

2019. 1. 21



▲ 보험/증권

Analyst 김고은

02. 6098-6670

goenkim@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

삼성화재(000810)	Buy	350,000원
메리츠화재(000060)	Buy	30,000원
미래에셋생명(085620)	Buy	6,200원

관심종목

DB손해보험(005830)	Buy	87,000원
현대해상(001450)	Buy	48,000원
한화손해보험(000370)	Buy	8,000원
삼성생명(032830)	Buy	107,000원
한화생명(088350)	Trading Buy	5,000원
동양생명(082640)	Trading Buy	5,900원

보험

삼성화재 premium 구간으로 진입 중

- ✓ 자동차 보험료 감소 추세 마무리 국면이나
- ✓ 손해액 증가율을 단기간에 따라 잡기는 어렵다고 판단
- ✓ 손해율 악화 구간에서는 회사별 UW 경쟁력 드러날 가능성이 커
- ✓ Top picks 삼성화재, 차선호주 메리츠화재, 미래에셋생명 제시

자동차 손해율 악화 vs 보험료 인상 기대감

보험료 인상 기대감보다는 손해율 악화에 따른 회사 차별화가 종목 선정에 중요한 시기라고 판단한다. 시가배당 수익률 하락이 valuation 하단에 영향을 미치고 손해액 증가율 추세에 따라 손해율 개선 정도나 시기를 정확하게 가늠하기 어렵기 때문이다. 10월 기준 자동차 손해액 YoY가 12.6%까지 상승했다. 추가 보험료 인상이 결정되고 손해액 YoY 추세가 더 확대되지 않아도 보험료 증가율이 이를 따라잡기에는 시간이 필요하다. 삼성화재는 자동차 MS 늘어나지 못했으나 온라인 비중이 40%까지 늘어났다. 온라인 채널이 대중화되어 차별화된 손해율을 보여주지 못하지만 사업비율 7% 수준으로 하락해 합산비율 관리에 기여 가능하다.

4Q18 보험 산업 실적 전망

손해보험사 커버리지 4Q18E 순이익은 2,475억원(-58.5% QoQ, -13.3% YoY)으로 추정한다. 자동차 손해율 악화된 점이 실적 악화의 주요 원인이다. 자동차 보험료 3.0~4.4% 인상되었으나 정비요금 재계약 진행되고 있어 연내 추가 인상이 필요하다. 생명보험사 커버리지 4Q18E 순이익은 2,918억원(-34.4% QoQ, 흑전 YoY)으로 추정한다. 건강보험 상품 위주로 시장 재편되고 있어 종신/CI 상품 판매 감소 추세가 파악된다. 삼성생명이 전향적으로 건강보험 위주의 판매 전략을 펼치고 있으나 타 생보사들 또한 상품 line up 강화할 가능성 있다.

Top Picks: 삼성화재, 차선호주 메리츠화재, 미래에셋생명

삼성화재와 미래에셋생명을 업종 내 top pick으로 제시한다. 손해율 악화 사이클은 회사별 UW(인수) 경쟁력이 돋보이는 시기다. 과거에도 삼성화재는 2위권사와의 ROE 격차가 축소되는 시기에 premium을 부여 받았다. 배당성향을 45%까지 확대해 시가배당률이 level up된 점 긍정적이다. 자동차 MS 축소를 통해 손익 영향도 최소화한 메리츠화재를 차선호주로 제시한다. 미래에셋생명 18년 해지 비용 확대로 운용수익률 하락했으나 마무리 국면이다. 3년간 세 차례의 희망퇴직 단행하여 비용 효율성 개선되었고 보장성/변액 판매 전략 유지되어 이익 성장 가시성 높다.

자동차 손해율 악화 vs 보험료 인상 기대감

자동차 보험료 추가 인상
기대되나

손해보험 업계는 1월을 기준으로 3.0~4.4%의 자동차 보험료 인상을 발표했다. 여기에는 정비수가 인상 계약 진행률이 30% 정도만 반영되어 있어 손해율 악화를 막기 위해서는 연내 추가 보험료 인상이 필요한 상황이다. 보험료 조정이 손해율 추세에 반영되려면 1~2년의 시차가 존재하고 3~4% 수준의 보험료 인상으로 19년 손해율 악화를 막기가 어렵다고 판단된다. 다만 보험료 감소 사이클이 마무리 되어 손해율 악화 정도는 축소될 전망이다.

손해율 악화에 따른
회사 체력 차별화가 중요한 시기

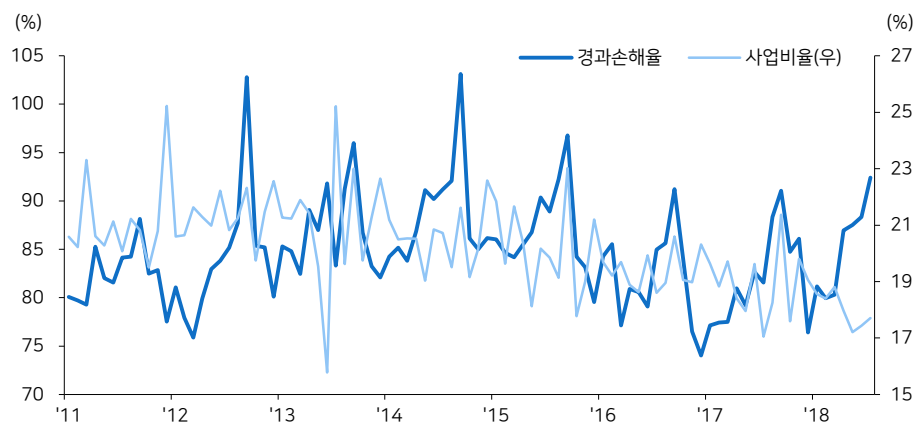
자동차 보험료 조정 기대와 손해율 방향성은 항상 반대로 작용한다. 손해율이 개선될수록 보험료 인상에 대한 불안감이, 손해율이 악화될수록 보험료 인상에 대한 기대감이 가시화 되기 때문이다. 당사는 보험료 인상 기대감보다는 손해율 악화에 따른 회사 체력 차별화가 중목 선정에 중요한 시기라고 판단한다. 이는 대표적인 배당주인 손해보험주의 시가배당 수익률 하락이 valuation 하단에 영향을 미치고 손해액 증가율 추세에 따라 손해율 개선 정도나 시기를 정확하게 가늠하기 어렵기 때문이다.

표1 2019년 각 사별 개인용 자동차 보험 요율 조정(%)

회사	보험종목	대인배상 I	대인배상 II	대물배상	자기신체사고 (자동차상해)	무보험차상해	자기차량손해	전체	시행시기
삼성화재	개인용							3.0	20190131
DB손해보험	개인용	5.1	9.8	0.9	-0.4	-0.8	3.0	3.5	20190116
현대해상	개인용	2.6	5.2	5.1	-3.5	-1.0	4.1	3.9	20190116
메리츠화재	개인용	6.4	8.8	1.8	9.0	2.0	5.2	4.4	20190116
한화손해보험	개인용	4.2	4.9	4.5	5.0	-5.0	2.8	3.8	20190121

자료: 손해보험협회, 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 자동차 부문 손해율 및 사업비율 (손해보험사 전체)



자료: 손해보험협회, 메리츠증권증권 리서치센터

자동차 보험료 감소 추세는 마무리 국면이나

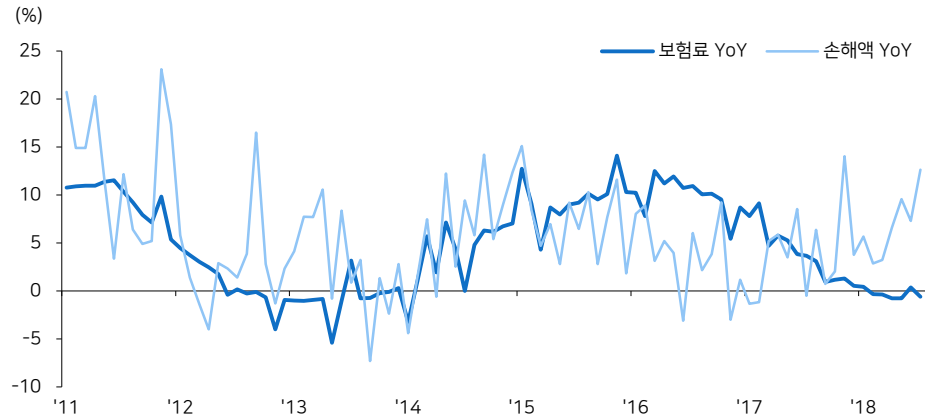
보험료 yoy 연내 + 전환 추정

자동차 보험료 감소 추세는 마무리 국면이다. 17년 하반기~18년 중반까지 보험료 인하가 지속되었을 뿐 아니라 특약 할인 경쟁도 가속화되었던 영향 있었기 때문이다. 요율 인상, 특약 할인 조정 등 진행되며 자동차 보험료 YoY 성장률은 + 전환될 가능성이 높고 연내 추가 인상이 가능하다면 그 폭이 더 커진다.

손해액 yoy 12.6%까지 상승

문제는 자동차 손해액 성장 추세를 급격히 따라잡기가 어려워 보인다는 점이다. 10월 기준 자동차 손해액 YoY가 12.6%까지 증가했다. 회사별 성장률은 삼성화재 7.3%, 2위권사는 15~20%까지 증가했다. 손해액 증가율이 더 확대되지 않는다고 해도 보험료 증가율이 이를 따라잡기에는 시간이 필요하다.

그림2 자동차 보험료 및 손해액 YoY



자료: 손해보험협회, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 2017년 하반기~18년 상반기 자동차 보험료 인하

회사	보험종목	대인배상 I	대인배상 II	대물배상	자기신체사고 (자동차상해)	무보험차상해	자기차량손해	전체	시행시기
삼성화재	개인용	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	20170811
삼성화재	개인용	-4.20	2.50	-0.40	-2.90	-2.20	-4.60	-1.60	20170821
삼성화재	개인용	0.00	-0.40	-0.40	-0.60	-0.40	-0.40	-0.30	20180411
DB손해보험	개인용	3.00	2.90	-1.80	-0.70	-2.10	-4.40	-0.80	20170816
DB손해보험	개인용	-0.09	-0.09	-0.03	0.00	0.00	0.00	-0.04	20180529
현대해상	개인용	-1.80	11.00	-3.20	-1.40	-10.50	-7.70	-1.50	20170821
현대해상	개인용	-0.09	-0.09	-0.03				-0.04	20180529
메리츠화재	개인용	1.80	2.00	-1.90	2.00	-0.50	-3.10	-0.80	20170906
메리츠화재	개인용	-0.09	-0.09	-0.03	0.00	0.00	0.00	-0.04	20180529
한화손해보험	개인용	4.80	4.20	-7.40	-0.80	0.60	-0.60	-1.60	20170806
한화손해보험	개인용	5.60	3.00	-2.90	6.80	-10.00	-1.50	-0.40	20180516

자료: 손해보험협회, 메리츠증권증권 리서치센터

손해액 증가율을 단기간에 따라잡기 어려워

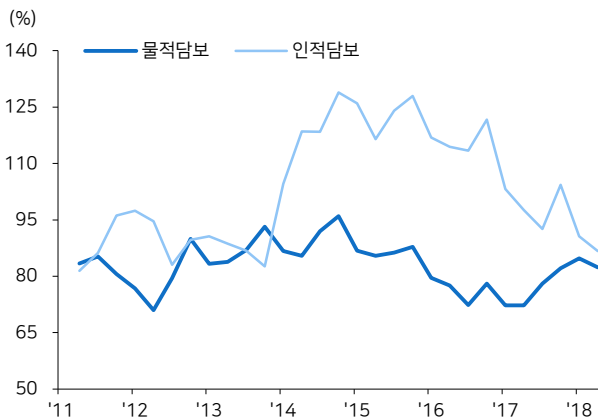
정비요금 재계약 진행 중이라
높은 손해액 yoy 유지될 전망

2019년 연간전망 'Same but different(18.11.15)'에서 언급한 바와 같이 최근의 자동차 손해율 악화는 물적 담보 손해율 상승이 원인이며 부품 및 수리 관련 물가 상승이 가장 큰 영향을 미쳤다. 현재 손해보험사가 전국의 정비소와 정비요금 재계약을 진행하고 있어 19년 손해액 증가율이 안정화 되기는 어려워 보인다.

17년 자동차 손해율이 급격하게 개선된 이유는 보험료의 인상도 있지만 제도 개선을 통한 손해액 안정화의 영향이 상당했다. 렌트비 지급 기준 개선, 미수선 수리비 지급관행 개선, 경미손상 수리비 지급기준 신설로 사고심도가 완화되었고 고가 수리비 할증 요율 도입으로 외제차 보험료 차별화도 진행되었다.

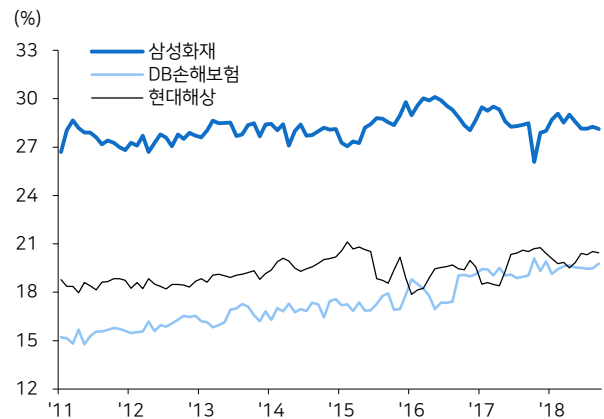
17~18년에 진행된 2위권사의 자동차 보험 MS 확대에 따른 결과로 손해율 악화 사이클에서 비교적 높은 수준의 손해액 증가가 확인된다. 채널 및 브랜드 경쟁력, UW 체력에 따라 회사별 손해율 차별화 나타날 가능성 있다.

그림3 담보별 손해율



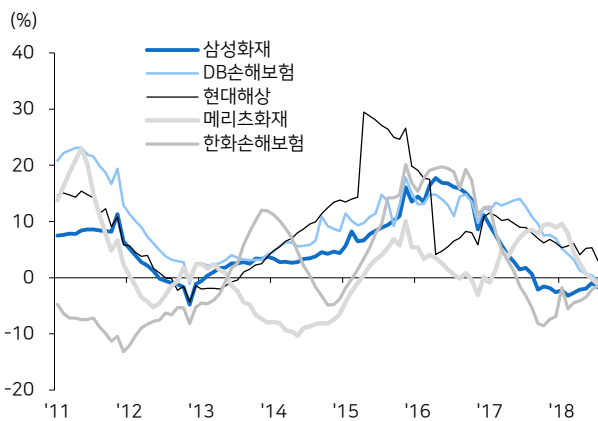
자료: 손해보험협회, 메리츠증권 리서치센터

그림4 자동차 보험 MS



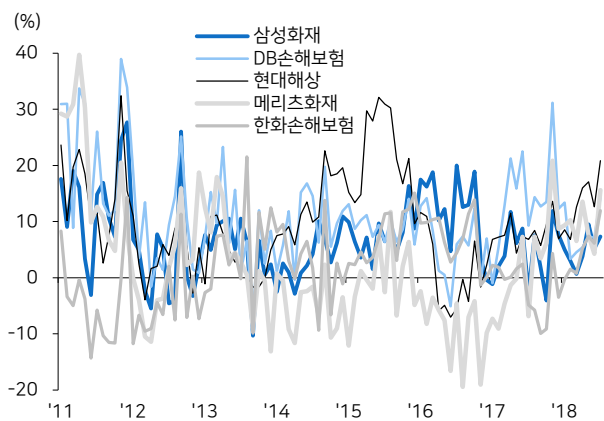
자료: 손해보험협회, 메리츠증권 리서치센터

그림5 회사별 자동차 보험료 YoY



자료: 손해보험협회, 메리츠증권 리서치센터

그림6 회사별 자동차 손해액 YoY



자료: 손해보험협회, 메리츠증권 리서치센터

손해율 악화 구간에서는 회사별 UW 경쟁력 드러나

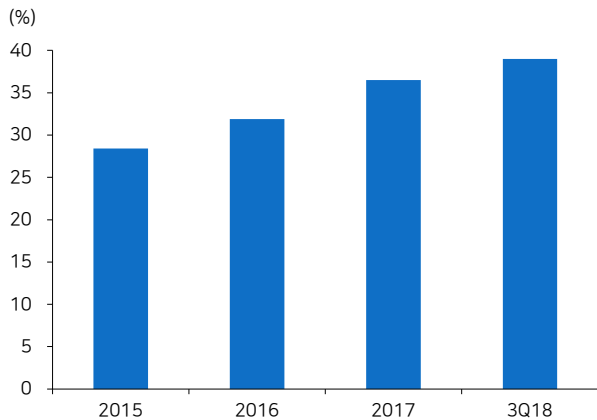
삼성화재 온라인 비중 확대로
합산비율 관리에 기여 가능

삼성화재는 16년 말부터 있었던 자동차 보험료 인하에도 MS가 크게 늘어나지 못했다. 그보다는 온라인 비중이 늘어나며 자동차 내 채널 비중 조정이 있었던 것으로 판단된다. 최근 온라인 채널이 대중화되어 차별적인 손해율을 보여주지는 못하지만 사업비율 하락을 통해 합산비율 관리에는 기여 가능하다. 3Q18 기준 CM 매출 비중이 39.0%까지 상승했고 온라인 부문 사업비율이 7% 수준까지 하락해 합산비율이 100% 미만으로 유지 되고 있다.

손해율 악화 사이클에서
UW 경쟁력 돋보일 수 있어

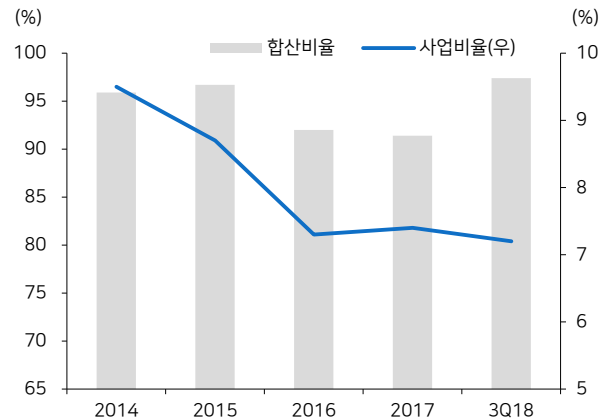
손해율 악화 사이클은 회사별 UW 경쟁력이 돋보이는 시기다. 상위사의 우량 계약 보유, 채널 및 브랜드 경쟁력이 드러나는 계기가 될 전망이다. 과거에도 삼성화재는 2위권사와의 ROE 격차가 축소되는 시기에 valuation상 premium을 부여 받았다. 특히 배당성향을 45%까지 확대해 시가배당을 수준이 level up 한 부분 또한 주가 하방을 지켜줄 수 있어 업종 내 Top pick으로 제시한다. 자동차 MS 축소를 통해 손익 영향도 최소화한 메리츠화재를 차선호주로 제시한다.

