

2019. 4. 10



▲ 보험/증권

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

Overweight

Top Picks

삼성화재(000810)	Buy	370,000원
메리츠화재(000060)	Buy	30,000원
미래에셋생명(085620)	Buy	6,200원

관심종목

DB손해보험(005830)	Buy	87,000원
현대해상(001450)	Buy	48,000원
한화손해보험(000370)	Buy	7,000원
삼성생명(032830)	Buy	107,000원
한화생명(088350)	Trading Buy	4,600원
동양생명(082640)	Trading Buy	5,900원

보험

판매 경쟁 지속, 종목 선택이 중요한 시기

- ✓ 치매보험 경쟁 진단금은 손해보험사 공격적, 판매 규모는 생명보험사 공격적
- ✓ 1Q19E 손해보험사 4,938억원(105.2% QoQ, -19.0% YoY) 추정
- ✓ 1Q19E 생명보험사 4,101억원(흑전 QoQ, -28.7% YoY) 추정
- ✓ Top picks 삼성화재, 메리츠화재 제시, 미래에셋생명 차선호주

치매보험 판매 등 건강보험 경쟁 심화

최근 치매보험 경쟁 진단금 확대와 같은 건강보험 경쟁이 심화되고 있다. 진단금의 규모는 손해보험사가 공격적이거나 CT, MRI 등 이상소견이 필수조건이고 생명보험사의 경우 진단금 규모 적으나 판매 규모가 손해보험사 대비 크다. IFRS17 도입을 위한 준비를 위해 보장성 보험 판매 경쟁이 지속적으로 심화되는 모습이다. 해당 계약의 건전성을 현재로서 명확히 판단하기 어렵기 때문에 실적에 따른 시가배당을 추정치가 종목 선택에 중요한 시기다.

1Q19 보험 산업 실적 전망

손해보험사 커버리지(삼성화재, DB손해보험, 현대해상, 메리츠화재, 한화손해보험) 기준 1Q19E 순이익은 4,938억원(105.2% QoQ, -19.0% YoY)으로 추정한다. 자동차 보험료 추가 인상될 가능성 크지만 추나요법 건강보험 적용에 따른 보험금 증가 요인 등 발생해 손해를 개선 시점은 20년 이후로 추정된다. 실손 관련 청구 건수 증가, 실손 외 담보 손해를 상승하는 모습은 부담요인이다. 생명보험사 커버리지(삼성생명, 한화생명, 동양생명, 미래에셋생명) 기준 1Q19E 순이익은 4,101억원(흑전 QoQ, -28.7% YoY)으로 추정한다. 치매보험 경쟁 진단에 대해 손보사 대비 적은 진단금을 제시하고 있으나 신계약 판매 규모는 50~100억원 수준이다. 건강보험 상품 위주로 시장 재편되고 있어 상품 line up 강화되고 있다고 판단된다.

Top Picks: 삼성화재, 메리츠화재

삼성화재와 메리츠화재 업종 내 top picks으로 제시한다. 삼성화재, 자동차 온라인 비중 증가하고 있어 합산비용 관리 가능하다. 물가 상승 및 보장성 강화정책 풍신 효과 우려하고 있어 보수적인 영업전략을 가져가는 삼성화재 선호한다. 메리츠화재, 적절한 리스크 부담을 통해 성장 전략 추진해 나가는 점 긍정적이다. 희망퇴직을 통해 비용 효율성 개선되고 운용수익률 하락세 마무리 되고 있는 미래에셋생명은 차선호주로 제시한다.

1Q19 실적 전망

손해보험사 1Q19E 순이익 4,938억원 전망

손해보험사 커버리지(삼성화재, DB손해보험, 현대해상, 메리츠화재, 한화손해보험) 기준 1Q19E 순이익은 4,938억원(105.2% QoQ, -19.0% YoY)으로 추정한다. 자동차 손해를 소폭 악화되었으나 우려보다는 양호하다. 자동차 보험료 추가 인상될 가능성 크지만 추나요법 건강보험 적용에 따른 보험금 증가 요인 발생해 손해를 개선 시점은 20년 이후로 추정된다. 실손 관련 청구 건수 증가, 실손 외 담보 손해를 상승하는 모습은 부담요인이다. 최근 치매보험 등 건강보험 판매 증가로 신계약 증가세 견조해 사업비율 상승이 추정된다. 메리츠화재는 채권 매각익으로 타사 대비 높은 운용수익률 추정된다. 13년 9월에 발행된 2,450억원 규모의 후순위채의 인정 비율이 감소하고 있어 보완자본 발행 가능성 있다.

생명보험사 1Q19E 순이익 4,101억원 전망

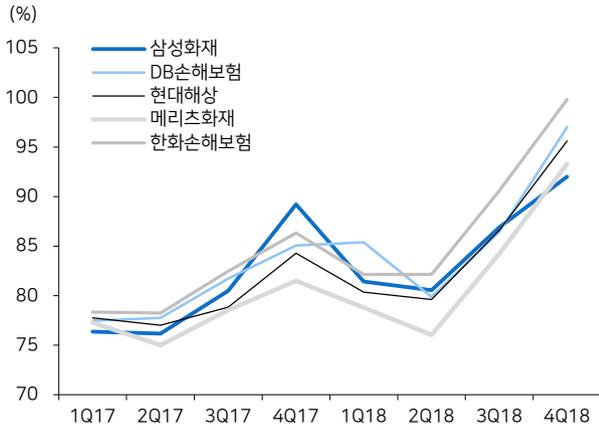
생명보험사 커버리지(삼성생명, 한화생명, 동양생명, 미래에셋생명) 기준 1Q19E 순이익은 4,101억원(흑전 QoQ, -28.7% YoY)으로 추정한다. 치매보험 경증 진단에 대해 손보사 대비 적은 진단금(3~400만원)을 제시하고 있으나 신계약 판매 규모는 50~100억원 수준이다. 건강보험 상품 위주로 시장 재편되고 있어 상품 line up 강화되고 있다고 판단된다. 한화생명의 경우 투자 관련 손상차손 반영으로 실적 악화가 추정된다. 미래에셋생명은 주식 시장 반등으로 변액 보험 관련 환매가 발생하고 있어 단기 실적에 부담 요인이다.

표1 커버리지 보험사 1Q19E Preview (순이익)

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
삼성화재	224.9	301.1	-25.3	154.3	45.8	256.4	-12.3
DB손해보험	95.5	110.2	-13.3	63.0	51.5	107.7	-11.3
현대해상	85.9	106.0	-19.0	1.6	5,242.6	96.2	-10.7
메리츠화재	68.8	63.1	9.0	55.1	24.9	60.8	13.2
한화손해보험	18.7	29.4	-36.3	-33.4	-156.1	25.4	-26.2
손해보험 합계	493.8	609.8	-19.0	240.6	105.2	546.5	-9.6
삼성생명(연결)	353.3	389.9	-9.4	-61.2	흑전	362.0	-2.4
한화생명	13.4	114.6	-88.3	-26.1	흑전	87.0	-84.6
동양생명	28.1	41.9	-33.0	-13.4	흑전	21.9	28.6
미래에셋생명	15.3	29.0	-47.2	6.6	130.3	23.2	-33.9
생명보험 합계	410.1	575.4	-28.7	-94.0	흑전	494.0	-17.0

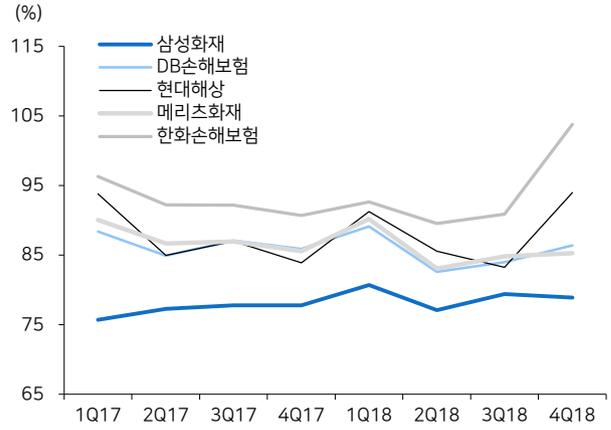
주: 삼성생명 제외 별도 기준
자료: 각 사, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 손해보험사 자동차 손해를 추이



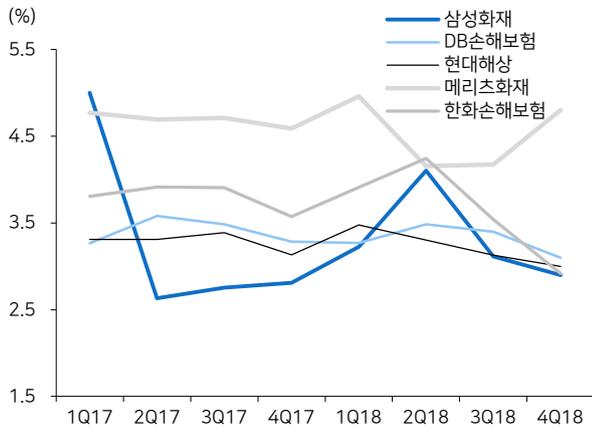
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 손해보험사 장기위험손해를 추이



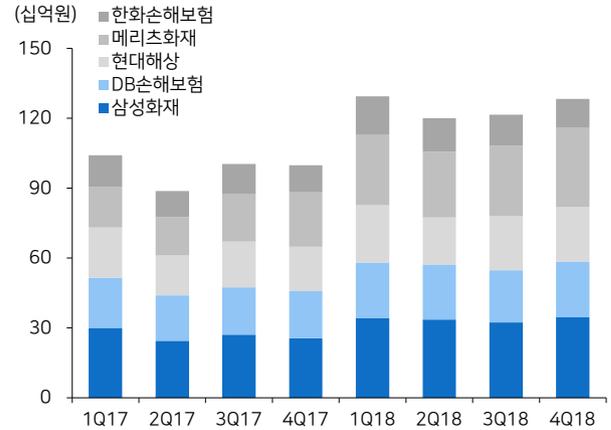
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 손해보험사 투자이익률 추이



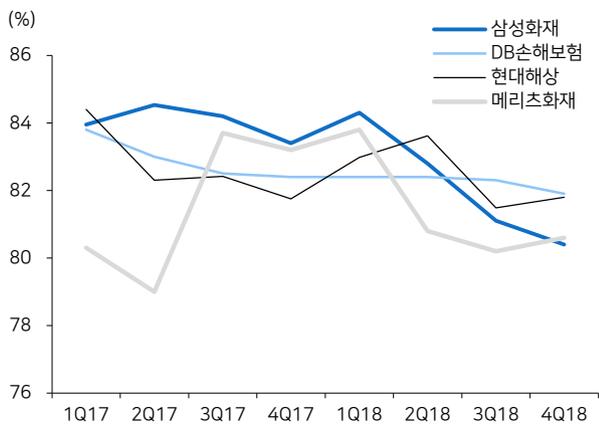
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 손해보험사 보장성 인보험 추이



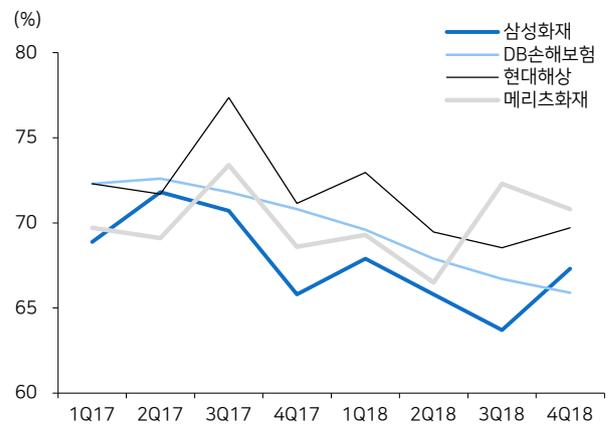
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 손해보험사 13회차 유지율 추이



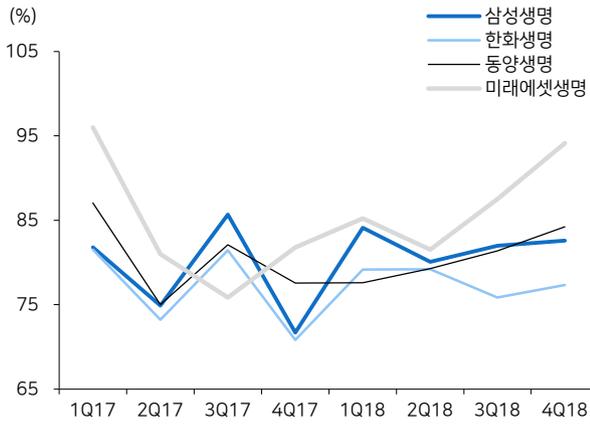
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 손해보험사 25회차 유지율 추이



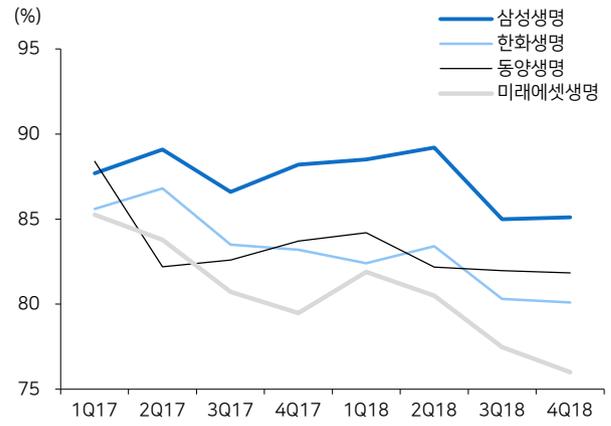
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 생명보험사 위험손해율 추이



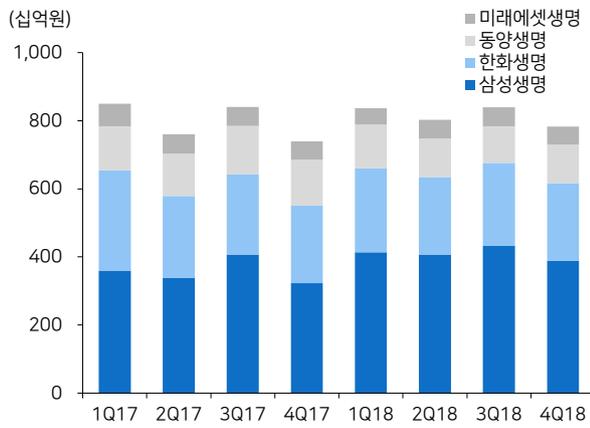
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 생명보험사 13회차 유지율 추이



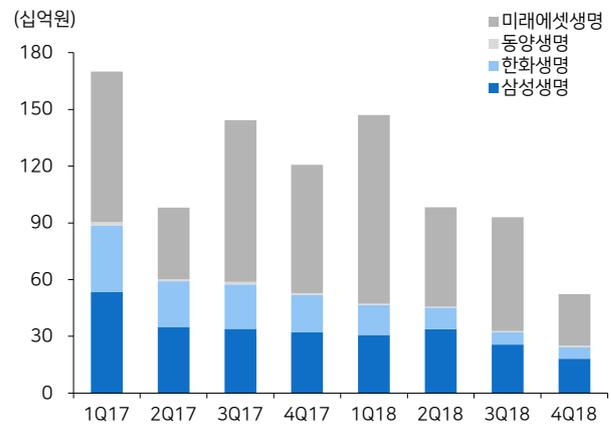
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 생명보험사 신계약 보장성 APE 추이



