



# SK INDUSTRY Analysis



Analyst

김도하

dohakim@sk.com

02-3773-8876

## 보험

### 경쟁의 끝에 Winner가 있을까?

보험업종의 신계약 경쟁이 1년 이상 지속되는 중, 수년간의 신계약 정체 이후 보험료 성장이라는 순기능은 존재하나, 판매비용 증가와 인수기준 완화는 우려요인. 경쟁 장기화 시 winner는 없을 수 있다는 판단이나, 누가 최선책을 선택할 여력이 있는지 분석할 필요는 있음. Underwriting 능력과 비용 관리를 통한 경쟁력, 자본력 차이를 고려해 삼성화재와 DB손보를 top picks로 유지. 다만 경쟁 완화에 따른 사업비를 정상화와 이에 따른 손익 개선이 나타날 때까지 투자 모멘텀이 부족하다고 판단돼 업종투자의견을 중립으로 하향 조정함

### 업종 전반의 신계약 경쟁 국면이 2년차에도 이어지는 중

GA채널 중심의 보험업종 신계약 경쟁이 여전히 지속되고 있음. 메리츠화재의 GA채널 선점, 2018년 초 손보사의 참전에 이어 생보사들까지 신계약 유치에 힘쓰면서 업권 전반의 경쟁이 1년 이상 이어짐. 보험산업 특성상 신계약 위축은 사업의 계속성을 저하시킬 수 있는데, 손해보 모두 보장성 신계약 매출 정체 구간을 수년간 지속하면서 보장성 수입보험료의 성장 둔화를 나타냈으므로 이와 같은 매출 확대는 필요했던 시점이라는 판단

### 손해율은 통상 후행한다는 점에 근본적인 우려를 제기

보험료 증가라는 순기능 외에 경쟁에 따른 비용 증가와 상품 underwriting 완화는 우려요인임. 판매비 증가는 매출 증가에도 불구하고 순이익을 감소시켜 '당기 실적'에 악영향을 미치고, underwriting 완화는 '보험기간에 걸쳐' 사차이익을 압박할 수 있기 때문. 특히 보험료 수취가 선행하고 보험금 지급이 후행하는 특성상 무리한 상품 판매로 회사의 미래가치가 훼손되더라도 단기적으로는 이익이 증가하기 때문에 보험 비즈니스 가치 평가에는 장기적 접근이 요구됨. 또한 금융사의 외형 성장에는 자본이라는 대가도 필요. 비우호적인 금리 환경과 자산 듀레이션 확대라는 과제가 존재하는 상태에서 보험료 성장에 따른 리스크 증가를 감내하기 위해서는 손익과 자본여력 관리가 필요하다는 판단

### 업종투자의견 중립으로 하향, top picks 삼성화재, DB손보 유지

지금 같은 강도의 경쟁이 장기화될 경우 winner는 없을 수도 있다고 판단됨. 다만 경쟁이라는 제약조건 하에서 누가 최선책을 선택할 수 있는지 분석할 필요는 있음. 손해액 증가와 단위 판매비용 상승, 리스크 증가의 감내 여부를 비교했을 때, 경쟁의 key를 쥔 것은 메리츠화재이나 능동적으로 참여 여부를 결정할 여력이 존재하는 것은 삼성화재와 DB손해보험이라고 판단. 상품 underwriting 능력과 비용 관리를 통한 경쟁력에 더해, 자본력의 차이가 존재하기 때문. 다만 비용 증가 외에도 자동차 보험 손익 악화 및 실손 손해를 상승이 손해보험사 실적에 부담으로 작용하고 있는 점을 고려하면, 보험업종의 경쟁강도 완화에 따른 사업비를 정상화와 이에 따른 손익 개선이 나타날 때까지 투자 모멘텀이 부족하다는 판단 하에 업종투자의견을 중립으로 하향 조정함

(목표주가 조정: DB손보 -2.3%, 현대해상 -8.7%, 한화손보 -11.8%)

# Contents

<b>Key Charts</b>	<b>3</b>
<b>Summary</b>	<b>4</b>
<b>Main subjects</b>	
1) 보험료: 경쟁에도 순기능은 있다	5
2) 손해액: 손해율은 언제나 나중에 올라온다	10
3) 사업비: 규모는 부담스러우나 일회적이다	14
4) 자본력: 리스크를 감내할 능력은 회사별로 다르다	21
5) 결론: Winner보다는 Best practice를 찾아야	25
<b>Valuation</b>	<b>26</b>
<b>Company</b>	
삼성화재 (A000810)	29
DB손해보험 (A005830)	33
현대해상 (A001450)	37
메리츠화재 (A000060)	41
한화손해보험 (A000370)	45

## Compliance Notice

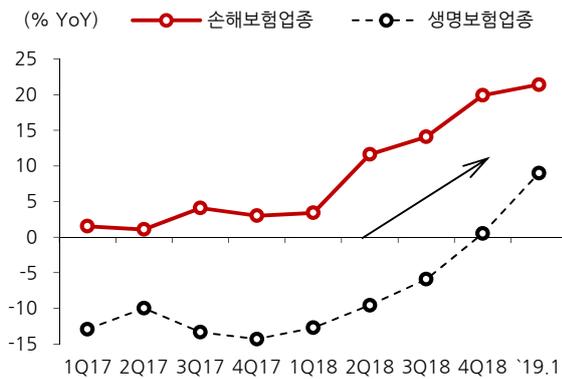
- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% →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

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 6월 11일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## Key Charts

### 보험업종 초년도 보장성 보험료 증가율: 1Q18 부터 상승 전환



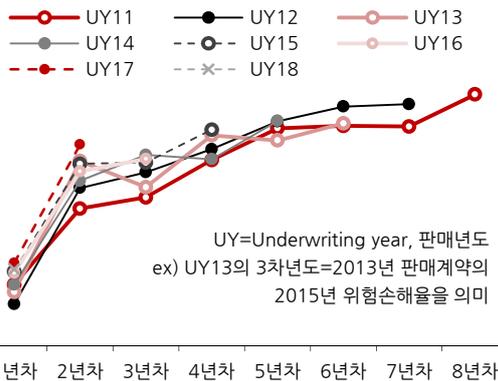
자료: 보험개발원, 금융감독원, SK 증권

▷ 2018년 '초년도' 보장성 보험료는 손보업종 +12% YoY, 생보업종 -7% YoY 기록. 다만 생보업종도 4Q18부터 (+) 성장세로 돌아선 것으로 추정. 2018년 중대형 GA를 통해 체결된 신계약 건수 기준으로 손보업종 +31% YoY, 생보업종 +8% YoY으로 크게 확대

▷ 보험의 특성상 신계약의 장기간 위축은 사업의 계속성을 저하시킬 수 있다는 점에서 시장 성장은 필요했던 시점. 다만 판매 경쟁에 수반되는 비용 증가와 상품 underwriting 완화는 우려 요인

▷ 비용 증가는 당기 실적에 악영향을 미치고 있고, underwriting 완화는 보험기간에 걸쳐 사차이익을 제한시킬 수 있기 때문

### 보험연차별 위험손해율은 concave 형태로, 통상 3~4년차에 본격화



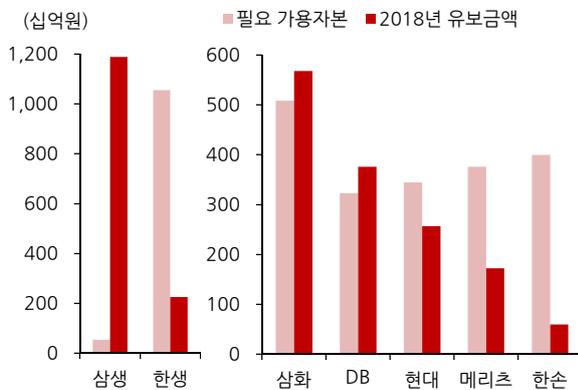
자료: 업계, SK 증권

▷ 보험상품의 위험손해율은 통상 1) 시간이 흐를수록 상승하고, 2) 3~4년차에 본격화되며, 3) 기울기는 점차 완만해지는 concave 구조를 나타냄

▷ 위의 특성에 따라 신계약이 크게 확대되면 당기 손해율은 낮아지지만, 보험료 희석효과가 둔화되면 후행하는 손해를 상승 정도에 따라 전체 손해율이 결정됨

▷ 이는 무리한 상품 판매로 회사의 미래가치가 훼손되더라도 단기적으로는 이익이 증가함을 의미하며, 보험 비즈니스 가치 평가 시 장기적 접근이 필요한 이유임

### 요구자본 증가 속도 고려시, RBC 유지를 위해 손익 관리가 필요



자료: 전자공시시스템, SK 증권

▷ 불안정한 시장 환경과 보험료 성장에 따른 익스포저 확대, 제도 강화 등으로 주요 보험사들의 요구자본(지급여력기준금액)은 증가 중

▷ 2018년부터의 요구자본 증가 속도가 이어진다고 가정할 때, 현 RBC 비율을 유지하기 위한 주요 보험사별 '필요 가용자본'과 유기적 자본 증가를 위한 '유보금액(순익-배당)' 수준은 좌측과 같음

▷ 금융사의 외형 성장에는 자본이라는 대가가 필요. 비우호적인 금리 환경과 자산 듀레이션 확대라는 과제가 존재하는 상태에서 보험료 성장에 따른 리스크 증가를 감내하기 위해서는 손익과 자본여력 관리가 필요하다는 판단

## Summary

보험사들의 신계약 판매 경쟁이 뜨겁다. 2017년 하반기 메리츠화재의 GA채널 선점 본격화, 2018년 초 대형 손보사의 참전에 이어 생보사들까지 신계약 유치에 힘쓰면서 업권 전반의 경쟁이 1년 이상 이어지고 있는 상황이다. 실제로 업종 전체의 신계약 시장은 손보사를 중심으로 확대되었다. 손해보험업종의 장기 인보험 신계약은 2018년 23% YoY 증가, 1Q19 13% YoY 증가한 것으로 추정되고, 생명보험업종의 보장성 신계약 초년도 보험료는 2018년 7% YoY 감소했으나 4Q18부터 (+) 성장세로 돌아서 1Q19에는 10% 내외 YoY 증가한 것으로 추정된다.

보험의 가장 주된 기능은 다수의 계약자가 모여 리스크를 상호 분산하는 것이다. 보험료 수취가 선행하고 보험사고 발생이 후행하는 성격상 과거 계약자의 손실을 현재 계약자의 보험료로 지급하는 형태가 된다. 이에 따라 신계약의 장기간 위축은 사업의 계속성을 저하시킬 수 있으므로 지금과 같은 시장 성장은 반가울 만하다. 실제로 보험 업종은 손해보 모두 보장성 신계약 매출이 증가하지 못하는 정체 구간을 지속해왔고, 이는 보장성 수입(원수)보험료의 성장률 둔화로 이어졌다.

그러나 보험료 증가라는 순기능만을 보기에는, 경쟁에 수반되는 판매비용의 증가와 상품 underwriting 완화가 우려로 작용하고 있다. 판매비용 증가는 매출 증가에도 불구하고 순이익을 감소시켜 '당기 실적'에 악영향을 미치고 있고, underwriting 완화는 '보험기간에 걸쳐' 사차이익을 압박할 수 있기 때문이다.

이러한 배경에서 경쟁 참여자들을 대상으로 (1) 손해액 증가를 감내할 수 있는가, (2) 단위비용(판매비/신계약 매출) 상승을 감내할 수 있는가, (3) 리스크 증가를 감내할 수 있는가를 살펴보고자 한다. 지금 같은 강도의 경쟁이 장기화될 시 winner는 없을 수도 있다는 판단이다. 다만 제약조건 하에서의 최선책은 언제나 존재하므로, 보수적인 관점에서 누가 best practice를 선택할 수 있는지 분석할 필요가 있다.

결론적으로, 경쟁의 key를 쥐는 것은 메리츠화재이나 능동적으로 참여 여부를 결정할 여력이 존재하는 것은 삼성화재와 DB손해보험이라고 판단한다. 상품 underwriting 능력과 비용 관리를 통한 경쟁력에 더해, 자본력의 차이가 존재하기 때문이다. 다만 판매비 증가 외에도 자동차보험 손익 악화 및 실손 손해를 상승이 손해보험사 실적에 부담으로 작용하고 있는 점을 고려하면, 보험업종의 경쟁강도 완화에 따른 사업비용 정상화와 이에 따른 손익 개선이 나타날 때까지 투자 모멘텀이 부족하다는 판단 하에 업종투자 의견을 중립으로 하향 조정한다.

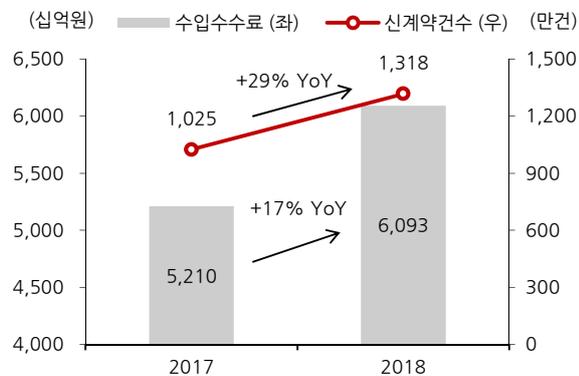
## 경쟁적 시장 확대의 의미를 breakdown한다면

### (1) 보험료: 경쟁에도 순기능은 있다

GA(General Agency, 법인보험대리점) 채널을 중심으로 한 보험사의 신계약 판매 경쟁이 뜨겁다. 2018년 중·대형 GA(소속설계사 100명 이상)를 통해 체결된 신계약 건수는 손보업종 1,194만건 (+31% YoY), 생보업종 124만건 (+8% YoY)으로 급격히 확대되었고, 전체 보험업종의 중·대형 GA를 통한 수입수수료도 2018년 6.1조원으로 전년대비 17% YoY 증가해 높은 성장세를 기록했다. 2018년 연간 중·대형 GA 설계사는 7,900명 증가한 반면, 보험사 전속 설계사는 1만 900명 감소해 인원 규모의 역전도 나타났다.

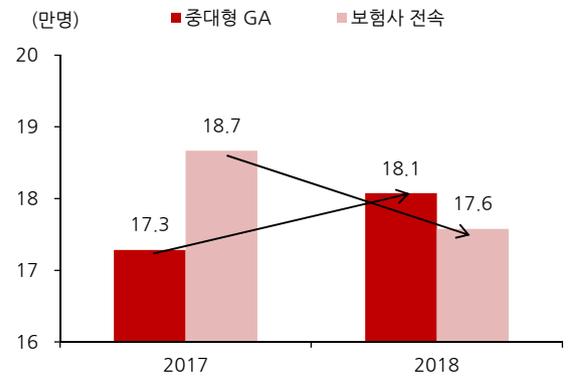
중소형 보험사를 위주로 GA채널로의 판매 중심이동이 강하게 나타나는 상황이다. 이러한 중심이동은 대규모의 전속설계사를 보유하는 것 대비 고정비 절감의 장점이 있으나, 독립대리점 특성상 판매 경쟁이 더 거센 만큼 가변비용(수수료 등)은 더 높을 수 있으며 평균적인 불완전판매 비율이 더 높다는 단점도 존재한다 (2018년 불완전 판매 비율: 중·대형 GA 0.19% vs. 보험사 소속 설계사 0.13%).

중·대형 GA 수입수수료 및 신계약건수 증가



자료: 금융감독원 SK증권

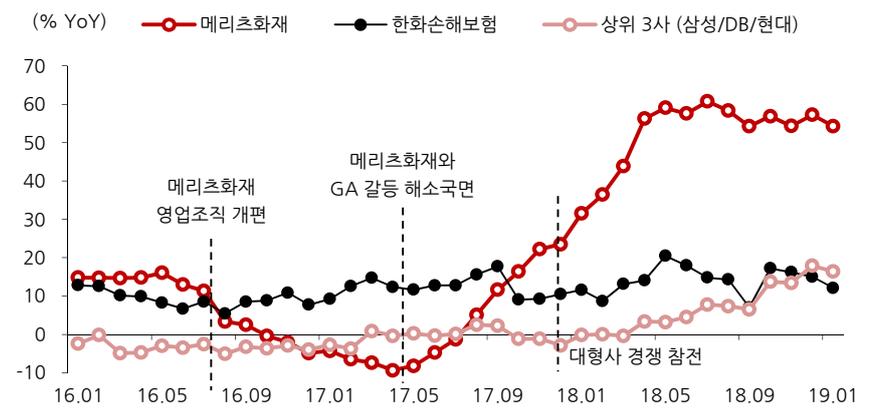
중·대형 GA 설계사 수 vs. 보험사(손보+생보) 전속설계사 수



자료: 금융감독원 SK증권

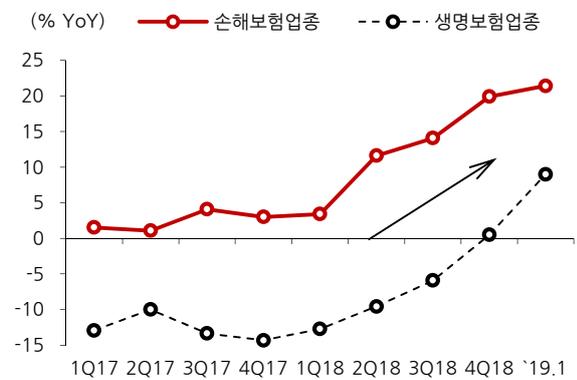
2016년 하반기, 메리츠화재가 영업조직을 획기적으로 재편하고 전속설계사의 판매 수당을 인상하며 성과 중심의 전략을 시행한 것이 현 국면의 시작점이었다. 당시 전속 설계사 우대 정책에 반발한 GA들이 동사 제품 판매 보이콧에 나섰고, 메리츠화재의 장기 보장성 신계약 보험료는 4Q16부터 YoY 역성장하기 시작했다. 이를 해결하기 위해 GA 시책(월납 초회보험료 대비 수수료 수당)을 인상하는 등 영업을 독려하면서 메리츠화재는 GA채널 내 MS 1위를 차지했고, 2017년 하반기부터 신계약이 급속도로 성장했다. 2018년부터는 상위 3개 손보사(삼성/DB/현대)도 본격 참전했다. 대면채널 위주의 성장으로 손보업종의 장기 인보험 초년도 보험료는 2018년 12% YoY 증가, 1Q19에도 13% YoY 증가한 것으로 추정된다. 생명보험업종의 보장성 신계약 초년도 보험료는 2018년 7% YoY 감소했으나 4Q18부터 (+) 성장으로 전환, 1Q19에는 10% 내외 YoY 증가한 것으로 추정돼 업권 전반의 경쟁이 1년 이상 이어지고 있는 것으로 보인다.

주요 손해보험사별 보장성 인보험 초년도보험료 YoY 증감률



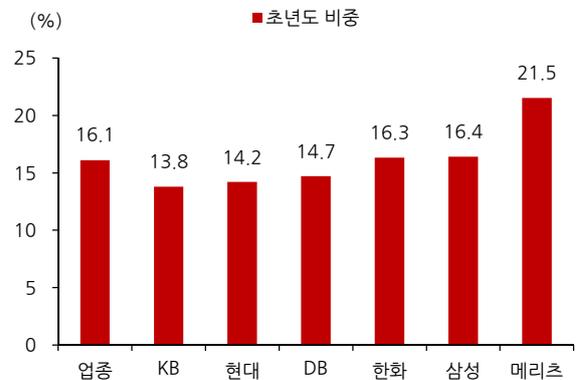
자료: 보험개발원 SK증권

보험업종 초년도 보장성 보험료 증감률: 1Q18부터 상승 전환



자료: 보험개발원 금융감독원 SK증권

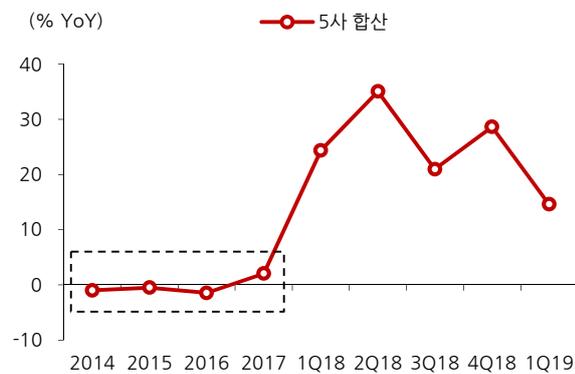
주요 손보사 2018년 장기 인보험 원수보험료 중 초년도 비중



자료: 보험개발원 SK증권

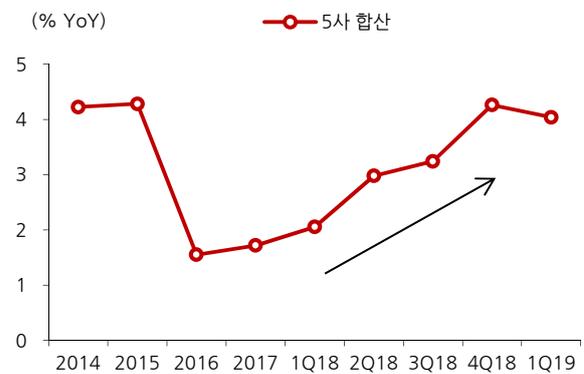
경쟁의 순기능은 단연코 보험료 성장이다. 매출 증대는 어느 업종에서든 중요하겠으나 보험업종에 신계약 성장의 필요성은 그 의미가 남다르다. 보험의 가장 주된 기능은 다수의 계약자가 모여 리스크를 상호 분산하는 것이다. 이때 과거 계약자의 보험금을 현재 계약자의 보험료로 지급하는 형태가 되므로, 신계약의 장기간 위축은 사업의 계속성을 저하시킬 수 있다. 손해보험과 생명보험 모두 보장성 신계약 매출이 증가하지 못하는 정체 구간을 지속해왔고, 이는 보장성 수입(원수)보험료의 성장률 둔화를 야기했다. 이에 손해보험업종은 2018년부터의 신계약 확대를 통해 전체 장기 보험료를 성장시켰고, 주요 생보사는 4Q18부터 회복세를 보이기 시작했지만 아직 전체 보장성 수입보험료 성장을 견인하기엔 역부족인 상태이다.