그림7 삼성화재 자동차 온라인 비중



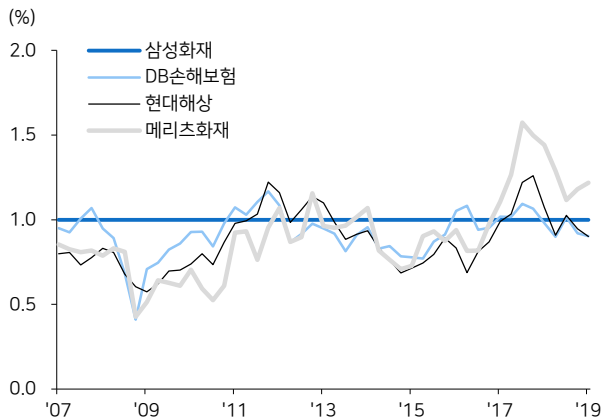
자료: 삼성화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 삼성화재 온라인 자동차 사업비율



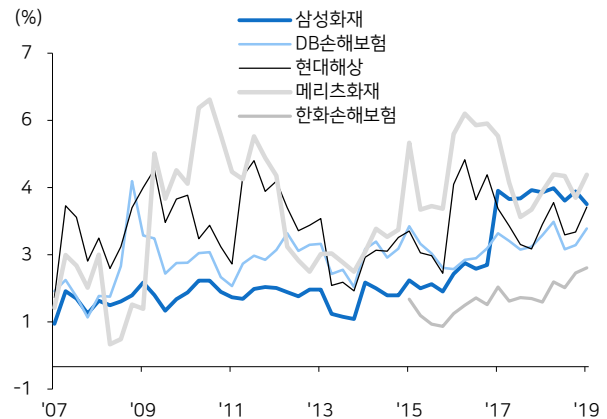
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 삼성화재 대비 PBR 비교



자료: 삼성화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 시가배당수익률



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

4Q18 실적 전망

손해보험사 4Q18E 순이익 2,475억원 전망

손해보험사 커버리지(삼성화재, DB손해보험, 현대해상, 메리츠화재, 한화손해보험) 기준 4Q18E 순이익은 2,475억원(-58.5% QoQ, -13.3% YoY)으로 추정한다. 자동차 손해율 악화된 점이 실적 악화의 주요 원인이다. 자동차 보험료 3.0~4.4% 인상되었으나 정비요금 재계약 진행되고 있어 연내 추가 인상이 필요하다. 손해액 증가율이 15% 수준으로 상승해 보험료 인상에도 손해율 개선까지는 시간이 걸릴 전망이다. 반면 판매는 연중 최고 수준까지 증가했다. 12월 절판효과도 일부 있었으나 건강보험 상품 위주의 시장 재편이 지속되는 모습이다. 이에 따라 추가상각 인식, 사업비율 상승은 지속될 전망이다.

생명보험사 4Q18E 순이익 2,918억원 전망

생명보험사 커버리지(삼성생명, 한화생명, 동양생명, 미래에셋생명) 기준 4Q18E 순이익은 2,918억원(-34.4% QoQ, 흑전 YoY)으로 추정한다. 건강보험 상품 위주로 시장 재편되고 있어 종신/CI 상품 판매 감소 추세가 파악된다. 생보사 중에는 삼성생명이 전향적으로 건강보험 위주의 판매 전략을 펼치고 있으나 타 생보사들 또한 상품 line up 강화할 가능성 크다. 금리 및 주식시장이 하락해 기존 예상과 달리 변액보증준비금 적립이 발생한 점도 실적 악화의 한 요인이다. 일회성 요소로는 삼성생명의 부동산 매각익 1,700억원, 미래에셋생명의 희망퇴직 비용 216억원 등이 있다.

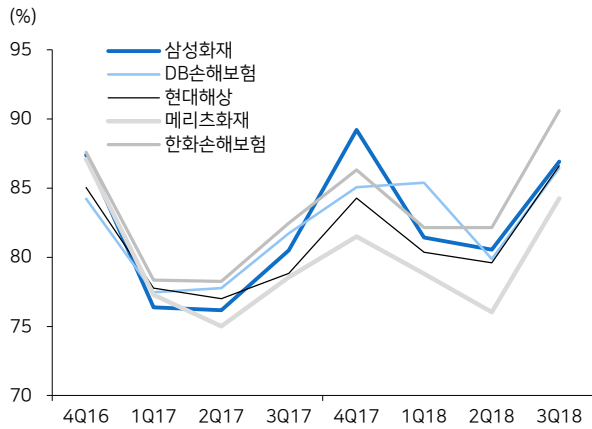
표3 커버리지 보험사 4Q18E Preview (순이익)

(십억원)	4Q18E	4Q17	% YoY	3Q18	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
삼성화재	94.9	50.9	86.5	237.1	-60.0	129.3	-26.6
DB손해보험	64.1	96.8	-33.8	151.6	-57.7	107.5	-40.4
현대해상	31.8	66.8	-52.3	100.9	-68.5	65.4	-51.4
메리츠화재	57.0	58.3	-2.2	72.9	-21.8	51.3	11.1
한화손해보험	-0.3	12.8	-102.3	33.8	-100.9	10.3	-102.8
손해보험 합계	247.5	285.6	-13.3	596.3	-58.5	363.9	-32.0
삼성생명(연결)	287.0	-100.8	흑전	279.7	2.6	274.7	4.5
한화생명	0.8	-7.6	흑전	140.5	-99.4	56.6	-98.6
동양생명	-0.7	-2.7	적지	10.6	-106.5	1.3	N/A
미래에셋생명	4.7	22.2	-79.0	14.2	-67.1	3.9	21.1
생명보험 합계	291.8	-88.9	흑전	445.0	-34.4	336.4	-13.3

주: 삼성생명 제외 별도 기준

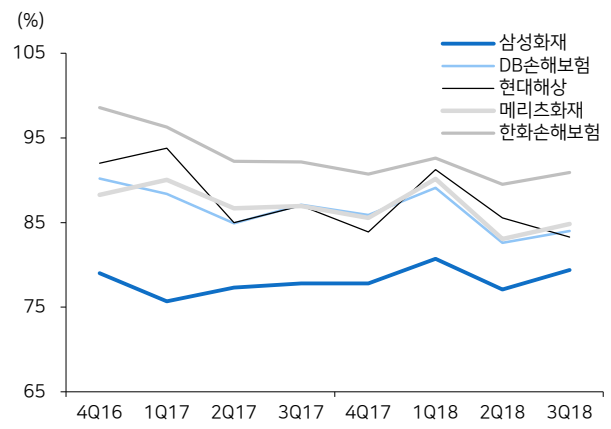
자료: 각 사, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 손해보험사 자동차 손해율 추이



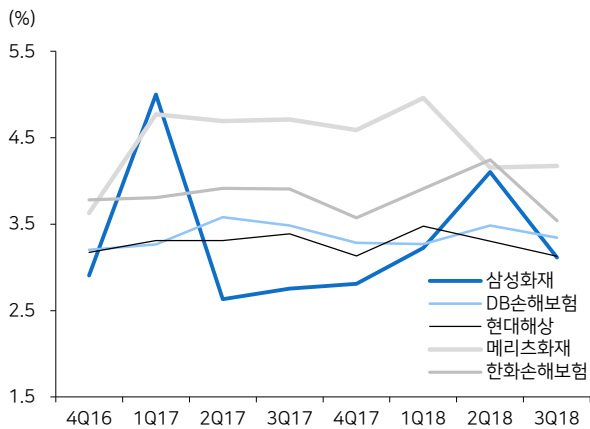
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 손해보험사 장기위험손해율 추이



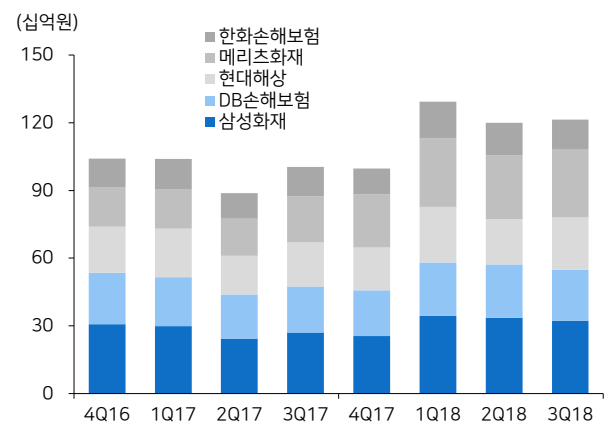
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 손해보험사 투자이익률 추이



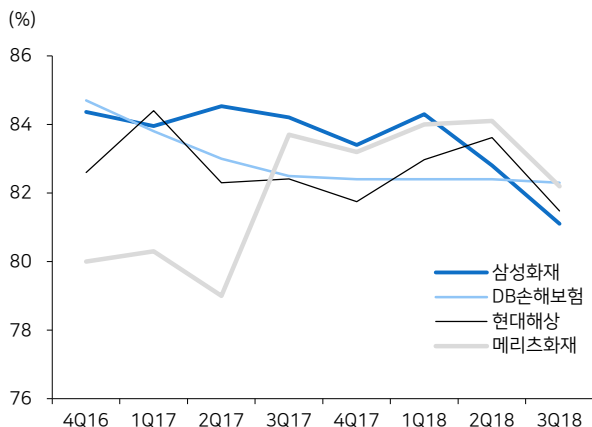
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 손해보험사 보장성 인보험 추이



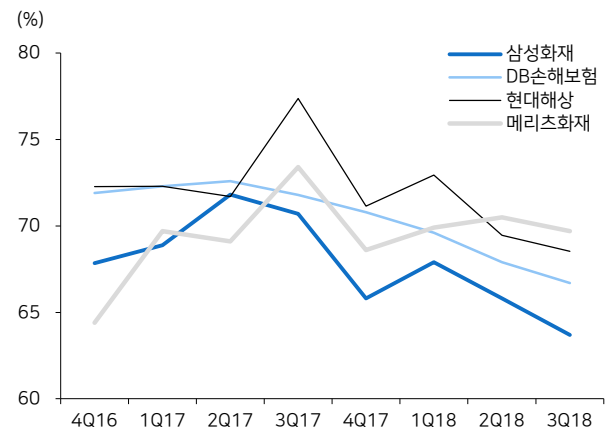
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 손해보험사 13회차 유지율 추이



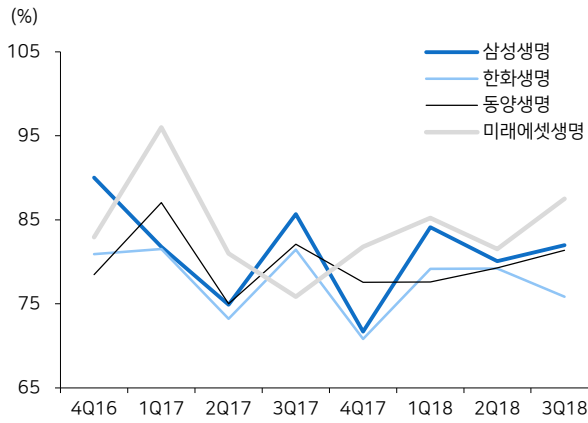
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 손해보험사 25회차 유지율 추이



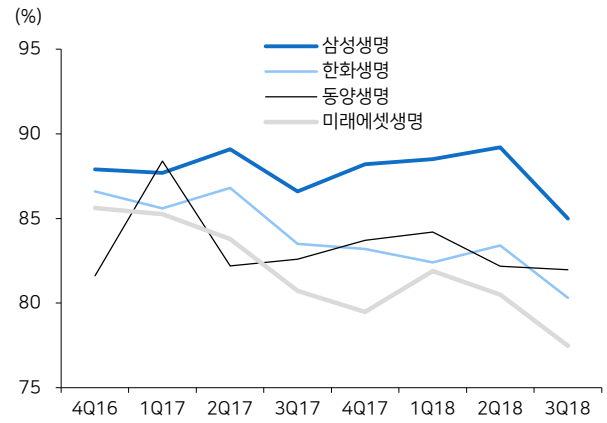
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 생명보험사 위험손해율 추이



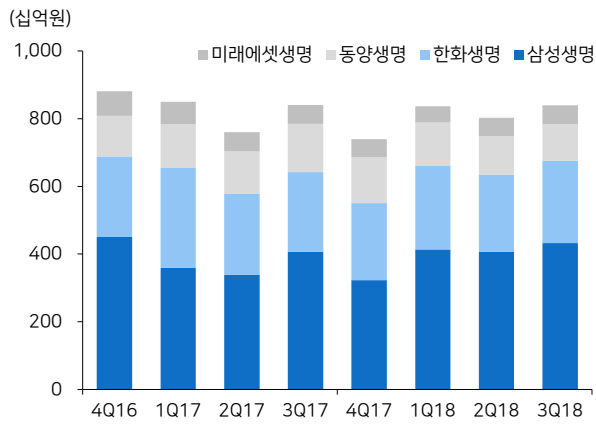
자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

그림18 생명보험사 13회차 유지율 추이



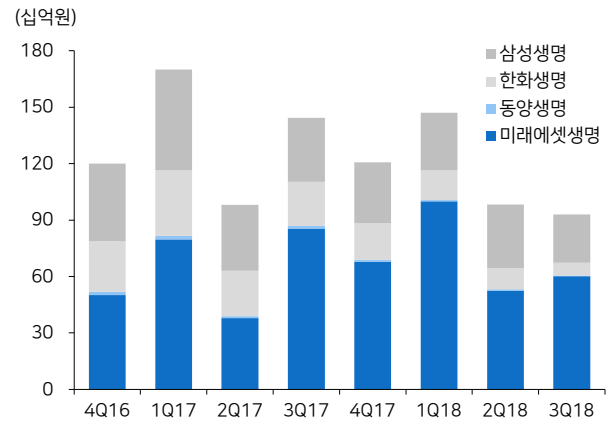
자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

그림19 생명보험사 신계약 보장성 APE 추이



자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

그림20 생명보험사 변액보험 APE 추이



자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

표4 Valuation table

		삼성화재	DB손해보험	현대해상	메리츠화재	한화손해보험	삼성생명	한화생명	동양생명	미래에셋생명
투자 의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Trading Buy	Trading Buy	Buy
현재가 (1.18) (원)		370,500	68,500	38,200	22,400	5,810	85,600	4,245	4,980	4,725
적정주가(원)		350,000	87,000	48,000	30,000	8,000	107,000	5,000	5,900	6,200
상승여력		29.4%	27.0%	25.7%	33.9%	37.7%	25.0%	17.8%	18.5%	31.2%
당기순이익 (십억원)	2016	840.9	470.2	399.7	257.8	111.9	2,150.0	315.1	5.4	24.2
	2017	1,055.3	622.0	472.8	355.1	149.2	1,263.2	525.5	184.4	79.1
	2018E	997.6	515.8	389.2	262.0	115.4	2,087.7	386.1	64.0	73.0
	2019E	943.2	570.9	436.0	300.3	126.3	1,406.9	377.9	71.5	90.9
ROE (%)	2016	8.1	12.3	15.4	16.6	12.8	8.3	3.8	0.3	0.6
	2017	9.3	14.8	16.1	20.7	14.4	4.3	6.3	9.9	4.0
	2018E	8.7	11.3	11.9	13.8	9.7	6.9	4.1	3.1	3.5
	2019E	8.2	11.5	11.6	14.2	10.0	4.7	3.8	3.0	4.5
ROA (%)	2016	1.3	1.5	1.2	1.7	0.9	0.5	0.5	0.7	0.5
	2017	1.5	1.7	1.2	2.1	1.1	0.8	0.3	0.0	0.1
	2018E	1.3	1.3	0.9	1.4	0.7	0.4	0.5	0.6	0.3
	2019E	1.2	1.4	1.0	1.4	0.7	0.7	0.3	0.2	0.2
BPS (원)	2016	255,966	62,623	34,591	14,957	9,749	148,374	10,850	17,498	11,059
	2017	278,571	69,757	38,912	16,361	10,147	163,491	11,274	15,297	11,278
	2018E	260,382	74,018	41,956	17,903	10,234	152,560	11,028	15,132	12,080
	2019E	278,541	82,412	47,101	20,004	11,368	162,644	11,347	15,453	12,436
EPS (원)	2016	20,702	7,428	5,013	2,352	1,233	11,440	419	53	64
	2017	25,823	9,827	5,929	3,252	1,278	6,494	699	1,183	447
	2018E	24,205	8,148	4,807	2,342	989	11,208	514	411	419
	2019E	22,885	9,019	5,172	2,684	1,082	7,486	503	459	548
PBR (배)	2016	1.05	1.00	0.91	1.02	0.74	0.76	0.60	0.73	0.47
	2017	1.00	1.02	1.21	1.44	0.80	0.76	0.61	0.50	0.47
	2018E	1.04	0.93	0.91	1.22	0.57	0.56	0.38	0.33	0.39
	2019E	0.97	0.83	0.81	1.12	0.51	0.53	0.37	0.32	0.38
PER (배)	2016	13.0	8.4	6.3	6.5	5.9	9.8	15.6	238.2	80.4
	2017	10.8	7.2	7.9	7.2	6.4	19.2	9.9	6.4	11.7
	2018E	11.2	8.4	7.9	9.3	5.9	7.6	8.3	12.1	11.3
	2019E	11.8	7.6	7.4	8.3	5.4	11.4	8.4	10.8	8.6
DPS (원)	2016	6,100	1,650	1,350	830	100	1,200	80	200	55
	2017	10,000	2,300	1,500	1,140	150	2,000	167	360	170
	2018E	10,520	1,907	1,235	824	116	3,305	186	123	147
	2019E	9,947	2,111	1,383	942	127	2,227	184	138	192
배당수익률(%)	2016	2.3	2.6	4.3	5.4	1.4	1.1	1.2	1.6	1.1
	2017	3.6	3.2	3.2	4.9	1.8	1.6	2.4	4.7	3.2
	2018E	3.9	2.8	3.2	3.8	2.0	3.9	4.4	2.5	3.1
	2019E	3.7	3.1	3.6	4.2	2.2	2.6	4.3	2.8	4.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성화재 (000810)

Buy, TP 350,000원

4Q18E 순이익 949억원(-60.0% QoQ, +86.5% YoY)으로 추정한다. 계절 영향으로 자동차 손해율 상승한 점이 실적 악화의 주요 원인이다. 자동차 보험료 3.0% 인상되었으나 정비수가 인상 요인 반영 시 추가 인상이 필요하다. 문재인케어 반사이익 반영으로 표준화 이후 실손보험에 대해 1.6%의 인하를 결정했으나 해당 계약의 손해율 추이가 안정적(15년 103%, 16년 104%, 17년 99%, 3Q18 100.7%)이기 때문에 우량계약으로 인한 차별화 부각될 수 있다. 표준화 이전 상품은 3월 중에 조정율이 결정될 예정이다.

