

은행/보험 연간전망

# 심연의 하늘

DB금융투자

ANALYST 이병건

2020 연간전망

pyrrhon72@db-fi.com  
02-369-3381

## Summary



2020년의 가장 큰 변화는 저금리 현상이 일시적인 것을 넘어 장기화되면서 금융사 수익 기반이 악화되고 있다는 점이다. 기준금리가 2016년에 이어 재차 1.25%로 떨어졌고 추가 인하가 예상되는 가운데 국고 10년물 금리가 1%대 중반에 머무르고 있다. 국고10년물 금리가 2% 미만인 기간이 2016년 이후의 42%를 넘어서다. 국고 3개월-10년 스프레드는 50bp에 불과해 캐리수익이 나오기 어려운 상황인데, 이러한 저금리 현상의 심화는 비단 한국만의 상황은 아니다.

손보주들을 제외하면 금융주들의 이익과 주가의 상관성은 이미 깨졌다. 생보의 경우 이익이 이차마진이라는 펀더멘탈 악화를 반영하지 못하고 있고, 은행의 경우 마진의 축소 및 고객 장악력 악화 가능성에 대한 우려가 반영된 것으로 판단된다. 이익 수준에 대한 신뢰가 뒷받침되지 못한다면 배당투자의 실익이 크지 않다. 최근 몇 년간의 경험을 보면 은행주의 경우 배당락 이후 주가 하락이 배당수익률을 거의 전부 상쇄했었다. 그래서 우리는 이익의 주가 동행성이 여전히 작용하는 손보주에 관심을 가질 것을 권유한다. 은행의 경우에도 시장의 우려가 가장 큰 NIM 하락 영향이 덜 작용할 수 있는 신용카드 관련주에 관심이 필요해 보인다.

은행의 NIM 하락은 불가피하다. 은행 경영진들이 이미 연중 5~7bp의 하락을 예상했는데, 2016년 기준금리가 1.25%였을 때의 마진 수준을 생각하면 예측이라고 보다 해설이다. 추가적 기준금리 인하 가능성이 남는데다 대출규제 환경에서 아직 지나치게 마진이 높은 일부 상품에 의존하고 있어 NIM 추가 하락 가능성이 높다. 하지만 오픈뱅킹을 통한 핀테크서비스와 카카오뱅크의 세확대는 장기적 이슈이므로, 일시적으로 은행주의 저평가 해소 계기 마련을 기대한다. 그냥 싼 주식보다는 뭔가 스토리가 있어야 한다는 관점에서, 신용카드 조달금리 하락과 비은행/해외부문 강점이 돋보이는 삼성카드와 신한지주에 관심을 가질 것을 권유한다.

보험의 경우 최대 이슈는 예정이율 인하이다. 중장기적으로 꼭 필요한 조치이지만 당장에 회사 전체 이차마진에 줄 영향은 크지 않다. 오히려 예정이율 인하를 앞둔 절판마케팅과 이후 매출 감소가 손익에 큰 영향을 줄 것이다. 손보의 경우 어차피 매출증가율보다는 이익 레벨의 주가 영향이 더 큰 상황이므로, 보험가격 인상으로 인한 매출 위축과 이를 통한 이익개선이 주가에 긍정적 영향을 줄 것으로 기대한다. 실손손해율 개선 시점은 아직 멀었으므로 주가 상승 여력은 제한적이지만, 실손보험 간편청구 및 심평원 위탁이 급물살을 탈 경우 새로운 모멘텀이 형성될 가능성도 있다. 지금은 손보주를 갖고 있는 편이 그나마 연말연초를 편하게 넘길 수 있게 해 줄 것 같다.

## Contents

<b>I. 저금리 환경, 금융사 마진 축소.....</b>	<b>4</b>
은행 이익전망과 주가의 연결고리 단절.....	4
배당수익률을 상쇄하는 배당락.....	6
This time is different.....	7
<b>II. 은행업 他律의 동굴 속에서.....</b>	<b>11</b>
오픈뱅킹, 새로운 계기의 마련인가.....	11
은행, OEM 대출 판매 위주로 변화, 안정성 확보했으나 성장성 둔화.....	16
경쟁 격화와 NIM에 대한 우려.....	19
<b>III. 지금까지 이런 저금리는 없었다.....</b>	<b>21</b>
제도 연락처 방안은 이미 시행, 하지만 수익성 개선이 더 중요.....	21
예정이율 인하 시 신계약 매출 감소로 손익 개선 효과 기대.....	24
자동차보험료, 추가인상 결국 시기의 문제.....	26
문재인케어 성공을 위해서도 실손손해율 관리가 필요한 시점.....	28
<b>IV. Coverage Recommendation.....</b>	<b>31</b>
신한지주(055550).....	32
삼성카드(029780).....	34
DB손해보험(005830).....	36
삼성화재(000810).....	38
현대해상(001450).....	40

## I. 저금리 환경, 금융사 마진 축소

저금리 심화,  
금융사 마진폭  
축소 불가피

2020년의 가장 큰 변화는 저금리 현상이 일시적인 것을 넘어 장기화되면서 금융사 수익 기반이 악화되고 있다는 점이다. 시장 금리수준이 낮아지면 금융사가 가져가는 마진도 하락한다. 10% 수익이 날 때 2%p의 마진을 떼는 것은 큰 무리가 없지만, 지금과 같이 3% 수익이 드문 상황에서 1%p 이상의 마진을 떼는 매우 어렵다. 물론 저금리가 장기화되면서 신용위험이 현실화될 가능성도 줄어들었지만, 그 이상으로 마진의 크기가 줄었다.

마진 악화 추세 속에 손보주들을 제외하면 금융주들의 이익과 주가의 상관성은 이미 깨졌다. 생보의 경우 이익이 이차마진이라는 펀더멘탈 악화를 반영하지 못하고 있고, 은행의 경우 마진의 축소 및 고객 장악력 약화 가능성에 대한 우려가 반영된 것으로 판단된다. 이익 수준에 대한 신뢰가 뒷받침되지 못한다면 배당투자의 실익이 크지 않다는 점도 분명히 관찰된다.

이익의 정체,  
배당투자 실익  
크지 않아

최근 몇 년간의 경험을 보면 은행주의 경우 배당락 이후 주가 하락이 배당수익률을 거의 전부 상쇄했었다. 그래서 우리는 이익의 주가 동행성이 여전히 작용하는 손보주에 관심을 가질 것을 권유한다. 사실 손보주는, 자동차보험 등 실물의 성격도 상당한 수준으로 가지고 있다. 은행의 경우에도 시장의 우려가 가장 큰 NIM 하락 영향이 덜 작용할 수 있는 신용카드 관련주에 관심이 필요해 보인다.

### 은행, 이익전망과 주가의 연결고리 단절

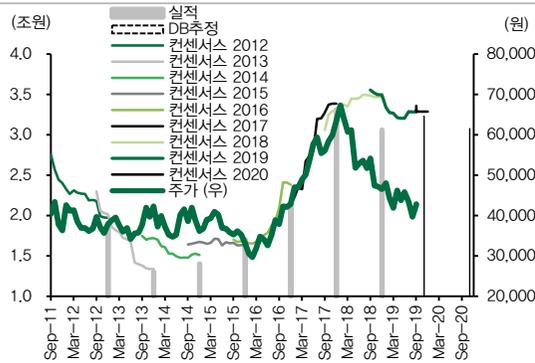
주가, 결국  
이익전망의  
변동으로 설명  
가능

일반적으로 주가를 가장 잘 설명하는 변수는 이익이다. 그래서 향후 이익의 전망치인 애널리스트 추정치의 컨센서스와 주가는 동행하기 마련이다. 2011년 IFRS 도입 이후 2017년까지는 금융업종에도 (생보주를 제외하고는) 이러한 컨센서스-주가 상관관계가 잘 성립했었다. 2016년 하반기부터 2017년 상반기의 은행주 상승도, 대손비용 감소를 통한 이익의 증가로 훌륭하게 설명된다. 2019년 들어 나타난 손보주의 주가 하락도, 자보 및 장기위험손해를 악화나 경쟁격화로 인한 사업비 지출 증가 때문이기는 하지만 결국 이익전망의 하락으로 설명 가능하다.

최근 은행주의  
실적 동행성  
끊어져

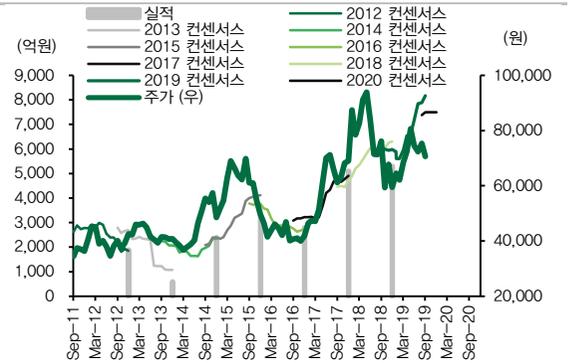
그런데 2018년부터 은행주의 경우, 이익의 레벨이 유지되었음에도 불구하고 주가는 큰 폭으로 하락했다. 이는 예로 든 KB금융 외에도 대부분의 은행주에서 관찰되는 현상이다. 금융투자업종의 경우에도 2019년 들어 컨센서스가 다시 크게 상승했음에도 불구하고 주가 수준은 2018년의 고점에 아직 못미치고 있다. 금융투자업종 주요 종목 중에서 컨센서스와의 동행성이 가장 잘 유지되고 있는 종목이 그나마 한국금융지주이기 때문에 컨센서스-이익의 디커플링 현상은 업종 전반적인 현상이다. 그나마 손해보험업종의 경우 컨센서스와 주가 동행성이 여전히 유의하다.

도표 1. KB금융, 실적컨센서스와 주가 추이



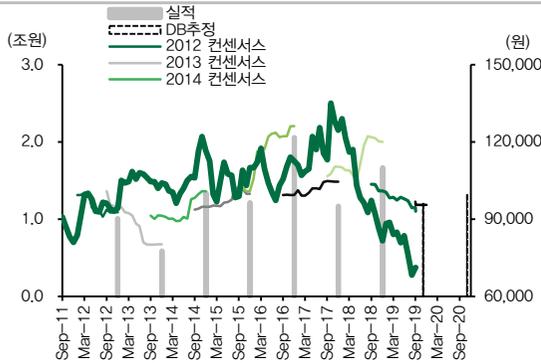
자료: Fnguide, DB금융투자

도표 2. 한국금융지주, 실적컨센서스와 주가 추이



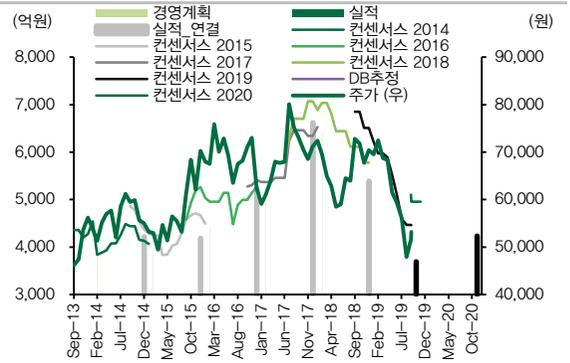
자료: Fnguide, DB금융투자

도표 3. 삼성생명, 실적컨센서스와 주가 추이



자료: Fnguide, DB금융투자

도표 4. DB손보, 실적컨센서스와 주가 추이



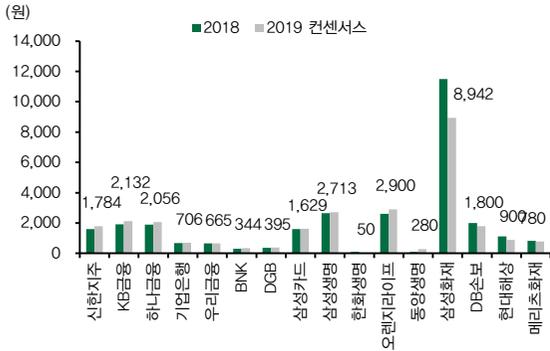
자료: Fnguide, DB금융투자

예상배당수익률  
보험 3.8%,  
은행 5.1%

실적뿐만아니라 최근 은행 및 보험주가에 있어서 과거에 설명력이 높았던 ROE-PBR의 설명력이 크게 떨어진 상태이다. 은행들의 경우 ROE가 9~10% 수준에 육박하고 있음에도 불구하고 PBR은 0.5를 밑돌고 있어 PER이 4~5배 수준으로 극히 저평가되어 있다.

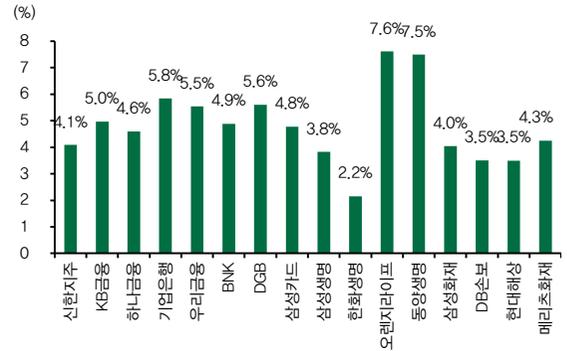
특히 금융 세부업종간 비교에서는 그나마 배당수익률로는 어느 정도 비교가 가능하다. 하지만 배당수익률을 가지고 비교하더라도 업종간, 그리고 종목간 차이가 비교하기 어려울 정도로 높게 나타난다. 6p. [도표 6]은 하나금융, 오렌지라이프의 경우 중간배당을 제외한 기말배당만의 예상배당수익률 컨센서스를 비교한 것이다. 예상배당수익률 평균은 손보 3.8%, 생보 3.7% (오렌지라이프, 현실적 숫자인 5%로 적용했을 때), 은행 5.1%이다. 예상배당수익률 측면에서도 은행은 손보나 생보주 대비 25% 가량 낮게 평가되고 있다.

도표 5. 주요 은행, 보험주 DPS 컨센서스



자료: Fnguide, DB금융투자

도표 6. 주요 은행, 보험주 예상배당수익률 (기말배당만)



자료: Fnguide, DB금융투자  
주: 10/28 증가 기준

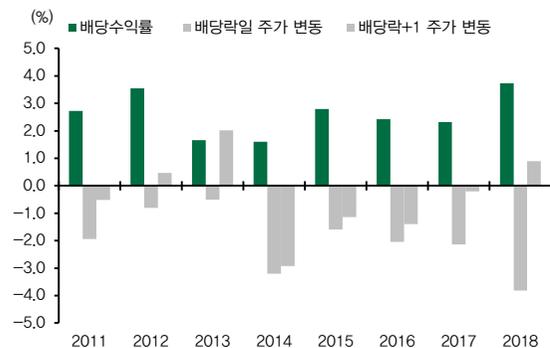
### 배당수익률을 상쇄하는 배당락

은행주, 배당락이 커서 배당 실적 크지 않았음

은행주의 경우 기대배당수익률이 KOSPI대비 높기 때문에 연말이 되면 배당투자 기대감이 높아지곤 한다. 2018년에도 배당수익률은 3.73%에 달했고, 최근 배당수익률도 4.8% 수준으로 기대되고 있다. 보험업종의 경우에도 2018년 배당수익률은 3.73%였고 올해에도 같은 수준의 배당수익률이 예상되고 있다.

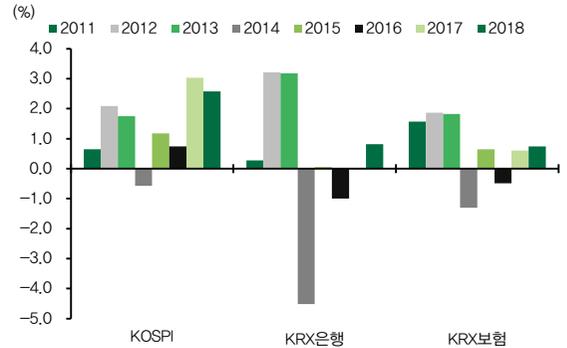
일반적으로 고배당주식은 권리락 이후의 주가 하락이 크게 나오기 마련이다. 그런데 은행주의 경우 배당락이 상당히 크다. 배당락 당일과 다음날의 수익률이 2014년 -6.0%였고, 이후 2018년까지 -3% 내외의 주가 변동을 보였다. 은행주의 경우 배당수익률은 높았지만, 배당락 이후 주가가 더 많이 하락해 2012년과 2013년을 제외하면 배당을 받지 않은 것보다 수익률이 더 낮았다. 이는 KOSPI와 비교하면 더욱 두드러지는데, 2011년 이후 배당락 전후 기간동안 은행업종은 KOSPI 수익률을 2%p 이상 하회했던 것으로 관찰된다.

도표 7. KRX은행주 배당수익률과 배당락 후 주가



자료: Fnguide, DB금융투자  
주: 배당수익률은 실제 배당을 배당기산일 주가로 나눈 수치

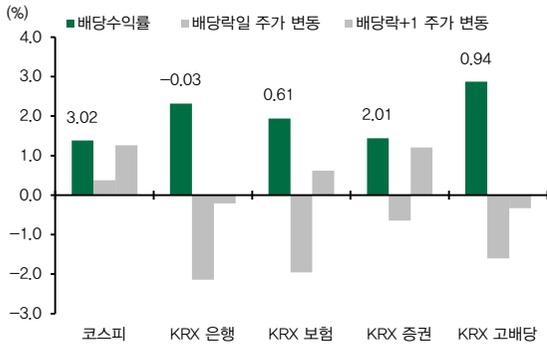
도표 8. 배당락 전후 수익률 비교 ; 배당수익률+배당락후 주가



자료: Fnguide, DB금융투자  
주: 배당수익률은 KOSPI는 거래소가 발표한 당시시점 예측치로 은행 보험업종은 실제 배당을 배당기산일 주가로 나눈 수치

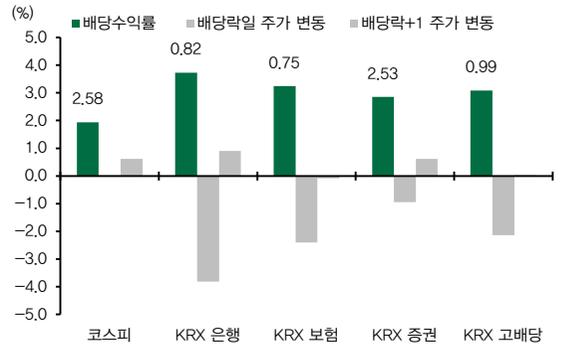
은행업종의 경우 당장에 배당수익률은 높더라도 배당락 이후의 주가 흐름을 함께 고려하면 다른 업종과의 상대수익률은 물론이고 절대수익률 측면에서도 부진한 모습을 보였다. 배당락 이후 2016년에는 3.4%, 2017년에는 2.3%, 2018년에는 2.9% 주가가 하락해 실질적으로는 배당을 통한 수익률 제고 효과는 없었던 것으로 확인된다. 금융업종 내 세부업종 중에는 그나마 증권업종이 최근 들어 배당락 전후 양호한 주가흐름을 보이고 있다.

