

[보험]

Cycle에 투자하기

- 2019~2020년은 합산비율이 개선되는 cycle

Table of Content

보험업종의 Cycle이 중요한 이유/ #4

Cycle 측면에서 본 손해보험과 생명보험/ #8

자본 적정성 및 K-ICS 진행상황/ #27

투자전략 및 최선호 종목/ #35

Cycle에 투자하기

- 2017년 이후 손해보험사 주가가 생명보험사대비 강세를 시현하였음. 원인은 자동차보험 손해율/장기 위험손해율 등 보험이익 지표의 cycle과 인담보 신계약 성장으로 대표되는 성장의 차별화가 가속화되었기 때문으로 판단
- 2019~2020년에도 손해보험사 중심의 Cycle 개선이 보험업종에 대한 투자 포인트가 될 것으로 예상되며 손해보험사 선호를 유지함

<손해보험>

- 2019년 순이익 증가율은 삼성 8.3%(삼성전자 지분매각이익 제외), DB 13.1%, 현대 15.9%, 메리츠 23.7%, 한화 21.3%으로 전망
- 2018년 4분기 자동차보험료 인상(3.0%가정)으로 2019년 3분기 이후 손해율 개선 cycle로 진입 전망, 2019년에는 0.9%p 상승하겠지만 2020년에는 1.5%p 개선될 것으로 전망됨
- 장기 위험손해율의 경우 2019년에 평균 1%p 개선될 것으로 예상되며 사업비율의 경우 0.2%p~1.2%p 개선될 것으로 전망됨
- 이자부자산의 보유이원의 하락은 2018년에 마무리된 것으로 예상되며 2019년에는 소폭이나마 회복될 것으로 전망됨

<생명보험>

- 2019년 순이익 증가율은 삼성 9.5%(삼성전자 지분매각이익 제외), 한화 3.2%, 동양 8.9%로 전망
- 비차 마진은 정체국면, 이자차역마진은 지속될 것으로 전망됨. 다만 사차마진의 증가와 2018년 실적 부진의 기저효과로 이익 증가가 전망됨

<투자전략 및 최선호종목>

- 2018년 4분기에는 자동차보험 손해율 급등, 투자부분의 부진 등으로 부진한 실적을 시현하겠지만 2018년 11~12월 자동차보험료 인상, 2019년 실손보험료 인상 등 손해율 cycle을 결정할 이슈들이 예정되어 있어 투자심리 안정에 도움을 줄 것으로 예상됨
- 금리 상승에 대한 기대감은 유지하지만 큰 폭의 상승을 예상하고 있지 않아 주가에 미치는 영향은 제한적일 것으로 전망됨
- 우리는 합산비율 cycle에 주목하고 있으며 2위권 손해보험사에 대한 선호를 유지함. 최선호 종목은 DB손해보험과 현대해상임. 또한 유지율 개선을 전제로 메리츠화재에 대한 관심이 필요한 시점으로 생각하며 관심종목으로 제시함

보험업종의 Cycle이 중요한 이유

보험업종의 Cycle이 중요한 이유/ #4

Cycle 측면에서 본 손해보험과 생명보험/ #8

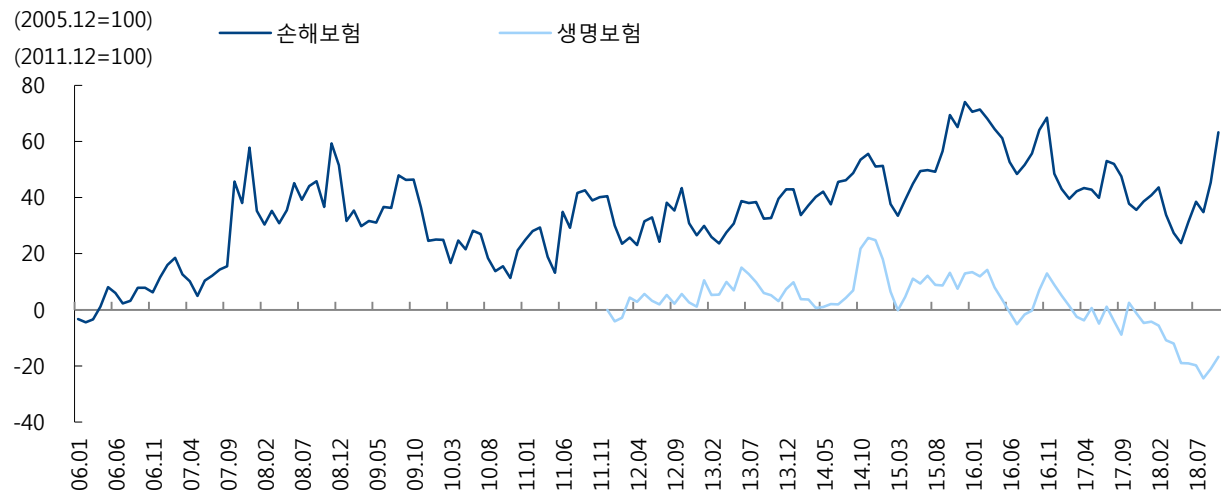
자본 적정성 및 K-ICS 진행상황/ #27

투자전략 및 최선호 종목/ #35

손해보험업종의 차별화 원인: 손해율 및 사업비율 등 보험이익의 cycle 때문임

- 2016년까지의 보험업종의 KOSPI 대비 상대수익률은 수준의 차이가 있었을 뿐 생명보험과 손해보험이 유사한 방향성을 보였음
- 2017년 이후 손해보험업종과 생명보험업종의 상대수익률 방향성이 차별화되기 시작하였으며 그 원인을 우리는 1) 자동차보험 손해율/장기 위험손해율 등 보험이익 지표의 cycle과 2) 인담보 신계약 성장으로 대표되는 성장의 차별화가 가속화되었기 때문으로 판단
- 금리의 흐름은 보험업종에 공통요인 변수이며 생명보험업종의 민감도가 더 높은 것이 사실임. 하지만 장기의 자산듀레이션으로 단기 간에 확인되기 어렵다는 점과 부채가 원가법으로 평가됨에 따라 순자산가치에 역(逆)으로 반영된다는 점 때문에 재무제표를 통해 확인하기 어렵고 단기 실적에 반영될 수 있는 변액보험 보증준비금 또한 주가에 대한 민감도가 확대(금리 변동과 관련하여서 헷지 비율 확대)되면서 모멘텀으로서의 효용이 일시적으로 축소되었다고 판단됨
- 우리는 2019년 보험업종 주가 흐름 역시 보험이익의 개선 cycle에 의해 결정될 것으로 전망하며 손해보험사의 주가 차별화를 예상함

그림1. 손해보험과 생명보험의 KOSPI대비 상대수익률: 2017년 이후 손해보험업종의 차별화가 확대되었음

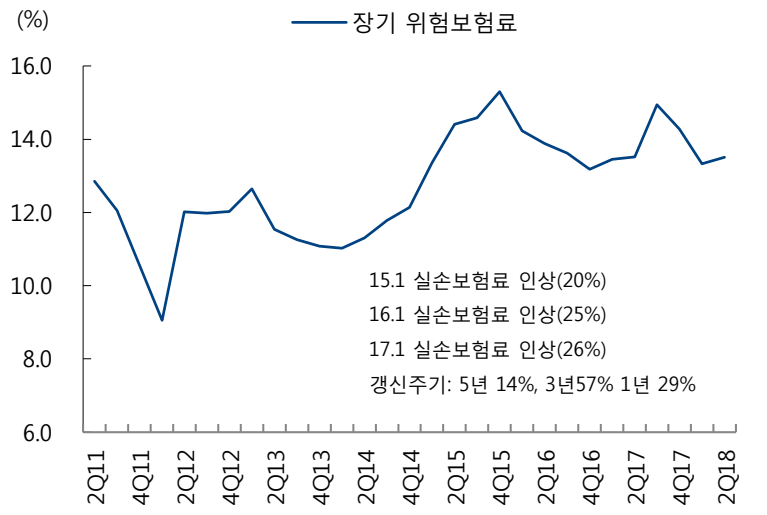


자료: Quantiwise, 하이투자증권

보험상품이 장기(Long Term)이기 때문

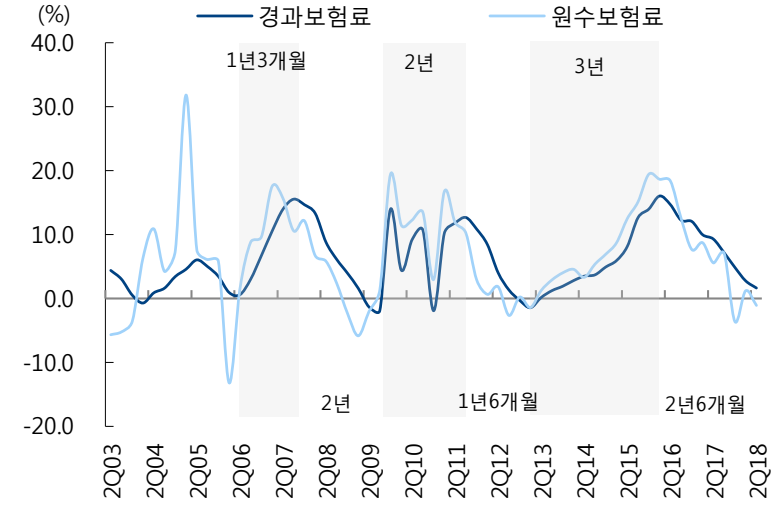
- 손해율의 전년동기대비 상승/하락은 경과보험료(매출) 증가율 대비 손해액(지급보험금+준비금 적립액)의 증가율이 높고 낮음에 의해 결정
- 자동차보험료 인상/인하가 경과보험료(매출)에 반영되는 기간 24개월
- 장기보험의 경우 1) 신계약 성장, 2) 갱신주기를 감안한 보험료 인상/인하(2~6년 반영)에 따라 cycle을 형성
- 손해액은 정책/전략, 그리고 기저효과를 감안해야 함

그림3. 장기 위험보험료 증가율은 15년 실손보험료 인상을 기점으로 상승



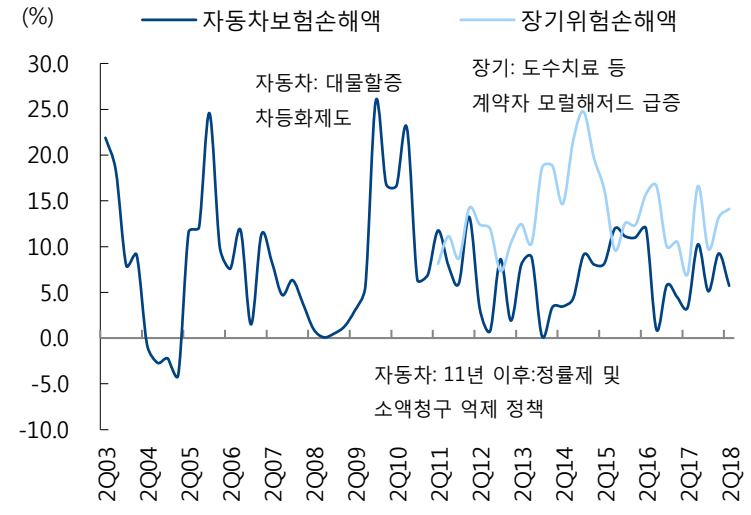
주: 삼성/DB/현대/메리츠 각 보험료 증가율의 평균
자료: 각 사, 하이투자증권

그림2. 자동차보험료 증가율의 cycle은 24개월+24개월



자료: 보험개발원, 하이투자증권

그림4. 손해액 증가율은 통제 불가, 따라서 정책/전략, 기저효과를 감안해야 함



주: 장기위험손해액은 삼성/DB/현대/메리츠의 증가율 평균
자료: 각 사, 하이투자증권

이익 창출 대상들의 cycle 주기와 진폭은 각기 다름

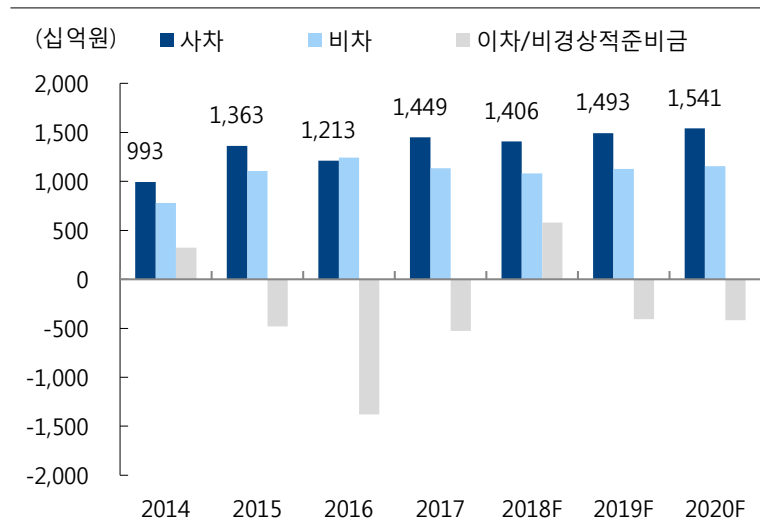
[손해보험]

- 자동차보험: 2017년 이전까지는 적자 축소가 목표, 손해율의 주기는 보험료가 결정하고 손해율의 진폭은 손해액(정책/계약자행동)
- 장기보험: 저축성보험 판매가 감소하면서 사차이익 증가가 이익 결정 변수, 손해액 증가율은 정책과 계약자 행동, 그리고 기저로 결정

[생명보험]

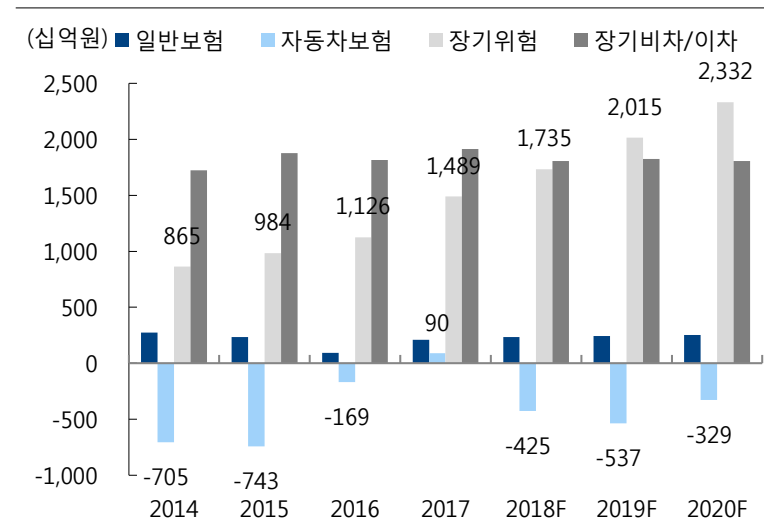
- 위험률차마진(사차): 보장성 신계약 성장 정체로 위험보험료의 낮은 증가율 유지, 생존담보 비중 확대로 손해율 부담 확대
- 비용차마진(비차): 일시납 감소, 저축성보험 판매 감소, 종신보험 매출 비중 감소 등으로 비차마진의 정체 구간
- 이자율차마진(이차): 자산 듀레이션을 감안할 때 스프레드 마진은 2020년 개선 전망, 변액보증준비금과 처분이익으로 변동성 발생

그림5. 생명보험사 세전이익 구성 및 추이



주: 삼성/한화/동양 합산
자료: 각 사, 하이투자증권

그림6. 손해보험사 세전이익 구성 및 추이



주: 삼성/DB/현대/메리츠/한화 합산
자료: fisis, 하이투자증권

Cycle 측면에서 본 손해보험과 생명보험

보험업종의 Cycle이 중요한 이유/ #4

Cycle 측면에서 본 손해보험과 생명보험/ #8

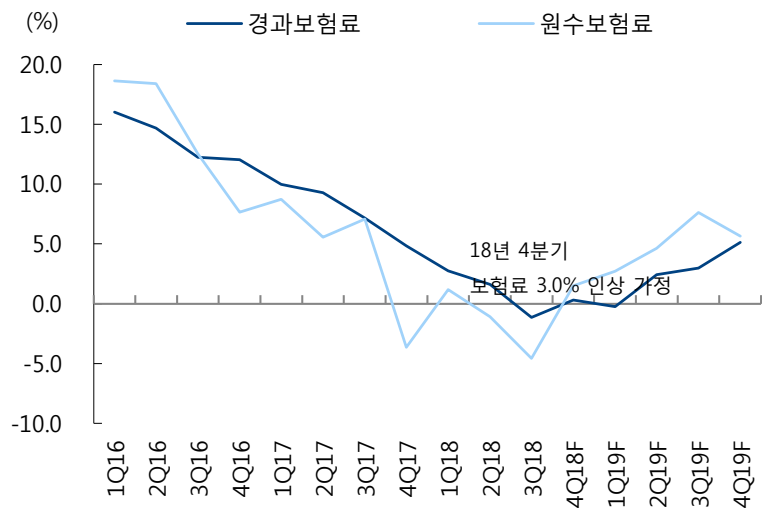
자본 적정성 및 K-ICS 진행상황/ #27

투자전략 및 최선호 종목/ #35

2019년 3분기 이후 개선되는 cycle로 진입

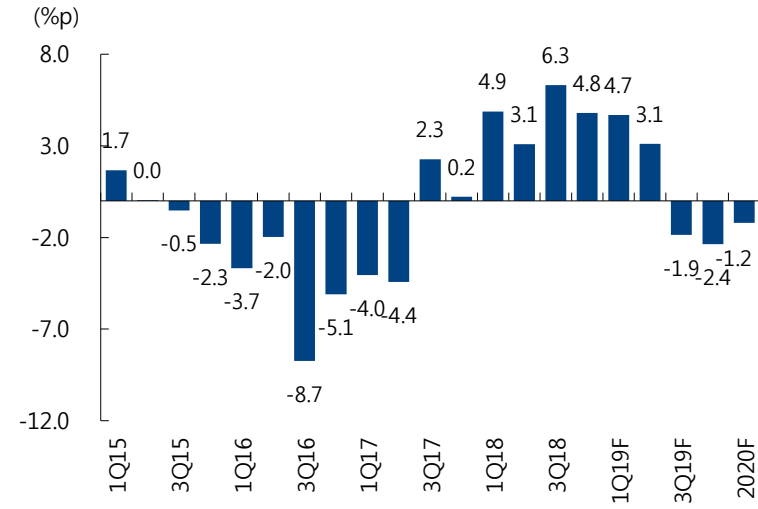
- 2018년 4분기 보험료 3.0% 인상 가정(정비수가 인상)
- 보험료 인상에도 불구하고 정비수가라는 원가가 동시에 증가하기 때문에 손해율은 2019년 3분기 이후 개선되는 cycle로 진입할 것으로 전망됨
- 손해액 증가율은 보험금 청구율(사고발생률)에 큰 영향을 받으며 사고 발생률 안정화가 지속되고 있어 손해액 증가율은 안정적인 흐름을 이어갈 것으로 전망됨
- 다만 2018년에 사고심도가 가파르게 상승하고 있으며 이 것이 2018년 자보 손해율 급등의 주요 원인으로 작용

