

20181019

SK INDUSTRY ANALYSIS

보험

손해보험주, 3Q 부진보다는 2019년 두 자릿수 증익이 유의한 재료

보험·금융, 김도하, 3773-8876



SK INDUSTRY Analysis



Analyst
김도하
dohakim@sk.com
02-3773-8876

Coverage List (★top pick)

★삼성화재	매수	(유지)
(000810)	343,000 원	(유지)
★DB 손해보험	매수	(유지)
(005830)	87,000 원	(상향)
현대해상	매수	(유지)
(001450)	51,000 원	(상향)
메리츠화재	중립	(유지)
(000060)	21,000 원	(유지)
한화손해보험	매수	(유지)
(000370)	9,500 원	(유지)
삼성생명	매수	(유지)
(032830)	132,000 원	(유지)
한화생명	매수	(유지)
(088350)	6,200 원	(하향)
오렌지라이프	중립	(하향)
(079440)	35,000 원	(하향)
동양생명	매수	(유지)
(082640)	7,200 원	(하향)

*삼성생명은 IFRS 연결 그 외 보험사 IFRS 별도 기준

보험

손해보험주, 3Q 부진보다는 2019년 두 자릿수 증익이 유의한 재료

SK증권 커버리지 보험사의 3Q18 합산 순이익은 1조 1,727억원 (-2.0% YoY)을 기록할 전망. 상장 보험사 전반의 실적 부진이 전망되나, 손보주의 투자매력도는 높다는 관점을 유지. 손보사의 영업이익 감소율은 상반기를 저점으로 축소되고 있으며 '19년 영업이익은 5사 합산 15% YoY 증가할 것으로 추정되기 때문. 남아있는 과제인 자동차 요율은 3% 내외의 인상률이 결정된다면 중립적, 이를 상회할 경우 긍정적인 신호가 될 것으로 전망. Top picks로 DB손해보험과 삼성화재를 유지함

9개 보험사 3Q18 합산 순이익 1조 1,727억원 (-2.0% YoY) 예상

SK증권 커버리지 보험사 (손보 5사, 생보 4사)의 3Q18 합산 순이익은 1조 1,727억원 (-2.0% YoY)으로 시장 컨센서스를 3% 하회할 전망 (상세실적 12page 참조)
손보 5사의 순이익은 5,923억원 (-7.5% YoY)으로 자동차손해율이 평균 7%p YoY, 사업비율이 평균 1%p YoY 악화되면서 감익이 예상됨 (컨센서스 4% 하회). 다만 신계약 매출 감소 및 경쟁강도의 완화로 사업비율 및 순사업비 규모는 QoQ로 줄어들 것으로 추정

생보 4사의 순이익은 5,804억원 (+4.3% YoY)으로 증가할 전망이나, 대형사의 실적이 3Q17부터 부진했음을 고려하면 아쉬운 수준 (컨센서스 3% 하회). 전년동기의 기저효과로 4사 합산 사차이익이 1,000억원 YoY 증가하지만, 보험료 수익(매출)이 감소한 것이 시장 기대치 하회의 주된 원인으로 작용함

손보주, 3분기 부진보다는 2019년 두 자릿수 증익이 유의한 재료

3 분기에도 상장 보험사 전반의 실적 부진이 전망되나, 손해보험주의 투자매력도는 높다는 관점을 여전히 유지함. 손보사의 3Q18 실적은 YoY 감익이지만 이익 감소율은 상반기를 저점으로 축소되며 (경상 영업이익의 YoY 변동률 5사 평균 1Q18 -15% → 2Q18 -10% → 3Q18 -6%), 2019년 경상 영업이익은 5사 합산 15.5% YoY 증가할 것으로 추정되기 때문

상반기에 실적 바닥을 통과한 가운데, 하반기 손보업종의 두 가지 과제는 실손 요율 및 자동차 요율 결정이었음. 실손 요율의 불확실성은 공사보험 협의체를 통해 구(舊) 실손상품의 내년 초 요율 인상이 결정되면서 긍정적으로 해소됨 (실손 4page 참조). 남은 과제인 자동차 요율은 국정감사 일정 고려 시 10월 말~11월 초 결정될 것으로 예상하며, 3% 내외의 인상률이 결정된다면 중립적, 이를 상회할 경우 긍정적인 신호가 될 것으로 전망함. 또한 3Q 이익 부진의 원인 중 하나인 자동차 손해율 악화가 오히려 요율 인상의 근거가 될 수 있으므로, 분기 실적의 중요도는 상대적으로 높지 않다고 판단함 (자동차 9page 참조)

Top picks로 DB 손해보험, 삼성화재 유지

최선후주로 실손 요율 인상의 수혜가 예상되는 2위권사 중 실적 안정성과 자본확충 여력이 가장 높은 DB 손해보험을 추천하고, 차선후주로 2018년 가장 양호한 실적 방어에 예상되는 가운데 2019년 16.3% YoY의 이익 증가율 (전자 매각익 제외)이 예상되며, 배당 매력이 탁월한 삼성화재를 추천 (자세한 내용 15page 참조)

손보사, 실적은 바닥을 통과했고 과제는 무사 해결 중

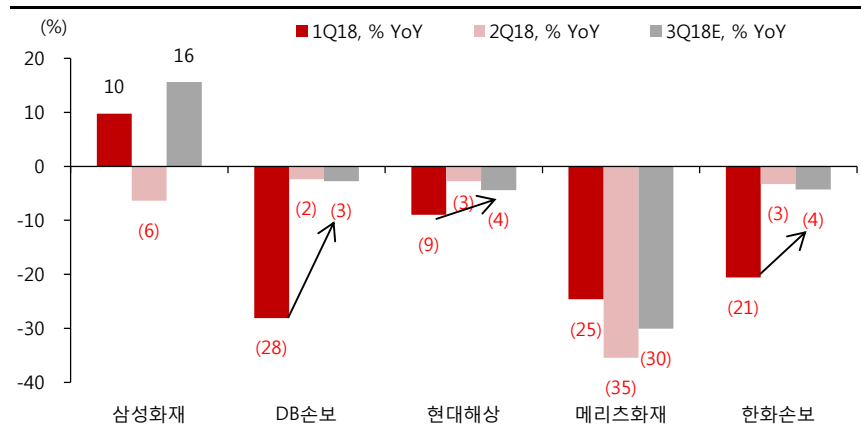
손해보험사 실적의 바닥은 상반기에 통과

2018 년 상반기 주요 손해보험사는 평균 16% YoY 의 감익률을 기록했다 (삼성화재의 대규모 매각익 제외한 순이익 기준). 이익 감소의 가장 큰 원인은 신계약 매출 확대 및 경쟁 심화에 따른 사업비 증가였다. 제조업과 달리 보험사의 신계약 매출은 지속적인 현금유입을 유발하는 미래이익의 원천이지만, 추가상각(*) 발생에 따른 과중한 신계약 비용은 당기 실적에 부담이 되고 있다. 신계약 매출의 YoY 증가와 이로 인한 사업비율 상승은 하반기에도 유효할 전망이다.

*신계약비는 자산으로 이연한 후 계약기간에 걸쳐 균등상각(=비용)되는데 이연한도 이상으로 소요될 경우 한도 초과분을 전부 당기비용으로 처리하며, 이 초과분을 추가상각이라 함. 사업비에 대한 보다 자세한 설명은 '2Q18 Preview: 손해보험, 타이밍을 잡을 타이밍 (2018.7.12)' 참조

그러나 SK 증권은 2Q18 Preview 보고서와 마찬가지로, 사업비 문제는 상반기 중 바닥을 지났다는 판단을 유지한다. 이는 신계약 규모가 상반기 대비 축소되기 때문이기도 하고 (Q 측면), 경쟁강도가 상반기 대비 완화되기 때문이기도 하다 (단위비용 측면). 주로 사업비 부담의 QoQ 감소로 인해 주요 손해보험사의 3Q18 정상 영업이익 YoY 감소율은 상반기보다 크게 축소될 것으로 전망한다.

DB손보, 현대해상, 한화손보의 영업이익 감소율 크게 축소 (3Q18은 SK증권 추정치 기준)



자료: 각 사, SK증권

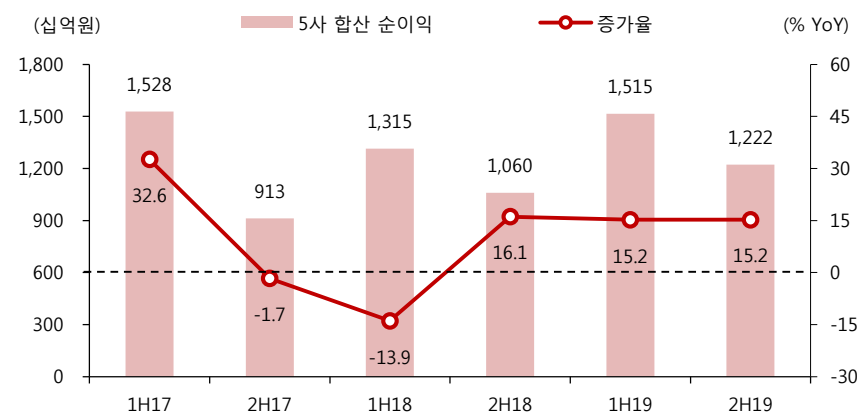
주: 삼성화재는 1Q17 본사 매각익 및 2Q18 계열사 지분 관련 손익 제외

당기순이익이 YoY 감소했던 상반기와 달리 하반기는 증익이 예상된다. 3Q18의 감익을 축소와 함께, 4Q17의 낮은 이익(*)에 따른 기저효과로 4Q18 70% YoY의 이익 증가가 전망되기 때문이다 (*5사 합산 카드슈랑스 손실금 500억원, 기금 출연 600억원, 역대 최대 실적으로 인한 인건비 추가 소요 200억원, 법인세 조정 비용 500억원 등). 즉, 실적 정상화와 전년도 기저효과가 더해져 하반기 이익 증가율은 16% YoY를 기록할 전망이다.

2019년 연간으로는 15% YoY의 이익 증가율을 예상한다 (삼성화재 계열사 지분 관련 손익 제외). 상위 3사의 사업비율은 2017년 수준으로 회귀, 메리츠화재 및 한화손해보험의 사업비율은 2018년보다 하락하되 2017년보다 높은 수준으로 가정하였다. 실손 위험률 상향 및 갱신주기 도래 물량 증가로 장기 위험손해율은 하락할 전망이다. 시장금리 상승으로 인한 공시이율 상승 가능성을 감안해 전체 경과손해율은 2018년과 유사한 수준으로 추정했다.

결론적으로 주요 손해보험사는 상반기보다 하반기가 낮고, 2018년보다 2019년이 나은 turn-around를 나타낼 것으로 전망한다.

1H18 보다 나은 2H18, 2018년보다 나은 2019년



자료 각 사 SK증권

주: 삼성화재의 1Q17 본사 매각익 및 2Q18 계열사 지분 관련 손익 제외

과제 1: '실손'의 능선은 양호하게 넘어갔다.

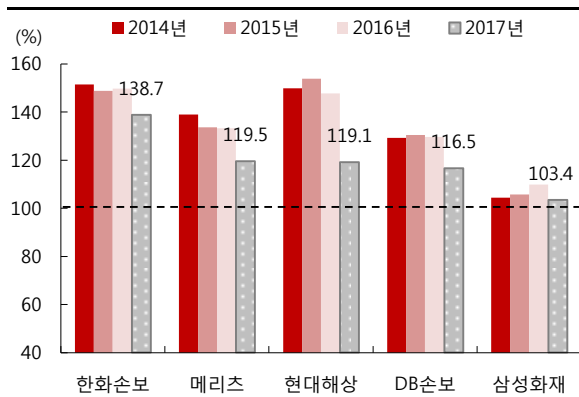
손해보험주에 불확실성으로 작용했던 실손 요율 조정이 최근 합리적으로 결정되었다. 2017년 8월 발표된 건강보험 보장성 강화대책 (이하 '문재인 케어')의 영향으로 과도한 실손 보험료 인하가 실행될 수 있다는 우려가 존재했으나, 2019년 초 구(舊) 실손상품 보험료가 6~12% 인상될 것으로 예상되면서 리스크가 해소된 것이다. 이는 손해보험주에 대한 투자심리 개선 및 2019년 장기 위험손해를 개선에 기여하는 요인이다.

문재인 케어의 핵심내용은 의료비 '비급여' 항목의 전면 '급여'화 (치료 목적)인데, 이는 곧 민간보험사의 실손보험 청구 감소로 이어지므로 그 반사이익만큼 실손 보험료가 인하될 것으로 예상되었다. 보험료 인하율을 결정하기 위해 한국개발연구원 (KDI)의 반사이익 산출 연구가 있어왔고, 문재인 케어 발표로부터 1년 가량이 경과한 최근에서야 연구보고서가 최근 발표되었다.

해당 연구가 해를 넘어감에 따라, 문재인 케어와는 별개로 기존에 예정되었던 2018년 초 실손 위험률 인상에 제동이 걸렸다. 표준화 상품의 위험률이 2015년~2017년 3년간 인상되었음에도 불구하고, 손해보험사의 실손보험 손해율은 2017년 말 110~130% 수준을 기록했으나 연초 요율 인상이 제한된 것이다.

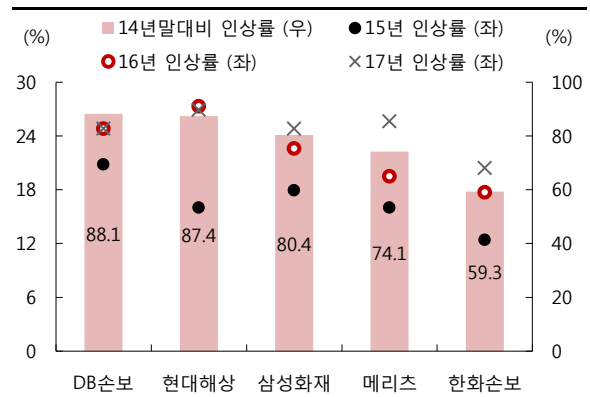
이는 주식시장에 불확실성을 야기했는데, 주된 우려는 (1) 발생하지 않은 미래 수혜분 예측치를 실손 보험료에 선반영해 과도한 인하폭이 결정되는 경우와 (2) 2020년 이후에도 지속적 보험료 인하가 강행되는 경우, (3) 문재인 케어와는 독립적으로 손해율이 악화되고 있음에도 보험료 인상이 제한되는 경우 등이었다. 그러나 결과적으로 이러한 우려가 전혀 포함되지 않은 합리적인 결론이 발표되었다. 1) 2019년 초 위험률 조정에서는 이미 시행된 정책의 영향만을 반영하고, (2) 2020년부터는 당시의 손해율을 고려해 조정할 것이며 (3) 보험료 인상요인과 인하요인이 동시에 고려되었기 때문이다. 이는 시장의 우려를 불식시킬 수 있는 수준이었다는 판단이다.

주요 손해보험사의 표준화 실손상품 손해율 추이:



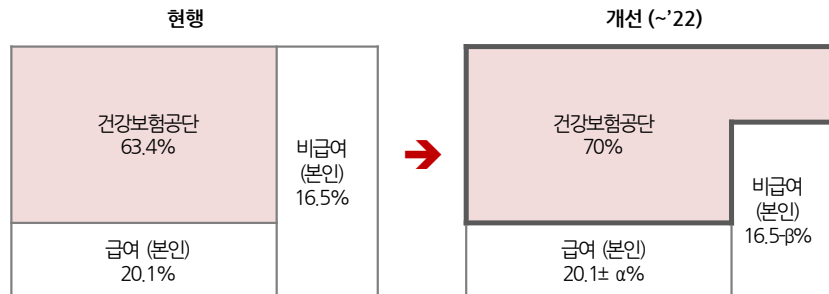
자료: 손해보험협회, SK증권

주요 손해보험사의 표준화 실손 요율 인상 추이 (18년 조정 없었음)



자료: 손해보험협회, SK증권

건강보험의 보장성 확대로 전체 의료비 중 비급여 항목 비중 축소 → 보험사 부담영역 축소



자료: 보건복지부, SK 증권

주: 현행의 비중은 2015년 기준

건강보험 보장성 강화대책의 세부 추진방안 요약

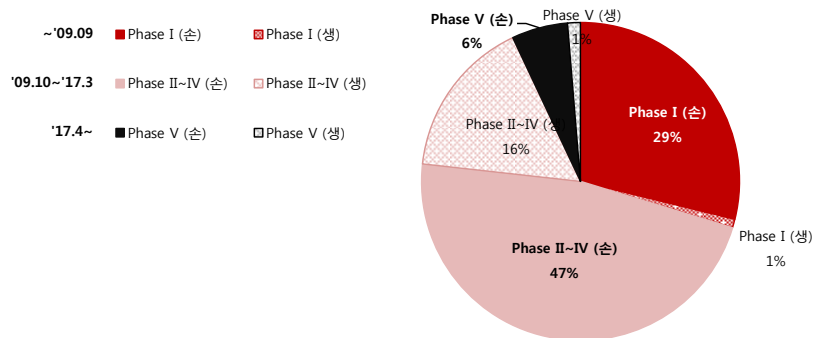
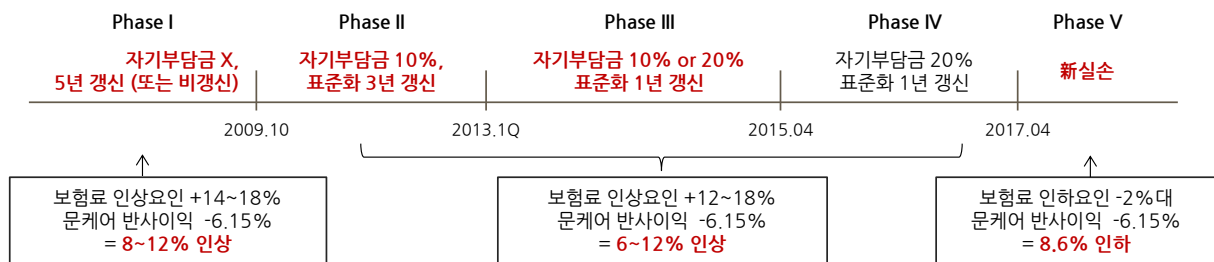
분류	현행	개선책
▶ 대분류 1: 비급여 해소 및 발생 차단		
1) 모든 비급여의 급여화	4대 중증질환 중심으로 일부 본인부담률 높여 건강보험 적용	MRI, 초음파 등 치료에 필수적인 비급여는 모두 급여화 (~22년)
2) 3대 비급여 해소	선택진료 시 15~50%의 추가비용 환자가 부담	선택진료 폐지 (18년) (고난이도 시술, 중환자실 수가 인상 등으로 보상)
	일반병실 부족 시 건강보험 없이 상급 병실 이용	상급병실 건강보험 적용 (18년 2~3인실 필요시 19년 1인실도 적용)
	간병필요 시 대부분 사적으로 해결 (일당 7~8만원)	10만 병상까지 간호, 간병서비스 확대 (~22년)
3) 새로운 비급여 발생 차단 및 관리	행위별 수가제 (비급여 가격, 빈도 관리 한계)	종합병원 병원급기관으로 신포괄수가제(*) 확대 (18년 80개, 22년 200개 이상)
	신의료기술평가 통과항목의 25%(16년 기준)는 비급여 분류	최대한 급여 또는 예비급여 항목으로 편입
	실손보험이 불필요한 비급여 진료 유발	공사보험 연계법 제정 추진 (실손보험 보장범위 조정 및 협의체를 통한 개선방안 마련)
▶ 대분류 2: 개인 의료비 부담 상한액 적정 관리		
1) 취약계층 의료비 부담 완화	치매 환자 비용 부담 과중 (본인부담률 20~60%)	중증치매환자 본인부담률 10%로 인하, 진료비용 부담경감 (17년~)
	틀니, 임플란트에 대해 65세이상은 비용의 50%를 부담	본인부담률 30%로 인하 (17년 틀니, 18년 임플란트)
	노인의 경우 의원급 외래진료비가 일정액 초과 시 본인부담 급증	본인부담률 경감 구간 추가 (18년)
	6세이상 아동 입원 진료비 성인과 동일한 수준	15세 이하의 입원진료비 본인부담률 5%로 인하 (17년)
	아동 치아홈메우기 본인부담률 30~60%, 충전치료 건강보험 미적용	본인부담률 10%로 완화 (17년), 충전치료 건강보험 적용 (18년)
	어린이 재활병원 부족, 수도권 집중	어린이 재활 서비스 인프라 확충 (18~19년)
	비급여 난임시술 시술 내용 및 진료비 편차 큼	기관별 보조생식술 표준화 및 필수적인 시술 건강보험 적용 (17년)
	임산부 및 4대 중증질환자에 한해 부인과 초음파 건강보험 적용	건강보험 적용 대상을 모든 여성으로 확대 (18년)
	장애인 보장구 등 지원대상 및 지원금액 제한적	보조기 급여 대상 확대, 시각장애인을 보장구 기준금액 인상 (18~20년)
2) 소득비례 의료비 상한	소득분위별 본인부담 상한제에도 불구하고 저소득층 부담 높은 편	소득하위 50% 본인부담 상한액을 연소득 10%로 경감 (18년)
▶ 대분류 3: 긴급 위기 상황 지원 강화 (하위내용 생략)		

자료: 보건복지부, SK 증권

금융감독원에서 발표한 2018년 상반기 말 실손보험 현황을 살펴보면, 3,382만건의 실손 계약 중 82%인 2,759만건을 손해보험사가 보유하고 있다. 손해보험사 내에서 판매 시점별 비중은 표준화 전 (Phase I) 계약이 35%, 표준화 후 (Phase II~IV) 계약이 58%, 新실손 (Phase V) 계약이 7%를 차지하고 있다. 1H18 말 기준으로 판매시점별 실손 위험손해율은 Phase I 134% > Phase II~IV 120% > Phase V 80% 수준이다.

