


Analyst
김도하

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

Coverage List

	매수	(유지)
삼성화재 (000810)	343,000 원	(유지)
DB 손해보험 (005830)	매수	(유지)
현대해상 (001450)	82,500 원	(하향)
메리츠화재 (000060)	매수	(유지)
한화손해보험 (000370)	21,000 원	(하향)
삼성생명 (032830)	매수	(유지)
한화생명 (088350)	136,000 원	(하향)
ING 생명 (079440)	매수	(유지)
동양생명 (082640)	46,500 원	(하향)
동양생명 (082640)	매수	(유지)
	9,000 원	(하향)

*삼성생명은 IFRS 연결 그 외 보험사 IFRS 별도 기준

보험

2Q18 Preview: 손해보험, 타이밍을 잡을 타이밍

SK증권 커버리지 보험사의 2Q18 합산 순이익은 2조 2,362억원, 삼성 보험사의 계열사 지분 매각익 제외시 -16% YoY를 기록할 전망. 손보사의 신계약 판매비 경쟁 자속과 생보사의 사차익 감소 및 이차손 악화가 부진의 원인. 이 중 손보사는 1Q를 고점으로 경쟁이 둔화됨에 따라 하반기 회복의 여지가 높다고 판단. 손보주 전반의 반등을 전망하는 가운데, 비용 효율성이 타사 대비 양호해 실적 방어와 두 자릿수의 신계약 성장을 동시에 이루면서 배당 매력이 탁월한 삼성화재를 최선호주로 제시함

9 개 보험사 2Q18 합산 순이익 2.2 조원 (+41.2% YoY) 예상

SK증권 커버리지 보험사(손보 5사, 생보 4사)의 2Q18 합산 순이익은 2조 2,2362억 원 (+41% YoY)으로 증가하나, 삼성 보험사의 전자 지분 매각익 제외시 -16% YoY로 전반적인 실적 부진을 전망. 손보 5사의 순이익은 8,304억원 (+1% YoY), 삼성화재의 지분 매각익 제외시 -16% YoY 예상. 신계약 규모는 QoQ로 감소하나 YoY 두 자릿수 성장을 지속하면서 사업비가 9% YoY 증가하기 때문. 생보 4사의 순이익은 1조 4,058억원 (+85% YoY), 삼성생명의 지분 매각익 제외시 -17% YoY 전망. 5년래 최저 수준이었던 2Q17 대비 위험손해율 상승으로 사차익 감소, 채권 매각익 실현이 제한되고 헛지비용이 증가하는 환경에서의 이차손 악화가 원인. 대형 생보사는 즉시연금 미지급금을 2Q 중 일부 지급해야 할 가능성도 존재 (추정치 미반영)

손해보험주, 타이밍을 잡을 타이밍

전반적인 분기 실적 부진에도 불구하고, 손해보험주는 투자 매력이 존재하며 매수 시점을 고민해도 좋다는 판단. 1) 사업비 지출은 신계약 경쟁 초기인 1~2 월을 고점으로 점차 둔화될 것으로 전망하고, 2) 추가상각이 지속되는 현 상황에서 판매비의 감소분은 이익의 증가분으로 직결되는데 이미 판매한 신계약으로부터의 보험료 수익은 향후 유효할 것이기 때문. 또한 3) 과거 판매한 고위험 실손상품의 갱신주기 도래 물량이 4 분기로 갈수록 증가하면서 위험손해율의 추가 하락이 기대됨. 경쟁 심화와 실적 부진을 반영해 연초 이후 주가가 지속 하락하면서 valuation 매력도 높아진 상황 (5 사 평균 향후 3 개년 ROE 13%, 평균 12mf PBR 0.84 배)

Top pick: 삼성화재

따라서 손해보험주 전반의 반등을 전망하는 가운데, 가장 양호한 실적 방어와 두 자릿수의 신계약 성장을 동시에 이루면서 기대 배당수익률이 탁월한 삼성화재를 최선호주로 제시. 실적 안정성과 적극적인 주주환원의 교집합은 투자 매력이 높다고 판단하기 때문. 판매시점에 이윤이 확정되지 않는 보험상품의 특성을 고려해 물량 확대나 시장 점유율에 중점을 두는 영업전략보다는 적정한 비용 효율성과 필요한 수준의 성장 달성을 더 긍정적으로 평가함. 실적 방어와 안정적 성장을 기반으로 2018년 기대 배당수익률은 보통주 4.7%, 우선주 6.8%의 높은 수준이 전망됨 (배당성향 45.3% 가정)

사업비를 읽어야 손보사의 2018년 실적이 보인다.

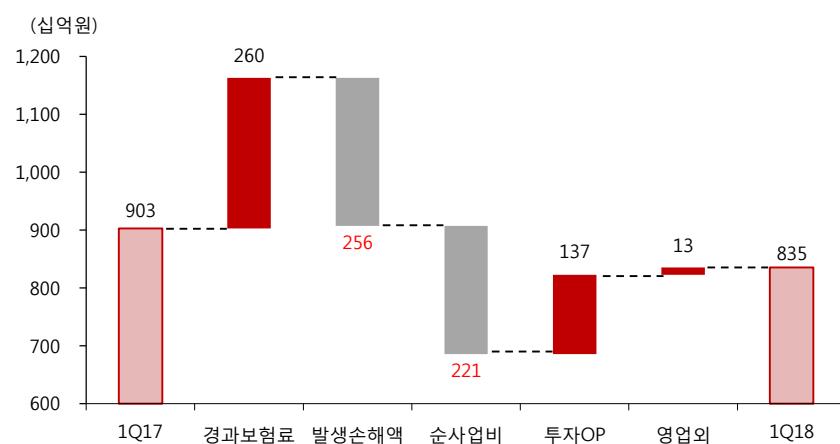
손해보험사 사업비는 왜 늘어났는가?

지난 1Q18 주요 손해보험사의 사업비 증가는 실적 부진의 주된 원인이었다. SK 증권 커버리지 손보 5사 (원수 MS 70%)의 1Q18 사업비율은 평균 1.9%p YoY 상승했고, 순이익은 평균 17.9% YoY 감소했다 (화재 본사 매각의 제외). 하지만 판매비 확대에 따라 4년여간 정체됐던 보장성 신계약 매출도 합산 24.4% YoY 성장했다. 매출이 늘면서 비용이 증가했고, 비용 증가를 통해 매출을 성장시켰다. 둘 다 맞는 해석이다.

신계약 성장 → 사업비 증가를 원인별로 좀 더 세분화하면 (1) 신계약 규모가 증가하면서 전체 판매비도 증가하는 것과 (원인: Q), (2) 규모와 무관하게 단위보험료당 비용이 상승하는 것 (원인: 경쟁), (3) 신계약비용의 이연한도 축소로 당기인식 비용이 증가한 것 (원인: 회계적 이슈) 등으로 볼 수 있다. 단순히 신계약 물량이 증가해 판매비가 증가하는 것(1)은 문제가 되지 않는다고 판단한다. 문제가 되는 것은 신계약 경쟁에 의한 단위당 비용 상승(2)이다. 회계적인 추가상각 이슈(3)는 부담이긴 하나 저금리기에 저축성 비중을 축소한 영향이며, 2021년 IFRS17 도입 때까지는 발생이 불가피할 것으로 보인다 (자세한 설명은 3~5page 참조).

결론부터 말하자면, 감독당국이 사업비 실태점검에 나선 이상 단위당 비용증가가 향후 더 심화될 가능성은 낫다고 판단하며, 상반기 대비 하반기의 수익성 우위가 기대된다. 사업비 문제는 바닥을 지나고 있다고 봐도 좋다는 판단이다.

상장 손보 5사의 1Q18 세전이익 YoY 변화: 발생손해액 수준으로 증가한 사업비

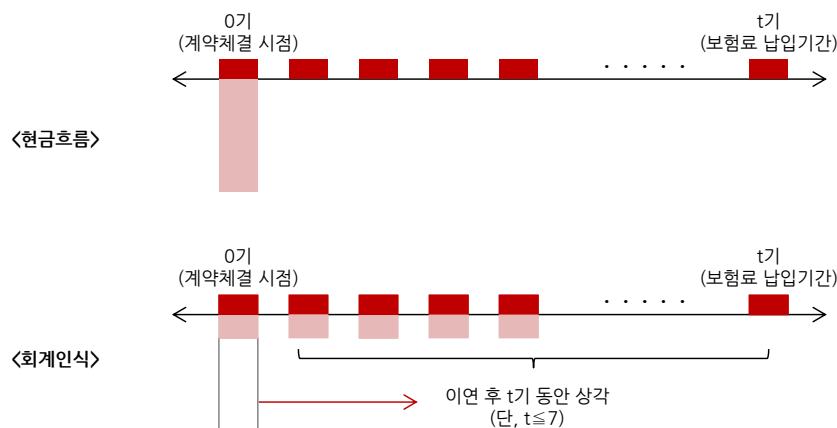


자료: 각 사, SK증권

주: 5사 합산 기준, 삼성화재의 1Q17 본사 매각의 제외, 회색막대는 비용(-)의 증가를 의미

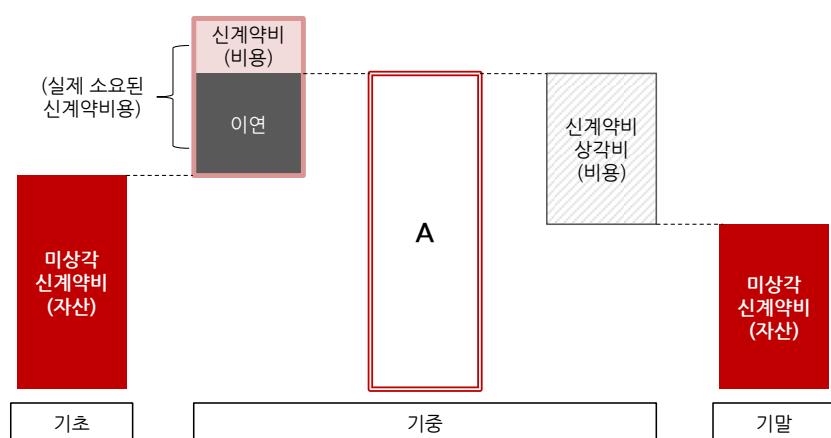
우선 보험사의 판매비용 인식에 대한 설명과 이해가 필요하다. 보험계약 체결에 소요된 직접비용 (설계사 수당, 점포 운영비 등. 대리점수수료는 별도)을 신계약비라고 한다. 장기 보험의 경우 보험료(=수익)는 보험기간 또는 5년, 10년 등 장기간에 걸쳐 납입되는데 신계약비용은 초기에 대부분 발생하므로 기형적인 손익구조가 형성된다. 따라서 수익기간에 합리적으로 대응하기 위해 장기상품의 신계약비용은 우선 자산에 이연되고, 보험료 납입기간(최대 7년)동안 균등 상각되면서 비용으로 처리된다. 이때 이연된 신계약비가 계상되는 자산계정이 '미상각신계약비 (기타자산)'이고, 미상각신계약비 중 당기에 상각처리되는 비용계정이 '신계약비상각비 (순사업비)'이다.

보험사의 신계약비용 인식: 수익과 비용의 미스매치로 인해 '미상각신계약비'로 이연 후 기간에 걸쳐 상각



자료: SK 증권

당기의 신계약비용은 당기 인식 또는 이연되고, 과거 이연한 미상각신계약비를 일부 상각하는 구조



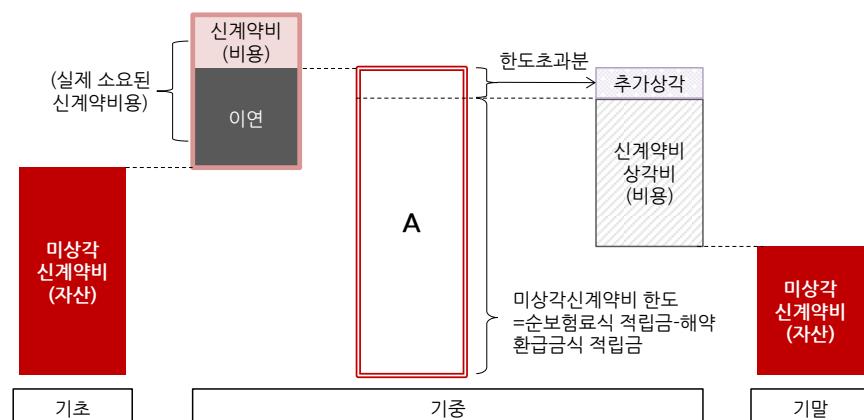
자료: SK 증권

주: 보험업감독규정에 따라 실제 신계약비는 한도 내에서 이연하되, 보험기간이 1년 이하인 단기보험에서 발생한 신계약비는 당기비용 (분홍색)으로 처리함

보험사의 사업비 문제가 복잡해지는 것은 신계약비를 무한히 이연시킬 수 없고 '이연 한도'가 존재한다는 데서 출발한다. 실제 신계약비의 이연 한도는 계약별로 볼 때 보장성 상품이 저축성 대비 더 작게 산출되고(*), 회사별로 볼 때 순보험료식 보험료적립금에서 해약환급금식 보험료적립금을 차감해 산출된다. 어려운 개념을 떠나서, 신계약비 용을 미상각신계약비로 이연시키는 '한도'가 저축성 대비 보장성 보험에 불리하게 구성돼있다는 점이 중요하다. 2012년 이후 저축성 보험의 신규 판매를 지속 축소해왔던 주요 손해보험사들의 이연 한도는 축소되었고, 한도를 넘어서는 신계약비가 발생하면 당기에 상각(=추가상각) 해야 하는 환경이 만들어졌다.

(*신계약비 이연 한도: 보장성=max(표준해약공제액의 50%, 기납입보험료), 저축성=max(표준해약공제액의 100%, 기납입보험료). 단, 이연금액은 표준해약공제액을 초과할 수 없음)

보험회계상 신계약비용이 처리되는 과정: 'A'가 한도를 넘어서면 추가상각 발생



자료 SK증권

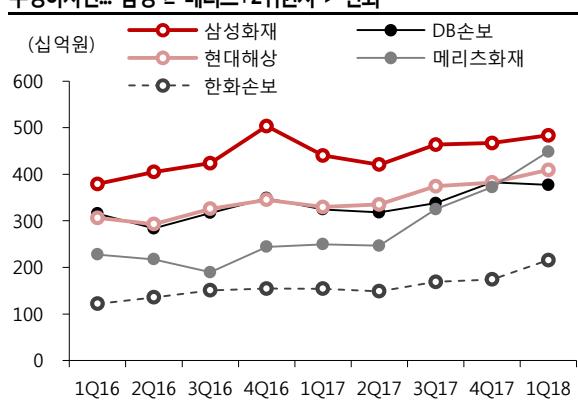
주: 보험업감독규정에 따라 실제 신계약비는 한도 내에서 이연하되, 보험기간이 1년 이하인 단기보험에서 발생한 신계약비는 당기비용(분홍색)으로 처리함

수익기간에 대응해 신계약비용을 후일로 이연시키는 한도가 축소된 환경에서 판매비가 증가한다는 것은 당기의 비용, 즉 추가상각의 증가를 의미한다. 수익기간과 비용인식의 미스매치가 발생하는 것이다. 회사별로 다르지만 대부분의 주요 손보사들은 2015년부터 추가상각을 인식해왔다. 이연 한도가 이미 모두 채워진 가운데 2018년 들어 GA 채널을 중심으로 한 신계약 경쟁이 촉발되었고, 이로 인한 비용의 증분이 모두 당기에 인식되면서 수익-비용의 미스매치는 더욱 심각해졌다. 이상이 손해보험사 1Q18 실적 부진의 배경이다.

판매비 부담은 점차 낮아질 전망

비용 지출이 이슈라면, 비용 효율성을 따져볼 필요가 있다. 각 사의 비용 효율성을 비교하기 위해 앞서 설명한 사업비 증가의 원인 중 회계적 요인(이연 및 상각)을 배제하고 당기에 지출한 실제 판매비를 추정하면 아래의 그래프와 같이 산출된다. 1Q18 기준으로 삼성화재와 메리츠화재, 현대해상, DB손해보험의 실제 판매비가 각각 300억원 내외의 차이를 보인 것으로 추산되는데, 추정오차를 감안하면 유사한 수준의 비용이 집행된 것으로 판단된다. 한편 1Q18 월납 환산 신계약의 매출 규모는 삼성화재 440억원, 메리츠화재, 현대해상, DB손해보험이 300억원 내외를 기록했다. 이에 따라 월납 환산 장기 신계약 금액당 소요된 실제 판매비는 메리츠화재와 2위권사가 13~14배, 삼성화재와 한화손보가 11배로 비용 효율성에서 차이가 있다는 판단이다(신계약 금액당 실제 판매비 10배는 10개월치 월납 보험료를 판매비로 사용했음을 의미).

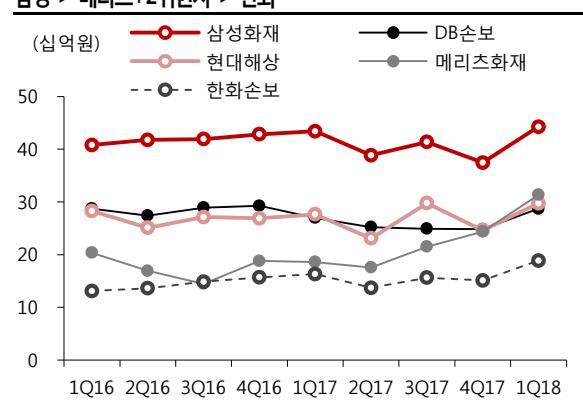
실제 장기보험 판매비 (a): 회계적인 개념이 아닌, 실질 비용을 추정하자면... 삼성 > 메리츠+2위권사 > 한화



자료: 각 사, SK증권

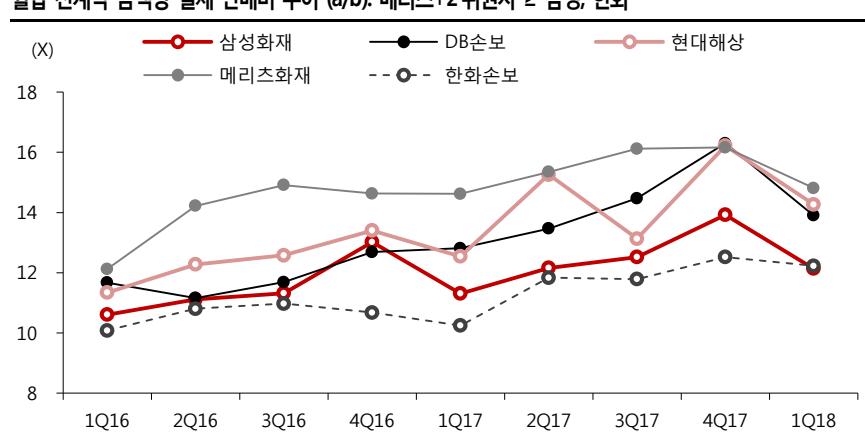
주: 회계적 이연 및 상각을 배제하기 위해 '대리점수수료+이연신계약비+추가 상각(추정)의 합으로 산출'

월납 환산 장기보험 신계약 금액 (b): 신계약 매출의 절대 규모는... 삼성 > 메리츠+2위권사 > 한화



자료: 각 사, SK증권

월납 신계약 금액당 실제 판매비 추이 (a/b): 메리츠+2 위권사 > 삼성, 한화



자료: 각 사, SK증권

다만 이렇게 발생한 판매비 부담 (.=단가당 비용)은 1Q18 을 고점으로 점차 둔화될 전망이다. (1) 1, 2 월의 시기적인 경쟁 과열과 3 월의 실손보험 절판 이슈로 지난 1 분기의 신계약 판매가 연중 최고치일 것으로 예상되고, (2) 금감원이 주요 손보사에 대한 사업비 점검에 나서면서 GA 시책을 1 분기 수준 이상으로 제시하기 어려운 상황이라고 판단하기 때문이다. 하반기의 경쟁 강도는 변수가 되겠으나, 상반기 대비 판매비 경쟁이 둔화되는 양상이 실현된다면 손해보험사의 실적은 전통적인 상고하저 형태를 벗어나 상하반기가 유사한 수준을 기록할 것으로 예상한다.