도표 9. 2017년 업종별 배당수익률+배당락후주가변동 비교



자료: Fnguide, DB금융투자  
 주: 배당수익률은 KOSPI는 거래소가 발표한 당시시점 예측자료  
 기타 업종은 실제 배당을 배당기간일 주가로 나눈 수치

도표 10. 2018년 업종별 배당수익률+배당락후주가변동 비교



자료: Fnguide, DB금융투자  
 주: 배당수익률은 KOSPI는 거래소가 발표한 당시시점 예측자료  
 기타 업종은 실제 배당을 배당기간일 주가로 나눈 수치

시장의 우려가 반영된 은행 밸류에이션

이러한 은행주의 밸류에이션 저평가, 그리고 높은 배당수익률을 상쇄하는 주가 흐름은 상당부분 저금리 환경 장기화와 핀테크 등의 발전으로 인한 은행업에 대한 우려를 반영하는 것으로 볼 수 있다. 배당투자가 의미를 가지려면 이익수준이 지속적으로 높아질 것이라는 확신이 필요하다. 그런데 저금리 장기화를 통해 은행과 보험업의 수익창출능력에 대한 우려가 제기되고 있는 상황이다.

저금리가 장기화되면서 은행 수익의 원천인 예대스프레드의 축소는 은행 수익성에 큰 부담이 되고 있다. 또한 보험의 경우에도 투자수익이 고객에게 약속한 금리를 밀둘게 되면서 수익성이 급격히 악화되고 있다.

This time is different

저금리가 정상으로 자리잡아

지금의 저금리 상황이 어려운 것은 저금리가 이미 상당기간 지속되었으며 일시적인 금리 하락이 아니라 새로운 정상상태로 자리잡을 가능성이 높기 때문이다.

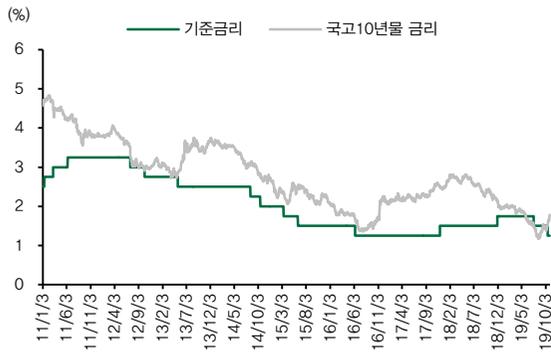
국고10년물 금리는 2015년초부터 처음으로 2.5% 밑으로 하락했고, 2016년 들어서 2% 밑으로 하락했었다. 브렉시트 직후에는 한때 1.3%대까지 하락하기도 했었다. 지난 8월에는 국고 10년물 금리가 한때 1.1%대까지 하락하기도 했었지만, 최근 금리가 1.7~1.8%까지 반등했다. 그래서 언뜻 생각해보면 이렇게 금리가 떨어진 것이 새삼스러운 현상은 아닐 수 있다.

최근의 금리  
상승, 그러나  
저금리는  
현재 진행형

금융사의 수익성에는 금리의 방향성도 중요하지만 금리의 절대적인 레벨과 장단기 금리차도 중요한 요소이다. 국고 10년물 금리가 2%대 미만으로 형성되었던 2016년을 이미 경험한 상황에서 반등했던 금리가 다시 2% 미만으로 떨어졌으며, 내년에는 기준금리 추가 인하에 따라 더 하락할 가능성이 있다는 점이 수익성에 큰 부담이 되고 있다. 2016년 이후 4년여의 기간동안 국고 10년물 금리가 2%를 하회한 기간이 이미 42%를 넘고 있다.

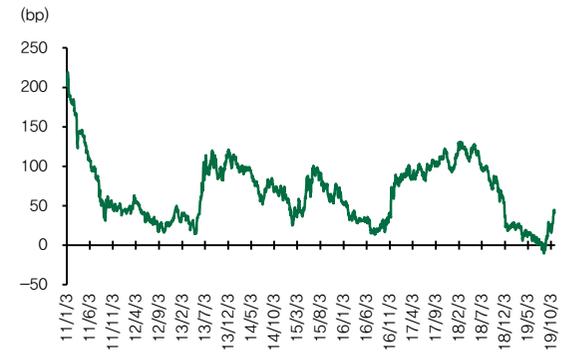
최근 국고 10년물 금리가 50bp 이상 반등했지만 이는 기준금리 추가 인하 전망을 지나치게 빨리 반영했던 부분이 정상적인 수준으로 회귀한 것으로 볼 필요가 있다. 국고 10년물-3개월물 기간 스프레드는 8월에는 (-) 구간에 진입했었지만 최근에는 40bp대로 회복되었다. 현재의 기간 스프레드도 역사적인 정상범위의 하단 수준으로 여전히 금리하락에 대한 기대가 우세한 상황으로 판단된다.

도표 11. 기준금리와 국고 10년물 금리 추이



자료: 한국은행 DB금융투자

도표 12. 국고 10년물-3개월물 기간 스프레드 추이



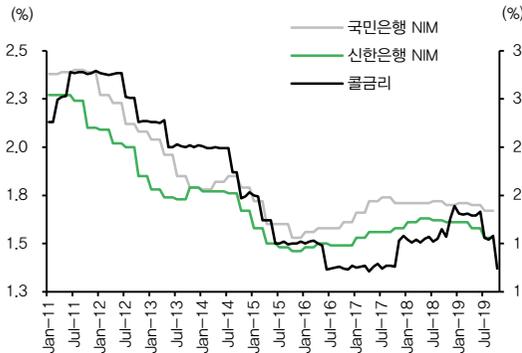
자료: 금융투자협회 DB금융투자

내년 NIM  
5~7bp 이상  
하락할 것으로  
예상

기준금리와 은행 NIM의 추세를 살펴보면, 추가적인 기준금리 인하가 전망되었던 2015년말~2016년 초 NIM이 지금의 은행 NIM보다 7~10bp 가량 낮았었다. 최근 은행의 NIM 상황을 점검해 보면, 장단기금리차 축소의 영향으로 장기 고정금리대출 금리가 변동금리 대출을 일부 하회하는 현상마저 나타나고 있다. 또한 고정금리 대출의 금리 하락으로 변동금리 대출의 금리가 인하되면서 조달금리에 붙는 가산금리도 크게 하락하는 모습이 나타나고 있다.

최근 실적발표 IR을 통해 은행 경영진들은 2020년 은행 NIM이 연중 5~7bp 하락할 것으로 전망했다. 그런데 대출성장률이 둔화되면서 정부보증이 붙은 정책자금으로 위험가중치가 매우 낮음에도 불구하고 주택담보대출보다 높은 가산금리가 적용되는 전세자금대출에서 경쟁이 격화될 가능성이 있는 상황이다. 가계신용대출과 소호대출, 그리고 우량중소기업에 대한 담보대출 등의 영역에서 은행권 경쟁은 보다 치열해질 가능성이 있다. 저금리 환경에서 NIM의 하락으로 인한 수익 감소를 대출성장으로 매우려는 경쟁이 격화되고 기준금리 추가 인하가 단행될 경우 NIM 하락폭은 은행 경영진의 예상보다 더 큰 폭으로 하락할 가능성도 열려 있다.

도표 13. 은행 NIM과 콜금리(기준금리 대응치)



자료: 한국은행, KB금융, 신한지주, DB금융투자

도표 14. 은행 주택담보대출 금리, 고정금리 vs. 변동금리



자료: 주택금융공사, DB금융투자

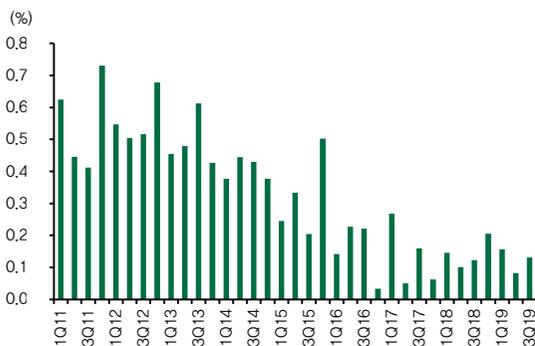
Credit Cost  
하락은 이미  
충분히  
진행되었음

최근 은행 마진의 하락이 부담스러운 것은 저금리의 긍정적인 측면인 Credit Cost의 감소 효과가 이미 반영되었기 때문이다. KB금융의 신용카드 수수료 포함 기준 그룹 NIM을 살펴보면 4Q15 2.18%까지 하락했다가 반등해 2.3~2.4% 수준을 유지하고 있다. 하지만 Credit Cost를 감안한 실질NIM 기준으로는 2015년말 2% 내외이던 것이 2.26%까지 반등해 양호한 수준을 유지하고 있다. 단순한 겉보기 NIM의 현 수준은 2012년 대비 50bp 이상 하락했지만, 대손비용을 감안한 실질 NIM은 2012년과 비슷한 수준이다. 이는 2012년 50bp를 상회했던 Credit Cost가 10bp 미만으로 하락했기 때문이다.

NIM 하락 효과,  
손익에 바로  
나타나게 될 것

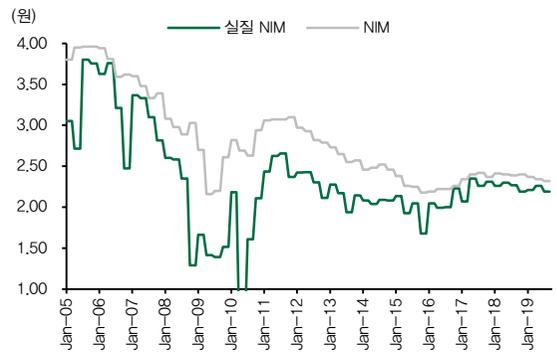
당분간 은행의 자산건전성은 양호한 수준을 유지할 것으로 예상된다. 최근 은행들이 취급한 여신도 안전 담보 및 보증대출에만 집중되어 있다. 하지만 과거 발생한 부실여신에서의 환입도 점차 감소하고 있어 지급보다 Credit Cost가 더 낮아질 가능성은 희박하다. 따라서 저금리로 NIM이 하락할 경우 대손비용을 감안한 실질 NIM도 같은 폭으로 하락할 것으로 예상된다. 과거에 비교할 때 NIM 하락의 영향이 손익에 바로 나타날 수밖에 없다.

도표 15. KB금융 분기 Credit Cost 추이



자료: KB금융, DB금융투자  
주: Credit Cost는 그룹 Dupont Analysis 상의 계산된 수치

도표 16. KB금융 NIM과 실질 NIM



자료: KB금융, DB금융투자  
주: 실질 NIM = NIM - Credit Cost

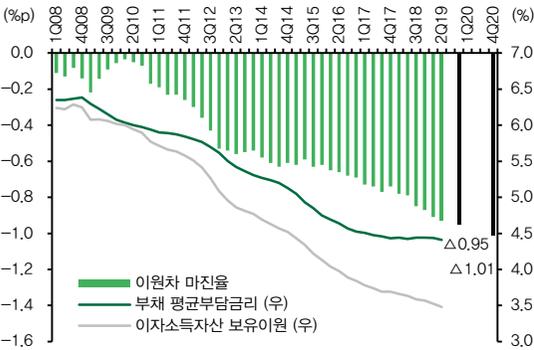
보험산업, 수익성이 받는 약형향 더 커

보험산업의 경우 저금리의 영향이 당장에 재무제표에 미치는 영향은 크지 않아 보이지만, 근본적인 수익성에 더 큰 영향을 미치게 된다. 특히 고정금리 장기조달이 많은 생명보험사들의 경우 운용자산 보유이원의 하락추세가 가속화되어 역마진이 악화되는 부담이 있다. 업계 대표사인 삼성생명의 경우 6월말 이원차 역마진이 -93bp에 달하는데, 회사측이 밝힌 바에 따르면 현재 금리수준이 유지된다고 가정할 때 연말에는 -95, 내년말에는 -101bp까지 이원차마진이 악화될 가능성이 있다. 신규투자수익률이 3%를 넘기 어려운 상황이므로, 과거에 투자한 고금리자산이 만기도래할 경우 2001~2015년 평균 3.5% 수준의 예정이율로 판매한 보장성보험 준비금에서도 역마진이 발생할 가능성이 있다.

시급한 예정이율 인하

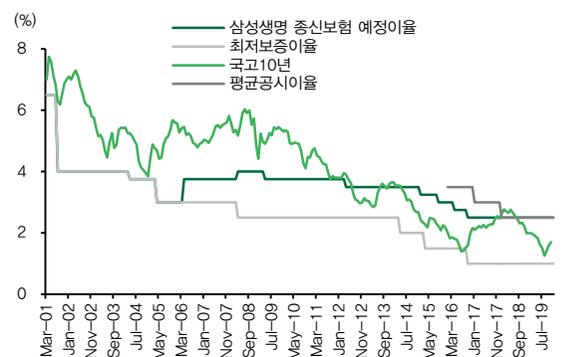
현실적으로 회사들이 대처할 수 있는 방법은 예정이율을 빠르게 인하하는 것인데, 예정이율을 인하한다고 해도 과거 판매한 보유계약에는 아무런 영향을 줄 수 없다. 따라서 자산보유이원의 하락을 통해 역마진은 상당기간 추가로 악화될 것으로 예상된다.

도표 17. 삼성생명 이원차 마진 추이



자료: 삼성생명, DB금융투자  
주: 검정색은 회사측이 IR을 통해 답변한 전망치

도표 18. 삼성생명 예정이율과 국고 10년물 금리 추이



자료: 삼성생명, DB금융투자

손보사, 저금리 상황의 상대적 대안

손보사들의 경우 생보사들에 비해 준비금 부담이 작고 실물에 해당되는 일반, 자동차보험의 비중이 1/3 수준에 달한다. 또한 삼성화재나 DB손보와 같은 회사들은 아직도 이차부문에서 (+)마진을 유지하고 있다. 따라서 저금리의 부담이 가중되는 상황에서 상대적 관점의 대안으로 고려할 만하다.

조달금리 하락 수혜분 여전업에도 관심 필요

은행산업의 경우에도, 1~2년전 예상했던 것과는 달리 시중금리의 상승이 아니라 추가 하락이 예상되는 상황이므로 시장성 조달의 비중이 큰 여전업에 관심을 가져볼만한 상황이다. 할부금융 등의 분야에서는 은행들의 진출로 경쟁이 격화되고 있다는 점이 부담이지만, 소비자금융업의 경우 정부의 최고금리 인하 이후 고객들의 신용등급이 높아지는 추세가 나타나고 있어 대손비용 증가를 우려할 상황이 아닌 것으로 판단된다.

이러한 관점에서 은행 카드업종에서는 신한지주, 삼성카드에, 보험업종에서는 DB손보, 삼성화재, 현대해상에 관심을 가질 것을 권유한다.

## II. 은행업, 他律의 동굴 속에서

은행업,  
핀테크와의  
경쟁 속에  
미래에 대한  
우려 증폭

NIM 하락은 불가피하다 하더라도, 은행산업이 고객들의 새로운 니즈에 적극적으로 대응하지도 못하고 규제와 정책금융에 지나치게 의존하고 있다는 점이 투자자들에게 부담으로 작용하고 있다. 2020년에는 오픈뱅킹의 본격화와 핀테크 서비스의 펌뱅킹 수수료 인하, 그리고 카카오텔크의 약진이 두드러질 것으로 예상된다. 토스나뱅크샐러드, 핀크와 카카오텔크로 대별되는 새로운 서비스가 20~30대를 중심으로 소구력을 높여가고 있다는 점이 은행의 미래에 대한 투자자들의 우려 요인인데 결코 가볍게 넘길 사안은 아니라고 본다.

정책금융상품  
위주의 재편,  
자율성의 상실

또한 2000년대 이후 은행의 성장동력이었던 가계금융, 특히 주택담보대출이 은행의 손에서 벗어나 정책금융의 영역으로 이동했다. 2014~2016년 주택금융공사 유통화를 전제로한 보증자리론과 적격대출이 문제였다면, 지금은 전세자금대출이 가계대출의 핵심으로 부상하고 있다. 전세자금대출의 문제점은 사실이라기에는 너무 좋다는 점에 있다. 안심전환대출의 사례처럼 정책 변화에 따라 큰 변동성이 나타날 수 있기도 하거니와, 더 안전하고 더 손쉬운 대출이라면 굳이 지금처럼 은행이 높은 마진을 수취할 이유가 없다는 점도 고민할 사항이다.

### 오픈뱅킹, 새로운 계기의 마련인가

오픈뱅킹의  
시작

뒤에서 살펴보겠지만, 은행의 대출자산이 줄어드는 것도 아니고 NIM이 하락한다고 해도 이익이 감소할 뿐이다. 핀테크 서비스가 늘어난다고 해도 결국 은행과 신용카드사 서비스를 이용하는 '채널'이 바뀔 뿐이다. 하지만 10/30부터 시범서비스가 시작된 오픈뱅킹 서비스가 12월부터 본격화되면서 은행들간에, 그리고 은행과 핀테크 서비스 업체간에 고객접근성을 두고 치열한 경쟁이 벌어질 것으로 예상된다.

오픈뱅킹은 은행이 보유한 결제 기능과 고객 데이터를 공인된 제3자에게 공개하는 제도이다. 금융당국이 인정한 일정한 자격을 갖춘 핀테크 결제사업자는 앞으로 금융결제망에 직접 참가하여 독자적으로 자금이체를 할 수 있게 된다. 핀테크 사업자에게 결제 기능을 개방하면서, 계좌가 개설된 은행을 통해서만 할 수 있었던 계좌조회 및 자금이체, 지급결제 업무를 한 군데 은행, 혹은 핀테크 서비스를 통해 모든 은행 계좌에 대한 조회 및 이체 업무를 한꺼번에 진행할 수 있게 된다. 또한 그동안 은행 결제망을 이용하는 조건으로 핀테크 업체들이 부담해온 건당 400~500원의 수수료 비용이 건당 20~50원으로 대폭 낮아질 예정이다.

10/30부터  
주요 은행  
시범서비스  
개시

12월부터 오픈뱅킹 시행을 앞두고 10/30부터 10개 은행이 오픈뱅킹 고객 시범 서비스를 시작했다. 은행들의 기존 모바일앱에 타행 계좌연결 기능을 통해 계좌조회 및 송금업무가 가능해졌다. 은행들은 모바일앱 기능 강화 및 UX개선을 통해 자사 앱을 통해 고객들의 금융결제 및 송금업무가 이루어지도록 노력하고 있다. KB금융의 경우 KB마이머니 앱을 새로 오픈해 핀테크 업체에서 제공하던 서비스를 제공하려고 시도하고 있다.

