

보험

산업이슈

2018. 04. 03

실적전망 하향

News

2018 실적전망 28.6% 하향, 연간기준 감익으로 전망 변경: 손보 상위 4사 합산 기준으로 1Q18 순이익은 -49.9%YoY인 4,344억원이 될 것으로 예상된다. 1Q17 삼성화재의 을지로 구분사 매각이익 약 2,600억원을 제외하더라도 -34.2%YoY로 실적은 매우 부진할 것으로 예상된다. YoY 감소폭은 줄겠으나, 2Q18에도 YoY 증가세 전환은 어려울 것으로 예상된다. 이러한 전망하에 2018년 순이익 전망을 -9.4%인 21,794로 12.7% 하향한다.

Comment

Point1. 자보손해를 악화: 실적 부진의 첫째 이유는 자보손해를 악화이다. 요율 인상 추세가 이어졌던 전년과는 달리 요율 인하 효과가 반영되고 있기도 하지만, 2017년초에는 계절성이 이례적으로 양호했던 기저효과 때문이기도 하다. 동절기 계절성의 가장 큰 변수는 기온인데, 이례적으로 따뜻했던 2017년 1~2월과는 달리 올해 1~2월의 한파가 심했다는 사실은 이미 주지의 사실이다. 자보손해율은 4월 이후 정상화되겠으나, 최근 추세를 고려하면 2분기에도 전년동기 대비 개선은 어려울 것으로 예상된다.

Point2. GA채널 시책 경쟁: 연초 출시된 치아보험을 중심으로 1~2월 GA채널 시책 경쟁이 격화되었으며, 특정한 시점에는 600%를 넘는 시책이 지급되기도 한 것으로 알려지고 있다. 인보험 신계약 물량도 YoY, QoQ 크게 늘었을 뿐만 아니라 사업비 집행 절대규모가 증가했기 때문에 상당한 규모의 추가상각 비용 인식이 예상된다. 다만 과다한 시책 경쟁은 4월 이후에는 상당부분 가라앉을 것으로 예상된다.

Action

주가는 이미 하락, 다만 반등 시점은 다소 늦어질 듯: 실적부진이 이미 예상가능했던 측면이 있어서 최근 주가 하락에는 이러한 부정적 예상 반영되었을 가능성이 높다. 다만 2Q18에도 YoY (+)전환은 쉽지 않고, 4월에는 실적전망 하향 흐름이 이어질 가능성이 있으며, 자동차보험 요율관련 분위기는 여전히 부정적이다. 실적전망 하향을 반영해 전체적으로 목표주가를 하향조정하며, 현대해상과 메리츠 화재의 투자 의견을 하향한다. 손보주 반등 시점은 보다 장기적 관점에서 모색할 필요가 있을 것이다.

실적전망 하향, 2Q18까지 강한 모멘텀 형성 쉽지 않아

1Q18 예상
-49.9%YoY

손보 상위 4사 합산 기준으로 1Q18 순이익을 28.6% 하향한다. 흑안으로 인해 자동차보험 손해율이 상승했고 차해보험 판매 및 실손보험 절판을 둘러싸고 시책경쟁이 과열되었기 때문이다. 따라서 1Q18 실적은 -49.9%YoY인 4,344억원이 될 것으로 예상된다. 1Q17 삼성화재의 을지로 구분사 매각 이익 약2,600억원을 제외하더라도 -34.2%YoY로 실적은 매우 부진할 것으로 예상된다.

도표 1. 주요 손보사 1Q18 및 2018 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E				2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E				2019E
					변경전	변경후	차이	QoQ					변경전	변경후	차이	YoY	
삼성화재	503	277	225	-48	280	205	-26.9%	-59.2%	342	275	62	956	993	884	-11.0%	-7.5%	1,011
DB손보	159	211	155	97	139	103	-25.7%	-35.1%	196	162	113	622	659	575	-12.8%	-7.5%	642
현대해상	115	167	124	67	90	62	-31.1%	-46.3%	142	143	91	473	517	439	-15.2%	-7.2%	451
메리츠화재	89	115	93	58	99	64	-34.9%	-27.8%	89	68	60	355	326	281	-13.9%	-20.8%	312
합계	867	769	597	174	608	434	-28.6%	-49.9%	770	649	327	2,406	2,496	2,179	-12.7%	-9.4%	2,416

자료: DB금융투자

2Q18에는, 4월 실손보험 단독화가 예정되어 있고 자보 손해율도 당연히 하락할 것이기 때문에 YoY 감소폭은 줄어들 것으로 예상된다. 그러나 아직도 2017년 단행된 요율인하 효과가 반영되고 있다는 점과 최근의 추세를 고려하면 전년 동기 대비 자보손해율 상승으로 인해 YoY 증가세 전환은 어려울 것으로 예상된다. 지나치게 높아진 GA채널 매출 비중과 시책비도 부담스럽다.

2018 전망
12.7% 하향
(-9.4%YoY)

이러한 전망하에 2018년 순이익 전망을 -9.4%인 21,794로 12.7% 하향한다. 메리츠화재의 경우가 하향폭이 가장 크게, 신계약 매출이 연중으로 크게 증가한데다 시책경쟁이 계속되고 있어 4Q17과 같은 사업비 급등의 우려가 있기 때문이다. 메리츠화재의 경우 22% 수준이었던 사업비율이 4Q17 26.5%까지 급상승했었는데, 최근 분위기로는 이와 같은 높은 사업비율이 이어질 가능성이 높다. 또한 올해의 경우 작년과 같이 매각이익을 많이 실현하기 어려운 환경이라는 점도 감안해야 할 것이다.

