34,465	51,961	50,578	46,541	48,373	50,343
PER	배	n/a	n/a	n/a	12.5	12.3	11.7
PBR	배	n/a	n/a	n/a	1.1	1.1	1.1
ROE	%	8.9	8.6	5.7	8.8	9.1	9.2
배당수익률	%	n/a	n/a	n/a	4.7	4.8	5.1

## ING생명 4Q17 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	4Q17E	3Q17	QoQ (%, %p)	4Q16	YoY (%, %p)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	195.7	174.2	12.4	211.0	(7.3)		
투자손익	215.6	216.9	(0.6)	220.3	(2.2)		
투자수익률 (%)	3.5	3.6	(0.1)	3.6	(0.1)		
영업이익	68.4	85.1	(19.7)	55.5	23.3	80.2	(14.8)
당기순이익	75.6	92.2	(18.0)	59.9	26.3	75.1	0.7

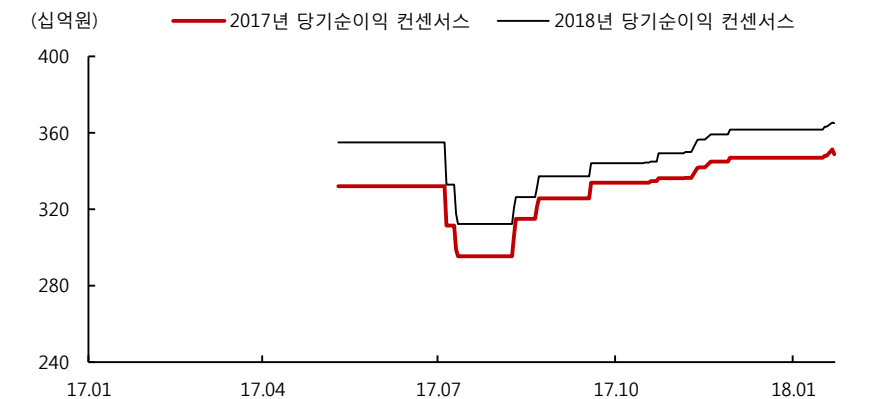
자료: FnGuide, SK증권

## ING생명의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



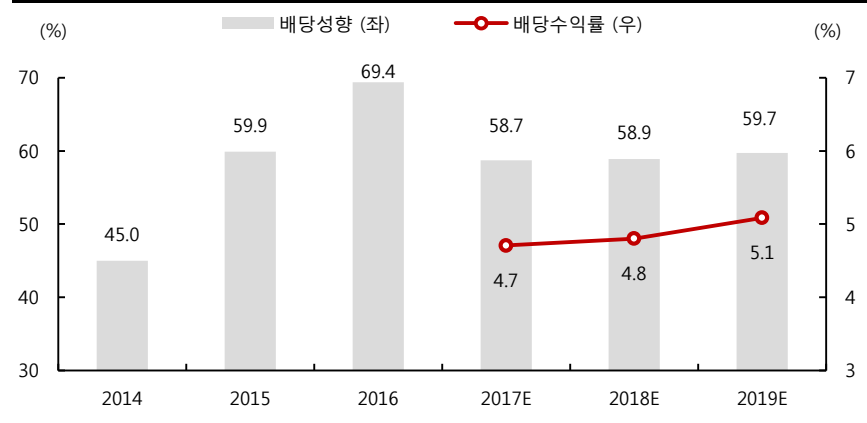
자료: ING생명, SK증권

## ING생명의 2017년 및 2018년 당기순이익 컨센서스 변화



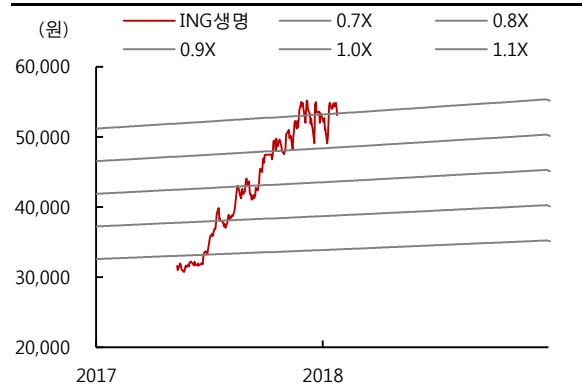
자료: WiseFn, SK증권

### ING 생명의 배당지표 추이 및 전망



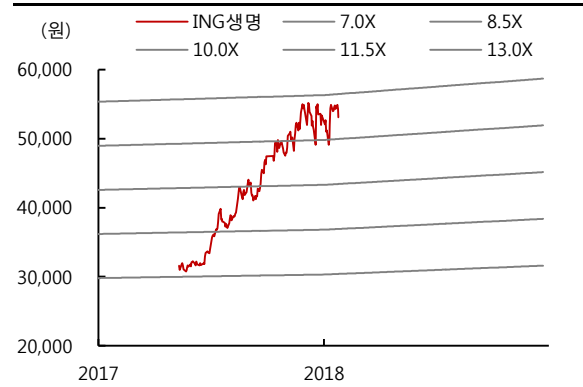
자료: WiseFn, SK 증권

### ING 생명의 12 개월 forward PBR 추이



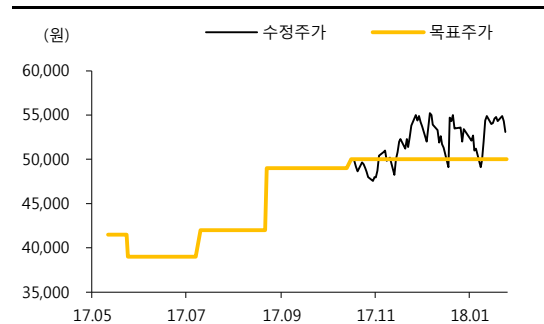
자료: SK 증권

### ING 생명의 12 개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.01.25	중립	50,000원	6개월		
2017.10.17	중립	50,000원	6개월	3.74%	10.40%
2017.08.22	매수	49,000원	6개월	-10.24%	1.02%
2017.08.11	매수	42,000원	6개월	-7.15%	2.38%
2017.07.12	매수	42,000원	6개월	-8.97%	-5.12%
