

2017. 7. 18



▲ 보험/증권

Analyst 김고은
02. 6098-6670
goenkim@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

동부화재(005830)	Buy	98,000원
메리츠화재(000060)	Buy	28,000원
미래에셋생명(085620)	Buy	7,500원

관심종목

삼성화재(000810)	Buy	350,000원
현대해상(001450)	Buy	55,000원
한화손해보험(000370)	Buy	12,000원
삼성생명(032830)	Buy	142,000원
한화생명(088350)	Trading Buy	8,000원
동양생명(082640)	Hold	11,000원

보험

위험손해율 개선세는 19년까지 지속

- ✓ 보험료 인상 누적효과 및 18년 갱신 물량으로 위험손해율 개선 19년까지 지속
- ✓ 상위사의 자동차 보험 MS 동반 상승 중, 보험료 인하 시 과점 구조 강화 가능성
- ✓ 손해보험사 손해율 개선세 지속으로 이익 사상 최대 수준
- ✓ Top picks: 동부화재, 메리츠화재, 미래에셋생명

위험손해율 개선과 금리 상승으로 이익 성장 가속화

위험손해율 개선세는 19년까지 지속될 전망이다. 3년간 보험료 인상을 결정한 부분에 대한 누적 효과는 최소 2~3년간 실적으로 드러날 수 밖에 없기 때문이다. 국정위의 실손보험 관련 정책 발표로 폐지 검토가 예정되어 있던 위험률 조정안도가 25%로 하락했으나 당장 2018년부터 실손보험료를 전혀 인상하지 않는다 하더라도 개선 trend는 지속될 수 밖에 없다. 특히 2018년 하반기에 만기가 돌아오는 갱신 물량이 상당하다. 이는 2009년 및 2013년에 실손 보험이 대폭 개선되면서 대량의 절판효과가 발생했기 때문이다.

자동차 보험료 인하 시에도 실적 악화는 제한적

자동차 보험 부문 흑자 전환, 문재인 정부의 생활비 절감 대책 등으로 자동차 보험료 인하 압박 우려 있으나 실적 훼손 가능성은 제한적이다. 삼성화재의 자동차 보험료 인하 결정 이후에도 상위사의 MS는 동반 상승하는 모습을 보이고 있다. 2015년 중순 이후 하위사의 MS가 하락하는 모습을 보이는데 이 중 우량계약이 상위사로 이동했다고 판단된다. 상위사의 경우 보험료 인하 여력 있으나 하위사는 여전히 손해율이 높은 수준을 보이고 있어 인하 여력이 크지 않다. 지금과 같은 상황에서 상위사가 보험료 인하를 결정하는 경우 과점 구조가 보다 강화될 가능성이 있다.

Top Picks: 동부화재, 메리츠화재, 미래에셋생명

Top picks으로 동부화재, 메리츠화재, 미래에셋생명을 유지한다. 실손보험료 인상 및 비급여 의료비 진료비용 공개 기준 강화에 따라 위험손해율의 중장기적 개선이 기대된다. 미래에셋생명은 생명보험사 중 제도개선에 따른 영향이 가장 적으며 Valuation 매력이 있다.

위험손해율 개선과 금리 상승으로 이익 성장 가속화

위험손해율 개선 trend는 19년 까지 지속

위험손해율의 개선이 가시화되고 있다. 당사는 이러한 trend가 2019년까지 지속될 수 있다고 판단한다. 지난 3년간 보험료 인상을 결정한 부분에 대한 누적 효과는 최소 2~3년간 실적으로 드러날 수 밖에 없기 때문이다. 국정위의 실손보험 관련 정책 발표로 폐지 검토가 예정되어 있던 위험률 조정한도가 25%로 하락했으나 당장 2018년부터 실손보험료를 전혀 인상하지 않는다 하더라도 개선 trend는 지속될 수 밖에 없다.

2018년 갱신 물량 상당

특히 2018년 하반기에 만기가 돌아오는 갱신 물량이 상당하다. 이는 두 차례의 실손보험 표준화에 따른 결과다. 2009년 및 2013년에 실손보험이 대폭 개선되면서 대량의 절판효과가 발생했고 2013년 이전 판매된 실손보험은 주로 3년 만기를 가지고 있다. 이에 따라 2015년에도 실손 및 위험손해율이 하락세를 보였다.

국정위의 실손보험료 대책 발표 당분간 영향 제한적

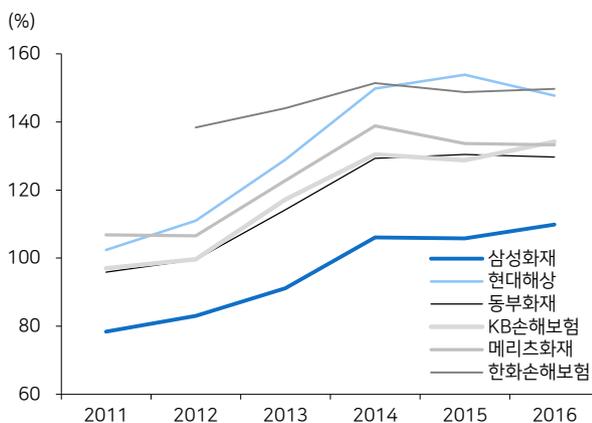
국정위의 실손보험료 인하 관련 정책 발표에 따른 우려가 존재하나 비급여 등 보험금 관리가 선행될 수 밖에 없으며 단기적으로 해결될 수 없는 문제이기 때문에 중장기적으로 구체안을 지켜봐야 한다. 다만, 당분간 실적에 미칠 수 있는 영향은 제한적이다. 장기 상품의 경우에는 보험료 인상 및 인하가 실적으로 가시화 되기 까지 오랜 시간이 걸리기 때문이다.

생명보험사 사차이익 증가

생명보험사 위험손해율 또한 70% 중반 수준으로 하락한 것으로 파악된다. 자살보험금 관련 계정 재분류로 인한 기저효과도 존재하나, 주요 담보인 사망 및 수술 담보의 손해율이 개선되고 있어 긍정적이다.

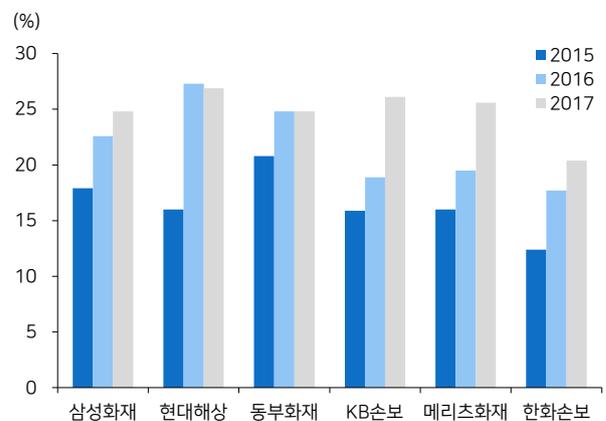
향후 IFRS17 도입 등을 준비하기 위해 생보사의 저축성 보험 판매 감소 및 비차이익의 감소가 전망되는데 사차이익의 증가분이 이를 상쇄하는 경우 이익의 감소 폭이 크지 않을 가능성이 있다.

그림1 손해보험사 실손보험 손해율 추이



자료: 손해보험협회

그림2 손해보험사 실손보험료 인상률



자료: 손해보험협회

자동차 보험료 인하 시에도 실적 악화는 제한적

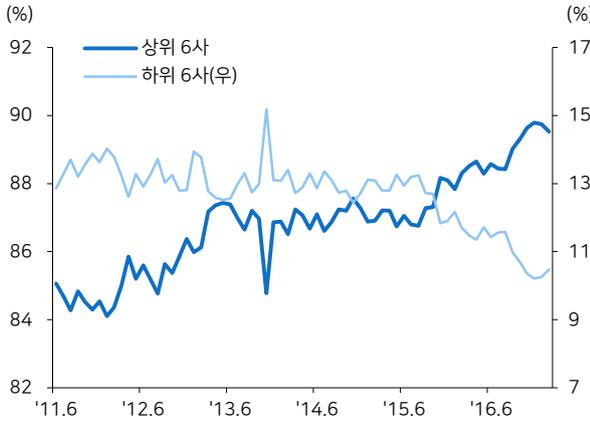
상위사 자동차 MS
동반 상승 중

자동차 보험 부문 흑자 전환, 문재인 정부의 생활비 절감 대책 등으로 자동차 보험료 인하 압박 우려 있으나 실적 훼손 가능성은 제한적이다. 삼성화재의 자동차 보험료 인하 결정 이후에도 상위사의 MS는 동반 상승하는 모습을 보이고 있다. 2015년 중순 이후 하위사의 MS가 하락하는 모습을 보이는데 이 중 우량계약이 상위사로 이동했다고 판단된다. 상위사의 경우 보험료 인하 여력 있으나 하위사는 여전히 손해율이 높은 수준을 보이고 있어 인하 여력이 크지 않다. 지금과 같은 상황에서 상위사가 보험료 인하를 결정하는 경우 과점 구조가 보다 강화될 가능성이 있다.

2016년의 표준약관 변경으로
손해액 증가세 개선이 더 큰 영향

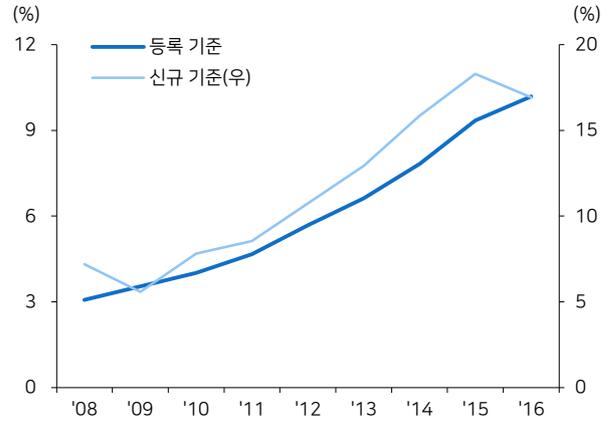
또한 2016년 자동차 손해율의 급격한 개선은 보험료 인상만이 아닌 손해액 증가세 개선에 따른 영향이 크다. 외제차 판매비중이 빠르게 상승하는 가운데 렌트비 관련 표준약관 변경이 영향을 미쳤다고 판단한다.

그림3 손해보험 상위 6개사 자보 MS 상승



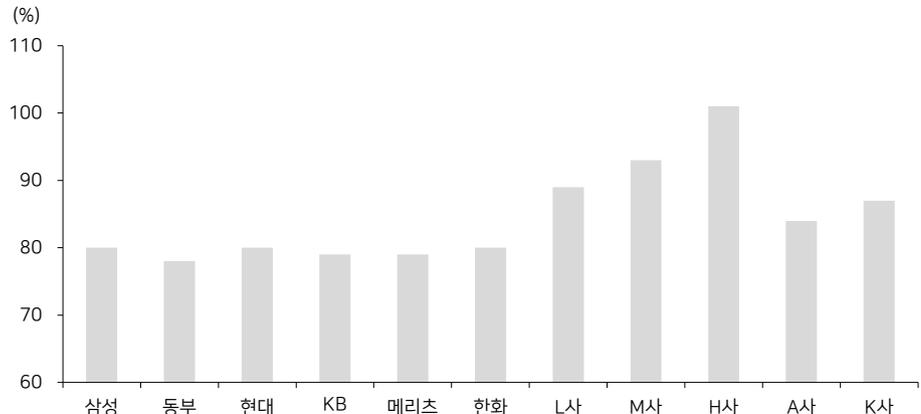
주: 하이카다이렉트 MS는 상위사에 포함
자료: 손해보험협회

그림4 외제차 비중 상승



자료: 국토부

그림5 회사별 자동차 보험 경과손해율(17.02 누적 기준)



자료: 손해보험협회

2Q17 실적 전망

손해보험사 2Q17E 순이익
7,848 억원 전망

손해보험업 유니버스(삼성화재, 동부화재, 현대해상, 메리츠화재, 한화손해보험) 기준 2Q17E 순이익은 7,848억원(-13.2% QoQ, +31.2% YoY)이 전망된다. 자동차 및 장기위험손해율 개선효과가 지속되고 있어 전년 동기 대비 이익 증가한다. 삼성화재의 경우 전분기 부동산 매각익 및 계열사 배당익에 따른 기저효과로 이익이 감소하나 2위권사는 계절적 요인 등으로 이익 증가세를 보일 전망이다.

향후 이익 성장은 2위권사 주도로 나타날 전망이다. 실손 및 위험보험료 비중이 보다 많고 비교적 위험률 조정 폭이 컸기 때문에 이에 따른 누적효과가 기대된다. 후순위채의 성공적인 발행으로 RBC 비율에 대한 우려도 해소되었다. 향후 금리가 상승하더라도 빠른 이익 성장으로 이를 상쇄할 수 있으며 극단적인 경우에도 후순위채 발행 여력이 충분하기 때문이다.

생명보험사 2Q17E 순이익
5,957 억원 전망

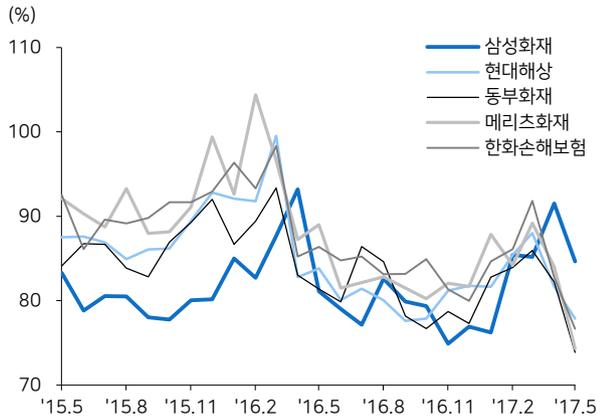
생명보험업 유니버스(삼성생명, 한화생명, 동양생명, 미래에셋생명) 기준 2Q17E 순이익은 5,957억원(-31.9 QoQ, +8.5% YoY)이 전망된다. 위험손해율이 70% 중반수준으로 하락해 사차이익의 증가세가 뚜렷하다. 전분기 저축성 비과세 한도가 축소로 인한 절판이 있어 비차이익은 감소 추정된다. 회사별 일회성 요인으로 삼성생명의 전자 배당금, 한화생명의 부동산 및 주식 매각익, 미래에셋생명의 PCA생명 첨가매수차익 (별도 순이익에는 제외) 등이 있다.

(십억원)	2Q17E	2Q16	% YoY	1Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
삼성화재	277.2	231.3	19.8	503.0	-44.9	261.2	6.1
동부화재	193.2	149.6	29.2	159.3	21.3	171.9	12.4
현대해상	155.2	107.1	44.9	115.5	34.4	142.7	8.8
메리츠화재	108.2	78.1	38.6	88.8	21.9	97.3	11.3
한화손해보험	51.0	31.8	60.1	37.4	36.5	50.9	0.2
손해보험 합계	784.8	598.0	31.2	903.9	-13.2	723.9	8.4
삼성생명(연결)	352.4	329.5	6.9	566.3	-37.8	426.7	-17.4
한화생명	168.0	116.7	43.9	180.9	-7.1	165.0	1.8
동양생명	55.7	70.9	-21.5	115.9	-52.0	62.0	-10.2
미래에셋생명	19.7	32.0	-38.4	11.9	64.9	21.0	-6.2
생명보험 합계	595.7	549.1	8.5	874.9	-31.9	674.6	-11.7

주: 삼성생명 제외 별도 기준

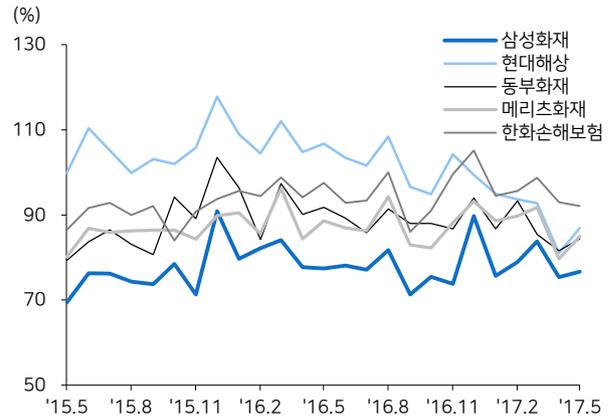
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터, WISEfn

