2019-01-28

SK 증권

INDUSTRY ANALYSIS

보험(비중확대)

실적 눈높이는 낮춰야 하나, 손보 turn-around 전망 여전히 유효

신계약 경쟁 지속&손해율 악화로 손보 '19년 실적 기대는 낮춰야
그래도 경상 이익 14% YoY 증가에 따른 turn-around 관점 유지
최선호주는 실적 안정성과 자본여력을 겸비한 DB손해보험

은행·보험. 김도하, 3773-8876

SK INDUSTRY Analysis

SK securities

보험

실적 눈높이는 낮춰야 하나, 손보 turn-around 전망 여전히 유효

주요 손보사는 신계약 경쟁 지속 및 손해율 악화로 '19년 실적 기대를 낮출 필요가 있음. 그러나 여전히 두 자릿수 YoY 증익에 따른 turn-around 관점을 유지 (5사 합산 경상이익 +14% YoY 전망). 커버리지 보험 9사의 4Q18 합산 순이익은 5,309억원 (+106% YoY, -52% QoQ)으로 손보는 손해액 증가에 의해, 생보는 손해율 상승 및 이차부담 증가에 의해 부진한 경상실적을 기록할 것으로 추정. 최선호주로 요율 인상의 수혜가 예상되는 2위권사 중 실적 안정성과 자본여력이 가장 높은 DB손보 유지

Analyst
김도하
doha.kim@sk.com
02-3773-8876

Coverage List (★top pick)

삼성화재	매수	(유지)
(000810)	330,000 원	(하향)
★DB 손해보험	매수	(유지)
(005830)	86,000 원	(하향)
현대해상	매수	(유지)
(001450)	48,000 원	(하향)
메리츠화재	중립	(유지)
(000060)	20,000 원	(하향)
한화손해보험	매수	(유지)
(000370)	7,800 원	(하향)
삼성생명	매수	(유지)
(032830)	110,000 원	(하향)
한화생명	매수	(유지)
(088350)	5,300 원	(하향)
오렌지라이프	중립	(유지)
(079440)	33,000 원	(하향)
동양생명	중립	(하향)
(082640)	5,300 원	(하향)

**삼성생명은 IFRS 연결, 그 외 보험사 IFRS 별도 기준*

실적 눈높이는 낮춰야 하나, 손보 turn-around 전망 여전히 유효

주요 생보사에게 2019년은 실적 개선보다는 이후를 위한 대비가 어울리는 시기가 될 전망. 보험사의 삼원차 이원 (이차, 사차, 비차) 중 유의미한 증익을 기대할 부분이 보이지 않는데, 1) 이차는 보유이원의 반등을 기대하기 이르고 환헷지 비용 부담은 지속될 것으로 예상되며 2) 사차는 해약 증가 및 신계약 부진에 따른 위험보험료 증가율 둔화로 이익 기반이 강하지 않기 때문

주요 손보사는 신계약 경쟁 지속 및 손해율 악화로 2019년 실적 기대를 낮출 필요가 있음. 그러나 여전히 두 자릿수 YoY 증익에 따른 turn-around 관점을 유지함. 사업비율은 단위비용 감소로 5사 평균 0.4%p YoY 하락할 전망. 자동차 손해율은 사고심도 확대에 따른 손해율 악화로 상반기 중 추가 요율 인상이 검토될 가능성이 높다고 판단. 다만 보험료 반영에는 시차가 있어 2019년 자동차 손해율은 0.1%p 개선에 그칠 것으로 추정. 이때 기판매 신계약의 보험료 수익 지속과 비용률의 하락, 운용자산 증가에 따른 투자이익 증가로 5사 합산 경상 순이익은 14% YoY 증가할 전망

9 개 보험사 4Q18 합산 순이익 5,309 억원 (+106% YoY) 예상

SK증권 커버리지 보험 9사 (손보 5사, 생보 4사)의 4Q18 합산 순이익은 5,309억원 (+106% YoY, -52% QoQ)으로 손보는 컨센 하회, 생보는 컨센 상회 전망 (상세실적 12page 참조). **손보 5사**의 순이익은 2,017억원 (-26% YoY)으로 계절성을 감안해도 크게 증가한 발생손해액에 의해 부진한 실적을 기록할 것. **생보 4사**의 순이익은 3,292억원 (흑전 YoY)으로 위험손해율 평균 5%p YoY 상승 및 경상 투자수익률 부진에도 불구하고 보증준비금 부담 감소 및 삼성생명의 빌딩 매각익과 일회성 영업외수익에 따라 3년 만에 4분기 흑자를 기록할 전망

기대 ROE 하락으로 커버리지사 목표주가 하향, 최선호주 DB 손보 유지

기준기간 변동 및 2019 년 추정치 하향('∵손보: 손해율 전망 악화, 생보: 이차부담 확대), 일부사의 hybrid 이자부담 증가로 업종 전반의 3 개년 기대 ROE 하락. 이에 따라 전 커버리지사의 목표주가를 하향 조정함 (세부내용 16~17page 참조). 시총 상위 4 개 손보 및 오렌지라이프는 1~6% 하향, 한화손보 및 그 외 생보는 15~26% 하향 조정하였음. 생보주보다 손보주의 투자매력도가 높다는 관점을 유지하며, **최선호주**로는 실손 및 자동차 요율 인상의 수혜가 예상되는 2 위권사 중 실적 안정성과 자본여력이 가장 높은(=자본비용 부담이 가장 적은) DB 손해보험을 유지함

Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

Contents

생보: should pass through 2019 3

손보: 눈높이는 낮추지만, turn-around 전망 여전히 유효 7

보험업 4Q18 실적 Preview 12

Valuation: 커버리지사 목표주가 하향 조정 15

Company analysis

삼성화재 (000810)

DB 손해보험 (005830)

현대해상 (001450)

메리츠화재 (000060)

한화손해보험 (000370)

삼성생명 (032830)

한화생명 (088350)

오렌지라이프 (079440)

동양생명 (082640)

Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 1 월 28 일 기준)

매수	92.37%	중립	7.63%	매도	0%

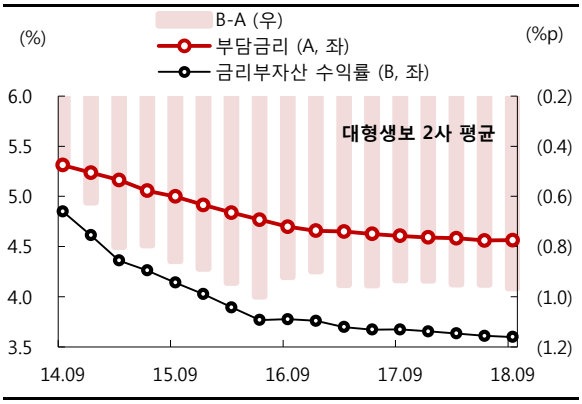
생명보험: should pass through 2019

순탄한 이익 원천이 보이지 않는다

주요 생명보험사에게 2019 년은 실적 개선에 대한 확신보다는 이후를 위한 대비가 어울리는 시기가 될 전망이다. 보험사의 삼원차 이원(이자율차, 사망률차, 비용률차) 중 유의미한 증익을 기대할 부분이 보이지 않기 때문이다.

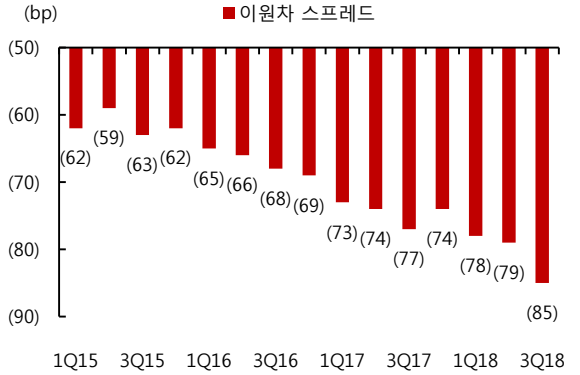
우선 이자율차 손익(이하 이차익)은 2019 년에도 악화될 전망이다. 변동금리부 계약이 추가되고 평잔이율 대비 공시이율이 아직 낮은 구간이므로 전체 부담금리는 지속 하락하고 있다. 그러나 금리부자산 수익률 역시 반등을 보이기에는 이르다. 자산 듀레이션을 점차 늘려가는 가운데 만기도래 채권의 수익률보다 신규 수익률이 더 낮기 때문이다. 다만 2018 년 5 월부터 나타난 시장금리 하락세가 이어지지 않는다면, 이차 역마진은 2019 년 중 저점을 다질 것으로 전망한다. 금리부자산 수익률과 부담금리 간의 gap 이 정체되고 있기 때문이다.

대형 생보사 평균 부담이율 및 금리부자산 수익률



자료: 삼성생명, 한화생명, SK 증권

삼성생명의 이원차 역마진 추이

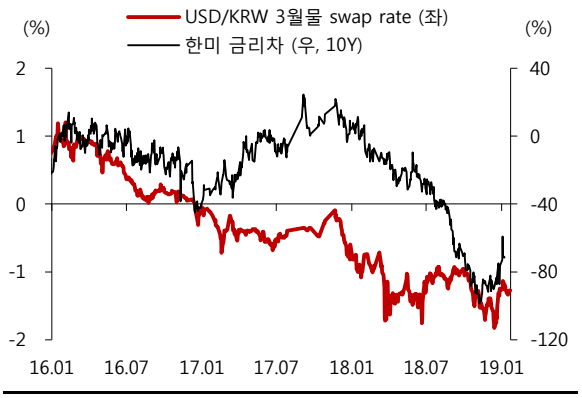


자료: 삼성생명, SK증권

한화생명과 동양생명의 경우 2016~2017 년 적극적으로 확대했던 달러화채권의 환 헷지 부담이 지속될 전망이다. 헷지기간이 1 년 이내인 외화자산 비중이 가장 높은 것으로 파악되는데, 한미 금리차의 재역전(한국 금리>미국 금리)을 기대하긴 어려운 만큼 올해도 헷지 비용이 발생할 것이다.

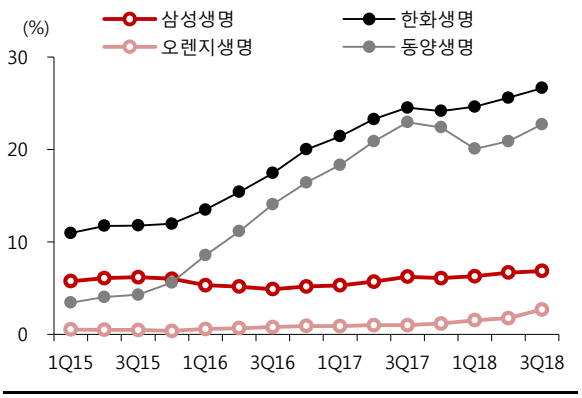
Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

Swap rate 및 한미 금리차 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

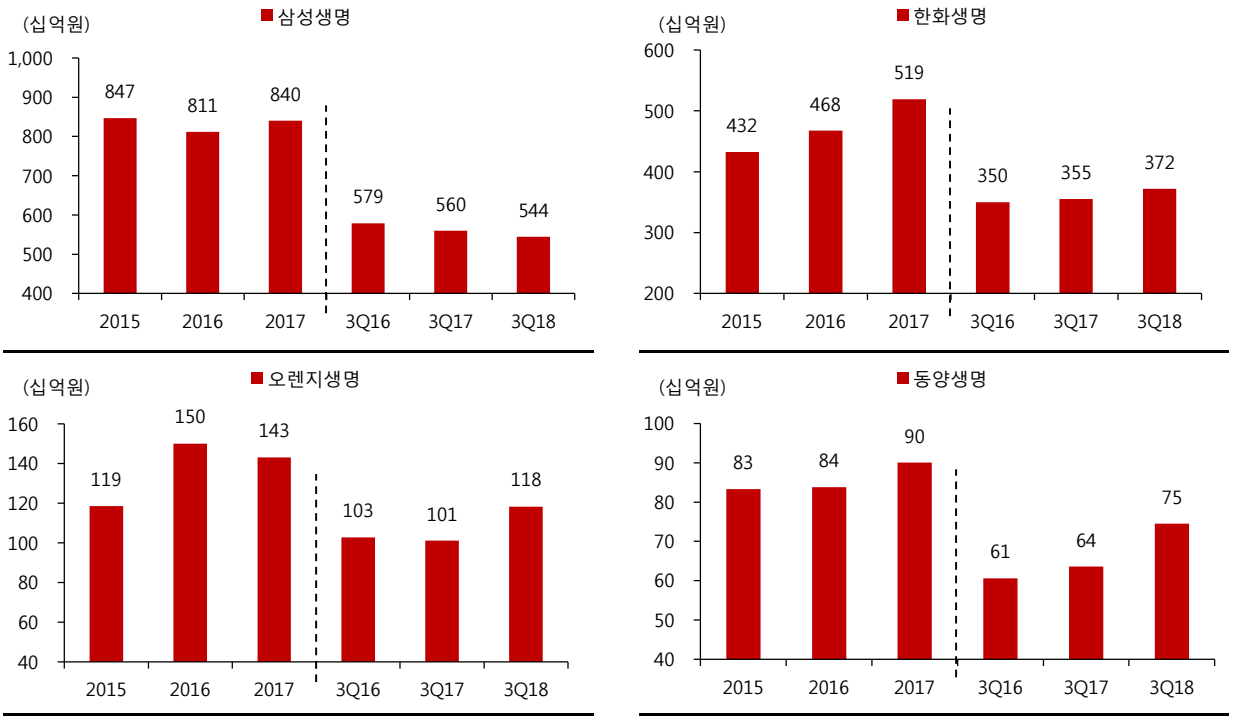
상장 생명보험사의 외화채권 비중



자료: 각 사, SK증권

삼성생명은 사망률차 손익(이하 사차익)의 정체가 부담이다. 2017 년 삼성생명의 사차익은 8,400 억원으로 25% 증가했으나 2018 년은 7,423 억원으로 12% 감소할 것으로 추정되며, 2019 년에는 다시 2017 년 수준을 기록할 것으로 전망된다. 다른 생명보험사 역시 위험손해율이 뚜렷하게 개선될 만한 근거가 아직 부족하므로 2019 년 손해율 유지를 전망하고 있다.

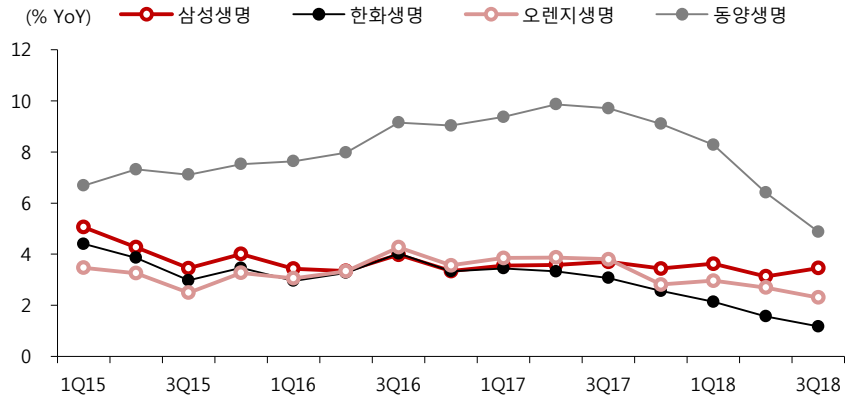
상장 생보사의 사차이익



자료: 각 사, SK 증권

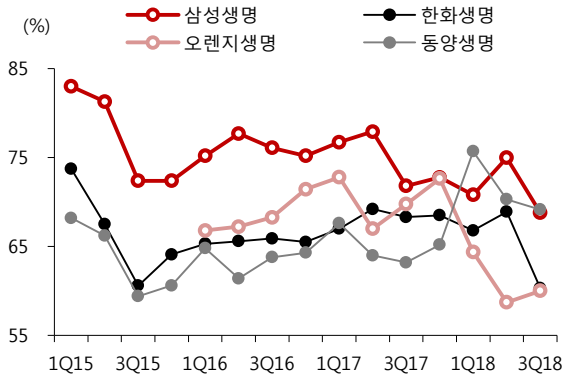
사차이익의 매출 역할을 하는 위험보험료 증가율은 삼성생명을 제외하면 하락세를 나타내고 있어 설령 손해율이 개선되더라도 이차역마진을 상쇄할 이익 확대는 어려워 보인다. 상장 생명보험사들이 2017 년부터 두드러지게 겪는 현상은 책임준비금 전입액이 감소하고 지급보험금은 증가하는 흐름인데, 이는 유지율 하락 및 위험보험료 증가율 둔화와 함께 비추어볼 때 해약 확대에 따른 영향으로 추정된다. 국내 경기 부진 및 업종 내 경쟁 확대를 고려하면 보장성 보험의 신계약 증가를 기대하기 어려우므로, 위험보험료 증가세 둔화는 이익 원천의 확대에 부정적인 영향을 미칠 것으로 판단한다.

상장 생보사의 위험보험료 증가율



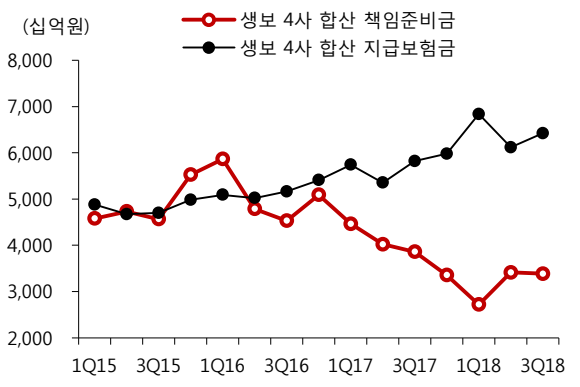
자료: 각 사, SK증권

상장 생보사별 25회차 유지율 추이



자료: 각 사, SK 증권

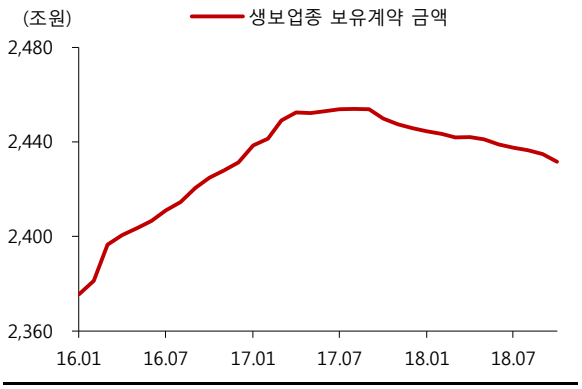
준비금 전입액은 감소하고, 지급보험금은 증가한다



자료: 각 사, SK증권

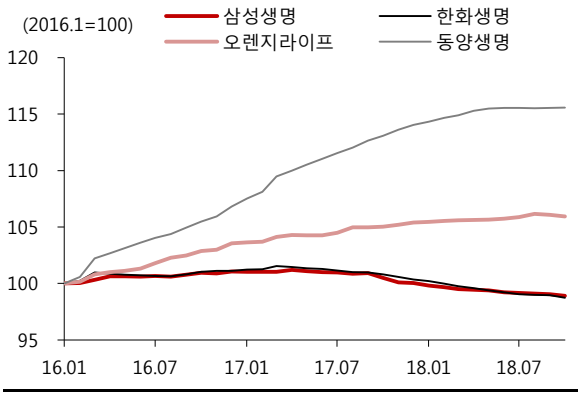
Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

생명보험업종 일반계정 보유계약 금액 추이: 2017.08월 이후 감소세



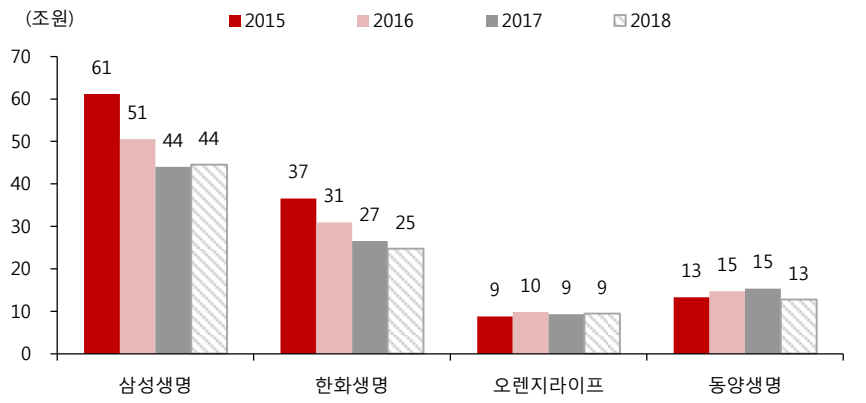
자료: 보험개발원, SK 증권

상장 생보사별 일반계정 보유계약 금액: 대형사의 보유계약 감소 때문



자료: 보험개발원, SK증권

상장 생보사의 연도별 10월까지의 누적 신계약 금액 (일반계정 기준)



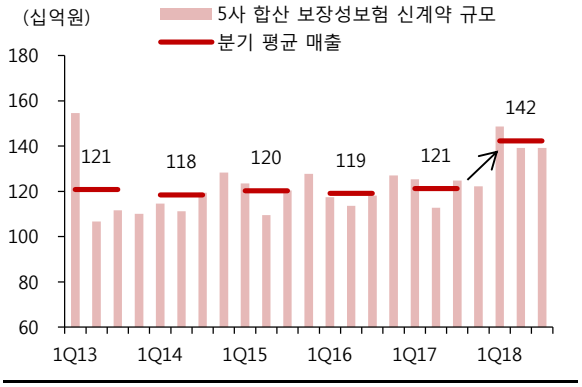
자료: 보험개발원, SK증권

손해보험: 눈높이는 낮추지만, turn-around 전망 여전히 유효

신계약 경쟁 이어져도, 단위 비용 감소로 사업비율 하락 전망

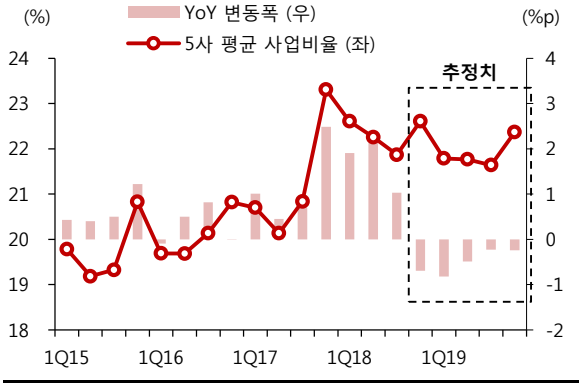
2019 년에도 신계약 경쟁은 이어질 것으로 보인다. 신계약 시장의 판을 흔들었던 메리츠화재가 추가성장을 목표로 하고 있기 때문이다. 다만 판매비 증가의 원인을 1) 신계약 판매량 증가 (Q), 2) 단위 판매비용 상승 (경쟁), 3) 회계적 요인 (이연한도 축소)로 나누어볼 때, Q 의 규모와 이연한도 이슈가 이어지더라도 단위 비용은 2018 년 대비 하락할 것이므로 사업비율은 개선될 전망이다 (5 사 평균 0.4%p YoY 하락 추정).

상장 손보 5 사 합산 신계약 규모 (보장성 人보험)



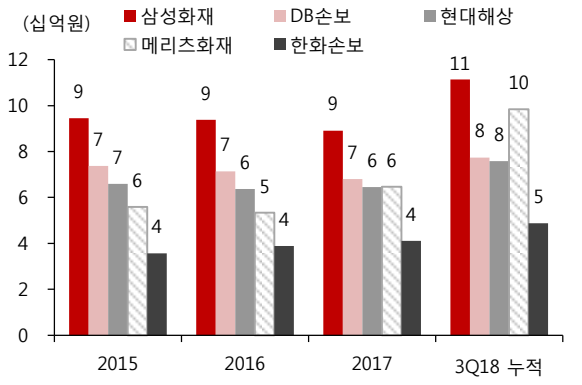
자료: 각 사, SK 증권

상장 손보 5 사 평균 사업비율



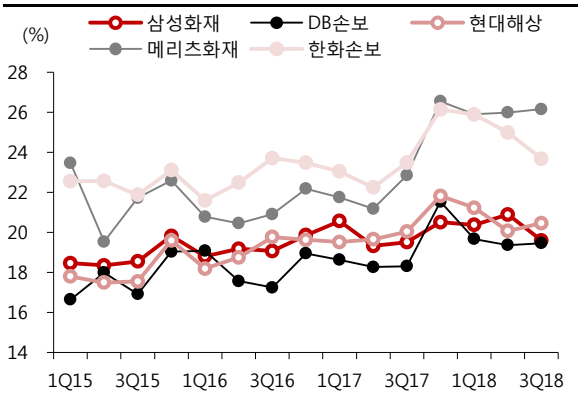
자료: 각 사, SK 증권

손보사별 신계약 규모 (보장성 人 보험, 월 평균)



자료: 각 사, SK 증권

손보사별 사업비율

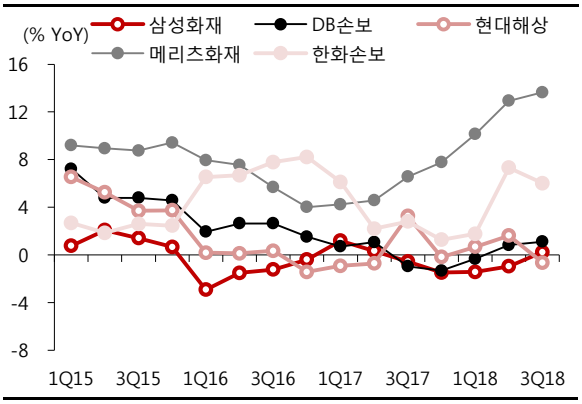


자료: 각 사, SK 증권

Analyst **김도하** doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

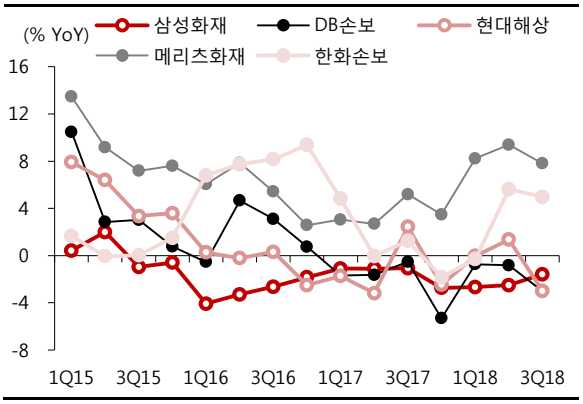
오히려 사업비보다는 신계약의 연속적 증가에 따른 한계이윤(marginal profit) 저하가 우려된다. 현재 신계약으로 인해 증가한 당기 사업비는 대부분 추가상각분이므로 소멸성인데, 저수익성 상품에 수반되는 발생손해액은 지속적으로 영향을 미치기 때문이다. 이들에 대응되는 수익인 월납 보험료는 보험기간에 걸쳐 인식될 것이므로 2018 년 기 판매분으로 창출되는 보험료수익은 2019 년에도 매출 성장을 일으킬 것이다. 따라서 신계약의 계속적인 고성장이 옳은 전략은 아니라는 판단이다.