실적전망을 반영해 목표주가를 다음과 같이 하향한다. 목표주가를 하향한 것은 ① 실적전망을 하향한 데다, ② 손해율 사이클 전환 및 사업비율 증가 전망에 따라 현대해상과 메리츠화재의 업종 대비 할인율을 높였기 때문이다.

도표 2. 주요 손보사 목표주가 및 투자의견

(단위: 원, 배)

	삼성화재	DB손보	현대해상	메리츠화재
주가_3/30	270,500	65,000	38,900	21,050
EPS	20,188	9,086	4,908	2,575
BPS	278,571	76,773	43,844	17,584
PER	13.4	7.2	7.9	8.2
PBR	1.0	0.8	0.9	1.2
목표주가	325,000(하향)	86,200(하향)	44,100(하향)	22,000(하향)
투자의견	Buy (유지)	Buy (유지)	HOLD(하향)	Hold (하향)

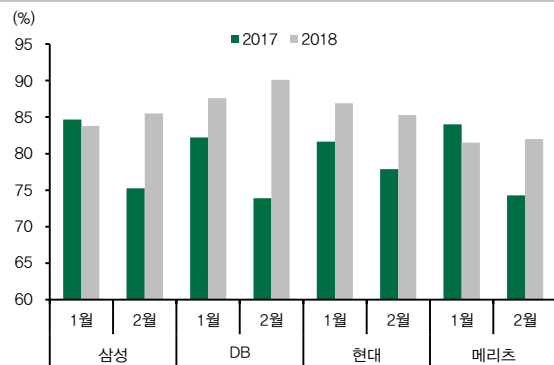
자료: DB금융투자

자보손해를 악화

자보손해율 악화, 계절적 요인이 큰 영향 실적 부진의 첫째 이유는 자보손해를 악화이다. 언론을 통해 보도된 바에 따르면 주요 손보사들의 1~2월 자보손해율은 전년동기 대비 크게 높아졌다. 이러한 자보손해를 악화는, 요율 인상 추세가 이어졌던 전년과는 달리 요율 인하 효과가 반영되고 있기도 하지만 2017년초에는 계절성이 이례적으로 양호했었던 기저효과 때문이기도 하다.

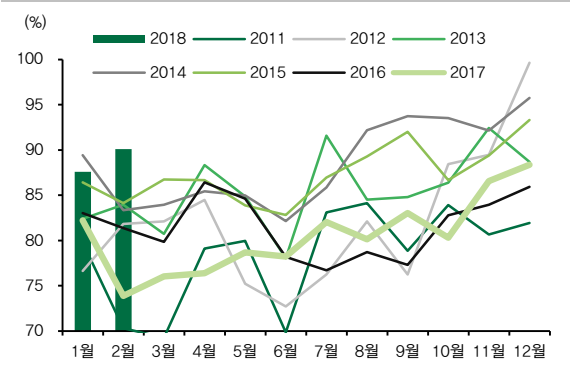
기저효과, 상당한 부담 3월의 경우에도, 2017년 3월의 자보손해율이 낮았던 기저효과 때문에 손해율이 개선되기는 어려울 것으로 예상된다. 4월 이후에는 계절성이 줄어들면서 자보손해율이 정상화되겠으나, 최근 추세를 고려하면 2분기에도 전년동기 대비 개선은 어려울 것이다. 2017년 상반기 내내 자보손해율이 매우 좋았다는 점을 생각하면, 2Q18에도 자보손해율은 YoY 상승 추세를 유지할 것으로 예상된다.

도표 3. 주요 손보사, 1~2월 자보손해율, 2017 vs. 2018



자료: 각사, 언론보도내용 종합, DB금융투자

도표 4. 연도별 자보손해율 트렌드 (DB손해보험)

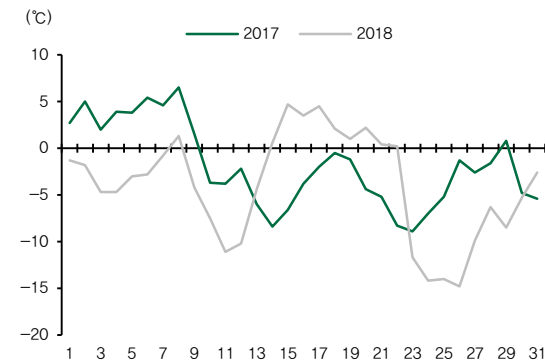


자료: DB손보, DB금융투자

동절기 계절성의 가장 큰 변수는 기온인데, 이례적으로 따뜻했던 2017년 1~2월과는 달리 올해 1~2월의 한파가 심했다는 사실은 이미 주지의 사실이다.

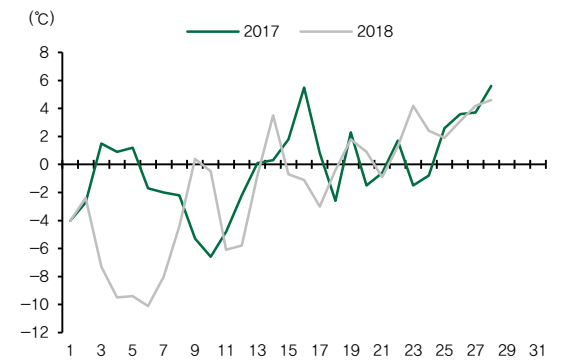
KB손보가 최근 발표한 바에 따르면, “지난 3년간 자사 사고통계와 기상청 기후 통계를 분석한 결과 강수량과 적설량은 차량 사고 증가에 영향을 주지 않은 반면 기온은 큰 영향을 미치는 것으로 확인됐다”고 한다. “기온이 급격하게 낮아지는 겨울철 사고건수의 증가 폭이 커졌다. 특히, 0도에서 영하 1도로 떨어질 때 사고증가율은 1.9%인데 반해 영하 10도에서 영하 11도로 떨어질 때는 0도일 때보다 25배가량 큰 폭의 증가율을 보였으며 영하 15도에서는 1000이상 크게 증가했다”고 한다. KB손보는 이 같은 현상에 대해 “기온 저하에 따른 자가차량 이용과 도로 결빙에 따른 미끄러짐, 타이어 공기압 감소에 의한 기온저점, 타이어 파손 등이 증가한 때문으로 분석했다.”(보험신보, 3/29주)

