

Industry Report

2019-01-07

[보험: 2018년 4분기 Preview]

손해율 부담으로 부진한 실적 전망

Overweight (Maintain)

커버리지종목

종목명	투자의견	목표주가
삼성화재(000810)	Buy	370,000(상향)
DB손해보험(005830)	Buy	90,000(상향)
현대해상(001450)	Buy	52,000(상향)
메리츠화재(000060)	Buy(상향)	26,000(상향)
한화손해보험(000370)	Buy	8,000(하향)
삼성생명(032830)	Buy	105,000(하향)
한화생명(088350)	Buy	5,200(하향)
동양생명(082640)	Hold	5,200(하향)

연초 보험업종의 모멘텀 약화 구간 진입 전망

- 우리는 보험업종에 대한 투자의견을 비중확대로 유지함
- 다만 2019년 1분기 보험업종의 모멘텀은 약화될 것으로 예상되며 2분기 이후 실적 모멘텀이 다시금 부각될 수 있을 것으로 전망함.
- 모멘텀 약화를 우려하는 이유는 1) 최근 빠르게 하락하고 있는 장기채권 금리, 2) 글로벌 금리 상승을 견인하였던 미국의 기준금리 인상 속도 조절 가능성, 3) 자동차보험료 인상이 지연되며 손해율의 본격 개선 시점이 3분기로 지연될 수 있기 때문임
- 하지만 2019년 하반기~2020년 실적은 결국 1) 2018년 성장한 신계약의 위험보험료 유입 (유지율이 중요)과 2) 자동차보험 손해율 안정(추가 보험료 인상 현실화가 중요), 그리고 시책 경쟁 완화(감독규정의 합리적 개정)에 따라 결정될 것이고 우리는 이런 흐름에 대해 낙관적인 전망을 유지하고 있음
- 우리는 2019년에도 손해보험업종은 선호하고 있으며 최선호 종목은 DB손보와 현대해상을 유지하고 관심종목으로 메리츠화재를 유지함
- 2019년 BPS를 적용하며 손해보험사들의 목표주가를 상향하였으며 메리츠화재는 투자의견도 상향하였음. 반면 생명보험사는 금리 하락을 반영하여 목표주가를 하향하였음

보험업종 4분기 실적 전망: 높은 자동차보험 손해율과 투자부분 부진으로 실적 부진

- 손해보험 5개사 합산 순이익은 2,395 억원(yoy-12.3%)으로 컨센서스를 하회할 것으로 전망
- 이익 감소 및 컨센서스 하회 원인은 1) 자동차보험 손해율이 사상 최고치를 돌파하며 전년동기대비 7.9%p 상승할 것이고 2) 영업일수 효과로 위험손해율이 전년동기대비 3.7%p 상승할 것으로 전망되기 때문임. 인담보 신계약은 전년동기대비 22.0% 성장할 것으로 전망됨
- 생명보험 3개사의 합산순이익은 2,878 억원으로 흑자전환 하겠지만 컨센서스는 하회 전망
- 삼생생명은 대규모 부동산 처분이익이 시현되며 컨센서스를 상회하겠지만 나머지 생명보험사는 보험이익의 정체와 투자부분의 부진으로 부진한 성과를 시현할 것으로 전망됨
- 4분기 보험이익은 전년동기대비 11.6% 감소할 것으로 예상되며 사차마진은 17.2% 감소전망

커버리지 보험사 2018년 4분기 실적 전망 및 컨센서스

(단위: 억억원, %)	4Q17	3Q18	Consensus		4Q18F	
			FnGuide	괴리율(%)	예상치	(QoQ, %)
삼성화재	38	237	138	-34.5	90	-62.0
DB손해보험	97	152	118	-47.9	62	-59.3
현대해상	67	101	75	-43.8	42	-58.1
메리츠화재	58	73	46	9.9	50	-31.0
한화손해보험	13	34	13	-138.1	-5	직전
삼성생명	-101	280	240	23.5	296	5.9
한화생명	-8	141	98	-98.5	1	-99.0
동양생명	-3	11	11	-188.0	-10	직전
보험사(계)	162	1,027	739	-28.7	527	-48.7
						225.5

주: 삼성생명은 연결 기준, 나머지는 별도 기준

강승건(2122-9181)

neo.cygun@hi-ib.com

CONTENTS

보험 4Q18 Preview

3 Summary

4 I. 손해보험: 자보손해율 부담으로 부진한 실적

4분기 합산 순이익 2,395 억원, 전년동기대비 12.3% 감소

삼성화재: 지난해 낮은 이익의 기저효과로 전년동기대비 이익 증가

DB 손해보험: 손해율 및 투자부분의 부진으로 이익 감소

현대해상: 자동차보험 손해율 부담으로 부진한 실적 시현

메리츠화재: 높은 투자수익률을 바탕으로 양호한 이익 시현 전망

한화손해보험: 손해율 급등으로 예상보다 부진한 실적 시현

15 II. 생명보험: 실적 모멘텀 부재 지속

4분기 합산 순이익 2,878 억원, 전년동기대비 흑자전환 전망

삼성생명: 부동산 처분이익으로 컨센서스 상회

한화생명: Valuation 을 제외한 모멘텀 부재 지속

동양생명: 이익 기준의 최악의 2018년을 마무리 하며..

22 III. 투자전략 및 최선호종목

연초 보험업종은 쉬어가는 구간에 진입할 것으로 전망

26 IV. 보험업종 주요지표

Summary

손해보험: 높은 자동차보험 손해율로 인하여 컨센서스 대비 부진한 실적 시현 전망

- 2018년 4분기 손해보험 5개사 합산 순이익은 2,395억원으로 컨센서스를 크게 하회할 것으로 예상됨. 전년동기대비 12.3% 감소한 수준임
- 이익 감소 및 컨센서스를 하회하는 가장 큰 이유는 1) 자동차보험 손해율이 전년동기대비 7.9%p(합산) 급등 할 것으로 예상되고 2) 영업일수 효과로 인하여 장기 위험손해율이 전년동기대비 3.7%p(평균) 상승할 것으로 예상되기 때문임
- 4분기 인답보 신계약 판매는 1,217억원으로 전년동기대비 22.0% 성장할 것으로 예상됨. 다만 지난해 사업비율의 높은 기저와 시책 부담 완화로 인하여 사업비율은 전년동기대비 0.7%p 개선될 것으로 전망됨
- 투자영업이익은 전년동기대비 3.5% 증가할 것으로 예상되는데 4분기 부진한 주식시장의 영향으로 투자수익률이 전년동기대비 10bp 하락할 것으로 예상됨
- 자동차보험의 영향이 상대적으로 적고 투자부분에서 높은 투자수익률을 시현할 것으로 예상되는 메리츠화재만 컨센서스를 상회할 것으로 전망됨

생명보험: 삼성생명을 제외하고 투자부분 및 준비금 부담으로 인하여 부진한 실적 전망

- 2018년 4분기 생명보험 3개사의 합산 순이익은 2,878억원으로 전년동기대비 흑자 전환하겠지만 컨센서스를 하회할 것으로 전망됨
- 삼성생명은 대규모 부동산 처분이익이 시현되며 컨센서스를 상회하는 실적을 시현하겠지만 한화생명과 동양생명의 실적이 4분기 부진할 것으로 예상되기 때문임
- 4분기 위험손해율은 77.3%로 전년동기대비 5.5%p 상승할 것으로 예상됨. 이에 따라 사차마진은 전년동기대비 17.2% 감소할 것으로 전망됨
- 비차 마진은 신계약비 추가상각 부담과 지난해 대비 증가한 성과급 관련 비용 부담 확대로 지난해 4분기와 유사한 수준을 시현할 것으로 전망됨
- 투자손익은 전년동기대비 27.1% 증가할 것으로 예상됨. 삼성생명의 대규모 부동산 처분이익과 한화생명의 기저효과 때문
- 보장성 신계약 APE는 1조 2,351억원으로 전년동기대비 10.8% 성장할 것으로 전망됨
- 보험이익(사차마진+비차마진)의 부진이 이어지는 가운데 투자부분 역시 해외투자자산의 수익률 하락, 주식시장 부진에 따른 평가손실 반영 등으로 부진한 4분기 예상됨. 다만 삼성생명은 부동산 처분이익 약 1,700억원의 영향으로 컨센서스를 상회하는 실적을 시현할 것으로 전망됨

커버리지 보험사 실적 전망 및 컨센서스

(단위: 수익률, %)	4Q17	3Q18	4Q18F				
			Consensus		예상치	하이투자증권	
			FnGuide	괴리율(%)			
삼성화재	38	237	138	-34.5	90	-62.0	134.9
DB 손해보험	97	152	118	-47.9	62	-59.3	-36.3
현대해상	67	101	75	-43.8	42	-58.1	-36.7
메리츠화재	58	73	46	9.9	50	-31.0	-13.7
한화손해보험	13	34	13	-138.1	-5	적전	적전
손보사 (계)	273	596	390	-38.6	239	-59.8	-12.3
삼성생명	-101	280	240	23.5	296	5.9	흑전
한화생명	-8	141	98	-98.5	1	-99.0	흑전
동양생명	-3	11	11	-188.0	-10	적전	N/A
생보사 (계)	-111	431	349	-17.6	288	-33.2	흑전
보험사 (계)	162	1,027	739	-28.7	527	-48.7	225.5

주: 삼성생명은 연결 기준, 나머지는 별도 기준

자료: 각 사, fnguide, 하이투자증권

보험사별 4분기 상세 손익 전망

(단위: 수익률, %, %p)	삼성화재	DB 손보	현대해상	메리츠화재	한화손보	수입보험료	삼성생명	한화생명	동양생명
원수보험료	4,459	3,147	3,265	1,786	1,408	7,722	4,765	1,726	
보험영업이익	-295	-165	-209	-122	-102	-313	-182	153	
투자영업이익	472	258	270	195	98	1,844	773	181	
세전이익	123	84	57	68	-6	430	2	-13	
당기순이익	90	62	42	50	-5	296	1	-10	
합산비율	106.8	105.7	107.1	107.2	109.3	79.1	73.8	78.8	
투자수익률	2.9	3.1	3.1	4.5	2.8	3.1	3.5	2.6	
ROE	3.0	5.4	4.5	10.2	-1.4	4.1	0.1	-1.8	

주: 삼성생명(수입보험료, 위험손해율은 별도 기준, 나머지는 연결 기준) 이 외 회사는 별도 기준
자료: 각 사, 하이투자증권

I. 손해보험: 자보손해율 부담으로 부진한 실적

4분기 합산 순이익 2,395 억원, 전년동기대비 12.3% 감소

순이익 감소의 원인은

- 1) 자보 손해율 급등,
- 2) 장기 위험손해율 상승

인담보 신계약은 전년동기

대비 22.0% 성장

하이투자증권 손해보험 유니버스 5 개사의 4 분기 별도기준 합산 순이익은 2,395 억원으로 전년동기대비 12.3% 감소할 것으로 전망된다.

순이익이 전년동기대비 감소할 것으로 전망하는 이유는 1) 사고 심도 증가의 영향으로 자동차보험 손해율이 전년동기대비 7.9%p 급등할 것으로 예상되며 2) 영업일수 증가효과(추석연휴가 2018 년에는 3 분기/2017 년에는 4 분기)로 인하여 장기 위험손해율이 전년동기대비 3.7%p(평균) 상승할 것으로 전망되기 때문이다.

인담보 신계약은 1,217 억원으로 전년동기대비 22.0% 성장할 것으로 예상되지만 시책 경쟁 완화로 사업비율은 전년동기대비 0.7%p 개선될 것으로 전망된다.

4 분기 예상 자동차보험

손해율은 사상 최고 수준,

이를 감안할 때

손해보험사 이익 체력
확대 확인

4 분기 실적 악화의 핵심 요인은 자동차보험 손해율 급등이다. 우리가 예상하는 4 분기 손해율은 사상 최고 수준으로 12.4Q 91.4%, 13.3Q 89.9%, 14.4Q 93.5%, 15.4Q 91.2% 보다 높은 수준인 94.2%를 예상하고 있다. 온라인 채널의 비중 확대로 Bep 손해율이 상승하고 있다는 점을 감안하여도 높은 수준으로 판단되며 다른 한편으로는 역대급 자보 손해율에도 불구하고 이익을 창출할 수 있다는 점에서 손해보험사들의 이익 체력이 과거대비 확대되었음을 확인할 수 있다.

커버리지 5 개 손보사 합산 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %, %p)	순액 기준					누적 기준			
	4Q18F	3Q18	QoQ	4Q17	YoY	4Q18F(A)	4Q17(A)	YoY	
요약손익	원수보험료	14,065	14,015	0.4	13,687	2.8	56,112	55,119	1.8
	보유보험료	13,169	13,055	0.9	12,656	4.0	52,243	51,128	2.2
	경과보험료	13,006	13,162	-1.2	12,760	1.9	51,962	50,811	2.3
	발생손해액	11,097	10,884	2.0	10,656	4.1	43,085	41,903	2.8
	순사업비	2,803	2,758	1.6	2,834	-1.1	11,094	10,435	6.3
	보험영업이익	-893	-479	N/A	-735	N/A	-2,213	-1,526	N/A
	투자영업이익	1,293	1,344	-3.7	1,250	3.5	5,528	5,226	5.8
	총영업이익	400	864	-53.7	515	-22.3	3,315	3,700	-10.4
	세전이익	325	817	-60.2	432	-24.8	3,115	3,535	-11.9
보험영업	당기순이익	239	596	-59.8	273	-12.3	2,272	2,642	-14.0
	손해율	85.3	82.7	2.6	83.5	1.8	82.9	82.5	0.4
	사업비율	21.5	21.0	0.6	22.2	-0.7	21.3	20.5	0.8
원수 보험료	합산비율	106.9	103.6	3.2	105.7	1.1	104.3	103.0	1.3
	자동차	3,267	3,160	3.4	3,131	4.4	13,000	13,067	-0.5
	장기	9,697	9,793	-1.0	9,448	2.6	38,722	37,695	2.7
보증별 손해율	일반	1,100	1,062	3.6	1,108	-0.7	4,389	4,358	0.7
	자동차	94.2	86.7	7.4	86.3	7.9	85.8	80.2	5.5
	장기	83.5	82.3	1.2	83.4	0.1	83.1	84.3	-1.2
투자부문	일반	71.5	71.6	-0.1	73.0	-1.6	68.7	68.1	0.6
	운용자산	167,093	164,581	1.5	157,134	6.3	167,093	157,134	6.3
	투자수익률	3.1	3.3	-0.2	3.2	-0.1	3.4	3.5	-0.1
수익성	ROE	4.0	10.5	-6.5	4.9	-0.8	9.8	12.4	-2.6
신계약	신계약(월납환산)	146	142	2.7	126	15.5	583	511	14.1
	인담보 신계약	122	121	0.2	100	22.0	492	393	25.2

주: 별도 기준,

자료: 각 사, 하이투자증권

손해보험사 이익은 컨센서스를 크게 하회할 것으로 전망

자동차보험 손해율 급등과
투자부분의 기여도 축소가
컨센서스에 충분히
반영되지 못했다고 판단

손해보험사에 대한 우리의 이익 전망치는 컨센서스를 크게 하회할 것으로 전망된다. 대부분의 회사가 컨센서스의 50~60%의 수준의 이익을 시현할 것으로 전망된다. 이는 높은 자동차보험 손해율이 실적 전망치에 충분히 반영되지 않았기 때문으로 판단된다.

또한 4 분기 부진한 주식시장의 영향으로 투자부분의 이익 기여도 역시 축소될 가능성이 높지만 컨센서스에 충분히 반영되지 못했다고 판단된다.

메리츠화재만 컨센서스를
상회할 것으로 전망됨

메리츠화재의 경우 손해율 부담은 업계 공통요인으로 반영되겠지만 처분이익을 통해 투자영업이익의 높은 기여도로 인하여 컨센서스를 상회하는 실적을 시현할 것으로 전망된다.

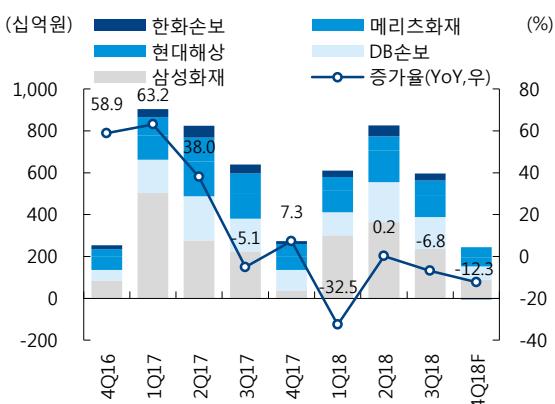
커버리지 손해보험사 실적 전망 및 컨센서스

(단위: 십억원, %)			4Q18F			
	4Q17	3Q18	Consensus		하이투자증권	
			FnGuide	괴리율(%)	예상치	(QoQ, %)
삼성화재	38	237	138	-34.5	90	-62.0
DB 손해보험	97	152	118	-47.9	62	-59.3
현대해상	67	101	75	-43.8	42	-58.1
메리츠화재	58	73	46	9.9	50	-31.0
한화손해보험	13	34	13	-138.1	-5	적전
손보사 (계)	273	596	390	-38.6	239	-59.8
						-12.3

주: 별도 기준

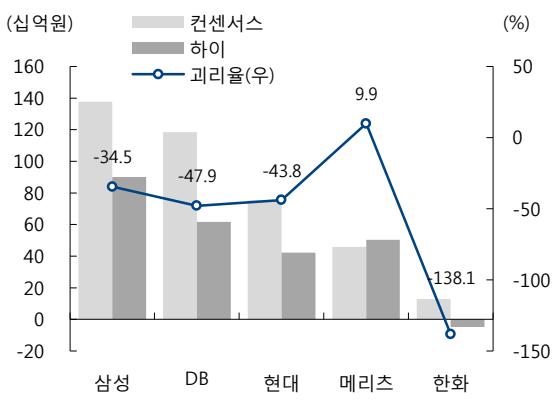
자료: 각 사, fnguide, 하이투자증권

그림1. 커버리지 5 개사 합산 순이익 추이



자료: 각 사, 하이투자증권

그림2. 4 분기 순이익 컨센서스 대비 전망치



자료: fnguide, 하이투자증권

보험영업: 역대 최고 수준의 자보 손해율, 장기 위험손해율 상승

4분기 자동차보험

손해율은 사상 최고 수준으로 상승할 것으로 전망

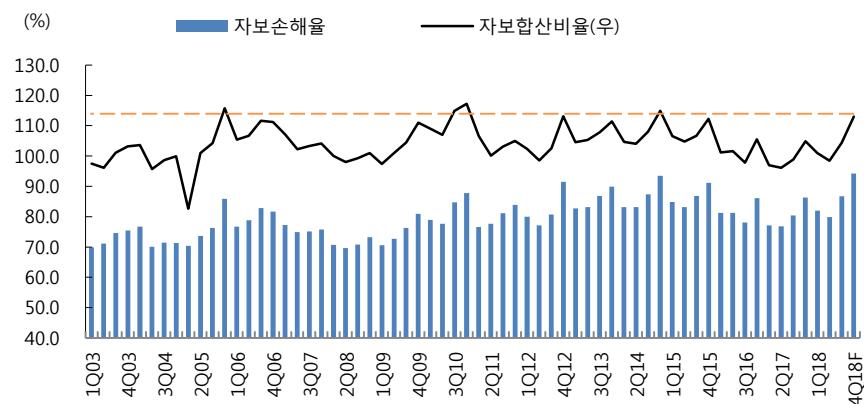
2018년 이후 사고심도가 크게 상승하였으며 4분기에 계절성이 더해지며 높은 손해율을 시현할 것으로 예상됨

4분기 보험영업부분은 손해율 상승으로 매우 부진할 것으로 예상된다.

4분기 예상 자동차보험 손해율은 94.2%로 사상 최고 수준으로 상승할 것으로 예상되며 합산비율 역시 113.0%로 역대 최고 수준에 근접할 것으로 전망된다.

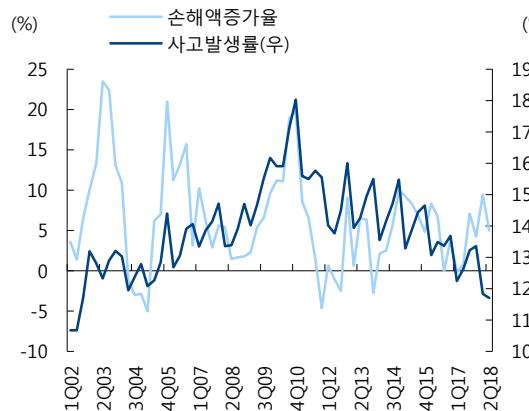
자동차보험은 피해액을 보상해주는 보험으로 인플레이션에 노출되어 있다. 따라서 2018년 인상된 진료수가, 최저임금(상실수익, 휴업손해), 부품가격 등에 영향을 받을 수 밖에 없으며 2019년에도 정비수가(공임), 최저임금 인상 등의 영향을 받을 것으로 예상된다. 과잉청구를 억제하는 정책 및 보험사의 전략 등으로 인하여 청구빈도(사고발생률)는 안정화 추이를 이어가고 있지만 사고심도(건당 청구액)이 2018년 높은 수준으로 상승하며 손해율 상승을 견인한 것으로 판단된다. 4분기에는 선 타결된 정비수가 인상분과 계절성이 더해지며 당초 예상보다 높은 손해율을 시현할 것으로 전망된다.