장기 경과보험료 증가율



자료: 각 사, SK 증권

장기 발생손해액 증가율: 벌써 상승할 때인가?

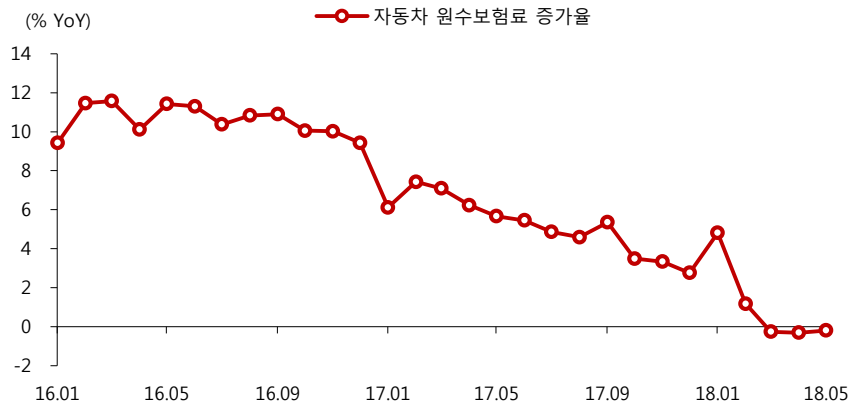


자료: 각 사, SK 증권

자동차 보험료, 상반기 추가 인상 예상

자동차보험 수익성은 예상보다 나쁘다. 손해보험업종의 2018 년 자동차 손해율은 역대 최저치였던 2017 년 수준을 상회한 것은 물론이고, 3Q18 부터는 2016 년 동기간의 손해율도 상회했으며 연간 기준으로는 80% 중반을 기록할 전망이다. 2016~2017 년 연속으로 손해율이 개선되면서 2017 년 대부분의 손해보험사가 자동차 보험료를 인하했고, 그 영향으로 2018 년 들어 업종 자동차 보험료는 YoY 감소하였다. 분모 감소에 더해 사고심도가 높아져 분자는 증가하였다. 자동차 사고율(평균 유효대수 대비 사고 건수)은 추세적인 하락을 지속하고 있으나, 사고심도에 해당하는 건당 발생손해액은 2018 년 들어 두 자릿수 YoY 증가율을 나타내며 가파르게 증가했다. 제도적인 차원의 손해액 감축(렌트 기준 변경, 수리비 지급 기준 강화 등 등)은 최근 4 년에 걸쳐 이미 진행되었으므로 건당 손해액 증가에 대응하기 위해서는 추가적인 보험료 인상이 불가피하다는 판단이다. 정비수가 인상에 따라 1 월 중 손보사별 3~4%대 보험료 인상이 있었는데, 상반기 중 추가적인 요율 인상이 검토될 가능성이 높다고 전망한다.

손보업종의 자동차 보험료 증가율은 2018 년 3 월부터 YoY 역성장



자료: 보험개발원, SK 증권
주: YTD 누적 기준

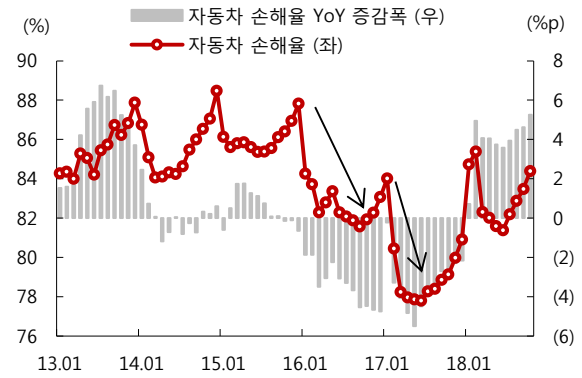
손해보험업종 자동차보험료 조정 내역

시행시기	조정	세부내용
2003년 11월	인상	자동차보험료 평균 3.5% 인상
2004년 06월	인상	대형사 자동차보험료 1.5~2% 인상 (중소형사 4월 인상)
2005년 11월	인상	자동차보험료 2.9~4.1% 인상
2006년 04월	인상	자동차보험료 평균 4%대 인상
2006년 11월	인상	개인용 자동차보험료 평균 1.6%대 인상 (소형사 중심)
2007년 02월	인상	자동차보험료 5~6% 인상
2008년 01월	인하	자동차보험료 1~3% 인하
2008년 08월	인하	자동차보험료 2~4% 인하
2010년 09월	인상	자동차보험료 평균 3% 인상
2012년 04월	인하	자동차보험료 평균 2%대 인하
2Q14	인상	소형사 자동차보험료 평균 2.3% 인상
2H15	인상	중소형사 자동차보험료 평균 5% 인상
1H16	인상	대형사 자동차보험료 평균 2.6% 인상
2017년 1월	인하	삼성화재 자동차보험료 2.7% 인하
2017년 3월	인상	제도변경에 의해 자동차보험료 1% 인상, 메리츠/AXA는 1% 수준 인하
2017년 4월	인하	더케이손보 자동차보험료 2.1% 인하
2017년 6월	인하	메리츠화재 개인용 자동차보험료 0.7% 인하
2017년 8월	인하	삼성/DB/현대/한화 개인용 각각 1.6%, 1.0%, 1.5%, 1.6% 인하
2018년 4월	인하	삼성화재 개인용 및 업무용 0.8% 인하
2019년 1월	인상	자동차보험료 3~4% 인상 (정비수가 인상 대응)

자료: 손해보험협회, 다수 언론, SK 증권

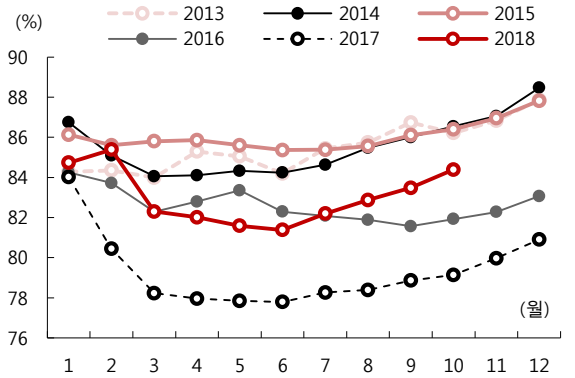
Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

손해보험업종 자동차 손해율 및 증감폭



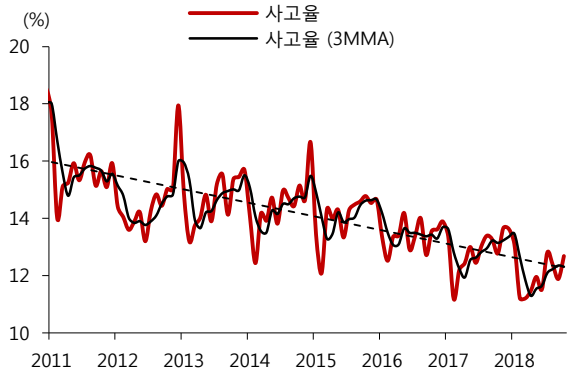
자료: 보험개발원, SK 증권
주: FYTD 기준

손해보험업종 연도별 월 누적 자동차 손해율 비교



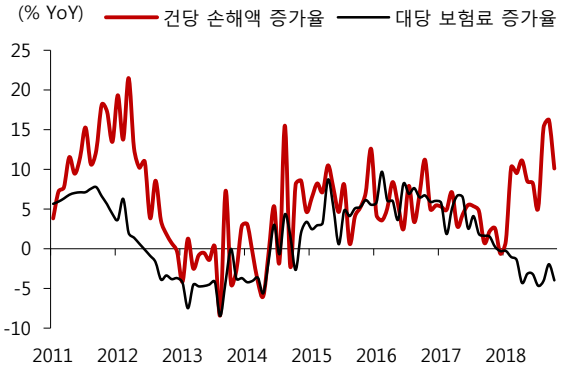
자료: 보험개발원, SK증권
주: FYTD 기준

자동차사고율 추이: 사고 '빈도'는 양호한데



자료: 보험개발원, SK 증권
주: 평균 자동차등록대수 대비 사고건수 추이

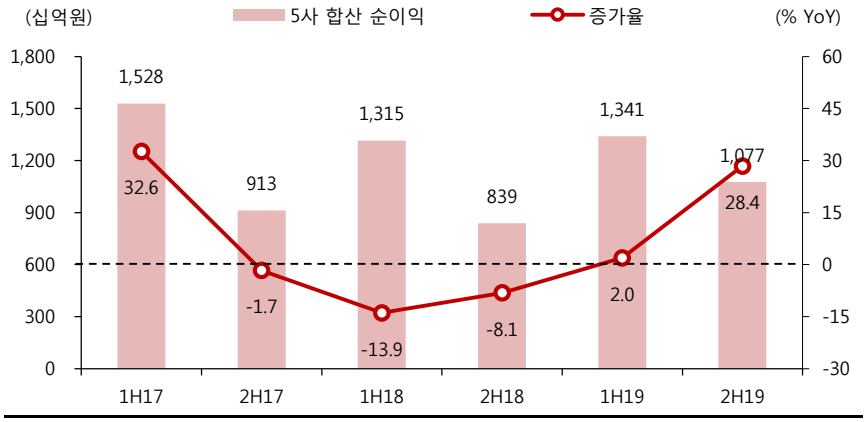
대당 경과보험료 및 건당 발생손해액 증가율: 사고 '심도'가 문제다



자료: 보험개발원, SK증권

주요 손해보험사의 실적에 대해 2018 년 상반기보다 하반기가 낮고, 2018 년보다 2019 년이 나은 turn-around 전망은 여전히 유지한다. 다만 4Q18 실적 부진을 야기한 손해율 악화는 일회성 요인으로 볼 수 없다고 판단해 2019 년 예상 손해율도 기존 대비 상향하였다. 더불어 신계약 경쟁이 예상보다 장기화될 가능성을 반영하여 사업비율도 기존 대비 상향하였다. 이에 따라 손해보험사의 2019 년 이익을 평균 14% 하향 조정한다 (회사별 조정은 14page 표 참조).

손보 5 사 합산 순이익: 1H18 보다 나은 2H18, 2018 년보다 나은 2019 년



자료: 각 사, SK 증권

주: 삼성화재의 1Q17 본사 매각익 및 2Q18 계열사 지분 관련 손익 제외

Analyst **김도하** doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

보험업 4Q18 실적 Preview

9 개 보험사 4Q18 합산 순이익 5,309 억원 (+106% YoY) 예상

SK증권 커버리지 보험 9사 (손보 5사, 생보 4사)의 4Q18 합산 순이익은 5,309억원 (+106% YoY, -52% QoQ)으로, 대부분 생보사가 적자를 기록했던 전년동기대비 증가하나 전분기대비로는 절반 수준에 그칠 전망이다.

손해보험 5사의 합산 순이익은 2,017억원 (-26% YoY, -66% QoQ)으로, 계절성을 감안해도 크게 증가한 발생손해액에 의해 부진한 실적을 기록할 것이다. 손보 5사의 평균 경과손해율은 84.9%로 2.1%p YoY 상승이 예상된다. 사고심도 악화에 따라 자동차 손해율이 평균 9.6%p YoY 상승하고, 영업일수 증가 및 의료비담보 수익성 악화로 장기손해율이 평균 0.6%p YoY 상승하기 때문이다. 연말 신계약 경쟁에 따라 판매비 부담은 여전하나, 전년동기 반영됐던 복지기금 출연, 카드슈랑스 관련 손실금 등 일회성 요인 소멸로 5사 평균 사업비율은 0.4%p 하락할 전망이다. 5사 평균 투자수익률은 3.2%로, 부진했던 주식시장 및 보유이원 하락을 감안해 30bp YoY 하락을 가정했다.

생명보험 4사의 합산 순이익은 3,292억원 (흑전 YoY, -36% QoQ)으로, 전년동기 2,500억원 수준의 일회성 비용(기금출연, 손상차손, 이연법인세 조정비용 등)이 소멸되면서 3년 만의 4분기 흑자가 전망된다. 영업일수 증가 및 수익성 악화로 위험손해율이 평균 5.2%p YoY 상승하지만, 일부사의 부동산 매각익 발생 등으로 투자수익률은 29bp YoY 개선될 것으로 가정했다.

4Q18 실적의 일회성 요인은 1) **삼성생명**의 빌딩 매각익 1,700 억원 및 삼성차 관련 출연 잔여금 수익 260 억원, 2) **오렌지라이프**의 리브랜딩 및 매각 관련 비용 500 억원 등으로, 유의한 일회성 손익이 많지 않은 분기가 될 전망이다.

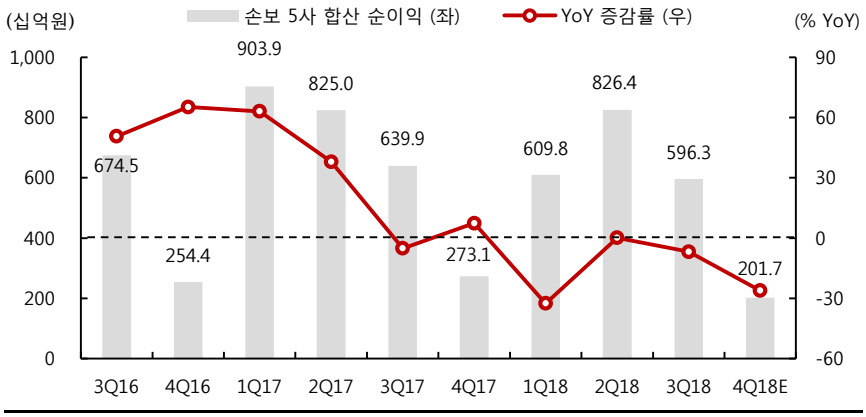
SK 증권 커버리지 보험 9 사의 4Q18 당기순이익 전망치 및 시장 컨센서스

(단위: 십억원)	4Q18E	3Q18	QoQ (%)	4Q17	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
삼성화재	92.6	237.1	-61.0	38.5	140.7	87.7	5.5
DB손해보험	57.2	151.6	-62.2	96.8	-40.9	62.7	-8.7
현대해상	28.0	100.9	-72.3	66.8	-58.1	35.9	-22.2
메리츠화재	57.5	72.9	-21.2	58.3	-1.4	45.3	26.8
한화손해보험*	-33.6	33.8	적전	12.8	적전	-3.9	n/a
손해보험 5사	**201.7**	**596.3**	**-66.2**	**273.1**	**-26.2**	**227.7**	**-11.4**
삼성생명**	265.1	279.7	-5.2	-71.8	흑전	235.0	12.8
한화생명	6.6	140.5	-95.3	-7.6	흑전	4.3	54.0
오렌지라이프	52.9	81.4	-35.1	66.7	-20.7	56.7	-6.6
동양생명	4.7	10.6	-55.8	-2.7	흑전	-4.3	n/a
생명보험 4사	**329.2**	**512.3**	**-35.7**	**-15.3**	**흑전**	**291.7**	**12.9**
보험 9사	**530.9**	**1,108.6**	**-52.1**	**257.8**	**105.9**	**519.4**	**2.2**

자료: FnGuide, SK 증권

주: *한화손보는 기발표된 실제치, **삼성생명은 연결 지배주주 순이익, 그 외 보험사 별도 당기순이익 기준

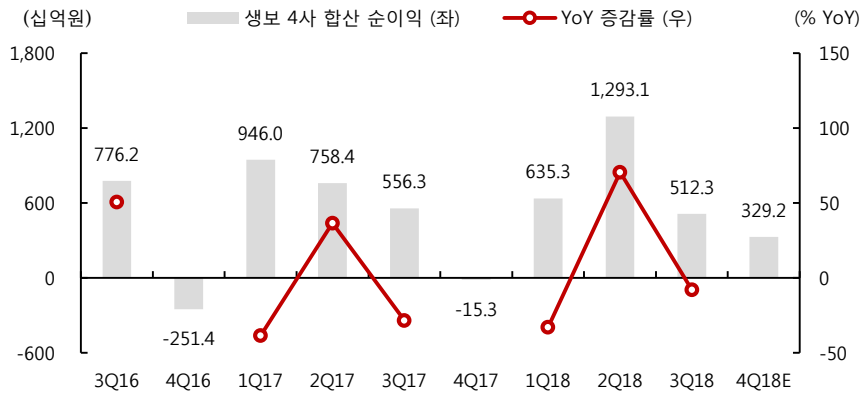
SK 증권 커버리지 손해보험 5 사의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



자료: 각 사, SK 증권

주: 개별 보험사 추이 및 전망은 회사별 페이지에서 확인 가능

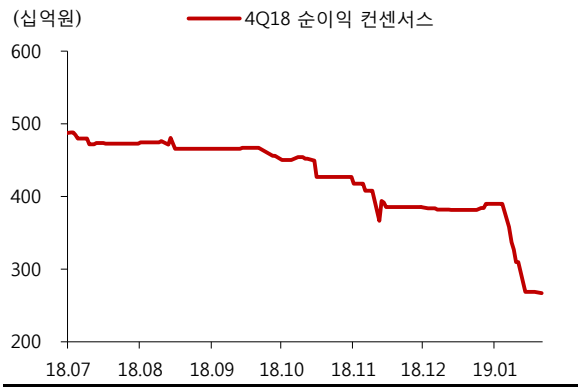
SK 증권 커버리지 생명보험 4 사의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



자료: 각 사, SK 증권

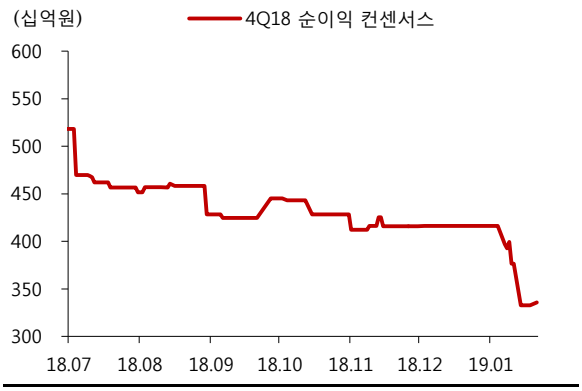
주: 개별 보험사 추이 및 전망은 회사별 페이지에서 확인 가능

커버리지 손해보험사 합산 별도 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

커버리지 생명보험사 합산 별도 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

주: 삼성생명은 연결 지배주주 순이익 기준

Analyst **김도하** doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

이번 4Q18 실적 부진이 2019 년 손익지표에 미칠 영향을 감안해 연간 추정치를 조정하였다. **손해보험사**의 경우 자동차 및 장기 손해율 추정치를 이전 대비 상향한 것이 실적 전망 하향의 주된 원인이고, **생명보험사**의 경우 투자수익률 부진으로 인한 이차손 부담 확대가 실적 전망 하향의 주된 근거이다. 2019 년 EPS 를 손해보험사는 평균 14%, 생명보험사는 평균 16% 하향 조정한다. 4Q18 의 실적 부진 및 2019 년 추정치 하향을 함께 반영했을 때, 손해보험사의 2019 년 증익률은 이전 대비 하락하지만 여전히 두 자릿수를 유지할 전망이다.

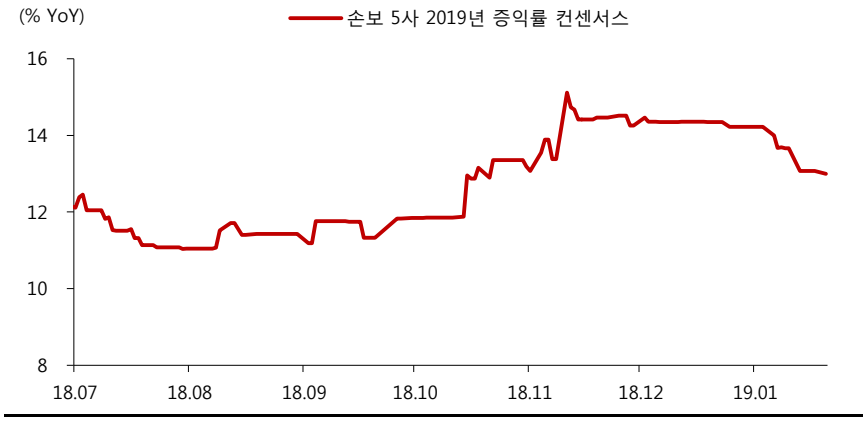
참고로 당사는 EPS 및 ROE 산출 시 신종자본증권 이자를 차감하므로, 2018 년 중 신종자본증권을 발행한 회사는 2019 년 EPS growth 가 이익증가율 대비 낮게 나타난다.

SK 증권 커버리지 보험 9 사의 EPS 추정치 변화

(단위: 원)	수정 후		수정 전		추정치 변화율 (%)		EPS growth % YoY
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	
삼성화재	24,272	24,236	26,135	26,949	-7.1	-10.1	-0.1
DB손해보험	8,040	9,046	8,917	10,213	-9.8	-11.4	12.5
현대해상	4,685	5,201	5,524	6,090	-15.2	-14.6	11.0
메리츠화재	2,346	2,520	2,358	2,724	-0.5	-7.5	7.4
한화손해보험	644	1,007	1,154	1,352	-44.2	-25.5	56.4
삼성생명	11,086	7,555	11,082	7,867	0.0	-4.0	-31.9
한화생명	444	457	559	589	-20.5	-22.4	2.8
오렌지라이프	3,878	4,434	4,155	4,366	-6.7	1.5	14.3
동양생명	445	500	519	828	-14.2	-39.6	12.4

자료: SK 증권

손보 5 사의 2019 년 증익률 컨센서스 변화: 1) 4Q 부진에도 불구하고 하향, 2) 그럼에도 두 자릿수



자료: FnGuide, SK 증권

주: 2018 년 순이익에서 삼성화재의 계열사 지분 관련 손익은 제거함

Valuation: 커버리지사 목표주가 하향 조정

손해보험 및 생명보험 모두 2019년 실적 전망치를 하향함에 따라 향후 3개년 기대 ROE가 하락해 목표주가를 하향 조정하였다. 생명보험주보다 손해보험주의 투자매력도가 높다는 관점을 유지하며, **최선호주**로는 실손 및 자동차 요율 인상의 수혜가 예상되는 2위권사 중 실적 안정성과 자본확충 여력이 가장 높은(=자본비용 부담이 가장 적은) DB손해보험을 추천한다. 동사의 RBC비율은 2018년 말 196%로 추정돼 안정적인 수준이며, 2017년 한 차례의 후순위채 발행 (5,000억원) 외의 외부자본조달 이력이 없어 타 보험사 대비 추가적인 자본확충 여력이 높고 자본비용 부담은 낮은 상황이다.

SK 증권 커버리지 보험사별 Valuation table

	삼성화재	DB손해보험	현대해상	메리츠화재	한화손보	삼성생명	한화생명	오렌지라이프	동양생명
투자의견	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD
목표주가 (원)	333,000	86,000	48,000	20,000	8,000	110,000	5,300	33,000	5,300
현재주가 (원)	274,500	67,700	37,500	22,300	5,590	92,500	4,310	29,950	5,060
상승여력 (%)	21.3	27.0	28.0	(10.3)	43.1	18.9	23.0	10.2	4.7
EPS (원)									
2017	25,511	9,827	5,500	3,252	1,308	6,656	676	4,149	1,183
2018E	24,272	8,040	4,685	2,346	704	11,086	444	3,878	445
2019E	24,236	9,046	5,201	2,520	1,112	7,555	457	4,434	500
2020E	25,940	9,656	5,690	2,618	1,209	8,119	509	4,655	590
BPS (원)									
2017	280,460	69,757	38,912	16,361	10,147	173,545	11,937	44,738	15,297
2018E	286,431	72,791	47,562	17,852	12,161	163,086	13,272	45,121	14,510
2019E	299,160	79,987	51,879	19,552	13,174	169,367	13,624	47,855	14,875
2020E	313,539	87,543	56,515	21,290	14,258	175,494	14,023	51,180	15,315
ROE (%)									
2017	9.1	14.8	15.0	20.7	14.3	4.0	5.9	8.7	8.8
2018E	8.3	11.3	10.8	13.9	5.8	6.6	3.5	8.6	3.0
2019E	8.0	11.8	10.5	13.5	7.9	4.5	3.4	9.5	3.4
2020E	8.2	11.5	10.5	12.8	8.0	4.7	3.7	9.4	3.9
PER (X)									
2017	10.5	7.2	8.5	7.2	6.2	18.7	10.2	12.9	6.4
2018E	11.1	8.8	8.8	9.3	8.4	7.4	9.5	7.2	10.7
2019E	11.1	7.5	7.1	8.9	5.1	11.7	9.4	6.6	9.7
2020E	10.4	7.0	6.5	8.6	4.7	10.9	8.5	6.3	8.2
PBR (X)									
2017	0.95	1.02	1.21	1.44	0.80	0.72	0.58	1.19	0.50
2018E	0.94	0.97	0.86	1.22	0.49	0.50	0.32	0.62	0.33
2019E	0.90	0.85	0.71	1.15	0.43	0.52	0.32	0.62	0.33
2020E	0.86	0.77	0.65	1.05	0.40	0.50	0.31	0.58	0.32

자료: SK 증권

Analyst **김도하** doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

보험주의 기대 ROE는 2019~2021년 평균 손보사 10.3%, 생보사 3.8%로 직전 적용했던 2018~2020년 평균 대비 각각 17%, 27% 하향되었다. 기준기간 변동 및 2019년 추정치 하향, 신종자본증권 이자 증가 등에 근거하였다. 이에 따라 목표 PBR이 낮춰졌으나 12mf BPS의 증가로 인해 상위 손보 4사의 목표주가는 1~6% 하향, 높은 신종자본증권 이자 부담으로 기대 ROE가 큰 폭 하락한 한화손해보험의 목표주가는 18% 하향되었다. 생명보험사(목표주가 산출식이 상이한 오렌지라이프 제외)의 목표주가는 15~26% 하향되었다. 동양생명의 경우 아래 산출식에 따른 목표주가 기준 상승여력이 제한적이라고 판단해 투자의견을 중립으로 조정한다.

