



▲ 보험/증권

Analyst 김고은

02. 6454-4871

goenkim@meritz.co.kr

Neutral

Top Picks

DB손해보험(005830)	Buy	70,000원
메리츠화재(000060)	Buy	28,000원
미래에셋생명(085620)	Buy	5,500원

관심종목

삼성화재(000810)	Buy	315,000원
현대해상(001450)	Buy	35,000원
삼성생명(032830)	Buy	84,000원
한화생명(088350)	Hold	2,750원
동양생명(082640)	Hold	4,400원
한화손해보험(000370)	Hold	3,600원

보험

악재보다 화재에 민감할 투자 심리

- ✓ 20년 실손손 요율 인하, 구실손 인상 가능성 제시
- ✓ 3Q19E 커버리지 손해보험사 순이익 4,791억원(+3.4% QoQ, -19.7% YoY) 추정
- ✓ 3Q19E 커버리지 생명보험사 순이익 4,731억원(+11.0% QoQ, +6.3% YoY) 추정
- ✓ Top picks DB손해보험, 메리츠화재 차선호주 미래에셋생명

2020년 실손 보험 요율 인상 가능성 점검

19년과 같은 방식 적용될 경우 20년 역시 실손손 인하, 구실손 인상될 가능성 높다. 금융위원회는 18.09 발표를 통해 19년 초 보험료 조정은 반사이익 추정치를 선 반영 한 것이며 19년 말 예측치와 동일해 손해율이 100%를 넘지 않을 때 보험료 조정이 없다고 명시했다. 최근 비급여 및 급여 본인 부담 청구가 함께 증가하고 있어 19년 상반기 기준 실손손해율이 129%까지 상승했다. 3분기 높은 위험손해율이 유지되고 있어 19년 말 기준으로 사상 최대 수준인 16년의 131.3% 이상을 상회할 가능성이 있다. 총의료비 증가 추세 억제하기 위해 비급여 표준화 등 구조적 개선이 필요하나 단기적으로는 20년 요율 인상이 필요하다. 정비수가 인상, 추나요법 급여화, 비급여 진료 증가 등 악재는 주가에 상당히 반영되어 있어 투자심리가 화재에 민감할 가능성 있다. 다만 실제 손해율 개선에는 시간이 걸릴 전망이다.

3Q19 보험 산업 실적 전망

손해보험사 커버리지 기준 3Q19E 순이익은 4,791억원(+3.4% QoQ, -19.7% YoY)으로 추정한다. 자동차 및 위험손해율 상승 추세가 지속되고 있으나 상승폭은 줄어들 전망이다. 판매 구도가 삼성화재 및 메리츠화재 경쟁으로 재편 중이며 월평균 150억원 이상의 보장성 판매로 사업비율 크게 상승했다. 생명보험사 커버리지 기준 3Q19E 순이익은 4,731억원(+11.0% QoQ, +6.3% YoY)으로 추정한다. 역시 실손 영향으로 위험손해율 상승하고 있다. 일회성 요인으로 삼성생명의 부동산신탁 매각, 동양생명의 동양자산 매각이 있었다. LAT 완화 및 시기 지연되었으나 변액보증준비금 적립 규모는 확대될 전망이다.

Top Picks: DB손해보험, 메리츠화재

DB손해보험은 타사대비 valuation 낮아 가격 매력이 있다. 최근 심화되고 있는 판매 경쟁에 적극적으로 가담하고 있지 않아 실적 가시성이 높다. 메리츠화재는 GA 뿐 아니라 업계 내 최대 수준의 전속설계사 수를 가져가며 채널 전략에 있어서 독보적인 점을 반영해 업종 내 선호 유지한다.

2020년 실손 보험 요율 인상 가능성 점검

실손보험에 대한 우려 지속되나

건강보험 강화 정책 이후 실손 보험 손해를 상승하고 있음에도 보험료 인상 가능성에 대해 시장 우려가 지속되고 있다. 당사는 19년과 같은 방식으로 보험료가 조정되는 경우 20년 역시 신실손 인하, 구실손 인상될 가능성 높다고 판단한다.

신실손 인하 및 구실손 인상 기조 이어질 전망

실손보험료 인상 결정에도 실질적인 손해율 개선에는 시간이 걸리기 때문에 20년 이후 개선 폭은 크지 않을 전망이다. 투자심리에 영향을 미칠 수 있다. 정비수가 인상, 추나요법 급여화, 비급여 진료 증가 등 악재는 상당 부분 주가에 반영되어 있기 때문이다. 실손 및 자동차 보험료 요율 인상 요인이 지속적으로 나타나는 가운데 악재보다는 호재에 보다 민감하게 반응할 수 있다.

19년 보험료 조정의 기본가정은 예측한 반사이익의 연말 가시화

금융위원회가 18년 9월에 발표한 “보장성 강화정책 효과를 실손 보험료에 반영하겠습니다”에 따르면, 19년 초 보험료 조정은 공보험 보장성 강화 정책에 대한 반사이익 추정치를 선반영 한 것이다. 19년 말 지급된 보험금이 반사이익을 고려한 예측치와 동일해 손해율이 100%이면 보험료 인상이 없다고 명시되어 있다.

기존 발표된 변경방식을 바꾸지 않는다면 요율 인상될 듯

반대로 말하면 연초에 추정된 예측치 대비 실제 보험금 지급이 많아 손해율이 100% 이상인 경우 보험료 인상이 가능한 방식이다. 20년 이후 시행이 예상되는 건강보험 보장성 강화에 따라 추가적인 반사이익 추정이 가능하겠으나 19년의 경우에는 예상 대비 보험금 지급액이 많아 보험료 인상 요인이 발생한다.

실제 손해율 개선은 시간 걸리나 악재 보다 호재에 주가가 민감하게 반응할 수 있음

결과적으로 20년 반사이익 추정에 따라 신실손(17.04 이후 판매)의 경우 보험료 인하될 수 있으나 구실손에 대해서는 보험료가 인상될 가능성이 크다. 특히 19년에는 총 의료비 유지를 가정한 반사이익만이 반영된 반면 20년에는 최근 나타나는 실손 손해액 증가분이 함께 반영된다.

그림1 19년 실손보험료 조정폭(18.09 금감원 발표)

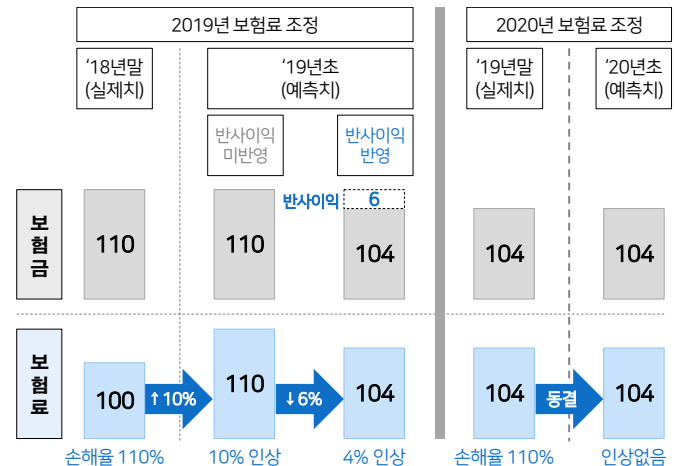
【2019년 실손 보험료 조정폭(예상)】

- ◇ **신실손**상품은 인하요인(6.15%) 반영시 실제 보험료가 인하될 것으로 예상
- ◇ 과거 실손상품은 인하요인(6.15%)을 반영하더라도 높은 손해율 등 누적 인상요인으로 예정된 보험료 인상폭을 완화하는 방식으로 적용 예상

- ① **(新실손)**
반사이익(6.15% ↓)
→ 8.6%수준 인하(인하요인 + 비급여특약 제외효과, 예상)
- ② **(2009.9월後)**
인상요인(12%~18% ↑) + 반사이익(6.15% ↓)
→ 6~12%수준 인상(예상)
- ③ **(2009.9월前)**
인상요인(14%~18% ↑) + 반사이익(6.15% ↓)
→ 8~12%수준 인상(예상)

자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

그림2 보험료 변경 방식 예시(18.09 금감원 발표)



자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

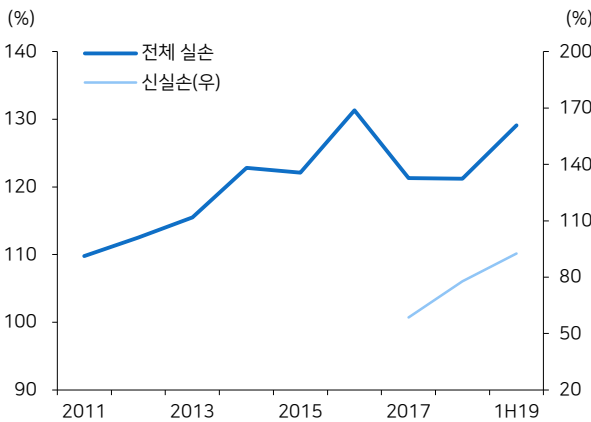
**19년 상반기 실손 손해율 129%
요율 조정 필요한 수준**

보험연구원의 발표에 따르면 보장성 강화 정책에도 실손보험 청구 금액은 지속적으로 증가하고 있다. 비급여 및 급여 본인 부담이 함께 증가하고 있어 19년 상반기 기준 실손 손해율이 129%까지 상승했다. 3분기 높은 위험손해율이 유지되고 있어 19년 말 기준으로 사상 최대 수준인 16년 손해율 131.3% 이상을 상회할 가능성이 있다. 총의료비 증가 추세 억제하기 위해 비급여 표준화 등 구조적인 개선이 필요하나 단기적으로 달성되기 어려워 20년 요율 인상이 필요하다.

**건강보험 강화의 정책 목표는
보장률 70%로
향후 제도 개선 필요**

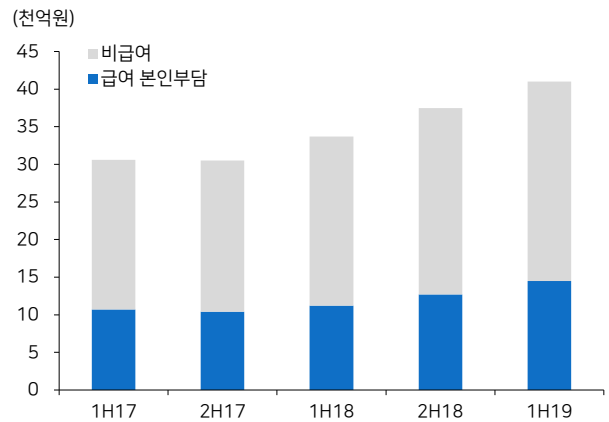
또한 건강보험 보장성 강화 정책의 목표를 보장률 70%에 두고 있어 정부 차원에서도 비급여 관리가 중요하다. 이는 실손 보험료 인상으로 해결되지 않는 문제기 때문에 중장기적으로 구조 개선에 대한 시도가 나타날 수 있다.

그림3 실손의료보험 위험손해율 추이



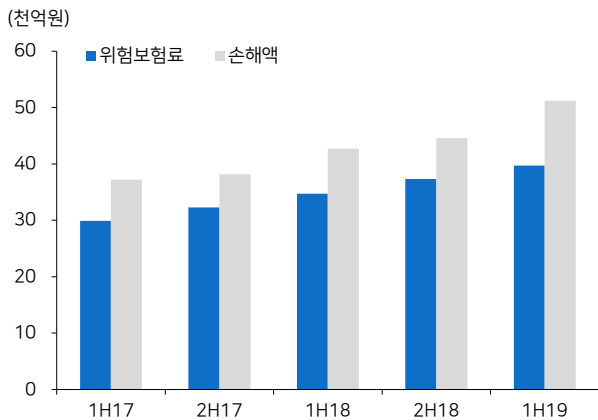
자료: 보험연구원, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 실손의료보험 청구 금액 현황(5개사)



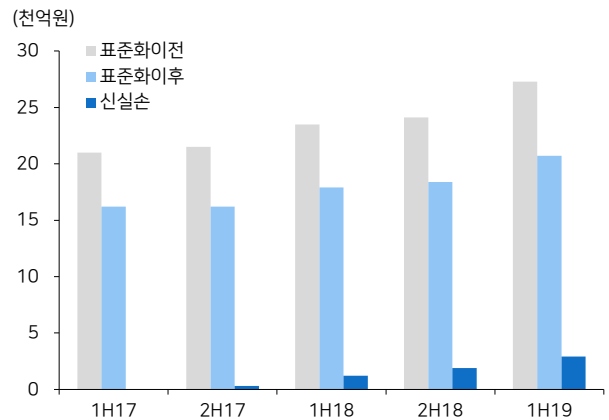
자료: 보험연구원, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 실손의료보험 보험료 및 손해액



자료: 보험연구원, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 실손의료보험 손해액 추이



자료: 보험연구원, 메리츠증권증권 리서치센터

3Q19 실적 전망

손해보험사 3Q19E 순이익 4,791억원 전망

손해보험사 커버리지(삼성화재, DB손해보험, 현대해상, 메리츠화재, 한화손해보험) 기준 3Q19E 순이익은 4,791억원(+3.4% QoQ, -19.7% YoY)으로 추정한다. 두 차례의 태풍에도 큰 영향은 없었으나 자동차 및 위험손해율 상승 추세가 지속되고 있다. 정비수가 인상, 추나요법 급여화, 비급여 진료 증가의 상당 부분이 상반기에 주로 반영되어 상승폭은 줄어들 전망이다. 자동차의 경우 원수보험료 증가율이 감지되고 있어 20년부터는 경과보험료 증가 추세가 시작될 전망이다. 3분기 신계약 판매 호조 지속되고 있으나 전사적인 경쟁에서 삼성화재 및 메리츠화재의 경쟁으로 구조가 달라지는 모습이다. 각 회사가 월평균 150억원 이상의 보장성 인보험을 판매함에 따라 사업비율 역시 크게 상승했다. 최근 GA 채널 경쟁에서 전속설계사 경쟁으로 이어지고 있으며 최근 메리츠화재의 전속설계사 수가 삼성화재를 넘어서는 모습이다. 컨센서스를 상회하는 DB손해보험과 메리츠화재의 순이익은 적극적인 매각의 시현 영향이다.

생명보험사 3Q19E 순이익 4,731억원 전망

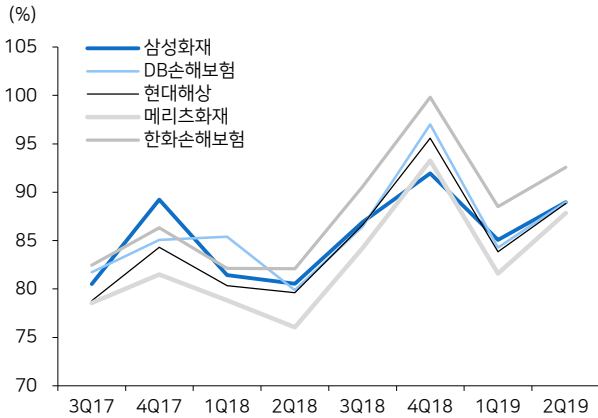
생명보험사 커버리지(삼성생명, 한화생명, 동양생명, 미래에셋생명) 기준 3Q19E 순이익은 4,731억원(+11.0% QoQ, +6.3% YoY)으로 추정한다. 생명보험 업계 역시 실손의 영향으로 위험손해율 상승하고 있다. 삼성생명의 경우 건강보험 위주의 신계약 판매는 지속되고 있으며 한화생명 및 동양생명은 종신 보험 위주로 판매되었다. 미래에셋생명의 경우 방카슈랑스 채널 이슈로 변액 저축 판매 규모 소폭 감소가 추정된다. 일회성 요인으로는 삼성생명의 부동산신탁 매각의, 동양생명의 동양자산 매각의가 있었다. LAT 완화 및 시기 지연으로 연말 불확실성은 연기되었으나 변액보증준비금 적립 규모는 확대될 전망이다.

표1 커버리지 보험사 3Q19E Preview (순이익)

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
삼성화재	180.4	237.1	-23.9	195.3	-7.6	221.3	-18.5
DB손해보험	134.8	151.6	-11.1	107.0	25.9	122.2	10.4
현대해상	80.3	100.9	-20.4	86.6	-7.2	82.2	-2.4
메리츠화재	74.2	72.9	1.7	70.3	5.5	60.8	22.0
한화손해보험	9.4	33.8	-72.3	4.0	135.3	16.2	-42.2
손해보험 합계	479.1	596.3	-19.7	463.2	3.4	502.7	-4.7
삼성생명(연결)	285.7	279.7	2.1	309.3	-7.6	314.3	-9.1
한화생명	74.8	140.5	-46.8	46.8	59.8	87.8	-14.7
동양생명	80.4	10.6	656.2	33.7	138.8	81.5	-1.3
미래에셋생명	32.2	14.2	127.0	36.2	-11.2	26.3	22.5
생명보험 합계	473.1	445.0	6.3	426.0	11.0	509.8	-7.2

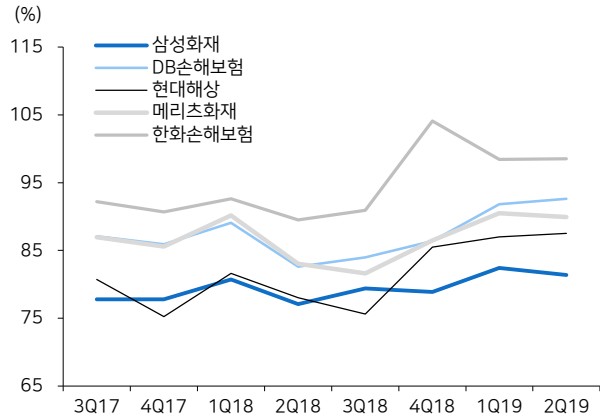
주: 삼성생명 제외 별도 기준
자료: 각 사, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 손해보험사 자동차 손해를 추이



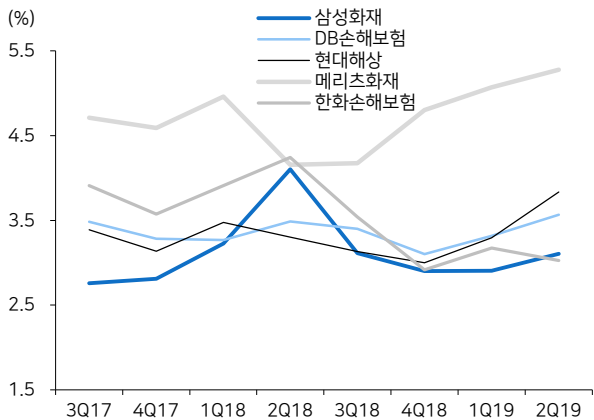
자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

