

2018년 11월 20일

키움증권 리서치센터 | 산업분석

기업분석팀 증권/보험 Analyst 김태현 02-3787-4904, thkim@kiwoom.com

보험 Overweight(Maintain)

손보주,  
구조적 개선 기대 유효



키움증권 



## Summary

### >>> 2019년 보험주 주가 흐름 상고하자 전망

- 19년 손보사는 점진적 이익 개선 가능. (19년 합산 순이익 8.8% 증가 예상) 장기위험손해를 하락과 사업비율 안정화 때문임. 상반기까지 자동차보험 손해율은 상승할 수 있으나, 요율 인상에 따른 이익 개선 기대가 주가에 선반영될 전망
- 생보사는 19년 하반기 금리 하락 전환 예상과 새로운 제도 도입(K-ICS, IFRS17)에 따른 이익 변동성 확대 가능성이 주가 상승 폭을 제한할 전망
- 업종 Top Picks로 DB손해보험 유지, 현대해상 신규 제시

### >>> 손보사의 장기위험손해율 개선 추세는 이어질 전망

- 17년 이후 지속됐던 장기위험손해율 하락세는 19년에도 이어질 전망
- 실손보험료 가격 조정 및 갱신형 보험의 누적 효과와 건강보험 보장성 강화와 함께 진행되는 비급여의 급여화 작업 때문임
- 공·사 보험 정책 협의체를 통해 도출된 실손보험료 조정 방안은 손해율을 감소한 합리적 방안. 실손보험 손해율의 지속적 안정화 유도 가능

### >>> K-ICS(Insurance Capital Standard) 불확실성 점진적인 해소 예상

- 금감원, 19년 말에서 20년 초 K-ICS 관련 법개정 위해 내년에 K-ICS 도입 최종안을 만들 계획. IFRS17 도입 시기 1년 연기로 K-ICS 일정도 1년 연기 개연성 상존
- 이와 관련 내년 주요 이슈는 경과조치(단계적 도입 방안)의 기간과 수준이 될 전망
- K-ICS 도입 시 가용자본 인정조건은 강화 예상. 이에 선제적으로 자본성 증권(후순위채 및 신종자본증권) 발행 수요는 이어질 것



# Contents

I. Summary

II. Sector View

III. Issue: K-ICS

IV. Top Picks

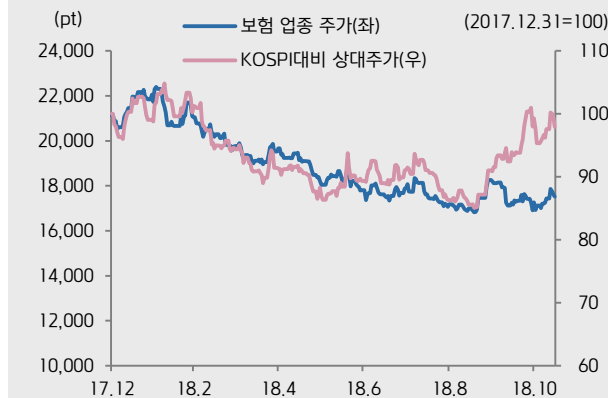
- DB손해보험  
: 안정적 이익 창출력이 돋보이는 손보사
- 현대해상  
: 19년 이익 개선 폭이 클 전망

## 1. 2018 Review

### ◎ 18년 하반기 보험주 수익률, KOSPI대비 상회

- 18년 보험주 수익률 -17.1%(2018.11.15기준)로 KOSPI 대비 1.8%p Underperform
- 연초 저조한 흐름을 보이던 주가는 9월 이후 KOSPI대비 상승. 1) 요율 조정 등 규제 완화에 대한 기대와 2) 시장 급락에 따른 방어주 성격 부각됐기 때문임
- 손해보험업종은 KOSPI대비 16.1%p Outperform. 생명보험업종은 12.4%p Underperform

보험주, 9월 이후 방어주로 매력 부각



자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

손해보험 업종 주가 강세



자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터



## 1. 2018 Review

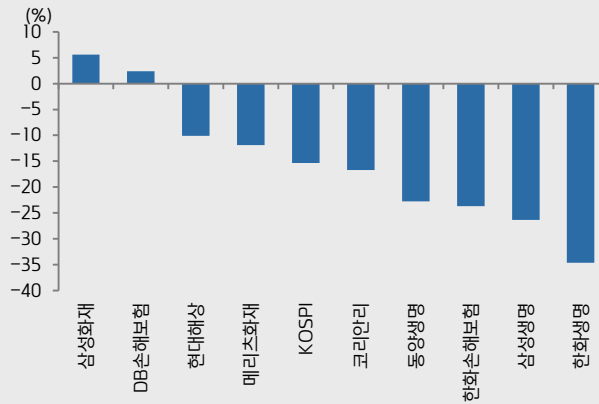
### ◎ 손해보험 업종 주가 강세

- 상위권 손보사를 중심으로 KOSPI대비 Outperform
- 연초에는 자동차보험 손해율 및 사업비율 상승에 따른 손보업계 감익으로 안정적인 삼성화재가, 9월 이후엔 요율 조정에 따른 증익 기대로 2위권 손보사가 호조세를 보임

### ◎ 생명보험 업종 주가 약세

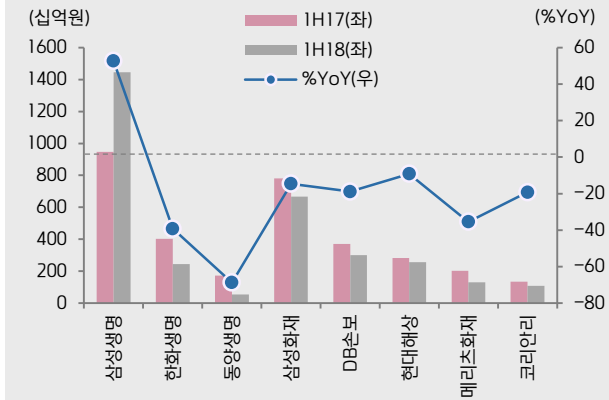
- 금리 상승 시 더딘 이익 개선 폭과 하반기 시중금리 하락으로 KOSPI대비 Underperform
- IFRS17 및 K-ICS도입에 따른 1) 신계약 역성장 및 2) 자본 우려가 주가 반등세를 제한

