

2019. 7. 16



▲ 보험/증권

Analyst 김고은

02. 6454-4871

goenkim@meritz.co.kr

Neutral

Top Picks

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

관심종목

DB손해보험(005830)	Buy	70,000원
현대해상(001450)	Buy	35,000원
한화손해보험(000370)	Trading Buy	4,300원
삼성생명(032830)	Buy	98,000원
한화생명(088350)	Hold	3,200원
동양생명(082640)	Trading Buy	5,100원

보험

그래도 판매가 답이다

- ✓ 손해율 악화 추세 지속되나 판매 경쟁으로 업계 구도 변화 예상
- ✓ 부담 가능한 수준의 long tail은 성장의 기반이 될 수 있다고 판단
- ✓ 2Q19E 손해보험사 4,955억원(+2.5% QoQ, -40.0% YoY) 추정
- ✓ 2Q19E 생명보험사 4,239억원(-23.7% QoQ, -65.4% YoY) 추정
- ✓ Top picks 삼성화재, 메리츠화재 제시, 차선호주 미래에셋생명

판매 경쟁으로 업계 구도 변화 예상, 시장 과점화 진행되는 모습

당사는 손해율 악화에 대응할 방안은 판매 확대라고 생각한다. 중장기적 long tail 이 우려되나 부담 가능한 수준을 감내한다면 이후 성장 속도는 차별화 된다. 업계 구도를 바꿀 정도의 변화는 리스크를 수반할 수 밖에 없다. 유사한 상황이 05~09년에 격화된 실손보험 경쟁이다. 최근 문제되고 있으나 2위권사가 이를 통해 삼성화재와의 격차를 크게 줄였으며 사실상 채널 및 UW 경쟁력이 약한 하위사가 이를 감당하지 못해 기초 체력까지 훼손되고 있다. 통제가 불가능한 실손보험 노출을 줄이기 위해서라도 신계약 판매가 필수적이다. 손해율 악화 추세가 지속되는 가운데 신계약 판매 경쟁으로 시간이 지날 수록 손해보험업계의 상위사 과점 현상이 강해질 수 밖에 없다.

2Q19 보험 산업 실적 전망

손해보험사 커버리지 기준 2Q19E 순이익은 4,955억원(2.5% QoQ, -40.0% YoY)으로 추정한다. 19년 초 보험료 인상했으나 물가 상승, 문재인케어 풍선효과 영향으로 보험금 증가율이 이를 상회하고 있다. 특약 할인 축소 이어지고 있고 20년 초 추가 인상 가능성이 높아 20년에는 손해율 하락이 가시화될 전망이다. 위험손해율 상승에 대응하기 위해 보험사기 조사로 대응하고 있다. 생명보험사 커버리지 기준 2Q19E 순이익은 4,239억원(-23.7% QoQ, -65.4% YoY)으로 추정한다. 시장 금리 하락으로 연말 LAT 규제 강화에 따른 불확실성이 대두되고 있다. 감독당국은 기존 대비 완화안 제시하고 있으나 중장기 영향이 해소되기는 어렵다.

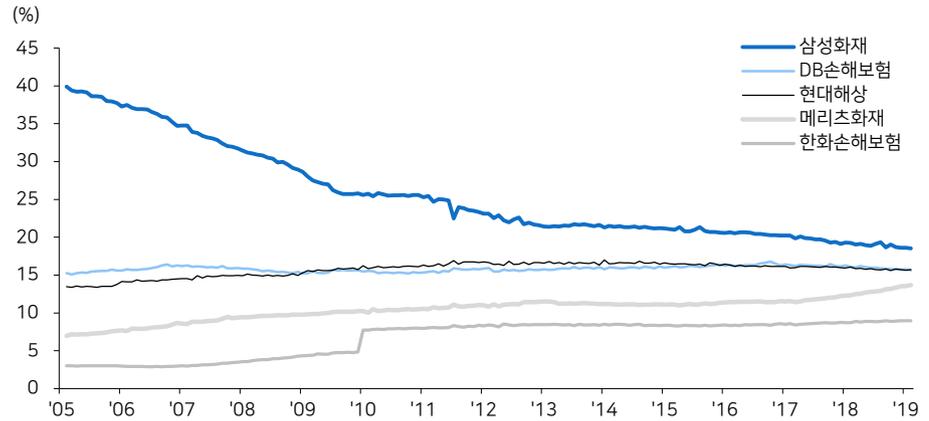
Top Picks: 삼성화재, 메리츠화재

삼성화재와 메리츠화재 업종 내 top picks으로 제시한다. 삼성화재, 경과 기준 저축성보험 줄어들고 있어 위험손해율 상승에도 장기손해율 하락 추정된다. 물가 상승 및 보장성 강화정책 풍선효과 우려하고 있어 보수적인 구조인 삼성화재 선호한다. 메리츠화재는 리스크 부담을 통해 성장 전략 추진해 나가는 점 긍정적이다.

손해율 개선 가시화는 20년 이후, 그래도 판매가 답이다

<p>손해율 개선 가시화는 20년 하반기로 추정</p>	<p>정비수가 인상 등 보험금 증가 요인 발생하는 가운데 이에 상응하는 자동차 보험료 인상 시기 지연, 문제인케어 풍선효과로 인한 위험손해율 상승, GA 판매 경쟁으로 인한 사업비율 상승, 시장 금리 하락 등으로 보험업 손익 악화 지속되고 있다. 2019년 하반기 전망 시리즈에서 밝힌 바와 같이 2020년 하반기에 손해율 개선이 가시화될 수 있다고 판단한다.</p>
<p>시장 우려와 달리 지금은 신계약 판매가 중요</p>	<p>다만, 시장에서 신계약 판매 경쟁에 대해 우려하고 있는 것과 달리 당사는 이를 타개할 방안은 판매 확대라고 생각한다. 물론 과도한 시책비 경쟁 없이 판매를 늘려나가는 것이 가장 이상적인 상황이지만 하나 업계 구도를 바꿀 정도의 시장 경쟁은 어느 정도의 리스크를 수반할 수 밖에 없다. 중장기적 long tail이 우려되는 것이 사실이나 부담 가능한 수준을 감내한다면 이후 각 사의 성장 속도는 확연히 차이가 날 수 밖에 없다.</p>
<p>최근 문제시 되는 실손 보험 05~09년에 주로 판매</p>	<p>최근 문제시 되는 실손 보험의 경우 05년 이후부터 본격적으로 판매되었다. 특히 2위권사가 보험료 갱신 만기, 보장 한도를 늘려가며 경쟁적으로 판매했으며 당시 UW의 차이로 최근까지도 보험사별 격차가 드러나고 있다.</p>
<p>2위권사는 이를 기반으로 삼성화재와의 격차를 축소</p>	<p>그럼에도 불구하고 지금의 2위권사의 성장은 사실상 실손 보험의 판매에 힘입은 것이다. 당시 보수적인 판매 전략을 유지한 삼성화재와의 격차를 줄이게 된 결정적 차이라고 판단한다. 실손 보험 그 자체로는 손실 계약을 판매한 것이지만 이로 인해 고객 확보와 함께 우량 담보의 판매가 함께 일어났기 때문이다.</p>
<p>채널 및 UW 경쟁력 약한 하위사가 사실상 피해</p>	<p>실손 보험의 판매가 본연의 체력까지 훼손될 정도로 결정적인 영향을 준 사례도 물론 있다. 이는 하위사이다. 채널 브랜드 측면에서 불리한 하위사는 충분한 UW 능력 없이 판매 경쟁에 참여하는 경우 관련 계약의 long tail 정도가 감내할 수 없는 수준까지 커져 버리기 때문이다.</p>
<p>실손 손해율은 통제 불가능해 더욱 신계약 판매로 희석해야</p>	<p>특히 최근의 위험손해율 상승은 실손 보험료 인상에도 claim 증가를 따라잡지 못해 발생하고 있다. 비용 통제가 불가능한 과거 실손 보험에 대한 노출을 줄이기 위해서라도 신계약 보험 판매가 필수적인 상황이다. 15년 보험업 규제 완화 이후 유병자 보험 등 간편심사 보험 시장이 성장하고 있으며 실비보험보다는 정액보험 형태의 신상품이 지속적으로 개발되고 있다.</p>
<p>규제의 아이러니는 시장 과점이 공고화 된다는 점</p>	<p>규제의 아이러니는 시장의 과점을 공고화 하는데 있다. 최근 손해율 악화 추세가 지속되는 가운데 메리츠화재로 인해 촉발된 신계약 판매 경쟁으로 시간이 지날수록 손해보험 업계의 상위사 과점 현상이 점차 강해질 수 밖에 없다고 판단한다.</p>

그림1 원수보험료 기준 보장성 인보험 MS



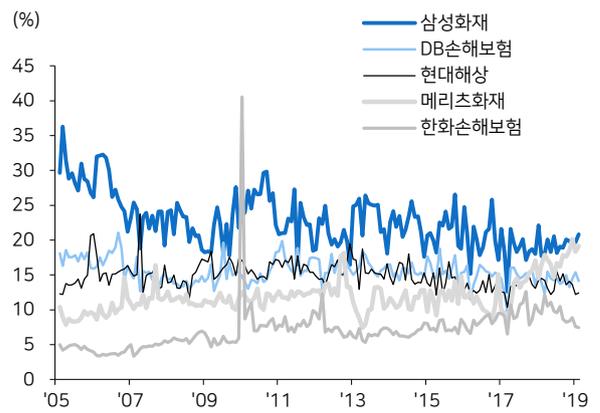
자료: INsis, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 원수보험료 기준 보장성 인보험 YoY 성장률



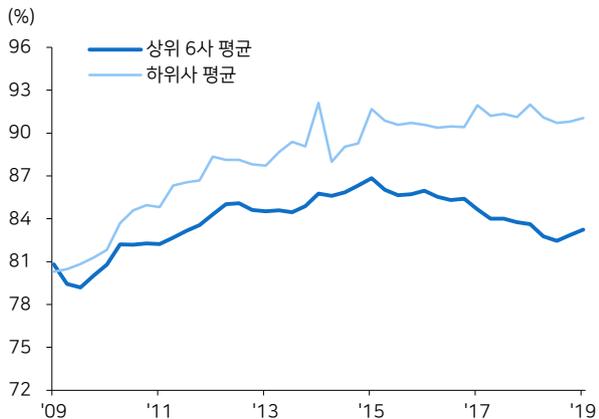
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 초회보험료 기준 보장성 인보험 MS



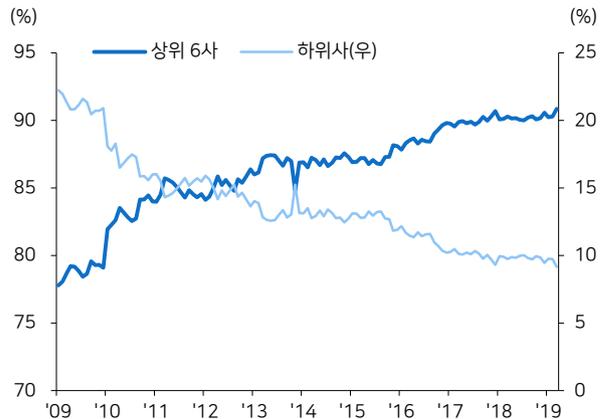
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 상위 및 하위사 장기손해율 추이



자료: INsis, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 상위 및 하위사 자동차 MS 추이



자료: INsis, 메리츠증권증권 리서치센터

2Q19 실적 전망

손해보험사 2Q19E 순이익 4,955억원 전망

손해보험사 커버리지(삼성화재, DB손해보험, 현대해상, 메리츠화재, 한화손해보험) 기준 2Q19E 순이익은 4,955억원(2.5% QoQ, -40.0% YoY)으로 추정한다. 계절적으로 손해율이 양호한 2분기임에도 자동차 손해율 및 위험손해율이 QoQ 악화될 전망이다. 19년 초 보험료 인상 있었으나 관련 물가 상승, 문재인케어 풍선효과 등의 영향으로 보험금 지급 증가율이 이를 상회하고 있기 때문이다. 자동차 손해율의 경우 상반기 중 기본 요율이 두 차례 조정되었고 특약 할인 축소 이어지고 있으며 20년 초 추가 보험료 인상 가능성이 높아 20년에는 손해율 하락이 가시화될 전망이다. 더 큰 문제는 실손 보험이 주도하는 위험손해율의 상승이다. 최근 검찰청, 금감원, 보험협회 등의 협업을 통해 보험사기 조사로 대응하고 있다. 위험손해율 상승세의 둔화 시기, 신계약 판매에 대한 관점 변화가 손해보험 업종방향성에 변수가 될 전망이다.

생명보험사 2Q19E 순이익 4,239억원 전망

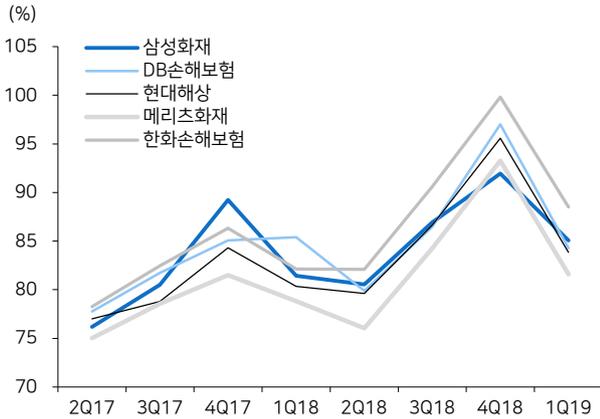
생명보험사 커버리지(삼성생명, 한화생명, 동양생명, 미래에셋생명) 기준 2Q19E 순이익은 4,239억원(-23.7% QoQ, -65.4% YoY)으로 추정한다. 건강 보험 상품 위주로 시장이 재편되고 있어 보장성 신계약 성장률은 견고하다. 다만 손해보험 업계와 유사하게 위험손해율 상승세가 나타나고 있어 민감도는 덜하지만 문재인케어 풍선효과에 영향을 받고 있다. 우려되는 점은 유지율이 하락하는 모습인데 GA 시장에서의 판매 경쟁이 기존 생명보험 상품에서 비교적 저렴한 손해보험 상품으로 수요가 옮겨오는 영향이 있다고 추정된다. 시장 금리 하락으로 연말 LAT 규제 강화에 따른 불확실성이 대두되고 있다. 감독당국은 기존에 예정되었던 규제 대비 완화안을 고려하고 있으나 관련 영향이 완전 해소되기는 어렵다고 판단된다.

표1 커버리지 보험사 2Q19E Preview (순이익)

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
삼성화재	225.5	364.5	-38.1	230.8	-2.3	236.7	-4.7
DB손해보험	102.9	190.0	-45.8	99.2	3.7	134.6	-23.6
현대해상	83.8	150.5	-44.3	77.3	8.4	107.3	-21.9
메리츠화재	63.5	68.9	-7.9	65.8	-3.5	60.8	4.4
한화손해보험	19.8	52.5	-62.3	10.1	95.7	24.7	-19.9
손해보험 합계	495.5	826.4	-40.0	483.2	2.5	564.0	-12.2
삼성생명(연결)	326.8	1,056.0	-69.0	447.3	-26.9	319.4	2.3
한화생명	55.5	130.2	-57.4	46.6	19.1	73.6	-24.6
동양생명	19.8	12.1	63.7	37.5	-47.1	36.3	-45.4
미래에셋생명	21.8	25.2	-13.4	24.2	-9.9	28.4	-23.3
생명보험 합계	423.9	1,223.5	-65.4	555.5	-23.7	457.7	-7.4

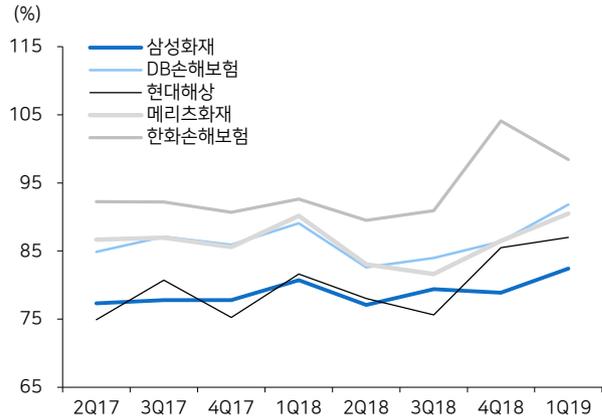
주: 삼성생명 제외 별도 기준
자료: 각 사, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 손해보험사 자동차 손해율 추이



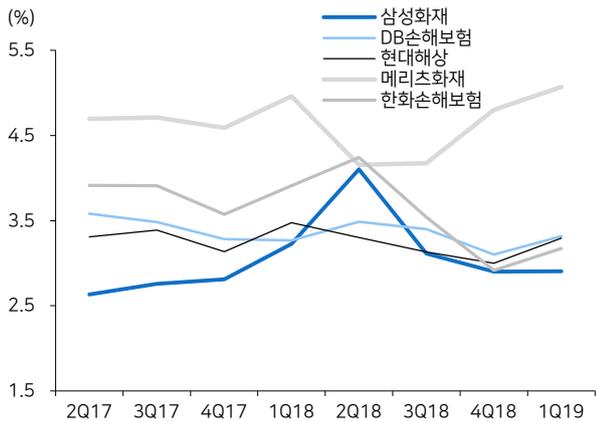
자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