그림8 손해보험사 장기위험손해를 추이



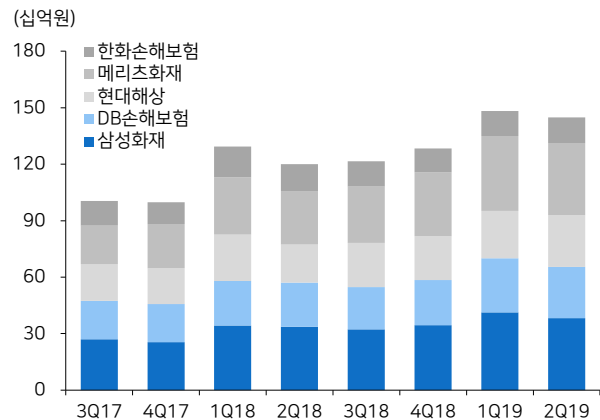
자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

그림9 손해보험사 투자이익률 추이



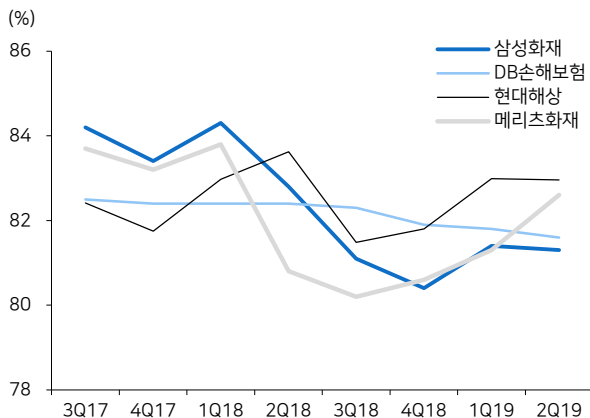
자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

그림10 손해보험사 보장성 인보험 추이



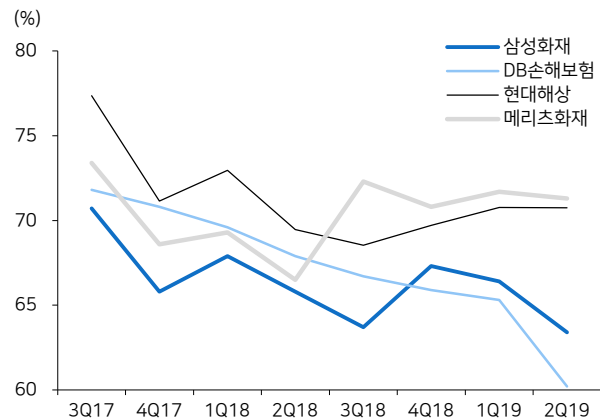
자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

그림11 손해보험사 13회차 유지율 추이



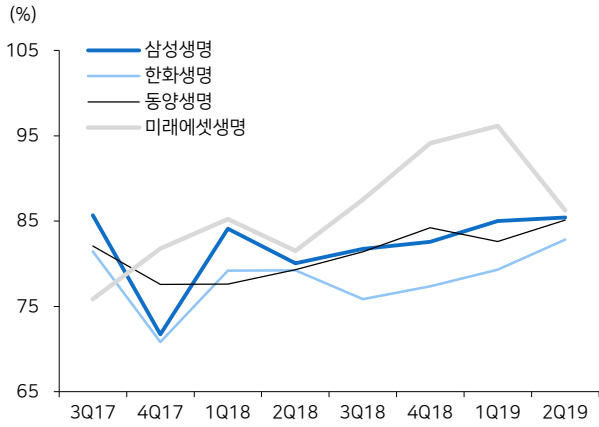
자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

그림12 손해보험사 25회차 유지율 추이



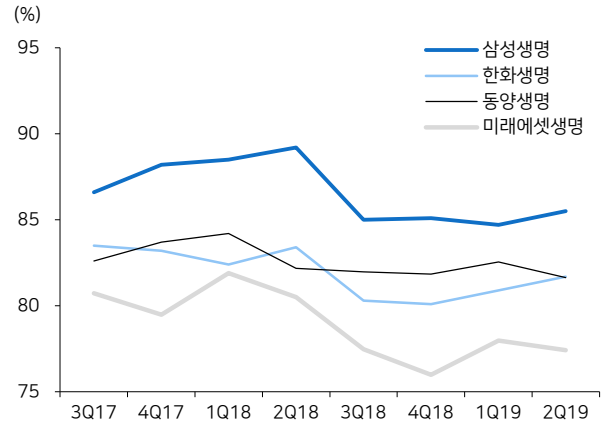
자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

그림13 생명보험사 위험손해율 추이



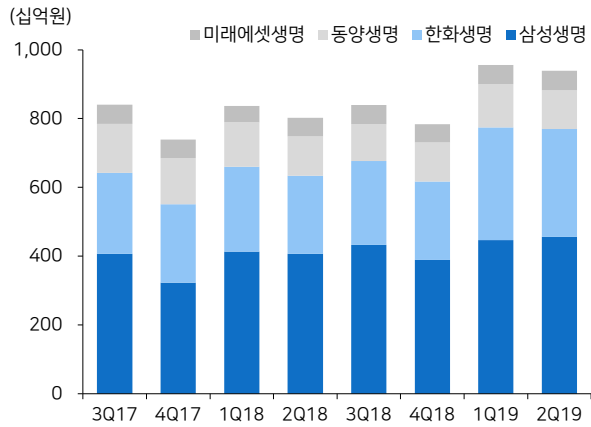
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 생명보험사 13회차 유지율 추이



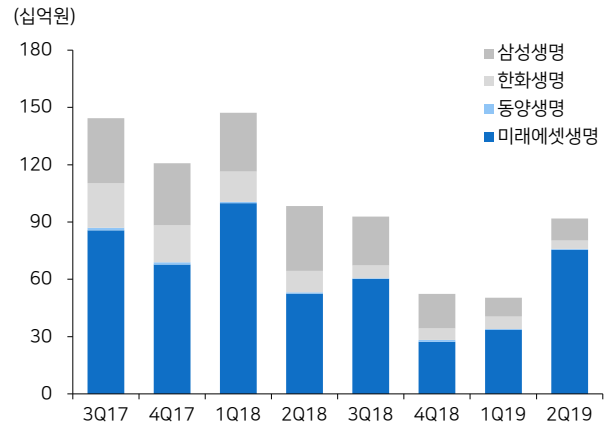
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 생명보험사 신계약 보장성 APE 추이



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 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	Hold	Buy	Hold	Hold	Buy
현재가 (10.8) (원)		217,000	50,300	25,300	18,050	3,020	69,900	2,325	3,755	4,080
적정주가(원)		315,000	70,000	35,000	28,000	3,600	84,000	2,750	4,400	5,500
상승여력		45.2%	39.2%	38.3%	55.1%	19.2%	20.2%	18.3%	17.2%	34.8%
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	756.7	448.5	276.1	277.9	28.3	1,101.3	135.2	148.8	98.1
	2020E	869.5	491.5	327.3	322.3	56.5	1,166.6	235.6	80.8	102.7
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	5.8	8.2	6.4	10.8	2.1	3.3	0.7	6.4	4.4
	2020E	6.2	7.9	7.0	10.8	4.2	3.2	1.8	3.3	4.3
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	0.9	1.1	0.6	1.3	0.2	0.6	0.3	0.2	0.2
	2020E	1.0	1.1	0.7	1.3	0.3	0.4	0.1	0.5	0.3
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	321,749	95,203	52,872	25,671	11,308	191,783	11,831	17,345	14,655
	2020E	334,792	102,298	56,456	27,936	11,880	195,680	11,984	17,759	15,098
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	18,263	7,086	3,167	2,493	242	5,848	180	955	600
	2020E	20,959	7,765	3,808	2,891	484	6,207	314	518	634
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	0.67	0.53	0.48	0.70	0.27	0.36	0.20	0.22	0.28
	2020E	0.65	0.49	0.45	0.65	0.25	0.36	0.19	0.21	0.27
PER (배)	2017	10.3	7.2	7.9	7.2	5.8	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	11.9	7.1	8.0	7.2	12.5	12.0	12.9	3.9	6.8
	2020E	10.4	6.5	6.7	6.2	6.2	11.3	7.4	7.2	6.4
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	9,183	2,000	970	875	45	2,806	36	290	180
	2020E	10,879	2,005	1,149	1,016	89	2,599	63	104	190
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	4.2	4.0	3.8	4.8	1.5	4.0	1.5	7.7	4.4
	2020E	5.0	4.0	4.5	5.6	3.0	3.7	2.7	2.8	4.7

자료: 메리츠증권리서치센터

DB손해보험 (005830)

Buy, TP 70,000원

3Q19E 순이익 1,348억원(+25.9% QoQ, -11.1% YoY)으로 추정한다. 영업일수 및 비급여 진료 증가 등 영향으로 장기위험손해율 소폭 상승 추정되나 업계 내 양호한 수준이 유지될 전망이다. 자동차 손해율 상승하나 상승폭은 줄어들고 있고 특약 할인폭 축소 등으로 원수보험료 증가율 가시화되고 있다. 월평균 90억원 수준의 신계약 판매를 이어갈 계획으로 업계 내 판매 경쟁에 참여하고 있지 않아 사업비 부담이 가장 적다는 점 매력적이다. 투자 부문 적극적인 대응 하고 있어 투자수익률 3.5%로 추정했다.

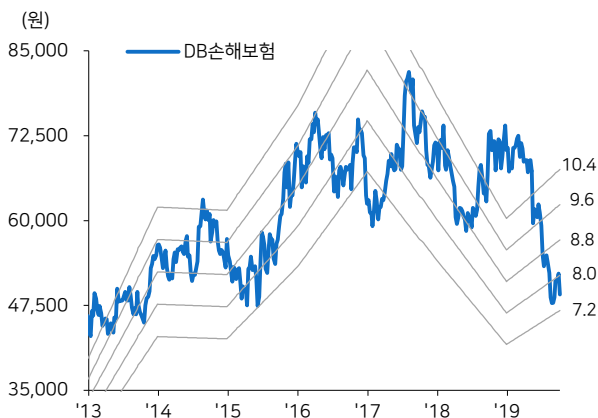
투자의견 Buy 및 적정주가 70,000원을 유지한다. 당분간 손해보험 업종 실적이 크게 개선되기 어렵다고 판단되나 정비수가 인상, 추나요법 급여화, 비급여 진료 증가 등 악재는 상당 부분 주가에 반영되었다. 실손 및 자동차 보험료 요율 인상 요인이 지속적으로 나타나는 가운데 악재보다는 호재에 주가가 보다 민감하게 반응할 가능성이 크다. 최근 심화되고 있는 판매 경쟁에 적극적으로 가담하고 있지 않으면서 투자 부문 대응하고 있는 동사의 경우 실적 가시성이 높아 업종 내 Top pick으로 제시한다.

표3 DB손해보험 3Q19E Preview

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,150.8	3,070.6	2.6	3,248.3	-3.0	2,929.4	7.6
보험영업이익	-124.5	-51.8	적지	-169.6	적지		
투자영업이익	312.8	275.3	13.6	314.5	-0.5		
영업이익	188.3	223.4	-15.7	144.9	30.0	168.9	11.5
당기순이익	134.8	151.6	-11.1	107.0	25.9	122.2	10.4

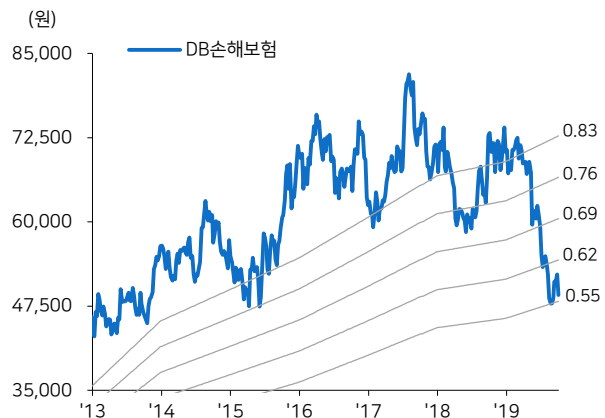
자료: DB손해보험, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 DB손해보험 PER 밴드



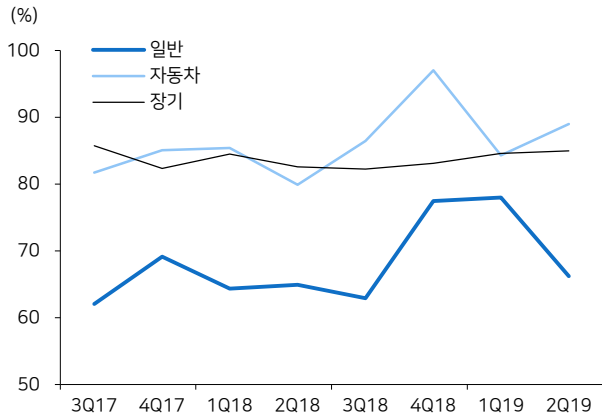
자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 DB손해보험 PBR 밴드



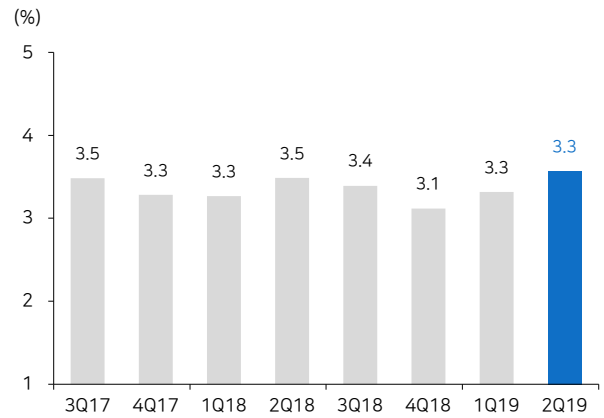
자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 경과손해율 추이



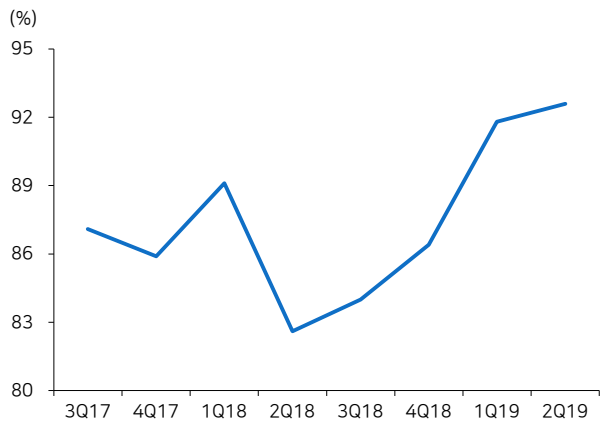
자료: DB손해보험, 메리츠중금증권 리서치센터

그림20 투자영업이익률 추이



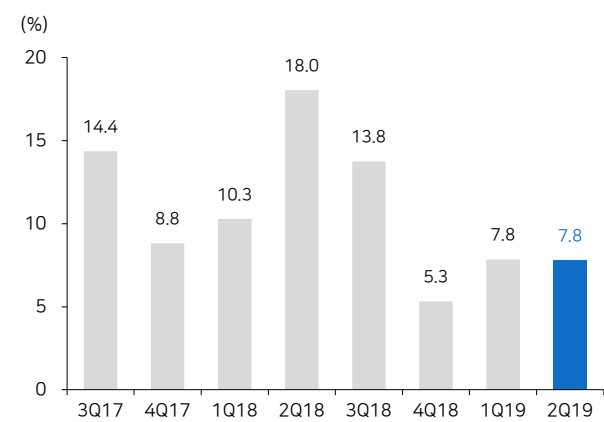
자료: DB손해보험, 메리츠중금증권 리서치센터

그림21 장기위험손해율 추이



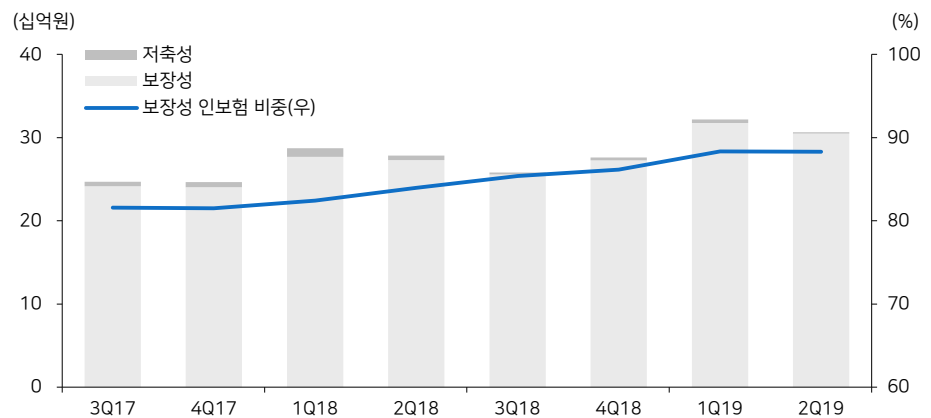
자료: DB손해보험, 메리츠중금증권 리서치센터

그림22 ROE



자료: DB손해보험, 메리츠중금증권 리서치센터

그림23 장기보험 신계약 추이



자료: DB손해보험, 메리츠중금증권 리서치센터

DB 손해보험 (005830)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	12,368.1	12,449.3	12,749.3	12,789.1	13,028.8
일반	1,015.5	994.9	1,098.9	1,107.8	1,136.3
자동차	3,252.9	3,274.7	3,403.3	3,468.4	3,556.9
장기	8,099.7	8,179.7	8,247.2	8,212.9	8,335.5
보유보험료	11,562.9	11,573.9	11,830.5	11,846.5	12,064.3
경과보험료	11,440.7	11,592.2	11,637.5	11,655.2	11,870.7
일반	543.1	582.5	623.9	622.3	639.4
자동차	2,954.3	3,025.1	3,009.3	3,063.1	3,142.4
장기	7,943.3	7,984.7	8,004.3	7,969.7	8,088.9
경과손해액	9,421.4	9,664.7	9,901.8	9,867.6	10,007.3
일반	349.1	393.1	444.5	431.4	443.3
자동차	2,381.8	2,637.0	2,701.3	2,709.5	2,769.1
장기	6,690.5	6,634.6	6,756.0	6,726.7	6,794.9
순사업비	2,193.8	2,255.7	2,354.2	2,377.1	2,412.4
보험영업이익	-176.4	-328.3	-618.6	-589.4	-549.0
투자영업이익	1,035.3	1,074.1	1,230.9	1,268.5	1,346.0
영업이익	859.0	745.9	612.3	679.1	797.0
영업외손익	-31.7	-35.2	-5.2	-8.1	0.9
세전순이익	827.3	710.6	607.1	671.0	798.0
법인세비용	205.2	195.9	158.6	179.5	213.5
당기순이익	622.0	514.7	448.5	491.5	584.5