연초대비 보험주 수익률



자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

2018년 Key Word는 감익



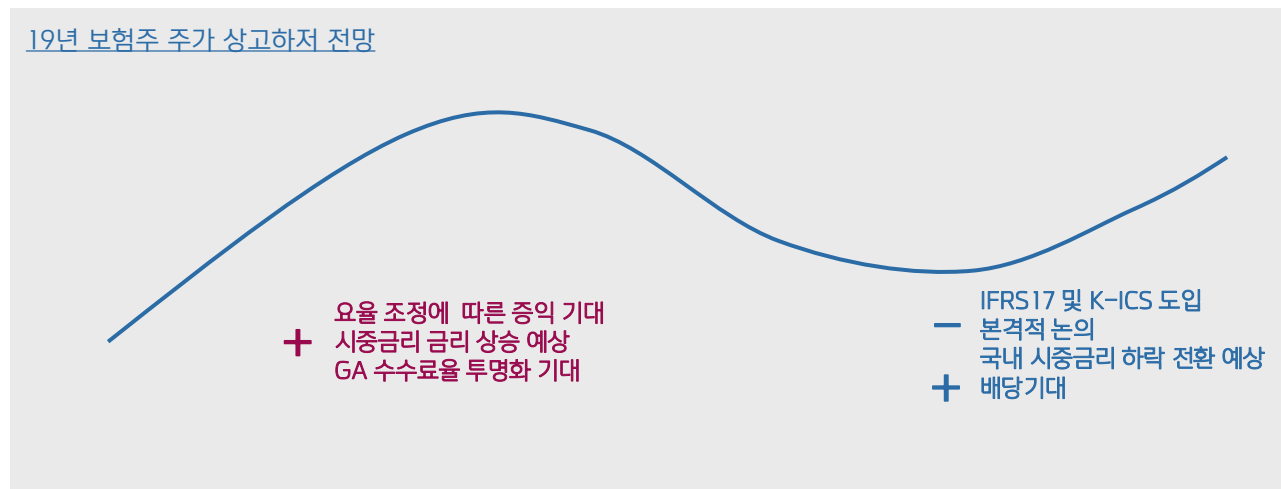
주: 삼성생명, 2Q18 삼성전자 지분 매각이익 제외 시 26.5% 감익  
자료:보험업계, 키움증권 리서치센터

## 2. 2019년 보험주 주가 흐름 상고하저 전망

### ◎ 19년 보험업종 투자 의견 Overweight 제시

- 손보사는 19년 점진적 이익 개선 가능. 실손보험을 중심으로 한 보험료 인상 및 갱신효과에 따른 장기위험손해를 하락과 사 업비율 안정화 때문임
- 상반기 국내 시장금리 상승하는 기조가 보험주 투자심리에 우호적일 전망
- 생보사는 내년 하반기 금리 하락 전환 가능성과 새로운 제도 도입(K-ICS, IFRS17)에 따른 이익 변동성 확대 개연성으로 주가 상승 폭이 제한될 것
- 업종 Top Picks로 DB손해보험 유지, 현대해상 신규 제시

19년 보험주 주가 상고하저 전망



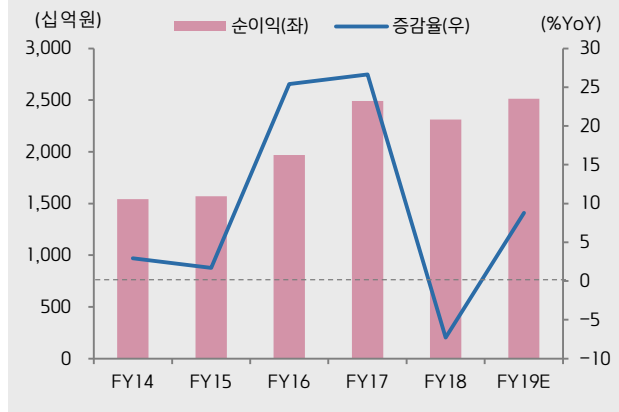
자료: 키움증권 리서치센터 정리

## 2. 19년 손보사 순이익 9% 증가 예상

### ◎ 19년 4개 손보사 합산 순이익 8.8% 증가 전망

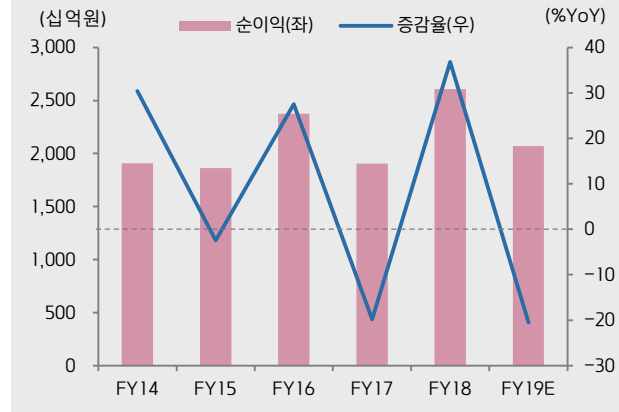
- 당사 커버리지 7개 원수보험사의 19년 예상 합산 순이익은 4.6조원으로 7% 감익 예상. 18년 일회성 요인인 삼성화재와 생명의 전자지분 매각이익 제외 시엔 15% 증익
- 손해보험 업종 순이익은 9% 증가(FY18E 2.3조원 → FY19E 2.5조원)하는 반면, 생명보험 업종 순이익은 21% 감소 (FY18E 2.6조원 → FY19E 2.0조원) 전망
- 18년 삼성전자 매각이익 제외 시, 손해보험 업종 순이익은 19% 증가하는 모습. 자동차보험료 인상 효과는 미반영

손해보험사, 순이익 9% 증가 예상



자료: 키움증권 리서치센터

생명보험사, 순이익 21% 감소 전망



자료: 키움증권 리서치센터

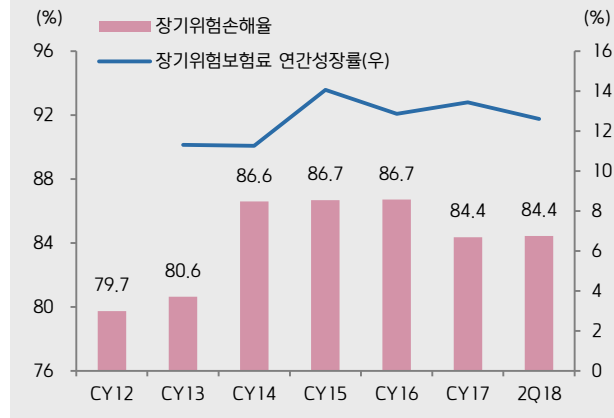


### 3. 장기위험손해율 개선 추세는 이어질 전망

#### ◎ 19년에도 장기위험손해율 개선 추세는 이어질 전망

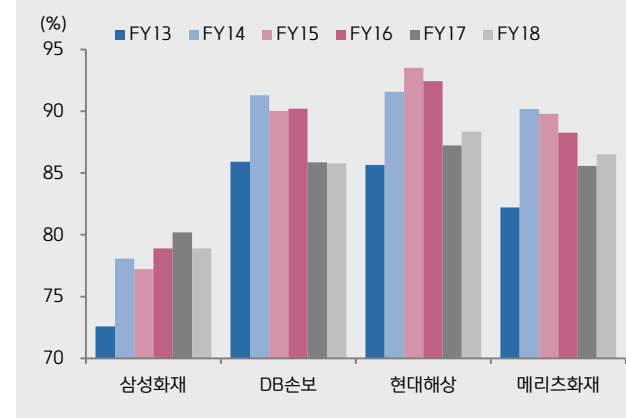
- 14년 급등했던 손보사 장기위험손해율은 17년을 기점으로 하락
  - 15년 보험료 가격자율화 조치 이후 3년여간의 실손보험료 인상과 보험 계약 갱신 도래에 따름
- 내년에도 안정적인 위험손해율 기대 가능. 이유는 1) 19년 실손보험료 가격 조정 및 갱신행 보험의 누적 효과와 2) 건강보험 보장성 강화와 함께 진행되는 비급여의 급여화 작업 때문임