그림7 손해보험사 장기위험손해율 추이



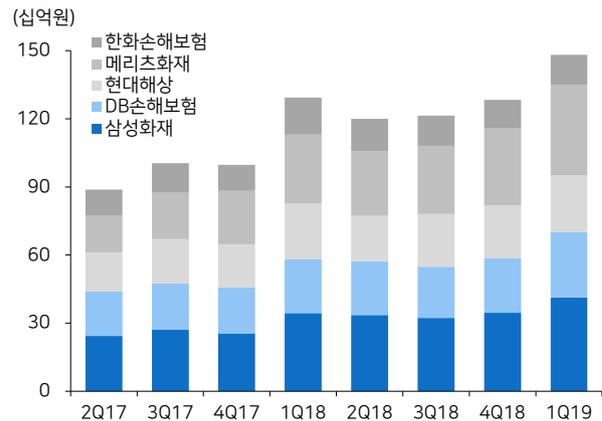
자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

그림8 손해보험사 투자이익률 추이



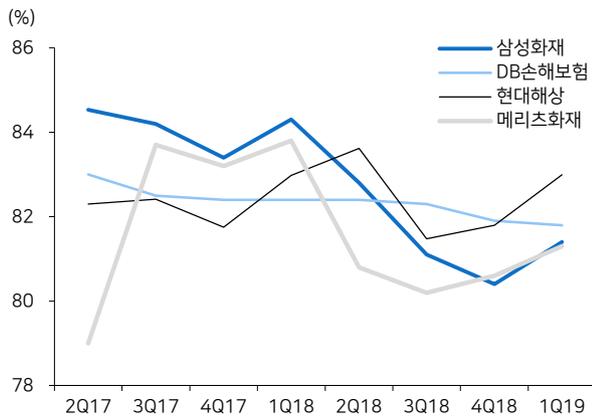
자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

그림9 손해보험사 보장성 인보험 추이



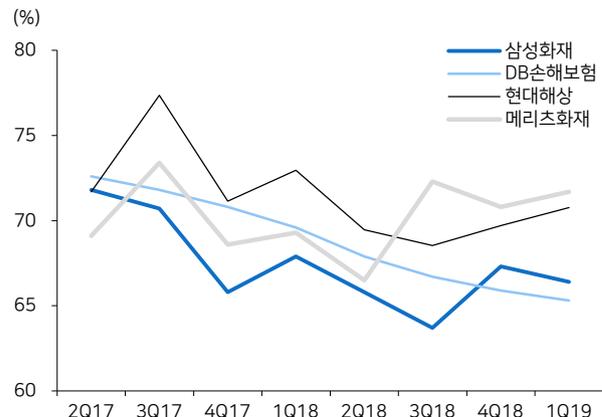
자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

그림10 손해보험사 13회차 유지율 추이



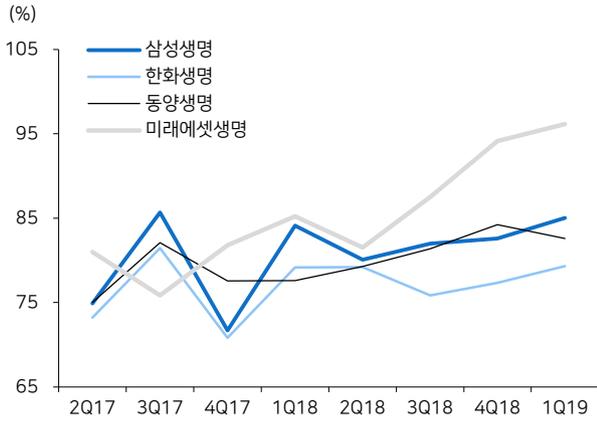
자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

그림11 손해보험사 25회차 유지율 추이



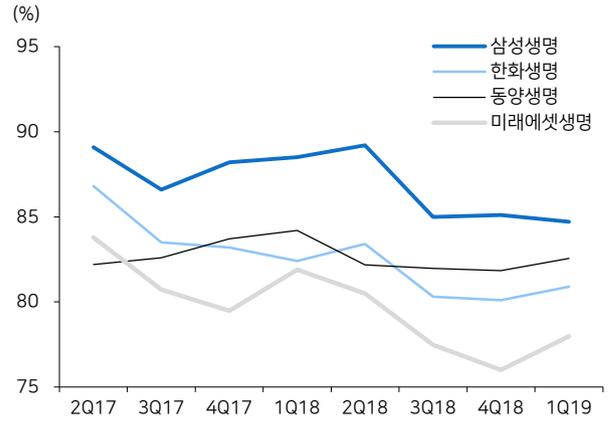
자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

그림12 생명보험사 위험손해율 추이



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 생명보험사 13회차 유지율 추이



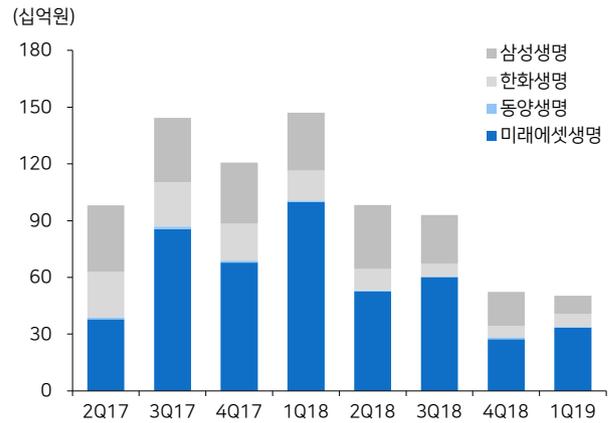
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 생명보험사 신계약 보장성 APE 추이



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 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	Trading buy	Buy	Hold	Trading Buy	Buy
현재가 (7.15) (원)		260,500	52,800	26,950	19,450	3,655	79,800	3,000	4,320	4,200
적정주가(원)		370,000	70,000	35,000	30,000	4,300	98,000	3,200	5,100	6,200
상승여력		42.0%	32.6%	29.9%	54.2%	17.6%	22.8%	6.7%	18.1%	47.6%
당기순이익 (십억원)	2017	1,055.3	622.0	472.8	355.1	149.2	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	849.8	423.9	303.2	271.9	66.6	1,228.7	208.2	119.7	84.1
	2020E	966.8	513.6	377.1	353.2	73.6	1,292.5	272.9	73.2	94.4
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	6.7	8.1	7.3	11.0	4.9	3.8	1.6	5.2	3.8
	2020E	7.2	8.8	8.4	12.5	5.4	3.8	2.3	3.1	4.2
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	1.0	1.0	0.7	1.3	0.4	0.6	0.3	0.2	0.2
	2020E	1.1	1.2	0.8	1.5	0.4	0.4	0.2	0.4	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	307,297	88,565	50,667	24,112	11,174	180,548	11,535	16,364	13,310
	2020E	321,161	96,406	55,184	26,697	11,978	184,867	11,725	16,691	13,682
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	20,509	6,697	3,506	2,439	570	6,530	277	768	499
	2020E	23,305	8,114	4,433	3,169	630	6,877	363	470	573
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	0.85	0.78	0.53	1.01	0.33	0.44	0.26	0.26	0.32
	2020E	0.81	0.55	0.49	0.73	0.31	0.43	0.26	0.26	0.31
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	12.7	10.3	7.7	10.0	6.4	12.2	10.8	5.6	8.4
	2020E	11.2	6.5	6.1	6.1	5.8	11.6	8.3	9.2	7.3
DPS (원)	2017	10,000	2,300	1,500	1,140	150	2,000	140	360	170
	2018	11,500	2,000	1,130	820	130	2,650	100	100	170
	2019E	10,311	1,567	954	856	105	3,055	58	233	175
	2020E	12,096	1,899	1,187	1,114	116	2,879	76	143	201
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	4.0	2.3	3.5	3.5	2.9	3.8	1.9	5.4	4.2
	2020E	4.6	3.6	4.4	5.7	3.2	3.6	2.5	3.3	4.8

자료: 메리츠증권리서치센터

삼성화재 (000810)

Buy, TP 370,000원

2Q19E 순이익 2,255억원(-2.3% QoQ, -38.1% YoY)으로 추정한다. 자동차 손해율 및 위험손해율 전분기 대비 상승 추정되며 신계약 판매 성장 지속되고 있어 사업비율 상승으로 순익 감소세 지속된다. 자동차 사고 빈도는 1분기 대비 개선되었으나 정비수가 인상, 표준약관 개정, 추나요법 급여화 등 물가 상승이 보험금 지급 부분에 반영되고 있기 때문이다. 자동차 보험료 기본 요율 조정과 함께 특약 할인을 축소 하고 있고 20년 초 추가 보험료 인상이 단행되는 경우 자동차 손해율은 다시 개선 사이클로 들어갈 가능성이 높다. 실손 손해율이 상승하는 점 동사에도 부정적이나 경과 기준 저축성 보험 비중이 여전히 줄어들고 있어 장기 손해율의 경우 하락이 가능하다고 판단한다.

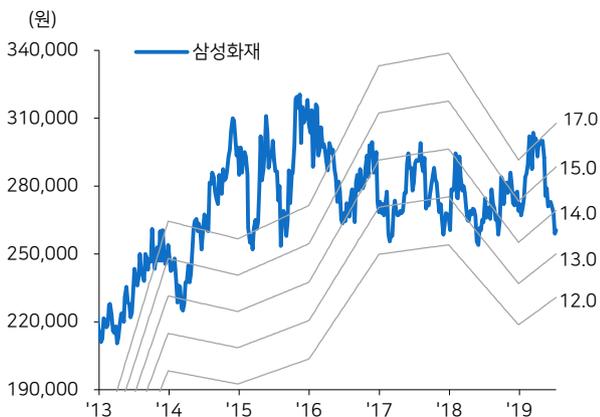
투자의견 Buy 및 적정주가 370,000원을 유지한다. 물가 상승 및 보장성 강화정책 풍선효과에 대해 우려하고 있어 보수적인 전략을 가져가는 삼성화재 premium 지속될 전망이다. 20년 이후 예상되는 자동차 손해율 개선 사이클에 대비해 자동차 MS를 확대하는 전략을 가져가고 있고, 실손 손해율 상승에 따른 민감도가 적어 업종 내 Top pick을 유지한다. 배당성향 확대로 삼성화재 우선주의 매력이크다.

표3 삼성화재 2Q19E Preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	4,557.8	4,592.0	-0.7	4,591.7	-0.7	4,572.9	-0.3
보험영업이익	-170.4	-135.3	적지	-158.2	적지		
투자영업이익	502.5	648.0	-22.5	489.0	2.8		
영업이익	332.1	512.7	-35.2	330.8	0.4	343.4	-3.3
당기순이익	225.5	364.5	-38.1	230.8	-2.3	236.7	-4.7

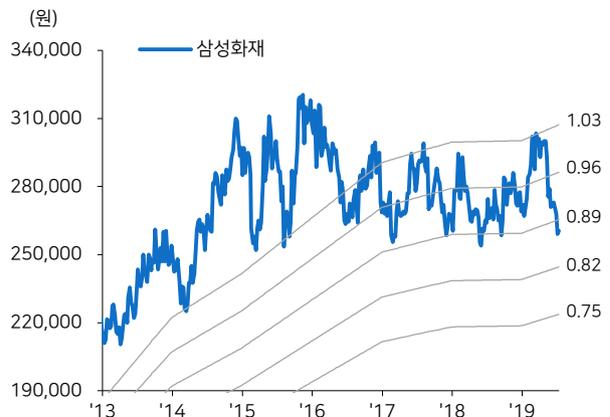
자료: 삼성화재, WISEfn, 메리츠증권리서치센터

그림16 삼성화재 PER 밴드



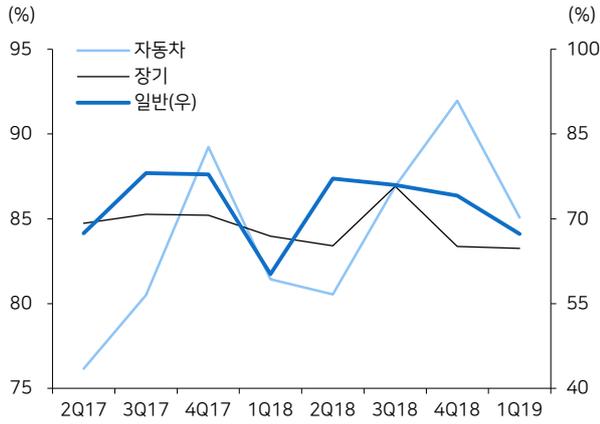
자료: Quantiwise, 메리츠증권리서치센터

그림17 삼성화재 PBR 밴드



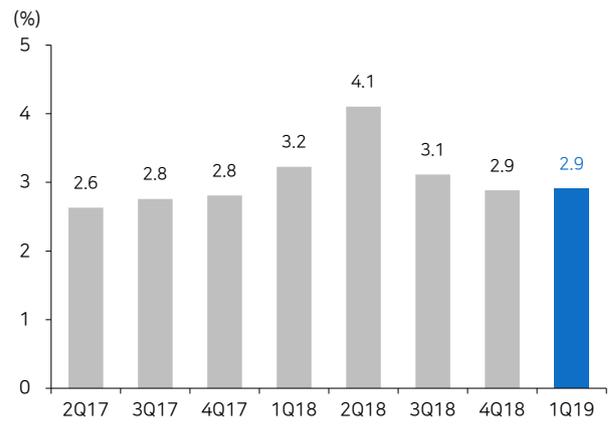
자료: Quantiwise, 메리츠증권리서치센터

그림18 경과손해율 추이



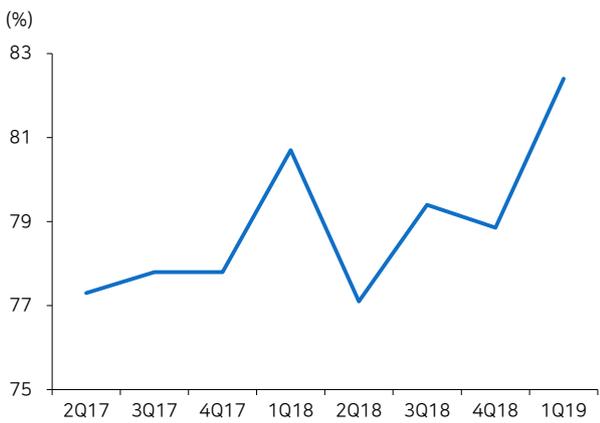
자료: 삼성화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 투자영업이익률 추이



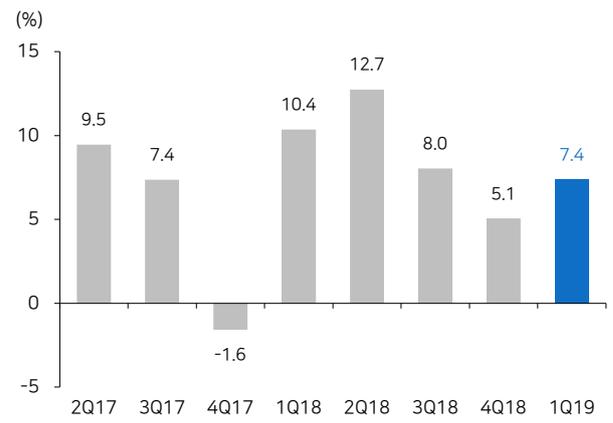
자료: 삼성화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 장기위험손해율 추이



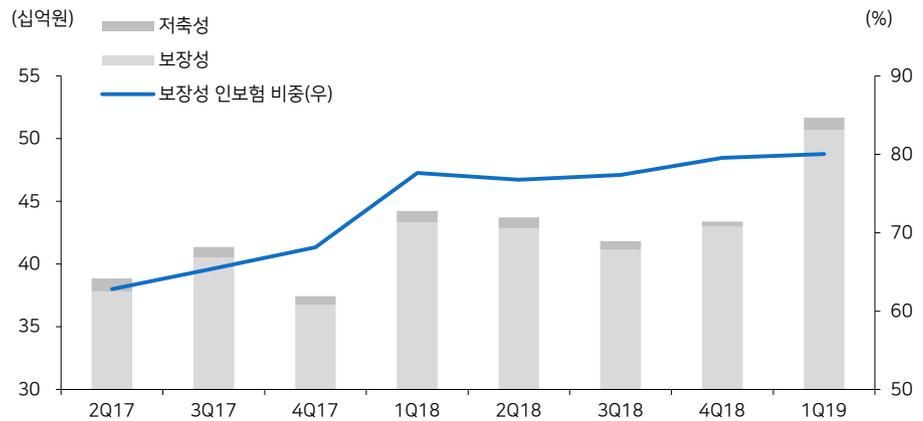
자료: 삼성화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 ROE



