

보험/증권

Same but different



Top Picks

종목	투자판단	적정주가
삼성화재(000810)	Buy	350,000원
메리츠화재(000060)	Buy	30,000원
한국금융지주(071050)	Buy	95,000원
NH투자증권(005940)	Buy	17,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
DB손해보험(005830)	Buy	93,000원
현대해상(001450)	Buy	52,000원
한화손해보험(000370)	Buy	8,500원
삼성생명(032830)	Buy	115,000원
미래에셋생명(085620)	Buy	6,200원
한화생명(088350)	Trading Buy	5,400원
동양생명(082640)	Trading Buy	6,500원
미래에셋대우(006800)	Trading Buy	8,300원
삼성증권(016360)	Trading Buy	34,000원
키움증권(039490)	Trading Buy	98,000원

보험/증권

Same but different

Overweight / Neutral



보험/증권

Analyst **김고은**

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

보험/증권

Contents

Part I 보험 보험료 인상 vs. 물가 상승 7

기업분석	삼성화재(000810) Valuation Premium구간으로 진입 중	26
	메리츠화재(000060) 리스크 없이는 성장도 없다	28
	DB손해보험(005830) 안정과 성장의 적절한 균형 추구	30
	현대해상(001450) 5년만기 실손 갱신, 19년 상반기 까지	32
	한화손해보험(000370) 느려도 확실하게 가는 것이 중요	34
	삼성생명(032830) 신계약 성장 고무적이나 규제 불확실성 부담	37
	미래에셋생명(085620) 헤지 코스트 영향 글로벌 다각화로 대응 중	40
	한화생명(088350) 금리 하락으로 주요 모멘텀 상실	43
	동양생명(082640) 전략 정상화되었으나 손익 모멘텀 부재	46

Part II 증권 기업금융 규제 완화 진행 중, 리테일은 해외투자로 49

기업분석	한국금융지주(071050) 증권주 내 최선의 대안	66
	NH투자증권(005940) 기업금융의 강자, 발행어음과 시너지 지속 전망	69
	미래에셋대우(006800) 적극적 위험 인수, 글로벌 경기 불확실성에 우려	72
	삼성증권(016360) WM 기반 강점이나 ELS 자체 헤지 비중 높아 리스크	75
	키움증권(039490) 리테일 위험자산 선호도 약화	78

I 보험 - 보험료 인상 vs. 물가 상승

- 보험 Overweight, 문재인케어 리스크 해소, K-ICS 부담 없는 손해보험사 선호
- 경기 하방 압력 높아질수록 신계약 판매 감소하며 실적이 개선. 추가상각 이슈 소거되어 사업비율이 하락하기 때문
- 18년 말부터 19년 초까지 자동차 및 실손 보험료 인상 발표 될 예정, 2위권사 위주 주가 상승 예상되나
- 의료비 및 자동차 관련 물가/인건비 상승하고 있어 손해율 하락 추세가 둔화될 가능성이 있어
- 상위사 premium 국면 진입 중이라고 판단, 삼성화재 Top pick으로 제시
- 리스크 부담을 통해 성장 전략 추진해 나가는 점 긍정적, 메리츠화재 차선호주로 제시
- 생명보험사는 즉시연금 및 암보험 관련 규제 불확실성, K-ICS 대응 위한 해외투자 헤지 코스트 상승 부담

II 증권 - 기업금융 규제완화 진행 중, 리테일은 해외투자로

- 증권업 Neutral, 경제성장률 둔화 및 증시 기대감 약화되어 추세적 반등에는 시간이 필요
- 18년 상반기 리테일의 위험자산 선호도 개선이 주요 모멘텀이었던 반면 19년은 기업금융 관련 수익이 중요
- 중개 업무에 치중해 왔던 과거와 달리 대형증권사의 기업금융 체력이 개선된 것이 사실. 이는 15년 도입된 신NCR 영향
- 발행어음 및 신용공여 한도 200%로의 확대 또한 향후 기업금융 활성화의 기반이 될 전망이다
- 외화표시 발행어음 및 부동산신탁업 인가 또한 초대형 증권사의 기업금융 시너지 가능성이 높은 규제 개선책
- 리테일 비즈니스, 일평균 거래대금 9조원 유지되나 평균수수료를 하락하고 있고 국내 경제 성장률 둔화로 해외주식에 대한 관심 증대
- 최근 언급 되는 거래세율 인하 또한 해외주식 거래 자극. 향후 양도세 도입 가능성이 높아져 국내주식 기대수익률 하락하기 때문
- 발행어음 사업 본격화되며 기업금융 시너지 가능한 한국금융지주와 NH투자증권을 Top picks로 제시

Part I
보험

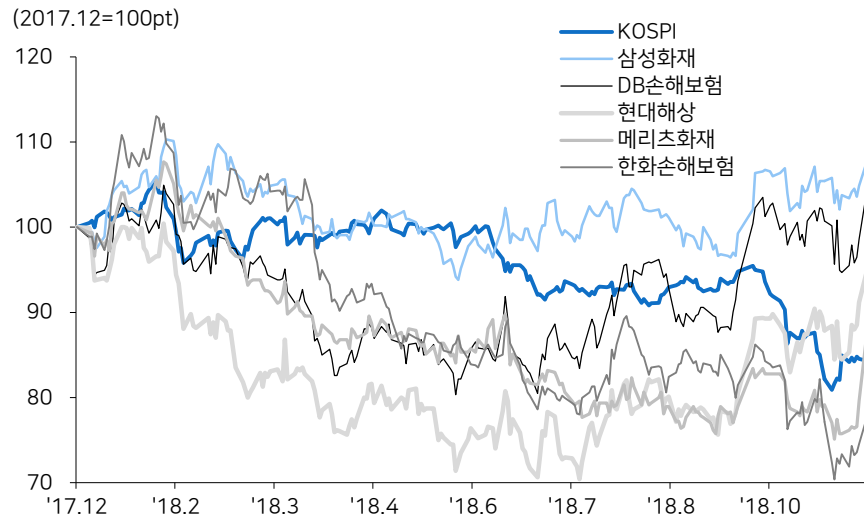
보험료 인상 vs. 물가 상승

Overweight

2018년 Review

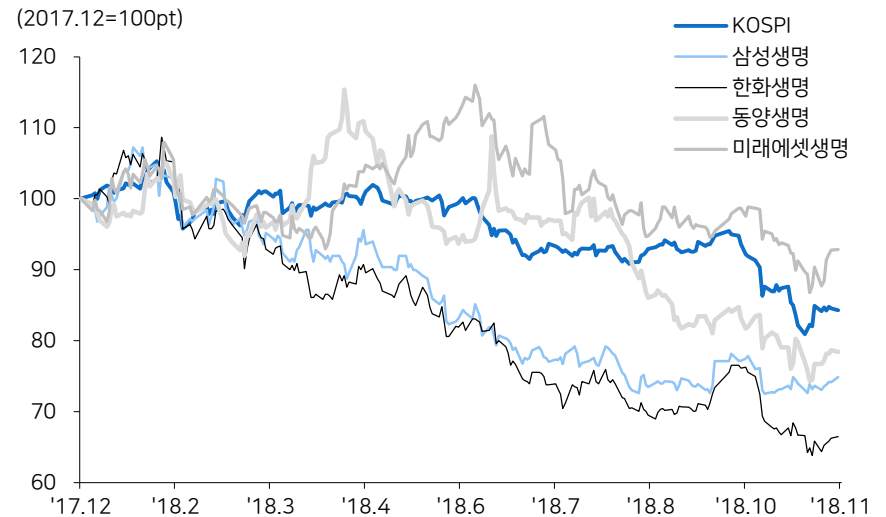
- 손해보험 : 시책 위주의 상품 판매 경쟁과 문재인케어 규제 우려로 대두되었으나
- 감독당국이 시책 규제하고 과거 실손보험료 인상 발표되며 하반기 손해보험주 반등
- 생명보험 : 연초 금리 상승 기대감, 성공적인 자본 조달 등으로 관련 리스크 해소 기대되었으나
- 금리가 4월 이후 하락하고 한미 금리차 확대되어 헤지 코스트 상승하며 하락세 지속 중

커버리지 손해보험사 상반기 주가 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

커버리지 생명보험사 상반기 주가 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

문재인케어 관련 불확실성 해소, 17년 4월 이전 계약 보험료 인상

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 12
증권 Same but different

규제 리스크로 손해보험 선호

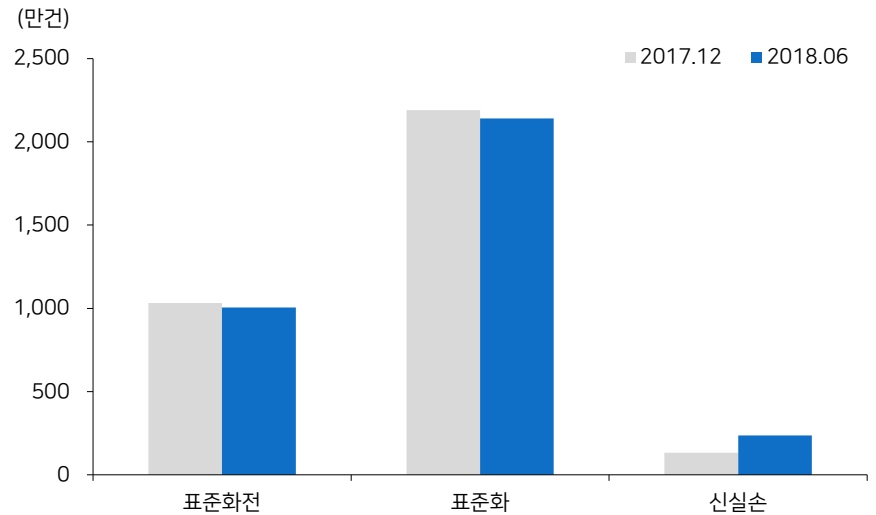
- 9월 21일 금융위원회는 건강보험 보장성 강화로 보험업계 반사이익이 6.15% 발표
- 그러나 17년 4월 이후에 판매된 **新실손**만 8.6% 수준 인하되고
- 기존 보험의 경우 인하요인 반영하더라도 6~12% 인상요인 있다고 발표
- 대부분의 실손 계약 보험료가 인상되기 때문에 전체 보험료는 증가할 전망
- 금융위원회는 이에 따라 **新실손**으로 쉽게 전환할 수 있는 방안 마련하겠다고 언급

건강보험 보장성 강화에 따른 19년 실손 보험료 조정폭(예상)

- ◇ **新실손**상품은 인하요인(6.15%) 반영시 실제 보험료가 인하될 것으로 예상
 - ◇ 과거 실손상품은 인하요인(6.15%)을 반영하더라도 높은 손해율 등 누적 인상요인으로 예정된 보험료 인상폭을 완화하는 방식으로 적용 예상
 - 1) **[新실손*]** 반사이익(6.15% ↓) → 8.6%수준 인하(인하요인+비급여특약 제외효과, 예상)
 - 2) **['09.9월後*]** 인상요인** (12%~18% ↑)+**반사이익(6.15% ↓)**→6~12%수준 인상(예상)
 - 3) **['09.9월前*]** 인상요인** (12%~18% ↑)+**반사이익(6.15% ↓)**→8~12%수준 인상(예상)
- * ① (新실손, '17.4월~) 다른 보성상품에 끼워팔기를 금지했고, 도수치료 등 3대 비급여 보장은 선택가입이 가능하고 **자기부담금 30%로 설정**
- ② (표준화실손, '09. 10월~) **자기부담금 10%이상 설정**토록 의무화
- ③ (표준화이전실손, ~'09.09월) **자기부담금 0%** 등 非표준화 상품
- ** 위험보장을 위한 보험료보다 실제 보험금 지급이 많은 경우 등 →손해율이 100%를 초과할 경우 보험사는 일반적으로 보험료를 인상
- ※ 상기 보험료 조정폭은 연령 증가분은 포함되어 있지 않으며, 보험회사 별로 실제 실적요인(손해율) 등에 따라 달라질 수 있음

자료: 금융위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

상품종류별 보유계약 현황



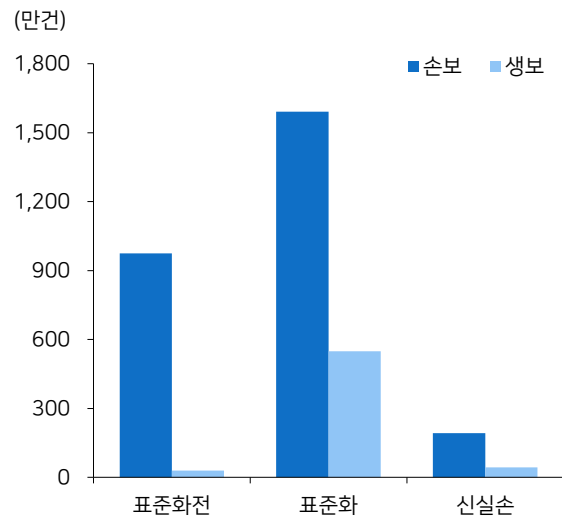
자료: 금융위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

실손 및 과거 계약 비중이 높은 손해보험사 수혜

규제 리스크로 손해보험 선호

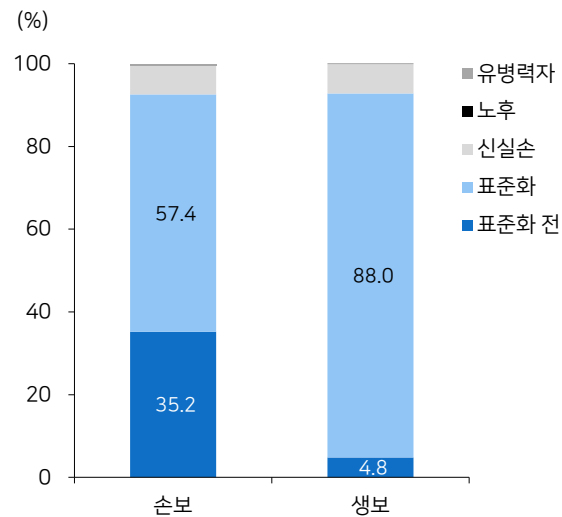
- 실손보험 보유 계약 자체가 생명보험사보다 손해보험사에 편중되어 있고
- 보험료 인상이 발생하는 표준화 및 표준화전 계약 비중 또한 손해보험사가 높아 수혜

상품종류별 보유계약 현황



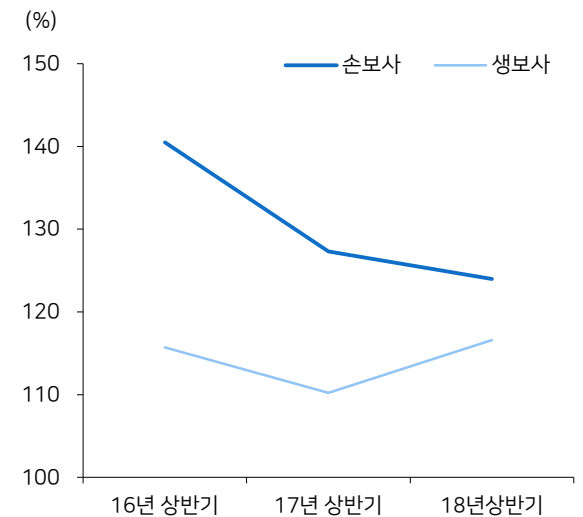
자료: 금융위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

상품종류별 보유계약 비중(건수 기준)



자료: 금융위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

개인 실손 위험손해율 현황



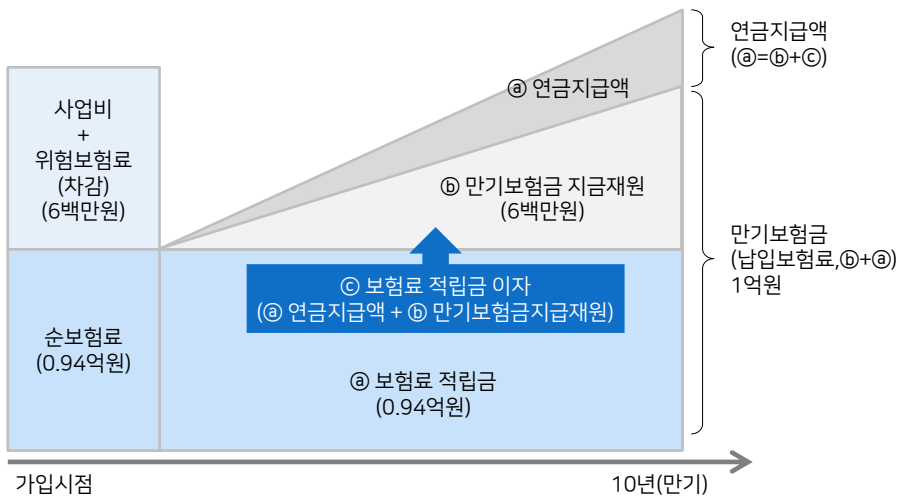
자료: 금융위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

만기환급형 즉시연금 관련 불확실성 지속될 전망

규제 리스크로 손해보험 선호

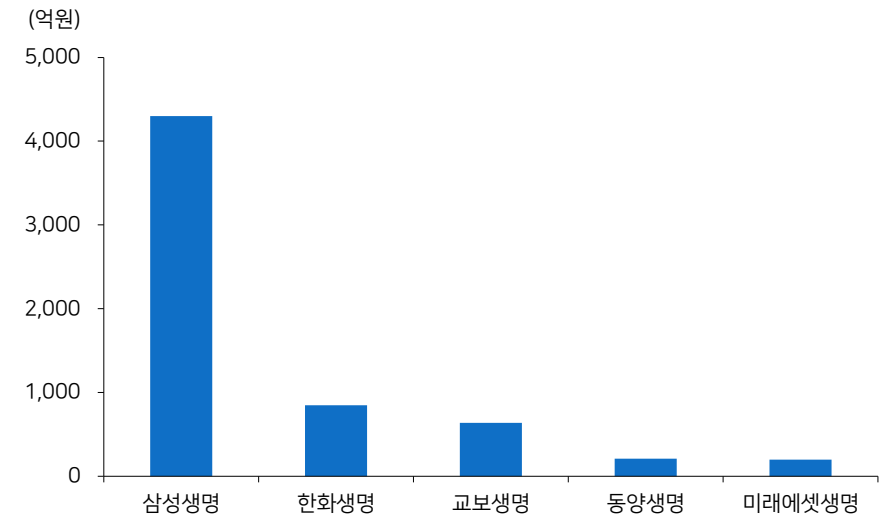
- 반면 생명보험사 즉시연금, 암보험에 대한 규제 리스크 대두
- 주요 생보사가 금융감독원의 일괄 지급 권고를 거부하고 법원의 판결을 기다리기로 결정
- 상당한 기간 동안 장기화될 가능성이 높으나 1심 결과 나오면 관련 손해액을 적립해야 하고
- 승소하는 경우에도 자살보험금 사례와 같은 결과가 나올 수 있다는 우려가 지속될 수 있음
- 최근 금융감독원은 즉시연금 미지급분에 대해 재조사를 예고

만기환급형 즉시연금 상품구조



자료: 금융감독원, 메리츠증권증권 리서치센터

즉시연금 금융감독원 권고기준 지급액



자료: 각 사, 언론 보도, 메리츠증권증권 리서치센터

요양병원 암보험 미지급 논란까지 대두

규제 리스크로 손해보험 선호

- 삼성생명은 민원 건에 한해 요양병원 암보험 미지급건 지급 권고를 수용
- 9월 28일 금융감독원은 암 입원보험금 분쟁 최소화를 위한 암보험 약관 개선을 발표
- 1Q18 금감원에 접수된 '암의 직접치료' 해석과 관련 민원(274건) 중 요양병원 민원 92.3%이고
- 최근 감독당국이 소비자 보호에 중점을 두고 있어 향후 또 다른 불확실성 될 수 있어 우려

요양병원 암 입원보험금 분리

[현행]	[개선]
암 직접치료 입원보험금 (전 의료기관)	암 직접치료 입원보험금 (요양병원 제외) <ul style="list-style-type: none"> ▶ 지급요건: '암의 직접치료' 목적 입원시
	요양병원 암 입원보험금 <ul style="list-style-type: none"> ▶ 지급요건: '암의 직접치료' 목적 입원시* ▶ 금액, 일수는 보험회사가 합리적으로 설정

*암(악성신생물, C코드)으로 진단받고 암의 치료, 합병증/휴유증 등으로 입원하는 경우 포함

자료: 금융감독원, 메리츠증권증권 리서치센터

암보험 약관에 '암의 직접치료' 정의 신설

암의 직접치료 (정의)	암을 제거하거나 암의 증식을 억제하는 치료로서, 의학적으로 그 안정성과 유효성이 입증되어 임상적으로 통용되는 치료
포함	가. 암수술 나. 항암방사선치료 다. 항암화학치료 라. 가/나/다를 병합한 복합치료 마. 연명의료결정법에 해당하는 '말기암 환자'에 대한 치료
불포함	가. 면역력 강화치료 (단, 암의 직접치료에 포함되는 일부 면역치료, 암의 직접치료를 받기 위한 필수불가결한 면역력 강화 치료는 제외) 나. 암이나 암 치료로 인하여 발생한 후유증 또는 합병증 치료 (단, 암의 직접치료를 받기 위해 필수불가결한 후유증/합병증 치료는 제외) 다. 식이요법, 명상요법 등 암의 제거 또는 증식 억제를 위하여 의학적으로 안전성과 유효성이 입증되지 않은 치료

자료: 금융감독원, 메리츠증권증권 리서치센터

K-ICS 제도 정비 중이나 비교적 생명보험업계에 부담

규제 리스크로 손해보험 선호

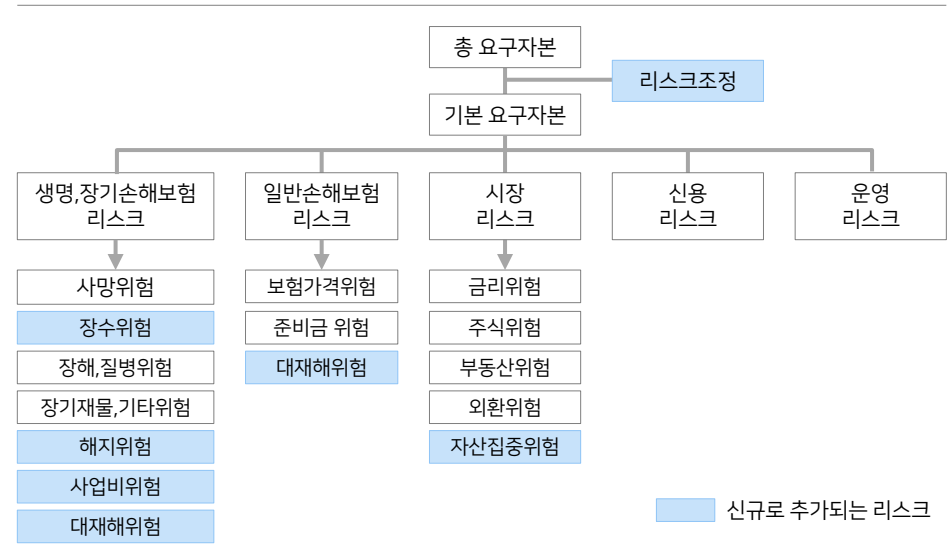
- 영향 평가 계속되고 있는 신지급여력비율(K-ICS) 불확실성 또한 생명보험사에 부담
- 아직 제도가 형성되는 과정에 있고, 단계적 도입 등 부정적 영향 최소화 되겠지만
- 생명보험사에 큰 문제가 없을 정도의 규제가 정비되는 경우 손해보험사는 상당히 양호할 것
- 특히 듀레이션 매칭 문제가 생명보험사에 부담이 커 해외 장기채 매입 그만두기 어려움
- 이에 따라 최근 한미 금리차 확대에 따른 헤지 코스트 부담도 생명보험사에 집중

RBC와 K-ICS 비교

구분		현행 지급여력제도(RBC)	신지급여력제도(K-ICS)
가용 자본	자산평가	시가평가 및 원가평가* *대출채권, 만기보유채권 등	완전 시가평가
	부채평가	원가평가 (적정성평가(LAT)로 보완)	
요구 자본	리스크 구분	① 보험리스크 ② 금리리스크 ③ 시장리스크 ④ 신용리스크 ⑤ 운영리스크	① 생명, 장기손해보험리스크 ② 일반손해보험리스크 ③ 시장리스크(금리리스크 포함) ④ 신용리스크 ⑤ 운영리스크
	리스크 측정방식	위험계수방식 (위험계수×위험 익스포져)	충격시나리오 방식 중심 (현금흐름 방식이 중요하지 않은 ②④⑤는 위험계수 방식 적용)
	신뢰수준	99%	99.5%
건정성기준		지급여력비율(=가용자본/요구자본) ≥ 100%	

자료: 금융감독원, 메리츠증권증권 리서치센터

K-ICS 요구자본 산출 시 반영리스크



자료: 금융감독원, 메리츠증권증권 리서치센터

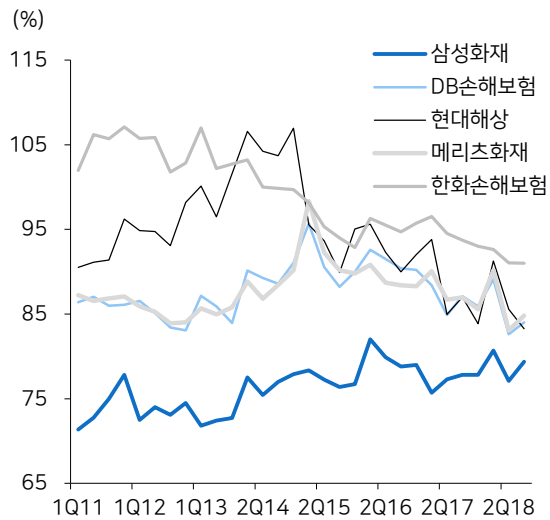
위험손해율 개선과 저축성 보험 비중 감소로 장기손해율 하락 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 12
증권 Same but different

장기손해율 하락 전망

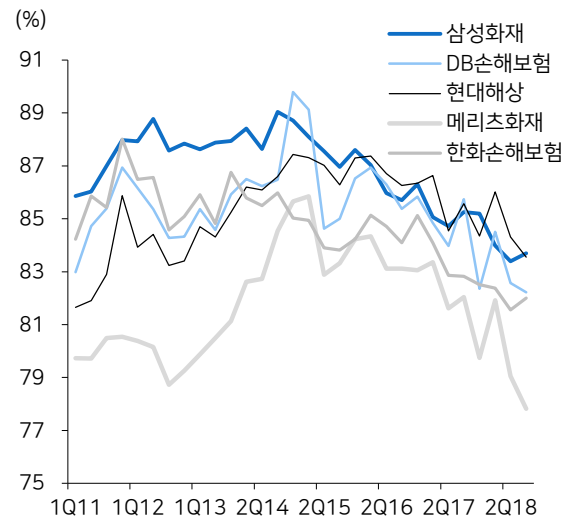
- 손해보험사는 09년 표준화 상품의 보험료 인상이 15년부터 허용된 이후 위험손해율 하락세
- 위험손해율 개선 뿐 아니라 저축성 보험 비중이 하락하고 있어 장기손해율 하락세 지속될 전망

장기위험손해율



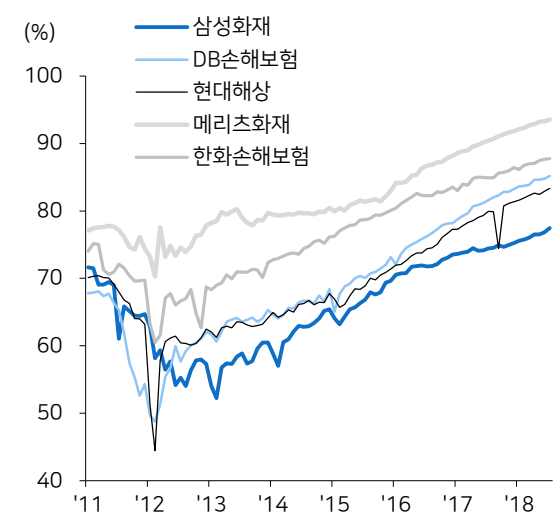
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