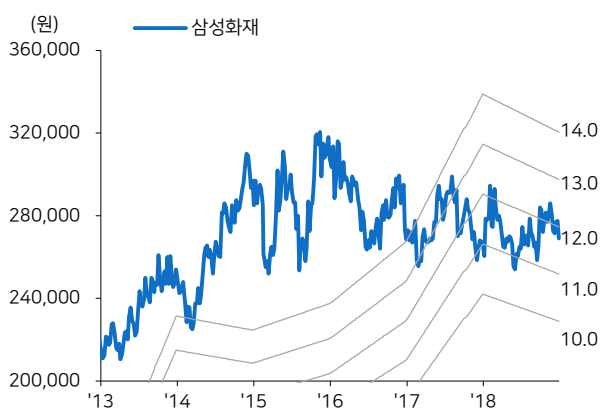
투자의견 Buy 및 적정주가 350,000원을 유지한다. 자동차 부문 온라인 비중 증가하고 있어 손해율 악화에도 합산비율 관리 가능하다고 판단된다. 물가 상승 및 보장성 강화정책 풍선효과에 대해 우려하고 있어 보수적인 영업전략을 가져가는 삼성화재를 업종 내 top pick으로 제시한다.

표5 삼성화재 4Q18E Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	% YoY	3Q18	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	4,381.1	4,393.2	-0.3	4,557.5	-3.9	4,498.3	-2.6
보험영업이익	-332.0	-390.4	적지	-155.6	적지		
투자영업이익	485.8	444.8	9.2	501.0	-3.0		
영업이익	153.8	54.4	182.7	345.4	-55.5	218.9	-29.8
당기순이익	94.9	50.9	86.5	237.1	-60.0	129.3	-26.6

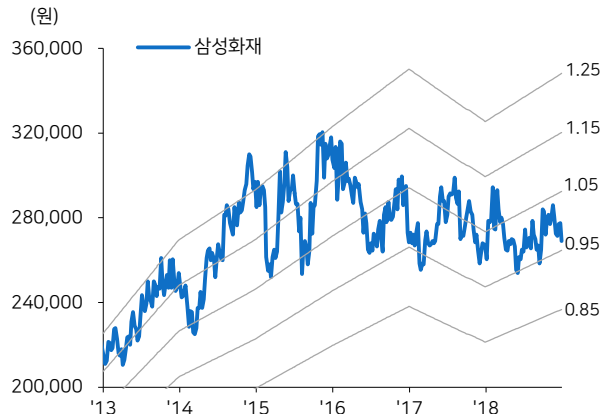
자료: 삼성화재, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 삼성화재 PER 밴드



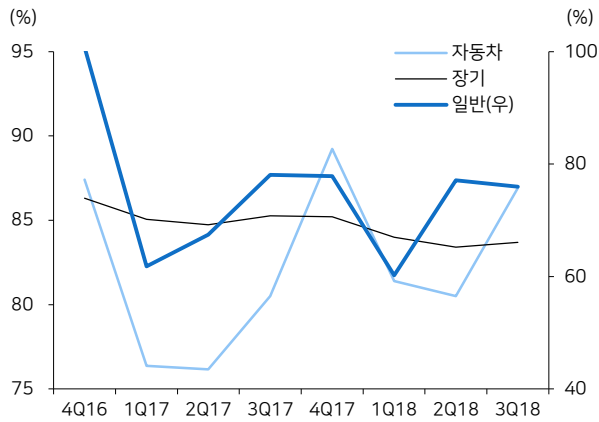
자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 삼성화재 PBR 밴드



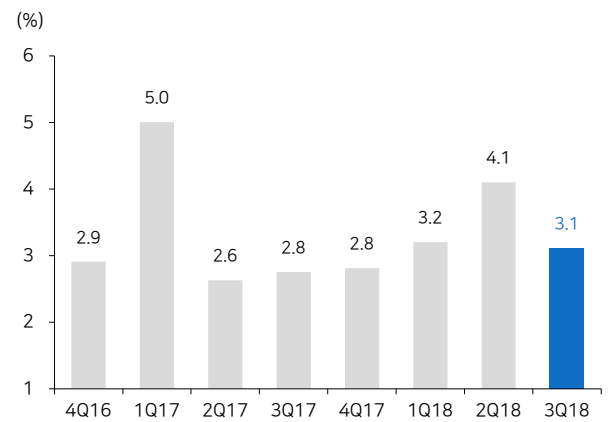
자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 경과손해를 추이



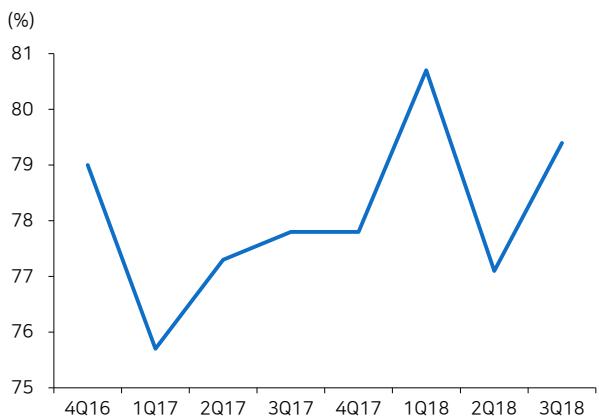
자료: 삼성화재, 메리츠종금증권 리서치센터

그림24 투자영업이익률 추이



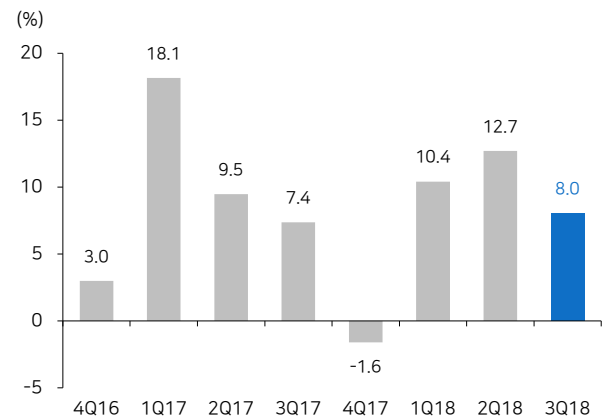
자료: 삼성화재, 메리츠종금증권 리서치센터

그림25 장기위험손해를 추이



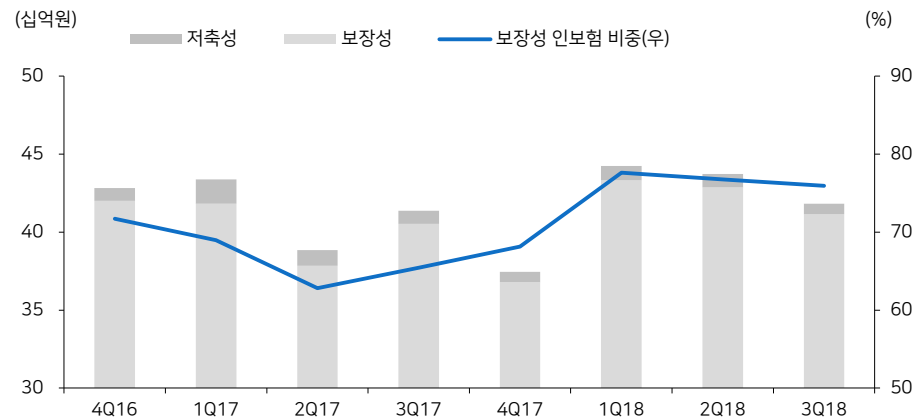
자료: 삼성화재, 메리츠종금증권 리서치센터

그림26 ROE



자료: 삼성화재, 메리츠종금증권 리서치센터

그림27 장기보험 신계약 추이



자료: 삼성화재, 메리츠종금증권 리서치센터

삼성화재 (000810)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	18,183.0	18,230.3	18,076.6	18,159.8	18,786.6
일반	1,302.7	1,329.4	1,348.2	1,285.8	1,333.7
자동차	4,803.5	4,803.6	4,679.1	4,654.6	4,826.1
장기	12,076.8	12,097.3	12,049.3	12,219.5	12,626.8
보유보험료	17,656.7	17,525.9	17,580.5	17,619.5	18,239.7
경과보험료	17,405.8	17,560.7	17,496.4	17,617.8	18,228.6
일반	1,207.9	1,266.8	1,315.3	1,232.7	1,280.8
자동차	4,364.1	4,591.6	4,437.2	4,478.6	4,644.1
장기	11,833.8	11,819.5	11,743.9	11,906.5	12,303.6
경과손해액	14,626.2	14,660.1	14,639.3	14,661.6	15,144.0
일반	890.6	906.9	954.2	887.3	918.5
자동차	3,528.4	3,699.6	3,816.9	3,914.1	3,987.6
장기	10,207.2	10,053.6	9,868.2	9,860.2	10,237.9
순사업비	3,347.5	3,530.3	3,557.7	3,571.4	3,733.1
보험영업이익	-567.9	-629.7	-700.5	-615.2	-648.6
투자영업이익	1,688.3	2,001.5	2,147.4	1,999.7	2,117.6
영업이익	1,120.5	1,371.8	1,446.9	1,384.5	1,469.0
영업외손익	-26.8	-77.3	-83.2	-96.8	-96.8
세전순이익	1,093.7	1,294.4	1,363.7	1,287.7	1,372.2
법인세비용	252.8	709.3	362.9	344.5	367.1
당기순이익	840.9	1,055.3	997.6	943.2	1,005.1

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	67,897.9	75,413.0	77,850.1	82,126.3	86,438.1
운용자산	58,237.6	64,418.7	64,741.8	68,485.8	72,243.8
현예금 및 예치금	1,048.9	1,342.3	953.6	1,008.7	1,064.1
유가증권	38,126.6	40,867.6	40,822.0	43,182.7	45,552.2
주식	5,379.0	7,350.4	6,694.4	7,081.6	7,470.1
채권	29,898.6	30,907.4	30,886.9	32,673.1	34,465.9
대출채권	17,878.2	21,393.4	22,168.1	23,450.1	24,736.8
부동산	1,183.9	815.4	798.2	844.3	890.7
비운용자산	5,055.2	3,462.5	5,261.1	5,474.7	5,697.0
특별계정자산	4,605.0	7,531.8	7,847.2	8,165.8	8,497.3
부채총계	57,016.9	63,571.1	66,781.4	70,285.7	73,907.3
보험계약준비금	49,416.1	52,872.3	55,755.0	58,811.6	61,967.3
책임준비금	49,416.1	52,872.3	55,755.0	58,811.6	61,967.3
기타부채	2,995.8	3,167.0	3,179.2	3,308.3	3,442.7
특별계정부채	4,605.0	7,531.8	7,847.2	8,165.8	8,497.3
자본총계	10,881.0	11,841.9	11,068.7	11,840.6	12,530.9
자본금	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5
자본잉여금	939.2	939.2	939.2	939.2	939.2
이익잉여금	7,414.1	8,111.2	8,348.8	9,000.8	9,691.0
자본조정	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5
기타포괄손익누계액	3,984.6	4,248.5	3,237.8	3,357.6	3,357.6

Key Financial Data I

(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
경과손해율	84.0	83.5	83.7	83.2	83.1
일반	73.7	71.6	72.5	72.0	71.7
자동차	80.9	80.6	86.0	87.4	85.9
장기	86.3	85.1	84.0	82.8	83.2
사업비율	19.2	20.1	20.3	20.3	20.5
합산비율	103.3	103.6	104.0	103.5	103.6
투자영업이익률	3.0	3.3	3.3	3.0	3.0
성장성					
총자산	8.0	11.1	3.2	5.5	5.3
운용자산	9.0	10.6	0.5	5.8	5.5
자기자본	9.1	8.8	-6.5	7.0	5.8
원수보험료	2.2	0.3	-0.8	0.5	3.5
경과보험료	2.7	0.9	-0.4	0.7	3.5
순이익	7.4	25.5	-5.5	-5.5	6.6

Key Financial Data II

(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	20,702	25,823	24,205	22,885	24,387
BPS	255,966	278,571	260,382	278,541	294,778
DPS	6,100	10,000	10,520	9,947	10,599
밸류에이션 (배)					
PER	13.0	10.8	11.2	11.8	11.1
PBR	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
수익성					
ROE	8.1	9.3	8.7	8.2	8.2
ROA	1.3	1.5	1.3	1.2	1.2
배당지표					
배당성향	28.9	37.7	42.0	42.0	42.0
배당수익률	2.3	3.6	3.9	3.7	3.9
안정성					
총자산/자기자본	624	637	703	694	690
보유보험료/자기자본	162	148	159	149	146

메리츠화재 (000060)

Buy, TP 30,000원

4Q18E 순이익 570억원(-21.8% QoQ, -2.2% YoY)으로 추정한다. 공격적인 판매 전략으로 보장성 인보험 월평균 110억원 이상 시현했다. 추가상각 비용 발생해 사업비율 상승하나 중장기적 실적 개선의 기반이 될 전망이다. 투자부문 일회성 이익으로 채권 매각익 약 150억원, PF관련 수수료 40억원 발생해 투자수익률 4.2%로 추정했다. 자동차 보험료 4.4% 인상되었으며 보험 비중 적어 자동차 손해를 악화에 따른 영향은 비교적 제한적이다. 19년에도 GA뿐 아니라 전속 및 TM 부문의 고른 성장을 추구할 계획이다.

투자의견 Buy 및 적정주가 30,000원을 유지하고 업종 내 차선호주로 제시한다. 적절한 리스크 부담을 통해 성장 전략 추진해 나가는 점 긍정적으로 평가한다. 보유계약 대비 신계약 성장 속도가 빨라 업종 내 추가상각 규모가 가장 많았기 때문에 향후 이익으로 돌아올 가능성 크다. 다만, 2019년에도 보장성 인보험 전략을 공격적으로 가져갈 계획에 있어 이익의 급격한 성장은 2020년 이후에 본격화 될 전망이다.

표6 메리츠화재 4Q18E Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	% YoY	3Q18	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	1,798.2	1,644.1	9.4	1,769.6	1.6	1,700.7	5.7
보험영업이익	-96.9	-91.9	적지	-75.6	적지		
투자영업이익	181.9	181.6	0.2	178.8	1.7		
영업이익	84.9	89.7	-5.3	103.2	-17.7	76.5	11.0
당기순이익	57.0	58.3	-2.2	72.9	-21.8	51.3	11.1

자료: 메리츠화재, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 메리츠화재 PER 밴드



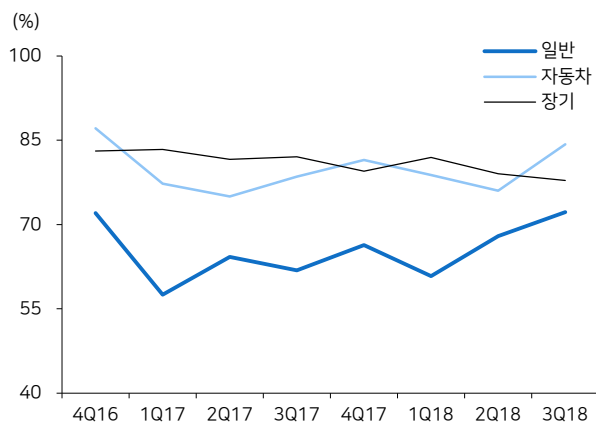
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림29 메리츠화재 PBR 밴드



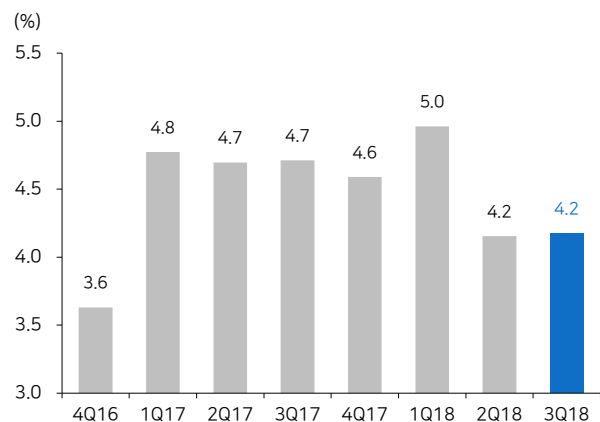
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림30 경과손해를 추이



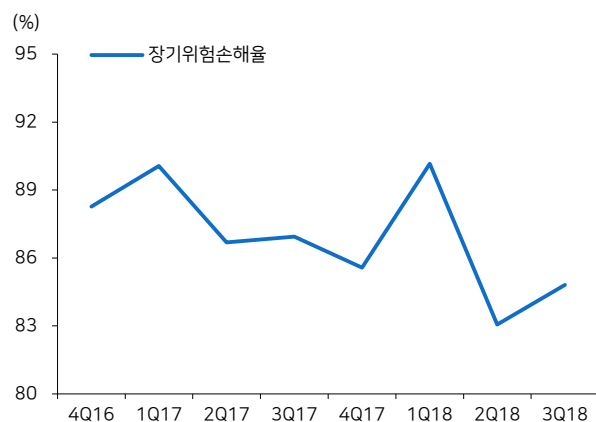
자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림31 투자영업이익률 추이



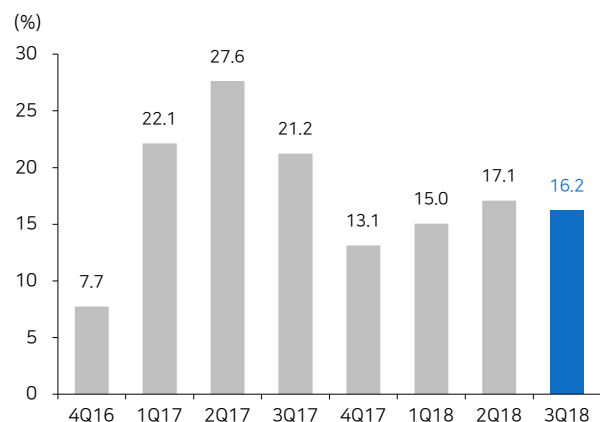
자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림32 장기위험손해를 추이



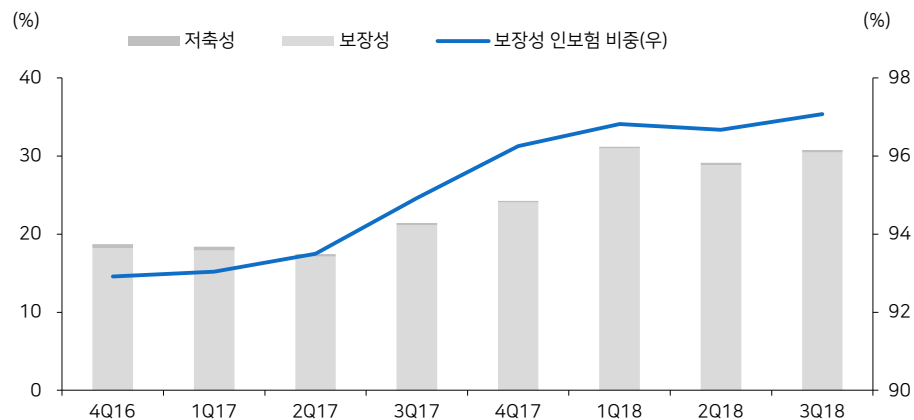
자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림33 ROE