장기위험손해율 및 보험료 성장률 추이



주: 당사 커버리지 4개사 합산 기준, 자료: 보험업계, 키움증권 리서치센터

손보사별 장기위험손해율 추이



주: 삼성화재와 메리츠화재는 K-GAAP기준, DB손보와 현대해상은 K-IFRS기준, FY18은 2Q18누적 기준, 자료: 보험업계, 키움증권 리서치센터

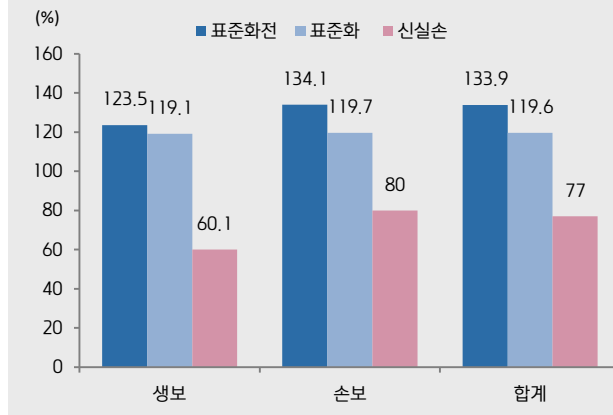


### 3. 장기위험손해를 개선 추세는 이어질 전망

#### ◎ 합리적인 보험료 조정 방안으로 실손보험 손해율 지속적 안정화 유도 가능

- 9월 21일 금융위와 보건복지부는 공·사보험 정책 협의체 통해 실손보험료 조정 방안 발표
- 17년 하반기부터 손보주 주가 상승을 제약했던 요인 중 하나는 실손보험료 인하 압박 우려. 문재인 정부의 건강보험 보장성 강화 정책(2017~2022)과 연계되어 일괄적으로 인하할 수 있다는 우려였음
- 금번 조정 방안에선 판매 시기별로 요율 조정안 제시. 손해율을 감안한 가격 조정으로 시장 우려 해소에 기여

상품 종류별 위험손해율 현황



주: 18년 상반기 기준, 자료: 금융위, 키움증권 리서치센터

실손보험료 조정 방안의 예상 조정 폭

구분	상품특징	실제 인상, 인하 폭
(新실손, 17.4월~)	다른 보험상품에 끼워팔기를 금지했고, 도수치료 등 3대 비급여 보장은 선택가입이 가능하고 자기부담금을 30%로 설정	반사이익(6.15% ↓) → 8.6% 수준 인하 (인하요인+비급여특약 제외효과, 예상)
(표준화실손, 09.10월~)	자기부담금 10%이상 설정도 록 의무화	인상요인(12~18% ↑)+반사이익(6.15% ↓) → 6~12% 수준 인상(예상)
(표준화 이전실손, ~09.9월)	자기부담금 0% 등 비표준화 상품	인상요인(14~18% ↑)+반사이익(6.15% ↓) → 8~12% 수준 인상(예상)

자료: 금융위, 키움증권 리서치센터

### 3. 장기위험손해율 개선 추세는 이어질 전망

◎ 실손보험료 조정 방안에 민감도가 높은 손보사는 메리츠화재> DB손보> 현대해상> 삼성화재 순

- 금융위가 제시한 실손보험료 인상 폭을 한 해에 일시에 적용한다는 가정. 그러나 현실적으론 갱신 시기별 도래에 따라 증익은 서서히 점진적으로 일어날 것
- 각 사별 손해율 차이로 실제 인상률은 사마다 다를 수 있음

실손보험료 조정 방안 일시 적용 시 손보사들의 손익 민감도

(십억원, %)	삼성화재	DB손해보험	현대해상	메리츠화재
장기위험보험료(18E)	3,147	2,770	2,564	2,012
실손담보비중(% , 2Q18기준)	35%	37.50%	32.70%	43.40%
실손위험보험료(18E)	1,101	1,039	839	873
(비중)				
비갱신형	4.50%			
갱신형	95.40%			
표준화이전실손(~09.09)	34.90%	43%	33%	42%
표준화실손(09.10~)	56.50%	54%	62%	49%
신실손(17.4~)	4%	3%	5%	9%
(인상 Case1)				
비갱신형	50			
갱신형	1,115	1,106	888	921
표준화이전실손(~09.09)_8%인상	415	482	299	396
표준화실손(09.10~)_6% 인상	660	595	551	454
신실손(17.4~)_8.6% 인하	40	28	38	72
합계	1,164	1,106	888	921
(인상 Case2)				
비갱신형	50			
갱신형	1,168	1,157	930	962
표준화이전실손(~09.09)_12% 인상	430	500	310	411
표준화실손(09.10~)_12% 인상	697	628	582	479
신실손(17.4~)_8.6% 인하	40	28	38	72
합계	1,217	1,157	930	962
19E 세전이익	1,496	826	675	392
(인상 Case1) 19E 세전이익 민감도(%)	4.2	8.1	7.4	12.3
(인상 Case2) 19E 세전이익 민감도(%)	7.7	14.3	13.6	22.6

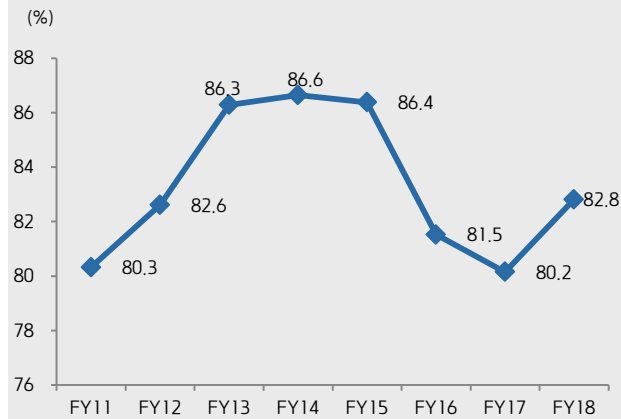
자료: 키움증권 리서치센터

## 4. 자동차보험 손해율 악화가 보험료 인상 기대로 이어지는 국면

### ◎ 자동차보험료 인상 기대가 시장에 팽배해 있는 상황

- 지난 7월 국토부가 자동차정비 수가 인상 이후 자동차보험 원가 상승에 따른 자동차보험료 인상 이슈 제기. 3Q18기준으로 자동차보험 손해율이 4.8%pYoY 악화된 상황
- 보험연구원에 따르면 1) 일용임금 상승, 2) 진료수가 인상, 3) 공임비 증가, 4) 평균 부품가격 상승 등으로 19년에도 자동차보험 원가 상승세는 지속될 것으로 예상
- 보험료 인상 시기는 18년말~19년초, 인상 폭은 2~3% 수준이 될 것으로 예상