그림6 손해보험사 자동차 손해율 추이



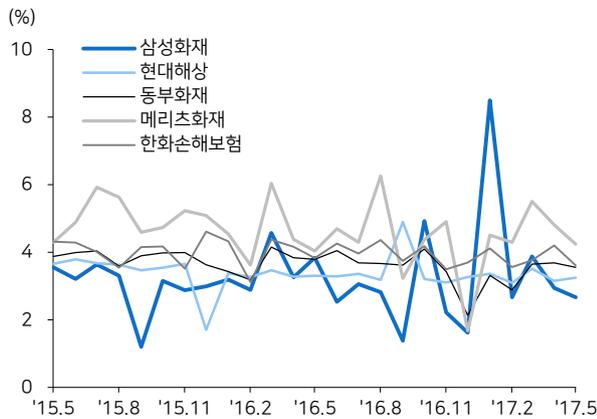
자료: 각 사

그림7 손해보험사 장기위험손해율 추이



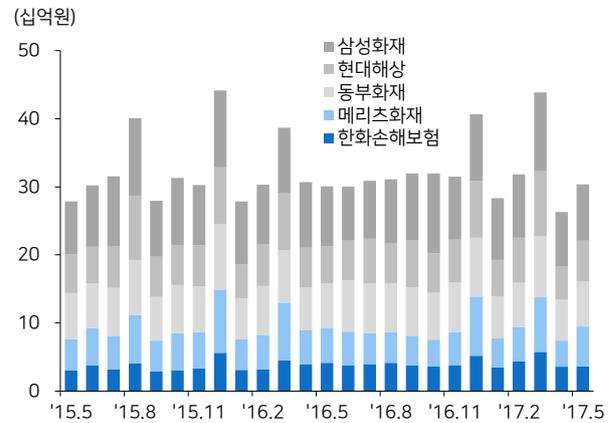
자료: 각 사

그림8 손해보험사 투자이익률 추이



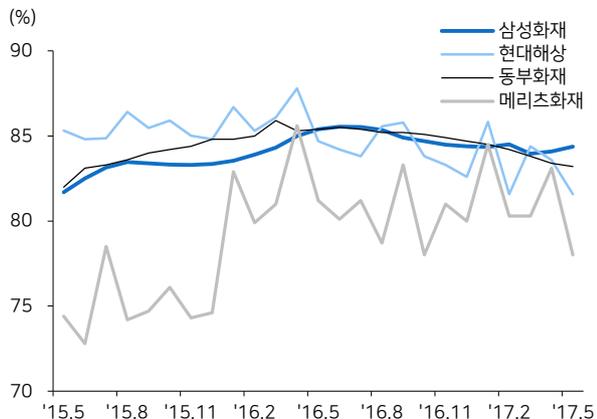
자료: 각 사

그림9 손해보험사 보장성 인보험 추이



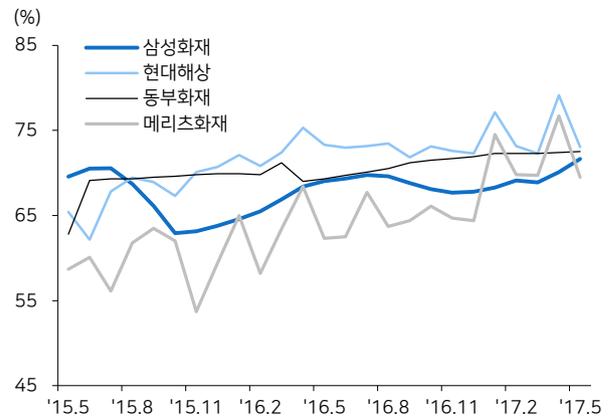
자료: 각 사

그림10 손해보험사 13회차 유지율 추이



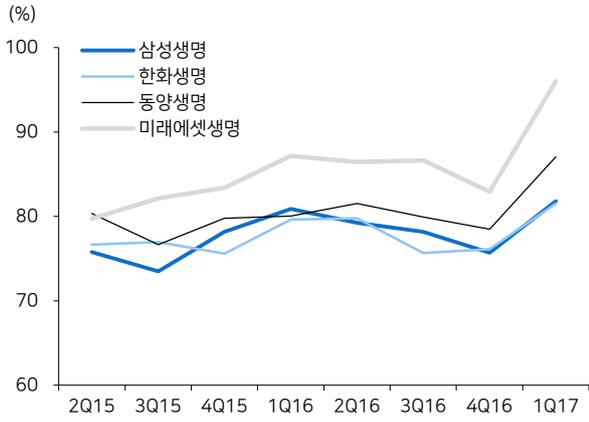
자료: 각 사

그림11 손해보험사 25회차 유지율 추이



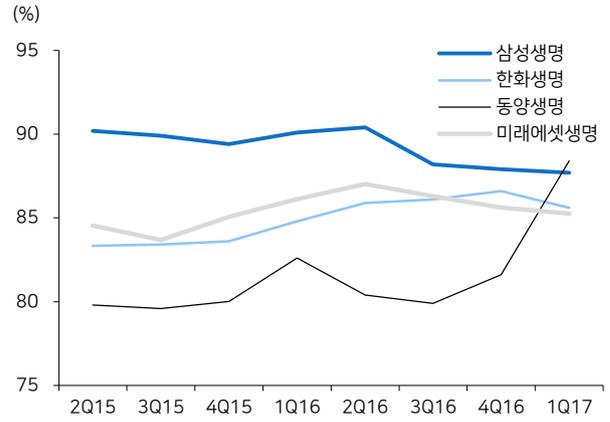
자료: 각 사

그림12 생명보험사 위험손해율 추이



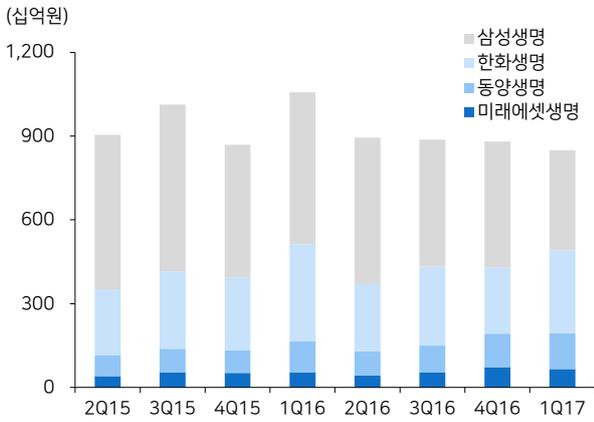
자료: 각 사

그림13 생명보험사 13회차 유지율 추이



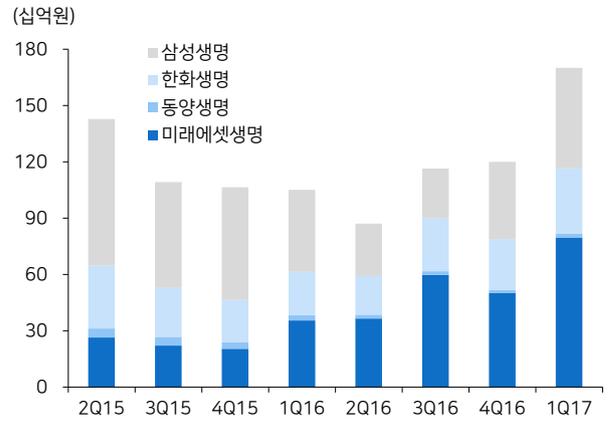
자료: 각 사

그림14 생명보험사 신계약 보장성 APE 추이



자료: 각 사

그림15 생명보험사 변액보험 APE 추이



자료: 각 사

표2 Valuation table

		삼성화재	동부화재	현대해상	메리츠화재	한화손해보험	삼성생명	한화생명	동양생명	미래에셋생명
투자 의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Trading Buy	Hold	Buy
현재가 (7.17) (원)		293,000	80,000	45,300	22,050	9,980	122,000	7,420	10,100	5,590
적정주가(원)		350,000	98,000	55,000	28,000	12,000	142,000	8,000	11,000	7,500
상승여력		19.5%	22.5%	21.4%	27.0%	20.2%	16.4%	7.8%	8.9%	34.2%
당기순이익 (십억원)	2015	782.7	412.7	203.3	171.3	95.3	1,209.6	500.3	151.0	114.9
	2016	840.9	470.2	399.7	257.8	111.9	2,150.0	315.1	5.4	37.2
	2017E	1,170.1	602.6	488.2	343.6	150.6	1,517.9	533.2	236.0	77.3
	2018E	1,032.4	694.0	541.1	390.7	167.3	1,490.4	512.4	228.6	104.4
ROE (%)	2015	8.1	11.7	8.6	11.9	13.1	5.3	5.8	9.8	8.9
	2016	8.1	12.3	15.4	16.6	12.8	8.3	3.8	0.3	2.2
	2017E	10.3	14.2	16.1	19.5	15.6	5.0	6.3	12.6	4.1
	2018E	8.4	14.3	15.3	19.3	14.8	4.5	5.8	10.7	5.5
ROA (%)	2015	1.3	1.4	0.7	1.2	0.9	0.6	0.4	0.8	0.3
	2016	1.3	1.5	1.2	1.7	0.9	0.5	0.5	0.7	0.5
	2017E	1.7	1.7	1.3	2.0	1.1	0.8	0.3	0.0	0.1
	2018E	1.4	1.8	1.3	2.1	1.1	0.5	0.5	0.8	0.3
BPS (원)	2015	232,111	58,179	30,534	13,934	9,488	128,139	11,409	19,061	12,926
	2016	255,966	62,623	34,591	14,957	9,749	148,374	10,850	17,498	13,150
	2017E	280,264	71,611	41,283	17,151	11,498	172,464	11,559	15,938	13,242
	2018E	299,608	81,576	47,463	19,787	13,362	179,104	12,111	16,901	13,731
EPS (원)	2015	19,434	5,829	2,274	1,617	1,050	6,564	666	1,479	801
	2016	21,113	6,641	4,471	2,337	1,233	11,440	419	53	259
	2017E	29,378	8,512	5,461	3,114	1,659	8,065	710	1,514	539
	2018E	25,920	9,802	6,052	3,541	1,844	7,930	682	1,467	728
PBR (배)	2015	1.32	1.21	1.18	1.16	0.82	0.86	0.65	0.61	0.39
	2016	1.05	1.00	0.91	1.02	0.74	0.76	0.60	0.73	0.39
	2017E	1.05	1.12	1.10	1.29	0.87	0.71	0.64	0.63	0.42
	2018E	0.98	0.98	0.95	1.11	0.75	0.68	0.61	0.60	0.41
PER (배)	2015	15.8	12.1	15.9	10.0	7.4	16.8	11.1	7.9	6.3
	2016	12.7	9.4	7.0	6.5	5.9	9.8	15.6	238.2	19.9
	2017E	10.0	9.4	8.3	7.1	6.0	15.1	10.5	6.7	10.4
	2018E	11.3	8.2	7.5	6.2	5.4	15.4	10.9	6.9	7.7
DPS (원)	2015	5,150	1,550	750	570	70	1,800	180	620	55
	2016	6,100	1,650	1,350	830	100	1,200	80	200	55
	2017E	8,782	2,189	1,531	1,104	166	1,691	135	520	100
	2018E	7,748	2,478	1,696	1,256	184	1,660	130	504	135
배당수익률(%)	2015	1.7	2.2	2.1	3.5	0.9	1.6	2.4	5.3	1.1
	2016	2.3	2.6	4.3	5.4	1.4	1.1	1.2	1.6	1.1
	2017E	3.0	2.7	3.4	5.0	1.7	1.4	1.8	5.2	1.8
	2018E	2.6	3.1	3.7	5.7	1.8	1.4	1.8	5.0	2.4

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

동부화재 (005830)

Buy, TP 98,000 원

2Q17E 순이익 1,932억원(+21.3% QoQ, +29.2% YoY)이 전망된다. 자동차 및 위험손해율 개선으로 보험영업이익 흑자 전환 추정되며 해외투자 관련 배당익 등으로 투자수익률 3.6%가 예상된다. 자동차 MS 19.3%로 상승세 지속되고 있다. UBI 특약 할인폭 확대 등 우량고객 모집에 집중하고 있으며 운전자보험 신계약 월 17~20억원 규모로 업계 최상위 수준이다.

투자의견 Buy 유지하고 적정주가를 98,000원으로 6.5% 상향한다. 이는 손해율 개선으로 기존 추정치 대비 2017년 EPS 9.8%, BPS 3.2% 상향 조정했기 때문이다. 2017년 BPS 71,611원에 적정 PBR 1.37배를 적용했다. 수익성이 좋은 운전자 보험을 2015년부터 공격적으로 판매해왔으며 실손보험료 인상 누적효과로 중장기적 위험손해율 개선이 기대된다. 성공적인 후순위채 발행으로 자본 우려 해소되었다.

표3 동부화재 2Q17E Preview

(십억원)	2Q17E	2Q16	% YoY	1Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,093.5	2,986.3	3.6	3,080.0	0.4	2,844.1	8.8
보험영업이익	6.1	-66.8	흑전	-16.8	흑전		
투자영업이익	261.1	261.8	-0.2	237.8	9.8		
영업이익	267.2	195.0	37.1	221.1	20.9	224.4	19.1
당기순이익	193.2	149.6	29.2	159.3	21.3	171.9	12.4

자료: 동부화재, 메리츠증권증권 리서치센터, WISEfn

표4 Valuation table

적정주가	98,000원
이론주가	98,103원
2017 BPS	71,611원
적정 PBR	1.37배
PBR Discount	-47%
이론 PBR	2.58배
2017 ROE	14.2%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	6.1%
업종 Beta	0.7
Risk Free Rate	1.9%
Risk Premium	6.0%

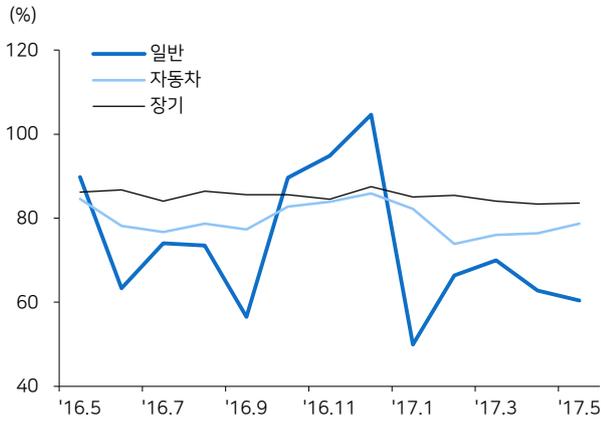
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
순이익	548.7	568.2	602.6	694.0	9.8	22.1
EPS (원)	7,750	8,026	8,512	9,802	9.8	22.1
BPS(원)	69,387	77,562	71,611	81,576	3.2	5.2
ROE (%)	13.1	12.2	14.2	14.3	1.1	2.1

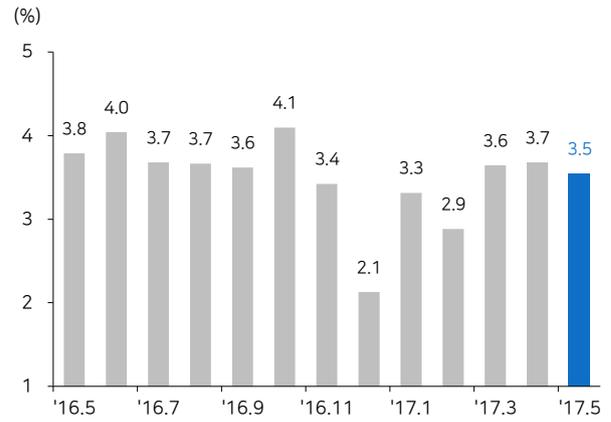
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 경과손해율 추이



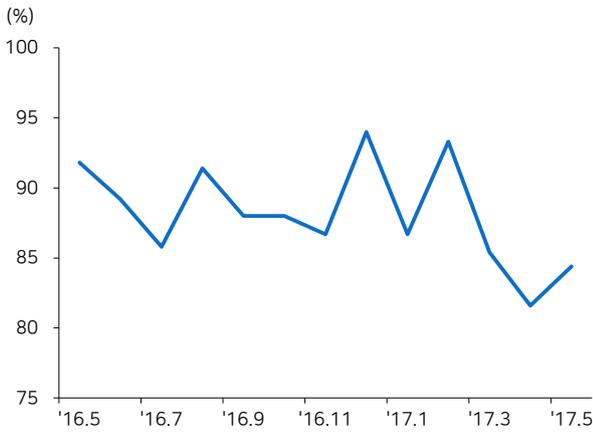
자료: 동부화재

그림17 투자영업이익률 추이



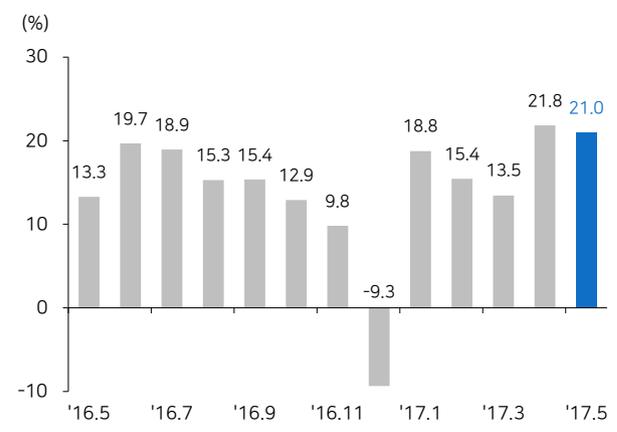
자료: 동부화재

그림18 장기위험손해율 추이



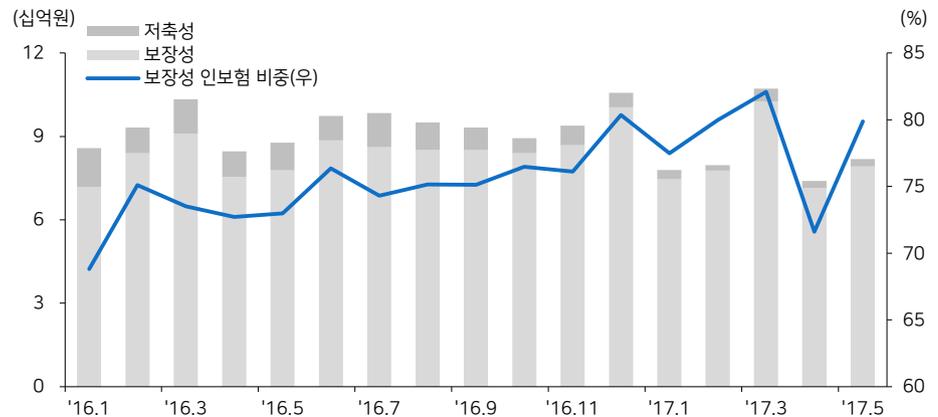
자료: 동부화재

그림19 ROE



자료: 동부화재

그림20 장기보험 신계약 추이



자료: 동부화재

동부화재 (005830)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	11,487.9	12,092.4	12,404.1	12,679.3	12,991.5
일반	999.3	1,013.8	1,031.5	1,086.6	1,113.4
자동차	2,587.6	2,987.6	3,106.4	3,118.7	3,195.5
장기	7,900.9	8,091.0	8,266.1	8,474.0	8,682.6
보유보험료	10,725.2	10,888.5	10,873.7	10,550.0	10,893.4
경과보험료	10,565.3	11,103.0	11,374.1	11,622.2	11,909.7
일반	476.8	520.2	538.9	564.9	577.1
자동차	2,306.2	2,629.6	2,711.7	2,732.6	2,801.3
장기	7,782.4	7,953.1	8,123.6	8,324.8	8,531.2
경과손해액	9,080.9	9,391.5	9,468.0	9,645.0	9,899.9
일반	345.9	397.7	370.7	375.8	396.5
자동차	2,016.8	2,145.4	2,191.0	2,211.2	2,279.7
장기	6,718.2	6,848.3	6,906.3	7,058.0	7,223.7
순사업비	1,865.5	2,021.6	2,073.3	2,108.2	2,166.4
보험영업이익	-381.1	-310.1	-169.1	-130.9	-156.7
투자영업이익	978.5	985.4	1,013.1	1,101.9	1,143.8
영업이익	597.3	675.3	844.1	971.0	987.1
영업외손익	-58.7	-54.9	-49.2	-55.5	-24.1
세전순이익	538.7	620.5	794.9	915.5	962.9
법인세비용	126.0	150.3	192.3	221.6	233.0
당기순이익	412.7	470.2	602.6	694.0	729.9

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
경과손해율	86.0	84.6	83.2	83.0	83.1
일반	72.5	76.5	68.8	66.5	68.7
자동차	87.5	81.6	80.8	80.9	81.4
장기	86.3	86.1	85.0	84.8	84.7
사업비율	17.7	18.2	18.2	18.1	18.2
합산비율	103.6	102.8	101.5	101.1	101.3
투자영업이익률	4.0	3.6	3.4	3.4	3.3
성장성					
총자산	14.0	11.9	7.5	7.9	7.6
운용자산	14.7	12.5	6.7	8.6	1.6
자기자본	9.5	7.6	14.4	13.9	12.6
원수보험료	7.2	5.3	2.6	2.2	2.5
경과보험료	6.2	5.1	2.4	2.2	2.5
순이익	3.1	13.9	28.2	15.2	5.2