도표 5. 1월 일별 서울지역 평균기온 추이



자료: 기상청, DB금융투자

도표 6. 2월 일별 서울지역 평균기온 추이



자료: 기상청, DB금융투자

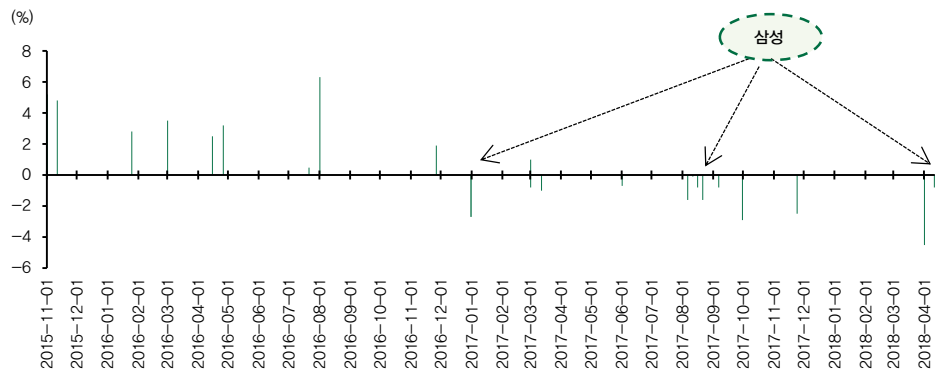
그렇다고 자동차보험료 인하 우려는 지나치다

요율인하경쟁
우려는 지나쳐

이렇게 자보손해율이 높아졌음에도 4/11 책임개시 계약부터 삼성화재가 0.8% 자동차보험료를 인하하겠다고 밝히면서 시장의 우려가 높아지고 있다. 그러나 과거와는 경쟁의 룰이 바뀌었기 때문에, 삼성화재가 보험료를 낮추었다고 바로 타사들이 동참할 것으로 예상하는 것은 지나친 우려이다.

실제로 2016년말 삼성화재가 자동차보험료를 전격적으로 인하한 이후, 시장에서는 요율 경쟁에 대한 우려로 주가가 급락했던 경험이 있다. 그러나 삼성화재의 보험료 인하 이후 2회 이상 자동차보험료를 인하한 것은 삼성화재와 메리츠화재 뿐이었다. 심지어 4/1부터 자동차보험료를 4.5% 인하하기로 한 MG손보의 경우에도 이번 인하가 2016년 8월 보험료를 6.3% 인상한 이후 첫 조정이라는 점에 주의할 필요가 있다. 결국 시장의 우려와는 달리 회사들이 무차별적 요율 경쟁을 벌이고 있지 않고, 마일리지 자동차보험 및 기타 요율요소들을 활용한 차별화된 경쟁이 벌어지고 있다는 점이 확인되고 있다.

도표 7. 2015년 11월 이후 손보사 자동차보험료 조정 이력



자료: DB금융투자

실제로 무조건적인 가격인하라고 보기 어려운 것이, KB손보의 경우 3년연속무사고 특약에 대한 할인 폭을 기존 13.8%에서 3/26부터 10.6%로 낮추었다. 반면 사고방지를 위한 첨단장치 부착 차량에 대한 할인 확대에는 KB손보도 적극 나서고 있는데, 1/24부터 차선이탈 경고장치 장착 차량에 대한 보험료 5% 할인을 도입한 바 있다.

요율인상까지
상당한 시일이
소요될 것

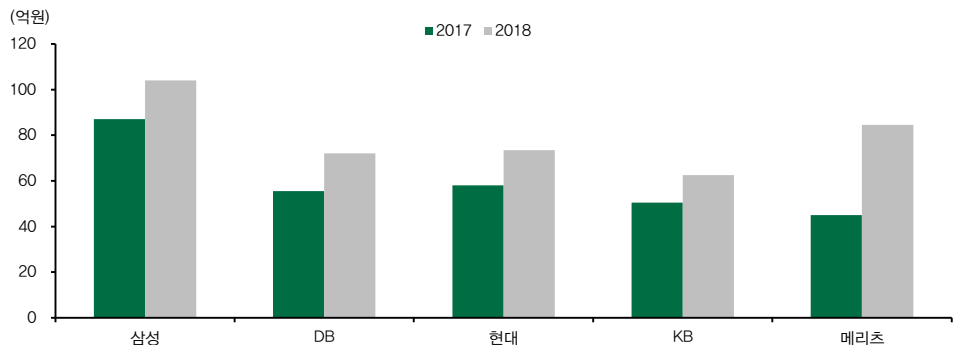
1~2월 자보손해율이 높아졌다고 해도, 요율인상까지는 상당한 시일이 소요될 것이다. 아직도 자동차 보험 수익이 양호한 상황이며, 업계 상위사들의 차별적인 요율 경쟁이 벌어지고 있다. 기저효과 때문에 1~2분기 자보손해율은 전년동기 대비 상승하겠지만, 전체적으로 손보사들의 손익구조를 흔들 정도로 높아지지는 않을 것으로 예상된다.

GA채널 시책 경쟁, 사업비율 상승 우려

경쟁의 결과
매출은 증가

연초 출시된 차보보험을 중심으로 1~2월 GA채널 시책 경쟁이 격화되었다. 4월부터 변경되는 사항들을 근거로 3월에도 일종의 절판마케팅이 진행되기도 했다. 이러한 영향으로 신계약 매출이 크게 늘어난 것으로 추정된다.