자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림34 장기보험 신계약 추이



자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

메리츠화재 (000060)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	5,989.8	6,403.4	7,015.7	7,773.4	8,188.6
일반	439.8	498.1	481.4	458.5	475.4
자동차	751.1	807.4	778.6	771.6	800.0
장기	4,798.9	5,098.0	5,755.6	6,543.4	6,913.2
보유보험료	5,639.9	6,098.6	6,669.5	7,432.9	7,822.0
경과보험료	5,666.1	5,996.6	6,675.9	7,403.2	7,808.7
일반	222.5	252.2	290.1	251.9	269.9
자동차	707.5	733.1	746.5	721.6	753.4
장기	4,736.1	5,011.2	5,639.3	6,429.7	6,785.3
경과손해액	4,697.9	4,823.6	5,277.8	5,788.5	6,119.6
일반	152.9	158.3	197.0	173.9	186.9
자동차	595.0	573.0	627.8	623.4	646.7
장기	3,950.0	4,092.3	4,453.0	4,991.3	5,286.1
순사업비	1,194.7	1,387.0	1,745.0	1,929.2	1,959.2
보험영업이익	-226.5	-214.0	-346.9	-314.6	-270.2
투자영업이익	595.9	714.4	731.0	752.1	834.1
영업이익	369.4	500.5	384.2	437.6	563.9
영업외손익	-31.6	-27.4	-22.7	-27.6	-26.8
세전순이익	337.7	473.1	361.5	409.9	537.1
법인세비용	79.9	117.9	99.5	109.7	143.7
당기순이익	257.8	355.1	262.0	300.3	393.4

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	16,444.4	18,092.4	20,036.4	22,107.7	24,358.9
운용자산	14,510.0	15,966.9	17,913.9	19,899.1	22,060.7
현예금 및 예치금	365.0	365.0	374.8	416.3	461.6
유가증권	8,297.6	8,297.6	8,520.7	9,465.0	10,493.1
주식	132.4	132.4	136.0	151.0	167.4
채권	4,284.9	4,284.9	4,400.1	4,887.7	5,418.7
대출채권	4,632.3	4,632.3	4,756.8	5,284.0	5,858.0
부동산	805.4	805.4	827.0	918.7	1,018.5
비운용자산	1,934.4	2,125.5	2,122.4	2,208.6	2,298.3
특별계정자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	14,804.8	16,305.5	18,033.4	19,869.8	21,804.4
보험계약준비금	13,831.3	15,447.0	17,056.4	18,853.0	20,746.4
책임준비금	13,831.3	15,447.0	17,056.4	18,853.0	20,746.4
기타부채	973.5	858.5	977.1	1,016.7	1,058.0
특별계정부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,639.6	1,786.9	2,002.9	2,238.0	2,554.5
자본금	55.2	55.2	56.8	56.8	56.8
자본잉여금	436.6	436.6	504.9	504.9	504.9
이익잉여금	847.3	1,109.4	1,249.5	1,484.6	1,801.1
자본조정	-13.5	-18.6	-34.6	-34.6	-34.6
기타포괄손익누계액	314.0	204.3	226.3	226.3	226.3

Key Financial Data I

(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
경과손해율	82.9	80.4	79.1	78.2	78.4
일반	68.7	62.8	67.9	69.0	69.2
자동차	84.1	78.2	84.1	86.4	85.8
장기	83.4	81.7	79.0	77.6	77.9
사업비율	21.1	23.1	26.1	26.1	25.1
합산비율	104.0	103.6	105.2	104.2	103.5
투자영업이익률	4.4	4.7	4.3	4.0	4.0
성장성					
총자산	12.6	10.0	10.7	10.3	10.2
운용자산	14.7	10.0	12.2	11.1	10.9
자기자본	11.5	9.0	12.1	11.7	14.1
원수보험료	5.9	6.9	9.6	10.8	5.3
경과보험료	6.4	5.8	11.3	10.9	5.5
순이익	50.5	37.7	-26.2	14.6	31.0

Key Financial Data II

(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	2,352	3,252	2,342	2,684	3,516
BPS	14,957	16,361	17,903	20,004	22,833
DPS	830	1,140	824	942	1,236
밸류에이션 (배)					
PER	6.5	7.2	9.3	8.3	6.4
PBR	1.0	1.4	1.2	1.1	1.0
수익성					
ROE	16.6	20.7	13.8	14.2	16.4
ROA	1.7	2.1	1.4	1.4	1.7
배당지표					
배당성향	35.3	35.1	35.2	35.1	35.1
배당수익률	5.4	4.9	3.8	4.2	5.5
안정성					
총자산/자기자본	1,003	1,013	1,000	988	954
보유보험료/자기자본	344	341	333	332	306

DB손해보험 (005830)

Buy, TP 87,000원

4Q18E 순이익 641억원(-57.7% QoQ, -33.8% YoY)으로 추정한다. 자동차 손해율 악화가 실적 감소의 주요 원인이다. 자동차 보험료는 1월 16일 기준 개인용 3.5%, 업무용 3.5%, 영업용 0.8% 인상 결정되었으나 연내 추가적인 보험료 조정이 필요하다고 판단된다. 부품 가격, 정비수가 등 손해액 증가율 추세가 나타나고 있어 추가 보험료 조정이 있다면 자동차 손해율 개선은 19년 말 20년 초에 시작될 전망이다.

투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 87,000원으로 6.5% 하향한다. 17~18년도 자동차 MS 확대되어 자동차 손해율 악화에 따라 민감도가 커졌기 때문이다. 19년 EPS 및 BPS를 각각 10.6%, 1.2% 하향 조정했다. 그럼에도 동사는 안정성 및 성장성이 적절한 균형을 이루고 있어 중장기적 투자 매력 우수하다. 18년 말 부채 듀레이션 규제 강화 영향에 대응하기 위해 연간 운용수익률 하락했으나 자산 듀레이션 충분히 확보되어 향후 수익률 관점의 투자전략 유지할 수 있다고 판단된다.

표7 DB손해보험 4Q18E Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	% YoY	3Q18	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,049.9	3,105.2	-1.8	3,070.6	-0.7	2,891.7	5.5
보험영업이익	-180.4	-114.2	적지	-51.8	적지		
투자영업이익	278.6	258.9	7.6	275.3	1.2		
영업이익	98.1	144.7	-32.2	223.4	-56.1	162.8	-39.7
당기순이익	64.1	96.8	-33.8	151.6	-57.7	107.5	-40.4

자료: DB손해보험, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

표8 Valuation table

적정주가	87,000원
이론주가	86,811원
2019 BPS	82,412원
적정 PBR	1.05배
PBR Discount	-50%
이론 PBR	2.11배
19년 ROE	11.5%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	6.0%
Beta	0.57
Risk Free Rate	1.9%
Risk Premium	7.2%

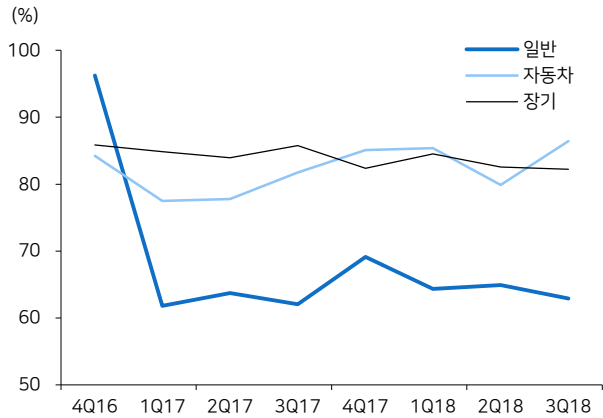
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표9 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
순이익	571.5	638.7	515.8	570.	-9.8	-10.6
EPS (원)	9,029	10,090	8,148	9,019	-9.8	-10.6
BPS(원)	74,112	83,418	74,018	82,412	-0.1	-1.2
ROE (%)	12.6	12.8	11.3	11.5	-1.3	-1.3

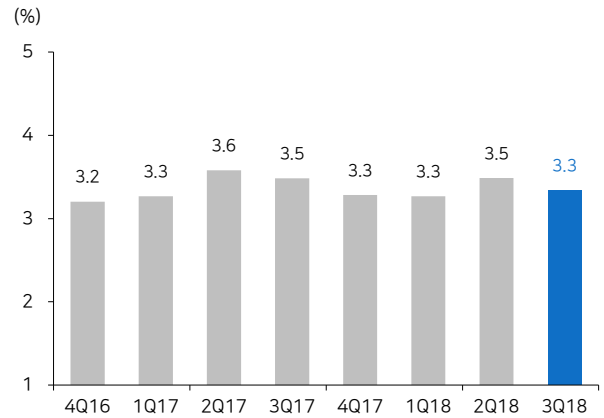
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림35 경과손해를 추이



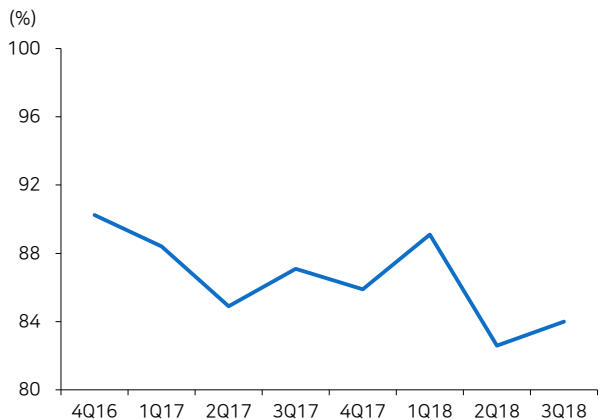
자료: DB손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림36 투자영업이익률 추이



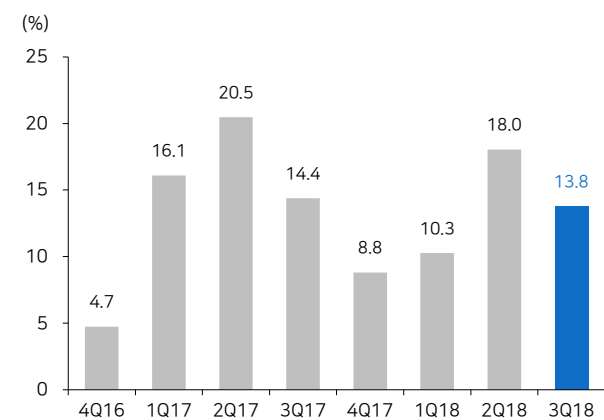
자료: DB손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림37 장기위험손해를 추이



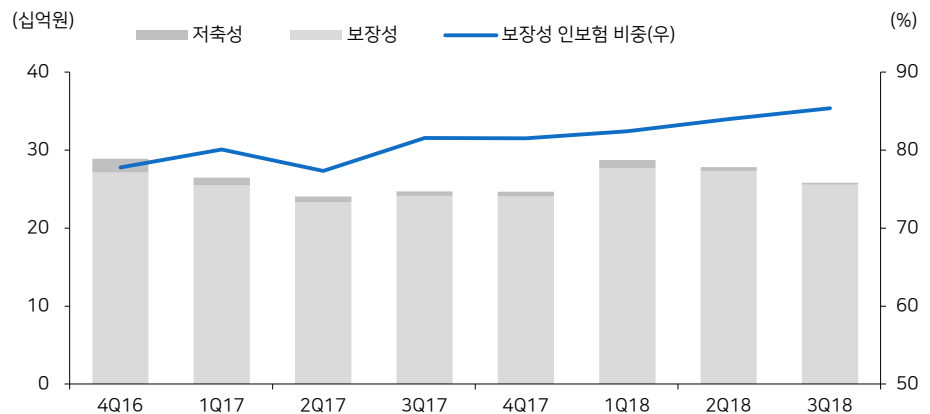
자료: DB손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림38 ROE



자료: DB손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림39 장기보험 신계약 추이



자료: DB손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

DB 손해보험 (005830)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	12,092.4	12,368.1	12,331.5	12,339.6	12,752.0
일반	1,013.8	1,015.5	985.6	943.2	978.6
자동차	2,987.6	3,252.9	3,213.0	3,229.8	3,348.8
장기	8,091.0	8,099.7	8,132.9	8,166.6	8,424.5
보유보험료	10,888.5	11,562.9	11,531.7	11,579.2	11,963.4
경과보험료	11,103.0	11,440.7	11,550.0	11,611.0	11,998.6
일반	520.2	543.1	591.8	576.3	598.8
자동차	2,629.6	2,954.3	3,002.7	3,046.0	3,158.9
장기	7,953.1	7,943.3	7,955.5	7,988.6	8,240.9
경과손해액	9,391.5	9,421.4	9,623.7	9,684.1	9,993.2
일반	397.7	349.1	383.7	385.3	396.2
자동차	2,145.4	2,381.8	2,616.1	2,708.6	2,773.7
장기	6,848.3	6,690.5	6,623.9	6,590.2	6,823.2
순사업비	2,021.6	2,193.8	2,268.6	2,247.0	2,326.3
보험영업이익	-310.1	-176.4	-342.3	-320.1	-320.9
투자영업이익	985.4	1,035.3	1,091.9	1,125.6	1,197.3
영업이익	675.3	859.0	749.5	805.5	876.4
영업외손익	-54.9	-31.7	-38.8	-26.1	-22.8
세전순이익	620.5	827.3	710.8	779.4	853.6
법인세비용	150.3	205.2	195.0	208.5	228.3
당기순이익	470.2	622.0	515.8	570.9	625.3

Key Financial Data I

(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
경과손해율	84.6	82.3	83.3	83.4	83.3
일반	76.5	64.3	64.8	66.9	66.2
자동차	81.6	80.6	87.1	88.9	87.8
장기	86.1	84.2	83.3	82.5	82.8
사업비율	18.2	19.2	19.6	19.4	19.4
합산비율	102.8	101.5	103.0	102.8	102.7
투자영업이익률	3.6	3.4	3.3	3.2	3.2
성장성					
총자산	11.9	9.3	5.6	6.1	6.1
운용자산	12.5	8.1	7.2	6.5	6.4
자기자본	7.6	11.4	6.1	11.3	11.0
원수보험료	5.3	2.3	-0.3	0.1	3.3
경과보험료	5.1	3.0	1.0	0.5	3.3
순이익	13.9	32.3	-17.1	10.7	9.5

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	34,208.6	37,403.8	39,480.9	41,904.4	44,441.7
운용자산	29,228.5	31,609.3	33,888.0	36,084.3	38,385.3
현예금 및 예치금	629.0	414.2	454.6	484.0	514.9
유가증권	19,158.4	20,486.9	21,963.8	23,387.3	24,878.6
주식	1,127.1	1,244.4	1,334.2	1,420.6	1,511.2
채권	7,271.0	7,849.3	8,415.1	8,960.5	9,531.9
대출채권	8,299.5	9,572.3	10,857.0	11,560.7	12,297.9
부동산	1,141.6	1,135.9	1,150.5	1,225.1	1,303.2
비운용자산	3,323.5	3,404.6	3,052.4	3,176.3	3,305.3
특별계정자산	1,656.7	2,389.9	2,540.5	2,643.7	2,751.0
부채총계	30,244.7	32,988.3	34,795.7	36,687.8	38,649.5
보험계약준비금	26,992.0	28,929.0	30,577.4	32,298.2	34,081.7
책임준비금	26,992.0	28,929.0	30,577.4	32,298.2	34,081.7
기타부채	1,212.2	1,566.4	1,677.8	1,745.9	1,763.4
특별계정부채	2,040.5	2,493.0	2,540.5	2,643.7	2,751.0
자본총계	3,963.9	4,415.5	4,685.2	5,216.5	5,792.2
자본금	35.4	35.4	35.4	35.4	35.4
자본잉여금	37.9	37.9	37.9	37.9	37.9
이익잉여금	3,402.8	3,920.4	4,311.3	4,842.7	5,418.3
자본조정	487.8	421.8	300.5	300.5	300.5

Key Financial Data II

(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	7,428	9,827	8,148	9,019	9,878
BPS	62,623	69,757	74,018	82,412	91,506
DPS	1,650	2,300	1,907	2,111	2,312
밸류에이션 (배)					
PER	8.4	7.2	8.4	7.6	6.9
PBR	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
수익성					
ROE	12.3	14.8	11.3	11.5	11.4
ROA	1.5	1.7	1.3	1.4	1.4
배당지표					
배당성향	22.2	23.4	23.4	23.4	23.4
배당수익률	2.6	3.2	2.8	3.1	3.4
안정성					
총자산/자기자본	863	847	843	803	767
보유보험료/자기자본	275	262	246	222	207

현대해상 (001450)

Buy, TP 48,000원

4Q18E 순이익 318억원(-68.5% QoQ, -52.3% YoY)으로 추정한다. 자동차 손해율 악화가 실적 감소의 주요 원인이다. 자동차 보험료는 1월 16일 기준 개인용 3.9%, 업무용 2.3%, 영업용 0.9% 인상 결정되었으나 정비수가 조정 계약 진행됨에 따라 추가적인 보험료 인상이 필요하다. 추가 보험료 조정이 있다면 자동차 손해율 개선은 19년 말 20년 초에 시작될 전망이다.

투자의견 Buy 유지하고 적정주가를 48,000원으로 7.7% 하향한다. 17~18년도 자동차 MS 확대되어 자동차 손해율 악화에 따라 민감도가 커졌기 때문이다. 19년 EPS 및 BPS를 각각 7.3%, 1.6% 하향 조정했다. 5년 만기의 실손보험의 갱신이 19년 상반기까지 지속되나 최근 실손 관련 claim이 증가하는 모습이 보이고 실손 외 담보 손해율이 소폭 상승해 전체 위험손해율 개선 폭은 제한적일 수 있다.

