

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

dohakim@sk.com

02-3773-8876

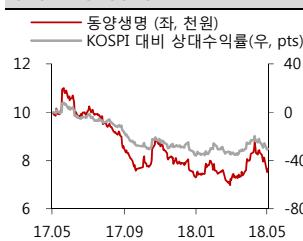
## Company Data

자본금	807 십억원
발행주식수	16,136 만주
자사주	542 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,236 십억원
주요주주	
Anbang Life Insurance Co., Ltd.(으)3)	75.34%
외국인지분율	84.32%
배당수익률	4.74%

## Stock Data

주가(18/05/10)	7,660 원
KOSPI	2,464.2 pt
52주 Beta	0.46
52주 최고가	11,000 원
52주 최저가	6,990 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.7%	-5.3%
6개월	-11.7%	-8.6%
12개월	-22.6%	-31.2%

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

### 매각설이 거론되니 보험부채를 점검해보자

최근 매각 가능성이 제기되면서 동사의 주가는 하락함. 최대주주 리스크가 수개월간 기반 영된 가운데, 매각설이 부정적으로 받아들여진 것은 매각가치에 대한 우려라고 판단됨. 특히 지난 2년간 판매한 일시납 저축보험의 시장의 주된 우려이므로, 동양생명의 보험부채를 점검할 필요가 있음. 매각시기, 인수자, 매각가격 등 불확실성이 극대화된 점은 사실이나, 결론적으로 현 시장가치 대비 인수가치 절하의 우려는 기우라고 판단함

### 동양생명의 보험부채 점검: 과거 일시납 판매가 정말 큰 부담인가?

2015년 중국 안방보험에 인수됐던 동양생명의 매각 가능성이 대두되고 있음. 안방그룹 경영권이 중국 금융당국에 위탁된 가운데 해외자산의 정리가 예상되기 때문. 매각설 이후 동사의 주가는 하락했는데, 최대주주 리스크가 수개월간 이미 반영된 가운데 정당한 valuation을 위해서는 면밀한 부채 점검이 병행될 필요가 있다고 판단됨. 2016~2017년 3조원대 일시납 저축보험을 판매한 점이 부채 부담으로 제기되는데, 점검 결과 1) 당시 판매된 상품 대부분의 최저보증이율(2.1~2.85%)이 현재의 공시이율(2.7%)보다 낮고, 2) 이를 감안해도 보험부채 금리 구조는 여전히 대형 생보사보다 덜 부담스러우며, 3) 부채 부담금리는 커버리지 생보사 중 가장 낮음. 금리 상승 국면에서 지난 2년간 판매된 상품의 보증이율 이슈가 해소될 가능성은 높은 가운데, 현 시장가치 (PBR 0.5배) 대비 매각 가치가 크게 절하될 것이라는 우려는 기우라고 판단함

### 1Q18 당기순이익 419 억원 (-63.8% YoY), 연간 이익 감소는 불가피

2018년 실적 부진 전망은 여전히 유지함. 동양생명의 1Q18 별도 당기순이익은 419억 원 (-63.8% YoY)으로 컨센서스를 14% 하회. 1Q17 대비 일시납 매출 감소 및 금융자산 처분의 감소가 감익의 원인인데, 이는 연중 지속될 이슈임. 정상화의 과정이지만, 이로 인한 연간 이익 감소는 불가피할 전망. 2018년은 저축성 보험을 통해 이뤘던 외형성장 기조를 다시 가치 중심으로 다행하는 시기로, 향후 turn-around의 계기가 될 것으로 예상됨. 실적 부진으로 단기적인 투자 매력도는 높지 않으나 중기적인 체질 개선이 전망되고, 최대주주 관련 우려가 오랜 기간 반영된 점을 감안해 투자의견 매수를 유지함

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	십억원	4,230	6,675	5,908	5,268	5,247	5,397
YoY	%	5.1	57.8	-11.5	-10.8	-0.4	2.9
보험손익	십억원	1,152	3,418	2,076	1,278	1,153	1,155
투자손익	십억원	762	509	935	866	910	978
위험손해율	%	78.4	80.0	80.4	76.8	76.6	75.7
투자수익률	%	4.3	2.4	3.9	3.3	3.2	3.2
영업이익	십억원	158	-89	166	137	156	170
YoY	%	-0.4	-156.8	-285.0	-17.4	13.9	9.4
세전이익	십억원	193	-44	241	227	251	270
순이익	십억원	151	5	184	173	190	205
YoY	%	-4.6	-96.4	3,289.1	-6.3	101	7.8
EPS	원	1,479	53	1,183	1,109	1,221	1,315
BPS	원	19,061	17,498	15,297	15,093	15,954	16,870
PER	배	7.9	238.2	6.4	6.9	6.3	5.8
PBR	배	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE	%	8.2	0.3	8.8	7.3	7.9	8.0
배당수익률	%	5.3	1.6	4.7	4.7	5.2	5.6

주초 동양생명의 매각이 추진 중이라는 언론 보도 이후, 동사의 주가는 5.4% 하락해 8,000원을 하회했다. 매각이 언제, 누구에게, 얼마에 진행될지 가늠할 수 없는 현재 불확실성이 극대화된 점은 사실이다. 그러나 투자기회를 찾는다면, 정당한 valuation을 위한 고민이 필요한 시점이기도 하다.

