

보험산업분석 및 금리 환경 변화

생보주, 이제 가보자!

2018. 6. 4

키움증권

보험/증권

Analyst 김태현

02) 3787-4904

thkim@kiwoom.com

RA 유근탁

02) 3787-0334

ktyoo@kiwoom.com



투자전략팀

Economist 김유미

02) 3787-5161

helloym@kiwoom.com

RA 심수빈

02) 3787-0332

sb.shim@kiwoom.com

Contents

Part I 하반기 보험사를 둘러싼
환경 변화

Part II 생보주 주가가 지지부진한 이유는?

Part III 종목 선정 기준

Part IV 종목 분석

▶ 하반기 보험사를 둘러싼 환경 변화

국내 저금리 추세 유효하나 기준금리 인상과 함께 하반기 중 시장금리 상승 폭 확대 가능할 전망
보험업계의 제도 변경(회계기준 (IFRS17), 감독기준(K-ICS))은 구체화 중

▶ 생보주 주가 지지 부진한 이유는 ?

시장 예상대비 저조한 1분기 실적: 제도 변화에 대응을 위한 준비가 반영된 실적. 질적으로 개선

현행 회계 한계: 금리 상승 시 보험사의 재무건전성 악화

생보주에 관심을 가져야 하는 이유: 1) 적어진 부채 부담, 2) 줄어든 자본 부담, 3) 밸류에이션 매력

▶ 종목 선정 기준 제시

중기 관점의 종목 선정 기준으로 1) 충분한 자본, 2) 부채 부담(LAT평가, 변액보증준비금, 조달 Cost)에 대한 대비, 3) 자산운용 면에서 ALM 및 Yield Picking 능력을 제시

▶ 업종 Top Pick: 삼성생명

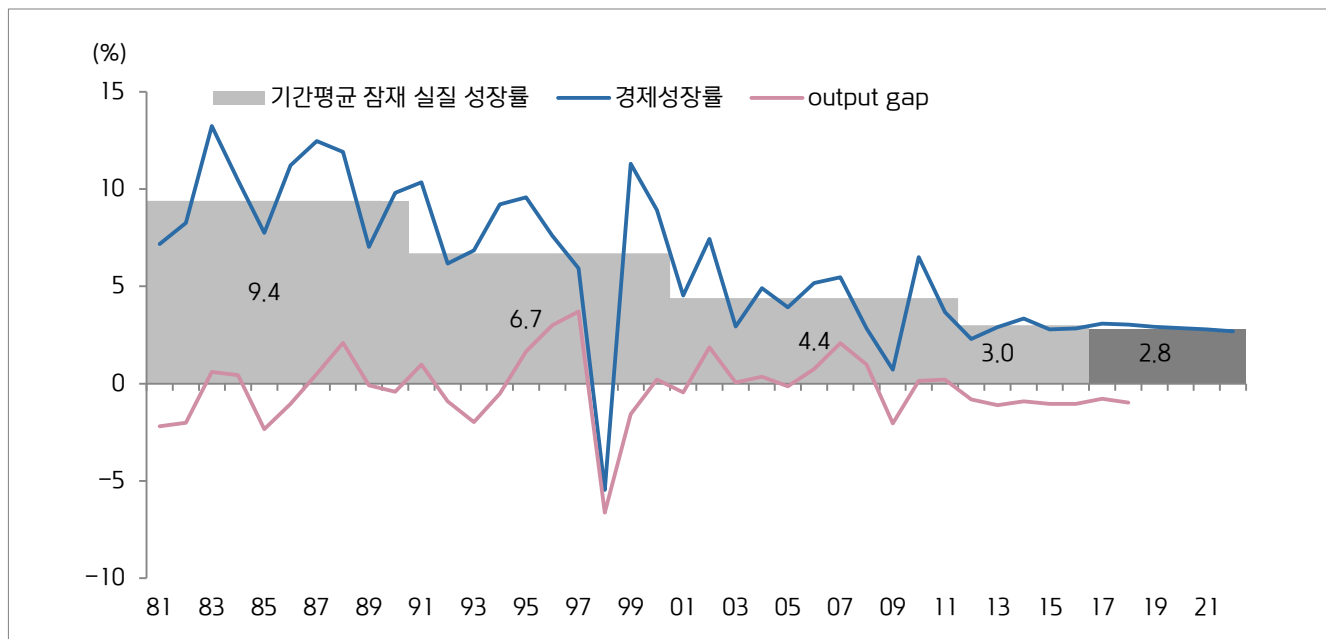
Part I

하반기 보험사를 둘러싼 환경 변화



- ▶ 한국은행 잠재성장률은 2016~2020년 2.8~2.9%로 추정
→ IMF는 한국 경제 성장률이 2020년대는 2%초반, 2030년대에는 1%대로 하락할 것으로 전망
- ▶ 경기 순환에 따라 회복되고 있지만 고령화와 서비스 부문의 생산성 둔화 등 구조적 요인에 의해 잠재성장세는 둔화할 것으로 예상

국내 경제성장률과 잠재성장률



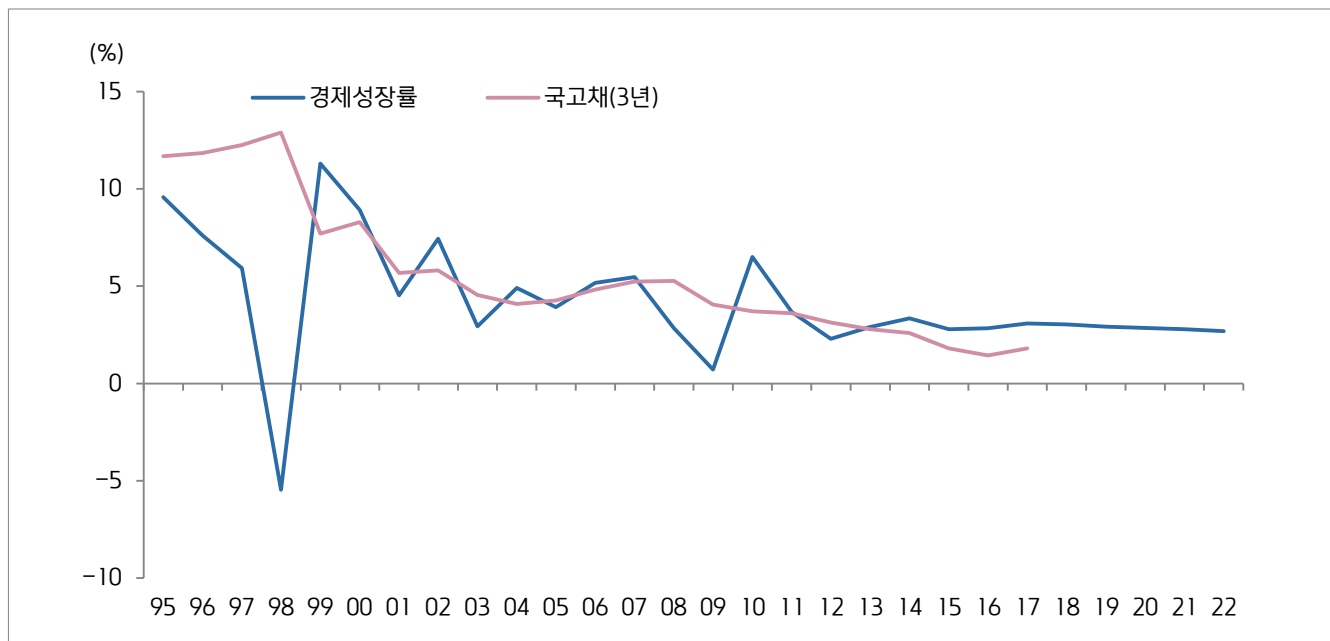
자료: IMF, Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

한국 금리 ② 저성장은 저물가와 저금리로

매크로환경

- ▶ 저성장 흐름은 저물가와 저금리를 동반하는 흐름으로 전개될 전망
- ▶ 1990년 중반 이후 시장금리는 경제성장률 둔화와 함께 하락 추세를 이어가는 모습

국내 경제성장률과 국고채 금리(3년)



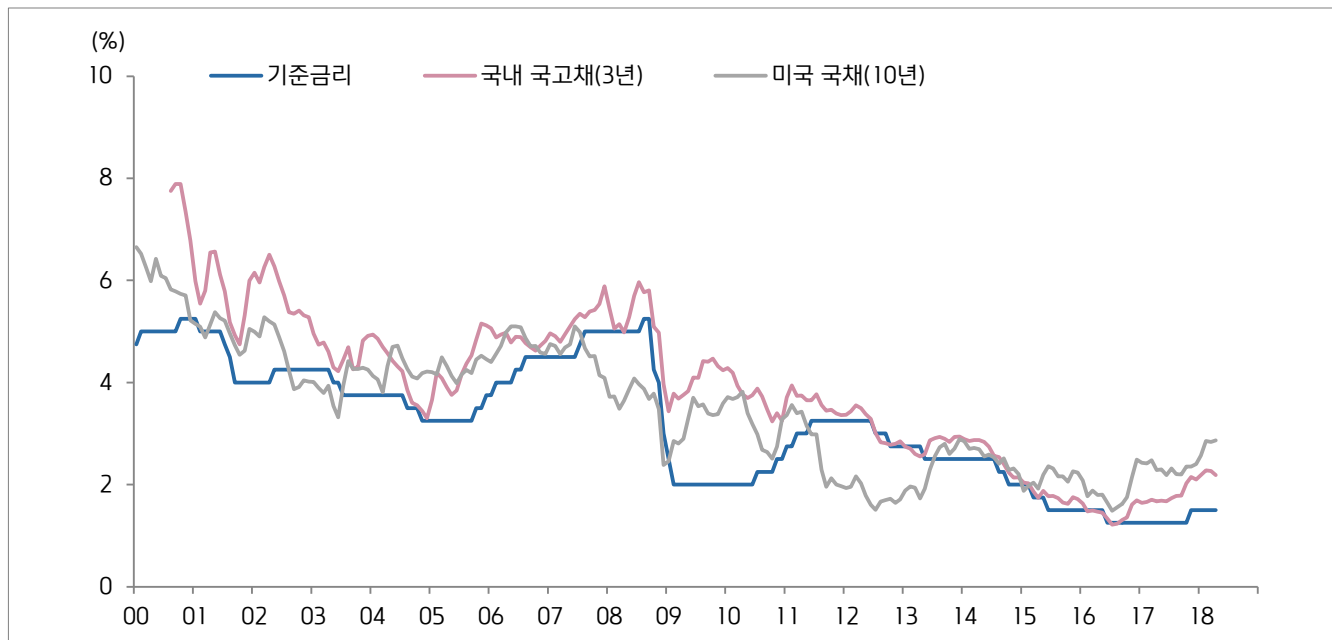
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

한국 금리 ③ 다만, 하반기 국내 시장금리 추가 상승 가능성 열어둬야

매크로환경

- ▶ 시장금리 움직임에 있어 주요 변수는 한국 통화정책 방향과 미국 시장금리 흐름
- ▶ 국내 기준금리 인상이 하반기 한 차례 인상 이후 물가와 경기 여건이 양호하고, 미국의 장기금리 오름세 이어진다면 국내 시장금리는 하반기 중 상승폭 확대 예상

국내 기준금리와 국고채(3년), 미국 국채금리(10년)



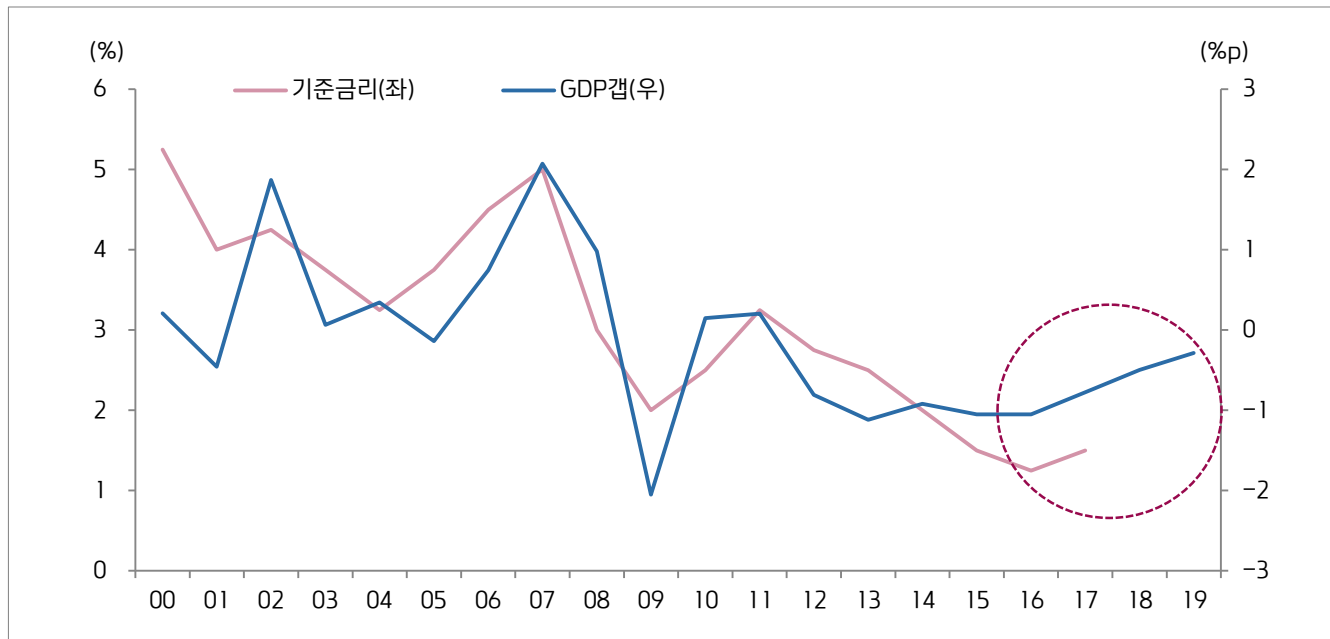
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

한국 금리 ④ 경기 개선은 금리 인상 명분을 제공

매크로환경

- ▶ GDP갭 축소 전망을 감안하면 금리 인상은 가능한 상황
- ▶ 정책여력 확보 차원에서 하반기 중 금리 인상 한 차례 가능하며 시장금리에 상승 압력으로 작용 가능

한국 GDP갭과 기준금리



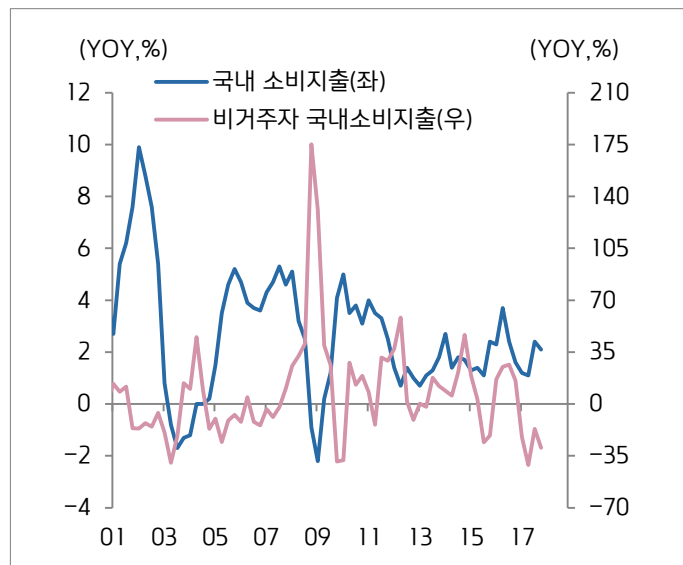
자료: IMF, 한국은행, 키움증권 리서치센터.
주: 붉은색 타원 GDP 갭 전망치는 IMF 수치.

한국 금리 ⑤ 하반기 소비 개선을 기대해 볼 수 있고

매크로환경

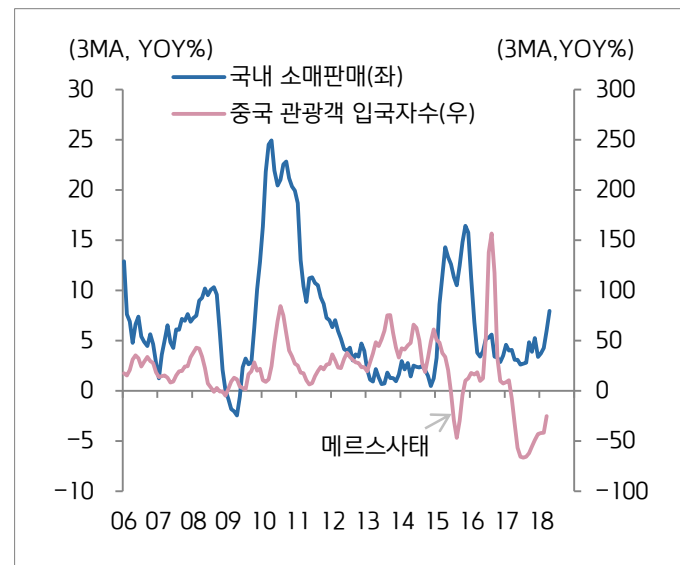
- ▶ 국내 소비지출에서 비거주자 의존도가 높아진 상황. 중국인 국내 소비 흐름에 따라 변동성 커져
- ▶ 중국인 관광객이 늘어나고 있어 이를 통한 소비 개선을 단기적으로 기대해볼 수 있음
- ▶ 또한, 정부의 재정 여력을 통해 가계 부문의 취약한 자생력을 완충해줄 것으로 기대

한국 소비지출과 비거주자 국내소비지출



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

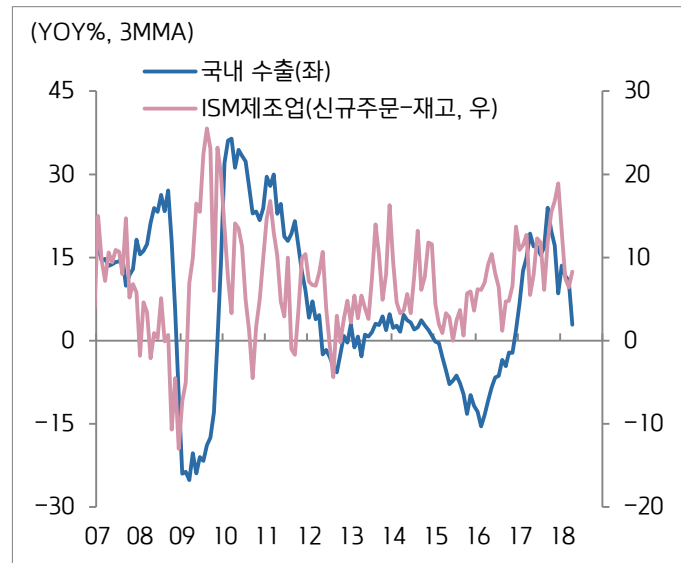
한국 국내 소매판매와 중국인 관광입국자수



자료: 통계청, 한국관광공사, 키움증권 리서치센터.

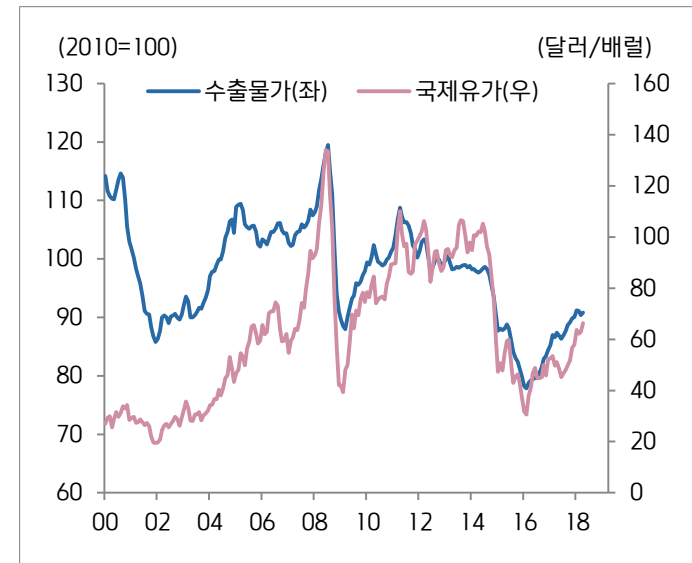
- ▶ 주요국 성장은 견조하고, 국제유가 상승 등 수출물가의 오름세 등을 감안하면 수출 실적은 하반기 중 양호할 것으로 전망
 - 경제성장률('17년 → '18년): 미국(2.3%→2.9%), 유로존(2.3%→2.4%), 중국(6.9%→6.6%)
 - 미국 ISM제조업지수 중 신규주문과 재고의 스프레드의 반등을 감안하면 수요 개선 흐름은 유효
 - 국제유가의 상승과 달러/원 환율의 전년대비 하락폭 축소를 통해 수출물가와 수출실적에 긍정적으로 작용할 듯

한국 수출과 미국 ISM 신규주문과 재고 차이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

한국 수출물가와 국제유가



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

한국 금리 ⑦ 하반기에는 물가 상승 압력이 높아질 수도

매크로환경

- ▶ 낮은 근원물가와 가동률이 낮은 수준에 머물러 있는 등 기조적으로 물가가 오르기 어려운 상황
- ▶ 하지만, 하반기에는 국제유가 상승과 달러/원 환율의 기저효과를 감안할 때 수입물가 상승과 함께 소비자물가는 오름세를 보일 것으로 전망

한국 소비자물가와 수입물가



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

한국 수입물가와 국제유가



자료: Bloomberg, 한국은행, 키움증권 리서치센터.