결국 손보사 보유 물량 중 93%인 Phase I~IV가 실손 손해를 악화의 주범이라고 할 수 있으며, 해당 상품에 대한 보험료가 2019년 초 6~12% 인상될 예정이므로 이는 손보사 수익성에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망한다.

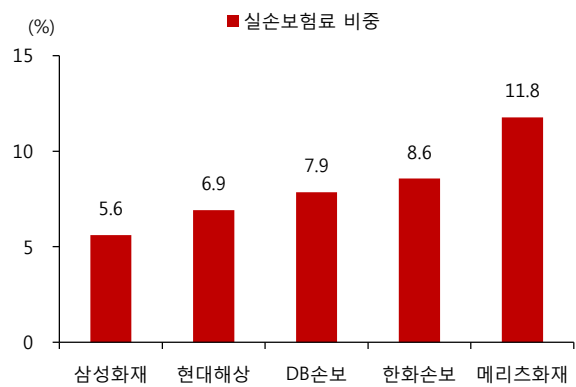
판매시점별 실손상품 구분 및 보험료 인상을 비교



자료: 금융위원회, 금융감독원 SK 증권

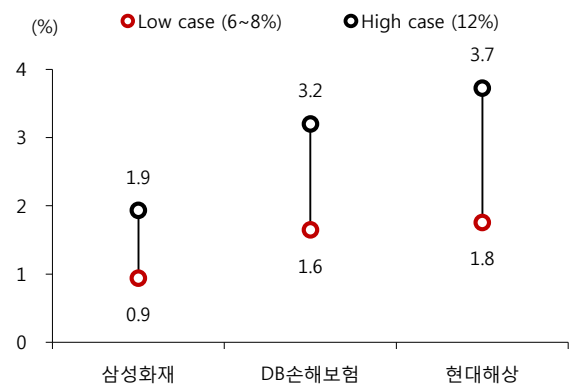
주요 손보사의 전체 원수보험료 중에서 실손보험료가 차지하는 비중은 6~12% 수준이다 (출재 전 기준). 금융당국의 발표대로 2019 년 초 실손 위험률 인상을 책정할 때, 상위 3 개 손보사의 2019 년 세전이익은 Low case 의 경우 (Phase I: +8%, Phase II~IV: +6%) 1~2% 수준 증가, High case 의 경우 (Phase I~IV: +12%) 2~4% 수준 증가할 것으로 추정된다. 이는 연도별 갱신주기 도래 물량이 균등하다는 가정 (예: 갱신주기 3 년 상품의 2019 년 중 갱신분은 1/3)이 포함되어있으며, 한 번의 요율 인상은 2019 년 뿐 아니라 향후 5 년 간 영향을 미친다는 점을 고려해야 할 것이다.

주요 손보사별 전체 원수보험료 내 실손 비중



자료: 각 사, SK증권

실손 보험료 인상률에 따른 상위사 세전이익 증가율 추정



자료: SK증권

2019 년 초 보험료 인상에 대한 화재와는 별개로, 갱신주기 도래 물량 증가에 따른 실손 손익 개선도 예상되고 있다. 실손보험의 첫 표준화 직전인 2008 년~2009 년 9 월까 지 보험사들은 절판 효과를 이용해 다수의 실손 계약을 판매했고 (Phase I), 이는 두 번째 대대적인 개정이 있기 직전인 2012 년에도 마찬가지였다 (Phase II). 해당 물건들의 갱신주기 도래가 3Q18~3Q19 에 집중되어있으므로, 손해를 악화의 주범인 구(舊) 실손 상품 중심의 리프라이싱 효과가 기대된다. 더불어 삼성화재와 DB 손해보험은 2019 년 중 실손 손해를 100% 내외 진입이 가능할 전망이다.

실손의료보험 가입시점별 갱신주기 도래시기 도식화

Y축: 가입시점

↑	2006	가입				갱신				갱신					
표준화 이전	2007	가입				갱신				갱신					
↓	2008	가입				갱신				갱신				갱신	
↑	2009 (~9월)	가입				갱신				갱신					갱신
표준화 (갱신 3년)	2009 (10월~)	가입				*				갱신				갱신	
↓	2010	가입				*				갱신					갱신
↑	2011	가입				*				갱신					
↓	2012	가입				갱신				갱신				갱신	
표준화 (갱신 1년)	2013	가입				*				갱신	갱신	갱신	갱신	갱신	갱신
↓	2014	가입				갱신				갱신	갱신	갱신	갱신	갱신	갱신
	2015	가입				갱신				갱신	갱신	갱신	갱신	갱신	갱신
	2016	가입				갱신				갱신	갱신	갱신	갱신	갱신	갱신
		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019

X축: 연도

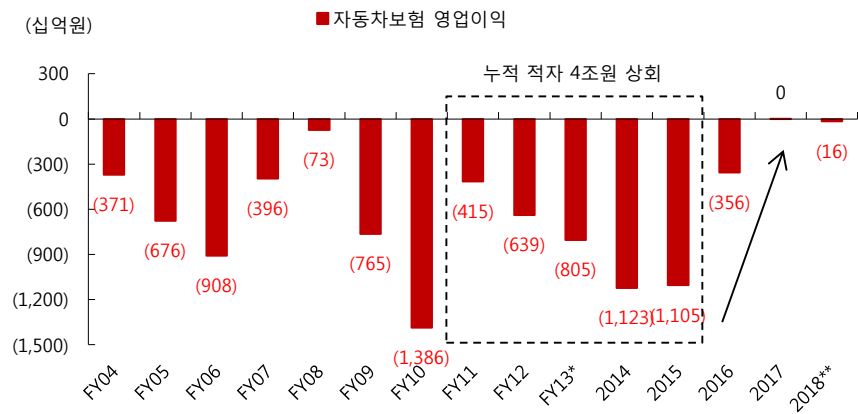
자료: SK 증권

주: 2008 년 상품(화색)은 표준화 이전이므로 갱신주기 5 년으로 가정. 이 경우 요율 갱신주기는 2013 년 2018 년 도래함을 의미

과제 II: '자동차'는 이제 넘어가야 할 능선

FY2011년부터 2015년까지 손해보험업종의 자동차보험 수익성은 지속 악화되었으며 5 회계연도 간 누적 적자는 4 조원을 상회하였다. 그러나 2015년 10월 시행된 보험산업 경쟁력 강화 로드맵 정책 영향과 2016년부터의 보험료 인상에 힘입어 자동차 손해율은 2016년~2017년 연속으로 개선되었고, 업종의 자동차보험 손익은 2017년 최초로 흑자를 기록했다. 그러나 업황 호조에 따라 연중 보험료 경쟁이 시작되면서 자동차보험료 성장률 둔화가 나타났으며, 2018년 3월부터는 누적 보험료의 역성장을 기록하고 있다.

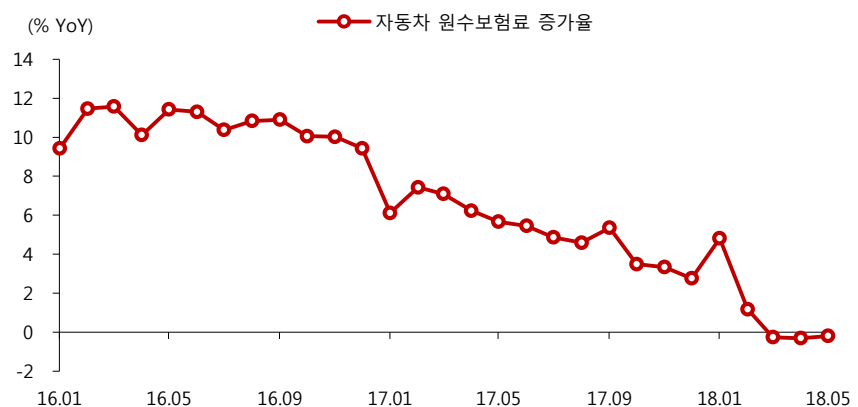
손해보험업종의 자동차보험 손익 추이: 2017년 첫 흑자 이후 올 들어 다시 적자 전환



자료: 보험개발원, SK 증권

주: *2013년 4~12월 9개월분 **5월까지 누적 기준

자동차 보험료 증가율은 2018년 3월부터 YoY 역성장



자료: 보험개발원, SK 증권

주: YTD 누적 기준

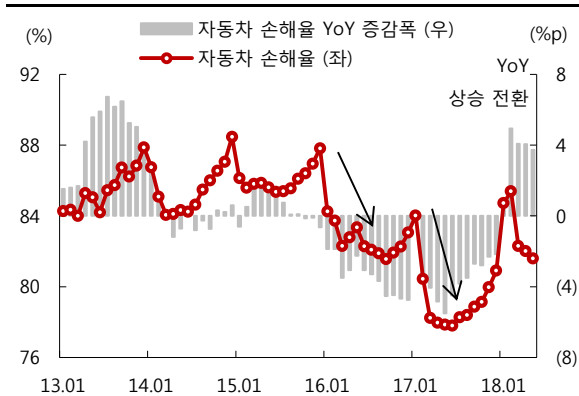
손해보험업종 자동차보험료 조정 내역

시행시기	조정	세부내용
2003년 11월	인상	자동차보험료 평균 3.5% 인상
2004년 06월	인상	대형사 자동차보험료 1.5~2% 인상 (중소형사 4월 인상)
2005년 11월	인상	자동차보험료 2.9~4.1% 인상
2006년 04월	인상	자동차보험료 평균 4%대 인상
2006년 11월	인상	개인용 자동차보험료 평균 1.6%대 인상 (소형사 중심)
2007년 02월	인상	자동차보험료 5~6% 인상
2008년 01월	인하	자동차보험료 1~3% 인하
2008년 08월	인하	자동차보험료 2~4% 인하
2010년 09월	인상	자동차보험료 평균 3% 인상
2012년 04월	인하	자동차보험료 평균 2%대 인하
2Q14	인상	소형사 자동차보험료 평균 2.3% 인상
2H15	인상	중소형사 자동차보험료 평균 5% 인상
1H16	인상	대형사 자동차보험료 평균 2.6% 인상
2017년 1월	인하	삼성화재 자동차보험료 2.7% 인하
2017년 3월	인상	제도변경에 의해 자동차보험료 1% 인상, 메리츠/AXA는 1% 수준 인하
2017년 4월	인하	더케이손보 자동차보험료 21% 인하
2017년 6월	인하	메리츠화재 개인용 자동차보험료 0.7% 인하
2017년 8월	인하	삼성/DB/현대/한화 개인용 각각 1.6%, 1.0%, 1.5%, 1.6% 인하
2018년 4월	인하	삼성화재 개인용 및 업무용 0.8% 인하

자료: 손해보험협회, 다수 언론, SK 증권

보험료 수익 감소와 함께, 2017년에는 거의 부재했던 폭우, 폭염 등의 계절적 피해 발생으로 2018년 들어 자동차 손해율은 YoY 악화되었다. 2017년 초부터 이어졌던 보험료 인하와 손해율 악화에 더해, 정비요금 상승으로 인한 수리비 증가, 최저임금 인상으로 인한 사고 시 소득보상금 증가로 비용 상승 요인이 존재하므로 자동차 보험료의 인상 근거는 충분한 상황이다.

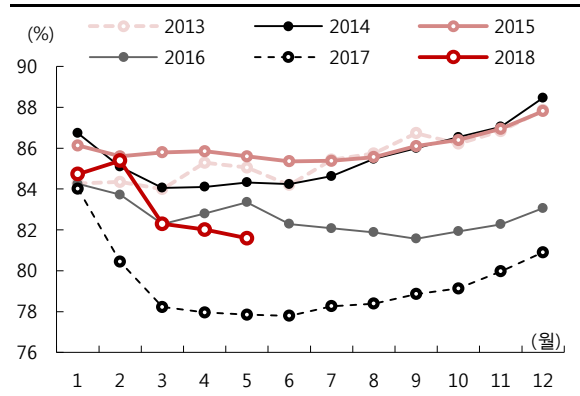
손해보험업종 자동차 손해율 및 증감폭



자료: 보험개발원, SK 증권

주: FYTD 기준

손해보험업종 연도별 월 누적 자동차 손해율 비교



자료: 보험개발원, SK 증권

주: FYTD 기준

국정감사 일정을 고려하면 보험사별 자동차 보험료 인상률 결정은 10 월 말경 이뤄질 것으로 예상된다. 현재 주요 손보사별 경과보험료 수준과 함께 정비수가 인상 (보험료 2.9% 상승 요인) 및 최저임금 인상 (보험금 비용 0.23% 상승 추정) 영향을 고려하면, 비용 상승을 상쇄하기 위한 필요 보험료 인상률은 3% 수준으로 나타난다. 예컨대 자동차 보험료를 2% 인상할 경우 주요 손보사의 2019 년 세전이익은 기존 추정 대비 2~5% 감소하고, 5% 인상할 경우 세전이익은 4~8% 증가할 것으로 추정된다.

결론적으로 3% 내외의 보험료 인상률이 결정된다면 이는 중립적이며, 인상률이 이를 상회할 경우 손보사 실적에 긍정적인 신호가 될 것으로 전망한다. 3Q18 이익 부진의 원인 중 하나인 자동차 손해를 악화가 오히려 요율 인상의 근거가 될 수 있다는 점에서 당분기 실적의 중요도는 상대적으로 높지 않다고 판단한다.

자동차보험료 인상을 가정에 따른 2019 년 세전이익 변동

(십억원)		삼성화재	DB손보	현대해상	메리츠화재	한화손보	비고
자동차 경과보험료		4,463	3,014	3,091	763	570	1H18 *2
자동차 발생손해액		3,615	2,490	2,472	591	468	1H18 *2
정비수가 비용상승분		129	87	90	22	17	상승률 2.9% 적용
최저임금 비용상승분		8	6	6	1	1	손해액 중 대인배상 18.8%, 대인배상 중 일용임금 관련 22% 이에 상승률 5.6% 적용
예상 자보 손익 변동금액	2% 인상	(49)	(33)	(34)	(8)	(6)	
	3% 인상	(4)	(3)	(3)	(1)	(1)	
	4% 인상	41	27	28	7	5	
	5% 인상	85	58	59	15	11	
	6% 인상	130	88	90	22	17	
2019C 세전이익		1,452	881	697	390	217	FnGuide 컨센서스
예상 세전이익 변동률 (%)	2% 인상	(3.3)	(3.7)	(4.8)	(2.1)	(2.9)	BEP point=3.1%
	3% 인상	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.2)	(0.2)	
	4% 인상	2.8	3.1	4.1	1.8	2.4	
	5% 인상	5.9	6.5	8.5	3.8	5.0	
	6% 인상	9.0	9.9	12.9	5.7	7.7	

자료: 보험연구원, 각 사, SK 증권

주: 정비수가 및 최저임금 관련 exposure 비중은 전사가 동일하다고 가정

보험업 3Q18 실적 Preview

9개 보험사 3Q18 합산 순이익 1조 1,727억원 (-2.0% YoY) 예상

SK증권 커버리지 보험 9사 (손보 5사, 생보 4사)의 3Q18 합산 순이익은 1조 1,727억원 (-2.0% YoY, -44.7% QoQ)으로 감소할 전망이다. 삼성 보험사의 계열사 지분 관련 손익을 제외하면 QoQ 감익률은 1.3%로 축소된다.

손해보험 5사의 합산 순이익은 5,923억원 (-7.5% YoY)으로 신계약 확대에 따른 사업비 증가로 YoY 감익이 이어지지만, 상반기 대비 이익 감소율은 축소될 전망이다 (1H18 정상 순이익 -14% YoY). 손보 5사의 평균 경과손해율은 82.6%로 0.1%p YoY 하락이 예상된다. 자동차 보험료 성장 둔화 및 계절적 사고 증가로 자동차 손해율이 6.8%p YoY 악화되나, 영업일수 감소 및 실손보험 갱신주기 도래에 따라 장기 손해율이 2.0%p YoY 개선되기 때문이다. 5사 평균 사업비율은 1.1%p YoY 상승하나, 신계약 규모 감소 및 경쟁강도 완화로 전분기보다는 0.4%p 하락할 전망이다. 5사 평균 투자수익률은 3.6%로 유의한 일회성 요인 없이 6bp YoY 하락할 것으로 추정한다.

생명보험 4사의 합산 순이익은 5,804억원 (+4.3% YoY)으로 증가하나, 대형사의 실적 이 3Q17부터 부진했음을 고려하면 아쉬운 수준으로 판단한다. 전년동기의 기저효과로 4사 합산 사차이익이 1,000억원 YoY 증가하지만, 보험료 수익이 감소한 것이 시장 기대치 하회 주된 원인으로 작용했다. 생보 4사의 평균 위험손해율은 78.3% (-3.7%p YoY)로 개선되지만, 전년과 올해의 분기간 영업일수 차이 등에 기인하며, 하반기 사차이익은 전년과 같은 수준을 기록할 전망이다. 4사 평균 투자수익률은 3.4% (-1bp YoY)로, 보유이원 하락 및 환 헷지비용 부담에도 불구하고 삼성생명의 전자 배당수익 증가 등으로 전년동기와 유사한 수준이 예상된다.