## 최대주주 관련 Fact 정리 & 향후 관전 포인트

우선 동양생명 지배구조와 관련한 fact를 살펴보면, 동사는 FY2010 말 동양파이낸셜에서 PEF인 보고펀드로 최대주주가 변경되었다가 3Q15 중국 안방보험에 인수되었다(당시 지분 63% 인수, 이후 제3자 유상증자로 안방보험그룹 지분율 75%로 확대). 이후 동양생명의 주가에는 중국 자본에 대한 불확실성, 안방그룹의 복잡한 지배구조, 저축성 중심의 레버리지 우려와 함께 최대주주의 자본확충 여력과 높은 배당매력에 대한 기대가 공존했다. 그러나 2Q17 안방보험그룹의 우샤오후이 회장이 퇴임하고 경제범죄로 연행되면서 최대주주 리스크가 본격적으로 부각되었다. 2018년 2월 중국 보험감독관리위원회(이하 보감위)는 안방그룹을 1년 간 위탁경영하기로 결정했다. 이에 안방그룹의 해외투자를 경계했던 중국 정부가 동양생명 및 ABL생명(중국 입장에서 해외투자의 일환)을 매각할 것이라는 전망이 대두됐고, 최근 보감위가 글로벌 IB에 입찰제안요청서를 발송했다는 언론 보도로 이어졌다.

현 시점에서 판단해야 할 요소는 '매각이 동양생명 주주에게 악재인가?'이다. 이미 기존 최대주주에 대한 기대감(자본확충, 투자처 확보 등)은 소멸했고, 우려사항은 수개월 간 반영됐다. 오히려 7년 만에 4번째 최대주주를 맞이하게 된 상황에서 매각 후 경영이 안정화된다면 시장가치의 회복을 기대할 수도 있을 것이다.

**동양생명 주가 추이: 안방보험에 인수된 이후 실적 개선과 부채 우려 공존 → 증자(자본력 강화) 후 주가 오히려 상승 → '16년 말 육류담보대출 손실 및 최대주주 리스크로 하락세 지속 → 안방보험 위탁경영 결정 후 저점에서 회복 → 매각설로 다시 하락**



자료: FnGuide, SK 증권

**Valuation 은 최대주주 리스크로 하락한 후 최근 저점에서 회복했으나, 매각설로 다시 0.5 배 하회**

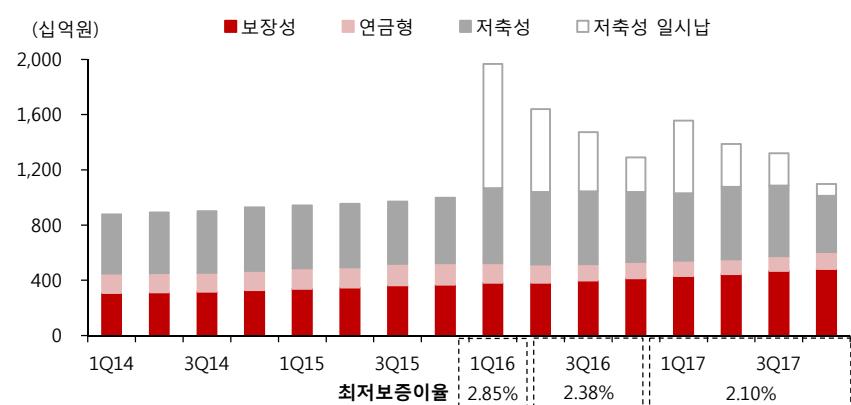
따라서 향후 주목해야 할 요소는 1) 매각 성사 시기 (장기화될 경우 중국 보감위의 의 사결정 불확실성 확대), 2) 인수 주체의 안정적인 운영 가능 여부 (금융지주사, 자본력 을 갖춘 대기업 등일 경우 긍정적), 3) 매각가격 (현 시가를 하회할 가능성성이 높다면 부 정적), 4) ABL 생명과의 동반매각 여부 (폐기지 매각 시 부정적) 이다. 아직 논의하기엔 시기상조인 변수들이지만, 보험사의 특수성을 고려하면 특히 매각가치는 미리 고민해 볼 필요가 있다.

보험사의 특수성이란 M&A 과정에서 생명보험사의 인수가치가 순자산가치와 큰 괴리를 보일 수 있다는 점이다. 생보업종은 2021년 회계제도 (IFRS17) 변경을 앞두고 자본 불확실성을 내포하고 있다. 일례로 ABL 생명 (구 알리안츠생명)은 1조원대 자본 규모 에도 불구하고, 35억원에 매각되었다 (2016). 장기적인 관점의 인수자에게는 생보사의 적정 가치에 미래의 자본 투입 (증자 등) 기댓값이 변수로 작용하는 것이다. 미래의 자 본 확충은 어떤 경우에 가능한가? 알리안츠생명은 왜 35억원에 거래됐는가? 답은 보험 부채에 있다.

## 동양생명의 보험부채 점검

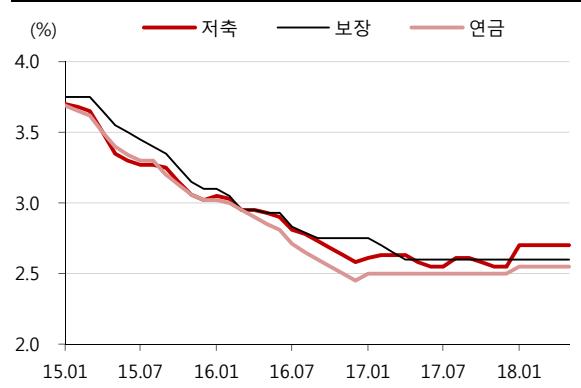
동양생명은 2016년~2017년 3조원대의 일시납 저축보험(양로보험)을 판매하면서 괄목 할만한 외형성장과 함께 시장의 우려를 샀다. 처음 판매 시 주력 상품에 2.85%의 최저보증이율이 부리되었는데, 이후 시장금리가 추가 하락하면서 공시이율이 이를 하회했기 때문이다. 즉 변동금리 상품의 이율이 하락했음에도 불구하고 해당 상품에는 2.85%의 이율을 제공해야 했다. 금리 하락 구간에서는 이율이 더 높았던 과거의 최저보증이율이 현재 공시이율보다 높을 수 있으므로 결국 고정금리와 같으며, 추가적인 비용 부담의 문제가 발생한다. ‘금리 하락기’에는 말이다.