그림8. 경과보험료 증가율은 보험료인상/인하가 결정, 18년 4분기 인상 전망



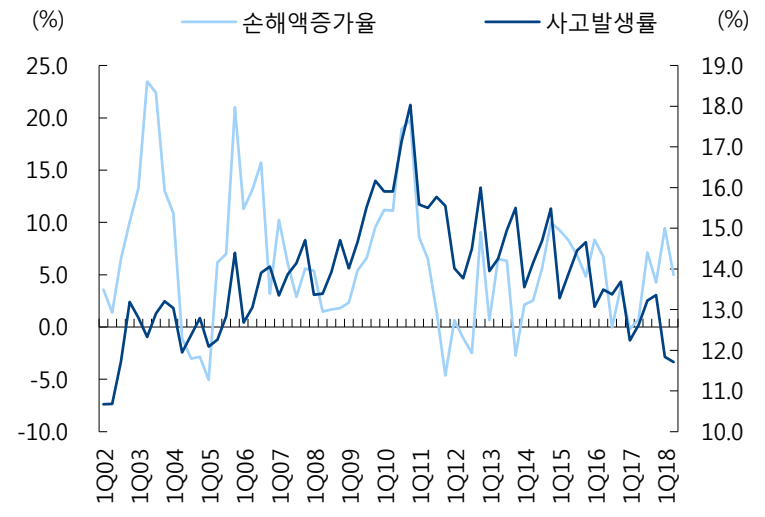
주: 삼성/DB/현대/메리츠/한화 합산
자료: 각 사, 하이투자증권

그림7. 자동차보험 손해율은 19년 3분기 이후 개선되는 cycle로 진입



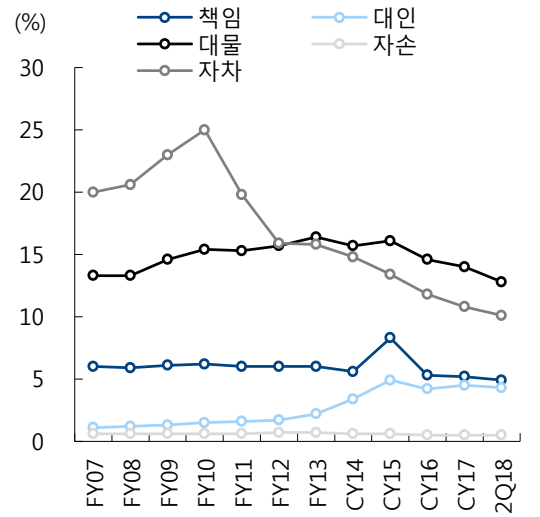
주: 삼성/DB/현대/메리츠/한화 합산
자료: 각 사, 하이투자증권

그림9. 손해액 증가율은 보험금 청구율(사고발생률)에 의해 결정



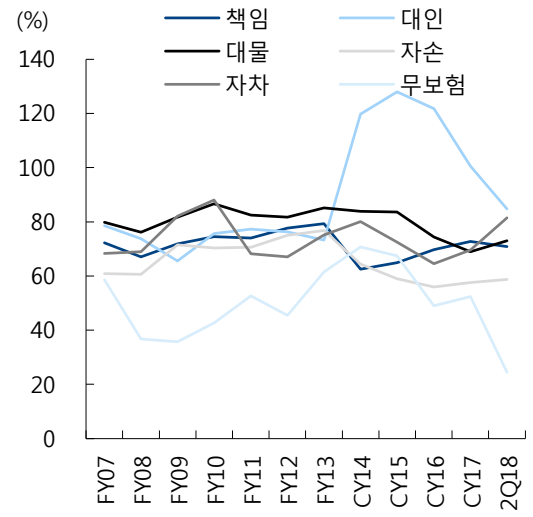
자료: 보험개발원, 하이투자증권

그림10. 담보별 보험금 청구율 추이



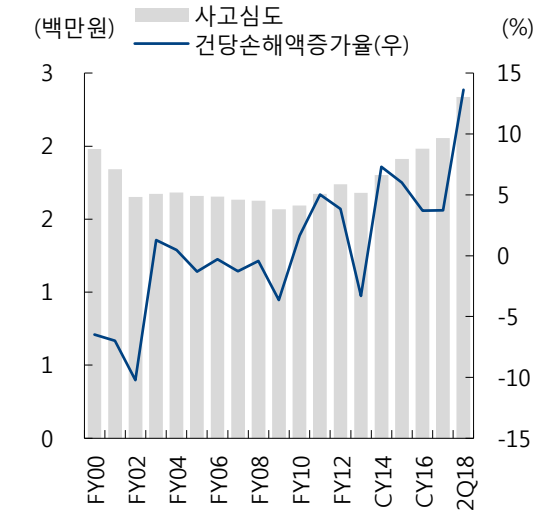
자료: 보험개발원, 하이투자증권

그림11. 담보별 손해율 추이



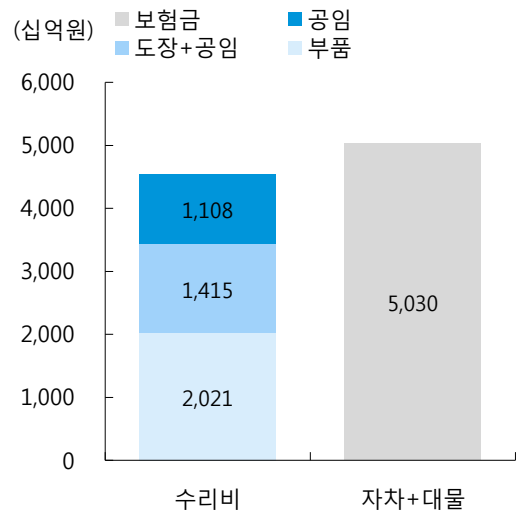
자료: 보험개발원, 하이투자증권

그림12. 2018년 사고 심도가 크게 증가



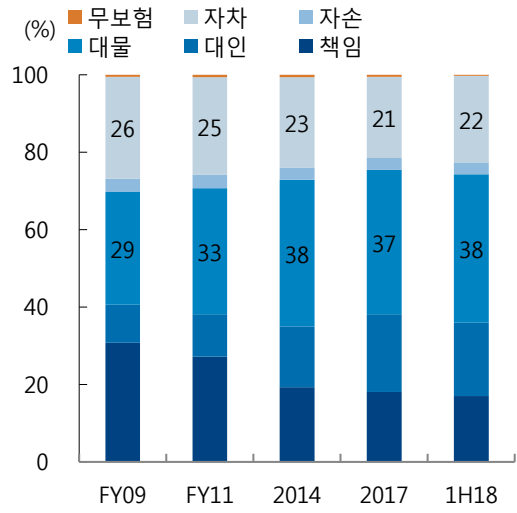
자료: 보험개발원, 하이투자증권

그림13. 공임은 자차/대물보험금의 28~56%



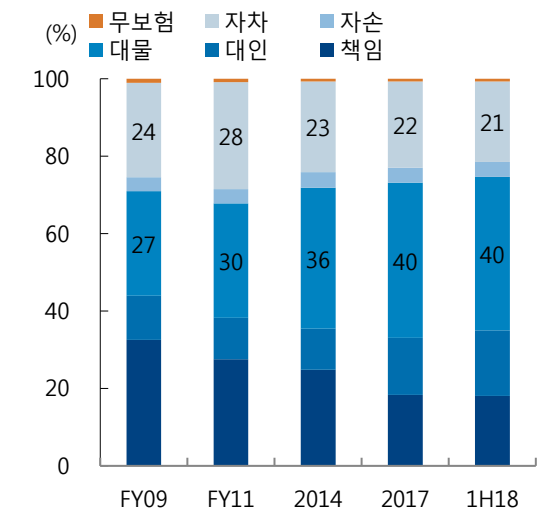
주: FY2011년 기준
자료: 보험개발원, 하이투자증권

그림14. 담보별 보험금 비중 추이



자료: 보험개발원, 하이투자증권

그림15. 담보별 보험료 비중 추이

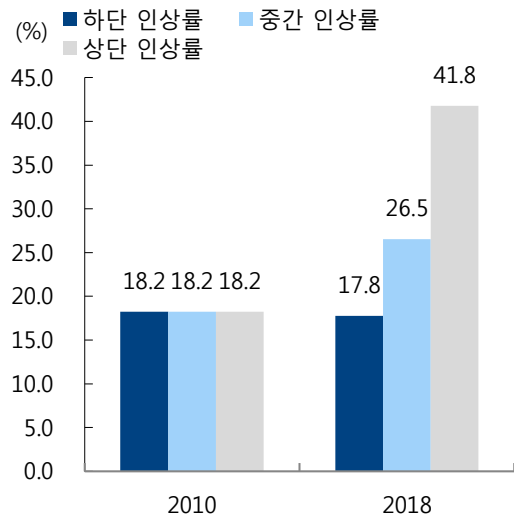


자료: 보험개발원, 하이투자증권

정비수가 인상의 영향 추정

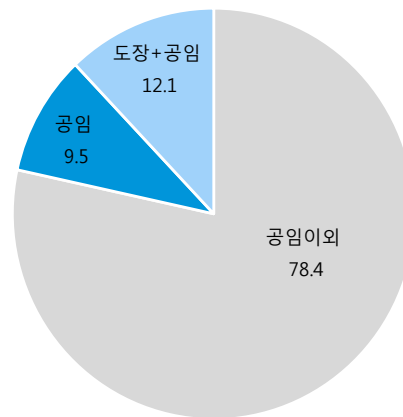
- 정비수가 인상에 따른 보험료 인상 폭이 어느 정도가 적절한가에 대한 논쟁이 존재함. 국토해양부의 보도자료에는 2% 후반, 감독당국이 언론과 한 인터뷰에서는 2% 수준, 보험사들은 5%이상 등 이해관계자들의 주장이 다르기 때문임
- 우리는 2011년 보험개발원 자료를 바탕으로 공임이 자차+대물보험금의 28~54%를 차지하며 전체 보험금 기준으로는 9.5~21.6%를 차지하는 것으로 추정함
- 정비수가 인상 폭이 하단과 상단에서 큰 차이를 보이고 있음. 공임 증가율에 하단을 반영하는 경우 보험료 인상 요인은 2.3%이며 중간을 반영하는 경우 3.4%, 상단을 반영하는 경우 5.3%로 산출됨. 개별정비소와의 협상이며 항목별 내역을 파악할 수 없어 정확한 분석은 어렵겠지만 3%의 보험료 인상은 필요한 것으로 판단됨
- 평균 18.2%의 정비수가가 인상된 2010년의 경우 보험사들의 실제 보험료 인상률은 2.7~3.4% 수준이었음

그림16. 2010.2018년 정비수가 인상 폭



자료: 국토교통부, 하이투자증권

그림17. 전제 보험금에서 공임이 차지하는 비중 추정



자료: 하이투자증권

그림18. 2010년 정비수가 인상시 보험료 인상폭

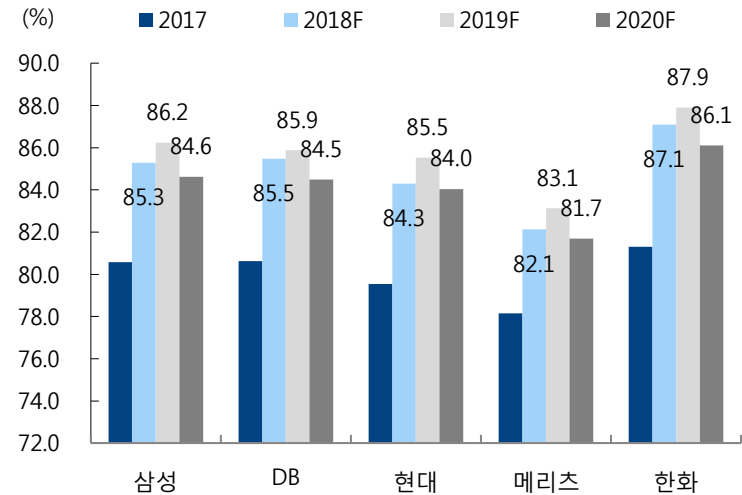
	평균인상률	대물할증	인상시점
DB손보	3.2%	0.7%	09월 06일
하이카	3.4%	0.5%	09월 08일
현대해상	2.9%	1.2%	09월 06일
롯데손보	3.0%	0.8%	09월 06일
삼성화재	3.1%	1.4%	09월 01일
한화손보	2.5%	1.4%	09월 06일
AXA	2.7%	1.4%	09월 08일

자료: 언론보도, 하이투자증권

비대면채널(CM+TM)에서 상위사의 경쟁력 확대

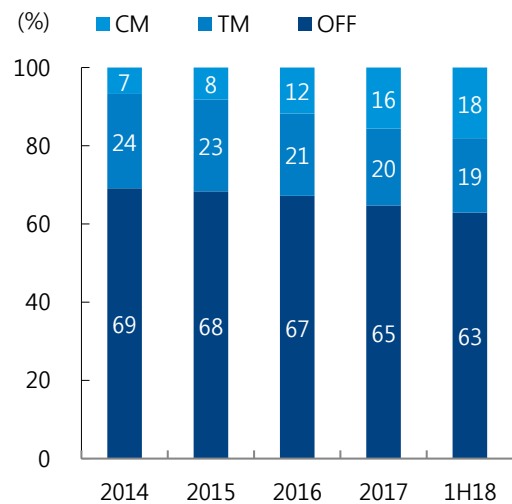
- CM 채널의 비중이 지속적으로 확대되는 가운데 TM 채널 역시 판매력을 유지하고 있다고 판단
- 상위사들이 여전히 CM 채널에서 강력한 경쟁력을 보유하고 있으며 TM에서도 2위권 손해보험사들의 점유율 확대가 진행되고 있음
- 정비수가 인상과 보험료 2.5% 인상을 가정한 2018~2019년 자동차보험 손해율은 2019년에 0.9%p 상승하겠지만 2020년에 1.5%p 하락하는 흐름을 보일 것으로 전망됨