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 생명보험사 변액보험 APE 추이



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 Valuation table		삼성화재	DB손해보험	현대해상	메리츠화재	한화손해보험	삼성생명	한화생명	동양생명	미래에셋생명
투자 의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Trading Buy	Trading Buy	Buy
현재가 (4.9) (원)		292,000	67,900	38,100	23,900	5,160	84,300	3,985	4,505	5,150
적정주가(원)		370,000	87,000	48,000	30,000	7,000	107,000	4,600	5,900	6,200
상승여력		26.7%	28.1%	26.0%	25.5%	35.7%	26.9%	15.4%	31.0%	20.4%
당기순이익 (십억원)	2017	840.9	470.2	399.7	257.8	111.9	1,263.2	525.5	184.4	79.1
	2018	1,057.1	514.7	359.0	260.0	82.3	1,733.7	359.3	51.3	75.0
	2019E	966.4	540.3	422.1	296.8	105.2	1,320.0	294.5	70.4	87.3
	2020E	1,021.9	624.1	496.1	367.8	132.8	1,404.3	370.6	85.7	98.4
ROE (%)	2017	9.3	14.8	16.1	20.7	14.4	4.3	6.2	9.9	4.0
	2018	8.8	11.0	10.5	12.8	6.3	5.6	3.8	2.5	3.6
	2019E	7.5	10.5	10.4	12.4	7.7	4.2	2.6	3.0	4.1
	2020E	7.4	11.0	11.1	13.9	9.6	4.2	3.5	3.7	4.6
ROA (%)	2017	1.5	1.7	1.2	2.1	1.1	0.8	0.3	0.0	0.1
	2018	1.4	1.3	0.9	1.3	0.5	0.4	0.5	0.6	0.3
	2019E	1.2	1.3	0.9	1.4	0.6	0.6	0.3	0.2	0.2
	2020E	1.2	1.4	1.0	1.6	0.7	0.4	0.2	0.2	0.2
BPS (원)	2017	278,571	69,757	38,912	16,361	10,147	163,491	11,274	15,297	11,278
	2018	289,043	77,587	45,341	20,341	12,137	160,947	13,126	14,336	12,654
	2019E	317,740	85,397	50,344	22,371	11,165	173,125	11,265	15,431	12,982
	2020E	332,671	94,579	56,098	24,989	12,477	177,817	11,558	15,814	13,362
EPS (원)	2017	25,823	9,827	5,929	3,252	1,278	6,494	699	1,183	447
	2018	25,766	8,132	4,428	2,324	705	9,268	478	329	433
	2019E	23,372	8,536	4,998	2,653	901	7,024	392	452	522
	2020E	24,662	9,860	5,926	3,288	1,137	7,472	493	550	602
PBR (배)	2017	0.96	1.02	1.21	1.44	0.80	0.76	0.61	0.50	0.47
	2018	0.93	0.91	0.91	1.07	0.49	0.51	0.32	0.33	0.36
	2019E	0.92	0.80	0.76	1.07	0.46	0.49	0.35	0.29	0.40
	2020E	0.88	0.72	0.68	0.96	0.41	0.47	0.34	0.28	0.39
PER (배)	2017	10.3	7.2	7.9	7.2	6.4	19.2	9.9	6.4	11.7
	2018	10.4	8.7	9.3	9.4	8.4	8.8	8.8	14.5	10.6
	2019E	12.5	8.0	7.6	9.0	5.7	12.0	10.2	10.0	9.9
	2020E	11.8	6.9	6.4	7.3	4.5	11.3	8.1	8.2	8.5
DPS (원)	2017	10,000	2,300	1,500	1,140	150	2,000	140	360	170
	2018	11,500	2,000	1,139	820	130	2,650	100	100	170
	2019E	11,120	1,998	1,339	932	166	3,233	82	137	193
	2020E	12,400	2,308	1,574	1,155	210	3,128	103	167	223
배당수익률(%)	2017	3.7	3.2	3.2	4.9	1.8	1.6	2.0	4.7	3.2
	2018	4.3	2.8	2.8	3.8	2.2	3.2	2.4	2.1	3.7
	2019E	3.8	2.9	3.5	3.9	3.2	3.8	2.1	3.0	3.7
	2020E	4.2	3.4	4.1	4.8	4.1	3.7	2.6	3.7	4.3

자료: 메리츠증권리서치센터

삼성화재 (000810)

Buy, TP 370,000원

1Q19E 순이익 2,249억원(+45.8% QoQ, -25.3% YoY)으로 추정한다. 자동차 손해를 전년 동기 대비 상승하겠으나 인터넷 비중 증가에 따른 사업비 효율화 진행되고 있어 합산 비율 기준 2%p 상승이 추정된다. 위험손해를 소폭 상승 추정된다. 진단/수술 담보 등 손해율이 좋은 담보의 비중이 커 표준화 이전 계약에 대해서도 보험료 인하 조정될 예정이다. 실손 청구 건수 및 진단비 증가를 나타내고 있어 업계 전반적으로 건강보험 강화정책에 따른 풍선효과가 우려된다. 보장성 인보험 신계약 판매는 연간 목표인 10% 성장을 초과 달성할 전망이다.

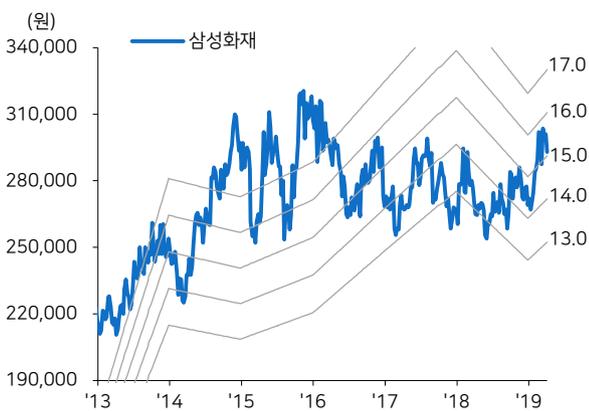
투자의견 Buy 및 적정주가 370,000원을 유지한다. 자동차 부문 온라인 비중 증가하고 있어 손해율 악화에도 합산비율 관리 가능하다. 물가 상승 및 보장성 강화 정책 풍선효과에 대해 우려하고 있어 보수적인 영업전략을 가져가는 삼성화재를 업종 내 top pick으로 제시한다. 배당성향 확대로 주가 하방 경직성 있다.

표3 삼성화재 1Q19E Preview

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	4,464.9	4,546.0	-1.8	4,538.5	-1.6	4,410.3	1.2
보험영업이익	-143.7	-77.6	적지	-244.4	적지		
투자영업이익	475.0	512.7	-7.4	475.0	0.0		
영업이익	331.3	435.1	-23.9	230.7	43.6	373.0	-11.2
당기순이익	224.9	301.1	-25.3	154.3	45.8	256.4	-12.3

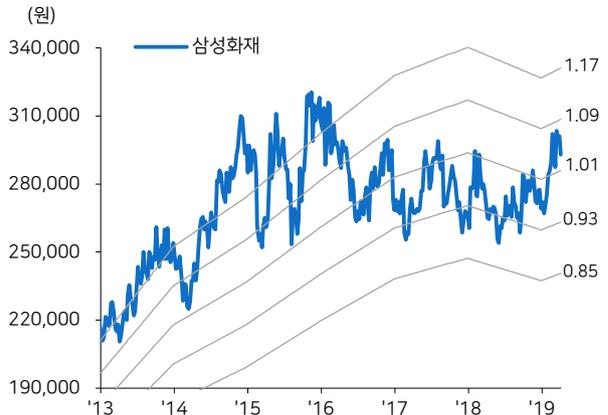
자료: 삼성화재, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 삼성화재 PER 밴드



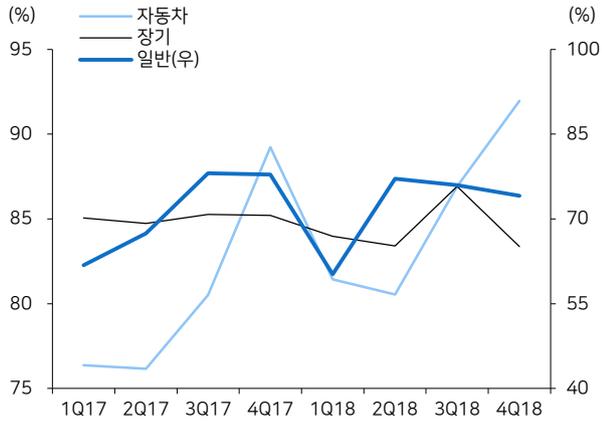
자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 삼성화재 PBR 밴드



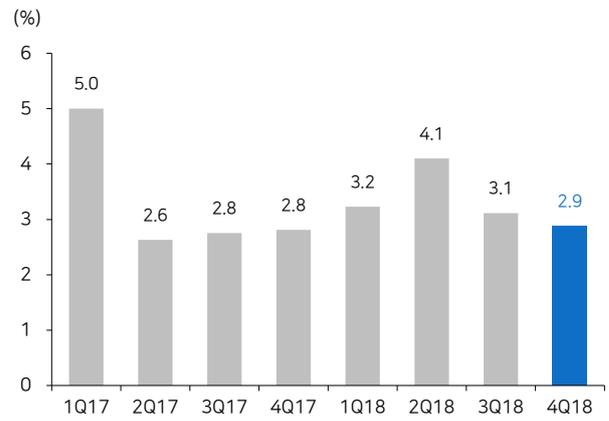
자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 경과손해율 추이



자료: 삼성화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 투자영업이익률 추이



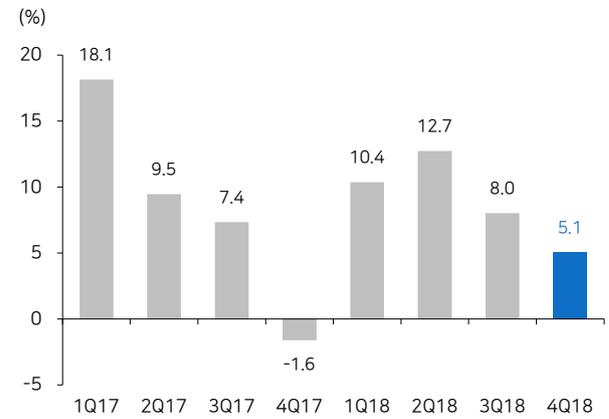
자료: 삼성화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 장기위험손해율 추이



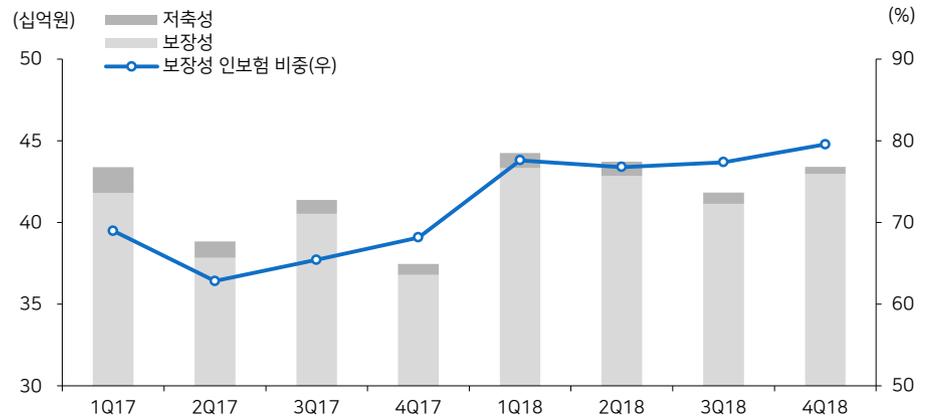
자료: 삼성화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 ROE



자료: 삼성화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 장기보험 신계약 추이



자료: 삼성화재, 메리츠증권증권 리서치센터

삼성화재 (000810)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	18,230.3	18,234.0	18,159.8	18,786.6	19,711.4
일반	1,329.4	1,404.7	1,285.8	1,333.7	1,399.7
자동차	4,803.6	4,732.6	4,654.6	4,826.1	5,063.6
장기	12,097.3	12,096.7	12,219.5	12,626.8	13,248.2
보유보험료	17,525.9	17,748.3	17,689.0	18,305.7	19,208.4
경과보험료	17,560.7	17,701.8	17,714.1	18,336.1	19,237.7
일반	1,266.8	1,413.6	1,310.8	1,367.8	1,435.2
자동차	4,591.6	4,507.0	4,513.0	4,683.2	4,912.7
장기	11,819.5	11,781.3	11,890.2	12,285.2	12,889.8
경과손해액	14,660.1	14,709.1	14,614.4	15,130.9	15,883.5
일반	906.9	1,016.5	922.0	966.3	1,017.9
자동차	3,699.6	3,842.4	3,868.5	3,967.4	4,156.9
장기	10,053.6	9,850.3	9,823.9	10,197.2	10,708.7
순사업비	3,530.3	3,605.6	3,682.0	3,830.7	4,040.4
보험영업이익	-629.7	-612.9	-582.4	-625.5	-686.2
투자영업이익	2,001.5	2,136.7	1,998.4	2,117.3	2,173.2
영업이익	1,371.8	1,523.8	1,416.1	1,491.8	1,486.9
영업외손익	-77.3	-80.5	-96.8	-96.8	-96.8
세전순이익	1,294.4	1,443.3	1,319.3	1,395.0	1,390.1
법인세비용	709.3	383.1	352.9	373.2	371.9
당기순이익	1,055.3	1,057.1	966.4	1,021.9	1,018.3

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
경과손해율	83.5	83.1	82.5	82.5	82.6
일반	71.6	71.9	70.3	70.6	70.9
자동차	80.6	85.3	85.7	84.7	84.6
장기	85.1	83.6	82.6	83.0	83.1
사업비율	20.1	20.4	20.8	20.9	21.0
합산비율	103.6	103.5	103.3	103.4	103.6
투자영업이익률	3.3	3.3	2.9	2.9	2.9
성장성					
총자산	11.1	4.7	5.3	4.3	4.3
운용자산	10.6	3.6	5.5	4.4	4.4
자기자본	8.8	3.8	9.9	4.7	4.4
원수보험료	0.3	0.0	-0.4	3.5	4.9
경과보험료	0.9	0.8	0.1	3.5	4.9
순이익	25.5	0.2	-8.6	5.7	-0.4

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	75,413.0	78,962.5	83,112.6	86,717.5	90,452.3
운용자산	64,418.7	66,733.1	70,386.7	73,474.9	76,671.9
현예금 및 예치금	1,342.3	1,647.7	1,737.9	1,814.2	1,893.1
유가증권	40,867.6	41,755.4	44,041.4	45,973.7	47,974.2
주식	7,350.4	6,159.9	6,497.1	6,782.2	7,077.3
채권	30,907.4	32,242.9	34,008.1	35,500.2	37,044.9
대출채권	21,393.4	22,531.5	23,765.1	24,807.8	25,887.2
부동산	815.4	798.5	842.2	879.2	917.4
비운용자산	3,462.5	4,290.5	4,464.7	4,646.0	4,834.6
특별계정자산	7,531.8	7,938.9	8,261.2	8,596.7	8,945.7
부채총계	63,571.1	66,675.4	69,605.6	72,575.8	75,688.7
보험계약준비금	52,872.3	55,460.8	57,935.7	60,432.1	63,051.9
책임준비금	52,872.3	55,460.8	57,935.7	60,432.1	63,051.9
기타부채	3,167.0	3,275.7	3,408.7	3,547.1	3,691.1
특별계정부채	7,531.8	7,938.9	8,261.2	8,596.7	8,945.7
자본총계	11,841.9	12,287.1	13,507.0	14,141.7	14,763.5
자본금	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5
자본잉여금	939.2	939.2	939.2	939.2	939.2
이익잉여금	8,111.2	8,829.6	9,459.0	10,093.7	10,715.5
자본조정	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5
기타포괄손익누계액	4,248.5	3,975.3	4,565.8	4,565.8	4,565.8

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	25,823	25,766	23,372	24,662	24,542
BPS	278,571	289,043	317,740	332,671	347,300
DPS	10,000	11,500	11,120	12,400	12,783
밸류에이션 (배)					
PER	10.3	10.4	12.5	11.8	11.9
PBR	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
수익성					
ROE	9.3	8.8	7.5	7.4	7.0
ROA	1.5	1.4	1.2	1.2	1.1
배당지표					
배당성향	37.7	43.3	45.8	48.3	50.0
배당수익률	3.7	4.3	3.8	4.2	4.4
안정성					
총자산/자기자본	637	643	615	613	613
보유보험료/자기자본	148	144	131	129	130

메리츠화재 (000060)

Buy, TP 30,000원

1Q19E 순이익 688억원(+24.9% QoQ, 9.0% YoY)으로 추정한다. 공격적인 판매 전략 지속되고 있어 보장성 인보험 월평균 110억원 이상 시현할 전망이다. 치매 보험 상품에 대해 우려 대두 하고 있으나 실제 판매 금액 크지 않아 리스크 관리와 병행되고 있다고 판단된다. 투자부문 일회성 이익으로 채권 매각익 등 발생해 투자수익률 4.7%로 추정했다. 실손보험료 인상되었으나 실손 외 담보 보험료 하향 조정된 부분 있어 위험손해율에 대해 보수적인 관점 유지한다.

투자의견 Buy 및 적정주가 30,000원을 유지하고 업종 내 Top pick으로 제시한다. 적절한 리스크 부담을 통해 성장 전략 추진해 나가는 점 긍정적으로 평가한다. 보유계약 대비 신계약 성장 속도가 빨라 업종 내 추가상각 규모가 가장 많지만 중장기 이익로 돌아올 가능성 크다. 13년 9월에 발행된 2,450억원 규모의 후순위채의 인정 비율이 감소하고 있어 보완자본 발행 가능성 있다. 추가상각 규모의 감소는 신계약 성장이 둔화된 이후 본격화 될 전망이다.