장기손해율



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

원수보험료 기준 보장성 인보험 비중



자료: INisis, 메리츠증권증권 리서치센터

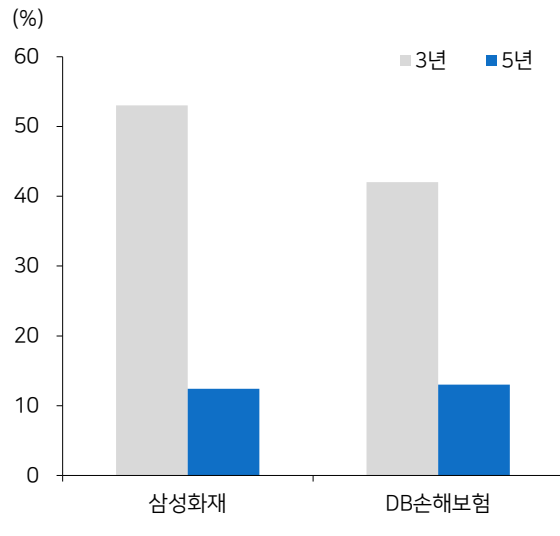
3년 및 5년 만기 실손보험 갱신 19년 상반기까지 지속

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 12
증권 Same but different

장기손해율 하락 전망

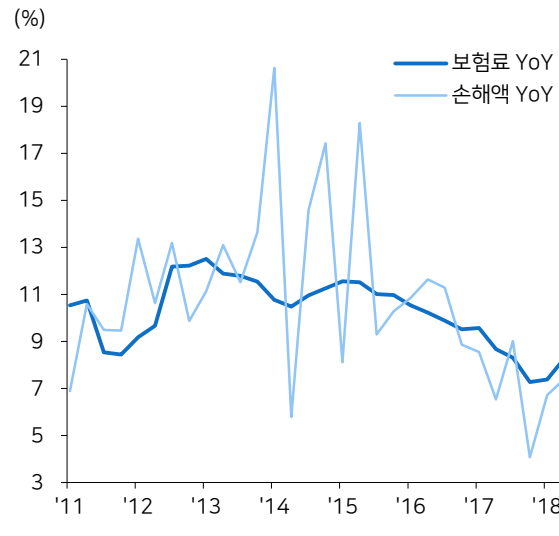
- 보험료 인상/인하 결정 뿐 아니라 만기에 따른 갱신 주기 또한 손해율에 주요한 영향 미쳐
- 기존에 문제가 되어 왔던 3년 및 5년 만기 실손 보험의 갱신이 18년 하반기부터 19년 상반기에 多

실손보험 18년 갱신 대상



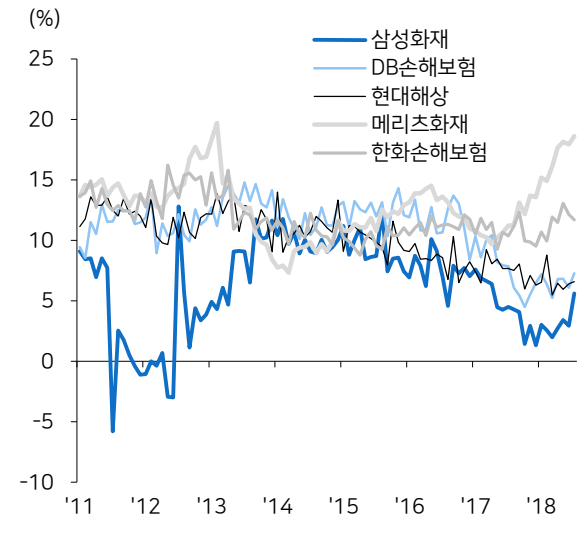
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

보장성 인보험 보험료 및 손해액 성장률



자료: INsis, 메리츠증권증권 리서치센터

보장성 인보험 보험료 성장률



자료: INsis, 메리츠증권증권 리서치센터

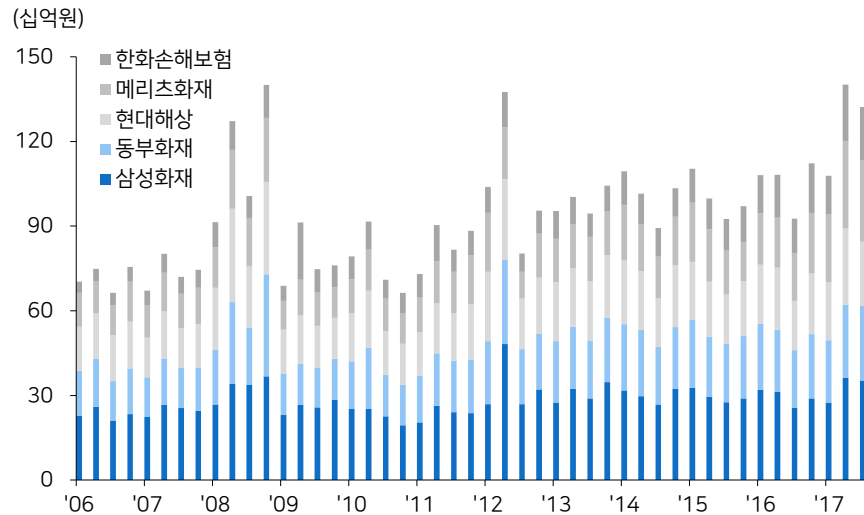
경기 위축으로 신계약 판매 감소하는 경우 사업비율 개선

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 12
증권 Same but different

경기 위축될수록 실적 개선

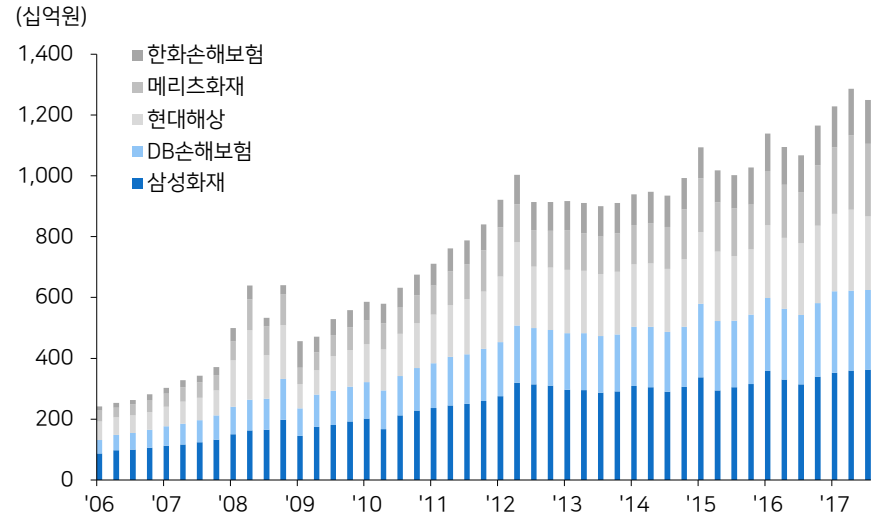
- 18년 손해보험사 감익의 주요한 원인은 신계약 판매 호조에 따른 추가상각 규모 증가
- 경기가 둔화되고 있고 보험 절판 이벤트 없어 신계약 수요가 감소할 가능성 있음
- 아이러니하게도 신계약 판매가 감소할 수록 추가상각 감소해 사업비율 하락, 실적 개선
- 경기 하방 압력 높을 수록 사업비율 개선이 커 수익 증가, 배당 자원 늘어나는 상황

손해보험사 보장성 인보험 초회보험료



자료: INsis, 메리츠증권증권 리서치센터

손해보험사 신계약비상각비



자료: FISS, 메리츠증권증권 리서치센터

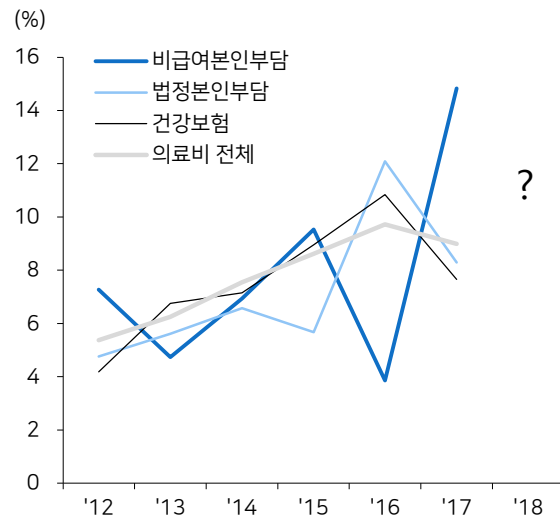
다만, 물가 상승 및 건강보험 보장성 강화 정책에 따른 풍선효과 우려

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 12
증권 Same but different

비급여 의료비 증가 추이 중요

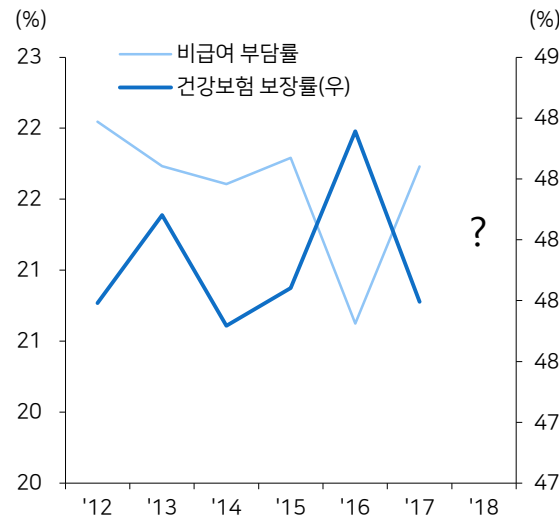
- 다만, 3분기 지급보험금이 증가하는 모습이 나타나 건강보험 강화에 따른 풍선효과 우려
- 7~8월 폭염에 따른 계절적 영향도 있어 이른 문제 제기 일 수 있으나
- 17.04부터 판매된 新실손보험의 손해율이 상승하고 있어 (1H17 29.4%, 2H17 61.9%, 1H18 77.0%)
- 향후 추이가 위험손해율 개선폭 둔화에 중요한 영향을 미칠 수 있다고 판단됨

재원별 의료비 증가율



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

재원별 의료비 부담률



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

실손의료보험 제도 개선

- 2003년 10월 - 실손의료보험 비례보상 도입
- 2009년 7월 - 실손의료보험 중복가입 확인 의무화
- 10월 - 자기부담금 10% 도입, 보장내용 표준화
- 2012년 9월 - 실손의료보험 종합개선대책 발표 (조정주기 1년으로 단축, 자기부담금 20% 등)
- 2014년 10월 - 단체실손의료보험 중복가입 확인 의무화
- 2016년 12월 - 실손의료보험 제도 개선 추진, '착한 실손의료보험' 공급 발표
- 2017년 4월 - 착한실손보험 단독 판매, 3대 비급여 특약으로 구분, 자기부담금 30%

자료: 금융위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

자동차 손해율은 악화되나 상위사 과점 심화될 듯

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 12
증권 Same but different

자동차 손해율 악화 전망

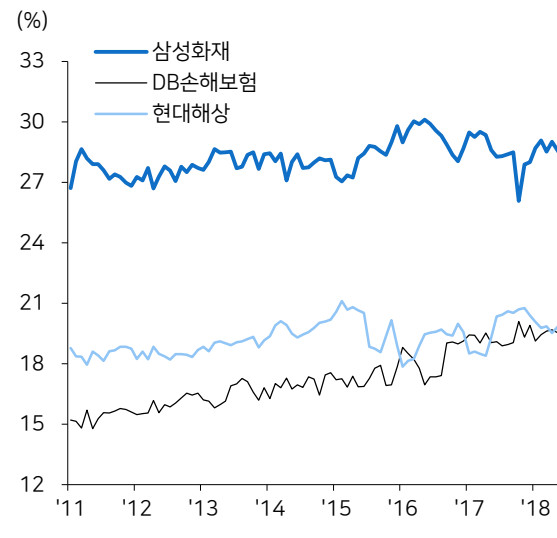
- 정비수가 인상 등으로 자동차 보험료 인상 요인 4% 이상 발생하나
- 감독당국은 관련 영향 100% 소비자에게 전가할 수 없다는 입장으로 보험료 인상은 2~3% 수준 추정
- 손해액 증가율이 보험료 증가율을 상회하기 때문에 자동차 손해율 악화 지속, 다만 그 폭은 둔화
- 다만, 이번 손해율 악화 및 보험료 인상 사이클이 지나고 나면 상위사의 과점이 더 심화될 것

자동차 보험 원가 상승 요인

구분	필요 인상폭	비고
정비수가 인상	3%	전국 6천개 정비업체 대상 계약 체결 진행 중
기본병실 상향 등	1%	국민건강보험, 종합병원 2~3인실 일반병실화(18.07) : 일반병실 20%, 종합병원 2~3인실 30~50% 본인부담률 차등 자동차 보험은 본인부담과 기간제한(기존, 상급병실 2~3인실 7일까지 인정) 없어 지급액 증가 예상

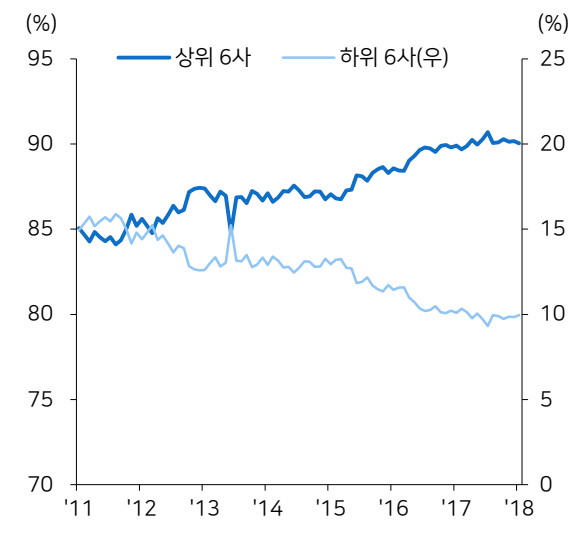
자료: DB손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

자동차 보험료 MS



자료: 손해보험협회, 메리츠증권증권 리서치센터

상위 6사 자동차 MS



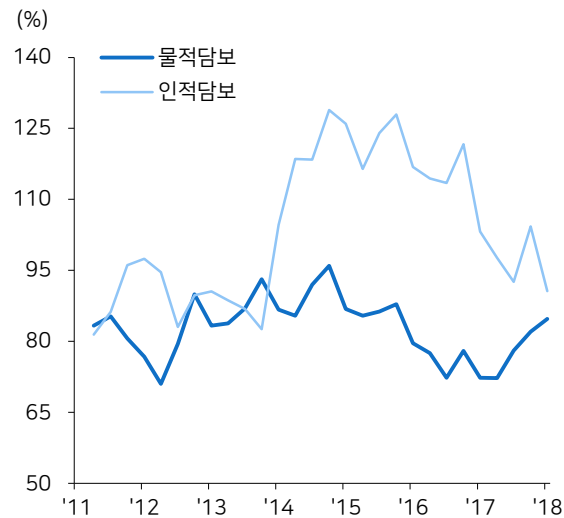
자료: 손해보험협회, 메리츠증권증권 리서치센터

물가 상승으로 대물 담보 손해율 악화

자동차 손해율 악화 전망

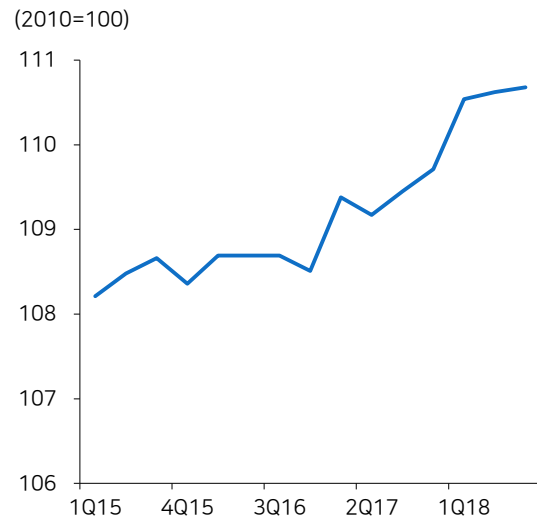
- 17년 자동차 손해율 악화는 물적 담보 손해율 상승이 원인
- 과거 보험료 조정이 인적담보 보험료 인상, 물적 담보 보험료 인하로 나타난 반면
- 자동차 부품 및 수리 관련 물가 상승하며 대물 및 자차 손해액이 크게 증가한 영향
- 의료비 및 자동차 부문 물가/인건비 상승이 보험사 손해율에 영향을 미치고 있다고 판단됨

담보별 손해율



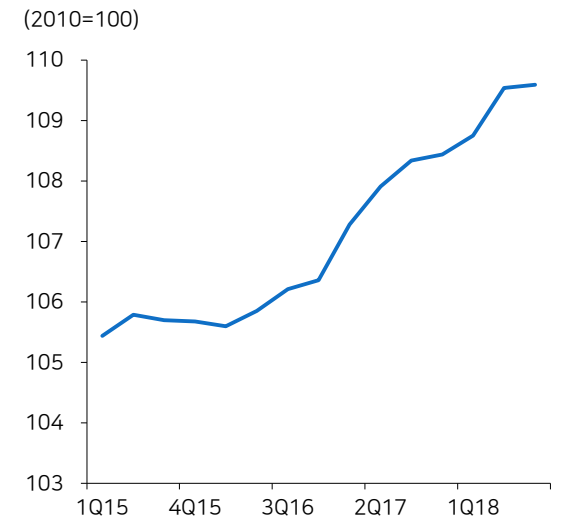
자료: INsis, 메리츠증권증권 리서치센터

자동차용 엔진 및 부품 물가지수



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

자동차수리서비스 물가지수



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

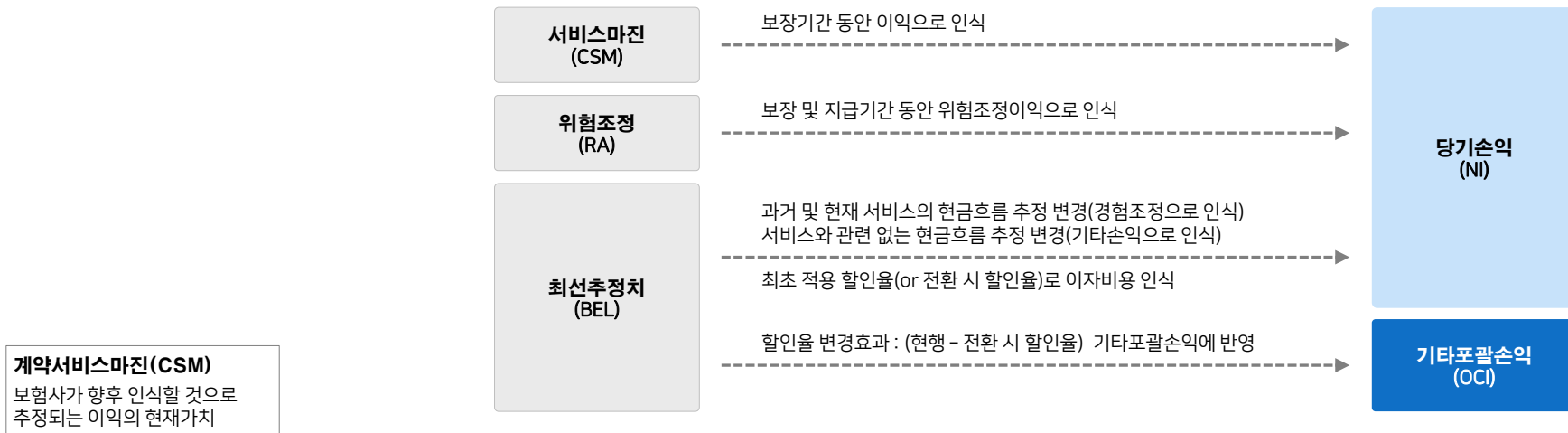
IFRS17 도입 1년 연장되어 기존 투자 매커니즘이 중요

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 12
증권 Same but different

IFRS17 도입 연기

- IFRS17 도입 후 CSM의 규모가 공개되면 회사 차별화 및 순위 변동 가능성 높다고 판단되나
- 11월 14일 국제회계기준위원회(IASB)가 도입 시기를 2022년으로 1년 연장할 방침을 발표
- 금융감독원은 K-ICS는 원안대로 2020년에 시행, 다만 1년간 시범 운영할 예정
- 따라서, 기존의 투자 매커니즘이 보험업종 주가 방향성에 보다 큰 영향을 미칠 전망
- 중장기적으로는 신계약 판매 증가가 회사의 실질적 성장에 도움이 되나
- 단기적으로는 인수(Underwriting; UW) 적정성에 대한 의구심 및 비용 선반영으로 주가에 부정적 영향

IFRS17에서의 보험부채 측정과 손익 인식



자료: 보험연구원, 메리츠증권증권 리서치센터

보험료 인상 발표 지속될 예정이나 물가 상승률 높아 상위사 선호

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 12
증권 Same but different

손해보험 valuation

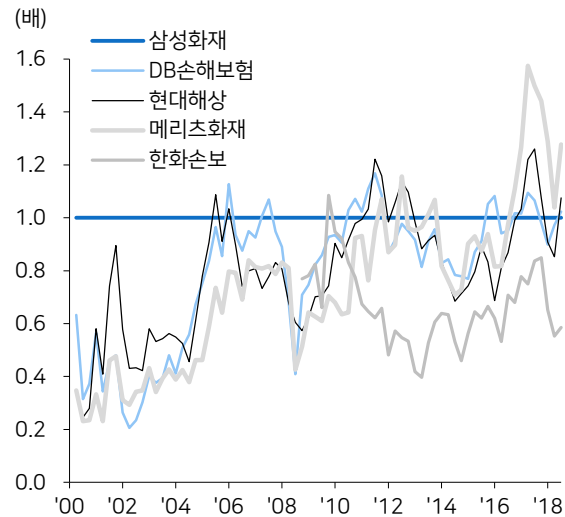
- 당사가 손해보험사 종목 선호에서 중요하게 여기는 지표는 PBR 상대비교
- 중장기적으로 손해보험업은 삼성화재 및 2위권사의 valuation 격차 확대 및 소거가 반복됨
- ROE 격차 확대 및 위축이 가장 주요한 영향을 미치며 이는 업황과 연결된다고 판단
- 18년말~19년초 자동차 및 실손 보험료 인상 발표되는 점 2위권 사에 긍정적이나
- 자동차 손해율 악화 및 위험손해율 개선세 둔화 전망하고 있어 19년 삼성화재 premium 국면으로 추정

손해보험사 PBR



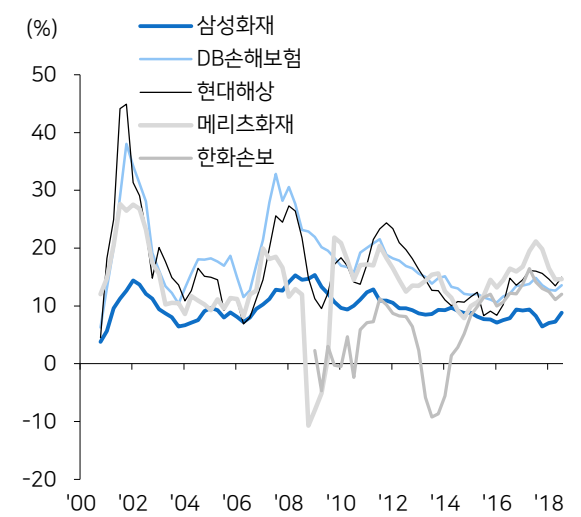
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

손해보험사 PBR 상대 비교



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

손해보험사 ROE



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

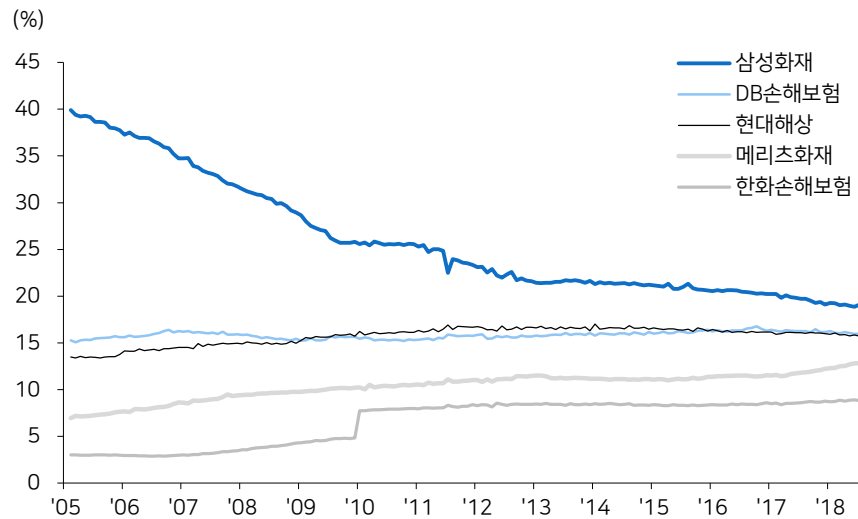
3~5년 이후를 위해서는 공격적인 판매 전략 유효

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 12
증권 Same but different

중장기적 과점 심화 예상

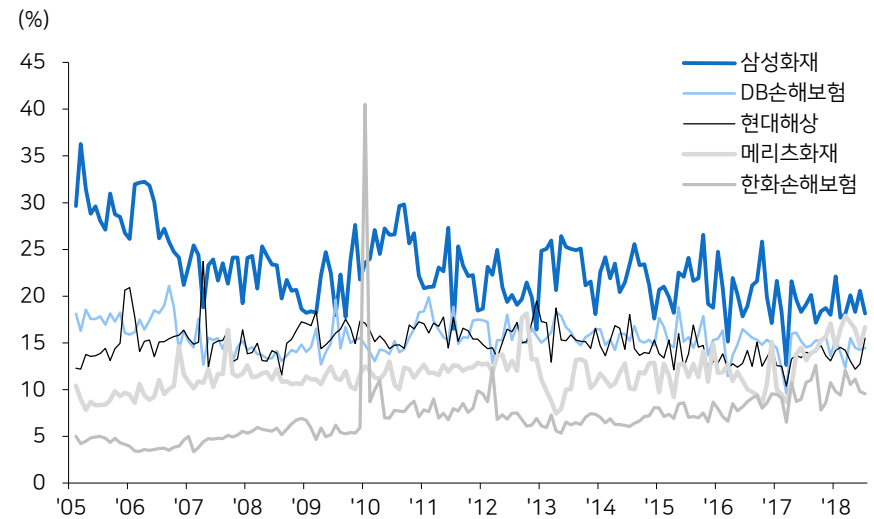
- 다만 중장기적 관점에서 2위권사의 valuation gap이 계단식으로 축소되는 점에 주목
- 현재 문제가 되고 있는 05~06년 실손 판매 과당 경쟁에도 이를 통해 2위권사가 크게 성장한 것이 사실
- 적절한 리스크 부담을 통해 시장 지배력을 늘려가는 것이 주요한 성장 전략
- 18년 격화된 신상품 판매 경쟁에 따른 UW 우려가 상당하나 이를 바탕으로 성장할 체력 있으며
- 실질 체력을 훼손할 정도의 판매 리스크는 주로 하위사로 집중되어 중장기적 과점 심화될 전망

원수보험료 기준 보장성 인보험 MS



자료: INsis, 메리츠증권증권 리서치센터

초회보험료 기준 보장성 인보험 MS



자료: INsis, 메리츠증권증권 리서치센터

Valuation

- 보험 Overweight, 문재인케어 리스크 해소, K-ICS 부담 없는 손해보험사 선호
- 생명보험사는 즉시연금 및 암보험 관련 불확실성, K-ICS 대응 위한 해외투자 헤징 코스트 상승 우려
- 자동차 및 실손 보험료 인상 발표되며 18년말~19년 초 2위권사 위주 주가 상승 예상되나
- 의료비 및 자동차 관련 물가/인건비 상승으로 손해율 하락세 둔화 전망되어
- 상위사 premium 국면 진입 중이라고 판단, 삼성화재 Top pick으로 제시
- 리스크 부담을 통해 성장 전략 추진해 나가는 점 긍정적, 메리츠화재 차선호주로 제시

보험업 Valuation

(%)	삼성화재	메리츠화재	DB손해보험	현대해상	한화손해보험	삼성생명	미래에셋생명	한화생명	동양생명
2019 ROE	8.6	14.7	12.8	12.4	11.7	4.0	4.7	4.7	3.3
Growth Rate	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cost of Equity	4.8	6.0	6.1	5.8	10.5	6.0	7.1	7.2	5.9
Risk Free Rate	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Risk Premium	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2
Beta	0.40	0.57	0.59	0.55	1.19	0.57	0.72	0.74	0.55
이론 PBR (배)	2.01	2.74	2.30	2.36	1.13	0.59	0.61	0.60	0.47
PBR Discount (%)	-40.0	-45.0	-51.0	-54.0	-35.0	0.0	-20.0	-20.0	-10.0
적정 PBR (배)	1.21	1.51	1.12	1.08	0.73	0.59	0.49	0.48	0.42
2019 BPS (원)	294,078	20,135	83,418	47,843	11,751	189,984	12,584	11,506	15,512
이론 주가 (원)	354,870	30,359	93,816	51,906	8,607	112,932	6,132	5,492	6,497
적정주가 (원)	350,000	30,000	93,000	52,000	8,500	115,000	6,200	5,400	6,500
	유지	유지	유지	유지	19.0% 하향	29.4% 하향	17.3% 하향	28.0% 하향	31.6% 하향

