

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

12

증권/보험

Level Up

Overweight

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
한국금융지주(071050)	Buy	120,000원
NH투자증권(005940)	Buy	20,500원
삼성화재(000810)	Buy	350,000원
메리츠화재(000060)	Buy	30,000원
삼성생명(032830)	Buy	163,000원
미래에셋생명(085620)	Buy	7,500원

관심 종목

종목	투자판단	적정주가
미래에셋대우(006800)	Buy	12,500원
삼성증권(016360)	Buy	52,000원
키움증권(039490)	Buy	130,000원
DB손해보험(005830)	Buy	93,000원
현대해상(001450)	Buy	52,000원
한화손해보험(000370)	Buy	10,500원
한화생명(088350)	Trading Buy	7,500원
동양생명(082640)	Trading Buy	9,500원



보험/증권

Analyst **김고은**

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

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

12

증권/보험

Level Up

12

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

증권/보험

Contents

Part I	증권	7	Part II	보험	35
	리테일 위험자산 선호도 Level up 가능성 제시			신계약비 추가 상각이라는 성장통	
기업분석	한국금융지주(071050) 한투파, 카카오은행과 중장기 시너지 기대	24	기업분석	삼성화재(000810) 추가 상각 영향 제한적	48
	NH투자증권(005940) 기업금융의 강자, 리테일 까지 호조세	27		메리츠화재(000060) 남다른 성장에 배당까지	50
	미래에셋대우(006800) 해외 주식 Brokerage의 새로운 강자	29		DB손해보험(005830) 과도한 경쟁보다는 안정적 성장 추구	52
	삼성증권(016360) 배당 사고 이후에도 이탈 없는 WM 기반	31		현대해상(001450) 자동차 보험 CM 위주의 성장세	54
	키움증권(039490) PI 수익 비중 높아져 체질 변화 중이라고 판단	33		한화손해보험(000370) 앞으로가 중요하다	56
				삼성생명(032830) 여전히 남아있는 보유 전자 지분 이슈	59
				미래에셋생명(085620) Fee biz 수익 성장 가시화	61
				한화생명(088350) 해외신종증권 발행으로 자본우려 완화	63
				동양생명(082640) 판매 전략 방향, 매각 여부가 관건	66

I 증권 - 리테일 위험자산 선호도 Level up 가능성 제시

- 개인 비중 및 회전율 15년 상반기 수준까지 상승, 일평균 거래대금 약 14조원 시현 중
- 장기적인 관점에서 리테일 시장 살펴보면 11년을 기점으로 크게 변화, 시가총액 회전율 및 개인 비중이 하향 안정화되는 모습
- 두 차례의 금융위기 이후 리테일의 위험자산 회피성향 강화로 추정. 회전율 Level up 위해서는 위험자산 선호 현상 본격화 이어져야 함
- 고객예탁금 17년 이후 증가세 보이는 반면 MMF, RP자금은 소폭 감소하는 모습. 신용잔고 또한 사상 최대수준 시현하고 있음
- 11년 이후 리테일 자금 금융상품으로 크게 유입되지 못했으나 공모형 금융상품 잔고가 지난해 부터 08년 최고 수준을 회복하는 모습
- 발행어음 사업은 증권사의 레버리지가 추가적으로 확대된다는 점에서 긍정적이며 기업금융과 리테일의 시너지가 발현되는 분야
- 최근 활발히 판매되고 있는 발행어음, 코스닥 벤처펀드의 영향으로 IPO, 회사채 투자, 기업 대출 등 기업금융 시장 활성화 가능성도 긍정적

II 보험 - 신계약비 추가상각이라는 성장통

- 금리 상승에도 보험주 valuation 하락하는 이유는 현행 보험 회계가 실질 가치 개선에 대한 정보를 제공하고 있지 못하기 때문
- 현행 보험 회계 하에서는 자기자본 감소, RBC 비율이 하락하고 이차마진 개선이 가시화 되기까지는 시간이 걸린다는 문제
- 생명보험업계의 수입보험료 규모가 손해보험업계보다 크지만 이는 저축성 보험료를 포함했기 때문이며
- 보장성 보험료만을 비교 시 손해보험업계의 성장성 뿐 아니라 보험료 규모까지 이미 생명보험업계를 상회하고 있음
- 상장 보험사의 합산 MS 또한 손해보험사의 과점 현상이 확연하고 주요 상위사인 KB손해보험, 교보생명 합산 시에도 그 차이가 유사
- IFRS17 도입 이후에는 CSM(계약서비스 마진; 보험사가 향후 인식할 것으로 추정되는 이익의 현재가치)를 통해 질적 개선 가시화 기대
- 보다 오랫동안 상당한 보장성 보험을 판매해온 손해보험사의 CSM 규모가 상당할 것으로 추정됨

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

12

증권

Part I

리테일 위험자산 선호도 Level up 가능성 제시

증권 2018년 상반기 Review

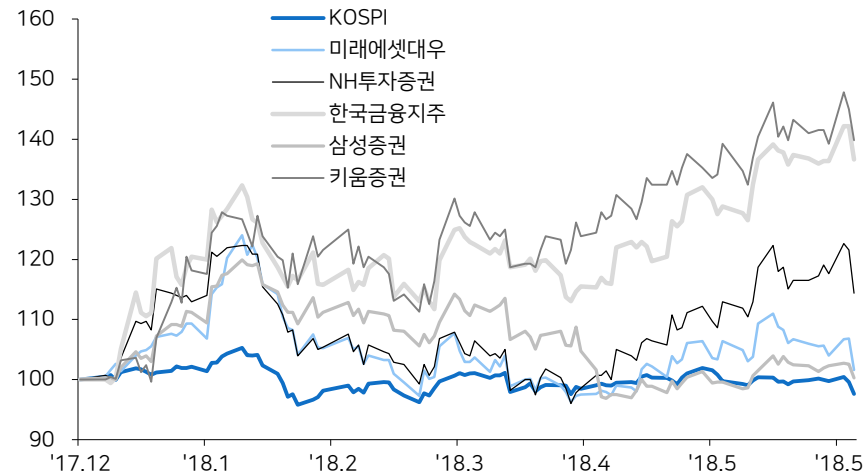
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 12
증권 Level Up

상반기 Review

- 1월 일평균 거래대금 15.8조원 시현하며 증시 상승 기대감으로 증권주 상승
- 이후 증시 조정으로 증권주 trading 관련 손실 우려 대두되며 하락했으나
- 상반기 일평균 14조원 수준의 거래대금이 지속적으로 시현되며 리테일 수익 크게 증가
- 눌러있던 주가 상승 중이나 한국금융지주, 키움증권 제외하고는 1월 고점 수준에 미치지 못하는 못함

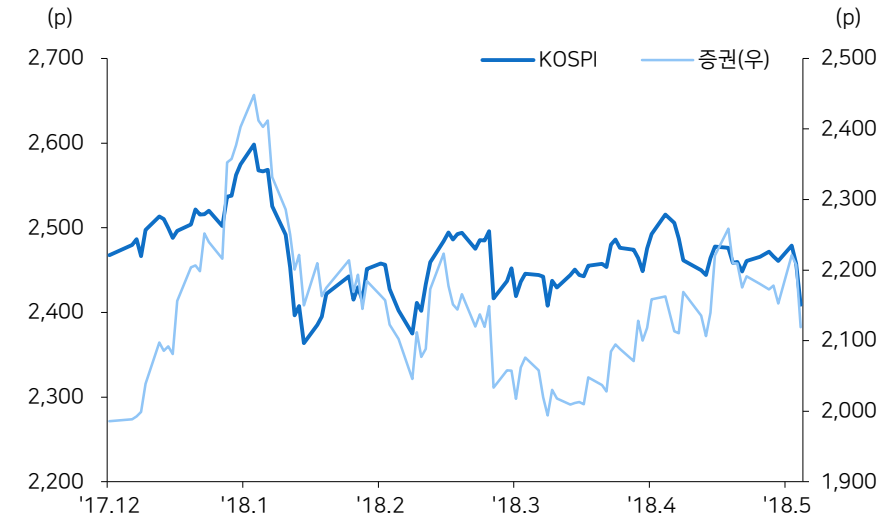
커버리지 증권사 상반기 주가 추이

(2017.12=100pt)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

KOSPI 및 증권지수



자료: KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

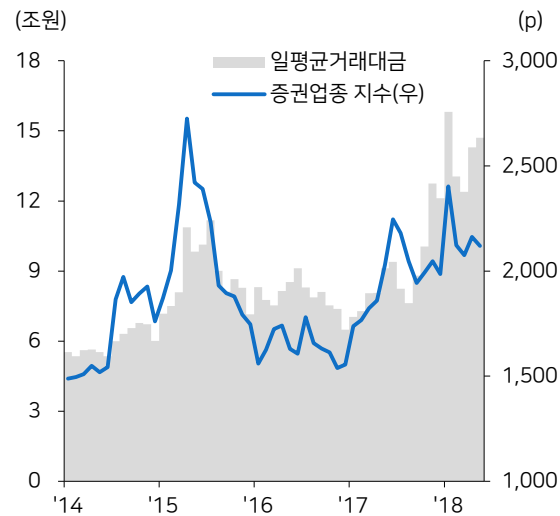
15년 상반기 수준의 개인 비중, 회전율 시현 중

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 12
증권_Level Up

Brokerage 중간점검

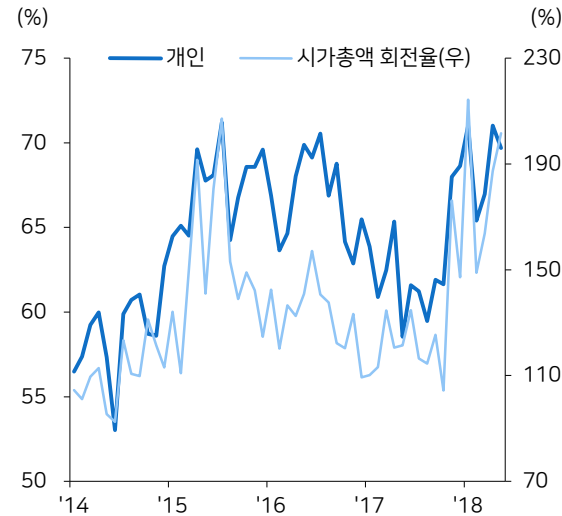
- 개인 비중 및 회전율이 15년 상반기 수준까지 상승, 일평균 거래대금 약 14조원 시현 중
- 추가적인 회전율 상승이 어렵다고 보는 경우, 지수 상승으로 시가총액 확대 시 거래대금 추가 증가
- 하반기까지 지금 수준의 회전율이 지속된다고 보면 컨센서스 이상의 리테일 수익 시현 가능

일평균 거래대금 및 증권업종 지수



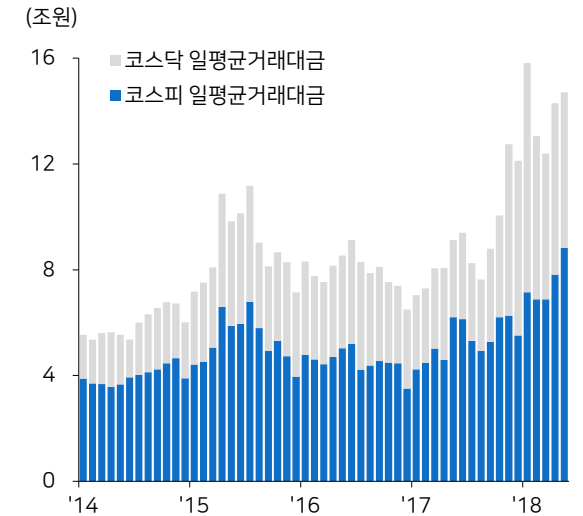
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

개인 비중 및 회전율



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

시장별 일평균 거래대금



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

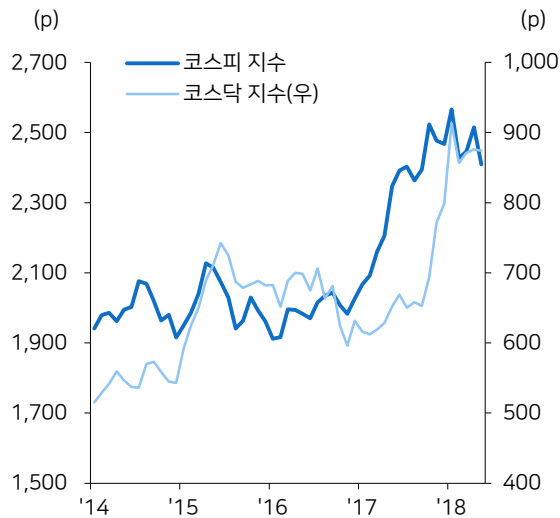
추가적인 회전을 확대가 어렵다면 지수 상승이 거래대금 증가 요인

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 12
증권_Level Up

Brokerage 중간점검

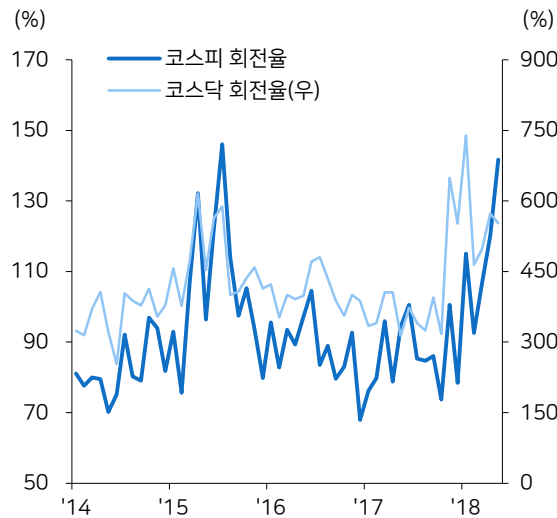
- 1월 이후에는 지수 변동성이 크지 않았음에도 KOSPI 및 KOSDAQ 회전율이 과거 5년 내 상단 수준
- 특이할 만한 점은, KOSDAQ 개인 비중은 하락한 반면 KOSPI 개인 비중이 상승
- 당사 전략 하반기 주식시장 전망(18.05.24 Endgame;종반전)에서 KOSPI 3Q18 중 고점 도달 후 박스권 흐름을 예상하고 있어 3분기까지 높은 수준의 회전을 추정

KOSPI 및 KOSDAQ 지수



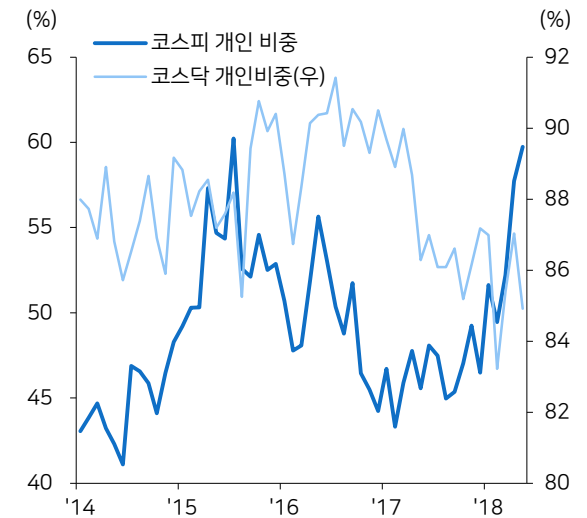
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

KOSPI 및 KOSDAQ 회전율



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

KOSPI 및 KOSDAQ 개인 비중



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

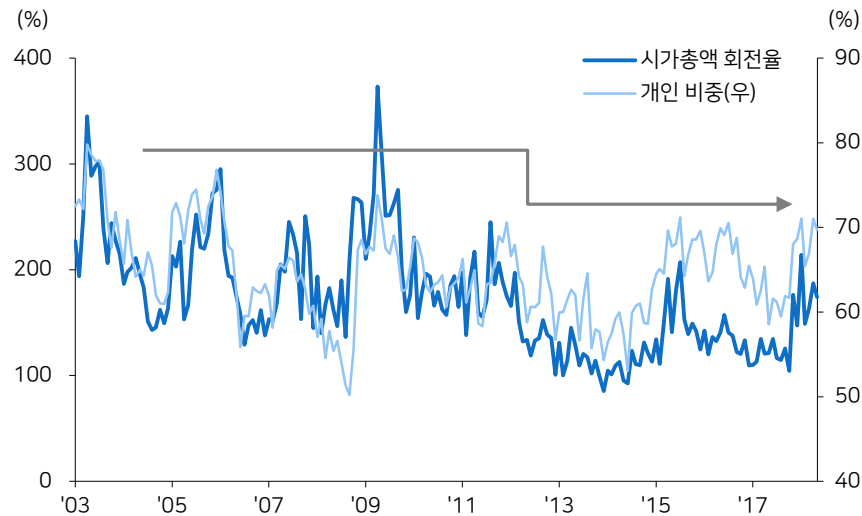
장기적 관점에서 11년 이후 리테일 시장이 크게 변화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 12
증권_Level Up

Brokerage 중간점검

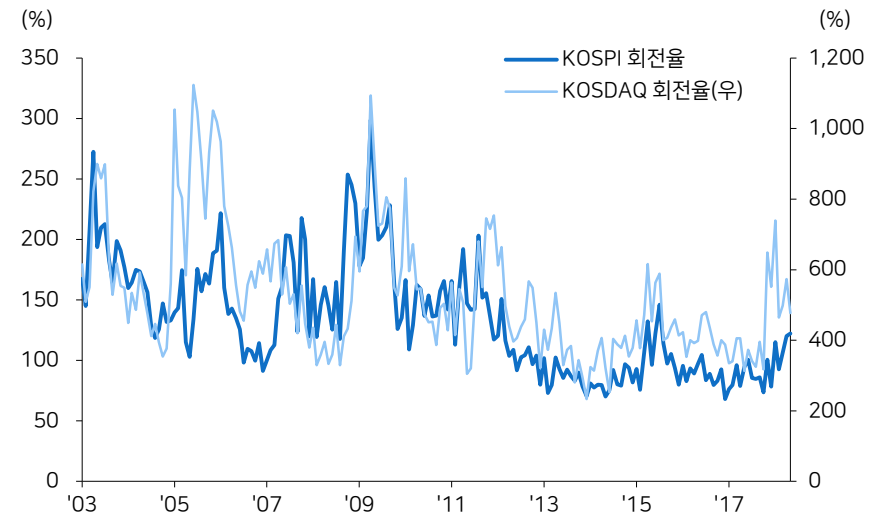
- 좀 더 장기적인 관점에서 리테일 시장을 살펴보면 11년을 기점으로 크게 변화
- 시가총액 회전을 및 개인 비중이 하향 안정화되어 지금까지 유지되는 모습
- 08년 미국발 금융위기, 11년 유럽발 금융위기로 리테일의 위험자산 회피 성향 강화된 것으로 판단
- 최근 고점 이상으로 회전을 Level up하기 위해서는 본격적인 위험 자산 선호 현상이 이어져야 함

시가총액 회전을 및 개인 비중



자료: KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

KOSPI 및 KOSDAQ 회전율



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

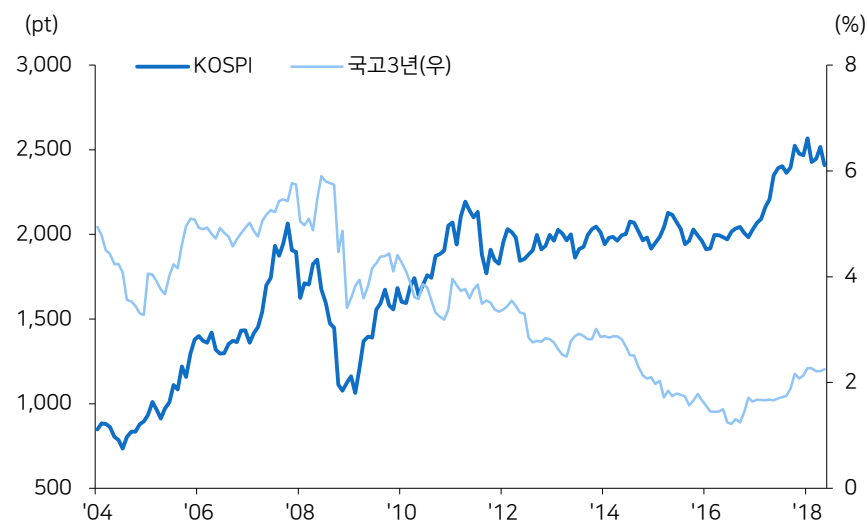
두 차례의 금융위기 이후 위험 자산 회피 성향 강화되었다고 판단

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 12
증권_Level Up

Brokerage 중간점검

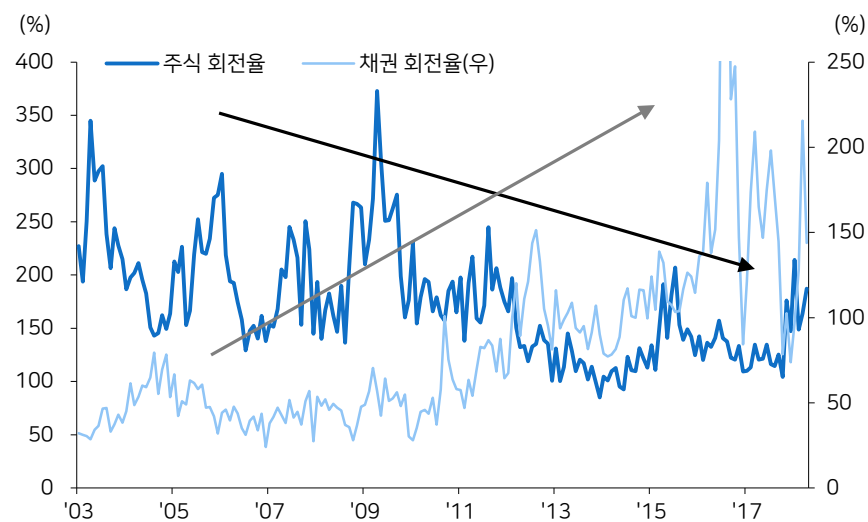
- 11년을 기점으로 주식 회전율은 Level down한 반면 채권 회전율은 Level up하는 모습
- 이 또한 해당 시기의 위험자산 회피 성향 강화 지표 중 하나라고 판단
- 최근의 증시 상승과 금리 상승이 지속되는 경우 리테일의 위험자산 선호가 본격화될 가능성 제시

KOSPI 지수 및 시장금리 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

주식 회전율 및 채권 회전율



자료: KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

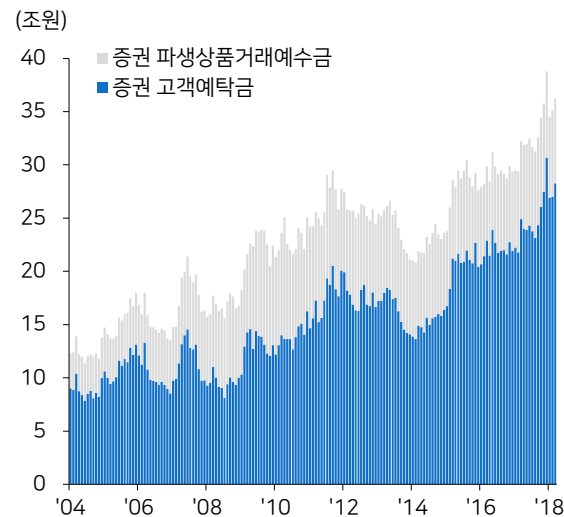
최근 단기 유동성 자금 감소, 신용잔고 증가해 위험 선호 시사

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 12
증권 Level Up

Brokerage 중간점검

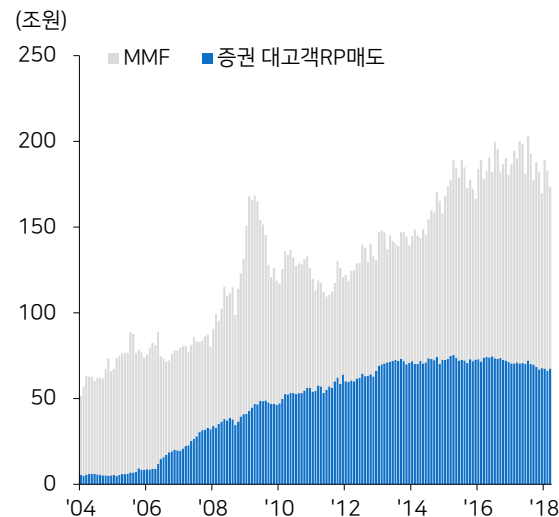
- 고객예탁금은 17년 이후 증가세 보이는 반면 MMF, RP자금은 17년 이후 소폭 감소하는 모습
- 단기 유동성 자금에서 증시 주변 자금인 고객예탁금으로 유입되고 있을 가능성 시사
- 위험선호 수준을 가늠할 수 있는 신용잔고 또한 사상 최대 수준 시현하고 있어
- 리테일의 위험자산 회피 성향이 악화되고 있다고 판단