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
경과손해율	82.3	83.4	85.1	84.7	84.3
일반	64.3	67.5	71.3	69.3	69.3
자동차	80.6	87.2	89.8	88.5	88.1
장기	84.2	83.1	84.4	84.4	84.0
사업비율	19.2	19.5	20.2	20.4	20.3
합산비율	101.5	102.8	105.3	105.1	104.6
투자영업이익률	3.4	3.3	3.4	3.3	3.3
성장성					
총자산	9.3	6.3	9.5	6.1	6.1
운용자산	8.1	8.7	8.9	6.4	6.4
자기자본	11.4	11.2	22.7	7.5	8.4
원수보험료	2.3	0.7	2.4	0.3	1.9
경과보험료	3.0	1.3	0.4	0.2	1.8
순이익	32.3	-17.3	-12.9	9.6	18.9

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	37,403.8	39,775.5	43,550.4	46,206.3	49,005.2
운용자산	31,609.3	34,351.1	37,412.9	39,819.5	42,359.1
현예금 및 예치금	414.2	748.2	524.7	558.4	594.0
유가증권	20,486.9	21,738.6	24,136.9	25,689.6	27,328.0
주식	1,244.4	1,071.1	1,027.7	1,093.8	1,163.5
채권	7,849.3	8,787.3	9,097.5	9,682.7	10,300.2
대출채권	9,572.3	10,733.3	11,560.7	12,304.3	13,089.0
부동산	1,135.9	1,131.0	1,190.6	1,267.2	1,348.0
비운용자산	3,404.6	3,064.4	3,216.4	3,347.1	3,483.0
특별계정자산	2,389.9	2,359.9	2,921.1	3,039.7	3,163.1
부채총계	32,988.3	34,864.4	37,524.2	39,731.0	41,986.3
보험계약준비금	28,929.0	30,602.9	32,554.2	34,559.2	36,604.5
책임준비금	28,929.0	30,602.9	32,554.2	34,559.2	36,604.5
기타부채	1,566.4	1,636.0	2,048.9	2,069.4	2,090.1
특별계정부채	2,493.0	2,625.5	2,921.1	3,039.7	3,163.1
자본총계	4,415.5	4,911.1	6,026.2	6,475.3	7,018.9
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	4,653.1	5,102.1	5,645.7
자본조정	421.8	548.2	1,299.8	1,299.8	1,299.8

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	9,827	8,132	7,086	7,765	9,234
BPS	69,757	77,587	95,203	102,298	110,886
DPS	2,300	2,000	2,000	2,005	2,495
밸류에이션 (배)					
PER	7.2	8.7	7.2	6.5	5.5
PBR	1.0	0.9	0.5	0.5	0.5
수익성					
ROE	14.8	11.0	8.2	7.9	8.7
ROA	1.7	1.3	1.1	1.1	1.2
배당지표					
배당성향	23.4	23.4	28.2	25.8	27.0
배당수익률	3.2	2.8	3.9	4.0	4.9
안정성					
총자산/자기자본	847	810	723	714	698
보유보험료/자기자본	262	236	196	183	172

메리츠화재 (000060)

Buy, TP 28,000원

3Q19E 순이익 742억원(+5.5% QoQ, +1.7% YoY)으로 추정한다. 장기위험손해율이 상승하는 모습 우려되나 신계약 고성장에 따른 신규 담보 손해율 악화보다는 실손 비중이 높은 동사의 특성 상 비급여 진료 증가에 따른 민감도가 크기 때문이라고 판단한다. 공격적인 판매 전략 지속되며 보장성 인보험 월평균 150억원 이상 시현할 전망이다. 최근 전속설계사 유입이 늘어 19.06 기준 19,471명으로 업계 최고 수준이며 전년 말 대비 3,111명이 증가했다. 2분기 채권 매각익으로 투자 수익률 6.0%로 추정되며 사옥 매각익은 4분기에 인식될 예정이다.

투자의견 Buy 유지하고 적정주가를 28,000원으로 6.7% 하향 조정한다. 21년 적용될 사업비 개편 정책으로 20년까지 신계약 판매 및 전속설계사 유치 경쟁이 지속될 가능성이 커 이익 가시화 시기가 지연될 수 있다. 이에 따라 20E 순이익 추정치를 8.7% 하향 조정했다. 다만, GA 판매뿐 아니라 업계 내 최대 수준의 전속설계사 수를 가져가며 채널 전략에 있어서 독보적인 점을 반영해 업종 내 선호 유지한다. 적극적인 투자전략으로 19E 시가배당수익률 4.8%가 추정된다.

표4 메리츠화재 3Q19E Preview

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	1,978.0	1,769.6	11.8	1,953.0	1.3		
보험영업이익	-176.0	-75.6	적지	-155.7	적지		
투자영업이익	282.9	178.8	58.2	254.5	11.2		
영업이익	107.0	103.2	3.7	98.9	8.2		
당기순이익	74.2	72.9	1.7	70.3	5.5	60.8	22.0

자료: 메리츠화재, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 Valuation table

적정주가	28,000원
이론주가	28,179원
2019 BPS	25,671원
적정 PBR	1.11
PBR Discount	-35%
이론 PBR	1.71
2019 ROE	10.8%
Grow h ate	1.0%
Cost of Equity	6.8%
Beta	0.70
Risk Free Rate	1.3%
Risk Premium	7.8%

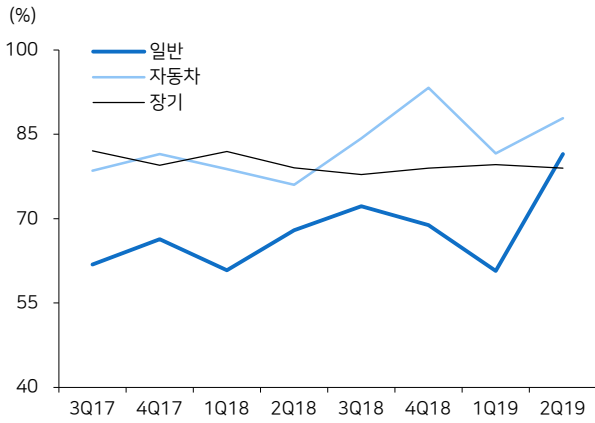
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표6 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
순이익	271.9	353.2	277.9	322.3	2.2	-8.7
EPS (원)	2,439	3,169	2,493	2,891	2.2	-8.8
BPS (원)	24,112	26,697	25,671	27,936	6.5	4.6
ROE (%)	11.0	12.5	10.8	10.8	-0.2	-1.7

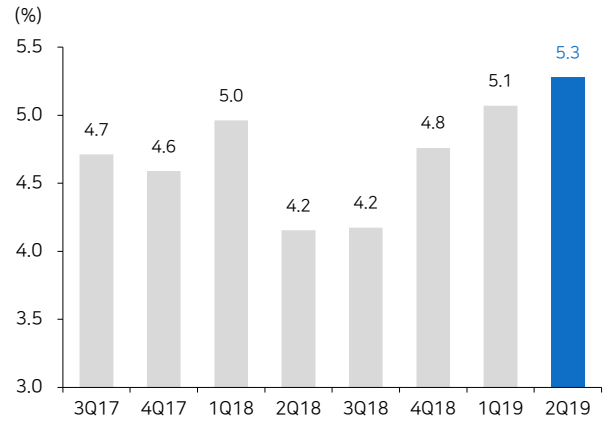
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림24 경과손해를 추이



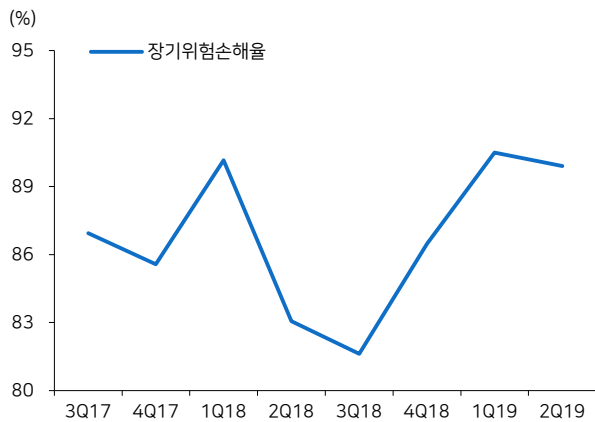
자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림25 투자영업이익률 추이



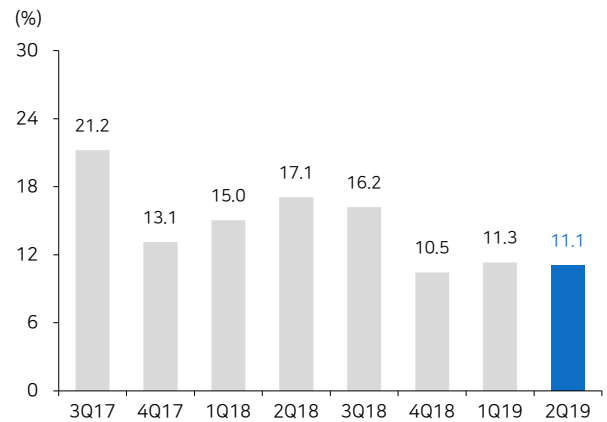
자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림26 장기위험손해율 추이



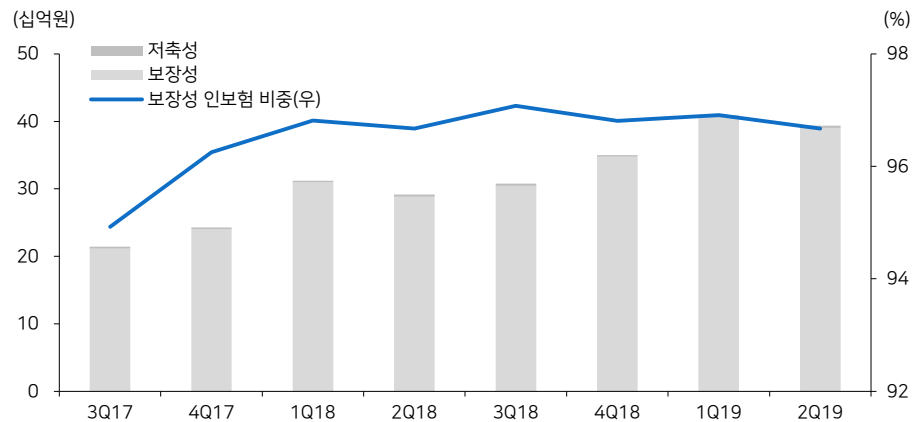
자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림27 ROE



자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 장기보험 신계약 추이



자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

메리츠화재 (000060)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	6,403.4	7,080.0	7,915.2	8,801.6	9,287.3
일반	498.1	498.2	537.5	553.8	567.9
자동차	807.4	783.5	658.8	679.6	696.9
장기	5,098.0	5,798.3	6,718.8	7,568.2	8,022.5
보유보험료	6,098.6	6,721.7	7,355.1	8,225.1	8,693.8
경과보험료	5,996.6	6,734.4	7,546.9	8,393.7	8,872.7
일반	252.2	306.2	319.9	327.2	343.5
자동차	733.1	760.8	671.8	665.1	693.1
장기	5,011.2	5,667.4	6,555.2	7,401.4	7,836.1
경과손해액	4,823.6	5,339.0	6,021.5	6,695.0	7,077.1
일반	158.3	207.5	223.8	230.6	242.1
자동차	573.0	632.0	589.8	581.4	607.2
장기	4,092.3	4,499.6	5,207.9	5,883.1	6,227.8
순사업비	1,387.0	1,791.3	2,156.4	2,221.7	2,236.4
보험영업이익	-214.0	-395.9	-631.0	-523.0	-440.8
투자영업이익	714.4	761.6	1,026.4	984.1	1,071.9
영업이익	500.5	365.7	395.4	461.1	631.1
영업외손익	-27.4	-16.6	-14.1	-21.1	-18.4
세전순이익	473.1	349.1	381.3	440.0	612.7
법인세비용	117.9	89.0	103.4	117.7	163.9
당기순이익	355.1	260.0	277.9	322.3	448.8

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	18,092.4	20,433.3	23,335.7	25,605.9	28,099.8
운용자산	15,966.9	18,255.3	20,811.2	22,979.0	25,366.2
현예금 및 예치금	365.0	365.0	383.9	423.9	468.0
유가증권	8,297.6	8,297.6	8,728.5	9,637.7	10,639.0
주식	132.4	132.4	139.3	153.8	169.8
채권	4,284.9	4,284.9	4,507.4	4,977.0	5,494.0
대출채권	4,632.3	4,632.3	4,872.9	5,380.4	5,939.4
부동산	805.4	805.4	847.2	935.4	1,032.6
비운용자산	2,125.5	2,178.0	2,524.4	2,626.9	2,733.6
특별계정자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	16,305.5	18,157.6	20,473.8	22,491.5	24,621.4
보험계약준비금	15,447.0	17,021.0	18,778.8	20,727.7	22,786.0
책임준비금	15,447.0	17,021.0	18,778.8	20,727.7	22,786.0
기타부채	858.5	1,136.6	1,695.0	1,763.8	1,835.4
특별계정부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,786.9	2,275.7	2,861.8	3,114.4	3,478.4
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	1,440.6	1,693.1	2,057.1
자본조정	-18.6	-34.5	-43.6	-43.6	-43.6
기타포괄손익누계액	204.3	507.1	903.1	903.1	903.1

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
경과손해율	80.4	79.3	79.8	79.8	79.8
일반	62.8	67.7	70.0	70.5	70.5
자동차	78.2	83.1	87.8	87.4	87.6
장기	81.7	79.4	79.4	79.5	79.5
사업비율	23.1	26.6	28.6	26.5	25.2
합산비율	103.6	105.9	108.4	106.2	105.0
투자영업이익률	4.7	4.5	5.3	4.5	4.4
성장성					
총자산	10.0	12.9	14.2	9.7	9.7
운용자산	10.0	14.3	14.0	10.4	10.4
자기자본	9.0	27.4	25.8	8.8	11.7
원수보험료	6.9	10.6	11.8	11.2	5.5
경과보험료	5.8	12.3	12.1	11.2	5.7
순이익	37.7	-26.8	6.9	16.0	39.2

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	3,252	2,324	2,493	2,891	4,026
BPS	16,361	20,341	25,671	27,936	31,201
DPS	1,140	820	875	1,016	1,414
밸류에이션 (배)					
PER	7.2	9.4	7.2	6.2	4.5
PBR	1.4	1.1	0.7	0.6	0.6
수익성					
ROE	20.7	12.8	10.8	10.8	13.6
ROA	2.1	1.3	1.3	1.3	1.7
배당지표					
배당성향	35.1	35.2	35.1	35.1	35.1
배당수익률	4.9	3.8	4.8	5.6	7.8
안정성					
총자산/자기자본	1,013	898	815	822	808
보유보험료/자기자본	341	295	257	264	250

삼성화재 (000810)

Buy, TP 315,000원

3Q19E 순이익 1,804억원(-7.6% QoQ, -23.9% YoY)으로 추정한다. 정비수가 인상, 표준약관 변경, 추나요법 급여화 등 원가 상승 효과와 계절적 요인으로 자동차 손해율 상승이 지속될 전망이다. 위험손해율 상승은 비급여 진료 증가로 인한 실손손해율 영향이다. 특히 전년 동기 대비 30% 이상의 신계약 성장으로 월평균 약 160억원이 추정되며 사업비율 상승하는 점이 실적 악화의 주요 원인이다. 투자 부분 일회적인 매각의 시현하고 있지 않아 3% 수준의 투자수익률 지속된다.

투자의견 Buy 유지하고 적정주가를 315,000원으로 14.9% 하향 조정한다. 보수적인 전략으로 손해율 상승 사이클에서 민감도가 적어 실적 방어 가능성이 높다고 판단한 점이 업종 내 선호에 대한 주요 원인이었으나 최근 적극적인 신계약 판매로 사업비율이 상승하고 있어 19E 순이익 11.0% 하향 조정했다. 다만, 당사는 신계약 성장에 대해 긍정적으로 판단하고 있어 최근 신입설계사에 대한 수수료 정책 철회 이후 채널 정책 방향성에 따라 판단이 달라질 수 있다. 삼성화재 우선주 시가배당률 5.7%로 추정된다.

