

2020. 1. 21



▲ 보험/증권

Analyst 김고은

02. 6454-4871

goenkim@meritz.co.kr

RA 오형근

02. 6454-4885

hg.oh@meritz.co.kr

Neutral

Top Picks

삼성화재(000810)	Buy	315,000원
삼성생명(032830)	Buy	98,000원

관심종목

DB손해보험(005830)	Buy	65,000원
현대해상(001450)	Buy	31,000원
메리츠화재(000060)	Buy	24,000원
한화손해보험(000370)	Hold	3,100원
한화생명(088350)	Hold	2,500원
미래에셋생명(085620)	Buy	5,500원
동양생명(082640)	Hold	4,400원

보험

규제 불확실성으로 과점화 전망

- ✓ 실손 보험료 인상 한도 적용으로 중장기 과점화 전망됨
- ✓ 4Q19E 손해보험사 2,077억원(-52.0% QoQ, -13.7% YoY) 추정
- ✓ 4Q19E 생명보험사 -237억원(적전 QoQ, 적지 YoY) 추정
- ✓ Top picks 삼성화재, 삼성생명

실손 관련 규제 불확실성으로 과점화 전망됨

19년 KDI 연구에 따라 반사이익 효과가 0.60%로 산출되었으나 두 자릿수 이하로 실손보험료 인상 한도가 일괄적으로 적용됨에 따라 규제 리스크가 점증되었다. 회사별로 실손손해율 격차가 나타남에도 불구하고 일괄적인 인상 한도가 적용되어 상위사와 하위사와의 격차가 벌어질 가능성이 크다. 금융감독원의 경영관리 대상으로 지정된 보험사의 경우 한도 이상의 실손보험료 인상이 가능한 점은 긍정적이다. 다만, 하위사의 경우 타 상위사 대비 현격한 차이의 보험료의 인상은 우량 고객의 이탈로 이어질 수 있어 손해율 격차가 지속될 가능성 있다. 감독당국은 향후 실손의료보험 구조 개편하고 비급여 관리를 강화할 계획이다. 이용량 따른 할인 할증제 도입, 건강보험의 급여 부분 비보장 등 개선 계획 구체화가 중요한 시기다.

4Q19 보험 산업 실적 전망

손해보험사 커버리지 기준 4Q19E 순이익은 2,077억원(-52.0% QoQ, -13.7% YoY)으로 추정한다. 계절적 영향으로 자동차 손해율 및 위험손해율 상승세 지속되고 있다. 4분기 들어 언더라이팅 강화가 진행되고 있다. 21년 이후 사업비 체계 개편됨에도 불구하고 충분한 보험료 인상이 어려운 환경에서 판매비 축소, UW 강화 등 판매 경쟁이 완화된 모습이 감지된다. 생명보험사 커버리지 기준 4Q19E 순손실 237억원(적전 QoQ, 적지 YoY)으로 추정한다. 연말 변액보증준비금 적립으로 4분기 적자 전환 전망된다. 일회성 요인으로는 삼성생명의 법인세 환급, 한화생명의 대규모 채권 매각익이 있었다.

Top Picks: 삼성화재, 삼성생명

회사별 실손손해율에 격차 나타남에도 불구하고 일괄적인 보험료 인상을 결정하게 되어 비교적 손해율이 좋은 삼성화재와 타사와의 손해율 격차가 벌어질 가능성이 높다. 삼성생명의 경우 전자 지분 가치 지속적으로 증가하고 있는 점 긍정적이다.

4Q19 실적 전망

손해보험사 4Q19E 순이익 2,077억원 전망

손해보험사 커버리지(삼성화재, DB손해보험, 현대해상, 메리츠화재, 한화손해보험) 기준 4Q19E 순이익은 2,077억원(-52.0% QoQ, -13.7% YoY)으로 추정한다. 계절적 영향으로 자동차 손해율 및 위험손해율 상승세 지속되고 있다. 금리 하락 추세가 둔화되어 채권 매각익 규모는 줄어들 전망이다. 대부분의 손해보험사가 3% 중반의 자동차 보험료 인상을 1월말 ~2월초로 결정해 20년 이후 자동차 손해율 개선 나타날 가능성이 높다. 4분기 들어 유사암 관련 진단비 축소 등으로 언더라이팅 강화가 진행되고 있다. 단기적으로 진단비 축소 시기가 늦었던 회사들은 신계약 판매가 늘어나는 모습을 보여 일부 사업비 상승이 나타날 수 있다. 21년 이후 사업비 체계 개편됨에도 불구하고 충분한 보험료 인상이 어려운 환경에서 판매비 축소, UW 강화 등 판매 경쟁이 완화되는 모습이 감지된다.

생명보험사 4Q19E 순손실 237원 전망

생명보험사 커버리지(삼성생명, 한화생명, 동양생명, 미래에셋생명) 기준 4Q19E 순손실 237억원(적전 QoQ, 적지 YoY)으로 추정한다. 연말 변액보증준비금 적립으로 4분기 적자 전환 전망된다. 4분기 들어 금리 하락세가 마무리 되고 주식시장이 반등해 변액보증준비금 적립 규모 수준이 소폭 감소 추정된다. 생명보험 업계 역시 실손의 영향으로 위험손해율 상승하고 있어 사차익 규모가 크게 늘어나지 못하는 모습이다. 일회성 요인으로는 삼성생명의 법인세 환급, 한화생명의 대규모 채권 매각익이 있었다.

Top pick으로 삼성화재, 삼성생명 제시한다. 회사의 실손 손해율 격차에도 일괄적인 보험료 인상을 결정하게 되어 비교적 손해율이 좋은 삼성화재와 타사와의 손해율 격차가 벌어질 가능성이 높다. 삼성생명의 경우 전자 지분 가치 지속적으로 증가하고 있는 점 긍정적이다.

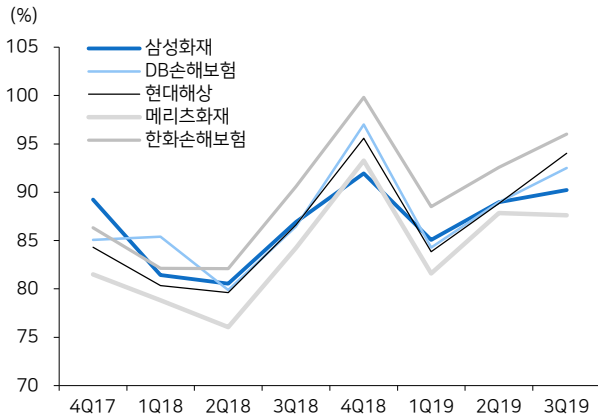
표1 커버리지 보험사 4Q19E Preview (순이익)

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
삼성화재	85.3	154.3	-44.8	159.8	-46.6	163.4	-47.8
DB손해보험	61.6	63.0	-2.3	122.5	-49.7	86.7	-29.0
현대해상	27.7	1.6	1,623.5	72.3	-61.7	41.2	-32.7
메리츠화재	53.2	55.1	-3.4	76.6	-30.6	60.8	-12.5
한화손해보험	-20.0	-33.4	적지	1.4	적전	-0.2	N/A
손해보험 합계	207.7	240.6	-13.7	432.6	-52.0	351.9	-41.0
삼성생명(연결)	52.5	-61.2	흑전	220.2	-76.1	11.3	363.6
한화생명	-54.7	-26.1	적지	60.9	적전	-51.6	N/A
동양생명	-33.4	-13.4	적지	108.6	적전	-24.7	N/A
미래에셋생명	11.9	6.6	78.9	25.5	-53.4	11.0	8.6
생명보험 합계	-23.7	-94.0	적지	415.2	적전	-54.1	N/A

주: 삼성생명 제외 별도 기준

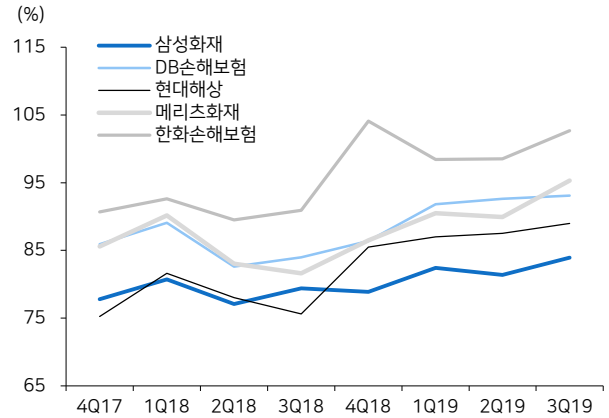
자료: 각 사, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 손해보험사 자동차 손해를 추이



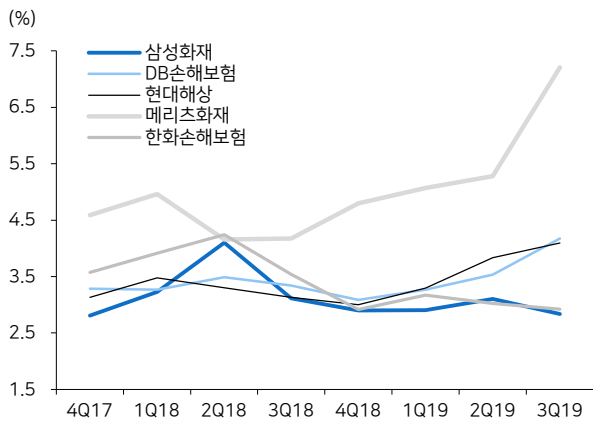
자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

그림2 손해보험사 장기위험손해를 추이



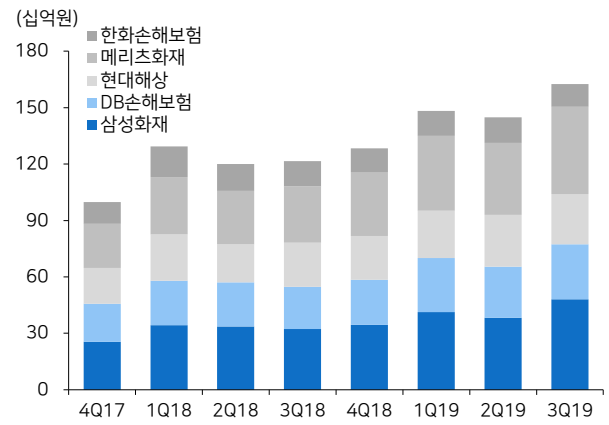
자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

그림3 손해보험사 투자이익률 추이



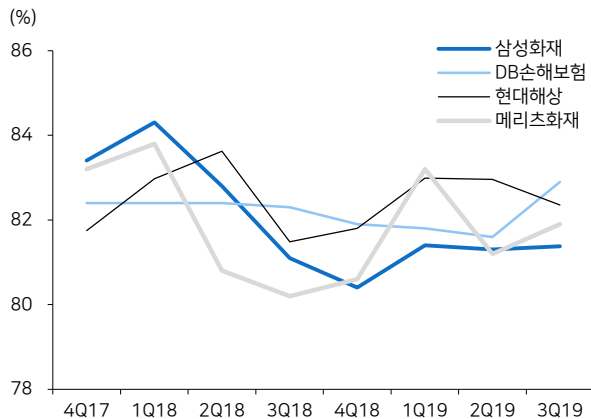
자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

그림4 손해보험사 보장성 인보험 추이



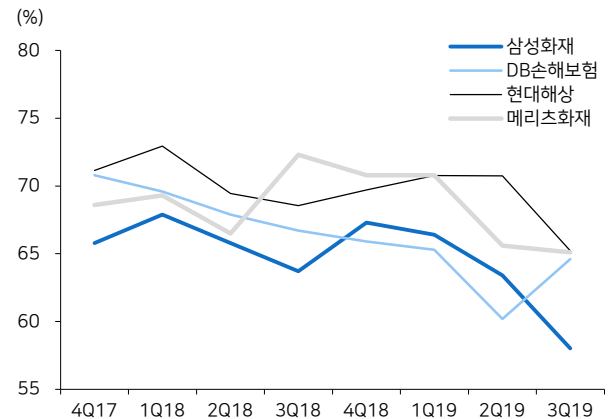
자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

그림5 손해보험사 13회차 유지율 추이



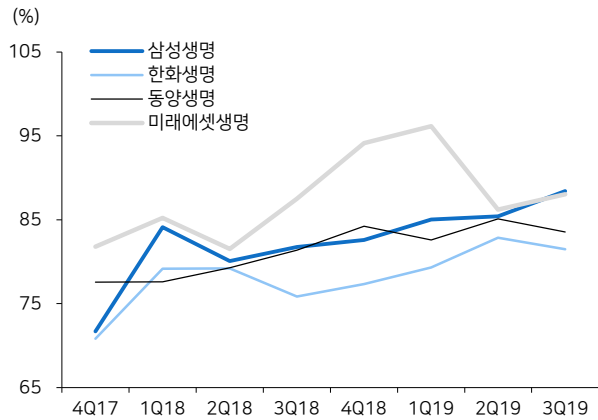
자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

그림6 손해보험사 25회차 유지율 추이



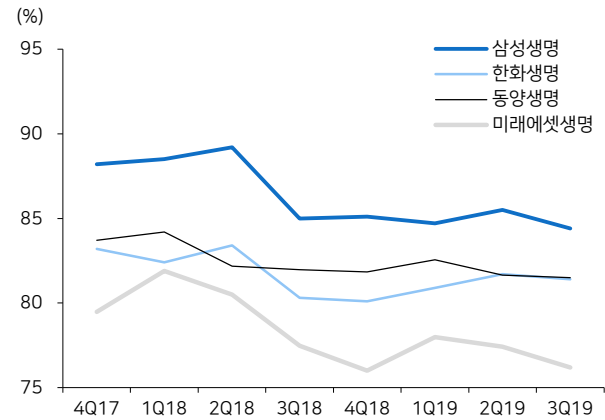
자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

그림7 생명보험사 위험손해율 추이



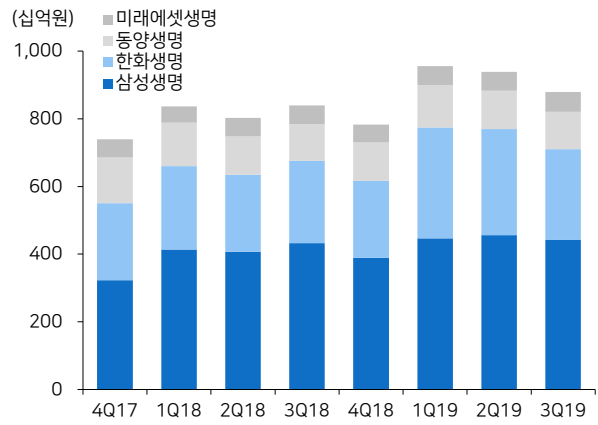
자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

그림8 생명보험사 13회차 유지율 추이



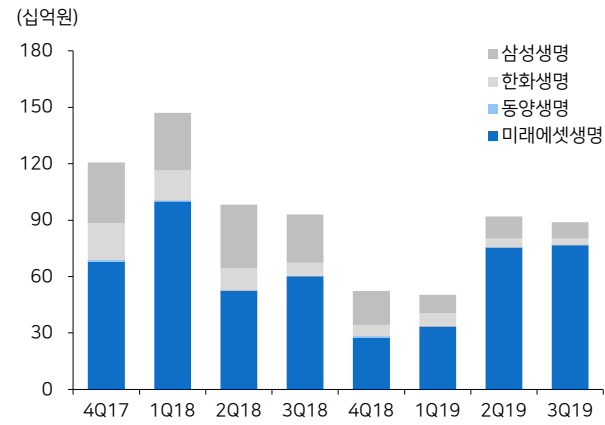
자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

그림9 생명보험사 신계약 보장성 APE 추이



자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

그림10 생명보험사 변액보험 APE 추이



자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

표2 Valuation table

		삼성화재	DB손해보험	현대해상	메리츠화재	한화손해보험	삼성생명	한화생명	동양생명	미래에셋생명
투자 의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	Buy	Hold	Hold	Buy
현재가 (01.20) (원)		228,000	47,350	24,150	16,400	2,640	73,800	2,200	3,735	3,810
적정주가(원)		315,000	65,000	31,000	24,000	3,100	98,000	2,500	4,400	5,500
상승여력		38.2	37.3	28.4	46.3	17.4	32.8	13.6	17.8	44.4
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	671.1	390.3	263.9	265.9	-4.5	1,088.3	99.6	146.3	97.8
	2020E	761.4	429.8	277.8	274.3	29.8	1,219.6	231.4	83.3	98.0
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	3.6	2.5	3.6
	2019E	5.1	7.0	6.0	10.2	-0.3	3.1	0.3	6.3	4.4
	2020E	5.3	6.7	5.7	9.0	2.2	3.1	1.7	3.3	4.0
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	0.8	0.9	0.6	1.2	0.0	0.6	0.3	0.2	0.2
	2020E	0.9	0.9	0.6	1.1	0.2	0.3	0.1	0.4	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	333,081	98,759	54,447	26,506	11,284	206,463	12,027	17,746	14,605
	2020E	345,339	105,187	57,488	28,344	11,677	215,422	12,176	18,174	15,025
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	16,218	6,166	3,014	2,385	-38	5,732	133	939	598
	2020E	18,372	6,790	3,188	2,460	255	6,489	308	534	599
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	0.68	0.48	0.44	0.62	0.23	0.36	0.18	0.21	0.26
	2020E	0.66	0.45	0.42	0.58	0.23	0.34	0.18	0.21	0.25
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	14.1	7.7	8.0	6.9	-68.6	12.9	16.7	4.0	6.4
	2020E	12.4	7.0	7.6	6.7	10.4	11.4	7.1	7.0	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	7,891	1,740	927	838	0	3,024	27	159	179
	2020E	9,277	1,753	975	865	38	3,056	62	107	180
배당수익률(%)	2017	3.7	3.2	3.2	4.9	1.8	1.6	2.0	4.7	3.2
	2018	4.3	2.8	2.8	3.8	2.2	3.2	2.4	2.1	3.7
	2019E	3.5	3.7	3.8	5.1	0.0	4.1	1.2	4.2	4.7
	2020E	4.1	3.7	4.0	5.3	1.4	4.1	2.8	2.9	4.7

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성화재 (000810)

Buy, TP 315,000원

4Q19E 순이익 853억원(-46.6% QoQ, -44.8% YoY)으로 추정한다. 계절적 요인과 표준약관 변경, 추나요법 급여화 등 원가 상승 효과로 자동차 손해율 상승이 지속되었다. 위험손해율 상승은 비급여 진료 증가로 인한 실손손해율 영향이다. 신계약 판매는 전분기 대비 소폭 감소했다. 10~11월 판매 규모 감소하다 12월 경쟁사의 UW 강화로 인해 GA 판매가 늘어난 모습이다. 투자 부분 일회적인 매각익 실현하고 있지 않아 3% 수준의 투자수익률 지속된다.