**주요 손보사 보장성 인보험 신계약: 4년간 정체 후 경쟁으로 성장 시현**



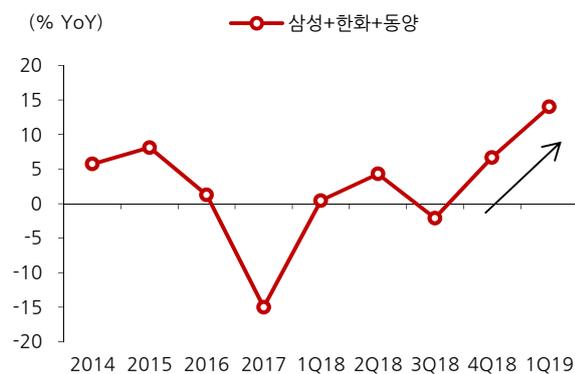
자료: 각 사, SK증권  
주: 상장 손보 5사 (삼성 DB, 현대, 메리츠 한화) 합산 월납 신계약 보험료 기준

**주요 손보사 장기 보험료: 전체 보험료의 성장성 둔화 → 증가율 상승**



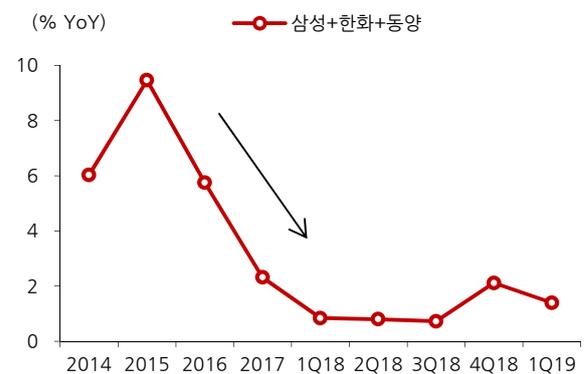
자료: 각 사, SK증권  
주: 상장 손보 5사 (삼성, DB, 현대, 메리츠 한화) 합산 장기 원수보험료 기준

**주요 생보사 보장성 신계약: 12개 분기 만에 두 자릿수 성장**



자료: 각 사, SK증권  
주: 시계열 유효한 상장 생보 3사 합산 보장성 APE 기준

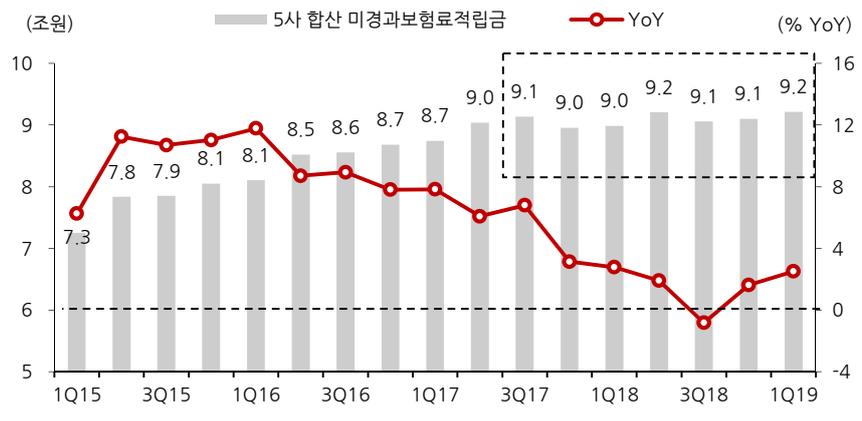
**주요 생보사 보장성 수입보험료: 한두 개 분기 신계약 성장으로 전체 보험료의 증가율을 회복하기엔 역부족**



자료: 각 사, SK증권  
주: 시계열 유효한 상장 생보 3사 합산 보장성 수입보험료 기준

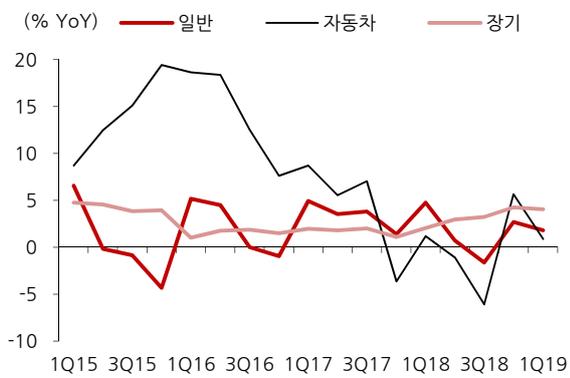
또 하나의 지표는 미경과보험료적립금이다. 이는 보험부채의 일종으로, 원수보험료를 수취했으나 계약서비스 기간이 경과하지 않아 준비금으로 전입시킨 금액이다. 예컨대 연납으로 수취한 압 보험료 중 일부는 차기에 제공될 계약서비스(=위험담보)의 대가를 미리 받은 것이므로 해당 부분은 이연 시킨 후 차기에 경과보험료로 인식된다. 이렇게 이연된 미경과보험료적립금은 달리 말해 차후 경과보험료로 인식될 재원을 의미한다. 주요 손해보험사의 미경과 보험료적립금은 2015년부터 증가율 둔화를 보이다가 3Q17부터는 규모의 정체를 나타내고 있다. 물론 미경과보험료적립금 정체에는 자동차 원수보험료 성장 정체도 영향을 미치고 있는데, 선취한 보험료로 후행하는 보험금 지급을 부담해야 하는 보험업의 성격상 보험료 성장은 필요했던 시기라는 점을 강조하고자 한다.

손보사 미경과보험료적립금: unwind될(=향후 매출로 인식될) 재원의 규모가 정체된 상황



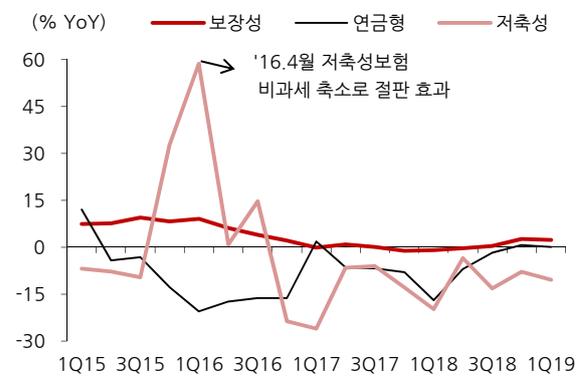
자료 각 사 SK증권  
주 상장 손보 5사 (삼성 DB, 현대, 메리츠, 한화) 합산 기준

주요 손보사 보종별 원수보험료 증가율 추이



자료 각 사 SK증권  
주 상장 손보 5사 (삼성 DB, 현대, 메리츠, 한화) 합산 기준

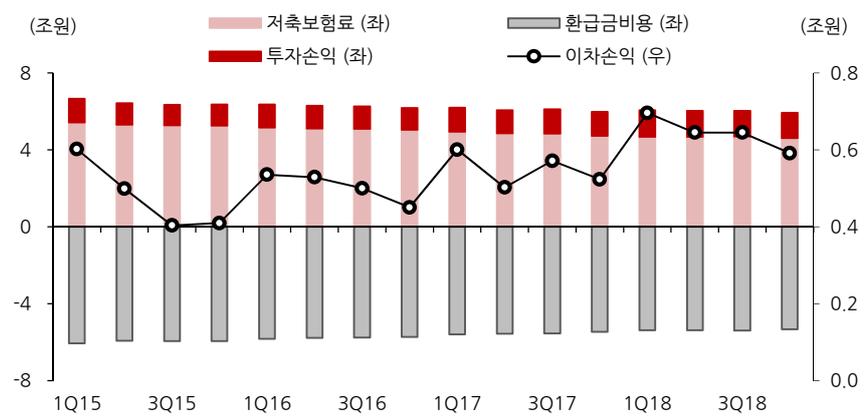
대형 생보사 보종별 수입보험료 증가율 추이



자료 각 사 SK증권  
주 삼성생명 및 한화생명 합산 기준

참고로 커버리지 손해보험 5사의 이차손익은 흑자를 지속하고 있다. 저축보험료는 감소하고 있지만 부담이율 하락으로 환급금비용도 감소하고 있으며, 투자수익률은 하락하지만 운용자산 성장에 따라 투자손익 규모는 증가하고 있기 때문이다. 보장성 보험에도 포함되는 저축보험료가 결국 운용재원으로 활용된다는 점에서 보험료 수입 증가는 투자손익 개선으로도 이어질 것으로 전망된다.

주요 손해보험 5사의 합산 이차손익 추이



자료: 금융감독원 보험개발원 SK증권

주: 삼성화재의 1Q17 본사 매각익과 2Q18 계열사 지분 관련 투자손익은 제외함

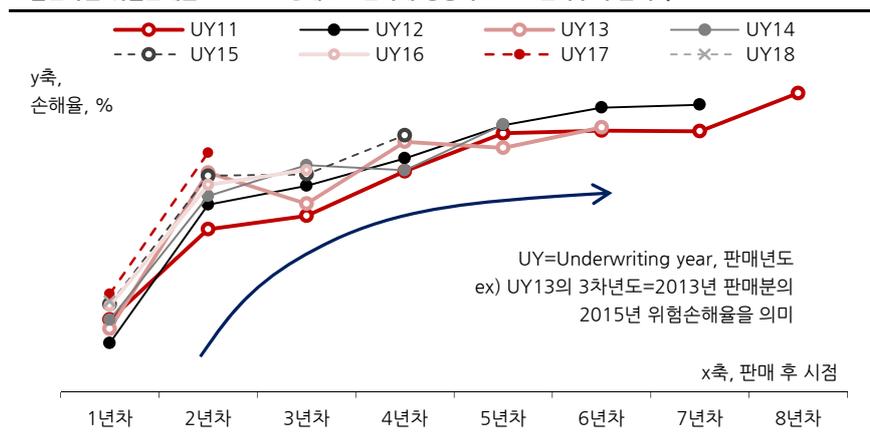
## (2) 손해액: 손해율은 언제나 나중에 올라온다

보험료 성장이 필요한 시기였다는 데 동의하면서도 경쟁 국면에 우려를 표하는 근거는 다음과 같다.

금융업종이 갖는 가장 큰 특이성은 당기의 수익과 비용을 결정하는 주 요인이 기존의 보유자산과 보유부채에 있다는 것이다. 비금융업종과는 달리, 당기의 영업보다는 과거에 취득한 금융자산과 과거에 체결한 부채 계약이 회사 손익의 원천이 된다. 금융업종 내에서도 자산과 부채의 듀레이션이 가장 긴 보험업의 경우 특히 더 그러하다. 그나마 투자자산은 문제가 될 경우 처분 또는 상각으로 장부에서 제거하고 더 나은 대안으로 대체할 수 있다. 그러나 보험부채는 듀레이션 기간 동안 자의적으로 종속을 해제할 수 없다. 보험사에게 손해율이 중요한 의미를 갖는 이유이다.

통상적으로 위험손해율은 판매된 당해연도에는 낮은 수준을 보이다가 2년차에 상승하고, 3~4년차부터 본격적인 언더라이팅 결과를 나타내기 시작한다. 시간에 따라 상승하는 것이 일반적인데, 그 기울기는 점차 낮아지는 concave 형태이다. 따라서 판매된 지 1~2년차에 불과한 계약들은 전체 위험손해율 하락에 기여하므로 신계약이 크게 증가하면 손해율은 낮아진다. 이후 신계약 성장이 둔화되는 시점에는 그간 유입된 신계약의 자연적 손해를 상승과 더불어 보험료 희석 효과가 줄어들면서 전체 위험손해율 상승을 야기할 것이다. 만일 신규 유입된 계약들이 인수심사를 완화한 것이었다면 그 흐름에서 손해율은 이전보다 더 높은 수준을 나타낼 수도 있다.

보험연차별 위험손해율: concave 형태로, 2년차에 상승하고 3~4년차부터 본격화

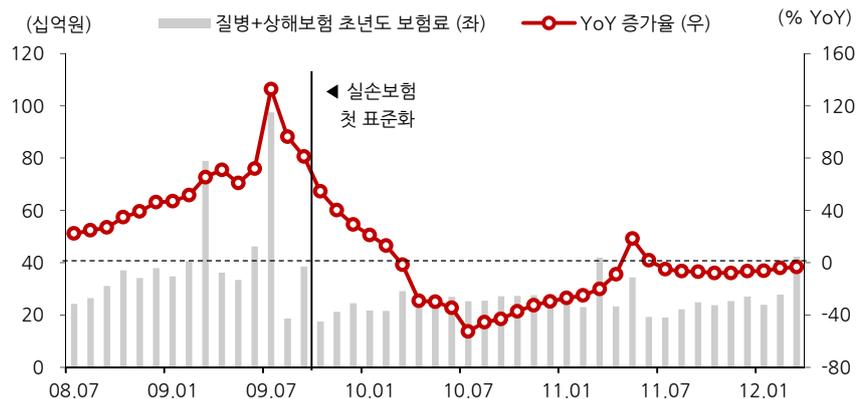


자료: 업계 SK증권

그러므로 경쟁에 대한 근본적인 우려는 수반되는 비용의 증가보다도 인수심사의 완화 유인이 높다는 데 있다. 판매경쟁 시 1차적으로는 시책(수수료)을 높이는 시도가 나타나겠지만, 보험사별 시책 수준이 상향 평준화 되면 그 다음 수순으로 ‘팔기에 더 좋은 상품’을 내놓는 것이 이치다. 소비자에게 혜택이 많이 돌아가는 보험상품은 결국 보험사의 사차마진을 축소시킨다는 의미이며, 이를 비용 증가보다 더 우려하는 것은 당기가 아닌 보험기간에 걸쳐 중장기적으로 영향을 미치기 때문이다.

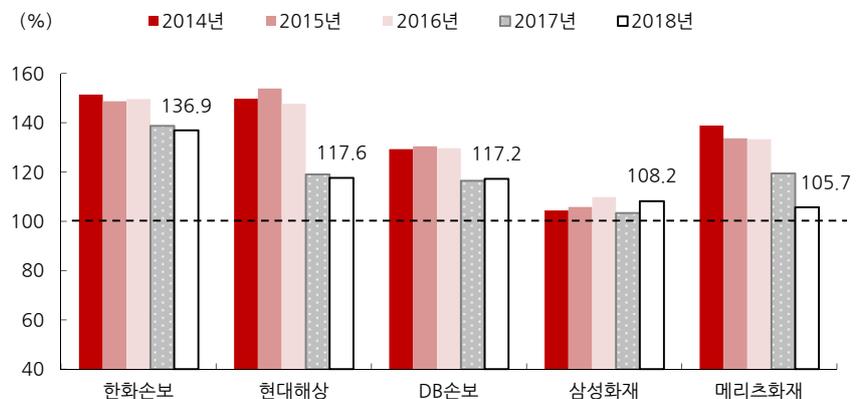
지금 손해보험업종 전반의 골칫덩이인 실손보험이 그러한 예다. 2009년 10월 실손보험이 처음 표준화되기 직전, 그러니까 2009년 9월 직전까지 손해보험업종의 질병 및 상해보험은 절판 효과를 이용해 초년도 보험료 기준 100%를 상회하는 YoY 증가율을 기록했다. 손해보험사의 표준화 이전 실손 계약은 2018년 상반기 말 기준 975만건 존재한다.

**손해보험업종의 질병+상해보험 초년도 보험료·실손보험 표준화 전 절판으로 대량 판매**



자료: 보험개발원 SK증권  
주: YoY 증가율은 월 누적(YTD) 초년도 보험료 기준

**주요 손해보험사별 표준화 실손상품 손해율**



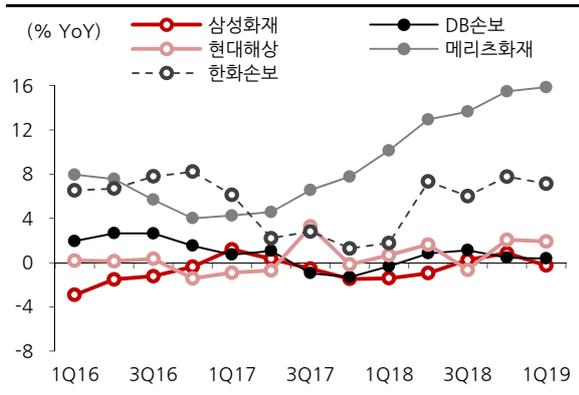
자료: 손해보험협회 SK증권  
주: 2009년 10월~2017년 3월 판매분의 손해율

물론 실손보험은 실비지급의 성격과 더불어 보험료 조정이 자유롭지 못하다는 특이사항이 있지만, 한 번 판매된 고위험 상품이 보험사에게 어떤 영향을 미칠 수 있는지 비추어보기에는 좋은 예시다.

오해하기 쉬운 점은 고위험 상품을 판매하더라도, 앞서 강조했듯 위험손해를 상승은 후행한다는 것이다. 판매 3~4 년차부터 본격적인 손해를 수준을 가늠할 수 있다는 건 반대로 1~2 년차에는 보험료 유입효과만을 강하게 누릴 수 있다는 의미이다. 즉, 무리한 상품 판매 시 회사의 미래가치가 훼손되더라도 단기적으로 보험사의 이익은 증가한다. 보험 비즈니스 가치 평가 시 장기적 접근이 필요한 이유이다.

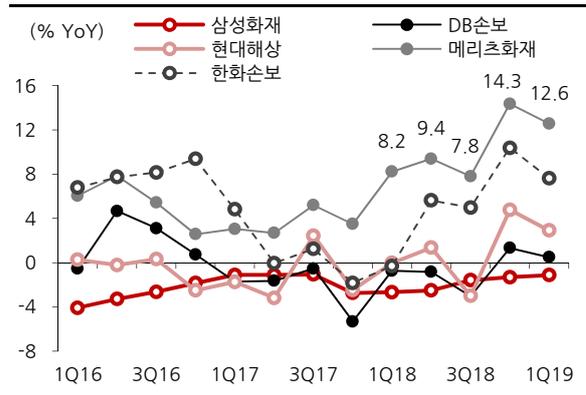
SK 증권이 업계 순위를 재편하는 수준으로 성장하는 메리츠화재에 대해 지속적으로 우려를 제기하는 부분도 결국 손해율이 아닌 손해액이다. 선행하는 보험료 효과를 누리는 게 당연한 현 시기에서 손해율은 하락할 수밖에 없는데, 이와는 독립적으로 장기 손해액 증가가 예상보다 이른 시기(1Q18)부터 예상보다 높은 수준(8~13% YoY)으로 나타나고 있다는 데 주목했다.