표4 메리츠화재 1Q19E Preview

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	1,869.3	1,700.1	10.0	1,862.6	0.4	1,704.2	9.7
보험영업이익	-119.1	-104.9	적지	-146.0	적지		
투자영업이익	219.6	199.1	10.3	212.4	3.4		
영업이익	100.5	94.2	6.7	66.4	51.3	84.9	18.4
당기순이익	68.8	63.1	9.0	55.1	24.9	60.8	13.2

자료: 메리츠화재, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 메리츠화재 PER 밴드



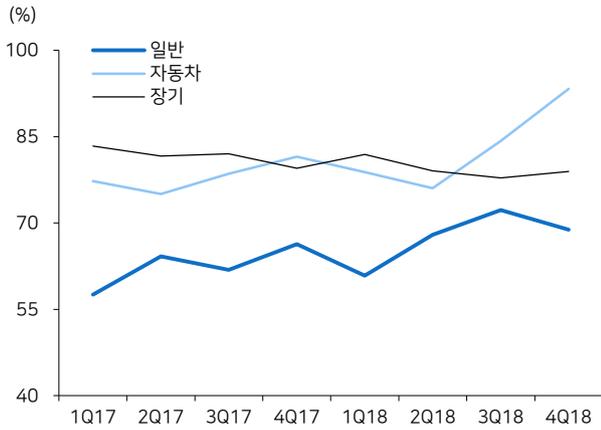
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 메리츠화재 PBR 밴드



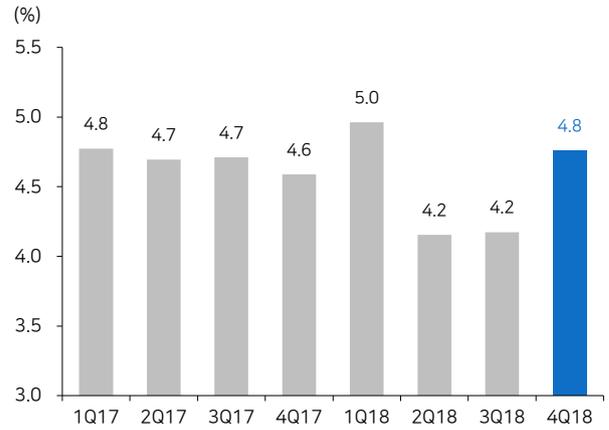
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 경과손해를 추이



자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 투자영업이익률 추이



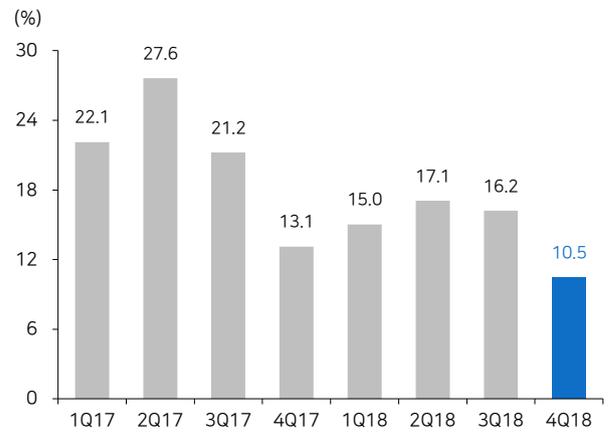
자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 장기위험손해율 추이



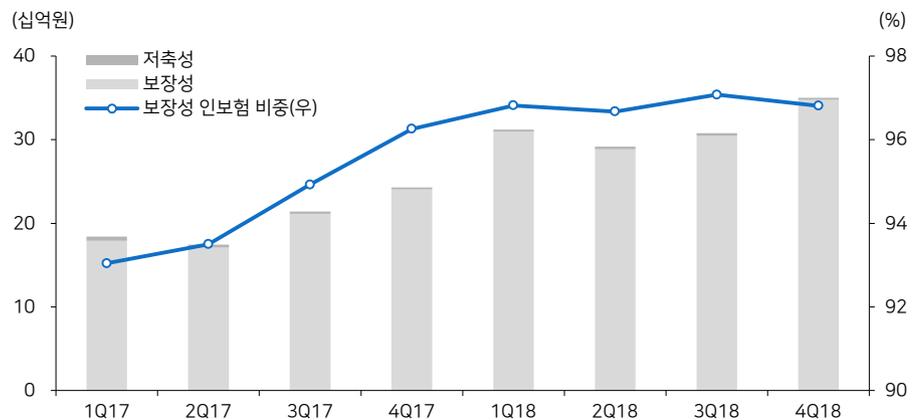
자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 ROE



자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림24 장기보험 신계약 추이



자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

메리츠화재 (000060)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	6,403.4	7,080.0	7,773.4	8,188.6	8,591.5
일반	498.1	498.2	458.5	475.4	498.7
자동차	807.4	783.5	771.6	800.0	839.4
장기	5,098.0	5,798.3	6,543.4	6,913.2	7,253.4
보유보험료	6,098.6	6,721.7	7,428.2	7,814.4	8,206.8
경과보험료	5,996.6	6,734.4	7,403.5	7,809.0	8,198.4
일반	252.2	306.2	254.2	273.1	290.3
자동차	733.1	760.8	725.3	758.7	799.8
장기	5,011.2	5,667.4	6,424.1	6,777.2	7,108.4
경과손해액	4,823.6	5,339.0	5,825.0	6,157.9	6,477.4
일반	158.3	207.5	178.2	191.4	203.4
자동차	573.0	632.0	614.0	638.9	675.0
장기	4,092.3	4,499.6	5,032.7	5,327.6	5,599.1
순사업비	1,387.0	1,791.3	1,995.1	1,980.2	2,100.1
보험영업이익	-214.0	-395.9	-416.6	-329.1	-379.1
투자영업이익	714.4	761.6	847.6	855.8	939.2
영업이익	500.5	365.7	431.0	526.7	560.1
영업외손익	-27.4	-16.6	-25.9	-24.5	-22.9
세전순이익	473.1	349.1	405.2	502.1	537.2
법인세비용	117.9	89.0	108.4	134.3	143.7
당기순이익	355.1	260.0	296.8	367.8	393.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	18,092.4	20,433.3	22,447.2	24,606.8	26,858.2
운용자산	15,966.9	18,255.3	20,180.8	22,248.3	24,404.0
현예금 및 예치금	365.0	365.0	403.5	444.8	487.9
유가증권	8,297.6	8,297.6	9,172.8	10,112.6	11,092.4
주식	132.4	132.4	146.4	161.4	177.0
채권	4,284.9	4,284.9	4,736.9	5,222.2	5,728.1
대출채권	4,632.3	4,632.3	5,120.9	5,645.5	6,192.5
부동산	805.4	805.4	890.3	981.5	1,076.6
비운용자산	2,125.5	2,178.0	2,266.4	2,358.5	2,454.2
특별계정자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	16,305.5	18,157.6	19,944.3	21,811.1	23,767.8
보험계약준비금	15,447.0	17,021.0	18,761.6	20,580.3	22,487.1
책임준비금	15,447.0	17,021.0	18,761.6	20,580.3	22,487.1
기타부채	858.5	1,136.6	1,182.8	1,230.8	1,280.7
특별계정부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,786.9	2,275.7	2,502.9	2,795.7	3,090.4
자본금	55.2	56.8	56.8	56.8	56.8
자본잉여금	436.6	504.9	504.9	504.9	504.9
이익잉여금	1,109.4	1,241.4	1,473.8	1,766.6	2,061.3
자본조정	-18.6	-34.5	-39.7	-39.7	-39.7
기타포괄손익누계액	204.3	507.1	507.1	507.1	507.1

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
경과손해율	80.4	79.3	78.7	78.9	79.0
일반	62.8	67.7	70.1	70.1	70.1
자동차	78.2	83.1	84.7	84.2	84.4
장기	81.7	79.4	78.3	78.6	78.8
사업비율	23.1	26.6	26.9	25.4	25.6
합산비율	103.6	105.9	105.6	104.2	104.6
투자영업이익률	4.7	4.5	4.4	4.0	4.0
성장성					
총자산	10.0	12.9	9.9	9.6	9.1
운용자산	10.0	14.3	10.5	10.2	9.7
자기자본	9.0	27.4	10.0	11.7	10.5
원수보험료	6.9	10.6	9.8	5.3	4.9
경과보험료	5.8	12.3	9.9	5.5	5.0
순이익	37.7	-26.8	14.1	23.9	7.0

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	3,252	2,324	2,653	3,288	3,517
BPS	16,361	20,341	22,371	24,989	27,623
DPS	1,140	820	932	1,155	1,236
밸류에이션 (배)					
PER	7.2	9.4	9.0	7.3	6.8
PBR	1.4	1.1	1.1	1.0	0.9
수익성					
ROE	20.7	12.8	12.4	13.9	13.4
ROA	2.1	1.3	1.4	1.6	1.5
배당지표					
배당성향	35.1	35.2	35.1	35.1	35.1
배당수익률	4.9	3.8	3.9	4.8	5.2
안정성					
총자산/자기자본	1,013	898	897	880	869
보유보험료/자기자본	341	295	297	280	266

DB손해보험 (005830)

Buy, TP 87,000원

1Q19E 순이익 955억원(+51.5% QoQ, -13.3% YoY)으로 추정한다. 자동차 손해율은 전년 동기 업계 내에서 높은 수준으로 기저효과 있어 YoY 유사한 수준 예상된다. 추가 자동차 보험료 인상 가능성 높다고 판단되나 추나요법 건강보험 적용 등 손해액 증가 요인 남아있어 손해율 개선 시기는 20년 이후 본격화될 전망이다. 최근 판매 경쟁 격화되고 있는 치매보험의 경우 적극적으로 대응하고 있지 않지만 타사와 달리 1분기에 18년 인센티브 비용 반영되어 사업비율 상승이 추정된다.

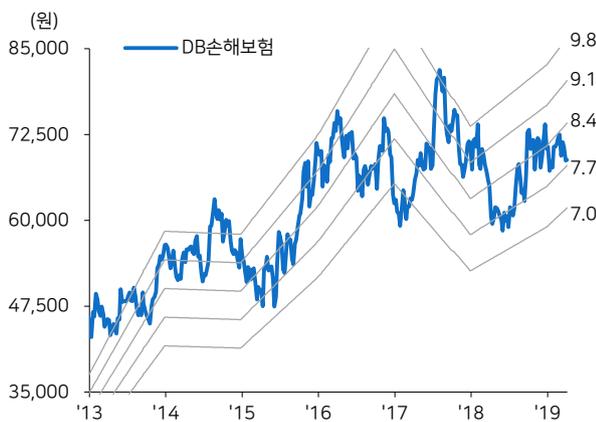
투자의견 Buy 및 적정주가 87,000원을 유지한다. 동사는 안정성 및 성장성이 적절한 균형을 이루고 있어 중장기적 투자 매력 우수하다. 18년 말 부채 듀레이션 규제 강화 영향에 대응하기 위해 연간 운용수익률 하락했으나 자산 듀레이션 충분히 확보되어 향후 수익률 관점의 투자전략 유지할 수 있다고 판단된다. 다만, 17~18년도 자동차 MS 확대됨에 따라 자동차 손해율 사이클에 따라 이익 민감도가 커져 향후 손해율 트렌드 확인이 필요하다.

표5 DB손해보험 1Q19E Preview

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,024.0	3,075.8	-1.7	3,167.7	-4.5	2,923.3	3.4
보험영업이익	-133.4	-99.4	적지	-166.4	적지		
투자영업이익	270.1	258.3	4.6	260.8	3.6		
영업이익	136.7	159.0	-14.0	94.5	44.7	160.6	-14.8
당기순이익	95.5	110.2	-13.3	63.0	51.5	107.7	-11.3

자료: DB손해보험, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림25 DB손해보험 PER 밴드



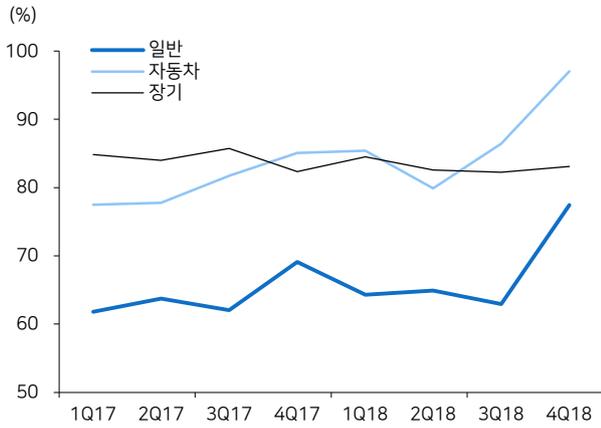
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림26 DB손해보험 PBR 밴드



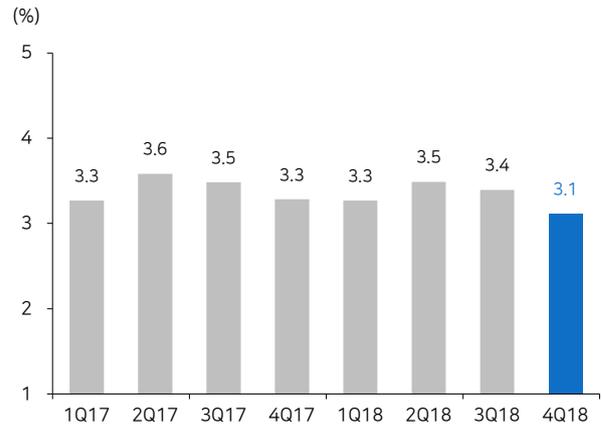
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림27 경과손해율 추이



자료: DB손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 투자영업이익률 추이



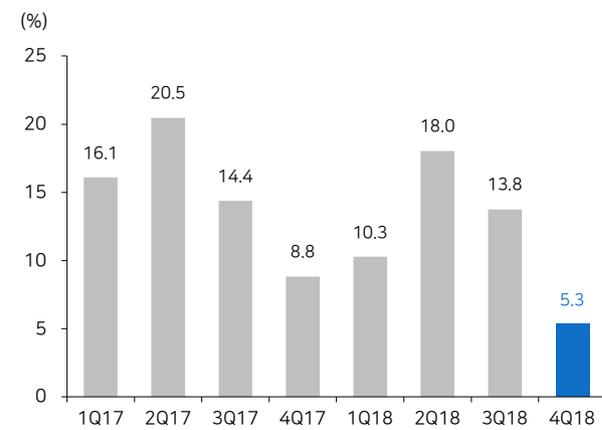
자료: DB손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림29 장기위험손해율 추이



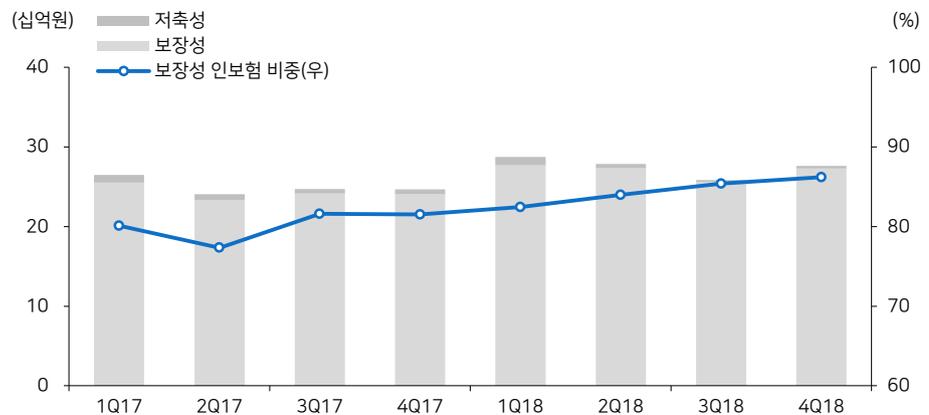
자료: DB손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림30 ROE