도표 8. 주요 손보사 1~2월 보장성인보험 신계약 실적, 2017 vs. 2018



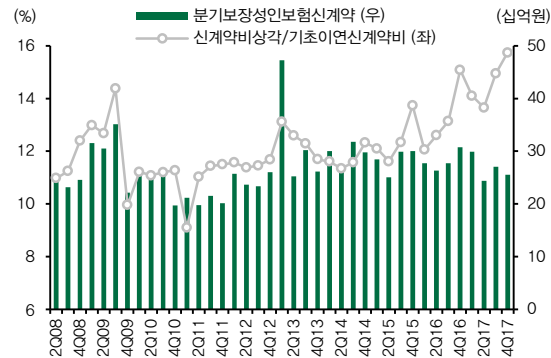
자료: 언론보도내용 종합, DB금융투자

시책경쟁,
과도한 수준

문제는 이러한 매출 증가가 소위 시책, 중 영업사업비의 증가를 통해 이루어졌다는 사실이다. 보험업계 전문 언론사들의 보도와 GA채널 등을 통해 확인한 바에 따르면, 일반적으로 월 보험료의 300% 이내로 지급되던 시책이 특정기간, 특정상품의 경우 600% 이상으로 늘어났었다고 한다. 2016년 10월 이전 과당경쟁 시기보다 오히려 높은 사업비가 지급된 경우도 있는 것으로 확인되고 있다. 이에 따라 KB손보의 경우 영업일수가 적은 2월의 GA신계약이 1월보다 거의 2배 가까이 나왔고 메리츠화재의 경우 보장성인보험의 GA채널 비중이 70% 수준까지 나온 것으로 알려지고 있다.

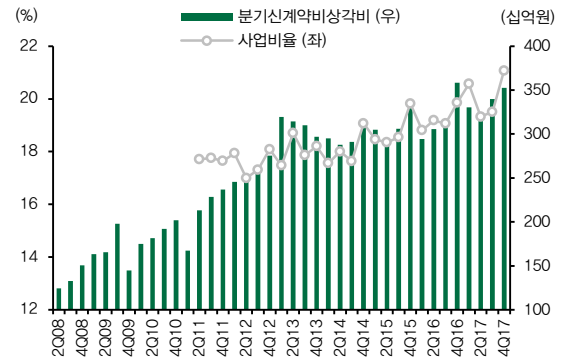
물론 사업비를 더 써서라도(소위 '추가상각') 신계약이 들어온다면 이를 선투자로 볼 수 있는 것은 사실이다. 그러나 최근의 추가상각은, 신계약 매출 증가와 동반해서 나타났던 2008~2009년의 현상과는 달리, 사실상 사업비의 선집행/추가집행 때문이라는 점에 주의가 필요하다. 실제로 삼성화재의 사례를 보면, 최근에는 신계약 증가가 없음에도 불구하고 신계약비 상각비가 크게 증가하고 있다는 사실을 확인할 수 있다.

도표 9. 삼성화재, 신계약 vs. 신계약비 상각비율



자료: 삼성화재, DB금융투자

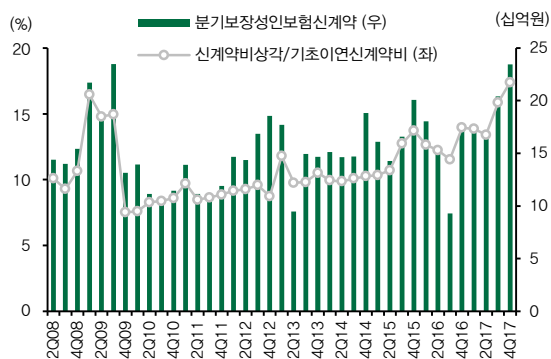
도표 10. 삼성화재, 사업비율과 신계약비 상각비 추이



자료: 삼성화재, DB금융투자

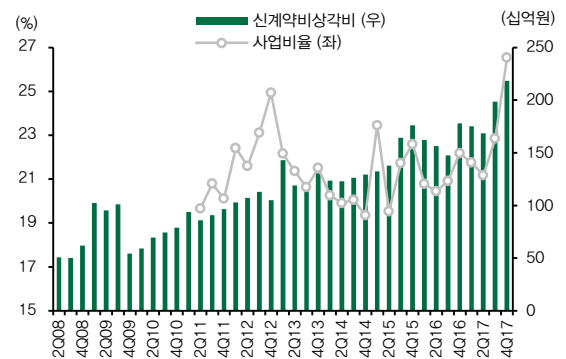
추가상각이 실적의 부담요인으로 자리잡은 메리츠화재의 경우를 살펴보면, 지난 4Q17 신계약 매출이 급증하면서 사업비율이 26% 수준에 육박했던 사례가 있다. 현재 언론보도 및 GA채널 등을 통해 확인한 바에 따르면 메리츠화재의 경우 4Q17과 비슷한 수준의 신계약 매출이 예상되고, 경쟁사들의 경우에는 4Q17 수준을 훨씬 뛰어넘는 신계약 매출이 예상된다. 여기에 신계약 단위당 사책비 지출은 당연히 더 높아졌을 것이다. 우리는 이와 같은 전망을 실적 추정치에 반영했다.