그림3. 손해율은 역사적 최고 수준, 합산비율 역시 최고 수준에 근접



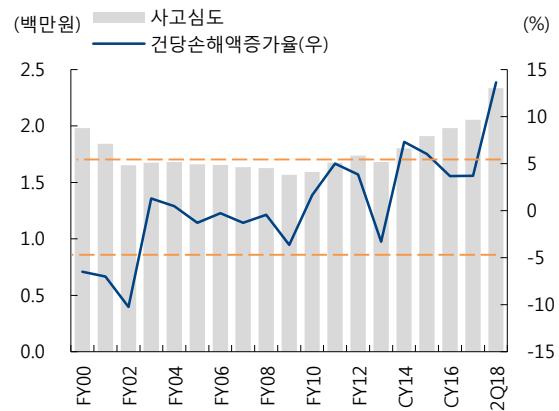
자료: 각 사, 하이투자증권

그림4. 자보 손해율 상승의 원인은 빈도보다는 심도의 영향이 큼



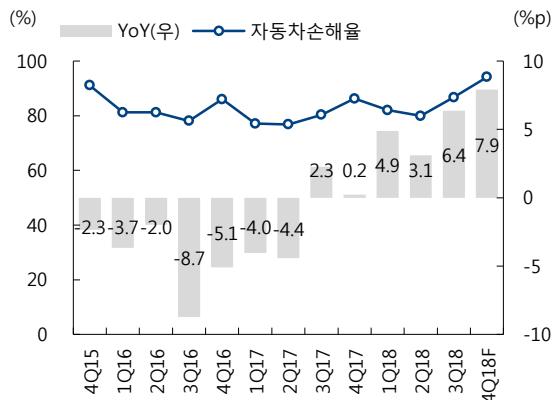
자료: 보험개발원, 하이투자증권

그림5. 2018년 사고심도 증가율은 매우 역대 가장 높은 수준



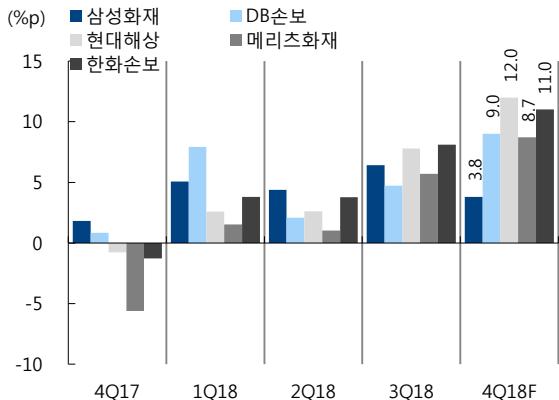
자료: 보험개발원, 하이투자증권

그림6. 자동차보험 손해율 추이 및 전년동기대비 변동폭



자료: 각 사, 하이투자증권

그림7. 회사별 자동차보험 손해율 전년동기대비 상승 폭 전망



자료: 각 사, 하이투자증권

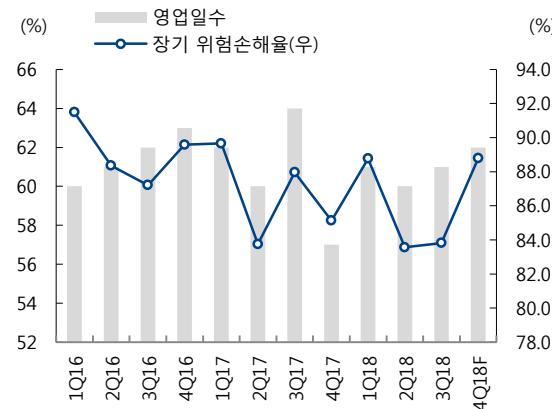
장기위험 손해율 3.7%p
상승 전망
영업일수 효과를 감안하면
평이한 수준

4 분기 장기 위험손해율은 전년동기대비 평균 3.7%p 상승할 것으로 전망된다. 이는 대부분 영업일수 증가효과로 설명될 수 있다. 지난해에는 4 분기에 추석연휴가 있어 영업일수가 57 일에 불과하였지만 2018 년 4 분기 영업일수는 62 일로 5 일 증가하였다. 전년동기대비 손해율이 크게 상승하였지만 지난해 4 분기 적은 영업일수로 인하여 매우 낮은 장기 위험손해율을 시현하였다는 기저효과를 감안하면 이번 분기의 높은 손해율 상승은 당연한 결과로 생각할 수 있다. 영업일수 효과를 제거한 영업 1 일당 손해율 추이에서도 계절성을 감안하면 평이한 수준으로 평가할 수 있다.

지난해 기저효과로
삼성화재는 손해율 개선
전망

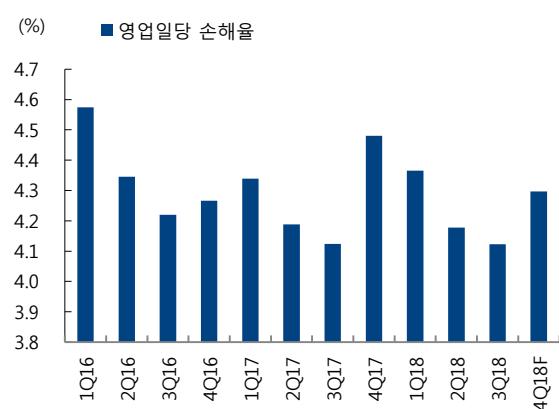
다만 2017년 4 분기 휴유장애 관련 비용 부담이 크게 발생하였던 삼성화재의 경우 경쟁사와 달리 4 분기에 손해율이 0.4%p 개선될 것으로 전망되며 경쟁사 대비 높은 출재율로 인하여 손사비 부담이 존재하는 한화손보의 경우 경쟁사 대비 높은 상승 폭을 시현할 것으로 전망된다.

그림8. 영업일수가 증가하면 손해율은 상승



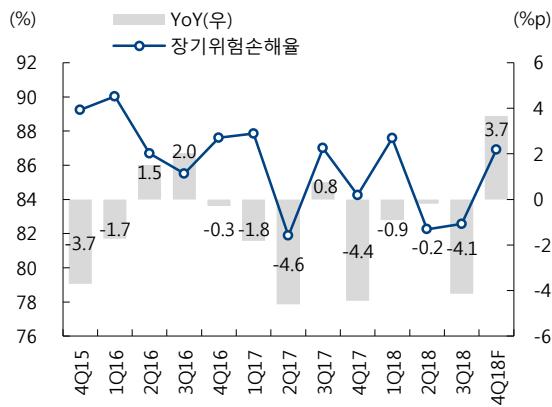
주: 유니버스 5 개사 평균기준
자료: 각 사, 하이투자증권

그림9. 영업 1 일당 손해율 추이, 계절성 감안시 평이한 수준



주: 유니버스 5 개사 평균기준
자료: 각 사, 하이투자증권

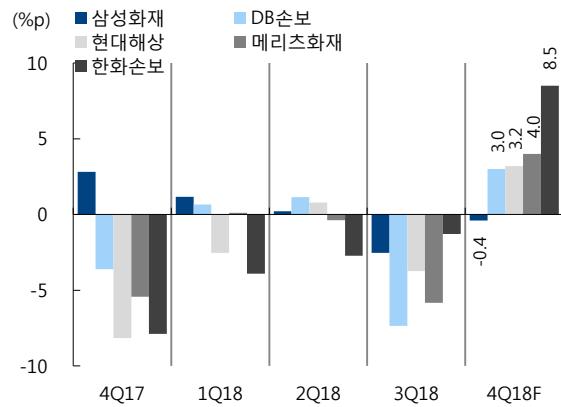
그림10. 지난해의 기저로 4 분기 위험손해율은 평균 3.7% 상승



주: 유니버스 5 개사 평균기준

자료: 각 사, 하이투자증권

그림11. 삼성화재를 제외한 모든 손보사의 위험손해율 상승



자료: 각 사, 하이투자증권

4분기 인담보 신계약

전년동기대비 22.0%

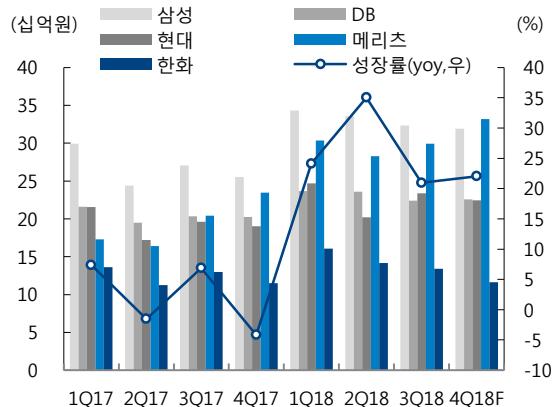
성장 전망

4 분기 인담보 신계약은 1,217 억원으로 전년동기대비 22.0% 성장할 것으로 전망된다. 연간 누계 기준으로도 25.2% 성장한 수준으로 2008~2009년 G.A 채널 초기 진입 및 표준화 이전 절판효과가 극대화되었던 시기(37~38% 성장)를 제외하고 가장 높은 성장률을 시현할 것으로 전망된다. G.A 채널의 손해보험사 상품 취급이 증가하였고 보장성 보험 시장이 건강보험 중심으로 성장하면서 높은 성장을 시현한 것으로 판단된다.

사업비율은 전년동기대비 0.7%p 개선 전망

4 분기 사업비율은 21.5%로 전년동기대비 0.7%p 개선될 것으로 전망된다. 지난해 4 분기에는 일부 손해보험사의 구조조정 비용 및 성과급 재원 선 적립 등의 이슈와 시책(추가 판매비) 경쟁이 심화되며 매우 높은 사업비율을 시현하였으며 이에 따른 기저효과 때문으로 판단된다. 3 분기대비 사업비율이 상승할 것으로 예상하는 이유는 11 월 이후 판매비 경쟁이 일부 재발되었고 연말 비용 증가분이 반영될 것이기 때문이다.

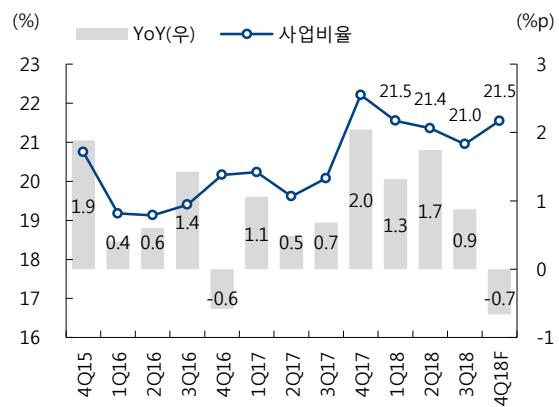
그림12. 4 분기 인담보 신계약은 전년동기대비 22.0% 성장 전망



주: 성장률은 합산기준

자료: 각 사, 하이투자증권

그림13. 4 분기 사업비율은 전년동기대비 0.7%p 개선 전망



자료: 각 사, 하이투자증권

투자영업: 메리츠화재를 제외하고는 부진할 것으로 전망

메리츠화재를 제외하고는 부진할 것으로 전망됨

5 개사 합산기준 4 분기 투자영업이익은 전년동기대비 3.5% 증가할 것으로 전망된다. 다만 4 분기 부진한 주식시장의 영향으로 전분기대비로는 3.7% 감소할 것으로 전망된다. 대부분의 회사가 3 분기 투자영업이익 대비 감소할 것으로 예상되지만 메리츠화재는 3 분기대비 9.3% 증가할 것으로 전망된다.

지난 3 분기에는 처분이익의 낮은 기여도로 인하여 4.2% 수준의 투자수익률을 시현하였지만 이번 4 분기에는 처분이익의 기여도가 증가하여 4.5% 수준의 투자수익률 시현이 예상되기 때문이다.

우리가 예상하는 4 분기 투자 수익률은 삼성 2.9%, DB 3.1%, 현대 3.1%, 메리츠 4.5%, 한화 2.8%를 예상하고 있으며 한화손보가 상대적으로 부진할 것으로 전망된다.

ROE: 4 분기 합산 ROE 4.0% 전망

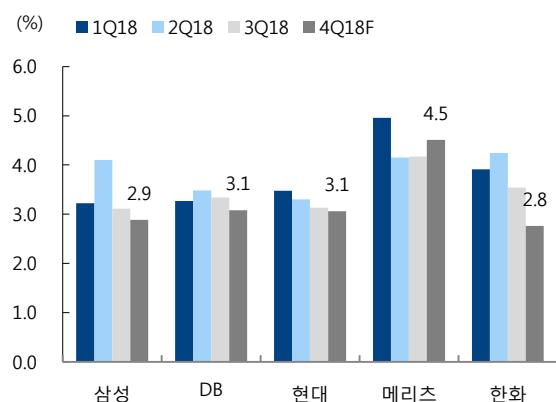
4 분기 합산 ROE 4.0%

2018년 4 분기 5 개사 합산 ROE는 4.0%로 2017년 4 분기 4.9%, 2016년 4 분기 4.7%대비 낮을 것으로 전망된다. 통상 4 분기는 연중 가장 낮은 수준의 수익성을 시현한다. 동절기 효과로 인하여 자동차보험 및 장기위험 손해율이 상승하며 성과급 및 구조조정 비용 등 비경상적 비용 요인 또한 반복적으로 반영되기 때문이다. 더불어 이번 분기에는 자동차보험 손해율이 역사적 최고 수준으로 상승하였다는 점에서 과거 대비 낮은 ROE를 시현할 것으로 전망된다.

손해율 및 사업비율 부담을 감안할 때 손해보험사의 이익 체력은 과거 대비 증가하였음

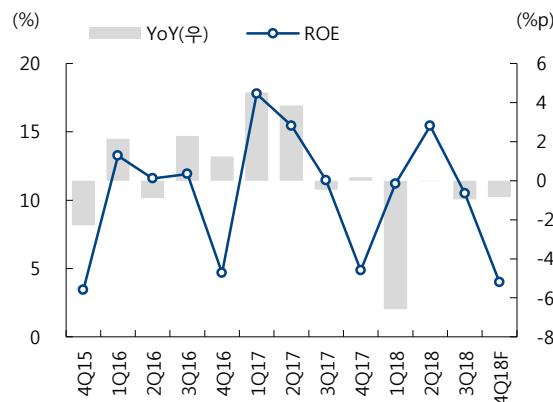
하지만 손해보험사들의 이익 체력은 과거 대비 개선되고 있다고 판단된다. 자동차보험 손해율이 사상 최고 수준으로 상승하고 고성장에 따른 사업비율 부담이 존재하는 상황에서도 4 분기에 이익을 시현하였기 때문이다. 이는 장기보험 관련 이익 증가로 설명이 가능하다고 판단된다.

그림14. 메리츠를 제외하고는 부진한 4 분기 투자수익률 전망



자료: 각 사, 하이투자증권

그림15. 2015년 이후 가장 낮은 4 분기 ROE 예상



주: 5 개사 합산기준

자료: 각 사, 하이투자증권

삼성화재: 지난해 낮은 이익의 기저효과로 전년동기대비 이익 증가

투자의견:

Buy(유지)

목표주가:

370,000 원(2.8% 상향)

2019년 BPS 319,835 원과

EVPS 504,590 원을 반영하였기
때문

- 삼성화재의 4 분기 별도 기준 순이익은 902 억원(yoy +134.9%)으로 예상됨. 지난해 법인세율 인상 효과를 제거한 세전이익 기준으로 전년동기대비 14.8% 증가한 수준임
- 이익 증가를 전망하는 이유는 1) 지난해 경쟁사 대비 높았던 손해율의 기저효과와 2) 안정적인 투자영업이익의 흐름 때문임
- 손해율과 사업비율이 모두 상승하며 합산비율이 전년동기대비 0.6%p 상승할 것으로 전망. 경쟁사의 이익 감소와 차별점은 지난해 높았던 손해율의 기저 때문임
- 장기 위험손해율은 영업일수 증가에도 불구하고 전년동기대비 0.4%p 개선될 것으로 전망됨(지난해 4 분기 휴유장애 관련 보험금 급증으로 경쟁사는 3.6~8.1%p 개선, 동사는 2.8%p 상승). 자동차보험 손해율 역시 3.8%p 경쟁사대비 적게 악화될 것으로 예상됨(지난해 4 분기 동사의 자보손해율은 매우 부진하였음)
- 인담보 신계약은 319 억원으로 전년동기대비 25.0% 성장할 것으로 전망되며 확대된 G.A 채널의 매출 기여도가 유지될 것으로 예상되기 때문임
- 투자수익률은 2.9%로 지난해와 유사한 수준을 예상하고 있음. 동사의 보수적인 투자 정책으로 인하여 4 분기 주식시장 부진의 영향에서 상대적으로 자유로울 것으로 판단되기 때문임
- 동사에 대한 투자의견을 매수로 유지하며 2019년 BPS/EVPS 적용에 따라 목표주가를 직전대비 2.8% 상향함

삼성화재 2018년 4분기 실적 전망

(단위: 십억원, %, %p)		순액 기준					누적 기준	
		4Q18F	3Q18	QoQ	4Q17	YoY		
요약손익	원수보험료	4,459	4,558	-2.2	4,393	1.5	18,154	18,230
	보유보험료	4,470	4,433	0.8	4,249	5.2	17,804	17,655
	경과보험료	4,349	4,458	-2.4	4,373	-0.6	17,603	17,690
	발생손해액	3,739	3,740	-0.0	3,750	-0.3	14,677	14,670
	순사업비	905	874	3.6	894	1.2	3,593	3,530
	보험영업이익	-295	-155	N/A	-274	N/A	-666	-513
	투자영업이익	472	501	-5.8	445	6.1	2,133	2,001
	총영업이익	176	346	-48.9	171	3.4	1,467	1,489
	세전이익	123	321	-61.7	107	14.8	1,355	1,411
	당기순이익	90	237	-62.0	38	134.9	993	1,043
보험영업	손해율	86.0	83.9	2.1	85.8	0.2	83.4	82.9
	사업비율	20.8	19.6	1.2	20.4	0.4	20.4	20.0
	합산비율	106.8	103.5	3.3	106.2	0.6	103.8	102.9
원수 보험료	자동차	1,170	1,141	2.6	1,100	6.4	4,725	4,804
	장기	3,006	3,039	-1.1	2,999	0.3	12,073	12,097
	일반	282	378	-25.5	295	-4.3	1,356	1,329
보증별 손해율	자동차	93.0	86.9	6.1	89.2	3.8	85.5	80.6
	장기	84.3	83.7	0.6	85.2	-0.9	83.8	85.1
	일반	75.1	76.0	-0.8	78.1	-2.9	72.0	71.7
투자부문	운용자산	65,873	65,079	1.2	64,419	2.3	65,873	64,419
	투자수익률	2.9	3.1	-0.2	2.8	0.1	3.3	3.3
수익성	ROE	3.0	8.0	-5.1	1.3	1.7	8.2	9.1
신계약	신계약(월납환산)	42	42	0.8	37	12.5	172	161
	인담보 신계약	32	32	-1.3	26	25.0	132	107

주: 별도 기준

자료: 삼성화재, 하이투자증권

DB 손해보험: 손해율 및 투자부분의 부진으로 이익 감소

투자의견:

Buy(유지)

목표주가:

90,000 원(7.1% 상향)

2019년 BPS 82,924 원을
반영하였기 때문임.