자료: 삼성화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 장기보험 신계약 추이



자료: 삼성화재, 메리츠증권증권 리서치센터

삼성화재 (000810)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	18,230.3	18,234.0	18,292.4	18,375.6	18,766.2
일반	1,329.4	1,404.7	1,488.2	1,552.2	1,592.7
자동차	4,803.6	4,732.6	4,797.4	4,812.0	4,936.4
장기	12,097.3	12,096.7	12,006.8	12,011.4	12,237.0
보유보험료	17,525.9	17,748.3	17,823.8	17,912.5	18,283.3
경과보험료	17,560.7	17,701.8	17,731.7	17,859.3	18,235.5
일반	1,266.8	1,413.6	1,633.6	1,697.1	1,742.9
자동차	4,591.6	4,507.0	4,449.1	4,504.1	4,616.0
장기	11,819.5	11,781.3	11,649.0	11,658.1	11,876.6
경과손해액	14,660.1	14,709.1	14,774.1	14,805.9	15,107.0
일반	906.9	1,016.5	1,174.5	1,214.9	1,251.1
자동차	3,699.6	3,842.4	3,945.9	3,928.4	3,994.2
장기	10,053.6	9,850.3	9,653.7	9,662.6	9,861.6
순사업비	3,530.3	3,605.6	3,723.0	3,748.3	3,827.6
보험영업이익	-629.7	-612.9	-765.4	-694.8	-699.1
투자영업이익	2,001.5	2,136.7	2,013.8	2,111.5	2,181.6
영업이익	1,371.8	1,523.8	1,248.4	1,416.7	1,482.5
영업외손익	-77.3	-80.5	-89.5	-96.8	-96.8
세전순이익	1,294.4	1,443.3	1,158.8	1,319.9	1,385.7
법인세비용	709.3	383.1	309.1	353.1	370.7
당기순이익	1,055.3	1,057.1	849.8	966.8	1,015.0

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
경과손해율	83.5	83.1	83.3	82.9	82.8
일반	71.6	71.9	71.9	71.6	71.8
자동차	80.6	85.3	88.7	87.2	86.5
장기	85.1	83.6	82.9	82.9	83.0
사업비율	20.1	20.4	21.0	21.0	21.0
합산비율	103.6	103.5	104.3	103.9	103.8
투자영업이익률	3.3	3.3	2.9	3.0	2.9
성장성					
총자산	11.1	4.7	5.3	4.0	4.0
운용자산	10.6	3.6	4.6	4.0	4.0
자기자본	8.8	3.8	6.3	4.5	4.5
원수보험료	0.3	0.0	0.3	0.5	2.1
경과보험료	0.9	0.8	0.2	0.7	2.1
순이익	25.5	0.2	-19.6	13.8	5.0

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	75,413.0	78,962.5	83,149.7	86,512.6	89,964.4
운용자산	64,418.7	66,733.1	69,812.6	72,633.9	75,522.2
현예금 및 예치금	1,342.3	1,647.7	1,170.9	1,218.2	1,266.6
유가증권	40,867.6	41,755.4	44,634.9	46,438.8	48,285.4
주식	7,350.4	6,159.9	7,310.8	7,606.3	7,908.7
채권	30,907.4	32,242.9	33,350.2	34,697.9	36,077.7
대출채권	21,393.4	22,531.5	23,204.5	24,142.3	25,102.3
부동산	815.4	798.5	802.3	834.7	867.9
비운용자산	3,462.5	4,290.5	5,273.7	5,487.8	5,710.7
특별계정자산	7,531.8	7,938.9	8,063.4	8,390.8	8,731.5
부채총계	63,571.1	66,675.4	70,086.6	72,860.2	75,699.3
보험계약준비금	52,872.3	55,460.8	57,749.0	60,021.7	62,339.5
책임준비금	52,872.3	55,460.8	57,749.0	60,021.7	62,339.5
기타부채	3,167.0	3,275.7	4,274.2	4,447.7	4,628.3
특별계정부채	7,531.8	7,938.9	8,063.4	8,390.8	8,731.5
자본총계	11,841.9	12,287.1	13,063.1	13,652.4	14,265.1
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	8,853.6	9,442.9	10,055.6
자본조정	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5
기타포괄손익누계액	4,248.5	3,975.3	4,727.3	4,727.3	4,727.3

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	25,823	25,766	20,509	23,305	24,463
BPS	278,571	289,043	307,297	321,161	335,574
DPS	10,000	11,500	10,311	12,096	12,742
밸류에이션 (배)					
PER	10.3	10.4	12.7	11.2	10.6
PBR	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
수익성					
ROE	9.3	8.8	6.7	7.2	7.3
ROA	1.5	1.4	1.0	1.1	1.2
배당지표					
배당성향	37.7	43.3	48.3	49.8	50.0
배당수익률	3.7	4.3	4.0	4.6	4.9
안정성					
총자산/자기자본	637	643	637	634	631
보유보험료/자기자본	148	144	136	131	128

메리츠화재 (000060)

Buy, TP 30,000원

2Q19E 순이익 635억원(-3.5% QoQ, -7.9% YoY)으로 추정한다. 공격적인 판매 전략 지속되며 보장성 인보험 월평균 120억원 이상 시현할 전망이다. 보장성 인보험 신계약 기준 업계 1~2위를 다투고 있어 채널 전략에 대한 시장 우려 및 기대가 공존하는 상황이다. 최근에는 전속설계사에게도 GA와 동일한 성과보수를 지급하고 있어 19.03 기준 전년 말 대비 3,934명의 전속설계사가 증가했다. 채널 전략에 대한 시장 우려 많은 상황이나 하위사 정도의 UW 체력은 아니라고 판단하며 부담 가능한 long tail 리스크 부담을 통해 성장 가능하다고 판단한다. 2분기 채권 매각익 발생해 투자수익률 5.0%로 추정했다.

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. 추가상각 규모의 감소는 신계약 성장이 둔화된 이후 본격화 될 전망이다.

표4 메리츠화재 2Q19E Preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	1,925.2	1,747.7	10.2	1,906.2	1.0		
보험영업이익	-144.0	-69.3	적지	-143.2	적지		
투자영업이익	236.8	171.2	38.3	234.8	0.9		
영업이익	92.8	101.9	-8.9	91.7	1.3		
당기순이익	63.5	68.9	-7.9	65.8	-3.5	60.8	4.4

자료: 메리츠화재, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 메리츠화재 PER 밴드



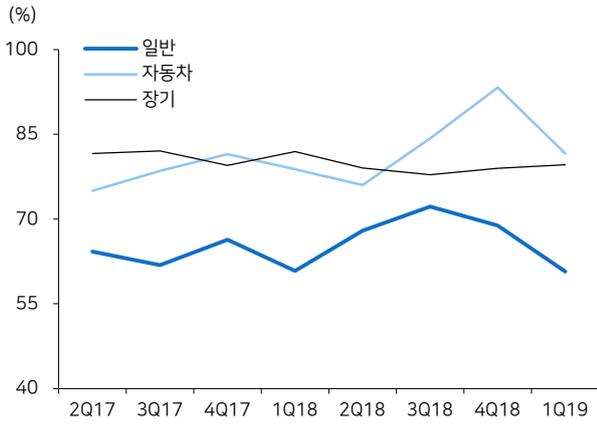
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림24 메리츠화재 PBR 밴드



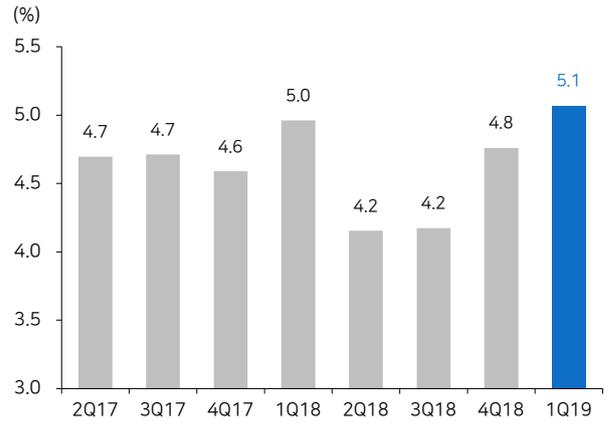
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림25 경과손해를 추이



자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림26 투자영업이익률 추이



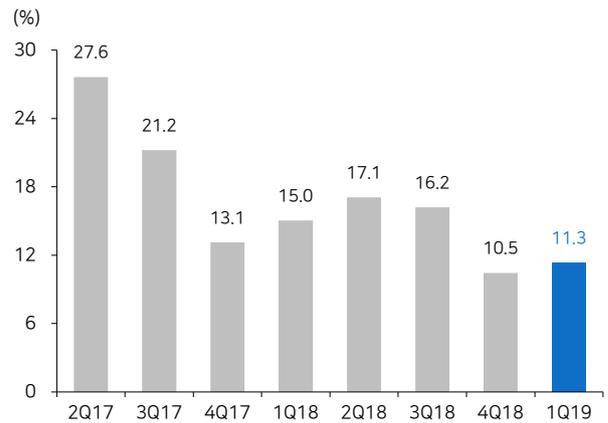
자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림27 장기위험손해를 추이



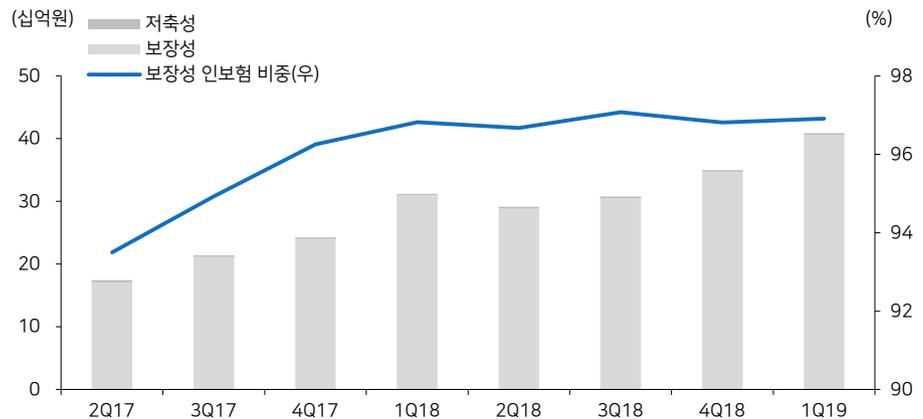
자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 ROE



자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림29 장기보험 신계약 추이



자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

메리츠화재 (000060)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	6,403.4	7,080.0	7,854.4	8,680.3	9,159.0
일반	498.1	498.2	540.1	545.3	559.4
자동차	807.4	783.5	738.9	781.4	801.6
장기	5,098.0	5,798.3	6,575.4	7,353.5	7,797.9
보유보험료	6,098.6	6,721.7	7,408.2	8,210.9	8,687.8
경과보험료	5,996.6	6,734.4	7,463.8	8,269.3	8,739.7
일반	252.2	306.2	301.9	314.2	327.0
자동차	733.1	760.8	726.9	755.2	783.6
장기	5,011.2	5,667.4	6,435.0	7,199.9	7,629.1
경과손해액	4,823.6	5,339.0	5,916.0	6,549.8	6,932.0
일반	158.3	207.5	196.9	207.6	216.3
자동차	573.0	632.0	624.5	644.6	670.3
장기	4,092.3	4,499.6	5,094.6	5,697.6	6,045.4
순사업비	1,387.0	1,791.3	2,069.5	2,135.4	2,274.6
보험영업이익	-214.0	-395.9	-521.7	-415.9	-466.9
투자영업이익	714.4	761.6	912.8	920.7	1,010.2
영업이익	500.5	365.7	391.1	504.8	543.3
영업외손익	-27.4	-16.6	-19.4	-22.6	-20.4
세전순이익	473.1	349.1	371.8	482.2	522.9
법인세비용	117.9	89.0	99.8	129.0	139.9
당기순이익	355.1	260.0	271.9	353.2	383.0

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	18,092.4	20,433.3	22,695.7	24,895.8	27,205.3
운용자산	15,966.9	18,255.3	20,366.4	22,471.9	24,682.9
현예금 및 예치금	365.0	365.0	395.4	436.3	479.2
유가증권	8,297.6	8,297.6	8,989.9	9,919.3	10,895.2
주식	132.4	132.4	143.4	158.3	173.8
채권	4,284.9	4,284.9	4,642.4	5,122.3	5,626.3
대출채권	4,632.3	4,632.3	5,018.8	5,537.6	6,082.5
부동산	805.4	805.4	872.6	962.8	1,057.5
비운용자산	2,125.5	2,178.0	2,329.4	2,423.9	2,522.4
특별계정자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	16,305.5	18,157.6	20,007.6	21,919.5	23,938.2
보험계약준비금	15,447.0	17,021.0	18,699.9	20,558.8	22,522.2
책임준비금	15,447.0	17,021.0	18,699.9	20,558.8	22,522.2
기타부채	858.5	1,136.6	1,307.7	1,360.7	1,416.0
특별계정부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,786.9	2,275.7	2,688.1	2,976.3	3,267.0
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	1,442.1	1,730.3	2,021.1
자본조정	-18.6	-34.5	43.6	43.6	43.6
기타포괄손익누계액	204.3	507.1	640.7	640.7	640.7

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
경과손해율	80.4	79.3	79.3	79.2	79.3
일반	62.8	67.7	65.2	66.1	66.2
자동차	78.2	83.1	85.9	85.4	85.5
장기	81.7	79.4	79.2	79.1	79.2
사업비율	23.1	26.6	27.7	25.8	26.0
합산비율	103.6	105.9	107.0	105.0	105.3
투자영업이익률	4.7	4.5	4.7	4.3	4.3
성장성					
총자산	10.0	12.9	11.1	9.7	9.3
운용자산	10.0	14.3	11.6	10.3	9.8
자기자본	9.0	27.4	18.1	10.7	9.8
원수보험료	6.9	10.6	10.9	10.5	5.5
경과보험료	5.8	12.3	10.8	10.8	5.7
순이익	37.7	-26.8	4.6	29.9	8.4

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	3,252	2,324	2,439	3,169	3,436
BPS	16,361	20,341	24,112	26,697	29,305
DPS	1,140	820	856	1,114	1,207
밸류에이션 (배)					
PER	7.2	9.4	10.0	6.1	5.7
PBR	1.4	1.1	1.0	0.7	0.7
수익성					
ROE	20.7	12.8	11.0	12.5	12.3
ROA	2.1	1.3	1.3	1.5	1.5
배당지표					
배당성향	35.1	35.2	35.1	35.1	35.1
배당수익률	4.9	3.8	3.5	5.7	6.2
안정성					
총자산/자기자본	1,013	898	844	836	833
보유보험료/자기자본	341	295	276	276	266

DB손해보험 (005830)

Buy, TP 70,000원

2Q19E 순이익 1,029억원(+3.7% QoQ, -45.8% YoY)으로 추정한다. 정비수가 인상분 반영되며 비교적 계절적으로 양호한 2분기임에도 자동차 손해율 QoQ 상승 전망된다. 다만, 블랙박스, 안전운전 특약 할인폭을 선제적으로 축소해 하반기 부터는 자동차 손해율 상승세 둔화될 수 있다. 실손보험 claim 증가하고 있어 위험손해율 상승이 전망된다. 문재인케어 풍선효과에 따른 영향으로 우려하고 있으나 최근 경찰청, 금감원, 보험협회 등이 협업해 보험사기 근절을 위한 특별 단속을 실시하고 있어 3분기 이후 추세가 중요하다. 판매 경쟁에 휩쓸리지 않기 위해 MS와 상관없이 월 90억원 수준을 판매 목표로 가져갈 계획이다.

투자 의견 Buy 유지하고 적정주가를 70,000원으로 10.3% 하향 조정한다. 자동차 관련 물가 상승, 실손 보험 claim 증가가 거세 보험금 지급 증가율이 보험료 증가율을 상회하고 있어 19년 EPS 및 BPS를 19.3%, 1.8% 하향 조정했다. 20년 초에 정비수가 인상 잔여분 적용으로 추가 보험료 인상될 가능성이 커 자동차 손해율은 20년 하반기부터 본격적으로 개선될 수 있다. 위험손해율 상승세 둔화 시기가 주가에 주요한 영향을 미칠 전망이다.