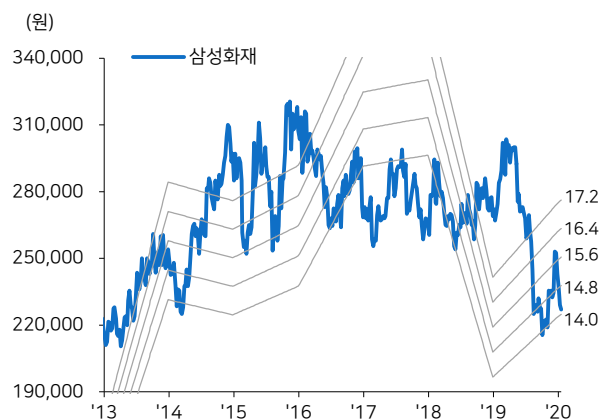
투자의견 Buy 및 적정주가 315,000원을 유지한다. 손해보험 업계에 가장 큰 영향을 미치고 있는 실손 보험의 보험료 인상 cap이 일괄적으로 결정됨에 따라 위험손해율이 상대적으로 낮은 동사가 가장 유리하다. 19년 두 차례의 자동차 보험료 인상, 20년 3% 중반 수준의 인상으로 자동차 손해율 개선 가능하다. 업계 전체적으로 판매 UW 강화되는 모습이며 최근 GA 비중이 상승하는 모습이 나타나고 있다. 향후 보장성 재물보험 줄이며 인보험 비중 더 늘려갈 계획이다.

표3 삼성화재 4Q19E Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	4,711.0	4,538.5	3.8	4,778.6	-1.4	4,536.0	3.9
보험영업이익	-362.4	-244.4	적지	-253.5	적지		
투자영업이익	503.0	475.0	5.9	498.0	1.0		
영업이익	140.6	230.7	-39.0	244.5	-42.5	246.4	-42.9
당기순이익	85.3	154.3	-44.8	159.8	-46.6	163.4	-47.8

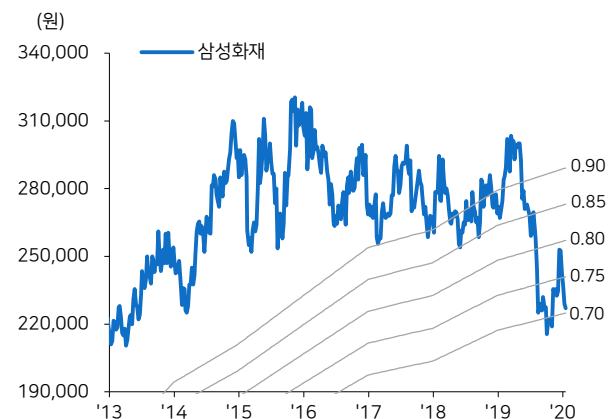
자료: 삼성화재, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 삼성화재 PER 밴드



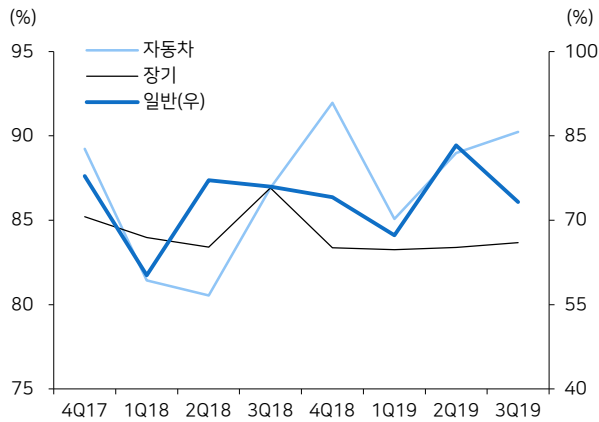
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 삼성화재 PBR 밴드



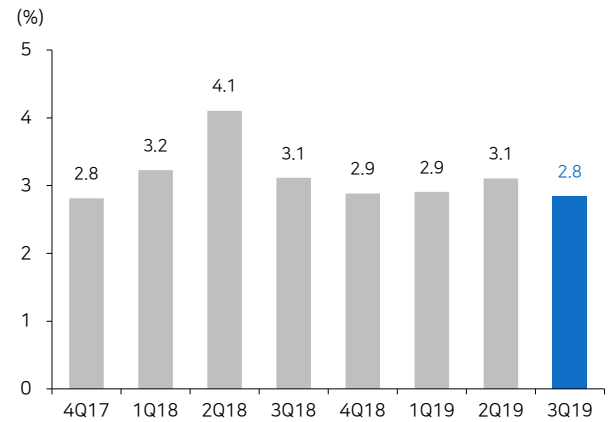
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 경과손해율 추이



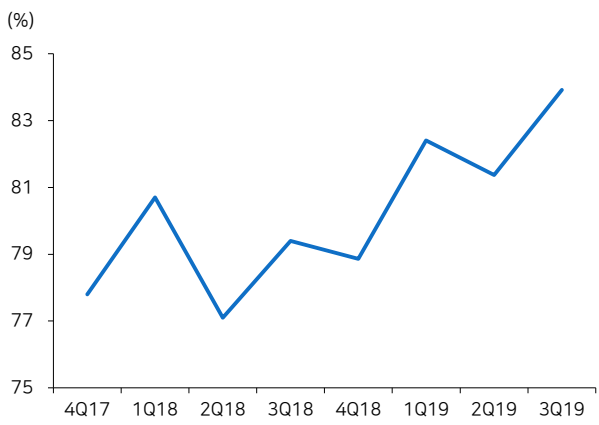
자료: 삼성화재, 메리츠종금증권 리서치센터

그림14 투자영업이익률 추이



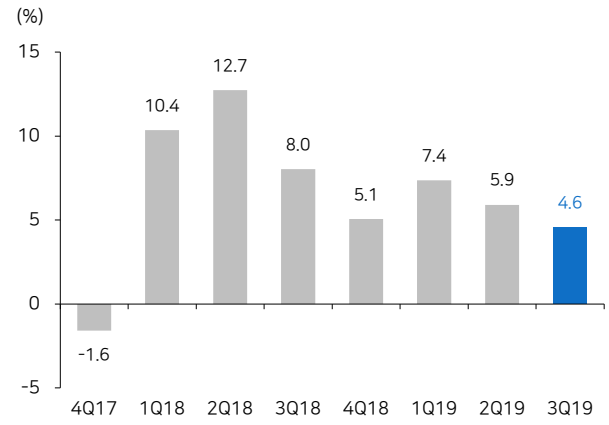
자료: 삼성화재, 메리츠종금증권 리서치센터

그림15 장기위험손해율 추이



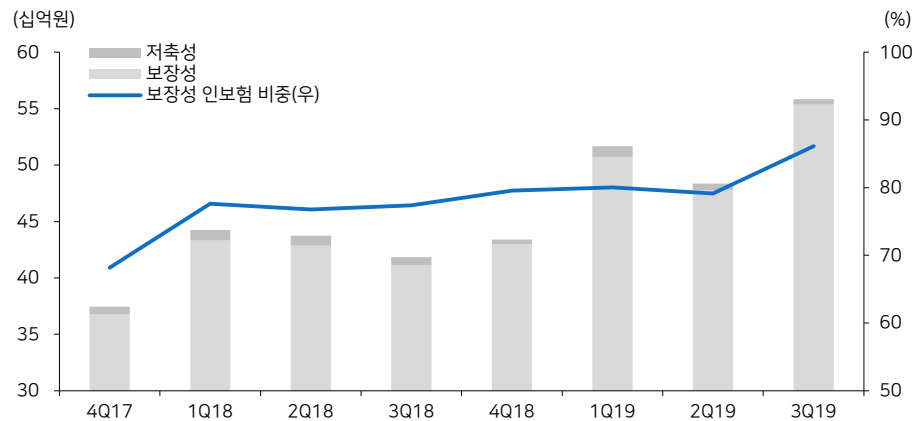
자료: 삼성화재, 메리츠종금증권 리서치센터

그림16 ROE



자료: 삼성화재, 메리츠종금증권 리서치센터

그림17 장기보험 신계약 추이



자료: 삼성화재, 메리츠종금증권 리서치센터

삼성화재 (000810)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	18,230.3	18,234.0	18,821.9	19,126.5	19,544.9
일반	1,329.4	1,404.7	1,458.7	1,521.0	1,560.6
자동차	4,803.6	4,732.6	5,107.9	5,177.2	5,309.3
장기	12,097.3	12,096.7	12,255.3	12,428.3	12,675.1
보유보험료	17,525.9	17,748.3	18,331.5	18,477.2	18,910.5
경과보험료	17,560.7	17,701.8	17,935.7	18,208.7	18,609.7
일반	1,266.8	1,413.6	1,479.2	1,504.8	1,546.0
자동차	4,591.6	4,507.0	4,603.5	4,687.4	4,808.1
장기	11,819.5	11,781.3	11,853.0	12,016.5	12,255.6
경과손해액	14,660.1	14,709.1	15,151.1	15,319.0	15,594.3
일반	906.9	1,016.5	1,102.5	1,089.3	1,128.3
자동차	3,699.6	3,842.4	4,139.7	4,146.8	4,209.4
장기	10,053.6	9,850.3	9,908.9	10,082.9	10,256.5
순사업비	3,530.3	3,605.6	3,807.4	3,888.2	3,970.3
보험영업이익	-629.7	-612.9	-1,022.8	-998.5	-954.8
투자영업이익	2,001.5	2,136.7	2,022.7	2,134.7	2,220.9
영업이익	1,371.8	1,523.8	999.9	1,136.2	1,266.0
영업외손익	-77.3	-80.5	-86.3	-96.8	-96.8
세전순이익	1,294.4	1,443.3	913.6	1,039.4	1,169.2
법인세비용	709.3	383.1	242.5	278.0	312.8
당기순이익	1,055.3	1,057.1	671.1	761.4	856.5

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
경과손해율	83.5	83.1	84.5	84.1	83.8
일반	71.6	71.9	74.5	72.4	73.0
자동차	80.6	85.3	89.9	88.5	87.5
장기	85.1	83.6	83.6	83.9	83.7
사업비율	20.1	20.4	21.2	21.4	21.3
합산비율	103.6	103.5	105.7	105.5	105.1
투자영업이익률	3.3	3.3	2.9	2.9	2.9
성장성					
총자산	11.1	4.7	7.9	4.6	4.5
운용자산	10.6	3.6	7.0	4.7	4.6
자기자본	8.8	3.8	15.2	3.7	3.8
원수보험료	0.3	0.0	3.2	1.6	2.2
경과보험료	0.9	0.8	1.3	1.5	2.2
순이익	25.5	0.2	-36.5	13.4	12.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	75,413.0	78,962.5	85,173.8	89,078.3	93,087.2
운용자산	64,418.7	66,733.1	71,389.1	74,733.8	78,160.3
현예금 및 예치금	1,342.3	1,647.7	1,275.2	1,335.0	1,396.2
유가증권	40,867.6	41,755.4	46,360.4	48,532.5	50,757.7
주식	7,350.4	6,159.9	8,488.7	8,886.4	9,293.9
채권	30,907.4	32,242.9	33,081.8	34,631.7	36,219.6
대출채권	21,393.4	22,531.5	22,983.1	24,059.9	25,163.1
부동산	815.4	798.5	770.3	806.4	843.4
비운용자산	3,462.5	4,290.5	5,204.4	5,415.7	5,635.6
특별계정자산	7,531.8	7,938.9	8,580.4	8,928.8	9,291.3
부채총계	63,571.1	66,675.4	71,014.7	74,398.1	77,851.1
보험계약준비금	52,872.3	55,460.8	58,212.5	61,076.1	63,988.1
책임준비금	52,872.3	55,460.8	58,212.5	61,076.1	63,988.1
기타부채	3,167.0	3,275.7	4,221.8	4,393.3	4,571.6
특별계정부채	7,531.8	7,938.9	8,580.4	8,928.8	9,291.3
자본총계	11,841.9	12,287.1	14,159.1	14,680.2	15,236.1
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	8,710.6	9,231.6	9,787.6
자본조정	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5
기타포괄손익누계액	4,248.5	3,975.3	5,966.3	5,966.3	5,966.3

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	25,823	25,766	16,218	18,372	20,641
BPS	278,571	289,043	333,081	345,339	358,417
DPS	10,000	11,500	7,891	9,277	10,758
밸류에이션 (배)					
PER	10.3	10.4	14.1	12.4	11.0
PBR	1.0	0.9	0.7	0.7	0.6
수익성					
ROE	9.3	8.8	5.1	5.3	5.7
ROA	1.5	1.4	0.8	0.9	0.9
배당지표					
배당성향	37.7	43.3	46.8	48.5	50.0
배당수익률	3.7	4.3	3.5	4.1	4.7
안정성					
총자산/자기자본	637	643	602	607	611
보유보험료/자기자본	148	144	129	126	124

DB손해보험 (005830)

Buy, TP 65,000원

4Q19E 순이익 616억원(-49.7% QoQ, -2.3% YoY)으로 추정한다. 계절적 영향으로 자동차 손해를 상승추세 이어지고 있으며 위험손해를 상승하나 업계 내에서는 양호한 수준일 전망이다. 동사 역시 12월 타사의 갑작스러운 UW 강화로 12월 GA 판매가 증가했다. 투자 부문 무리한 매각익 시험하고 있지 않아 투자수익률 3.5%로 추정했다. 19년 이후 세 차례의 자동차 보험료 인상이 있어 20년 자동차 손해를 개선 가능하다.

투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 65,000원으로 7.1% 하향 조정한다. 실손보험 손해를 상승세가 지속되고 있으나 보험료 인상 cap이 적용되어 위험손해율 레벨이 높아진 점을 실적에 반영해 20E 순이익 8.1% 하향 조정했다. 20년 신계약 판매는 19년 수준인 월평균 90억원 규모를 이어나갈 계획이며 UW 강화 또한 지속할 예정이다. 위험손해를 상승 추세 안정화되고 자동차 손해를 및 사업비율 개선 정도에 따라 이익 개선폭이 달라질 수 있다.