보험업 2Q18 실적 Preview

9 개 보험사 2Q18 합산 순이익 2.2 조원 (+41.2% YoY) 예상

SK증권 커버리지 보험 9사 (손보 5사, 생보 4사)의 2Q18 합산 순이익은 2조 2,362억 원 (+41.2% YoY, +79.6% QoQ)으로 증가할 전망이나, 삼성 보험사의 계열사 지분 매각을 제외하면 -16% YoY로 추정돼 전반적으로 부진한 실적이 예상된다.

손해보험 5사의 합산 순이익은 8,304억원 (+0.7% YoY)으로 전년동기와 유사하나, 삼성화재의 전자 지분 매각의 제외 시 -16% YoY로 예상된다. 신계약 규모는 최근 5년 중 최고치를 기록했던 1Q18 대비 감소하겠으나, YoY로는 두 자릿수 성장을 나타낼 것으로 기대된다. 이로 인한 판매비 증가로 합산 순사업비도 9% YoY 증가할 것으로 추정한다 (사업비율 평균 +2%p YoY). 5사 평균 경과손해율은 81.3%로 전년동기와 유사한 수준이 예상되는데, 자동차 손해율이 2.8%p YoY 악화되나 장기 손해율이 0.6%p YoY 개선될 전망이기 때문이다. 손보 5사의 평균 투자수익률은 3.9%로 22bp YoY 상승하지만 삼성화재의 지분 매각의 제외 시 1bp YoY 하락할 것으로 예상한다.

생명보험 4사의 합산 순이익은 1조 4,058억원 (+85.4% YoY)으로 증가하나, 삼성생명의 계열사 지분 매각의 제외 시 -17% YoY로 예상된다. 생보 4사의 평균 위험손해율은 76.7% (+2.7%p YoY)로 상승하지만 상반기 누적으로는 여전히 YoY 개선되면서 사차이익 증가를 나타낼 것으로 전망한다. 생보 4사 평균 투자수익률은 3.9% (+18bp YoY)지만, 채권 매각의 실현이 제한되고 환헷지 비용이 확대되는 환경이므로 삼성생명의 지분 매각의 제외 시 32bp YoY 하락할 것으로 추정한다.

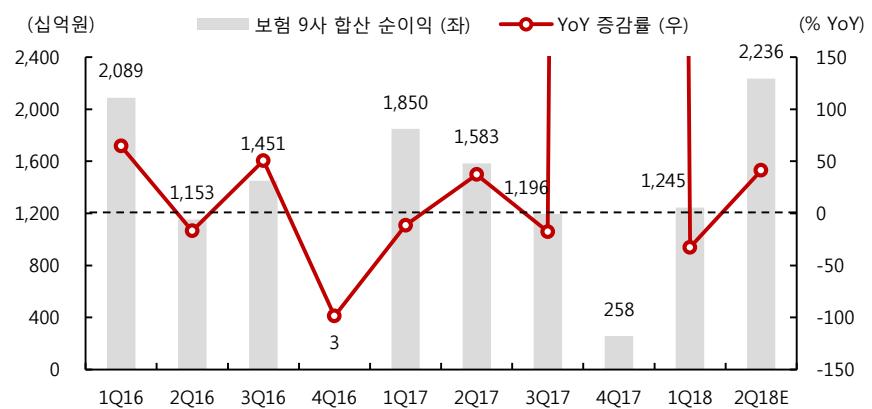
SK증권 커버리지 보험 9사의 2Q18 당기순이익 전망치 및 시장 컨센서스

(단위: 십억원)	2Q18E	1Q18	QoQ (%)	2Q17	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
삼성화재	402.7	301.1	33.7	276.8	45.5	336.5	19.7
DB손해보험	177.9	110.2	61.5	210.5	(15.5)	193.5	(8.1)
현대해상	131.0	106.0	23.6	166.7	(21.4)	142.2	(7.8)
메리츠화재	73.0	63.1	15.6	114.7	(36.4)	87.0	(16.1)
한화손해보험	45.8	29.4	55.8	56.4	(18.8)	56.0	(18.1)
손해보험 5사	830.4	609.8	36.2	825.0	0.7	815.2	1.9
삼성생명*	1,136.6	389.9	191.5	380.5	198.7	821.5	38.4
한화생명	146.7	114.6	28.1	221.9	(33.9)	149.4	(1.8)
ING생명	90.8	88.9	2.2	98.4	(7.7)	90.1	0.8
동양생명	31.6	41.9	(24.7)	57.6	(45.1)	39.8	(20.6)
생명보험 4사	1,405.8	635.3	121.3	758.4	85.4	1,100.8	27.7
보험 9사	2,236.2	1,245.1	79.6	1,583.4	41.2	1,916.0	16.7

자료: FnGuide, SK 증권

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

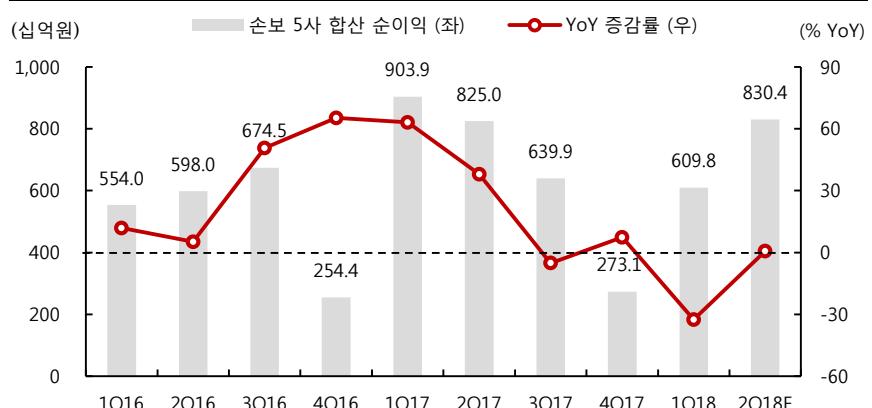
SK 증권 커버리지 보험 9 사의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



자료: 각 사, SK 증권

주: 개별 보험사 추이 및 전망은 회사별 페이지에서 확인 가능

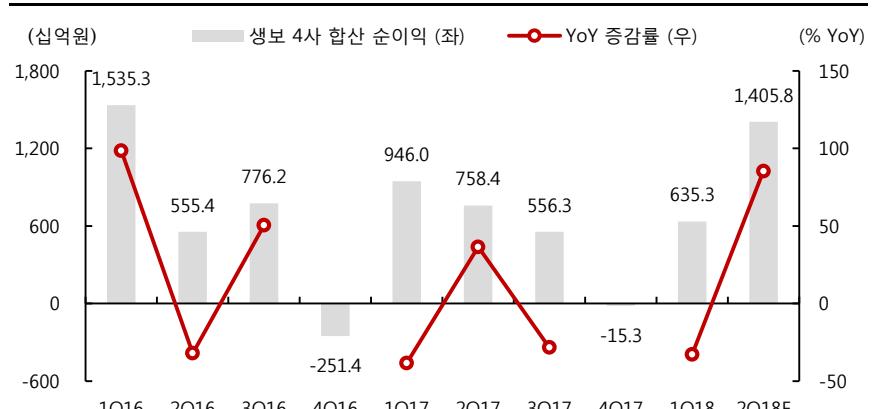
SK 증권 커버리지 손해보험 5 사의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



자료: 각 사, SK 증권

주: 개별 보험사 추이 및 전망은 회사별 페이지에서 확인 가능

SK 증권 커버리지 생명보험 4 사의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



자료: 각 사, SK 증권

주: 개별 보험사 추이 및 전망은 회사별 페이지에서 확인 가능

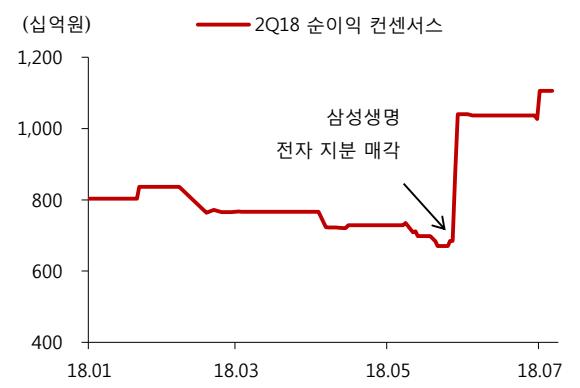
2Q18 실적의 특이요인은 1) 삼성생명 및 삼성화재의 전자 지분 매각익이 각각 1조 1,180 억원, 1,900 억원 수준, 2) 삼성생명의 대치동 빌딩 매각익이 500 억원 내외 발생하고, 3) 손보사의 신계약 증가에 따른 사업비율 YoY 상승은 지속되나 1Q18 대비 둔화된다는 점이다. 그 외 4) 일부 생보사의 즉시연금 미지급금 이슈로 인해 금액은 확정되지 않았으나 2Q 중 비용을 인식할 가능성이 있다 (추정치 미반영).

커버리지 손해보험사 합산 2Q18 별도 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

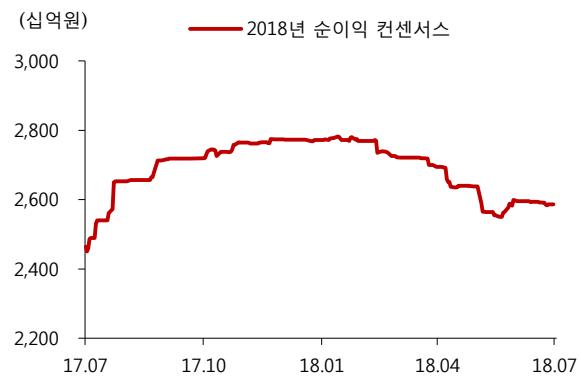
커버리지 생명보험사 합산 2Q18 별도 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

주: 삼성생명은 연결 지배주주 순이익 기준

커버리지 손해보험사 합산 2018년 별도 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

커버리지 생명보험사 합산 2018년 별도 순이익 컨센서스 변화



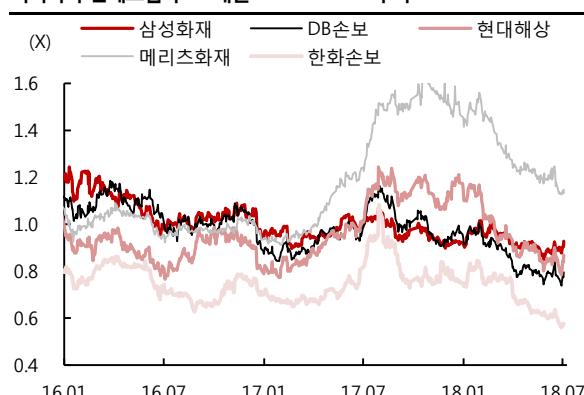
자료: FnGuide, SK 증권

주: 삼성생명은 연결 지배주주 순이익 기준

손해보험사, 타이밍을 잡을 타이밍

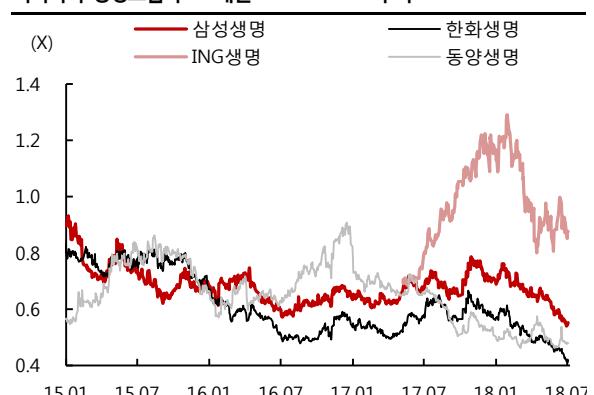
일부사의 계열사 매각익을 제외하면 주요 상장 보험사의 2Q18 실적은 부진할 전망이다. 그럼에도 불구하고 손해보험사의 경우 투자 매력이 존재하며, 매우 시점을 고민해도 좋다는 판단이다. 우선 1) 전술했듯이 실적 부진을 야기했던 사업비 지출은 신계약 경쟁의 초기인 1~2 월을 고점으로 점차 둔화될 것으로 전망하고, 2) 추가상각이 지속되는 현 상황에서 판매비의 감소분은 이익의 증기분으로 직결되는데 이미 판매한 신계약으로부터의 보험료 수익은 향후 유효할 것이기 때문이다. 또한 3) 과거 판매한 고위험 실손상품의 개선주기 도래 물량이 4 분기로 갈수록 증가하면서 위험손해율의 추가 하락이 기대된다. 경쟁 심화와 실적 부진을 반영해 연초 이후 주가가 지속 하락하면서 valuation 매력도 높아진 상황이다 (손보 5 사 평균 향후 3 개년 ROE 13%, 평균 12m PBR 0.84 배).

커버리지 손해보험사 12 개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

커버리지 생명보험사 12 개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

보험업종 12 개월 forward PBR 및 국채금리 추이



자료: FnGuide, 금융투자협회, SK 증권

손보주 전반의 반등을 전망하는 가운데, 최선호주로는 가장 양호한 실적 방어와 두 자릿수의 신계약 성장을 동시에 이루면서 배당 매력이 탁월한 삼성화재를 제시한다. 판매 시점에 이윤이 확정되지 않는 보험상품의 특성을 고려해, 물량 확대나 시장 점유율에 중점을 두는 영업전략보다는 적정한 비용 효율성과 필요한 수준의 성장 달성을 더 긍정적으로 평가하기 때문이다. 실적 방어와 안정적 성장을 기반으로 2018년 기대 배당 수익률은 보통주 4.7%, 우선주 6.8%의 높은 수준이 전망된다 (배당성향 45.3% 가정). 또한 헛지비용 증가로 해외채권 투자의 roll-over 비용이 증가하는 현 시점에서는 상대적으로 소극적인 외화투자 확대와 보수적인 헛지기간을 적용했던 삼성화재의 부담이 적다는 점도 매력적이라고 판단한다.

SK증권 커버리지 보험사별 Valuation table

	삼성화재	DB손해보험	현대해상	메리츠화재	한화손보	삼성생명	한화생명	ING생명	동양생명
투자의견	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY
목표주가 (원)	343,000	82,500	45,000	21,000	9,500	136,000	7,200	46,500	9,000
현재주가 (원)	266,500	60,900	34,500	19,150	6,480	96,700	5,180	41,100	7,350
상승여력 (%)	28.7	35.5	30.4	9.7	46.6	40.6	39.0	13.1	22.4
EPS (원)									
2016	20,702	7,428	4,583	2,352	1,237	11,440	419	2,936	53
2017	25,511	9,827	5,500	3,252	1,308	6,656	676	4,149	1,183
2018E	28,954	9,487	5,417	2,578	1,252	11,210	606	4,097	1,007
2019E	27,758	10,517	6,014	2,882	1,506	7,539	626	4,332	1,136
BPS (원)									
2016	255,966	62,623	34,591	14,957	9,749	157,642	10,850	50,578	17,498
2017	280,460	69,757	38,912	16,361	10,147	173,545	11,937	44,738	15,297
2018E	288,709	73,467	39,979	16,021	10,772	175,057	12,205	45,124	14,992
2019E	302,832	81,784	44,593	17,982	12,128	179,096	12,676	47,056	15,828
ROE (%)									
2016	8.1	12.3	14.1	16.6	12.9	7.9	4.1	5.7	0.3
2017	9.1	14.8	15.0	20.7	14.3	4.0	5.9	8.7	8.8
2018E	9.8	13.2	13.7	15.9	11.8	6.4	5.0	9.1	6.7
2019E	9.1	13.5	14.2	16.8	13.0	4.3	5.0	9.4	7.4
PER (X)									
2016	13.0	8.4	6.9	6.5	5.8	9.8	15.6	n/a	238.2
2017	10.5	7.2	8.5	7.2	6.2	18.7	10.2	12.9	6.4
2018E	9.2	6.4	6.4	7.4	5.2	8.6	8.6	10.0	7.3
2019E	9.6	5.8	5.7	6.6	4.3	12.8	8.3	9.5	6.5
PBR (X)									
2016	1.05	1.00	0.91	1.02	0.74	0.71	0.60	n/a	0.73
2017	0.95	1.02	1.21	1.44	0.80	0.72	0.58	1.19	0.50
2018E	0.92	0.83	0.86	1.20	0.60	0.55	0.42	0.91	0.49
2019E	0.88	0.74	0.77	1.06	0.53	0.54	0.41	0.87	0.46

자료 SK증권

실적 부진에 따라 삼성화재를 제외한 커버리지 보험사의 목표주가를 하향 조정한다. 손보사 평균 3개년 기대 ROE 13.1%에 대해 목표 PBR 1.06배를 부여하고, 삼성 외 3개 생보사 평균 3개년 기대 ROE 7.2%에 목표 PBR 0.72배를 부여했다. 삼성화재, ING생명 외 모든 커버리지사에 자본 관련 불확실성에 따른 할인율 10%를 적용하고, 삼성화재와 삼성생명에 업종 선도사 프리미엄 10%, ING생명에 적극적인 배당정책을 감안한 프리미엄 5%, 동양생명에 지배구조 불안정성을 감안한 할인율 5%를 각기 부여했다.