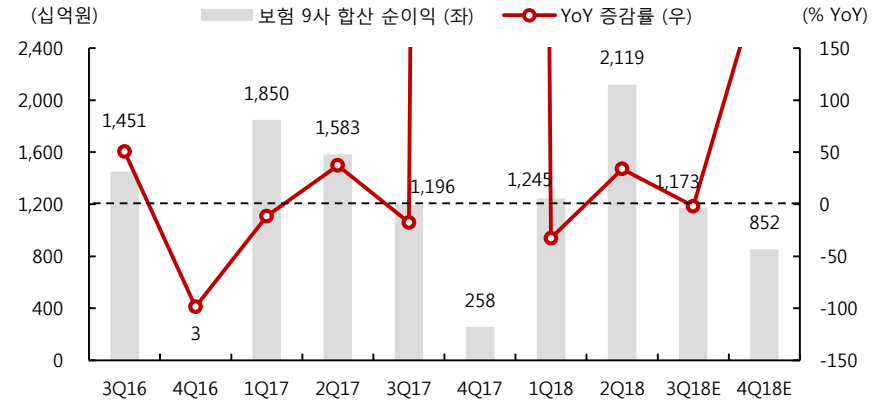
SK 증권 커버리지 보험 9사의 3Q18 당기순이익 전망치 및 시장 컨센서스

(단위: 십억원)	3Q18E	2Q18	QoQ (%)	3Q17	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
삼성화재	223.5	364.5	(38.7)	224.6	(0.5)	235.0	(4.9)
DB손해보험	150.7	190.0	(20.7)	155.4	(3.0)	161.3	(6.6)
현대해상	114.8	150.5	(23.7)	123.9	(7.3)	122.7	(6.4)
메리츠화재	62.5	68.9	(9.4)	93.4	(33.1)	61.3	1.8
한화손해보험	40.8	52.5	(22.2)	42.7	(4.3)	38.1	7.2
손해보험 5사	592.3	826.4	(28.3)	639.9	(7.5)	618.5	(4.2)
삼성생명*	349.5	1,056.0	(66.9)	320.2	9.2	343.0	1.9
한화생명	134.7	130.2	3.4	130.3	3.4	155.2	(13.2)
오렌지라이프	79.9	94.7	(15.7)	92.2	(13.3)	82.9	(3.6)
동양생명	16.3	12.1	34.8	13.6	20.0	15.0	8.7
생명보험 4사	580.4	1,293.1	(55.1)	556.3	4.3	596.1	(2.6)
보험 9사	1,172.7	2,119.5	(44.7)	1,196.2	(2.0)	1,214.6	(3.4)

자료: FnGuide, SK증권

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

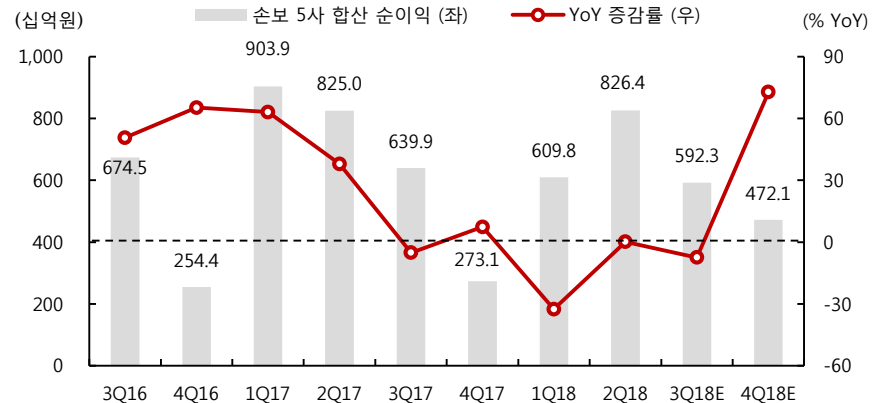
SK 증권 커버리지 보험 9사의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



자료: 각 사, SK 증권

주: 개별 보험사 추이 및 전망은 회사별 페이지에서 확인 가능

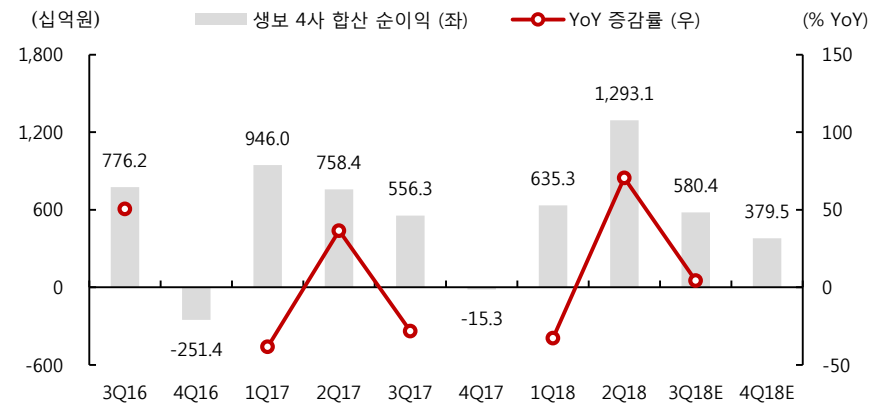
SK 증권 커버리지 손해보험 5사의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



자료: 각 사, SK 증권

주: 개별 보험사 추이 및 전망은 회사별 페이지에서 확인 가능

SK 증권 커버리지 생명보험 4사의 분기별 당기순이익 추이 및 전망

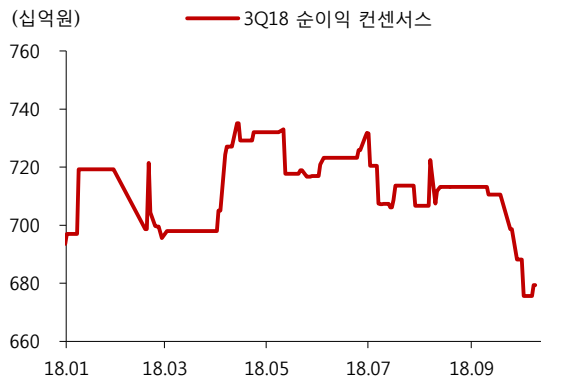


자료: 각 사, SK 증권

주: 개별 보험사 추이 및 전망은 회사별 페이지에서 확인 가능

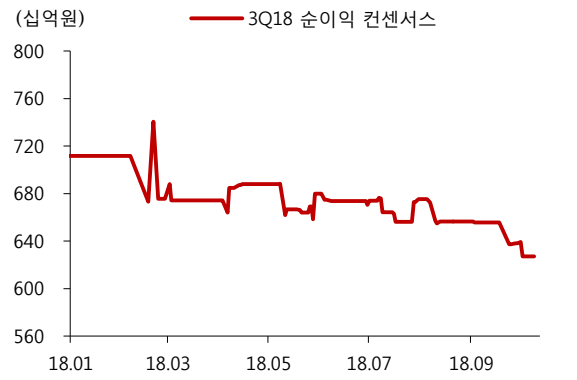
3Q18 실적의 특이요인은 1) 오렌지라이프의 리브랜딩 비용 (하반기 210 억원대 예상, 3Q 100 억원 반영), 2) 한화생명의 영국 빌딩 매각익 800 억원 수준 등으로, 유의한 일회성 손익이 많지 않은 분기가 될 전망이다.

커버리지 손해보험사 합산 3Q18 별도 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

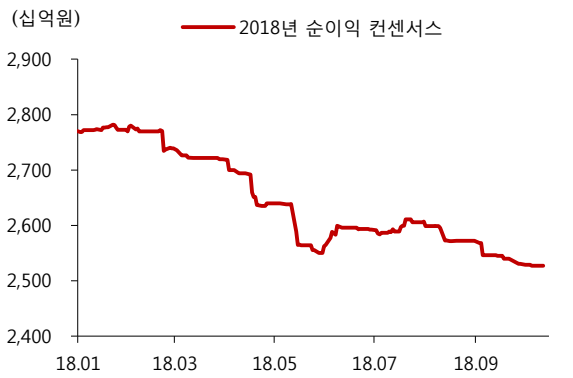
커버리지 생명보험사 합산 3Q18 별도 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

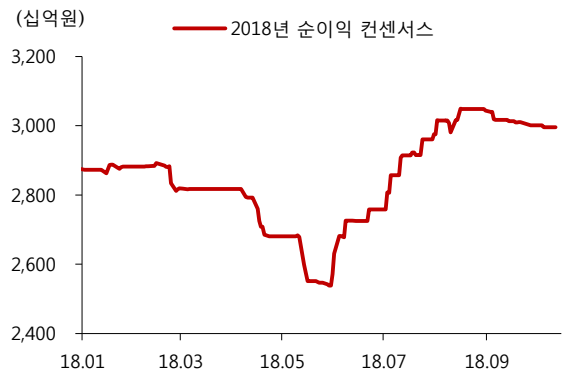
주: 삼성생명연은 연결 지배주주 순이익 기준

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: 삼성생명연은 연결 지배주주 순이익 기준

목표주가 조정: (손) DB/현대 상향, (생) 한화/오렌지/동양 하향

손해보험주의 투자매력도가 높다는 관점을 유지하며, 최선호주로는 실손 요율 인상의 수혜가 예상되는 2위권사 중 실적 안정성과 자본확충 여력이 가장 높은 DB손해보험을 추천한다. 동사의 2019년 당기순이익은 합산비율 0.4%p YoY 개선 및 투자수익률 방어에 따라 14.5% YoY 증가한 6,465억원으로 전망된다. 동사의 RBC비율은 2Q18 말 198%로 전업손보사 중 삼성화재 다음으로 높은 수준이며, 2017년 한 차례의 후순위채 발행 (5,000억원) 외의 자본조달 이력이 없어 추가적인 자본확충 여력 또한 높은 상황이다. 차선호주로는 2018년 가장 양호한 실적 방어가 예상되는 가운데 2019년 16.3% YoY의 이익 증가율 (전자 매각의 제외)이 예상되며, 배당 매력이 탁월한 삼성화재를 추천한다. 비용 효율적 성장에 따른 이익 방어와 높은 자본력을 기반으로 2018년 기대 배당수익률은 보통주 4.1%, 우선주 6.3%로 전망된다 (배당성향 45.2% 가정).

SK 증권 커버리지 보험사별 Valuation table

	삼성화재	DB손해보험	현대해상	메리츠화재	한화손보	삼성생명	한화생명	오렌지라이프	동양생명
투자의견	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY
목표주가 (원)	343,000	87,000	51,000	21,000	9,500	132,000	6,200	35,000	7,200
현재주가 (원)	278,000	69,600	41,100	18,450	6,250	91,100	4,640	31,600	6,060
상승여력 (%)	23.4	25.0	24.1	13.8	52.0	44.9	33.6	10.8	18.8
EPS (원)									
2017	25,511	9,827	5,500	3,252	1,308	6,656	676	4,149	1,183
2018E	26,135	8,917	5,524	2,358	1,262	11,082	559	4,155	519
2019E	26,949	10,213	6,090	2,724	1,494	7,867	589	4,366	828
2020E	28,715	11,109	6,578	2,751	1,617	8,391	624	4,576	1,015
BPS (원)									
2017	280,460	69,757	38,912	16,361	10,147	173,545	11,937	44,738	15,297
2018E	280,668	71,573	46,812	16,623	10,589	169,590	13,495	44,707	14,361
2019E	295,268	79,686	51,778	18,498	11,933	174,657	13,954	47,374	15,029
2020E	311,079	88,395	57,072	20,268	13,380	180,749	14,438	50,629	15,814
ROE (%)									
2017	9.1	14.8	15.0	20.7	14.3	4.0	5.9	8.7	8.8
2018E	9.0	12.6	12.9	14.3	12.0	6.5	4.4	9.3	3.5
2019E	9.0	13.5	12.4	15.3	13.1	4.6	4.3	9.5	5.6
2020E	9.1	13.2	12.1	14.0	12.7	4.7	4.4	9.3	6.6
PER (x)									
2017	10.5	7.2	8.5	7.2	6.2	18.7	10.2	12.9	6.4
2018E	10.7	7.9	7.4	7.9	5.1	8.2	8.4	7.7	11.8
2019E	10.4	6.9	6.7	6.8	4.3	11.5	7.9	7.3	7.4
2020E	9.8	6.4	6.2	6.7	4.0	10.8	7.5	7.0	6.0
PBR (x)									
2017	0.95	1.02	1.21	1.44	0.80	0.72	0.58	1.19	0.50
2018E	1.00	0.99	0.87	1.12	0.61	0.54	0.35	0.71	0.43
2019E	0.95	0.89	0.79	1.00	0.54	0.52	0.34	0.67	0.41
2020E	0.90	0.80	0.71	0.92	0.48	0.50	0.32	0.63	0.39

자료: SK 증권

DB손해보험 및 현대해상의 목표주가를 각각 2.4%, 13.3% 상향 조정하고, 한화생명, 오렌지라이프, 동양생명의 목표주가를 각각 8.8%, 30.0%, 20.0% 하향 조정하였다. 참고로 당사는 ROE 및 EPS 산출 시 신종자본증권 이자비용을 수정 이익에서 차감해 반영하고 있다.

DB손해보험: 시간 경과로 인한 BPS 상승 및 시장금리 상승에 따른 COE 하락을 반영해 목표주가를 87,000원으로 이전 대비 2.4% 상향 조정한다 (타 손보사도 COE 하락으로 multiple이 상승했으나 실적 추정치 하향이 이를 상쇄해 목표주가는 변동 없음).

현대해상: 신종자본증권 발행에 따른 BPS 상승이 ROE 하락을 상회함에 따라 목표주가를 51,000원으로 이전 대비 13.3% 상향 조정한다.

한화생명: 신종자본증권 발행으로 BPS가 상승했음에도 불구하고 이자비용 반영 및 실적 추정치 하향에 따른 multiple 하락의 영향이 더 크게 작용했다. 목표주가를 6,200원으로 이전 대비 8.8% 하향 조정한다.

오렌지라이프: 신한지주에 매각이 결정된 후, 동사의 가장 큰 투자포인트인 배당에 대한 전망이 크게 하향됨. 목표주가 산출에 배당평가모형을 적용했는데, 2018년 예상 기말 DPS 1,700원 이후 매각이 완료된 2019년부터는 배당성향이 생명보험사 상단인 30%에 그칠 것으로 가정했으며, 경상적인 이익 성장률을 감안해 영구성장률을 5%로 가정했다. 이에 따른 동사의 현재 가치는 35,000원으로 산출돼 목표주가를 이전 대비 30.0% 하향 조정한다.

동양생명: 이차마진 악화 및 일시납 축소에 따른 매출 감소로 하반기 이익이 크게 훼손될 전망이다. 이로 인해 2018년 연간 실적이 50% 하향 조정되었으며, 예상 BPS 및 기대 ROE가 하락함에 따라 목표주가를 이전 대비 20.0% 하향 조정한다.

커버리지 보험사의 목표주가 산출식

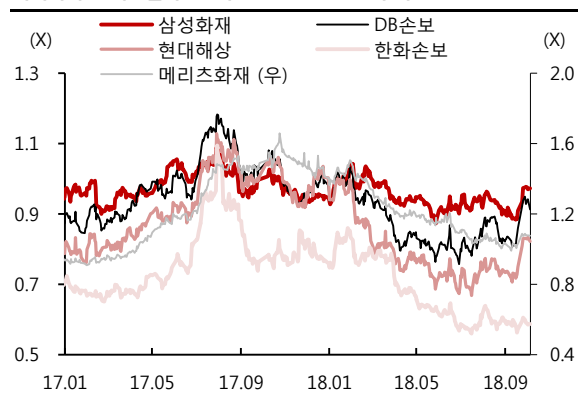
항목	삼성화재	DB손보	현대해상	메리츠화재	한화손보	한화생명	동양생명	비고
자기자본비용 (%)	8.5	10.7	11.2	11.5	13.9	8.8	10.0	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	(b): 국제 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.7	0.9	0.9	1.0	1.2	0.7	0.8	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE (%)	9.1	13.1	12.5	14.6	12.6	4.4	5.2	(e): 회사별 2018~2020년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.06	1.23	1.11	1.27	0.90	0.50	0.53	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	(h): 업계 선도사 +10%, 자본불확실성 -10%
목표 PBR (X)	1.17	1.11	1.00	1.14	0.81	0.45	0.47	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	292,834	78,334	51,005	18,185	11,709	13,880	14,922	(j): 회사별 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	343,000	87,000	51,000	21,000	9,500	6,200	7,200	(k): (i)*(j)
조정률 (%)	0.0	2.4	13.3	0.0	0.0	-8.8	-20.0	직전 목표주가 대비 조정률
현재가 (10/18, 원)	278,000	69,600	41,100	18,450	6,250	4,640	6,060	
상승여력 (%)	23.4	25.0	24.1	13.8	52.0	25.2	15.8	

항목	삼성생명	비고
(a)~(h)는 보유 삼성전자 지분 영향 (평가의 배당수익 등을 제외한 사업가치 기준)		
자기자본비용 (%)	9.5	(a): 산출방식 상동
Average ROE (%)	5.9	(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)	0.63	(f): (d)*(e)
수정 BPS (원)	100,202	(g): 삼성생명의 12개월 forward BPS
사업가치 총액 (십억원)	12,552	(h): (f)*(g)*발행주식수
삼성전자 지분가치 (십억원)	13,877	(i): 세후 지분가치에 20% 할인 적용
적정 시가총액 (십억원)	26,429	(j): (h)+(i)
목표주가 (원)	132,000	(k): (j)/발행주식수
조정률 (%)	0.0	직전 목표주가 대비 조정률
현주가 (10/18, 원)	91,100	
상승여력 (%)	44.9	

오렌지라이프	2018E	2019E	2020E	이후
예상 배당성장 (%)	65.0	30.2	30.2	30
영구성장률 (%)				5.0%
요구수익률 (%)			COE	9.0%
예상 DPS (원)	1,700 (기말)	1,320	1,380	$*(1+5\%)^n$
현재 가치 (원)	1,700	1,211	1,161	30,441
목표주가 (원)	35,000			
조정률 (%)	-30.0			
현주가 (10/18, 원)	31,600			
상승여력 (%)	10.8			

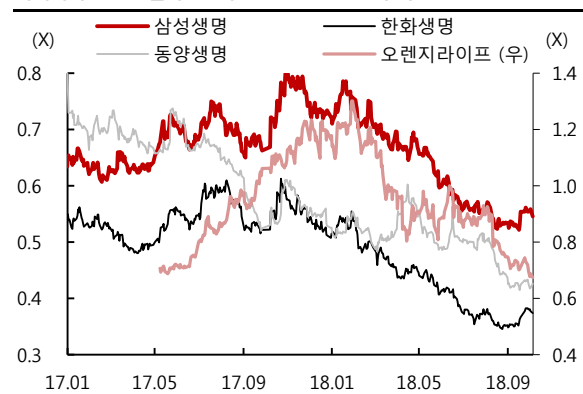
자료: SK 증권

커버리지 손해보험사 12 개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

커버리지 생명보험사 12 개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

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

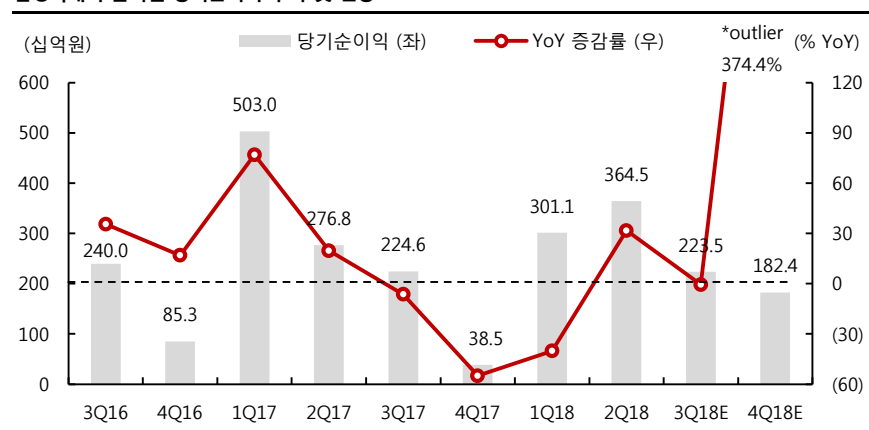
삼성화재의 3Q18 순이익은 2,235억원 (-0.5% YoY, -38.7% QoQ), 전분기 계열사 지분 관련손익 제외 시 -8.0% QoQ를 기록할 전망. 신계약 매출이 QoQ 감소할 것으로 예상하며 사업비율을 20.2% (+0.7%p YoY, -0.7%p QoQ)로 가정함. 3Q18 경과손해율은 83.5% (+0.1%p YoY)로, 보험료 감소 및 계절적 손실 등으로 자동차 손해율이 6.5%p YoY 악화됨에도 장기 손해율이 2.0%p YoY 하락하면서 전년동기와 유사한 수준을 기록할 것으로 추정. 3Q18 투자수익률은 3.2%로 전자로부터의 배당수익 190억원 증가 등에 따라 0.4%p YoY 상승할 전망

삼성화재 3Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	3Q18E	2Q18	QoQ (%)	3Q17	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(164.0)	(135.3)	적합	(132.0)	적합	n/a	n/a
투자영업이익	503.4	648.0	(22.3)	425.6	18.3	n/a	n/a
영업이익	339.4	512.7	(33.8)	293.6	15.6	370.1	(8.3)
당기순이익	223.5	364.5	(38.7)	224.6	(0.5)	235.0	(4.9)
(단위: %)	3Q18E	2Q18	QoQ (%p)	3Q17	YoY (%p)		
경과손해율	83.5	82.2	1.3	83.4	0.1		
일반	74.0	77.1	(3.1)	78.1	(4.1)		
자동차	87.0	80.5	6.5	80.5	6.5		
장기	83.3	83.4	(0.1)	85.3	(2.0)		
사업비율	20.2	20.9	(0.7)	19.5	0.7		
투자수익률	3.2	4.1	(1.0)	2.8	0.4		

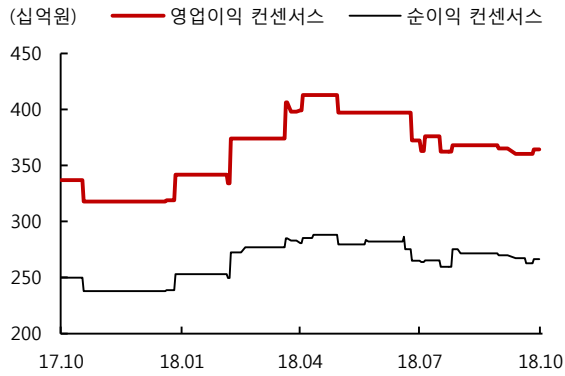
자료: FnGuide, SK 증권

삼성화재의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



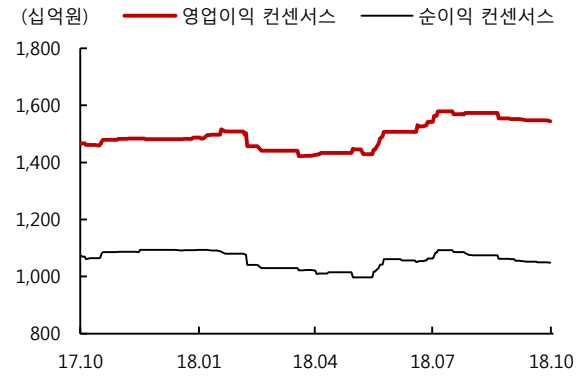
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 3Q18 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



