



손님의 기쁨, 그 하나를 위하여

하나금융그룹

하나금융투자 2018년 전망 | 2017년 11월 7일

보험 Overweight

상장 이후 처음 맞을 생명보험의 봄

- 저금리의 굴레에서 벗어나고 있는 생명보험
- 2018년 보험 커버리지 8사 합산 순익 +9.5% 전망
- 생명보험 중심의 비중확대 전략 권고. 삼성생명 최선호주 유지



Analyst 오진원
02-3771-7525
jw.oh@hanafn.com

RA 박은규
02-3771-8532
ek.p@hanafn.com



CONTENTS

Summary	3
1. 2018년 보험업종 실적 전망	7
8사 합산 순익 5.68조원(YoY +9.5%), 손보 ROE 11.2%, 생보 ROE 6.1%	7
2. 금리상승기 보험사별 펀더멘탈 민감도 분석	16
금리상승시 생명보험업계 최대 수혜	16
3. 삼성전자 지분이 가져다줄 알파(α)	23
삼성생명의 이익체력 레벨업. 주주환원을 통한 구조적 상승 가능	23
4. 손보업종, 싸게 사면 기회는 있다	30
모멘텀 둔화는 불가피하나, 실손보험 제도 변화에 대한 우려 과도	30
Top Picks 및 관심종목	36
삼성생명 (032830)	37
한화생명 (088350)	41
INC생명 (079440)	45
현대해상 (001450)	49
한화손해보험 (000370)	52

2017년 11월 7일 | Equity Research

보험

상장 이후 처음 맞을 생명보험의 봄

저금리의 굴레에서 벗어나고 있는 생명보험

글로벌 전반의 금리 상승세가 본격화되는 양상이다. 국내 장기금리 또한 국고 5년 기준 연초 대비 30bp 이상 상승한 2.4% 전후를 기록하고 있는데 경제성장률과 물가, 통화정책 방향성을 고려시 2018년 금리 상승 압력은 지속될 전망이다. 이는 생명보험 계약부채의 태생적인 장기 듀레이션 속성과 40% 전후의 금리고정형 준비금 구성을 감안할 때 긍정적인 금융환경 변화이다. 그간 생명보험업계는 수년간 지속된 금리하락 사이클 속에서 이차스프레드 악화, 변액보증준비금 추가 적립, IFRS 17 도입시 자본적정성 우려가 주주가치 훼손으로 이어져 왔다. 금리의 상승 반전은 생보업계의 이익 체력 회복과 금융업종 내 가장 낮은 수준에 머물러 있는 밸류에이션의 상승을 동시에 견인할 계기가 될 것이다.

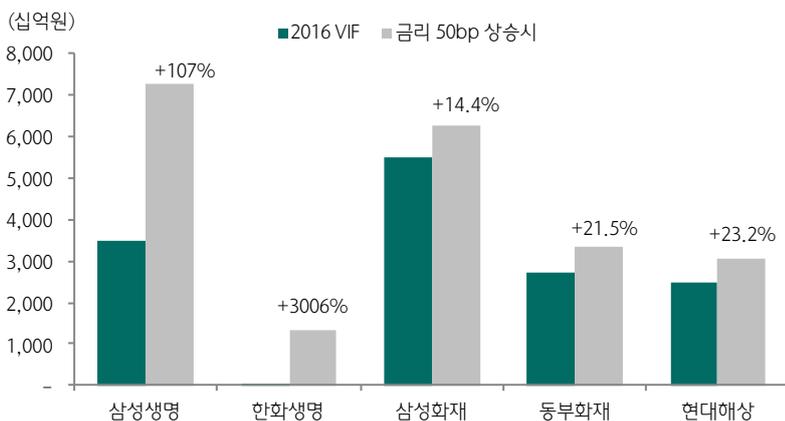
2018년 보험 커버리지 8사 합산 순익 +9.5% 전망

합산 8사의 순익은 9.5% 증가한 5,68조원으로 전망한다. 손보 합산 순익은 2,69조원으로 3.8% 증가, 생보 합산 순익은 2,99조원으로 15.3% 증가 추정된다. 손보 ROE는 0.8%p 하락한 11.2%, 생보 ROE는 0.2%p 상승한 6.1%로 예상된다.

생명보험 중심의 비중확대 전략 권고. 삼성생명 최선호주 유지

생명보험 중심의 보험업 비중 확대 전략을 권고한다. 삼성생명은 삼성전자 지분 보유에 따른 플러스 알파요인 또한 존재하기에 업종 Top pick으로 지속 추천한다. 손보업계 또한 견조할 이익 체력 대비 실손보험 제도 변경 관련 우려가 과도하여 2위권사 중심 투자기회가 존재한다. 손보 최선호주는 현대해상과 한화손보이다.

금리 50bp 상승시 내재가치(EV) 내 보유계약가치 변화(2016 EV)



자료: 각사, 하나금융투자

2018년 전망
Overweight

Top Picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(11월6일)
삼성생명(000810)	BUY	165,000원	133,500
현대해상(001450)	BUY	52,000원	45,100원
한화손보(000370)	BUY	11,000원	8,160원

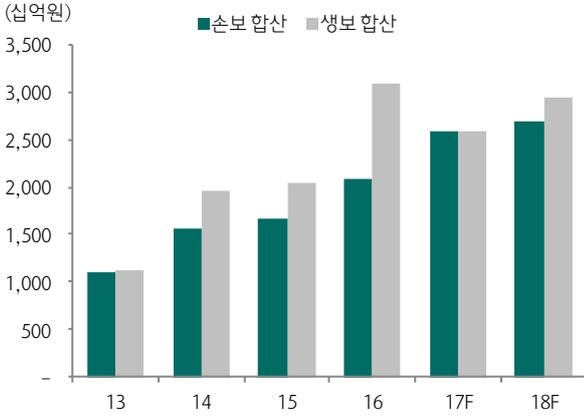


Analyst 오진원
02-3771-7525
jw.oh@hanafn.com

RA 박은규
02-3771-8532
ek.p@hanafn.com

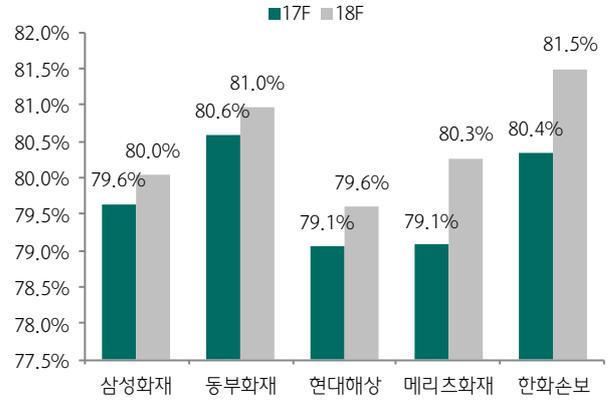
Summary

그림 1. 2018년 생보 +15.3%, 손보 +3.8% 순익 증가 전망



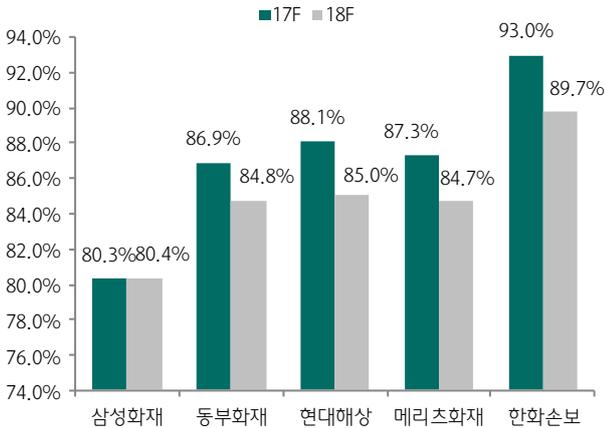
주: 손보5사, 생보3사 합산 기준
자료: 각사, 하나금융투자

그림 2. 손보 5사 차보험손해율 추이



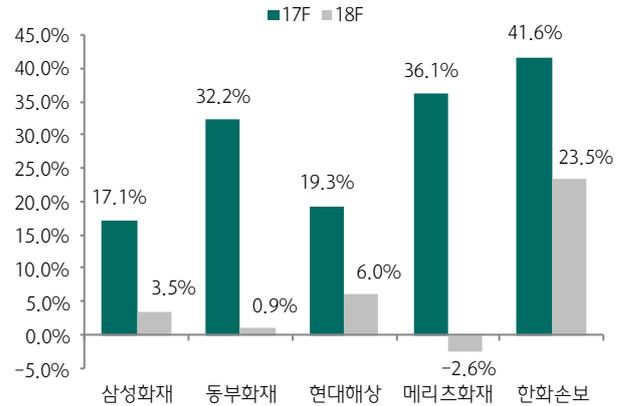
자료: 각사, 하나금융투자

그림 3. 손보 5사 장기위험손해율 추이



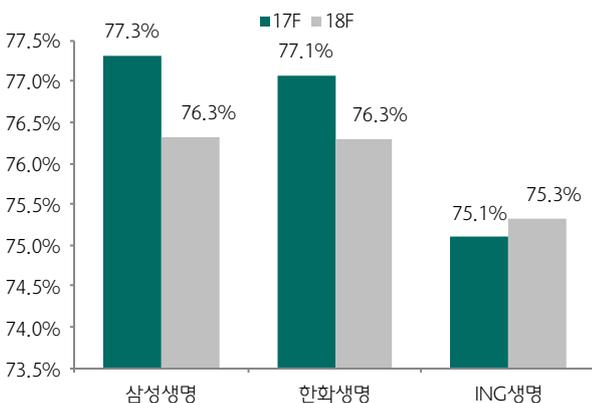
자료: 각사, 하나금융투자

그림 4. 손보 5사 순익증가율 비교



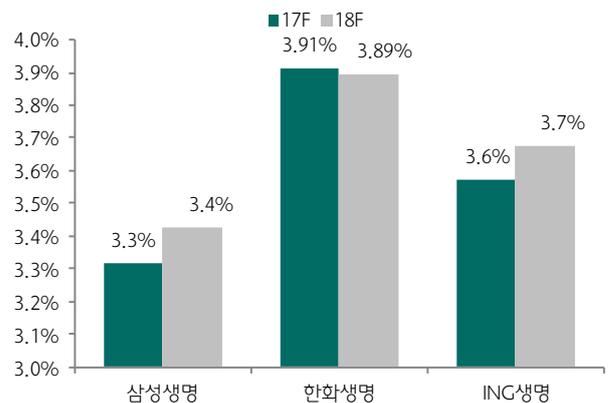
자료: 각사, 하나금융투자

그림 5. 생보 3사 장기 위험손해율 추이



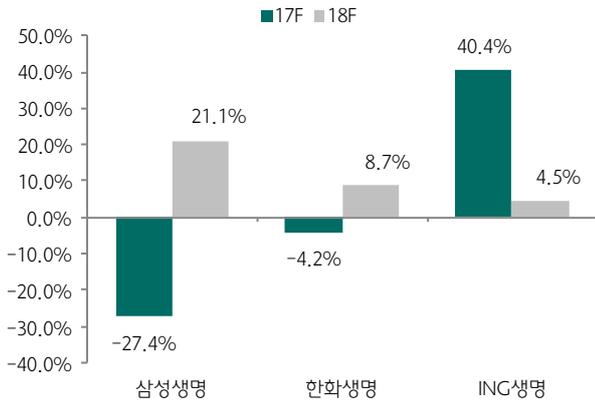
자료: 각사, 하나금융투자

그림 6. 생보 3사 운용자산이익률 추이



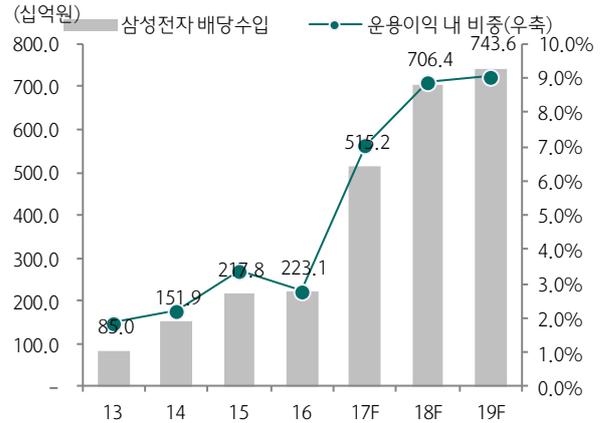
자료: 각사, 하나금융투자

그림 7. 생보 3사 연결 순익 증가율 비교



주: ING생명은 개별 기준
자료: 각사, 하나금융투자

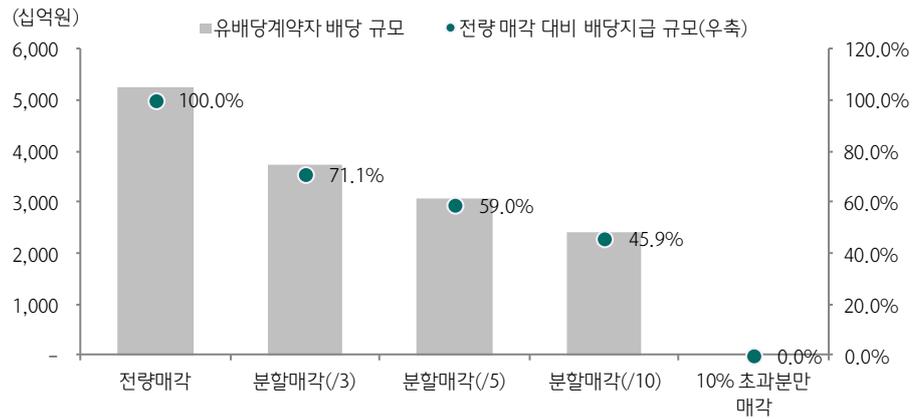
그림 8. 삼성생명의 삼성전자 배당수입 급증 예상



자료: 삼성생명, 하나금융투자

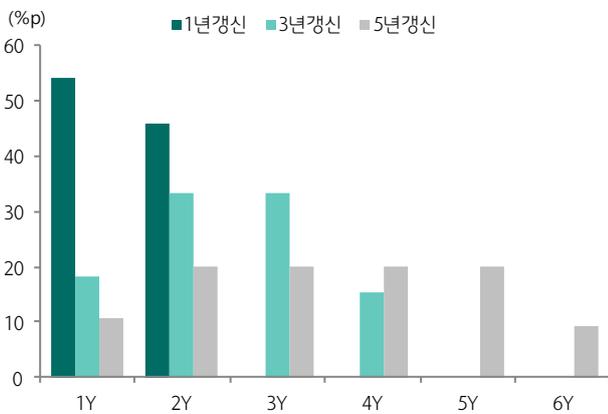
그림 9. 삼성생명의 삼성전자 지분 매각시 유배당계약자 배당 지급 규모

삼성생명이 전자 지분 매각에 나선다면 그 규모 또한 중요. 0.45% 지분만을 매각시 유배당계약자 배당지급 발생하지 않음



자료: 삼성생명, 하나금융투자

그림 10. 실손보험 갱신주기별 보험료 변동시 시차효과



자료: 하나금융투자

표 1. 보험사별 실손보험 갱신주기 상품 비중 현황(2016년말)

	5년	3년	1년
삼성화재	13%	55%	32%
현대해상	33%	33%	34%
동부화재	14%	63%	23%
메리츠화재	9%	58%	33%
한화손보	50%	28%	16%
삼성생명		67%	33%

자료: 각사, 하나금융투자

Valuation Summary

(단위: 원, %, 십억원, 배)

		삼성화재	동부화재	현대해상	한화손보	메리츠화재	삼성생명	한화생명	ING생명
투자 의견		BUY	BUY	BUY	BUY	Neutral	BUY	BUY	BUY
목표주가(원)		360,000	91,000	52,000	11,000	24,000	165,000	10,000	56,000
기존 목표가 대비		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.9%	0.0%	신규
현재주가(11/3, 원)		274,500	70,400	45,050	8,210	25,550	136,500	7,630	50,400
상승여력(%)		31.1%	29.3%	15.4%	34.0%	-6.1%	20.9%	23.7%	11.1%
시가총액(십억원)		13,577	4,984	4,027	958	2,819	27,300	6,627	4,133
절대수익률(%)	1M	-2.0%	-3.6%	-0.6%	2.2%	3.7%	20.8%	11.4%	6.2%
	3M	-8.2%	-14.0%	-5.7%	-25.7%	4.5%	10.5%	0.7%	31.9%
	6M	2.0%	0.9%	19.8%	9.9%	41.9%	21.3%	22.3%	NA
	1Y	-3.3%	0.7%	22.9%	9.3%	61.7%	25.8%	28.9%	NA
상대수익률(%)	1M	-8.8%	-10.4%	-7.4%	-4.6%	-3.2%	14.0%	4.6%	-0.6%
	3M	-15.0%	-20.8%	-12.4%	-32.5%	-2.3%	3.7%	-6.1%	25.2%
	6M	-12.1%	-13.3%	5.7%	-4.2%	27.8%	7.2%	8.1%	NA
	1Y	-32.3%	-28.2%	-6.0%	-19.6%	32.8%	-3.1%	-0.1%	NA
P/E(배)	2016	13.57	8.41	6.28	5.84	6.52	9.83	6.70	NA
	2017F	11.85	7.17	7.53	6.03	8.00	16.43	8.17	12.23
	2018F	11.45	7.10	7.10	4.88	8.22	13.57	7.52	11.70
P/B(배)	2016	1.05	1.00	0.91	0.74	1.03	0.69	0.65	-
	2017F	0.95	1.00	1.15	0.76	1.54	0.72	0.66	1.00
	2018F	0.90	0.90	1.02	0.66	1.37	0.66	0.61	0.90
ROE(%)	2016	8.1%	12.3%	15.4%	12.9%	16.6%	7.7%	9.5%	5.7%
	2017F	8.5%	14.7%	16.2%	14.8%	20.3%	4.7%	8.6%	8.1%
	2018F	8.1%	13.3%	15.2%	14.5%	17.6%	5.1%	8.4%	8.1%
EPS Growth(%)	2016	9.1%	13.9%	96.6%	17.8%	44.5%	74.3%	50.1%	-92.1%
	2017F	17.1%	32.2%	19.3%	10.1%	36.1%	-27.4%	-4.2%	40.4%
	2018F	3.5%	0.9%	6.0%	23.5%	-2.6%	21.1%	8.7%	4.5%
BPS Growth(%)	2016	10.8%	7.6%	13.3%	2.8%	7.0%	22.6%	-4.9%	-90.3%
	2017F	13.1%	12.7%	13.7%	11.1%	11.3%	16.4%	16.5%	0.1%
	2018F	5.5%	11.0%	12.3%	14.4%	12.7%	9.0%	8.1%	10.8%
ROA(%)	2016	1.3%	1.5%	1.2%	0.9%	1.7%	0.8%	0.8%	0.8%
	2017F	1.4%	1.7%	1.2%	1.1%	2.0%	0.5%	0.7%	1.1%
	2018F	1.3%	1.6%	1.2%	1.2%	1.8%	0.6%	0.7%	1.1%
배당성장(%)	2016	30.1%	19.9%	26.3%	8.1%	35.4%	10.5%	8.2%	69.4%
	2017F	33.9%	21.2%	24.6%	8.8%	31.3%	18.1%	11.8%	53.4%
	2018F	32.8%	20.7%	23.2%	8.9%	32.2%	14.9%	11.8%	51.1%
DPS(원)	2016	6,100	1,650	1,350	100	830	1,200	80	2,037
	2017F	8,100	2,150	1,500	120	1,000	1,500	110	2,200
	2018F	8,100	2,150	1,500	150	1,000	1,500	120	2,200
배당수익률(%)	2016	2.3%	2.6%	4.3%	1.4%	5.4%	1.1%	1.2%	NA
	2017F	3.0%	3.1%	3.3%	1.5%	3.9%	1.1%	1.4%	4.4%
	2018F	3.0%	3.1%	3.3%	1.8%	3.9%	1.1%	1.6%	4.4%

자료: 하나금융투자

Earnings Summary

(단위: 십억원, %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
손해보험 5사 합산	102.8%	103.4%	104.3%	104.5%	103.7%	103.2%	103.7%
원수보험료	45,211	35,423	48,764	51,612	53,802	55,564	56,473
경과보험료	41,926	32,643	45,156	47,479	49,423	50,917	51,736
장기	31,617	24,638	34,029	35,368	35,859	36,479	37,526
자동차	8,408	6,406	8,793	9,693	11,017	11,795	11,438
일반	1,901	1,599	2,333	2,403	2,547	2,643	2,771
손해액	35,214	27,600	38,794	40,591	41,605	42,345	43,143
순사업비	7,869	6,148	8,325	9,027	9,624	10,221	10,491
보험영업이익	-1,157	-1,104	-1,964	-2,140	-1,806	-1,648	-1,898
투자영업이익	3,440	2,674	4,106	4,486	4,658	5,196	5,613
영업이익	2,283	1,570	2,142	2,346	2,852	3,547	3,715
세전이익	2,174	1,451	2,008	2,197	2,700	3,394	3,550
법인세	514	356	449	532	619	801	859
순이익	1,661	1,094	1,559	1,665	2,081	2,593	2,691
증가율	-7.3%	-12.1%	6.9%	6.8%	25.0%	24.6%	3.8%
손해율	84.0%	84.5%	85.9%	85.5%	84.2%	83.2%	83.4%
사업비율	18.8%	18.8%	18.4%	19.0%	19.5%	20.1%	20.3%
운용자산이익률	4.35%	2.94%	3.92%	3.71%	3.43%	3.46%	3.44%
월납환산 신계약	857	474	626	592	517	521	537
보장성 신계약	447	299	469	481	477	493	508
보장성 비율	52.2%	63.1%	74.9%	81.3%	92.1%	94.6%	94.7%
생명보험 3사 합산							
보험영업수익	35,337	21,259	29,868	31,674	30,919	30,696	30,931
위험보험료	5,038	3,949	6,059	6,298	6,517	6,710	6,834
보험영업비용	22,277	16,598	23,798	24,369	25,711	26,555	26,560
지급보험금	15,278	11,460	16,727	17,274	18,693	19,454	19,262
사업비	2,787	2,135	2,994	2,803	2,771	2,949	3,122
투자손익	9,377	7,346	10,829	10,447	12,026	11,507	12,428
책임준비금 전입액	22,125	12,007	16,440	17,649	16,258	14,735	15,570
영업이익	311	0	458	102	976	913	1,228
영업외손익	1,740	1,331	1,957	2,240	2,356	2,420	2,575
세전이익	2,052	1,330	2,416	2,342	3,332	3,333	3,803
개별 순이익	1,602	1,032	1,768	1,889	1,128	2,527	2,883
증가율	-6.3%	-35.6%	71.3%	6.8%	-40.3%	123.9%	14.1%
보험금/위험보험료	85.2%	84.1%	83.3%	77.8%	81.3%	77.0%	76.2%
실제사업비/보험수익	18.6%	21.8%	20.9%	19.3%	19.7%	20.2%	21.0%
운용자산이익률	4.5%	3.2%	4.4%	3.9%	3.99%	3.49%	3.56%
연납환산 신계약	8,795	4,686	6,501	6,747	6,048	5,781	5,896
보장성 APE	2,972	1,981	3,212	3,487	3,493	3,121	3,216
보장성 비율	33.8%	42.3%	49.4%	51.7%	57.8%	54.0%	54.6%
보험 Coverage 8사 합산							
영업이익	2,594	1,570	2,601	2,449	3,828	4,460	4,944
세전이익	4,226	2,781	4,424	4,539	6,031	6,727	7,353
순이익	3,357	2,222	3,525	3,711	5,171	5,185	5,679
증가율	-4.3%	-11.8%	19.0%	5.3%	39.3%	0.3%	9.5%

1. 2018년 보험업종 실적 전망

8사 합산 순익 5.68조원(YoY +9.5%), 손보 ROE 11.2%, 생보 ROE 6.1%

보험 '18년 순익 9.5% 증가한 5.68조원 전망.

순익 증가 손보 3.8%, 생보 15.3%. ROE는 손보 11.2%(YoY -0.8%p), 생보 6.1%(YoY +0.2%p)

2018년 보험업종 커버리지 8사 합산 순익은 5.68조원으로 전년 대비 9.5% 증가할 전망이다. 손/ 생보를 구분하면 손보는 3.8% 증가한 2.69조원 순익 및 ROE는 올해 대비 0.8%p 하락한 11.2%, 생보는 15.3% 증가한 2.99조원 순익 및 0.2%p 상승한 6.1%의 ROE를 예상된다. 손보업계는 사상 최대 수준의 순익 레벨이 유지되나 그 방향성은 다소 둔화되는 반면 생보업계는 여전히 금융업종 내 낮은 자본효율성을 나타내지만 개선 방향성이 보다 분명해 보인다.

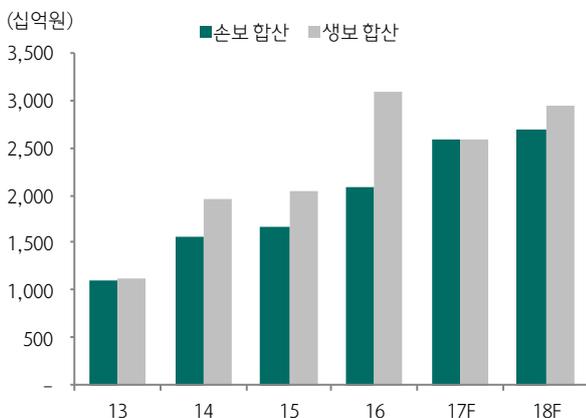
손보업계 합산비율 0.5%p 악화된 103.7% 예상. 손해율 및 사업비율 약 0.2%p 상승. 손해율 내 차보험 손해율 악화와 장기위험손해율 개선 대비.

손보업계는 경과손해율 및 사업비율이 각 0.2%p 상승하면서 '17년 대비 0.5%p 악화된 103.7%의 합산비율이 예상된다. 보종별 손해율을 살펴보면 장기 위험손해율의 1.8%p 개선과 차보험 손해율의 0.5%p 악화가 대비된다. 차보험 손해율은 지난 '14년 이후 '17년까지 이어진 개선흐름에서 이탈한다는 점에서 주의를 요하지만, 악화폭은 그리 커보이지 않는다. 장기 위험손해율은 실손보험 손해율의 정상화에 따라서 2위권 손보사 중심 개선폭이 두드러질 것이다.

사업비율은 보장성 신계약 경쟁 심화로 추세적 상승세. 투자이익률은 1회성 요인 제외시 상승 반전

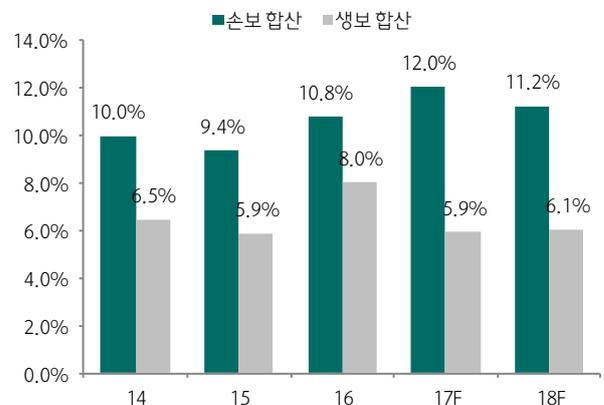
한편, 사업비율은 매년 점진적인 상승세를 나타내고 있다. 신계약 성장 잠재 여력은 충분치 않은 환경 속에서 업계 전반적으로 보장성 신계약 매출에 집중하면서 GA 관련 프로모션 경쟁 심화가 관찰되고 있다. 단기로는 추가상각 증가와 삼성화재 ERP 감가상각비 또한 사업비율 상승 요인으로 작용할 것으로 보인다. 투자이익률은 '17년 3.46%에서 '18년 3.44%로 소폭 하락하나 이는 '17년 삼성화재 투자이익 내 본사 매각이익이 포함되었기 때문으로 이를 제외시 전년 대비 12bp 상승한 수치이다.