고객예탁금



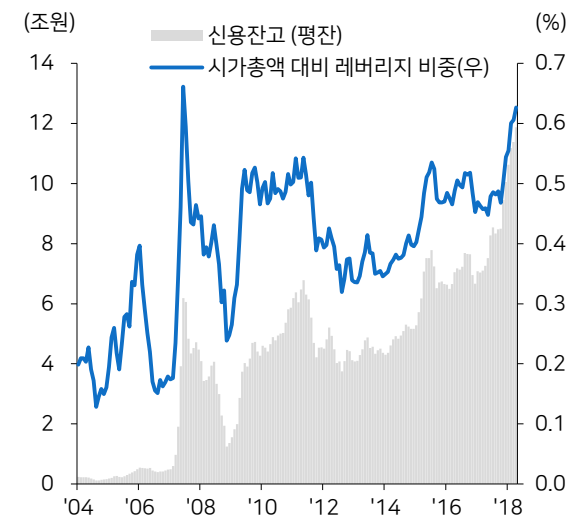
자료: 금융투자협회, 메리츠증권증권 리서치센터

단기 유동성 자금



자료: 금융투자협회, 메리츠증권증권 리서치센터

신용잔고



자료: KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

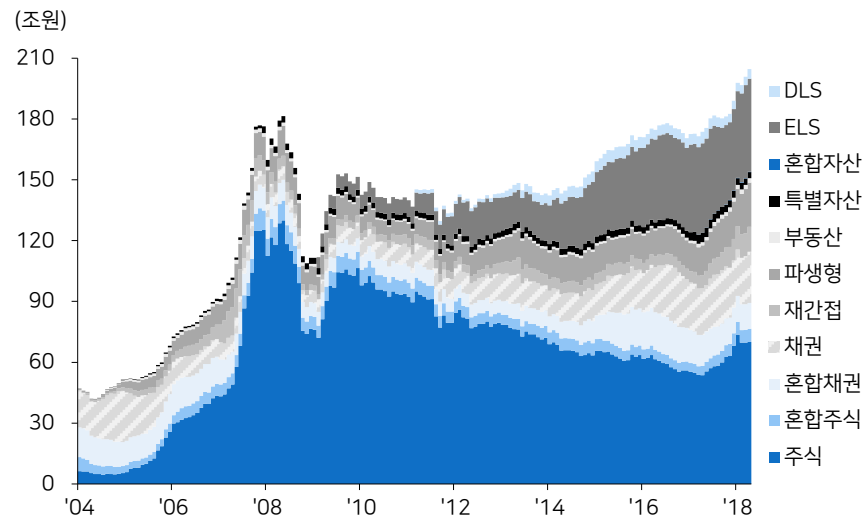
공모형 금융상품 잔고 지난해부터 08년 수준을 회복

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 12
증권_Level Up

WM 중간 점검

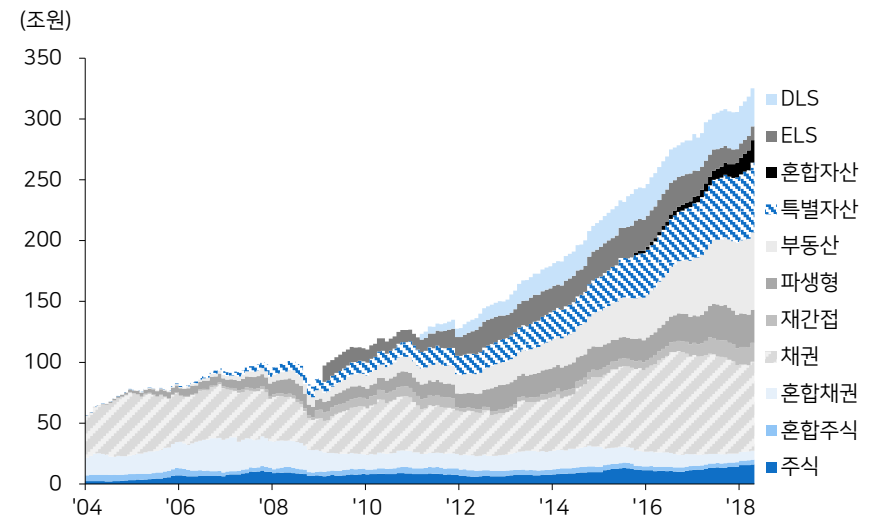
- 펀드 및 파생결합상품 등 금융상품 잔고를 공모/사모로 구분하는 경우
- 리테일, Mass 고객에게 주로 판매되는 공모형 금융상품 잔고의 경우 이제 08년 수준을 회복한 반면
- 기관 혹은 고액자산가에게 판매되는 사모형 금융상품은 매년 사상 최고 수준을 경신 중
- 이는 11년 이후 리테일 자금이 금융상품으로 크게 유입되지 않았음을 시사

공모형 금융상품 잔고 추이



자료: 금융투자협회, 메리츠증권증권 리서치센터

사모형 금융상품 잔고 추이



자료: 금융투자협회, 메리츠증권증권 리서치센터

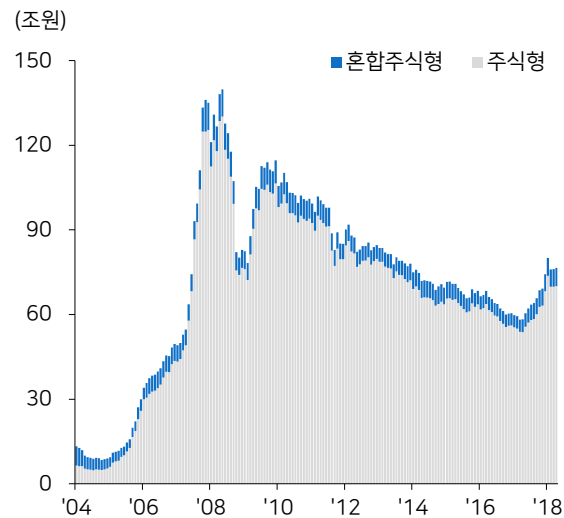
위험자산 선호도가 본격화 되는 경우 금융상품 판매로 이어질 듯

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 12
증권_Level Up

WM 중간 점검, 공모형

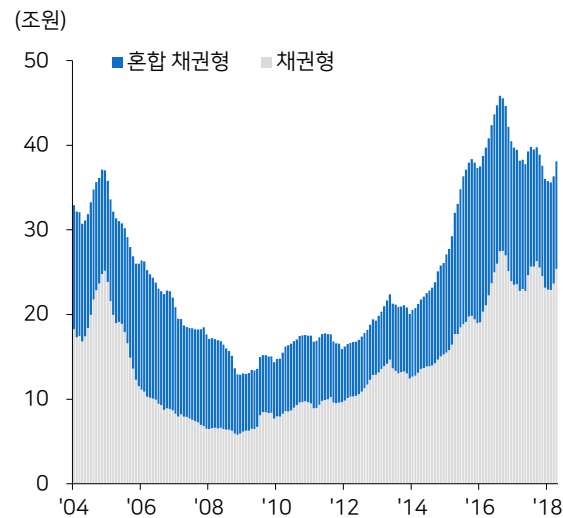
- 주식형 공모 펀드는 08년 금융위기 이후 꾸준히 감소, 이 중 상당부분이 ELS로 유입되었다고 추정
- 17년 하반기 이후 주식형 펀드 잔고 증가, ELS 잔고는 유지되는 모습
- 반면 채권형 공모 펀드 잔고는 11년 이후부터 지속적인 증가세를 마무리 하고 감소하는 중
- 리테일, 특히 Mass 고객의 위험자산 선호도가 본격적으로 개선되면 금융상품 판매로 이어질 듯

주식형 공모 펀드 잔고



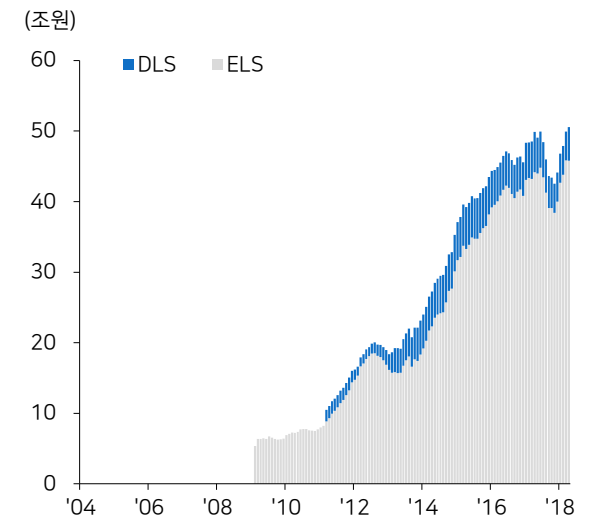
자료: 금융투자협회, 메리츠증권증권 리서치센터

채권형 공모 펀드 잔고



자료: 금융투자협회, 메리츠증권증권 리서치센터

파생결합상품 공모 이상환 잔고



자료: 금융투자협회, 메리츠증권증권 리서치센터

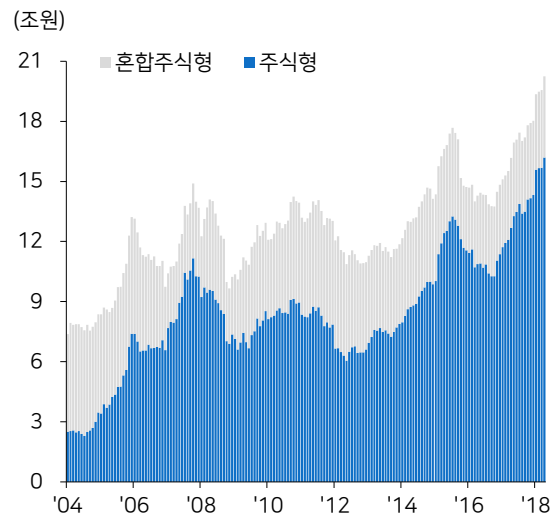
사모형 금융상품 시장은 원자재 및 실물자산에 투자하는 모습

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 12
증권 Level Up

WM 중간 점검, 사모형

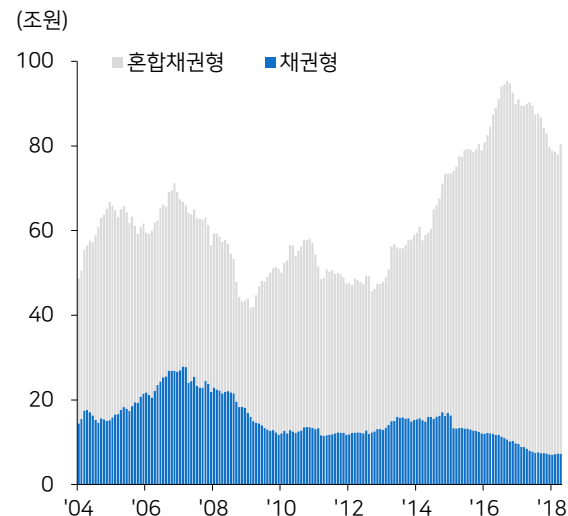
- 주식형 사모 펀드 잔고는 꾸준히 증가하는 반면 채권형 사모 펀드 17년을 기점으로 감소
- 그 외 특이할 만한 점은 부동산, 특별자산 사모 펀드 잔고가 큰 폭으로 증가
- ELS 사모 판매 잔고는 15년 글로벌 증시 하락 이후 급감한 반면 DLS 사모 잔고 증가하고 있어
- 사모형 금융상품 시장은 원자재 및 실물 자산에 투자하는 모습 이어지는 중

주식형 사모 펀드 잔고



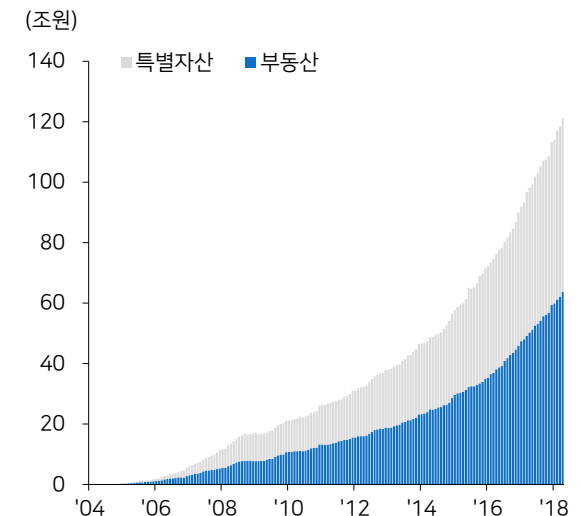
자료: 금융투자협회, 메리츠증권증권 리서치센터

채권형 사모 펀드 잔고



자료: 금융투자협회, 메리츠증권증권 리서치센터

부동산 및 특별자산 사모 펀드 잔고



자료: 금융투자협회, 메리츠증권증권 리서치센터

발행어음, 기업금융과 리테일 비즈니스 시너지 발현되는 분야

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 12
증권 Level Up

초대형 IB 중간점검

- 5월 30일 NH투자증권 단기금융업(발행어음) 인가, 연말까지 1조 5천억원 판매 목표
- 레버리지 비율 규제 하에서 발행어음 사업은 추가적으로 레버리지가 확대된다는 의미
- 기업 금융과 리테일 비즈니스의 시너지가 직접적으로 발현되는 분야

발행어음 및 IMA 비교

	발행어음	IMA
허용대상	자기자본 4조원 이상	자기자본 8조원 이상
수익배분방식	약정금리 지급	실적배당 방식
발행한도	자기자본 2배	한도 없음
기업금융 최소한도	수탁금 50%	수탁금 70%
부동산 투자 상한	수탁금 30% 초과 제한	
여유자금운용규제	개인여신 금지 등 네거티브 방식	
구분관리	구분계리	자기신탁
손실충당금적립	해당없음	수탁액의 5%까지 적립

자료: 금융감독원, 메리츠증권증권 리서치센터

운용 관련 규제 정리

기업금융 관련 자산 정의

- 1) 기업에 대한 대출 및 어음의 할인/매입
- 2) 발행시장에서 직접 취득한 발행인이 기업인 증권
- 3) 유통시장에서 취득한 코넥스 주식 및 A등급 이하 회사채
- 4) 프로젝트파이낸싱을 위해 설립된 특수목적회사에 대한 출자지분 및 대출채권
- 5) 실물지원 관련 간접투자기구(PEF, 기업금융특화 전문투자형사모펀드, 창투조합, 벤처조합 등)에 대한 출자지분

부동산 관련 자산은 기업금융 관련 자산으로 불인정

자료: 금융감독원, 메리츠증권증권 리서치센터

종합금융투자사업자 신용공여 한도 확대 긍정적

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 12
증권 Level Up

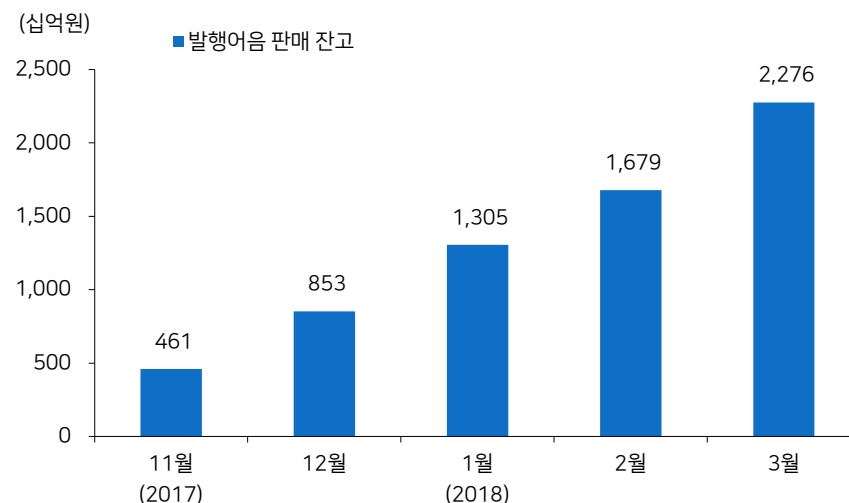
초대형 IB 중간점검

- 종합금융투자사업자의 신용공여 한도가 자기자본의 200%로 확대, 9월 말 시행될 예정
- 목적은 중소기업 지원 등 모험 자본 공급이지만 규제 완화가 효과를 보려면 시간 필요
- 단기적으로는 기존 100% 내에서 배분되었던 리테일 신용 한도 확대에 기여할 수 있을 것으로 추정

자본시장법 제77조의 3 종합금융투자사업자에 관한 특례

- | | |
|------------|---|
| 기존안 | ④ 종합금융투자사업자가 제 3항 제1호 또는 제 72조 제1항 본문에 따라 신용공여를 하는 경우에는 신용공여의 총 합계액이 자기자본의 100분의 100을 초과하여서는 아니된다 |
| 개정안 | ⑤ 종합금융투자사업자가 제 3항 제1호, 제4항 또는 제 72조 제1항 본문에 따라 신용공여를 하는 경우에는 신용공여의 총 합계액이 자기자본의 100분의 200(각각의 신용공여 별 합계액은 자기자본의 100분의 100)을 초과하여서는 아니된다 |

한국투자증권 발행어음 판매 추이



자료: 금융감독원, 국회, 메리츠증권증권 리서치센터

자료: 한국금융지주

벤처펀드 공모주 배정 등으로 IPO 시장 활성화 기대

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 12
증권 Level Up

초대형 IB 중간점검

- 최근 활발히 판매되고 있는 '벤처기업투자 신탁(코스닥 벤처펀드)'의 가입 유인은
- 소득공제 혜택, 벤처 기업에 대한 기대감 외에도 공모주 30% 우선 배정일 가능성이 크다고 보여짐
- 발행어음, 기업신용공여 비중 확대, 코스닥 벤처펀드 판매 등의 복합적 작용으로
- IPO, 회사채 투자, 기업 대출 등 기업금융 시장 활성화될 가능성이 높아 증권주에 긍정적

코스닥 벤처펀드 활성화

	현행	개선
투자 비중	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 벤처기업 신주에 50% 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 벤처기업 신주에 15% ▪ 벤처기업 또는 벤처기업 해제 후 7년 이내 코스닥상장 중소·중견 기업의 신주·구주에 35%

- (공모주 우선배정) 코스닥 기업 투자 비중이 50% 이상인 코스닥 벤처 펀드에 코스닥 공모주 물량의 30%를 우선 배정

* 현행 공모주 배정 비중: 우리사주 20%, 일반투자자 20%, 하이일드 10%, 기관 50%
→ 개선: 우리사주 20%, 일반투자자 20%, 하이일드 10%, 코스닥펀드 30%, 기관 20%

- (세제혜택) 1인당 3천만원까지 소득공제 10% 혜택 부여
* 최대 300만원까지 소득공제되며 투자한도는 없음

자료: 금융위원회, 메리츠증권리서치센터

코스닥 상장 요건 완화

현행	개선
이익실현 상장요건	이익실현 상장요건
① 계속사업이익이 있을 것 ② 자본잠식이 없을 것 ③ 다음 요건중 하나를 충족할 것 i) 당기순이익 20억원 & 시총 90억원 ↑ ii) 당기순이익 20억원 자기자본 30억원 ↑ iii) 시가총액 300억원 & 매출 100억원 이상 (계속사업이익이 있을 것, 자본잠식이 없을 것 포함)	① 계속사업이익이 있을 것 (삭제) ② 자본잠식이 없을 것 (삭제) ③ 다음 요건중 하나를 충족할 것 i) 및 ii): 요건완화* * 당기순이익 → 법인세 차감전 계속사업이익 iii) 요건완화: 시총 200억원 & 매출액 100억원 이상 & 계속사업이익이 있을 것 (신설) 계속사업이익 50억원 이상
이익미실현 상장요건(테슬라 요건)	이익미실현 상장요건(테슬라 요건)
① 시총 500억원 & 매출액 30억원 & 2년 연속 매출액 증가율 20% ② 시총 500억원 & PBR 200%	① 현행과 동일 ② 현행과 동일 (신설) 시가총액 1,000억원 이상 (신설) 자기자본 250억원 이상 (신설) 시총 300억원 이상 & 매출액 100억원 이상

자료: 금융위원회, 메리츠증권리서치센터

Valuation

- 거래대금 호조에도 한국금융지주 및 키움증권만이 15년 상반기 수준의 valuation 회복
- 위험자산 선호도가 본격화되고 리테일 자금 이동이 가속화 되는 경우 전 증권사의 valuation 개선 기대
- 한국투자파트너스 및 카카오뱅크와의 시너지 기대되는 한국금융지주와 평생무료수수료 이벤트로 Brokerage MS 상승 및 신용잔고 증가세가 확연한 NH투자증권을 Top picks으로 제시

증권업 Valuation

(%)	한국금융지주	NH투자증권	미래에셋대우	삼성증권	키움증권
2018 ROE	14.8	9.2	8.3	9.0	16.1
Growth Rate	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cost of Equity	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1
Risk Free Rate	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Risk Premium	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
업종 Beta	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
이론 PBR (배)	1.66	1.01	0.90	0.99	1.87
PBR Premium (%)	0%	20%	15%	5%	-15%
적정 PBR (배)	1.66	1.22	1.04	1.04	1.59
2018 BPS (원)	72,962	17,070	11,844	51,524	84,376
이론 주가 (원)	121,220	20,779	12,293	53,372	134,237
적정주가 (원)	120,000	20,500	12,500	52,000	130,000
	9.1% 상향	유지	유지	유지	유지

자료: 메리츠증권리서치센터

Coverage Valuation table

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 12
증권_ Level Up

Valuation

		Top Picks		관심종목		
		한국금융지주	NH투자증권	미래에셋대우	삼성증권	키움증권
Code No.		071050KS	005940KS	006800KS	016360KS	039490KS
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
적정주가(원)		120,000	20,500	12,500	52,000	130,000
현재가(6/1, 원)		94,500	15,800	9,280	36,200	125,000
상승여력(%)		27.0	29.7	34.7	43.6	4.0
당기순이익	2016	279.7	236.1	39.6	174.2	179.9
(십억원)	2017	509.3	350.1	503.2	271.4	240.2
	2018E	602.0	458.0	648.2	404.6	309.0
	2019E	610.1	494.7	611.5	382.9	281.9
ROE(%)	2016	8.5	5.1	0.7	4.7	15.3
	2017	14.1	7.4	7.2	6.6	17.2
	2018E	14.8	9.2	8.3	9.0	16.1
	2019E	13.5	9.4	7.2	8.0	11.6
ROA(%)	2016	0.8	0.6	0.1	0.5	2.4
	2017	1.2	0.8	0.7	0.8	2.3
	2018E	1.1	1.0	0.7	1.0	2.5
	2019E	0.8	1.0	0.6	0.9	2.0
BPS(원)	2016	57,842	15,497	12,791	50,068	56,278
	2017	66,018	16,138	12,999	49,408	68,988
	2018E	72,962	17,070	11,844	51,524	84,376
	2019E	81,476	18,063	12,501	55,808	94,928
EPS(원)	2016	4,790	789	76	2,280	8,142
	2017	8,721	1,170	889	3,040	10,870
	2018E	10,309	1,530	929	4,531	11,536
	2019E	10,448	1,653	876	4,288	10,522
PBR(배)	2016	0.72	0.62	0.57	0.63	1.28
	2017	1.05	0.86	0.71	0.74	1.27
	2018E	1.30	0.93	0.78	0.70	1.48
	2019E	1.16	0.87	0.74	0.65	1.32
PER(배)	2016	8.7	12.2	94.9	13.9	8.8
	2017	7.9	11.9	10.3	12.0	8.1
	2018E	9.2	10.3	10.0	8.0	10.8
	2019E	9.0	9.6	10.6	8.4	11.9

자료: 메리츠증권리서치센터

12

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

증권

기업분석

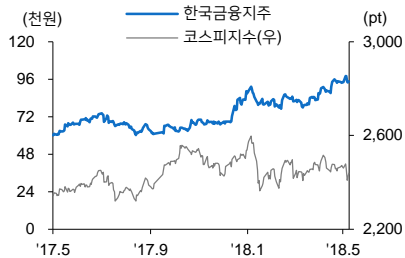
종목	투자판단	적정주가
한국금융지주(071050)	Buy	120,000원
NH투자증권(005940)	Buy	20,500원
미래에셋대우(006800)	Buy	12,500원
삼성증권(016360)	Buy	52,000원
키움증권(039490)	Buy	130,000원

한국금융지주(071050) 한투파, 카카오은행과 중장기 시너지 기대

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

Buy

적정주가 (12개월)	120,000원	
현재주가 (6. 1)	94,500원	
상승여력	27.0%	
KOSPI	2,438.96pt	
시가총액	52,661억원	
발행주식수	5,573만주	
유동주식비율	74.38%	
외국인비중	35.02%	
52주 최고/최저가	98,100원/60,300원	
평균거래대금	165.8억원	
주요주주(%)		
김남구 외 2 인	20.26	
국민연금	9.50	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	3.7	7.0
6개월	40.8	42.9
12개월	55.4	49.4
주가그래프		



한국투자파트너스, 벤처 펀드 운용 자산 업계 최대 규모

- 1Q18 기준 운용자산 2.3조원(VC 펀드 1.7조원, PEF 0.6조원)으로 전년 동기 대비 38.6% 증가
- 초대형IB 관련 신용공여 한도가 100%에서 200%로 확대, 범위를 중소기업으로 한정
- 한국투자파트너스의 투자 능력을 기반으로 운용 대상 확보 등 시너지 발생 가능성 높다 판단

한국카카오은행, 당분간 손익보다는 리테일 고객 기반 확보에 주력 할 전망

- 회사의 연내 목표는 고객 수 1,000만명으로 손익 보다 리테일 기반 확보에 주력 중
- 적자의 주요 원인은 체크카드 발행 비용(4월말 452 만건)과 낮은 예대율(1Q18 82.7%)로 판단
- 4월, 전월세보증금 대상 주택의 임차보증금 한도 수도권 4억원→5억원, 수도권 외 2억원→3억원으로 확대

투자의견 Buy 유지하고 적정주가 120,000원으로 9.1% 상향

- 1Q18 한국투자파트너스 흑자 전환, 한국카카오뱅크 적자 감소 등의 영향으로
- 18E 순이익 6,020억원으로 14.0%, ROE 14.8%로 1.9%p 상향 조정
- 18E BPS 72,962원에 적정 PBR 1.66배 적용해 적정주가 산출

(십억원)	순영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	998.0	361.9	279.7	4,790	-13.7	57,842	8.7	0.7	8.5	1.9
2017	1,446.6	651.1	509.3	8,721	82.1	66,018	7.9	1.0	14.1	2.3
2018E	1,634.9	706.9	602.0	10,309	18.2	72,962	9.2	1.3	14.8	2.0
2019E	1,768.3	765.0	610.1	10,448	1.3	81,476	9.0	1.2	13.5	2.0
2020E	1,885.5	857.3	654.1	11,201	7.2	90,665	8.4	1.0	13.0	2.2