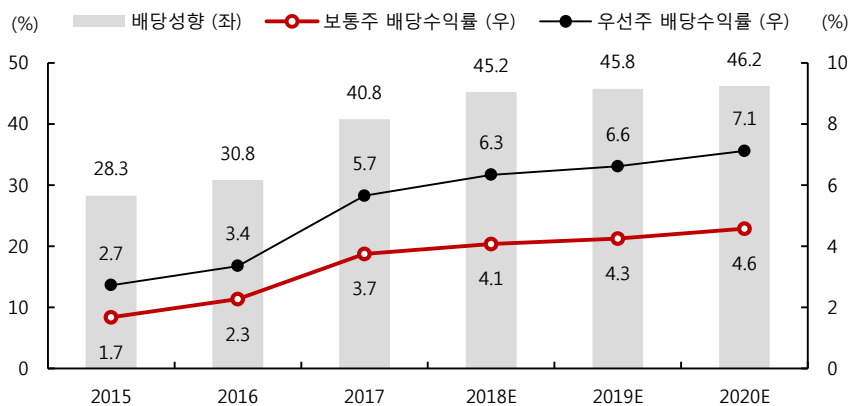
자료: FnGuide, SK 증권

삼성화재의 2018 년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

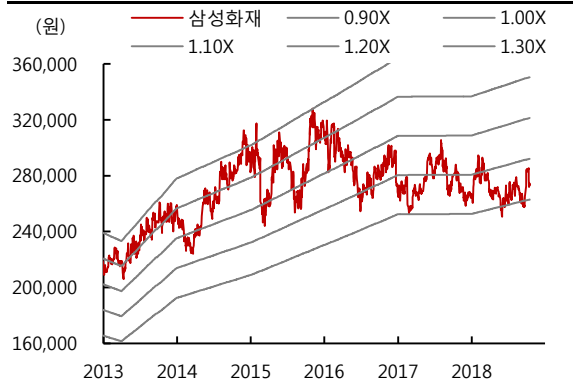
삼성화재의 배당지표 추이 및 전망



자료: WiseFn, SK 증권

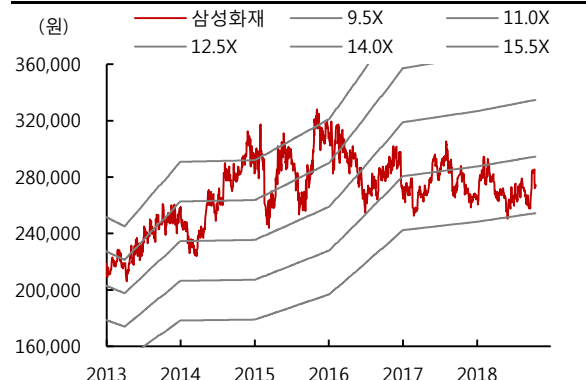
주: 2017 년 배당성향 40.8%는 배당결정 이후의 회계처리 변경에 의한 것으로, 배당결정 당시 성향 44.4%

삼성화재의 12 개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

삼성화재의 12 개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	58,238	64,419	66,936	70,736	74,627
현금 및 예치금	1,049	1,342	845	865	847
유가증권	38,127	40,868	42,308	44,879	47,563
주식	4,342	5,946	5,814	6,104	6,392
채권	28,115	29,319	30,172	32,036	33,958
수익증권	2,098	2,317	2,384	2,520	2,620
외화유가증권	2,849	2,610	3,262	3,523	3,876
기타유가증권	723	675	675	696	717
대출채권	17,878	21,393	22,933	24,235	25,569
부동산	1,184	815	850	756	649
비운용자산	5,136	5,473	5,664	5,980	6,324
특별계정자산	4,524	5,629	7,655	8,115	8,602
자산총계	67,898	75,521	80,255	84,831	89,552
책임준비금	49,416	52,872	55,833	58,884	61,962
지급준비금	3,731	4,174	4,383	4,602	4,786
보험료적립금	41,941	44,982	47,639	50,344	53,114
미경과보험료적립금	3,240	3,161	3,201	3,271	3,341
기타부채	2,996	3,194	4,507	4,933	5,396
특별계정부채	4,605	7,532	7,984	8,463	8,971
부채총계	57,017	63,599	68,324	72,279	76,329
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	7,414	8,198	8,844	9,465	10,137
비상위험준비금	1,817	1,938	2,003	2,047	2,096
자본조정	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계	3,985	4,242	3,605	3,605	3,605
자본총계	10,881	11,922	11,931	12,552	13,224
부채와자본총계	67,898	75,521	80,255	84,831	89,552

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	8.0	11.2	6.3	5.7	5.6
운용자산	9.0	10.6	3.9	5.7	5.5
부채	7.8	11.5	7.4	5.8	5.6
책임준비금	8.0	7.0	5.6	5.5	5.2
자본	9.1	9.6	0.1	5.2	5.4
경과보험료	2.7	1.6	-0.5	2.1	2.2
일반	4.5	4.9	6.7	2.3	2.3
자동차	15.3	5.2	-2.2	3.0	3.2
장기	-1.5	-0.1	-0.4	1.8	1.8
순사업비	5.0	5.5	2.5	-1.5	2.0
투자영업이익	0.7	18.5	7.4	-2.6	5.2
영업이익	4.6	33.0	5.1	5.3	6.1
순이익	7.4	24.0	2.7	3.2	6.6

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	18,183	18,230	18,312	18,702	19,163
일반	1,303	1,329	1,404	1,433	1,461
자동차	4,804	4,804	4,825	4,945	5,131
장기	12,077	12,097	12,083	12,325	12,571
보유보험료	17,657	17,655	17,770	18,166	18,614
경과보험료	17,406	17,690	17,609	17,984	18,382
일반	1,208	1,267	1,351	1,382	1,414
자동차	4,364	4,592	4,491	4,624	4,774
장기	11,834	11,820	11,766	11,978	12,194
경과손해액	14,626	14,670	14,571	14,861	15,194
일반	891	907	937	940	961
자동차	3,528	3,700	3,785	3,888	4,010
장기	10,207	10,054	9,849	10,033	10,223
순사업비	3,347	3,531	3,619	3,566	3,638
보험영업이익	-568	-511	-582	-443	-450
투자영업이익	1,688	2,001	2,149	2,093	2,202
영업이익	1,120	1,491	1,567	1,651	1,751
영업외이익	-27	-79	-103	-140	-140
세전이익	1,094	1,412	1,464	1,511	1,611
법인세비용	253	369	393	406	433
당기순이익	841	1,043	1,072	1,105	1,178

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.0	82.9	82.7	82.6	82.7
일반	73.7	71.6	69.3	68.0	68.0
자동차	80.9	80.6	84.3	84.1	84.0
장기	86.3	85.1	83.7	83.8	83.8
사업비율	19.2	20.0	20.6	19.8	19.8
투자이익률	3.1	3.3	3.3	3.1	3.1
수익성 (%)					
ROE	8.1	9.1	9.0	9.0	9.1
ROA	1.3	1.5	1.4	1.3	1.4
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	20,702	25,511	26,135	26,949	28,715
보통주 BPS	255,966	280,460	280,668	295,268	311,079
보통주 DPS	6,100	10,000	11,400	11,900	12,800
기타 지표					
보통주 PER (X)	13.0	10.5	10.7	10.4	9.8
보통주 PBR (X)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
배당성향 (%)	30.8	40.8	45.2	45.8	43.3
보통주 배당수익률 (%)	2.3	3.7	4.1	4.3	4.6

자료: SK증권 추정

DB 손해보험 (A005830) / 매수 / TP: 87,000 원 (상향)

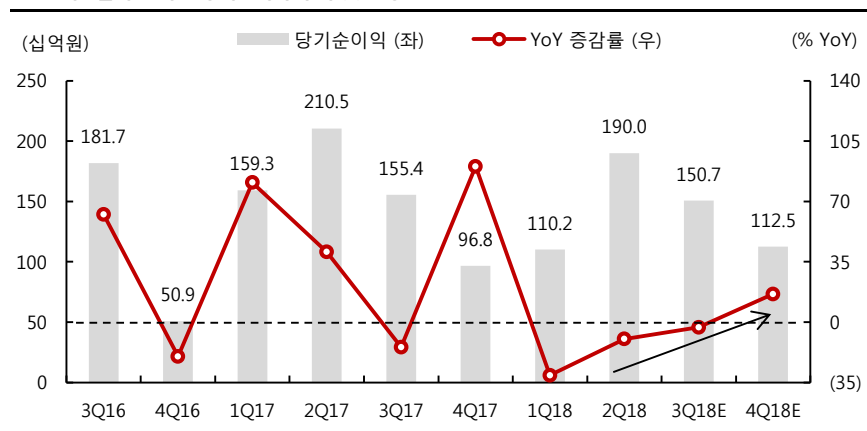
DB 손해보험의 3Q18 순이익은 1,507 억원 (-3.0% YoY, -20.7% QoQ)으로 전년동기 대비 소폭 감소하나, 상반기 대비 감익률은 크게 축소될 전망 (1H18 순이익 -18.8% YoY). 보험료 성장 둔화, 계절적 손실 등으로 자동차 손해율은 YoY 악화되나, 영업일 수 3일 감소 및 실손보험 갱신 도래 등으로 장기 위험손해율이 개선되면서 전체 경과 손해율은 0.1%p YoY 하락에 그칠 것으로 예상됨. 추가상각이 여전히 발생해 사업비율이 YoY 기준 0.6%p 상승하나, 신계약 매출 감소에 따라 QoQ 로는 0.5%p 하락할 전망. 동사의 3Q18 투자수익률은 3.4%로 유의한 일회성 요인이 부재한 가운데 0.1%p YoY 하락할 것으로 추정함

DB 손해보험 3Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	3Q18E	2Q18	QoQ (%)	3Q17	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(67.6)	(10.7)	적확	(53.5)	적확	n/a	n/a
투자영업이익	279.2	279.7	(0.2)	271.0	3.0	n/a	n/a
영업이익	211.6	269.0	(21.3)	217.6	(2.7)	228.0	(7.2)
당기순이익	150.7	190.0	(20.7)	155.4	(3.0)	161.3	(6.6)
(단위: %)	3Q18E	2Q18	QoQ (%p)	3Q17	YoY (%p)		
경과손해율	83.4	81.0	2.4	83.5	(0.1)		
일반	65.0	64.9	0.1	62.1	2.9		
자동차	86.7	79.9	6.9	81.7	5.0		
장기	83.4	82.6	0.9	85.7	(2.3)		
사업비율	18.9	19.4	(0.5)	18.3	0.6		
투자수익률	3.4	3.5	(0.1)	3.5	(0.1)		

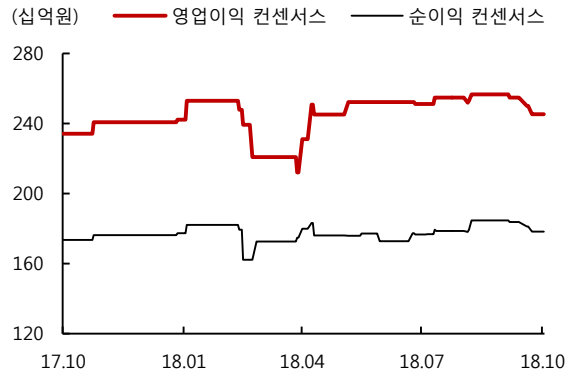
자료: FnGuide, SK 증권

DB 손해보험의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



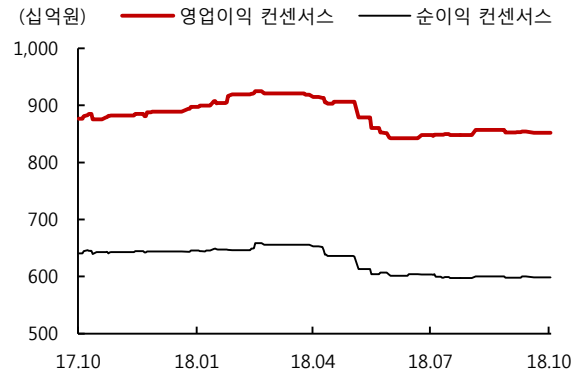
자료: DB 손해보험, SK 증권

DB 손해보험의 3Q18 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



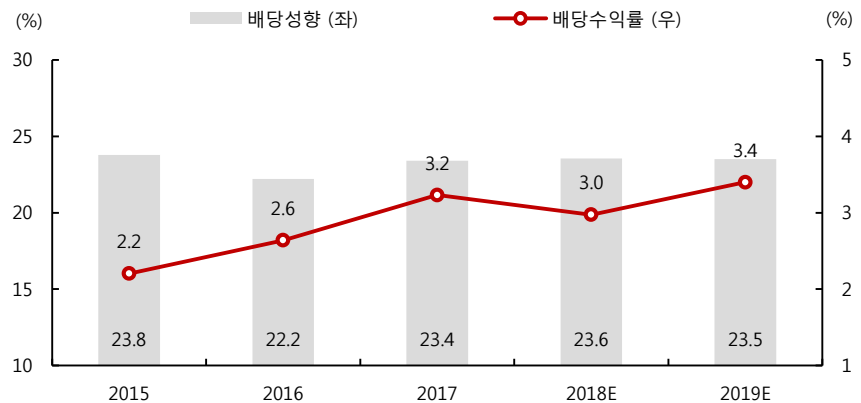
자료: FnGuide, SK 증권

DB 손해보험의 2018년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



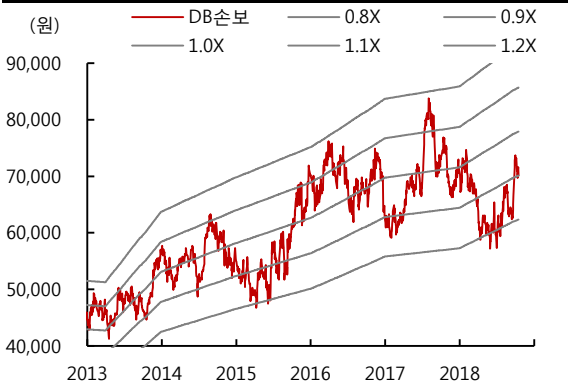
자료: FnGuide, SK 증권

DB 손해보험의 배당지표 추이 및 전망



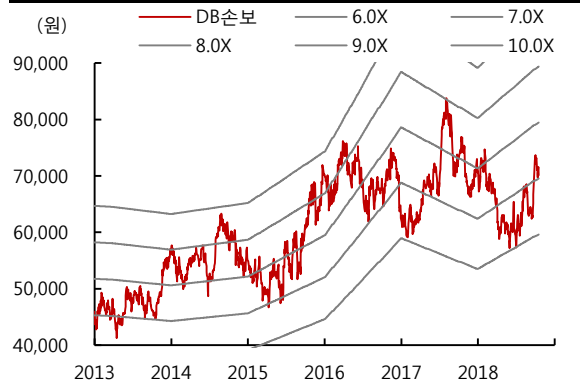
자료: WiseFn, SK 증권

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	33,673	35,911	38,203
현금 및 예치금	629	414	535	413	507
유가증권	19,158	20,487	21,253	22,895	24,365
주식	1,127	1,244	1,299	1,364	1,433
채권	7,271	7,849	8,399	9,155	9,887
수익증권	5,142	5,338	5,017	5,318	5,425
외화유가증권	5,567	5,982	6,461	6,978	7,536
기타유가증권	51	73	77	81	85
대출채권	8,300	9,572	10,748	11,463	12,194
부동산	1,142	1,136	1,137	1,140	1,137
비운용자산	3,323	3,405	3,383	3,431	3,434
특별계정자산	1,657	2,390	2,533	2,685	2,846
자산총계	34,209	37,404	39,589	42,027	44,484
책임준비금	26,992	28,929	30,723	32,555	34,411
지급준비금	2,372	2,474	2,526	2,560	2,632
보험료적립금	22,503	24,236	25,940	27,664	29,429
미경과보험료적립금	2,027	2,122	2,155	2,227	2,245
기타부채	1,212	1,566	1,768	1,783	1,753
특별계정부채	2,041	2,493	2,568	2,645	2,724
부채총계	30,245	32,988	35,059	36,983	38,888
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	3,403	3,920	4,339	4,853	5,404
비상위험준비금	771	851	894	911	930
자본조정	-30	-30	-30	-30	-30
기타포괄손익누계	517	451	148	148	148
자본총계	3,964	4,415	4,530	5,044	5,595
부채와자본총계	34,209	37,404	39,589	42,027	44,484

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	11.9	9.3	5.8	6.2	5.8
운용자산	12.5	8.1	6.5	6.6	6.4
부채	12.5	9.1	6.3	5.5	5.2
책임준비금	10.3	7.2	6.2	6.0	5.7
자본	7.6	11.4	2.6	11.3	10.9
경과보험료	5.1	3.0	1.4	1.6	1.9
일반	9.1	4.4	3.9	1.5	1.0
자동차	14.0	12.3	2.8	2.5	3.5
장기	2.2	-0.1	0.8	1.2	1.4
순사업비	8.4	8.6	4.1	0.1	1.9
투자영업이익	0.7	5.1	6.2	5.8	6.5
영업이익	13.1	27.2	-6.8	13.8	9.0
순이익	13.9	32.3	-9.3	14.5	8.8

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	12,092	12,368	12,469	12,684	12,954
일반	1,014	1,016	1,002	1,012	1,022
자동차	2,988	3,253	3,287	3,385	3,521
장기	8,091	8,100	8,181	8,287	8,412
보유보험료	11,312	11,565	11,694	11,895	12,148
경과보험료	11,103	11,441	11,605	11,785	12,014
일반	520	543	564	573	578
자동차	2,630	2,954	3,037	3,114	3,223
장기	7,953	7,943	8,003	8,099	8,212
경과손해액	9,391	9,421	9,616	9,748	9,925
일반	398	349	373	389	393
자동차	2,145	2,382	2,567	2,618	2,704
장기	6,848	6,691	6,676	6,741	6,828
순사업비	2,022	2,196	2,287	2,289	2,333
보험영업이익	-310	-176	-298	-251	-245
투자영업이익	985	1,035	1,099	1,163	1,239
영업이익	675	859	801	912	994
영업외이익	-55	-32	-29	-34	-38
세전이익	620	827	772	878	956
법인세비용	150	205	208	232	253
당기순이익	470	622	564	646	703

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.6	82.3	82.9	82.7	82.6
일반	76.5	64.3	66.1	68.0	68.0
자동차	81.6	80.6	84.5	84.1	83.9
장기	86.1	84.2	83.4	83.2	83.1
사업비율	18.2	19.2	19.7	19.4	19.4
투자이익률	3.6	3.5	3.4	3.4	3.4
수익성 (%)					
ROE	12.3	14.8	12.6	13.5	13.2
ROA	1.5	1.7	1.5	1.6	1.6
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	7,428	9,827	8,917	10,213	11,109
보통주 BPS	62,623	69,757	71,573	79,686	88,395
보통주 DPS	1,650	2,300	2,100	2,400	2,600
기타 지표					
보통주 PER (X)	8.4	7.2	7.9	6.9	6.4
보통주 PBR (X)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
배당성향 (%)	22.2	23.4	23.6	23.5	23.4
보통주 배당수익률 (%)	2.6	3.2	3.0	3.4	3.7

자료: SK증권 추정

현대해상 (A001450) / 매수 / TP: 51,000 원 (상향)

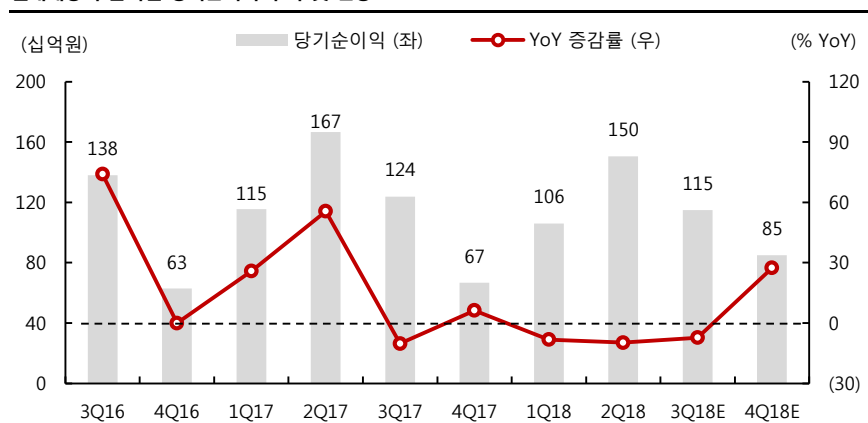
현대해상의 3Q18 순이익은 1,148 억원 (-7.3% YoY, -23.7% QoQ)으로 감소하지만 상반기 대비 감익률은 축소될 전망 (1H18 순이익 -9.1% YoY). 3Q18 경과손해율은 84.0%로 0.5%p YoY 상승할 것으로 추정. 영업일수 감소 및 실손보험 갱신 도래 등으로 장기 위험손해율이 개선되면서 장기 손해율이 1.8%p YoY 하락하지만 계절적 손실 등으로 자동차 손해율이 8.3%p YoY 악화되기 때문. 견조한 신계약 매출이 유지되면서 사업비용은 20.1%를 지속할 전망. 동사의 3Q18 투자수익률은 3.3%로 유의한 일회성 요인이 부재한 가운데 0.1%p YoY 하락할 것으로 추정함