자동차보험 손해율 추이



주: 18년 3분기 기준, 자료: 보험업계, 키움증권 리서치센터

자동차보험 원가 상승 요인

구분	개요
대인 합의금	일용임금 상승으로 인한 휴업손해, 상실수익, 간병비 증가
진료비	진료수가 인상, 2,3인실 입원료 증가
한방진료	한방 병/의원 진료비 비중 상승세 지속 (한방 진료 비중 2016년 28.5%→ 2017년 33.5% 상승)
대물 부품비	평균 부품가격 상승 (국산차 평균 부품 가격 증감률 2016년 2.9% → 2017년 3.3%)
공임비	평균 공임비 증감 2016년 0.6%→ 2017년 3.2%

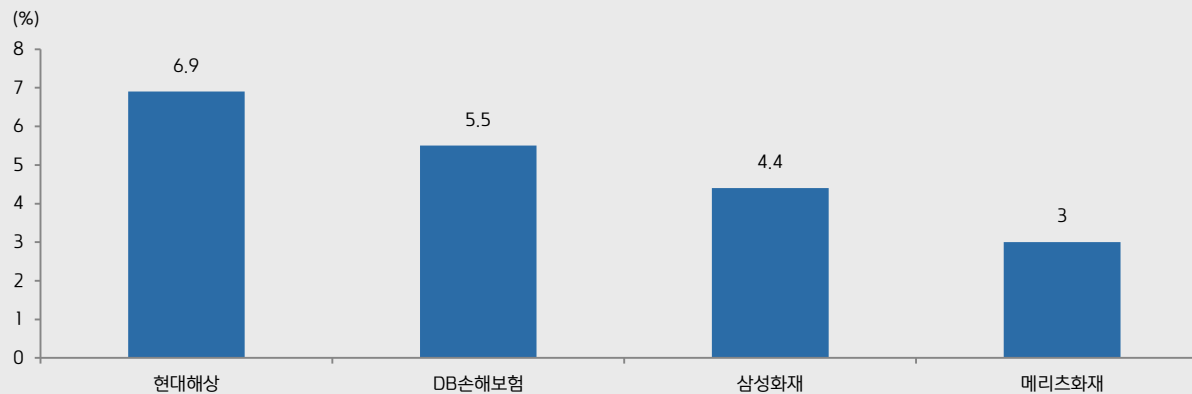
자료: 보험연구원, 키움증권 리서치센터



#### 4. 자동차보험 손해율 악화가 보험료 인상 기대로 이어지는 국면

- ◎ 자동차보험료 인상 시 손보사의 이익 민감도는 현대해상 > DB손보 > 삼성화재 > 메리츠화재 순
- 18년 말 ~19년 초에 자동차보험료 인상이 이뤄질 경우, 손해율은 내년 하반기부터 점진적으로 개선될 전망
    - 원가 인상 요인이 경과 보험료 증가보다 선행에서 반영되기 때문임
  - 이익 민감도를 좌우하는 요인은 1) 전체 원수보험료 내 자동차보험 비중과 2) 순이익 크기 임

자동차보험료 3% 인상 시 손보사들의 손익 민감도



주: 원가 인상 요인 선반영으로 이익 개선 효과는 하반기에 가시화될 전망, 세전이익 기준, 자료: 키움증권 리서치센터

## 5. ISSUE: K-ICS 및 ICS 주요 일정

### ◎ 19년엔 K-ICS 및 ICS 최종버전 마련될 계획

- 내년엔 국제보험감독협회의에서 ICS(Insurance Capital Standard) 2.0이 채택될 예정
- 금감원도 K-ICS도입 초안 2.0 배포 후 계량영향평가를 추가적으로 진행할 계획. 이후 19년 말에서 20년 초에는 법개정을 위해 K-ICS 도입 최종안이 만들어질 예정
- 최근 IFRS17도입 시기 연기(1년)와 함께 일정이 미뤄질 개연성도 존재하나, K-ICS관련 도입안은 이전보단 빠르게 구체화될 전망

#### K-ICS 주요 일정

구분	주요 추진 사항
17년 3월	K-ICS 공개협약안 배포
17년 4월~8월	K-ICS Field Test 실시(16년 12월말 기준)
18년 4월	K-ICS 도입초안 1.0배포
18년 4월~7월	전체 보험사 1차 계량영향평가(QIS)실시(17년 12월말 기준)
18년말~19년초	K-ICS도입 초안 2.0배포 : 경과조치(단계적 적용) 방안을 함께 제시
19년 중	전체 보험사 대상으로 2차 계량영향평가(QIS)실시
19년말~20년초	K-ICS 도입안 최종 버전 배포

자료: 키움증권 리서치센터

#### ICS and field testing timetable

Date	Milestone
May-18	Launch of 2018 Quantitative Field Testing
Jul-18	Publication of ICS Version 2.0 CD and comprehensive ComFrame consultation
Sep-18	Field Testing submissions due
Oct-18	Feedback on ICS Version 2.0 CD and comprehensive ComFrame consultation due
Apr-19	Launch of final round of ICS Field Testing
Jul-19	Data due for 2019 Field Testing
IAIS 2019 General Meeting	Adoption of ComFrame, including ICS Version 2.0 for the monitoring period
Early-2020 to Late-2024	Five-year monitoring period
Nov-24	Adoption of the ICS Version 2.0 for implementation as a group-wide consolidated PCR

자료: IAIS, 키움증권 리서치센터

## 5. ISSUE: 19년 이슈는 경과조치(단계적 도입 방안)

### ◎ K-ICS 관련 19년 주요 이슈는 경과조치

- K-ICS 관련 내년도 주요 이슈는 경과조치(단계적 도입 방안)가 될 것
- 금감원은 내년도 K-ICS 도입초안 2.0 배포 시 경과조치 방안을 함께 제시할 계획
  - 경과조치 제시 수준이 산업평균과 하위권 중 무엇을 기준으로 제시하는지 주목할 필요 있음
  - 유럽은 Solvency II 경과조치 도입 시 산업평균을 하회하는 보험사를 Target으로 선정