은행간  
경쟁에는 큰  
변수 아님

일단 주요 은행들이 시작한 오픈뱅킹 시범서비스를 사용해본 결과 은행간 경쟁구도에는 별다른 영향을 주지 않을 것으로 예상된다. 첫째, 은행들간의 서비스 차이가 크지 않고 중복계좌를 가진 고객들이 각기 다른 은행을 선택한다면 크게 보아 은행간 고객 이동이 일어날 가능성은 높지 않다. 둘째, 은행들의 오픈뱅킹 서비스는 기본적으로 계좌 조회 및 송금 위주이기 때문에 번거로운 등록절차를 거쳐 오픈뱅킹 서비스를 사용할 때의 고객의 실익이 별로 없기 때문이다.

모바일뱅킹앱을 일원화시킨 신한은행이나 하나은행의 경우도 있지만, KB나 SC제일은행 등은 정규앱과 간편접속앱을 이원화해 운영하고 있다. 여기에 KB국민은행은 오픈뱅킹에 맞춰 새로이 KB마이머니 앱을 출범시켰다. 10/30 당일 접속해본 결과 KB금융의 세 개의 모바일앱은 타행계좌 등록에서 아직 연동이 되지 않아, 같은 ID로 접속했음에도 앱마다 다른 조회 상황을 보이고 있다. 고객입장에서 KB국민은행과 KB국민카드만을 사용하더라도 필요에 따라 4~5개의 모바일앱을 설치해 사용해야 하는 사용자 경험 환경을 생각한다면 신한은행의 계좌를 국민은행에서 조회하고 이체할 수 있다는 것이 그렇게 큰 변화라고 보기는 어려워 보인다.

도표 19. 오픈뱅킹화면, KB스타뱅킹앱



자료: DB금융투자

도표 20. KB리브앱

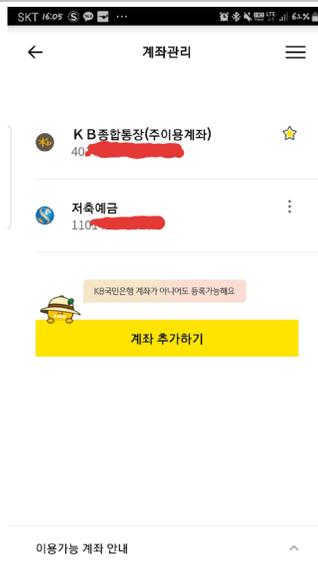
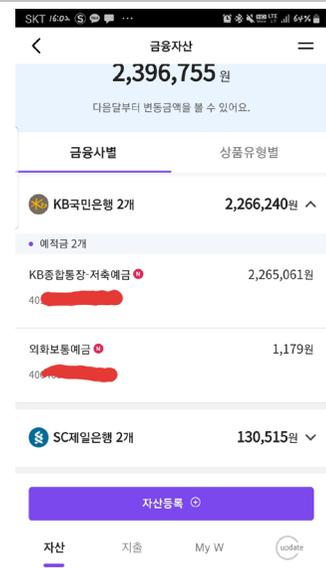


도표 21. KB마이머니앱



은행의 새로운  
앱, 고객 UX에  
대한 고려가  
여전히 부족해

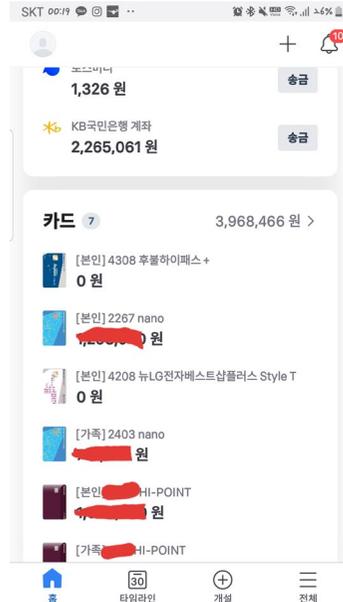
토스나뱅크샐러드, 혹은 핑크의 대항마로 새로 만들어진 KB마이머니 앱을 토스앱과 비교해 보면, 은행권의 모바일 서비스는 은행 서류업무 중심으로 짜여져 있거나 모바일 금융앱 개발 초기에 유행했던 가계부 기능 수준에 머물러 있다. 신용카드 사용내역 조회서비스의 경우 KB마이머니나 토스 모두 공인인증서만 등록하면 모두 조회가 가능한데, 토스가 사용자들의 니즈에 부합하는 신용카드사 공식 앱보다 깔끔한 조회방식을 제공하고 있는데 반해 KB마이머니는 은행 계좌 이용내역과 혼합해 가계부 방식으로 조회서비스를 제공하고 있어 실제 고객들이 많이 사용할 가능성은 높지 않아 보였다.

도표 22. 수입/지출/이체로 구분된 가계부 방식의 KB마이머니



자료: DB금융투자

도표 23. 카드별로 이용금액이 한번에 조회되는 토스



자료: DB금융투자

오픈뱅킹 통해 핀테크의 경쟁력 강화

은행에 있어서 중요한 것은 젊은층을 중심으로 금융소비자의 UX를 변화시키고 있는 핀테크 서비스들과의 경쟁이 보다 치열해진다라는 점이다. 거의 인구비례를 따르는 기존 은행들의 고객에 비해, 인터넷은행의 고객이 더 젊고 핀테크 서비스의 고객이 또 더 젊다는 점은 이미 주지의 사실이다. 인구 비례로 보면 30대 이하 고객의 비중은 대략 40% 수준으로 추정되는데, 인터넷은행의 경우 이 비중이 65~70%에 달하고 있으며 토스의 경우 70%대 후반에 달하고 있다. 최소한 젊은층에 있어서만은 토스가 KB국민은행보다 더 많은 이용되고 있다고 할 수 있다.

도표 24. 연령대별 토스앱 비율 (19.6월)

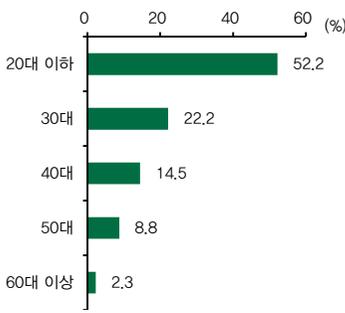


도표 25. 인터넷뱅크 사용 비율 (18년)

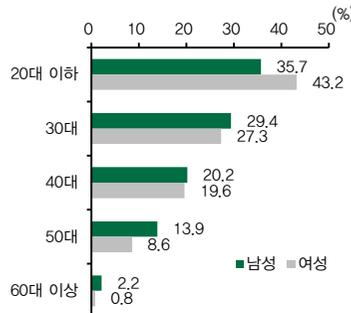
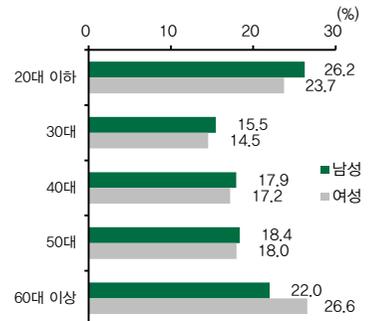


도표 26. 연령대별 비중 (19. 9월)



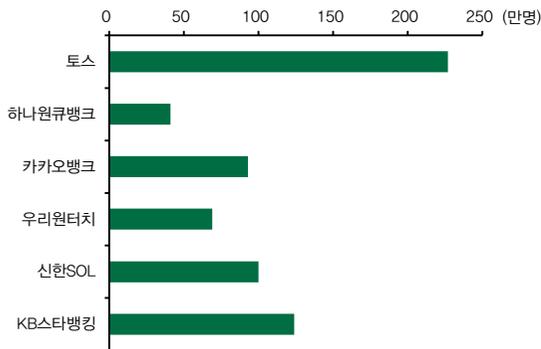
자료: 매일경제 정보통신정책연구원(2018년 한국미디어패널조사 자료 재인용), 행정안전부 주민등록인구통계, DB금융투자

30대 이하  
젊은 고객,  
이미 핀테크  
서비스로 이동

랭키닷컴 등의 조사에 따르면 가장 이용고객이 많은 KB금융의 경우에도 20대 이하 이용자수는 100만명 수준으로 추정되고 있다. 2018년 2월 기준 토스의 20대 이하 고객은 230만명 수준으로 추정되었는데 해당연령대 인구 5명중 1명이 토스 이용자였다고 할 수 있다. 최근에는 토스 월간 MAU가 1천만에 도달한 것으로 추정되고 있는데, 결국 20대 이용자가 500만을 넘어서 해당연령대 인구의 절반 정도가 직간접적으로 토스 서비스에 노출되어 있는 것으로 보인다.

실제 20대와 30대 금융 이용자들의 의견을 들어보면, 일반은행들의 어플들이 속도가 느리고 복잡하며 앱이 무겁기 때문에 카뱅이나 토스 앱을 사용하고 있다는 의견이 많았다. 오픈뱅킹을 통해 은행들이 토스나 카뱅 수준으로 도약할 가능성에 대해서는 회의적인 반응이 많았는데, 스마트폰이 도입된지 10년이 넘었음에도 앱이 전혀 달라지지 않고 있다는 점을 보면 은행들이 사용자들의 경험에 대해 실제로는 이해하지 못하고 있을 것이라는 의견 많았다.

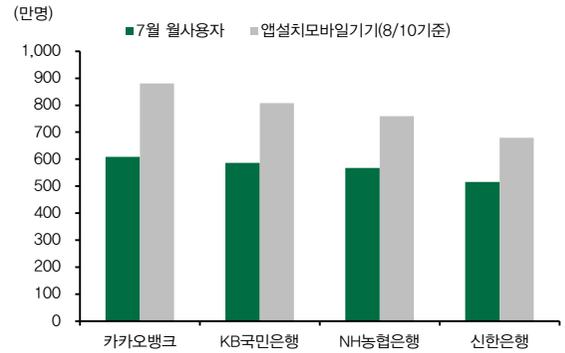
도표 27. 주요 금융앱 20대 이하 이용자 추정치 (18.2월)



자료: 랭키닷컴, DB금융투자

주: 안드로이드 단말기 이용자 4만명 대상 표본조사로 랭키닷컴에서 추정한 수치

도표 28. 주요 은행 모바일 앱 사용자수/ 설치 기기 수



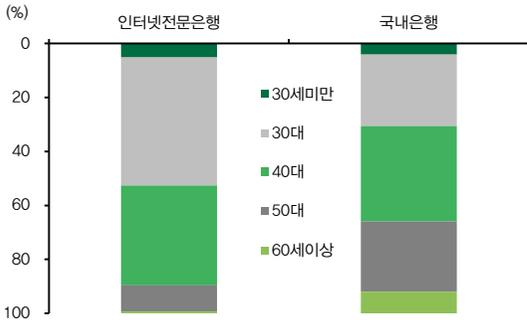
자료: 아이지네이웍스, DB금융투자

미래의 주력  
고객을 둘러싼  
싸움

일반적으로 20~30대 고객은 고연령층 고객에 비해 자산규모가 크지 않아 금융사 수익에도 큰 기여를 하지 못하는 것으로 인식되고 있다. 하지만 젊은 고객들의 경우 연령 변화에 따라 향후 대출실행, 신용카드 사용 등 금융서비스 이용이 늘어날 수 있다는 점에 주의가 필요하다. 대출을 이용하고 있는 고객들에 대한 속성 분석을 보면, 연령대 분포를 감안할 때 인터넷은행과 일반은행들 사이에 큰 차이는 나타나지 않고 있다.

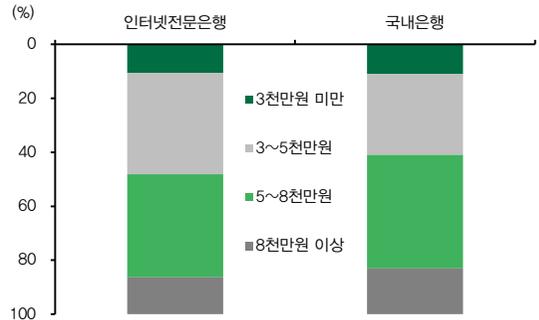
20대와 30대 금융이용자들의 경우 카뱅이나 토스와 같은 서비스에 이미 익숙해져서 은행 앱으로 이동할 가능성은 높지 않아 보이며, 이들의 연령이 높아지며 금융서비스를 이용하게 되면 자연스럽게 카뱅이나 토스가 제공하는 서비스를 이용하게 될 가능성이 있다. 최근 카뱅의 빠른 대출잔액 증가는 단순히 가격경쟁력만으로 설명할 수 있는 수준 이상이다.

도표 29. 대출차주 연령대별 비중, 인터넷은행 vs. 국내은행



자료: NICE평가정보(한국은행 금융안정보고서에서 재인용), DB금융투자

도표 30. 대출차주 소득수준별 비중, 인터넷은행 vs. 국내은행



자료: NICE평가정보(한국은행 금융안정보고서에서 재인용), DB금융투자

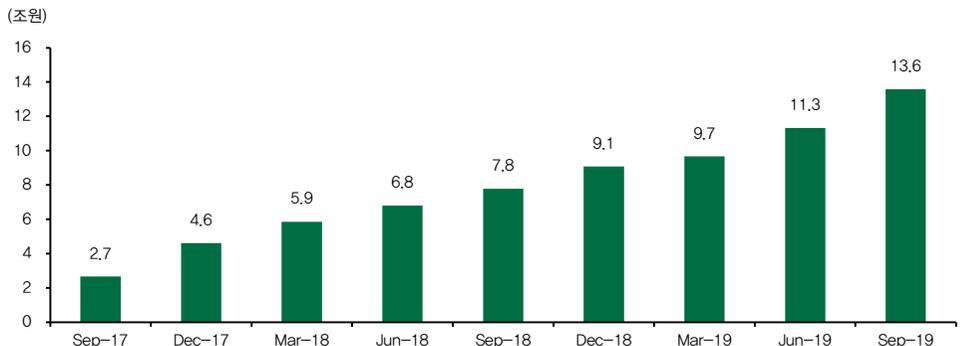
핀테크업체들, 송금수수료 비용 절감 기대

오픈뱅킹으로 인해 2020년 당장 나타날 가장 큰 변화는 송금수수료 비용의 감소이다. 지금까지는 핀테크업체들이 송금업무와 관련해 은행에 건강 400~500원의 송금수수료를 부담해왔는데, 2018년 기준 지급수수료비용은 토스가 616억원, 카카오페이가 891억원에 달한다. 2019년에는 시장규모가 40~60% 가량 늘어난 것으로 추정되고 있으므로, 2020년부터 수수료비용이 1/10수준으로 줄어든 경우 핀테크사 전체로 최소 2천억원대의 수수료 비용 감소가 예상된다. 이러한 수수료비용의 감소는 고스란히 은행 비이자수익의 감소로 이어지며, 동시에 송금서비스를 주무기로 하는 핀테크사들의 마케팅 강화 재원으로 활용될 것이라는데 주목할 필요가 있다. 은행별로 300~600억원 수준의 펌뱅킹 수수료수입 감소 전망은 이미 우리의 2020년 은행실적 추정에 반영된 사항이다.

이미 시작된 은행의 미래에 대한 우려

현재로서 은행들의 금융서비스 장악력은 매우 높다. 하지만 향후 주력이 될 30대 이하 연령층에서 주거래 입지를 잃고 있다는 점은 은행 이익의 영속성에 대해 우려를 갖게 하며 은행의 밸류에이션을 낮추는 방향으로 작용하고 있다. 또한 카뱅의 대출잔액이 빠르게 증가하고 있다는 점은 이러한 우려가 결코 기우가 아님을 잘 보여주고 있다.

도표 31. 카카오편크 대출잔액 추이



자료: 금감원, 한겨레신문, DB금융투자

은행, OEM대출 판매 위주로 변화, 안정성 확보했으나 성장성 둔화

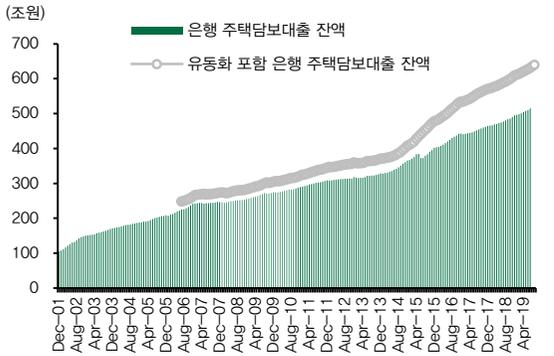
HF공사  
유동화상품,  
은행의 대안

2000년대 이후 가계대출, 특히 주택담보대출 중심으로 성장해온 은행에 문제가 생기기 시작한 것은 HF공사로의 유동화를 전제로한 보증자리론과 적격대출 판매가 증가하면서 부터이다. 특히 기존 주택담보대출을 저리로 차환한 2015년 안심전환대출을 계기로 유동화조건부대출의 판매가 급증했고 2019년 6월말 기준 은행창구를 통해 판매된 주택담보대출 630조원 중 115조원이 주택금융공사를 통해 유동화된 대출일 정도로 유동화조건부 대출의 판매가 급증했다.

주택대 증가의  
1/3이 정책성  
상품

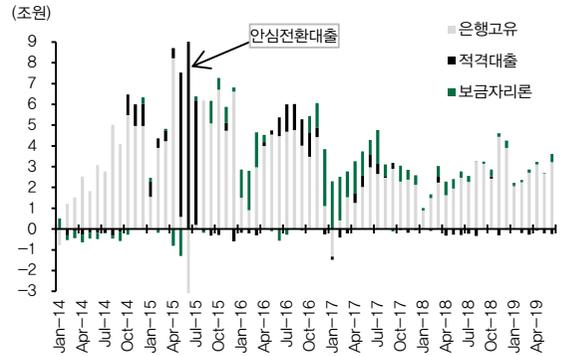
순증분만을 비교하면 이러한 영향은 더욱 크게 나타난다. 2014년말 이후 은행채널을 통해 판매된 주택담보대출 잔액은 223조원이었는데, 이중 1/3에 해당되는 74조원이 HF공사로 유동화된 보증자리론과 적격대출이었다. 물론 이러한 증가에는 30조원 규모로 취급되었던 2015년의 안심전환대출이 큰 영향을 미쳤다. 가계대출시장의 포화과 정책당국의 대출규제 등으로 인해 성장성이 제약된 상황에서 이러한 정책성 대출의 증가는 은행에 상당한 영향을 미쳤다.