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	30,562.8	34,208.6	36,762.3	39,677.8	42,673.7
운용자산	25,981.6	29,228.5	31,187.6	33,876.7	34,432.6
현예금 및 예치금	1,333.2	629.0	375.2	407.6	440.8
유가증권	16,258.5	19,158.4	20,321.1	22,073.2	23,871.8
주식	1,082.4	1,127.1	1,269.1	1,378.6	1,490.9
채권	6,789.2	7,271.0	7,545.1	8,195.7	8,863.5
대출채권	7,240.1	8,299.5	9,266.4	10,065.3	10,885.5
부동산	1,149.8	1,141.6	1,225.0	1,330.6	1,439.1
비운용자산	3,460.9	3,323.5	3,430.9	3,570.2	3,605.9
특별계정자산	1,120.3	1,656.7	2,143.8	2,230.8	2,253.1
부채총계	26,880.1	30,244.7	32,229.5	34,514.1	36,861.0
보험계약준비금	24,460.5	26,992.0	29,044.2	31,199.5	33,411.8
책임준비금	24,460.5	26,992.0	29,044.2	31,199.5	33,411.8
기타부채	1,075.0	1,212.2	1,041.5	1,083.8	1,127.8
특별계정부채	1,344.6	2,040.5	2,143.8	2,230.8	2,321.4
자본총계	3,682.7	3,963.9	4,532.8	5,163.6	5,812.7
자본금	35.4	35.4	35.4	35.4	35.4
자본잉여금	37.9	37.9	37.9	37.9	37.9
이익잉여금	3,030.8	3,402.8	3,953.7	4,584.5	5,233.5
자본조정	578.6	487.8	505.8	505.8	505.8

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	5,829	6,641	8,512	9,802	10,310
BPS	58,179	62,623	71,611	81,576	91,830
DPS	1,550	1,650	2,189	2,478	2,629
밸류에이션 (배)					
PER	12.1	9.4	9.4	8.2	7.8
PBR	1.2	1.0	1.1	1.0	0.9
수익성					
ROE	11.7	12.3	14.2	14.3	13.3
ROA	1.4	1.5	1.7	1.8	1.8
배당지표					
배당성향	23.8	22.2	23.0	22.6	22.8
배당수익률	2.2	2.6	2.7	3.1	3.3
안정성					
총자산/자기자본	830	863	811	768	734
보유보험료/자기자본	291	275	240	204	187

메리츠화재 (000060)

Buy, TP 28,000 원

2Q17E 순이익 1,082억원(+21.9% QoQ, +38.6% YoY)이 전망된다. 보증별 손해율 개선과 투자수익률 방어로 순이익 증가세가 뚜렷하다. 채권 매각은 없었으며 4월 중 PF관련 수수료 수익 약 200억원 발생했다. 일회성 요인 제외하더라도 투자수익률 4% 초반 시현하고 있어 경상 체력을 증명하고 있는 점 긍정적이다. 유지율 및 위험손해율 개선되고 있어 영업채널 전략에 대한 우려에도 양질의 계약 위주로 성장하고 있다고 판단된다.

투자의견 Buy 유지하고 적정주가를 28,000원으로 16.7% 상향한다. 이는 자동차 및 위험손해율 개선으로 기존 추정치 대비 2017년 EPS 25.2%, BPS 2.1% 상향 조정했기 때문이다. 2017년 BPS 17,151원에 적정 PBR 1.63배를 적용했다. 보장성 보험 및 위험보험료 비중이 많아 위험손해율에 대한 민감도가 높다. 배당수익률 5.0% 추정되어 하방리스크도 제한적이다.

표6 메리츠화재 2Q17E Preview

(십억원)	2Q17E	2Q16	% YoY	1Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	1,535.9	1,500.6	2.4	1,553.4	-1.1	1,456.9	5.4
보험영업이익	-13.1	-37.1	적지	-49.5	적지		
투자영업이익	162.6	147.4	10.3	174.1	-6.6		
영업이익	149.5	110.3	35.6	124.7	19.9	126.3	18.3
당기순이익	108.2	78.1	38.6	88.8	21.9	97.3	11.3

자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터, WISEfn

표7 Valuation table

적정주가	28,000원
이론주가	28,032원
2017 BPS	17,151원
적정 PBR	1.63배
PBR Discount	-55%
이론 PBR	3.63배
2017 ROE	19.15
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	6.1%
업종 Beta	0.7
Risk Free Rate	1.9%
Risk Premium	6.0%

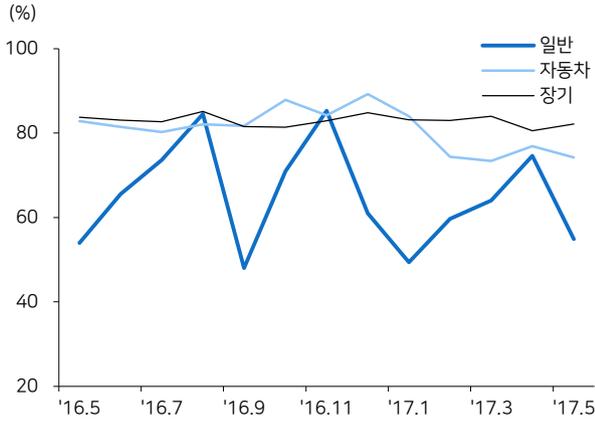
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표8 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
순이익	274.4	297.5	343.6	390.7	25.2	31.3
EPS (원)	2,487	2,696	3,114	3,541	25.2	31.3
BPS(원)	16,796	18,798	17,151	19,787	2.1	5.3
ROE (%)	15.8	15.2	19.5	19.3	3.7	4.1

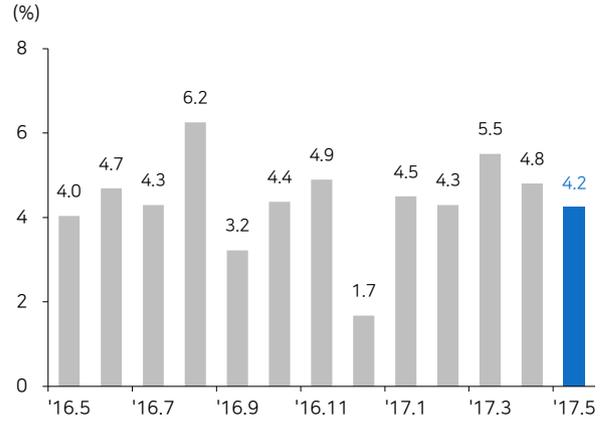
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 경과손해율 추이



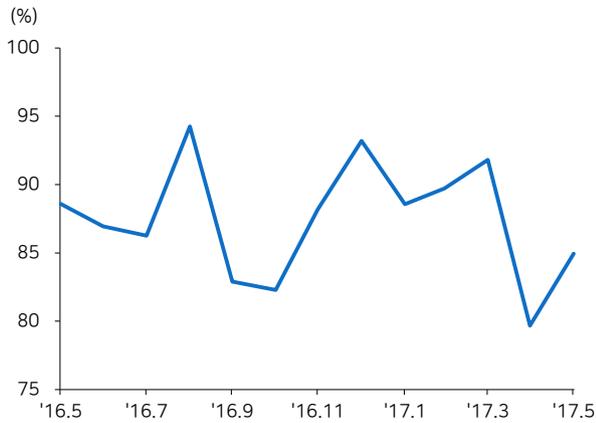
자료: 메리츠화재

그림22 투자영업이익률 추이



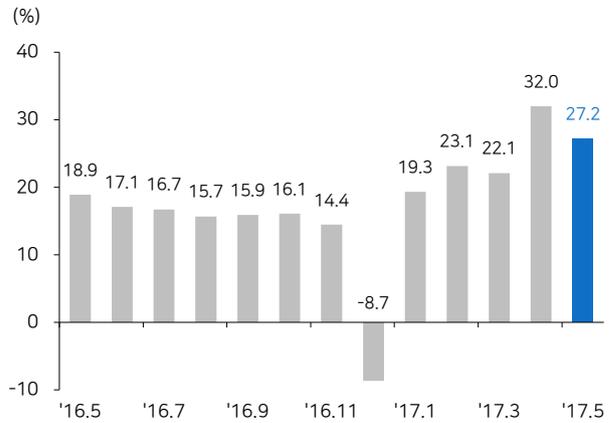
자료: 메리츠화재

그림23 장기위험손해율 추이



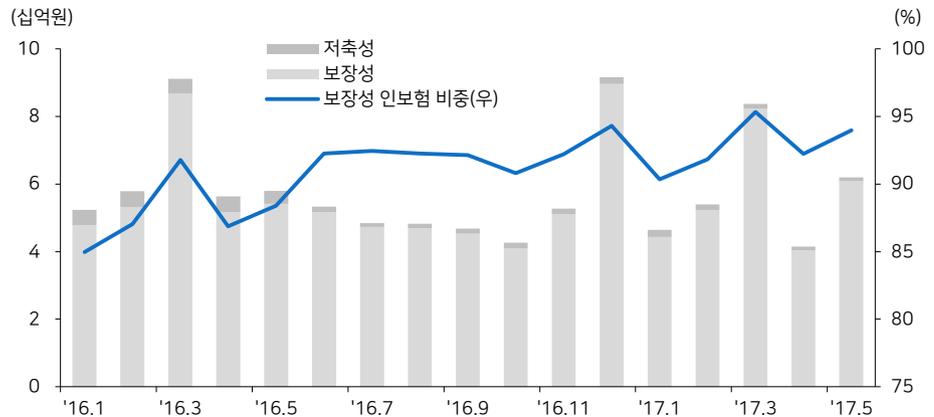
자료: 메리츠화재

그림24 ROE



자료: 메리츠화재

그림25 장기보험 신계약 추이



자료: 메리츠화재

메리츠화재 (000060)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	5,657.6	5,989.8	6,182.7	6,295.1	6,450.1
일반	407.4	439.8	475.8	474.0	485.7
자동차	743.7	751.1	778.6	800.7	820.4
장기	4,506.5	4,798.9	4,928.3	5,020.4	5,143.9
보유보험료	5,197.2	5,639.9	5,737.3	5,888.4	6,023.3
경과보험료	5,325.1	5,666.1	5,803.1	5,930.8	6,074.4
일반	184.5	222.5	214.9	226.2	232.0
자동차	683.8	707.5	724.2	747.3	765.3
장기	4,456.9	4,736.1	4,864.1	4,957.3	5,077.2
경과손해액	4,498.0	4,697.9	4,744.9	4,836.2	4,941.8
일반	115.7	152.9	138.1	147.7	152.4
자동차	635.6	595.0	578.0	602.7	616.4
장기	3,746.6	3,950.0	4,028.8	4,085.8	4,173.0
순사업비	1,162.2	1,194.7	1,223.5	1,243.0	1,278.2
보험영업이익	-335.1	-226.5	-165.3	-148.4	-145.6
투자영업이익	591.8	595.9	646.4	691.5	746.3
영업이익	256.7	369.4	481.2	543.2	600.7
영업외손익	-31.3	-31.6	-27.8	-27.8	-29.2
세전순이익	225.4	337.7	453.4	515.4	571.4
법인세비용	54.1	79.9	109.7	124.7	138.3
당기순이익	171.3	257.8	343.6	390.7	433.1

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	14,603.8	16,444.4	17,961.1	19,688.5	21,461.5
운용자산	12,651.1	14,510.0	15,940.1	17,585.4	19,273.0
현예금 및 예치금	460.8	365.0	396.3	437.3	479.2
유가증권	7,633.9	8,297.6	9,010.6	9,940.7	10,894.6
주식	145.8	132.4	143.8	158.6	173.8
채권	3,949.8	4,284.9	4,653.1	5,133.4	5,626.0
대출채권	3,746.0	4,632.3	5,030.3	5,549.6	6,082.1
부동산	810.4	805.4	874.6	964.8	1,057.4
비운용자산	1,952.7	1,934.4	2,021.0	2,103.1	2,188.4
특별계정자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	13,133.0	14,804.8	16,081.0	17,519.4	18,977.1
보험계약준비금	12,233.3	13,831.3	15,206.9	16,609.7	18,030.5
책임준비금	12,233.3	13,831.3	15,206.9	16,609.7	18,030.5
기타부채	899.7	973.5	874.2	909.6	946.6
특별계정부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,470.8	1,639.6	1,880.1	2,169.1	2,484.4
자본금	53.0	55.2	55.2	55.2	55.2
자본잉여금	369.2	436.6	436.6	436.6	436.6
이익잉여금	649.7	847.3	1,112.0	1,401.0	1,716.3
자본조정	-4.2	-13.5	-11.4	-11.4	-11.4
기타포괄손익누계액	403.2	314.0	287.8	287.8	287.8

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
경과손해율	84.5	82.9	81.8	81.5	81.4
일반	62.7	68.7	64.3	65.3	65.7
자동차	93.0	84.1	79.8	80.7	80.6
장기	84.1	83.4	82.8	82.4	82.2
사업비율	21.8	21.1	21.1	21.0	21.0
합산비율	106.3	104.0	102.8	102.5	102.4
투자영업이익률	5.0	4.4	4.2	4.1	4.0
성장성					
총자산	12.5	12.6	9.2	9.6	9.0
운용자산	15.1	14.7	9.9	10.3	9.6
자기자본	5.1	11.5	14.7	15.4	14.5
원수보험료	8.8	5.9	3.2	1.8	2.5
경과보험료	8.0	6.4	2.4	2.2	2.4
순이익	52.0	50.5	33.3	13.7	10.9

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	1,617	2,337	3,114	3,541	3,925
BPS	13,934	14,957	17,151	19,787	22,663
DPS	570	830	1,104	1,256	1,392
밸류에이션 (배)					
PER	10.0	6.5	7.1	6.2	5.6
PBR	1.2	1.0	1.3	1.1	1.0
수익성					
ROE	11.9	16.6	19.5	19.3	18.6
ROA	1.2	1.7	2.0	2.1	2.1
배당지표					
배당성향	35.1	35.3	35.2	35.2	35.2
배당수익률	3.5	5.4	5.0	5.7	6.3
안정성					
총자산/자기자본	993	1,003	955	908	864
보유보험료/자기자본	353	344	305	271	242

삼성화재 (000810)

Buy, TP 350,000 원

2Q17E 순이익 2,772억원(-44.9% QoQ, +19.8% YoY)이 전망된다. 자동차 및 위험손해를 하락해 보험영업이익 견조하다. 투자영업이익의 감소는 부동산 매각익 및 전자 배당관련 기저효과가 원인이다. 연내 지방 사옥 매각이 계획되어 있으며 관련해 소규모의 손실이 인식될 가능성이 존재한다. ERP 시스템 투자 관련 상각비는 10월부터 향후 5년간 인식될 예정이다.

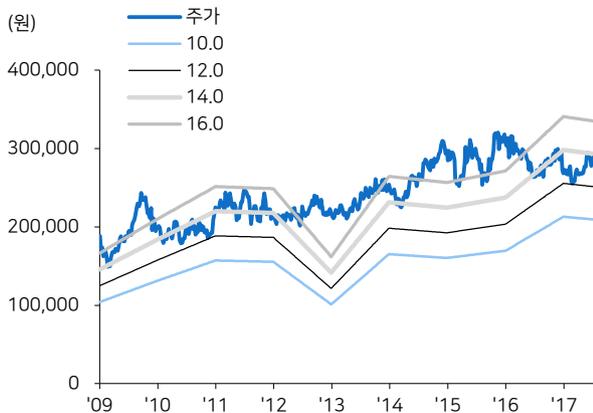
투자의견 Buy 및 적정주가 350,000원을 유지한다. 계열사 배당익 및 부동산 매각익 등으로 투자이익 양호하나 이를 제외 시 투자수익률 하락 속도가 빠른 점은 우려된다. 비용 효율성이 좋은 CM채널 부문 경쟁력 확고하고 안정적인 위험손해를 시현하고 있다. 향후 적극적인 주주 환원 정책에 대한 기대는 유효하다고 판단된다.