그림 1. 손/생보업계 순익 추이



주: 손보5사, 생보3사 합산 기준
자료: 각사, 하나금융투자

그림 2. 손/생보업계 ROE 추이



주: 손보5사, 생보3사 합산 기준
자료: 각사, 하나금융투자

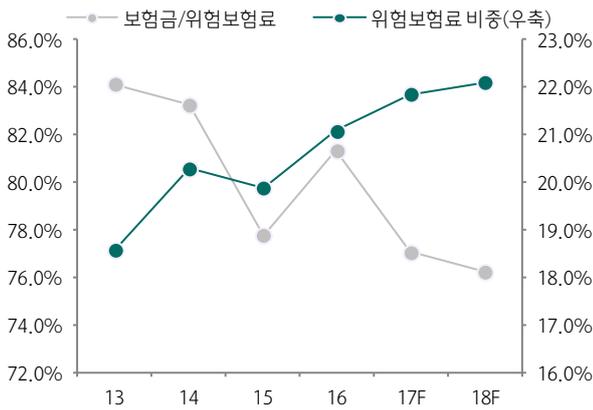
생명보험 별도 기준
13.9% 순익 성장.
위험보험료 성장 속에서
손해율 추가 개선.
운용자산 이익률 또한
신규이원 상승과 삼성전자
배당 유입 증가로 상승 전환

생명보험 3사의 합산 순익은 2,88조원(별도 기준)으로 '17년 대비 13.9% 증가할 전망이다. 2%대 성장이 예상되는 위험보험료는 보험영업수익 내 비중이 22.1%까지 상승하며 안정적인 이익흐름의 기저가 되고 있다. 위험보험료 대비 손해율은 76.2%로 '17년 대비 0.8%p 개선되어 역사적 최저 수준의 손해율이 예상된다. 운용자산 이익률은 '14년 이후 지속된 하락 흐름에서 벗어나 전년 대비 7bp 상승한 3.56%가 예상된다. 이는 삼성생명의 삼성전자 배당 수입 증가와 더불어 금리 상승에 따른 신규이원 상승에 기반한다.

변액보증준비금 환입 등을 통해
당사 이익 추정치 상회 여지 존재.
매도가능증권 공정가액 대비
19%까지 상승한
평가손익 비중도 주목할 필요

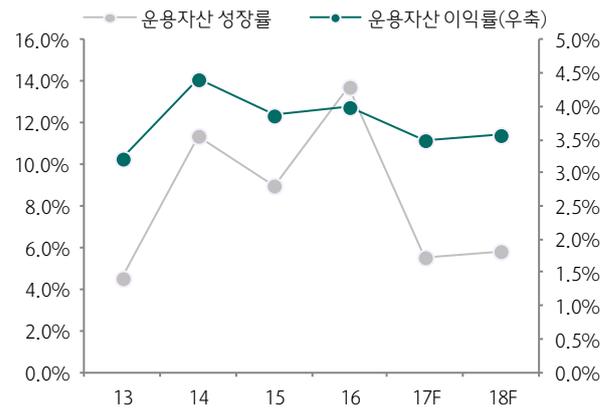
금리 하락기에 매년 되풀이되었던 변액 보증준비금 추가 적립 이슈는 잦아드는 동시에 '18년 증시 및 금리 방향성에 따라 변액보증 준비금 환입 효과 또한 발생할 수 있다는 점에서 당사 추정치 대비 상회할 여지가 존재한다. 운용자산 이익률 상향 여지는 매도가능증권 공정가액 대비 19%까지 상승한 평가손익 비중에서도 감지된다. 생보 3사 합산 기준 매도가능증권 평가손익은 올 상반기 기준 사상 최대인 37.2조원까지 상승했다. 손보 5사 합산 매도가능증권 내 평가손익은 5.5조원, 공정가액 대비 6.1% 수준이다.

그림 3. 생보업계 보험수익 내 위험보험료 비중과 손해율 추이



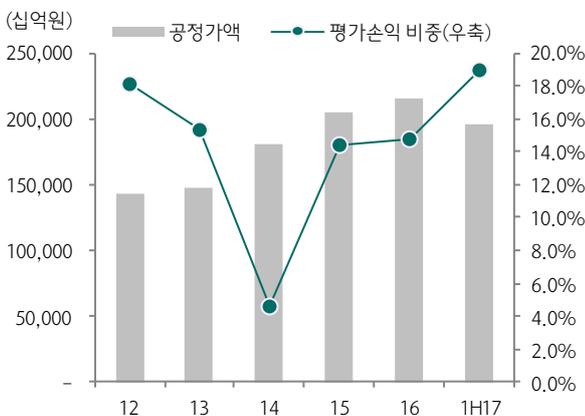
주: 생보3사 합산 기준
자료: 각사, 하나금융투자

그림 4. 생보업계 운용자산 이익률 및 성장률 추이



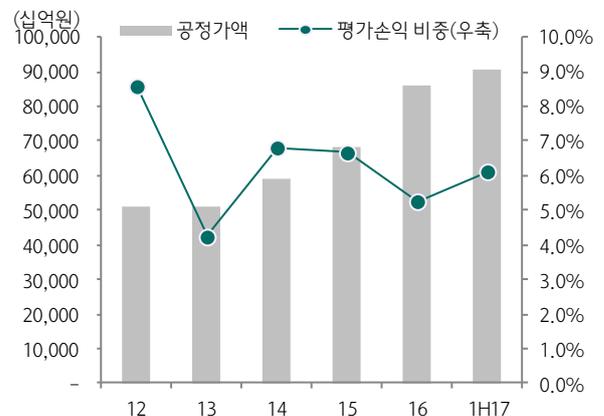
주: 생보3사 합산 기준
자료: 각사, 하나금융투자

그림 5. 생보업계 일반계정 매도가능증권 공정가액 및 평가손익 추이



주: 생보3사 합산 기준
자료: 각사, 하나금융투자

그림 6. 손보업계 일반계정 매도가능증권 공정가액 및 평가손익 추이



주: 손보5사 합산 기준
자료: 각사, 하나금융투자

표 1. 회사별 순익 전망 및 손해율

(단위: 십억원, %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
손보업계							
순익							
삼성화재	760	505	797	783	841	985	1,019
동부화재	413	306	400	413	470	621.5	627
현대해상	333	192	233	203	400	477	506
메리츠화재	131	135	113	171	258	351	342
한화손보	23	-	44	95	112	159	196.4
순익 증가율							
삼성화재	-3.1%	-33.6%	57.7%	-1.7%	7.4%	17.1%	3.5%
동부화재	2.4%	-25.9%	30.8%	3.1%	13.9%	32.2%	0.9%
현대해상	-16.5%	-42.6%	21.8%	-12.9%	96.6%	19.3%	6.0%
메리츠화재	-20.6%	3.5%	-16.7%	52.0%	50.5%	36.1%	-2.6%
한화손보	-42.7%	적자전환	흑자전환	485.9%	17.8%	41.6%	23.5%
경과 손해율							
삼성화재	85.2%	85.3%	85.5%	84.8%	84.0%	83.7%	83.3%
동부화재	83.8%	84.3%	86.8%	86.0%	84.6%	83.0%	83.6%
현대해상	83.1%	84.4%	86.2%	87.0%	84.6%	83.4%	84.1%
메리츠화재	80.6%	81.6%	85.0%	84.5%	82.9%	81.6%	82.1%
한화손보	85.8%	86.1%	85.6%	84.6%	84.2%	82.9%	82.9%
일반 손해율							
삼성화재	64.8%	58.8%	62.9%	63.7%	73.7%	81.2%	66.0%
동부화재	66.9%	61.2%	70.6%	72.5%	76.5%	65.2%	66.9%
현대해상	69.8%	65.2%	71.6%	72.6%	65.2%	66.3%	68.4%
메리츠화재	71.9%	63.1%	71.6%	62.7%	68.7%	63.2%	68.5%
한화손보	73.3%	64.5%	62.1%	64.6%	67.4%	67.3%	66.8%
자동차 손해율							
삼성화재	81.3%	84.8%	83.0%	82.4%	80.9%	79.6%	80.0%
동부화재	82.7%	86.6%	88.7%	87.5%	81.6%	80.6%	81.0%
현대해상	83.4%	86.9%	88.1%	89.7%	81.8%	79.1%	79.6%
KB손보	86.4%	90.7%	94.8%	93.0%	84.1%	79.1%	80.3%
메리츠화재	90.1%	93.4%	91.4%	91.7%	84.8%	80.4%	81.5%
장기 손해율							
삼성화재	88.0%	87.8%	88.4%	87.6%	86.3%	85.5%	86.3%
동부화재	85.0%	85.1%	87.3%	86.9%	86.1%	85.0%	85.8%
현대해상	83.7%	84.8%	86.6%	87.0%	86.7%	86.0%	86.6%
메리츠화재	79.7%	80.5%	83.9%	84.1%	83.4%	82.8%	83.0%
한화손보	85.6%	85.7%	85.5%	84.2%	84.9%	84.1%	84.0%
운용자산이익률							
삼성화재	4.1%	3.8%	3.7%	3.3%	3.0%	3.2%	3.0%
동부화재	4.4%	3.9%	4.3%	4.0%	3.6%	3.4%	3.5%
현대해상	4.6%	3.7%	3.8%	3.5%	3.4%	3.3%	3.4%
메리츠화재	4.7%	4.6%	4.3%	5.0%	4.4%	4.65%	4.6%
한화손보	4.9%	4.3%	4.2%	4.2%	4.0%	3.9%	3.9%
생보업계							
연결 순익							
삼성생명	1,006	584	1,337	1,211	2,054	1,492	1,807
한화생명	491	355	405	530	795	762.1	828.5
ING생명	199	188	223	305	241	338	353.3
순익 증가율							
삼성생명	6.2%	-41.9%	128.7%	-9.4%	69.6%	-27.4%	21.1%
한화생명	-4.1%	-27.6%	14.1%	30.7%	50.1%	-4.2%	8.7%
ING생명	-22.0%	-5.8%	19.0%	36.4%	-21.0%	40.4%	4.5%
위험손해율							
삼성생명	85.6%	86.2%	84.4%	76.7%	82.1%	77.3%	76.3%
한화생명	84.3%	80.6%	80.4%	79.3%	79.0%	77.1%	76.3%
ING생명			86.4%	78.8%	84.8%	75.1%	75.3%
운용자산이익률							
삼성생명	4.2%	3.0%	4.2%	3.6%	4.0%	3.3%	3.4%
한화생명	5.2%	3.7%	4.9%	4.4%	4.0%	3.91%	3.89%
ING생명	4.7%	3.5%	4.4%	4.0%	3.6%	3.6%	3.7%

자료: 각사, 하나금융투자

손보업계 전반적으로
순익증가율 둔화 불가피

손보사별 순익 증가 및 효율 변화를 살펴보면, 업계 전반적으로 '16~'17년 대비 대폭 둔화가 불가피해 보인다. 삼성화재 +3.5%, 동부화재 +0.9%, 현대해상 +6.0%, 메리츠화재 -2.6%, 한화손보 +23.5%로 추정된다.

삼성화재 '17년 1회성 비용
반영으로
순익 증가 가능할 전망
손해율 관점의 모멘텀은
제한적

먼저, 삼성화재는 기존 추정치 대비해서 '17년 순익의 하향조정으로 '18년 소폭 순익 성장이 가능해 보인다. 이는 4분기에 반영될 미국지점 보험부채 이전에 따른 재보험 계약 체결 영향이다. 동 계약으로 인해 1,200억원의 회계적 비용이 반영되는 한편 향후 3년 내 절반 이상의 비용이 재차 환입될 예정이다.(총 1,100억원 환입으로 100억원 비용 지불) '17년 삼성화재 본사 매각의 세전 2,614억원 시현에 따라 '18년 순익 감소가 불가피했으나 동 계약으로 인해 소폭의 순익 증가가 예상된다. 경과손해율은 '17년 대비 0.3%p 개선된 83.3%를 예상하는데 이는 미국지점 재보험 계약 영향에 따른 일반보험 손해율 기고효과 때문이다. 자동차손해율은 0.4%p 상승이 예상되는 한편, 위험손해율은 '17년과 유사할 것으로 예상된다.

동부화재 '18년 순익은
'17년과 유사할 전망.
운용자산이익률과 위험손해율
개선되는 반면, 사업비율과
자동차보험 손해율 악화

동부화재는 0.9% 순익 증가로 '17년과 유사한 수준의 순익을 예상한다. 경과손해율이 0.6%p 악화될 것으로 예상되는데 자동차보험 손해율 +0.4%p, 일반보험 손해율 +1.7%p의 영향이다. 반면 장기 위험손해율은 2.1%p 개선된 84.8%를 예상한다. 사업비율은 0.4%p 상승한 18.9%, 운용자산이익률은 0.1%p 상승한 3.5%로 추정된다.

현대해상 6% 순익 증가 예상.
장기위험손해율 개선폭 타사 대비
두드러질 전망

현대해상은 순익 6.0% 증가를 예상한다. 동부화재와 유사한 경과손해율의 0.6%p 악화가 예상되는데 일반보험 손해율 2.1%p, 차보험 손해율 0.5%p 상승의 영향이다. 장기 위험손해율은 3.1%p 개선된 85.0%로 예상된다. 사업비율은 0.1%p 상승한 19.9%, 운용자산이익률은 0.1%p 상승한 3.4%로 추정된다.

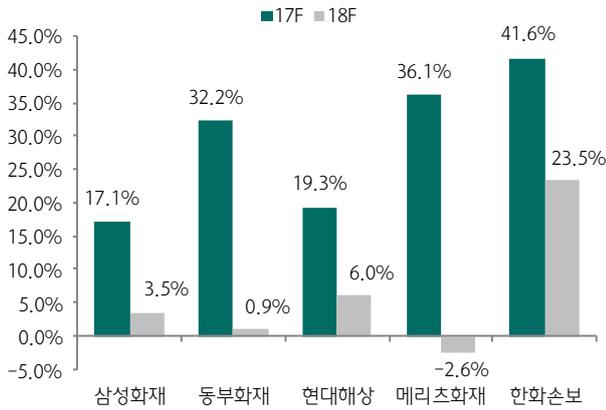
메리츠화재,
운용자산이익률의 변동이
핵심. 사업비율도 상대적으로
높을 전망

메리츠화재는 순익 2.6% 감소를 예상한다. 일반보험 및 차보험 손해율 악화와 장기위험손해율 개선 측면에서는 현대, 동부와 유사하나 업계 대비 압도적으로 높은 투자이익률의 하락을 가정했기 때문이다. '17년 투자이익률 4.65%에서 '18년 4.56%로 하락 추정했다. 사업비율은 적극적인 GA 프로모션 영향으로 0.4%p 상승한 22.5%를 예상한다.

한화손보 순익 24% 증가 예상.
장기위험손해율 개선에 따른
증익 효과가 가장 크기 때문

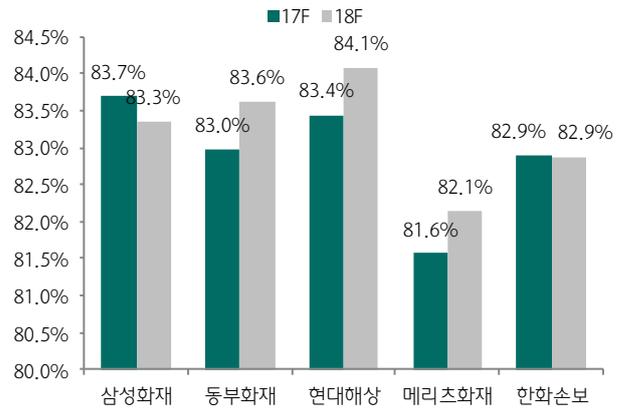
'18년 한화손보 순익을 24% 증가한 1,964억원으로 전망한다. 업계에 비하면 단연 뛰어난 이익 증가 모멘텀이다. 증익 가시성이 높은 이유는 장기위험 손해율 개선에 근거한다. 한화손보는 경과보험료 매출 내 장기보험 비중이 82%로 업계 대비 높고 장기 위험손해율이 '16년 95%에 달해 업계에서 가장 부진한 손해율을 나타냈었다. 이는 5년 갱신주기 실손보험 상품이 50%에 달했기 때문인데, 거꾸로 '18년 이후 동 상품의 갱신주기가 본격 도래하므로 향후 손해율 개선이 가파를 것으로 예상된다. 반면, 업계 전반의 자동차보험 손해율 개선 모멘텀 악화를 가정하더라도 동사 매출 내 자동차보험 비중은 14%로 업계 대비 낮아 '18년 이익 개선가시성이 충분히 높아 보인다.

그림 7. 손보 5사 순익증가율 비교



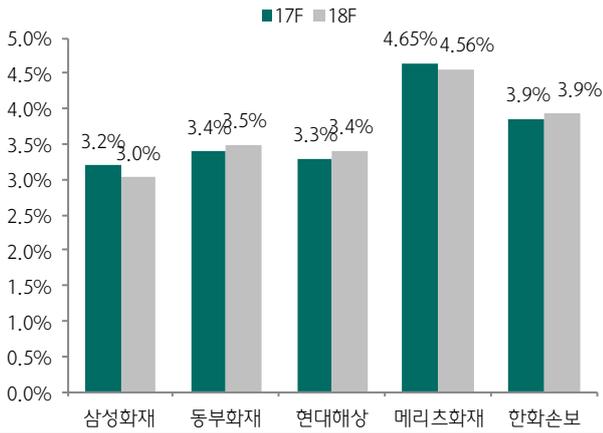
자료: 각사, 하나금융투자

그림 8. 손보 5사 경과손해율 비교



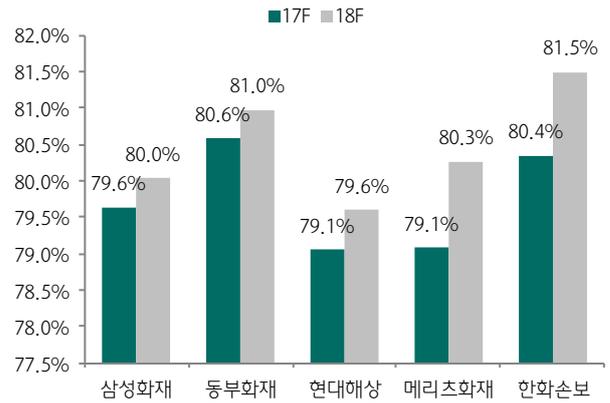
자료: 각사, 하나금융투자

그림 19. 손보 5사 운용자산이익률 추이



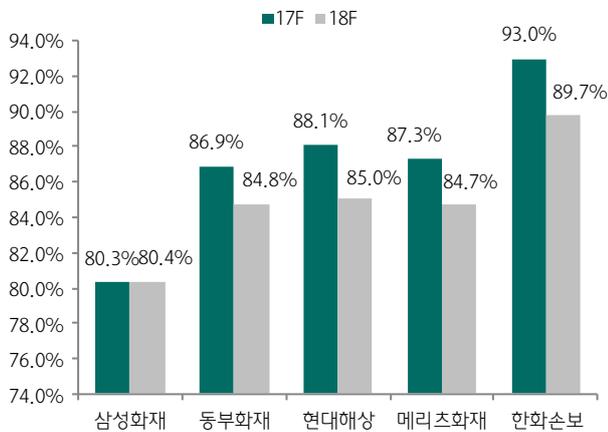
자료: 각사, 하나금융투자

그림 20. 손보 5사 차보험손해율 추이



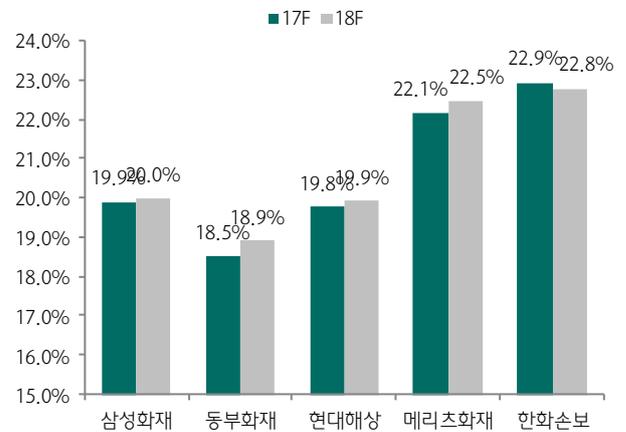
자료: 각사, 하나금융투자

그림 9. 손보 5사 장기위험손해율 추이



자료: 각사, 하나금융투자

그림 10. 손보 5사 사업비율 추이



자료: 각사, 하나금융투자

삼성생명 '18년
호조 예상.
위험손해율 개선 및
투자이익률 상승 동반.
전자 배당유입 증가와
향후 지분 매각 가능성 존재.
매도가능증권 내 평가손익
충분한 상황

생보사별 순익 증가 및 효율 변화를 살펴보면, 삼성생명의 선전이 예상된다. 개별 순이익 증가율은 삼성생명 +16.9%, 한화생명 +12.5%, ING생명 +4.5%로 추정한다. 삼성생명의 이익 호조는 먼저 위험손해율이 1.0%p 개선되는 가운데 투자이익률 역시 0.1%p 상승이 수반되기 때문이다. 삼성생명의 투자이익률 상승은 삼성전자 지분의 배당수입 증가 영향으로 '17년 배당유입 5,152억원에서 '18년 7,064억원으로 1,912억원 증가 추정된다. 삼성생명이 보유한 삼성전자 지분가치는 34조원을 넘어섰으며 '18년에는 일부 지분의 매각 가능성 또한 유력해 보인다(금산법 24조 영향). 삼성생명은 또한 매도가능증권 공정가액 대비 평가손익 비중이 23%까지 상승하여 향후 매각차인 실현 여력이 충분한 상황이다. 장기금리 상승 환경 조성은 평가손익이 발생한 채권의 매각 수요를 자극하는 동시에 신규 장기 채권 편입에도 용이한 시기이기 때문에 투자이익률은 당사 추정치를 상회할 가능성 또한 높다.

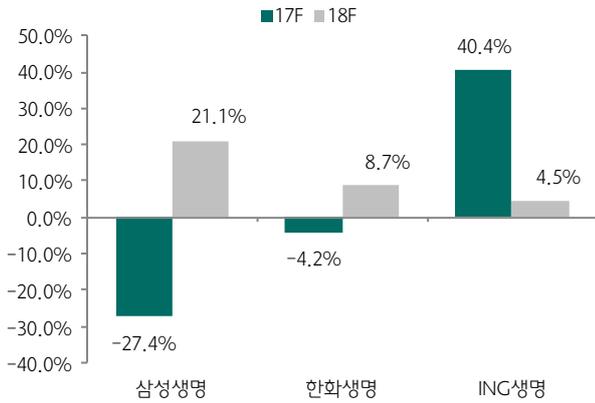
한화생명 개별 순익 +12.5%,
연결 순익 +8.7% 예상.
위험손해율 개선 및
운용자산이익률 하락세 진정 영향.
금리 상승시 펀더멘탈 개선여력은
가장 충분

한화생명은 개별 순익 12.5% 증가, 연결 순익 8.7% 증가가 예상된다. 위험손해율은 0.8%p 개선된 76.3%, 운용자산이익률은 전년과 동일한 3.9%로 추정된다. 한화생명은 준비금 내 부리이율 6% 초과 확정금리 비중이 '17년 상반기 기준 30%, 준비금에 대한 평균부리이율 역시 4.71%로 가장 높은 수준이기에 향후 금리 상승에 따른 펀더멘탈 개선 탄력성이 가장 클 전망이다. 연결 대상 자회사인 한화손보(지분율 53.75%) 또한 '18년 24% 순익 성장이 예상된다는 점도 긍정적이다.

ING생명은 금리상승시
수혜폭은 상대적으로 적음.
보장성 APE 고성장예 따른
위험보험료 증가율 상승 예상.
업계에서 가장 우량한 RBC비율을
바탕으로 고성장 전략
지속될 전망

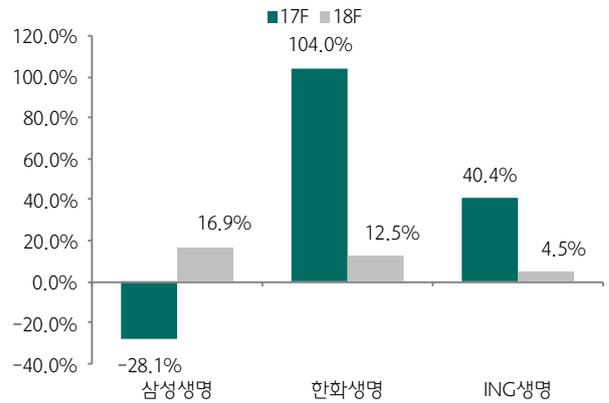
ING생명은 준비금 구성비와 부리이율 및 보유 이원 관점에서 우량한 회사이므로 삼성생명, 한화생명 대비 금리 상승시 개선폭은 상대적으로 적을 전망이다. 올 상반기 기준 6% 이상 고정금리 준비금 비중은 10.1%, 평균부리이율은 3.99%이다. '18년 순익은 올해 대비 4.5% 증가한 3,533억원으로 추정한다. 당사는 생명보험업계의 보장성 APE 성장 정체 대비 빠른 M/S 상승을 통해 '15년 이후 두자리수 성장을 시현하고 있다. '17년에도 8.6% 보장성 APE 성장을 예상하며 그에 기반해 '18년 위험보험료 성장률은 4.3%를 전망한다. 보험업계에서 가장 우량한 RBC비율 523%를 감안했을 때, 향후에도 적극적인 신계약 성장 전략을 펼칠 것으로 예상된다.