표5 DB손해보험 2Q19E Preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,132.2	3,135.2	-0.1	3,138.7	-0.2	2,926.7	7.0
보험영업이익	-130.4	-10.7	적지	-154.4	적지		
투자영업이익	275.4	279.7	-1.5	283.2	-2.8		
영업이익	145.0	269.0	-46.1	128.9	12.6	200.0	-27.5
당기순이익	102.9	190.0	-45.8	99.2	3.7	134.6	-23.6

자료: DB손해보험, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

표6 Valuation table

적정주가	70,000원
이론주가	70,026원
2019 BPS	88,565원
적정 PBR	0.79
PBR Discount	-40%
이론 PBR	1.32
19년 ROE	8.1%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	6.4%
Beta	0.64
Risk Free Rate	1.5%
Risk Premium	7.6%

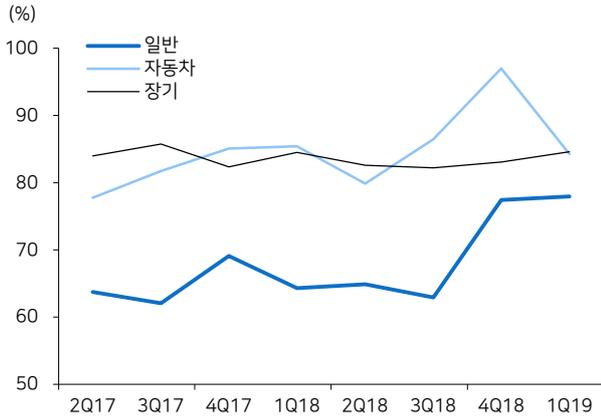
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표7 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
순이익	525.4	581.9	423.9	513.6	-19.3	-11.7
EPS (원)	8,300	9,193	6,697	8,114	-19.3	-11.7
BPS(원)	90,164	98,737	88,565	96,406	-1.8	-2.4
ROE (%)	9.9	9.7	8.1	8.8	-1.8	-0.9

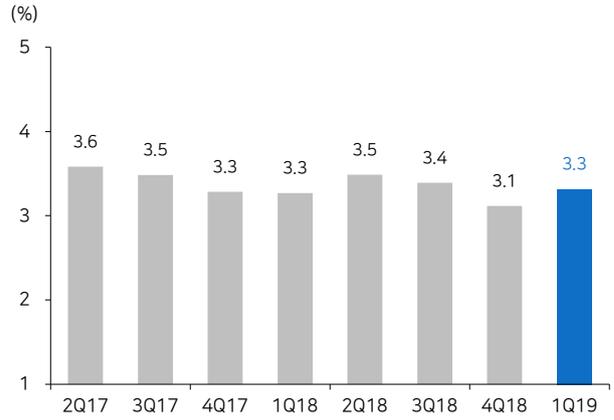
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림30 경과손해율 추이



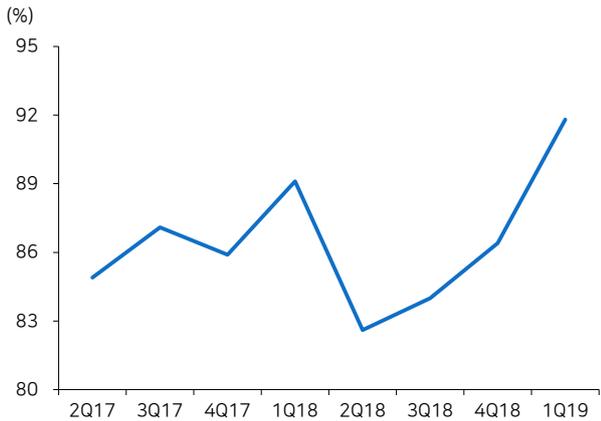
자료: DB손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림31 투자영업이익률 추이



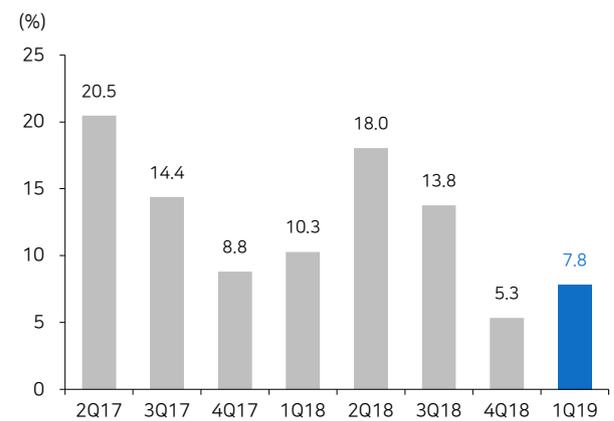
자료: DB손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림32 장기위험손해율 추이



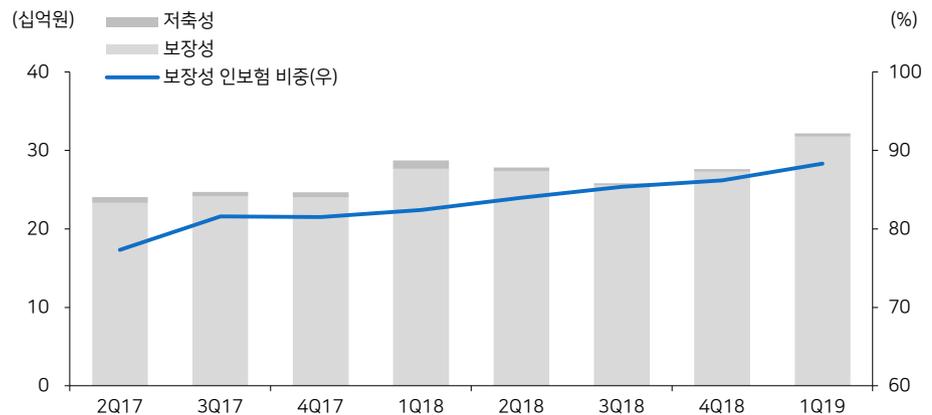
자료: DB손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림33 ROE



자료: DB손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림34 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	12,542.4	12,541.6	12,781.3
일반	1,015.5	994.9	1,079.6	1,092.7	1,121.3
자동차	3,252.9	3,274.7	3,367.6	3,439.6	3,528.5
장기	8,099.7	8,179.7	8,095.1	8,009.3	8,131.5
보유보험료	11,562.9	11,573.9	11,651.6	11,639.6	11,855.8
경과보험료	11,440.7	11,592.2	11,555.8	11,549.0	11,763.4
일반	543.1	582.5	644.9	649.7	666.6
자동차	2,954.3	3,025.1	3,042.4	3,113.7	3,192.6
장기	7,943.3	7,984.7	7,868.5	7,785.6	7,904.1
경과손해액	9,421.4	9,664.7	9,760.8	9,681.5	9,841.1
일반	349.1	393.1	466.6	454.1	465.9
자동차	2,381.8	2,637.0	2,675.6	2,693.0	2,761.8
장기	6,690.5	6,634.6	6,618.7	6,534.4	6,613.4
순사업비	2,193.8	2,255.7	2,335.8	2,311.4	2,339.8
보험영업이익	-176.4	-328.3	-540.8	-443.9	-417.4
투자영업이익	1,035.3	1,074.1	1,126.5	1,156.3	1,225.1
영업이익	859.0	745.9	585.7	712.4	807.7
영업외손익	-31.7	-35.2	-10.4	-11.2	-2.9
세전순이익	827.3	710.6	575.3	701.1	804.7
법인세비용	205.2	195.9	151.4	187.6	215.3
당기순이익	622.0	514.7	423.9	513.6	589.5

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
경과손해율	82.3	83.4	84.5	83.8	83.7
일반	64.3	67.5	72.3	69.9	69.9
자동차	80.6	87.2	87.9	86.5	86.5
장기	84.2	83.1	84.1	83.9	83.7
사업비율	19.2	19.5	20.2	20.0	19.9
합산비율	101.5	102.8	104.7	103.8	103.5
투자영업이익률	3.4	3.3	3.2	3.1	3.1
성장성					
총자산	9.3	6.3	6.9	5.6	5.5
운용자산	8.1	8.7	6.9	5.9	5.8
자기자본	11.4	11.2	14.2	8.9	9.1
원수보험료	2.3	0.7	0.7	0.0	1.9
경과보험료	3.0	1.3	-0.3	-0.1	1.9
순이익	32.3	-17.3	-17.6	21.2	14.8

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	37,403.8	39,775.5	42,517.7	44,913.7	47,406.1
운용자산	31,609.3	34,351.1	36,735.3	38,896.6	41,144.7
현예금 및 예치금	414.2	748.2	475.5	503.5	532.6
유가증권	20,486.9	21,738.6	23,417.9	24,795.6	26,228.7
주식	1,244.4	1,071.1	1,082.5	1,146.2	1,212.5
채권	7,849.3	8,787.3	9,197.4	9,738.5	10,301.4
대출채권	9,572.3	10,733.3	11,629.3	12,313.4	13,025.1
부동산	1,135.9	1,131.0	1,212.7	1,284.1	1,358.3
비운용자산	3,404.6	3,064.4	3,084.3	3,209.5	3,339.8
특별계정자산	2,389.9	2,359.9	2,698.1	2,807.6	2,921.6
부채총계	32,988.3	34,864.4	36,911.6	38,811.3	40,751.1
보험계약준비금	28,929.0	30,602.9	32,305.6	34,018.3	35,763.4
책임준비금	28,929.0	30,602.9	32,305.6	34,018.3	35,763.4
기타부채	1,566.4	1,636.0	1,908.0	1,927.1	1,946.3
특별계정부채	2,493.0	2,625.5	2,698.1	2,807.6	2,921.6
자본총계	4,415.5	4,911.1	5,606.0	6,102.4	6,655.0
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	4,648.1	5,144.4	5,697.1
자본조정	421.8	548.2	884.6	884.6	884.6

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	9,827	8,132	6,697	8,114	9,313
BPS	69,757	77,587	88,565	96,406	105,138
DPS	2,300	2,000	1,567	1,899	2,180
밸류에이션 (배)					
PER	7.2	8.7	10.3	6.5	5.7
PBR	1.0	0.9	0.8	0.5	0.5
수익성					
ROE	14.8	11.0	8.1	8.8	9.2
ROA	1.7	1.3	1.0	1.2	1.3
배당지표					
배당성향	23.4	23.4	23.4	23.4	23.4
배당수익률	3.2	2.8	2.3	3.6	4.1
안정성					
총자산/자기자본	847	810	758	736	712
보유보험료/자기자본	262	236	208	191	178

현대해상 (001450)

Buy, TP 35,000원

2Q19E 순이익 838억원(+8.4% QoQ, -44.3% YoY)으로 추정한다. 업계 전체적으로 자동차 손해율과 위험손해율이 상승세를 이어가고 있다. 동사는 상위사 중에서는 가장 민감도가 높기 때문에 손익 영향도 더 많이 받는 모습이다. 특히 실손 손해율이 가장 높았던 15년 수준까지 상승한 모습은 우려되는 부분이다. 5년 만기 갱신으로 실손 보험료 증분은 20년 상반기까지 지속되나 claim 증가세가 이를 상회하는 모습이다. 백내장 수술 등에 대해서 보험사기 조사하고 있다. 5월 유병자 보험인 효도플랜 판매로 신계약 월평균 90억원 추정된다. 매각의 일부 시현되어 투자수익률은 상승할 전망이다.

투자의견 Buy 유지하고 적정주가를 35,000원으로 14.6% 하향 조정한다. 타 손해보험사에 비해 실손 보험 관련 민감도가 높아 위험보험료 누적효과가 가시화될 20년까지 보수적 접근이 필요하다. 자동차 손해율 및 위험손해율 상승 추세로 19년 EPS 및 BPS 추정치를 22.5%, 2.0% 하향조정 했다.

표8 현대해상 2Q19E Preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,282.8	3,251.4	1.0	3,236.8	1.4	2,993.7	9.7
보험영업이익	-189.9	-59.8	적지	-173.6	적지		
투자영업이익	309.7	273.4	13.3	298.7	3.7		
영업이익	119.8	213.6	-43.9	125.1	-4.2	144.5	-17.1
당기순이익	83.8	150.5	-44.3	77.3	8.4	107.3	-21.9

자료: 현대해상, WISEfn, 메리츠증권리서치센터

표9 Valuation table

적정주가	35,000원
이론주가	34,754원
2019 BPS	50,667원
적정 PBR	0.69
PBR Discount	-45.0%
이론 PBR	1.25
19년 ROE	7.3%
Growth Rate	1.0%
Cost of equity	6.1%
Beta	0.60
Risk Free Rate	1.5%
Risk Premium	7.6%

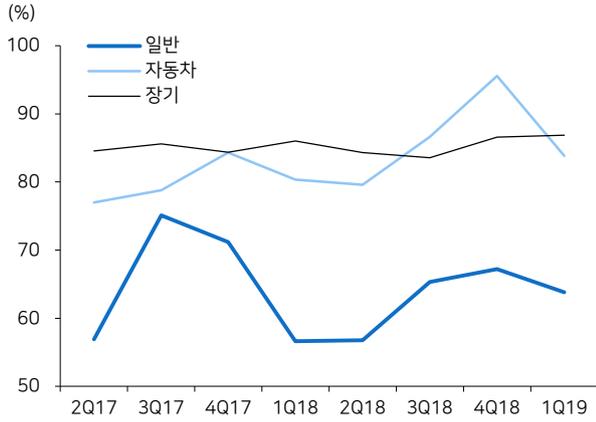
자료: 메리츠증권리서치센터

표10 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
순이익	384.2	448.7	303.2	377.1	-21.1	-16.0
EPS (원)	4,523	5,331	3,506	4,433	-22.5	-16.8
BPS(원)	1,687	56,872	50,667	55,184	-2.0	-3.0
ROE (%)	9.3	9.8	7.3	8.4	-2.0	-1.4

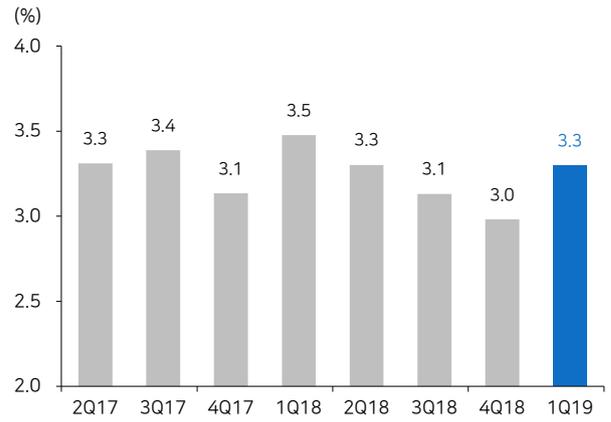
자료: 메리츠증권리서치센터

그림35 경과손해를 추이



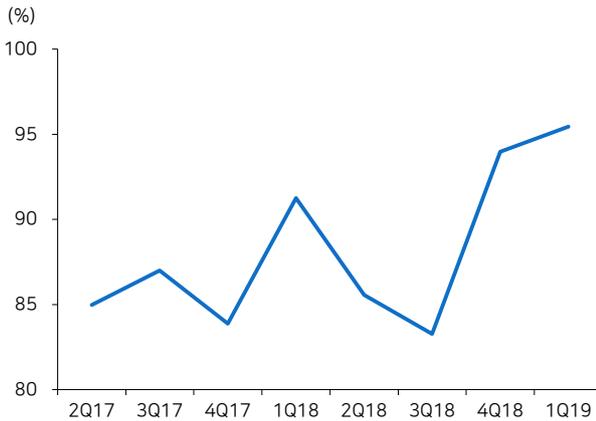
자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

그림36 투자영업이익률 추이



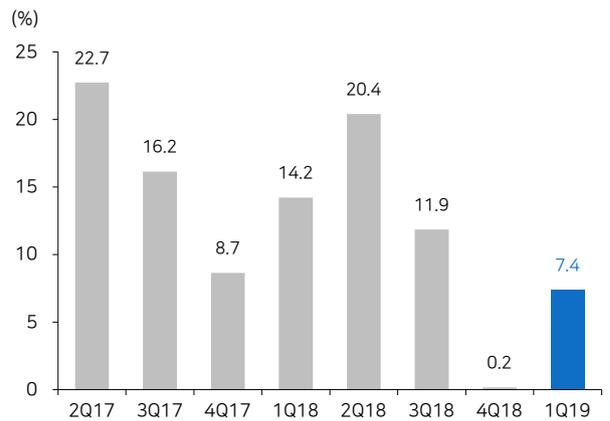
자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

그림37 장기위험손해를 추이



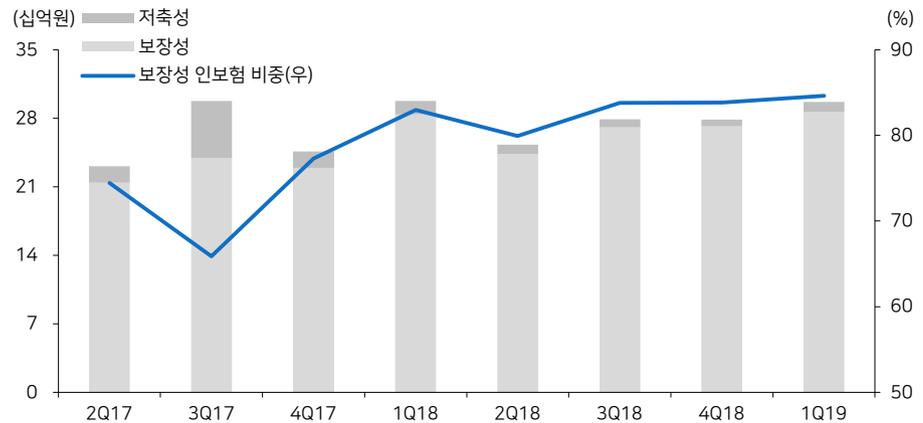
자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