커버리지 보험사의 목표주가 산출식

항목	삼성화재	DB손해보험	현대해상	메리츠화재	한화손보	한화생명	ING생명	동양생명	비고
자기자본비율 (%)	8.9	11.3	11.7	12.0	13.9	7.9	9.8	10.3	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.7	0.9	1.0	1.0	1.2	0.6	0.8	0.8	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE (%)	9.3	13.3	13.8	16.4	12.6	5.0	9.3	7.1	(e): 회사별 2018~2020년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.05	1.17	1.18	1.36	0.91	0.64	0.96	0.68	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	5.0	-15.0	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	1.16	1.05	1.06	1.23	0.82	0.57	1.00	0.58	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	296,947	78,319	42,670	17,165	11,563	12,479	46,251	15,479	(j): 회사별 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	343,000	82,500	45,000	21,000	9,500	7,200	46,500	9,000	(k): (i)*(j)
조정률 (%)	0.0	-29	-22	-16.0	-21	-16.3	-3.1	-10.0	직전 목표주가 대비 조정률
현주가 (07/11, 원)	266,500	60,900	34,500	19,150	6,480	5,180	41,100	7,350	
상승여력 (%)	28.7	35.5	30.4	9.7	46.6	39.0	13.1	22.4	

항목	삼성생명	비고
(a)~(h)는 보유 삼성전자 지분 영향 (평가익, 배당수익 등)을 제외한 사업가치 기준		
자기자본비율 (%)	9.0	(a): 산출방식 상동
Average ROE (%)	5.3	(b): 삼성생명의 2018~2020년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(c)
이론적 PBR (X)	0.6	(d): (b-c)/(a-c)
할증률 (할인율, %)	0.0	(e): 생명보험업 -10% + 업종 선도사 +10%
목표 PBR (X)	0.59	(f): (d)*(e)
수정 BPS (원)	108,366	(g): 삼성생명의 12개월 forward BPS
사업가치 총액 (십억원)	12,731	(h): (f)*(g)*발행주식수
삼성전자 지분가치 (십억원)	14,484	(i): 세후 지분가치에 20% 할인 적용
적정 시기총액 (십억원)	27,216	(j): (h)+(i)
목표주가 (원)	136,000	(k): (j)/발행주식수
조정률 (%)	-6.2	직전 목표주가 대비 조정률
현주가 (07/11, 원)	96,700	
상승여력 (%)	40.6	

자료: SK 증권

삼성화재 (A000810) / 매수 / TP: 343,000 원 (유지)

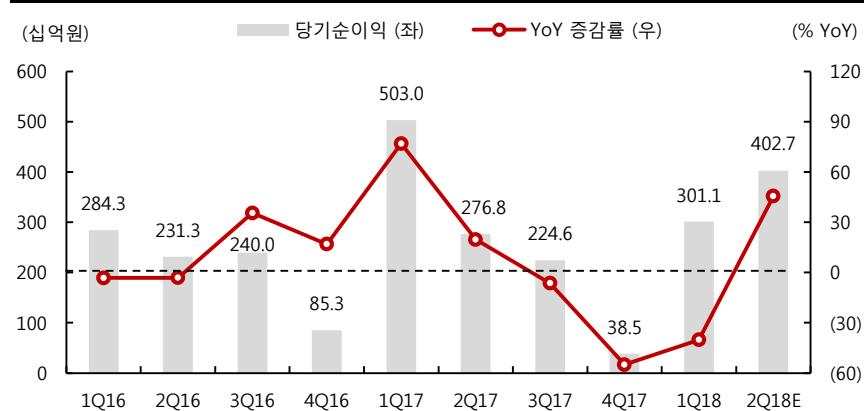
삼성화재의 2Q18 순이익은 4,027억원 (+45.5% YoY, +33.7% QoQ), 삼성전자 지분 매각익 제외 시 -2.8% YoY를 기록하면서 peer 대비 양호한 이익 방어를 나타낸 전망이다. 신계약 매출의 견인차가 치아보험에서 당뇨보험으로 옮겨간 2Q는 1Q 대비 신계약 규모가 감소할 것으로 예상되며, 사업비율을 20.3% (+1.0%p YoY, -0.0%p QoQ)로 가정했다. 삼성화재의 경우 지난해 본사 매각익을 인식하면서 성과 분배에 따른 사업비 증가가 있었기 때문에, 사업비율의 YoY 상승폭은 타사들 대비 낮은 흐름을 이어갈 전망이다. 2Q18 경과손해율은 81.2% (-0.1%p YoY)로 자동차 손해율이 2Q16 수준으로 상승하나 장기 손해율이 하락하면서 전년동기와 유사한 수준을 기록할 것으로 추정한다. 2Q18 투자수익률은 4.1%로 +1.4%p YoY, 전자 매각익을 제외해도 배당수익 증가 및 주식 매각익 등에 따라 2.9%로 나타나 0.3%p YoY 상승할 전망이다.

삼성화재 2Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	2Q18E	1Q18	QoQ (%)	2Q17	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(64.0)	(80.8)	적축	(26.3)	적축	n/a	n/a
투자영업이익	648.8	512.7	26.6	396.6	63.6	n/a	n/a
영업이익	584.8	431.9	35.4	370.3	57.9	427.8	36.7
당기순이익	402.7	301.1	33.7	276.8	45.5	336.5	19.7
(단위: %)	2Q18E	1Q18	QoQ (%p)	2Q17	YoY (%p)		
경과손해율	81.2	81.5	(0.3)	81.3	(0.1)		
일반	60.0	60.2	(0.2)	67.4	(7.4)		
자동차	80.2	81.4	(1.3)	76.2	4.0		
장기	83.8	84.0	(0.2)	84.7	(0.9)		
사업비율	20.3	20.4	(0.0)	19.3	1.0		
투자수익률	4.1	3.2	0.8	2.6	1.4		

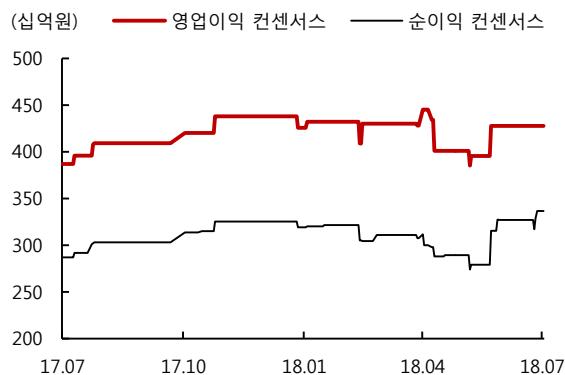
자료 FnGuide, SK 증권

삼성화재의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



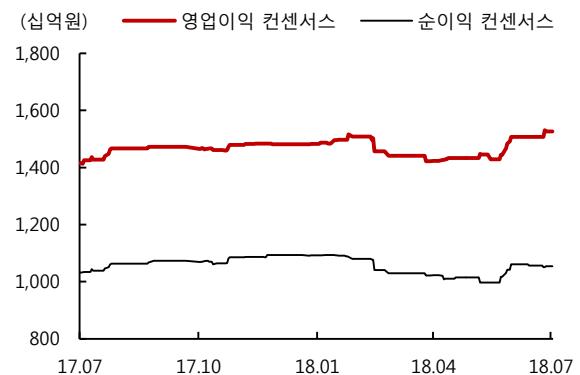
자료 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 2Q18 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



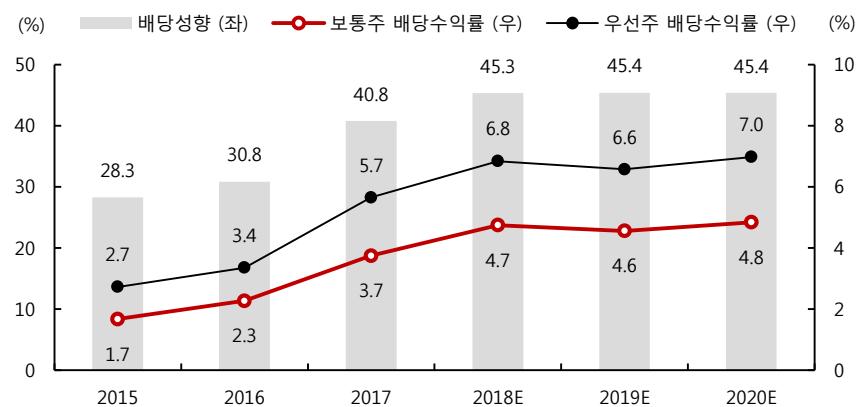
자료: FnGuide, SK 증권

삼성화재의 2018년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

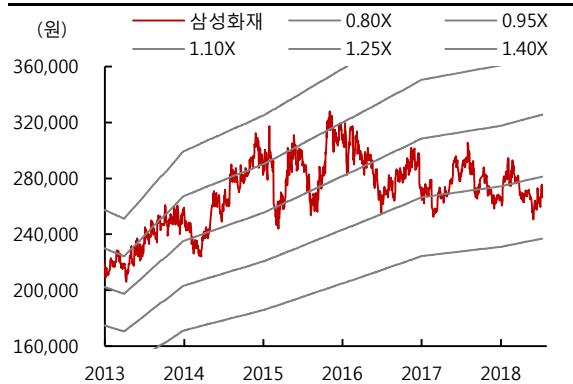
삼성화재의 배당지표 추이 및 전망



자료: WiseFn, SK 증권

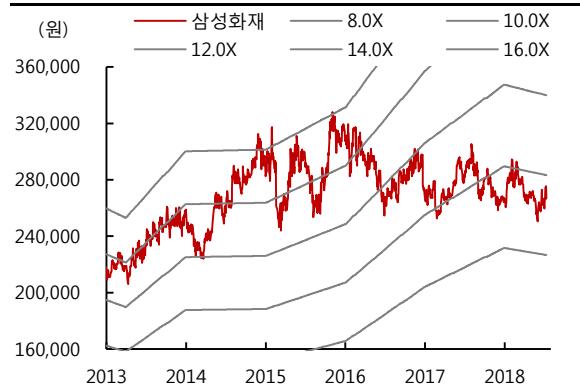
주: 2017년 배당성향 40.8%는 배당결정 이후의 회계처리 변경에 의한 것으로 배당결정 당시 성향 44.4%

삼성화재의 12개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

삼성화재의 12개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	58,238	64,419	68,171	71,992	75,904
현금 및 예치금	1,049	1,342	1,189	745	594
유가증권	38,127	40,868	43,109	46,064	48,789
주식	4,342	5,946	6,243	6,563	6,899
채권	28,115	29,319	30,734	32,457	34,318
수익증권	2,098	2,317	2,429	2,565	2,693
외화유가증권	2,849	2,610	3,027	3,784	4,163
기타유가증권	723	675	675	696	717
대출채권	17,878	21,393	23,052	24,344	25,667
부동산	1,184	815	821	839	854
비운용자산	5,136	5,473	5,651	5,943	6,262
특별계정자산	4,524	5,629	7,599	8,131	8,700
자산총계	67,898	75,521	81,421	86,065	90,866
책임준비금	49,416	52,872	55,820	58,827	61,865
지급준비금	3,731	4,174	4,383	4,602	4,786
보험료적립금	41,941	44,982	47,603	50,270	53,002
미경과보험료적립금	3,240	3,161	3,226	3,294	3,365
기타부채	2,996	3,194	5,420	5,902	6,381
특별계정부채	4,605	7,532	7,909	8,462	9,055
부채총계	57,017	63,599	69,148	73,192	77,300
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	7,414	8,198	8,960	9,560	10,252
비상위험준비금	1,817	1,938	1,985	2,027	2,076
자본조정	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계	3,985	4,242	3,831	3,831	3,831
자본총계	10,881	11,922	12,273	12,873	13,566
부채와자본총계	67,898	75,521	81,421	86,065	90,866

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	8.0	11.2	7.8	5.7	5.6
운용자산	9.0	10.6	5.8	5.6	5.4
부채	7.8	11.5	8.7	5.8	5.6
책임준비금	8.0	7.0	5.6	5.4	5.2
자본	9.1	9.6	2.9	4.9	5.4
경과보험료	2.7	1.6	-0.5	2.2	2.3
일반	4.5	4.9	5.1	2.3	2.3
자동차	15.3	5.2	-3.3	3.4	3.5
장기	-1.5	-0.1	0.0	1.8	1.8
순사업비	5.0	5.5	1.2	-0.5	2.1
투자영업이익	0.7	18.5	9.4	-3.5	5.1
영업이익	4.6	33.0	17.1	-28	5.8
순이익	7.4	24.0	13.8	-4.1	6.2

자료 : SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	18,183	18,230	18,358	18,774	19,249
일반	1,303	1,329	1,389	1,417	1,445
자동차	4,804	4,804	4,833	4,978	5,177
장기	12,077	12,097	12,136	12,379	12,627
보유보험료	17,657	17,655	17,779	18,200	18,660
경과보험료	17,406	17,690	17,597	17,993	18,402
일반	1,208	1,267	1,332	1,362	1,394
자동차	4,364	4,592	4,441	4,594	4,755
장기	11,834	11,820	11,824	12,037	12,253
경과손해액	14,626	14,670	14,469	14,856	15,201
일반	891	907	839	926	948
자동차	3,528	3,700	3,686	3,822	3,952
장기	10,207	10,054	9,943	10,107	10,301
순사업비	3,347	3,531	3,572	3,554	3,628
보험영업이익	-568	-511	-444	-417	-427
투자영업이익	1,688	2,001	2,190	2,113	2,221
영업이익	1,120	1,491	1,746	1,696	1,794
영업외이익	-27	-79	-123	-140	-140
세전이익	1,094	1,412	1,622	1,556	1,654
법인세비용	253	369	435	418	445
당기순이익	841	1,043	1,187	1,138	1,209

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.0	82.9	82.2	82.6	82.6
일반	73.7	71.6	63.0	68.0	68.0
자동차	80.9	80.6	83.0	83.2	83.1
장기	86.3	85.1	84.1	84.0	84.1
사업비율	19.2	20.0	20.3	19.8	19.7
투자이익률	3.1	3.3	3.4	3.1	3.0
수익성 (%)					
ROE	8.1	9.1	9.8	9.1	9.1
ROA	1.3	1.5	1.5	1.4	1.4
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	20,702	25,511	28,954	27,758	29,484
보통주 BPS	255,966	280,460	288,709	302,832	319,120
보통주 DPS	6,100	10,000	12,650	12,150	12,900
기타 지표					
보통주 PER (X)	13.0	10.5	9.2	9.6	9.0
보통주 PBR (X)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
배당성향 (%)	30.8	40.8	45.3	45.4	42.5
보통주 배당수익률 (%)	2.3	3.7	4.7	4.6	4.8

DB 손해보험 (A005830) / 매수 / TP: 82,500 원 (하향)

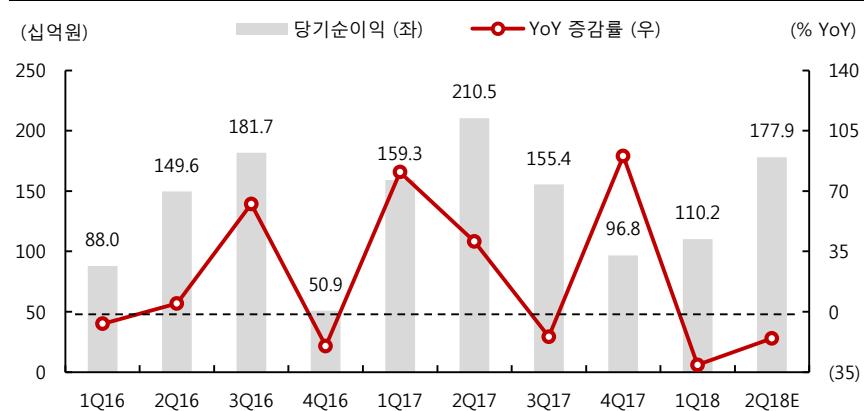
DB 손해보험의 2Q18 순이익은 1,779 억원 (-15.5% YoY, +61.5% QoQ)으로, 사상 최대 실적을 시현한 전년동기대비 감소하나, 사업비 지출이 많았던 전분기대비로는 peer 중 가장 큰 회복을 보일 전망이다. 사업비율은 1Q18 대비 0.7%p 하락하나 YoY로는 0.7%p 상승한 수준을 가정했다. 2Q18 경과손해율은 81.9% (+0.5%p YoY)로, 자동차 손해율 악화에도 불구하고 장기 손해율이 개선하면서 상승폭은 제한될 것으로 예상한다. DB 손해보험의 2Q18 투자수익률은 3.4%로 유의한 일회성 이익이 부채한 가운데 0.2%p YoY 하락할 전망이다.