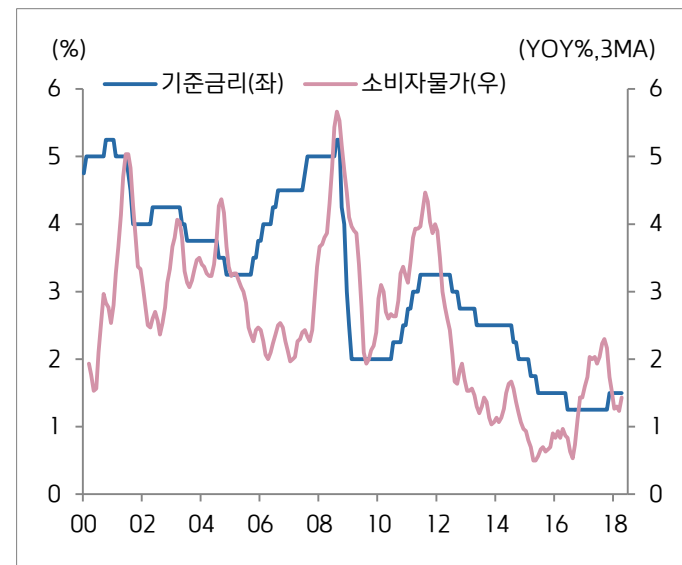
- ▶ 수출 증가세가 유지되고 소비자물가의 오름세가 이어진다면 하반기 중 한 차례 금리 인상 이후 추가로 내년 초에 기준금리 인상에 대한 기대가 조성될 수 있음
- ▶ 이는 시장금리에 추가 상승 요인으로 작용

한국 기준금리와 수출



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

한국 기준금리와 소비자물가



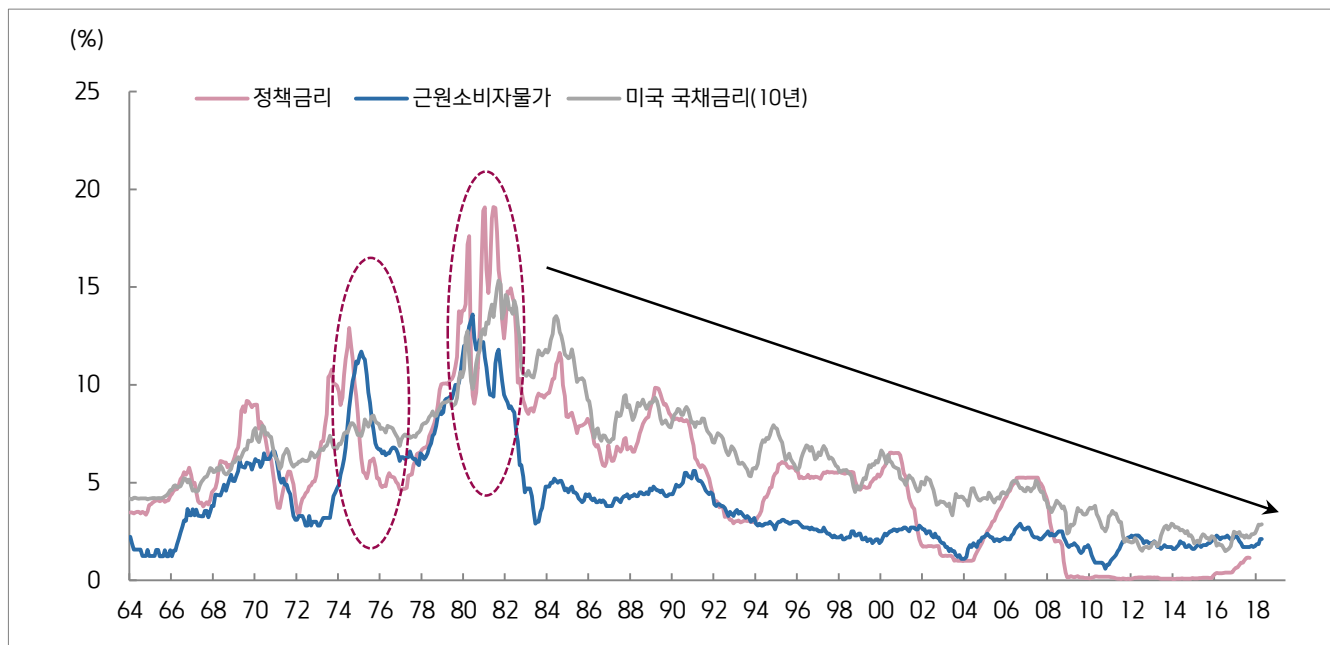
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

미국 금리 ① 완만한 시장금리 상승

매크로환경

- ▶ 하반기 미국 국채금리(10년), 인플레이션 우려 지속되며 3% 초반까지 상승 가능
- ▶ 하반기 후반 인플레이션 우려 완화되며 시장금리의 상승 탄력 둔화 예상

미국 정책금리와 근원소비자물가, 미국 국채금리(10년)



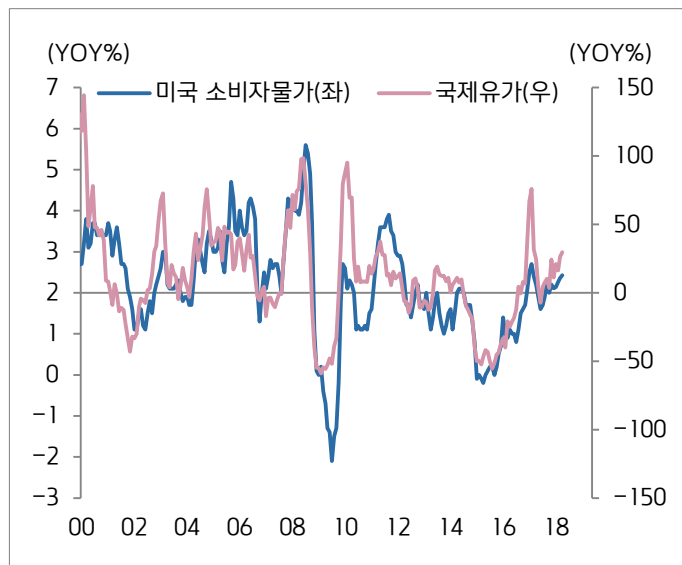
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국 금리 ② 헤드라인 CPI 3분기까지는 상승 압력 이어질 듯

매크로환경

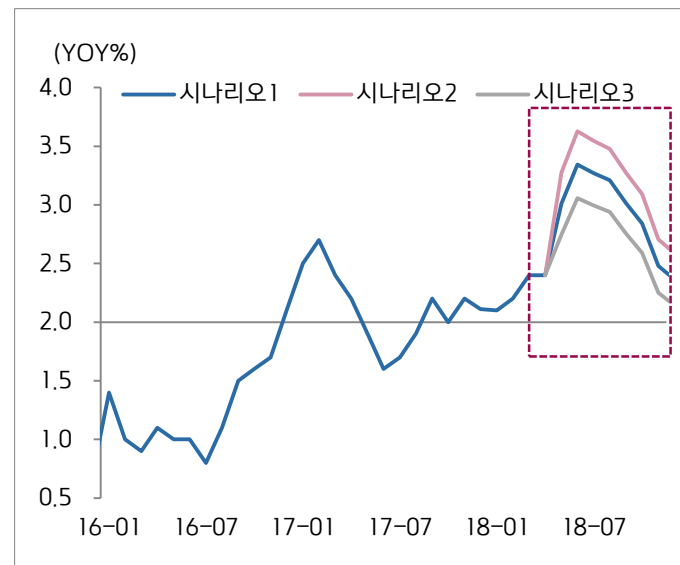
- ▶ 3분기까지는 시장금리는 인플레이션 우려를 반영해 수시로 변동성이 커질 가능성
- ▶ 국제유가 흐름을 감안하면 소비자물가는 적어도 올해 상반기말에서 하반기 초까지는 오름세 가능

미국 소비자물가와 국제유가(WTI)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

국제유가 시나리오에 따른 미국 소비자물가 흐름



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

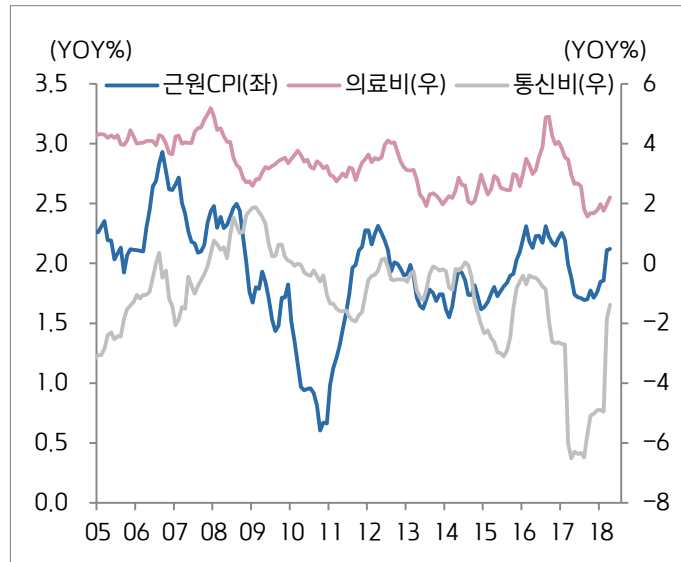
주: 시나리오1(기본) WTI 배럴당 평균 69\$ 가정
 시나리오2 WTI 평균 72\$ 가정
 시나리오3 WTI 평균 65\$ 가정

미국 금리 ③ 하반기로 갈수록 근원 물가 상승 둔화

매크로환경

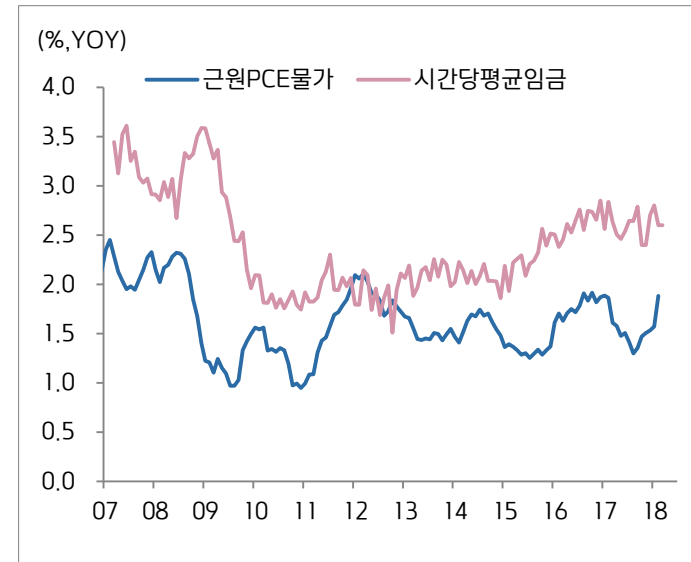
- ▶ 근원물가 상승에는 작년 상반기 일시적인 기저에 의한 영향도 작용 (통신비, 의료비 등)
- ▶ 하반기는 상반기의 기저효과가 약화되면서 근원물가의 상승세도 둔화될 가능성
- ▶ 특히, 임금 상승세가 더딤에 따라 물가가 계속해서 빠르게 오르는 어려울 전망

미국 근원물가와 의료비, 통신비



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국 근원물가와 시간당평균임금



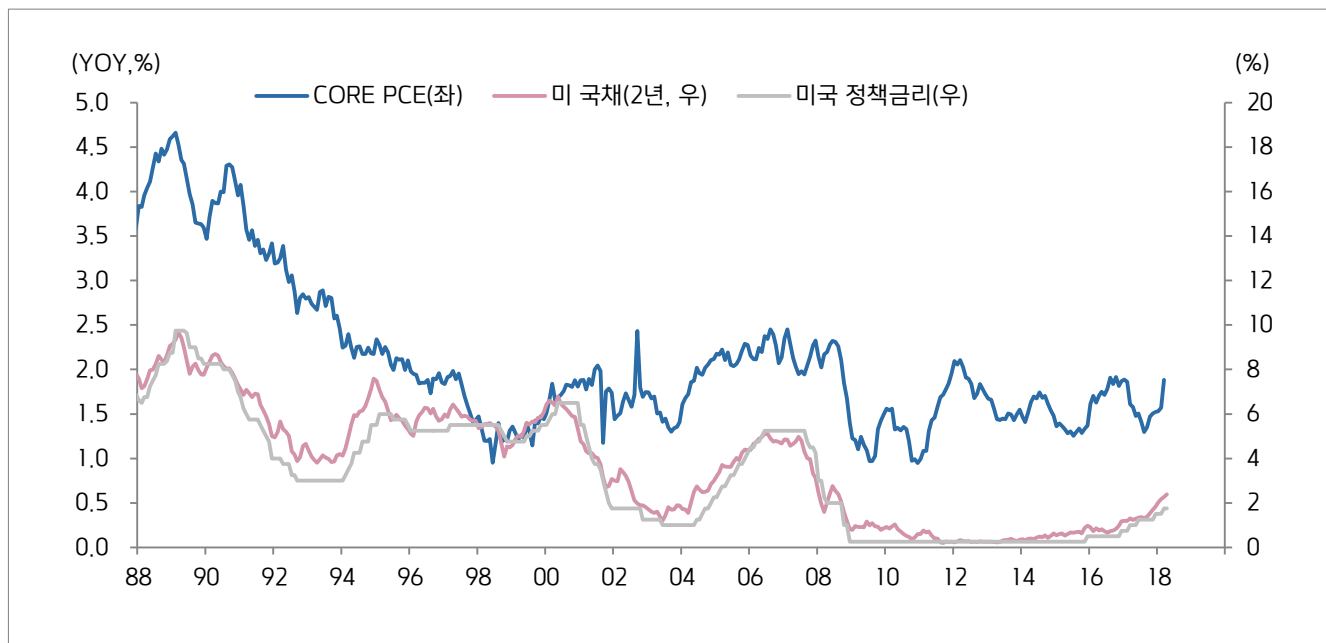
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국 금리 ④ 연준 통화 긴축은 점진적으로 진행

매크로환경

- ▶ 연준의 정책금리 인상은 올해 점진적으로 진행될 것으로 전망
- ▶ 내년 상반기말 또는 하반기초 정도 금리 인상 기조 마무리될 것으로 예상
- ▶ 미국 장단기 금리차 하반기 점진적으로 축소된 이후 내년 상반기 중 역전 가능성 상존

미국 근원 PCE물가와 정책금리, 단기금리



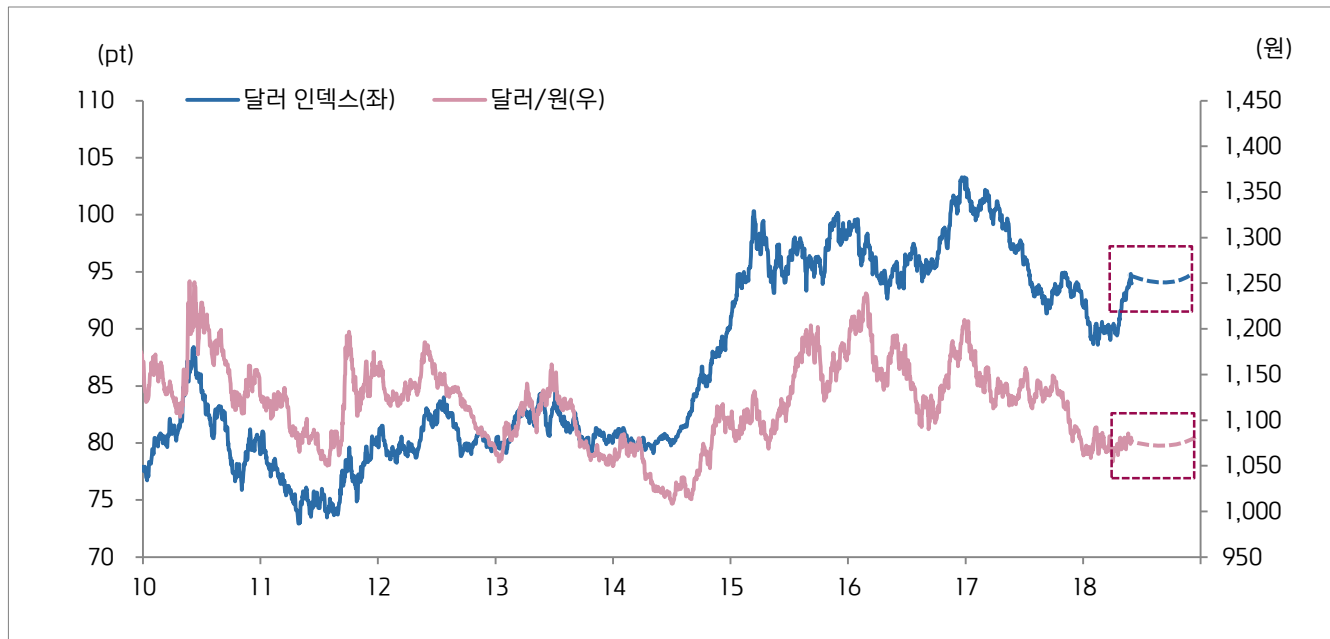
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

달러/원 환율 ① 하락 이후 점진적 상승

매크로환경

- ▶ 달러의 경로를 감안하면, 달러/원 환율은 3분기를 저점으로 점진적 상승 전망
- ▶ 하반기 달러/원 환율 평균 1,070원 전망. 한국은행 외환시장 개입 내역 공개 및 위안화 절상 가능성 고려하면 하락 가능

미국 달러와 원화 흐름



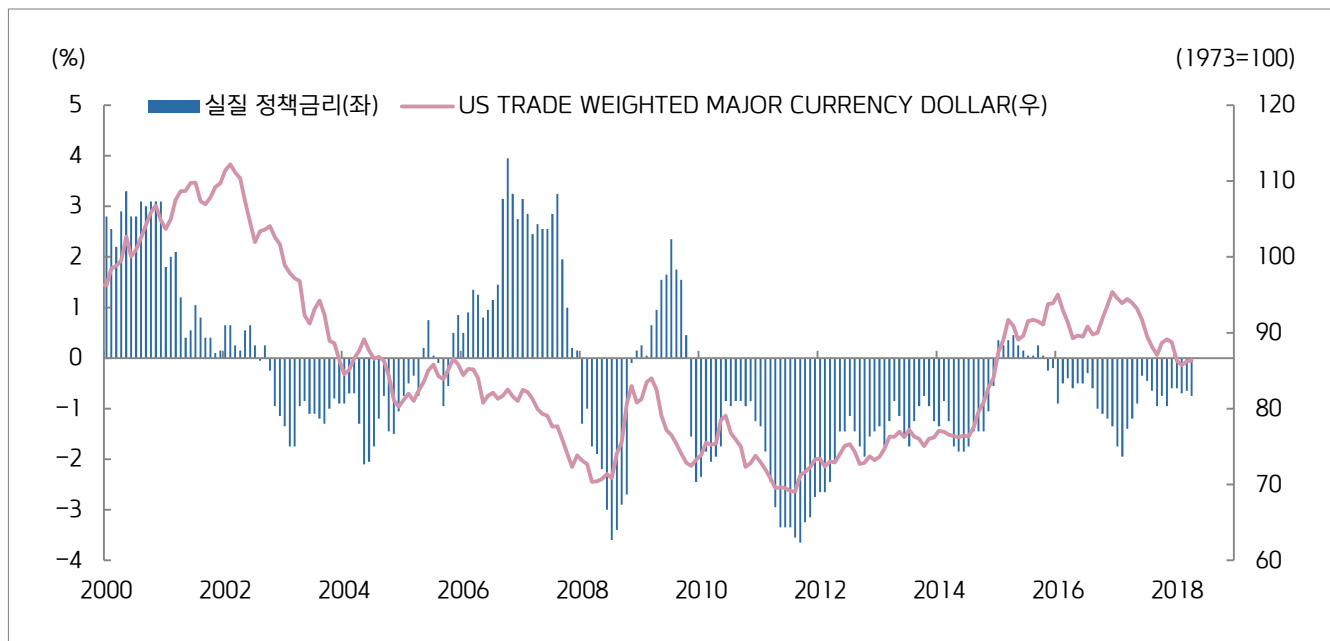
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

달러/원 환율 ② 하반기 후반 미 실질금리 상승으로 달러 점진적 반등

매크로환경

- ▶ 연준 정책금리 인상이 올해 추가로 두 차례 정도 가정하고 하반기 후반 물가 상승률이 둔화된다면 실질 정책금리는 마이너스 폭 축소 또는 플러스 전환 가능
- ▶ 과거 2006년을 제외하면 대체로 실질 정책금리의 상승은 달러에 반등으로 이어짐

미국 실질정책금리와 달러



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

달러/원 환율 ③ 유로화 방향이 중요

매크로환경

▶ 달러의 방향성에 중요한 변수 중 하나는 유로화 움직임

→ 달러인덱스 구성 비중 : 유로(57.6%), 일본 엔 (13.6%), 영국 파운드(11.9%), 캐나다 달러(9.1%), 스웨덴 크로나(4.2%), 스위스 프랑(3.6%)

미 달러인덱스와 유로/달러 흐름



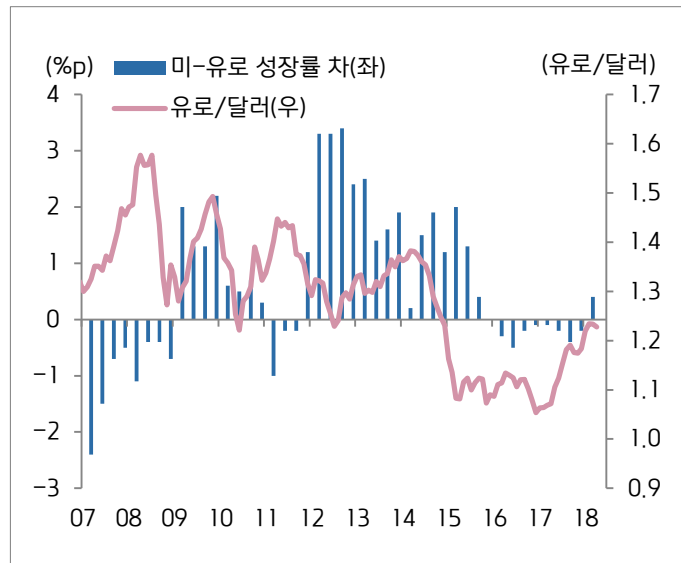
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

달러/원 환율 ④ 펀더멘털 차이는 지속될 듯

매크로환경

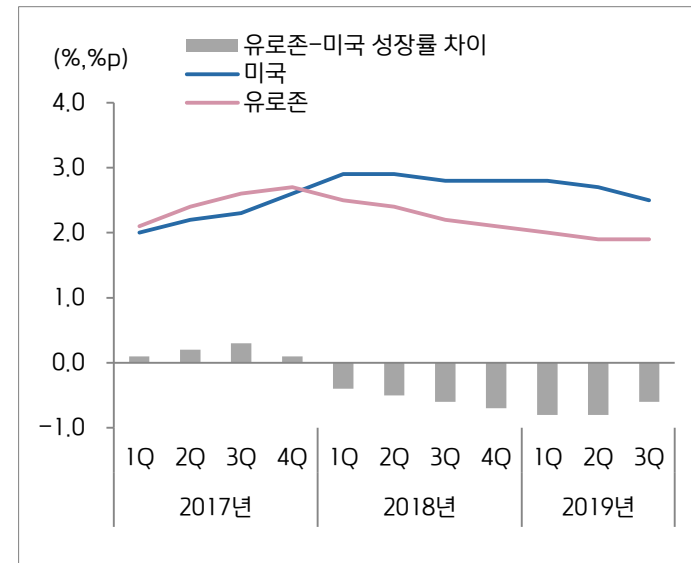
- ▶ 미국과 유로존 경제성장률에 대한 시장 컨센서스를 보면 2018년부터 미국이 우위
→ IMF 연간 경제성장률, 미국('17년 2.3% → '18년 2.9%), 유로존('17년 2.3% → '18년 2.4%)
- ▶ 경제성장률과 중앙은행의 금리 인상 속도로 보면 유로 약세/달러 강세 흐름이 당연

미국과 유로존 성장률 차이와 유로/달러



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국과 유로존 경제성장률과 전망치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