2017.05.29	매수	39,000원	6개월	-14.83%	-5.38%



### Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 1 월 25 일 기준)

매수	90.07%	중립	9.93%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	22,738	23,984	24,756	25,983	27,553
현금 및 예치금	597	565	591	493	580
유가증권	20,123	21,329	21,833	22,991	24,322
주식	132	98	103	107	111
채권	19,692	20,782	21,243	22,296	23,532
수익증권	214	214	208	229	251
외화유가증권	82	218	262	341	409
기타유가증권	4	16	17	18	19
대출채권	2,018	2,089	2,332	2,499	2,650
부동산	0	0	0	0	0
비운용자산	1,303	1,332	1,372	1,413	1,455
특별계정자산	5,515	5,353	5,460	5,351	5,244
<b>자산총계</b>	<b>29,556</b>	<b>30,669</b>	<b>31,588</b>	<b>32,747</b>	<b>34,252</b>
책임준비금	18,458	19,878	21,213	22,583	23,992
보험료적립금	17,844	19,232	20,567	21,910	23,305
계약자지분조정	248	213	175	182	189
기타부채	1,022	1,019	1,134	871	901
특별계정부채	5,567	5,411	5,249	5,144	5,041
<b>부채총계</b>	<b>25,295</b>	<b>26,521</b>	<b>27,771</b>	<b>28,780</b>	<b>30,124</b>
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	497	498	489	489	489
이익잉여금	1,708	1,766	1,833	1,984	2,145
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계	1,974	1,801	1,412	1,412	1,412
<b>자본총계</b>	<b>4,261</b>	<b>4,147</b>	<b>3,816</b>	<b>3,967</b>	<b>4,128</b>
<b>부채와자본총계</b>	<b>29,556</b>	<b>30,669</b>	<b>31,588</b>	<b>32,747</b>	<b>34,252</b>