DB 손해보험 2Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	2Q18E	1Q18	QoQ (%)	2Q17	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(25.9)	(99.4)	적축	8.1	적전	n/a	n/a
투자영업이익	274.1	258.3	6.1	267.6	2.4	n/a	n/a
영업이익	248.2	159.0	56.2	275.7	(10.0)	269.7	(8.0)
당기순이익	177.9	110.2	61.5	210.5	(15.5)	193.5	(8.1)
(단위: %)	2Q18E	1Q18	QoQ (%p)	2Q17	YoY (%p)		
경과손해율	81.9	83.8	(1.9)	81.4	0.5		
일반	66.0	64.3	1.7	63.7	2.3		
자동차	80.8	85.4	(4.6)	77.8	3.0		
장기	83.5	84.5	(1.0)	84.0	(0.5)		
사업비율	19.0	19.7	(0.7)	18.3	0.7		
투자수익률	3.4	3.3	0.2	3.6	(0.2)		

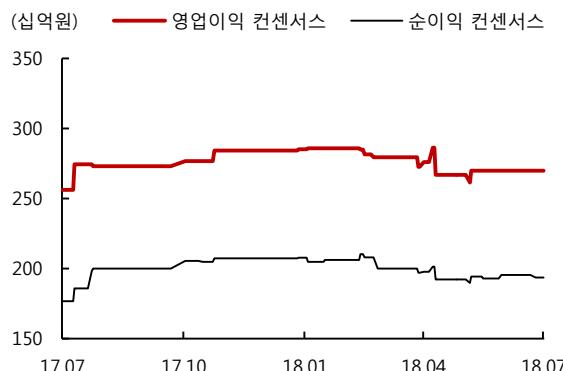
자료 FnGuide, SK 증권

DB 손해보험의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



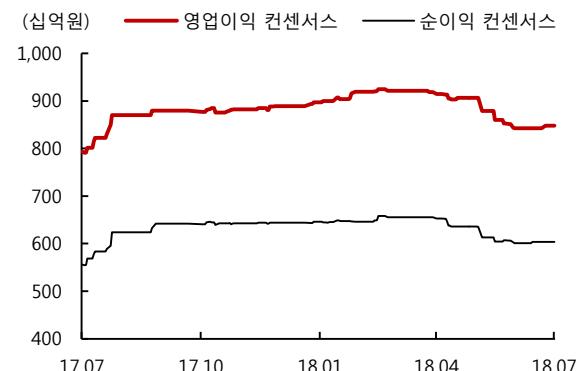
자료 DB 손해보험, SK 증권

DB 손해보험의 2Q18 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



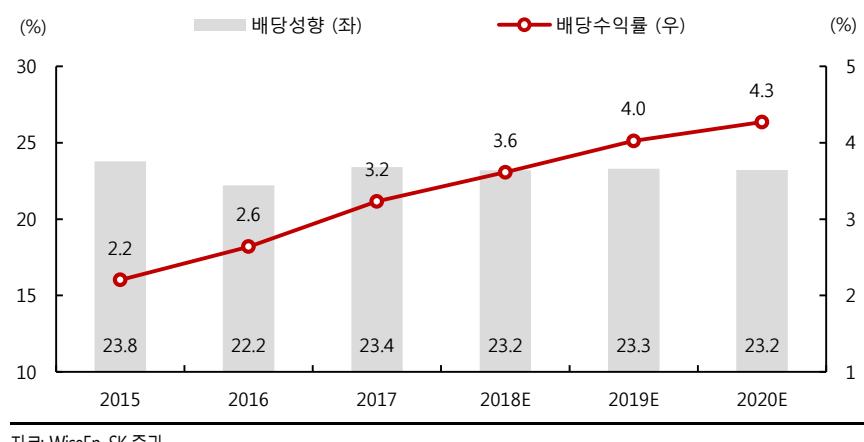
자료: FnGuide, SK 증권

DB 손해보험의 2018년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

DB 손해보험의 배당지표 추이 및 전망



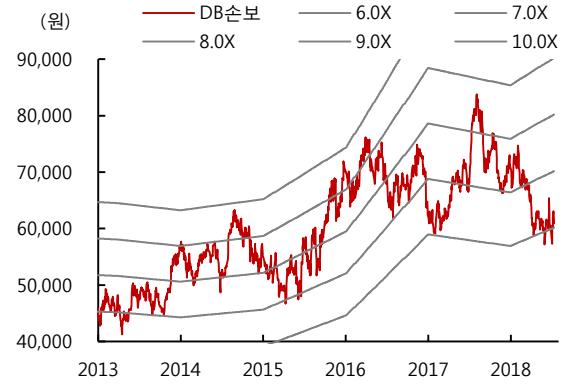
자료: WiseFn, SK 증권

DB 손해보험의 12개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

DB 손해보험의 12개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	29,228	31,609	33,421	35,442	37,522
현금 및 예치금	629	414	278	387	137
유가증권	19,158	20,487	21,395	22,668	24,345
주식	1,127	1,244	1,299	1,364	1,433
채권	7,271	7,849	8,634	9,325	10,071
수익증권	5,142	5,338	4,804	4,660	4,939
외화유가증권	5,567	5,982	6,580	7,238	7,817
기타유가증권	51	73	77	81	85
대출채권	8,300	9,572	10,616	11,258	11,919
부동산	1,142	1,136	1,132	1,130	1,121
비운용자산	3,323	3,405	3,404	3,485	3,520
특별계정자산	1,657	2,390	2,533	2,685	2,846
자산총계	34,209	37,404	39,358	41,613	43,888
책임준비금	26,992	28,929	30,650	32,422	34,202
지급준비금	2,372	2,474	2,620	2,751	2,901
보험료적립금	22,503	24,236	25,771	27,329	28,933
미경과보험료적립금	2,027	2,122	2,156	2,236	2,262
기타부채	1,212	1,566	1,491	1,369	1,231
특별계정부채	2,041	2,493	2,568	2,645	2,724
부채총계	30,245	32,988	34,708	36,436	38,157
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	3,403	3,920	4,375	4,902	5,456
비상위험준비금	771	851	883	902	924
자본조정	-30	-30	-30	-30	-30
기타포괄손익누계	517	451	231	231	231
자본총계	3,964	4,415	4,650	5,177	5,731
부채와자본총계	34,209	37,404	39,358	41,613	43,888

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	11.9	9.3	5.2	5.7	5.5
운용자산	12.5	8.1	5.7	6.0	5.9
부채	12.5	9.1	5.2	5.0	4.7
책임준비금	10.3	7.2	5.9	5.8	5.5
자본	7.6	11.4	5.3	11.3	10.7
경과보험료	5.1	3.0	1.2	1.9	2.3
일반	9.1	4.4	3.3	1.5	1.0
자동차	14.0	12.3	2.9	3.0	3.5
장기	22	-0.1	0.5	1.5	1.9
순사업비	8.4	8.6	2.9	-0.4	2.3
투자영업이익	0.7	5.1	4.4	4.9	5.6
영업이익	13.1	27.2	-1.7	10.8	6.8
순이익	13.9	32.3	-3.5	10.9	6.5

자료 : SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	12,092	12,368	12,474	12,716	13,028
일반	1,014	1,016	1,014	1,025	1,035
자동차	2,988	3,253	3,308	3,407	3,543
장기	8,091	8,100	8,152	8,284	8,450
보우보험료	11,312	11,565	11,699	11,925	12,218
경과보험료	11,103	11,441	11,581	11,802	12,071
일반	520	543	561	569	575
자동차	2,630	2,954	3,039	3,130	3,240
장기	7,953	7,943	7,980	8,102	8,256
경과손해액	9,391	9,421	9,557	9,748	9,965
일반	398	349	374	387	391
자동차	2,145	2,382	2,539	2,646	2,731
장기	6,848	6,691	6,645	6,715	6,843
순사업비	2,022	2,196	2,259	2,251	2,303
보험영업이익	-310	-176	-236	-197	-196
투자영업이익	985	1,035	1,080	1,133	1,196
영업이익	675	859	845	936	999
영업외이익	-55	-32	-27	-31	-35
세전이익	620	827	817	905	964
법인세비용	150	205	217	239	255
당기순이익	470	622	601	666	709

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.6	82.3	82.5	82.6	82.6
일반	76.5	64.3	66.6	68.0	68.0
자동차	81.6	80.6	83.5	84.5	84.3
장기	86.1	84.2	83.3	82.9	82.9
사업비율	18.2	19.2	19.5	19.1	19.1
투자이익률	3.6	3.5	3.4	3.3	3.3
수익성 (%)					
ROE	12.3	14.8	13.2	13.5	13.0
ROA	1.5	1.7	1.6	1.6	1.7
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	7,428	9,827	9,487	10,517	11,200
보통주 BPS	62,623	69,757	73,467	81,784	90,534
보통주 DPS	1,650	2,300	2,200	2,450	2,600
기타 지표					
보통주 PER (X)	8.4	7.2	6.4	5.8	5.4
보통주 PBR (X)	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7
배당성향 (%)	222	23.4	23.2	23.3	23.2
보통주 배당수익률 (%)	2.6	3.2	3.6	4.0	4.3

현대해상 (A001450) / 매수 / TP: 45,000 원 (하향)

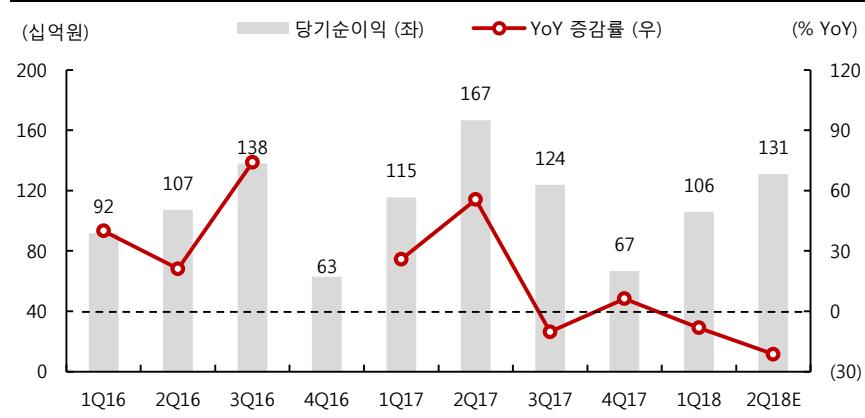
현대해상의 2Q18 순이익은 1,310 억원 (-21.4% YoY, +23.6% QoQ)으로, 사상 최대 실적을 시현한 전년동기대비 감소하나 사업비 지출이 많았던 전분기대비 회복될 전망이다. 사업비율은 1Q18 대비 0.6%p 하락하나 YoY로는 1.0%p 상승한 수준을 가정했다. 2Q18 경과손해율은 82.3% (+0.8%p YoY)로, 최근 6년래 최저 수준의 손해율을 나타냈던 2Q17 대비 상승하나 80% 초반대의 낮은 수준을 기록할 것으로 예상된다. 현대해상의 2Q18 투자수익률은 3.3%로 유의한 규모의 일회성 손익이 부재한 가운데 0.1%p YoY 하락할 전망이다.

현대해상 2Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	2Q18E	1Q18	QoQ (%)	2Q17	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(85.8)	(133.6)	적축	(33.0)	적축	n/a	n/a
투자영업이익	268.4	283.2	(5.2)	252.7	6.2	n/a	n/a
영업이익	182.6	149.5	22.1	219.7	(16.9)	198.0	(7.7)
당기순이익	131.0	106.0	23.6	166.7	(21.4)	142.2	(7.8)
(단위: %)	2Q18E	1Q18	QoQ (%p)	2Q17	YoY (%p)		
경과손해율	82.3	83.4	(1.1)	81.5	0.8		
일반	66.0	56.6	9.4	56.9	9.1		
자동차	79.3	80.4	(1.0)	77.0	2.3		
장기	84.3	86.0	(1.7)	84.5	(0.2)		
사업비율	20.7	21.2	(0.6)	19.7	1.0		
투자수익률	3.3	3.5	(0.2)	3.3	(0.1)		

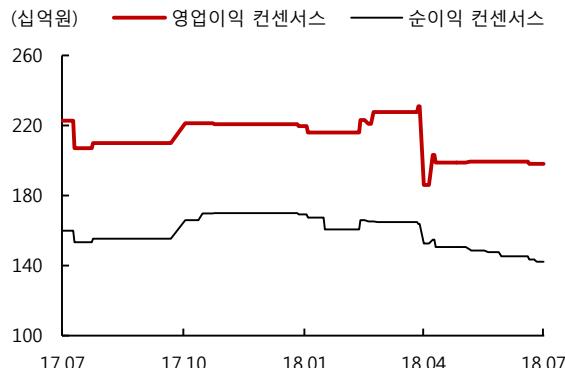
자료 FnGuide, SK 증권

현대해상의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



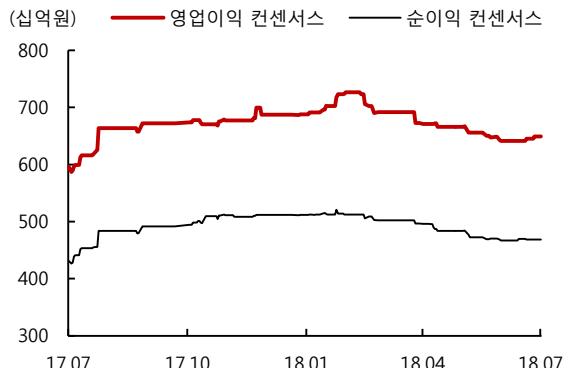
자료 현대해상, SK 증권

현대해상의 2Q18 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



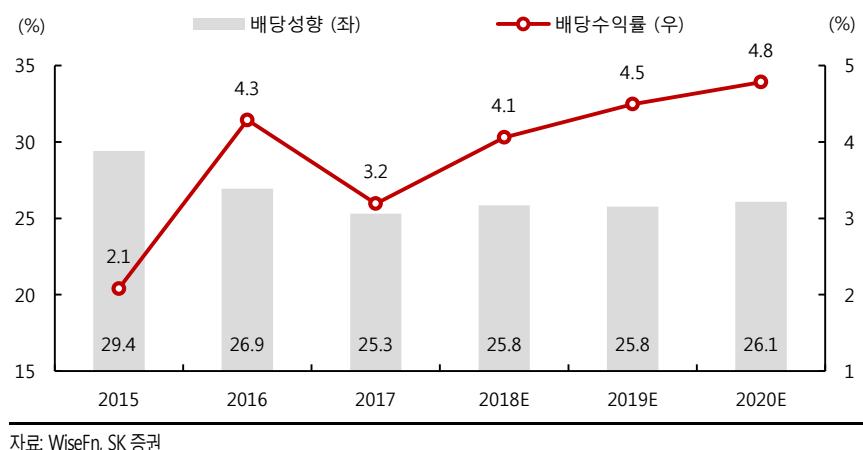
자료: FnGuide, SK 증권

현대해상의 2018년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

현대해상의 배당지표 추이 및 전망



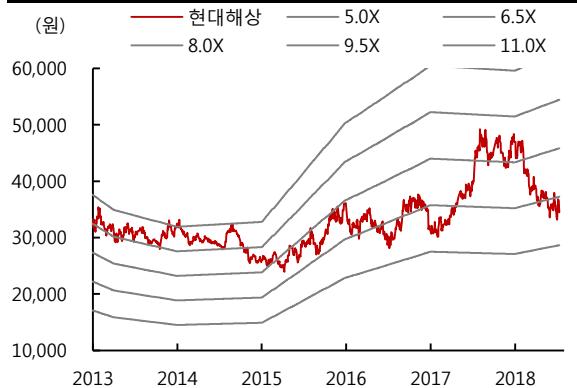
자료: WiseFn, SK 증권

현대해상의 12개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

현대해상의 12개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	29,643	32,448	34,279	36,490	38,809
현금 및 예치금	1,157	854	763	740	660
유가증권	18,780	21,083	22,536	24,245	25,952
주식	1,003	1,351	1,392	1,441	1,492
채권	10,829	11,207	11,840	12,603	13,404
수익증권	2,244	3,227	3,550	3,905	4,296
외화유가증권	4,395	5,112	5,554	6,079	6,526
기타유가증권	308	185	200	216	234
대출채권	8,691	9,505	9,986	10,484	11,150
부동산	1,015	1,006	994	1,022	1,048
비운용자산	3,796	3,938	3,954	3,981	3,995
특별계정자산	3,213	3,736	4,109	4,438	4,793
자산총계	36,652	40,122	42,343	44,909	47,597
책임준비금	28,653	31,051	32,919	34,952	37,079
지급준비금	2,480	2,554	2,708	2,870	3,042
보험료적립금	23,934	26,132	27,868	29,665	31,551
미경과보험료적립금	2,179	2,304	2,282	2,353	2,422
기타부채	1,835	2,177	2,255	2,302	2,359
특별계정부채	3,406	3,791	3,981	4,100	4,223
부채총계	33,894	37,019	39,155	41,354	43,661
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	2,398	2,763	3,076	3,444	3,824
비상위험준비금	731	806	844	863	884
자본조정	-37	-37	-37	-37	-37
기타포괄손익누계	238	218	-9	-9	-9
자본총계	2,758	3,103	3,188	3,556	3,936
부채와자본총계	36,652	40,122	42,343	44,909	47,597

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	13.5	9.5	5.5	6.1	6.0
운용자산	13.0	9.5	5.6	6.4	6.4
부채	13.5	9.2	5.8	5.6	5.6
책임준비금	11.6	8.4	6.0	6.2	6.1
자본	13.3	12.5	2.7	11.5	10.7
경과보험료	2.5	2.5	1.4	1.7	2.3
일반	-3.0	-0.9	2.0	2.0	2.0
자동차	12.7	9.2	2.9	2.0	3.5
장기	-0.2	0.4	0.9	1.5	1.9
순사업비	8.0	8.8	4.2	-0.8	2.5
투자영업이익	12.7	6.3	6.7	4.8	5.2
영업이익	84.0	18.2	-5.2	11.4	5.6
순이익	96.6	18.3	-8.6	11.0	5.2

자료 : SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	12,583	12,826	13,028	13,291	13,627
일반	1,079	1,081	1,102	1,124	1,147
자동차	3,145	3,329	3,416	3,519	3,660
장기	8,359	8,416	8,509	8,647	8,820
보유보험료	11,414	11,702	11,921	12,173	12,506
경과보험료	11,255	11,533	11,699	11,893	12,170
일반	455	451	460	469	479
자동차	2,739	2,991	3,077	3,137	3,248
장기	8,061	8,091	8,162	8,286	8,444
경과손해액	9,525	9,576	9,746	9,943	10,180
일반	297	297	298	319	325
자동차	2,242	2,379	2,509	2,596	2,689
장기	6,986	6,900	6,939	7,028	7,165
순사업비	2,148	2,337	2,434	2,416	2,477
보험영업이익	-418	-380	-482	-465	-486
투자영업이익	960	1,020	1,088	1,141	1,200
영업이익	542	640	607	676	714
영업외이익	-29	-15	-21	-28	-32
세전이익	513	625	586	648	682
법인세비용	113	152	154	168	178
당기순이익	400	473	432	480	504

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.6	83.0	83.3	83.6	83.6
일반	65.2	65.9	64.8	68.0	68.0
자동차	81.8	79.5	81.5	82.7	82.8
장기	86.7	85.3	85.0	84.8	84.9
사업비율	19.1	20.3	20.8	20.3	20.3
투자이익률	3.5	3.3	3.3	3.3	3.2
수익성 (%)					
ROE	154	161	13.7	14.2	13.5
ROA	12	12	1.0	1.1	1.1
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	5,013	5,929	5,417	6,014	6,325
보통주 BPS	34,591	38,912	39,979	44,593	49,368
보통주 DPS	1,350	1,500	1,400	1,550	1,650
기타 지표					
보통주 PER (X)	6.3	7.9	6.4	5.7	5.5
보통주 PBR (X)	0.9	1.2	0.9	0.8	0.7
배당성향 (%)	26.9	25.3	25.8	25.8	26.1
보통주 배당수익률 (%)	4.3	3.2	4.1	4.5	4.8

메리츠화재 (A000060) / 중립 / TP: 21,000 원 (하향)

메리츠화재의 2Q18 순이익은 730 억원 (-36.4% YoY, +15.6% QoQ)으로, 사상 최대 실적을 시현한 전년동기대비 감소하나 사업비 지출이 많았던 전분기대비 증가할 전망이다. 사업비율은 1Q18 대비 0.7%p 하락하나 YoY로는 4.0%p 상승할 것으로 가정했다. 2Q18 경과손해율은 79.9% (-0.2%p YoY)로 예상되는데, 상위사와 마찬가지로 자동차 손해율 상승과 장기 손해율 하락을 가정했으나 장기보험 비중이 더 높은 특성상 전체 손해율이 하락할 것으로 추정된다. 메리츠화재의 2Q18 투자수익률은 4.5%로 0.2%p YoY 하락하나 여전히 타사대비 높은 수준을 나타낼 전망이다.