그림 11. 생보 3사 연결 순익 증가율 비교



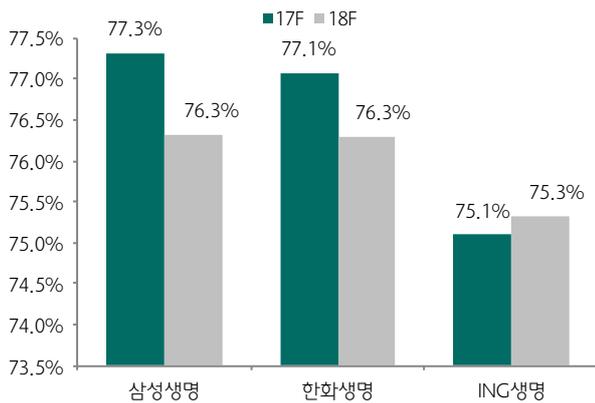
주: ING생명은 개별 기준
자료: 각사, 하나금융투자

그림 12. 생보 3사 개별 순익 증가율 비교



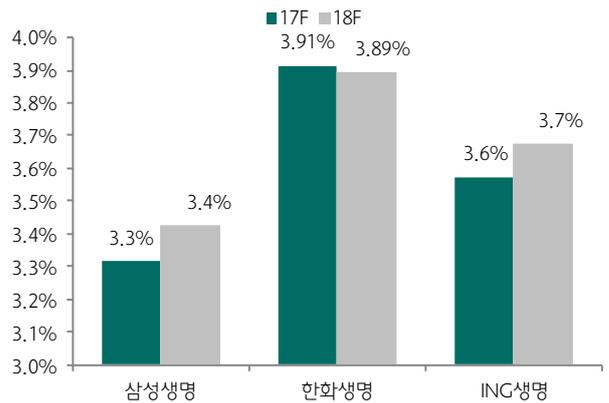
자료: 각사, 하나금융투자

그림 13. 생보 3사 장기 위험손해율 추이



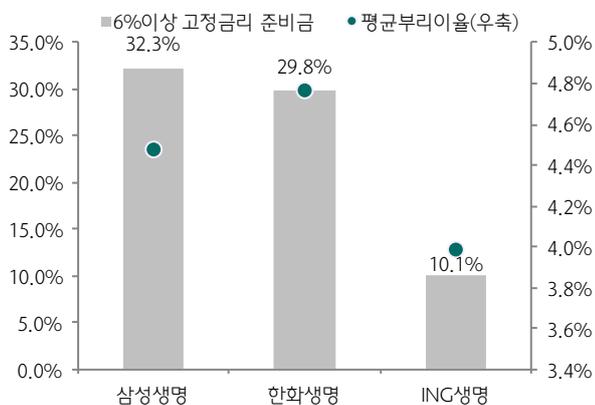
자료: 각사, 하나금융투자

그림 14. 생보 3사 운용자산이익률 추이



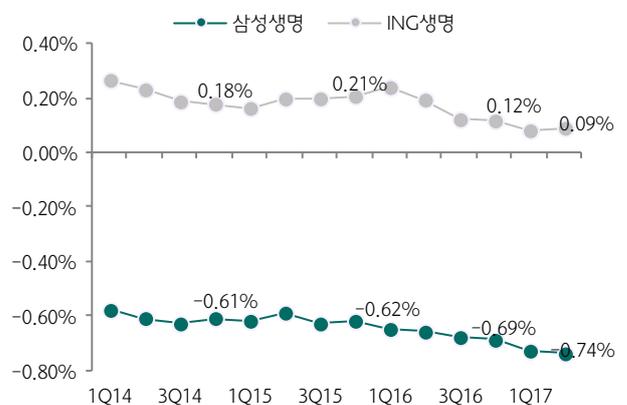
자료: 각사, 하나금융투자

그림 15. 생보 3사 6%이상 고정금리 준비금 및 평균부리이율 비교



주: '17년 상반기 기준
자료: 각사, 하나금융투자

그림 16. 생보업계 이원차 마진율 추이

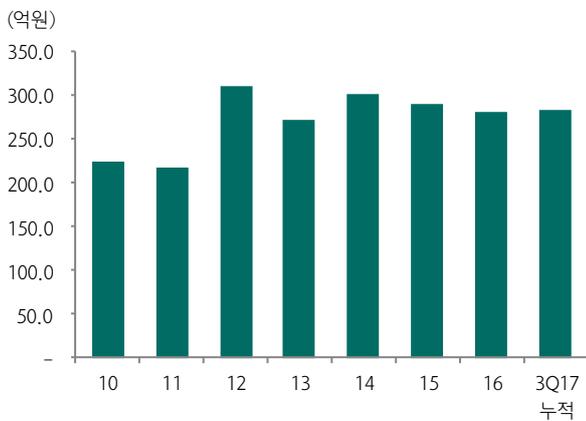


자료: 각사, 하나금융투자

손보업계 월별 신계약 부진.
메리츠화재는 GA 채널
프로모션 강화를 통해
M/S 상승 중

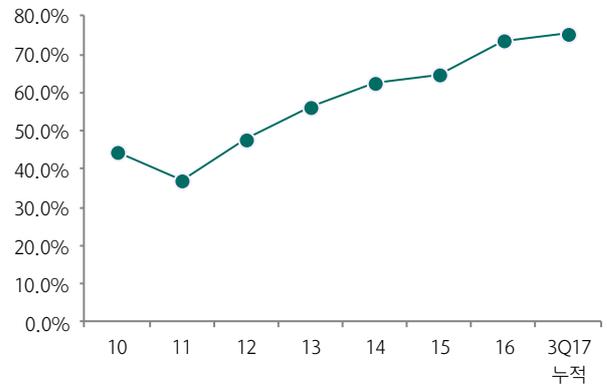
손보업계의 월별 신계약 흐름을 살펴보면, 실손보험이 표준화된 지난 '09년 10월 이후 '12년을 정점으로 보장성 인보험 시장은 사실상 정체되고 있다. '14년 이후 마이너스 성장을 지속한 가운데 올해도 9월 누적 보장성 인보험 월평균 매출액은 0.6% 성장에 머물렀다. 다만, 업계는 수익성 중심의 신계약 매출 전략에 초점을 두면서 신계약 매출 내 보장성 비중은 '17년 75.3%까지 상승한 상황이다. 회사별로 살펴보면 유일하게 성장세가 눈에 띄는 회사가 바로 메리츠화재이다. 특히 메리츠화재는 올해 GA채널에 대한 공격적인 수수료 정책을 내걸면서 연초 이후 보장성 인보험은 12.9%의 신장을 기록했다. 동기간 업계 월평균 인보험 시장은 0.6% 성장에 그쳤으며 현대해상과 한화손보 등이 플러스 신장세를 나타내고 있다.

그림 17. 손보 4사 합산 월평균 보장성 인보험 매출 추이



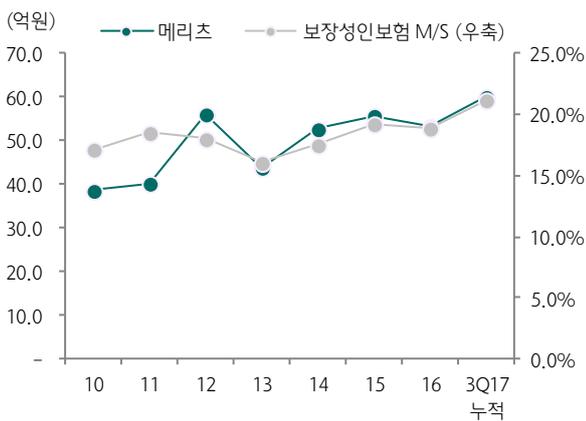
자료: 각사, 하나금융투자

그림 18. 손보 4사 합산 월평균 신계약 대비 보장성 비중 추이



자료: 각사, 하나금융투자

그림 19. 메리츠화재 월평균 보장성 인보험 매출 및 M/S 추이



자료: 각사, 하나금융투자

그림 20. '17년 3Q 누적 월평균 보장성 인보험 성장률

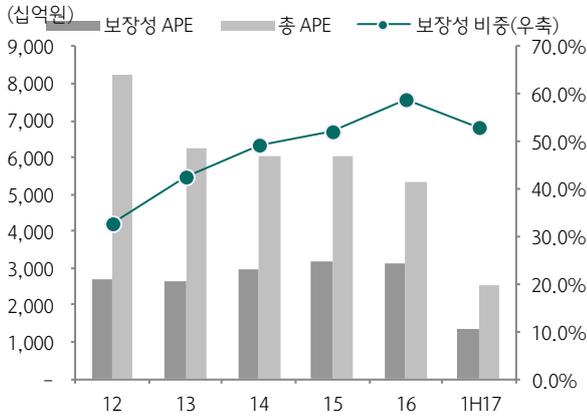


자료: 각사, 하나금융투자

생보업계 또한
터프한 신계약 성장 환경.
ING생명 M/S 회복세가
두각

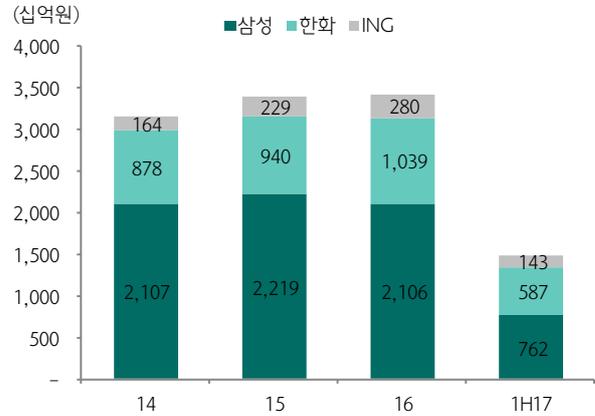
생보업계 또한 외형 성장 환경은 녹록치 않다. 상장 이후 장기 시계열이 확인되는 삼성생명 및 한화생명 합산 총 APE는 '12년 8.2조원대에서 올 상반기 누적 2.5조원대까지 급감했다. 물론 이는 연금 및 저축성 보험의 정책적 판매 축소 영향도 반영되었다. 업계 전반적으로 보장성 APE 판매 전략에 집중하면서 '16년 APE 내 보장성 비율은 59%까지 상승하였는데 '15년 이후 보장성 APE 역시 3.16조원을 Peak로 정체되고 있다. 특히 올해 들어서는 ING생명을 포함한 3사 합산 보장성 APE 기준 14.9% 감소한 1.49조원을 기록하였다. 회사별로 살펴보면 ING생명의 부진 탈피가 눈에 띈다. M&A 과정에서 설계사 이탈 등에 따라 M/S 하락이 나타났던 ING생명은 '14년 이후 보장성 M/S가 본격 회복되고 있다. '15년 +39.3%, '16년 +22.1% 성장에 이어 올 상반기에도 전년 동기 대비 13% 증가하였다.

그림 21. 대형 생보 2사 합산 APE 추이



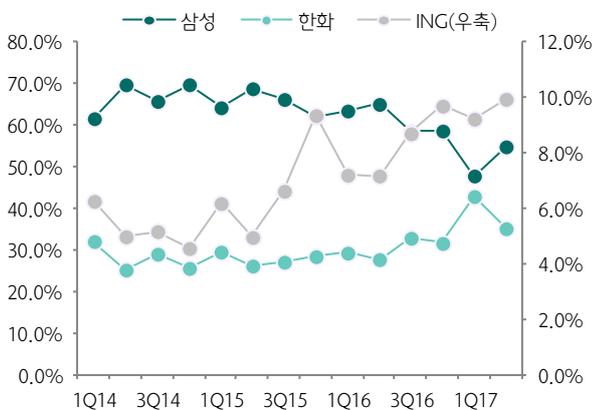
주: 삼성생명, 한화생명 합산
자료: 각사, 하나금융투자

그림 22. 생보 3사 보장성 APE 추이



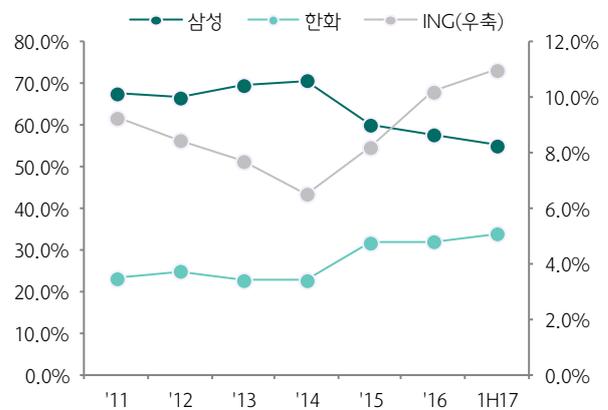
자료: 각사, 하나금융투자

그림 23. 생보 3사 합산 기준 보장성 APE M/S 추이



자료: 각사, 하나금융투자

그림 24. 생보 3사 합산 기준 보장성 신계약 금액 M/S 추이



자료: 각사, 하나금융투자

2. 금리상승기 보험사별 펀더멘탈 민감도 분석

금리상승시 생명보험업계 최대 수혜

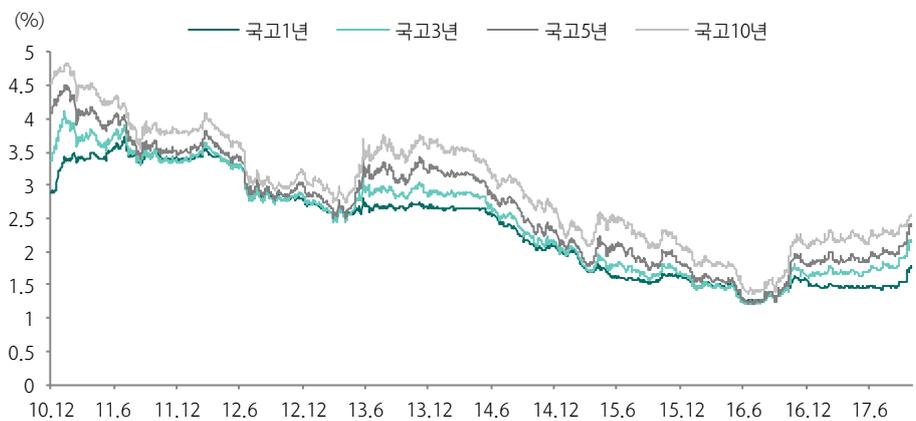
완연한 금리 상승세.
생명보험업계에 우호적인
금융환경 변화

2016년 하반기 이후 금리 상승세가 완연하다. 국고 5년 기준 '16년 저점 대비 +115bp, 올 연초 대비 +32bp 상승하였으며 5년-1년간 장단기 금리차 또한 60bp 이상까지 확대되었다. 경제성장률과 물가, 통화정책 방향성을 고려시 2018년 금리 상승 압력은 지속될 전망이다. 이는 생명보험 계약부채의 태생적인 장기 듀레이션 속성과 40% 전후의 금리고정형 준비금 구성을 감안할 때 긍정적인 금융환경 변화이다. 그간 생명보험업계는 수년간 지속된 금리 하락 사이클에서 이차스프레드 악화, 변액보증준비금 추가 적립, IFRS 17 도입시 자본적정성 우려가 주주가치 훼손으로 이어진 바 있다.

금리상승시
채권 평가금액 감소에 따라
순자산 감소 예상.
매도가능증권 보유 비중에 따라
회사별 차이 존재

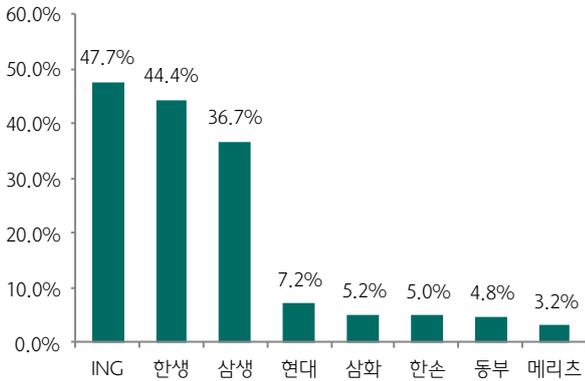
금리 변화에 따른 보험업종 펀더멘탈 변화를 점검해 보면, 단기적으로는 금리 상승에 따라 매도가능증권 채권의 평가금액이 하락하므로 순자산 감소가 예상된다. 지난 상반기말 기준 채권 보유액 내 생보는 88.6%, 손보는 99.0%가 매도가능증권으로 분류되어 있다. 회사별 영향은 다소 차이가 있는데 한화생명 1Q17 매도가능 채권의 만기보유 재분류를 통해 만기보유 채권 비중이 53.4%까지 상승하였다. 이에 따라서 100bp 금리 상승을 가정하더라도 순자산 감소는 5.1%에 불과한 반면, 타 생/ 손보사들의 경우 20~50%까지도 순자산 감소 영향을 준다는 점에서 RBC비율 우려가 부각될 수 있다.

그림 25. 국고채 금리 추이



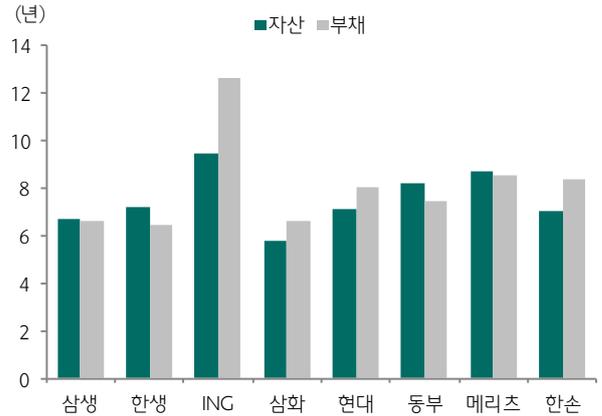
자료: 한국은행, 하나금융투자

그림 26. 보험사별 금리부부채 대비 금리 확정형 비중(1H17)



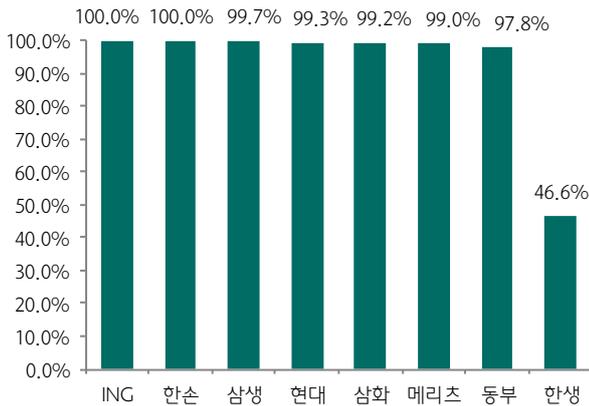
자료: 각사, 하나금융투자

그림 27. 보험업계 자산/부채 듀레이션



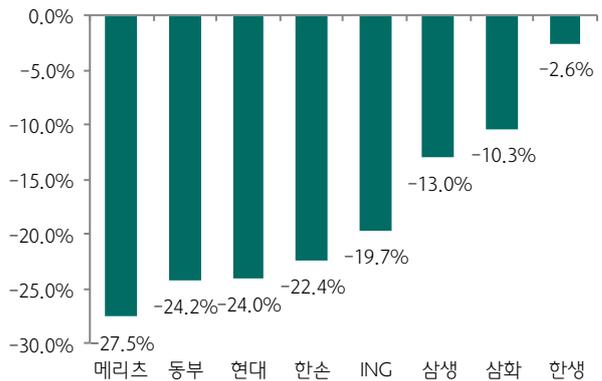
주: 부채 듀레이션 잔존만기 최대구간 20~25년미만: 삼성화재, 동부화재, 한화손보, 한화생명, 삼성생명. 25~30년 미만: 현대해상. 30년 이상: 메리츠화재, ING생명
자료: 각사, 하나금융투자

그림 28. 보험사별 채권 보유액 내 매도가능증권 비중(1H17)



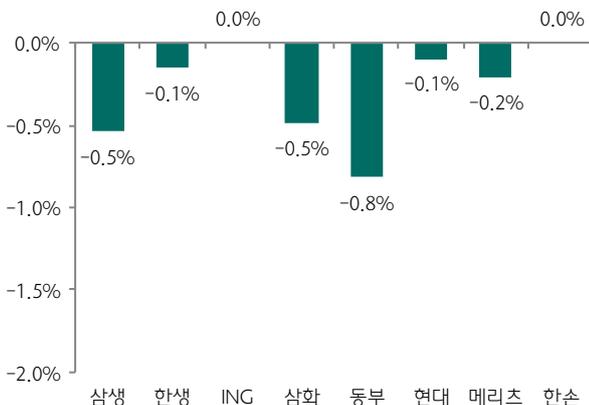
자료: 각사, 하나금융투자

그림 29. 보험사별 금리 50bp 상승시 자본 영향(1H17)



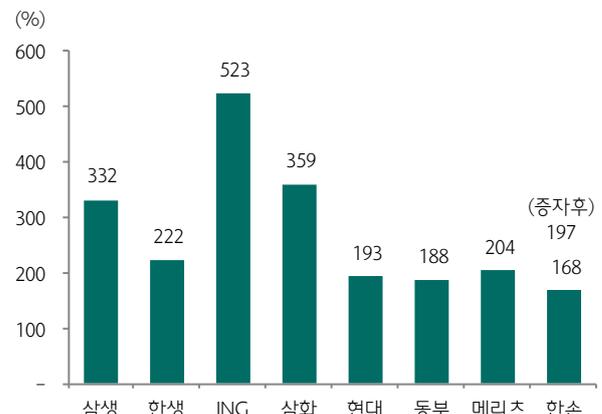
자료: 각사, 하나금융투자

그림 30. 보험사별 금리 50bp 상승시 순익 영향(1H17)



자료: 각사, 하나금융투자

그림 31. 보험사별 RBC비율(1H17)



자료: 각사, 하나금융투자

현 국내 IFRS 회계는
금리변동시 자산 시가평가만을
반영하는 상황

현 IFRS 회계는 금리 변동시 자산가격은 시가평가를 통해 금리 상승시 채권 평가액 하락, 금리 하락시 채권 평가액 상승을 반영하는 반면, 부채는 시가평가를 하지 않은 역사적 원가로 고정되어 금리상승시 보험계약부채 감소와 금리하락시 보험계약부채 증가를 반영하지 못한다.

부채 시가평가 반영이
IFRS17의 핵심 취지.
EV 평가를 통해서도 보완 가능

보험계약부채의 시가평가 또한 반영하는 것이 IFRS17 회계의 도입의 핵심 취지이며, 내재 가치(Embedded Value, EV)의 보유계약가치(Value In Force Business, VIF) 평가를 통해서도 현행 순자산가치 평가의 한계를 보완할 수 있다.

금리 상승시 자산/부채 동시
시가평가를 가정시
실제 기업가치는 상승

즉, 금리 변동시 자산 내 채권 중심의 가치 하락이 예상되나 향후 보유계약으로부터 발생하는 장기 현금지출흐름 부담, 즉 보험부채 평가액이 보다 크게 하락하므로 총 기업가치 측면에서는 오히려 증가한다. 실제, 매년 연간실적 발표와 함께 EV를 산출해서 공유하고 있는 5개 보험사 기준 금리 상승시 EV와 VIF 변화 민감도를 살펴보았다.

50bp 금리 상승시
VIF는 최소 14% 이상 증가.
보험사별 EV 또한 모두 증가할
것으로 추정

2016년 EV 발표 기준 회사별 발표방식의 차이는 존재하나 금리 50bp 상승시 VIF는 최소 14% 이상 증가하고 총 EV 또한 5개 보험사 모두 증가할 것으로 추정된다. EV의 변화율은 금리 상승시 순자산가치의 감소와 보유계약가치의 증가를 상계한 수치이므로 보유계약가치의 금리 민감도가 보다 큼을 의미한다.

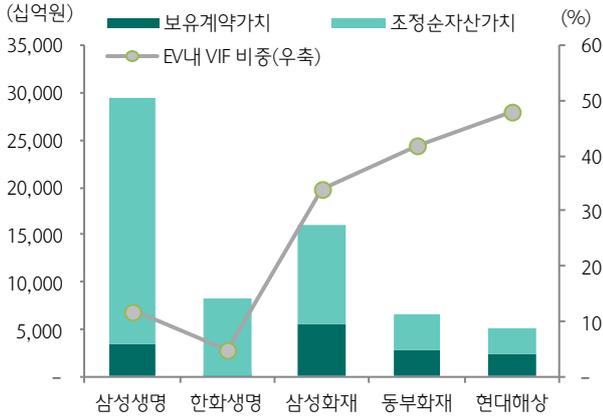
생보업계 보유계약가치
증가폭이 보다 클 전망

실제 금리 민감도가 보다 큰 것으로 알려져 있는 대형 생보사 삼성생명, 한화생명 기준 각 금리 50bp 상승을 가정하면, 조정순자산가치는 삼성 2조 780억원, 한화 9,970억원 감소하나 보유계약가치는 삼성 3조 7,510억원, 한화 1조 2,927억원 증가하여 합산 EV는 삼성 1조 6,730억원, 한화 2,957억원 증가한다.

금리 상승은 보험업계에
우호적인 환경 변화.
생보업계에 중대한 변곡점

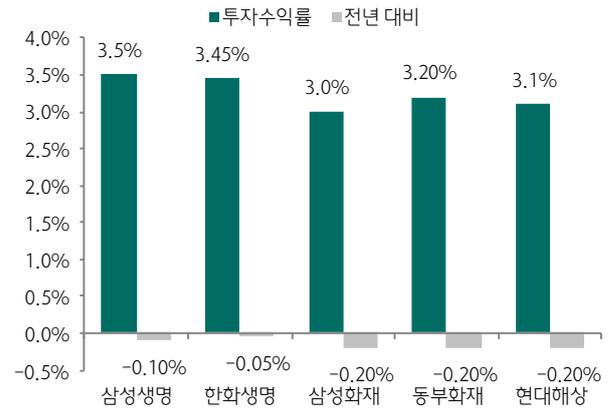
기존의 조정순자산가치와 비교하면 삼성 8.0%, 한화 12.2% 감소하는 반면, 보유계약가치는 삼성 107.3%, 한화 3006.3% 증가 추정된다. 금리 변동에 대한 보유계약가치 민감도만을 공시하는 손보 3개사 또한 삼성화재 +14.4%, 동부화재 +21.5%, 현대해상 +23.2% 증가하는 것으로 확인된다. 보험사별 금리 변동에 대한 가치 변화 탄력성이 순자산가치 대비 보유계약가치가 더욱 크기 때문이다. 따라서 금리 상승은 보험업계에 우호적인 환경 변화이며 특히 그간 보유계약가치 하락 우려가 증대되었던 생보업계에 중대한 변곡점이라 판단한다.

그림 32. 보험사별 2016 EV



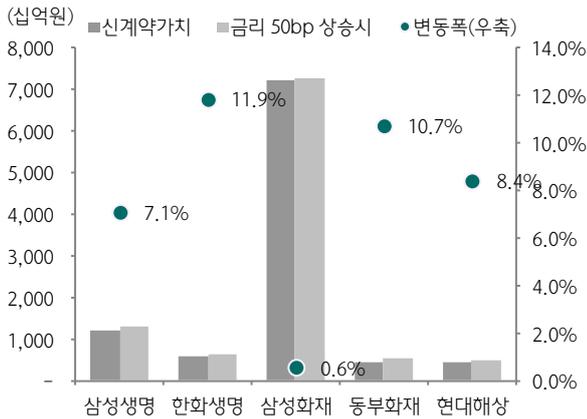
자료: 각사, 하나금융투자

그림 33. 2016 EV 발표시 투자수익률 가정



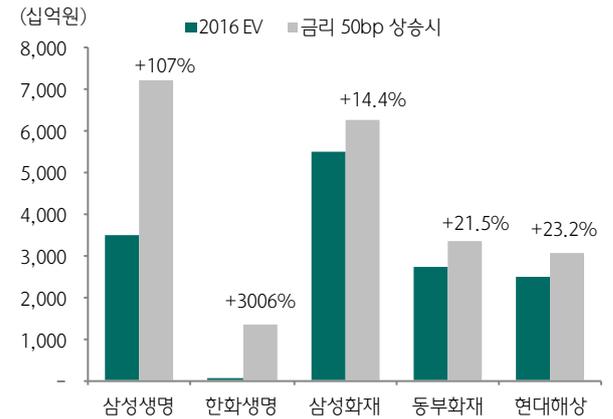
자료: 각사, 하나금융투자

그림 34. 금리 50bp 상승시 신계약가치 민감도 분석



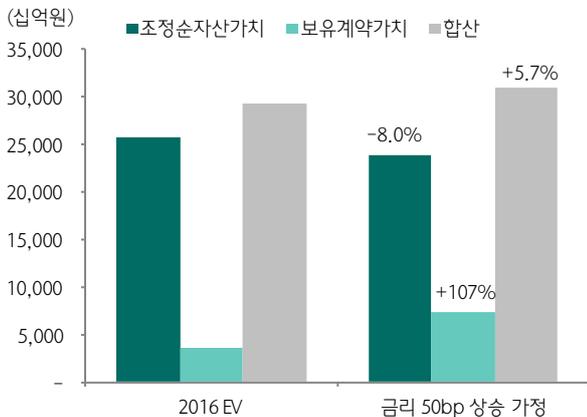
자료: 각사, 하나금융투자

그림 35. 금리 50bp 상승시 보유계약가치 민감도 분석



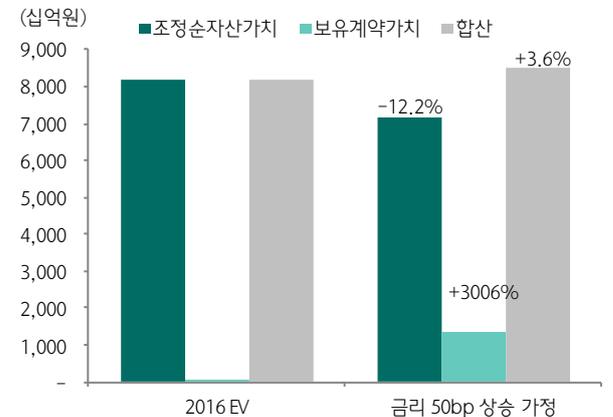
주: 2016 EV 기준
자료: 각사, 하나금융투자

그림 36. 삼성생명 2016EV 금리 50bp 상승가정시 민감도 분석



자료: 삼성생명, 하나금융투자

그림 37. 한화생명 2016EV 금리 50bp 상승가정시 민감도 분석



자료: 한화생명, 하나금융투자

표 2. 보험사별 2016년 EV 발표 요약

(단위: 십억원, %, %p)

	삼성생명	한화생명	삼성화재	동부화재	현대해상
Embedded Value	29,349	8,211	16,087	6,525	5,190
증가율	16.0%	5.2%	9.9%	6.7%	7.4%
조정순자산가치	25,852	8,168	10,600	3,782	2,693
증가율	8.6%	-3.6%	10.7%	8.7%	12.0%
보유계약가치	3,497	43	5,487	2,743	2,497
증가율	134.7%	흑전	8.3%	4.1%	2.8%
신계약가치	1,212	565	7,243	456	456
증가율	2.7%	24.4%	7.4%	10.4%	17.0%
APE 대비 마진	37.8%	26.6%	36.0%	32.9%	35.2%
ROEV	19.0%	5.2%	11.6%	8.4%	9.8%
증가율	14.1%	-1.6%	3.5%	-0.6%	7.9%
금리 민감도분석					
EV					
금리 50bp 상승	1,673	296	미공시	미공시	미공시
증가율	5.7%	3.6%	NA	NA	NA
금리 50bp 하락	-1,895	- 426	미공시	미공시	미공시
증가율	-6.5%	-5.2%	NA	NA	NA
VIF					
금리 50bp 상승	3,751	1,293	788	589	580
증가율	107.3%	3006.3%	14.4%	21.5%	23.2%
금리 50bp 하락	-3,973	-1,413	- 843	- 623	- 688
증가율	-113.6%	-3287.2%	-15.4%	-22.7%	-27.6%
신계약가치					
금리 50bp 상승	86	67	41	49	38
증가율	7.1%	11.9%	0.6%	10.7%	8.4%
금리 50bp 하락	- 88	- 76	- 41	- 52	- 37
증가율	-7.3%	-13.5%	-0.6%	-11.4%	-8.1%
경제적 가정					
할인율					
전년 대비	8.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
투자수익률					
전년 대비	3.5%	3.45%	3.0%	3.20%	3.1%
전년 대비	-0.10%	-0.05%	-0.20%	-0.20%	-0.20%

자료: 금감원, 하나금융투자

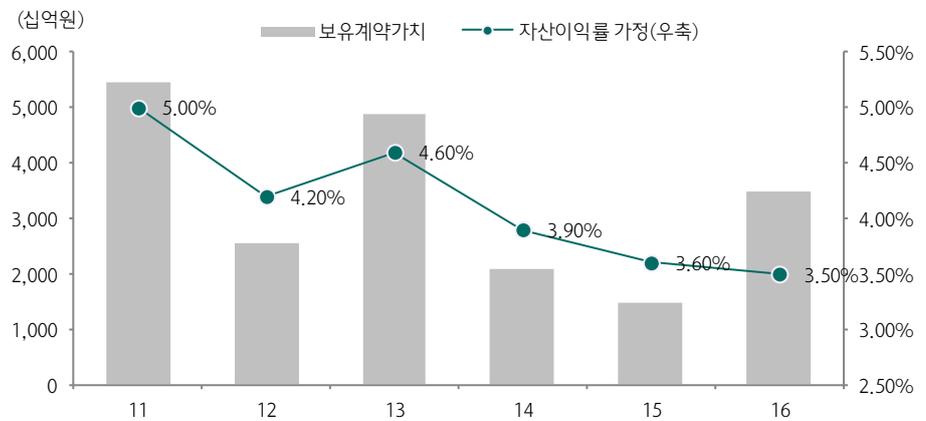
금리 하락 사이클에서
EV 보유계약가치 극심한
변동성

금리 상승 기조 진입으로
EV 투자지표 실효성 상승.
생보업계 보유계약가치 회복

보험사의 실질 펀더멘탈을 가장 본질 그대로 구현하는 EV Per Share가 그간 생명보험사 주가와 상관관계가 높지 않았던 이유는 결국 경제적 가정에 따른 보유계약가치의 높은 변동성에 기인한다. 실제 삼성생명과 한화생명의 연도별 자산이익률 가정과 보유계약가치를 살펴보면 자산이익률 가정 하향 그리고 상향시 보유계약가치의 극심한 변동폭을 확인할 수 있다.