그림38 ROE



자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

그림39 장기보험 신계약 추이



자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

현대해상 (001450)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	12,826.1	12,978.3	13,048.2	13,112.0	13,366.3
일반	1,080.8	1,092.6	1,157.0	1,195.9	1,226.9
자동차	3,329.2	3,375.9	3,452.2	3,559.6	3,651.6
장기	8,398.1	8,508.3	8,438.5	8,356.6	8,487.8
보유보험료	11,701.6	11,856.0	11,923.4	11,955.8	12,185.8
경과보험료	11,532.9	11,765.7	11,838.2	11,872.4	12,098.9
일반	451.0	458.5	496.5	511.7	524.7
자동차	2,991.2	3,142.1	3,251.3	3,346.7	3,433.9
장기	8,090.8	8,165.0	8,090.4	8,014.0	8,140.3
경과손해액	9,576.0	9,922.4	10,187.1	10,150.9	10,345.1
일반	297.4	282.2	319.3	327.6	334.9
자동차	2,379.0	2,690.8	2,894.9	2,920.1	2,996.1
장기	6,899.7	6,949.5	6,972.9	6,903.3	7,014.1
순사업비	2,336.8	2,416.3	2,447.3	2,452.1	2,494.7
보험영업이익	-380.0	-573.1	-796.2	-730.6	-740.9
투자영업이익	1,020.1	1,087.4	1,247.3	1,274.8	1,328.7
영업이익	640.1	514.3	451.2	544.2	587.8
영업외손익	-15.1	-23.1	-30.2	-29.4	-27.9
세전순이익	624.9	491.2	421.0	514.8	559.9
법인세비용	152.2	132.2	117.8	137.7	149.8
당기순이익	472.8	359.0	303.2	377.1	410.1

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	40,122.1	43,719.4	47,927.3	50,694.4	53,622.6
운용자산	32,448.2	35,810.7	40,012.5	42,458.3	45,052.0
현예금 및 예치금	854.1	1,057.9	1,268.2	1,345.7	1,428.0
유가증권	21,083.4	23,589.5	26,206.8	27,808.7	29,507.5
주식	1,536.3	1,244.6	1,252.1	1,328.6	1,409.8
채권	11,207.4	12,575.2	13,898.7	14,748.2	15,649.2
대출채권	9,504.7	10,142.5	11,415.9	12,113.7	12,853.7
부동산	1,006.0	1,020.7	1,121.6	1,190.2	1,262.9
비운용자산	3,938.3	3,711.9	3,778.9	3,932.4	4,092.0
특별계정자산	3,735.7	4,196.8	4,135.9	4,303.8	4,478.5
부채총계	37,019.4	39,605.8	43,389.0	45,796.0	48,253.7
보험계약준비금	31,051.2	33,098.9	35,140.1	37,212.1	39,321.3
책임준비금	31,051.2	33,098.9	35,140.1	37,212.1	39,321.3
기타부채	2,177.1	4,207.9	4,113.1	4,280.1	4,453.9
특별계정부채	3,735.7	4,196.8	4,135.9	4,303.8	4,478.5
자본총계	3,102.7	4,113.6	4,538.2	4,898.4	5,368.9
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	3,251.0	3,611.2	4,081.8
자본조정	-37.5	-37.5	-37.5	-37.5	-37.5
기타포괄손익누계액	217.8	497.2	667.5	667.5	667.5

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
경과손해율	83.0	84.3	86.1	85.5	85.5
일반	65.9	61.5	64.3	64.0	63.8
자동차	79.5	85.6	89.0	87.3	87.3
장기	85.3	85.1	86.2	86.1	86.2
사업비율	20.3	20.5	20.7	20.7	20.6
합산비율	103.3	104.9	106.7	106.2	106.1
투자영업이익률	3.3	3.2	3.3	3.1	3.0
성장성					
총자산	9.5	9.0	9.6	5.8	5.8
운용자산	9.5	10.4	11.7	6.1	6.1
자기자본	12.5	32.6	10.3	7.9	9.6
원수보험료	1.9	1.2	0.5	0.5	1.9
경과보험료	2.5	2.0	0.6	0.3	1.9
순이익	18.3	-24.1	-15.6	24.4	8.8

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	5,929	4,428	3,506	4,433	4,847
BPS	38,912	45,341	50,667	55,184	61,085
DPS	1,500	1,139	954	1,187	1,291
밸류에이션 (배)					
PER	7.9	9.3	7.7	6.1	5.6
PBR	1.2	0.9	0.5	0.5	0.4
수익성					
ROE	16.1	10.5	7.3	8.4	8.3
ROA	1.2	0.9	0.7	0.8	0.8
배당지표					
배당성향	25.3	25.3	25.1	25.1	25.1
배당수익률	3.2	2.8	3.5	4.4	4.8
안정성					
총자산/자기자본	1,293	1,063	1,056	1,035	999
보유보험료/자기자본	377	288	263	244	227

한화손해보험 (000370)

Trading buy, TP 4,300원

2Q19E 순이익 198억원(+95.7% QoQ, -62.3% YoY)으로 추정한다. 위험손해율 및 자동차 손해율 상승에 따른 손익 민감도 커 이익 감소 추세 지속될 전망이다. 특히 과거에 주로 판매된 실손보험 계약의 비중이 높아 최근 우려되는 문재인케어 풍선효과에 민감하다. 특히 채널 및 브랜드 경쟁력이 상위사 대비 약해 손해율 악화 사이클에서 부정적 영향이 크다. GA 신계약 판매 속도 조절에 나선 점은 긍정적이다. UW 체력 이상의 과도한 성장은 계약 건전성 악화로 이어질 수 있기 때문이다.

투자의견 Trading buy 유지하고 적정주가를 4,300원으로 14.0% 하향 한다. 자동차 손해율 및 위험손해율 상승에 민감해 19년 EPS 및 BPS를 각각 27.2%, 1.5% 하향 조정했다. 높은 위험손해율, 장기 보험 출재율, 낮은 배당성향 등이 상위사 대비 Valuation discount를 받는 주요 원인이다. 3,500억원의 후순위채 발행으로 RBC 비율 관련 리스크는 완화되었다.

표11 한화손해보험 2Q19E Preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	1,453.3	1,412.8	2.9	1,454.9	-0.1	1,091.1	33.2
보험영업이익	-84.4	-66.1	적지	-100.3	적지		
투자영업이익	114.2	139.9	-18.3	116.8	-2.2		
영업이익	29.8	73.8	-59.6	16.5	80.9	42.9	-30.5
당기순이익	19.8	52.5	-62.3	10.1	95.7	24.7	-19.9

자료: 한화손해보험, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

표12 Valuation table

적정주가	4,300원
이론주가	4,302원
2019 BPS	11,174원
적정 PBR	0.39
PBR Discount	-50.0%
이론 PBR	0.77
19년 ROE	4.9%
Growth rate	1.0%
Cost of equity	6.1%
Beta	0.60
Risk Free Rate	1.5%
Risk Premium	7.6%

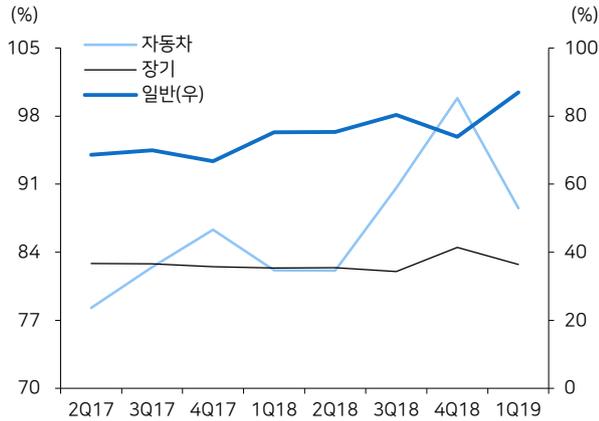
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표13 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
순이익	91.4	106.8	66.6	73.6	-27.2	-31.1
EPS (원)	783	15	570.2	630.5	-27.2	-31.1
BPS(원)	11,347	12,437	11,174.3	11,978.1	-1.5	-3.7
ROE (%)	6.7	7.7	4.9	5.4	-1.8	-2.3

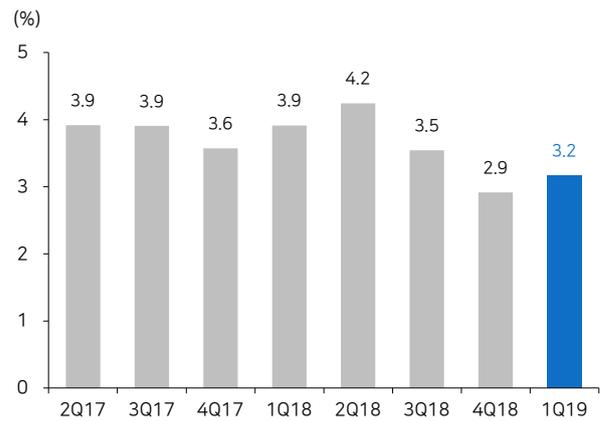
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림40 경과손해를 추이



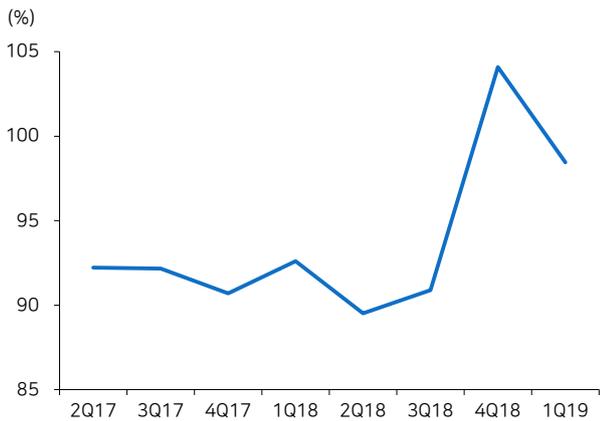
자료: 한화손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림41 투자영업이익률 추이



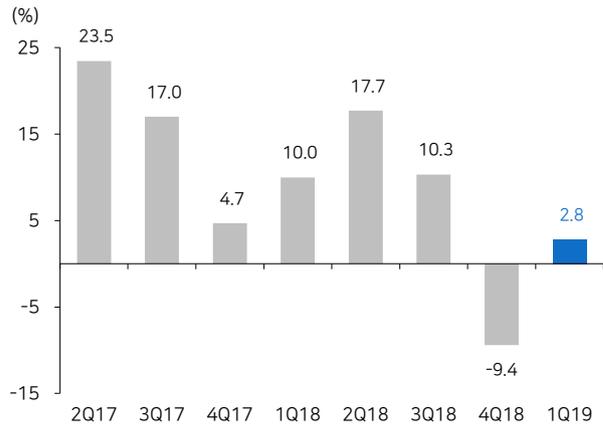
자료: 한화손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림42 장기위험손해를 추이



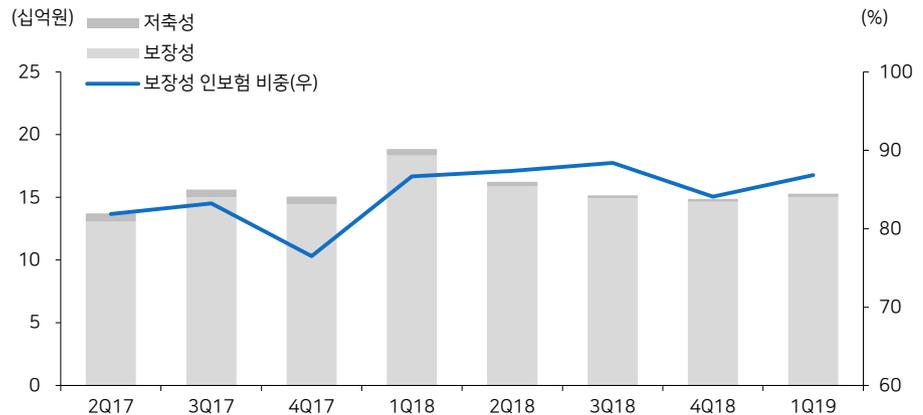
자료: 한화손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림43 ROE



자료: 한화손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림44 장기보험 신계약 추이



자료: 한화손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

한화손해보험 (000370)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	5,291.5	5,602.5	5,794.0	5,898.9	6,051.3
일반	434.0	436.1	469.3	480.1	492.5
자동차	873.6	873.8	889.0	916.7	940.4
장기	3,983.8	4,292.6	4,435.8	4,502.0	4,618.4
보유보험료	3,805.7	4,350.8	4,537.9	4,603.7	4,721.9
경과보험료	4,151.0	4,341.0	4,521.3	4,592.3	4,710.2
일반	175.9	196.0	195.3	208.0	215.8
자동차	598.7	576.0	596.8	613.2	628.1
장기	3,376.3	3,569.1	3,729.2	3,771.0	3,866.3
경과손해액	3,408.9	3,606.9	3,791.1	3,842.6	3,942.2
일반	117.4	147.1	151.0	157.8	164.3
자동차	486.8	511.0	540.3	547.8	561.7
장기	2,804.8	2,948.8	3,099.8	3,137.0	3,216.2
순사업비	985.1	1,099.4	1,100.9	1,123.6	1,168.6
보험영업이익	-245.5	-367.4	-370.7	-374.0	-400.6
투자영업이익	455.1	490.0	472.6	485.6	525.2
영업이익	209.6	122.6	101.9	111.6	124.6
영업외손익	-13.6	-8.8	-11.7	-11.1	-11.0
세전순이익	196.0	113.8	90.3	100.5	113.6
법인세비용	46.8	31.5	23.7	26.9	30.4
당기순이익	149.2	82.3	66.6	73.6	83.2

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
경과손해율	82.1	83.1	83.8	83.7	83.7
일반	66.7	75.1	77.3	75.9	76.1
자동차	81.3	88.7	90.5	89.3	89.4
장기	83.1	82.6	83.1	83.2	83.2
사업비율	23.7	25.3	24.3	24.5	24.8
합산비율	105.9	108.4	108.2	108.1	108.5
투자영업이익률	3.8	3.6	3.1	3.0	3.0
성장성					
총자산	12.1	12.4	8.1	8.1	7.8
운용자산	11.4	14.6	7.9	8.8	8.3
자기자본	33.9	19.6	-7.9	7.2	7.4
원수보험료	6.8	5.9	3.4	1.8	2.6
경과보험료	4.0	4.6	4.2	1.6	2.6
순이익	33.4	-44.8	-19.1	10.6	13.1

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	14,884.0	16,728.6	18,088.5	19,561.1	21,081.7
운용자산	12,691.4	14,546.9	15,701.2	17,076.9	18,496.6
현예금 및 예치금	469.5	561.2	726.8	790.5	856.2
유가증권	6,567.8	8,196.3	9,020.0	9,810.3	10,625.8
주식	240.3	280.6	290.1	315.6	341.8
채권	2,784.2	962.1	998.8	1,086.3	1,176.6
대출채권	5,165.9	5,304.1	5,439.8	5,916.4	6,408.3
부동산	485.0	475.1	504.0	548.2	593.7
비운용자산	2,186.8	2,175.9	2,381.6	2,478.3	2,578.9
특별계정자산	5.9	5.8	5.7	5.9	6.2
부채총계	13,699.5	15,311.8	16,784.0	18,162.8	19,579.3
보험계약준비금	12,816.7	14,128.7	15,428.4	16,752.1	18,111.3
책임준비금	12,816.7	14,128.7	15,428.4	16,752.1	18,111.3
기타부채	876.7	1,177.0	1,350.0	1,404.8	1,461.8
특별계정부채	6.1	6.0	5.7	5.9	6.2
자본총계	1,184.6	1,416.9	1,304.5	1,398.3	1,502.4
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	512.8	606.7	710.7
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	100.2	84.5	140.1	140.1	140.1

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	1,278	705	570	630	713
BPS	10,147	12,137	11,174	11,978	12,869
DPS	150	130	105	116	131
밸류에이션 (배)					
PER	6.4	8.4	6.4	5.8	5.1
PBR	0.8	0.5	0.3	0.3	0.3
수익성					
ROE	14.4	6.3	4.9	5.4	5.7
ROA	1.1	0.5	0.4	0.4	0.4
배당지표					
배당성향	11.7	18.4	18.4	18.4	18.4
배당수익률	1.8	2.2	2.9	3.2	3.6
안정성					
총자산/자기자본	1,257	1,181	1,387	1,399	1,403
보유보험료/자기자본	321	307	348	329	314

미래에셋생명 (085620)

Buy, TP 6,200원

2Q19E 별도 기준 순이익 218억원(-9.9% QoQ, -13.4% YoY)으로 추정한다. 희망퇴직, 지점 축소 등 비용 효율화되어 비차익 증가가 예상된다. 방카슈랑스 채널의 변액 보험 판매 규모가 회복되었고 관련 잔고가 14조원까지 증가해 연간 fee 수익 400억원 규모가 추정된다. 위험손해율 상승 추세는 이어지고 있어 사차 이익 40억원 예상된다. 시장 금리 하락으로 인해 생명보험 업계의 LAT 우려가 대두되는 가운데 변액보험 중심의 보유계약을 가진 동사는 이에 대해 자유롭다는 점 긍정적이다.