### 동양생명의 보증별 수입보험료: 문제시 되는 것은 대부분 일시납 저축성 양로보험



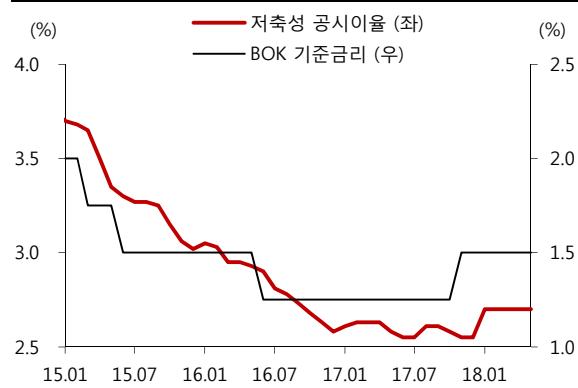
자료: 동양생명, SK 증권

### 동양생명의 공시이율 추이: 2016년 초 3% → 현재 2.5~2.7%



자료: 동양생명, SK 증권

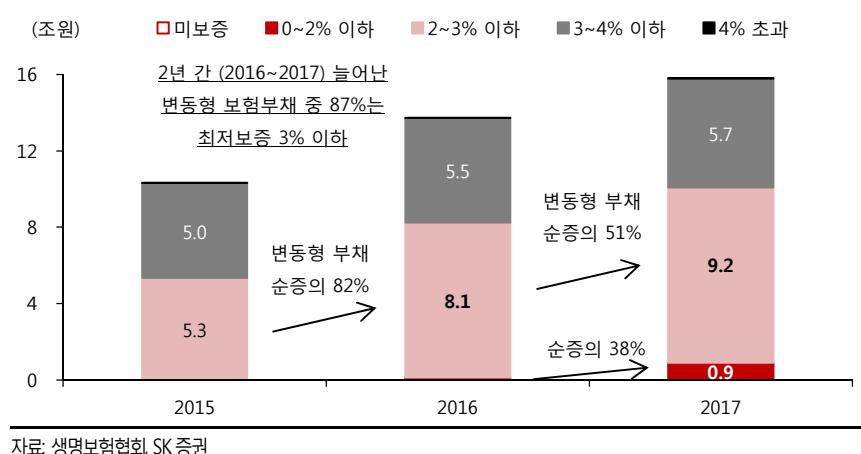
### 동양생명의 저축성 공시이율과 한국은행 기준금리 추이



자료: 한국은행, 동양생명, SK 증권

일시납 저축성 보험을 적극 판매했던 지난 2년간 동양생명의 보험료 적립금은 6.4조원 증가했고, 이 중 변동금리형 부채는 5.5조원 증가했다. 거의 모든 변동금리 상품에 최저보증이율이 설정됐는데, 5.5조원의 부채 중 87%인 4.7조원에 3% 이하의 보증이율이 부리되었다. 준비금 증가의 주된 요인이었던 양로보험의 최저보증이율은 1Q16 2.85%였으나, 2016년 4월 2.38%, 11월 2.10%로 인하됐다. 따라서 보증이율 3% 이하의 부채 중에서도 상당 부분은 현재의 공시이율(2.7%)을 하회할 것으로 추정되며, 공시이율이 15bp만 올라도 양로보험의 최저보증 이율은 해소된다. 시장금리를 기반으로 한 공시이율이 상승하지 못하거나 오히려 현재보다 하락할 것이라고 보지 않는다면, 당시 판매된 상품들은 보통의 변동금리부 저축성 부채로 봐도 무방하다는 판단이다. (만약 중장기적인 시장금리의 하락을 전망하고 있다면, 동양생명을 넘어 생명보험업종에 대한 투자 접근 자체가 사실상 불가능하다)

#### 동양생명의 변동형 보험료적립금 보증이율별 규모: 2년간 일시납 저축보험 판매로 증가한 변동금리 보험료적립금 5.5조원 중 최저보증이율 3% 이하가 4.7조원 (87%)

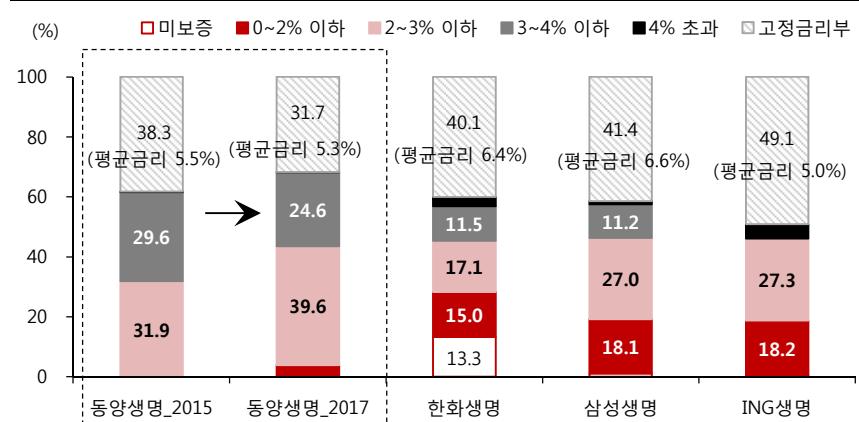


자료 생명보험협회, SK증권

물론 금리가 상승해 최저보증이율이 더 이상 문제가 되지 않고 온전한 변동금리 상품으로 취급된다고 해도, 우려는 남을 수 있다. 2021년 회계제도 변경 시 시가평가될 저축성 부채는 자체로 부담 요인인 때문이다. 그러나 저축성 부담이 동양생명의 추가 할인율의 근거가 되긴 어렵다고 판단된다.