Valuation table 및 실적 추정 변경

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 12
증권 Level Up

Valuation

- 1Q18 한국투자파트너스 241억원 시현하며 흑자 전환
- 운용자산 전분기 대비 12.2%, 전년 동기 대비 38.6% 증가하고 있어 손익 기여도 증가 기대
- 1Q18 한국카카오뱅크 총당금 48억원 환입의 영향으로 손실 규모 53억원으로 축소되어
- 18E 순이익 6,020억원으로 14.0%상향 조정, ROE 14.8%로 1.9%p 상향 조정하고
- 18E BPS 72,962원에 적정 PBR 1.66배 적용해 적정주가 산출

Valuation table

(%)	한국금융지주
2018 ROE	14.8
Growth Rate	1.0
Cost of Equity	9.1
Risk Free Rate	1.9
Risk Premium	6.0
업종 Beta	1.2
이론 PBR (배)	1.66
PBR Premium	0
적정 PBR (배)	1.66
2018 BPS (원)	72,962
이론 주가 (원)	121,220
적정주가 (원)	120,000
	9.1% 상향

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
순이익	528.2	592.8	602.0	610.1	14.0	2.9
EPS (원)	9,045	10,151	10,309	10,448	14.0	2.9
BPS (원)	71,847	80,071	72,962	81,476	1.6	1.8
ROE (%)	13.0	13.1	14.8	13.5	1.9	0.4

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

한국금융지주 (071050)

Income Statement(한국투자증권 별도 기준)

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
순영업수익	765.3	1,135.9	1,236.9	1,287.7	1,337.2
Brokerage 수익	251.7	259.8	307.1	236.8	237.2
IB 수익	117.6	141.6	137.9	146.7	145.4
금융상품판매수익	57.6	70.3	86.9	92.2	97.8
자산관리수수료	45.6	49.6	52.0	54.1	56.3
기타수수료 수익	78.5	109.1	121.3	117.9	117.9
수수료비용	97.6	99.1	106.7	82.3	82.4
상품운용손익	7.7	211.9	96.5	102.5	63.7
이자손익	340.2	392.5	542.3	620.3	702.1
기타 손익	-35.9	0.2	-0.3	-0.6	-0.6
판매관리비	465.5	532.5	568.1	585.4	593.3
영업이익	299.8	603.5	668.8	702.4	743.9
영업외 손익	6.5	-12.5	-0.9	-2.5	-4.8
세전이익	306.3	591.0	667.9	699.9	739.1
법인세비용	62.6	118.7	169.4	187.6	198.1
당기순이익	243.7	472.3	498.5	512.3	541.0

Financial Statement (한국금융지주 연결 기준)

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
순영업수익	998.0	1,446.6	1,634.9	1,768.3	1,885.5
수수료 손익	612.2	656.2	753.9	727.1	742.3
이자 손익	447.9	562.9	807.2	940.0	1,081.5
상품운용손익	-23.2	257.3	80.7	112.8	73.8
판관비	636.1	795.5	928.0	1,003.3	1,028.2
영업이익	361.9	651.1	706.9	765.0	857.3
세전이익	366.3	642.0	785.7	829.0	919.2
당기순이익	271.1	462.1	566.8	606.0	671.9
지배주주	279.7	509.3	602.0	610.1	654.1
자산	37,318.2	48,743.0	63,863.3	79,745.6	99,689.9
현금 및 예치금	6,063.8	5,091.7	6,786.6	8,474.4	10,593.8
유가증권	24,580.6	29,491.5	37,767.4	47,159.9	58,954.5
대출채권	5,348.3	12,250.4	16,577.5	20,700.2	25,877.2
부채	33,818.7	44,606.7	59,142.0	74,530.7	93,923.4
자본(지배주주)	3,499.5	4,136.3	4,721.2	5,215.0	5,766.5

Balance Sheet(한국투자증권 별도 기준)

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산 총계	32,824.7	37,545.1	41,835.4	44,517.1	47,377.8
현금 및 예치금	7,992.1	6,273.6	2,443.2	2,657.9	2,888.6
유가증권	20,728.6	25,690.9	28,174.7	29,980.8	31,907.4
대출채권	1,997.2	3,352.0	4,138.5	4,403.8	4,686.8
유형자산	329.0	301.0	298.3	298.3	298.3
기타자산	1,777.9	1,927.6	6,780.6	7,176.3	7,596.7
부채 총계	28,752.1	33,303.4	37,466.5	39,748.2	42,188.2
예수부채	3,661.0	3,342.5	4,087.8	4,424.8	4,789.6
차입부채	12,271.9	15,054.5	15,319.4	15,941.4	16,588.7
발행사채	780.0	700.0	899.4	899.4	899.4
기타부채	12,039.2	14,206.4	17,159.9	18,482.6	19,910.6
자본 총계	4,072.7	4,241.8	4,368.9	4,768.9	5,189.6
자본금	175.7	175.7	175.7	175.7	175.7
자본잉여금	3,052.7	3,052.7	3,052.7	3,052.7	3,052.7
이익잉여금	713.8	815.9	994.5	1,394.6	1,815.2
기타자본	130.4	197.5	145.9	145.9	145.9

Key Financial Data

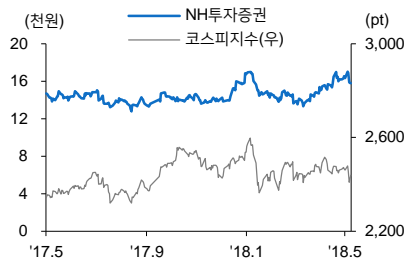
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	4,790.0	8,720.9	10,309.2	10,448.3	11,200.7
BPS	57,842.3	66,017.7	72,962.3	81,476.4	90,665.0
DPS	800.0	1,600.0	1,891.4	1,916.9	2,055.0
밸류에이션 (배)					
PER	8.7	7.9	9.2	9.0	8.4
PBR	0.7	1.0	1.3	1.2	1.0
수익성					
ROE	8.5	14.1	14.8	13.5	13.0
ROA	0.8	1.2	1.1	0.8	0.7
배당지표					
배당성향	15.1	16.6	16.6	16.6	16.6
배당수익률	1.9	2.3	2.0	2.0	2.2
안정성					
순자본비율	1,602.6	1,469.9	1,376.5	1,284.3	1,166.8
레버리지비율	806.0	885.1	957.6	933.5	912.9

NH투자증권(005940) 기업금융의 강자, 리테일 까지 호조세

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

Buy

적정주가 (12개월)	20,500원
현재주가 (6. 1)	15,800원
상승여력	29.7%
KOSPI	2,438.96pt
시가총액	44,463억원
발행주식수	28,141만주
유동주식비율	50.22%
외국인비중	14.45%
52주 최고/최저가	17,050원/12,800원
평균거래대금	168.9억원
주요주주(%)	
농협금융지주 외 2 인	49.11
국민연금	10.01
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	1.3 4.5
6개월	15.8 17.5
12개월	14.1 9.7
주가그래프	



발행어음 2호 초대형 투자은행

- 발행어음 업무 시작 후 3개월 내 1조원, 연말까지 1조 5,000억원의 발행 계획
- 실적 안정적으로 증가하고 있는 IB 및 리테일 부문과의 시너지 기대
- 발행어음 관련 자금이 기업금융에 활용될 수 있어 내부 신용한도를 리테일에 더 배분할 가능성 있음

평생 무료수수료 이벤트 수익화에 기여, 리테일 비즈니스 호조세

- 평생 무료수수료 이벤트로 신규 계좌 개설 지속돼 Brokerage 약정 MS 상승 뚜렷
- 향후 신용 거래, 상품 교차판매 혹은 해외 주식 매매 등으로 수익화될 가능성 높음
- 확실한 리테일 기반은 조달 능력에 대한 긍정적 평가로 이어져 중장기적으로 IB 관련 시너지도 기대 가능

투자의견 Buy 및 적정주가 20,500원 유지

- 기업금융에 강점이 있는 동사의 특성상 발행어음과의 시너지 가능성 높다고 판단
- 최근 리테일 신용 한도를 대부분 소진했으나 발행어음 및 9월 신용한도 확대 등으로 추가 배분 가능성 有

(십억원)	순영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	934.8	301.9	236.1	789	9.8	15,497	12.2	0.6	5.1	4.1
2017	1,168.4	459.2	350.1	1,170	48.3	16,138	11.9	0.9	7.4	3.6
2018E	1,369.0	637.4	458.0	1,530	30.8	17,070	10.3	0.9	9.2	4.1
2019E	1,433.0	686.7	494.7	1,653	8.0	18,063	9.6	0.9	9.4	4.5
2020E	1,471.7	717.0	516.9	1,727	4.5	19,078	9.2	0.8	9.3	4.7

NH투자증권 (005940)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
순영업수익	934.8	1,168.4	1,369.0	1,433.0	1,471.7
Brokerage수익	328.8	334.6	480.8	392.5	393.2
IB수익	95.4	110.3	101.1	112.6	118.3
금융상품판매수익	31.0	36.7	50.3	53.4	56.6
자산관리수수료	29.6	28.1	30.8	32.1	33.4
기타수수료수익	167.7	169.5	175.4	177.1	173.7
수수료비용	104.5	110.8	129.7	101.5	101.7
상품운용손익	-254.3	36.2	13.4	87.4	83.1
이자손익	605.6	583.0	647.8	689.9	722.1
기타손익	35.4	-19.3	-1.0	-10.3	-6.9
판매관리비	632.8	709.2	731.5	746.3	754.7
영업이익	301.9	459.2	637.4	686.7	717.0
영업외손익	0.0	-16.7	-14.2	-11.8	-11.8
세전이익	302.0	442.5	623.2	674.9	705.2
법인세비용	65.7	92.9	165.4	180.9	189.0
당기순이익	236.2	349.6	457.8	494.0	516.2
지배주주	236.1	350.1	458.0	494.7	516.9

Key Financial Data I

(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성					
자산	3.0	2.1	9.6	5.6	5.7
부채	3.1	1.9	10.1	5.6	5.7
예수부채	19.9	29.9	21.4	8.2	8.2
차입부채	-6.1	-1.8	-7.7	4.1	4.1
자본(지배주주)	2.1	4.1	5.8	5.8	5.6
순영업손익	-13.2	25.0	17.2	4.7	2.7
Brokerage 수익	-17.9	1.8	43.7	-18.4	0.2
순이자손익	-2.5	-3.7	11.1	6.5	4.7
판매비	-17.0	12.1	3.1	2.0	1.1
영업이익	-3.9	52.1	38.8	7.7	4.4
당기순이익(지배)	9.8	48.3	30.8	8.0	4.5
수익성					
영업이익률	32.3	39.3	46.6	47.9	48.7
판매비율	67.7	60.7	53.4	52.1	51.3

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	42,970.6	43,892.7	48,106.1	50,818.8	53,707.7
현금 및 예치금	6,269.9	6,135.9	6,351.0	5,884.0	5,168.1
유가증권	30,763.2	30,184.1	32,030.2	33,836.3	35,759.8
대출채권	3,932.4	4,842.5	5,296.8	5,595.5	5,913.5
유형자산	359.9	353.8	348.9	345.6	342.4
기타자산	1,645.2	2,376.5	4,079.3	5,157.5	6,523.8
부채총계	38,321.8	39,056.5	42,990.6	45,406.0	47,991.1
예수부채	2,372.1	3,080.6	3,740.4	4,048.7	4,382.4
차입부채	15,274.8	14,993.8	13,842.1	14,404.1	14,989.0
발행사채	1,897.6	3,499.9	4,928.9	4,928.9	4,928.9
기타부채	18,777.3	17,482.2	20,479.3	22,024.2	23,690.8
자본총계	4,648.8	4,836.2	5,115.5	5,412.8	5,716.5
지배주주지분	4,638.8	4,830.6	5,109.6	5,406.9	5,710.7
자본금	1,531.3	1,531.3	1,531.3	1,531.3	1,531.3
자본잉여금	1,538.4	1,539.2	1,537.3	1,537.3	1,537.3
이익잉여금	1,384.6	1,613.6	1,929.2	2,226.5	2,530.2
기타자본	184.6	146.6	111.8	111.8	111.8

Key Financial Data II

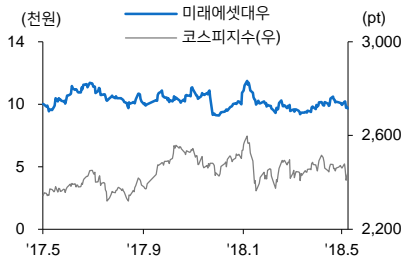
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	788.7	1,169.6	1,530.0	1,652.8	1,726.8
BPS	15,497.2	16,137.9	17,070.0	18,063.3	19,078.0
DPS	400.0	500.0	654.1	706.5	738.2
밸류에이션 (배)					
PER	12.2	11.9	10.3	9.6	9.2
PBR	0.6	0.9	0.9	0.9	0.8
수익성					
ROE	5.1	7.4	9.2	9.4	9.3
ROA	0.6	0.8	1.0	1.0	1.0
배당지표					
배당성향	47.5	40.1	40.1	40.1	40.1
배당수익률	4.1	3.6	4.1	4.5	4.7
안정성					
순자본비율	1,341.9	1,811.2	1,829.9	1,796.8	1,746.6
레버리지비율	842.5	810.7	840.0	838.6	839.2

미래에셋대우(006800) 해외 주식 Brokerage의 새로운 강자

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

Buy

적정주가 (12개월)	12,500원	
현재주가 (6. 1)	9,280원	
상승여력	34.7%	
KOSPI	2,438.96pt	
시가총액	61,834억원	
발행주식수	66,632만주	
유동주식비율	63.18%	
외국인비중	12.04%	
52주 최고/최저가	11,400원/8,730원	
평균거래대금	270.9억원	
주요주주(%)		
미래에셋캐피탈 외 31 인	18.89	
국민연금	10.40	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-5.1	-2.1
6개월	-7.8	-6.5
12개월	2.4	-1.6
주가그래프		



적극적인 해외 주식 Brokerage 추진으로 해외주식 자산 증가율 업계 최고

- 글로벌 주식 영업추진으로 해외 위탁 수익 증가하며 수수료율 상승에 기여
- 해외주식 잔고는 17년 말 3.2조원에서 4.8조원으로 증가하며 업계 1위 규모
- 해외주식 Brokerage는 높은 수수료율 뿐 아니라 환전 스프레드까지 확보 가능

국내외 부동산 투자 및 해외 법인 증자 등 적극적인 자본 활용 중

- 현지 리테일 영업을 하고 있는 브라질, 인도네시아, 베트남 안정적인 실적 시현 기대
- 적극적 투자를 진행하고 있는 홍콩/런던/LA/인도 현지 법인 수익 가시화 중
- IB 등 투자 자산 규모 3.7조원, 신규 투자 예정 및 검토 규모 2.3조원으로 향후에도 적극적 투자 집행할 계획

투자의견 Buy 및 적정주가 12,500원 유지

- 적극적 위험 인수 및 PI 경험을 기반으로 자본력을 갖춘 적극적 투자회사로서의 가능성 높으나
- 단기적으로는 공정위 조사, 통합 감독 그룹 도입 등 불확실성 해소가 필요

(십억원)	순영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	795.9	3.6	39.6	76	-91.4	12,791	94.9	0.6	0.7	0.7
2017	1,711.9	627.8	503.2	889	1,065.6	12,999	10.3	0.7	7.2	2.4
2018E	1,901.6	808.8	648.2	929	4.4	11,844	10.0	0.8	8.3	2.5
2019E	1,920.3	811.5	611.5	876	-5.7	12,501	10.6	0.7	7.2	2.4
2020E	1,997.7	878.0	659.6	945	N/A	13,209	9.8	0.7	7.4	2.6

미래에셋대우 (006800)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
순영업수익	795.9	1,711.9	1,901.6	1,920.3	1,997.7
Brokerage수익	311.9	432.3	683.5	550.5	551.3
IB수익	123.4	90.4	84.4	97.1	116.4
금융상품판매수익	78.1	89.1	91.9	97.5	103.5
자산관리수수료	77.9	67.5	88.7	92.3	96.0
기타수수료수익	80.0	216.0	236.3	244.4	243.8
수수료비용	127.1	161.0	173.3	139.6	139.8
상품운용손익	-454.4	272.3	139.8	188.4	226.6
이자손익	541.0	571.3	603.1	642.4	652.6
기타손익	165.2	134.1	147.3	147.3	147.3
판매관리비	792.3	1,084.2	1,092.8	1,108.8	1,119.7
영업이익	3.6	627.8	808.8	811.5	878.0
영업외손익	17.0	37.0	23.1	27.5	27.1
세전이익	20.6	664.7	831.9	839.1	905.1
법인세비용	4.6	159.8	180.5	224.9	242.6
당기순이익	16.0	504.9	651.4	614.2	662.5
지배주주	39.6	503.2	648.2	611.5	659.6

Key Financial Data I					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2018E
성장성					
자산	N/A	58.2	8.6	5.1	5.1
부채	N/A	64.5	8.2	5.0	5.1
예수부채	N/A	24.1	16.3	8.2	8.2
차입부채	N/A	160.7	3.7	4.1	4.1
자본(지배주주)	N/A	10.9	12.4	5.5	5.7
순영업손익	-20.8	N/A	11.1	1.0	4.0
Brokerage 수익	-13.5	N/A	58.1	-19.5	0.2
순이자손익	36.3	N/A	5.6	6.5	1.6
판관비	31.7	N/A	0.8	1.5	1.0
영업이익	-99.1	N/A	28.8	0.3	8.2
당기순이익(지배)	-86.8	N/A	28.8	-5.7	7.9
수익성					
영업이익률	0.5	36.7	42.5	42.3	43.9
판관비율	99.5	63.3	57.5	57.7	56.1

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	57,269.9	90,626.1	98,387.3	103,392.2	108,703.4
현금 및 예치금	5,137.9	4,954.7	5,931.3	6,328.5	6,751.2
유가증권	41,919.7	39,104.8	46,359.8	48,718.1	51,220.7
대출채권	4,421.6	35,745.0	42,376.7	44,532.3	46,819.9
유형자산	1,462.8	1,339.2	1,616.7	1,616.7	1,616.7
기타자산	4,327.8	9,482.5	2,102.9	2,196.6	2,294.9
부채총계	50,609.6	83,243.7	90,093.4	94,640.1	99,456.9
예수부채	4,125.1	5,118.9	5,955.5	6,446.4	6,977.8
차입부채	18,947.3	49,390.2	51,222.9	53,302.7	55,467.0
발행사채	2,725.6	3,085.5	3,678.0	3,678.0	3,678.0
기타부채	24,811.5	25,649.1	29,237.1	31,213.0	33,334.1
자본총계	6,660.3	7,382.4	8,293.9	8,752.1	9,246.4
지배주주지분	6,631.5	7,354.6	8,264.9	8,723.1	9,217.4
자본금	3,402.0	3,402.0	4,029.9	4,029.9	4,029.9
자본잉여금	1,878.7	2,164.6	2,153.8	2,153.8	2,153.8
이익잉여금	1,398.0	1,875.0	2,355.1	2,813.3	3,307.6
기타자본	-47.2	-87.0	-273.9	-273.9	-273.9

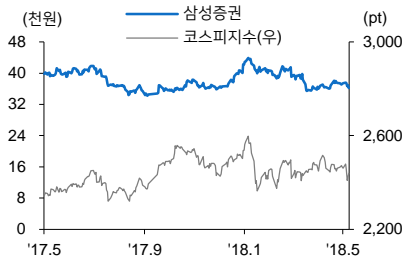
Key Financial Data II					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	76.3	889.3	928.9	876.3	945.3
BPS	12,790.6	12,998.6	11,844.2	12,500.9	13,209.3
DPS	50.0	220.0	236.6	223.2	240.8
밸류에이션 (배)					
PER	94.9	10.3	10.0	10.6	9.8
PBR	0.6	0.7	0.8	0.7	0.7
수익성					
ROE	0.7	7.2	8.3	7.2	7.4
ROA	0.1	0.7	0.7	0.6	0.6
배당지표					
배당성향	64.2	24.3	20.0	20.0	20.0
배당수익률	0.7	2.4	2.5	2.4	2.6
안정성					
순자본비율	2,391.5	2,386.6	1,992.3	1,667.4	1,779.3
레버리지비율	773.0	674.3	651.6	648.9	645.8

삼성증권(016360) 배당 사고 이후에도 이탈 없는 WM 기반

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

Buy

적정주가 (12개월)	52,000원	
현재주가 (6. 1)	36,200원	
상승여력	43.6%	
KOSPI	2,438.96pt	
시가총액	32,327억원	
발행주식수	8,930만주	
유동주식비율	67.64%	
외국인비중	24.37%	
52주 최고/최저가	43,900원/34,200원	
평균거래대금	370.9억원	
주요주주(%)		
삼성생명보험 외 5인	29.75	
국민연금	12.43	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-2.4	0.6
6개월	-0.7	0.8
12개월	-7.7	-11.2
주가그래프		



추가로 확보한 고객 해외 주식 크로스 셀링 기대

- 평생 무료수수료 이벤트에 힘입어 개인 MS 상승세 시현
- 해외주식 중개 수익 증가세로 무료수수료 이벤트로 확보한 고객을 대상으로 크로스 셀링 가능
- 해외주식 Brokerage는 높은 수수료율 뿐 아니라 환전 스프레드까지 확보 가능

글로벌 네트워크 및 고객 충성도 견고

- 최근 수수료율 높은 해외 기업 IPO 주간 실적 탁월
- 글로벌 금융회사와의 네트워크 및 고객자산가 기반에 따른 시너지라고 판단
- 우리사주 배당 사고 이후에도 1억원 이상 고객수 등 WM 기반에 큰 문제 없었음

투자의견 Buy 및 적정주가 52,000원 유지

- 우리 사주 배당 전산오류로 금융감독원의 징계가 추정되는 점은 불확실성이나
- 기존 고객 이탈이나 신규 고객 유입 급감 등으로 이어지지 않아 영업력에 큰 타격은 없었던 것으로 판단

(십억원)	순영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	794.2	211.7	174.2	2,280	-41.9	50,068	13.9	0.6	4.7	2.1
2017	966.7	360.0	271.4	3,040	33.3	49,408	12.0	0.7	6.6	2.7
2018E	1,240.7	550.6	404.6	4,531	49.1	51,524	8.0	0.7	9.0	4.1
2019E	1,194.6	518.2	382.9	4,288	-5.4	55,808	8.4	0.6	8.0	3.9
2020E	1,229.5	545.5	402.2	4,504	5.0	60,308	8.0	0.6	7.8	4.1

삼성증권 (016360)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
순영업수익	794.2	966.7	1,240.7	1,194.6	1,229.5
Brokerage수익	336.1	368.2	550.8	452.3	453.0
IB수익	31.0	70.1	82.9	88.0	94.2
금융상품판매수익	55.8	55.1	71.2	75.5	80.1
자산관리수수료	54.5	41.4	48.6	50.6	52.7
기타수수료수익	65.0	61.8	74.3	101.7	132.9
수수료비용	92.4	87.8	115.7	76.9	77.1
상품운용손익	-50.9	27.6	79.2	53.3	37.8
이자손익	404.4	436.7	454.0	454.3	460.4
기타손익	-9.3	-6.4	-4.5	-4.2	-4.6
판매관리비	582.6	606.7	690.1	676.5	684.0
영업이익	211.7	360.0	550.6	518.2	545.5
영업외손익	18.2	-4.3	0.6	4.4	3.4
세전이익	229.9	355.7	551.2	522.6	548.9
법인세비용	55.6	84.9	147.0	140.1	147.1
당기순이익	174.2	270.8	404.2	382.6	401.8
지배주주	174.2	271.4	404.6	382.9	402.2

Key Financial Data I					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성					
자산	7.2	14.2	10.5	6.3	6.4
부채	7.0	14.1	11.3	6.1	6.1
예수부채	0.8	23.5	13.9	8.2	8.2
차입부채	12.0	12.0	-3.9	4.1	4.1
자본(지배주주)	8.6	15.3	4.3	8.3	8.1
순영업손익	-20.2	21.7	28.3	-3.7	2.9
Brokerage 수익	-24.2	9.5	49.6	-17.9	0.2
순이자손익	-3.9	8.0	4.0	0.1	1.3
판관비	-5.9	4.1	13.8	-2.0	1.1
영업이익	-43.8	70.1	52.9	-5.9	5.3
당기순이익(지배)	-36.6	55.8	49.1	-5.4	5.0
수익성					
영업이익률	26.7	37.2	44.4	43.4	44.4
판관비율	73.3	62.8	55.6	56.6	55.6

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	33,229.9	37,947.9	41,942.0	44,598.2	47,432.1
현금 및 예치금	6,200.4	6,504.5	4,269.2	3,837.3	3,199.2
유가증권	22,495.6	23,862.5	28,392.8	30,190.9	32,109.3
대출채권	2,931.2	5,198.5	5,487.7	5,835.2	6,206.0
유형자산	51.2	49.1	48.9	48.9	48.9
기타자산	1,551.4	2,333.4	3,743.3	4,685.8	5,868.6
부채총계	29,403.0	33,536.4	37,340.9	39,614.5	42,046.6
예수부채	4,557.1	5,627.6	6,411.1	6,939.6	7,511.6
차입부채	12,954.8	14,503.6	13,934.2	14,500.0	15,088.7
발행사채	499.3	749.2	1,078.5	1,078.5	1,078.5
기타부채	11,391.7	12,656.1	15,917.1	17,096.5	18,367.7
자본총계	3,827.0	4,411.5	4,601.1	4,983.7	5,385.5
지배주주지분	3,826.9	4,412.1	4,601.1	4,983.7	5,385.5
자본금	394.2	458.5	458.5	458.5	458.5
자본잉여금	1,470.7	1,743.5	1,743.5	1,743.5	1,743.5
이익잉여금	1,889.4	2,111.2	2,294.8	2,677.3	3,079.1
기타자본	72.6	98.4	104.4	104.4	104.4