자료: DB손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림31 장기보험 신계약 추이



자료: DB손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

DB 손해보험 (005830)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	12,368.1	12,449.3	12,339.6	12,752.0	13,379.7
일반	1,015.5	994.9	943.2	978.6	1,026.9
자동차	3,252.9	3,274.7	3,229.8	3,348.8	3,513.7
장기	8,099.7	8,179.7	8,166.6	8,424.5	8,839.1
보유보험료	11,562.9	11,573.9	11,463.7	11,832.6	12,414.3
경과보험료	11,440.7	11,592.2	11,495.1	11,867.4	12,451.1
일반	543.1	582.5	552.6	572.2	600.3
자동차	2,954.3	3,025.1	2,984.0	3,088.4	3,240.1
장기	7,943.3	7,984.7	7,958.5	8,206.8	8,610.7
경과손해액	9,421.4	9,664.7	9,581.2	9,859.4	10,334.5
일반	349.1	393.1	385.5	390.6	410.6
자동차	2,381.8	2,637.0	2,607.1	2,666.5	2,797.5
장기	6,690.5	6,634.6	6,588.7	6,802.3	7,126.3
순사업비	2,193.8	2,255.7	2,250.2	2,302.1	2,424.8
보험영업이익	-176.4	-328.3	-336.3	-294.1	-308.1
투자영업이익	1,035.3	1,074.1	1,097.8	1,165.5	1,239.6
영업이익	859.0	745.9	761.5	871.4	931.5
영업외손익	-31.7	-35.2	-23.9	-19.4	-11.4
세전순이익	827.3	710.6	737.6	852.0	920.0
법인세비용	205.2	195.9	197.3	227.9	246.1
당기순이익	622.0	514.7	540.3	624.1	673.9

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	37,403.8	39,775.5	41,918.3	44,484.0	47,180.4
운용자산	31,609.3	34,351.1	36,273.7	38,610.1	41,068.1
현예금 및 예치금	414.2	748.2	790.1	841.0	894.6
유가증권	20,486.9	21,738.6	22,955.3	24,433.9	25,989.3
주식	1,244.4	1,071.1	1,131.1	1,203.9	1,280.6
채권	7,849.3	8,787.3	9,279.1	9,876.8	10,505.5
대출채권	9,572.3	10,733.3	11,334.0	12,064.0	12,832.0
부동산	1,135.9	1,131.0	1,194.3	1,271.2	1,352.2
비운용자산	3,404.6	3,064.4	3,188.9	3,318.3	3,453.1
특별계정자산	2,389.9	2,359.9	2,455.8	2,555.5	2,659.2
부채총계	32,988.3	34,864.4	36,512.9	38,497.3	40,578.3
보험계약준비금	28,929.0	30,602.9	32,354.7	34,170.3	36,075.6
책임준비금	28,929.0	30,602.9	32,354.7	34,170.3	36,075.6
기타부채	1,566.4	1,636.0	1,702.4	1,719.4	1,736.6
특별계정부채	2,493.0	2,625.5	2,455.8	2,555.5	2,659.2
자본총계	4,415.5	4,911.1	5,405.5	5,986.7	6,602.1
자본금	35.4	35.4	35.4	35.4	35.4
자본잉여금	37.9	37.9	37.9	37.9	37.9
이익잉여금	3,920.4	4,289.5	4,783.9	5,365.1	5,980.6
자본조정	421.8	548.2	548.2	548.2	548.2

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
경과손해율	82.3	83.4	83.4	83.1	83.0
일반	64.3	67.5	69.8	68.3	68.4
자동차	80.6	87.2	87.4	86.3	86.3
장기	84.2	83.1	82.8	82.9	82.8
사업비율	19.2	19.5	19.6	19.4	19.5
합산비율	101.5	102.8	102.9	102.5	102.5
투자영업이익률	3.4	3.3	3.1	3.1	3.1
성장성					
총자산	9.3	6.3	5.4	6.1	6.1
운용자산	8.1	8.7	5.6	6.4	6.4
자기자본	11.4	11.2	10.1	10.8	10.3
원수보험료	2.3	0.7	-0.9	3.3	4.9
경과보험료	3.0	1.3	-0.8	3.2	4.9
순이익	32.3	-17.3	5.0	15.5	8.0

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	9,827	8,132	8,536	9,860	10,647
BPS	69,757	77,587	85,397	94,579	104,302
DPS	2,300	2,000	1,998	2,308	2,492
밸류에이션 (배)					
PER	7.2	8.7	8.0	6.9	6.4
PBR	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
수익성					
ROE	14.8	11.0	10.5	11.0	10.7
ROA	1.7	1.3	1.3	1.4	1.5
배당지표					
배당성향	23.4	23.4	23.4	23.4	23.4
배당수익률	3.2	2.8	2.9	3.4	3.7
안정성					
총자산/자기자본	847	810	775	743	715
보유보험료/자기자본	262	236	212	198	188

현대해상 (001450)

Buy, TP 48,000원

1Q19E 순이익 859억원(+5,242.6% QoQ, -19.0% YoY)으로 추정한다. 자동차 손해율 85.2%로 YoY +4.9%p 상승 예상한다. 추가 자동차 보험료 인상 가능성 있으나 추나요법 건강보험 적용 등으로 자동차 손해율 개선 추세 시기는 20년 이후 가능하다고 판단된다. 위험보험료 증가율 업계 대비 높은 수준 추정되나 실손 외 담보 보험료 조정 및 청구 건수 증가하는 모습 있어 연간 위험손해율 개선 폭은 제한적일 수 있다. 최근 판매되는 치매보험의 경우 경증 치매에 2,000만원까지 진단금 나갈 수 있어 시장의 우려가 높아지고 있다.

투자의견 Buy 및 적정주가 48,000원을 유지한다. 17~18년도 자동차 MS 확대되어 자동차 손해율 악화에 따라 이익 민감도가 크다. 5년 만기의 실손보험의 갱신이 19년 상반기까지 지속되나 최근 실손 관련 claim이 증가하는 모습이 보이고 실손 외 담보 손해율이 소폭 상승해 향후 위험손해율 추세가 주가 방향성에 가장 중요하다고 판단된다.

표6 현대해상 1Q19E Preview

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,201.7	3,201.8	0.0	3,308.8	-3.2	2,971.3	7.8
보험영업이익	-167.8	-133.6	적지	-256.7	적지		
투자영업이익	288.5	283.2	1.9	263.2	9.6		
영업이익	120.7	149.5	-19.3	6.6	1,734.9	139.2	-13.3
당기순이익	85.9	106.0	-19.0	1.6	5,242.6	96.2	-10.7

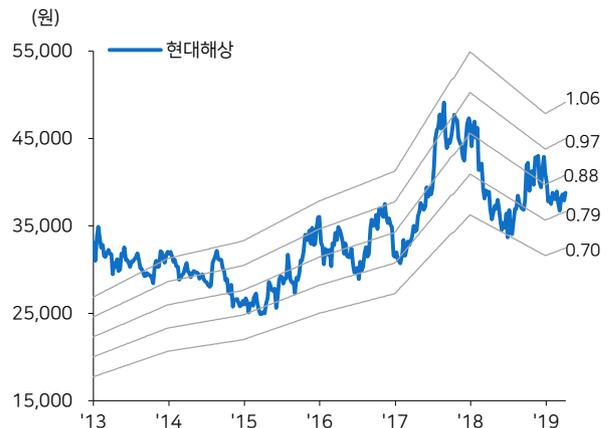
자료: 현대해상, WISEfn, 메리츠증권리서치센터

그림32 현대해상 PER 밴드



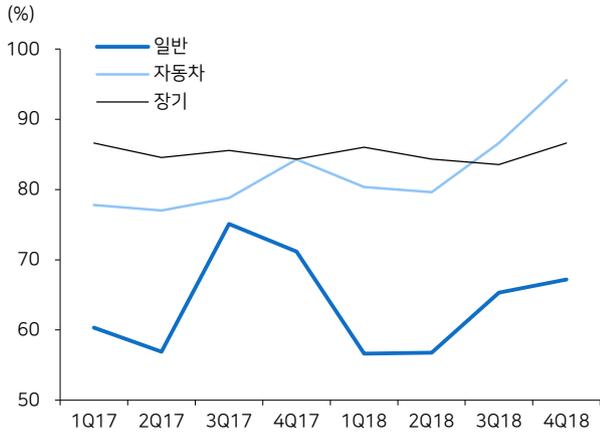
자료: Quantwise, 메리츠증권리서치센터

그림33 현대해상 PBR 밴드



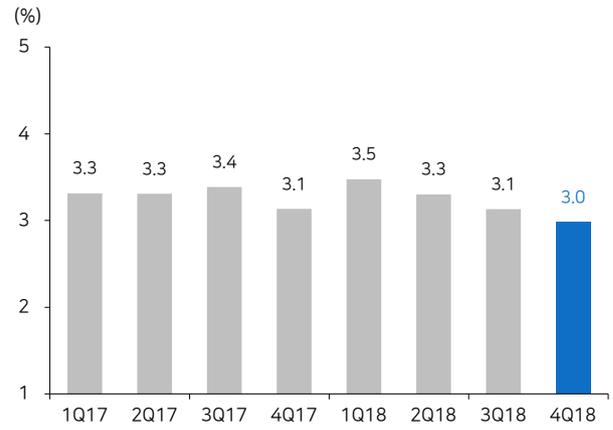
자료: Quantwise, 메리츠증권리서치센터

그림34 경과손해를 추이



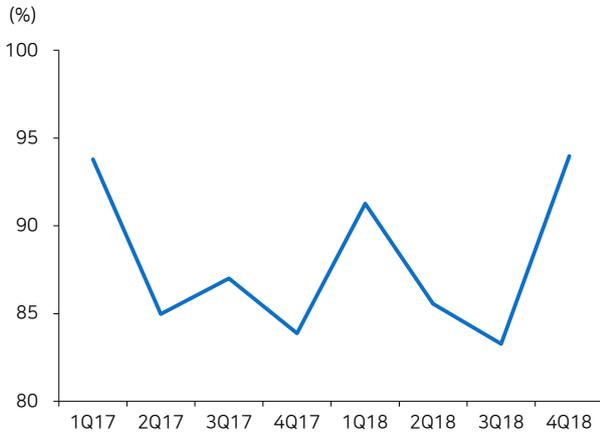
자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

그림35 투자영업이익률 추이



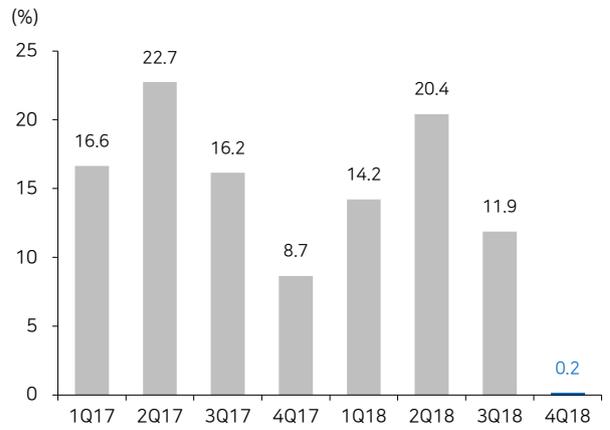
자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

그림36 장기위험손해를 추이



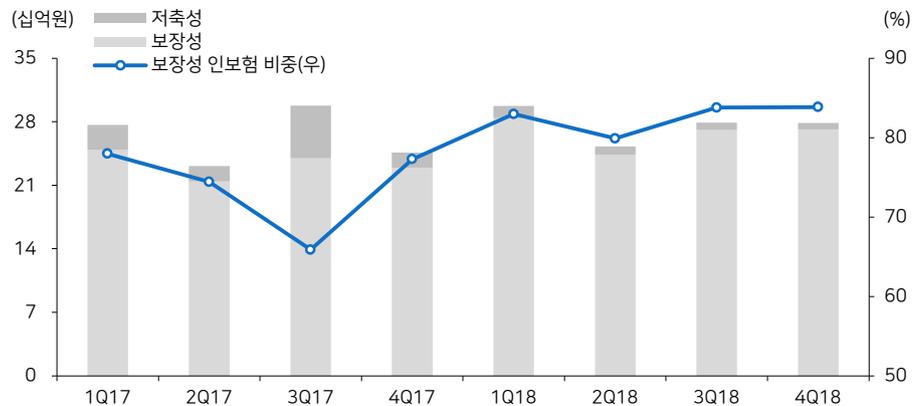
자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

그림37 ROE



자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

그림38 장기보험 신계약 추이



자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

현대해상 (001450)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	12,826.1	12,978.3	13,005.8	13,442.3	14,104.0
일반	1,080.8	1,092.6	1,016.3	1,054.0	1,106.0
자동차	3,329.2	3,375.9	3,375.6	3,499.9	3,672.2
장기	8,398.1	8,508.3	8,613.9	8,888.4	9,325.8
보유보험료	11,701.6	11,856.0	11,994.6	12,377.4	12,987.0
경과보험료	11,532.9	11,765.7	11,880.2	12,270.0	12,874.6
일반	451.0	458.5	429.6	445.6	467.6
자동차	2,991.2	3,142.1	3,175.0	3,287.3	3,449.9
장기	8,090.8	8,165.0	8,275.6	8,537.1	8,957.1
경과손해액	9,576.0	9,922.4	10,046.8	10,340.2	10,835.6
일반	297.4	282.2	272.9	283.7	296.2
자동차	2,379.0	2,690.8	2,752.2	2,806.2	2,931.7
장기	6,899.7	6,949.5	7,021.7	7,250.4	7,607.7
순사업비	2,336.8	2,416.3	2,445.1	2,510.2	2,642.3
보험영업이익	-380.0	-573.1	-611.8	-580.4	-603.3
투자영업이익	1,020.1	1,087.4	1,205.0	1,277.7	1,341.4
영업이익	640.1	514.3	593.1	697.3	738.1
영업외손익	-15.1	-23.1	-16.9	-20.0	-19.5
세전순이익	624.9	491.2	576.2	677.3	718.6
법인세비용	152.2	132.2	154.1	181.2	192.2
당기순이익	472.8	359.0	422.1	496.1	526.4

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	40,122.1	43,719.4	48,556.6	51,640.7	54,991.8
운용자산	32,448.2	35,810.7	40,326.7	43,076.7	46,080.0
현예금 및 예치금	854.1	1,057.9	1,191.3	1,272.6	1,361.3
유가증권	21,083.4	23,589.5	26,564.4	28,375.9	30,354.3
주식	1,536.3	1,244.6	1,401.6	1,497.2	1,601.6
채권	11,207.4	12,575.2	14,161.0	15,126.7	16,181.3
대출채권	9,504.7	10,142.5	11,421.6	12,200.5	13,051.1
부동산	1,006.0	1,020.7	1,149.4	1,227.8	1,313.4
비운용자산	3,938.3	3,711.9	3,862.6	4,019.5	4,182.7
특별계정자산	3,735.7	4,196.8	4,367.2	4,544.6	4,729.1
부채총계	37,019.4	39,605.8	44,044.1	46,669.5	49,421.3
보험계약준비금	31,051.2	33,098.9	35,298.1	37,568.4	39,950.7
책임준비금	31,051.2	33,098.9	35,298.1	37,568.4	39,950.7
기타부채	2,177.1	4,207.9	4,378.7	4,556.5	4,741.5
특별계정부채	3,735.7	4,196.8	4,367.2	4,544.6	4,729.1
자본총계	3,102.7	4,113.6	4,512.5	4,971.3	5,570.5
자본금	44.7	44.7	44.7	44.7	44.7
자본잉여금	114.2	114.2	114.2	114.2	114.2
이익잉여금	2,763.5	2,996.7	3,395.6	3,854.4	4,453.6
자본조정	-37.5	-37.5	-37.5	-37.5	-37.5
기타포괄손익누계액	217.8	497.2	497.2	497.2	497.2

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
경과손해율	83.0	84.3	84.6	84.3	84.2
일반	65.9	61.5	63.5	63.7	63.4
자동차	79.5	85.6	86.7	85.4	85.0
장기	85.3	85.1	84.8	84.9	84.9
사업비율	20.3	20.5	20.6	20.5	20.5
합산비율	103.3	104.9	105.2	104.7	104.7
투자영업이익률	3.3	3.2	3.2	3.1	3.0
성장성					
총자산	9.5	9.0	11.1	6.4	6.5
운용자산	9.5	10.4	12.6	6.8	7.0
자기자본	12.5	32.6	9.7	10.2	12.1
원수보험료	1.9	1.2	0.2	3.4	4.9
경과보험료	2.5	2.0	1.0	3.3	4.9
순이익	18.3	-24.1	17.6	17.5	6.1

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	5,929	4,428	4,998	5,926	6,306
BPS	38,912	45,341	50,344	56,098	63,613
DPS	1,500	1,139	1,339	1,574	1,670
밸류에이션 (배)					
PER	7.9	9.3	7.6	6.4	6.0
PBR	1.2	0.9	0.8	0.7	0.6
수익성					
ROE	16.1	10.5	10.4	11.1	10.5
ROA	1.2	0.9	0.9	1.0	1.0
배당지표					
배당성향	25.3	25.3	25.3	25.3	25.3
배당수익률	3.2	2.8	3.5	4.1	4.4
안정성					
총자산/자기자본	1,293	1,063	1,076	1,039	987
보유보험료/자기자본	377	288	266	249	233

한화손해보험 (000370)

Buy, TP 7,000원

1Q19E 순이익 187억원(흑전 QoQ, -36.3% YoY)으로 추정한다. 업계의 차해보험 판매 경쟁에도 단독 상품 출시하지 않아 신계약 판매 성장은 둔화되었다. GA 신계약 판매 속도 조절에 나선 점은 긍정적이다. UW 체력 이상의 과도한 성장은 계약 건전성 악화로 이어질 수 있기 때문이다. 다만, 손해보험 업종 전체적으로 나타나고 있는 자동차 손해를 악화, 실손 관련 claim 증가로 인한 위험손해를 상승이 동사에 비교적 영향을 많이 미치고 있는 상황이다. 채널 및 브랜드 경쟁력이 상위사 대비 약하기 때문에 손해를 악화 사이클에서는 부정적인 영향 나타나고 있다.