표10 현대해상 4Q18E Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	% YoY	3Q18	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,203.2	3,214.7	-0.4	3,216.2	-0.4	2,958.6	8.3
보험영업이익	-222.5	-162.7	적지	-123.0	적지		
투자영업이익	270.9	252.9	7.1	267.5	1.2		
영업이익	48.4	90.2	-46.4	144.5	-66.5	104.0	-53.5
당기순이익	31.8	66.8	-52.3	100.9	-68.5	65.4	-51.4

자료: 현대해상, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

표11 Valuation table

적정주가	48,000원
이론주가	47,326원
2019 BPS	47,101원
적정 PBR	1.00배
PBR Discount	-55%
이론 PBR	2.23배
19년 ROE	11.6%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	5.8%
Beta	0.54
Risk Free Rate	1.9%
Risk Premium	7.2%

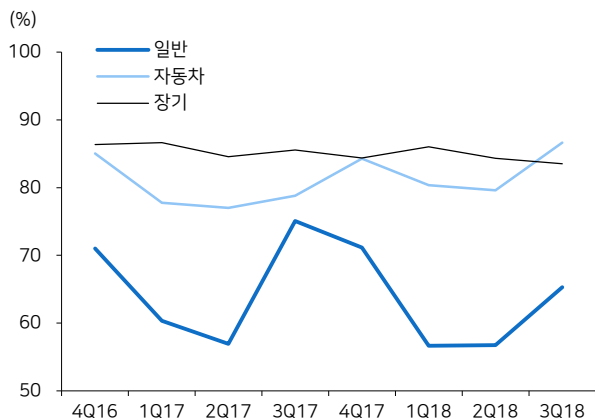
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표12 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
순이익	437.4	468.3	389.2	436.0	-11.0	-6.9
EPS (원)	5,411	5,577	4,807	5,172	-11.2	-7.3
BPS(원)	42,23	47,843	41,956	47,101	-0.7	-1.6
ROE (%)	13.3	12.4	11.9	11.6	-1.4	-0.8

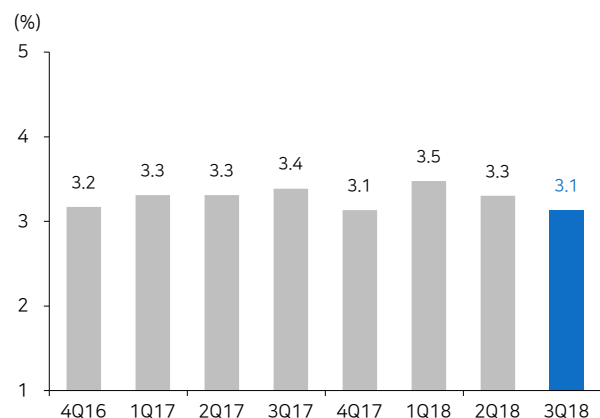
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림40 경과손해를 추이



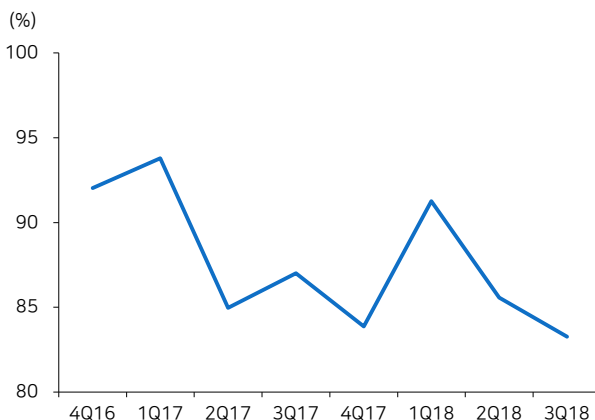
자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

그림41 투자영업이익률 추이



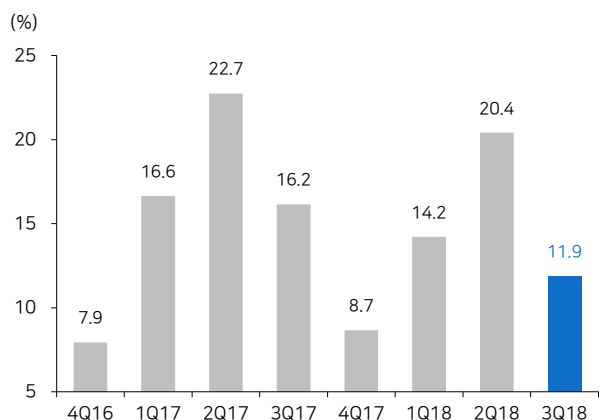
자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

그림42 장기위험손해를 추이



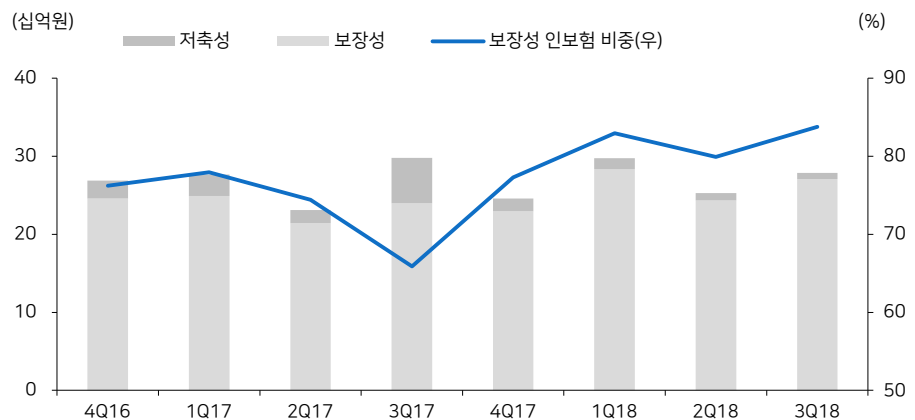
자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

그림43 ROE



자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

그림44 장기보험 신계약 추이



자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

현대해상 (001450)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	12,582.8	12,826.1	12,872.7	13,005.8	13,442.3
일반	1,078.9	1,080.8	1,066.6	1,016.3	1,054.0
자동차	3,145.2	3,329.2	2,684.3	3,375.6	3,499.9
장기	8,304.0	8,398.1	8,485.1	8,613.9	8,888.4
보유보험료	11,413.6	11,701.6	11,806.8	12,071.8	12,460.5
경과보험료	11,255.4	11,532.9	11,727.8	11,964.2	12,364.3
일반	455.0	451.0	458.8	437.8	457.4
자동차	2,739.5	2,991.2	3,128.3	3,252.6	3,372.4
장기	8,060.9	8,090.8	8,140.7	8,273.9	8,534.5
경과손해액	9,525.3	9,576.0	9,848.7	10,086.1	10,388.8
일반	296.9	297.4	280.9	276.9	290.0
자동차	2,242.2	2,379.0	2,672.7	2,839.3	2,888.1
장기	6,986.3	6,899.7	6,895.1	6,969.9	7,210.7
순사업비	2,148.3	2,336.8	2,418.0	2,450.9	2,528.9
보험영업이익	-418.3	-380.0	-538.9	-572.8	-553.4
투자영업이익	960.0	1,020.1	1,095.0	1,182.6	1,243.2
영업이익	541.8	640.1	556.1	609.8	689.8
영업외손익	-28.9	-15.1	-19.8	-14.6	-16.6
세전순이익	512.9	624.9	536.2	595.2	673.3
법인세비용	113.2	152.2	147.0	159.2	180.1
당기순이익	399.7	472.8	389.2	436.0	493.2

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	36,652.2	40,122.1	44,222.8	47,063.1	50,025.2
운용자산	29,642.7	32,448.2	36,850.8	39,391.7	42,042.3
현예금 및 예치금	1,157.0	854.1	1,107.0	1,183.4	1,263.0
유가증권	18,779.5	21,083.4	24,086.7	25,747.6	27,480.1
주식	1,311.3	1,536.3	1,448.4	1,548.3	1,652.4
채권	10,829.3	11,207.4	12,644.1	13,515.9	14,425.4
대출채권	8,690.7	9,504.7	10,589.8	11,320.0	12,081.7
부동산	1,015.5	1,006.0	1,067.2	1,140.8	1,217.6
비운용자산	3,796.4	3,938.3	3,737.6	3,889.4	4,047.3
특별계정자산	3,213.2	3,735.7	3,634.4	3,782.0	3,935.6
부채총계	33,894.1	37,019.4	40,379.2	42,809.2	45,313.3
보험계약준비금	28,653.1	31,051.2	33,047.8	35,180.1	37,374.5
책임준비금	28,653.1	31,051.2	33,047.8	35,180.1	37,374.5
기타부채	1,835.4	2,177.1	3,697.0	3,847.1	4,003.3
특별계정부채	3,213.2	3,735.7	3,634.4	3,782.0	3,935.6
자본총계	2,758.1	3,102.7	3,843.6	4,253.9	4,711.9
자본금	44.7	44.7	44.7	44.7	44.7
자본잉여금	114.2	114.2	114.2	114.2	114.2
이익잉여금	2,398.3	2,763.5	3,048.6	3,458.9	3,916.9
자본조정	-37.5	-37.5	-37.5	-37.5	-37.5
기타포괄손익누계액	238.4	217.8	175.3	175.3	175.3

Key Financial Data I

(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
경과손해율	84.6	83.0	84.0	84.3	84.0
일반	65.2	65.9	61.2	63.3	63.4
자동차	81.8	79.5	85.4	87.3	85.6
장기	86.7	85.3	84.7	84.2	84.5
사업비율	19.1	20.3	20.6	20.5	20.5
합산비율	103.7	103.3	104.6	104.8	104.5
투자영업이익률	3.4	3.3	3.2	3.1	3.1
성장성					
총자산	13.5	9.5	10.2	6.4	6.3
운용자산	13.0	9.5	13.6	6.9	6.7
자기자본	13.3	12.5	23.9	10.7	10.8
원수보험료	3.8	1.9	0.4	1.0	3.4
경과보험료	2.5	2.5	1.7	2.0	3.3
순이익	96.6	18.3	-17.7	12.0	13.1

Key Financial Data II

(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	5,013	5,929	4,807	5,172	5,889
BPS	34,591	38,912	41,956	47,101	52,845
DPS	1,350	1,500	1,235	1,383	1,565
밸류에이션 (배)					
PER	6.3	7.9	7.9	7.4	6.5
PBR	0.9	1.2	0.9	0.8	0.7
수익성					
ROE	15.4	16.1	11.9	11.6	11.8
ROA	1.2	1.2	0.9	1.0	1.0
배당지표					
배당성향	26.9	25.3	25.3	25.3	25.3
배당수익률	4.3	3.2	3.2	3.6	4.1
안정성					
총자산/자기자본	1,329	1,293	1,151	1,106	1,062
보유보험료/자기자본	414	377	307	284	264

한화손해보험 (000370)

Buy, TP 8,000원

4Q18E 순손실 3억원(적전 QoQ, 적전 YoY)으로 추정한다. 손해보험 업종 전체적으로 나타나고 있는 자동차 손해율 악화, 실손 관련 claim 증가가 동사에 비교적 영향을 많이 미치고 있는 상황이다. 채널 및 브랜드 경쟁력이 상위사 대비 약하기 때문에 손해율 악화 사이클에서는 부정적인 영향을 받을 수 밖에 없다. 최근 GA 신계약 판매 속도 조절에 나선 점은 긍정적이다. UW 체력 이상의 과도한 성장은 계약 건전성 악화로 이어질 수 있어 상위사와 달리 장기 부문 체력 증명된 이후 성장 전략 추구하는 것이 적절하다고 판단된다.

투자의견 Buy 유지하고 적정주가를 8,000원으로 5.9% 하향 한다. 자동차 손해율 상승 및 운용수익률 하향 추정해 19년 EPS 및 BPS를 각각 16.5%, 3.3% 하향 조정했다. 높은 위험손해율, 장기 보험 출재율, 낮은 배당성향 등이 상위사 대비 Valuation discount를 받는 주요 원인이다. 3,500억원의 후순위채 발행으로 RBC 비율 관련 리스크는 완화되었다고 판단된다.

표13 한화손해보험 4Q18E Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	% YoY	3Q18	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	1,368.4	1,329.8	2.9	1,401.2	-2.3	1,063.8	28.6
보험영업이익	-95.5	-90.7	적지	-73.8	적지		
투자영업이익	98.0	111.7	-12.2	121.1	-19.0		
영업이익	2.5	21.0	-88.1	47.3	-94.7	15.7	-84.1
당기순이익	-0.3	12.8	적전	33.8	적전	10.3	적전

자료: 한화손해보험, WISEfn, 메리츠종금증권 리서치센터

표14 Valuation table

적정주가	8,000원
이론주가	8,086원
2019 BPS	11,368원
적정 PBR	0.71배
PBR Discount	-60%
이론 PBR	1.78배
19년 ROE	10.0%
rowth Rate	1.0%
Cost of equity	6.1%
Beta	0.58
Risk Free Rate	1.9%
Risk Premium	7.2%

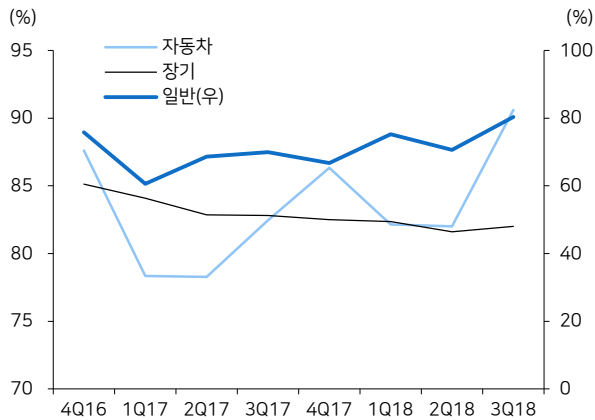
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표15 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2018	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
순이익	140.9	151.2	115.4	126.3	-18.1	-16.5
EPS (원)	1,207	1,295	989	1,082	-18.1	-16.5
BPS(원)	10,427	11,751	10,234	11,368	-1.8	-3.3
ROE (%)	11.7	11.7	9.7	10.0	-2.0	-1.7

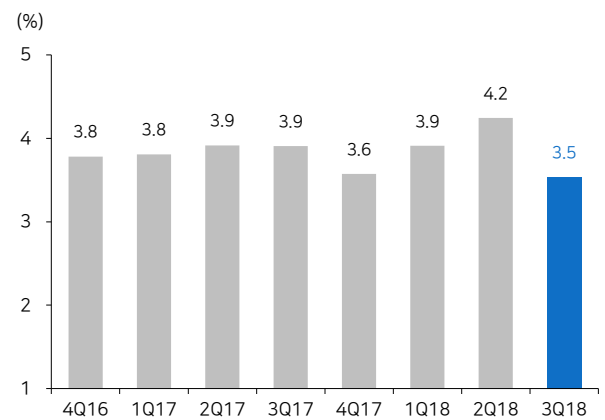
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림45 경과손해를 추이



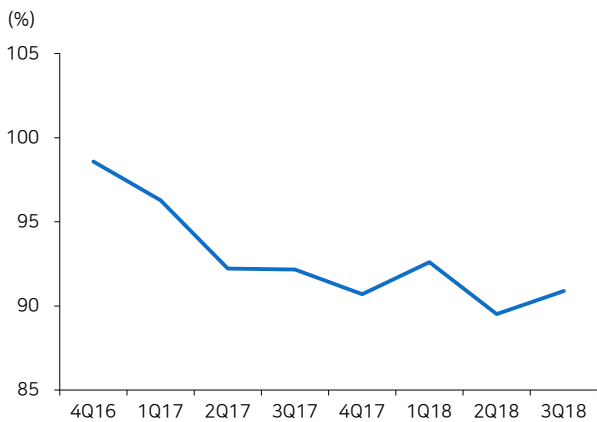
자료: 한화손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림46 투자영업이익률 추이



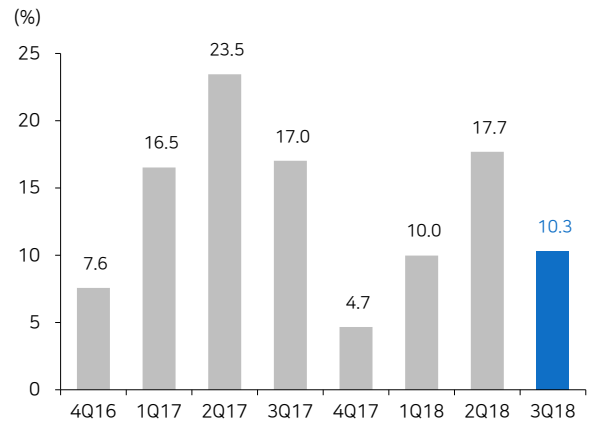
자료: 한화손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림47 장기위험손해를 추이



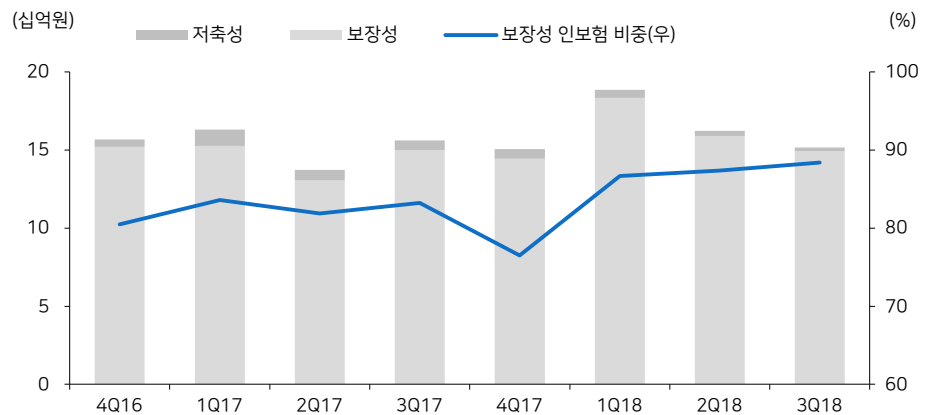
자료: 한화손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림48 ROE



자료: 한화손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림49 장기보험 신계약 추이



자료: 한화손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

한화손해보험 (000370)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	4,953.8	5,291.5	5,552.1	5,695.8	5,905.7
일반	380.5	434.0	436.3	414.4	429.7
자동차	840.6	873.6	857.8	862.8	894.6
장기	3,732.7	3,983.8	4,258.0	4,418.6	4,581.4
보유보험료	3,725.5	3,805.7	4,258.6	4,463.7	4,565.6
경과보험료	3,993.1	4,151.0	4,321.3	4,513.7	4,647.9
일반	141.6	175.9	182.1	168.1	178.3
자동차	576.1	598.7	571.9	585.7	603.5
장기	3,275.4	3,376.3	3,567.4	3,760.0	3,866.1
경과손해액	3,360.2	3,408.9	3,572.4	3,736.7	3,847.1
일반	95.5	117.4	136.5	122.8	131.0
자동차	488.3	486.8	503.1	528.7	535.8
장기	2,776.4	2,804.8	2,932.8	3,085.3	3,180.3
순사업비	911.7	985.1	1,067.6	1,074.1	1,109.7
보험영업이익	-281.7	-245.5	-318.7	-297.1	-308.9
투자영업이익	426.8	455.1	484.2	481.2	526.1
영업이익	145.0	209.6	165.5	184.0	217.3
영업외손익	-10.6	-13.6	-10.6	-11.6	-11.7
세전순이익	134.4	196.0	154.9	172.4	205.6
법인세비용	22.5	46.8	39.5	46.1	55.0
당기순이익	111.9	149.2	115.4	126.3	150.6

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	13,275.3	14,884.0	16,302.9	17,866.1	19,512.6
운용자산	11,388.6	12,691.4	14,015.6	15,485.9	17,035.8
현예금 및 예치금	381.8	469.5	547.6	605.1	665.6
유가증권	5,636.7	6,567.8	7,617.3	8,416.4	9,258.7
주식	197.9	240.3	277.5	306.6	337.3
채권	3,567.9	2,784.2	966.7	1,068.1	1,174.9
대출채권	4,870.8	5,165.9	5,366.2	5,929.1	6,522.5
부동산	496.9	485.0	476.4	526.4	579.1
비운용자산	1,879.6	2,186.8	2,281.5	2,374.1	2,470.5
특별계정자산	7.1	5.9	5.8	6.1	6.3
부채총계	12,390.7	13,699.5	15,108.2	16,539.0	18,013.0
보험계약준비금	11,539.6	12,816.7	14,153.5	15,545.6	16,979.2
책임준비금	11,539.6	12,816.7	14,153.5	15,545.6	16,979.2
기타부채	843.7	876.7	948.8	987.3	1,027.4
특별계정부채	7.4	6.1	5.8	6.1	6.3
자본총계	884.6	1,184.6	1,194.7	1,327.1	1,499.6
자본금	453.7	583.7	583.7	583.7	583.7
자본잉여금	0.0	97.6	67.8	67.8	67.8
이익잉여금	264.1	403.0	490.4	622.7	795.2
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	166.8	100.2	52.9	52.9	52.9

Key Financial Data I

(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
경과손해율	84.2	82.1	82.7	82.8	82.8
일반	67.4	66.7	75.0	73.1	73.4
자동차	84.8	81.3	88.0	90.3	88.8
장기	84.8	83.1	82.2	82.1	82.3
사업비율	22.8	23.7	24.7	23.8	23.9
합산비율	107.0	105.9	107.4	106.6	106.6
투자영업이익률	4.0	3.8	3.6	3.3	3.2
성장성					
총자산	12.5	12.1	9.5	9.6	9.2
운용자산	14.2	11.4	10.4	10.5	10.0
자기자본	2.8	33.9	0.9	11.1	13.0
원수보험료	8.9	6.8	4.9	2.6	3.7
경과보험료	9.2	4.0	4.1	4.5	3.0
순이익	17.4	33.4	-22.7	9.4	19.2

Key Financial Data II

(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	1,233	1,278	989	1,082	1,290
BPS	9,749	10,147	10,234	11,368	12,846
DPS	100	150	116	127	151
밸류에이션 (배)					
PER	5.9	6.4	5.9	5.4	4.5
PBR	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5
수익성					
ROE	12.8	14.4	9.7	10.0	10.7
ROA	0.9	1.1	0.7	0.7	0.8
배당지표					
배당성향	8.1	11.7	11.7	11.7	11.7
배당수익률	1.4	1.8	2.0	2.2	2.6
안정성					
총자산/자기자본	1,501	1,257	1,365	1,346	1,301
보유보험료/자기자본	421	321	356	336	304

미래에셋생명 (085620)

Buy, TP 6,200원

4Q18E 별도 기준 순이익 47억원(-67.1% QoQ, -79.0% YoY)으로 추정한다. 희망퇴직 인원 118명으로 관련 비용 261억원 인식된다. 유암종 관련 손해액 23억원 적립해 위험손해를 상승 및 사차이익 약 110억원 추정된다. 연말 금리 및 주식시장 하락으로 변액보증준비금 이 150억원 적립되나 연말 퇴직연금 관련 수수료 환입으로 상쇄 가능하다. 해외 부동산 매각익 200억원 발생해 투자수익을 방어할 전망이다.