- DB 손보의 4 분기 별도기준 순이익은 617 억원으로 전년동기대비 36.3% 감소할 것으로 전망
- 이익 감소의 원인은 1) 자동차보험 및 장기위험 손해율 상승에 따른 합산비율 상승과 2) 4 분기 주식시장 하락에 따른 투자부분의 부진이 예상되기 때문임
- 4 분기 자동차보험 손해율은 전년동기대비 9.0%p 상승할 것이고 장기 위험손해율 또한 3.0%p 상승할 것으로 전망됨.
- 반면 사업비율은 1.7%p 개선될 것으로 예상됨. 4 분기 인담보 신계약이 226 억원으로 전년동기대비 11.5% 증가하겠지만 지난해 발생하였던 성과급 재원 추가적립의 기저효과와 고도한 시책 경쟁이 이번 4 분기에는 완화될 것으로 예상되기 때문임
- 투자영업이익은 전년동기대비 0.3% 감소할 것으로 전망됨. 4 분기 주식시장 급락의 영향으로 평가/처분 손익의 기여도 감소가 예상되기 때문임. 투자수익률은 전년동기대비 21bp 하락할 것으로 전망됨
- 동사에 대한 투자의견을 매수로 유지하며 목표주가를 직전대비 7.1% 상향(2019년 BPS 반영)함. 4 분기 실적 악화의 핵심 원인은 자동차보험 손해율 급등이며 1 월 중순 1 차 보험료 인상, 이후 정비수가 타결 진행에 따라 추가 보험료 인상 가능성은 감안하면 지금의 실적 부진 원인이 해결되는 구간으로 진입 가능하기 때문임

DB 손해보험 2018년 4분기 실적 전망

(단위: 십억원, %, %p)		순액 기준					누적 기준		
		4Q18F	3Q18	QoQ	4Q17	YoY	4Q18F(A)	4Q17(A)	YoY
요약손익	원수보험료	3,147	3,071	2.5	3,105	1.3	12,428	12,368	0.5
	보유보험료	2,938	2,881	2.0	2,899	1.3	11,623	11,565	0.5
	경과보험료	2,908	2,921	-0.4	2,893	0.5	11,609	11,441	1.5
	발생손해액	2,497	2,404	3.9	2,384	4.7	9,663	9,421	2.6
	순사업비	577	568	1.4	623	-7.4	2,273	2,196	3.5
	보험영업이익	-165	-52	N/A	-115	N/A	-326	-175	N/A
	투자영업이익	258	275	-6.2	259	-0.3	1,071	1,035	3.5
	총영업이익	93	223	-58.4	144	-35.3	746	860	-13.3
	세전이익	84	209	-60.0	135	-38.1	709	829	-14.5
보험영업	당기순이익	62	152	-59.3	97	-36.3	513	622	-17.5
	손해율	85.9	82.3	3.5	82.4	3.4	83.2	82.3	0.9
	사업비율	19.8	19.5	0.4	21.5	-1.7	19.6	19.2	0.4
원수 보험료	합산비율	105.7	101.8	3.9	103.9	1.7	102.8	101.5	1.3
	자동차	827	792	4.5	793	4.3	3,260	3,253	0.2
	장기	2,032	2,046	-0.7	2,026	0.3	8,162	8,100	0.8
보증별 손해율	일반	287	234	23.1	286	0.4	1,007	1,016	-0.8
	자동차	94.1	86.5	7.6	85.1	9.0	86.4	80.6	5.8
	장기	84.0	82.2	1.8	82.4	1.7	83.3	84.2	-0.9
투자부문	일반	70.1	62.9	7.2	69.1	1.0	65.7	64.3	1.4
	운용자산	33,806	33,309	1.5	31,609	6.9	33,806	31,609	6.9
	투자수익률	3.1	3.3	-0.3	3.3	-0.2	3.3	3.4	-0.1
수익성	ROE	5.4	13.8	-8.4	8.8	-3.4	11.4	14.8	-3.5
신계약	신계약(월납환산)	27	26	2.7	25	8.6	110	102	8.0
	인담보 신계약	23	22	0.7	20	11.5	92	82	13.0

주: 별도 기준

자료: DB 손해보험, 하이투자증권

현대해상: 자동차보험 손해율 부담으로 부진한 실적 시현

투자의견:

Buy(유지)

목표주가:

52,000 원(2.0% 상향)

2019년 BPS 46,327 원과
EVPS 83,128 원을 반영하였음.
신종 자본증권 발행은 BPS에는
영향을 미치지 않고 ROE의
하락에만 영향을 주기 때문에
BPS 기준 목표주가에 반영되는
Target multiple을 하향하였음

- 현대해상의 4 분기 별도기준 순이익은 422 억원으로 전년동기대비 36.7% 감소할 것으로 전망
- 이익 감소의 원인은 자동차보험 손해율이 12.0%p 급등하며 손해율 부담이 확대될 것으로 예상되기 때문임
- 4 분기 자동차보험 손해율은 96.3%로 전분기대비 9.6%p, 전년동기대비 12.0%p 상승할 것으로 전망됨. CM 채널 뿐만 아니라 TM 채널에서도 자동차보험 M/S 가 상승하고 있는 가운데 업계 공통요인인 사고심도 증가가 상대적으로 더 크게 작용하였기 때문으로 판단됨
- 장기 위험손해율 역시 전년동기대비 3.2%p 상승할 것으로 전망됨. 영업일수 증가의 영향으로 2017년 4 분기 장기 위험손해율이 8.1%p 하락했다는 점을 감안하면 기저효과의 영향이 크며 평이한 수준으로 평가할 수 있음
- 인담보 신계약은 224 억원으로 전년동기대비 18.0% 성장할 것으로 예상되며 사업비율은 지난해 구조조정의 기저효과와 시책 경쟁 완화로 전년동기대비 1.5%p 개선될 것으로 전망됨
- 투자수익률은 주식시장 부진의 영향으로 전년동기대비 7bp 하락할 것으로 예상
- 동사에 대한 투자의견을 매수로 유지하고 목표주가를 2.0% 상향. 2019년 예상 BPS/EVPS를 적용한 결과이며 신종증권발행으로 지속가능 ROE를 직전대비 1%p 하향하며 상대적으로 목표주가 상승이 적게 산출되었음

현대해상 2018년 4분기 실적 전망

(단위: 십억원, %, %p)		순액 기준					누적 기준		
		4Q18F	3Q18	QoQ	4Q17	YoY	4Q18F(A)	4Q17(A)	YoY
요약손익	원수보험료	3,265	3,216	1.5	3,215	1.6	12,935	12,826	0.8
	보유보험료	2,967	2,966	0.0	2,908	2.0	11,816	11,702	1.0
	경과보험료	2,963	2,981	-0.6	2,898	2.2	11,764	11,533	2.0
	발생손해액	2,572	2,494	3.1	2,428	5.9	9,877	9,576	3.1
	순사업비	601	610	-1.5	632	-5.0	2,412	2,337	3.2
	보험영업이익	-209	-123	N/A	-163	N/A	-526	-380	N/A
	투자영업이익	270	268	0.9	253	6.7	1,094	1,020	7.2
	총영업이익	61	145	-58.0	90	-32.8	568	640	-11.2
	세전이익	57	139	-59.0	91	-37.3	550	625	-12.0
	당기순이익	42	101	-58.1	67	-36.7	400	473	-15.5
보험영업	손해율	86.8	83.7	3.1	83.8	3.0	84.0	83.0	0.9
	사업비율	20.3	20.5	-0.2	21.8	-1.5	20.5	20.3	0.2
	합산비율	107.1	104.1	2.9	105.6	1.5	104.5	103.3	1.2
원수 보험료	자동차	848	827	2.5	828	2.4	3,352	3,329	0.7
	장기	2,119	2,155	-1.6	2,090	1.4	8,493	8,416	0.9
	일반	298	234	27.6	297	0.4	1,089	1,081	0.7
보증별 손해율	자동차	96.3	86.6	9.6	84.3	12.0	85.8	79.5	6.3
	장기	84.5	83.5	0.9	84.4	0.1	84.6	85.3	-0.7
	일반	64.2	65.3	-1.1	71.2	-7.0	60.8	65.9	-5.1
투자부문	운용자산	35,743	34,828	2.6	32,448	10.2	35,743	32,448	10.2
	투자수익률	3.1	3.1	-0.1	3.1	-0.1	3.2	3.3	-0.1
수익성	ROE	4.5	11.9	-7.4	8.7	-4.2	11.6	16.1	-4.6
신계약	신계약(월납환산)	28	28	1.0	25	14.4	111	105	5.6
	인담보 신계약	22	23	-4.0	19	18.0	91	77	17.2

주: 별도 기준

자료: 현대해상, 하이투자증권

메리츠화재: 높은 투자수익률을 바탕으로 양호한 이익 시현 전망

투자의견:

Buy (상향)

목표주가:

26,000 원(20.9% 상향)

2019년 BPS 19,812 원을 반영하였고 2018년 낮아진 투자수익률의 기저로 상승한 자속가능 ROE 와 2019년 1분기 유지를 개선 전망을 통해 동사의 할인요인을 제거하였기 때문

- 메리츠화재의 별도기준 4 분기 순이익은 503 억원으로 전년동기대비 13.7% 감소할 것으로 전망됨.
- 이익 감소에도 불구하고 상대적으로 양호한 실적으로 평가함. 그 이유는 1) 4 분기 손보사들의 실적 악화 핵심 요인이 자동차보험 손해율 급등이며 동사 역시 전년동기대비 8.7%p 상승하였지만 낮은 매출 비중으로 손익에 미치는 영향이 상대적으로 적었으며 2) 인담보 신계약이 전년동기대비 41.5% 고성장 하였지만 지난해 매우 높았던 시책 경쟁의 기저효과로 사업비율은 전년동기수준을 유지하며 합산비율을 양호하게 방어하였기 때문임.
- 다만 컨센서스를 상회하는 이익을 예상하는 이유는 경쟁사와 달리 4.5%의 높은 투자수익률 시현을 예상하기 때문임. 처분이익의 기여 확대가 원인으로 판단됨
- 동사의 장기 위험손해율은 전년동기대비 4.0%p 상승할 것으로 예상되며 현대/DB 의 3.2%p, 3.0%p 대비로는 높은 수준으로 판단됨
- 동사에 대한 투자의견을 매수로, 목표주가를 20.9% 상향함. 투자의견을 상향하는 이유는 1) 투자수익률 하락에 따른 이익 역성장이 2018년에 마무리 될 것으로 예상되며 2) 2018년 인담보 신계약이 57.0% 급성장하며 유지율의 추가적인 훼손이 없다면 2019년 4 분기 이후 장기보험이익의 빠른 성장이 현실화될 것으로 전망되기 때문임. 다만 지난 3 분기 하락한 13 회차 유지율이 4 분기에 회복되지 않겠지만 급격한 추가 하락은 없을 것으로 예상되어 투자의견을 조정하였음

메리츠화재 2018년 4분기 실적 전망

(단위: 십억원, %, %p)		순액 기준					누적 기준	
		4Q18F	3Q18	QoQ	4Q17	YoY		
요약손익	원수보험료	1,786	1,770	0.9	1,644	8.7	7,004	6,403 9.4
	보유보험료	1,698	1,688	0.6	1,558	9.0	6,667	6,055 10.1
	경과보험료	1,694	1,708	-0.8	1,555	8.9	6,664	5,997 11.1
	발생손해액	1,367	1,337	2.2	1,234	10.7	5,293	4,824 9.7
	순사업비	449	447	0.6	413	8.9	1,742	1,387 25.6
	보험영업이익	-122	-75	N/A	-93	N/A	-370	-214 N/A
	투자영업이익	195	179	9.3	182	7.6	745	714 4.2
	총영업이익	73	104	-29.2	88	-16.8	374	500 -25.2
	세전이익	68	102	-33.6	80	-16.1	353	473 -25.4
	당기순이익	50	73	-31.0	58	-13.7	255	355 -28.1
보험영업	손해율	80.7	78.3	2.4	79.4	1.3	79.4	80.4 -1.0
	사업비율	26.5	26.2	0.4	26.5	-0.0	26.1	23.1 3.0
	합산비율	107.2	104.4	2.8	105.9	1.3	105.6	103.6 2.0
원수 보험료	자동차	198	189	5.0	195	2.0	791	807 -2.1
	장기	1,457	1,471	-1.0	1,319	10.5	5,722	5,098 12.2
	일반	131	110	19.6	131	0.4	491	498 -1.4
보증별 손해율	자동차	90.2	84.3	5.9	81.5	8.7	82.3	78.2 4.1
	장기	79.8	77.8	2.0	79.7	0.1	79.6	81.7 -2.0
	일반	73.3	72.2	1.1	66.3	7.0	68.9	62.8 6.1
투자부문	운용자산	17,192	17,445	-1.4	15,967	7.7	17,192	15,967 7.7
	투자수익률	4.5	4.2	0.3	4.6	-0.1	4.5	4.7 -0.2
수익성	ROE	10.2	16.2	-6.0	13.1	-2.9	13.5	20.7 -7.2
신계약	신계약(월납환산)	34	31	10.7	24	40.2	126	82 53.1
	인담보 신계약	33	30	10.8	23	41.5	122	78 57.0

주: 별도 기준

자료: 메리츠화재, 하이투자증권

한화손해보험: 손해율 급등으로 예상보다 부진한 실적 시현

투자의견:

Buy(유지)

목표주가:

8,000 원(11.1% 하향)

2019년 BPS 11,392 원과
EVPS 18,260 원을 반영하였음.
부채만기 30년 도입으로 RBC
비율이 재차 189% 수준으로
하락할 것으로 예상되어 출재율
조정 가능성이 낮다고 판단,
경쟁사 대비 빠르게 상승하고
있는 손해율을 실적에 반영

- 한화손해보험은 4분기에 별도기준으로 적자(-49 억원)를 시현할 것으로 전망됨.
- 4분기 실적 악화의 원인은 1) 경쟁사 대비 자동차 및 장기 위험손해율이 큰 폭으로 상승할 것으로 예상되며 2) 투자부분 역시 상대적으로 부진할 것으로 전망되기 때문임
- 동사의 4분기 자동차보험 손해율은 97.3%로 전년동기대비 11.0%p 상승할 것으로 예상되며 장기 위험손해율 역시 99.3%로 100% 수준에 근접할 것으로 전망
- 이는 경쟁사대비 높은 출재율로 인하여 경과보험료 규모가 적은 상황에서 사고빈도 증가에 따른 손사비 부담 확대가 상당 부분 영향을 주었다고 판단됨
- 지난 10월 3,500 억원 규모의 후순위채 발행을 통해 RBC 비율이 240% 수준까지 상승하며 2019년 이후 출재율 조정을 통해 마진 확대를 기대하였지만 부채만기 30년 도입의 영향이 반영되며 연말 RBC 비율은 189% 수준이 될 것으로 예상되어 출재율 조정 가능성이 낮아졌다고 판단됨
- 동사의 4분기 투자수익률은 2.8%로 전년동기대비 81bp 하락할 것으로 예상되며 4분기 주식시장 하락의 영향 때문임
- 경쟁사 대비 빠르게 상승한 손해율 부담과 2019년 출재율 조정 가능성 하락 등을 반영하여 목표주가를 8,000 원으로 11.1% 하향함. 확대된 손해율 격차를 반영 하여 동사의 지속가능 ROE를 9.9%로 하향하고 Ke를 16.0%로 상향하면서 BPS에 반영되는 Target multiple을 0.6배로 하향하였음

한화손해보험 2018년 4분기 실적 전망

(단위: 십억원, %, %p)		순액 기준					누적 기준	
		4Q18F	3Q18	QoQ	4Q17	YoY		
요약손익	원수보험료	1,408	1,401	0.5	1,330	5.9	5,592	5,291 5.7
	보유보험료	1,095	1,087	0.7	1,043	5.0	4,334	4,151 4.4
	경과보험료	1,092	1,094	-0.2	1,041	4.9	4,323	4,151 4.1
	발생손해액	923	909	1.5	860	7.3	3,574	3,411 4.8
	순사업비	271	259	4.6	272	-0.4	1,073	985 8.9
	보험영업이익	-102	-74	N/A	-89	N/A	-325	-244 N/A
	투자영업이익	98	121	-18.9	112	-12.1	484	455 6.4
	총영업이익	-3	47	적전	22	적전	160	211 -24.4
	세전이익	-6	45	적전	18	적전	149	197 -24.6
	당기순이익	-5	34	적전	13	적전	111	149 -25.7
보험영업	손해율	84.5	83.1	1.4	82.6	1.9	82.7	82.2 0.5
	사업비율	24.8	23.7	1.1	26.1	-1.3	24.8	23.7 1.1
	합산비율	109.3	106.7	2.6	108.7	0.6	107.5	105.9 1.6
원수 보험료	자동차	224	211	5.8	215	3.8	873	874 -0.1
	장기	1,083	1,083	0.0	1,015	6.7	4,273	3,984 7.3
	일반	101	107	-5.1	99	2.2	446	434 2.6
보증별 손해율	자동차	97.3	90.6	6.7	86.3	11.0	88.1	81.3 6.8
	장기	83.0	82.0	1.0	82.5	0.5	82.2	83.1 -0.8
	일반	70.8	80.4	-9.6	66.8	4.0	74.4	66.7 7.6
투자부문	운용자산	14,479	13,921	4.0	12,691	14.1	14,479	12,691 14.1
	투자수익률	2.8	3.5	-0.8	3.6	-0.8	3.6	3.8 -0.2
수익성	ROE	-1.4	10.3	-11.7	4.7	-6.1	8.5	14.4 -5.9
신계약	신계약(월납환산)	14	15	-4.8	15	-4.1	64	61 6.1
	인담보 신계약	12	13	-13.2	12	1.0	55	49 12.0

주: 별도 기준

자료: 한화손해보험, 하이투자증권

II. 생명보험: 실적 모멘텀 부재 지속

4분기 합산 순이익 2,878 억원, 전년동기대비 흑자전환 전망

전년동기대비 흑자전환을 예상하는 이유는 삼성생명 때문이며 이 또한 비경상적인 요인 때문임

보험이익은 전년동기대비 감소 전망

변액보증준비금 또한 지난해 낮은 기저가 있었던 삼성생명만 영향

투자부분의 부진 지속

하이투자증권 생명보험 유니버스 5 개사의 4 분기 합산순이익은 2,878 억원으로 예상된다.

지난해 4 분기 대비 흑자전환이 예상되지만 실적 모멘텀 측면에서는 큰 도움이 되지 않을 것으로 판단된다. 그 이유는 1) 전년동기대비 이익이 개선되는 회사는 삼성생명에 한정되고 부동산 매각이익/변액보증준비금 추가적립 등 비경상적인 요인의 기저효과가 이익 증가의 핵심요인인 때문이다. 2) 보험이익 측면에서는 의미있는 개선효과를 기대하기 어렵다고 판단된다.

보험이익은 전년동기대비 감소할 것으로 전망된다. 삼성생명의 신계약비 추가상각 부담과 한화생명의 성과급 증가로 비차마진은 전년동기대비 감소할 것이고 영업일수 증가에 따라 상승한 위험손해율로 인하여 사차마진 역시 전년동기대비 17.2% 감소할 것으로 전망된다.

변액보증준비금 역시 분기마다 반영되는 주식시장의 영향은 부정적인 흐름이 예상되며 4 분기에만 반영되는 금리 관련 준비금 환입 역시 미미한 수준에 그칠 것으로 전망된다. 다만 삼성생명은 지난해 변액보험의 유지율 가정 변경(상승)에 따라 추가적립한 약 2,200 억원의 기저효과가 실적에 반영될 것으로 예상된다.

투자부분 역시 Swap rate 악화의 영향이 지속되는 가운데 4 분기 주식시장 급락의 영향이 반영될 것으로 전망된다.

커버리지 3개 생보사 합산 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %, %p)	순액 기준					누적 기준		
	4Q18F	3Q18	QoQ	4Q17	YoY	4Q18F(A)	4Q17(A)	YoY
요약손익	보험손익	-342	-155	N/A	19	적전	-829	3,580
	투자손익	2,803	2,697	3.9	2,205	27.1	12,319	10,416
	책임준비금전입액	2,675	2,765	-3.2	3,078	-13.1	11,052	14,434
	영업이익	-219	-63	N/A	-687	N/A	841	195
	영업외 손익	638	697	-8.6	614	3.8	2,653	2,420
	특별계정수입수수료	705	700	0.7	686	2.8	2,857	2,651
	세전이익	419	599	-30.1	-73	흑전	3,458	2,615
	당기순이익	288	431	-33.2	-111	흑전	2,463	1,876
보험영업	위험손해율	77.3	79.8	-2.4	71.8	5.5	79.7	78.0
	위험보험료	1,718	1,706	0.7	1,670	2.8	6,793	6,597
	보험금지급률	83.4	81.5	1.9	75.7	7.8	81.7	67.5
투자부문	운용자산	351,391	350,197	0.3	339,035	3.6	351,391	339,035
	투자수익률	3.2	3.3	-0.1	2.8	0.4	3.7	3.4
신계약	신계약 APE	1,235.1	1,312	-5.8	1,130	9.3	5,191	5,684
	보장 APE	785	810	-3.2	708	10.8	3,183	3,089
	연금 APE	209	218	-4.1	223	-6.2	869	1,276
	저축 APE	241	283	-14.8	199	21.3	1,139	1,320
성장성	일반+변액수입보험료	9,217	9,299	-0.9	9,313	-1.0	37,282	39,485
	일반+특별수입보험료	14,212	10,154	40.0	12,839	10.7	45,770	46,043
수익성	ROE	2.9	4.4	-1.5	-1.1	4.0	6.2	4.9
	ROA	0.3	0.4	-0.1	-0.1	0.4	0.6	0.5

주: 삼성생명(수입보험료, 위험손해율은 별도 기준, 나머지는 연결 기준) 이 외 회사는 별도 기준

자료: 각 사, 하이투자증권

삼성생명을 제외하고 컨센서스를 크게 하회할 것으로 전망

삼성생명은 대규모 부동산 처분이익 반영 예정

생명보험사에 대한 우리 이익 전망치는 삼성생명을 제외하는 컨센서스에 크게 미달할 것으로 전망된다. 삼성생명의 경우 4 분기에 대규모 부동산 매각이익이 반영될 예정이며 지난해와 달리 변액보증준비금 추가적립 부담이 적다는 점이 컨센서스에 반영되지 않았기 때문으로 판단된다.

한화생명과 동양생명은 컨센서스를 크게 하회할 것으로 예상

한화생명과 동양생명은 컨센서스를 하회할 것으로 예상된다. 4 분기 부진한 주식장의 영향과 성과급 비용 증가 등의 비용 요인이 충분히 반영되지 않았기 때문으로 판단된다.

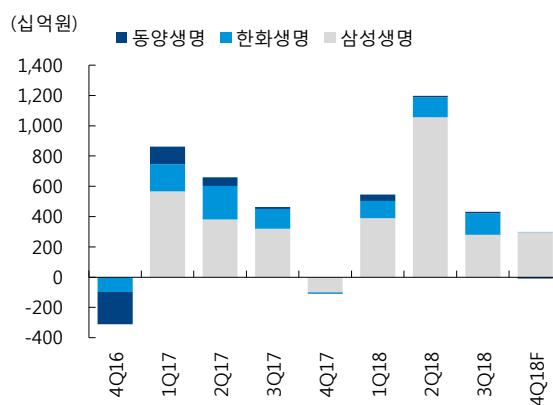
커버리지 생명보험사 실적 전망 및 컨센서스

(단위: 십억원, %)			4Q18F			예상치 (QoQ, %)	(YoY, %)		
	4Q17	3Q18	Consensus		하이투자증권				
			FnGuide	괴리율(%)					
삼성생명	-101	280	240	23.5	296	5.9	흑전		
한화생명	-8	141	98	-98.5	1	-99.0	흑전		
동양생명	-3	11	11	-188.0	-10	적전	N/A		
생보사 (계)	-111	431	349	-17.6	288	-33.2	흑전		

주: 삼성생명은 연결 기준, 나머지는 별도 기준

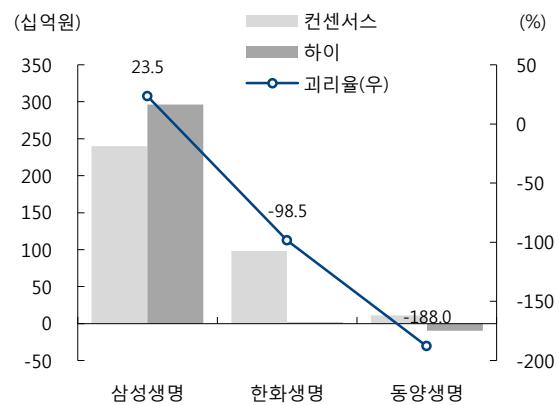
자료: 각 사, fnguide, 하이투자증권

그림16. 커버리지 3개사의 합산 순이익 추이



자료: 각 사, 하이투자증권

그림17. 4분기 순이익 컨센서스 대비 전망치



자료: fnguide, 하이투자증권

보험영업: 보험이익의 감소는 4 분기에도 지속 전망

4분기 보험이익은
전년동기대비 11.6%
감소 전망

4 분기 생명보험 3 사의 합산 보험이익은 전년동기대비 11.6% 감소할 것으로 전망된다. 영업일수 증가로 인한 손해율 상승으로 사차마진이 전년동기대비 17.2% 감소할 것으로 예상되며 신계약비 추가상각 및 성과급 증가로 인하여 비차마진은 전년과 유사한 수준을 시현할 것으로 예상되기 때문이다.