#### EU Solvency II의 주요 경과 조치

경과조치	세부내용	적용기간	
가용자본	책임준비금 금액	SolvencyⅡ 도입 전후의 책임준비금 금액 차이를 적용기간에 걸쳐 점진적으로 반영(무위험이자율 경과조치와 동시 적용 불가)	16년간 선형 이행
	책임준비금		
	무위험 이자율	SolvencyⅡ 도입 전후의 무위험이자율 차이를 적용기간에 걸쳐 점진적으로 반영(책임준비금 금액 경과조치와 동시 적용 불가)	16년간 선형 이행
	분류 및 인정	SolvencyⅡ 도입 전에 인정한 가용자본을 SolvencyⅡ 도입 후에도 인정	10년
	주식리스크	SolvencyⅡ 도입 전에 취득한 주식관련 리스크를 적용기간에 걸쳐 점진적으로 반영	7년간 선형 이행
요구자본	집중 및 스프레드 리스크	집중 및 스프레드 리스크를 적용기간에 걸쳐 단계적으로 반영	4년간 단계적 이행 2016~17: 100% 면제 2018: 80% 면제 2019: 50% 면제 2020: 조치 완료
자본요구 조건	구제도(SolvencyⅠ)의 자본요구조건을 만족하는 경우, SolvencyⅡ 최초 적용 시 자본요구조건을 만족하지 않더라도 유예기간을 줌	2년	
보고 및 공시 제출기한	적용기간 동안 보고 및 공시 제출기한을 연장하고, 추가 연장 기간을 점진적으로 축소함	4년 연간보고: 20주 → 14주 분기보고: 8주 → 5주	

자료: 보험연구원, 키움증권 리서치센터 정리



## 5. ISSUE: 가용자본 인정기준은 강화될 것

### ◎ K-ICS 가용자본 인정 기준은 강화 예정

- K-ICS 도입 후 자본성증권의 가용자본 인정 조건은 까다로워질 전망
- 본격적 도입 전까지 Grandfather 조항 인정 기대로 후순위채와 신종자본증권 발행 수요는 지속될 것

#### K-ICS 자본성증권 계층 분류 기준

구분	K-ICS 1.0	ICS	Solvency II
가용성	기본자본 납입된 자본으로서 손실흡수에 즉시 사용 가능 손실흡수 과정상 제약 없음 적정시정조치 등 예정사유 발생 시 보통주 전환 또는 상각조건 보유	납입 완료 손실흡수과정상 제약이 없을 것	납입 완료 즉시 손실흡수 가능 조건부상각 또는 전환 가능
지속성	보완자본 납입된 자본으로서 손실흡수에 사용 가능	납입 완료	납입 완료
지속성	기본자본 만기 없음, 상환촉진 유인 부재 * 청산 시를 만기로 하거나 만기가 30년 이상이고 동일조건 연장 가능시 만기 없는 것으로 간주 *상환촉진 유인은 콜옵션과 결합된 금리 상환조건 등 해당항목 상환과 동일한 효과를 발생시킬 수 있는 각종 조항이나 약정 등을 의미 발행자에 의해서만 5년 이후 상환 가능, 감독당국 승인 필요	상환촉진 유인 부재 영구적 최소 5년 이후 상환가능(승인 필요)	상환촉진 유인 부재 영구적 최소 5년 이후 상환가능(승인 필요)
지속성	보완자본 만기(경제적만기 포함) 5년 이상 *경제적 만기란 계약상 만기와 상환촉진 유인이 있는 콜옵션의 최초 행사일 중 빠른 일자 발행자에 의해서만 5년 이후 상환 가능, 감독당국 승인 필요 만기 시 Lock-in조항 보유하지 않는 경우 만기전 5년간 정액상각 * Lock-in조항은 적기시정조치 등 예정사유 발생시 상환을 유예할 수 있는 계약상 조건	만기 최소 5년 이상 상환촉진 유인 포함 가능 경제적 만기 시 Lock-in 또는 상각	만기 최소 10년 이상 제한된 상환촉진 유인 포함 가능 최소 5년 이후 상환가능(승인 필요)
후순위성	기본자본 보험계약자, 일반채권자 및 보완자본 항목 투자자에 비해 후순위 지급불능 유발·촉진 속성 없음 후순위성 훼손, 무효화 부담 없음	보험계약자, 일반채권자 및 보완자본 항목 투자자에 비해 후순위 지급불능 평가시 부채로 분류되지 않음	보험계약자, 일반채권자 및 보완자본 항목 투자자에 비해 후순위 지급불능 유발·촉진 속성 부재
후순위성	보완자본 후순위성 훼손, 무효화 부담 없음	보험계약자, 기타 채권자에 비해 후순위	보험계약자, 기타 채권자에 비해 후순위 지급불능 유발·촉진 속성 부재
기타 제한의 기본자본 부재	배당(이자)지급에 대한 재량권 있음 배당(이자)지급 최소가 채무불이행에 해당 없음 자본성 훼손조건(그루내, 보유, 보증, 상계권 준재 등) 없음	배당(이자)지급에 대한 완전한 재량 보유 자본성 훼손 조건 부재 회사상태와 연계된 배당(이자)지급조건 부재	SCR 미준수 시 배당(이자)지급 최소 배당(이자)지급에 대한 완전한 재량 보유 자본성 훼손 조건 부재 SCR 미준수 시 배당(이자)지급 연기
기타 제한의 기본자본 부재	보완자본 배당(이자) 지급 정지 가능 신용등급·재무상태 연계 등 청산가속화하는 배당(이자)지급 조건 없음 자본성 훼손조건 없음	투자자의 조기상환요구권 부재 자본성 훼손 조건 부재	자본성 훼손 조건 부재

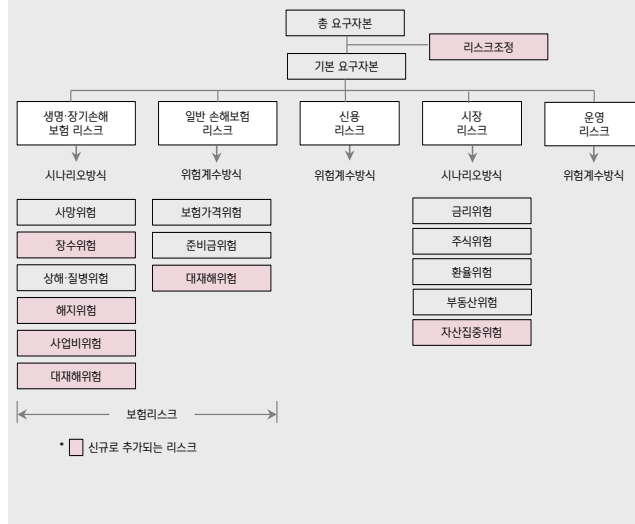
자료: 금감원, 키움증권 리서치센터 정리

## 5. ISSUE: 요구자본 리스크 세분화

### ◎ 요구자본 리스크 세분화되고 산출 기준 강화

- 금리 리스크와 계약자 행동과 관련한 해지 위험의 산출 범위와 기준이 보험사에 미칠 영향이 클 것
  - 국내 보험상품은 다양한 내재 보증과 옵션 포함하고 있기 때문임
- 요구자본에 대한 기준 강화를 위해 보험사들의 시스템 개발이 같이 진행되어야 함. QIS를 통해 도출되는 결과가 시스템 개발 정도에 따라 상이해 정확한 영향도를 측정하기 힘들기 때문임