표7 삼성화재 3Q19E Preview

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	4,712.9	4,557.5	3.4	4,740.7	-0.6	4,580.6	2.9
보험영업이익	-267.9	-155.6	적지	-248.7	적지		
투자영업이익	538.4	501.0	7.5	532.6	1.1		
영업이익	270.5	345.4	-21.7	284.0	-4.7	317.0	-14.7
당기순이익	180.4	237.1	-23.9	195.3	-7.6	221.3	-18.5

자료: 삼성화재, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표8 Valuation table

적정주가	315,000원
이론주가	315,952원
2019 BPS	321,878원
적정 PBR	0.98
PBR Discount	-25%
이론 PBR	1.31
2019 ROE	5.8%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	4.7%
Beta	0.44
Risk Free Rate	1.3%
Risk Premium	7.8%

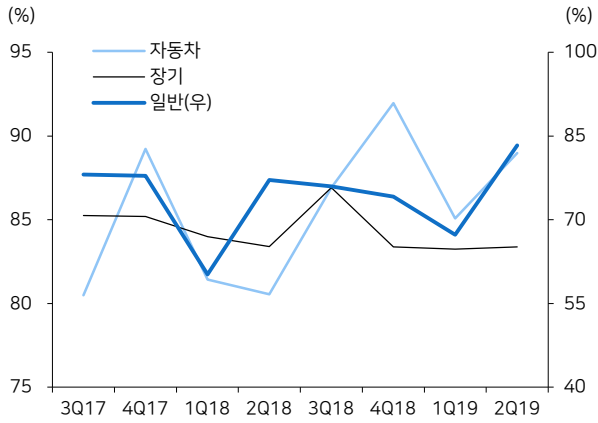
자료: 메리츠증권 리서치센터

표9 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
순이익	849.8	966.8	756.7	869.5	-11.0	-10.1
EPS (원)	20,509	23,305	18,263	20,959	-10.9	-10.1
BPS (원)	307,297	321,161	321,749	334,792	4.7	4.2
ROE (%)	6.7	7.2	5.8	6.2	-0.9	-1.0

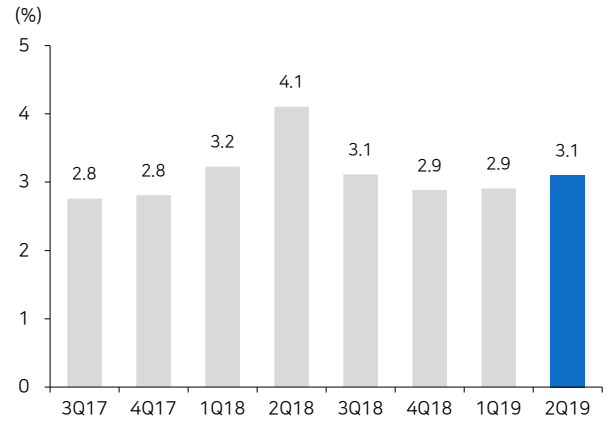
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림29 경과손해를 추이



자료: 삼성화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림30 투자영업이익률 추이



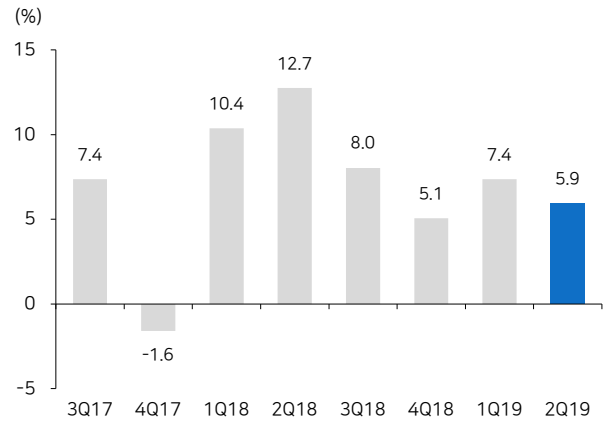
자료: 삼성화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림31 장기위험손해를 추이



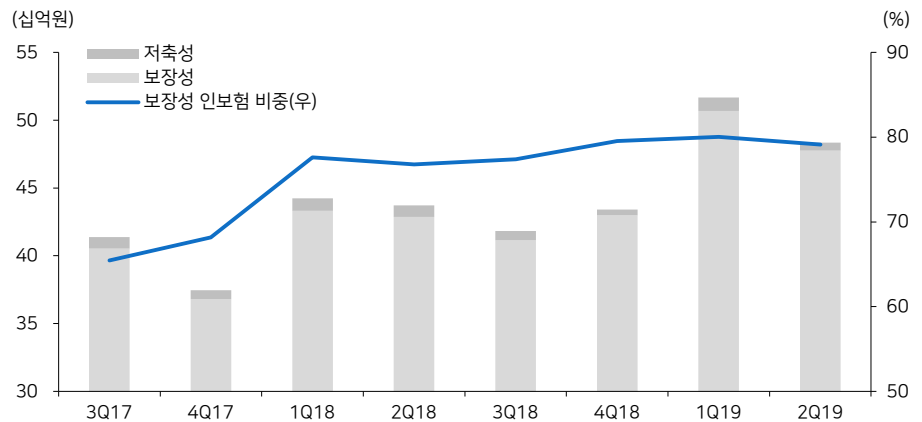
자료: 삼성화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림32 ROE



자료: 삼성화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림33 장기보험 신계약 추이



자료: 삼성화재, 메리츠증권증권 리서치센터

삼성화재 (000810)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	18,230.3	18,234.0	18,737.6	18,957.5	19,355.0
일반	1,329.4	1,404.7	1,487.4	1,527.7	1,567.4
자동차	4,803.6	4,732.6	5,092.9	5,209.0	5,342.0
장기	12,097.3	12,096.7	12,157.3	12,220.8	12,445.7
보유보험료	17,525.9	17,748.3	18,239.9	18,352.4	18,748.7
경과보험료	17,560.7	17,701.8	17,929.8	18,145.4	18,529.3
일반	1,266.8	1,413.6	1,580.4	1,611.3	1,655.9
자동차	4,591.6	4,507.0	4,583.4	4,706.7	4,827.8
장기	11,819.5	11,781.3	11,765.9	11,827.4	12,045.7
경과손해액	14,660.1	14,709.1	15,097.0	15,165.8	15,468.2
일반	906.9	1,016.5	1,206.0	1,187.4	1,227.3
자동차	3,699.6	3,842.4	4,105.6	4,153.3	4,218.4
장기	10,053.6	9,850.3	9,785.4	9,825.1	10,022.5
순사업비	3,530.3	3,605.6	3,822.6	3,902.2	3,977.7
보험영업이익	-629.7	-612.9	-989.8	-922.6	-916.6
투자영업이익	2,001.5	2,136.7	2,104.4	2,206.4	2,291.0
영업이익	1,371.8	1,523.8	1,114.6	1,283.9	1,374.4
영업외손익	-77.3	-80.5	-86.7	-96.8	-96.8
세전순이익	1,294.4	1,443.3	1,027.9	1,187.1	1,277.6
법인세비용	709.3	383.1	271.2	317.5	341.8
당기순이익	1,055.3	1,057.1	756.7	869.5	935.9

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
경과손해율	83.5	83.1	84.2	83.6	83.5
일반	71.6	71.9	76.3	73.7	74.1
자동차	80.6	85.3	89.6	88.2	87.4
장기	85.1	83.6	83.2	83.1	83.2
사업비율	20.1	20.4	21.3	21.5	21.5
합산비율	103.6	103.5	105.5	105.1	104.9
투자영업이익률	3.3	3.3	3.1	3.1	3.0
성장성					
총자산	11.1	4.7	6.7	4.5	4.4
운용자산	10.6	3.6	5.9	4.5	4.4
자기자본	8.8	3.8	11.3	4.1	4.1
원수보험료	0.3	0.0	2.8	1.2	2.1
경과보험료	0.9	0.8	1.3	1.2	2.1
순이익	25.5	0.2	-28.4	14.9	7.6

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	75,413.0	78,962.5	84,276.3	88,037.4	91,892.4
운용자산	64,418.7	66,733.1	70,684.7	73,893.9	77,174.7
현예금 및 예치금	1,342.3	1,647.7	1,340.7	1,401.6	1,463.8
유가증권	40,867.6	41,755.4	45,548.1	47,616.1	49,730.1
주식	7,350.4	6,159.9	8,073.8	8,440.3	8,815.0
채권	30,907.4	32,242.9	32,921.2	34,415.9	35,943.9
대출채권	21,393.4	22,531.5	23,012.0	24,056.8	25,124.8
부동산	815.4	798.5	783.9	819.5	855.9
비운용자산	3,462.5	4,290.5	5,177.6	5,387.8	5,606.6
특별계정자산	7,531.8	7,938.9	8,414.0	8,755.6	9,111.1
부채총계	63,571.1	66,675.4	70,598.9	73,805.5	77,074.1
보험계약준비금	52,872.3	55,460.8	58,108.5	60,808.0	63,548.8
책임준비금	52,872.3	55,460.8	58,108.5	60,808.0	63,548.8
기타부채	3,167.0	3,275.7	4,076.4	4,241.9	4,414.2
특별계정부채	7,531.8	7,938.9	8,414.0	8,755.6	9,111.1
자본총계	11,841.9	12,287.1	13,677.4	14,231.8	14,818.3
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	8,777.2	9,331.6	9,918.1
자본조정	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5
기타포괄손익누계액	4,248.5	3,975.3	5,418.0	5,418.0	5,418.0

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	25,823	25,766	18,263	20,959	22,556
BPS	278,571	289,043	321,749	334,792	348,588
DPS	10,000	11,500	9,183	10,879	11,749
밸류에이션 (배)					
PER	10.3	10.4	11.9	10.4	9.6
PBR	1.0	0.9	0.7	0.6	0.6
수익성					
ROE	9.3	8.8	5.8	6.2	6.4
ROA	1.5	1.4	0.9	1.0	1.0
배당지표					
배당성향	37.7	43.3	48.3	49.8	50.0
배당수익률	3.7	4.3	4.2	5.0	5.4
안정성					
총자산/자기자본	637	643	616	619	620
보유보험료/자기자본	148	144	133	129	127

현대해상 (001450)

Buy, TP 35,000원

3Q19E 순이익 803억원(-7.2% QoQ, -20.4% YoY)으로 추정한다. 자동차 손해율과 위험손해율이 상승하고 있으나 상승폭은 줄어드는 모습이다. 동사는 상위사 중 과거 실손 보험 계약 비중이 커 실손손해율이 가장 높았던 15년 수준까지 상승한 모습은 우려되는 부분이다. 요율 인상 요인이 지속적으로 나타나고 있어 20년 실손 보험료 인상 가능성 있으나 손해액 증가율이 높고 보험료 조정 만기가 길어 손해율 개선에 타사 대비 시간이 걸릴 수 있다. 채권 매각 시현하고 있어 투자 수익률 3.6% 추정했다. 적극적인 경쟁에 나서고 있지 않음에도 신계약 월평균 85억원 수준 유지되고 있다. 현대글로벌비스 골든레이호 관련 손실 예상되나 재보험으로 손실액은 50억원 미만으로 추정된다.

투자의견 Buy 및 적정주가 35,000원을 유지한다. 타 손해보험사에 비해 과거 실손 보험 비중이 커 위험보험료 누적효과가 가시화될 때까지 보수적 접근이 필요하다. 실손보험료가 인상되더라도 보유계약 구조 상 손해율 개선 속도가 타사 대비 느릴 가능성이 있기 때문이다. 배당성향 28.0%를 가정해 19E 시가배당수익률 3.8%가 추정된다.

표10 현대해상 3Q19E Preview

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,235.8	3,216.2	0.6	3,353.9	-3.5	3,032.3	6.7
보험영업이익	-224.1	-123.0	적지	-229.3	적지		
투자영업이익	339.7	267.5	27.0	356.3	-4.6		
영업이익	115.6	144.5	-20.0	126.9	-8.9	109.1	6.0
당기순이익	80.3	100.9	-20.4	86.6	-7.2	82.2	-2.4

자료: 현대해상, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림34 현대해상 PER 밴드



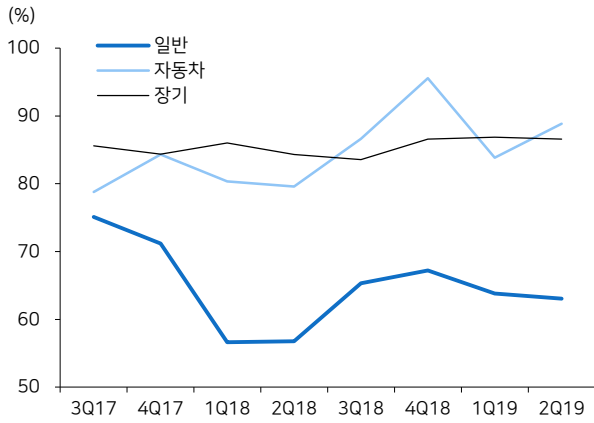
자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림35 현대해상 PBR 밴드



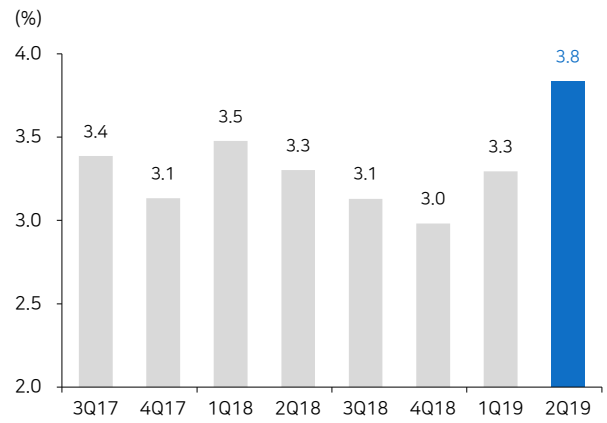
자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림36 경과손해를 추이



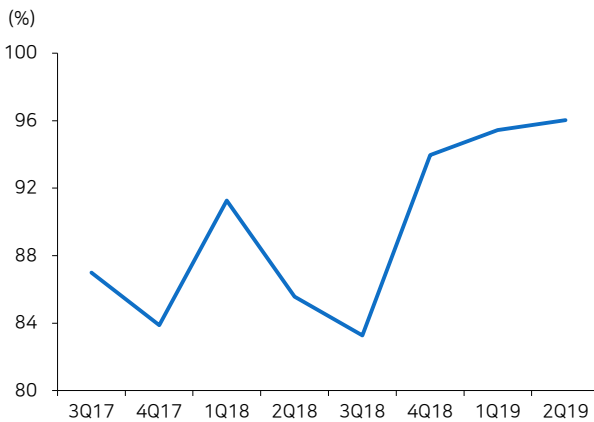
자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

그림37 투자영업이익률 추이



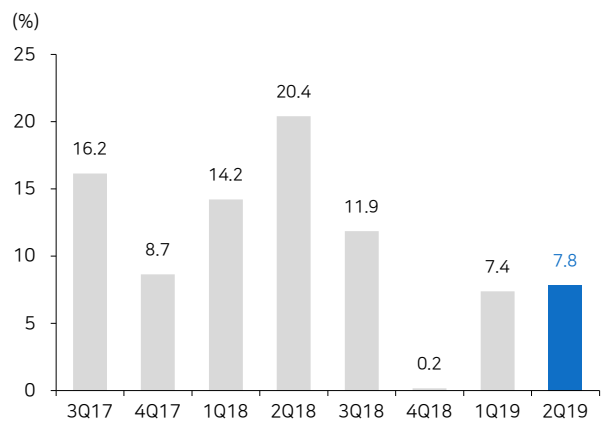
자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

그림38 장기위험손해를 추이



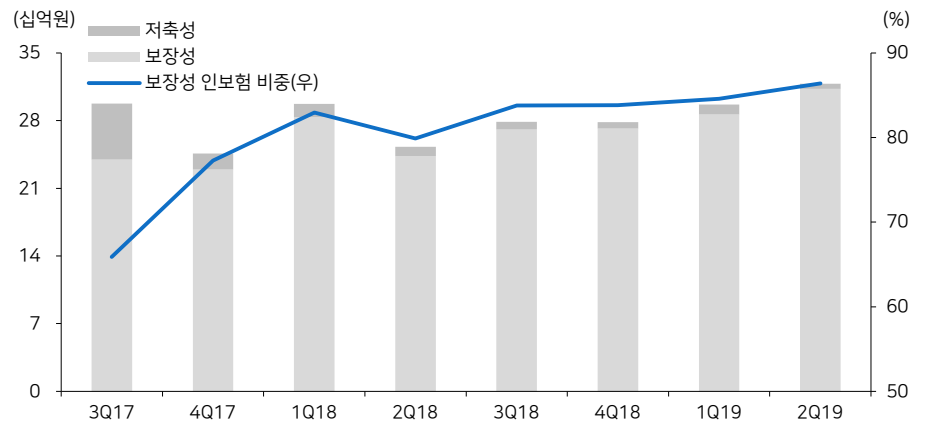
자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

그림39 ROE



자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

그림40 장기보험 신계약 추이



자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

현대해상 (001450)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	12,826.1	12,978.3	13,152.1	13,219.1	13,469.7
일반	1,080.8	1,092.6	1,158.2	1,187.1	1,217.7
자동차	3,329.2	3,375.9	3,407.8	3,453.2	3,541.3
장기	8,398.1	8,508.3	8,585.5	8,578.8	8,710.7
보유보험료	11,701.6	11,856.0	12,000.8	12,038.9	12,271.4
경과보험료	11,532.9	11,765.7	11,862.6	11,918.3	12,143.0
일반	451.0	458.5	478.7	492.8	506.2
자동차	2,991.2	3,142.1	3,159.3	3,204.3	3,288.2
장기	8,090.8	8,165.0	8,224.6	8,221.2	8,348.6
경과손해액	9,576.0	9,922.4	10,296.3	10,284.4	10,483.3
일반	297.4	282.2	318.6	325.2	331.5
자동차	2,379.0	2,690.8	2,859.0	2,854.4	2,937.8
장기	6,899.7	6,949.5	7,118.7	7,104.7	7,214.0
순사업비	2,336.8	2,416.3	2,481.4	2,494.1	2,524.8
보험영업이익	-380.0	-573.1	-915.1	-860.1	-865.0
투자영업이익	1,020.1	1,087.4	1,333.3	1,338.2	1,389.2
영업이익	640.1	514.3	418.2	478.0	524.1
영업외손익	-15.1	-23.1	-32.8	-31.3	-30.0
세전순이익	624.9	491.2	385.4	446.8	494.1
법인세비용	152.2	132.2	109.3	119.5	132.2
당기순이익	472.8	359.0	276.1	327.3	362.0

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
경과손해율	83.0	84.3	86.8	86.3	86.3
일반	65.9	61.5	66.6	66.0	65.5
자동차	79.5	85.6	90.5	89.1	89.3
장기	85.3	85.1	86.6	86.4	86.4
사업비율	20.3	20.5	20.9	20.9	20.8
합산비율	103.3	104.9	107.7	107.2	107.1
투자영업이익률	3.3	3.2	3.5	3.2	3.2
성장성					
총자산	9.5	9.0	9.6	6.0	5.8
운용자산	9.5	10.4	11.9	6.4	6.1
자기자본	12.5	32.6	14.6	6.1	6.1
원수보험료	1.9	1.2	1.3	0.5	1.9
경과보험료	2.5	2.0	0.8	0.5	1.9
순이익	18.3	-24.1	-23.1	18.5	10.6

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	40,122.1	43,719.4	47,917.5	50,785.8	53,722.6
운용자산	32,448.2	35,810.7	40,086.0	42,636.3	45,242.2
현예금 및 예치금	854.1	1,057.9	1,093.2	1,162.7	1,233.8
유가증권	21,083.4	23,589.5	26,688.4	28,386.4	30,121.3
주식	1,536.3	1,244.6	1,208.9	1,285.8	1,364.4
채권	11,207.4	12,575.2	13,747.2	14,621.8	15,515.5
대출채권	9,504.7	10,142.5	11,181.4	11,892.8	12,619.7
부동산	1,006.0	1,020.7	1,123.0	1,194.4	1,267.4
비운용자산	3,938.3	3,711.9	3,889.8	4,047.7	4,212.1
특별계정자산	3,735.7	4,196.8	3,941.7	4,101.8	4,268.3
부채총계	37,019.4	39,605.8	43,203.5	45,786.0	48,415.4
보험계약준비금	31,051.2	33,098.9	35,300.8	37,562.3	39,857.8
책임준비금	31,051.2	33,098.9	35,300.8	37,562.3	39,857.8
기타부채	2,177.1	4,207.9	3,961.0	4,121.9	4,289.2
특별계정부채	3,735.7	4,196.8	3,941.7	4,101.8	4,268.3
자본총계	3,102.7	4,113.6	4,714.0	4,999.8	5,307.2
자본금	44.7	44.7	44.7	44.7	44.7
자본잉여금	114.2	114.2	114.1	114.1	114.1
이익잉여금	2,763.5	2,996.7	3,204.0	3,489.8	3,797.2
자본조정	-37.5	-37.5	-37.5	-37.5	-37.5
기타포괄손익누계액	217.8	497.2	890.4	890.4	890.4

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	5,929	4,428	3,167	3,808	4,243
BPS	38,912	45,341	52,872	56,456	60,311
DPS	1,500	1,139	970	1,149	1,271
밸류에이션 (배)					
PER	7.9	9.3	8.0	6.7	6.0
PBR	1.2	0.9	0.5	0.4	0.4
수익성					
ROE	16.1	10.5	6.4	7.0	7.3
ROA	1.2	0.9	0.6	0.7	0.7
배당지표					
배당성향	25.3	25.3	28.0	28.0	28.0
배당수익률	3.2	2.8	3.8	4.5	5.0
안정성					
총자산/자기자본	1,293	1,063	1,016	1,016	1,012
보유보험료/자기자본	377	288	255	241	231

한화손해보험 (000370)

Hold, TP 3,600원

3Q19E 순이익 198억원(+95.7% QoQ, -62.3% YoY)으로 추정한다. 채널 및 브랜드 경쟁력이 상위사 대비 약해 손해를 악화 사이클에서 부정적 영향이 크다. 손해를 상승 추세는 업계 공통이지만 그 폭이 더 큰 모습이 이어지고 있다. 동사는 과거 실손보험 계약 비중이 높아 20년 실손 보험료 인상이 가능하더라도 손해를 개선에는 상당한 시일이 걸릴 전망이다. 한화손해보험이 출자한 디지털 전문 보험 캐롯손해보험의 본허가가 승인되었다. 내년 초 주행거리만큼 보험료를 내는 상품이 출시될 예정이다. 토스, 카카오페이, 네이버 파이낸셜 등 다양한 핀테크 업체들이 비대면 보험 판매를 시작하고 있어 시너지 가능성이 있다. 다만, 자동차 보험, 미니보험 등에 주력할 가능성이 커 수익성 확보에 대해 고민이 필요하다.