**성장률**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	15.6	3.8	3.0	3.7	4.6
운용자산	22.8	5.5	3.2	5.0	6.0
특별계정자산	-4.3	-2.9	2.0	-2.0	-2.0
부채	11.2	4.8	4.7	3.6	4.7
책임준비금	13.0	7.7	6.7	6.5	6.2
자본	50.8	-2.7	-8.0	3.9	4.1
수입보험료	18.2	-9.8	1.5	1.1	2.8
일반계정	29.2	-12.2	0.7	-0.0	2.4
특별계정	-11.1	-0.4	4.3	4.8	4.0
순사업비	-10.4	8.2	4.0	-2.0	2.2
투자영업이익	6.9	3.0	1.6	1.7	3.9
세전이익	35.7	-20.4	45.0	4.2	4.5
순이익	36.4	-21.0	45.0	1.7	4.3

자료 : SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	4,500	4,058	4,120	4,165	4,281
일반계정	3,580	3,142	3,165	3,165	3,241
특별계정	919	915	954	1,000	1,040
보험손익	1,615	795	796	834	862
보험영업수익	3,683	3,250	3,275	3,276	3,354
보험료수익	3,580	3,142	3,165	3,165	3,241
재보험수익	103	108	109	112	114
보험영업비용	2,068	2,455	2,478	2,443	2,493
지급보험금	1,379	1,723	1,748	1,711	1,745
재보험비용	118	122	127	130	132
사업비	328	355	369	362	370
신계약비상각비	241	254	235	240	246
할인료	1	1	-0	-0	-0
투자손익	827	852	866	881	915
책임준비금전입액	2,128	1,419	1,333	1,370	1,409
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	314	228	329	345	367
영업외이익	82	87	128	132	130
특별계정 수입수수료	115	115	149	156	155
특별계정 지급수수료	7	7	8	8	8
세전이익	396	315	457	476	498
법인세비용	91	74	108	121	127
당기순이익	305	241	349	355	371

**주요투자지표**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업지표 (%)</b>					
보험금 지급률	38.5	54.8	55.2	54.1	53.9
위험손해율	78.8	84.9	76.7	76.4	76.2
사업비율	12.4	15.0	14.4	14.5	14.6
투자이익률	4.1	3.7	3.6	3.5	3.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	8.6	5.7	8.8	9.1	9.2
ROA	1.1	0.8	1.1	1.1	1.1
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	3,717	2,936	4,258	4,332	4,520
보통주 BPS	51,961	50,578	46,541	48,373	50,343
보통주 DPS	22,256	20,370	2,500	2,550	2,700
<b>기타 지표 (%)</b>					
보통주 PER (배)	n/a	n/a	12.5	12.3	11.7
보통주 PBR (배)	n/a	n/a	1.1	1.1	1.1
배당성향	59.9	69.4	58.7	58.9	59.7
보통주 배당수익률	n/a	n/a	4.7	4.8	5.1

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**김도하**

doha.kim@sk.com  
02-3773-8876

## Company Data

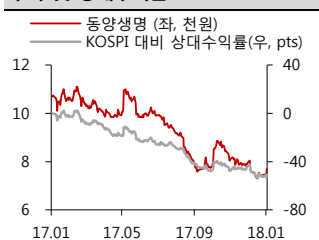
자본금	538 십억원
발행주식수	16,136 만주
자사주	542 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,242 십억원
주요주주	
Anbang Life Insurance Co., Ltd.(외2)	75.34%

외국인지분율	83.13%
배당수익률	1.57%

## Stock Data

주가(18/01/24)	7,700 원
KOSPI	2,538.0 pt
52주 Beta	0.39
52주 최고가	11,100 원
52주 최저가	7,300 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.9%	-6.9%
6개월	-22.4%	-25.9%
12개월	-28.0%	-50.9%

동양생명 (082640/KS | 매수(유지) | T.P 10,000 원(유지))