그림19. 유니버스 손해보험사의 자동차보험 손해율 전망



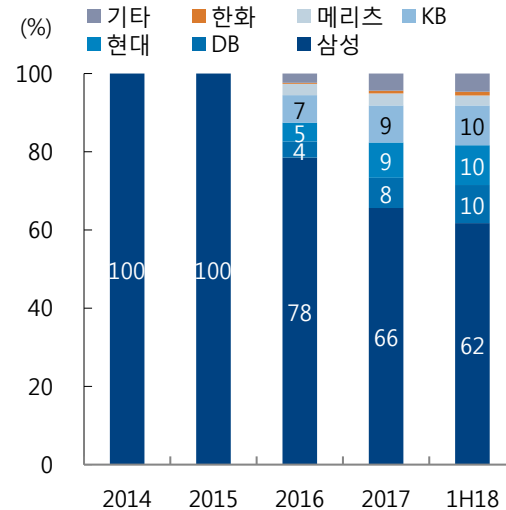
자료: 각 사, 하이투자증권

그림20. 자동차보험 채널별 판매 비중



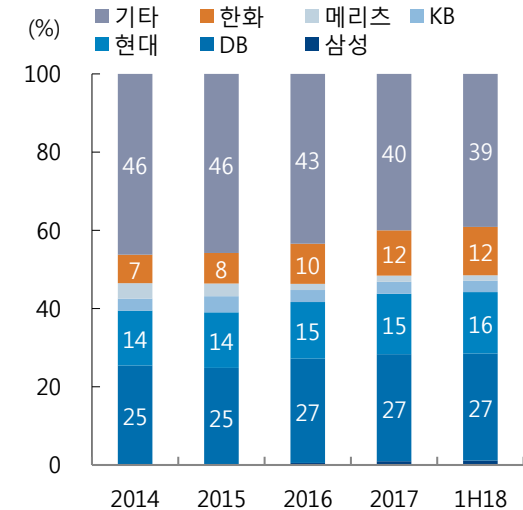
자료: 각 사, 하이투자증권

그림21. CM 채널에서 상위사의 높은 경쟁력



자료: 각 사, 하이투자증권

그림22. TM채널에서 2위권 손보사의 지배력 확대

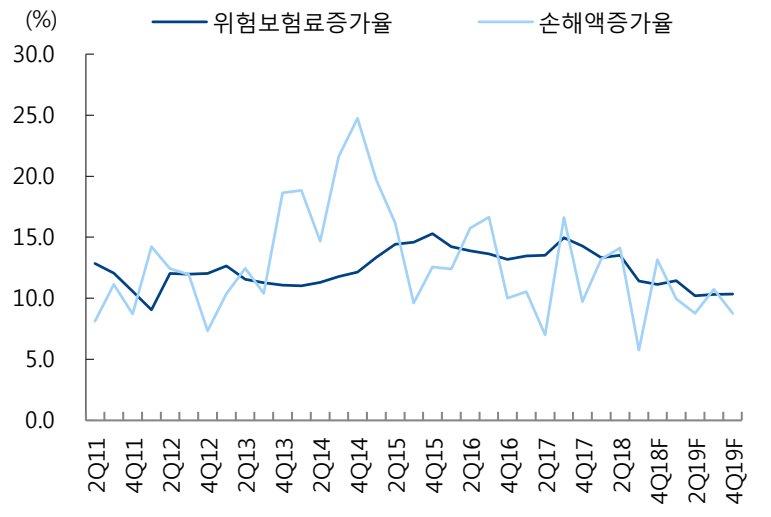


자료: 각 사, 하이투자증권

실손 손해율 안정화의 발판 마련

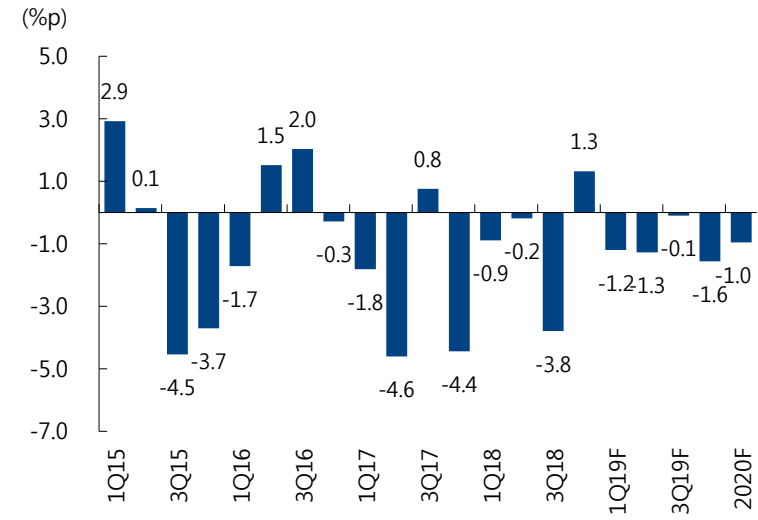
- 위험보험료 증가율은 1) 인담보 신계약 판매 증가율, 2) 보험료율 인상 효과가 갱신주기에 따라 보험료에 반영되면서 결정
- 2018년 인담보 신계약의 고성장과 2019년 1월 실손보험료 인상을 감안할 때 위험보험료 증가율은 2019년에도 10%를 상회할 것으로 전망됨
- 손해액 증가율은 쉽게 예측되지 않음. 다만 실손담보 조정을 통해 모럴 발생 여지를 축소하고 있어 2017년부터 손해액 증가율이 안정화되고 있음.

그림24. 14년과 16년 큰 폭의 손해액 증가 이후 손해액 증가율 안정화



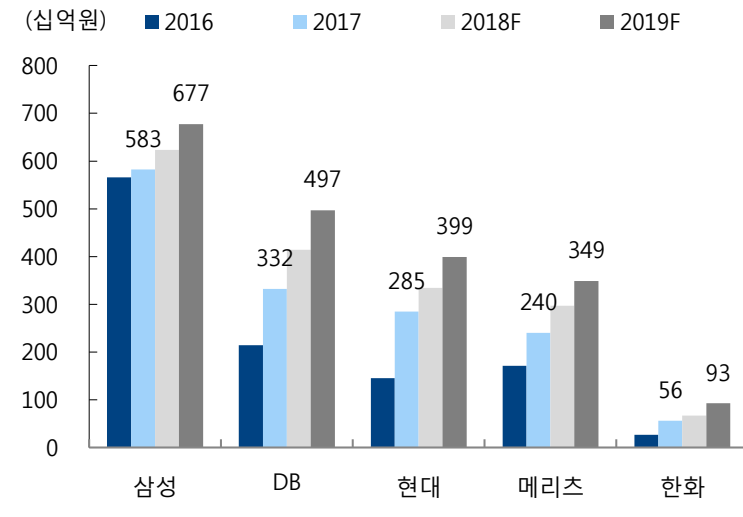
주: 삼성/DB/현대/메리츠 평균
자료: 각 사, 하이투자증권

그림23. 장기 위험손해율은 2016년 4분기 이후 개선되는 cycle로 진입



주: 삼성/DB/현대/메리츠/한화 평균
자료: 각 사, 하이투자증권

그림25. 장기보험 위험률차 마진 전망

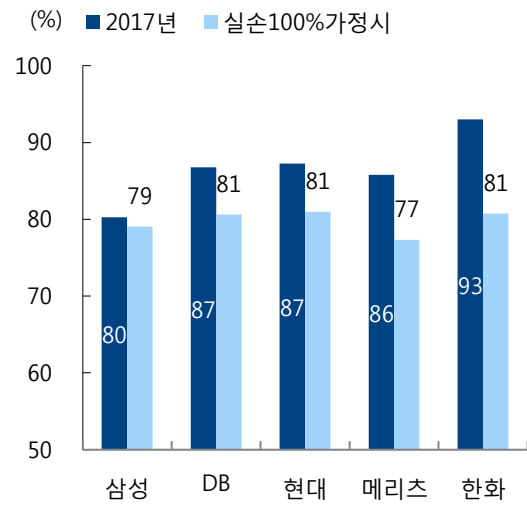


자료: 각 사, 하이투자증권

건강보험 보장성 강화(문케어)의 반사효과 관련_ 공사보험협의체 발표

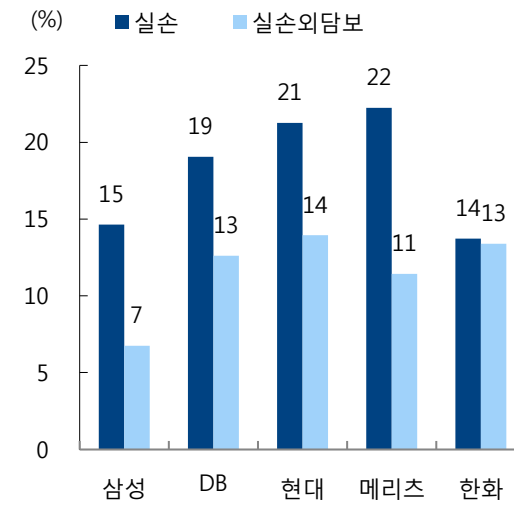
- 보건복지부와 금융위원회는 건강보험 보장성 강화 정책(문케어) 추진에 따른 실손의료보험의 반사이익을 보험료에 반영하는 방식 발표
- 공보험(건강보험)의 보장성 강화 정책 이후 확정되어 시행된 정책을 반영할 경우 6.15%의 실손보험금 감소효과가 기대되며 향후 정부 일정에 맞추어 보장성 강화 정책이 모두 시행된다면 보험금은 13.1%~25.1%(풍선효과 미반영) 감소할 것으로 발표하였음
- 더불어 손해율이 100% 이상인 2017년 4월 이전 계약의 경우 보험료 인상요인이 존재하기 때문에 이 부분을 보험료에 반영
- 결국 문케어의 진행속도 및 영향, 그리고 계약자 및 의료 공급자의 모럴해저드 축소 정도에 따라 시차가 존재하겠지만 실손 손해율은 100%로 수렴하게 됨. 공사보험협의체 발표에서 2019년 1월 실손보험료 인상 폭을 6%~12%로 예시하였음
- 실손담보의 손해율이 100%로 수렴한다고 가정하는 경우 또 하나의 고려사항은 실손담보의 비중이 확대되고 있다는 점임. 이를 감안할 경우 합산손해율은 82~83% 수준으로 수렴해 갈 것으로 전망됨

그림26. 실손 담보 손해율 100% 가정시 손해율



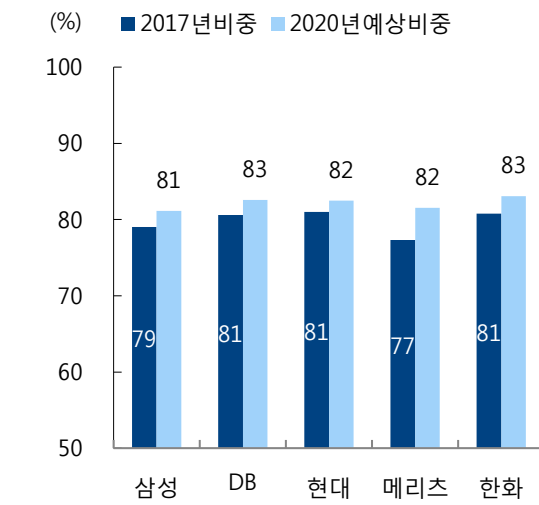
주: 2017년 기준
자료: 각 사, 하이투자증권

그림27. 2017년 실손/실손외 담보의 성장률



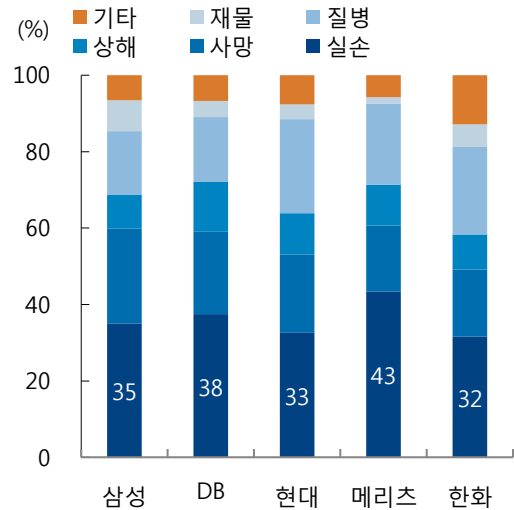
자료: 각 사, 하이투자증권

그림28. 실손담보 비중 확대 영향 반영시 손해율



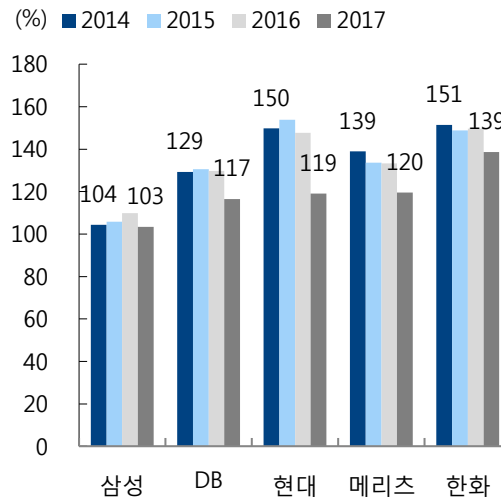
주: 실손 손해율 100% 가정, 실손 비중 확대를 반영
자료: 각 사, 하이투자증권

그림29. 보유보험료 기준 담보별 비중



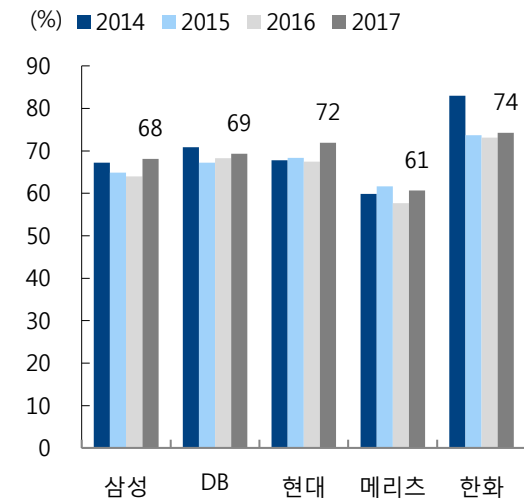
주: 2017.6~2018.6
자료: 각 사, 하이투자증권

그림30. 회사별 실손담보 손해율 추이



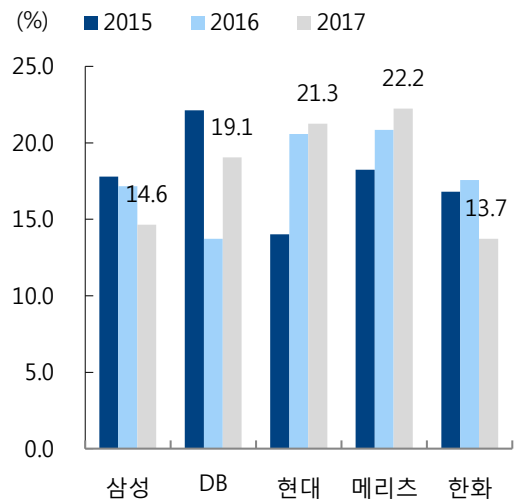
자료: 각 사, 하이투자증권

그림31. 회사별 실손외 담보 손해율 추이



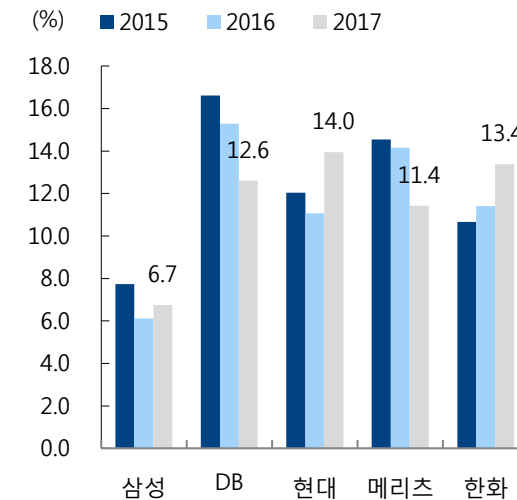
자료: 각 사, 하이투자증권

그림32. 회사별 실손담보 보험료 성장률



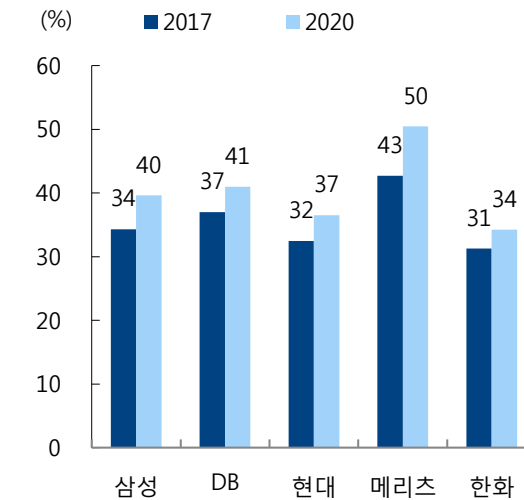
자료: 각 사, 하이투자증권

그림33. 회사별 실손외 담보 보험료 성장률



자료: 각 사, 하이투자증권

그림34. 실손담보 비중 변화 추정

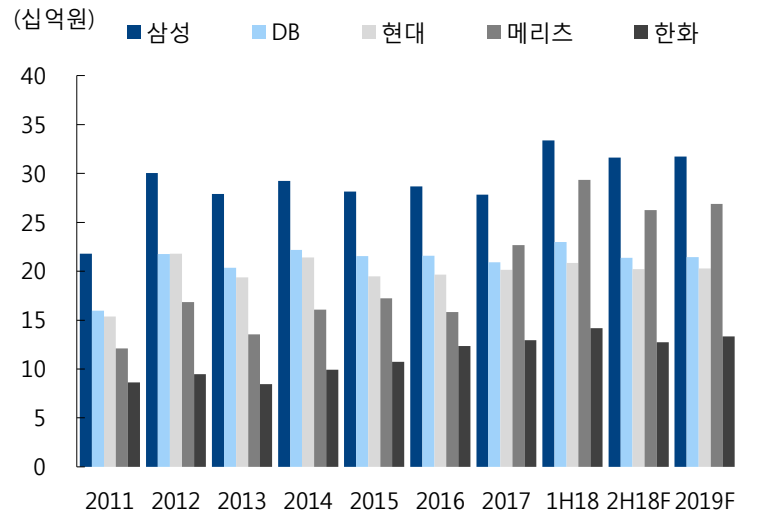


자료: 각 사, 하이투자증권

2019년 사업비율은 하락할 것으로 전망

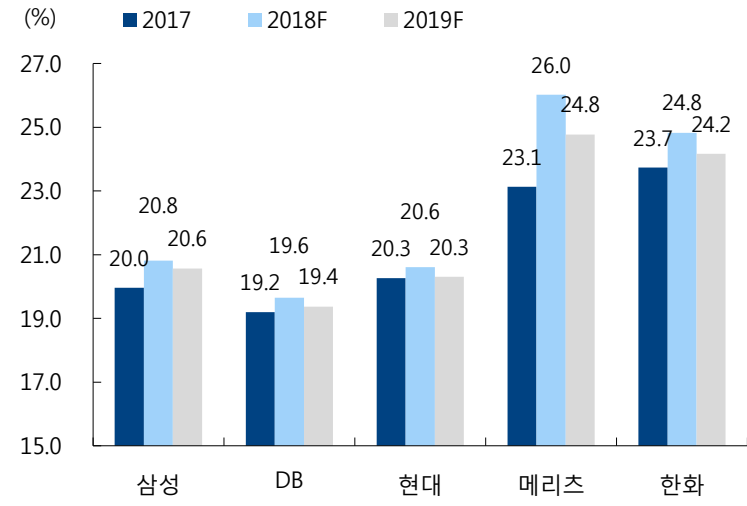
- 2019년 사업비율은 1) 인담보 신계약 판매 감소와 2) 2017년 3분기 이후 집행된 과도한 시책(추가판매비) 규제가 현실화되면서 하락할 것으로 전망됨
- G.A 채널의 높아진 판매 기여도가 유지될 것으로 예상되어 2019년 인담보 신계약 판매는 2018년 대비 평균 2.2% 감소할 것으로 전망됨
- G.A 채널의 높은 판매비(시책포함)에 대한 감독당국의 조사가 지속되고 있으며 판매비 관련 규정 개정 추진 등 과당 경쟁 완화 조치가 준비되고 있음