현대해상 3Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	3Q18E	2Q18	QoQ (%)	3Q17	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(119.7)	(59.8)	적확	(102.8)	적확	n/a	n/a
투자영업이익	278.2	273.4	1.8	268.7	3.6	n/a	n/a
영업이익	158.6	213.6	(25.8)	165.9	(4.4)	171.6	(7.6)
당기순이익	114.8	150.5	(23.7)	123.9	(7.3)	122.7	(6.4)
(단위: %)	3Q18E	2Q18	QoQ (%p)	3Q17	YoY (%p)		
경과손해율	84.0	82.0	2.0	83.4	0.5		
일반	66.0	56.7	9.3	75.1	(9.1)		
자동차	87.1	79.6	7.5	78.8	8.3		
장기	83.8	84.3	(0.5)	85.6	(1.8)		
사업비용	20.1	20.1	0.0	20.0	0.1		
투자수익률	3.3	3.3	(0.0)	3.4	(0.1)		

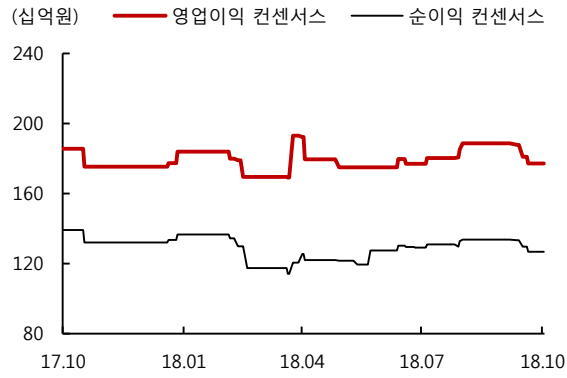
자료: FnGuide, SK 증권

현대해상의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



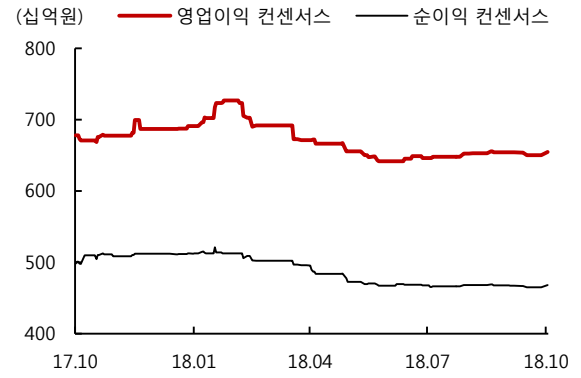
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 3Q18 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



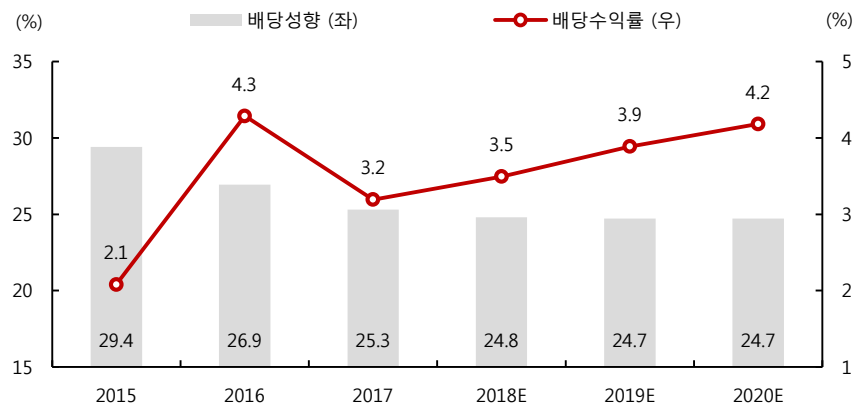
자료: FnGuide, SK 증권

현대해상의 2018 년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



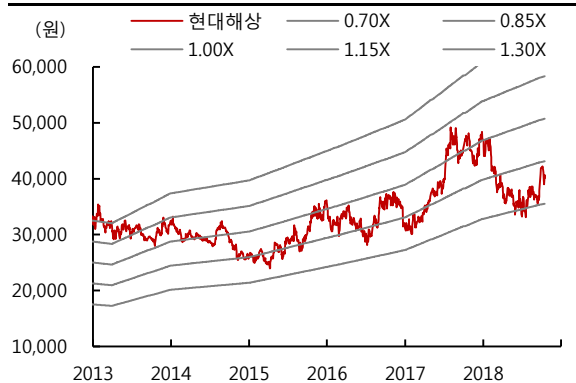
자료: FnGuide, SK 증권

현대해상의 배당지표 추이 및 전망



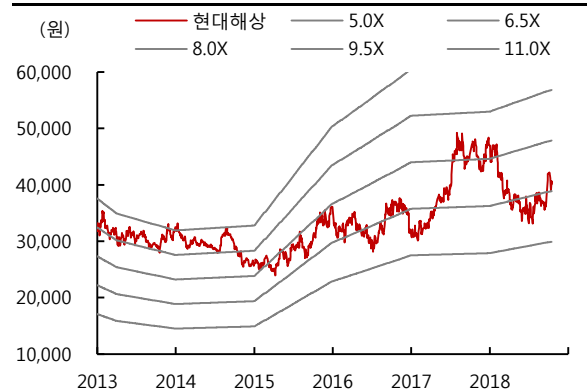
자료: WiseFn, SK 증권

현대해상의 12 개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

현대해상의 12 개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	29,643	32,448	34,582	36,753	39,198
현금 및 예치금	1,157	854	798	767	707
유가증권	18,780	21,083	22,689	24,379	26,150
주식	1,003	1,351	1,392	1,441	1,492
채권	10,829	11,207	11,944	12,694	13,539
수익증권	2,244	3,227	3,550	3,905	4,296
외화유가증권	4,395	5,112	5,602	6,122	6,590
기타유가증권	308	185	200	216	234
대출채권	8,691	9,505	10,092	10,579	11,282
부동산	1,015	1,006	1,003	1,029	1,058
비운용자산	3,796	3,938	3,942	3,950	3,946
특별계정자산	3,213	3,736	4,109	4,438	4,793
자산총계	36,652	40,122	42,634	45,142	47,937
책임준비금	28,653	31,051	33,160	35,434	37,849
지급준비금	2,480	2,554	2,708	2,870	3,042
보험료적립금	23,934	26,132	28,112	30,158	32,315
미경과보험료적립금	2,179	2,304	2,278	2,342	2,426
기타부채	1,835	2,177	1,756	1,474	1,310
특별계정부채	3,406	3,791	3,981	4,100	4,223
부채총계	33,894	37,019	38,897	41,009	43,382
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	114	114	614	614	614
이익잉여금	2,398	2,763	3,100	3,496	3,919
비상위험준비금	731	806	850	866	893
자본조정	-37	-37	-37	-37	-37
기타포괄손익누계	238	218	15	15	15
자본총계	2,758	3,103	3,737	4,133	4,555
부채와자본총계	36,652	40,122	42,634	45,142	47,937

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	13.5	9.5	6.3	5.9	6.2
운용자산	13.0	9.5	6.6	6.3	6.7
부채	13.5	9.2	5.1	5.4	5.8
책임준비금	11.6	8.4	6.8	6.9	6.8
자본	13.3	12.5	20.4	10.6	10.2
경과보험료	2.5	2.5	1.7	1.5	2.7
일반	-3.0	-0.9	2.4	2.0	2.0
자동차	12.7	9.2	4.2	1.8	3.5
장기	-0.2	0.4	0.7	1.3	2.4
순사업비	8.0	8.8	3.3	-0.9	2.9
투자영업이익	12.7	6.3	9.1	4.5	5.4
영업이익	84.0	18.2	-0.0	12.0	8.1
순이익	96.6	18.3	-3.5	11.6	7.6

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	12,583	12,826	12,975	13,222	13,600
일반	1,079	1,081	1,106	1,128	1,151
자동차	3,145	3,329	3,390	3,492	3,631
장기	8,359	8,416	8,480	8,603	8,818
보유보험료	11,414	11,702	11,873	12,111	12,480
경과보험료	11,255	11,533	11,725	11,899	12,218
일반	455	451	462	471	480
자동차	2,739	2,991	3,117	3,172	3,284
장기	8,061	8,091	8,146	8,256	8,454
경과손해액	9,525	9,576	9,783	9,951	10,207
일반	297	297	286	320	327
자동차	2,242	2,379	2,603	2,648	2,738
장기	6,986	6,900	6,894	6,983	7,142
순사업비	2,148	2,337	2,415	2,393	2,462
보험영업이익	-418	-380	-473	-446	-451
투자영업이익	960	1,020	1,113	1,163	1,226
영업이익	542	640	640	717	775
영업외이익	-29	-15	-20	-28	-32
세전이익	513	625	620	689	743
법인세비용	113	152	164	180	194
당기순이익	400	473	456	509	548

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.6	83.0	83.4	83.6	83.5
일반	65.2	65.9	62.0	68.0	68.0
자동차	81.8	79.5	83.5	83.5	83.4
장기	86.7	85.3	84.6	84.6	84.5
사업비율	19.1	20.3	20.6	20.1	20.2
투자이익률	3.5	3.3	3.4	3.3	3.3
수익성 (%)					
ROE	15.4	16.1	13.3	12.9	12.6
ROA	1.2	1.2	1.1	1.2	1.2
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	5,013	5,929	5,723	6,390	6,879
보통주 BPS	34,591	38,912	46,863	51,833	57,132
보통주 DPS	1,350	1,500	1,420	1,580	1,700
기타 지표					
보통주 PER (X)	6.3	7.9	7.1	6.4	5.9
보통주 PBR (X)	0.9	1.2	0.9	0.8	0.7
배당성향 (%)	26.9	25.3	24.8	24.7	24.7
보통주 배당수익률 (%)	4.3	3.2	3.5	3.9	4.2

자료: SK증권 추정

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

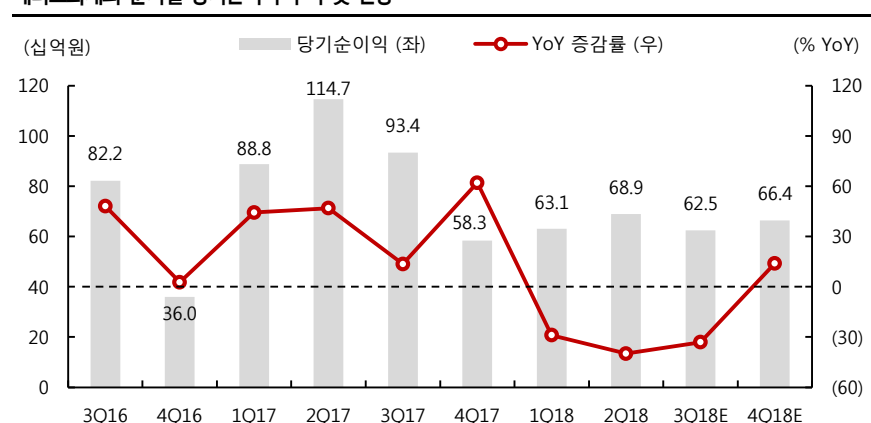
메리츠화재의 3Q18 순이익은 625 억원 (-33.1% YoY, -9.4% QoQ)으로, 상반기와 유사한 사업비율이 유지됨으로써 감익률도 축소되기 어려울 것으로 전망함. 3Q18 경과손해율은 79.9% (-0.8%p YoY)로 개선될 전망. 상위사와 마찬가지로 자동차 손해율 상승과 장기 손해율 하락을 가정했으나, 장기보험 비중이 더 높은 특성상 전체 손해율은 높은 하락폭을 기록할 것으로 추정됨. 사업비율은 25.8%로 전반기와 유사한 수준이 되 전년동기대비 3.0%p 상승할 것으로 예상함. 동사의 3Q18 투자수익률은 4.4%로 0.3%p YoY 하락하나 여전히 타사대비 높은 수준을 나타낼 전망

메리츠화재 3Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	3Q18E	2Q18	QoQ (%)	3Q17	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(96.9)	(69.3)	적확	(54.4)	적확	n/a	n/a
투자영업이익	186.6	171.3	8.9	182.6	2.2	n/a	n/a
영업이익	89.7	101.9	(12.0)	128.2	(30.1)	89.0	0.8
당기순이익	62.5	68.9	(9.4)	93.4	(33.1)	61.3	1.8
(단위: %)	3Q18E	2Q18	QoQ (%)	3Q17	YoY (%)		
경과손해율	79.9	78.2	1.7	80.7	(0.8)		
일반	68.0	67.9	0.1	61.9	6.1		
자동차	84.5	76.0	8.5	78.5	6.0		
장기	79.8	79.1	0.8	82.0	(2.2)		
사업비율	25.8	26.0	(0.1)	22.8	3.0		
투자수익률	4.4	4.2	0.2	4.7	(0.3)		

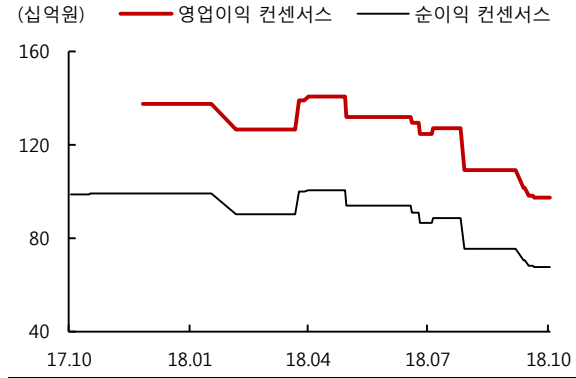
자료: FnGuide, SK 증권

메리츠화재의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



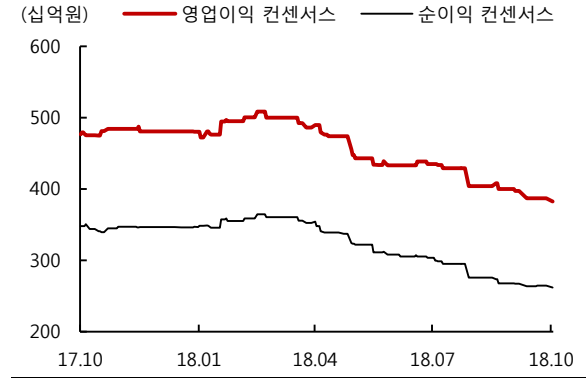
자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 3Q18 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



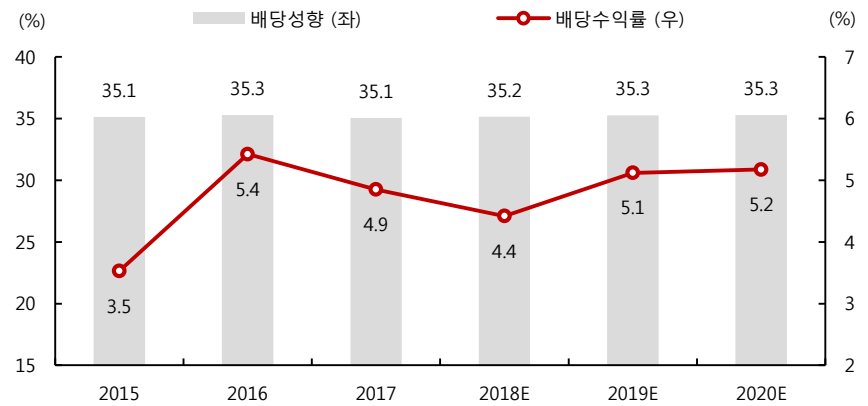
자료: FnGuide, SK 증권

메리츠화재의 2018 년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



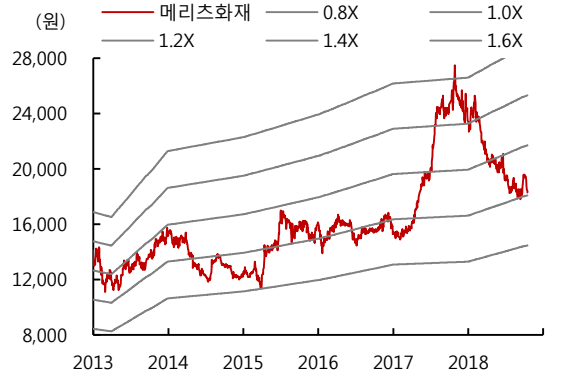
자료: FnGuide, SK 증권

메리츠화재의 배당지표 추이 및 전망



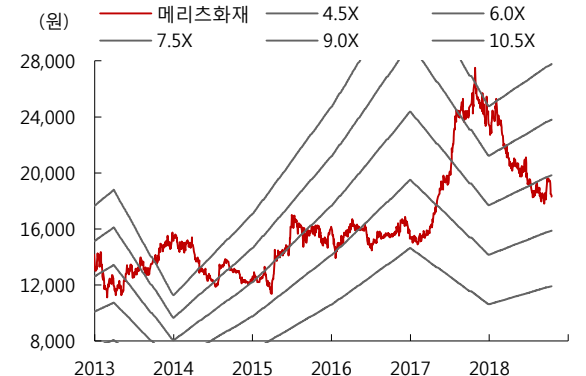
자료: WiseFn, SK 증권

메리츠화재의 12 개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

메리츠화재의 12 개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	14,510	15,967	17,550	19,230	20,931
현금 및 예치금	220	380	324	351	444
유가증권	8,905	10,009	11,217	12,372	13,488
주식	100	112	207	213	219
채권	4,353	5,582	6,252	6,913	7,594
수익증권	1,890	1,451	1,669	1,869	2,018
외화유가증권	2,449	2,792	2,876	3,164	3,444
기타유가증권	114	72	213	213	213
대출채권	4,584	4,785	5,230	5,730	6,238
부동산	800	793	779	777	762
비운용자산	1,934	2,125	2,189	2,255	2,323
특별계정자산	0	0	0	0	0
자산총계	16,444	18,092	19,739	21,485	23,254
책임준비금	13,831	15,447	17,047	18,704	20,404
지급준비금	960	1,079	1,176	1,282	1,398
보험료적립금	12,195	13,619	15,105	16,627	18,181
미경과보험료적립금	589	659	673	698	724
기타부채	974	859	832	711	583
특별계정부채	0	0	0	0	0
부채총계	14,805	16,306	17,879	19,415	20,986
자본금	55	55	57	57	57
자본잉여금	437	437	505	505	505
이익잉여금	847	1,109	1,242	1,452	1,650
비상위험준비금	209	232	247	257	266
자본조정	-13	-19	-35	-35	-35
기타포괄손익누계	314	204	90	90	90
자본총계	1,640	1,787	1,860	2,069	2,268
부채와자본총계	16,444	18,092	19,739	21,485	23,254

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	12.6	10.0	9.1	8.8	8.2
운용자산	14.7	10.0	9.9	9.6	8.8
부채	12.7	10.1	9.7	8.6	8.1
책임준비금	13.1	11.7	10.4	9.7	9.1
자본	11.5	9.0	4.1	11.3	9.6
경과보험료	6.4	5.8	10.5	4.2	3.7
일반	20.6	13.3	11.7	-4.1	4.0
자동차	3.5	3.6	4.0	2.3	4.0
장기	6.3	5.8	11.4	4.9	3.7
순사업비	2.8	16.1	23.4	0.3	3.3
투자영업이익	0.7	19.9	4.0	7.7	8.0
영업이익	43.9	35.5	-24.0	14.1	1.9
순이익	50.5	37.7	-26.5	15.5	1.0

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	5,990	6,403	7,011	7,361	7,655
일반	440	498	497	517	538
자동차	751	807	808	840	874
장기	4,799	5,098	5,706	6,004	6,244
보유보험료	5,680	6,055	6,624	6,954	7,233
경과보험료	5,666	5,997	6,629	6,909	7,167
일반	223	252	282	270	281
자동차	708	733	762	780	811
장기	4,736	5,011	5,585	5,859	6,076
경과손해액	4,698	4,824	5,280	5,559	5,816
일반	153	158	187	184	191
자동차	595	573	616	634	660
장기	3,950	4,092	4,477	4,741	4,965
순사업비	1,195	1,387	1,711	1,716	1,773
보험영업이익	-227	-214	-363	-366	-422
투자영업이익	596	714	743	800	864
영업이익	369	500	381	434	442
영업외이익	-32	-27	-27	-32	-36
세전이익	338	473	354	402	406
법인세비용	80	118	93	101	102
당기순이익	258	355	261	301	304

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
경과손해율	82.9	80.4	79.7	80.5	81.1
일반	68.7	62.8	66.3	68.0	68.0
자동차	84.1	78.2	80.8	81.3	81.4
장기	83.4	81.7	80.2	80.9	81.7
사업비율	21.1	23.1	25.8	24.8	24.7
투자이익률	4.5	4.8	4.5	4.4	4.4
수익성 (%)					
ROE	16.6	20.7	14.3	15.3	14.0
ROA	1.7	2.1	1.4	1.5	1.4
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	2,352	3,252	2,358	2,724	2,751
보통주 BPS	14,957	16,361	16,623	18,498	20,268
보통주 DPS	830	1,140	820	950	960
기타 지표					
보통주 PER (X)	6.5	7.2	7.9	6.8	6.7
보통주 PBR (X)	1.0	1.4	1.1	1.0	0.9
배당성향 (%)	35.3	35.1	35.2	35.3	35.3
보통주 배당수익률 (%)	5.4	4.9	4.4	5.1	5.2