표4 DB손해보험 4Q19E Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,246.2	3,167.7	2.5	3,261.4	-0.5	2,836.0	14.5
보험영업이익	-239.7	-166.4	적지	-211.2	적지		
투자영업이익	327.2	260.8	25.5	383.1	-14.6		
영업이익	87.5	94.5	-7.4	171.9	-49.1	118.9	-26.4
당기순이익	61.6	63.0	-2.3	122.5	-49.7	86.7	-29.0

자료: DB손해보험, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 Valuation table

적정주가	65,000원
이론주가	64,551원
2020 BPS	105,187원
적정 PBR	0.61
PBR Discount	-30%
이론 PBR	0.88
20년 ROE	6.7%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	7.5%
Beta	0.79
Risk Free Rate	1.3%
Risk Premium	7.8%

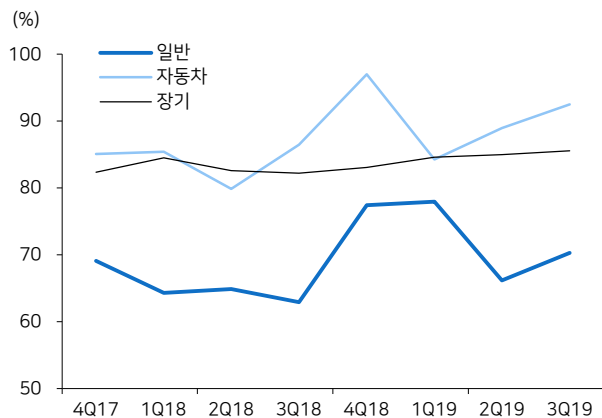
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표6 실적 추정 변경

	수정전		수정후		변화율 (%)	
(십억원)	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
순이익	419.8	467.8	390.3	429.8	-7.0	-8.1
EPS (원)	6,632	7,390	6,166	6,790	-7.0	-8.1
BPS(원)	99,225	106,121	98,759	105,187	-0.5	-0.9
ROE (%)	7.5	7.2	7.0	6.7	-0.5	-0.5

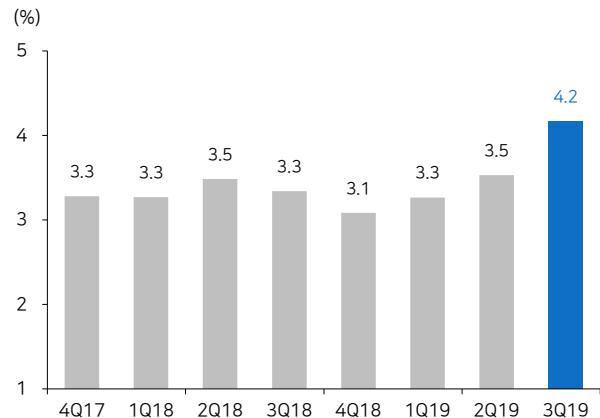
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 경과손해율 추이



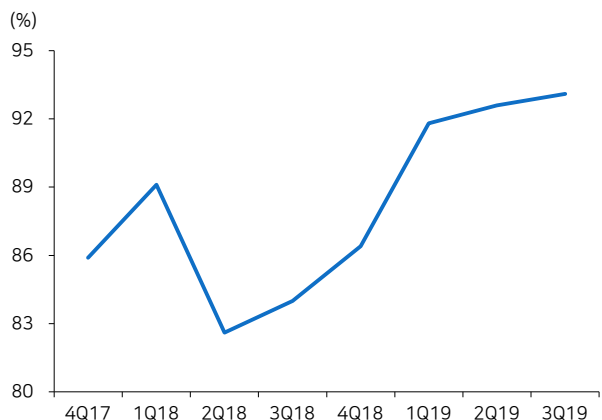
자료: DB손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 투자영업이익률 추이



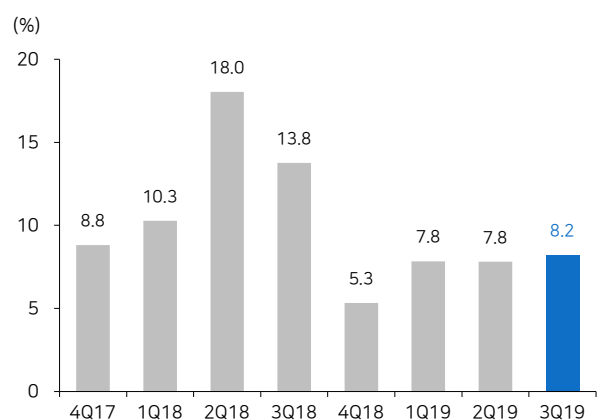
자료: DB손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 장기위험손해율 추이



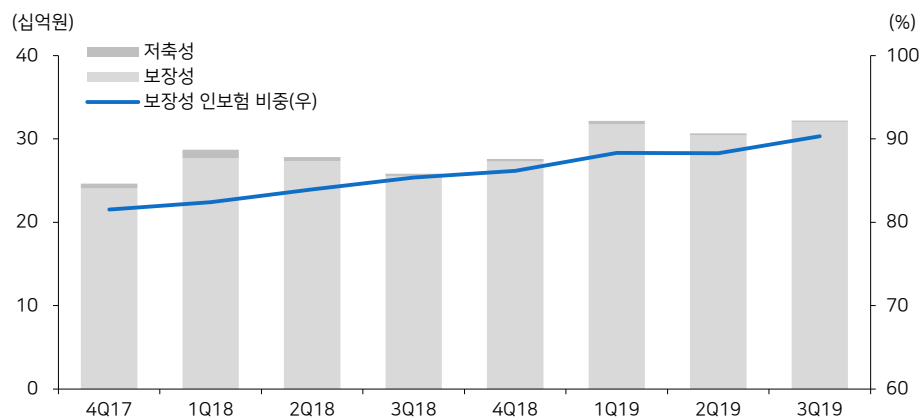
자료: DB손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 ROE



자료: DB손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 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	12,894.6	13,045.2	13,308.0
일반	1,015.5	994.9	1,080.9	1,123.1	1,152.0
자동차	3,252.9	3,274.7	3,445.3	3,496.1	3,585.4
장기	8,099.7	8,179.7	8,368.5	8,426.0	8,570.6
보유보험료	11,562.9	11,573.9	12,033.4	12,177.9	12,421.0
경과보험료	11,440.7	11,592.2	11,833.3	11,975.5	12,215.6
일반	543.1	582.5	659.1	702.7	722.0
자동차	2,954.3	3,025.1	3,061.8	3,110.6	3,191.2
장기	7,943.3	7,984.7	8,112.5	8,162.2	8,302.3
경과손해액	9,421.4	9,664.7	10,146.2	10,219.1	10,387.2
일반	349.1	393.1	466.3	484.8	498.6
자동차	2,381.8	2,637.0	2,785.2	2,785.7	2,841.5
장기	6,690.5	6,634.6	6,894.6	6,948.6	7,047.1
순사업비	2,193.8	2,255.7	2,453.2	2,429.9	2,474.8
보험영업이익	-176.4	-328.3	-774.9	-673.5	-646.5
투자영업이익	1,035.3	1,074.1	1,308.1	1,267.5	1,343.3
영업이익	859.0	745.9	533.2	594.0	696.8
영업외손익	-31.7	-35.2	-3.7	-7.2	2.2
세전순이익	827.3	710.6	529.4	586.8	699.0
법인세비용	205.2	195.9	139.1	157.0	187.0
당기순이익	622.0	514.7	390.3	429.8	512.0

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
경과손해율	82.3	83.4	85.7	85.3	85.0
일반	64.3	67.5	70.7	69.0	69.1
자동차	80.6	87.2	91.0	89.6	89.0
장기	84.2	83.1	85.0	85.1	84.9
사업비율	19.2	19.5	20.7	20.3	20.3
합산비율	101.5	102.8	106.5	105.6	105.3
투자영업이익률	3.4	3.3	3.6	3.2	3.2
성장성					
총자산	9.3	6.3	10.8	5.8	5.8
운용자산	8.1	8.7	10.4	6.1	6.0
자기자본	11.4	11.2	27.3	6.5	7.4
원수보험료	2.3	0.7	3.6	1.2	2.0
경과보험료	3.0	1.3	2.1	1.2	2.0
순이익	32.3	-17.3	-24.2	10.1	19.1

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	37,403.8	39,775.5	44,065.7	46,611.7	49,294.4
운용자산	31,609.3	34,351.1	37,910.6	40,206.6	42,629.2
현예금 및 예치금	414.2	748.2	409.5	434.3	460.5
유가증권	20,486.9	21,738.6	25,510.4	27,055.5	28,685.7
주식	1,244.4	1,071.1	991.2	1,051.3	1,114.6
채권	7,849.3	8,787.3	9,467.9	10,041.3	10,646.3
대출채권	9,572.3	10,733.3	10,821.5	11,476.9	12,168.4
부동산	1,135.9	1,131.0	1,169.2	1,240.0	1,314.7
비운용자산	3,404.6	3,064.4	3,069.7	3,194.3	3,324.0
특별계정자산	2,389.9	2,359.9	3,085.5	3,210.8	3,341.1
부채총계	32,988.3	34,864.4	37,814.4	39,953.6	42,145.7
보험계약준비금	28,929.0	30,602.9	32,511.3	34,435.1	36,403.1
책임준비금	28,929.0	30,602.9	32,511.3	34,435.1	36,403.1
기타부채	1,566.4	1,636.0	2,217.7	2,239.8	2,262.2
특별계정부채	2,493.0	2,625.5	3,085.5	3,210.8	3,341.1
자본총계	4,415.5	4,911.1	6,251.3	6,658.2	7,148.7
자본금	35.4	35.4	35.4	35.4	35.4
자본잉여금	37.9	37.9	37.9	37.9	37.9
이익잉여금	3,920.4	4,289.5	4,574.8	4,981.6	5,472.2
자본조정	421.8	548.2	1,603.2	1,603.2	1,603.2

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	9,827	8,132	6,166	6,790	8,089
BPS	69,757	77,587	98,759	105,187	112,937
DPS	2,300	2,000	1,740	1,753	2,186
밸류에이션 (배)					
PER	7.2	8.7	7.7	7.0	5.9
PBR	1.0	0.9	0.5	0.5	0.4
수익성					
ROE	14.8	11.0	7.0	6.7	7.4
ROA	1.7	1.3	0.9	0.9	1.1
배당지표					
배당성향	23.4	23.4	28.2	25.8	27.0
배당수익률	3.2	2.8	3.7	3.7	4.6
안정성					
총자산/자기자본	847	810	705	700	690
보유보험료/자기자본	262	236	192	183	174

현대해상 (001450)

Buy, TP 31,000원

4Q19E 순이익 299억원(-58.6% QoQ, +1,761.6% YoY)으로 추정한다. 계절적 영향으로 손해액 증가율이 높아 자동차 손해율과 위험손해율이 상승하는 점이 실적 악화의 주요 원인이다. 타사의 12월 UW 강화로 GA 채널에서 판매가 증가해 사업비율 상승할 전망이다. 채권 매각의 시현했으나 전분기 대비 규모가 줄어들어 투자수익률 3.7%로 추정했다. 타 상위사 대비 실손손해율 높은 수준이나 보험료 인상율이 일괄적으로 적용되어 위험손해율 상승 추세 지속될 가능성 있다.

투자의견 Buy 유지하고 적정주가를 31,000원으로 11.4% 하향 조정한다. 과거 실손보험 비중이 커 보험료 인상 규제에 의해 위험손해율 영향이 타 손해보험사 대비 크다고 판단된다. 실손 손해액 관련 구조적인 제도 개선이 필요한 상황이다. 20년 자동차 손해율 하락이 추정되나 운용수익률 방어 및 사업비율 개선폭에 따라 증익 규모 달라질 수 있다.

표7 현대해상 4Q19E Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,355.7	3,308.8	1.4	3,346.6	0.3	3,038.1	10.5
보험영업이익	-312.3	-256.7	적지	-275.3	적지		
투자영업이익	358.8	263.2	36.3	389.9	-8.0		
영업이익	46.5	6.6	606.9	114.6	-59.4	55.9	-16.8
당기순이익	29.9	1.6	1,761.6	72.3	-58.6	41.2	-27.3

자료: 현대해상, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

표8 Valuation table

적정주가	31,000원
이론주가	20,645원
2020 BPS	57,488원
적정 PBR	0.53
PBR Discount	-40%
이론 PBR	0.89
20년 ROE	5.7%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	6.3%
Beta	0.64
Risk Free Rate	1.3%
Risk Premium	7.8%

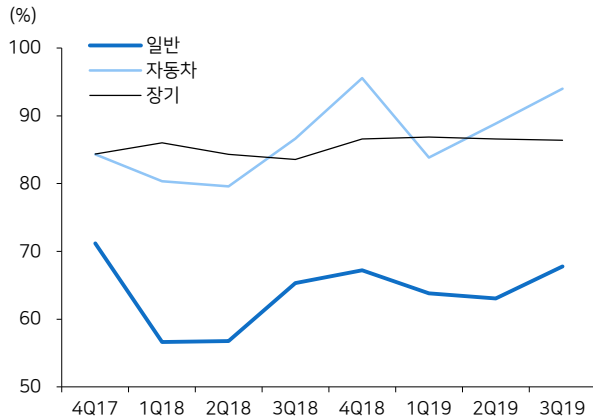
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표9 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
순이익	265.7	304.2	263.9	277.8	-0.7	-8.7
EPS (원)	3,036	3,519	3,014	3,188	-0.7	-9.4
BPS(원)	54,470	57,835	54,447	57,488	0.0	-0.6
ROE (%)	6.1	6.3	6.0	5.7	-0.1	-0.6

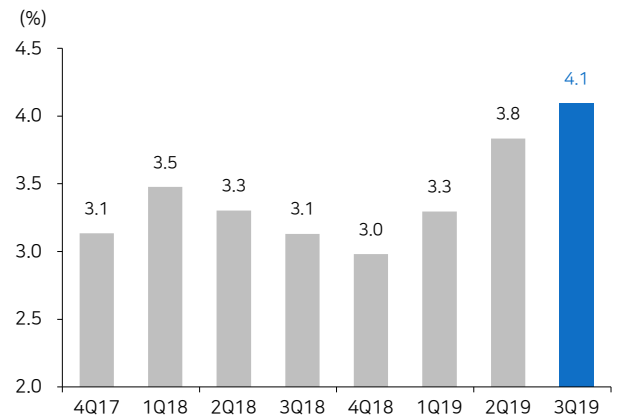
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 경과손해율 추이



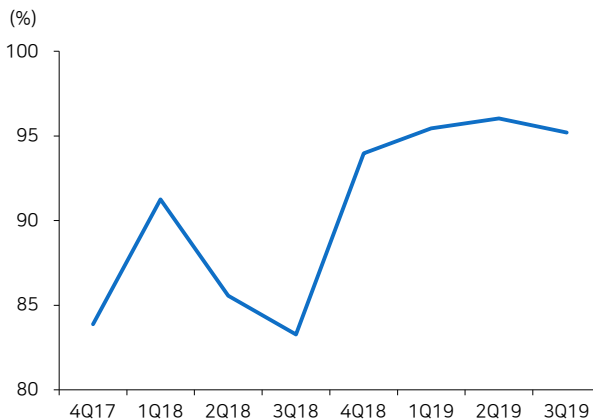
자료: 현대해상, 메리츠종금증권 리서치센터

그림24 투자영업이익률 추이



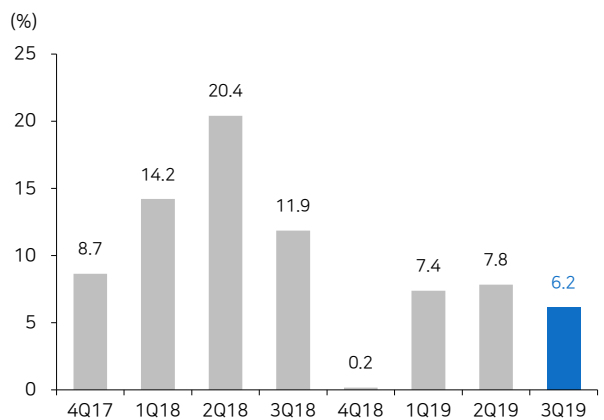
자료: 현대해상, 메리츠종금증권 리서치센터

그림25 장기위험손해율 추이



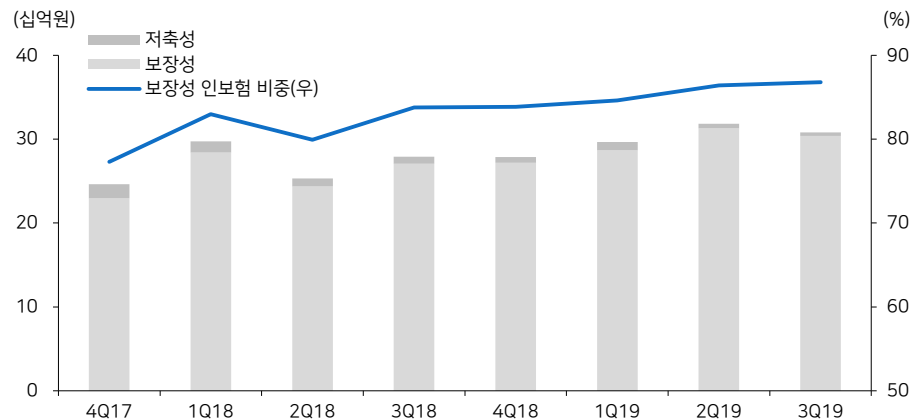
자료: 현대해상, 메리츠종금증권 리서치센터

그림26 ROE



자료: 현대해상, 메리츠종금증권 리서치센터

그림27 장기보험 신계약 추이



자료: 현대해상, 메리츠종금증권 리서치센터

현대해상 (001450)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	12,826.1	12,978.3	13,293.0	13,408.9	13,634.0
일반	1,080.8	1,092.6	1,138.2	1,183.6	1,214.0
자동차	3,329.2	3,375.9	3,501.4	3,559.0	3,649.9
장기	8,398.1	8,508.3	8,651.9	8,666.3	8,770.0
보유보험료	11,701.6	11,856.0	12,170.7	12,244.2	12,457.0
경과보험료	11,532.9	11,765.7	12,017.2	12,111.8	12,313.8
일반	451.0	458.5	495.2	515.0	532.6
자동차	2,991.2	3,142.1	3,223.8	3,283.3	3,365.9
장기	8,090.8	8,165.0	8,298.2	8,313.5	8,415.3
경과손해액	9,576.0	9,922.4	10,456.4	10,533.0	10,712.2
일반	297.4	282.2	324.9	336.1	345.3
자동차	2,379.0	2,690.8	2,947.4	2,958.6	3,035.0
장기	6,899.7	6,949.5	7,184.1	7,238.4	7,332.0
순사업비	2,336.8	2,416.3	2,554.4	2,561.2	2,585.2
보험영업이익	-380.0	-573.1	-993.6	-982.4	-983.7
투자영업이익	1,020.1	1,087.4	1,403.6	1,397.2	1,453.0
영업이익	640.1	514.3	410.0	414.8	469.3
영업외손익	-15.1	-23.1	-37.7	-35.5	-34.9
세전순이익	624.9	491.2	372.3	379.3	434.4
법인세비용	152.2	132.2	108.4	101.5	116.2
당기순이익	472.8	359.0	263.9	277.8	318.2