그림36. 인담보 신계약 성장률은 2019년 안정화될 것으로 전망



자료: 각 사, 하이투자증권

그림35. 시책 경쟁 완화와 신계약 판매 성장률 하락으로 사업비율 하락 전망



자료: 각 사, 하이투자증권

그림37. 신계약비 관련 보험업 감독규정 개정 추진

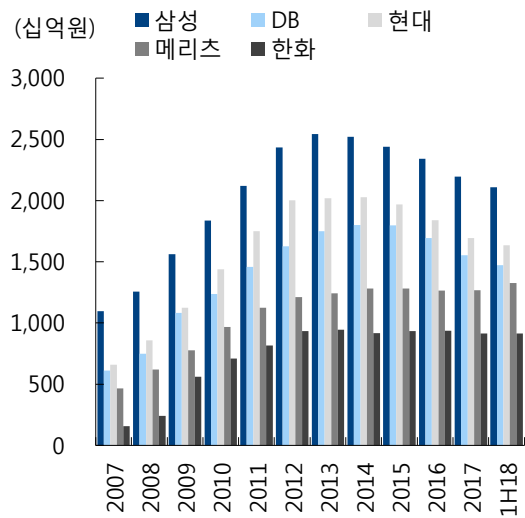
감독규정	감독당국의 감독규정 개정 초안(아직 확정되지 않았음)
제 4-32조	보험사가 자체적으로 지급기준을 만들어 사업비를 집행 할 수 있지만 모집종사자별로 차등지급할 수 있다고 명시 : G.A 채널 또한 운영비 등을 지원 받지 못함/전속 설계사 수당이 상향되어야 함
제7-60조	가입 이후 1년 이내 상품의 해약환급금과 모집인에게 제공하는 수당/수수료 합산 금액이 납입보험료를 초과하는 경우 저축성보험으로 설계 : 보장성 상품의 경우 1차년 수당/수수료를 초년도보험료 이하로 축소해야 함

자료: 언론보도 정리, 하이투자증권

2018년 대비 사업비율이 하락할 것으로 예상하는 이유

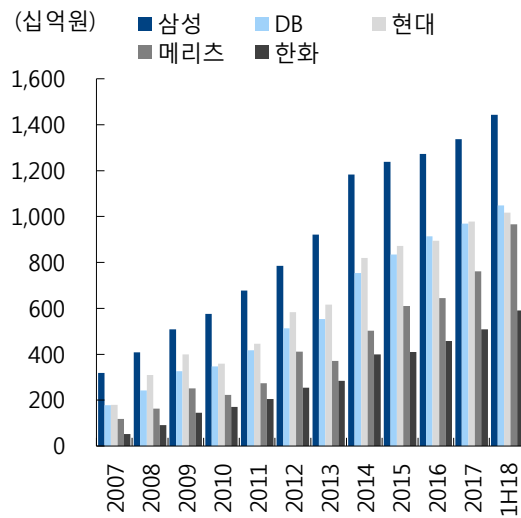
- 인담보 신계약의 역성장 전망: 2018년 인담보 신계약의 고 성장의 배경은 1) G.A 채널에 대한 공격적인 수당 경쟁으로 G.A 채널의 판매 기여도가 크게 상승하였으며 2) 치아보험 등 일부 신상품 판매에 경쟁이 심화된 측면, 3) 경기 부진에 따라 계약당 보험료가 상대적으로 저렴한 손보 상품의 시장 경쟁력이 확대되었기 때문임. 2019년에도 손보사 상품의 가격 경쟁력 및 G.A채널의 판매 기여도는 상당부분 유지되겠지만 수당 경쟁 완화, 기존 담보 수요 소진 등이 예상되기 때문임
- 경쟁의 기저효과: 2017년 3분기 이후 격화된 시책(추가 판매비) 경쟁이 2018년 상반기까지 심화되었음(언론보도에 의하면 월초에 100%(월납보험료)내외 지급하던 시책이 2017년 하반기 400% 수준까지 상승하였고 2018년 상반기에는 600%까지도 지급되었음). 감독당국의 판매비 실태조사와 G.A 설계사 시책지급율 250% 권고(언론보도 참조)의 효과가 2018년 하반기부터 나타나고 있으며 정책 효과가 지속된다면 2019년 사업비율은 2018년 상반기 과당 경쟁 부분 만큼은 최소한 하락 할 것으로 예상되기 때문임

그림38. 미상각신계약비 잔액 추이



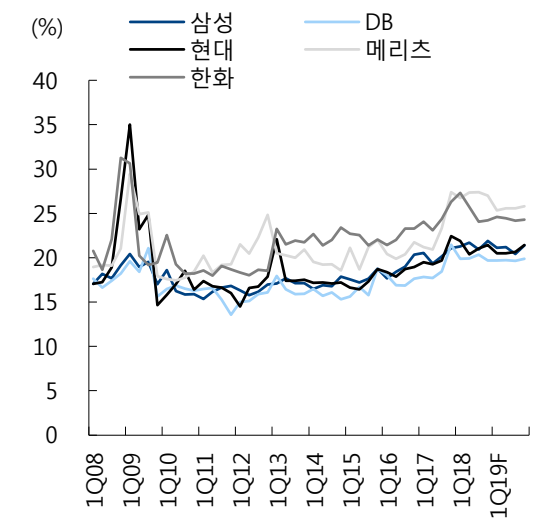
자료: 각 사, 하이투자증권

그림39. 신계약비 상각비 추이



자료: 각 사, 하이투자증권

그림40. 장기보험 사업비율 전망

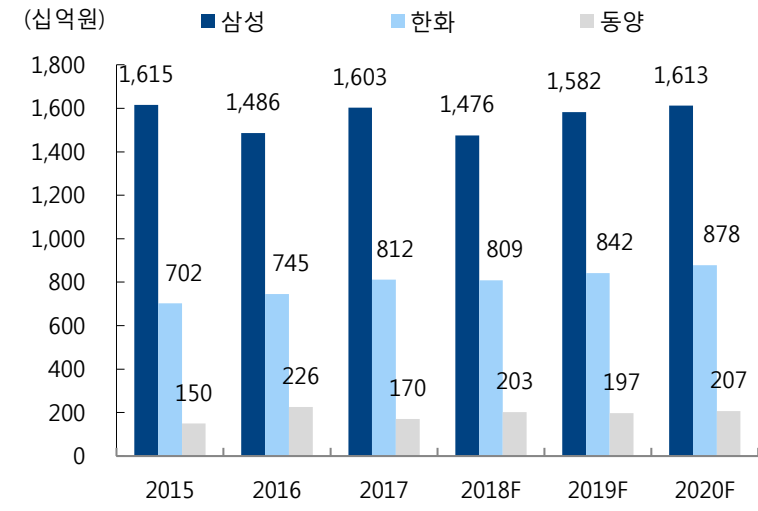


자료: 각 사, 하이투자증권

보험이익의 성장은 당분간 정체될 것으로 전망

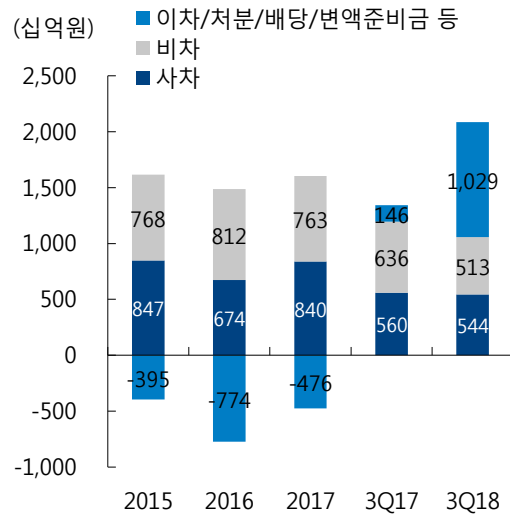
- 생명보험사의 보험이익은 대체로 정체국면이 이어질 것으로 전망됨
- 위험보험료의 성장률이 낮은 상황에서 생존담보 비중이 확대되며 손해율 개선이 지연되고 있어 사차마진의 증가가 제한적일 것으로 전망됨
- 비차마진 역시 저축성보험 판매 감소의 영향과 일시납 판매 감소로 정체 국면이 이어질 것으로 전망됨
- 이차마진은 변액보증준비금/처분손익/금리 등에 따라 변동성이 크다는 점에서 보험이익의 안정적 성장은 매우 중요한 요소임

그림41. 생명보험사 보험이익(사차+비차) 전망



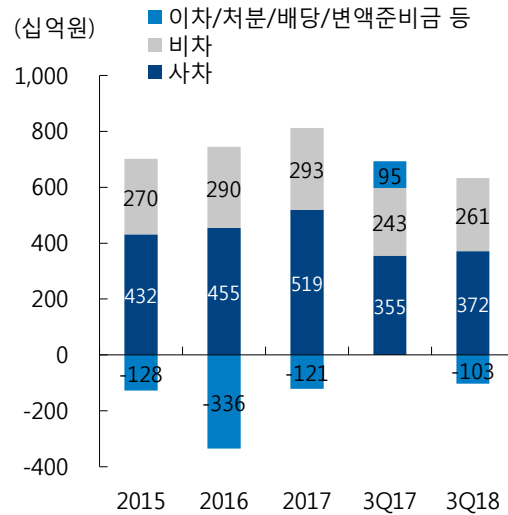
자료: 각 사, 하이투자증권

그림42. 삼성생명의 수익구성



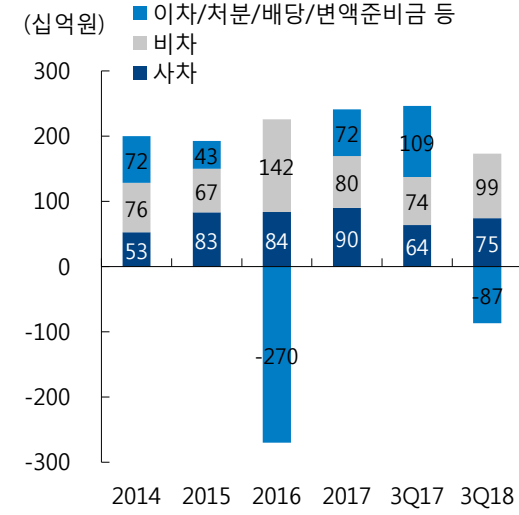
자료: 삼성생명, 하이투자증권

그림43. 한화생명의 수익구성



자료: 한화생명, 하이투자증권

그림44. 동양생명의 수익구성

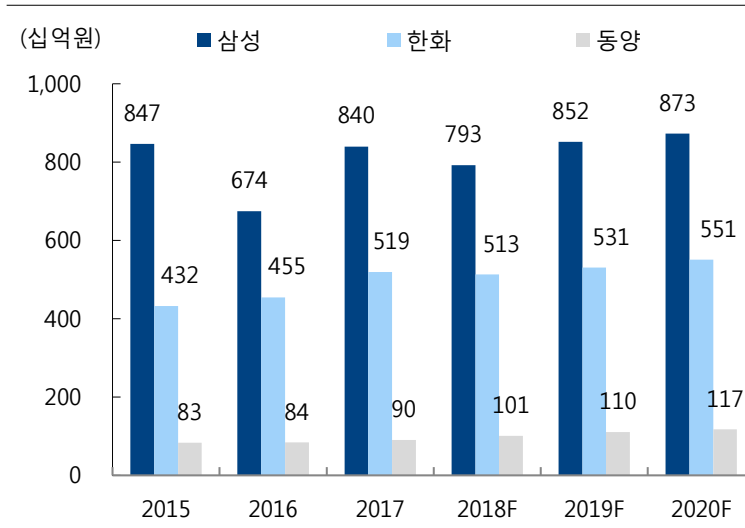


자료: 동양생명, 하이투자증권

2019년 사차이익 증가 전망

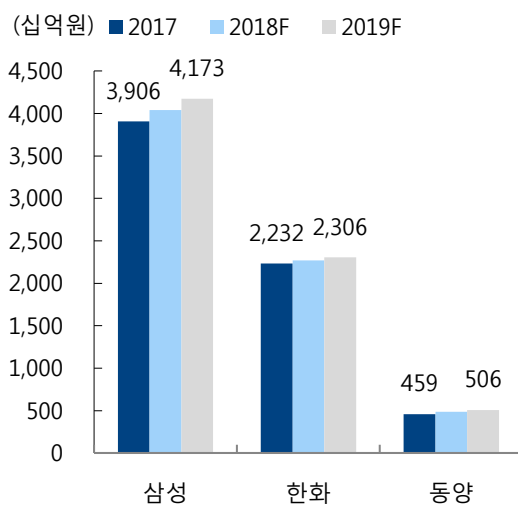
- 생명보험 3사의 2019년 사차이익은 전년대비 3.5~9.6% 증가할 것으로 전망됨
- 위험보험료 증가율은 1.7~4.1% 수준이 유지되겠지만 위험 손해율이 0.4~1.1%p 개선될 것으로 예상되기 때문임
- 다만 위험보험료 증가율이 낮은 상태가 이어질 것으로 예상되고 2014~2015년 큰 폭의 손해율 개선 이후 상승한 손해율의 개선이 지연되고 있다는 점에서 이익 기여 및 주가의 모멘텀으로 작용하기는 어려울 것으로 판단됨

그림45. 사차마진 전망



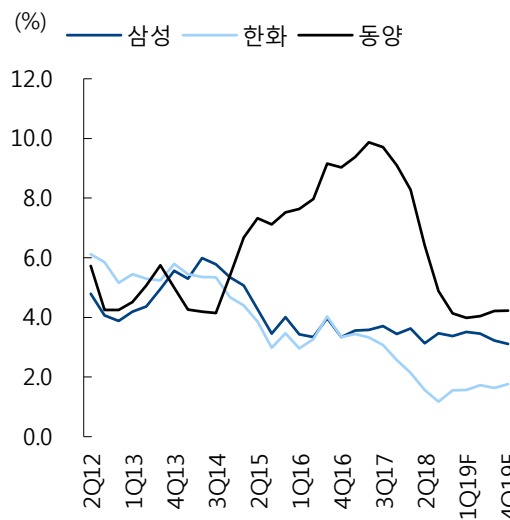
자료: 각 사, 하이투자증권

그림46. 위험보험료 전망



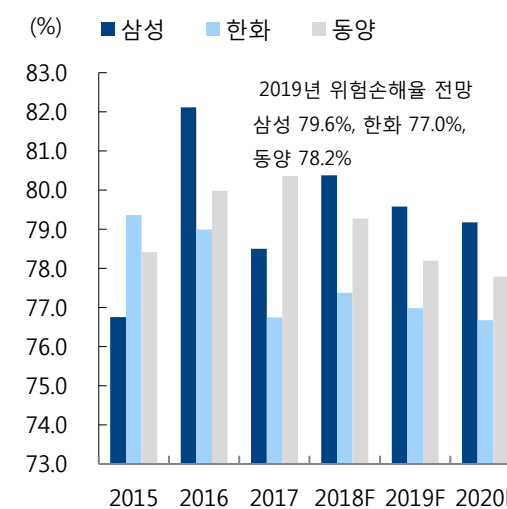
자료: 각 사, 하이투자증권

그림47. 위험보험료 증가율 추이



자료: 각 사, 하이투자증권

그림48. 위험 손해율 전망

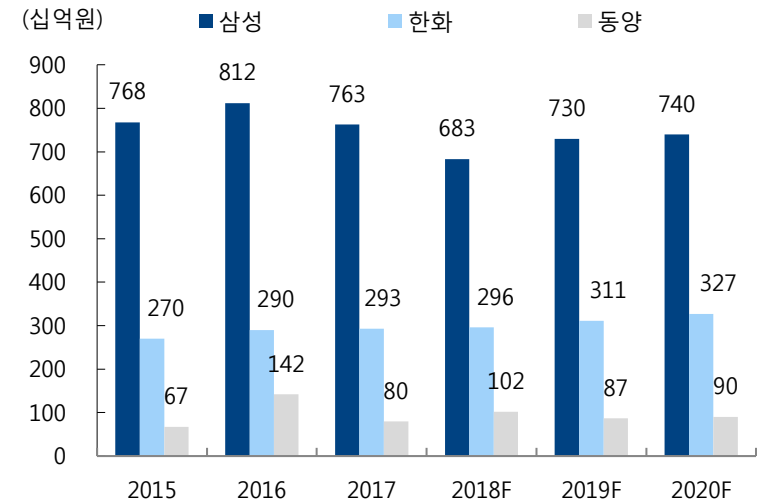


자료: 각 사, 하이투자증권

비차 역시 회복 전망, 다만 절대수준은 과거대비 낮음

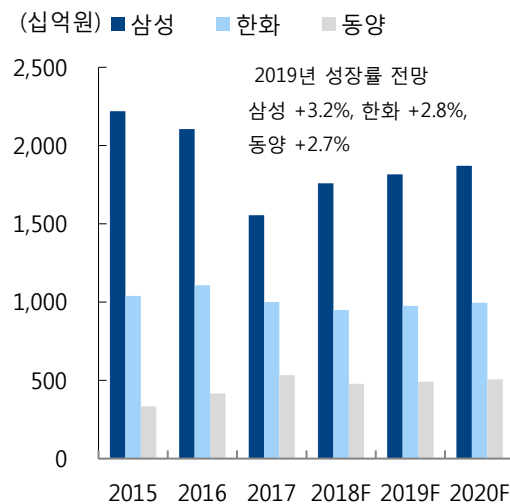
- 2019년 비차마진은 2018년 대비 회복되겠지만 과거대비 낮은 수준이 될 것으로 전망됨
- 저축/연금보험의 판매가 지속적으로 감소할 것으로 예상되며 일시납 보험료 유입 또한 감소할 것으로 예상되기 때문임
- 2018년에 동양생명은 신계약판매가 크게 감소하면서 신계약비 부담이 축소되며 비차가 증가하고 삼성생명은 신계약비 추가상각의 영향으로 비차가 상대적으로 크게 감소할 것으로 전망됨