사차마진은 3,895 억원
으로 전년동기대비
17.2% 감소

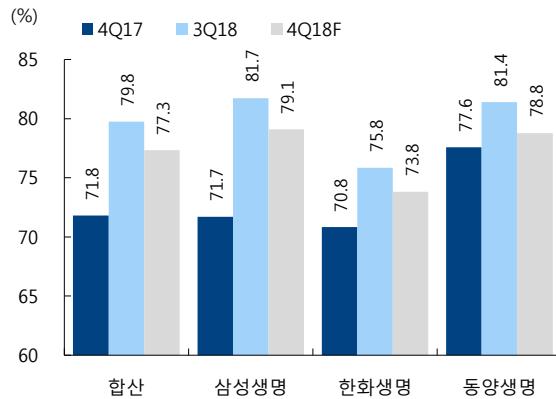
3 개사 합산 사차마진은 3,895 억원으로 전년동기대비 17.2% 감소할 것으로 전망된다. 위험보험료가 전년동기대비 2.8% 성장할 것으로 예상되는 가운데 손해율이 전년동기대비 5.5%p 상승할 것으로 전망되기 때문이다. 사차마진의 절대수준은 평이한 수준으로 평가한다. 지난해 4 분기에는 추석연휴로 영업일수가 57 일에 불과하였다는 점을 감안할 때 일정 부분의 손해율 상승은 당연한 결과이기 때문이다. 다만 생존담보의 비중이 확대되고 있으며 최근 생명보험사들이 건강보험 중심으로 보장성 성장을 이끌고 있다는 점에서 손해율의 추가적인 개선은 매우 제한적이 될 것으로 예상된다.

비차마진은 1,880 억원
으로 전년동기대비 2.9%
증가

비차마진은 1,880 억원으로 전년동기대비 2.9% 증가할 것으로 전망된다. 삼성생명의 신계약이 추가상각이 지속되고 있으며 한화생명의 성과급 재원 증가로 부진한 4 분기 비차마진이 예상된다. 다만 동양생명의 경우 G.A 채널에 대한 판매비 감소의 영향으로 지난해 대비 증가할 것으로 전망된다.

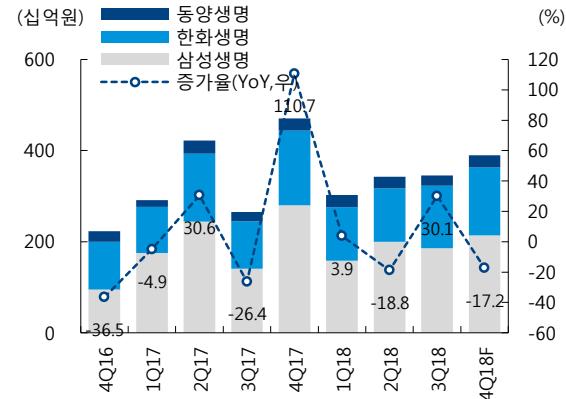
우리가 예상하는 4 분기 보험이익은 삼성생명 3,538 억원(yoy - 13.1%), 한화생명 1,794 억원(yoy-16.3%), 동양생명 442 억원(yoy +38.7%)이다.

그림18. 영업일수 효과로 위험손해율 상승



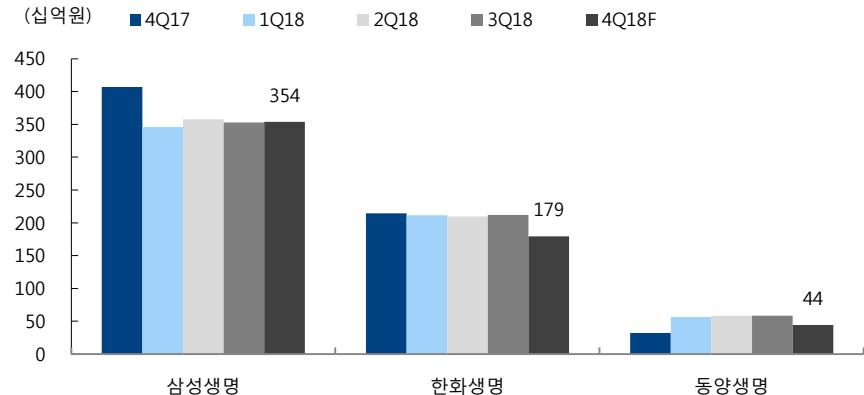
자료: 각 사, 하이투자증권

그림19. 손해율 상승으로 인하여 사차마진은 17.2% 감소



자료: 각 사, 하이투자증권

그림20. 유니버스 생명보험사의 보험이익 전망



자료: 각 사, 하이투자증권

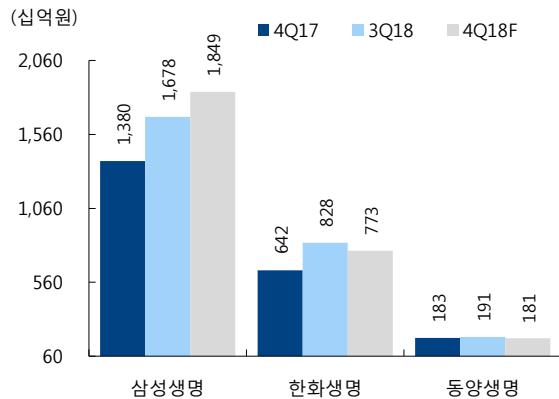
투자영업: 삼성생명은 처분이익, 한화생명은 기저효과로 증가

Swap spread 악화 지속
다만 처분이익과 지난해
4분기 손상인식의
기저효과로 투자손익 증가

생명보험 3 사 합산 투자손익은 전년동기대비 27.1% 증가할 것으로 전망된다. Swap spread 악화에 따른 해외투자자산의 투자수익률 하락이 지속되고 있지만 삼성생명은 보유중인 부동산 매각 이익 약 1,700 억원을 4 분기에 시현할 예정이며 한화생명은 지난해 4 분기 딜라이브 관련 대규모 손상인식의 기저효과가 존재하기 때문이다.

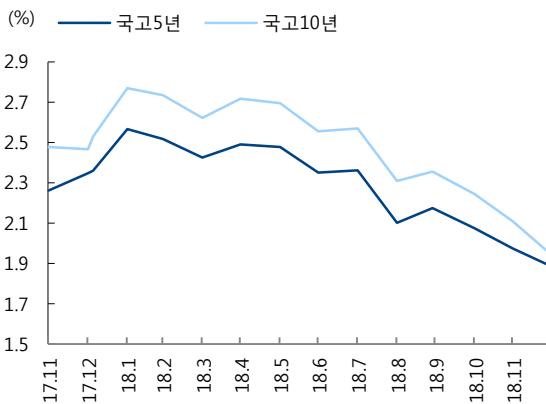
생명보험사들의 투자손익의 개선 속도는 자연될 가능성이 높다고 생각한다. 2018년 초 2.5%, 2.3% 수준의 10년/5년물 국고채의 금리가 2018년 말에는 1.96%, 1.88% 수준까지 하락하였으며 미국 기준금리 인상 속도 둔화 및 국내 경기 부진을 감안할 때 이자차 역마진 스프레드의 개선 시점이 연기될 수 밖에 없기 때문이다.

그림21. 생명보험사의 투자손익 전망



자료: 각 사, 하이투자증권

그림22. 금리 하락이 빠르게 진행되며 이차 마진 개선 지연



자료: BOK, 하이투자증권

삼성생명: 부동산 처분이익으로 컨센서스 상회

투자의견:

Buy(유지)

목표주가:

105,000 원(12.5% 하향)

2019년 BPS 162,896 원과

EVPS 135,528 원을 반영하였음.

최근 금리 하락을 반영하여

지속가능 ROE 및 RoEV를

하향하였으며 이에 따라 Target

multiple(EVPS 0.75→0.55 배)

을 하향조정 하였음

– 삼성생명의 4 분기 연결기준 순이익은 2,961 억원으로 전년동기대비 흑자전환될 것으로 전망됨.

– 원인은 1) 지난해 4 분기에는 변액보험의 유지를 상승하며 변액보증 준비금 추가적립이 약 2,200 억원 발생하였지만 이번 분기에는 약 400 억원 규모로 축소될 것이고 2) 런던을 비롯한 국내외 부동산 매각이익 약 1,700 억원이 반영될 예정이기 때문임

– 4 분기 사차이익은 2,138 억원으로 전년동기대비 23.6% 감소할 것으로 전망됨. 위험보험료가 3.4% 증가하겠지만 영업일수 증가효과와 생존담보 비중 확대로 위험손해율이 7.4%p 상승할 것으로 예상되기 때문임

– 4 분기 보장성 신계약 APE는 4,208 억원으로 전년동기대비 22.0% 성장하며 전분기에 이어 신계약비 추가상각 약 200 억원이 발생할 것으로 전망됨

4 분기 순이익은 컨센서스를 상회할 것으로 전망됨. 또한 매우 부진한 실적이 예상되는 경쟁 생명보험사 대비 우수한 수준임. 다만 지난해의 기저효과와 비경상적 요인인 부동산 처분이익의 기여도가 크다는 점에서 주가에는 제한적인 영향을 미칠 것으로 전망됨. 우리는 동사의 목표주가를 12.5% 하향함. 최근 빠르게 하락하고 있는 장기 채권금리로 인하여 이자차 역마진 스프레드 개선이 지연될 것으로 예상되며 기타보장 중심의 성장 전략 상 성장률의 큰 폭 제고가 쉽지 않을 것으로 전망되기 때문임.

삼성생명 2018년 4분기 실적 전망

(단위: 십억원, %, %p)	순액 기준					누적 기준			
	4Q18F	3Q18	QoQ	4Q17	YoY	4Q18F(A)	4Q17(A)	YoY	
요약손익	보험손익	-313	-301	N/A	-221	N/A	-1,058	966	적전
	투자손익	1,849	1,678	10.2	1,380	33.9	8,287	6,325	31.0
	책임준비금전입액	1,470	1,521	-3.3	1,729	-15.0	6,203	7,626	-18.7
	영업이익	61	15	303.4	-403	흑전	1,429	299	377.7
	영업외 손익	369	387	-4.7	337	9.3	1,424	1,384	2.9
	특별계정수입수수료	418	414	1.0	397	5.1	1,646	1,566	5.1
	세전이익	430	402	6.9	-65	흑전	2,852	1,683	69.5
보험영업	당기순이익	296	280	5.9	-101	흑전	2,022	1,166	73.4
	위험손해율	79.1	81.7	-2.6	71.7	7.4	81.2	78.5	2.7
	위험보험료	1,023	1,017	0.7	990	3.4	4,040	3,906	3.4
투자부문	보험금지급률	88.1	87.4	0.7	80.3	7.8	85.6	72.0	13.7
	운용자산	234,451	234,456	0.0	228,698	2.5	234,451	228,698	2.5
	투자수익률	3.2	2.9	0.3	2.4	0.7	3.6	2.9	0.7
신계약	신계약 APE	626	683	-8.3	536	16.8	2,667	2,774	-3.8
	보장 APE	421	459	-8.3	345	22.0	1,750	1,556	12.5
	연금 APE	98	113	-12.8	94	5.0	422	654	-35.5
	저축 APE	107	111	-3.7	98	10.0	496	565	-12.2
성장성	일반+변액수입보험료	5,266	5,258	0.2	5,245	0.4	21,087	21,821	-3.4
	일반+특별수입보험료	7,722	5,962	29.5	7,524	2.6	25,901	26,321	-1.6
수익성	ROE	4.1	3.9	0.2	-1.3	5.4	7.0	4.2	2.8
	ROA	0.4	0.4	0.0	-0.1	0.6	0.7	0.4	0.3

주: 수입보험료, 위험손해율은 별도 기준, 나머지는 연결 기준

자료: 삼성생명, 하이투자증권

한화생명: Valuation 을 제외한 모멘텀 부재 지속

투자의견:

Buy(유지)

목표주가:

5,200 원(13.3% 하향)

2019년 BPS 12,163 원과

EVPS 12,672 원을 반영하였음.

최근 금리 하락을 반영하여

지속가능 ROE 및 RoEV를

하향하였으며 이에 따라 Target

multiple(EVPS 0.63→0.45 배)

을 하향조정 하였음

- 한화생명의 4 분기 별도기준 순이익은 15 억원으로 부진한 흐름이 이어질 것으로 전망됨. 지난해 4 분기에는 우수한 사차이익에도 불구하고 투자부분에서 1,000 억원 규모의 손상차손 인식으로 적자를 시현하였음. 이번 4 분기에는 사차 및 비차이익이 전년동기대비 축소되고 4 분기 주식시장 하락의 영향으로 투자손익 제고가 어려울 것으로 예상되기 때문임
- 4 분기 사차이익은 1,494 억원으로 전년동기대비 9.0% 감소할 것으로 전망됨. 위험보험료는 1.5% 성장하겠지만 영업일수 증가효과로 손해율이 3.0%p 상승할 것으로 예상되기 때문임. 비차이익 역시 지난해 대비 성과급 지급이 증가할 것으로 예상되어 마진은 축소될 것으로 전망됨. 우리는 동사의 4 분기 보험이익은 전년동기대비 16.3% 감소할 것으로 전망하고 있음
- 투자손익은 전년동기대비 20.5% 증가할 것으로 전망됨. 지난해 반영되었던 손상차손의 기저효과 때문임. 다만 Swap spread 악화의 영향으로 해외투자자산의 투자수익률 하락이 지속될 것으로 예상되어 회복 속도는 더딜 것으로 예상됨

동사에 대한 투자포인트는 현재 낙폭과대에 따른 Valuation 매력만 존재함. 위험보험료 성장률이 경쟁사 대비 낮은 상황에서 주식 및 해외자산에 대한 상대적으로 높은 투자비중이 현재의 투자환경에서 부담요인으로 작용하고 있기 때문임. 동사의 목표주가를 13.3% 하향함. 장기채권 금리 하락에 따라 동사의 지속 가능 ROE 와 RoEV 를 하향하며 Target multiple 을 하향하였기 때문임

한화생명 2018년 4분기 실적 전망

(단위: 십억원, %, %p)	순액 기준					누적 기준		
	4Q18F	3Q18	QoQ	4Q17	YoY	4Q18F(A)	4Q17(A)	YoY
요약손익	보험손익	-182	-46	N/A	-34	N/A	-600	538
	투자손익	773	828	-6.6	642	20.5	3,253	3,156
	책임준비금전입액	841	857	-1.8	869	-3.2	3,230	3,963
	영업이익	-250	-75	N/A	-261	N/A	-577	-269
	영업외 손익	252	292	-13.5	260	-2.8	1,144	961
	특별계정수입수수료	267	267	0.1	266	0.4	1,124	1,014
	세전이익	2	182	-98.9	-2	흑전	532	691
	당기순이익	1	141	-99.0	-8	흑전	387	525
보험영업	위험손해율	73.8	75.8	-2.0	70.8	3.0	77.0	76.7
	위험보험료	571	567	0.6	563	1.5	2,267	2,232
	보험금지급률	82.5	79.1	3.4	77.1	5.3	83.2	71.8
투자부문	운용자산	89,211	88,363	1.0	84,360	5.8	89,211	84,360
	투자수익률	3.5	3.8	-0.3	3.0	0.4	3.7	3.8
신계약	신계약 APE	413	443	-6.7	396	4.3	1,716	1,861
	보장 APE	236	244	-3.1	229	3.3	955	1,000
	연금 APE	94	94	-0.8	110	-15.0	390	546
	저축 APE	84	105	-20.2	58	45.0	371	315
성장성	일반+변액수입보험료	2,885	2,945	-2.0	2,970	-2.9	11,742	12,300
	일반+특별수입보험료	4,765	3,076	54.9	3,888	22.5	14,530	13,814
수익성	ROE	0.1	6.7	-6.6	-0.4	0.4	4.6	6.3
	ROA	0.0	0.5	-0.5	0.0	0.0	0.3	0.5

주: 별도 기준

자료: 한화생명, 하이투자증권

동양생명: 이익 기준의 최악의 2018년을 마무리 하며..

투자의견:

Hold(유지)

목표주가:

5,200 원(23.5% 하향)

2019년 BPS 14,957 원과

EVPS 21,028 원을 반영하였음.

최근 금리 하락을 반영하여

지속가능 ROE 및 RoEV를

하향하였으며 이에 따라 Target

multiple(EVPS 0.5→0.40 배)

을 하향조정 하였음

- 동양생명은 4 분기에 별도기준으로 98 억원의 적자를 시현할 것으로 전망됨. 이익 측면에서는 최악의 2018년이 될 것으로 예상되는데 2017년 별도기준 순이익이 1,844 억원이었으며 2018년은 549 억원에 불구할 것이기 때문임
- 2018년의 특징은 1) 처분이익의 부채, 2) G.A 채널에 대한 판매비 축소/위험 보험료 증가율 하락, 3) 해외투자자산 비중 축소 등임. 이는 과거 3~4년 동안 동사의 전략과는 다른 방향성으로 중기적 이익 체력 확보를 위한 1차적 노력이 진행되었다고 평가함
- 현재와 같은 전략 방향이 2019년에도 이어진다고 가정하면 당기 순이익 측면에서 당장의 큰 변화는 나타나지 않겠지만 보유이원 측면이나 이익의 안정성 측면에서 긍정적인 모습이 점진적으로 나타날 여지는 존재한다고 생각함
- 이에 따라 동사의 투자의견을 Hold로 유지하고 낮아진 이익 전망치를 반영하여 목표주가를 23.5% 하향함
- 4분기 사차이익은 262 억원으로 전년동기대비 0.9% 감소하겠지만 신계약비차 회복으로 보험이익은 전년동기대비 38.7% 증가할 것으로 전망됨
- 4분기 보장성 신계약 APE는 1,276 억원으로 전년동기대비 5.0% 감소할 것으로 전망
- 그럼에도 불구하고 적자를 예상하는 이유는 매우 부진한 투자수익률 시현이 예상되기 때문임. 우리는 동사의 4분기 투자수익률은 2.6%로 전년동기대비 19bp 하락할 것으로 전망하고 있음

동양생명 2018년 4분기 실적 전망

(단위: 십억원, %, %p)		순액 기준					누적 기준		
		4Q18F	3Q18	QoQ	4Q17	YoY	4Q18F(A)	4Q17(A)	YoY
요약손익	보험손익	153	192	-20.5	274	-44.3	830	2,076	-60.0
	투자손익	181	191	-4.9	183	-0.7	779	935	-16.7
	책임준비금전입액	364	386	-5.9	480	-24.2	1,620	2,845	-43.1
	영업이익	-29	-3	N/A	-23	N/A	-11	166	적전
	영업외 손익	16	19	-11.9	17	-5.4	85	76	12.6
	특별계정수입수수료	20	19	2.0	22	-10.5	87	72	20.7
	세전이익	-13	15	적전	-5	N/A	74	241	-69.4
보험영업	당기순이익	-10	11	적전	-3	N/A	55	184	-70.2
	위험손해율	78.8	81.4	-2.6	77.6	1.2	79.3	80.4	-1.1
	위험보험료	124	122	1.3	118	4.6	486	459	6.0
투자부문	보험금지급률	68.1	65.2	2.9	55.0	13.1	64.1	45.2	18.9
	운용자산	27,729	27,378	1.3	25,977	6.7	27,729	25,977	6.7
	투자수익률	2.6	2.8	-0.2	2.8	-0.2	2.9	3.8	-0.9
신계약	신계약 APE	195	186	5.1	197	-1.1	807	1,049	-23.1
	보장 APE	128	108	18.2	134	-5.0	478	533	-10.2
	연금 APE	17	11	57.1	19	-10.0	57	76	-24.8
	저축 APE	50	67	-24.7	44	15.0	272	440	-38.3
성장성	일반+변액수입보험료	1,066	1,095	-2.7	1,098	-2.9	4,452	5,364	-17.0
	일반+특별수입보험료	1,726	1,116	54.6	1,427	21.0	5,338	5,908	-9.6
수익성	ROE	-1.8	1.9	-3.7	-0.4	-1.3	2.4	8.8	-6.5
	ROA	-0.1	0.1	-0.3	0.0	-0.1	0.2	0.6	-0.5

주: 별도 기준

자료: 동양생명, 하이투자증권

III. 투자전략 및 최선호종목

연초 보험업종은 쉬어가는 구간에 진입할 것으로 전망

투자의견 비중확대 유지

우리는 보험업종에 대한 투자의견을 비중확대로 유지하며 손해율 개선 모멘텀을 바탕으로 손해보험사 중심의 투자 전략을 권유하고 있다. 다만 2019년 연초 보험업종의 모멘텀은 약화될 가능성성이 높다고 판단하고 있으며 2분기 이후 보험업종의 실적 모멘텀이 다시금 부각될 수 있을 것으로 전망한다.