표9 삼성화재 2Q17E Preview

(십억원)	2Q17E	2Q16	% YoY	1Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	4,685.0	4,599.6	1.9	4,565.5	2.6	4,477.4	4.6
보험영업이익	-31.1	-128.9	적지	-80.9	적지		
투자영업이익	407.6	441.4	-7.7	734.4	-44.5		
영업이익	376.5	312.6	20.4	653.5	-42.4	342.0	10.1
당기순이익	277.2	231.3	19.8	503.0	-44.9	261.2	6.1

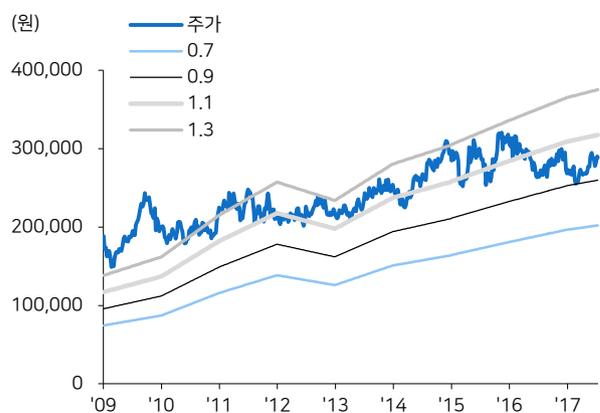
자료: 삼성화재, 메리츠증권증권 리서치센터, WISEfn

그림26 삼성화재 PER 밴드



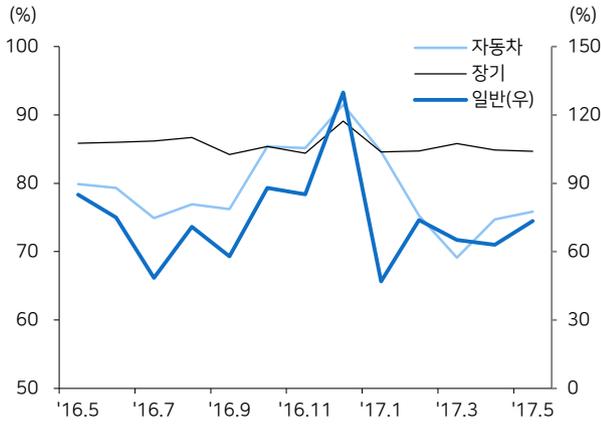
자료: Quantwise

그림27 삼성화재 PBR 밴드



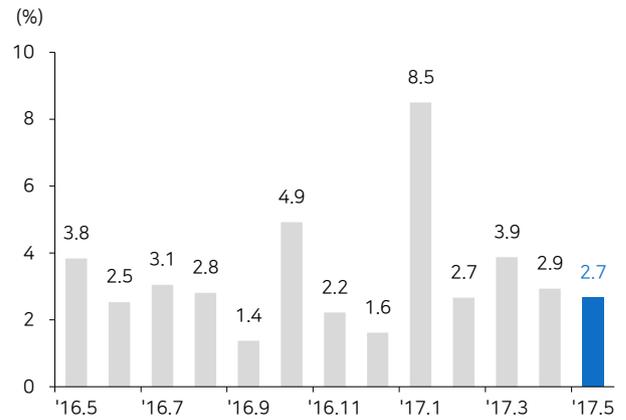
자료: Quantwise

그림28 경과손해율 추이



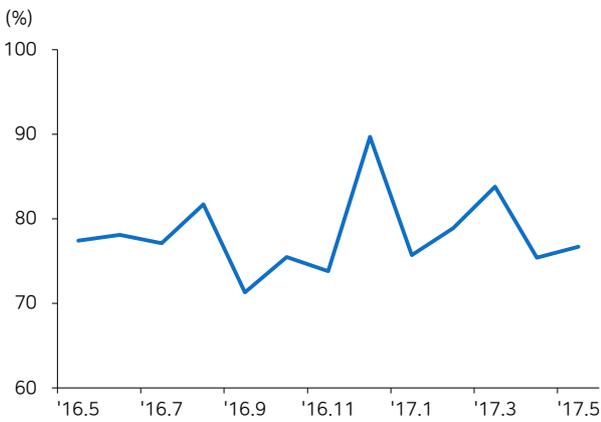
자료: 삼성화재

그림29 투자영업이익률 추이



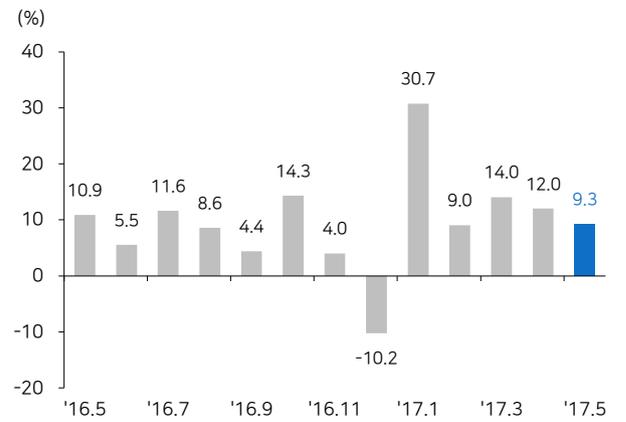
자료: 삼성화재

그림30 장기위험손해율 추이



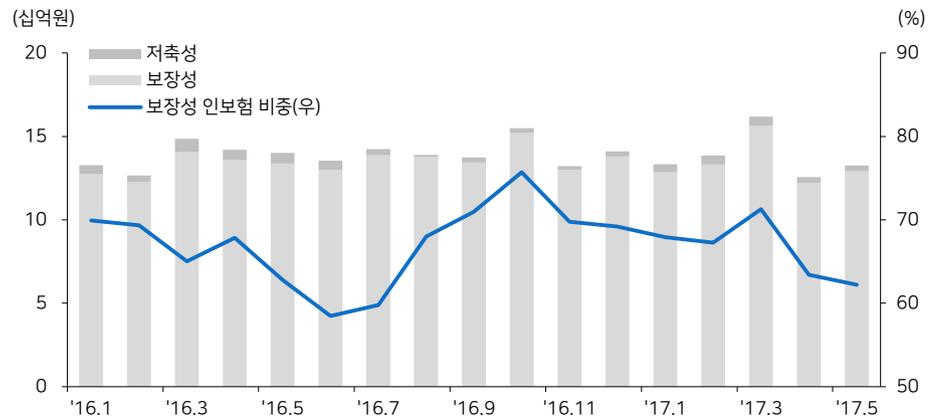
자료: 삼성화재

그림31 ROE



자료: 삼성화재

그림32 장기보험 신계약 추이



자료: 삼성화재

삼성화재 (000810)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	17,799.5	18,183.0	18,686.2	19,202.2	19,674.9
일반	1,360.6	1,302.7	1,268.2	1,334.0	1,366.9
자동차	4,237.6	4,803.5	5,051.7	5,182.5	5,310.1
장기	12,201.3	12,076.8	12,366.3	12,685.7	12,998.0
보유보험료	17,165.8	17,656.7	18,276.5	18,756.9	19,241.5
경과보험료	16,956.3	17,405.8	18,065.0	18,572.8	19,030.4
일반	1,156.1	1,207.9	1,261.2	1,319.4	1,353.5
자동차	3,785.1	4,364.1	4,693.3	4,835.5	4,952.8
장기	12,015.1	11,833.8	12,110.5	12,418.0	12,724.1
경과손해액	14,375.7	14,626.2	14,890.4	15,343.3	15,742.7
일반	736.4	890.6	865.9	904.0	947.1
자동차	3,119.7	3,528.4	3,707.5	3,878.1	3,970.8
장기	10,519.5	10,207.2	10,317.0	10,561.2	10,824.7
순사업비	3,186.9	3,347.5	3,566.7	3,635.4	3,757.2
보험영업이익	-606.3	-567.9	-392.1	-405.8	-469.5
투자영업이익	1,677.0	1,688.3	1,985.2	1,917.2	2,060.2
영업이익	1,070.7	1,120.5	1,593.1	1,511.3	1,590.6
영업외손익	-37.0	-26.8	-77.6	-149.4	-149.4
세전순이익	1,033.7	1,093.7	1,515.4	1,362.0	1,441.2
법인세비용	251.0	252.8	345.4	329.6	348.8
당기순이익	782.7	840.9	1,170.1	1,032.4	1,092.5

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
경과손해율	84.8	84.0	82.4	82.6	82.7
일반	63.7	73.7	68.7	68.5	70.0
자동차	82.4	80.9	79.0	80.2	80.2
장기	87.6	86.3	85.2	85.0	85.1
사업비율	18.8	19.2	19.7	19.6	19.7
합산비율	103.6	103.3	102.2	102.2	102.5
투자영업이익률	3.3	3.0	3.3	3.0	3.0
성장성					
총자산	9.1	8.0	7.2	6.7	6.5
운용자산	7.4	9.0	7.4	7.1	6.8
자기자본	5.5	9.1	9.5	6.9	6.8
원수보험료	2.5	2.2	2.8	2.8	2.5
경과보험료	2.4	2.7	3.8	2.8	2.5
순이익	-1.7	7.4	39.1	-11.8	5.8

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	62,870.6	67,897.9	72,759.9	77,643.9	82,663.8
운용자산	53,408.3	58,237.6	62,530.2	66,998.9	71,586.5
현예금 및 예치금	1,357.5	1,048.9	865.5	927.4	990.9
유가증권	36,118.1	38,126.6	40,708.3	43,617.5	46,604.1
주식	4,631.1	5,379.0	6,335.6	6,788.3	7,253.2
채권	28,354.7	29,898.6	31,550.1	33,804.8	36,119.5
대출채권	14,598.5	17,878.2	19,884.1	21,305.1	22,764.0
부동산	1,334.1	1,183.9	1,072.2	1,148.9	1,227.5
비운용자산	5,219.3	5,055.2	5,428.5	5,648.9	5,878.3
특별계정자산	4,243.0	4,605.0	4,801.2	4,996.1	5,199.0
부채총계	52,900.0	57,016.9	60,846.0	64,907.7	69,067.2
보험계약준비금	45,773.5	49,416.1	52,940.3	56,681.1	60,506.5
책임준비금	45,773.5	49,416.1	52,940.3	56,681.1	60,506.5
기타부채	2,883.6	2,995.8	3,104.5	3,230.5	3,361.7
특별계정부채	4,243.0	4,605.0	4,801.2	4,996.1	5,199.0
자본총계	9,970.6	10,881.0	11,913.9	12,736.2	13,596.6
자본금	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5
자본잉여금	939.2	939.2	939.2	939.2	939.2
이익잉여금	6,794.7	7,414.1	8,040.1	8,862.4	9,722.8
자본조정	-1,348.1	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5
기타포괄손익누계액	3,558.3	3,984.6	4,391.6	4,391.6	4,391.6

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	19,434	21,113	29,378	25,920	27,429
BPS	232,111	255,966	280,264	299,608	319,848
DPS	5,150	6,100	8,782	7,748	8,336
밸류에이션 (배)					
PER	15.8	12.7	10.0	11.3	10.7
PBR	1.3	1.0	1.0	1.0	0.9
수익성					
ROE	8.1	8.1	10.3	8.4	8.3
ROA	1.3	1.3	1.7	1.4	1.4
배당지표					
배당성향	26.2	28.9	29.9	29.9	30.4
배당수익률	1.7	2.3	3.0	2.6	2.8
안정성					
총자산/자기자본	631	624	611	610	608
보유보험료/자기자본	172	162	153	147	142

현대해상 (001450)

Buy, TP 55,000 원

2Q17E 순이익 1,552억원(34.4% QoQ, +44.9 YoY)이 전망된다. 자동차 손해율 개선세 지속되고 있으며 타사 대비 높은 수준을 유지해왔던 위험손해율이 빠르게 gap을 줄이는 점이 긍정적이다. 하이카와의 합병 이후 2위로 올라선 자동차 MS가 소폭 하락했으나 최근 인수 기준 완화 등으로 대응하고 있다.

투자의견 Buy 유지하고 적정주가를 55,000원으로 22.2% 상향한다. 이는 자동차 및 위험손해율 개선으로 기존 추정치 대비 2017년 EPS 17.9%, BPS 4.6% 상향 조정했기 때문이다. 2017년 BPS 41,283원에 적정 PBR 1.34배를 적용했다. 타사와의 위험손해율 gap이 확연히 줄어들어 discount 요인이 감소했다. 성공적인 후순위채 발행으로 RBC 비율 개선되어 자본 부담 또한 해소되었다.

표10 현대해상 2Q17E Preview

(십억원)	2Q17E	2Q16	% YoY	1Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,235.8	3,182.2	1.7	3,120.8	3.7	2,916.2	11.0
보험영업이익	-26.7	-76.0	적지	-81.6	적지		
투자영업이익	236.8	225.5	5.0	245.8	-3.7		
영업이익	210.1	149.5	40.5	164.3	27.9	188.1	11.7
당기순이익	155.2	107.1	44.9	115.5	34.4	142.7	8.8

자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터, WISEfn

표11 Valuation table

적정주가	55,000원
이론주가	55,143원
2017 BPS	41,283원
적정 PBR	1.34배
PBR Discount	-55%
이론 PBR	2.97배
2017 ROE	16.1%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	6.1%
업종 Beta	0.7
Risk Free Rate	1.9%
Risk Premium	6.0%

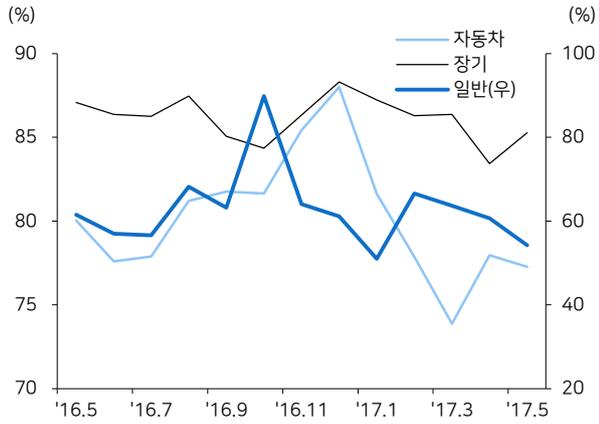
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표12 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
순이익	414.2	417.6	488.2	541.1	17.9	29.6
EPS (원)	4,633	4,671	5,461	6,052	17.9	29.6
BPS(원)	39,470	44,333	41,283	47,463	4.6	7.1
ROE (%)	14.0	12.5	16.1	15.3	2.1	2.8

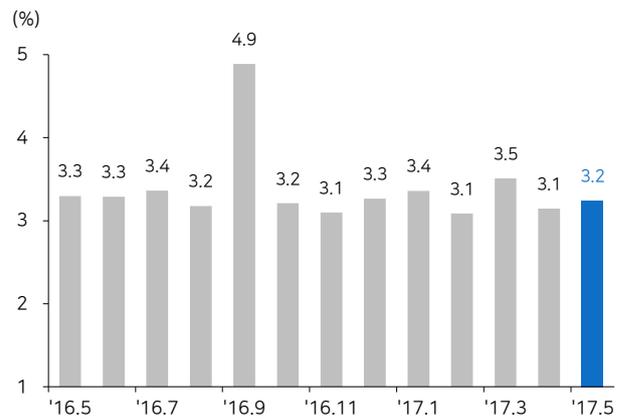
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림33 경과손해를 추이



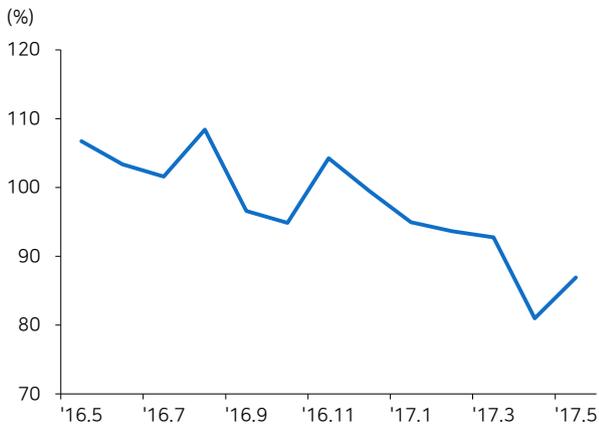
자료: 현대해상

그림34 투자영업이익률 추이



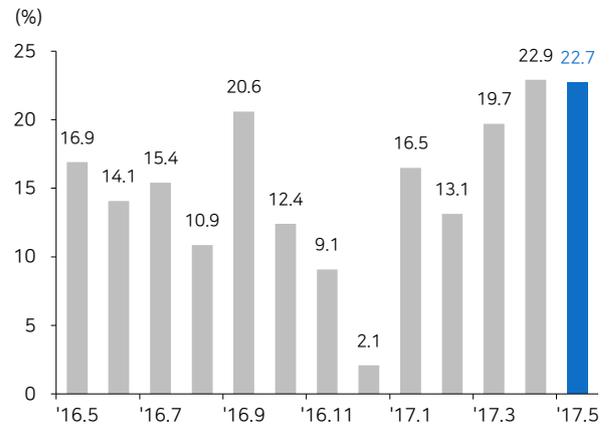
자료: 현대해상

그림35 장기위험손해를 추이



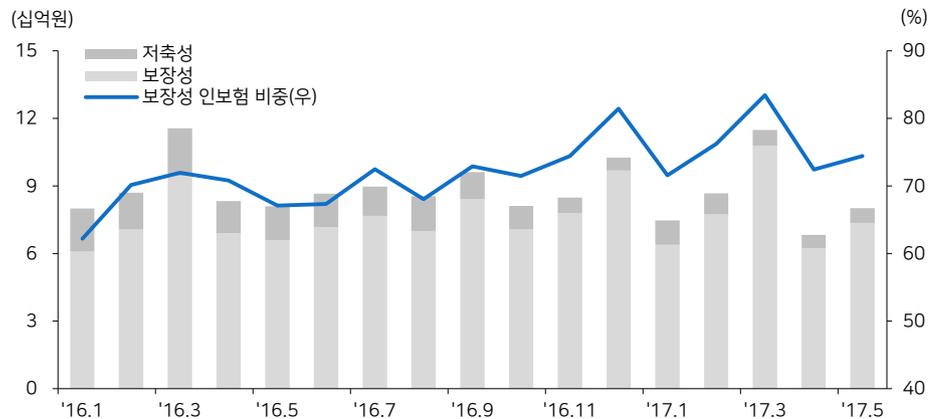
자료: 현대해상

그림36 ROE



자료: 현대해상

그림37 장기보험 신계약 추이



자료: 현대해상

현대해상 (001450)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	12,119.4	12,582.8	12,873.7	13,262.5	13,589.0
일반	1,040.0	1,078.9	1,119.6	1,176.6	1,205.6
자동차	2,726.6	3,145.2	3,177.0	3,257.5	3,337.7
장기	8,254.2	8,304.0	8,568.6	8,828.3	9,045.7
보유보험료	9,421.0	11,413.6	11,708.2	12,056.2	12,349.1
경과보험료	10,975.6	11,255.4	11,597.6	11,910.8	12,204.1
일반	469.2	455.0	476.4	499.8	511.8
자동차	2,430.2	2,739.5	2,823.0	2,875.3	2,942.4
장기	8,076.2	8,060.9	8,298.3	8,535.7	8,750.0
경과손해액	9,544.1	9,525.3	9,675.1	9,919.5	10,140.0
일반	340.6	296.9	302.7	329.1	334.3
자동차	2,178.9	2,242.2	2,237.4	2,289.2	2,315.8
장기	7,024.5	6,986.3	7,135.1	7,301.1	7,490.0
순사업비	1,989.1	2,148.3	2,228.6	2,287.7	2,339.8
보험영업이익	-557.6	-418.3	-306.1	-296.4	-275.8
투자영업이익	852.1	960.0	980.5	1,042.2	1,109.1
영업이익	294.5	541.8	674.4	745.9	833.3
영업외손익	-10.5	-28.9	-32.0	-32.0	-30.2
세전순이익	283.9	512.9	642.3	713.8	803.1
법인세비용	80.6	113.2	154.1	172.7	194.3
당기순이익	203.3	399.7	488.2	541.1	608.7

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
경과손해율	87.0	84.6	83.4	83.3	83.1
일반	72.6	65.2	63.5	65.8	65.3
자동차	89.7	81.8	79.3	79.6	78.7
장기	87.0	86.7	86.0	85.5	85.6
사업비율	18.1	19.1	19.2	19.2	19.2
합산비율	105.1	103.7	102.6	102.5	102.3
투자영업이익률	3.5	3.4	3.2	3.1	3.0
성장성					
총자산	16.8	13.5	7.6	8.2	7.8
운용자산	19.6	13.0	8.1	9.2	8.7
자기자본	5.3	13.3	19.3	15.0	14.5
원수보험료	8.2	3.8	2.3	3.0	2.5
경과보험료	8.1	2.5	3.0	2.7	2.5
순이익	-12.9	96.6	22.2	10.8	12.5

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	32,291.6	36,652.2	39,452.2	42,688.2	46,038.6
운용자산	26,228.6	29,642.7	32,042.0	34,977.1	38,014.4
현예금 및 예치금	1,570.4	1,157.0	1,149.5	1,254.8	1,363.8
유가증권	16,506.3	18,779.5	20,277.8	22,135.3	24,057.5
주식	1,353.9	1,311.3	1,644.4	1,795.1	1,950.9
채권	10,201.4	10,829.3	11,356.9	12,397.3	13,473.8
대출채권	7,178.5	8,690.7	9,524.7	10,397.2	11,300.0
부동산	973.5	1,015.5	1,090.0	1,189.8	1,293.1
비운용자산	3,746.3	3,796.4	3,965.3	4,126.3	4,293.8
특별계정자산	2,316.7	3,213.2	3,444.9	3,584.8	3,730.4
부채총계	29,856.9	33,894.1	36,160.5	38,903.7	41,705.1
보험계약준비금	25,678.1	28,653.1	31,000.7	33,534.5	36,117.8
책임준비금	25,678.1	28,653.1	31,000.7	33,534.5	36,117.8
기타부채	1,656.5	1,835.4	1,714.8	1,784.4	1,856.9
특별계정부채	2,316.7	3,213.2	3,444.9	3,584.8	3,730.4
자본총계	2,434.7	2,758.1	3,291.7	3,784.4	4,333.5
자본금	44.7	44.7	44.7	44.7	44.7
자본잉여금	114.2	114.2	114.2	114.2	114.2
이익잉여금	2,058.3	2,398.3	2,833.5	3,326.3	3,875.3
자본조정	-37.5	-37.5	-37.5	-37.5	-37.5
기타포괄손익누계액	255.0	238.4	336.8	336.8	336.8

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	2,274	4,471	5,461	6,052	6,809
BPS	30,534	34,591	41,283	47,463	54,349
DPS	750	1,350	1,531	1,696	1,909
밸류에이션 (배)					
PER	15.9	7.0	8.3	7.5	6.7
PBR	1.2	0.9	1.1	1.0	0.8
수익성					
ROE	8.6	15.4	16.1	15.3	15.0
ROA	0.7	1.2	1.3	1.3	1.4
배당지표					
배당성향	29.4	26.9	25.0	25.0	25.0
배당수익률	2.1	4.3	3.4	3.7	4.2
안정성					
총자산/자기자본	1,326	1,329	1,199	1,128	1,062
보유보험료/자기자본	387	414	356	319	285

한화손해보험 (000370)

Buy, TP 12,000 원

2Q17E 순이익 510억원(+36.5% QoQ, +60.1% YoY)이 전망된다. 자동차 손해율 -5.8%p YoY, 장기손해율 -1.6%p YoY 개선이 이익 증가의 주요 원인이다. 4월중 해외오피스 처분익 등으로 투자수익률은 3.7% 전망된다. 공격적인 마일리지 특약 정책으로 우량고객 위주로 MS를 확대하고 있다.