그림49. 비차마진 전망



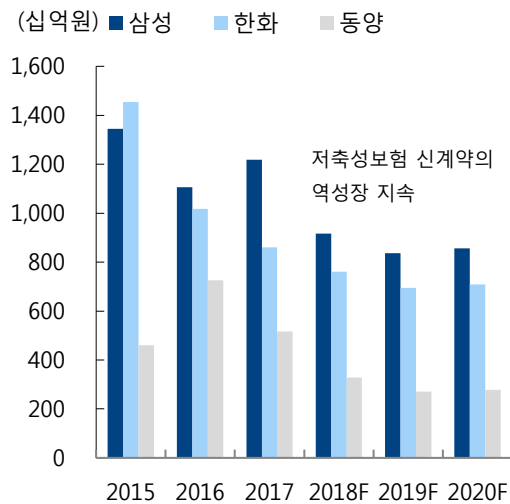
자료: 각 사, 하이투자증권

그림50. 보장성 신계약 APE 추이



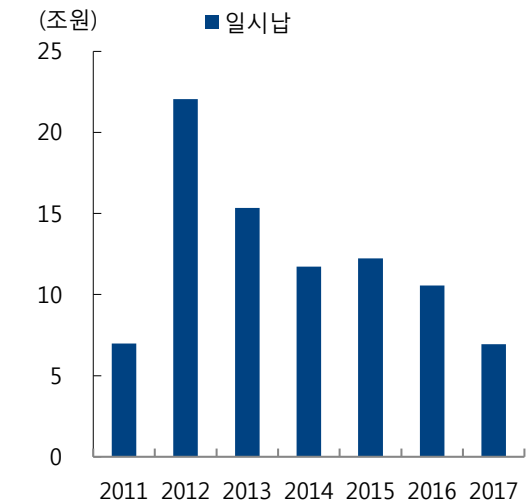
자료: 각 사, 하이투자증권

그림51. 저축/연금 신계약 APE 추이



자료: 각 사, 하이투자증권

그림52. 일시납 판매 추이

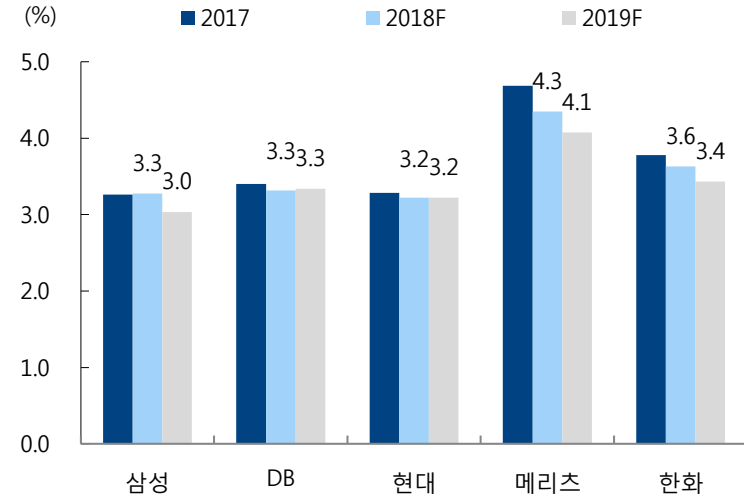


자료: 생명보험협회, 하이투자증권

[손해보험] 투자수익률의 저점 확인 가능성 높음

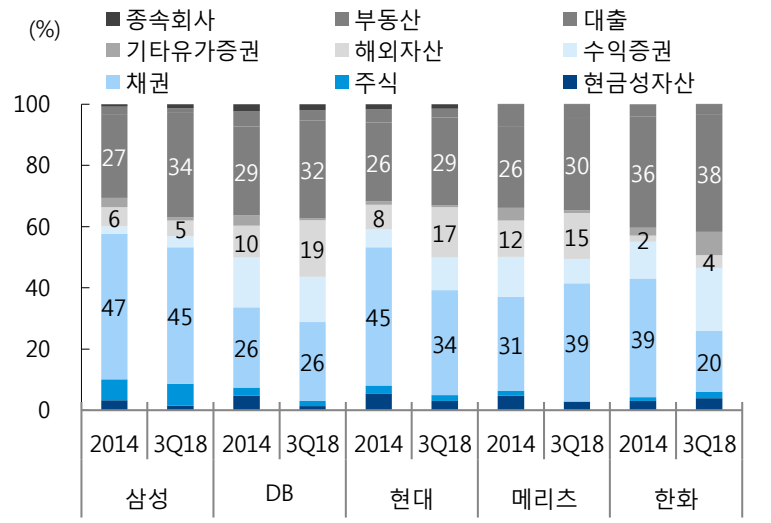
- 2019년에 손해보험사의 투자수익률의 저점이 확인될 가능성이 높다고 판단
- 현재 자산운용의 중요 포인트는 1) 듀레이션 확장, 2) 보유이원 방어임. 이를 위해 해외 채권 및 대체 투자 자산의 비중은 지속적으로 확대될 것으로 예상됨
- 손해보험사의 이자부 자산의 수익률은 2016년 3분기 이후 회복하고 있으며 최근 신규투자이원이 보유이원을 상회하고 있다는 점에서 2019년 보유이원 상승을 기대해 볼 수 있음

그림53. 손해보험사 투자수익률 전망



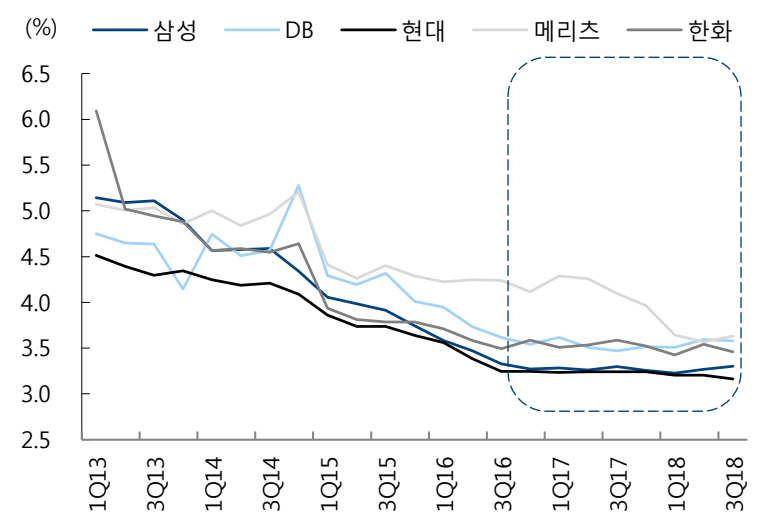
자료: 각 사, 하이투자증권

그림54. 손해보험사 운용자산 비중 변화 추이



자료: 각 사, 하이투자증권

그림55. 이자수익의 이자부자산 대비 수익률 흐름

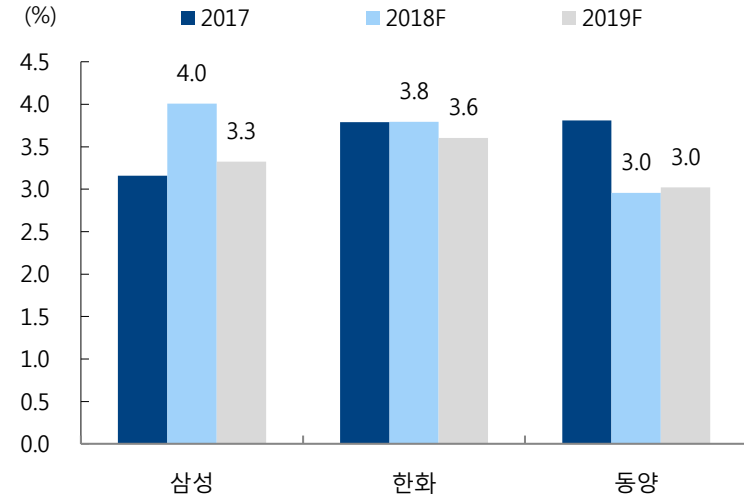


자료: 각 사, 하이투자증권

[생명보험] 2019년 투자수익률 하락 전망

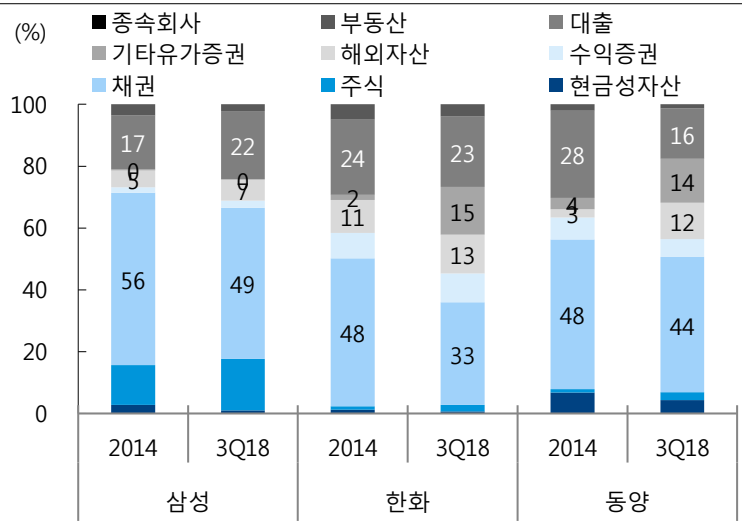
- 생명보험사들의 2019년 투자수익률은 2018년 대비 하락할 것으로 전망됨
- 이자부 자산의 수익률은 2018년에 회복하기 시작했다는 점과 생명보험사의 자산 듀레이션이 7~8년 내외인 점을 감안할 때 금리의 영향이 반영되기 위한 시간이 필요하기 때문임
- 해외투자자산 및 기타유가증권의 환헷지 스프레드 악화 부분 역시 투자수익률 회복을 지연시키는 요인으로 작용할 것으로 판단됨

그림56. 생명보험사 투자수익률 전망



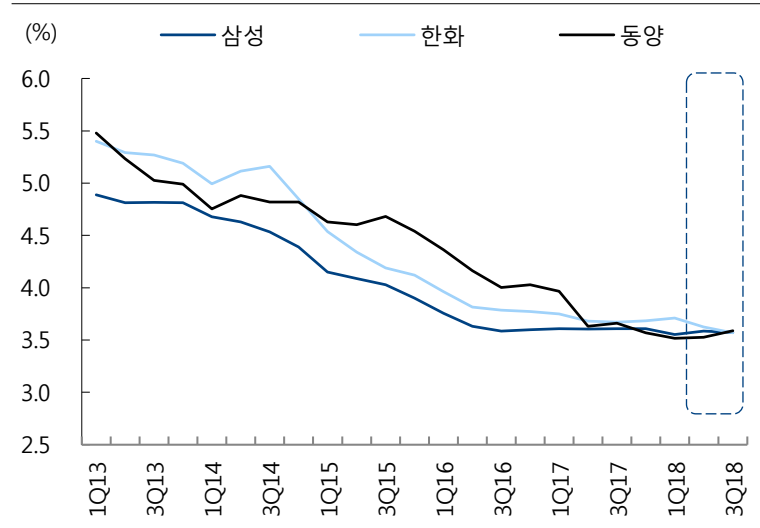
자료: 각 사, 하이투자증권

그림57. 생명보험사 운용자산 비중 변화 추이



자료: 각 사, 하이투자증권

그림58. 이자수익의 이자부자산 대비 수익률 흐름



자료: 각 사, 하이투자증권

2019~2020년 보험사 이익은 증가할 것으로 전망

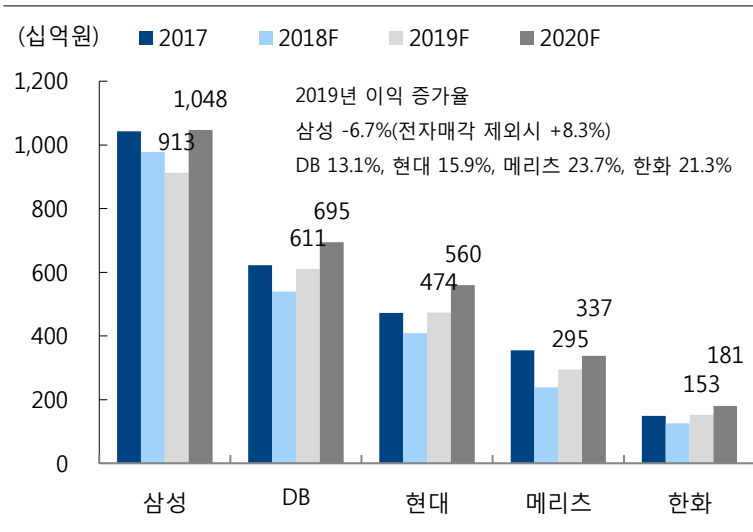
<손해보험>

- 2019년: 사업비율 개선, 장기 위험손해율 개선, 투자 수익률 저점 확인 후 회복 전망, 반면 자동차보험 손해율은 악화
- 2018년 자동차보험 손해율 급등으로 낮아진 이익으로 인하여 2019년 이익 증가율은 삼성 8.3%(삼성전자 지분매각이익 제외), DB 13.1%, 현대 15.9%, 메리츠 23.7%, 한화 21.3% 등으로 당초 예상보다 높아질 것으로 예상됨

<생명보험>

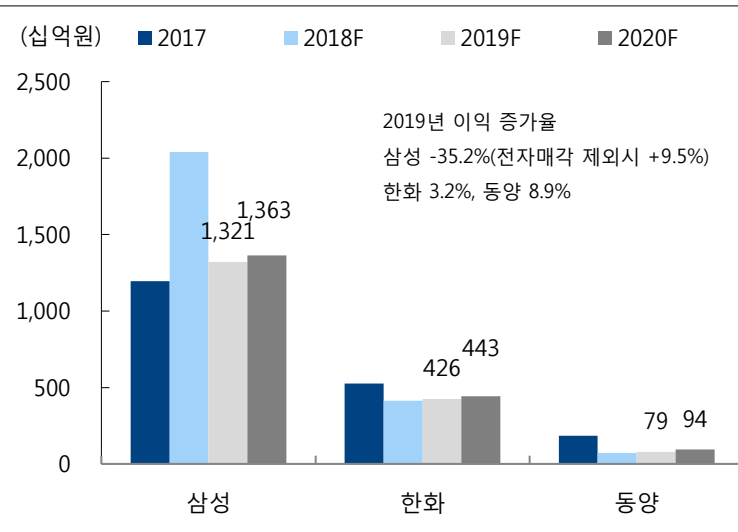
- 2019년: 비차 마진 정체, 이차차 역마진 지속, 다만 사차마진의 증가와 2018년 실적 부진의 기저효과로 이익 증가 전망
- 2019년 이익 증가율은 삼성 9.5%(삼성전자 지분매각이익 제외), 한화 3.2%, 동양 8.9% 전망