#### K-ICS 에서 요구자본



자료: 금감원, 키움증권 리서치센터

#### 요구자본 비교

구분	현행 RBC	K-ICS 1.0	ICS(17년)	Solvency II
리스크 종류	5개 리스크 (보험, 금리, 시장, 신용, 운영)	5개 리스크 (생명, 손해, 시장, 신용, 운영)	6개 리스크 (생명, 손해, 대재해, 해, 시장, 신용, 운영)	7개 리스크 (생명, 손해, 건강, 시장, 신용, 무형 자산, 운영)
	1) 대재해리스크 미측정	1)금리리스크는 시장에 포함 2)건강리스크는 생명에 포함 3)대재해 리스크는 생명, 손해에 각각 포함	1)금리리스크는 시장리스크에 포함	1) 금리리스크는 시장리스크에 포함 2) 대재해리스크는 생명, 손해, 건강에 각각 포함
측정방식	위험계수 방식	장기: 시나리오 방식 단기: 위험계수 방식	장기: 시나리오 방식 단기: 위험계수 방식	장기: 시나리오 방식 단기: 위험계수 방식
측정기준	99%VaR(1년)	99.5%VaR(1년)	99.5%VaR(1년)	99.5%VaR(1년)
위험경감	부분 인정	전액 인정	전액 인정	전액 인정
리스크 조정	미반영	이연법인세	경영전략, 이연법인세	준비금 손실흡수, 이연법인세

자료:금감원, 키움증권 리서치센터

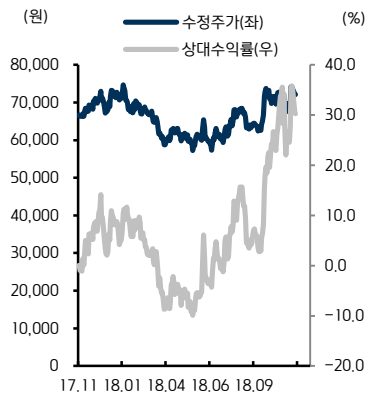


## 6. Top Picks: DB손해보험-안정적 이익 창출력이 돋보이는 손보사

BUY (Maintain)

주가(11/19): 72,100원/TP: 89,000원

KOSPI(11/19)	2,100.56pt	
시가총액	51,047억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	74,700원	57,200원
최고/최저가 대비 등락율	-3.48%	26.05%
상대수익률	절대	상대
	1M	0.6%
	6M	19.0%
	12M	5.9%
발행주식수	70,800천주	
일평균거래량(3M)	162천주	
외국인 지분율	46.42%	
배당수익률(18.E)	2.9%	
BPS(18.E)	69,737원	



### ◎ 펀더멘털 면에서 안정적 이익 창출력이 돋보이는 보험사

- 손보사 중 가장 안정적 이익 창출 능력 보유
- 사업비 효율화와 차별화된 운용능력 측면에서 업계 내 강점을 보유했기 때문임
- 손해를 개선 사이클 진입으로 장기위험 및 자동차보험 손해율도 점진적으로 안정화될 것으로 기대

### ◎ 2위권 손보사 중 가장 높은 자본여력 보유

- 지급여력기준이 강화되는 국면에서 2위권 손보사 내 가장 높은 자본여력 보유. 3Q18기준 RBC비율 207.8%
- 17년 후순위채 5천억원 발행 외 자본성증권 발행 없음

### ◎ 업종 Top Pick 유지

투자지표(십억원, IFRS별도)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	12,092	12,368	12,355	12,236	12,293
경과보험료	11,103	11,441	11,551	11,403	11,470
보험영업이익	-310	-176	-288	-277	-261
투자영업이익	985	1,035	1,098	1,168	1,209
영업이익	675	859	810	891	948
세전이익	620	827	772	844	901
당기순이익	470	622	561	624	666
증감율(%YoY)	14	32	-10	11	7
BPS(원)	60,835	67,969	69,737	77,516	85,726
PBR(배)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
EPS(원)	7,428	9,827	8,868	9,855	10,517
PER(배)	8.4	7.2	8.1	7.3	6.9
ROE(%)	12.3	14.8	12.6	13.1	12.6
ROA(%)	1.5	1.4	1.5	1.7	1.5
배당수익률(%)	2.6	3.2	2.9	3.2	3.4



## 6. Top Picks: DB손해보험

BUY (Maintain)

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018 F	2019 F	2020 F
원수보험료	12,092	12,368	12,355	12,236	12,293
장기보험	8,091	8,100	8,105	7,933	7,951
자동차보험	2,988	3,253	3,282	3,361	3,435
일반보험	1,014	1,016	978	941	907
보유보험료	11,312	11,565	11,542	11,441	11,508
경과보험료	11,103	11,441	11,551	11,403	11,470
발생손해액	9,391	9,421	9,595	9,503	9,555
장기보험	6,848	6,691	6,658	6,500	6,518
자동차보험	2,145	2,382	2,577	2,651	2,735
일반보험	398	349	367	352	302
손사업비	2,022	2,196	2,244	2,176	2,175
보험영업이익	-310	-176	-288	-277	-261
투자영업이익	985	1,035	1,098	1,168	1,209
총영업이익	675	859	810	891	948
세전이익	620	827	772	844	901
법인세비용	150	205	210	220	235
당기순이익	470	622	561	624	666

### 주요지표

(십억원)	2016	2017	2018 F	2019 F	2020 F
성장성(%)					
원수보험료	5.3	2.3	-0.1	-1.0	0.5
장기보험	2.4	0.1	0.1	-2.1	0.2
자동차보험	15.5	8.9	0.9	2.4	2.2
일반보험	1.5	0.2	-3.7	-3.7	-3.7
경과보험료	5.1	3.0	1.0	-1.3	0.6
영업이익	13.1	27.2	-5.7	10.0	6.3
당기순이익	13.9	32.3	-9.8	11.1	6.7
운용자산	12.5	8.1	5.9	3.6	4.0
자본총계	7.6	11.4	2.5	10.9	10.4
매출구성(%)					
장기보험	66.9	65.5	65.6	64.8	64.7
자동차보험	24.7	26.3	26.6	27.5	27.9
일반보험	8.4	8.2	7.9	7.7	7.4
효율성 및 수익성(%)					
손해율	84.6	82.3	83.1	83.3	83.3
장기보험	86.1	84.2	83.9	83.7	83.8
위험손해율					
자동차보험	81.6	80.6	84.9	85.1	85.8
일반보험	76.5	64.3	66.7	67.0	59.8
사업비용	18.2	19.2	19.2	19.1	19.0
합산비용	102.8	101.5	102.3	102.4	102.3
운용자산이익률	3.6	3.4	3.4	3.4	3.4

