

2020. 4. 24



▲ 보험/증권

Analyst **김고은**
02. 6454-4871
goenkim@meritz.co.kr

RA **오형근**
02. 6454-4885
hg.oh@meritz.co.kr

Neutral

Top Picks

DB손해보험(005830)	Buy	62,000원
메리츠화재(000060)	Buy	21,000원

관심종목

삼성화재(000810)	Buy	270,000원
현대해상(001450)	Buy	31,000원
삼성생명(032830)	Buy	65,000원
미래에셋생명(085620)	Buy	5,000원
한화생명(088350)	Hold	1,900원
동양생명(082640)	Hold	3,500원
한화손해보험(000370)	Hold	2,300원

보험

COVID-19 가 앞당긴 초저금리,
외화보험의 시대가 온다

- ✓ 저금리 상황 심화될수록 외화보험 판매 활성화 가능성 높아
- ✓ 1Q20E 손해보험사 4,498억원(+606.0% QoQ, -6.9% YoY) 추정
- ✓ 1Q20E 생명보험사 4,111억원(흑전 QoQ, -26.0 YoY) 추정
- ✓ Top pick DB손해보험 제시, 차선후주 메리츠화재

저금리 상황 심화될수록 외화보험 판매 활성화 가능성 높아

저금리 상황이 심화될 수록 외화보험 판매 활성화될 가능성 높다. 회사채 등 신용 리스크 부담이 필요한 반면 국내 회사채 시장은 규모가 협소하고 유동성이 부족해 해외 투자로 이어질 수 밖에 없다. 자국 내 채권 시장 규모가 크고 거래가 활발한 서구권 국가와 달리 간접 금융시장 위주로 발전한 아시아 국가의 경우 대안이 제한적이다. 기업 대출은 듀레이션이 비교적 짧아 보험 부채 듀레이션 매칭에 어려움이 있기 때문이다. 해외 투자 확대의 가장 큰 단점은 외환 리스크에 대한 노출이다. 외화 조달을 통해 외환 투자를 해 리스크를 일부 헤지할 수 있는, 외환 보험 판매가 활성화 되는 수순을 밟아나갈 가능성이 있다.

1Q20 보험 산업 실적 전망

손해보험사 커버리지 기준 1Q20E 순이익은 4,498억원(+606.0% QoQ, -6.9% YoY)으로 추정한다. COVID-19 영향으로 자동차 운행량 및 병원 이용량이 감소해 손해를 안정화되는 모습이다. 대면 영업에 어려움이 있어 신계약 판매 감소가 예상되었으나 4월 보험료 조정 등 절판 효과가 있어 신계약 규모 감소 폭은 크지 않았다. 생명보험사 커버리지 기준 1Q20E 순이익 4,111억원(흑전 QoQ, -26.0% YoY)으로 추정한다. COVID-19로 주식 시장 불확실성이 증대되고 금리가 하락해 변액보 증준비금 적립이 발생했다. 준비금 적립으로 감소하는 이익을 부동산 및 채권 매각으로 상쇄하는 모습이다.

Top Pick: DB손해보험

DB손해보험은 COVID-19 이후 손보 업종 내 가장 높은 베타 상승을 보였으며 이는 주요 외국인 주주의 매도가 급격히 일어났기 때문이다. 기업 이익체력 대비 저평가 받고 있어 업종 내 top pick으로 제시한다. 메리츠화재의 장기 원수 보험료 MS가 KB손해보험을 제치고 4위권으로 진입했다. 중장기 성장 가능성 높다고 판단해 차선후주로 제시한다.

COVID-19가 앞당긴 초저금리, 외화보험의 시대가 온다

한국은행 기준금리 0%대 진입

한국은행 기준 금리 0.75%로 하향 조정되어 보험사 투자 환경에 부담이 되고 있다. 단기 비차익 확보를 위해 생명보험사의 저축성 보험 판매가 이어지고 있으나 단기 손익 훼손을 감수하고 빠르게 판매 규모를 줄여야 한다. 향후 저해지, 무해지 상품 출시가 이어질 전망이며 저금리 환경이 심화될 수록 외화보험 판매가 활성화 될 가능성이 크다.

저금리 장기화 될수록 보험사 해외투자 필연적

0%대의 금리로는 기존 보험 계약 매칭 및 신규 수요 확보에 어려움이 많아 회사 채 등 신용리스크 부담이 필요하다. 국내 채권시장, 특히 회사채 시장은 규모가 협소하고 유동성이 부족해 해외 투자 확대에 이어질 수 밖에 없는 환경이다.

간접 금융시장 위주로 발전한 아시아 국가는 대안이 제한적

자국 내 채권 시장 규모가 크고 거래가 활발한 미국, 유럽 등 서구권 국가와 달리 간접 금융시장 위주로 발전한 아시아 국가의 경우 대안이 제한적이다. 기업 대출은 듀레이션이 비교적 짧아 보험 부채와 듀레이션 매칭에 어려움이 있다.

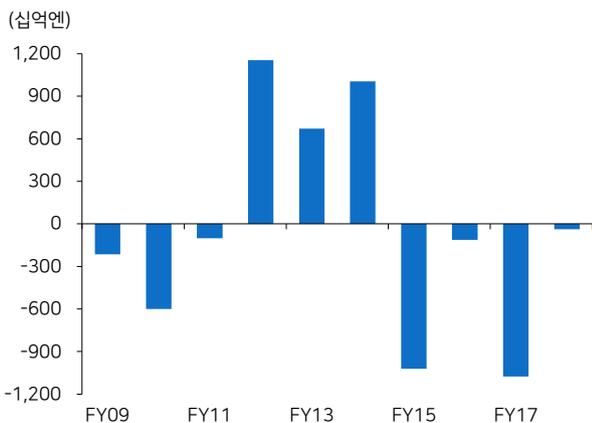
가장 큰 단점은 외환리스크 이를 헤지 하기 위해 외환보험 판매 활성화 수준 전망

해외 투자 확대의 가장 큰 단점은 외환 리스크에 대한 노출이다. 국내는 100% 헤지가 원칙이나 장기 환헤지 상품이 없고 비용이 상당해 단기 환헤지에 따른 헤지 비용 변동에 노출된다. 유사한 전철을 밟아나간 일본과 대만의 경우 환노출 포지션 비중을 늘리는 방식으로 대응하고 있으나 이 또한 외환 변동성에 노출된다. 그 결과 외화 조달을 통해 외환 투자를 해 리스크를 일부 헤지할 수 있는, 외환 보험 판매가 활성화 되는 수준을 밟아나갈 가능성이 크다.

해외투자 관련 규제 완화 필요

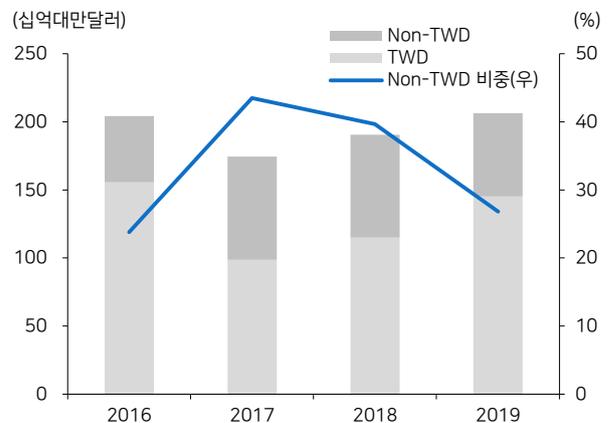
이를 위해 일본 및 대만이 시행하고 있는 규제 완화가 필요하다. 해외투자 비중 한도 확대, 환노출 일부 허용, 외환충당금 제도 시행 등이며 관련 내용은 "초저금리 시대, 글로벌 보험사는 어떻게 운용하나?(19.08.28 발간)" 자료에서 전술한 바 있다.

그림1 일본 생명보험사 외환 관련 손익



자료: 일본생명보험협회, 메리츠증권 리서치센터

그림2 푸본생명 초년도 보험료 외환 비중



자료: 푸본생명, 메리츠증권 리서치센터

LAT 시나리오 변경으로 적립금 이슈 해소되었으나

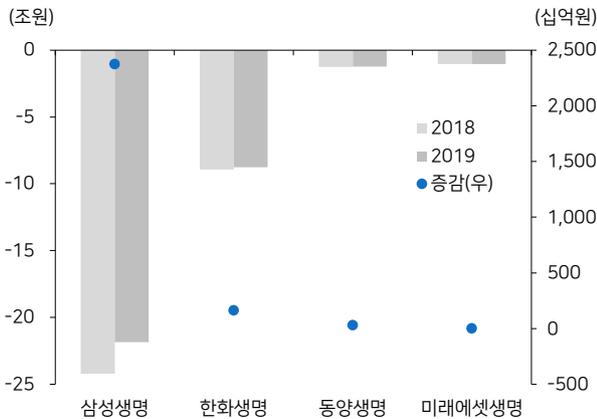
금리 하락에도
LAT 잉여금액 증가

IFRS17 도입이 1년 추가적으로 연기되고 LAT 시나리오 변경 등으로 단기적인 적립금 이슈는 해소되었다. 산업 입장에서는 시간을 벌 수 있는 긍정적인 이벤트 이나 투자자 입장에서는 정보의 투명성이 훼손되고 있다는 점이 부담이다. 18년말 대비 19년 국고채 5년물 금리는 41bp 하락했으며 이는 18년말 국고 5년물 13bp 하락대비 상당한 수준이다.

문제가 이연 되어
증장기 리스크 확대

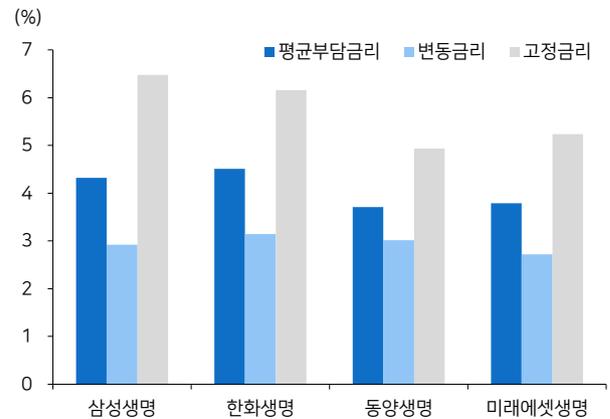
그럼에도 불구하고 연말 LAT 잉여금액이 증가하는 생명보험사가 발생하고 있다. 최근 신계약 판매 호조로 수익성이 좋은 계약의 유입이 원인이라고 하기에는 금리 확정형 유배당 계약의 LAT 적자 규모가 크게 감소해 valuation의 근거로 삼아야 할 여러 지표들에 대한 신뢰도가 떨어지는 상황이다. IFRS17 도입이 무산되거나 저금리가 해소되기는 어려운 상황이기 때문에 증장기 리스크가 커지고 있는 상황이다. 생명보험 업계의 경우 단기 실적 회복이 이슈가 아니라고 판단한다.

그림3 금리확정형 유배당 LAT 잉여금액



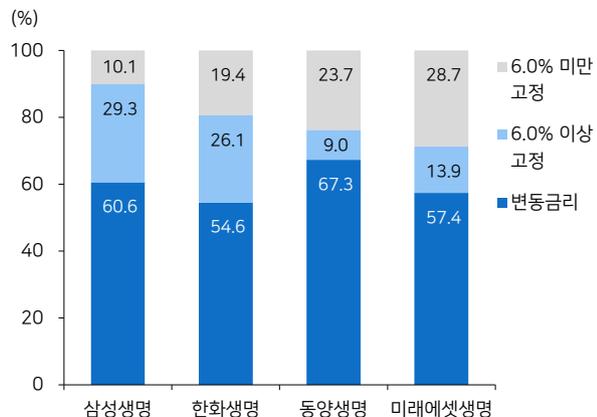
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림4 생명보험사 부담금리



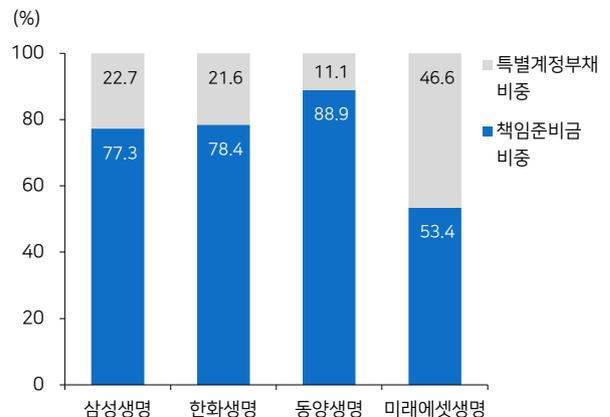
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림5 생명보험사 금리별 준비금 비중



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림6 생명보험사 특별계정 부채 비중



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

1Q20 실적 전망

손해보험사 1Q20E 순이익 4,498억원 전망

손해보험사 커버리지(삼성화재, DB손해보험, 현대해상, 메리츠화재, 한화손해보험) 기준 1Q20E 순이익은 4,498억원(+606.0% QoQ, -6.9% YoY)으로 추정한다. 2월 중순 이후부터 COVID-19 영향으로 자동차 운행량 및 병원 이용량이 감소해 손해를 안정화되는 모습이다. 대면 영업에 어려움이 있어 신계약 판매 감소가 예상되었으나 4월 보험료 조정 등 절판 효과가 있어 신계약 규모 감소 폭은 크지 않았다. 손해보험업계의 경우 위험 투자 비중이 적어 투자 관련 손실 규모 제한적이다. 하반기 자동차 보험료 증가 추세 가시화되며 손해를 하락할 가능성이 있다. COVID-19 영향에 따른 대면 판매 감소로 신계약 감소 및 사업비율 하락 정도가 20년 손익에 주요 변수이다.