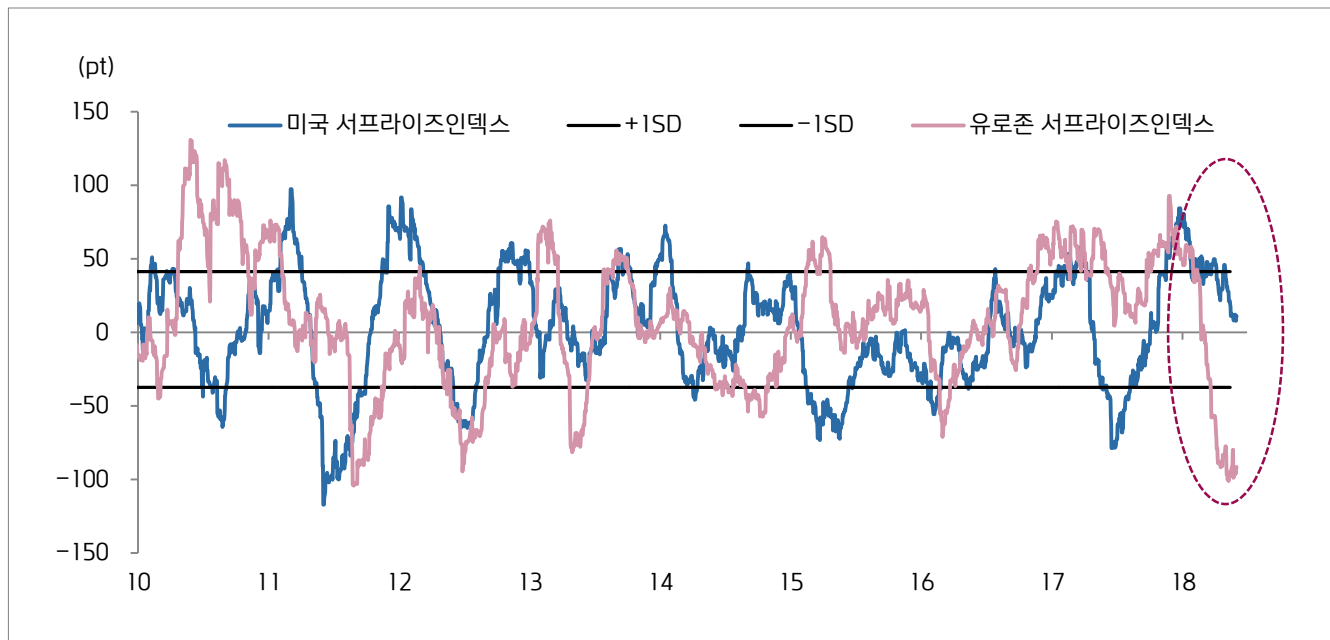
주: 2018년 2분기 이후는 Bloomberg consensus

달러/원 환율 ⑤ 유로화, 성장 모멘텀 개선 기대로 단기 반등 가능해

매크로환경

- ▶ 다만, 유로화의 단기 반등 가능해 달러 약세를 통해 하반기 중 달러/원 환율 저점 형성 가능
- ▶ 유로존 서프라이즈 인덱스는 이미 유럽 재정위기 수준까지 급락하며 기대치가 낮아진 상황
- ▶ 유로존 펀더멘털이 과거 재정위기 시기에 비해 양호함을 감안하면 바닥 다지기 후 상승 전환 가능

미국과 유로존 서프라이즈 인덱스



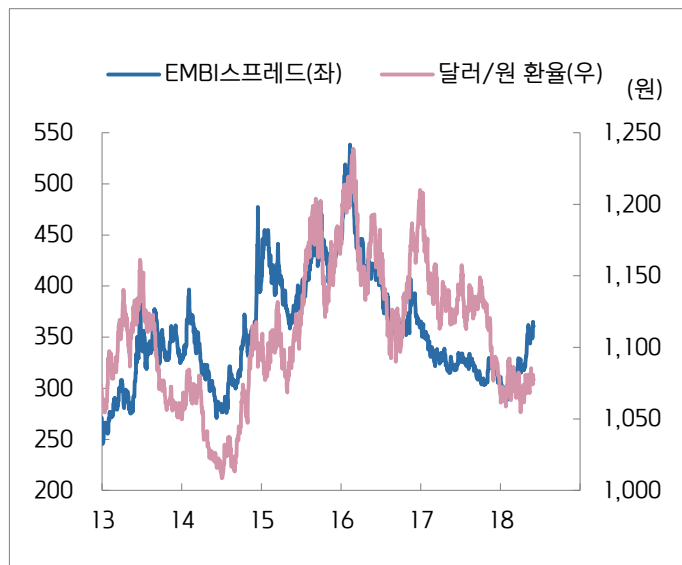
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

달러/원 환율 ⑥ 위험자산 선호 급격하게 위축될 가능성 낮을 듯

매크로환경

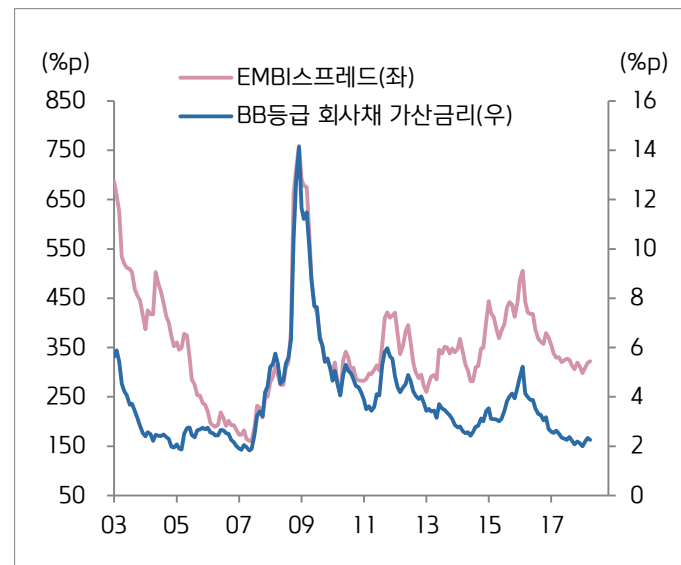
- ▶ 위험회피성향이 강해지지 않는다면 원화가 달러 대비 급등할 가능성도 낮아
- ▶ 신흥시장의 신용스프레드는 미국 신용여건이 여전히 안정적임에 따라 위험자산 선호가 급격하게 위축되지는 않을 듯

EMBI스프레드와 달러/원 환율



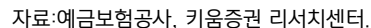
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

EMBI스프레드와 미국 투기등급 회사채 가산금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ## 보험사 회계 및 감독제도 강화 일정



규제 ② 2021년까지 업계가 적응할 수 있는 수단은 주어진 상황

- ▶ 금융당국, 저금리 상황에서 제도 변화에 대응해 가는 보험업계 위해 단계적 대응 방안 제시
→ 17년 초 금리 리스크에 대응하기 위한 방안 및 자율규정 제시
- ▶ 보험업계, 제도 도입 전까지 신종자본증권 발행 및 신계약 창출 등을 통해서 대응할 수 있는 시간 획득

IFRS17 시행에 대비한 단계적 책임준비금 추가적립 및 자산운용규제 완화 방안

구분	상세 내역
부채적정성평가(LAT)	LAT의 할인율을 단계적으로 하향
단계적 조정	책임준비금 추가적립 부담 분산 (현행) 무위험 수익률+ 보험사 자산운용초과수익률(자산운용수익률-기준금리) (개선) 무위험 수익률+유동성 프리미엄 → 17~19년 3년간 할인율 조정, 20년 LAT평가금액 결정방식 강화
가용자본 인정	책임준비금 추가적립액의 일부를 RBC비율 산출 시 가용자본으로 인정해 부담 최소화 (17년) 90%→ (18년) 80% →(19년) 70%→ (20년) 60%
자본확충 지원	신종자본증권 발행할 수 있도록 해 선제적 자본확충 지원
자산운용 규제 완화	해외 채권 듀레이션 인정기준 완화 1년 이상 환헤지시 듀레이션 인정 → 환헤지 여부와 무관하게 듀레이션 인정

자료: 금감원, 키움증권 리서치센터

규제 ③ IFRS17 주요 내용 (1) 보험부채

- ▶ 전환기 가장 큰 이슈는 보험부채의 시가 평가
 - 부채 추정 시 현재는 예정이율로 현재가치화 하나, IFRS17에선 결산시점의 시장이율로 할인
 - 보험부채도 최선추정현금흐름현가(Best Estimate Liability), 위험조정(Risk Adjustment), 계약서비스마진(Contract Service Margin)으로 구성
- ▶ CSM을 공정가치법으로 산출 가능케 되면서 회계제도 변경에 따른 자본부담 감소

보험부채 시가평가 주요 내용

	현행(IFRS4)	향후(IFRS17)
평가방법	<p>원가평가</p> <p>최초 보험계약시 기초이율을 전 보험기간에 적용 (예정위험률, 예정이율)</p>	<p>시가평가</p> <p>매 결산시점마다 기초이율을 재산출하여 적용 (실제위험률, 시장이율)</p>
구성요소	<p>미래현금흐름 = 보험금 - 순보험료</p> <p>— 예정이율로 할인 → 판매시점 측정부채 (원가)</p>	<p>미래현금흐름 = 보험금 + 사업비 - 순보험료</p> <p>— 결산시점 시장이율로 할인 →</p> <div> <p>현행추정부채</p> <p>+ 위험조정</p> <p>+ 계약서비스마진</p> </div> <p>(미래현금흐름 관련된 불확실성 반영) (보험계약에서 발생하는 장래이익의 현가)</p>
비고	각국의 회계관행 인정(원가평가도 인정)	시가평가기준의 통일된 회계기준 적용

자료: 금감원, 키움증권 리서치센터

규제 ③ IFRS17 주요 내용 (2) 할인율

- ▶ 장기적으로 가장 큰 이슈는 할인율
 - 저금리 상황에서 가장 이슈가 되는 요인은 할인율
 - 일부 제도 완화와 2016년을 기점으로 반등한 시장 금리 영향으로 할인율 관련 우려도 다소 완화된 상황
- ▶ IFRS도입 시 금리 Level 뿐만 아니라 장단기 금리차도 중요해짐

할인율 산출 변경 주요 내용

구분	이전 LAT(~2017년 6월)	개정 LAT(2017년 12월부터 단계적 허용)	IFRS17(2021년 적용)
할인율	무위험수익률+위험스프레드(자산운용초과수익률)	무위험수익률+유동성 프리미엄	부채현금흐름 특성 반영
	(위험스프레드=운용자산이익률-국고채 5년물 평균금리)	*유동성 프리미엄=자산운용초과수익률-신용위험 스프레드	*Bottom-up=무위험수익률+유동성 프리미엄
		*자산운용초과수익률=보험포트폴리오 가중평균 수익률-무위험수익률	or Top-down=운용자산이익률-부채무관수익률(신용위험 등) 차감
회계단위	5개 계정 각각 잉여와 부족 계산 후 회사수준에서 통합(상계)	좌동	포트폴리오 구성 및 포트폴리오 내에서 손익 인식

주: 1) 위험스프레드=max(회사, 산업)(최근 7년 중 최대, 최소 제외 5년 평균), 2) 유동성 프리미엄: 18년 6월까지 산업위험스프레드의 100%, 19년 6월까지 80% 적용, 산업위험스프레드는 회사별 위험스프레드를 회사별 운용자산으로 가중 평균하여 감독원장이 제시(17년 94bp), 3) 신용위험 스프레드(CS)=MAX(부도시 예상손실(PD)+신용등급 하락 시 비용(CoD), 장기평균자산운용초과수익률 35%)
 자료: 예금보험공사, 키움증권 리서치센터

규제 ③ IFRS17 주요 내용 (3) 수익인식기준 변화

- ▶ 제도 변경 후 주요 이슈는 수익인식기준 변화
 - 변경 전 현금 유·출입(투자요소 포함)을 기준으로 수익, 비용 인식
 - 변경 후엔 보험서비스(투자요소 제외) 제공시점을 기준으로 인식
- ▶ 신계약비 추가 상각 의미 점진적으로 소멸되는 국면
- ▶ 향후 이슈는 매출 축소, 이익평준화, 손익변동성 확대 등

수익인식 기준 변경 주요 내용

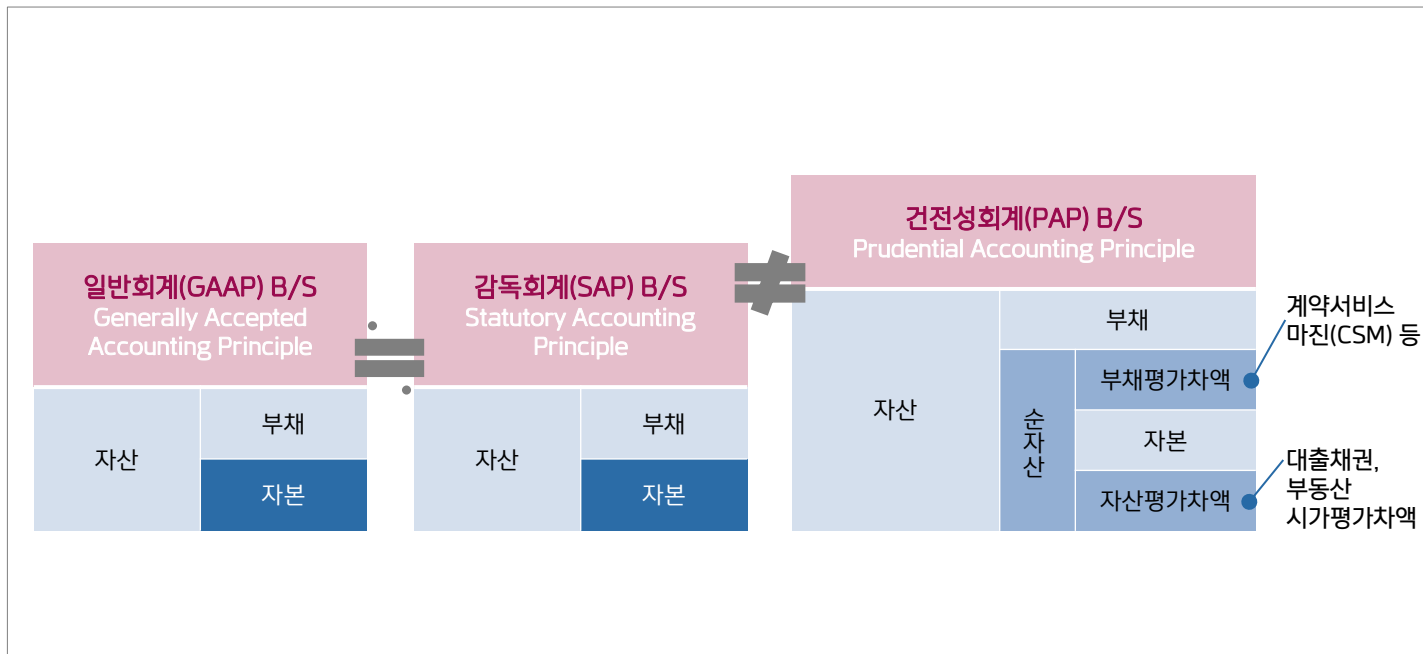
구분	현행	IFRS17 도입 시
수익인식	수취한 보험료 전액(투자요소 포함)	보험서비스 제공기간에 걸쳐 배분된 예상보험금, 예상직접사업비(투자요소 제외)
수익, 비용 구성	수익: 수입보험료	수익: ① 예상보험금, 직접사업비
		② 위험조정변동
		③ 계약서비스 마진 상각
	비용: ① 보험금, 사업비	비용: ① 예상 (보험금, 직접사업비)
	② 책임준비금 전입액	② 간접사업비
		③ (실제-예상) 보험금, 직접사업비
	*보험금: 위험보장 관련 없는 만기보험금, 해약환급금 포함	*보험금: 위험보장 관련없는 만기보험금, 해약환급금 제외
	*사업비: 신계약비 전액을 이연자산으로 상각 후 7년동안 상각	*직접사업비만 보험기간에 걸쳐 비용인식

자료: 금감원, 키움증권 리서치센터

규제 ④ K-ICS 주요 이슈 : (1) 건전성 회계, 보험회계와 분리

- ▶ 금융당국, IFRS(일반회계)외에 감독회계(SAP), 건전성회계(PAP) 체계 마련
- ▶ K-ICS는 PAP상에서 산출
 - K-ICS에서 가용자본에 대한 이슈보단 요구자본 이슈가 현재 중점 사항

금융당국의 보험회계 구분안

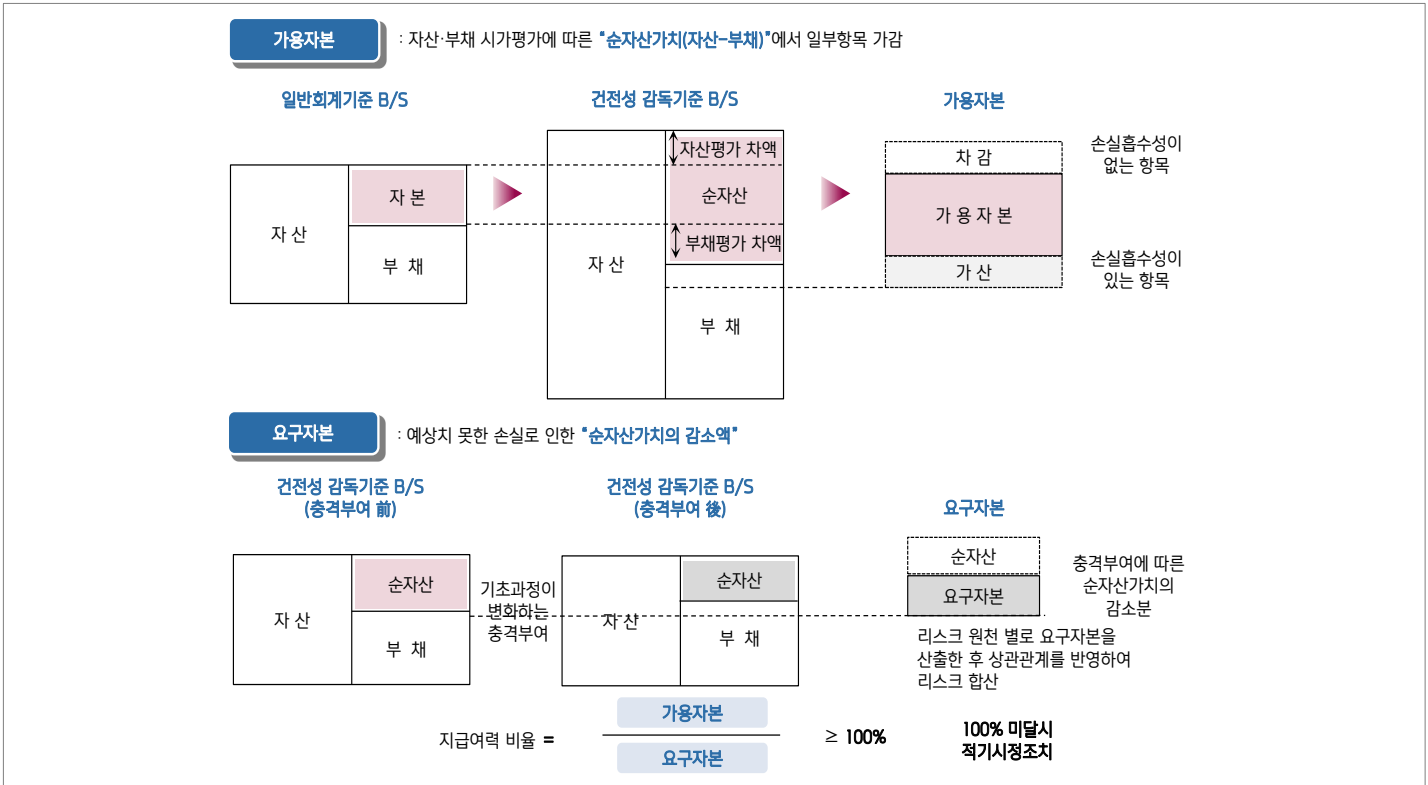


자료: 금감원, 키움증권 리서치센터

규제 ④ K-ICS 주요 이슈 : (2) 가용자본

- ▶ 가용자본, 손실흡수성을 감안해 순자산의 일부 항목 가감
- ▶ 기본자본과 보완자본으로 계층화. 보완자본 한도는 기본자본이 아닌 요구자본으로 변경
→ 이연법인세 자산 및 부채, 계약자지분조정, 비상위험준비금 등이 가용자본으로 인정될 수 있는지 여부 논의 중

K-ICS 에서의 지급여력비율 산출 식

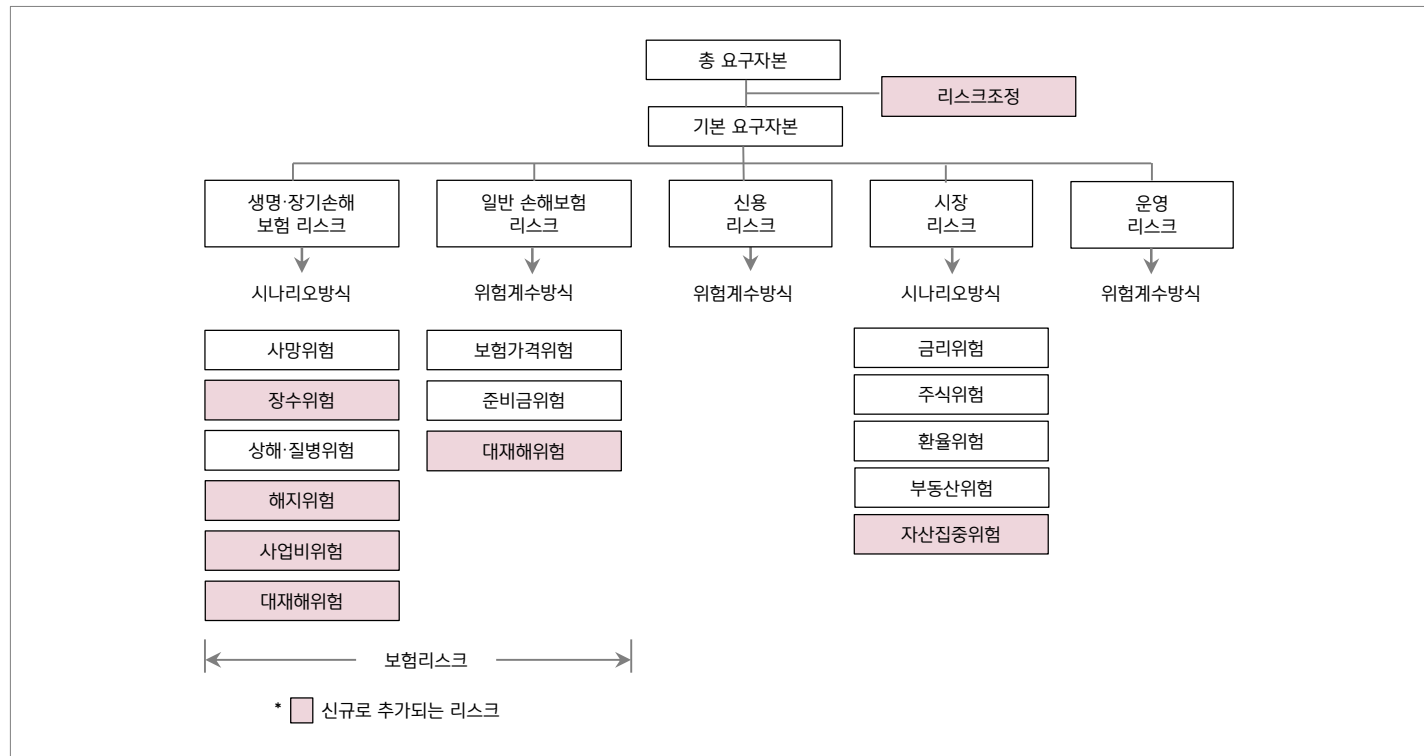


자료: 금감원, 키움증권 리서치센터

규제 ④ K-ICS 주요 이슈 : (3) 요구자본

- ▶ 요구자본 리스크 세분화되고 산출 기준 강화
 - 장수위험, 해지위험, 사업비위험, 자산집중위험 등이 새롭게 등장해 산출
- ▶ 초기엔 계약자 행동과 관련된 해지위험 산출범위와 기준 영향이 클 전망