연초 모멘텀 약화 우려,

1) 장기채권금리 급락, 2)
미국의 기준금리 인상속도
둔화 우려, 3) 본격적인
실적 모멘텀이 3분기로
이연

우리가 모멘텀 약화를 우려하는 이유는 1) 장기채권금리가 빠르게 하락하고 있으며 2) 글로벌 금리 상승을 견안하였던 미국의 기준금리 인상 속도 조절에 대한 기대감이 확대되고 있어 연초 금리 관련 투자심리 약화가 현실화될 여지가 있다고 생각한다. 손해보험업종의 경우 정비수가 타결이 진행되는 가운데 보험료 인상이 당초 예상보다 더디게 진행되고 있다는 점에서 3) 2019년 1분기까지 자동차보험 손해율 부진에 영향을 받을 수 밖에 없을 것으로 예상되어 실적 모멘텀이 3분기로 지연될 것이기 때문이다.

결론적으로 당장의 금리 하락의 영향과 2월에 발표될 부진한 4분기 실적 및 보수적인 가이던스, 그리고 3분기부터 본격화되는 실적 모멘텀을 감안할 때 2019년 1분기에는 모멘텀이 약화될 것으로 전망한다.

2019년에서 손해보험

선호

우리는 손해보험업종은 2019년도에서 선호한다.

위험보험료의 빠른
성장으로 이익 채력이
확대되고 있으며 1) 2018
년 신계약의 계속보험료
유입, 2) 추가 자보료 인
상, 3) 시책 경쟁 완화
등에 대해 낙관하고 있음

2019년 하반기 및 2020년 실적은 결국은 2018년 성장한 신계약의 위험보험료 유입(유지율이 중요)과 자동차보험 손해율 안정(추가 보험료 인상의 현실화가 중요), 그리고 시책 경쟁 완화(감독규정의 합리적 개정)에 따라 결정될 것이고 우리는 이런 흐름에 대해 낙관하고 있다.

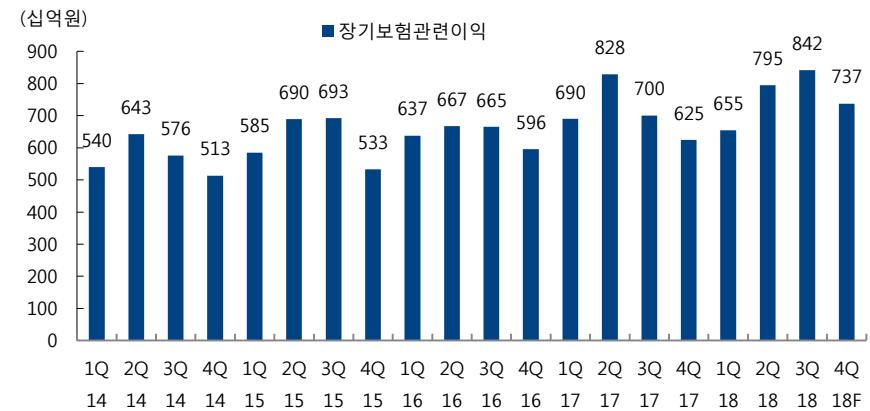
다만 이번 4분기 실적을 통해 확인할 수 있었던 점은 사상 최고치의 자동차보험 손해율에도 불구하고 손해보험사들의 이익을 일정 부분 방어가 가능했던 이유는 장기보험의 위험보험료가 빠른 속도로 증가하고 있으며 위험손해율이 일정부분 개선되고 있기 때문이다. 2018년 인담보 신계약의 고성장과 2019년 1월 실손보험료 인상을 감안할 때 위험보험료 증가율 유지에 도움이 될 것이고 이는 손해보험사들의 절대 이익 규모 확대로 연결될 것으로 생각된다.

최선호 종목

: DB손보, 현대해상
관심종목
: 메리츠화재

우리의 최선호 종목은 DB손해보험과 현대해상이며 2019년 연간전망에서 언급했던 메리츠화재에 대해서도 관심종목으로 유지한다.

그림23. 장기보험 관련이익의 지속적인 증가



주: 유니버스 5 개사 합산기준

자료: 금감원, 하이투자증권

손해보험업종 목표주가

상향

메리츠는 투자의견도 상향

한화손보는 목표주가 하향

손해보험사들의 목표주가를 상향하였다. 2019년 BPS를 적용하였고 2019~2020년 ROE를 평균으로 지속가능 ROE를 조정하였기 때문이다. 다만 한화손보는 대규모 후순위채 발행에도 불구하고 부채 30년 도입으로 낮아진 RBC 비율을 감안할 때 출재율 조정이 현실화되기 어렵다고 판단되었고 손해율이 상승하는 구간에서의 부진을 반영하여 목표주가를 하향하였다.

메리츠화재의 경우 1) 낮아진 투자수익률로 인한 이익 감소가 2018년에 마무리될 것이고 2018년 57.0% 성장한 인담보 신계약이 2019년 4분기 이후 계속보험료로 유입됨에 따라 유지율의 추가적인 훼손이 없다면 2) 위험보험료 성장을 제고가 가능할 것으로 전망된다. 이에 따라 동사의 할인 요인을 제거하였으며 투자의견과 목표주가를 상향하였다.

생명보험업종 목표주가

하향

반면 생명보험업종은 목표주가를 모두 하향하였다.

보험이익의 정체가 지속되는 가운데 성장 측면에서도 특별한 돌파구를 만들지 못하고 있기 때문이다. 또한 최근에 급락한 장기채권 금리로 인하여 2018년 및 2019년 예상 EVPS와 이에 적용되는 Multiple을 하향조정하였기 때문이다.

보험업종 유니버스 Valuation

		생명보험				손해보험			
		삼성생명	한화생명	동양생명	삼성화재	DB손보	현대해상	메리츠화재	한화손보
투자의견	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가(원)	105,000	5,200	5,200	370,000	90,000	52,000	26,000	8,000	
목표주가 P/B(배)	0.6	0.4	0.3	1.2	1.1	1.1	1.3	0.7	
목표주가 P/E(배)	12.2	8.6	10.9	15.7	9.0	8.7	9.0	6.4	
상승여력(%)	28.8	25.3	12.1	36.0	27.3	30.3	19.8	37.7	
현재주가(원, 18.10.04)	81,500	4,150	4,640	272,000	70,700	39,900	21,700	5,810	
P/B 기준	Target Price I (원)	73,303	4,657	3,475	278,911	90,510	46,277	24,464	7,042
	Target P/B (배)	0.5	0.4	0.2	0.9	1.1	1.0	1.2	0.6
	2019년 BPS (원)	162,896	12,163	14,957	319,835	82,924	46,327	19,812	11,392
	Sustainable RoE (%)	5.4	5.2	3.5	7.8	13.1	12.5	15.4	9.9
	Ke (%)	9.0	13.5	15.0	9.0	12.0	12.5	12.5	16.0
P/EV 기준	Target Price II (원)	135,528	5,702	8,411	454,131	n.a	58,190	n.a	9,130
	Target P/EV (배)	0.6	0.5	0.4	0.9	n.a	0.7	n.a	0.5
	2019년 EVPS (원)	246,415	12,672	21,028	504,590	n.a	83,128	n.a	18,260
	Sustainable RoEV (%)	7.0	7.6	7.8	8.1	n.a	9.1	n.a	10.3
기준 투자의견	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY	
기준 목표주가(원)	120,000	6,000	6,800	360,000	84,000	51,000	21,500	9,000	
조정 폭(%)	-12.5	-13.3	-23.5	2.8	7.1	2.0	20.9	-11.1	

주: BPS/EPS/EVPS는 자사주를 차감한 보통주식수 기준으로 산출

자료: 각 사, 하이투자증권

보험사 Valuation Table

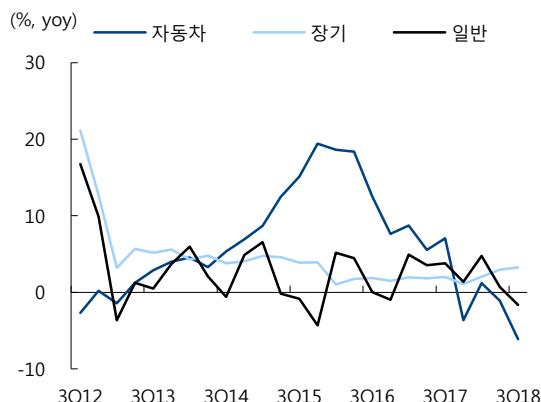
(단위: 원, 십억원, %, 배)	삼성화재	DB손보	현대해상	메리츠화재	한화손보	손보계	삼성생명	한화생명	동양생명	생보계	보험계
	000810	005830	001450	000060	000370		032830	088350	082640		
투자의견	매수	매수	매수	보유	매수	비중확대	매수	매수	보유	중립	비중확대
목표가(6개월)	370,000	90,000	52,000	26,000	8,000		105,000	5,200	5,200		
목표시가총액(십억원)	17,529	6,372	4,649	2,956	934	32,439	21,000	4,516	839	26,355	58,795
상승여력(%)	36.0	27.3	30.3	19.8	37.7	31.8	28.8	25.3	12.1	27.6	29.9
목표 PBR	1.4	1.2	1.2	1.5	0.8	1.3	0.7	0.4	0.4	0.6	0.9
현재가 (20190104)	272,000	70,700	39,900	21,700	5,810		81,500	4,150	4,640		
시가총액 십억원)	12,886	5,006	3,567	2,467	678	24,604	16,300	3,604	749	20,653	45,257
PBR (배)	2017A	1.05	0.97	1.21	1.45	2.38	1.13	0.76	0.59	0.49	0.78
	2018F	1.03	0.93	0.98	1.22	0.58	1.01	0.51	0.36	0.33	0.52
	2019F	1.00	0.85	0.86	1.10	0.51	0.95	0.50	0.34	0.31	0.49
PER (배)	2017A	12.9	6.8	8.1	6.7	18.6	9.7	19.2	8.9	6.2	16.6
	2018F	12.5	8.5	8.0	9.7	6.2	10.7	7.2	8.6	12.7	8.8
	2019F	13.6	7.1	6.7	7.5	4.6	9.8	9.5	6.8	9.7	9.9
배당수익률 (%)	2017A	3.7	3.2	3.2	4.9	0.6	3.6	1.6	2.0	4.7	2.4
	2018F	3.8	2.8	3.0	3.3	2.0	3.3	3.7	2.6	2.9	3.1
	2019F	3.5	3.3	3.8	4.1	2.6	3.4	2.7	2.7	3.2	2.9
BPS (원)	2017A	254,159	73,115	38,925	16,237	9,890	54,276	163,491	11,783	15,503	37,383
	2018F	261,270	75,573	41,754	17,855	10,258	56,275	159,088	11,732	14,660	36,499
	2019F	271,818	82,924	46,327	19,812	11,392	60,279	162,896	12,163	14,957	37,469
EPS (원)	2017A	20,619	10,445	5,824	3,515	1,265	6,308	6,494	778	1,219	1,786
	2018F	21,465	8,327	5,155	2,255	947	5,512	11,258	488	376	2,252
	2019F	20,005	10,009	5,974	2,888	1,255	6,014	8,572	606	477	1,904
DPS (원)	2017A	10,000	2,300	1,500	1,140	150	2,106	2,000	140	360	479
	2018F	10,200	2,000	1,250	730	120	1,911	3,000	110	140	592
	2019F	9,500	2,300	1,500	900	150	1,980	2,200	110	150	461
ROA (%)	2017A	1.3	1.4	1.2	2.2	1.0	1.4	0.4	0.5	0.7	0.5
	2018F	1.3	1.1	1.0	1.3	0.7	1.1	0.7	0.3	0.2	0.5
	2019F	1.2	1.2	1.1	1.6	0.8	1.2	0.5	0.3	0.2	0.4
ROE (%)	2017A	8.4	15.0	15.6	22.5	14.5	12.2	4.2	6.7	9.0	5.0
	2018F	8.3	11.2	12.8	13.4	9.4	10.0	7.0	4.2	2.5	6.1
	2019F	7.5	12.6	13.6	15.3	11.6	10.3	5.3	5.1	3.2	5.1
순이익 (십억원)	2017A	966	661	464	384	148	2,623	1,166	585	190	1,941
	2018F	1,006	527	411	252	111	2,307	2,022	367	59	2,447
	2019F	938	634	476	323	146	2,517	1,539	455	74	2,069
총자본 (십억원)	2017A	11,911	4,628	3,104	1,773	1,184	22,600	29,359	9,352	2,416	41,127
	2018F	12,244	4,784	3,828	1,998	1,417	24,270	28,568	10,373	2,285	41,226
	2019F	12,738	5,249	4,192	2,217	1,549	25,945	29,252	10,697	2,331	42,280
총자산 (십억원)	2017A	75,908	48,376	40,493	18,152	14,891	197,819	282,714	125,994	30,344	439,052
	2018F	79,471	50,569	43,613	19,303	16,840	209,796	290,638	131,935	31,885	454,458
	2019F	82,695	53,005	45,970	20,758	18,054	220,482	298,840	136,616	33,603	469,058

자료: 각 사, 하이투자증권

IV. 보험업종 주요지표

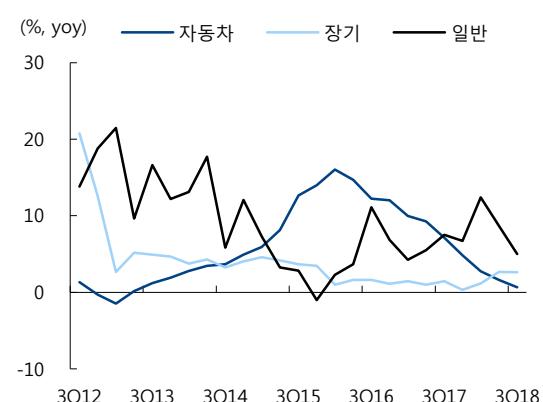
보험업종 주요지표 (1) 손해보험 지표:

그림24. 상위 5개사 합산 원수보험료 증가율 추이



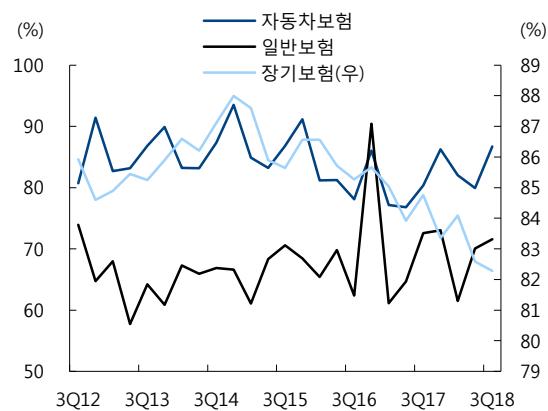
자료:각 사, 하이투자증권

그림25. 상위 5개사 합산 경과보험료 증가율 추이



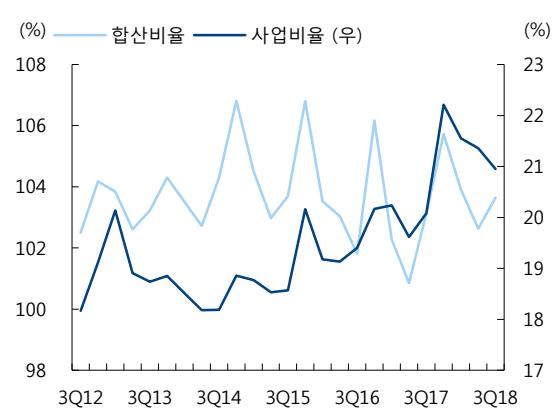
자료:각 사, 하이투자증권

그림26. 상위 5개사 합산 손해율 추이



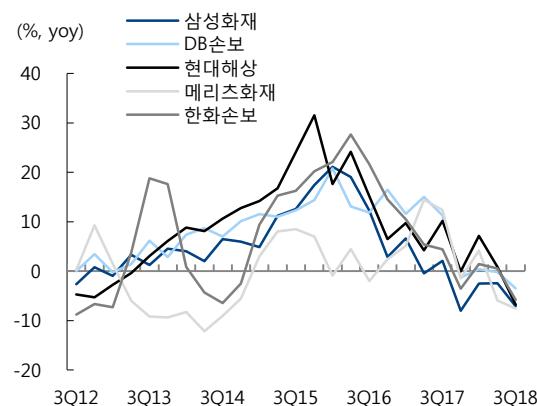
자료:각 사, 하이투자증권

그림27. 상위 5개사 합산 사업비율·합산비율 추이



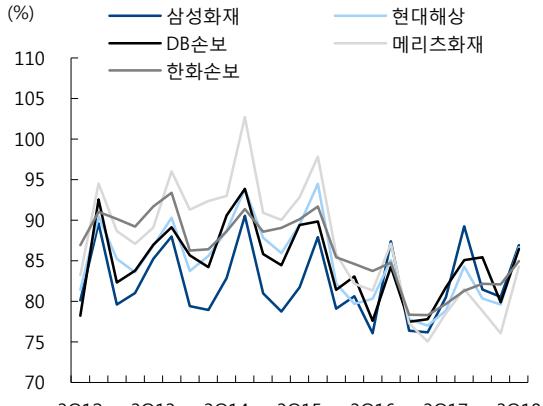
자료:각 사, 하이투자증권

그림28. 자동차보험 성장률 추이



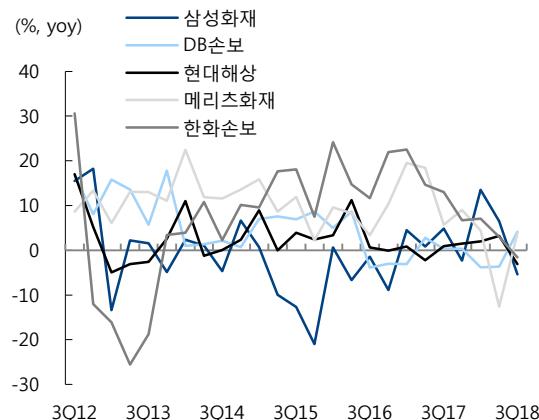
자료:각 사, 하이투자증권

그림29. 자동차보험 손해율 추이



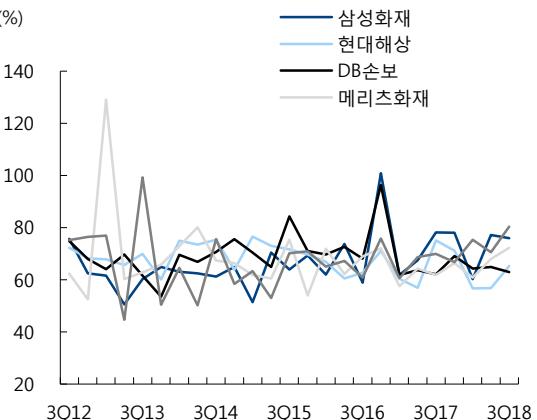
자료:각 사, 하이투자증권

그림30. 일반보험 성장률 추이



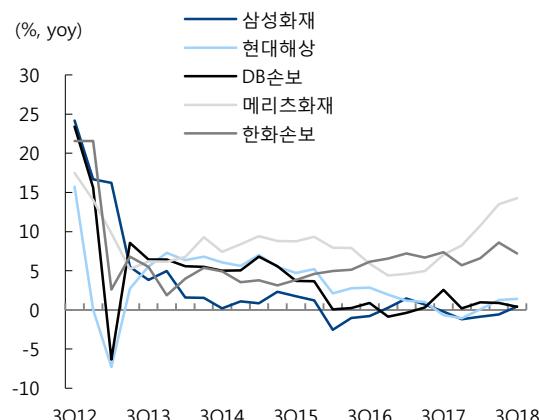
자료:각 사, 하이투자증권

그림31. 일반보험 손해율 추이



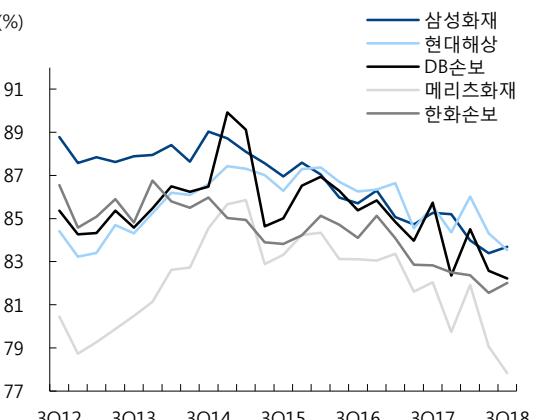
자료:각 사, 하이투자증권

그림32. 장기보험 성장률 추이



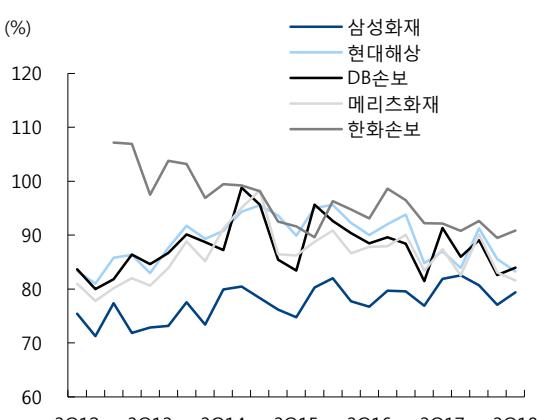
자료:각 사, 하이투자증권

그림33. 장기보험 손해율 추이



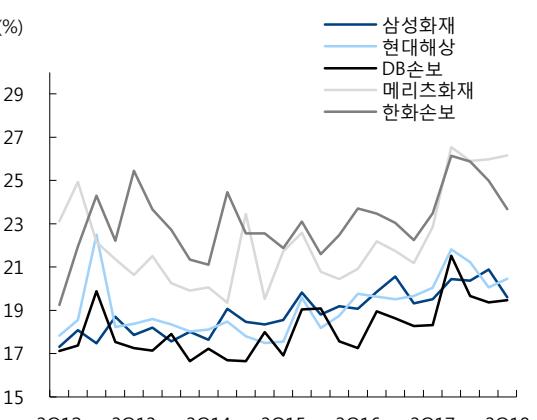
자료:각 사, 하이투자증권

그림34. 장기보험 위험 손해율 추이



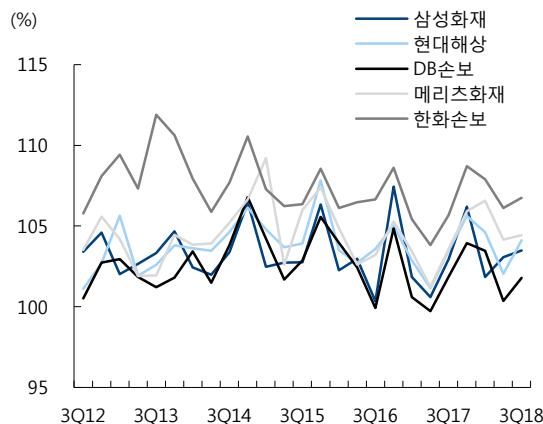
자료:각 사, 하이투자증권

그림35. 사업비율 추이



자료:각 사, 하이투자증권

그림36. 합산비율 추이



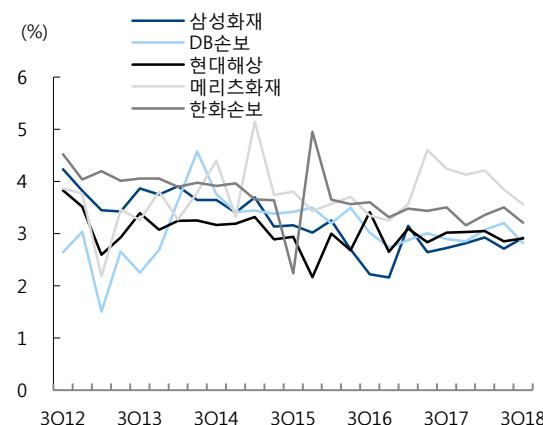
자료:각 사, 하이투자증권

그림37. 운용자산 증가율



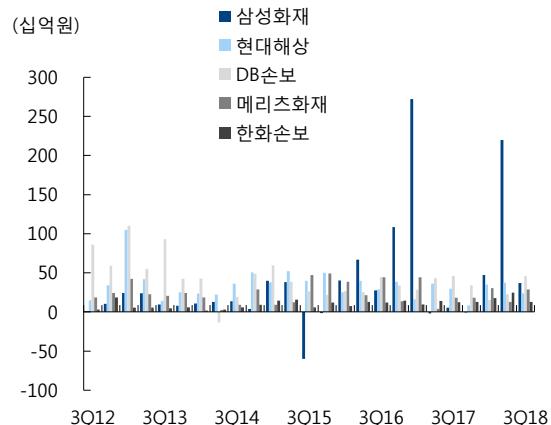
자료:각 사, 하이투자증권

그림38. 투자수익률 (처분이익 제외) 추이



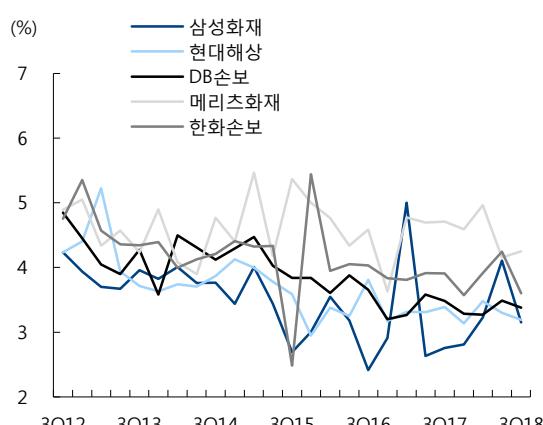
자료:각 사, 하이투자증권

그림39. 처분이익 추이



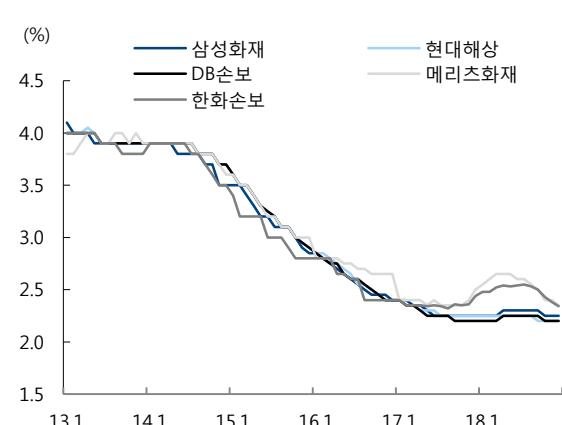
자료:각 사, 하이투자증권

그림40. 투자수익률 추이



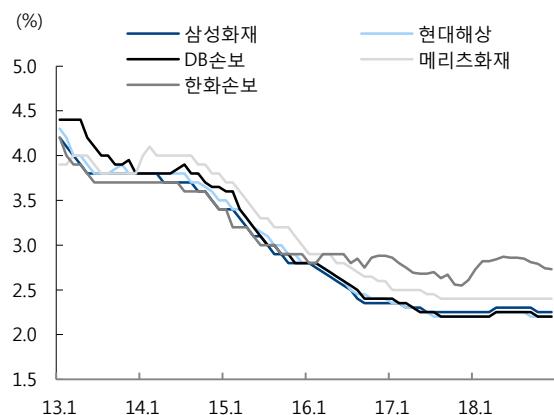
자료:각 사, 하이투자증권

그림41. 저축성 공시이율 추이



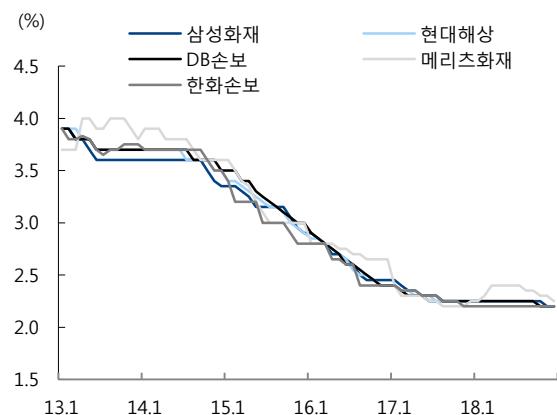
자료:각 사, 하이투자증권

그림42. 연금 공시이율 추이



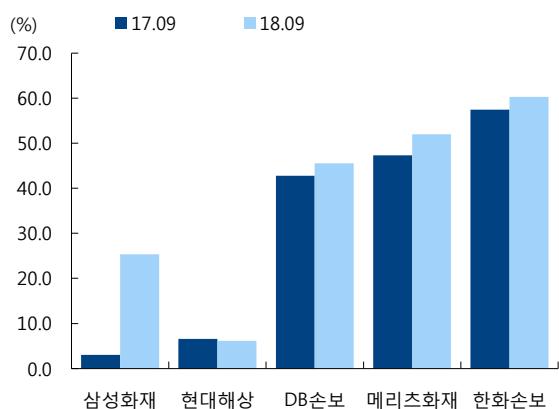
자료:각 사, 하이투자증권

그림43. 보장성 공시이율 추이



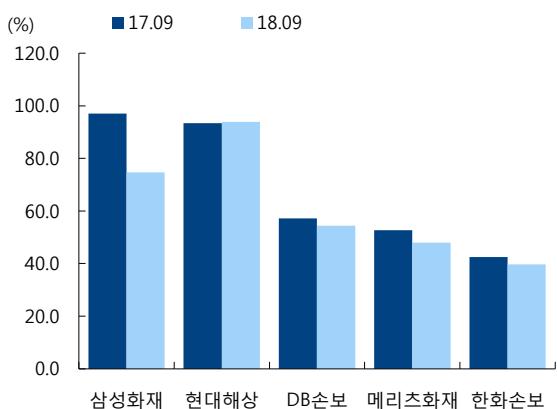
자료:각 사, 하이투자증권

그림44. 고정형 적립금 비중



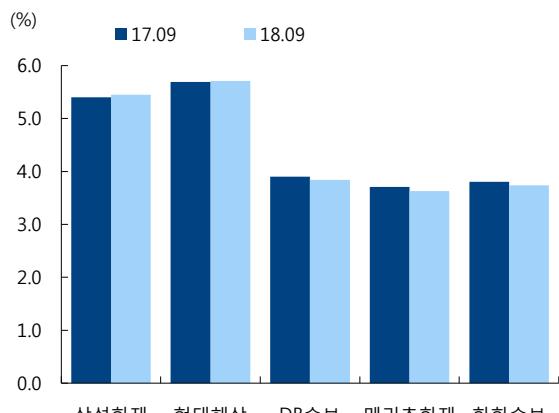
자료:각 사, 하이투자증권

그림45. 연동형 적립금 비중



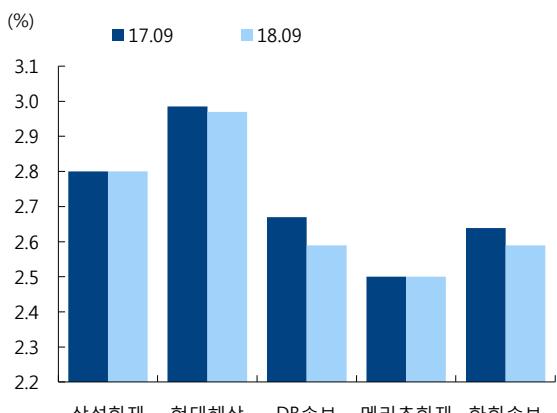
자료:각 사, 하이투자증권

그림46. 고정형 부리이율 추이



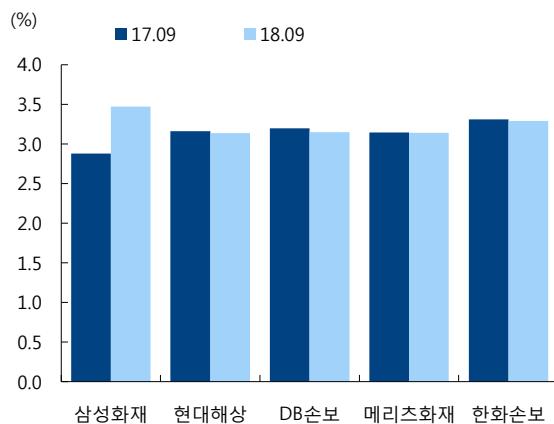
자료:각 사, 하이투자증권

그림47. 연동형 부리이율 추이



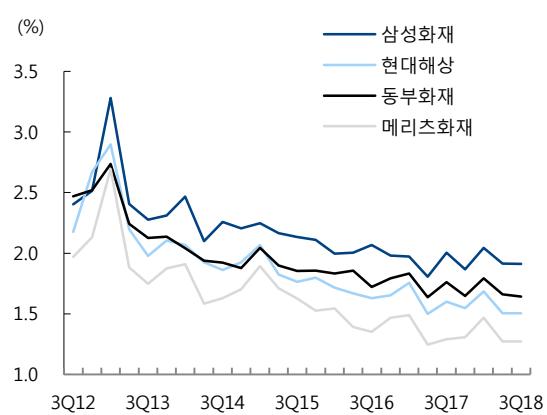
자료:각 사, 하이투자증권

그림48. 평균 부리이율 추이



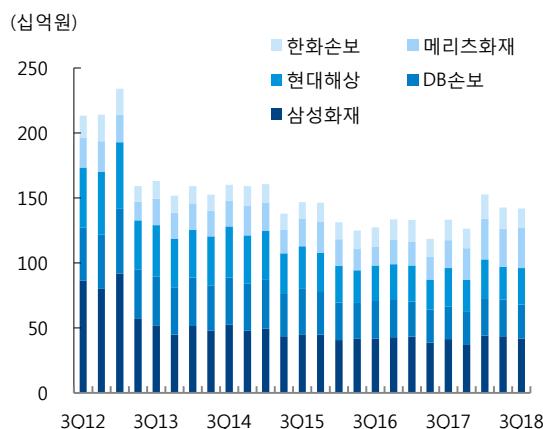
자료:각 사, 하이투자증권

그림49. 적립금대비 해약환급금 비율



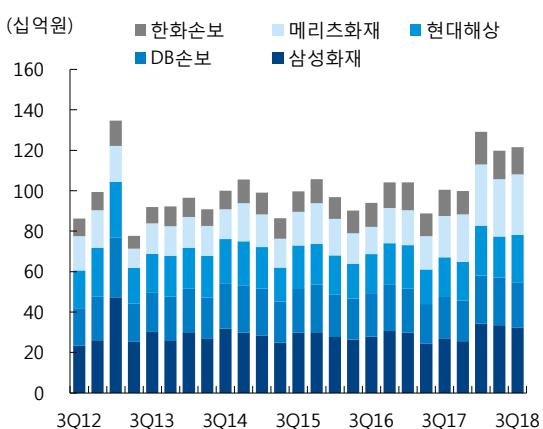
자료:각 사, 하이투자증권

그림50. 월납환산 신계약 추이



자료:각 사, 하이투자증권

그림51. 월납환산 인담보 신계약 추이



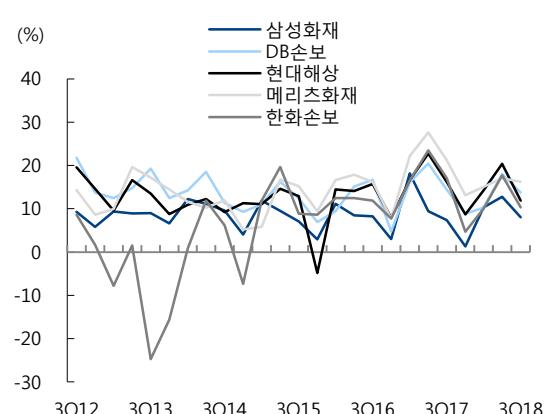
자료:각 사, 하이투자증권

그림52. 분기별 순이익 추이



자료:각 사, 하이투자증권

그림53. ROE 추이

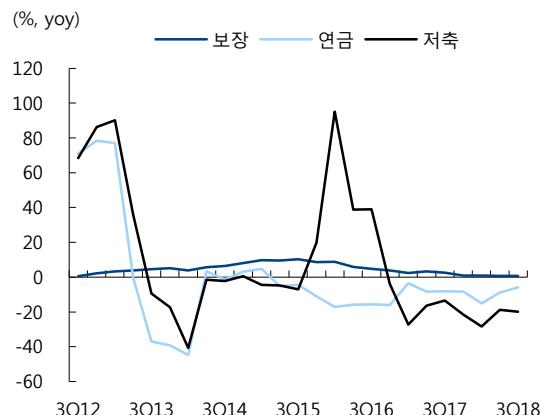


자료:각 사, 하이투자증권

IV. 보험업종 주요지표

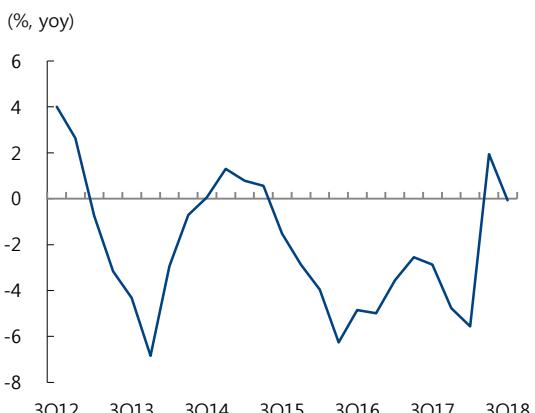
보험업종 주요지표 (2) 생명보험 지표:

그림54. 상장 3개사 수입보험료 증가율 추이



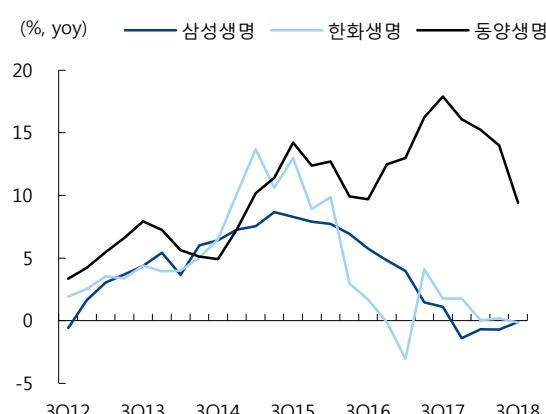
자료:각 사, 하이투자증권

그림55. 상장 3개사 합산 변액보험료 증가율 추이



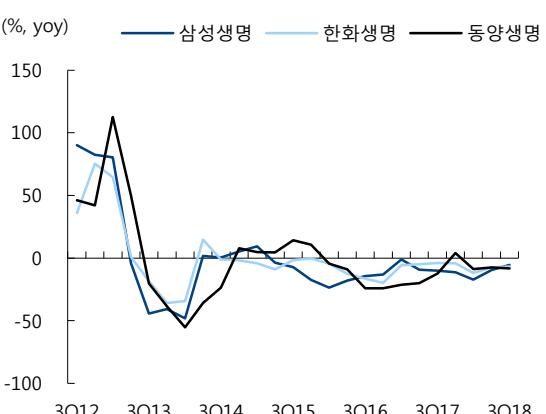
자료:각 사, 하이투자증권

그림56. 상장 3개사 보장성 수입보험료 성장률 추이



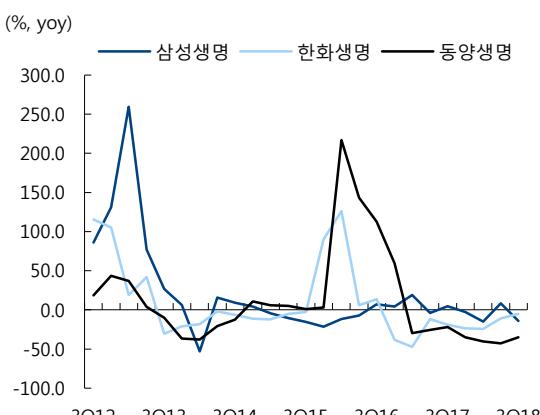
자료:각 사, 하이투자증권

그림57. 상장 3개사 연금 수입보험료 성장률 추이



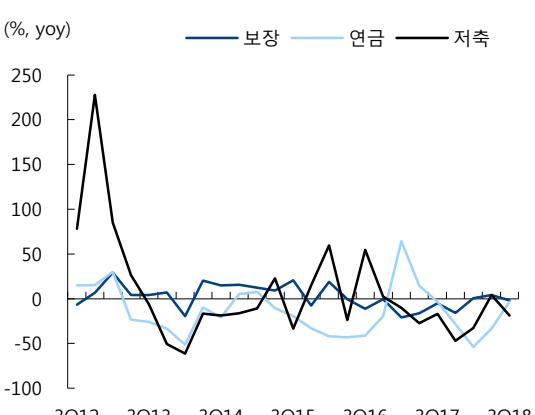
자료:각 사, 하이투자증권

그림58. 상장 3개사 저축성 수입보험료 성장률 추이



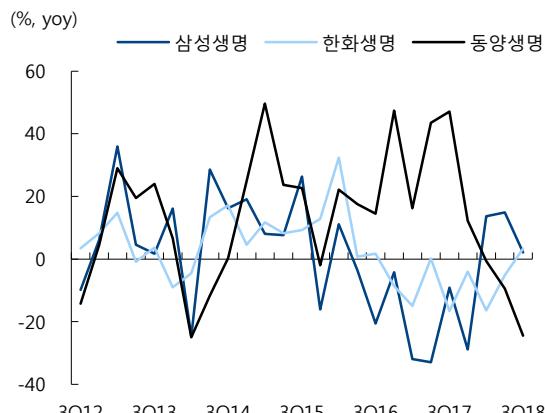
자료:각 사, 하이투자증권

그림59. 상장 3개사 합산 신계약 APE 성장률 추이



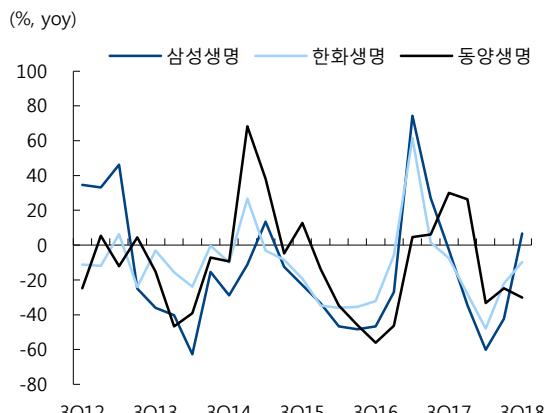
자료:각 사, 하이투자증권

그림60. 상장 3개사 보장성 신계약 APE 성장률 추이



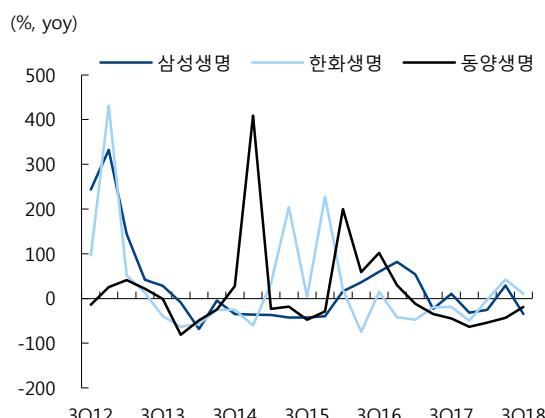
자료:각 사, 하이투자증권

그림61. 상장 3개사 연금 신계약 APE 성장률 추이



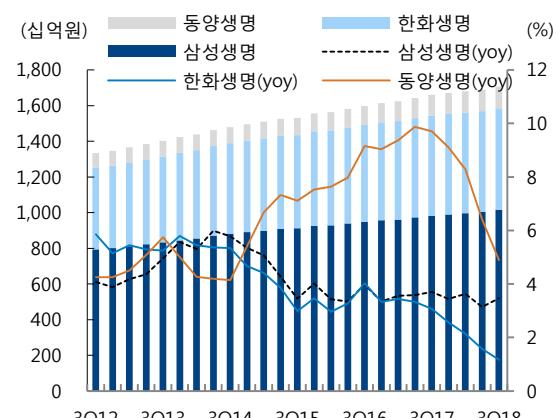
자료:각 사, 하이투자증권

그림62. 상장 3개사 저축성 신계약 APE 성장률 추이



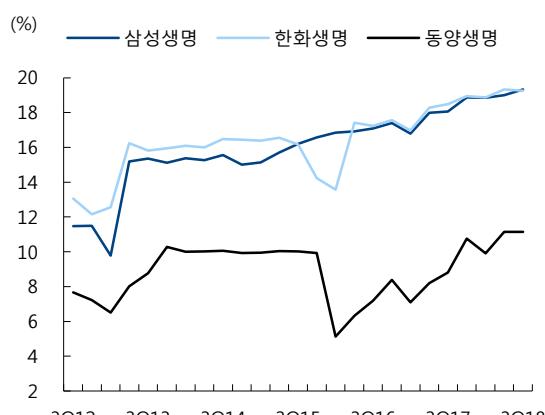
자료:각 사, 하이투자증권

그림63. 상장 3개사 위험보험료 추이 및 성장률



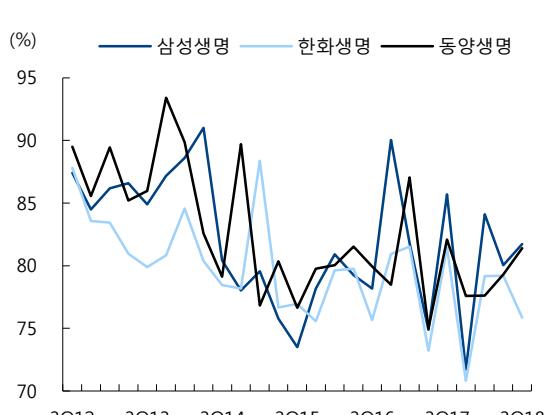
자료:각 사, 하이투자증권

그림64. 상장 3개사 수입보험료대비 위험보험료 비중 추이



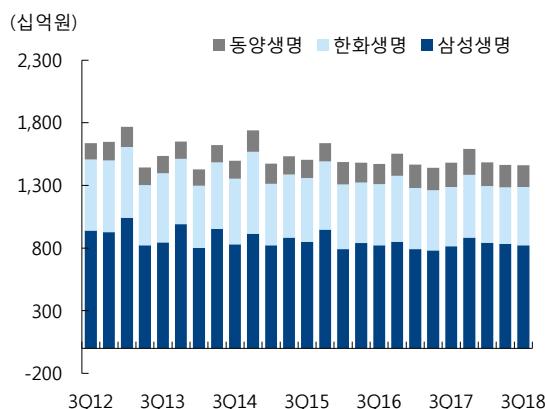
자료:각 사, 하이투자증권

그림65. 상장 3개사 위험손해율 추이



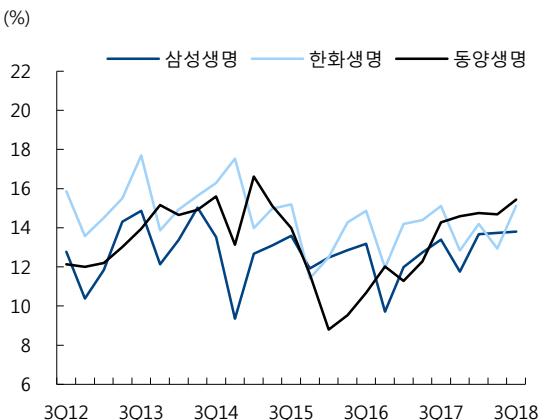
자료:각 사, 하이투자증권

그림66. 상장 3개사 실질사업비 추이



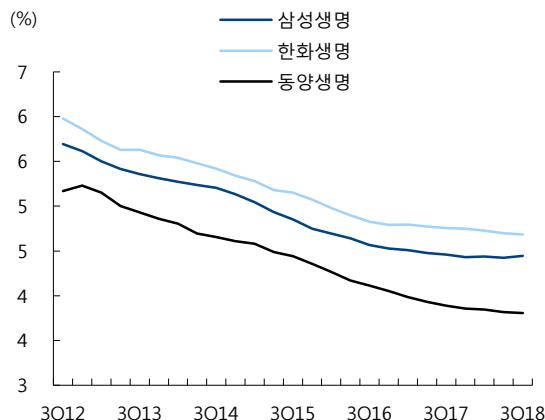
자료:각 사, 하이투자증권

그림67. 상장 3개사 사업비율 추이



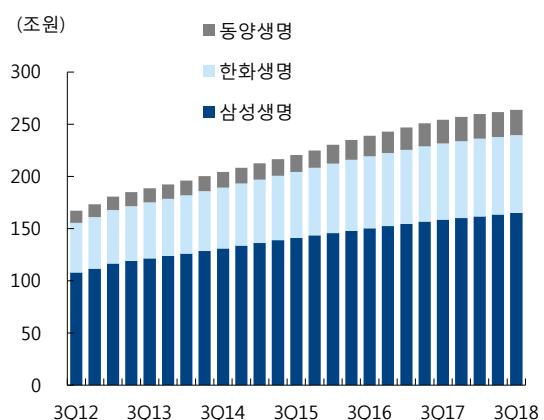
자료:각 사, 하이투자증권

그림68. 상장 3개사 평균부리이율 추이



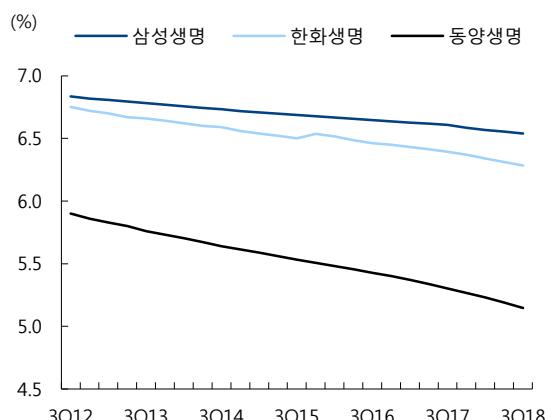
자료:각 사, 하이투자증권

그림69. 상장 3개사 보험료 적립금 추이



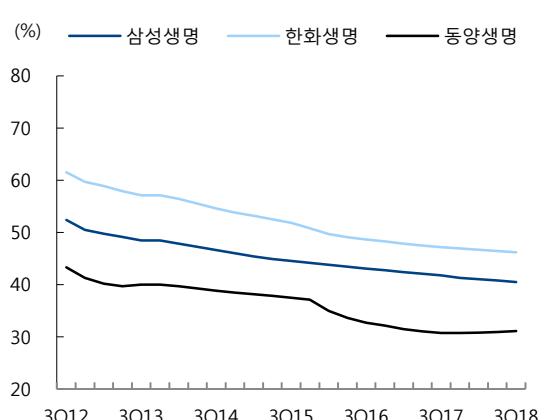
자료:각 사, 하이투자증권

그림70. 상장 3개사 고정형 부리이율 추이



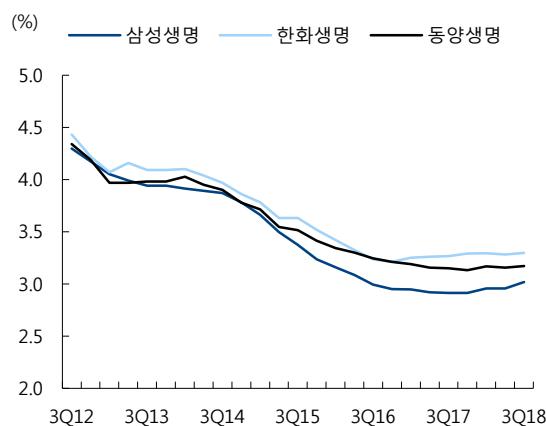
자료:각 사, 하이투자증권

그림71. 상장 3개사 고정형 준비금 비중 추이



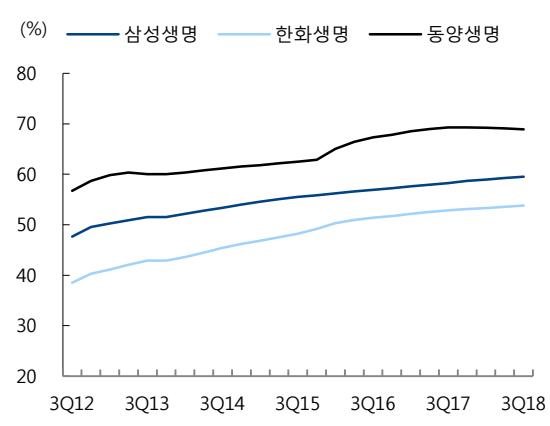
자료:각 사, 하이투자증권

그림72. 상장 3개사 연동형 부리이율 추이



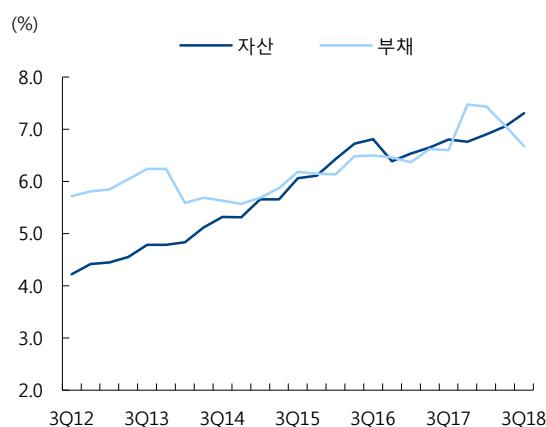
자료:각 사, 하이투자증권

그림73. 상장 3개사 연동형 준비금 비중 추이



자료:각 사, 하이투자증권

그림74. 듀레이션 gap 추이 - 삼성생명



자료:삼성생명, 하이투자증권

그림75. 듀레이션 gap 추이 - 한화생명



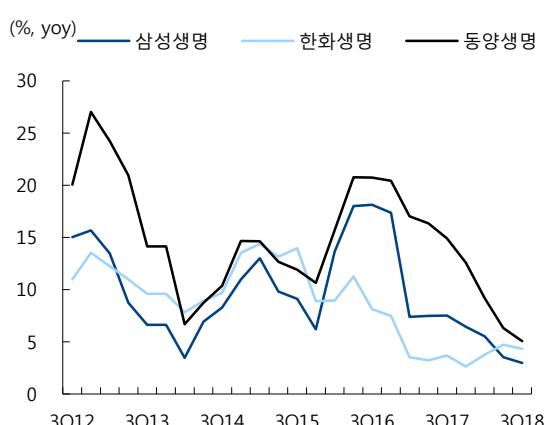
자료:한화생명, 하이투자증권

그림76. 듀레이션 gap 추이 - 동양생명



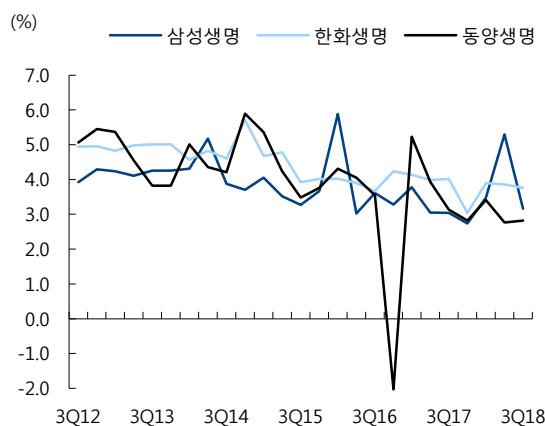
자료:동양생명, 하이투자증권

그림77. 상장 3개사 운용자산 성장률 추이



자료:각 사, 하이투자증권

그림78. 상장 3개사 투자수익률 추이



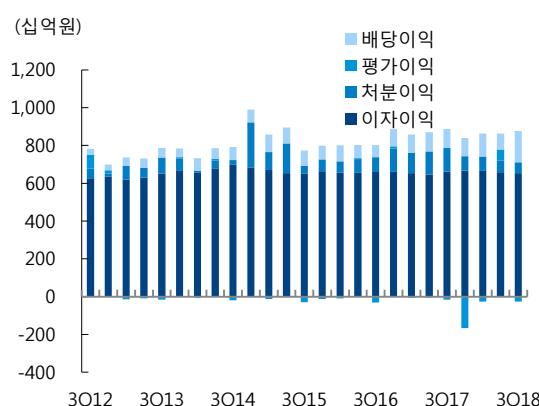
자료:각 사, 하이투자증권

그림79. 투자영업이익 추이 - 삼성생명



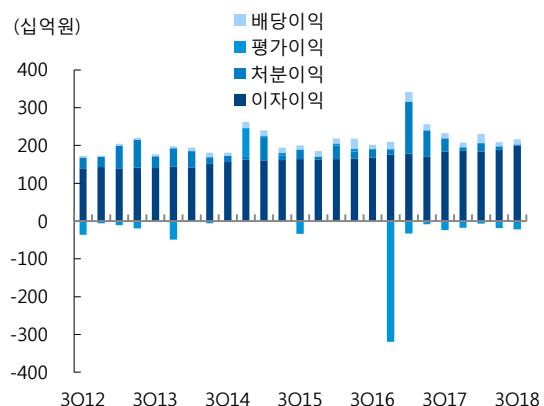
자료:삼성생명, 하이투자증권

그림80. 투자영업이익 추이 - 한화생명



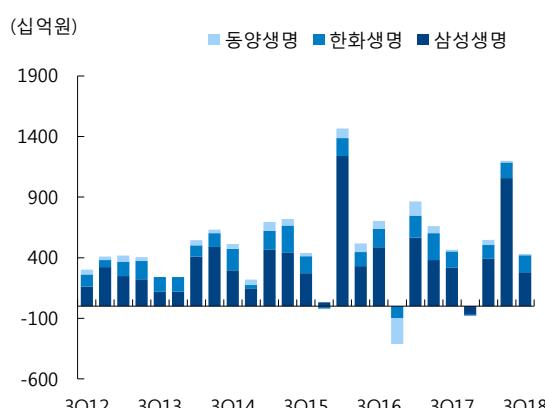
자료:한화생명, 하이투자증권

그림81. 투자영업이익 추이 - 동양생명



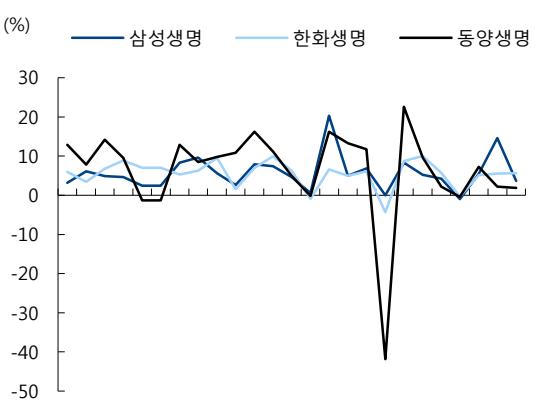
자료:동양생명, 하이투자증권

그림82. 상장 3개사 분기 순이익 추이



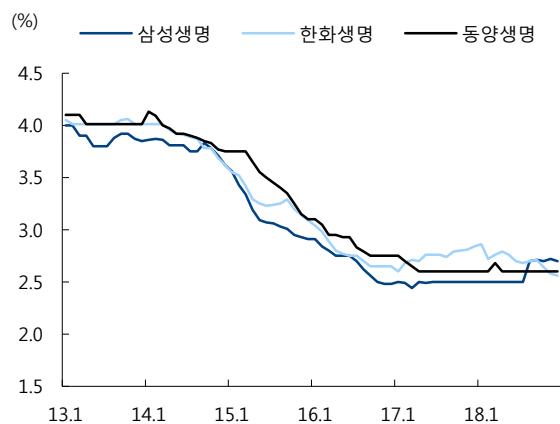
자료:각 사, 하이투자증권

그림83. 상장 3개사 ROE 추이



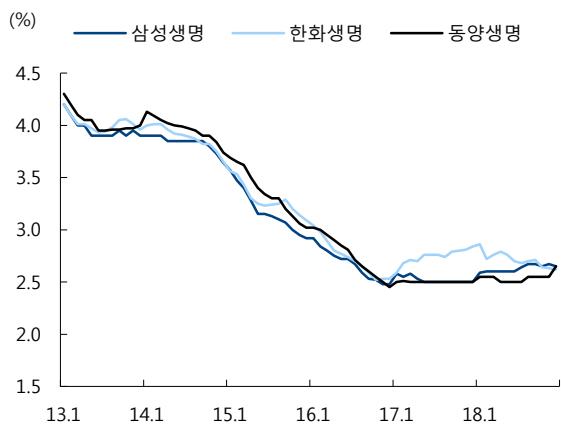
자료:각 사, 하이투자증권

그림84. 상장 3개사 보장성 공시이율 추이



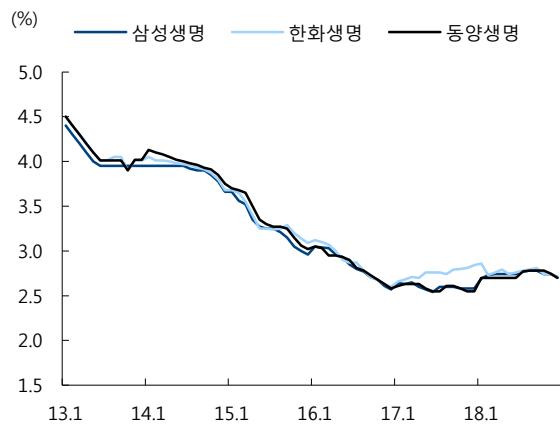
자료:각 사, 하이투자증권

그림85. 상장 3개사 연금 공시이율 추이



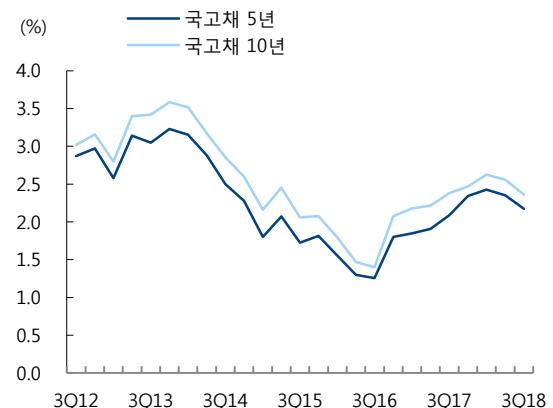
자료:각 사, 하이투자증권

그림86. 상장 3개사 저축성 공시이율 추이



자료:각 사, 하이투자증권

그림87. 국고채 금리 추이

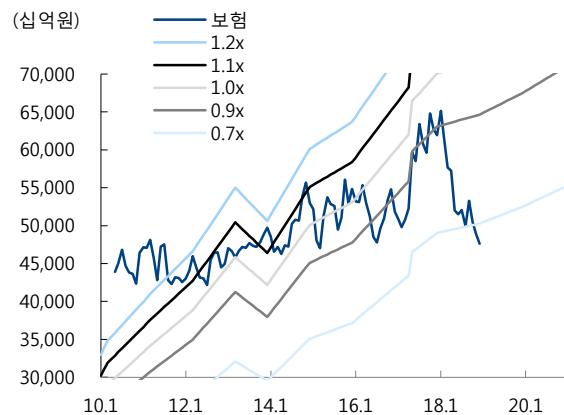


자료:한국은행, 하이투자증권

IV. 보험업종 주요지표

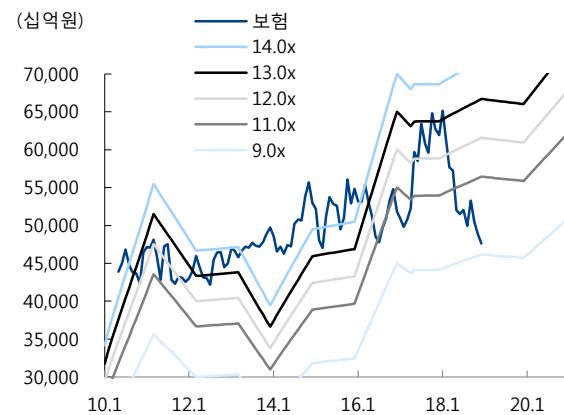
보험업종 주요지표 (3) Valuation Band:

그림88. 보험업종 P/B Band



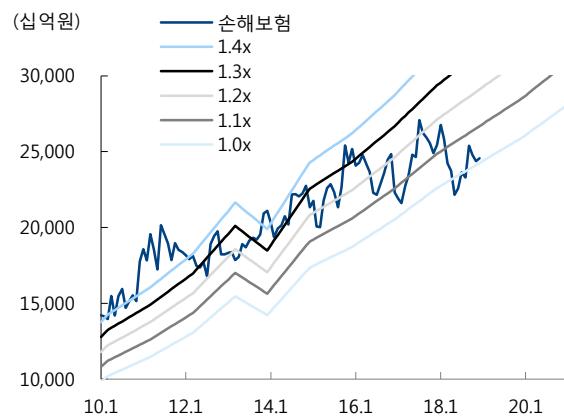
자료:각 사, 하이투자증권

그림89. 보험업종 P/E Band



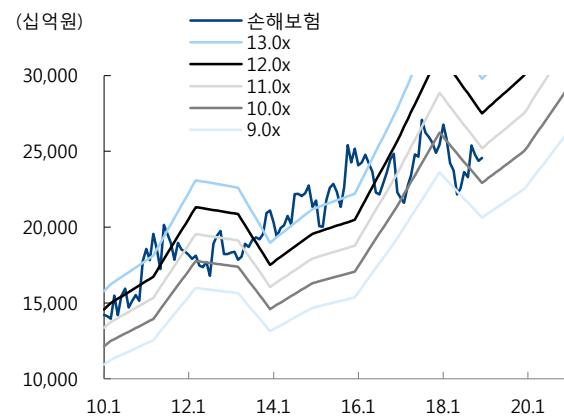
자료:각 사, 하이투자증권

그림90. 손해보험 P/B Band



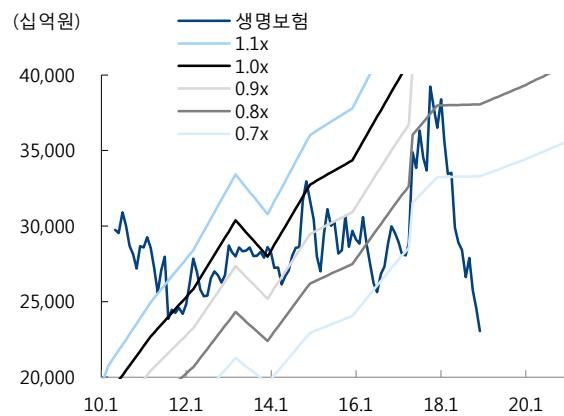
자료:각 사, 하이투자증권

그림91. 손해보험 P/E Band



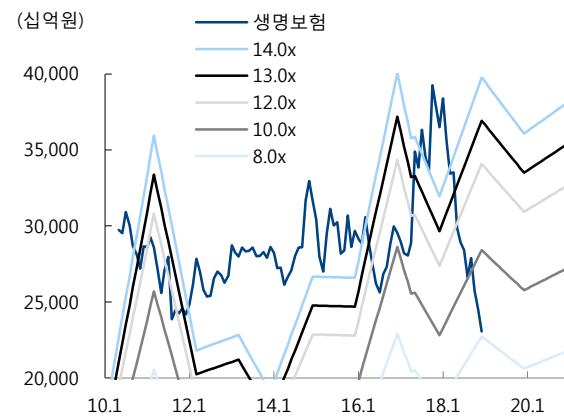
자료:각 사, 하이투자증권

그림92. 생명보험 P/B Band



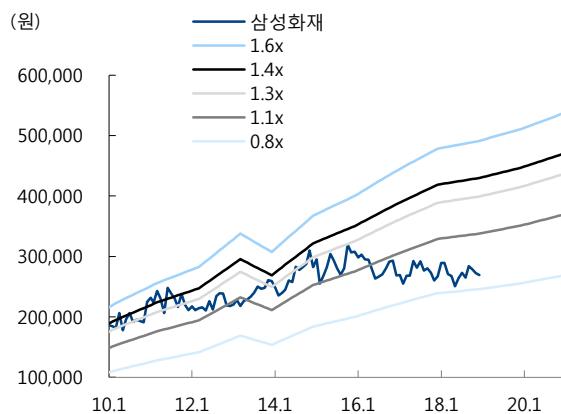
자료:각 사, 하이투자증권

그림93. 생명보험 P/E Band



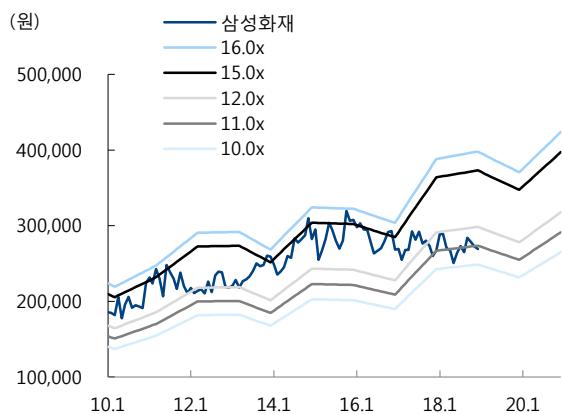
자료:각 사, 하이투자증권

그림94. 삼성화재 P/B Band



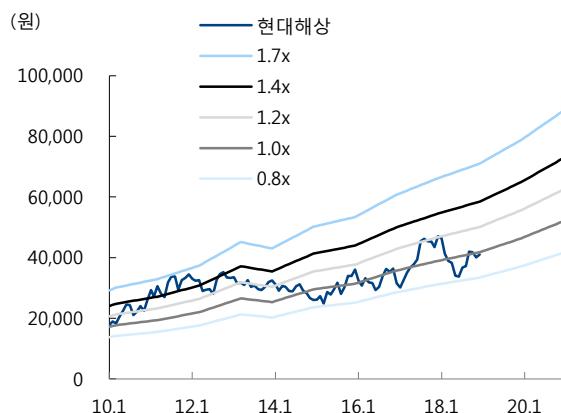
자료:각 사, 하이투자증권

그림95. 삼성화재 P/E Band



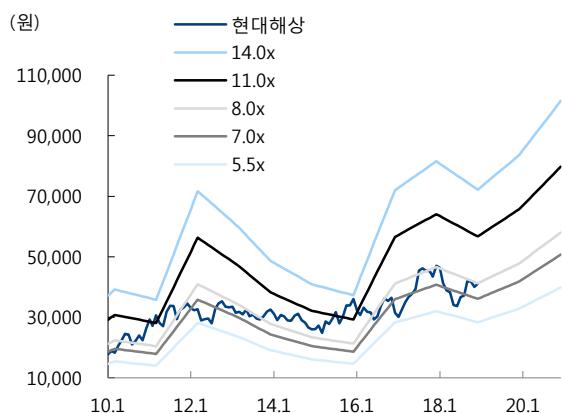
자료:각 사, 하이투자증권

그림96. 현대해상 P/B Band



자료:각 사, 하이투자증권

그림97. 현대해상 P/E Band



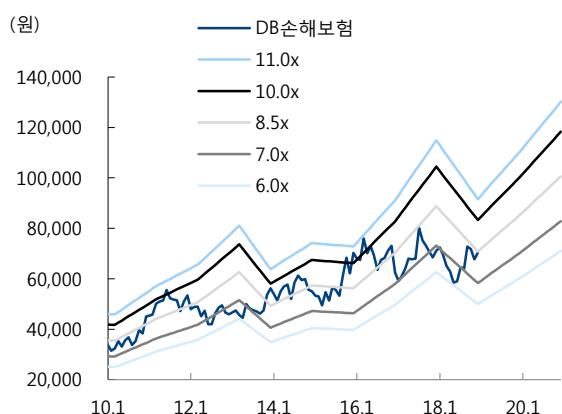
자료:각 사, 하이투자증권

그림98. DB 손해보험 P/B Band



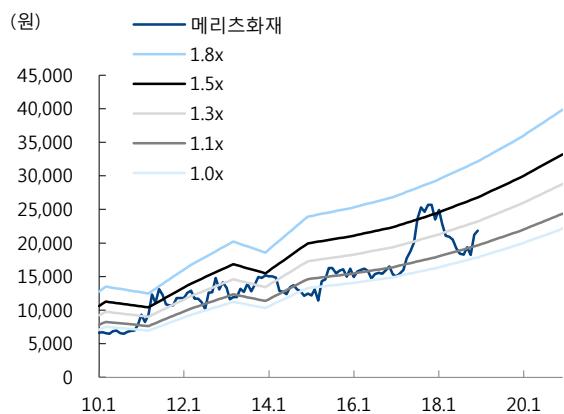
자료:각 사, 하이투자증권

그림99. DB 손해보험 P/E Band



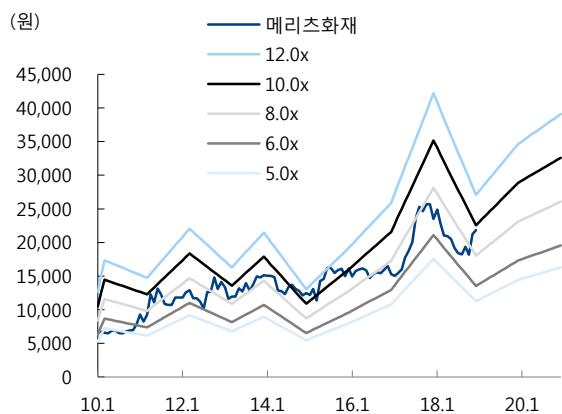
자료:각 사, 하이투자증권

그림100. 메리츠화재 P/B Band



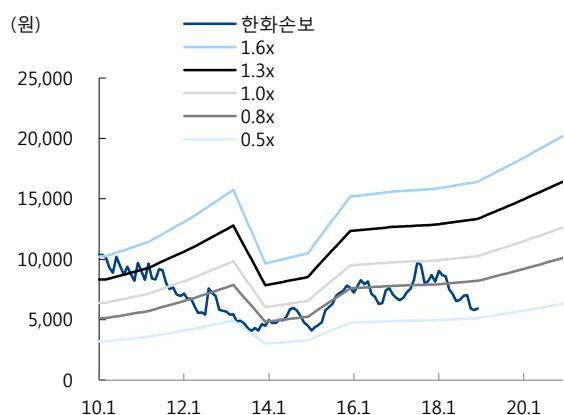
자료:각 사, 하이투자증권

그림101. 메리츠화재 P/E Band



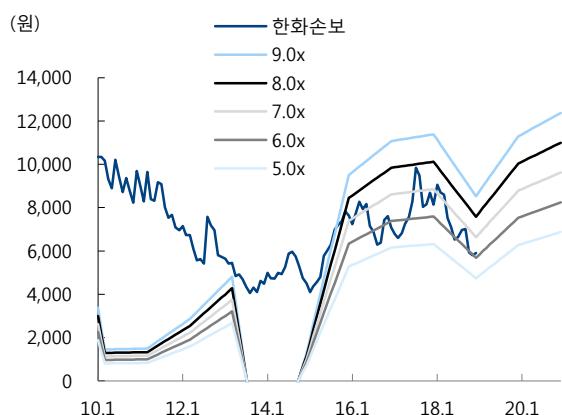
자료:각 사, 하이투자증권

그림102. 한화손해보험 P/B Band



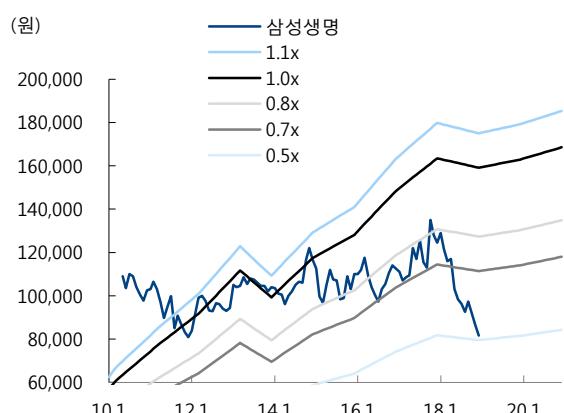
자료:각 사, 하이투자증권

그림103. 한화손해보험 P/E Band



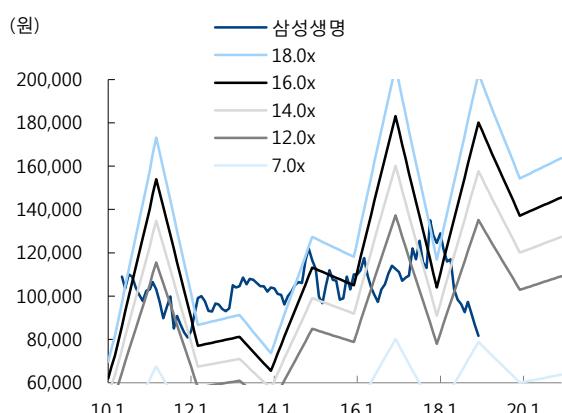
자료:각 사, 하이투자증권

그림104. 삼성생명 P/B Band



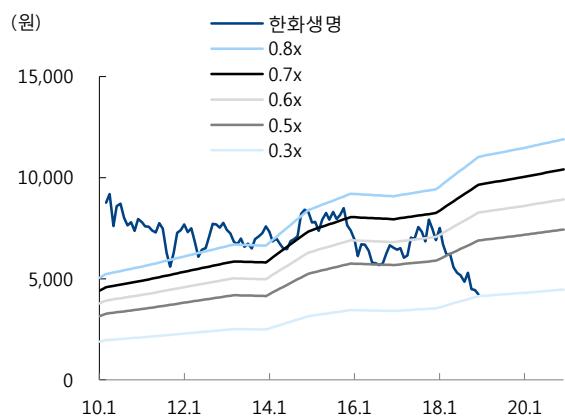
자료:각 사, 하이투자증권

그림105. 삼성생명 P/E Band



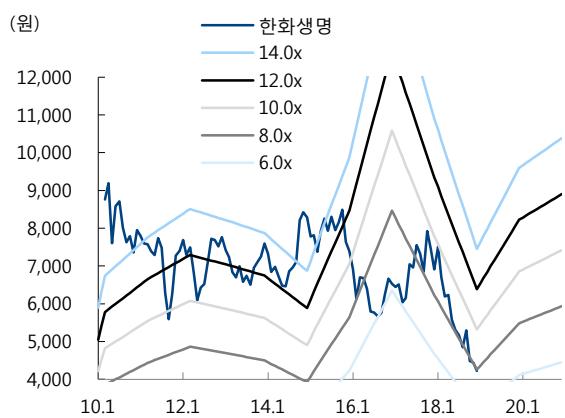
자료:각 사, 하이투자증권

그림106. 한화생명 P/B Band



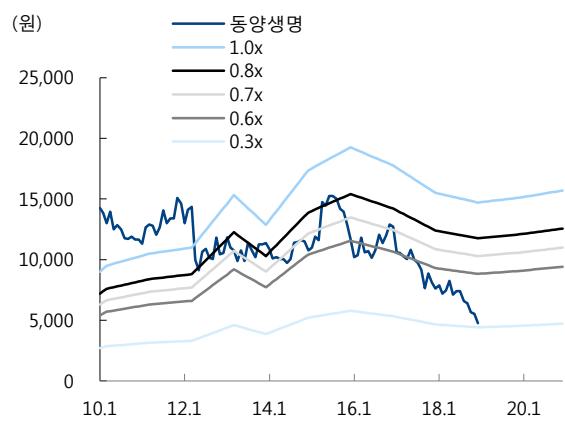
자료:각 사, 하이투자증권

그림107. 한화생명 P/E Band



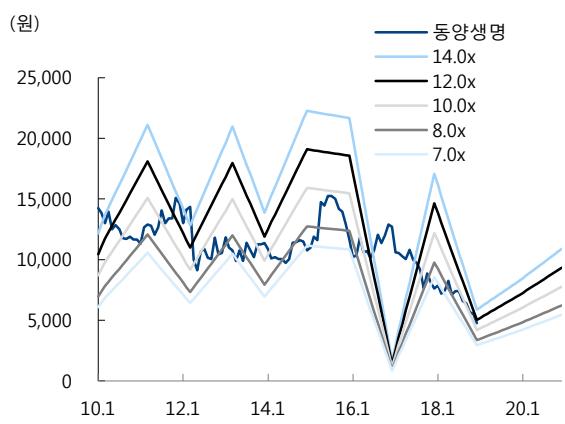
자료:각 사, 하이투자증권

그림108. 동양생명 P/B Band



자료:각 사, 하이투자증권

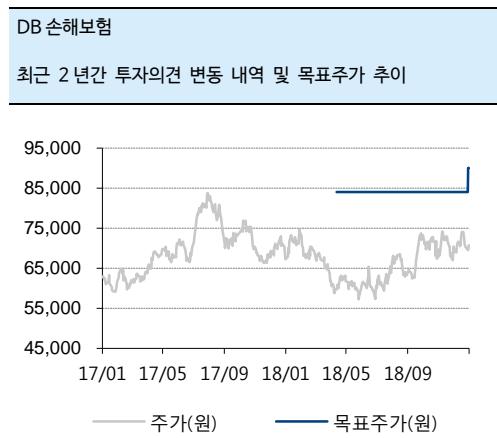
그림109. 동양생명 P/E Band



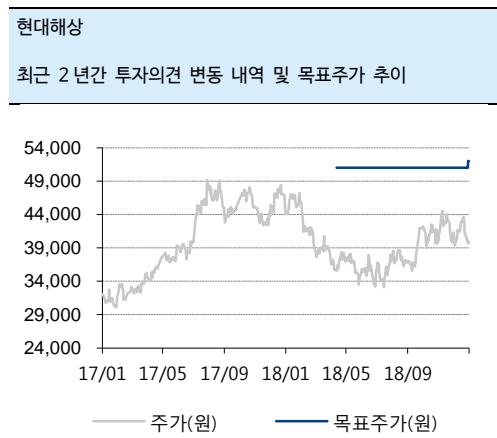
자료:각 사, 하이투자증권



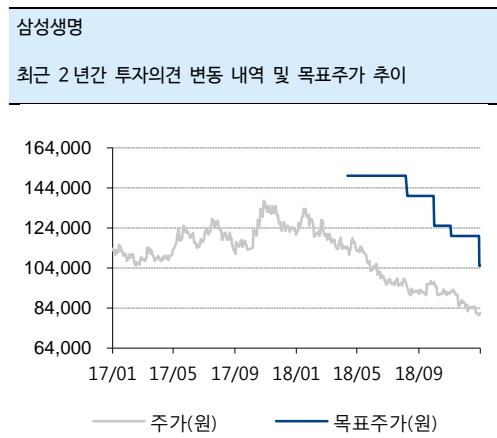
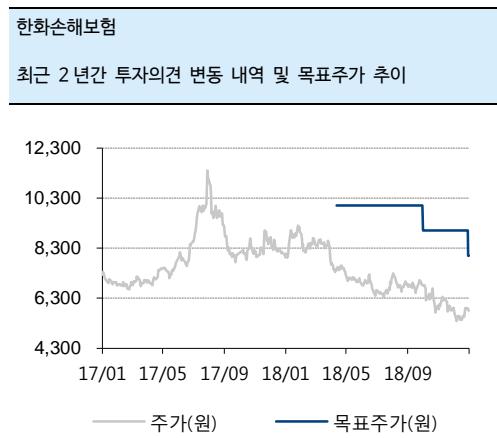
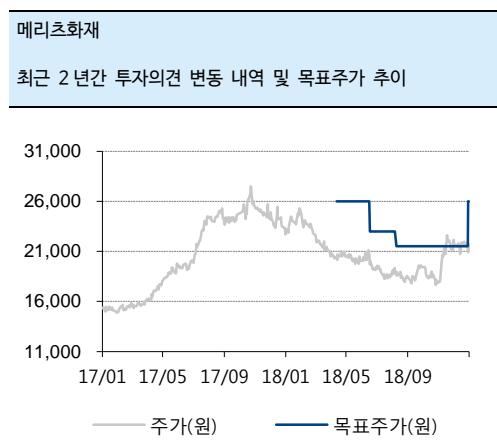
일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-04-16(담당자변경)	Buy	360,000	1년	-24.8%	-20.1%
2019-01-04	Buy	370,000	1년		



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-04-16(담당자변경)	Buy	84,000	1년	-21.8%	-11.7%
2019-01-04	Buy	90,000	1년		



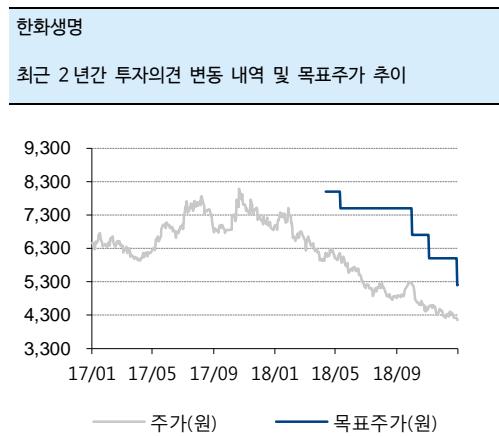
일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-04-16(담당자변경)	Buy	51,000	1년	-24.9%	-12.6%
2019-01-04	Buy	52,000	1년		



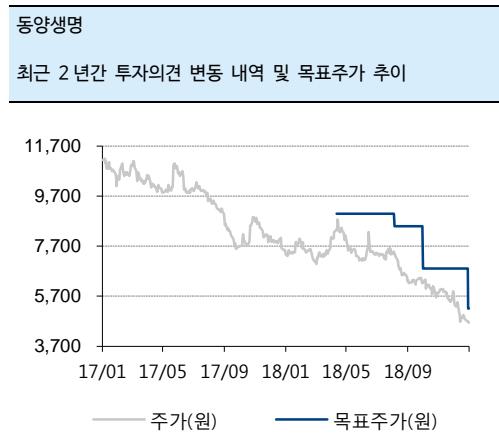
일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	乖리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-04-16(담당자변경)	Buy	26,000	1년	-21.4%	-18.8%
2018-06-21	Hold	23,000	1년	-17.5%	-13.0%
2018-08-13	Hold	21,500	1년	-8.7%	5.1%
2019-01-04	Buy	26,000	1년		

일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	乖리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-04-16	Buy	10,000	1년	-31.0%	-24.0%
2018-10-05	Buy	9,000	1년	-33.5%	-24.2%
2019-01-04	Buy	8,000	1년		

일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	乖리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-04-16(담당자변경)	Buy	150,000	1년	-30.8%	-20.7%
2018-08-13	Buy	140,000	1년	-33.8%	-30.5%
2018-10-05	Buy	125,000	1년	-26.7%	-24.2%
2018-11-08	Buy	120,000	1년	-28.1%	-22.3%
2019-01-04	Buy	105,000	1년		



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	乖리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-04-16(담당자변경)	Buy	8,000	1년	-23.6%	-21.6%
2018-05-15	Buy	7,500	1년	-30.3%	-19.3%
2018-10-05	Buy	6,700	1년	-30.6%	-22.7%
2018-11-08	Buy	6,000	1년	-27.0%	-23.3%
2019-01-04	Buy	5,200	1년		



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	乖리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-04-16(담당자변경)	Hold	9,000	1년	-15.8%	-2.6%
2018-08-09	Hold	8,500	1년	-23.3%	-13.4%
2018-10-05	Hold	6,800	1년	-17.3%	-6.5%
2019-01-04	Buy	5,200	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

(작성자 : 강승건)

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

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral(중립), - Underweight(비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.9%	9.1%	