주요 손보사 장기 경과보험료 증가율



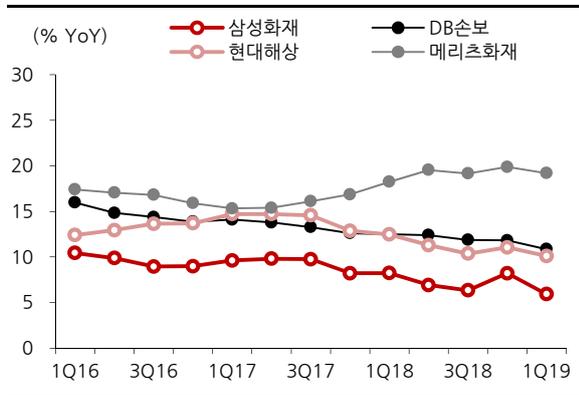
자료: 각 사, SK증권

주요 손보사 장기 경과손해액 증가율



자료: 각 사, SK증권

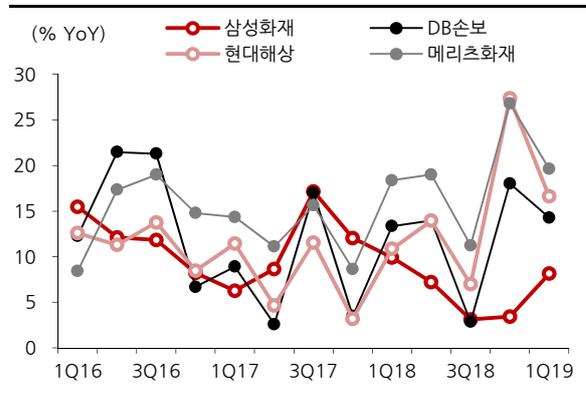
주요 손보사 장기 위험보험료 증가율



자료: 각 사, SK증권

주: 한화손해보험은 추기출제로 시계열 연속성이 부족해 제외함

주요 손보사 장기 위험손해액 증가율



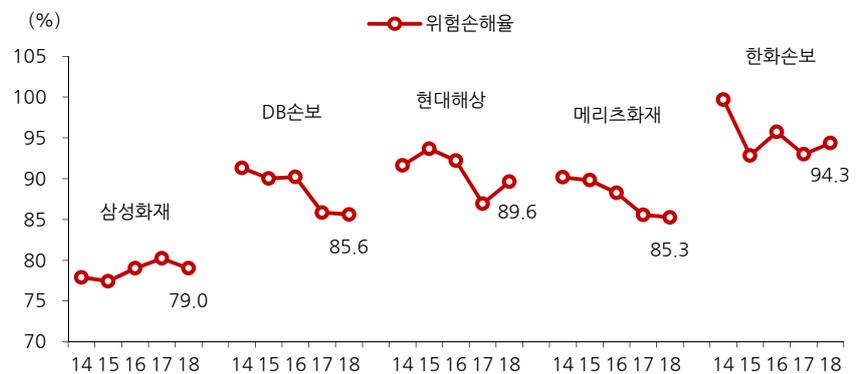
자료: 각 사, SK증권

주: 한화손해보험은 추기출제로 시계열 연속성이 부족해 제외함

신계약 증가에 따른 보험료 증분 확대로 손해율을 안정화 시키는 메커니즘이 유지되려면 지속적인 신계약 매출 확대가 뒷받침되어야 한다. 유입 효과가 둔화된 후에는 그간의 underwriting 성과가 손해율에 완만하게 드러날 것으로 전망되기 때문이다. 결국 손해율 관리를 위해서는 신계약을 '계속' 확대하는 공격적인 정책을 사용하거나, 준수한 상품 underwriting 을 고수하는 정책을 사용해야 한다. 헌데 2018 년부터의 신계약 경쟁에서 보이는 상품 특성은 직전 대비 가입연령을 확대하거나(ex. 어린이보험 30 세 가입) 기존에 담보하지 않던 위험을 인수하거나(ex. 유병자 간편보험, 차매 경증담보) 보장금액을 상향하는 것이 다수였다. 이로 인해 상품 개발 MOU 를 맺었던 재보험사가 수재를 거부하는 일까지 발생했다.

물론 인수기준 완화에 상응하는 위험률 부과(→보험료 인상)가 가능하다면 염려할 이유는 없다. 상품별 약관을 비교해도 그에 적용된 예상위험률은 알 수 없으므로 추정이 어렵다. 다만 경쟁 국면에서 회사들이 보험료를 높이는 전략을 활용했을 거라고 생각되진 않는다. SK 증권은 매출 경쟁의 뒤에 위험손해율 상승이 뒤따를 것으로 예상한다.

주요 손보사별 장기 위험손해율 추이



자료 각 사, SK증권  
 주: 데이터레이블은 2018년 위험손해율 표기

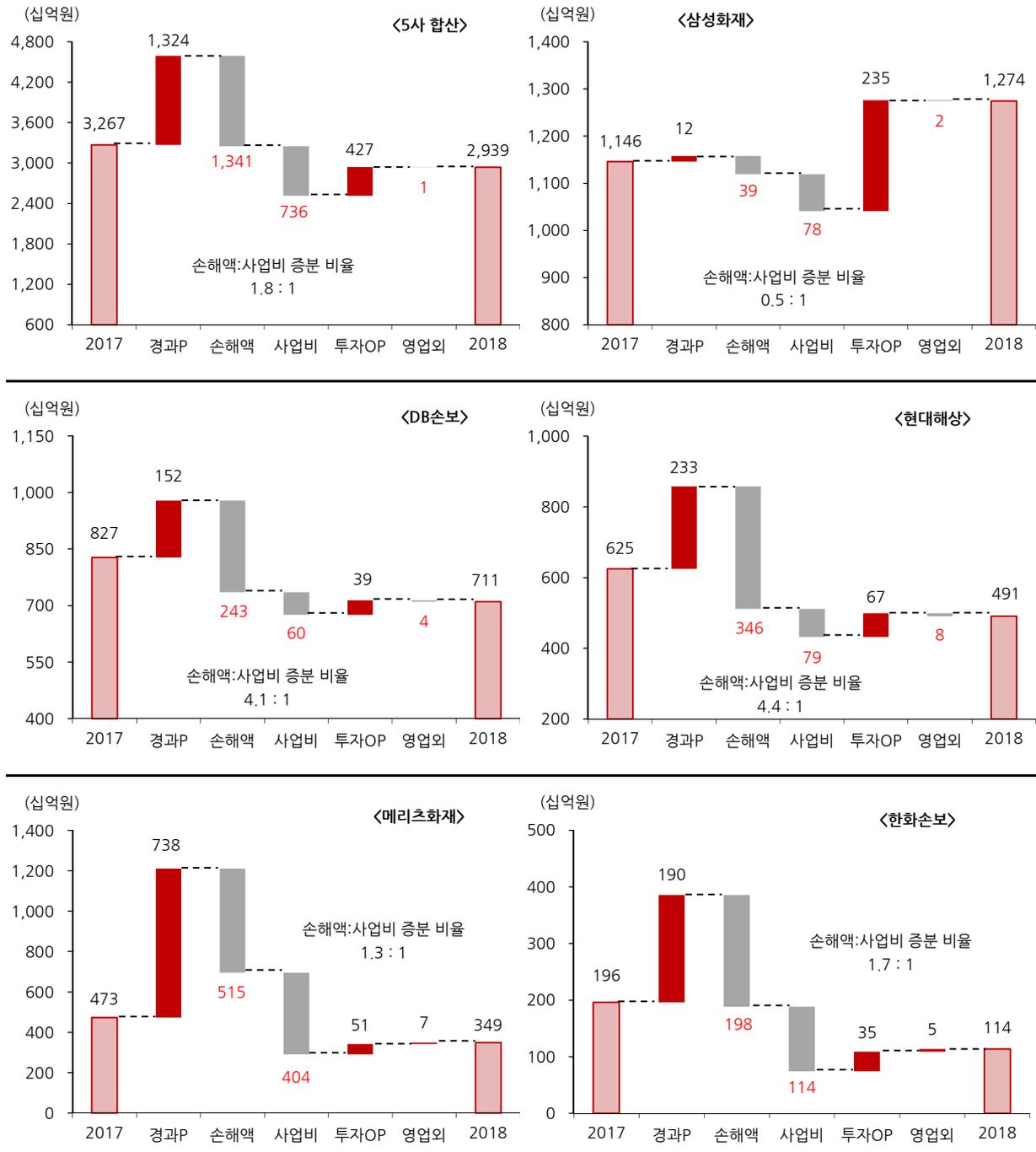
언더라이팅의 중요성을 일깨워준 과거 사례

(전략) ... 손보사들은 경증치매 진단비로 최고 3000 만원까지 보장하는 상품을 한시적으로 팔기도 했다. 금감원이 제동을 걸면서 손보사들은 경증치매 진단비 보장을 누적 2000 만원으로 낮췄다. 메리츠화재는 단독 1000 만원, 업계누적 2000 만원으로 조정했다. 보험사들은 과거에도 과열경쟁으로 잘 팔리던 상품이 판매 중단됐던 경우가 있다. 대표적인 게 지난 2008 년 라이나생명이 판매하기 시작한 치아보험이다. 이 상품은 당시 초기에 돌풍을 일으켰으나, 소비자들의 역선택으로 손해율이 급등하면서 판매가 중단됐다. 치아보험은 10 년이 지난 지난해 다시 선풍적인 인기몰이를 했다. 삼성생명도 지난 1998 년 여성시대보험이 예기치 못한 도덕적 해이로 판매가 중단된 바 있다. 요실금 보험으로 불렸던 이 보험은 여성의 성형수술로 약용되면서 판매 2 년 만에 판매를 중단해야 했다. 골프보험의 출인원 축하금 담보도 허위로 보험금을 청구하는 보험사기가 늘어나면서 판매가 중단됐다. 보험전문가들은 보험사가 단기간 영업실적이나 시장점유율 경쟁을 위한 영업전략에서 벗어나야 한다고 지적한다. 이러한 영업전략은 해당 상품의 손해율 악화로 이어지고 결국 상품 판매 중단으로 귀결되기 때문이다. 보험사의 신시장 개척에도 도움이 안 된다는 것이다. ... (후략)

자료: 「보험사 "실적 경쟁 벗어나야 신시장 보인다"」 기사 내용 발췌 (2019.04.15, 한국보험신문)

### (3) 사업비: 규모는 부담스러우나 일회적이다

상장 손보 5사의 2018년 세전이익 YoY 변화(Δ) Breakdown: 보험료 증분을 상회하는 손해액+사업비 증가... 비율 고려시 사업비가 더 큰 원인



자료 각 사 SK증권

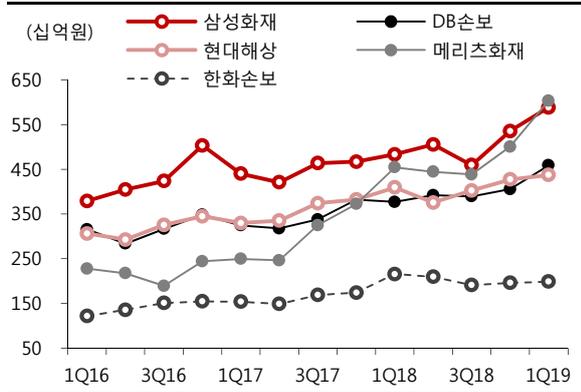
주 투자OP에서 삼성화재의 2017년 본사 매각익 및 2018년 계열사 지분 관련 손익은 제외, 회색막대는 비용(-)의 증가를 의미

상장 손보 5사의 2018년 손해율은 0.5%p YoY 상승, 사업비율은 1.2%p YoY 상승했다. 이를 메리츠화재와 그 외 4사로 나누어보면 메리츠 손해율 -1.2%p YoY & 사업비율 +3.5%p YoY, 그 외 4사 손해율 +0.9%p YoY & 사업비율 +0.6%p YoY로 방향성을 달리했다. 5사 합산 기준으로 연간 손해액은 1조 3,414억원 증가하고 사업비는 7,363억원 증가했는데, 통상 손해액과 사업비가 4:1 수준의 규모 차이를 보임에 감안하면 사업비 증가 규모가 지나치게 높다.

손해율 상승의 원인은 주로 자동차 손해액의 증가 때문인데, 사업비율 상승은 원인이 좀 더 복잡하다. 단위 보험료당 비용이 상승한 경쟁의 영향과, 신계약 규모가 증가할 때 보험료 증분보다 사업비 증분이 클 수밖에 없는 회계적 이슈(추가상각)가 동시에 작용했기 때문이다.

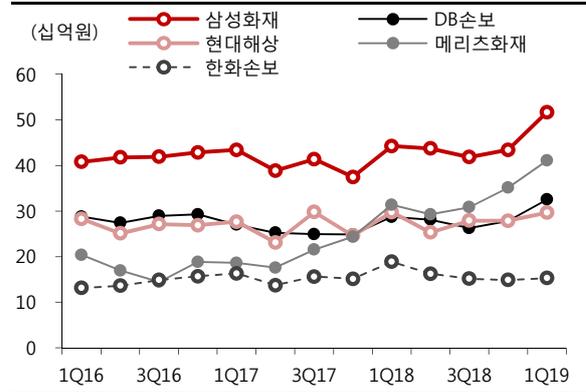
사업비 인식에 관한 회계적 이슈는 SK증권 보고서에서 여러 번 설명한 바 있어 뒤에 기재하였다 (19page 참조). 추가상각을 차치하고, 회계적 비용이 아닌 '실제 판매비'를 추산해 순수한 지출 증가를 살펴보면 아래 그래프와 같다. 장기보험의 실제 판매비 규모는 1Q19 기준 삼성화재 및 메리츠화재 6,000억원 내의 > DB손해보험 및 현대해상 4,000억원 중반 > 한화손해보험 2,000억원 순으로 추정된다. 동기간 장기보험 신계약 월납환산 보험료는 삼성화재 517억원 > 메리츠화재 411억원 > DB손해보험 325억원 > 현대해상 297억원 > 한화손해보험 153억원 순을 기록했다.

실제 장기보험 판매비 (a): 회계적인 개념이 아닌 실질 비용을 추정하자면... 삼성 > 메리츠 > 2위권사 > 한화



자료: 각 사, SK증권  
 주: 회계적 이연 및 상각을 배제하기 위해 '대리점수수료+이연신계약비+추가상각(추정)의 합으로 산출'

월납 환산 장기보험 신계약 금액 (b): 신계약 매출의 절대 규모는... 삼성 > 메리츠 > 2위권사 > 한화

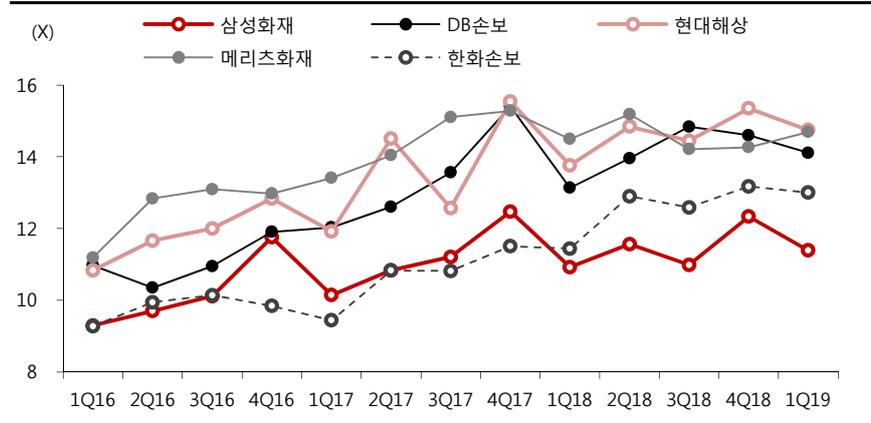


자료: 각 사, SK증권  
 주: 보장성 보험 판매비를 분리할 수 없으므로 신계약 보험료 역시 재물보험 및 저축보험을 모두 포함함

단위 보험료당 판매비용(이하 단위비용)을 살펴보기 위해 추산한 실제 판매비를 월납 신계약 금액으로 나누면 아래 그래프와 같다. 과거에는 전속설계사(교차설계사 포함) 비중이 높은 삼성화재와 한화손해보험이 상대적으로 낮은 단위비용을 나타내고 2위 권사와 메리츠화재가 유사한 수준을 기록했는데, 신계약 유치 경쟁 및 GA채널 비중 확대 추세에 따라 전 보험사가 단위비용 상승 추세를 나타낸 것으로 보인다. 1Q18부터 5개 분기 평균 단위비용은 삼성화재 11.5배, 한화손해보험 12.6배, DB손해보험 14.1배, 현대해상과 메리츠화재가 14.6배로 추산된다.

2위권사와 메리츠화재의 단위 판매비용이 유사함에도 불구하고, 14page에 수록한 그래프에서는 규모 대비 메리츠화재의 사업비 소요가 더 큰 것으로 나타난다. 이는 추가상각에 따라 보험료 증가 대비 사업비 증가가 convex 구조인 상태에서 메리츠가 더 높은 보험료 증가율을 기록했기 때문으로 판단된다. 같은 판매비를 소요하더라도 선급률이 더 높다는 특성을 지닌 GA채널 비중이 상대적으로 높다는 점도 영향을 미쳤을 것이다.

월납 신계약 금액당 실제 판매비 추이 (a/b): 메리츠+2 위권사 > 한화 > 삼성 으로 추정된다



자료 각 사, SK증권

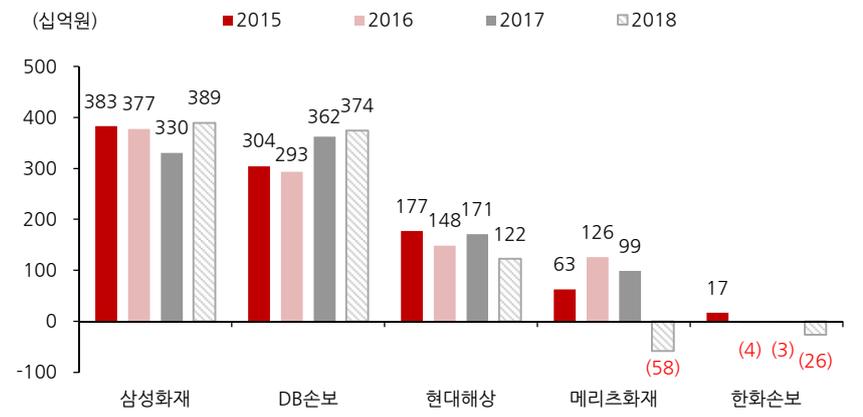
주: 12X = 판매비로 신계약 월납 보험료의 12 배를 지출했음을 의미

회계적 이슈(추가상각)를 제외하고도 단위비용이 상승했다는 것은 물론 경쟁에 의함이다. 경쟁 국면에서 SK 증권이 근본적으로 우려를 제기하는 ‘손해율’은 미실현 요인이나, 단위비용과 판매량이 동시에 증가하면서 만들어진 ‘사업비’는 당기 실적 부진의 주 원인으로 작용하고 있다. 경쟁과는 무관하게 자동차보험 손익 악화가 2년차에 접어들었고 실손 손해율도 상승하고 있는 중에 사업비 증가까지 더해지면 손해보험사의 실적은 개선될 수가 없다.

그럼에도 불구하고, 사업비 문제는 보험기간에 걸쳐 영향을 미치는 손해율과 다르게 일회적이며 보험사의 능동적 소요라는 점을 강조하고자 한다.

주요 손해보험사의 2018년 장기보험 보험손익(사차이익+비차이익)은 삼성화재와 DB손해보험이 YoY로 증가했고, 나머지 3사가 전년동기대비 감소를 보였다 (메리츠, 한화는 적자 기록). 현대해상과 한화손해보험은 연간 장기 위험손해율(=사차이익률) 악화에 더해 신계약 경쟁에 따른 사업비 지출 확대가 원인이었고, 메리츠화재는 연간 장기 위험손해율 개선에도 불구하고 장기 사업비가 2,000억원 이상 증가한 것이 원인인 것으로 파악된다. 삼성화재와 DB손해보험은 사업비 증가에도 불구하고 장기 위험손해율이 개선되면서 장기보험 손익이 오히려 증가했다.