커버리지 보험사의 목표주가 산출식

항목	삼성화재	DB손보	현대해상	메리츠화재	한화손보	한화생명	동양생명	비고
자기자본비용 (%)	8.3	10.7	11.2	12.2	13.3	8.8	9.8	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1	(c): Rm-(b) (Bloomberg KOSPI Rm 적용)
Beta (β)	0.6	0.9	0.9	1.0	1.1	0.7	0.8	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE (%)	8.2	11.6	10.6	12.9	8.1	3.6	3.9	(e): 회사별 2019~2021년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	0.99	1.09	0.95	1.06	0.61	0.42	0.40	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	5.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	(h): 제도 변경 관련 자본가치 불확실성 반영
목표 PBR (X)	**1.04**	**0.98**	**0.85**	**0.95**	**0.55**	**0.37**	**0.36**	**(i): (g)*(h)**
수정 BPS (원)	314,831	88,235	56,241	21,444	14,136	14,058	14,923	(j): 회사별 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	**330,000**	**86,000**	**48,000**	**20,000**	**7,800**	**5,300**	**5,300**	**(k): (i)*(j)**
조정률 (%)	-3.8	-1.1	-5.9	-4.8	-17.9	-14.5	-26.4	직전 목표주가 대비 조정률
현 주가 (1/25, 원)	274,500	67,700	37,500	22,300	5,590	4,310	5,060	
상승여력 (%)	21.3	27.0	28.0	(10.3)	43.1	23.0	4.7	

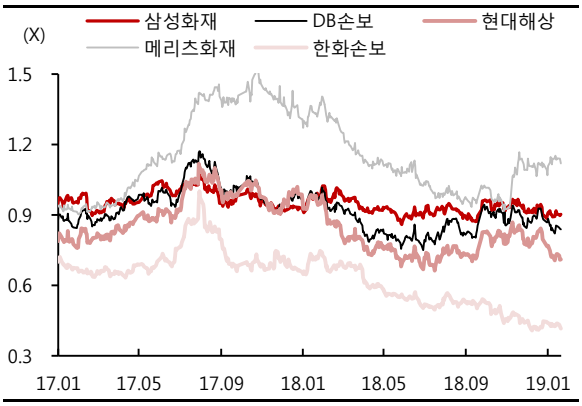
항목	삼성생명	비고
(a)~(h)는 보유 삼성전자 지분 영향 (평가익, 배당수익 등)을 제외한 사업가치 기준		
자기자본비용 (%)	8.8	(a): 산출방식 상동
Average ROE (%)	4.1	(b): 삼성생명의 2019~2021년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(c)
이론적 PBR (X)	0.5	(d): (b-c)/(a-c)
할증률 (할인율, %)	-10.0	(e): 자본 불확실성 반영
목표 PBR (X)	0.42	(f): (d)*(e)
수정 BPS (원)	117,999	(g): 삼성생명의 12개월 forward BPS
사업가치 총액 (십억원)	9,906	(h): (f)*(g)*발행주식수
삼성전자 지분가치 (십억원)	11,930	(i): 세후 지분가치에 20% 할인 적용
적정 시가총액 (십억원)	21,836	(j): (h)+(i)
목표주가 (원)	**110,000**	**(k): (j)/발행주식수**
조정률 (%)	-16.7	직전 목표주가 대비 조정률
현 주가 (1/25, 원)	92,500	
상승여력 (%)	18.9	

연초 금융당국이 신한지주의 오렌지라이프 자회사 편입을 승인하였다. 편입 이후에는 동사의 가장 큰 투자포인트이자 주가 변수인 배당지표가 큰 변동성을 보일 것으로 예상됨에 따라, 목표주가 산출에 배당평가모형을 적용하고 있다. 2019 년부터는 배당성향이 상장 생명보험사 상단인 30%에 그칠 것으로 가정했고, 경상적인 이익 성장률을 감안해 영구성장률을 5%로 가정했다. 이에 따른 동사의 현재 가치는 33,000 원으로 산출돼 목표주가를 이전 대비 6% 하향 조정한다.

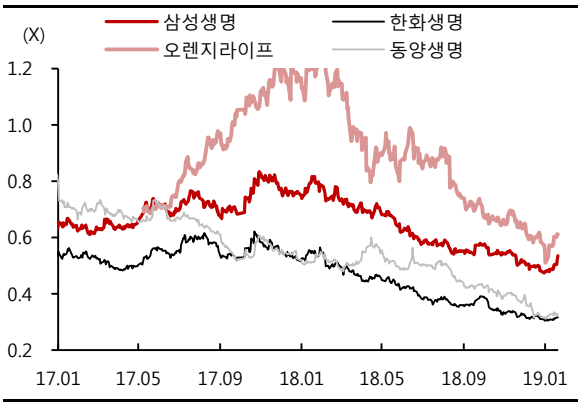
오렌지라이프 배당모형	2019E	2020E	2021E	이후
예상 배당성향 (%)	30.0	30.1	30.0	30
영구성장률 (%)	5.0% (경상이익 증가율 적용)			
요구수익률 (%)	9.0% (COE 적용)			
예상 DPS (원)	1,330	1,400	1,470	*(1+영구성장률)^n
현재 가치 (원)	1,330	1,280	1,229	29,550
목표주가 (원)	**33,000**	(←현가의 합산)		
조정률 (%)	-5.7			
현 주가 (1/25, 원)	29,950			
상승여력 (%)	10.2			

자료: SK 증권

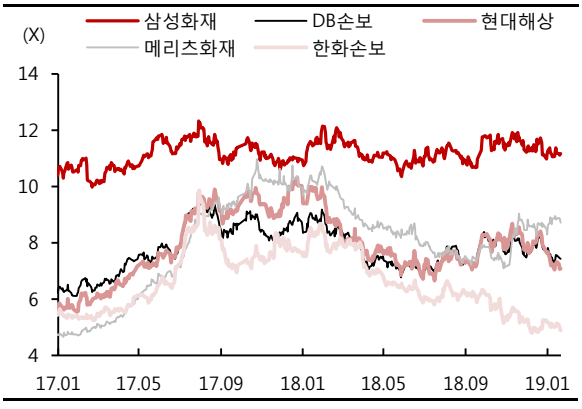
커버리지 손해보험사 12 개월 forward PBR 추이



커버리지 생명보험사 12 개월 forward PBR 추이

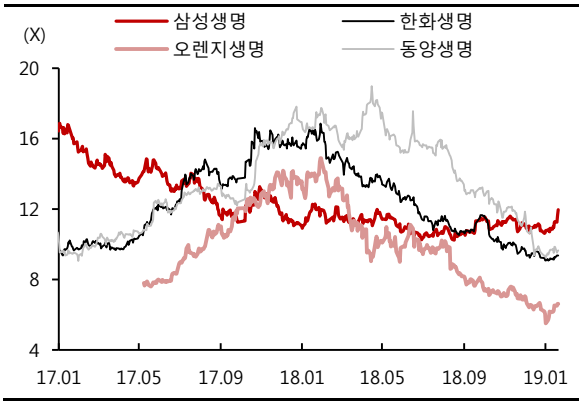


커버리지 손해보험사 12 개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

커버리지 생명보험사 12 개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

Company Analysis

Happiness Partner SK securities

SK COMPANY Analysis

SK securities

삼성화재 (000810/KS | 매수(유지) | T.P 330,000 원(하향))

4Q18 순이익 926 억원 (+141% YoY), 컨센서스 5% 상회 전망

삼성화재의 4Q18 순이익은 926 억원 (+141% YoY, -61% QoQ)으로 컨센서스 5% 상회할 전망. 일회성 비용이 1,130 억원 발생했던 전년동기대비 증가하나, 계절적 손해율 악화로 전분기대비 감소. '19 년 당기순이익은 9,938 억원으로 '18 년의 계열사 지분 관련 손익 제외 시 14% YoY 증가할 전망. 향후 3 개년 평균 ROE 기댓값이 하락함에 따라 목표주가를 이전 대비 3.8% 하향한 330,000 원으로 조정함

4Q18 순이익 926 억원 (+141% YoY), 컨센서스 5% 상회 전망

삼성화재의 4Q18 순이익은 926억원 (+141% YoY, -61% QoQ)으로 시장 컨센서스를 5% 상회할 전망이다. 일회성 비용이 1,130억원 (사내복지기금 출연 500억원, 기존 ERP 일시상각 200억원, 이연법인세 조정비용 430억원) 발생했던 전년동기대비 증가하겠으나, 계절적 손해율 악화로 전분기대비 감소할 전망이다. 자동차 손해율이 3.8%p YoY 악화되고 장기 손해율이 개선되지 못하면서 전체 경과손해율은 0.5%p YoY 상승할 것으로 추정했다. 삼성전자로부터의 중간배당 수익이 180억원 증가했으나 자산시장이 부진했기 때문에 4Q18 투자수익률은 전년동기와 같은 수준으로 가정하였다. 삼성화재의 2019년 당기순이익은 9,938억원으로 2018년의 계열사 지분 관련 손익 제외 시 14% YoY 증가할 전망이다.

목표주가 3.8% 하향 조정, 투자의견 매수 유지

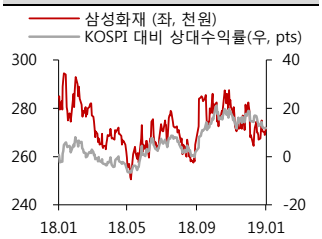
삼성화재의 향후 3 개년 평균 ROE 기댓값은 8.2%로, 삼성전자 지분 매각익이 포함되었던 이전의 9.1% 대비 하락하였다. 이를 주된 이유로 목표 PBR 을 1.04 배로 하향했으며, 12mf BPS 314,831 원에 적용해 목표주가를 330,000 원으로 이전 대비 3.8% 하향 조정하였다. 다만 45%대의 배당성향 가정 시 보통주 4.0%, 우선주 6.2%에 달하는 높은 기대 배당수익률과 이익 안정성을 고려하면 여전히 투자매력이 높은 것으로 판단한다.

Analyst
김도하
doha.kim@sk.com
02-3773-8876

Company Data	
자본금	26 십억원
발행주식수	5,057 만주
자사주	806 만주
액면가	500 원
시가총액	13,004 십억원
주요주주	
삼성생명보험(주)(외5)	18.50%
삼성화재 자사주	15.92%
외국인지분율	49.73%
배당수익률	3.75%

Stock Data	
주가(19/01/25)	274,500 원
KOSPI	2,177.7 pt
52주 Beta	0.31
52주 최고가	294,500 원
52주 최저가	250,500 원
60일 평균 거래대금	20 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.8%	-8.8%
6개월	1.3%	5.5%
12개월	-3.7%	11.3%

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
경과보험료	십억원	16,956	17,406	17,690	17,668	17,817	18,203
YoY	%	2.4	2.7	1.6	-0.1	0.8	2.2
보험손익	십억원	-606	-568	-511	-675	-594	-597
투자손익	십억원	1,677	1,688	2,001	2,125	2,083	2,187
합산비율	%	103.6	103.3	102.9	103.8	103.3	103.3
투자수익률	%	3.3	3.1	3.3	3.3	3.1	3.1
영업이익	십억원	1,071	1,120	1,491	1,450	1,489	1,590
YoY	%	-1.8	4.6	33.0	-2.7	2.7	6.8
세전이익	십억원	1,034	1,094	1,412	1,357	1,357	1,454
순이익	십억원	783	841	1,043	995	994	1,064
YoY	%	-1.7	7.4	24.0	-4.6	-0.1	7.1
EPS	원	18,835	20,702	25,511	24,272	24,236	25,940
BPS	원	232,111	255,966	280,460	286,431	299,160	313,539
PER	배	16.3	13.0	10.5	11.1	11.3	10.6
PBR	배	1.3	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
ROE	%	8.1	8.1	9.1	8.3	8.0	8.2
배당수익률	%	1.7	2.3	3.7	4.0	3.9	4.2

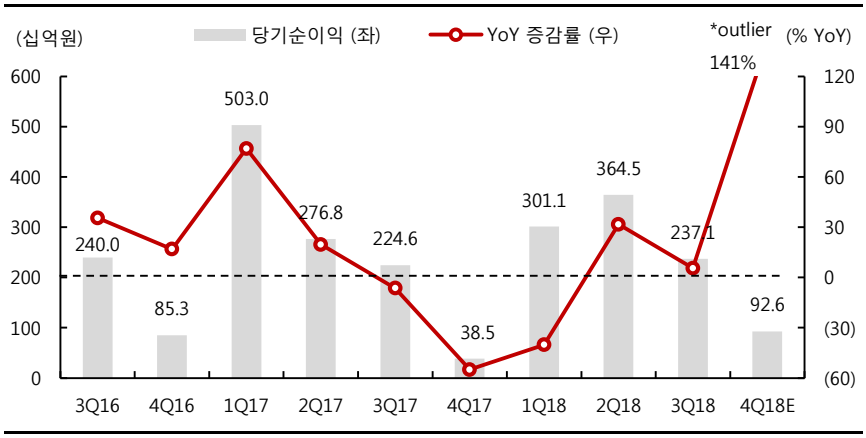
Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

삼성화재 4Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	4Q18E	3Q18	QoQ (%)	4Q17	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(303.3)	(155.6)	적확	(271.7)	적확	n/a	n/a
투자영업이익	463.7	501.0	(7.4)	444.8	4.3	n/a	n/a
영업이익	160.4	345.4	(53.6)	173.1	(7.4)	168.1	(4.6)
당기순이익	92.6	237.1	(61.0)	38.5	140.7	88.3	4.8
(단위: %)	**4Q18E**	**3Q18**	**QoQ (%)**	**4Q17**	**YoY (%p)**		
경과손해율	*86.2*	*83.9*	*2.3*	*85.8*	*0.5*		
일반	*72.0*	*76.0*	*(4.0)*	*77.8*	*(5.8)*		
자동차	*93.0*	*86.9*	*6.1*	*89.2*	*3.8*		
장기	*85.2*	*83.7*	*1.5*	*85.2*	*0.0*		
사업비율	*20.6*	*19.6*	*1.1*	*20.4*	*0.2*		
투자수익률	*2.8*	*3.1*	*(0.3)*	*2.8*	*0.0*		

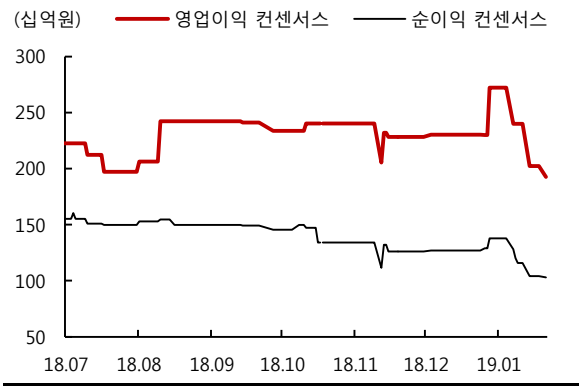
자료: FnGuide, SK 증권

삼성화재의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



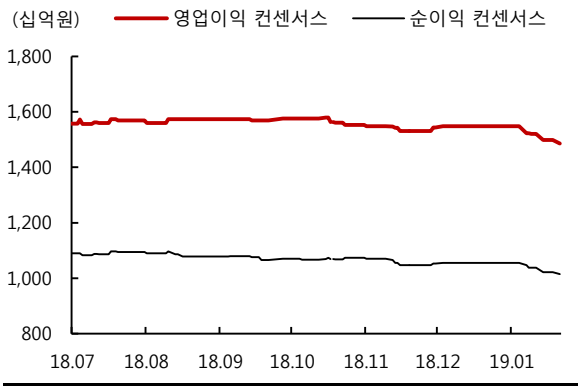
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 4Q18 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



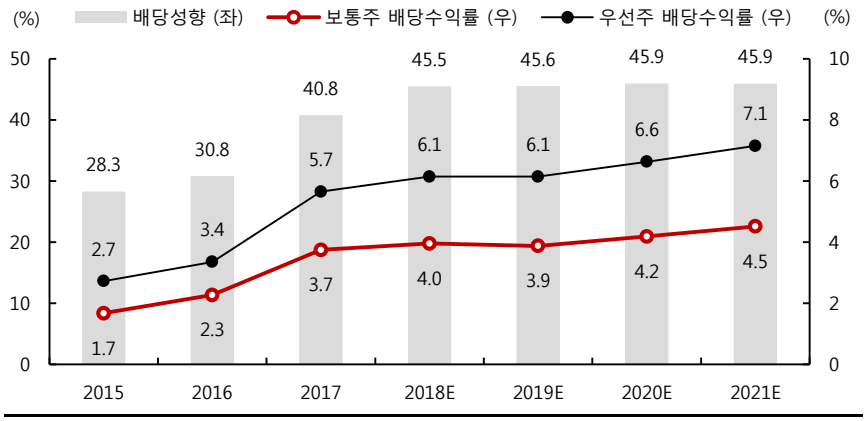
자료: FnGuide, SK 증권

삼성화재의 2019 년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

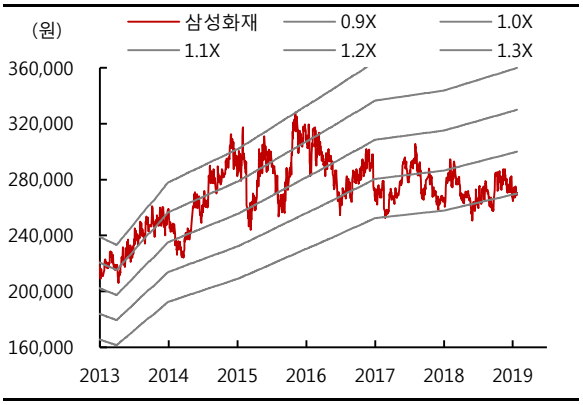
삼성화재의 배당지표 추이 및 전망



자료: WiseFn, SK 증권

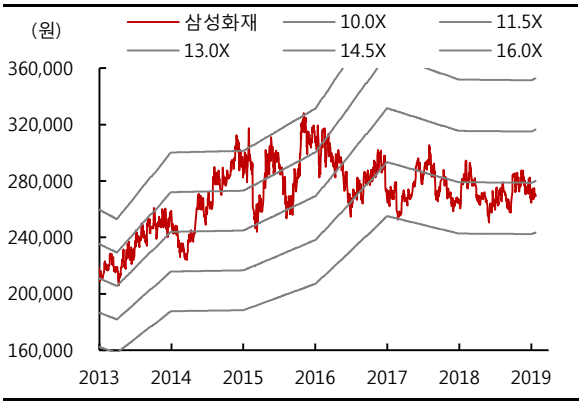
주: 2017 년 배당성향 40.8%는 배당결정 이후의 회계처리 변경에 의한 것으로, 배당결정 당시 성향 44.4%

삼성화재의 12 개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

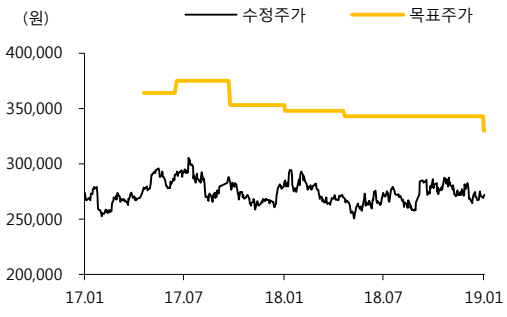
삼성화재의 12 개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

Analyst **김도하** doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.01.28	매수	330,000원	6개월		
2018.11.15	매수	343,000원	6개월	-21.05%	-16.18%
2018.10.19	매수	343,000원	6개월	-21.45%	-16.18%
2018.08.10	매수	343,000원	6개월	-22.02%	-16.76%
2018.07.12	매수	343,000원	6개월	-22.55%	-18.66%
2018.05.15	매수	343,000원	6개월	-23.26%	-19.68%
2018.02.22	매수	348,000원	6개월	-20.68%	-15.37%
2018.01.25	매수	348,000원	6개월	-18.51%	-15.37%
2017.12.01	매수	353,000원	6개월	-23.32%	-19.41%
2017.11.01	매수	353,000원	6개월	-22.97%	-19.83%
2017.10.17	매수	353,000원	6개월	-21.04%	-19.83%
2017.07.12	매수	375,000원	6개월	-24.22%	-18.53%
2017.05.29	매수	364,000원	6개월	-21.07%	-18.68%



Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 1 월 28 일 기준)

매수	92.37%	중립	7.63%	매도	0%

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	58,238	64,419	66,896	70,292	74,086
현금 및 예치금	1,049	1,342	911	870	838
유가증권	38,127	40,868	42,288	44,663	47,301
주식	4,342	5,946	5,814	6,104	6,392
채권	28,115	29,319	30,154	31,835	33,713
수익증권	2,098	2,317	2,383	2,504	2,604
외화유가증권	2,849	2,610	3,262	3,523	3,876
기타유가증권	723	675	675	696	717
대출채권	17,878	21,393	22,872	24,034	25,331
부동산	1,184	815	825	726	617
비운용자산	5,136	5,473	5,673	6,003	6,363
특별계정자산	4,524	5,629	7,655	8,115	8,602
자산총계	67,898	75,521	80,224	84,411	89,051
책임준비금	49,416	52,872	55,825	58,806	61,828
지급준비금	3,731	4,174	4,383	4,602	4,786
보험료적립금	41,941	44,982	47,611	50,267	52,980
미경과보험료적립금	3,240	3,161	3,218	3,265	3,330
기타부채	2,996	3,194	4,239	4,424	4,923
특별계정부채	4,605	7,532	7,984	8,463	8,971
부채총계	57,017	63,599	68,048	71,693	75,723
지배주주지분					
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	7,414	8,198	8,768	9,309	9,920
비상위험준비금	1,817	1,938	2,023	2,053	2,099
자본조정	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계	3,985	4,242	3,926	3,926	3,926
자본총계	10,881	11,922	12,176	12,717	13,328
부채와자본총계	67,898	75,521	80,224	84,411	89,051

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	18,183	18,230	18,182	18,479	18,905
일반	1,303	1,329	1,375	1,402	1,430
자동차	4,804	4,804	4,687	4,812	4,992
장기	12,077	12,097	12,119	12,265	12,483
보유보험료	17,657	17,655	17,643	17,950	18,364
경과보험료	17,406	17,690	17,668	17,817	18,203
일반	1,208	1,267	1,370	1,402	1,434
자동차	4,364	4,592	4,495	4,494	4,660
장기	11,834	11,820	11,803	11,921	12,109
경과손해액	14,626	14,670	14,743	14,860	15,177
일반	891	907	978	953	975
자동차	3,528	3,700	3,843	3,849	3,916
장기	10,207	10,054	9,923	10,058	10,286
순사업비	3,347	3,531	3,600	3,551	3,623
보험영업이익	-568	-511	-675	-594	-597
투자영업이익	1,688	2,001	2,125	2,083	2,187
영업이익	1,120	1,491	1,450	1,489	1,590
영업외이익	-27	-79	-93	-132	-136
세전이익	1,094	1,412	1,357	1,357	1,454
법인세비용	253	369	362	363	390
당기순이익	841	1,043	995	994	1,064

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	8.0	11.2	6.2	5.2	5.5
운용자산	9.0	10.6	3.8	5.1	5.4
부채	7.8	11.5	7.0	5.4	5.6
책임준비금	8.0	7.0	5.6	5.3	5.1
자본	9.1	9.6	2.1	4.4	4.8
경과보험료	2.7	1.6	-0.1	0.8	2.2
일반	4.5	4.9	8.2	2.3	2.3
자동차	15.3	5.2	-2.1	-0.0	3.7
장기	-1.5	-0.1	-0.1	1.0	1.6
순사업비	5.0	5.5	2.0	-1.4	2.0
투자영업이익	0.7	18.5	6.2	-2.0	5.0
영업이익	4.6	33.0	-2.7	2.7	6.8
순이익	7.4	24.0	-4.6	-0.1	7.1

성

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.0	82.9	83.4	83.4	83.4
일반	73.7	71.6	71.3	68.0	68.0
자동차	80.9	80.6	85.5	85.7	84.0
장기	86.3	85.1	84.1	84.4	84.9
사업비율	19.2	20.0	20.4	19.9	19.9
투자이익률	3.1	3.3	3.3	3.1	3.1
수익성 (%)					
ROE	8.1	9.1	8.3	8.0	8.2
ROA	1.3	1.5	1.3	1.2	1.2
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	20,702	25,511	24,272	24,236	25,940
보통주 BPS	255,966	280,460	286,431	299,160	313,539
보통주 DPS	6,100	10,000	10,650	10,650	11,500
기타 지표					
보통주 PER (X)	13.0	10.5	11.1	11.3	10.6
보통주 PBR (X)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
배당성향 (%)	30.8	40.8	45.5	45.6	43.0
보통주 배당수익률 (%)	2.3	3.7	4.0	3.9	4.2

자료: SK증권 추정

SK COMPANY Analysis

SK securities

DB 손해보험 (005830/KS | 매수(유지) | T.P 86,000 원(하향))

4Q18 순이익 572 억원 (-41% YoY), 컨센서스 11% 하회 전망

DB 손보의 4Q18 순이익은 572 억원 (-41% YoY, -62% QoQ)으로 컨센서스를 11% 하회할 전망. 실적 부진의 주 원인은 손해율 악화. '19 년 당기순이익은 5,726 억원으로, 창출된 신계약으로부터의 지속적인 수익 인식 및 사업비율 하락, 투자수익률 방어 등에 따라 13% YoY 증가할 전망. 기대 ROE 하락으로 목표주가를 1% 하향했으나, 요율 인상으로 하반기부터 손해율 개선이 기대되는 가운데 2 위권사 중 자본여력이 높은 DB 손해보험을 최선호주로 유지함

4Q18 순이익 572 억원 (-41% YoY), 컨센서스 11% 하회 전망

DB손해보험의 4Q18 순이익은 572억원 (-41% YoY, -62% QoQ)으로 시장 컨센서스를 11% 하회할 전망이다. 실적 부진의 주 원인은 손해율 악화인데, 자동차 손해율이 9.4%p YoY, 장기 손해율이 2.0%p YoY 상승할 것으로 추정했다. 이때 전체 경과손해율은 3.8%p YoY 상승할 전망이다. 전년동기 카드슈랑스 관련 손실금을 인식했던 기저효과로 사업비율은 1.5%p YoY 낮아진 20.0%로 예상된다. 4Q18 투자수익률은 보유이원 하락으로 전년동기대비 10bp 낮아진 3.2%로 가정하였다. DB손해보험의 2019년 당기순이익은 5,726억원으로, 창출된 신계약으로부터의 지속적인 보험료 수익 인식 및 사업비율 하락, 투자수익률 방어 등에 따라 13% YoY 증가할 전망이다.