투자의견 Buy 유지하고 적정주가를 7,000원으로 12.5% 하향 한다. 자동차 손해를 및 위험손해를 상승 추정해 19년 EPS 및 BPS를 각각 16.7%, 1.8% 하향 조정했다. 높은 위험손해를, 장기 보험 출재율, 낮은 배당성향 등이 상위사 대비 Valuation discount를 받는 주요 원인이다. 3,500억원의 후순위채 발행으로 RBC 비율 관련 리스크는 완화되었다.

표7 한화손해보험 1Q19E Preview

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	1,401.7	1,369.7	2.3	1,418.8	-1.2	1,112.0	26.1
보험영업이익	-84.4	-83.3	적지	-144.2	적지		
투자영업이익	112.8	125.3	-9.9	103.8	8.7		
영업이익	28.4	42.0	-32.4	-40.4	흑전	39.7	-28.4
당기순이익	18.7	29.4	-36.3	-33.4	흑전	25.4	-26.2

자료: 한화손해보험, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표8 Valuation table

적정주가	7,000원
이론주가	7,014원
2019 BPS	11,165원
적정 PBR	0.63
PBR Discount	-50%
이론 PBR	1.26배
19년 ROE	7.7%
rowth Rate	1.0%
Cost of quity	6.4%
Beta	0.62
Risk Free Rate	1.9%
Risk Premium	7.2%

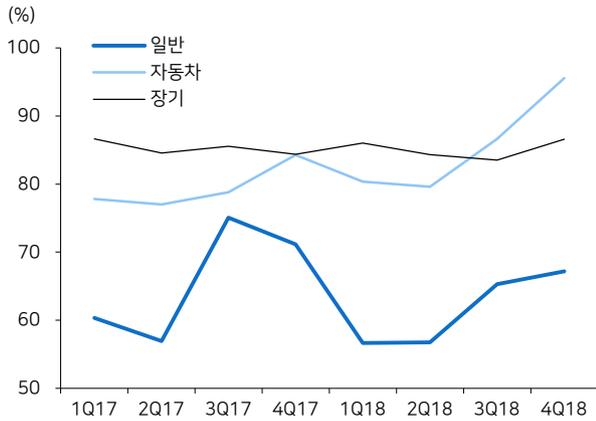
자료: 메리츠증권 리서치센터

표9 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
순이익	126.3	15.6	105.2	132.8	-16.7	-11.8
EPS (원)	1,082	1,290	900.9	1,137.4	-16.7	-11.8
BPS(원)	11,368	12,846	11,165.3	12,476.8	-1.8	-2.9
ROE (%)	10.0	10.7	7.7	9.6	-2.3	-1.1

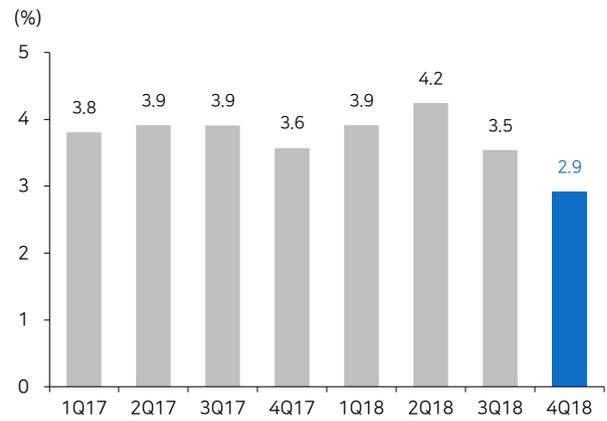
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림39 경과손해를 추이



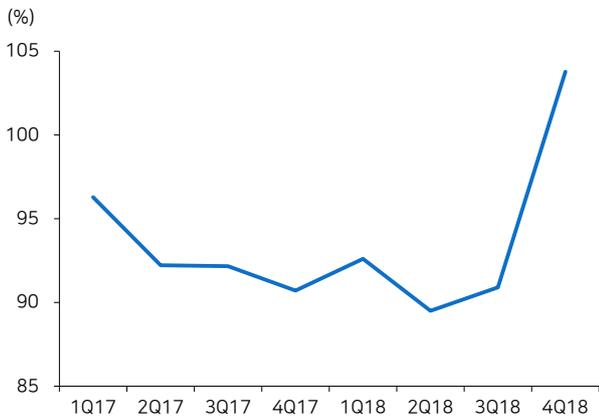
자료: 한화손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림40 투자영업이익률 추이



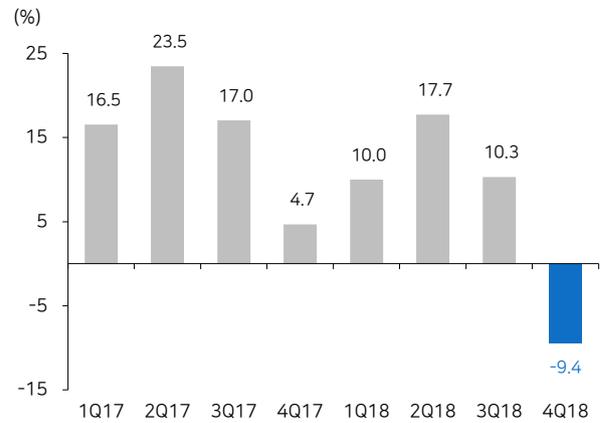
자료: 한화손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림41 장기위험손해율 추이



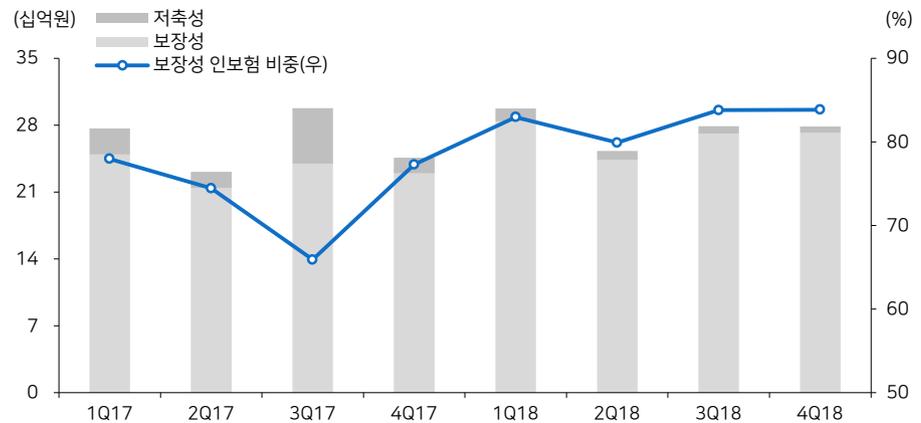
자료: 한화손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림42 ROE



자료: 한화손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림43 장기보험 신계약 추이



자료: 한화손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

한화손해보험 (000370)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	5,291.5	5,602.5	5,695.8	5,905.7	6,196.4
일반	434.0	436.1	414.4	429.7	450.9
자동차	873.6	873.8	862.8	894.6	938.6
장기	3,983.8	4,292.6	4,418.6	4,581.4	4,806.9
보유보험료	3,805.7	4,350.8	4,512.6	4,641.7	4,876.0
경과보험료	4,151.0	4,341.0	4,506.7	4,637.8	4,871.1
일반	175.9	196.0	174.0	186.8	198.4
자동차	598.7	576.0	583.2	600.0	629.2
장기	3,376.3	3,569.1	3,749.4	3,851.0	4,043.5
경과손해액	3,408.9	3,606.9	3,750.2	3,854.6	4,047.9
일반	117.4	147.1	127.6	137.6	146.0
자동차	486.8	511.0	522.9	532.1	559.2
장기	2,804.8	2,948.8	3,099.7	3,184.9	3,342.6
순사업비	985.1	1,099.4	1,086.4	1,121.4	1,195.0
보험영업이익	-245.5	-367.4	-329.9	-338.2	-371.8
투자영업이익	455.1	490.0	484.6	530.4	579.6
영업이익	209.6	122.6	154.6	192.2	207.8
영업외손익	-13.6	-8.8	-11.1	-11.0	-10.8
세전순이익	196.0	113.8	143.6	181.3	197.0
법인세비용	46.8	31.5	38.4	48.5	52.7
당기순이익	149.2	82.3	105.2	132.8	144.3

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
경과손해율	82.1	83.1	83.2	83.1	83.1
일반	66.7	75.1	73.3	73.7	73.6
자동차	81.3	88.7	89.6	88.7	88.9
장기	83.1	82.6	82.7	82.7	82.7
사업비율	23.7	25.3	24.1	24.2	24.5
합산비율	105.9	108.4	107.3	107.3	107.6
투자영업이익률	3.8	3.6	3.2	3.2	3.2
성장성					
총자산	12.1	12.4	7.7	8.8	8.5
운용자산	11.4	14.6	8.3	9.5	9.2
자기자본	33.9	19.6	-8.0	11.7	11.4
원수보험료	6.8	5.9	1.7	3.7	4.9
경과보험료	4.0	4.6	3.8	2.9	5.0
순이익	33.4	-44.8	27.8	26.2	8.7

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	14,884.0	16,728.6	18,019.2	19,609.1	21,283.6
운용자산	12,691.4	14,546.9	15,748.9	17,246.5	18,825.1
현예금 및 예치금	469.5	561.2	607.6	665.4	726.3
유가증권	6,567.8	8,196.3	8,873.6	9,717.4	10,606.9
주식	240.3	280.6	303.8	332.7	363.2
채권	2,784.2	962.1	1,041.6	1,140.6	1,245.0
대출채권	5,165.9	5,304.1	5,742.4	6,288.5	6,864.1
부동산	485.0	475.1	514.4	563.3	614.9
비운용자산	2,186.8	2,175.9	2,264.3	2,356.2	2,451.9
특별계정자산	5.9	5.8	6.0	6.3	6.5
부채총계	13,699.5	15,311.8	16,715.8	18,152.5	19,661.3
보험계약준비금	12,816.7	14,128.7	15,484.9	16,871.7	18,328.5
책임준비금	12,816.7	14,128.7	15,484.9	16,871.7	18,328.5
기타부채	876.7	1,177.0	1,224.8	1,274.6	1,326.3
특별계정부채	6.1	6.0	6.0	6.3	6.5
자본총계	1,184.6	1,416.9	1,303.4	1,456.5	1,622.3
자본금	583.7	583.7	583.7	583.7	583.7
자본잉여금	97.6	67.8	67.8	67.8	67.8
이익잉여금	403.0	461.7	567.4	720.5	886.3
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	100.2	84.5	84.5	84.5	84.5

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	1,278	705	901	1,137	1,236
BPS	10,147	12,137	11,165	12,477	13,897
DPS	150	130	166	210	228
밸류에이션 (배)					
PER	6.4	8.4	5.7	4.5	4.2
PBR	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4
수익성					
ROE	14.4	6.3	7.7	9.6	9.4
ROA	1.1	0.5	0.6	0.7	0.7
배당지표					
배당성향	11.7	18.4	18.4	18.4	18.4
배당수익률	1.8	2.2	3.2	4.1	4.4
안정성					
총자산/자기자본	1,257	1,181	1,382	1,346	1,312
보유보험료/자기자본	321	307	346	319	301

미래에셋생명 (085620)

Buy, TP 6,200원

1Q19E 별도 기준 순이익 153억원(+130.3% QoQ, -47.2% YoY)으로 추정한다. 전분기 대비 주식시장이 반등함에 따라 변액보험 관련 환매가 발생해 컨센서스 하회가 추정된다. 이런 영향으로 유지율이 하락하고 있다. 최근 주식시장 방향성이 명확하지 않은 반면 전분기 대비 회복하는 모습을 보이면서 환매 수요가 발생한 점이 부담으로 작용하고 있다. IBNR 적립과 경영효율화 관련 비용 발생 가능성이 있어 이익을 보수적으로 추정했다.

투자의견 Buy 및 적정주가 6,200원을 유지하고 업종 내 차선호주로 제시한다. 강점이었던 적극적 해외투자, 짧은 만기의 헤지 정책이 한미 금리차 확대로 인해 부담으로 전환되었으나 운용수익률 하락이 마무리 국면이다. 희망퇴직으로 연간 약 120억원의 비용 절감효과가 있고 Fee biz 안정적으로 성장하고 있어 19년 이익 성장이 기대된다. 타 생보사와 달리 보장성 및 변액 보험 판매가 대부분이라 저축성 보험 감소에 따른 단기 손익 부담 제한적이다.

표10 미래에셋생명 1Q19E Preview

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-135.7	-99.2	N/A	-187.3	N/A	-	-
투자손익	146.5	158.2	-7.4	169.1	-13.3	-	-
책임준비금전입	96.9	106.7	-9.1	59.3	63.5	-	-
영업외손익	106.9	87.0	22.9	87.8	21.8	-	-
당기순이익	15.3	29.0	-47.2	6.6	130.3	23.2	-33.9

자료: 미래에셋생명, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림44 미래에셋생명 PER 밴드



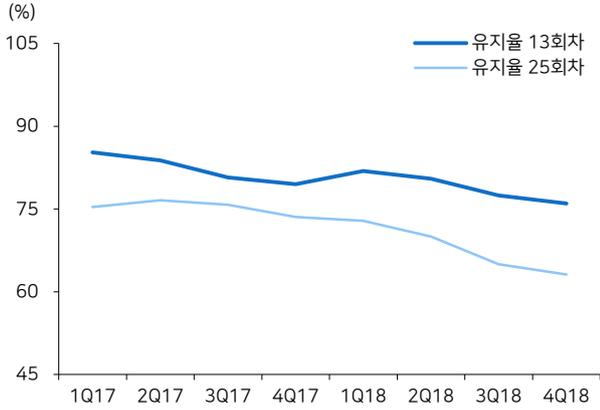
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림45 미래에셋생명 PBR 밴드



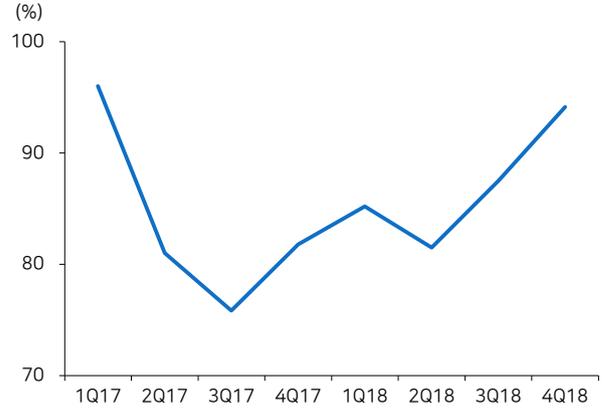
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림46 13회차 · 25회차 유지율 추이



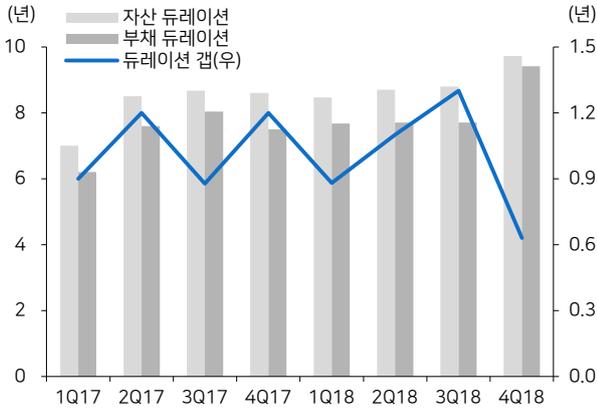
자료: 미래에셋생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림47 위험손해율 추이