도표 11. 메리츠화재, 신계약 vs. 신계약비 상각비율



자료: 메리츠화재, DB금융투자

도표 12. 메리츠화재, 사업비율과 신계약비 상각비 추이



자료: 메리츠화재, DB금융투자

경쟁 재발 우려는 상존

물론 감독당국에서 사업비 과다지출에 대해 촉각을 곤두세우고 있는데다, 4월부터 실손보험이 단독화되어 과다한 사책 경쟁은 4월 이후에는 상당부분 가라앉을 것으로 예상된다. 그러나 사책 감소 시 금단현상과 5~6월 이후 유병자 보험 신상품 출시 가능성 등을 고려하면, 경쟁이 다시 격화될 가능성을 완전히 배제하기는 어렵다. 이에 전반적으로 2018년 사업비율 전망을 높여서 추정실적에 반영했다.

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
개별기준					
원수보험료	18,183	18,230	19,134	19,626	20,415
경과보험료	17,406	17,561	18,638	19,118	19,891
보유보험료	17,657	17,526	18,554	19,034	19,807
발생손해액	6,439	6,925	7,517	7,611	7,835
손사업비	3,347	3,530	3,905	3,869	4,023
환급금	5,004	4,660	4,730	5,085	5,443
보험료적립금증가액	3,134	3,023	3,322	3,341	3,482
보험영업이익	-568	-630	-890	-842	-946
투자영업이익	1,688	2,001	2,102	2,226	2,369
총영업이익	1,120	1,372	1,212	1,385	1,423
세전계속사업이익	1,094	1,294	1,208	1,381	1,419
계속사업법외비용	253	338	324	370	380
당기순이익	841	956	884	1,011	1,039
연결기준					
세전계속사업이익	1,120	1,314	1,228	1,401	1,439
당기순이익	861	969	880	1,007	1,035
지배지분당기순이익	858	966	880	1,007	1,035
증감률(%YoY)					
원수보험료	2.2	0.3	5.0	2.6	4.0
경과보험료	2.7	0.9	6.1	2.6	4.0
EPS	7.4	13.7	-7.5	14.3	2.8
운용자산	9.0	10.6	3.7	6.4	6.1

주요자료

12월 결산(십억원, %)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
보장별 원수보험료	12,077	12,097	12,357	12,825	13,471
장기	4,804	4,804	5,288	5,275	5,380
자동차	1,303	1,329	1,488	1,526	1,564
일반	167	161	192	198	205
장기 월납신계약	84.0	83.5	83.8	84.2	84.5
손해율(%)	87.8	88.3	87.8	87.2	87.4
장기	80.9	80.6	82.1	82.5	83.5
자동차	74.3	79.6	67.4	67.7	67.9
일반	79.0	80.2	79.2	78.2	77.2
장기 위험손해율	19.2	20.1	21.0	20.2	20.2
사업비율(%)	103.3	103.6	104.8	104.4	104.8
합산비율(%)	3.0	3.3	3.2	3.2	3.2
운용자산이익률(%)	12,077	12,097	12,357	12,825	13,471

자료: 삼성화재 DB금융투자 주: IFRS 개별기준

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
개별기준					
운용자산	58,238	64,419	66,798	71,078	75,422
현금 및 예치금	1,049	1,342	4,008	4,265	4,525
유가증권	38,127	40,868	39,791	42,393	45,034
당기손익인식증권	1,004	899	899	899	899
매도가능증권	36,480	39,110	38,033	40,635	43,276
만기보유증권	141	141	141	141	141
대출채권	17,878	21,393	22,183	23,605	25,047
부동산	1,184	815	815	815	815
비운용자산	5,136	5,366	5,347	5,406	5,505
특별계정자산	4,524	5,629	7,192	8,792	10,392
자산총계	67,898	75,413	79,337	85,276	91,319
책임준비금	49,416	52,872	56,301	59,833	63,508
후손의채	0	0	0	0	0
기타부채	2,996	3,167	3,207	3,249	3,292
부채총계	57,017	63,571	66,700	71,873	77,192
자본금	26	26	26	26	26
자본총계	10,881	11,842	12,636	13,403	14,128
연결기준					
자산총계	68,218	75,908	76,731	81,053	85,470
부채총계	57,209	63,980	64,075	67,631	71,323
외부주주지분	17	17	17	17	17
지배주주지분총계	10,991	11,911	12,639	13,405	14,130

주요투자지표

12월 결산(십억원, % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS(12개월 환산)	17,750	20,188	18,665	21,332	21,924
BPS	255,966	278,571	297,262	315,285	332,338
DPS	6,100	10,000	11,000	12,000	13,000
밸류에이션(배)					
PER	15.1	13.2	15.4	13.5	13.1
PBR	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
수익성(%)					
ROA(12개월 환산)	1.3	1.3	1.2	1.3	1.2
ROE(12개월 환산)	8.1	8.4	7.2	7.7	7.5
배당지표(%)					
배당성향	30.8	44.4	52.9	50.5	53.2
배당수익률	2.3	3.7	3.8	4.2	4.5

Compliance Notice

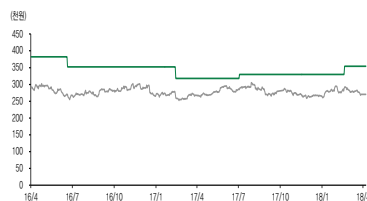
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 가판투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2018-03-31 기준) - 매수(75.7%), 중립(23.7%), 매도(0.7%)

- 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로
 - Buy: 초과 상승률 10%p 이상
 - Hold: 초과 상승률 -10~10%p
 - Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

- 업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로
 - Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
 - Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
 - Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

삼성화재 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/02/19	Buy	382,000	-23.9	-17.9					
16/06/23	Buy	352,000	-20.8	-14.2					
17/02/16	Hold	318,000	-14.0	-6.9					
17/07/06	Hold	330,000	-15.9	-7.4					
18/01/31	Buy	330,000	-14.0	-10.8					
18/02/22	Buy	354,000	-21.0	-17.2					
18/04/03	Buy	325,000	-	-					