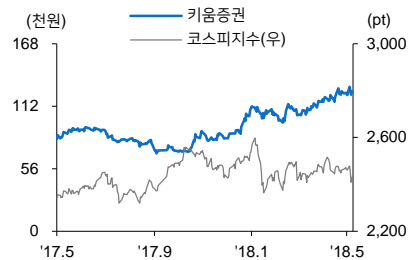
Key Financial Data II					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	2,279.6	3,039.6	4,531.0	4,287.7	4,503.8
BPS	50,067.7	49,407.5	51,524.2	55,808.1	60,307.5
DPS	650.0	1,000.0	1,490.7	1,410.6	1,481.7
밸류에이션 (배)					
PER	13.9	12.0	8.0	8.4	8.0
PBR	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
수익성					
ROE	4.7	6.6	9.0	8.0	7.8
ROA	0.5	0.8	1.0	0.9	0.9
배당지표					
배당성향	28.5	32.9	32.9	32.9	32.9
배당수익률	2.1	2.7	4.1	3.9	4.1
안정성					
순자본비율	1,601.1	1,718.6	1,584.0	1,545.2	1,690.5
레버리지비율	751.9	732.6	776.3	762.1	750.1

키움증권(039490) PI 수익 비중 높아져 체질 변화 중이라고 판단

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

Buy

적정주가 (12개월)	130,000원
현재주가 (6. 1)	125,000원
상승여력	4.0%
KOSPI	2,438.96pt
시가총액	27,625억원
발행주식수	2,210만주
유동주식비율	52.24%
외국인비중	18.10%
52주 최고/최저가	129,500원/69,700원
평균거래대금	122.7억원
주요주주(%)	
다우기술 외 2 인	47.73
국민연금	12.58
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	5.5 8.8
6개월	54.3 56.6
12개월	46.7 41.0
주가그래프	



RPCS 발행으로 추가 Brokerage MS 상승 기대감 반영 중

- 최근 신용잔고 증가 속도가 타사 대비 느린 점이 우려였으나
- 개인 MS 견고하고 RCPS 발행으로 자본 확충해 추가적인 지배력 확대 기대감

리테일 자금 유입된 시장상황 긍정적

- 코스닥 거래대금 증가 및 개인 비중 상승 등 리테일 자금이 유입된 시장 상황 동사에 긍정적
- 향후 추가적인 MS 상승 및 신용 잔고 증가 가능성 있으나 타사의 이벤트 경쟁이 심화되는 점 부담

투자의견 Buy 및 적정주가 130,000원 유지

- 동사의 고객 특성 상 상품 교차 판매 혹은 해외 주식으로 upselling 제한적인 편
- 신용잔고 확대 외에 추가 수익 발생 어려워 무료수수료 이벤트를 진행하기는 어려울 듯
- PI 관련 수익 비중 높아지고 있어 적극적 투자회사로 체질 변화 중이라고 판단됨

(십억원)	순영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	473.5	230.7	179.9	8,142	-5.2	56,278	8.8	1.3	15.3	1.2
2017	589.2	315.8	240.2	10,870	33.5	68,988	8.1	1.3	17.2	1.3
2018E	691.6	412.4	309.0	11,536	6.1	84,376	10.8	1.5	16.1	1.1
2019E	654.9	379.9	281.9	10,522	-8.8	94,928	11.9	1.3	11.6	1.0
2020E	678.3	399.5	296.2	11,055	5.1	106,011	11.3	1.2	11.0	1.1

키움증권 (039490)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
순영업수익	473.5	589.2	691.6	654.9	678.3
Brokerage수익	173.5	178.1	276.8	227.5	227.9
IB수익	20.2	23.7	25.9	24.5	24.3
금융상품판매수익	2.6	2.9	3.3	3.5	3.8
자산관리수수료	8.4	11.5	13.1	13.3	13.6
기타수수료수익	77.8	92.7	102.0	102.5	102.2
수수료비용	67.4	73.6	100.9	82.9	83.0
상품운용손익	91.5	145.7	119.9	95.6	102.1
이자손익	138.0	183.2	238.9	245.7	261.2
기타손익	28.9	24.9	12.5	25.2	26.5
판매관리비	242.8	273.3	279.2	275.0	278.9
영업이익	230.7	315.8	412.4	379.9	399.5
영업외손익	5.2	7.2	4.2	6.3	6.1
세전이익	235.9	323.1	416.7	386.2	405.6
법인세비용	55.7	81.4	107.6	103.5	108.7
당기순이익	180.2	241.6	309.0	282.7	296.9
지배주주	179.9	240.2	309.0	281.9	296.2

Key Financial Data I					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성					
자산	44.0	30.9	15.0	7.6	7.5
부채	50.9	32.0	10.0	6.6	6.6
예수부채	26.8	20.1	20.3	8.2	8.2
차입부채	156.8	49.1	4.1	4.1	4.1
자본(지배주주)	12.8	22.6	48.3	12.5	11.7
순영업손익	1.5	24.4	17.4	-5.3	3.6
Brokerage 수익	-6.6	2.7	55.4	-17.8	0.2
순이자손익	13.9	32.8	30.4	2.8	6.3
판관비	8.0	12.5	2.1	-1.5	1.4
영업이익	-4.5	36.9	30.6	-7.9	5.2
당기순이익(지배)	-5.2	33.5	28.6	-8.8	5.1
수익성					
영업이익률	48.7	53.6	59.6	58.0	58.9
판관비율	51.3	46.4	40.4	42.0	41.1

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	8,857.1	11,590.6	13,328.9	14,338.1	15,415.4
현금 및 예치금	2,940.7	3,286.4	2,601.4	1,461.7	-736.2
유가증권	3,156.9	4,173.4	4,799.3	5,162.7	5,550.6
대출채권	2,083.6	3,032.9	3,487.8	3,751.8	4,033.7
유형자산	170.5	158.9	162.0	162.0	162.0
기타자산	505.4	938.9	2,278.3	3,799.8	6,405.2
부채총계	7,609.0	10,043.4	11,046.2	11,772.7	12,553.1
예수부채	4,192.2	5,035.5	6,058.0	6,557.4	7,098.0
차입부채	1,773.8	2,644.0	2,751.4	2,863.1	2,979.4
발행사채	250.0	551.2	404.2	404.2	404.2
기타부채	1,393.1	1,812.7	1,832.6	1,948.0	2,071.6
자본총계	1,248.0	1,547.2	2,282.7	2,565.4	2,862.3
지배주주지분	1,243.7	1,524.6	2,260.4	2,543.1	2,840.0
자본금	110.5	110.5	127.0	127.0	127.0
자본잉여금	190.0	191.1	677.5	677.5	677.5
이익잉여금	979.3	1,200.9	1,423.5	1,706.2	2,003.1
기타자본	-31.7	44.6	32.4	32.4	32.4

Key Financial Data II					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	8,142.1	10,870.5	11,535.8	10,521.9	11,054.9
BPS	56,278.4	68,988.2	84,375.7	94,928.5	106,011.5
DPS	850.0	1,134.8	1,373.1	1,252.4	1,315.8
밸류에이션 (배)					
PER	8.8	8.1	10.8	11.9	11.3
PBR	1.3	1.3	1.5	1.3	1.2
수익성					
ROE	15.3	17.2	16.1	11.6	11.0
ROA	2.4	2.3	2.5	2.0	2.0
배당지표					
배당성향	10.4	10.4	10.4	10.4	10.4
배당수익률	1.2	1.3	1.1	1.0	1.1
안정성					
순자본비율	397.8	481.4	761.4	759.4	744.1
레버리지비율	709.7	749.1	583.9	558.9	538.6

12

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

보험

Part II

신계약비 추가 상각이라는 성장통

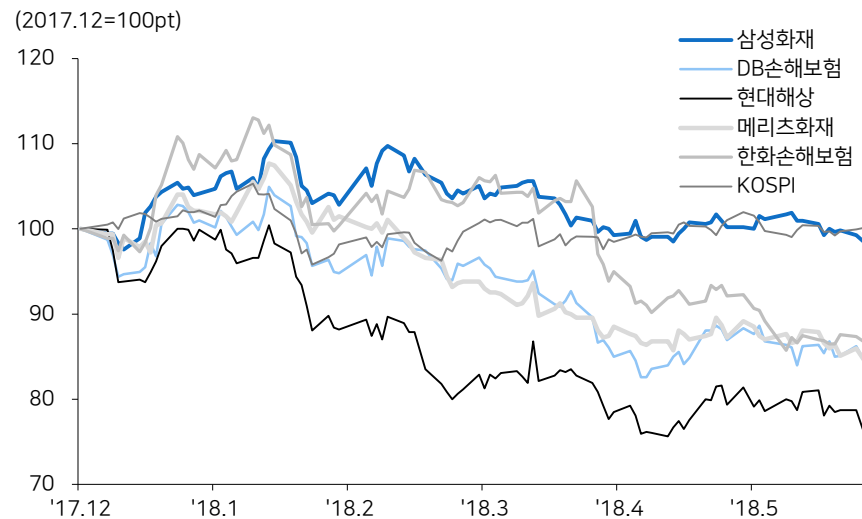
보험 2018년 상반기 Review

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 12
보험_Level Up

상반기 Review

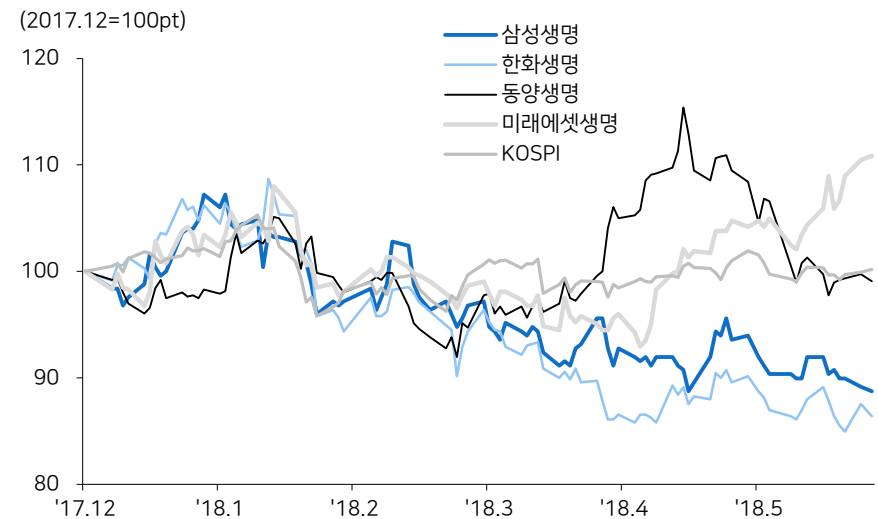
- 보험업계 전반적으로 신상품 경쟁 심화되며 상품 마진에 대한 우려 대두
- GA채널의 시책경쟁으로 인해 upfront 비중이 상승하며 추가상각 심화되어 사업비율 상승하였고
- 연초 이례적인 한파 영향으로 손해율 급등하며 1분기 실적 감소하며 주가 하락세

커버리지 손해보험사 상반기 주가 추이



자료: 메리츠증권리서치센터

커버리지 생명보험사 상반기 주가 추이



자료: KRX, 메리츠증권리서치센터

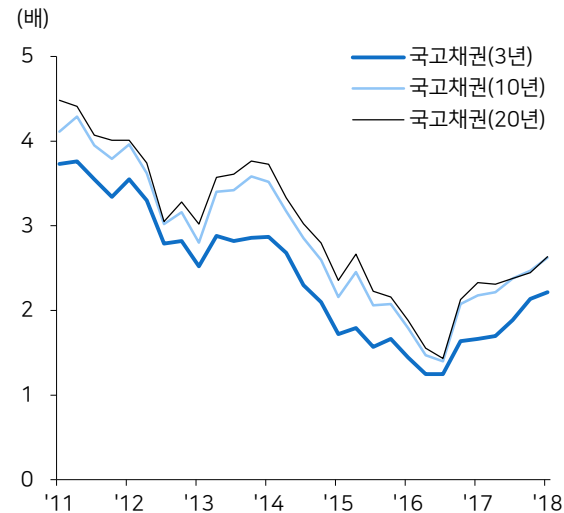
금리 상승에도 보험주 주가 부진

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 12
보험_Level Up

금리와 valuation

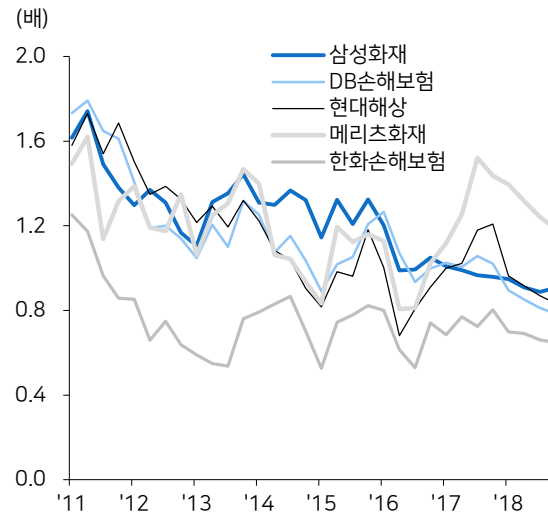
- 금리 상승이 가장 큰 모멘텀인 보험주, 금리 상승에도 valuation 개선 되지 않는 이유는?
- 현행 보험 회계가 보험사의 실질 가치 개선에 대한 정보를 제공하고 있지 못하기 때문
- 자산은 시가평가 되는 반면 부채 원가 평가되어 금리 상승 시 자본 감소, RBC 하락하는 아이러니
- 이차 마진 개선되나 신규 이원 상승이 보유 이원 상승으로 전이 되기까지 시간이 걸려
- 보유 계약이 클수록 이차 마진 개선 속도가 더디게 나타남

시장금리



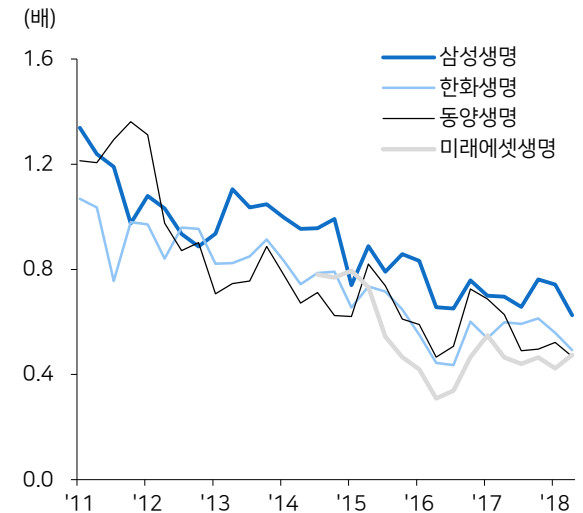
자료: Quntwise, 메리츠증권증권 리서치센터

손보사 valuation



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

생보사 valuation



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

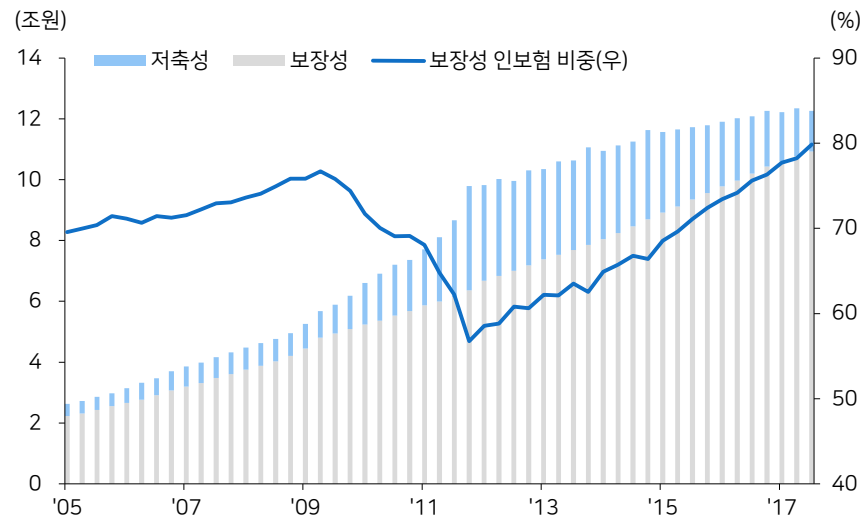
생명보험사의 수입보험료 규모가 손해보험사 보다 크지만

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 12
보험_Level Up

수입보험료 비교

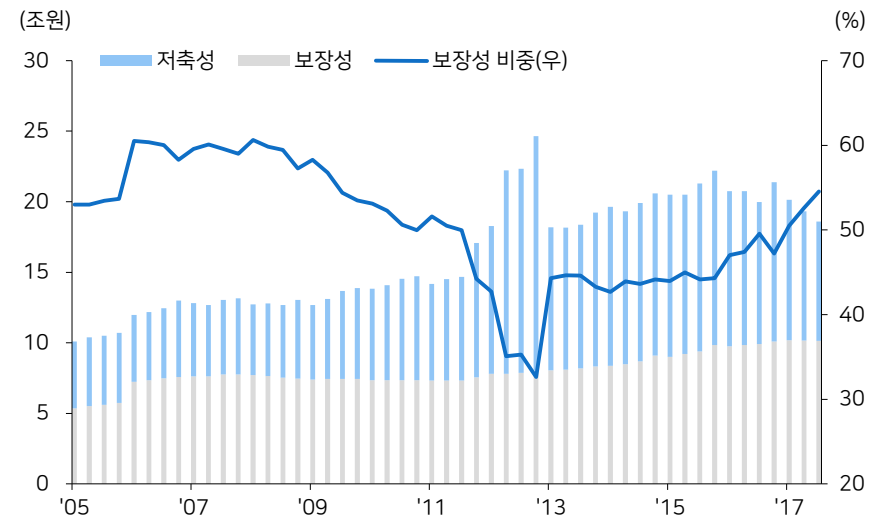
- 손해보험사의 장기보험료와 생명보험사의 일반계정 수입보험료 비교하는 경우
- 생명보험사의 수입보험료 규모가 큰 것이 사실이나, 약 50%가 저축성 보험료로 구성된 반면
- 손해보험사의 경과보험료 중 저축성 보험료 비중은 20%에 불과하며 빠르게 감소 중

손해보험사 장기 경과보험료



자료: 보험개발원, 메리츠증권증권 리서치센터

생명보험사 일반계정 수입보험료



자료: 보험개발원, 메리츠증권증권 리서치센터

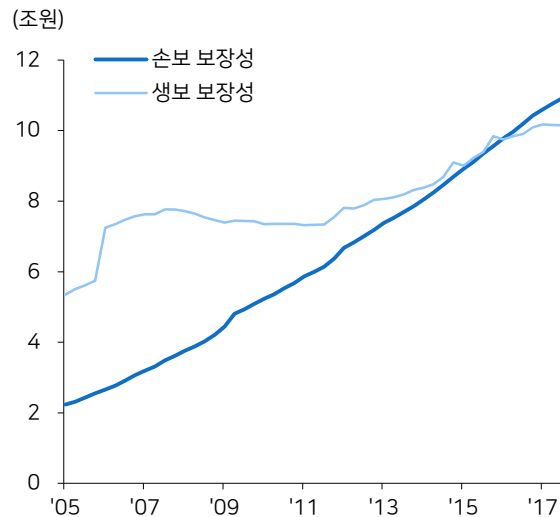
보장성 보험료만 비교 시 손해보험 업계의 성장성이 뚜렷

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 12
보험_Level Up

보장성 보험료 비교

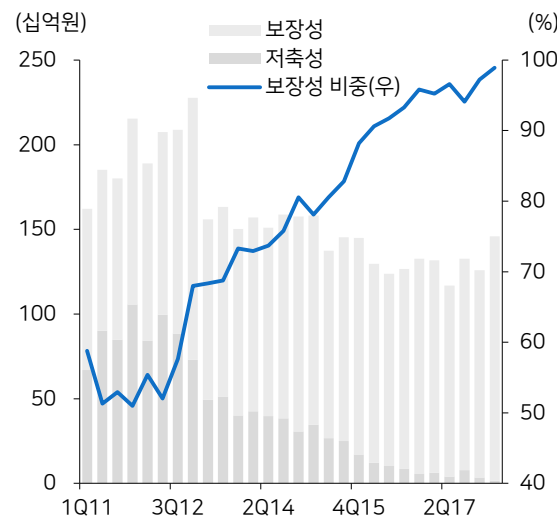
- 보장성 보험료만을 비교하는 경우
- 생명보험업계보다 손해보험 업계가 보다 많은 보장성 보험료를 수취 하고 있으며
- 이는 신계약 판매에 있어 일찍부터 보장성 위주로 포트폴리오를 재편해 왔기 때문
- 손해보험사의 신계약은 월납 기준으로 발표되는 반면 생명보험사는 APE 기준으로 발표되고 있어
- 같은 기준으로 비교 시 신계약 또한 손해보험사의 보장성 판매 규모 상당할 것으로 추정

손보/생보 보장성 보험료 비교



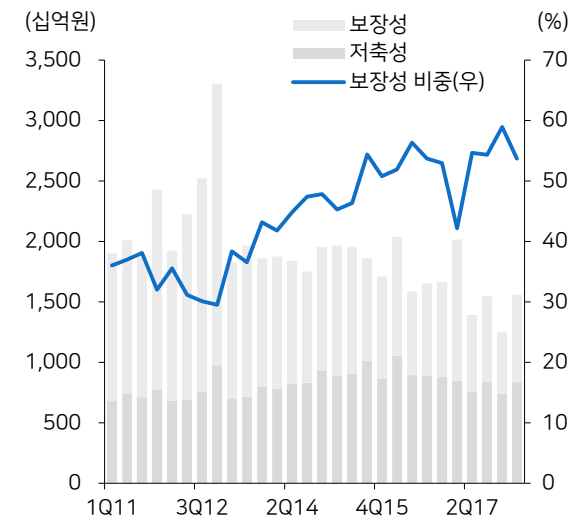
자료: 보험개발원, 메리츠증권증권 리서치센터

커버리지 손보사 신계약 추이(월납 기준)



자료: 각 사 합산, 메리츠증권증권 리서치센터

커버리지 생보사 신계약 추이(APE 기준)



자료: 각 사 합산, 메리츠증권증권 리서치센터

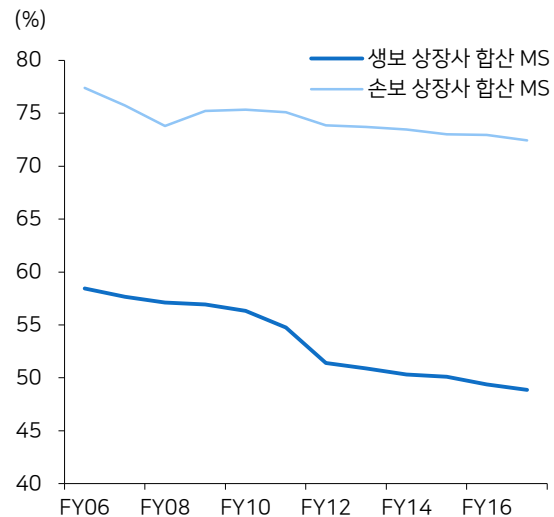
주요 상장사의 과점 현상 또한 손해보험업계가 보다 확연

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 12
보험_Level Up

주요 보험사 MS 비교

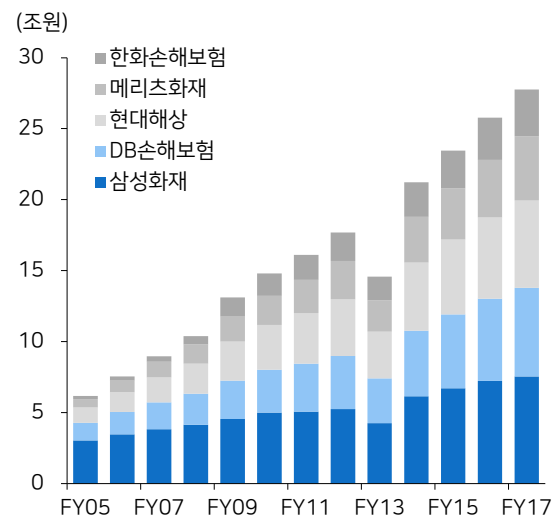
- 손해보험 업계의 보장성 보험료가 보다 빠르게 증가할 뿐 아니라
- 상장 보험사의 합산 MS 또한 손해보험사의 과점 현상이 확연
- 상장되어 있지 않으나 주요 상위사인 KB손해보험, 교보생명의 MS 를 합하는 경우에도 그 차이가 유사