당사의 투자등급 정책 변경에 따라 투자 의견을 Trading buy에서 Hold로 하향한다. 적정주가는 3,600원으로 16.3% 하향 조정한다. 자동차 손해를 및 위험손해를 상승에 민감해 19년 및 20년 EPS를 각각 57.5%, 23.2% 하향 조정했다. 장기보험 출재로 인해 손해를 상승이 사업비율 상승으로 이어지는 점 부담이다.

표11 한화손해보험 3Q19E Preview

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	1,467.6	1,401.2	4.7	1,485.5	-1.2	1,083.6	35.4
보험영업이익	-105.0	-73.8	적지	-110.6	적지		
투자영업이익	120.5	121.1	-0.4	113.9	5.8		
영업이익	15.6	47.3	-67.0	3.4	363.1	24.0	-35.1
당기순이익	9.4	33.8	-72.3	4.0	135.3	16.2	-42.2

자료: 한화손해보험, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표12 Valuation table

적정주가	3,600원
이론주가	3,602원
19년 BPS	11,308원
적정 PBR	0.32
PBR Discount	-40.0%
이론 PBR	0.53
2019 ROE	2.1%
Growth rate	-1.0%
Cost of equity	4.8%
Beta	0.45
Risk Free Rate	1.3%
Risk Premium	7.8%

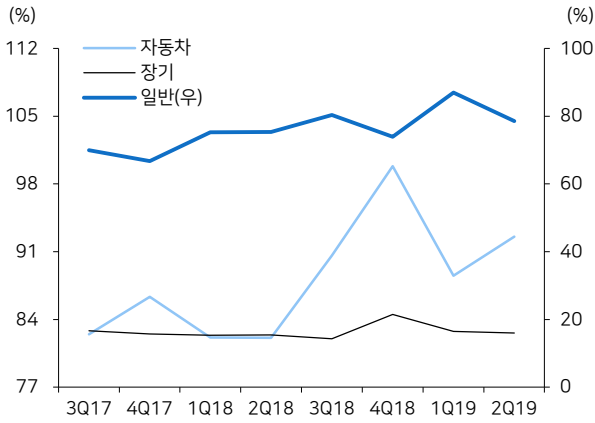
자료: 메리츠증권 리서치센터

표13 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
순이익	66.6	73.6	28.3	56.5	-57.5	-23.2
EPS (원)	570	630	242.4	484	-57.5	-23.2
BPS (원)	11,174	11,978	11,308.1	11,880.2	1.2	-0.8
ROE (%)	4.9	5.4	2.1	4.2	-2.8	-1.3

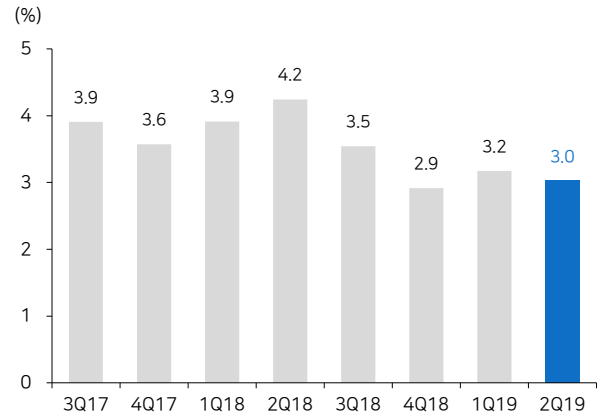
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림41 경과손해율 추이



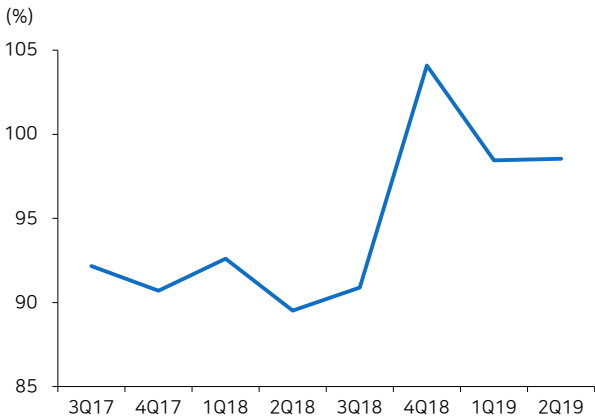
자료: 한화손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림42 투자영업이익률 추이



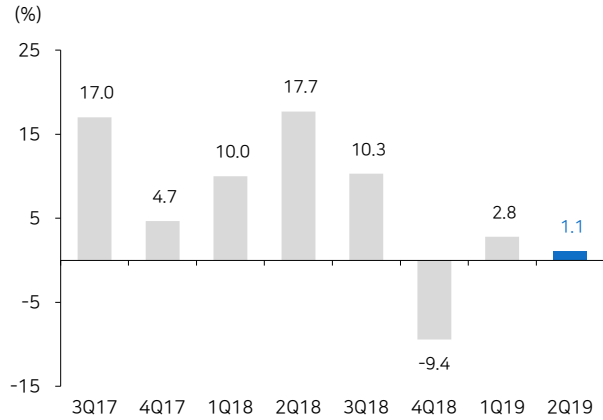
자료: 한화손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림43 장기위험손해율 추이



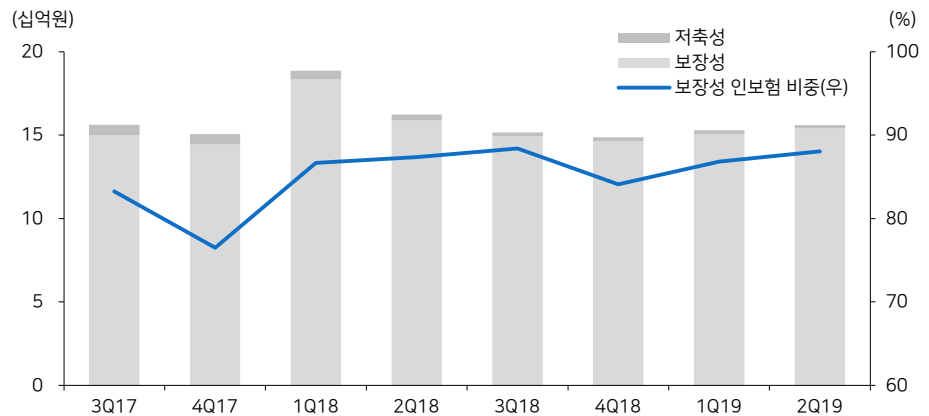
자료: 한화손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림44 ROE



자료: 한화손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림45 장기보험 신계약 추이



자료: 한화손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

한화손해보험 (000370)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	5,291.5	5,602.5	5,876.0	6,025.4	6,179.1
일반	434.0	436.1	457.7	481.3	493.5
자동차	873.6	873.8	872.0	888.7	911.4
장기	3,983.8	4,292.6	4,546.2	4,655.3	4,774.2
보유보험료	3,805.7	4,350.8	4,589.6	4,707.0	4,822.0
경과보험료	4,151.0	4,341.0	4,565.0	4,689.6	4,803.5
일반	175.9	196.0	192.1	209.1	217.1
자동차	598.7	576.0	580.8	592.8	606.3
장기	3,376.3	3,569.1	3,792.0	3,887.7	3,980.1
경과손해액	3,408.9	3,606.9	3,837.5	3,933.9	4,038.6
일반	117.4	147.1	150.9	160.6	167.4
자동차	486.8	511.0	538.0	540.3	551.6
장기	2,804.8	2,948.8	3,148.7	3,233.0	3,319.7
순사업비	985.1	1,099.4	1,155.7	1,176.7	1,217.4
보험영업이익	-245.5	-367.4	-428.2	-421.0	-452.5
투자영업이익	455.1	490.0	473.0	509.3	554.6
영업이익	209.6	122.6	44.8	88.3	102.1
영업외손익	-13.6	-8.8	-11.7	-11.2	-11.0
세전순이익	196.0	113.8	33.1	77.2	91.1
법인세비용	46.8	31.5	4.8	20.7	24.4
당기순이익	149.2	82.3	28.3	56.5	66.7

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	14,884.0	16,728.6	18,197.0	19,715.1	21,279.3
운용자산	12,691.4	14,546.9	15,707.7	17,124.6	18,583.7
현예금 및 예치금	469.5	561.2	624.5	680.9	738.9
유가증권	6,567.8	8,196.3	9,174.9	10,002.5	10,854.8
주식	240.3	280.6	223.4	243.6	264.3
채권	2,784.2	962.1	897.8	978.8	1,062.2
대출채권	5,165.9	5,304.1	5,346.8	5,829.2	6,325.8
부동산	485.0	475.1	496.9	541.7	587.9
비운용자산	2,186.8	2,175.9	2,483.7	2,584.5	2,689.4
특별계정자산	5.9	5.8	5.7	5.9	6.2
부채총계	13,699.5	15,311.8	16,876.9	18,328.2	19,816.7
보통계약준비금	12,816.7	14,128.7	15,486.0	16,880.8	18,310.6
책임준비금	12,816.7	14,128.7	15,486.0	16,880.8	18,310.6
기타부채	876.7	1,177.0	1,385.2	1,441.4	1,500.0
특별계정부채	6.1	6.0	5.7	5.9	6.2
자본총계	1,184.6	1,416.9	1,320.1	1,386.9	1,462.6
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	473.6	540.4	616.1
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	100.2	84.5	194.9	194.9	194.9

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
경과손해율	82.1	83.1	84.1	83.9	84.1
일반	66.7	75.1	78.5	76.8	77.1
자동차	81.3	88.7	92.6	91.2	91.0
장기	83.1	82.6	83.0	83.2	83.4
사업비율	23.7	25.3	25.3	25.1	25.3
합산비율	105.9	108.4	109.4	109.0	109.4
투자영업이익률	3.8	3.6	3.1	3.1	3.1
성장성					
총자산	12.1	12.4	8.8	8.3	7.9
운용자산	11.4	14.6	8.0	9.0	8.5
자기자본	33.9	19.6	-6.8	5.1	5.5
원수보험료	6.8	5.9	4.9	2.5	2.6
경과보험료	4.0	4.6	5.2	2.7	2.4
순이익	33.4	-44.8	-65.6	99.8	18.0

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	1,278	705	242	484	572
BPS	10,147	12,137	11,308	11,880	12,529
DPS	150	130	45	89	105
밸류에이션 (배)					
PER	5.8	8.4	12.5	6.2	5.3
PBR	0.8	0.5	0.3	0.3	0.2
수익성					
ROE	14.4	6.3	2.1	4.2	4.7
ROA	1.1	0.5	0.2	0.3	0.3
배당지표					
배당성향	11.7	18.4	18.4	18.4	18.4
배당수익률	1.8	2.2	1.5	3.0	3.5
안정성					
총자산/자기자본	1,257	1,181	1,378	1,422	1,455
보유보험료/자기자본	321	307	348	339	330

미래에셋생명 (085620)

Buy, TP 5,500원

3Q19E 별도 기준 순이익 322억원(-11.2% QoQ, +127.0% YoY)으로 추정한다. 헤지 비용 증가로 해외채권에서 국내 채권으로 투자 포트폴리오 변화하며 투자 관련 매각익 발생한다. 최근 은행 DLF 논란으로 방카슈랑스로 판매되는 변액보험 판매 또한 위축되는 모습이 있었다. Fee biz 잔고 14조원 유지되고 있어 연간 500억원 이상의 수수료 수입이 추정된다. 시장 금리 하락으로 인해 생명보험업계의 변액보증준비금 적립 예상되나 동사의 경우 변액종신 계약비중이 적어 영향은 타사 대비 크지 않을 전망이다.

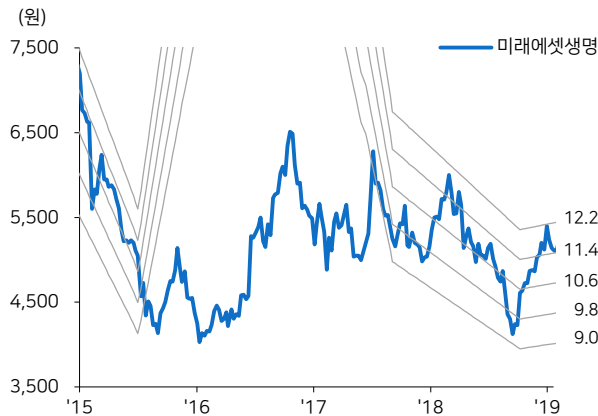
투자의견 Buy 및 적정주가 5,500원을 유지한다. 변액 등 특별 계정 위주의 보험 영업으로 타 생명보험사와는 다른 사업구조를 가져가고 있다. 특히 IFRS17 및 K-ICS에 대한 불확실성이 가장 적으며 LAT 이슈에서도 자유롭다. 최근 헤지 비용 증가로 해외 채권에서 국내 채권으로 포트폴리오 변경하며 자산 듀레이션이 10.2까지 확대되었다. 배당정책으로 시가배당률 3% 이상을 공시했으나 전년 대비 30% 이상의 수익 증가 예상되어 19E DPS 180원으로 추정한다.

표14 미래에셋생명 3Q19E Preview

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-151.0	-99.4	51.9	-121.1	24.6	-	-
투자손익	160.6	135.2	18.8	150.2	6.9	-	-
책임준비금전입	77.6	97.2	-20.1	69.5	11.7	-	-
영업외손익	111.9	80.5	38.9	89.2	25.4	-	-
당기순이익	32.2	14.2	127.0	36.2	-11.2	26.3	22.5

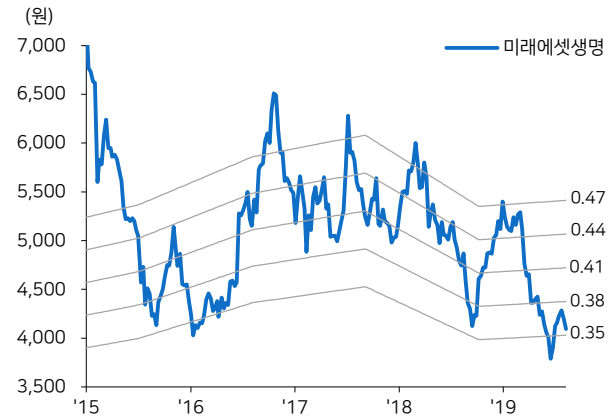
자료: 미래에셋생명, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림46 미래에셋생명 PER 밴드



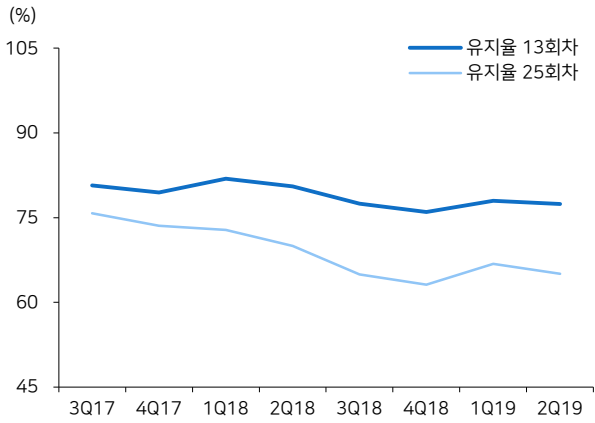
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림47 미래에셋생명 PBR 밴드



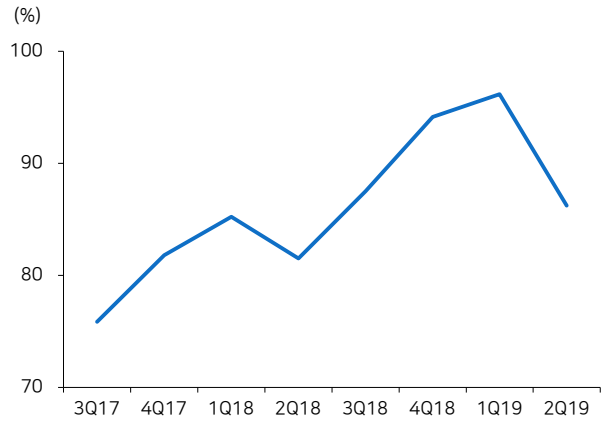
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림48 13회차·25회차 유지율 추이



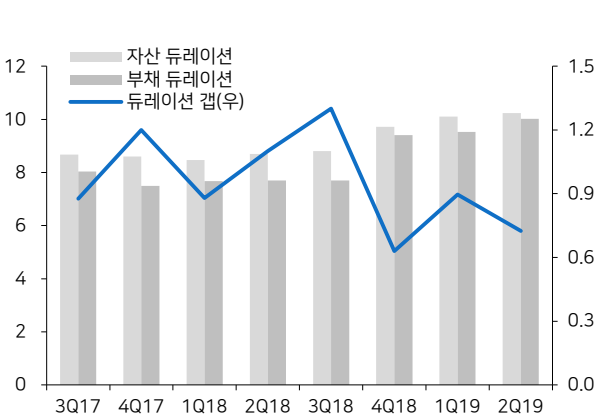
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권리서치센터