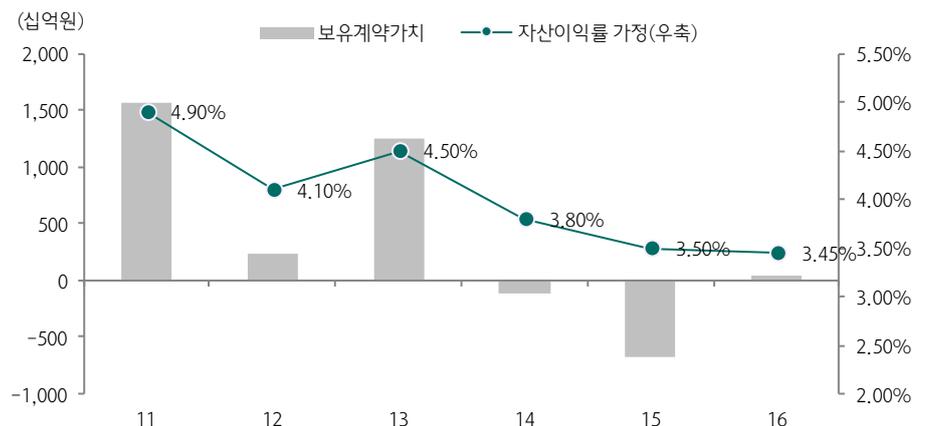
즉, 그간의 장기금리의 지속적인 금리 하락 사이클에서 생명보험업계의 보유계약가치에 대한 신뢰도가 낮아짐과 동시에 가치하락에 대한 우려를 증폭시켰다. 그러나 '16년 하반기 이후 금리의 추세적 상승 기조 진입은 EV 투자지표의 실효성을 높일 뿐만 아니라 생명보험업계 보유계약가치 회복을 견인할 것으로 전망한다.

그림 38. 삼성생명 연도별 보유계약가치와 자산이익률 가정



자료: 삼성생명, 하나금융투자

그림 39. 한화생명 연도별 보유계약가치와 자산이익률 가정



자료: 한화생명, 하나금융투자

금리 상승시
중장기 이차스프레드 개선
또한 가능할 전망.
한화생명, 삼성생명, 동양생명 순
이익 민감도 큼

금리 상승시 단기 순자산의 감소, 중장기 보유계약가치 증가 뿐만 아니라, 보험업 비즈니스 모델상 핵심 이익원인 이차 이익의 중장기 개선이 기대된다. 마치 은행업권의 순이자 마진과 유사한 이차마진, 혹은 이차스프레드라 할 수 있는 지표의 개선이다. 현재 당사 커버리지 기준 ING생명을 제외하고는 모두 -70~100bp 수준의 이차 역마진이 발생하고 있다. 보험업계 보유 이원의 장기 듀레이션 속성을 감안시 단기에 마진 개선은 어려울 것이나, 이미 '16년 하반기 이후 금리 상승이 이어지고 있고 대체투자 및 해외채권 편입 등을 통한 신규이원 상승을 피하고 있으므로 이차스프레드의 추가 악화 가능성은 제한적이라 판단한다. 또한 금리 상승이 이어진다면 이차스프레드의 점진적 개선 가능성 또한 열려있다는 점에서 주목할 만 하다. 이차스프레드 개선시 이익 개선효과는 한화생명, 삼성생명, 동양생명 순이다.

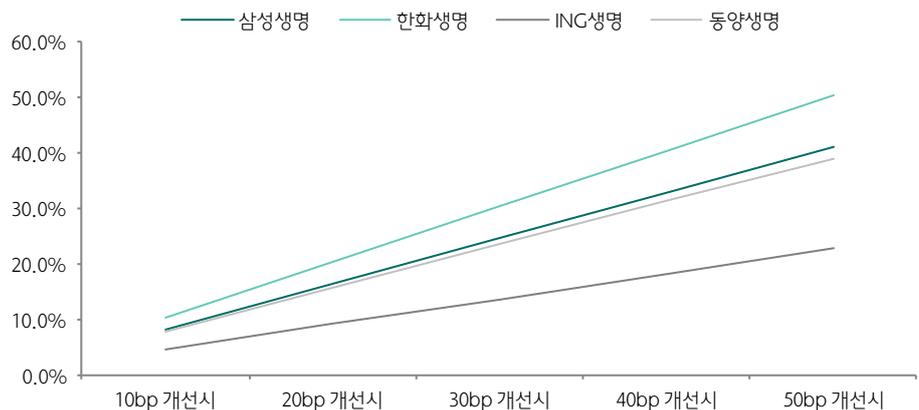
삼성생명, 한화생명 공히
이차 스프레드 개선시
순익 대폭 개선효과 발생

표 3. 향후 이차스프레드 가정변경에 따른 삼성생명/한화생명 순익 개선폭 민감도분석

삼성생명					
2Q17 보험료 적립금(십억원)	156,567				
2Q17 이차 스프레드	-0.74%				
가정변경	10bp 개선시	20bp 개선시	30bp 개선시	40bp 개선시	50bp 개선시
이차스프레드	-0.64%	-0.54%	-0.44%	-0.34%	-0.24%
세전익 변동폭(십억원)	157	313	470	626	783
기존 순익 추정치 대비 변동폭	8.2%	16.4%	24.6%	32.8%	41.5%
한화생명					
2Q17 보험료 적립금(십억원)	72,410				
2Q17 이차 스프레드	-0.95%				
가정변경	10bp 개선시	20bp 개선시	30bp 개선시	40bp 개선시	50bp 개선시
이차스프레드	-0.85%	-0.75%	-0.65%	-0.55%	-0.45%
세전익 변동폭(십억원)	72	145	217	290	362
기존 순익 추정치 대비 변동폭	10.1%	20.2%	30.3%	40.4%	50.5%
ING생명					
2Q17 보험료 적립금(십억원)	19,914				
2Q17 이차 스프레드	0.09%				
가정변경	10bp 개선시	20bp 개선시	30bp 개선시	40bp 개선시	50bp 개선시
이차스프레드	0.10%	0.20%	0.30%	0.40%	0.50%
세전익 변동폭(십억원)	20	40	60	80	100
기존 순익 추정치 대비 변동폭	4.5%	9.1%	13.6%	18.2%	22.7%
동양생명					
2Q17 보험료 적립금(십억원)	22,070				
2Q17 이차 스프레드	-0.91%				
가정변경	10bp 개선시	20bp 개선시	30bp 개선시	40bp 개선시	50bp 개선시
이차스프레드	-0.81%	-0.71%	-0.61%	-0.51%	-0.41%
세전익 변동폭(십억원)	22	44	66	88	110
기존 순익 추정치 대비 변동폭	7.8%	15.6%	23.4%	31.2%	39.0%

자료: 하나금융투자

그림 40. 보험사별 이차스프레드 개선에 따른 순익 추정치 변화



주: '17년 순익 추정치 대비 순익 변화율

자료: 각사, 하나금융투자

한화생명, 삼성생명, 동양생명,
ING생명 순 금리 민감

3.삼성전자 지분이 가져다줄 알파(α)

삼성생명의 이익체력 레벨업. 주주환원을 또한 구조적 상승 가능

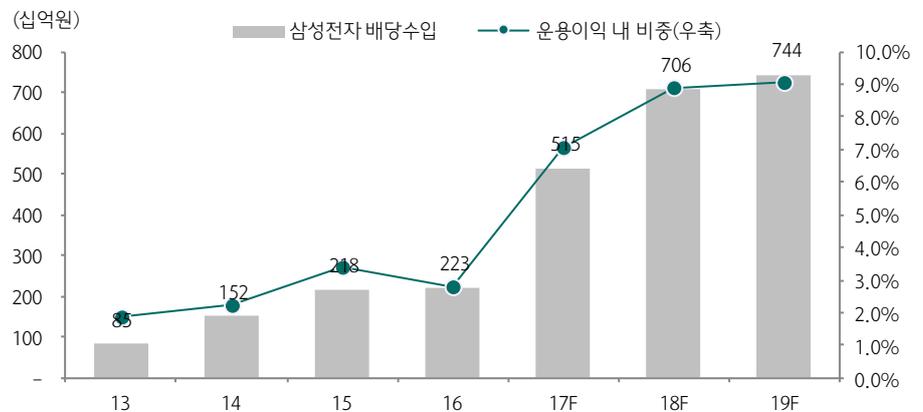
삼성전자,
대규모 배당확대를 골자로 하는
주주환원 정책 발표

10/31일 삼성전자는 대규모 배당 확대를 주요 골자로 하는 주주환원 정책을 발표했다. '17년 연간 배당은 4.8조원, '18년 배당은 9.6조원으로 증액하고 '20년까지 이 수준을 유지한다 밝혔다. 삼성생명에는 3분기말 기준 삼성전자의 8.19% 지분(일반계정 기준 10,622,814주)을 소유한 최대주주이므로 향후 배당수입의 대폭 증가가 예상된다.

삼성생명의 배당 수입 증가.
이익체력 레벨업 예상

삼성생명의 삼성전자 배당수입은 '13년 850억원대에서 주주환원 확대 정책 발표 이후 올해 5,100억원대까지 급증하였으며 금번 주주환원 정책 발표로 인해 '19년 7,400억원대까지 추가 증가할 전망이다. '17년 기준 약 7.3조원 대의 운용이익의 규모에 비해서 약 10%에 달하는 배당수입이다. 운용자산이익률 측면에서도 삼성전자 주가의 급상승으로 운용자산 규모는 대폭 증가한 반면, 매도가능증권으로 표기된 전자 주식가치 상승은 운용자산이익으로 반영되지 않기에 이익률을 저하시키는 요인으로 작용하였으나 금번 배당 증액으로 인해 11/3일 주가 기준 2.5% 수준의 배당수익률이 예상된다. 삼성생명의 입장에서 삼성전자 주주환원 증대는 이익 체력 레벨업과 지분가치의 효용성 증대 측면에서 긍정적 이슈라 평가한다.

그림 41. 삼성생명의 삼성전자 배당수입 추이



자료: 삼성전자, 삼성생명, 하나금융투자

삼성생명 보유 삼성전자 지분 매각 가능성이 화두로 부상. 삼성전자 자사주 100% 소각시 생명-화재 합산 지분율은 10.45%로 상승. 금융위 사전 승인 필요

'18년 삼성생명-화재 보유 전자 지분 소유 관련 금융위 승인 이슈 부상

1997년 3월, 금산법 24조 신설시 소급적용 불가로 생명 보유 전자 지분 허용되어 왔던 상황

삼성생명 및 삼성화재 보유 삼성전자 지분율은 자사주 전액 소각시 10.45%까지 상승

금산법 24조상 10% 초과 지분 보유시 금융위원회의 사전 승인 필요

삼성생명 보유 삼성전자 지분 매각 가능성 또한 '18년의 핵심 화두라 할 만 하다. 3분기말 기준 삼성생명은 삼성전자 지분을 8.19%, 삼성화재는 1.43% 보유하여 합산 9.62%를 보유하고 있는데, 내년까지 예정된 전자 자사주 100% 소각시에는 삼성생명 8.90%, 삼성화재 1.55%, 합산 10.45%까지 상승하게 되므로 이는 금융산업의 구조개선에 관한 법률 24조 내 10% 이상 지배에 대한 사전 금융위원회 승인을 받아야 하는 사항이다.

물론, 삼성생명의 삼성전자 지분을 상승은 생명의 신규 지분 취득이 아닌, 삼성전자 자사주 소각에 따른 사후적인 결과이므로 사전 승인을 받는다는 개념이 다소 모호하긴 하나, 생명-화재 합산 지분율이 10%를 넘게 된다는 점에서 삼성전자 지분 보유 관련 '18년 내 금융위원회 승인은 필수 불가결한 이슈로 판단한다.

삼성생명은 과거 1997년 3월, 금산법 제 24조 신설시 5% Rule 관련 법 신설 이전 취득한 지분이기에 소급적용 불가로 지분 보유가 허용되어 왔으나(5% 초과 지분은 의결권 제한 상태) 삼성전자 자사주 소각에 따른 실효 지분율 상승으로 재차 금산법 제24조에 맞닥뜨리게 된 것이다.

표 4. 삼성생명 및 삼성화재의 삼성전자 지분율 변화(자사주 소각시)

	3분기말 삼성전자 지분율	100% 소각시
삼성생명	8.19%	8.90%
삼성화재	1.43%	1.55%
합산	9.62%	10.45%

자료: 각사, 하나금융투자

표 5. 금산법 제5장 24조 요약

금융산업의 구조개선에 관한 법률 제5장 24조 다른 회사의 주식소유 한도

금융기관은 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하려면 대통령령으로 정하는 기준에 따라 미리 금융위원회의 승인을 받아야 한다. 다만, 그 금융기관의 설립근거가 되는 법률에 따라 인가·승인 등을 받은 경우에는 그러하지 아니하다.

1. 다른 회사의 의결권 있는 발행주식 총수의 100분의 20 이상을 소유하게 되는 경우
2. 다른 회사의 의결권 있는 발행주식 총수의 100분의 5 이상을 소유하고 동일계열 금융기관이나 동일계열 금융기관이 속하는 기업집단이 그 회사를 사실상 지배하는 것으로 인정되는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우
3. 다른 회사의 의결권 있는 발행주식 총수의 100분의 10 이상을 소유하고 동일계열 금융기관이나 동일계열 금융기관이 속하는 기업집단이 그 회사를 사실상 지배하는 것으로 인정되는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우
4. 다른 회사의 의결권 있는 발행주식 총수의 100분의 15 이상을 소유하고 동일계열 금융기관이나 동일계열 금융기관이 속하는 기업집단이 그 회사를 사실상 지배하는 것으로 인정되는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우

자료: 금융산업의 구조개선에 관한 법률, 하나금융투자

금융위원회의
삼성생명/화재 보유 전자 지분
승인은 현재 예측 불가한 이슈

금융위원회의 삼성생명 및 삼성화재 보유 삼성전자 지분 승인 관련하여 10% 초과 지분에 대한 불허, 즉 매각을 강제할 지 혹은 승인할지, 또는 과거 8.5%(생명 및 화재 합산) 보유 허용 이후 누적 상승분을 모두 매각 강제할 지는 현재 예측 불가한 미지수이다.

10% 초과 보유 허용시 및
10% 초과분에 대한 매각 강제시
그 부담은 크지 않을 전망

10% 초과 보유 허용시와 10% 초과분에 대한 매각 강제시 삼성생명에 미치는 펀더멘탈 영향은 미미할 것이나, 8.5% 초과분에 대한 매각 강제시에는 예상되는 삼성전자 매각 지분가치만 7조원을 상회할 것으로 추정되기에 그 부담이 적지 않아 보인다.

‘금융그룹 통합감독시스템’
도입시 RBC비율 내 적격자본
인정 여부가 쟁점으로 부상

뿐만 아니라, 김상조 신임 공정거래위원장은 최우선적 과제로 ‘금융그룹 통합감독시스템’ 도입을 추진하겠다고 밝히면서 삼성생명 보유 삼성전자 지분을 현행 RBC비율상 적격자본으로 인정해주는 반면, 통합감독 시스템에선 적격자본 배제 가능성이 언론을 통해서 부각된 바 있다.

삼성전자 적격자본 인정 배제시
RBC비율 영향은 123%p 하락 추정

금융그룹 통합감독시스템 추진 시점과, 추진 이후 삼성생명의 삼성전자 지분 적격 자본 배제 여부가 아직 확정되지 않았으므로, 그에 대한 영향을 논하기에 이른 감이 있다. 다만, 언론에서 보도된 바와 같이 삼성전자 지분에 대한 적격자본 배제시에는 지난 2Q17 기준 332%의 RBC비율이 123%p 가락 하락할 것으로 추정된다. 2Q16 기준으로 보면, 동 비율 하락 74%p 수준에 그치는데 그만큼 삼성전자 지분가치의 상승폭이 가팔랐기 때문에 RBC비율에 미치는 영향 또한 확대된 것이다.

209% 내외의 RBC비율 추정.
지급여력금액 내 적격자본 배제,
지급여력기준금액 내 리스크 금액
동시 제거

삼성전자 보유 지분 내 약 30%를 차지하는 유배당 계약자 지분은 현 RBC비율 상 적격자본으로 인정받아왔다. 동 가치가 RBC비율상 지급여력금액에서 제거되고, 그와 동시에 지급여력기준금액 내 삼성전자 지분 보유에 대한 리스크 금액 역시 동시 제거를 감안시 209% 내외의 RBC비율이 추정된다.

표 6. 금융그룹 통합감독 시스템 도입 주요 내용 요약

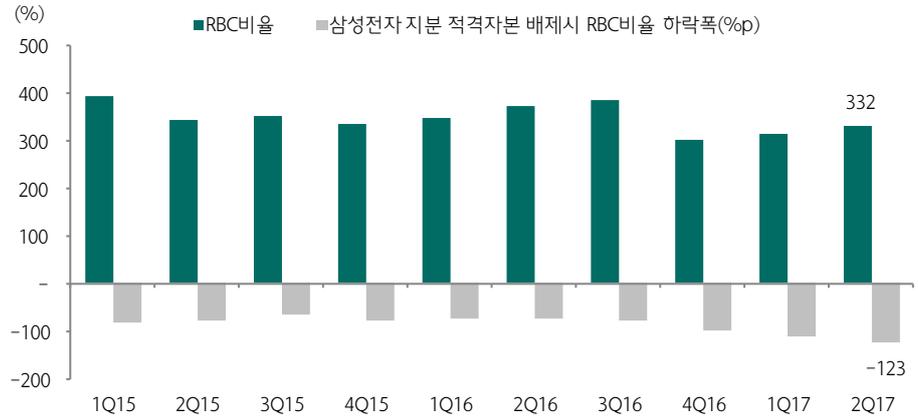
김상조 신임 공정위원장은
금융그룹 통합감독 시스템
도입의 조기 도입을 추진하겠다고 밝힘

내용	대상(금산결합그룹)
금융회사의 자본 적정성을 그룹 차원에서 평가 (계열사 간 출자 금액을 차감한 뒤 금융그룹 전체의 자본이 적절한 지 판단)	삼성그룹 한화그룹
비금융 계열사와 금융계열사 간 대출 등 내부거래에 대폭 제한	미래에셋금융그룹 교보그룹
금융그룹 내 대표 금융회사를 선정, 모든 금융 자회사의 재무상황과 리스크를 금융당국에 보고	한국투자금융그룹 동부그룹
감독 대상은 '금융자산 5~10조원 이상', '그룹 내 금융자산 비중 40%이상' 검토	현대자동차그룹 롯데그룹 태광그룹

자료: 언론

그림 42. 삼성생명 RBC비율 추이 및 삼성전자 지분 적격자본 배제시 RBC영향 분석

2Q17 삼성생명 RBC비율은 332%에서 삼성전자 지분 적격 자본 배제 가정시 123%p RBC비율 하락



자료: 삼성생명, 하나금융투자

RBC비율 변동폭이 100%p를 상회하는 만큼, 중대한 이슈. 그러나 적격자본 인정 배제의 급격한 도입 가능성 제한적 판단 그보다는 K-ICS 상 주식에 대한 위험가중치 상향 가능성에 주목할 필요

RBC비율 변동폭이 100%p를 훌쩍 상회하는 만큼, 삼성전자 지분에 대한 적격자본 인정은 그만큼 자본적정성 관련 중대 이슈라 판단한다. 반면, 우리는 금융그룹 통합감독시스템 도입 시 급진적인 적격자본 인정 배제 가능성은 희박하다 판단한다.

그보다는 단계적인 적격자본 인정 비율 인하 등을 통해 장기적 관점에서 점진적인 제도 변화 가능성이 보다 높아 보인다. 금융그룹 통합감독시스템 자체가 새로운 자본적정성 규제를 신설하는 개념이 아닌, 대형 그룹사 내 금융사를 통합 관리하겠다는 취지이기 때문이다. 또한, 신지급여력비율인 K-ICS 내 삼성전자 지분에 대한 지급여력기준금액 혹은 리스크 산정치가 보다 상승할 수 있다는 점에 보다 유의할 필요가 있어 보인다.

금융그룹 통합감독시스템 도입시 규제 강화 가능성은 보다 장기적 관점에서 접근 필요

정리하면, 금융그룹 통합감독시스템 도입시 적격자본 인정 배제를 반영하면 그 영향은 심대하나 적격자본 배제 가능성 혹은 그를 통한 자본적정성 규제 강화 가능성은 높지 않으며 그보다는 K-ICS 상 대량의 주식 보유에 대한 위험액 평가치가 상승할 가능성에 보다 주목할 것을 권한다.

표 7. 목표요구자본(SCR)산출을 위한 시나리오(Solvency 2)

시장리스크	상관계수에 의한 리스크 통합
금리리스크	20개의 만기기간에 대한 스트레스 테스트
주식리스크	선진국 주식시장 46.5% 및 기타 시장 56.5% 하락 (전략적 투자의 경우 22%)
부동산리스크	부동산 시장 25% 하락
외환리스크	환율 변동 25%
신용스프레드리스크	채권가치(시가) x 듀레이션 x 리스크계수
집중리스크	한도초과 투자에 대한 추가 리스크 자본
신용리스크	익스포저 x 부도확률(신용등급별로 도출)

자료: EIOPA

표 8. 시장리스크 소분류 가 상관계수(Solvency 2)

구분	금리	주식	부동산	스프레드	집중	외환
금리	1					
주식	0	1				
부동산	0.5	0.75	1			
스프레드	0.25	0.25	0.25	1		
집중	0	0	0	0	1	1
외환	0.25	0.2	0.25	0.25	1	1

자료: EIOPA

이종걸 의원이 대표 발의한
보험업법 개정안 또한
통과시 삼성생명 보유
삼성전자 지분 매각 강제 예상

앞서 살펴본 금산법 및 금융그룹 통합감독시스템 도입, K-ICS상 주식 보유에 대한 위험가중치 상향뿐만 아니라, 이종걸 의원이 발의한 보험업법 개정안 통과시에는 현행 취득가액 기준의 총자산 대비 3% 이상의 주식 소유 제한에서 시가 기준으로 변경되므로 삼성전자 보유 지분 대부분의 매각이 강제될 수 있다는 점도 주목할 만한 이슈이다.

삼성전자 지분 매각시
RBC비율 및 EV 영향
검토할 필요

금산분리 관련 규제 강화와 보험업 새로운 감독규제의 신설, 보험업법 개정안 등 여러가지 측면에서 삼성생명이 보유한 삼성전자 지분에 대한 매각 가능성은 향후 지속 불거질 가능성이 존재한다. 따라서, 삼성생명 보유 삼성전자 지분 매각시 RBC비율 및 EV 영향 또한 점검해 볼 필요가 있다.

삼성생명 보유 전자 지분 매각시
RBC비율은 오히려 개선

먼저, RBC비율을 살펴보면 삼성전자 지분의 전량 매각을 가정하면 삼성생명의 RBC비율은 오히려 약 63%p 개선될 것으로 추정된다. 삼성전자 지분 매각시 그간 적격자본으로 인정받았던 약 7.4조원의 유배당계약자 지분몫은 자본에서 배제되나 분모인 RBC 위험액 역시 동시에 차감되기 때문이다. 유배당계약자 지분몫 중 당해년도 유배당계약자 손실과 주주공제 최대 10%를 차감하고 유배당계약 이익 중 최대 30%는 지난 5년간 누적 손실액 대비 적을 시 상계 가능하다는 점에서 지급여력금액상 차감금액은 약 4.35조원으로 축소된다는 점도 RBC비율 상승인중 하나이다.

EV는 약 5조원 이상 감소하나,
향후 ROEV는 상승 효과 발생

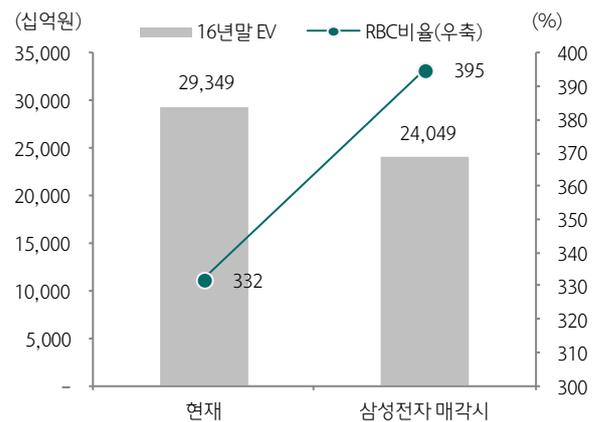
EV의 경우 자산이익률 가정 하락과 유배당계약자 가용자본 감소 등으로 인해 약 5.3조원 전후의 감소가 예상된다. '16년말 기준 EV는 29.3조원이므로 삼성전자 지분 매각시 EV는 24조원, 주당 EV는 16.3만원에서 13만원으로 감소가 예상된다. 다만, 모수가 작아진 만큼 향후 ROEV는 상승하는 효과 또한 존재한다.