주요 상장사 보장성 MS 합산 추이



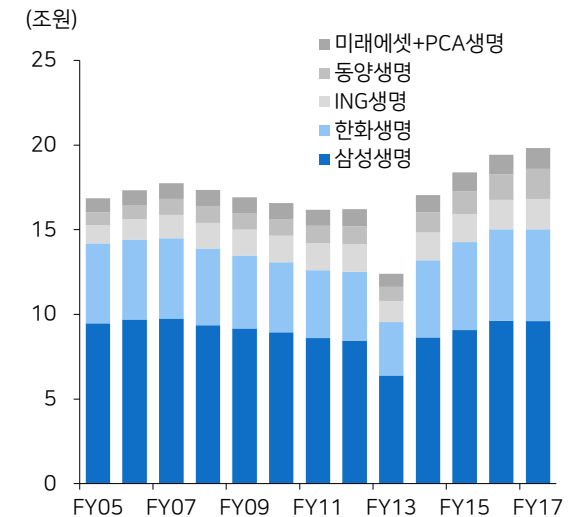
자료: 보험개발원, 메리츠증권증권 리서치센터

주요 상장 손보사 보장성 보험료



자료: 보험개발원, 메리츠증권증권 리서치센터

주요 상장 생보사 보장성 보험료



자료: 보험개발원, 메리츠증권증권 리서치센터

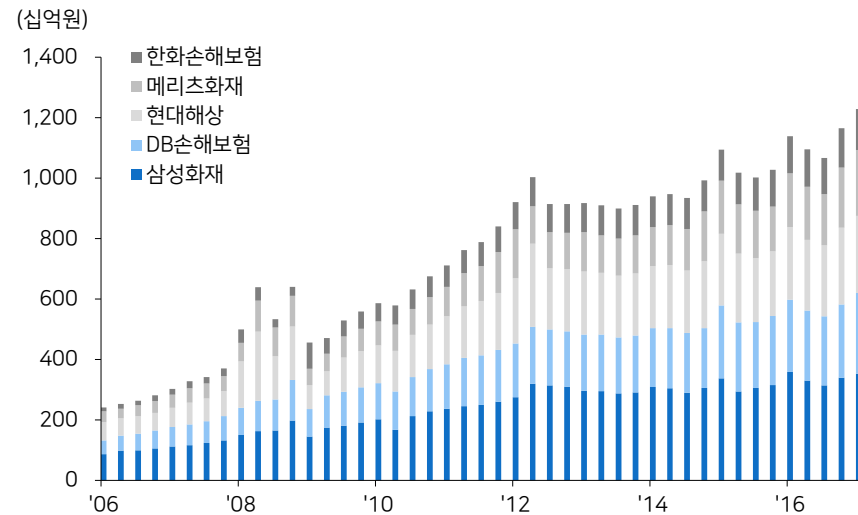
현행 보험 하에서는 추가상각 가속화되며 손보사 손익 부진

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 12
보험 Level Up

신계약비상각비 비교

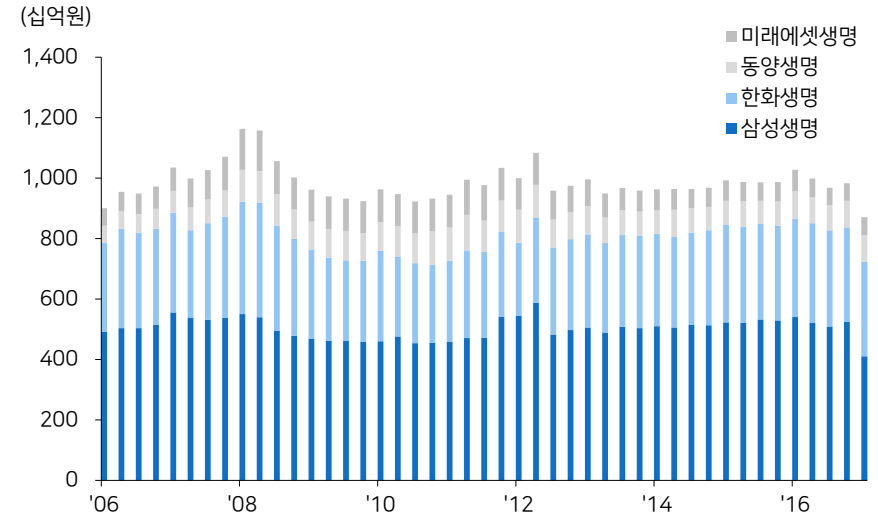
- 최근 손해보험사의 손익이 부진한 이유는
- 저축성 판매 감소로 신계약비 이연 한도가 축소 되어 추가상각이 가속화되기 때문
- 현행 회계 하에서 저축성 보험을 더 많이 팔수록, 혹은 보장성 보험을 팔지 않을 수록 실적이 개선

손해보험사 신계약비 상각비



자료: 금융통계정보, 메리츠종금증권 리서치센터

생명보험사 신계약비 상각비



자료: KRX, 메리츠종금증권 리서치센터

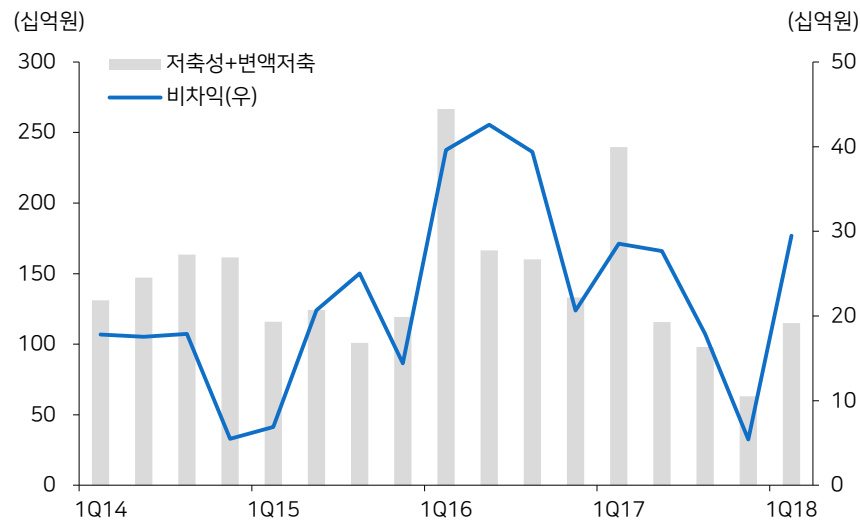
저축성 보험 판매 줄이면 손익도 감소하는 아이러니

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 12
보험_Level Up

저축성 보험과 비차익

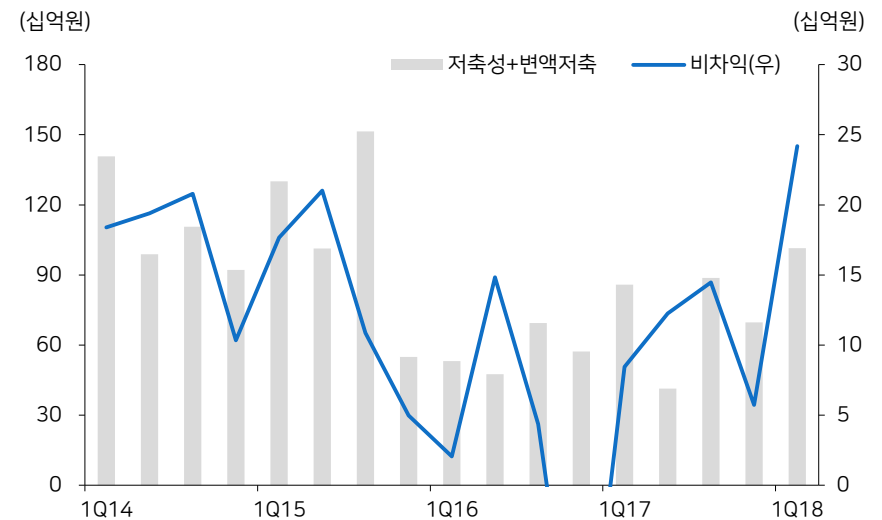
- 3이원 중 비차이익을 상세히 공개하고 있는 동양생명과 미래에셋생명의 사례를 봐도
- 저축성 보험 판매 감소 후 비차이익이 감소하는 모습이 뚜렷함

동양생명 저축성 보험 판매와 비차익



자료: 동양생명, 메리츠증권증권 리서치센터

미래에셋생명 저축성 보험 판매와 비차익



자료: 미래에셋생명, 메리츠증권증권 리서치센터

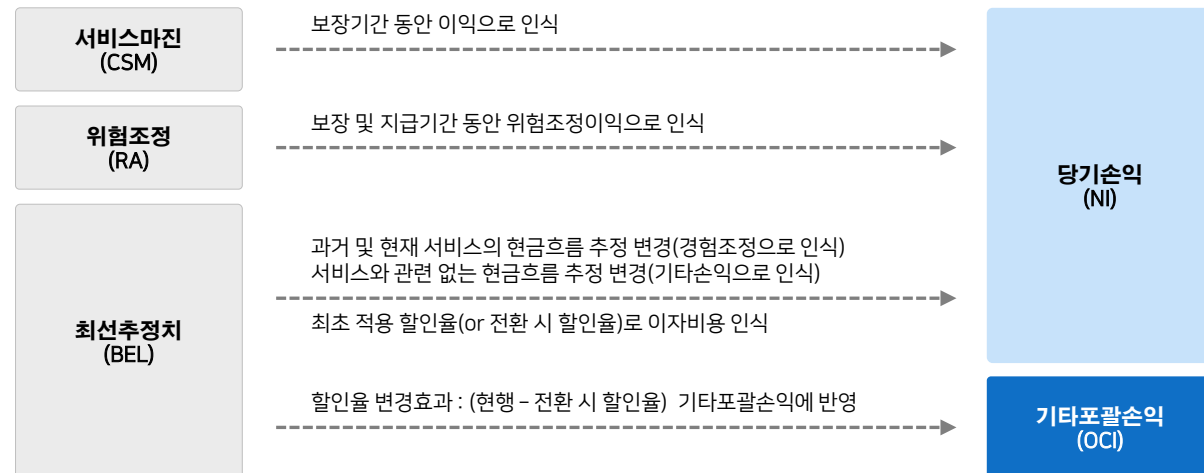
IFRS17 도입 이후 질적 개선에 대한 지표 드러날 것

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 12
보험_ Level Up

IFRS17 과 CSM

- 현행 회계는 보험사의 질적 개선에 대한 정보를 제공하고 있지 못함
- IFRS17 도입 이후에는 CSM(계약서비스마진; 보험사가 향후 인식할 것으로 추정되는 이익의 현재가치)의 규모 및 안정성을 통해 이러한 정보가 제공 될 수 있으며
- 최근 보험 업계의 변화는 IFRS17 도입 이후를 준비하기 위한 영업전략의 변화라고 판단
- 보다 오랫동안 상당한 보장성 보험을 판매해온 손해보험사의 CSM 규모가 상당할 것으로 추정

IFRS 17에서의 보험부채 측정과 손익 인식



자료: 보험연구원, 메리츠증권증권 리서치센터

Valuation

- 보험 Overweight, 비교적 관점에서 손해보험사 선호
- 전속채널 위주의 신계약 판매로 선지급수수료 비중이 적어 추가상각 영향이 타사 대비 적을 삼성화재, 보장성 신계약 성장세가 두드러지는 메리츠화재를 손해보험사 Top picks으로 제시
- 향후 금산 분리 등으로 전자 보유분 재평가 가능성 있는 삼성생명, PCA 합병시너지 및 IFRS17 도입 이후가 기대되는 미래에셋생명을 생명보험사 Top picks으로 제시

보험업 Valuation

(%)	삼성화재	메리츠화재	DB손해보험	현대해상	한화손해보험	삼성생명	미래에셋생명	한화생명	동양생명
2018 ROE	10.4	17.6	13.8	15.2	12.1	7.4	5.2	6.3	7.5
Growth Rate	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cost of Equity	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	6.3	6.3	6.3	6.3
Risk Free Rate	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Risk Premium	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
업종 Beta	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
이론 PBR (배)	1.43	2.52	1.95	2.16	1.69	1.22	0.79	1.00	1.24
PBR Discount (%)	-13.0%	-30.0%	-35.0%	-40.0%	-40.0%	-15%	-25%	-35%	-50%
적정 PBR (배)	1.29	1.77	1.27	1.29	1.01	1.03	0.60	0.65	0.62
2018 BPS (원)	280,358	16,857	74,973	41,412	10,787	164,164	12,341	11,449	15,470
이론 추가 (원)	348,838	29,774	95,038	53,571	10,913	169,841	7,356	7,445	9,597
적정주가 (원)	350,000	30,000	93,000	52,000	10,500	163,000	7,500	7,500	9,500
	유지	유지	유지	유지	8.7% 하향	유지	유지	11.8% 하향	유지

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Coverage valuation table

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 12
보험_ Level Up

		Top Picks		손해보험사			Top Picks		생명보험사	
		삼성화재	메리츠화재	DB손해보험	현대해상	한화손해보험	삼성생명	미래에셋생명	한화생명	동양생명
Code No.		000810KS	000060KS	005830KS	001450KS	000370KS	032830KS	085620KS	088350KS	082640KS
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Trading Buy	Trading Buy
적정주가(원)		350,000	30,000	93,000	52,000	10,500	163,000	7,500	7,500	9,500
현재가(6/1, 원)		254,000	20,050	58,500	34,550	6,990	102,500	5,800	5,570	7,160
상승여력(%)		37.8	49.6	59.0	50.5	50.2	59.0	29.3	34.6	32.7
당기순이익 (십억원)	2016	840.9	257.8	470.2	399.7	111.9	2,150.0	24.2	315.1	5.4
	2017	1,055.3	355.1	622.0	472.8	149.2	1,263.2	79.1	525.5	184.4
	2018E	1,236.4	319.2	633.4	486.2	147.7	2,309.0	101.5	564.2	157.0
	2019E	1,063.5	373.9	685.5	523.8	172.7	1,603.3	120.5	633.5	170.2
ROE(%)	2016	8.1	16.6	12.3	15.4	12.8	8.26	0.59	3.77	0.29
	2017	9.3	20.7	14.8	16.1	14.4	4.25	4.00	6.27	9.88
	2018E	10.4	17.6	13.8	15.2	12.1	7.41	5.20	6.27	7.53
	2019E	8.6	18.9	13.6	14.8	12.8	5.04	6.04	6.50	7.10
ROA(%)	2016	1.3	1.7	1.5	1.2	0.9	0.49	0.45	0.49	0.70
	2017	1.5	2.1	1.7	1.2	1.1	0.79	0.09	0.29	0.02
	2018E	1.6	1.7	1.7	1.2	0.9	0.44	0.27	0.47	0.65
	2019E	1.3	1.8	1.7	1.2	1.0	0.76	0.30	0.48	0.50
BPS(원)	2016	255,966	14,957	62,623	34,591	9,749	148,374	11,059	10,850	17,498
	2017	278,571	16,361	69,757	38,912	10,147	163,491	11,278	11,274	15,297
	2018E	280,358	16,857	74,973	41,412	10,787	164,164	12,341	11,449	15,470
	2019E	298,420	19,431	84,810	47,469	12,281	170,554	12,875	12,044	16,234
EPS(원)	2016	20,702	2,352	7,428	5,013	1,233	11,440	64	419	53
	2017	25,823	3,252	9,827	5,929	1,278	6,494	447	699	1,183
	2018E	30,103	2,923	10,006	6,097	1,266	12,245	625	751	1,007
	2019E	25,894	3,423	10,829	6,569	1,479	8,531	762	843	1,092
PBR(배)	2016	1.05	1.02	1.00	0.91	0.74	0.76	0.47	0.60	0.73
	2017	1.00	1.44	1.02	1.21	0.80	0.76	0.47	0.61	0.50
	2018E	0.91	1.19	0.78	0.83	0.65	0.62	0.47	0.49	0.46
	2019E	0.85	1.03	0.69	0.73	0.57	0.60	0.45	0.46	0.44
PER(배)	2016	13.0	6.5	8.4	6.3	5.9	9.8	80.4	15.6	238.2
	2017	10.8	7.2	7.2	7.9	6.4	19.2	11.7	9.9	6.4
	2018E	8.4	6.9	5.8	5.7	5.5	8.4	9.3	7.4	7.1
	2019E	9.8	5.9	5.4	5.3	4.7	12.0	7.6	6.6	6.6

12

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

보험

기업분석

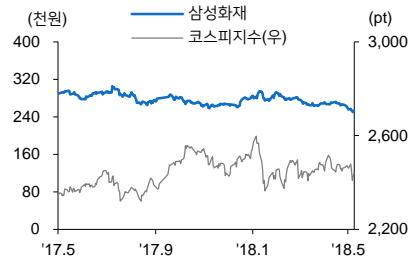
종목	투자판단	적정주가
삼성화재(000810)	Buy	350,000원
메리츠화재(000060)	Buy	30,000원
DB손해보험(005830)	Buy	93,000원
현대해상(001450)	Buy	52,000원
한화손해보험(000370)	Buy	10,500원
삼성생명(032830)	Buy	163,000원
미래에셋생명(085620)	Buy	7,500원
한화생명(088350)	Trading Buy	7,500원
동양생명(082640)	Trading Buy	9,500원

삼성화재(000810) 추가상각 영향 제한적

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

Buy

적정주가 (12개월)	350,000원
현재주가 (6. 1)	254,000원
상승여력	37.8%
KOSPI	2,438.96pt
시가총액	120,332억원
발행주식수	4,737만주
유동주식비율	65.56%
외국인비중	51.09%
52주 최고/최저가	305,500원/250,500원
평균거래대금	167.2억원
주요주주(%)	
삼성생명보험 외 5 인	18.51
국민연금	8.10
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-5.0 -2.1
6개월	-1.7 -0.3
12개월	-12.9 -16.2
주가그래프	



전속 채널 위주의 신계약 판매로 추가 상각 영향 제한적

- 기존 저축보험/물보험만 GA 채널로 판매한 반면 인보험 또한 GA 채널로 판매 시작했으나
- 비교적 전속 채널 위주의 보장성 인보험 계약 판매가 이어지고 있어
- 타사 대비 추가상각 증가폭이 적어 실적에 영향 제한적이라 판단됨

배당 성향 유지하는 경우 시가 배당수익률 4.6% 추정

- 금산법에 따른 리스크 해소를 위해 전자 보유분 중 일부 매각. 1,958억원의 매각익 실현
- 17년 상향한 배당성향 45%를 유지하는 경우 시가 배당수익률 4.6%로 추정됨

투자의견 Buy 및 적정주가 350,000원 유지

- 향후 삼성그룹의 순환출자 해소를 위한 삼성물산 매각 가능성 있으며
- 중장기적으로 금산 분리를 위해 잔여 전자 보유분 매각 가능성 존재한다고 판단됨
- 자동차 보험료 인하의 목적은 MS 확대보다는 온라인 비중 확대 등 보유 포트폴리오 개선으로 판단

(십억원)	경과보험료	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	17,406	1,120	841	20,702	8.8	255,966	13.0	1.0	8.1	2.3
2017	17,561	1,372	1,055	25,823	24.7	278,571	10.8	1.0	9.3	3.6
2018E	18,447	1,802	1,236	30,103	16.6	280,358	8.4	0.9	10.4	4.6
2019E	19,359	1,572	1,063	25,894	-14.0	298,420	9.8	0.9	8.6	4.0
2020E	20,385	1,581	1,070	26,041	0.6	326,986	9.8	0.8	8.0	4.0

삼성화재(000810)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	18,183.0	18,230.3	18,950.2	19,843.2	20,896.8
일반	1,302.7	1,329.4	1,562.9	1,704.1	1,794.6
자동차	4,803.5	4,803.6	5,010.7	5,236.8	5,514.9
장기	12,076.8	12,097.3	12,376.6	12,902.3	13,587.4
보유보험료	17,656.7	17,525.9	18,453.6	19,302.6	20,335.4
경과보험료	17,405.8	17,560.7	18,447.2	19,358.7	20,385.1
일반	1,207.9	1,266.8	1,592.9	1,725.6	1,819.3
자동차	4,364.1	4,591.6	4,786.1	5,054.2	5,318.9
장기	11,833.8	11,819.5	12,068.2	12,578.9	13,246.9
경과손해액	14,626.2	14,660.1	15,015.1	15,874.2	16,717.0
일반	890.6	906.9	920.5	1,107.5	1,167.7
자동차	3,528.4	3,699.6	3,931.8	4,133.4	4,343.9
장기	10,207.2	10,053.6	10,162.7	10,633.3	11,205.3
순사업비	3,347.5	3,530.3	3,767.9	3,976.2	4,223.6
보험영업이익	-567.9	-629.7	-335.8	-491.7	-555.5
투자영업이익	1,688.3	2,001.5	2,138.0	2,064.1	2,136.1
영업이익	1,120.5	1,371.8	1,802.3	1,572.4	1,580.7
영업외손익	-26.8	-77.3	-111.9	-120.5	-120.5
세전순이익	1,093.7	1,294.4	1,690.4	1,451.9	1,460.1
법인세비용	252.8	709.3	450.8	388.4	390.6
당기순이익	840.9	1,055.3	1,236.4	1,063.5	1,069.5
Key Financial Data I					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
경과손해율	84.0	83.5	81.4	82.0	82.0
일반	73.7	71.6	57.8	64.2	64.2
자동차	80.9	80.6	82.2	81.8	81.7
장기	86.3	85.1	84.2	84.5	84.6
사업비율	19.2	20.1	20.4	20.5	20.7
합산비율	103.3	103.6	101.8	102.5	102.7
투자영업이익률	3.0	3.3	3.3	3.1	3.0
성장성					
총자산	8.0	11.1	4.9	5.5	6.0
운용자산	9.0	10.6	1.7	5.8	6.4
자기자본	9.1	8.8	0.6	6.4	9.6
원수보험료	2.2	0.3	3.9	4.7	5.3
경과보험료	2.7	0.9	5.0	4.9	5.3
순이익	7.4	25.5	17.2	-14.0	0.6

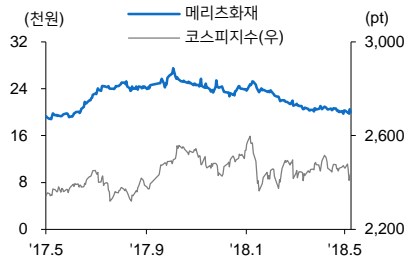
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	67,897.9	75,413.0	79,086.3	83,469.1	88,473.1
운용자산	58,237.6	64,418.7	65,510.6	69,342.2	73,772.6
현예금 및 예치금	1,048.9	1,342.3	866.7	917.4	976.0
유가증권	38,126.6	40,867.6	41,643.2	44,078.8	46,895.1
주식	5,379.0	7,350.4	7,609.3	8,054.4	8,569.0
채권	29,898.6	30,907.4	30,938.7	32,748.2	34,840.6
대출채권	17,878.2	21,393.4	22,152.4	23,448.0	24,946.1
부동산	1,183.9	815.4	848.3	897.9	955.3
비운용자산	5,055.2	3,462.5	5,673.5	5,903.8	6,143.5
특별계정자산	4,605.0	7,531.8	7,902.2	8,223.1	8,557.0
부채총계	57,016.9	63,571.1	67,168.4	70,783.4	74,573.1
보험계약준비금	49,416.1	52,872.3	55,792.9	58,946.0	62,255.0
책임준비금	49,416.1	52,872.3	55,792.9	58,946.0	62,255.0
기타부채	2,995.8	3,167.0	3,473.3	3,614.3	3,761.1
특별계정부채	4,605.0	7,531.8	7,902.2	8,223.1	8,557.0
자본총계	10,881.0	11,841.9	11,917.9	12,685.7	13,900.0
자본금	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5
자본잉여금	939.2	939.2	939.2	939.2	939.2
이익잉여금	7,414.1	8,111.2	8,604.7	9,372.5	10,586.8
자본조정	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5
기타포괄손익누계액	3,984.6	4,248.5	3,831.0	3,831.0	3,831.0
Key Financial Data II					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	20,702	25,823	30,103	25,894	26,041
BPS	255,966	278,571	280,358	298,420	326,986
DPS	6,100	10,000	11,716	10,078	10,135
밸류에이션 (배)					
PER	13.0	10.8	8.4	9.8	9.8
PBR	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
수익성					
ROE	8.1	9.3	10.4	8.6	8.0
ROA	1.3	1.5	1.6	1.3	1.2
배당지표					
배당성향	28.9	37.7	37.7	37.7	37.7
배당수익률	2.3	3.6	4.6	4.0	4.0
안정성					
총자산/자기자본	624	637	664	658	636
보유보험료/자기자본	162	148	155	152	146

메리츠화재(000060) 남다른 성장에 배당까지

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

Buy

적정주가 (12개월)	30,000원
현재주가 (6. 1)	20,050원
상승여력	49.6%
KOSPI	2,438.96pt
시가총액	22,123억원
발행주식수	11,034만주
유동주식비율	41.20%
외국인비중	19.21%
52주 최고/최저가	27,500원/19,150원
평균거래대금	32.2억원
주요주주(%)	
메리츠금융지주 외 9인	52.24
KB자산운용	5.01
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-4.3
6개월	-18.2
12개월	4.2
주가그래프	



단기 손익 감소 영향 감내하며 신계약 MS 늘리는 중

- 보장성 인보험 신계약 판매가 업계 상위권 수준까지 증가하며 추가상각으로 사업비율 상승 중
- 동사는 단기 손익 감소를 감내하고 신계약 MS 2위를 목표로 공격적인 채널 전략 유지
- GA 채널 위주의 성장으로 언더라이팅에 대한 우려 존재하나
- 초기 회차별 유지율, 손해율은 양호한 모습으로 양질의 계약 위주로 성장하고 있다고 판단

공격적인 판매 전략에도 시가배당률 5% 추정되어 하방경직성 확보

- 보유 계약 규모 대비 신계약 성장이 빨라 업계 내 가장 큰 규모의 추가 상각 비용 발생
- 그럼에도 시가배당률 약 5% 추정되어 주가 하방 경직성 확보되었다고 판단됨

투자의견 Buy 및 적정주가 30,000원 유지

- RBC비율 규제 강화 선반영해 1Q18 기준 자산 듀레이션 9.1, 부채 듀레이션 8.96
- 규제 부담 적으나 자산 듀레이션 길어 금리 상승으로 인해 RBC 비율 175%까지 하락
- 후순위채 등 발행하는 경우에도 동사의 강점인 높은 운용수익률을 통해 손익 방어 가능하다고 판단

(십억원)	경과보험료	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	5,666	369	258	2,352	44.9	14,957	6.5	1.0	16.6	5.4
2017	5,997	500	355	3,252	38.3	16,361	7.2	1.4	20.7	4.9
2018E	6,274	465	319	2,923	-10.1	16,857	6.9	1.2	17.6	5.1
2019E	6,438	540	374	3,423	17.1	19,431	5.9	1.0	18.9	6.0
2020E	6,508	546	379	3,467	1.3	19,128	5.8	1.0	18.0	6.1