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	40,122.1	43,719.4	47,945.0	50,764.0	53,662.2
운용자산	32,448.2	35,810.7	40,219.3	42,724.6	45,296.3
현예금 및 예치금	854.1	1,057.9	890.3	945.7	1,002.6
유가증권	21,083.4	23,589.5	27,237.3	28,933.9	30,675.5
주식	1,536.3	1,244.6	1,223.5	1,299.7	1,377.9
채권	11,207.4	12,575.2	13,809.5	14,669.7	15,552.7
대출채권	9,504.7	10,142.5	10,983.1	11,667.3	12,369.6
부동산	1,006.0	1,020.7	1,108.6	1,177.7	1,248.6
비운용자산	3,938.3	3,711.9	3,792.7	3,946.7	4,107.0
특별계정자산	3,735.7	4,196.8	3,933.0	4,092.7	4,258.9
부채총계	37,019.4	39,605.8	43,105.4	45,681.9	48,299.8
보험계약준비금	31,051.2	33,098.9	35,303.5	37,563.2	39,851.5
책임준비금	31,051.2	33,098.9	35,303.5	37,563.2	39,851.5
기타부채	2,177.1	4,207.9	3,868.9	4,026.0	4,189.5
특별계정부채	3,735.7	4,196.8	3,933.0	4,092.7	4,258.9
자본총계	3,102.7	4,113.6	4,839.6	5,082.1	5,362.4
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	3,172.9	3,415.4	3,695.6
자본조정	-37.5	-37.5	-37.5	-37.5	-37.5
기타포괄손익누계액	217.8	497.2	1,047.1	1,047.1	1,047.1

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
경과손해율	83.0	84.3	87.0	87.0	87.0
일반	65.9	61.5	65.6	65.3	64.8
자동차	79.5	85.6	91.4	90.1	90.2
장기	85.3	85.1	86.6	87.1	87.1
사업비율	20.3	20.5	21.3	21.1	21.0
합산비율	103.3	104.9	108.3	108.1	108.0
투자영업이익률	3.3	3.2	3.7	3.4	3.3
성장성					
총자산	9.5	9.0	9.7	5.9	5.7
운용자산	9.5	10.4	12.3	6.2	6.0
자기자본	12.5	32.6	17.7	5.0	5.5
원수보험료	1.9	1.2	2.4	0.9	1.7
경과보험료	2.5	2.0	2.1	0.8	1.7
순이익	18.3	-24.1	-26.5	5.3	14.5

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	5,929	4,428	3,014	3,188	3,695
BPS	38,912	45,341	54,447	57,488	61,003
DPS	1,500	1,139	927	975	1,117
밸류에이션 (배)					
PER	7.9	9.3	8.0	7.6	6.5
PBR	1.2	0.9	0.4	0.4	0.4
수익성					
ROE	16.1	10.5	6.0	5.7	6.2
ROA	1.2	0.9	0.6	0.6	0.6
배당지표					
배당성향	25.3	25.3	28.0	28.0	28.0
배당수익률	3.2	2.8	3.8	4.0	4.6
안정성					
총자산/자기자본	1,293	1,063	991	999	1,001
보유보험료/자기자본	377	288	251	241	232

메리츠화재 (000060)

Buy, TP 24,000원

4Q19E 순이익 532억원(-30.6% QoQ, -3.4% YoY)으로 추정한다. 보장성 인보험 비중이 높은 동사의 특성상 최근 구실손 9% 인상, 신실손 9% 인하로 인한 위험손해율 상승 민감도가 높다. 여의도 사옥 매각익 발생하고 채권 매각익 규모는 감소해 투자수익률 5.5%로 추정한다. 12월 이후 UW 강화되어 신계약 판매가 소폭 감소해 사업비율 전분기 대비 하락 추정된다. 전속설계사 19.09 기준 22,705명이며 월평균 1,000명 수준의 유입이 이어지고 있다.

투자의견 Buy 유지하고 적정주가를 24,000원으로 14.3% 하향 조정한다. 동사는 보장성 인보험 비중이 높아 실손보험 손해율에 대한 민감도가 높다. 최근 실손 보험료 인상 규제에 따른 민감도가 높아 리스크를 반영했다. 20E 순이익 9.0%, ROE 0.8% 하향조정 한다. 수익성 강화를 위해 20년 보장성 인보험 판매 계획을 월평균 130억원 규모로 낮춰 사업비율 하락할 가능성이 있다. 19년 6월 기준 전속 및 GA 판매 비중이 3:7 수준에서 12월 4:6으로 변화했으며 중장기 5:5 수준을 목표로 하고 있다.

표10 메리츠화재 4Q19E Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	2,092.5	1,862.6	12.3	2,028.7	3.1		
보험영업이익	-262.5	-146.0	적지	-257.1	적지		
투자영업이익	336.5	212.4	58.4	362.7	-7.2		
영업이익	74.0	66.4	11.4	105.7	-30.0		
당기순이익	53.2	55.1	-3.4	76.6	-30.6	60.8	-12.5

자료: 메리츠화재, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

표11 Valuation table

적정주가	24,000원
이론주가	24,214원
2020 BPS	28,344원
적정 PBR	0.85
PBR Discount	-40%
이론 PBR	1.42
20년 ROE	9.0%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	6.6%
Beta	0.68
Risk Free Rate	1.3%
Risk Premium	7.8%

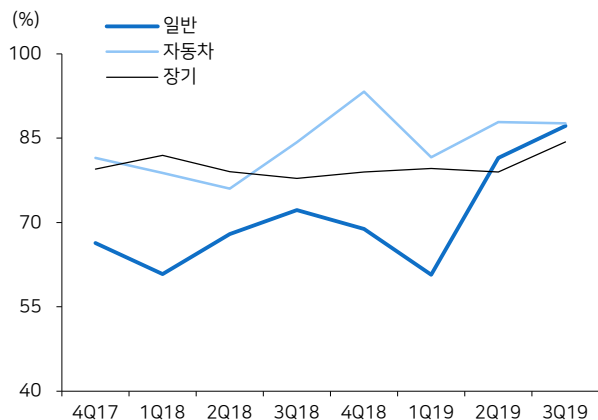
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표12 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
순이익	269.0	301.3	265.9	274.3	-1.1	-9.0
EPS (원)	2,413	2,703	2,385	2,460	-1.2	-9.0
BPS(원)	26,533	28,591	26,506	28,344	-0.1	-0.9
ROE (%)	10.3	9.8	10.2	9.0	-0.1	-0.8

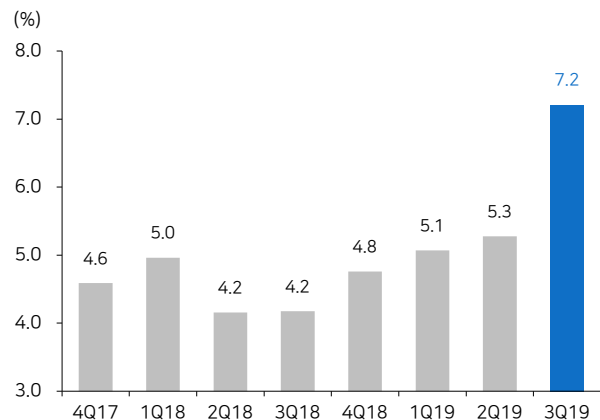
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 경과손해를 추이



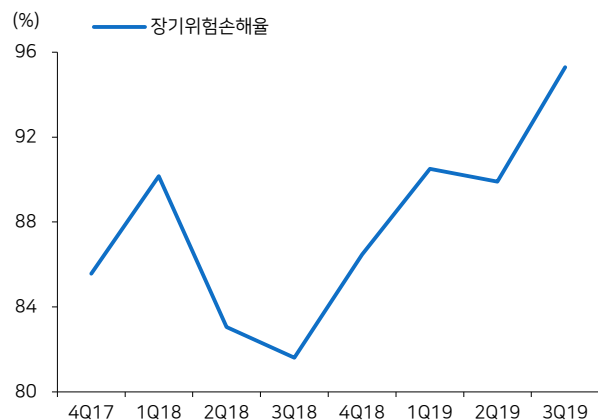
자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림29 투자영업이익률 추이



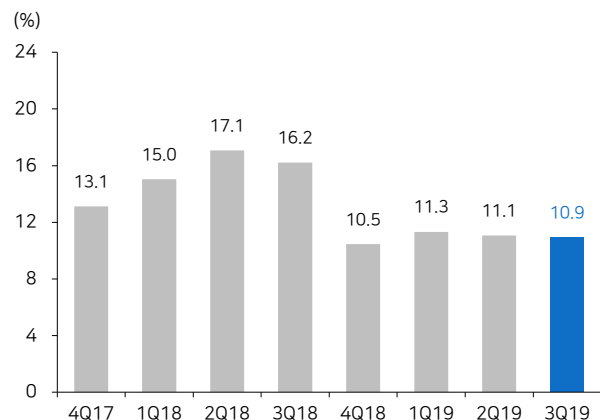
자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림30 장기위험손해를 추이



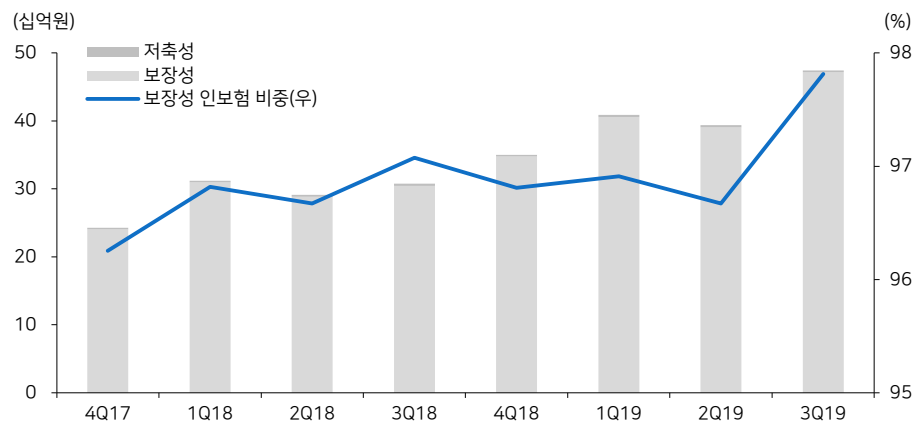
자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림31 ROE



자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

그림32 장기보험 신계약 추이



자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

메리츠화재 (000060)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	6,403.4	7,080.0	7,980.5	8,942.3	10,016.4
일반	498.1	498.2	520.0	549.4	563.3
자동차	807.4	783.5	647.0	653.0	669.6
장기	5,098.0	5,798.3	6,813.5	7,740.0	8,783.5
보유보험료	6,098.6	6,721.7	7,556.6	8,443.5	9,462.1
경과보험료	5,996.6	6,734.4	7,625.4	8,502.4	9,536.0
일반	252.2	306.2	330.8	334.0	354.0
자동차	733.1	760.8	673.3	644.1	673.1
장기	5,011.2	5,667.4	6,539.9	7,524.3	8,508.9
경과손해액	4,823.6	5,339.0	6,193.5	6,920.2	7,760.9
일반	158.3	207.5	251.8	249.6	264.8
자동차	573.0	632.0	584.1	550.3	577.9
장기	4,092.3	4,499.6	5,357.6	6,120.2	6,918.2
순사업비	1,387.0	1,791.3	2,250.3	2,224.3	2,376.6
보험영업이익	-214.0	-395.9	-818.4	-642.1	-601.5
투자영업이익	714.4	761.6	1,188.6	1,021.8	1,041.7
영업이익	500.5	365.7	370.2	379.7	440.2
영업외손익	-27.4	-16.6	-5.4	-5.3	-5.3
세전순이익	473.1	349.1	364.8	374.4	434.9
법인세비용	117.9	89.0	98.9	100.2	116.3
당기순이익	355.1	260.0	265.9	274.3	318.6

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
경과손해율	80.4	79.3	81.2	81.4	81.4
일반	62.8	67.7	76.1	74.7	74.8
자동차	78.2	83.1	86.7	85.4	85.9
장기	81.7	79.4	81.9	81.3	81.3
사업비율	23.1	26.6	29.5	26.2	24.9
합산비율	103.6	105.9	110.7	107.6	106.3
투자영업이익률	4.7	4.5	6.1	4.6	4.3
성장성					
총자산	10.0	12.9	15.1	9.6	9.9
운용자산	10.0	14.3	14.9	10.3	10.5
자기자본	9.0	27.4	29.8	6.9	7.8
원수보험료	6.9	10.6	12.7	12.1	12.0
경과보험료	5.8	12.3	13.2	11.5	12.2
순이익	37.7	-26.8	2.3	3.1	16.2

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	18,092.4	20,433.3	23,511.6	25,774.5	28,321.1
운용자산	15,966.9	18,255.3	20,973.5	23,133.4	25,572.8
현예금 및 예치금	365.0	365.0	528.3	582.7	644.1
유가증권	8,297.6	8,297.6	13,861.7	15,289.2	16,901.4
주식	132.4	132.4	100.7	111.0	122.7
채권	4,284.9	4,284.9	8,658.7	9,550.4	10,557.4
대출채권	4,632.3	4,632.3	5,790.4	6,386.7	7,060.2
부동산	805.4	805.4	793.1	874.8	967.0
비운용자산	2,125.5	2,178.0	2,538.0	2,641.1	2,748.3
특별계정자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	16,305.5	18,157.6	20,556.6	22,614.6	24,915.1
보험계약준비금	15,447.0	17,021.0	18,808.1	20,795.2	23,021.8
책임준비금	15,447.0	17,021.0	18,808.1	20,795.2	23,021.8
기타부채	858.5	1,136.6	1,748.5	1,819.5	1,893.3
특별계정부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,786.9	2,275.7	2,954.9	3,159.9	3,406.0
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	1,420.7	1,625.6	1,871.7
자본조정	-18.6	-34.5	-43.6	-43.6	-43.6
기타포괄손익누계액	204.3	507.1	1,016.1	1,016.1	1,016.1

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	3,252	2,324	2,385	2,460	2,857
BPS	16,361	20,341	26,506	28,344	30,552
DPS	1,140	820	838	865	1,004
밸류에이션 (배)					
PER	7.2	9.4	6.9	6.7	5.7
PBR	1.4	1.1	0.6	0.6	0.5
수익성					
ROE	20.7	12.8	10.2	9.0	9.7
ROA	2.1	1.3	1.2	1.1	1.2
배당지표					
배당성향	35.1	35.2	35.1	35.1	35.1
배당수익률	4.9	3.8	5.1	5.3	6.1
안정성					
총자산/자기자본	1,013	898	796	816	832
보유보험료/자기자본	341	295	256	267	278

한화손해보험 (000370)

Hold, TP 3,100원

4Q19E 순손실 200억원(적전 QoQ, 적지 YoY)으로 추정한다. 채널 및 브랜드 경쟁력이 상위사 대비 약해 손해율 악화 사이클에서 부정적 영향이 크다. 위험손해율 상승 추세로 인해 IBNR 반영한 점이 실적 악화의 주요 원인이다. 동사는 최근 금융감독당국의 경영관리 대상에 포함되었다. 이로 인해 실손 보험료를 두 자릿수 이상 인상할 수 있게 되었다. 다만, 과거 실손보험 계약 비중이 높아 보험료 갱신 주기 등을 고려 시 손해율 개선에는 상당한 시일이 걸릴 전망이다. 업계 대비 큰 폭의 인상으로 우량고객이 이탈할 가능성이 있다는 점은 우려사항이다.

투자의견 Hold를 유지하고 적정주가를 3,100원으로 13.9% 하향 조정한다. 자동차 손해율 및 위험손해율 상승에 민감해 20년 EPS를 5.5% 하향 조정했다. 업계 대비 큰 폭의 실손보험료 인상이 결정되는 경우 보유하고 있는 우량 고객이 이탈할 가능성이 있어 PBR Discount를 45%로 적용했다. 한화손해보험이 출자한 디지털 전문 보험 캐롯손해보험이 하반기 중 영업 개시될 예정이다. 첫 상품으로 주행거리만큼 보험료를 내는 상품이 출시될 예정이다. 다양한 핀테크 업체들이 비대면 보험 판매를 시작하고 있어 시너지 가능성이 있다.