투자의견 Buy 및 적정주가 6,200원을 유지하고 업종 내 차 선호주로 제시한다. 강점이었던 적극적 해외투자, 짧은 만기의 헤지 정책이 한미 금리차 확대에 의해 부담으로 전환되었으나 운용수익률 하락이 마무리 국면이다. 희망퇴직 단행되어 연간 약 120억원의 비용 절감효과가 있고 Fee biz 안정적으로 성장하고 있어 19년 이익 성장이 기대된다. 타 생보사와 달리 보장성 및 변액 보험 판매가 대부분이라 저축성 보험 감소에 따른 단기 손익 부담 제한적이다.

표16 미래에셋생명 4Q18E Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	% YoY	3Q18	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-178.6	-37.5	376.4	-99.4	79.7	-	-
투자손익	136.9	155.6	-12.1	135.2	1.3	-	-
책임준비금전입	122.5	203.5	-39.8	97.2	26.0	-	-
영업외손익	170.6	114.1	49.5	80.5	111.8	-	-
당기순이익	4.7	22.2	-79.0	14.2	-67.1	3.9	21.1

자료: 미래에셋생명, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림50 미래에셋생명 PER 밴드



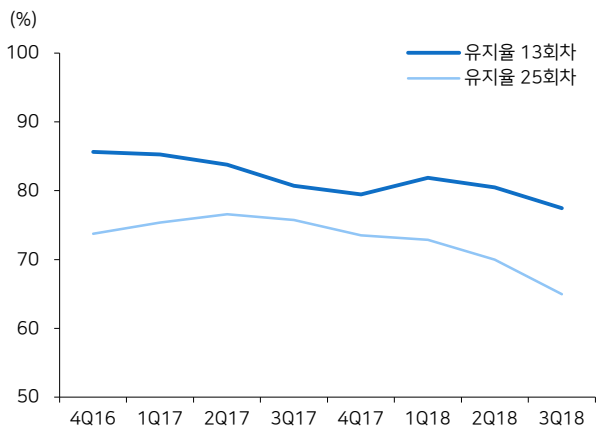
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림51 미래에셋생명 PBR 밴드



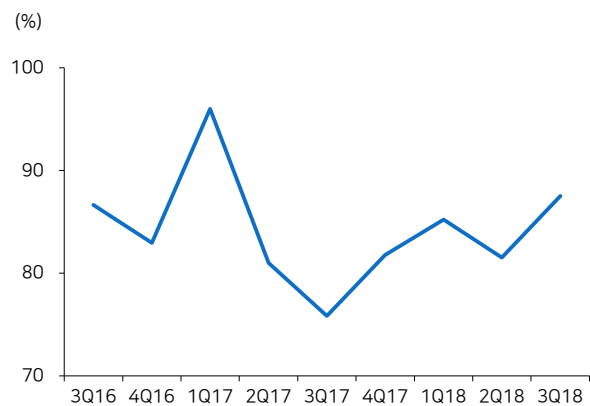
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림52 13회차 · 25회차 유지율 추이



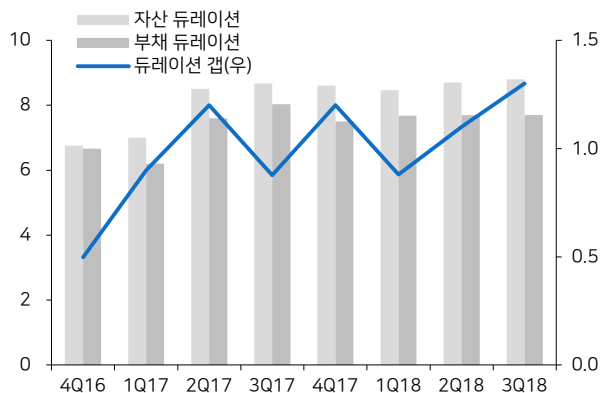
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림53 위험손해율 추이



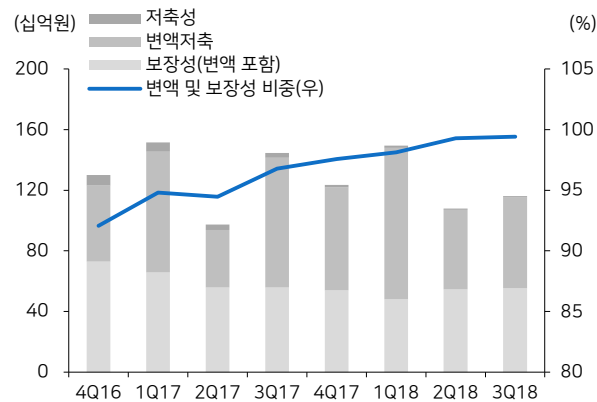
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림54 자산 부채 듀레이션



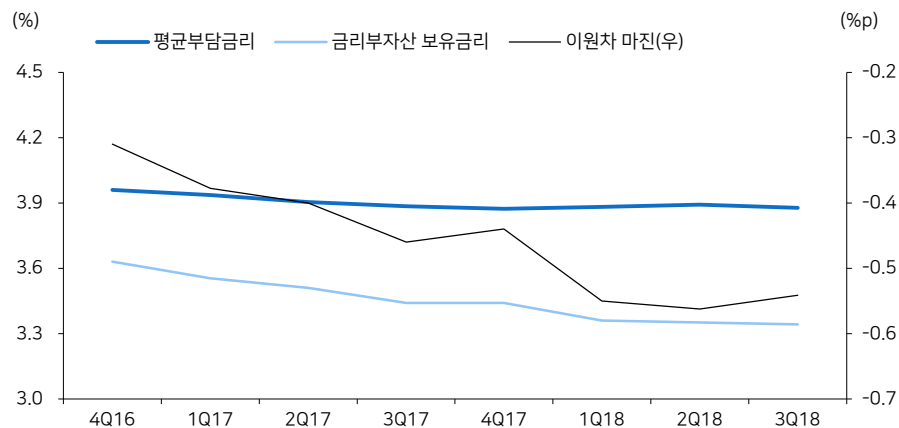
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림55 신계약 상품별 APE



자료: 미래에셋생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림56 이원차마진 추이



자료: 미래에셋생명, 메리츠증권증권 리서치센터

미래에셋생명 (085620)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
보험손익	250.5	4.7	-473.4	-523.9	-533.1
보험영업수익	2,403.6	2,207.9	2,161.4	2,190.0	2,307.7
보험료수익	2,286.8	2,086.3	2,022.6	2,048.7	2,158.7
재보험수익	116.8	121.6	138.7	141.3	148.9
보험영업비용	2,153.1	2,203.2	2,634.8	2,713.9	2,840.7
지급보험금	1,453.4	1,529.8	1,867.4	1,952.1	2,031.2
재보험비용	117.6	124.2	149.9	158.4	165.0
사업비	320.2	314.2	365.4	340.0	361.3
신계약상각비	261.8	234.9	251.8	263.1	283.0
할인료	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
투자손익	584.6	605.9	579.5	548.2	561.5
책임준비금전입액	1,098.4	869.0	437.5	484.0	590.8
영업이익	-263.3	-258.4	-331.4	-459.7	-562.4
영업외손익	315.2	361.7	429.4	583.8	701.4
세전순이익	51.8	103.3	98.0	124.1	139.0
법인세비용	27.6	24.2	25.0	33.2	34.9
당기순이익	24.2	79.1	73.0	90.9	104.1

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	28,213.2	29,385.6	36,468.0	40,159.9	45,624.3
운용자산	17,452.1	17,948.8	19,358.6	19,748.4	20,236.5
현예금 및 예치금	293.0	206.9	161.6	156.4	164.3
유가증권	14,854.5	15,291.6	16,415.0	16,633.3	17,062.3
주식	123.3	316.7	241.5	216.3	221.1
채권	7,872.6	8,464.1	9,753.8	10,246.1	10,495.1
대출채권	2,264.0	2,393.7	2,720.1	2,889.0	2,939.8
부동산	21.5	39.0	45.2	53.2	53.2
비운용자산	999.4	1,209.6	1,349.9	1,541.9	1,756.8
특별계정자산	9,761.8	10,227.2	15,759.5	18,869.5	23,631.0
부채총계	26,430.3	27,739.7	34,495.2	38,137.8	43,544.3
책임준비금	15,806.1	16,676.2	18,356.5	18,840.5	19,431.3
계약자지분조정	80.0	57.0	38.4	38.4	38.4
기타부채	648.1	278.8	340.8	389.3	443.6
특별계정부채	9,896.1	10,727.7	15,759.5	18,869.5	23,631.0
자본총계	1,886.7	1,918.2	1,972.8	2,022.1	2,080.0
자본금	831.5	831.5	990.7	990.7	990.7
자본잉여금	300.8	300.8	181.4	181.4	181.4
이익잉여금	338.0	384.9	546.1	595.4	653.3
자본조정/기타포괄손익누계	416.3	400.9	254.5	254.5	254.5

Key Financial Data I

(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
보험금지급율	60.5	69.3	86.4	89.1	88.0
위험손해율	85.8	83.6	84.7	85.6	85.5
사업비율	24.2	24.9	28.6	27.5	27.9
투자수익률	3.5	3.4	3.1	2.8	2.8
성장성					
총자산	5.3	4.2	24.1	10.1	13.6
운용자산	6.4	2.8	7.9	2.0	2.5
특별계정자산	3.6	4.8	54.1	19.7	25.2
자기자본	1.7	1.7	2.8	2.5	2.9
수입보험료	-12.3	-8.1	-2.1	1.3	5.4
보험손익	-64.8	-98.1	적전	적지	적지
투자손익	-1.1	3.6	-4.4	-5.4	2.4
책임준비금전입액	-23.6	-20.9	-49.7	10.6	22.1
순이익	-78.9	227.0	-7.8	24.5	14.5

Key Financial Data II

(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	64	447	419	548	643
BPS	11,059	11,278	12,080	12,436	12,854
DPS	55	170	147	192	225
밸류에이션 (배)					
PER	80.4	11.7	11.3	8.6	7.3
PBR	0.47	0.47	0.39	0.38	0.37
수익성					
ROE	0.6	4.0	3.5	4.5	5.1
ROA	0.5	0.1	0.3	0.2	0.2
배당지표					
배당성향	85.8	37.0	35.0	35.0	35.0
배당수익률	1.1	3.2	3.1	4.1	4.8
안정성					
총자산/자기자본	15.0	15.3	18.5	19.9	21.9
보험료수입/총부채	9.1	8.0	6.3	5.7	5.3

삼성생명 (032830)

Buy, TP 107,000원

4Q18E 순이익(연결) 2,870억원(+2.6% QoQ, 흑전 YoY)으로 추정한다. 보장성 신계약 판매 부분 견조하게 유지되고 있다. 종신 판매는 소폭 줄어들었으나 건강보험 판매가 견조하다. 추가상각 규모는 약 60억원 규모로 감소했다. 부동산 일회성 매각익 1,700억원 발생해 투자수익률을 3.5%로 추정했다. 연말에 금리 및 주식시장이 하락한 영향으로 변액보증준비금 약 300억원이 예상된다. 실손 claim 증가 등의 영향으로 위험손해율은 70% 후반 예상되어 사차이익 약 2,000억원 추정된다.

투자의견 Buy 유지하고 적정주가를 107,000원으로 7.0% 하향한다. 19E EPS 추정치는 거의 조정이 없는 반면 삼성전자 주가 하락으로 BPS 추정치가 14.4% 하향 조정된 점이 주요 원인이다. 건강보험 판매 전략 강화는 향후 IFRS17 도입 시 긍정적이나 현행 회계 기준에서 단기 손익 부담이 있다. 19년 신계약 판매 목표 무리하게 잡고 있지 않으나 타 생보사 또한 건강보험 상품 출시하며 경쟁 심화될 가능성 있다고 판단된다.

표17 삼성생명 4Q18E Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	% YoY	3Q18	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-125.3	-180.8	N/A	-301.1	N/A	-	-
투자손익	2,028.1	1,564.3	29.6	1,837.4	10.4	-	-
책임준비금전입액	1,821.2	1,712.6	6.3	1,521.1	19.7	-	-
영업외손익	328.5	295.9	11.0	387.0	-15.1	-	-
당기순이익	287.0	-100.8	흑전	279.7	2.6	274.7	4.5

자료: 삼성생명, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

표18 Valuation table

적정주가	107,000원
이론주가	107,701원
2019 BPS	162,644원
적정 PBR	0.66배
PBR Discount	-10%
이론 PBR	0.74배
19년 ROE	4.7%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	6.0%
Beta	0.57
Risk Free Rate	1.9%
Risk Premium	7.2%

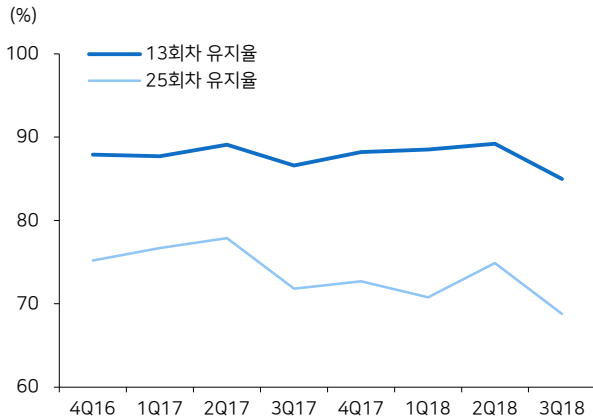
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표19 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
순이익	2,058.5	1,352.4	2,012.6	1,344.2	-2.2	-0.6
EPS (원)	11,463	7,531	11,208	7,486	-2.2	-0.6
BPS(원)	184,343	189,984	152,560	162,644	-17.2	-14.4
ROE (%)	6.5	4.0	6.9	4.7	0.4	0.7

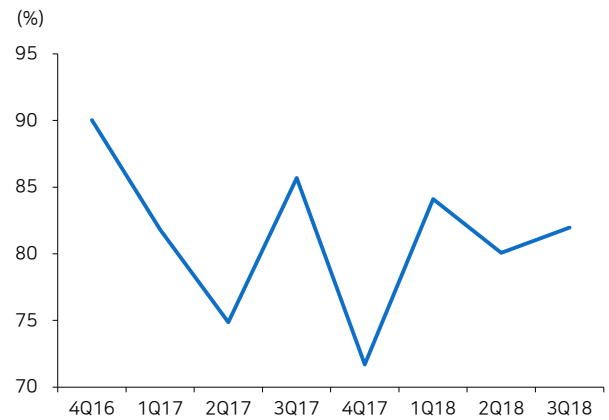
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림57 13회차 · 25회차 유지율 추이



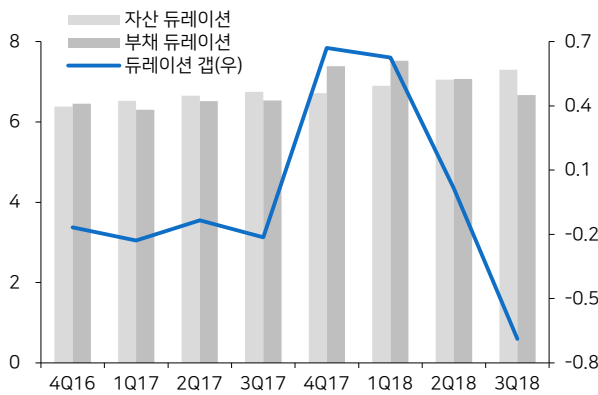
자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림58 위험손해율 추이



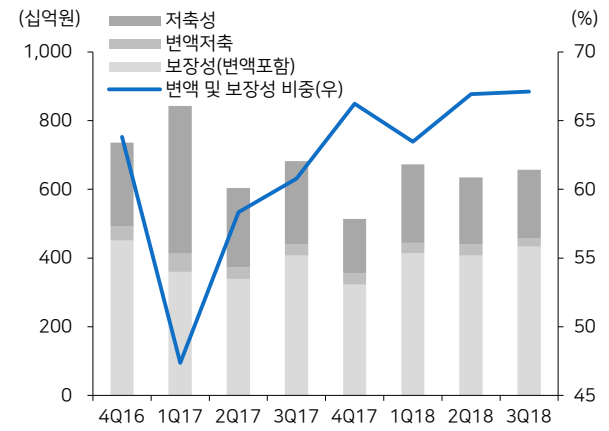
자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림59 자산 부채 듀레이션