메리츠화재 2Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	2Q18E	1Q18	QoQ (%)	2Q17	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(82.1)	(104.9)	적축	(18.2)	적확	n/a	n/a
투자영업이익	186.2	198.9	(6.4)	176.1	5.8	n/a	n/a
영업이익	104.2	94.0	10.9	157.9	(34.0)	135.5	(23.1)
당기순이익	73.0	63.1	15.6	114.7	(36.4)	87.0	(16.1)
(단위: %)	2Q18E	1Q18	QoQ (%p)	2Q17	YoY (%p)		
경과손해율	79.9	80.7	(0.8)	80.1	(0.2)		
일반	65.0	60.8	4.2	64.2	0.8		
자동차	77.2	78.8	(1.6)	75.0	2.2		
장기	81.0	81.9	(0.9)	81.6	(0.6)		
사업비율	25.2	25.9	(0.7)	21.2	4.0		
투자수익률	4.5	5.0	(0.4)	4.7	(0.2)		

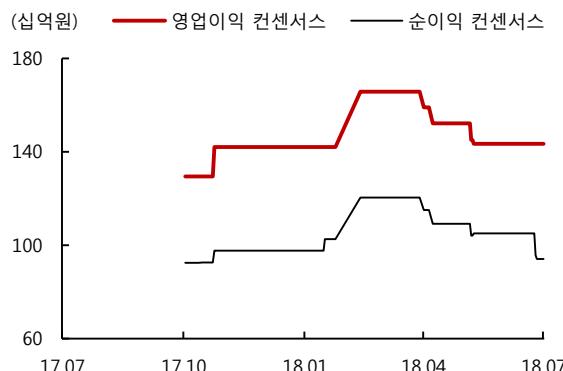
자료 FnGuide, SK 증권

메리츠화재의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



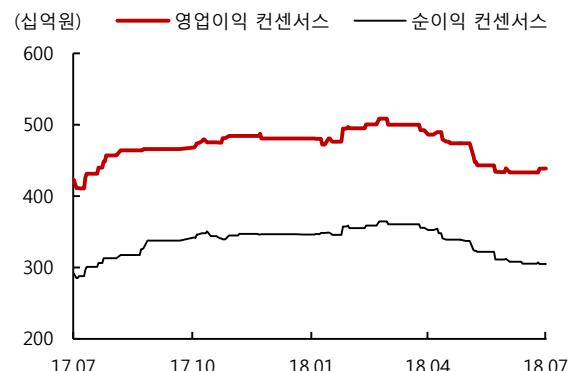
자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 2Q18 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



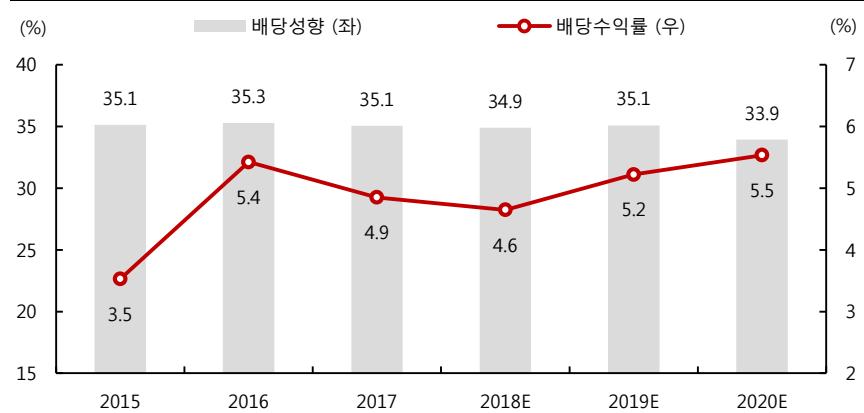
자료: FnGuide, SK 증권

메리츠화재의 2018년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

메리츠화재의 배당지표 추이 및 전망



자료: WiseFn, SK 증권

메리츠화재의 12개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

메리츠화재의 12개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	14,510	15,967	17,542	19,201	20,847
현금 및 예치금	220	380	422	648	817
유가증권	8,905	10,009	10,977	11,906	12,895
주식	100	112	207	213	219
채권	4,353	5,582	6,077	6,713	7,355
수익증권	1,890	1,451	1,552	1,630	1,712
외화유가증권	2,449	2,792	2,820	3,031	3,290
기타유가증권	114	72	319	319	319
대출채권	4,584	4,785	5,345	5,851	6,352
부동산	800	793	799	797	782
비운용자산	1,934	2,125	2,189	2,255	2,323
특별계정자산	0	0	0	0	0
자산총계	16,444	18,092	19,732	21,456	23,170
책임준비금	13,831	15,447	17,059	18,686	20,328
지급준비금	960	1,079	1,176	1,282	1,398
보험료적립금	12,195	13,619	15,099	16,602	18,109
미경과보험료적립금	589	659	691	706	723
기타부채	974	859	880	758	592
특별계정부채	0	0	0	0	0
부채총계	14,805	16,306	17,939	19,444	20,920
자본금	55	55	55	55	55
자본잉여금	437	437	437	437	437
이익잉여금	847	1,109	1,267	1,486	1,724
비상위험준비금	209	232	248	253	260
자본조정	-13	-19	-35	-35	-35
기타포괄손익누계	314	204	69	69	69
자본총계	1,640	1,787	1,792	2,012	2,249
부채와자본총계	16,444	18,092	19,732	21,456	23,170

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	12.6	10.0	9.1	8.7	8.0
운용자산	14.7	10.0	9.9	9.5	8.6
부채	12.7	10.1	10.0	8.4	7.6
책임준비금	13.1	11.7	10.4	9.5	8.8
자본	11.5	9.0	0.3	12.2	11.8
경과보험료	6.4	5.8	8.8	3.1	2.2
일반	20.6	13.3	8.5	2.9	4.0
자동차	3.5	3.6	4.5	2.3	4.0
장기	6.3	5.8	9.5	3.2	1.8
순사업비	2.8	16.1	16.8	-2.0	1.7
투자영업이익	0.7	19.9	7.8	7.2	7.8
영업이익	43.9	35.5	-17.9	11.6	10.1
순이익	50.5	37.7	-19.7	11.8	9.6

자료 : SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	5,990	6,403	6,945	7,194	7,373
일반	440	498	520	540	562
자동차	751	807	822	855	889
장기	4,799	5,098	5,603	5,799	5,922
보우보험료	5,680	6,055	6,562	6,797	6,966
경과보험료	5,666	5,997	6,525	6,725	6,871
일반	223	252	274	282	293
자동차	708	733	766	784	815
장기	4,736	5,011	5,485	5,660	5,763
경과손해액	4,698	4,824	5,265	5,505	5,642
일반	153	158	175	192	199
자동차	595	573	615	639	666
장기	3,950	4,092	4,475	4,674	4,776
순사업비	1,195	1,387	1,620	1,588	1,616
보험영업이익	-227	-214	-360	-368	-386
투자영업이익	596	714	770	826	891
영업이익	369	500	411	458	504
영업외이익	-32	-27	-28	-32	-36
세전이익	338	473	383	426	468
법인세비용	80	118	98	107	119
당기순이익	258	355	285	319	350

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
경과손해율	82.9	80.4	80.7	81.9	82.1
일반	68.7	62.8	64.0	68.0	68.0
자동차	84.1	78.2	80.2	81.6	81.7
장기	83.4	81.7	81.6	82.6	82.9
사업비율	21.1	23.1	24.8	23.6	23.5
투자이익률	4.5	4.8	4.7	4.6	4.5
수익성 (%)					
ROE	16.6	20.7	15.9	16.8	16.4
ROA	1.7	2.1	1.5	1.5	1.6
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	2,352	3,252	2,578	2,882	3,159
보통주 BPS	14,957	16,361	16,021	17,982	20,106
보통주 DPS	830	1,140	890	1,000	1,060
기타 지표					
보통주 PER (X)	6.5	7.2	7.4	6.6	6.1
보통주 PBR (X)	1.0	1.4	1.2	1.1	1.0
배당성향 (%)	35.3	35.1	34.9	35.1	33.9
보통주 배당수익률 (%)	5.4	4.9	4.6	5.2	5.5

한화손해보험 (A000370) / 매수 / TP: 9,500 원 (하향)

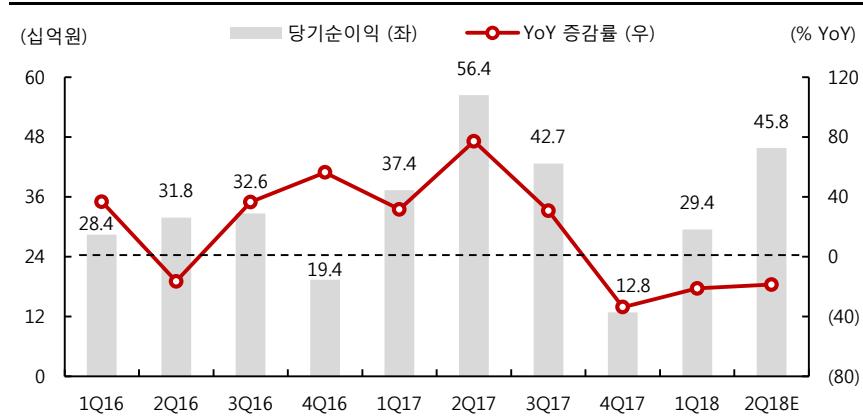
한화손해보험의 2Q18 순이익은 458 억원 (-18.8% YoY, +55.8% QoQ)으로, 사상 최대 실적을 시현한 전년동기대비 감소하나 사업비 지출이 많았던 전분기대비 크게 회복될 전망이다. 사업비율은 1Q18 대비 0.8%p 하락하나 YoY로는 2.8%p 상승한 수준을 가정했다. 2Q18 경과손해율은 81.2% (-0.4%p YoY)로, 상위사와 마찬가지로 자동차 손해율 상승과 장기 손해율 하락을 가정했으나 장기보험 비중이 더 높은 특성상 전체 손해율이 하락할 것으로 추정된다. 한화손해보험의 2Q18 투자수익률은 4.0%로 양호한 투자영업 수익성이 유지될 전망이다.

한화손해보험 2Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	2Q18E	1Q18	QoQ (%)	2Q17	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(67.5)	(83.3)	적축	(39.0)	적확	n/a	n/a
투자영업이익	130.8	125.3	4.4	115.3	13.4	n/a	n/a
영업이익	63.2	42.0	50.7	76.3	(17.1)	73.1	(13.5)
당기순이익	45.8	29.4	55.8	56.4	(18.8)	56.0	(18.1)
(단위: %)	2Q18E	1Q18	QoQ (%p)	2Q17	YoY (%p)		
경과손해율	81.2	82.0	(0.9)	81.6	(0.4)		
일반	70.0	75.3	(5.3)	68.7	1.3		
자동차	80.8	82.1	(1.4)	78.3	2.5		
장기	81.9	82.4	(0.5)	82.9	(1.0)		
사업비율	25.0	25.9	(0.8)	22.2	2.8		
투자수익률	4.0	3.9	0.1	3.9	0.0		

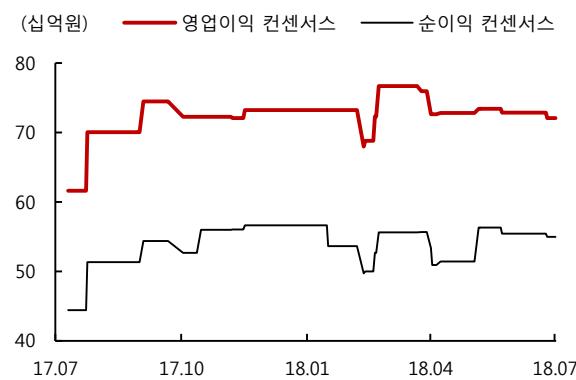
자료 FnGuide, SK 증권

한화손해보험의 분기별 당기순이익 추이 및 전망

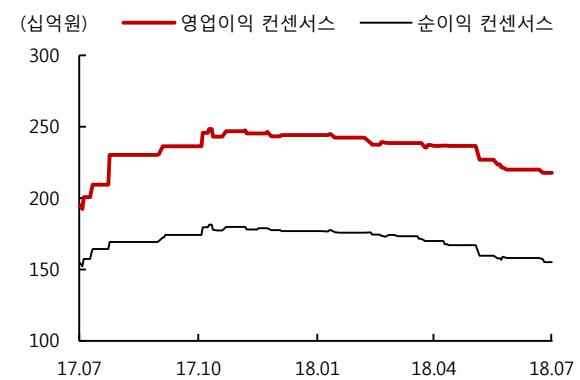


자료 한화손해보험, SK 증권

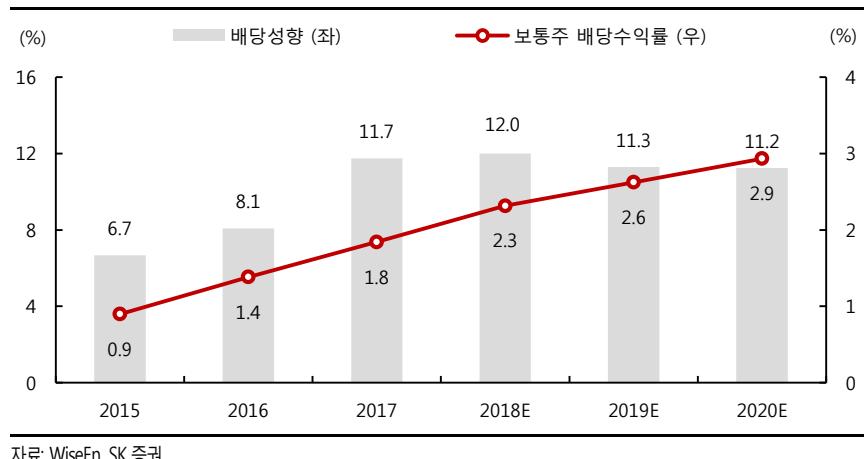
한화손해보험의 2Q18 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



한화손해보험의 2018년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



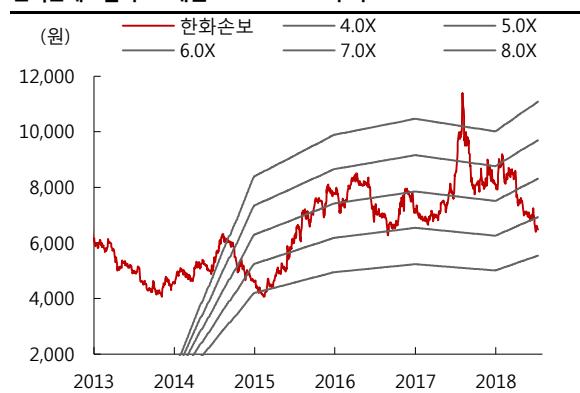
한화손해보험의 배당지표 추이 및 전망



한화손해보험의 12개월 forward PBR 추이



한화손해보험의 12개월 forward PER 추이



재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	11,389	12,691	13,900	15,122	16,488
현금 및 예치금	382	469	483	692	802
유가증권	5,637	6,568	7,305	7,963	8,716
주식	213	262	280	299	320
채권	2,373	2,784	3,021	3,317	3,617
수익증권	1,663	2,216	2,504	2,729	3,002
외화유가증권	1,294	1,228	1,412	1,523	1,675
기타유가증권	95	81	88	95	102
대출채권	4,871	5,166	5,622	5,980	6,487
부동산	497	485	490	487	482
비운용자산	1,880	2,187	2,209	2,231	2,253
특별계정자산	7	6	6	6	6
자산총계	13,275	14,884	16,115	17,359	18,747
책임준비금	11,540	12,817	14,085	15,373	16,673
지급준비금	793	842	884	929	975
보험료적립금	10,085	11,244	12,427	13,644	14,876
미경과보험료적립금	645	709	747	766	778
기타부채	844	877	765	563	474
특별계정부채	7	6	6	6	7
부채총계	12,391	13,699	14,857	15,943	17,154
자본금	454	584	584	584	584
자본잉여금	0	98	68	68	68
이익잉여금	264	403	531	690	867
비상위험준비금	102	121	110	101	103
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계	167	100	75	75	75
자본총계	885	1,185	1,258	1,416	1,593
부채와자본총계	13,275	14,884	16,115	17,359	18,747

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	12.5	12.1	8.3	7.7	8.0
운용자산	14.2	11.4	9.5	8.8	9.0
부채	13.2	10.6	8.4	7.3	7.6
책임준비금	13.3	11.1	9.9	9.1	8.5
자본	2.8	33.9	6.2	12.6	12.5
경과보험료	9.2	4.0	4.2	3.3	1.8
일반	21.5	24.3	9.9	9.0	4.0
자동차	18.1	3.9	-2.5	4.0	4.0
장기	7.3	3.1	5.1	2.9	1.2
순사업비	10.7	8.0	9.9	1.0	2.2
투자영업이익	10.7	6.3	10.6	3.9	7.8
영업이익	14.3	43.9	-2.5	19.0	11.7
순이익	17.8	33.0	-2.1	20.3	12.3

자료 : SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	4,954	5,291	5,618	5,876	6,078
일반	381	434	457	480	499
자동차	841	874	898	936	974
장기	3,733	3,984	4,263	4,460	4,605
보유보험료	4,087	4,151	4,366	4,610	4,768
경과보험료	3,993	4,151	4,324	4,467	4,545
일반	142	176	193	211	219
자동차	576	599	584	607	632
장기	3,275	3,376	3,547	3,649	3,694
경과손해액	3,364	3,411	3,541	3,654	3,720
일반	95	117	136	143	149
자동차	488	487	487	516	536
장기	2,776	2,805	2,918	2,994	3,035
순사업비	912	985	1,082	1,092	1,116
보험영업이익	-283	-245	-299	-279	-292
투자영업이익	428	455	503	523	563
영업이익	146	210	204	243	272
영업외이익	-11	-14	-11	-11	-11
세전이익	135	196	193	232	260
법인세비용	23	47	47	56	63
당기순이익	112	149	146	176	197
지배주주 순이익					

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.2	82.2	81.9	81.8	81.9
일반	67.4	66.7	70.2	68.0	68.0
자동차	84.8	81.3	83.4	85.0	84.9
장기	84.8	83.1	82.3	82.1	82.2
사업비율	22.8	23.7	25.0	24.5	24.6
투자이익률	4.1	3.9	3.9	3.7	3.6
수익성 (%)					
ROE	12.9	14.4	12.0	13.2	13.1
ROA	0.9	1.1	0.9	1.1	1.1
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	1,237	1,308	1,252	1,506	1,691
보통주 BPS	9,749	10,147	10,772	12,128	13,649
보통주 DPS	100	150	150	170	190
기타 지표					
보통주 PER (X)	5.8	6.2	5.2	4.3	3.8
보통주 PBR (X)	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5
배당성향 (%)	8.1	11.7	12.0	11.3	11.2
보통주 배당수익률 (%)	1.4	1.8	2.3	2.6	2.9

삼성생명 (A032830) / 매수 / TP: 136,000 원 (하향)

삼성생명의 2Q18 연결 지배주주 순이익은 1조 1,136억원 (+198.7% YoY, +191.5% QoQ), 삼성전자 지분 매각익 제외 시 -5.2% YoY로 다소 부진한 실적을 기록할 전망이다. 2Q18 위험손해율은 실손담보 손해율이 높았던 1Q18 대비 하락하나, 전년동기대비 상승하면서 사차이익이 10% YoY 수준 감소할 것으로 가정했다. 다만 손보업계의 GA채널 경쟁으로 생보업계 신계약 매출의 상대적 부진이 예상되는 가운데, 동사는 신상품 출시 및 저해지, 유병자 상품 등으로 YoY 10%대의 보장성 APE 성장을 보일 것으로 기대된다. 2Q18 투자수익률은 5.2%로 +2.1%p YoY, 전자 매각익을 제외해도 배당수익 증가 및 빌딩 매각익 등에 따라 3.2%로 0.1%p YoY 상승할 전망이다.