생명보험사 1Q20E 순이익 4,111억원 전망

생명보험사 커버리지(삼성생명, 한화생명, 동양생명, 미래에셋생명) 기준 1Q20E 순이익 4,111억원(흑전 QoQ, -26.0% YoY)으로 추정한다. COVID-19로 주식 시장 불확실성이 증대되고 금리가 하락해 변액보증준비금 적립이 발생했다. 20년 말 주가지수 및 금리 수준이 연간 손익에 미칠 영향이 크다. 준비금 적립으로 감소하는 이익을 부동산 및 채권 매각익으로 상쇄하는 모습이다.

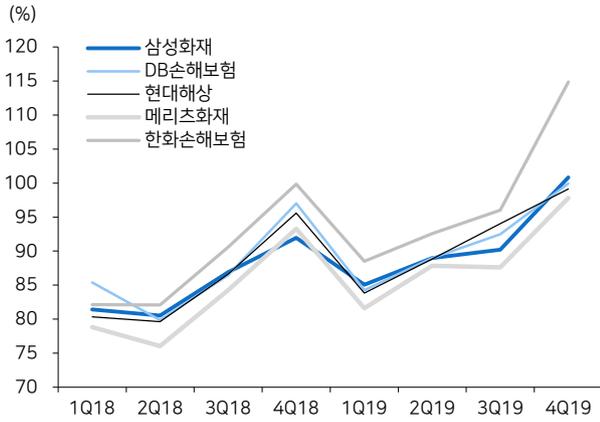
Top pick으로 DB손해보험, 차선회주로 메리츠화재를 제시한다. DB손해보험은 COVID-19 이후 손보 업종 내 가장 높은 베타 상승을 보였으며 이는 주요 외국인 주주의 매도가 급격히 일어났기 때문이다. 베타 안정화 될 가능성 높고 기업 펀더멘털 대비 저평가 받고 있어 업종 내 top pick으로 제시한다. 메리츠화재의 장기 원수 보험료 기준 MS가 KB손해보험을 제치고 4위권으로 진입했다. 중장기 성장 가능성 높다고 판단한다.

표1 커버리지 보험사 1Q20E Preview (순이익)

(십억원)	1Q20E	1Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
삼성화재	178.4	230.8	-22.7	23.4	663.6	185.1	-3.6
DB손해보험	112.6	99.2	13.5	44.1	155.2	95.9	17.4
현대해상	74.8	77.3	-3.3	14.2	425.1	72.6	3.1
메리츠화재	74.3	65.8	12.9	58.5	27.1	60.8	22.2
한화손해보험	9.6	10.1	-4.8	-76.5	흑전	1.1	751.6
손해보험 합계	449.8	483.2	-6.9	63.7	606.0	415.5	8.2
삼성생명(연결)	299.8	447.3	-33.0	0.6	49,629.6	362.4	-17.3
한화생명	39.6	46.6	-15.0	-39.7	흑전	57.1	-30.7
동양생명	39.5	37.5	5.6	-30.2	흑전	33.3	18.9
미래에셋생명	32.2	24.2	33.4	14.1	128.1	29.9	7.7
생명보험 합계	411.1	555.5	-26.0	-55.2	흑전	482.7	-14.8

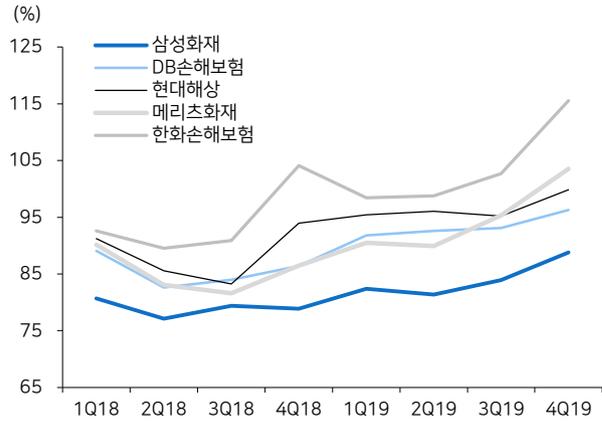
주: 삼성생명 제외 별도 기준
자료: 각 사, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

그림7 손해보험사 자동차 손해율 추이



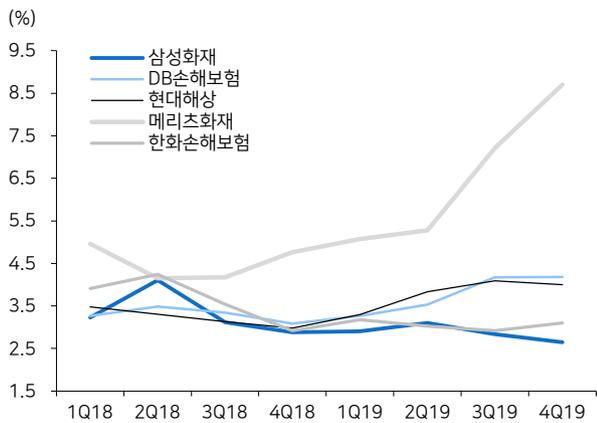
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림8 손해보험사 장기위험손해율 추이



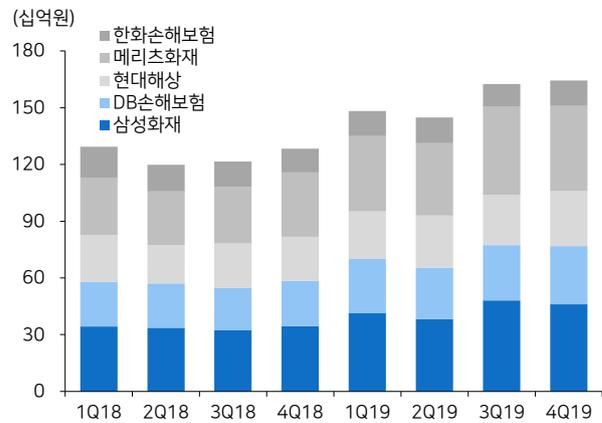
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림9 손해보험사 투자이익률 추이



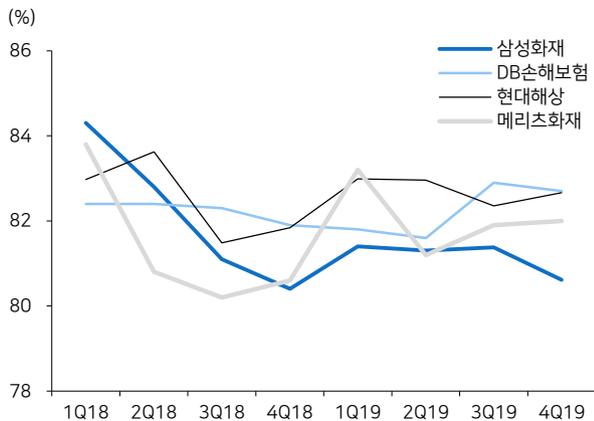
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림10 손해보험사 보장성 인보험 추이



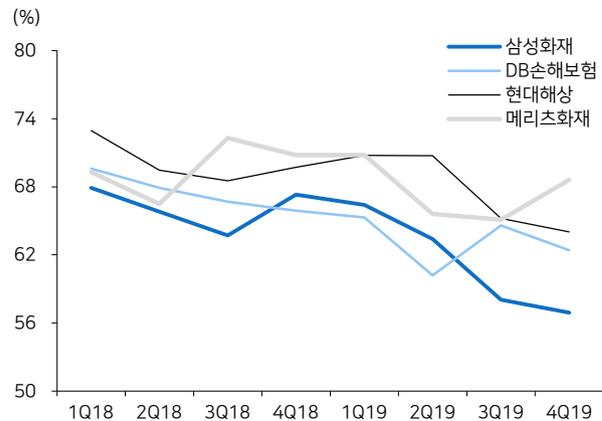
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림11 손해보험사 13회차 유지율 추이



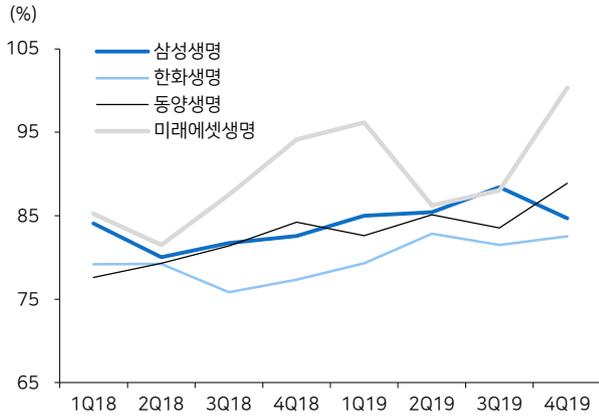
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림12 손해보험사 25회차 유지율 추이



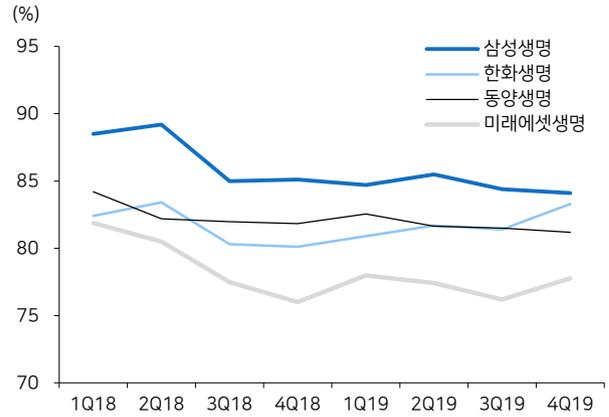
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림13 생명보험사 위험손해율 추이



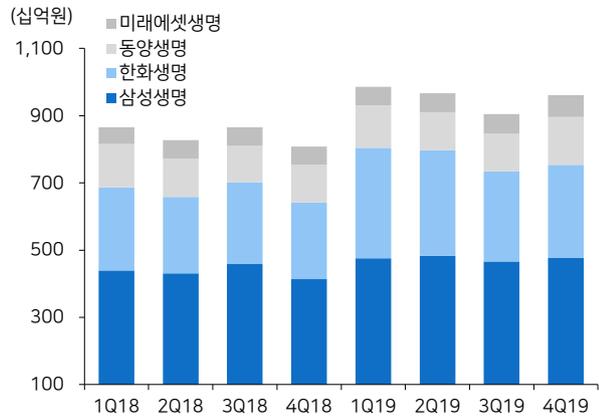
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림14 생명보험사 13회차 유지율 추이