우선 2년간 (2016년~2017년)의 일시납 양로보험 판매 이후 동양생명의 보험료적립금 구조를 살펴보면, 고정금리 부채 비중은 이전보다 축소되었고, 대형 생보사 대비 낮은 수준이며, 고정금리 부담이율도 100bp 이상 낮다. 최저보증이율이 3% 초과~4% 이하인 변동금리 부채 비중은 25%로 여전히 타사 대비 높지만 2015년보다 축소되었으며, 지금은 고정금리와 다를 바 없는 해당 부분을 감안해도 전체 보험부채(고정+변동)의 부담이율은 주요 상장 생명보험사 중 가장 낮다. 연말 EV 민감도에서도 나타났듯이 최저보증 때문에 금리 하락 시의 리스크는 비대칭적으로 크지만, 2%대 후반의 공시이율에서 타 생보사 대비 더 위험하다고 볼 순 없다고 판단된다.

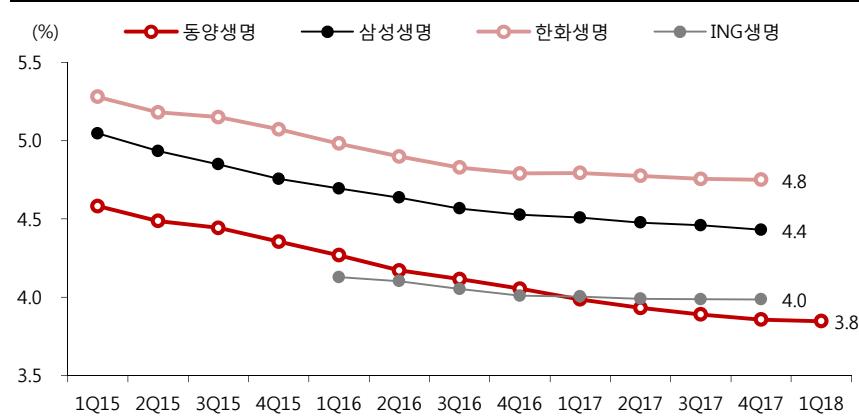
#### 상장 생보사별 보험부채 금리 구조: 금리 상승기에 동양생명이 타사보다 위험하다고 할 수 있을까?



자료 생명보험협회, SK 증권

주: 0~4% 초과의 범위는 부리된 최저보증이율을 의미, 동양생명 외 3사는 2017년 말 기준

#### 상장 생보사별 보험부채 부담이율: 최저보증이니 뭐니 해도 부담금리는 동양생명이 가장 낮다.



자료 생명보험협회, SK 증권

2021년 적용될 부채 시가평가의 가늠자로 보험부채 적정성 평가 (Liability Adequacy Test, 이하 LAT)를 참고할 수 있다. 이하의 표는 LAT 결과로, 현재 적립된 원가평가 보험부채 규모와 시장지표 기반의 할인율로 산출한 부채 시가평가액과의 비교이다. 동양생명의 2017년 말 LAT 결과는 +2.8조원(잉여)이며, 유배당 계약으로부터 발생한 결손금 합산은 -1.1조원으로 자기자본의 43% 수준이다. 산출을 위한 기초율이 변하므로 단순화할 순 없으나 LAT 합계도, 결손금 부담도 이전대비 감소했다. 대형사와 비교해도 상대적인 부채 부담이 크다고 보기 어렵다. 매각가격이 순자산가치를 크게 하회했던 ABL생명 (당시 알리안츠생명)과는 잉여/결손의 구성 자체가 다르기 때문에 해당 사례를 통한 가치 절하 우려도 과도하다. IFRS17에서의 포트폴리오 구분에 따라 결손 부담이 감소할 여지가 있고 시가평가 할인율의 기반인 시장금리가 상승할 것으로 전망되는 가운데, 현재의 부채 적립금이 시가평가 적립금보다 부족해 매각가치가 크게 절하되는 것을 동양생명의 현 주가에 반영하는 것은 기우로 판단된다.

동양생명의 보험부채 적정성 평가 (LAT) 결과: 잉여와 결손의 합계도, 결손금만의 합산도 부담은 감소

(십억원)		2016 (기준)	2016 (변경)	2017
금리확정형	유배당	-1,172	-1,175	-1,050
	무배당	572	992	1,920
금리연동형	유배당	-9	-13	-8
	무배당	1,063	1,522	1,391
변액보험		542	520	532
합계		<b>996</b>	<b>1,847</b>	<b>2,784</b>
결손금 합계		<b>-1,181</b>	<b>-1,187</b>	<b>-1,058</b>
별도 자기자본		1,786	1,786	2,477
자본대비 결손금 (%)		66.1	66.5	42.7
적용 할인율 (%)		2.37~5.97	미공시	1.47~8.08

자료 전자공시시스템 SK증권

주: 적정 보험부채 평가액보다 현재 적립한 준비금 규모가 더 크면 양수 (잉여금), 더 작으면 음수 (결손금)로 표현  
 '2016년 (기준)'은 2016년 말에 발표한 수치이며, '2016 (변경)'은 2017년부터 변경된 평가액 산출 방식 (할인율 산출 구조, 현행추정치 조정방식 등)을 소급적용한 수치임

다른 생보사의 LAT 사례 비교: 주요 상장 생보사 (2017년) 및 매각 당시의 ABL생명 (2015년)

(십억원)		삼성생명	한화생명	ING생명	ABL (알리안츠)
금리확정형	유배당	-18,977	-6,974	108	-963
	무배당	-2,432	-18	4,237	-545
금리연동형	유배당	-73	-278	-247	-8
	무배당	34,890	9,381	1,074	1,001
변액보험		10,151	4,962	1,506	445
합계		<b>23,560</b>	<b>7,073</b>	<b>6,678</b>	<b>-69</b>
결손금 합계		<b>-21,482</b>	<b>-7,271</b>	<b>-139</b>	<b>-1,515</b>
별도 자기자본		26,819	8,969	3,950	994
자본대비 결손금 (%)		80.1	81.1	3.5	152.4
적용 할인율 (%)		2.21~8.32	평균 3.76%	2.43~6.16	3.5~4.9

자료 전자공시시스템 SK증권

## 동양생명 1Q18 Review

동양생명의 1Q18 별도 당기순이익은 419억원 (-63.8% YoY)으로 SK증권 추정치에 부합했으나 시장 전망치를 14% 하회했다. 당기의 일회성 요인은 부재했으나, 전년동기 대비 일시납 매출 감소 (1Q17 5,250억원 → 1Q18 1,700억원)와 금융자산 처분익 감소 (1Q17 1,390억원 → 1Q18 250억원)로 인해 이익이 감소했다.