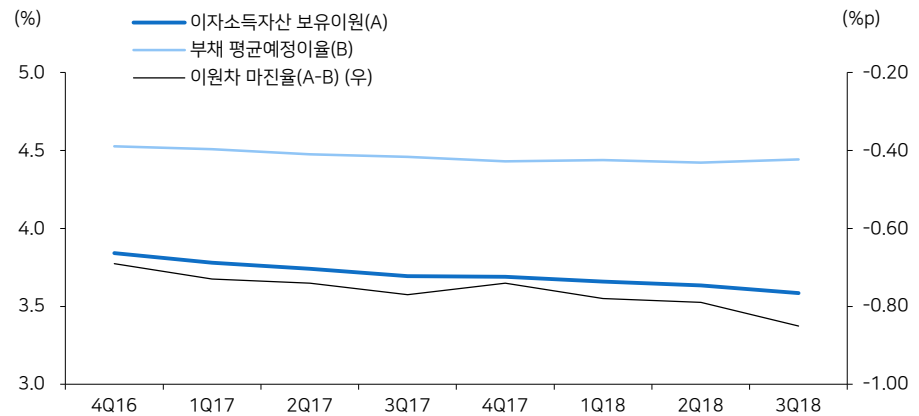
자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림60 신계약 상품별 APE



자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림61 이원차마진 추이



자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

삼성생명 (032830)

Income Statement(연결)

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
보험손익	2,476.1	1,006.0	-871.0	-525.1	-781.7
보험영업수익	17,046.5	16,947.8	16,310.0	16,525.2	17,413.6
보험료수익	16,768.3	16,646.1	16,009.0	16,215.5	17,086.2
재보험수익	278.2	301.7	301.0	309.7	327.4
보험영업비용	14,570.3	15,941.9	17,181.0	17,050.3	18,195.3
지급보험금	10,610.2	11,910.0	13,063.7	12,891.0	13,908.4
재보험비용	311.2	338.7	372.6	370.9	400.2
사업비	1,523.6	1,723.0	2,194.7	2,209.2	2,173.3
신계약상각비	2,123.8	1,968.7	1,548.7	1,577.8	1,712.1
할인료	1.5	1.5	1.3	1.3	1.3
투자손익	8,000.1	6,976.5	8,873.6	7,613.2	7,884.6
책임준비금전입액	9,241.5	7,609.6	6,553.4	6,347.3	5,966.5
영업이익	1,234.8	372.9	1,449.3	740.8	1,136.4
영업외손익	1,372.7	1,342.2	1,383.4	1,179.8	1,061.7
세전순이익	2,607.5	1,682.8	2,832.6	1,920.6	2,198.0
법인세비용	457.5	419.6	744.9	513.8	588.0
당기순이익	2,150.0	1,263.2	2,087.7	1,406.9	1,610.0
지배주주	2,054.3	1,166.1	2,012.6	1,344.2	1,538.4
비지배주주	95.7	97.1	75.1	62.6	71.7

Balance Sheet(연결)

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	264,653.8	282,752.6	290,676.9	300,729.8	309,678.9
운용자산	214,879.3	228,740.8	234,351.3	242,692.9	250,000.8
현예금 및 예치금	5,822.6	4,939.7	4,242.4	4,590.2	4,694.1
유가증권	142,070.7	150,810.5	154,370.5	159,266.1	164,095.2
주식	24,124.5	32,480.8	31,659.7	31,800.4	32,841.4
채권	103,316.0	100,549.4	102,793.5	106,101.6	109,278.6
대출채권	58,063.4	64,574.3	66,920.4	69,709.2	71,792.1
부동산	8,922.6	8,416.2	8,818.0	9,127.4	9,419.4
비운용자산	8,269.3	8,690.8	8,429.6	8,498.0	8,568.6
특별계정자산	41,505.1	45,321.1	47,895.9	49,538.9	51,109.5
부채총계	236,345.4	251,588.3	261,592.5	269,834.6	277,631.4
책임준비금	158,729.1	166,880.7	173,910.4	180,257.7	186,224.2
계약자지분조정	8,075.5	9,599.6	8,759.6	8,759.6	8,759.6
기타부채	25,683.3	27,928.5	31,026.6	31,278.3	31,538.1
특별계정부채	43,857.4	47,179.6	47,895.9	49,538.9	51,109.5
자본총계	28,308.4	31,164.3	29,084.3	30,895.2	32,047.5
자본금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
자본잉여금	63.1	63.1	91.8	91.8	91.8
이익잉여금	13,288.7	14,268.3	15,313.0	16,319.9	17,472.2
자본조정/기타포괄손익누계	13,192.5	14,969.9	11,891.1	12,695.1	12,695.1
비지배주주지분	1,664.2	1,763.0	1,688.3	1,688.3	1,688.3

Key Financial Data I

(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
보험금지급율	62.2	70.3	80.1	78.0	79.9
위험손해율	82.1	78.5	81.9	81.4	81.5
사업비율	21.8	22.2	23.4	23.4	22.7
투자수익률	4.0	3.1	3.8	3.2	3.2
성장성					
총자산	14.9	6.8	2.8	3.5	3.0
운용자산	17.4	6.5	2.5	3.6	3.0
특별계정자산	4.8	9.2	5.7	3.4	3.2
자기자본	19.3	10.1	-6.5	6.2	3.7
수입보험료	-3.2	-0.6	-3.8	1.3	5.4
보험손익	-29.2	-59.4	-186.6	-39.7	48.9
투자손익	24.4	-12.8	27.2	-14.2	3.6
책임준비금전입액	-6.3	-17.7	-13.9	-3.1	-6.0
순이익	77.7	-41.2	65.3	-32.6	14.4

Key Financial Data II

(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	11,440	6,494	11,208	7,486	8,567
BPS	148,374	163,727	152,560	162,644	169,061
DPS	1,200	2,000	3,305	2,227	2,549
밸류에이션 (배)					
PER	9.8	19.2	7.6	11.4	10.0
PBR	0.8	0.8	0.6	0.5	0.5
수익성					
ROE	8.3	4.2	6.9	4.7	5.1
ROA	0.5	0.8	0.4	0.7	0.5
배당지표					
배당성향	10.0	28.4	28.4	28.4	28.4
배당수익률	1.1	1.6	3.9	2.6	3.0
안정성					
총자산/자기자본	9.3	9.1	10.0	9.7	9.7
보험료수입/총부채	7.2	6.7	6.2	6.1	6.3

한화생명 (088350)

Trading Buy, TP 5,000원

4Q18E 순이익 8억원(-99.4% QoQ, 흑전 YoY)으로 추정한다. 비차익의 감소가 실적 악화의 주요 원인이다. 실제 사업비는 큰 변화가 없는 반면 13회차, 25회차 유지율이 하락하면서 예정사업비 증가가 나오지 않았기 때문이다. 종신/CI 부문 집중해왔는데 최근 생존 급부로 판매 trend가 집중되면서 나타난 변화로 보인다. 유지율의 하락은 단기간에 반전되기 어려워 부정적 이슈다. 위험보험료 성장 둔화될 전망이다. 연말 들어 금리 및 주식시장 하락하면서 변액보충준비금 약 200억 원 적립이 예상된다.

투자의견 Trading Buy 유지하고 적정주가를 5,000원으로 7.4% 하향조정 한다. 기존 4% 수준의 투자수익률은 부동산 및 유가증권 매각익 영향이 있었던 반면 최근 매각 버퍼가 많이 소진된 것으로 파악된다. RBC 규제 대응을 위해 해외 장기 채 투자 늘렸으나 환헤지 비용 증가해 운용수익률 추정을 3.2%로 하향 조정했다. 다만, 20%의 배당성향을 유지하는 경우 시가배당률 4% 이상 추정되어 주가 하방 격직성 확보했다고 판단된다.

표20 한화생명 4Q18E Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	% YoY	3Q18	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-157.9	-33.8	N/A	-45.7	N/A	-	-
투자손익	714.0	641.7	11.3	828.1	-13.8	-	-
책임준비금전입	817.3	869.3	-6.0	857.2	-4.7	-	-
영업외손익	262.3	259.6	1.0	256.7	2.1	-	-
당기순이익	0.8	-7.6	흑전	140.5	-99.4	56.6	-98.6

자료: 한화생명, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

표21 Valuation table

적정주가	5,000원
이론주가	4,938원
2019 BPS	11,347원
적정 PBR	0.44배
PBR Discount	-25%
이론 PBR	0.58배
19년 ROE	3.8%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	5.7%
Beta	0.53
Risk Free Rate	1.9%
Risk Premium	7.2%

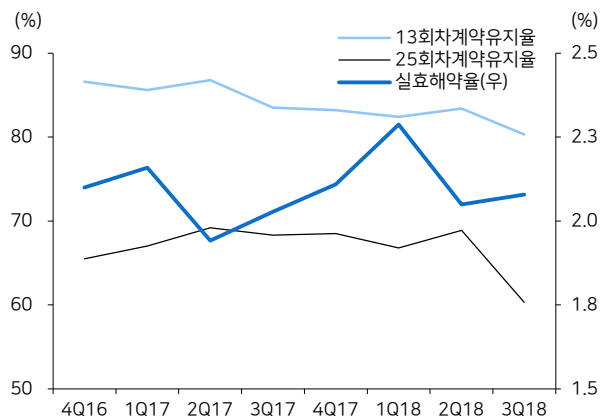
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표22 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
순이익	448.0	465.4	386.1	377.9	-13.8	-18.8
EPS (원)	596	619	514	503	-13.8	-18.7
BPS(원)	11,094	11,506	11,028	11,347	-0.6	-1.4
ROE (%)	4.9	4.7	4.1	3.8	-0.8	-0.9

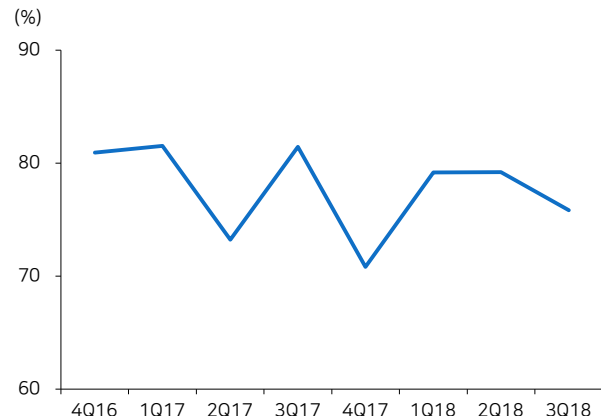
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림62 유지율 및 해약율 추이



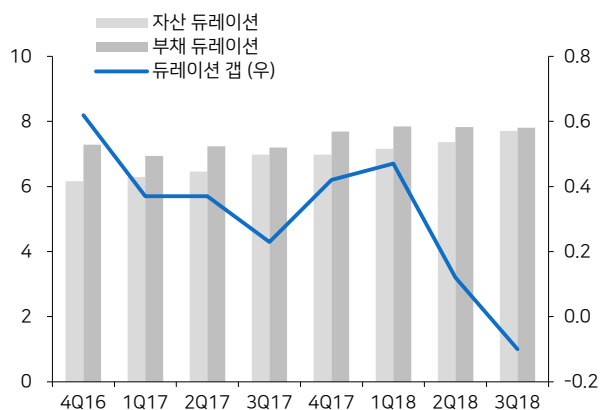
자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림63 위험손해율 추이



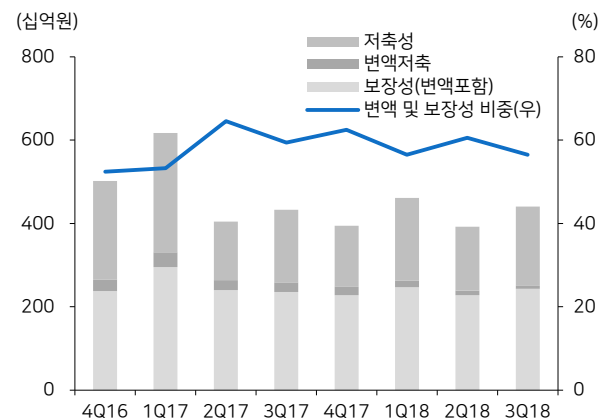
자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림64 자산 부채 듀레이션



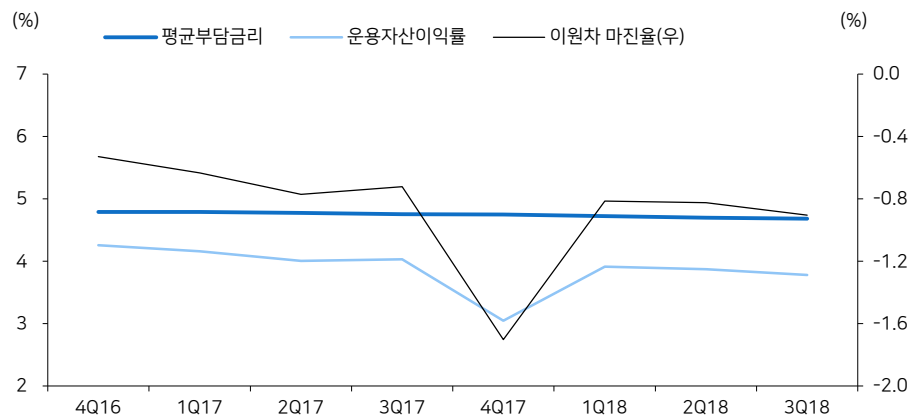
자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림65 신계약 상품별 APE



자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림66 이원차마진 추이



자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

한화생명 (088350)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
보험손익	1,936.5	538.1	-576.1	-414.5	-500.6
보험영업수익	10,621.9	9,748.6	9,387.4	9,591.9	10,025.7
보험료수익	10,473.6	9,586.7	9,228.0	9,428.0	9,854.3
재보험수익	148.3	161.9	159.4	163.9	171.4
보험영업비용	8,685.4	9,210.5	9,963.6	10,006.4	10,526.3
지급보험금	6,359.2	6,882.5	7,700.6	7,696.3	8,070.5
재보험비용	159.8	170.0	171.6	174.7	183.5
사업비	892.1	883.0	1,137.3	1,147.4	1,213.7
신계약상각비	1,271.1	1,272.3	951.5	985.5	1,056.1
할인료	3.1	2.6	2.6	2.6	2.6
투자손익	3,174.1	3,155.6	3,194.1	2,919.0	2,964.8
책임준비금전입액	5,597.9	3,963.1	3,205.6	3,057.2	3,041.7
영업이익	-487.3	-269.4	-587.6	-552.7	-577.4
영업외손익	896.3	960.8	1,119.0	1,068.6	1,092.4
세전순이익	409.0	691.4	531.4	516.0	515.0
법인세비용	93.9	165.9	145.3	138.0	135.4
당기순이익	315.1	525.5	386.1	377.9	379.6

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	105,331	110,313	114,705	118,745	122,957
운용자산	82,187	84,360	88,934	92,380	95,798
현예금 및 예치금	754	417	635	728	792
유가증권	59,246	61,143	64,426	66,885	69,317
주식	1,492	1,598	1,713	1,812	1,860
채권	34,921	32,111	32,598	32,755	34,156
대출채권	18,686	19,364	20,279	21,059	21,839
부동산	3,502	3,479	3,611	3,717	3,860
비운용자산	3,281	4,310	3,433	3,169	2,928
특별계정자산	19,863	21,643	22,338	23,197	24,230
부채총계	97,179	101,344	104,860	108,661	112,631
책임준비금	73,290	77,253	80,460	83,517	86,559
계약자지분조정	813	697	566	566	566
기타부채	2,206	1,229	1,497	1,382	1,276
특별계정부채	20,869	22,165	22,338	23,197	24,230
자본총계	8,153	8,969	9,844	10,084	10,326
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	2,680	3,152	3,265	3,505	3,746
자본조정/기타포괄손익누계	645	491	194	194	194

Key Financial Data I

(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
보험금지급율	59.9	70.6	82.0	80.2	80.5
위험손해율	79.0	76.7	77.5	77.2	77.2
사업비율	20.4	22.1	22.3	22.2	22.6
투자수익률	4.0	3.8	3.7	3.2	3.2
성장성					
총자산	6.6	4.7	4.0	3.5	3.5
운용자산	7.5	2.6	5.4	3.9	3.7
특별계정자산	4.5	9.0	3.2	3.8	4.5
자기자본	-4.9	10.0	9.8	2.4	2.4
수입보험료	2.3	-8.2	-3.7	2.2	4.5
보험손익	-11.7	-72.2	적전	적지	적지
투자손익	-0.6	-0.6	1.2	-8.6	1.6
책임준비금전입액	-1.0	-29.2	-19.1	-4.6	-0.5
순이익	-37.0	66.8	-26.5	-2.1	0.4

Key Financial Data II

(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	419	699	514	503	505
BPS	10,850	11,274	11,028	11,347	11,669
DPS	80	167	186	184	184
밸류에이션 (배)					
PER	15.6	9.9	8.3	8.4	8.4
PBR	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
수익성					
ROE	3.8	6.3	4.1	3.8	3.7
ROA	0.5	0.3	0.5	0.3	0.3
배당지표					
배당성향	19.1	20.0	20.0	20.0	20.0
배당수익률	1.2	2.4	4.4	4.3	4.3
안정성					
총자산/자기자본	12.9	12.3	11.7	11.8	11.9
보험료수입/총부채	10.9	9.6	9.0	8.8	8.9

동양생명 (082640)

Trading Buy, TP 5,900원

4Q18E 순손실 7억원(적전 QoQ, 적지 YoY)으로 추정한다. 저축성 판매가 감소하고 일반 종신 및 CI 위주의 보장성 APE 성장이 이뤄지고 있는 점은 중장기적으로 긍정적이나 단기적으로 실적 감소 요인이다. 변액 보험 판매 많지 않아 보증준비금 영향 제한적이나 최근 금융시장 불안정해 운용수익률 하락이 추정된다.

투자의견 Trading Buy 유지하고 적정주가를 5,900원으로 9.2% 하향조정 한다. 과거 저축성 일시납 보험 판매, 매각익 등으로 경쟁사 대비 상당한 이익 시현하던 점 우려되었으나 최근 전략 정상화되었다고 판단된다. 다만, 이는 단기 손익 감소 요인이기 때문에 회사의 변화에 따라 이익 추정치 하향 조정하고 있다. 19년 EPS 및 BPS 각각 8.2%, 0.4% 하향 조정했다. 당분간 손익 모멘텀이 부재하여 주가 반등에는 시간이 필요하다.