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Coverage valuation table

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 12

증권 Same but different

		손해보험사					생명보험사			
		삼성화재	메리츠화재	DB손해보험	현대해상	한화손해보험	삼성생명	미래에셋생명	한화생명	동양생명
Code No.		000810KS	000060KS	005830KS	001450KS	000370KS	032830KS	085620KS	088350KS	082640KS
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Trading Buy	Trading Buy
적정주가(원)		350,000	30,000	93,000	52,000	8,500	115,000	6,200	5,400	6,500
현재가(11/14, 원)		285,000	20,500	73,400	42,700	6,300	91,700	4,800	4,560	5,990
상승여력(%)		22.8	46.3	26.7	21.8	34.9	25.4	29.2	18.4	8.5
당기순이익 (십억원)	2016	840.9	257.8	470.2	399.7	111.9	2,150.0	24.2	315.1	5.4
	2017	1,055.3	355.1	-50.5	472.8	149.2	1,263.2	79.1	525.5	184.4
	2018E	1,053.0	267.6	571.5	437.4	140.9	2,135.7	87.4	448.0	76.0
	2019E	1,046.0	313.9	638.7	468.3	151.2	1,415.4	96.1	465.4	78.0
ROE(%)	2016	8.1	16.6	12.3	15.4	12.8	8.3	0.6	3.8	0.3
	2017	9.3	20.7	14.8	16.1	14.4	4.3	4.0	6.3	9.9
	2018E	8.9	14.1	12.6	13.3	11.7	6.5	4.4	4.9	3.6
	2019E	8.6	14.7	12.8	12.4	11.7	4.0	4.7	4.7	3.3
ROA(%)	2016	1.3	1.7	1.5	1.2	0.9	0.5	0.5	0.5	0.7
	2017	1.5	2.1	1.7	1.2	1.1	0.8	0.1	0.3	0.0
	2018E	1.4	1.4	1.5	1.0	0.9	0.4	0.3	0.5	0.6
	2019E	1.3	1.5	1.6	1.0	0.9	0.7	0.3	0.4	0.2
BPS(원)	2016	255,966	14,957	62,623	34,591	9,749	148,374	11,059	10,850	17,498
	2017	278,571	16,361	69,757	38,912	10,147	163,491	11,278	11,274	15,297
	2018E	277,307	17,950	74,112	42,238	10,427	184,343	12,174	11,094	15,162
	2019E	294,078	20,135	83,418	47,843	11,751	189,984	12,584	11,506	15,512
EPS(원)	2016	20,702	2,352	7,428	5,013	1,233	11,440	64	419	53
	2017	25,823	3,252	9,827	5,929	1,278	6,494	447	699	1,183
	2018E	25,548	2,392	9,029	5,411	1,207	11,463	523	596	487
	2019E	25,378	2,806	10,090	5,577	1,295	7,531	586	619	500
PBR(배)	2016	1.05	1.02	1.00	0.91	0.74	0.76	0.47	0.60	0.73
	2017	1.00	1.44	1.02	1.21	0.80	0.76	0.47	0.61	0.50
	2018E	1.03	1.15	0.99	1.01	0.60	0.50	0.39	0.41	0.40
	2019E	0.97	1.02	0.88	0.89	0.54	0.48	0.38	0.40	0.39
PER(배)	2016	13.0	6.5	8.4	6.3	5.9	9.8	80.4	15.6	238.2
	2017	10.8	7.2	7.2	7.9	6.4	19.2	11.7	9.9	6.4
	2018E	11.2	8.6	8.1	7.9	5.2	8.0	9.2	7.6	12.3
	2019E	11.2	7.3	7.3	7.7	4.9	12.2	8.2	7.4	12.0

기업분석

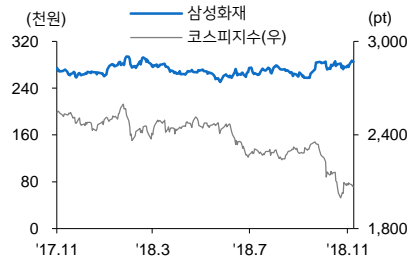
종목	투자판단	적정주가
삼성화재(000810)	Buy	350,000원
메리츠화재(000060)	Buy	30,000원
DB손해보험(005830)	Buy	93,000원
현대해상(001450)	Buy	52,000원
한화손해보험(000370)	Buy	8,500원
삼성생명(032830)	Buy	115,000원
미래에셋생명(085620)	Buy	6,200원
한화생명(088350)	Trading Buy	5,400원
동양생명(082640)	Trading Buy	6,500원

삼성화재(000810) Valuation Premium구간으로 진입 중

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

Buy

적정주가 (12개월)	350,000원	
현재주가 (11. 14)	285,000원	
상승여력	22.8%	
KOSPI	2,068.05pt	
시가총액	135,018억원	
발행주식수	4,737만주	
유동주식비율	65.56%	
외국인비중	50.18%	
52주 최고/최저가	294,500원/250,500원	
평균거래대금	201.5억원	
주요주주(%)		
삼성생명보험 외 5인	18.51	
국민연금	8.10	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	4.8	9.5
6개월	6.1	27.1
12개월	5.8	29.2
주가그래프		



안정적 영업 전략, 압도적 UW 역량으로 계약 건전성 우수

- 위험손해율 하락세 뚜렷하지 않아도 저축성 보험 비중 감소하고 있어 장기손해율 하락 지속 전망
- 온라인 위주의 자동차 보험 판매, 전속 위주의 보장성 인보험 계약 판매로 안정적 영업 전략 유지
- 1위사로 보유계약 규모가 커 적극적 성장전략 추구하기 어려우나 압도적 UW 역량으로 계약 건전성 우수

계열사 매각익 배당재원으로 포함되어 시가 배당수익률 3.9% 추정

- K-ICS 도입에도 충분한 자본적정성에 대한 자신감으로 높은 배당성향 유지할 예정이며
- 물산 및 전자 매각익이 배당재원에 포함될 계획을 밝혀 향후 4% 수준의 시가배당수익률 시현

투자의견 Buy 및 적정주가 350,000원 유지

- 중장기적으로 금산 분리를 위해 잔여 전자 보유분 매각 가능성 존재하고
- 물가 상승 및 보장성 강화정책 풍선효과에 대한 우려로 손해율 개선 추세 둔화 추정하고 있어
- 보수적인 영업전략을 가져가는 삼성화재 premium 시기로 진입 중이라 판단해 업종 내 Top pick으로 제시

(십억원)	경과보험료	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	17,406	1,120	841	20,702	8.8	255,966	13.0	1.0	8.1	2.3
2017	17,561	1,372	1,055	25,823	24.7	278,571	10.8	1.0	9.3	3.6
2018E	17,639	1,528	1,053	25,548	-1.1	277,307	11.2	1.0	8.9	3.9
2019E	18,228	1,548	1,046	25,378	-0.7	294,078	11.2	1.0	8.6	3.9
2020E	19,023	1,604	1,087	26,363	3.9	323,103	10.8	0.9	8.3	4.0

삼성화재(000810)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	18,183.0	18,230.3	18,223.8	18,794.4	19,609.7
일반	1,302.7	1,329.4	1,439.8	1,516.3	1,582.0
자동차	4,803.5	4,803.6	4,742.2	4,929.6	5,143.4
장기	12,076.8	12,097.3	12,041.9	12,348.5	12,884.3
보유보험료	17,656.7	17,525.9	17,722.8	18,230.4	19,035.1
경과보험료	17,405.8	17,560.7	17,638.6	18,228.4	19,023.4
일반	1,207.9	1,266.8	1,404.9	1,453.0	1,519.4
자동차	4,364.1	4,591.6	4,497.0	4,743.2	4,949.5
장기	11,833.8	11,819.5	11,736.7	12,032.2	12,554.5
경과손해액	14,626.2	14,660.1	14,654.3	15,092.0	15,761.3
일반	890.6	906.9	1,031.8	1,066.3	1,111.3
자동차	3,528.4	3,699.6	3,789.6	4,005.2	4,146.1
장기	10,207.2	10,053.6	9,833.0	10,020.5	10,503.9
순사업비	3,347.5	3,530.3	3,622.0	3,732.6	3,935.4
보험영업이익	-567.9	-629.7	-637.7	-596.1	-673.3
투자영업이익	1,688.3	2,001.5	2,166.1	2,144.6	2,277.2
영업이익	1,120.5	1,371.8	1,528.4	1,548.5	1,603.9
영업외손익	-26.8	-77.3	-89.1	-120.5	-120.5
세전순이익	1,093.7	1,294.4	1,439.3	1,427.9	1,483.4
법인세비용	252.8	709.3	383.1	382.0	396.8
당기순이익	840.9	1,055.3	1,053.0	1,046.0	1,086.6

Key Financial Data I

(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
경과손해율	84.0	83.5	83.1	82.8	82.9
일반	73.7	71.6	73.4	73.4	73.1
자동차	80.9	80.6	84.3	84.4	83.8
장기	86.3	85.1	83.8	83.3	83.7
사업비율	19.2	20.1	20.5	20.5	20.7
합산비율	103.3	103.6	103.6	103.3	103.5
투자영업이익률	3.0	3.3	3.3	3.2	3.2
성장성					
총자산	8.0	11.1	4.2	5.5	6.0
운용자산	9.0	10.6	1.7	5.8	6.4
자기자본	9.1	8.8	-0.5	6.0	9.9
원수보험료	2.2	0.3	0.0	3.1	4.3
경과보험료	2.7	0.9	0.4	3.3	4.4
순이익	7.4	25.5	-0.2	-0.7	3.9

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	67,897.9	75,413.0	78,593.0	82,916.2	87,909.2
운용자산	58,237.6	64,418.7	65,484.7	69,275.6	73,714.8
현예금 및 예치금	1,048.9	1,342.3	964.5	1,020.4	1,085.8
유가증권	38,126.6	40,867.6	41,290.4	43,680.7	46,479.7
주식	5,379.0	7,350.4	6,771.2	7,163.2	7,622.3
채권	29,898.6	30,907.4	31,241.3	33,049.9	35,167.7
대출채권	17,878.2	21,393.4	22,422.5	23,720.5	25,240.5
부동산	1,183.9	815.4	807.3	854.1	908.8
비운용자산	5,055.2	3,462.5	5,261.1	5,474.7	5,697.0
특별계정자산	4,605.0	7,531.8	7,847.2	8,165.8	8,497.3
부채총계	57,016.9	63,571.1	66,804.8	70,415.1	74,174.2
보험계약준비금	49,416.1	52,872.3	55,778.4	58,940.9	62,234.2
책임준비금	49,416.1	52,872.3	55,778.4	58,940.9	62,234.2
기타부채	2,995.8	3,167.0	3,179.2	3,308.3	3,442.7
특별계정부채	4,605.0	7,531.8	7,847.2	8,165.8	8,497.3
자본총계	10,881.0	11,841.9	11,788.2	12,501.1	13,735.0
자본금	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5
자본잉여금	939.2	939.2	939.2	939.2	939.2
이익잉여금	7,414.1	8,111.2	8,380.0	9,092.9	10,326.8
자본조정	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5
기타포괄손익누계액	3,984.6	4,248.5	3,926.0	3,926.0	3,926.0

Key Financial Data II

(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	20,702	25,823	25,548	25,378	26,363
BPS	255,966	278,571	277,307	294,078	323,103
DPS	6,100	10,000	11,104	11,030	11,458
밸류에이션 (배)					
PER	13.0	10.8	11.2	11.2	10.8
PBR	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
수익성					
ROE	8.1	9.3	8.9	8.6	8.3
ROA	1.3	1.5	1.4	1.3	1.3
배당지표					
배당성향	28.9	37.7	42.0	42.0	42.0
배당수익률	2.3	3.6	3.9	3.9	4.0
안정성					
총자산/자기자본	624	637	667	663	640
보유보험료/자기자본	162	148	150	146	139

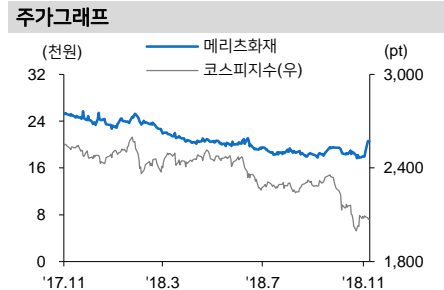
메리츠화재 (000060) 리스크 없이는 성장도 없다

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

Buy

적정주가 (12개월)	30,000원
현재주가 (11. 14)	20,500원
상승여력	46.3%
KOSPI	2,068.05pt
시가총액	23,304억원
발행주식수	11,368만주
유동주식비율	40.00%
외국인비중	15.81%
52주 최고/최저가	27,500원/17,650원
평균거래대금	36.1억원
주요주주(%)	
메리츠금융지주 외 10 인	53.69

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	10.8	15.8
6개월	-0.7	18.9
12개월	-18.0	0.2



18년 손익 감소의 주요 원인은 판매증가에 따른 추가상각

- 보유계약 대비 신계약 성장 속도가 빨라 업계 내 가장 큰 규모의 추가상각 시현(18년 약 4,500억원)했으나
- 점차 이연한도 늘어나고 있어 추가상각 규모 소폭 감소하고 있는 점 긍정적
- 19년에도 업계 내 상위권 판매 전략 추진할 예정이라 언더라이팅에 대한 우려 대두될 수 있으나
- 경기 하방 압력 높을 수록 추가상각 감소, 사업비율 하락으로 실적 개선될 수 있어 방어주 매력 高

4% 이상의 시가배당수익률, 적은 자동차 보험 비중으로 하방 경직성 확보

- 대규모의 추가상각에도 시가배당률 4.1% 추정되며 향후 판매 감소하는 경우 추가 상승 가능
- 자동차 보험 비중 및 MS 축소시켜 손해율 상승 영향 비교적 제한적

투자의견 Buy 및 적정주가 30,000원 유지

- 적절한 리스크 부담을 통해 성장 전략 추진해 나가는 점 긍정적으로 평가
- IFRS17 도입 시기가 지연되어 영향이 숫자로 가시화 되는데 시간이 걸려 차선호주로 제시
- 신계약 판매 둔화되어 사업비율 개선 가능성 높으나 공격적 전략 지속할 계획

(십억원)	경과보험료	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	5,666	369	258	2,352	44.9	14,957	6.5	1.0	16.6	5.4
2017	5,997	500	355	3,252	38.3	16,361	7.2	1.4	20.7	4.9
2018E	6,604	392	268	2,392	-26.4	17,950	8.6	1.2	14.1	4.1
2019E	6,780	456	314	2,806	17.3	20,135	7.3	1.0	14.7	4.8
2020E	6,836	499	345	3,086	10.0	20,160	6.6	1.0	15.3	5.3

메리츠화재 (000060)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	5,989.8	6,403.4	6,940.9	7,153.1	7,213.2
일반	439.8	498.1	476.4	482.4	486.4
자동차	751.1	807.4	794.8	840.9	848.0
장기	4,798.9	5,098.0	5,669.7	5,829.8	5,878.8
보유보험료	5,639.9	6,098.6	6,596.9	6,807.5	6,852.1
경과보험료	5,666.1	5,996.6	6,603.8	6,780.1	6,836.1
일반	222.5	252.2	287.4	265.1	269.0
자동차	707.5	733.1	761.7	786.4	792.5
장기	4,736.1	5,011.2	5,554.8	5,728.6	5,774.7
경과손해액	4,697.9	4,823.6	5,223.9	5,338.2	5,364.3
일반	152.9	158.3	192.5	176.5	178.4
자동차	595.0	573.0	616.2	637.6	643.1
장기	3,950.0	4,092.3	4,415.3	4,524.1	4,542.8
순사업비	1,194.7	1,387.0	1,710.4	1,718.9	1,721.5
보험영업이익	-226.5	-214.0	-330.5	-277.0	-249.7
투자영업이익	595.9	714.4	722.3	733.2	748.5
영업이익	369.4	500.5	391.8	456.2	498.8
영업외손익	-31.6	-27.4	-22.7	-27.6	-27.5
세전순이익	337.7	473.1	369.1	428.5	471.3
법인세비용	79.9	117.9	101.5	114.6	126.1
당기순이익	257.8	355.1	267.6	313.9	345.2

Key Financial Data I

(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
경과손해율	82.9	80.4	79.1	78.7	78.5
일반	68.7	62.8	67.0	66.6	66.3
자동차	84.1	78.2	80.9	81.1	81.1
장기	83.4	81.7	79.5	79.0	78.7
사업비율	21.1	23.1	25.9	25.4	25.2
합산비율	104.0	103.6	105.0	104.1	103.7
투자영업이익률	4.4	4.7	4.3	3.9	3.8
성장성					
총자산	12.6	10.0	10.7	9.6	2.0
운용자산	14.7	10.0	12.1	10.3	2.1
자기자본	11.5	9.0	12.4	12.2	0.1
원수보험료	5.9	6.9	8.4	3.1	0.8
경과보험료	6.4	5.8	10.1	2.7	0.8
순이익	50.5	37.7	-24.7	17.3	10.0

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	16,444.4	18,092.4	20,024.1	21,953.8	22,384.4
운용자산	14,510.0	15,966.9	17,901.6	19,745.2	20,153.7
현예금 및 예치금	365.0	365.0	374.5	413.1	421.7
유가증권	8,297.6	8,297.6	8,514.9	9,391.8	9,586.0
주식	132.4	132.4	135.9	149.9	153.0
채권	4,284.9	4,284.9	4,397.1	4,849.9	4,950.3
대출채권	4,632.3	4,632.3	4,753.6	5,243.1	5,351.6
부동산	805.4	805.4	826.5	911.6	930.4
비운용자산	1,934.4	2,125.5	2,122.4	2,208.6	2,230.7
특별계정자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	14,804.8	16,305.5	18,015.8	19,701.2	20,128.9
보험계약준비금	13,831.3	15,447.0	17,038.7	18,684.4	19,102.0
책임준비금	13,831.3	15,447.0	17,038.7	18,684.4	19,102.0
기타부채	973.5	858.5	977.1	1,016.7	1,026.9
특별계정부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,639.6	1,786.9	2,008.2	2,252.7	2,255.4
자본금	55.2	55.2	56.8	56.8	56.8
자본잉여금	436.6	436.6	504.9	504.9	504.9
이익잉여금	847.3	1,109.4	1,254.8	1,499.3	1,502.0
자본조정	-13.5	-18.6	-34.6	-34.6	-34.6
기타포괄손익누계액	314.0	204.3	226.3	226.3	226.3

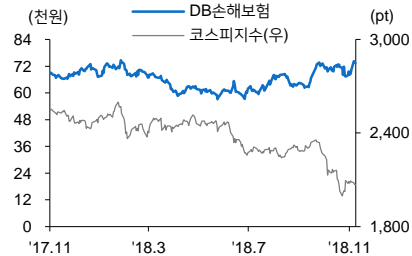
Key Financial Data II

(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	2,352	3,252	2,392	2,806	3,086
BPS	14,957	16,361	17,950	20,135	20,160
DPS	830	1,140	841	985	1,085
밸류에이션 (배)					
PER	6.5	7.2	8.6	7.3	6.6
PBR	1.0	1.4	1.2	1.0	1.0
수익성					
ROE	16.6	20.7	14.1	14.7	15.3
ROA	1.7	2.1	1.4	1.5	1.6
배당지표					
배당성향	35.3	35.1	35.2	35.1	35.1
배당수익률	5.4	4.9	4.1	4.8	5.3
안정성					
총자산/자기자본	1,003	1,013	997	975	992
보유보험료/자기자본	344	341	328	302	304

Buy

적정주가 (12개월)	93,000원	
현재주가 (11. 14)	73,400원	
상승여력	26.7%	
KOSPI	2,068.05pt	
시가총액	51,967억원	
발행주식수	7,080만주	
유동주식비율	66.18%	
외국인비중	46.35%	
52주 최고/최저가	74,700원/57,200원	
평균거래대금	111.0억원	
주요주주(%)		
김준기 외 11 인	23.23	
국민연금	9.19	
Matthews International Capital	5.02	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	4.3	9.0
6개월	19.3	42.9
12개월	9.9	34.2

주가그래프



자본확충 없이 RBC 규제 강화 영향 대응 마무리

- 18년 말 RBC 부채 듀레이션 규제 강화 영향 대응 위해 장기채 매입해 투자수익률 하락했으나
- 자산 듀레이션 충분히 확보했고 최근 K-ICS 영향테스트에서 상위권을 차지하며 관련 우려 해소
- 향후 수익률 관점에서의 투자 전략 유지할 수 있다고 판단되어 긍정적

IFRS17 도입 시 드러날 운전자 보험의 가치

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

투자의견 Buy 및 적정주가 93,000원 유지

- 3년 만기 18년 50% 갱신, 19년 25%갱신으로 위험손해율 개선 트렌드는 지속될 전망
- 17~18년 자동차 MS 확대되어 향후 자동차 손해율 추이에 따라 부정적 영향은 우려
- 그럼에도 동사는 안정성 및 성장성이 적절한 균형을 이루고 있어 중장기적 투자 매력 우수

(십억원)	경과보험료	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	11,103	675	470	7,428	13.9	62,623	8.4	1.0	12.3	2.6
2017	11,441	859	622	9,827	32.3	69,757	7.2	1.0	14.8	3.2
2018E	11,592	826	571	9,029	-8.1	74,112	8.1	1.0	12.6	2.9
2019E	12,039	898	639	10,090	11.8	83,418	7.3	0.9	12.8	3.2
2020E	12,146	929	662	10,460	3.7	84,140	7.0	0.9	12.5	3.3

DB손해보험 (005830)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	12,092.4	12,368.1	12,373.2	12,831.7	12,939.5
일반	1,013.8	1,015.5	978.3	1,074.0	1,083.0
자동차	2,987.6	3,252.9	3,246.1	3,376.6	3,404.9
장기	8,091.0	8,099.7	8,148.8	8,381.2	8,451.6
보유보험료	10,888.5	11,562.9	11,573.8	12,005.8	12,109.2
경과보험료	11,103.0	11,440.7	11,592.1	12,038.8	12,145.8
일반	520.2	543.1	587.4	655.8	664.4
자동차	2,629.6	2,954.3	3,033.7	3,184.4	3,214.0
장기	7,953.1	7,943.3	7,971.1	8,198.5	8,267.3
경과손해액	9,391.5	9,421.4	9,552.4	9,952.2	10,035.2
일반	397.7	349.1	380.8	437.0	443.2
자동차	2,145.4	2,381.8	2,577.8	2,745.3	2,764.9
장기	6,848.3	6,690.5	6,593.9	6,769.9	6,827.1
순사업비	2,021.6	2,193.8	2,306.0	2,333.8	2,348.7
보험영업이익	-310.1	-176.4	-266.2	-247.2	-238.1
투자영업이익	985.4	1,035.3	1,091.9	1,145.1	1,167.4
영업이익	675.3	859.0	825.6	898.0	929.3
영업외손익	-54.9	-31.7	-38.8	-26.1	-25.4
세전순이익	620.5	827.3	786.8	871.9	903.9
법인세비용	150.3	205.2	215.3	233.2	241.8
당기순이익	470.2	622.0	571.5	638.7	662.1

Key Financial Data I

(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
경과손해율	84.6	82.3	82.4	82.7	82.6
일반	76.5	64.3	64.8	66.6	66.7
자동차	81.6	80.6	85.0	86.2	86.0
장기	86.1	84.2	82.7	82.6	82.6
사업비율	18.2	19.2	19.9	19.4	19.3
합산비율	102.8	101.5	102.3	102.1	102.0
투자영업이익률	3.6	3.4	3.3	3.4	3.4
성장성					
총자산	11.9	9.3	5.6	6.4	1.3
운용자산	12.5	8.1	7.2	1.3	1.9
자기자본	7.6	11.4	6.2	12.6	0.9
원수보험료	5.3	2.3	0.0	3.7	0.8
경과보험료	5.1	3.0	1.3	3.9	0.9
순이익	13.9	32.3	-8.1	11.8	3.7

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	34,208.6	37,403.8	39,493.4	42,037.9	42,580.8
운용자산	29,228.5	31,609.3	33,900.5	34,352.9	35,000.2
현예금 및 예치금	629.0	414.2	454.7	485.8	492.3
유가증권	19,158.4	20,486.9	21,971.9	23,473.9	23,788.0
주식	1,127.1	1,244.4	1,334.6	1,425.9	1,445.0
채권	7,271.0	7,849.3	8,418.2	8,993.7	9,114.0
대출채권	8,299.5	9,572.3	10,861.0	11,603.5	11,758.8
부동산	1,141.6	1,135.9	1,151.0	1,229.6	1,246.1
비운용자산	3,323.5	3,404.6	3,052.4	3,082.9	3,113.8
특별계정자산	1,656.7	2,389.9	2,540.5	2,565.9	2,591.6
부채총계	30,244.7	32,988.3	34,802.3	36,757.7	37,254.9
보험계약준비금	26,992.0	28,929.0	30,583.9	32,368.1	32,821.4
책임준비금	26,992.0	28,929.0	30,583.9	32,368.1	32,821.4
기타부채	1,212.2	1,566.4	1,677.8	1,745.9	1,763.4
특별계정부채	2,040.5	2,493.0	2,540.5	2,643.7	2,670.1
자본총계	3,963.9	4,415.5	4,691.1	5,280.2	5,325.9
자본금	35.4	35.4	35.4	35.4	35.4
자본잉여금	37.9	37.9	37.9	37.9	37.9
이익잉여금	3,402.8	3,920.4	4,367.4	4,956.4	5,002.2
자본조정	487.8	421.8	250.5	250.5	250.5

Key Financial Data II

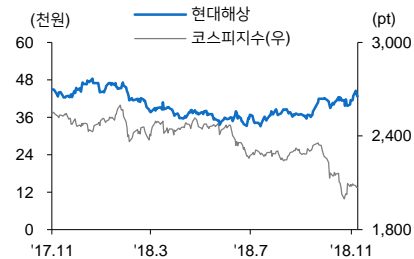
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	7,428	9,827	9,029	10,090	10,460
BPS	62,623	69,757	74,112	83,418	84,140
DPS	1,650	2,300	2,113	2,362	2,448
밸류에이션 (배)					
PER	8.4	7.2	8.1	7.3	7.0
PBR	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
수익성					
ROE	12.3	14.8	12.6	12.8	12.5
ROA	1.5	1.7	1.5	1.6	1.6
배당지표					
배당성향	22.2	23.4	23.4	23.4	23.4
배당수익률	2.6	3.2	2.9	3.2	3.3
안정성					
총자산/자기자본	863	847	842	796	799
보유보험료/자기자본	275	262	247	227	227

현대해상(001450) 5년만기 실손 갱신, 19년 상반기 까지

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

Buy

적정주가 (12개월)	52,000원	
현재주가 (11. 14)	42,700원	
상승여력	21.8%	
KOSPI	2,068.05pt	
시가총액	38,174억원	
발행주식수	8,940만주	
유동주식비율	66.84%	
외국인비중	45.41%	
52주 최고/최저가	48,400원/33,100원	
평균거래대금	126.0억원	
주요주주(%)		
정몽윤 외 4 인	22.35	
국민연금	8.06	
FIDELITY MANAGEMENT	7.29	
주가상승률(%)		
	절대주가	상대주가
1개월	9.5	14.5
6개월	12.1	34.2
12개월	0.0	22.2
주가그래프		



3년/5년 만기 실손 보험 갱신 주기 18년 하반기~19년 상반기 도래

- 3년 및 5년 만기 상품의 갱신 주기 도래하고 있어 위험손해율 개선 기대
- 특히 문제가 되어 왔던 5년 만기 상품의 갱신 주기는 주로 19년 상반기에 몰려 있어 긍정적
- 다만, 최근 실손 관련 손해액 증가율이 높아지고 있는 점이 향후 리스크로 작용할 가능성 있음

자본 규제에 대한 대응 마무리, 투자수익률 개선 기대

- 국내 신종자본증권 5,000억원 발행. RBC 비율 211.5%로 상승
- 연말 부채 듀레이션 제도 강화 시에도 190% 수준 유지될 것으로 보이며 19년부터 채권 재분류 가능
- 자본 규제에 대한 대응이 마무리 되어 신규 이원 상승이 보유이원 상승으로 이어질 전망

투자 의견 Buy 및 적정주가 52,000원 유지

- 타 손보사 대비 위험손해율 민감도 높아 보험료 인상 결정에 따른 주가 상승 기대
- 국내 신종자본증권 발행으로 RBC 비율 개선되어 향후 보유 이원 상승 기대

(십억원)	경과보험료	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	11,255	542	400	5,013	96.6	34,591	6.3	0.9	15.4	4.3
2017	11,533	640	473	5,929	18.3	38,912	7.9	1.2	16.1	3.2
2018E	12,297	622	437	5,411	-8.7	42,238	7.9	1.0	13.3	3.2
2019E	14,687	654	468	5,577	3.1	47,843	7.7	0.9	12.4	3.5
2020E	14,845	678	485	5,781	3.7	48,354	7.4	0.9	12.0	3.6

현대해상 (001450)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	12,582.8	12,826.1	12,875.8	13,307.6	13,419.5
일반	1,078.9	1,080.8	1,083.6	1,216.4	1,226.6
자동차	3,145.2	3,329.2	2,696.7	3,436.8	3,465.6
장기	8,304.0	8,398.1	8,458.7	8,654.5	8,727.2
보유보험료	11,413.6	11,701.6	12,381.9	14,818.0	14,963.0
경과보험료	11,255.4	11,532.9	12,296.9	14,686.8	14,844.6
일반	455.0	451.0	466.0	524.0	531.0
자동차	2,739.5	2,991.2	3,715.4	5,850.1	5,934.7
장기	8,060.9	8,090.8	8,115.5	8,312.8	8,378.9
경과손해액	9,525.3	9,576.0	10,234.1	12,234.8	12,357.5
일반	296.9	297.4	285.7	331.1	335.9
자동차	2,242.2	2,379.0	3,120.3	4,941.4	5,001.9
장기	6,986.3	6,899.7	6,828.1	6,962.2	7,019.7
순사업비	2,148.3	2,336.8	2,535.9	3,017.4	3,045.1
보험영업이익	-418.3	-380.0	-473.1	-565.3	-557.9
투자영업이익	960.0	1,020.1	1,095.0	1,219.2	1,235.5
영업이익	541.8	640.1	621.8	653.9	677.6
영업외손익	-28.9	-15.1	-19.8	-14.6	-16.0
세전순이익	512.9	624.9	602.0	639.3	661.6
법인세비용	113.2	152.2	164.6	171.0	177.0
당기순이익	399.7	472.8	437.4	468.3	484.6