동양생명의 1Q18 수입보험료는 저축성 중심의 매출 감소로 22.2% YoY 감소했다. 보장성 APE는 1,288억원 (-0.7% YoY)으로 소폭 감소했는데, 손해보험사 경쟁의 여파로 GA채널 매출이 감소한 영향으로 파악된다 (GA 보장성 APE -5.8% YoY). 1Q18 위험 손해율은 77.6% (-9.4%p YoY)로 개선되었으나, 처분의 감소와 리스크 관리 중심의 포트폴리오 조정으로 투자수익률은 3.4% (-1.8%p YoY)로 하락했다. 이는 이자부자산 수익률 (3.3% 추정)과 유사해 경상적인 수준이라고 판단된다.

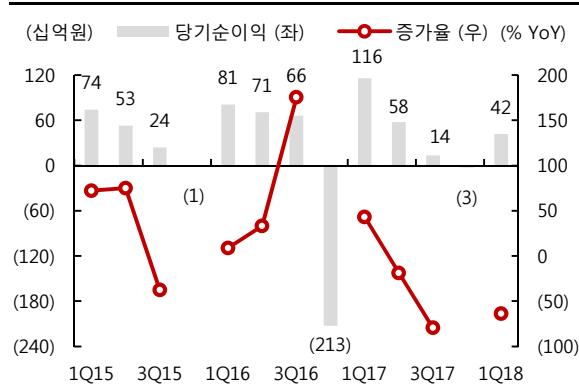
1Q18 이익 감소를 야기한 일시납 축소와 투자수익률 하락은 연중 지속될 것으로 예상된다. 정상화의 과정이지만, 이로 인해 연간 이익이 감소하는 것은 불가피하다. 2018년은 저축성 보험을 통해 이뤘던 외형성장 기조를 다시 가치 중심으로 다듬는 시기가 될 전망이다.

### 동양생명 1Q18 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	1Q18P	4Q17	YoY (%)	4Q17	QoQ (%)	1Q18E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	2846	708.4	(59.8)	274.2	3.8	429.2	(33.7)	n/a	n/a
투자손익	2223	308.2	(27.9)	182.8	21.6	207.6	7.1	n/a	n/a
영업이익	27.1	133.1	(79.6)	(22.6)	흑전	35.4	(23.5)	48.3	(43.9)
세전이익	54.2	153.1	(64.6)	(5.2)	흑전	55.9	(3.0)	79.3	(31.6)
순이익	41.9	115.9	(63.8)	(2.7)	흑전	42.4	(1.1)	48.9	(14.2)

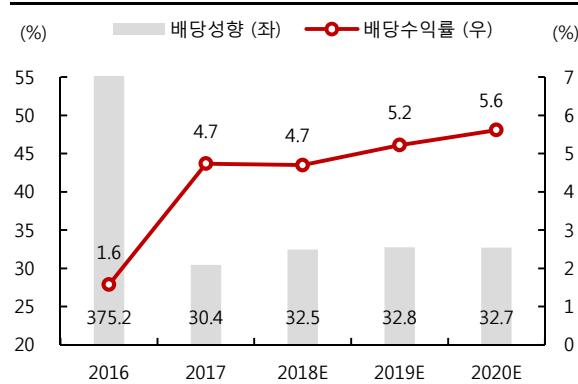
자료: 동양생명, FnGuide, SK 증권

### 동양생명의 당기순이익 추이



자료: 동양생명, SK 증권

### 동양생명의 배당지표 추이 및 전망



자료: 동양생명, SK 증권

## 동양생명 별도 기준 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)
전체 수입보험료	1,647	1,474	1,360	1,427	1,281	(10.2)	(22.2)
보장성	432	445	469	482	498	3.4	15.2
연금형	111	106	105	123	102	(17.2)	(8.7)
저축성	1,013	838	747	494	606	22.9	(40.1)
퇴직	90	86	39	329	75	(77.3)	(17.4)
APE	369	241	241	197	244	23.5	(34.0)
보장성	130	126	143	134	129	(4.1)	(0.7)
연금형	24	17	16	19	16	(18.4)	(33.2)
저축성	216	98	82	44	99	127.0	(54.1)
보험영업수익	1,508	1,344	1,279	1,060	1,170	103	(22.4)
보험영업비용	800	760	770	786	885	12.6	10.8
보험손익	708	584	509	274	285	3.8	(59.8)
투자손익	308	243	201	183	222	21.6	(27.9)
책임준비금전입액	884	767	715	480	480	0.0	(45.7)
영업이익	133	61	(5)	(23)	27	흑전	(79.6)
영업외이익	20	15	23	17	27	56.6	35.7
세전이익	153	76	18	(5)	54	흑전	(64.6)
순이익	116	58	14	(3)	42	흑전	(63.8)
경영효율지표 (%)							
보험료지급률	40.5	43.0	45.0	55.0	59.8	4.8	19.3
위험손해율	87.0	75.0	82.1	77.6	77.6	0.0	(9.4)
사업비율	11.3	12.3	14.3	14.6	14.8	0.2	3.5
투자수익률	5.3	4.0	3.1	2.8	3.4	0.6	(1.8)