K-ICS에서 요구자본



자료: 금감원, 키움증권 리서치센터

Part II

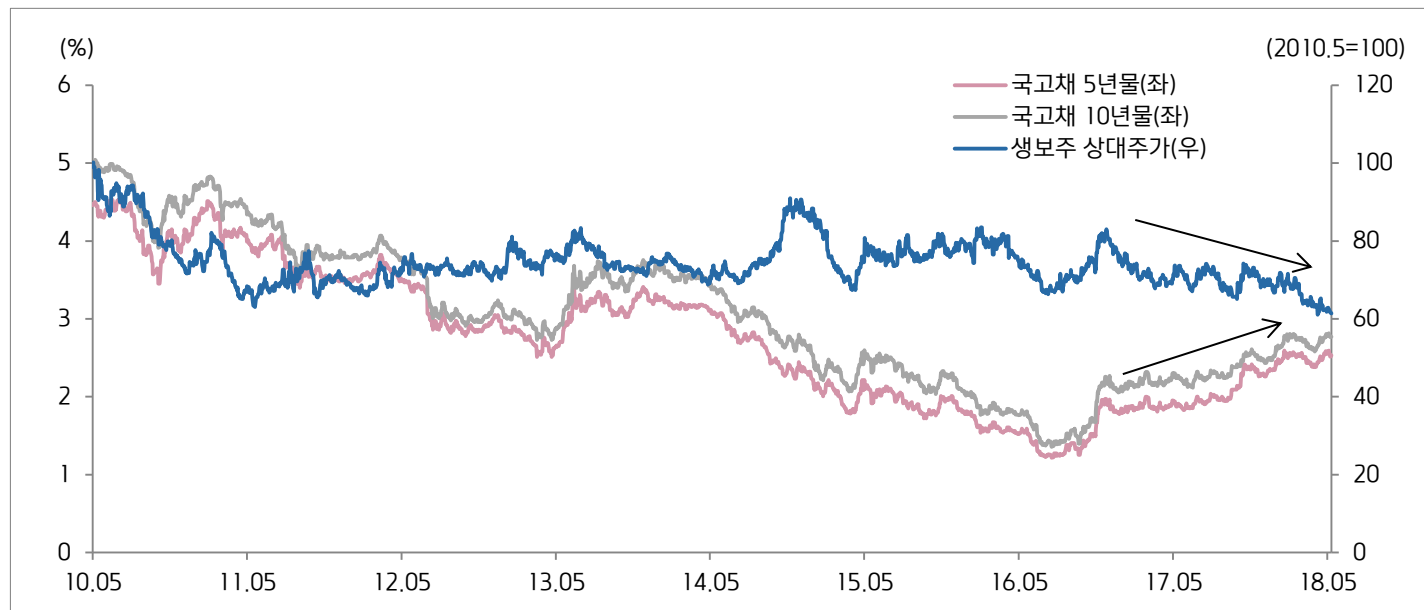
생보주 주가가 지지 부진한 이유는?



금리 상승에도 부진한 생보주 주가

- ▶ 최근 금리와 생보주 주가는 역행하는 모습. 금리는 상승하는데, 생보주 주가는 KOSPI대비 부진
- ▶ 이론적으로 금리와 생보주 주가는 동행
 - 금리 상승 시 투자수익률과 순자산 측면에서 생보사에 우호적이기 때문

금리와 생보주 상대주가



주: 생보주 상대주가는 KOSPI대비 기준, 삼성생명, 한화생명, 동양생명 포함
 자료: 키움증권 리서치센터.

주가 부진한 이유 ① 기대에 못 미치는 순이익

- ▶ 생보업계 1분기 순이익 1.2조원으로 전년동기 대비 22% 감소
 - 보험영업손실 5.6조원으로 손실 확대. 저축성 수입보험료 감소(-2.7조원)과 지급준비금 증가(+1.9조원) 영향
 - 투자영업이익 6조원으로 1% 감소.금리 상승에 따른 유가증권 처분, 평가이익 감소
- ▶ 질적으로 개선된 실적. 저금리와 IFRS17 도입 등 환경 변화에 생보사들이 대응해 가는 과정

생보사 손익 현황

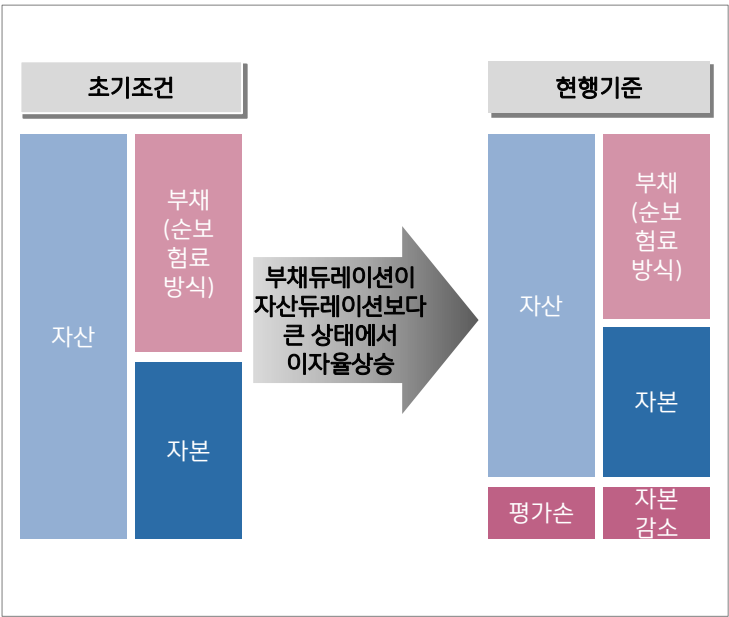
(억원, %)	16년	17년	1Q17	1Q18	증감액	%YoY
수입보험료(일반+특별)	1,198,112	1,139,735	286,014	261,154	-24,860	-8.7
일반계정						
보장성	393,364	405,658	100,943	102,997	2,054	2.0
저축성	443,435	388,776	112,950	86,287	-26,663	-23.6
특별계정						
변액보험	167,252	149,064	49,794	50,301	507	1.0
퇴직연금 등	194,062	196,237	22,327	21,569	-758	-3.4
당기순이익	24,207	39,150	15,740	12,324	-3,416	-21.7
보험영업이익	-223,886	-214,935	-51,069	-56,733	-5,664	적유
보험손익	194,878	104,715	38,625	-4,820	-43,445	적전
(책임준비금전입액)	-418,764	-319,650	-89,694	-51,913	37,781	적유
투자영업이익	213,403	219,946	60,345	59,722	-623	-1.0
영업외 이익	41,399	46,587	10,698	13,442	2,744	25.6
법인세 비용	6,709	12,448	4,234	4,107	-127	-3.0

자료: 금감원, 키움증권 리서치센터.

주가 부진한 이유 ② 금리가 올라갈 때 RBC비율이 낮아지는 모순 (1)

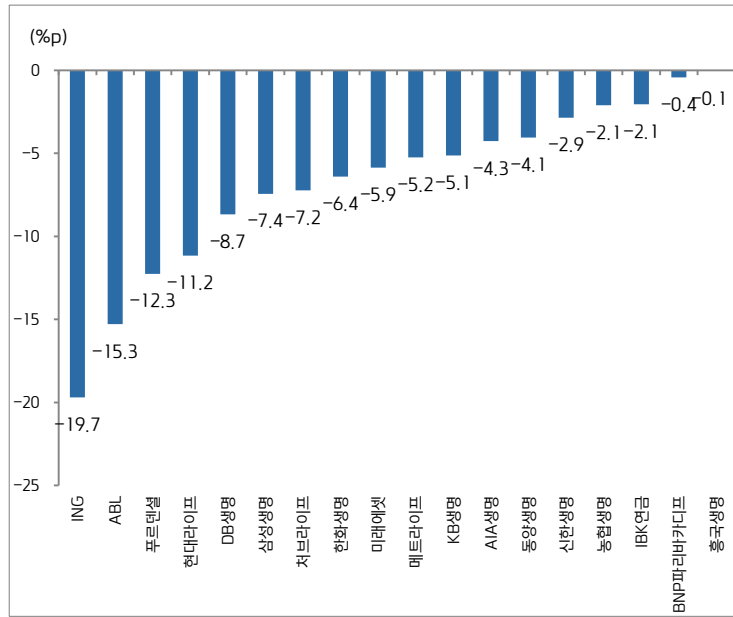
- ▶ 현행 회계의 한계(자산 시가평가, 부채 원가평가)로 금리 상승 시 순자본 감소
- ▶ 실질적으로 금리 상승 시 자본여력이 올라가나 현실은 반대 현상 발생

현행 회계에서 금리 상승 시 자본 감소



자료: 키움증권 리서치센터.

생보사들의 RBC비율 현황과 금리 민감도



주. 4Q17 기준
자료: 생보협회, 키움증권 리서치센터

주가 부진한 이유 ② 금리가 올라갈 때 RBC비율이 낮아지는 모순 (2)

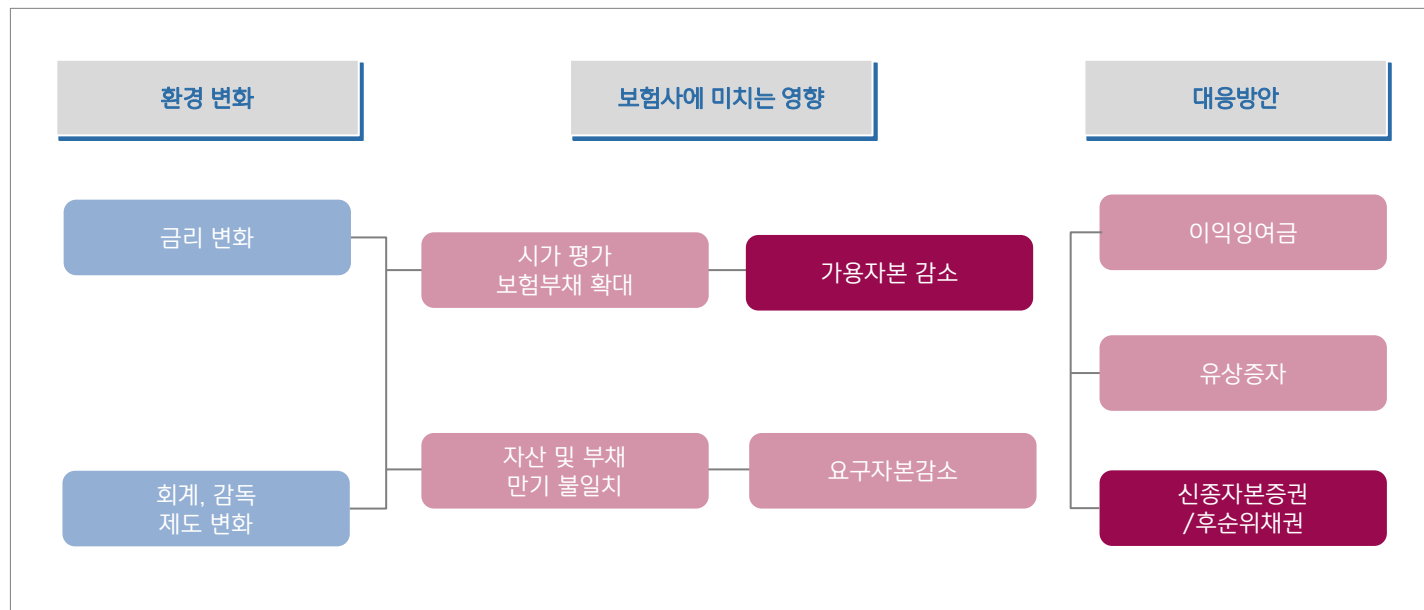
(십억원, %)	삼성 생명	한화 생명	교보 생명	농협 생명	ING 생명	미래에셋 생명	신한 생명	흥국 생명	동양 생명
지급여력비율	317.81	206.37	295.97	217.92	455.33	219.30	175.41	180.21	211.25
가. 지급여력금액(A)	36,985	10,326	9,908	4,424	3,638	1,985	1,757	2,653	2,381
나. 지급여력기준금액(B)	11,638	5,004	3,348	2,030	799	905	1,001	1,472	1,127
금리 10bp 증가 시 자본변화	-865	-321	1	-43	-157	-53	-29	-1	-46
RBC비율	310.37	199.96	295.99	215.81	435.63	213.43	172.55	180.16	207.19
RBC비율 하락 폭	-7.44	-6.41	0.02	-2.11	-19.70	-5.87	-2.86	-0.05	-4.06
(십억원, %)	메트 라이프	ABL 생명	KDB 생명	푸르덴셜 생명	AIA 생명	DB 생명	KB 생명	현대 라이프	DGB 생명
지급여력비율	223.00	249.00	108.48	417.00	311.00	174.20	196.00	175.93	184.15
가. 지급여력금액(A)	1,036	1,513	610	2,342	1,890	642	555	543	328
나. 지급여력기준금액(B)	465	607	563	562	607	368	284	309	178
금리 10bp 증가 시 자본변화	-23	-93	0	-67	-28	-32	-13	-34	0
RBC비율	217.76	233.71	108.48	404.75	306.73	165.52	190.87	164.77	184.15
RBC비율 하락 폭	-5.24	-15.29	0.00	-12.25	-4.27	-8.68	-5.13	-11.16	0.00
(십억원, %)	PCA 생명	BNP파리바 카디프생명	하나 생명	라이나 생명	IBK 연금보험	처브 라이프	교보라이프 플래닛		
지급여력비율	365.50	351.00	178.32	306.00	231.66	359.00	422.15		
가. 지급여력금액(A)	258	323	277	1,192	333	158	25		
나. 지급여력기준금액(B)	70	92	155	389	144	44	6		
금리 10bp 증가 시 자본변화	0	0	0	0	-3	-3	0		
RBC비율	365.50	350.57	178.31	306.16	229.60	351.77	422.12		
RBC비율 하락 폭	0.00	-0.43	-0.01	0.16	-2.06	-7.23	-0.03		

주. 4Q17 기준으로 산출
자료: 생보협회, 키움증권 리서치센터

생보주에 관심이 필요한 이유

- ▶ 하반기에 금리 상승 지속될 것으로 예상
- ▶ 장기적 제도 변화에 대응하기 위한 단기적 수단은 주어진 상황
→ LAT의 단계적 강화 및 신종자본증권과 후순위채 발행 규제 완화
- ▶ 낮은 밸류에이션으로 주가의 강한 하방경직성 예상

환경 변화에 따른 보험사 대응방안이 주어진 상황

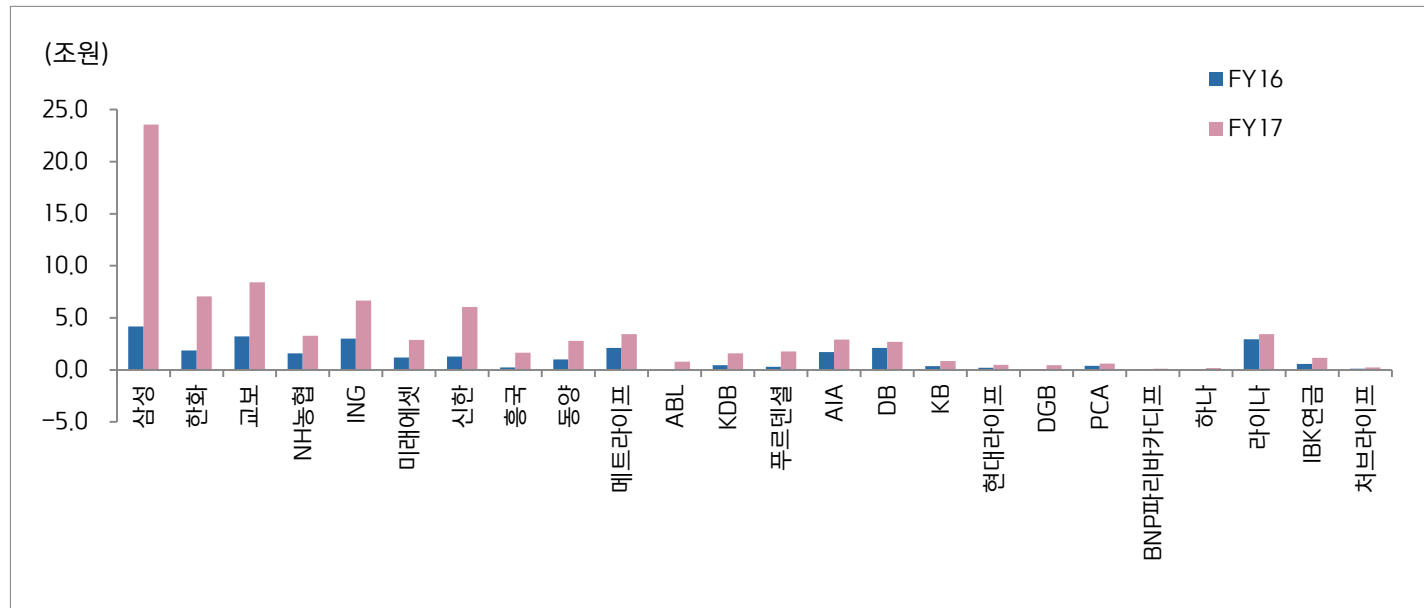


자료: 보험연구원, 키움증권 리서치센터.

적어진 부채 부담

- ▶ 생보업계 17년 LAT(Liability Adequacy Test) 잉여액 83조원으로 16년 대비 188% 증가
 - LAT기준이 개정되면서 평가대상 책임준비금에서 보험계약대출금액 공제
 - LAT할인을 강화했으나, 시장금리 상승으로 희석
- ▶ 상장사의 경우, 현재 수준 금리에서 2020년까지 LAT 기준강화에 따른 부채 추가적립 가능성은 크지 않을 예상

LAT 잉여 현황



자료: 생보협회, 키움증권 리서치센터.

적어진 부채 부담 ① 17년 LAT 주요 결과

(십억원, %)	삼성생명		한화생명		교보생명		NH농협생명		ING생명		미래에셋생명	
	FY16	FY17	FY16	FY17	FY16	FY17	FY16	FY17	FY16	FY17	FY16	FY17
금리확정형												
유배당	-22,731	-18,977	-7,116	-6,974	-5,117	-4,299	-22	-17	-40	108	-777	-778
무배당	-7,189	-2,432	-2,712	-18	-3,376	-1,627	133	1,032	1,482	4,237	-14	1,070
금리연동형												
유배당	-577	-73	-336	-278	224	239	189	248	-334	-247	-4	-3
무배당	25,470	34,890	7,386	9,381	7,992	9,540	1,304	2,032	478	1,074	1,195	1,666
변액	9,192	10,151	4,650	4,962	3,503	4,551	0	0	1,414	1,506	806	934
계	4,165	23,560	1,871	7,073	3,226	8,405	1,605	3,295	2,999	6,678	1,207	2,889
결손금액 합계	-30,498	-21,482	-10,165	-7,271	-8,493	-5,926	-22	-17	-374	-247	-794	-781
잉여금액 합계	34,662	45,042	12,036	14,343	11,719	14,330	1,626	3,312	3,374	6,925	2,001	3,670
자본	27,364	26,819	8,153	8,969	7,424	9,351	3,815	3,865	4,147	3,669	1,874	1,918
평가대상준비금	149,510	142,545	67,804	65,723	58,991	55,967	54,881	53,733	18,713	17,914	14,954	14,879
결손금액 합계/평가대상준비금	-20.4%	-15.1%	-15.0%	-11.1%	-14.4%	-10.6%	0.0%	0.0%	-2.0%	-1.4%	-5.3%	-5.3%
결손금액 합계/자본	-111.5%	-80.1%	-124.7%	-81.1%	-114.4%	-63.4%	-0.6%	-0.5%	-9.0%	-6.7%	-42.4%	-40.7%

(십억원, %)	신한생명		동양생명		흥국생명		메트라이프 생명		ABL생명		KDB생명	
	FY16	FY17	FY16	FY17	FY16	FY17	FY16	FY17	FY16	FY17	FY16	FY17
금리확정형												
유배당	-874	-769	-1,172	-1,050	-850	-813	-509	-378	-1,070	-1,060	-601	-520
무배당	496	3,290	572	1,920	-226	684	394	1,557	-627	-182	-717	-196
금리연동형												
유배당	-98	-43	-9	-8	22	9	-3	-2	-13	-30	56	54
무배당	1,626	3,196	1,063	1,391	1,234	1,766	31	120	1,130	1,569	1,573	2,115
변액	132	359	542	532	54	2	2,202	2,153	474	509	135	153
계	1,283	6,034	996	2,784	234	1,648	2,115	3,450	-106	805	445	1,606
결손금액 합계	-971	-812	-1,181	-1,058	-1,076	-813	-512	-380	-1,710	-1,273	-1,319	-716
잉여금액 합계	2,254	6,845	2,177	3,842	1,310	2,461	2,627	3,829	1,604	2,078	1,764	2,322
자본	1,692	1,741	1,786	2,384	1,279	1,847	1,019	1,093	1,353	581	576	434
평가대상준비금	20,300	20,143	19,847	20,926	19,081	19,475	5,985	6,037	12,670	13,486	13,040	13,134
결손금액 합계/평가대상준비금	-4.8%	-4.0%	-5.9%	-5.1%	-5.6%	-4.2%	-8.6%	-6.3%	-13.5%	-9.4%	-10.1%	-5.4%
결손금액 합계/자본	-57.4%	-46.6%	-66.1%	-44.4%	-84.1%	-44.0%	-50.3%	-34.7%	-126.4%	-218.9%	-229.1%	-164.9%

자료: 생보협회, 키움증권 리서치센터.