Key Financial Data I

(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
경과손해율	84.6	83.0	83.2	83.3	83.2
일반	65.2	65.9	61.3	63.2	63.3
자동차	81.8	79.5	84.0	84.5	84.3
장기	86.7	85.3	84.1	83.8	83.8
사업비율	19.1	20.3	20.6	20.5	20.5
합산비율	103.7	103.3	103.8	103.8	103.8
투자영업이익률	3.4	3.3	3.2	3.2	3.1
성장성					
총자산	13.5	9.5	10.5	7.6	1.6
운용자산	13.0	9.5	13.9	8.3	1.7
자기자본	13.3	12.5	24.6	11.6	0.9
원수보험료	3.8	1.9	0.4	3.4	0.8
경과보험료	2.5	2.5	6.6	19.4	1.1
순이익	96.6	18.3	-7.5	7.1	3.5

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	36,652.2	40,122.1	44,342.1	47,703.7	48,461.4
운용자산	29,642.7	32,448.2	36,970.1	40,032.3	40,713.3
현예금 및 예치금	1,157.0	854.1	1,110.6	1,202.6	1,223.1
유가증권	18,779.5	21,083.4	24,164.7	26,166.3	26,611.4
주식	1,311.3	1,536.3	1,453.1	1,573.4	1,600.2
채권	10,829.3	11,207.4	12,685.0	13,735.7	13,969.4
대출채권	8,690.7	9,504.7	10,624.0	11,504.0	11,699.7
부동산	1,015.5	1,006.0	1,070.7	1,159.4	1,179.1
비운용자산	3,796.4	3,938.3	3,737.6	3,889.4	3,928.3
특별계정자산	3,213.2	3,735.7	3,634.4	3,782.0	3,819.8
부채총계	33,894.1	37,019.4	40,476.0	43,390.6	44,107.6
보험계약준비금	28,653.1	31,051.2	33,144.6	35,761.6	36,402.2
책임준비금	28,653.1	31,051.2	33,144.6	35,761.6	36,402.2
기타부채	1,835.4	2,177.1	3,697.0	3,847.1	3,885.5
특별계정부채	3,213.2	3,735.7	3,634.4	3,782.0	3,819.8
자본총계	2,758.1	3,102.7	3,866.1	4,313.0	4,353.8
자본금	44.7	44.7	44.7	44.7	44.7
자본잉여금	114.2	114.2	114.2	114.2	114.2
이익잉여금	2,398.3	2,763.5	3,100.3	3,547.2	3,588.0
자본조정	-37.5	-37.5	-37.5	-37.5	-37.5
기타포괄손익누계액	238.4	217.8	146.1	146.1	146.1

Key Financial Data II

(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	5,013	5,929	5,411	5,577	5,781
BPS	34,591	38,912	42,238	47,843	48,354
DPS	1,350	1,500	1,388	1,486	1,537
밸류에이션 (배)					
PER	6.3	7.9	7.9	7.7	7.4
PBR	0.9	1.2	1.0	0.9	0.9
수익성					
ROE	15.4	16.1	13.3	12.4	12.0
ROA	1.2	1.2	1.0	1.0	1.0
배당지표					
배당성향	26.9	25.3	25.3	25.3	25.3
배당수익률	4.3	3.2	3.2	3.5	3.6
안정성					
총자산/자기자본	1,329	1,293	1,147	1,106	1,113
보유보험료/자기자본	414	377	320	344	344

한화손해보험 (000370) 느려도 확실하게 가는 것이 중요

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

Buy

적정주가 (12개월)	8,500원
현재주가 (11. 14)	6,300원
상승여력	34.9%
KOSPI	2,068.05pt
시가총액	7,355억원
발행주식수	11,674만주
유동주식비율	43.02%
외국인비중	10.37%
52주 최고/최저가	9,200원/5,730원
평균거래대금	9.0억원
주요주주(%)	
한화생명보험 외 3인	51.49

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	0.2	4.7
6개월	-11.0	6.5
12개월	-21.5	-4.1

주가그래프



장기 부문, GA 속도 조절에 나선 점 긍정적

- 손해율이 높은 실손보험을 보유하고 있어 보유계약 갱신 외에도 신계약 판매에 집중해야 하나
- UW 체력 이상의 과도한 성장은 계약 건전성 악화로 이어질 수 있어 속도 조절 필요
- 상위사와 달리 장기 부문의 체력 증명된 이후 성장 전략을 추구하는 것이 적절하다고 판단

국내 후순위채의 성공적 발행. 연말 RBC 비율 200% 내외 추정

- 3,500억원의 국내 후순위채 성공적 발행으로 RBC 비율 230% 상회(9월말 195.9%)
- 다만, 연말 규제 강화안 반영 시 부채 듀레이션이 9.78에서 12로 증가해 RBC -30%p 영향 있음
- 이를 반영하더라도 190~200% RBC 추정되어 관련 리스크 완화되었다고 판단

투자의견 Buy 유지 및 적정주가 8,500원으로 하향

- 3,500억원의 성공적인 후순위채 발행으로 RBC 비율 부담 해소 긍정적이나
- 신계약의 빠른 성장이 하위사 UW 체력에 부담이 될 수 있는 점은 불확실성이라고 판단
- 적정 PBR 0.73배에 2019E BPS 11,751원 적용해 적정주가 19.0% 하향

(십억원)	경과보험료	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	3,993	145	112	1,233	17.4	9,749	5.9	0.7	12.8	1.4
2017	4,151	210	149	1,278	3.7	10,147	6.4	0.8	14.4	1.8
2018E	4,327	200	141	1,207	-5.6	10,427	5.2	0.6	11.7	2.2
2019E	4,537	218	151	1,295	7.3	11,751	4.9	0.5	11.7	2.4
2020E	4,567	231	161	1,380	6.5	12,225	4.6	0.5	11.5	2.6

Valuation table 및 실적 추정 변경

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 12
증권 Same but different

Valuation

- 3,500억원의 성공적인 후순위채 발행으로 RBC 비율 부담 해소된 점 긍정적이나
- UW 체력 이상의 과도한 성장은 계약 건전성 악화로 이어질 수 있어 속도 조절 필요
- Valuation discount -35.0%는 감독당국의 자동차 및 실손 규제리스크, 낮은 배당성향, UW 체력 반영
- 타 손보사 대비 discount 적은 이유는 시장리스크에 이미 반영되어 높은 베타 구현되기 때문
- 적정 PBR 0.73배에 2019E BPS 11,751원 적용해 적정주가 19.0% 하향

Valuation table

(%)	한화손해보험
2019 ROE	11.7
Growth Rate	1.0
Cost of Equity	10.5
Risk Free Rate	1.9
Risk Premium	7.2
Beta	1.19
이론 PBR (배)	1.13
PBR Premium (%)	-35.0
적정 PBR (배)	0.73
2019 BPS (원)	11,751
이론 주가 (원)	8,607
적정주가 (원)	8,500
	19.0% 하향

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
순이익	156.5	174.3	140.9	151.2	-10.0	-13.2
EPS (원)	1,340	1,493	1,207	1,295	-10.0	-13.2
BPS (원)	11,478	12,985	10,427	11,751	-9.2	-9.5
ROE (%)	12.4	12.2	11.7	11.7	-0.7	-0.5

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

한화손해보험 (000370)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	4,953.8	5,291.5	5,576.9	5,782.4	5,831.0
일반	380.5	434.0	466.5	508.0	512.3
자동차	840.6	873.6	868.7	910.6	918.2
장기	3,732.7	3,983.8	4,241.7	4,363.8	4,400.5
보유보험료	3,725.5	3,805.7	4,263.7	4,487.2	4,507.8
경과보험료	3,993.1	4,151.0	4,326.9	4,537.5	4,566.8
일반	141.6	175.9	194.1	206.1	209.2
자동차	576.1	598.7	579.3	618.1	622.8
장기	3,275.4	3,376.3	3,553.5	3,713.3	3,734.8
경과손해액	3,360.2	3,408.9	3,562.7	3,733.8	3,749.0
일반	95.5	117.4	145.1	150.4	153.0
자동차	488.3	486.8	500.8	540.4	543.2
장기	2,776.4	2,804.8	2,916.8	3,043.0	3,052.8
순사업비	911.7	985.1	1,069.0	1,091.3	1,101.0
보험영업이익	-281.7	-245.5	-304.8	-287.6	-283.2
투자영업이익	426.8	455.1	505.1	505.7	514.6
영업이익	145.0	209.6	200.3	218.0	231.5
영업외손익	-10.6	-13.6	-10.6	-11.6	-11.5
세전순이익	134.4	196.0	189.7	206.4	219.9
법인세비용	22.5	46.8	48.8	55.2	58.8
당기순이익	111.9	149.2	140.9	151.2	161.1

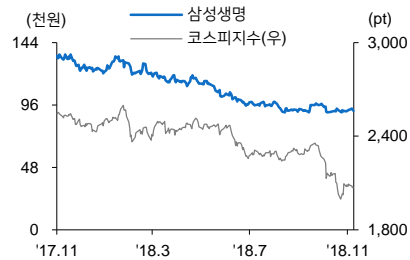
Key Financial Data I					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
경과손해율	84.2	82.1	82.3	82.3	82.1
일반	67.4	66.7	74.8	73.0	73.2
자동차	84.8	81.3	86.5	87.4	87.2
장기	84.8	83.1	82.1	81.9	81.7
사업비율	22.8	23.7	24.7	24.1	24.1
합산비율	107.0	105.9	107.0	106.3	106.2
투자영업이익률	4.0	3.8	3.8	3.4	3.3
성장성					
총자산	12.5	12.1	9.7	9.8	2.3
운용자산	14.2	11.4	10.6	10.7	2.5
자기자본	2.8	33.9	2.8	12.7	4.0
원수보험료	8.9	6.8	5.4	3.7	0.8
경과보험료	9.2	4.0	4.2	4.9	0.6
순이익	17.4	33.4	-5.6	7.3	6.5

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	13,275.3	14,884.0	16,327.1	17,919.8	18,337.6
운용자산	11,388.6	12,691.4	14,039.9	15,539.6	15,933.6
현예금 및 예치금	381.8	469.5	548.6	607.2	622.6
유가증권	5,636.7	6,567.8	7,630.5	8,445.6	8,659.7
주식	197.9	240.3	278.0	307.7	315.5
채권	3,567.9	2,784.2	968.3	1,071.8	1,098.9
대출채권	4,870.8	5,165.9	5,375.4	5,949.6	6,100.5
부동산	496.9	485.0	477.2	528.2	541.6
비운용자산	1,879.6	2,186.8	2,281.5	2,374.1	2,397.8
특별계정자산	7.1	5.9	5.8	6.1	6.1
부채총계	12,390.7	13,699.5	15,109.9	16,548.0	16,910.5
보험계약준비금	11,539.6	12,816.7	14,155.2	15,554.6	15,907.1
책임준비금	11,539.6	12,816.7	14,155.2	15,554.6	15,907.1
기타부채	843.7	876.7	948.8	987.3	997.2
특별계정부채	7.4	6.1	5.8	6.1	6.1
자본총계	884.6	1,184.6	1,217.3	1,371.8	1,427.1
자본금	453.7	583.7	583.7	583.7	583.7
자본잉여금	0.0	97.6	67.8	67.8	67.8
이익잉여금	264.1	403.0	512.9	667.4	722.7
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	166.8	100.2	52.9	52.9	52.9

Key Financial Data II					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	1,233	1,278	1,207	1,295	1,380
BPS	9,749	10,147	10,427	11,751	12,225
DPS	100	150	142	152	162
밸류에이션 (배)					
PER	5.9	6.4	5.2	4.9	4.6
PBR	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5
수익성					
ROE	12.8	14.4	11.7	11.7	11.5
ROA	0.9	1.1	0.9	0.9	0.9
배당지표					
배당성향	8.1	11.7	11.7	11.7	11.7
배당수익률	1.4	1.8	2.2	2.4	2.6
안정성					
총자산/자기자본	1,501	1,257	1,341	1,306	1,285
보유보험료/자기자본	421	321	350	327	316

Buy

적정주가 (12개월)	115,000원	
현재주가 (11. 14)	91,700원	
상승여력	25.4%	
KOSPI	2,068.05pt	
시가총액	183,400억원	
발행주식수	20,000만주	
유동주식비율	41.92%	
외국인비중	16.55%	
52주 최고/최저가	135,000원/90,300원	
평균거래대금	192.3억원	
주요주주(%)		
이건희 외 7인	47.03	
신세계 외 1인	8.07	
국민연금	6.12	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	1.6	6.2
6개월	-19.9	-4.1
12개월	-30.3	-14.8
주가그래프		



건강 보험 위주 판매 전략으로 보장성 신계약 성장하는 점 긍정적

- 건강보험 판매 전략으로 보장성 신계약 APE 성장하며 초과 상각 발생하는 점 고무적
- 보장성 보험 판매 비중 상승하는 점은 중장기적, 특히 IFRS17 도입 이후를 위해 긍정적이거나
- 현행 회계 기준 하에서는 단기 손익 감소로 이어져 주가 반영에는 시간 걸릴 전망

즉시연금, 암보험 관련 규제 불확실성 부담

- 감독당국이 즉시연금 미지급 재조사를 계획하고 있어 부담
- 최종 결정까지는 상당한 시일이 걸리고 자살보험금 사례가 있어 승소에도 시장 우려 지속될 듯

투자의견 Buy 유지, 적정주가 115,000원으로 하향

- 계열사 주가 하락, 보장성 신계약 판매에 따른 손익 부담으로 실적 조정
- 감독당국의 즉시연금 및 암보험 리스크 지속되고 있어 불확실성 요인
- 적정 PBR 0.59에 2019E BPS 189,984원 적용해 적정주가 115,000원으로 29.4% 하향
- 향후 배당 정책 및 계열사 지분 매각 계획에 따른 모멘텀 남아 있어 투자의견 Buy 유지

(십억원)	보험영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	17,046	1,235	2,054	11,440	74.3	148,374	9.8	0.76	8.3	1.1
2017	16,948	373	1,166	6,494	-43.2	163,491	19.2	0.76	4.3	1.6
2018E	16,334	1,515	2,059	11,463	76.5	184,343	8.0	0.50	6.5	3.7
2019E	16,620	753	1,352	7,531	-34.3	189,984	12.2	0.48	4.0	2.4
2020E	17,507	951	1,408	7,843	4.1	195,859	11.7	0.47	4.1	2.5

Valuation table 및 실적 추정 변경

Valuation

- 건강보험 판매 전략으로 보장성 신계약 APE 성장하며 초과 상각 발생하는 점 고무적이거나
- 현행 회계 기준 하에서는 단기 손익 감소로 이어져 주가 반영에는 시간이 걸릴 전망
- 감독당국의 즉시연금 및 암보험 리스크 지속되고 있어 불확실성 요인
- 적정 PBR 0.59에 2019E BPS 189,984원 적용해 적정주가 115,000원으로 29.4% 하향
- 향후 배당 정책 및 계열사 지분 매각 계획에 따른 모멘텀 남아 있어 투자의견 Buy 유지

Valuation table

(%)	삼성생명
2019 ROE	4.0
Growth Rate	1.0
Cost of Equity	6.0
Risk Free Rate	1.9
Risk Premium	7.2
Beta	0.57
이론 PBR (배)	0.59
PBR Premium (%)	0.0
적정 PBR (배)	0.59
2019 BPS (원)	189,984
이론 주가 (원)	112,932
적정주가 (원)	115,000
	29.4% 하향

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
순이익	2,198.8	1,532.0	2,058.5	1,352.4	-6.4	-11.7
EPS (원)	12,245	8,531	11,463	7,531	-6.4	-11.7
BPS (원)	164,164	170,554	184,343	189,984	12.3	11.4
ROE (%)	7.4	5.0	6.5	4.0	-0.9	-1.0

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성생명 (032830)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
보험손익	2,476.1	1,006.0	-826.2	-650.6	-851.5
보험영업수익	17,046.5	16,947.8	16,333.9	16,620.0	17,506.7
보험료수익	16,768.3	16,646.1	16,032.4	16,308.5	17,177.5
재보험수익	278.2	301.7	301.5	311.5	329.1
보험영업비용	14,570.3	15,941.9	17,160.1	17,270.6	18,358.2
지급보험금	10,610.2	11,910.0	13,037.8	13,084.2	14,046.3
재보험비용	311.2	338.7	371.9	376.4	404.2
사업비	1,523.6	1,723.0	2,198.0	2,221.8	2,185.1
신계약상각비	2,123.8	1,968.7	1,551.0	1,586.9	1,721.2
할인료	1.5	1.5	1.3	1.3	1.3
투자손익	8,000.1	6,976.5	8,903.6	8,051.4	8,292.4
책임준비금전입액	9,241.5	7,609.6	6,562.7	6,648.3	6,490.2
영업이익	1,234.8	372.9	1,514.8	752.5	950.7
영업외손익	1,372.7	1,342.2	1,383.4	1,179.8	1,061.7
세전순이익	2,607.5	1,682.8	2,898.2	1,932.3	2,012.4
법인세비용	457.5	419.6	762.4	516.9	538.3
당기순이익	2,150.0	1,263.2	2,135.7	1,415.4	1,474.1
지배주주	2,054.3	1,166.1	2,058.5	1,352.4	1,408.5

Key Financial Data I					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
보험금지급율	62.2	70.3	79.8	78.7	80.2
위험손해율	82.1	78.5	81.9	81.4	81.5
사업비율	21.8	22.2	23.4	23.4	22.7
투자수익률	4.0	3.1	3.8	3.3	2.5
성장성					
총자산	14.9	6.8	4.8	3.2	3.1
운용자산	17.4	6.4	5.0	3.3	3.1
특별계정자산	4.8	9.2	5.7	3.4	3.2
자기자본	19.3	9.9	11.8	2.9	2.9
수입보험료	-3.2	-0.6	-3.6	1.8	5.3
보험손익	-29.2	-59.4	-182.1	-21.3	30.9
투자손익	24.4	-12.8	27.6	-9.6	3.0
책임준비금전입액	-6.3	-17.7	-13.8	1.3	-2.4
순이익	77.7	-41.2	69.1	-33.7	4.1

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	264,653.8	282,713.8	296,393.4	305,949.5	315,325.0
운용자산	214,879.3	228,697.9	240,067.9	247,912.6	255,646.9
현예금 및 예치금	5,822.6	4,944.0	4,345.9	4,688.9	4,800.1
유가증권	142,070.7	150,762.2	158,136.1	162,691.5	167,801.2
주식	24,124.5	32,430.0	32,432.0	32,484.3	33,583.1
채권	103,316.0	100,549.2	105,300.9	108,383.6	111,746.6
대출채권	58,063.4	64,577.4	68,552.8	71,208.5	73,413.5
부동산	8,922.6	8,414.2	9,033.1	9,323.7	9,632.1
비운용자산	8,269.3	8,692.3	8,429.6	8,498.0	8,568.6
특별계정자산	41,505.1	45,323.7	47,895.9	49,538.9	51,109.5
부채총계	236,345.4	251,592.2	261,601.8	270,144.8	278,465.4
책임준비금	158,729.1	166,897.9	173,919.7	180,568.0	187,058.1
계약자지분조정	8,075.5	9,599.6	8,759.6	8,759.6	8,759.6
기타부채	25,683.3	27,914.3	31,026.6	31,278.3	31,538.1
특별계정부채	43,857.4	47,180.4	47,895.9	49,538.9	51,109.5
자본총계	28,308.4	31,121.6	34,791.7	35,804.7	36,859.6
자본금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
자본잉여금	63.1	63.1	91.8	91.8	91.8
이익잉여금	13,288.7	14,239.3	15,347.4	16,360.4	17,415.4
자본조정/기타포괄손익누계	13,192.5	14,956.6	17,564.1	17,564.1	17,564.1

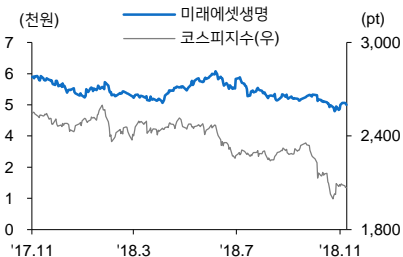
Key Financial Data II					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	11,440	6,494	11,463	7,531	7,843
BPS	148,374	163,491	184,343	189,984	195,859
DPS	1,200	2,000	3,381	2,241	2,334
밸류에이션 (배)					
PER	9.8	19.2	8.1	12.3	11.8
PBR	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5
수익성					
ROE	8.3	4.3	6.5	4.0	4.1
ROA	0.5	0.8	0.4	0.7	0.5
배당지표					
배당성향	10.0	28.4	28.4	28.4	28.4
배당수익률	1.1	1.6	3.7	2.4	2.5
안정성					
총자산/자기자본	9.3	9.1	8.5	8.5	8.6
보험료수입/총부채	7.2	6.7	6.2	6.2	6.3

Buy

적정주가 (12개월)	6,200원
현재주가 (11. 14)	4,800원
상승여력	29.2%
KOSPI	2,068.05pt
시가총액	8,497억원
발행주식수	17,702만주
유동주식비율	36.57%
외국인비중	8.62%
52주 최고/최저가	6,090원/4,555원
평균거래대금	6.6억원
주요주주(%)	
미래에셋대우 외 28 인	37.67

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-4.2	0.2
6개월	-13.7	3.4
12개월	-17.8	0.4

주가그래프



Fee biz 성장 지속되고 있는 점 긍정적이나

- 변액 계정 자산 10조원, 특별 계정 자산 14조원 증가세 견고하고
- 운용관리 계약 비중 83.0%까지 높아져 Fee biz 안정적으로 성장 중
- 4분기 118명 희망퇴직으로 관련 비용 약 270억원 발생, 향후 연간 120억원 절감 효과

한미 금리차 확대에 따른 헤지 코스트 영향이 큰 점 부담

- 강점 중 하나였던 적극적 해외투자, 6개월 미만 헤지 정책 한미 금리차 확대에 의해 부담으로 전환
- 향후 유로채권 등 글로벌 지역 다각화를 통해 이에 대응할 예정

투자의견 Buy 유지, 적정주가 6,200원으로 하향

- 강점이었던 적극적 해외투자, 짧은 만기의 헤지 정책이 한미 금리차 확대에 의해 부담으로 전환
- 적정 PBR 0.60에 2019E BPS 12,584원 적용해 적정주가 6,200원으로 17.3% 하향
- 특별 계정 자산 증가세 견고, 운용관리 계약 비중 83.0%까지 높아져 Fee biz 안정적으로 성장 중
- 도입 시기 연기되었으나 향후 IFRS17 및 K-ICS 도입 관련 영향 비교적 제한적, 투자의견 Buy 유지

(십억원)	보험영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	2,403.6	-263.3	24.2	64	-90.3	11,059	80.4	0.47	0.6	1.1
2017	2,207.9	-258.4	79.1	447	597.4	11,278	11.7	0.47	4.0	3.2
2018E	2,181.0	-311.8	87.4	523	17.0	12,174	9.2	0.39	4.4	3.3
2019E	2,270.6	-452.6	96.1	586	12.1	12,584	8.2	0.38	4.7	3.7
2020E	2,391.6	-569.2	99.3	609	3.9	13,010	7.9	0.37	4.8	3.8

Valuation table 및 실적 추정 변경

Valuation

- 강점 중 하나였던 적극적 해외투자, 짧은 만기의 헤지 정책이 한미 금리차 확대에 의해 부담으로 전환
- 적정 PBR 0.49에 2019E BPS 12,584원 적용해 적정주가 6,200원으로 17.3% 하향
- 특별 계정 자산 증가세 견고, 운용관리 계약 비중 83.0%까지 높아져 Fee biz 안정적으로 성장 중
- 도입 시기 연기되었으나 향후 IFRS17 및 K-ICS 도입 관련 영향 비교적 제한적, 투자의견 Buy 유지

Valuation table

(%)	미래에셋생명
2019 ROE	4.7
Growth Rate	1.0
Cost of Equity	7.1
Risk Free Rate	1.9
Risk Premium	7.2
Beta	0.72
이론 PBR (배)	0.61
PBR Premium (%)	-20.0
적정 PBR (배)	0.49
2019 BPS (원)	12,584
이론 주가 (원)	6,132
적정주가 (원)	6,200
	17.3% 하향

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
순이익	96.7	116.9	87.4	96.1	-9.6	-17.8
EPS (원)	597	745	523	586	-12.5	-21.4
BPS (원)	13,236	13,758	12,174	12,584	-8.0	-8.5
ROE (%)	4.8	5.5	4.4	4.7	-0.4	-0.8

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

미래에셋생명 (085620)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
보험손익	250.5	4.7	-459.3	-484.0	-497.0
보험영업수익	2,403.6	2,207.9	2,181.0	2,270.6	2,391.6
보험료수익	2,286.8	2,086.3	2,041.0	2,124.0	2,237.2
재보험수익	116.8	121.6	140.0	146.5	154.4
보험영업비용	2,153.1	2,203.2	2,640.3	2,754.5	2,888.5
지급보험금	1,453.4	1,529.8	1,867.4	1,969.1	2,053.7
재보험비용	117.6	124.2	149.9	159.8	166.8
사업비	320.2	314.2	368.5	352.5	374.4
신계약상각비	261.8	234.9	254.1	272.8	293.3
할인료	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
투자손익	584.6	605.9	581.0	550.4	564.9
책임준비금전입액	1,098.4	869.0	433.4	519.0	637.2
영업이익	-263.3	-258.4	-311.8	-452.6	-569.2
영업외손익	315.2	361.7	429.4	583.8	701.4
세전순이익	51.8	103.3	117.7	131.2	132.2
법인세비용	27.6	24.2	30.3	35.1	32.9
당기순이익	24.2	79.1	87.4	96.1	99.3

Key Financial Data I					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
보험금지급율	60.5	69.3	85.6	86.7	85.9
위험손해율	85.8	83.6	84.7	85.6	85.5
사업비율	24.2	24.9	28.5	27.5	27.9
투자수익률	3.5	3.4	3.1	2.8	2.8
성장성					
총자산	5.3	4.2	24.1	10.2	13.7
운용자산	6.4	2.8	7.9	2.2	2.7
특별계정자산	3.6	4.8	54.1	19.7	25.2
자기자본	1.7	1.7	3.5	2.9	2.9
수입보험료	-12.3	-8.1	-1.2	4.1	5.3
보험손익	-64.8	-98.1	-9,840.1	5.4	2.7
투자손익	-1.1	3.6	-4.1	-5.3	2.6
책임준비금전입액	-23.6	-20.9	-50.1	19.8	22.8
순이익	-78.9	227.0	10.5	10.0	3.3

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	28,213.2	29,385.6	36,476.8	40,211.2	45,723.1
운용자산	17,452.1	17,948.8	19,367.5	19,799.8	20,335.3
현예금 및 예치금	293.0	206.9	161.7	156.8	165.1
유가증권	14,854.5	15,291.6	16,422.6	16,676.6	17,145.6
주식	123.3	316.7	241.6	216.8	222.2
채권	7,872.6	8,464.1	9,758.2	10,272.7	10,546.3
대출채권	2,264.0	2,393.7	2,721.4	2,896.6	2,954.1
부동산	21.5	39.0	45.3	53.3	53.5
비운용자산	999.4	1,209.6	1,349.9	1,541.9	1,756.8
특별계정자산	9,761.8	10,227.2	15,759.5	18,869.5	23,631.0
부채총계	26,430.3	27,739.7	34,491.1	38,168.6	43,621.5
책임준비금	15,806.1	16,676.2	18,352.4	18,871.4	19,508.6
계약자지분조정	80.0	57.0	38.4	38.4	38.4
기타부채	648.1	278.8	340.8	389.3	443.6
특별계정부채	9,896.1	10,727.7	15,759.5	18,869.5	23,631.0
자본총계	1,886.7	1,918.2	1,985.8	2,042.6	2,101.6
자본금	831.5	831.5	990.7	990.7	990.7
자본잉여금	300.8	300.8	181.4	181.4	181.4
이익잉여금	338.0	384.9	559.1	615.9	674.9
자본조정/기타포괄손익누계	416.3	400.9	254.5	254.5	254.5