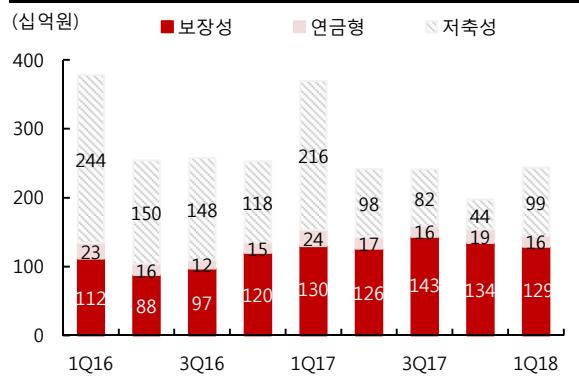
자료: 동양생명, SK증권

## 동양생명 별도 기준 운용자산 현황

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	24,047	25,378	25,874	25,977	26,252	100.0	1.1	9.2
현금및예치금	2,208	1,929	1,317	1,376	1,438	5.5	4.4	(34.9)
유기증권	17,174	18,807	20,086	20,125	20,183	76.9	0.3	17.5
주식	501	672	663	599	586	22	(2.2)	16.9
채권	9,510	9,691	10,796	10,975	11,258	42.9	2.6	18.4
수익증권	1,756	1,984	1,366	1,289	1,595	6.1	23.7	(9.2)
외화증권	4,405	5,293	5,934	5,816	5,270	20.1	(9.4)	19.6
기타증권	967	1,132	1,292	1,412	1,439	5.5	2.0	48.9
관계사자분	35	35	35	35	35	0.1	0.0	0.0
대출채권	4,310	4,288	4,117	4,123	4,280	16.3	3.8	(0.7)
부동산	355	354	353	353	352	1.3	(0.2)	(0.9)