적어진 부채 부담 ② 17년 LAT 주요 결과

(십억원, %)	푸르덴셜생명		AIA생명		DB생명		KB생명		현대라이프		DGB생명		PCA생명	
	FY16	FY17	FY16	FY17	FY16	FY17	FY16	FY17	FY16	FY17	FY16	FY17	FY16	FY17
금리확정형														
유배당	-5	0	-19	-18	-151	-180	-24	-19	-213	-188	-82	-69	-5	-3
무배당	-428	772	1,176	2,259	39	138	41	86	-109	27	-219	72	78	-2
금리연동형														
유배당	0	0	0	0	-2	-1	0	20	-5	9	1	2	-3	276
무배당	206	215	236	370	1,156	1,509	313	685	522	618	263	389	4	-5
변액	522	792	311	290	1,077	1,234	45	78	6	4	60	54	329	355
계	295	1,780	1,704	2,900	2,119	2,700	375	851	202	471	23	446	403	621
결손금액 합계	-433	0	-19	-18	-153	-181	-24	-19	-327	-188	-301	-69	-8	-10
잉여금액 합계	728	1,780	1,723	2,919	2,272	2,881	399	869	529	659	324	516	411	631
자본	2,312	2,392	1,809	1,909	616	639	549	539	325	322	277	271	274	246
평가대상준비금	9,342	9,534	10,700	10,928	6,616	6,408	7,017	6,817	5,664	5,577	4,844	4,677	967	927
결손금액 합계/평가대상준비금	-4.6%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-2.3%	-2.8%	-0.3%	-0.3%	-5.8%	-3.4%	-6.2%	-1.5%	-4.6%	0.0%
결손금액 합계/자본	-18.7%	0.0%	-1.0%	-1.0%	-24.8%	-28.3%	-4.3%	-3.4%	-100.7%	-58.2%	-108.8%	-25.6%	-18.7%	0.0%

(십억원, %)	BNP파리바카디프		하나생명		라이나생명		IBK연금보험		처브라이프		교보라이프플래닛	
	FY16	FY17	FY16	FY17	FY16	FY17	FY16	FY17	FY16	FY17	FY16	FY17
금리확정형												
유배당	0	0	0	0	-28	-17	0	0	0	0	0	0
무배당	4	5	-22	81	2,950	3,425	0	0	17	121	1	4
금리연동형												
유배당	0	0	0	0	0	0	7	11	0	0	0	0
무배당	-37	67	56	91	4	4	579	1,151	28	34	6	26
변액	37	39	10	18	23	16	1	1	64	80	0	0
계	3	111	45	191	2,949	3,427	587	1,163	108	234	7	29
결손금액 합계	-37	0	-22	0	-28	-17	0	0	0	0	0	0
잉여금액 합계	41	111	66	191	2,977	3,445	587	1,163	109	234	7	29
자본	358	339	238	229	1,117	1,355	284	330	95	160	47	28
평가대상준비금	2,786	2,681	2,793	3,028	1,555	1,559	2,486	3,163	1,009	968	33	73
결손금액 합계/평가대상준비금	-1.3%	0.0%	-0.8%	0.0%	-1.8%	-1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
결손금액 합계/자본	-10.4%	0.0%	-9.2%	0.0%	-2.5%	-1.3%	0.0%	0.0%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%

자료: 생보협회, 키움증권 리서치센터.

줄여준 자본 부담: 신종자본증권과 후순위채 발행 규정 완화

- ▶ 금융당국, 2021년 IFRS17 시행 앞두고 보험사의 선제적 자본확충 수요 증대 대응 위해 보험사 차입 규제 완화

→ (과거) 차입에 대한 걱정 유동성 유지 목적만 인정 → (개정안) 보험사 재무건전성 기준 충족 위한 발행목적 폭넓게 이용

→ 생보사의 후순위채 발행은 2013년부터, 신종자본증권 발행은 2017년부터 시작

생보사의 신종자본증권 발행 현황

	종류	규모 (억원)	금리	발행일	만기일	비고
한화생명	신종자본증권	5,000	4.58%	2017-04-13	2047-04-13	(주)
	해외신종자본증권	\$10억	4.70%	2018-04-23		5년 콜옵션
교보생명	외화신종자본증권	5,570	3.95%	2017-07-24	2047-07-24	(주)
동양생명	해외신종자본증권(계획)	\$5억				2018-05-21 이사회 결정안
흥국생명	원화신종자본증권	350	4.93%	2017-03-31	2047-03-31	(주)
	외화신종자본증권	5,572	4.475%	2017-11-09	2047-11-09	(주)
KDB생명	해외신종자본증권	\$2억	7.50%			30년 만기
현대라이프 생명보험	사모채권형 신종자본증권	400	6.10%	2017-11-30	2047-11-30	(주)
	신종자본증권	600		2018-02-28		현대커머셜 인수대상으로 발행
DB생명	신종자본증권	300	5.60%	2017-11-13	2047-11-13	

(주): 발행 후 5년 시점부터 발행사가 조기상환 가능, 발행일로부터 10년 경과 후 1회에 한해 이자율 조정, 만기일 도래 시 발행사 선택에 따라 동일한 발행조건으로 신종자본증권 만기 연장 가능

자료: 금감원, 키움증권 리서치센터

줄여준 자본 부담: 신종자본증권과 후순위채 발행 규정 완화

생보사의 후순위채 발행 현황

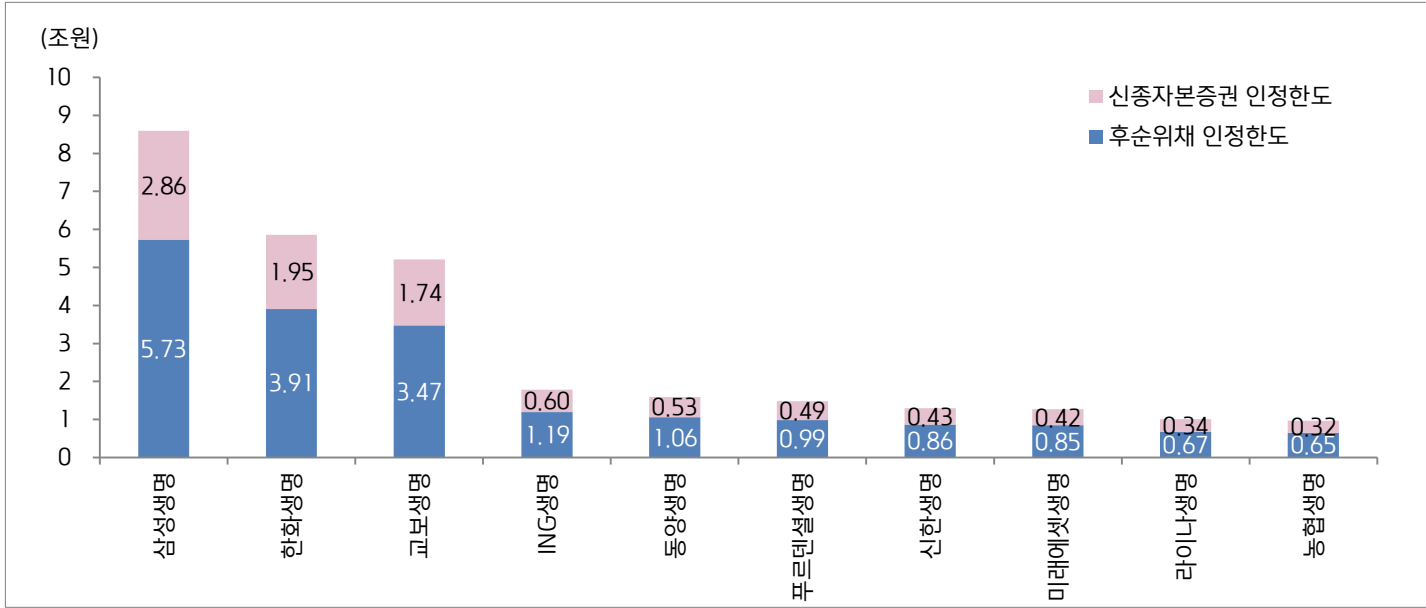
종류	규모 (억원)	금리	발행일	만기일	비고
농협생명	후순위채권(공모채 1-1회)	1,700	3.16%	2017-04-28	2024-04-28
	후순위채권(공모채 1-2회)	2,800	3.56%	2017-04-28	2027-04-28
	후순위채권(공모채 1-3회)	500	3.39%	2017-04-28	2027-04-28
신한생명	후순위채	2,000			10년 만기, 5년 후 콜옵션 부여
흥국생명	후순위무보증사모사채	800	4.34%	2016-12-28	2022-07-28 만기일시상환
	후순위무보증사모사채	150	4.78%	2017-03-31	2023-03-31 만기일시상환
	후순위무보증사모사채	2,000	5.00%	2013-10-10	2023-10-10 만기일시상환
KDB생명	제2회 무보증후순위사채	1,000	4.90%	2013-09-30	2019-09-30 이자: 분기별 납입/ 원금: 만기일시상환
	제3회 무보증후순위사채	400	5.50%	2014-04-04	2019-10-04
	제4회 무보증후순위사채	200	4.40%	2015-09-18	2021-09-18
	제5회 무보증후순위사채	700	4.30%	2015-10-08	2022-10-08
	제6회 무보증후순위사채	60	5.00%	2017-01-18	2023-01-18
DGB생명	제2회 무기명식이권부 무보증후순위사채	200		2013-12-27	2019-06-27
DB생명	제1회 무보증사모 후순위사채	800	5.20%	2018-02-13	2028-02-13
하나생명	무보증 후순위 사모사채	300	4.90%	2017-04-07	2023-04-07
	무보증 후순위 사모사채	200	4.90%	2017-04-21	2023-04-21
현대라이프생명보험	무보증 후순위 사모사채	100			

자료: 금감원, 키움증권 리서치센터.

줄여준 자본 부담: 신종자본증권과 후순위채 발행 한도

- ▶ **현행 신종자본증권과 후순위채 발행 한도는 자기자본 기준으로 설정되어 있음**
→ 보험업계는 기본자본으로 인정받기 위해 후순위채보다 신종자본증권 발행을 선호하고 있는 상황
- ▶ **K-ICS 상에선 신종자본증권 및 후순위채 발행 한도를 요구자본 기준으로 설정하는 방안 논의 중.**
한도가 커질 개연성도 존재

신종자본증권과 후순위채 발행한도

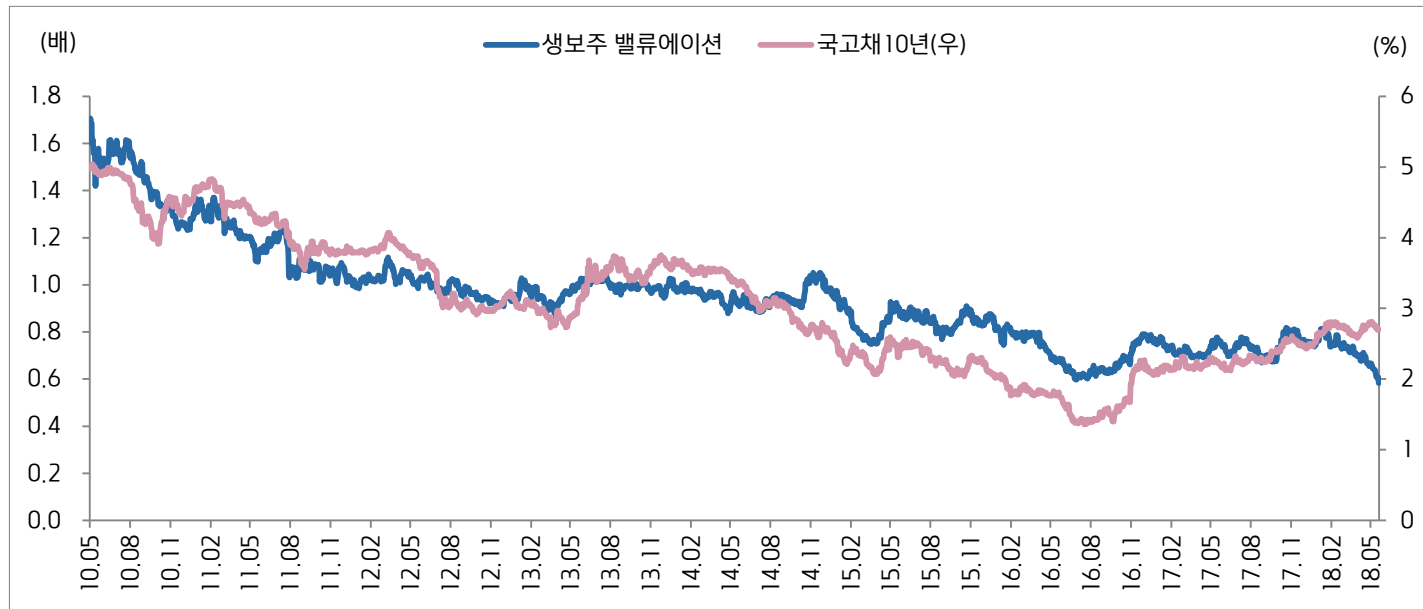


자료: 금감원, 키움증권 리서치센터.

밸류에이션 매력은 충분한 상황

- ▶ 현재 당사 커버리지 3개사 합산 PBR은 0.6배 수준
→ 이는 2016년 저금리가 심각했던 때와 비슷한 수준
→ 2016년 국고채 10년물 평균 금리 1.74%, 2018년 평균금리 2.70%
- ▶ 낮은 밸류에이션은 생보주 주가 하방 경직성 제공

생보주 PBR과 금리 추이



주: 생보주 PBR은 당사 3개사 합산 기준

자료: Dataguide Pro, 키움증권 리서치센터.

Part III

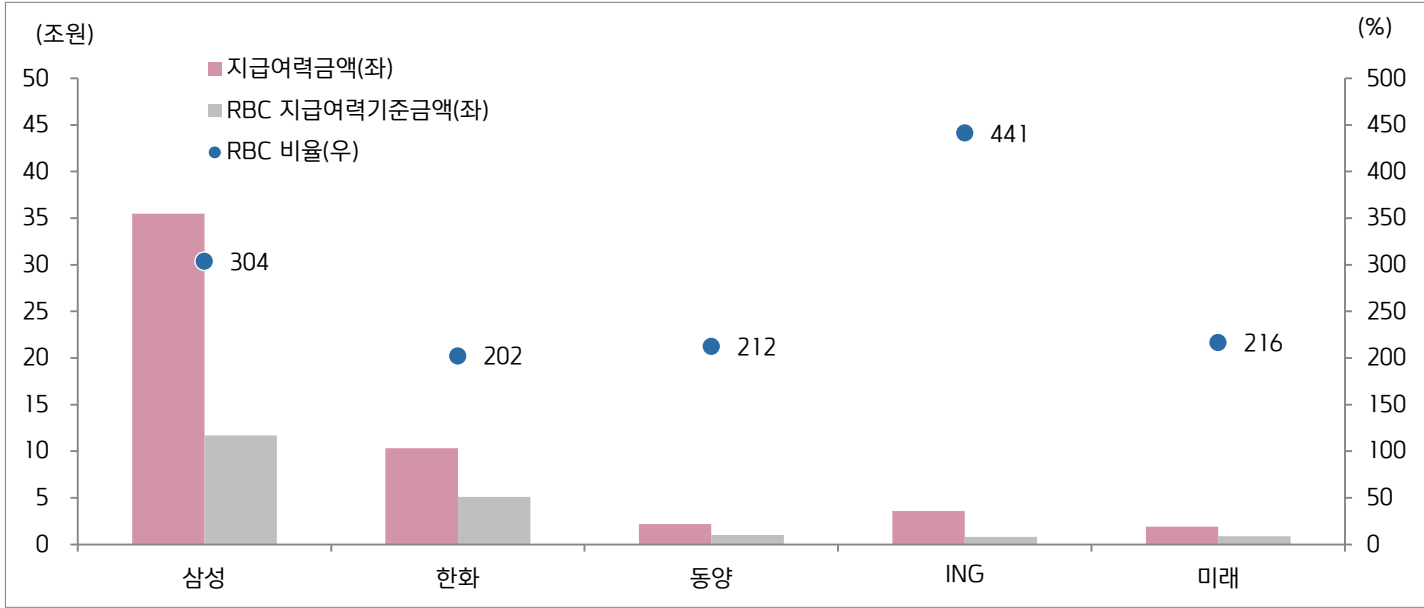
종목 선정 기준



충분한 자본

- ▶ 저금리와 제도 변화에 대응할 수 있는 첫 번째 수단은 넉넉한 자본
- ▶ 상장 생보사 중 RBC비율이 높은 곳은 ING생명과 삼성생명

상장 생보사 RBC 비율

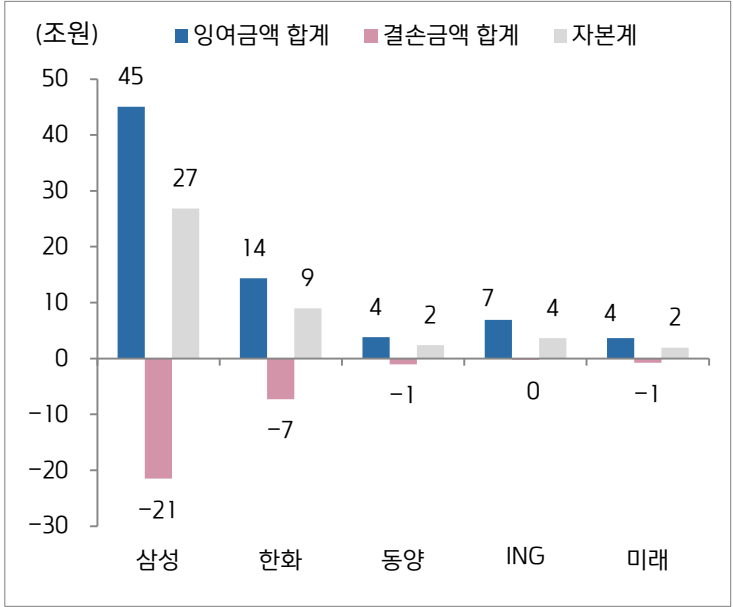


주: 1Q18 기준
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터.

적은 부채 부담(1) 부채 시가 평가

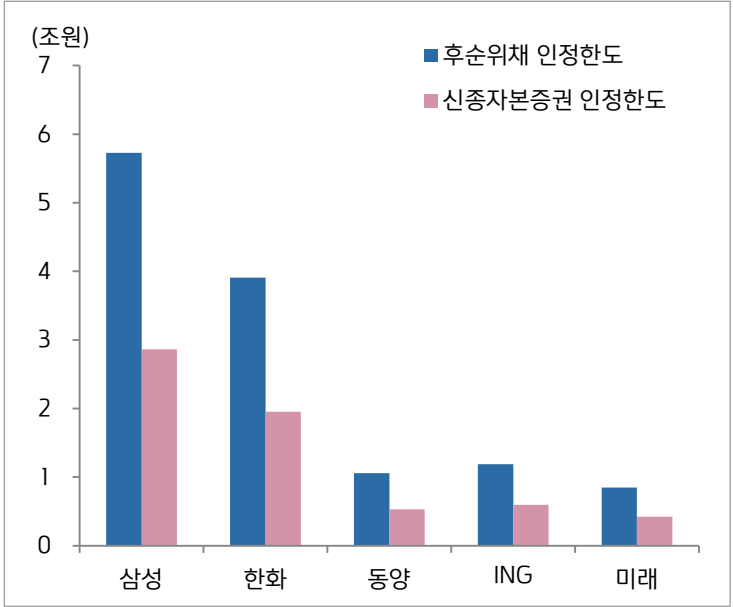
- ▶ LAT 평가에서 부채 부담이 높은 곳은 한화생명과 삼성생명
→ 과거부터 팔아온 고금리 확정형 부채 영향이 큼
- ▶ 21년 제도 도입에 부채 시가평가 방법 변경과 유예기간, 금리 반등으로 삼성생명의 부채 적립 부담은 실제 크지 않을 전망

자본과 LAT 잉여 및 결손



주: 4Q17 기준
자료: 금감원, 키움증권 리서치센터.

신종자본증권과 후순위채 발행한도

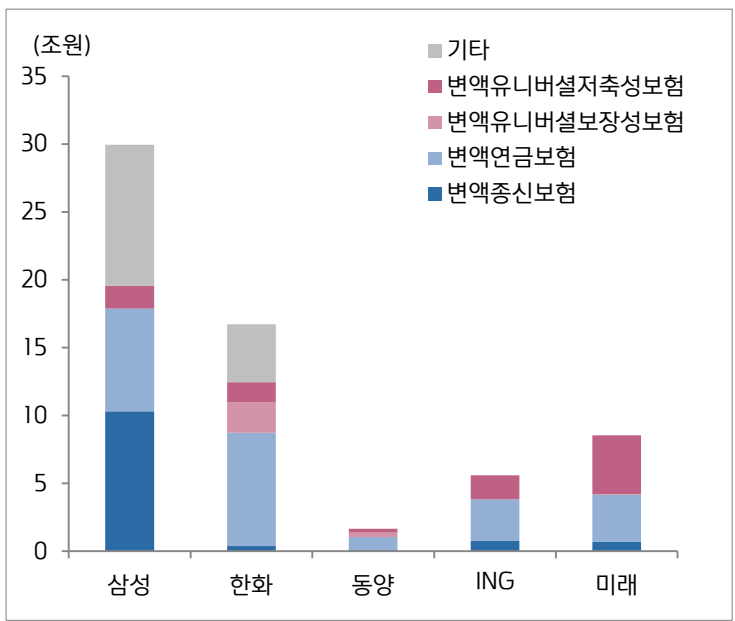


주: 4Q17 기준
자료: 금감원, 키움증권 리서치센터.

적은 부채부담 (2) 변액보험 보증준비금

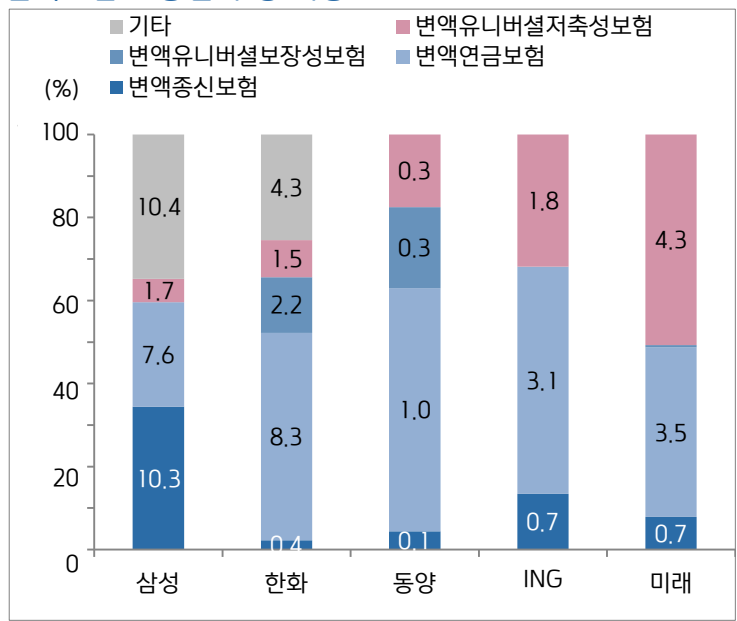
- ▶ 국내에서 많이 판매한 변액보험 상품에 내재된 보증 Option은 GMDB, GMAB 등
- ▶ 금리 상승(연말 손익에 반영)과 주식시장 호조(분기손익에 반영)로 변액보험 보증준비금 부담은 완화될 전망
- ▶ 단기적으로 변액종신보험에 내재된 GMDB 부담이 크나, 장기적으로 연금에 내재된 부담이 커질 개연성도 있음

변액보험 보증별 현황



자료: 금감원, 키움증권 리서치센터.