표 9. 이종걸 의원의 보험업계 자산운용 관련 보험업법 개정안

보험업법 제 106조
- 보험회사는 ~자산을 운용할때 다음 각호의 비율을 초과할 수 없다 - 자기자본의 100분의 60, 총 자산의 100분의 3에 해당하는 금액 중 더 큰 금액
보험업 감독규정
- 법 제 106조 적용시 주식 또는 채권의 소유금액은 취득원가를 기준으로 한다
보험업법 개정안(이종걸 외 11인 발의)
제 106조의 제 4항 신설
- 자산운용비율을 산정하기 위한 총자산, 자기자본, 채권 및 주식 소유의 합계액은 '주식회사의 외부감사에 관한 법률' 제 13조에 따른 회계처리 기준에 따라 작성된 재무제표 상의 가액을 기준으로 한다
부칙 제 2조(자산운용 비율을 초과하는 보험회사에 대한 경과조치)
- 법 시행일로부터 7년 이내에 제 106조에 적합하도록 해야 한다

자료: 국회

그림 43. 삼성전자 지분 매각시 EV 및 RBC비율 영향



자료: 삼성생명, 하나금융투자

삼성생명이 전자 지분 매각에 나선다면 그 규모 또한 중요. 0.45% 지분만을 매각시 유배당계약자 배당지급 발생하지 않음

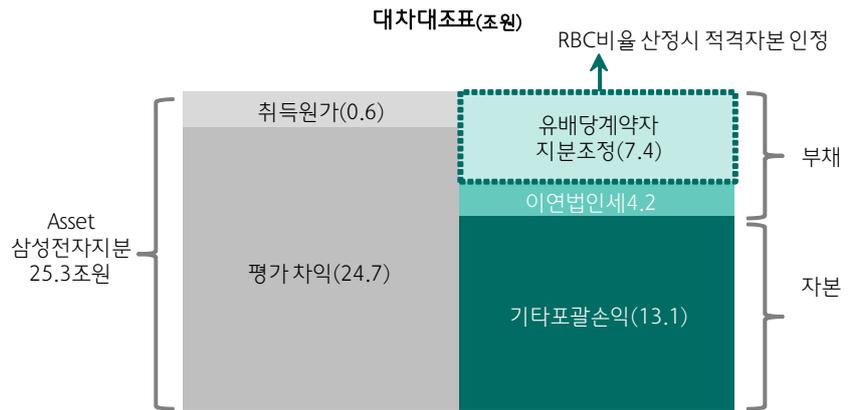
삼성전자 지분 매각 결정시 유배당계약자 배당 관련 노이즈 발생을 감안해 최소 1% 전후의 지분 매각 예상

삼성생명이 10% 초과 지분 이슈 관련 금산법 승인에 대한 부담과 향후 자본적정성 규제 강화 등을 고려하여 삼성전자 지분 매각에 나선다면 그 규모 또한 중요한 사안이 될 것이다. 만약 10% 초과 지분만을 매각한다면, 삼성전자 주당 가격을 11/3일 종가인 2,819,000원으로 가정했을 때 매각금액은 총 1,52조원, 취득원가를 제외한 매각차익은 1,49조원으로 추정된다. 유배당계약자 지분을 30%를 가정하면 유배당계약자 관련 매각차익은 4,477억원으로 매년 발생하고 있는 유배당계약자 관련 이차역마진 5천억원 내외 규모를 고려시 2014년 삼성생명의 삼성물산 지분 매각시와 같이 실제 유배당계약자 지급 배당은 전무할 수도 있다.

그러나, 이는 삼성생명 상장시와 같이 많은 노이즈를 양산할 수 있는 사안이기때 삼성생명이 삼성전자 지분 매각에 나선다면 최소 유배당계약자 배당 지급이 발생하는 규모의 매각을 예상한다. 만약 삼성생명이 1.0% 지분의 매각에 나선다면, 매각차익은 3.3조원, 역마진 손실 약 5천억원과 주주공제 최대 10% 차감, 배당손실보전준비금 최대 30%를 차감한 유배당계약자 지급배당액은 3,000억원 전후로 추정된다.

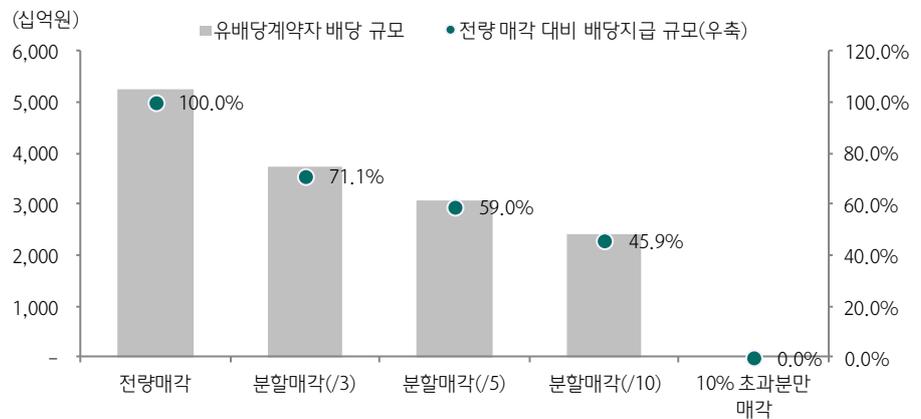
삼성생명 보유 삼성전자 지분 약 25.3조원 중 24.7조원 평가차익. 그중 주주 몫은 13.1조원 평가. 유배당계약자 지분조정 7.4조원과 매각시 발생하는 이연법인세 4.2조원 차감 영향. 이 중 유배당계약자 지분조정액은 RBC비율 산정시 부채가 아닌, 자본으로 인정

그림 44. 삼성생명의 삼성전자 지분 관련 재무제표 반영 현황



자료: 삼성생명, 하나금융투자

그림 45. 삼성생명의 삼성전자 지분 매각시 유배당계약자 배당 지급 규모



자료: 삼성생명, 하나금융투자

삼성생명이 전자 지분 매각에 나선다면 그 규모 또한 중요. 0.45% 지분만을 매각시 유배당계약자 배당지급 발생하지 않음

표 10. 삼성생명 유배당계약자 이슈 관련 보험업법 규정 요약

보험업법 시행규칙	
제 30조의 2 배당보험계약의 이익배분기준 등	
제 1항. 배당보험계약에서 발생하는 이익의 100분의 10 이하는 주주지분, 나머지는 계약자지분으로 계리(영 제64조 제2항)	
제 2항. 손실 보전	<ul style="list-style-type: none"> - 발생한 손실은 영 제64조 1항에 따른 준비금으로 보전하고, 손실이 남는 경우 주주지분으로 보전 - 주주지분으로 보전한 손실을 주주지분의 결손이나 배당보험계약의 이월결손으로 계리 가능
제 3항. 이월결손	<ul style="list-style-type: none"> - 발생한 해당 사업연도 종료일부터 5년 이내에 신규 적립되는 배당보험계약 손실보전준비금으로 보전 또는, - 주주지분의 결손으로 계리
보험업감독규정	
제 6-13조의 2 배당보험손실보전준비금 적립 등	
제 1항. 배당보험이익의 계약자지분의 100분의 30이내에서 배당보험손실보전준비금 적립 가능(영 제64조 제1항)	
제 2항. 배당보험손실보전준비금	<ul style="list-style-type: none"> - 적립한 회계연도 종료일부터 5년내의 회계연도에 배당보험계약의 손실 보전(영 제64조 제4항) - 보전 후 잔액은 개별계약자에 대한 계약자배당재원으로 사용
제7-80조 손익분석	
제 1항. 계약자지분, 주주지분의 산출 및 계약자배당의 기초자료로 활용하기 위해 상품별 손익 분석(영 제64조 제6항, 영 제64조의 2제3항)	
제 2항. 손익 구분	<ul style="list-style-type: none"> - 계정별(일반계정, 각 특별계정)로 구분 - 연결재무제표를 작성하는 보험회사의 경우 계정별로 종속기업 구분
제 3항. 계정별 손익	<ul style="list-style-type: none"> - 유배당보험손익, 무배당보험손익, 자본계정운용손익, 계약자이익배당준비금과 배당보험손실보전준비금에 해당하는 투자손익으로 구분
제 4항. 투자손익 배분방법	<ul style="list-style-type: none"> - 평균책임준비금 구성비 방식 또는, - 투자년도별 투자재원 구성비 방식 중 보험회사 선택 적용

자료: 보험업법, 하나금융투자

4. 손보업종, 싸게 사면 기회는 있다

모멘텀 둔화는 불가피하나, 실손보험 제도 변화에 대한 우려 과도

손보업종은 업종 매력도 후순위.
그러나, 사상 최대 수준의 이익 레벨
유지되고 배당수익률 높으며
규제 우려 과한 측면에서
4분기가 저점매수라 판단

손해보험 업종은 앞서 살펴본 바와 같이, 금리 상승시 민감도는 생명보험업종 대비 낮고 손해율 중심의 이익 증가 모멘텀이 둔화된다는 점에서 업종 기준 매력도는 생명보험 대비 후 순위이다. 그러나, '18년에도 사상 최대 수준의 이익 레벨이 유지되고, 업종 배당수익률이 3%를 상회하며 현재의 실손보험 제도 변화 우려는 다소 과도하다는 측면에서 올 4분기 저점 매수 기간이라 판단한다.

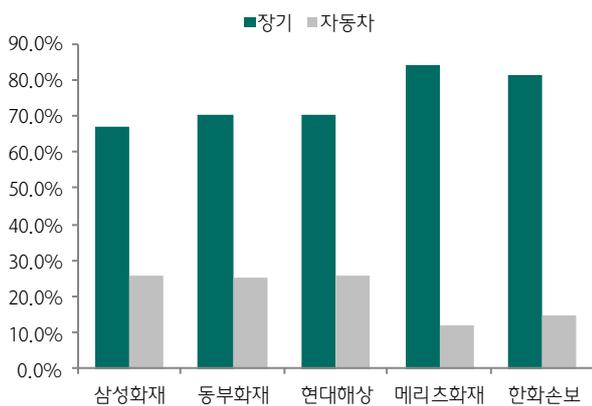
실손보험료 인하 관련
장기 위험손해율은
보험료 갱신주기에 따라 차별화

먼저 실손보험료 인하 관련 장기 위험손해율 영향을 점검해 보면, 중장기 관점에서 손해액 감소는 보험료 인하를 통해 상쇄된다는 점에서 보험업종에 중립적 사안임은 명확하다. 그러나 단기 관점에서 건강보험 보장성 강화 관련 재정 집행은 '18년에 집중되는 반면, 보험료 인하는 회사별 갱신주기 차이에 따라 차별적으로 영향을 미치므로 장기 갱신주기 상품 비중이 높은 보험사의 손해율 개선이 상대적으로 크게 나타날 전망이다.

장기보험 매출 비중이 높고
위험손해율 개선 여력이 충분하며
밸류에이션 매력에 돋보이는
현대해상, 한화손보 최선호

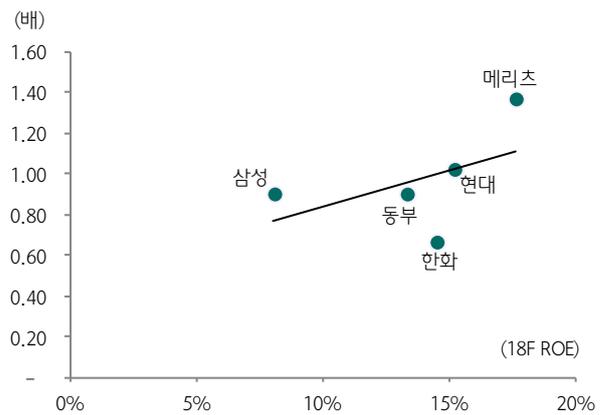
결국, '18년 손보업종 내 주식 선택은 3가지 조건을 통해 접근하려 한다. 손해율 악화가 예상되는 차보험 대비 장기보험 매출이 높고, 실손보험 손해율 개선에 따른 이익 개선 민감도가 높고, 밸류에이션 저평가 매력 또한 높은 손보사를 추천한다. 앞선 2가지 조건에서는 메리츠화재, 한화손보가 보다 매력적이나 밸류에이션 메리트까지 고려해 현대해상, 한화손보를 업종 최선호주로 추천한다.

그림 46. 경과보험료 내 장기보험 및 차보험 비중 비교(2017F)



자료: 각사, 하나금융투자

그림 47. 손보업계 2018F ROE-P/B Matrix



자료: 각사, 하나금융투자

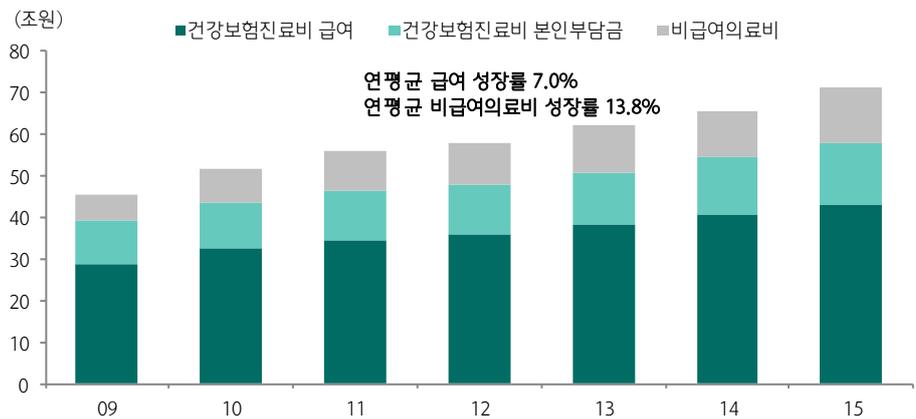
9/29일, 공사보험 정책협의체
1차 회의 개최.
비급여 의료비 부담 완화가
의료 소비자에게 혜택
귀속되는데 초점

건강보험 보장성 강화대책은
지속 추진 중.
다만, 비급여 의료비 급증으로
보장률 정체

금융위원회와 보건복지부는 9/29일 ‘공사보험 정책협의체’ 1차 회의를 개최했다. 이는 지난 8/9일 발표된 ‘건강보험 보장성 강화 대책’과 연계해 내년 상반기 실손의료 보험료 인하를 유도하는 동시에 실손보험의 상품구조 개선을 꾀하기 위한 행보이다. 소위 ‘문재인케어’라 일컬어지는 건강보험 보장성 강화 대책은 건강보험의 보장률을 높여 비급여 의료비 부담을 낮추고 그 혜택이 궁극적으로 보험사가 아닌 의료 소비자에게 귀속되도록 하는데 초점을 맞추고 있다.

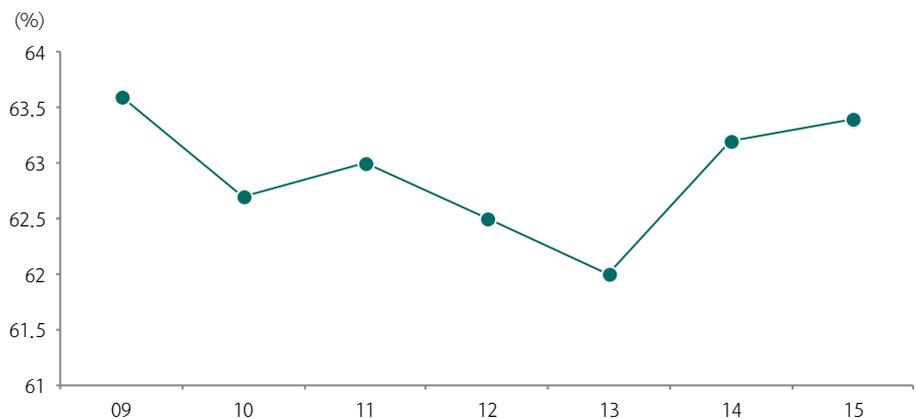
정부는 이미 2005년 이후 건강보험 보장성 강화정책을 추진 중이며 3차 중기 보장성 계획(2014~2018)을 통해 ‘18년 보장률 68%를 목표로 하고 있었으나 ‘09년 63.6%, ‘15년 63.4%로 보장률은 정체를 보이고 있다. 이는 비급여 의료비의 증가 속도가 건강보험급여 증가 속도를 크게 앞서고 있기 때문이다. 실제 ‘09~’15년 건강보험급여의 연평균 증가율은 7.0%인 반면, 동기간 비급여 의료비 증가율은 13.8%에 달했다.

그림 48. 한국 건강보험 의료비 추이



자료: 국민건강보험, 하나금융투자

그림 49. 정체되어 있는 건강보험보장률 추이



자료: 국민건강보험, 하나금융투자

표 11. 보건복지부의 건강보험 보장성 강화정책 추진 경과

	추진기간	주요계획
1차 중기 보장성 계획	2005-2008	- 고액중증질환 본인부담 경감(20%→10%) - 만 6세미만 입원아동 본인부담금 면제 등
2차 중기 보장성 계획	2009-2013	- 암, 심장, 뇌혈관질환 본인부담 추가 경감(10%→5%) - 본인부담상한제 소득수준별 적용 등
3차 중기 보장성 계획	2014-2018	- 생애주기별 필수의료 보장 - 고액비급여 해소 및 관리체계 도입 - 취약계층과 사회적 약자에 대한 의료지원 강화 등
4대 중증질환 보장성 강화계획	2013-2016	- 의학적으로 필수적인 진료는 필수 급여(본인부담금 5-10%)로 분류, 비필수적인 최신 의료서비스 등도 선별급여로 일부 지원 (본인부담금 50-80%) - 보장확대 항목: 2013: 초음파검사 등 25개 항목 2014: 고가 항암제, 영상검사(MRI, PET) 등 100개 항목 2015: 유방재건술, 방사선치료 등 258개 항목 2016: 유전자검사, 진정내시경 환자관리료 등 289개
3대 비급여 개선	2014-2017	- 선택진료비, 상급병실료, 간병비 등 3대 비급여 개선

자료: 보건복지부, 보험연구원, 하나금융투자

신정부는 비급여 의료비 관리 필수적이라는 인식. '22년까지 보장률 70% 상승 목표

신정부의 건강보험 보장성 강화 대책은 비급여 의료비의 효율적인 관리 없이는, 국민의료비 부담 완화와 건강보험 보장률 증대라는 정책 목표를 달성할 수 없다는 문제의식을 갖고 있기에 치료 목적의 비급여의 급여화 및 예비급여화를 추진할 예정이다. 이를 통해서 공보험 보장률도 '15년 63.4%에서 '22년 70%까지 상승을 목표로 하고 있다.

비급여 의료비 급증으로 악화되었던 손보업계 손해율 정상화 예상

비급여 의료비의 급증은 실손보험을 적극적으로 취급한 손보업계의 손해를 악화로도 이어졌는데 2016년 기준 2위권 손보사의 경우 140% 전후의 손해율을 기록했다. 비급여 의료비 부담의 완화는 결국, 손보업계의 실손보험 손해율 정상화를 견인할 것이므로 공사보험 정책 협의체를 통해 실손의료보험 손해율 하락 효과를 사전 산출 및 검증하여 보험료 인하를 유도하고자 하는 상황이다.

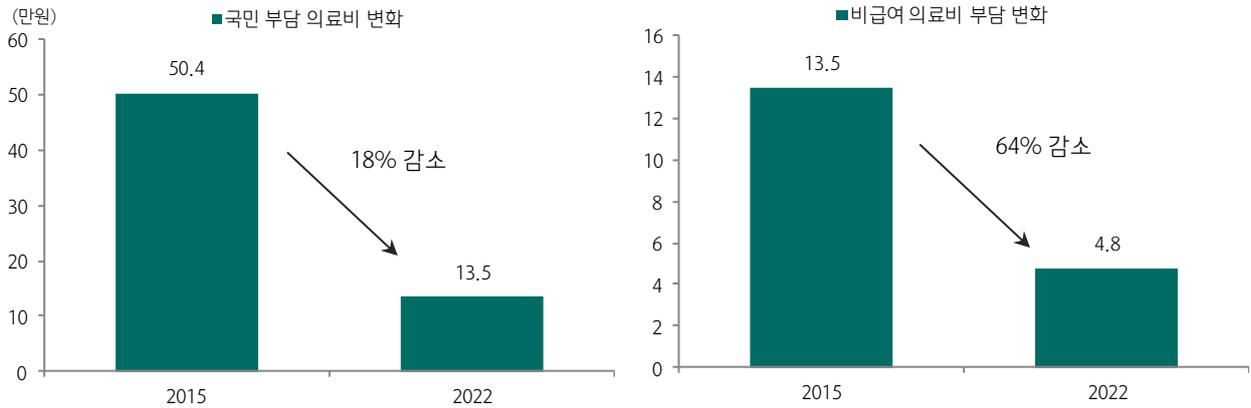
손보업계 실손 손해율 130~140%, 실손보험 매출 비중 30% 이상

비급여 의료비 부담 완화의 업계 손익 영향을 분석하기 위해서, 먼저 보험사별 실손보험료 매출 비중을 살펴보면, 올 상반기 기준 손보업계의 실손보험료 매출 비중은 30~40%, 생보업계는 10% 미만으로 추정된다. 실손보험 손해율은 '16년 2위권사 중심 130~140%, 생보업계 손해율은 110~115% 수준이다.

실손 손해율 100%까지 하락 가정 가능할 전망

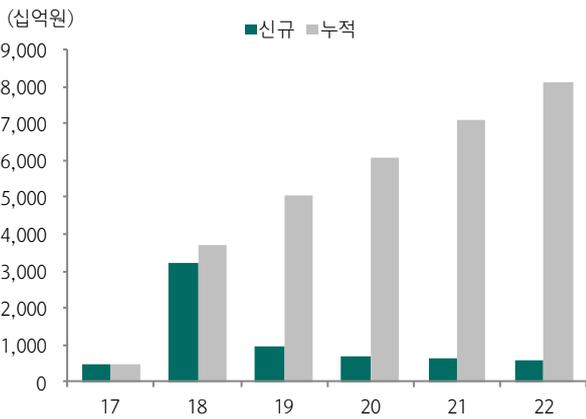
보건복지부가 발표한 건강보험 보장성 강화대책에 따르면, 총 신규 재정투입액 6,56조원 중 56%를 '17~'18년에 집중투입하고, '15년 기준 13.5조원이었던 비급여 의료비 부담의 64% 감소를 꾀하고 있기에 보험업계 위험손해율의 급격한 개선 가능성은 유력해 보인다. 다만, 얼마까지 하락할 수 있는냐의 문제가 남는데, 지난 '14~'15년 대형 생보사들의 경우 실손 손해율 100% 미만 기록시 보험료 인하를 결정했다는 점에서 균형 손해율은 100% 수준으로 가정하는 것이 합리적이라 판단된다.

그림 50. 건강보험 보장성 강화대책 이후 의료비 부담 감소 추정



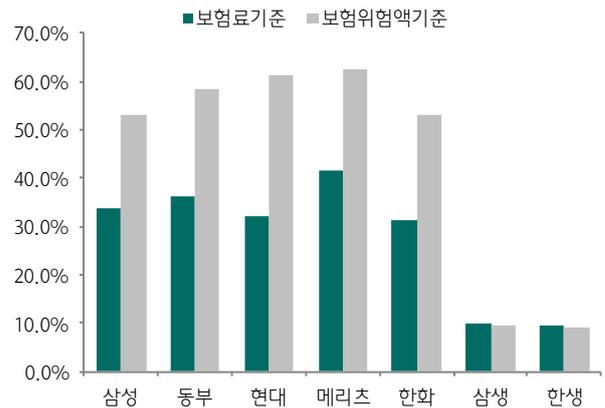
자료: 보건복지부

그림 51. 건강보험 보장성 강화 대책 연도별 투입 재정



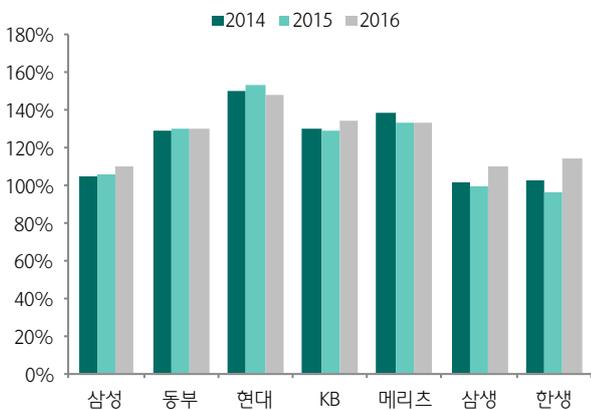
자료: 보건복지부, 하나금융투자

그림 52. 보험사별 실손보험료 비중 현황(1H17)



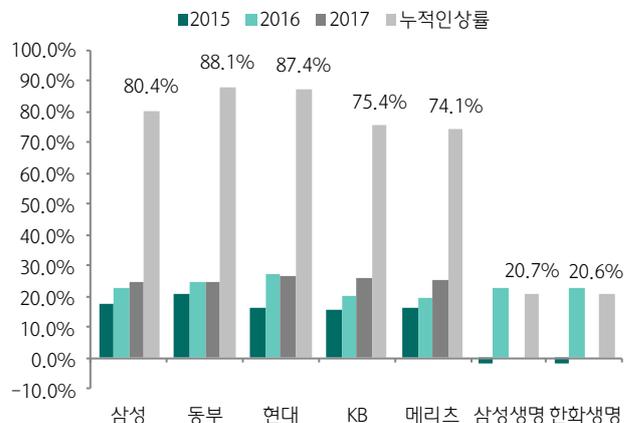
자료: 각사, 하나금융투자

그림 53. 보험업계 실손보험 손해율 추이



자료: 각사, 하나금융투자

그림 54. 보험업계 실손보험료 연도별 인상률



자료: 각사, 하나금융투자

실손보험 손해율 변동시
손익 효과는
메리츠화재, 현대해상이
보다 클 전망

실손보험 손해율이
공극적으로 100%까지
개선 가능하다 가정하면
2위권사 위험손해율 10% 이상
하락 가능.
그러나, 이미 '17년 개선되고 있다는
점을 고려할 필요

실손손해율 정상화시
메리츠화재, 현대해상 이익
두자리수 이상 증가 가능

아직은 불완전한 가정에 근거한
추정치.
실손 제외한 사망/상해 담보의
손해율 변동 미가정.
실손보험료 인하폭에 따라
개선 시기와 폭 변동 가능

실손보험 손해율 변동시 손익 민감도가 높은 손보업계의 영향을 분석해 보면, 메리츠화재, 현대해상의 손익 개선 영향이 단연 클 것으로 분석된다. 이유는 실손보험료 비중과 실손보험 손해율이 동시에 가장 높기 때문이다. 2016년 보유 위험보험료 규모 대비 실손보험 비중은 메리츠 40.4%, 동부 35.7%, 삼성 32.7%, 현대 31.1%이고, 실손 손해율은 현대 147.7%, 메리츠 133.3%, 동부 129.7%, 삼성 109.9%를 기록했다. 실손보험 손해율 영향으로 '16년 위험손해율은 삼성 79.0%, 동부 90.2%, 현대 92.4%, 메리츠 88.3%를 각각 기록했다.

실손보험 손해율은 비급여 부담 감소로 인해 100%까지 개선 가능하다고 가정하면 그에 따른 위험손해율은 삼성 75.8%, 동부 79.6%, 현대 77.5%, 메리츠 74.8%가 추정된다. 각 개선폭은 3.2%p, 10.6%p, 14.9%p, 13.5%p에 달한다. 물론, 이는 실손보험 손해율 정상화를 가정하고 기타 사망/상해질병 등의 손해율은 올라가지 않는 공격적 가정이다. 또한, '17년 들어 이미 손보사별 실손 손해율은 120% 미만까지 개선되고 있는 것으로 나타나고 있어 '18~19년 실제 개선 가능 여력은 동 추정치 대비 훨씬 적을 것으로 추정된다.

올해 당사가 예상하고 있는 위험손해율 개선폭을 제거해서 최대 위험손해율 개선 여력을 따져보면 삼성화재 4.2%p, 동부 6.2%p, 현대 11.3%p, 메리츠 11.8%p로 추정된다. 위험손해율 개선 가정시 세후 이익 증가는 삼성 783억원, 동부 934억원, 현대 1,607억원, 메리츠 1,309억원으로 각 '17년 예상 손익 대비 +7.1%, +14.9%, +32.9%, +36.6%의 여력이다.