그림59. 손해보험사 2019~2020년 별도 기준 순이익 전망



자료: 각 사, 하이투자증권

그림60. 생명보험사 2019~2020년 순이익 전망

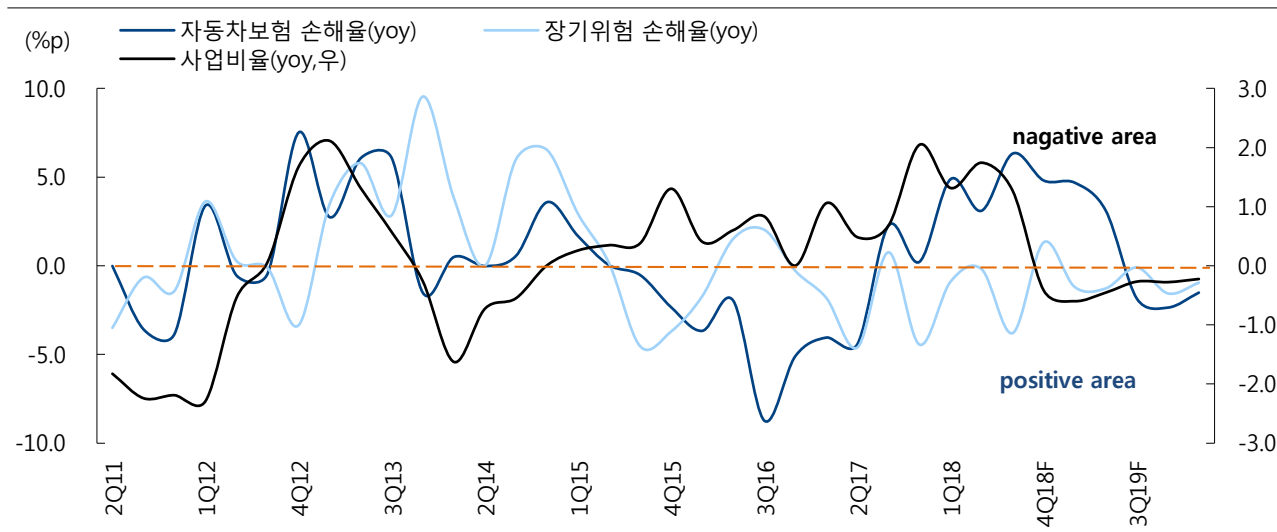


주: 삼성생명은 연결기준, 한화생명과 동양생명은 별도기준
 자료: 각 사, 하이투자증권

손해보험사의 2019년 지표 cycle은 Positive 영역으로 진입

- 손해보험사의 실적 및 주가를 결정하는 변수로 1) 자동차보험 손해율, 2) 장기 위험 손해율, 3) 사업비율, 4) 장기보험 신계약 성장률, 그리고 5) 금리가 있음
- 2019년에 자동차보험 손해율 및 사업비율 모멘텀은 positive 영역으로 진입할 것이고 장기보험 신계약 성장률은 negative 영역으로 진입, 금리는 중립 이상의 모멘텀을 형성할 것으로 예상됨. 장기위험손해율은 positive 모멘텀을 지속할 것으로 전망됨
- 우리는 손해보험사의 2019년 지표 cycle은 전반적으로 positive 영역으로 진입할 것으로 예상하며 손해보험사 중심의 투자전략을 유지함

그림61. 2019년 손해보험사 지표 cycle은 positive 영역으로 진입

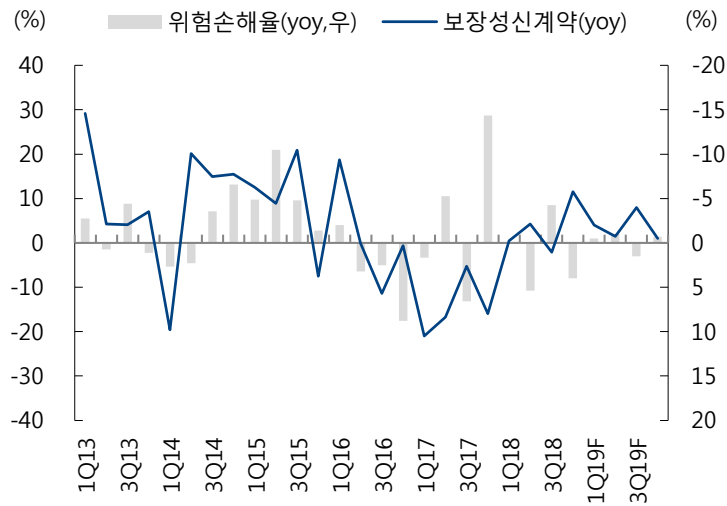


자료: 각 사, 하이투자증권

생명보험사 2019년 지표 cycle은 중립적, 주가는 금리의 영향력이 더 큼

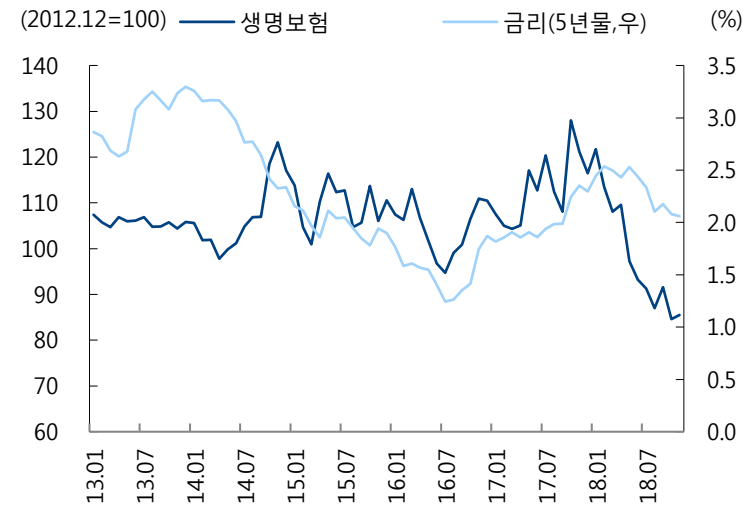
- 생명보험사의 실적 및 주가를 결정하는 지표는 1) 보장성 신계약 성장률, 2) 위험손해율 개선, 3) 비차마진을 포함한 보험이익, 4) 금리, 마지막으로 변액보증준비금 등이 있음
- 2019년에 위험손해율이 개선되고 보장성 신계약 성장률도 회복되겠지만 그 폭이 크지 않으며 2~3년 전 대비 여전히 부진한 상황이라는 점에서 주가에 큰 모멘텀으로 작용하기 어려울 것으로 판단됨
- 생명보험업종의 주가는 금리의 영향력이 더 크게 작용하고 있다고 판단됨. 따라서 장기채권 금리의 회복이 빠르게 진행된다면 최근 크게 하락한 주가에서 일정부분의 반등은 가능할 것으로 전망됨

그림62. 2019년 생명보험 지표 cycle은 중립적



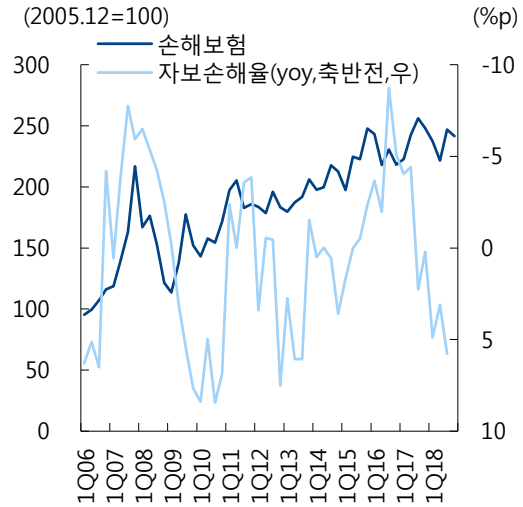
주: 커버리지 생명보험사 3사 기준
자료: 각 사, 하이투자증권

그림63. 생명보험업종 주가는 금리의 영향력이 더 큼



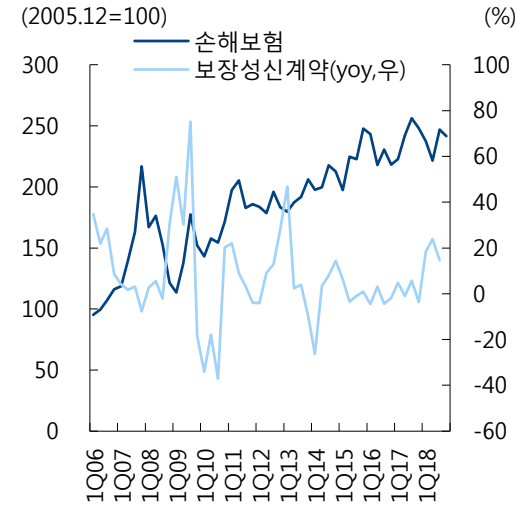
자료: BOK, 하이투자증권

그림64. 손보 Vs. 자보 손해율 전년동기비



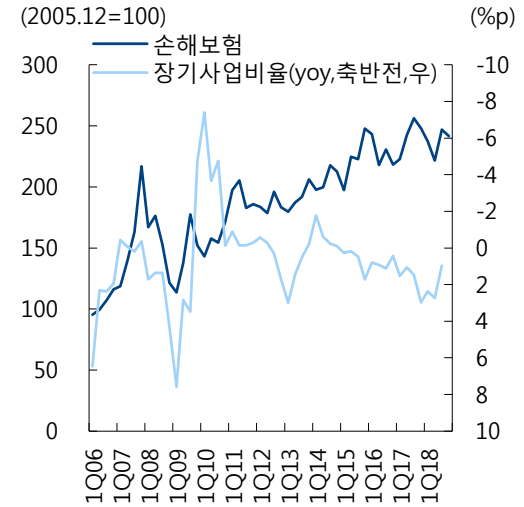
자료: 각 사, 하이투자증권

그림65. 손보 Vs 보장성 신계약 성장률



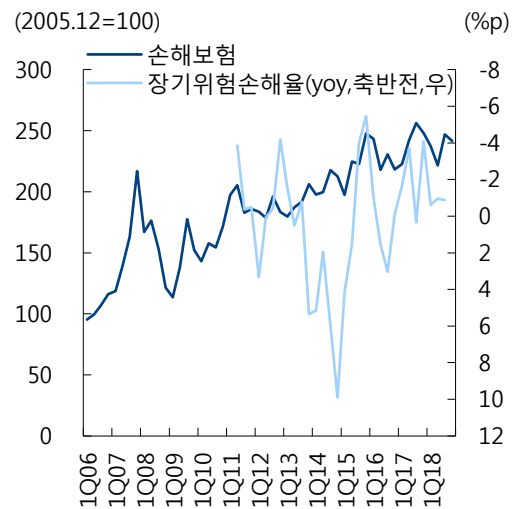
자료: 각 사, 하이투자증권

그림66. 손보 Vs 장기 사업비율 전년동기비



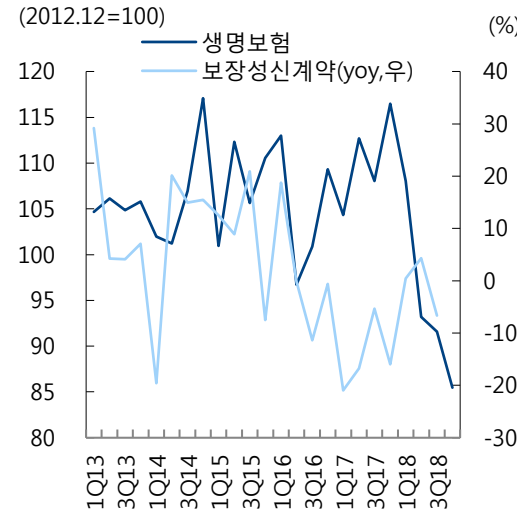
자료: 각 사, 하이투자증권

그림67. 손보 Vs 장기 위험손해율 전년동기비



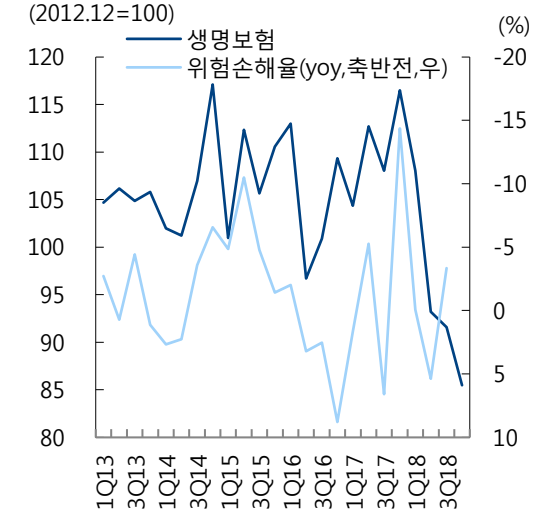
자료: 각 사, 하이투자증권

그림68. 생보 Vs 보장성 신계약 성장률



자료: 각 사, 하이투자증권

그림69. 생보 Vs 위험손해율 전년동기비



자료: 각 사, 하이투자증권

자본 적정성 및 K-ICS 진행상황

보험업종의 Cycle이 중요한 이유/ #4

Cycle 측면에서 본 손해보험과 생명보험/ #8

자본 적정성 및 K-ICS 진행상황/ #27

투자전략 및 최선호 종목/ #35

할인율 상승과 신계약 판매 등의 영향으로 LAT 잉여금은 증가, 향후 증가 속도는 둔화 전망

- 보험사들의 LAT 잉여금은 2017년 대비 2018년 상반기에 크게 증가하였음
- 신계약 판매에 따른 잉여금 가산과 할인율이 상승한 효과도 반영되었지만 기존에 자산항목이었던 약관대출을 부채 차감항목으로 전환하고 약관대출에서 창출되는 현금흐름을 반영함에 따라 잉여금이 크게 증가하였기 때문으로 판단됨
- 특히 생명보험사, 약관대출 규모가 큰 대형 생명보험사의 금리 확정형 무배당 계약의 잉여금이 크게 증가하였음
- 우리가 향후 잉여금 증가 속도가 둔화될 것으로 예상하는 이유는 2018년 [무위험 수익률 확률분포 백분위 P(55) + 산업위험스프레드의 80%]로 할인율을 산출 하였지만 2019년에는 [무위험 수익률 확률분포 백분위 P(55) + 산업위험스프레드의 0%]로 변경됨에 따라 할인율 개선 효과를 기대하기 어렵기 때문임

표1. 생명보험사 LAT 결과

		삼성생명			한화생명			동양생명		
		2016	2017	1H18	2016	2017	1H18	2016	2017	1H18
금리확정형	유배당	-22,731	-18,977	-17,481	-7,116	-6,974	-6,978	-1,172	-1,050	-1,068
	무배당	-7,189	-2,432	-402	-2,712	-18	388	572	1,920	2,339
금리연동형	유배당	-578	-73	-143	-336	-278	-295	-9	-8	-12
	무배당	25,470	34,890	33,940	7,386	9,381	9,913	1,063	1,391	1,370
변액		9,192	10,151	9,470	4,650	4,962	5,012	542	530	517
총계		4,164	23,560	25,384	1,871	7,073	8,039	996	2,783	3,146
잉여금 소계		34,662	45,042	43,410	12,036	14,343	15,312	2,177	3,841	4,226
결손금 소계		-30,498	-21,482	-18,026	-10,165	-7,271	-7,274	-1,181	-1,058	-1,080
할인율		1.84-15.95%	2.2%~8.3%	2.7%~9.2%	평균 3.62%	평균 3.76%	평균 3.85%	2.37-5.97%	1.47-8.08%	2.61-7.79%

자료: 각 사, 하이투자증권

할인율 상승과 신계약 판매 등의 영향으로 LAT 잉여금은 증가, 향후 증가 속도는 둔화 전망

표2. 손해보험사 LAT 결과

단위: 십억원

			삼성화재			DB손보			현대해상		
			2016	2017	1H18	2016	2017	1H18	2016	2017	1H18
장기손해보험 (개인연금포함)	금리확정형	유배당	-60	-41	-39	-61	-70	-68	-401	-363	-333
		무배당	-471	-193	-150	3	2	15	-183	-42	-26
	금리연동형	유배당	105	269	275	96	116	110	38	83	87
		무배당	7897	11,086	11,581	8,960	11,777	12,014	7,846	11,902	11,061
	소계		7,471	11,122	11,666	8,999	11,825	12,070	7,300	11,580	10,789
일반손해보험			277	254	240	129	132	141	170	171	190
자동차보험			366	361	373	78	98	98	67	80	94
총계			8,114	11,737	12,279	9,207	12,055	12,310	7,538	11,832	11,073
잉여금소계			8,644	11,970	12,468	9,267	12,125	12,377	8,122	12,237	11,432
결손금소계			-531	-234	-189	-61	-70	-68	-584	-405	-359
할인율			2.14~5.12%	2.43%~5.07%	2.51%~6.03%	2.90~9.56%	2.88~8.69%	0.27~6.10%	1.97~6.28%	2.63%~6.84%	1.96%~6.34%

자료: 각 사, 하이투자증권

표3. 손해보험사 LAT 결과

단위: 십억원

			메리츠화재			한화손보		
			2016	2017	1H18	2016	2017	1H18
장기손해보험 (개인연금포함)	금리확정형	유배당	-7	-6	6	-27	-19	-20
		무배당	135	186	326	-55	30	86
	금리연동형	유배당	5	14	15	12	19,235	19
		무배당	3,267	8,485	9,673	1,980	3,374	4,328
	소계		3,401	8,680	10,019	1,911	3,404	3,404
일반손해보험			61	70	71	61	71	76
자동차보험			17	27	36	50	62	54
총계			3,479	8,777	10,126	2,022	3,538	3,534
잉여금 소계			3,486	8,783	10,126	2,104	22,773	4,563
결손금 소계			-7	-6	0	-82	-19	-20
할인율			3.22~4.09%	2.63%~6.84%	2.81%~6.68%	2.88~10.29%	1.47%~8.08%	2.12%~7.05%