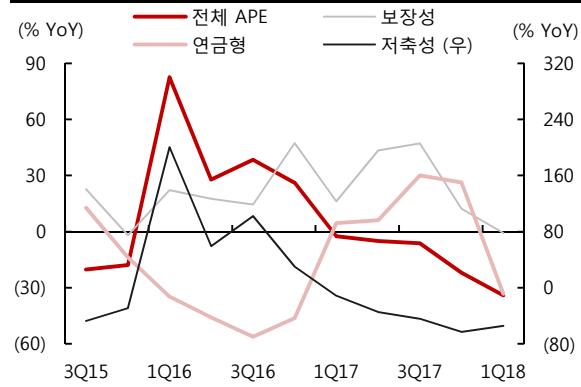
자료: 동양생명, SK증권

## 동양생명의 연납화 보험료 (APE) 금액 추이



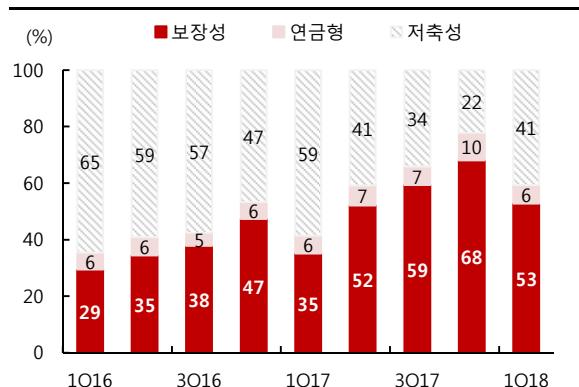
자료: 동양생명, SK 증권

## 동양생명의 보증별 연납화 보험료 (APE) 증가율



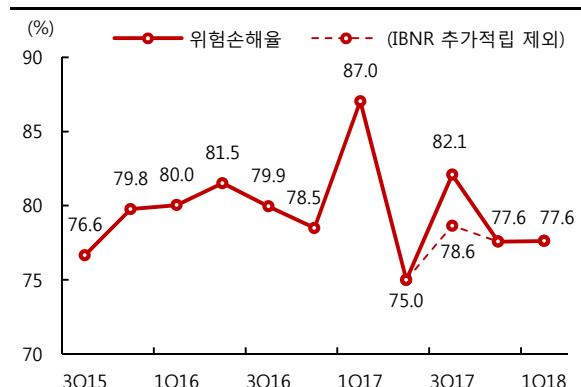
자료: 동양생명, SK 증권

## 동양생명의 연납화 보험료 (APE) 구성비



자료: 동양생명, SK 증권

## 동양생명의 위험손해율



자료: 동양생명, SK 증권

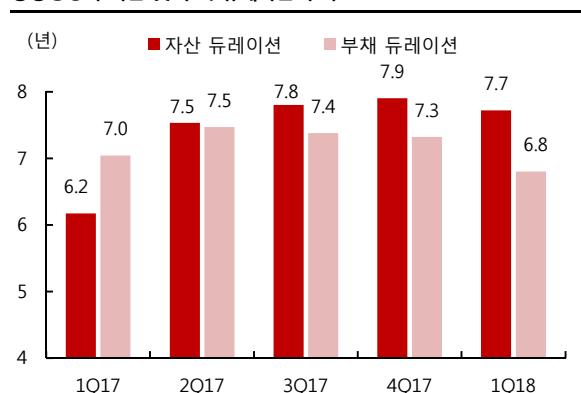
## 동양생명의 투자수익률 및 운용자산 증가율



자료: 동양생명, SK 증권

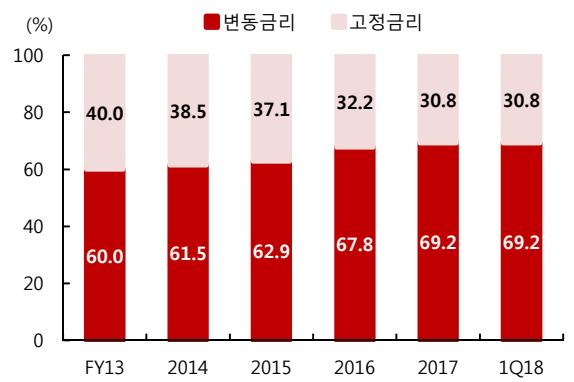
주: 4Q16 점선은 육류담보대출 손상차손 제외 시

## 동양생명의 자산 및 부채 드레이션 추이



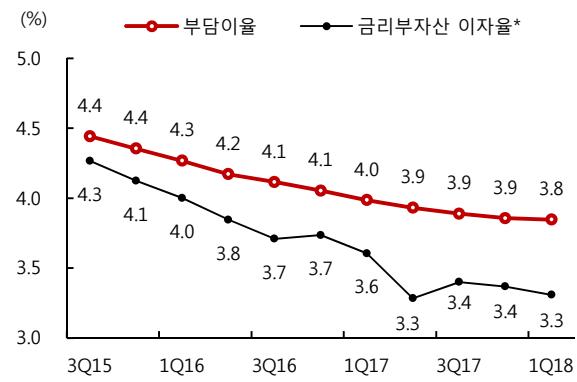
자료: 동양생명, SK 증권

### 동양생명의 금리형태별 준비금 비중



자료: 동양생명, SK 증권

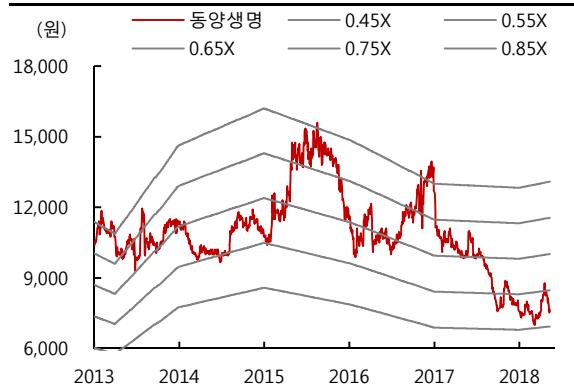
### 동양생명의 부담이율 및 금리부자산 이자율



자료: 동양생명, SK 증권

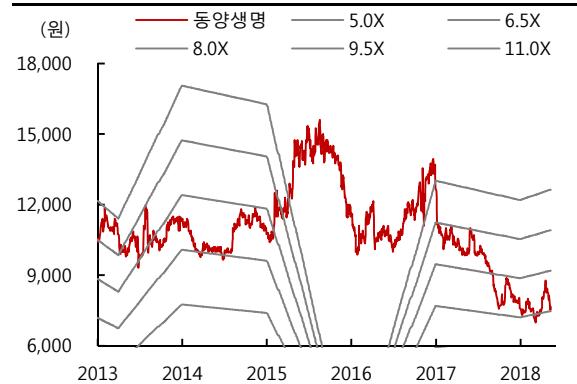
주: \*금리부자산 (채권, 대출, 예금 등) 대비 이자수익으로 산출

### 동양생명의 12 개월 forward PBR Band chart

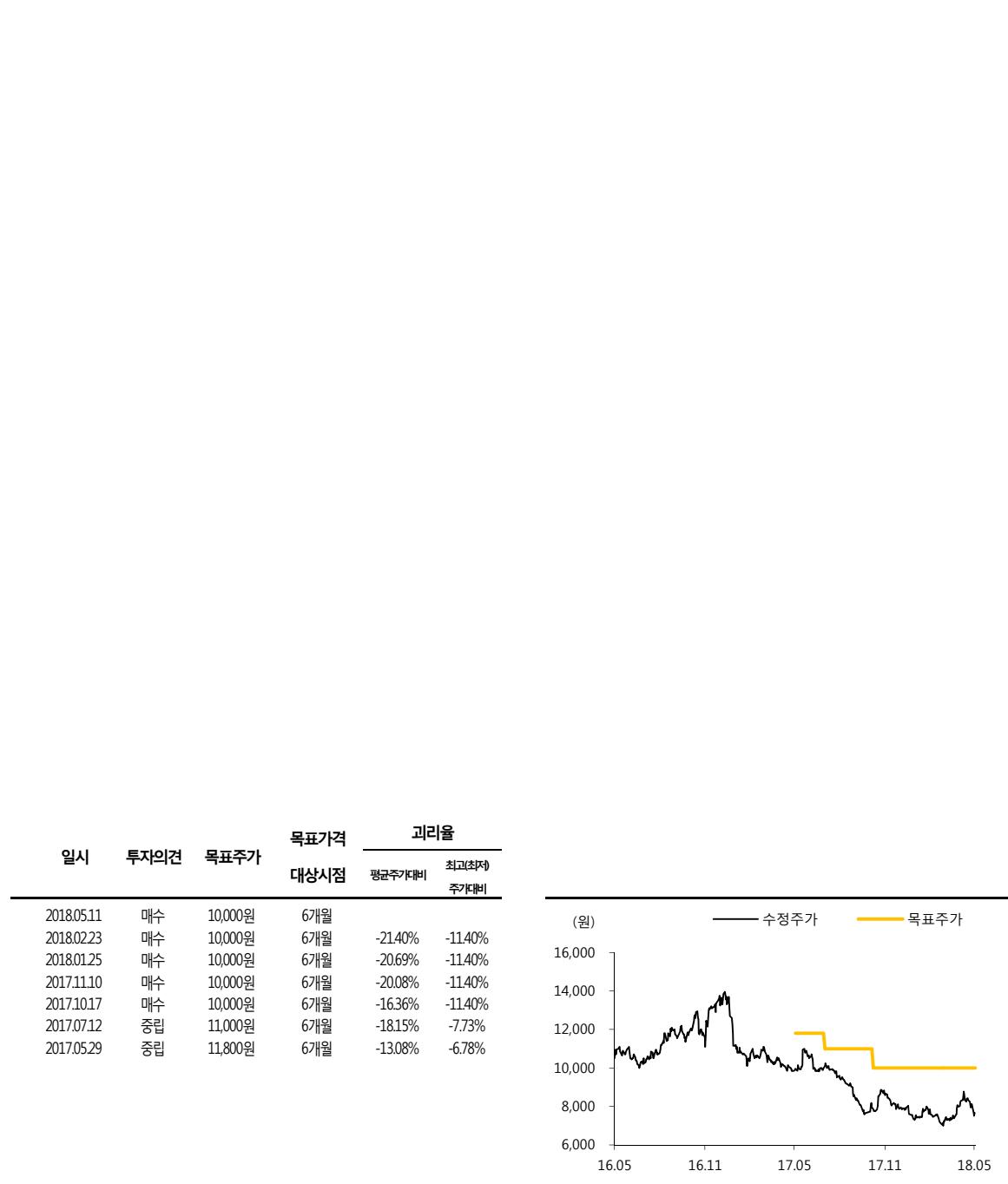


자료: 동양생명, SK 증권

### 동양생명의 12 개월 forward PER Band chart



자료: 동양생명, SK 증권



### Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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 (2018년 5월 11일 기준)

매수	89.73%	중립	10.27%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	23,073	25,977	28,033	29,970	32,043
현금 및 예치금	1,551	1,376	1,133	1,066	1,125
유가증권	17,035	20,125	21,996	23,707	25,361
주식	534	634	652	671	690
채권	9,822	10,975	12,073	12,968	13,930
수익증권	1,729	1,289	1,392	1,475	1,578
외화유가증권	3,789	5,816	6,397	7,037	7,530
기타유가증권	1,161	1,412	1,482	1,556	1,634
대출채권	4,132	4,123	4,486	4,736	5,064
부동산	356	353	418	462	494
비운용자산	1,057	1,428	1,471	1,515	1,560
특별계정자산	2,536	2,869	3,012	3,163	3,321
<b>자산총계</b>	<b>26,666</b>	<b>30,274</b>	<b>32,515</b>	<b>34,648</b>	<b>36,925</b>
책임준비금	21,634	24,481	26,492	28,402	30,367
보험료적립금	20,553	23,146	25,014	26,874	28,819
계약자지분조정	35	23	24	25	25
기타부채	547	318	457	417	453
특별계정부채	2,665	3,067	3,190	3,317	3,450
<b>부채총계</b>	<b>24,880</b>	<b>27,890</b>	<b>30,163</b>	<b>32,161</b>	<b>34,295</b>
자본금	538	807	807	807	807
자본잉여금	206	464	464	464	464
이익잉여금	728	892	1,008	1,143	1,285