그러나, 이러한 실적 개선 여력은 당장의 보험사별 실적 가정에 반영할 수 없는 매우 불완전한 가정에 근거한 추정이다. 첫째, 올해 이미 실손보험 손해율 개선이 상당부분 진행되어 향후 손해율 개선시 총 위험손해율 개선여력은 상당폭 줄어들 것이고 둘째, 정부가 추진중인 비급여 대책 관련 시간/절차 관련 불확실성이 상존하며 셋째, 실손을 제외한 사망/상해 등 손해율 상승 위험 또한 고려하지 않았기 때문이다. 또한, 향후 실손보험료 인하가 유력하다는 점에서 손해율 개선 시기와 그 폭은 상당히 다른 경로를 나타낼 수도 있다.

표 12. 보험사별 실손보험 손해율 변동시 손익 변동 추정

(십억원, %)

		삼성화재	동부화재	현대해상	메리츠화재	업계 합산
2016년	보유 위험보험료	2,455	1,993	1,869	1,460	7,776
	실손담보	804	712	582	590	2,687
	사망/상해 등	1,651	1,281	1,287	869	5,088
	실손 비중	32.7%	35.7%	31.1%	40.4%	34.6%
	장기위험손해율	79.0%	90.2%	92.4%	88.3%	86.8%
	실손담보	109.9%	129.7%	147.7%	133.3%	128.5%
2017F	사망/상해 등	64.0%	68.3%	67.4%	57.7%	64.8%
	장기위험손해율	80.0%	85.8%	88.9%	86.7%	84.8%
실손 손해율 100% 가정시						
	장기위험손해율	75.8%	79.6%	77.5%	74.8%	77.0%
	손해율 개선폭	-4.2%	-6.2%	-11.3%	-11.8%	-7.8%
	세후 이익 증가	78.3	93.4	160.7	130.9	463.4
	2017년 손익 대비	7.1%	14.9%	32.9%	36.6%	18.0%

자료: 각사, 하나금융투자

실손보험 갱신주기에 따라서 위험손해를 개선폭과 시기가 달라질 전망

5년, 3년몰이 높은 현대해상, 동부화재, 메리츠화재의 실적 개선이 보다 빠를 전망

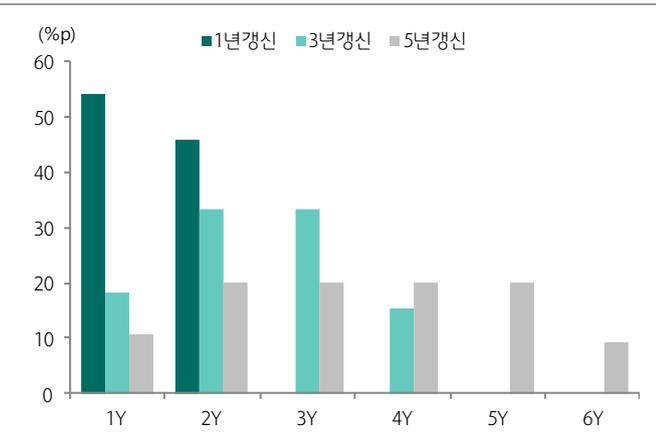
건강보험 보장성 강화 대책의 최종 수혜자는 보험업계가 아님. 그러나, 단기 위험손해를 개선 가시성은 더욱 높아진 상황. 현대해상, 메리츠화재 위험손해를 개선폭 두드러질 전망

또한, 실손보험 갱신주기에 따라서도 향후 위험손해를 개선폭과 시기가 달라질 수 있다. 1,3,5년 갱신주기에 따라서 보험료 인상/인하시 그 효과가 반영되려면 각 2년, 3년, 6년이 소요되므로 '18년 실손보험료 인하가 가시화되더라도, 3년과 5년몰 비중이 높은 회사의 경우 '15~17년 보험료 인상분의 반영이 '18년 인하폭을 넘어설 것으로 추정되기 때문이다.

2016년말 기준 실손보험 갱신주기를 살펴보면 5년주기는 단연 현대해상이 33%로 높고, 3년몰은 동부화재 63%, 메리츠화재 58% 순으로 높게 나타난다. 회사별로 실손보험 갱신주기 상품의 비중이 다른 이유는 '09년 10월을 전후로 5년주기 상품이 3년 갱신으로 표준화되었고, 2013년 4월 이후부터는 1년 갱신으로 표준화되었기 때문이다.

금번 건강보험 보장성 강화 대책의 근본 취지가 비급여 의료비 부담을 낮춰 그 수혜를 온전히 소비자에게 돌려주도록 함에 있기 때문에 중장기적으로 동 정책 관련 수혜자는 보험업계가 아니라 판단한다. 다만, 실손보험료 인하를 결정하더라도 장기보험은 기본적으로 듀레이션이 긴 장기보험이자, 갱신주기와 같은 개별적 시차효과 또한 존재하므로 '18년 장기 위험손해를 개선 가시성은 보다 높아진 상황이라 판단한다. 앞서 살펴본 바와 같이, 장기 위험손해 개선 효과는 주로 현대해상, 메리츠화재에 보다 두드러질 전망이다.

그림 55. 실손보험 갱신주기별 보험료 변동시 시차효과



자료: 하나금융투자

표 13. 보험사별 실손보험 갱신주기 상품 비중 현황(2016년말)

	5년	3년	1년
삼성화재	13%	55%	32%
현대해상	33%	33%	34%
동부화재	14%	63%	23%
메리츠화재	9%	58%	33%
한화손보	50%	28%	16%
삼성생명		67%	33%

자료: 각사, 하나금융투자

표 14. 실손보험 상품 변천 추이

비표준화		실손상품 표준화				
판매 시기	- 09.9월	09.10월 - 13.3월	13.4월 - 15.3월	15.9월	16.1월	17.4월
주요 내용	5년, 3년 갱신 80세, 100세 본인부담 전액보상	3년 갱신 표준화 본인부담 10%	1년 갱신 표준화 본인부담 10% or 20%	본인부담 급여 10% or 20% 비급여 20%고정	입원의료비 보장기간 확대 중복계약의 본인부담금 공제 기준 명확화	손해율 높은 담보 특약으로 분리 특약담보에 대해 연간 한도 설정하고 본인 부담 확대 실손상품 단독판매 의무화(2018년 4월부터)
갱신 주기 도래	3년 - 2012년 5년 - 2013년	2015년		2014년		

자료: 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

삼성생명 (032830)	37
한화생명 (088350)	41
ING생명 (079440)	45
현대해상 (001450)	49
한화손해보험 (000370)	52

2017년 11월 7일

삼성생명(032830)

지분가치 상승과 이익체력 레벨업. 목표주가 상향

3Q 연결 순익 3,229억원 전망(YoY -33.5%), 컨센서스 부합
 3분기 연결 순익은 전년 대비 33.5% 감소한 3,229억원을 예상한다. 전년 대비 실적 감소는 전년 동기 2,800억원의 본사 사옥 매각익이 존재했기 때문이다. 반면, 올 3분기에는 삼성전자 중간배당 740억원(전년동기 106억원)이 인식되며 투자이익률 3.1%가 예상된다. 위험손해율은 77.4%로 2분기 74.9% 대비 부진할 것으로 예상되나, 영업일수를 고려한 일별 손해율은 전년 동기 대비 5bp, 전분기 대비 4bp 개선된 1.21%로 양호하다.

삼성전자 배당 증가를 골자로 하는 주주환원책 발표.
‘18년 삼성전자 배당수입 37.1% 증가한 7,064억원 추정

10/31일 삼성전자는 대규모 배당 확대를 주요 골자로 하는 주주환원 정책을 발표했다. ‘17년 연간 배당은 4.8조원, ‘18년 배당은 9.6조원으로 증액하고 ‘20년까지 이 수준을 유지한다 밝혔다. 삼성생명은 3분기말 기준 삼성전자의 8.19% 지분(일반기정 기준 10,622,814주)을 소유한 최대주주이므로 향후 배당수입의 대폭 증가가 예상된다. 삼성생명의 삼성전자 배당수입은 ‘13년 850억원대에서 주주환원 확대 정책 발표 이후 올해 5,100억원대까지 급증하였으며 금번 주주환원 정책 발표로 인해 ‘19년 7,400억원대까지 추가 증가할 전망이다. ‘17년 기준 약 7.3조원 대의 운용이익 규모에 비해서 약 10%에 달하는 배당수입이다

목표주가 165,000원 상향조정

목표주가를 기존 14만원에서 16.5만원으로 상향조정한다. 금리 상승에 따른 보유계약가치 개선이 예상되는 가운데 삼성전자의 배당 증대로 이익 체력이 대폭 개선될 전망이다. 목표주가는 ‘18년 예상 BPS 대비 0.8배 수준으로 SOTP Valuation을 통해 산출했다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 165,000원(상향) | CP(11월6일): 133,500원

Key Data		Consensus Data	
		2017	2018
KOSPI 지수 (pt)	2,549.41		
52주 최고/최저(원)	137,500/104,500	매출액(십억원)	18,648.9 19,247.7
시가총액(십억원)	26,700.0	영업이익(십억원)	636.6 713.9
시가총액비중(%)	2.22	순이익(십억원)	1,537.3 1,662.2
발행주식수(천주)	200,000.0	EPS(원)	7,280 7,581
60일 평균 거래량(천주)	280.3	BPS(원)	175,386 182,129
60일 평균 거래대금(십억원)	34.1		
17년 배당금(예상, 원)	1,500		
17년 배당수익률(예상, %)	1.12		
외국인지분율(%)	16.60		
주요주주 지분율(%)			
이건희 외 5인	47.03		
신세계 외 1인	8.07		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	18.1 18.7 24.8		
상대	11.0 4.3 (3.0)		



Financial Data						
투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
보험영업수익	십억원	17,612	17,046	17,458	17,436	17,716
영업이익	십억원	61	1,235	670	937	941
연결순익	십억원	1,211	2,054	1,492	1,807	1,857
EPS	십억원	6,564	11,440	8,306	10,061	10,341
증감률	%	-7.1	74.3	-27.4	21.1	2.8
PER	배	16.8	9.8	16.4	13.6	13.2
PBR	배	0.83	0.69	0.72	0.66	0.61
ROE	%	5.20	7.67	4.73	5.10	4.82
BPS	원	132,347	162,298	188,921	205,859	223,488
DPS	원	1,800	1,200	1,500	1,500	1,500



Analyst 오진원
 02-3771-7525
 jw.oh@hanafn.com

RA 박은규
 02-3771-8532
 ek.p@hanafn.com

표 1. 삼성생명 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %, %p)

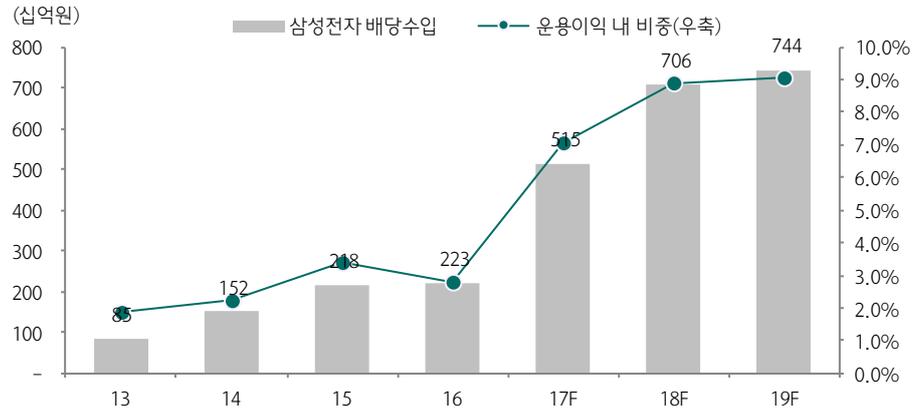
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F
보험영업수익	4,219	4,284	4,285	4,258	4,465	4,180	4,142	4,670
위험보험료	928	939	948	957	961	973	972	976
보험영업비용	3,622	3,580	3,655	3,714	3,959	3,705	3,702	3,738
지급보험금	2,671	2,592	2,655	2,692	2,968	2,738	2,712	2,624
사업비	352	380	391	400	387	374	386	506
(이연신계약비)	-445	-465	-436	-467	-449	-375	-469	-467
신계약비	456	470	443	475	456	380	476	475
유지비	341	367	379	543	385	412	379	499
신계약비상각비	522	533	529	540	522	509	524	525
투자손익	2,819	1,540	1,893	1,749	2,032	1,669	1,805	1,775
책임준비금 전입액	2,247	2,139	2,173	2,682	2,091	1,943	2,163	2,785
영업이익	1,168	106	349	-389	447	201	82	-78
영업외손익	332	244	447	350	337	339	344	352
세전이익	1,501	458	688	-39	785	540	426	274
순이익	1,268	353	514	15	595	406	323	208
연결순이익	1,240	329	486	-1	566.3	380	323	208
총자산	249,842	256,845	262,116	264,654	268,409	276,178	275,936	279,474
운용자산	200,188	207,448	211,756	214,879	215,000	222,976	222,344	225,487
특별계정자산	40,841	41,237	41,910	41,505	44,258	45,227	45,648	46,078
총부채	222,657	227,441	231,209	236,345	238,906	244,319	243,482	246,536
책임준비금	151,463	153,694	155,946	158,729	160,921	162,984	165,147	167,932
자본총계	27,185	29,403	30,908	28,308	29,503	31,859	32,454	32,938
위험손해율	80.9%	79.2%	78.2%	90.0%	81.8%	74.9%	77.4%	75.2%
실제사업비/보험영업수익	18.9%	19.5%	19.2%	23.9%	18.8%	19.0%	20.6%	20.8%
투자이익률	5.88%	3.02%	3.61%	3.28%	3.78%	3.05%	3.07%	3.00%
이원차마진율	-0.65%	-0.66%	-0.68%	-0.69%	-0.73%	-0.75%	-0.76%	-0.77%
이자소득자산 보유이원	4.04%	3.98%	3.89%	3.84%	3.78%	3.74%	3.70%	3.67%
부채 평균예정이율	4.69%	4.64%	4.57%	4.53%	4.51%	4.49%	4.47%	4.44%
ROE	19.5%	4.7%	6.4%	0.0%	7.8%	5.0%	4.0%	2.5%
ROA	2.1%	0.5%	0.7%	0.0%	0.8%	0.6%	0.5%	0.3%
Financial Leverage	9.4	9.0	8.6	8.9	9.2	8.9	8.6	8.5
APE	861	822	758	771	871	641	750	763
보장	569	559	494	485	387	375	499	490
연금	167	128	109	143	292	163	117	154
저축	125	134	154	142	192	102	134	120
APE 구성비								
보장	66.0%	67.9%	65.2%	62.9%	44.4%	58.4%	66.6%	64.2%
연금	19.4%	15.6%	14.3%	18.6%	33.5%	25.4%	15.6%	20.1%
저축	14.5%	16.2%	20.3%	18.4%	22.0%	16.0%	17.9%	15.7%
APE 성장률(YoY)								
보장	-7.7%	-11.2%	-17.9%	-1.3%	1.2%	-22.1%	-1.0%	-1.0%
연금	11.1%	-3.5%	-20.6%	-4.2%	-31.9%	-33.0%	1.0%	1.0%
저축	-46.7%	-48.4%	-46.8%	-27.1%	74.4%	27.0%	7.5%	7.5%
저축	16.4%	33.9%	59.0%	80.1%	53.2%	-23.3%	-12.8%	-15.6%

자료: 삼성생명, 하나금융투자

삼성생명 목표주가
기준 14만원에서 16.5만원으로
상향조정

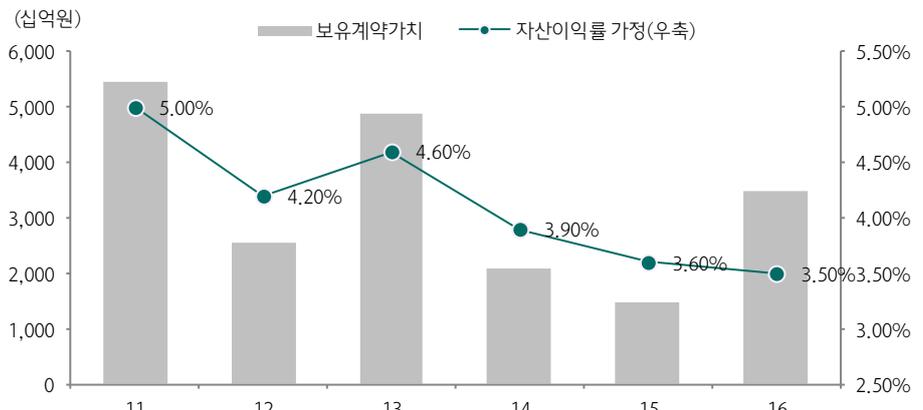
삼성생명은 금리 상승에 따른 보유계약가치평가 상향이 기대됨과 동시에, 삼성전자 지분 보유에 따른 배당수입 증가가 예상된다는 측면에서 주가 레벨업을 예상한다. 삼성전자 지분 가치 상승분을 고려하면 여전히 삼성생명 영업가치의 시가총액 반영분은 충분치 못하다. 목표 주가를 SOTP Valuation을 통해 기준 14만원에서 16.5만원으로 상향조정했다.

그림 1. 삼성생명의 삼성전자 배당수입 추이



자료: 삼성전자, 삼성생명, 하나금융투자

그림 2. 삼성생명 연도별 보유계약가치와 자산이익률 가정



자료: 삼성생명, 하나금융투자

표 2. 삼성생명 SOTP Valuation

(단위: 십억원, 배, 천주)

SOTP Valuation		
(A) 영업가치		
	18년 예상순익(계열사 배당수입 제거)	1,070
	P/E 배수	10
(B) 지분가치		
	지분율	시가(십억원)
삼성카드	71.9%	3,147
삼성화재	15.0%	1,949
삼성전자	8.2%	29,946
기타		1,809
(C) 유배당계약자 조정		
(D) 매각시 법인세 발생		
(E) 삼성전자 지분 매각시 자본 환입효과 조정		
(F) 합산가치(A+B-C-D+E)		
	주식수(천주)	200,000
주당 적정가치(원)		165,000

자료: 삼성생명, 하나금융투자

추정 재무제표

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
보험손익	3,497	2,476	2,354	2,582	2,203
보험영업수익	17,612	17,046	17,458	17,436	17,716
위험보험료	3,644	3,772	3,881	3,935	4,047
보험영업비용	14,115	14,570	15,104	14,854	15,513
지급보험금	10,210	10,610	11,042	10,650	11,245
사업비	1,559	1,524	1,653	1,773	1,843
(이연신계약비)	-1,943	-1,813	-1,761	-1,793	-1,839
신계약비	1,962	1,844	1,787	1,822	1,868
유지비	1,540	1,630	1,676	1,743	1,814
신계약비상각비	2,057	2,124	2,079	2,098	2,089
투자손익	6,428	8,000	7,299	7,943	8,215
책임준비금 전입액	9,864	9,242	8,983	9,588	9,476
영업이익	61	1,235	670	937	941
영업외손익	1,310	1,373	1,373	1,446	1,509
세전이익	1,372	2,607	2,043	2,384	2,450
순이익	1,210	2,150	1,546	1,807	1,857
연결순이익	1,211	2,054	1,492	1,807	1,857

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
총자산	230,363	264,654	279,474	294,176	310,515
운용자산	183,082	214,879	225,487	238,361	251,085
현금예금	3,272	5,823	3,272	3,094	2,910
유가증권	137,227	142,071	152,274	162,486	172,439
대출	112,544	103,315	103,056	110,996	119,548
기타	24,683	38,756	49,218	51,490	52,891
비운용자산	7,695	8,269	7,909	7,941	9,700
특별계정자산	39,586	41,505	46,078	47,874	49,731
부채	206,641	236,345	246,522	258,269	271,534
책임준비금	149,118	158,729	167,932	177,520	186,996
기타부채	9,976	25,683	22,482	22,643	24,368
특별계정부채	40,578	43,857	46,301	48,105	49,970
자본총계	23,722	28,308	32,952	35,906	38,981
자본금/자본잉여금	106	106	106	106	106
이익잉여금	11,567	13,289	14,565	16,371	18,229
기타자본조정	12,048	14,914	18,281	19,429	20,647
연결지배순자산	24,422	29,145	33,926	36,967	40,133

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
성장률(전년대비, %)					
보험손익	-7.9	-29.2	-4.9	9.7	-14.7
보험영업수익	-0.5	-3.2	2.4	-0.1	1.6
위험보험료	4.2	3.5	2.9	1.4	2.9
신계약비	-2.4	-6.0	-3.1	2.0	2.5
유지비	3.6	5.8	2.8	4.1	4.1
영업이익	-90.0	1,918.3	-45.7	39.8	0.4
순이익	-9.0	77.7	-28.1	16.9	2.8
연결순이익	-9.4	69.6	-27.4	21.1	2.8
총자산	9.1	14.9	5.6	5.3	5.6
운용자산	7.5	17.4	4.9	5.7	5.3
운용자산-DAC	7.8	17.9	5.2	5.9	5.5
책임준비금	7.4	6.4	5.8	5.7	5.3
특별계정자산	15.0	4.8	11.0	3.9	3.9
수익성(%)					
보험금/위험보험료	76.7	82.1	77.3	76.3	77.9
실제사업비/보험수익	20.2	20.7	20.2	20.8	21.1
운용자산이익률	3.6	4.0	3.32	3.42	3.36
평균예정이율	4.75	4.53	4.42	4.30	4.18
APE 내 보장성비율	62.3	65.6	57.9	59.0	59.6
특별계정수수료율	3.52	3.55	3.55	3.45	3.44
안정성(%)					
지급여력비율	337	302	286	266	252
총부채/보험료수입	1,173	1,386	1,412	1,481	1,533
총자산/자기자본	971	935	848	819	797

자료: 하나금융투자

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS	6,564	11,440	8,306	10,061	10,341
BPS	132,347	162,298	188,921	205,859	223,488
P/E (배)	16.8	9.8	16.4	13.6	13.2
P/B (배)	0.83	0.69	0.72	0.66	0.61
ROA	0.54	0.82	0.54	0.6	0.6
ROE	5.20	7.67	4.73	5.1	4.8
DPS					
보통주	1,800	1,200	1,500	1,500	1,500
우선주	-	-	-	-	-
배당성향	27.4	10.5	18.1	14.9	14.5
배당수익률					
보통주	1.6	1.1	1.1	1.1	1.1
우선주	-	-	-	-	-
내재가치(EV)	25,298	29,349	31,706	34,048	36,853
조정순자산가치	23,808	25,852	30,093	32,791	35,599
보유계약가치	1,490	3,497	1,614	1,257	1,254
신계약가치	1,180	1,212	1,058	1,089	1,035
ROEV (%)	4.9	19.0	9.0	8.2	8.2
EV per Share	137,092	163,436	176,564	189,601	205,222
VNB per Share	6,395	6,749	5,890	6,066	5,763
P/EV (배)	0.80	0.69	0.77	0.72	0.67
EV 주요 경제적 가정					
투자이익률	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5
할인율	9.0	8.5	8.5	8.5	8.5
인플레이션율	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0

2017년 11월 7일

한화생명(088350)

금리 상승시 펀더멘탈 개선 여력이 가장 큰 보험사

3Q 연결 순익 1,691억원(YoY -10.0%), 컨센서스 하회

3분기 연결 순익은 전년 대비 10% 감소한 1,691억원을 예상한다. 컨센서스 대비 소폭 하회하는 수치인데 별도 기준으로는 1,503억원(YoY -0.1%)으로 컨센서스 부합하는 수준이다. 부동산 매각익 680억원(종로 시그니처 타워)이 반영되나 상반기 영향이 컸던 변액보증 준비금 환입 폭의 감소와 위험손해율 악화로 상쇄되었다. 위험손해율은 77.0%로 전분기 대비 3.8%p, 전년동기 대비 1.3%p 악화될 것으로 추정되는데 주로 영업일수 영향이기에 4분기는 재차 개선될 전망이다.

금리 및 주식시장 방향성에 상대적으로 높은 민감도 보유

한화생명은 금리부부채 대비 금리 확정형 비중이 올 상반기 기준 44.4%, 평균부리아울도 4.7%를 상회해 저금리 심화 사이클에서 보유계약가치 악화 우려가 가장 컸던 생명보험사였다. EV 내 보유계약가치 흐름을 살펴보다라도 '14,'15년 경제적 가정 내 자산이익률을 각 70bp, 30bp 하향하자 마이너스 보유계약가치가 추정되었다. 그러나, '16년 하반기 이후 금리 상승 기조 진입으로 인해 동 우려는 해소구간에 진입했다. 올 상반기 약 1천억원의 변액보증준비금 환입 또한 발생했다. 이와 별도로, 4분기에는 매년 3분기말 기준 금융감독원에서 제시하는 금리 시나리오를 통해 변액보증 준비금 적립액이 추산되는데 국고채 5년물 기준 전년 9월말 대비 올해 9월말 84bp나 상승하여 준비금 추가 적립 이슈는 해소될 전망이다. 동사는 변액보증 준비금 관련 주식시장 익스포저가 크고 고정형 준비금 비중이 업계 대비 높아 장기금리 및 주식시장 방향성에 상대적으로 높은 민감도를 지니고 있다.

투자 의견 BUY 유지. 목표가 1만원 유지

투자 의견 BUY와 목표주가 1만원을 유지한다. 금리 상승기 진입에 따른 보유계약가치 개선 및 실적호조가 이어질 전망이다. 목표주가는 2018년 예상 BPS 대비 0.8배 수준이다.