자료: 각 사, 하이투자증권

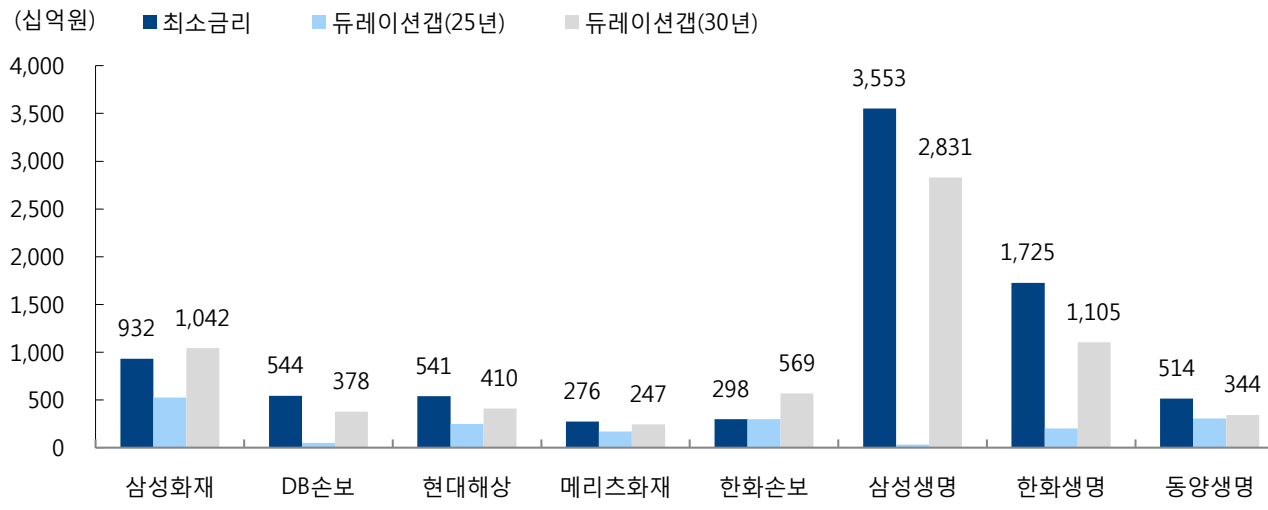
2018~2019년 RBC 산출기준 강화는 지속되겠지만 그 영향은 제한적일 것으로 전망

표4. RBC 산출 기준 강화 스케줄

항목	세부내용
금리위험액산출 방식 개선	[2018년] 최장 부채듀레이션을 30년으로 확대
	[2019년] 금리 연동형 부채의 공시기준이율에서 자산운용수익을 제거(외부지표금리만으로 산출): 총위험액 증가의 50% 반영, 금리 역마진위험액을 현행 50%에서 25%로 축소
	[2020년] 금리 연동형 부채의 공시기준이율 기준 변경에 따른 총위험액 증가 100% 반영, 금리 역마진위험액 폐지
변액보험 최저보증 위험액 산출 방식 변경	- 확률론적 산출방식, 파생상품 공정가치 평가
	- 보증위험액: 1) 장래예상손실의 상위 5% 평균금액, 2) 구분단위별 최저한도 중 큰 금액에서 보증준비금 차감
퇴직연금 특별계정 리스크 반영	- 구분단위별 최저한도: 저축성최저사망보험금, 보장성최저사망보험금, 최저연금적립금 기타 각각 계약자적립금의 0.15%, 1%, 2%, 2%가 최저한도임
	[2018년] CTE 90, [2019년] CTE 95
	- 퇴직연금 중 원리금보장형의 경우 신용 및 시장리스크가 존재. 현재에는 운영위험액만 산출하고 있지만 향후 신용과 시장위험액에 대해서 개별리스크 산출을 통해 요구자본 산출시 반영 예정
	- [2018년] 45%, [2019년] 70%, [2020년] 100%

주: 금감원, 하이투자증권

그림70. 부채듀레이션 30년 도입에 따른 금리 위험액 변화 추정, 삼성화재와 한화손보만 증가할 것으로 추정



주: 메리츠화재와 동양생명은 이미 30년을 도입하였으며 자산듀레이션은 9월말 기준, 부채듀레이션은 30년 도입 기준으로 산출하였음
 자료: 각 사, 하이투자증권

표5. 2018년 6월말 기준, 부채만기 30년 도입 가정시 금리 위험액 변화 추정(자산듀레이션은 9월말 수치 반영)

(단위: 십억원)

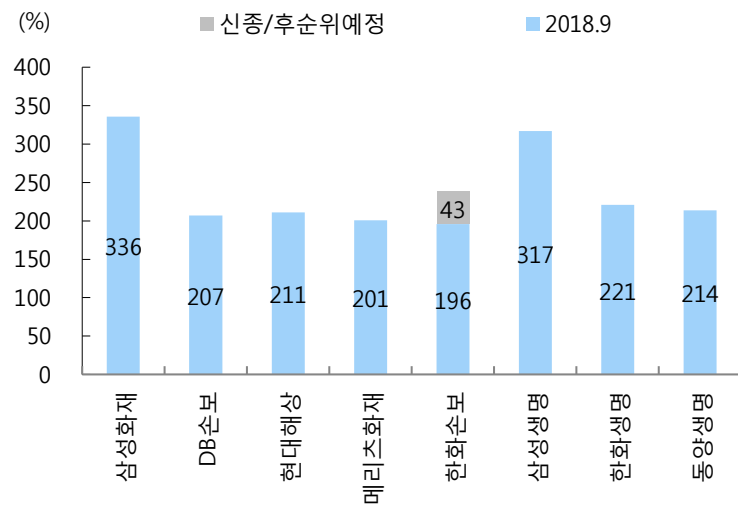
회사명 6월말 기준 적용내역	항목	2018.6			30년 도입 가정		회사명 6월말 기준 적용내역	항목	2018.6			30년 도입 가정	
		익스포저	듀레이션	금리민감액	듀레이션	금리민감액			익스포저	듀레이션	금리민감액	듀레이션	금리민감액
삼성화재 (25년) 최소금리위험액방식	금리부자산 (A)	47,445	6.5	307,344	6.6	314,561	금리부자산 (A)	11,174	7.7	86,111	7.9	87,831	
	금리부부채 (B)	44,142	7.8	342,343	8.7	384,034	금리부부채 (B)	10,937	9.7	105,977	11.5	125,780	
	금리역마진위험액 (C)			0		0	금리역마진위험액 (C)			0		0	
	듀레이션갭방식 (D*E=F)			525		1,042	듀레이션갭방식 (D*E=F)			298		569	
	금리변동계수 (E)			1.5%		1.5%	금리변동계수 (E)			1.5%		1.5%	
	금민감액차이 (A-B=D)			34,999		69,473	금민감액차이 (A-B=D)			19,866		37,949	
	최소금리위험액방식 (G)			932		932	최소금리위험액방식 (G)			298		298	
	금리위험액(max(F,G)+C=H)			932		1,042	금리위험액(max(F,G)+C=H)			298		569	
	종속회사금리위험액 (I)			0		0	종속회사금리위험액 (I)			0		0	
연결기준 금리위험액 (H+I)			932		1,042	연결기준 금리위험액 (H+I)			298		569		
현대해상 (25년) 최소금리위험액방식	금리부자산 (A)	24,598	7.7	189,114	8.2	201,950	금리부자산 (A)	160,730	7.0	1,132,140	7.3	1,173,331	
	금리부부채 (B)	25,479	8.1	205,798	9.0	229,311	금리부부채 (B)	161,188	7.0	1,134,243	8.5	1,362,034	
	금리역마진위험액 (C)			0		0	금리역마진위험액 (C)			130		130	
	듀레이션갭방식 (D*E=F)			250		410	듀레이션갭방식 (D*E=F)			32		2,831	
	금리변동계수 (E)			1.5%		1.5%	금리변동계수 (E)			1.5%		1.5%	
	금민감액차이 (A-B=D)			16,684		27,361	금민감액차이 (A-B=D)			2,103		188,704	
	최소금리위험액방식 (G)			541		541	최소금리위험액방식 (G)			3,553		3,553	
	금리위험액(max(F,G)+C=H)			541		541	금리위험액(max(F,G)+C=H)			3,683		3,683	
	종속회사금리위험액 (I)			0		0	종속회사금리위험액 (I)			30		30	
연결기준 금리위험액 (H+I)			541		541	연결기준 금리위험액 (H+I)			3,713		3,713		
DB손보 (25년) 최소금리위험액방식	금리부자산 (A)	23,767	8.6	204,739	9.1	216,283	금리부자산 (A)	77,453	7.3	563,991	7.7	597,160	
	금리부부채 (B)	24,893	8.4	208,151	9.7	241,459	금리부부채 (B)	73,721	7.8	577,509	9.1	670,858	
	금리역마진위험액 (C)			0		0	금리역마진위험액 (C)			123		123	
	듀레이션갭방식 (D*E=F)			51		378	듀레이션갭방식 (D*E=F)			203		1,105	
	금리변동계수 (E)			1.5%		1.5%	금리변동계수 (E)			1.5%		1.5%	
	금민감액차이 (A-B=D)			3,412		25,177	금민감액차이 (A-B=D)			13,518		73,699	
	최소금리위험액방식 (G)			544		544	최소금리위험액방식 (G)			1,725		1,725	
	금리위험액(max(F,G)+C=H)			544		544	금리위험액(max(F,G)+C=H)			1,848		1,848	
	종속회사금리위험액 (I)			172		172	종속회사금리위험액 (I)			315		315	
연결기준 금리위험액 (H+I)			716		716	연결기준 금리위험액 (H+I)			2,163		2,163		
메리츠화재 (30년) 최소금리위험액방식	금리부자산 (A)	13,610	9.6	130,564	10.2	138,413	금리부자산 (A)	23,843	7.8	185,790	7.9	188,357	
	금리부부채 (B)	13,029	9.1	119,142	9.4	121,947	금리부부채 (B)	23,171	7.1	165,434	7.1	165,434	
	금리역마진위험액 (C)			0		0	금리역마진위험액 (C)			21		21	
	듀레이션갭방식 (D*E=F)			171		247	듀레이션갭방식 (D*E=F)			305		344	
	금리변동계수 (E)			1.5%		1.5%	금리변동계수 (E)			1.5%		1.5%	
	금민감액차이 (A-B=D)			11,422		16,467	금민감액차이 (A-B=D)			20,355		22,923	
	최소금리위험액방식 (G)			276		276	최소금리위험액방식 (G)			514		514	
	금리위험액(max(F,G)+C=H)			276		276	금리위험액(max(F,G)+C=H)			535		535	
	종속회사금리위험액 (I)			0		0	종속회사금리위험액 (I)			0		0	
연결기준 금리위험액 (H+I)			276		276	연결기준 금리위험액 (H+I)			535		535		

자료: 각사, 하이투자증권

2018~2019년 RBC 산출기준 강화는 지속되겠지만 그 영향은 제한적일 것으로 전망

- 2018년 말 RBC에 영향을 미치는 가장 큰 변수는 부채듀레이션 30년 만기 도입임
- 자산듀레이션의 추가 확장이 4분기에 큰 폭으로 이루어지지 않는다면 삼성화재와 한화손보의 금리 위험액 산출 방식이 듀레이션 갭 방식으로 변경되면서 금리 위험액이 증가할 것으로 예상됨(표 5 참조)
- 이를 가정하면 삼성화재의 RBC 비율은 약 7%p 하락할 것으로 예상되며 한화손보의 경우 약 28%p 하락할 것으로 추정됨
- 나머지 보험사의 경우 부채 듀레이션 확장에 따라 듀레이션 갭 방식의 금리 위험액이 증가하겠지만 최소금리 위험액 대비 여전히 적을 것으로 산출되어 RBC 비율의 영향은 없을 것으로 전망됨

그림 71. RBC 비율 현황



자료: 각 사, 하이투자증권

그림 72. 보완자본 발행 및 자본인정 현황

(단위: 십억원)

	후순위채권	신증자본증권	지급여력인정규모	RBC기여도(%p)
한화생명	452*	1,567+220*	2,214	19
동양생명	100		100	4
DB손보	499+80*	30*	559	10
현대해상	900	500	1,280	27
메리츠화재	286		100	5
한화손보	452	220	647	32

주: *는 자회사의 보완자본 발행 현황/ 한화손보, DB생명
 자료: 각 사, 하이투자증권

표6. 2017년 공개 협약안과 2018년 K-ICS 1.0 비교

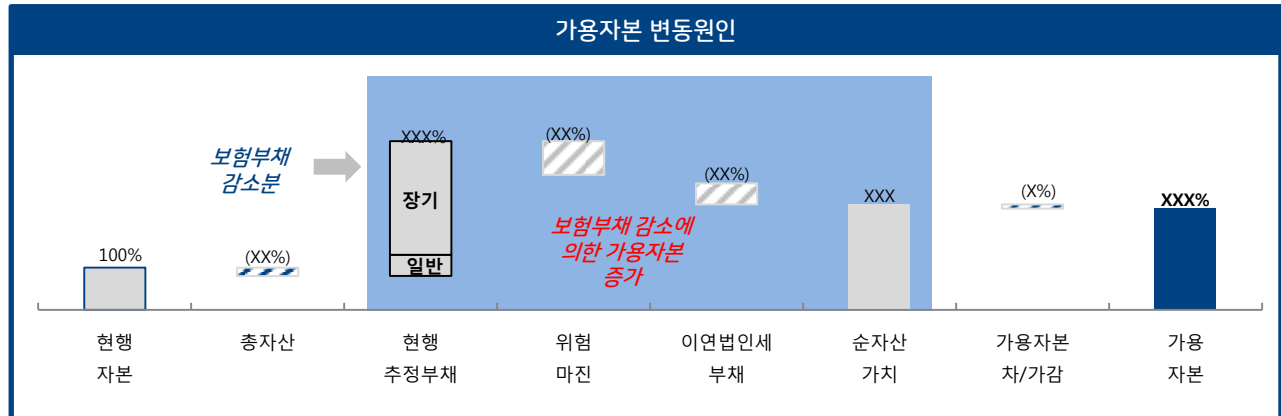
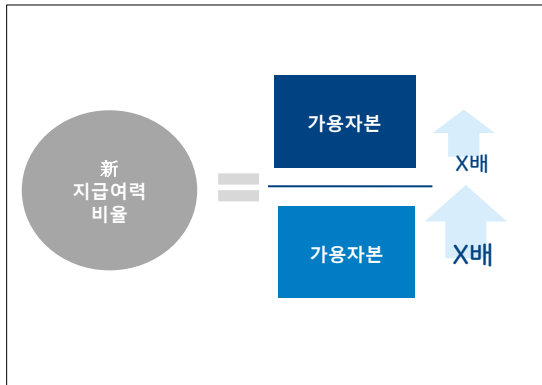
구분	세부항목	2017년 공개협약안	2018년 K-ICS 1.0
부채평가	할인율	UFR(LTFR): 4.2% 변동성조정 적용비율: 65%	UFR(LTFR): 4.5% 변동성조정 적용비율: 80%
	위험마진	자본비용률: 6%	자본비용률: 5%(CAPM 방식으로 국내 시장 반영), 계약 경계 양적기준 제시
가용자본	기본자본	손실흡수성이 제한된 항목 보완자본 이동	해약환급금 부족분, 계약자지분조정 상당액은 기본자본 차감후 보완자본 분류
	보완자본	한도: 요구자본의 50% 경제적 만기 직전 5년간 정액상각	한도: Max(요구자본의 50%, 기본자본) Lock-In 조항 보유시 미상각, 상환촉진유인 제한조항 삭제, 이자취소요건을 정지조건으로 완화 등
	리스크 조정	실현가능성 평가 금액	간편법 제시
	그룹기준	개별기준	연결기준 제시
요구자본 (생명장기손해)	충격수준	Sol II, ICS 기준 적용	일부 국내 통계 활용
	해지위험	그룹별 증감액 증 큰 금액 합산	옵션별 증감액 증 큰 옵션
	대재해위험추가		간편법 제시
	사업비위험	8% 증가, 매년 1~2% 인플레이션	6% 증가, 매년 1% 인플레이션
	상품 그룹핑	보장성, 저축성 등	보장, 저축, 고/저금리, 저해지 등
요구자본 (일반손해보험)	위험계수	ICS기준	일부 국내 통계 활용
	해외 익스포져	국가간 상관관계 반영	6개 지역간 상관관계 반영
	대재해위험	산출기준 미제시	간편법 제시
	재보험효과	위험전가를 출재보험료로 측정	재보험수수료 등 현금흐름을 반영하여 실질적 위험전자 측정
요구자본 (시장리스크)	금리리스크	UFR(LTFR): 10% 충격 퇴직연금 미측정	UFR(LTFR) 고정, 시나리오별 독립가정 추가 퇴직연금 측정
	자산집중위험 측정	보험업법 자산운용 한도규제 적용	ICS 기준 참조
	인프라주식 별도 반영	미반영	20% 충격
	편입자산 분해기준, 위험경감 규정	미반영	Look-through 기준 및 상세 규정 제시
요구자본 신용리스크	신용등급 매핑	현 RBC 기준 활용	K-ICS 등급 신설, 매핑 정의
	특수금융(SOC,PF)	현 RBC 위험계수 적용	국내 현실 반영한 위험계수 산정
운영리스크	변액보험부채	별도 측정	합산 측정