투자의견 Buy 유지하고 적정주가를 12,000원으로 20.0% 상향한다. 이는 자동차 및 위험손해율 개선으로 기존 추정치 대비 2017년 EPS 20.0%, BPS 3.2% 상향 조정했기 때문이다. 2017년 BPS 11,485원에 적정 PBR 1.0배를 적용했다. 5월 RBC 비율 164.5%(회사 추정치) 수준 유지 가능할 전망이며 이익개선으로 인해 향후 후순위채 발행 한도 또한 증가해 자본 관련 우려도 해소되었다고 판단된다.

표13 한화손해보험 2Q17E Preview

(십억원)	2Q17E	2Q16	% YoY	1Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	1,255.6	1,235.5	1.6	1,294.9	-3.0	1,103.5	13.8
보험영업이익	-39.1	-63.6	적지	-56.5	적지		
투자영업이익	109.1	107.8	1.2	109.4	-0.2		
영업이익	70.0	44.3	58.3	52.8	32.6	55.8	25.6
당기순이익	51.0	31.8	60.1	37.4	36.5	50.9	0.2

자료: 한화손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터, WISEfn

표14 Valuation table

적정주가	12,000원
이론주가	11,551원
2017 BPS	11,498원
적정 PBR	1.00배
PBR Discount	-65%
이론 PBR	2.87배
2017 ROE	15.6%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	6.1%
업종 Beta	0.7
Risk Free Rate	1.9%
Risk Premium	6.0%

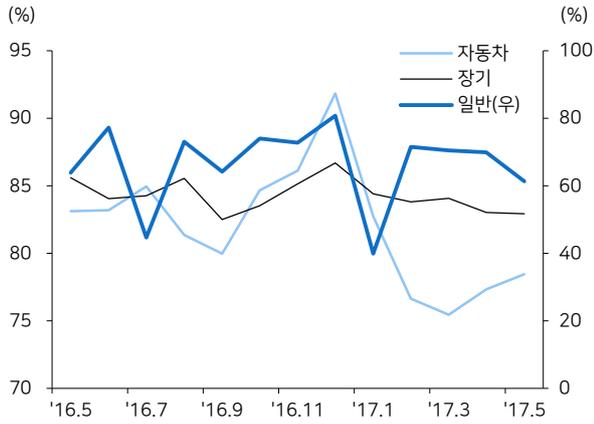
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표15 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
순이익	125.5	133.7	150.6	167.3	20.0	25.2
EPS (원)	1,383	1,474	1,659	1,844	20.0	25.1
BPS(원)	11,142	12,680	11,498	13,362	3.2	5.4
ROE (%)	13.2	12.4	15.6	14.8	2.4	2.4

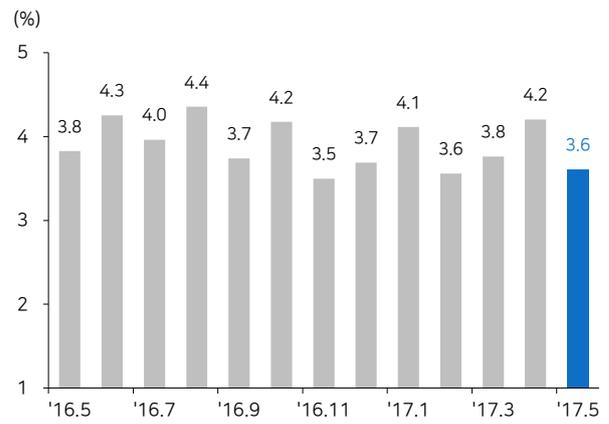
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림38 경과손해율 추이



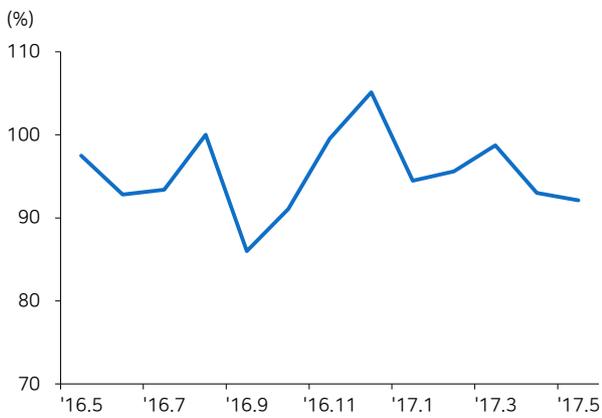
자료: 한화손해보험

그림39 투자영업이익률 추이



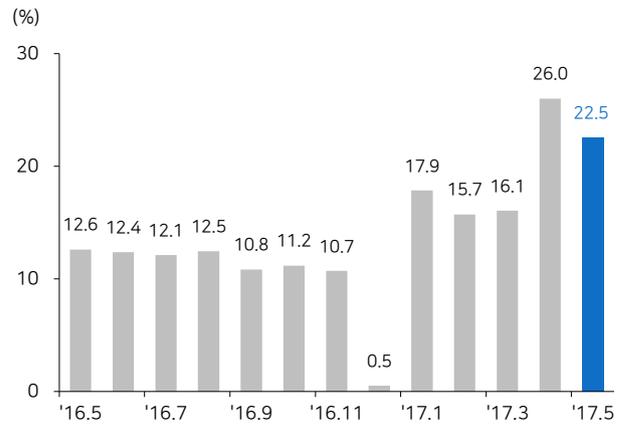
자료: 한화손해보험

그림40 장기위험손해율 추이



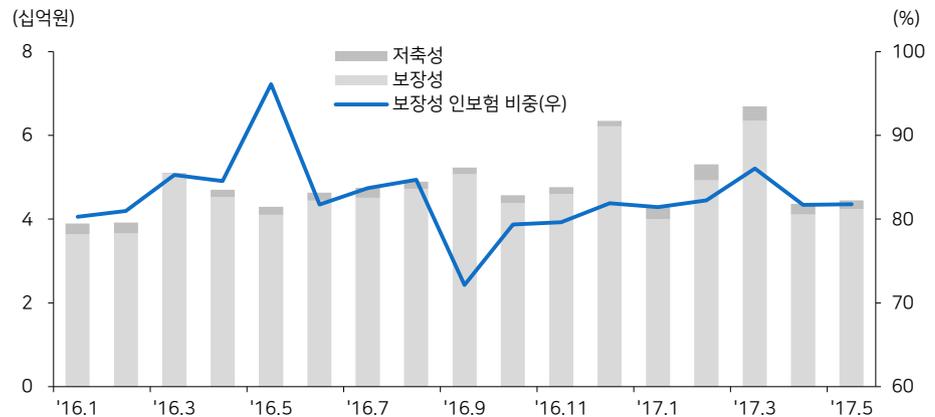
자료: 한화손해보험

그림41 ROE



자료: 한화손해보험

그림42 장기보험 신계약 추이



자료: 한화손해보험

한화손해보험 (000370)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	4,548.1	4,953.8	5,079.4	5,146.3	5,273.0
일반	323.5	380.5	408.3	411.6	421.8
자동차	693.7	840.6	850.0	867.1	888.4
장기	3,530.9	3,732.7	3,821.1	3,867.6	3,962.8
보유보험료	3,677.9	3,725.5	3,350.7	3,356.1	3,508.5
경과보험료	3,656.5	3,993.1	4,087.6	4,129.7	4,239.0
일반	116.6	141.6	151.6	152.6	157.8
자동차	488.0	576.1	603.1	604.7	621.3
장기	3,052.0	3,275.4	3,333.0	3,372.4	3,459.9
경과손해액	3,093.0	3,360.2	3,386.3	3,424.4	3,517.0
일반	75.3	95.5	98.1	100.5	104.1
자동차	447.4	488.3	488.9	496.4	513.0
장기	2,570.3	2,776.4	2,799.3	2,827.4	2,899.9
순사업비	823.6	911.7	931.9	944.2	974.0
보험영업이익	-259.5	-281.7	-230.5	-238.9	-252.0
투자영업이익	386.8	426.8	441.0	470.9	500.4
영업이익	127.4	145.0	210.5	232.0	248.4
영업외손익	-11.5	-10.6	-11.8	-11.2	-11.2
세전순이익	115.9	134.4	198.7	220.8	237.2
법인세비용	20.6	22.5	48.2	53.4	57.4
당기순이익	95.3	111.9	150.6	167.3	179.8

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	11,802.4	13,275.3	14,721.2	16,283.9	17,893.9
운용자산	9,975.6	11,388.6	12,678.7	14,158.4	15,682.1
현예금 및 예치금	200.0	381.8	419.6	468.6	519.0
유가증권	5,319.0	5,636.7	6,363.9	7,106.6	7,871.4
주식	131.9	197.9	236.6	264.2	292.6
채권	2,946.7	3,567.9	2,540.7	2,837.3	3,142.6
대출채권	4,123.4	4,870.8	5,350.5	5,974.9	6,617.9
부동산	332.2	496.9	542.1	605.4	670.5
비운용자산	1,819.1	1,879.6	2,036.5	2,119.2	2,205.2
특별계정자산	7.8	7.1	6.0	6.3	6.5
부채총계	10,941.5	12,390.7	13,677.9	15,071.4	16,502.6
보험계약준비금	10,188.5	11,539.6	12,849.2	14,209.1	15,605.2
책임준비금	10,188.5	11,539.6	12,849.2	14,209.1	15,605.2
기타부채	745.1	843.7	822.7	856.1	890.8
특별계정부채	7.9	7.4	6.0	6.3	6.5
자본총계	860.9	884.6	1,043.3	1,212.4	1,391.3
자본금	453.7	453.7	453.7	453.7	453.7
자본잉여금	0.0	0.0	29.8	29.8	29.8
이익잉여금	189.4	264.1	400.3	569.3	748.2
자본조정	-31.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	249.0	166.8	159.6	159.6	159.6

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
경과손해율	84.6	84.2	82.8	82.9	83.0
일반	64.6	67.4	64.7	65.9	66.0
자동차	91.7	84.8	81.1	82.1	82.6
장기	84.2	84.8	84.0	83.8	83.8
사업비율	22.5	22.8	22.8	22.9	23.0
합산비율	107.1	107.0	105.6	105.8	105.9
투자영업이익률	4.2	4.0	3.7	3.5	3.4
성장성					
총자산	14.2	12.5	10.9	10.6	9.9
운용자산	17.5	14.2	11.3	11.7	10.8
자기자본	44.8	2.8	17.9	16.2	14.8
원수보험료	6.1	8.9	2.5	1.3	2.5
경과보험료	2.6	9.2	2.4	1.0	2.6
순이익	486.1	17.4	34.6	11.1	7.4

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	1,050	1,233	1,659	1,844	1,981
BPS	9,488	9,749	11,498	13,362	15,333
DPS	70	100	166	184	198
밸류에이션 (배)					
PER	7.4	5.9	6.0	5.4	5.0
PBR	0.8	0.7	0.9	0.7	0.7
수익성					
ROE	13.1	12.8	15.6	14.8	13.8
ROA	0.9	0.9	1.1	1.1	1.1
배당지표					
배당성향	6.7	8.1	10.0	10.0	10.0
배당수익률	0.9	1.4	1.7	1.8	2.0
안정성					
총자산/자기자본	1,371	1,501	1,411	1,343	1,286
보유보험료/자기자본	424	421	321	277	252

미래에셋생명 (085620)

Buy, TP 7,500 원

2Q17E 별도 기준 순이익 197억원(+64.9% QoQ, -38.4% YoY)이 전망된다. 연결 기준으로는 PCA생명 대주주 승인으로 엮매수차익 약 1,600억원, PCA생명 자체 이익 약 25억원 추정된다. 위험손해율이 70% 중반으로 하락하며 사차이익 규모가 약 120억원으로 증가해 비차이익 규모를 상회할 전망이다. 전일 기준 종가가 주식매수청구가격을 상회하고 있어 합병에 따른 추가비용 제한적이고 합병 신주 발행으로 자사주 비중이 18.96%로 증가해 향후 주요 재원으로 활용 가능하다.

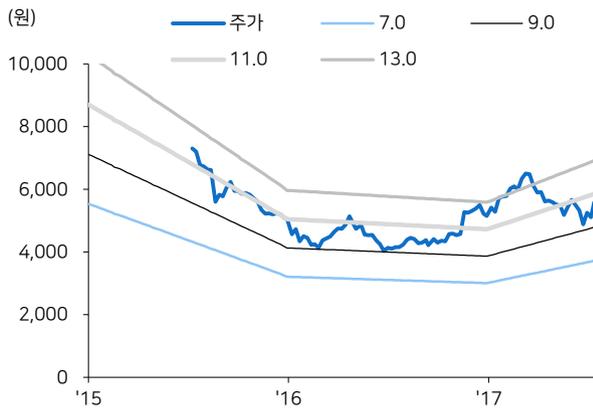
투자의견 Buy 및 적정주가 7,500원을 유지한다. 동사의 투자 포인트는 1) 특별계정 비중이 크고, 2) 해외투자를 통한 ALM 관리 3) Valuation 매력이다. PCA생명과 합병으로 특별계정 비중이 확대되어 IFRS17 도입 이후 영향도가 적고 Fee biz관련 규모의 경제로 인한 시너지 창출이 가능하다. 향후 Fee-biz 내 포트폴리오 변경 시 수수료율 상승 또한 기대할 수 있다.

표16 미래에셋생명 2Q17E Preview

(십억원)	2Q17E	2Q16	% YoY	1Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
보험손익	40.8	89.3	-54.3	32.7	24.8	-	-
투자손익	150.9	162.5	-7.1	150.5	0.3	-	-
책임준비금전입	238.8	272.9	-12.5	246.4	-3.1	-	-
영업외손익	73.1	63.9	14.4	79.1	-7.6	-	-
당기순이익	19.7	32.0	-38.4	11.9	64.9	21.0	-6.2

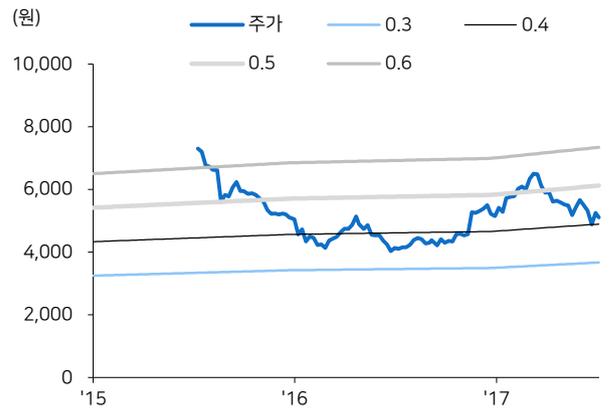
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권리서치센터, WISEfn