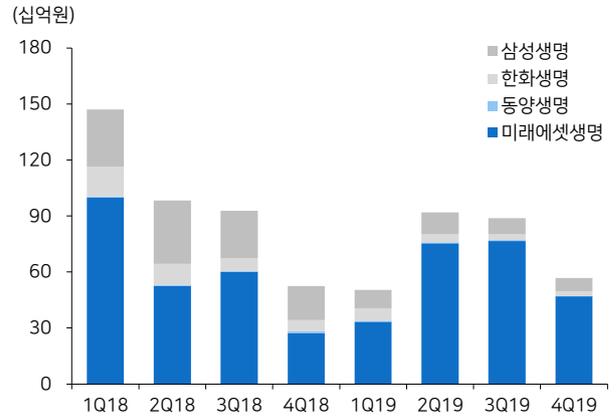
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림15 생명보험사 신계약 보장성 APE 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림16 생명보험사 변액보험 APE 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 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 (4.23) (원)		190,000	43,100	25,400	13,700	2,085	47,650	1,740	2,955	3,645
적정주가 (원)		270,000	62,000	31,000	21,000	2,300	65,000	1,900	3,500	5,000
상승여력 (%)		42.1%	43.9%	22.0%	53.3%	10.3%	36.4%	9.2%	18.4%	37.2%
당기순이익 (십억원)	2018	1,057.1	514.7	359.0	260.0	82.3	1,664.4	359.3	51.3	75.0
	2019	609.2	372.9	250.4	271.2	-61.0	977.4	114.6	149.5	100.0
	2020E	740.3	423.2	283.0	259.5	21.7	943.5	102.9	80.2	95.1
	2021E	855.9	510.5	322.0	300.6	31.3	1,033.7	233.6	84.1	107.5
ROE (%)	2018	8.8	11.0	10.5	12.8	6.3	5.6	3.6	2.5	3.6
	2019	4.6	7.0	6.0	11.5	-4.3	3.1	0.5	6.5	4.5
	2020E	5.0	7.1	6.3	10.1	1.6	2.6	0.3	3.3	3.9
	2021E	5.5	8.0	6.8	10.6	2.4	2.8	1.6	3.1	4.4
ROA (%)	2018	1.4	1.3	0.9	1.3	0.5	0.4	0.5	0.6	0.3
	2019	0.7	0.9	0.6	1.2	-0.3	0.6	0.3	0.2	0.2
	2020E	0.9	0.9	0.6	1.1	0.1	0.3	0.1	0.5	0.3
	2021E	1.0	1.1	0.6	1.1	0.2	0.3	0.1	0.2	0.3
BPS (원)	2018	289,043	77,587	45,341	20,341	12,137	160,947	13,126	14,336	12,654
	2019	334,216	90,379	49,905	21,822	12,214	198,619	13,311	16,676	14,683
	2020E	359,367	96,978	53,193	24,357	10,981	203,610	13,323	17,868	15,088
	2021E	372,332	104,828	56,986	26,421	11,382	206,622	13,475	18,300	15,556
EPS (원)	2018	25,766	8,132	4,428	2,324	705	9,268	478	329	433
	2019	14,615	5,891	2,845	2,432	-522	5,443	153	959	614
	2020E	17,842	6,686	3,253	2,327	186	5,254	137	514	579
	2021E	20,629	8,064	3,742	2,697	268	5,756	311	540	668
PBR (배)	2018	0.93	0.91	0.91	1.07	0.49	0.51	0.32	0.33	0.36
	2019	0.73	0.58	0.54	0.82	0.23	0.38	0.17	0.24	0.28
	2020E	0.53	0.44	0.48	0.56	0.19	0.23	0.13	0.17	0.24
	2021E	0.51	0.41	0.45	0.52	0.18	0.23	0.13	0.16	0.23
PER (배)	2018	10.4	8.7	9.3	9.4	8.4	8.8	8.8	14.5	10.6
	2019	16.7	8.9	9.5	7.3	-5.4	13.7	15.1	4.2	6.7
	2020E	10.6	6.4	7.8	5.9	11.2	9.1	12.7	5.7	6.3
	2021E	9.2	5.3	6.8	5.1	7.8	8.3	5.6	5.5	5.5
DPS (원)	2018	11,500	2,000	1,130	820	130	2,650	100	100	170
	2019	8,500	1,500	880	850	0	2,650	30	230	170
	2020E	9,293	1,674	994	817	28	2,475	27	103	174
	2021E	10,745	2,036	1,131	945	40	3,012	62	108	200
배당수익률(%)	2018	4.3	2.8	2.8	3.8	2.2	3.2	2.4	2.1	3.7
	2019	3.5	2.9	3.3	4.8	0.0	3.6	1.3	5.7	4.1
	2020E	4.9	3.9	3.9	6.0	1.3	5.2	1.6	3.5	4.8
	2021E	5.7	4.7	4.5	6.9	1.9	6.3	3.6	3.7	5.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성화재 (000810)

Buy, TP 270,000원

1Q20E 순이익 1,784억원(+663.6% QoQ, -22.7% YoY)으로 추정한다. COVID-19 영향으로 자동차 운행량 및 병원 이용량 감소해 2월 중순 이후부터 손해를 하락효과 나타나고 있다. 국내외 화재 사고로 일반 보험 손해를 상승 전망된다. 보수적인 투자 기조 유지되고 있어 금융시장 불확실성에도 손실은 제한적이다. 1분기 신계약 판매는 보험료 조정 등 절판 효과로 인해 판매 규모 유지되었다. 대면 판매가 중요한 보험 영업 특성에 따라 2분기 이후 신계약 판매 감소할 가능성이 있다. 다만, 동사의 경우 전속 위주 채널 정책으로 추가 상각 감소 효과는 타사 대비 적을 전망이다.

투자의견 Buy 유지하고 적정주가를 270,000원으로 14.3% 하향 조정 한다. 이익 추정치 변동은 크지 않으나 Cost of Equity를 5.3%에서 5.9%로 상향 조정했다. COVID-19 이후의 베타 상승, risk free rate 하락을 반영한 결과다. 손해를 악화가 지속되었던 19년 자동차 MS 확대해 20년에 가시화 될 자동차 손해를 개선 효과 나타날 수 있으며 보수적인 투자 기조를 가져가고 있어 금융 시장 불확실성 확대에도 손실 발생 가능성은 제한적이다.

표3 삼성화재 1Q20E Preview

(십억원)	1Q20E	4Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	4,531.7	4,591.7	-1.3	4,728.4	-4.2	4,509.2	0.5
보험영업이익	-255.6	-158.2	적지	-416.2	적지		
투자영업이익	525.8	489.0	7.5	471.3	11.6		
영업이익	270.2	330.8	-18.3	55.1	390.2	279.4	-3.3
당기순이익	178.4	230.8	-22.7	23.4	663.6	185.1	-3.6

자료: 삼성화재, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표4 Valuation table

적정주가	270,000원
이론주가	267,936원
2020 BPS	359,367원
적정 PBR	0.75배
PBR Discount	-10%
이론 PBR	0.83배
2020 ROE	5.0%
Growth rate	1.0%
Cost of Equity	5.9%
Beta	0.60
Risk Free Rate	1.1%
Risk Premium	8.0%

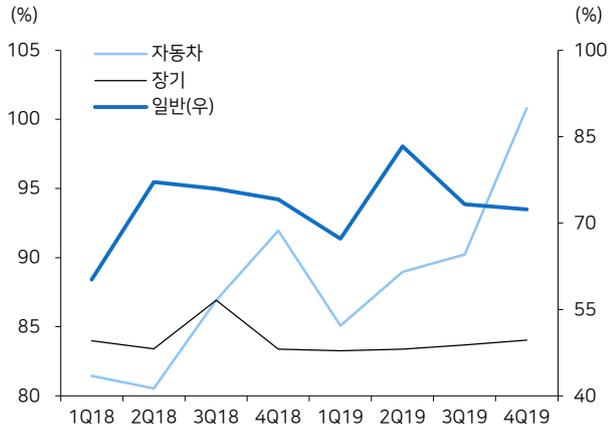
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
순이익	761.4	856.5	740.3	855.9	-2.8	-0.1
EPS (원)	18,372	20,641	17,842	20,629	-2.9	-0.1
BPS (원)	345,339	358,417	359,367	372,332	4.1	3.9
ROE (%)	5.3	5.7	5.0	5.5	-0.3	-0.2

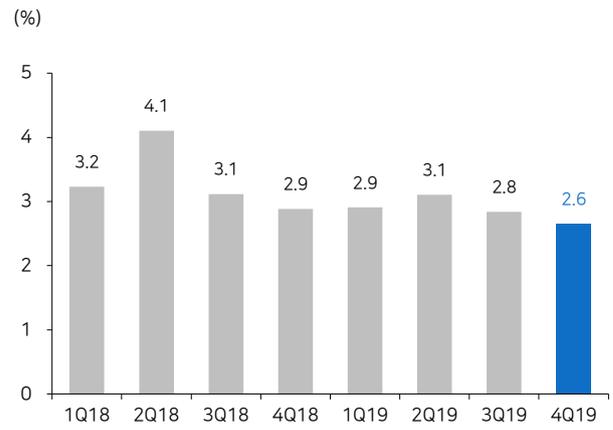
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림17 경과손해율 추이



자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림18 투자영업이익률 추이



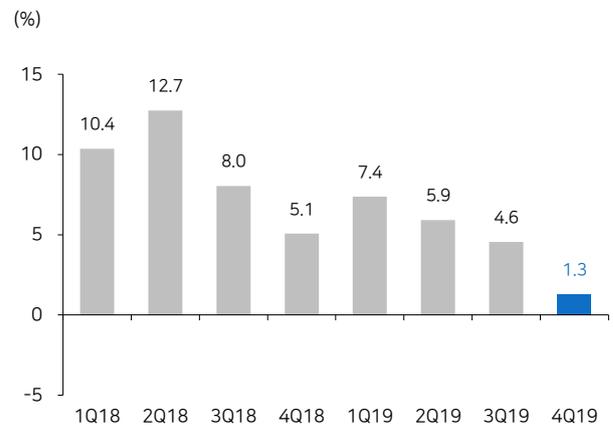
자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림19 장기위험손해율 추이



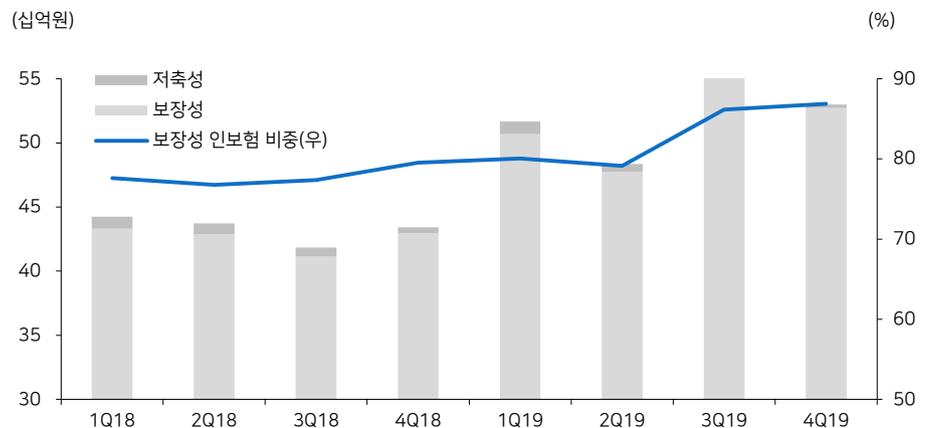
자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림20 ROE



자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림21 장기보험 신계약 추이



자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

삼성화재 (000810)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
원수보험료	18,234.0	18,839.3	18,836.0	19,104.7	19,155.9
일반	1,404.7	1,463.5	1,479.9	1,505.3	1,509.4
자동차	4,732.6	5,137.1	5,200.8	5,287.5	5,305.1
장기	12,096.7	12,238.7	12,155.3	12,311.9	12,341.5
보유보험료	17,748.3	18,399.8	18,299.4	18,596.2	18,633.8
경과보험료	17,701.8	18,003.2	18,033.3	18,300.4	18,349.0
일반	1,413.6	1,537.8	1,574.5	1,610.2	1,615.1
자동차	4,507.0	4,642.3	4,731.3	4,813.5	4,828.8
장기	11,781.3	11,823.2	11,727.6	11,876.8	11,905.1
경과손해액	14,709.1	15,265.6	15,250.9	15,395.8	15,441.0
일반	1,016.5	1,140.4	1,195.0	1,195.0	1,205.4
자동차	3,842.4	4,243.1	4,215.2	4,246.9	4,263.3
장기	9,850.3	9,882.1	9,840.7	9,953.8	9,972.4
순사업비	3,605.6	3,814.1	3,797.7	3,842.9	3,830.9
보험영업이익	-612.9	-1,076.5	-1,015.2	-938.3	-922.9
투자영업이익	2,136.7	1,990.9	2,102.1	2,173.1	2,191.8
영업이익	1,523.8	914.4	1,086.9	1,234.7	1,268.9
영업외손익	-80.5	-95.4	-76.2	-66.2	-66.2
세전순이익	1,443.3	819.0	1,010.6	1,168.5	1,202.7
법인세비용	383.1	209.8	270.3	312.6	321.7
당기순이익	1,057.1	609.2	740.3	855.9	881.0

Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
경과손해율	83.1	84.8	84.6	84.1	84.2
일반	71.9	74.2	75.9	74.2	74.6
자동차	85.3	91.4	89.1	88.2	88.3
장기	83.6	83.6	83.9	83.8	83.8
사업비율	20.4	21.2	21.1	21.0	20.9
합산비율	103.5	106.0	105.6	105.1	105.0
투자영업이익률	3.3	2.9	2.9	2.9	2.8
성장성					
총자산	4.7	6.9	4.5	3.7	1.0
운용자산	3.6	7.0	4.5	3.6	1.0
자기자본	3.8	15.6	7.5	3.6	1.8
원수보험료	0.0	3.3	0.0	1.4	0.3
경과보험료	0.8	1.7	0.2	1.5	0.3
순이익	0.2	-42.4	21.5	15.6	2.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	78,962.5	84,436.9	88,196.7	91,416.5	92,361.1
운용자산	66,733.1	71,391.5	74,621.6	77,290.2	78,093.6
현예금 및 예치금	1,647.7	1,299.1	1,357.9	1,406.4	1,421.1
유가증권	41,755.4	45,874.2	47,949.8	49,664.6	50,180.8
주식	6,159.9	9,607.1	10,041.8	10,400.9	10,509.0
채권	32,242.9	31,798.2	33,236.9	34,425.5	34,783.4
대출채권	22,531.5	23,457.2	24,518.6	25,395.4	25,659.3
부동산	798.5	760.9	795.4	823.8	832.4
비운용자산	4,290.5	4,719.4	4,911.0	5,110.4	5,161.5
특별계정자산	7,938.9	8,326.0	8,664.1	9,015.9	9,106.0
부채총계	66,675.4	70,229.5	72,920.2	75,588.9	76,240.7
보험계약준비금	55,460.8	57,866.4	60,055.1	62,201.4	62,719.4
책임준비금	55,460.8	57,866.4	60,055.1	62,201.4	62,719.4
기타부채	3,275.7	4,037.1	4,201.0	4,371.6	4,415.3
특별계정부채	7,938.9	8,326.0	8,664.1	9,015.9	9,106.0
자본총계	12,287.1	14,207.4	15,276.5	15,827.6	16,120.4
자본금	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5
자본잉여금	939.2	939.2	939.2	939.2	939.2
이익잉여금	8,829.6	8,950.0	9,445.8	9,996.9	10,289.6
자본조정	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5
기타포괄손익누계액	3,975.3	5,775.2	6,348.5	6,348.5	6,348.5

Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	25,766	14,615	17,842	20,629	21,233
BPS	289,043	334,216	359,367	372,332	379,218
DPS	11,500	8,500	9,293	10,745	11,060
밸류에이션 (배)					
PER	10.4	16.7	10.6	9.2	8.9
PBR	0.9	0.7	0.5	0.5	0.5
수익성					
ROE	8.8	4.6	5.0	5.5	5.5
ROA	1.4	0.7	0.9	1.0	1.0
배당지표					
배당성향	43.3	54.9	50.0	50.0	50.0
배당수익률	4.3	3.5	4.9	5.7	5.8
안정성					
총자산/자기자본	643	594	577	578	573
보유보험료/자기자본	144	130	120	117	116

DB손해보험 (005830)

Buy, TP 62,000원

1Q20E 순이익 1,126억원(+155.2% QoQ, +13.5% YoY)으로 추정한다. COVID-19 영향으로 2월 중순 이후 자동차 손해율 및 위험손해율이 안정화 되는 모습이다. 신계약 판매 규모 크게 줄지 않았으나 이연 한도 늘어나고 있어 사업비율 하락이 추정된다. 19년과 달리 채권 매각의 규모 적지만 달러 강세로 인해 환헤지 관련 평가의 발생해 운용수익률 안정적이다.

투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 62,000원으로 4.6% 하향 조정한다. 이익 추정치 변동은 크지 않으나 Cost of Equity를 7.5%에서 7.7%로 상향 조정했다. COVID-19 이후의 베타 상승, risk free rate 하락을 반영한 결과다. 동사는 가장 높은 베타 상승 추세를 보였으며 이는 주요 외국인 주주의 매도가 급격히 일어났기 때문이다. 기업 펀더멘털 대비 valuation 저평가 상황으로 업종 내 top pick으로 제시한다.

표6 DB손해보험 1Q20E Preview

(십억원)	1Q20E	4Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,181.5	3,138.7	1.4	3,378.6	-5.8	2,947.4	7.9
보험영업이익	-165.3	-154.4	적지	-321.2	적지		
투자영업이익	322.4	283.2	13.8	387.9	-16.9		
영업이익	157.0	128.9	21.9	66.7	135.5	133.2	17.9
당기순이익	112.6	99.2	13.5	44.1	155.2	95.9	17.4

자료: DB손해보험, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표7 Valuation table

적정주가	62,000원
이론주가	61,886원
2020 BPS	96,978원
적정 PBR	0.64배
PBR Discount	-30%
이론 PBR	0.91배
2020 ROE	7.1%
Growth rate	1.0%
Cost of Equity	7.7%
Beta	0.83
Risk Free Rate	1.1%
Risk Premium	8.0%

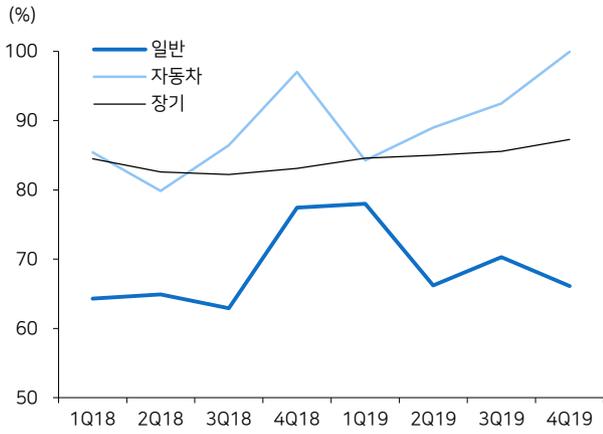
자료: 메리츠증권 리서치센터

표8 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
순이익	429.8	512.0	423.2	510.5	-1.5	-0.3
EPS (원)	6,790	8,089	6,686	8,064	-1.5	-0.3
BPS (원)	105,187	112,937	96,978	104,828	-7.8	-7.2
ROE (%)	6.7	7.4	7.1	8.0	0.4	0.6

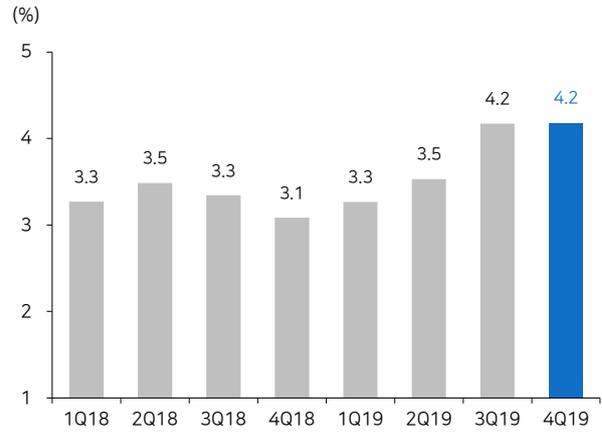
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림22 경과손해율 추이



자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림23 투자영업이익률 추이



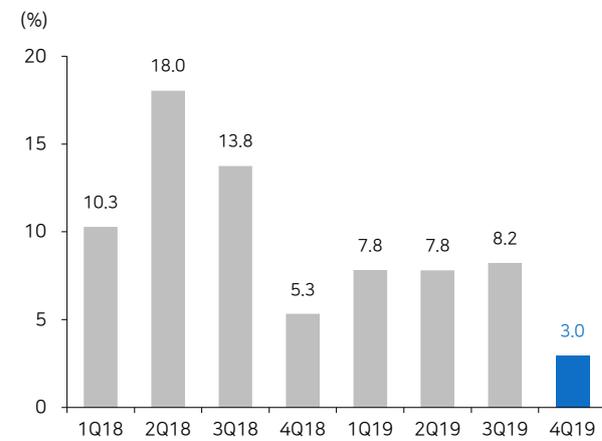
자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림24 장기위험손해율 추이



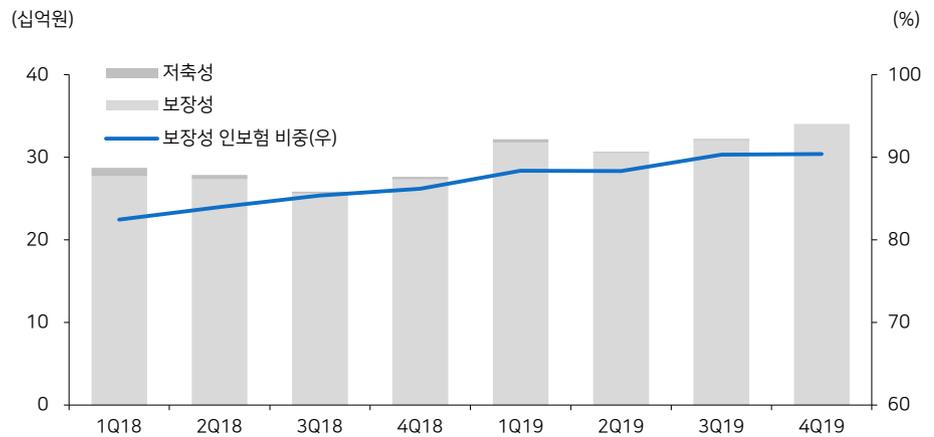
자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림25 ROE



자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림26 장기보험 신계약 추이



자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

DB 손해보험 (005830)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
원수보험료	12,449.3	13,027.0	13,207.9	13,382.4	13,414.9
일반	994.9	1,124.3	1,131.5	1,150.8	1,154.0
자동차	3,274.7	3,508.2	3,683.1	3,744.6	3,757.0
장기	8,179.7	8,394.6	8,393.2	8,487.0	8,503.9
보유보험료	11,624.7	12,114.8	12,257.7	12,412.3	12,441.6
경과보험료	11,592.2	11,879.5	12,005.5	12,153.9	12,181.8
일반	582.5	677.1	694.1	706.0	707.3
자동차	3,025.1	3,101.0	3,246.7	3,299.2	3,309.7
장기	7,984.7	8,101.4	8,064.7	8,148.7	8,164.8
경과손해액	9,664.7	10,241.7	10,294.5	10,379.3	10,396.7
일반	393.1	466.6	472.3	481.1	483.1
자동차	2,637.0	2,840.4	2,918.9	2,948.6	2,958.2
장기	6,634.6	6,934.7	6,903.4	6,949.6	6,955.3
순사업비	2,255.7	2,485.3	2,425.7	2,454.4	2,467.1
보험영업이익	-328.3	-856.4	-714.7	-679.9	-681.9
투자영업이익	1,074.1	1,368.7	1,301.8	1,378.0	1,397.7
영업이익	745.9	512.3	587.2	698.1	715.7
영업외손익	-35.2	-7.3	-9.4	-1.2	-0.5
세전순이익	710.6	505.1	577.8	696.9	715.3
법인세비용	195.9	132.2	154.6	186.4	191.3
당기순이익	514.7	372.9	423.2	510.5	523.9

Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
경과손해율	83.4	86.2	85.7	85.4	85.3
일반	67.5	68.9	68.0	68.1	68.3
자동차	87.2	91.6	89.9	89.4	89.4
장기	83.1	85.6	85.6	85.3	85.2
사업비율	19.5	20.9	20.2	20.2	20.3
합산비율	102.8	107.1	106.0	105.6	105.6
투자영업이익률	3.3	3.8	3.4	3.4	3.3
성장성					
총자산	6.3	9.8	5.8	5.8	1.1
운용자산	8.7	7.6	6.1	6.1	1.2
자기자본	11.2	16.5	7.3	8.1	0.4
원수보험료	0.7	4.6	1.4	1.3	0.2
경과보험료	1.3	2.5	1.1	1.2	0.2
순이익	-17.3	-27.6	13.5	20.6	2.6

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	39,775.5	43,666.8	46,195.0	48,859.8	49,418.7
운용자산	34,351.1	36,974.2	39,230.5	41,612.6	42,099.1
현예금 및 예치금	748.2	425.7	451.6	479.1	484.7
유가증권	21,738.6	24,449.4	25,941.5	27,516.6	27,838.3
주식	1,071.1	950.0	1,007.9	1,069.1	1,081.6
채권	8,787.3	9,011.0	9,560.9	10,141.4	10,259.9
대출채권	10,733.3	10,956.7	11,625.3	12,331.2	12,475.3
부동산	1,131.0	1,142.4	1,212.1	1,285.7	1,300.8
비운용자산	3,064.4	3,255.4	3,387.6	3,525.2	3,560.4
특별계정자산	2,359.9	3,437.2	3,576.8	3,722.0	3,759.3
부채총계	34,864.4	37,946.0	40,056.4	42,224.4	42,753.8
보험계약준비금	30,602.9	32,512.0	34,422.7	36,362.0	36,832.8
책임준비금	30,602.9	32,512.0	34,422.7	36,362.0	36,832.8
기타부채	1,636.0	1,976.6	1,996.3	2,016.3	2,036.5
특별계정부채	2,625.5	3,457.4	3,576.8	3,722.0	3,759.3
자본총계	4,911.1	5,720.8	6,138.6	6,635.4	6,664.9
자본금	35.4	35.4	35.4	35.4	35.4
자본잉여금	37.9	37.9	37.9	37.9	37.9
이익잉여금	4,289.5	4,535.9	4,953.6	5,450.5	5,480.0
자본조정	548.2	1,111.6	1,111.6	1,111.6	1,111.6

Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	8,132	5,891	6,686	8,064	8,277
BPS	77,587	90,379	96,978	104,828	105,294
DPS	2,000	1,500	1,674	2,036	2,081
밸류에이션 (배)					
PER	8.7	8.9	6.4	5.3	5.2
PBR	0.9	0.6	0.4	0.4	0.4
수익성					
ROE	11.0	7.0	7.1	8.0	7.9
ROA	1.3	0.9	0.9	1.1	1.1
배당지표					
배당성향	24.6	25.5	25.0	25.2	25.1
배당수익률	2.8	2.9	3.9	4.7	4.8
안정성					
총자산/자기자본	810	763	753	736	741
보유보험료/자기자본	237	212	200	187	187

현대해상 (001450)

Buy, TP 31,000원

1Q20E 순이익 748억원(+425.1% QoQ, -3.3% YoY)으로 추정한다. COVID-19 영향으로 자동차 운행량 및 병원 이용량 감소하고 있어 2월 중순 이후 손해를 이 안정되는 모습이다. 신계약 판매 경쟁은 둔화되고 있으나 19년 하반기 수준의 판매 규모가 지속되고 있어 YoY 사업비율 소폭 상승 추정된다. 1분기에는 예정이율 인하 등 절판 이슈가 있었으나 4월 이후부터 업계 전반의 신계약 판매가 감소할 가능성이 있다.

투자의견 Buy 및 적정주가 31,000원을 유지한다. COVID-19 불확실성에도 동사의 베타가 낮은 수준으로 유지되고 있어 Cost of Equity의 조정이 없었다. 강남 사옥 매각 진행하고 있어 19년 대비 채권 매각의 규모가 줄더라도 투자수익률 방어 가능할 전망이다. 다만, 과거 실손 보험 비중이 커 보험료 인상 규제에 의한 위험손해를 영향이 타 손보사 대비 큰 점은 부담이다.

표9 현대해상 1Q20E Preview

(십억원)	1Q20E	4Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,290.0	3,236.8	1.6	3,480.1	-5.5	2,985.0	10.2
보험영업이익	-227.3	-173.6	적지	-368.6	적지		
투자영업이익	337.4	298.7	13.0	385.2	-12.4		
영업이익	110.2	125.1	-11.9	16.7	561.1	106.3	3.6
당기순이익	74.8	77.3	-3.3	14.2	425.1	72.6	3.1

자료: 현대해상, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

그림27 현대해상 PER 밴드



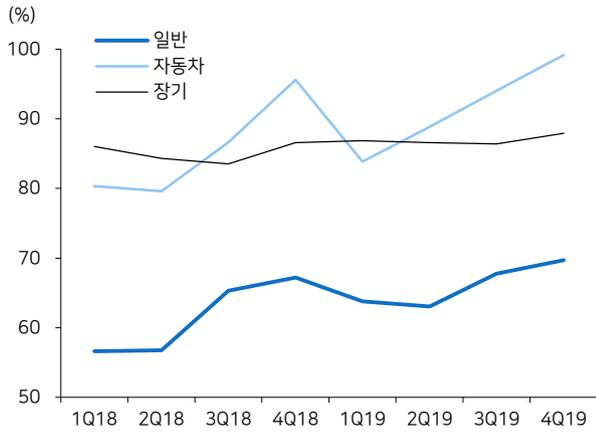
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림28 현대해상 PBR 밴드



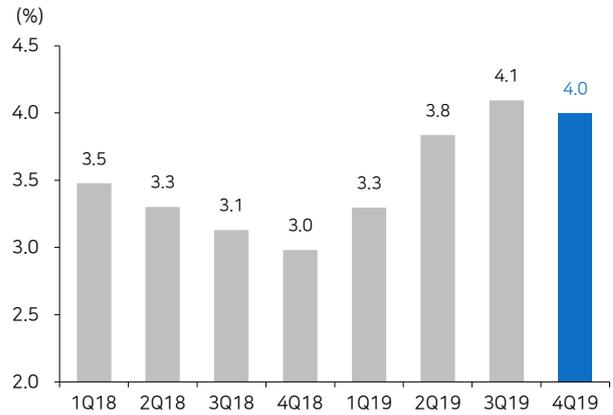
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림29 경과손해를 추이



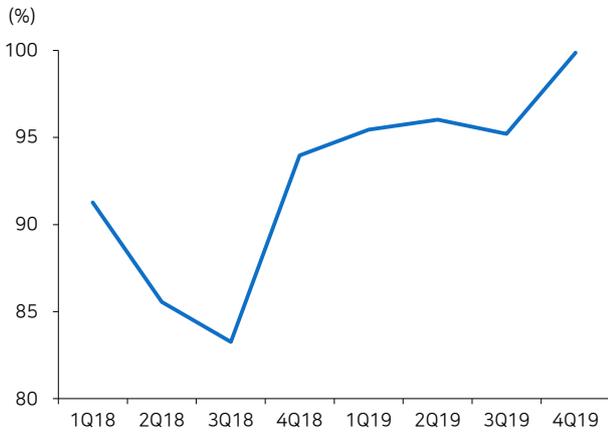
자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림30 투자영업이익률 추이



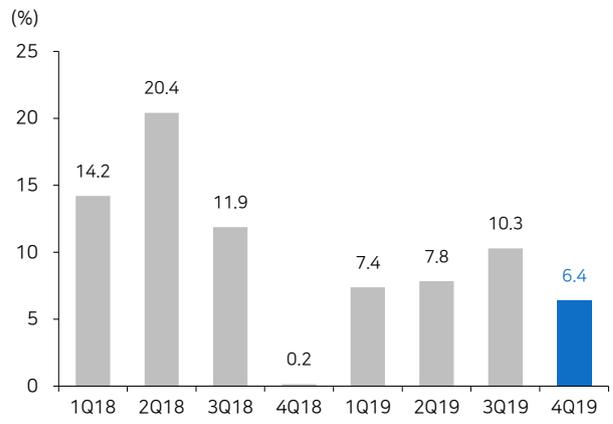
자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림31 장기위험손해를 추이



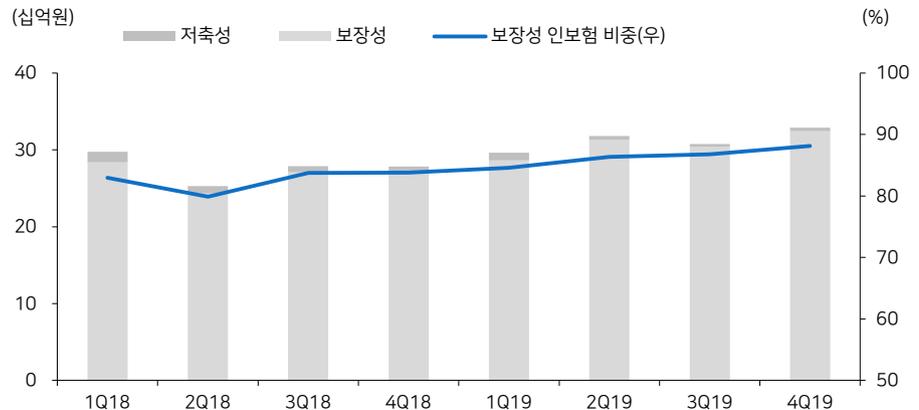
자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림32 ROE



자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림33 장기보험 신계약 추이



자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

현대해상 (001450)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
원수보험료	12,978.3	13,417.4	13,621.0	13,779.3	13,994.7
일반	1,092.6	1,155.6	1,161.4	1,181.1	1,205.9
자동차	3,375.9	3,565.3	3,749.0	3,811.6	3,890.6
장기	8,508.3	8,694.6	8,710.6	8,786.6	8,898.2
보유보험료	11,856.0	12,270.6	12,438.9	12,591.3	12,779.0
경과보험료	11,765.7	12,060.6	12,265.7	12,387.9	12,577.2
일반	458.5	498.9	502.5	513.9	524.3
자동차	3,142.1	3,240.3	3,422.2	3,463.6	3,535.6
장기	8,165.0	8,321.4	8,341.1	8,410.4	8,517.4
경과손해액	9,922.4	10,533.6	10,692.0	10,783.8	10,994.2
일반	282.2	330.6	330.8	335.7	344.5
자동차	2,690.8	2,968.2	3,065.7	3,113.3	3,211.8
장기	6,949.5	7,234.7	7,295.5	7,334.8	7,437.9
순사업비	2,416.3	2,573.9	2,580.7	2,563.4	2,561.6
보험영업이익	-573.1	-1,046.8	-1,006.9	-959.2	-978.6
투자영업이익	1,087.4	1,430.1	1,426.3	1,430.4	1,557.8
영업이익	514.3	383.2	419.4	471.2	495.1
영업외손익	-23.1	-35.0	-33.1	-31.6	-31.6
세전순이익	491.2	348.3	386.3	439.6	463.5
법인세비용	132.2	97.8	103.3	117.6	124.0
당기순이익	359.0	250.4	283.0	322.0	339.5

Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
경과손해율	84.3	87.3	87.2	87.1	87.4
일반	61.5	66.3	65.8	65.3	65.7
자동차	85.6	91.6	89.6	89.9	90.8
장기	85.1	86.9	87.5	87.2	87.3
사업비율	20.5	21.3	21.0	20.7	20.4
합산비율	104.9	108.7	108.2	107.7	107.8
투자영업이익률	3.2	3.8	3.5	3.3	3.5
성장성					
총자산	9.0	4.8	8.3	6.0	1.3
운용자산	10.4	7.5	9.1	6.3	1.3
자기자본	32.6	8.8	5.9	6.4	0.5
원수보험료	1.2	3.4	1.5	1.2	1.6
경과보험료	2.0	2.5	1.7	1.0	1.5
순이익	-24.1	-30.2	13.0	13.8	5.4

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	43,719.4	45,825.8	49,628.6	52,589.5	53,265.3
운용자산	35,810.7	38,500.9	42,006.2	44,657.7	45,254.1
현예금 및 예치금	1,057.9	976.8	1,065.8	1,133.0	1,148.2
유가증권	23,589.5	25,571.8	27,900.0	29,661.0	30,057.2
주식	1,244.6	1,182.0	1,289.6	1,371.1	1,389.4
채권	12,575.2	13,081.8	14,272.9	15,173.8	15,376.4
대출채권	10,142.5	10,881.2	11,871.9	12,621.3	12,789.8
부동산	1,020.7	1,071.1	1,168.6	1,242.3	1,258.9
비운용자산	3,711.9	3,848.8	4,005.1	4,167.7	4,209.4
특별계정자산	4,196.8	3,476.1	3,617.3	3,764.2	3,801.8
부채총계	39,605.8	41,348.3	44,888.9	47,547.4	48,198.6
보험계약준비금	33,098.9	35,343.2	37,689.5	40,055.6	40,631.9
책임준비금	33,098.9	35,343.2	37,689.5	40,055.6	40,631.9
기타부채	4,207.9	3,442.4	3,582.2	3,727.6	3,764.9
특별계정부채	4,196.8	3,476.1	3,617.3	3,764.2	3,801.8
자본총계	4,113.6	4,477.5	4,739.7	5,042.1	5,066.7
자본금	44.7	44.7	44.7	44.7	44.7
자본잉여금	114.2	114.1	114.1	114.1	114.1
이익잉여금	2,996.7	3,137.7	3,407.7	3,710.1	3,734.7
자본조정	-37.5	-37.5	-45.4	-45.4	-45.4
기타포괄손익누계액	497.2	720.2	720.2	720.2	720.2

Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	4,428	2,845	3,253	3,742	3,962
BPS	45,341	49,905	53,193	56,986	57,295
DPS	1,130	880	994	1,131	1,193
밸류에이션 (배)					
PER	9.3	9.5	7.8	6.8	6.4
PBR	0.9	0.5	0.5	0.4	0.4
수익성					
ROE	10.5	6.0	6.3	6.8	6.9
ROA	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6
배당지표					
배당성향	25.1	28.0	28.0	28.0	28.0
배당수익률	2.8	3.3	3.9	4.5	4.7
안정성					
총자산/자기자본	1,063	1,023	1,047	1,043	1,051
보유보험료/자기자본	288	274	262	250	252

메리츠화재 (000060)

Buy, TP 21,000원

1Q20E 순이익 743억원(+27.1% QoQ, +12.9% YoY)으로 추정한다. 수익성 강화를 위해 20년 보장성 인보험 판매 계획을 월평균 130억원 규모로 낮췄으며 1분기 신계약 월평균 120억원 수준 시현했다. 사업비율은 전년 동기 대비 수준이 추정된다. 19년말 기준 전속설계사 24,943명으로 업계 내 1위 규모이며 월평균 1,000명의 신규 설계사 유입이 지속되고 있다. 적극적인 채권 매각의 시현으로 투자수익률 5.8% 추정 했다. 동사 역시 COVID-19 영향으로 손해를 안정화 되는 모습이다.