그림49 위험손해율 추이



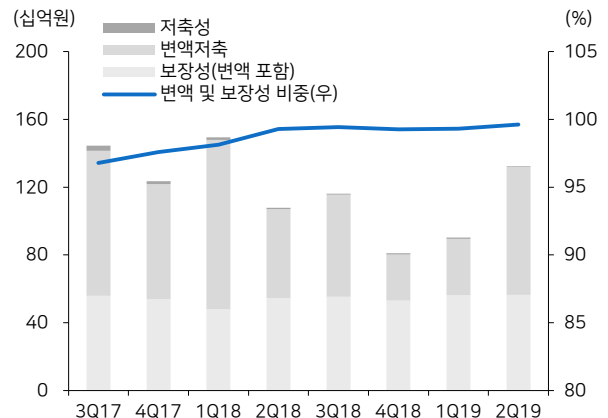
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권리서치센터

그림50 자산 부채 듀레이션



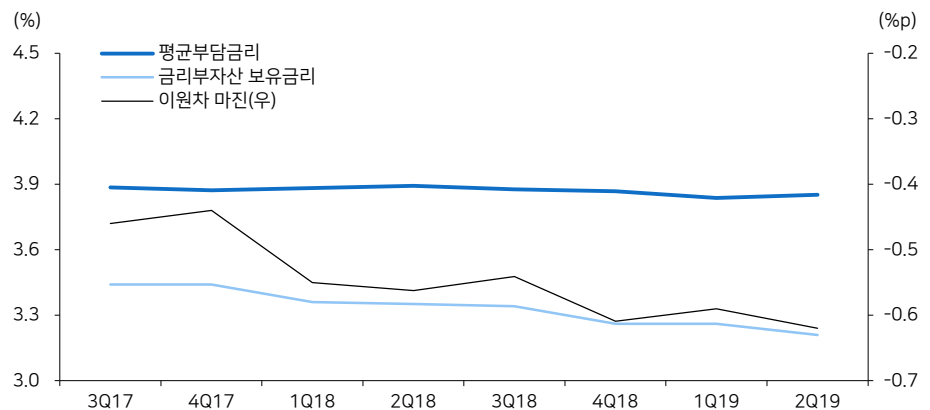
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권리서치센터

그림51 신계약 상품별 APE



자료: 미래에셋생명, 메리츠증권리서치센터

그림52 이원차마진 추이



자료: 미래에셋생명, 메리츠증권리서치센터

미래에셋생명 (085620)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
보험손익	4.7	-482.1	-551.6	-581.4	-606.9
보험영업수익	2,207.9	2,161.3	2,055.0	2,106.6	2,166.1
보험료수익	2,086.3	2,018.8	1,907.1	1,955.7	2,011.0
재보험수익	121.6	142.5	147.9	151.0	155.1
보험영업비용	2,203.2	2,643.4	2,606.7	2,688.1	2,773.0
지급보험금	1,529.8	1,863.9	1,847.2	1,910.7	1,965.8
재보험비용	124.2	148.7	157.4	162.3	166.8
사업비	314.2	378.5	367.7	375.2	393.8
신계약상각비	234.9	252.0	233.9	239.3	246.1
할인료	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5
투자손익	605.9	611.7	623.7	629.6	629.7
책임준비금전입액	869.0	374.3	349.7	385.5	359.6
영업이익	-258.4	-244.7	-277.6	-337.3	-336.7
영업외손익	361.7	346.7	410.9	477.6	496.9
세전순이익	103.3	102.0	133.3	140.3	160.2
법인세비용	24.2	27.0	35.2	37.5	42.9
당기순이익	79.1	75.0	98.1	102.7	117.4

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	29,385.6	34,297.3	37,025.1	39,362.2	41,924.1
운용자산	17,948.8	19,936.7	20,542.1	21,010.5	21,463.0
현예금 및 예치금	206.9	226.5	226.2	245.8	260.5
유가증권	15,291.6	16,367.2	16,918.5	17,298.2	17,654.0
주식	316.7	192.2	198.1	202.3	206.5
채권	8,464.1	10,688.2	10,988.6	11,235.3	11,472.8
대출채권	2,393.7	3,244.1	3,299.1	3,365.9	3,445.1
부동산	39.0	83.1	82.6	84.7	87.4
비운용자산	1,209.6	1,216.2	1,215.6	1,168.1	1,120.8
특별계정자산	10,227.2	13,144.4	15,267.4	17,183.6	19,340.3
부채총계	27,739.7	32,495.2	34,695.8	36,971.5	39,461.7
책임준비금	16,676.2	18,296.0	18,644.0	19,029.5	19,389.1
계약자지분조정	57.0	66.0	117.0	117.0	117.0
기타부채	278.8	522.0	667.4	641.3	615.3
특별계정부채	10,727.7	13,611.1	15,267.4	17,183.6	19,340.3
자본총계	1,918.2	2,052.2	2,329.3	2,390.7	2,462.4
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	603.0	664.5	736.1
자본조정/기타포괄손익누계	400.9	296.7	554.1	554.1	554.1

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
보험금지급율	69.3	86.2	89.9	90.7	90.8
위험손해율	83.6	87.2	89.9	90.0	89.8
사업비율	24.9	29.2	29.3	29.2	29.5
투자수익률	3.4	3.2	3.1	3.0	3.0
성장성					
총자산	4.2	16.7	8.0	6.3	6.5
운용자산	2.8	11.1	3.0	2.3	2.2
특별계정자산	4.8	28.5	16.2	12.6	12.6
자기자본	1.7	7.0	13.5	2.6	3.0
수입보험료	-8.1	-2.1	-4.9	2.5	2.8
보험손익	-98.1	N/A	N/A	N/A	N/A
투자손익	3.6	1.0	2.0	0.9	0.0
책임준비금전입액	-20.9	-56.9	-6.6	10.2	-6.7
순이익	227.0	-5.3	30.9	4.7	14.2

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	447	433	600	634	739
BPS	11,278	12,654	14,655	15,098	15,616
DPS	170	170	180	190	222
밸류에이션 (배)					
PER	11.7	10.6	6.8	6.4	5.5
PBR	0.47	0.36	0.28	0.27	0.26
수익성					
ROE	4.0	3.6	4.4	4.3	4.8
ROA	0.1	0.3	0.2	0.3	0.3
배당지표					
배당성향	37.0	37.0	30.0	30.0	30.0
배당수익률	3.2	3.7	4.4	4.7	5.4
안정성					
총자산/자기자본	15.3	16.7	15.9	16.5	17.0
보험료수입/총부채	8.0	6.7	5.9	5.7	5.5

삼성생명 (032830)

Buy, TP 84,000원

3Q19E 순이익(연결) 2,857억원(-7.6% QoQ, +2.1% YoY)으로 추정한다. 실손 보험 영향으로 위험손해를 소폭 상승하며 사차이익 약 1,500억원 전망된다. 보장 성 보험 판매 견조해 비차이익 확보 지속되고 있으며 생명부동산 신탁 및 채권 매 각으로 일회성 이익 약 1,000억원 추정된다. 연초 대비 시장 금리 하락하고 주식 시장 부진해 4분기 변액보증준비금 적립 규모 확대가 예상된다. 전속채널 위주의 건강보험 판매하며 신계약 성장 나타나고 있고 투자 부문 매각의 확보로 이익 방 어하는 모습이다.

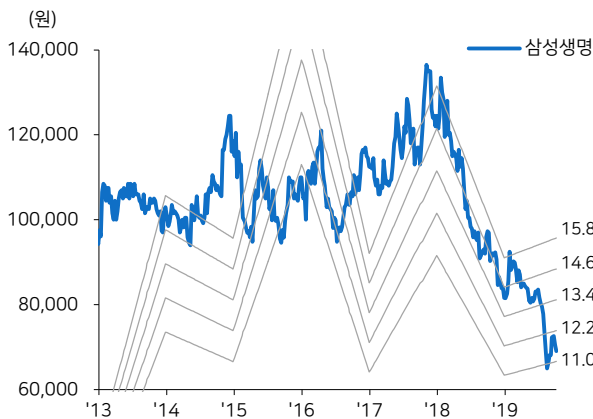
투자의견 Buy 및 적정주가 84,000원을 유지한다. 건강보험 판매 전략 강화는 향 후 IFRS17 도입 시 긍정적이다. 관련 리스크는 재보험 출재를 통해 관리하고 있 다. 생명보험 업계 자본 적적성에 대한 우려 대두되나 동사의 경우 LAT 및 RBC 관련 부담은 제한적이라고 판단한다. 18년 매각된 전자 관련 배당의 일부가 19년 에 포함되어 19E 시가배당률 4.0%로 추정한다.

표15 삼성생명 3Q19E Preview

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-647.2	-301.1	114.9	-419.8	54.2	-	-
투자손익	2,142.0	1,837.4	16.6	2,103.5	1.8	-	-
책임준비금전입액	1,434.4	1,521.1	-5.7	1,618.4	-11.4	-	-
영업외손익	347.7	387.0	-10.1	378.0	-8.0	-	-
당기순이익	285.7	279.7	2.1	309.3	-7.6	314.3	-9.1

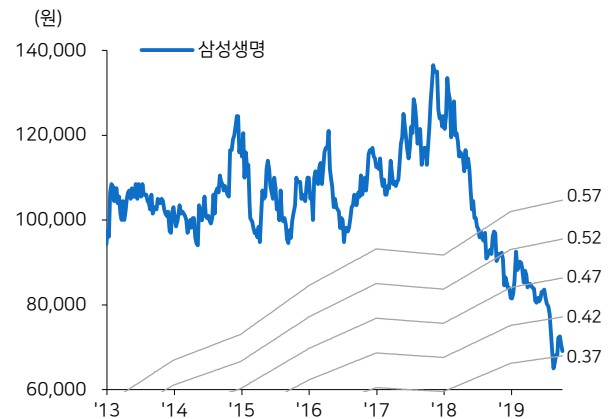
자료: 삼성생명, WISEfn, 메리츠종금증권 리서치센터

그림53 삼성생명 PER 밴드



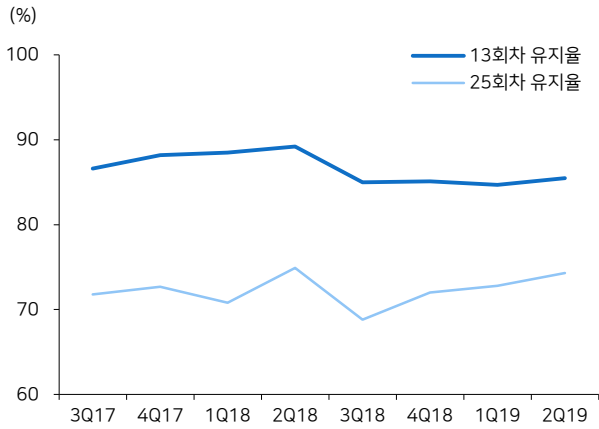
자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

그림54 삼성생명 PBR 밴드



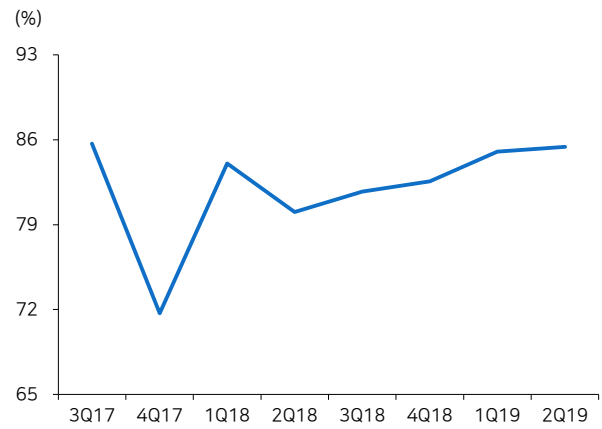
자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

그림55 13회차·25회차 유지율 추이



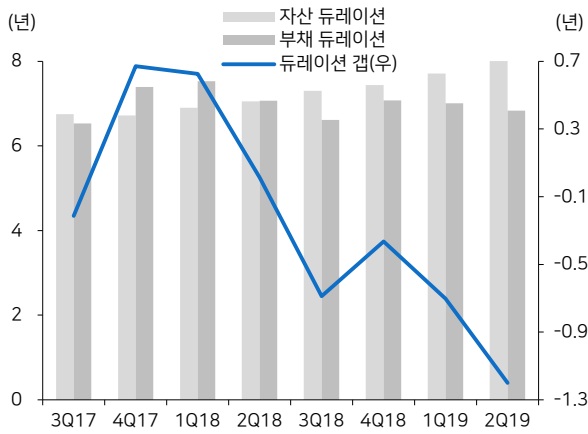
자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림56 위험손해율 추이



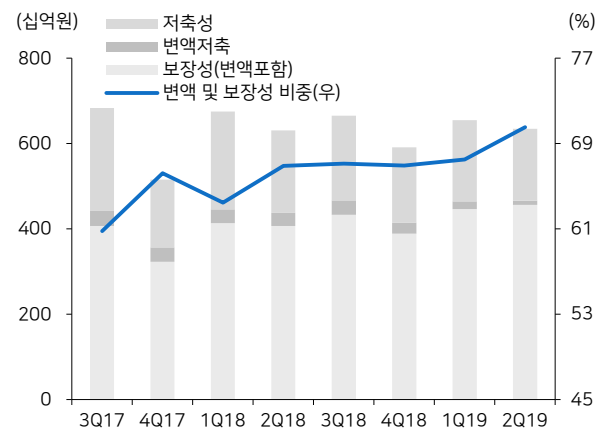
자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림57 자산 부채 듀레이션



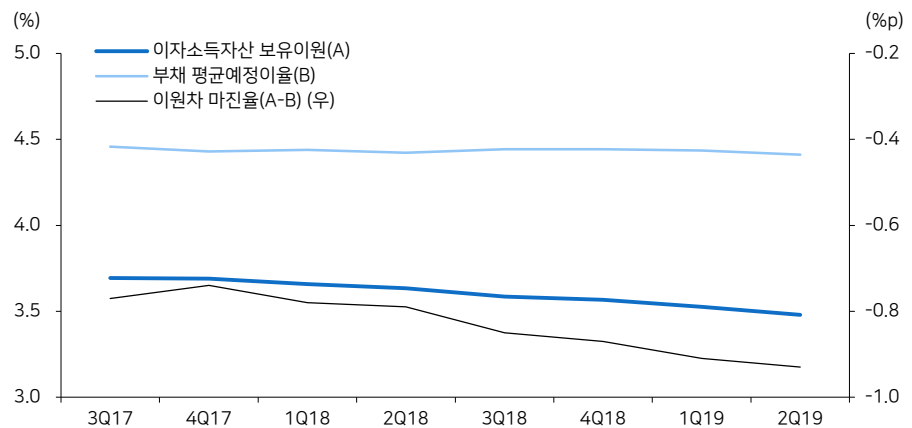
자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림58 신계약 상품별 APE



자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림59 이원차마진 추이



자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

삼성생명 (032830)

Income Statement(연결)

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
보험손익	1,006.0	-1,214.2	-2,279.0	-2,347.2	-2,600.7
보험영업수익	16,947.8	16,475.1	16,330.7	16,560.0	17,022.6
보험료수익	16,646.1	16,135.0	15,986.2	16,204.7	16,656.0
재보험수익	301.7	340.1	344.4	355.3	366.6
보험영업비용	15,941.9	17,689.4	18,609.7	18,907.3	19,623.3
지급보험금	11,910.0	13,510.3	14,481.5	14,710.9	15,305.3
재보험비용	338.7	389.5	427.5	435.1	452.7
사업비	1,723.0	2,231.9	2,240.7	2,281.2	2,344.0
신계약상각비	1,968.7	1,556.3	1,458.6	1,478.6	1,519.8
할인료	1.5	1.4	1.4	1.5	1.5
투자손익	6,976.5	8,594.9	8,486.2	7,998.7	8,156.3
책임준비금전입액	7,609.6	6,447.6	6,212.9	5,528.4	5,475.7
영업이익	372.9	933.1	-5.7	123.1	79.9
영업외손익	1,342.2	1,432.6	1,477.6	1,469.6	1,521.7
세전순이익	1,682.8	2,365.7	1,471.9	1,592.6	1,601.6
법인세비용	419.6	632.0	370.6	426.0	428.4
당기순이익	1,263.2	1,733.7	1,101.3	1,166.6	1,173.2
지배주주	1,166.1	1,664.4	1,050.2	1,114.7	1,121.0
비지배주주	97.1	69.3	51.1	51.9	52.2

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
보험금지급율	70.3	82.0	88.7	88.8	89.9
위험손해율	78.5	82.1	84.9	84.8	84.8
사업비율	22.2	23.5	23.1	23.2	23.2
투자수익률	3.1	3.7	3.5	3.2	3.2
성장성					
총자산	6.8	2.4	5.2	1.7	1.8
운용자산	6.4	3.3	5.0	1.7	1.7
특별계정자산	9.2	1.3	7.5	3.6	3.9
자기자본	9.9	-2.0	18.2	1.9	1.8
수입보험료	-0.6	-2.8	-0.9	1.4	2.8
보험손익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
투자손익	-12.8	23.2	-1.3	-5.7	2.0
책임준비금전입액	-17.7	-15.3	-3.6	-11.0	-1.0
순이익	-41.2	37.2	-36.5	5.9	0.6

Balance Sheet(연결)

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	282,713.8	289,427.7	304,439.4	309,627.7	315,286.2
운용자산	228,697.9	236,195.3	248,060.5	252,175.1	256,449.9
현예금 및 예치금	4,944.0	4,745.3	4,791.3	4,816.6	4,871.2
유가증권	150,762.2	152,678.9	163,683.9	166,838.9	169,923.1
주식	32,430.0	24,625.5	28,775.3	29,286.7	29,755.4
채권	100,549.2	106,307.1	111,268.6	113,376.3	115,496.5
대출채권	64,577.4	70,187.0	70,755.9	71,596.8	72,627.1
부동산	8,414.2	8,584.0	8,829.6	8,923.0	9,028.8
비운용자산	8,692.3	7,298.5	7,020.4	6,314.8	5,698.6
특별계정자산	45,323.7	45,933.9	49,358.6	51,137.8	53,137.7
부채총계	251,592.2	258,922.2	268,393.9	272,882.1	277,895.4
책임준비금	166,897.9	173,943.4	180,420.1	185,948.5	191,424.1
계약자지분조정	9,599.6	8,208.6	10,562.4	10,562.4	10,562.4
기타부채	27,914.3	29,793.6	28,052.8	25,233.5	22,771.2
특별계정부채	47,180.4	46,976.6	49,358.6	51,137.8	53,137.7
자본총계	31,121.6	30,505.5	36,045.6	36,745.5	37,390.8
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	15,750.5	16,450.4	17,095.7
자본조정/기타포괄손익누계	14,956.6	13,129.0	18,463.8	18,463.8	18,463.8
비지배주주지분	1,762.6	1,603.4	1,606.2	1,606.2	1,606.2

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	6,494	9,268	5,848	6,207	6,242
BPS	163,491	160,947	191,783	195,680	199,274
DPS	2,000	2,650	2,806	2,599	2,940
밸류에이션 (배)					
PER	19.2	8.8	12.0	11.3	11.2
PBR	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4
수익성					
ROE	4.3	5.6	3.3	3.2	3.2
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	4.0	3.7	4.2
안정성					
총자산/자기자본	9.1	9.5	8.4	8.4	8.4
보험료수입/총부채	6.7	6.4	6.1	6.1	6.1

한화생명 (088350)

Hold, TP 2,750원

3Q19E 순이익 748억원(+59.8% QoQ, -46.8% YoY)으로 추정한다. 투자 부문 손상차손 규모가 감소해 투자수익률 소폭 상승할 전망이다. 위험손해율 소폭 상승해 사차이익 약 900억원이 추정된다. 상반기에 판매된 건강 보험의 경우 위험보험료가 1년차 이후에 주로 확보된다. 3분기 신계약은 주로 종신 및 퇴직보험 위주로 판매되었다. 건강보험 관련 신상품으로 당뇨 보험을 출시 했으나 상반기 치매 보험 정도의 판매가 나타나지는 못했다.