변액보험 보증별 구성 비중

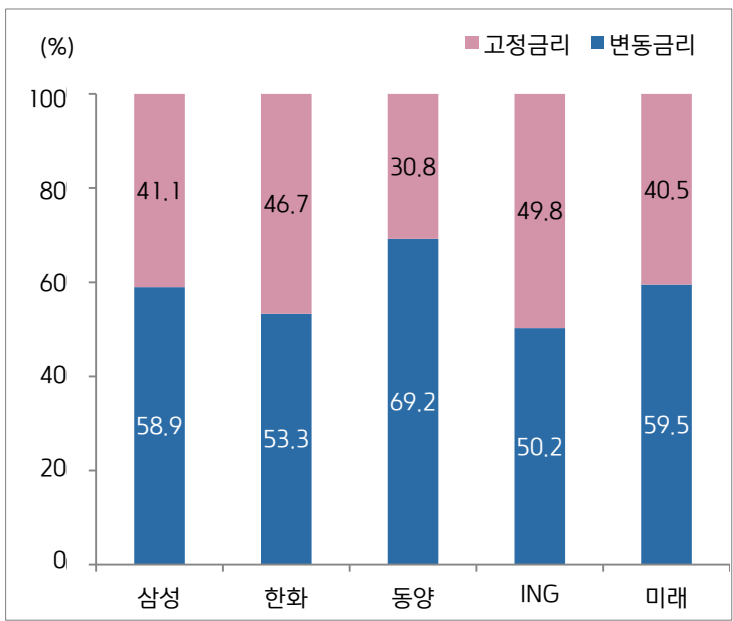


자료: 금감원, 키움증권 리서치센터.

적은 부채 부담 (3) 금리 민감도

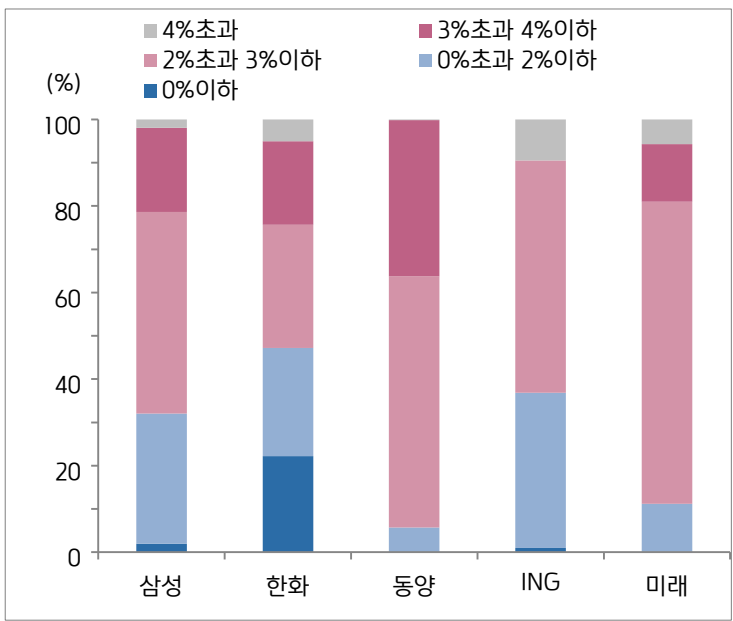
- ▶ 부채 구조상 고금리 확정형 부채 비중이 높은 곳은 2000년 초 종신보험을 많이 판매한 ING생명, 한화생명과 삼성생명
→ 금리 면에서 ING생명 금리가 낮은 편
- ▶ 금리 연동형 부채의 최저보증이율 측면에서 부담이 되는 생보사는 동양생명

상장 생보사의 부채 구조



주: 순보식 기준, 1Q18 기준
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

보험사의 최저 보증이율 현황

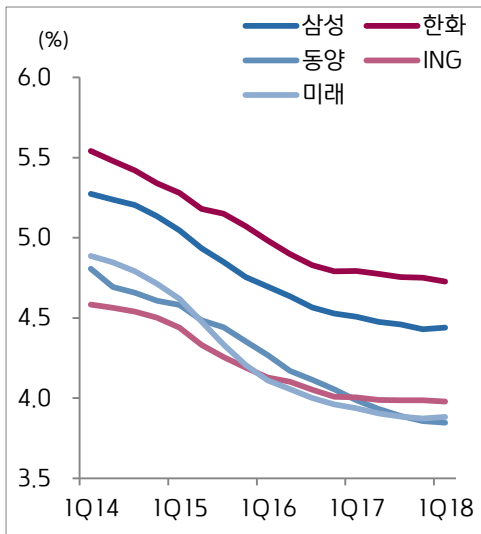


주: 4Q17 기준
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

적은 부채부담(4) 조달 코스트

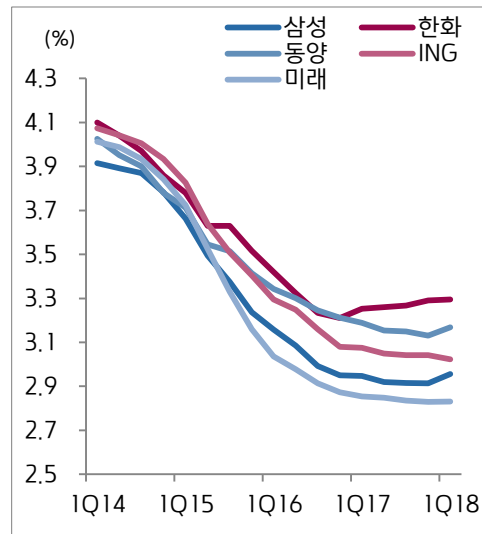
- ▶ 생보사의 부채부담이율은 3.8~4.7%
 - 한화생명 4.7%, 삼성생명 4.4%, ING생명 4.0%, 미래 3.9%, 동양 3.8%
 - 저금리 여파로 조달비용 하향. 최근 시중 금리 반등으로 일부 생보사의 금리 경쟁 발생
- ▶ 삼성생명, 한화생명 고금리 확정형으로 불리한 위치. 금리 연동형 조달 비용이 가장 낮은 곳은 미래에셋생명과 삼성생명

각 사 조달비용



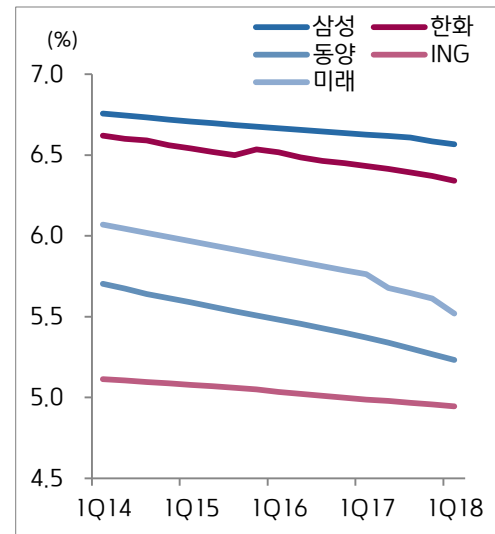
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터.

금리연동형



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터.

금리확정형

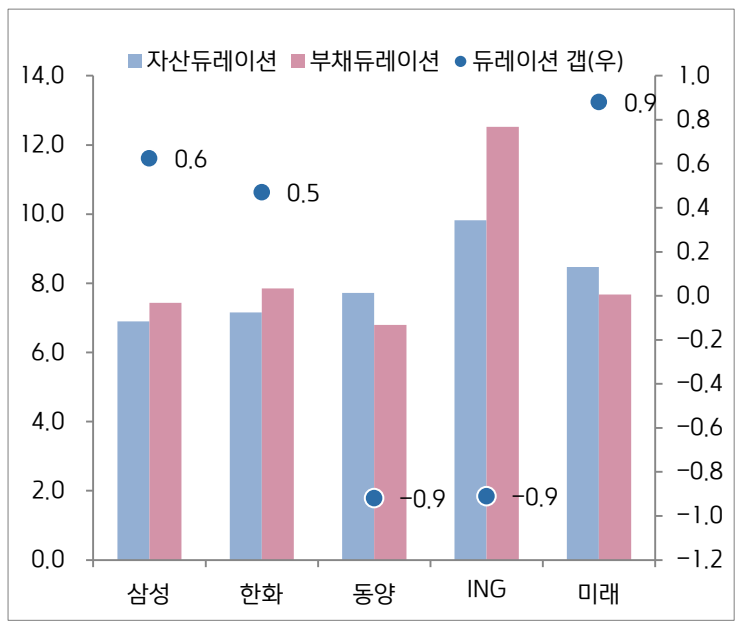


자료: 각 사, 키움증권 리서치센터.

운용의 묘 (1)

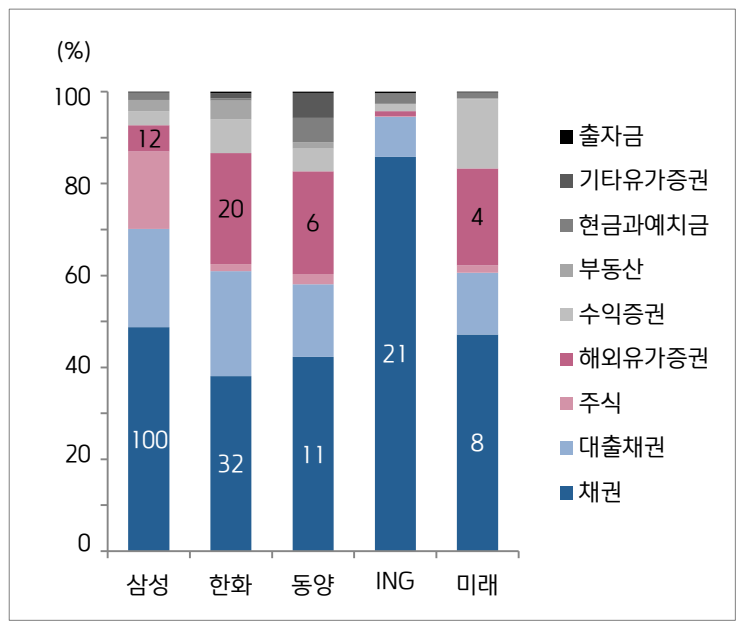
- ▶ 중장기적으로 생보사의 최대 이슈는 자산- 부채의 금리 민감도를 축소하는 것
 - 듀레이션 매칭이 중요한 이유
 - 현재 RBC비율 체계에선 부채 듀레이션이 실질을 반영하지 못함. 현금리 수준에서 생보사의 실질 부채 듀레이션은 14년 수준으로 예상
- ▶ 채권을 통한 부채 듀레이션 매칭이 상대적으로 잘되어 있는 곳은 ING생명

생보사의 듀레이션 현황



주: 만기불일치 위험액과 잔존만기 변경기간이 상이해 Apple to Apple 비교는 힘들
 자료: 각 사, 키움증권 리서치센터.

자산구성비

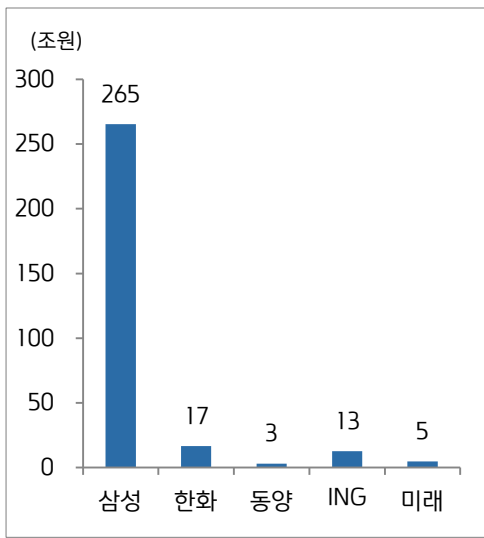


주: 4Q17 기준
 자료: 금감원, 키움증권 리서치센터.

운용의 묘 (2)

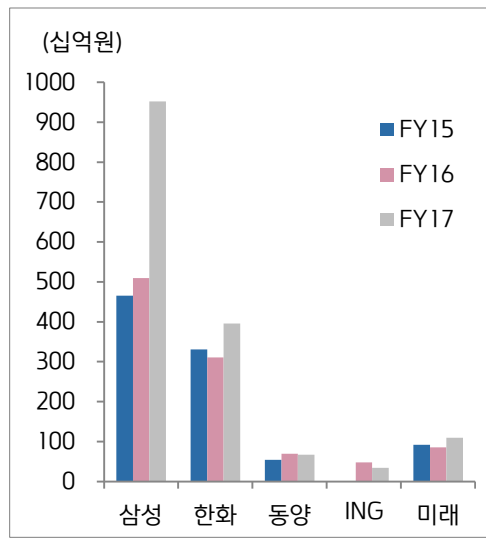
- ▶ 저금리 하의 ALM Matching으로 Yield Picking이 수월하지 않은 상황
 - 매도가능증권 평가이익이 많은 생보사는 삼성생명
 - 중형사 대비 대형사가 이자이익 외에 배당이익 및 임대료 수익이 많은 상황
- ▶ 일부 생보사는 부동산 관련 자산 매각을 통해 이익을 창출할 수 있음

보험사의 매도가능증권 평가이익



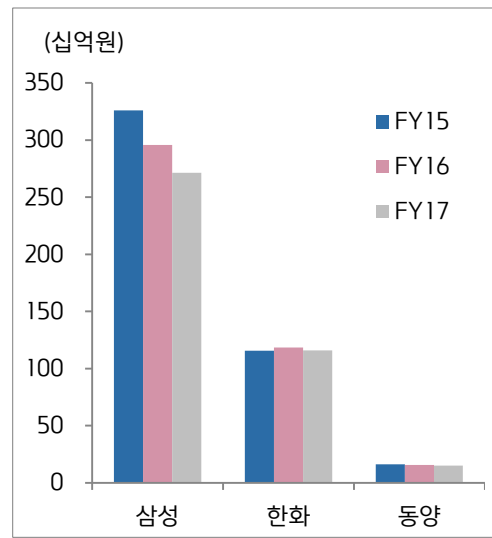
주: 4Q17 기준
자료: 생보협회, 키움증권 리서치센터

보험사 연간 배당이익



주: 4Q17 기준
자료: 생보협회, 키움증권 리서치센터

커버리지 3개사 연간 임대료수익



주: 4Q17 기준
자료: 생보협회, 키움증권 리서치센터

운용의 묘 (3)

커버리지 3사 매도가능증권 평가손익

(단위: 억원)

구분		삼성	한화	동양
주식		229,894	673	804
출자금			14	190
채권		31,742	15,789	1,548
수익증권	주식	-760	266	27
	채권	1,822	-2	3
	기타	331	597	188
외화유가증권	주식		66	0
	출자금			0
	채권	1,370	-1,137	237
	주식	475	363	0
	수익증권		35	0
	채권			0
	기타			0
	기타 외화유가증권 (채권)	383	-16	3 0
기타유가증권			54	129
	(채권)		37	13
합계		265,258	16,704	3,131

주. 4Q17 기준
자료: 생보협회, 키움증권 리서치센터.

Part IV

종목 분석

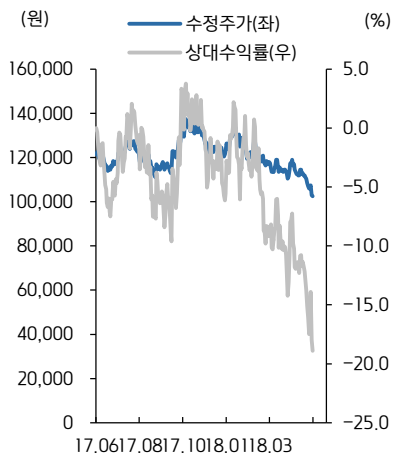


삼성생명 (032830) BUY (Maintain): 변화하는 환경 속에 적응력이 빠른 생보사

보험

주가(6/1): 102,500원/TP: 165,000원

KOSPI(6/1)	2,438.96pt		
시가총액	205,000억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	137,500원	102,500원	
최고/최저가 대비 등락율	-25.45%	0.00%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	-12.4%	-9.6%
	6M	-18.7%	-17.4%
	12M	-15.6%	-18.9%
발행주식수	200,000천주		
일평균거래량(3M)	244천주		
외국인 지분율	16.00%		
배당수익률(18.E)	2.2%		
BPS(18.E)	182,687원		

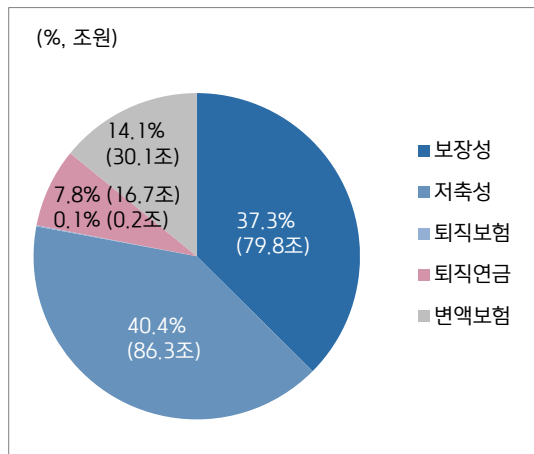


- ▶ 업계 1위로 제도 변화에 대한 준비가 선제적으로 되어 있음
 - 보수적인 경영기조로 IFRS17과 K-ICS 등 제도 변화에 대한 준비가 상대적으로 잘되어 있는 보험사
 - 업계 1위 브랜드를 활용해 특별계정에 적정 수수료 수익을 책정해 받아오고 있음
 - 보유 중인 삼성전자 지분을 활용해 제도 변화에 대응 가능
- ▶ 중장기적으로 업계 개편 예상. 적극적인 매출 전략으로 시장 지배력 확대 가능
- ▶ 업종 Top Pick 유지

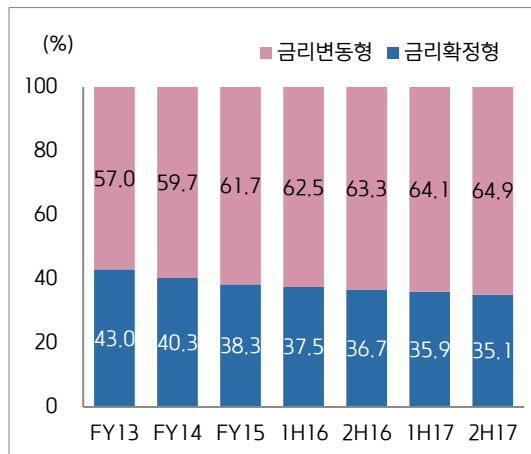
투자지표	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료(십억원)	27,884	26,321	25,848	26,377	26,549
영업이익(십억원)	1,235	373	662	686	596
영업외이익(십억원)	1,373	1,342	1,412	1,554	1,745
세전이익(십억원)	2,607	1,715	2,074	2,241	2,342
순이익(십억원)	2,054	1,195	1,438	1,553	1,623
EPS(원)	11,809	7,198	8,538	9,226	9,641
PER(배)	9.5	17.3	12.0	11.1	10.6
BPS(원)	146,353	163,727	182,687	191,337	198,568
PBR(배)	0.8	0.8	0.6	0.5	0.5
위험손해율(%)	82.1	78.5	79.7	78.6	77.6
사업비율(%)	12.0	12.4	12.2	11.7	11.4
운용수익률(%)	4.1	3.2	3.5	3.5	3.4
배당수익률(%)	1.1	1.6	2.2	2.4	2.6
ROE(%)	8.2	4.3	4.6	4.6	4.6

주. 삼성전자지분 매각이익 미포함.