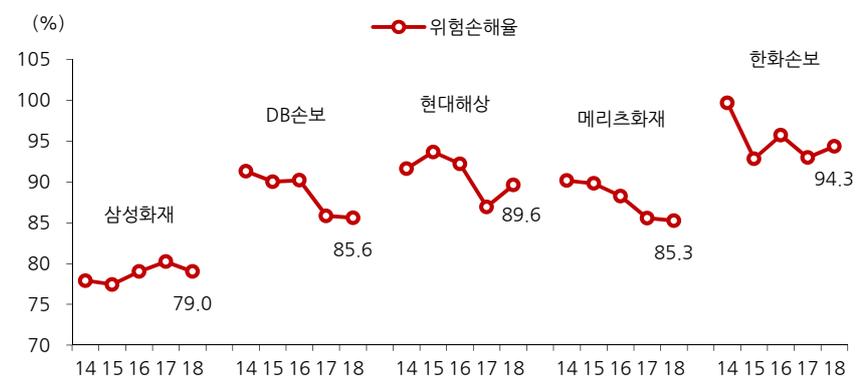
**주요 손보사별 장기보험 보험손익(사차+비차): 체력 대비 사업비 소요가 많은 경우 보험손익 역성장 시현**



자료: 보험개발원 SK증권

주: 장기(연금 포함)보험의 위험+부가보험료 대비 손해액 및 사업비 차감 경과 기준

**주요 손보사별 장기 위험손해율 추이**

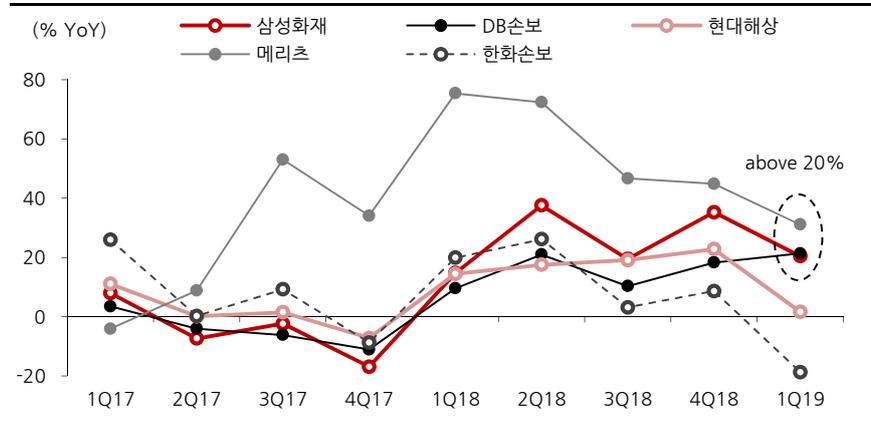


자료: 각 사 SK증권

주: 데이터레이블은 2018년 위험손해율 표기

SK 증권은 2018 년 장기보험 손익과 1Q19 신계약 성장률을 ‘사업비 소요를 감내할 수 있는가의 여부’로 해석하였다. 위험손해를 컨트롤이 어려운 상황에서 경쟁에 뛰어들어 사업비까지 증가한다면 실적에 큰 부담 요인이 될 수밖에 없다. 지향점이 다른 메리츠 화재는 제외하더라도, 현대해상과 한화손해보험이 1Q19 에 낮은 신계약 성장률을 보인 것은 보험손익에서의 여유가 부족했기 때문이었다고 판단한다. 언론 기사를 참고하면 4~5 월에는 다시금 경쟁 강도가 거세졌던 것으로 보이나 결국 연간 기준으로 보험손익 여력(=손해율 수준)에 따라 회사별 신계약 성장률 차이가 나타날 것으로 전망한다.

주요 손보사별 장기 보장성 인보험 신계약 성장률: 명암이 갈린 것으로 보인다

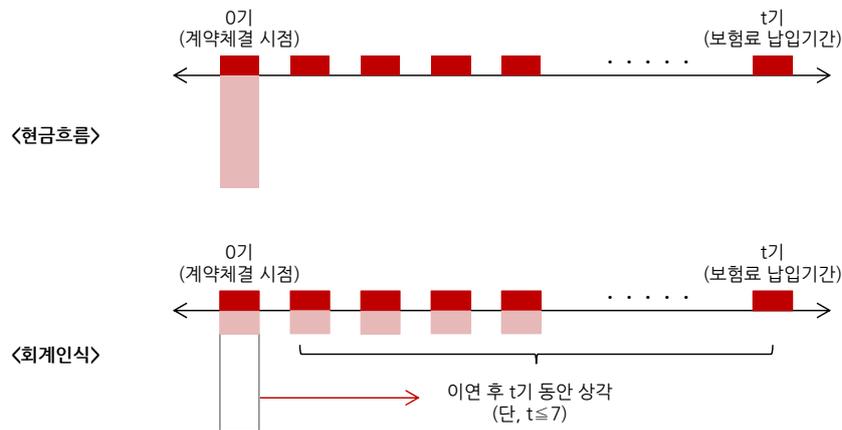


자료 각 사 SK증권

**\*사업비 구조 설명**

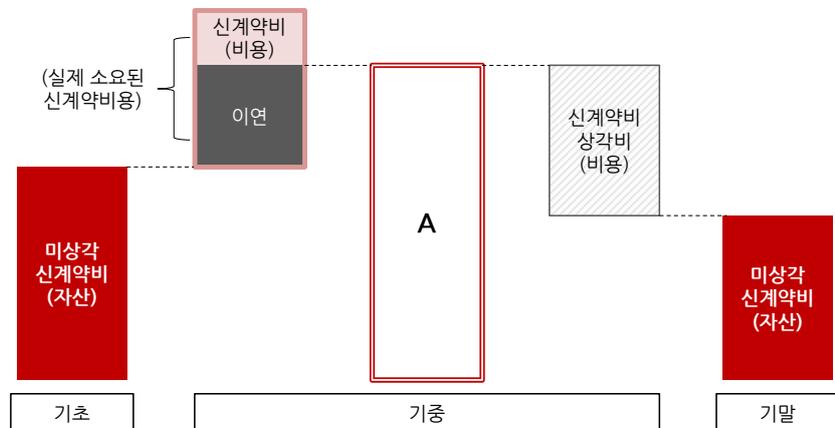
보험계약 체결에 소요된 직접비용(설계사 수당, 점포 운영비 등, 대리점수수료는 별도)을 **신계약비**라고 한다. 장기 보험의 경우 보험료(=수익)는 보험기간 또는 5년, 10년 등 장기간 납입되는데 신계약비용은 초기에 대부분 발생하므로 기형적인 손익구조가 형성된다. 따라서 수익기간에 합리적으로 대응하기 위해 장기상품의 신계약비용은 우선 자산에 이연되고, 보험료 납입기간(최대 7년)동안 균등 상각되면서 비용으로 처리된다. 이때 이연된 신계약비가 계상되는 자산 계정이 '미상각신계약비 (기타자산)'이고, 미상각신계약비 중 당기에 상각처리되는 비용 계정이 '신계약비상각비 (순사업비)'이다.

**보험사의 신계약비용 인식: 수익과 비용의 미스매치로 인해 '미상각신계약비'로 이연 후 기간에 걸쳐 상각**



자료: SK 증권

**당기의 신계약비용은 당기 인식 또는 이연되고, 과거 이연한 미상각신계약비를 일부 상각하는 구조**



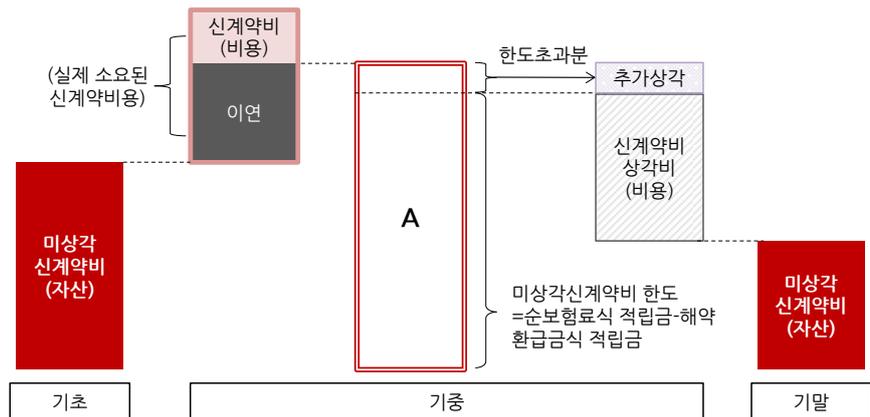
자료: SK 증권

주: 보험업감독규정에 따라 실제 신계약비는 한도 내에서 이연하되, 보험기간이 1년 이하인 단기보험에서 발생한 신계약비는 당기비용 (분홍색)으로 처리함

보험사의 사업비 문제가 복잡해지는 것은 신계약비를 무한히 이연시킬 수 없고 '이연 한도'가 존재한다는 데서 출발한다. 실제 신계약비의 이연 한도는 계약별로 볼 때 보장성 상품이 저축성 대비 더 작게 산출되고(\*), 회사별로 볼 때 순보험료식 보험료적립금에서 해약환급금식 보험료적립금을 차감해 산출된다. 어려운 개념을 떠나서, 신계약비용을 미상각신계약비로 이연시키는 '한도'가 저축성 대비 보장성 보험에 불리하게 구성되었다는 점이 중요하다. 2012년 이후 저축성 보험의 신규 판매를 지속 축소해왔던 주요 손해보험사들의 이연 한도는 축소되었고, 한도를 넘어서는 신계약비가 발생하면 당기에 상각(=추가상각) 해야 하는 환경이 만들어졌다.

(\* 신계약비 이연 한도: 보장성=max(표준해약공제액의 50%, 기납입보험료), 저축성=max(표준해약공제액의 100%, 기납입보험료). 단, 이연금액은 표준해약공제액을 초과할 수 없음)

**보험회계상 신계약비용이 처리되는 과정: 'A'가 한도를 넘어서면 추가상각 발생**



자료 SK 증권  
 주: 보험업감독규정에 따라 실제 신계약비는 한도 내에서 이연하되, 보험기간이 1년 이하인 단기보험에서 발생한 신계약비는 당기비용 (분홍색)으로 처리함

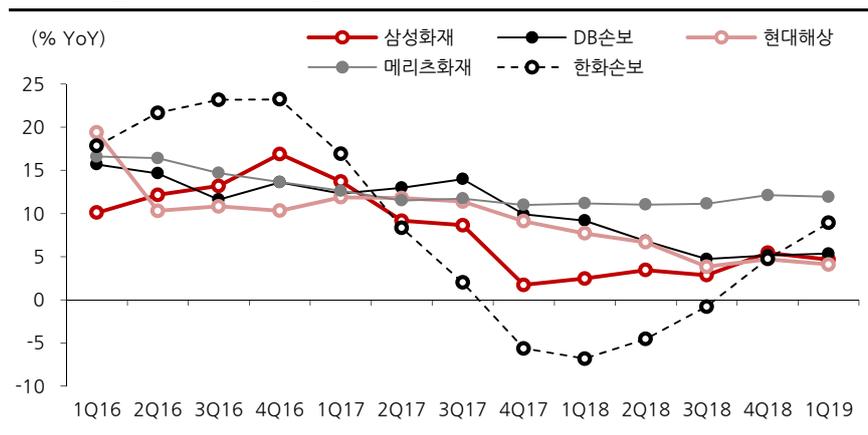
수익기간에 대응해 신계약비용을 후일로 이연시키는 한도가 축소된 환경에서 판매비가 증가한다는 것은 당기의 비용, 즉 추가상각의 증가를 의미한다. 수익기간과 비용인식의 미스매치가 발생하는 것이다. 회사별로 다르지만 대부분의 주요 손보사들은 2015년부터 추가상각을 인식해왔다. 이연 한도가 이미 모두 채워진 가운데 2018년 들어 GA 채널을 중심으로 한 신계약 경쟁이 촉발되었고, 이로 인한 비용의 증분이 모두 당기에 인식되면서 수익-비용의 미스매치는 더욱 심각해졌다. 이상이 신계약이 증가할 때 보험료보다 사업비가 더 크게 증가할 수밖에 없는 이유이다.

#### (4) 자본력: 리스크를 감내할 능력은 회사별로 다르다

성장에 대한 대가는 underwriting 완화나 사업비 증가에 국한되지 않는다. 자본비율 규제를 받는 금융사의 외형성장에는 항상 자본여력이 요구된다. 최근처럼 비우호적인 금리 환경과 단계적인 규제 강화, 자산 듀레이션 확대의 과제 등이 산적한 상태에서 그 중요도는 더욱 커진다.

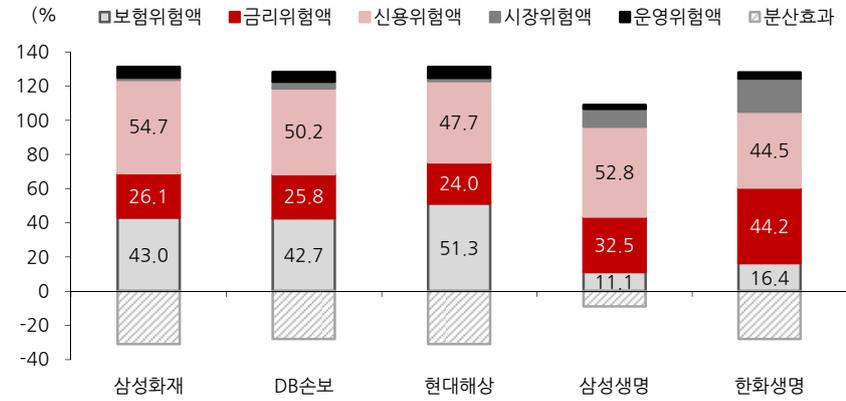
보험산업의 현재 자본 규제는 RBC제도로, 요구자본(지급여력기준금액) 대비 가용자본(지급여력금액) 비율로 측정한다. 이때 요구자본은 총 다섯 종류의 위험액의 합산과 분산효과로 산출되는데, 이 중 '보험위험액'은 보험 리스크에 대비하기 위한 자본량을 의미한다. 이는 다시 보험가격위험액과 준비금위험액으로 구분된다. 1) 보험가격위험액은 미래에 발생할 사고를 대비하는 것으로, 보험료 산출 시 적용된 위험률과 실제 위험률 간 차이에 의해 손실을 입을 위험을 측정한다. 2) 준비금위험액은 이미 발생한 사고를 대상으로 하는데, 합리적인 예측에 근거해 지급준비금을 충실히 적립했음에도 기(既)적립 지급준비금이 실제 지급할 보험금 대비 부족할 확률을 측정한다. 결국 보험리스크란, 보험사의 예측을 벗어나 통제 불가능한 손해액이 발생할 가능성에 기반하는 것이다. 이때 장기 손해보험 기준 상해 담보, 질병 담보의 위험계수는 각각 21.4%, 28.6%로 일반보험 대비 약간 낮은 수준이다 (일반: 화재, 기술, 해외 26.8%, 상해 30.7%, 종합 31.2%, 해상 41.4%). 보험료 성장에 따른 보험위험 익스포저 증가로 손보 5사의 보험위험액은 1Q19 평균 7.0% YoY 증가했다.

주요 손보사별 보험리스크 YoY 증가율



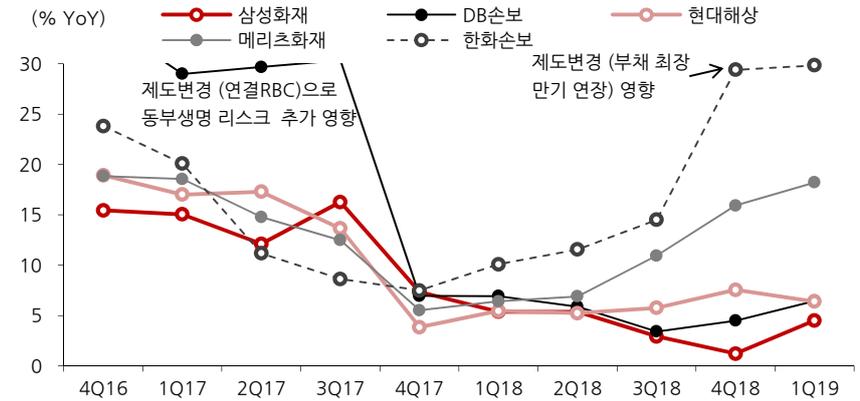
자료: 손해보험협회, SK증권

대형 보험사의 요구자본 중별 비중: 이자부자산이 많아 신용위험액 비중은 모두 높은 가운데 상대적으로 손보는 보험리스크 비중이, 생보는 금리리스크 비중이 높다



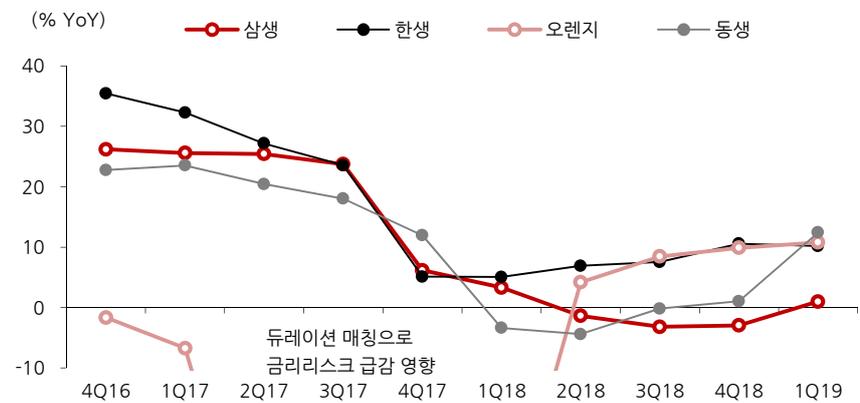
자료: 손해보험협회, 생명보험협회, SK증권  
주: 2018년 말 기준

주요 손보사별 요구자본(지급여력기준금액) YoY 증가율



자료: 손해보험협회, SK증권

주요 생보사별 요구자본(지급여력기준금액) YoY 증가율

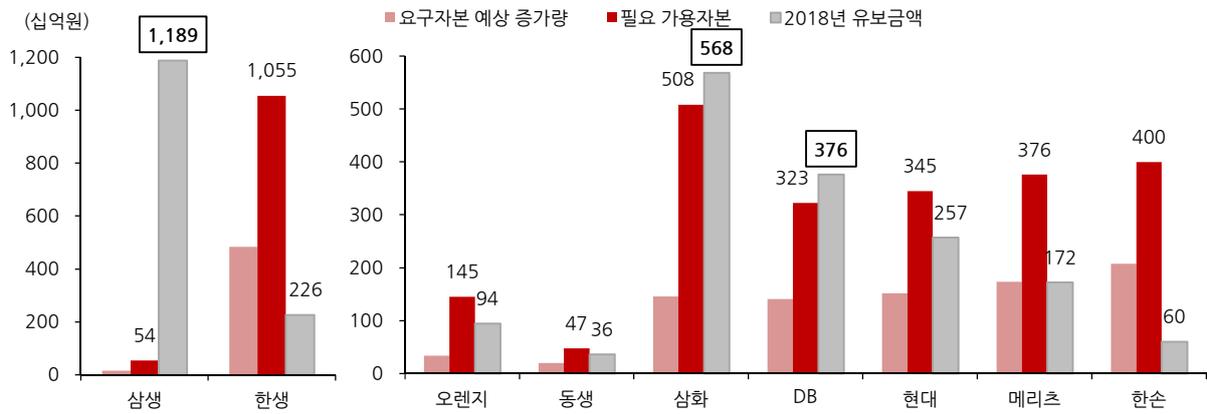


자료: 생명보험협회, SK증권

위험액 증가 자체는 부정적이지 않다. 보유 자본을 활용해 안정성을 훼손하지 않는 선에서 적정 성장을 일으키는 것은 오히려 권장사항이다. 다만 그 적정 성장을 감내할 수 있는 자본 여력이 존재하는지를 함께 살펴봐야 한다.

1Q18 이후의 요구자본 증가 속도가 지속된다고 가정할 때, 보험사별 예상되는 요구자본 증가량과 현재의 RBC비율을 유지하기 위해 필요한 가용자본을 추산하면 아래 그래프와 같다. 채권 발행이나 유상증자 등의 인위적인 자본 확충을 배제할 경우, 가용자본의 원천은 유보금을 통한 이익잉여금 확대에 있다. 이에 따라 예상되는 필요 가용 자본 대비 2018년 유보금액 (연간 당기순이익에서 주주 배당금액과 신종자본증권 이자 차감)을 비교 시, 유보금이 필요 가용자본을 상회하는 곳은 삼성생명과 삼성화재, DB손해보험 등 3곳으로 나타난다. 이들은 현재 속도의 요구자본 증가가 지속되어도 별도의 자본확충 없이 RBC비율을 유지할 수 있는 수준의 손익을 시현하고 있음을 의미한다. 즉, 제도 강화 등 외부요인이 추가로 발생하지 않는다면 지금의 리스크 증가 속도에 큰 부담을 느낄 필요는 없다.