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018 F	2019 F	2020 F
자산총계	34,209	37,404	39,310	41,119	43,117
운용자산	29,228	31,609	33,476	34,695	36,074
현예금 및 예치금	629	414	449	470	490
유가증권	19,158	20,487	21,488	22,244	23,127
주식	1,049	1,171	1,245	1,290	1,342
채권	7,271	7,910	8,420	8,738	9,088
수익증권	5,142	5,541	5,841	6,048	6,287
기타	5,696	5,864	5,982	6,167	6,410
대출	8,300	9,572	10,349	10,750	11,178
부동산	1,142	1,136	1,190	1,231	1,279
비운용자산	3,323	3,405	3,320	3,827	4,367
특별계정자산	1,657	2,390	2,515	2,597	2,676
부채 총계	30,245	32,988	34,783	36,099	37,577
책임준비금	26,992	28,929	30,592	31,769	33,097
장기저축성보험료적립금	22,503	24,236	25,805	26,922	28,199
지급준비금	2,372	2,474	2,549	2,602	2,646
미경과보험료적립금	2,027	2,122	2,146	2,148	2,148
기타부채	1,212	1,566	1,623	1,686	1,756
특별계정부채	2,041	2,493	2,568	2,645	2,724
자본총계	3,964	4,416	4,527	5,020	5,540
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	3,403	3,920	4,336	4,829	5,348
기타포괄손익누계액+자본조정	488	422	118	118	118

### 주요지표

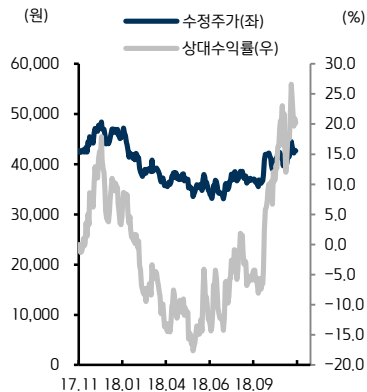
	2016	2017	2018 F	2019 F	2020 F
Valuation 지표					
EPS(원)	7,428	9,827	8,868	9,855	10,517
EPS Growth(%)	13.9	32.3	-9.8	11.1	6.7
BPS(원)	60,835	67,969	69,737	77,516	85,726
PER(배)	8.4	7.2	8.1	7.3	6.9
PBR(배)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
ROA	1.5	1.4	1.5	1.7	1.5
ROE	12.3	14.8	12.6	13.1	12.6
DPS(원)	1,650	2,300	2,076	2,306	2,461
배당성향(%)	22.2	23.4	23.4	23.4	23.4
배당수익률(%)	2.6	3.2	2.9	3.2	3.4
재무건전성 지표					
지급여력지표(%)					
보유보험료/자기자본	2.9	2.6	2.5	2.3	2.1
총자산/자기자본	8.6	8.5	8.7	8.2	7.8
보험계약준비금/보유보험료	2.0	2.1	2.2	2.4	2.5

## 7. Top Picks: 현대해상-19년 이익 개선 폭이 클 전망

BUY (Maintain)

주가(11/19): 42,700원/TP: 51,000원

KOSPI(11/19)	2,100.56pt		
시가총액	38,174억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	48,400원	33,100원	
최고/최저가 대비 등락율	-11.78%	29.00%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	3.9%	6.6%
	6M	15.4%	35.2%
	12M	-3.3%	16.7%
발행주식수	89,400천주		
일평균거래량(3M)	316천주		
외국인 지분율	45.34%		
배당수익률(18.E)	3.2%		
BPS(18.E)	46,889원		



### ◎ 당사 커버리지 종목 중 19년 이익 개선 폭이 가장 클 전망

- 동사의 19년 순이익은 4,930억원으로 13.4%YoY 증가할 전망.
- 자동차보험료 인상 시 이익 민감도가 가장 높은 손보사. 자동차보험료 3% 인상 시, 세전이익 민감도는 6.9%

### ◎ 금리 변동성 확대에 따른 RBC비율 부담도 완화 예상

- 3Q18기준 동사의 RBC비율은 211.5%. 현재는 금리 10bp 하락 시 RBC비율 민감도는 -8.0%p 수준
- 19년 금리 변동성 확대 시 채권 재분류(매도가능 → 만기보유)를 통해 RBC비율 하락 방어 가능할 것

### ◎ 업종 Top Pick으로 신규 제시

투자지표(십억원, IFRS별도)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	12,583	12,826	12,892	12,968	13,219
경과보험료	11,255	11,533	11,693	11,711	11,928
보험영업이익	-418	-380	-484	-464	-456
투자영업이익	960	1,020	1,103	1,164	1,212
영업이익	542	640	619	700	756
세전이익	513	625	599	679	735
당기순이익	400	473	435	493	534
증감율(%YoY)	96.6	18.3	-8.1	13.4	8.3
BPS(원)	33,727	37,880	46,889	51,578	58,100
PBR(배)	0.9	1.2	0.9	0.8	0.7
EPS(원)	4,971	5,879	5,404	6,126	6,636
PER(배)	6.3	8.0	7.9	7.0	6.4
ROE(%)	14.8	16.1	12.5	12.2	11.9
ROA(%)	1.1	1.2	1.1	1.1	1.2
배당수익률(%)	4.3	3.2	3.2	3.6	3.9



## 7. Top Picks: 현대해상

BUY (Maintain)

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018 F	2019 F	2020 F
원수보험료	12,583	12,826	12,892	12,968	13,219
장기보험	8,359	8,416	8,447	8,399	8,538
자동차보험	3,145	3,329	3,347	3,420	3,496
일반보험	1,079	1,081	1,112	1,148	1,185
보유보험료	11,414	11,702	11,771	11,830	12,047
경과보험료	11,255	11,533	11,693	11,711	11,928
발생손해액	9,525	9,576	9,789	9,827	10,003
장기보험	6,987	6,900	6,886	6,822	6,930
자동차보험	2,242	2,379	2,609	2,680	2,752
일반보험	297	297	288	325	320
손사업비	2,148	2,337	2,388	2,348	2,381
보험영업이익	-418	-380	-484	-464	-456
투자영업이익	960	1,020	1,103	1,164	1,212
총영업이익	542	640	619	700	756
세전이익	513	625	599	679	735
법인세비용	113	152	165	186	201
당기순이익	400	473	435	493	534