투자의견 Buy 유지하고 적정주가를 21,000원으로 12.5% 하향 조정한다. 20년 이익 추정치는 5.2% 하향 조정하고 Cost of Equity를 6.2%에서 6.9%로 상향 조정했다. COVID-19 이후의 베타 상승, risk free rate 하락을 반영한 결과다. 신계약 판매 감소 및 전속 판매 비중 증가로 사업비율 하락 추정되나 신규 설계사 유입 추세와 COVID-19 대응을 위해 설계사 비대면 녹취 허용되어 사업비율 하락 폭을 보수적으로 조정했다. 19년 6월 기준 전속 및 GA 판매 비중이 3:7 수준에서 12월 4:6으로 변화했으며 증장기 5:5 수준을 목표로 하고 있다.

표10 메리츠화재 1Q20E Preview

(십억원)	1Q20E	4Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	2,127.1	1,906.2	11.6	2,144.3	-0.8	2,123.0	0.2
보험영업이익	-202.3	-143.2	적지	-363.0	적지		
투자영업이익	304.7	234.8	29.8	445.1	-31.5		
영업이익	102.5	91.7	11.8	82.1	24.9	90.0	13.9
당기순이익	74.3	65.8	12.9	58.5	27.1	60.8	22.2

자료: 메리츠화재, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표11 Valuation table

적정주가	21,000원
이론주가	20,781원
2020 BPS	24,357원
적정 PBR	0.85배
PBR Discount	-45%
이론 PBR	1.55배
2020 ROE	10.1%
Growth rate	1.0%
Cost of Equity	6.9%
Beta	0.72
Risk Free Rate	1.1%
Risk Premium	8.0%

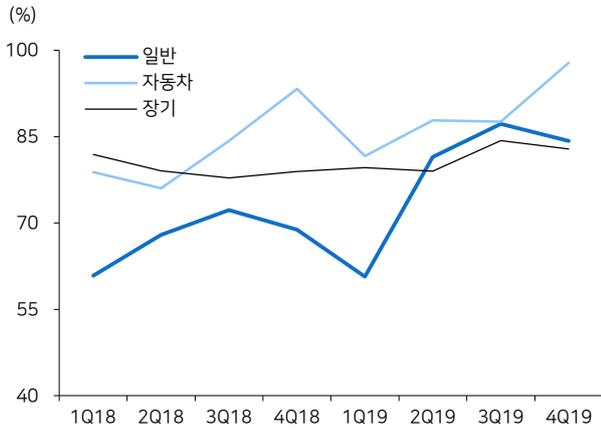
자료: 메리츠증권 리서치센터

표12 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
순이익	274.3	318.6	259.5	300.6	-5.4	-5.6
EPS (원)	2,460	2,857	2,327	2,697	-5.4	-5.6
BPS (원)	28,344	30,552	24,357	26,421	-14.1	-13.5
ROE (%)	9.0	9.7	10.1	10.6	1.1	0.9

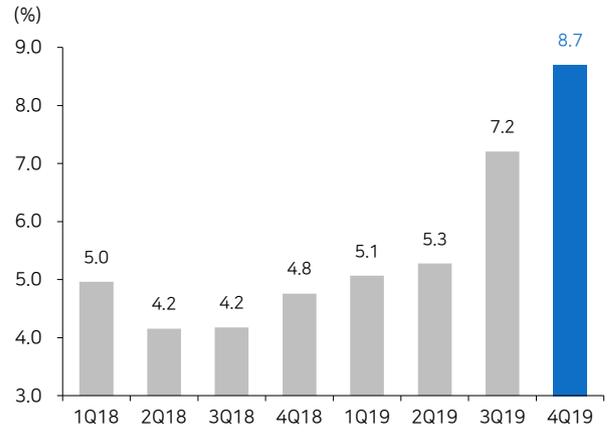
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림34 경과손해를 추이



자료: 메리츠화재, 메리츠증권 리서치센터

그림35 투자영업이익률 추이



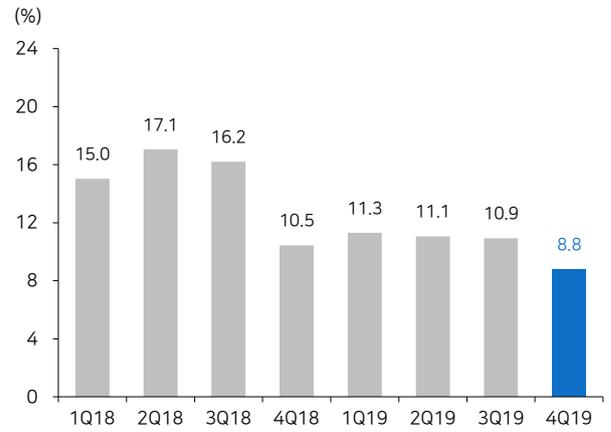
자료: 메리츠화재, 메리츠증권 리서치센터

그림36 장기위험손해를 추이



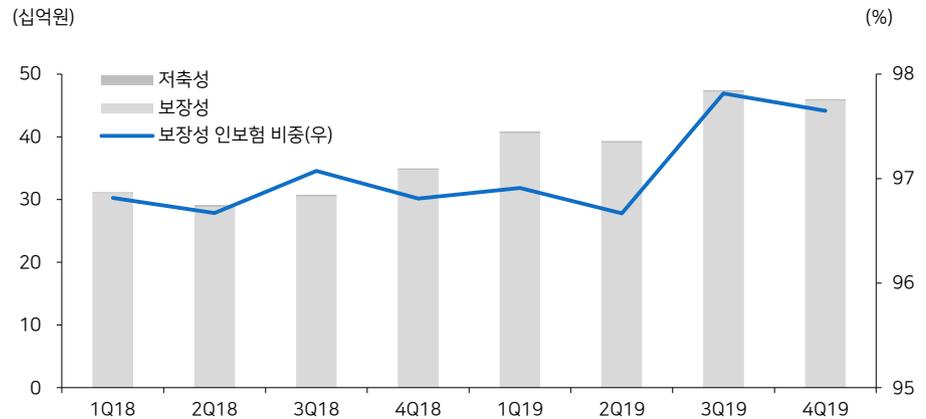
자료: 메리츠화재, 메리츠증권 리서치센터

그림37 ROE



자료: 메리츠화재, 메리츠증권 리서치센터

그림38 장기보험 신계약 추이



자료: 메리츠화재, 메리츠증권 리서치센터

메리츠화재 (000060)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
원수보험료	7,080.0	8,032.3	8,964.7	9,899.2	10,123.7
일반	498.2	512.1	513.9	522.3	524.2
자동차	783.5	653.1	665.7	676.8	679.0
장기	5,798.3	6,867.1	7,785.2	8,700.0	8,920.4
보유보험료	6,740.9	7,605.8	8,475.8	9,359.4	9,573.4
경과보험료	6,734.4	7,676.1	8,535.8	9,434.1	9,646.6
일반	306.2	337.5	316.5	334.1	336.2
자동차	760.8	675.6	655.3	678.4	682.3
장기	5,667.4	6,581.6	7,564.0	8,421.6	8,628.1
경과손해액	5,339.0	6,226.8	6,990.1	7,720.5	7,894.9
일반	207.5	265.4	250.7	264.8	266.4
자동차	632.0	597.8	566.6	590.0	595.0
장기	4,499.6	5,363.5	6,172.9	6,865.7	7,033.4
순사업비	1,791.3	2,368.3	2,276.0	2,431.8	2,447.8
보험영업이익	-395.9	-918.9	-730.2	-718.2	-696.1
투자영업이익	761.6	1,297.2	1,088.4	1,132.3	1,154.6
영업이익	365.7	378.3	358.2	414.1	458.5
영업외손익	-16.6	-4.2	-4.0	-3.7	-3.8
세전순이익	349.1	374.1	354.2	410.4	454.7
법인세비용	89.0	102.9	94.8	109.8	121.6
당기순이익	260.0	271.2	259.5	300.6	333.1

Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
경과손해율	79.3	81.1	81.9	81.8	81.8
일반	67.7	78.6	79.2	79.3	79.3
자동차	83.1	88.5	86.5	87.0	87.2
장기	79.4	81.5	81.6	81.5	81.5
사업비율	26.6	30.9	26.7	25.8	25.4
합산비율	105.9	112.0	108.6	107.6	107.2
투자영업이익률	4.5	6.7	5.0	4.7	4.5
성장성					
총자산	12.9	13.2	10.4	10.1	2.2
운용자산	14.3	11.9	11.2	10.9	2.4
자기자본	27.4	6.9	11.6	8.5	0.5
원수보험료	10.6	13.4	11.6	10.4	2.3
경과보험료	12.3	14.0	11.2	10.5	2.3
순이익	-26.8	4.3	-4.3	15.9	10.8

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	20,433.3	23,136.9	25,545.3	28,134.2	28,759.2
운용자산	18,255.3	20,434.5	22,733.2	25,207.9	25,803.6
현예금 및 예치금	418.5	410.0	456.2	505.8	517.8
유가증권	11,695.8	13,615.7	15,147.4	16,796.3	17,193.2
주식	114.9	94.0	104.5	115.9	118.7
채권	7,251.5	8,543.1	9,504.1	10,538.7	10,787.8
대출채권	5,361.7	5,695.6	6,336.3	7,026.0	7,192.1
부동산	779.4	713.1	793.3	879.6	900.4
비운용자산	2,178.0	2,702.4	2,812.1	2,926.3	2,955.6
특별계정자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	18,157.6	20,704.1	22,830.0	25,188.7	25,798.0
보험계약준비금	17,021.0	18,869.5	20,920.9	23,202.1	23,791.5
책임준비금	17,021.0	18,869.5	20,920.9	23,202.1	23,791.5
기타부채	1,136.6	1,834.6	1,909.1	1,986.6	2,006.5
특별계정부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,275.7	2,432.8	2,715.4	2,945.5	2,961.2
자본금	56.8	56.8	56.8	56.8	56.8
자본잉여금	504.9	504.9	504.9	504.9	504.9
이익잉여금	1,241.4	1,437.6	1,624.7	1,854.9	1,870.6
자본조정	-34.5	-43.6	-43.6	-43.6	-43.6
기타포괄손익누계액	507.1	477.1	572.5	572.5	572.5

Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	2,324	2,432	2,327	2,697	2,988
BPS	20,341	21,822	24,357	26,421	26,562
DPS	820	850	817	945	1,048
밸류에이션 (배)					
PER	9.4	7.3	5.9	5.1	4.6
PBR	1.1	0.8	0.6	0.5	0.5
수익성					
ROE	12.8	11.5	10.1	10.6	11.3
ROA	1.3	1.2	1.1	1.1	1.2
배당지표					
배당성향	35.3	34.9	35.1	35.0	35.1
배당수익률	3.8	4.8	6.0	6.9	7.6
안정성					
총자산/자기자본	898	951	941	955	971
보유보험료/자기자본	296	313	312	318	323

한화손해보험 (000370)

Hold, TP 2,300원

1Q20E 순이익 96억원(흑전 QoQ, -4.8% YoY)으로 추정한다. 업계와 같이 2월 중순 이후부터 COVD-19 영향으로 손해를 안정화 되는 모습이다. 위험손해를 상승 추세로 19년 대규모의 IBNR 반영이 있었던 동사의 경우 단기 부담이 완화되고 있다. 경영관리 대상에 포함되어 두 자릿 수 이상의 실손 보험료 인상을 단행할 수 있었다는 점 긍정적이다. 다만, 갱신 주기 등을 고려 시 중장기 위험손해율 개선에는 상당한 시일이 걸릴 전망이다. 업계 대비 큰 폭의 보험료 조정으로 유지율 관리 및 원수보험료 증가 추세가 중요하다.