표13 한화손해보험 4Q19E Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	1,472.6	1,418.8	3.8	1,474.1	-0.1	1,116.0	32.0
보험영업이익	-142.0	-144.2	적지	-108.5	적지		
투자영업이익	117.5	103.8	13.2	112.8	4.2		
영업이익	-24.5	-40.4	적지	4.3	적전	3.1	적전
당기순이익	-20.0	-33.4	적지	1.4	적전	-0.2	적지

자료: 한화손해보험, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

표14 Valuation table

적정주가	3,100원
이론주가	3,012원
20년 BPS	11,677원
적정 PBR	0.26
PBR Discount	-45.0%
이론 PBR	0.47
20년 ROE	2.2%
Growth Rate	-2.0%
Cost of Equity	7.1%
Beta	0.74
Risk Free Rate	1.3%
Risk Premium	7.8%

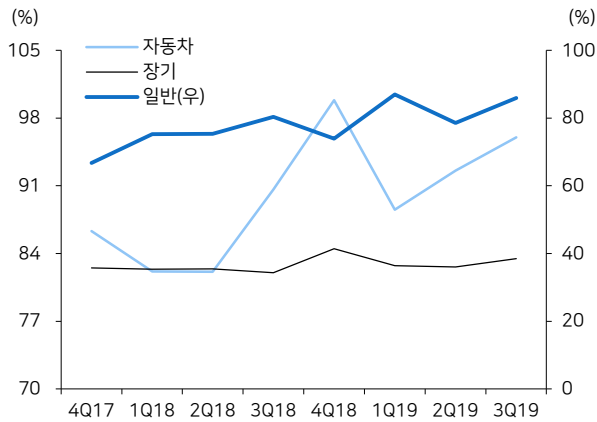
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표15 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
순이익	18.7	31.6	-4.5	29.8	적전	-5.8
EPS (원)	160	270	-38.5	255.0	적전	-5.6
BPS(원)	11,453	11,850	11,290.7	11,677.2	-1.4	-1.5
ROE (%)	1.4	2.3	-0.3	2.2	-1.7	-0.1

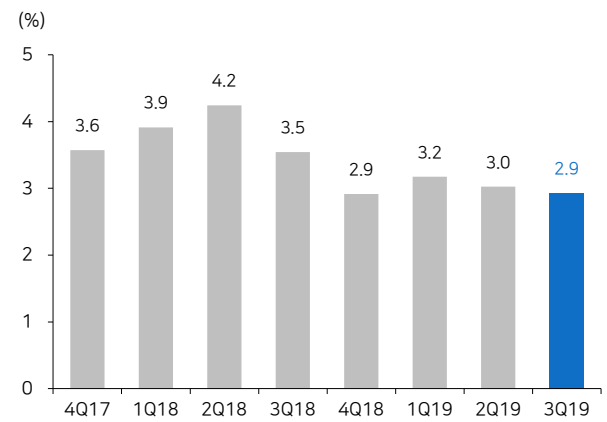
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림33 경과손해를 추이



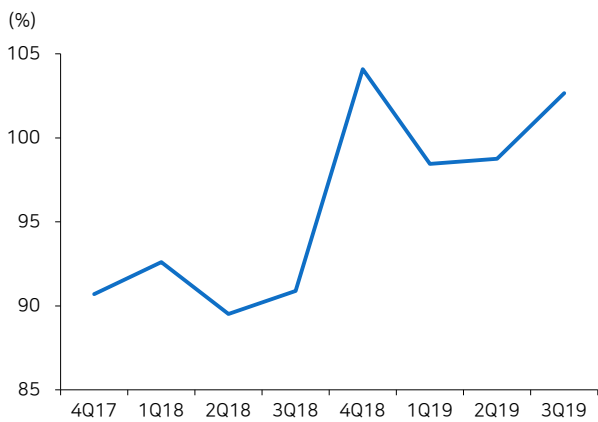
자료: 한화손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림34 투자영업이익률 추이



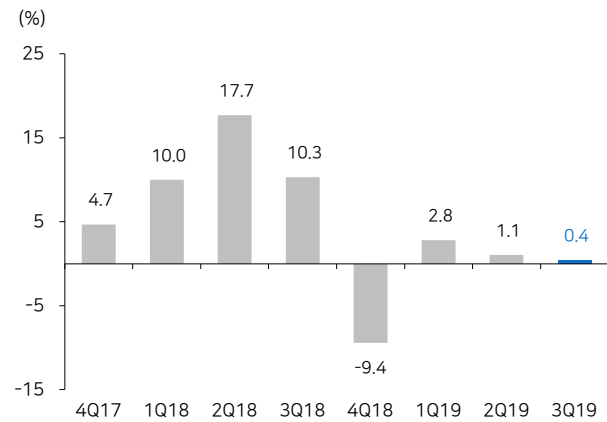
자료: 한화손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림35 장기위험손해를 추이



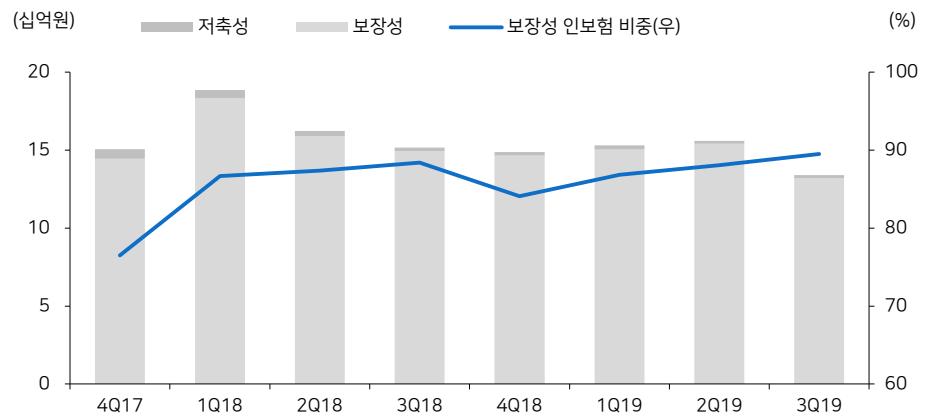
자료: 한화손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림36 ROE



자료: 한화손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

그림37 장기보험 신계약 추이



자료: 한화손해보험, 메리츠증권증권 리서치센터

한화손해보험 (000370)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	5,291.5	5,602.5	5,887.1	6,030.3	6,184.2
일반	434.0	436.1	445.7	467.6	479.5
자동차	873.6	873.8	865.5	895.9	918.7
장기	3,983.8	4,292.6	4,575.9	4,666.9	4,786.0
보유보험료	3,805.7	4,350.8	4,586.6	4,706.7	4,818.4
경과보험료	4,151.0	4,341.0	4,567.6	4,693.4	4,805.4
일반	175.9	196.0	192.1	205.2	213.7
자동차	598.7	576.0	584.6	600.8	615.9
장기	3,376.3	3,569.1	3,790.9	3,887.3	3,975.8
경과손해액	3,408.9	3,606.9	3,878.9	3,962.6	4,065.7
일반	117.4	147.1	158.5	162.0	170.3
자동차	486.8	511.0	550.0	554.7	566.6
장기	2,804.8	2,948.8	3,170.4	3,245.9	3,328.9
순사업비	985.1	1,099.4	1,150.1	1,166.1	1,206.9
보험영업이익	-245.5	-367.4	-461.3	-435.3	-467.2
투자영업이익	455.1	490.0	460.9	487.2	526.2
영업이익	209.6	122.6	-0.4	51.8	59.0
영업외손익	-13.6	-8.8	-11.7	-11.2	-11.0
세전순이익	196.0	113.8	-12.1	40.7	48.0
법인세비용	46.8	31.5	-11.2	10.9	12.8
당기순이익	149.2	82.3	-4.5	29.8	35.1

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	14,884.0	16,728.6	18,017.3	19,423.0	20,868.2
운용자산	12,691.4	14,546.9	15,703.9	17,015.7	18,363.1
현예금 및 예치금	469.5	561.2	602.9	653.2	704.9
유가증권	6,567.8	8,196.3	9,400.3	10,185.5	10,992.1
주식	240.3	280.6	197.6	214.1	231.0
채권	2,784.2	962.1	853.2	924.5	997.7
대출채권	5,165.9	5,304.1	5,137.4	5,566.6	6,007.4
부동산	485.0	475.1	498.6	540.3	583.0
비운용자산	2,186.8	2,175.9	2,308.1	2,401.8	2,499.4
특별계정자산	5.9	5.8	5.3	5.5	5.7
부채총계	13,699.5	15,311.8	16,699.3	18,060.1	19,455.4
보험계약준비금	12,816.7	14,128.7	15,407.1	16,715.4	18,056.1
책임준비금	12,816.7	14,128.7	15,407.1	16,715.4	18,056.1
기타부채	876.7	1,177.0	1,286.9	1,339.2	1,393.5
특별계정부채	6.1	6.0	5.3	5.5	5.7
자본총계	1,184.6	1,416.9	1,318.1	1,363.0	1,412.9
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	438.7	483.7	533.5
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	100.2	84.5	227.8	227.8	227.8

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
경과손해율	82.1	83.1	84.9	84.4	84.6
일반	66.7	75.1	82.5	78.9	79.7
자동차	81.3	88.7	94.1	92.3	92.0
장기	83.1	82.6	83.6	83.5	83.7
사업비율	23.7	25.3	25.2	24.8	25.1
합산비율	105.9	108.4	110.1	109.3	109.7
투자영업이익률	3.8	3.6	3.0	3.0	3.0
성장성					
총자산	12.1	12.4	7.7	7.8	7.4
운용자산	11.4	14.6	8.0	8.4	7.9
자기자본	33.9	19.6	-7.0	3.4	3.7
원수보험료	6.8	5.9	5.1	2.4	2.6
경과보험료	4.0	4.6	5.2	2.8	2.4
순이익	33.4	-44.8	적전	흑전	18.0

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	1,278	705	-38	255	301
BPS	10,147	12,137	11,284	11,677	12,115
DPS	150	130	0	38	45
밸류에이션 (배)					
PER	6.4	8.4	-68.6	10.4	8.8
PBR	0.8	0.5	0.2	0.2	0.2
수익성					
ROE	14.4	6.3	-0.3	2.2	2.5
ROA	1.1	0.5	0.0	0.2	0.2
배당지표					
배당성향	11.7	18.4	0.0	15.0	15.0
배당수익률	1.8	2.2	0.0	1.4	1.7
안정성					
총자산/자기자본	1,257	1,181	1,368	1,425	1,476
보유보험료/자기자본	321	307	348	345	341

삼성생명 (032830)

Buy, TP 98,000원

4Q19E 순이익(연결) 525억원(-7.6% QoQ, 흑전 YoY)으로 추정한다. 9월 이후 금리 및 주식시장 상승해 우려 대비 적은 약 2,000억원 규모의 변액보증준비금 적립이 예상된다. 재보험료 정산 등으로 위험손해율 소폭 하락해 사차이익 약 1,400억원 전망된다. 1Q20 중 예정이율 25bp 인하할 예정이다. 보험료 인상 효과 7~8% 수준으로 종신보험 절판 효과가 기대된다. 보장성 보험 판매 견조해 비차이익 확보 지속되고 있다. 전속채널 위주의 건강보험 판매하며 신계약 성장 나타나고 있고 투자 부문 매각익 확보로 이익 방어하는 모습이다.

투자의견 Buy 유지하고 적정주가를 98,000원으로 5.4% 상향 조정한다. 보유한 전자 지분 가치 증가로 20E BPS 215,422원으로 10.1% 상향 조정한다. 건강보험 판매 전략 강화는 향후 IFRS17 도입 시 긍정적이며 관련 리스크는 재보험 출재를 통해 관리하고 있다. 생명보험 업계 자본 적적성에 대한 우려 대두되나 동사의 경우 LAT 및 RBC 관련 부담은 제한적이다.

표16 삼성생명 4Q19E Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-423.1	-468.5	-9.7	-455.6	54.2	-	-
투자손익	2,164.2	1,749.3	23.7	2,094.4	1.8	-	-
책임준비금전입액	2,032.1	1,715.4	18.5	1,646.8	-11.4	-	-
영업외손익	338.7	377.7	-10.3	356.9	-8.0	-	-
당기순이익	52.5	-61.2	흑전	220.2	-7.6	314.3	-9.1

자료: 삼성생명, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

표17 Valuation table

적정주가	98,000원
이론주가	97,632원
20년 BPS	215,422원
적정 PBR	0.45
PBR Discount	-30.0%
이론 PBR	0.65
20년 ROE	3.1%
Growth Rate	-1.0%
Cost of Equity	5.3%
Beta	0.52
Risk Free Rate	1.3%
Risk Premium	7.8%

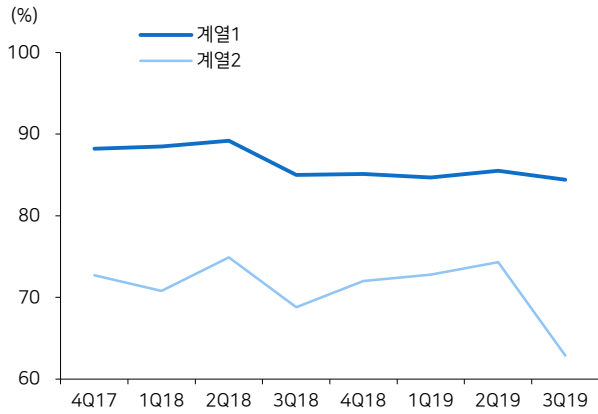
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표18 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
순이익	1,010.2	1,184.3	1,029.3	1,165.3	1.9	-1.6
EPS (원)	5,626	6,595	5,732	6,489	1.9	-1.6
BPS(원)	203,286	207,082	206,463	215,422	1.6	4.0
ROE (%)	3.1	3.2	3.1	3.1	0.0	-0.1

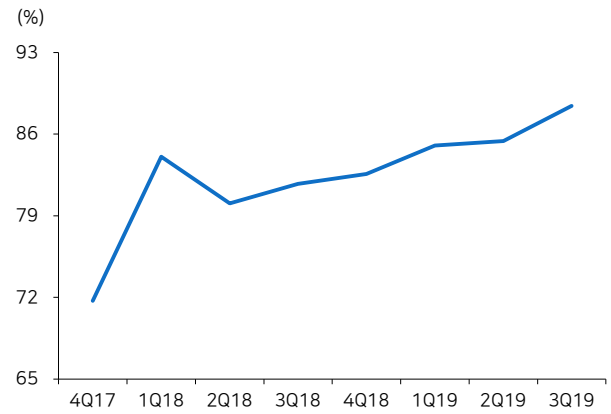
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림38 13회차 · 25회차 유지율 추이



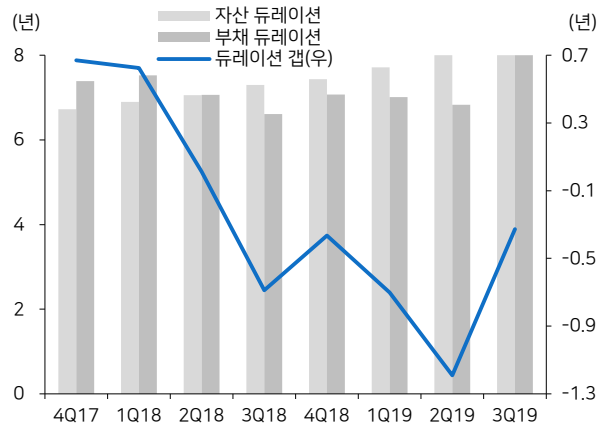
자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림39 위험손해율 추이



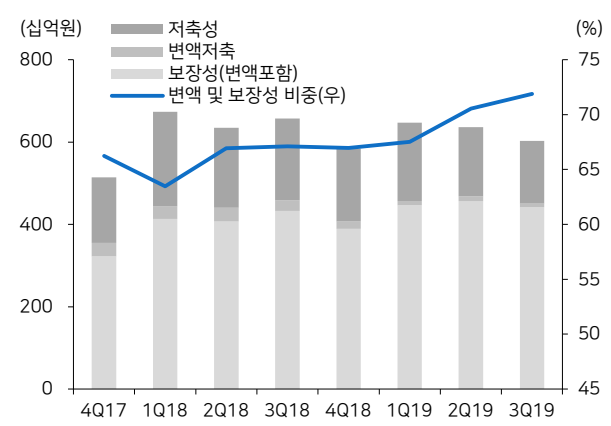
자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림40 자산 부채 듀레이션



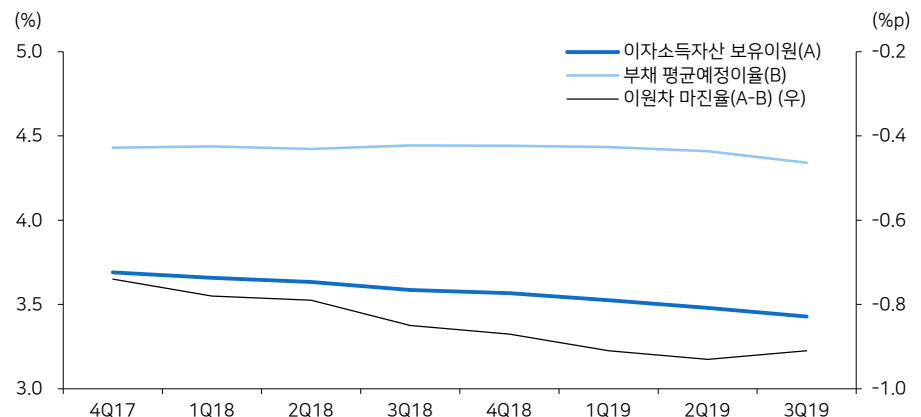
자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림41 신계약 상품별 APE



자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림42 이원차마진 추이



자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

삼성생명 (032830)

Income Statement(연결)