## 4Q17 순이익 60 억원 (흑자전환 YoY) 전망

동양생명의 4Q17 순이익은 60 억원 (흑전 YoY)으로 시장 컨센서스 66 억원을 하회할 전망이다. 특이요인으로는 일시납 저축성보험의 매출 감소 (900 억원 가정)와 희망퇴직비용, 연말 변액보증 준비금 등이 예상됨. 4Q17 위험손해율은 72.8% (-5.7%p YoY)로 개선되면서 역대 최대의 사차이익이 기대됨. 4Q17 투자수익률은 3.2%로 유류담보대출의 대규모 상각이 있었던 전년동기대비 큰 폭 상승하나, 고리스크 물건 정리에 따라 연중 대비 낮아질 전망이다

## 4Q17 순이익 60 억원 (흑자전환 YoY) 전망

동양생명의 4Q17 순이익은 60 억원 (흑자전환 YoY, -55.8% QoQ)으로 시장 컨센서스 66 억원을 하회할 전망이다. 특이요인으로는 일시납 저축성보험의 매출 감소 (4Q17 900 억원 가정, 3Q17 2,340 억원 및 4Q16 2,500 억원)와 희망퇴직비용 55 억원 발생, 연말 변액보증 준비금 등이 예상된다. 동양생명의 4Q17 위험손해율은 72.8% (-5.7%p YoY)로 개선되면서 역대 최대의 사차이익이 기대된다. 4Q17 투자수익률은 3.2%로 유류담보대출의 대규모 상각이 있었던 전년동기대비 큰 폭 상승하나, 고리스크 물건 정리에 따라 연중 대비 낮아질 전망이다 (3Q17 누적 4.1%). 연말 변액보증 준비금 전입액은 50 억원 수준으로 예상돼, 시장금리 상승 영향에 따라 4Q16 200 억원대의 전입 대비 크게 감소할 것으로 기대된다 (국채 5 년물 '17.9 월 말 2.08% vs. '16.9 월 말 1.27%).

## 투자의견 매수 및 목표주가 10,000 원 유지

동양생명에 대한 목표주가 10,000 원 (목표 PBR 0.63 배)을 유지한다. 직전 목표주가 산출 시 일시납 매출에 따라 실적 전망의 변동성이 높다는 점과 대주주 리스크로 동사에 valuation discount 를 부여한 바 있다. 대주주 리스크는 일부 가라앉았으나, 2018 년 초 저축성 공시이율의 공격적인 인상을 고려하면 여전히 방카슈랑스를 통한 일시납 판매의 의지가 있다고 판단돼 추가 할인을 제거를 보류하였다. 다만 2018 년 말 기준 PBR 0.47 배, PER 5.4 배의 현 주가는 과도하게 낮은 수준이며, 배당성향 35% 가정 시 기대 배당수익률 6.2%는 매력도가 높다고 판단해 투자의견 매수를 유지한다.

## 영업실적 및 투자지표

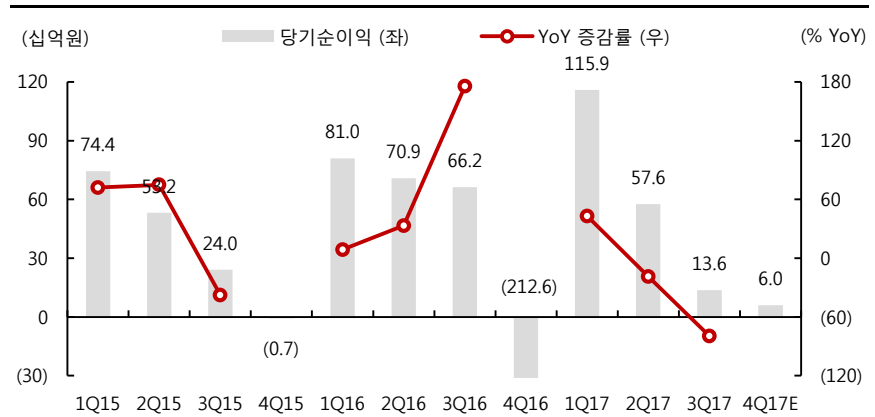
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	십억원	4,026	4,230	6,675	5,934	5,366	5,042
YoY	%	0.0	5.1	57.8	-11.1	-9.6	-6.1
보험손익	십억원	937	1,152	3,418	2,222	1,700	1,320
투자손익	십억원	786	762	509	961	948	995
위험손해율	%	84.9	78.4	80.0	79.1	76.8	76.9
투자수익률	%	4.8	4.3	2.4	4.0	3.5	3.4
영업이익	십억원	158	158	-89	190	220	217
YoY	%	0.0	-0.4	적전	흑전	15.6	-1.5
세전이익	십억원	200	193	-44	261	279	278
순이익	십억원	158	151	5	198	211	211
YoY	%	0.0	-4.6	-96.4	3,544.7	6.5	-0.1
EPS	원	1,551	1,479	53	1,272	1,355	1,354
BPS	원	17,227	19,061	17,498	15,656	16,541	17,395
PER	배	6.9	7.9	238.3	6.0	5.5	5.5
PBR	배	0.6	0.6	0.7	0.5	0.5	0.4
ROE	%	10.3	8.2	0.3	9.4	8.4	8.0
배당수익률	%	5.1	5.3	1.6	5.4	5.8	5.8