투자의견 Hold를 유지하고 적정주가를 2,300원으로 25.8% 하향 조정한다. 손해보험 업계 과점화 진행되고 있어 원수보험료 성장률을 하향 조정해 20년 EPS 추정치 또한 27.1%, ROE 0.6%p 하향 조정했다. 업계 내에서 가장 큰 베타 상승을 보여 Cost of Equity 또한 8.3%에서 12.4%로 상향 조정했다. 향후 경영개선 위해 희망퇴직 검토 중이라는 언론보도가 있었다. 조직 슬림화는 중장기 비용 구조 개선으로 긍정적이나 경쟁사 대비 높은 보험료 인상으로 우량 고객의 이탈 가능성이 우려된다.

표13 한화손해보험 1Q20E Preview

(십억원)	1Q20E	4Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	1,433.3	1,454.9	-1.5	1,550.3	-7.5	1,150.5	24.6
보험영업이익	-104.2	-100.3	적지	-219.2	적지		
투자영업이익	120.1	116.8	2.9	121.6	-1.2		
영업이익	16.0	16.5	-3.1	-97.6	흑전	5.0	219.6
당기순이익	9.6	10.1	-4.8	-76.5	흑전	1.1	751.6

자료: 한화손해보험, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표14 Valuation table

적정주가	2,300원
이론주가	2,298원
2020 BPS	10,981원
적정 PBR	0.21배
PBR Discount	-45.0%
이론 PBR	0.38배
2020 ROE	1.6%
Growth rate	-5.0%
Cost of equity	12.4%
Beta	1.41
Risk Free rate	1.1%
Risk Premium	8.0%

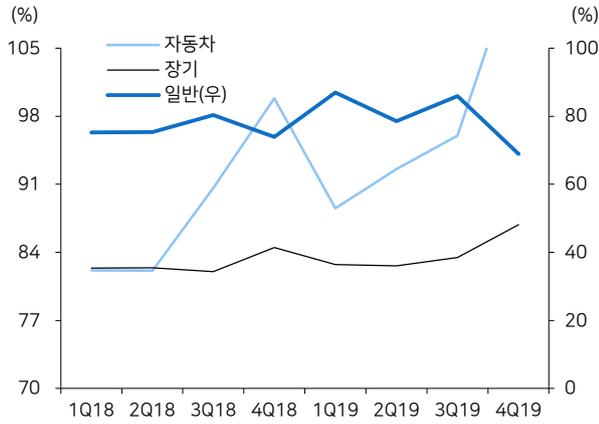
자료: 메리츠증권 리서치센터

표15 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
순이익	29.8	35.1	21.7	31.3	-27.2	-10.8
EPS (원)	255	301	185.9	268.2	-27.1	-10.9
BPS (원)	11,677	12,115	10,981	11,382	-6.0	-6.1
ROE (%)	2.2	2.5	1.6	2.4	-0.6	-0.1

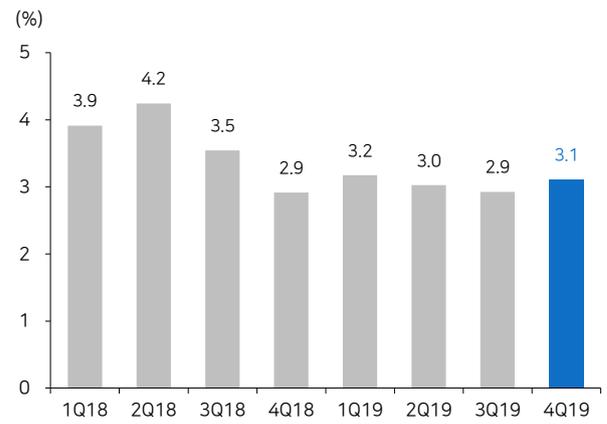
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림39 경과손해율 추이



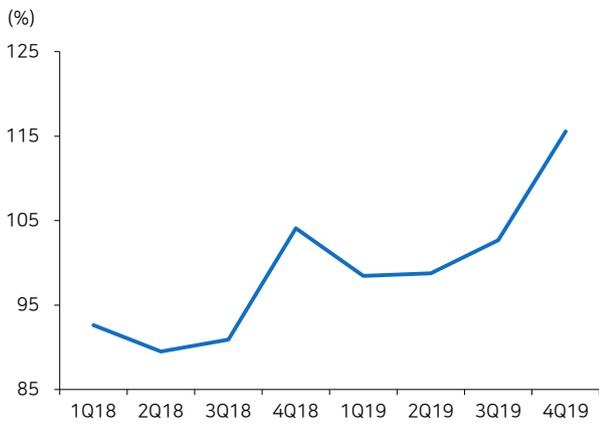
자료: 한화손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림40 투자영업이익률 추이



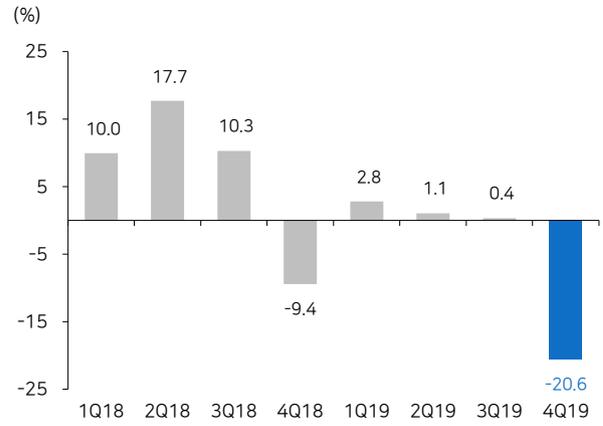
자료: 한화손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림41 장기위험손해율 추이



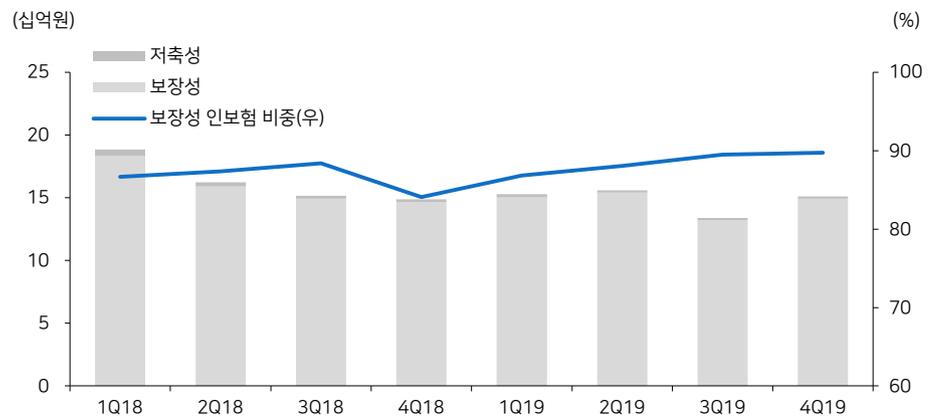
자료: 한화손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림42 ROE



자료: 한화손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림43 장기보험 신계약 추이



자료: 한화손해보험, 메리츠증권 리서치센터

한화손해보험 (000370)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
원수보험료	5,602.5	5,964.8	5,929.3	5,959.2	5,961.8
일반	436.1	531.6	535.5	544.6	546.1
자동차	873.8	861.5	864.0	878.4	881.3
장기	4,292.6	4,571.7	4,529.9	4,536.2	4,534.3
보유보험료	4,350.8	4,578.3	4,584.5	4,588.7	4,588.6
경과보험료	4,341.0	4,567.1	4,576.9	4,584.5	4,584.4
일반	196.0	224.8	234.2	241.1	241.3
자동차	576.0	580.3	578.9	588.0	590.7
장기	3,569.1	3,762.0	3,763.8	3,755.3	3,752.4
경과손해액	3,606.9	3,903.5	3,881.3	3,890.6	3,894.4
일반	147.1	177.6	172.8	181.0	180.7
자동차	511.0	568.9	548.5	552.3	556.4
장기	2,948.8	3,157.1	3,159.9	3,157.3	3,157.4
순사업비	1,099.4	1,199.5	1,154.4	1,178.9	1,176.1
보험영업이익	-367.4	-538.5	-458.8	-485.0	-486.1
투자영업이익	490.0	465.1	500.0	539.3	549.6
영업이익	122.6	-73.4	41.2	54.4	63.5
영업외손익	-8.8	-13.2	-11.6	-11.6	-11.5
세전순이익	113.8	-86.7	29.6	42.7	51.9
법인세비용	31.5	-29.3	7.9	11.4	13.9
당기순이익	82.3	-61.0	21.7	31.3	38.0

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	16,728.6	18,209.8	19,391.6	20,768.8	21,114.6
운용자산	14,546.9	15,723.9	16,804.8	18,076.9	18,395.8
현예금 및 예치금	561.2	582.0	622.0	669.1	680.9
유가증권	8,196.3	9,504.7	10,158.1	10,927.0	11,119.8
주식	280.6	179.5	191.8	206.4	210.0
채권	962.1	929.6	993.5	1,068.7	1,087.6
대출채권	5,304.1	5,059.3	5,407.1	5,816.4	5,919.1
부동산	475.1	512.6	547.9	589.4	599.8
비운용자산	2,175.9	2,480.5	2,581.2	2,686.0	2,712.8
특별계정자산	5.8	5.4	5.7	5.9	6.0
부채총계	15,311.8	16,783.9	18,109.8	19,440.1	19,761.0
보험계약준비금	14,128.7	15,401.6	16,671.6	17,943.5	18,249.5
책임준비금	14,128.7	15,401.6	16,671.6	17,943.5	18,249.5
기타부채	1,177.0	1,376.6	1,432.5	1,490.7	1,505.6
특별계정부채	6.0	5.7	5.7	5.9	6.0
자본총계	1,416.9	1,425.9	1,281.9	1,328.7	1,353.6
자본금	583.7	583.7	583.7	583.7	583.7
자본잉여금	67.8	67.8	67.8	67.8	67.8
이익잉여금	461.7	372.3	410.9	457.7	482.6
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	84.5	182.9	219.4	219.4	219.4

Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
경과손해율	83.1	85.5	84.8	84.9	84.9
일반	75.1	79.0	73.8	75.1	74.9
자동차	88.7	98.0	94.8	93.9	94.2
장기	82.6	83.9	84.0	84.1	84.1
사업비율	25.3	26.3	25.2	25.7	25.7
합산비율	108.4	111.7	110.0	110.6	110.6
투자영업이익률	3.6	3.1	3.1	3.1	3.0
성장성					
총자산	12.4	8.9	6.5	7.1	1.7
운용자산	14.6	8.1	6.9	7.6	1.8
자기자본	19.6	0.6	-10.1	3.7	1.9
원수보험료	5.9	6.5	-0.6	0.5	0.0
경과보험료	4.6	5.2	0.2	0.2	0.0
순이익	-44.8	적전	흑전	44.3	21.5

Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	705	-522	186	268	326
BPS	12,137	12,214	10,981	11,382	11,595
DPS	130	0	28	40	49
밸류에이션 (배)					
PER	8.4	-5.4	11.2	7.8	6.4
PBR	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
수익성					
ROE	6.3	-4.3	1.6	2.4	2.8
ROA	0.5	-0.3	0.1	0.2	0.2
배당지표					
배당성향	18.4	0.0	15.0	15.0	15.0
배당수익률	2.2	0.0	1.3	1.9	2.3
안정성					
총자산/자기자본	1,181	1,277	1,513	1,563	1,560
보유보험료/자기자본	307	321	358	345	339

삼성생명 (032830)

Buy, TP 65,000원

1Q20E 순이익(연결) 2,998억원(+49,629.6% QoQ, -33.0% YoY)으로 추정한다. COVID-19로 인한 주식 시장 하락으로 변액보증준비금 적립이 예상된다. 동사의 주가 지수 100bp당 적립금 민감도는 400억원 규모로 약 2,000억원 규모의 적립금 발생이 추정된다. 이는 여의도 사옥 매각익 1,700억원을 상회하는 수준이다. 20년 9월말 금리 수준에 따라 연말 추가 변액 보증 준비금을 적립할 가능성이 있다. 4월 예정이율 인하로 종신 보험 판매 견조해 대면 판매 부담에도 보장성 신계약 규모 안정적이다.