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
보험손익	1,006.0	-1,214.2	-2,001.1	-2,414.0	-2,750.7
보험영업수익	16,947.8	16,475.1	16,543.0	16,359.1	16,710.6
보험료수익	16,646.1	16,135.0	16,199.3	16,014.8	16,357.6
재보험수익	301.7	340.1	343.7	344.4	353.0
보험영업비용	15,941.9	17,689.4	18,544.2	18,773.2	19,461.3
지급보험금	11,910.0	13,510.3	14,458.6	14,763.0	15,354.3
재보험비용	338.7	389.5	433.0	444.5	462.5
사업비	1,723.0	2,231.9	2,196.5	2,142.5	2,189.7
신계약상각비	1,968.7	1,556.3	1,454.6	1,421.8	1,453.4
할인료	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
투자손익	6,976.5	8,594.9	8,481.8	8,353.5	8,483.7
책임준비금전입액	7,609.6	6,447.6	6,514.1	5,717.1	5,495.0
영업이익	372.9	933.1	-33.5	222.4	237.9
영업외손익	1,342.2	1,432.6	1,482.6	1,442.6	1,485.5
세전순이익	1,682.8	2,365.7	1,449.1	1,665.0	1,723.4
법인세비용	419.6	632.0	360.8	445.4	461.0
당기순이익	1,263.2	1,733.7	1,088.3	1,219.6	1,262.4
지배주주	1,166.1	1,664.4	1,029.3	1,165.3	1,206.2
비지배주주	97.1	69.3	59.0	54.3	56.2

Balance Sheet(연결)

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	282,713.8	289,427.7	310,421.8	318,205.7	325,115.0
운용자산	228,697.9	236,195.3	253,839.0	260,366.6	265,791.4
현예금 및 예치금	4,944.0	4,745.3	4,655.6	4,447.0	4,606.3
유가증권	150,762.2	152,678.9	168,686.7	174,789.2	178,240.6
주식	32,430.0	24,625.5	29,463.5	30,276.0	30,871.2
채권	100,549.2	106,307.1	114,622.6	118,679.8	121,066.3
대출채권	64,577.4	70,187.0	71,642.8	72,303.1	73,911.0
부동산	8,414.2	8,584.0	8,854.1	8,827.5	9,033.7
비운용자산	8,692.3	7,298.5	7,497.5	7,237.8	7,009.6
특별계정자산	45,323.7	45,933.9	49,085.3	50,601.3	52,314.0
부채총계	251,592.2	258,922.2	271,716.7	277,891.8	284,169.9
책임준비금	166,897.9	173,943.4	180,852.9	186,570.0	192,065.1
계약자지분조정	9,599.6	8,208.6	11,239.2	11,239.2	11,239.2
기타부채	27,914.3	29,793.6	30,539.3	29,481.2	28,551.6
특별계정부채	47,180.4	46,976.6	49,085.3	50,601.3	52,314.0
자본총계	31,121.6	30,505.5	38,705.1	40,313.9	40,945.1
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	15,679.4	16,350.2	16,981.4
자본조정/기타포괄손익누계	14,956.6	13,129.0	21,171.1	22,109.1	22,109.1
비지배주주지분	1,762.6	1,603.4	1,629.5	1,629.5	1,629.5

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
보험금지급율	70.3	82.0	87.4	90.2	91.9
위험손해율	78.5	82.1	86.3	86.8	86.9
사업비율	22.2	23.5	22.5	22.3	22.3
투자수익률	3.1	3.7	3.5	3.2	3.2
성장성					
총자산	6.8	2.4	7.3	2.5	2.2
운용자산	6.4	3.3	7.5	2.6	2.1
특별계정자산	9.2	1.3	6.9	3.1	3.4
자기자본	9.9	-2.0	26.9	4.2	1.6
수입보험료	-0.6	-2.8	0.4	-1.1	2.1
보험손익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
투자손익	-12.8	23.2	-1.3	-1.5	1.6
책임준비금전입액	-17.7	-15.3	1.0	-12.2	-3.9
순이익	-41.2	37.2	-37.2	12.1	3.5

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	6,494	9,268	5,732	6,489	6,717
BPS	163,491	160,947	206,463	215,422	218,937
DPS	2,000	2,650	3,024	3,056	3,515
밸류에이션 (배)					
PER	19.2	8.8	12.9	11.4	11.0
PBR	0.8	0.5	0.4	0.3	0.3
수익성					
ROE	4.3	5.6	3.1	3.1	3.1
ROA	0.8	0.4	0.6	0.3	0.4
배당지표					
배당성향	28.4	27.4	39.0	45.0	50.0
배당수익률	1.6	3.2	4.1	4.1	4.7
안정성					
총자산/자기자본	9.1	9.5	8.0	7.9	7.9
보험료수입/총부채	6.7	6.4	6.1	5.9	5.9

미래에셋생명 (085620)

Buy, TP 5,500원

4Q19E 별도 기준 순이익 119억원(-53.4% QoQ, +78.9% YoY)으로 추정한다. 변액보증준비금 약 200억원 적립했으나 변액종신 계약 비중 적어 타사 대비 양호한 수준이다. 4분기 퇴직연금 적립금 등으로 수수료 수입 170억원 이상 추정된다. 업계 공통적인 실손 보험 영향으로 위험손해를 상승해 사차이익 약 100억원 예상된다. 안정적인 수익구조를 가져가고 있어 금리 하락 및 규제 강화 환경에도 중장기적 매력도 있다.

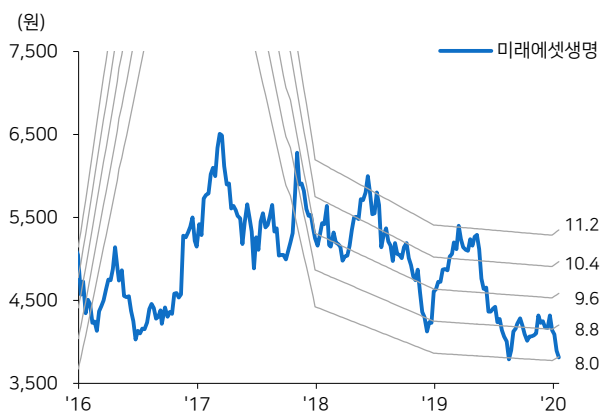
투자의견 Buy 및 적정주가 5,500원을 유지한다. 변액 등 특별 계정 위주의 보험 영업으로 타 생명보험사와는 다른 사업구조를 가져가고 있다. 특히 IFRS17 및 K-ICS에 대한 불확실성이 가장 적으며 LAT 이슈에서도 자유롭다. 헤지 비용이 증가한 이후 해외 채권에서 국내 채권으로 포트폴리오 변경하며 자산 듀레이션이 10 이상으로 확대되었다.

표19 미래에셋생명 4Q19E Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-174.8	-187.3	-6.6	-153.5	13.9		
투자손익	161.0	169.1	-4.7	160.8	0.2		
책임준비금전입	109.1	59.3	84.1	55.9	95.4		
영업외손익	139.2	87.8	58.5	82.9	67.8		
당기순이익	11.9	6.6	78.9	25.5	-53.4	11.0	8.6

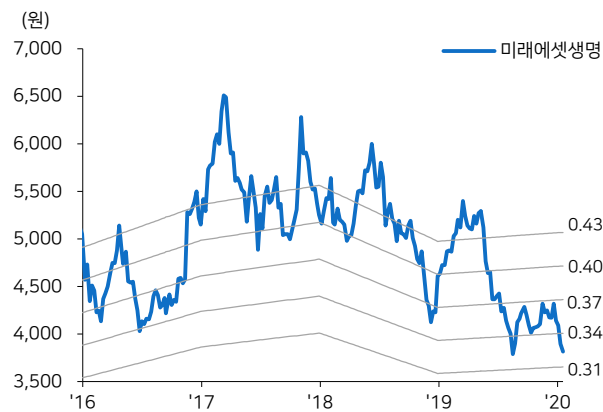
자료: 미래에셋생명, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림43 미래에셋생명 PER 밴드



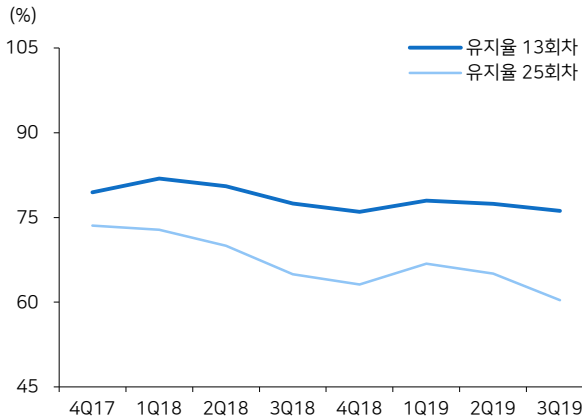
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림44 미래에셋생명 PBR 밴드



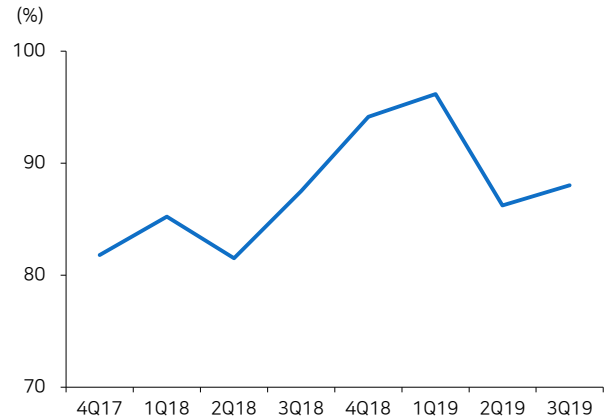
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림45 13회차 · 25회차 유지율 추이



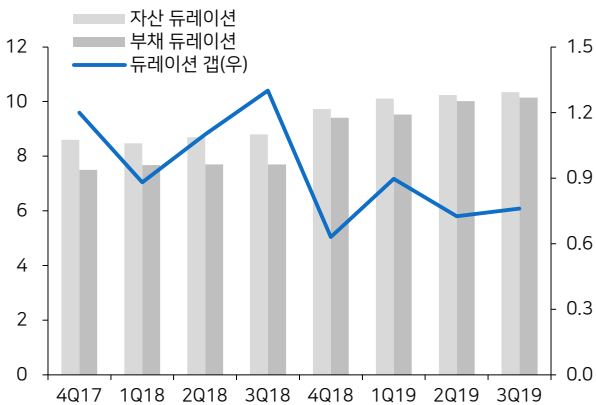
자료: 미래에셋생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림46 위험손해율 추이



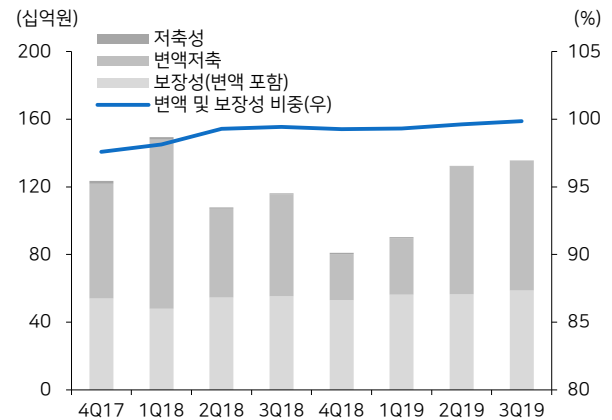
자료: 미래에셋생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림47 자산 부채 듀레이션



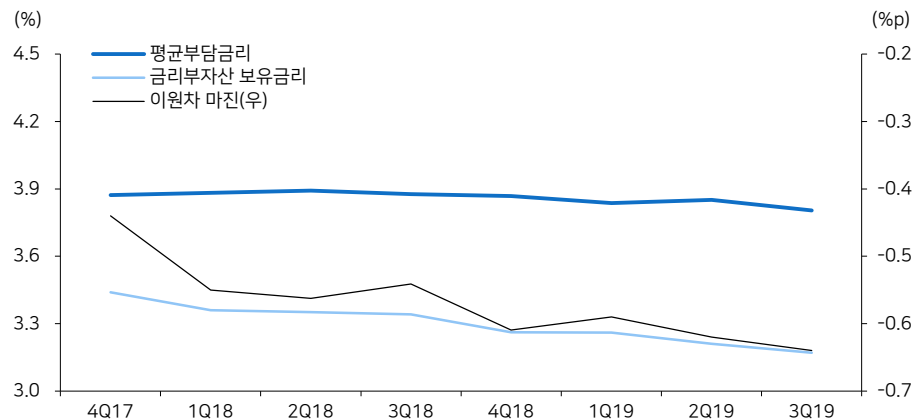
자료: 미래에셋생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림48 신계약 상품별 APE



자료: 미래에셋생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림49 이원차마진 추이



자료: 미래에셋생명, 메리츠종금증권 리서치센터

미래에셋생명 (085620)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
보험손익	4.7	-482.1	-566.3	-591.6	-618.9
보험영업수익	2,207.9	2,161.3	2,005.0	2,035.3	2,057.4
보험료수익	2,086.3	2,018.8	1,858.1	1,886.2	1,906.7
재보험수익	121.6	142.5	146.9	149.1	150.7
보험영업비용	2,203.2	2,643.4	2,571.3	2,626.9	2,676.3
지급보험금	1,529.8	1,863.9	1,823.7	1,862.1	1,895.9
재보험비용	124.2	148.7	154.9	157.5	160.2
사업비	314.2	378.5	360.8	369.4	379.8
신계약상각비	234.9	252.0	231.4	237.3	239.7
할인료	0.2	0.4	0.6	0.6	0.6
투자손익	605.9	611.7	625.9	629.4	627.4
책임준비금전입액	869.0	374.3	312.5	310.8	304.8
영업이익	-258.4	-244.7	-252.8	-273.1	-296.4
영업외손익	361.7	346.7	385.1	406.9	448.0
세전순이익	103.3	102.0	132.3	133.8	151.6
법인세비용	24.2	27.0	34.5	35.8	40.6
당기순이익	79.1	75.0	97.8	98.0	111.1

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	29,385.6	34,297.3	36,582.4	38,780.6	41,214.9
운용자산	17,948.8	19,936.7	20,574.3	20,961.8	21,352.5
현예금 및 예치금	206.9	226.5	229.3	250.9	263.9
유가증권	15,291.6	16,367.2	16,921.3	17,208.0	17,521.0
주식	316.7	192.2	199.3	203.7	207.0
채권	8,464.1	10,688.2	10,989.5	11,174.8	11,384.8
대출채권	2,393.7	3,244.1	3,324.7	3,401.2	3,463.5
부동산	39.0	83.1	83.9	87.1	89.0
비운용자산	1,209.6	1,216.2	1,217.4	1,171.7	1,126.0
특별계정자산	10,227.2	13,144.4	14,790.7	16,647.0	18,736.4
부채총계	27,739.7	32,495.2	34,259.9	36,400.0	38,767.0
책임준비금	16,676.2	18,296.0	18,607.0	18,917.8	19,222.6
계약자지분조정	57.0	66.0	139.6	139.6	139.6
기타부채	278.8	522.0	722.7	695.6	668.4
특별계정부채	10,727.7	13,611.1	14,790.7	16,647.0	18,736.4
자본총계	1,918.2	2,052.2	2,322.5	2,380.6	2,447.9
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	603.4	661.5	728.8
자본조정/기타포괄손익누계	400.9	296.7	547.0	547.0	547.0

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
보험금지급율	69.3	86.2	91.0	91.5	92.2
위험손해율	83.6	87.2	89.8	89.9	89.7
사업비율	24.9	29.2	29.5	29.8	30.1
투자수익률	3.4	3.2	3.1	3.0	3.0
성장성					
총자산	4.2	16.7	6.7	6.0	6.3
운용자산	2.8	11.1	3.2	1.9	1.9
특별계정자산	4.8	28.5	12.5	12.6	12.6
자기자본	1.7	7.0	13.2	2.5	2.8
수입보험료	-8.1	-2.1	-7.2	1.5	1.1
보험손익	-98.1	N/A	N/A	N/A	N/A
투자손익	3.6	1.0	2.3	0.5	-0.3
책임준비금전입액	-20.9	-56.9	-16.5	-0.5	-1.9
순이익	227.0	-5.3	30.5	0.2	13.3

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	447	433	598	599	694
BPS	11,278	12,654	14,605	15,025	15,511
DPS	170	170	179	180	208
밸류에이션 (배)					
PER	11.7	10.6	6.4	6.4	5.5
PBR	0.47	0.36	0.26	0.25	0.25
수익성					
ROE	4.0	3.6	4.4	4.0	4.5
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	4.7	4.7	5.5
안정성					
총자산/자기자본	15.3	16.7	15.8	16.3	16.8
보험료수입/총부채	8.0	6.7	5.9	5.6	5.3

한화생명 (088350)

Hold, TP 2,500원

4Q19E 순손실 547억원(적전 QoQ, 적지 YoY)으로 추정한다. 변액보증준비금 약 3,000억원 규모 적립되는 점이 실적 악화의 주요 원인이다. 위험손해율이 70% 후반 수준으로 하락해 사차이익 약 100억원 예상된다. 투자 부문 계정 재분류 이후 short 듀레이션의 채권을 long 듀레이션 채권으로 교체하는 과정에서 상당 규모의 채권 매각익이 발생할 전망이다. 보험업계의 예정이율 인하로 1Q20의 종신 보험 절관효과가 나타날 가능성이 높다.

투자의견 Hold 유지하고 적정주가를 2,500원으로 9.1% 하향 조정한다. 기존 대비 LAT 규제가 완화되었으나 관련 이슈가 20년 말로 연기되어 여전히 중장기 자본 확충에 대한 계획이 필요 하다. 배당 성향은 20% 수준을 유지할 계획이다. LAT 관련 적립 금액이 이익잉여금 내 준비금으로 잡히게 되어 손익 영향은 제한적이나 배당에 영향을 줄 가능성이 있다.