### 주요지표

(십억원)	2016	2017	2018 F	2019 F	2020 F
성장성(%)					
원수보험료	3.8	1.9	0.5	0.6	1.9
장기보험	0.1	0.7	0.4	-0.6	1.6
자동차보험	15.4	5.9	0.5	2.2	2.2
일반보험	3.7	0.2	2.9	3.2	3.2
경과보험료	2.5	2.5	1.4	0.2	1.9
영업이익	84.0	18.2	-3.3	13.1	8.0
당기순이익	96.6	18.3	-8.1	13.4	8.3
운용자산	13.0	9.5	7.5	5.4	4.9
자본총계	4.4	12.5	23.9	10.0	12.6
매출구성(%)					
장기보험	66.4	65.6	65.5	64.8	64.6
자동차보험	25.0	26.0	26.0	26.4	26.4
일반보험	8.6	8.4	8.6	8.9	9.0
효율성 및 수익성(%)					
손해율	84.6	83.0	83.7	83.9	83.9
장기보험	86.7	85.3	84.9	84.5	84.5
위험손해율					
자동차보험	81.8	79.5	84.6	84.8	85.3
일반보험	65.2	65.9	62.1	67.8	64.7
사업비용	19.1	20.3	20.4	20.0	20.0
합산비용	103.7	103.3	104.1	104.0	103.8
운용자산이익률	3.4	3.3	3.3	3.2	3.2

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018 F	2019 F	2020 F
자산총계	36,652	40,122	42,478	44,234	46,147
운용자산	29,643	32,448	34,897	36,776	38,577
현예금 및 예치금	1,157	854	965	1,011	1,060
유가증권	18,780	21,083	22,540	23,754	24,918
주식	519	560	538	574	603
채권	10,829	11,207	11,823	12,473	13,085
수익증권	2,403	3,672	3,927	4,140	4,344
기타	5,029	5,644	6,253	6,567	6,887
대출	8,691	9,505	10,280	10,832	11,359
부동산	1,015	1,006	1,069	1,125	1,180
비운용자산	3,796	3,938	4,295	4,691	5,239
특별계정자산	3,213	3,736	3,286	2,767	2,331
부채 총계	33,894	37,019	38,634	40,008	41,386
책임준비금	28,653	31,051	33,069	34,849	36,556
장기저축성보험료적립금	23,934	26,132	28,079	29,861	31,542
지급준비금	2,480	2,554	2,542	2,537	2,559
미경과보험료적립금	2,179	2,304	2,382	2,382	2,383
기타부채	1,835	2,177	2,228	2,348	2,463
특별계정부채	3,406	3,791	3,336	2,810	2,367
자본총계	2,758	3,103	3,844	4,227	4,761
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	2,398	2,763	3,078	3,461	3,995
기타포괄손익누계액+자본조정	201	180	109	109	109

### 주요지표

	2016	2017	2018 F	2019 F	2020 F
Valuation 지표					
EPS(원)	4,971	5,879	5,404	6,126	6,636
EPS Growth(%)	96.6	18.3	-8.1	13.4	8.3
BPS(원)	33,727	37,880	46,889	51,578	58,100
PER(배)	6.3	8.0	7.9	7.0	6.4
PBR(배)	0.9	1.2	0.9	0.8	0.7
ROA	1.1	1.2	1.1	1.1	1.2
ROE	14.8	16.1	12.5	12.2	11.9
DPS(원)	1,350	1,500	1,367	1,550	1,679
배당성향(%)	26.9	25.3	25.3	25.3	25.3
배당수익률(%)	4.3	3.2	3.2	3.6	3.9
재무건전성 지표					
지급여력지표(%)					
보유보험료/자기자본	4.1	3.8	3.1	2.8	2.5
총자산/자기자본	13.3	12.9	11.0	10.5	9.7
보험계약준비금/보유보험료	2.1	2.2	2.4	2.5	2.6



# 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

## ◎ Compliance Notice

- > 당사는 11월 19일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## ◎ 투자의견 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과이익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~10% 추가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~20% 추가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상		

## ◎ 투자등급 비율 통계 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%

## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

### 투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율(%)	
					평균주가 대비	최고주가 대비
DB손해보험 (005830)	2016-12-01	BUY(Maintain)	86,000원	6개월	-23.11	-15.23
	2017-01-17	BUY(Maintain)	86,000원	6개월	-25.35	-15.23
	2017-02-23	BUY(Maintain)	86,000원	6개월	-25.69	-15.23
	2017-03-02	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-21.84	-20.00
	2017-04-03	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-19.42	-13.50
	2017-04-28	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-17.66	-12.13
	2017-05-30	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-14.34	1.50
	2017-07-27	BUY(Maintain)	92,000원	6개월	-12.22	-11.96
	2017-08-01	BUY(Maintain)	92,000원	6개월	-12.86	-8.91
	2017-09-01	BUY(Maintain)	92,000원	6개월	-17.66	-8.91
	2017-11-03	BUY(Maintain)	92,000원	6개월	-20.42	-8.91
	2018-01-02	BUY(Maintain)	92,000원	6개월	-20.82	-8.91
	2018-05-15	BUY(Maintain)	84,000원	6개월	-27.93	-22.14
	2018-07-24	BUY(Maintain)	84,000원	6개월	-27.38	-22.02
	2018-08-06	BUY(Maintain)	84,000원	6개월	-26.80	-18.93
	2018-08-13	BUY(Maintain)	84,000원	6개월	-23.58	-12.26
	2018-10-23	BUY(Maintain)	89,000원	6개월	-21.24	-18.20
	2018-11-06	BUY(Maintain)	89,000원	6개월	-20.50	-16.63
	2018-11-20	BUY(Maintain)	89,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율(%)	
					평균주가 대비	최고주가 대비
현대해상 (001450)	2016-12-01	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-17.32	-10.13
	2017-01-17	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-18.71	-10.13
	2017-02-20	BUY(Maintain)	37,000원	6개월	-13.34	-12.43
	2017-03-02	BUY(Maintain)	37,000원	6개월	-10.88	-5.41
	2017-04-03	BUY(Maintain)	37,000원	6개월	-8.65	-1.35
	2017-04-28	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-6.64	-4.38
	2017-05-30	Outperform(Downgrade)	40,000원	6개월	-0.94	15.00
	2017-07-27	Outperform(Maintain)	47,000원	6개월	-1.91	-1.38
	2017-08-01	Outperform(Maintain)	47,000원	6개월	0.51	4.68
	2017-09-01	Outperform(Maintain)	47,000원	6개월	-1.90	4.68
	2017-11-06	Outperform(Maintain)	52,000원	6개월	-13.60	-6.92
	2018-01-02	Outperform(Maintain)	52,000원	6개월	-18.98	-6.92
	2018-05-15	BUY(Upgrade)	48,000원	6개월	-26.37	-20.94
	2018-07-24	BUY(Maintain)	48,000원	6개월	-26.05	-20.83
	2018-08-06	BUY(Maintain)	48,000원	6개월	-25.74	-19.69
	2018-08-13	BUY(Maintain)	48,000원	6개월	-22.95	-11.46
	2018-10-23	BUY(Maintain)	51,000원	6개월	-19.12	-15.98
	2018-11-12	BUY(Maintain)	51,000원	6개월	-18.14	-12.65
	2018-11-20	BUY(Maintain)	51,000원	6개월		

## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

### 목표주가 추이 (2개년)