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
개별기준					
원수보험료	12,092	12,368	13,051	13,448	14,159
경과보험료	11,103	11,441	11,946	12,324	13,017
보유보험료	11,312	11,565	12,082	12,460	13,153
발생손해액	4,333	4,740	4,953	5,043	5,185
순사업비	2,022	2,196	2,263	2,265	2,281
한금	2,888	2,928	3,137	3,399	3,669
보험료적립금증가액	2,163	1,747	1,943	1,971	2,189
보험영업이익	-310	-176	-356	-359	-313
투자영업이익	985	1,035	1,131	1,214	1,269
총영업이익	675	859	775	854	956
세전계속사업이익	620	827	779	870	936
계속사업비용(세비용)	150	205	204	228	245
당기순이익	470	622	575	642	691
연결기준					
세전계속사업이익	704	889	849	940	1,004
당기순이익	534	669	638	707	755
지배지분당기순이익	524	662	623	690	739
증감률(%YoY)					
원수보험료	5.3	2.3	5.5	3.0	5.3
경과보험료	5.1	3.0	4.4	3.2	5.6
EPS	13.9	32.3	-7.5	11.7	7.5
운용자산	12.5	8.1	8.3	7.8	7.6

주요지표

12월 결산(십억원, %)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
보종별 원수보험료	8,091	8,100	8,762	9,067	9,685
장기	2,988	3,253	3,137	3,200	3,264
자동차	1,014	1,016	1,152	1,181	1,210
일반	114	102	105	109	112
장기 월납신계약	84.6	82.3	84.0	84.5	84.9
손해율(%)	89.4	87.8	87.3	87.8	87.9
장기	81.6	80.6	83.0	83.6	84.1
자동차	76.5	64.3	72.3	71.5	70.8
일반	90.2	85.9	84.9	83.8	82.8
장기 위험손해율	18.2	19.2	18.9	18.4	17.5
사업비율(%)	102.8	101.5	103.0	102.9	102.4
합산비율(%)	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4
운용자산이익률(%)	8,091	8,100	8,762	9,067	9,685

자료: DB손해보험 DB금융투자 주: IFRS 개별기준

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
개별기준					
운용자산	29,228	31,609	34,242	36,922	39,743
현금 및 예치금	629	414	2,055	2,215	2,385
유가증권	19,158	20,487	18,724	20,279	21,915
당기순이익인식증권	685	744	744	744	744
매도가능증권	17,829	19,098	17,335	18,890	20,526
만기보유증권	0	0	0	0	0
대출채권	8,300	9,572	12,327	13,292	14,307
대출채권	1,142	1,136	1,136	1,136	1,136
부동산	3,323	3,405	3,240	3,151	3,130
비운용자산	1,657	2,390	3,986	5,586	7,186
특별계정자산	34,209	37,404	41,468	45,660	50,059
자산총계	26,992	28,929	31,045	33,191	35,556
책임준비금	0	498	498	498	498
후순위채	1,212	1,566	1,577	1,588	1,599
기타부채	30,245	32,988	36,608	40,365	44,341
부채총계	35	35	35	35	35
자본금	3,964	4,415	4,860	5,295	5,718
자본총계	44,863	48,943	52,407	55,963	59,804
연결기준					
자산총계	40,519	44,150	47,170	50,291	53,709
부채총계	230	179	195	211	227
외부주주지분	4,345	4,792	5,237	5,672	6,095
지배주주지분총계	29,228	31,609	34,242	36,922	39,743

주요투자지표

12월 결산(십억원, % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS(12개월 환산)	7,428	9,827	9,086	10,148	10,914
BPS	62,623	69,757	76,773	83,651	90,339
DPS	1,650	2,300	2,350	2,500	2,700
밸류에이션(배)					
PER	8.4	7.2	7.2	6.4	6.0
PBR	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7
수익성(%)					
ROA (12개월 환산)	1.2	1.4	1.2	1.3	1.3
ROE (12개월 환산)	12.6	14.5	12.4	12.7	12.6
배당지표(%)					
배당성향	22.2	23.4	25.9	24.6	24.7
배당수익률	2.6	3.2	3.6	3.8	4.2

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2018년 4월 3일 현재 DB손해보험과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2018-03-31 기준) - 매수(75.7%), 중립(23.7%), 매도(0.7%)

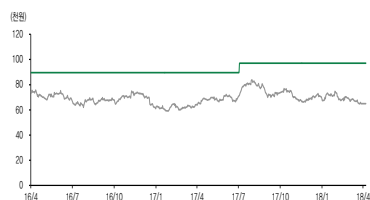
기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

DB손해보험 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/02/24	Buy	89,600	-23.5	-15.0					
17/02/24		1년경과	-25.7	-19.4					
17/07/06	Buy	97,000	-25.6	-13.6					
18/04/03	Buy	86,200	-	-					

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
개별기준					
원수보험료	12,583	12,826	12,912	13,134	13,416
경과보험료	11,255	11,533	11,791	11,928	12,185
보유보험료	11,414	11,702	11,782	11,981	12,240
발생손해액	4,335	4,668	4,863	4,900	5,038
순사업비	2,148	2,337	2,471	2,518	2,589
한금	2,623	2,707	2,784	3,021	3,233
보험료적립금증가액	2,567	2,200	2,148	2,011	1,847
보험영업이익	-418	-380	-475	-522	-523
투자영업이익	960	1,020	1,084	1,160	1,247
총영업이익	542	640	609	638	724
세전계속사업이익	513	625	593	610	696
계속사업법인세비용	113	152	154	159	181
당기순이익	399.7	472.8	439	451	515
연결기준					
세전계속사업이익	527	630	613	630	716
당기순이익	410	468	439	451	515
자배자분당기순이익	410	468	439	451	515
증감률(%YoY)					
원수보험료	3.8	1.9	0.7	1.7	2.1
경과보험료	2.5	2.5	2.2	1.2	2.2
EPS	93.0	14.3	-6.3	2.9	14.1
운용자산	13.0	9.5	8.9	8.2	6.9