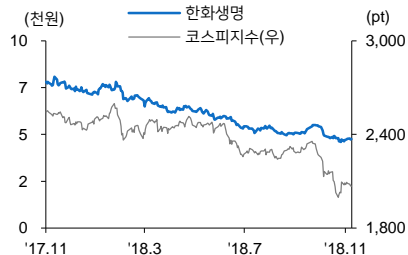
Key Financial Data II					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	64	447	523	586	609
BPS	11,059	11,278	12,174	12,584	13,010
DPS	55	170	157	176	183
밸류에이션 (배)					
PER	80.4	11.7	9.2	8.2	7.9
PBR	0.47	0.47	0.39	0.38	0.37
수익성					
ROE	0.6	4.0	4.4	4.7	4.8
ROA	0.5	0.1	0.3	0.3	0.3
배당지표					
배당성향	85.8	37.0	30.0	30.0	30.0
배당수익률	1.1	3.2	3.3	3.7	3.8
안정성					
총자산/자기자본	15.0	15.3	18.4	19.7	21.8
보험료수입/총부채	9.1	8.0	6.3	5.9	5.5

한화생명 (088350) 금리 하락으로 주요 모멘텀 상실

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

Trading Buy

적정주가 (12개월)	5,400원	
현재주가 (11. 14)	4,560원	
상승여력	18.4%	
KOSPI	2,068.05pt	
시가총액	39,605억원	
발행주식수	86,853만주	
유동주식비율	31.20%	
외국인비중	17.99%	
52주 최고/최저가	7,760원/4,410원	
평균거래대금	51.6억원	
주요주주(%)		
한화건설 외 5 인	45.00	
예금보험공사	10.00	
Lazard Asset Management LLC 외 38 인	5.07	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-3.9	0.5
6개월	-26.0	-11.4
12개월	-37.5	-23.7
주가그래프		



금리 민감도 커 K-ICS 도입에 따른 대응 중요. 운용수익률 하락 요인

- 고정형 등 부채 구조상 금리민감도가 커 금리 상승이 가장 큰 모멘텀
- K-ICS 제도 정비 중이며 단계적 도입 가능성 높으나 듀레이션 매칭 영향에 대응하기 위해
- 생명보험업계 장기채, 해외채권 매입 지속할 수밖에 없어 이차역마진 축소에는 시간이 걸릴 전망

종신보험 위주의 판매 정책 안정적이나 시장 수요 감소하는 점 리스크

- 종신/CI 위주 보험 판매 전략 지속하고 있어 경쟁사 대비 실손 손해율 영향 없는 편
- 다만, 시장의 보험수요가 건강보험 위주로 증가하고 있어 보장성 신계약 APE 성장 제한적

투자이견 Trading buy 유지, 적정주가 5,400원으로 하향

- 안정적인 사차익 성장 긍정적이나, IFRS17 도입을 대비 위해 저축성 보험 비중이 서서히 감소하고 있고
- 부동산 및 채권 매각익 또한 감소할 가능성이 높아 실적 하향 조정
- 적정 PBR 0.48에 2019E BPS 11,506원 적용해 적정주가 5,400원으로 28.0% 하향

(십억원)	보험영업이익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	10,621.9	-487.3	315.1	419	-37.0	10,850	15.6	0.6	3.8	1.2
2017	9,748.6	-269.4	525.5	699	66.8	11,274	9.9	0.6	6.3	2.4
2018E	9,373.2	-503.2	448.0	596	-14.7	11,094	7.6	0.4	4.9	4.4
2019E	9,531.0	-433.3	465.4	619	3.9	11,506	7.4	0.4	4.7	4.5
2020E	9,957.6	-452.2	473.7	630	1.8	11,928	7.2	0.4	4.7	4.6

Valuation table 및 실적 추정 변경

Valuation

- 안정적인 사차익 성장 긍정적이거나, IFRS17 도입을 대비 위해 저축성 보험 비중이 서서히 감소하고 있고
- 부동산 및 채권 매각익 또한 감소할 가능성이 높아 실적 하향 조정
- K-ICS 대응 위해 장기채, 해외채권 매입 지속할 수밖에 없어 이차역마진 개선에 시간 걸릴 전망
- 적정 PBR 0.48에 2019E BPS 11,506원 적용해 적정주가 5,400원으로 28.0% 하향

Valuation table

(%)	한화생명
2019 ROE	4.7
Growth Rate	1.0
Cost of Equity	7.2
Risk Free Rate	1.9
Risk Premium	7.2
Beta	0.74
이론 PBR (배)	0.60
PBR Premium	-20.0
적정 PBR (배)	0.48
2019 BPS (원)	11,506
이론 주가 (원)	5,492
적정주가 (원)	5,400
	28.0% 하향

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
순이익	583.5	628.6	448.0	465.4	-23.2	-26.0
EPS (원)	777	837	596	619	-23.2	-26.0
BPS (원)	11,815	12,405	11,094	11,506	-6.1	-7.2
ROE (%)	6.4	6.3	4.9	4.7	-1.5	-1.5

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

한화생명 (088350)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
보험손익	1,936.5	538.1	-587.3	-432.0	-526.8
보험영업수익	10,621.9	9,748.6	9,373.2	9,531.0	9,957.6
보험료수익	10,473.6	9,586.7	9,214.0	9,368.2	9,787.3
재보험수익	148.3	161.9	159.2	162.9	170.3
보험영업비용	8,685.4	9,210.5	9,960.5	9,963.1	10,484.4
지급보험금	6,359.2	6,882.5	7,700.6	7,726.9	8,090.4
재보험비용	159.8	170.0	171.6	175.3	184.0
사업비	892.1	883.0	1,135.7	1,079.0	1,158.5
신계약상각비	1,271.1	1,272.3	950.0	979.3	1,048.9
할인료	3.1	2.6	2.6	2.6	2.6
투자손익	3,174.1	3,155.6	3,188.4	3,020.9	3,062.3
책임준비금전입액	5,597.9	3,963.1	3,104.2	3,022.2	2,987.6
영업이익	-487.3	-269.4	-503.2	-433.3	-452.2
영업외손익	896.3	960.8	1,119.0	1,068.6	1,092.4
세전순이익	409.0	691.4	615.8	635.3	640.3
법인세비용	93.9	165.9	167.9	169.9	166.6
당기순이익	315.1	525.5	448.0	465.4	473.7
지배주주	315.1	525.5	448.0	465.4	473.7

Key Financial Data I					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
보험금지급율	59.9	70.6	82.2	81.1	81.2
위험손해율	79.0	76.7	77.5	77.2	77.2
사업비용율	20.4	22.1	22.3	21.6	22.2
투자수익률	4.0	3.8	3.7	3.3	3.3
성장성					
총자산	6.6	4.7	3.9	3.6	3.6
운용자산	7.5	2.6	5.4	3.9	3.7
특별계정자산	4.5	9.0	3.2	3.8	4.5
자기자본	-4.9	10.0	10.3	3.1	3.1
수입보험료	2.3	-8.2	-3.9	1.7	4.5
보험손익	-11.7	-72.2	-209.1	-26.4	21.9
투자손익	-0.6	-0.6	1.0	-5.3	1.4
책임준비금전입액	-1.0	-29.2	-21.7	-2.6	-1.1
순이익	-37.0	66.8	-14.7	3.9	1.8

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	105,331	110,313	114,653	118,728	122,961
운용자산	82,187	84,360	88,882	92,363	95,803
현예금 및 예치금	754	417	635	728	792
유가증권	59,246	61,143	64,388	66,872	69,320
주식	1,492	1,598	1,712	1,812	1,860
채권	34,921	32,111	32,579	32,749	34,158
대출채권	18,686	19,364	20,267	21,056	21,840
부동산	3,502	3,479	3,609	3,716	3,860
비운용자산	3,281	4,310	3,433	3,169	2,928
특별계정자산	19,863	21,643	22,338	23,197	24,230
부채총계	97,179	101,344	104,759	108,525	112,441
책임준비금	73,290	77,253	80,358	83,381	86,368
계약자지분조정	813	697	566	566	566
기타부채	2,206	1,229	1,497	1,382	1,276
특별계정부채	20,869	22,165	22,338	23,197	24,230
자본총계	8,153	8,969	9,894	10,204	10,520
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	2,680	3,152	3,314	3,624	3,941
자본조정/기타포괄손익누계	645	491	194	194	194

Key Financial Data II					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	419	699	596	619	630
BPS	10,850	11,274	11,094	11,506	11,928
DPS	80	167	202	207	209
밸류에이션 (배)					
PER	15.6	9.9	7.6	7.4	7.2
PBR	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
수익성					
ROE	3.8	6.3	4.9	4.7	4.7
ROA	0.5	0.3	0.5	0.4	0.4
배당지표					
배당성향	19.1	20.0	20.0	20.0	20.0
배당수익률	1.2	2.4	4.4	4.5	4.6
안정성					
총자산/자기자본	12.9	12.3	11.6	11.6	11.7
보험료수입/총부채	10.9	9.6	8.9	8.8	8.9

동양생명 (082640) 전략 정상화되었으나 손익 모멘텀 부재

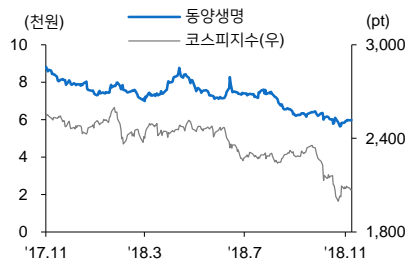
Analyst 김고은 02. 6098-6670
goenkim@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월)	6,500원
현재주가 (11. 14)	5,990원
상승여력	8.5%
KOSPI	2,068.05pt
시가총액	9,665억원
발행주식수	16,136만주
유동주식비율	20.57%
외국인비중	84.78%
52주 최고/최저가	8,770원/5,650원
평균거래대금	5.3억원
주요주주(%)	
Anbang Life Insurance Co., Ltd. 외 3인	75.35

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-1.8	2.7
6개월	-21.0	-5.4
12개월	-29.1	-13.4

주가그래프



국내 후순위채 발행으로 RBC 비율 9%p 상승했으나 불확실성 지속

- IFRS17 도입과 K-ICS 시행 등 제도변화에 대응하기 위해 자본 조달을 결정, 국내 후순위채 발행
- 현재 RBC 비율 213.7%로 단기적인 부담 없으나 중장기 불확실성 해소되었다고 보기 어려움

저축성 보험 판매 감소하고 채권 매각의 소거되어 손익 모멘텀 부재

- 저축성 일시납 보험 판매가 줄어들고 채권 매각의 소거되어 중장기 전략 정상화 되었으나
- 단기 손익 감소 요인이기 때문에 당분간 손익 모멘텀 부재하여 주가 반등에는 상당한 시일이 소요될 전망

투자의견 Trading buy 유지, 적정주가 6,500원으로 하향 조정

- 과거 저축성 일시납 보험 판매, 매각의 등으로 경쟁사 대비 상당한 이익 시현하던 점 우려되었으나
- 최근 관련 부분 소거되어 중장기 전략 정상화 되었다고 판단
- 다만, 이는 단기 손익 감소 요인이기 때문에 이익 추정치 하향 조정
- 적정 PBR 0.42에 2019E BPS 15,512원 적용해 적정주가 6,500원으로 31.6% 하향

(십억원)	보험영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	6,145.4	-89.4	5.4	53	-96.4	17,498	238.2	0.7	0.3	1.6
2017	5,191.4	165.5	184.4	1,183	2,119.5	15,297	6.4	0.5	9.9	4.7
2018E	4,332.6	13.4	76.0	487	-58.8	15,162	12.3	0.4	3.6	2.8
2019E	4,270.5	27.9	78.0	500	2.7	15,512	12.0	0.4	3.3	2.5
2020E	4,540.9	28.1	78.9	506	1.1	15,866	11.8	0.4	3.3	2.5

Valuation table 및 실적 추정 변경

Valuation

- 과거 저축성 일시납 보험 판매, 매각의 등으로 경쟁사 대비 상당한 이익 시현하던 점 우려되었으나
- 최근 관련 부분 소거되어 중장기 전략 정상화 되었다고 판단
- 다만, 이는 단기 손익 감소 요인이기 때문에 이익 추정치 하향 조정
- 당분간 손익 모멘텀 부재하여 주가 반등에는 상당한 시일이 소요될 전망
- 적정 PBR 0.42에 2019E BPS 15,512원 적용해 적정주가 6,500원으로 31.6% 하향

Valuation table

(%)	동양생명
2019 ROE	3.3
Growth Rate	1.0
Cost of Equity	5.9
Risk Free Rate	1.9
Risk Premium	7.2
Beta	0.55
이론 PBR (배)	0.47
PBR Premium	-10.0
적정 PBR (배)	0.42
2019 BPS (원)	15,512
이론 주가 (원)	6,497
적정주가 (원)	6,500
	31.6% 하향

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
순이익	162.1	173.8	76.0	78.0	-53.1	-55.1
EPS (원)	1,040	1,115	487	500	-53.1	-55.1
BPS (원)	16,805	17,586	15,162	15,512	-9.8	-11.8
ROE (%)	7.8	6.9	3.6	3.3	-4.1	-3.7

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

동양생명 (082640)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
보험손익	3,417.8	2,076.1	819.7	579.6	534.8
보험영업수익	6,145.4	5,191.4	4,332.6	4,270.5	4,540.9
보험료수익	6,101.9	5,136.9	4,271.4	4,209.2	4,475.6
재보험수익	43.5	54.5	61.2	61.4	65.3
보험영업비용	2,727.6	3,115.3	3,512.9	3,690.9	4,006.1
지급보험금	1,995.9	2,321.5	2,748.6	2,960.0	3,165.2
재보험비용	50.3	61.2	70.9	77.1	82.6
사업비	346.4	385.2	352.4	340.2	367.8
신계약상각비	332.5	345.8	340.0	312.5	389.5
할인료	2.4	1.6	1.1	1.1	1.1
투자손익	509.0	934.6	790.5	809.3	868.2
책임준비금전입액	4,016.2	2,845.2	1,596.8	1,361.0	1,374.8
영업이익	-89.4	165.5	13.4	27.9	28.1
영업외손익	45.3	75.6	88.7	78.6	79.5
세전순이익	-44.2	241.1	102.1	106.5	107.7
법인세비용	-49.6	56.7	26.1	28.5	28.8
당기순이익	5.4	184.4	76.0	78.0	78.9
지배주주	5.4	184.4	76.0	78.0	78.9

Key Financial Data I					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
보험금지급율	32.5	44.7	63.4	69.3	69.7
위험손해율	80.0	80.4	79.5	79.5	79.6
사업비율	11.0	14.1	16.0	15.3	16.7
투자수익률	2.4	3.8	3.0	2.9	2.9
성장성					
총자산	18.1	13.5	5.8	4.7	4.5
운용자산	20.4	12.6	6.1	4.9	4.8
특별계정자산	4.4	13.1	9.7	1.7	1.5
자기자본	-8.2	33.5	-0.9	2.3	2.3
수입보험료	70.8	-15.5	-16.5	-1.4	6.3
보험손익	196.8	-39.3	-60.5	-29.3	-7.7
투자손익	-33.2	83.6	-15.4	2.4	7.3
책임준비금전입액	128.7	-29.2	-43.9	-14.8	1.0
순이익	-96.4	3,289.1	-58.8	2.7	1.1

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	26,666.3	30,273.7	32,015.6	33,509.5	35,013.3
운용자산	23,073.3	25,977.2	27,556.6	28,920.1	30,295.7
현예금 및 예치금	1,550.8	1,376.5	1,367.2	1,380.1	1,454.9
유가증권	17,034.9	20,125.3	21,360.9	22,448.2	23,504.5
주식	534.1	634.1	686.9	716.0	748.2
채권	9,821.5	10,975.4	11,842.5	12,546.0	13,147.5
대출채권	4,131.7	4,122.6	4,461.8	4,711.7	4,937.6
부동산	355.9	352.8	366.8	380.2	398.7
비운용자산	1,056.6	1,427.9	1,311.6	1,387.7	1,467.1
특별계정자산	2,536.4	2,868.7	3,147.3	3,201.7	3,250.5
부채총계	24,880.3	27,889.5	29,652.5	31,091.8	32,540.4
책임준비금	21,633.8	24,481.3	26,080.5	27,441.5	28,816.3
계약자지분조정	35.1	23.2	12.3	12.3	12.3
기타부채	546.5	318.2	412.5	436.4	461.3
특별계정부채	2,664.8	3,066.9	3,147.3	3,201.7	3,250.5
자본총계	1,786.1	2,384.2	2,363.1	2,417.7	2,472.9
자본금	537.9	806.8	806.8	806.8	806.8
자본잉여금	205.6	463.7	463.7	463.7	463.7
이익잉여금	727.7	891.7	885.1	939.7	994.9
자본조정/기타포괄손익누계	314.9	222.0	85.9	85.9	85.9

Key Financial Data II					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	53	1,183	487	500	506
BPS	17,498	15,297	15,162	15,512	15,866
DPS	200	360	171	150	152
밸류에이션 (배)					
PER	238.2	6.4	12.2	11.9	11.8
PBR	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
수익성					
ROE	0.3	9.9	3.6	3.3	3.3
ROA	0.7	0.0	0.6	0.2	0.2
배당지표					
배당성향	375.2	30.4	35.0	30.0	30.0
배당수익률	1.6	4.7	2.9	2.5	2.5
안정성					
총자산/자기자본	14.9	12.7	13.5	13.9	14.2
보험료수입/총부채	24.7	18.6	14.6	13.7	14.0

Part II

증권

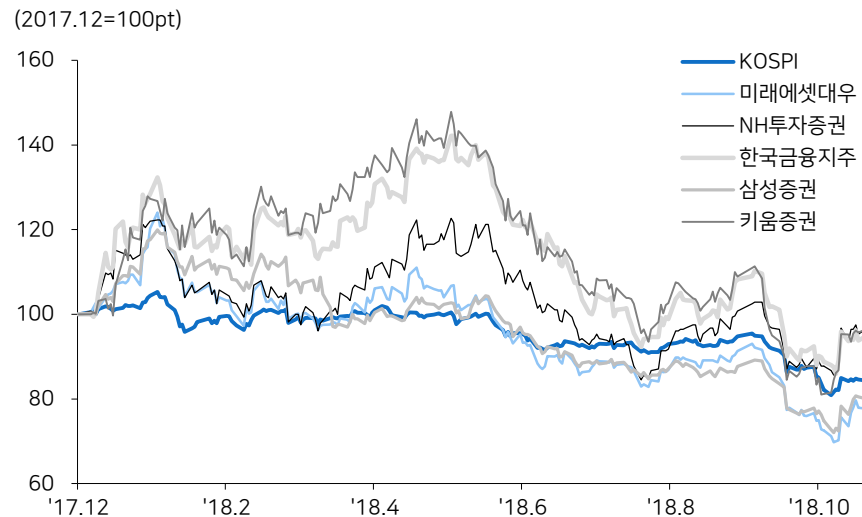
기업금융 규제 완화 진행 중,
리테일은 해외투자로

Neutral

2018년 Review

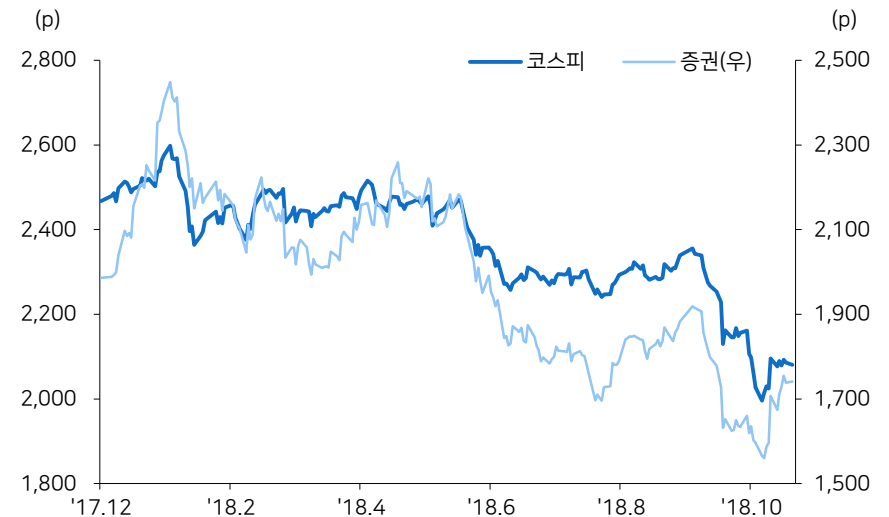
- 18년 상반기 증권업종 주가 상승의 주요 원인은 위험 자산 선호에 의한 리테일 자금 유입
- 일평균 거래대금 14조원, 신용잔고 12조원 사상 최대 수준 시현
- 하반기 들어 미중 무역분쟁 대두되며 증시 변동성 확대, 운용리스크 대두되며 증권업종 하락

커버리지 증권사 2018년 주가 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

KOSPI 및 증권지수



자료: KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

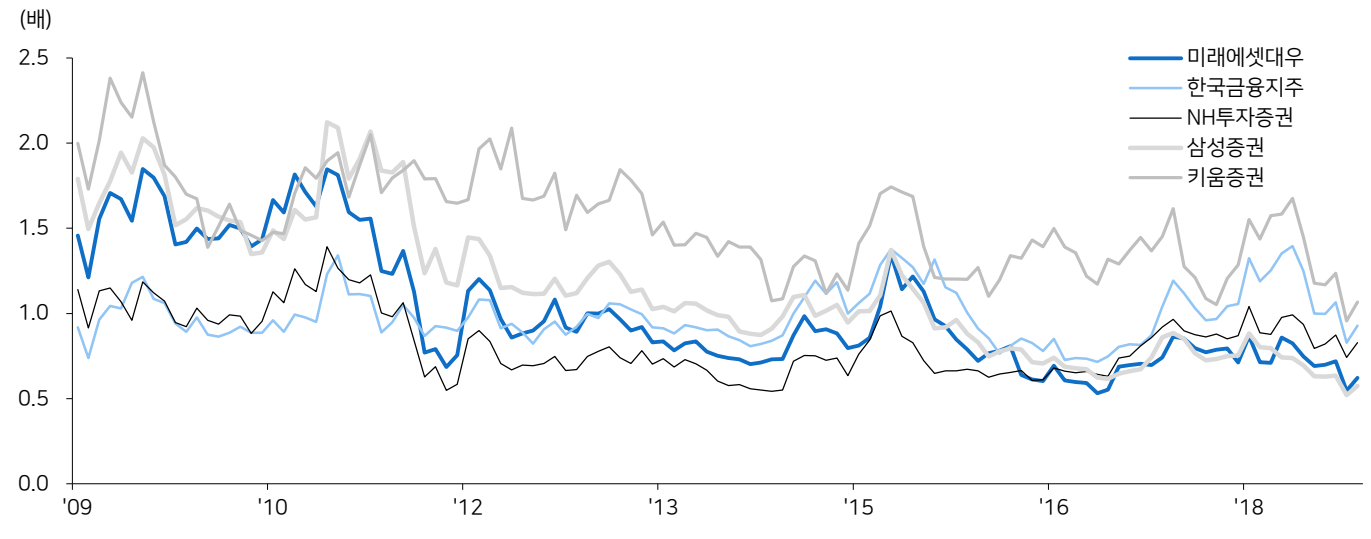
Valuation 역사적 저점 수준이나 추세적 반등에는 시간 필요

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 12
증권 Same but different

2018년 Review

- 거래대금 감소 및 증시 변동성에 대한 리스크 반영되어 증권사 PBR은 역사적 저점 수준이나
- 국내 경제성장률 둔화 및 증시 상승 기대감 약화되어 추세적 반등에는 시간이 필요
- 리테일 수익 증가가 주요 모멘텀이었던 18년과 달리 19년은 기업금융 관련 수익이 중요하며
- 리테일 부문 체질 개선을 위해서는 해외주식 영업이 중요해 지는 시점

커버리지 증권사 PBR



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

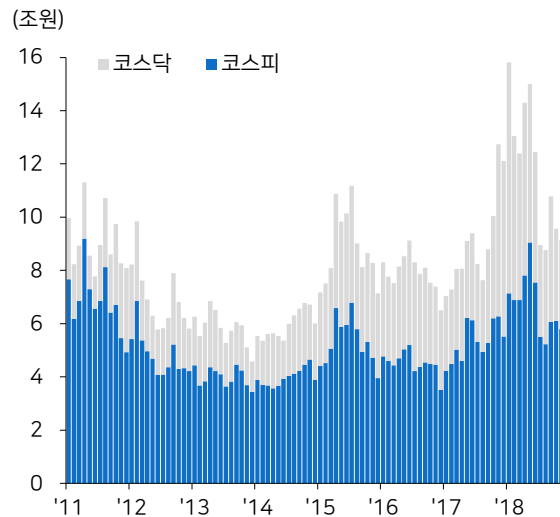
리테일 비즈니스, 해외투자 경쟁력이 점차 중요해지는 시점

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 12
증권 Same but different

리테일, 이제는 해외투자

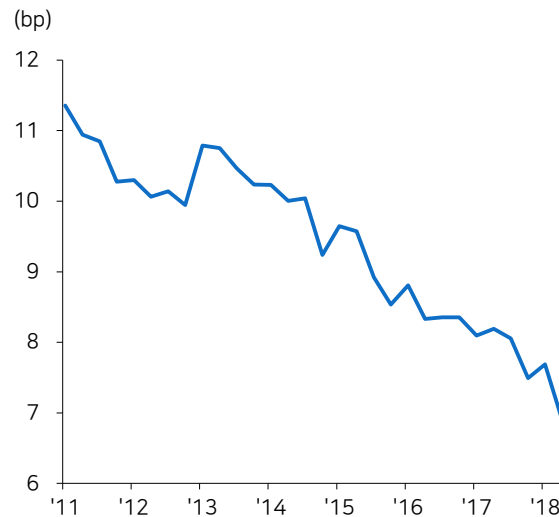
- 최근 일평균 거래대금 9조원 수준 유지되고 있으나 평균수수료를 하락세
- 18년 상반기 빠르게 증가하는 리테일 수요 흡수하기 위해 무료수수료 이벤트가 진행되었기 때문
- 해외주식 수수료 수입은 지속적으로 증가 중. 향후 해외주식 영업이 보다 중요해 지는 시점

일평균 거래대금



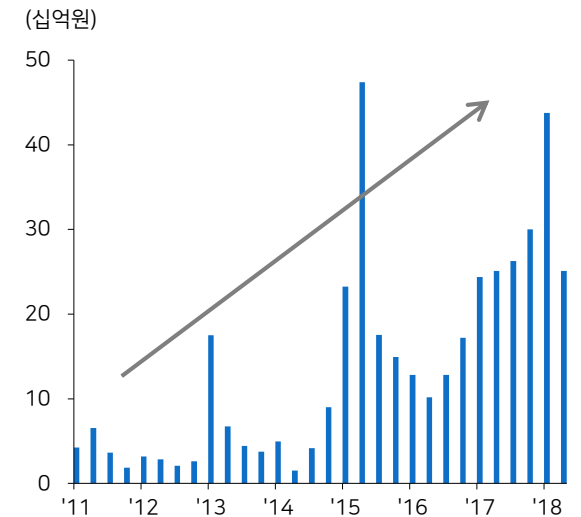
자료: KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 증권사 평균 수수료율



자료: FISS, 메리츠증권증권 리서치센터

국내증권사 외화증권 수수료 수입



자료: FISS, 메리츠증권증권 리서치센터

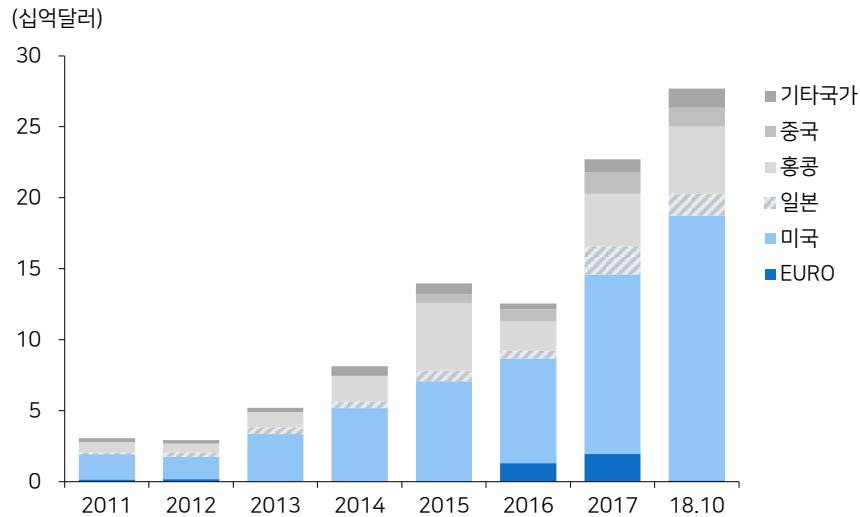
국내 경제성장률 둔화로 해외투자에 대한 관심 증대

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 12
증권 Same but different

리테일, 이제는 해외투자

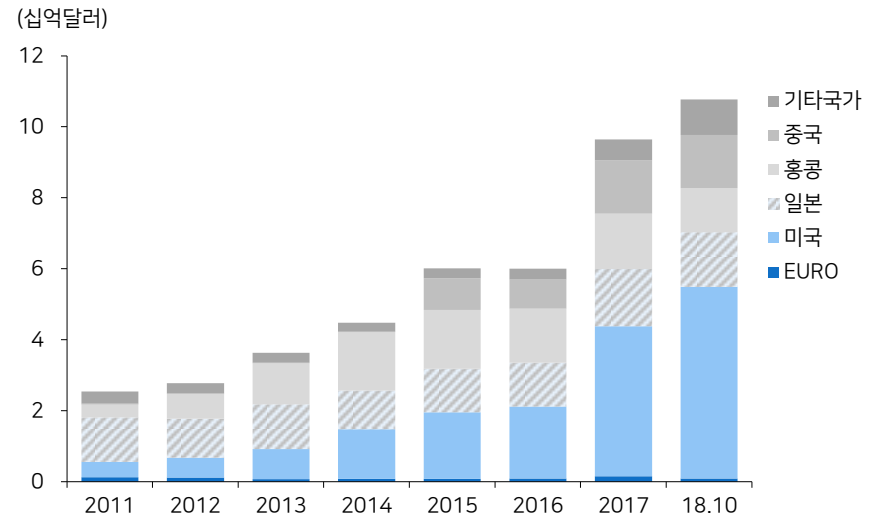
- 18년 10월말 기준 예탁결제원의 외화증권 보관금액은 10.7십억달러, 결제금액은 27.7십억달러
- 한국은행은 18년 경제성장률을 2.9%에서 2.7%로, 19년 성장률 2.8%에서 2.7%로 하향 조정
- 국내 경제성장률 둔화로 국내투자자의 해외투자에 대한 관심 지속될 전망