자료: SK증권 추정

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

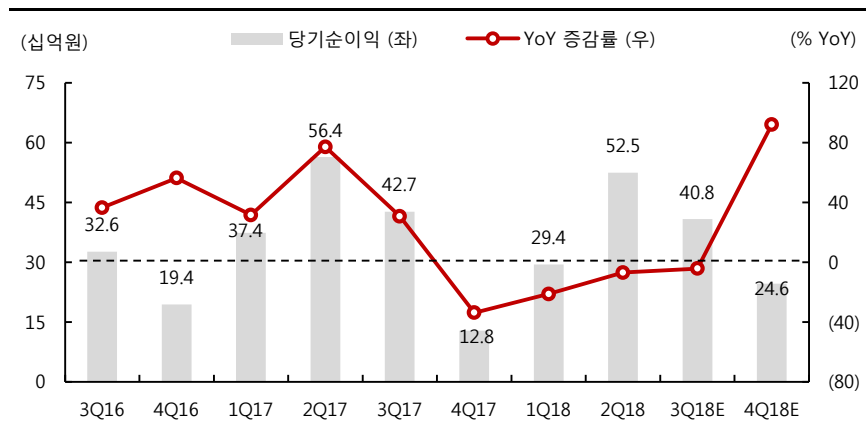
한화손해보험의 3Q18 순이익은 408 억원 (-4.3% YoY, -22.2% QoQ)으로, YoY 감익률은 축소되지만 자산처분이익이 250 억원 발생했던 전분기대비 크게 감소할 전망(금융자산처분익 2016 년 530 억원, 2017 년 510 억원). 한화손해보험의 3Q18 경과손해율은 82.1% (-0.1%p YoY)로, 장기 손해율이 1.5%p YoY 하락하지만 계절적 사고 증가에 따른 자동차 손해율 상승으로 전체 손해율 개선폭은 제한될 것으로 추정함. 순사업비 규모는 상반기와 유사한 수준이나 견조한 보험료 성장에 힘입어 사업비율은 24.4% (-0.6%p QoQ)로 하락할 전망. 동사의 3Q18 투자수익률은 3.8% (-0.2%p YoY)로 하락하지만 상위사 대비 양호한 투자영업 수익성이 유지될 전망

한화손해보험 3Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	3Q18E	2Q18	QoQ (%)	3Q17	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(71.2)	(66.1)	적확	(59.3)	적확	n/a	n/a
투자영업이익	128.1	139.9	(8.5)	118.7	7.9	n/a	n/a
영업이익	56.9	73.8	(23.0)	59.4	(4.3)	56.5	0.7
당기순이익	40.8	52.5	(22.2)	42.7	(4.3)	38.1	7.2
(단위: %)	3Q18E	2Q18	QoQ (%)	3Q17	YoY (%)		
경과손해율	82.1	81.1	0.9	82.2	(0.1)		
일반	70.0	70.6	(0.6)	70.0	0.0		
자동차	90.5	82.0	8.4	82.5	8.0		
장기	81.3	81.6	(0.2)	82.8	(1.5)		
사업비율	24.4	25.0	(0.6)	23.5	0.9		
투자수익률	3.8	4.3	(0.5)	3.9	(0.2)		

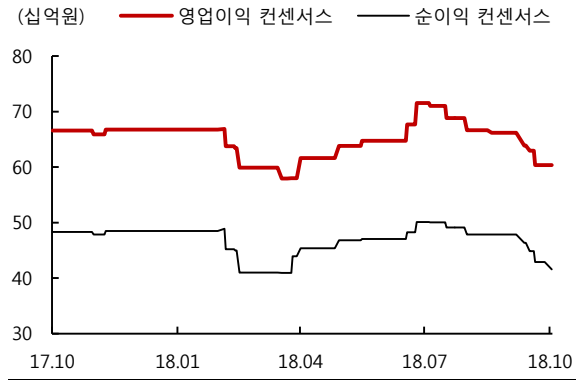
자료: FnGuide, SK 증권

한화손해보험의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



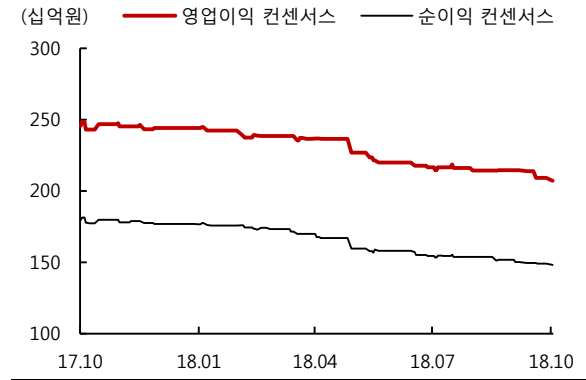
자료: 한화손해보험 SK 증권

한화손해보험의 3Q18 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



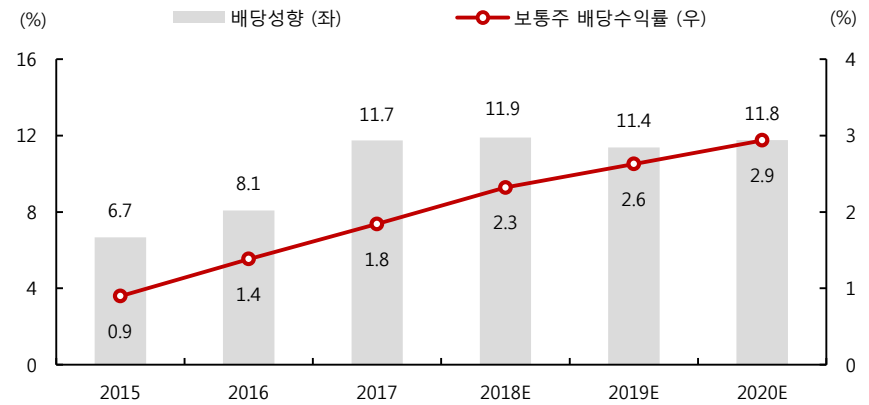
자료: FnGuide, SK 증권

한화손해보험의 2018 년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

한화손해보험의 배당지표 추이 및 전망



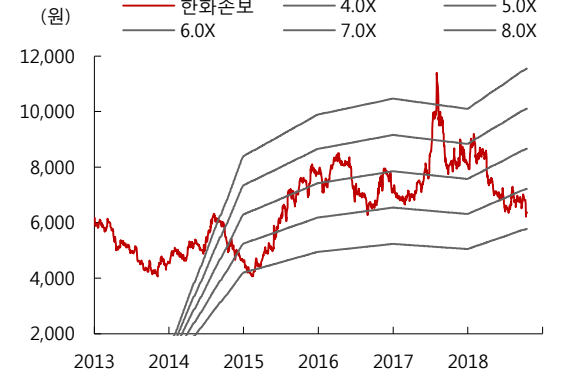
자료: WiseFn, SK 증권

한화손해보험의 12 개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

한화손해보험의 12 개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	11,389	12,691	14,087	15,481	17,002
현금 및 예치금	382	469	515	580	647
유가증권	5,637	6,568	7,512	8,336	9,228
주식	213	262	288	308	329
채권	2,373	2,784	3,035	3,396	3,763
수익증권	1,663	2,216	2,637	2,927	3,248
외화유가증권	1,294	1,228	1,474	1,620	1,795
기타유가증권	95	81	80	86	93
대출채권	4,871	5,166	5,548	6,050	6,611
부동산	497	485	512	516	515
비운용자산	1,880	2,187	2,209	2,231	2,253
특별계정자산	7	6	6	6	6
자산총계	13,275	14,884	16,301	17,718	19,261
책임준비금	11,540	12,817	14,158	15,546	16,986
지급준비금	793	842	893	937	984
보험료적립금	10,085	11,244	12,480	13,778	15,131
미경과보험료적립금	645	709	758	797	829
기타부채	844	877	901	773	706
특별계정부채	7	6	6	6	7
부채총계	12,391	13,699	15,065	16,325	17,699
자본금	454	584	584	584	584
자본잉여금	0	98	68	68	68
이익잉여금	264	403	532	689	858
비상위험준비금	102	121	110	104	108
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계	167	100	53	53	53
자본총계	885	1,185	1,236	1,393	1,562
부채와자본총계	13,275	14,884	16,301	17,718	19,261

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	12.5	12.1	9.5	8.7	8.7
운용자산	14.2	11.4	11.0	9.9	9.8
부채	13.2	10.6	10.0	8.4	8.4
책임준비금	13.3	11.1	10.5	9.8	9.3
자본	2.8	33.9	4.4	12.7	12.1
경과보험료	9.2	4.0	4.4	5.0	4.2
일반	21.5	24.3	9.9	9.0	4.0
자동차	18.1	3.9	-3.2	4.0	4.0
장기	7.3	3.1	5.5	5.0	4.2
순사업비	10.7	8.0	10.6	2.4	4.6
투자영업이익	10.7	6.3	13.1	2.4	8.5
영업이익	14.3	43.9	-0.7	16.3	7.8
순이익	17.8	33.0	-1.3	18.4	8.2

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	4,954	5,291	5,635	5,953	6,247
일반	381	434	456	478	497
자동차	841	874	895	933	970
장기	3,733	3,984	4,284	4,541	4,780
보유보험료	4,087	4,151	4,379	4,583	4,809
경과보험료	3,993	4,151	4,335	4,554	4,745
일반	142	176	193	211	219
자동차	576	599	580	603	627
장기	3,275	3,376	3,562	3,740	3,899
경과손해액	3,364	3,411	3,553	3,724	3,890
일반	95	117	138	143	149
자동차	488	487	500	520	541
장기	2,776	2,805	2,914	3,061	3,200
순사업비	912	985	1,089	1,115	1,167
보험영업이익	-283	-245	-307	-285	-311
투자영업이익	428	455	515	527	572
영업이익	146	210	208	242	261
영업외이익	-11	-14	-12	-12	-12
세전이익	135	196	196	230	249
법인세비용	23	47	49	56	60
당기순이익	112	149	147	174	189

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.2	82.2	81.9	81.8	82.0
일반	67.4	66.7	71.4	68.0	68.0
자동차	84.8	81.3	86.3	86.2	86.3
장기	84.8	83.1	81.8	81.8	82.1
사업비율	22.8	23.7	25.1	24.5	24.6
투자이익률	4.1	3.9	3.9	3.6	3.6
수익성 (%)					
ROE	12.9	14.4	12.2	13.3	12.8
ROA	0.9	1.1	0.9	1.0	1.0
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	1,237	1,308	1,262	1,494	1,617
보통주 BPS	9,749	10,147	10,589	11,933	13,380
보통주 DPS	100	150	150	170	190
기타 지표					
보통주 PER (X)	5.8	6.2	5.1	4.3	4.0
보통주 PBR (X)	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5
배당성향 (%)	8.1	11.7	11.9	11.4	11.8
보통주 배당수익률 (%)	1.4	1.8	2.3	2.6	2.9

자료: SK증권 추정

삼성생명 (A032830) / 매수 / TP: 132,000 원 (유지)

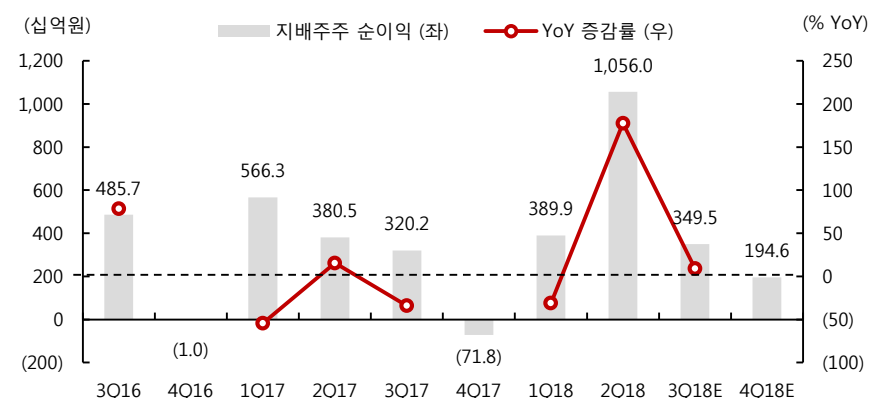
삼성생명의 3Q18 연결 지배주주 순이익은 3,495억원 (+9.2% YoY, -66.9% QoQ)으로 전년동기대비 증가하나 삼성전자 지분 매각이익이 1조원대 발생했던 전분기대비 감소할 전망이다. 3Q18 위험손해율은 79.7%로 기저효과에 따라 6.0%p YoY 개선될 것으로 추정하나, 하반기 기준으로는 78.8% (+0.1%p YoY)로 전년과 유사한 수준을 보일 전망이다. 손보업계의 GA채널 경쟁으로 생보업계 신계약 매출의 상대적 부진이 예상되는 가운데, 동사는 신상품 출시 및 기본보험료가 낮은 상품 등의 판매 호조로 보장성 APE가 10%대의 YoY 성장을 보이면서 회복될 것으로 기대. 3Q18 투자수익률은 3.2%로 전자로 부터의 배당수익 1,055억원 증가 등에 따라 0.1%p YoY 상승할 전망이다

삼성생명 3Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	3Q18E	2Q18	QoQ (%, %p)	3Q17	YoY (%, %p)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	25.7	(60.6)	흑전	205.1	(87.5)		
투자손익	1,856.9	3,027.3	(38.7)	1,711.9	8.5		
위험손해율 (%)	79.7	80.1	(0.4)	85.7	(6.0)		
투자수익률 (%)	3.2	5.3	(2.1)	3.1	0.1		
영업이익	163.8	1,149.2	(85.7)	54.1	202.5	171.0	(4.2)
지배주주 순이익	349.5	1,056.0	(66.9)	320.2	9.2	343.0	1.9

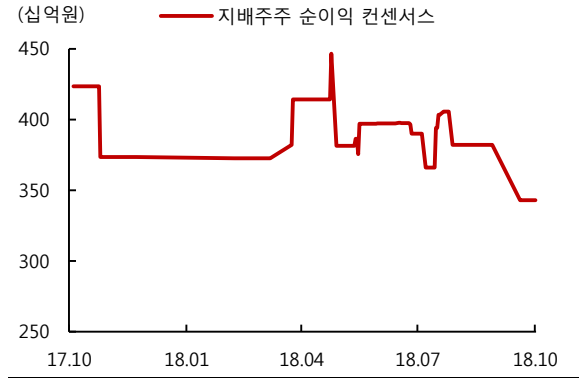
자료: FnGuide, SK 증권

삼성생명의 분기별 지배주주 순이익 추이 및 전망



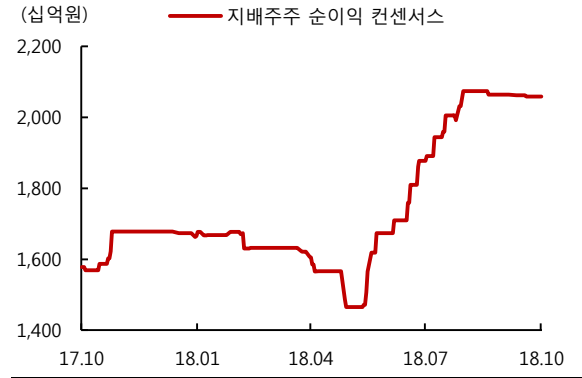
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 3Q18 지배주주 순이익 컨센서스 변화



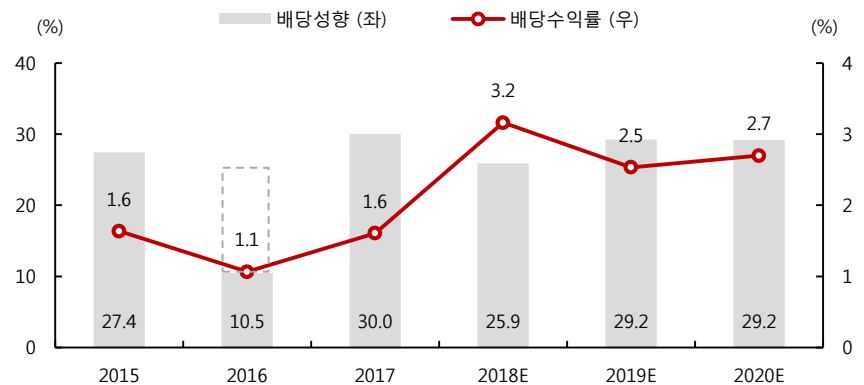
자료: FnGuide, SK 증권

삼성생명의 2018년 지배주주 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

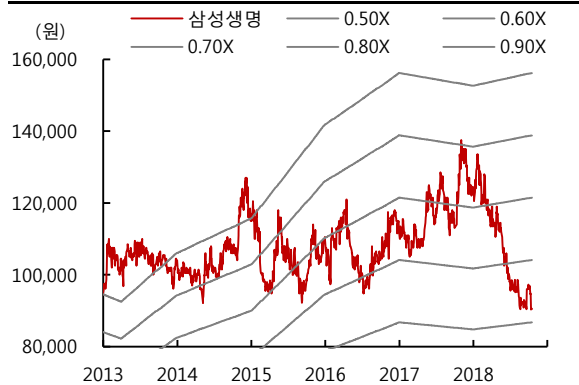
삼성생명의 배당지표 추이 및 전망



자료: WiseFn, SK 증권

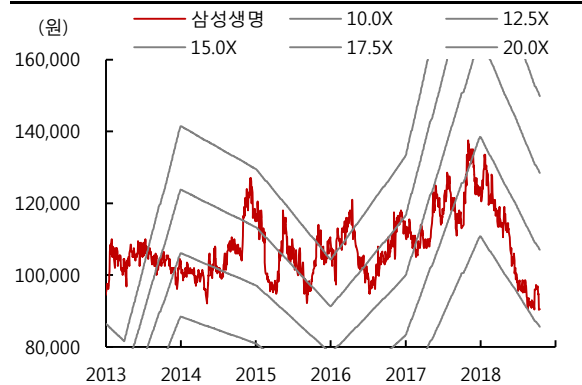
주: 점선은 연가매수차익 제외 시의 배당성향

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	238,810	249,123	259,706
현금 및 예치금	5,823	4,940	2,570	3,176	3,649
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	68,850	71,824	74,875
부동산	8,923	8,416	8,806	8,689	8,538
비운용자산	8,269	8,691	8,951	9,220	9,497
특별계정자산	41,505	45,321	47,587	49,491	51,470
자산총계	264,654	282,753	295,348	307,834	320,673
책임준비금	158,729	166,881	174,227	181,751	189,472
보험료적립금	152,281	160,006	167,000	174,382	182,021
계약자지분조정	8,076	9,600	10,080	10,483	10,902
기타부채	25,683	27,928	30,578	31,238	31,662
특별계정부채	43,857	47,180	50,010	53,011	56,192
부채총계	236,345	251,588	264,894	276,482	288,228
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	63	63	92	92	92
이익잉여금	13,289	14,268	15,871	16,768	17,862
자본조정	-2,118	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117
기타포괄손익누계	15,310	17,087	14,833	14,833	14,833
자본총계	28,308	31,164	30,454	31,351	32,445
부채와자본총계	264,654	282,753	295,348	307,834	320,673

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	14.9	6.8	4.5	4.2	4.2
운용자산	17.4	6.5	4.4	4.3	4.2
특별계정자산	4.8	9.2	5.0	4.0	4.0
부채	14.4	6.4	5.3	4.4	4.2
책임준비금	6.4	5.1	4.4	4.3	4.2
자본	19.3	10.1	-2.3	2.9	3.5
수입보험료	1.6	-5.6	-2.0	1.7	2.6
일반계정	-3.6	-0.9	-3.0	2.1	2.6
특별계정	10.3	-12.6	-0.2	0.9	2.5
순사업비	-2.3	13.1	26.6	-6.1	0.3
투자영업이익	24.4	-12.8	24.3	-9.0	3.6
세전이익	90.1	-34.2	63.5	-27.6	6.7
순이익	77.7	-39.9	59.4	-28.1	6.7
지배주주 순이익	69.6	-41.8	66.5	-29.0	6.7

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	27,884	26,321	25,807	26,235	26,909
일반계정	16,669	16,515	16,020	16,359	16,788
특별계정	11,215	9,806	9,787	9,876	10,121
보험손익	2,476	1,006	-487	-338	-351
보험영업수익	17,046	16,948	16,471	16,832	17,278
보험료수익	16,768	16,646	16,150	16,496	16,925
재보험수익	278	302	321	337	353
보험영업비용	14,570	15,942	16,958	17,171	17,629
지급보험금	10,610	11,910	12,791	13,029	13,419
재보험비용	311	339	368	386	406
사업비	1,524	1,723	2,181	2,048	2,053
신계약비상각비	2,124	1,969	1,617	1,706	1,750
할인료	1	1	1	1	1
투자손익	8,000	6,976	8,672	7,895	8,180
책임준비금전입액	9,242	7,610	6,724	6,932	7,133
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	1,235	373	1,460	625	696
영업외이익	1,373	1,342	1,344	1,406	1,471
특별계정 수입수수료	1,443	1,571	1,655	1,712	1,780
특별계정 지급수수료	1	13	15	10	14
세전이익	2,607	1,715	2,804	2,030	2,167
법인세비용	458	423	743	548	586
당기순이익	2,150	1,293	2,061	1,482	1,581
지배주주 순이익	2,054	1,195	1,990	1,413	1,507