표20 한화생명 4Q19E Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-200.3	-347.3	-42.3	-154.4	29.7		
투자손익	743.5	685.2	8.5	764.3	-2.7		
책임준비금전입	852.3	598.6	42.4	773.1	10.2		
영업외손익	234.4	232.1	1.0	232.6	0.8		
당기순이익	-54.7	-26.1	적지	60.9	적전	-51.6	N/A

자료: 한화생명, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

표21 Valuation table

적정주가	2,500원
이론주가	2,404원
20년 BPS	12,176원
적정 PBR	0.20
PBR Discount	-50.0%
이론 PBR	0.39
20년 ROE	1.7%
Growth Rate	-1.0%
Cost of Equity	6.9%
Beta	0.70
Risk Free Rate	1.3%
Risk Premium	7.8%

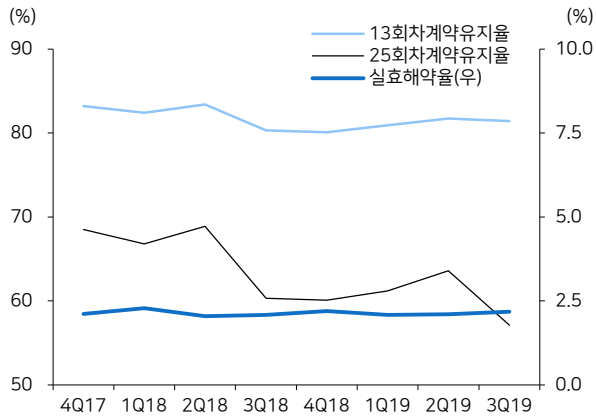
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표22 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
순이익	135.2	235.6	99.6	231.4	-26.3	-1.8
EPS (원)	180	314	133	308	-26.3	-1.8
BPS(원)	11,831	11,984	12,027	12,176	1.7	1.6
ROE (%)	0.7	1.8	0.3	1.7	-0.4	-0.1

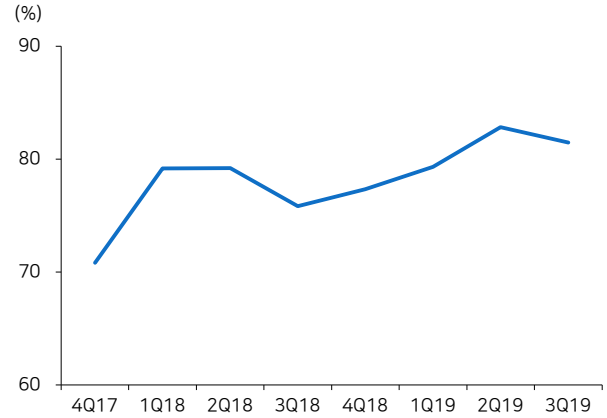
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림50 유지율 및 해약율 추이



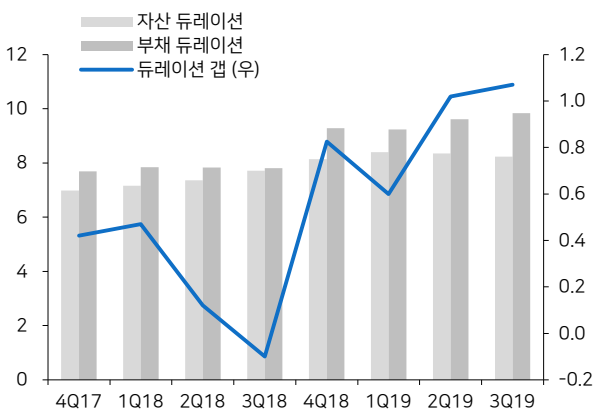
자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림51 위험손해율 추이



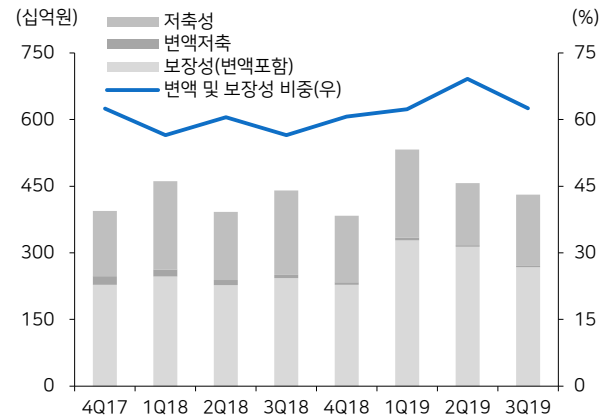
자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림52 자산 부채 듀레이션



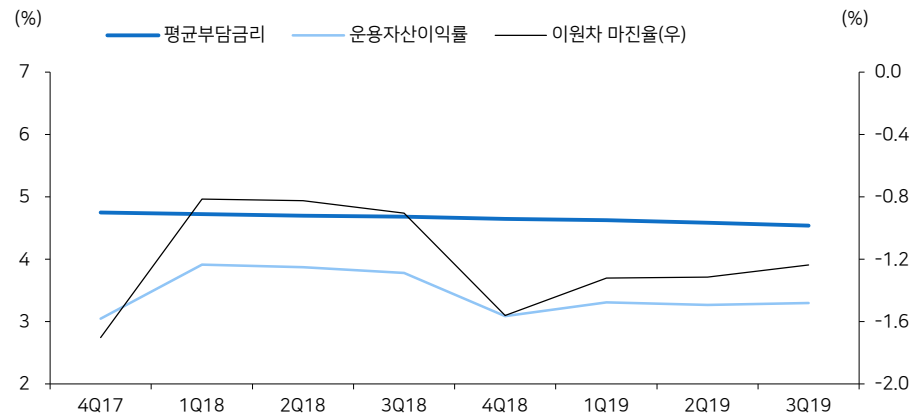
자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림53 신계약 상품별 APE



자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림54 이원차마진 추이



자료: 한화생명, 메리츠증권증권 리서치센터

한화생명 (088350)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
보험손익	538.1	-765.5	-639.6	-800.6	-842.6
보험영업수익	9,748.6	9,388.4	9,630.1	9,703.5	9,937.6
보험료수익	9,586.7	9,224.1	9,467.4	9,539.3	9,769.3
재보험수익	161.9	164.3	162.7	164.2	168.3
보험영업비용	9,210.5	10,153.9	10,269.7	10,504.1	10,780.2
지급보험금	6,882.5	7,832.4	7,997.9	8,245.7	8,462.4
재보험비용	170.0	171.8	170.7	175.8	180.3
사업비	883.0	1,185.0	1,257.2	1,275.4	1,310.6
신계약상각비	1,272.3	962.1	841.4	804.8	824.4
할인료	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5
투자손익	3,155.6	3,165.3	2,994.1	3,097.0	3,116.5
책임준비금전입액	3,963.1	2,986.8	3,169.3	2,898.1	2,832.7
영업이익	-269.4	-587.0	-814.8	-601.6	-558.8
영업외손익	960.8	1,088.8	922.7	918.5	896.5
세전순이익	691.4	501.8	107.9	316.9	337.7
법인세비용	165.9	142.5	8.3	85.5	79.9
당기순이익	525.5	359.3	99.6	231.4	257.8

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	110,313	114,302	119,667	122,796	125,904
운용자산	84,360	89,760	94,738	97,788	100,791
현예금 및 예치금	417	1,414	685	576	602
유가증권	61,143	64,290	68,800	71,163	73,342
주식	1,598	1,805	1,841	1,855	1,914
채권	32,111	28,741	29,932	30,445	31,390
대출채권	19,364	20,555	21,610	22,335	23,010
부동산	3,479	3,501	3,643	3,715	3,836
비운용자산	4,310	3,088	2,984	2,805	2,641
특별계정자산	21,643	21,455	21,944	22,203	22,472
부채총계	101,344	104,440	108,574	111,591	114,565
책임준비금	77,253	80,241	83,412	86,310	89,143
계약자지분조정	697	571	895	895	895
기타부채	1,229	1,249	2,322	2,183	2,055
특별계정부채	22,165	22,379	21,944	22,203	22,472
자본총계	8,969	9,862	11,093	11,205	11,339
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	3,152	3,358	3,227	3,339	3,472
자본조정/기타포괄손익누계	491	118	983	983	983

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
보험금지급율	70.6	83.4	83.1	85.0	85.2
위험손해율	76.7	77.9	80.5	79.8	79.7
사업비율	22.1	22.9	21.8	21.4	21.5
투자수익률	3.8	3.6	3.2	3.2	3.1
성장성					
총자산	4.7	3.6	4.7	2.6	2.5
운용자산	2.6	6.4	5.5	3.2	3.1
특별계정자산	9.0	-0.9	2.3	1.2	1.2
자기자본	10.0	10.0	12.5	1.0	1.2
수입보험료	-8.2	-3.7	2.6	0.8	2.4
보험손익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
투자손익	-0.6	0.3	-5.4	3.4	0.6
책임준비금전입액	-29.2	-24.6	6.1	-8.6	-2.3
순이익	66.8	-31.6	-72.3	132.2	11.4

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	699	478	133	308	343
BPS	11,274	13,126	12,027	12,176	12,353
DPS	140	100	27	62	69
밸류에이션 (배)					
PER	9.9	8.8	16.6	7.1	6.4
PBR	0.6	0.3	0.2	0.2	0.2
수익성					
ROE	6.2	3.8	0.3	1.7	2.0
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	1.2	2.8	3.1
안정성					
총자산/자기자본	12.3	11.6	10.8	11.0	11.1
보험료수입/총부채	9.6	9.0	8.9	8.7	8.7

동양생명 (082640)

Hold, TP 4,400원

4Q19E 순손실 334억원(적전 QoQ, 적지 YoY)으로 추정한다. 보장성신계약 판매 증가 해 비차익 감소한 점이 이익 감소의 주요 원인이다. 변액보증준비금 적립 규모는 약 350억원으로 예상된다. 위험손해율은 소폭 상승해 사차이익 약 180억원 추정한다. 기타 보장성 신상품 출시를 이어갈 계획이며 운용 부문에 있어 해외채권 및 기업금융 늘려나갈 계획이다.

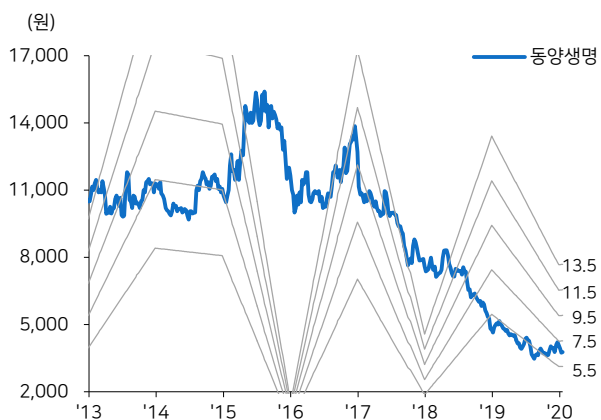
투자의견 Hold 및 적정주가 4,400원을 유지한다. 저축성 보험 판매가 감소하고 일반 종신 및 CI 위주의 보장성 APE 성장이 이뤄지고 있는 점 긍정적이나 보험 관련 손익 감소할 가능성이 크다. 향후 최대주주 지분 매각 가능성이 주가 방향성에 가장 큰 변수다.

표23 동양생명 4Q19E Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	37.1	118.9	-68.8	254.2	-85.4		
투자손익	236.4	186.2	27.0	315.7	-25.1		
책임준비금전입	332.0	335.5	-1.0	438.6	-24.3		
영업외손익	12.9	13.1	-2.0	12.6	2.0		
당기순이익	-33.4	-13.4	적지	108.6	적전	-24.7	N/A

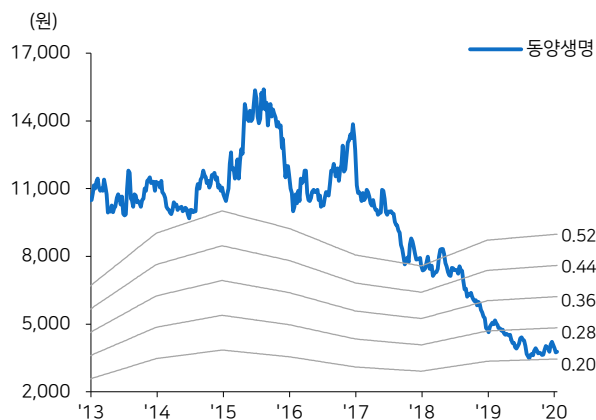
자료: 동양생명, WISEfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림55 동양생명 PER 밴드



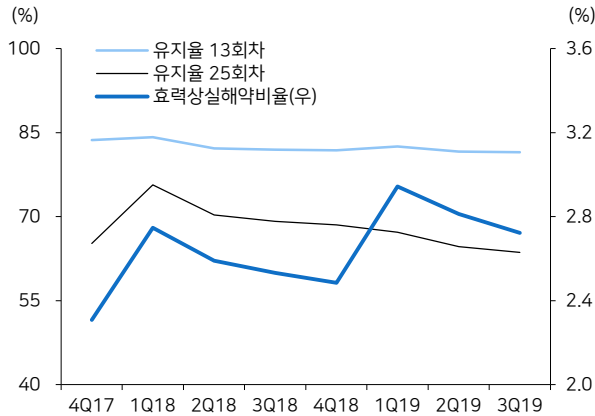
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림56 동양생명 PBR 밴드



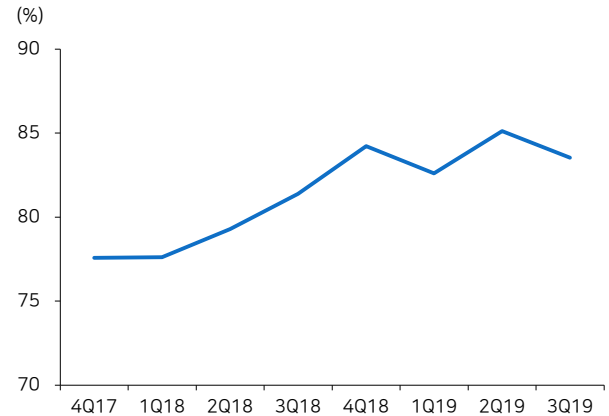
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림57 유지율 및 해약율 추이



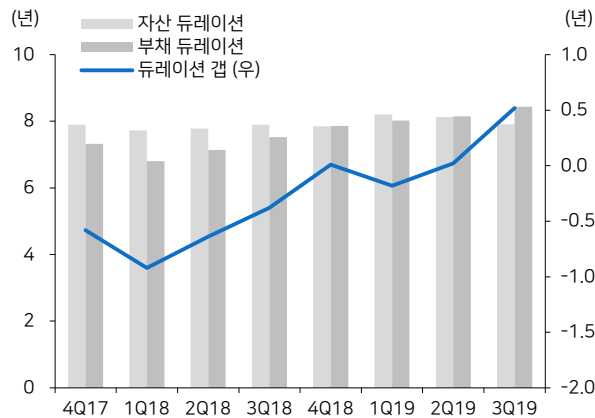
자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림58 위험손해율 추이



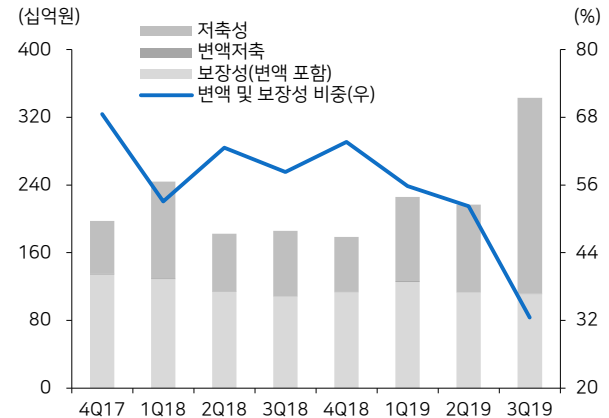
자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림59 자산 부채 듀레이션



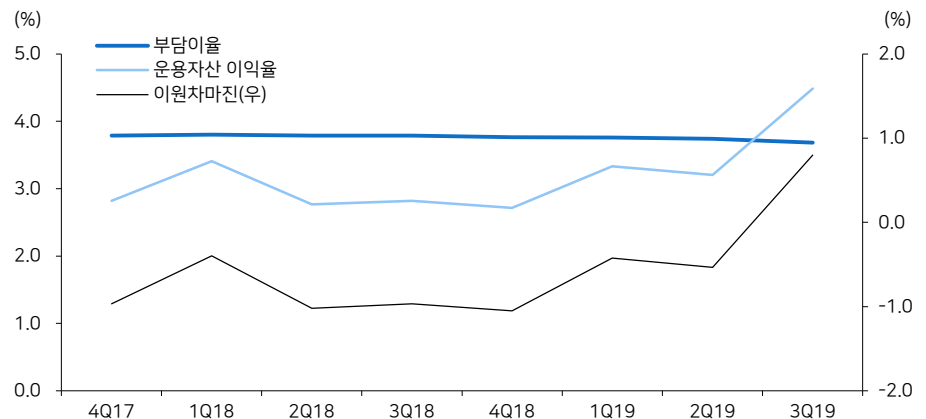
자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림60 신계약 상품별 APE