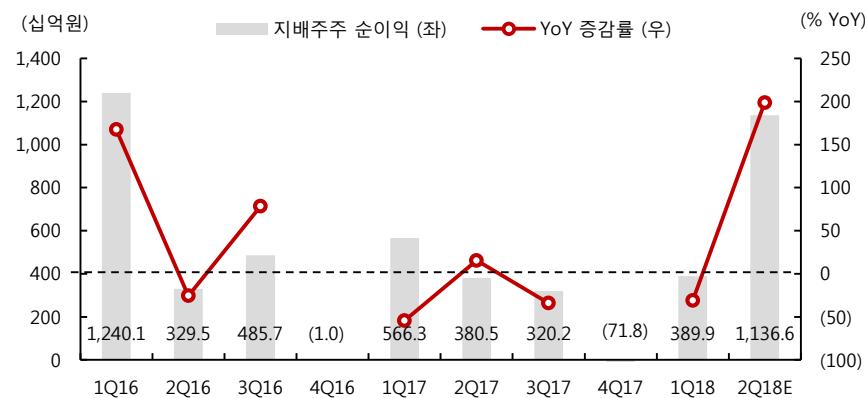
한편, 최근 금융감독원은 동사의 즉시연금 미지급금에 대해 일괄구제제도를 적용하겠다고 밝혔으며 이는 삼성을 포함한 일부 생보사의 실적에 하방 리스크로 작용할 전망이다. 구체적인 금액이 확정되지 않아 추정치에 반영하지 않았으나 현재 진행상황대로라면 2Q18에 우선 1,000억원대의 비용으로 반영될 가능성이 높으며, 향후 해당 상품의 보험금 지급시기 도래에 따라 순차적인 비용 지출이 나타날 수 있다는 판단이다.

삼성생명 2Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	2Q18E	1Q18	QoQ (%, %p)	2Q17	YoY (%, %p)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	0.6	(384.1)	흑전	475.4	(99.9)		
투자손익	2,963.5	1,980.9	49.6	1,668.6	77.6		
위험손해율 (%)	78.5	84.1	(5.6)	74.9	3.6		
투자수익률 (%)	5.2	3.5	1.7	3.1	2.1		
영업이익	1,311.3	203.3	545.0	200.6	553.8	663.3	97.7
지배주주 순이익	1,136.6	389.9	191.5	380.5	198.7	821.5	38.4

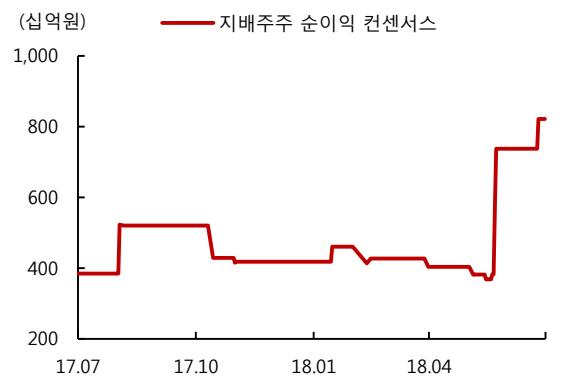
자료 FnGuide, SK 증권

삼성생명의 분기별 지배주주 순이익 추이 및 전망



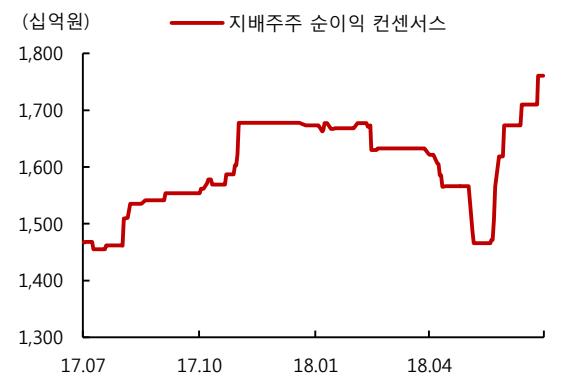
자료 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 2Q18 지배주주 순이익 컨센서스 변화



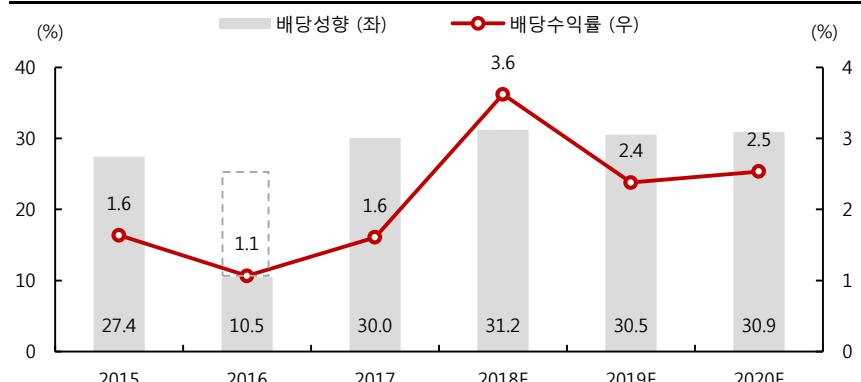
자료: FnGuide, SK 증권

삼성생명의 2018년 지배주주 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

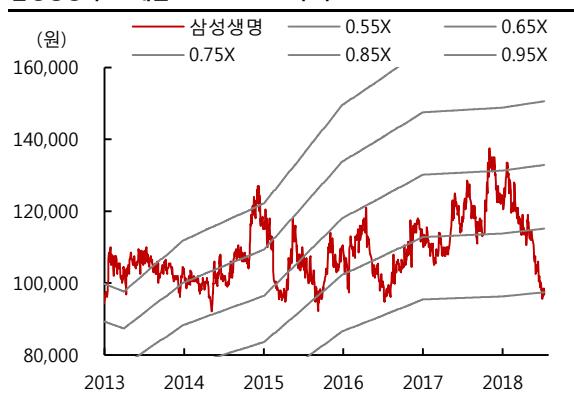
삼성생명의 배당지표 추이 및 전망



자료: WiseFn, SK 증권

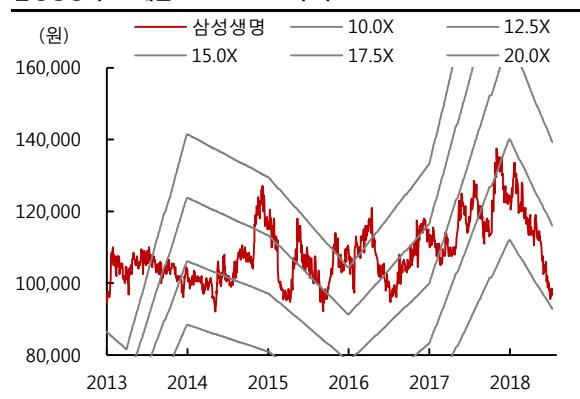
주: 점선은 염가매수차익 제외 시의 배당성향

삼성생명의 12개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

삼성생명의 12개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	214,879	228,741	238,535	248,618	258,682
현금 및 예치금	5,823	4,940	1,196	1,594	1,664
유가증권	142,071	150,811	158,582	165,435	172,644
주식	24,124	32,481	33,405	34,357	35,337
채권	103,316	100,549	105,577	109,800	114,192
수익증권	3,035	3,394	3,530	3,636	3,745
외화유가증권	11,129	13,896	15,563	17,120	18,832
기타유가증권	467	493	507	523	538
대출채권	58,063	64,574	69,789	72,739	75,684
부동산	8,923	8,416	8,968	8,850	8,691
비운용자산	8,269	8,691	8,951	9,220	9,497
특별계정자산	41,505	45,321	48,040	50,923	53,978
자산총계	264,654	282,753	295,527	308,760	322,157
책임준비금	158,729	166,881	174,027	181,382	188,725
보험료적립금	152,281	160,006	167,033	174,158	181,444
계약자지분조정	8,076	9,600	10,080	10,483	10,902
기타부채	25,683	27,928	29,975	31,723	33,167
특별계정부채	43,857	47,180	50,010	53,011	56,192
부채총계	236,345	251,588	264,091	276,599	288,986
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	63	63	63	63	63
이익잉여금	13,289	14,268	15,894	16,619	17,629
자본조정	-2,118	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117
기타포괄손익누계	15,310	17,087	15,749	15,749	15,749
자본총계	28,308	31,164	31,436	32,161	33,171
부채와자본총계	264,654	282,753	295,527	308,760	322,157

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	14.9	6.8	4.5	4.5	4.3
운용자산	17.4	6.5	4.3	4.2	4.0
특별계정자산	4.8	9.2	6.0	6.0	6.0
부채	14.4	6.4	5.0	4.7	4.5
책임준비금	6.4	5.1	4.3	4.2	4.0
자본	19.3	10.1	0.9	2.3	3.1
수입보험료	1.6	-5.6	-1.0	2.6	3.1
일반계정	-3.6	-0.9	-1.1	2.7	3.5
특별계정	10.3	-12.6	-0.7	2.5	2.5
순사업비	-2.3	13.1	5.8	-9.0	10.3
투자영업이익	24.4	-12.8	23.0	-9.9	3.4
세전이익	90.1	-34.2	71.4	-32.7	5.2
순이익	77.7	-39.9	66.1	-32.7	5.1
지배주주 순이익	69.6	-41.8	68.4	-32.7	5.1

자료 : SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	27,884	26,321	26,068	26,753	27,589
일반계정	16,669	16,515	16,332	16,776	17,365
특별계정	11,215	9,806	9,736	9,977	10,224
보험손익	2,476	1,006	-516	-372	-561
보험영업수익	17,046	16,948	16,756	17,216	17,822
보험료수익	16,768	16,646	16,442	16,887	17,476
재보험수익	278	302	314	330	346
보험영업비용	14,570	15,942	17,273	17,588	18,382
지급보험금	10,610	11,910	13,180	13,497	14,037
재보험비용	311	339	361	379	398
사업비	1,524	1,723	1,823	1,659	1,830
신계약비상각비	2,124	1,969	1,907	2,052	2,116
할인료	1	1	1	1	1
특자손익	8,000	6,976	8,578	7,731	7,995
책임준비금전입액	9,242	7,610	6,533	6,772	6,764
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	1,235	373	1,529	587	671
영업외이익	1,373	1,342	1,410	1,391	1,409
특별계정 수입수수료	1,443	1,571	1,694	1,795	1,903
특별계정 지급수수료	1	13	16	11	15
세전이익	2,607	1,715	2,939	1,978	2,080
법인세비용	458	423	792	534	562
당기순이익	2,150	1,293	2,147	1,444	1,518
지배주주 순이익	2,054	1,195	2,013	1,354	1,423

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	63.7	72.1	80.7	80.5	80.8
위험손해율	82.1	78.5	78.4	77.3	77.4
사업비율	12.0	12.4	12.7	12.4	12.6
투자이익률	4.1	3.2	3.7	3.2	3.2
수익성 (%)					
ROE	7.9	4.0	6.4	4.3	4.4
ROA	0.8	0.4	0.7	0.4	0.5
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	11,440	6,656	11,210	7,539	7,925
보통주 BPS	157,642	173,545	175,057	179,096	184,722
보통주 DPS	1,200	2,000	3,500	2,300	2,450
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	9.8	18.7	8.6	12.8	12.2
보통주 PBR (배)	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
배당성향	10.5	30.0	31.2	30.5	30.9
보통주 배당수익률	1.1	1.6	3.6	2.4	2.5

한화생명 (A088350) / 매수 / TP: 7,200 원 (하향)

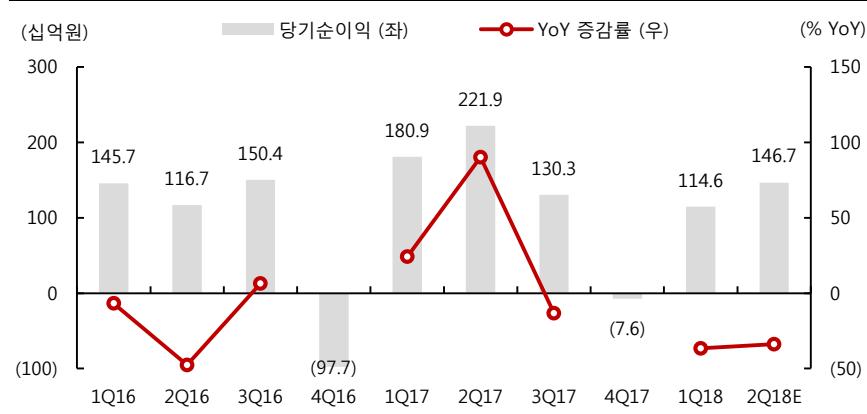
한화생명의 2Q18 순이익은 1,467 억원 (-33.9% YoY, +28.1% QoQ)으로 시장 기대치를 5% 하회하는 실적 부진이 예상된다. 2Q18 위험손해율은 74.6%로 +1.4%p YoY 상승하나 평기 대비 낮은 수준이며, 상반기 기준 5% YoY 의 사차이의 증가가 예상된다. 다만 손보업계의 GA 채널 경쟁 영향으로 보장성 APE는 3% YoY 수준 감소할 것으로 예상된다. 2Q18 투자수익률은 3.7% (-0.3%p YoY)로, 전년동기 있었던 런던 빌딩 매각의 소멸과 채권 처분의 감소 등으로 하락할 전망이다.

한화생명 2Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	2Q18E	1Q18	QoQ (%, %p)	2Q17	YoY (%, %p)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	76.6	(291.9)	흑전	231.2	(66.9)		
투자손익	785.4	822.1	(4.5)	822.6	(4.5)		
위험손해율 (%)	74.6	79.2	(4.5)	73.2	1.4		
투자수익률 (%)	3.7	3.9	(0.2)	4.0	(0.3)		
영업이익	(73.1)	(132.4)	적축	63.6	적전	(60.2)	n/a
당기순이익	146.7	114.6	28.1	221.9	(33.9)	154.7	(5.1)

자료 FnGuide, SK 증권

한화생명의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 2Q18 당기순이익 컨센서스 변화



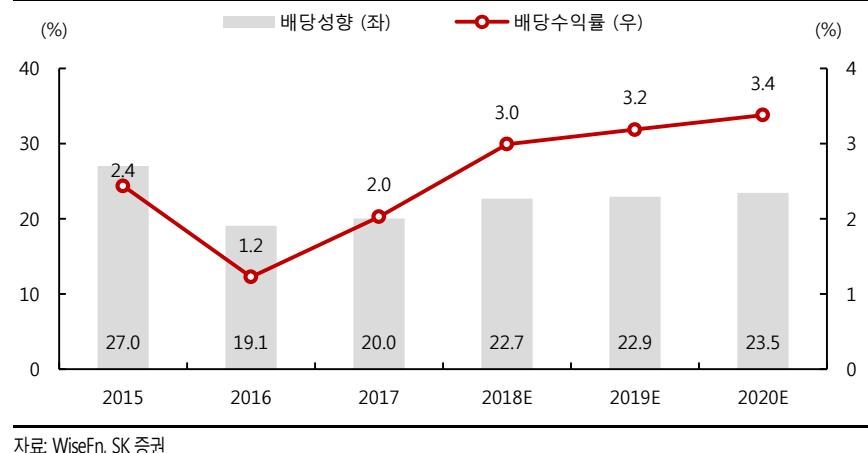
자료: FnGuide, SK 증권

한화생명의 2018년 당기순이익 컨센서스 변화



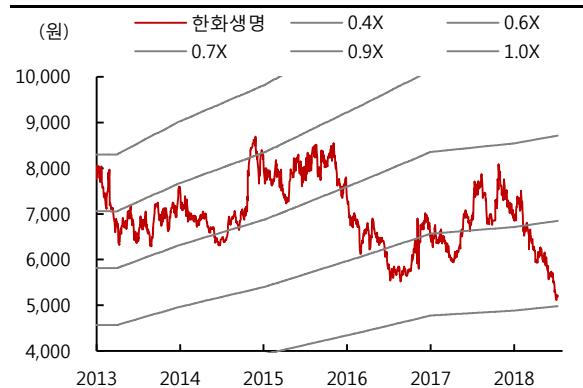
자료: FnGuide, SK 증권

한화생명의 배당지표 추이 및 전망



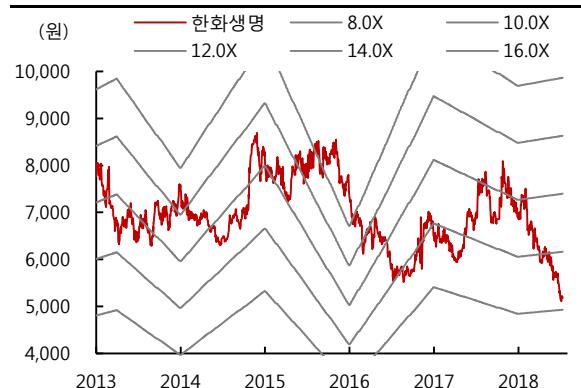
자료: WiseFn, SK 증권

한화생명의 12개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

한화생명의 12개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	82,187	84,360	87,651	91,198	95,308
현금 및 예치금	754	417	415	28	-3
유가증권	59,246	61,143	63,562	66,830	70,179
주식	1,492	1,598	1,678	1,761	1,849
채권	34,921	32,111	33,363	35,047	36,627
수익증권	5,525	6,162	6,408	6,793	7,200
외화유기증권	16,437	20,365	21,159	22,227	23,451
기타유기증권	871	909	954	1,002	1,052
대출채권	18,736	19,364	20,182	20,816	21,564
부동산	3,502	3,479	3,492	3,524	3,569
비운용자산	3,281	4,310	4,525	4,661	4,801
특별계정자산	19,863	21,643	22,509	23,634	24,816
자산총계	105,331	110,313	114,685	119,494	124,925
책임준비금	73,290	77,253	80,653	84,321	88,121
보험료적립금	69,949	73,774	77,036	80,597	84,301
계약자지분조정	813	697	725	754	784
기타부채	2,206	1,229	1,307	1,380	1,674
특별계정부채	20,869	22,165	22,830	23,514	24,455
부채총계	97,179	101,344	105,515	109,969	115,034
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	983	983	983	983
이익잉여금	2,680	3,152	3,502	3,856	4,223
자본조정	-924	-924	-924	-924	-924
기타포괄손익누계	1,569	1,415	1,266	1,266	1,266
자본총계	8,153	8,969	9,170	9,524	9,891
부채와자본총계	105,331	110,313	114,685	119,494	124,925