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	63.7	72.1	79.8	79.6	79.9
위험손해율	82.1	78.5	80.4	79.7	78.9
사업비용	12.0	12.4	13.0	13.2	13.3
투자이익률	4.1	3.2	3.8	3.3	3.3
수익성 (%)					
ROE	7.9	4.0	6.5	4.6	4.7
ROA	0.8	0.4	0.7	0.5	0.5
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	11,440	6,656	11,082	7,867	8,391
보통주 BPS	157,642	173,545	169,590	174,587	180,679
보통주 DPS	1,200	2,000	2,870	2,300	2,450
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	9.8	18.7	8.2	11.5	10.8
보통주 PBR (배)	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
배당성향	10.5	30.0	25.9	29.2	29.2
보통주 배당수익률	1.1	1.6	3.2	2.5	2.7

자료: SK증권 추정

한화생명 (A088350) / 매수 / TP: 6,200 원 (하향)

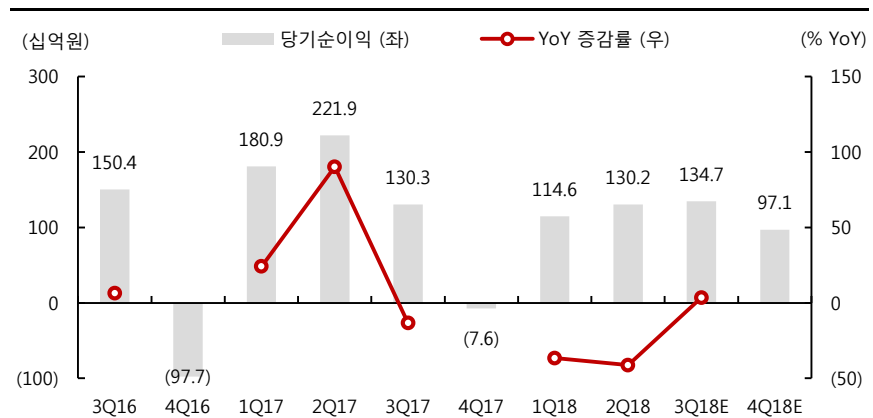
한화생명의 3Q18 순이익은 1,347 억원 (+3.4% YoY, +3.4% QoQ)으로 증가하나, 시장 기대치를 13% 하회하는 부진한 실적을 기록할 전망. 3Q18 위험손해율은 77.0%로 기저효과에 따라 4.4%p YoY 개선되나, 하반기 기준으로는 77.8% (+1.7%p YoY)로 상승할 것으로 추정. 손보업계의 GA 채널 경쟁 영향에도 불구하고, 신규 출시한 압보험 호조 등으로 보장성 APE 는 전년동기와 유사한 수준을 기록할 전망. 3Q18 투자수익률은 3.9% (-0.1%p YoY)로, 영국 빌딩 매각익이 800 억원 수준 반영됨에도 불구하고 보유이원 하락 및 여타 자산 매각익 감소 등으로 전년동기대비 하락할 전망

한화생명 3Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	3Q18E	2Q18	QoQ (%, %p)	3Q17	YoY (%, %p)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	(55.6)	(80.6)	적축	52.8	적전		
투자손익	864.7	829.9	4.2	844.9	2.3		
위험손해율 (%)	77.0	79.2	(2.2)	81.5	(4.4)		
투자수익률 (%)	3.9	3.9	0.1	4.0	(0.1)		
영업이익	(110.3)	(119.1)	적축	(76.7)	적확	(73.0)	n/a
당기순이익	134.7	130.2	3.4	130.3	3.4	155.2	(13.2)

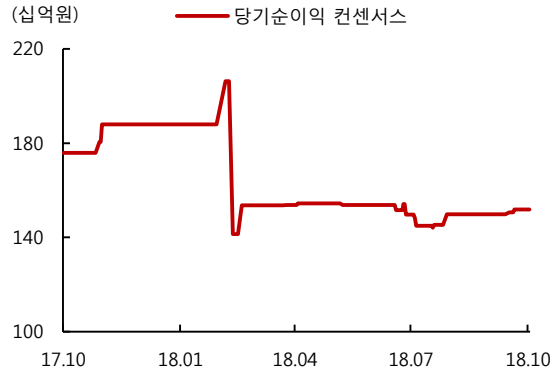
자료: FnGuide, SK 증권

한화생명의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



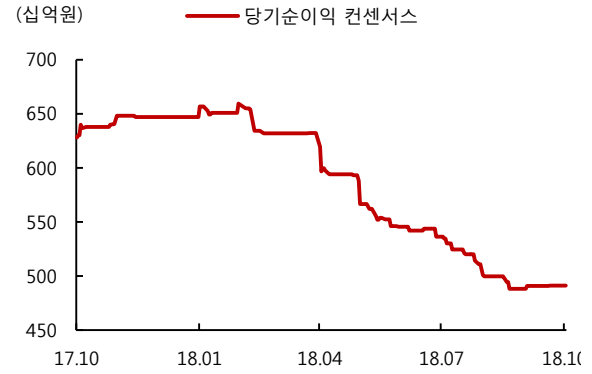
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 3Q18 당기순이익 컨센서스 변화



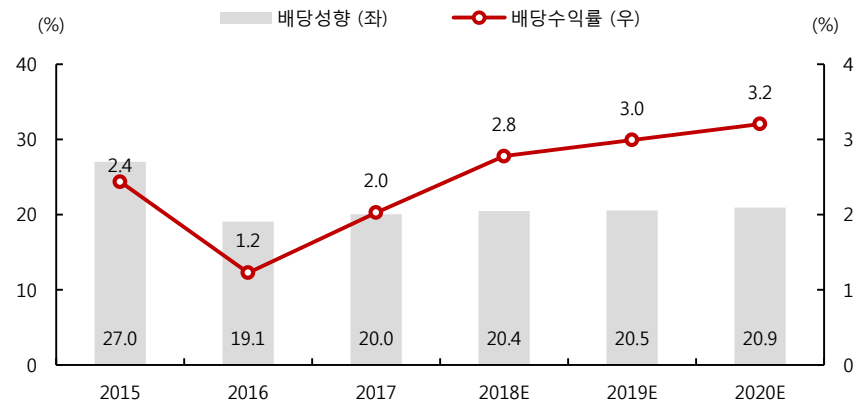
자료: FnGuide, SK 증권

한화생명의 2018년 당기순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

한화생명의 배당지표 추이 및 전망



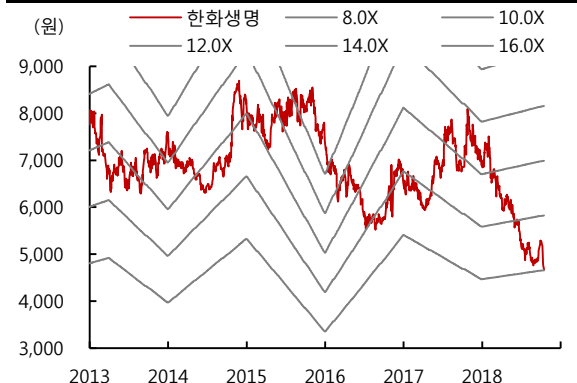
자료: WiseFn, SK 증권

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	88,834	92,371	96,498
현금 및 예치금	754	417	1,877	2,120	2,137
유가증권	59,246	61,143	63,392	66,043	69,380
주식	1,492	1,598	1,637	1,699	1,763
채권	34,921	32,111	31,566	32,981	34,619
수익증권	5,525	6,162	7,271	7,416	7,861
외화유가증권	16,437	20,365	22,463	23,470	24,635
기타유가증권	871	909	454	477	501
대출채권	18,736	19,364	20,108	20,723	21,456
부동산	3,502	3,479	3,458	3,485	3,525
비운용자산	3,281	4,310	4,396	4,528	4,664
특별계정자산	19,863	21,643	22,076	22,959	23,648
자산총계	105,331	110,313	115,307	119,858	124,810
책임준비금	73,290	77,253	80,578	84,190	87,951
보험료적립금	69,949	73,774	76,914	80,389	84,046
계약자지분조정	813	697	614	638	664
기타부채	2,206	1,229	1,370	1,036	1,134
특별계정부채	20,869	22,165	22,608	23,512	24,218
부채총계	97,179	101,344	105,170	109,376	113,966
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	983	2,043	2,043	2,043
이익잉여금	2,680	3,152	3,465	3,812	4,172
자본조정	-924	-924	-924	-924	-924
기타포괄손익누계	1,569	1,415	1,209	1,209	1,209
자본총계	8,153	8,969	10,136	10,483	10,844
부채와자본총계	105,331	110,313	115,307	119,858	124,810

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	6.6	4.7	4.5	3.9	4.1
운용자산	7.5	2.6	5.3	4.0	4.5
특별계정자산	4.5	9.0	2.0	4.0	3.0
부채	7.6	4.3	3.8	4.0	4.2
책임준비금	8.3	5.4	4.3	4.5	4.5
자본	-4.9	10.0	13.0	3.4	3.5
수입보험료	1.5	-9.0	-1.2	1.9	2.7
일반계정	2.4	-8.5	-3.6	1.5	2.6
특별계정	-0.4	-10.2	4.4	2.7	2.9
순사업비	-2.6	-1.0	28.9	-0.7	4.0
투자영업이익	-0.6	-0.6	5.9	0.5	3.5
세전이익	-28.8	69.0	-4.3	5.7	4.3
순이익	-37.0	66.8	-9.3	8.4	4.2

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	15,180	13,814	13,653	13,907	14,282
일반계정	10,474	9,587	9,239	9,375	9,621
특별계정	4,707	4,227	4,414	4,532	4,661
보험손익	1,937	538	-536	-236	-207
보험영업수익	10,622	9,749	9,402	9,541	9,790
보험료수익	10,474	9,587	9,239	9,375	9,621
재보험수익	148	162	163	166	169
보험영업비용	8,685	9,210	9,938	9,777	9,997
지급보험금	6,359	6,882	7,675	7,472	7,603
재보험비용	160	170	171	175	178
사업비	892	883	1,139	1,130	1,175
신계약비상각비	1,271	1,272	950	996	1,038
할인료	3	3	3	3	3
투자손익	3,174	3,156	3,343	3,359	3,478
책임준비금전입액	5,598	3,963	3,324	3,610	3,760
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	-487	-269	-517	-487	-490
영업외이익	896	961	1,178	1,186	1,219
특별계정 수입수수료	938	1,035	1,196	1,211	1,245
특별계정 지급수수료	21	21	23	23	23
세전이익	409	691	662	699	729
법인세비용	94	166	185	182	191
당기순이익	315	525	477	517	538

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	60.7	71.8	83.1	79.7	79.0
위험손해율	79.0	76.7	78.5	78.4	78.5
사업비율	13.2	14.1	13.3	13.3	13.4
투자이익률	4.1	3.9	3.9	3.8	3.8
수익성 (%)					
ROE	3.8	6.1	5.0	5.0	5.0
ROA	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	419	699	634	688	717
보통주 BPS	10,850	11,937	13,493	13,958	14,441
보통주 DPS	80	140	130	140	150
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	15.6	9.9	7.4	6.8	6.5
보통주 PBR (배)	0.6	0.6	0.3	0.3	0.3
배당성향	19.1	20.0	20.5	20.4	20.9
보통주 배당수익률	1.2	2.0	2.8	3.0	3.2

자료: SK증권 추정

오렌지라이프 (A079440) / 중립 / TP: 35,000 원 (하향)

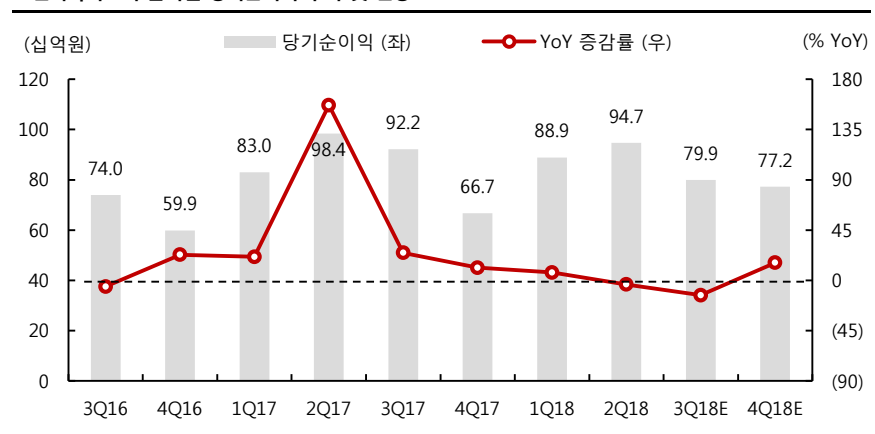
오렌지라이프의 3Q18 순이익은 799 억원 (-13.3% YoY, -15.7% QoQ)으로, 안정적인 보험 및 투자 포트폴리오에도 불구하고 리브랜딩 비용 소요 (100 억원 가정)에 따라 두 자릿수의 이익 감소율을 기록할 전망. 3Q18 위험손해율은 76.6%로 기저효과에 따라 2.2%p YoY 개선될 것으로 추정하나, 하반기 기준으로는 76.4% (+0.8%p YoY)로 전년대비 상승할 전망. 손보업체의 GA 채널 경쟁 영향으로 보장성 APE 는 YoY 소폭 감소할 전망. 동사의 3Q18 투자수익률은 3.7% (+0.1%p YoY)로 유의한 일회성 투자 수익 없이 양호한 수준을 유지할 것으로 기대됨

오렌지라이프 3Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	3Q18E	2Q18	QoQ (%, %p)	3Q17	YoY (%, %p)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	191.7	186.6	2.7	174.2	10.0		
투자손익	230.1	243.0	(5.3)	216.9	6.1		
위험손해율 (%)	76.6	72.8	3.8	78.8	(2.2)		
투자수익률 (%)	3.7	3.9	(0.3)	3.6	0.1		
영업이익	68.7	90.5	(24.1)	85.1	(19.3)	n/a	n/a
당기순이익	79.9	94.7	(15.7)	92.2	(13.3)	82.9	(3.6)

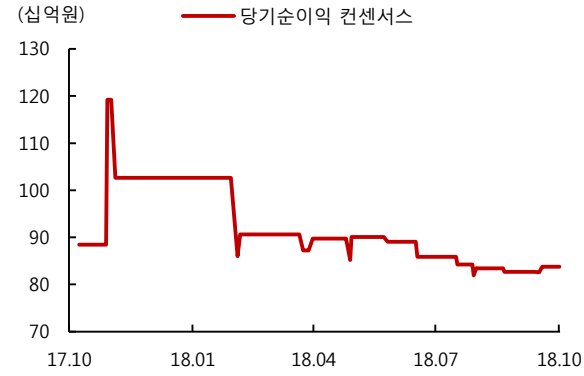
자료: FnGuide, SK 증권

오렌지라이프의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



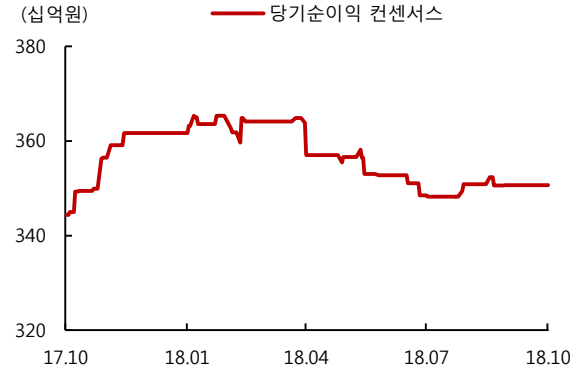
자료: 오렌지라이프, SK 증권

오렌지라이프의 3Q18 당기순이익 컨센서스 변화



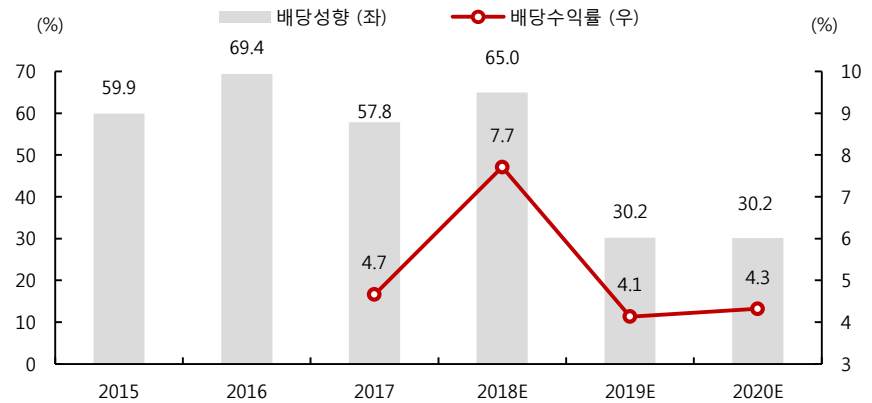
자료: FnGuide, SK 증권

오렌지라이프의 2018 년 당기순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

오렌지라이프의 배당지표 추이 및 전망



자료: WiseFn, SK 증권

주: 배당수익률은 중간배당 수익률과 기말배당 수익률을 합산

오렌지라이프의 12 개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

오렌지라이프의 12 개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	23,984	24,558	25,468	26,800	28,430
현금 및 예치금	565	560	479	601	662
유가증권	21,329	21,864	22,576	23,660	25,074
주식	98	117	129	142	156
채권	20,782	21,074	21,117	22,010	23,239
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	2,413	2,540	2,694
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	32,280	33,543	35,215
책임준비금	19,878	21,166	22,374	23,768	25,213
보험료적립금	19,232	20,522	21,745	23,117	24,555
계약자지분조정	213	135	139	144	150
기타부채	1,019	837	622	377	330
특별계정부채	5,411	5,648	5,479	5,369	5,369
부채총계	26,521	27,787	28,614	29,658	31,063
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	498	489	489	489	489
이익잉여금	1,766	1,882	2,001	2,220	2,487
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계	1,801	1,216	1,094	1,094	1,094
자본총계	4,147	3,669	3,666	3,885	4,152
부채와자본총계	30,669	31,455	32,280	33,543	35,215

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	3.8	2.6	2.6	3.9	5.0
운용자산	5.5	2.4	3.7	5.2	6.1
특별계정자산	-2.9	4.2	-2.0	-2.0	0.0
부채	4.8	4.8	3.0	3.6	4.7
책임준비금	7.7	6.5	5.7	6.2	6.1
자본	-2.7	-11.5	-0.1	6.0	6.9
수입보험료	-9.8	1.4	2.9	2.9	3.0
일반계정	-12.2	0.5	3.6	2.9	3.0
특별계정	-0.4	4.4	0.4	3.0	3.0
순사업비	8.2	5.6	11.2	-6.0	3.0
투자영업이익	3.0	1.3	7.9	2.3	4.6
세전이익	-20.4	43.5	1.6	4.5	4.9
순이익	-21.0	41.3	0.1	5.1	4.8

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	4,058	4,113	4,231	4,355	4,487
일반계정	3,142	3,158	3,272	3,367	3,469
특별계정	915	956	959	988	1,018
보험손익	795	744	584	776	808
보험영업수익	3,250	3,268	3,387	3,484	3,588
보험료수익	3,142	3,158	3,272	3,367	3,469
재보험수익	108	111	115	117	119
보험영업비용	2,455	2,525	2,803	2,708	2,781
지급보험금	1,723	1,782	2,003	1,921	1,974
재보험비용	122	128	133	135	138
사업비	355	375	416	391	403
신계약비상각비	254	240	250	260	265
할인료	1	-0	-0	-0	-0
투자손익	852	863	930	952	995
책임준비금전입액	1,419	1,285	1,206	1,394	1,446
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	228	321	308	334	357
영업외이익	87	131	151	146	147
특별계정 수입수수료	115	153	185	180	180
특별계정 지급수수료	7	9	17	15	15
세전이익	315	452	459	480	504
법인세비용	74	112	119	122	129
당기순이익	241	340	341	358	375

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	54.8	56.4	61.2	57.1	56.9
위험손해율	84.9	76.2	75.7	75.9	76.0
사업비용	15.0	15.0	15.7	15.2	15.2
투자이익률	3.7	3.6	3.8	3.7	3.7
수익성 (%)					
ROE	5.7	8.7	9.3	9.5	9.3
ROA	0.8	1.1	1.1	1.1	1.1
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	2,936	4,149	4,155	4,366	4,576
보통주 BPS	50,578	44,738	44,707	47,374	50,629
보통주 DPS	20,370	2,400	2,700	1,320	1,380
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	0.0	12.9	7.7	7.3	7.0
보통주 PBR (배)	0.0	1.2	0.7	0.7	0.6
배당성향	69.4	57.8	65.0	30.2	30.2
보통주 배당수익률	0.0	4.5	8.5	4.1	4.3