동양생명 4Q17 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	4Q17E	3Q17	QoQ (%, %p)	4Q16	YoY (%, %p)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	337.5	509.5	(33.8)	510.0	(33.8)		
투자손익	205.3	200.5	2.4	(115.7)	흑전		
투자수익률 (%)	3.2	3.1	0.0	(2.0)	5.2		
영업이익	(4.6)	(5.5)	흑전	(288.5)	적축	(2.0)	n/a
당기순이익	6.0	13.6	(55.8)	(212.6)	흑전	6.6	(8.4)

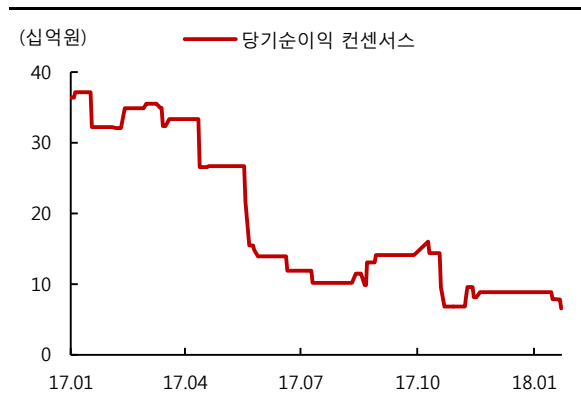
자료: FnGuide, SK 증권

동양생명의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



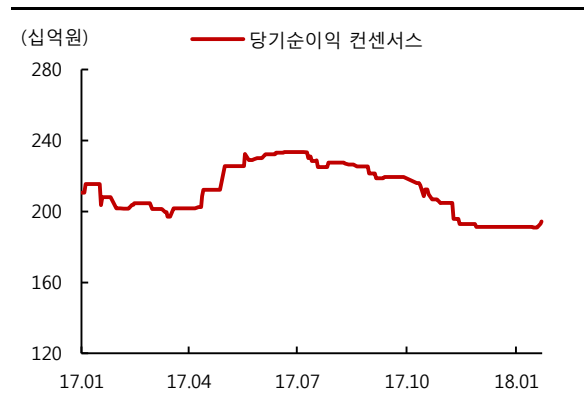
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명의 4Q17 당기순이익 컨센서스 변화