자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

그림61 이원차마진 추이



자료: 동양생명, 메리츠종금증권 리서치센터

동양생명 (082640)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
보험손익	2,076.1	795.8	228.9	194.7	158.5
보험영업수익	5,191.4	4,324.8	4,568.8	4,329.2	4,433.0
보험료수익	5,136.9	4,262.5	4,501.5	4,265.7	4,368.1
재보험수익	54.5	62.3	67.4	63.5	64.9
보험영업비용	3,115.3	3,529.1	4,340.0	4,134.5	4,274.5
지급보험금	2,321.5	2,745.2	3,549.6	3,424.0	3,544.2
재보험비용	61.2	69.9	73.8	72.6	75.4
사업비	385.2	359.1	363.2	327.0	335.8
신계약상각비	345.8	353.9	352.0	309.4	317.7
할인료	1.6	1.0	1.4	1.4	1.4
투자손익	934.6	783.3	1,005.3	986.1	1,006.8
책임준비금전입액	2,845.2	1,591.6	1,089.7	1,118.3	1,096.4
영업이익	165.5	-12.5	144.5	62.5	68.8
영업외손익	75.6	81.9	48.1	51.2	51.5
세전순이익	241.1	69.4	192.6	113.7	120.3
법인세비용	56.7	18.0	46.3	30.4	32.2
당기순이익	184.4	51.3	146.3	83.3	88.1

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산총계	30,273.7	31,854.6	34,078.6	35,219.6	36,346.9
운용자산	25,977.2	27,727.9	29,714.8	30,915.7	32,097.3
현예금 및 예치금	1,376.5	1,434.7	1,373.0	1,440.4	1,490.1
유가증권	20,125.3	21,034.6	22,515.8	23,195.6	24,117.7
주식	634.1	619.3	599.6	571.5	598.3
채권	10,975.4	12,130.9	12,210.9	12,342.6	12,837.0
대출채권	4,122.6	4,909.3	5,466.1	5,916.0	6,110.7
부동산	352.8	349.3	360.0	363.6	378.7
비운용자산	1,427.9	1,265.5	1,187.4	1,111.6	1,041.3
특별계정자산	2,868.7	2,861.3	3,176.5	3,192.3	3,208.3
부채총계	27,889.5	29,620.2	31,312.7	32,387.1	33,443.9
책임준비금	24,481.3	26,076.3	27,167.4	28,285.7	29,382.1
계약자지분조정	23.2	11.3	30.5	30.5	30.5
기타부채	318.2	371.9	938.5	878.6	823.0
특별계정부채	3,066.9	3,160.7	3,176.5	3,192.3	3,208.3
자본총계	2,384.2	2,234.5	2,765.9	2,832.5	2,903.0
자본금	806.8	806.8	806.8	806.8	806.8
자본잉여금	463.7	463.7	463.7	463.7	463.7
이익잉여금	891.7	887.0	999.7	1,066.3	1,136.9
자본조정/기타포괄손익누계	222.0	77.0	374.1	374.1	374.1

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성					
보험금지급율	44.7	63.5	77.7	79.1	80.0
위험손해율	80.4	80.7	83.7	83.8	83.7
사업비율	14.1	16.5	15.7	14.7	14.7
투자수익률	3.8	2.9	3.5	3.3	3.2
성장성					
총자산	13.5	5.2	7.0	3.3	3.2
운용자산	12.6	6.7	7.2	4.0	3.8
특별계정자산	13.1	-0.3	11.0	0.5	0.5
자기자본	33.5	-6.3	23.8	2.4	2.5
수입보험료	-15.5	-16.7	5.6	-5.2	2.4
보험손익	-39.3	-61.7	-71.2	-14.9	-18.6
투자손익	83.6	-16.2	28.3	-1.9	2.1
책임준비금전입액	-29.2	-44.1	-31.5	2.6	-2.0
순이익	3,289.1	-72.2	185.1	-43.1	5.8

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	1,183	329	939	534	566
BPS	15,297	14,336	17,746	18,174	18,626
DPS	360	100	159	107	113
밸류에이션 (배)					
PER	6.4	14.5	4.0	7.0	6.6
PBR	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2
수익성					
ROE	9.9	2.5	6.3	3.3	3.1
ROA	0.0	0.6	0.2	0.4	0.2
배당지표					
배당성향	30.4	30.4	30.4	20.0	20.0
배당수익률	4.7	2.1	4.2	2.9	3.0
안정성					
총자산/자기자본	12.7	14.3	12.3	12.4	12.5
보험료수입/총부채	18.6	14.6	14.6	13.4	13.3

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

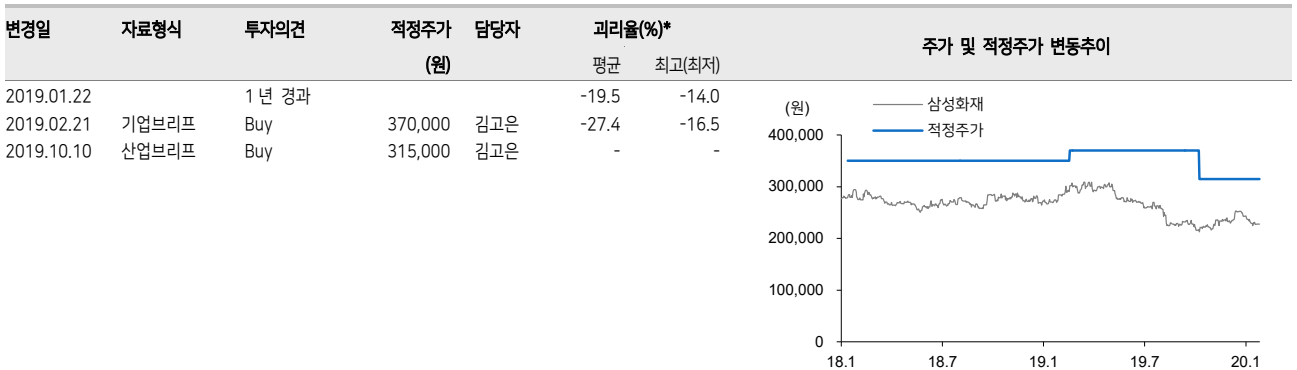
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

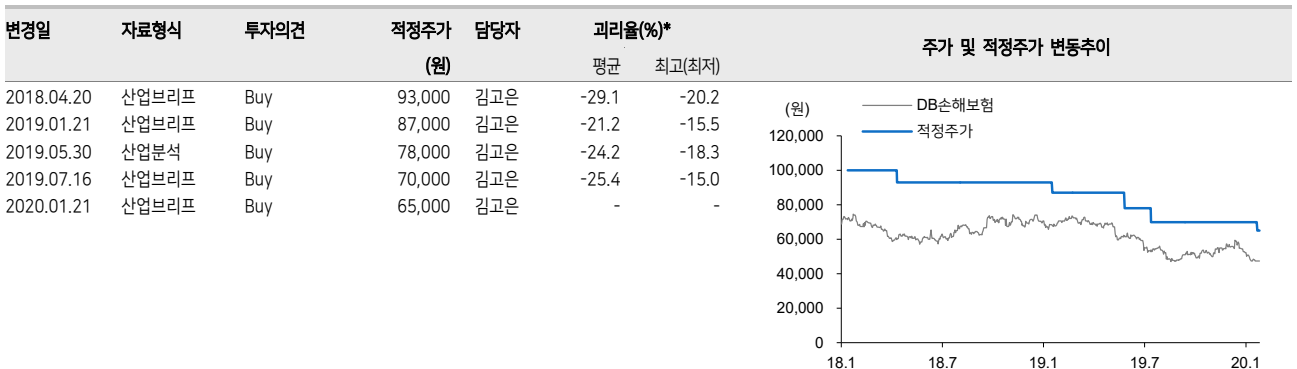
삼성화재 (000810) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



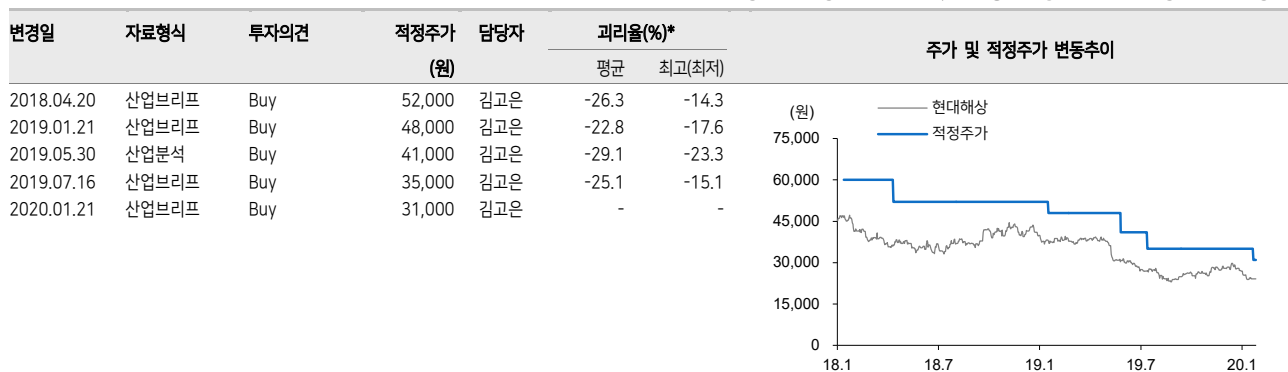
DB 손해보험 (005830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



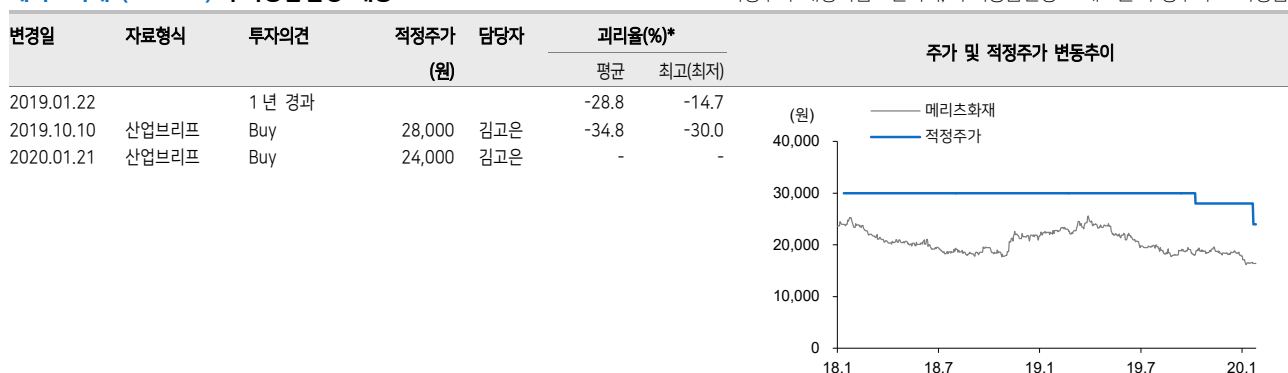
현대해상 (001450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



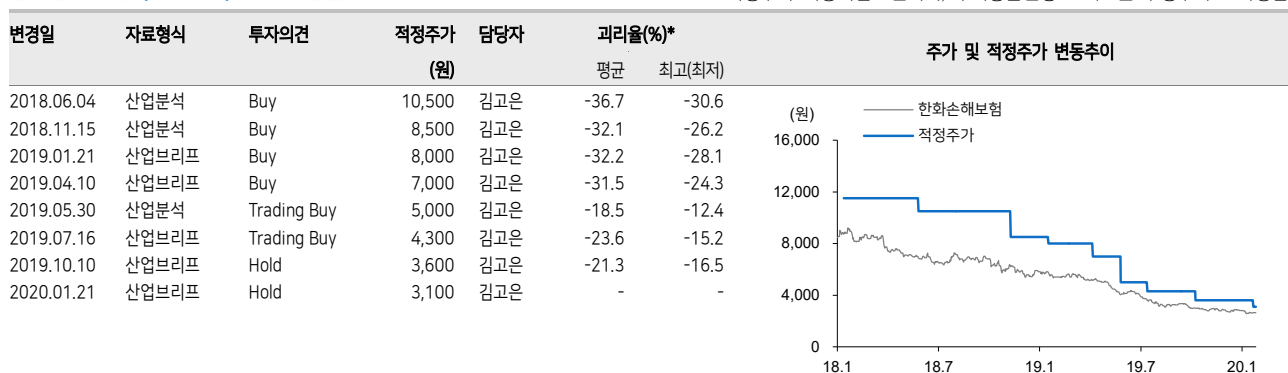
메리츠화재 (000060) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



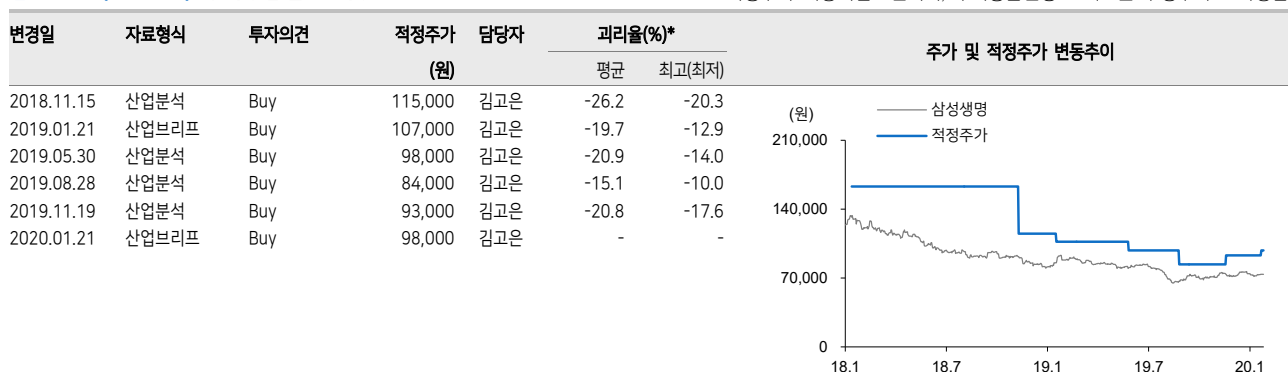
한화손해보험 (000370) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



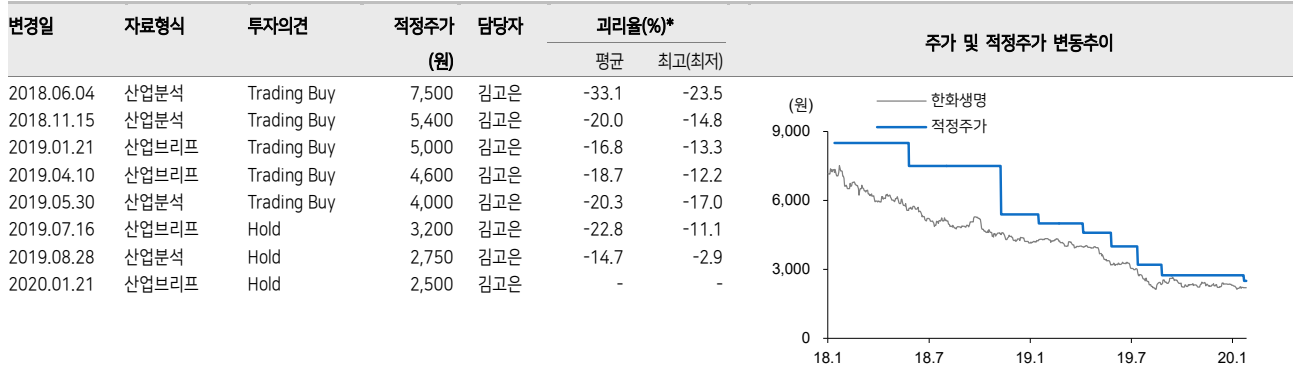
삼성생명 (032830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



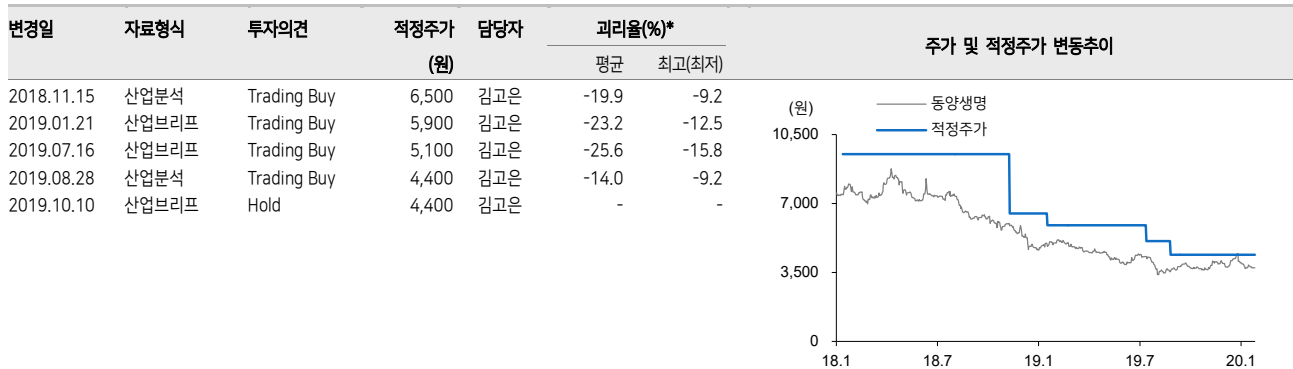
한화생명 (088350) 투자등급변경 내용

* 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