주요 지표

12월 결산(십억원, %)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
보장별 원수보험료	8,359	8,416	8,428	8,528	8,678
장기	3,145	3,329	3,344	3,437	3,540
자동차	1,079	1,081	1,140	1,169	1,198
일반	107	105	103	108	112
장기 월납신계약	84.6	83.0	83.1	83.3	83.0
손해율(%)	86.8	84.8	85.8	85.7	85.5
장기	81.8	79.5	81.3	82.0	81.8
자동차	65.4	66.1	72.7	76.0	75.7
일반	92.4	87.6	85.7	84.8	83.9
장기 위험손해율	19.1	20.3	21.0	21.1	21.2
사업비율(%)	103.7	103.3	104.0	104.4	104.3
합산비율(%)	3.4	3.3	3.2	3.2	3.2
운용자산이익률(%)	8.359	8.416	8.428	8.528	8.678

자료: 현대해상 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
개별기준					
운용자산	29,643	32,448	35,342	38,230	40,879
현금 및 예치금	1,157	854	1,590	1,720	1,840
유가증권	18,780	21,083	23,557	25,564	27,405
당기순이익인식증권	357	605	605	605	605
매도가능증권	18,060	19,830	22,303	24,310	26,152
만기보유증권	0	0	0	0	0
대출채권	8,691	9,505	9,189	9,940	10,629
부동산	1,015	1,006	1,006	1,006	1,006
비운용자산	3,796	3,938	3,765	3,676	3,657
특별계정자산	3,213	3,736	5,360	6,960	8,560
자산총계	36,652	40,122	44,467	48,866	53,097
책임준비금	28,653	31,051	33,330	35,580	37,665
후손위채	399	898	898	898	0
기타부채	1,835	2,177	2,277	2,381	2,491
부채총계	33,894	37,019	40,967	44,921	48,716
자본금	45	45	45	45	45
자본총계	2,758	3,103	3,501	3,945	4,381
연결기준					
자산총계	37,057	37,523	40,277	43,026	45,588
부채총계	34,209	34,420	36,777	39,081	41,207
외부주주지분	0	0	0	0	0
자배주주자본총계	2,848	3,103	3,501	3,945	4,381

주요투자지표

12월 결산(원, % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS(12개월 환산)	4,585	5,239	4,908	5,050	5,763
BPS	34,544	38,859	43,844	49,405	54,867
DPS	1,350	1,500	1,500	1,500	1,600
밸류에이션(배)					
PER	6.9	9.0	7.9	7.7	6.8
PBR	0.9	1.2	0.9	0.8	0.7
수익성(%)					
ROA (12개월 환산)	1.2	1.3	1.1	1.1	1.2
ROE (12개월 환산)	15.3	15.7	13.3	12.1	12.4
배당지표(%)					
배당성향	26.9	25.3	27.3	26.5	24.8
배당수익률	4.3	3.2	3.9	3.9	4.1

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2018-03-31 기준) - 매수(75.7%), 중립(23.7%), 매도(0.7%)

- 기업 투자이전 기준은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

- 업종 투자이전 기준은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

현대해상 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/02/24	Buy	42,900	-22.5	-12.2					
16/12/12	Buy	45,200	-23.3	-11.4					
17/07/06	Buy	58,000	-23.3	-15.2					
18/04/03	Hold	44,100	-	-					

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
개별기준					
원수보험료	5,990	6,403	6,724	6,991	7,308
경과보험료	5,666	5,997	6,260	6,515	6,822
보유보험료	5,680	6,065	6,309	6,564	6,872
발생손해액	2,074	2,238	2,267	2,333	2,398
순사업비	1,195	1,387	1,570	1,599	1,620
환금	1,157	1,159	1,181	1,310	1,440
보험료적립금증가액	1,464	1,423	1,444	1,457	1,539
보험영업이익	-227	-214	-202	-184	-176
투자영업이익	596	714	599	622	679
총영업이익	369	500	397	438	503
세전계속사업이익	338	473	371	412	477
계속사업법인세비용	80	118	90	100	115
당기순이익	258	355	281	312	362
연결기준					
세전계속사업이익	311	513	391	432	497
당기순이익	237	385	281	312	362
자배자분당기순이익	236	384	281	312	362
증감률(%YoY)					
원수보험료	5.9	6.9	5.0	4.0	4.5
경과보험료	6.4	5.8	4.4	4.1	4.7
EPS	35.1	62.9	-26.7	11.0	15.9
운용자산	14.7	10.0	10.7	9.5	8.9

주요지표

12월 결산(십억원, %)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
보종별 원수보험료					
장기	4,799	5,098	5,406	5,638	5,928
자동차	751	807	805	821	829
일반	440	498	513	532	551
장기 월납신계약	66	82	87	90	92
손해율(%)					
장기	82.9	80.4	78.2	78.3	78.8
자동차	83.1	80.9	79.3	79.5	80.0
일반	84.1	78.2	79.3	79.7	80.4
장기 위험손해율	69.1	63.0	60.5	60.6	60.2
일반	88.3	85.6	84.6	83.6	82.6
사업비율(%)	21.1	23.1	25.1	24.5	23.7
합산비율(%)	104.0	103.6	103.2	102.8	102.6
운용자산이익률(%)	4.3	4.2	3.5	3.3	3.3