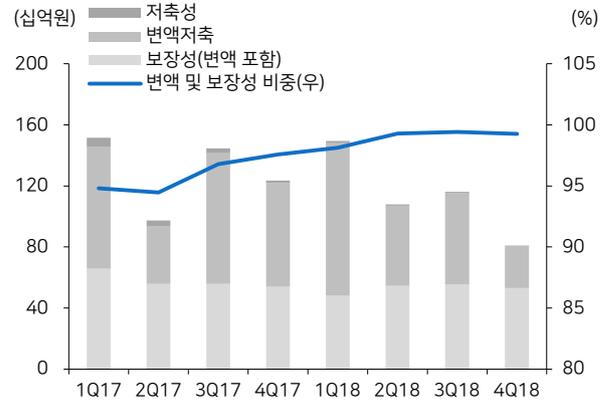
자료: 미래에셋생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림48 자산 부채 듀레이션



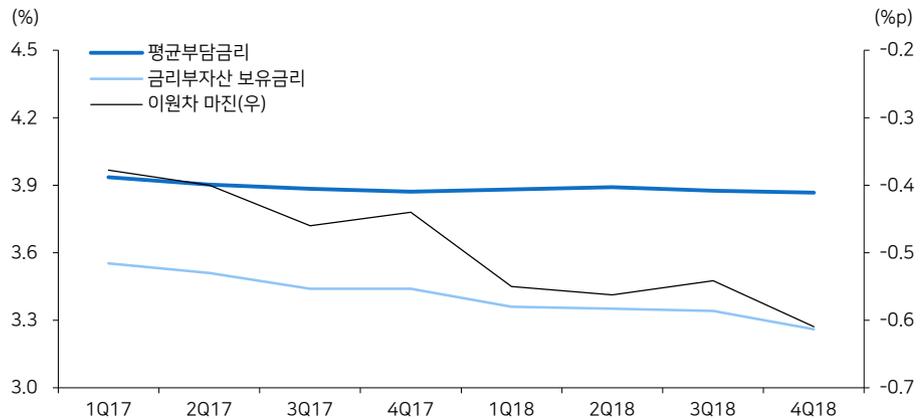
자료: 미래에셋생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림49 신계약 상품별 APE



자료: 미래에셋생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림50 이원차마진 추이



자료: 미래에셋생명, 메리츠종금증권 리서치센터

미래에셋생명 (085620)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
보험손익	4.7	-482.1	-565.6	-542.2	-522.1
보험영업수익	2,207.9	2,161.3	2,196.1	2,314.5	2,445.1
보험료수익	2,086.3	2,018.8	2,048.7	2,158.7	2,280.4
재보험수익	121.6	142.5	147.3	155.8	164.7
보험영업비용	2,203.2	2,643.4	2,761.6	2,856.7	2,967.2
지급보험금	1,529.8	1,863.9	1,957.3	2,018.4	2,076.3
재보험비용	124.2	148.7	157.5	162.5	167.1
사업비	314.2	378.5	384.0	398.9	431.3
신계약상각비	234.9	252.0	262.5	276.6	292.2
할인료	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
투자손익	605.9	611.7	581.0	593.8	592.5
책임준비금전입액	869.0	374.3	354.7	385.0	444.5
영업이익	-258.4	-244.7	-339.3	-333.4	-374.2
영업외손익	361.7	346.7	458.4	467.7	516.4
세전순이익	103.3	102.0	119.1	134.4	142.3
법인세비용	24.2	27.0	31.9	35.9	38.1
당기순이익	79.1	75.0	87.3	98.4	104.2

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	29,385.6	34,297.3	36,667.7	39,022.6	41,681.5
운용자산	17,948.8	19,936.7	20,104.6	20,549.3	21,057.7
현예금 및 예치금	206.9	226.5	180.1	187.4	192.8
유가증권	15,291.6	16,367.2	16,745.8	17,141.5	17,568.2
주식	316.7	192.2	200.5	205.1	210.1
채권	8,464.1	10,688.2	10,655.1	10,877.8	11,140.5
대출채권	2,393.7	3,244.1	3,095.4	3,137.0	3,211.6
부동산	39.0	83.1	66.8	66.6	68.0
비운용자산	1,209.6	1,216.2	1,243.6	1,231.1	1,217.6
특별계정자산	10,227.2	13,144.4	15,319.4	17,242.2	19,406.2
부채총계	27,739.7	32,495.2	34,570.0	36,872.3	39,475.0
책임준비금	16,676.2	18,296.0	18,650.7	19,035.7	19,480.2
계약자지분조정	57.0	66.0	66.0	66.0	66.0
기타부채	278.8	522.0	533.8	528.4	522.6
특별계정부채	10,727.7	13,611.1	15,319.4	17,242.2	19,406.2
자본총계	1,918.2	2,052.2	2,097.8	2,150.3	2,206.5
자본금	831.5	990.7	990.7	990.7	990.7
자본잉여금	300.8	181.4	181.4	181.4	181.4
이익잉여금	384.9	583.4	628.9	681.5	737.7
자본조정/기타포괄손익누계	400.9	296.7	296.7	296.7	296.7

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
보험금지급율	69.3	86.2	89.1	87.2	84.9
위험손해율	83.6	87.2	88.3	88.9	88.7
사업비율	24.9	29.2	29.4	29.2	29.6
투자수익률	3.4	3.2	2.9	2.9	2.9
성장성					
총자산	4.2	16.7	6.9	6.4	6.8
운용자산	2.8	11.1	0.8	2.2	2.5
특별계정자산	4.8	28.5	16.5	12.6	12.6
자기자본	1.7	7.0	2.2	2.5	2.6
수입보험료	-8.1	-2.1	1.6	5.4	5.6
보험손익	-98.1	N/A	N/A	N/A	N/A
투자손익	3.6	1.0	-5.0	2.2	-0.2
책임준비금전입액	-20.9	-56.9	-5.2	8.5	15.5
순이익	227.0	-5.3	16.4	12.8	5.9

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	447	433	522	602	644
BPS	11,278	12,654	12,982	13,362	13,768
DPS	170	170	193	223	238
밸류에이션 (배)					
PER	11.7	10.6	9.9	8.5	8.0
PBR	0.47	0.36	0.40	0.39	0.37
수익성					
ROE	4.0	3.6	4.1	4.6	4.7
ROA	0.1	0.3	0.2	0.2	0.3
배당지표					
배당성향	37.0	37.0	37.0	37.0	37.0
배당수익률	3.2	3.7	3.7	4.3	4.6
안정성					
총자산/자기자본	15.3	16.7	17.5	18.1	18.9
보험료수입/총부채	8.0	6.7	6.4	6.3	6.2

삼성생명 (032830)

Buy, TP 107,000원

1Q19E 순이익(연결) 3,533억원(흑전 QoQ, -9.4% YoY)으로 추정한다. 보장성 보험 약 120억원, 건강보험 60억원 신계약 보장성 보험 판매 견조하다. 최근 경쟁 심화되고 있는 치매보험의 경우 경증에 대해 300만원 한도로 판매되고 있다. 대부분 전속 채널을 통해 판매되고 있어 추가상각은 거의 없다. 다만, 청구 및 소액 수술 등 증가하고 있어 위험손해율이 계획 대비 소폭 상승할 전망이다. 투자 매각익 및 배당익 있어 투자수익률 3.4%로 추정했다. 18년 할인율 3.1%, LAT 잉여 금액 12조원이며 19년말 할인율 30~40bp 하향 조정, 금리 시나리오 규제 강화 등 반영 시 LAT 잉여금액 약 6조원 추정되어 규제 강화 영향 제한적이다.

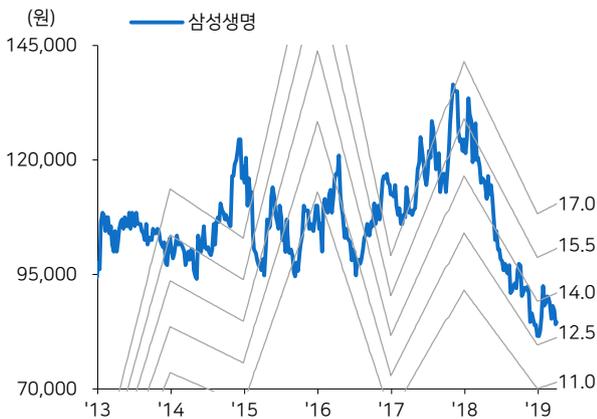
투자자의견 Buy 및 적정주가 107,000원을 유지한다. 건강보험 판매 전략 강화는 향후 IFRS17 도입 시 긍정적이다. 신계약 판매 목표 무리하지 않으나 타 생보사 또한 건강보험 상품 출시하고 있어 경쟁 심화되는 모습이다. IFRS17 도입 시기가 다가옴에 따라 LAT 및 RBC 규제 강화 등 생명보험사 부담이 대두되고 있으나 동사의 경우 자본 확충 가능성은 제한적이다.

표11 삼성생명 1Q19E Preview

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-289.1	-384.1	N/A	-468.5	N/A	-	-
투자손익	2,005.2	1,980.9	1.2	1,749.3	14.6	-	-
책임준비금전입액	1,520.1	1,393.5	9.1	1,715.4	-11.4	-	-
영업외손익	308.8	359.1	-14.0	377.7	-18.2	-	-
당기순이익	353.3	389.9	-9.4	-61.2	흑전	362.0	-2.4

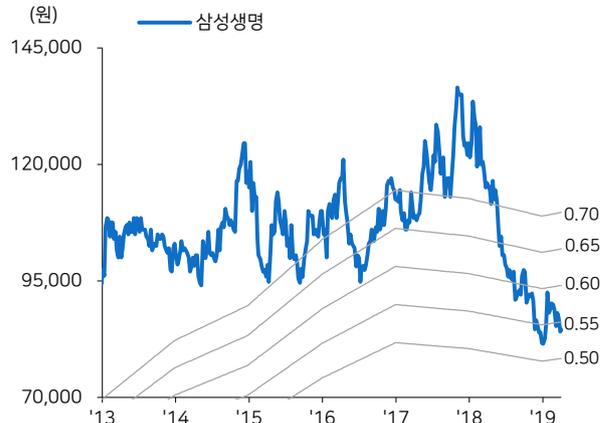
자료: 삼성생명, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림51 삼성생명 PER 밴드



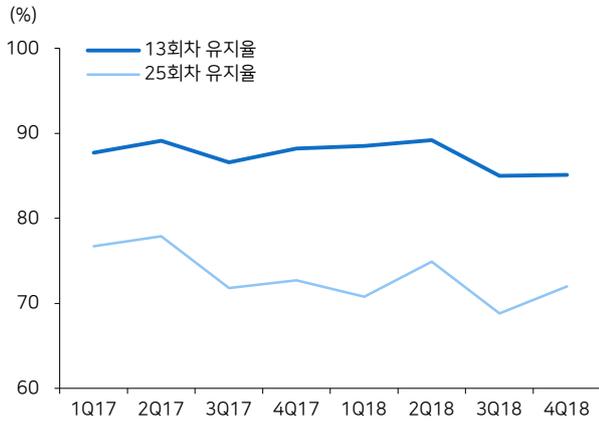
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림52 삼성생명 PBR 밴드



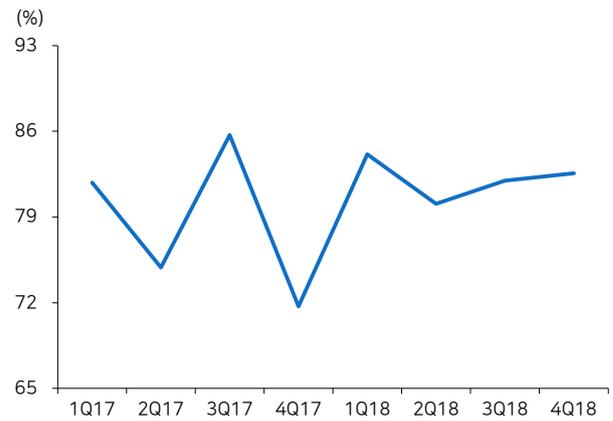
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림53 13회차·25회차 유지율 추이



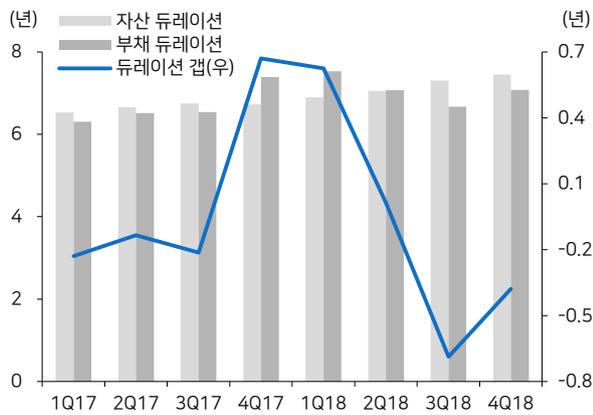
자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림54 위험손해를 추이



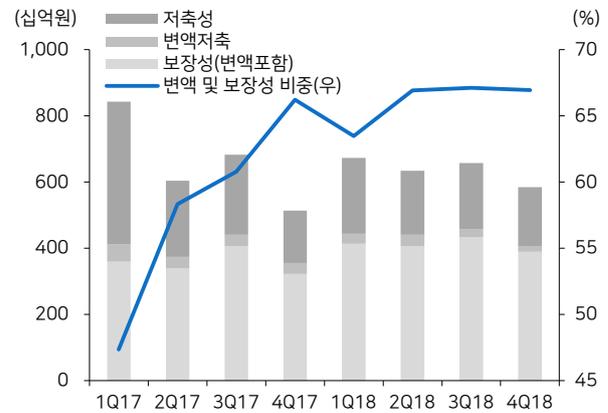
자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림55 자산 부채 듀레이션



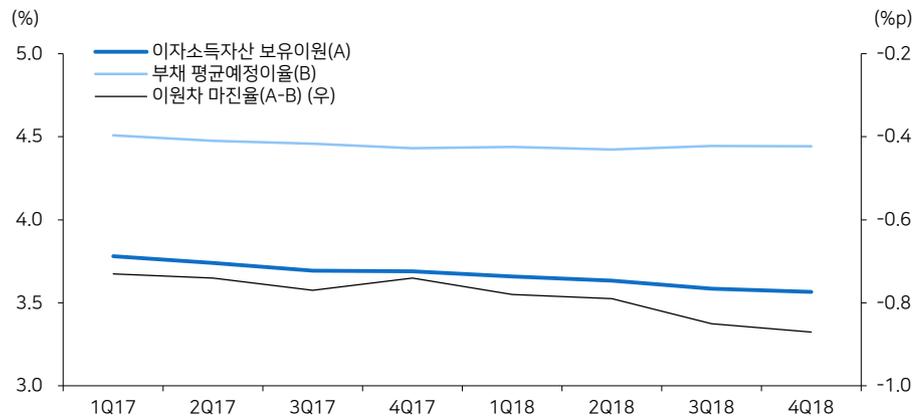
자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림56 신계약 상품별 APE



자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림57 이원차마진 추이



자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

삼성생명 (032830)

Income Statement(연결)

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
보험손익	1,006.0	-1,214.2	-975.7	-912.0	-885.3
보험영업수익	16,947.8	16,475.1	16,578.2	17,474.1	18,460.0
보험료수익	16,646.1	16,135.0	16,215.5	17,086.2	18,049.0
재보험수익	301.7	340.1	362.7	387.9	411.0
보험영업비용	15,941.9	17,689.4	17,553.9	18,386.1	19,345.3
지급보험금	11,910.0	13,510.3	13,340.7	14,068.3	14,585.4
재보험비용	338.7	389.5	389.6	411.4	426.6
사업비	1,723.0	2,231.9	2,256.6	2,206.2	2,465.5
신계약상각비	1,968.7	1,556.3	1,565.7	1,698.8	1,866.3
할인료	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
투자손익	6,976.5	8,594.9	7,738.9	7,865.2	8,028.3
책임준비금전입액	7,609.6	6,447.6	6,168.9	6,251.5	6,343.0
영업이익	372.9	933.1	594.3	701.6	800.0
영업외손익	1,342.2	1,432.6	1,207.8	1,215.5	1,228.8
세전순이익	1,682.8	2,365.7	1,802.1	1,917.1	2,028.8
법인세비용	419.6	632.0	482.0	512.8	542.7
당기순이익	1,263.2	1,733.7	1,320.0	1,404.3	1,486.1
지배주주	1,166.1	1,664.4	1,261.3	1,341.8	1,420.0
비지배주주	97.1	69.3	58.7	62.5	66.1