목표주가 1.1% 하향 조정, 투자의견 매수 및 최선호주 유지

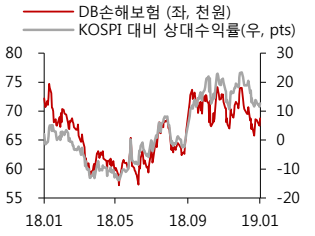
DB 손해보험의 향후 3 개년 평균 ROE 기댓값은 11.6%로, 손해율 가정 악화에 따라 이전의 13.1% 대비 하락하였다. 이를 주된 이유로 목표 PBR 을 0.98 배로 하향했으며, 12mf BPS 88,235 원에 적용해 목표주가를 86,000 원으로 이전 대비 1.1% 하향 조정하였다. 비록 4Q18 실적 부진 및 2019 년 추정치 하향이 있었으나, 보험료 인상 (상반기 자보요율 추가 인상 기대 포함)으로 하반기부터 손해율의 YoY 개선이 가능할 것으로 전망해 중기적으로 여전히 투자 매력도가 높다는 판단이다. 이때 양호한 개선폭이 기대되는 2 위권사 중에서도 한 차례의 후순위채 발행 (5,000 억원) 외의 외부자본조달 이력이 없어 추가적인 확충 여력이 높고 자본비용 부담이 낮은 DB 손해보험을 최선호주로 유지한다.

Analyst
김도하
doha.kim@sk.com
02-3773-8876

Company Data	
자본금	35 십억원
발행주식수	7,080 만주
자사주	750 만주
액면가	500 원
시가총액	4,793 십억원
주요주주	
김남호(외11)	23.22%
DB손해보험 자사주	10.59%
외국인지분율	47.40%
배당수익률	3.23%

Stock Data	
주가(19/01/25)	67,700 원
KOSPI	2,177.7 pt
52주 Beta	0.43
52주 최고가	74,700 원
52주 최저가	57,200 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.5%	-14.5%
6개월	7.6%	11.8%
12개월	-5.2%	9.8%

영업실적 및 투자지표

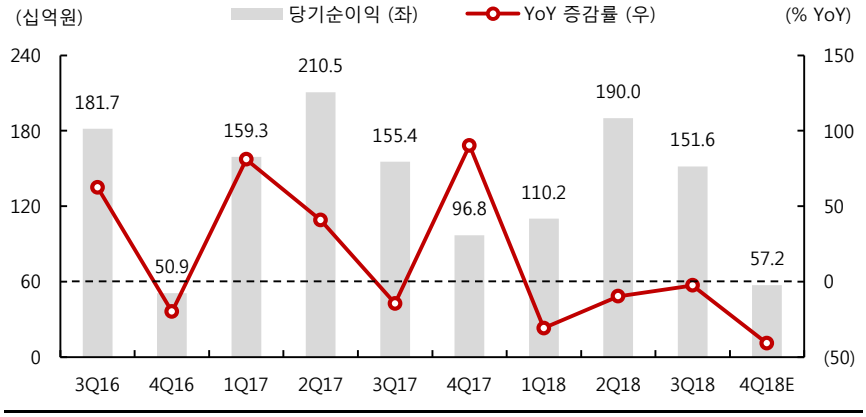
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
경과보험료	십억원	10,565	11,103	11,441	11,616	11,748	11,975
YoY	%	6.2	5.1	3.0	1.5	1.1	1.9
보험손익	십억원	-381	-310	-176	-344	-339	-335
투자손익	십억원	978	985	1,035	1,079	1,147	1,200
합산비율	%	103.6	102.8	101.5	103.0	102.9	102.8
투자수익률	%	4.1	3.6	3.5	3.4	3.4	3.3
영업이익	십억원	597	675	859	736	808	865
YoY	%	18.2	13.1	27.2	-14.3	9.8	7.1
세전이익	십억원	539	620	827	701	776	829
순이익	십억원	413	470	622	509	573	611
YoY	%	3.1	13.9	32.3	-18.2	12.5	6.7
EPS	원	6,519	7,428	9,827	8,040	9,046	9,656
BPS	원	58,179	62,623	69,757	72,791	79,987	87,543
PER	배	10.8	8.4	7.2	8.8	7.5	7.0
PBR	배	1.2	1.0	1.0	1.0	0.8	0.8
ROE	%	11.7	12.3	14.8	11.3	11.8	11.5
배당수익률	%	2.2	2.6	3.2	2.6	3.1	3.3

DB 손해보험 4Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	4Q18E	3Q18	QoQ (%)	4Q17	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(181.6)	(51.8)	적지	(114.2)	적지	n/a	n/a
투자영업이익	266.0	275.3	(3.4)	258.9	2.8	n/a	n/a
영업이익	84.4	223.4	(62.2)	144.7	(41.7)	93.4	(9.7)
당기순이익	57.2	151.6	(62.2)	96.8	(40.9)	64.5	(11.2)
(단위: %)	**4Q18E**	**3Q18**	**QoQ (%)**	**4Q17**	**YoY (%p)**		
경과손해율	*86.2*	*82.3*	*3.9*	*82.4*	*3.8*		
일반	*68.0*	*62.9*	*5.1*	*69.1*	*(1.1)*		
자동차	*94.5*	*86.5*	*8.0*	*85.1*	*9.4*		
장기	*84.4*	*82.2*	*2.1*	*82.4*	*2.0*		
사업비율	*20.0*	*19.5*	*0.6*	*21.5*	*(1.5)*		
투자수익률	*3.2*	*3.4*	*(0.2)*	*3.3*	*(0.1)*		

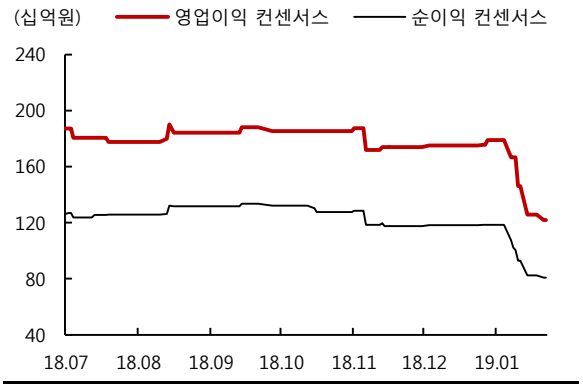
자료: FnGuide, SK 증권

DB 손해보험의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



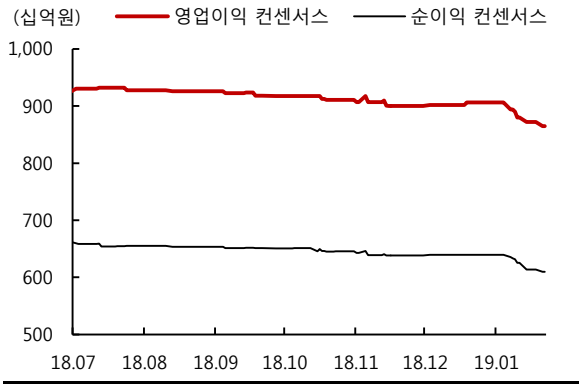
자료: DB 손해보험, SK 증권

DB 손해보험의 4Q18 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

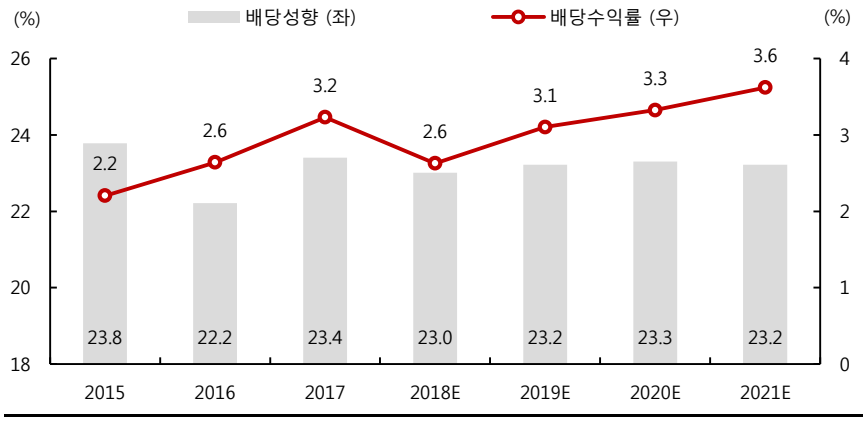
DB 손해보험의 2019 년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

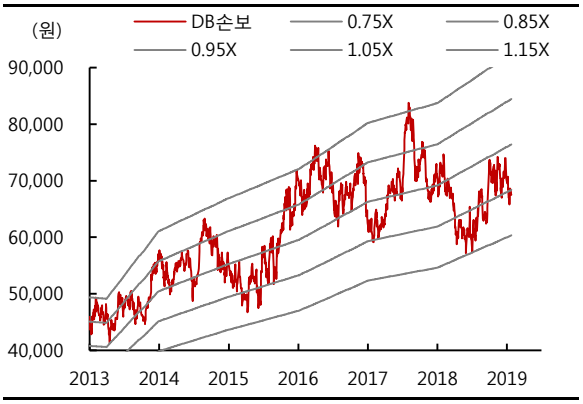
Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

DB 손해보험의 배당지표 추이 및 전망



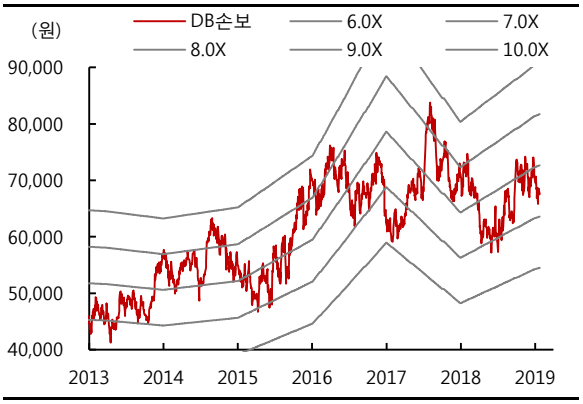
자료: WiseFn, SK 증권

DB 손해보험의 12 개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

DB 손해보험의 12 개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.01.28	매수	86,000원	6개월		
2018.11.06	매수	87,000원	6개월	-19.31%	-14.71%
2018.10.19	매수	87,000원	6개월	-18.83%	-16.32%
2018.08.13	매수	85,000원	6개월	-21.07%	-13.29%
2018.07.12	매수	82,500원	6개월	-23.18%	-17.45%
2018.05.14	매수	85,000원	6개월	-28.78%	-23.06%
2018.02.23	매수	96,000원	6개월	-29.24%	-20.00%
2018.01.25	매수	96,000원	6개월	-26.91%	-20.00%
2017.12.01	매수	96,000원	6개월	-26.95%	-20.00%
2017.11.01	매수	96,000원	6개월	-27.00%	-20.00%
2017.10.17	매수	96,000원	6개월	-22.56%	-20.00%
2017.07.12	매수	92,000원	6개월	-16.43%	-8.91%
2017.05.29	매수	88,000원	6개월	-20.38%	-12.27%

Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 1 월 28 일 기준)

매수	92.37%	중립	7.63%	매도	0%

Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	29,228	31,609	33,527	35,599	37,881
현금 및 예치금	629	414	377	143	226
유가증권	19,158	20,487	21,253	22,895	24,365
주식	1,127	1,244	1,299	1,364	1,433
채권	7,271	7,849	8,399	9,155	9,887
수익증권	5,142	5,338	5,017	5,318	5,425
외화유가증권	5,567	5,982	6,461	6,978	7,536
기타유가증권	51	73	77	81	85
대출채권	8,300	9,572	10,775	11,441	12,174
부동산	1,142	1,136	1,122	1,120	1,116
비운용자산	3,323	3,405	3,368	3,393	3,373
특별계정자산	1,657	2,390	2,533	2,685	2,846
자산총계	34,209	37,404	39,429	41,677	44,101
책임준비금	26,992	28,929	30,748	32,582	34,446
지급준비금	2,372	2,474	2,542	2,576	2,649
보험료적립금	22,503	24,236	25,949	27,682	29,457
미경과보험료적립금	2,027	2,122	2,155	2,222	2,240
기타부채	1,212	1,566	1,506	1,387	1,389
특별계정부채	2,041	2,493	2,568	2,645	2,724
부채총계	30,245	32,988	34,821	36,614	38,560
지배주주지분					
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	3,403	3,920	4,284	4,739	5,218
비상위험준비금	771	851	909	923	942
자본조정	-30	-30	-30	-30	-30
기타포괄손익누계	517	451	280	280	280
자본총계	3,964	4,415	4,608	5,063	5,541
부채와자본총계	34,209	37,404	39,429	41,677	44,101

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	12,092	12,368	12,438	12,635	12,903
일반	1,014	1,016	1,009	1,019	1,029
자동차	2,988	3,253	3,250	3,331	3,464
장기	8,091	8,100	8,179	8,286	8,410
보유보험료	11,312	11,565	11,665	11,850	12,101
경과보험료	11,103	11,441	11,616	11,748	11,975
일반	520	543	578	587	593
자동차	2,630	2,954	3,041	3,068	3,175
장기	7,953	7,943	7,998	8,094	8,207
경과손해액	9,391	9,421	9,680	9,808	9,987
일반	398	349	376	399	403
자동차	2,145	2,382	2,633	2,647	2,707
장기	6,848	6,691	6,671	6,761	6,876
순사업비	2,022	2,196	2,280	2,280	2,324
보험영업이익	-310	-176	-344	-339	-335
투자영업이익	985	1,035	1,079	1,147	1,200
영업이익	675	859	736	808	865
영업외이익	-55	-32	-35	-32	-36
세전이익	620	827	701	776	829
법인세비용	150	205	192	204	218
당기순이익	470	622	509	573	611

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	11.9	9.3	5.4	5.7	5.8
운용자산	12.5	8.1	6.1	6.2	6.4
부채	12.5	9.1	5.6	5.1	5.3
책임준비금	10.3	7.2	6.3	6.0	5.7
자본	7.6	11.4	4.3	9.9	9.4
경과보험료	5.1	3.0	1.5	1.1	1.9
일반	9.1	4.4	6.5	1.5	1.0
자동차	14.0	12.3	2.9	0.9	3.5
장기	2.2	-0.1	0.7	1.2	1.4
순사업비	8.4	8.6	3.9	-0.0	1.9
투자영업이익	0.7	5.1	4.2	6.3	4.7
영업이익	13.1	27.2	-14.3	9.8	7.1
순이익	13.9	32.3	-18.2	12.5	6.7

성

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.6	82.3	83.3	83.5	83.4
일반	76.5	64.3	65.0	68.0	68.0
자동차	81.6	80.6	86.6	86.3	85.2
장기	86.1	84.2	83.4	83.5	83.8
사업비율	18.2	19.2	19.6	19.4	19.4
투자이익률	3.6	3.5	3.4	3.4	3.3
수익성 (%)					
ROE	12.3	14.8	11.3	11.8	11.5
ROA	1.5	1.7	1.3	1.4	1.4
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	7,428	9,827	8,040	9,046	9,656
보통주 BPS	62,623	69,757	72,791	79,987	87,543
보통주 DPS	1,650	2,300	1,850	2,100	2,250
기타 지표					
보통주 PER (X)	8.4	7.2	8.8	7.5	7.0
보통주 PBR (X)	1.0	1.0	1.0	0.8	0.8
배당성향 (%)	22.2	23.4	23.0	23.2	23.3
보통주 배당수익률 (%)	2.6	3.2	2.6	3.1	3.3

자료 : SK증권 추정

SK COMPANY Analysis

SK securities

현대해상 (001450/KS | 매수(유지) | T.P 48,000 원(하향))

4Q18 순이익 280 억원 (-58% YoY), 컨센서스 21% 하회 전망

현대해상의 4Q18 순이익은 280 억원 (-58% YoY, -72% QoQ)으로 컨센서스를 21% 하회할 전망. 실적 부진의 주 원인은 손해율 악화. '19 년 당기순이익은 4,383 억원으로, 창출된 신계약으로부터의 지속적인 수익 인식 및 사업비율 하락, 투자수익률 방어 등에 따라 14% YoY 증가할 전망. 손해율 가정 악화 및 신종증권 이자부담 증가에 따른 기대 ROE 하락으로 목표주가를 6% 하향. Hybrid 이자비용을 이익에서 차감해 경쟁사 대비 ROE 하락폭이 크게 나타났으나 '19 년 증익률은 유사해 긍정적인 전망을 유지함

4Q18 순이익 280 억원 (-58% YoY), 컨센서스 21% 하회 전망

현대해상의 4Q18 순이익은 280억원 (-58% YoY, -72% QoQ)으로 시장 컨센서스를 21% 하회할 전망이다. 실적 부진의 주 원인은 손해율 악화로, 자동차 손해율이 10.7%p YoY, 장기 손해율이 0.5%p YoY 상승할 것으로 추정했다. 이때 전체 경과손해율은 2.9%p YoY 상승할 전망이다. 전년동기 카드슈랑스 관련 손실금을 인식했던 기저효과로 사업비율은 1.1%p YoY 낮아진 20.7%로 예상된다. 4Q18 투자수익률은 보유이원 하락으로 전년동기대비 5bp 낮아진 3.0%로 가정하였다. 현대해상의 2019년 당기순이익은 4,383억원으로, 창출된 신계약으로부터의 지속적인 보험료 수익 인식 및 사업비율 하락, 투자수익률 방어 등에 따라 14% YoY 증가할 전망이다.

목표주가 5.9% 하향 조정, 투자의견 매수 유지

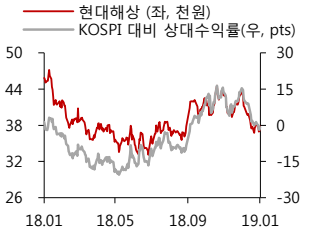
현대해상의 향후 3 개년 평균 ROE 기댓값은 10.6%로, 손해율 가정 악화 및 신종자본증권 이자비용 증가(2018 년 118 억원 → 이후 연간 236 억원)에 따라 이전의 12.5% 대비 하락했다. 이를 주된 이유로 목표 PBR 을 0.85 배로 하향했으며, 12mf BPS 56,241 원에 적용해 목표주가를 48,000 원으로 이전 대비 5.9% 하향 조정하였다. 당사는 자본차감 항목인 신종자본증권 이자비용을 순이익에도 반영해 ROE 를 산출하므로 현대해상의 ROE 하락폭이 경쟁사 대비 크게 나타났으나, 2019 년 당기순이익 증가율은 유사한 수준을 보일 전망이며 turn-around 관점을 유지한다.

Analyst
김도하
doha.kim@sk.com
02-3773-8876

Company Data	
자본금	45 십억원
발행주식수	8,940 만주
자사주	899 만주
액면가	500 원
시가총액	3,353 십억원
주요주주	
정몽윤(외4)	22.34%
현대해상 자사주	10.05%
외국인지분율	45.88%
배당수익률	3.19%

Stock Data	
주가(19/01/25)	37,500 원
KOSPI	2,177.7 pt
52주 Beta	0.54
52주 최고가	47,200 원
52주 최저가	33,100 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-14.1%	-20.1%
6개월	5.6%	9.8%
12개월	-17.9%	-2.8%

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
경과보험료	십억원	10,976	11,255	11,533	11,789	12,054	12,311
YoY	%	8.1	2.5	2.5	2.2	2.2	2.1
보험손익	십억원	-558	-418	-380	-538	-547	-547
투자손익	십억원	852	960	1,020	1,088	1,162	1,224
합산비율	%	105.1	103.7	103.3	104.6	104.5	104.4
투자수익률	%	3.6	3.5	3.3	3.3	3.3	3.2
영업이익	십억원	294	542	640	549	615	677
YoY	%	-8.6	84.0	18.2	-14.2	11.9	10.1
세전이익	십억원	284	513	625	529	591	645
순이익	십억원	203	400	473	385	438	477
YoY	%	-12.9	96.6	18.3	-18.5	13.7	8.9
EPS	원	2,550	5,013	5,929	4,833	5,497	5,986
BPS	원	30,534	34,591	38,912	47,488	51,509	55,849
PER	배	14.1	6.3	7.9	8.5	6.8	6.3
PBR	배	1.2	0.9	1.2	0.9	0.7	0.7
ROE	%	8.6	15.4	16.1	11.2	11.1	11.2
배당수익률	%	2.1	4.3	3.2	2.9	3.6	3.9

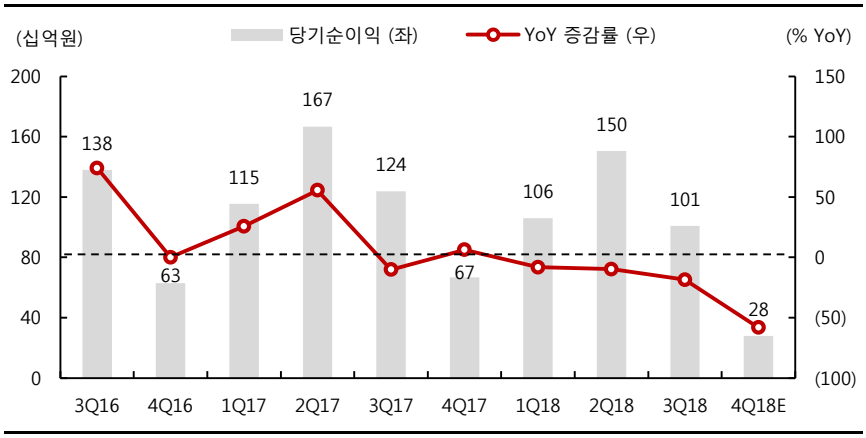
Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

현대해상 4Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	4Q18E	3Q18	QoQ (%)	4Q17	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(222.1)	(123.0)	적확	(162.7)	적확	n/a	n/a
투자영업이익	263.8	267.5	(1.4)	252.9	4.3	n/a	n/a
영업이익	41.8	144.5	(71.1)	90.2	(53.7)	52.4	(20.3)
당기순이익	28.0	100.9	(72.3)	66.8	(58.1)	35.4	(20.9)
(단위: %)	**4Q18E**	**3Q18**	**QoQ (%)**	**4Q17**	**YoY (%p)**		
경과손해율	*86.7*	*83.7*	*3.1*	*83.8*	*2.9*		
일반	*65.0*	*65.3*	*(0.3)*	*71.2*	*(6.2)*		
자동차	*95.0*	*86.6*	*8.4*	*84.3*	*10.7*		
장기	*84.9*	*83.5*	*1.3*	*84.4*	*0.5*		
사업비율	*20.7*	*20.5*	*0.3*	*21.8*	*(1.1)*		
투자수익률	*3.0*	*3.1*	*(0.1)*	*3.1*	*(0.1)*		

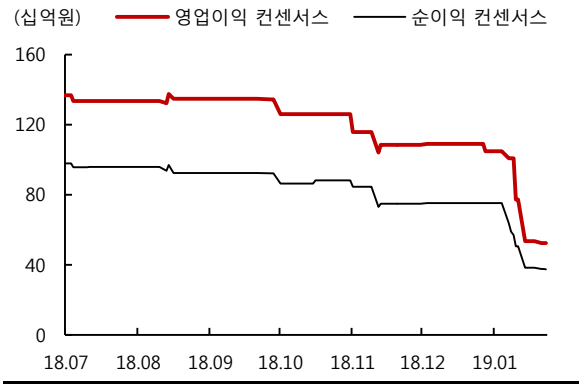
자료: FnGuide, SK 증권

현대해상의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



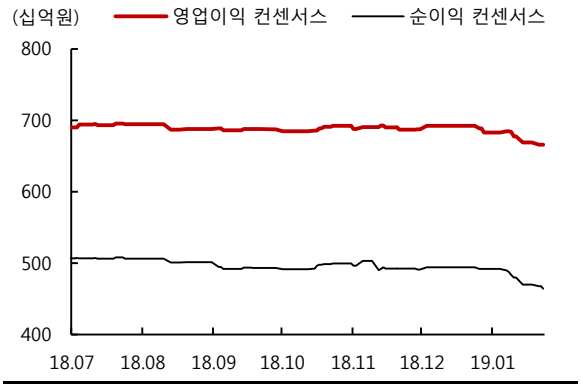
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 4Q18 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



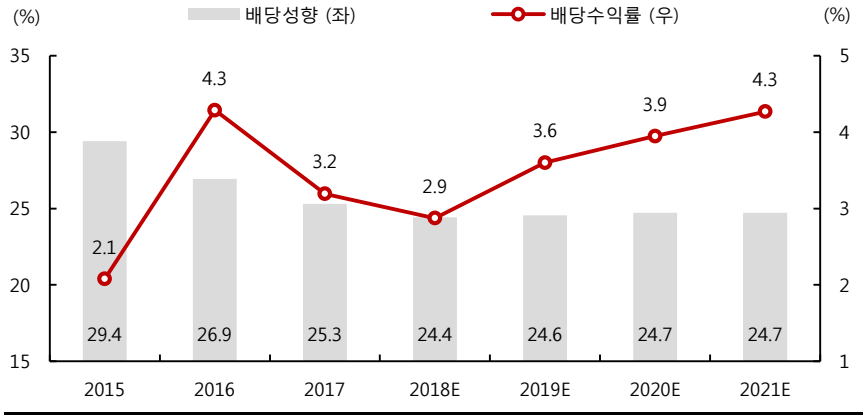
자료: FnGuide, SK 증권

현대해상의 2019 년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



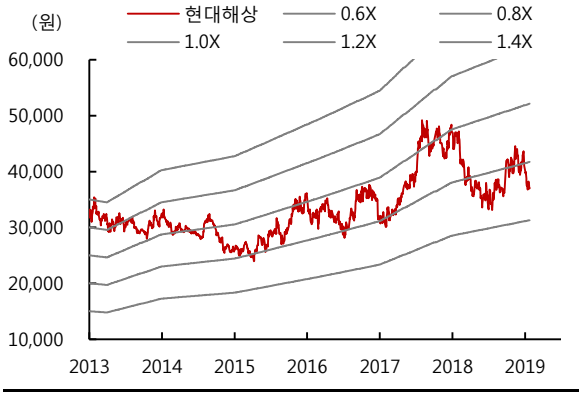
자료: FnGuide, SK 증권

현대해상의 배당지표 추이 및 전망



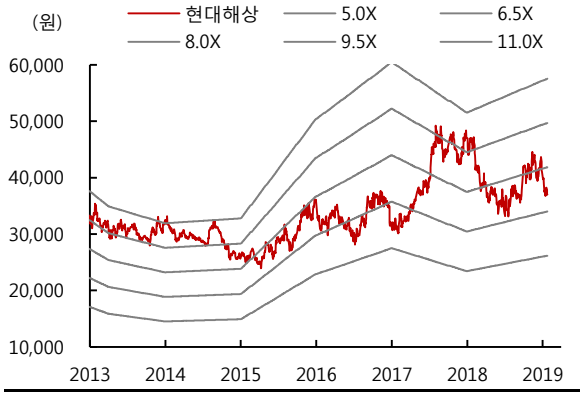
자료: WiseFn, SK 증권

현대해상의 12 개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

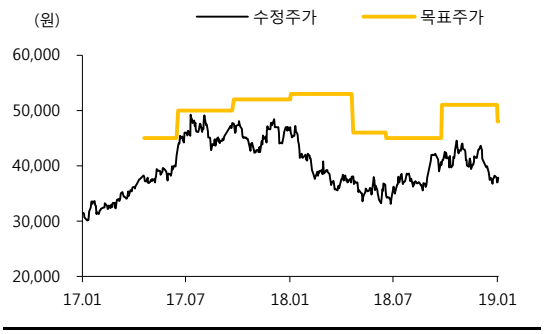
현대해상의 12 개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.01.28	매수	48,000원	6개월		
2018.11.12	매수	51,000원	6개월	-19.86%	-12.65%
2018.10.19	매수	51,000원	6개월	-19.01%	-15.98%
2018.07.12	매수	45,000원	6개월	-16.62%	-6.22%
2018.05.14	매수	46,000원	6개월	-22.57%	-17.17%
2018.02.26	매수	53,000원	6개월	-25.33%	-10.94%
2018.01.25	중립	53,000원	6개월	-17.69%	-10.94%
2017.12.01	매수	52,000원	6개월	-12.77%	-6.92%
2017.11.01	중립	52,000원	6개월	-13.90%	-7.50%
2017.10.17	중립	52,000원	6개월	-9.84%	-7.50%
2017.07.12	매수	50,000원	6개월	-8.23%	-1.60%
2017.05.29	매수	45,000원	6개월	-12.70%	-2.00%



Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 1 월 28 일 기준)

매수	92.37%	중립	7.63%	매도	0%

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	29,643	32,448	34,726	37,251	40,068
현금 및 예치금	1,157	854	1,048	1,096	1,119
유가증권	18,780	21,083	22,761	24,631	26,594
주식	1,003	1,351	1,392	1,441	1,492
채권	10,829	11,207	11,994	12,866	13,839
수익증권	2,244	3,227	3,550	3,905	4,296
외화유가증권	4,395	5,112	5,625	6,202	6,733
기타유가증권	308	185	200	216	234
대출채권	8,691	9,505	9,910	10,481	11,274
부동산	1,015	1,006	1,007	1,043	1,082
비운용자산	3,796	3,938	3,934	3,928	3,911
특별계정자산	3,213	3,736	4,109	4,438	4,793
자산총계	36,652	40,122	42,769	45,617	48,772
책임준비금	28,653	31,051	33,302	35,733	38,272
지급준비금	2,480	2,554	2,708	2,870	3,042
보험료적립금	23,934	26,132	28,228	30,421	32,722
미경과보험료적립금	2,179	2,304	2,303	2,375	2,438
기타부채	1,835	2,177	1,701	1,677	1,825
특별계정부채	3,406	3,791	3,981	4,100	4,223
부채총계	33,894	37,019	38,983	41,510	44,319
지배주주지분					
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	114	114	612	612	612
이익잉여금	2,398	2,763	3,021	3,341	3,687
비상위험준비금	731	806	862	881	900
자본조정	-37	-37	-37	-37	-37
기타포괄손익누계	238	218	146	146	146
자본총계	2,758	3,103	3,787	4,107	4,453
부채와자본총계	36,652	40,122	42,769	45,617	48,772

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	12,583	12,826	13,011	13,360	13,661
일반	1,079	1,081	1,094	1,115	1,138
자동차	3,145	3,329	3,373	3,466	3,570
장기	8,359	8,416	8,544	8,778	8,954
보유보험료	11,414	11,702	11,905	12,236	12,537
경과보험료	11,255	11,533	11,789	12,054	12,311
일반	455	451	460	467	477
자동차	2,739	2,991	3,123	3,164	3,251
장기	8,061	8,091	8,206	8,423	8,583
경과손해액	9,525	9,576	9,897	10,164	10,357
일반	297	297	281	318	325
자동차	2,242	2,379	2,668	2,708	2,745
장기	6,986	6,900	6,948	7,139	7,287
순사업비	2,148	2,337	2,430	2,437	2,501
보험영업이익	-418	-380	-538	-547	-547
투자영업이익	960	1,020	1,088	1,162	1,224
영업이익	542	640	549	615	677
영업외이익	-29	-15	-20	-24	-32
세전이익	513	625	529	591	645
법인세비용	113	152	144	153	167
당기순이익	400	473	385	438	477

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	13.5	9.5	6.6	6.7	6.9
운용자산	13.0	9.5	7.0	7.3	7.6
부채	13.5	9.2	5.3	6.5	6.8
책임준비금	11.6	8.4	7.2	7.3	7.1
자본	13.3	12.5	22.0	8.5	8.4
경과보험료	2.5	2.5	2.2	2.2	2.1
일반	-3.0	-0.9	2.0	1.5	2.2
자동차	12.7	9.2	4.4	1.3	2.8
장기	-0.2	0.4	1.4	2.6	1.9
순사업비	8.0	8.8	4.0	0.3	2.6
투자영업이익	12.7	6.3	6.7	6.8	5.3
영업이익	84.0	18.2	-14.2	11.9	10.1
순이익	96.6	18.3	-18.5	13.7	8.9

성

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.6	83.0	84.0	84.3	84.1
일반	65.2	65.9	61.0	68.0	68.0
자동차	81.8	79.5	85.4	85.6	84.4
장기	86.7	85.3	84.7	84.8	84.9
사업비율	19.1	20.3	20.6	20.2	20.3
투자이익률	3.5	3.3	3.3	3.3	3.2
수익성 (%)					
ROE	15.4	16.1	11.2	11.1	11.2
ROA	1.2	1.2	0.9	1.0	1.0
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	5,013	5,929	4,833	5,497	5,986
보통주 BPS	34,591	38,912	47,488	51,509	55,849
보통주 DPS	1,350	1,500	1,180	1,350	1,480
기타 지표					
보통주 PER (X)	6.3	7.9	8.5	6.8	6.3
보통주 PBR (X)	0.9	1.2	0.9	0.7	0.7
배당성향 (%)	26.9	25.3	24.4	24.6	24.7
보통주 배당수익률 (%)	4.3	3.2	2.9	3.6	3.9

자료: SK증권 추정

SK COMPANY Analysis

SK securities

메리츠화재 (000060/KS | 중립(유지) | T.P 20,000 원(하향))

4Q18 순이익 575 억원 (-1% YoY), 컨센서스 23% 상회 전망

메리츠화재의 4Q18 순이익은 575억원 (-1% YoY, -21% QoQ)으로 컨센서스를 23% 상회할 전망. 자동차 손해율은 악화되나 비중이 낮고, 장기 손해율은 가파른 보험료 증가로 개선되기 때문. '19년 이익은 2,820억원으로, 상위사보다 낮은 증익률(+7.4% YoY)을 전망. 장기 손해액의 8% YoY 증가를 가정했기 때문인데, 지속적인 신계약 성장으로 손해율 희석 시 이익은 예상보다 증가할 수 있으나 중장기 손해율은 더 악화될 것으로 판단. 공격 성장에 따른 마진 훼손 가능성, yield 하락, 타이트한 자본여력 등이 우려 요인임

4Q18 순이익 575 억원 (-1% YoY), 컨센서스 23% 상회 전망

메리츠화재의 4Q18 순이익은 575억원 (-1% YoY, -21% QoQ)으로 시장 컨센서스를 23% 상회할 전망이다. 상위 손보 3사 대비 낮은 감익률이다. 타사들처럼 자동차 손해율이 10.5%p YoY 상승하지만 자동차보험의 비중이 낮아 영향이 적고 (자보 비중: 상위 3사 평균 26%, 메리츠 12%), 장기 손해율은 가파른 신계약 성장에 따른 보험료 증가로 2.0%p YoY 개선되면서 전체 경과손해율이 0.6%p YoY 상승에 그칠 전망이다. 사업비율은 이미 가파른 상승을 보였던 4Q17 대비 0.1%p YoY 상승한 26.6%로 가정했다. 4Q18 투자수익률은 부진했던 시장상황 및 보유이원 하락으로 41bp 낮아진 4.0%로 추정한다. 메리츠화재의 2019년 당기순이익은 2,820억원으로, 상위 손보사 대비 낮은 증익률(+7.4% YoY)을 전망한다. 이는 장기보험 손해액이 8% YoY 증가할 것을 가정했기 때문으로, 지속적인 신계약 성장을 통한 보험료 증가로 손해율을 희석한다면 순이익은 예상보다 증가할 수 있으나 그 경우 중장기 손해율은 더 악화될 것이라는 판단이다.

목표주가 4.8% 하향 조정, 투자의견 중립 유지

메리츠화재의 향후 3 개년 평균 ROE 기댓값은 12.9%로, 손해율 가정 악화에 따라 이전의 14.6% 대비 하락하였다. 이를 주된 이유로 목표 PBR 을 0.95 배로 하향했으며, 12mf BPS 21,444 원에 적용해 목표주가를 20,000 원으로 이전 대비 4.8% 하향 조정하였다. 공격 성장에 뒤따르는 마진 훼손 가능성(1~3Q18 장기 손해액 +8.5% YoY)과 강점이던 투자수익률의 하락, 리스크 증가 속도를 감안 시 타이트한 자본여력 등이 우려 요인이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
경과보험료	십억원	5,325	5,666	5,997	6,692	7,063	7,347
YoY	%	8.0	6.4	5.8	11.6	5.5	4.0
보험손익	십억원	-335	-227	-214	-345	-356	-409
투자손익	십억원	592	596	714	722	764	832
합산비율	%	106.3	104.0	103.6	105.2	105.0	105.6
투자수익률	%	5.1	4.5	4.8	4.4	4.2	4.2
영업이익	십억원	257	369	500	377	407	422
YoY	%	40.2	43.9	35.5	-24.6	8.0	3.7
세전이익	십억원	225	338	473	360	375	390
순이익	십억원	171	258	355	262	282	293
YoY	%	52.0	50.5	37.7	-26.1	7.4	3.9
EPS	원	1,624	2,352	3,252	2,346	2,520	2,618
BPS	원	13,934	14,957	16,361	17,852	19,552	21,290
PER	배	9.9	6.5	7.2	9.3	8.8	8.5
PBR	배	1.2	1.0	1.4	1.2	1.1	1.0
ROE	%	11.9	16.6	20.7	13.9	13.5	12.8
배당수익률	%	3.5	5.4	4.9	3.8	3.9	4.1

Analyst
김도하
doha.kim@sk.com
02-3773-8876

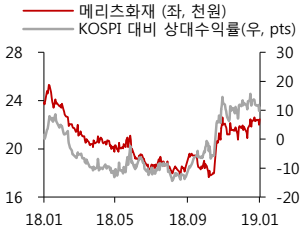
Company Data

자본금	57 십억원
발행주식수	11,368 만주
자사주	180 만주
액면가	500 원
시가총액	2,535 십억원
주요주주	
메리츠금융지주(외9)	53.67%
외국인지분율	15.48%
배당수익률	4.85%

Stock Data

주가(19/01/25)	22,300 원
KOSPI	2,177.7 pt
52주 Beta	0.42
52주 최고가	25,300 원
52주 최저가	17,650 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



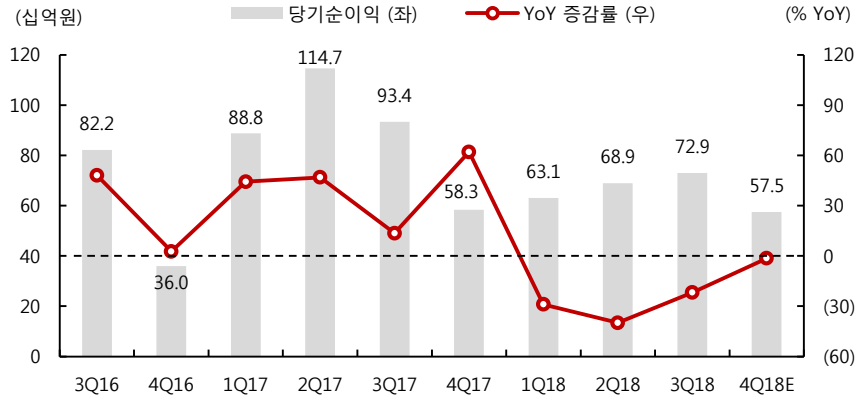
주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.8%	-3.2%
6개월	19.3%	23.4%
12개월	-5.9%	9.1%

메리츠화재 4Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	4Q18E	3Q18	QoQ (%)	4Q17	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(95.0)	(75.6)	적지	(91.9)	적지	n/a	n/a
투자영업이익	173.1	178.8	(3.2)	181.6	(4.7)	n/a	n/a
영업이익	78.1	103.2	(24.3)	89.7	(12.9)	74.4	5.0
당기순이익	57.5	72.9	(21.2)	58.3	(1.4)	46.8	22.9
(단위: %)	**4Q18E**	**3Q18**	**QoQ (%)**	**4Q17**	**YoY (%p)**		
경과손해율	*78.9*	*78.3*	*0.6*	*79.4*	*(0.5)*		
일반	*68.0*	*72.2*	*(4.2)*	*66.3*	*1.7*		
자동차	*92.0*	*84.3*	*7.7*	*81.5*	*10.5*		
장기	*77.7*	*77.8*	*(0.1)*	*79.7*	*(2.0)*		
사업비율	*26.6*	*26.2*	*0.5*	*26.5*	*0.1*		
투자수익률	*4.0*	*4.2*	*(0.2)*	*4.6*	*(0.7)*		

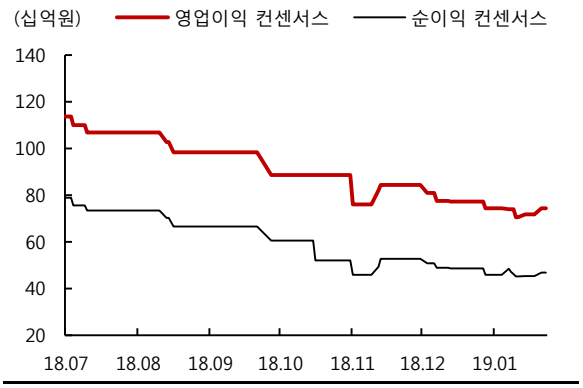
자료: FnGuide, SK 증권

메리츠화재의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



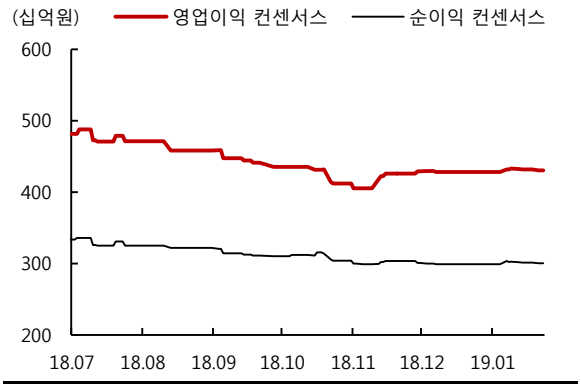
자료: 메리츠화재, SK 증권

메리츠화재의 4Q18 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

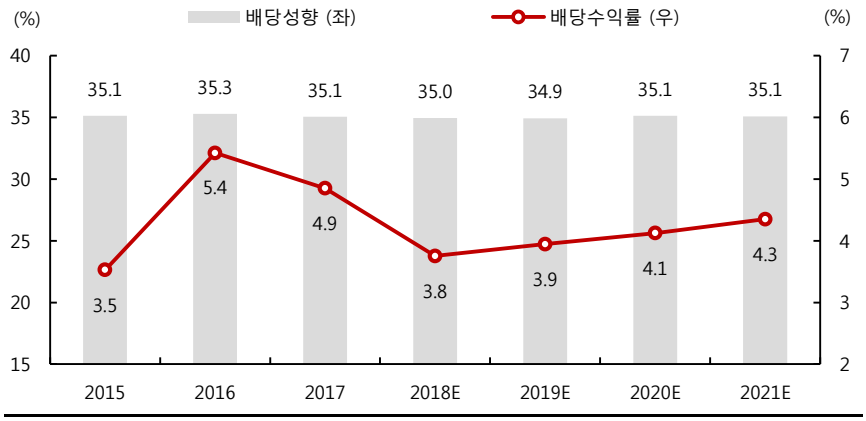
메리츠화재의 2019 년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

메리츠화재의 배당지표 추이 및 전망

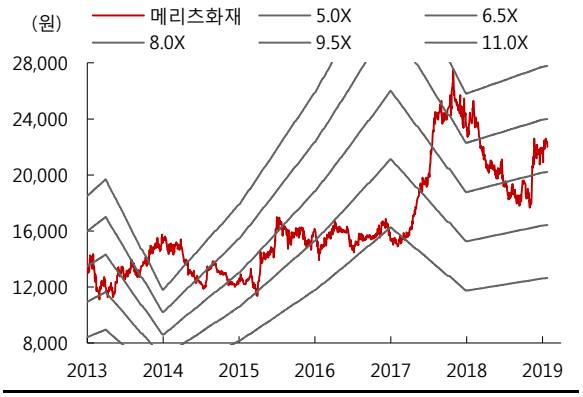


자료: WiseFn, SK 증권

메리츠화재의 12 개월 forward PBR 추이

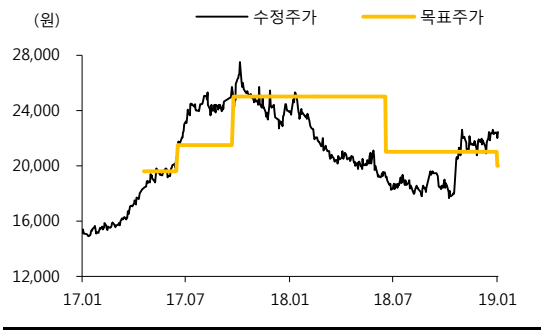
자료: SK 증권

메리츠화재의 12 개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.01.28	중립	20,000원	6개월		
2018.11.12	중립	21,000원	6개월	-5.95%	7.62%
2018.10.19	중립	21,000원	6개월	-11.65%	-6.67%
2018.07.12	중립	21,000원	6개월	-11.28%	-6.67%
2018.02.06	중립	25,000원	6개월	-9.82%	10.00%
2018.01.25	중립	25,000원	6개월	-1.55%	10.00%
2017.12.01	중립	25,000원	6개월	-1.57%	10.00%
2017.11.01	중립	25,000원	6개월	1.48%	10.00%
2017.10.17	중립	25,000원	6개월	3.60%	10.00%
2017.07.12	중립	21,500원	6개월	11.81%	19.53%
2017.05.29	중립	19,600원	6개월	0.46%	10.97%



Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 1 월 28 일 기준)

매수	92.37%	중립	7.63%	매도	0%

Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	14,510	15,967	17,649	19,395	21,269
현금 및 예치금	220	380	413	460	580
유가증권	8,905	10,009	11,148	12,322	13,523
주식	100	112	117	123	129
채권	4,353	5,582	6,252	6,933	7,672
수익증권	1,890	1,451	1,669	1,869	2,018
외화유가증권	2,449	2,792	2,876	3,164	3,469
기타유가증권	114	72	234	234	234
대출채권	4,584	4,785	5,319	5,845	6,410
부동산	800	793	770	768	757
비운용자산	1,934	2,125	2,189	2,255	2,323
특별계정자산	0	0	0	0	0
자산총계	16,444	18,092	19,838	21,650	23,592
책임준비금	13,831	15,447	17,031	18,741	20,501
지급준비금	960	1,079	1,176	1,282	1,398
보험료적립금	12,195	13,619	15,122	16,694	18,307
미경과보험료적립금	589	659	639	668	694
기타부채	974	859	810	722	709
특별계정부채	0	0	0	0	0
부채총계	14,805	16,306	17,841	19,463	21,210
지배주주지분					
자본금	55	55	57	57	57
자본잉여금	437	437	505	505	505
이익잉여금	847	1,109	1,244	1,434	1,628
비상위험준비금	209	232	251	262	273
자본조정	-13	-19	-35	-35	-35
기타포괄손익누계	314	204	226	226	226
자본총계	1,640	1,787	1,997	2,187	2,382
부채와자본총계	16,444	18,092	19,838	21,650	23,592

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	5,990	6,403	7,055	7,519	7,838
일반	440	498	496	511	526
자동차	751	807	793	814	839
장기	4,799	5,098	5,766	6,194	6,473
보유보험료	5,680	6,055	6,665	7,104	7,405
경과보험료	5,666	5,997	6,692	7,063	7,347
일반	223	252	295	267	275
자동차	708	733	757	754	776
장기	4,736	5,011	5,640	6,042	6,296
경과손해액	4,698	4,824	5,285	5,622	5,912
일반	153	158	199	181	187
자동차	595	573	626	621	628
장기	3,950	4,092	4,460	4,819	5,097
순사업비	1,195	1,387	1,752	1,797	1,844
보험영업이익	-227	-214	-345	-356	-409
투자영업이익	596	714	722	764	832
영업이익	369	500	377	407	422
영업외이익	-32	-27	-17	-32	-32
세전이익	338	473	360	375	390
법인세비용	80	118	98	93	97
당기순이익	258	355	262	282	293

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	12.6	10.0	9.7	9.1	9.0
운용자산	14.7	10.0	10.5	9.9	9.7
부채	12.7	10.1	9.4	9.1	9.0
책임준비금	13.1	11.7	10.3	10.0	9.4
자본	11.5	9.0	11.8	9.5	8.9
경과보험료	6.4	5.8	11.6	5.5	4.0
일반	20.6	13.3	17.1	-9.7	3.0
자동차	3.5	3.6	3.2	-0.4	3.0
장기	6.3	5.8	12.6	7.1	4.2
순사업비	2.8	16.1	26.3	2.6	2.6
투자영업이익	0.7	19.9	1.1	5.8	8.9
영업이익	43.9	35.5	-24.6	8.0	3.7
순이익	50.5	37.7	-26.1	7.4	3.9

성

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
경과손해율	82.9	80.4	79.0	79.6	80.5
일반	68.7	62.8	67.5	68.0	68.0
자동차	84.1	78.2	82.7	82.4	80.9
장기	83.4	81.7	79.1	79.8	81.0
사업비율	21.1	23.1	26.2	25.4	25.1
투자이익률	4.5	4.8	4.4	4.2	4.2
수익성 (%)					
ROE	16.6	20.7	13.9	13.5	12.8
ROA	1.7	2.1	1.4	1.4	1.3
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	2,352	3,252	2,346	2,520	2,618
보통주 BPS	14,957	16,361	17,852	19,552	21,290
보통주 DPS	830	1,140	820	880	920
기타 지표					
보통주 PER (X)	6.5	7.2	9.3	8.8	8.5
보통주 PBR (X)	1.0	1.4	1.2	1.1	1.0
배당성향 (%)	35.3	35.1	35.0	34.9	35.1
보통주 배당수익률 (%)	5.4	4.9	3.8	3.9	4.1

자료: SK증권 추정

SK COMPANY Analysis

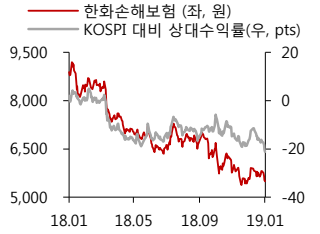
SK securities

Analyst
김도하
doha.kim@sk.com
02-3773-8876

Company Data	
자본금	584 십억원
발행주식수	11,674 만주
자사주	153 만주
액면가	5,000 원
시가총액	653 십억원
주요주주	
한화생명보험(외3)	51.49%
한화손해보험우리사주조합	5.66%
외국인지분률	10.35%
배당수익률	1.84%

Stock Data	
주가(19/01/25)	5,590 원
KOSPI	2,177.7 pt
52주 Beta	0.90
52주 최고가	9,200 원
52주 최저가	5,380 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.2%	-6.2%
6개월	-15.6%	-11.4%
12개월	-36.4%	-21.4%

한화손해보험 (000370/KS | 매수(유지) | T.P 7,800 원(하향))

4Q18 연결 당기순손실 339 억원 기록

한화손해보험은 이미 실적을 공시한 바 있음. 4Q18 연결 기준 당기순손실 339 억원으로 4 년 만에 분기 실적 적자를 기록했으며 별도 기준 컨센서스인 당기순손실 37 억원 대비 적자폭이 크게 확대됨. 실적 부진은 1) 100%에 육박하는 자동차 손해율과 2) 영업일수 증가를 감안해도 상승폭이 높았던 장기 위험손해율, 3) 투자수익률 부진 등에 의한 것으로 판단. 손해율 가정 악화 및 hybrid 이자부담 증가에 따른 기대 ROE 하락으로 목표주가를 18% 하향. 위험손해율 컨트롤이 수반되어야 유의미한 개선세를 보일 것으로 전망

4Q18 연결 당기순손실 339 억원 기록

한화손해보험은 손익구조 15% 이상 변경 공시를 통해 이미 실적을 게재하였다. 2018 년 연결 기준으로 영업이익 1,103 억원 (-44% YoY), 당기순이익 816 억원 (-45% YoY)이며. 4Q18 연결 기준으로는 영업손실 433 억원, 당기순손실 339 억원으로 4 년 만에 분기 실적 적자를 기록했다. 4Q18 별도 기준 시장 컨센서스가 당기순손실 37 억원임을 고려하면 적자폭이 크게 확대되었으며, 적자 규모가 3Q18 당기순이익과 같아 연간 실적과 상반기 실적이 동일해졌다. 예상보다 부진한 실적은 1) 100%에 육박하는 자동차 손해율과 2) 영업일수 증가를 감안해도 상승폭이 높았던 장기 위험손해율, 3) 투자수익률 부진 등에 의한 것으로 판단한다. 한화손해보험의 2019 년 당기순이익은 1,299 억원으로, 상대적으로 높은 운용자산 증가율 및 사업비율 개선에 따라 4Q 실적이 정상화 되면서 58% YoY 증가할 전망이다.