자료: 금감원, The Bell 보험 포럼 발표자료 정리

손해보험사의 계량영향평가(QIS) 산출 결과 요약

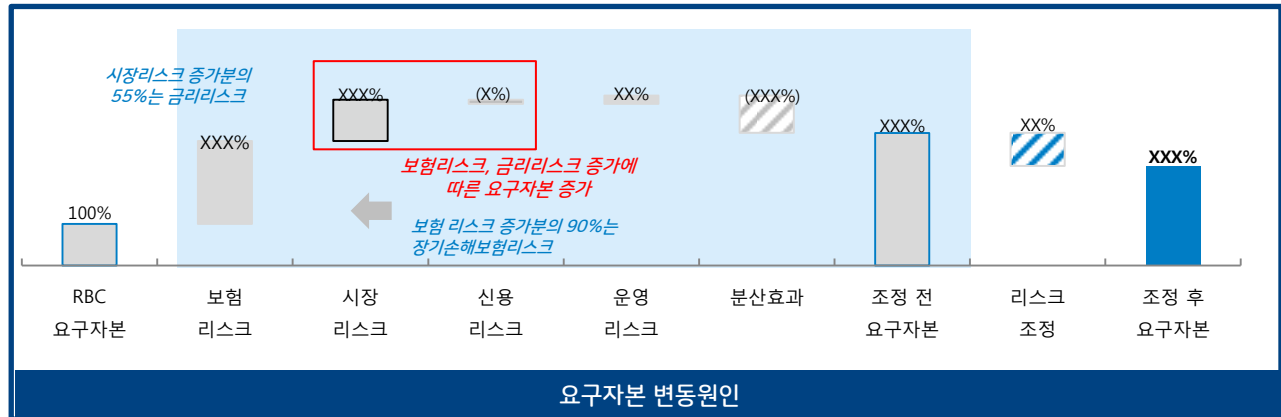
- (가용자본) 장기손해보험의 현행추정부채의 현저한 감소로 인한 순자산가치의 증가(현행대비 X배)
- (요구자본) 보험리스크 및 금리리스크 요구자본의 대폭 증가(현행대비 X배) (요구자본증가>가용자본 증가)

(’17.12월 기준)



산출 시 주요 적용 기준

- ① 개별 RBC 기준**
본 자료상 QIS 산출 비율은 연결 RBC기준이 아닌 개별 RBC 기준으로 산출
- ② 계약의 경계-주계약만기 기준**
장기손해보험의 갱신담보의 경우 주계약만기까지 Projection
- ③ 갱신담보 목표손해를 미적용**
갱신담보의 갱신시점 이후 갱신보험료와 보험금 프로잭션 시 연령증가에 따른 변동분만 반영



자료: The Bell 보험 포럼 발표자료 정리, DB손해보험, 하이투자증권 정리

투자전략 및 최선호 종목

보험업종의 Cycle이 중요한 이유/ #4

Cycle 측면에서 본 손해보험과 생명보험/ #8

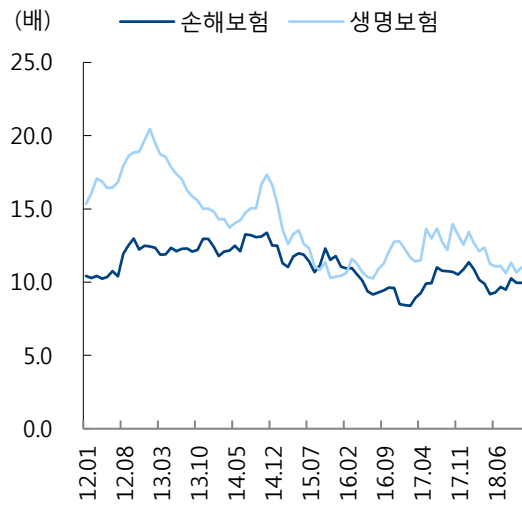
자본 적정성 및 K-ICS 진행상황/ #27

투자전략 및 최선호 종목/ #35

손해보험사 중심의 비중확대 전략 유지

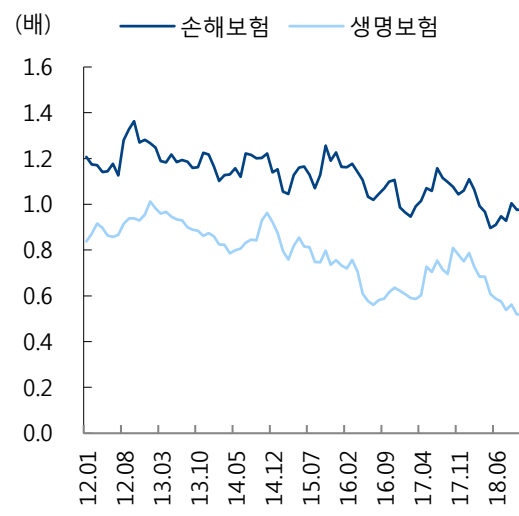
- 사이클 측면에서 2019년 손해보험사 중심의 비중 확대 전략을 유지함
- 자동차보험 손해율 사이클은 2019년 3분기 이후 개선 흐름으로 진입할 것이고 장기위험 손해율의 개선 사이클은 지속될 것으로 전망됨. 또한 사업비율은 2018년 대비 개선되는 흐름을 보일 것임.
- 생명보험사의 경우 2019년 큰 폭의 개선보다는 2018년 부진한 흐름을 보였던 보험이익의 회복 정도를 기대하고 있음. 생명보험사 주가는 2019년에도 금리에 연동될 수 밖에 없을 것으로 전망됨
- 우리는 장기위험 및 자동차에서 이익의 민감도가 크고 RBC 비율이 최상위권은 아니지만 보완자본을 통해 방어할 수 있는 2위권 손보사를 최선호 종목으로 유지함.
- 우리는 DB손해보험과 현대해상을 최선호 종목으로 유지하며 유지율 흐름이 회복된다면 메리츠화재에 대한 관심도 필요하다고 판단됨

그림73. 보험업종 P/E



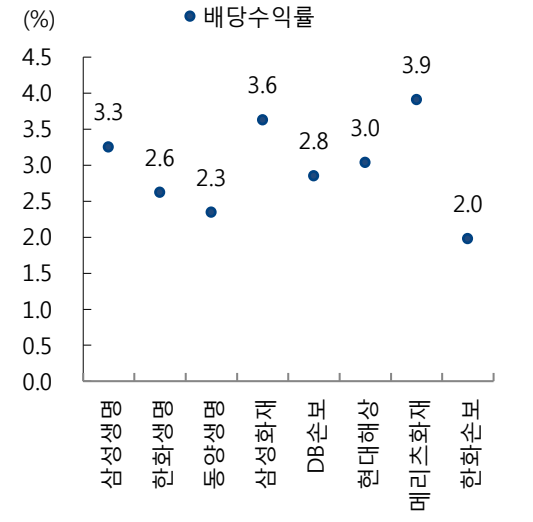
자료: 각 사, 하이투자증권

그림74. 보험업종 P/B



자료: 각 사, 하이투자증권

그림75. 보험업종 배당수익률



주: 2018년 11월 11일 기준
자료: 각 사, 하이투자증권

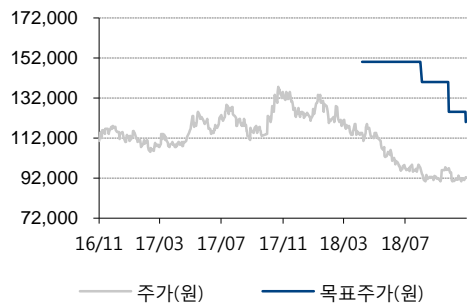
표7. 하이투자증권 유니버스 보험사 Valuation table

	삼성화재 000810	DB손보 005830	현대해상 001450	메리츠화재 000060	한화손보 000370	손보계	삼성생명 032830	한화생명 088350	동양생명 082640	생보계	보험계
투자의견	매수 Buy	매수 Buy	매수 Buy	보유 Hold	매수 Buy	비중확대 Overweight	매수 Buy	매수 Buy	보유 Hold	중립 Netral	비중확대 Overweight
목표 PBR	1.4	1.1	1.1	1.2	0.7	1.3	0.7	0.5	0.5	0.7	0.9
목표 PER	17.2	9.5	9.7	9.6	8.2	11.8	10.6	10.3	13.6	15.4	13.4
목표가 (6개월)	360,000	84,000	51,000	21,500	9,000		120,000	6,000	6,800		
목표시가총액 (6개월, 십억원)	17,055	5,947	4,559	2,444	1,051	31,056	24,000	5,211	1,097	30,308	61,365
상승여력 (6개월, %)	28.6	19.7	19.0	15.0	48.3	24.7	30.0	31.0	13.7	29.5	27.0
현재가 (20181111)	280,000	70,200	42,850	18,700	6,070		92,300	4,580	5,980		
시가총액(십억원)	13,265	4,970	3,831	2,126	709	24,900	18,460	3,978	965	23,403	48,303
/총자산 (%)	16.80	9.83	8.85	10.67	4.20	11.88	6.32	3.05	3.01	5.15	7.27
PBR (배)	2017A 1.05	0.97	1.21	1.45	2.32	1.13	0.76	0.59	0.49	0.78	0.90
	2018F 1.10	0.92	0.89	1.06	0.49	1.04	0.56	0.37	0.41	0.55	0.72
	2019F 1.06	0.84	0.81	0.95	0.45	0.97	0.55	0.35	0.40	0.54	0.70
PER (배)	2017A 12.9	6.8	8.1	6.7	18.6	9.7	18.7	8.9	6.2	16.3	12.5
	2018F 13.3	7.9	8.2	8.3	5.5	10.6	8.1	7.8	12.0	9.2	9.9
	2019F 14.2	7.0	7.0	6.6	4.6	9.9	12.5	7.2	10.9	12.4	11.0
ROE (%)	2017A 8.4	15.0	15.6	22.5	14.3	12.2	4.3	6.7	9.0	5.1	7.6
	2018F 8.3	11.8	12.1	13.4	9.8	10.1	6.9	4.8	3.3	6.2	7.6
	2019F 7.6	12.6	12.1	15.1	10.4	10.1	4.4	5.0	3.7	4.5	6.6
ROA (%)	2017A 1.3	1.4	1.2	2.2	1.0	1.4	0.4	0.5	0.7	0.5	0.7
	2018F 1.3	1.1	1.0	1.3	0.8	1.1	0.7	0.3	0.2	0.6	0.8
	2019F 1.1	1.2	1.1	1.5	0.9	1.2	0.4	0.4	0.3	0.4	0.6
배당수익률 (%)	2017A 3.7	3.2	3.2	4.9	0.6	3.4	1.6	2.0	4.7	1.6	2.4
	2018F 3.6	2.8	3.0	3.9	2.0	3.2	3.3	2.6	2.3	2.8	2.5
	2019F 3.4	3.3	3.5	4.8	2.5	3.3	2.4	2.6	2.5	2.2	2.3
BPS (원)	2017A 254,159	73,115	38,925	16,237	10,145	54,347	163,727	11,783	15,503	37,422	42,106
	2018F 254,241	76,294	48,026	17,703	12,263	57,311	165,007	12,473	14,605	37,982	43,356
	2019F 264,505	83,940	52,665	19,586	13,450	61,335	167,597	12,920	14,972	38,771	45,045
EPS (원)	2017A 20,619	10,445	5,824	3,515	1,265	6,308	6,656	778	1,219	1,813	3,057
	2018F 20,989	8,834	5,257	2,243	1,103	5,595	11,358	584	500	2,352	3,254
	2019F 19,676	10,088	6,089	2,814	1,332	6,013	7,355	632	547	1,731	2,921
DPS (원)	2017A 10,000	2,300	1,500	1,140	150	2,106	2,000	140	360	479	929
	2018F 10,150	2,000	1,300	730	120	1,915	3,000	120	140	599	965
	2019F 9,500	2,300	1,500	900	150	1,980	2,200	120	150	468	888
순이익 (십억원)	2017A 966	661	464	384	148	2,623	1,195	585	190	1,970	4,593
지배주주	2018F 984	559	419	251	129	2,342	2,040	439	78	2,556	4,898
	2019F 922	639	486	315	155	2,516	1,321	475	85	1,881	4,398
별도	2017A 1,043	622	473	355	149	2,642	941	525	184	1,651	4,293
순이익 (십억원)	2018F 978	540	409	238	126	2,290	1,819	413	73	2,305	4,595
	2019F 913	611	474	295	153	2,444	1,120	426	79	1,625	4,069
총자본 (십억원)	2017A 11,911	4,628	3,104	1,773	1,184	22,600	29,401	9,352	2,416	41,169	63,769
지배주주	2018F 11,915	4,829	3,829	1,981	1,432	23,986	29,631	10,930	2,276	42,838	66,823
	2019F 12,396	5,313	4,199	2,191	1,570	25,670	30,096	11,266	2,334	43,696	69,365
총자산 (십억원)	2017A 75,908	48,376	40,493	18,152	14,891	197,819	282,753	125,994	30,344	439,091	636,910
	2018F 78,963	50,565	43,287	19,926	16,879	209,620	292,006	130,580	32,082	454,669	664,288
	2019F 82,111	53,167	45,732	21,427	18,164	220,602	300,089	135,080	33,848	469,016	689,618

자료: 각사, 하이투자증권

삼성생명

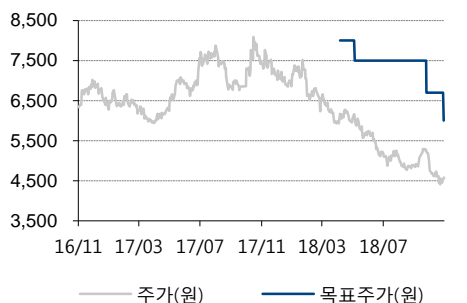
최근 2년간 투자조건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자조건	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-04-16(담당자변경)	Buy	150,000	1년	-30.8%	-20.7%
2018-08-13	Buy	140,000	1년	-33.8%	-30.5%
2018-10-05	Buy	125,000	1년	-26.7%	-24.2%
2018-11-08	Buy	120,000	1년		

한화생명

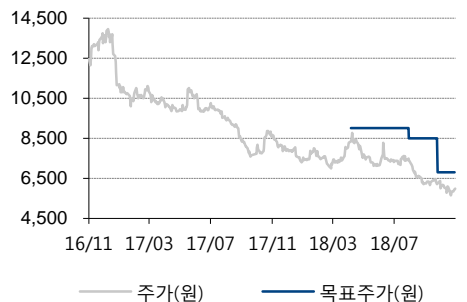
최근 2년간 투자조건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자조건	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-04-16(담당자변경)	Buy	8,000	1년	-23.6%	-21.6%
2018-05-15	Buy	7,500	1년	-30.3%	-19.3%
2018-10-05	Buy	6,700	1년	-30.6%	-22.7%
2018-11-08	Buy	6,000	1년		

동양생명

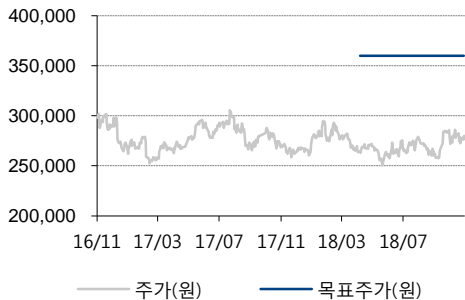
최근 2년간 투자조건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자조건	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-04-16(담당자변경)	Hold	9,000	1년	-15.8%	-2.6%
2018-08-09	Hold	8,500	1년	-23.3%	-13.4%
2018-10-05	Hold	6,800	1년		

삼성화재

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

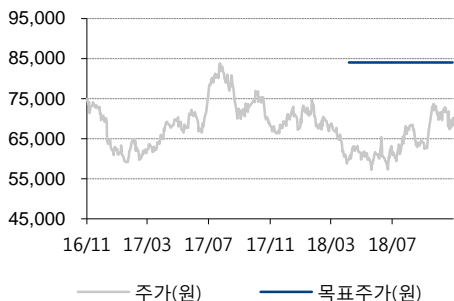


일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2018-04-16(담당자변경)	Buy	360,000	1년		
-------------------	-----	---------	----	--	--

DB 손해보험

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

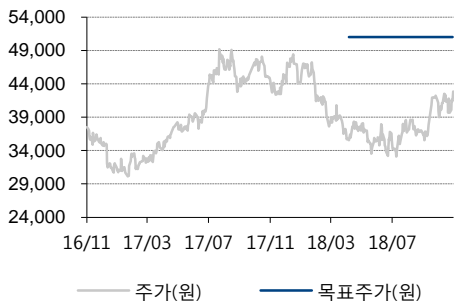


일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2018-04-16(담당자변경)	Buy	84,000	1년		
-------------------	-----	--------	----	--	--

현대해상

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

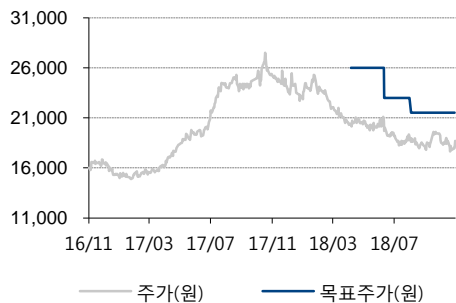


일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2018-04-16(담당자변경)	Buy	51,000	1년		
-------------------	-----	--------	----	--	--

메리츠화재

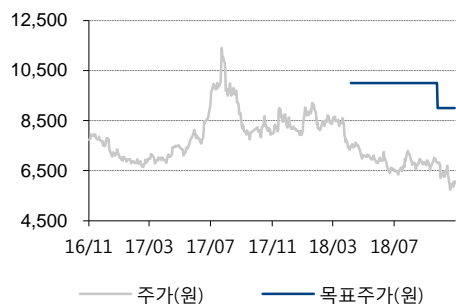
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-04-16(담당자변경)	Buy	26,000	1년	-21.4%	-18.8%
2018-06-21	Hold	23,000	1년	-17.5%	-13.0%
2018-08-13	Hold	21,500	1년		

한화손해보험

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-04-16	Buy	10,000	1년	-31.0%	-24.0%
2018-10-05	Buy	9,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 :강승건)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전 재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	