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	6.6	4.7	4.0	4.2	4.5
운용자산	7.5	2.6	3.9	4.0	4.5
특별계정자산	4.5	9.0	4.0	5.0	5.0
부채	7.6	4.3	4.1	4.2	4.6
책임준비금	8.3	5.4	4.4	4.5	4.5
자본	-4.9	10.0	2.2	3.9	3.9
수입보험료	1.5	-9.0	-1.4	2.2	2.9
일반계정	2.4	-8.5	-1.8	2.2	2.9
특별계정	-0.4	-10.2	-0.7	2.1	2.8
순사업비	-2.6	-1.0	10.0	-32	2.9
투자영업이익	-0.6	-0.6	0.4	2.8	3.1
세전이익	-28.8	69.0	2.8	29	3.8
순이익	-37.0	66.8	-2.3	5.3	3.7

자료 : SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	15,180	13,814	13,615	13,910	14,309
일반계정	10,474	9,587	9,418	9,626	9,908
특별계정	4,707	4,227	4,197	4,284	4,402
보험손익	1,937	538	-184	-1	4
보험영업수익	10,622	9,749	9,581	9,792	10,077
보험료수익	10,474	9,587	9,418	9,626	9,908
재보험수익	148	162	163	166	170
보험영업비용	8,685	9,210	9,765	9,793	10,073
지급보험금	6,359	6,882	7,516	7,540	7,710
재보험비용	160	170	171	175	178
사업비	892	883	971	940	967
신계약비상각비	1,271	1,272	1,104	1,135	1,214
할인료	3	3	3	3	3
특자손익	3,174	3,156	3,168	3,256	3,357
책임준비금전입액	5,598	3,963	3,401	3,668	3,801
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	-487	-269	-417	-412	-440
영업외이익	896	961	1,128	1,144	1,200
특별계정 수입수수료	938	1,035	1,149	1,167	1,224
특별계정 지급수수료	21	21	27	28	29
세전이익	409	691	711	732	760
법인세비용	94	166	198	191	199
당기순이익	315	525	513	540	561

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	60.7	71.8	79.8	78.3	77.8
위험손해율	79.0	76.7	76.3	76.4	76.8
사업비율	13.2	14.1	13.9	13.7	13.9
투자이익률	4.1	3.9	3.8	3.7	3.7
수익성 (%)					
ROE	3.8	6.1	5.7	5.8	5.8
ROA	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	419	699	683	719	746
보통주 BPS	10,850	11,937	12,205	12,676	13,164
보통주 DPS	80	140	155	165	175
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	15.6	9.9	7.6	7.2	6.9
보통주 PBR (배)	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
배당성향	19.1	20.0	22.7	22.9	23.5
보통주 배당수익률	1.2	2.0	3.0	3.2	3.4

아이엔지생명 (A079440) / 중립 / TP: 46,500 원 (하향)

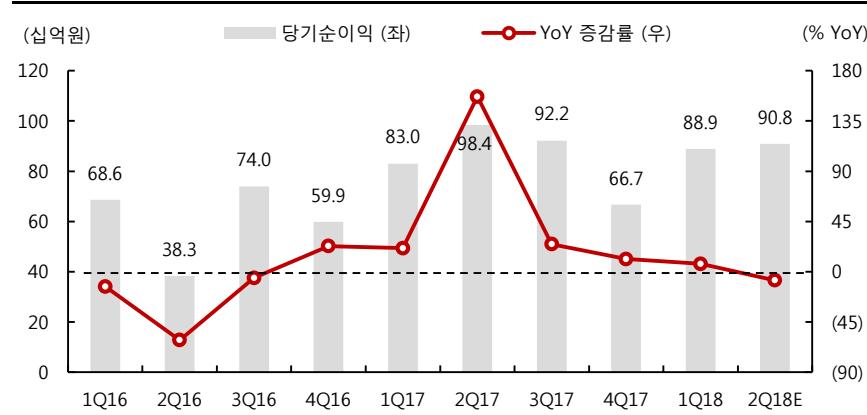
ING 생명의 2Q18 순이익은 908 억원 (-7.7% YoY, +2.2% QoQ)으로 전년동기대비 감소하나 900 억원 내외의 경상 체력을 유지할 전망이다. 2Q18 위험손해율은 75.3%로 전년동기대비 2.5%p 상승하면서 사차이익이 6% YoY 감소할 것으로 추정하나 이는 분기 변동성으로, 상반기 누적 기준 사차이익은 6% YoY 증가할 전망이다. 손보업계의 GA 채널 경쟁 영향에도 불구하고, 동사의 보장성 APE는 여전히 YoY 10%대의 성장률을 시현할 것으로 기대된다. 2Q18 투자수익률은 3.6% (-0.1%p YoY)로 유의한 일회성 투자손익 없이 양호한 수준을 유지할 것으로 기대된다.

ING 생명 2Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	2Q18E	1Q18	QoQ (%, %p)	2Q17	YoY (%, %p)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	145.9	35.9	306.5	198.8	(26.6)		
투자손익	219.9	227.5	(3.4)	220.2	(0.2)		
위험손해율 (%)	75.3	77.2	(1.9)	72.9	2.5		
투자수익률 (%)	3.6	3.7	(0.2)	3.7	(0.1)		
영업이익	83.3	82.1	1.6	96.3	(13.4)	84.3	(1.2)
당기순이익	90.8	88.9	2.2	98.4	(7.7)	90.1	0.8

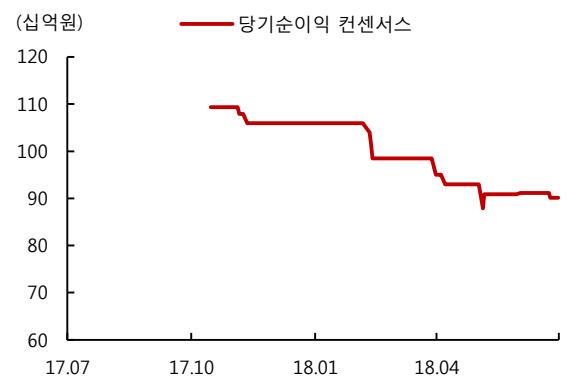
자료 FnGuide, SK 증권

ING 생명의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



자료 ING 생명, SK 증권

ING 생명의 2Q18 당기순이익 컨센서스 변화



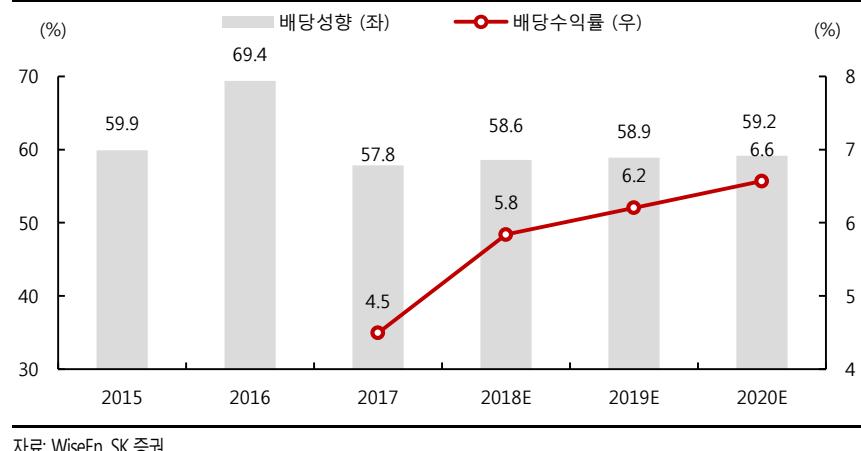
자료: FnGuide, SK 증권

ING 생명의 2018년 당기순이익 컨센서스 변화



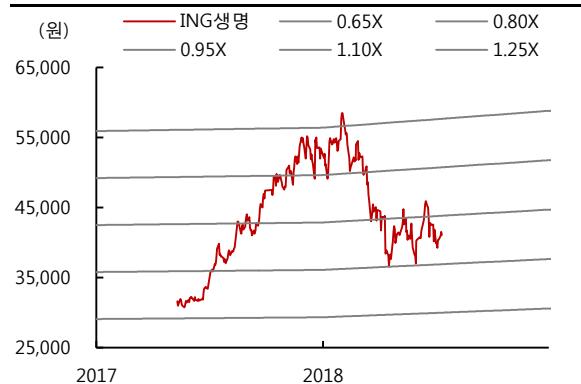
자료: FnGuide, SK 증권

ING 생명의 배당지표 추이 및 전망



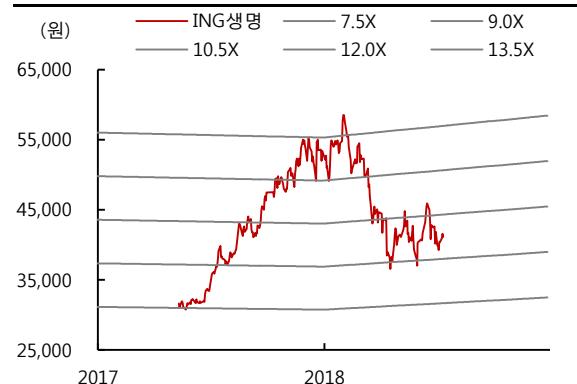
자료: WiseFn, SK 증권

ING 생명의 12개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

ING 생명의 12개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	23,984	24,558	25,276	26,340	27,684
현금 및 예치금	565	560	471	571	606
유가증권	21,329	21,864	22,411	23,274	24,456
주식	98	117	129	142	156
채권	20,782	21,074	20,952	21,624	22,620
수익증권	214	380	912	1,049	1,154
외화유가증권	218	287	401	441	508
기타유가증권	16	16	17	18	19
대출채권	2,089	2,134	2,395	2,495	2,623
부동산	0	0	0	0	0
비운용자산	1,332	1,319	1,345	1,385	1,427
특별계정자산	5,353	5,578	5,467	5,357	5,357
자산총계	30,669	31,455	32,088	33,083	34,469
책임준비금	19,878	21,166	22,209	23,365	24,558
보험료적립금	19,232	20,522	21,564	22,694	23,848
계약자지분조정	213	135	140	146	152
기타부채	1,019	837	504	288	311
특별계정부채	5,411	5,648	5,536	5,425	5,425
부채총계	26,521	27,787	28,388	29,224	30,445
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	498	489	489	489	489
이익잉여금	1,766	1,882	2,021	2,179	2,345
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계	1,801	1,216	1,109	1,109	1,109
자본총계	4,147	3,669	3,700	3,859	4,024
부채와자본총계	30,669	31,455	32,088	33,083	34,469

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	3.8	2.6	2.0	3.1	4.2
운용자산	5.5	24	2.9	4.2	5.1
특별계정자산	-2.9	4.2	-2.0	-2.0	0.0
부채	4.8	4.8	2.2	2.9	4.2
책임준비금	7.7	6.5	4.9	5.2	5.1
자본	-2.7	-11.5	0.9	4.3	4.3
수입보험료	-9.8	1.4	1.1	3.0	2.8
일반계정	-12.2	0.5	-0.2	2.9	2.7
특별계정	-0.4	4.4	5.4	3.0	3.0
순사업비	8.2	5.6	6.2	-4.7	2.8
투자영업이익	3.0	1.3	2.4	1.0	3.2
세전이익	-20.4	43.5	-0.3	5.7	5.5
순이익	-21.0	41.3	-1.3	5.7	5.4

자료 : SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	4,058	4,113	4,159	4,282	4,401
일반계정	3,142	3,158	3,152	3,245	3,332
특별계정	915	956	1,007	1,038	1,069
보험손익	795	744	461	599	633
보험영업수익	3,250	3,268	3,267	3,362	3,452
보험료수익	3,142	3,158	3,152	3,245	3,332
재보험수익	108	111	115	117	120
보험영업비용	2,455	2,525	2,806	2,763	2,819
지급보험금	1,723	1,782	2,033	2,001	2,036
재보험비용	122	128	132	135	137
사업비	355	375	398	379	390
신계약비상각비	254	240	243	249	256
할인료	1	-0	0	0	0
특자손익	852	863	883	892	920
책임준비금전입액	1,419	1,285	1,042	1,157	1,193
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	228	321	302	334	360
영업외이익	87	131	148	142	143
특별계정 수입수수료	115	153	179	172	172
특별계정 지급수수료	7	9	17	15	15
세전이익	315	452	451	476	503
법인세비용	74	112	115	121	128
당기순이익	241	340	336	355	374

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	54.8	56.4	64.5	61.7	61.1
위험손해율	84.9	76.2	76.0	75.8	75.9
사업비율	15.0	15.0	15.6	15.1	15.1
투자이익률	3.7	3.6	3.6	3.5	3.5
수익성 (%)					
ROE	5.7	8.7	9.1	9.4	9.5
ROA	0.8	1.1	1.1	1.1	1.1
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	2,936	4,149	4,097	4,332	4,564
보통주 BPS	50,578	44,738	45,124	47,056	49,070
보통주 DPS	20,370	2,400	2,400	2,550	2,700
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	0.0	12.9	10.0	9.5	9.0
보통주 PBR (배)	0.0	1.2	0.9	0.9	0.8
배당성향	69.4	57.8	58.6	58.9	59.2
보통주 배당수익률	0.0	4.5	5.8	6.2	6.6

동양생명 (A082640) / 매수 / TP: 9,000 원 (하향)

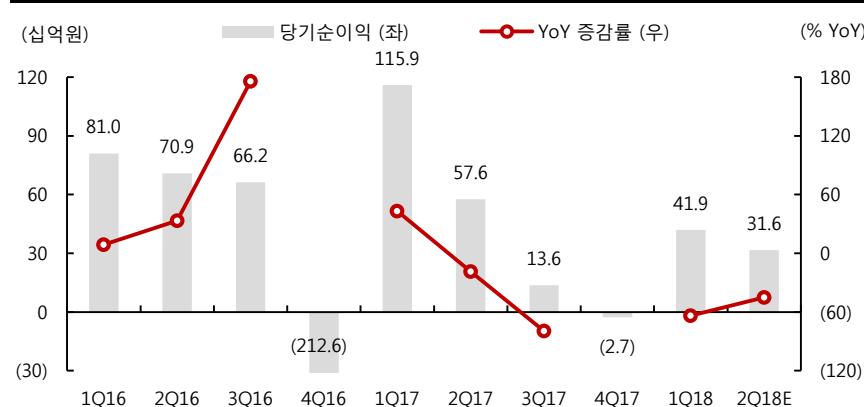
동양생명의 2Q18 순이익은 316 억원 (-45.1% YoY, -24.7% QoQ)으로 크게 부진한 실적이 예상된다. 저축성 일시납 매출의 감소 (1,500 억원 가정 vs. 1Q18 1,700 억원, 2Q17 3,100 억원)와 더불어 이차이익의 부진이 심화되면서 이익 수준이 하락할 것으로 전망된다. 2Q18 위험손해율은 78.5% (+3.5%p YoY)로 역대 최저 수준의 손해율을 기록한 전년동기대비 악화되나, 200 억원 중반대의 양호한 사차이익을 달성할 전망이다. 다만 손보업계의 GA 채널 경쟁 영향으로 보장성 APE는 8% YoY 수준 감소할 것으로 예상된다. 2Q18 투자수익률은 3.0%로 고위험-고수익 물건의 정리, 환 헛지 코스트 확대 등에 따라 1.0%p YoY 하락할 것으로 추정한다.