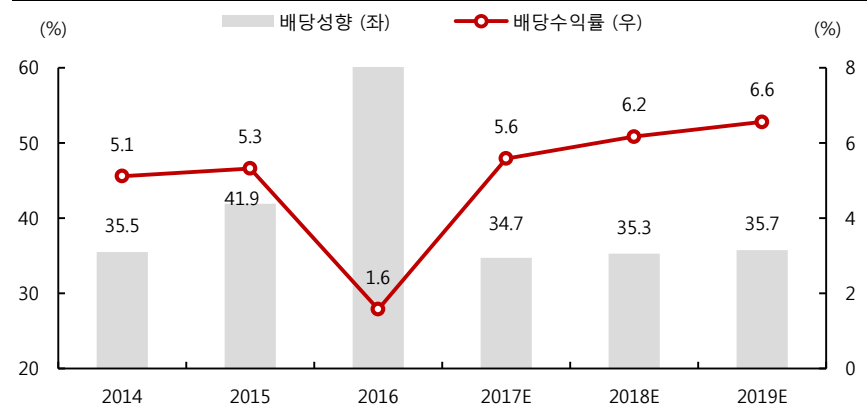
자료: FnGuide, SK 증권

동양생명의 2018년 당기순이익 컨센서스 변화



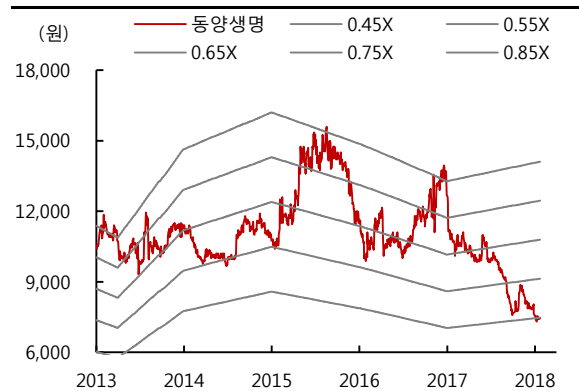
자료: FnGuide, SK 증권

## 동양생명의 배당지표 추이 및 전망



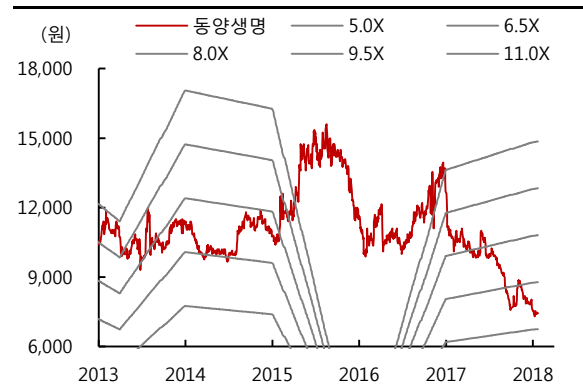
자료: WiseFn, SK 증권

## 동양생명의 12개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

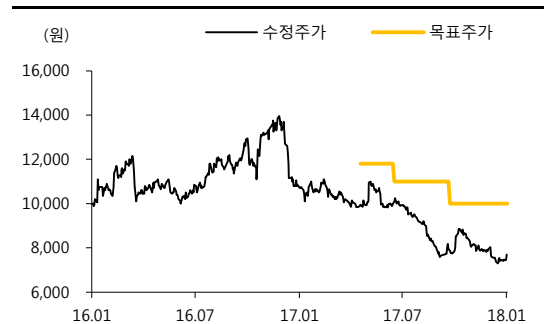
## 동양생명의 12개월 forward PER 추이



자료: SK 증권



일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.01.24	매수	10,000원	6개월		
2017.11.10	매수	10,000원	6개월	-19.95%	-11.40%
2017.10.17	매수	10,000원	6개월	-16.36%	-11.40%
2017.07.12	중립	11,000원	6개월	-18.15%	-7.73%
2017.05.29	중립	11,800원	6개월	-13.08%	-6.78%



### Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 24일 기준)