메리츠화재 (000060)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	5,989.8	6,403.4	6,643.9	6,810.6	6,886.7
일반	439.8	498.1	459.4	449.9	454.9
자동차	751.1	807.4	830.7	872.1	881.9
장기	4,798.9	5,098.0	5,353.8	5,488.6	5,549.9
보유보험료	5,639.9	6,098.6	6,354.8	6,527.6	6,596.0
경과보험료	5,666.1	5,996.6	6,273.9	6,438.4	6,507.9
일반	222.5	252.2	231.0	229.3	231.9
자동차	707.5	733.1	776.9	807.8	815.6
장기	4,736.1	5,011.2	5,266.1	5,401.3	5,460.4
경과손해액	4,697.9	4,823.6	5,032.8	5,169.8	5,229.3
일반	152.9	158.3	145.9	147.3	148.6
자동차	595.0	573.0	612.9	636.4	643.7
장기	3,950.0	4,092.3	4,274.0	4,386.0	4,437.0
순사업비	1,194.7	1,387.0	1,535.9	1,504.9	1,521.7
보험영업이익	-226.5	-214.0	-294.8	-236.3	-243.0
투자영업이익	595.9	714.4	759.6	775.9	789.1
영업이익	369.4	500.5	464.8	539.6	546.1
영업외손익	-31.6	-27.4	-28.0	-29.2	-29.2
세전순이익	337.7	473.1	436.8	510.4	516.9
법인세비용	79.9	117.9	117.6	136.5	138.3
당기순이익	257.8	355.1	319.2	373.9	378.6
Key Financial Data I					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
경과손해율	82.9	80.4	80.2	80.3	80.4
일반	68.7	62.8	63.2	64.3	64.1
자동차	84.1	78.2	78.9	78.8	78.9
장기	83.4	81.7	81.2	81.2	81.3
사업비율	21.1	23.1	24.5	23.4	23.4
합산비율	104.0	103.6	104.7	103.7	103.7
투자영업이익률	4.4	4.7	4.5	4.2	4.0
성장성					
총자산	12.6	10.0	9.0	9.9	1.8
운용자산	14.7	10.0	10.1	10.7	1.9
자기자본	11.5	9.0	3.0	15.3	-1.6
원수보험료	5.9	6.9	3.8	2.5	1.1
경과보험료	6.4	5.8	4.6	2.6	1.1
순이익	50.5	37.7	-10.1	17.1	1.3

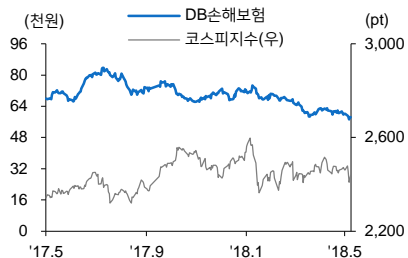
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	16,444.4	18,092.4	19,712.7	21,672.2	22,060.9
운용자산	14,510.0	15,966.9	17,580.7	19,453.6	19,820.2
현예금 및 예치금	365.0	365.0	397.6	440.0	448.2
유가증권	8,297.6	8,297.6	9,039.1	10,002.1	10,190.5
주식	132.4	132.4	144.2	159.6	162.6
채권	4,284.9	4,284.9	4,667.8	5,165.1	5,262.4
대출채권	4,632.3	4,632.3	5,046.2	5,583.8	5,689.1
부동산	805.4	805.4	877.3	970.8	989.1
비운용자산	1,934.4	2,125.5	2,132.0	2,218.6	2,240.8
특별계정자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	14,804.8	16,305.5	17,871.7	19,550.0	19,971.9
보험계약준비금	13,831.3	15,447.0	17,029.9	18,674.1	19,087.2
책임준비금	13,831.3	15,447.0	17,029.9	18,674.1	19,087.2
기타부채	973.5	858.5	841.8	875.9	884.7
특별계정부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,639.6	1,786.9	1,841.0	2,122.1	2,089.0
자본금	55.2	55.2	55.2	55.2	55.2
자본잉여금	436.6	436.6	436.6	436.6	436.6
이익잉여금	847.3	1,109.4	1,315.3	1,596.4	1,563.3
자본조정	-13.5	-18.6	-34.6	-34.6	-34.6
기타포괄손익누계액	314.0	204.3	68.5	68.5	68.5
Key Financial Data II					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	2,352	3,252	2,923	3,423	3,467
BPS	14,957	16,361	16,857	19,431	19,128
DPS	830	1,140	1,028	1,202	1,218
밸류에이션 (배)					
PER	6.5	7.2	6.9	5.9	5.8
PBR	1.0	1.4	1.2	1.0	1.0
수익성					
ROE	16.6	20.7	17.6	18.9	18.0
ROA	1.7	2.1	1.7	1.8	1.7
배당지표					
배당성향	35.3	35.1	35.2	35.1	35.1
배당수익률	5.4	4.9	5.1	6.0	6.1
안정성					
총자산/자기자본	1,003	1,013	1,071	1,021	1,056
보유보험료/자기자본	344	341	345	308	316

DB손해보험 (005830) 과도한 경쟁보다는 안정적 성장 추구

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

Buy

적정주가 (12개월)	93,000원
현재주가 (6. 1)	58,500원
상승여력	59.0%
KOSPI	2,438.96pt
시가총액	41,418억원
발행주식수	7,080만주
유동주식비율	66.18%
외국인비중	48.41%
52주 최고/최저가	83,800원/57,200원
평균거래대금	85.2억원
주요주주(%)	
김준기 외 11 인	23.23
국민연금	8.21
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-7.0
6개월	-13.3
12개월	-16.1
상대주가	-19.3
주가그래프	



하반기 위험손해율 개선 폭 뚜렷할 전망

- 하반기에 3년 만기 갱신 물량 많아 위험손해율 개선 추세 뚜렷할 전망
- 무리한 판매 경쟁 보다는 우량 물건 인수 위주의 안정적 신계약 판매 늘려갈 계획
- 최근 유병자 관련 보험 판매 증가, 보험료 자유화 이후 안전할증 개선되며 일반 실손 대비 마진 양호

IFRS17 도입 시 드러날 운전자 보험의 가치

- 동사는 15년부터 운전자 보험 판매 업계 1위를 유지해 업계 상위 수준의 보유계약이 추정됨
- 운전자 보험은 양호한 손해율 뿐 아니라 시간이 지나도 변동성이 적다는 장점
- IFRS17 도입 시 이와 같은 높은 마진의 신계약 가치가 드러날 것으로 기대됨

투자의견 Buy 및 적정주가 93,000원 유지

- 위험손해율 개선 트렌드는 지속될 전망이며 이는 보유계약 가치 개선에 기여
- 다만 보험업계 신상품 출시 경쟁이 지속되면 현행 회계상 실질 가치 개선이 가시화되기까지 시간 필요
- RBC 비율 규제 강화는 장기채 매입으로 대응할 계획

(십억원)	경과보험료	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2015	11,103	675	470	7,428	13.9	62,623	8.4	1.0	12.3	2.6
2016	11,441	859	622	9,827	32.3	69,757	7.2	1.0	14.8	3.2
2017E	11,757	906	633	10,006	1.8	74,973	5.8	0.8	13.8	4.0
2018E	12,234	962	685	10,829	8.2	84,810	5.4	0.7	13.6	4.3
2019E	12,370	987	704	11,124	2.7	85,312	5.3	0.7	13.1	4.5

DB손해보험 (005830)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	12,092.4	12,368.1	12,550.4	13,052.3	13,198.1
일반	1,013.8	1,015.5	917.7	956.3	966.9
자동차	2,987.6	3,252.9	3,354.6	3,497.1	3,536.2
장기	8,091.0	8,099.7	8,278.2	8,598.9	8,694.9
보유보험료	10,888.5	11,562.9	11,799.5	12,279.3	12,416.2
경과보험료	11,103.0	11,440.7	11,757.2	12,233.7	12,369.6
일반	520.2	543.1	530.6	545.8	552.0
자동차	2,629.6	2,954.3	3,128.6	3,275.8	3,311.7
장기	7,953.1	7,943.3	8,098.1	8,412.2	8,505.9
경과손해액	9,391.5	9,421.4	9,688.2	10,041.3	10,150.1
일반	397.7	349.1	347.5	366.4	371.0
자동차	2,145.4	2,381.8	2,614.8	2,703.3	2,730.4
장기	6,848.3	6,690.5	6,726.0	6,971.6	7,048.7
순사업비	2,021.6	2,193.8	2,227.2	2,327.5	2,348.9
보험영업이익	-310.1	-176.4	-158.3	-135.1	-129.3
투자영업이익	985.4	1,035.3	1,063.9	1,097.2	1,116.3
영업이익	675.3	858.9	905.7	962.2	987.0
영업외손익	-54.9	-31.7	-39.3	-26.3	-25.7
세전순이익	620.5	827.3	866.4	935.8	961.3
법인세비용	150.3	205.2	233.1	250.3	257.1
당기순이익	470.2	622.0	633.4	685.5	704.1
Key Financial Data I					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
경과손해율	84.6	82.3	82.4	82.1	82.1
일반	76.5	64.3	65.5	67.1	67.2
자동차	81.6	80.6	83.6	82.5	82.4
장기	86.1	84.2	83.1	82.9	82.9
사업비율	18.2	19.2	18.9	19.0	19.0
합산비율	102.8	101.5	101.3	101.1	101.0
투자영업이익률	3.6	3.4	3.3	3.3	3.3
성장성					
총자산	11.9	9.3	4.5	5.9	1.1
운용자산	12.5	8.1	5.2	1.1	1.7
자기자본	7.6	11.4	7.5	13.1	0.6
원수보험료	5.3	2.3	1.5	4.0	1.1
경과보험료	5.1	3.0	2.8	4.1	1.1
순이익	13.9	32.3	1.8	8.2	2.7

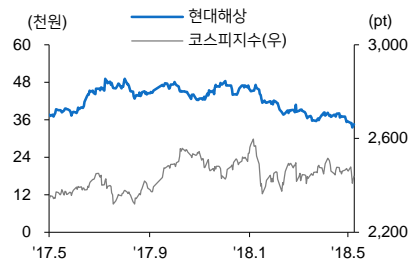
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	34,208.6	37,403.8	39,088.9	41,394.8	41,851.8
운용자산	29,228.5	31,609.3	33,261.6	33,631.3	34,207.9
현예금 및 예치금	629.0	414.2	407.3	432.6	437.5
유가증권	19,158.4	20,486.9	21,557.8	22,898.9	23,155.9
주식	1,127.1	1,244.4	1,309.5	1,391.0	1,406.6
채권	7,271.0	7,849.3	8,259.6	8,773.4	8,871.9
대출채권	8,299.5	9,572.3	10,366.1	11,010.9	11,134.5
부동산	1,141.6	1,135.9	1,193.1	1,267.3	1,281.5
비운용자산	3,323.5	3,404.6	3,314.3	3,347.4	3,380.9
특별계정자산	1,656.7	2,389.9	2,513.0	2,538.2	2,563.5
부채총계	30,244.7	32,988.3	34,343.2	36,026.4	36,451.8
보험계약준비금	26,992.0	28,929.0	30,361.0	31,882.5	32,266.4
책임준비금	26,992.0	28,929.0	30,361.0	31,882.5	32,266.4
기타부채	1,212.2	1,566.4	1,469.2	1,528.9	1,544.1
특별계정부채	2,040.5	2,493.0	2,513.0	2,615.1	2,641.2
자본총계	3,963.9	4,415.5	4,745.7	5,368.4	5,400.1
자본금	35.4	35.4	35.4	35.4	35.4
자본잉여금	37.9	37.9	37.9	37.9	37.9
이익잉여금	3,402.8	3,920.4	4,470.7	5,093.4	5,125.1
자본조정	487.8	421.8	201.7	201.7	201.7
Key Financial Data II					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	7,428	9,827	10,006	10,829	11,124
BPS	62,623	69,757	74,973	84,810	85,312
DPS	1,650	2,300	2,342	2,535	2,604
밸류에이션 (배)					
PER	8.4	7.2	5.8	5.4	5.3
PBR	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7
수익성					
ROE	12.3	14.8	13.8	13.6	13.1
ROA	1.5	1.7	1.7	1.7	1.7
배당지표					
배당성향	22.2	23.4	23.4	23.4	23.4
배당수익률	2.6	3.2	4.0	4.3	4.5
안정성					
총자산/자기자본	863	847	824	771	775
보유보험료/자기자본	275	262	249	229	230

현대해상(001450) 자동차 보험 CM 위주의 성장세

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

Buy

적정주가 (12개월)	52,000원
현재주가 (6. 1)	34,550원
상승여력	50.5%
KOSPI	2,438.96pt
시가총액	30,888억원
발행주식수	8,940만주
유동주식비율	66.84%
외국인비중	49.55%
52주 최고/최저가	49,200원/33,550원
평균거래대금	72.7억원
주요주주(%)	
정몽운 외 4 인	22.35
국민연금	7.06
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-9.7
6개월	-18.6
12개월	-9.3
주가그래프	



5년/3년 만기 실손 보험 갱신 주기 18년 하반기 도래

- 3년 및 5년 만기 상품의 갱신 주기 도래로 하반기부터 위험손해율 개선세 뚜렷할 전망
- 5년 만기 상품의 갱신 주기는 주로 19년 상반기에 몰려 있음
- 보유계약 가치 개선 폭 크지만 신상품 판매 경쟁 지속될 경우 실적 가시화 시기는 늦어질 수 있음

자동차 보험 CM 채널 MS 9.7%까지 상승

- 자동차 보험 오프라인 3.7% 성장한 반면 온라인 20% 성장
- 자녀 할인, 마일리지 특약 할인 등의 전략으로 30대 고객이 인터넷 채널로 유입
- CM 채널 비중이 지속적으로 확대되며 사업비율 개선 효과 기대

투자의견 Buy 및 적정주가 52,000원 유지

- 보유 이원 3.15%, 신규이원 3.5~3.7%까지 상승. 빠르면 하반기부터 보유 이원 상승 가능
- 해외신종자본증권 발행으로 RBC 비율 개선, 19년 부터 채권 재분류 가능

(십억원)	경과보험료	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	11,255	542	400	5,013	96.6	34,591	6.3	0.9	15.4	4.3
2017	11,533	640	473	5,929	18.3	38,912	7.9	1.2	16.1	3.2
2018E	12,063	674	486	6,097	2.8	41,412	5.7	0.8	15.2	4.5
2019E	12,649	722	524	6,569	7.7	47,469	5.3	0.7	14.8	4.8
2020E	12,789	737	535	6,708	2.1	47,805	5.2	0.7	14.1	4.9

현대해상 (001450)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	12,582.8	12,826.1	13,336.5	13,961.5	14,117.5
일반	1,078.9	1,080.8	1,006.5	1,029.2	1,040.7
자동차	3,145.2	3,329.2	3,584.0	3,783.7	3,825.9
장기	8,304.0	8,398.1	8,745.7	9,148.7	9,250.9
보유보험료	11,413.6	11,701.6	12,234.4	12,829.3	12,968.3
경과보험료	11,255.4	11,532.9	12,062.6	12,649.0	12,789.2
일반	455.0	451.0	424.8	433.5	437.6
자동차	2,739.5	2,991.2	3,248.3	3,429.3	3,470.8
장기	8,060.9	8,090.8	8,389.5	8,786.2	8,880.8
경과손해액	9,525.3	9,576.0	9,971.4	10,468.5	10,583.8
일반	296.9	297.4	272.0	282.4	284.9
자동차	2,242.2	2,379.0	2,625.6	2,773.6	2,805.3
장기	6,986.3	6,899.7	7,073.8	7,412.5	7,493.6
순사업비	2,148.3	2,336.8	2,522.1	2,616.8	2,641.4
보험영업이익	-418.3	-380.0	-430.9	-436.3	-436.0
투자영업이익	960.0	1,020.1	1,104.7	1,157.8	1,173.0
영업이익	541.8	640.1	673.8	721.5	737.0
영업외손익	-28.9	-15.1	-8.4	-6.5	-6.8
세전순이익	512.9	624.9	665.4	715.0	730.2
법인세비용	113.2	152.2	179.2	191.3	195.3
당기순이익	399.7	472.8	486.2	523.8	534.9
Key Financial Data I					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
경과손해율	84.6	83.0	82.7	82.8	82.8
일반	65.2	65.9	64.0	65.1	65.1
자동차	81.8	79.5	80.8	80.9	80.8
장기	86.7	85.3	84.3	84.4	84.4
사업비율	19.1	20.3	20.9	20.7	20.7
합산비율	103.7	103.3	103.6	103.4	103.4
투자영업이익률	3.4	3.3	3.3	3.2	3.1
성장성					
총자산	13.5	9.5	5.8	7.0	1.4
운용자산	13.0	9.5	6.8	7.6	1.5
자기자본	13.3	12.5	6.4	14.6	0.7
원수보험료	3.8	1.9	4.0	4.7	1.1
경과보험료	2.5	2.5	4.6	4.9	1.1
순이익	96.6	18.3	2.8	7.7	2.1

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	36,652.2	40,122.1	42,448.2	45,398.4	46,045.1
운용자산	29,642.7	32,448.2	34,669.2	37,303.6	37,869.3
현예금 및 예치금	1,157.0	854.1	899.6	968.0	982.6
유가증권	18,779.5	21,083.4	22,397.6	24,099.4	24,464.9
주식	1,311.3	1,536.3	1,562.0	1,680.7	1,706.2
채권	10,829.3	11,207.4	11,868.2	12,770.0	12,963.7
대출채권	8,690.7	9,504.7	10,307.3	11,090.5	11,258.7
부동산	1,015.5	1,006.0	1,064.7	1,145.6	1,163.0
비운용자산	3,796.4	3,938.3	3,933.8	4,093.5	4,134.5
특별계정자산	3,213.2	3,735.7	3,845.2	4,001.3	4,041.3
부채총계	33,894.1	37,019.4	39,146.2	41,613.5	42,233.3
보험계약준비금	28,653.1	31,051.2	33,090.7	35,312.1	35,868.9
책임준비금	28,653.1	31,051.2	33,090.7	35,312.1	35,868.9
기타부채	1,835.4	2,177.1	2,210.3	2,300.1	2,323.1
특별계정부채	3,213.2	3,735.7	3,845.2	4,001.3	4,041.3
자본총계	2,758.1	3,102.7	3,302.0	3,784.9	3,811.8
자본금	44.7	44.7	44.7	44.7	44.7
자본잉여금	114.2	114.2	114.2	114.2	114.2
이익잉여금	2,398.3	2,763.5	3,190.1	3,673.0	3,699.9
자본조정	-37.5	-37.5	-37.5	-37.5	-37.5
기타포괄손익누계액	238.4	217.8	-9.5	-9.5	-9.5
Key Financial Data II					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	5,013	5,929	6,097	6,569	6,708
BPS	34,591	38,912	41,412	47,469	47,805
DPS	1,350	1,500	1,542	1,662	1,697
밸류에이션 (배)					
PER	6.3	7.9	5.7	5.3	5.2
PBR	0.9	1.2	0.8	0.7	0.7
수익성					
ROE	15.4	16.1	15.2	14.8	14.1
ROA	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
배당지표					
배당성향	26.9	25.3	25.3	25.3	25.3
배당수익률	4.3	3.2	4.5	4.8	4.9
안정성					
총자산/자기자본	1,329	1,293	1,286	1,199	1,208
보유보험료/자기자본	414	377	371	339	340

한화손해보험(000370) 앞으로가 중요하다

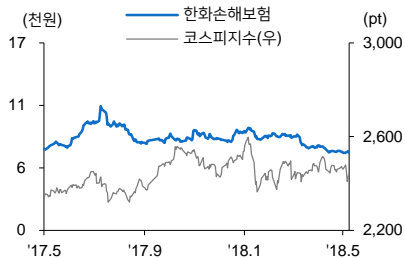
Analyst 김고은 02. 6098-6670
goenkim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	10,500원
현재주가 (6. 1)	6,990원
상승여력	50.2%
KOSPI	2,438.96pt
시가총액	8,160억원
발행주식수	11,674만주
유동주식비율	42.92%
외국인비중	11.46%
52주 최고/최저가	11,158원/6,940원
평균거래대금	19.8억원
주요주주(%)	
한화생명보험 외 3 인	51.47

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-6.9	-4.0
6개월	-17.3	-16.0
12개월	-7.9	-11.4

주가그래프



장기 부문에서 찾는 이익 성장 동력

- 신계약 성장으로 추가상각 규모가 동사 체력 대비 빠르게 늘어나 단기 실적에는 부담이나
- 그 동안 자동차 부문의 개선을 통해 이익이 개선되어 향후 이익 성장 동력을 장기 부문 성장에서 찾아야 함

연말 RBC 비율 목표 170%

- 지난해 유상증자로 RBC 비율 개선되었으나 18~20년 단계적 강화안 진행돼 효율적인 ALM 관리 중요
- 연말 RBC 비율 170% 목표 위한 해외신종자본증권 등 발행 가능성 높음

투자의견 Buy 유지 및 적정주가 10,500원으로 8.7% 하향

- RBC 비율 부담에 따른 낮은 배당성향, 높은 위험손해율 등이 Valuation discount 주요 요인
- Valuation discount -40.0% 적용해 적정 PBR 1.01배에 2018 BPS 10,787원 적용
- 손해율이 높은 실손 보험을 보유 하고 있어 보유 계약 갱신을 통해 효율 개선에는 한계
- 규모가 작은 동사 특성상 신계약 판매를 통한 성장이 적절, 판매 전략 중요하다고 판단됨

(십억원)	경과보험료	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	3,993	145	112	1,233	17.4	9,749	5.9	0.7	12.8	1.4
2017	4,151	210	149	1,278	3.7	10,147	6.4	0.8	14.4	1.8
2018E	4,347	212	148	1,266	-1.0	10,787	5.5	0.6	12.1	2.1
2019E	4,525	248	173	1,479	16.9	12,281	4.7	0.6	12.8	2.5
2020E	4,569	243	170	1,453	-1.8	12,690	4.8	0.6	11.6	2.4

Valuation table 및 실적 추정 변경

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 12
증권 Level Up

Valuation

- RBC 비율 부담에 따른 낮은 배당성향, 높은 위험손해율 등이 valuation discount 요인
- Valuation discount -40.0% 적용해 적정 PBR 1.01배에 2018 BPS 10,787원 적용
- 신계약 판매 증가로 신계약비상각비가 동사 체력 대비 빠르게 증가하고 있어
- 18E 순이익 추정치 1,477억원으로 5.6% 하향조정, ROE 12.1%로 0.3%p 하향 조정
- 다만, 규모가 작은 동사 특성상 신계약 판매를 통한 성장이 적절, 판매 전략 중요하다고 판단됨

Valuation table

(%)	한화손해보험
2018 ROE	12.1
Growth Rate	1.0
Cost of Equity	7.6
Risk Free Rate	1.9
Risk Premium	6.0
업종 Beta	0.9
이론 PBR (배)	1.69
PBR Premium (%)	-40.0
적정 PBR (배)	1.01
2018 BPS (원)	10,787
이론 주가 (원)	10,913
적정주가 (원)	10,500
	8.7% 하향

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
순이익	156.5	174.3	147.7	172.7	-5.6	-0.9
EPS (원)	1,340	1,493	1,266	1,479	-5.6	-0.9
BPS (원)	11,478	12,985	10,787	12,281	-6.0	-5.4
ROE (%)	12.4	12.2	12.1	12.8	-0.3	0.6

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

한화손해보험 (000370)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	4,953.8	5,291.5	5,526.4	5,726.3	5,790.3
일반	380.5	434.0	449.3	463.2	468.4
자동차	840.6	873.6	910.0	957.0	967.7
장기	3,732.7	3,983.8	4,167.1	4,306.1	4,354.2
보유보험료	3,725.5	3,805.7	3,962.0	4,225.3	4,225.9
경과보험료	3,993.1	4,151.0	4,347.0	4,525.4	4,569.1
일반	141.6	175.9	177.0	183.8	186.7
자동차	576.1	598.7	614.6	652.4	659.4
장기	3,275.4	3,376.3	3,555.5	3,689.1	3,722.9
경과손해액	3,360.2	3,408.9	3,564.9	3,723.2	3,760.3
일반	95.5	117.4	125.9	128.5	130.9
자동차	488.3	486.8	504.3	538.4	543.8
장기	2,776.4	2,804.8	2,934.7	3,056.3	3,085.6
순사업비	911.7	985.1	1,066.2	1,079.2	1,097.4
보험영업이익	-281.7	-245.5	-284.1	-277.0	-288.5
투자영업이익	426.8	455.1	496.3	524.7	532.0
영업이익	145.0	209.6	212.3	247.7	243.5
영업외손익	-10.6	-13.6	-11.5	-11.9	-11.8
세전순이익	134.4	196.0	200.7	235.8	231.6
법인세비용	22.5	46.8	53.0	63.1	62.0
당기순이익	111.9	149.2	147.7	172.7	169.7
Key Financial Data I					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
경과손해율	84.2	82.1	82.0	82.3	82.3
일반	67.4	66.7	71.2	69.9	70.1
자동차	84.8	81.3	82.0	82.5	82.5
장기	84.8	83.1	82.5	82.8	82.9
사업비율	22.8	23.7	24.5	23.8	24.0
합산비율	107.0	105.9	106.5	106.1	106.3
투자영업이익률	4.0	3.8	3.7	3.6	3.4
성장성					
총자산	12.5	12.1	9.1	9.7	2.2
운용자산	14.2	11.4	10.2	10.6	2.4
자기자본	2.8	33.9	6.3	13.9	3.3
원수보험료	8.9	6.8	4.4	3.6	1.1
경과보험료	9.2	4.0	4.7	4.1	1.0
순이익	17.4	33.4	-1.0	16.9	-1.8

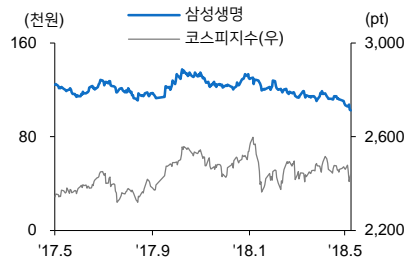
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	13,275.3	14,884.0	16,240.0	17,820.0	18,220.8
운용자산	11,388.6	12,691.4	13,985.7	15,474.2	15,851.5
현예금 및 예치금	381.8	469.5	487.8	539.7	552.9
유가증권	5,636.7	6,567.8	7,246.8	8,018.1	8,213.6
주식	197.9	240.3	258.4	285.9	292.8
채권	3,567.9	2,784.2	1,301.6	1,440.1	1,475.2
대출채권	4,870.8	5,165.9	5,726.3	6,335.8	6,490.3
부동산	496.9	485.0	520.8	576.2	590.3
비운용자산	1,879.6	2,186.8	2,248.4	2,339.7	2,363.1
특별계정자산	7.1	5.9	5.9	6.2	6.2
부채총계	12,390.7	13,699.5	14,980.8	16,386.3	16,739.4
보험계약준비금	11,539.6	12,816.7	14,133.9	15,505.1	15,849.4
책임준비금	11,539.6	12,816.7	14,133.9	15,505.1	15,849.4
기타부채	843.7	876.7	840.9	875.1	883.8
특별계정부채	7.4	6.1	5.9	6.2	6.2
자본총계	884.6	1,184.6	1,259.2	1,433.7	1,481.4
자본금	453.7	583.7	583.7	583.7	583.7
자본잉여금	0.0	97.6	67.8	67.8	67.8
이익잉여금	264.1	403.0	532.9	707.4	755.1
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	166.8	100.2	74.8	74.8	74.8
Key Financial Data II					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	1,233	1,278	1,266	1,479	1,453
BPS	9,749	10,147	10,787	12,281	12,690
DPS	100	150	149	174	171
밸류에이션 (배)					
PER	5.9	6.4	5.5	4.7	4.8
PBR	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6
수익성					
ROE	12.8	14.4	12.1	12.8	11.6
ROA	0.9	1.1	0.9	1.0	0.9
배당지표					
배당성향	8.1	11.7	11.7	11.7	11.7
배당수익률	1.4	1.8	2.1	2.5	2.4
안정성					
총자산/자기자본	1,501	1,257	1,290	1,243	1,230
보유보험료/자기자본	421	321	315	295	285

삼성생명(032830) 여전히 남아있는 보유 전자 지분 이슈

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

Buy

적정주가 (12개월)	163,000원
현재주가 (6. 1)	102,500원
상승여력	59.0%
KOSPI	2,438.96pt
시가총액	205,000억원
발행주식수	20,000만주
유동주식비율	41.88%
외국인비중	16.03%
52주 최고/최저가	137,500원/102,500원
평균거래대금	276.7억원
주요주주(%)	
이건희 외 7 인	47.03
신세계 외 1 인	8.07
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-12.4 -9.6
6개월	-18.7 -17.4
12개월	-15.6 -18.9
주가그래프	



보유한 전자 지분 가치 재평가 가능성은?