Equity Research

BUY

TP(12M): 10,000원 | CP(11월6일): 7,610원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,549.41
52주 최고/최저(원)	8,090/5,800
시가총액(십억원)	6,609.5
시가총액비중(%)	0.55
발행주식수(천주)	868,530.0
60일 평균 거래량(천주)	2,546.9
60일 평균 거래대금(십억원)	18.7
17년 배당금(예상, 원)	110
17년 배당수익률(예상, %)	1.45
외국인지분율(%)	18.15
주요주주 지분율(%)	
한화건설 외 4인	45.00
예금보험공사	12.50
주가상승률	1M 6M 12M
절대	11.1 22.0 25.2
상대	4.3 7.2 (2.7)

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	10,077.9	10,448.8
영업이익(십억원)	(130.7)	(159.3)
순이익(십억원)	608.7	612.4
EPS(원)	701	705
BPS(원)	12,402	13,090

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
보험영업수익	십억원	10,379	10,622	9,905	10,092	10,300
영업이익	십억원	-273	-487	-84	-51	-158
연결순익	십억원	530	795	762	829	815
EPS	십억원	649	974	933	1,015	998
증감률	%	32.4	50.1	-4.2	8.7	-1.7
PER	배	11.4	6.7	8.2	7.5	7.6
PBR	배	0.70	0.65	0.66	0.61	0.57
ROE	%	6.15	9.51	8.63	8.39	7.66
BPS	원	10,502	9,988	11,632	12,569	13,480
DPS	원	180	80	110	120	120



Analyst 오진원
02-3771-7525
jw.oh@hanafn.com

RA 박은규
02-3771-8532
ek.p@hanafn.com

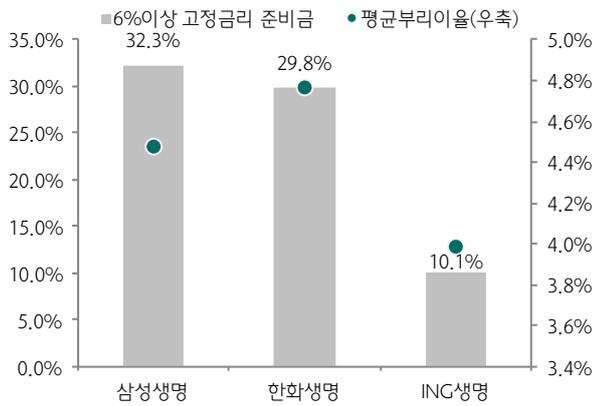
표 1. 한화생명 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F
보험영업수익	3,237	2,425	2,492	2,467	2,607	2,401	2,430	2,468
위험보험료	533	539	544	549	552	557	558	560
보험영업비용	2,134	2,048	2,138	2,365	2,319	2,170	2,187	2,211
지급보험금	1,544	1,490	1,575	1,751	1,731	1,603	1,637	1,615
사업비	233	201	209	250	214	206	229	270
신계약비상각비	317	315	314	324	329	319	280	286
투자손익	781	779	747	868	846	823	826	827
책임준비금 전입액	1,916	1,214	1,118	1,349	1,129	990	1,104	1,202
영업이익	- 32	- 58	- 17	- 379	5	64	- 35	- 118
영업외손익	219	212	215	250	230	229	233	236
세전이익	187	154	198	-129	235	293	198	119
순이익	146	117	150	- 98	181	221.9	150.3	90
연결순이익	139	250	188	218	236	251.5	169.1	106
총자산	101,782	104,312	105,519	105,331	106,239	108,779	112,305	113,262
운용자산	78,639	81,147	81,686	82,187	81,412	83,751	86,991	87,679
특별계정자산	19,578	19,767	20,078	19,863	21,101	21,617	21,847	22,088
총부채	92,659	94,529	95,594	97,179	97,804	99,545	102,911	103,768
책임준비금	69,605	70,820	71,938	73,290	74,420	75,410	76,513	77,715
자본총계	9,124	9,783	9,925	8,153	8,435	9,234	9,394	9,494
위험손해율	79.7%	79.8%	75.7%	80.9%	81.5%	73.2%	77.0%	76.6%
실제사업비/보험영업수익	15.9%	19.8%	19.6%	21.3%	18.8%	20.0%	23.0%	23.3%
투자이익률	4.0%	3.9%	3.7%	4.2%	4.1%	4.0%	3.9%	3.8%
평균부리이율	4.98%	4.90%	4.83%	4.79%	4.79%	4.77%	4.71%	4.65%
변동금리 준비금 비중	50.30%	50.90%	51.40%	51.70%	52.20%	52.50%	53.03%	53.56%
고정금리 준비금 비중	49.70%	49.10%	48.60%	48.30%	47.80%	47.50%	46.98%	46.44%
ROE	6.3%	10.6%	7.6%	9.6%	11.4%	11.4%	7.3%	4.5%
ROA	0.6%	1.0%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	0.6%	0.4%
Financial Leverage	11.3	10.9	10.6	11.7	12.8	12.2	11.9	11.9
APE	688	420	512	506	621	409	525	518
보장	347	240	282	238	296	240	288	243
연금	134	112	113	153	217	114	114	155
저축	207	68	117	114	108	54	123	120
APE 구성비								
보장	50.4%	57.1%	55.1%	47.1%	47.6%	58.8%	54.8%	46.9%
연금	19.5%	26.7%	22.1%	30.3%	35.0%	27.9%	21.8%	29.9%
저축	30.1%	16.2%	22.9%	22.6%	17.4%	13.3%	23.4%	23.1%
APE 성장률(YoY)	6.7%	-38.5%	-6.2%	-18.5%	-9.8%	-2.7%	2.5%	2.4%
보장	32.4%	0.9%	1.4%	-8.7%	-14.8%	0.1%	2.0%	2.0%
연금	-36.2%	-35.7%	-31.9%	-6.0%	62.1%	1.9%	1.0%	1.0%
저축	19.7%	-74.9%	14.7%	-41.8%	-47.9%	-19.9%	5.0%	5.0%

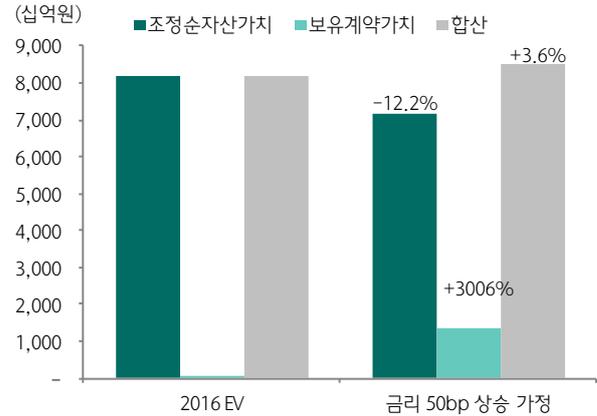
자료: 한화생명, 하나금융투자

그림 1. 생보 3사 6%이상 고정금리 준비금 및 평균부리이율 비교



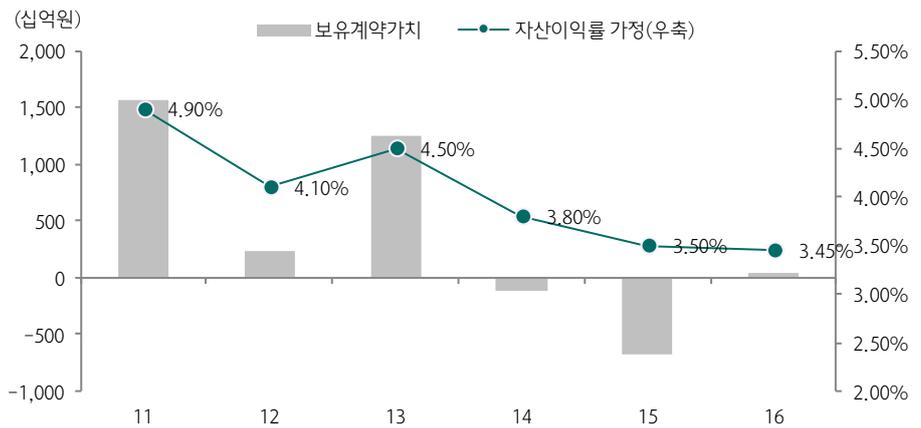
주: '17년 상반기 기준
자료: 각사, 하나금융투자

그림 2. 한화생명 2016EV 금리 50bp 상승가정시 민감도 분석



자료: 한화생명, 하나금융투자

그림 3. 한화생명 연도별 보유계약가치와 자산이익률 가정



자료: 한화생명, 하나금융투자

추정 재무제표

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
보험손익	2,193	1,937	1,018	1,200	1,057
보험영업수익	10,379	10,622	9,905	10,092	10,300
위험보험료	2,094	2,165	2,226	2,271	2,316
보험영업비용	8,186	8,685	8,887	8,892	9,243
지급보험금	5,685	6,359	6,586	6,572	6,789
사업비	916	892	919	954	984
(이연신계약비)	-1,127	-1,118	-1,186	-1,316	-1,344
신계약비	1,197	1,163	1,208	1,344	1,373
유지비	847	847	897	927	955
신계약비상각비	1,243	1,271	1,213	1,195	1,298
투자손익	3,192	3,174	3,322	3,517	3,793
책임준비금 전입액	5,657	5,598	4,425	4,768	5,008
영업이익	-273	-487	-84	-51	-158
영업외손익	847	896	929	1,005	1,081
세전이익	574	409	844	954	923
순이익	500	315.1	642.9	723	700
연결순이익	530	795.3	762	829	815

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
총자산	98,855	105,331	113,262	119,758	126,489
운용자산	76,466	82,187	87,679	93,059	98,709
현금예금	751	754	490	412	1,530
유가증권	55,291	59,246	64,414	69,085	72,799
대출	39,149	34,921	34,589	37,254	40,124
기타	16,141	24,325	29,825	31,831	32,675
비운용자산	3,383	3,258	3,495	3,644	3,717
특별계정자산	19,007	19,863	22,088	23,056	24,063
부채	90,283	97,179	103,768	109,499	115,486
책임준비금	67,689	73,290	77,715	82,483	87,491
기타부채	1,996	2,206	2,974	2,957	2,917
특별계정부채	19,462	20,869	22,239	23,214	24,228
자본총계	8,572	8,153	9,494	10,259	11,003
자본금/자본잉여금	4,828	4,828	4,828	4,828	4,828
이익잉여금	2,494	2,680	3,281	4,004	4,704
기타자본조정	1,250	645	1,385	1,427	1,472
연결지배순자산	8,575	8,155	9,498	10,263	11,007

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
성장률(전년대비, %)					
보험손익	48.4	-11.7	-47.4	17.9	-11.9
보험영업수익	11.6	2.3	-6.7	1.9	2.1
위험보험료	3.7	3.4	2.8	2.0	2.0
신계약비	2.2	-	3.8	11.2	2.2
유지비	-18.2	0.1	5.8	3.3	3.0
영업이익	21.5	78.7	-82.7	-39.3	208.9
순이익	21.0	-37.0	104.0	12.5	-3.2
연결순이익	30.7	50.1	-4.2	8.7	-1.7
총자산	7.9	6.6	7.5	5.7	5.6
운용자산	8.9	7.5	6.7	6.1	6.1
운용자산-DAC	9.4	7.9	6.9	6.1	6.2
책임준비금	9.1	8.3	6.0	6.1	6.1
특별계정자산	6.4	4.5	11.2	4.4	4.4
수익성(%)					
보험금/위험보험료	79.3	79.0	77.1	76.3	76.9
실제사업비/보험수익	24.1	20.0	19.2	21.6	22.8
운용자산이익률	4.4	4.0	3.9	3.9	4.0
평균예정이율	5.07	4.79	4.65	4.54	4.44
APE 내 보장성비율	41.7	52.1	51.5	51.3	51.2
특별계정수수료율	4.76	4.71	4.79	4.63	4.59
안정성(%)					
지급여력비율	277	199	187	178	160
총부채/보험료수입	870	915	1,048	1,085	1,121
총자산/자기자본	1,153	1,292	1,193	1,167	1,150

자료: 하나금융투자

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS	649	974	933	1,015	998
BPS	10,502	9,988	11,632	12,569	13,480
P/E (배)	11.4	6.7	8.2	7.5	7.6
P/B (배)	0.70	0.65	0.66	0.61	0.57
ROA	0.55	0.77	0.69	0.7	0.7
ROE	6.15	9.51	8.63	8.4	7.7
DPS					
보통주	180	80	110	120	120
우선주	-	-	-	-	-
배당성향	27.7	8.2	11.8	11.8	12.0
배당수익률					
보통주	2.4	1.2	1.4	1.6	1.6
우선주	-	-	-	-	-
내재가치(EV)	7,804	8,211	9,042	9,823	10,559
조정순자산가치	8,473	8,168	9,512	10,279	11,024
보유계약가치	-669	43	-470	-456	-465
신계약가치	454	565	545	556	567
ROEV (%)	6.8	5.2	11.2	9.7	7.5
EV per Share	9,438	9,930	10,935	11,879	12,770
VNB per Share	549	683	659	672	685
P/EV (배)	0.78	0.66	0.60	0.55	0.60
EV 주요 경제적 가정					
투자이익률	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
할인율	9.0	8.5	8.5	8.5	8.5
인플레이션율	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0

2017년 11월 7일

ING생명 (079440)

업계와 차별화된 투자매력 보유

3Q 순익 809억원(YoY +9.3%), 컨센서스 부합 예상

3분기 순익은 전년 대비 9.3% 증가한 809억원을 예상한다. 이는 컨센서스에 부합하는 수치로 3분기에도 업계 대비 안정적인 73.6%의 위험손해율을 나타낼 것으로 예상된다. 투자이익률은 3.6%로 추정되는데 이자소득자산 보유이율이 4.1%대이므로 업계 대비 높은 수준의 이익률을 지속 달성할 것으로 예상된다. 동사는 상반기 기준 전년 대비 13%의 보장성 APE 성장을 시현하면서 M/S가 지속 상승하고 있다. 생보 3사 합산 기준 보장성 신계약 금액 M/S는 지난 '14년 6%대를 바닥으로 올 상반기 10%를 상회한 상황이다.

자본규제 강화 기조에 따라 ING생명의 자본 강점 부각. 500% 전후 RBC비율로 배당성향 50% 유지 가능할 전망

ING생명의 2분기말 RBC비율은 523%로 1분기말 288% 대비 급상승했다. 이는 RBC 지급여력기준 금리리스크가 기준 1.1조원에서 0.53조원대로 감소한 영향으로 RBC비율 산출시 보험부채 잔존만기를 30년 이상으로 변경했기 때문이다. '17년 말 25년, '18년말 30년으로 RBC비율상 부채 듀레이션의 단계적 확대가 예정되어 있는데 업계 일반적으로 금리리스크 확대가 우려되고 있다. 반면, 동사는 이미 자산 듀레이션을 충분히 확대해 두었기에 금번 부채 듀레이션 확대로 금리 민감액 차이가 오히려 감소하였고 이에 따라 RBC비율이 개선된 것이다. 향후 금리연동형 부채 최저보증 리스크 요구자본 증가액 50% 반영과 변액보험 최저보증위험액 산출방식 변경 등 자본규제 강화가 예정되어 있으나 동사는 압도적인 자본적정성 우위를 바탕으로 500% 전후의 RBC비율을 유지할 것으로 판단된다. 이를 통해 50% 이상의 고 배당성향 정책은 충분히 지속 가능할 것으로 보인다.

투자이견 BUY 및 목표가 56,000원 신규 제시

투자이견 BUY 및 목표주가 56,000원을 신규로 제시한다. 보험업계 내 가장 우량한 자본적정성을 바탕으로 50% 이상의 배당성향을 유지할 것으로 예상되며 현 주가 기준 배당수익률은 4.4%로 업종 내 가장 높다. 목표주가는 '18년 예상 BPS 대비 1배 수준이다. P/B 산출시 Cost of Equity는 8.1%로 업종 내 가장 우량한 자본적정성을 고려했다.

Equity Research

BUY

TP(12M): 56,000원 | CP(11월6일): 50,800원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,549.41
52주 최고/최저(원)	50,800/30,750
시가총액(십억원)	4,165.6
시가총액비중(%)	0.35
발행주식수(천주)	82,000.0
60일 평균 거래량(천주)	288.2
60일 평균 거래대금(십억원)	12.7
17년 배당금(예상, 원)	2,200
17년 배당수익률(예상, %)	4.33
외국인지분율(%)	36.12
주요주주 지분율(%)	
라이프투자유한회사	59.15
추가상승률	1M 6M 12M
절대	7.1 0.0 0.0
상대	0.6 0.0 0.0

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	3,797.0	3,888.0
영업이익(십억원)	348.5	371.3
순이익(십억원)	336.3	349.4
EPS(원)	4,101	4,261
BPS(원)	49,306	51,863

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
보험영업수익	십억원	3,683	3,250	3,333	3,403	3,554
영업이익	십억원	314	228	327	342	386
당기순익	십억원	305	240.7	338	353	389
EPS	십억원	37,170	2,936	4,122	4,309	4,741
증감률	%	36.4	-92.1	40.4	4.5	10.0
PER	배	NA	NA	12.2	11.7	10.6
PBR	배	NA	NA	1.00	0.90	0.81
ROE	%	8.60	5.73	8.15	8.07	8.02
BPS	원	519,614	50,578	50,634	56,104	62,077
DPS	원	22,256	2,037	2,200	2,200	2,300



Analyst 오진원
02-3771-7525
jw.oh@hanafn.com

RA 박은규
02-3771-8532
ek.p@hanafn.com

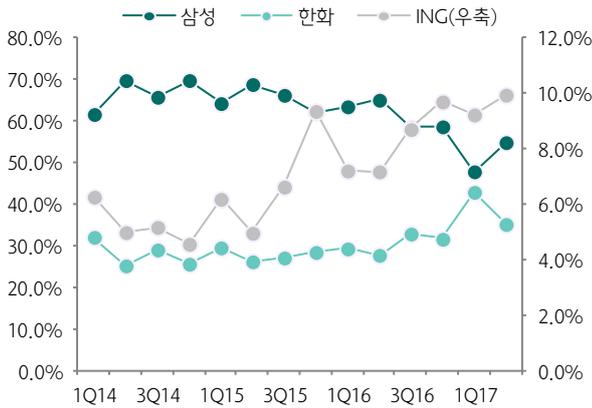
표 1. ING생명 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F
보험영업수익	770	801	849	830	843	813	832	845
위험보험료	143	144	146	147	149	150	151	153
보험영업비용	571	636	629	619	615	614	668	666
지급보험금	386	462	443	432	436	443	479	469
사업비	92	86	89	88	89	87	97	104
신계약비상각비	63	58	66	68	60	53	61	61
투자손익	213	212	207	220	213	220	227	226
책임준비금 전입액	344	366	332	376	361	323	312	332
영업이익	68	11	94	55	79	96	78	74
영업외손익	22	40	3	22	30	34	29	26
세전이익	90	51	98	77	109	130	107	100
순이익	69	38	74	60	83	98	80.9	76
연결순이익		-	-	-	-	-	-	-
총자산	30,360	31,254	31,798	30,669	30,900	31,220	33,696	32,689
운용자산	23,492	24,415	24,953	23,984	24,119	24,299	26,707	25,612
특별계정자산	5,568	5,468	5,476	5,353	5,445	5,625	5,690	5,764
총부채	25,854	26,311	26,752	26,521	27,028	27,270	29,643	28,537
책임준비금	18,804	19,171	19,502	19,878	20,240	20,562	20,875	21,206
자본총계	4,506	4,943	5,047	4,147	3,872	3,950	4,053	4,152
위험손해율	81.2%	128.0%	62.8%	67.9%	80.8%	72.9%	73.6%	73.2%
실제사업비/보험영업수익	19.8%	17.8%	18.6%	18.9%	17.8%	17.1%	19.0%	20.8%
투자이익률	3.7%	3.5%	3.4%	3.6%	3.54%	3.64%	3.55%	3.5%
평균부리아울	4.13%	4.11%	4.06%	4.02%	4.01%	3.99%	3.98%	3.96%
변동금리 준비금 비중	52.19%	51.91%	51.81%	51.60%	51.46%	51.21%	51.72%	52.24%
고정금리 준비금 비중	47.81%	48.09%	48.19%	48.40%	48.54%	48.79%	48.28%	47.76%
ROE	6.3%	3.2%	5.9%	5.2%	8.3%	10.1%	8.1%	7.4%
ROA	0.9%	0.5%	0.9%	0.8%	1.1%	1.3%	1.0%	0.9%
Financial Leverage	6.8	6.5	6.3	6.8	7.7	7.9	8.1	8.1
APE	136	156	230	189	181	146	159	198
보장	65	62	74	80	75	68	77	84
연금	18	14	19	18	31	16	19	18
저축	54	80	137	91	75	62	62	96
APE 구성비								
보장	47.4%	39.6%	32.0%	42.4%	41.3%	46.6%	48.6%	42.6%
연금	13.2%	9.2%	8.3%	9.4%	17.0%	10.6%	12.2%	9.0%
저축	39.5%	51.2%	59.6%	48.2%	41.7%	42.8%	39.2%	48.4%
APE 성장률(YoY)	-13.1%	-19.6%	35.2%	11.9%	32.9%	-6.4%	-30.8%	4.6%
보장	31.1%	47.9%	18.4%	5.3%	15.7%	10.2%	5.0%	5.0%
연금	-36.5%	-43.9%	-35.8%	-10.0%	72.1%	8.1%	1.0%	1.0%
저축	-32.3%	-37.0%	75.8%	24.7%	40.3%	-21.8%	-54.5%	5.0%

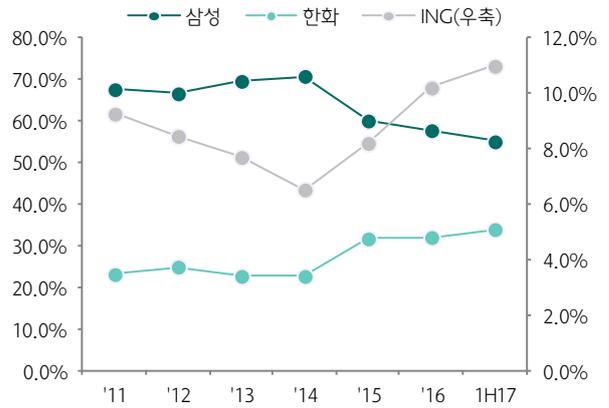
자료: ING생명, 하나금융투자

그림 1. 생보 3사 합산 기준 보장성 APE M/S 추이: ING생명 상승세



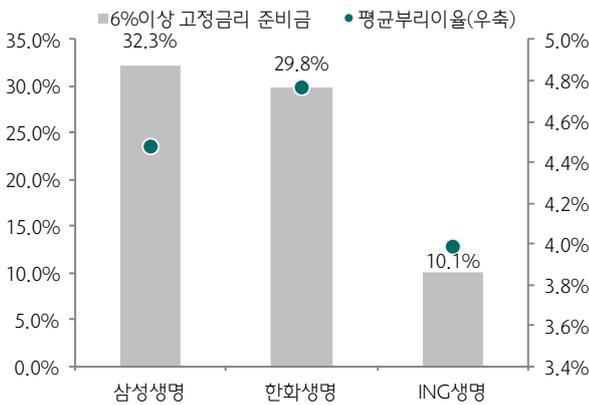
자료: 각사, 하나금융투자

그림 2. 생보 3사 합산 보장성 신계약 M/S 추이: ING생명 상승세



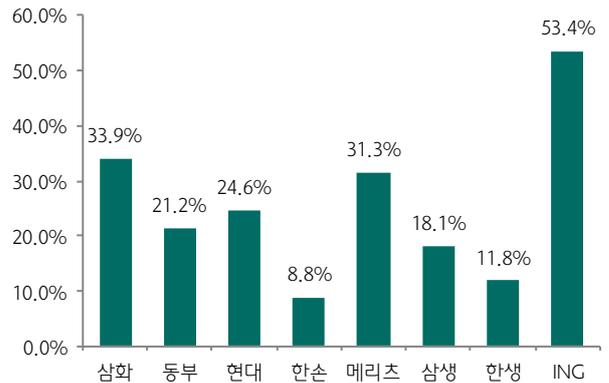
자료: 각사, 하나금융투자

그림 3. 생보 3사 6%이상 고정금리 준비금 및 평균부리이율 비교



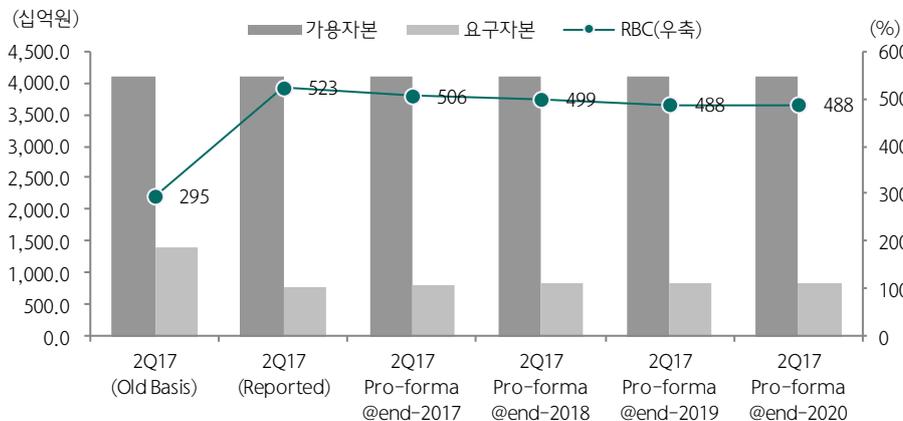
주: '17년 상반기 기준
자료: 각사, 하나금융투자

그림 4. 보험업계 배당성향 비교(17F)



자료: 각사, 하나금융투자

그림 5. 향후 자본규제 강화에 따른 ING생명 RBC비율 영향



자료: ING생명, 하나금융투자

추정 재무제표

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
보험손익	1,615	795	769	589	487
보험영업수익	3,683	3,250	3,333	3,403	3,554
위험보험료	560	580	603	628	656
보험영업비용	2,068	2,455	2,564	2,814	3,067
지급보험금	1,379	1,723	1,826	2,039	2,254
사업비	328	355	377	395	422
(이연신계약비)	-228	-256	-245	-267	-280
신계약비	342	391	382	412	434
유지비	214	220	240	250	268
신계약비상각비	241	254	235	253	263
투자손익	827	852	886	968	1,049
책임준비금 전입액	2,128	1,419	1,328	1,215	1,149
영업이익	314	228	327	342	386
영업외손익	82	87	118	124	127
세전이익	396	315	445	466	513
순이익	305	240.7	338	353	389
연결순이익					

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
총자산	29,556	30,669	32,689	34,472	36,193
운용자산	22,738	23,984	25,612	27,079	28,467
현금예금	597	565	581	413	1,446
유가증권	20,123	21,329	22,802	24,347	24,608
대출	19,692	20,782	21,989	23,683	25,508
기타	431	547	813	664	-900
비운용자산	1,303	1,332	1,313	1,343	1,376
특별계정자산	5,515	5,353	5,764	6,051	6,351
부채	25,295	26,521	28,537	29,872	31,103
책임준비금	18,458	19,878	21,206	22,421	23,570
기타부채	1,022	1,019	1,337	1,164	940
특별계정부채	5,567	5,411	5,813	6,102	6,405
자본총계	4,261	4,147	4,152	4,601	5,090
자본금/자본잉여금	579	580	581	581	581
이익잉여금	1,708	1,766	1,937	2,290	2,679
기타자본조정	1,974	1,801	1,634	1,729	1,831
연결지배순자산					

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
성장률(전년대비, %)					
보험손익	103.0	-	-	-	-
보험영업수익	28.2	11.8	2.5	2.1	4.4
위험보험료	3.1	3.6	3.9	4.3	4.3
신계약비	23.6	14.1	-	7.8	5.3
유지비	-21.1	2.7	9.3	4.2	7.1
영업이익	61.1	-27.2	43.2	4.7	12.7
순이익	36.4	-21.0	40.4	4.5	10.0
연결순이익	50.8	-2.7	0.1	10.8	10.6
총자산	15.6	3.8	6.6	5.5	5.0
운용자산	22.8	5.5	6.8	5.7	5.1
운용자산-DAC	23.6	5.6	6.9	5.8	5.2
책임준비금	13.0	7.7	6.7	5.7	5.1
특별계정자산	-4.3	-2.9	7.7	5.0	5.0
수익성(%)					
보험금/위험보험료	78.8	84.8	75.1	75.3	75.4
실제사업비/보험수익	19.8	15.5	19.4	19.3	20.1
운용자산이익률	4.0	3.6	3.6	3.7	3.8
평균예정이율	4.19	4.02	3.96	3.91	3.85
APE 내 보장성비율	33.2	39.4	44.5	45.2	45.6
특별계정수수료율	1.91	1.99	2.47	2.43	2.37
안정성(%)					
지급여력비율	316	346	506	499	488
총부채/보험료수입	687	816	856	878	875
총자산/자기자본	694	739	787	749	711

자료: 하나금융투자

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS	37,170	2,936	4,122	4,309	4,741
BPS	519,614	50,578	50,634	56,104	62,077
P/E (배)	NA	NA	12.2	11.7	10.6
P/B (배)	NA	NA	1.00	0.90	0.81
ROE	1.11	0.80	1.07	1.1	1.1
ROA	8.60	5.73	8.15	8.1	8.0
DPS					
보통주	22,256	2,037	2,200	2,200	2,300
우선주	-	-	-	-	-
배당성향	59.9	69.4	53.4	51.1	48.5
배당수익률					
보통주	NA	NA	4.4	4.4	4.6
우선주	-	-	-	-	-
내재가치(EV)					
조정순자산가치					
보유계약가치					
신계약가치					
ROEV (%)					
EV per Share					
VNB per Share					
P/EV (배)					
EV 주요 경제적 가정					
투자이익률					
할인율					
인플레이션율					

2017년 11월 7일

현대해상(001450)

3분기도 업계를 상회하는 손해율 개선 시현

3분기 순익 1,239억원(YoY -10.2%) 예상. 컨센서스 부합

3분기 순익은 1,239억원으로 전년 대비 10.2% 감소했으나 컨센서스를 부합했다. 전년 9월 재보험 소송 승소에 따른 1회성 순익 450억원의 반영을 고려하면 30% 이상의 양호한 이익 성장세로 판단된다. 장기위험손해율은 87.0%로 전년 동기 대비 3.0%p 개선되었으며 차보험 손해율 역시 78.8%로 전년 동기 대비 1.5%p 하락하였다. 경과손해율은 0.4%p 개선된 83.4%를 시현한 반면, 사업비율은 20.0%로 0.3%p 상승하였는데 GA시장 경쟁 심화에 따른 추가 상각 영향으로 판단된다. 투자이익률은 3.4%로 1회성 배당수익 증가가 영향을 주었다.