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
보험금지급율	70.3	82.0	80.5	80.5	79.0
위험손해율	78.5	82.1	81.8	81.9	81.9
사업비율	22.2	23.5	23.6	22.9	24.0
투자수익률	3.1	3.7	3.2	3.2	3.3
성장성					
총자산	6.8	2.4	1.8	1.1	1.4
운용자산	6.4	3.3	1.8	1.6	1.9
특별계정자산	9.2	1.3	3.7	1.1	1.2
자기자본	9.9	-2.0	7.2	2.6	2.4
수입보험료	-0.6	-2.8	0.6	5.4	5.6
보험손익	-59.4	N/A	N/A	N/A	N/A
투자손익	-12.8	23.2	-10.0	1.6	2.1
책임준비금전입액	-17.7	-15.3	-4.3	1.3	1.5
순이익	-41.2	37.2	-23.9	6.4	5.8

Balance Sheet(연결)

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	282,713.8	289,427.7	294,533.7	297,869.4	302,149.7
운용자산	228,697.9	236,195.3	240,556.1	244,409.8	248,954.2
현예금 및 예치금	4,944.0	4,745.3	4,715.0	4,750.7	4,821.0
유가증권	150,762.2	152,678.9	156,840.9	159,425.1	162,403.2
주식	32,430.0	24,625.5	28,956.8	29,600.0	30,198.1
채권	100,549.2	106,307.1	106,119.5	107,765.7	109,770.1
대출채권	64,577.4	70,187.0	70,059.9	71,129.7	72,452.2
부동산	8,414.2	8,584.0	8,940.2	9,104.3	9,277.9
비운용자산	8,692.3	7,298.5	6,340.6	5,289.3	4,440.6
특별계정자산	45,323.7	45,933.9	47,637.0	48,170.3	48,754.9
부채총계	251,592.2	258,922.2	261,841.4	264,334.5	267,797.5
책임준비금	166,897.9	173,943.4	180,112.4	186,363.9	192,706.9
계약자지분조정	9,599.6	8,208.6	8,208.6	8,208.6	8,208.6
기타부채	27,914.3	29,793.6	25,883.4	21,591.8	18,127.1
특별계정부채	47,180.4	46,976.6	47,637.0	48,170.3	48,754.9
자본총계	31,121.6	30,505.5	32,692.3	33,534.9	34,352.2
자본금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
자본잉여금	63.1	125.1	125.1	125.1	125.1
이익잉여금	14,239.3	15,547.9	16,405.9	17,248.5	18,065.9
자본조정/기타포괄손익누계	14,956.6	13,129.0	14,457.9	14,457.9	14,457.9
비지배주주지분	1,762.6	1,603.4	1,603.4	1,603.4	1,603.4

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	6,494	9,268	7,024	7,472	7,907
BPS	163,491	160,947	173,125	177,817	182,369
DPS	2,000	2,650	3,233	3,128	3,724
밸류에이션 (배)					
PER	19.2	8.8	12.0	11.3	10.7
PBR	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5
수익성					
ROE	4.3	5.6	4.2	4.2	4.4
ROA	0.8	0.4	0.6	0.4	0.5
배당지표					
배당성향	28.4	27.4	35.0	40.0	45.0
배당수익률	1.6	3.2	3.8	3.7	4.4
안정성					
총자산/자기자본	9.1	9.5	9.0	8.9	8.8
보험료수입/총부채	6.7	6.4	6.3	6.6	6.9

한화생명 (088350)

Trading Buy, TP 4,600원

1Q19E 순이익 134억원(흑전 QoQ, -88.3% YoY)으로 추정한다. 달러이브 및 해외주식 관련 손상차손 반영으로 투자수익률 2.7% 반영한 점이 실적 감소의 주요 원인이다. 반면 치매 보험 등 건강 보험 판매 증가로 신계약 부문은 견조할 전망이다. 월초 기준 100억원 이상의 치매 보험 판매가 있었으나 경증에 대해 400만원 한도 지급하는 구조다. 4월 경험생명표 반영되어 3월 절판 효과 또한 추정된다. 건강보험 판매 호조로 위험보험료 증가율 안정적이거나 관련해 직판비 발생해 비차이익은 둔화될 전망이다.

투자의견 Trading Buy 유지하고 적정주가를 4,600원으로 8.0% 하향조정 한다. 기존 3% 중반 이상의 투자수익률은 부동산 및 유가증권 매각익 영향이 있었던 반면 최근 매각 버퍼가 많이 소진되었다. 달러이브 및 해외주식 관련 손상 반영에 따라 19년 운용수익률 추정을 3.1%로 하향 조정했다. 18년말 LAT 잉여 금액 1.2조원으로 중장기 제도 강화에 따른 불확실성 존재한다.

표12 한화생명 1Q19E Preview

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-197.4	-291.9	N/A	-347.3	N/A	-	-
투자손익	621.8	822.1	-24.4	685.2	-9.3	-	-
책임준비금전입	649.0	662.6	-2.0	598.6	8.4	-	-
영업외손익	242.9	303.7	-20.0	232.1	4.7	-	-
당기순이익	13.4	114.6	-88.3	-26.1	흑전	87.0	-84.6

자료: 한화생명, WISEfn, 메리츠증권리서치센터

표13 Valuation table

적정주가	4,600원
이론주가	4,655원
2019 BPS	11,265원
적정 PBR	0.41배
PBR Discount	-20%
이론 PBR	0.52배
19년 ROE	2.6%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	4.1%
Beta	0.31
Risk Free Rate	1.9%
Risk Premium	7.2%

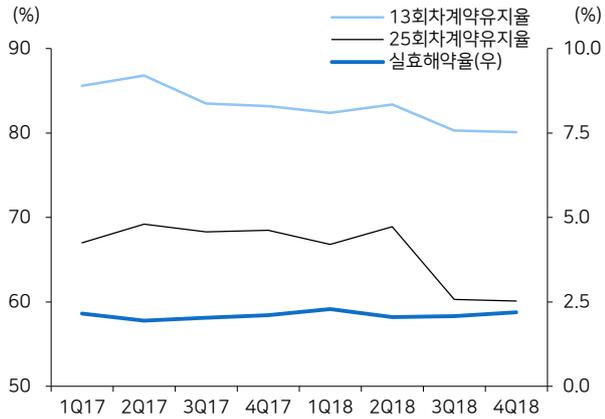
자료: 메리츠증권리서치센터

표14 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
순이익	377.9	379.6	294.5	370.6	-22.1	-2.4
EPS (원)	503	505	392	493	-22.1	-2.3
BPS(원)	11,347	11,669	11,265	11,558	-0.7	-1.0
ROE (%)	3.8	3.7	2.6	3.5	-1.2	-0.2

자료: 메리츠증권리서치센터

그림58 유지율 및 해약율 추이



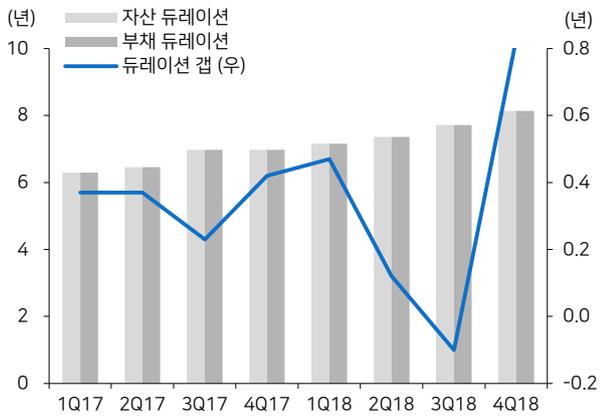
자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림59 위험손해율 추이



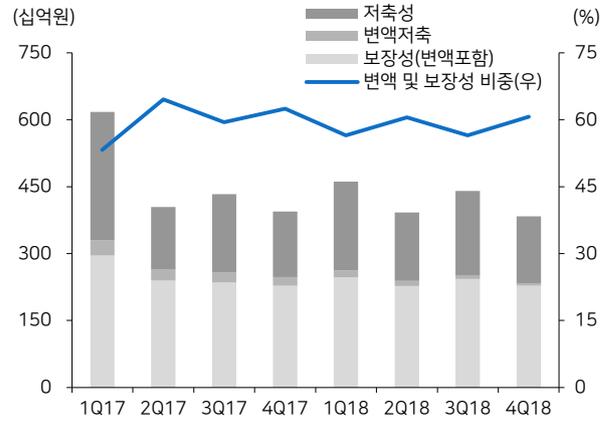
자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림60 자산 부채 듀레이션



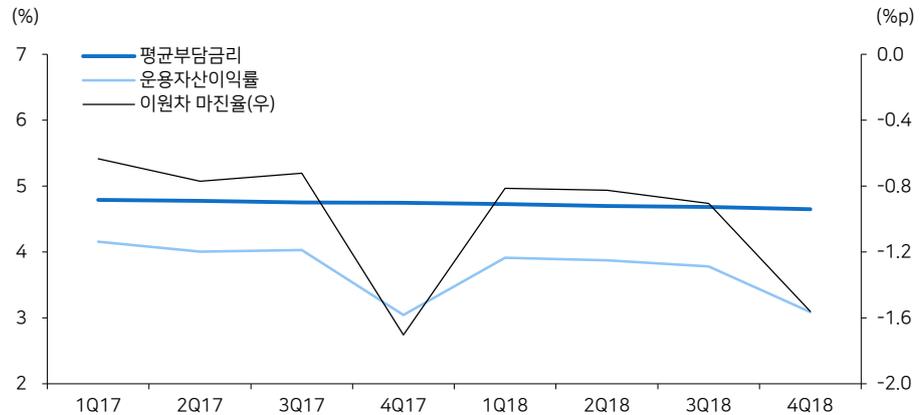
자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림61 신계약 상품별 APE



자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림62 이원차마진 추이



자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

한화생명 (088350)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
보험손익	538.1	-765.5	-675.5	-740.9	-622.9
보험영업수익	9,748.6	9,388.4	9,599.3	10,034.1	10,604.2
보험료수익	9,586.7	9,224.1	9,428.0	9,854.3	10,414.0
재보험수익	161.9	164.3	171.3	179.8	190.2
보험영업비용	9,210.5	10,153.9	10,274.9	10,775.0	11,227.1
지급보험금	6,882.5	7,832.4	7,846.0	8,193.7	8,462.0
재보험비용	170.0	171.8	174.3	182.1	188.0
사업비	883.0	1,185.0	1,237.3	1,309.0	1,397.2
신계약상각비	1,272.3	962.1	1,014.7	1,087.7	1,177.3
할인료	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
투자손익	3,155.6	3,165.3	2,825.1	2,974.6	2,900.8
책임준비금전입액	3,963.1	2,986.8	2,734.7	2,740.1	2,813.1
영업이익	-269.4	-587.0	-585.1	-506.4	-535.2
영업외손익	960.8	1,088.8	987.1	1,008.4	1,012.5
세전순이익	691.4	501.8	402.0	502.0	477.3
법인세비용	165.9	142.5	107.5	131.4	108.3
당기순이익	525.5	359.3	294.5	370.6	369.0

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	110,313	114,302	117,868	121,684	125,500
운용자산	84,360	89,760	92,053	95,315	98,587
현예금 및 예치금	417	1,414	999	1,061	1,091
유가증권	61,143	64,290	66,388	68,709	71,066
주식	1,598	1,805	1,833	1,878	1,941
채권	32,111	28,741	31,165	32,515	33,672
대출채권	19,364	20,555	21,016	21,759	22,512
부동산	3,479	3,501	3,653	3,789	3,921
비운용자산	4,310	3,088	2,546	2,038	1,635
특별계정자산	21,643	21,455	23,269	24,330	25,278
부채총계	101,344	104,440	107,846	111,442	115,039
책임준비금	77,253	80,241	82,975	85,715	88,529
계약자지분조정	697	571	571	571	571
기타부채	1,229	1,249	1,030	825	662
특별계정부채	22,165	22,379	23,269	24,330	25,278
자본총계	8,969	9,862	10,022	10,242	10,461
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	3,152	3,358	3,518	3,738	3,957
자본조정/기타포괄손익누계	491	118	118	118	118

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
보험금지급율	70.6	83.4	81.7	81.7	79.8
위험손해율	76.7	77.9	77.6	77.6	77.7
사업비율	22.1	22.9	23.5	23.9	24.3
투자수익률	3.8	3.6	3.1	3.2	3.0
성장성					
총자산	4.7	3.6	3.1	3.2	3.1
운용자산	2.6	6.4	2.6	3.5	3.4
특별계정자산	9.0	-0.9	8.5	4.6	3.9
자기자본	10.0	10.0	1.6	2.2	2.1
수입보험료	-8.2	-3.7	2.2	4.5	5.7
보험손익	-72.2	-242.2	-11.7	9.7	-15.9
투자손익	-0.6	0.3	-10.7	5.3	-2.5
책임준비금전입액	-29.2	-24.6	-8.4	0.2	2.7
순이익	66.8	-31.6	-18.0	25.8	-0.4

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	699	478	392	493	491
BPS	11,274	13,126	11,265	11,558	11,849
DPS	140	100	82	103	103
밸류에이션 (배)					
PER	9.9	8.8	10.2	8.1	8.1
PBR	0.6	0.3	0.4	0.3	0.3
수익성					
ROE	6.2	3.8	2.6	3.5	3.4
ROA	0.3	0.5	0.3	0.2	0.3
배당지표					
배당성향	20.0	20.9	20.9	20.9	20.9
배당수익률	2.0	2.4	2.1	2.6	2.6
안정성					
총자산/자기자본	12.3	11.6	11.8	11.9	12.0
보험료수입/총부채	9.6	9.0	8.9	9.0	9.2

동양생명 (082640)

Trading Buy, TP 5,900원

1Q19E 순이익 281억원(흑전 QoQ, -33.0% YoY)으로 추정한다. 타 생명보험사와 달리 치매보험보다는 종신 위주의 판매가 이어지고 있다. 기타보장성 보험의 경우 어린이보험 상품 개정을 계획하고 있다. 저축성 판매가 감소하고 일반 종신 및 CI 위주의 보장성 APE 성장이 이뤄지고 있는 점은 중장기적으로 긍정적이나 단기적으로 실적 감소 요인이다. 우리은행 배당익 영향으로 운용수익률은 3.1% 추정했다. 후순위채 발행으로 RBC 비율 215% 추정되어 자본 관련 이슈는 제한적일 전망이다.

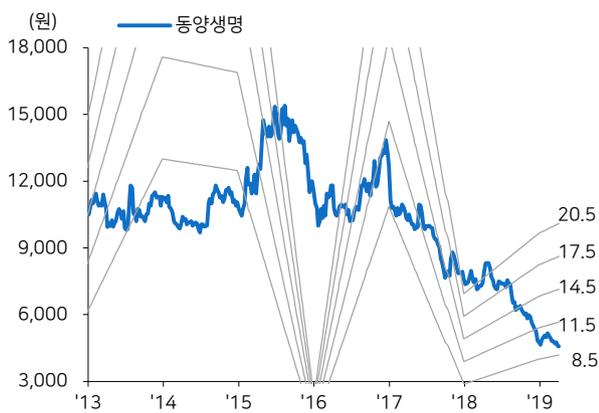
투자의견 Trading Buy 및 적정주가 5,900원을 유지한다. 당분간 순익 모멘텀이 부재하여 주가 반등에는 시간이 필요하다. 다만, 중장기 관점에서 보험 영업 및 투자 전략이 정상화 되고 있는 점은 긍정적이다. 동사는 고금리 부채 비중이 비교적 적어 LAT 관련 이슈 또한 양호하다.