- 전자 자사주 소각 시 10% 초과분에 대한 금산법 리스크 해소를 위해 1조 1,204억원 매각
- 유배당 손실 등과 상계된 약 3천억원의 자본 증가 추정, RBC 비율 소폭 상승
- 배당 성향 등 정책 방향과 향후 잔여 지분 매각 계획에 따라 보유 지분 가치 재평가 가능

향후 금산분리 이슈, 보험업법 개정, K-ICS 도입 등으로 마무리 되지 않은 이슈

- 단기 이슈는 해소되었으나 금산분리, 보험업법, K-ICS 이슈 등으로 중장기적으로 전량 매각 가능성 존재
- 전량 매각 시 유배당 계약자 결손금 상계 등의 영향으로 자본이 약 3조원 증가
- 위험액 감소 효과로 RBC 비율 약 50%p 하락 추정됨

투자의견 Buy 및 적정주가 163,000원 유지

- 전자 매각의 실현되는 경우 시가배당률 상승해 주가 상승요인으로 작용하나
- Valuation에 영향을 미칠 Fundamental 개선 요인으로는 자본 증가, RBC 비율 개선이라고 판단

(십억원)	보험영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	17,046	1,235	2,054	11,440	74.3	148,374	9.8	0.76	8.3	1.1
2017	16,948	373	1,166	6,494	-43.2	163,491	19.2	0.76	4.3	1.6
2018E	17,272	1,792	2,199	12,245	88.6	164,164	8.4	0.62	7.4	3.6
2019E	18,453	992	1,532	8,531	-30.3	170,554	12.0	0.60	5.0	2.5
2020E	19,569	1,704	1,957	10,898	27.7	178,717	9.4	0.57	6.2	3.2

삼성생명 (032830)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
보험손익	2,476.1	1,006.0	30.1	657.2	775.1
보험영업수익	17,046.5	16,947.8	17,271.7	18,453.0	19,568.5
보험료수익	16,768.3	16,646.1	16,950.6	18,105.0	19,198.3
재보험수익	278.2	301.7	321.1	348.1	370.2
보험영업비용	14,570.3	15,941.9	17,241.5	17,795.8	18,793.4
지급보험금	10,610.2	11,910.0	12,836.4	13,016.6	13,803.5
재보험비용	311.2	338.7	350.9	357.5	379.2
사업비	1,523.6	1,723.0	2,217.4	2,365.5	2,359.6
신계약상각비	2,123.8	1,968.7	1,835.3	2,054.8	2,249.7
할인료	1.5	1.5	1.5	1.4	1.5
투자손익	8,000.1	6,976.5	8,626.1	8,110.2	8,540.9
책임준비금전입액	9,241.5	7,609.6	6,863.9	7,775.5	7,611.9
영업이익	1,234.8	372.9	1,792.3	991.9	1,704.1
영업외손익	1,372.7	1,342.2	1,354.7	1,196.9	1,092.0
세전순이익	2,607.5	1,682.8	3,147.0	2,188.8	2,796.2
법인세비용	457.5	419.6	838.0	585.5	748.0
당기순이익	2,150.0	1,263.2	2,309.0	1,603.3	2,048.2
지배주주	2,054.3	1,166.1	2,198.8	1,532.0	1,957.0

Key Financial Data I					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
보험금지급율	62.2	70.3	74.3	70.5	70.5
위험손해율	82.1	78.5	84.1	84.1	84.1
사업비용	21.8	22.2	23.9	24.4	24.0
투자수익률	4.0	3.1	3.7	3.3	2.5
성장성					
총자산	14.9	6.8	4.7	6.4	6.6
운용자산	17.4	6.4	3.2	5.9	6.0
특별계정자산	4.8	9.2	8.4	5.5	5.3
자기자본	19.3	9.9	0.3	3.7	4.5
수입보험료	-3.2	-0.6	1.9	6.8	6.0
보험손익	-29.2	-59.4	-97.0	2,080.9	17.9
투자손익	24.4	-12.8	23.6	-6.0	5.3
책임준비금전입액	-6.3	-17.7	-9.8	13.3	-2.1
순이익	77.7	-41.2	82.8	-30.6	27.7

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	264,653.8	282,713.8	295,894.9	314,870.8	335,564.8
운용자산	214,879.3	228,697.9	235,939.0	249,778.1	264,778.8
현예금 및 예치금	5,822.6	4,944.0	3,873.3	4,044.4	4,280.0
유가증권	142,070.7	150,762.2	156,641.2	165,951.7	175,903.4
주식	24,124.5	32,430.0	33,100.3	34,880.7	36,935.0
채권	103,316.0	100,549.2	104,845.8	111,302.2	118,016.9
대출채권	58,063.4	64,577.4	66,502.8	70,304.4	74,539.6
부동산	8,922.6	8,414.2	8,921.7	9,477.7	10,055.8
비운용자산	8,269.3	8,692.3	10,847.3	13,302.3	16,260.0
특별계정자산	41,505.1	45,323.7	49,108.6	51,790.4	54,526.0
부채총계	236,345.4	251,592.2	264,668.0	282,496.4	301,724.5
책임준비금	158,729.1	166,897.9	173,943.1	181,718.7	189,330.5
계약자지분조정	8,075.5	9,599.6	9,046.9	9,046.9	9,046.9
기타부채	25,683.3	27,914.3	32,569.3	39,940.4	48,821.0
특별계정부채	43,857.4	47,180.4	49,108.6	51,790.4	54,526.0
자본총계	28,308.4	31,121.6	31,226.9	32,374.4	33,840.3
자본금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
자본잉여금	63.1	63.1	63.1	63.1	63.1
이익잉여금	13,288.7	14,239.3	15,507.2	16,654.6	18,120.5
자본조정/기타포괄손익누계	13,192.5	14,956.6	13,809.5	13,809.5	13,809.5

Key Financial Data II					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	11,440	6,494	12,245	8,531	10,898
BPS	148,374	163,491	164,164	170,554	178,717
DPS	1,200	2,000	3,656	2,538	3,243
밸류에이션 (배)					
PER	9.8	19.2	8.4	12.0	9.4
PBR	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
수익성					
ROE	8.3	4.3	7.4	5.0	6.2
ROA	0.5	0.8	0.4	0.8	0.5
배당지표					
배당성향	10.0	28.4	28.4	28.4	28.4
배당수익률	1.1	1.6	3.6	2.5	3.2
안정성					
총자산/자기자본	9.3	9.1	9.5	9.7	9.9
보험료수입/총부채	7.2	6.7	6.5	6.5	6.5

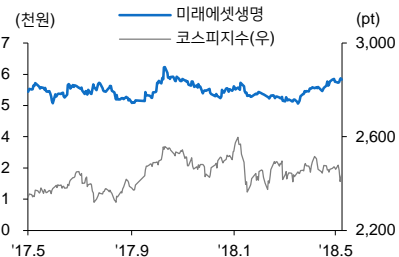
미래에셋생명(085620) Fee biz 수익 성장 가시화

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

Buy

적정주가 (12개월)	7,500원
현재주가 (6. 1)	5,800원
상승여력	29.3%
KOSPI	2,438.96pt
시가총액	10,267억원
발행주식수	17,702만주
유동주식비율	37.00%
외국인비중	7.06%
52주 최고/최저가	6,280원/4,880원
평균거래대금	16.2억원
주요주주(%)	
미래에셋대우 외 28 인	37.67

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	6.0	9.4
6개월	3.6	5.1
12개월	4.5	0.5
주가그래프		



PCA생명 합병으로 중장기적 시너지 기대

- 신규 계약이 많지 않은 PCA 생명 특성으로 인해 합병 이후 위험손해율 소폭 상승
- 부담이율 하락세 둔화 역시 PCA 생명의 보유계약 흡수에 따른 영향
- 그러나 변액 계정 자산 10조원, 특별 계정 자산 14조원으로 증가해 Fee biz 시너지 가능성 높음

채널 효율화 작업 중이며 수익성 개선된 변액 종신 판매에 집중할 전략

- TFC 조정을 통해 저능률 설계사를 줄이는 작업을 지속 중
- 그 외에도 합병관련 비용이 최대 150억원 발생할 가능성 있음
- 과거 변액 저축 위주의 판매전략에서 변액 종신으로 중심 축이 변화, 보증 수수료 증가했기 때문

투자의견 Buy 및 적정주가 7,500원 유지

- 특별계정 비중이 커 향후 IFRS17 및 K-ICS 도입 관련 영향 제한적, valuation 매력 존재
- ROE가 5% 이상으로 상승하고 있어 전환우선주(배당률 5%) 관련 Discount를 축소하는 계기가 될 전망

(십억원)	보험영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	2,403.6	-263.3	24.2	64	-90.3	11,059	80.4	0.47	0.6	1.1
2017	2,207.9	-258.4	79.1	447	597.4	11,278	11.7	0.47	4.0	3.2
2018E	2,243.7	-339.4	101.5	625	39.8	12,341	9.3	0.47	5.2	3.2
2019E	2,416.9	-481.5	120.5	762	22.0	12,875	7.6	0.45	6.0	3.9
2020E	2,588.4	-630.1	127.9	815	7.0	13,445	7.1	0.43	6.2	4.2

미래에셋생명 (085620)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
보험손익	250.5	4.7	-294.7	-231.0	-207.5
보험영업수익	2,403.6	2,207.9	2,243.7	2,416.9	2,588.4
보험료수익	2,286.8	2,086.3	2,111.6	2,275.2	2,436.8
재보험수익	116.8	121.6	132.1	141.7	151.6
보험영업비용	2,153.1	2,203.2	2,538.4	2,647.9	2,796.0
지급보험금	1,453.4	1,529.8	1,800.3	1,877.3	1,968.1
재보험비용	117.6	124.2	139.3	146.2	153.4
사업비	320.2	314.2	348.7	355.1	386.1
신계약상각비	261.8	234.9	249.7	269.0	288.1
할인료	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
투자손익	584.6	605.9	619.2	619.9	613.5
책임준비금전입액	1,098.4	869.0	663.9	870.3	1,036.1
영업이익	-263.3	-258.4	-339.4	-481.5	-630.1
영업외손익	315.2	361.7	477.8	646.0	801.7
세전순이익	51.8	103.3	138.4	164.5	171.6
법인세비용	27.6	24.2	36.9	44.0	43.8
당기순이익	24.2	79.1	101.5	120.5	127.9
지배주주	24.2	79.1	101.5	120.5	127.9

Key Financial Data I					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
보험금지급율	60.5	69.3	80.2	77.7	76.0
위험손해율	85.8	83.6	84.2	84.1	84.1
사업비율	24.2	24.9	26.7	25.8	26.0
투자수익률	3.5	3.4	3.3	3.2	3.2
성장성					
총자산	5.3	4.2	28.0	12.7	16.8
운용자산	6.4	2.8	6.9	1.0	-0.1
특별계정자산	3.6	4.8	62.0	21.9	28.1
자기자본	1.7	1.7	4.7	3.7	3.8
수입보험료	-12.3	-8.1	1.6	7.7	7.1
보험손익	-64.8	-98.1	-6,349.4	-21.6	-10.2
투자손익	-1.1	3.6	2.2	0.1	-1.0
책임준비금전입액	-23.6	-20.9	-23.6	31.1	19.0
순이익	-78.9	227.0	28.3	18.7	6.1

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	28,213.2	29,385.6	37,619.4	42,412.6	49,535.8
운용자산	17,452.1	17,948.8	19,189.7	19,378.2	19,356.8
현예금 및 예치금	293.0	206.9	174.4	180.4	180.6
유가증권	14,854.5	15,291.6	16,388.2	16,529.8	16,508.9
주식	123.3	316.7	273.6	268.9	265.2
채권	7,872.6	8,464.1	9,177.9	9,283.8	9,282.3
대출채권	2,264.0	2,393.7	2,574.2	2,614.4	2,613.7
부동산	21.5	39.0	35.5	35.9	35.9
비운용자산	999.4	1,209.6	1,864.4	2,847.1	4,325.1
특별계정자산	9,761.8	10,227.2	16,565.3	20,187.3	25,853.9
부채총계	26,430.3	27,739.7	35,610.4	40,329.8	47,374.0
책임준비금	15,806.1	16,676.2	18,583.0	19,453.3	20,489.4
계약자지분조정	80.0	57.0	31.3	31.3	31.3
기타부채	648.1	278.8	430.8	657.9	999.4
특별계정부채	9,896.1	10,727.7	16,565.3	20,187.3	25,853.9
자본총계	1,886.7	1,918.2	2,009.0	2,082.8	2,161.8
자본금	831.5	831.5	990.7	990.7	990.7
자본잉여금	300.8	300.8	181.4	181.4	181.4
이익잉여금	338.0	384.9	569.0	642.9	721.9
자본조정/기타포괄손익누계	416.3	400.9	267.9	267.9	267.9

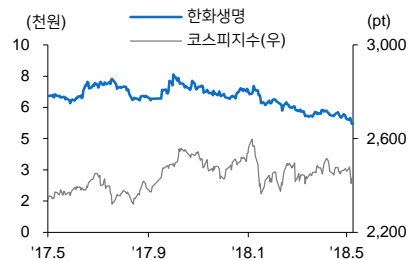
Key Financial Data II					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	64	447	625	762	815
BPS	11,059	11,278	12,341	12,875	13,445
DPS	55	170	187	229	245
밸류에이션 (배)					
PER	80.4	11.7	9.3	7.6	7.1
PBR	0.47	0.47	0.47	0.45	0.43
수익성					
ROE	0.6	4.0	5.2	6.0	6.2
ROA	0.5	0.1	0.3	0.3	0.3
배당지표					
배당성향	85.8	37.0	30.0	30.0	30.0
배당수익률	1.1	3.2	3.2	3.9	4.2
안정성					
총자산/자기자본	15.0	15.3	18.7	20.4	22.9
보험료수입/총부채	9.1	8.0	6.3	6.0	5.5

한화생명 (088350) 해외신종증권 발행으로 자본우려 완화

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

Trading Buy

적정주가 (12개월)	7,500원
현재주가 (6. 1)	5,570원
상승여력	34.6%
KOSPI	2,438.96pt
시가총액	48,377억원
발행주식수	86,853만주
유동주식비율	31.20%
외국인비중	18.05%
52주 최고/최저가	8,090원/5,570원
평균거래대금	78.6억원
주요주주(%)	
한화건설 외 5인	45.00
예금보험공사	10.00
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-10.6 -7.8
6개월	-22.2 -21.0
12개월	-19.4 -22.5
주가그래프	



해외신종자본증권 10억 달러 발행으로 RBC 비율 20%p 개선

- IFRS17 도입을 준비하기 위해 해외 신종자본증권 10억 달러 발행
- 만기 30년, 조기 상환 콜옵션 5년, 이자율 4.7% 조건
- 조달된 자금은 해외 채권으로 투자되어 실질 환노출 없으나 회계상 이익 변동성 발생 가능

금리 민감도가 가장 큰 보험사

- 고정형 등 부채 구조상 금리민감도가 커 금리 상승이 가장 큰 모멘텀
- 금리 상승에도 주가가 하락 하는 이유는 현행 회계 상 실질 가치 개선 보이지 않기 때문
- RBC 비율 규제 강화에 대응하기 위해 자산 듀레이션 지속적으로 늘려야 함

투자의견 Buy 유지, 적정주가 7,500원으로 11.8% 하향

- 금리 상승이 가장 큰 모멘텀이나 이에 따른 변화가 가시화 되기까지 시간이 필요
- Valuation discount -35.0% 적용해 적정 PBR 0.65배에 2018 BPS 11,449원 적용
- 주가 하락폭이 커 배당성향 유지되는 경우 시가배당률 4.0% 기대

(십억원)	보험영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	10,621.9	-487.3	315.1	419	-37.0	10,850	15.6	0.6	3.8	1.2
2017	9,748.6	-269.4	525.5	699	66.8	11,274	9.9	0.6	6.3	2.4
2018E	9,981.2	-375.4	564.2	751	7.4	11,449	7.4	0.5	6.3	4.1
2019E	10,461.0	-290.4	633.5	843	12.3	12,044	6.6	0.5	6.5	4.5
2020E	11,105.2	-249.5	683.3	909	7.9	12,692	6.1	0.4	6.7	4.7

Valuation table 및 실적 추정 변경

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 12
증권 Level Up

Valuation

- 금리 민감도가 가장 큰 보험사로 최근 시장금리 상승으로 기초 체력 개선이 추정되나
- 현행 보험 회계상 이에 따른 변화가 가시화 되기까지 시간이 필요한 점이 부담
- Valuation discount -35.0% 적용해 적정 PBR 0.65배에 2018 BPS 11,449원 적용
- 배당성향 유지되는 경우 시가배당률 4.0% 추정되어 하방경직성 확보했다고 판단

Valuation table

(%)	한화생명
2018 ROE	6.3
Growth Rate	1.0
Cost of Equity	6.3
Risk Free Rate	1.9
Risk Premium	6.0
업종 Beta	0.7
이론 PBR (배)	1.00
PBR Premium	-35
적정 PBR (배)	0.65
2018 BPS (원)	11,449
이론 주가 (원)	7,445
적정주가 (원)	7,500
	11.8% 하향

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
순이익	583.5	628.6	564.2	633.5	-3.3	0.8
EPS (원)	777	837	751	843	-3.3	0.8
BPS (원)	11,815	12,405	11,449	12,044	-3.1	-2.9
ROE (%)	6.4	6.3	6.3	6.5	-0.1	0.2

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

한화생명 (088350)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
보험손익	1,936.5	538.1	-121.3	40.8	173.6
보험영업수익	10,621.9	9,748.6	9,981.2	10,461.0	11,105.2
보험료수익	10,473.6	9,586.7	9,813.9	10,284.7	10,917.9
재보험수익	148.3	161.9	167.3	176.3	187.4
보험영업비용	8,685.4	9,210.5	10,102.5	10,420.2	10,931.7
지급보험금	6,359.2	6,882.5	7,818.9	8,045.7	8,364.2
재보험비용	159.8	170.0	173.9	181.8	189.3
사업비	892.1	883.0	1,036.1	1,053.6	1,138.7
신계약상각비	1,271.1	1,272.3	1,071.0	1,136.6	1,236.8
할인료	3.1	2.6	2.6	2.6	2.6
투자손익	3,174.1	3,155.6	2,986.1	3,015.1	2,975.2
책임준비금전입액	5,597.9	3,963.1	3,240.1	3,346.3	3,398.2
영업이익	-487.3	-269.4	-375.4	-290.4	-249.5
영업외손익	896.3	960.8	1,160.5	1,155.2	1,176.3
세전순이익	409.0	691.4	785.1	864.8	926.8
법인세비용	93.9	165.9	220.9	231.3	243.5
당기순이익	315.1	525.5	564.2	633.5	683.3
지배주주	315.1	525.5	564.2	633.5	683.3

Key Financial Data I					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
보험금지급율	59.9	70.6	78.3	76.9	75.3
위험손해율	79.0	76.7	79.2	79.2	79.2
사업비율	20.4	22.1	21.1	20.9	21.4
투자수익률	4.0	3.8	3.5	3.4	3.2
성장성					
총자산	6.6	4.7	4.6	4.5	4.6
운용자산	7.5	2.6	4.0	3.3	3.1
특별계정자산	4.5	9.0	5.0	4.7	5.2
자기자본	-4.9	10.0	12.6	4.4	4.6
수입보험료	2.3	-8.2	2.4	4.8	6.2
보험손익	-11.7	-72.2	-122.6	-133.6	325.1
투자손익	-0.6	-0.6	-5.4	1.0	-1.3
책임준비금전입액	-1.0	-29.2	-18.2	3.3	1.6
순이익	-37.0	66.8	7.4	12.3	7.9

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	105,331	110,313	115,358	120,593	126,163
운용자산	82,187	84,360	87,772	90,691	93,496
현예금 및 예치금	754	417	423	448	462
유가증권	59,246	61,143	63,673	65,755	67,778
주식	1,492	1,598	1,661	1,706	1,758
채권	34,921	32,111	33,700	34,825	35,900
대출채권	18,686	19,364	20,077	20,761	21,411
부동산	3,502	3,479	3,625	3,749	3,866
비운용자산	3,281	4,310	4,867	6,105	7,636
특별계정자산	19,863	21,643	22,720	23,797	25,031
부채총계	97,179	101,344	105,258	110,045	115,129
책임준비금	73,290	77,253	80,493	83,840	87,238
계약자지분조정	813	697	610	610	610
기타부채	2,206	1,229	1,434	1,799	2,251
특별계정부채	20,869	22,165	22,720	23,797	25,031
자본총계	8,153	8,969	10,101	10,548	11,034
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	2,680	3,152	3,433	3,879	4,366
자본조정/기타포괄손익누계	645	491	342	342	342

Key Financial Data II					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	419	699	751	843	909
BPS	10,850	11,274	11,449	12,044	12,692
DPS	80	167	230	249	262
밸류에이션 (배)					
PER	15.6	9.9	7.4	6.6	6.1
PBR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
수익성					
ROE	3.8	6.3	6.3	6.5	6.7
ROA	0.5	0.3	0.5	0.5	0.5
배당지표					
배당성향	19.1	20.0	20.0	20.0	20.0
배당수익률	1.2	2.4	4.1	4.5	4.7
안정성					
총자산/자기자본	12.9	12.3	11.4	11.4	11.4
보험료수입/총부채	10.9	9.6	9.5	9.5	9.6

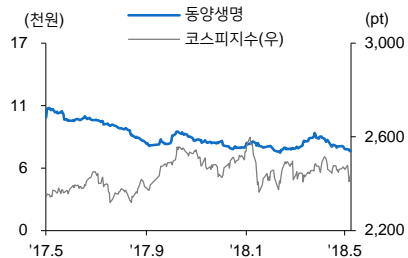
동양생명(082640) 판매 전략 방향, 매각 여부가 관건

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

Trading Buy

적정주가 (12개월)	9,500원
현재주가 (6. 1)	7,160원
상승여력	32.7%
KOSPI	2,438.96pt
시가총액	11,553억원
발행주식수	16,136만주
유동주식비율	20.55%
외국인비중	84.66%
52주 최고/최저가	10,900원/6,990원
평균거래대금	15.0억원
주요주주(%)	
Anbang Life Insurance Co., Ltd. 외 3 인	75.35

주가상승률(%)	절대주가	상대주 가
1개월	-13.1	-10.4
6개월	-8.9	-7.5
12개월	-34.0	-36.6
주가그래프		



최대 5억 달러 해외신종자본증권 발행할 계획

- IFRS17 도입에 선제적으로 대응하기 위해 신종자본증권 발행을 결정
- 과거의 저축성 보험 판매 영향을 대비 하고 RBC 비율 규제 강화에 대응하기 위함이라고 판단
- 중국 정부 위탁 경영으로 매각설 대두되었으나 최근 매각 계획이 없다는 언론보도가 있었음