자료: SK증권 추정

동양생명 (A082640) / 매수 / TP: 7,200 원 (하향)

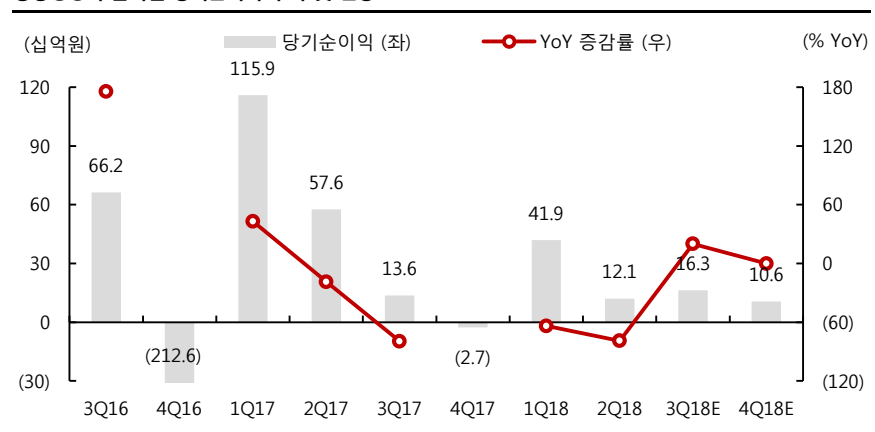
동양생명의 3Q18 순이익은 163 억원 (+20.0% YoY, +34.8% QoQ)으로 어닝 쇼크를 나타낸 전년동기 및 전분기보다 증가하나 평가 대비 크게 감소한 실적을 기록할 전망. 매출 감소 및 이자마진 악화가 주된 원인인 것으로 판단. 3Q18 위험손해율은 79.8%로 기저효과에 따라 2.3%p YoY 개선될 것으로 추정. 하반기 기준으로는 79.0%로 전년 하반기 대비 0.8%p 개선될 전망. 일시납 축소에 따른 저축성 보험료 감소로 보험료 수익이 19% YoY 감소할 것으로 추정. 3Q18 투자수익률은 2.8%로 포트폴리오 조정 및 환 헷지 코스트 부담 등에 따라 0.4%p YoY 하락할 것으로 예상

동양생명 3Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	3Q18E	2Q18	QoQ (%, %p)	3Q17	YoY (%, %p)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	207.7	200.1	3.8	509.5	(59.2)		
투자손익	188.6	184.0	2.5	200.5	(5.9)		
위험손해율 (%)	79.8	79.3	0.5	82.1	(2.3)		
투자수익률 (%)	2.8	2.8	0.0	3.1	(0.4)		
영업이익	(3.7)	(6.0)	(38.1)	(5.5)	(32.4)	(6.0)	n/a
당기순이익	163	121	34.8	13.6	20.0	15.0	8.7

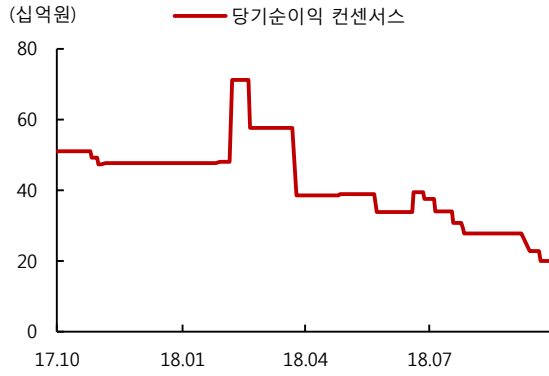
자료: FnGuide, SK 증권

동양생명의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



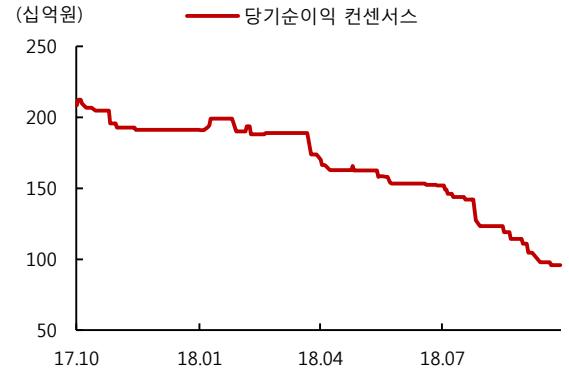
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명의 3Q18 당기순이익 컨센서스 변화



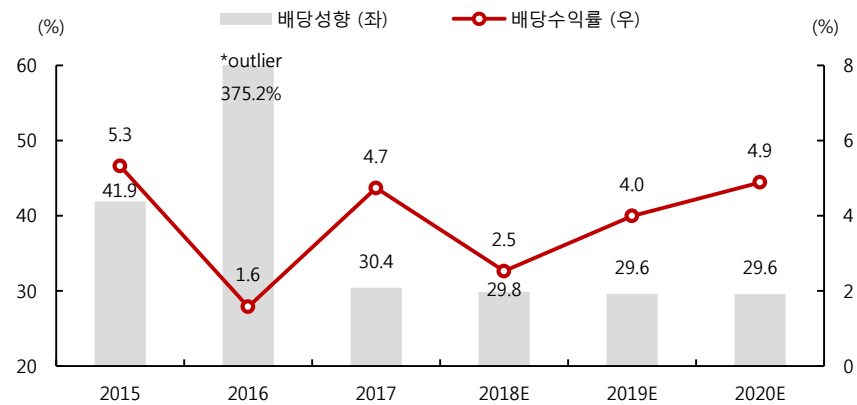
자료: FnGuide, SK 증권

동양생명의 2018년 당기순이익 컨센서스 변화



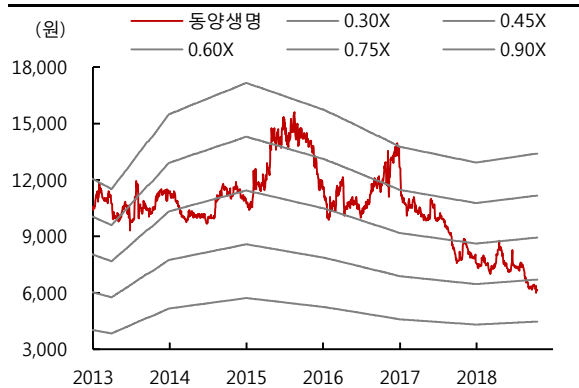
자료: FnGuide, SK 증권

동양생명의 배당지표 추이 및 전망



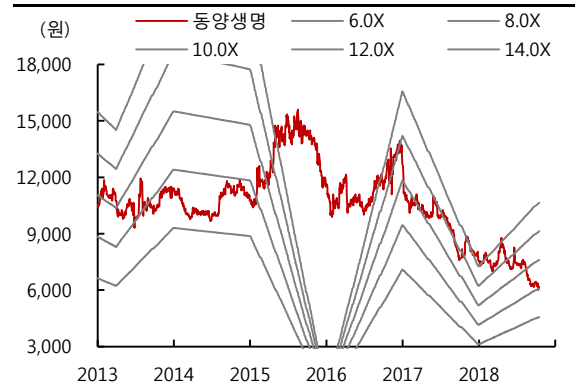
자료: WiseFn, SK 증권

동양생명의 12 개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

동양생명의 12 개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	23,073	25,977	27,258	28,988	30,742
현금 및 예치금	1,551	1,376	851	844	796
유가증권	17,035	20,125	21,582	23,056	24,550
주식	534	634	652	671	690
채권	9,822	10,975	12,622	13,486	14,369
수익증권	1,729	1,289	1,417	1,502	1,608
외화유가증권	3,789	5,816	5,409	5,841	6,250
기타유가증권	1,161	1,412	1,482	1,556	1,634
대출채권	4,132	4,123	4,443	4,667	4,949
부동산	356	353	382	421	446
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	31,741	33,666	35,623
책임준비금	21,634	24,481	26,178	27,840	29,524
보험료적립금	20,553	23,146	24,621	26,049	27,527
계약자지분조정	35	23	24	25	25
기타부채	547	318	111	141	161
특별계정부채	2,665	3,067	3,190	3,317	3,450
부채총계	24,880	27,890	29,503	31,323	33,159
자본금	538	807	807	807	807
자본잉여금	206	464	464	464	464
이익잉여금	728	892	917	1,021	1,141
자본조정	-61	-61	-61	-61	-61
기타포괄손익누계	375	283	112	112	112
자본총계	1,786	2,384	2,238	2,343	2,463
부채와자본총계	26,666	30,274	31,741	33,666	35,623

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	18.1	13.5	4.8	6.1	5.8
운용자산	20.4	12.6	4.9	6.3	6.0
특별계정자산	4.4	13.1	5.0	5.0	5.0
부채	20.6	12.1	5.8	6.2	5.9
책임준비금	22.8	13.2	6.9	6.3	6.0
자본	-8.2	33.5	-6.1	4.7	5.1
수입보험료	57.8	-11.5	-14.6	1.1	2.5
일반계정	71.3	-15.8	-17.1	0.9	2.5
특별계정	-14.1	34.7	2.2	2.2	2.3
순사업비	17.9	11.2	-9.3	4.9	2.5
투자영업이익	-33.2	83.6	-16.1	5.3	7.1
세전이익	-122.9	-646.0	-55.7	59.4	22.7
순이익	-96.4	3,289.1	-56.1	59.3	22.7

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	6,675	5,908	5,048	5,103	5,231
일반계정	6,102	5,137	4,259	4,297	4,407
특별계정	573	771	789	806	824
보험손익	3,418	2,076	922	900	898
보험영업수익	6,145	5,191	4,321	4,364	4,478
보험료수익	6,102	5,137	4,259	4,297	4,407
재보험수익	43	54	62	67	72
보험영업비용	2,728	3,115	3,399	3,463	3,581
지급보험금	1,996	2,322	2,631	2,652	2,744
재보험비용	50	61	70	76	83
사업비	346	385	349	366	375
신계약비상각비	333	346	348	368	377
할인료	2	2	1	1	1
투자손익	509	935	784	826	884
책임준비금전입액	4,016	2,845	1,694	1,658	1,681
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	-89	166	11	67	101
영업외이익	45	76	95	103	108
특별계정 수입수수료	52	72	96	103	109
특별계정 지급수수료	0	0	0	-0	-0
세전이익	-44	241	107	170	209
법인세비용	-50	57	26	41	51
당기순이익	5	184	81	129	158

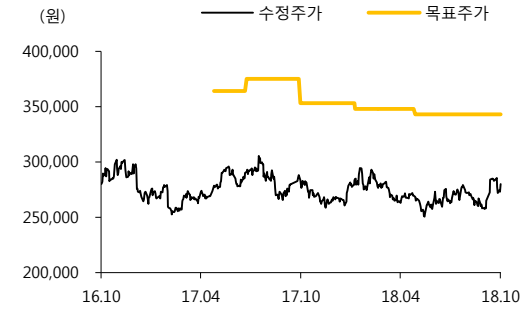
주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	32.7	45.2	61.8	61.7	62.3
위험손해율	80.0	80.4	78.8	78.4	78.8
사업비용	10.1	13.0	14.4	14.5	14.5
투자이익률	2.4	3.9	3.0	3.0	3.0
수익성 (%)					
ROE	0.3	8.8	3.5	5.6	6.6
ROA	0.0	0.6	0.3	0.4	0.5
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	53	1,183	519	828	1,015
보통주 BPS	17,498	15,297	14,361	15,034	15,804
보통주 DPS	200	360	155	245	300
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	238.2	6.4	11.8	7.4	6.0
보통주 PBR (배)	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
배당성향	375.2	30.4	29.8	29.6	29.6
보통주 배당수익률	1.6	4.7	2.5	4.0	4.9

자료: SK증권 추정

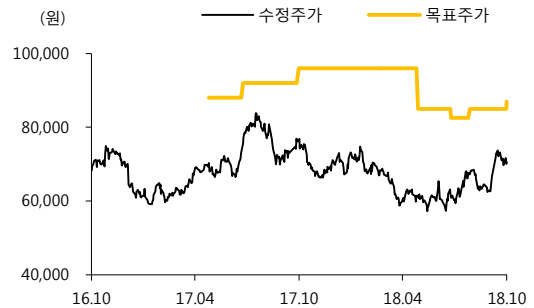
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.19	매수	343,000원	6개월		
2018.08.10	매수	343,000원	6개월	-22.08%	-16.76%
2018.07.12	매수	343,000원	6개월	-22.55%	-18.66%
2018.05.15	매수	343,000원	6개월	-23.26%	-19.68%
2018.02.22	매수	348,000원	6개월	-20.68%	-15.37%
2018.01.25	매수	348,000원	6개월	-18.51%	-15.37%
2017.12.01	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%

삼성화재



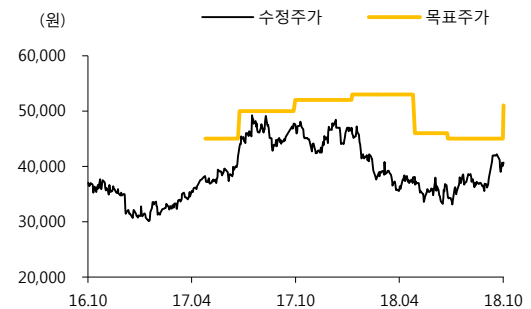
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.19	매수	87,000원	6개월		
2018.08.13	매수	85,000원	6개월	-21.25%	-13.29%
2018.07.12	매수	82,500원	6개월	-23.18%	-17.45%
2018.05.14	매수	85,000원	6개월	-28.78%	-23.06%
2018.02.23	매수	96,000원	6개월	-29.24%	-20.00%
2018.01.25	매수	96,000원	6개월	-26.91%	-20.00%
2017.12.01	매수	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%

DB 손해보험



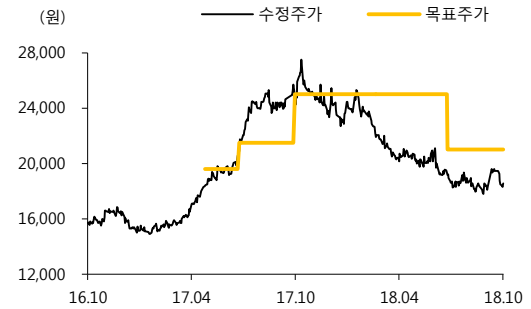
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.19	매수	51,000원	6개월		
2018.07.12	매수	45,000원	6개월	-16.86%	-6.22%
2018.05.14	매수	46,000원	6개월	-22.57%	-17.17%
2018.02.26	매수	53,000원	6개월	-25.33%	-10.94%
2018.01.25	중립	53,000원	6개월	-17.69%	-10.94%
2017.12.01	매수	52,000원	6개월	-12.77%	-6.92%
2017.11.01	중립	52,000원	6개월	-13.90%	-7.50%
2017.10.17	중립	52,000원	6개월	-9.84%	-7.50%
2017.07.12	매수	50,000원	6개월	-8.23%	-1.60%
2017.05.29	매수	45,000원	6개월	-12.70%	-2.00%

현대해상



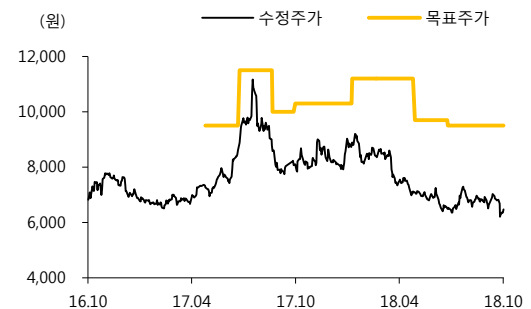
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.19	중립	21,000원	6개월		
2018.07.12	중립	21,000원	6개월	-11.26%	-6.67%
2018.02.06	중립	25,000원	6개월	-9.82%	10.00%
2018.01.25	중립	25,000원	6개월	-1.55%	10.00%
2017.12.01	중립	25,000원	6개월	-1.57%	10.00%
2017.11.01	중립	25,000원	6개월	1.48%	10.00%
2017.10.17	중립	25,000원	6개월	3.60%	10.00%
2017.07.12	중립	21,500원	6개월	11.81%	19.53%
2017.05.29	중립	19,600원	6개월	0.46%	10.97%

메리츠화재



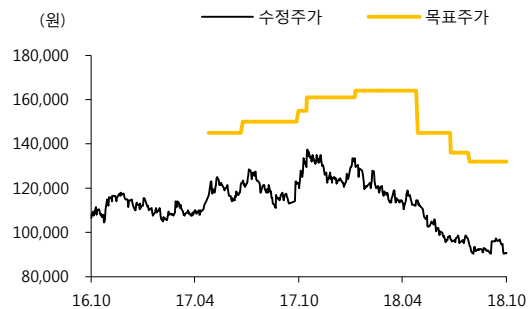
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.19	매수	9,500원	6개월		
2018.08.01	매수	9,500원	6개월	-28.99%	-23.26%
2018.07.12	매수	9,500원	6개월	-31.31%	-29.16%
2018.05.14	매수	9,700원	6개월	-29.25%	-25.26%
2018.02.27	매수	11,200원	6개월	-27.40%	-17.86%
2018.01.25	매수	11,200원	6개월	-23.23%	-17.86%
2017.10.17	매수	10,300원	6개월	-18.96%	-12.43%
2017.09.11	매수	9,788원	6개월	-18.38%	-15.92%
2017.07.12	매수	11,256원	6개월	-14.42%	-0.87%
2017.05.29	매수	9,298원	6개월	-14.83%	-1.79%

한화손해보험



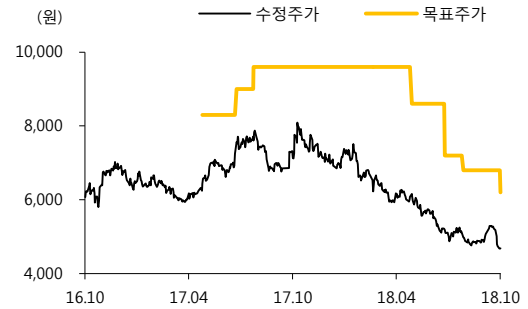
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.19	매수	132,000원	6개월		
2018.08.13	매수	132,000원	6개월	-29.73%	-26.29%
2018.07.12	매수	136,000원	6개월	-28.86%	-27.50%
2018.05.14	매수	145,000원	6개월	-28.76%	-21.03%
2018.02.23	매수	164,000원	6개월	-27.60%	-20.43%
2018.01.25	매수	164,000원	6개월	-23.84%	-20.43%
2017.11.10	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%

삼성생명



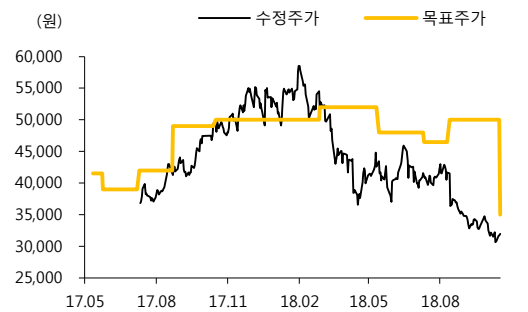
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.19	매수	6,200원	6개월		
2018.08.13	매수	6,800원	6개월	-27.50%	-22.21%
2018.07.12	매수	7,200원	6개월	-29.24%	-27.08%
2018.05.16	매수	8,600원	6개월	-35.26%	-29.65%
2018.02.26	매수	9,600원	6개월	-27.83%	-15.73%
2018.01.25	매수	9,600원	6개월	-24.89%	-15.73%
2017.11.13	매수	9,600원	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%

한화생명



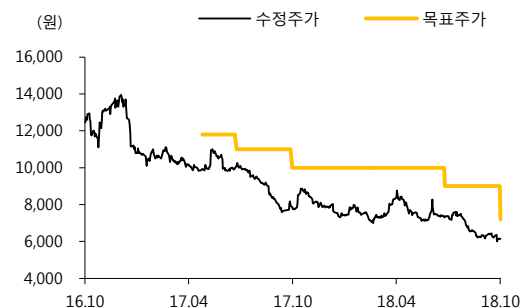
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.19	중립	35,000원	6개월		
2018.08.13	매수	50,000원	6개월	-31.56%	-17.00%
2018.07.12	중립	46,500원	6개월	-11.38%	-7.53%
2018.05.15	중립	48,000원	6개월	-13.81%	-4.38%
2018.02.27	중립	52,000원	6개월	-15.34%	15.4%
2018.01.25	중립	50,000원	6개월	4.89%	17.00%
2017.10.17	중립	50,000원	6개월	3.74%	10.40%
2017.08.22	매수	49,000원	6개월	-10.24%	10.2%
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%

오렌지라이프



일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.19	매수	7,200원	6개월		
2018.08.10	매수	9,000원	6개월	-24.69%	-15.44%
2018.07.12	매수	9,000원	6개월	-17.71%	-15.44%
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%

동양생명



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 19일 기준)

매수	92.48%	중립	7.52%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----