도표 32. 은행 주택담보대출 잔액 추이



자료: 한국은행, DB금융투자

도표 33. 은행 창구판매 주택담보대출 순증 추이



자료: 한국은행, DB금융투자

유동화대출과의  
경쟁, 은행  
NIM에도 부담

은행대출을 HF공사로 넘기고 MBS를 받았던 2015년의 안심전환대출 사례를 생각지 않더라도 이러한 유동화조건부대출의 취급은 은행 NIM에 상당한 부담요인으로 작용하고 있다. 특히 최근 나타나고 있는 것과 같이 장단기금리차가 축소된 상황에서는 그 영향이 더욱 증폭되고 있는데, 장기고정금리인 적격대출과 보증자리론의 금리가 은행이 취급하고 있는 변동금리부 주택담보대출과 큰 차이를 보이지 않기 때문이다. 6월 기준 은행권에서 신규 취급된 주택담보대출의 평균 금리는 2.85%였는데, 30년 만기 U보증자리론의 금리가 2.85%였고 취급된 적격대출의 평균금리가 2.86%로 큰 차이가 없었다.

이와 같이 장기고정금리대출의 실행금리가 낮아지면서 은행의 변동금리대출금리를 제한하는 방향으로 영향을 미치고 있다. 은행권 신규조달 평균금리인 COFX신규금리 대비 주택담보대출의 가산금리 추이를 살펴보면 2017년초 179bp까지 반등했던 것이 8~9월에는 94bp로 역대 최저 수준으로 하락했다는 사실을 알 수 있다. 가산금리가 하락했던 기간이 보증자리론 및 적격대출의 판매가 활성화된 이후이며 특히 장단기금리차가 축소되었던 시기와 겹친다는 점에 주목할 필요가 있다.

도표 34. 신규 주택담보대출 금리수준 비교



자료: 한국은행 DB금융투자

도표 35. 은행주택담보대출의 조달금리 대비 가산금리 추정치



자료: 한국은행 DB금융투자

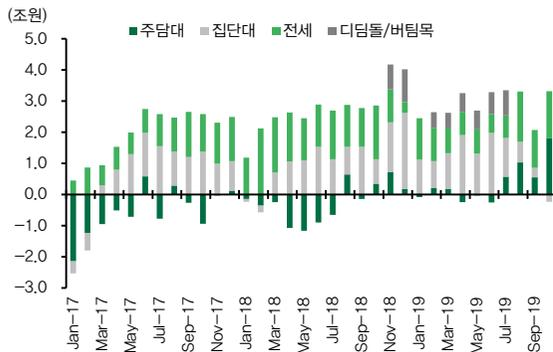
은행 주담대, 집단대출과 전세대출이 대부분

최근 은행의 가계대출 순증 추이를 살펴보면, 외형적으로는 가계대출이 견조한 증가세를 보이고 있다. 그러나 내용을 자세히 살펴보면, 주로 아파트 분양분의 잔금대출에 해당되는 집단대출과 정책자금 성격인 전세자금대출이 대부분이며 은행의 일반 주택담보대출 순증은 거의 없다. 5대 은행의 2019년 9월말 주택담보대출 430조원 중 집단대출이 140조원으로 32.6%를 차지하고 있는데, 2019년 1~9월 늘어난 주택담보대출 25조원 중 9.4조원이 집단대출을 통해 늘어났다.

10월 일시적으로 유동화대출 증가

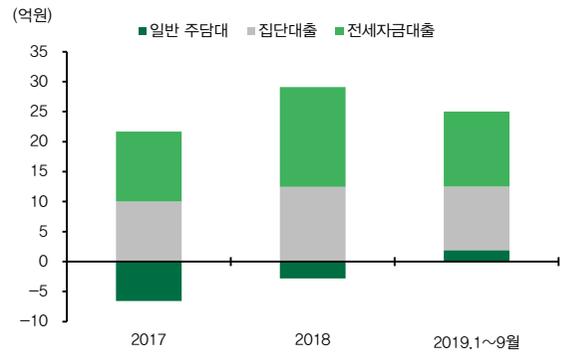
집단대출과 전세자금대출을 제외하면 2017, 2018년 은행의 주택담보대출은 소폭이나마 감소했고, 2019년 들어서도 2조원 내외의 증가에 그친 것으로 추정된다. 2019년 10월의 경우 은행 주택담보대출이 이례적으로 2조원 가까이 증가한 것으로 언론보도되고 있으나, 안심전환대출과 관련해 보증자리론 판매가 급증했다는 점에서 곧 유동화되어 은행 자산에서는 빠져나갈 가능성이 높다. 5대 은행에서 만 평월에 비해 보증자리론이 1.5조원 이상 추가로 판매되었을 가능성이 높아 보인다.

도표 36. 5대 은행 주택담보대출 월별 순증 추이



자료: 언론보도내용 종합 DB금융투자  
주: 5대 은행 = 국민 신한 우리 하나 농협

도표 37. 5대 은행 주택담보대출 순증 추이, 연간



자료: 언론보도내용 종합 DB금융투자

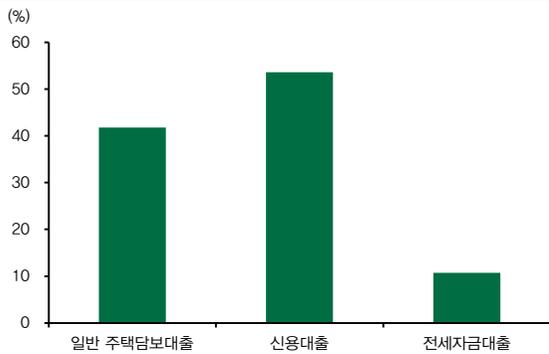
**전세자금대출,  
안전한 고마진  
대출상품**

은행이 취급하는 전세자금대출은 정책금융기관인 HF공사와 주택도시보증공사, 그리고 정부가 대주주인 SGI서울보증 90% 이상을 보증하는 보증부 대출상품이다. 따라서 실질적으로 정책당국의 의지가 반영되는 정책성자금대출이며, 동시에 은행 입장에서 손실의 가능성이 거의 없는 안전한 대출이다.

**자본부담은  
낮고,  
마진은 오히려  
높아**

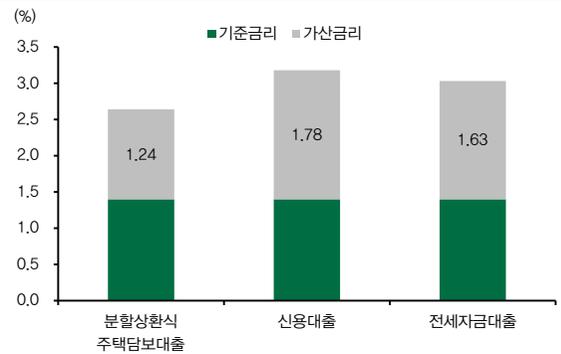
한국은행이 금융안정보고서에서 밝힌 바에 따르면, BIS비율 산출 시 위험량이 표준법을 기준으로 일반 주택담보대출이 41.8%에 달하는데 비해 전세자금대출은 10.7%에 불과하다고 한다. 반면 일반적인 통념과 달리 전세자금대출은 고마진대출이다. 은행연합회의 자료에 따르면 9월 집행된 대출을 기준으로 분할상환식 주택담보대출의 가산금리는 1.24%p이며 신용대출은 1.78%p에 달한다. 그런데 HF공사가 공시한 바에 따르면 (HF공사가 보증한 9월 집행된) 전세자금대출의 경우 은행권 평균금리가 3.03%로 같은 방식으로 계산해 보면 가산금리는 1.63%p이다. 분할상환주택담보대출보다 거의 40bp가 높고 신용대출과도 큰 차이가 나지 않는다. 실질적인 자본수익률은 주택담보대출의 몇 배 수준에 해당된다. 은행들이 최근 들어 전세자금대출 증가에 열을 올리고 있는 이유가 분명히 드러난다.

도표 38. 표준법 기준 BIS비율 산출 시 위험가중치 비교



자료: 한국은행 금융안정보고서, DB금융투자

도표 39. 주요 가계대출 가산금리 수준 비교 (2019.9월 기준)



자료: 은행연합회, HF공사, DB금융투자

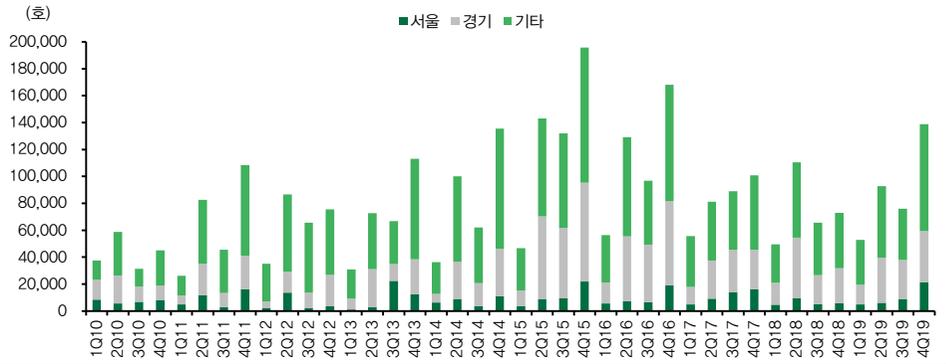
**집단대출  
전세자금 비중  
상승, 성장성  
제약 우려**

집단대출과 전세자금의 비중이 높아지면서, 가계대출 성장성이 낮아질 가능성을 염두에 둘 필요가 있다. 집단대출의 경우 고가주택에 대한 중도금이 막히면서 잔금대출의 중요성이 높아지고 있는데, 일반적으로 분양 이후 2.5~3년 정도 후에 입주가 이루어진다는 점을 감안할 필요가 있다.

실제로 언론을 통해 확인된 바에 따르면 2019년 10월에는 2018년 1, 2월 이후 처음으로 5대 은행의 집단대출이 2천억원 감소했다. 2Q16~4Q16에 크게 늘어났던 분양물량이 2017년 줄어들었던 영향이 나타나고 있는 것으로도 볼 수 있다. 2015~2016년 40~50만호에 달했던 아파트 분양물량이 30만호 내외로 줄어든 영향이 나타나면 은행의 주택담보대출 성장에도 제동이 걸릴 가능성이 있다.

또한 전세자금대출의 경우, 대출규제와 부동산규제로 인해 연간 10~15조원 증가하는 추세로 자리잡아가는 모습이라서 향후 성장률은 소폭이나마 하락하는 모습이 나타날 가능성이 크다.

도표 40. 아파트 분양물량 추이



자료: 부동산114, DB금융투자

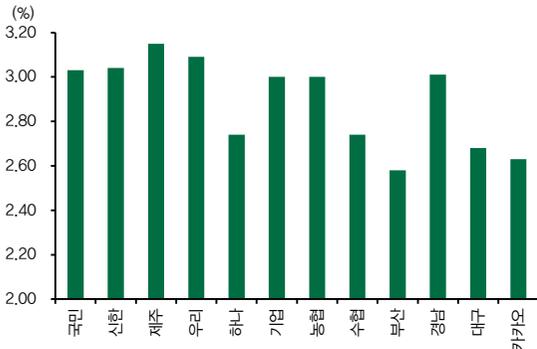
### 경쟁 격화와 NIM에 대한 우려

제2차  
안심전환대출,  
은행권의 경쟁  
격화 계기

제2차 안심전환대출의 영향으로 연말~연초 은행에서 약 20조원의 자산이 유동화될 예정이다. 은행 자산성장성이 1.5%p 가량 하락하는데다, 자산감소분을 메우기 위해 은행들이 안전한 대출을 늘리는데 주력하면서 NIM 하락 압력이 예상된다.

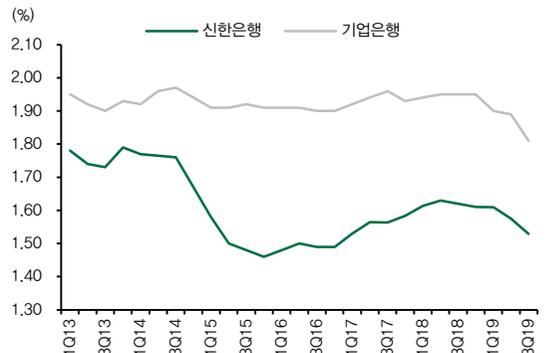
이미 언급한 것과 같이 전세자금대출, 특히 HF공사가 보증한 전세자금대출은 사실상 보증부대출이어서 신용위험도 극히 낮고 BIS비율 산출 시에도 거의 부담이 없다. 그럼에도 불구하고 집행된 금리는 은행별로 큰 차이를 보이고 있다. 금리가 가장 낮은 부산은행의 경우에도 가산금리는 120bp 수준으로 현재 형성되고 있는 주택담보대출의 가산금리보다 높은 수준이다. 은행별로 수익성의 차이가 크지 않음에도 은행간 차이가 크기 때문에 경쟁으로 마진이 하락할 가능성이 있다. 일부 대형은행의 경우 안심전환대출로 인한 자산감소분을 전세대출로 메운다는 계획을 수립하기도 했다.

도표 41. 9월 집행된 HF공사보증 전세대출의 은행별 평균금리



자료: HF공사, DB금융투자

도표 42. 신한, 기업은행 분기 NIM 추이



자료: 각사, DB금융투자

자산증가율  
높은 은행 NIM  
하락폭이 컸음

은행권의 NIM 추이를 살펴보면 2019년 들어 급격한 하락세가 나타났다. 단순히 NIM 하락을 주택담보 대출의 문제로 보기는 어려운 것이, 일반은행들과는 자산구성이 다른 중소기업대출 중심의 기업은행의 경우에도 NIM이 큰 폭으로 하락세를 보이고 있다. 굳이 이유를 찾자면 자산성장성이 높을수록 NIM 하락폭이 컸던 것으로 추정된다. 예대출 부담 때문에 자산성장성이 거의 없었던 국민은행의 NIM이 3bp 내외 하락해 상대적으로 건조한 흐름을 보였다는 점이 이러한 추정에 힘을 실어준다.

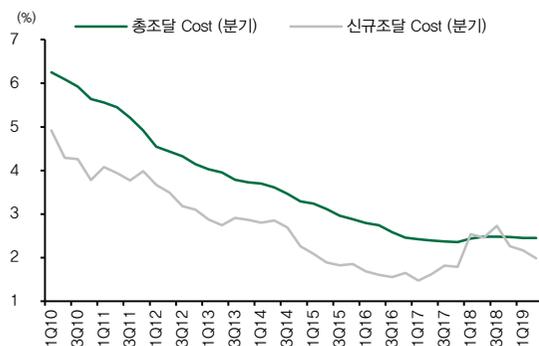
전세대출, 금리  
인하 여력이  
높은 부분

하지만 국민은행의 경우에도 2020년에는 일정 수준의 자산 성장을 가져갈 것으로 예상하는데, 제2차 안심전환대출 효과를 감안하면 2019년 국민은행의 자산은 소폭이나마 감소할 가능성이 높기 때문이다. 따라서 2020년에는 KB금융의 경우에도 NIM 하락 추세에서 예외가 되기는 어려울 것으로 예상된다. 특히 앞서 언급한 것처럼 전세자금대출 부문에서 경쟁이 격화될 가능성이 있다는 점이 NIM에 상당한 부담요인으로 작용할 것으로 우려된다. 2019년 하락한 추세만을 고려하더라도, 2020년 연중으로 NIM은 최소 5bp 이상 하락할 것으로 예상된다.

신용카드,  
조달금리 하락  
통해 은행 NIM  
하락 일부 상쇄  
기대

신용카드 부문의 조달금리 하락이 일부 이러한 이자부문 수익성 하락을 메워줄 가능성이 있다. 상장사인 삼성카드의 경우를 살펴보면, 평균조달금리는 2Q19에는 2.45%였고 3Q19에는 2.40% 내외였을 것으로 추정된다. 이미 2Q19에 신규조달금리 평균이 1.99%였는데, 3Q19 이후 1.7%대에서 조달이 이루어지고 있다. 이러한 조달금리 추세를 감안하면, 2020년에는 최소 15bp 이상의 조달금리 하락이 예상된다. 삼성카드가 상대적으로 보수적 관점에서 조달만기를 길게 가져가는 측면이 있다는 점을 감안하면 신용카드사들의 조달금리는 15~20bp 정도 하락할 것으로 예상된다. 금융지주회사별로 신용카드로 조달금리 하락의 전체 NIM 효과는 각기 다르게 나타나겠지만, KB와 신한지주 기준으로 대략 2~4bp 내외의 NIM 하락효과를 상쇄해줄 수 있을 것으로 예상된다.

도표 43. 삼성카드 조달금리 추이



자료: 삼성카드, DB금융투자

도표 44. AA+ 여전채 민평금리 추이



자료: 금융투자협회, DB금융투자

### III. 지금까지 이런 저금리는 없었다

사상 유례없는  
저금리 상황

지금까지 이런 저금리는 없었다. 90년대 이전 판매한 레거시 상품의 역마진 부담을 논하는 것이 한가하게 느껴질 지경이다. 국고 10년물 금리가 예정이율을 밑돈지 이미 오래이고, 역마진 부담은 갈수록 심해질 것으로 우려된다. (10p. [도표 17, 18] 참조) 단시간 내에 '정상적' 금리수준으로 복귀할 것이라는 기대가 이미 무너진 상황이므로, IFRS17이나 K-ICS같은 제도의 시행여부나 경과조치 도입과는 별개로 특단의 조치가 필요한 상황이다.

예정이율  
인하가 시급한  
상황

그래서 보험산업 최대 이슈는 예정이율 인하이다. 2020년 보험사들의 신계약매출부터 손익전망은 현재로서는 예정이율 인하시기와 폭에 대한 시나리오로만 접근이 가능한 상황이다. 하지만 이미 11월에 들어섰고 1월에 전면적인 예정이율 인하를 단행하기에는 물리적으로 시간이 부족하다.

우리는 1월과 4월에 회사별, 그리고 한 회사 내에서도 상품별로 나누어서 예정이율 인하가 단행될 가능성이 높다고 판단한다. 주력상품인 손보의 건강상해보험과 생보의 종신보험 예정이율 인하 시기와 폭이 중요할 것인데, 폭은 50bp 쪽의 가능성이 높고 시기는 4월의 가능성이 더 높아 보인다. 이 경우 현재 우리가 보고 있는 것과 손익전망은 크게 달라지지 않을 가능성이 크다.

### 제도 연착륙 방안은 이미 시행, 하지만 수익성 개선이 더 중요

LAT 규제 강화  
일정 연기 시행

연초부터 금리 하락으로 인해 책임준비금 적정성평가(Liability Adequacy Test, 이하 LAT) 준비금 추가 적립이 우려되어 왔다. 그러나 이미 지난 반기말 기준으로 감독당국이 할인을 산출 시에 사용되는 Ultimate Forward Rate(이하 UFR)을 기존 4.2%에서 5.2%로 상향해 적용했기 당장에 LAT 준비금 추가 적립을 하지는 않아도 되는 상황이다. 여기에 감독당국이 LAT 적립기준 강화일정을 1년 연기함에 따라 회사들의 부담은 추가로 경감되었다.