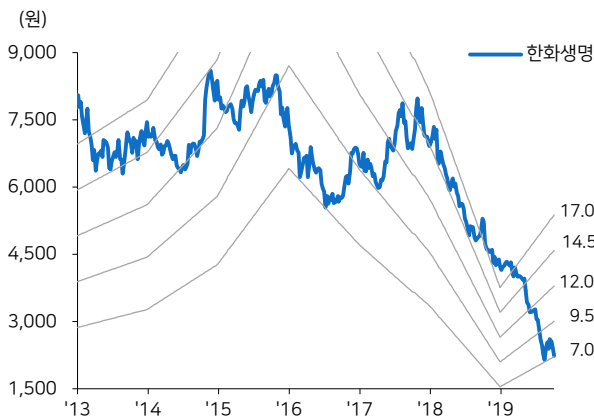
투자의견 Hold 및 적정주가를 2,750원을 유지한다. 고금리 부채 및 변액 종신 비중이 커 4분기 변액보증준비금 적립에 따른 실적 불확실성이 여전히 크다. 기존 대비 LAT 규제가 완화되었으나 관련 이슈가 20년 말로 연기되어 중장기 자본 확충에 대한 계획이 필요 하다. 동사는 10bp당 LAT 민감도를 1.2조원이라고 발표한 바 있다.

표16 한화생명 3Q19E Preview

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-127.8	-45.7	179.5	-63.9	99.9	-	-
투자손익	706.9	828.1	-14.6	743.2	-4.9	-	-
책임준비금전입	708.5	857.2	-17.3	859.1	-17.5	-	-
영업외손익	231.5	256.7	-9.8	229.9	0.7	-	-
당기순이익	74.8	140.5	-46.8	46.8	59.8	87.8	-14.7

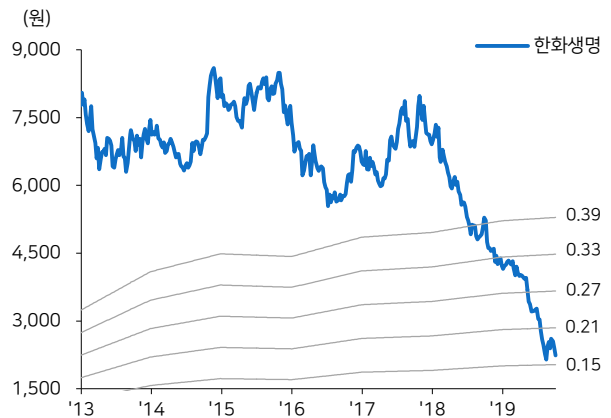
자료: 한화생명, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림60 한화생명 PER 밴드



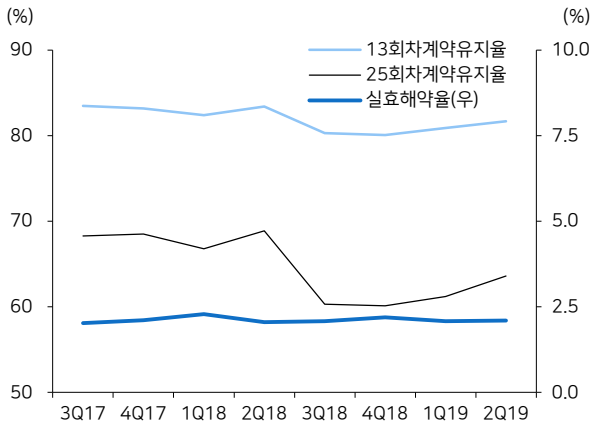
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림61 한화생명 PBR 밴드



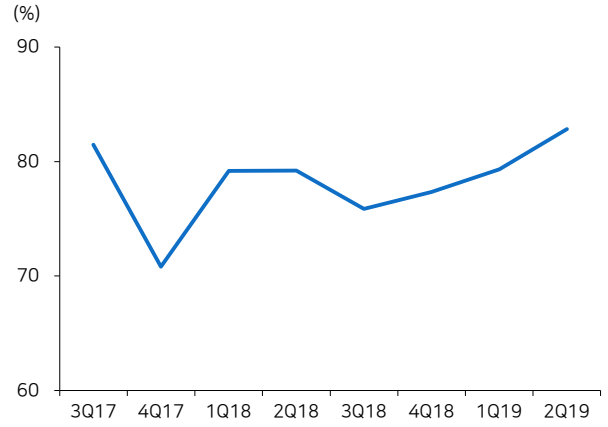
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림62 유지율 및 해약율 추이



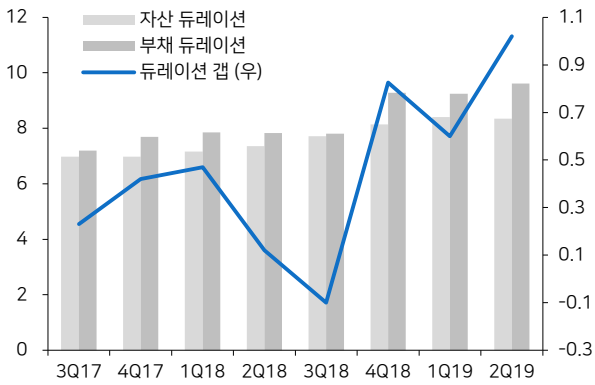
자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림63 위험손해율 추이



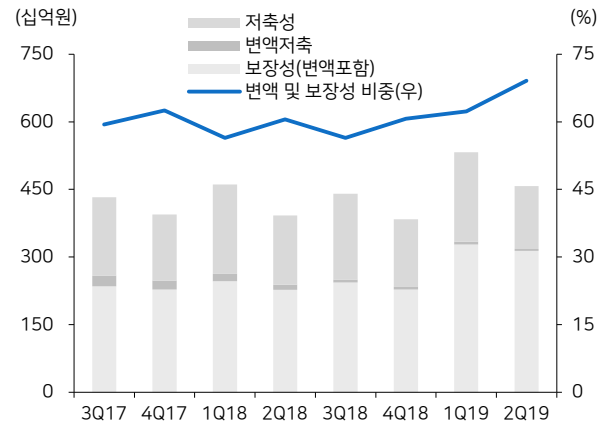
자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림64 자산 부채 듀레이션



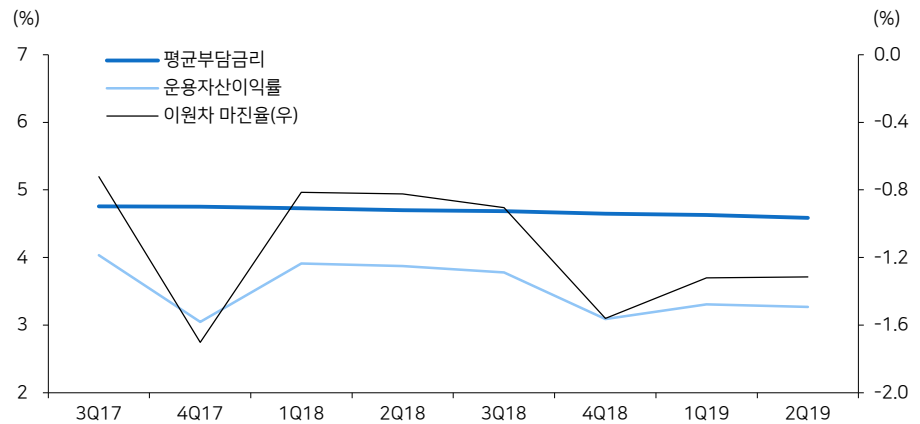
자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림65 신계약 상품별 APE



자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림66 이원차마진 추이



자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

한화생명 (088350)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
보험손익	538.1	-765.5	-671.3	-890.4	-920.3
보험영업수익	9,748.6	9,388.4	9,621.6	9,549.6	9,810.5
보험료수익	9,586.7	9,224.1	9,455.8	9,383.9	9,640.0
재보험수익	161.9	164.3	165.8	165.6	170.4
보험영업비용	9,210.5	10,153.9	10,292.9	10,440.0	10,730.8
지급보험금	6,882.5	7,832.4	7,965.2	8,130.2	8,354.4
재보험비용	170.0	171.8	172.9	176.9	181.8
사업비	883.0	1,185.0	1,262.0	1,256.3	1,295.0
신계약상각비	1,272.3	962.1	890.2	874.0	897.0
할인료	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
투자손익	3,155.6	3,165.3	2,928.2	3,034.6	3,055.6
책임준비금전입액	3,963.1	2,986.8	3,008.4	2,747.2	2,696.5
영업이익	-269.4	-587.0	-751.4	-603.1	-561.2
영업외손익	960.8	1,088.8	921.6	926.0	914.0
세전순이익	691.4	501.8	170.2	323.0	352.9
법인세비용	165.9	142.5	35.0	87.3	83.4
당기순이익	525.5	359.3	135.2	235.6	269.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	110,313	114,302	118,720	121,921	125,085
운용자산	84,360	89,760	93,535	96,541	99,501
현예금 및 예치금	417	1,414	781	793	785
유가증권	61,143	64,290	67,819	70,026	72,208
주식	1,598	1,805	1,834	1,868	1,921
채권	32,111	28,741	29,917	30,838	31,652
대출채권	19,364	20,555	21,302	21,979	22,656
부동산	3,479	3,501	3,632	3,743	3,851
비운용자산	4,310	3,088	2,729	2,330	1,992
특별계정자산	21,643	21,455	22,455	23,050	23,592
부채총계	101,344	104,440	108,272	111,358	114,380
책임준비금	77,253	80,241	83,250	85,998	88,694
계약자지분조정	697	571	817	817	817
기타부채	1,229	1,249	1,750	1,494	1,277
특별계정부채	22,165	22,379	22,455	23,050	23,592
자본총계	8,969	9,862	10,447	10,563	10,705
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	3,152	3,358	3,280	3,395	3,538
자본조정/기타포괄손익누계	491	118	782	782	782

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
보험금지급율	70.6	83.4	82.8	85.1	85.2
위험손해율	76.7	77.9	79.7	78.9	79.0
사업비율	22.1	22.9	22.4	22.3	22.3
투자수익률	3.8	3.6	3.2	3.2	3.1
성장성					
총자산	4.7	3.6	3.9	2.7	2.6
운용자산	2.6	6.4	4.2	3.2	3.1
특별계정자산	9.0	-0.9	4.7	2.6	2.4
자기자본	10.0	10.0	5.9	1.1	1.3
수입보험료	-8.2	-3.7	2.5	-0.7	2.7
보험손익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
투자손익	-0.6	0.3	-7.5	3.6	0.7
책임준비금전입액	-29.2	-24.6	0.7	-8.7	-1.8
순이익	66.8	-31.6	-62.4	74.3	14.4

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	699	478	180	314	359
BPS	11,274	13,126	11,831	11,984	12,174
DPS	140	100	36	63	72
밸류에이션 (배)					
PER	9.9	8.8	12.9	7.4	6.5
PBR	0.6	0.3	0.2	0.2	0.2
수익성					
ROE	6.2	3.8	0.7	1.8	2.2
ROA	0.3	0.5	0.3	0.1	0.2
배당지표					
배당성향	20.0	20.9	20.0	20.0	20.0
배당수익률	2.0	2.4	1.5	2.7	3.1
안정성					
총자산/자기자본	12.3	11.6	11.4	11.5	11.7
보험료수입/총부채	9.6	9.0	8.9	8.6	8.6

동양생명 (082640)

Hold, TP 4,400원

3Q19E 순이익 804억원(+138.8% QoQ, +656.2% YoY)으로 추정한다. 일회성 요인이나 동양자산운용 매각익 860억원 반영되어 순이익이 크게 증가해 19E 시가배당수익률 7.7%가 추정된다. 종신 및 CI 위주의 판매 전략이 이어지고 있다. 향후 최대주주 지분 매각 가능성이 주가 방향성에 가장 큰 변수다.

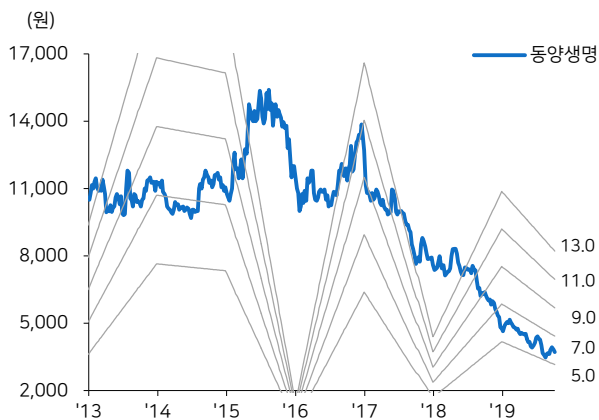
당사의 투자등급 정책 변경에 따라 투자의견을 Trading buy에서 Hold로 하향하고 적정주가 4,400원을 유지한다. 저축성 보험 판매가 감소하고 일반 종신 및 CI 위주의 보장성 APE 성장이 이뤄지고 있는 점 긍정적이나 보험관련 손익 감소할 가능성이 크다. 향후 최대주주 지분 매각 이슈에 따라 ABL생명과의 합병 가능성은 부담이다.

표17 동양생명 3Q19E Preview

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-43.5	192.2	-122.7	6.1	-812.3		
투자손익	296.9	190.8	55.7	220.6	34.6		
책임준비금전입	154.8	386.2	-59.9	192.7	-19.7		
영업외손익	11.2	18.6	-39.7	11.7	-3.9		
당기순이익	80.4	10.6	656.2	33.7	138.8	81.5	-1.3

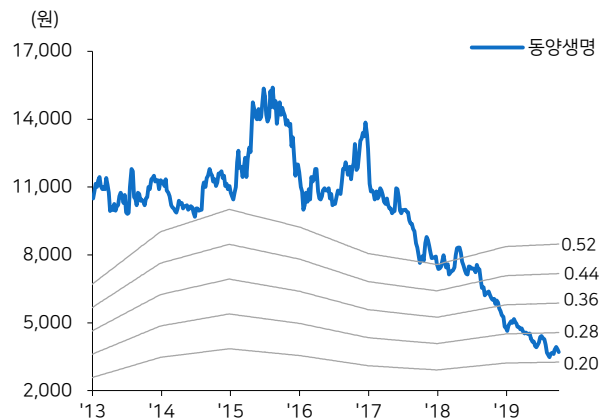
자료: 동양생명, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림67 동양생명 PER 밴드



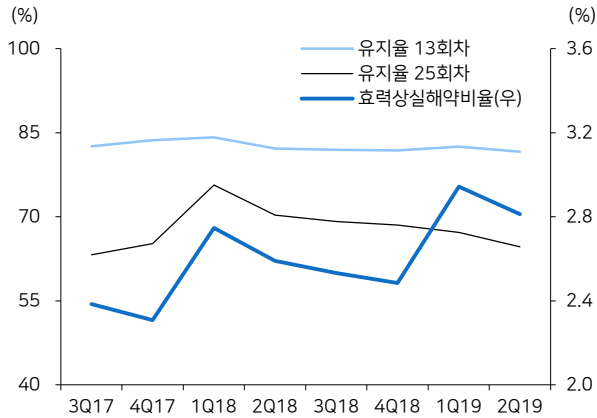
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림68 동양생명 PBR 밴드



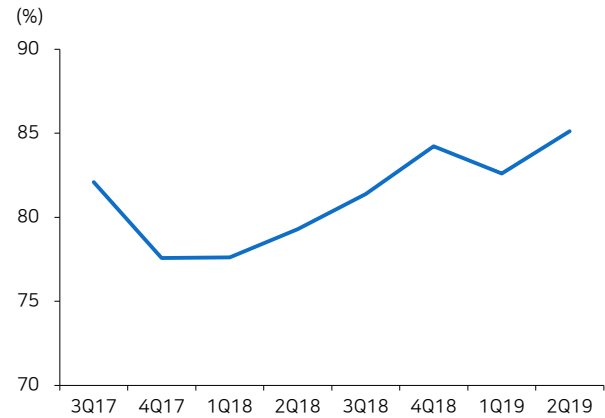
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림69 유지율 및 해약율 추이



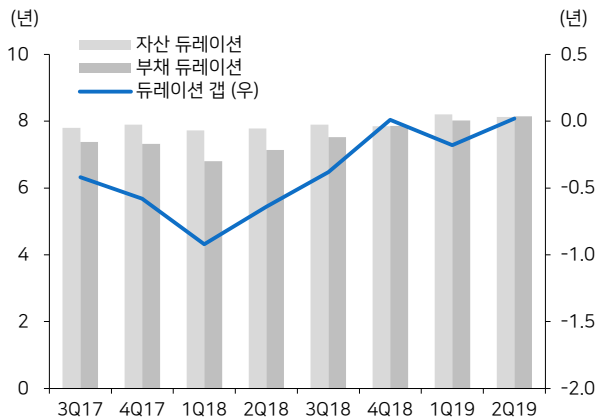
자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림70 위험손해율 추이



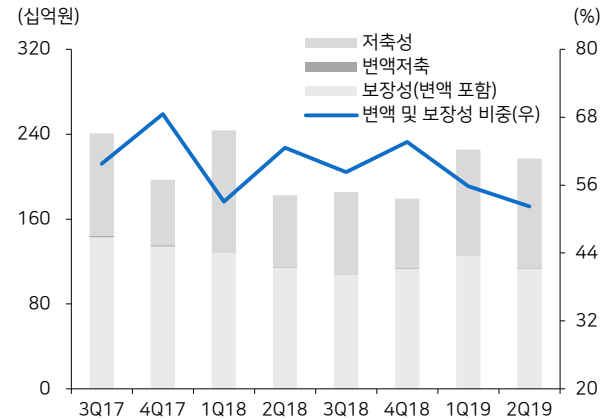
자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림71 자산 부채 듀레이션