목표주가 17.9% 하향 조정, 투자의견 매수 유지

한화손보의 향후 3 개년 평균 ROE 기댓값은 8.1%로, 손해율 가정 악화 및 신종자본증권 이자비용 증가(2018 년 70 억원 → 이후 연간 123 억원) 등에 따라 이전의 12.6% 대비 크게 하락했다. 이를 주된 이유로 목표 PBR 을 0.55 배로 하향했으며, 12mf BPS 14,136 원에 적용해 목표주가를 7,800 원으로 이전 대비 17.9% 하향 조정하였다. 당사는 자본 차감 항목인 신종자본증권 이자비용을 순이익에도 반영해 ROE 를 산출하므로 한화손보의 ROE 하락폭이 상위사 대비 크게 나타났다. 실손 요율 인상에 따른 위험보험료 증가뿐 아니라 이에 대응되는 사고보험금의 컨트롤이 수반되어야 유의미한 개선세를 보일 수 있을 것으로 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
경과보험료	십억원	3,656	3,993	4,151	4,341	4,515	4,688
YoY	%	2.6	9.2	4.0	4.6	4.0	3.8
보험손익	십억원	-259	-283	-245	-368	-341	-359
투자손익	십억원	387	428	455	490	521	553
합산비율	%	107.1	107.1	105.9	108.5	107.6	107.6
투자수익률	%	4.3	4.1	3.9	3.7	3.5	3.5
영업이익	십억원	127	146	210	122	179	194
YoY	%	204.5	14.3	43.9	-41.6	46.6	8.3
세전이익	십억원	116	135	196	114	171	186
순이익	십억원	95	112	149	82	130	141
YoY	%	485.9	17.8	33.0	-45.0	58.1	8.7
EPS	원	1,050	1,237	1,308	704	1,112	1,209
BPS	원	9,488	9,749	10,147	12,161	13,088	14,067
PER	배	7.4	5.8	6.2	8.4	5.0	4.6
PBR	배	0.8	0.7	0.8	0.5	0.4	0.4
ROE	%	13.1	12.9	14.4	6.3	8.8	8.9
배당수익률	%	0.9	1.4	1.8	1.4	2.2	2.5

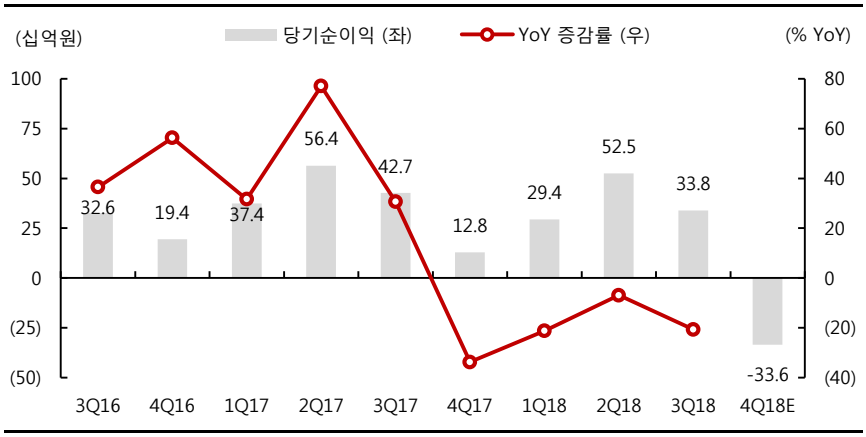
Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

한화손해보험 4Q18 실적 (잠정치) 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	4Q18E	3Q18	QoQ (%)	4Q17	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(144.4)	(73.8)	적지	(90.7)	적지	n/a	n/a
투자영업이익	103.8	121.1	(14.3)	111.7	(7.1)	n/a	n/a
영업이익	(40.6)	47.3	적전	21.0	적전	(4.8)	n/a
당기순이익	(33.6)	33.8	적전	12.8	적전	(3.7)	n/a
(단위: %)	**4Q18E**	**3Q18**	**QoQ (%)**	**4Q17**	**YoY (%p)**		
경과손해율	*86.2*	*83.1*	*3.2*	*82.6*	*3.7*		
일반	*72.0*	*80.4*	*(8.4)*	*66.8*	*5.2*		
자동차	*99.8*	*90.6*	*9.2*	*86.3*	*13.5*		
장기	*84.8*	*82.0*	*2.8*	*82.5*	*2.3*		
사업비율	*26.8*	*23.7*	*3.1*	*26.1*	*0.6*		
투자수익률	*2.9*	*3.6*	*(0.6)*	*3.6*	*(0.7)*		

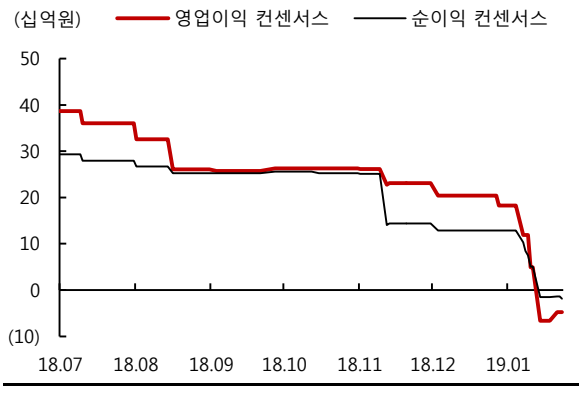
자료: FnGuide, SK 증권

한화손해보험의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



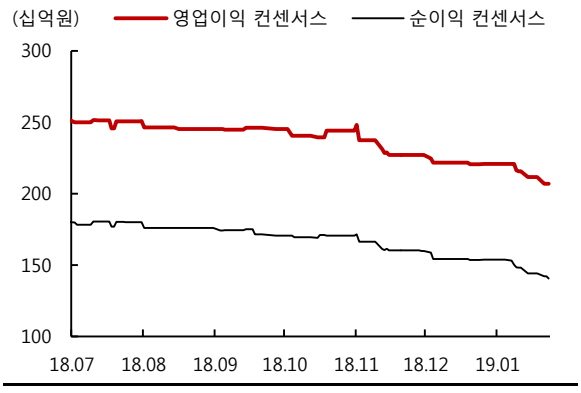
자료: 한화손해보험, SK 증권

한화손해보험의 4Q18 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



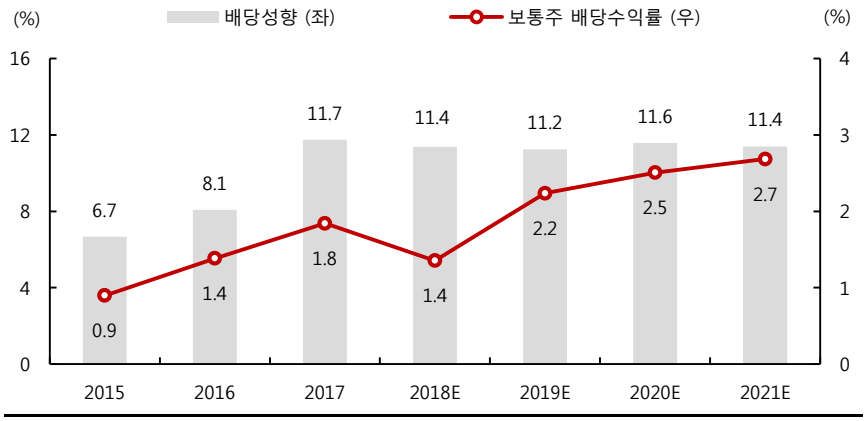
자료: FnGuide, SK 증권

한화손해보험의 2019 년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



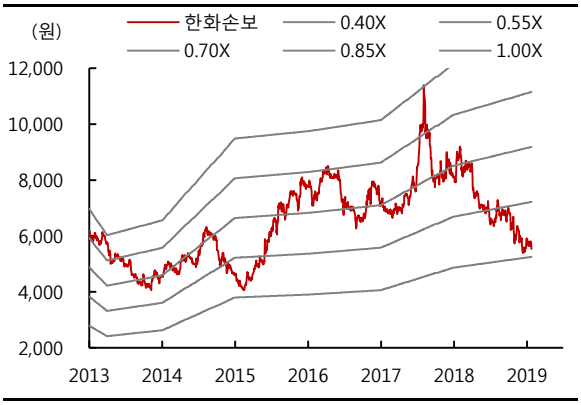
자료: FnGuide, SK 증권

한화손해보험의 배당지표 추이 및 전망



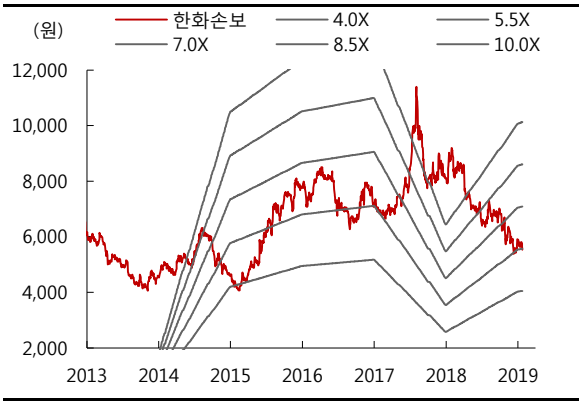
자료: WiseFn, SK 증권

한화손해보험의 12 개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

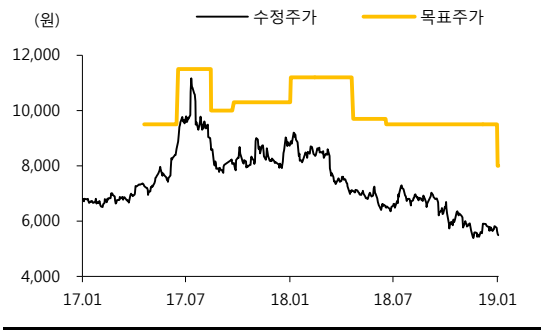
한화손해보험의 12 개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.01.28	매수	7,800원	6개월		
2018.11.12	매수	9,500원	6개월	-33.72%	-23.26%
2018.10.19	매수	9,500원	6개월	-30.38%	-23.26%
2018.08.01	매수	9,500원	6개월	-29.12%	-23.26%
2018.07.12	매수	9,500원	6개월	-31.31%	-29.16%
2018.05.14	매수	9,700원	6개월	-29.25%	-25.26%
2018.02.27	매수	11,200원	6개월	-27.40%	-17.86%
2018.01.25	매수	11,200원	6개월	-23.23%	-17.86%
2017.10.17	매수	10,300원	6개월	-18.96%	-12.43%
2017.09.11	매수	9,788원	6개월	-18.38%	-15.92%
2017.07.12	매수	11,256원	6개월	-14.42%	-0.87%
2017.05.29	매수	9,298원	6개월	-14.83%	-1.79%



Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 1 월 28 일 기준)

매수	92.37%	중립	7.63%	매도	0%

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	11,389	12,691	14,550	15,537	16,928
현금 및 예치금	382	469	561	451	448
유가증권	5,637	6,568	8,199	9,008	9,942
주식	213	262	314	336	359
채권	2,373	2,784	2,960	3,220	3,541
수익증권	1,663	2,216	2,953	3,278	3,639
외화유가증권	1,294	1,228	1,704	1,874	2,081
기타유가증권	95	81	278	300	324
대출채권	4,871	5,166	5,304	5,617	6,087
부동산	497	485	475	461	451
비운용자산	1,880	2,187	2,176	2,198	2,220
특별계정자산	7	6	6	6	6
자산총계	13,275	14,884	16,731	17,740	19,154
책임준비금	11,540	12,817	14,129	15,423	16,769
지급준비금	793	842	976	1,025	1,077
보험료적립금	10,085	11,244	12,404	13,618	14,878
미경과보험료적립금	645	709	722	748	775
기타부채	844	877	1,177	783	737
특별계정부채	7	6	6	6	6
부채총계	12,391	13,699	15,312	16,213	17,512
자본금	454	584	584	584	584
자본잉여금	0	98	287	287	287
이익잉여금	264	403	462	570	684
비상위험준비금	102	121	140	104	107
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계	167	100	87	87	87
자본총계	885	1,185	1,420	1,528	1,642
부채와자본총계	13,275	14,884	16,731	17,740	19,154

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	4,954	5,291	5,603	5,886	6,139
일반	381	434	448	466	485
자동차	841	874	865	891	926
장기	3,733	3,984	4,289	4,529	4,727
보유보험료	4,087	4,151	4,351	4,528	4,722
경과보험료	3,993	4,151	4,341	4,515	4,688
일반	142	176	194	210	218
자동차	576	599	577	576	596
장기	3,275	3,376	3,564	3,729	3,873
경과손해액	3,360	3,409	3,609	3,755	3,901
일반	95	117	145	145	151
자동차	488	487	512	511	521
장기	2,776	2,805	2,947	3,100	3,230
순사업비	912	985	1,099	1,101	1,146
보험영업이익	-283	-246	-368	-341	-359
투자영업이익	428	455	490	521	553
영업이익	146	210	122	179	194
영업외이익	-11	-14	-9	-8	-8
세전이익	135	196	114	171	186
법인세비용	23	47	32	41	45
당기순이익	112	149	82	130	141

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	12.5	12.1	12.4	6.0	8.0
운용자산	14.2	11.4	14.6	6.8	9.0
부채	13.2	10.6	11.8	5.9	8.0
책임준비금	13.3	11.1	10.2	9.2	8.7
자본	2.8	33.9	19.8	7.6	7.5
경과보험료	9.2	4.0	4.6	4.0	3.8
일반	21.5	24.3	10.5	8.0	4.0
자동차	18.1	3.9	-3.6	-0.2	3.5
장기	7.3	3.1	5.6	4.6	3.9
순사업비	10.7	8.1	11.6	0.1	4.1
투자영업이익	10.7	6.3	7.7	6.2	6.2
영업이익	14.3	44.0	-41.6	46.6	8.3
순이익	17.8	33.0	-45.0	58.1	8.7

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.3	82.2	83.1	83.2	83.2
일반	67.4	66.7	74.6	69.0	69.0
자동차	84.8	81.3	88.7	88.6	87.3
장기	84.8	83.1	82.7	83.1	83.4
사업비율	22.8	23.7	25.3	24.4	24.4
투자이익률	4.1	3.9	3.7	3.5	3.5
수익성 (%)					
ROE	12.9	14.4	6.3	8.8	8.9
ROA	0.9	1.1	0.5	0.8	0.8
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	1,237	1,308	704	1,112	1,209
보통주 BPS	9,749	10,147	12,161	13,088	14,067
보통주 DPS	100	150	80	125	140
기타 지표					
보통주 PER (X)	5.7	6.2	8.4	5.0	4.6
보통주 PBR (X)	0.7	0.8	0.5	0.4	0.4
배당성향 (%)	0.0	0.0	11.4	11.2	11.6
보통주 배당수익률 (%)	1.4	1.8	1.4	2.2	2.5

자료: SK증권 추정

SK COMPANY Analysis

SK securities

삼성생명 (032830/KS | 매수(유지) | T.P 110,000 원(하향))

4Q18 지배 순이익 2,651 억원 (흑전 YoY), 컨센서스 7% 상회 전망

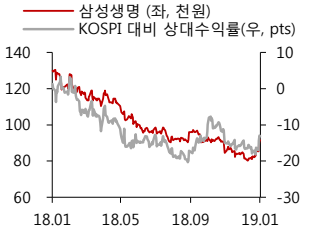
삼성생명의 4Q18 지배 순이익은 2,651 억원 (흑전 YoY, -5% QoQ)으로 컨센서스 7% 상회할 전망. 일회성 이익으로 빌딩 매각익 1,700 억원 및 삼성차 관련 출연 잔여금 수익 260 억원을 반영. '19 년 지배주주 순이익은 1 조 3,566 억원으로, '18 년의 전자 지분 매각 관련 손익 제외 시 6% 수준의 YoY 증가율을 보일 것으로 예상. 업황을 고려한 기대 ROE 하락 및 삼성전자 주가 하락으로 사업가치와 지분가치가 각각 21%, 14% 감소해 목표주가를 110,000 원으로 이전 대비 17% 하향 조정함. 기업가치 제고를 위해서는 위험손해율 하락 등 본질 영업에서의 개선이 필요할 것으로 판단

Analyst
김도하
doha.kim@sk.com
02-3773-8876

Company Data	
자본금	100 십억원
발행주식수	20,000 만주
자사주	2,043 만주
액면가	500 원
시가총액	18,500 억원
주요주주	
이건희(외7)	47.03%
삼성생명 자사주	10.21%
외국인지분율	16.41%
배당수익률	1.61%

Stock Data	
주가(19/01/25)	92,500 원
KOSPI	2,177.7 pt
52주 Beta	0.58
52주 최고가	130,500 원
52주 최저가	80,300 원
60일 평균 거래대금	20 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.1%	3.1%
6개월	-5.0%	-0.8%
12개월	-28.6%	-13.6%

4Q18 지배주주 순이익 2,651 억원 (흑전 YoY), 컨센서스 7% 상회 전망

삼성생명의 4Q18 연결 지배주주 순이익은 2,651 억원 (흑전 YoY, -5% QoQ)으로 시장 컨센서스를 7% 상회할 전망이다. 비경상적 요인으로 빌딩 매각익 1,700 억원 및 삼성차 관련 출연 잔여금 수익 260 억원을 반영했다. 일회성 비용이 1,000 억원 수준 (사내복지기금 출연 360 억원, 손상차손 300 억원, 이연법인세 조정비용 320 억원) 발생했던 전년동기대비 흑자 전환하겠으나, 연말 변액보증 준비금 적립 (400 억원 가정)에 따라 전분기대비 감소할 것이다. 4Q18 위험손해율은 80.6%로 영업일수 증가 및 수익성 악화로 8.9%p YoY 상승할 전망이다. 4Q18 투자수익률은 전술한 빌딩 매각익으로 3.4% (+68bp YoY)로 상승할 것으로 추정된다. 삼성생명의 2019 년 지배주주 순이익은 1 조 3,566 억원으로, 2018 년의 삼성전자 지분 매각 관련 손익 제외 시 6% 수준의 YoY 증가율을 보일 것으로 예상한다.

목표주가 16.7% 하향 조정, 투자의견 매수 유지

SK 증권은 삼성생명의 목표주가를 1) 사업가치 (자본 및 이익에서 삼성전자 지분 영향을 제거)와 2) 삼성전자 지분가치 (지분 평가익 중 예상 주주몫과 세후 기대 배당수익을 20% 할인)의 합으로 산정하고 있다. 업황을 고려한 기대 ROE 하락 (이전 5.9% → 현재 4.1%) 및 삼성전자 주가 하락으로 사업가치와 지분가치가 각각 21%, 14% 감소했으며, 이에 따라 목표주가를 110,000 원으로 이전 대비 16.7% 하향 조정한다. 기업가치 제고를 위해서는 위험손해율 하락 등 본질 영업에서의 개선이 필요할 것으로 판단한다.

영업실적 및 투자지표

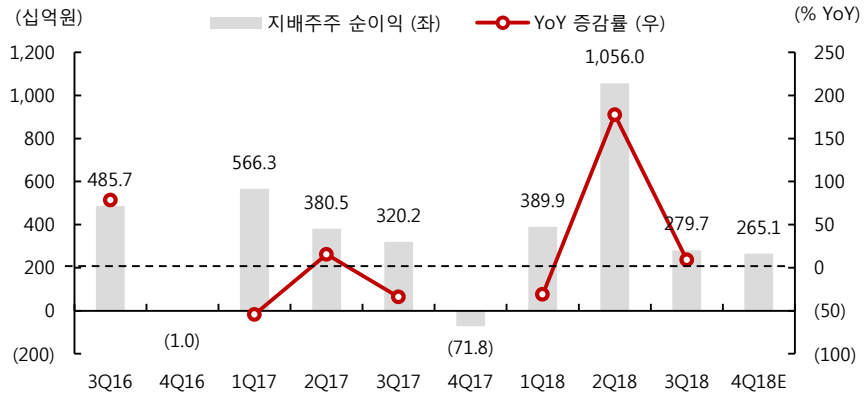
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	십억원	27,457	27,884	26,321	25,782	26,272	26,948
YoY	%	-2.8	1.6	-5.6	-2.0	1.9	2.6
보험손익	십억원	3,497	2,476	1,006	-1,052	-962	-1,051
투자손익	십억원	6,428	8,000	6,976	8,826	7,809	8,083
위험손해율	%	76.8	82.1	78.5	81.6	79.9	80.2
투자수익률	%	3.7	4.1	3.2	3.9	3.3	3.3
영업이익	십억원	61	1,235	373	1,397	525	637
YoY	%	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	십억원	1,372	2,607	1,715	2,814	1,938	2,083
순이익	십억원	1,210	2,150	1,293	2,073	1,415	1,520
YoY	%	-9.5	77.7	-39.9	60.4	-31.7	7.5
EPS	원	6,479	11,440	6,656	11,086	7,555	8,119
BPS	원	128,550	157,642	173,545	163,086	169,367	175,494
PER	배	17.0	9.8	18.7	7.4	12.2	11.4
PBR	배	0.9	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
ROE	%	5.3	7.9	4.0	6.6	4.5	4.7
배당수익률	%	1.6	1.1	1.6	3.2	2.5	2.7

삼성생명 4Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	4Q18E	3Q18	QoQ (%, %p)	4Q17	YoY (%, %p)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	(305.8)	(301.1)	적지	(180.8)	적지		
투자손익	1,980.3	1,837.4	7.8	1,564.3	26.6		
위험손해율 (%)	*80.6*	*81.7*	*(1.1)*	*71.7*	*8.9*		
투자수익률 (%)	*3.4*	*3.2*	*0.2*	*2.8*	*0.6*		
영업이익	29.4	15.2	94.2	(329.1)	흑전	55.1	(46.6)
지배주주 순이익	265.1	279.7	(5.2)	(71.8)	흑전	248.0	6.9

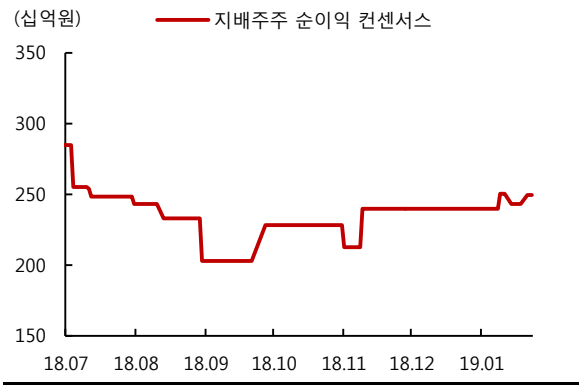
자료: FnGuide, SK 증권

삼성생명의 분기별 지배주주 순이익 추이 및 전망



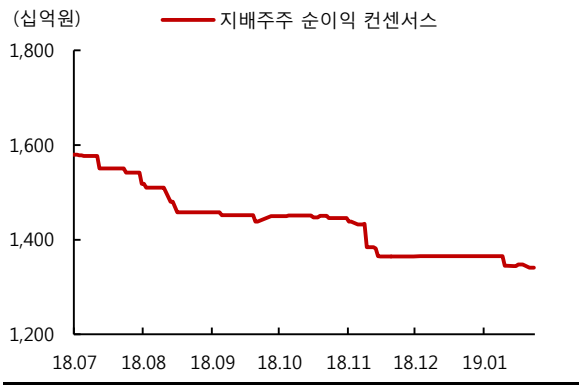
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 4Q18 지배주주 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

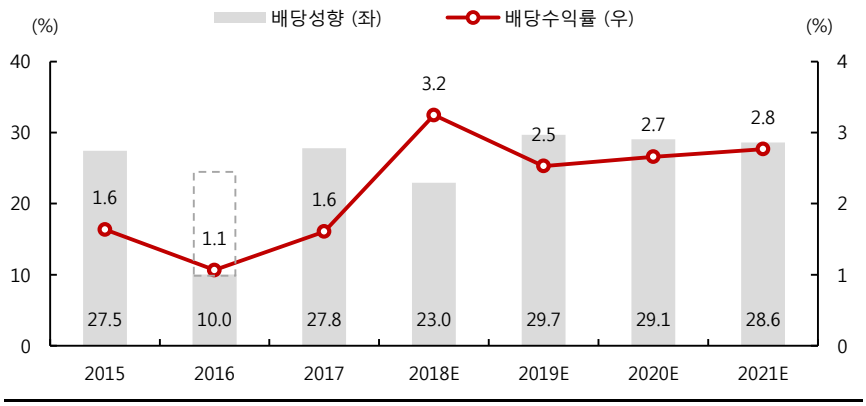
삼성생명의 2019 년 지배주주 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

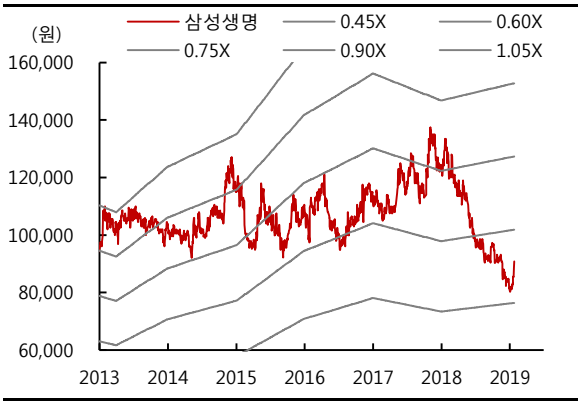
삼성생명의 배당지표 추이 및 전망



자료: WiseFn, SK 증권

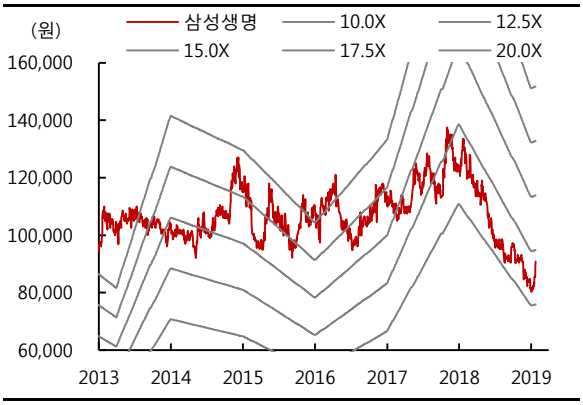
주: 점선은 염가매수차익 제외 시의 배당성향

삼성생명의 12 개월 forward PBR 추이



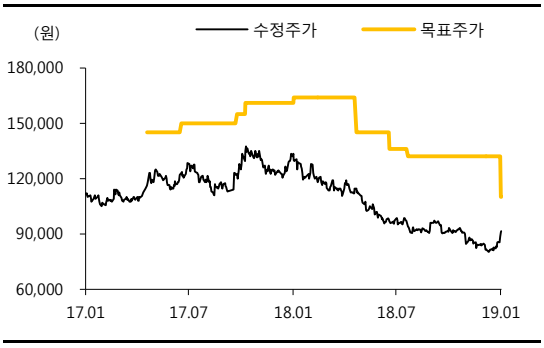
자료: SK 증권

삼성생명의 12 개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.01.28	매수	110,000원	6개월		
2018.10.19	매수	132,000원	6개월	-32.40%	-26.29%
2018.08.13	매수	132,000원	6개월	-29.80%	-26.29%
2018.07.12	매수	136,000원	6개월	-28.86%	-27.50%
2018.05.14	매수	145,000원	6개월	-28.76%	-21.03%
2018.02.23	매수	164,000원	6개월	-27.60%	-20.43%
2018.01.25	매수	164,000원	6개월	-23.84%	-20.43%
2017.11.10	매수	161,000원	6개월	-20.27%	-14.60%
2017.10.31	매수	161,000원	6개월	-16.50%	-14.60%
2017.10.17	매수	155,000원	6개월	-17.84%	-13.87%
2017.08.11	매수	150,000원	6개월	-20.24%	-14.33%
2017.07.12	매수	150,000원	6개월	-17.17%	-14.33%
2017.05.29	매수	145,000원	6개월	-18.01%	-14.83%



Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 1 월 28 일 기준)

매수	92.37%	중립	7.63%	매도	0%

Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	214,879	228,741	236,042	245,422	254,896
현금 및 예치금	5,823	4,940	4,021	4,383	4,515
유가증권	142,071	150,811	155,194	161,945	169,049
주식	24,124	32,481	30,017	30,867	31,742
채권	103,316	100,549	105,577	109,800	114,192
수익증권	3,035	3,394	3,530	3,636	3,745
외화유가증권	11,129	13,896	15,563	17,120	18,832
기타유가증권	467	493	507	523	538
대출채권	58,063	64,574	68,173	70,392	72,599
부동산	8,923	8,416	8,653	8,702	8,732
비운용자산	8,269	8,691	8,865	9,042	9,313
특별계정자산	41,505	45,321	46,681	47,614	48,567
자산총계	264,654	282,753	291,587	302,078	312,775
책임준비금	158,729	166,881	173,876	180,786	187,764
보험료적립금	152,281	160,006	166,417	172,832	179,405
계약자지분조정	8,076	9,600	9,696	9,889	10,186
기타부채	25,683	27,928	30,134	31,422	32,752
특별계정부채	43,857	47,180	48,595	49,567	50,558
부채총계	236,345	251,588	262,301	271,664	281,261
지배주주지분	26,644	29,401	27,598	28,726	29,826
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	63	63	92	92	92
이익잉여금	13,289	14,268	15,892	16,831	17,931
자본조정	-2,118	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117
기타포괄손익누계	15,310	17,087	13,631	13,820	13,820
자본총계	28,308	31,164	29,286	30,414	31,514
부채와자본총계	264,654	282,753	291,587	302,078	312,775

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	27,884	26,321	25,782	26,272	26,948
일반계정	16,669	16,515	15,986	16,386	16,816
특별계정	11,215	9,806	9,796	9,886	10,133
보험손익	2,476	1,006	-1,052	-962	-1,051
보험영업수익	17,046	16,948	16,444	16,869	17,316
보험료수익	16,768	16,646	16,119	16,528	16,958
재보험수익	278	302	325	341	358
보험영업비용	14,570	15,942	17,495	17,831	18,367
지급보험금	10,610	11,910	13,342	13,638	14,097
재보험비용	311	339	375	394	413
사업비	1,524	1,723	2,210	1,846	1,882
신계약비상각비	2,124	1,969	1,567	1,952	1,973
할인료	2	0	0	0	0
투자손익	8,000	6,976	8,826	7,809	8,083
책임준비금전입액	9,242	7,610	6,377	6,322	6,395
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	1,235	373	1,397	525	637
영업외이익	1,373	1,342	1,417	1,413	1,447
특별계정 수입수수료	1,443	1,571	1,653	1,697	1,731
특별계정 지급수수료	1	13	12	15	15
세전이익	2,607	1,715	2,814	1,938	2,083
법인세비용	458	423	742	523	563
당기순이익	2,150	1,293	2,073	1,415	1,520
지배주주 순이익	2,054	1,195	1,991	1,357	1,458

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	14.9	6.8	3.1	3.6	3.5
운용자산	17.4	6.5	3.2	4.0	3.9
특별계정자산	4.9	9.2	3.0	2.0	2.0
부채	14.4	6.5	4.3	3.6	3.5
책임준비금	6.5	5.1	4.2	4.0	3.9
자본	19.3	10.1	-6.0	3.9	3.6
수입보험료	1.6	-5.6	-2.0	1.9	2.6
일반계정	-3.6	-0.9	-3.2	2.5	2.6
특별계정	10.3	-12.6	-0.1	0.9	2.5
순사업비	-2.3	13.1	28.3	-16.5	2.0
투자영업이익	24.5	-12.8	26.5	-11.5	3.5
세전이익	90.1	-34.2	64.1	-31.1	7.5
순이익	77.8	-39.9	60.4	-31.7	7.5
지배주주 순이익	69.6	-41.8	66.6	-31.9	7.5

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	63.7	72.1	83.5	83.2	83.8
위험손해율	82.1	78.5	81.6	79.9	80.2
사업비율	12.0	12.4	13.2	13.3	13.3
투자이익률	4.1	3.2	3.9	3.3	3.3
수익성 (%)					
ROE	7.9	4.0	6.6	4.5	4.7
ROA	0.8	0.4	0.7	0.5	0.5
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	11,440	6,656	11,086	7,555	8,119
보통주 BPS	157,642	173,545	163,086	169,367	175,494
보통주 DPS	1,200	2,000	2,650	2,340	2,460
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	9.8	18.7	7.4	12.2	11.4
보통주 PBR (배)	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
배당성향	10.5	30.1	23.0	29.7	29.1
보통주 배당수익률	1.1	1.6	3.2	2.5	2.7

자료 : SK증권 추정

SK COMPANY Analysis

SK securities

한화생명 (088350/KS | 매수(유지) | T.P 5,300 원(하향))

4Q18 당기순이익 66 억원 (흑전 YoY), 컨센서스 49% 하회 전망

한화생명의 4Q18 당기순이익은 66 억원 (흑전 YoY, -95% QoQ)으로 컨센서스 49% 하회할 전망. 보유지분 손상차손이 발생했던 전년동기대비 흑자 전환하겠으나, 연말 변액보증 준비금 적립 및 투자수익 부진, 위험손해율 상승 등에 따라 전분기대비 감소. '19년 당기순이익은 4,131 억원으로 투자수익 부진에도 불구하고 사차이익 증가로 5.4 YoY 증가할 전망이다. 투자수익률 하락 및 hybrid 이자비용 증가 등으로 기대 ROE 가 하락함에 따라 목표주가를 14.5% 하향 조정함

4Q18 당기순이익 66 억원 (흑전 YoY), 컨센서스 49% 하회 전망

한화생명의 4Q18 당기순이익은 66 억원 (흑전 YoY, -95% QoQ)으로 시장 컨센서스를 49% 하회할 전망이다. 평기의 이익체력 대비 크게 낮아진 순이익이므로 컨센 대비 비율은 중요하지 않겠다. 보유지분 손상차손이 1,000 억원 발생했던 전년동기대비 흑자 전환하겠으나, 연말 변액보증 준비금 적립 (300 억원 가정) 및 투자수익 부진, 위험손해율 상승 등에 따라 전분기대비 감소할 것이다. 4Q18 위험손해율은 76.2%로 타사 대비 낮은 수준이나 영업일수 증가로 5.4%p YoY 상승할 전망이다. 4Q18 투자수익률은 부진했던 시장 상황 및 보유이원 하락을 감안해 3.6%로 가정했는데, 전분기대비 18bp 낮은 수준이나 손상차손이 반영된 전년동기대비로는 55bp 상승할 것으로 예상된다. 한화생명의 2019 년 당기순이익은 4,131 억원으로 투자수익 부진에도 불구하고 사차이익이 7.7% YoY 증가하면서 5.4% YoY 증가할 전망이다.

목표주가 14.5% 하향 조정, 투자의견 매수 유지

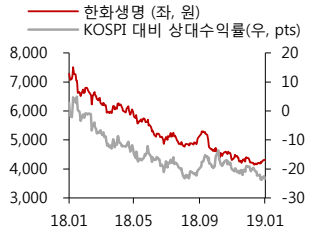
한화생명의 향후 3 개년 평균 ROE 기댓값은 3.6%로, 투자수익률 하락 및 신종자본증권 이자비용 증가(2018 년 582 억원 → 이후 연간 699 억원)에 따라 이전의 4.4% 대비 하락했다. 이를 주된 이유로 목표 PBR 을 0.37 배로 하향했으며, 12mf BPS 14,058 원에 적용해 목표주가를 5,300 원으로 이전 대비 14.5% 하향 조정하였다.

Analyst
김도하
doha.kim@sk.com
02-3773-8876

Company Data	
자본금	4,343 십억원
발행주식수	86,853 만주
자사주	11,714 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,743 십억원
주요주주	
(주)한화건설(외5)	44.99%
한화생명 자사주	13.48%
외국인지분율	17.87%
배당수익률	2.03%

Stock Data	
주가(19/01/25)	4,310 원
KOSPI	2,177.7 pt
52주 Beta	0.69
52주 최고가	7,510 원
52주 최저가	4,150 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.4%	-7.3%
6개월	-15.0%	-10.8%
12개월	-39.8%	-24.8%

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	십억원	14,960	15,180	13,814	13,678	13,910	14,267
YoY	%	9.5	1.5	-9.0	-1.0	1.7	2.6
보험손익	십억원	2,193	1,937	538	-523	-277	-293
투자손익	십억원	3,192	3,174	3,156	3,272	3,271	3,383
위험손해율	%	79.4	79.0	76.7	77.6	76.4	76.5
투자수익률	%	4.4	4.1	3.9	3.9	3.7	3.7
영업이익	십억원	-273	-487	-269	-571	-497	-476
YoY	%	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	십억원	574	409	691	539	556	610
순이익	십억원	500	315	525	392	413	452
YoY	%	21.0	-37.0	66.8	-25.4	5.4	9.5
EPS	원	666	419	676	444	457	509
BPS	원	9,812	10,850	11,937	13,272	13,624	14,023
PER	배	11.1	15.6	10.2	9.5	9.4	8.5
PBR	배	0.8	0.6	0.6	0.3	0.3	0.3
ROE	%	6.8	4.1	5.9	3.5	3.4	3.7
배당수익률	%	2.4	1.2	2.0	2.5	2.6	2.8

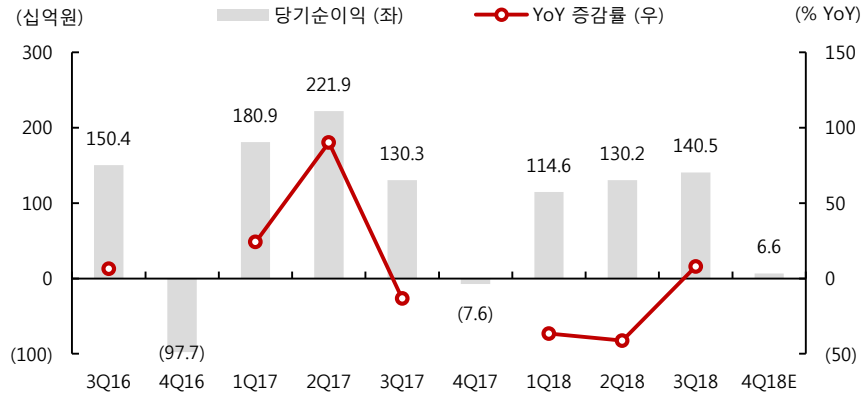
Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

한화생명 4Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	4Q18E	3Q18	QoQ (%, %p)	4Q17	YoY (%, %p)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	(104.4)	(45.7)	적지	(33.8)	적지		
투자손익	792.3	828.1	(4.3)	641.7	23.5		
위험손해율 (%)	*76.2*	*75.8*	*0.4*	*70.8*	*5.4*		
투자수익률 (%)	*3.6*	*3.8*	*(0.2)*	*3.0*	*0.6*		
영업이익	(244.2)	(74.9)	적지	(261.4)	적지	(281.7)	n/a
당기순이익	6.6	140.5	(95.3)	(7.6)	흑전	12.9	(49.0)

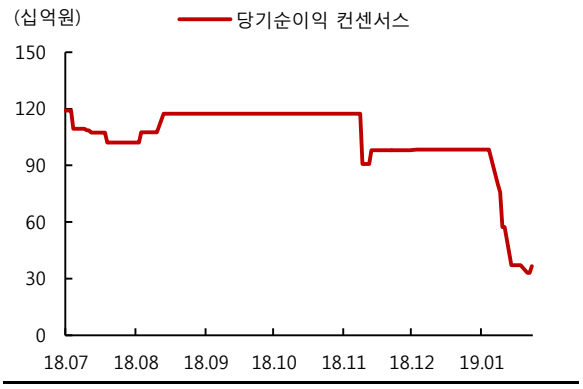
자료: FnGuide, SK 증권

한화생명의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



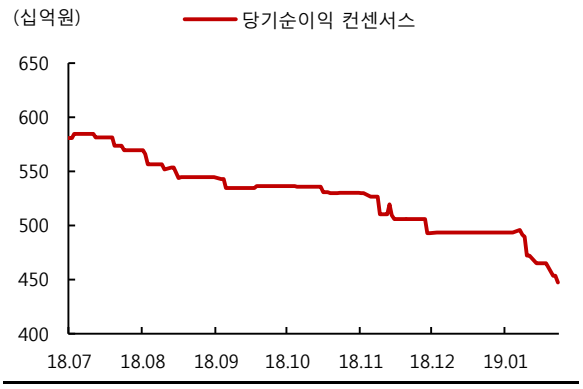
자료: 한화생명, SK 증권

한화생명의 4Q18 당기순이익 컨센서스 변화



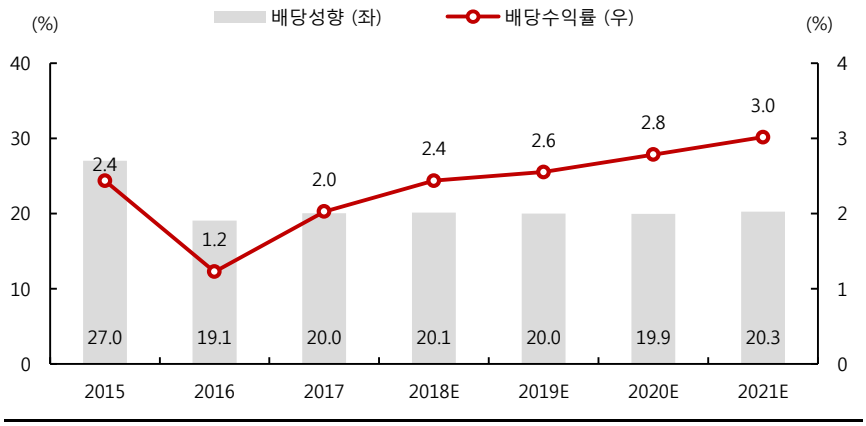
자료: FnGuide, SK 증권

한화생명의 2019 년 당기순이익 컨센서스 변화



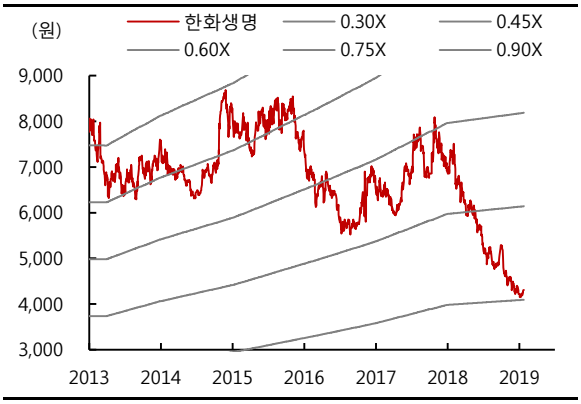
자료: FnGuide, SK 증권

한화생명의 배당지표 추이 및 전망



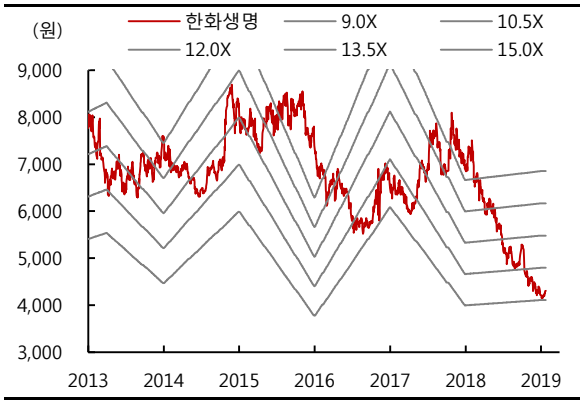
자료: WiseFn, SK 증권

한화생명의 12 개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

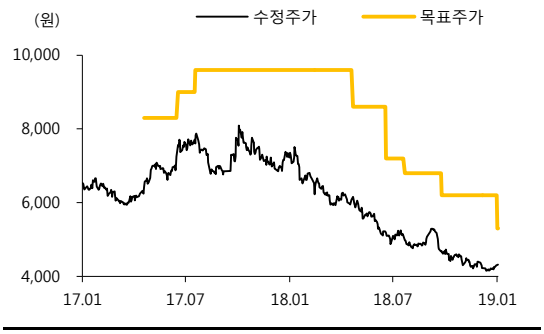
한화생명의 12 개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.01.28	매수	5,300원	6개월		
2018.10.19	매수	6,200원	6개월	-29.21%	-23.71%
2018.08.13	매수	6,800원	6개월	-27.68%	-22.21%
2018.07.12	매수	7,200원	6개월	-29.24%	-27.08%
2018.05.16	매수	8,600원	6개월	-35.26%	-29.65%
2018.02.26	매수	9,600원	6개월	-27.83%	-15.73%
2018.01.25	매수	9,600원	6개월	-24.89%	-15.73%
2017.11.13	매수	9,600원	6개월	-24.39%	-15.73%
2017.10.17	매수	9,600원	6개월	-24.02%	-15.73%
2017.08.10	매수	9,600원	6개월	-25.57%	-18.02%
2017.07.12	매수	9,000원	6개월	-15.78%	-14.22%
2017.05.29	매수	8,300원	6개월	-16.27%	-8.92%



Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 1 월 28 일 기준)

매수	92.37%	중립	7.63%	매도	0%

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	82,188	84,360	88,577	91,972	95,874
현금 및 예치금	754	417	1,140	1,349	1,295
유가증권	59,246	61,143	63,848	66,424	69,660
주식	1,492	1,598	1,637	1,699	1,763
채권	34,921	32,111	31,468	32,832	34,389
수익증권	5,525	6,162	7,887	8,045	8,528
외화유가증권	16,437	20,365	22,401	23,371	24,480
기타유가증권	871	909	454	477	501
대출채권	18,736	19,364	20,137	20,724	21,412
부동산	3,502	3,479	3,453	3,475	3,507
비운용자산	3,281	4,310	4,396	4,528	4,664
특별계정자산	19,863	21,643	21,860	22,297	22,966
자산총계	105,331	110,313	114,833	118,797	123,504
책임준비금	73,290	77,253	80,575	84,066	87,632
보험료적립금	69,949	73,774	76,861	80,157	83,553
계약자지분조정	813	697	572	600	618
기타부채	2,206	1,229	1,328	1,284	1,880
특별계정부채	20,869	22,165	22,386	22,610	22,836
부채총계	97,179	101,344	104,861	108,560	112,967
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	983	2,043	2,043	2,043
이익잉여금	2,680	3,152	3,393	3,657	3,957
자본조정	-924	-924	-924	-924	-924
기타포괄손익누계	1,569	1,415	1,118	1,118	1,118
자본총계	8,153	8,969	9,972	10,237	10,536
부채와자본총계	105,331	110,313	114,833	118,797	123,504

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	15,180	13,814	13,678	13,910	14,267
일반계정	10,474	9,587	9,255	9,369	9,596
특별계정	4,707	4,227	4,423	4,541	4,671
보험손익	1,937	538	-523	-277	-293
보험영업수익	10,622	9,749	9,418	9,535	9,765
보험료수익	10,474	9,587	9,255	9,369	9,596
재보험수익	148	162	163	166	170
보험영업비용	8,685	9,210	9,941	9,812	10,058
지급보험금	6,359	6,882	7,647	7,489	7,665
재보험비용	160	170	172	175	179
사업비	892	883	1,162	1,151	1,184
신계약비상각비	1,271	1,272	957	994	1,028
할인료	3	3	0	0	0
투자손익	3,174	3,156	3,272	3,271	3,383
책임준비금전입액	5,598	3,963	3,320	3,491	3,566
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	-487	-269	-571	-497	-476
영업외이익	896	961	1,110	1,053	1,086
특별계정 수입수수료	938	1,035	1,144	1,110	1,144
특별계정 지급수수료	21	21	20	22	23
세전이익	409	691	539	556	610
법인세비용	94	166	147	143	158
당기순이익	315	525	392	413	452

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	6.6	4.7	4.1	3.5	4.0
운용자산	7.5	2.6	5.0	3.8	4.2
특별계정자산	4.5	9.0	1.0	2.0	3.0
부채	7.6	4.3	3.5	3.5	4.1
책임준비금	8.3	5.4	4.3	4.3	4.2
자본	-4.9	10.0	11.2	2.7	2.9
수입보험료	1.5	-9.0	-1.0	1.7	2.6
일반계정	2.4	-8.5	-3.5	1.2	2.4
특별계정	-0.4	-10.2	4.6	2.7	2.9
순사업비	-2.6	-1.0	31.6	-1.0	2.9
투자영업이익	-0.6	-0.6	3.7	-0.1	3.4
세전이익	-28.8	69.1	-22.0	3.2	9.7
순이익	-37.0	66.8	-25.4	5.4	9.5

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	60.7	71.8	82.6	79.9	79.9
위험손해율	79.0	76.7	77.6	76.4	76.5
사업비율	13.2	14.1	13.6	13.4	13.5
투자이익률	4.1	3.9	3.9	3.7	3.7
수익성 (%)					
ROE	3.8	6.1	3.5	3.4	3.7
ROA	0.3	0.5	0.3	0.4	0.4
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	419	699	444	457	509
보통주 BPS	10,850	11,937	13,272	13,624	14,023
보통주 DPS	80	140	105	110	120
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	15.6	9.9	9.5	9.4	8.5
보통주 PBR (배)	0.6	0.6	0.3	0.3	0.3
배당성향	19.1	20.0	20.1	20.0	19.9
보통주 배당수익률	1.2	2.0	2.5	2.6	2.8

자료: SK증권 추정

SK COMPANY Analysis

SK securities

오렌지라이프 (079440/KS | 중립(유지) | T.P 33,000 원(하향))

4Q18 당기순이익 529 억원 (-21% YoY), 컨센서스 7% 하회 전망

오렌지라이프의 4Q18 당기순이익은 529 억원 (-21% YoY, -35% QoQ)으로 컨센서스를 7% 하회할 전망. 사명 변경 및 매각 관련 비용 500 억원이 반영돼 일시적인 부진을 나타낼 것으로 보임. '19 년 당기순이익은 3,636 억원으로 '18 년 리브랜딩 비용 등 일회성 요인 제거 시 4% YoY 증가 전망. 오렌지라이프의 배당성향이 '19 년부터 절반에 그칠 것으로 가정해, 배당평가모형에 기반한 목표주가를 33,000 원으로 이전 대비 5.7% 하향 조정함. 또한 현 주가 대비 상승여력이 제한적이므로 투자의견 중립을 유지함

4Q18 당기순이익 529 억원 (-21% YoY), 컨센서스 7% 하회 전망

오렌지라이프의 4Q18 당기순이익은 529 억원 (-21% YoY, -35% QoQ)으로 시장 컨센서스를 7% 하회할 전망이다. 사명 변경 및 매각 관련 비용 500 억원이 반영돼 일시적인 부진을 나타낼 것으로 보인다. 4Q18 위험손해율은 76.5%로 영업일수 증가에 따라 4.2%p YoY 상승하나 연간 74.9%로 타사 대비 양호한 수준을 기록할 전망이다. 채권과 대출채권이 운용자산의 93%를 차지하는 특성상 손상차손 우려도 제한적이므로 4Q18 투자수익률은 3.5% (+3bp YoY)로 가정하였다. 오렌지라이프의 2019 년 당기순이익은 3,636 억원으로 2018 년 리브랜딩 비용 등 일회성 요인을 제거 시 4% YoY 증가할 전망이다.

목표주가 5.7% 하향 조정, 투자의견 중립 유지

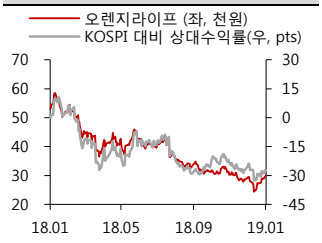
SK 증권은 오렌지라이프의 목표주가를 배당평가모형에 기반해 산출하고 있다. 대주주 변경에 따라 동사의 가장 큰 투자포인트이자 주가 변수인 배당지표가 큰 변동성을 보일 것으로 예상되기 때문이다. 탁월한 자본여력 및 최대주주가 PEF 인 특성으로 60% 대를 기록해왔던 오렌지라이프의 배당성향이 2019 년부터 상장 생명보험사 상단인 30%에 그칠 것으로 가정했다. 이에 따른 동사의 배당수익 현가는 33,000 원으로 산출되므로 목표주가를 이전 대비 5.7% 하향 조정한다. 또한 현 주가 대비 상승여력이 제한적이므로 투자의견 중립을 유지한다.