도표 45. LAT 적립기준 강화 일정 1년 연기

구분	'17년	'18년 and '19년	'20년	'21년
i) 할인율	국채수익률+ [산업위험스프레드 x 100%]	국채수익률+ [산업위험스프레드 <sup>주1</sup> x 80%]	국채수익률+유동성 프리미엄 <sup>주2</sup>	국채수익률+유동성 프리미엄
ii) 평가금액결정방식	50퍼센타일	55퍼센타일 <sup>주3</sup>	55퍼센타일	전체평균
iii) 추가적립액의 가용자본 인정비율	90%	80% <sup>주4</sup>	70%	60%

자료: 금융위, DB금융투자

주1: 국채수익률을 초과하는 산업평균 자산운용 초과수익률

주2: 산업위험스프레드-신용위험

주3: 금리가정에 따른 다양한 시나리오별 LAT 책임준비금 중 하위 55%에 해당하는 금액

주4: LAT에 의한 책임준비금 중 지급여력제도(RBC)에서 가용자본으로 인정되는 비율

제도 강화는  
충분한 유예를  
두고 시행될 것

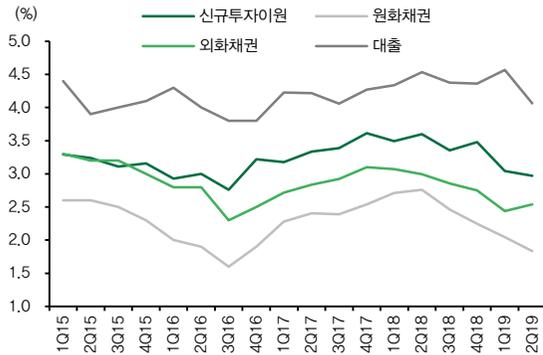
한화생명에서는 1Q19 실적발표 IR을 통해, LAT제도 강화에 따라 할인율이 연도별로 15~25bp 떨어질 것으로 전망한 바 있다. 이러한 전망에 따르면 내년 이후 추가적립의 가능성도 배제할 수 없으나, 회사측에서는 신계약 판매를 통한 신계약가치 추가 확보와 제도 변화 등을 통해 큰 손익영향 없이 대응이 가능할 것이라는 전망을 제시하고 있다. 추가적립분의 일부를 자본으로 인정되는 재무건전성준비금으로 분류해 손익에 영향을 주지 않도록 하는 제도도 부담을 크게 경감해줄 것으로 예상된다.

2022년부터 도입 예정인 IFRS17의 경우에도 저금리 장기화로 인해 부담이 늘어나면서 유럽에서도 도입 연기에 대한 요구가 다시 나오고 있는 상황이다. K-ICS의 경우 감독당국도, Solvency2 Long-term Guarantees Measures에 준하는 충분한 유예조치를 시행한다는 입장인어서 대형 회사들의 경우 충분히 대응이 가능할 것이다.

수익성, 특히  
이차수익성  
악화가  
근본 문제

하지만 중요한 것은 수익성의 악화가 계속되고 있다는 점이다. 삼성생명 사례를 살펴보면, 2Q19 국내 채권의 신규투자이율은 1.84%까지 떨어졌고 이로 인해 전체 신규투자이율은 2.97%로 3%를 밑돌았다. 해외스왑환경이 조금이나마 개선되고 수익률이 높은 대출비중을 높여 대응했겠지만, 3Q19 수익률도 3%를 밑돌았을 가능성이 높다. 그런데 2016년 4월 예정이율이 2.75%로 인하되기 이전에 예정이율이 3%였던 기간은 2005년 4월 ~ 2006년 3월과 2015년 9월 ~ 2016년 3월의 기간 뿐이며, 그 외에는 예정이율이 모두 3.25% 이상이었다. 신규투자이익률이 2000년 이후 판매한 보장성보험의 예정이율을 하회하고 있다. 이런 상황에서는 상당기간 역마진의 추가 악화가 불가피할 것으로 예상된다.

도표 46. 삼성생명 신규투자이율 추이



자료: 삼성생명, DB금융투자

도표 47. 삼성생명 예정이율과 장기국채 금리

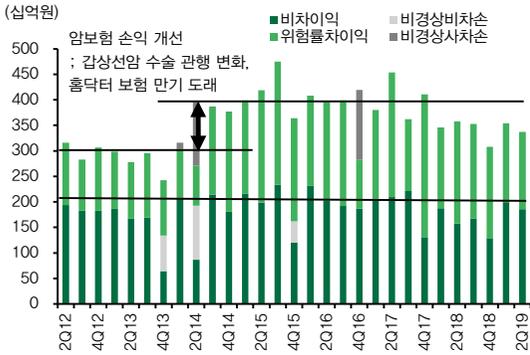


자료: 삼성생명, 금융투자협회, DB금융투자

보험영업부문  
손익도 개선이  
없음

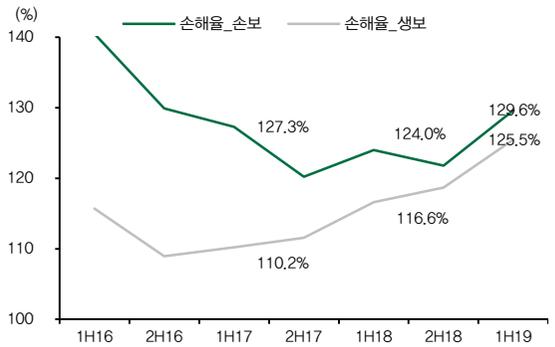
시장의 기대와는 달리 보험영업부문에서도 수익성의 개선은 나타나지 않고 있다. 특히 손해율의 개선이 나타나지 않고 있는데, 이러한 손해율 상승에는 손보사들과 마찬가지로 실손손해율의 악화가 상당한 영향을 미치고 있는 것으로 보인다. 실손담보 비중이 위험보험료의 35% 내외인 손보사보다는 낮지만 대형 생보사들의 경우 위험보험료에서 차지하는 실손담보 비중이 10% 내외로 그 영향이 작지 않다. 상반기 기준 손보사들의 실손담보 손해율이 125% 수준으로 손해보험사들과 큰 차이를 보이지 않고 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

도표 48. 삼성생명 보험영업이익 정체 내지 소폭 감소



자료: 삼성생명 DB금융투자

도표 49. 실손담보 손해를 추이



자료: 금감원 보험연구원 DB금융투자

예정이율 하락  
통한 보험료  
인상이 가장  
근본적 대책

하락하는 생보사의 수익성을 되돌리기 위해서는 현재 판매되고 있는 신상품의 수익성을 제고하려는 노력이 우선될 수밖에 없다. 실손담보 손해를 관리하려는 노력도 필요하겠으나, 무엇보다 예정이율을 낮춰 현재 금리 수준에 맞게 보험료 수준을 정상화해야 한다.

일반적으로 예정이율이 25bp 인상/인하되면 보험료는 5~15% 가량 인하/인상되는 것으로 알려져 있다. [도표 50, 51]은 2016년 예정이율 인하 때의 언론보도자료인데, 예정이율 25bp 변동에 대해 각각 5%와 15%의 보험료 민감도를 제시하고 있다. 보험료가 인상되는만큼 똑같은 보험료를 납입할 경우 보험금이 감소하고, 따라서 만기/중도 환급율도 하락한다. 과거 GA마케팅자료를 찾아보면, 예정이율 25bp 하락 시 환급률은 12%p 내외 변동되는 것으로 홍보된 바 있다.

도표 50. 예정이율 변화에 따른 보험료 효과 예시



자료: 한국경제신문에서 재인용, DB금융투자

도표 51. 예정이율 인하에 따른 보험료 인상 예시

■ 적용이율 인하에 따른 보험료 인상 (단위:%,원)

상품명	적용이율
통합중신보험	3.0 → 2.75
연금전환 중신보험	3.0 → 2.75
연금전환 변액중신보험	3.5 → 3.3

납입 보험료	인상률
17만9000 → 20만5000	14.5
17만9000 → 20만3000	13.4
15만4000 → 16만5000	7.1

자료: 더스쿠프, DB금융투자

신상품의 경우 예정이율을 50bp 인하하게 되면 금리부문의 수익성이 50bp만큼 개선되는 것으로 어림셈할 수 있다. 보험료가 오르는만큼 수익성은 개선되는 것이다. 예정이율을 25bp 인하할 경우 (물론 자본비용에 미치는 영향이 균등하지 않지만) 어림셈으로 APF대비 신계약 수익성이 10%p 이상 개선 될 것으로 기대된다.

다만 최근의 금리 하락으로 최근 판매한 신계약들의 수익성은 하락했고, 현행 회계제도 하에서는 개선된 신계약 수익성이 재무제표에 영향을 미치려면 최소 5년 이상의 시간이 필요하다는 점에 주의가 필요하다. 예정이율 하락이 선제적이라기보다 사후적이므로 예정이율을 낮춘다고 당장에 보험사 손익에 영향이 나타나지는 않을 것이다.

## 예정이율 인하 시 신계약 매출 감소로 손익 개선 효과 기대

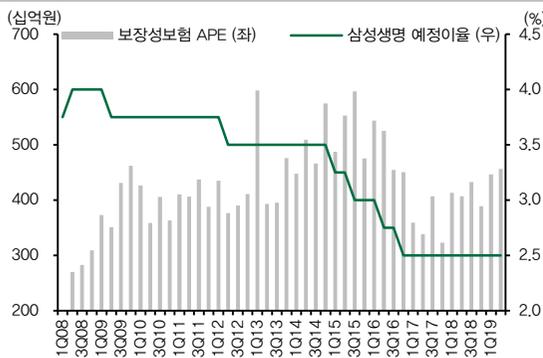
아직도  
매출감소를  
걱정하고 있는  
회사들

예정이율 인하와 관련해 보험사들이 걱정하고 있는 것은, 상품경쟁력의 하락과 이로 인한 매출 감소이다. 지난 8/13 2분기 실적발표 컨퍼런스에서 예정이율 인하 검토 여부 및 그 영향도를 묻는 질문에 대해 삼성생명 CPC담당임원이 답변한 내용은 보험사들의 이러한 우려를 잘 대변하고 있다.

*“예정이율이 인하되면 종신보험의 경우 보험료가 크게 인상되고 환급률도 떨어져 판매경쟁력이 약화될 수 있다. 예정이율 인하 효과를 보강하기 위해 상품구조를 변경해 환급률을 커버해서 상품경쟁력을 유지할 수 있는 방안을 고민하고 있다.”*

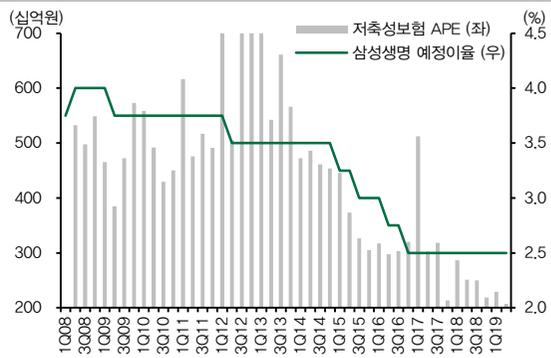
2014년부터 예정이율이 본격적으로 인하된 이후 보장성 및 저축성보험 모두 신계약 수준이 크게 낮아진 것을 보면, 예정이율 인하로 인한 보험료 인상효과가 중장기적으로 보험수요에 부정적 영향을 줬을 것으로 추정할 수 있다. 하지만 2016년 4월과 10월 예정이율 인하 시기를 특정해서 보면 예정이율 인하 전후 ‘절판마케팅-매출감소’의 사례가 분명히 나타나지는 않았다. 아마도 월별이 아닌 분기 매출이어서 월별 변동이 명확하게 나타나지 않기 때문으로 짐작된다.

도표 52. 삼성생명 예정이율과 보장성신계약 APE



자료: 삼성생명, DB금융투자

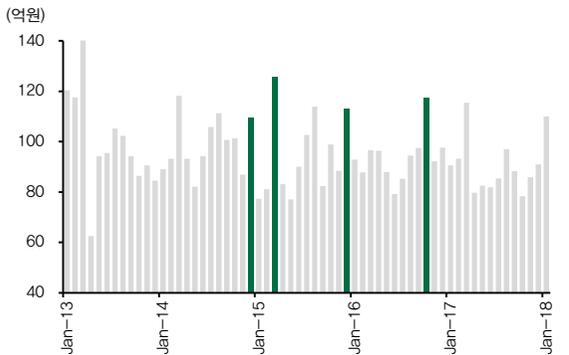
도표 53. 삼성생명 예정이율과 저축성신계약 APE



자료: 삼성생명, DB금융투자

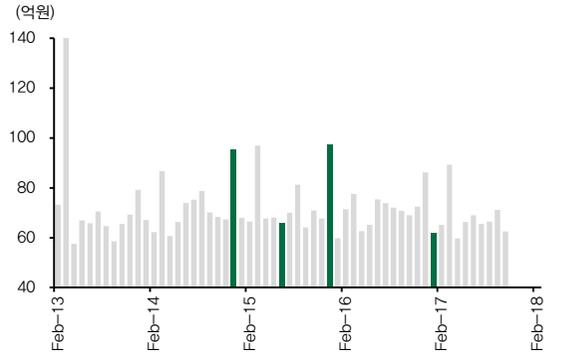
손보사들의 경우 2017년까지 월별 매출 데이터가 공시되었기 때문에 생보사들에 비해 보다 세밀한 접근이 가능하다. 이들의 데이터를 보면 예정이율 변경 전후의 ‘절판마케팅’은 두드러지지만 이후의 매출감소효과는 그다지 크게 나타나지 않고 있다. 오히려 위험률 변경 등 기타 요인들이 매출에 더 큰 영향을 끼친 것으로 추정된다.

도표 54. 예정이율 변경 직전월의 인보험 신계약, 삼성화재



자료: 삼성화재, DB금융투자

도표 55. 예정이율 변경 직전월의 인보험 신계약, DB손보



자료: DB손보, DB금융투자

과거와 달리  
손보사들도  
예정이율 인하  
영향이 크게  
나타날 것

손보사들의 경우 2016년까지는 10년, 20년, 30년의 연만기 상품이 주종을 이루었다. 저축성상품도 보험차익비과세를 이용하기 위해 10~15년 정도로 만기가 짧았다. 그래서 생보에 비해 상대적으로 예정이율 민감도가 낮았다. 그런데 2017년부터 ‘세만기’ 위주인 상태, 질병 등 제3보험 영역의 상품 판매가 급증했다. 세만기상품은 80세만기, 100세만기 등의 형태로 판매되는데, 연만기상품에 비해 상대적으로 만기가 길다. 따라서 이들 상품의 보험료는 예정이율 변화에 대한 민감도가 높다. 물론 손해보험사들이 IFRS17 및 KICS 부담을 고려해 연만기상품 판매를 늘리려는 노력을 하고는 있지만, 경쟁의 핵심인 GA채널 등의 경우 상대적으로 세만기상품에 대한 니즈가 높고 상태, 질병보험 판매가 늘어날수록 세만기상품이 판매될 가능성이 높다. 따라서 손보의 경우에도 예정이율 인하에 따른 보험료 인상효과를 과거에 비해 크게 나타날 가능성이 높다.

신계약 매출이  
감소하는 것이  
손익에는  
도움이 되는  
상황

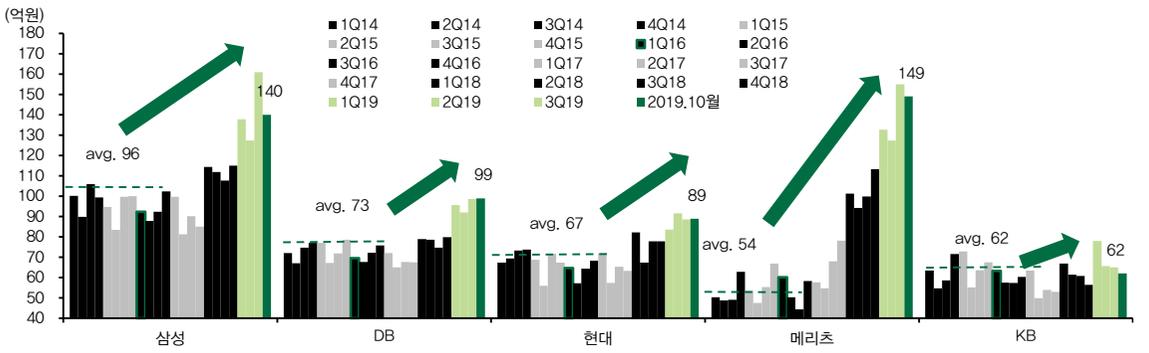
현재의 상황은 신계약 매출이 다소 줄어드는 것이 손익 개선에 오히려 도움이 될 상황이다. 3Q19까지 손보사들의 신계약은 가파른 증가세를 보였으며 이에 따라 사업비 증가가 실적악화에 큰 영향을 미쳤다. 10월 들어 3Q19 대비 신계약 규모는 다소 감소했고 메리츠화재가 일부 인수지침을 강화했지만, 경쟁이 다시 격화될 가능성은 여전한 상황이다. 2위권사들도 높아진 신계약 수준이 당분간 그대로 유지될 가능성이 높다. 이런 상황에서 예정이율 인하를 통해 보험료가 인상되면 자연스럽게 신계약 매출이 감소해 손익을 개선시킬 수 있을 것으로 기대한다.

예정이율 인하  
시기에 따라  
추정치 변경  
가능성

만약에 예정이율 인하가 1월에 단행된다면, 12월 강한 절판마케팅이 전개되어 2019년 이익은 현재 추정하고 있는 것보다 15% 내외 줄어들 가능성이 있다. 그러나 이 경우 내년부터는 신계약 매출이 현재 예상하는 것보다 5~10% 가량 줄어들면서 당기순이익 전망치가 현재 추정치보다 10% 이상 상향될 가능성이 있다.

다만 앞서 언급했던 것과 같이 1월에 예정이율을 전면적으로 인하할 가능성은 높지 않아 보인다. 만약에 주력상품들의 예정이율이 4월에 인하될 경우에는, 3월에는 절판마케팅이 일어나겠지만 이후 신계약이 감소할 것으로 예상된다. 이 경우 분기실적 추정치는 크게 변하겠지만 연간 실적전망은 현재의 추정치와 크게 달라지지 않을 것이다.