2018년 장기 위험손해율 개선이 이끄는 증익 전망 유효

2016년까지 업계 상위사인 삼성화재, 동부화재 대비 부진했던 차보험 및 장기위험손해율의 가파른 개선세가 돋보인다. 2015년 현대해상의 차보험 손해율은 89.7%로 삼성 82.4%, 동부 87.5% 대비 열위였으나 '16년 81.6%로 삼성 80.9%, 동부 81.5%와의 격차를 축소시켰고 올해 손해율은 79.1%로 동부 80.6% 대비해서도 추가 개선될 전망이다. 장기 위험손해율 역시 '15년 93.5%로 업계 내 가장 부진했으나 '17년 88.1%로 동기간 개선폭 5.4%p로 업계 내 최대 개선이 예상된다. '18년에도 장기위험손해율 3.1%p 추가 개선을 예상하며 올해 대비 6% 성장한 5,057억원의 순익을 전망한다.

투자 의견 BUY 및 목표가 5.2만원 유지

투자 의견 BUY 및 목표주가 5.2만원을 유지한다. 업계 대비부진했던 손해율 격차가 가파르게 축소되고 있으며 RBC비율 우려 또한 수면위로 가라앉은 상황이다. 연말 배당수익률은 3.3%로 매력적이며 내년 또한 증익이 가능하다는 측면에서 비중확대 전략이 유효하다 판단한다.

Equity Research

BUY

| TP(12M): 52,000원 | CP(11월6일): 45,100원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,549.41
52주 최고/최저(원)	49,200/30,100
시가총액(십억원)	4,031.9
시가총액비중(%)	0.33
발행주식수(천주)	89,400.0
60일 평균 거래량(천주)	207.6
60일 평균 거래대금(십억원)	9.5
17년 배당금(예상.원)	1,500
17년 배당수익률(예상.%)	3.33
외국인지분율(%)	49.76
주요주주 지분율(%)	
정몽운 외 4인	22.26
국민연금	7.06
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(0.4) 19.9 25.1
상대	(6.5) 5.4 (2.7)

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	11,614.8	11,935.7
영업이익(십억원)	665.3	697.1
순이익(십억원)	489.4	514.8
EPS(원)	5,474	5,759
BPS(원)	39,711	44,402

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
경과보험료	십억원	10,976	11,255	11,619	11,881	12,021
영업이익	십억원	294	542	659	698	703
순이익	십억원	203	400	477	506	510
EPS	원	2,550	5,013	5,983	6,342	6,401
증감율	%	-12.1	96.6	19.3	6.0	0.9
PER	배	14.1	6.3	7.5	7.1	7.0
PBR	배	1.2	0.9	1.1	1.0	0.9
ROE	%	8.6	15.4	16.2	15.2	13.7
BPS	원	30,534	34,591	39,327	44,170	49,071
DPS	원	750	1,350	1,500	1,500	1,500



Analyst 오진원
02-3771-7525
jw.oh@hanafn.com

RA 박은규
02-3771-8532
ek.p@hanafn.com

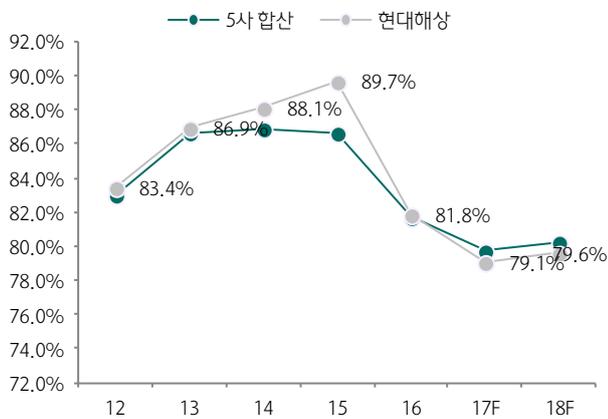
표 1. 현대해상 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F
원수보험료	3,057	3,182	3,137	3,207	3,112	3,225	3,274	3,335
경과보험료	2,796	2,793	2,826	2,840	2,830	2,851	2,954	2,984
일반	112	113	116	114	109	113	111	137
자동차	665	665	693	717	720	737	760	770
장기	2,019	2,015	2,017	2,010	2,001	2,001	2,082	2,077
발생손해액	1,058	1,038	1,084	1,155	1,121	1,104	1,212	1,248
순사업비	509	524	559	558	552	560	592	592
보험영업이익	-98	-76	-101	-143	-82	-33	-103	-156
투자영업이익	224	226	277	234	246	253	269	264
세전이익	120	142	169	82	151	221	163	94
순이익	92	107	138	63	115	167	123.9	71
원수보험 성장률	3.9%	6.4%	4.2%	1.0%	1.8%	1.3%	4.4%	4.0%
경과보험 성장률	5.1%	3.8%	1.1%	0.4%	1.2%	2.1%	4.5%	5.1%
경과손해율	85.3%	84.0%	83.8%	85.4%	83.4%	81.5%	83.4%	85.4%
경과사업비율	18.2%	18.7%	19.8%	19.6%	19.5%	19.7%	20.0%	19.8%
운용자산 이익률	3.4%	3.2%	3.8%	3.2%	3.3%	3.3%	3.4%	3.2%
보장성신계약 성장률	-5.9%	0.9%	-8.9%	2.7%	10.2%	3.6%	3.7%	0.2%
보장성인보험 성장률	-5.9%	2.3%	-10.3%	1.5%	11.1%	0.1%	1.5%	1.0%

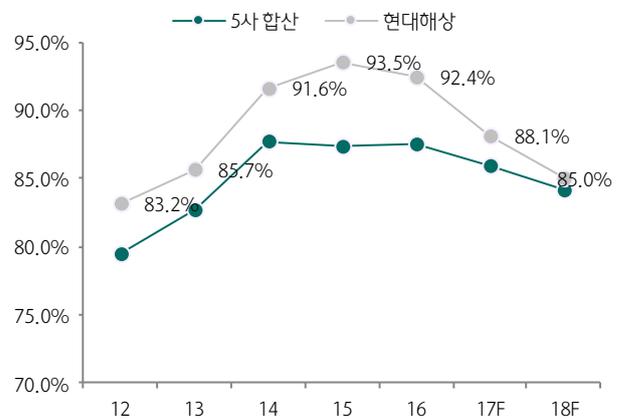
자료: 현대해상, 하나금융투자

그림 1. 업계 및 현대해상 자동차보험 손해율 추이



자료: 업계, 현대해상, 하나금융투자

그림 2. 업계 및 현대해상 장기 위험손해율 추이



자료: 업계, 현대해상, 하나금융투자

추정 재무제표

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
원수보험료	12,119	12,583	12,946	13,169	13,374
경과보험료	10,976	11,255	11,619	11,881	12,021
장기보험	8,076	8,061	8,161	8,405	8,548
자동차보험	2,430	2,739	2,987	2,978	2,943
일반보험	469	455	471	498	530
발생손해액	9,544	9,525	9,695	9,990	10,251
장기보험	7,025	6,986	7,021	7,278	7,486
자동차보험	2,179	2,242	2,362	2,370	2,396
일반보험	341	297	312	341	369
손사업비	1,989	2,148	2,297	2,365	2,349
보험영업이익	-558	-418	-373	-474	-580
투자영업이익	852	960	1,031	1,172	1,283
영업이익	294	542	659	698	703
영업외손익	-11	-29	-31	-31	-30
세전이익	284	513	627	667	673
법인세	81	113	150	161	163
순이익	203	399.7	477.0	505.7	510

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
총자산	32,292	36,652	40,121	43,522	47,030
운용자산	26,229	29,643	32,938	35,733	38,677
현금예금	1,570	1,157	1,445	1,040	1,231
유가증권	16,506	18,780	21,292	23,499	24,938
대출	7,178	8,691	9,183	10,135	11,407
기타	973	1,015	1,017	1,059	1,101
비운용자산	3,746	3,796	3,763	4,230	4,649
특별계정자산	2,317	3,213	3,420	3,559	3,704
부채	29,857	33,894	36,985	40,000	43,117
보험계약준비금	25,678	28,653	31,241	34,022	36,896
기타부채	1,656	1,835	2,286	2,379	2,476
특별계정부채	2,522	3,406	3,459	3,599	3,745
자본총계	2,435	2,758	3,136	3,522	3,913
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	2,058	2,398	2,768	3,154	3,545
기타 자본조정	217	201	209	209	209

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
성장률(전년대비, %)					
원수보험료	8.2	3.8	2.9	1.7	1.6
경과보험료	8.1	2.5	3.2	2.3	1.2
장기보험	4.8	-0.2	1.2	3.0	1.7
자동차보험	20.8	12.7	9.1	-0.3	-1.2
일반보험	6.9	-3.0	3.4	5.9	6.3
영업이익	-8.6	84.0	21.6	6.0	0.8
순이익	-	96.6	19.3	6.0	0.9
총자산	16.8	13.5	9.5	8.5	8.1
운용자산	19.6	13.0	11.1	8.5	8.2
매출구성(경과보험료, %)					
장기보험	73.6	71.6	70.2	70.7	71.1
자동차보험	22.1	24.3	25.7	25.1	24.5
일반보험	4.3	4.0	4.1	4.2	4.4
수익성(%)					
손해율	87.0	84.6	83.4	84.1	85.3
장기보험	87.0	86.7	86.0	86.6	87.6
자동차보험	89.7	81.8	79.1	79.6	81.4
일반보험	72.6	65.2	66.3	68.4	69.6
사업비율	18.1	19.1	19.8	19.9	19.5
합산비율	105.1	103.7	103.2	104.0	104.8
운용자산이익률	3.5	3.4	3.3	3.4	3.4
안정성(%)					
지급역력비율	171.1	158.3	150.1	169.6	165.3
총자산/자기자본	1,328.9	1,279.5	1,235.8	1,202.0	1,193.3

자료: 하나금융투자

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS	2,550	5,013	5,983	6,342	6,401
BPS	30,534	34,591	39,327	44,170	49,071
P/E (배)	14.1	6.3	7.5	7.1	7.0
P/B (배)	1.2	0.911	1.146	1.0	0.9
ROE	8.6	15.4	16.2	15.2	13.7
ROA	0.7	1.2	1.2	1.2	1.1
DPS					
보통주	750	1,350	1,500	1,500	1,500
우선주	-	-	-	-	-
배당성향	28.2	26.3	24.6	23.2	23.0
배당수익률					
보통주	2.1	4.3	3.3	3.3	3.3
우선주	-	-	-	-	-
내재가치(EV)	4,833	5,191	6,167	6,693	4,833
조정순자산가치	2,404	2,693	2,969	3,334	2,404
보유계약가치	2,429	2,497	3,199	3,358	2,429
신계약가치	390	456	454	454	390
ROEV (%)	1.9	15.6	14.7	8.5	4.9
EV per Share	60,608	65,095	77,348	83,938	60,608
VNB per Share	4,886	5,718	5,690	5,690	4,886
P/EV (배)	0.59	0.48	0.41	0.38	0.59
EV 주요 경제적 가정					
투자이익률	3.3	3.1	3.1	3.1	3.3
할인율	9.0	8.5	8.5	8.5	9.0
인플레이션율	3.0	2.0	2.0	2.0	3.0

2017년 11월 7일

한화손해보험 (000370)

유상증자 이후 RBC비율 우려 해소. 점진적 비중확대 권고

3분기 순익 404억원(YoY +23.7%), 컨센서스 부합 예상

한화손보의 3분기 순익은 404억원으로 컨센서스에 부합할 전망이다. 업계 전반적으로 계절적 손해를 상승과 사업비율 상승으로 전년 동기 대비 감익을 나타냈음에 비하면 양호한 실적이다. 전년 동기 대비 0.5%p 개선된 사업비율과 함께 4.0%의 높은 운용자산이익률 흐름을 이어갈 것으로 예상된다.

'18년 증익 가시성 매우 높음. 24% 증가한 1,964억원 순익 전망

'18년 한화손보 순익을 24% 증가한 1,964억원으로 전망한다. 손보업계의 합산 순익 증가율 5% 전후에 비하면 단연 뛰어난 이익 증가 모멘텀이다. 증익 가시성이 높은 이유는 장기위험손해를 개선에 근거한다. 한화손보는 경과보험료 매출 내 장기보험 비중이 82%로 업계 대비 높고 장기 위험손해율이 '16년 95%에 달해 업계에서 가장 부진한 손해를 나타냈었다. 이는 5년 갱신주기 실손보험 상품이 50%에 달했기 때문인데, 거꾸로 '18년 이후 동 상품의 갱신주기가 본격 도래하므로 향후 손해를 개선이 가파를 것으로 예상된다. 반면, 업계 전반의 자동차보험 손해를 개선 모멘텀 악화를 가정하더라도 동사 매출 내 자동차보험 비중은 14%로 업계 대비 낮아 '18년 이익 개선가시성이 충분히 높아 보인다.

유상증자 이후 RBC비율 우려 해소. '18년 ROE 14.5%로 매수 적기 판단

한화손보에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 11,000원을 유지한다. 지난 9/8일 발표한 유상증자 금액은 1,997억원으로 확정되었고 구주주 유상증자 청약결과 94.15%의 높은 청약률을 나타냈다. 11/6~11/7일 양일간 일반공모 이후 11/23일 신주 물량이 상장될 예정이다. 이후 RBC비율은 190%대까지 상승하여 자본적정성 우려가 해소되는 한편, '18년 ROE는 14.5%에 달해 '18F P/B 0.66배, P/E는 4.9배 저평가 매력력이 부각될 것으로 판단된다. 점진적 비중확대가 필요한 시점이다.

Equity Research

BUY

| TP(12M): 11,000원 | CP(11월6일): 8,160원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,549.41
52주 최고/최저(원)	11,158/6,509
시가총액(십억원)	740.4
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	116,738.9
60일 평균 거래량(천주)	332.7
60일 평균 거래대금(십억원)	3.0
17년 배당금(예상, 원)	120
17년 배당수익률(예상, %)	1.47
외국인지분율(%)	11.94
주요주주 지분율(%)	
한화생명보험 외 3인	51.48

주가상승률	1M	6M	12M
절대	1.6	11.6	11.2
상대	(4.6)	(1.9)	(13.6)

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	4,147.0	4,288.3
영업이익(십억원)	217.3	241.5
순이익(십억원)	156.3	176.3
EPS(원)	1,642	1,510
BPS(원)	10,137	11,374

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
경과보험료	십억원	3,656	3,993	4,210	4,526	4,780
영업이익	십억원	127	146	219	269	292
순이익	십억원	95	112	159	196	214
EPS	원	1,050	1,237	1,362	1,682	1,833
증감율	%	485.9	17.8	10.1	23.5	9.0
PER	배	7.4	5.8	6.0	4.9	4.5
PBR	배	0.8	0.7	0.8	0.7	0.6
ROE	%	13.1	12.9	14.8	14.5	13.9
BPS	원	9,488	9,749	10,828	12,390	14,073
DPS	원	70	100	120	150	180



Analyst 오진원
02-3771-7525
jw.oh@hanafn.com

RA 임수연
02-3771-7090
sy.lim@hanafn.com

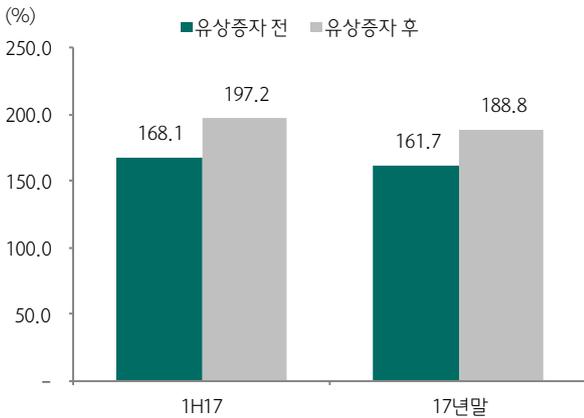
표 1. 한화손보 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F
원수보험료	1,190	1,236	1,252	1,277	1,295	1,324	1,340	1,366
경과보험료	968	983	1,011	1,031	1,043	1,022	1,044	1,101
일반	32	34	37	39	39	43	41	42
자동차	133	139	149	155	151	151	156	160
장기	803	810	825	838	853	827	847	899
발생손해액	291	298	309	345	318	303	331	351
순사업비	209	221	240	242	240	227	242	256
보험영업이익	-59	-64	-67	-93	-57	-39	-70	-80
투자영업이익	100	108	112	108	109	115	121	119
세전이익	38	42	43	13	49	74	53	33
순이익	28	32	33	19	37	56	40.4	25
원수보험 성장률	8.6%	9.2%	9.0%	8.9%	8.8%	7.1%	7.0%	7.0%
경과보험 성장률	8.1%	8.5%	9.8%	10.3%	7.7%	4.0%	3.3%	6.8%
경과손해율	84.5%	84.0%	82.9%	85.5%	82.4%	81.6%	83.5%	84.0%
경과사업비율	21.6%	22.5%	23.7%	23.5%	23.0%	22.2%	23.2%	23.2%
운용자산 이익률	3.9%	4.0%	4.0%	3.8%	3.8%	3.9%	4.0%	3.8%
보장성신계약 성장률	-7.2%	9.0%	21.8%	9.6%	23.4%	-0.1%	-5.1%	1.2%
보장성인보험 성장률	0.7%	10.7%	18.3%	6.4%	25.9%	0.2%	0.0%	1.0%

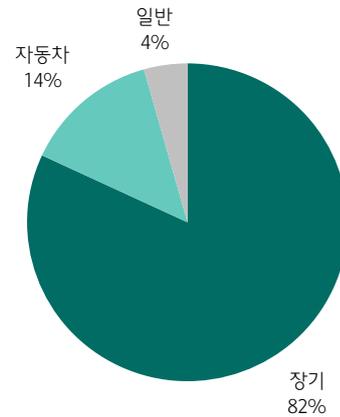
자료: 한화손보, 하나금융투자

그림 1. 한화손보 유상증자에 따른 RBC비율 변화



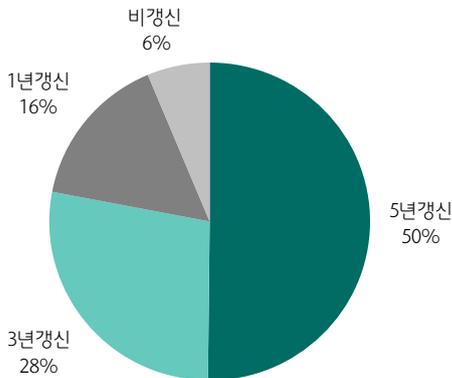
자료: 한화손해보험, 하나금융투자

그림 2. 한화손해보험 '18년 경과보험료 매출 구성



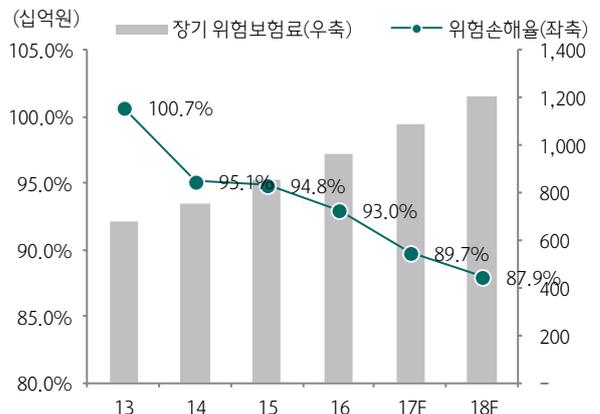
자료: 한화손해보험, 하나금융투자

그림 3. 한화손보 실손보험 내 갱신주기별 비중



자료: 한화손해보험, 하나금융투자

그림 4. 한화손해보험 장기 위험보험료 및 위험손해율 추이



자료: 한화손해보험, 하나금융투자

추정 재무제표

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
원수보험료	4,548	4,954	5,325	5,661	5,981
경과보험료	3,656	3,993	4,210	4,526	4,780
장기보험	3,052	3,275	3,426	3,708	3,953
자동차보험	488	576	619	620	617
일반보험	117	142	165	198	210
발생손해액	3,092	3,364	3,490	3,751	3,986
장기보험	2,570	2,780	2,882	3,114	3,331
자동차보험	447	488	497	505	515
일반보험	75	95	111	133	141
손사업비	824	912	965	1,031	1,097
보험영업이익	-259	-283	-245	-256	-304
투자영업이익	387	428	465	525	596
영업이익	127	146	219	269	292
영업외손익	-12	-11	-10	-10	-10
세전이익	116	135	209	259.1	282
법인세	21	23	50	63	68
순이익	95	112	159	196.4	214

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
총자산	11,802	13,275	15,039	16,631	18,410
운용자산	9,976	11,389	12,674	14,107	15,725
현금예금	200	382	625	841	1,302
유가증권	5,320	5,639	6,529	7,206	7,647
대출	4,123	4,871	5,015	5,535	6,229
기타	332	497	505	525	547
비운용자산	1,819	1,880	2,360	2,517	2,679
특별계정자산	8	7	6	6	7
부채	10,941	12,391	13,775	15,184	16,767
보험계약준비금	10,188	11,540	12,876	14,249	15,793
기타부채	745	844	893	929	967
특별계정부채	8	7	6	6	7
자본총계	861	885	1,264	1,446	1,643
자본금	454	454	584	584	584
자본잉여금	-	-	99	99	99
이익잉여금	189	264	414	596	792
기타 자본조정	218	167	167	167	167

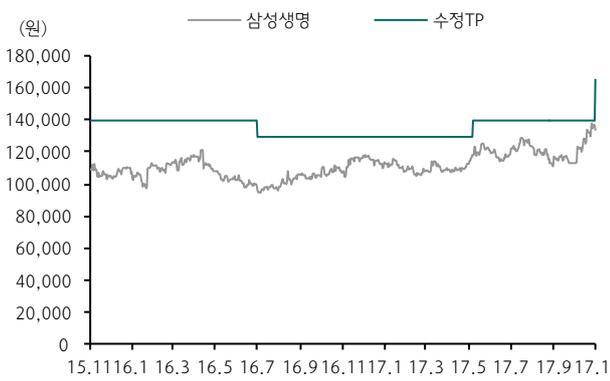
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
성장률(전년대비, %)					
원수보험료	6.1	8.9	7.5	6.3	5.6
경과보험료	2.6	9.2	5.4	7.5	5.6
장기보험	2.4	7.3	4.6	8.2	6.6
자동차보험	3.3	18.1	7.4	0.2	-0.4
일반보험	6.3	21.5	16.8	20.1	5.8
영업이익	204.5	14.3	50.6	22.7	8.7
순이익	485.9	17.8	41.6	23.5	9.0
총자산	14.2	12.5	13.3	10.6	10.7
운용자산	17.5	14.2	11.3	11.3	11.5
매출구성(경과보험료, %)					
장기보험	83.5	82.0	81.4	81.9	82.7
자동차보험	13.3	14.4	14.7	13.7	12.9
일반보험	3.2	3.5	3.9	4.4	4.4
수익성(%)					
손해율	84.6	84.2	82.9	82.9	83.4
장기보험	84.2	84.9	84.1	84.0	84.3
자동차보험	91.7	84.8	80.4	81.5	83.4
일반보험	64.6	67.4	67.3	66.8	67.1
사업비율	22.5	22.8	22.9	22.8	22.9
합산비율	107.1	107.1	105.8	105.7	106.4
운용자산이익률	4.2	4.0	3.9	3.9	4.0
안정성(%)					
지급여력비율	165.0	153.1	182.9	168.1	170.2
총자산/자기자본	1,500.7	1,189.8	1,149.8	1,120.6	1,110.4

자료: 하나금융투자

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS	1,050	1,237	1,362	1,682	1,833
BPS	9,488	9,749	10,828	12,390	14,073
P/E (배)	7.4	5.8	6.0	4.9	4.5
P/B (배)	0.82	0.74	0.76	0.66	0.58
ROE	13.1	12.9	14.8	14.5	13.9
ROA	0.9	0.9	1.1	1.2	1.2
DPS					
보통주	70	100	120	150	180
우선주	-	-	-	-	-
배당성향	6.7	8.1	8.8	8.9	9.8
배당수익률					
보통주	0.9	1.4	1.5	1.8	2.2
우선주	-	-	-	-	-
내재가치(EV)					
조정순자산가치					
보유계약가치					
신계약가치					
ROEV (%)					
EV per Share					
VNB per Share					
P/EV (배)					
EV 주요 경제적 가정					
투자이익률					
할인율					
인플레이션율					

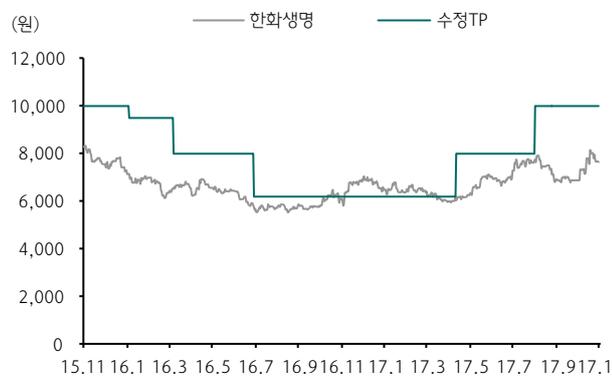
투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성생명



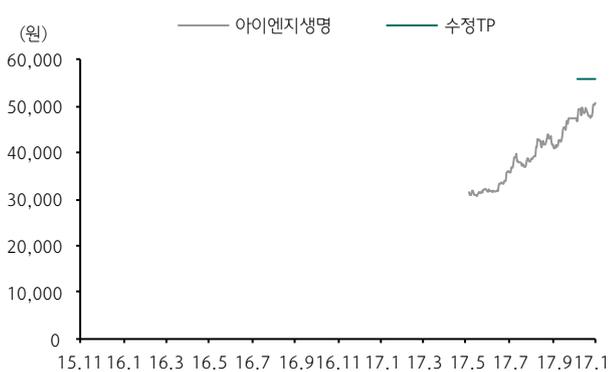
날짜	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
17.11.7	BUY	165,000		
17.5.14	BUY	140,000	-13.73%	-1.79%
16.7.6	BUY	130,000	-16.78%	-9.23%
15.11.8	BUY	140,000	-23.08%	-13.57%
15.5.10	BUY	130,000	-19.95%	-9.23%

한화생명



날짜	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
17.8.9	BUY	10,000		
17.4.19	BUY	8,000	-13.22%	-3.50%
16.7.6	Neutral	6,200	-0.34%	13.23%
16.3.14	BUY	8,000	-19.62%	-13.75%
16.1.11	BUY	9,500	-29.53%	-26.11%
15.11.8	BUY	10,000	-23.67%	-17.20%
15.9.29	BUY	9,500	-12.83%	-10.00%

아이엔지생명



날짜	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
17.11.7	BUY	56,000		

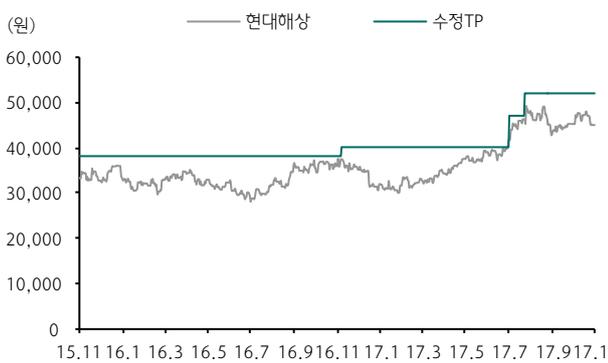
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한화손해보험



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
17.10.30	BUY	11,000		

현대해상



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
17.7.31	BUY	52,000		
17.7.9	BUY	47,000	-4.01%	-1.38%
16.11.13	BUY	40,000	-12.79%	4.50%
16.11.7	1년 경과		-3.26%	-0.92%
15.11.6	BUY	38,000	-13.30%	-1.84%
15.9.29	BUY	36,000	-9.65%	-2.50%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.4%	8.9%	0.7%	100.0%

* 기준일: 2017년 11월 5일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2017년 11월 7일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2017년 11월 7일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.