동양생명 2Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	2Q18E	1Q18	QoQ (%, %p)	2Q17	YoY (%, %p)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	333.6	284.6	17.2	584.1	(42.9)		
투자손익	197.7	222.3	(11.1)	243.0	(18.6)		
위험손해율 (%)	78.5	77.6	0.9	75.0	3.5		
투자수익률 (%)	3.0	3.4	(0.5)	4.0	(1.0)		
영업이익	19.8	27.1	(26.9)	60.5	(67.3)	34.3	(42.2)
당기순이익	31.6	41.9	(24.7)	57.6	(45.1)	39.8	(20.6)

자료: FnGuide, SK 증권

동양생명의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



자료: 동양생명, SK 증권

동양생명의 2Q18 당기순이익 컨센서스 변화



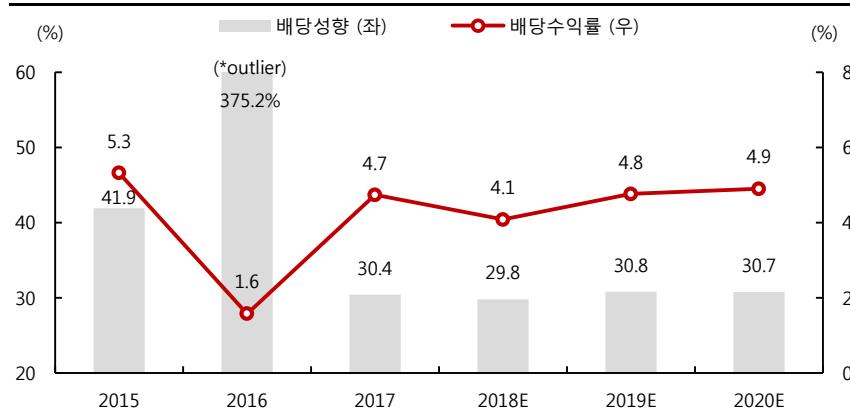
자료: FnGuide, SK 증권

동양생명의 2018년 당기순이익 컨센서스 변화



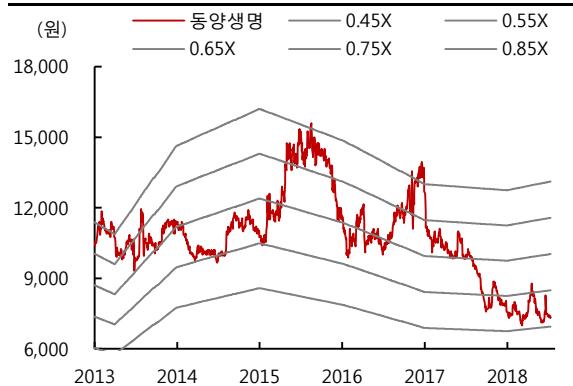
자료: FnGuide, SK 증권

동양생명의 배당지표 추이 및 전망



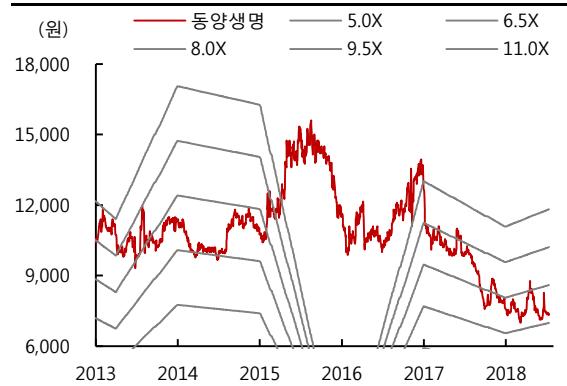
자료: WiseFn, SK 증권

동양생명의 12개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

동양생명의 12개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	23,073	25,977	27,840	29,783	31,869
현금 및 예치금	1,551	1,376	1,388	1,481	1,577
유가증권	17,035	20,125	21,582	23,136	24,765
주식	534	634	652	671	690
채권	9,822	10,975	12,622	13,565	14,583
수익증권	1,729	1,289	1,417	1,502	1,608
외화유기증권	3,789	5,816	5,409	5,841	6,250
기타유기증권	1,161	1,412	1,482	1,556	1,634
대출채권	4,132	4,123	4,455	4,706	5,036
부동산	356	353	415	459	491
비운용자산	1,057	1,428	1,471	1,515	1,560
특별계정자산	2,536	2,869	3,012	3,163	3,321
자산총계	26,666	30,274	32,323	34,460	36,750
책임준비금	21,634	24,481	26,482	28,409	30,399
보험료적립금	20,553	23,146	25,002	26,877	28,845
계약자지분조정	35	23	24	25	25
기타부채	547	318	291	242	281
특별계정부채	2,665	3,067	3,190	3,317	3,450
부채총계	24,880	27,890	29,987	31,993	34,155
자본금	538	807	807	807	807
자본잉여금	206	464	464	464	464
이익잉여금	728	892	993	1,123	1,251
자본조정	-61	-61	-61	-61	-61
기타포괄손익누계	375	283	134	134	134
자본총계	1,786	2,384	2,337	2,467	2,595
부채와자본총계	26,666	30,274	32,323	34,460	36,750

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	18.1	13.5	6.8	6.6	6.6
운용자산	20.4	12.6	7.2	7.0	7.0
특별계정자산	4.4	13.1	5.0	5.0	5.0
부채	20.6	12.1	7.5	6.7	6.8
책임준비금	22.8	13.2	8.2	7.3	7.0
자본	-8.2	33.5	-2.0	5.6	5.2
수입보험료	57.8	-11.5	-9.4	0.6	2.9
일반계정	71.3	-15.8	-10.6	0.3	3.0
특별계정	-14.1	34.7	-1.7	2.2	2.2
순사업비	17.9	11.2	-2.8	2.3	2.9
투자영업이익	-33.2	83.6	-11.7	5.5	7.6
세전이익	-122.9	-646.0	-14.5	13.3	3.1
순이익	-96.4	3,289.1	-14.9	12.7	3.1

자료 : SK증권 추정

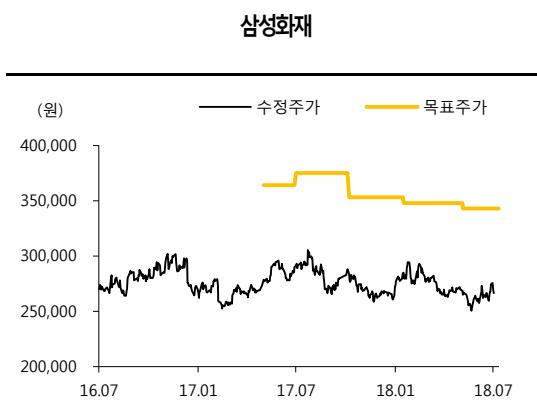
포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	6,675	5,908	5,352	5,384	5,539
일반계정	6,102	5,137	4,594	4,610	4,747
특별계정	573	771	758	774	791
보험손익	3,418	2,076	1,287	1,189	1,189
보험영업수익	6,145	5,191	4,655	4,676	4,818
보험료수익	6,102	5,137	4,594	4,610	4,747
재보험수익	43	54	61	66	71
보험영업비용	2,728	3,115	3,368	3,486	3,629
지급보험금	1,996	2,322	2,556	2,635	2,750
재보험비용	50	61	69	76	82
사업비	346	385	374	383	394
신계약비상각비	333	346	368	391	403
할인료	2	2	1	1	1
특자손익	509	935	825	871	937
책임준비금전입액	4,016	2,845	1,998	1,924	1,987
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	-89	166	114	136	139
영업외이익	45	76	92	97	102
특별계정 수입수수료	52	72	92	98	103
특별계정 지급수수료	0	0	0	0	0
세전이익	-44	241	206	234	241
법인세비용	-50	57	49	57	58
당기순이익	5	184	157	177	183

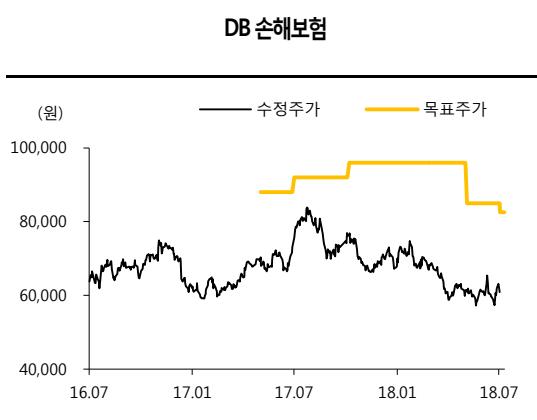
주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	32.7	45.2	55.6	57.2	57.9
위험손해율	80.0	80.4	77.8	77.6	76.7
사업비율	10.1	13.0	14.4	14.5	14.5
투자이익률	24	3.9	3.1	3.1	3.1
수익성 (%)					
ROE	0.3	8.8	6.7	7.4	7.2
ROA	0.0	0.6	0.5	0.5	0.5
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	53	1,183	1,007	1,136	1,171
보통주 BPS	17,498	15,297	14,992	15,828	16,649
보통주 DPS	200	360	300	350	360
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	238.2	6.4	7.3	6.5	6.3
보통주 PBR (배)	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4
배당성향	375.2	30.4	29.8	30.8	30.7
보통주 배당수익률	1.6	4.7	4.1	4.8	4.9

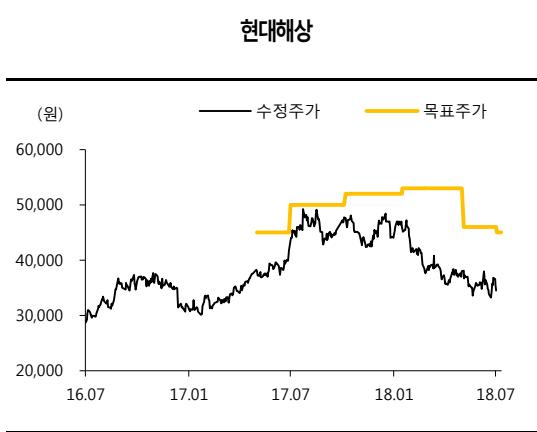
일시	투자의견	목표주가	목표가격			고리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2018.07.12	매수	343,000원	6개월				
2018.05.15	매수	343,000원	6개월	-23.26%	-19.68%		
2018.02.22	매수	348,000원	6개월	-20.68%	-15.37%		
2018.01.25	매수	348,000원	6개월	-18.51%	-15.37%		
2017.12.01	매수	353,000원	6개월	-23.32%	-19.41%		
2017.11.01	매수	353,000원	6개월	-22.97%	-19.83%		
2017.10.17	매수	353,000원	6개월	-21.04%	-19.83%		
2017.07.12	매수	375,000원	6개월	-24.22%	-18.53%		
2017.05.29	매수	364,000원	6개월	-21.07%	-18.68%		



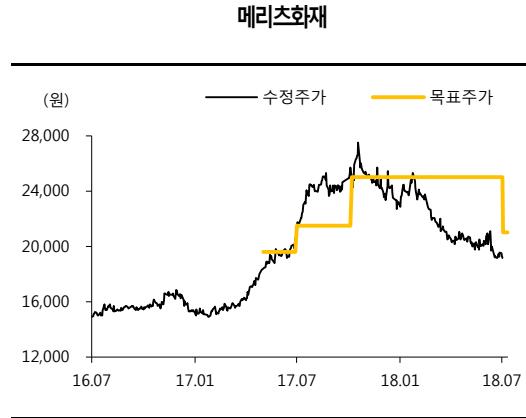
일시	투자의견	목표주가	목표가격			고리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2018.07.12	매수	82,500원	6개월				
2018.05.14	매수	85,000원	6개월	-28.78%	-23.06%		
2018.02.23	매수	96,000원	6개월	-29.24%	-20.00%		
2018.01.25	매수	96,000원	6개월	-26.91%	-20.00%		
2017.12.01	매수	96,000원	6개월	-26.95%	-20.00%		
2017.11.01	매수	96,000원	6개월	-27.00%	-20.00%		
2017.10.17	매수	96,000원	6개월	-22.56%	-20.00%		
2017.07.12	매수	92,000원	6개월	-16.43%	-8.91%		
2017.05.29	매수	88,000원	6개월	-20.38%	-12.27%		



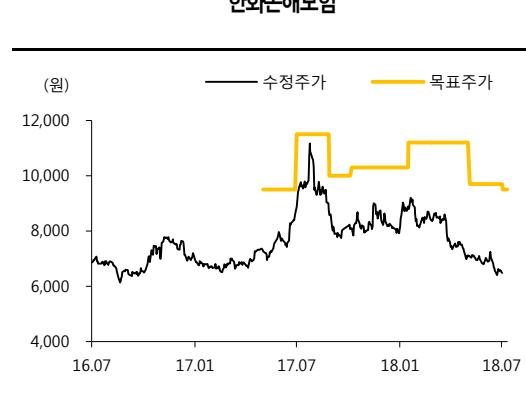
일시	투자의견	목표주가	목표가격			고리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2018.07.12	매수	45,000원	6개월				
2018.05.14	매수	46,000원	6개월	-22.57%	-17.17%		
2018.02.26	매수	53,000원	6개월	-25.33%	-10.94%		
2018.01.25	증립	53,000원	6개월	-17.69%	-10.94%		
2017.12.01	매수	52,000원	6개월	-12.77%	-6.92%		
2017.11.01	증립	52,000원	6개월	-13.90%	-7.50%		
2017.10.17	증립	52,000원	6개월	-9.84%	-7.50%		
2017.07.12	매수	50,000원	6개월	-8.23%	-1.60%		
2017.05.29	매수	45,000원	6개월	-12.70%	-2.00%		



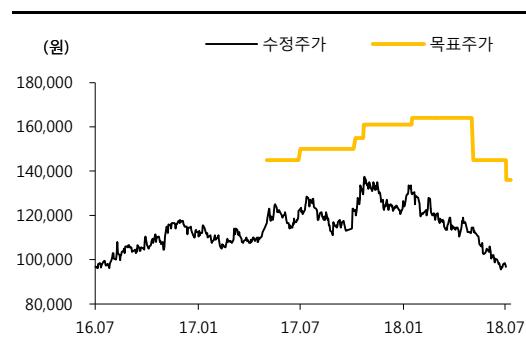
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	고리율		메리츠화재
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비	
2018.07.12	중립	21,000원	6개월			
2018.02.06	중립	25,000원	6개월	-9.82%	10.00%	
2018.01.25	중립	25,000원	6개월	-155%	10.00%	
2017.12.01	중립	25,000원	6개월	-157%	10.00%	
2017.11.01	중립	25,000원	6개월	148%	10.00%	
2017.10.17	중립	25,000원	6개월	3.60%	10.00%	
2017.07.12	중립	21,500원	6개월	11.81%	19.53%	
2017.05.29	중립	19,600원	6개월	0.46%	10.97%	



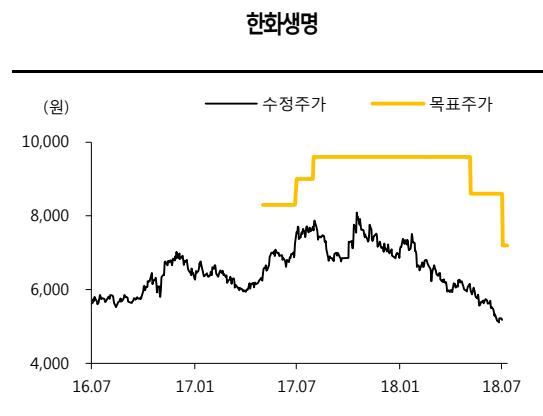
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	고리율		한화손해보험
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비	
2018.07.12	매수	9,500원	6개월			
2018.05.14	매수	9,700원	6개월	-29.25%	-25.26%	
2018.02.27	매수	11,200원	6개월	-27.40%	-17.86%	
2018.01.25	매수	11,200원	6개월	-23.23%	-17.86%	
2017.10.17	매수	10,300원	6개월	-18.96%	-1243%	
2017.09.11	매수	9,788원	6개월	-18.38%	-15.92%	
2017.07.12	매수	11,256원	6개월	-14.42%	-0.87%	
2017.05.29	매수	9,298원	6개월	-14.83%	-1.79%	



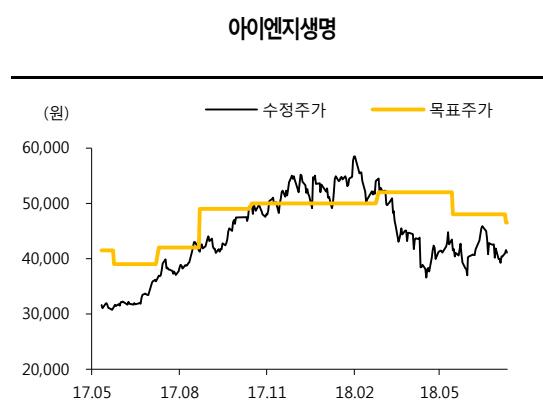
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	고리율		삼성생명
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비	
2018.07.12	매수	136,000원	6개월			
2018.05.14	매수	145,000원	6개월	-28.76%	-21.03%	
2018.02.23	매수	164,000원	6개월	-27.60%	-20.43%	
2018.01.25	매수	164,000원	6개월	-23.84%	-20.43%	
2017.11.10	매수	161,000원	6개월	-20.27%	-14.60%	
2017.10.31	매수	161,000원	6개월	-16.50%	-14.60%	
2017.10.17	매수	155,000원	6개월	-17.84%	-13.87%	
2017.08.11	매수	150,000원	6개월	-20.24%	-14.33%	
2017.07.12	매수	150,000원	6개월	-17.17%	-14.33%	
2017.05.29	매수	145,000원	6개월	-18.01%	-14.83%	



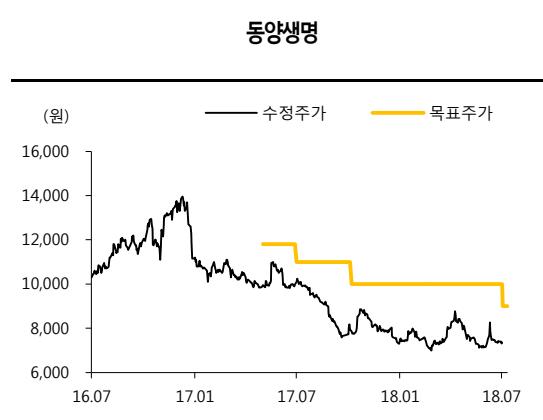
일시	투자의견	목표주가	목표가격	고리율	
				대상시점	평균주가대비 주가대비
2018.07.12	매수	7,200원	6개월		
2018.05.16	매수	8,600원	6개월	-35.26%	-29.65%
2018.02.26	매수	9,600원	6개월	-27.83%	-15.73%
2018.01.25	매수	9,600원	6개월	-24.89%	-15.73%
2017.11.13	매수	9,600원	6개월	-24.39%	-15.73%
2017.10.17	매수	9,600원	6개월	-24.02%	-15.73%
2017.08.10	매수	9,600원	6개월	-25.57%	-18.02%
2017.07.12	매수	9,000원	6개월	-15.78%	-14.22%
2017.05.29	매수	8,300원	6개월	-16.27%	-8.92%



일시	투자의견	목표주가	목표가격	고리율	
				대상시점	평균주가대비 주가대비
2018.07.12	중립	46,500원	6개월		
2018.05.15	중립	48,000원	6개월	-13.81%	-4.38%
2018.02.27	중립	52,000원	6개월	-15.34%	1.54%
2018.01.25	중립	50,000원	6개월	4.89%	17.00%
2017.10.17	중립	50,000원	6개월	3.74%	10.40%
2017.08.22	매수	49,000원	6개월	-10.24%	1.02%
2017.08.11	매수	42,000원	6개월	-7.15%	2.38%
2017.07.12	매수	42,000원	6개월	-8.97%	-5.12%
2017.05.29	매수	39,000원	6개월	-14.83%	-5.38%



일시	투자의견	목표주가	목표가격	고리율	
				대상시점	평균주가대비 주가대비
2018.07.12	매수	9,000원	6개월		
2018.05.11	매수	10,000원	6개월	-22.40%	-11.40%
2018.02.23	매수	10,000원	6개월	-21.42%	-11.40%
2018.01.25	매수	10,000원	6개월	-20.69%	-11.40%
2017.11.10	매수	10,000원	6개월	-20.08%	-11.40%
2017.10.17	매수	10,000원	6개월	-16.36%	-11.40%
2017.07.12	중립	11,000원	6개월	-18.15%	-7.73%
2017.05.29	중립	11,800원	6개월	-13.08%	-6.78%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 7월 12일 기준)

매수	92.37%	중립	7.63%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----