표23 동양생명 4Q18E Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	% YoY	3Q18	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
보험손익	143.9	274.2	-47.5	192.2	-25.1		
투자손익	179.8	182.8	-1.6	190.8	-5.7		
책임준비금전입	344.6	479.6	-28.2	386.2	-10.8		
영업외손익	19.9	17.3	14.7	18.6	6.9		
당기순이익	-0.7	-2.7	적지	10.6	적전	1.3	N/A

자료: 동양생명, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

표24 Valuation table

적정주가	5,900원
이론주가	5,951원
2019 BPS	15,453원
적정 PBR	0.39배
PBR Discount	-20.0%
이론 PBR	0.39배
19년 ROE	3.0%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	5.1%
Beta	0.45
Risk Free Rate	1.9%
Risk Premium	7.2%

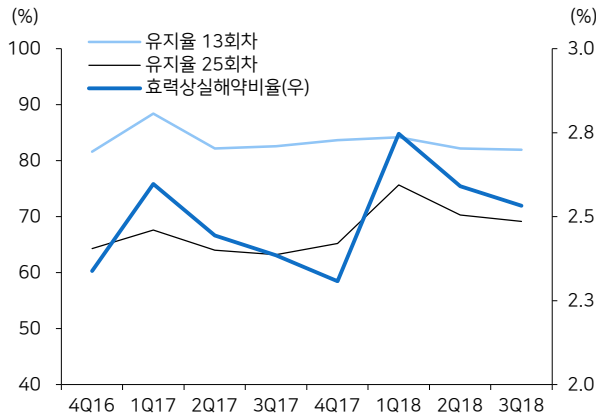
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표25 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
순이익	76.0	78.0	64.0	71.5	-15.8	-8.3
EPS (원)	487	500	411	459	-15.7	-8.2
BPS(원)	15,162	15,512	15,132	15,453	-0.2	-0.4
ROE (%)	3.6	3.3	3.1	3.0	-0.5	-0.3

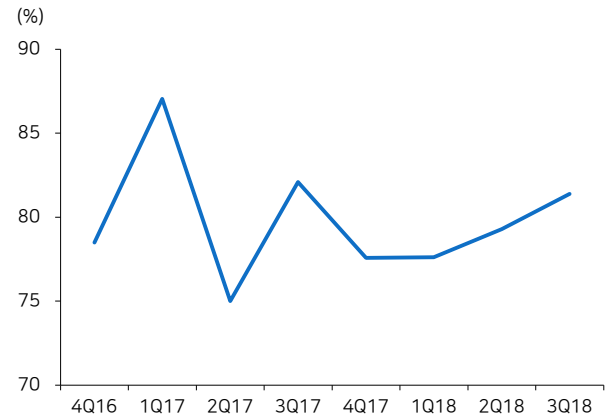
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림67 유지율 및 해약율 추이



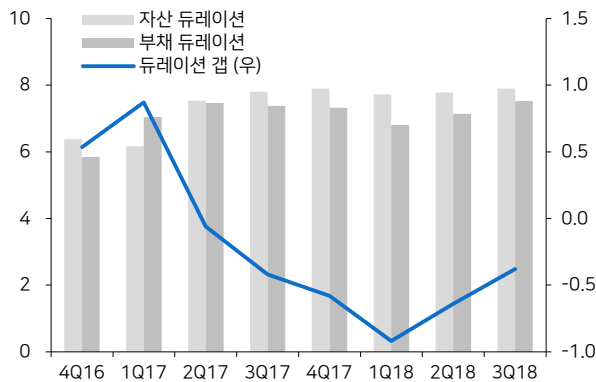
자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림68 위험손해율 추이



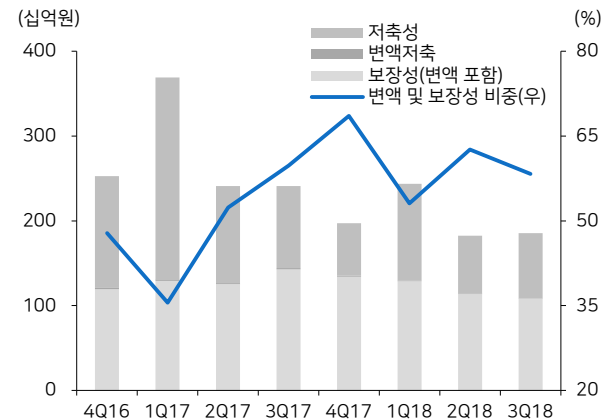
자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림69 자산 부채 듀레이션



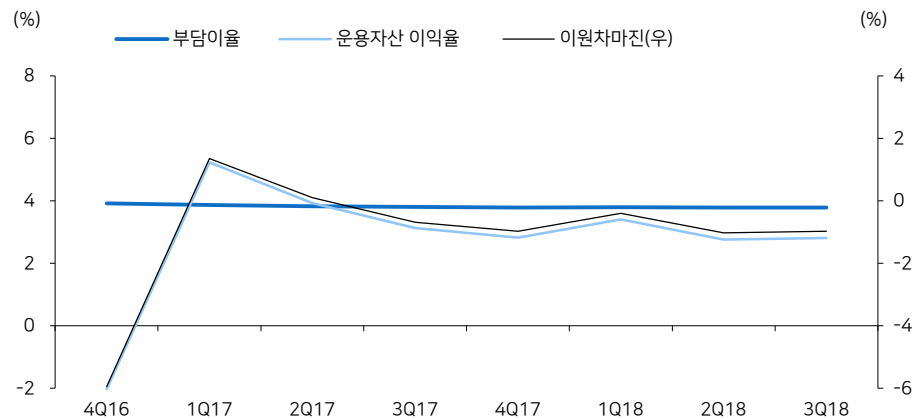
자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림70 신계약 상품별 APE



자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림71 이원차마진 추이



자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

동양생명 (082640)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
보험손익	3,417.8	2,076.1	820.8	584.6	541.4
보험영업수익	6,145.4	5,191.4	4,334.0	4,277.2	4,549.7
보험료수익	6,101.9	5,136.9	4,272.8	4,215.8	4,484.3
재보험수익	43.5	54.5	61.2	61.5	65.5
보험영업비용	2,727.6	3,115.3	3,513.2	3,692.6	4,008.3
지급보험금	1,995.9	2,321.5	2,748.6	2,960.7	3,166.0
재보험비용	50.3	61.2	70.9	77.1	82.6
사업비	346.4	385.2	352.5	340.7	368.4
신계약상각비	332.5	345.8	340.1	313.0	390.2
할인료	2.4	1.6	1.1	1.1	1.1
투자손익	509.0	934.6	776.9	801.9	857.4
책임준비금전입액	4,016.2	2,845.2	1,600.7	1,367.4	1,369.0
영업이익	-89.4	165.5	-2.9	19.1	29.8
영업외손익	45.3	75.6	88.7	78.6	79.5
세전순이익	-44.2	241.1	85.7	97.7	109.3
법인세비용	-49.6	56.7	21.7	26.1	29.2
당기순이익	5.4	184.4	64.0	71.5	80.1

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	26,666.3	30,273.7	32,014.9	33,510.7	35,009.5
운용자산	23,073.3	25,977.2	27,555.9	28,921.3	30,291.9
현예금 및 예치금	1,550.8	1,376.5	1,367.2	1,380.1	1,454.8
유가증권	17,034.9	20,125.3	21,360.3	22,449.1	23,501.6
주식	534.1	634.1	686.9	716.1	748.1
채권	9,821.5	10,975.4	11,842.2	12,546.5	13,145.9
대출채권	4,131.7	4,122.6	4,461.7	4,711.8	4,936.9
부동산	355.9	352.8	366.8	380.2	398.7
비운용자산	1,056.6	1,427.9	1,311.6	1,387.7	1,467.1
특별계정자산	2,536.4	2,868.7	3,147.3	3,201.7	3,250.5
부채총계	24,880.3	27,889.5	29,656.4	31,102.1	32,544.9
책임준비금	21,633.8	24,481.3	26,084.4	27,451.8	28,820.8
계약자지분조정	35.1	23.2	12.3	12.3	12.3
기타부채	546.5	318.2	412.5	436.4	461.3
특별계정부채	2,664.8	3,066.9	3,147.3	3,201.7	3,250.5
자본총계	1,786.1	2,384.2	2,358.5	2,408.6	2,464.6
자본금	537.9	806.8	806.8	806.8	806.8
자본잉여금	205.6	463.7	463.7	463.7	463.7
이익잉여금	727.7	891.7	880.5	930.6	986.6
자본조정/기타포괄손익누계	314.9	222.0	85.9	85.9	85.9

Key Financial Data I

(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수익성					
보험금지급율	32.5	44.7	63.4	69.2	69.6
위험손해율	80.0	80.4	79.5	79.5	79.6
사업비율	11.0	14.1	16.0	15.3	16.7
투자수익률	2.4	3.8	2.9	2.8	2.9
성장성					
총자산	18.1	13.5	5.8	4.7	4.5
운용자산	20.4	12.6	6.1	5.0	4.7
특별계정자산	4.4	13.1	9.7	1.7	1.5
자기자본	-8.2	33.5	-1.1	2.1	2.3
수입보험료	70.8	-15.5	-16.5	-1.3	6.4
보험손익	196.8	-39.3	-60.5	-28.8	-7.4
투자손익	-33.2	83.6	-16.9	3.2	6.9
책임준비금전입액	128.7	-29.2	-43.7	-14.6	0.1
순이익	-96.4	3,289.1	-65.3	11.8	11.9

Key Financial Data II

(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	53	1,183	411	459	514
BPS	17,498	15,297	15,132	15,453	15,813
DPS	200	360	123	138	154
밸류에이션 (배)					
PER	238.2	6.4	12.1	10.8	9.7
PBR	0.7	0.5	0.3	0.3	0.3
수익성					
ROE	0.3	9.9	3.1	3.0	3.4
ROA	0.7	0.0	0.6	0.2	0.2
배당지표					
배당성향	375.2	30.4	30.0	30.0	30.0
배당수익률	1.6	4.7	2.5	2.8	3.1
안정성					
총자산/자기자본	14.9	12.7	13.6	13.9	14.2
보험료수입/총부채	24.7	18.6	14.6	13.8	14.0

Compliance Notice

당사는 동자료에 언급된 종목 중 메리츠화재와 계열회사의 관계가 있습니다. 동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 2019년 1월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 1월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 1월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김고은)

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

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성화재 (000810) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.02.16	기업브리프	Buy	350,000	김고은	-23.9	-20.3	
2017.04.14	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-23.2	-17.1	
2017.05.29	산업분석	Buy	350,000	김고은	-22.7	-15.7	
2017.06.07	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-21.6	-15.4	
2017.07.18	산업분석	Buy	350,000	김고은	-20.7	-12.7	
2017.08.21	산업분석	Buy	350,000	김고은	-20.8	-12.7	
2017.10.16	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-20.9	-12.7	
2017.11.29	산업분석	Buy	350,000	김고은	-21.3	-12.7	
2018.01.18	1년 경과				-20.6	-20.6	
2018.01.22	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-20.6	-15.9	
2018.04.20	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-21.7	-15.9	
2018.06.04	산업분석	Buy	350,000	김고은	-22.3	-15.9	
2018.11.15	산업분석	Buy	350,000	김고은	-22.1	-15.9	
2019.01.18	1년 경과				-	-	
2019.01.21	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-	-	

메리츠화재 (000060) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.04.14	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-31.9	-19.2	
2017.05.29	산업분석	Buy	24,000	김고은	-31.1	-17.5	
2017.06.07	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-27.6	-8.1	
2017.07.18	산업분석	Buy	28,000	김고은	-15.1	-12.5	
2017.08.21	산업분석	Buy	28,000	김고은	-13.6	-8.2	
2017.10.16	산업브리프	Buy	30,000	김고은	-15.5	-8.3	
2017.11.29	산업분석	Buy	30,000	김고은	-17.9	-8.3	
2018.01.22	산업브리프	Buy	30,000	김고은	-21.4	-8.3	
2018.04.20	산업브리프	Buy	30,000	김고은	-23.3	-8.3	
2018.06.04	산업분석	Buy	30,000	김고은	-28.1	-8.3	
2018.10.16	1년 경과				-38.1	-31.2	
2018.11.15	산업분석	Buy	30,000	김고은	-31.2	-24.7	
2019.01.21	산업브리프	Buy	30,000	김고은	-	-	

DB 손해보험 (005830) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.02.23	기업브리프	Buy	92,000	김고은	-32.1	-26.6	
2017.04.14	산업브리프	Buy	92,000	김고은	-30.1	-23.6	
2017.05.29	산업분석	Buy	92,000	김고은	-29.7	-22.6	
2017.06.07	산업브리프	Buy	92,000	김고은	-27.9	-13.0	
2017.07.18	산업분석	Buy	98,000	김고은	-17.4	-14.5	
2017.08.21	산업분석	Buy	98,000	김고은	-21.7	-14.5	
2017.10.16	산업브리프	Buy	100,000	김고은	-29.6	-23.2	
2017.11.29	산업분석	Buy	100,000	김고은	-29.9	-23.2	
2018.01.22	산업브리프	Buy	100,000	김고은	-31.4	-23.2	
2018.04.20	산업브리프	Buy	93,000	김고은	-34.5	-32.2	
2018.06.04	산업분석	Buy	93,000	김고은	-30.5	-20.2	
2018.11.15	산업분석	Buy	93,000	김고은	-29.1	-20.2	
2019.01.21	산업브리프	Buy	87,000	김고은	-	-	

현대해상 (001450) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.02.21	기업브리프	Buy	45,000	김고은	-27.2	-21.4	
2017.04.14	산업브리프	Buy	45,000	김고은	-24.3	-15.0	
2017.05.29	산업분석	Buy	45,000	김고은	-23.7	-12.4	
2017.06.07	산업브리프	Buy	45,000	김고은	-20.6	0.9	
2017.07.18	산업분석	Buy	55,000	김고은	-15.2	-10.5	
2017.08.21	산업분석	Buy	55,000	김고은	-16.5	-10.5	
2017.10.16	산업브리프	Buy	60,000	김고은	-25.1	-19.8	
2017.11.29	산업분석	Buy	60,000	김고은	-24.4	-19.3	
2018.01.22	산업브리프	Buy	60,000	김고은	-28.4	-19.3	
2018.04.20	산업브리프	Buy	52,000	김고은	-29.5	-26.3	
2018.06.04	산업분석	Buy	52,000	김고은	-27.8	-14.3	
2018.11.15	산업분석	Buy	52,000	김고은	-26.3	-14.3	
2019.01.21	산업브리프	Buy	48,000	김고은	-	-	

한화손해보험 (000370) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.04.14	산업브리프	Buy	10,000	김고은	-29.7	-24.8	
2017.05.29	산업분석	Buy	10,000	김고은	-29.3	-21.1	
2017.06.07	산업브리프	Buy	10,000	김고은	-26.1	-0.2	
2017.07.18	산업분석	Buy	12,000	김고은	-15.3	-5.0	
2017.08.21	산업분석	Buy	12,000	김고은	-17.9	-5.0	
2017.09.11	기업브리프	Buy	11,500	김고은	-29.1	-26.9	
2017.10.16	산업브리프	Buy	11,500	김고은	-27.6	-20.0	
2017.11.29	산업분석	Buy	11,500	김고은	-26.7	-19.9	
2018.01.22	산업브리프	Buy	11,500	김고은	-26.4	-18.3	
2018.04.20	산업브리프	Buy	11,500	김고은	-27.9	-18.3	
2018.06.04	산업분석	Buy	10,500	김고은	-36.7	-30.6	
2018.11.15	산업분석	Buy	8,500	김고은	-32.1	-26.2	
2019.01.21	산업브리프	Buy	8,000	김고은	-	-	

삼성생명 (032830) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.02.20	기업브리프	Buy	130,000	김고은	-15.8	-11.2	
2017.04.14	산업브리프	Buy	130,000	김고은	-15.5	-9.2	
2017.05.15	기업브리프	Buy	142,000	김고은	-14.7	-12.0	
2017.05.29	산업분석	Buy	142,000	김고은	-15.8	-12.0	
2017.07.18	산업분석	Buy	142,000	김고은	-15.8	-9.5	
2017.10.16	산업브리프	Buy	152,000	김고은	-13.8	-9.5	
2017.11.29	산업분석	Buy	163,000	김고은	-23.2	-18.1	
2018.01.22	산업브리프	Buy	163,000	김고은	-25.1	-18.1	
2018.04.20	산업브리프	Buy	163,000	김고은	-26.5	-18.1	
2018.06.04	산업분석	Buy	163,000	김고은	-33.6	-18.1	
2018.11.15	산업분석	Buy	115,000	김고은	-26.3	-20.3	
2019.01.21	산업브리프	Buy	107,000	김고은	-	-	

미래에셋생명 (085620) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.02.27	기업분석	Buy	7,500	김고은	-19.7	-13.2	
2017.04.14	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-20.8	-13.2	
2017.05.12	기업브리프	Buy	7,500	김고은	-21.9	-13.2	
2017.05.29	산업분석	Buy	7,500	김고은	-23.8	-13.2	
2017.07.18	산업분석	Buy	7,500	김고은	-25.6	-13.2	
2017.10.16	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-25.4	-13.2	
2017.11.29	산업분석	Buy	7,500	김고은	-25.7	-13.2	
2018.01.18	1년 경과				-28.3	-27.6	
2018.01.22	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-30.6	-24.4	
2018.04.20	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-29.1	-22.0	
2018.06.04	산업분석	Buy	7,500	김고은	-29.7	-18.8	
2018.11.15	산업분석	Buy	6,200	김고은	-28.6	-22.0	
2019.01.21	산업브리프	Buy	6,200	김고은	-	-	

한화생명 (088350) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.04.14	산업브리프	Trading Buy	7,500	김고은	-15.6	-6.7	
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	7,500	김고은	-12.9	2.8	
2017.07.18	산업분석	Trading Buy	8,000	김고은	-9.1	-1.6	
2017.10.16	산업브리프	Trading Buy	8,500	김고은	-11.3	-4.8	
2017.11.29	산업분석	Trading Buy	8,500	김고은	-13.8	-4.8	
2018.01.22	산업브리프	Trading Buy	8,500	김고은	-18.1	-4.8	
2018.04.20	산업브리프	Trading Buy	8,500	김고은	-20.1	-4.8	
2018.06.04	산업분석	Trading Buy	7,500	김고은	-33.1	-23.5	
2018.11.15	산업분석	Trading Buy	5,400	김고은	-20.0	-14.8	
2019.01.21	산업브리프	Trading Buy	5,000	김고은	-	-	

동양생명 (082640) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.04.14	산업브리프	Hold	11,000	김고은	-5.4	0.9	
2017.05.29	산업분석	Hold	11,000	김고은	-5.9	0.9	
2017.07.18	산업분석	Hold	11,000	김고은	-10.0	0.9	
2017.10.16	산업브리프	Hold	9,500	김고은	-12.4	-6.7	
2017.11.29	산업분석	Hold	9,500	김고은	-15.7	-6.7	
2018.01.22	산업브리프	Trading Buy	9,500	김고은	-17.5	-6.7	
2018.04.20	산업브리프	Trading Buy	9,500	김고은	-17.7	-6.7	
2018.06.04	산업분석	Trading Buy	9,500	김고은	-20.9	-6.7	
2018.10.16		1년 경과			-37.6	-35.3	
2018.11.15	산업분석	Trading Buy	6,500	김고은	-19.8	-9.2	
2019.01.21	산업브리프	Trading Buy	5,900	김고은	-	-	