외화증권 예탁결제금액



자료: 예탁결제원, 메리츠증권증권 리서치센터

외화증권 예탁보관금액



자료: 예탁결제원, 메리츠증권증권 리서치센터

최저수수료 폐지, 통합증거금 등 해외주식 서비스 제공에 주력

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 12
증권 Same but different

리테일, 이제는 해외투자

- 이에 따라 국내 증권사들 해외 주식 거래 서비스에 주력하는 모습
- 10월 들어 주요국 해외주식 거래 시 최저 수수료 폐지, 통합증거금 서비스 등 제공

주요 증권사 해외주식 수수료율(미국, 온라인 기준)

증권사	수수료율 (%)	최소수수료
미래에셋대우	0.25	없음
NH투자증권	0.25	없음
KB증권	0.25	5달러
삼성증권	0.25	10달러
신한금융투자	0.25	10달러 소수점 주식구매시 최소수수료 면제
하나금융투자	0.25	5달러
대신증권	0.25	10달러 신규고객 1년간 수수료 면제
한국투자증권	0.2	5달러
키움증권	0.1	올해 말까지 없음
한화투자증권	0.1	올해 말까지 없음

자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

주요 증권사 해외 주식거래 서비스 현황

증권사	서비스대상 국가 수
미래에셋대우	33
한국투자증권	31
삼성증권	30
신한금융투자	28
하나금융투자	28
NH투자증권	27
KB증권	27
키움증권	9
이베스트투자증권	8
메리츠증권	7
대신증권	4
교보증권	3

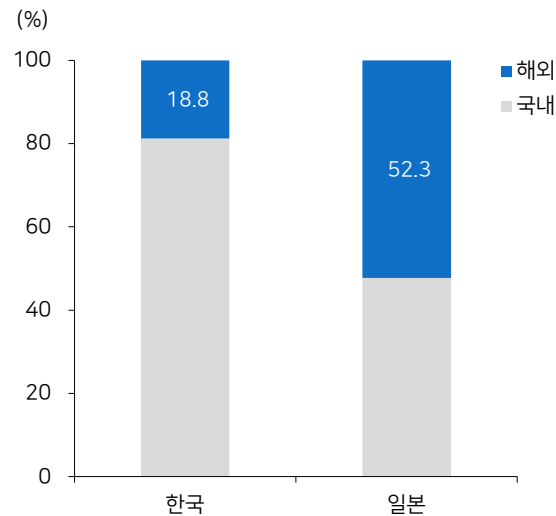
자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

저금리 저성장 이어진 일본의 경우 해외투자 활성화

리테일, 이제는 해외투자

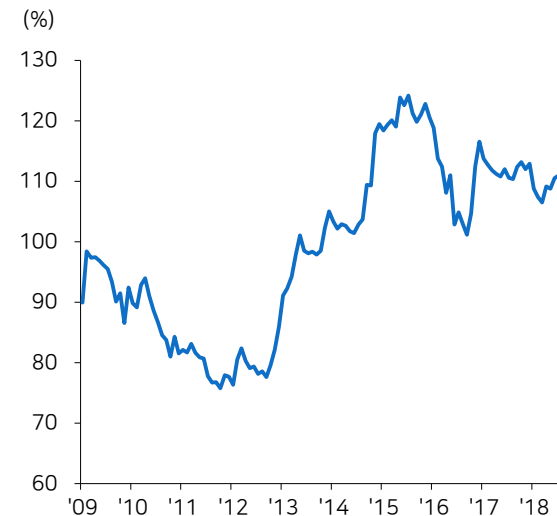
- 장기간 저금리 저성장을 이어온 일본의 경우 해외투자가 보다 활성화
- 일본의 경우 현금 비중이 높고 국내보다도 금융투자자산 비중이 적지만
- 금융투자자산 중에는 장기화된 엔저와 저금리로 해외채권 투자가 비교적 많은 편
- 외화예금이나 외화표시보험 투자 비중도 높은 편이며 증권사의 주 수입원 중 하나가 FX 거래 수수료

공모펀드의 국내 및 해외 비중



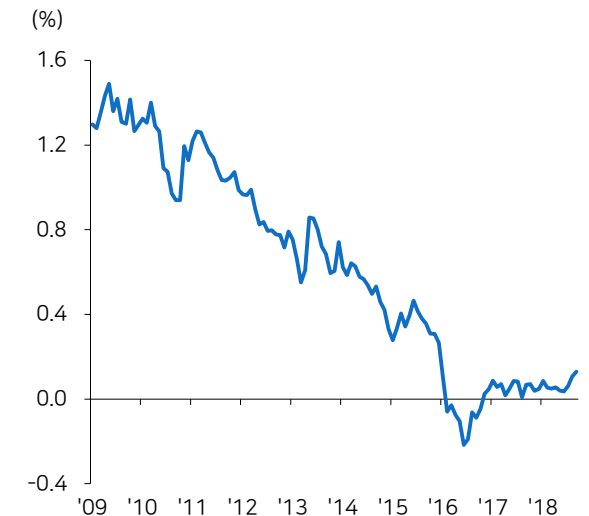
주: 한국 2018년 10월말, 일본 2017년 기준
자료: 금융투자협회, 일본투자신탁협회

엔/달러 환율



자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 정부채 10년



자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

거래세율 인하는 양도세 도입 가능성을 높여 해외주식 매력도 증대

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 12
증권 Same but different

리테일, 이제는 해외투자

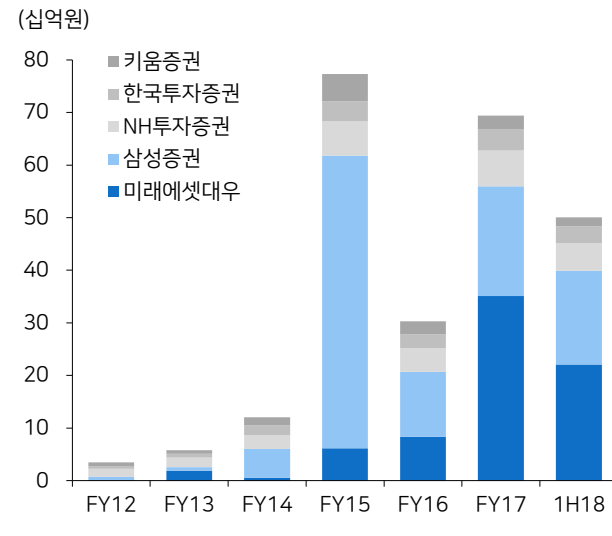
- 최근 언급 되고 있는 거래세율 인하는 향후 양도세 도입 가능성을 높이는 요소라고 판단
- 양도세가 도입되는 경우 비교적 우위 사라져 해외주식 거래가 보다 활성화될 가능성 있음
- 또한 기대수익률 하락으로 국내주식 장기 투자 확대, 개인 거래 비중 하락으로 이어질 전망
- 해외주식 수수료 부문의 강자는 미래에셋대우와 삼성증권. 전체 수수료 중 8~10%까지 비중 상승

주요 국가별 증권거래세율

국가	세율 (%)
네덜란드	없음
덴마크	없음
독일	없음
브라질	없음
스웨덴	없음
스위스	없음
일본	없음
싱가포르	0.2
영국	0.5
중국	0.1
홍콩	0.1
프랑스	0.2

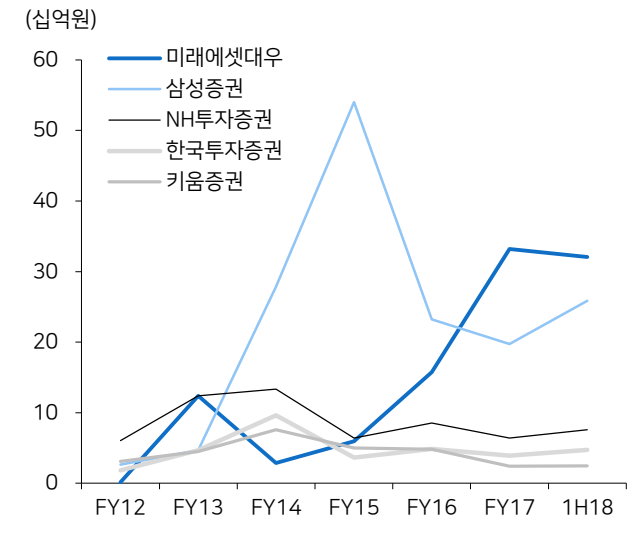
자료: 금융투자협회, 일본투자자신탁협회

회사별 외화증권 수수료



자료:FISS, 메리츠증권증권 리서치센터

수탁수수료 내 외화증권 수수료 비중



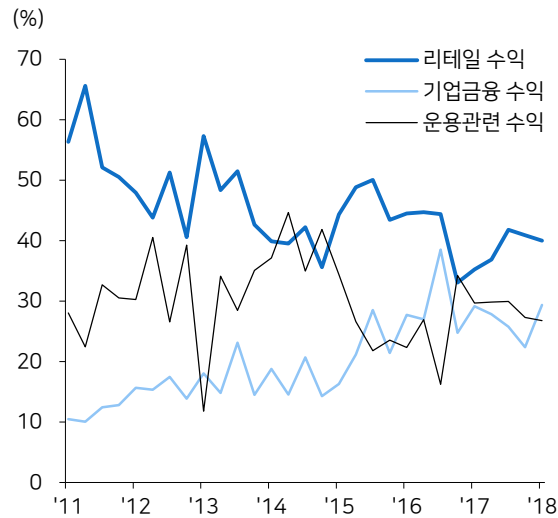
자료: FISS, 메리츠증권증권 리서치센터

NCR 제도 개선 이후 증권사 기업금융 체력 개선

규제 완화와 기업금융

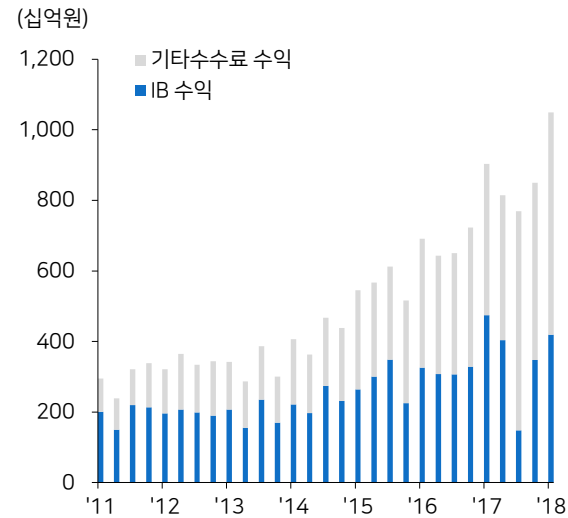
- 중개 업무에 치중해왔던 과거와 달리 최근 대형증권사의 기업금융 체력이 개선된 것이 사실
- 2015년 도입된 신NCR(영업용순자본-총위험액/필요유지자기자본)의 영향이 가시화된 것이라고 판단
- 통합감독그룹의 경우 자본비율에 구 NCR(영업용순자본/총위험액)을 적용하는 점은 불확실성 요인

국내증권사 수익 비중



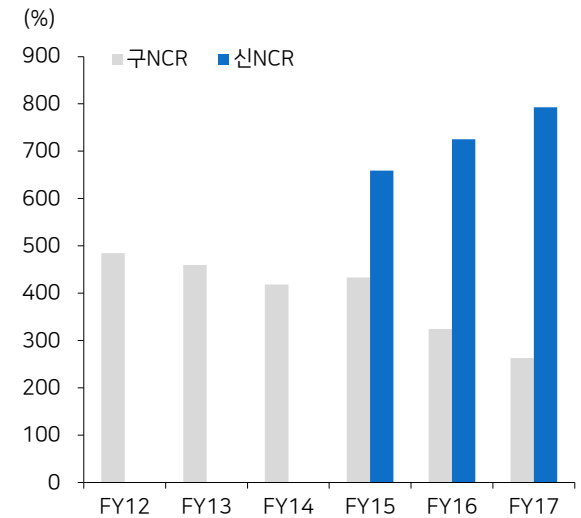
자료: FISS, 일본투자신탁협회

국내증권사 기업금융 관련 수익



자료: FISS, 메리츠증권증권 리서치센터

국내증권사 NCR



자료: FISS, 메리츠증권증권 리서치센터

발행어음, 신용한도 확대 또한 기업금융 활성화의 기반이 될 것

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 12
증권 Same but different

규제 완화와 기업금융

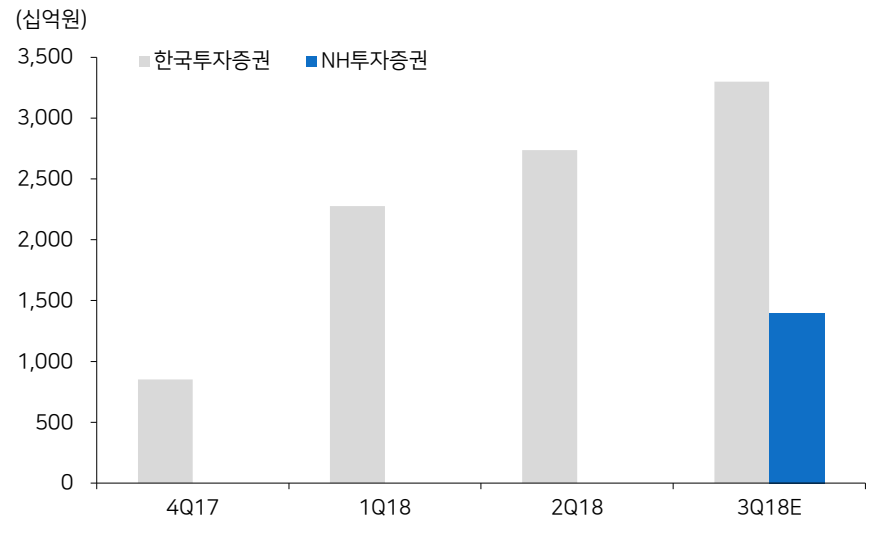
- 발행어음 비즈니스 및 신용공여 한도 200%로의 확대 또한 향후 기업금융 활성화의 기반이 될 전망
- 18년 3분기말 한국투자증권 3.3조원, NH투자증권 1.4조원 발행. 마진은 150~180bp
- 최대 자기자본 200%까지 발행 가능해 중장기적 주요 수익원이 될 수 있음
- 관련 자산은 주로 신용리스크에 노출되기 때문에 단기적인 시장 변동성에 영향이 제한적
- 최근에는 대형증권사의 해외투자 및 진출이 활발해져 우려와 기대가 공존

발행어음 및 IMA 비교

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

자료: 금융감독원, 메리츠증권증권 리서치센터

발행어음 잔고 추이



자료: FISS, 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

외화표시 발행어음 출시, 해외투자 기조에 긍정적

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 12
증권 Same but different

규제 완화와 기업금융

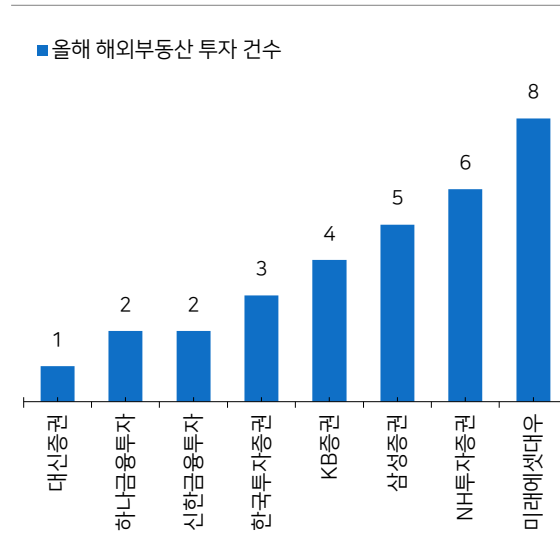
- 기획재정부는 9월 외환제도 개선방안을 발표하고 초대형증권사 외화표시 발행어음을 4분기부터 허용
- 발행어음 인가 받은 한국투자증권과 NH투자증권 외화발행어음 상품 출시 위해 준비 중
- 최근 늘어나는 증권사의 해외투자 및 사업에 외화환전 및 헤지 비용을 줄일 수 있고
- 리테일 해외주식투자자들에게도 매력 있는 상품이기에 때문에 리테일과 기업금융 시너지 기대

국내 증권사 주요 해외부동산 투자 현황

증권사	투자 부동산	금액 (억원)
미래에셋대우	홍콩 더 센터 빌딩	3,200
NH투자증권	런던 트 티올드베일리 빌딩	1,000
삼성증권	캐나다 호텔X	1,500
KB증권	아일랜드 더블린 페이스북 오피스빌딩	680
한국투자증권	벨기에 브뤼셀 외교부 청사 빌딩	4,878
신한금융투자	미국 코트야드메리어트호텔	400
하나금융투자	일본 시나가와 오피스 빌딩	1,200
대신증권	뉴욕 400 메디슨 에비뉴 빌딩	658

자료: 아시아투데이, 메리츠증권증권 리서치센터

18년 해외부동산 투자 건수



자료: 아시아투데이, 메리츠증권증권 리서치센터

외화표시 발행어음 출시 예정

발행사	한국투자증권, NH투자증권
외화	달러, 유로, 엔
출시 시기	연말
이자율	2%대 예상
구조	외화 입금, 외화로 원리금 수취
예금자보호	대상 아님
경쟁상품	은행 외화예금

자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

부동산신탁업 최대 3개사 인가할 예정

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 12
증권 Same but different

규제 완화와 기업금융

- 18년 10월 금융위원회는 10년만의 부동산 신탁회사 신규인가 추진방안을 발표
- 09년 이후 신규 진입 없이 11개사 체제를 유지해 현재 경쟁이 충분하지 않은 시장으로 평가
- 요건의 부합하는 경우 최대 3개사까지 인가할 예정
- 낮은 경쟁 강도에 비해 수익성 좋아 은행 및 증권사의 예비인가 경쟁률이 상당, 시너지 가능성 大

부동산신탁업 신규인가 추진방안

- 1 외부평가위원회 심사를 거쳐 금융위에서 인가회사 최종결정
- 2 경쟁력과 혁신성을 갖춘 업체(최대 3개사)에 신규 인가
- 3 차입형 토지신탁은 금번 인가 후 2년 경과사부터 영위 가능
- 4 심사항목은 법상 인가요건을 적용하고, 부동산신탁업의 특성을 감안하여 사업계획, 이해상충방지 대주주적합성을 중점심사

자료: 금융감독원, 메리츠증권리서치센터

부동산신탁회사 수탁고 추이

(조원)		13년말	14년말	15년말	16년말	17년말	% YoY
토지신탁	차입형	2.9	3.0	3.7	5.4	7.4	2.0 (37.0)
	관리형	25.0	28.1	34.6	41.7	48.6	6.9 (16.5)
관리신탁		2.0	3.0	2.6	2.5	2.7	0.2 (8.0)
처분신탁		7.9	6.3	6.2	6.8	5.8	-1.0 (-14.7)
담보신탁		75.9	79.7	86.0	91.6	105.2	13.6 (14.8)
분양관리신탁		4.4	4.9	6.3	7.8	8.8	1.0 (12.8)
합계		118.1	125.0	139.4	155.8	178.5	22.7 (14.6)

자료: 금융감독원, 메리츠증권리서치센터

그럼에도 ELS 운용 관련 리스크 여전히 남아있어

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 12
증권 Same but different

ELS 운용 리스크

- 다운사이드 리스크는 글로벌 증시 하락으로 인한 ELS 관련 운용 손실 가능성
- 2018년 상반기 홍콩H지수를 기초로하는 ELS 발행 비중이 71.1%, 발행 잔액 기준 35.0%으로 상승
- 15년 이후 미상환되었던 ELS가 H지수 상승에 힘입어 조기상환 및 재발행 되었고
- H지수 발행감축 자율 규제가 17년 종료되며 쏠림 현상이 재현

ELS 기초자산 발행현황

구분	ELS 발행액 (조원, %)	지수형 기초자산* (조원, %)					
		EuroStoxx 50	HSCEI (H지수)	S&P 500	KOSPI 200	Nikkei 225	HIS
1H17	35.6 (100.)	26.3 (73.9)	8.3 (23.3)	13.5 (37.9)	19.9 (55.9)	9.3 (26.1)	10.2 (28.7)
2H17	45.5 (100.0)	29.0 (63.7)	8.5 (18.7)	13.9 (30.5)	25.2 (55.4)	10.4 (22.9)	15.9 (34.9)
1H18	48.1 (100.0)	37.8 (78.6)	34.2 (71.1)	23.3 (48.4)	17.6 (36.6)	14.0 (29.1)	1.3 (2.7)

*2개 이상의 기초자산을 편입한 경우 각각의 기초자산을 중복하여 포함

홍콩 H지수와 유로스톡스50 기초 파생결합증권 발행잔액 추이

(조원)	HSCEI		Eurostoxx50*	
	금액	비중 (%)	금액	비중 (%)
2H16	33.9	33.3	33.9	33.3
1H17	27.4	27.4	27.4	27.4
2H17	13.3	14.5	13.3	14.5
1Q18	24.1	25.2	24.1	25.2
2Q18	35.4	35	35.4	35

* Eurostoxx50은 상대적으로 안정적인 선진국 지수로 이머징 지수인 H지수와 달리 급변할 가능성이 적어 H지수에 비해 쏠림에 대한 시장우려는 낮은편

자료: 금융감독원, 메리츠증권리서치센터

자료: 금융감독원, 메리츠증권리서치센터

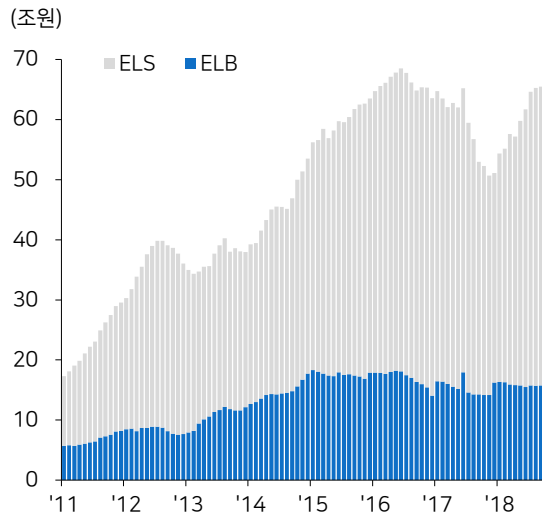
홍콩H지수 및 국내 금리 방향성이 중요한 변수

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 12
증권 Same but different

ELS 운용 리스크

- 향후 홍콩H지수와 국내 금리 방향성에 따라 운용손실 발생가능
- 15년 당시 H지수의 하락폭은 고점 대비 45.1% 수준, 18년은 고점 대비 22.6% 하락
- 다만 당시 금리 하락이 지속된 반면 최근에는 미국 발 금리 상승 기대감 있어 채권 관련 리스크 有

ELS/ELB 미상환 잔고



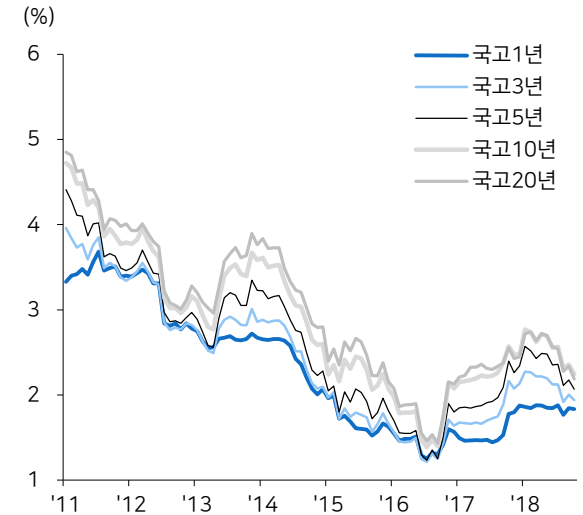
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

홍콩H지수



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

국내 금리



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Valuation

- 증권업 Neutral 제시, 경제성장률 둔화 및 증시 기대감 약화되어 추세적 반등에는 시간이 필요
- 리테일 수익 증가가 주요 모멘텀이었던 18년과 달리 19년은 기업금융 관련 수익이 중요하며
- 리테일 부문 체질 개선을 위해서는 해외주식 영업이 중요해 지는 시점이라고 판단
- 발행어음 사업 본격화되며 기업금융 시너지 가능한 한국금융지주와 NH투자증권을 Top picks으로 제시

증권업 Valuation

(%)	한국금융지주	NH투자증권	미래에셋대우	삼성증권	키움증권
2019 ROE	12.3	8.1	6.3	6.5	10.1
Growth Rate	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cost of Equity	11.9	10.1	9.1	10.0	10.0
Risk Free Rate	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Risk Premium	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2
Beta	1.39	1.14	1.03	1.13	1.12
이론 PBR (배)	1.04	0.78	0.64	0.61	1.02
PBR Premium (%)	10.0%	20.0%	5.0%	0%	5%
적정 PBR (배)	1.14	0.93	0.67	0.61	1.07
2019 BPS (원)	83,458	17,824	12,408	54,902	92,044
이론 주가 (원)	95,002	16,659	8,323	33,731	98,366
적정주가 (원)	95,000	17,000	8,300	34,000	98,000
	20.8% 하향	17.1% 하향	33.6% 하향	34.6% 하향	24.6% 하향

자료: 메리츠증권리서치센터

Coverage Valuation table

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 12
증권 Same but different

Valuation

		Top Picks		관심종목		
		한국금융지주	NH투자증권	미래에셋대우	삼성증권	키움증권
Code No.		071050KS	005940KS	006800KS	016360KS	039490KS
투자의견		Buy	Buy	Trading buy	Trading buy	Trading buy
적정주가(원)		95,000	17,000	8,300	34,000	98,000
현재가(11/14, 원)		65,000	12,950	6,840	29,100	81,400
상승여력(%)		46.2	31.3	21.3	16.8	20.4
당기순이익 (십억원)	2016	279.7	236.1	39.6	174.2	179.9
	2017	509.3	350.1	503.2	271.4	240.2
	2018E	612.4	431.6	535.6	356.0	270.3
	2019E	568.7	423.1	527.1	310.2	227.4
ROE(%)	2016	8.5	5.1	0.7	4.7	15.3
	2017	14.1	7.4	7.2	6.6	17.2
	2018E	14.8	8.7	6.9	7.9	14.7
	2019E	12.3	8.1	6.3	6.5	10.1
ROA(%)	2016	0.8	0.6	0.1	0.5	2.4
	2017	1.2	0.8	0.7	0.8	2.3
	2018E	1.1	0.9	0.5	0.9	1.9
	2019E	0.8	0.8	0.5	0.8	1.3
BPS(원)	2016	57,842	15,497	12,791	50,068	56,278
	2017	66,018	16,138	12,999	49,408	68,988
	2018E	75,471	17,035	11,891	51,384	83,046
	2019E	83,458	17,824	12,480	54,902	92,044
EPS(원)	2016	4,790	789	76	2,280	8,142
	2017	8,721	1,170	889	3,040	10,870
	2018E	10,487	1,442	776	3,986	10,645
	2019E	9,738	1,414	764	3,473	8,955
PBR(배)	2016	0.72	0.62	0.57	0.63	1.28
	2017	1.05	0.86	0.71	0.74	1.27
	2018E	0.86	0.76	0.58	0.57	0.98
	2019E	0.78	0.73	0.55	0.53	0.88
PER(배)	2016	8.7	12.2	94.9	13.9	8.8
	2017	7.9	11.9	10.3	12.0	8.1
	2018E	6.2	9.0	8.8	7.3	7.6
	2019E	6.7	9.2	9.0	8.4	9.1

자료: 메리츠증권리서치센터

기업분석

종목	투자판단	적정주가
한국금융지주(071050)	Buy	95,000원
NH투자증권(005940)	Buy	17,000원
미래에셋대우(006800)	Trading Buy	8,300원
삼성증권(016360)	Trading Buy	34,000원
키움증권(039490)	Trading Buy	98,000원