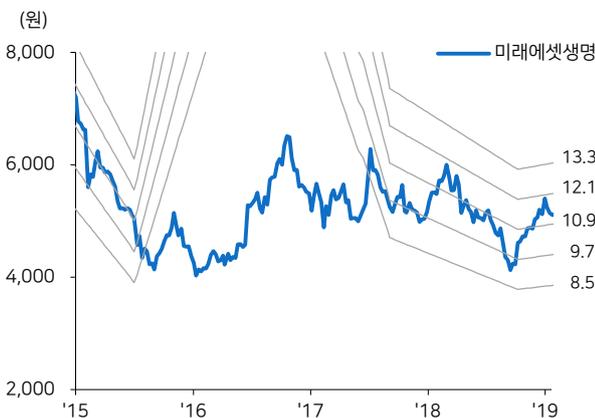
투자의견 Buy 및 적정주가 6,200원을 유지한다. 강점이었던 적극적 해외투자, 짧은 만기의 헤지 정책이 한미 금리차 확대로 인해 부담으로 전환되었으나 운용수익률 하락이 마무리되었고 판단한다. 배당정책으로 시가배당률 3% 이상을 공시했으나 18년 DPS 이상을 유지 가능해 4.2% 이상의 시가배당수익률 가능하다고 판단된다. 전환우선주의 풋옵션 만기는 추가적으로 연장될 가능성이 높다.

표14 미래에셋생명 2Q19E Preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-148.2	-96.3	53.9	-116.8	26.8	-	-
투자손익	151.4	149.3	1.4	153.9	-1.6	-	-
책임준비금전입	76.3	111.2	-31.4	78.0	-2.2	-	-
영업외손익	102.8	91.3	12.7	73.9	39.2	-	-
당기순이익	21.8	25.2	-13.4	24.2	-9.9	28.4	-23.3

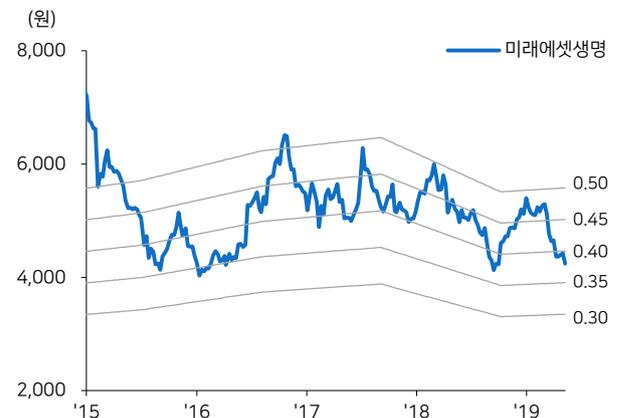
자료: 미래에셋생명, WISEfn, 메리츠종금증권 리서치센터

그림45 미래에셋생명 PER 밴드



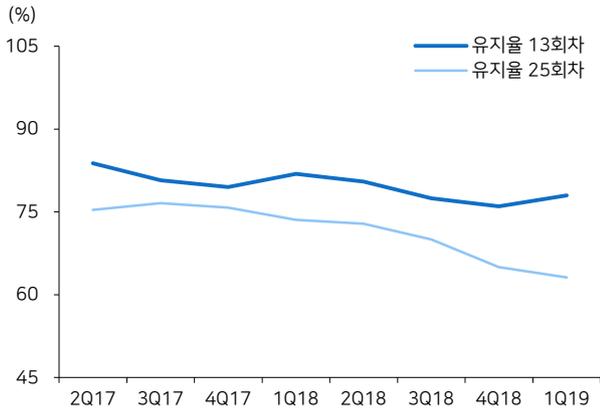
자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

그림46 미래에셋생명 PBR 밴드



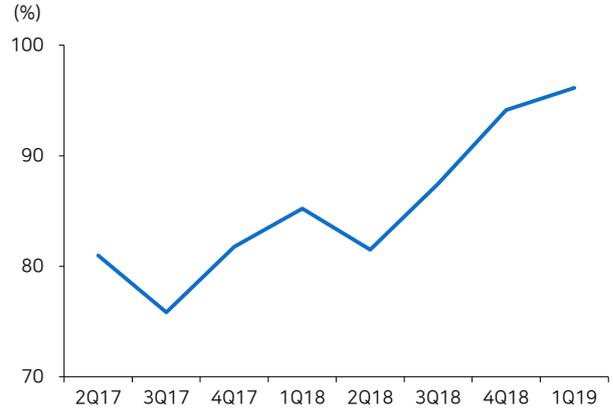
자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

그림47 13회차 · 25회차 유지율 추이



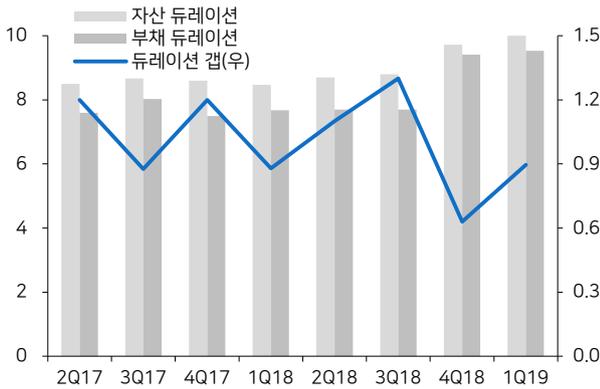
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권리서치센터

그림48 위험손해율 추이



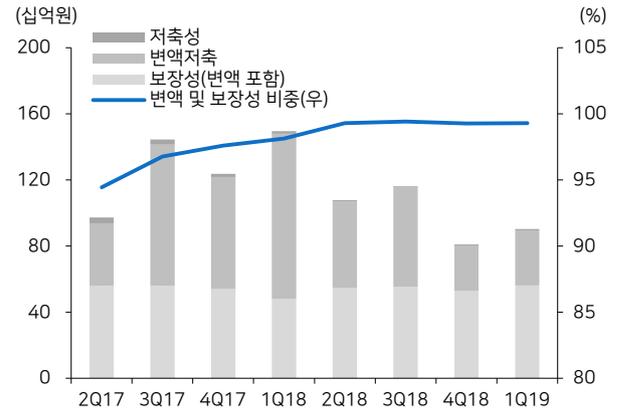
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권리서치센터

그림49 자산 부채 듀레이션



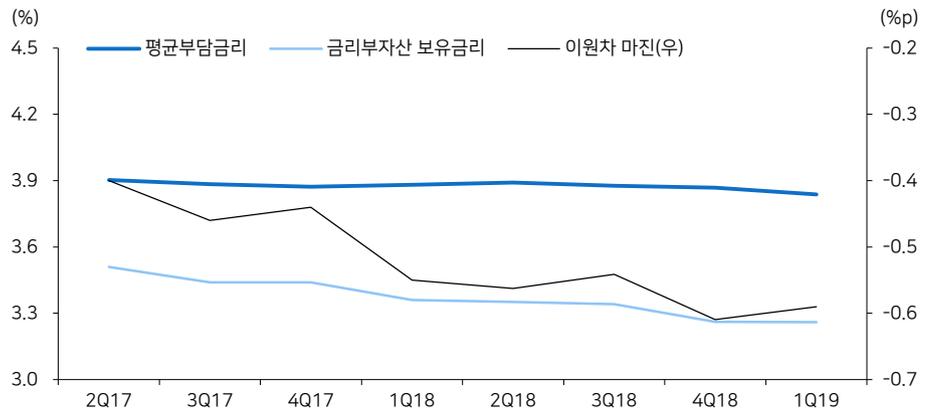
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권리서치센터

그림50 신계약 상품별 APE



자료: 미래에셋생명, 메리츠증권리서치센터

그림51 이원차마진 추이



자료: 미래에셋생명, 메리츠증권리서치센터

미래에셋생명 (085620)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
보험손익	4.7	-482.1	-595.1	-620.4	-629.4
보험영업수익	2,207.9	2,161.3	2,061.1	2,104.2	2,163.6
보험료수익	2,086.3	2,018.8	1,914.9	1,955.7	2,011.0
재보험수익	121.6	142.5	146.2	148.5	152.6
보험영업비용	2,203.2	2,643.4	2,656.3	2,724.6	2,793.0
지급보험금	1,529.8	1,863.9	1,900.1	1,953.6	1,992.8
재보험비용	124.2	148.7	158.0	161.7	164.9
사업비	314.2	378.5	359.4	365.2	384.4
신계약상각비	234.9	252.0	238.4	243.5	250.4
할인료	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
투자손익	605.9	611.7	607.3	610.5	607.9
책임준비금전입액	869.0	374.3	322.9	345.4	340.4
영업이익	-258.4	-244.7	-310.7	-355.4	-361.9
영업외손익	361.7	346.7	425.5	484.2	506.9
세전순이익	103.3	102.0	114.8	128.8	145.0
법인세비용	24.2	27.0	30.7	34.5	38.8
당기순이익	79.1	75.0	84.1	94.4	106.2

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	29,385.6	34,297.3	36,875.5	39,238.1	41,845.4
운용자산	17,948.8	19,936.7	20,197.4	20,555.7	20,916.2
현예금 및 예치금	206.9	226.5	176.3	182.3	186.0
유가증권	15,291.6	16,367.2	16,718.0	17,029.1	17,326.9
주식	316.7	192.2	193.7	196.6	199.7
채권	8,464.1	10,688.2	10,811.7	11,001.6	11,191.6
대출채권	2,393.7	3,244.1	3,209.6	3,249.9	3,307.1
부동산	39.0	83.1	77.6	78.3	79.8
비운용자산	1,209.6	1,216.2	1,351.7	1,432.5	1,514.2
특별계정자산	10,227.2	13,144.4	15,326.4	17,250.0	19,415.0
부채총계	27,739.7	32,495.2	34,732.4	37,043.4	39,591.4
책임준비금	16,676.2	18,296.0	18,617.1	18,962.6	19,303.0
계약자지분조정	57.0	66.0	85.7	85.7	85.7
기타부채	278.8	522.0	703.2	745.2	787.8
특별계정부채	10,727.7	13,611.1	15,326.4	17,250.0	19,415.0
자본총계	1,918.2	2,052.2	2,143.1	2,194.7	2,254.0
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	589.8	641.4	700.6
자본조정/기타포괄손익누계	400.9	296.7	381.2	381.2	381.2

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
보험금지급율	69.3	86.2	92.2	92.8	92.1
위험손해율	83.6	87.2	90.5	90.5	90.2
사업비율	24.9	29.2	29.0	28.9	29.3
투자수익률	3.4	3.2	3.0	3.0	2.9
성장성					
총자산	4.2	16.7	7.5	6.4	6.6
운용자산	2.8	11.1	1.3	1.8	1.8
특별계정자산	4.8	28.5	16.6	12.6	12.6
자기자본	1.7	7.0	4.4	2.4	2.7
수입보험료	-8.1	-2.1	-4.6	2.1	2.8
보험손익	-98.1	N/A	23.4	4.2	1.4
투자손익	3.6	1.0	-0.7	0.5	-0.4
책임준비금전입액	-20.9	-56.9	-13.7	7.0	-1.5
순이익	227.0	-5.3	12.2	12.2	12.6

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	447	433	499	573	659
BPS	11,278	12,654	13,310	13,682	14,111
DPS	170	170	175	201	231
밸류에이션 (배)					
PER	11.7	10.6	8.4	7.3	6.4
PBR	0.47	0.36	0.32	0.31	0.30
수익성					
ROE	4.0	3.6	3.8	4.2	4.7
ROA	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2
배당지표					
배당성향	37.0	37.0	35.0	35.0	35.0
배당수익률	3.2	3.7	4.2	4.8	5.5
안정성					
총자산/자기자본	15.3	16.7	17.2	17.9	18.6
보험료수입/총부채	8.0	6.7	5.9	5.7	5.5

삼성생명 (032830)

Buy, TP 98,000원

2Q19E 순이익(연결) 3,268억원(-26.9% QoQ, -69.0% YoY)으로 추정한다. 건강보험 판매 증가 및 의료 이용량 증가로 인해 위험손해를 상승 예상되어 사차 이익 1,560억원 전망된다. 보장성 보험 판매 견조해 비차이익 확보 지속되고 있다. 전속채널 위주의 판매 이뤄지고 있고 원가 절감을 위한 노력을 지속하고 있다. 사옥 매각 및 부동산 관련 펀드 청산으로 1,400억원의 투자 매각익 실현해 투자 수익률 상승 추정된다. 13회차 유지율 하락하는 모습은 건강보험 판매 비중이 늘어나는 영향이다.

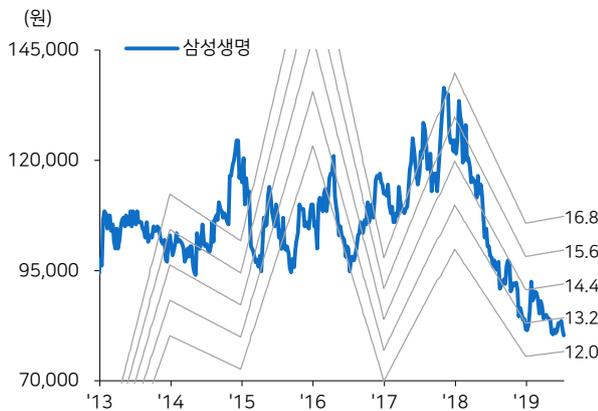
투자의견 Buy 및 적정주가 98,000원을 유지한다. 건강보험 판매 전략 강화는 향후 IFRS17 도입 시 긍정적이다. 관련 리스크는 재보험 출재를 통해 관리하고 있다. 시장 금리 하락으로 LAT 규제 강화에 대한 부담 대두되고 있으나 동사의 경우 자본 확충 가능성은 제한적이다. 18년 할인율 3.1%, LAT 잉여 금액 12조원이며 19년말 할인율 20bp 하향 조정, 금리 시나리오 규제 강화 등 반영 시 LAT 잉여금액 약 6조원 추정된다.

표15 삼성생명 2Q19E Preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-641.6	-60.6	959.5	-702.7	-8.7	-	-
투자손익	2,067.9	3,027.3	-31.7	2,119.6	-2.4	-	-
책임준비금전입액	1,287.3	1,817.5	-29.2	1,216.8	5.8	-	-
영업외손익	328.0	308.8	6.2	409.0	-19.8	-	-
당기순이익	326.8	1,056.0	-69.0	447.3	-26.9	319.4	2.3

자료: 삼성생명, WISEfn, 메리츠증권리서치센터

그림52 삼성생명 PER 밴드



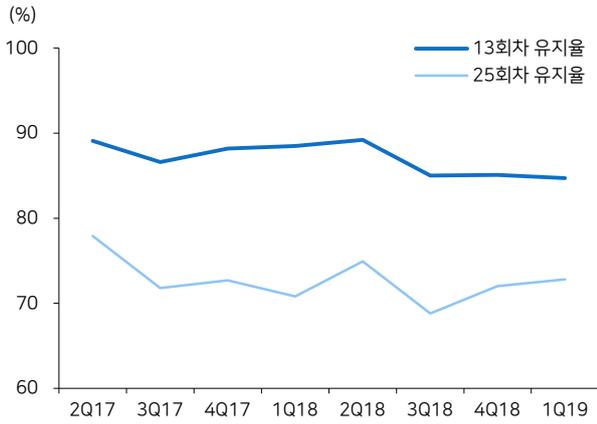
자료: Quantwise, 메리츠증권리서치센터

그림53 삼성생명 PBR 밴드



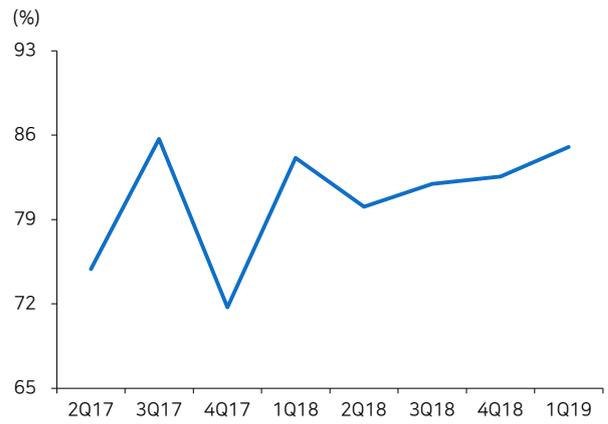
자료: Quantwise, 메리츠증권리서치센터

그림54 13회차·25회차 유지율 추이



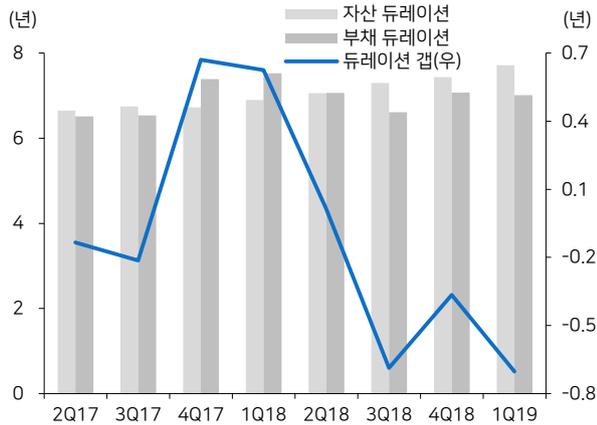
자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림55 위험손해율 추이