주요 보험사별 연간 요구자본(지급여력기준액) 증가로 추산한 필요 가용자본(지급여력금액): 유보금>가용자본 필요량 → 삼성, 삼화, DB손보



자료: 손해보험협회, 생명보험협회, 각 사, SK증권

주: 1) 요구자본 예상 증가량=1Q18~1Q19 요구자본 YoY 증가율 평균을 1Q19 요구자본에 대입한 값과 '2017년 말 대비 1Q19 요구자본 증가분의 연 환산'의 산술평균

2) 필요 가용자본= 위의 '요구자본 예상 증가량'을 기준으로 현재의 RBC비율 유지를 위해 필요로 하는 자본 규모를 산출

3) 유보금액=2018년 순이익-배당금액(주주+신종증권). 자연적 가용자본 증가 요인은 연간 유보금액 적립을 통한 이익잉여금 증가와 매도가능증권 평가익에 따른 OCI 변동이 대표적이데, OCI는 외부요인에 가까우므로 유보금액을 reference로 제시

이익 창출을 통한 자연적 증가 외의 가장 부담이 적은 자본확충 방법은 채권 발행이다. RBC 가용자본으로 인정되는 채권은 후순위채(회계기준상 부채)와 신종자본증권(자본) 인데, 발행한도는 감독기준상 자기자본의 절반으로 동일하다. 다만 신종자본증권은 자본으로 인정돼 다시 발행한도를 증가시키므로 후순위채만을 발행할 때와 신종자본증권을 함께 발행할 때의 한도에는 차이가 발생한다. 주요 보험사별로 채권 발행을 통한 자본확충 여력을 추산하면 아래와 같다. 대부분 보험사가 후순위채만으로 40%p 이상의 RBC비율 상승 여력을 보유한 데 반해, 현대해상과 한화손해보험은 이미 발행한 채권으로부터 인정 받은 자본 규모가 많아 추가 여력은 상대적으로 부족하다는 판단이다. 위험손해를 안정화의 필요성에 이어서, 현대해상과 한화손해보험이 적극 성장보다는 손익 관리를 우선해야 할 것으로 판단하는 두 번째 이유이다.

커버리지 보험사별 신종자본증권 및 후순위채 추가 발행 시의 RBC 비율 상승여력 추정

(단위: 십억원)	발행잔액 (후순+신종)	인정금액 (후순+신종)	자기자본 (추정)*	추가 자본인정여력 (추정)		RBC비율 상승여력 (%p)	
				후순+신종 최대발행	후순위만 추가발행	후순+신종 최대발행	후순위만 추가발행
삼성화재	0	0	7,375	4,609	3,687	126.0	100.8
DB손해보험	499	459	3,366	1,645	1,224	59.1	44.0
현대해상	1,400	1,307	2,731	399	58	16.8	2.4
메리츠화재	386	237	1,507	705	517	54.7	40.1
한화손해보험	788	647	1,168	83	n/a	8.0	n/a
삼성생명	0	0	13,132	8,207	6,566	72.7	58.1
한화생명	1,567	1,567	8,099	3,495	2,482	63.2	44.9
오렌지라이프	0	0	2,486	1,554	1,243	177.0	141.6
동양생명	300	300	2,169	1,056	785	92.7	68.9

자료: 각 사, 전자공시시스템 SK 증권

주: 1Q19 말 기준 \*기재된 숫자는 보험업법상 자기자본 대비 정상/요주의에 대한 대손준비금 및 대손충당금이 차감된 수치로, 실제 발행여력은 보다 증가할 수 있음  
한화손보는 후순위채 발행여력이 소진된 것으로 추정돼 n/a 기재

## (5) 결론: Winner보다는 Best practice를 찾아야

보험 비즈니스의 특성상 계속적인 신계약 창출이 요구되며 성장이 필요한 시기였다는 점에 동의한다. 다만 현재와 같은 경쟁 강도가 장기화된다면 국면의 종점에 승자는 없을 수 있다는 판단이다. 신계약은 수입보험료에 더해지는 증분 개념으로, 경제성장률 이상의 증가율을 지속할 필요는 없으며 둔화의 사이클은 찾아오기 마련이다.

그럼에도 시책을 강화하고 underwriting을 이전보다 완화하며 경쟁을 지속하는 작금의 상황은 최수의 딜레마를 연상케 한다. 참여자 전체의 후생을 극대화하는 선택지(적정 성장, 적정 경쟁)가 존재함에도, 상대의 전략을 변수로 고려하면 모두가 경쟁 강화를 택할 수밖에 없기 때문이다. 강한 경쟁시장이 정히 외생변수라면, 이에 능동적으로 참여하는 것이 최선책이다. 그 최선책을 택할 여력이 존재하는 것을 삼성화재와 DB손해보험으로 판단해 top pick으로 유지한다. 이들의 경우 경쟁적 성장에 따른 사업비 증가를 감수할 손해율 여력이 존재하고, 자본안정성 측면에서의 위험액 감내가 가능하다고 판단하기 때문이다.

Game changer로서 시장을 주도하는 메리츠화재야말로 가장 능동적인 참여자이나, 체력 대비 높은 사업비 소요와 손해액 증가 속도를 감내하기 위해서는 신계약 보험료 유입과 높은 투자손익이 지속적으로 동반되어야 한다. 이를 매우 어려운 과제라고 판단하기 때문에 동사에 대한 회사가치를 보수적으로 평가한다.

보험은 듀레이션이 긴 산업이다. 여러 차례 강조한 대로 보험료 수취가 선행하고 보험금 지급이 후행하는 성격상 신계약의 대폭 성장은 당기 손익에 긍정적일 수 있다. 보험부채의 대부분을 금융자산으로 대응하고 있으므로 자산 일부를 처분하는 것으로도 이익을 창출할 수 있다. 그러나 신계약 성장이나 보유 자산 처분이 회사 미래가치에도 긍정적일지 여부를 현재 시점에 명확하게 구분하기는 어려우며, 당기에 드러나는 단서들로 추정할 뿐이다. 보험주에 투자할 때 단기 실적보다는 긴 호흡에서의 전망이 더욱 필요한 이유이다.

판매비 증가 외에도 자동차보험 손익 악화 및 실손 손해율 상승이 손해보험사 실적에 부담으로 작용하고 있다. 보험업종의 경쟁강도 완화에 따른 사업비율 정상화, 이에 따른 손익 개선이 나타날 때까지 투자 모멘텀이 부족하다는 판단 하에 업종투자 의견을 중립으로 하향 조정한다.

## Valuation

2Q19에도 장기 위험손해율의 안정화를 기대하기 어렵고, 시책 경쟁은 여전히 치열한 것으로 추정된다. SK증권의 기존 전망보다 경쟁이 장기화될 것으로 예상돼 커버리지 손보사들의 사업비율 추정치를 소폭 상향 조정하고, 실손 손해액 증가세가 여전한 점을 고려해 장기 손해율 개선폭 추정치를 축소하였다 (손해보험의 장기 손해율은 위험 손해율뿐 아니라 저축성 요소를 포함하고 있어 하락 추세에 있음). 이를 반영해 DB 손해보험, 현대해상, 한화손해보험의 목표주가를 각각 2.3%, 8.7%, 11.8% 하향 조정한다.

### 커버리지 보험사의 목표주가 산출식

항목	삼성화재	DB손해보험	현대해상	메리츠화재	한화손해보험	비고
자기자본비용 (%)	7.7	9.8	10.8	11.8	12.8	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	(b): 국내 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1	(c): Rm-(b) (Bloomberg KOSPI Rm 적용)
Beta (β)	0.6	0.8	0.9	1.0	1.1	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE (%)	7.2	9.3	8.1	10.3	6.0	(e): 회사별 2019~2021년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	0.94	0.95	0.75	0.87	0.47	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	(h): 제도 변경 관련 자본가치 불확실성 반영
<b>목표 PBR (X)</b>	<b>1.03</b>	<b>0.85</b>	<b>0.67</b>	<b>0.79</b>	<b>0.42</b>	<b>(i): (g)*(h)</b>
수정 BPS (원)	336,746	98,704	62,426	25,514	14,230	(j): 회사별 12개월 forward BPS
<b>목표주가 (원)</b>	<b>350,000</b>	<b>84,000</b>	<b>42,000</b>	<b>20,000</b>	<b>6,000</b>	<b>(k): (i)*(j)</b>
조정률 (%)	0.0	-2.3	-8.7	0.0	-11.8	직전 목표주가 대비 조정률
현 주가 (6/10, 원)	277,000	62,500	30,650	21,350	4,160	
상승여력 (%)	26.4	34.4	37.0	-6.3	44.2	

자료: SK 증권

SK 증권 커버리지 보험사별 Valuation table

	삼성화재	DB손해보험	현대해상	메리츠화재	한화손해보험	삼성생명	한화생명	오렌지라이프	동양생명
투자의견	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY
목표주가 (원)	350,000	84,000	42,000	20,000	6,000	110,000	5,300	33,000	5,300
현재주가 (원)	277,000	62,500	30,650	21,350	4,160	82,700	3,210	33,900	3,890
상승여력 (%)	26.4	34.4	37.0	(6.3)	44.2	33.0	65.1	(2.7)	36.2
EPS (원)									
2017	25,511	9,827	5,500	3,252	1,308	6,656	676	4,149	1,183
2018	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
2018	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	16.1	20.7	14.3	4.0	5.9	8.7	8.8
2018	8.7	11.0	9.6	12.8	5.8	5.4	3.2	8.4	2.2
2019E	7.3	9.9	8.3	11.9	5.7	4.4	2.8	8.2	5.1
2020E	7.5	9.6	8.7	10.8	7.0	4.5	3.3	9.2	2.7
PER (X)									
2017	10.5	7.2	7.9	7.2	6.3	18.7	10.2	12.9	6.4
2018	10.4	8.7	9.1	9.4	9.2	8.8	10.5	7.2	14.5
2019E	11.8	7.4	6.7	8.1	5.7	10.6	8.4	8.6	5.1
2020E	10.8	6.8	5.8	8.0	4.4	9.9	7.0	7.3	9.2
PBR (X)									
2017	0.95	1.02	1.21	1.44	0.80	0.72	0.58	1.19	0.50
2018	0.93	0.91	0.80	1.07	0.49	0.48	0.32	0.62	0.33
2019E	0.86	0.68	0.52	0.90	0.31	0.45	0.23	0.69	0.25
2020E	0.82	0.63	0.49	0.84	0.30	0.44	0.23	0.65	0.24

자료 SK 증권

# Company Analysis

# SK COMPANY Analysis



Analyst  
**김도하**

dohakim@sk.com  
02-3773-8876

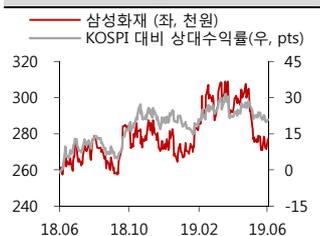
### Company Data

자본금	26 십억원
발행주식수	5,057 만주
자사주	806 만주
액면가	500 원
시가총액	13,123 십억원
주요주주	
삼성생명보험(주)(외5)	18.50%
삼성화재 자사주	15.92%
외국인지분율	50.58%
배당수익률	4.28%

### Stock Data

주가(19/06/10)	277,000 원
KOSPI	2,099.5 pt
52주 Beta	0.35
52주 최고가	309,000 원
52주 최저가	257,500 원
60일 평균 거래대금	28 십억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.3%	-4.9%
6개월	1.8%	-0.4%
12개월	5.9%	20.3%

## 삼성화재 (000810/KS | 매수(유지) | T.P 350,000 원(유지))

### MS 1 위 수성, 실탄은 충분하다

삼성화재의 1Q19 실적 부진의 원인은 사업비율 상승이었음. 시장 전반적으로 전분기와 유사한 경쟁 강도가 예상돼 2Q19 사업비율도 1Q19와 동일하게 추정했으며 자동차 손해율 상승이 더해져 순이익을 2,464 억원 (일회성 제외시 +1% YoY)으로 전망. 신계약 성장을 지속하는 데 있어 underwriting 이 우수한 동시에 유보금액만으로 업종 최고 수준의 자본비율을 충분히 유지할 수 있는 삼성화재가 유리하다는 판단. 업종 내 top pick 의견 유지

### 손해율이 아닌 사업비율이 부진의 원인

삼성화재의 1Q19 장기 위험손해율은 1.7%p YoY 상승, 전체 경과손해율은 1.0%p YoY 상승해 예상 대비 양호했으나, 보장성 인보험 기준 신계약이 20% YoY 증가하고 GA채널에 본격적으로 드라이브를 건 데 따라 사업비율이 0.8%p YoY 상승해 실적 부진을 나타냈다. 시장 전반적으로 전분기와 유사한 경쟁 강도가 예상됨에 따라 2Q19 사업비율을 1Q19와 동일하게 추정했으며, 분기 자동차 손해율 3%p YoY 상승을 가정해 당기순이익은 2,464억원 (-32% YoY, 전년동기 계열사 지분 관련 손익 제외시 +1% YoY)으로 전망한다.

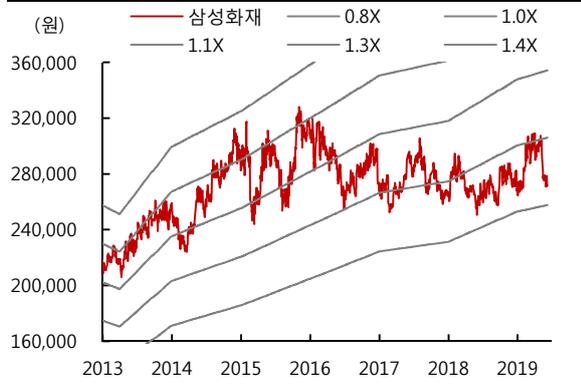
### MS 1위 수성, 실탄은 충분하다

업계 전반의 보장성 인보험 신계약 경쟁이 활발하지만, 결국 삼성화재와 메리츠화재의 점유율 1위를 위한 양강 구도라고 할 수 있다. 추가상각이 발생하고 시책 수준이 상승한 환경에서 신계약 성장을 지속하기 위해서는 비용 증가를 감내할 수 있는 손해율 관리 능력과 자본력이 뒷받침 되어야 하는데, 이에 가장 적합한 보험사는 underwriting이 우수한 동시에 유보금액만으로 업종 최고 수준의 자본비율을 충분히 유지할 수 있는 삼성화재라고 판단한다. 경쟁 장기화는 우려되지만, 이러한 시장 환경이 외생변수라면 능동적으로 경쟁에 임할 능력이 있는 회사가 유리할 것이다. 삼성화재에 대한 투자이견 매수 및 목표주가 350,000원과 함께 업종 내 top pick 의견을 유지한다.

### 영업실적 및 투자지표

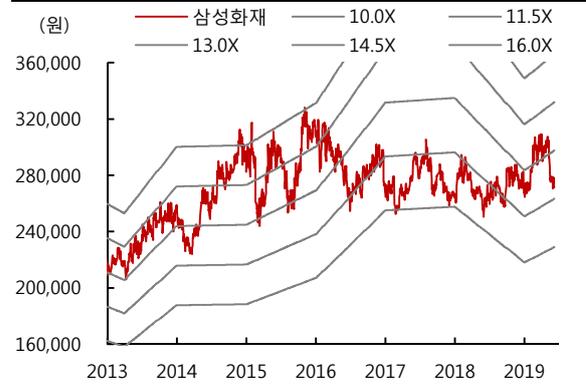
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
경과보험료	십억원	17,406	17,690	17,702	17,910	18,258	18,687
YoY	%	2.7	1.6	0.1	1.2	1.9	2.3
보험손익	십억원	-568	-511	-616	-713	-670	-650
투자손익	십억원	1,688	2,001	2,137	2,040	2,158	2,232
합산비율	%	103.3	102.9	103.5	104.0	103.7	103.5
투자수익률	%	3.1	3.3	3.3	3.0	3.1	3.1
영업이익	십억원	1,120	1,491	1,521	1,327	1,487	1,582
YoY	%	4.6	33.0	2.0	-12.8	12.1	6.4
세전이익	십억원	1,094	1,412	1,440	1,217	1,363	1,458
순이익	십억원	841	1,043	1,057	893	998	1,067
YoY	%	7.4	24.0	1.4	-15.5	11.8	6.9
EPS	원	20,702	25,511	25,766	21,742	24,296	25,953
BPS	원	255,966	280,460	289,043	316,234	329,717	343,421
PER	배	13.0	10.5	10.4	12.5	11.2	10.5
PBR	배	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
ROE	%	8.1	9.1	8.7	6.9	7.3	7.5
배당수익률	%	2.3	3.7	4.3	3.7	4.2	4.6

삼성화재 12개월 forward PBR band



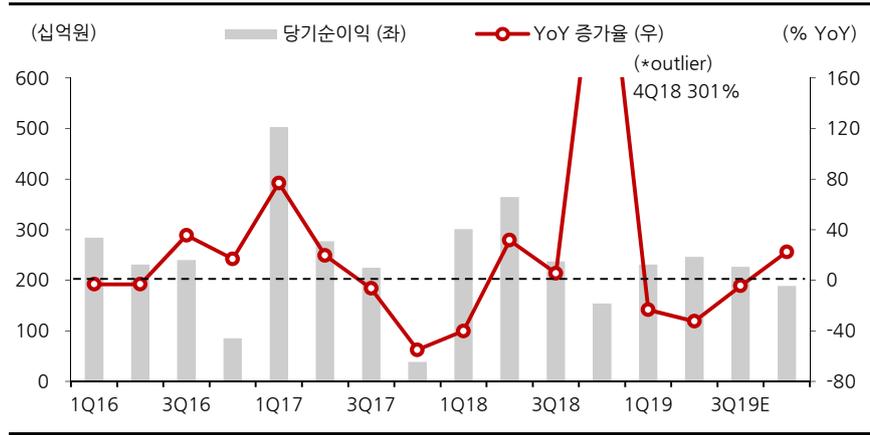
자료: SK증권

삼성화재 12개월 forward PER band



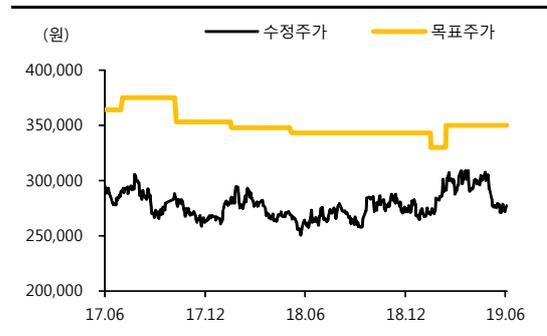
자료: SK증권

삼성화재의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



자료: 삼성화재, SK증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.06.11	매수	350,000원	6개월		
2019.05.15	매수	350,000원	6개월	-16.13%	-11.71%
2019.02.21	매수	350,000원	6개월	-14.56%	-11.71%
2019.01.28	매수	330,000원	6개월	-13.81%	-8.79%
2018.11.15	매수	343,000원	6개월	-21.04%	-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%



### 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 3자에게 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 (2019년 6월 11일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
운용자산	64,419	66,733	70,049	72,779	75,581
현금 및 예치금	1,342	1,648	2,149	1,967	1,745
유가증권	40,868	41,755	43,917	46,040	48,261
주식	5,946	4,488	4,712	4,930	5,158
채권	29,319	30,767	32,295	33,716	35,182
수익증권	2,317	2,339	2,455	2,553	2,656
외화유가증권	2,610	3,353	3,621	3,983	4,381
기타유가증권	675	809	834	859	884
대출채권	21,393	22,531	23,283	24,191	25,122
부동산	815	799	700	582	453
비운용자산	5,473	5,084	5,231	5,298	5,465
특별계정자산	5,629	7,145	7,574	8,029	8,510
<b>자산총계</b>	<b>75,521</b>	<b>78,962</b>	<b>82,854</b>	<b>86,106</b>	<b>89,556</b>
책임준비금	52,872	55,461	57,692	59,916	62,214
지급준비금	4,174	4,198	4,408	4,584	4,768
보험료적립금	44,982	47,440	49,323	51,245	53,218
미경과보험료적립금	3,161	3,193	3,263	3,316	3,390
기타부채	3,194	3,276	3,304	3,254	3,288
특별계정부채	7,532	7,939	8,415	8,920	9,455
<b>부채총계</b>	<b>63,599</b>	<b>66,675</b>	<b>69,411</b>	<b>72,090</b>	<b>74,958</b>
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	8,198	8,830	9,234	9,807	10,389
비상위험준비금	1,938	2,078	2,159	2,204	2,257
자본조정	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계	4,242	3,975	4,727	4,727	4,727
<b>자본총계</b>	<b>11,922</b>	<b>12,287</b>	<b>13,443</b>	<b>14,016</b>	<b>14,599</b>
<b>부채와자본총계</b>	<b>75,521</b>	<b>78,962</b>	<b>82,854</b>	<b>86,106</b>	<b>89,556</b>