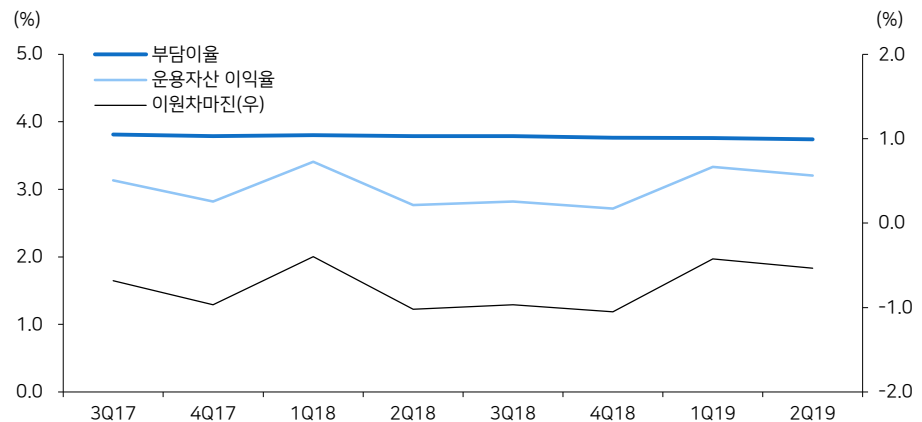
자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림72 신계약 상품별 APE



자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림73 이원차마진 추이



자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

동양생명 (082640)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
보험손익	2,076.1	795.8	-162.3	-135.6	-136.1
보험영업수익	5,191.4	4,324.8	4,336.8	4,432.5	4,559.5
보험료수익	5,136.9	4,262.5	4,269.3	4,363.5	4,488.5
재보험수익	54.5	62.3	67.4	69.0	71.0
보험영업비용	3,115.3	3,529.1	4,499.0	4,568.1	4,695.6
지급보험금	2,321.5	2,745.2	3,676.2	3,725.0	3,828.3
재보험비용	61.2	69.9	78.2	81.1	83.7
사업비	385.2	359.1	376.6	387.8	398.9
신계약상각비	345.8	353.9	366.8	373.0	383.5
할인료	1.6	1.0	1.2	1.2	1.2
투자손익	934.6	783.3	969.6	880.1	900.5
책임준비금전입액	2,845.2	1,591.6	652.7	680.9	696.0
영업이익	165.5	-12.5	154.6	63.6	68.4
영업외손익	75.6	81.9	45.7	46.7	46.9
세전순이익	241.1	69.4	200.2	110.3	115.3
법인세비용	56.7	18.0	51.5	29.5	30.8
당기순이익	184.4	51.3	148.8	80.8	84.4

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	30,273.7	31,854.6	33,462.6	34,193.7	34,944.6
운용자산	25,977.2	27,727.9	29,066.1	29,825.9	30,603.1
현예금 및 예치금	1,376.5	1,434.7	1,331.4	1,364.9	1,399.9
유가증권	20,125.3	21,034.6	22,185.8	22,721.8	23,285.5
주식	634.1	619.3	620.0	622.6	630.6
채권	10,975.4	12,130.9	12,175.8	12,400.0	12,655.5
대출채권	4,122.6	4,909.3	5,189.2	5,372.3	5,543.0
부동산	352.8	349.3	359.7	366.9	374.7
비운용자산	1,427.9	1,265.5	1,220.0	1,175.4	1,133.2
특별계정자산	2,868.7	2,861.3	3,176.5	3,192.3	3,208.3
부채총계	27,889.5	29,620.2	30,759.2	31,425.7	32,109.1
책임준비금	24,481.3	26,076.3	26,730.0	27,410.9	28,106.9
계약자지분조정	23.2	11.3	24.4	24.4	24.4
기타부채	318.2	371.9	828.3	798.1	769.4
특별계정부채	3,066.9	3,160.7	3,176.5	3,192.3	3,208.3
자본총계	2,384.2	2,234.5	2,703.4	2,768.0	2,835.5
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	981.7	1,046.3	1,113.8
자본조정/기타포괄손익누계	222.0	77.0	329.6	329.6	329.6

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
보험금지급율	44.7	63.5	84.8	84.0	84.0
위험손해율	80.4	80.7	83.4	83.4	83.4
사업비율	14.1	16.5	17.1	17.2	17.2
투자수익률	3.8	2.9	3.4	3.0	3.0
성장성					
총자산	13.5	5.2	5.0	2.2	2.2
운용자산	12.6	6.7	4.8	2.6	2.6
특별계정자산	13.1	-0.3	11.0	0.5	0.5
자기자본	33.5	-6.3	21.0	2.4	2.4
수입보험료	-15.5	-16.7	0.3	2.2	2.9
보험손익	-39.3	-61.7	-120.4	-16.4	0.4
투자손익	83.6	-16.2	23.8	-9.2	2.3
책임준비금전입액	-29.2	-44.1	-59.0	4.3	2.2
순이익	3,289.1	-72.2	189.9	-45.7	4.5

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	1,183	329	955	518	542
BPS	15,297	14,336	17,345	17,759	18,193
DPS	360	100	290	104	108
밸류에이션 (배)					
PER	6.4	14.5	3.9	7.2	6.9
PBR	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2
수익성					
ROE	9.9	2.5	6.4	3.3	3.1
ROA	0.0	0.6	0.2	0.5	0.2
배당지표					
배당성향	30.4	30.4	30.4	20.0	20.0
배당수익률	4.7	2.1	7.7	2.8	2.9
안정성					
총자산/자기자본	12.7	14.3	12.4	12.4	12.3
보험료수입/총부채	18.6	14.6	14.1	14.1	14.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 본 자료에 언급된 종목 중 메리츠화재와 계열회사의 관계가 있습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

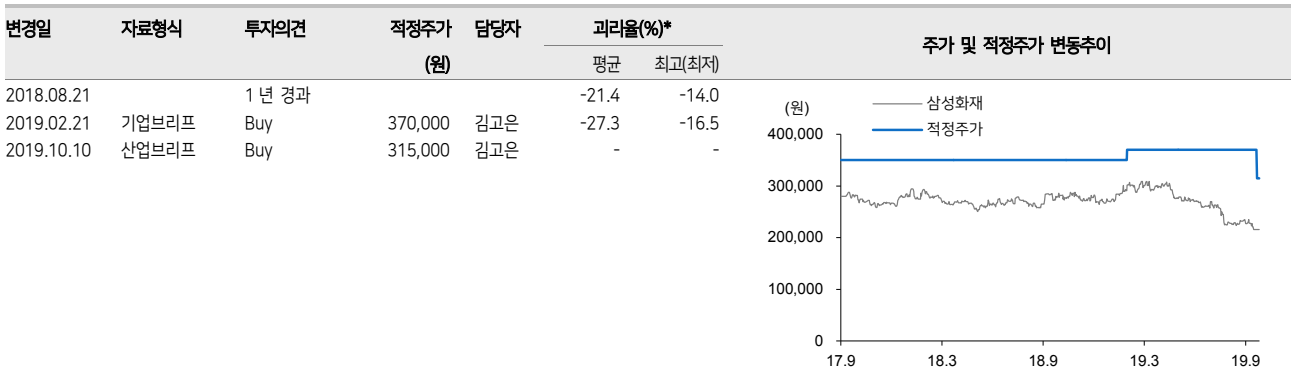
투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	94.7%
중립	5.3%
매도	0.0%

2019년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

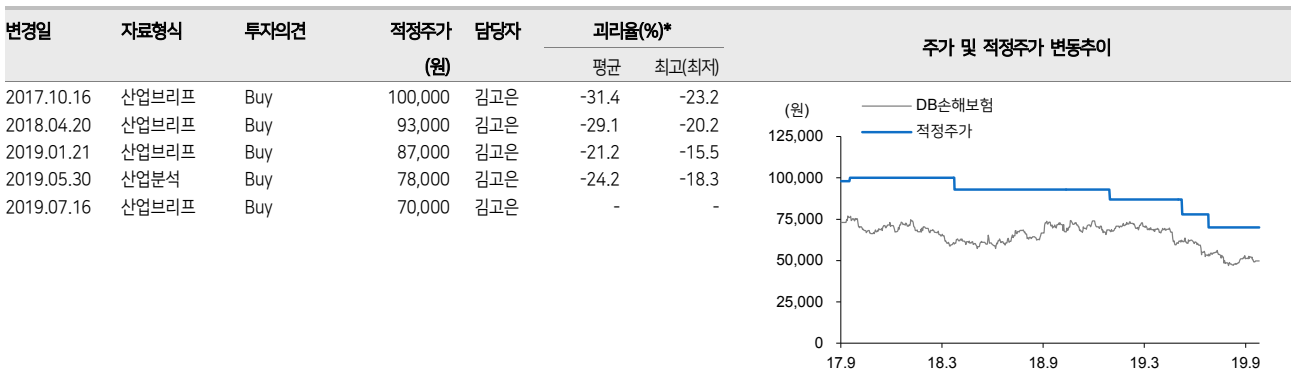
삼성화재 (000810) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



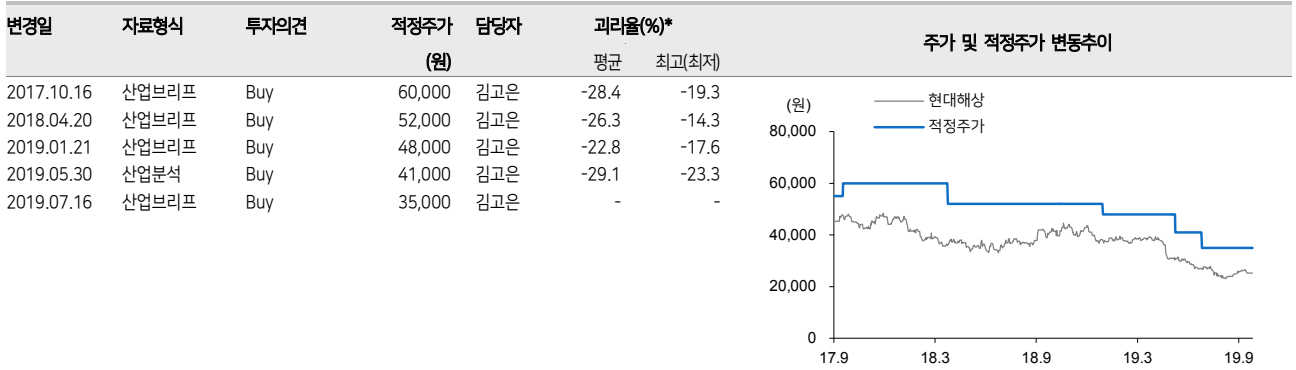
DB 손해보험 (005830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



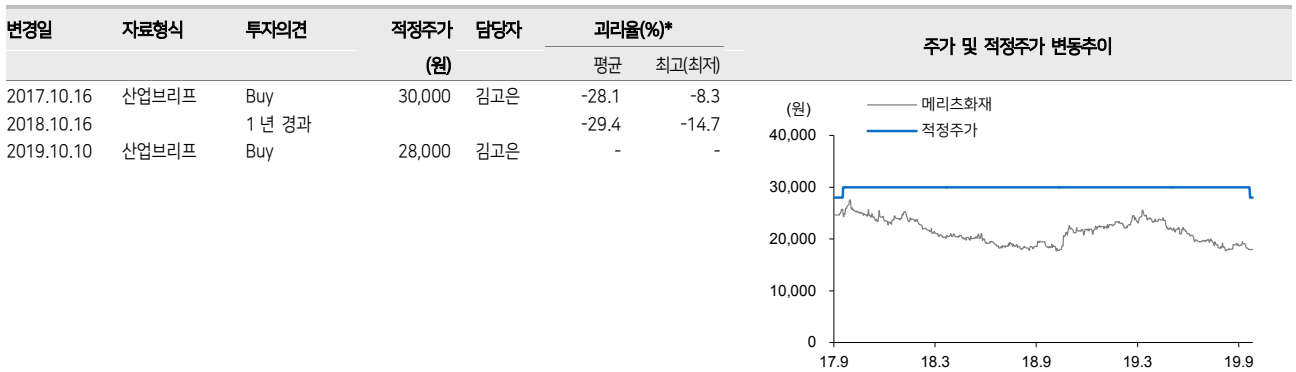
현대해상 (001450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



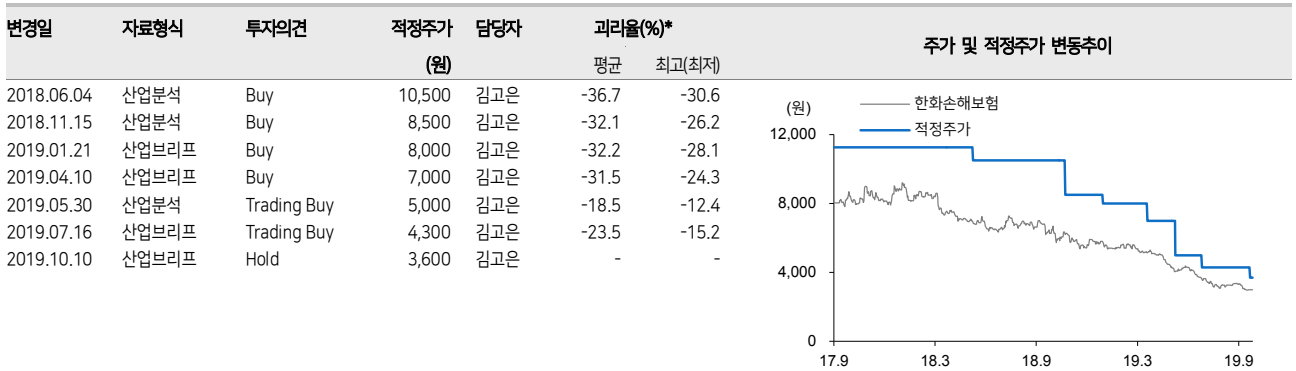
메리츠화재 (000060) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



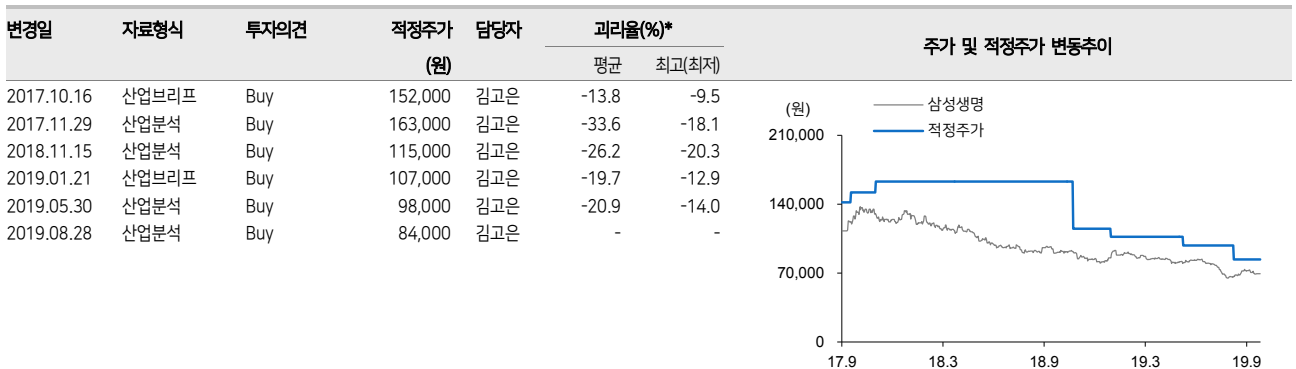
한화손해보험 (000370) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



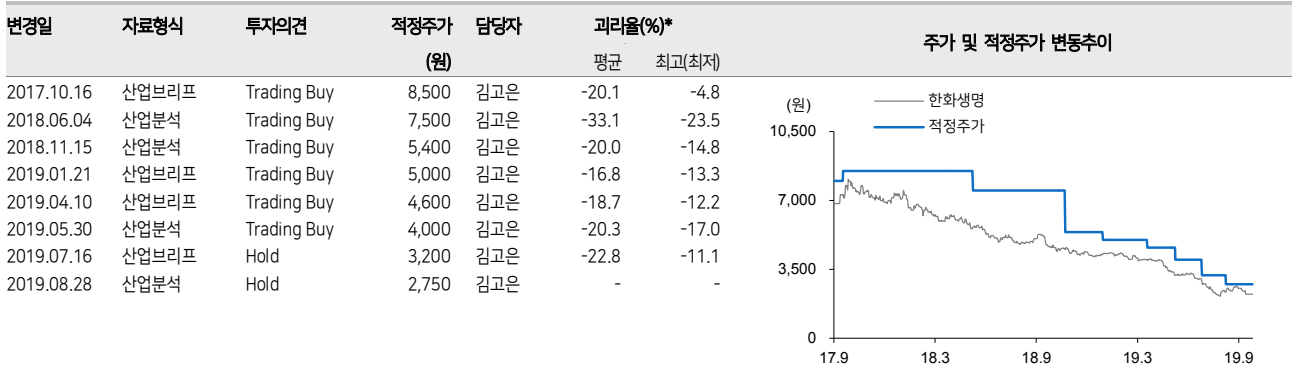
삼성생명 (032830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



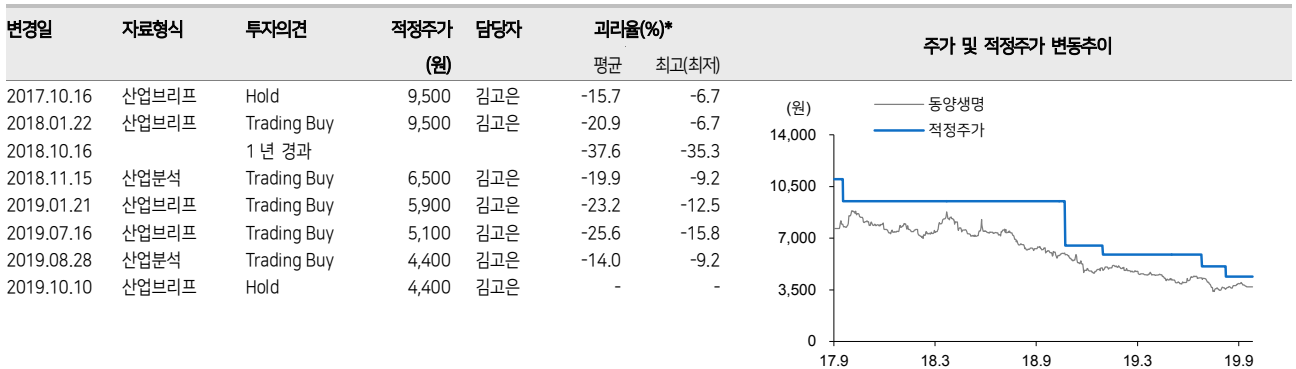
한화생명 (088350) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



동양생명 (082640) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



미래에셋생명 (085620) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