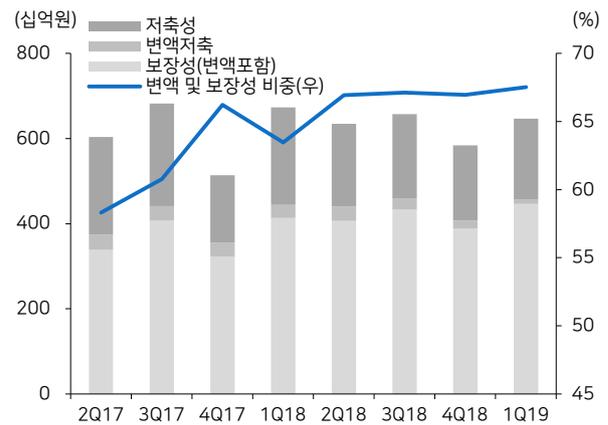
자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림56 자산 부채 듀레이션



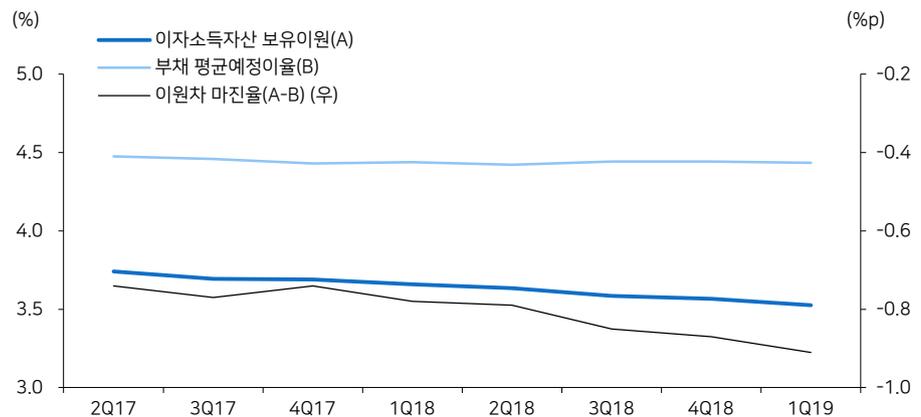
자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림57 신계약 상품별 APE



자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림58 이원차마진 추이



자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

삼성생명 (032830)

Income Statement(연결)

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
보험손익	1,006.0	-1,214.2	-2,575.5	-2,437.4	-2,639.0
보험영업수익	16,947.8	16,475.1	16,163.4	16,568.4	17,031.1
보험료수익	16,646.1	16,135.0	15,814.7	16,204.7	16,656.0
재보험수익	301.7	340.1	348.7	363.7	375.1
보험영업비용	15,941.9	17,689.4	18,738.9	19,005.8	19,670.1
지급보험금	11,910.0	13,510.3	14,508.6	14,658.0	15,196.9
재보험비용	338.7	389.5	424.1	429.0	444.9
사업비	1,723.0	2,231.9	2,324.5	2,397.3	2,464.4
신계약상각비	1,968.7	1,556.3	1,480.2	1,519.9	1,562.5
할인료	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5
투자손익	6,976.5	8,594.9	8,179.2	7,697.7	7,919.5
책임준비금전입액	7,609.6	6,447.6	5,363.5	4,897.2	4,802.5
영업이익	372.9	933.1	240.2	363.1	478.0
영업외손익	1,342.2	1,432.6	1,405.2	1,401.3	1,444.5
세전순이익	1,682.8	2,365.7	1,645.4	1,764.5	1,922.5
법인세비용	419.6	632.0	416.8	472.0	514.3
당기순이익	1,263.2	1,733.7	1,228.7	1,292.5	1,408.2
지배주주	1,166.1	1,664.4	1,172.6	1,234.9	1,345.6
비지배주주	97.1	69.3	56.1	57.5	62.7

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
보험금지급율	70.3	82.0	89.8	88.5	89.2
위험손해율	78.5	82.1	83.9	83.6	83.7
사업비율	22.2	23.5	24.1	24.2	24.2
투자수익률	3.1	3.7	3.4	3.1	3.1
성장성					
총자산	6.8	2.4	4.3	2.2	2.2
운용자산	6.4	3.3	3.7	2.1	2.1
특별계정자산	9.2	1.3	6.8	3.1	3.4
자기자본	9.9	-2.0	11.5	2.3	2.2
수입보험료	-0.6	-2.8	-1.9	2.5	2.8
보험손익	-59.4	N/A	N/A	N/A	N/A
투자손익	-12.8	23.2	-4.8	-5.9	2.9
책임준비금전입액	-17.7	-15.3	-16.8	-8.7	-1.9
순이익	-41.2	37.2	-29.1	5.2	9.0

Balance Sheet(연결)

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	282,713.8	289,427.7	301,735.5	308,335.7	315,110.7
운용자산	228,697.9	236,195.3	244,964.3	250,188.3	255,374.2
현예금 및 예치금	4,944.0	4,745.3	4,771.8	4,829.7	4,910.4
유가증권	150,762.2	152,678.9	160,485.3	164,060.7	167,500.0
주식	32,430.0	24,625.5	28,689.8	29,402.6	30,035.6
채권	100,549.2	106,307.1	108,984.4	111,348.7	113,686.6
대출채권	64,577.4	70,187.0	70,747.1	72,140.2	73,616.5
부동산	8,414.2	8,584.0	8,960.4	9,158.0	9,347.7
비운용자산	8,692.3	7,298.5	7,703.8	7,546.1	7,408.7
특별계정자산	45,323.7	45,933.9	49,067.4	50,601.3	52,327.7
부채총계	251,592.2	258,922.2	267,717.9	273,542.6	279,543.0
책임준비금	166,897.9	173,943.4	179,441.1	184,338.3	189,140.7
계약자지분조정	9,599.6	8,208.6	9,579.9	9,579.9	9,579.9
기타부채	27,914.3	29,793.6	29,629.5	29,023.1	28,494.6
특별계정부채	47,180.4	46,976.6	49,067.4	50,601.3	52,327.7
자본총계	31,121.6	30,505.5	34,017.6	34,793.1	35,567.6
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	15,848.4	16,623.9	17,398.4
자본조정/기타포괄손익누계	14,956.6	13,129.0	16,348.4	16,348.4	16,348.4
비지배주주지분	1,762.6	1,603.4	1,595.7	1,595.7	1,595.7

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	6,494	9,268	6,530	6,877	7,493
BPS	163,491	160,947	180,548	184,867	189,180
DPS	2,000	2,650	3,055	2,879	3,529
밸류에이션 (배)					
PER	19.2	8.8	12.2	11.6	10.6
PBR	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4
수익성					
ROE	4.3	5.6	3.8	3.8	4.0
ROA	0.8	0.4	0.6	0.4	0.4
배당지표					
배당성향	28.4	27.4	35.0	40.0	45.0
배당수익률	1.6	3.2	3.8	3.6	4.4
안정성					
총자산/자기자본	9.1	9.5	8.9	8.9	8.9
보험료수입/총부채	6.7	6.4	6.0	6.1	6.1

한화생명 (088350)

Hold, TP 3,200원

2Q19E 순이익 555억원(+19.1% QoQ, -57.4% YoY)으로 추정한다. 투자 부문 손상차손 약 1,000억원 발생해 투자수익률 하락한 점이 실적 감소의 주요 원인이다. 위험손해율은 79% 수준이 유지되고 있어 사차이익 약 1,200억원이 추정되며 건강 보험 판매 증가 견고해 사업비율 상승에도 비차이익 증가 예상된다. 금리민감도가 높은 동사의 특성상 최근 시장 금리 하락으로 인한 영향이 크다. 4분기 변액보증관련 적립 가능성이 높고 중장기적 LAT 관련 불확실성 해소가 필요하다. 기타보장성 판매 전략으로 신계약 성장 나오는 점 긍정적이나 유지율 하락하는 모습은 우려 요인이다.

투자의견 Hold로 하향하고 적정주가를 3,200원으로 20.0% 하향조정 한다. 상반기 투자 부문 손상차손 반영하고 금리 하락으로 인한 변액보증준비금 적립가능성을 반영해 19년 EPS 및 BPS를 33.1%, 0.9% 하향 조정했다. 18년말 LAT 잉여금액 1.2조원, 10bp 당 민감도 1.2조원으로 중장기 제도 강화에 따른 불확실성 존재한다.

표16 한화생명 2Q19E Preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-221.8	-80.6	175.3	-221.1	0.3	-	-
투자손익	714.1	829.9	-14.0	743.1	-3.9	-	-
책임준비금잔입	643.9	868.5	-25.9	684.7	-6.0	-	-
영업외손익	227.3	296.3	-23.3	225.8	0.6	-	-
당기순이익	55.5	130.2	-57.4	46.6	19.1	73.6	-24.6

자료: 한화생명, WISEfn, 메리츠총금증권 리서치센터

표17 Valuation table

적정주가	3,200원
이론주가	3,172원
2019 BPS	11,535원
적정 PBR	0.27
PBR Discount	-30.0%
이론 PBR	0.39
19년 ROE	1.6%
Growth Rate	-1.0%
Cost of equity	5.6%
Beta	0.54
Risk Free Rate	1.5%
Risk Premium	7.6%

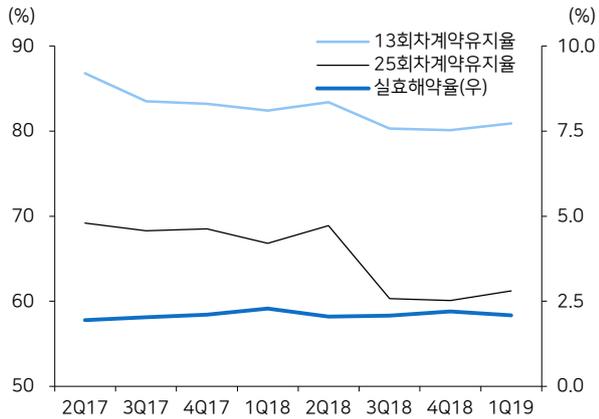
자료: 메리츠총금증권 리서치센터

표18 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
순이익	310.8	346.3	208.2	272.9	-33.0	-21.2
EPS (원)	414	461	277	363	-33.1	-21.2
BPS(원)	11,643	11,910	11,535	11,725	-0.9	-1.6
ROE (%)	2.8	3.1	1.6	2.3	-1.2	-0.8

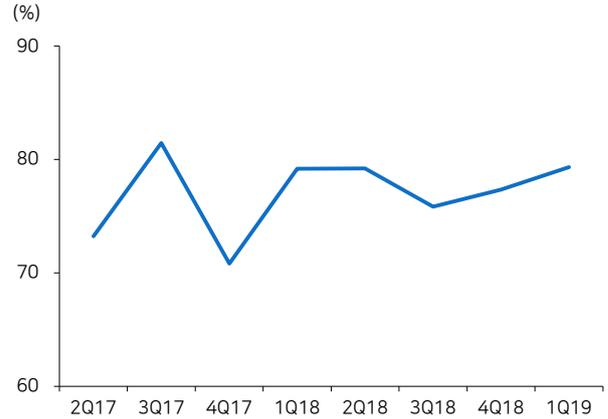
자료: 메리츠총금증권 리서치센터

그림59 유지율 및 해약율 추이



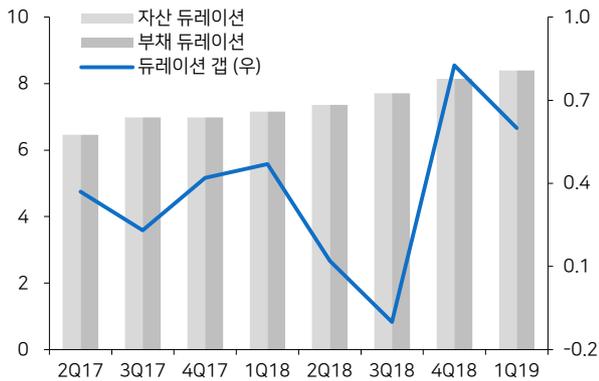
자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림60 위험손해율 추이



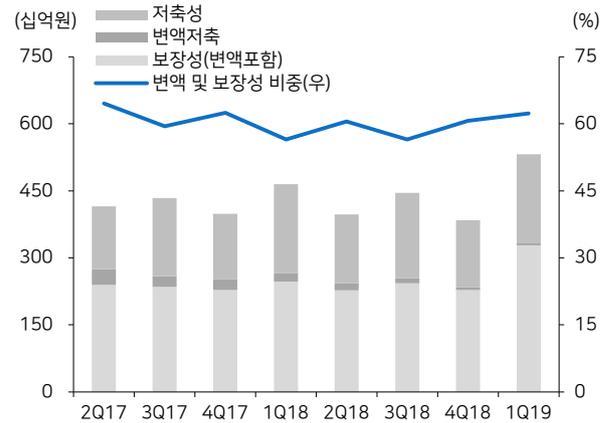
자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림61 자산 부채 듀레이션



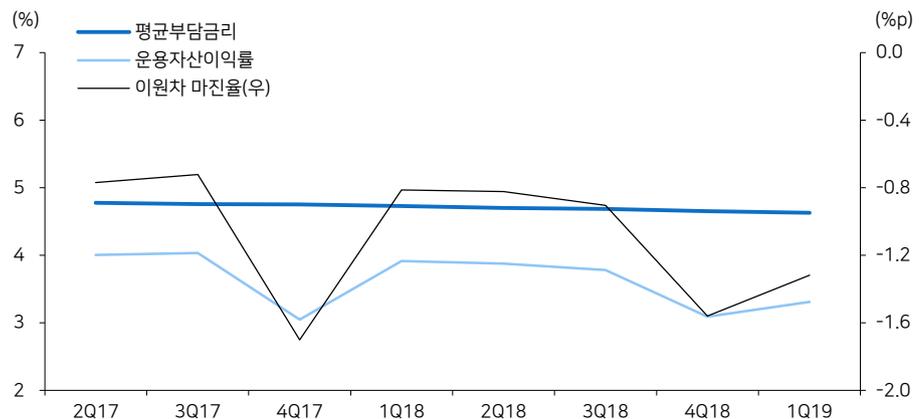
자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림62 신계약 상품별 APE



자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림63 이원차마진 추이



자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

한화생명 (088350)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
보험손익	538.1	-765.5	-971.9	-1,025.9	-1,077.7
보험영업수익	9,748.6	9,388.4	9,411.4	9,552.8	9,813.7
보험료수익	9,586.7	9,224.1	9,246.3	9,383.9	9,640.0
재보험수익	161.9	164.3	165.1	168.8	173.7
보험영업비용	9,210.5	10,153.9	10,383.3	10,578.7	10,891.4
지급보험금	6,882.5	7,832.4	7,998.3	8,118.1	8,323.8
재보험비용	170.0	171.8	174.9	178.1	182.6
사업비	883.0	1,185.0	1,232.7	1,263.1	1,312.0
신계약상각비	1,272.3	962.1	974.9	1,016.9	1,070.5
할인료	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5
투자손익	3,155.6	3,165.3	2,870.5	2,963.1	2,902.8
책임준비금전입액	3,963.1	2,986.8	2,531.6	2,499.2	2,404.1
영업이익	-269.4	-587.0	-633.0	-562.1	-578.9
영업외손익	960.8	1,088.8	916.7	933.1	932.8
세전순이익	691.4	501.8	283.7	371.0	353.9
법인세비용	165.9	142.5	75.5	98.1	81.7
당기순이익	525.5	359.3	208.2	272.9	272.2

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	110,313	114,302	118,619	121,940	125,123
운용자산	84,360	89,760	92,873	95,676	98,351
현예금 및 예치금	417	1,414	887	928	943
유가증권	61,143	64,290	67,187	69,204	71,145
주식	1,598	1,805	1,836	1,870	1,920
채권	32,111	28,741	30,434	31,493	32,382
대출채권	19,364	20,555	21,157	21,789	22,402
부동산	3,479	3,501	3,643	3,755	3,861
비운용자산	4,310	3,088	2,558	2,055	1,655
특별계정자산	21,643	21,455	23,188	24,208	25,117
부채총계	101,344	104,440	108,393	111,572	114,613
책임준비금	77,253	80,241	82,772	85,271	87,676
계약자지분조정	697	571	696	696	696
기타부채	1,229	1,249	1,738	1,396	1,124
특별계정부채	22,165	22,379	23,188	24,208	25,117
자본총계	8,969	9,862	10,225	10,368	10,510
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	3,152	3,358	3,356	3,498	3,640
자본조정/기타포괄손익누계	491	118	484	484	484

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
보험금지급율	70.6	83.4	85.0	85.0	84.8
위험손해율	76.7	77.9	77.8	77.8	78.0
사업비율	22.1	22.9	23.5	23.9	24.3
투자수익률	3.8	3.6	3.1	3.1	3.0
성장성					
총자산	4.7	3.6	3.8	2.8	2.6
운용자산	2.6	6.4	3.5	3.0	2.8
특별계정자산	9.0	-0.9	8.1	4.4	3.8
자기자본	10.0	10.0	3.7	1.4	1.4
수입보험료	-8.2	-3.7	0.2	1.5	2.7
보험손익	-72.2	-242.2	27.0	5.6	5.0
투자손익	-0.6	0.3	-9.3	3.2	-2.0
책임준비금전입액	-29.2	-24.6	-15.2	-1.3	-3.8
순이익	66.8	-31.6	-42.1	31.1	-0.2

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	699	478	277	363	362
BPS	11,274	13,126	11,535	11,725	11,914
DPS	140	100	58	76	76
밸류에이션 (배)					
PER	9.9	8.8	10.8	8.3	8.3
PBR	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
수익성					
ROE	6.2	3.8	1.6	2.3	2.2
ROA	0.3	0.5	0.3	0.2	0.2
배당지표					
배당성향	20.0	20.9	20.9	20.9	20.9
배당수익률	2.0	2.4	1.9	2.5	2.5
안정성					
총자산/자기자본	12.3	11.6	11.6	11.8	11.9
보험료수입/총부채	9.6	9.0	8.7	8.6	8.6

동양생명 (082640)

Trading Buy, TP 5,100원

2Q19E 순이익 198억원(-47.1% QoQ, +63.7% YoY)으로 추정한다. 건강 보험 판매 경쟁에 돌입한 타 생명보험사와 달리 종신 및 CI 위주의 판매가 이어지고 있다. 후순위채 발행으로 자본 관련 이슈는 제한적이고 동양자산 매각의 인식 및 30% 배당성향 유지되어 19E 시가배당수익률 5% 이상 추정된다. 언론 보도에 따르면 중국 정부가 위탁 경영하고 있던 안방 보험의 주요 자산은 최근 설립된 다자 보험그룹에 인수될 예정이다. 향후 최대주주 지분 매각 가능성이 주가 방향성에 가장 큰 변수다.