도표 56. 손보사 장기인보험 신계약 월평균 추이



자료: 각사, 보험자널, DB금융투자

## 자동차보험료, 추가인상 결국 시기의 문제

### 자보손해율 개선 전망

2020년 사업비와 함께 손보사 실적에 가장 큰 부담을 준 것이 자보 손해율 악화였다. 하지만 2019년 1월과 6월 두 차례 자보로 인상효과가 나타나면서 2020년 자보손해율은 2~3%p 내외 개선될 것으로 예상된다. 우리가 손보사 순이익이 개선될 것으로 전망하는 가장 큰 이유가 자보손해율의 개선이다.

자동차보험 가격은 자율화되어 있기 때문에 인상, 인하의 시기가 비슷할 뿐 회사별로 조정시기와 폭은 제각각이다. 이렇게 회사별로 다른 보험료 조정 속에서 업계 전체적인 가격수준은 자동차보험 매출 증 가율로 살펴볼 수 있다.

### 자보 매출을 통해 가격 변화 포착 가능

국내 자동차 신차판매대수가 일정 수준을 넘지 못한 것이 오래되어 자동차등록대수는 대략적으로 연간 1~2% 가량 증가하는 추세를 보이고 있다. 따라서 다른 변수가 없다면 자동차보험시장도 1~2%의 성장세를 보일 수밖에 없다. (신차판매가격 인상과 기존 차량가액의 하락 효과가 상쇄되는 것으로 가정) 따라서 +1~2%를 벗어나는 자동차보험 시장 성장률은 광의의 자동차보험료 변동으로 간주할 수 있다.

자동차보험 시장성장률은 각사가 발표하는 실적, 그리고 손해보험협회의 자료를 통해 빠르게 파악이 가능하다. 지금까지의 데이터를 통해 살펴보면, 자동차보험 매출 성장률은 1년의 시차를 두고 자보손해율에 대한 설명력이 매우 높은 것으로 관찰된다.

자동차보험료가 인상되더라도, 모든 계약에 인상된 보험료가 적용되면 1년의 시간이 소요된다. 그래서 자동차보험료 인상이 손해율에 반영되는데는 시간지연이 나타난다. 자동차보험의 경우 날씨와 기온, 명절 등 계절성에 영향을 크게 받기 때문에 연중 변동폭이 상당히 크다. 그러나 길게 사이클을 그려보면 자동차보험 시장 성장률과 자보 손해율은 1년의 시차를 두고 높은 상관성을 보이고 있다는 점이 잘 드러난다.

도표 57. 자동차보험 시장성장률과 1년후 자동차보험 손해율



자료: 각사 자료 및 보험개발원 손해보험협회 통계 가공, DB금융투자

자동차보험 매출 증가율이 가장 낮았던 때는 약 1년 전인 3Q18이었고, 공교롭게도 대부분의 손보사들이 자보료를 인상한 2017년 8월부터 딱 1년이 지난 시점이었다. 그래서 우리는 2Q19~3Q19가 손해율의 피크 시점이 될 가능성이 높다고 판단했었는데, 최근 언론보도에 따르면 실제로 손해율이 크게 악화되었다고 한다.

1, 6월의  
보험료  
인상효과 곧  
완전히 반영

하지만 이제 올해 1월의 자동차보험료 인상, 그리고 비록 약관변경효과를 반영한 것이지만 6월의 자동차보험료 인상효과가 서서히 매출에 반영되고 있다. 따라서 2020년 상반기에는 손해율이 지금보다는 개선될 것으로 전망한다.

물론 3Q19까지는 자보손해율이 나쁜데다 한방 관련 자동차보험금의 지급 증가 등의 요인도 있어 지금까지의 보험료 인상이 충분하다고 보기는 어렵다. 그래서 업계에서는 내년 1월을 목표로 자동차보험료를 인상해야한다는 주장이 나오고 있다. 이미 2Q19 자보손해율은, 계절성을 고려하더라도 충분히 높아 자보료 인상의 정당성은 충분해 보인다.

추가인상,  
1월이 아니면  
5~6월

자동차보험료의 경우 예정이율 변화에 비해서는 적용이 쉽지만, 현 시점에서 1월 인상을 확산하기는 어려운 것이 현실이다. 만약에 1월에 자동차보험료 인상이 단행되지 못한다면, 과거 경험상 총선이 끝난 이후인 5~6월에 자동차보험료 추가 인상이 이루어질 가능성이 높아 보인다. 추가 인상이 단행된다면, 2021년까지 자보손해율은 점진적 개선 추세가 이어질 것으로 예상된다.

## 문재인케어 성공을 위해서도 실손손해율 관리가 필요한 시점

실손손해율 큰  
폭으로 악화

2019년 상반기 손보사들의 실손보험 손해율은 129.6%로 전년동기 대비 5%p 이상 상승했다. 2017년 하반기를 저점으로 손해율이 다시 상승하기 시작했다. 보험료가 계속 인하된 생보사들의 실손손해율도 상승 추세를 보이고 있으므로, 생손보 공히 손해율은 120%대 후반으로 수렴했을 것으로 추정한다. 최근 발표된 통계를 분석한 결과 건강보험 보장성 강화효과를 선반영해 보험료를 인하한 것 이상으로 보험금 지급이 크게 늘어났다는 점이 관찰되고 있다. 따라서 (비록 정부가 의도한 바는 아니지만) 의료 관행의 변화를 통해 문재인케어가 실손보험 손해율 악화에 상당한 영향을 줬을 가능성이 높아 보인다.

2018년 건강보험 보장성 강화효과를 반영하여 실손보험료가 동결된 것은 2018년 상반기 이후 위험 보험료 증가율이 하락하고 있는 것에 잘 나타나고 있다. 문제는 문재인케어가 발표된 2017년 하반기 부터 보험금 증가율이 급격히 상승했다는 점이다. 이러한 실손보험금의 증가는 단순히 청구 관행의 변화나 병의원의 부당청구만으로 설명하기에는 너무 가파르다. 특히 문재인케어가 본격 시행된 2018년부터 보험금 증가율이 10%를 넘어섰으며, 2019년 상반기에는 20%까지 증가율이 높아졌다.

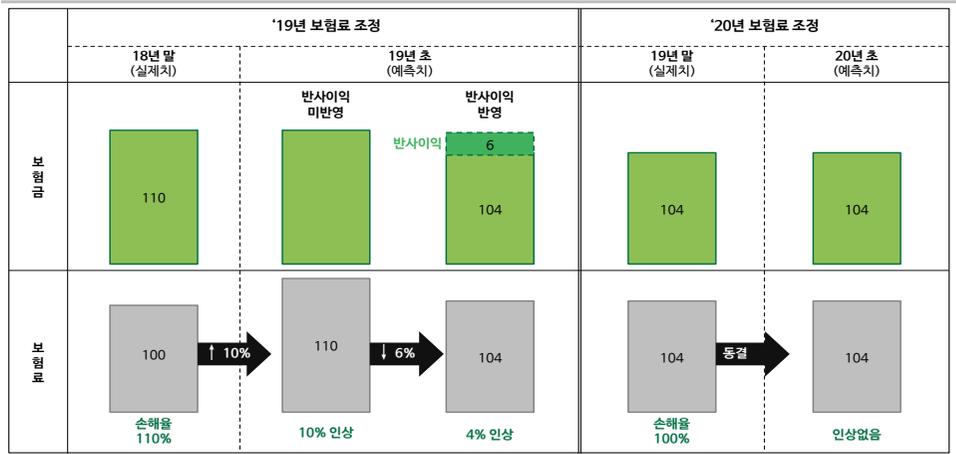
2019년,  
문재인케어  
반사효과  
6.15%p 반영

건강보험 보장성 강화로 인한 보험금 감소 효과를 선반영해, 금융위에서는 2018년 실손보험료를 동결하고 2019년에도 평균 14.7% 인상되어야 하는 것을 8.5% 인상으로 인상률을 6.15%p 낮춰 적용한 바 있다. 이러한 보험료 인상을 삭감에는, ① 건강보험 보장성 강화로 인해 건강보험 급여 지급액이 증가해 실손보험금이 감소할 것이며 ② 건강보험 보장성이 강화된다고해서 의료 이용액이 증가하지는 않을 것이라는 가정이 깔려 있다.

그런데 실제 현실은 이와 달랐다. 언론보도에 따르면 MRI를 비롯한 많은 부분에서 풍선효과가 나타나고 있다고 하는데, 발표된 2019년 상반기 손해율에도 이러한 보험금 청구 증가가 분명히 나타나고 있다. 그래서 이제는 문재인케어의 풍선효과를 별도로 산출해 보험료 인상요인으로 반영해야 하는 상황이다.

금융위원회는 2018년 9월 공사보험 정책협의체 논의 결과를 발표하면서 “실제 보험금 지출이 반사이익을 고려한 예측치와 동일하면 2020년 보험료는 변동이 없다”고 언급했으며, 실손보험 손해율 목표로 100%를 제시했다. 그렇다면 손해율이 예상보다 크게 상승한 이상 2020년에는 보험료 인상폭을 크게 삭감할 근거는 없는 셈이다.

도표 58. 보험금 감소효과 반영에 따른 보험료 변경방식 예시



자료: 금융위원회(2018년 9월 공시협약체 논의 결과 발표자료에서 전제), DB금융투자

2020년  
인상률은  
2019년보다는  
많이 높아질 듯

2019년 6.15%p의 문재인케어 반사효과를 감안해 8.5% 수준 인상되었던 실손보험료는, 2020년에는 12~13% 이상 인상될 가능성이 높아 보인다. 동시에 실손보험청구 간소화와 같은, 긴 안목에서 보험금을 통제하려는 노력이 가시화될 가능성이 있다. 2018년 9월 고용진 의원 등 14인이 발의한 실손보험 청구 간소화법안이 국감을 계기로 본격적으로 논의되고 있다.

도표 59. 실손보험 청구 간소화 관련 법안 현재 진행 상황

의안번호	제안일자 제안자	회부일 상정일	회의결과	법안내용	검토의견
2018363	2019년 1/28, 전재수 의원등 14인	2019년 1/29	-	보험계약자, 피보험자 등이 요양기관에게 진료비 계산서 등의 서류를 보험회사에 전자적 형태로 전송하여 줄 것을 요청할 수 있도록 하고 정당한 사유가 없는 한 요양기관이 그 요청에 따르도록 하며 건강보험심사평가원에 해당 서류의 전송 업무를 위탁할 수 있도록 하는 법적 근거를 마련함으로써 보험소비자들의 편의를 제고하려는 것임(안 제102조의6 및 제102조의7 신설)	"개정안에 따라 의무를 부과될 요양기관의 의견을 충분히 수렴할 필요가 있다"
2015714	2018년 9/21, 고용진 의원등 14인	2018년 9/27 2018년 11/22	상정/ 제안설명/ 검토보고/ 대체토론/ 소위원회	보험계약자, 피보험자 등이 요양기관에게 진료비 계산서 등의 서류를 보험회사에 전자적 형태로 전송하여 줄 것을 요청할 수 있도록 하고 정당한 사유가 없는 한 요양기관이 그 요청에 따르도록 하며 건강보험심사평가원에 해당 서류의 전송 업무를 위탁할 수 있도록 하는 법적 근거를 마련함으로써 보험소비자들의 편의를 제고하려는 것임(안 제102조의6 및 제102조의7 신설)	전송업무, 심평원에 위탁 - 국민건강보험법 개정 통해 근거 마련 필요

자료: 국회정무위, DB금융투자

실손보험금  
통제가  
필요하다는  
공감대 확산

2019년 6.15%p의 문재인케어 반사효과를 감안해 8.5% 수준 인상되었던 실손보험료는, 2020년에는 과거와 달라진 점은 실손보험금의 증가 추세를 통제하지 않고는 국민 의료비의 안정을 이룰 수 없다는 점이 점차 분명해지고 있으며, 생보사들의 실손담보 손해율이 손보사 수준으로 수렴하면서 보험업계의 의견이 모아질 수 있는 바탕이 마련되었다는 점이다.

일단 당장에 실손손해율이 급격히 안정화될 가능성은 낮다는 판단하에, 우리는 손보사들의 주가 상승 여력을 제한적으로 전망하고 있다. 그러나 실손청구 간소화 법안이 본격적으로 추진되고, 심평원의 실손보험 심사 기능이 강화되며, 문재인케어가 더 진전되어 예비급여 지정이 활성화될 경우 실손손해율 개선에 대한 기대감이 조기에 주가에 반영될 가능성도 완전히 배제할 수는 없다.

긍정적인 관점에서 실손보험 관련 제도 개선 추진 현황을 주시할 계획이다. 다만 아쉽게도 제도 개선에 대한 논의는 이제 막 시작된 것이므로 본격화되기까지는 상당한 시일이 소요될 것으로 예상된다.



# Coverage Recommendation

- › 신한지주 (055550)
- › 삼성카드 (029780)
- › DB손해보험 (005830)
- › 삼성화재 (000810)
- › 현대해상 (001450)

Buy(유지)

# 신한지주

055550

목표주가(유지) 57,500원 | 현재주가(11/04) 42,800원 | Up/Downside +34.3%

2019. 11. 06

## 은행 NIM 하락에 대한 방어력 높아

### News

**다변화된 구조, 은행 NIM 하락에 대한 방어력 높아:** 2020년 연중으로 은행권 NIM이 평균 5~7bp 하락할 것으로 예상됨에 따라 은행실적 감익이 예상되고 있다. 신한지주의 경우에도 이러한 추세에서 자유로울 수는 없지만, 상대적으로 실적 방어력은 높다. 첫째, 신용카드 자산의 비중이 가장 높기 때문에 그룹차원의 순이자이익 방어 여력이 높다. 둘째, 현재 59.15%를 보유한 오렌지라이프를 100% 자회사할 경우 1,100억원 가량의 이익이 증가하게 된다. 셋째, 타행대비 비은행 및 해외 자회사 이익의 기여도가 높아 국내 은행부문 부진의 영향을 최소화할 수 있을 것으로 기대된다.

### Comment

**신용카드부문의 이익기여도 높아:** 가맹점수수료를 인하 때문에 2019년에는 신용카드부문의 이익이 감소했지만, 추가적 수수료 인하가 없는 가운데 조달금리가 하락하면서 신용카드부문의 증익이 예상된다. 주요 은행들의 은행부문 규모는 비슷하지만, 신한카드의 경우 KB금융의 1.5배, 하나와 우리의 3배 규모로 상대적으로 신용카드 부문 이익 기여가 크다. 종합적으로 볼 때 비은행부문 다변화가 잘 이루어져 있다. 오렌지라이프 100% 자회사화가 이루어진다면 이익전망을 높일 수 있을 것이다.

### Action

**배당 정책도 보다 긍정적으로 변화 기대:** 당장에 배당성향을 크게 높이기 어렵다는 점이 신한지주의 약점이었으나, 2020년 감익이 전망되면서 여타 경쟁사들도 당장에 공격적으로 배당을 높이는는 어려운 것으로 예상된다. 오렌지라이프 100% 자회사화 관련된 비용은 증자 등을 통해 이미 반영되었으므로, 지금은 오히려 이익증가 및 신한생명 자본적정성 부담 완화 등 긍정적인 면에 주목할 필요가 있다.

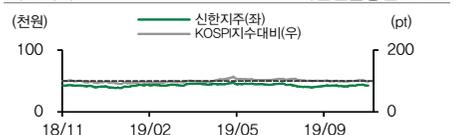
#### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배, %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
순영업이익	9,655	9,989	11,304	11,312	11,847
(증가율)	9.6	3.5	13.2	0.1	4.7
세전이익	3,796	4,467	5,153	4,853	4,982
(증가율)	19.7	17.7	15.4	-5.8	2.7
지배주주순이익	2,918	3,157	3,569	3,325	3,421
수정EPS	6,116	6,572	7,334	6,782	6,984
수정BPS	65,995	69,789	77,626	83,341	88,862
PER (H/L)	9.1/7.3	8.2/5.9	6.2	6.7	6.5
PBR (H/L)	0.8/0.7	0.8/0.6	0.6	0.5	0.5
수정ROA	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
수정ROE	9.5	9.7	10.0	8.4	8.1

#### Stock Data

52주 최저/최고	38,350/48,000원
KOSDAQ /KOSPI	668/2,130pt
시가총액	202,957억원
60일-평균거래량	916,789
외국인지분율	65.1%
60일-외국인지분율변동추이	-1.5%p
주요주주	국민연금공단 9.4%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	4.5	0.1	-0.5
상대기준	-0.9	-6.1	-2.1

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
현금및예치금	22,669	17,349	25,399	26,319	27,332
유가증권	99,782	66,792	149,450	155,405	161,603
대출채권	254,814	277,964	292,993	303,601	315,282
신용카드채권	20,752	21,646	22,754	23,952	25,342
유형자산	3,022	3,004	3,616	3,616	3,616
무형자산	4,272	4,320	5,871	6,444	7,016
기타자산	17,570	23,187	39,173	39,173	39,173
<b>자산총계</b>	<b>426,306</b>	<b>459,601</b>	<b>542,863</b>	<b>562,263</b>	<b>583,269</b>
예수부채	249,419	265,000	283,928	294,208	305,528
차입부채	27,587	29,819	32,593	33,916	35,293
사채	51,341	63,228	69,745	69,745	69,745
기타부채	60,769	62,463	110,444	115,117	120,388
<b>부채총계</b>	<b>392,603</b>	<b>422,949</b>	<b>500,319</b>	<b>516,741</b>	<b>534,861</b>
자본금	2,645	2,645	2,733	2,732	2,732
신종자본증권	424	1,532	1,731	1,731	1,731
자본잉여금	9,887	9,896	10,565	10,565	10,565
이익잉여금	20,791	22,959	25,747	28,457	31,076
자본조정	-398	-553	-1,141	-1,141	-1,141
기타포괄손익누계액	-530	-753	6	6	6
비지배주주지분	883	926	2,903	3,171	3,438
<b>자본총계</b>	<b>33,703</b>	<b>36,651</b>	<b>42,544</b>	<b>45,522</b>	<b>48,408</b>
<b>차지본총계</b>	<b>31,295</b>	<b>33,094</b>	<b>36,810</b>	<b>39,520</b>	<b>42,138</b>