**성장률**

12월 결산(% YoY)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산	11.2	4.6	4.9	3.9	4.0
운용자산	10.6	3.6	5.0	3.9	3.8
부채	11.5	4.8	4.1	3.9	4.0
책임준비금	7.0	4.9	4.0	3.9	3.8
자본	9.6	3.1	9.4	4.3	4.2
경과보험료	1.6	0.1	1.2	1.9	2.3
일반	4.9	11.6	2.9	2.3	2.3
자동차	5.2	-1.8	2.1	3.5	3.7
장기	-0.1	-0.3	0.6	1.3	1.8
순사업비	5.5	2.2	3.6	1.6	2.3
투자영업이익	18.5	6.8	-4.5	5.8	3.5
영업이익	33.0	2.0	-12.8	12.1	6.4
순이익	24.0	1.4	-15.5	11.8	6.9

**포괄손익계산서**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	18,230	18,234	18,508	18,902	19,368
일반	1,329	1,405	1,421	1,450	1,479
자동차	4,804	4,733	4,873	5,055	5,244
장기	12,097	12,097	12,214	12,397	12,645
보유보험료	17,655	17,748	18,032	18,416	18,870
경과보험료	17,690	17,702	17,910	18,258	18,687
일반	1,267	1,414	1,454	1,488	1,522
자동차	4,592	4,507	4,600	4,760	4,938
장기	11,820	11,781	11,856	12,010	12,226
경과손해액	14,670	14,709	14,884	15,130	15,449
일반	907	1,016	1,004	1,026	1,050
자동차	3,700	3,842	3,985	4,053	4,189
장기	10,054	9,850	9,894	10,050	10,209
순사업비	3,531	3,609	3,739	3,799	3,888
보험영업이익	-511	-616	-713	-670	-650
투자영업이익	2,001	2,137	2,040	2,158	2,232
영업이익	1,491	1,521	1,327	1,487	1,582
영업외이익	-79	-81	-110	-124	-124
세전이익	1,412	1,440	1,217	1,363	1,458
법인세비용	369	383	324	365	391
당기순이익	1,043	1,057	893	998	1,067

**주요투자지표**

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업지표 (%)</b>					
경과손해율	82.9	83.1	83.1	82.9	82.7
일반	71.6	71.9	69.1	69.0	69.0
자동차	80.6	85.3	86.6	85.1	84.8
장기	85.1	83.6	83.5	83.7	83.5
사업비율	20.0	20.4	20.9	20.8	20.8
투자이익률	3.3	3.3	3.0	3.1	3.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	9.1	8.7	6.9	7.3	7.5
ROA	1.5	1.4	1.1	1.2	1.2
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	25,511	25,766	21,742	24,296	25,953
보통주 BPS	280,460	289,043	316,234	329,717	343,421
보통주 DPS	10,000	11,500	10,000	11,400	12,500
<b>기타 지표</b>					
보통주 PER (X)	10.5	10.4	12.5	11.2	10.5
보통주 PBR (X)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
배당성향 (%)	40.8	46.2	47.6	48.5	49.8
보통주 배당수익률 (%)	3.7	4.3	3.7	4.2	4.6

자료: SK증권 추정

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

dohakim@sk.com

02-3773-8876

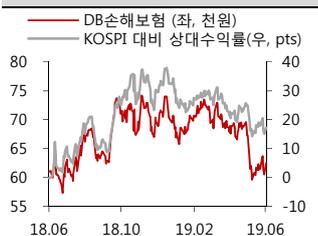
## Company Data

자본금	35 십억원
발행주식수	7,080 만주
자사주	750 만주
액면가	500 원
시가총액	4,425 십억원
주요주주	
김남호(외11)	23.22%
DB손해보험 자사주	10.59%
외국인지분율	49.20%
배당수익률	2.84%

## Stock Data

주가(19/06/10)	62,500 원
KOSPI	2,099.5 pt
52주 Beta	0.42
52주 최고가	74,200 원
52주 최저가	57,300 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.1%	-6.7%
6개월	-9.3%	-11.5%
12개월	2.3%	16.7%

## DB 손해보험 (005830/KS | 매수(유지) | T.P 84,000 원(하향))

### 사업비율 약화는 아쉽지만, 이는 선택적 결과

DB손해보험의 1Q19 실적 부진의 원인은 사업비율 상승이었음. 시장 전반적으로 전분기와 유사한 경쟁 강도가 예상돼 2Q19 사업비율도 1%p YoY 상승할 전망이다. 자동차 손해를 상승이 더해져 순이익은 1,590억원 (-16% YoY)으로 감소할 전망이다. 실적 전망치 하향으로 목표주가를 2.3% 하향 조정하나, 손해율과 달리 사업비율 상승은 선택적 결과라는 점과 자본 비율상 위험액 증가에 상대적으로 여력이 존재하는 점을 고려해 업종 내 top pick 의견을 유지

### 손해율보다는 사업비율이 실적 부진의 주된 원인

DB손해보험의 1Q19 장기 위험손해율은 2.7%p YoY 상승, 전체 경과손해율은 0.4%p YoY 상승하였다. 실손발(發) 손해를 약화가 예견되었던 것 대비해서는 선방했으나, 보장성 인보험 기준 신계약이 21% YoY 증가하면서 사업비율이 1.5%p YoY 상승한 점이 실적 부진을 야기했다. 시장 전반적으로 전분기와 유사한 경쟁 강도가 예상됨에 따라 2Q19 사업비율도 전년동기대비 1%p 상승할 것으로 전망하며, 자동차 손해를 3%p YoY 상승이 더해져 순이익은 1,590억원 (-16% YoY)으로 감소할 전망이다. 또한 사업비율 상향 조정에 따라 3Q19까지 YoY 감익이 이어질 것으로 예상된다. 양호한 실적은 아니지만, 부진의 원인이 손해율 컨트롤 난항이 아닌 자체적인 사업비 소요에 있어 경쟁사 대비 상황이 낫다는 판단이다.

### 실적 전망치 하향으로 목표주가 2% 하향 조정하나 업종 top pick 의견 유지

분기별 사업비율 상향에 따라 2019년 당기순이익을 기존 5,200억원에서 4,930억원으로 5% 하향 조정하였다. 이를 반영해 DB손해보험의 목표주가를 86,000원에서 84,000원으로 2.3% 하향한다. 다만 손해율과 달리 사업비율 상승은 선택적 결과라는 점과 자본 비율상 위험액 증가에 상대적인 여력이 존재하는 점을 고려해 업종 내 top pick 의견을 유지한다. DB손해보험의 12개월 forward PBR은 0.66배로 역사적 저점을 기록하고 있어 저평가 매력이 높다는 판단이다.

## 영업실적 및 투자지표

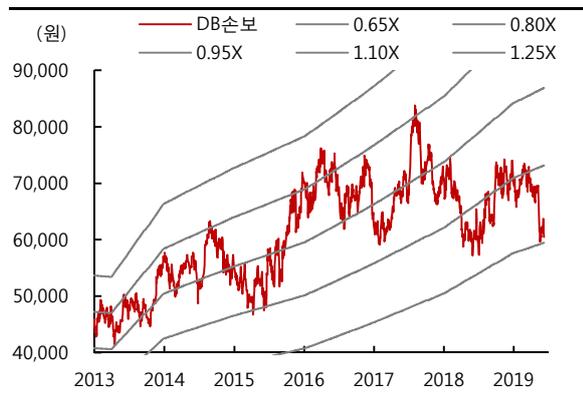
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
경과보험료	십억원	11,103	11,441	11,592	11,767	11,995	12,244
YoY	%	5.1	3.0	1.3	1.5	1.9	2.1
보험손익	십억원	-310	-176	-328	-487	-471	-478
투자손익	십억원	985	1,035	1,074	1,149	1,195	1,261
합산비율	%	1028	1015	1028	1041	1039	1039
투자수익률	%	3.6	3.5	3.3	3.3	3.3	3.3
영업이익	십억원	675	859	746	662	724	783
YoY	%	13.1	27.2	-13.2	-11.3	9.4	8.1
세전이익	십억원	620	827	711	665	724	783
순이익	십억원	470	622	515	493	535	577
YoY	%	13.9	32.3	-17.3	-4.1	8.4	8.0
EPS	원	7,428	9,827	8,132	7,796	8,450	9,122
BPS	원	62,623	69,757	77,587	88,698	95,198	102,210
PER	배	8.4	7.2	8.7	7.9	7.3	6.7
PBR	배	1.0	1.0	0.9	0.7	0.6	0.6
ROE	%	12.3	14.8	11.0	9.4	9.2	9.2
배당수익률	%	2.6	3.2	2.8	3.2	3.4	3.7

DB 손해보험 목표주가 산출식

항목	DB손해보험	비고
자기자본비용 (%)	9.8	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	(b): 국내 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	10.1	(c): Rm-(b) (Bloomberg KOSPI Rm 적용)
Beta (β)	0.8	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE (%)	9.3	(e): 회사별 2019~2021년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	0.95	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	-10.0	(h): 제도 변경 관련 자본가치 불확실성 반영
<b>목표 PBR (X)</b>	<b>0.85</b>	<b>(i): (g)*(h)</b>
수정 BPS (원)	98,704	(j): 회사별 12개월 forward BPS
<b>목표주가 (원)</b>	<b>84,000</b>	<b>(k): (i)*(j)</b>
조정률 (%)	-2.3	직전 목표주가 대비 조정률
현 주가 (6/10, 원)	62,500	
상승여력 (%)	34.4	

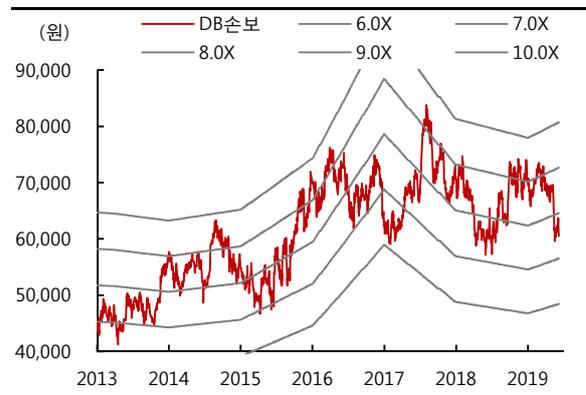
자료: SK증권

DB손해보험 12개월 forward PBR band



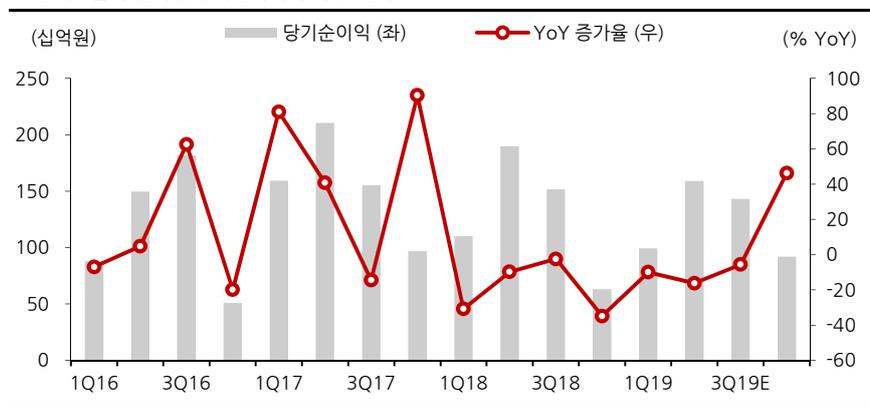
자료: SK증권

DB손해보험 12개월 forward PER band



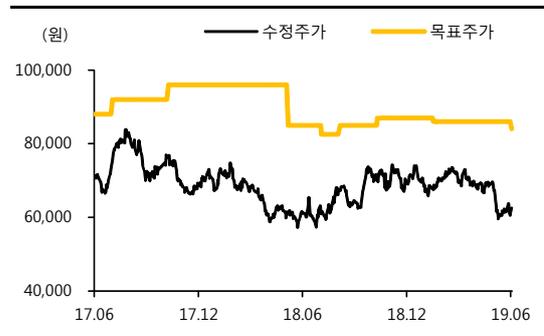
자료: SK증권

DB손해보험의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



자료: DB손해보험, SK증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.06.11	매수	84,000원	6개월		
2019.05.13	매수	86,000원	6개월	-20.71%	-14.53%
2019.02.22	매수	86,000원	6개월	-18.57%	-14.53%
2019.01.28	매수	86,000원	6개월	-17.74%	-15.00%
2018.11.06	매수	87,000원	6개월	-19.38%	-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%



### Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 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 (2019년 6월 11일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
운용자산	31,609	34,351	36,161	38,181	40,249
현금 및 예치금	414	748	247	160	2
유가증권	20,487	21,739	23,327	24,807	26,398
주식	1,244	1,071	1,118	1,168	1,221
채권	7,849	8,787	9,490	10,249	11,069
수익증권	5,338	5,361	5,682	5,796	5,912
외화유가증권	5,982	6,353	6,861	7,410	8,003
기타유가증권	73	167	175	184	193
대출채권	9,572	10,733	11,448	12,087	12,742
부동산	1,136	1,131	1,140	1,127	1,107
비운용자산	3,405	3,064	3,013	2,880	2,773
특별계정자산	2,390	2,360	2,502	2,652	2,811
<b>자산총계</b>	<b>37,404</b>	<b>39,775</b>	<b>41,676</b>	<b>43,713</b>	<b>45,833</b>
책임준비금	28,929	30,603	32,181	33,799	35,485
지급준비금	2,474	2,530	2,575	2,648	2,727
보험료적립금	24,236	25,802	27,290	28,815	30,376
미경과보험료적립금	2,122	2,168	2,212	2,233	2,284
기타부채	1,566	1,636	1,176	1,102	1,009
특별계정부채	2,493	2,626	2,704	2,785	2,869
<b>부채총계</b>	<b>32,988</b>	<b>34,864</b>	<b>36,061</b>	<b>37,687</b>	<b>39,363</b>
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	3,920	4,290	4,656	5,068	5,512
비상위험준비금	851	932	967	987	1,007
자본조정	-30	-30	-30	-30	-30
기타포괄손익누계	451	578	914	914	914
<b>자본총계</b>	<b>4,415</b>	<b>4,911</b>	<b>5,614</b>	<b>6,026</b>	<b>6,470</b>
<b>부채와자본총계</b>	<b>37,404</b>	<b>39,775</b>	<b>41,676</b>	<b>43,713</b>	<b>45,833</b>

**성장률**

12월 결산(% YoY)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산	93	6.3	4.8	4.9	4.9
운용자산	8.1	8.7	5.3	5.6	5.4
부채	9.1	5.7	3.4	4.5	4.4
책임준비금	7.2	5.8	5.2	5.0	5.0
자본	11.4	11.2	14.3	7.3	7.4
경과보험료	3.0	1.3	1.5	1.9	2.1
일반	4.4	7.2	3.3	1.0	1.0
자동차	12.3	2.4	2.6	3.5	4.0
장기	-0.1	0.5	1.0	1.4	1.4
순사업비	8.6	2.7	7.4	1.2	2.3
투자영업이익	5.1	3.7	7.0	4.0	5.5
영업이익	27.2	-13.2	-11.3	9.4	8.1
순이익	32.3	-17.3	-4.1	8.4	8.0

**포괄손익계산서**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	12,368	12,449	12,663	12,932	13,208
일반	1,016	995	1,023	1,033	1,044
자동차	3,253	3,275	3,361	3,495	3,635
장기	8,100	8,180	8,279	8,403	8,529
보유보험료	11,565	11,625	11,824	12,076	12,333
경과보험료	11,441	11,592	11,767	11,995	12,244
일반	543	582	602	608	614
자동차	2,954	3,025	3,104	3,212	3,341
장기	7,943	7,985	8,062	8,175	8,289
경과손해액	9,421	9,665	9,833	10,015	10,216
일반	349	393	421	413	417
자동차	2,382	2,637	2,675	2,736	2,840
장기	6,691	6,635	6,737	6,866	6,958
순사업비	2,196	2,256	2,422	2,451	2,506
보험영업이익	-176	-328	-487	-471	-478
투자영업이익	1,035	1,074	1,149	1,195	1,261
영업이익	859	746	662	724	783
영업외이익	-32	-35	3	0	0
세전이익	827	711	665	724	783
법인세비용	205	196	171	189	205
당기순이익	622	515	493	535	577

**주요투자지표**

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업지표 (%)</b>					
경과손해율	82.3	83.4	83.6	83.5	83.4
일반	64.3	67.5	69.9	68.0	68.0
자동차	80.6	87.2	86.2	85.2	85.0
장기	84.2	83.1	83.6	84.0	83.9
사업비율	19.2	19.5	20.6	20.4	20.5
투자이익률	3.5	3.3	3.3	3.3	3.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	14.8	11.0	9.4	9.2	9.2
ROA	1.7	1.3	1.2	1.3	1.3
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	9,827	8,132	7,796	8,450	9,122
보통주 BPS	69,757	77,587	88,698	95,198	102,210
보통주 DPS	2,300	2,000	1,950	2,110	2,280
<b>기타 지표</b>					
보통주 PER (X)	7.2	8.7	7.9	7.3	6.7
보통주 PBR (X)	1.0	0.9	0.7	0.6	0.6
배당성향 (%)	23.4	24.6	25.0	25.0	25.0
보통주 배당수익률 (%)	3.2	2.8	3.2	3.4	3.7

자료 SK증권 추정



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

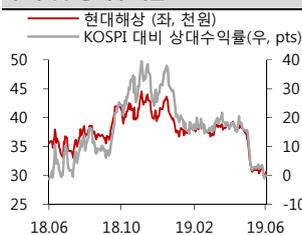
### Company Data

자본금	45 십억원
발행주식수	8,940 만주
자사주	899 만주
액면가	500 원
시가총액	2,740 십억원
주요주주	
정몽윤(오4)	22.36%
현대해상 자사주	10.05%
외국인지분율	46.99%
배당수익률	2.75%

### Stock Data

주가(19/06/10)	30,650 원
KOSPI	2,099.5 pt
52주 Beta	0.49
52주 최고가	44,550 원
52주 최저가	29,850 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-15.2%	-14.8%
6개월	-23.8%	-26.0%
12개월	-13.3%	1.1%

## 현대해상 (001450/KS | 매수(유지) | T.P 42,000 원(하향))

### 내실 다지기가 요구되는 시점

현대해상은 1Q19 손해율과 투자수익률의 동반 부진에 따라 사업비 소요를 제한하며 낮은 신계약 성장률을 기록. 2Q19에는 다시 경쟁에 참여한 것으로 보여 사업비율 전망치를 상향 조정했으며 순이익은 25% YoY 감소한 1,132 억원으로 전망. 실적 전망치 하향으로 목표주가를 9% 하향 조정. 동사의 경우 손해율 부담과 자본여력 제한으로 주도적인 경쟁 참여는 어려울 것으로 전망. 다만 12mf PBR 0.5 배에 불과해 향후 3년 평균 ROE 8% 대비 저평가 상태로 판단돼 투자의견 매수를 유지함

### 내실 다지기가 요구되는 시점

현대해상의 1Q19 장기 위험손해율은 5.4%p YoY 상승, 전체 경과손해율은 1.8%p YoY 상승해 실손발(發) 손해율 악화를 이미 예상했음에도 불구하고 기대보다 부진한 수익성을 기록했다. 보장성 인보험 기준 신계약은 2% YoY 증가에 그쳐 사업비율도 0.5%p YoY 하락했다. 손해율과 투자수익률이 함께 부진했던 1Q와 달리 2Q에는 다시 신계약 경쟁에 참여한 것으로 보이며, 이에 따라 2Q19 사업비율을 0.6%p YoY 상승할 것으로 가정했다. 여기에 업종 전반의 자동차보험 손익 악화와 안정화되지 않은 실손 손해율을 감안해 2Q19 당기순이익은 25% YoY 감소한 1,132억원으로 전망한다. 대형사 간의 인보험 시장 점유율 경쟁이 격화되는 가운데 2위권사인 현대해상이 전선을 이탈하기는 어렵겠으나, 지금은 비용 소요를 동반한 성장보다는 보유계약의 손해율 여력을 만들어내는 게 우선이라는 판단이다.

### 실적 전망치 하향으로 목표주가 9% 하향 조정, 현 valuation은 지나친 저평가

분기별 사업비율 상향에 따라 2019년 당기순이익을 기존 3,810억원에서 3,530억원으로 7% 하향 조정하였다. 이를 반영해 현대해상의 목표주가를 46,000원에서 42,000원으로 8.7% 하향한다. 동사의 경우 손해율 부담과 자본여력 제한에 따라 신계약 경쟁에 주도적으로 참여하기는 어려울 것으로 보인다. 다만 현대해상의 12개월 forward PBR은 0.51배로 향후 3개월 평균 ROE 8% 대비 valuation 매력력이 높으며, 과도하게 하락한 주가로 인해 상승여력이 충분하므로 투자의견 매수를 유지한다.