한국금융지주(071050) 증권주 내 최선의 대안

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

Buy

적정주가 (12개월)	95,000원	
현재주가 (11. 14)	65,000원	
상승여력	46.2%	
KOSPI	2,068.05pt	
시가총액	36,222원	
발행주식수	5,573만주	
유동주식비율	74.38%	
외국인비중	35.10%	
52주 최고/최저가	98,100원/59,300원	
평균거래대금	138.8억원	
주요주주(%)		
김남구 외 2 인	20.26	
국민연금	9.50	
Orbis Investment	5.30	
주가상승률(%)		
	절대주가	상대주가
1개월	2.5	7.2
6개월	-32.3	-18.9
12개월	-4.1	17.1
주가그래프		



한국투자증권 발행어음 비즈니스, 손익 기여 본격화

- 발행어음 잔고 18년 말 약 4조원 추정되며, 19년 말 잔고 6조원 발행 계획
- 관련 마진 180bp 시현 중. 이를 적용 시 연간 900억원의 손익 기여 가능
- 증시 불안정한 환경에도 안정적인 이자 마진이 확보되어 손익 방어 가능할 전망

한국카카오은행 19년 흑자 전환 등 안정적인 자회사 실적 기대

- 한국카카오은행 빠른 대출 성장으로 (3Q18 8조원) BEP 달성 기대
- 한국투자파트너스 18년 IFRS9 도입 영향 있어 19년 손익 감소하겠으나 안정적인 수준 유지 전망
- 한국투자캐피탈 부동산 담보대출 sell down 지속하고 있어 리스크 줄이면서도 안정적 손익 시현 전망

투자의견 Buy 유지, 적정주가 95,000원으로 하향

- 증시 불확실성 우려 대두되어 Brokerage 및 운용 손익 감소 전망되어 실적 하향 조정
- 적정 PBR 1.14배에 2019E BPS 83,458원 적용해 적정주가 20.8% 하향 조정
- 한국투자증권의 기업금융, 발행어음 시너지 기대되고 안정적인 자회사 손익 전망되어 Buy 유지

(십억원)	순영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	998.0	361.9	279.7	4,790	-13.7	57,842	8.7	0.7	8.5	1.9
2017	1,446.6	651.1	509.3	8,721	82.1	66,018	7.9	1.0	14.1	2.3
2018E	1,605.4	707.3	612.4	10,487	20.3	75,471	6.2	0.9	14.8	3.0
2019E	1,619.1	674.5	568.7	9,738	-7.1	83,458	6.7	0.8	12.3	2.7
2020E	1,721.3	747.0	594.1	10,173	4.5	91,871	6.4	0.7	11.6	2.9

Valuation table 및 실적 추정 변경

Valuation

- 증시 불확실성 우려로 시장리스크 반영하고 Brokerage 및 운용 손익 감소 전망되어 실적 하향 조정
- 한국투자증권의 기업금융, 발행어음 시너지 기대되고 안정적인 자회사 손익 전망되어 Buy 유지
- 부동산 금융에 강점이 있는 동사 특성상 신탁업 인가 시 시너지 기대
- 적정 PBR 1.14배에 2019E BPS 83,458원 적용해 적정주가 20.8% 하향 조정

Valuation table

(%)	한국금융지주
2019 ROE	12.3
Growth Rate	1.0
Cost of Equity	9.1
Risk Free Rate	1.9
Risk Premium	7.2
업종 Beta	1.39
이론 PBR (배)	1.04
PBR Premium	10.0
적정 PBR (배)	1.14
2019 BPS (원)	83,458
이론 주가 (원)	95,022
적정주가 (원)	95,000
	20.8% 하향

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
순이익	602.0	610.1	612.4	568.7	1.7	-6.8
EPS (원)	10,309	10,448	10,487	9,738	1.7	-6.8
BPS (원)	72,962	81,476	75,471	83,458	3.4	2.4
ROE (%)	14.8	13.5	14.8	12.3	0.0	-1.3

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

한국금융지주 (071050)

Income Statement(한국투자증권 별도 기준)					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
순영업수익	765.3	1,135.9	1,211.2	1,201.3	1,296.8
Brokerage 수익	251.7	259.8	284.5	217.6	216.5
IB 수익	117.6	141.6	141.2	145.5	146.2
금융상품판매수익	57.6	70.3	84.7	89.2	94.6
자산관리수수료	45.6	49.6	58.6	63.2	65.8
기타수수료 수익	78.5	109.1	134.8	132.5	132.0
수수료비용	97.6	99.1	105.0	82.5	82.1
상품운용손익	7.7	211.9	101.6	92.7	123.6
이자손익	340.2	392.5	508.9	541.2	598.1
기타 손익	-35.9	0.2	1.8	1.9	1.9
판매관리비	465.5	532.5	578.8	586.9	602.0
영업이익	299.8	603.5	632.5	614.5	694.8
영업외 손익	6.5	-12.5	1.2	-1.8	-3.9
세전이익	306.3	591.0	633.7	612.7	690.9
법인세비용	62.6	118.7	153.6	164.2	185.2
당기순이익	243.7	472.3	480.2	448.5	505.7

Balance Sheet(한국투자증권 별도 기준)					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산 총계	32,824.7	37,545.1	42,438.5	45,092.7	47,959.5
현금 및 예치금	7,992.1	6,273.6	7,234.9	7,733.9	8,274.9
유가증권	20,728.6	25,690.9	28,146.0	29,906.3	31,807.6
대출채권	1,997.2	3,352.0	4,149.2	4,408.7	4,689.0
유형자산	329.0	301.0	296.9	296.9	296.9
기타자산	1,777.9	1,927.6	2,611.5	2,746.9	2,891.0
부채 총계	28,752.1	33,303.4	38,056.2	40,366.7	42,837.0
예수부채	3,661.0	3,342.5	4,179.8	4,524.4	4,897.3
차입부채	12,271.9	15,054.5	15,966.5	16,614.8	17,289.5
발행사채	780.0	700.0	899.4	899.4	899.4
기타부채	12,039.2	14,206.4	17,010.4	18,328.0	19,750.8
자본 총계	4,072.7	4,241.8	4,382.3	4,726.1	5,122.5
자본금	175.7	175.7	175.7	175.7	175.7
자본잉여금	3,052.7	3,052.7	3,052.7	3,052.7	3,052.7
이익잉여금	713.8	815.9	974.3	1,318.0	1,714.4
기타자본	130.4	197.5	179.6	179.6	179.6

Financial Statement (한국금융지주 연결 기준)					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
순영업수익	998.0	1,446.6	1,605.4	1,619.1	1,721.3
수수료 손익	612.2	656.2	728.6	688.0	700.5
이자 손익	447.9	562.9	809.5	857.1	916.5
상품운용손익	-23.2	257.3	99.3	111.6	142.2
판매비	636.1	795.5	898.1	944.6	974.3
영업이익	361.9	651.1	707.3	674.5	747.0
세전이익	366.3	642.0	844.1	798.9	868.7
당기순이익	271.1	462.1	613.5	584.0	635.0
지배주주	279.7	509.3	612.4	568.7	594.1
자산	37,318.2	48,743.0	63,443.5	79,158.7	98,884.6
현금 및 예치금	6,063.8	5,091.7	7,429.9	9,270.4	11,580.5
유가증권	24,580.6	29,491.5	36,631.1	45,704.8	57,094.1
대출채권	5,348.3	12,250.4	16,936.1	21,131.3	26,397.1
부채	33,818.7	44,606.7	58,555.1	73,791.0	92,991.2
자본(지배주주)	3,499.5	4,136.3	4,888.4	5,367.7	5,893.4

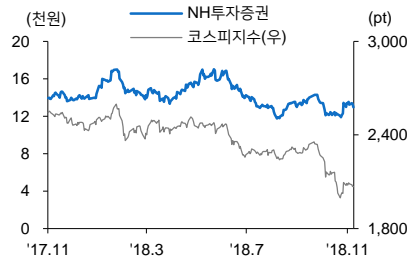
Key Financial Data					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	4,790	8,721	10,487	9,738	10,173
BPS	57,842	66,018	75,471	83,458	91,871
DPS	800	1,600	1,924	1,787	1,866
밸류에이션 (배)					
PER	8.7	7.9	6.2	6.7	6.4
PBR	0.7	1.0	0.9	0.8	0.7
수익성					
ROE	8.5	14.1	14.8	12.3	11.6
ROA	0.8	1.2	1.1	0.8	0.7
배당지표					
배당성향	15.1	16.6	16.6	16.6	16.6
배당수익률	1.9	2.3	3.0	2.7	2.9
안정성					
순자본비율	1,602.6	1,469.9	1,353.1	1,221.2	1,081.6
레버리지비율	806.0	885.1	968.4	954.1	936.3

NH투자증권(005940) 기업금융의 강자, 발행어음과 시너지 지속 전망

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

Buy

적정주가 (12개월)	17,000원	
현재주가 (11. 14)	12,950원	
상승여력	31.3%	
KOSPI	2,068.05pt	
시가총액	36,442억원	
발행주식수	28,141만주	
유동주식비율	50.42%	
외국인비중	13.46%	
52주 최고/최저가	17,050원/11,750원	
평균거래대금	126.0억원	
주요주주(%)		
농협금융지주 외 2인	49.11	
국민연금	11.18	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	4.9	9.6
6개월	-23.8	-8.8
12개월	-8.5	11.8
주가그래프		



발행어음 2호 초대형 투자은행 19년 말 4조원 발행 계획 중

- 발행어음 업무 7월 시작해, 연말까지 2조원 발행 계획, 19년 말 4조원으로 매년 2조원 발행 예정
- 최근 관련 마진 약 150bp 수준. 이 경우 연간 손익 450억원 기여 가능
- 증시 불안정한 환경에도 안정적인 이자 마진이 확보되어 손익 방어 가능

전통적 기업금융 강자, 리테일 비중 적고 ELS 자체헤지 비중 작아

- 18년 평생 무료수수료 이벤트로 리테일 고객 증가했으나 여전히 전체 수익 비중은 타사 대비 적은 상황
- 과거 손실 경험을 통해 ELS 자체헤지 비중 25%로 적어 글로벌 증시 불확실성에 따른 리스크 제한

투자이견 Buy 유지, 적정주가 17,000원으로 하향

- 증시 불확실성 우려 대두되어 Brokerage 및 운용 손익 감소 전망되어 실적 하향 조정하나
- 발행어음 시너지, 비교적 적은 리테일 비중, ELS 자체헤지 비중 적은 점 긍정적으로 평가해 Buy 유지
- 적정 PBR 0.93배에 2019E BPS 17,824원 적용해 적정주가 17.1% 하향 조정

(십억원)	순영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	934.8	301.9	236.1	789	9.8	15,497	12.2	0.6	5.1	4.1
2017	1,168.4	459.2	350.1	1,170	48.3	16,138	11.9	0.9	7.4	3.6
2018E	1,311.0	599.7	431.6	1,442	23.3	17,035	9.0	0.8	8.7	4.8
2019E	1,310.1	576.4	423.1	1,414	-2.0	17,824	9.2	0.7	8.1	4.7
2020E	1,454.1	694.5	511.5	1,709	20.9	18,920	7.6	0.7	9.3	5.6

Valuation table 및 실적 추정 변경

Valuation

- 증시 불확실성 우려로 시장리스크 반영하고 Brokerage 및 운용 손익 감소 전망되어 실적 하향 조정
- 18년 7월부터 시작된 발행어음과 기업금융 시너지 기대되어 Buy 유지
- 비교적 리테일 비중과 ELS 자체 헤지 비중이 적어 관련 리스크 영향 덜 받는 점 긍정적으로 평가
- 적정 PBR 0.93배에 2019E BPS 17,824원 적용해 적정주가 17.1% 하향 조정

Valuation table

(%)	NH투자증권
2019 ROE	8.1
Growth Rate	1.0
Cost of Equity	10.1
Risk Free Rate	1.9
Risk Premium	7.2
업종 Beta	1.14
이론 PBR (배)	0.78
PBR Premium	20.0
적정 PBR (배)	0.93
2019 BPS (원)	17,824
이론 주가 (원)	16,659
적정주가 (원)	17,000
	17.1% 하향

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
순이익	458.0	494.7	431.6	423.1	-5.8	-14.5
EPS (원)	1,530	1,653	1,442	1,414	-5.8	-14.5
BPS (원)	17,070	18,063	17,035	17,824	-0.2	-1.3
ROE (%)	9.2	9.4	8.7	8.1	-0.5	-1.3

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

NA투자증권 (005940)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
순영업수익	934.8	1,168.4	1,311.0	1,310.1	1,454.1
Brokerage수익	328.8	334.6	392.2	292.6	291.2
IB수익	95.4	110.3	119.2	121.0	130.7
금융상품판매수익	31.0	36.7	54.0	54.0	57.3
자산관리수수료	29.6	28.1	31.1	31.7	33.0
기타수수료수익	167.7	169.5	184.9	181.5	180.1
수수료비용	104.5	110.8	140.3	124.6	124.0
상품운용손익	-254.3	36.2	39.0	-1.4	61.3
이자손익	605.6	583.0	657.7	779.1	850.2
기타손익	35.4	-19.3	-26.8	-23.8	-25.7
판매관리비	632.8	709.2	711.3	733.7	759.6
영업이익	301.9	459.2	599.7	576.4	694.5
영업외손익	0.0	-16.7	-19.1	-13.3	-13.9
세전이익	302.0	442.5	580.6	563.0	680.6
법인세비용	65.7	92.9	149.8	141.3	170.8
당기순이익	236.2	349.6	430.7	421.7	509.8
지배주주	236.1	350.1	431.6	423.1	511.5

Key Financial Data I

(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성					
자산	3.0	2.1	15.4	5.9	6.1
부채	3.1	1.9	16.6	6.0	6.1
예수부채	19.9	29.9	32.6	8.2	8.2
차입부채	-6.1	-1.8	3.2	4.1	4.1
자본(지배주주)	2.1	4.1	5.6	4.6	6.1
순영업손익	-13.2	25.0	12.2	-0.1	11.0
Brokerage 수익	-17.9	1.8	17.2	-25.4	-0.5
순이자손익	-2.5	-3.7	12.8	18.5	9.1
판매비	-17.0	12.1	0.3	3.1	3.5
영업이익	-3.9	52.1	30.6	-3.9	20.5
당기순이익(지배)	9.8	48.3	23.3	-2.0	20.9
수익성					
영업이익률	32.3	39.3	45.7	44.0	47.8
판매비율	67.7	60.7	54.3	56.0	52.2

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	42,970.6	43,892.7	50,655.8	53,647.3	56,926.5
현금 및 예치금	6,269.9	6,135.9	6,182.6	5,957.3	5,574.4
유가증권	30,763.2	30,184.1	35,261.2	37,343.5	39,626.1
대출채권	3,932.4	4,842.5	5,858.3	6,204.3	6,583.5
유형자산	359.9	353.8	347.6	344.3	341.2
기타자산	1,645.2	2,376.5	3,006.1	3,797.8	4,801.2
부채총계	38,321.8	39,056.5	45,552.0	48,307.2	51,258.4
예수부채	2,372.1	3,080.6	4,086.0	4,422.8	4,787.4
차입부채	15,274.8	14,993.8	15,478.1	16,106.6	16,760.6
발행사채	1,897.6	3,499.9	2,856.8	2,856.8	2,856.8
기타부채	18,777.3	17,482.2	23,131.2	24,921.0	26,853.7
자본총계	4,648.8	4,836.2	5,103.8	5,340.1	5,668.1
지배주주지분	4,638.8	4,830.6	5,099.0	5,335.3	5,663.3
자본금	1,531.3	1,531.3	1,531.3	1,531.3	1,531.3
자본잉여금	1,538.4	1,539.2	1,537.3	1,537.3	1,537.3
이익잉여금	1,384.6	1,613.6	1,903.0	2,139.3	2,467.3
기타자본	184.6	146.6	127.4	127.4	127.4

Key Financial Data II

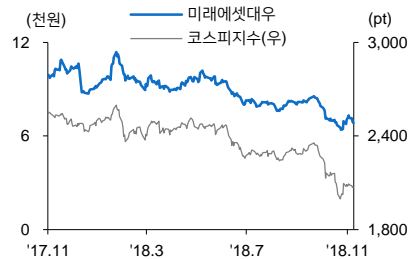
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	789	1,170	1,442	1,414	1,709
BPS	15,497	16,138	17,035	17,824	18,920
DPS	400	500	616	604	731
밸류에이션 (배)					
PER	12.2	11.9	9.0	9.2	7.6
PBR	0.6	0.9	0.8	0.7	0.7
수익성					
ROE	5.1	7.4	8.7	8.1	9.3
ROA	0.6	0.8	0.9	0.8	0.9
배당지표					
배당성향	47.5	40.1	40.1	40.1	40.1
배당수익률	4.1	3.6	4.8	4.7	5.6
안정성					
순자본비율	1,341.9	1,811.2	1,719.7	1,627.5	1,566.0
레버리지비율	842.5	810.7	886.5	897.3	897.1

미래에셋대우(006800) 적극적 위험 인수, 글로벌 경기 불확실성에 우려

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

Trading buy

적정주가 (12개월)	8,300원	
현재주가 (11. 14)	6,840원	
상승여력	21.3%	
KOSPI	2,068.05pt	
시가총액	45,029억원	
발행주식수	65,832만주	
유동주식비율	63.95%	
외국인비중	12.88%	
52주 최고/최저가	11,400원/6,410원	
평균거래대금	144.6억원	
주요주주(%)		
미래에셋캐피탈 외 31 인	19.12	
국민연금	9.99	
네이버	7.20	
주가상승률(%)		
	절대주가	상대주가
1개월	-4.5	-0.1
6개월	-32.9	-19.7
12개월	-30.4	-14.9
주가그래프		



해외 주식 Brokerage 비중 높은 점 긍정적이거나

- 해외주식 잔고 17년 말 3.2조원에서 4.8조원으로 증가하며 업계 1위 규모
- 해외주식 Brokerage는 높은 수수료율 뿐 아니라 환전 스프레드까지 확보 가능
- 다만, 리테일 기반이 좋은 동사 특성상 위험자산 선호도 약화 영향도 많다고 판단

적극적 위험 인수, 국내외 PI 전략 추구하고 있어 글로벌 경기 불확실성에 따른 리스크 우려

- IB 등 투자 자산 규모 3.7조원, 신규 투자 예정 및 검토 규모 2.3조원으로 적극적 투자 집행 중
- 적절한 위험관리로 진행되겠으나 향후 글로벌 경기 불확실성으로 우려 대두될 수 있음

투자의견 Trading buy 하향, 적정주가 8,300원으로 하향

- 적극적 위험 인수 및 PI 전략을 추구하고 있어 글로벌 경기 불확실성에 대한 리스크 우려됨
- 단기적으로는 금융감독원 종합검사 결과, 통합 감독 그룹 도입 등 불확실성 해소가 필요
- 적정 PBR 0.67배에 2019E BPS 12,480원 적용해 적정주가 33.6% 하향, 투자의견 Trading buy 제시

(십억원)	순영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	795.9	3.6	39.6	76	-91.4	12,791	94.9	0.6	0.7	0.7
2017	1,711.9	627.8	503.2	889	1,065.6	12,999	10.3	0.7	7.2	2.4
2018E	1,766.8	664.4	535.6	776	-12.7	11,891	8.8	0.6	6.9	2.9
2019E	1,778.4	694.2	527.1	764	-1.6	12,480	9.0	0.5	6.3	2.9
2020E	1,791.3	705.0	534.8	775	1.5	13,078	8.8	0.5	6.1	2.9

Valuation table 및 실적 추정 변경

Valuation

- 증시 불확실성 우려로 시장리스크 반영하고 Brokerage 및 운용 손익 감소 전망되어 실적 하향 조정
- 적극적 위험 인수 및 PI 전략을 추구하고 있어 글로벌 경기 불확실성에 대한 리스크 우려
- 단기적으로는 금융감독원 종합검사 결과, 통합 감독 그룹 도입 등 불확실성 해소가 필요
- 적정 PBR 0.67배에 2019E BPS 12,480원 적용해 적정주가 33.6% 하향, 투자의견 Trading buy 제시

Valuation table

(%)	미래에셋대우
2019 ROE	6.3
Growth Rate	1.0
Cost of Equity	10.5
Risk Free Rate	1.9
Risk Premium	7.2
업종 Beta	1.03
이론 PBR (배)	0.64
PBR Premium	5.0
적정 PBR (배)	0.67
2019 BPS (원)	12,480
이론 주가 (원)	8,323
적정주가 (원)	8,300
	33.6% 하향

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
순이익	648.2	611.5	535.6	527.1	-17.4	-13.8
EPS (원)	929	876	776	764	-16.4	-12.8
BPS (원)	11,844	12,501	11,891	12,480	0.4	-0.2
ROE (%)	8.3	7.2	6.9	6.3	-1.4	-0.9

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

미래에셋대우 (006800)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
순영업수익	795.9	1,711.9	1,766.8	1,778.4	1,791.3
Brokerage수익	311.9	432.3	586.0	449.9	447.7
IB수익	123.4	90.4	108.4	105.3	108.0
금융상품판매수익	78.1	89.1	87.9	88.3	93.7
자산관리수수료	77.9	67.5	91.0	93.9	97.7
기타수수료수익	80.0	216.0	271.7	284.5	282.3
수수료비용	127.1	161.0	190.0	177.9	177.0
상품운용손익	-454.4	272.3	112.1	232.5	236.9
이자손익	541.0	571.3	595.7	628.0	627.1
기타손익	165.2	134.1	104.0	73.9	75.0
판매관리비	792.3	1,084.2	1,102.4	1,084.2	1,086.3
영업이익	3.6	627.8	664.4	694.2	705.0
영업외손익	17.0	37.0	23.0	27.5	27.2
세전이익	20.6	664.7	687.4	721.7	732.1
법인세비용	4.6	159.8	143.9	180.4	183.0
당기순이익	16.0	504.9	543.5	541.3	549.1
지배주주	39.6	503.2	535.6	527.1	534.8

Key Financial Data I					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2018E
성장성					
자산	N/A	58.2	19.8	4.9	5.0
부채	N/A	64.5	20.6	4.9	5.0
예수부채	N/A	24.1	23.0	8.2	8.2
차입부채	N/A	160.7	24.5	4.1	4.1
자본(지배주주)	N/A	10.9	11.5	5.0	4.8
순영업손익	-20.8	N/A	3.2	0.7	0.7
Brokerage 수익	-13.5	N/A	35.6	-23.2	-0.5
순이자손익	36.3	N/A	4.3	5.4	-0.1
판매비	31.7	N/A	1.7	-1.7	0.2
영업이익	-99.1	N/A	5.8	4.5	1.5
당기순이익(지배)	-86.8	N/A	6.4	-1.6	1.5
수익성					
영업이익률	0.5	36.7	37.6	39.0	39.4
판매비율	99.5	63.3	62.4	61.0	60.6

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	57,269.9	90,626.1	108,602.3	113,955.7	119,598.9
현금 및 예치금	5,137.9	4,954.7	14,008.8	14,855.3	15,753.2
유가증권	41,919.7	39,104.8	40,575.7	42,575.8	44,684.2
대출채권	4,421.6	35,745.0	41,601.3	43,652.0	45,813.7
유형자산	1,462.8	1,339.2	1,337.7	1,337.7	1,337.7
기타자산	4,327.8	9,482.5	11,078.8	11,534.9	12,010.0
부채총계	50,609.6	83,243.7	100,361.3	105,308.3	110,539.2
예수부채	4,125.1	5,118.9	6,298.2	6,817.3	7,379.3
차입부채	18,947.3	49,390.2	61,503.4	64,000.7	66,599.4
발행사채	2,725.6	3,085.5	3,356.7	3,356.7	3,356.7
기타부채	24,811.5	25,649.1	29,203.0	31,133.5	33,203.8
자본총계	6,660.3	7,382.4	8,241.0	8,647.5	9,059.7
지배주주지분	6,631.5	7,354.6	8,202.4	8,608.8	9,021.0
자본금	3,402.0	3,402.0	4,102.0	4,102.0	4,102.0
자본잉여금	1,878.7	2,164.6	2,153.9	2,153.9	2,153.9
이익잉여금	1,398.0	1,875.0	2,194.5	2,601.0	3,013.2
기타자본	-47.2	-87.0	-248.0	-248.0	-248.0

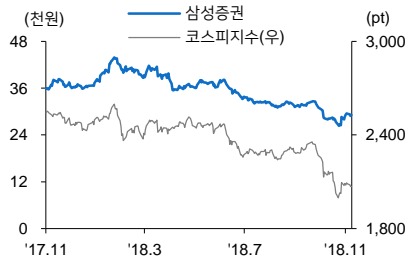
Key Financial Data II					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	76	889	776	764	775
BPS	12,791	12,999	11,891	12,480	13,078
DPS	50	220	198	195	198
밸류에이션 (배)					
PER	94.9	10.3	8.8	9.0	8.8
PBR	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5
수익성					
ROE	0.7	7.2	6.9	6.3	6.1
ROA	0.1	0.7	0.5	0.5	0.5
배당지표					
배당성향	64.2	24.3	20.0	20.0	20.0
배당수익률	0.7	2.4	2.9	2.9	2.9
안정성					
순자본비율	2,391.5	2,386.6	1,916.6	1,557.4	1,625.1
레버리지비율	773.0	674.3	723.9	723.9	725.1

삼성증권(016360) WM 기반 강점이나 ELS 자체 헤지 비중 높아 리스크

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

Trading buy

적정주가 (12개월)	34,000원	
현재주가 (11. 14)	29,100원	
상승여력	16.8%	
KOSPI	2,068.05pt	
시가총액	25,986억원	
발행주식수	8,930만주	
유동주식비율	68.22%	
외국인비중	25.25%	
52주 최고/최저가	43,900원/26,350원	
평균거래대금	85.9억원	
주요주주(%)		
삼성생명보험 외 4인	29.70	
국민연금	9.99	
주가상승률(%)		
	절대주가	상대주가
1개월	2.6	7.3
6개월	-23.5	-8.4
12개월	-20.5	-2.9
주가그래프		



해외주식 Brokerage 경쟁력 있으나 리테일 위험자산 선호도 약화는 부담

- 독보적인 WM 기반은 동사의 강점이나 그에 따라 리테일 위험자산 선호도 약화는 부담
- 해외 주식 Brokerage 비중 높아지고 있는 점은 긍정적
- 해외주식 Brokerage는 높은 수수료를 뿐 아니라 환전 스프레드까지 확보 가능

ELS 자체 헤지 비중이 높아 향후 글로벌 지수 추이가 주요한 지표

- 기업 금융 혹은 PI 운용은 타 대형사 대비 적지만 ELS 자체 헤지 비중 높은 점은 리스크
- 최근 글로벌 경기 둔화에 대한 우려가 대두되고 있고 H지수 발행 쓸림이 있어
- 향후 H지수 방향성, 미상한 추이 등이 동사 주가에 주요한 지표가 될 전망

투자의견 Trading buy로 하향, 적정주가 34,000원으로 하향 조정

- WM 기반이 특징인 동사 특성상 리테일 위험자산 선호도 약화는 부정적
- ELS 자체 헤지 비중이 높아 향후 글로벌 증시 방향성이 동사 주가 방향성에 주요한 지표
- 적정 PBR 0.61배에 2019E BPS 54,902원 적용해 적정주가 34.6% 하향, 투자의견 Trading buy 제시

(십억원)	순영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	794.2	211.7	174.2	2,280	-41.9	50,068	13.9	0.6	4.7	2.1
2017	966.7	360.0	271.4	3,040	33.3	49,408	12.0	0.7	6.6	2.7
2018E	1,177.4	494.9	356.0	3,986	31.1	51,384	7.3	0.6	7.9	4.5
2019E	1,111.0	451.9	310.2	3,473	-12.9	54,902	8.4	0.5	6.5	3.9
2020E	1,149.9	482.3	330.5	3,701	6.5	58,650	7.9	0.5	6.5	4.2

Valuation table 및 실적 추정 변경

Valuation

- 증시 불확실성 우려로 시장리스크 반영하고 Brokerage 및 운용 손익 감소 전망되어 실적 하향 조정
- 해외주식 거래 비중 높아 거래대금 감소에도 Brokerage 손익 방어 가능하나
- WM 기반이 특징인 동사 특성상 리테일 위험자산 선호도 약화는 부정적
- ELS 자체 헤지 비중이 높아 향후 글로벌 증시 방향성이 동사 주가 방향성에 주요한 지표가 될 전망
- 적정 PBR 0.61배에 2019E BPS 54,902원 적용해 적정주가 34.6% 하향, 투자의견 Trading buy 제시

Valuation table

(%)	삼성증권
2019 ROE	6.5
Growth Rate	1.0
Cost of Equity	10.0
Risk Free Rate	1.9
Risk Premium	7.2
Beta	1.13
이론 PBR (배)	0.61
PBR Premium	0.0
적정 PBR (배)	0.61
2019 BPS (원)	54,902
이론 주가 (원)	33,731
적정주가 (원)	34,000
	34.6% 하향