투자의견 Trading Buy 유지하고 적정주가를 5,100원으로 13.6% 하향 조정한다. 저축성 판매가 감소하고 일반 종신 및 CI 위주의 보장성 APE 성장이 이뤄지고 있어 단기적으로 실적 감소 요인이다. 19년은 동양자산운용 매각의 인식이 인식되나 보험 포트폴리오 변화하고 있어 20년 손익 추정치 11.4% 하향 조정할 점을 일부 반영했다. 당분간 손익 모델이 부재하여 주가 반등에는 시간이 필요하나 중장기 관점에서 보험 영업 및 투자 전략이 정상화 되고 있는 점은 긍정적이다. 동사는 고금리 부채 비중이 비교적 적어 LAT 관련 이슈 또한 양호하다.

표19 동양생명 2Q19E Preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-9.9	200.1	-105.0	-68.6	-85.5		
투자손익	200.5	184.0	8.9	232.6	-13.8		
책임준비금전입	174.7	390.1	-55.2	126.4	38.2		
영업외손익	11.2	23.0	-51.3	11.0	1.9		
당기순이익	19.8	12.1	63.7	37.5	-47.1	36.3	-45.4

자료: 동양생명, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표20 Valuation table

적정주가	5,100원
이론주가	5,097원
2019 BPS	16,364원
적정 PBR	0.31
PBR Discount	-40.0%
이론 PBR	0.52
19&20년 평균 ROE	4.1%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	7.0%
Beta	0.72
Risk Free Rate	1.5%
Risk Premium	7.6%

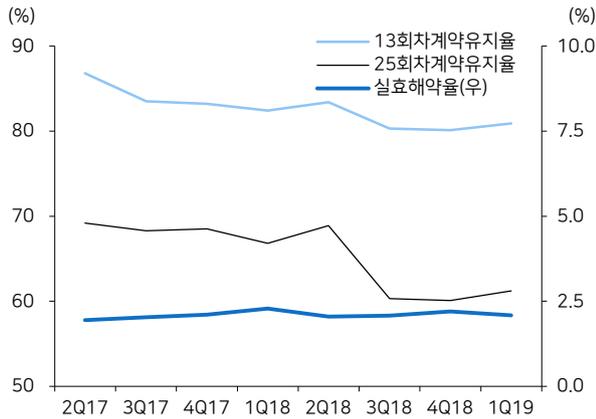
자료: 메리츠증권 리서치센터

표21 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
순이익	117.6	82.6	119.7	73.2	1.8	-11.4
EPS (원)	755	530	768	470	1.7	-11.4
BPS(원)	16,355	16,724	16,364	16,691	0.1	-0.2
ROE (%)	5.1	3.5	5.2	3.1	0.1	-0.4

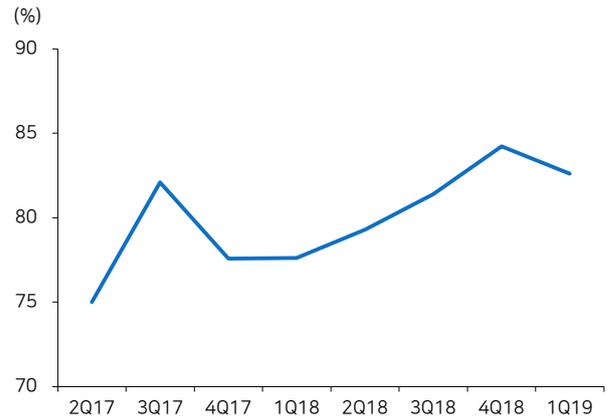
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림64 유지율 및 해약율 추이



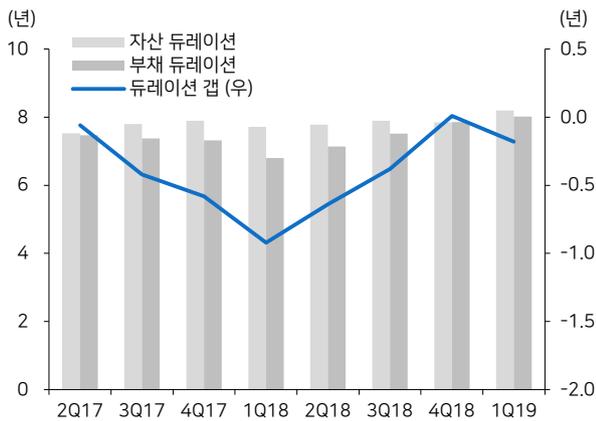
자료: 동양생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림65 위험손해율 추이



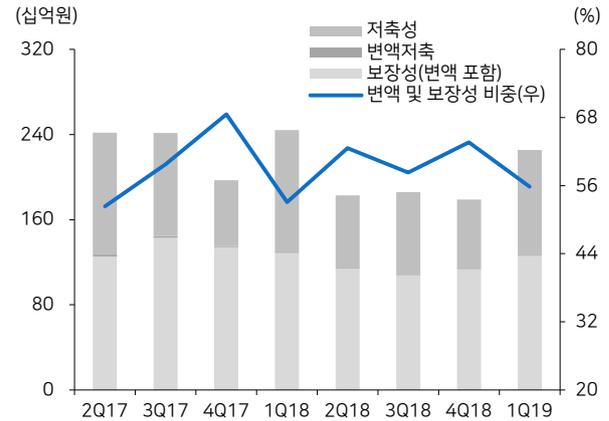
자료: 동양생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림66 자산 부채 듀레이션



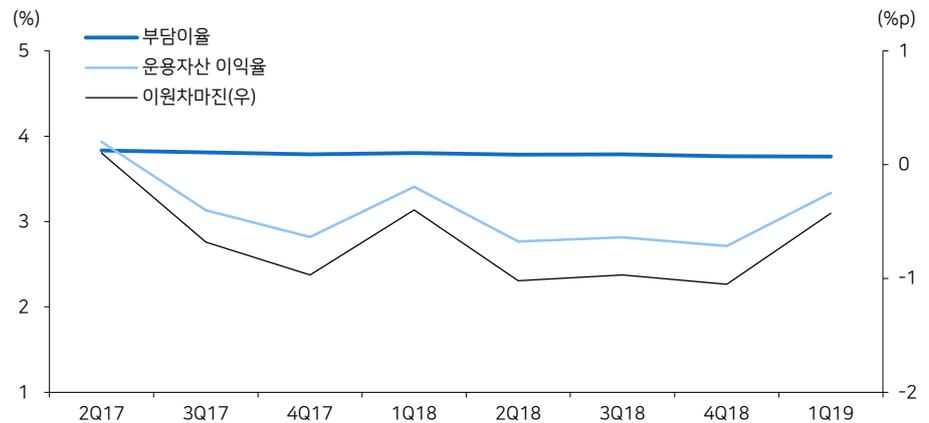
자료: 동양생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림67 신계약 상품별 APE



자료: 동양생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림68 이원차마진 추이



자료: 동양생명, 메리츠증권증권 리서치센터

동양생명 (082640)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
보험손익	2,076.1	795.8	-131.8	-87.4	-117.6
보험영업수익	5,191.4	4,324.8	4,206.8	4,283.6	4,400.1
보험료수익	5,136.9	4,262.5	4,143.1	4,218.7	4,333.4
재보험수익	54.5	62.3	63.7	64.9	66.7
보험영업비용	3,115.3	3,529.1	4,338.6	4,371.0	4,517.7
지급보험금	2,321.5	2,745.2	3,515.4	3,510.9	3,600.7
재보험비용	61.2	69.9	78.2	80.3	82.6
사업비	385.2	359.1	374.7	372.6	388.2
신계약상각비	345.8	353.9	369.3	406.2	445.2
할인료	1.6	1.0	1.0	1.0	1.0
투자손익	934.6	783.3	893.6	837.2	868.7
책임준비금전입액	2,845.2	1,591.6	645.8	695.6	688.6
영업이익	165.5	-12.5	116.0	54.2	62.4
영업외손익	75.6	81.9	44.8	45.7	45.9
세전순이익	241.1	69.4	160.8	99.9	108.3
법인세비용	56.7	18.0	41.1	26.7	29.0
당기순이익	184.4	51.3	119.7	73.2	79.3

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	30,273.7	31,854.6	33,172.6	33,908.9	34,644.0
운용자산	25,977.2	27,727.9	28,777.0	29,542.5	30,304.5
현예금 및 예치금	1,376.5	1,434.7	1,328.5	1,365.2	1,401.7
유가증권	20,125.3	21,034.6	22,085.1	22,658.7	23,237.7
주식	634.1	619.3	648.7	661.2	676.7
채권	10,975.4	12,130.9	12,350.6	12,659.0	12,974.5
대출채권	4,122.6	4,909.3	4,997.8	5,143.3	5,280.0
부동산	352.8	349.3	365.5	375.3	385.0
비운용자산	1,427.9	1,265.5	1,219.2	1,174.0	1,131.2
특별계정자산	2,868.7	2,861.3	3,176.5	3,192.3	3,208.3
부채총계	27,889.5	29,620.2	30,622.1	31,307.4	31,987.2
책임준비금	24,481.3	26,076.3	26,722.5	27,418.1	28,106.7
계약자지분조정	23.2	11.3	17.7	17.7	17.7
기타부채	318.2	371.9	705.4	679.3	654.5
특별계정부채	3,066.9	3,160.7	3,176.5	3,192.3	3,208.3
자본총계	2,384.2	2,234.5	2,550.5	2,601.5	2,656.7
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	954.8	1,005.7	1,061.0
자본조정/기타포괄손익누계	222.0	77.0	203.7	203.7	203.7

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
보험금지급율	44.7	63.5	83.6	82.0	81.8
위험손해율	80.4	80.7	81.9	82.0	82.0
사업비율	14.1	16.5	17.7	18.2	18.9
투자수익률	3.8	2.9	3.2	2.9	2.9
성장성					
총자산	13.5	5.2	4.1	2.2	2.2
운용자산	12.6	6.7	3.8	2.7	2.6
특별계정자산	13.1	-0.3	11.0	0.5	0.5
자기자본	33.5	-6.3	14.1	2.0	2.1
수입보험료	-15.5	-16.7	-2.7	1.8	2.7
보험손익	-39.3	-61.7	-116.6	-33.7	34.6
투자손익	83.6	-16.2	14.1	-6.3	3.8
책임준비금전입액	-29.2	-44.1	-59.4	7.7	-1.0
순이익	3,289.1	-72.2	133.2	-38.9	8.4

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	1,183	329	768	470	509
BPS	15,297	14,336	16,364	16,691	17,046
DPS	360	100	233	143	155
밸류에이션 (배)					
PER	6.4	14.5	5.6	9.2	8.5
PBR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
수익성					
ROE	9.9	2.5	5.2	3.1	3.1
ROA	0.0	0.6	0.2	0.4	0.2
배당지표					
배당성향	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4
배당수익률	4.7	2.1	5.4	3.3	3.6
안정성					
총자산/자기자본	12.7	14.3	13.0	13.0	13.0
보험료수입/총부채	18.6	14.6	13.7	13.7	13.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동자료에 언급된 종목 중 메리츠화재와 계열회사의 관계가 있습니다. 2019년 7월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 7월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 7월 16일 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	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4 등급	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 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성화재 (000810) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.08.21	산업분석	Buy	350,000	김고은	-19.0	-12.7	
2017.10.16	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-20.1	-12.7	
2017.11.29	산업분석	Buy	350,000	김고은	-21.0	-12.7	
2018.01.22	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-20.9	-12.7	
2018.04.20	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-21.3	-12.7	
2018.06.04	산업분석	Buy	350,000	김고은	-21.7	-12.7	
2018.07.18	1년 경과				-22.1	-17.9	
2018.11.15	산업분석	Buy	350,000	김고은	-21.9	-17.9	
2019.01.21	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-21.6	-14.0	
2019.02.21	기업브리프	Buy	370,000	김고은	-19.1	-16.5	
2019.04.10	산업브리프	Buy	370,000	김고은	-20.2	-16.5	
2019.05.30	산업분석	Buy	370,000	김고은	-22.4	-16.5	
2019.07.16	산업브리프	Buy	370,000	김고은	-	-	

DB 손해보험 (005830) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-21.2	-15.5	
2019.05.30	산업분석	Buy	78,000	김고은	-24.0	-18.3	
2019.07.16	산업브리프	Buy	70,000	김고은	-	-	

현대해상 (001450) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.08.21	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	-22.8	-17.6	
2019.05.30	산업분석	Buy	41,000	김고은	-29.0	-23.3	
2019.07.16	산업브리프	Buy	35,000	김고은	-	-	

메리츠화재 (000060) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-27.2	-14.7	
2019.04.10	산업브리프	Buy	30,000	김고은	-26.3	-14.7	
2019.05.30	산업분석	Buy	30,000	김고은	-27.0	-14.7	
2019.07.16	산업브리프	Buy	30,000	김고은	-	-	

한화손해보험 (000370) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.08.21	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	-32.2	-28.1	
2019.04.10	산업브리프	Buy	7,000	김고은	-31.5	-24.3	
2019.05.30	산업분석	Trading Buy	5,000	김고은	-18.2	-12.4	
2019.07.16	산업브리프	Trading Buy	4,300	김고은	-	-	

삼성생명 (032830) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자이견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-19.7	-12.9	
2019.05.30	산업분석	Buy	98,000	김고은	-15.9	-14.0	
2019.07.16	산업브리프	Buy	98,000	김고은	-	-	

한화생명 (088350) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자이견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-16.8	-13.3	
2019.04.10	산업브리프	Trading Buy	4,600	김고은	-18.7	-12.2	
2019.05.30	산업분석	Trading Buy	4,000	김고은	-20.2	-17.0	
2019.07.16	산업브리프	Hold	3,200	김고은	-	-	

동양생명 (082640) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자이견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-17.9	-12.5	
2019.04.10	산업브리프	Trading Buy	5,900	김고은	-21.0	-12.5	
2019.05.30	산업분석	Trading Buy	5,900	김고은	-23.2	-12.5	
2019.07.16	산업브리프	Trading Buy	5,100	김고은	-	-	

미래에셋생명 (085620) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.10.16	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-27.5	-16.3	
2017.11.29	산업분석	Buy	7,500	김고은	-27.5	-16.3	
2018.01.22	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-28.6	-16.3	
2018.04.20	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-28.2	-16.3	
2018.06.04	산업분석	Buy	7,500	김고은	-27.6	-16.3	
2018.07.18	1년 경과				-32.6	-26.3	
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	-21.6	-12.9	
2019.05.30	산업분석	Buy	6,200	김고은	-22.7	-12.9	
2019.07.16	산업브리프	Buy	6,200	김고은	-	-	