매수	90.07%	중립	9.93%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	19,163	23,073	26,068	28,452	30,677
현금 및 예치금	1,546	1,551	1,173	1,300	1,347
유가증권	12,535	17,035	20,508	22,421	24,275
주식	195	534	684	703	723
채권	8,801	9,822	10,804	11,884	12,873
수익증권	1,855	1,729	1,937	2,092	2,217
외화유가증권	1,072	3,789	6,063	6,669	7,336
기타유가증권	612	1,161	1,021	1,072	1,126
대출채권	4,723	4,132	4,018	4,271	4,544
부동산	359	356	369	460	511
비운용자산	978	1,057	1,321	1,360	1,401
특별계정자산	2,430	2,536	2,790	2,902	3,018
<b>자산총계</b>	<b>22,571</b>	<b>26,666</b>	<b>30,179</b>	<b>32,714</b>	<b>35,096</b>
책임준비금	17,615	21,634	24,550	26,869	29,051
보험료적립금	16,744	20,553	23,240	25,361	27,447
계약자지분조정	52	35	33	35	35
기타부채	443	547	390	378	346
특별계정부채	2,515	2,665	2,771	2,855	2,940
<b>부채총계</b>	<b>20,625</b>	<b>24,880</b>	<b>27,744</b>	<b>30,136</b>	<b>32,372</b>
자본금	538	538	807	807	807
자본잉여금	206	206	464	464	464
이익잉여금	786	728	900	1,043	1,190
자본조정	-61	-61	-61	-61	-61
기타포괄손익누계	477	375	325	325	325
<b>자본총계</b>	<b>1,946</b>	<b>1,786</b>	<b>2,435</b>	<b>2,578</b>	<b>2,724</b>
<b>부채외자본총계</b>	<b>22,571</b>	<b>26,666</b>	<b>30,179</b>	<b>32,714</b>	<b>35,096</b>

## 성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	10.8	18.1	13.5	8.8	7.2
운용자산	10.6	20.4	13.4	9.6	7.8
특별계정자산	15.0	4.4	10.0	4.0	4.0
부채	10.8	20.6	11.8	9.0	7.4
책임준비금	11.1	22.8	13.9	9.9	7.8
자본	10.7	-8.2	36.6	5.7	5.2
수입보험료	5.1	57.8	-11.1	-9.6	-6.1
일반계정	9.2	71.3	-13.6	-10.9	-7.2
특별계정	-12.6	-14.2	16.0	1.1	2.0
순사업비	6.7	17.9	10.8	1.4	-4.5
투자영업이익	-3.0	-33.2	88.7	-1.4	5.0
세전이익	-3.7	적전	흑전	6.7	-0.1
순이익	-4.6	-96.4	3,544.7	6.5	-0.1

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	4,230	6,675	5,934	5,366	5,042
일반계정	3,563	6,102	5,270	4,695	4,357
특별계정	667	573	664	671	685
<b>보험손익</b>	<b>1,152</b>	<b>3,418</b>	<b>2,222</b>	<b>1,700</b>	<b>1,320</b>
보험영업수익	3,599	6,145	5,323	4,751	4,416
보험료수익	3,563	6,102	5,270	4,695	4,357
재보험수익	36	43	53	55	58
보험영업비용	2,447	2,728	3,100	3,050	3,095
지급보험금	1,785	1,996	2,302	2,248	2,301
재보험비용	40	50	61	64	68
사업비	294	346	384	389	372
신계약비상각비	325	333	352	347	353
할인료	3	2	0	0	0
투자손익	762	509	961	948	995
책임준비금전입액	1,756	4,016	2,993	2,428	2,098
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	158	-89	190	220	217
영업외이익	35	45	71	58	62
특별계정 수입수수료	47	52	65	63	66
특별계정 지급수수료	1	0	0	1	1
세전이익	193	-44	261	279	278
법인세비용	42	-50	63	67	67
당기순이익	151	5	198	211	211

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업지표 (%)</b>					
보험금 지급률	50.1	32.7	43.7	47.9	52.8
위험손해율	78.4	80.0	79.1	76.8	76.9
사업비용	14.5	10.1	12.8	13.9	14.1
투자이익률	4.3	2.4	4.0	3.5	3.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	8.2	0.3	9.4	8.4	8.0
ROA	0.7	0.0	0.7	0.7	0.6
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	1,479	53	1,272	1,355	1,354
보통주 BPS	19,061	17,498	15,656	16,541	17,395
보통주 DPS	620	200	470	500	500
<b>기타 지표 (%)</b>					
보통주 PER (배)	7.9	238.2	6.1	5.7	5.4
보통주 PBR (배)	0.6	0.7	0.5	0.5	0.4
배당성향	41.9	375.2	34.7	35.3	35.7
보통주 배당수익률	5.3	1.6	5.7	6.2	6.6

자료 : SK증권 추정

**memo**

---