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
순이익	404.6	382.9	356.0	310.2	-12.0	-19.0
EPS (원)	4,531	4,288	3,986	3,473	-12.0	-19.0
BPS (원)	51,524	55,808	51,384	54,902	-0.3	-1.6
ROE (%)	9.0	8.0	7.9	6.5	-1.1	-1.5

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성증권 (016360)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
순영업수익	794.2	966.7	1,177.4	1,111.0	1,149.9
Brokerage수익	336.1	368.2	410.8	293.1	291.7
IB수익	31.0	70.1	58.9	60.8	66.7
금융상품판매수익	55.8	55.1	65.3	63.9	67.7
자산관리수수료	54.5	41.4	44.4	46.5	48.3
기타수수료수익	65.0	61.8	91.0	120.8	152.2
수수료비용	92.4	87.8	111.0	110.2	109.7
상품운용손익	-50.9	27.6	147.8	121.9	110.4
이자손익	404.4	436.7	480.3	521.5	530.6
기타손익	-9.3	-6.4	-10.1	-7.1	-8.1
판매관리비	582.6	606.7	682.5	659.1	667.6
영업이익	211.7	360.0	494.9	451.9	482.3
영업외손익	18.2	-4.3	5.4	6.0	5.5
세전이익	229.9	355.7	500.3	457.9	487.8
법인세비용	55.6	84.9	140.9	143.7	153.1
당기순이익	174.2	270.8	359.4	314.2	334.7
지배주주	174.2	271.4	356.0	310.2	330.5

Key Financial Data I					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성					
자산	7.2	14.2	3.2	6.2	6.3
부채	7.0	14.1	3.1	6.2	6.2
예수부채	0.8	23.5	12.3	8.2	8.2
차입부채	12.0	12.0	-7.7	4.1	4.1
자본(지배주주)	8.6	15.3	4.0	6.8	6.8
순영업손익	-20.2	21.7	21.8	-5.6	3.5
Brokerage 수익	-24.2	9.5	11.6	-28.6	-0.5
순이자손익	-3.9	8.0	10.0	8.6	1.8
판매비	-5.9	4.1	12.5	-3.4	1.3
영업이익	-43.8	70.1	37.5	-8.7	6.7
당기순이익(지배)	-36.6	55.8	31.1	-12.9	6.5
수익성					
영업이익률	26.7	37.2	42.0	40.7	41.9
판매비율	73.3	62.8	58.0	59.3	58.1

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	33,229.9	37,947.9	39,154.1	41,597.0	44,208.7
현금 및 예치금	6,200.4	6,504.5	4,021.7	3,701.7	3,220.3
유가증권	22,495.6	23,862.5	26,767.4	28,437.5	30,223.0
대출채권	2,931.2	5,198.5	5,477.9	5,819.7	6,185.1
유형자산	51.2	49.1	-113.8	-113.8	-113.8
기타자산	1,551.4	2,333.4	3,000.9	3,751.9	4,694.2
부채총계	29,403.0	33,536.4	34,565.6	36,694.2	38,971.2
예수부채	4,557.1	5,627.6	6,318.2	6,839.1	7,402.8
차입부채	12,954.8	14,503.6	13,385.2	13,928.7	14,494.2
발행사채	499.3	749.2	658.8	658.8	658.8
기타부채	11,391.7	12,656.1	14,203.3	15,267.6	16,415.4
자본총계	3,827.0	4,411.5	4,588.6	4,902.8	5,237.5
지배주주지분	3,826.9	4,412.1	4,588.6	4,902.8	5,237.5
자본금	394.2	458.5	458.5	458.5	458.5
자본잉여금	1,470.7	1,743.5	1,743.5	1,743.5	1,743.5
이익잉여금	1,889.4	2,111.2	2,266.0	2,580.2	2,914.9
기타자본	72.6	98.4	120.6	120.6	120.6

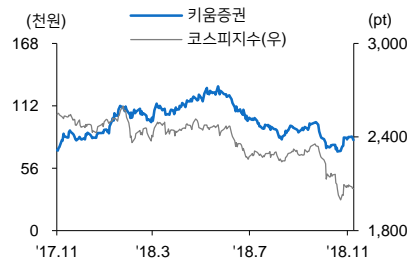
Key Financial Data II					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	2,280	3,040	3,986	3,473	3,701
BPS	50,068	49,408	51,384	54,902	58,650
DPS	650	1,000	1,311	1,143	1,218
밸류에이션 (배)					
PER	13.9	12.0	7.3	8.4	7.9
PBR	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5
수익성					
ROE	4.7	6.6	7.9	6.5	6.5
ROA	0.5	0.8	0.9	0.8	0.8
배당지표					
배당성향	28.5	32.9	32.9	32.9	32.9
배당수익률	2.1	2.7	4.5	3.9	4.2
안정성					
순자본비율	1,601.1	1,718.6	1,631.3	1,569.9	1,683.3
레버리지비율	751.9	732.6	726.7	722.5	718.8

키움증권(039490) 리테일 위험자산 선호도 약화

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

Trading buy

적정주가 (12개월)	98,000원	
현재주가 (11. 14)	81,400원	
상승여력	20.4%	
KOSPI	2,068.05pt	
시가총액	17,989억원	
발행주식수	2,210만주	
유동주식비율	52.24%	
외국인비중	19.90%	
52주 최고/최저가	129,500원/7100원	
평균거래대금	80.6억원	
주요주주(%)		
다우기술 외 2 인	47.74	
국민연금	12.92	
Orbis Investment	9.86	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	7.2	12.1
6개월	-36.4	-23.9
12개월	1.0	23.4
주가그래프		



리테일 위험자산 선호도 약화에 따른 민감도 큰 회사

- 거래대금 감소, 리테일 위험자산 선호도 약화에 가장 영향이 큰 증권사
- 주요 자회사인 저축은행 또한 주식 관련 대출 비중이 높아 증시 불안정 시 부담
- 동사의 고객 특성 상 상품 교차 판매 혹은 해외 주식으로 upselling 제한적인 편

ELS 리스크 제한 적이나 PI 비중 높아져 적극적 투자 회사로 전환 중

- ELS 운용리스크 제한적이나 PI 부문 주식운용손익이 전체 손익에 미치는 영향 높아졌고
- 19년 규제 완화로 업계 기업금융 부문 성장 기대되어 대형증권사 대비 상대 매력도 낮다고 판단

투자의견 Trading buy로 하향, 적정주가 98,000원으로 하향

- PI 관련 수익 영향 높아지고 있어 적극적 투자회사로 체질 변화 중
- Low risk Business 비중이 높았던 과거처럼 높은 valuation을 받기는 어렵다고 판단해 투자의견 하향
- 적정 PBR 1.07배에 2019E BPS 92,044원 적용해 적정주가 98,000원 제시

(십억원)	순영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	473.5	230.7	179.9	8,142	-5.2	56,278	8.8	1.3	15.3	1.2
2017	589.2	315.8	240.2	10,870	33.5	68,988	8.1	1.3	17.2	1.3
2018E	666.2	361.9	270.3	10,645	-2.1	83,046	7.6	1.0	14.7	1.8
2019E	633.8	339.4	227.4	8,955	-15.9	92,044	9.1	0.9	10.1	1.5
2020E	653.1	352.6	236.5	9,316	4.0	101,402	8.7	0.8	9.6	1.6

Valuation table 및 실적 추정 변경

Valuation

- 거래대금 감소, 리테일 위험자산 선도호 약화에 가장 영향이 크고
- 주요 자회사인 저축은행 또한 주식 관련 대출 비중이 높아 실적 추정치 하향 조정
- PI 관련 수익 영향 높아지고 있어 적극적 투자회사로 체질 변화 중
- Low risk Business 비중이 높았던 과거처럼 높은 valuation을 받기는 어렵다고 판단해 투자의견 하향
- 적정 PBR 1.07배에 2019E BPS 92,044원 적용해 적정주가 98,000원 제시

Valuation table

(%)	키움증권
2019 ROE	10.1
Growth Rate	1.0
Cost of Equity	10.0
Risk Free Rate	1.9
Risk Premium	7.2
Beta	1.12
이론 PBR (배)	1.02
PBR Premium(%)	5.0
적정 PBR (배)	1.07
2019 BPS (원)	92,044
이론 주가 (원)	98,366
적정주가 (원)	98,000
	24.6% 하향

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
순이익	309.0	281.9	270.3	227.4	-12.5	-19.3
EPS (원)	11,536	10,522	10,645	8,955	-7.7	-14.9
BPS (원)	84,376	94,928	83,046	92,044	-1.6	-3.0
ROE (%)	16.1	11.6	14.7	10.1	-1.4	-1.5

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

키움증권 (039490)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
순영업수익	473.5	589.2	666.2	633.8	653.1
Brokerage수익	173.5	178.1	237.0	187.9	187.0
IB수익	20.2	23.7	36.2	35.9	35.6
금융상품판매수익	2.6	2.9	3.3	3.4	3.6
자산관리수수료	8.4	11.5	13.9	14.5	14.8
기타수수료수익	77.8	92.7	125.2	125.8	125.4
수수료비용	67.4	73.6	99.3	87.8	87.4
상품운용손익	91.5	145.7	95.6	103.0	109.4
이자손익	138.0	183.2	230.0	227.3	239.3
기타손익	28.9	24.9	24.5	23.9	25.3
판매관리비	242.8	273.3	304.2	294.4	300.5
영업이익	230.7	315.8	361.9	339.4	352.6
영업외손익	5.2	7.2	12.9	9.1	9.8
세전이익	235.9	323.1	374.9	348.5	362.4
법인세비용	55.7	81.4	104.2	120.0	124.8
당기순이익	180.2	241.6	270.7	228.5	237.6
지배주주	179.9	240.2	270.3	227.4	236.5

Key Financial Data I					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성					
자산	44.0	30.9	47.1	6.7	6.7
부채	50.9	32.0	48.5	6.1	6.2
예수부채	26.8	20.1	15.1	8.2	8.2
차입부채	156.8	49.1	37.5	4.1	4.1
자본(지배주주)	12.8	22.6	38.3	10.8	10.2
순영업손익	1.5	24.4	13.1	-4.9	3.0
Brokerage 수익	-6.6	2.7	33.1	-20.7	-0.5
순이자손익	13.9	32.8	25.5	-1.2	5.3
판관비	8.0	12.5	11.3	-3.2	2.1
영업이익	-4.5	36.9	14.6	-6.2	3.9
당기순이익(지배)	-5.2	33.5	12.5	-15.9	4.0
수익성					
영업이익률	48.7	53.6	54.3	53.5	54.0
판관비율	51.3	46.4	45.7	46.5	46.0

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	8,857.1	11,590.6	17,047.6	18,193.3	19,414.4
현금 및 예치금	2,940.7	3,286.4	4,642.6	3,710.5	1,813.7
유가증권	3,156.9	4,173.4	6,545.6	6,985.5	7,454.3
대출채권	2,083.6	3,032.9	3,536.7	3,774.4	4,027.7
유형자산	170.5	158.9	161.7	161.7	161.7
기타자산	505.4	938.9	2,161.0	3,561.3	5,956.9
부채총계	7,609.0	10,043.4	14,916.0	15,833.1	16,816.6
예수부채	4,192.2	5,035.5	5,797.6	6,275.5	6,792.8
차입부채	1,773.8	2,644.0	3,634.8	3,782.4	3,936.0
발행사채	250.0	551.2	992.3	992.3	992.3
기타부채	1,393.1	1,812.7	4,491.2	4,782.9	5,095.5
자본총계	1,248.0	1,547.2	2,131.7	2,360.2	2,597.8
지배주주지분	1,243.7	1,524.6	2,108.8	2,337.3	2,574.9
자본금	110.5	110.5	127.0	127.0	127.0
자본잉여금	190.0	191.1	529.3	529.3	529.3
이익잉여금	979.3	1,200.9	1,372.8	1,601.3	1,838.9
기타자본	-31.7	44.6	79.7	79.7	79.7

Key Financial Data II					
(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	8,142	10,870	10,645	8,955	9,316
BPS	56,278	68,988	83,046	92,044	101,402
DPS	850	1,300	1,463	1,231	1,280
밸류에이션 (배)					
PER	8.8	8.1	7.8	9.3	9.0
PBR	1.3	1.3	1.0	0.9	0.8
수익성					
ROE	15.3	17.2	14.7	10.1	9.6
ROA	2.4	2.3	1.9	1.3	1.3
배당지표					
배당성향	10.4	10.4	12.0	12.0	12.0
배당수익률	1.2	1.3	1.8	1.5	1.5
안정성					
순자본비율	397.8	481.4	535.5	468.9	384.0
레버리지비율	709.7	749.1	799.7	770.8	747.3

Compliance Notice

당사는 동자료에 언급된 종목 중 메리츠화재와 계열회사의 관계가 있습니다. 동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 2018년 11월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 11월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김고은)

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

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0%

2018년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성화재 (000810) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.21	산업분석	Buy	350,000	김고은	-16.6	-13.7	
2016.12.21	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-18.7	-13.7	
2017.01.18	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-19.5	-13.7	
2017.02.16	기업브리프	Buy	350,000	김고은	-21.4	-13.7	
2017.04.14	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-21.4	-13.7	
2017.05.29	산업분석	Buy	350,000	김고은	-21.2	-13.7	
2017.06.07	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-20.7	-13.7	
2017.07.18	산업분석	Buy	350,000	김고은	-20.2	-12.7	
2017.08.21	산업분석	Buy	350,000	김고은	-20.3	-12.7	
2017.10.16	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-20.3	-12.7	
2017.11.01		1년 경과			-23.1	-21.6	
2017.11.29	산업분석	Buy	350,000	김고은	-23.3	-19.6	
2018.01.22	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-21.9	-15.9	
2018.04.20	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-22.3	-15.9	
2018.06.04	산업분석	Buy	350,000	김고은	-22.6	-15.9	
2018.11.01		1년 경과			-20.1	-17.9	
2018.11.15	산업분석	Buy	350,000	김고은	-	-	

메리츠화재 (000060) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.21	산업분석	Buy	24,000	김고은	-32.3	-29.8	
2016.12.21	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-33.4	-29.8	
2017.01.18	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-34.3	-29.8	
2017.04.14	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-32.5	-19.2	
2017.05.29	산업분석	Buy	24,000	김고은	-32.0	-17.5	
2017.06.07	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-29.5	-8.1	
2017.07.18	산업분석	Buy	28,000	김고은	-15.1	-12.5	
2017.08.21	산업분석	Buy	28,000	김고은	-13.6	-8.2	
2017.10.16	산업브리프	Buy	30,000	김고은	-15.5	-8.3	
2017.11.29	산업분석	Buy	30,000	김고은	-17.9	-8.3	
2018.01.22	산업브리프	Buy	30,000	김고은	-21.4	-8.3	
2018.04.20	산업브리프	Buy	30,000	김고은	-23.3	-8.3	
2018.06.04	산업분석	Buy	30,000	김고은	-28.1	-8.3	
2018.10.16	1년 경과				-38.1	-31.2	
2018.11.15	산업분석	Buy	30,000	김고은	-	-	

DB손해보험 (005830) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.21	산업분석	Buy	92,000	김고은	-21.9	-19.5	
2016.12.21	산업브리프	Buy	92,000	김고은	-26.6	-19.5	
2017.01.18	산업브리프	Buy	92,000	김고은	-28.8	-19.5	
2017.02.23	기업브리프	Buy	92,000	김고은	-29.8	-19.5	
2017.04.14	산업브리프	Buy	92,000	김고은	-28.9	-19.5	
2017.05.29	산업분석	Buy	92,000	김고은	-28.7	-19.5	
2017.06.07	산업브리프	Buy	92,000	김고은	-27.6	-13.0	
2017.07.18	산업분석	Buy	98,000	김고은	-17.4	-14.5	
2017.08.21	산업분석	Buy	98,000	김고은	-21.7	-14.5	
2017.10.16	산업브리프	Buy	100,000	김고은	-29.6	-23.2	
2017.11.29	산업분석	Buy	100,000	김고은	-29.9	-23.2	
2018.01.22	산업브리프	Buy	100,000	김고은	-31.4	-23.2	
2018.04.20	산업브리프	Buy	93,000	김고은	-34.5	-32.2	
2018.06.04	산업분석	Buy	93,000	김고은	-30.5	-20.2	
2018.11.15	산업분석	Buy	93,000	김고은	-	-	

현대해상 (001450) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.21	산업분석	Buy	45,000	김고은	-21.3	-18.6	
2016.12.21	산업브리프	Buy	45,000	김고은	-25.4	-18.6	
2017.01.18	산업브리프	Buy	45,000	김고은	-26.7	-18.6	
2017.02.21	기업브리프	Buy	45,000	김고은	-26.5	-18.6	
2017.04.14	산업브리프	Buy	45,000	김고은	-24.7	-15.0	
2017.05.29	산업분석	Buy	45,000	김고은	-24.3	-12.4	
2017.06.07	산업브리프	Buy	45,000	김고은	-21.8	0.9	
2017.07.18	산업분석	Buy	55,000	김고은	-15.2	-10.5	
2017.08.21	산업분석	Buy	55,000	김고은	-16.5	-10.5	
2017.10.16	산업브리프	Buy	60,000	김고은	-25.1	-19.8	
2017.11.29	산업분석	Buy	60,000	김고은	-24.4	-19.3	
2018.01.22	산업브리프	Buy	60,000	김고은	-28.4	-19.3	
2018.04.20	산업브리프	Buy	52,000	김고은	-29.5	-26.3	
2018.06.04	산업분석	Buy	52,000	김고은	-27.8	-14.3	
2018.11.15	산업분석	Buy	52,000	김고은	-	-	

한화손해보험 (000370) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.21	산업분석	Buy	10,000	김고은	-22.7	-20.5	
2016.12.21	산업브리프	Buy	10,000	김고은	-25.4	-20.5	
2017.01.18	산업브리프	Buy	10,000	김고은	-28.7	-20.5	
2017.04.14	산업브리프	Buy	10,000	김고은	-28.3	-20.5	
2017.05.29	산업분석	Buy	10,000	김고은	-28.1	-20.5	
2017.06.07	산업브리프	Buy	10,000	김고은	-25.9	-0.2	
2017.07.18	산업분석	Buy	12,000	김고은	-15.3	-5.0	
2017.08.21	산업분석	Buy	12,000	김고은	-17.9	-5.0	
2017.09.11	기업브리프	Buy	11,500	김고은	-29.1	-26.9	
2017.10.16	산업브리프	Buy	11,500	김고은	-27.6	-20.0	
2017.11.29	산업분석	Buy	11,500	김고은	-26.7	-19.9	
2018.01.22	산업브리프	Buy	11,500	김고은	-26.4	-18.3	
2018.04.20	산업브리프	Buy	11,500	김고은	-27.9	-18.3	
2018.06.04	산업분석	Buy	10,500	김고은	-36.7	-30.6	
2018.11.15	산업분석	Buy	8,500	김고은	-	-	

삼성생명 (032830) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.21	산업분석	Buy	130,000	김고은	-11.9	-9.2	
2017.01.18	산업브리프	Buy	130,000	김고은	-13.0	-9.2	
2017.02.20	기업브리프	Buy	130,000	김고은	-14.2	-9.2	
2017.04.14	산업브리프	Buy	130,000	김고은	-14.2	-9.2	
2017.05.15	기업브리프	Buy	142,000	김고은	-14.7	-12.0	
2017.05.29	산업분석	Buy	142,000	김고은	-15.8	-12.0	
2017.07.18	산업분석	Buy	142,000	김고은	-15.8	-9.5	
2017.10.16	산업브리프	Buy	152,000	김고은	-13.8	-9.5	
2017.11.29	산업분석	Buy	163,000	김고은	-23.2	-18.1	
2018.01.22	산업브리프	Buy	163,000	김고은	-25.1	-18.1	
2018.04.20	산업브리프	Buy	163,000	김고은	-26.5	-18.1	
2018.06.04	산업분석	Buy	163,000	김고은	-33.6	-18.1	
2018.11.15	산업분석	Buy	115,000	김고은	-	-	

미래에셋생명 (085620) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.21	산업분석	Buy	7,500	김고은	-29.3	-26.7	
2017.01.18	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-26.1	-16.3	
2017.02.27	기업분석	Buy	7,500	김고은	-23.6	-13.2	
2017.04.14	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-23.8	-13.2	
2017.05.12	기업브리프	Buy	7,500	김고은	-24.3	-13.2	
2017.05.29	산업분석	Buy	7,500	김고은	-25.2	-13.2	
2017.07.18	산업분석	Buy	7,500	김고은	-26.3	-13.2	
2017.10.16	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-26.1	-13.2	
2017.11.21		1년 경과			-23.1	-22.4	
2017.11.29	산업분석	Buy	7,500	김고은	-27.0	-22.4	
2018.01.22	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-29.2	-22.4	
2018.04.20	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-28.4	-22.0	
2018.06.04	산업분석	Buy	7,500	김고은	-29.2	-18.8	
2018.11.15	산업분석	Buy	6,200	김고은	-	-	

한화생명 (088350) 투자등급변경 내용

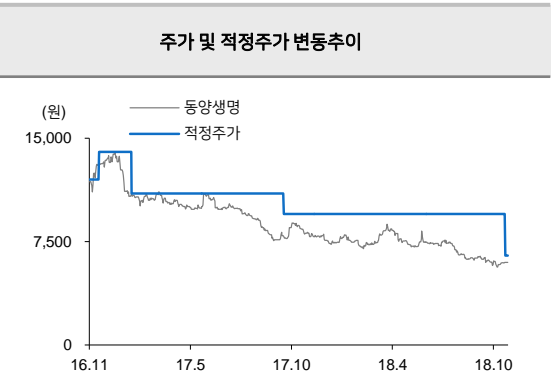
* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.21	산업분석	Trading Buy	7,500	김고은	-10.8	-6.4	
2017.01.18	산업브리프	Trading Buy	7,500	김고은	-13.8	-6.4	
2017.04.14	산업브리프	Trading Buy	7,500	김고은	-14.0	-6.4	
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	7,500	김고은	-12.4	2.8	
2017.07.18	산업분석	Trading Buy	8,000	김고은	-9.1	-1.6	
2017.10.16	산업브리프	Trading Buy	8,500	김고은	-11.3	-4.8	
2017.11.29	산업분석	Trading Buy	8,500	김고은	-13.8	-4.8	
2018.01.22	산업브리프	Trading Buy	8,500	김고은	-18.1	-4.8	
2018.04.20	산업브리프	Trading Buy	8,500	김고은	-20.1	-4.8	
2018.06.04	산업분석	Trading Buy	7,500	김고은	-33.1	-23.5	
2018.11.15	산업분석	Trading Buy	5,400	김고은	-	-	

동양생명 (082640) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

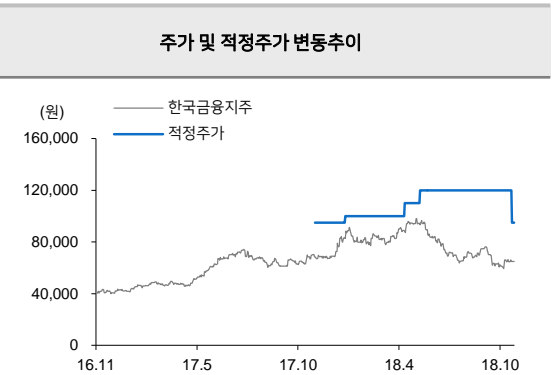
추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*	
					평균	최고(최저)
2016.11.21	산업분석	Trading Buy	14,000	김고은	-8.6	-0.4
2017.01.18	산업브리프	Hold	11,000	김고은	-3.9	0.9
2017.04.14	산업브리프	Hold	11,000	김고은	-5.4	0.9
2017.05.29	산업분석	Hold	11,000	김고은	-5.9	0.9
2017.07.18	산업분석	Hold	11,000	김고은	-10.0	0.9
2017.10.16	산업브리프	Hold	9,500	김고은	-12.4	-6.7
2017.11.29	산업분석	Hold	9,500	김고은	-15.7	-6.7
2018.01.22	산업브리프	Trading Buy	9,500	김고은	-17.5	-6.7
2018.04.20	산업브리프	Trading Buy	9,500	김고은	-17.7	-6.7
2018.06.04	산업분석	Trading Buy	9,500	김고은	-20.9	-6.7
2018.10.16		1년 경과			-37.6	-35.3
2018.11.15	산업분석	Trading Buy	6,500	김고은	-	-



한국금융지주 (071050) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

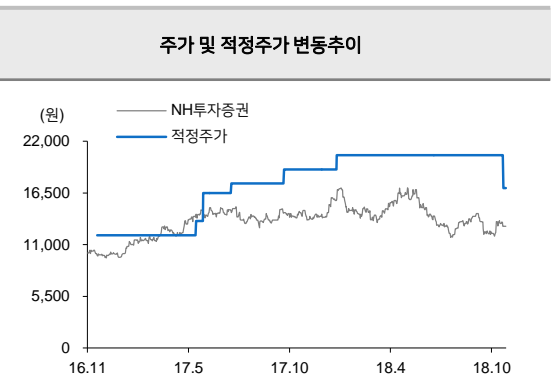
추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*	
					평균	최고(최저)
2017.11.29	산업분석	Buy	95,000	김고은	-24.4	-11.5
2018.01.22	산업브리프	Buy	100,000	김고은	-17.3	-8.7
2018.04.09	산업브리프	Buy	100,000	김고은	-16.7	-8.7
2018.05.08	산업분석	Buy	110,000	김고은	-14.6	-10.8
2018.06.04	산업분석	Buy	120,000	김고은	-39.6	-19.5
2018.11.15	산업분석	Buy	95,000	김고은	-	-



NH투자증권 (005940) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*	
					평균	최고(최저)
2016.11.21	산업분석	Trading Buy	12,000	김고은	-5.0	16.7
2017.05.16	산업브리프	Trading Buy	13,500	김고은	5.6	8.9
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	16,500	김고은	-12.7	-9.4
2017.07.18	산업브리프	Trading Buy	17,500	김고은	-20.4	-14.0
2017.10.20	산업브리프	Buy	19,000	김고은	-25.3	-22.9
2017.11.29	산업분석	Buy	19,000	김고은	-24.6	-15.8
2018.01.22	산업브리프	Buy	20,500	김고은	-27.6	-17.1
2018.04.09	산업브리프	Buy	20,500	김고은	-26.3	-16.8
2018.06.04	산업분석	Buy	20,500	김고은	-30.6	-16.8
2018.11.15	산업분석	Buy	17,000	김고은	-	-



미래에셋대우 (006800) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.21	산업분석	Buy	10,000	김고은	-15.7	-2.6	
2017.05.16	산업브리프	Buy	11,000	김고은	-12.1	-10.4	
2017.05.29	산업분석	Buy	12,500	김고은	-16.9	-8.8	
2017.07.18	산업브리프	Buy	14,000	김고은	-25.6	-17.9	
2017.10.20	산업브리프	Buy	14,000	김고은	-25.7	-17.9	
2017.11.29	산업분석	Buy	14,000	김고은	-25.6	-17.9	
2017.12.18	기업브리프	Buy	12,000	김고은	-21.3	-16.2	
2018.01.22	산업브리프	Buy	12,500	김고은	-20.6	-6.7	
2018.04.09	산업브리프	Buy	12,500	김고은	-21.2	-6.7	
2018.06.04	산업분석	Buy	12,500	김고은	-28.7	-6.7	
2018.11.15	산업분석	Trading Buy	8,300	김고은	-	-	

삼성증권 (016360) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.21	산업분석	Trading Buy	40,000	김고은	-15.2	-2.3	
2017.05.16	산업브리프	Trading Buy	43,000	김고은	-9.8	-6.5	
2017.05.29	산업분석	Buy	48,000	김고은	-16.3	-14.0	
2017.07.18	산업브리프	Buy	51,000	김고은	-27.1	-17.8	
2017.10.20	산업브리프	Buy	51,000	김고은	-27.4	-17.8	
2017.11.29	산업분석	Buy	51,000	김고은	-27.3	-17.8	
2018.01.22	산업브리프	Buy	52,000	김고은	-21.8	-15.6	
2018.04.09	산업브리프	Buy	52,000	김고은	-25.0	-15.6	
2018.06.04	산업분석	Buy	52,000	김고은	-32.5	-15.6	
2018.11.15	산업분석	Trading Buy	34,000	김고은	-	-	

키움증권 (039490) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.21	산업분석	Buy	85,000	김고은	-12.6	1.5	
2017.05.16	산업브리프	Buy	97,000	김고은	-14.4	-11.2	
2017.05.29	산업분석	Buy	110,000	김고은	-18.0	-15.1	
2017.07.18	산업브리프	Buy	110,000	김고은	-23.6	-15.1	
2017.10.20	산업브리프	Buy	97,000	김고은	-19.7	-7.4	
2017.11.29	산업분석	Buy	110,000	김고은	-20.1	-4.1	
2018.01.22	산업브리프	Buy	120,000	김고은	-10.6	-6.7	
2018.02.21	기업브리프	Buy	120,000	김고은	-11.2	-5.0	
2018.04.09	산업브리프	Buy	130,000	김고은	-8.2	-0.4	
2018.06.04	산업분석	Buy	130,000	김고은	-23.7	-0.4	
2018.11.15	산업분석	Trading Buy	98,000	김고은	-	-	