자료: 메리츠화재 DB금융투자 주: FRS 개별기준

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
개별기준					
운용자산	14,510	15,967	17,672	19,343	21,073
현금 및 예치금	220	380	1,060	1,161	1,264
유가증권	8,905	10,009	9,457	10,426	11,430
당기순이익인식증권	682	430	430	430	430
매도가능증권	8,218	9,574	9,022	9,991	10,994
만기보유증권	0	0	0	0	0
대출채권	4,584	4,785	6,362	6,963	7,586
부동산	800	793	793	793	793
비운용자산	1,934	2,125	2,070	2,053	2,060
특별계정자산	0	0	60	100	140
자산총계	16,444	18,092	19,803	21,496	23,273
책임준비금	13,831	15,447	16,958	18,483	20,090
후순위채	0	0	0	0	0
기타부채	974	859	864	869	875
부채총계	14,805	16,306	17,882	19,452	21,105
자본금	55	55	55	55	55
자본총계	1,640	1,787	1,920	2,044	2,168
연결기준					
자산총계	16,574	17,247	18,894	20,543	22,275
부채총계	14,935	15,454	16,968	18,494	20,102
외부주주지분	5	6	6	6	6
자배자주주지분총계	1,639	1,793	1,926	2,050	2,173

주요투자지표

12월 결산(원, %)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS(12개월 환산)	2,157	3,515	2,575	2,857	3,311
BPS	14,957	16,361	17,584	18,716	19,848
DPS	830	1,140	1,050	1,140	1,140
밸류에이션(배)					
PER	7.1	6.7	8.2	7.4	6.4
PBR	1.0	1.4	1.2	1.1	1.1
수익성(%)					
ROA(12개월 환산)	1.5	2.3	1.6	1.6	1.7
ROE(12개월 환산)	15.2	22.4	15.1	15.7	17.1
배당지표(%)					
배당성향	35.3	35.1	40.8	39.9	34.4
배당수익률	5.4	4.9	5.0	5.4	5.4

Compliance Notice

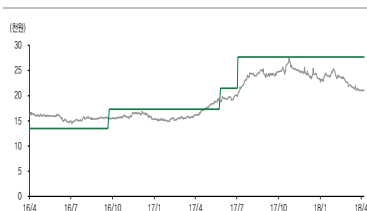
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2018-03-31 기준) - 매수(75.7%) 중립(23.7%) 매도(0.7%)

- 기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

- 업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

메리츠화재 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
16/03/09	Hold	13,500	15.9 23.7				
16/09/26	Hold	17,300	-6.8 12.1				
17/05/29	Hold	21,500	-9.1 -6.5				
17/07/06	Buy	27,700	-13.6 -0.7				
18/04/03	Hold	22,000	-				



Research Center

자본/자산시장 장화탁 센터장 02)369-3370 mousetak@db-fi.com



자산전략팀

담당 애널리스트 02)369- @db-fi.com

채권전략파트

신용분석	박정호 팀장	3337	cheongho
채권/FX전략	문홍철 파트장	3436	m304050
신용분석	이혁재 선임연구원	3435	realsize84
RA	박성재 연구원	3321	psj1127

투자솔루션파트

원자재/헤지펀드	유경하 파트장	3353	last88
대체투자	정승기 수석연구원	3173	seungki.jeong
RA	정세록 연구원	3273	aing888

주식전략파트

주식전략	강현기 파트장	3479	hygkang
퀀트/해외주식	설태현 선임연구원	3709	thseol
경제/FX	권아민 선임연구원	3490	ahminkwon



산업분석1팀

금융/글로벌크레딧파트

은행/보험	이병건 팀장	3381	pyrrhon72
글로벌크레딧	유승우 파트장	3426	seyoo
해외채권/소버린	박유나 수석연구원	3377	yuna.park

컨슈머트렌드파트

음식료/유통	차재현 파트장	3378	imcjh
제약/바이오	구자용 연구위원	3425	jaykoo
엔터테인먼트/게임	권윤구 수석연구원	3457	ygkwon84
생활용품/의류	박현진 선임연구원	3477	hjpark
RA	김승우 연구원	3423	seungwoo4268



산업분석2팀

IT융합파트

IT총괄	권성률 팀장	3724	srkwon
자동차/부품/타이어	김평모 수석연구원	3053	pmkim
IT mid-small caps	권 홀 선임연구원	3713	hmkwon86
RA	권세라 연구원	3352	serakwon9494

시클리컬파트

조선/기계/철강	김홍균 파트장	3102	usckim10
건설/건자재/부동산	조윤호 수석연구위원	3367	uhno
화학/정유/유틸리티	한승재 선임연구원	3921	sjhan
통신서비스	신은정 연구원	3458	ej.shin



본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)
 DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)
 청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 646 (동흥빌딩 2층)
 목동 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS7특고방송 1층)
 압구정금융센터 02) 3445-8800 서울특별시 강남구 논현로 176길 14 (중권빌딩 2층)
 을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)
 잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)

경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
 인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
 평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (흥국생명빌딩 4층)
 진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 (광정빌딩 3층)
 화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)

대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손빌딩 2층)
 천안 041) 569-7000 충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠타워 2층)
 청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 2순환로 1229 (고속터미널 2층)

부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
 부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총렬대로 353 (BNK부산은행 2층)
 센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트림프스퀘어 2층)
 양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BYC빌딩 204호)
 창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (더시티세븐 3층)
 대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)
 범어 053) 745-4900 대구광역시 수성구 달구벌대로 2348 (수협빌딩 2층)
 포항 054) 275-3100 경상북도 포항시 북구 중흥로 301 (신아빌딩 1층)

광주 · 전라지역

광주 062) 225-6900 광주광역시 남구 봉선로 164 (비아로마상환빌딩 4층)
 전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (효자메디컬센터 2층)

강원지역

강릉 033) 641-8629 강원도 강릉시 울곡로 2845 (성호빌딩 3층)
 원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사항목은 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사항목은 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.