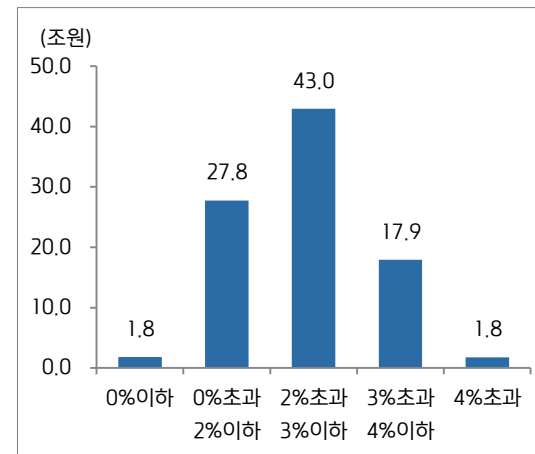
삼성생명 부채구조



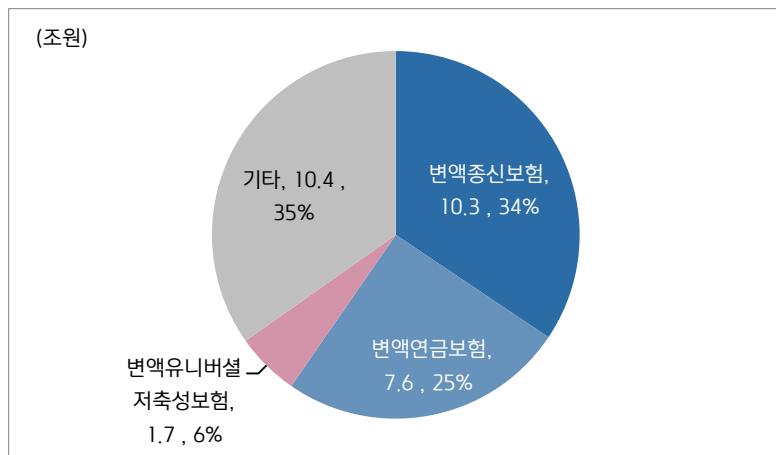
삼성생명 익스포저



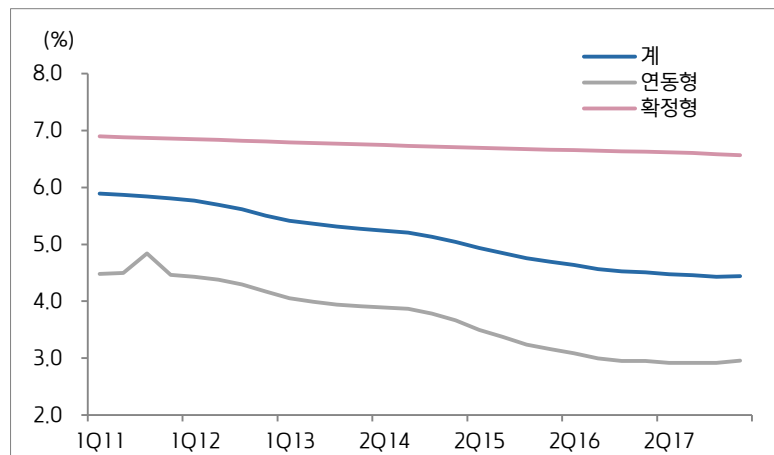
최저보증이율



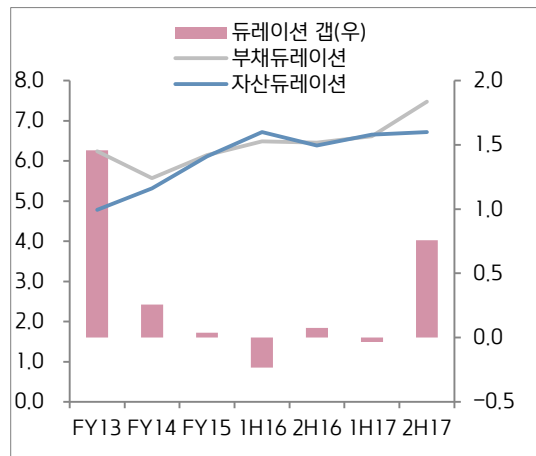
삼성생명 변액 익스포저



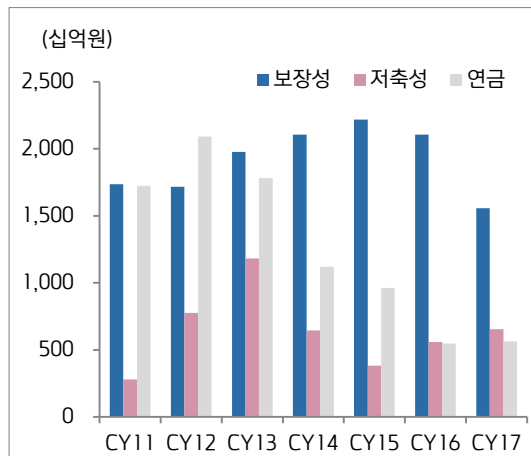
삼성생명 조달비용



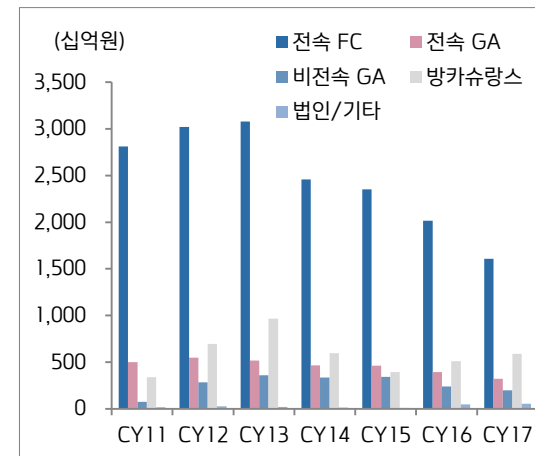
자산·부채 듀레이션



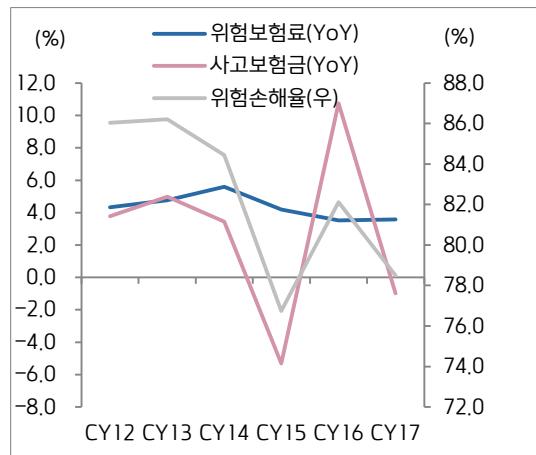
보종별 APE



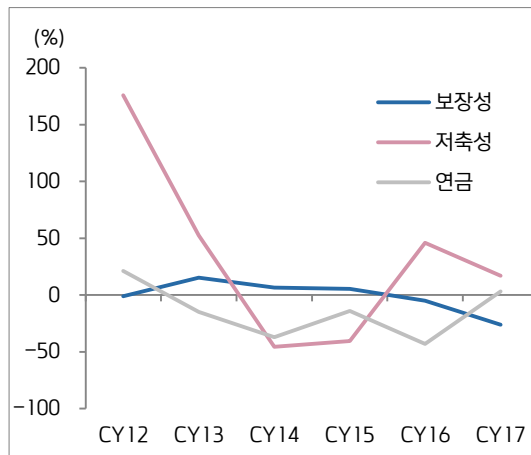
채널별 APE



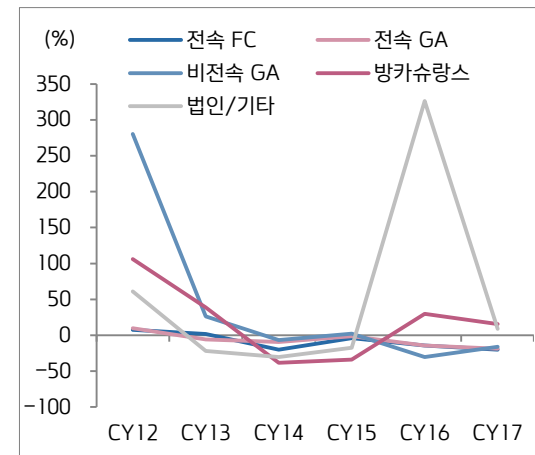
위험손해율



보종별 APE 성장률(%YoY)



채널별 APE 성장률(%YoY)



손익계산서

(십억원)	FY16F	FY17F	FY18F	FY19F	FY20F
수입보험료	27884	26321	25848	26377	26549
일반계정	16768	16743	16216	16239	16043
특별계정	11215	9806	9967	10451	10826
보험영업수익	17046	16948	16216	16239	16043
보험료수익	16768	16646	15909	15926	15723
재보험료수익	278	302	307	313	319
보험영업비용	14570	15942	15374	15078	15498
지급보험금	10610	11910	11610	11435	11917
사업비	1496	1724	1392	1843	1808
(이연신계약비)	-1809	-1545	-1314	-1248	-1211
신계약비	1839	1749	1622	1574	1526
유지비	1467	1495	1542	1518	1493
수금비	0	0	0	0	0
신계약비 상각비	2124	1969	1451	1432	1394
보험영업손익	2476	1006	842	1161	545
투자영업손익	8000	6976	8053	8575	8987
책임준비금전입	9242	7610	8233	9050	8935
영업이익	1235	373	662	686	596
영업외손익	1373	1342	1412	1554	1745
세전이익	2607	1715	2074	2241	2342
법인세비용	458	423	541	584	610
당기순이익	2150	1293	1533	1657	1731
비지배주주 손이익	96	97	96	103	108
연결 당기순이익	2054	1195	1438	1553	1623

주요 지표

	FY16	FY17	FY18F	FY19F	FY20F
성장성					
수입보험료	1.6	-5.6	-1.8	2.0	0.7
일반계정	-3.4	-0.1	-3.2	0.1	-1.2
특별계정	10.3	-12.6	1.6	4.9	3.6
보험영업수익	-3.2	-0.6	-4.3	0.1	-1.2
당기순이익	77.7	-39.9	18.6	8.1	4.5
운용자산	17.4	6.5	5.5	7.5	7.6
특별계정자산	4.8	9.2	10.3	8.5	8.3
총자산	14.9	6.8	7.0	7.1	7.2
수익성과 효율성					
보험금 지급율	63.3	71.5	73.0	71.8	75.8
위험보험료 대비 사고보험금	82.1	78.5	79.7	78.6	77.6
수입보험료 대비 실질사업비용	12.0	12.4	12.2	11.7	11.4
운용자산이익률	4.1	3.2	3.5	3.5	3.4

대차대조표

	FY16	FY17	FY18F	FY19F	FY20F
자산총계	264,654	282,753	302,526	323,871	347,203
운용자산	214,879	228,741	241,388	259,492	279,213
현금 및 예치금	5,823	4,940	4,402	4,601	4,932
채권	103,316	100,549	108,347	116,728	125,613
주식	24,124	32,481	33,770	36,277	39,041
기타유가증권(수익증권 등)	8,923	8,416	9,021	9,713	10,452
대출채권	58,063	64,574	67,090	71,991	77,453
부동산	8,923	8,416	9,021	9,713	10,452
비운용자산	8,269	8,691	11,162	10,131	9,249
미상각신계약비	3,542	3,114	3,413	3,597	3,780
특별계정자산	41,505	45,321	49,976	54,248	58,740
부채총계	236,345	251,588	267,973	287,764	309,798
책임준비금	158,729	166,881	175,114	184,163	193,098
보험료적립금	152,281	160,006	168,144	177,194	186,189
계약자지분조정	8,076	9,600	11,397	15,505	21,094
기타부채	25,683	27,928	30,442	32,877	35,836
특별계정부채	43,857	47,180	51,021	55,219	59,769
자본총계	28,308	31,164	34,553	36,107	37,405
자본금	100	100	100	100	100
연결자본잉여금	63	63	63	63	63
연결이익잉여금	13,289	14,268	15,318	16,871	18,495
연결자본조정+연결기타포괄	16,886	18,663	17,325	17,325	17,000
비지배주주	1,664	1,763	1,747	1,747	1,747

주요 지표

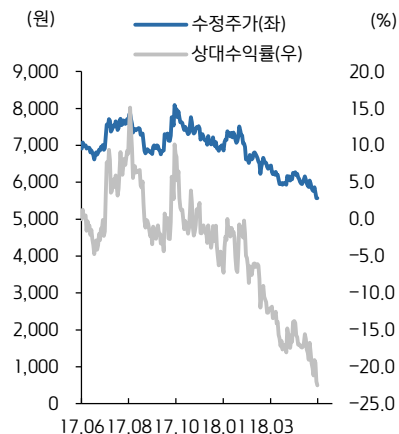
	FY16	FY17	FY18F	FY19F	FY20F
주당지표					
EPS	11,809	7,198	8,538	9,226	9,641
BPS	146,353	163,727	182,687	191,337	198,568
DPS	1,200	2,000	2,241	2,509	2,622
Valuation					
PER	9.5	17.3	12.0	11.1	10.6
PBR	0.8	0.8	0.6	0.5	0.5
PEV					
수익성					
ROA	0.8	0.4	0.5	0.5	0.5
ROE	8.2	4.3	4.6	4.6	4.6
ROEV					
배당성향	10.0	27.8	28.0	29.0	29.0
Dividend Yield	1.1	1.6	2.2	2.4	2.6

한화생명 (088350) BUY (Maintain): 과한 시장 우려

보험

주가(6/1): 5,570원/TP: 7,800원

KOSPI(6/1)	2,438.96pt	
시가총액	48,377억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	8,090원	5,570원
최고/최저가 대비 등락율	-31.15%	0.00%
상대수익률	절대	상대
	1M	-10.6%
	6M	-22.2%
	12M	-19.4%
발행주식수	868,530천주	
일평균거래량(3M)	1,290천주	
외국인 지분율	18.05%	
배당수익률(18.E)	2.7%	
BPS(18.E)	12,550원	



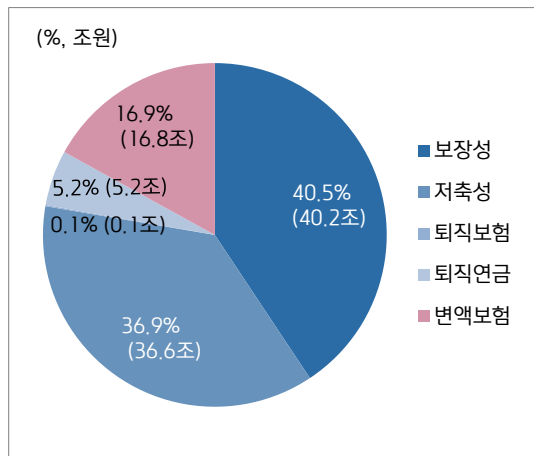
▶ 과한 시장 우려로 밸류에이션 측면에서 매력적인 구간 진입

- 신종자본증권 발행으로 보험업계의 제도 변화(IFRS17 및 IFRS9, K-ICS도입)에 대응
- 예금보험공사 지분이 오버행 이슈로 작용하나, 1) 예보의 매입가와 현재 주가 차이와 2) 전체 지분 매각 시 불확실성 소멸 등을 감안하면 관련 우려 지나치다고 판단

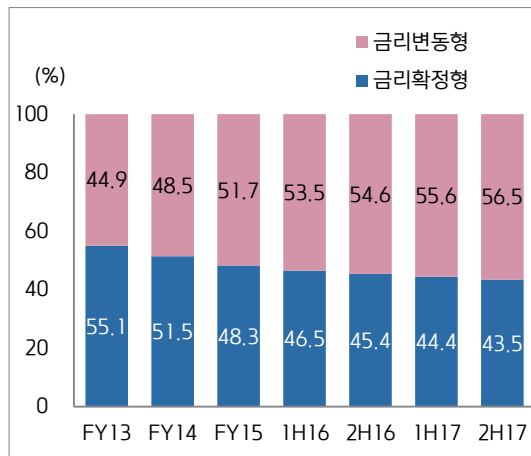
▶ 금리 상승에 가장 민감한 보험주

투자지표	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료(십억원)	15,180	13,814	12,914	12,476	11,947
영업이익(십억원)	-487	-269	-226	-209	-276
영업외이익(십억원)	896	961	1,019	996	1,045
세전이익(십억원)	409	691	793	787	769
순이익(십억원)	315	525	565	570	583
EPS(원)	419	699	752	759	776
PER(배)	15.6	10.7	7.4	7.3	7.2
BPS(원)	10,850	11,937	12,550	13,159	15,156
PBR(배)	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
위험손해율(%)	79.0	76.7	77.0	76.6	77.2
사업비율(%)	13.2	14.3	14.4	14.3	13.8
운용수익률(%)	4.0	3.8	4.0	4.1	4.0
배당수익률(%)	1.2	1.9	2.7	2.7	2.8
ROE(%)	3.8	6.1	6.1	5.9	5.5

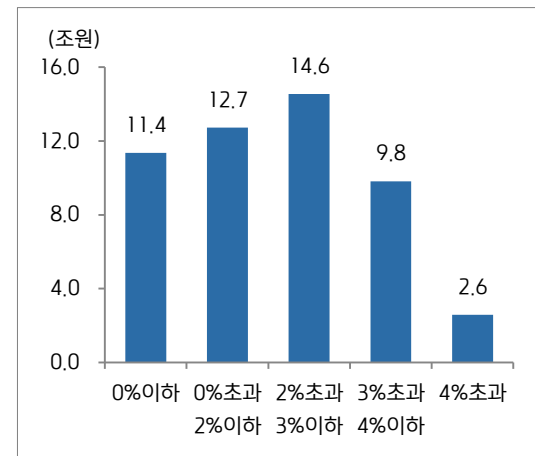
한화생명 부채구조



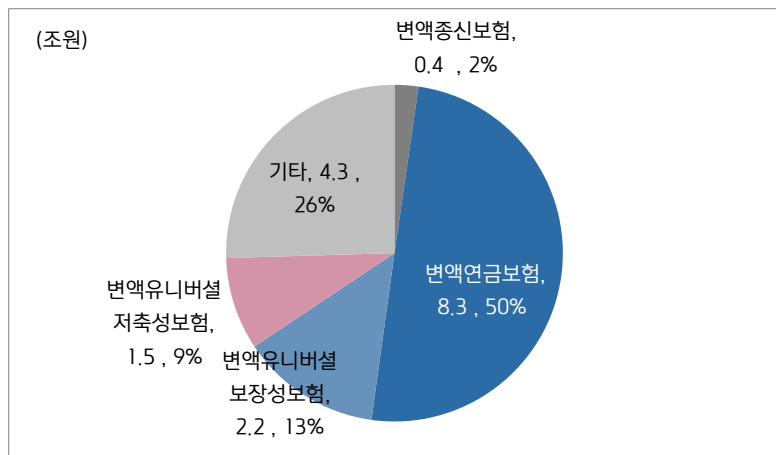
한화생명 익스포저



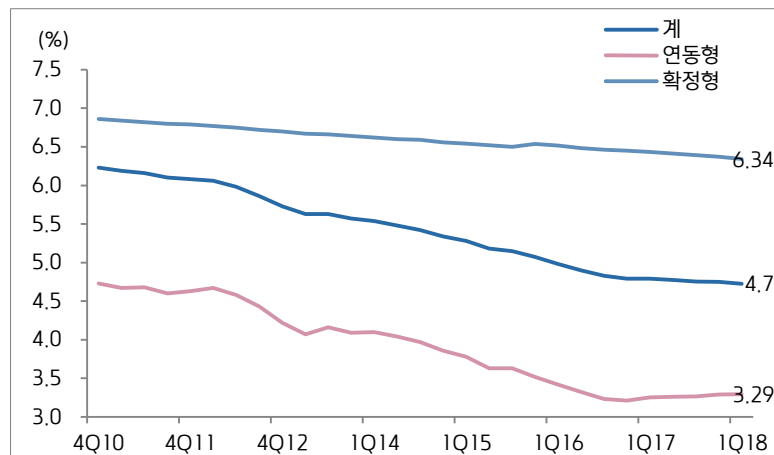
한화생명 최저보증이율



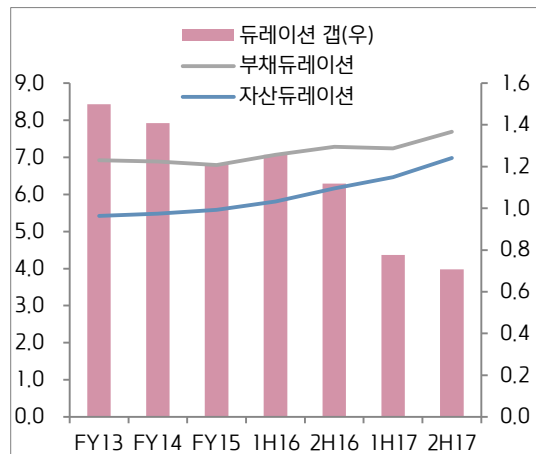
한화생명 변액 익스포저



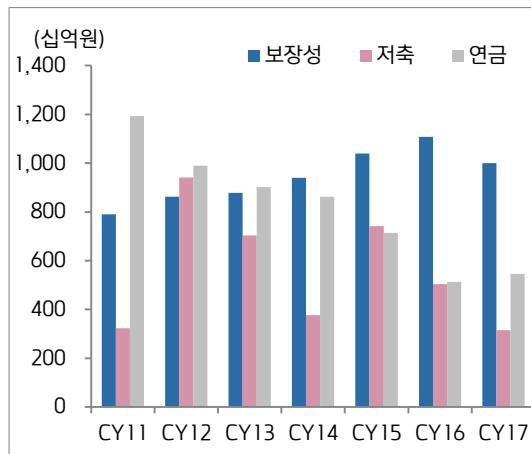
한화생명 조달비용



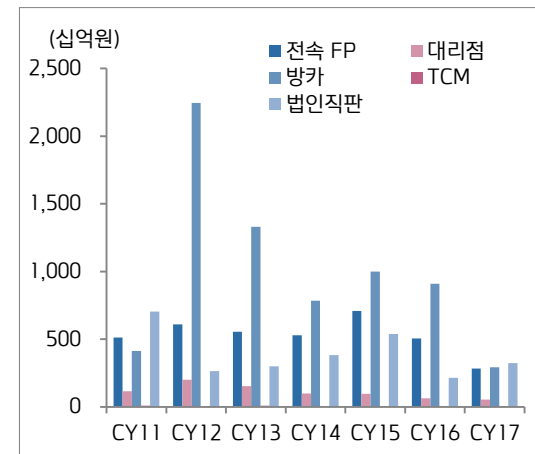
자산·부채 듀레이션



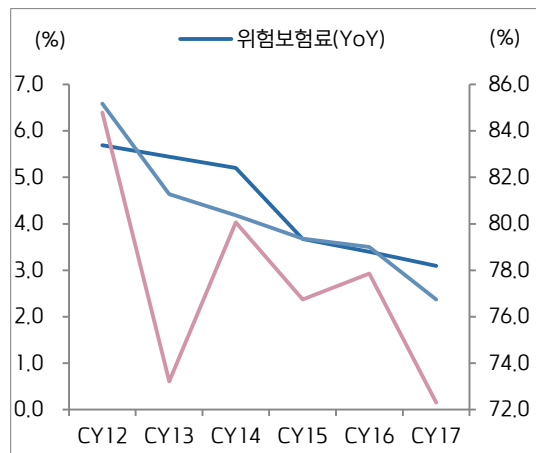
보종별 APE



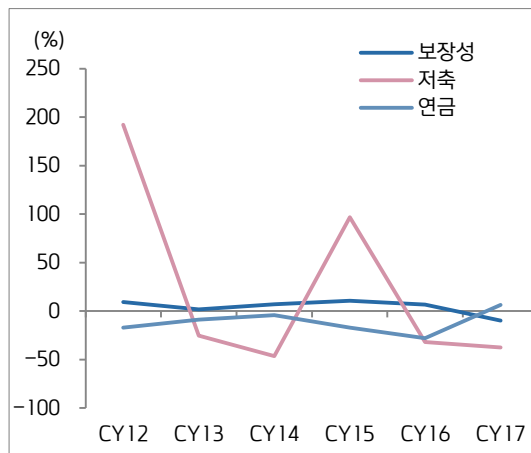
채널별 APE



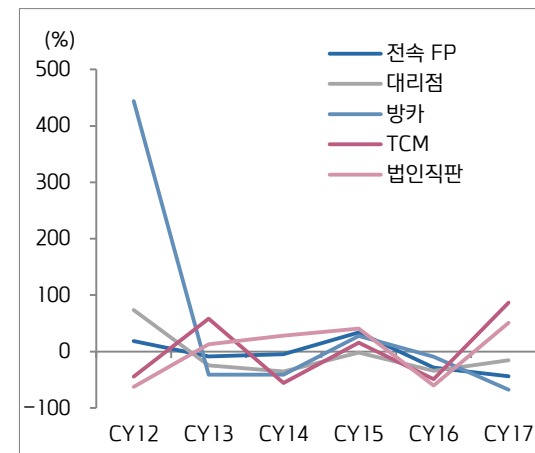
위험손해율



보종별 APE 성장률(%YoY)



채널별 APE 성장률(%YoY)



손익계산서

(십억원)	FY16	FY17	FY18F	FY19F	FY20F
수입보험료	15,180	13,814	12,914	12,476	11,947
일반계정	10,474	9,587	8,998	8,646	8,233
특별계정	4,707	4,227	4,025	3,830	3,714
보험영업수익	10,622	9,749	9,162	8,815	8,408
보험료수익	10,474	9,587	8,998	8,646	8,233
재보험료수익	148	162	164	169	174
보험영업비용	8,685	9,210	9,411	8,865	9,017
지급보험금	6,359	6,882	7,200	6,797	7,091
사업비	892	883	972	833	716
(이연신계약비)	-1,118	-1,061	-887	-950	-932
신계약비	1,163	1,059	938	942	924
유지비	847	884	921	875	749
수급비	0	0	0	0	0
신계약비 상각비	1,271	1,272	1,066	1,054	1,024
보험영업손익	1,937	538	-248	-49	-609
투자영업손익	3,174	3,156	3,450	3,748	3,988
책임준비금전입	5,598	3,963	3,428	3,908	3,655
영업이익	-487	-269	-226	-209	-276
영업외손익	896	961	1,019	996	1,045
특별계정수입수수료					
세전이익	409	691	793	787	769
법인세비용	94	166	228	216	186
당기순이익	315	525	565	570	583