자본조정	-61	-61	-61	-61	-61
기타포괄손익누계	375	283	134	134	134
<b>자본총계</b>	<b>1,786</b>	<b>2,384</b>	<b>2,352</b>	<b>2,487</b>	<b>2,629</b>
<b>부채와자본총계</b>	<b>26,666</b>	<b>30,274</b>	<b>32,515</b>	<b>34,648</b>	<b>36,925</b>

## 성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	18.1	13.5	7.4	6.6	6.6
운용자산	20.4	12.6	7.9	6.9	6.9
특별계정자산	4.4	13.1	5.0	5.0	5.0
부채	20.6	12.1	8.2	6.6	6.6
책임준비금	22.8	13.2	8.2	7.2	6.9
자본	-8.2	33.5	-1.3	5.7	5.7
수입보험료	57.8	-11.5	-10.8	-0.4	2.9
일반계정	71.3	-15.8	-12.2	-0.8	3.0
특별계정	-141	34.7	-1.7	22	22
순사업비	17.9	11.2	-2.3	1.2	2.9
투자영업이익	-33.2	83.6	-7.4	5.1	7.5
세전이익	-122.9	-646.0	-5.9	10.6	7.8
순이익	-96.4	3,289.1	-6.3	10.1	7.8

자료: SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	6,675	5,908	5,268	5,247	5,397
일반계정	6,102	5,137	4,510	4,472	4,606
특별계정	573	771	758	774	791
보험손익	3,418	2,076	1,278	1,153	1,155
보험영업수익	6,145	5,191	4,571	4,538	4,677
보험료수익	6,102	5,137	4,510	4,472	4,606
재보험수익	43	54	61	66	71
보험영업비용	2,728	3,115	3,292	3,384	3,522
지급보험금	1,996	2,322	2,484	2,545	2,655
재보험비용	50	61	69	76	82
사업비	346	385	376	381	392
신계약비상각비	333	346	362	381	392
할인료	2	2	1	1	1
투자손익	509	935	866	910	978
책임준비금전입액	4,016	2,845	2,008	1,908	1,962
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	-89	166	137	156	170
영업외이익	45	76	90	95	100
특별계정 수입수수료	52	72	91	96	101
특별계정 지급수수료	0	0	1	1	1
세전이익	-44	241	227	251	270
법인세비용	-50	57	54	61	65
당기순이익	5	184	173	190	205

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업지표 (%)</b>					
보험금 지급률	32.7	45.2	55.1	56.9	57.6
위험손해율	80.0	80.4	76.8	76.6	75.7
사업비율	10.1	13.0	14.4	14.5	14.5
투자이익률	24	3.9	33	3.2	3.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	0.3	8.8	7.3	7.9	8.0
ROA	0.0	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	53	1,183	1,109	1,221	1,315
보통주 BPS	17,498	15,297	15,093	15,954	16,870
보통주 DPS	200	360	360	400	430
<b>기타 지표 (%)</b>					
보통주 PER (배)	238.2	6.4	6.9	6.3	5.8
보통주 PBR (배)	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
배당성향	375.2	30.4	32.5	32.8	32.7
보통주 배당수익률	1.6	4.7	4.7	5.2	5.6