그림43 미래에셋생명 PER 밴드



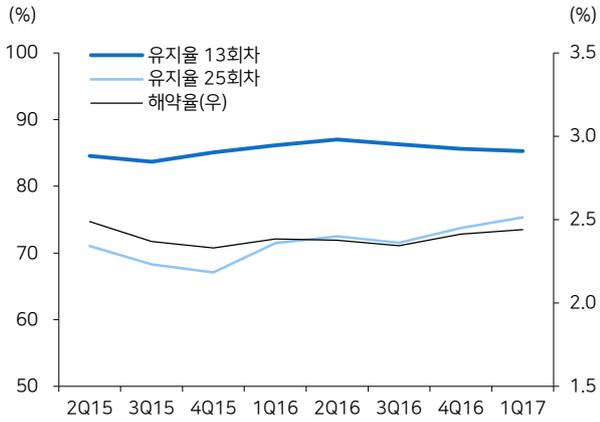
자료: Quantwise

그림44 미래에셋생명 PBR 밴드



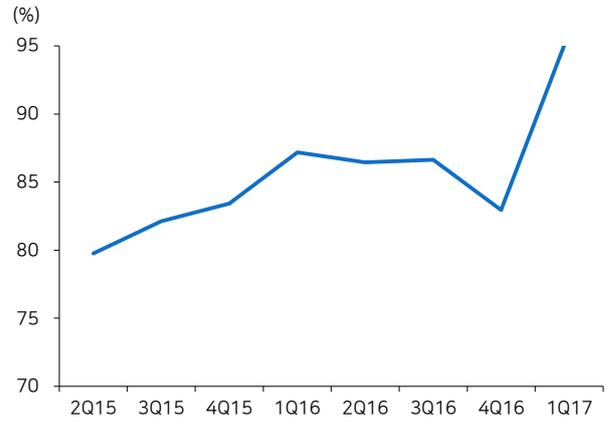
자료: Quantwise

그림45 유지율 및 해약율 추이



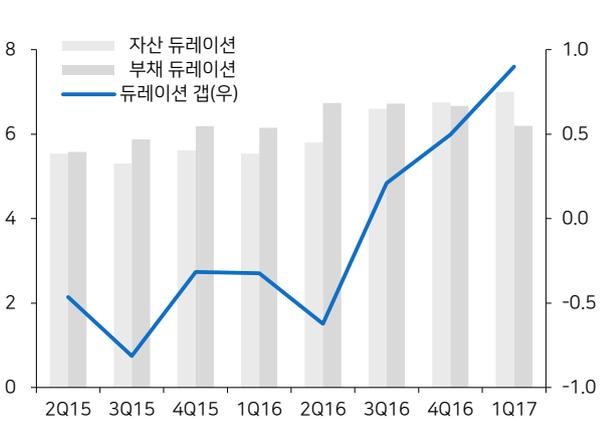
자료: 미래에셋생명

그림46 위험손해율 추이



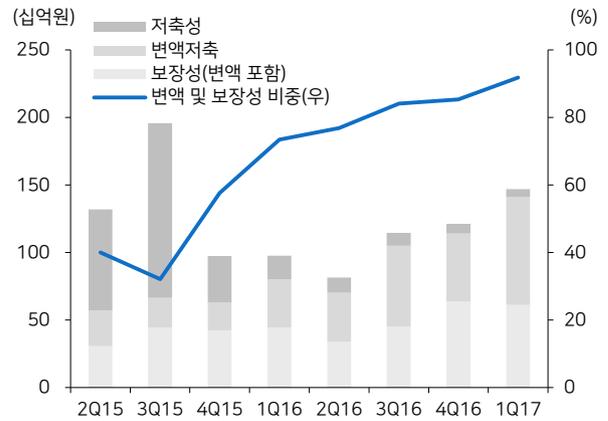
자료: 미래에셋생명

그림47 자산 부채 듀레이션



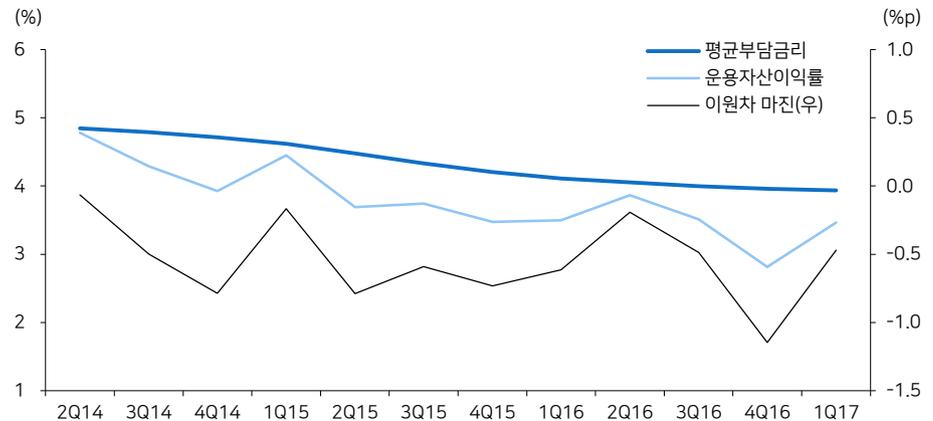
자료: 미래에셋생명

그림48 신계약 상품별 APE



자료: 미래에셋생명

그림49 이원차마진 추이



자료: 미래에셋생명

미래에셋생명 (085620)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
보험손익	712.6	250.5	143.5	92.6	89.5
보험영업수익	2,739.4	2,403.6	2,310.5	2,692.0	2,763.0
보험료수익	2,625.9	2,286.8	2,192.8	2,555.0	2,622.3
재보험수익	113.5	116.8	117.7	137.0	140.7
보험영업비용	2,026.8	2,153.1	2,167.0	2,599.4	2,673.5
지급보험금	1,378.9	1,453.4	1,486.4	1,692.7	1,722.3
재보험비용	114.3	117.6	120.4	136.7	139.0
사업비	269.6	320.2	303.4	374.8	401.0
신계약상각비	263.9	261.8	256.6	395.0	411.0
할인료	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
투자손익	591.3	584.6	598.1	712.5	780.1
책임준비금전입액	1,438.0	1,098.4	980.2	1,147.5	1,185.6
영업이익	-134.1	-263.3	-238.6	-342.5	-316.0
영업외손익	249.3	315.2	340.8	480.2	496.8
세전순이익	115.2	51.8	102.2	137.7	180.8
법인세비용	0.2	14.6	24.8	33.3	43.8
당기순이익	114.9	37.2	77.3	104.4	137.0

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	26,790.2	28,213.2	29,741.6	40,776.5	42,756.7
운용자산	16,405.6	17,452.1	17,852.9	23,952.4	25,096.9
현예금 및 예치금	350.0	293.0	234.9	314.6	328.7
유가증권	13,990.7	14,854.5	15,300.2	20,519.2	21,498.1
주식	120.7	123.3	133.0	176.8	185.1
채권	7,666.1	7,872.6	8,106.9	10,863.0	11,383.3
대출채권	1,970.3	2,264.0	2,269.0	3,047.9	3,196.0
부동산	94.5	21.5	31.2	49.2	51.9
비운용자산	959.8	999.4	1,236.5	1,397.7	1,585.9
특별계정자산	9,424.8	9,761.8	10,652.3	15,426.4	16,073.9
부채총계	24,935.6	26,430.3	27,841.6	38,806.4	40,689.9
책임준비금	14,706.8	15,806.1	16,786.9	22,934.4	24,120.0
계약자지분조정	111.6	80.0	71.3	71.3	71.3
기타부채	537.3	648.1	331.2	374.3	424.7
특별계정부채	9,579.9	9,896.1	10,652.3	15,426.4	16,073.9
자본총계	1,854.7	1,886.7	1,900.0	1,970.1	2,066.8
자본금	831.5	831.5	831.5	831.5	831.5
자본잉여금	300.8	300.8	300.8	300.8	300.8
이익잉여금	308.7	338.0	353.9	424.0	520.6
자본조정/기타포괄손익누계	413.6	416.3	393.4	393.4	393.4

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
보험금지급율	50.3	60.5	64.3	62.9	62.3
위험손해율	84.3	85.8	87.3	86.2	86.2
사업비율	19.5	24.2	24.2	28.6	29.4
투자수익률	3.8	3.5	3.4	3.4	3.2
성장성					
총자산	8.4	5.3	5.4	37.1	4.9
운용자산	10.6	6.4	2.3	34.2	4.8
특별계정자산	5.3	3.6	9.1	44.8	4.2
자기자본	21.2	1.7	0.7	3.7	4.9
수입보험료	4.9	-12.3	-3.9	16.5	2.6
보험손익	-6.6	-64.8	-42.7	-35.5	-3.3
투자손익	3.5	-1.1	2.3	19.1	9.5
책임준비금전입액	-1.0	-23.6	-10.8	17.1	3.3
순이익	61.9	-67.6	107.9	35.0	31.3

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	801	259	539	728	955
BPS	12,926	13,150	13,242	13,731	14,405
DPS	55	55	100	135	177
밸류에이션 (배)					
PER	6.3	19.9	10.4	7.7	5.9
PBR	0.4	0.39	0.42	0.41	0.39
수익성					
ROE	8.9	2.2	4.1	5.5	7.1
ROA	0.3	0.5	0.1	0.3	0.3
배당지표					
배당성향	6.9	21.2	18.5	18.5	18.5
배당수익률	1.1	1.1	1.8	2.4	3.2
안정성					
총자산/자기자본	14.4	15.0	15.7	20.7	20.7
보험료수입/총부채	11.0	9.1	8.3	6.9	6.8

삼성생명 (032830)

Buy, TP 142,000 원

2Q17E 순이익(연결) 3,524억원(-37.8% QoQ, +6.9% YoY)이 전망된다. 위험 손해를 70% 증반으로 하락해 사차이익 약 2,400억원이 추정된다. 전자의 분기 배당 740억원과 소규모의 부동산 매각익 반영해 투자수익률 3.2%를 예상한다. 보장성 신계약 APE 규모는 감소세를 유지하고 있는데 이는 중저가 보험 판매 위주로 이루어졌기 때문이다.

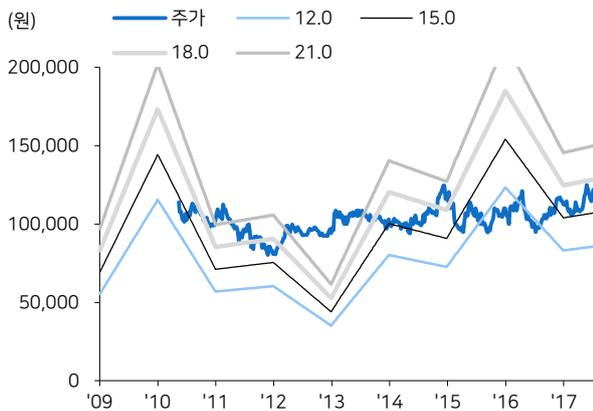
투자의견 Buy 및 적정주가 142,000원을 유지한다. 신계약 마진이 좋은 중저가보험 판매는 보유계약가치 및 중장기 수익성 측면에서 긍정적이다. 삼성전자 지분 가치 증가 및 적극적인 주주환원 정책에 대한 기대감 유효하다. 향후 ERP 관련 상각비용이 4Q17부터 향후 5년간 반영될 예정이다.

표17 삼성생명 2Q17E Preview

(십억원)	2Q17E	2Q16	% YoY	1Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
보험손익	554.0	704.9	-21.4	506.3	9.4	-	-
투자손익	1,751.4	1,540.2	13.7	2,031.7	-13.8	-	-
책임준비금전입액	2,191.1	2,139.3	2.4	2,090.8	4.8	-	-
영업외손익	372.2	351.8	5.8	337.2	10.4	-	-
당기순이익	352.4	329.5	6.9	566.3	-37.8	426.7	-17.4

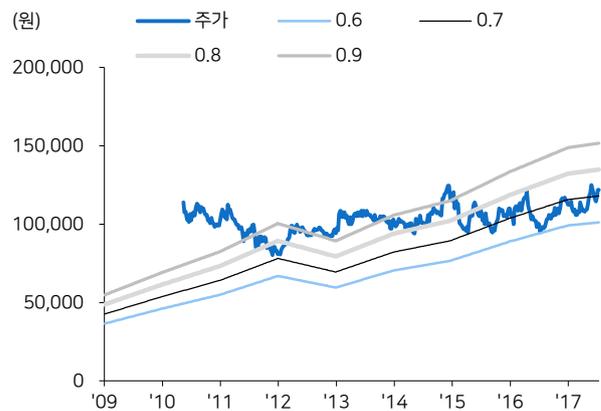
자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터, WISEfn

그림50 삼성생명 PER 밴드



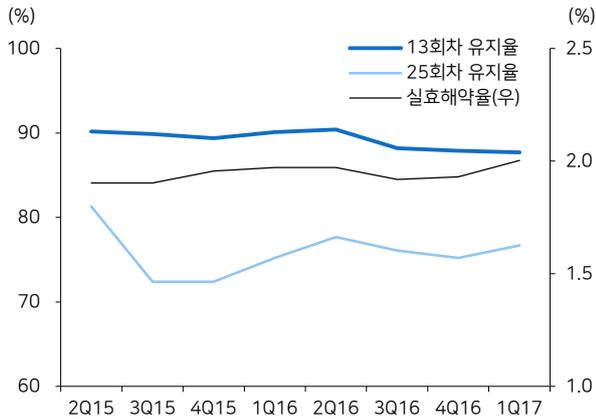
자료: Quantwise

그림51 삼성생명 PBR 밴드



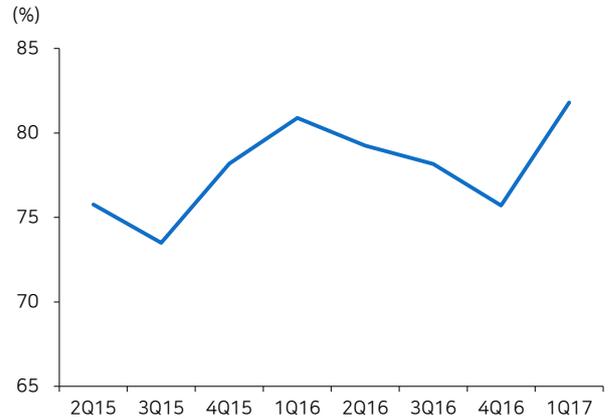
자료: Quantwise

그림52 유지율 및 해약율 추이



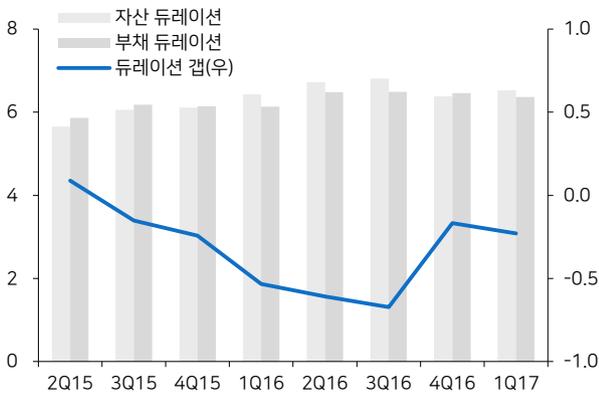
자료: 삼성생명

그림53 위험손해율 추이



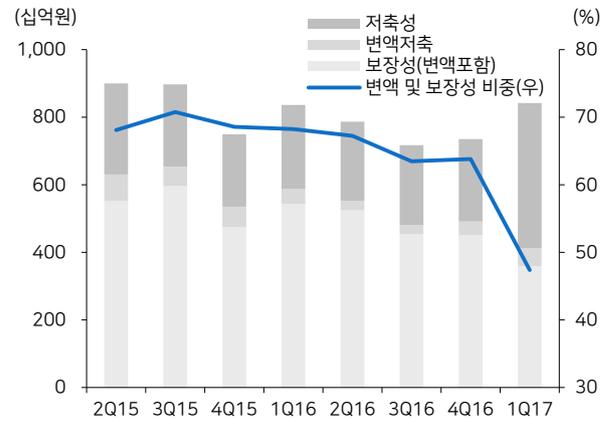
자료: 삼성생명

그림54 자산 부채 듀레이션



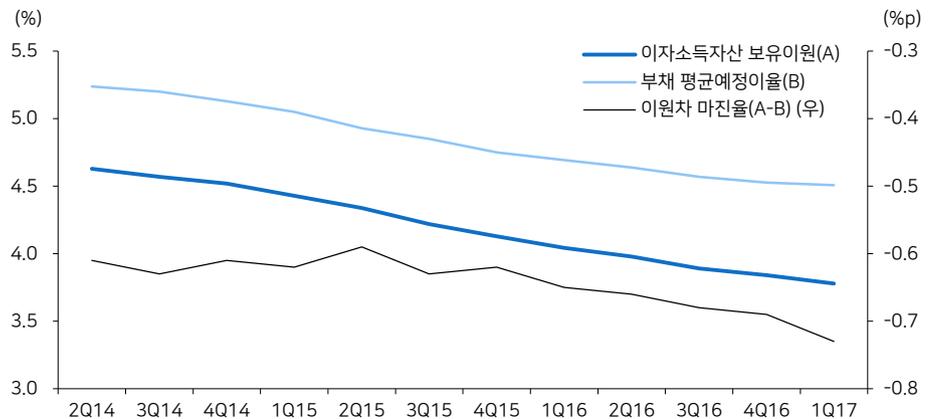
자료: 삼성생명

그림55 신계약 상품별 APE



자료: 삼성생명

그림56 이원차마진 추이



자료: 삼성생명

삼성생명 (032830)

Income Statement(연결)

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
보험손익	3,497.0	2,476.1	2,162.0	2,039.5	2,088.2
보험영업수익	17,611.9	17,046.5	17,552.3	17,632.0	18,008.8
보험료수익	17,354.1	16,768.3	17,259.4	17,333.9	17,703.5
재보험수익	257.8	278.2	292.8	298.1	305.3
보험영업비용	14,114.9	14,570.3	15,390.3	15,592.5	15,920.6
지급보험금	10,209.6	10,610.2	11,377.9	11,568.4	11,817.5
재보험비용	289.1	311.2	326.5	334.2	341.7
사업비	1,558.9	1,523.6	1,581.6	1,567.1	1,592.7
신계약상각비	2,056.9	2,123.8	2,102.7	2,121.3	2,167.1
할인료	0.3	1.5	1.6	1.6	1.6
투자손익	6,428.5	8,000.1	7,447.9	7,598.3	7,989.6
책임준비금전입액	9,864.3	9,241.5	9,073.0	9,265.1	9,509.1
영업이익	61.2	1,234.8	536.9	372.6	568.7
영업외손익	1,310.3	1,372.7	1,465.6	1,593.6	1,414.3
세전순이익	1,371.5	2,607.5	2,002.4	1,966.2	1,983.1
법인세비용	161.9	457.5	484.5	475.8	479.9
당기순이익	1,209.6	2,150.0	1,517.9	1,490.4	1,503.2
지배주주	1,211.2	2,054.3	1,448.3	1,424.1	1,436.3
비지배주주	-1.7	95.7	69.6	66.3	66.9

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
보험금 지급율	58.0	62.2	64.8	65.6	65.6
위험손해율	76.8	82.1	78.2	76.6	76.4
사업비율	20.8	21.8	21.3	21.3	21.2
투자수익률	3.6	4.0	3.4	3.3	3.2
성장성					
총자산	7.4	14.9	7.2	6.5	6.5
운용자산	6.2	17.4	5.4	5.8	5.8
특별계정자산	15.0	4.8	13.5	7.8	7.8
자기자본	6.4	19.3	15.2	3.7	3.6
수입보험료	-0.5	-3.2	3.0	0.5	2.1
보험손익	-7.9	-29.2	-12.7	-5.7	2.4
투자손익	-6.2	24.4	-6.9	2.0	5.1
책임준비금전입액	-1.7	-6.3	-1.8	2.1	2.6
순이익	-9.5	77.7	-29.4	-1.8	0.9

Balance Sheet(연결)

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	230,362.9	264,653.8	283,599.7	302,044.0	321,690.2
운용자산	183,082.4	214,879.3	226,477.8	239,669.7	253,515.5
현예금 및 예치금	3,272.4	5,822.6	4,206.3	4,423.9	4,678.3
유가증권	137,227.3	142,070.7	153,143.8	162,145.3	171,506.6
주식	20,046.1	24,124.5	24,880.0	26,338.3	27,903.0
채권	102,748.5	103,316.0	112,274.7	118,810.8	125,615.1
대출채권	33,362.7	58,063.4	59,645.4	63,035.6	66,684.7
부동산	9,220.0	8,922.6	9,482.3	10,064.9	10,646.0
비운용자산	7,694.8	8,269.3	10,006.4	11,592.8	13,411.0
특별계정자산	39,585.7	41,505.1	47,115.6	50,781.5	54,763.6
부채총계	206,641.2	236,345.4	250,976.9	268,228.8	286,672.5
책임준비금	149,118.2	158,729.1	167,903.4	177,168.6	186,677.6
계약자지분조정	6,969.3	8,075.5	8,703.1	8,703.1	8,703.1
기타부채	9,975.7	25,683.3	27,254.8	31,575.7	36,528.1
특별계정부채	40,577.9	43,857.4	47,115.6	50,781.5	54,763.6
자본총계	23,721.7	28,308.4	32,622.8	33,815.2	35,017.7
자본금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
자본잉여금	6.1	63.1	63.1	63.1	63.1
이익잉여금	11,567.2	13,288.7	14,259.0	15,451.3	16,653.9
자본조정/기타포괄손익누계	15,124.1	17,428.0	20,783.7	20,783.7	20,783.7
비지배주주지분	75.9	1,664.2	1,652.5	1,652.5	1,652.5

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	6,564	11,440	8,065	7,930	7,998
BPS	128,139	148,374	172,464	179,104	185,801
DPS	1,800	1,200	1,691	1,660	1,674
밸류에이션 (배)					
PER	16.8	9.8	15.1	15.4	15.3
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
수익성					
ROE	5.3	8.3	5.0	4.5	4.4
ROA	0.6	0.5	0.8	0.5	0.5
배당지표					
배당성향	27.5	10.0	20.0	20.0	20.0
배당수익률	1.6	1.1	1.4	1.4	1.4
안정성					
총자산/자기자본	9.7	9.3	8.7	8.9	9.2
보험료수입/총부채	8.5	7.2	7.0	6.6	6.3

한화생명 (088350)

Trading Buy, TP 8,000 원

2Q17E 순이익 1,680억원(-7.1% QoQ, +43.9% YoY)이 전망된다. 위험손해를 하락으로 사차이익 약 1,400억원이 예상된다. 해외부동산 및 주식 매각익 시현으로 투자수익률 4.0%를 추정했다. 3Q17에도 해외부동산 매각익이 시현될 가능성이 있으며 신종자본증권 발행으로 RBC 비율 210% 수준 유지 가능할 전망이다.