### 영업실적 및 투자지표

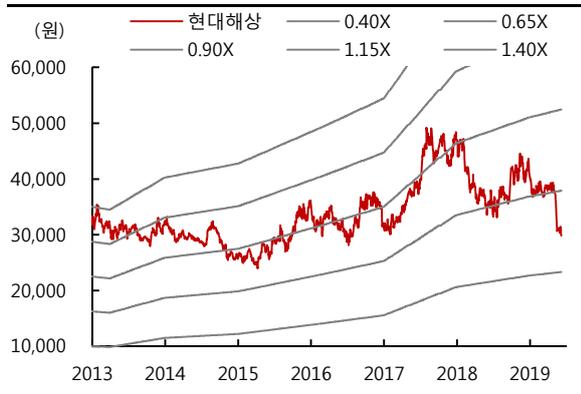
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
경과보험료	십억원	11,255	11,533	11,766	11,960	12,230	12,498
YoY	%	25	25	20	1.7	2.3	2.2
보험손익	십억원	-418	-380	-573	-646	-636	-661
투자손익	십억원	960	1,020	1,087	1,158	1,214	1,291
합산비율	%	103.7	103.3	104.9	105.4	105.2	105.3
투자수익률	%	3.5	3.3	3.2	3.2	3.1	3.1
영업이익	십억원	542	640	514	513	578	630
YoY	%	84.0	18.2	-19.7	-0.3	12.7	8.9
세전이익	십억원	513	625	491	482	546	598
순이익	십억원	400	473	359	353	406	443
YoY	%	96.6	18.3	-24.1	-1.7	15.0	9.2
EPS	원	5,013	5,929	4,502	4,426	5,089	5,558
BPS	원	34,591	38,912	51,590	56,747	60,430	64,421
PER	배	6.3	7.9	9.1	6.8	5.9	5.4
PBR	배	0.9	1.2	0.8	0.5	0.5	0.5
ROE	%	15.4	16.1	9.9	8.2	8.7	8.9
배당수익률	%	4.3	3.2	2.8	3.7	4.2	4.6

현대해상 목표주가 산출식

항목	현대해상	비고
자기자본비용 (%)	10.8	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	10.1	(c): Rm-(b) (Bloomberg KOSPI Rm 적용)
Beta (β)	0.9	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE (%)	8.1	(e): 회사별 2019~2021년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	0.75	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	-10.0	(h): 제도 변경 관련 자본가치 불확실성 반영
<b>목표 PBR (X)</b>	<b>0.67</b>	<b>(i): (g)*(h)</b>
수정 BPS (원)	62,426	(j): 회사별 12개월 forward BPS
<b>목표주가 (원)</b>	<b>42,000</b>	<b>(k): (i)*(j)</b>
조정률 (%)	-8.7	직전 목표주가 대비 조정률
현 주가 (6/10, 원)	30,650	
상승여력 (%)	37.0	

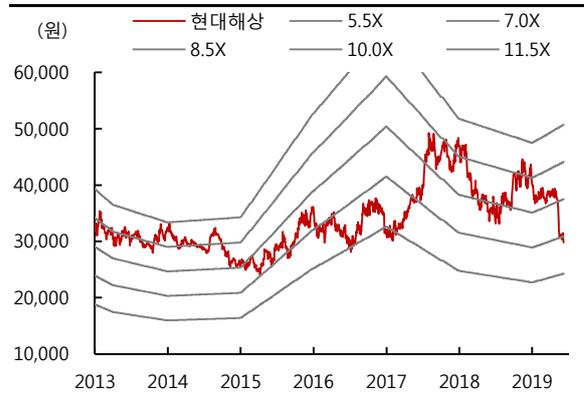
자료: SK증권

현대해상 12개월 forward PBR band



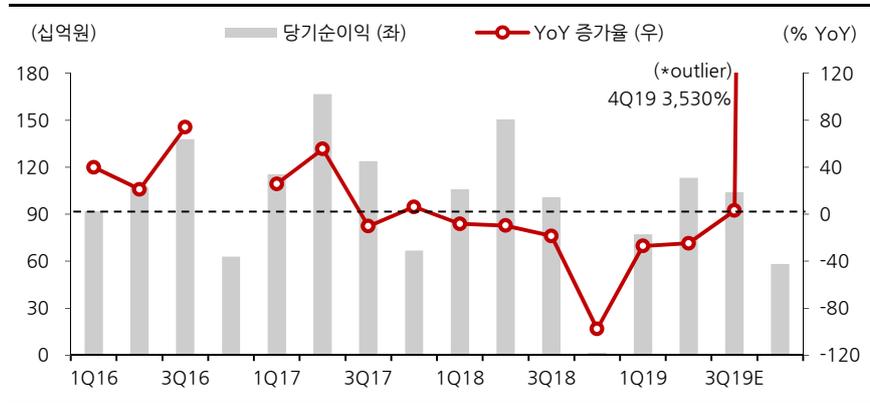
자료: SK증권

현대해상 12개월 forward PER band



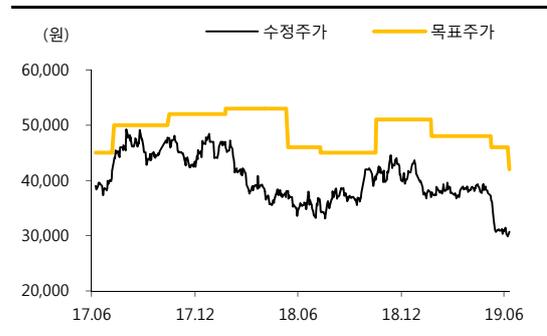
자료: SK증권

현대해상의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



자료: 현대해상, SK증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.06.11	매수	42,000원	6개월		
2019.05.13	매수	46,000원	6개월	-32.48%	-28.15%
2019.02.25	매수	48,000원	6개월	-20.50%	-17.60%
2019.01.28	매수	48,000원	6개월	-20.33%	-17.60%
2018.11.12	매수	51,000원	6개월	-20.05%	-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%



### 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 기관투자자 또는 제 3자에게 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 (2019년 6월 11일 기준)

매수	91.04%	중립	8.96%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
운용자산	32,448	35,811	38,218	40,918	43,750
현금 및 예치금	854	1,058	894	852	784
유가증권	21,083	23,590	25,445	27,389	29,455
주식	1,351	1,101	1,140	1,180	1,222
채권	11,207	12,575	13,420	14,368	15,363
수익증권	3,227	3,652	4,017	4,419	4,861
외화유가증권	5,112	6,118	6,712	7,254	7,828
기타유가증권	185	144	155	167	181
대출채권	9,505	10,143	10,827	11,592	12,395
부동산	1,006	1,021	1,051	1,084	1,116
비운용자산	3,938	3,712	3,652	3,550	3,464
특별계정자산	3,736	4,197	4,533	4,895	5,287
<b>자산총계</b>	<b>40,122</b>	<b>43,719</b>	<b>46,402</b>	<b>49,363</b>	<b>52,501</b>
책임준비금	31,051	33,099	35,303	37,678	40,156
지급준비금	2,554	2,526	2,677	2,838	3,008
보험료적립금	26,132	28,125	30,156	32,287	34,522
미경과보험료적립금	2,304	2,376	2,390	2,463	2,525
기타부채	2,177	2,299	2,240	2,402	2,611
특별계정부채	3,791	4,208	4,334	4,464	4,598
<b>부채총계</b>	<b>37,019</b>	<b>39,606</b>	<b>41,877</b>	<b>44,545</b>	<b>47,364</b>
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	114	612	612	612	612
이익잉여금	2,763	2,997	3,238	3,531	3,849
비상위험준비금	806	875	911	931	952
자본조정	-37	-37	-37	-37	-37
기타포괄손익누계	218	497	667	667	667
<b>자본총계</b>	<b>3,103</b>	<b>4,114</b>	<b>4,525</b>	<b>4,818</b>	<b>5,137</b>
<b>부채와자본총계</b>	<b>40,122</b>	<b>43,719</b>	<b>46,402</b>	<b>49,363</b>	<b>52,501</b>

**성장률**

12월 결산(% YoY)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산	9.5	9.0	6.1	6.4	6.4
운용자산	9.5	10.4	6.7	7.1	6.9
부채	9.2	7.0	5.7	6.4	6.3
책임준비금	8.4	6.6	6.7	6.7	6.6
자본	12.5	32.6	10.0	6.5	6.6
경과보험료	2.5	2.0	1.7	2.3	2.2
일반	-0.9	1.7	1.8	1.8	2.1
자동차	9.2	5.0	0.3	3.3	3.0
장기	0.4	0.9	2.2	1.9	1.9
순사업비	8.8	3.4	2.1	1.9	2.6
투자영업이익	6.3	6.6	6.5	4.8	6.3
영업이익	18.2	-19.7	-0.3	12.7	8.9
순이익	18.3	-24.1	-1.7	15.0	9.2

**포괄손익계산서**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	12,826	12,978	13,267	13,567	13,883
일반	1,081	1,093	1,107	1,130	1,152
자동차	3,329	3,376	3,464	3,568	3,684
장기	8,416	8,510	8,696	8,870	9,047
보유보험료	11,702	11,856	12,132	12,430	12,745
경과보험료	11,533	11,766	11,960	12,230	12,498
일반	451	458	467	475	485
자동차	2,991	3,142	3,152	3,255	3,353
장기	8,091	8,165	8,341	8,500	8,661
경과손해액	9,576	9,922	10,138	10,351	10,580
일반	297	282	308	314	320
자동차	2,379	2,691	2,707	2,762	2,862
장기	6,900	6,949	7,123	7,275	7,399
순사업비	2,337	2,416	2,468	2,515	2,579
보험영업이익	-380	-573	-646	-636	-661
투자영업이익	1,020	1,087	1,158	1,214	1,291
영업이익	640	514	513	578	630
영업외이익	-15	-23	-30	-32	-32
세전이익	625	491	482	546	598
법인세비용	152	132	129	140	154
당기순이익	473	359	353	406	443

**주요투자지표**

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업지표 (%)</b>					
경과손해율	83.0	84.3	84.8	84.6	84.7
일반	65.9	61.5	66.0	66.0	66.0
자동차	79.5	85.6	85.9	84.9	85.4
장기	85.3	85.1	85.4	85.6	85.4
사업비율	20.3	20.5	20.6	20.6	20.6
투자이익률	3.3	3.2	3.2	3.1	3.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	16.1	9.9	8.2	8.7	8.9
ROA	1.2	0.9	0.8	0.8	0.9
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	5,929	4,502	4,426	5,089	5,558
보통주 BPS	38,912	51,590	56,747	60,430	64,421
보통주 DPS	1,500	1,130	1,110	1,270	1,390
<b>기타 지표</b>					
보통주 PER (X)	7.9	9.1	6.8	5.9	5.4
보통주 PBR (X)	1.2	0.8	0.5	0.5	0.5
배당성향 (%)	25.3	25.1	25.1	25.0	25.0
보통주 배당수익률 (%)	3.2	2.8	3.7	4.2	4.6

자료 SK증권 추정

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**김도하**

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

## Company Data

자본금	57 십억원
발행주식수	11,368 만주
자사주	220 만주
액면가	500 원
시가총액	2,427 십억원
주요주주	
메리츠금융지주(외6)	53.64%
외국인지분율	15.10%
배당수익률	3.75%

## Stock Data

주가(19/06/10)	21,350 원
KOSPI	2,099.5 pt
52주 Beta	0.35
52주 최고가	25,600 원
52주 최저가	17,650 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.5%	-9.1%
6개월	-0.9%	-3.2%
12개월	4.7%	19.0%

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

### 손해율은 하락 중인데 손해율을 우려하는 모순

메리츠화재는 강한 보험료 유입 효과로 손해율 하락을 나타내고 있는데, 분모가 같은 사업비율은 높은 상승폭을 기록. 체력대비 높은 성장과 높은 사업비 소요가 동시에 나타나고 있는데 합산비율은 악화됨. 이러한 사업모델에서 실적이 선방하려면 견조한 투자손익과 높은 신계약 성장률 지속이 필요한데, 달성이 쉽지 않은 과제라는 판단. 또한 손해액 증가율 상승의 시기와 속도가 빠르다는 점과 인수기준 완화의 유인이 가장 높은 회사라는 점에서 향후 위험손해를 추이를 지켜볼 필요가 있다고 판단함. **투자의견 중립 유지**

### 보험료 증가로 손해율은 하락하는데 사업비율은 크게 상승

메리츠화재의 실적 흐름은 다소 특이하다. 2017년 말 기준 보험부채가 4배에 가까운 삼성화재와 유사한 규모의 신계약을 유치하고 있는 만큼 보험료 유입 효과가 강해 전체 경과손해율은 1Q19에도 1.7%p YoY 개선되었는데 (장기 위험손해율은 +0.3%p YoY), 분모가 같은 사업비율은 +3.0%p YoY로 높은 상승폭을 기록했다. 체력 대비 높은 성장과 높은 사업비 소요가 나타나고 있는 것이다. 동사의 사업비율은 2016년 21%에서 2017년 23%, 2018년 27%로 상승해 2019년에는 28%대로 전망되며, 손해율 하락에도 불구하고 합산비율 악화를 견인하고 있다. 이를 투자손익으로 상쇄하는 동시에 손해율 개선 효과를 유지하기 위한 높은 신계약 성장률 지속이 과제로 남아있다. 당면한 투자 환경과 후행하는 손해율 특성을 고려하면 달성이 쉽지 않은 과제라는 판단이다. 동사의 2Q19 당기순이익은 679억원 (-2% YoY)으로 소폭의 감소가 예상된다.

### 손해율은 하락 중인데 손해율을 우려하는 모순

메리츠화재의 이익 증가를 제한하는 것은 사업비율이며 손해율은 오히려 하락 중이지만 모순적이게도 SK증권은 사업비율이 아닌 손해율을 염려하고 있다. 위험손해율 수준이 본격화되는 것은 통상 상품판매 3~4년차부터이기 때문이다. 2H17부터 신계약의 본격 성장이 나타난 점을 고려하면 아직 손해율은 하락하는 것이 맞다. 그럼에도 장기 손해액 YoY 증가율은 1Q18부터 상승해 최근 두 자릿수를 나타냈는데 그 시기와 속도가 빠르다는 점과, 인수기준 완화의 유인이 높은(=신계약 목표치가 높은) 회사라는 점이 향후 손해율을 우려하는 근거이다. 높은 신계약 성장률과 투자손익의 지속 여부, 손해율 추이를 지켜볼 필요가 있다. **투자의견 중립 및 목표주가 20,000원을 유지한다.**

## 영업실적 및 투자지표

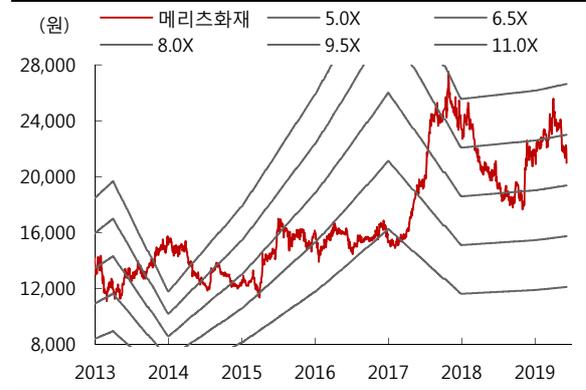
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
경과보험료	십억원	5,666	5,997	6,734	7,567	8,233	8,637
YoY	%	64	58	123	124	88	49
보험손익	십억원	-227	-214	-396	-479	-523	-621
투자손익	십억원	596	714	765	840	897	987
합산비율	%	104.0	103.6	105.9	106.3	106.4	107.2
투자수익률	%	4.5	4.8	4.6	4.5	4.3	4.3
영업이익	십억원	369	500	370	361	374	367
YoY	%	43.9	35.5	-26.2	-2.3	3.6	-1.9
세전이익	십억원	338	473	349	356	369	361
순이익	십억원	258	355	260	266	277	272
YoY	%	50.5	37.7	-26.8	2.1	4.4	-1.9
EPS	원	2,352	3,252	2,324	2,378	2,482	2,435
BPS	원	14,957	16,361	20,341	23,089	24,735	26,293
PER	배	6.5	7.2	9.4	9.3	8.9	9.1
PBR	배	1.0	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8
ROE	%	16.6	20.7	12.8	11.0	10.4	9.6
배당수익률	%	5.4	4.9	3.8	3.8	4.0	3.9

메리츠화재 12개월 forward PBR band



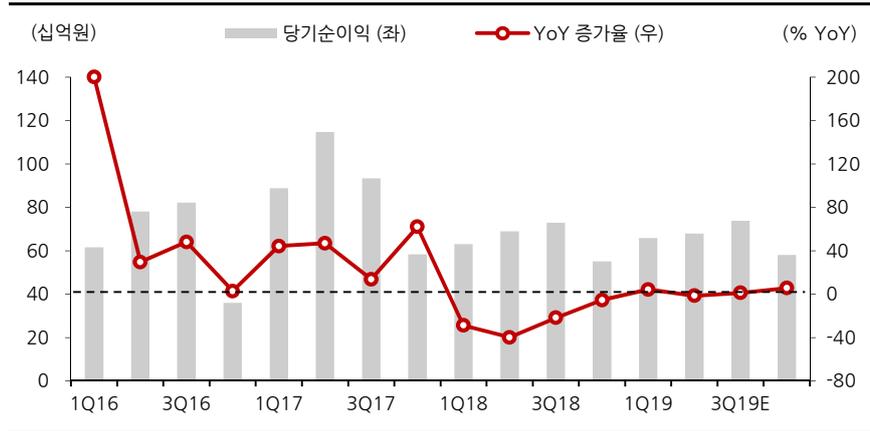
자료: SK증권

메리츠화재 12개월 forward PER band



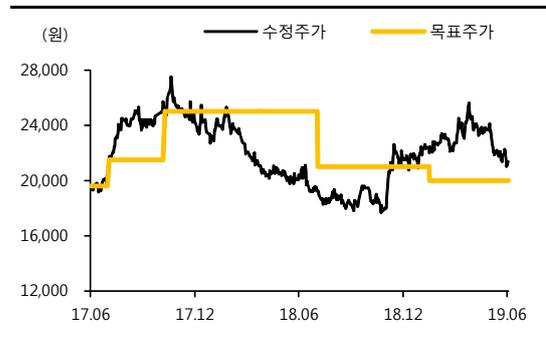
자료: SK증권

메리츠화재의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



자료: 메리츠화재, SK증권

일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.06.11	중립	20,000원	6개월		
2019.05.13	중립	20,000원	6개월	15.70%	28.00%
2019.02.21	중립	20,000원	6개월	17.36%	28.00%
2019.01.28	중립	20,000원	6개월	14.37%	17.00%
2018.11.12	중립	21,000원	6개월	-5.76%	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%



### 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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 6월 11일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
운용자산	15,967	18,252	20,179	22,361	24,622
현금 및 예치금	380	418	397	534	670
유가증권	10,009	11,696	12,978	14,377	15,847
주식	112	115	120	126	132
채권	5,582	7,068	7,884	8,816	9,795
수익증권	1,451	1,611	1,804	1,949	2,105
외화유가증권	2,792	2,666	2,932	3,249	3,578
기타유가증권	72	237	237	237	237
대출채권	4,785	5,362	6,033	6,686	7,362
부동산	793	777	771	764	743
비운용자산	2,125	2,178	2,243	2,311	2,380
특별계정자산	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	<b>18,092</b>	<b>20,433</b>	<b>22,422</b>	<b>24,672</b>	<b>27,002</b>
책임준비금	15,447	17,021	18,859	20,845	22,883
지급준비금	1,079	1,185	1,292	1,408	1,535
보험료적립금	13,619	15,101	16,770	18,584	20,463
미경과보험료적립금	659	641	698	748	775
기타부채	859	1,137	989	1,069	1,187
특별계정부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	<b>16,306</b>	<b>18,158</b>	<b>19,848</b>	<b>21,914</b>	<b>24,071</b>
자본금	55	57	57	57	57
자본잉여금	437	505	505	505	505
이익잉여금	1,109	1,241	1,415	1,599	1,772
비상위험준비금	232	256	288	308	319
자본조정	-19	-35	-44	-44	-44
기타포괄손익누계	204	507	641	641	641
<b>자본총계</b>	<b>1,787</b>	<b>2,276</b>	<b>2,574</b>	<b>2,757</b>	<b>2,931</b>
<b>부채와자본총계</b>	<b>18,092</b>	<b>20,433</b>	<b>22,422</b>	<b>24,672</b>	<b>27,002</b>