주요 지표

	FY16	FY17	FY18F	FY19F	FY20F
성장성(%)					
수입보험료	1.5	-9.0	-6.5	-3.4	-4.2
일반계정	2.4	-8.5	-6.1	-3.9	-4.8
특별계정	-0.4	-10.2	-4.8	-4.9	-3.0
보험영업수익	2.3	-8.2	-6.0	-3.8	-4.6
당기순이익	-37.0	66.8	7.6	0.9	2.2
운용자산	7.5	2.6	5.5	5.5	11.3
특별계정자산	4.5	9.0	5.0	5.0	10.3
총자산	6.6	4.7	4.9	4.9	8.4
수익성과 효율성(%)					
보험금 지급율	60.7	71.7	80.0	78.6	86.1
위험보험료 대비 사고보험금	79.0	76.7	77.0	76.6	77.2
수입보험료 대비 실질사업비용	13.2	14.3	14.4	14.3	13.8
운용자산이익률	4.0	3.8	4.0	4.1	4.0

대차대조표

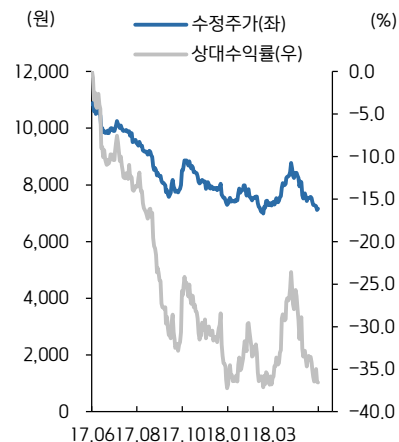
(십억원)	FY16	FY17	FY18F	FY19F	FY20F
자산총계	105,331	110,313	115,765	121,477	131,690
운용자산	82,187	84,360	89,000	93,895	104,507
현금 및 예치금	754	417	442	464	516
채권	34,921	32,111	34,556	36,548	40,689
주식	1,492	1,598	1,688	1,783	1,985
기타유가증권	22,833	27,435	28,371	29,865	33,236
대출채권	18,686	19,320	20,262	21,351	23,759
부동산	3,502	3,479	3,681	3,884	4,322
비운용자산	3,281	4,310	4,040	3,721	875
미상각신계약비	2,162	1,950	2,122	2,236	2,412
특별계정자산	19,863	21,643	22,725	23,862	26,308
부채총계	97,179	101,344	106,335	111,590	120,302
책임준비금	73,290	77,253	81,058	85,064	91,705
보험료적립금	69,949	73,774	77,421	81,249	87,593
계약자지분조정	813	697	796	796	881
기타부채	2,206	1,229	1,208	1,293	775
특별계정부채	20,869	22,165	23,273	24,436	26,941
자본총계	8,153	8,969	9,430	9,887	11,388
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	2,680	3,152	3,612	4,070	5,570
자본조정+기타포괄	645	491	491	491	491

주요 지표

	FY16	FY17	FY18F	FY19F	FY20F
주당지표(원)					
EPS	419	699	752	759	776
BPS	10,850	11,937	12,550	13,159	15,156
DPS	80	140	151	152	155
Valuation(배)					
PER	15.6	10.7	7.4	7.3	7.2
PBR	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
PEV					
수익성(%)					
ROA	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE	3.8	6.1	6.1	5.9	5.5
배당성향	19.1	20.0	20.0	20.0	20.0
Dividend Yield	1.2	1.9	2.7	2.7	2.8

주가(6/1): 7,160원/TP: 9,000원

KOSPI(6/1)	2,438.96pt	
시가총액	11,553억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	10,900원	6,990원
최고/최저가 대비 등락율	-34.31%	2.43%
상대수익률	절대	상대
	1M	-13.1%
	6M	-8.9%
	12M	-34.0%
발행주식수	161,359천주	
일평균거래량(3M)	192천주	
외국인 지분율	84.66%	
배당수익률(18.E)	4.3%	
BPS(18.E)	15,645원	



▶ 동양생명 작년보다 펀더멘털 개선에 더욱 주력

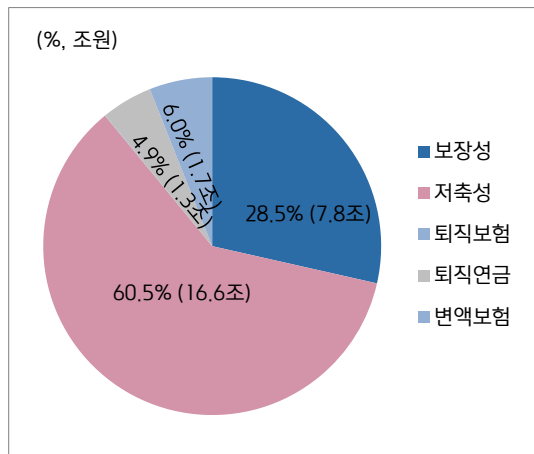
- 고금리 일시납 저축성 보험 판매 축소. 보장성 신계약 성장에 주력
- 환프리미엄 축소로 외화자산 투자 속도 둔화. 국내 자산으로 투자 방향 변화

▶ 대주주인 안방보험의 경영권이 중국보험감독관리위원회에 넘어가면서 대주주 불확실성 확대

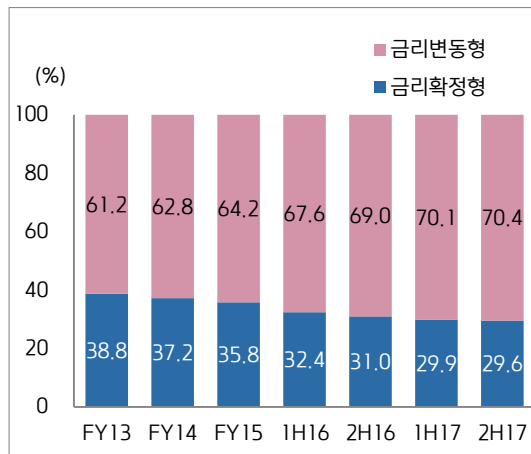
- 매각 및 M&A 등 이슈가 간헐적이면서 지속적으로 주가에 영향을 미칠 전망

투자지표	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료(십억원)	6,675	5,908	5,207	5,212	5,392
영업이익(십억원)	-89	166	108	122	115
영업외이익(십억원)	45	76	97	104	119
세전이익(십억원)	-44	241	205	226	235
순이익(십억원)	5	184	156	171	178
EPS(원)	53	1,183	1,001	1,098	1,142
PER(배)	238.3	6.4	7.2	6.5	6.3
BPS(원)	17,498	15,297	15,645	16,743	17,886
PBR(배)	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
위험손해율(%)	80.0	80.4	79.2	81.9	81.9
사업비율(%)	10.1	13.0	14.8	14.0	15.0
운용수익률(%)	2.4	3.8	3.5	3.7	3.8
배당수익률(%)	1.6	4.7	4.3	4.7	4.9
ROE(%)	0.3	8.8	6.5	6.8	6.6

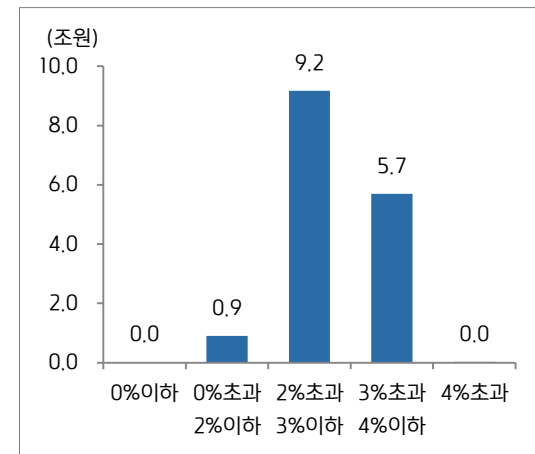
동양생명 부채구조



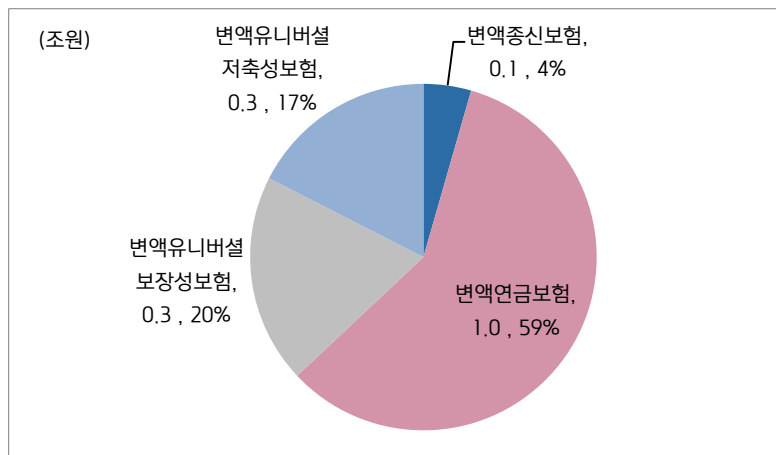
동양생명 익스포저



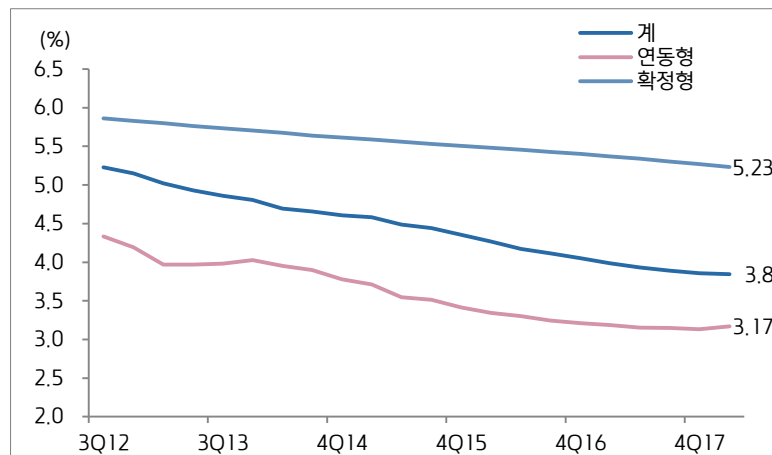
최저보증이율



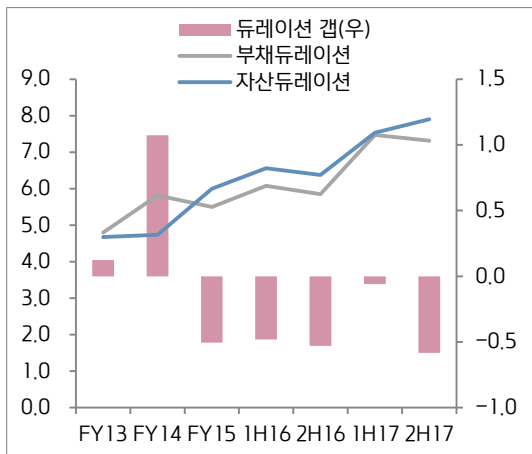
동양생명 변액 익스포저



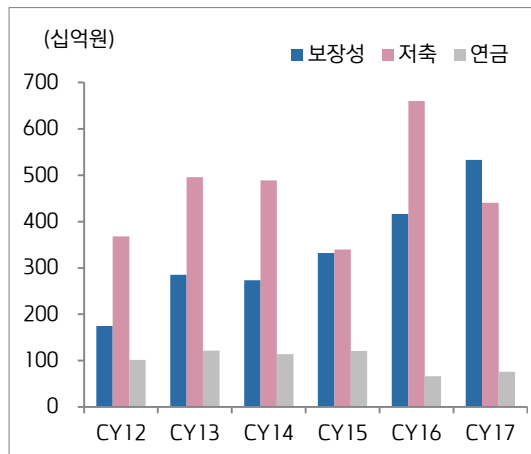
동양생명 조달비용



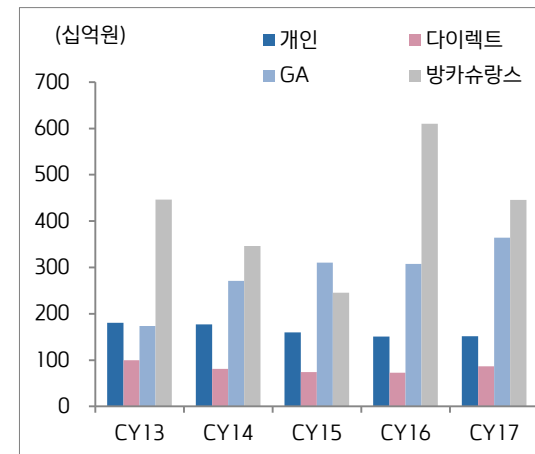
자산·부채 듀레이션



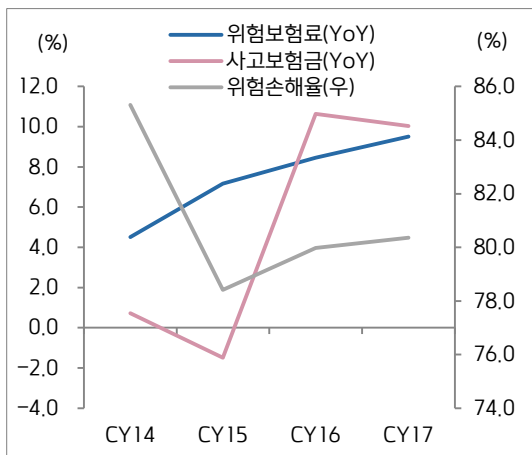
보종별 APE



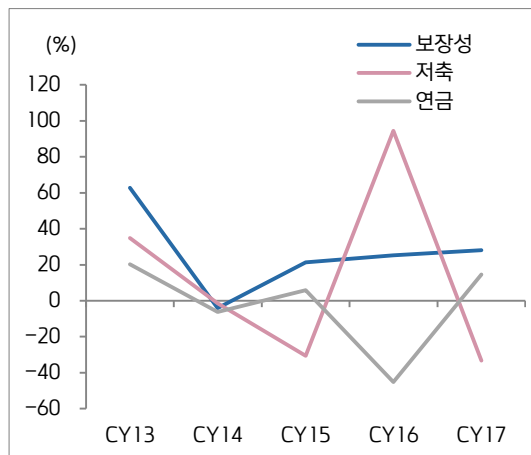
채널별 APE



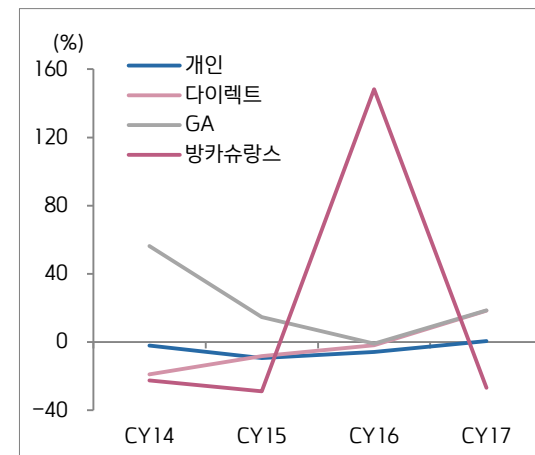
위험손해율



보종별 APE 성장률(%YoY)



채널별 APE 성장률(%YoY)



손익계산서

(십억원)	FY16	FY17	FY18F	FY19F	FY20F
수입보험료	6,675	5,908	5,207	5,212	5,392
일반계정	6,102	5,137	4,516	4,522	4,699
특별계정	573	771	691	690	693
보험영업수익	6,145	5,191	4,575	4,583	4,761
보험료수익	6,102	5,137	4,516	4,522	4,699
재보험료수익	43	54	59	60	62
보험영업비용	2,728	3,115	3,537	3,278	3,525
지급보험금	1,996	2,322	2,819	2,581	2,776
사업비	346	385	367	369	398
(이연신계약비)	-328	-384	-366	-362	-412
신계약비	482	553	522	518	589
유지비	193	216	211	213	221
신계약비 상각비	333	346	281	259	282
보험영업손익	3,418	2,076	1,038	1,305	1,236
투자영업손익	509	935	943	1,091	1,194
책임준비금전입	4,016	2,845	1,873	2,274	2,314
영업이익	-89	166	108	122	115
영업외손익	45	76	97	104	119
세전이익	-44	241	205	226	235
법인세비용	-50	57	49	55	57
당기순이익	5	184	156	171	178

주요 지표

	FY16	FY17	FY18F	FY19F	FY20F
성장성					
수입보험료	57.8	-11.5	-11.9	0.1	3.4
일반계정	71.3	-15.8	-12.1	0.1	3.9
특별계정	-14.1	34.7	-10.4	-0.2	0.5
보험영업수익	70.8	-15.5	-11.9	0.2	3.9
당기순이익	-96.4	3,289.2	-15.4	9.7	4.0
운용자산	20.4	12.6	9.0	8.0	8.0
특별계정자산	4.4	13.1	19.1	15.6	15.1
총자산	18.1	13.5	7.9	9.2	8.8
수익성과 효율성					
보험금 지급율	32.7	45.2	62.4	57.1	59.1
위험보험료 대비 사고보험금	80.0	80.4	79.2	81.9	81.9
수입보험료 대비 실질사업비용	10.1	13.0	14.8	14.0	15.0
운용자산이익률	2.4	3.8	3.5	3.7	3.8

대차대조표

(십억원)	FY16	FY17	FY18F	FY19F	FY20F
자산총계	26,666	30,274	32,669	35,663	38,786
운용자산	23,073	25,977	28,315	30,580	33,027
현금 및 예치금	1,551	1,376	1,563	1,699	1,836
채권	9,822	10,975	11,923	12,849	13,870
주식	534	634	720	784	847
기타유가증권	6,679	8,516	9,241	9,986	10,787
대출채권	4,132	4,123	4,604	4,983	5,382
부동산	356	353	390	422	456
비운용자산	1,057	1,428	936	1,131	1,209
특별계정자산	2,536	2,869	3,417	3,952	4,551
부채총계	24,880	27,890	30,231	33,054	35,998
책임준비금	21,634	24,481	26,355	28,628	30,943
계약자지분조정	35	23	12	12	12
기타부채	547	318	334	351	368
특별계정부채	2,665	3,067	3,530	4,062	4,675
자본총계	1,786	2,384	2,438	2,610	2,788
자본금	538	807	807	807	807
자본잉여금	206	464	464	464	464
이익잉여금	728	892	992	1,163	1,341
자본조정+기타포괄	315	222	176	176	176

주요 지표

	FY16	FY17	FY18F	FY19F	FY20F
주당지표					
EPS	53	1,183	1,001	1,098	1,142
BPS	17,498	15,297	15,645	16,743	17,886
DPS	200	360	305	334	348
Valuation					
PER	238.3	6.4	7.2	6.5	6.3
PBR	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
PEV					
수익성					
ROA	0.0	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE	0.3	8.8	6.5	6.8	6.6
ROEV					
배당성향	375.2	30.4	30.4	30.4	30.4
Dividend Yield	1.6	4.7	4.3	4.7	4.9

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

Compliance Notice

- > 당사는 6월 1일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대 상시점	과리율(%)	
					평균주가 대비	최고주가 대비
삼성생명 (032830)	2016-07-19	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-24.35	-20.77
	2016-08-11	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-23.64	-16.92
	2016-08-19	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-20.67	-15.00
	2016-10-19	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-19.75	-14.23
	2016-11-14	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-16.93	-9.23
	2017-01-17	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-15.16	-11.15
	2017-02-20	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-15.42	-9.23
	2017-05-15	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-14.41	-3.85
	2017-05-30	BUY(Maintain)	140,000원	6개월	-14.14	-8.21
	2017-07-27	BUY(Maintain)	145,000원	6개월	-14.11	-12.07
	2017-08-11	BUY(Maintain)	145,000원	6개월	-16.50	-5.17
	2017-11-10	BUY(Maintain)	165,000원	6개월	-19.19	-18.18
	2017-11-28	BUY(Maintain)	165,000원	6개월	-25.76	-18.18
	2018-05-14	BUY(Maintain)	165,000원	6개월	-33.33	-30.61
	2018-05-31	BUY(Maintain)	165,000원	6개월	-33.80	-30.61
	2018-06-04	BUY(Maintain)	165,000원	6개월		
한화생명 (088350)	2016-07-19	Outperform(Maintain)	8,000원	6개월	-28.24	-26.88
	2016-08-16	Marketperform(Downgrade)	7,000원	6개월	-17.57	-11.00
	2016-10-19	Marketperform(Maintain)	7,000원	6개월	-16.09	-7.86
	2016-11-11	Marketperform(Maintain)	7,000원	6개월	-14.92	-3.43
	2016-11-23	Marketperform(Maintain)	7,000원	6개월	-11.18	0.29
	2017-01-17	Marketperform(Maintain)	7,000원	6개월	-10.51	0.29
	2017-02-24	Marketperform(Maintain)	7,000원	6개월	-11.39	-5.71
	2017-05-16	Marketperform(Maintain)	7,000원	6개월	-10.19	0.14
	2017-05-30	Marketperform(Maintain)	7,000원	6개월	-5.66	10.14
	2017-07-28	Marketperform(Maintain)	7,500원	6개월	1.83	2.93
	2017-08-10	Marketperform(Maintain)	8,000원	6개월	-9.03	1.13
	2017-11-13	Marketperform(Maintain)	8,500원	6개월	-20.65	-8.71
	2018-05-31	BUY(Upgrade)	7,800원	6개월	-28.59	-28.59
	2018-06-04	BUY(Maintain)	7,800원	6개월		

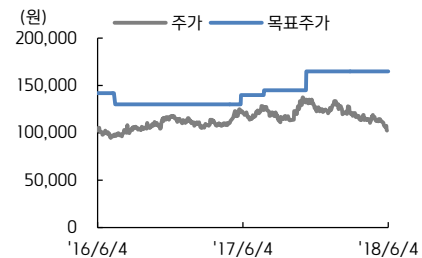
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대 상시점	과리율(%)	
					평균주가 대비	최고주가 대비
동양생명 (082640)	2016-07-19	Outperform(Maintain)	13,000원	6개월	-17.29	-13.85
	2016-08-12	Marketperform(Downgrade)	12,500원	6개월	-5.92	1.20
	2016-10-19	Marketperform(Maintain)	12,500원	6개월	-5.08	3.60
	2016-11-14	Marketperform(Maintain)	12,500원	6개월	-2.03	11.60
	2017-01-17	Marketperform(Maintain)	12,500원	6개월	-3.81	11.60
	2017-05-22	Marketperform(Maintain)	12,000원	6개월	-12.48	-8.33
	2017-05-30	Marketperform(Maintain)	12,000원	6개월	-14.94	-8.33
	2017-07-27	Marketperform(Maintain)	11,000원	6개월	-21.66	-10.09
	2017-11-10	Marketperform(Maintain)	9,000원	6개월	-13.55	-2.56
	2018-05-11	Marketperform(Maintain)	9,000원	6개월	-17.11	-14.44
	2018-06-04	Marketperform(Maintain)	9,000원	6개월		

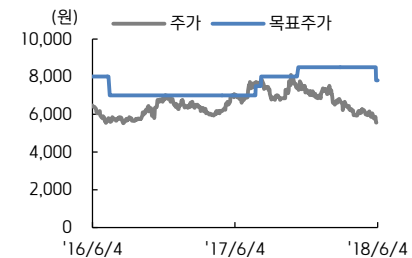
투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

목표주가 추이 (2개년)

삼성생명 (032830)



한화생명 (088350)



동양생명 (082640)