투자의견 Trading Buy 유지하고 적정주가를 8,000원으로 6.7% 상향한다. 이는 투자이익 개선 및 사차이익 개선으로 기존 추정치 대비 2017년 EPS 7.0%, BPS 0.3% 상향 조정했기 때문이다. 2017년 BPS 11,559원에 적정 PBR 0.7배를 적용했다. 고정형 등 부채 구조 상 금리민감도가 커 금리 상승 시 수혜이나 IFRS17 도입에 따른 불확실성 존재한다.

표18 한화생명 2Q17E Preview

(십억원)	2Q17E	2Q16	% YoY	1Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
보험손익	319.9	377.1	-15.2	287.9	11.1	-	-
투자손익	825.4	778.8	6.0	846.3	-2.5	-	-
책임준비금전입	1,156.8	1,214.3	-4.7	1,129.1	2.5	-	-
영업외손익	233.1	211.9	10.0	230.0	1.4	-	-
당기순이익	168.0	116.7	43.9	180.9	-7.1	165.0	1.8

자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터, WISEfn

표19 Valuation table

적정주가	8,000원
이론주가	8,067원
2017 BPS	11,559원
적정 PBR	0.70배
PBR Discount	-30%
이론 PBR	1.00배
Sustainable ROE	6.0%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	6.1%
업종 Beta	0.7
Risk Free Rate	1.9%
Risk Premium	6.0%

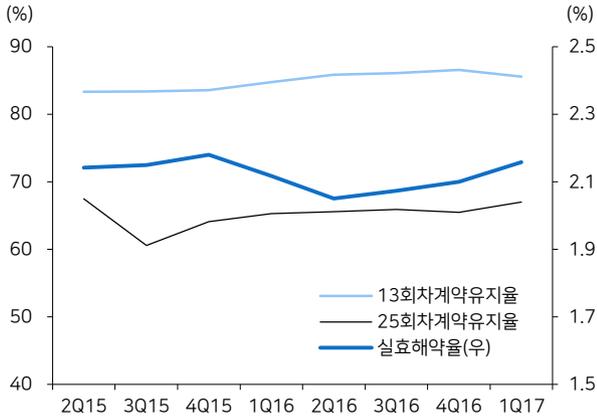
자료: 메리츠증권 리서치센터

표20 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
순이익	498.0	491.4	533.2	512.4	7.1	4.3
EPS (원)	663	654	710	682	7.0	4.3
BPS(원)	11,521	12,050	11,559	12,111	0.3	0.5
ROE (%)	5.9	5.5	6.3	5.8	0.4	0.3

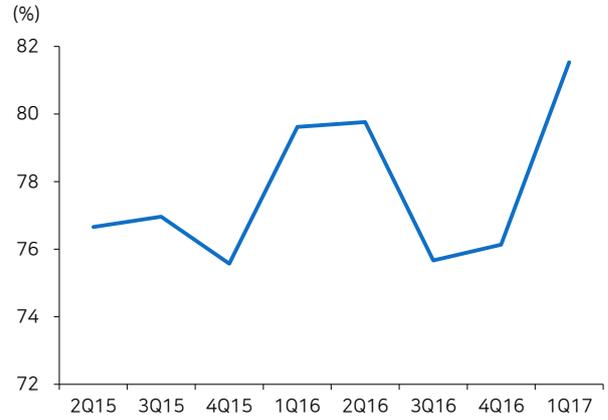
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림57 유지율 및 해약율 추이



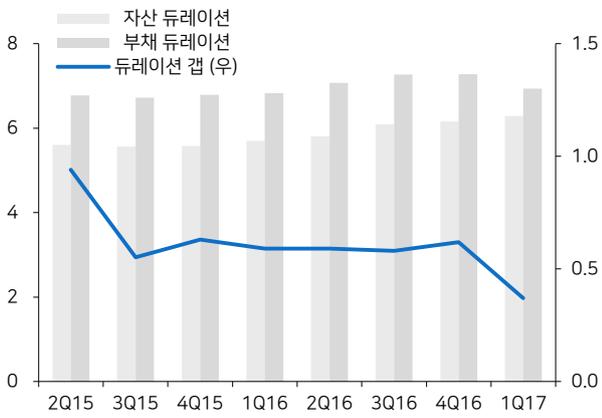
자료: 한화생명

그림58 위험손해율 추이



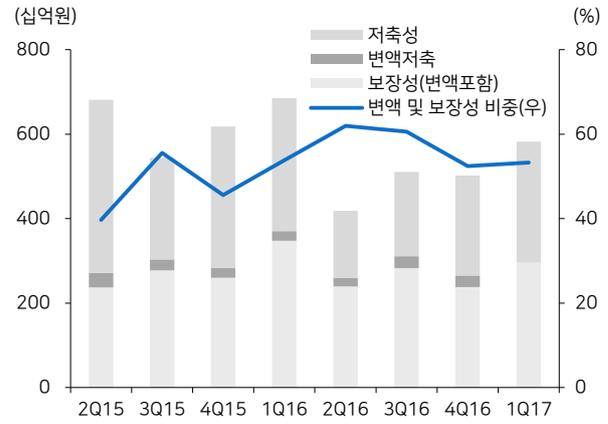
자료: 한화생명

그림59 자산 부채 듀레이션



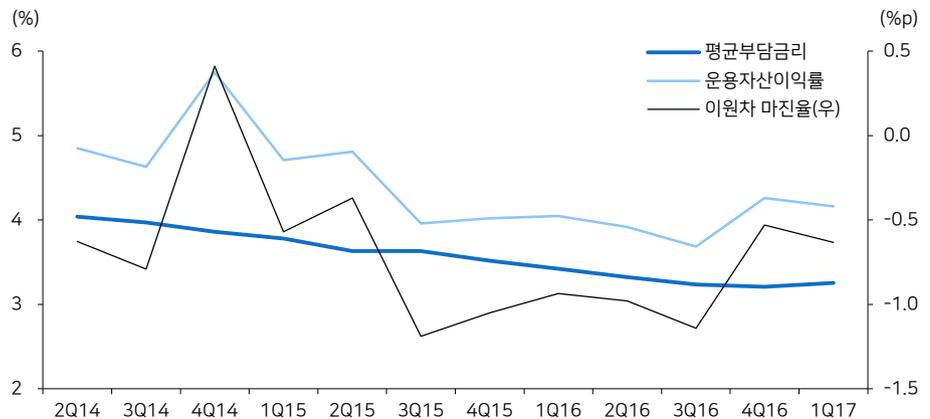
자료: 한화생명

그림60 신계약 상품별 APE



자료: 한화생명

그림61 이원차마진 추이



자료: 한화생명

한화생명 (088350)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
보험손익	2,192.7	1,936.5	1,041.8	1,073.3	1,042.7
보험영업수익	10,378.8	10,621.9	10,130.7	10,514.1	11,032.9
보험료수익	10,232.7	10,473.6	9,976.3	10,353.8	10,864.7
재보험수익	146.1	148.3	154.4	160.3	168.2
보험영업비용	8,186.1	8,685.4	9,088.9	9,440.8	9,990.2
지급보험금	5,865.4	6,359.2	6,734.2	7,001.1	7,402.4
재보험비용	158.5	159.8	166.9	172.8	182.6
사업비	916.0	892.1	891.2	918.5	969.5
신계약상각비	1,242.9	1,271.1	1,293.7	1,345.5	1,432.9
할인료	3.3	3.1	2.9	2.9	2.9
투자손익	3,191.7	3,174.1	3,270.8	3,345.6	3,440.9
책임준비금전입액	5,657.1	5,597.9	4,550.5	4,721.0	4,760.5
영업이익	-272.7	-487.3	-237.8	-302.1	-276.9
영업외손익	846.9	896.3	937.8	978.2	1,013.0
세전순이익	574.2	409.0	699.9	676.0	736.2
법인세비용	73.9	93.9	166.7	163.6	178.2
당기순이익	500.3	315.1	533.2	512.4	558.0

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	98,855	105,331	111,425	118,562	125,839
운용자산	76,466	82,187	84,847	89,678	94,537
현예금 및 예치금	751	754	585	622	655
유가증권	55,291	59,246	61,666	65,155	68,677
주식	857	1,492	1,407	1,483	1,563
채권	39,149	34,921	37,552	39,747	41,878
대출채권	16,905	18,686	18,958	20,054	21,149
부동산	3,519	3,502	3,639	3,847	4,057
비운용자산	3,383	3,281	4,008	4,496	5,060
특별계정자산	19,007	19,863	22,570	24,387	26,241
부채총계	90,283	97,179	102,740	109,462	116,287
책임준비금	67,689	73,290	77,841	82,562	87,323
계약자지분조정	1,137	813	826	826	826
기타부채	1,996	2,206	1,503	1,686	1,898
특별계정부채	19,462	20,869	22,570	24,387	26,241
자본총계	8,572	8,153	8,685	9,100	9,552
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	2,494	2,680	3,075	3,489	3,941
자본조정/기타포괄손익누계	1,250	645	783	783	783

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
보험금지급율	56.5	59.9	66.5	66.6	67.1
위험손해율	79.4	79.0	77.8	76.8	76.9
사업비율	20.8	20.4	21.6	21.5	21.8
투자수익률	4.4	4.0	3.9	3.8	3.7
성장성					
총자산	7.9	6.6	5.8	6.4	6.1
운용자산	8.9	7.5	3.2	5.7	5.4
특별계정자산	6.4	4.5	13.6	8.1	7.6
자기자본	-0.9	-4.9	6.5	4.8	5.0
수입보험료	11.6	2.3	-4.6	3.8	4.9
보험손익	48.4	-11.7	-46.2	3.0	-2.9
투자손익	-0.6	-0.6	3.0	2.3	2.9
책임준비금전입액	12.4	-1.0	-18.7	3.7	0.8
순이익	21.0	-37.0	69.2	-3.9	8.9

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	666	419	710	682	743
BPS	11,409	10,850	11,559	12,111	12,712
DPS	180	80	135	130	142
밸류에이션 (배)					
PER	11.1	15.6	10.5	10.9	10.0
PBR	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
수익성					
ROE	5.8	3.8	6.3	5.8	6.0
ROA	0.4	0.5	0.3	0.5	0.4
배당지표					
배당성향	27.0	19.1	19.1	19.1	19.1
배당수익률	2.4	1.2	1.8	1.8	1.9
안정성					
총자산/자기자본	11.5	12.9	12.8	13.0	13.2
보험료수입/총부채	11.5	10.9	9.9	9.6	9.5

동양생명 (082640)

Hold, TP 11,000 원

2Q17E 순이익 557억원(-52.0% QoQ, -21.5% YoY)이 전망된다. 위험손해를 하락으로 사차이익 약 270억원이 추정된다. 전분기 대규모의 채권 매각익에 따른 기저효과로 투자손익은 감소할 전망이며 육류담보대출 유통기한 축소에 따른 충당금이 반영된다. 보장성 신계약 APE 성장하는 점은 긍정적이다. 일반 종신 및 CI 위주의 판매가 이뤄졌으며 최근 저축성 보험 판매가 감소세를 보이고 있다.

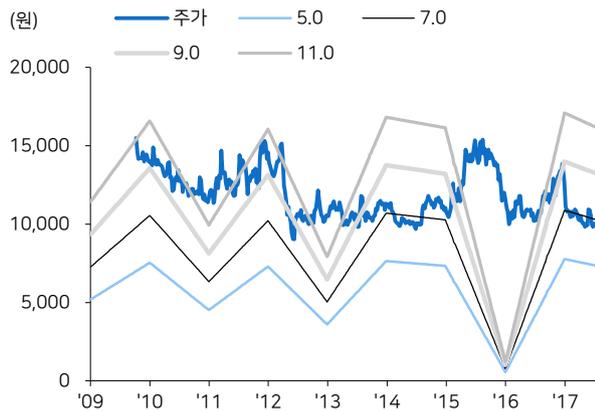
투자의견 Hold 및 적정주가 11,000원을 유지한다. 타사 대비 높은 배당수익률은 강점이나 저축성 보험 판매 및 비차이익 의존도가 큰 점은 우려사항이다. IFRS17 도입 이후 비차이익이 감소할 가능성이 존재하기 때문이다.

표21 동양생명 2Q17E Preview

(십억원)	2Q17E	2Q16	% YoY	1Q17	% QoQ	컨센서스	(% diff.)
보험손익	379.3	927.7	-59.1	708.4	-46.5	-	-
투자손익	214.7	214.4	0.2	308.2	-30.3	-	-
책임준비금전입	540.7	1,066.0	-49.3	883.5	-38.8	-	-
영업외손익	20.1	11.8	70.3	20.0	0.7	-	-
당기순이익	55.7	70.9	-21.5	115.9	-52.0	62.0	-10.2