**성장률**

12월 결산(% YoY)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산	10.0	12.9	9.7	10.0	9.4
운용자산	10.0	14.3	10.6	10.8	10.1
부채	10.1	11.4	9.3	10.4	9.8
책임준비금	11.7	10.2	10.8	10.5	9.8
자본	9.0	27.4	13.1	7.1	6.3
경과보험료	5.8	12.3	12.4	8.8	4.9
일반	13.3	21.4	3.4	-8.7	3.0
자동차	3.6	3.8	-5.5	3.0	3.0
장기	5.8	13.1	15.2	10.3	5.2
순사업비	16.1	29.1	18.4	6.4	4.2
투자영업이익	19.9	7.1	9.7	6.8	10.0
영업이익	35.5	-26.2	-2.3	3.6	-1.9
순이익	37.7	-26.8	2.1	4.4	-1.9

**포괄손익계산서**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	6,403	7,080	8,024	8,782	9,229
일반	498	498	537	553	570
자동차	807	784	767	790	814
장기	5,098	5,798	6,719	7,438	7,845
보유보험료	6,055	6,741	7,639	8,361	8,787
경과보험료	5,997	6,734	7,567	8,233	8,637
일반	252	306	317	289	298
자동차	733	761	719	741	763
장기	5,011	5,667	6,531	7,204	7,577
경과손해액	4,824	5,339	5,924	6,499	6,906
일반	158	207	209	196	202
자동차	573	632	601	608	613
장기	4,092	4,500	5,113	5,694	6,091
순사업비	1,387	1,791	2,122	2,258	2,351
보험영업이익	-214	-396	-479	-523	-621
투자영업이익	714	765	840	897	987
영업이익	500	370	361	374	367
영업외이익	-27	-17	-5	-5	-5
세전이익	473	349	356	369	361
법인세비용	118	89	90	91	89
당기순이익	355	260	266	277	272

**주요투자지표**

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업지표 (%)</b>					
경과손해율	80.4	79.3	78.3	78.9	80.0
일반	62.8	67.7	66.1	68.0	68.0
자동차	78.2	83.1	83.6	82.2	80.4
장기	81.7	79.4	78.3	79.0	80.4
사업비율	23.1	26.6	28.0	27.4	27.2
투자이익률	4.8	4.6	4.5	4.3	4.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	20.7	12.8	11.0	10.4	9.6
ROA	2.1	1.3	1.2	1.2	1.1
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	3,252	2,324	2,378	2,482	2,435
보통주 BPS	16,361	20,341	23,089	24,735	26,293
보통주 DPS	1,140	820	840	880	860
<b>기타 지표</b>					
보통주 PER (X)	7.2	9.4	9.3	8.9	9.1
보통주 PBR (X)	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8
배당성향 (%)	35.1	35.3	35.3	35.4	35.3
보통주 배당수익률 (%)	4.9	3.8	3.8	4.0	3.9

자료: SK증권 추정

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

dohakim@sk.com

02-3773-8876

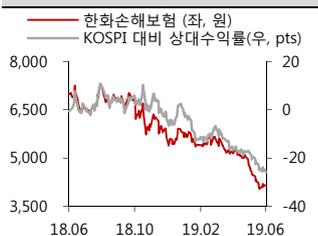
## Company Data

자본금	584 십억원
발행주식수	11,674 만주
자사주	153 만주
액면가	5,000 원
시가총액	486 십억원
주요주주	
한화생명보험(외3)	51.50%
한화손해보험우리사	5.66%
주조립	
외국인지분율	10.28%
배당수익률	2.20%

## Stock Data

주가(19/06/10)	4,160 원
KOSPI	2,099.5 pt
52주 Beta	0.91
52주 최고가	7,290 원
52주 최저가	4,035 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-12.4%	-12.0%
6개월	-23.5%	-25.8%
12개월	-38.8%	-24.5%

## 한화손해보험 (000370/KS | 매수(유지) | T.P 6,000 원(하향))

### 손해를 부담과 제한적인 자본여력이 성장 동력을 저하

한화손해보험은 1Q19 손해율과 투자수익률의 동반 부진에 따라 사업비 소요를 제한하며 신계약 역성장률 기록. 동사는 업계 추세와 별개로 2Q14부터 꾸준한 신계약 증가를 통해 외형을 성장시켰으나 위험손해를 상승에 따른 실적 부담과 제한적 자본여력이 성장 동력을 떨어뜨렸다는 판단. 2Q19 당기순이익은 388 억원으로 26% YoY 감소할 전망. 다만 12mf PBR 0.3 배는 6%대로 낮아진 향후 3 개년 평균 ROE 를 감안해도 낮은 수준이며 목표 PBR(0.42 배) 대비 상승여력이 충분해 투자의견 매수를 유지

### 손해를 부담과 제한적인 자본여력이 성장 동력을 저하

한화손해보험의 1Q19 장기 위험손해율은 5.8%p YoY 상승, 전체 경과손해율은 1.6%p YoY 상승해 실손발(發) 손해율 악화를 이미 예상했음에도 불구하고 기대보다 부진한 수익성을 기록했다. 보장성 인보험 기준 신계약은 -19% YoY로 큰 폭 감소했고 동시에 사업비율도 0.6%p YoY 하락했다. 동사의 경우 2013년부터 점진적으로 개선되던 위험손해율이 의료비 담보 수익성 악화를 중심으로 4Q18부터 다시 상승 전환한 점이 가장 큰 부담이다. 동사는 업계 추세와는 별개로 2Q14부터 꾸준한 신계약 증가를 통해 외형을 성장시켜왔으나, 위험손해를 상승에 따른 실적 부담과 제한적인 자본여력이 성장 동력을 떨어뜨렸다는 판단이다. 한화손해보험의 2Q19 당기순이익은 388억원으로 26% YoY 감소할 전망이다.

### 실적 전망치 하향으로 목표주가 12% 하향 조정, 리스크 관리가 필수

손해율 전망치 상향에 따라 2019년 당기순이익을 기존 970억원에서 863억원으로 11% 하향 조정하였다. 이를 반영해 한화손해보험의 목표주가를 6,800원에서 6,000원으로 11.8% 하향한다. 동사의 경우 신계약 경쟁에 참여해 비용을 소요하고 위험액을 늘리는 것보다 리스크 관리를 통한 손익 개선 및 자본안정성 강화가 선행되어야 할 것으로 판단된다. 다만 한화손해보험의 12개월 forward PBR은 0.31배로, 6%대로 낮아진 향후 3개년 평균 ROE를 감안해도 낮은 수준이며 목표 PBR(0.42배) 대비 상승여력이 충분해 투자의견 매수를 유지한다.

## 영업실적 및 투자지표

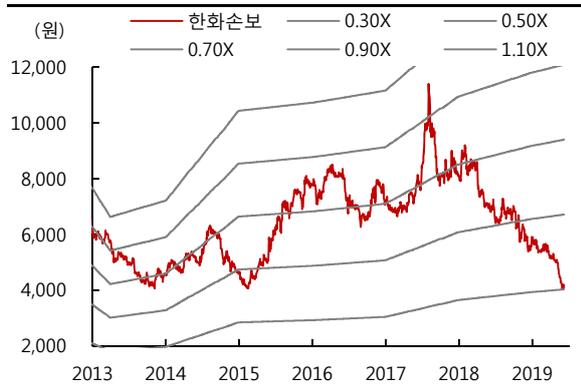
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
경과보험료	십억원	3,993	4,151	4,341	4,571	4,737	4,907
YoY	%	92	40	4.6	5.3	3.6	3.6
보험손익	십억원	-283	-245	-368	-373	-378	-409
투자손익	십억원	428	455	490	497	536	579
합산비용	%	107.1	105.9	108.5	108.2	108.0	108.3
투자수익률	%	4.1	3.9	3.7	3.4	3.4	3.4
영업이익	십억원	146	210	122	124	159	170
YoY	%	14.3	43.9	-41.6	1.2	28.1	7.2
세전이익	십억원	135	196	114	114	149	161
순이익	십억원	112	149	82	86	113	122
YoY	%	17.8	33.0	-45.0	5.1	31.3	7.6
EPS	원	1,237	1,308	704	739	971	1,045
BPS	원	9,749	10,147	12,161	13,117	13,848	14,612
PER	배	5.8	6.2	8.4	5.6	4.2	3.9
PBR	배	0.7	0.8	0.5	0.3	0.3	0.3
ROE	%	12.9	14.4	6.3	5.9	7.2	7.3
배당수익률	%	1.4	1.8	2.2	3.3	4.3	4.6

한화손해보험 목표주가 산출식

항목	한화손해보험	비고
자기자본비용 (%)	12.8	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	10.1	(c): Rm-(b) (Bloomberg KOSPI Rm 적용)
Beta (β)	1.1	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE (%)	6.0	(e): 회사별 2019~2021년 기대 ROE 평균
연구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	0.47	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	-10.0	(h): 제도 변경 관련 자본가치 불확실성 반영
<b>목표 PBR (X)</b>	<b>0.42</b>	<b>(i): (g)*(h)</b>
수정 BPS (원)	14,230	(j): 회사별 12개월 forward BPS
<b>목표주가 (원)</b>	<b>6,000</b>	<b>(k): (i)*(j)</b>
조정률 (%)	-11.8	직전 목표주가 대비 조정률
현 주가 (6/10, 원)	4,160	
상승여력 (%)	44.2	

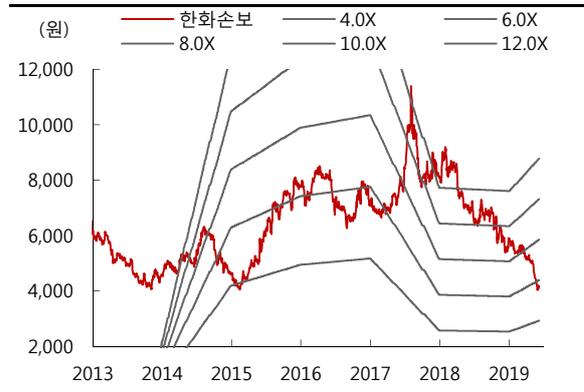
자료: SK증권

한화손해보험 12개월 forward PBR band



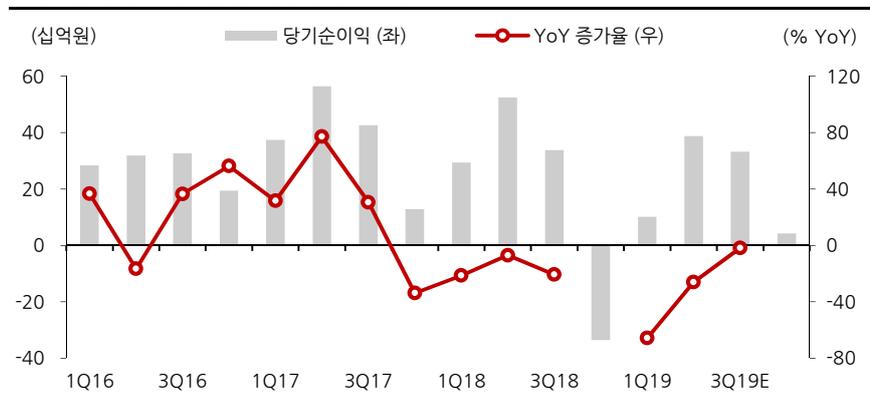
자료: SK증권

한화손해보험 12개월 forward PER band



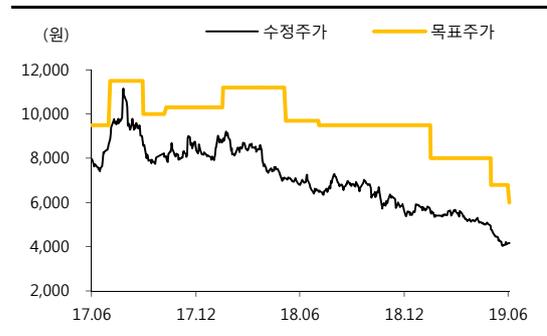
자료: SK증권

한화손해보험의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



자료: 한화손해보험 SK증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.06.11	매수	6,000원	6개월		
2019.05.13	매수	6,800원	6개월	-37.07%	-32.43%
2019.01.28	매수	7,800원	6개월	-32.01%	-27.44%
2018.11.12	매수	9,500원	6개월	-33.78%	-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%



### 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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 6월 11일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
운용자산	12,691	14,550	15,423	16,696	18,058
현금 및 예치금	469	561	514	477	418
유가증권	6,568	8,199	9,147	10,066	11,075
주식	262	314	336	359	383
채권	2,784	2,960	3,197	3,493	3,812
수익증권	2,216	2,953	3,278	3,639	4,039
외화유가증권	1,228	1,704	2,045	2,270	2,519
기타유가증권	81	278	292	306	321
대출채권	5,166	5,304	5,297	5,701	6,130
부동산	485	475	464	452	435
비운용자산	2,187	2,176	2,198	2,220	2,242
특별계정자산	6	6	6	6	6
<b>자산총계</b>	<b>14,884</b>	<b>16,731</b>	<b>17,626</b>	<b>18,922</b>	<b>20,306</b>
책임준비금	12,817	14,129	15,343	16,585	17,873
지급준비금	842	976	1,025	1,077	1,130
보험료적립금	11,244	12,404	13,520	14,677	15,874
미경과보험료적립금	709	722	766	793	822
기타부채	877	1,177	746	713	720
특별계정부채	6	6	6	6	7
<b>부채총계</b>	<b>13,699</b>	<b>15,312</b>	<b>16,095</b>	<b>17,305</b>	<b>18,600</b>
자본금	584	584	584	584	584
자본잉여금	98	287	287	287	287
이익잉여금	403	462	521	606	695
비상위험준비금	121	140	161	181	200
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계	100	87	140	140	140
<b>자본총계</b>	<b>1,185</b>	<b>1,420</b>	<b>1,531</b>	<b>1,617</b>	<b>1,706</b>
<b>부채와자본총계</b>	<b>14,884</b>	<b>16,731</b>	<b>17,626</b>	<b>18,922</b>	<b>20,306</b>

**성장률**

12월 결산(% YoY)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산	12.1	12.4	5.3	7.3	7.3
운용자산	11.4	14.6	6.0	8.3	8.2
부채	10.6	11.8	5.1	7.5	7.5
책임준비금	11.1	10.2	8.6	8.1	7.8
자본	33.9	19.8	7.9	5.6	5.5
경과보험료	4.0	4.6	5.3	3.6	3.6
일반	24.3	11.4	6.4	4.0	4.0
자동차	3.9	-3.8	1.3	3.5	4.0
장기	3.1	5.7	5.9	3.6	3.5
순사업비	8.0	11.6	3.7	3.2	3.8
투자영업이익	6.3	7.7	1.5	7.9	7.9
영업이익	43.9	-41.6	1.2	28.1	7.2
순이익	33.0	-45.0	5.1	31.3	7.6

**포괄손익계산서**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	5,291	5,603	5,931	6,174	6,421
일반	434	436	453	471	490
자동차	874	874	892	928	965
장기	3,984	4,293	4,586	4,775	4,966
보유보험료	4,151	4,351	4,563	4,749	4,939
경과보험료	4,151	4,341	4,571	4,737	4,907
일반	176	196	209	217	226
자동차	599	576	583	604	628
장기	3,376	3,569	3,779	3,916	4,053
경과손해액	3,411	3,609	3,805	3,939	4,095
일반	117	147	157	150	156
자동차	487	511	524	534	556
장기	2,805	2,949	3,125	3,256	3,383
순사업비	985	1,099	1,140	1,176	1,221
보험영업이익	-245	-368	-373	-378	-409
투자영업이익	455	490	497	536	579
영업이익	210	122	124	159	170
영업외이익	-14	-9	-10	-9	-9
세전이익	196	114	114	149	161
법인세비용	47	32	27	36	39
당기순이익	149	82	86	113	122

**주요투자지표**

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업지표 (%)</b>					
경과손해율	82.2	83.1	83.2	83.2	83.4
일반	66.7	75.1	75.1	69.0	69.0
자동차	81.3	88.7	89.7	88.4	88.6
장기	83.1	82.6	82.7	83.1	83.5
사업비율	23.7	25.3	24.9	24.8	24.9
투자이익률	3.9	3.7	3.4	3.4	3.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	14.4	6.3	5.9	7.2	7.3
ROA	1.1	0.5	0.5	0.6	0.6
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	1,308	704	739	971	1,045
보통주 BPS	10,147	12,161	13,117	13,848	14,612
보통주 DPS	150	130	135	175	190
<b>기타 지표</b>					
보통주 PER (X)	6.2	8.4	5.6	4.2	3.9
보통주 PBR (X)	0.8	0.5	0.3	0.3	0.3
배당성향 (%)	11.7	18.5	18.3	18.0	18.2
보통주 배당수익률 (%)	1.8	2.2	3.3	4.3	4.6

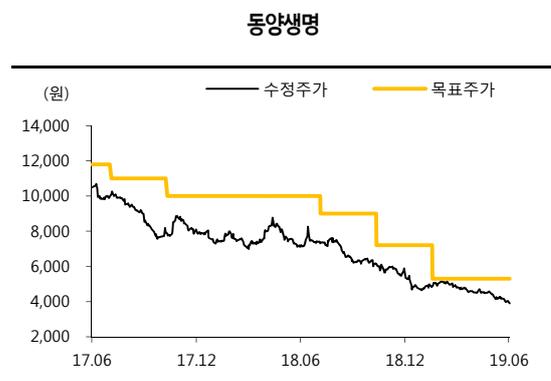
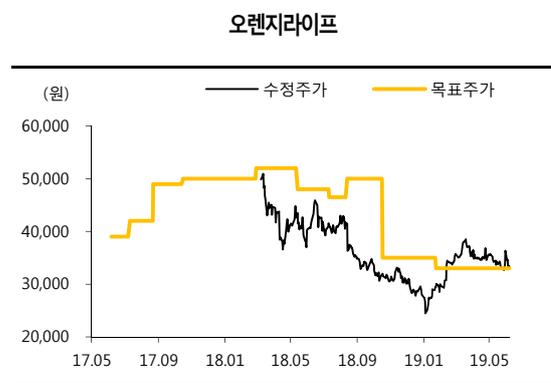
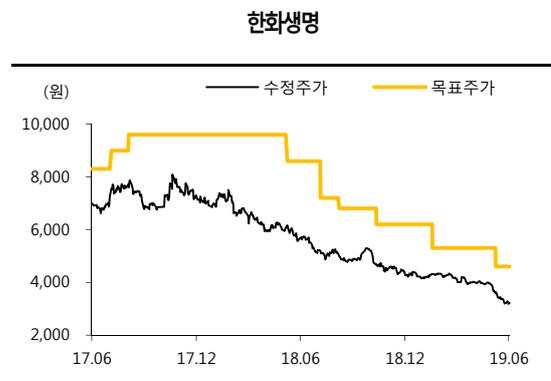
자료 SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.06.11	매수	110,000원	6개월		
2019.05.16	매수	110,000원	6개월	-22.37%	-15.27%
2019.02.22	매수	110,000원	6개월	-21.53%	-15.27%
2019.01.28	매수	110,000원	6개월	-17.96%	-15.27%
2018.10.19	매수	132,000원	6개월	-32.37%	-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%
2017.10.17	매수	155,000원	6개월	-17.84%	-13.87%

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.06.11	매수	4,600원	6개월		
2019.05.15	매수	4,600원	6개월	-27.52%	-21.74%
2019.02.22	매수	5,300원	6개월	-23.25%	-18.21%
2019.01.28	매수	5,300원	6개월	-19.26%	-18.21%
2018.10.19	매수	6,200원	6개월	-29.26%	-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%
2017.10.17	매수	9,600원	6개월	-24.02%	-15.73%
2017.08.10	매수	9,600원	6개월	-25.57%	-18.02%

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.06.11	중립	33,000원	6개월		
2019.01.28	중립	33,000원	6개월	4.72%	16.67%
2018.11.13	중립	35,000원	6개월	-15.06%	-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%
2017.08.11	매수	42,000원	6개월	-7.15%	2.38%
2017.07.12	매수	42,000원	6개월	-8.97%	-5.12%

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.06.11	매수	5,300원	6개월		
2019.05.17	매수	5,300원	6개월	-13.13%	-2.64%
2019.01.28	중립	5,300원	6개월	-11.23%	-2.64%
2018.10.19	매수	7,200원	6개월	-25.32%	-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%



**memo**

---