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업수익	9,655	9,989	11,304	11,312	11,847
순이자이익	7,843	8,580	9,666	9,801	10,232
비이자이익	1,812	1,405	1,406	991	1,095
판매비	4,811	4,742	5,165	5,372	5,552
신용손실반영전 영업손익	4,843	5,247	6,139	5,940	6,295
신용손실충당금전입액	1,015	748	1,006	1,181	1,410
<b>영업이익</b>	<b>3,829</b>	<b>4,499</b>	<b>5,133</b>	<b>4,759</b>	<b>4,885</b>
영업외손익	-32	-33	20	93	97
세전이익	3,796	4,467	5,153	4,853	4,982
중간사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>2,948</b>	<b>3,198</b>	<b>3,825</b>	<b>3,592</b>	<b>3,688</b>
지배주주지분순이익	2,918	3,157	3,569	3,325	3,421
수정지배주주순이익	2,900	3,116	3,478	3,216	3,312
비지배주주지분순이익	30	42	256	267	267
<b>증감률(%YoY)</b>					
순영업수익	9.6	3.5	13.2	0.1	4.7
신용손실반영전 영업손익	12.5	8.3	17.0	-3.2	6.0
세전이익	19.7	17.7	15.4	-5.8	2.7
수정지배주주순이익	6.6	7.4	11.6	-7.5	3.0
EPS	16.5	26.2	41.8	-21.9	9.2
수정EPS	21.2	23.9	37.1	-24.1	9.5
자산총계	7.7	7.8	18.1	3.6	3.7

비율분석

12월 결산(% 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>Dupont Analysis</b>					
순이자이익률	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8
비이자이익률	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
Credit Cost	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
수정 ROA	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
수정 Equity Multiplier	13.5	13.8	14.3	14.5	14.0
수정 ROE	9.5	9.7	10.0	8.4	8.1
<b>자본적정성</b>					
Core Tier1 비율	11.3	11.3	10.8	11.3	11.7
Double leverage	127.4	117.5	123.5	123.3	123.0
<b>자산건전성</b>					
손상채권비율	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5

주요투자지표

12월 결산(원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	6,153	6,657	7,527	7,012	7,213
수정EPS	6,116	6,572	7,334	6,782	6,984
BPS	65,995	69,789	77,626	83,341	88,862
<b>Multiple(배)</b>					
P/E	8.1	6.0	6.2	6.7	6.5
P/B	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
<b>배당지표</b>					
DPS	1,450	1,600	1,850	1,900	2,100
배당성향	23.3	23.5	22.5	24.6	27.0
배당수익률	2.9	4.0	4.1	4.2	4.6
<b>Cost-income ratio</b>	49.8	47.5	45.7	47.5	46.9

자료: 신한지주, DB금융투자 주: FRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 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 계열사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 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 (2019-10-02 기준) - 매수(83.8%) 중립(16.2%) 매도(0.0%)

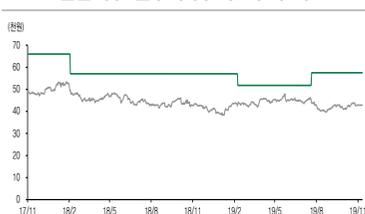
기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

업종 투자이전은 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

신한지주 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/07/21	Buy	66,000	-23.0	-16.1					
18/02/08	Hold	57,000	-19.7	-15.0					
18/07/25	Buy	57,000	-25.6	-19.0					
19/02/13	Buy	51,800	-13.9	-7.3					
19/07/26	Buy	57,500	-	-					

Buy(상향)

# 삼성카드

029780

목표주가(상향)	42,500원	현재주가(11/04)	34,100원	Up/Downside	+24.6%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2019. 11. 06

## 저금리의 수혜, 조달금리 하락 예상

### News

**약재는 대부분 반영되었음:** 신용카드 가맹점 수수료율 인하, 법정 최고금리 인하 등의 이슈가 이미 반영되어 추가적 약재 가능성은 희박해 보인다. 코스트코라는 대형 거래처 이탈에도 불구하고 영업 상의 큰 충격은 없었는데, 결국 신용카드사업의 수익성은 금융자산 확대와 대손비용 통제에 달려 있기 때문이다. 핀테크 및 간편결제 서비스가 확대되고 있지만, 대부분 신용카드를 탑재해 이용하는 형태로 이루어지기 때문에 당분간 신용카드업의 경쟁자가 되지는 않을 것으로 예상된다.

### Comment

**조달금리 15bp 이상 하락 전망:** 2Q19 조달평균금리는 2.45%였는데, 신규조달금리는 1.99%였다. 3Q19 조달금리는 2.4% 내외로 추정되는데, 신규조달금리는 1.7%대까지 낮아진 상황이다. 저금리가 은행 NIM에는 부정적으로 작용하고 있지만, 운용금리가 시장금리에 비탄력적인 여전업체들은 조달금리 하락의 수혜를 볼 수 있을 것으로 예상된다. 저금리 상황이 지속되면 Credit Cost도 낮게 유지 될 가능성이 높다.

### Action

**투자 의견 Buy로 상향:** 목표주가를 2020년 예상배당수익률 4%인 42,500원으로 상향하며, 투자 의견을 Buy로 상향한다. 추가적 가맹점수수료율 인하는 없을 것으로 예상되며, 조달금리 하락과 금융자산 증가를 통해 견조한 이익증가세를 유지할 수 있을 것으로 전망하기 때문이다. 우리는 50% 수준의 배당성향을 가정하고 있는데, 2018년 감익에도 불구하고 DPS가 소폭이나마 상향되었던 사례가 있어 기대 이상의 배당이 이루어질 가능성도 있다.

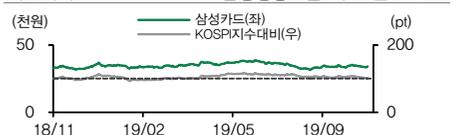
#### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
영업수익	3,900	4,013	3,386	3,590	3,795
(증가율)	12.4	2.9	-15.6	6.0	5.7
영업이익	506	479	469	479	521
(증가율)	17.3	-5.3	-2.0	2.2	8.7
순이익	387	345	341	356	386
EPS	3,338	2,980	2,939	3,069	3,334
PER (H/L)	12.8/10.7	13.6/10.7	11.6	11.1	10.2
PBR (H/L)	0.7/0.6	0.7/0.5	0.6	0.6	0.6
ROA	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4
Leverage	3.3	3.4	3.5	3.7	3.8
ROE	5.7	5.0	5.0	5.2	5.5

#### Stock Data

52주 최저/최고	31,500/38,750원
KOSDAQ /KOSPI	668/2,130pt
시가총액	39,508억원
60일-평균거래량	69,562
외국인지분율	11.2%
60일-외국인지분율변동추이	-0.3%p
주요주주	삼성생명보험 외 2인 71.9%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	1.2	-3.5	3.0
상대기준	-4.0	-9.5	1.4

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
현금및예치금	1,093	1,280	1,229	1,229	1,229
유가증권	565	535	735	735	735
상표자산 (대손충당금)	20,740	20,621	21,693	23,448	25,003
신용판매 카드론	-449	-655	-652	-674	-699
현금서비스	12,611	12,507	14,250	15,623	16,773
할부리스사업	4,305	4,591	4,700	4,891	5,089
기타자산	1,160	1,204	1,134	1,180	1,228
자산총계	3,113	2,974	2,261	2,428	2,611
차입부채	679	606	620	620	620
차입금	23,077	23,042	24,276	26,031	27,586
회사채	12,718	13,914	14,922	16,505	17,880
ABS	1,090	1,390	3,296	4,429	5,354
기타부채	9,321	10,498	9,228	9,628	10,028
부채총계	2,307	2,026	2,398	2,448	2,498
자본금	3,436	2,357	2,623	2,623	2,623
자본잉여금	16,154	16,271	17,545	19,128	20,503
자본조정	615	615	615	615	615
기타포괄손익누계액	1,643	1,538	1,538	1,538	1,538
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,923	6,771	6,731	6,903	7,083

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업수익	3,900	4,013	3,386	3,590	3,795
영업비용	3,355	3,647	2,978	3,199	3,404
영업이익	235	240	249	242	242
영업외이익	309	125	159	149	149
영업비용	2	1	0	0	0
영업비용	3,114	3,138	2,565	2,738	2,888
영업비용	310	356	337	379	412
영업비용	2,506	2,670	2,072	2,206	2,322
영업비용	0	0	0	0	0
영업비용	287	101	143	141	141
영업비용	12	12	13	13	13
영업비용	786	875	821	852	906
영업비용	280	397	352	372	385
영업비용	-3	-9	-6	4	4
영업비용	502	469	463	483	525
영업비용	115	124	122	128	139
영업비용	0	0	0	0	0
영업비용	0	0	0	0	0
영업비용	387	345	341	356	386
증감률(%YoY)					
세전이익	10.1%	-6.6%	-1.4%	4.4%	8.6%
Normalized EPS	10.7%	-10.7%	-1.4%	4.4%	8.6%

비율분석

12월 결산(% 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Dupont Analysis					
수수료 및 이자수익	14.9	15.8	12.6	12.7	12.7
이자비용율	1.4	1.5	1.4	1.5	1.5
기타손익률	1.1	1.1	1.1	0.9	0.9
판매비용	11.1	11.6	8.8	8.8	8.7
충전이익률	3.5	3.8	3.5	3.4	3.4
Credit Cost	1.2	1.7	1.5	1.5	1.4
ROA	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4
Leverage(배)	3.3	3.4	3.5	3.7	3.8
ROE	5.7	5.0	5.0	5.2	5.5
조정자기자본비용	31.7	31.1	29.3	28.0	27.1
손상채권비용	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7

주요투자지표

12월 결산(원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표					
EPS	3,338	2,980	2,939	3,069	3,334
Normalized EPS	3,338	2,980	2,939	3,069	3,334
BPS	59,753	58,444	58,096	59,580	61,136
Multiple					
P/E	11.9	11.6	11.6	11.1	10.2
P/B	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
배당지표					
DPS	1,500	1,600	1,600	1,700	1,900
배당성향	42.5%	50.1%	50.8%	51.7%	53.2%
배당수익률	3.8%	4.6%	4.7%	5.0%	5.6%
Cost-income ratio	64.2%	66.5%	61.2%	61.4%	61.2%

자료: 삼성카드, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

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 PO 대표증권업무를 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 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 투자이견 비율 (2019-10-02 기준) - 매수(83.8%) 중립(16.2%) 매도(0.0%)

기업 투자이견은 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 투자이견은 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

삼성카드 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/07/31	Hold	40,700	-7.8	-7.8					
18/07/31	1년경과		-15.4	-15.4					
19/01/28	Hold	35,600	-1.5	-1.5					
19/11/06	Buy	42,500	-	-					

Buy(유지)

## DB손해보험

005830

목표주가(유지)

70,000원

현재주가(11/04)

52,000원

Up/Downside

+34.6%

2019. 11. 06

## 성장성과 안정성 모두 상대적으로 양호

## News

**부정적인 요인들은 이미 반영:** 상반기 자보손해율은 86.6%로 전년동기대비 4%p 악화되었으며, 장기위험손해율도 큰 폭으로 악화되었다. 또한 보장성인보험 신계약 매출이 1Q 21%, 2Q 17%, 3Q 32%로 증가세가 가팔라지면서 사업비도 큰 폭으로 증가했다. 이러한 부담들이 전년대비 26% 수준의 이익 감소세로 나타나고 있는 상황이다. 하지만 향후 손해를 개선이 전망되는데다, 신계약 매출도 현 수준에서 안정화될 것으로 보여 크게 우려할 필요는 없다고 판단한다.

## Comment

**성장성과 안정성 모두 상대적으로 양호함:** 전년대비 20% 이상의 보장성인보험 신계약 성장세를 보이고 있으면서도 상반기 사업비율은 21%로 전년동기 대비 1.5%p 상승하는데 그쳤다. 신계약 매출 경쟁에서 크게 뒤처지지 않으면서도 효율지표 및 손익을 일정수준 이상 관리하고 있다는 점이 긍정적이다. 유가증권 매각이익 실현 규모가 크지 않아 상대적으로 높은 자산 보유이율을 유지하고 있는 것으로 추정되며, 향후 실적의 안정성도 높을 것으로 기대한다.

## Action

**DPS 감소 예상은 이미 주가에 반영:** 2위권 경쟁사들 대비 매각이익 실현 규모가 작아 상대적으로 빠르게 2018년 실적 수준으로 회복될 수 있을 것으로 예상된다. 회사측에서는 DPS 수준 유지에 대해 강한 의지를 표명하고 있는데, 이미 배당 기대가 낮아져 있으므로 배당결과에 따라 긍정적인 주가 흐름을 기대할 수 있을 것이다. 조기에 실손담보 손해율이 하락하기는 쉽지 않을 것이므로, 삼성화재에 이어 실손담보 손해율이 양호하다는 점이 실적방어에 긍정적 요인으로 작용하고 있다.

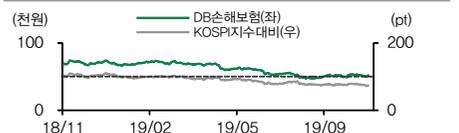
## Investment Fundamentals (IFRS개별)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
경과보험료	11,441	11,592	11,747	12,155	12,570
(증가율)	3.0	1.3	1.3	3.5	3.4
세전이익	827	711	506	594	673
순이익	622	515	377	438	497
(증가율)	32.3	-17.3	-26.8	16.2	13.4
EPS	9,827	8,132	5,956	6,922	7,851
손해율	82.3	83.4	85.2	85.2	86.0
사업비율	19.2	19.5	20.9	20.2	18.9
PER	8.6/6.1	9.2/7.1	9.0	7.8	6.8
PBR	1.3/0.9	1/0.8	0.6	0.5	0.5
ROE	14.4	10.5	7.3	7.4	7.6

## Stock Data

52주 최저/최고	47,050/74,200원
KOSDAQ /KOSPI	668/2,130pt
시가총액	36,816억원
60일-평균거래량	157,882
외국인지분율	47.4%
60일-외국인지분율변동추이	-1.8%p
주요주주	김남호 외 11 인 23.2%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	5.8	-3.3	-22.8
상대기준	0.4	-9.3	-24.1

손익계산서

12월 결산사업역원	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>개별기준</b>					
원수보험료	12,368	12,449	12,841	13,238	13,669
경과보험료	11,441	11,592	11,747	12,155	12,570
부유보험료	11,565	11,625	11,917	12,280	12,694
발생손해액	4,740	5,224	5,591	5,657	5,791
순사업비	2,196	2,256	2,460	2,454	2,381
환급금	2,928	2,862	2,870	3,099	3,287
보험료적립금증가액	1,747	1,573	1,541	1,594	1,720
보험영업이익	-176	-328	-725	-655	-615
투자영업이익	1,035	1,074	1,222	1,261	1,301
총영업이익	859	746	497	606	686
세전계속사업이익	827	711	506	594	673
계속사업법인세비용	205	196	129	156	176
당기순이익	622	515	377	438	497
<b>연결기준</b>					
세전계속사업이익	889	738	587	668	746
당기순이익	669	539	441	503	561
지배주분당기순이익	661	533	425	486	545
<b>증감률(%YoY)</b>					
원수보험료	2.3	0.7	3.1	3.1	3.3
경과보험료	3.0	1.3	1.3	3.5	3.4
EPS	32.3	-17.3	-26.8	16.2	13.4
운용자산	8.1	8.7	8.5	6.5	6.3

대차대조표

12월 결산사업역원	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>개별기준</b>					
운용자산	31,609	34,351	37,256	39,684	42,181
현금 및 예치금	414	748	2,235	2,381	2,531
유가증권	20,487	21,739	20,456	21,865	23,313
당기손익인식증권	744	766	1,102	1,102	1,102
매도가능증권	19,098	20,328	18,706	20,115	21,563
만기보유증권	0	0	0	0	0
대출채권	9,572	10,733	13,412	14,286	15,185
부동산	1,136	1,131	1,152	1,152	1,152
비운용자산	3,405	3,064	3,054	2,997	2,986
특별계정자산	2,390	2,360	3,662	5,262	6,862
자산총계	37,404	39,775	43,972	47,943	52,030
책임준비금	28,929	30,603	32,381	34,139	36,023
후순위채	498	498	498	498	498
기타부채	1,566	1,636	2,017	2,035	2,054
부채총계	32,988	34,864	38,060	41,436	44,939
자본금	35	35	35	35	35
자본총계	4,415	4,911	5,911	6,507	7,090
<b>연결기준</b>					
자산총계	48,376	52,164	55,925	59,337	62,947
부채총계	43,543	46,876	49,637	52,453	55,480
외부주주지분	205	196	213	229	245
지배주주지분총계	4,833	5,288	6,288	6,884	7,467

주요지표

12월 결산사업역원 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>보장별 원수보험료</b>					
장기	8,100	8,180	8,409	8,790	9,127
자동차	3,253	3,275	3,372	3,403	3,471
일반	1,016	995	1,061	1,045	1,071
장기 월납신계약	102	111	126	127	117
<b>손해율(%)</b>					
장기	86.3	86.0	87.2	87.8	88.9
자동차	80.6	87.2	90.0	87.3	86.7
일반	64.3	67.5	70.6	71.1	71.1
장기 위험손해율	85.9	85.5	89.2	89.6	88.9
사입비율(%)	19.2	19.5	20.9	20.2	18.9
합산비율(%)	101.5	102.8	106.2	105.4	104.9
운용자산이익률(%)	3.4	3.3	3.4	3.3	3.2

주요투자지표

12월 결산원 % 배	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS(12개월 환산)	9,827	8,132	5,956	6,922	7,851
BPS	69,757	77,587	93,391	102,797	112,016
DPS	2,300	2,000	1,700	1,900	2,100
<b>밸류에이션(배)</b>					
PER	7.2	6.4	9.0	7.8	6.8
PBR	1.0	0.7	0.6	0.5	0.5
<b>수익성(%)</b>					
ROA(12개월 환산)	1.4	1.1	0.8	0.8	0.9
ROE(12개월 환산)	14.4	10.5	7.3	7.4	7.6
<b>배당지표(%)</b>					
배당성향	23.4	24.6	28.5	27.4	26.7
배당수익률	3.2	3.8	3.2	3.5	3.9

자료: DB손해보험 DB금융투자 주: IFRS 개별기준

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 PO 대표주관업무 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2019.11.06 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 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 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 투자이익 비율 (2019-10-02 기준) - 매수(83.8%) 중립(16.2%) 매도(0.0%)

기업 투자이익은 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 투자이익은 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 현황 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이익	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/07/06	Buy	97,000	-25.6	-13.6					
18/04/03	Buy	86,200	-22.8	-13.9					
19/04/03		1년경과	-25.0	-19.0					
19/06/27	Buy	80,000	-32.2	-25.9					
19/08/13	Buy	70,000	-	-					

Buy(유지)

# 삼성화재

000810

목표주가(유지) 315,000원 | 현재주가(11/04) 224,500원 | Up/Downside +40.3%

2019. 11. 06

## 아무나 1등이 되는게 아니다

### News

**향후 꾸준한 배당증가 예상:** 실적이 감소한 것 외에도 전년에는 DPS에 삼성전자 주식 매각이익이 포함된 특별배당이 있었기 때문에 2019 DPS가 감소 전망이 주가에 부담으로 작용했다. 하지만 자보손해율 안정화와 사업비 증가세 축소 등을 통해 안정적으로 이익이 늘어나면서 2020년 이후에는 배당이 꾸준한 증가세를 보일 것으로 예상된다. 회계기준 및 자본규제 강화 흐름에서 업계 최고의 자본력이 배당의 증액을 통해 빛을 발할 것이다.