표15 동양생명 1Q19E Preview

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	134.7	284.6	-52.7	118.9	13.3		
투자손익	217.8	222.3	-2.0	186.2	17.0		
책임준비금전입	327.8	479.8	-31.7	335.5	-2.3		
영업외손익	13.8	27.2	-49.4	13.1	4.8		
당기순이익	28.1	41.9	-33.0	-13.4	흑전	21.9	28.6

자료: 동양생명, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림63 동양생명 PER 밴드



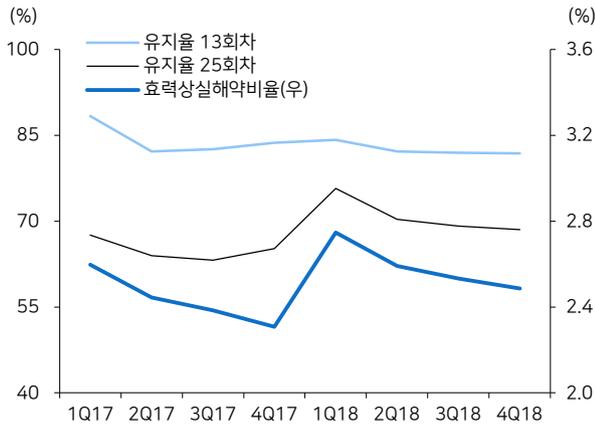
자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림64 동양생명 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림65 유지율 및 해약율 추이



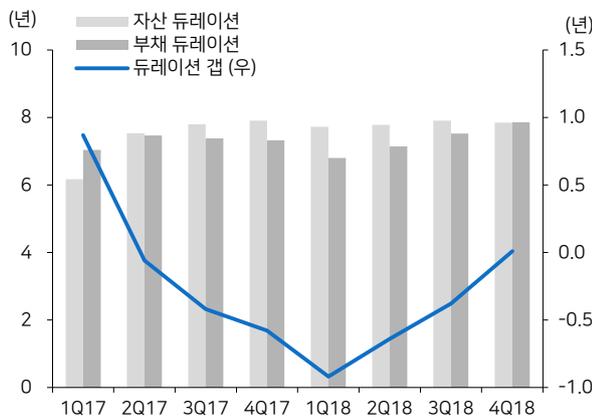
자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림66 위험손해율 추이



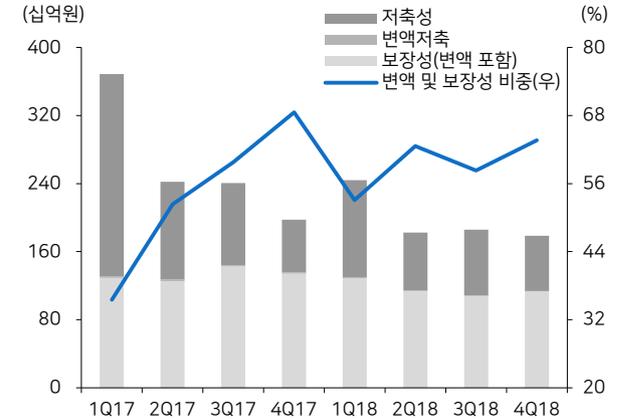
자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림67 자산 부채 듀레이션



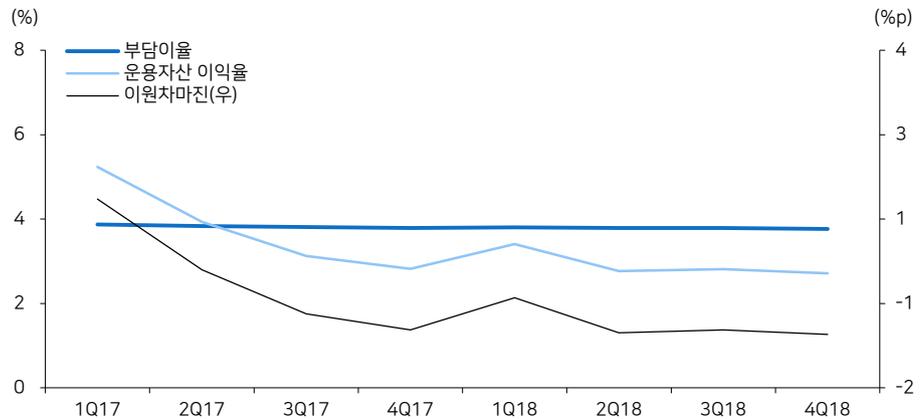
자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림68 신계약 상품별 APE



자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림69 이원차마진 추이



자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

동양생명 (082640)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
보험손익	2,076.1	795.8	564.7	537.4	514.5
보험영업수익	5,191.4	4,324.8	4,279.1	4,551.9	4,808.4
보험료수익	5,136.9	4,262.5	4,215.8	4,484.3	4,736.9
재보험수익	54.5	62.3	63.3	67.6	71.5
보험영업비용	3,115.3	3,529.1	3,714.4	4,014.6	4,293.9
지급보험금	2,321.5	2,745.2	2,942.8	3,139.2	3,349.7
재보험비용	61.2	69.9	75.3	80.4	85.8
사업비	385.2	359.1	354.8	381.0	400.6
신계약상각비	345.8	353.9	340.5	413.0	456.8
할인료	1.6	1.0	1.0	1.0	1.0
투자손익	934.6	783.3	794.6	821.6	868.5
책임준비금전입액	2,845.2	1,591.6	1,318.6	1,297.8	1,301.4
영업이익	165.5	-12.5	40.7	61.2	81.7
영업외손익	75.6	81.9	55.5	55.7	56.0
세전순이익	241.1	69.4	96.2	116.9	137.7
법인세비용	56.7	18.0	25.7	31.3	36.8
당기순이익	184.4	51.3	70.4	85.7	100.8

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	30,273.7	31,854.6	33,366.3	34,741.9	36,131.7
운용자산	25,977.2	27,727.9	28,901.9	30,253.5	31,619.7
현예금 및 예치금	1,376.5	1,434.7	1,400.5	1,474.3	1,544.5
유가증권	20,125.3	21,034.6	22,268.7	23,305.2	24,354.9
주식	634.1	619.3	689.7	721.0	753.2
채권	10,975.4	12,130.9	12,615.5	13,207.2	13,799.2
대출채권	4,122.6	4,909.3	4,859.9	5,083.0	5,311.5
부동산	352.8	349.3	372.8	391.0	408.9
비운용자산	1,427.9	1,265.5	1,287.8	1,296.1	1,303.7
특별계정자산	2,868.7	2,861.3	3,176.5	3,192.3	3,208.3
부채총계	27,889.5	29,620.2	30,961.1	32,277.2	33,596.8
책임준비금	24,481.3	26,076.3	27,394.9	28,692.7	29,994.0
계약자지분조정	23.2	11.3	11.3	11.3	11.3
기타부채	318.2	371.9	378.5	380.9	383.2
특별계정부채	3,066.9	3,160.7	3,176.5	3,192.3	3,208.3
자본총계	2,384.2	2,234.5	2,405.1	2,464.7	2,535.0
자본금	806.8	806.8	806.8	806.8	806.8
자본잉여금	463.7	463.7	463.7	463.7	463.7
이익잉여금	891.7	887.0	936.0	995.7	1,065.9
자본조정/기타포괄손익누계	222.0	77.0	77.0	77.0	77.0

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
보험금지급율	44.7	63.5	68.8	69.0	69.7
위험손해율	80.4	80.7	80.8	81.2	81.2
사업비율	14.1	16.5	16.2	17.4	17.8
투자수익률	3.8	2.9	2.8	2.8	2.8
성장성					
총자산	13.5	5.2	4.7	4.1	4.0
운용자산	12.6	6.7	4.2	4.7	4.5
특별계정자산	13.1	-0.3	11.0	0.5	0.5
자기자본	33.5	-6.3	7.6	2.5	2.8
수입보험료	-15.5	-16.7	-1.1	6.4	5.6
보험손익	-39.3	-61.7	-29.0	-4.8	-4.2
투자손익	83.6	-16.2	1.4	3.4	5.7
책임준비금전입액	-29.2	-44.1	-17.2	-1.6	0.3
순이익	3,289.1	-72.2	37.2	21.6	17.7

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	1,183	329	452	550	647
BPS	15,297	14,336	15,431	15,814	16,264
DPS	360	100	137	167	197
밸류에이션 (배)					
PER	6.4	14.5	10.0	8.2	7.0
PBR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
수익성					
ROE	9.9	2.5	3.0	3.7	4.1
ROA	0.0	0.6	0.2	0.2	0.3
배당지표					
배당성향	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4
배당수익률	4.7	2.1	3.0	3.7	4.4
안정성					
총자산/자기자본	12.7	14.3	13.9	14.1	14.3
보험료수입/총부채	18.6	14.6	13.8	14.1	14.3

Compliance Notice

당사는 동자료에 언급된 종목 중 메리츠화재와 계열회사의 관계가 있습니다. 동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 2019년 4월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 4월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 4월 10일 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 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	항후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 4등급	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	Overweight (비중확대)
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)
	Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성화재 (000810) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.29	산업분석	Buy	350,000	김고은	-22.9	-15.7	
2017.06.07	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-21.5	-15.4	
2017.07.18	산업분석	Buy	350,000	김고은	-20.5	-12.7	
2017.08.21	산업분석	Buy	350,000	김고은	-20.6	-12.7	
2017.10.16	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-20.8	-12.7	
2017.11.29	산업분석	Buy	350,000	김고은	-21.2	-12.7	
2018.01.22	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-21.1	-12.7	
2018.02.16	1년 경과				-21.2	-16.3	
2018.04.20	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-22.4	-16.3	
2018.06.04	산업분석	Buy	350,000	김고은	-22.6	-16.3	
2018.11.15	산업분석	Buy	350,000	김고은	-22.4	-16.3	
2019.01.21	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-22.2	-14.0	
2019.02.16	1년 경과				-16.6	-16.3	
2019.02.21	기업브리프	Buy	370,000	김고은	-19.0	-16.5	
2019.04.10	산업브리프	Buy	370,000	김고은	-	-	

메리츠화재 (000060) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.29	산업분석	Buy	24,000	김고은	-31.1	-17.5	
2017.06.07	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-27.6	-8.1	
2017.07.18	산업분석	Buy	28,000	김고은	-15.1	-12.5	
2017.08.21	산업분석	Buy	28,000	김고은	-13.6	-8.2	
2017.10.16	산업브리프	Buy	30,000	김고은	-15.5	-8.3	
2017.11.29	산업분석	Buy	30,000	김고은	-17.9	-8.3	
2018.01.22	산업브리프	Buy	30,000	김고은	-21.4	-8.3	
2018.04.20	산업브리프	Buy	30,000	김고은	-23.3	-8.3	
2018.06.04	산업분석	Buy	30,000	김고은	-28.1	-8.3	
2018.10.16	1년 경과				-38.1	-31.2	
2018.11.15	산업분석	Buy	30,000	김고은	-31.1	-24.7	
2019.01.21	산업브리프	Buy	30,000	김고은	-27.3	-14.7	
2019.04.10	산업브리프	Buy	30,000	김고은	-	-	

미래에셋생명 (085620) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.12	기업브리프	Buy	7,500	김고은	-22.2	-13.2	
2017.05.29	산업분석	Buy	7,500	김고은	-24.5	-13.2	
2017.07.18	산업분석	Buy	7,500	김고은	-26.4	-13.2	
2017.10.16	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-25.9	-13.2	
2017.11.29	산업분석	Buy	7,500	김고은	-26.2	-13.2	
2018.01.22	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-26.5	-13.2	
2018.02.27	1년 경과				-32.0	-28.5	
2018.04.20	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-29.3	-22.0	
2018.06.04	산업분석	Buy	7,500	김고은	-29.8	-18.8	
2018.11.15	산업분석	Buy	6,200	김고은	-28.5	-22.0	
2019.01.21	산업브리프	Buy	6,200	김고은	-26.8	-20.2	
2019.02.13	산업분석	Buy	6,200	김고은	-23.1	-12.9	
2019.04.10	산업브리프	Buy	6,200	김고은	-	-	

DB 손해보험 (005830) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.29	산업분석	Buy	92,000	김고은	-28.7	-22.6	
2017.06.07	산업브리프	Buy	92,000	김고은	-26.8	-13.0	
2017.07.18	산업분석	Buy	98,000	김고은	-17.4	-14.5	
2017.08.21	산업분석	Buy	98,000	김고은	-21.7	-14.5	
2017.10.16	산업브리프	Buy	100,000	김고은	-29.6	-23.2	
2017.11.29	산업분석	Buy	100,000	김고은	-29.9	-23.2	
2018.01.22	산업브리프	Buy	100,000	김고은	-31.4	-23.2	
2018.04.20	산업브리프	Buy	93,000	김고은	-34.5	-32.2	
2018.06.04	산업분석	Buy	93,000	김고은	-30.5	-20.2	
2018.11.15	산업분석	Buy	93,000	김고은	-29.1	-20.2	
2019.01.21	산업브리프	Buy	87,000	김고은	-19.0	-15.5	
2019.04.10	산업브리프	Buy	87,000	김고은	-	-	

현대해상 (001450) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.29	산업분석	Buy	45,000	김고은	-22.1	-12.4	
2017.06.07	산업브리프	Buy	45,000	김고은	-18.7	0.9	
2017.07.18	산업분석	Buy	55,000	김고은	-15.2	-10.5	
2017.08.21	산업분석	Buy	55,000	김고은	-16.5	-10.5	
2017.10.16	산업브리프	Buy	60,000	김고은	-25.1	-19.8	
2017.11.29	산업분석	Buy	60,000	김고은	-24.4	-19.3	
2018.01.22	산업브리프	Buy	60,000	김고은	-28.4	-19.3	
2018.04.20	산업브리프	Buy	52,000	김고은	-29.5	-26.3	
2018.06.04	산업분석	Buy	52,000	김고은	-27.8	-14.3	
2018.11.15	산업분석	Buy	52,000	김고은	-26.3	-14.3	
2019.01.21	산업브리프	Buy	48,000	김고은	-20.7	-17.6	
2019.04.10	산업브리프	Buy	48,000	김고은	-	-	

한화손해보험 (000370) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.29	산업분석	Buy	10,000	김고은	-29.3	-21.1	
2017.06.07	산업브리프	Buy	10,000	김고은	-26.1	-0.2	
2017.07.18	산업분석	Buy	12,000	김고은	-15.3	-5.0	
2017.08.21	산업분석	Buy	12,000	김고은	-17.9	-5.0	
2017.09.11	기업브리프	Buy	11,500	김고은	-29.1	-26.9	
2017.10.16	산업브리프	Buy	11,500	김고은	-27.6	-20.0	
2017.11.29	산업분석	Buy	11,500	김고은	-26.7	-19.9	
2018.01.22	산업브리프	Buy	11,500	김고은	-26.4	-18.3	
2018.04.20	산업브리프	Buy	11,500	김고은	-27.9	-18.3	
2018.06.04	산업분석	Buy	10,500	김고은	-36.7	-30.6	
2018.11.15	산업분석	Buy	8,500	김고은	-32.1	-26.2	
2019.01.21	산업브리프	Buy	8,000	김고은	-32.1	-28.1	
2019.04.10	산업브리프	Buy	7,000	김고은	-	-	

삼성생명 (032830) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.15	기업브리프	Buy	142,000	김고은	-14.7	-12.0	
2017.05.29	산업분석	Buy	142,000	김고은	-15.8	-12.0	
2017.07.18	산업분석	Buy	142,000	김고은	-15.8	-9.5	
2017.10.16	산업브리프	Buy	152,000	김고은	-13.8	-9.5	
2017.11.29	산업분석	Buy	163,000	김고은	-23.2	-18.1	
2018.01.22	산업브리프	Buy	163,000	김고은	-25.1	-18.1	
2018.04.20	산업브리프	Buy	163,000	김고은	-26.5	-18.1	
2018.06.04	산업분석	Buy	163,000	김고은	-33.6	-18.1	
2018.11.15	산업분석	Buy	115,000	김고은	-26.2	-20.3	
2019.01.21	산업브리프	Buy	107,000	김고은	-17.9	-12.9	
2019.04.10	산업브리프	Buy	107,000	김고은	-	-	

한화생명 (088350) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	7,500	김고은	-12.9	2.8	
2017.07.18	산업분석	Trading Buy	8,000	김고은	-9.1	-1.6	
2017.10.16	산업브리프	Trading Buy	8,500	김고은	-11.3	-4.8	
2017.11.29	산업분석	Trading Buy	8,500	김고은	-13.8	-4.8	
2018.01.22	산업브리프	Trading Buy	8,500	김고은	-18.1	-4.8	
2018.04.20	산업브리프	Trading Buy	8,500	김고은	-20.1	-4.8	
2018.06.04	산업분석	Trading Buy	7,500	김고은	-33.1	-23.5	
2018.11.15	산업분석	Trading Buy	5,400	김고은	-20.0	-14.8	
2019.01.21	산업브리프	Trading Buy	5,000	김고은	-16.7	-13.3	
2019.04.10	산업브리프	Trading Buy	4,600	김고은	-	-	

동양생명 (082640) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.29	산업분석	Hold	11,000	김고은	-5.9	0.9	
2017.07.18	산업분석	Hold	11,000	김고은	-10.0	0.9	
2017.10.16	산업브리프	Hold	9,500	김고은	-12.4	-6.7	
2017.11.29	산업분석	Hold	9,500	김고은	-15.7	-6.7	
2018.01.22	산업브리프	Trading Buy	9,500	김고은	-17.5	-6.7	
2018.04.20	산업브리프	Trading Buy	9,500	김고은	-17.7	-6.7	
2018.06.04	산업분석	Trading Buy	9,500	김고은	-20.9	-6.7	
2018.10.16		1년 경과			-37.6	-35.3	
2018.11.15	산업분석	Trading Buy	6,500	김고은	-19.9	-9.2	
2019.01.21	산업브리프	Trading Buy	5,900	김고은	-17.8	-12.5	
2019.04.10	산업브리프	Trading Buy	5,900	김고은	-	-	