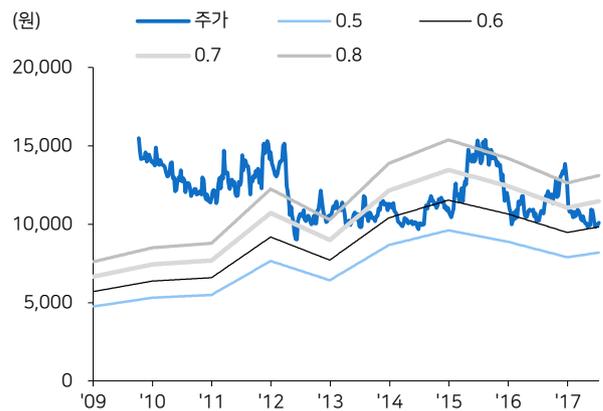
자료: 동양생명, 메리츠증권증권 리서치센터, WISEfn

그림62 동양생명 PER 밴드



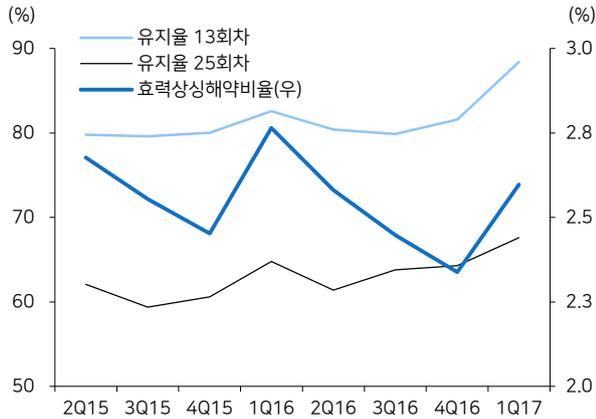
자료: Quantwise

그림63 동양생명 PBR 밴드



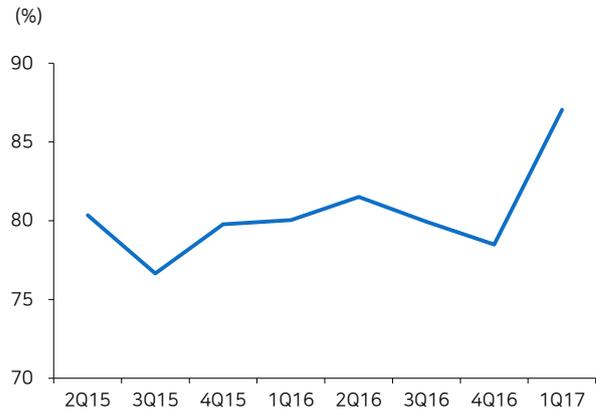
자료: Quantwise

그림64 유지율 및 해약율 추이



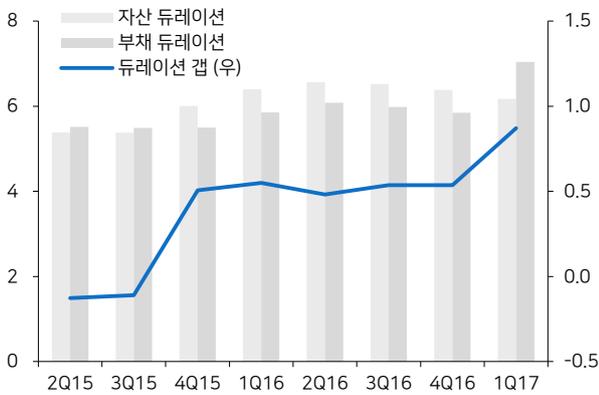
자료: 동양생명

그림65 위험손해율 추이



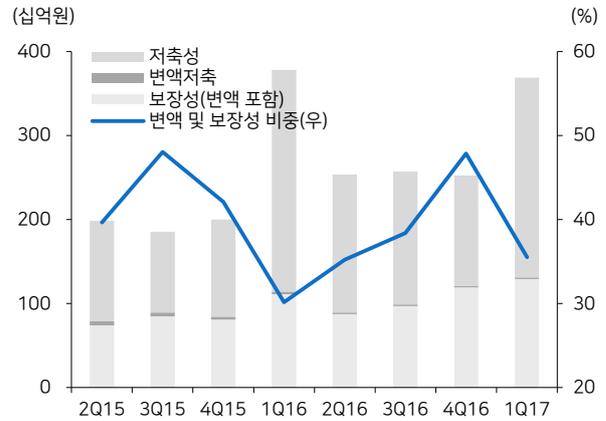
자료: 동양생명

그림66 자산 부채 듀레이션



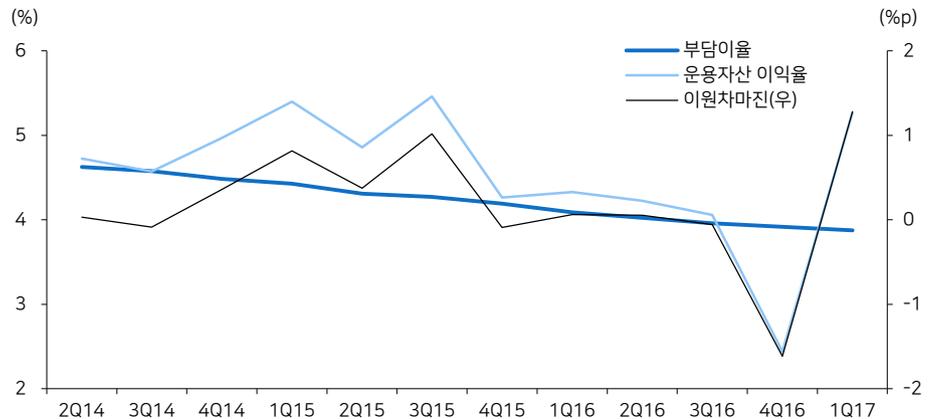
자료: 동양생명

그림67 신계약 상품별 APE



자료: 동양생명

그림68 이원차마진 추이



자료: 동양생명

동양생명 (082640)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
보험손익	1,151.7	3,417.8	1,516.1	942.5	845.4
보험영업수익	3,598.8	6,145.4	4,464.5	3,895.4	3,900.5
보험료수익	3,563.1	6,101.9	4,427.6	3,862.6	3,867.7
재보험수익	35.7	43.5	36.9	32.8	32.9
보험영업비용	2,447.2	2,727.6	2,948.4	2,952.9	3,055.2
지급보험금	1,785.1	1,995.9	2,226.3	2,289.6	2,390.8
재보험비용	39.6	50.3	55.6	57.9	60.6
사업비	293.8	346.4	333.9	301.3	301.0
신계약상각비	325.3	332.5	330.4	302.0	300.7
할인료	3.3	2.4	2.1	2.1	2.1
투자손익	762.3	509.0	986.6	1,002.3	1,055.4
책임준비금전입액	1,756.4	4,016.2	2,272.4	1,726.9	1,707.9
영업이익	157.5	-89.4	230.3	217.9	192.9
영업외손익	35.3	45.3	81.3	83.7	85.3
세전순이익	192.9	-44.2	311.5	301.6	278.2
법인세비용	41.9	-49.6	75.5	73.0	67.3
당기순이익	151.0	5.4	236.0	228.6	210.9

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산총계	22,570.9	26,666.3	29,546.8	31,583.3	33,617.7
운용자산	19,162.7	23,073.3	25,366.7	26,975.3	28,471.9
현예금 및 예치금	1,545.7	1,550.8	1,821.9	1,969.2	2,085.9
유가증권	12,534.6	17,034.9	18,309.4	19,421.1	20,490.6
주식	194.6	534.1	428.5	459.7	487.5
채권	8,801.4	9,821.5	10,590.4	11,252.6	11,872.9
대출채권	4,723.4	4,131.7	4,841.3	5,165.2	5,452.3
부동산	358.9	355.9	394.1	419.7	443.1
비운용자산	978.2	1,056.6	1,459.5	1,832.8	2,319.2
특별계정자산	2,430.0	2,536.4	2,720.6	2,775.2	2,826.6
부채총계	20,625.3	24,880.3	27,062.8	28,949.2	30,845.2
책임준비금	17,615.1	21,633.8	23,907.3	25,634.2	27,342.0
계약자지분조정	52.0	35.1	24.5	24.5	24.5
기타부채	442.9	546.5	410.3	515.2	652.0
특별계정부채	2,515.3	2,664.8	2,720.6	2,775.2	2,826.6
자본총계	1,945.6	1,786.1	2,484.1	2,634.1	2,772.5
자본금	537.9	537.9	806.8	806.8	806.8
자본잉여금	205.6	205.6	463.7	463.7	463.7
이익잉여금	785.6	727.7	862.2	1,012.2	1,150.6
자본조정/기타포괄손익누계	416.6	314.9	230.2	230.2	230.2

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수익성					
보험금지급율	49.6	32.5	49.9	58.8	61.3
위험손해율	78.4	80.0	80.6	76.9	77.2
사업비율	17.2	11.0	14.9	15.5	15.4
투자수익률	4.2	2.4	4.1	3.8	3.8
성장성					
총자산	10.8	18.1	10.8	6.9	6.4
운용자산	10.6	20.4	9.9	6.3	5.5
특별계정자산	15.0	4.4	7.3	2.0	1.9
자기자본	10.6	-8.2	39.1	6.0	5.3
수입보험료	9.3	70.8	-27.4	-12.7	0.1
보험손익	22.8	196.8	-55.6	-37.8	-10.3
투자손익	-3.0	-33.2	93.8	1.6	5.3
책임준비금전입액	12.2	128.7	-43.4	-24.0	-1.1
순이익	-4.6	-96.4	4,237.3	-3.1	-7.8

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	1,479	53	1,514	1,467	1,353
BPS	19,061	17,498	15,938	16,901	17,789
DPS	620	200	520	504	465
밸류에이션 (배)					
PER	7.9	238.2	6.7	6.9	7.5
PBR	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
수익성					
ROE	9.8	0.3	12.6	10.7	8.2
ROA	0.8	0.7	0.0	0.8	0.7
배당지표					
배당성향	41.9	375.2	34.4	34.4	34.4
배당수익률	5.3	1.6	5.2	5.0	4.6
안정성					
총자산/자기자본	11.6	14.9	11.9	12.0	12.1
보험료수입/총부채	17.4	24.7	16.5	13.5	12.6

Compliance Notice

당사는 동 자료에 언급된 종목 중 메리츠화재와 계열회사의 관계가 있습니다. 동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 2017년 7월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 7월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 7월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김고은)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상 Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

동부화재(005830) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.10.01	기업브리프	Buy	64,000	김고은	
2015.10.14	산업브리프	Buy	79,000	김고은	
2015.10.19	산업브리프	Buy	79,000	김고은	
2015.11.02	기업브리프	Buy	79,000	김고은	
2015.11.19	산업브리프	Buy	79,000	김고은	
2015.12.01	기업브리프	Buy	79,000	김고은	
2015.12.07	산업분석	Buy	79,000	김고은	
2016.01.19	산업브리프	Buy	79,000	김고은	
2016.02.12	산업브리프	Buy	79,000	김고은	
2016.02.24	기업브리프	Buy	79,000	김고은	
2016.03.17	산업브리프	Buy	79,000	김고은	
2016.03.23	산업분석	Buy	87,000	김고은	
2016.04.01	산업브리프	Buy	87,000	김고은	
2016.04.14	산업브리프	Buy	87,000	김고은	
2016.04.15	산업브리프	Buy	87,000	김고은	
2016.05.02	기업브리프	Buy	87,000	김고은	
2016.06.01	산업브리프	Buy	87,000	김고은	
2016.07.01	산업브리프	Buy	87,000	김고은	
2016.07.11	산업분석	Buy	87,000	김고은	
2016.07.21	산업브리프	Buy	87,000	김고은	
2016.08.01	기업브리프	Buy	87,000	김고은	
2016.11.01	기업브리프	Buy	87,000	김고은	
2016.11.21	산업분석	Buy	92,000	김고은	
2016.12.21	산업브리프	Buy	92,000	김고은	
2017.01.18	산업브리프	Buy	92,000	김고은	
2017.02.23	기업브리프	Buy	92,000	김고은	
2017.04.14	산업브리프	Buy	92,000	김고은	
2017.05.29	산업분석	Buy	92,000	김고은	
2017.06.07	산업브리프	Buy	92,000	김고은	
2017.07.18	산업브리프	Buy	98,000	김고은	

메리츠화재(000060) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.10.01	기업브리프	Buy	24,500	박선호	
2015.11.02	기업브리프	Buy	24,500	박선호	
2015.12.01	기업브리프	Buy	24,500	박선호	
2015.12.07	산업분석	Buy	24,000	김고은	
2016.01.19	산업브리프	Buy	24,000	김고은	
2016.02.12	산업브리프	Buy	24,000	김고은	
2016.02.23	기업브리프	Buy	24,000	김고은	
2016.03.17	산업브리프	Buy	24,000	김고은	
2016.04.01	산업브리프	Buy	24,000	김고은	
2016.04.14	산업브리프	Buy	24,000	김고은	
2016.04.15	산업브리프	Buy	24,000	김고은	
2016.04.28	기업브리프	Buy	24,000	김고은	
2016.06.01	산업브리프	Buy	24,000	김고은	
2016.06.28	기업브리프	Buy	24,000	김고은	
2016.07.01	산업브리프	Buy	24,000	김고은	
2016.07.21	산업브리프	Buy	24,000	김고은	
2016.07.29	기업브리프	Buy	24,000	김고은	
2016.10.27	기업브리프	Buy	24,000	김고은	
2016.11.21	산업분석	Buy	24,000	김고은	
2016.12.21	산업브리프	Buy	24,000	김고은	
2017.01.18	산업브리프	Buy	24,000	김고은	
2017.04.14	산업브리프	Buy	24,000	김고은	
2017.05.29	산업분석	Buy	24,000	김고은	
2017.06.07	산업브리프	Buy	24,000	김고은	
2017.07.18	산업브리프	Buy	28,000	김고은	

삼성화재(000810) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.10.01	기업브리프	Buy	390,000	김고은	
2015.10.14	산업브리프	Buy	350,000	김고은	
2015.10.19	산업브리프	Buy	350,000	김고은	
2015.10.28	기업브리프	Buy	350,000	김고은	
2015.11.19	산업브리프	Buy	350,000	김고은	
2015.12.01	기업브리프	Buy	350,000	김고은	
2015.12.07	산업분석	Buy	350,000	김고은	
2016.01.19	산업브리프	Buy	350,000	김고은	
2016.02.12	산업브리프	Buy	350,000	김고은	
2016.02.19	기업브리프	Buy	350,000	김고은	
2016.03.17	산업브리프	Buy	350,000	김고은	
2016.04.01	산업브리프	Buy	350,000	김고은	
2016.04.14	산업브리프	Buy	350,000	김고은	
2016.04.15	산업브리프	Buy	350,000	김고은	
2016.05.02	기업브리프	Buy	350,000	김고은	
2016.06.01	산업브리프	Buy	350,000	김고은	
2016.07.01	산업브리프	Buy	350,000	김고은	
2016.07.21	산업브리프	Buy	350,000	김고은	
2016.08.01	기업브리프	Buy	350,000	김고은	
2016.11.01	기업브리프	Buy	350,000	김고은	
2016.11.21	산업분석	Buy	350,000	김고은	
2016.12.21	산업브리프	Buy	350,000	김고은	
2017.01.18	산업브리프	Buy	350,000	김고은	
2017.02.16	기업브리프	Buy	350,000	김고은	
2017.04.14	산업브리프	Buy	350,000	김고은	
2017.05.29	산업분석	Buy	350,000	김고은	
2017.06.07	산업브리프	Buy	350,000	김고은	
2017.07.18	산업브리프	Buy	350,000	김고은	

현대해상(001450) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.10.01	기업브리프	Buy	35,000	김고은	
2015.10.19	산업브리프	Buy	39,000	김고은	
2015.11.02	기업브리프	Buy	39,000	김고은	
2015.11.19	산업브리프	Buy	39,000	김고은	
2015.12.01	기업브리프	Buy	39,000	김고은	
2015.12.07	산업분석	Buy	39,000	김고은	
2016.01.19	산업브리프	Buy	39,000	김고은	
2016.01.26	기업브리프	Buy	39,000	김고은	
2016.02.12	산업브리프	Buy	39,000	김고은	
2016.02.24	기업브리프	Buy	36,000	김고은	
2016.03.17	산업브리프	Buy	36,000	김고은	
2016.04.01	산업브리프	Buy	36,000	김고은	
2016.04.14	산업브리프	Buy	36,000	김고은	
2016.04.15	산업브리프	Buy	36,000	김고은	
2016.05.02	기업브리프	Buy	36,000	김고은	
2016.06.01	산업브리프	Buy	36,000	김고은	
2016.07.01	산업브리프	Buy	36,000	김고은	
2016.07.21	산업브리프	Buy	40,000	김고은	
2016.08.01	기업브리프	Buy	40,000	김고은	
2016.11.01	기업브리프	Buy	43,000	김고은	
2016.11.21	산업분석	Buy	45,000	김고은	
2016.12.21	산업브리프	Buy	45,000	김고은	
2017.01.18	산업브리프	Buy	45,000	김고은	
2017.02.21	기업브리프	Buy	45,000	김고은	
2017.04.14	산업브리프	Buy	45,000	김고은	
2017.05.29	산업분석	Buy	45,000	김고은	
2017.06.07	산업브리프	Buy	45,000	김고은	
2017.07.18	산업브리프	Buy	55,000	김고은	

한화손해보험(000370) 투자등급변경 내용

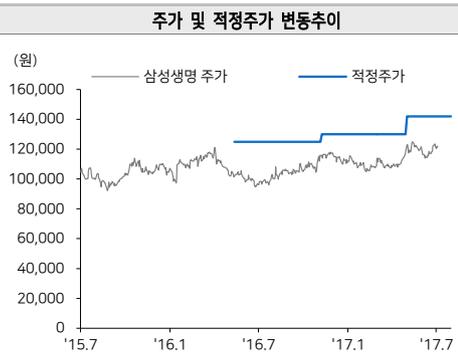
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.11.16	기업분석	Buy	9,500	김고은	
2015.11.19	산업브리프	Buy	9,500	김고은	
2015.12.01	기업브리프	Buy	9,500	김고은	
2015.12.07	산업분석	Buy	9,500	김고은	
2016.01.19	산업브리프	Buy	9,500	김고은	
2016.02.12	산업브리프	Buy	9,500	김고은	
2016.03.03	기업브리프	Buy	9,500	김고은	
2016.03.17	산업브리프	Buy	9,500	김고은	
2016.04.01	산업브리프	Buy	9,500	김고은	
2016.04.14	산업브리프	Buy	9,500	김고은	
2016.04.15	산업브리프	Buy	9,500	김고은	
2016.05.02	기업브리프	Buy	9,500	김고은	
2016.06.01	산업브리프	Buy	9,500	김고은	
2016.07.01	산업브리프	Buy	9,500	김고은	
2016.07.21	산업브리프	Buy	9,500	김고은	
2016.08.01	기업브리프	Buy	9,500	김고은	
2016.11.21	산업분석	Buy	10,000	김고은	
2016.12.21	산업브리프	Buy	10,000	김고은	
2017.01.18	산업브리프	Buy	10,000	김고은	
2017.04.14	산업브리프	Buy	10,000	김고은	
2017.05.29	산업분석	Buy	10,000	김고은	
2017.06.07	산업브리프	Buy	10,000	김고은	
2017.07.18	산업브리프	Buy	12,000	김고은	

미래에셋생명(085620) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2016.05.25	산업분석	Buy	6,000	김고은	
2016.07.11	산업분석	Buy	6,000	김고은	
2016.07.21	산업브리프	Buy	6,000	김고은	
2016.08.10	기업브리프	Buy	6,000	김고은	
2016.11.21	산업분석	Buy	7,500	김고은	
2017.01.18	산업브리프	Buy	7,500	김고은	
2017.02.27	기업브리프	Buy	7,500	김고은	
2017.04.14	산업브리프	Buy	7,500	김고은	
2017.05.12	기업브리프	Buy	7,500	김고은	
2017.05.29	산업분석	Buy	7,500	김고은	
2017.07.18	산업브리프	Buy	7,500	김고은	

삼성생명(032830) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자
2016.05.25	산업분석	Buy	125,000	김고은
2016.07.21	산업브리프	Buy	125,000	김고은
2016.08.12	가이드브리프	Buy	125,000	김고은
2016.10.10	산업분석	Buy	125,000	김고은
2016.11.14	가이드브리프	Buy	125,000	김고은
2016.11.21	산업분석	Buy	130,000	김고은
2017.01.18	산업브리프	Buy	130,000	김고은
2017.02.20	가이드브리프	Buy	130,000	김고은
2017.04.14	산업브리프	Buy	130,000	김고은
2017.05.15	가이드브리프	Buy	142,000	김고은
2017.05.29	산업분석	Buy	142,000	김고은
2017.07.18	산업브리프	Buy	142,000	김고은



한화생명(088350) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자
2016.05.25	산업분석	Hold	7,500	김고은
2016.07.21	산업브리프	Trading Buy	6,500	김고은
2016.08.16	가이드브리프	Trading Buy	6,500	김고은
2016.11.21	산업분석	Trading Buy	7,500	김고은
2017.01.18	산업브리프	Trading Buy	7,500	김고은
2017.04.14	산업브리프	Trading Buy	7,500	김고은
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	7,500	김고은
2017.07.18	산업브리프	Trading Buy	8,000	김고은



동양생명(082640) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자
2016.05.25	산업분석	Hold	13,000	김고은
2016.07.21	산업브리프	Trading Buy	12,000	김고은
2016.08.12	가이드브리프	Trading Buy	12,000	김고은
2016.11.21	산업분석	Trading Buy	14,000	김고은
2017.01.18	산업브리프	Hold	11,000	김고은
2017.04.14	산업브리프	Hold	11,000	김고은
2017.05.29	산업분석	Hold	11,000	김고은
2017.07.18	산업브리프	Hold	11,000	김고은