Analyst
김도하
doha.kim@sk.com
02-3773-8876

Company Data	
자본금	82 십억원
발행주식수	8,200 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	2,456 십억원
주요주주	
(주)신한금융지주회사	59.14%
외국인지분율	36.64%
배당수익률	4.49%

Stock Data	
주가(19/01/25)	29,950 원
KOSPI	2,177.7 pt
52주 Beta	0.71
52주 최고가	58,500 원
52주 최저가	24,450 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.6%	-3.4%
6개월	-27.0%	-22.8%
12개월	-43.8%	-28.8%

영업실적 및 투자지표

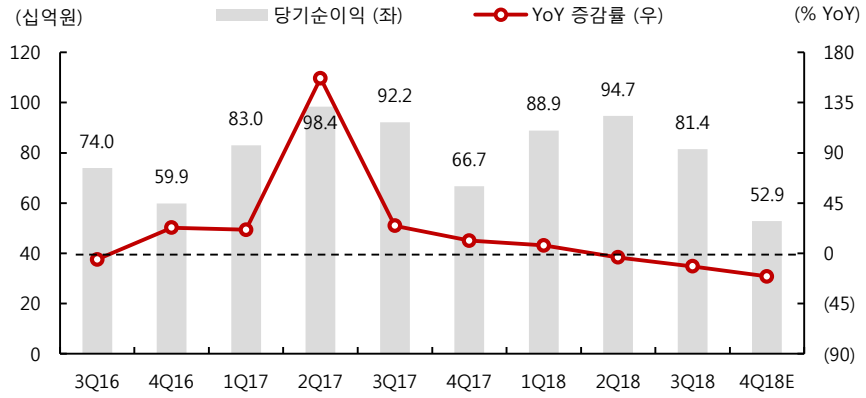
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	십억원	4,500	4,058	4,113	4,784	4,390	4,540
YoY	%	18.2	-9.8	1.4	16.3	-8.2	3.4
보험손익	십억원	1,615	795	744	1,085	820	845
투자손익	십억원	827	852	863	923	966	1,003
위험손해율	%	78.8	84.9	76.2	74.9	75.1	75.3
투자수익률	%	4.1	3.7	3.6	3.7	3.6	3.6
영업이익	십억원	314	228	321	276	339	364
YoY	%	61.1	-27.2	40.7	-14.1	22.7	7.4
세전이익	십억원	396	315	452	430	488	513
순이익	십억원	305	241	340	318	364	382
YoY	%	36.4	-21.0	41.3	-6.5	14.3	5.0
EPS	원	3,717	2,936	4,149	3,878	4,434	4,655
BPS	원	51,961	50,578	44,738	45,121	47,855	51,180
PER	배	0.0	0.0	12.9	7.2	6.8	6.4
PBR	배	0.0	0.0	1.2	0.6	0.6	0.6
ROE	%	8.6	5.7	8.7	8.6	9.5	9.4
배당수익률	%	0.0	0.0	4.5	9.6	4.4	4.7

오렌지라이프 4Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	4Q18E	3Q18	QoQ (%, %p)	4Q17	YoY (%, %p)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	396.7	465.5	(14.8)	142.9	177.6		
투자손익	227.9	224.6	1.4	212.6	7.2		
위험손해율 (%)	*76.5*	*73.1*	*3.4*	*72.3*	*4.2*		
투자수익률 (%)	*3.5*	*3.6*	*(0.0)*	*3.5*	*0.0*		
영업이익	33.7	69.8	(51.7)	60.6	(44.4)	24.7	n/a
당기순이익	52.9	81.4	(35.1)	66.7	(20.7)	56.7	(6.6)

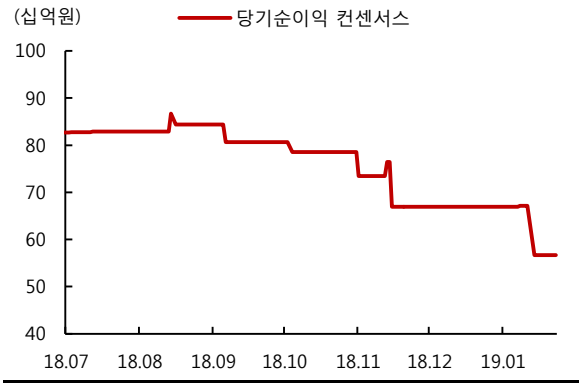
자료: FnGuide, SK 증권

오렌지라이프의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



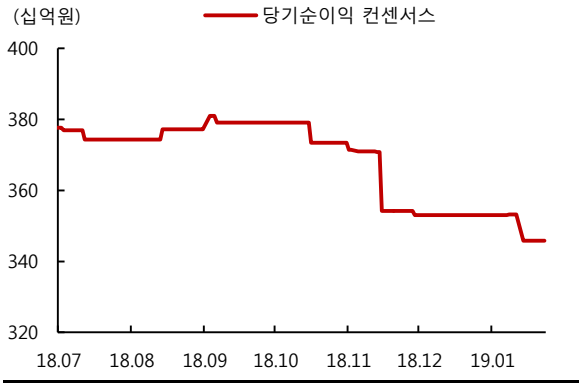
자료: 오렌지라이프, SK 증권

오렌지라이프의 4Q18 당기순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

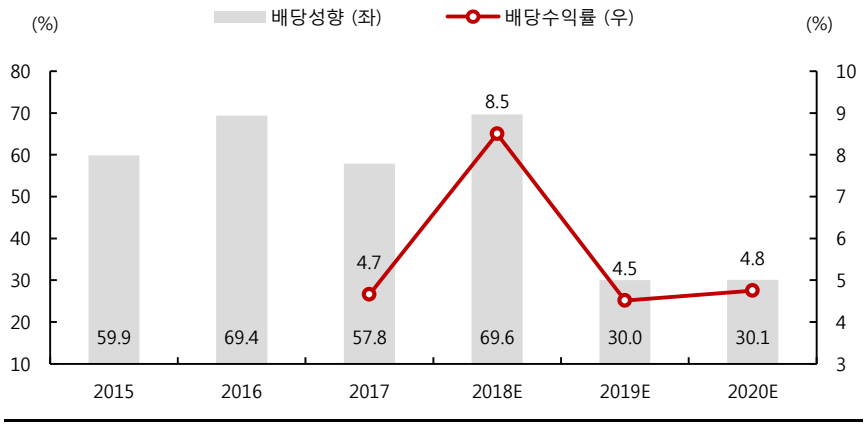
오렌지라이프의 2019 년 당기순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

오렌지라이프의 배당지표 추이 및 전망



자료: WiseFn, SK 증권

주: 배당수익률은 중간배당 수익률과 기말배당 수익률을 합산

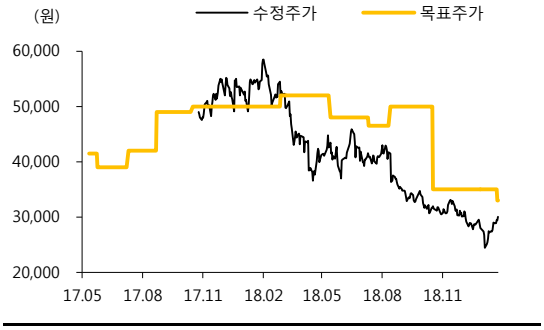
오렌지라이프의 12 개월 forward PBR 추이

자료: SK 증권

오렌지라이프의 12 개월 forward PER 추이

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.01.28	중립	33,000원	6개월		
2018.11.13	중립	35,000원	6개월	-15.09%	-5.43%
2018.10.19	중립	35,000원	6개월	-10.76%	-5.71%
2018.08.13	매수	50,000원	6개월	-31.79%	-17.00%
2018.07.12	중립	46,500원	6개월	-11.38%	-7.53%
2018.05.15	중립	48,000원	6개월	-13.81%	-4.38%
2018.02.27	중립	52,000원	6개월	-15.34%	1.54%
2018.01.25	중립	50,000원	6개월	4.89%	17.00%
2017.10.17	중립	50,000원	6개월	3.74%	10.40%
2017.08.22	매수	49,000원	6개월	-10.24%	1.02%
2017.08.11	매수	42,000원	6개월	-7.15%	2.38%
2017.07.12	매수	42,000원	6개월	-8.97%	-5.12%
2017.05.29	매수	39,000원	6개월	-14.83%	-5.38%



Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 1 월 28 일 기준)

매수	92.37%	중립	7.63%	매도	0%

Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	23,984	24,558	26,325	27,725	29,415
현금 및 예치금	565	560	643	783	815
유가증권	21,329	21,864	23,137	24,263	25,757
주식	98	117	129	142	156
채권	20,782	21,074	21,325	22,033	23,266
수익증권	214	380	950	1,282	1,411
외화유가증권	218	287	716	788	906
기타유가증권	16	16	17	18	19
대출채권	2,089	2,134	2,544	2,680	2,843
부동산	0	0	0	0	0
비운용자산	1,332	1,319	1,345	1,385	1,427
특별계정자산	5,353	5,578	5,467	5,357	5,357
자산총계	30,669	31,455	33,137	34,468	36,200
책임준비금	19,878	21,166	22,901	24,348	25,832
보험료적립금	19,232	20,522	22,266	23,668	25,150
계약자지분조정	213	135	115	117	120
기타부채	1,019	837	943	545	517
특별계정부채	5,412	5,648	5,479	5,534	5,534
부채총계	26,521	27,787	29,437	30,544	32,003
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	498	489	489	489	489
이익잉여금	1,766	1,882	1,978	2,203	2,475
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계	1,801	1,216	1,151	1,151	1,151
자본총계	4,147	3,669	3,700	3,924	4,197
부채와자본총계	30,669	31,455	33,137	34,468	36,200

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	4,058	4,113	4,784	4,390	4,540
일반계정	3,142	3,158	3,894	3,480	3,602
특별계정	915	956	891	911	938
보험손익	795	744	1,085	820	845
보험영업수익	3,250	3,268	4,010	3,598	3,723
보험료수익	3,142	3,158	3,894	3,480	3,602
재보험수익	108	111	116	119	121
보험영업비용	2,455	2,525	2,925	2,778	2,878
지급보험금	1,723	1,782	2,074	1,991	2,060
재보험비용	122	128	134	136	139
사업비	355	375	465	396	412
신계약비상각비	254	240	252	254	267
할인료	1	0	0	0	0
투자손익	852	863	923	966	1,003
책임준비금전입액	1,419	1,285	1,732	1,447	1,484
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	228	321	276	339	364
영업외이익	87	131	154	149	149
특별계정 수입수수료	115	153	185	179	179
특별계정 지급수수료	7	9	16	15	15
세전이익	315	452	430	488	513
법인세비용	74	112	112	124	131
당기순이익	241	340	318	364	382

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	3.8	2.6	5.3	4.0	5.0
운용자산	5.5	2.4	7.2	5.3	6.1
특별계정자산	-2.9	4.2	-2.0	-2.0	0.0
부채	4.9	4.8	5.9	3.8	4.8
책임준비금	7.7	6.5	8.2	6.3	6.1
자본	-2.7	-11.6	0.9	6.1	6.9
수입보험료	-9.8	1.4	16.3	-8.2	3.4
일반계정	-12.2	0.5	23.3	-10.6	3.5
특별계정	-0.4	4.4	-6.8	2.2	3.0
순사업비	8.2	5.6	24.1	-14.7	4.0
투자영업이익	3.0	1.3	7.0	4.7	3.8
세전이익	-20.4	43.5	-5.0	13.5	5.1
순이익	-21.0	41.3	-6.5	14.3	5.0

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	54.8	56.4	53.3	57.2	57.2
위험손해율	84.9	76.2	74.9	75.1	75.3
사업비율	15.0	15.0	14.8	14.9	14.9
투자이익률	3.7	3.6	3.7	3.6	3.6
수익성 (%)					
ROE	5.7	8.7	8.6	9.5	9.4
ROA	0.8	1.1	1.0	1.1	1.1
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	2,936	4,149	3,878	4,434	4,655
보통주 BPS	50,578	44,738	45,121	47,855	51,180
보통주 DPS	20,370	2,400	2,700	1,330	1,400
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	n/a	12.9	7.2	6.8	6.4
보통주 PBR (배)	n/a	1.2	0.6	0.6	0.6
배당성향	69.4	57.8	69.6	30.0	30.1
보통주 배당수익률	n/a	4.7	8.5	4.4	4.7

자료: SK증권 추정

SK COMPANY Analysis

SK securities

동양생명 (082640/KS | 중립(하향) | T.P 5,300 원(하향))

4Q18 당기순이익 47 억원 (흑전 YoY), 컨센서스는 46 억원 적자

동양생명의 4Q18 당기순이익은 47 억원 (흑전 YoY, -56% QoQ)으로 컨센서스 46 억원 적자 대비 양호하나 절대적으로는 부진한 실적을 기록할 전망. '19 년 당기순이익은 796 억원으로, 투자수익률은 하락하지만 운용자산이 증가함과 동시에 낮아진 '18 년 실적 수준에 따른 기저효과로 15% YoY 증가할 전망. 이차손익 부진에 따른 기대 ROE 하락으로 목표주가를 이전 대비 26% 하향 조정하며 투자의견을 중립으로 하향함. '19 년은 동사에게 실적 정상화를 위해 인내하는 시기가 될 것으로 전망함

4Q18 당기순이익 47 억원 (흑전 YoY), 컨센서스는 46 억원 적자

동양생명의 4Q18 당기순이익은 47 억원 (흑전 YoY, -56% QoQ)으로 시장 컨센서스 46 억원 적자 대비 양호하나 절대적으로는 부진한 실적을 기록할 전망이다. 투자손익의 부진이 예상되나, 전년동기 희망퇴직 및 성과급 177 억원의 기저효과로 YoY 감익률은 5%에 그칠 것으로 추정한다. 4Q18 위험손해율은 79.8%로 영업일수 증가에 따라 2.2%p YoY 상승할 것으로 가정했다. 4Q18 투자수익률은 부진했던 시장 상황을 감안해 5bp YoY 하락한 2.8%로 예상한다. 동양생명의 2019 년 당기순이익은 796 억원으로, 투자수익률은 8bp YoY 하락하지만 운용자산이 증가함과 동시에 낮아진 2018 년 실적 수준에 따른 기저효과로 15% YoY 증가할 전망이다.

목표주가 26.4% 하향 조정, 투자의견 중립으로 하향 조정

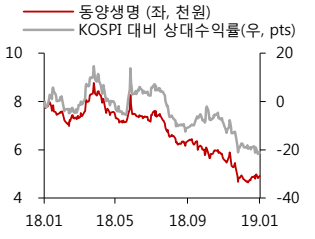
동양생명의 향후 3 개년 평균 ROE 기댓값은 3.8%로, 이차손익 부진으로 인해 이전의 5.2% 대비 하락했다. 이를 주된 이유로 목표 PBR 을 0.35 배로 하향했으며, 12mf BPS 14,912 원에 적용해 목표주가를 5,300 원으로 이전 대비 26.4% 하향 조정하였다. 이때 현 주가 대비 상승여력이 제한적이므로 투자의견을 중립으로 하향 조정한다. 2019 년은 동사에게 실적 정상화를 위해 인내하는 시기가 될 것으로 전망한다.

Analyst
김도하
doha.kim@sk.com
02-3773-8876

Company Data	
자본금	807 십억원
발행주식수	16,136 만주
자사주	542 만주
액면가	5,000 원
시가총액	816 십억원
주요주주	
Anbang Life Insurance Co., Ltd.(외3)	75.36%
외국인지분률	85.16%
배당수익률	4.74%

Stock Data	
주가(19/01/25)	5,060 원
KOSPI	2,177.7 pt
52주 Beta	0.50
52주 최고가	8,770 원
52주 최저가	4,640 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.3%	-3.6%
6개월	-31.9%	-27.7%
12개월	-35.7%	-20.7%

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	십억원	4,230	6,675	5,908	5,037	4,983	5,121
YoY	%	5.1	57.8	-11.5	-14.8	-1.1	2.8
보험손익	십억원	1,152	3,418	2,076	870	763	772
투자손익	십억원	762	509	935	786	809	868
위험손해율	%	78.4	80.0	80.4	79.5	79.7	80.1
투자수익률	%	4.3	2.4	3.9	3.0	2.9	3.0
영업이익	십억원	158	-89	166	-1	16	30
YoY	%	-0.4	-156.8	-285.0	-100.5	-2,191.5	90.3
세전이익	십억원	193	-44	241	93	105	124
순이익	십억원	151	5	184	69	80	94
YoY	%	-4.6	-96.4	3,289.1	-62.4	14.8	17.6
EPS	원	1,479	53	1,183	445	511	601
BPS	원	19,061	17,498	15,297	14,510	14,886	15,336
PER	배	7.9	238.2	6.4	10.7	9.9	8.4
PBR	배	0.6	0.7	0.5	0.3	0.3	0.3
ROE	%	8.2	0.3	8.8	3.0	3.5	4.0
배당수익률	%	5.3	1.6	4.7	2.8	3.0	3.6

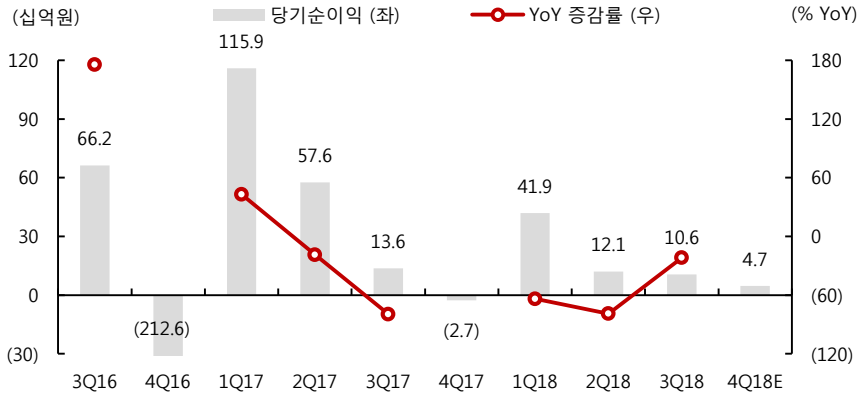
Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

동양생명 4Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	4Q18E	3Q18	QoQ (%, %p)	4Q17	YoY (%, %p)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	193.3	192.2	0.6	274.2	(29.5)		
투자손익	188.4	190.8	(1.2)	182.8	3.1		
위험손해율 (%)	*79.8*	*81.4*	*(1.6)*	*77.6*	*2.2*		
투자수익률 (%)	*2.8*	*2.8*	*(0.0)*	*2.8*	*(0.0)*		
영업이익	(18.7)	(3.2)	적지	(22.6)	적지	(28.9)	n/a
당기순이익	4.7	10.6	(55.8)	(2.7)	흑전	(4.6)	n/a

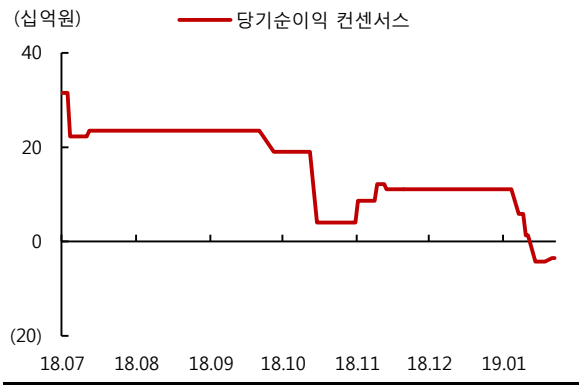
자료: FnGuide, SK 증권

동양생명의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



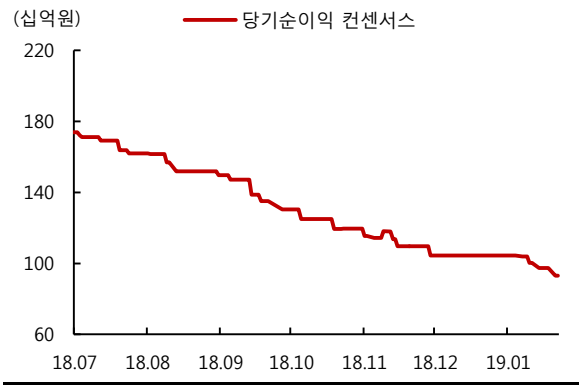
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명의 4Q18 당기순이익 컨센서스 변화



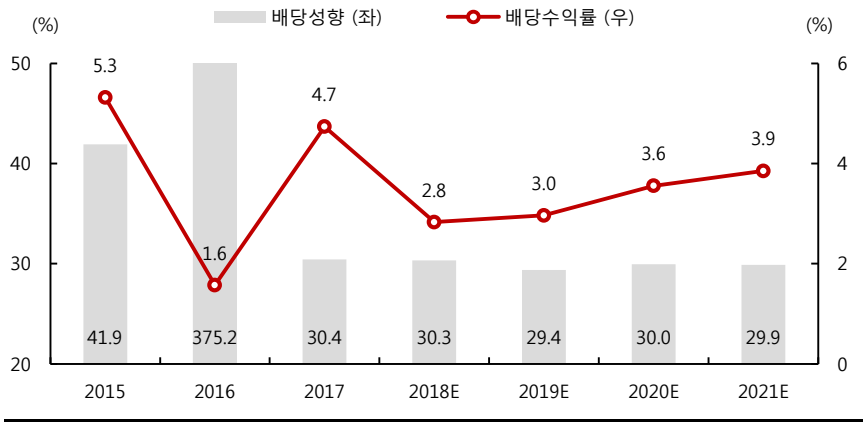
자료: FnGuide, SK 증권

동양생명의 2019 년 당기순이익 컨센서스 변화



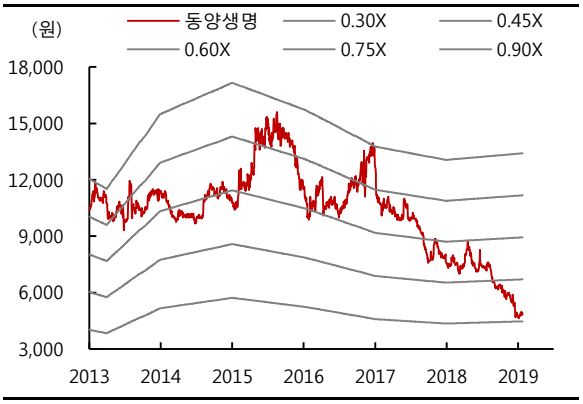
자료: FnGuide, SK 증권

동양생명의 배당지표 추이 및 전망



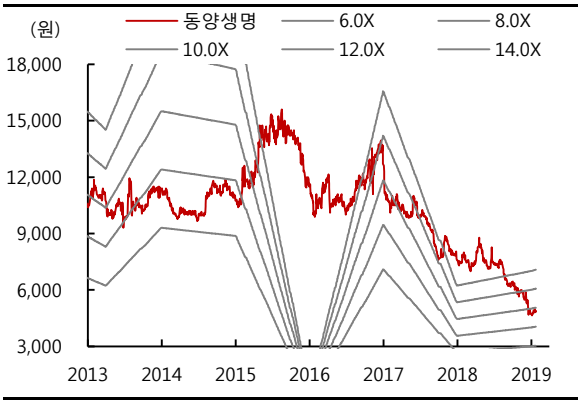
자료: WiseFn, SK 증권

동양생명의 12 개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

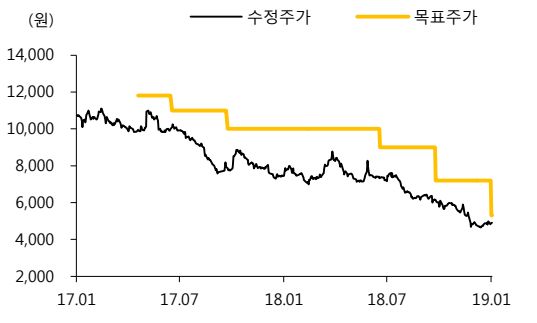
동양생명의 12 개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.01.28	중립	5,300원	6개월		
2018.10.19	매수	7,200원	6개월	-25.26%	-15.28%
2018.08.10	매수	9,000원	6개월	-24.92%	-15.44%
2018.07.12	매수	9,000원	6개월	-17.71%	-15.44%
2018.05.11	매수	10,000원	6개월	-22.40%	-11.40%
2018.02.23	매수	10,000원	6개월	-21.42%	-11.40%
2018.01.25	매수	10,000원	6개월	-20.69%	-11.40%
2017.11.10	매수	10,000원	6개월	-20.08%	-11.40%
2017.10.17	매수	10,000원	6개월	-16.36%	-11.40%
2017.07.12	중립	11,000원	6개월	-18.15%	-7.73%
2017.05.29	중립	11,800원	6개월	-13.08%	-6.78%



Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 1 월 28 일 기준)

매수	92.37%	중립	7.63%	매도	0%

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	23,073	25,977	27,219	28,842	30,521
현금 및 예치금	1,551	1,376	1,502	1,439	1,405
유가증권	17,035	20,125	20,923	22,367	23,787
주식	534	634	652	671	690
채권	9,822	10,975	11,963	12,797	13,605
수익증권	1,729	1,289	1,417	1,502	1,608
외화유가증권	3,789	5,816	5,409	5,841	6,250
기타유가증권	1,161	1,412	1,482	1,556	1,634
대출채권	4,132	4,123	4,429	4,636	4,905
부동산	356	353	364	400	424
비운용자산	1,057	1,428	1,471	1,515	1,560
특별계정자산	2,536	2,869	3,012	3,163	3,321
자산총계	26,666	30,274	31,701	33,520	35,402
책임준비금	21,634	24,481	26,141	27,700	29,313
보험료적립금	20,553	23,146	24,574	25,971	27,419
계약자지분조정	35	23	12	12	12
기타부채	547	318	98	171	238
특별계정부채	2,665	3,067	3,190	3,317	3,450
부채총계	24,880	27,890	29,440	31,200	33,012
자본금	538	807	807	807	807
자본잉여금	206	464	464	464	464
이익잉여금	728	892	905	964	1,034
자본조정	-61	-61	-61	-61	-61
기타포괄손익누계	375	283	147	147	147
자본총계	1,786	2,384	2,261	2,320	2,390
부채와자본총계	26,666	30,274	31,701	33,520	35,402

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	6,675	5,908	5,037	4,983	5,121
일반계정	6,102	5,137	4,273	4,203	4,323
특별계정	573	771	764	781	798
보험손익	3,418	2,076	870	763	772
보험영업수익	6,145	5,191	4,336	4,270	4,396
보험료수익	6,102	5,137	4,273	4,203	4,323
재보험수익	43	54	63	68	73
보험영업비용	2,728	3,115	3,466	3,507	3,625
지급보험금	1,996	2,322	2,695	2,700	2,788
재보험비용	50	61	70	77	83
사업비	346	385	352	370	383
신계약비상각비	333	346	348	359	369
할인료	2	0	1	1	1
투자손익	509	935	786	809	868
책임준비금전입액	4,016	2,845	1,657	1,557	1,610
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	-89	166	-1	16	30
영업외이익	45	76	94	89	93
특별계정 수입수수료	52	72	87	82	86
특별계정 지급수수료	0	0	0	0	0
세전이익	-44	241	93	105	124
법인세비용	-50	57	23	25	30
당기순이익	5	184	69	80	94

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	18.1	13.5	4.7	5.7	5.6
운용자산	20.4	12.6	4.8	6.0	5.8
특별계정자산	4.4	13.1	5.0	5.0	5.0
부채	20.6	12.1	5.6	6.0	5.8
책임준비금	22.8	13.2	6.8	6.0	5.8
자본	-8.2	33.5	-5.1	2.6	3.0
수입보험료	57.8	-11.5	-14.8	-1.1	2.8
일반계정	71.3	-15.8	-16.8	-1.6	2.9
특별계정	-14.2	34.7	-1.0	2.2	2.2
순사업비	17.9	11.2	-8.5	4.8	3.8
투자영업이익	-33.2	83.6	-16.0	3.0	7.3
세전이익	적전	흑전	-61.5	13.1	17.6
순이익	-96.4	3,289.1	-62.4	14.8	17.6

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	32.7	45.2	63.1	64.2	64.5
위험손해율	80.0	80.4	79.5	79.7	80.1
사업비율	10.1	13.0	14.4	14.7	14.7
투자이익률	2.4	3.9	3.0	2.9	3.0
수익성 (%)					
ROE	0.3	8.8	3.0	3.5	4.0
ROA	0.0	0.7	0.2	0.2	0.3
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	53	1,183	445	511	601
보통주 BPS	17,498	15,297	14,510	14,886	15,336
보통주 DPS	200	360	135	150	180
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	238.3	6.4	10.7	9.9	8.4
보통주 PBR (배)	0.7	0.5	0.3	0.3	0.3
배당성향	375.2	30.4	30.3	29.4	30.0
보통주 배당수익률	1.6	4.7	2.8	3.0	3.6

자료: SK증권 추정

memo