### Comment

**여전히 효율지표는 업계 최고 수준:** 메리츠화재가 촉발한 업계 1위 경쟁이 아직 진행되고 있다는 점이 부담이다. 하지만 인위적인 매각이익 실현을 통한 이익관리에 대해서도 거리를 두고 있으며, 일부 완화되었음에도 여전히 언더라이팅은 경쟁사들 대비 보수적이다. 요율 인상을 통한 자보손해율 개선 흐름 속에 실손담보 손해율이 안정화되면서 업계 손해율이 개선되면, 동사의 경우에도 실적은 견조한 흐름을 보이게 될 것이다.

### Action

**안정성에 주목, 긍정적 접근 권유:** 자산운용이익률에 큰 기복이 없었고, 실손손해율이 상대적으로 양호하기 때문에 실적관리 능력도 높다. 배당수익률은 손보업계에서 가장 높아 은행과 비교되는 수준이다. 일반적으로 업계 손해율 개선 시기에는 이익 증가폭이 상대적으로 낮았었지만, 이번에는 업계 대비 개선폭이 결코 떨어지지 않을 것이다. 실손손해율 하락까지는 상당한 시일이 소요될 것이므로 삼성화재의 안정성이 좋은 투자대안이 될 수 있을 것이다.

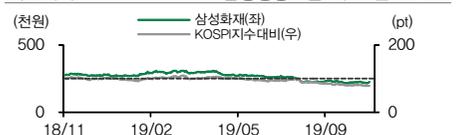
#### Investment Fundamentals (IFRS개별)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
경과보험료	17,690	17,702	18,044	19,321	19,946
(증가율)	1.6	0.1	1.9	7.1	3.2
세전이익	1,412	1,440	1,032	1,171	1,300
순이익	1,043	1,057	761	857	951
(증가율)	24.0	1.4	-28.0	12.7	11.0
EPS	22,013	22,313	16,056	18,093	20,082
손해율	82.9	83.1	84.6	84.2	84.7
사업비율	20.0	20.4	20.5	20.5	19.8
PER	13.9/11.5	12.1	14.0	12.4	11.2
PBR	1.1/1	0.9	0.7	0.7	0.6
ROE	9.2	7.1	5.8	6.1	6.6

#### Stock Data

52주 최저/최고	213,000/309,000원
KOSDAQ /KOSPI	668/2,130pt
시가총액	106,357억원
60일-평균거래량	114,308
외국인지분율	48.5%
60일-외국인지분율변동추이	-1.7%p
주요주주	삼성생명보험 외 5인 18.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	4.2	-12.8	-19.0
상대기준	-1.2	-18.2	-20.3

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>개별기준</b>					
원수보험료	18,230	18,234	18,632	19,545	20,183
경과보험료	17,690	17,702	18,044	19,321	19,946
보유보험료	17,655	17,748	18,112	19,012	19,637
발생손해액	6,936	7,248	7,738	8,149	8,301
순사입비	3,531	3,609	3,694	3,965	3,942
환급금	4,660	4,952	5,410	5,651	5,924
보험료적립금증가액	3,023	2,435	2,050	2,406	2,608
보험영업이익	-511	-616	-920	-920	-900
투자영업이익	2,001	2,137	2,047	2,175	2,284
총영업이익	1,491	1,521	1,127	1,255	1,384
세전계속사업이익	1,412	1,440	1,032	1,171	1,300
계속사업법인세비용	369	383	272	314	348
당기순이익	1,043	1,057	761	857	951
<b>연결기준</b>					
세전계속사업이익	1,431	1,238	1,049	1,191	1,320
당기순이익	1,055	867	759	853	947
지배지분당기순이익	1,053	864	758	853	947
<b>증감률(%YoY)</b>					
원수보험료	0.3	0.0	2.2	4.9	3.3
경과보험료	1.6	0.1	1.9	7.1	3.2
EPS	24.0	1.4	-28.0	12.7	11.0
운용자산	10.6	3.6	5.9	4.9	5.1

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>개별기준</b>					
운용자산	64,419	66,733	70,652	74,146	77,921
현금 및 예치금	1,342	1,648	4,239	4,449	4,675
유가증권	40,868	41,755	42,160	44,282	46,576
당기손익인식증권	899	313	1,105	1,105	1,105
매도가능증권	39,110	40,456	39,917	42,040	44,334
만기보유증권	141	133	133	133	133
대출채권	21,393	22,531	23,484	24,645	25,900
부동산	815	799	770	770	770
비운용자산	5,473	5,084	5,169	5,227	5,264
특별계정자산	5,629	7,145	8,920	10,520	12,120
자산총계	75,521	78,962	84,742	89,893	95,305
차입준비금	52,872	55,461	58,148	61,170	64,403
후순위채	0	0	0	0	0
기타부채	3,194	3,276	4,015	4,052	4,090
부채총계	63,599	66,675	71,084	75,742	80,614
자본금	26	26	26	26	26
자본총계	11,922	12,287	13,659	14,151	14,691
<b>연결기준</b>					
자산총계	75,908	79,416	79,883	83,421	87,211
부채총계	63,990	67,033	66,206	69,251	72,501
외부주주지분	17	18	18	18	18
지배주주지분총계	11,911	12,365	13,659	14,151	14,692

주요지표

12월 결산(십억원 %)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>보종별 원수보험료</b>					
장기	12,097	12,097	12,403	13,256	13,810
지동차	4,804	4,733	4,834	4,842	4,891
일반	1,329	1,405	1,395	1,446	1,482
장기 월납신계약	161	173	220	234	219
<b>손해율(%)</b>					
장기	82.9	83.1	84.6	84.2	84.7
지동차	80.6	85.3	88.4	85.1	84.8
일반	79.6	72.6	75.0	76.6	76.1
장기 위험손해율	80.2	79.0	81.0	81.5	80.6
사업비용율(%)	20.0	20.4	20.5	20.5	19.8
합산비용율(%)	102.9	103.5	105.1	104.8	104.5
<b>운용자산이익률(%)</b>	3.3	3.3	3.0	3.0	3.0

주요투자지표

12월 결산(원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당자산(원)</b>					
EPS(12개월 환산)	22,013	22,313	16,056	18,093	20,082
BPS	280,460	289,043	321,307	332,891	345,604
DPS	10,000	11,500	8,700	10,000	11,500
<b>밸류에이션(배)</b>					
PER	12.1	12.1	14.0	12.4	11.2
PBR	1.0	0.9	0.7	0.7	0.6
<b>수익성(%)</b>					
ROA (12개월 환산)	1.5	1.1	1.0	1.0	1.1
ROE (12개월 환산)	9.2	7.1	5.8	6.1	6.6
<b>배당지표(%)</b>					
배당성장	40.4	45.7	48.6	49.6	51.4
배당수익률	3.7	4.3	3.9	4.5	5.1

자료: 삼성화재, DB금융투자 주: IFRS 개별기준

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 투자이익 비율 (2019-10-02 기준) - 매수(83.8%) 중립(16.2%) 매도(0.0%)

기업 투자이익은 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 투자이익은 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

삼성화재 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이익	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/07/06	Hold	330,000	-15.9	-7.4	19/08/11	Buy	315,000	-	-
18/01/31	Buy	330,000	-14.0	-10.8					
18/02/22	Buy	354,000	-21.1	-17.2					
18/04/03	Buy	325,000	-17.6	-16.3					
18/05/15	Buy	342,000	-18.6	-9.6					
19/05/15	1년경과		-19.9	-18.4					
19/06/27	Buy	325,000	-20.0	-17.1					

Buy(유지)

# 현대해상

001450

목표주가(유지)	32,500원	현재주가(11/04)	26,300원	Up/Downside	+23.6%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2019. 11. 06

## 턴어라운드, 다만 과거보다 탄력은 둔화

### News

**2019년을 바닥으로 실적 턴어라운드 기대:** 자보손해를 악화와 장기위험손해를 상승으로 인해 2019년 별도기준순이익은 전년대비 29.2% 감소할 것으로 추정한다. 하지만 2019년 두 차례 자보료가 인상되었고 실손손해율이 안정화되는 모습을 보이고 있어 2020년에는 13%내외 이익이 증가할 것으로 기대한다. 향후 2~3년간 2018년 실적 수준으로의 회복은 쉽지 않겠지만, 점진적 실적 개선은 가능할 것이다.

### Comment

**과거와 달리, 개선 시기의 상대적 매력도는 다소 하락:** 자보손해율과 장기위험손해율이 손익에 미치는 영향이 상대적으로 크기 때문에, 손해율 개선 시기에는 현대해상의 실적 개선도가 가장 높은 것이 일반적이었다. 하지만 이번에는 손익관리를 위한 매각이익 실현 규모가 다소 컸다는 점이 부담요인이다. 실손손해율이 상대적으로 높기 때문에 가격을 더 큰 폭으로 인상해야 하지만, 인상 한도 때문에 타사대비 높게 가져가기 쉽지 않다는 점도 부담이다.

### Action

**매각이익 실현 규모에 주의 필요:** 3%대 초반 수준이었던 자산운용이익률이 매각이익 실현 때문에 2Q19 3.85%로 높아졌고, 3Q19에도 상당한 규모의 매각이익 실현이 있었을 것이다. 매각이익 실현이 많을수록 보유이원 하락 속도가 빨라 향후 이익수준 유지에는 부담이 된다. 경험적으로 현대해상에 대한 접근이 유효하지만, 과거에 비해 실적 반등폭은 작을 수 있기 때문에 유의해야 한다.

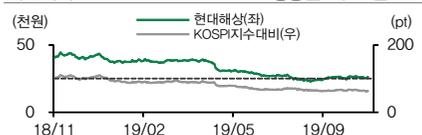
#### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
경과보험료	11,533	11,766	11,957	12,178	12,368
(증가율)	2.5	2.0	1.6	1.8	1.6
세전이익	625	491	370	414	469
순이익	464	374	264	301	341
(증가율)	13.3	-19.6	-29.2	13.7	13.2
EPS	5,195	4,178	2,958	3,363	3,809
손해율	83.0	84.3	85.7	84.5	84.4
사업비율	20.3	20.5	21.5	21.5	21.2
PER	9.5/5.8	11.3/8	8.9	7.8	6.9
PBR	1.3/0.8	1/0.7	0.5	0.5	0.4
ROE	15.6	10.3	6.4	6.9	7.1

#### Stock Data

52주 최저/최고	23,050/44,550원
KOSDAQ /KOSPI	668/2,130pt
시가총액	23,512억원
60일-평균거래량	310,008
외국인지분율	45.5%
60일-외국인지분율변동추이	-1.3%p
주요주주	정몽준 외 4인 22.4%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	4.4	-0.4	-33.8
상대기준	-1.0	-6.6	-34.8

**손익계산서**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>개발기준</b>					
원수보험료	12,826	12,978	13,161	13,426	13,636
경과보험료	11,533	11,766	11,957	12,178	12,368
보유보험료	11,702	11,856	12,007	12,200	12,392
발생손해액	4,668	5,211	5,634	5,471	5,553
순손입비	2,337	2,416	2,576	2,618	2,617
환급금	2,707	2,707	2,680	3,331	3,493
보험료적립금증가액	2,200	1,993	1,915	1,468	1,378
보험영업이익	-380	-573	-865	-728	-690
투자영업이익	1,020	1,087	1,286	1,204	1,231
총영업이익	640	514	421	476	541
세전계속사업이익	625	491	370	414	469
계속사업법인세비용	152	132	106	113	129
당기순이익	473	359	264	301	341
<b>연결기준</b>					
세전계속사업이익	622	511	387	434	489
당기순이익	464	374	264	301	341
지배지분당기순이익	464	374	264	301	341
<b>증감률(%YoY)</b>					
원수보험료	1.9	1.2	1.4	2.0	1.6
경과보험료	2.5	2.0	1.6	1.8	1.6
EPS	13.3	-19.6	-29.2	13.7	13.2
운용자산	9.5	10.4	8.4	5.5	5.0

**주요지표**

12월 결산(십억원 %)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>보종별 원수보험료</b>					
장기	8,416	8,510	8,620	8,761	8,899
자동차	3,329	3,376	3,426	3,524	3,569
일반	1,081	1,093	1,115	1,140	1,169
장기 월납심계약	105	111	122	127	120
<b>순해율(%)</b>	83.0	84.3	85.7	84.5	84.4
장기	84.7	84.8	86.3	87.5	87.6
자동차	79.5	85.6	89.0	87.5	86.5
일반	66.1	61.6	63.8	64.1	66.5
장기 위험순해율	87.2	88.5	94.8	94.6	93.8
<b>사업비율(%)</b>	20.3	20.5	21.5	21.5	21.2
<b>합산비율(%)</b>	103.3	104.9	107.2	106.0	105.6
<b>운용자산이익률(%)</b>	3.3	3.2	3.4	3.0	2.9

자료: 현대해상, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

**대차대조표**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>개발기준</b>					
운용자산	32,448	35,811	38,814	40,951	43,013
현금 및 예치금	854	1,058	1,747	1,843	1,936
유가증권	21,083	23,590	25,921	27,407	28,840
당기손익인식증권	605	546	858	858	858
매도가능증권	19,830	22,530	19,975	21,460	22,893
만기보유증권	0	0	4,526	4,526	4,526
대출채권	9,505	10,143	10,092	10,647	11,183
부동산	1,006	1,021	1,054	1,054	1,054
비운용자산	3,938	3,712	3,734	3,695	3,640
특별계정자산	3,736	4,197	4,814	6,414	8,014
자산총계	40,122	43,719	47,362	51,060	54,667
책임준비금	31,051	33,099	35,199	36,830	38,375
후순위채	898	898	898	898	898
기타부채	2,177	2,299	2,677	2,715	2,755
부채총계	37,019	39,606	42,690	45,959	49,144
자본금	45	45	45	45	45
자본총계	3,103	4,114	4,672	5,101	5,523
<b>연결기준</b>					
자산총계	40,493	44,092	43,298	45,383	47,366
부채총계	37,389	39,961	39,125	40,779	42,342
외부주주지분	0	0	0	0	0
지배주주지분총계	3,104	4,131	4,174	4,603	5,025

**주요투자지표**

12월 결산(원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS(12개월 환산)	5,195	4,178	2,958	3,363	3,809
BPS	38,859	51,520	52,272	57,651	62,930
DPS	1,500	1,130	850	1,000	1,100
<b>밸류에이션(배)</b>					
PER	9.0	9.8	8.9	7.8	6.9
PBR	1.2	0.8	0.5	0.5	0.4
<b>수익성(%)</b>					
ROA(12개월 환산)	1.2	0.9	0.6	0.7	0.7
ROE(12개월 환산)	15.6	10.3	6.4	6.9	7.1
<b>배당지표(%)</b>					
배당성장	25.3	25.1	25.7	26.6	25.8
배당수익률	3.2	2.8	3.2	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 PO 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 사용할 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

**1년간 투자이전 비율 (2019-10-02 기준) - 매수(83.8%) 중립(16.2%) 매도(0.0%)**

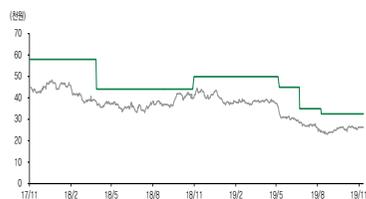
기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

업종 투자이전은 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

**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
17/07/06	Buy	58,000	-23.4	-15.2					
18/04/03	Hold	44,100	-15.7	-3.6					
18/11/05	Buy	49,900	-21.2	-10.7					
19/05/13	Buy	45,000	-32.3	-28.7					
19/06/27	Buy	35,000	-23.3	-18.6					
19/08/14	Buy	32,500	-	-					

# MEMO





## Research Center

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

담당 애널리스트 02)369- @db-fi.com

### 자산전략팀

글로벌크레딧 유승우 팀장 3426 seyoo

#### 채권전략파트

채권/FX전략	문홍철 파트장	3436	m304050
경제	박성우 수석연구원	3441	p3swo
신용분석	이혁재 선임연구원	3435	realsize84

#### 주식전략파트

주식전략	강현기 파트장	3479	hygkang
중국/신흥국	김선영 연구위원	3438	tjs00dud
퀀트/해외주식	설태현 수석연구원	3709	thseol
연구원	강대승 연구원	3437	bigwin92

### 산업분석1팀

은행/보험 이병건 팀장 3381 pyrrhon72

연구원 정광명 연구원 3746 Kmc92

#### 시클리컬파트

조선/기계/철강	김홍균 파트장	3102	usckim10
건설/간자재/부동산	조윤호 수석연구위원	3367	uhno
화학/정유/유틸리티	한승재 수석연구원	3921	sjhan
연구원	정재현 연구원	3429	kevinj

#### 크로스융합파트

원자재/스몰캡	유경하 파트장	3353	last88
비상장기업	남기윤 연구위원	3387	kqnam
생활용품/의류	박현진 수석연구원	3477	hjpark
Mid-small caps	구성진 선임연구원	3428	goo
Mid-small caps	유현재 선임연구원	3369	Jay.yoo

### 산업분석2팀

IT총괄 권성률 팀장 3724 srkwon

#### ICT자동차파트

반도체	여규진 연구위원	3713	kjsyndrome
자동차/운송	김평모 수석연구원	3053	pmkim
통신서비스/미디어	신은정 선임연구원	3458	ej.shin
연구원	권세라 연구원	3352	serakwon9494

#### 헬스케어컨슈머파트

음식료/유통	차재현 파트장	3378	imcjh
제약/바이오	구자용 연구위원	3425	jaykoo
엔터테인먼트/게임	황현준 수석연구원	3385	realjun20



### 본 사

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

### 대전·충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (교운손빌딩 2층)  
 천안 041) 569-7000 충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠타워 2층)  
 청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 풍년로 205번길 57 (WM타워 5층)

### 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 644 (원일빌딩 2층)  
 목동금융센터 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS7기독교방송 1층)  
 압구정금융센터 02) 3445-8800 서울특별시 강남구 논현로 176길 14 (증권빌딩 2층)  
 을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)  
 잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)

### 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 (효연빌딩 2층)

### 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 (하나은행빌딩 4층)  
 진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 (광정빌딩 3층)  
 화성행남 031) 366-0900 경기도 화성시 행남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)

### 광주·전라지역

광주 062) 655-3400 광주광역시 남구 봉선로 164 (삼환빌딩 4층)  
 전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (효자메디칼프라자 2층)

### 강원지역

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

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.