보장성 보험 늘어나고 있으나 저축성 보험 판매 방향성 모호

- 안정적으로 보장성 보험 판매가 늘어나고 있는 점 긍정적이나 단기 손익에는 부담
- 저축성 보험 판매가 줄어들다 최근 다시 증가해 판매 전략 방향성이 모호한 점 우려

투자의견 Buy 및 적정주가 9,500원 유지

- 동사의 체력 대비 discount 받아온 이유는 대주주 리스크가 주요 원인이었음
- 특히 과거 저축성 일시납 판매 등 단기 실적 위주의 전략에서 자율 경영의 변화가 감지되는 점 긍정적
- 당분간 매각 계획이 없음을 밝혔으나 관련 불확실성이 완전하게 해소되지는 않았다고 판단

(십억원)	보험영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	6,145.4	-89.4	5.4	53	-96.4	17,498	238.2	0.7	0.3	1.6
2017	5,191.4	165.5	184.4	1,183	2,119.5	15,297	6.4	0.5	9.9	4.7
2018E	4,427.1	100.8	157.0	1,007	-14.9	15,470	7.1	0.5	7.5	4.2
2019E	4,445.0	117.9	170.2	1,092	8.4	16,234	6.6	0.4	7.1	4.6
2020E	4,725.4	176.1	214.8	1,378	26.2	17,199	5.2	0.4	8.7	5.8

동양생명 (082640)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
보험손익	3,417.8	2,076.1	1,116.4	1,178.3	1,200.5
보험영업수익	6,145.4	5,191.4	4,427.1	4,445.0	4,725.4
보험료수익	6,101.9	5,136.9	4,371.9	4,389.4	4,666.3
재보험수익	43.5	54.5	55.3	55.6	59.1
보험영업비용	2,727.6	3,115.3	3,310.7	3,266.7	3,524.9
지급보험금	1,995.9	2,321.5	2,517.3	2,511.5	2,606.3
재보험비용	50.3	61.2	65.9	66.7	69.3
사업비	346.4	385.2	390.1	367.9	452.1
신계약상각비	332.5	345.8	336.0	319.3	395.8
할인료	2.4	1.6	1.3	1.3	1.3
투자손익	509.0	934.6	842.2	880.0	935.9
책임준비금전입액	4,016.2	2,845.2	1,857.8	1,940.3	1,960.3
영업이익	-89.4	165.5	100.8	117.9	176.1
영업외손익	45.3	75.6	110.5	114.4	117.2
세전순이익	-44.2	241.1	211.3	232.3	293.3
법인세비용	-49.6	56.7	54.3	62.2	78.4
당기순이익	5.4	184.4	157.0	170.2	214.8
지배주주	5.4	184.4	157.0	170.2	214.8

Key Financial Data I					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
보험금지급율	32.5	44.7	56.9	56.5	55.2
위험손해율	80.0	80.4	77.7	77.7	77.8
사업비율	11.0	14.1	16.4	15.5	17.9
투자수익률	2.4	3.8	3.1	3.1	3.1
성장성					
총자산	18.1	13.5	6.9	7.0	6.7
운용자산	20.4	12.6	6.2	6.3	5.9
특별계정자산	4.4	13.1	10.4	2.8	2.6
자기자본	-8.2	33.5	1.1	4.9	5.9
수입보험료	70.8	-15.5	-14.7	0.4	6.3
보험손익	196.8	-39.3	-46.2	5.5	1.9
투자손익	-33.2	83.6	-9.9	4.5	6.4
책임준비금전입액	128.7	-29.2	-34.7	4.4	1.0
순이익	-96.4	3,289.1	-14.9	8.4	26.2

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	26,666.3	30,273.7	32,350.8	34,610.3	36,944.1
운용자산	23,073.3	25,977.2	27,591.2	29,341.4	31,066.2
현예금 및 예치금	1,550.8	1,376.5	1,566.9	1,722.4	1,830.8
유가증권	17,034.9	20,125.3	21,179.3	22,439.8	23,747.0
주식	534.1	634.1	693.5	735.9	777.1
채권	9,821.5	10,975.4	11,531.7	12,206.3	12,927.3
대출채권	4,131.7	4,122.6	4,468.5	4,778.1	5,063.6
부동산	355.9	352.8	376.5	401.0	424.8
비운용자산	1,056.6	1,427.9	1,593.2	2,013.4	2,537.7
특별계정자산	2,536.4	2,868.7	3,166.4	3,255.6	3,340.2
부채총계	24,880.3	27,889.5	29,939.6	32,080.1	34,263.5
책임준비금	21,633.8	24,481.3	26,340.2	28,280.5	30,240.8
계약자지분조정	35.1	23.2	12.3	12.3	12.3
기타부채	546.5	318.2	420.7	531.7	670.2
특별계정부채	2,664.8	3,066.9	3,166.4	3,255.6	3,340.2
자본총계	1,786.1	2,384.2	2,411.1	2,530.3	2,680.6
자본금	537.9	806.8	806.8	806.8	806.8
자본잉여금	205.6	463.7	463.7	463.7	463.7
이익잉여금	727.7	891.7	945.5	1,064.6	1,215.0
자본조정/기타포괄손익누계	314.9	222.0	73.5	73.5	73.5

Key Financial Data II					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	53	1,183	1,007	1,092	1,378
BPS	17,498	15,297	15,470	16,234	17,199
DPS	200	360	302	328	413
밸류에이션 (배)					
PER	238.2	6.4	7.1	6.6	5.2
PBR	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
수익성					
ROE	0.3	9.9	7.5	7.1	8.7
ROA	0.7	0.0	0.6	0.5	0.5
배당지표					
배당성향	375.2	30.4	30.0	30.0	30.0
배당수익률	1.6	4.7	4.2	4.6	5.8
안정성					
총자산/자기자본	14.9	12.7	13.4	13.7	13.8
보험료수입/총부채	24.7	18.6	14.8	13.9	13.8

Compliance Notice

당사는 동 자료에 언급된 종목 중 메리츠화재와 계열회사의 관계가 있습니다. 동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
2018년 6월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여
지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 6월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사의 조사분석 담당자는 2018년 6월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김고은)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다.
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.0%
중립	4.0%
매도	0%

2018년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

증권

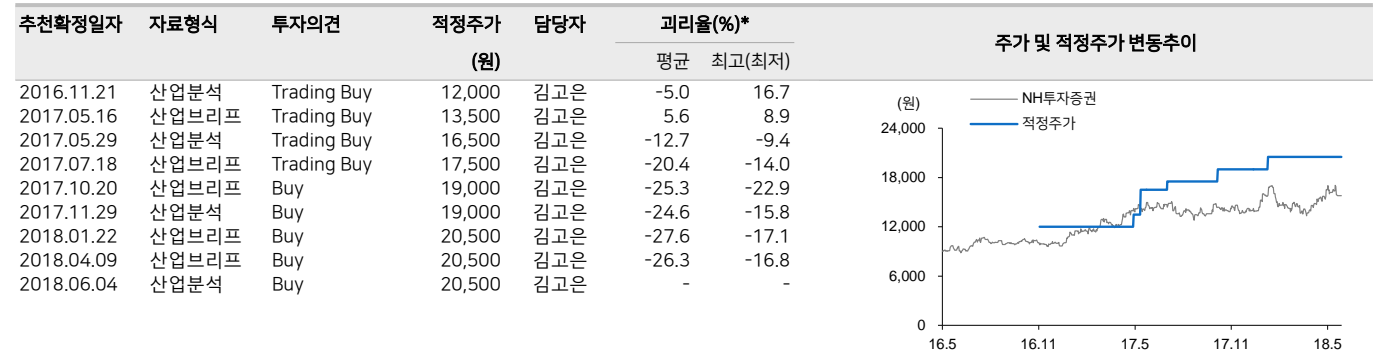
한국금융지주(071050) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.11.29	산업분석	Buy	95,000	김고은	-24.4	-11.5	
2018.01.22	산업브리프	Buy	100,000	김고은	-17.3	-8.7	
2018.04.09	산업브리프	Buy	100,000	김고은	-16.7	-8.7	
2018.05.08	산업분석	Buy	110,000	김고은	-14.6	-10.8	
2018.06.04	산업분석	Buy	120,000	김고은	-	-	

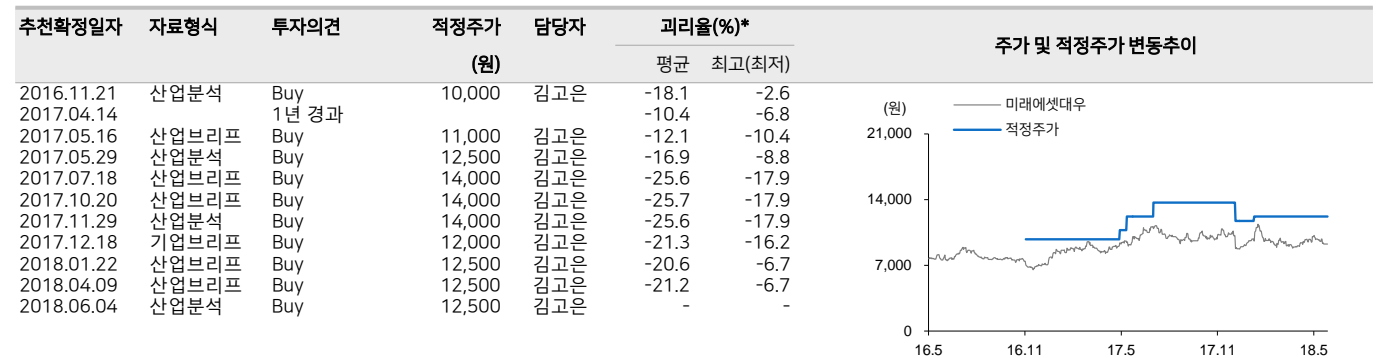
NH투자증권(005940) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



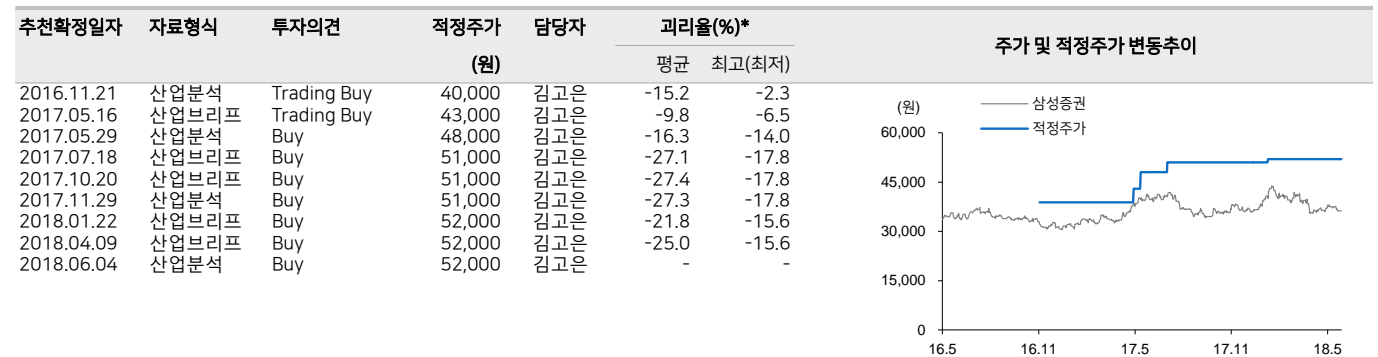
미래에셋대우(006800) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



삼성증권(016360) 투자등급변경 내용

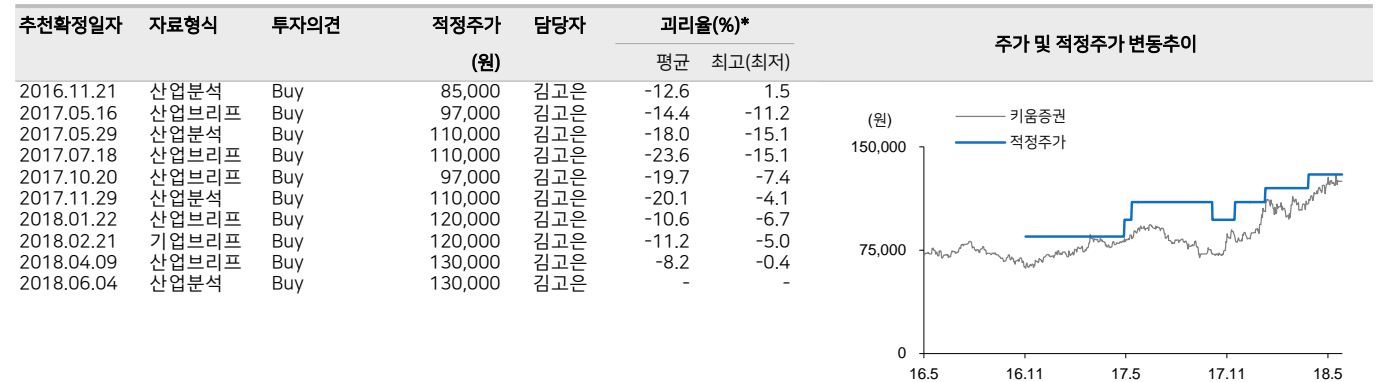
* 적정가격 대상시점: 1년



증권

키움증권(039490) 투자등급변경 내용

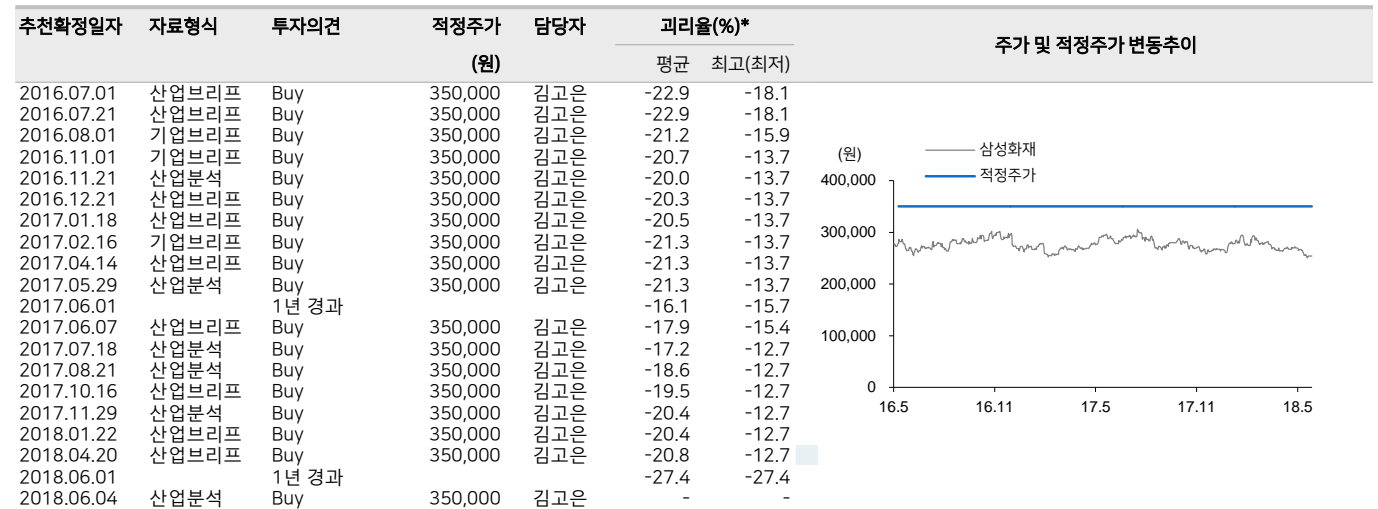
* 적정가격 대상시점: 1년



화재보험

삼성화재(000810) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



메리츠화재(000060) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.06.28	기업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.9	-32.1	
2016.07.01	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-36.6	-32.1	
2016.07.21	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-36.7	-32.1	
2016.07.29	기업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.8	-32.1	
2016.10.27	기업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.5	-30.8	
2016.11.21	산업분석	Buy	24,000	김고은	-34.8	-29.8	
2016.12.21	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-34.9	-29.8	
2017.01.18	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-35.0	-29.8	
2017.04.14	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-33.8	-19.2	
2017.05.29	산업분석	Buy	24,000	김고은	-33.7	-19.2	
2017.06.01		1년 경과			-18.7	-17.5	
2017.06.07	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-16.6	-8.1	
2017.07.18	산업분석	Buy	28,000	김고은	-15.1	-12.5	
2017.08.21	산업분석	Buy	28,000	김고은	-13.6	-8.2	
2017.10.16	산업브리프	Buy	30,000	김고은	-15.5	-8.3	
2017.11.29	산업분석	Buy	30,000	김고은	-17.9	-8.3	
2018.01.22	산업브리프	Buy	30,000	김고은	-21.4	-8.3	
2018.04.20	산업브리프	Buy	30,000	김고은	-23.3	-8.3	
2018.06.04	산업분석	Buy	30,000	김고은	-	-	

DB손해보험(005830) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.07.01	산업브리프	Buy	87,000	김고은	-19.8	-13.4	
2016.07.11	산업분석	Buy	87,000	김고은	-21.1	-13.4	
2016.07.21	산업브리프	Buy	87,000	김고은	-22.0	-13.4	
2016.08.01	기업브리프	Buy	87,000	김고은	-22.0	-13.4	
2016.11.01	기업브리프	Buy	87,000	김고은	-21.5	-13.4	
2016.11.21	산업분석	Buy	92,000	김고은	-21.9	-19.5	
2016.12.21	산업브리프	Buy	92,000	김고은	-26.6	-19.5	
2017.01.18	산업브리프	Buy	92,000	김고은	-28.8	-19.5	
2017.02.23	기업브리프	Buy	92,000	김고은	-29.8	-19.5	
2017.04.14	산업브리프	Buy	92,000	김고은	-28.9	-19.5	
2017.05.29	산업분석	Buy	92,000	김고은	-28.7	-19.5	
2017.06.07	산업브리프	Buy	92,000	김고은	-27.6	-13.0	
2017.07.18	산업분석	Buy	98,000	김고은	-17.4	-14.5	
2017.08.21	산업분석	Buy	98,000	김고은	-21.7	-14.5	
2017.10.16	산업브리프	Buy	100,000	김고은	-29.6	-23.2	
2017.11.29	산업분석	Buy	100,000	김고은	-29.9	-23.2	
2018.01.22	산업브리프	Buy	100,000	김고은	-31.4	-23.2	
2018.04.20	산업브리프	Buy	93,000	김고은	-34.5	-32.2	
2018.06.04	산업분석	Buy	93,000	김고은	-	-	

현대해상(001450) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.07.01	산업브리프	Buy	36,000	김고은	-16.1	-8.6	
2016.07.21	산업브리프	Buy	40,000	김고은	-25.3	-24.3	
2016.08.01	기업브리프	Buy	40,000	김고은	-14.7	-6.8	
2016.11.01	기업브리프	Buy	43,000	김고은	-15.2	-12.4	
2016.11.21	산업분석	Buy	45,000	김고은	-21.3	-18.6	
2016.12.21	산업브리프	Buy	45,000	김고은	-25.4	-18.6	
2017.01.18	산업브리프	Buy	45,000	김고은	-26.7	-18.6	
2017.02.21	기업브리프	Buy	45,000	김고은	-26.5	-18.6	
2017.04.14	산업브리프	Buy	45,000	김고은	-24.7	-15.0	
2017.05.29	산업분석	Buy	45,000	김고은	-24.3	-12.4	
2017.06.07	산업브리프	Buy	45,000	김고은	-21.8	0.9	
2017.07.18	산업분석	Buy	55,000	김고은	-15.2	-10.5	
2017.08.21	산업분석	Buy	55,000	김고은	-16.5	-10.5	
2017.10.16	산업브리프	Buy	60,000	김고은	-25.1	-19.8	
2017.11.29	산업분석	Buy	60,000	김고은	-24.4	-19.3	
2018.01.22	산업브리프	Buy	60,000	김고은	-28.4	-19.3	
2018.04.20	산업브리프	Buy	52,000	김고은	-29.5	-26.3	
2018.06.04	산업분석	Buy	52,000	김고은	-	-	

한화손해보험(000370) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.07.01	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-22.8	-14.6	
2016.07.21	산업브리프	Buy	9,500	김고은	-23.4	-14.6	
2016.08.01	기업브리프	Buy	9,500	김고은	-25.5	-14.6	
2016.11.21	산업분석	Buy	10,000	김고은	-22.7	-20.5	
2016.12.21	산업브리프	Buy	10,000	김고은	-25.4	-20.5	
2017.01.18	산업브리프	Buy	10,000	김고은	-28.7	-20.5	
2017.04.14	산업브리프	Buy	10,000	김고은	-28.3	-20.5	
2017.05.29	산업분석	Buy	10,000	김고은	-28.1	-20.5	
2017.06.07	산업브리프	Buy	10,000	김고은	-25.9	-0.2	
2017.07.18	산업분석	Buy	12,000	김고은	-15.3	-5.0	
2017.08.21	산업분석	Buy	12,000	김고은	-17.9	-5.0	
2017.09.11	기업브리프	Buy	11,500	김고은	-29.1	-26.9	
2017.10.16	산업브리프	Buy	11,500	김고은	-27.6	-20.0	
2017.11.29	산업분석	Buy	11,500	김고은	-26.7	-19.9	
2018.01.22	산업브리프	Buy	11,500	김고은	-26.4	-18.3	
2018.04.20	산업브리프	Buy	11,500	김고은	-27.9	-18.3	
2018.06.04	산업분석	Buy	10,500	김고은	-	-	

삼성생명(032830) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.07.21	산업브리프	Buy	125,000	김고은	-20.3	-15.6	
2016.08.12	기업브리프	Buy	125,000	김고은	-18.8	-11.6	
2016.10.10	산업분석	Buy	125,000	김고은	-17.7	-10.8	
2016.11.14	기업브리프	Buy	125,000	김고은	-17.3	-7.2	
2016.11.21	산업분석	Buy	130,000	김고은	-11.9	-9.2	
2017.01.18	산업브리프	Buy	130,000	김고은	-13.0	-9.2	
2017.02.20	기업브리프	Buy	130,000	김고은	-14.2	-9.2	
2017.04.14	산업브리프	Buy	130,000	김고은	-14.2	-9.2	
2017.05.15	기업브리프	Buy	142,000	김고은	-14.7	-12.0	
2017.05.29	산업분석	Buy	142,000	김고은	-15.8	-12.0	
2017.07.18	산업분석	Buy	142,000	김고은	-15.8	-9.5	
2017.10.16	산업브리프	Buy	152,000	김고은	-13.8	-9.5	
2017.11.29	산업분석	Buy	163,000	김고은	-23.2	-18.1	
2018.01.22	산업브리프	Buy	163,000	김고은	-25.1	-18.1	
2018.04.20	산업브리프	Buy	163,000	김고은	-26.5	-18.1	
2018.06.04	산업분석	Buy	163,000	김고은	-	-	

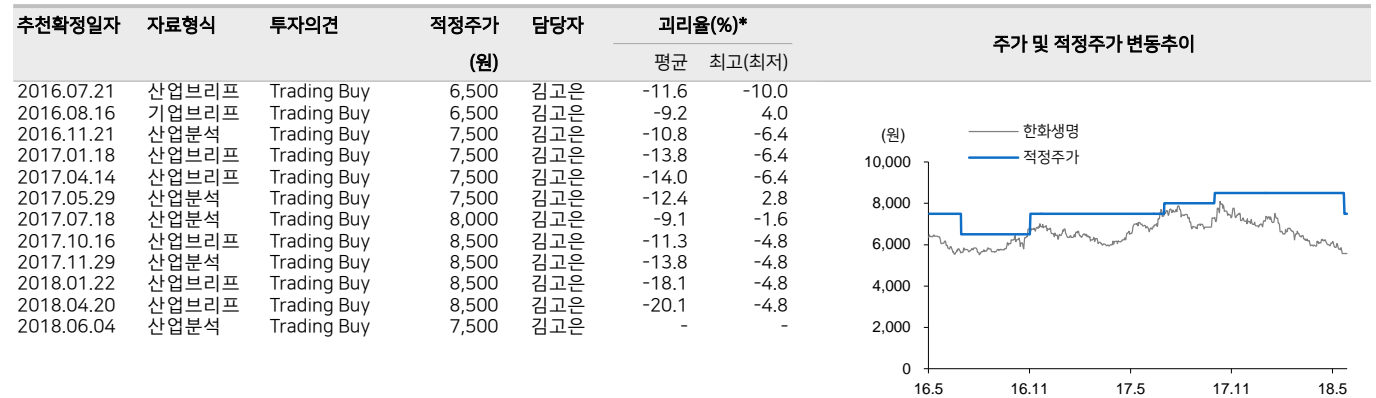
미래에셋생명(085620) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.07.11	산업분석	Buy	6,000	김고은	-29.0	-22.3	
2016.07.21	산업브리프	Buy	6,000	김고은	-29.1	-22.3	
2016.08.10	기업브리프	Buy	6,000	김고은	-27.2	-12.0	
2016.11.21	산업분석	Buy	7,500	김고은	-29.3	-26.7	
2017.01.18	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-26.1	-16.3	
2017.02.27	기업분석	Buy	7,500	김고은	-23.6	-13.2	
2017.04.14	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-23.8	-13.2	
2017.05.12	기업브리프	Buy	7,500	김고은	-24.3	-13.2	
2017.05.29	산업분석	Buy	7,500	김고은	-25.2	-13.2	
2017.07.18	산업분석	Buy	7,500	김고은	-26.3	-13.2	
2017.10.16	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-26.1	-13.2	
2017.11.21		1년 경과			-23.1	-22.4	
2017.11.29	산업분석	Buy	7,500	김고은	-27.0	-22.4	
2018.01.22	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-29.2	-22.4	
2018.04.20	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-28.4	-22.0	
2018.06.04	산업분석	Buy	7,500	김고은	-	-	

한화생명(088350) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



동양생명(082640) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