투자의견 Buy 유지하고 적정주가를 65,000원으로 33.7% 하향 조정한다. 주식시장 하락 및 금리 하락으로 변액보증준비금 적립액을 감안해 20년 EPS 추정치 19.0%, ROE 0.5%p 하향 조정했다. 베타 상승 영향으로 COE 5.1%에서 7.0%로 상향 조정했다. 연말 금리 수준 및 주가 지수에 따라 추가적인 변액보증준비금 적립이 발생할 가능성이 있다. 저금리 장기화로 인해 생명보험사의 중장기 저축성 판매 감소 추세가 가속화될 수 있다. 다만, 동사는 전자 지분 등으로 자본적정성에 대한 우려는 제한적이다.

표16 삼성생명 1Q20E Preview

(십억원)	1Q20E	4Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-544.3	-702.7	-22.5	-361.2	50.7	-	-
투자손익	2,110.0	2,119.6	-0.5	1,577.7	33.7	-	-
책임준비금전입액	1,400.8	1,216.8	15.1	1,521.8	-8.0	-	-
영업외손익	263.3	409.0	-35.6	330.8	-20.4	-	-
당기순이익	299.8	447.3	-33.0	0.6	49,629.6	362.4	-17.3

자료: 삼성생명, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표17 Valuation table

적정주가	65,000원
이론주가	64,294원
2020 BPS	203,610원
적정 PBR	0.32배
PBR Discount	-30.0%
이론 PBR	0.45배
2020 ROE	2.6%
Growth rate	-1.0%
Cost of equity	7.0%
Beta	0.74
Risk Free rate	1.1%
Risk Premium	8.0%

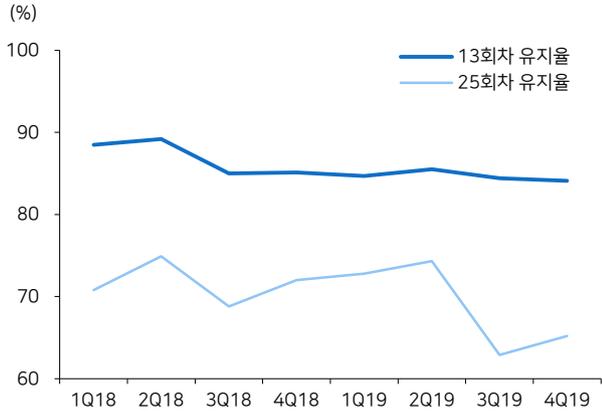
자료: 메리츠증권 리서치센터

표18 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
순이익	1,165.3	1,206.2	943.5	1,033.7	-19.0	-14.3
EPS (원)	6,489	6,717	5,254	5,756	-19.0	-14.3
BPS (원)	215,422	218,937	203,610	206,622	-5.5	-5.6
ROE (%)	3.1	3.1	2.6	2.8	-0.5	-0.3

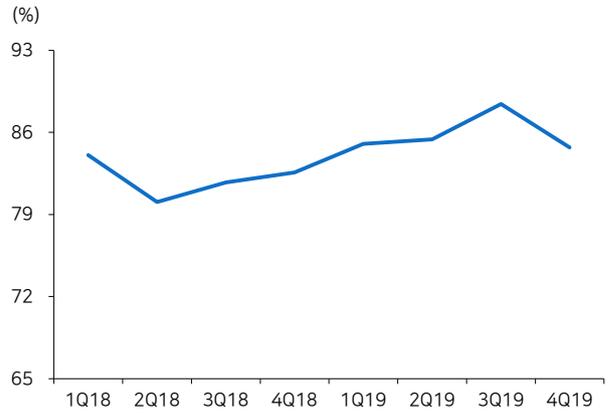
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림44 13회차 · 25회차 유지율 추이



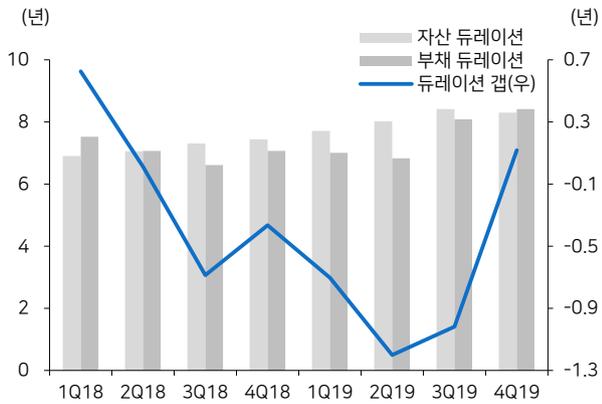
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림45 위험손해율 추이



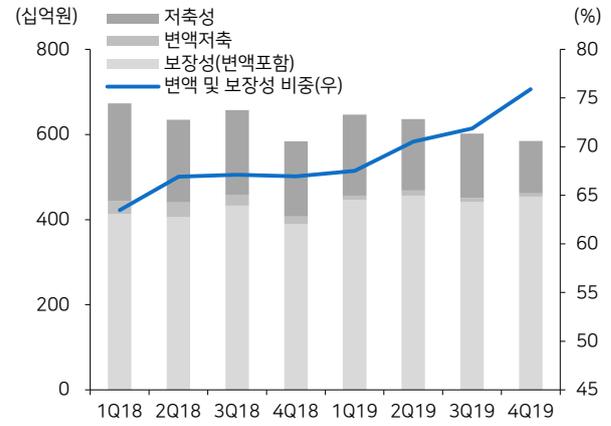
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림46 자산 부채 듀레이션



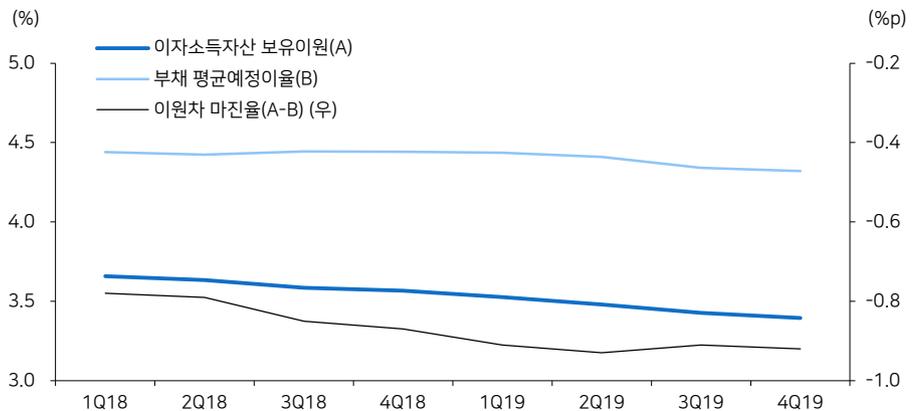
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림47 신계약 상품별 APE



자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림48 이원차마진 추이



자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

삼성생명 (032830)

Income Statement(연결)

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
보험손익	-1,214.2	-1,939.3	-2,047.0	-2,031.6	-2,052.1
보험영업수익	16,475.1	16,590.9	16,565.3	16,917.5	17,351.5
보험료수익	16,135.0	16,201.1	16,151.7	16,488.4	16,909.8
재보험수익	340.1	389.9	413.6	429.2	441.7
보험영업비용	17,689.4	18,530.2	18,612.3	18,949.2	19,403.6
지급보험금	13,510.3	14,467.4	14,607.9	14,860.3	15,210.7
재보험비용	389.5	443.6	455.0	464.5	475.7
사업비	2,231.9	2,176.3	2,148.0	2,194.0	2,250.3
신계약상각비	1,556.3	1,441.5	1,400.0	1,429.0	1,465.5
할인료	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
투자손익	8,594.9	7,895.2	7,813.2	7,872.5	8,003.4
책임준비금전입액	6,447.6	6,003.8	5,340.8	5,257.2	5,265.3
영업이익	933.1	-47.9	425.4	583.6	686.0
영업외손익	1,432.6	1,474.7	922.7	893.3	888.9
세전순이익	2,365.7	1,426.8	1,348.1	1,476.9	1,574.9
법인세비용	632.0	375.1	360.6	395.1	421.3
당기순이익	1,733.7	1,051.7	987.5	1,081.9	1,153.6
지배주주	1,664.4	977.4	943.5	1,033.7	1,102.3
비지배주주	69.3	74.3	43.9	48.2	51.3

Balance Sheet(연결)

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	289,427.7	312,762.3	314,961.8	319,819.2	324,374.1
운용자산	236,195.3	255,459.4	257,590.9	262,734.0	267,904.5
현예금 및 예치금	4,745.3	6,536.9	5,044.9	5,186.8	5,296.2
유가증권	152,678.9	172,379.2	173,837.3	177,085.1	180,515.7
주식	24,625.5	33,235.5	31,202.2	31,742.2	32,351.9
채권	106,307.1	114,625.3	117,160.6	119,424.3	121,753.0
대출채권	70,187.0	68,891.4	70,414.1	71,963.1	73,416.3
부동산	8,584.0	7,651.9	8,294.7	8,499.1	8,676.5
비운용자산	7,298.5	7,507.6	7,258.0	7,042.1	6,839.7
특별계정자산	45,933.9	49,795.3	50,112.8	50,043.2	49,629.8
부채총계	258,922.2	275,445.9	276,749.1	281,065.7	285,101.4
책임준비금	173,943.4	180,493.0	185,833.7	191,090.9	196,356.2
계약자지분조정	8,208.6	11,528.5	11,528.5	11,528.5	11,528.5
기타부채	29,793.6	30,280.9	29,274.1	28,403.2	27,586.8
특별계정부채	46,976.6	53,143.5	50,112.8	50,043.2	49,629.8
자본총계	30,505.5	37,316.4	38,212.6	38,753.5	39,272.7
자본금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
자본잉여금	125.1	125.1	125.1	125.1	125.1
이익잉여금	15,547.9	16,049.4	16,592.5	17,133.5	17,652.6
자본조정/기타포괄손익누계	13,129.0	19,392.5	19,745.6	19,745.6	19,745.6
비지배주주지분	1,603.4	1,649.4	1,649.4	1,649.4	1,649.4

Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
보험금 지급율	82.0	87.2	88.2	87.8	87.7
위험손해율	82.1	85.9	86.1	86.1	86.1
사업비율	23.5	22.3	22.0	22.0	22.0
투자수익률	3.7	3.2	3.0	3.0	3.0
성장성					
총자산	2.4	8.1	0.7	1.5	1.4
운용자산	3.3	8.2	0.8	2.0	2.0
특별계정자산	1.3	8.4	0.6	-0.1	-0.8
자기자본	-2.0	22.3	2.4	1.4	1.3
수입보험료	-2.8	0.7	-0.2	2.1	2.6
보험손익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
투자손익	23.2	-8.1	-1.0	0.8	1.7
책임준비금전입액	-15.3	-6.9	-11.0	-1.6	0.2
순이익	37.2	-39.3	-6.1	9.6	6.6

Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	9,268	5,443	5,254	5,756	6,138
BPS	160,947	198,619	203,610	206,622	209,513
DPS	2,650	2,650	2,475	3,012	3,533
밸류에이션 (배)					
PER	8.8	13.7	9.1	8.3	7.8
PBR	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2
수익성					
ROE	5.6	3.1	2.6	2.8	3.0
ROA	0.4	0.6	0.3	0.3	0.3
배당지표					
배당성향	27.4	45.2	45.0	50.0	55.0
배당수익률	3.2	3.6	5.2	6.3	7.4
안정성					
총자산/자기자본	9.5	8.4	8.2	8.3	8.3
보험료수입/총부채	6.4	6.0	6.0	6.0	6.1

미래에셋생명 (085620)

Buy, TP 5,000원

1Q20E 별도 기준 순이익 322억원(+128.1% QoQ, +33.4% YoY)으로 추정한다. COVID-19로 인한 주식 시장 하락으로 변액보증준비금 적립 170억원이 예상된다. 준비금 적립에도 양호한 수준의 순이익이 예상되는 이유는 글로벌 금융 환경에 따라 미국 회사채 매각하고 국내 채권 편입하는 과정에서 매각익이 발생하기 때문이다. 당사는 헤지 비용이 증가한 이후 해외 채권에서 국내 채권으로 지속적인 포트폴리오 변경을 진행 중이다. 19년 말 기준 10.1의 자산 듀레이션 시현해 업계 내 최고 수준이다.

투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 5,000원으로 9.1% 하향 조정한다. 변액 등 특별 계정 위주의 보험영업으로 타 생명보험사와는 다른 사업구조를 가져가고 있다. Fee biz 비중이 커 최근 주식시장 하락에 따른 잔고 감소가 추정된다. 또한 베타 확대에 의해 Cost of Equity는 6.3%에서 7.0%로 상향 조정되었다. 다만, 저금리 장기화에 따른 IFRS17 및 K-ICS에 대한 불확실성이 가장 적고 LAT 이슈에서도 자유롭다.

표19 미래에셋생명 1Q20E Preview

(십억원)	1Q20E	4Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-149.1	-116.8	27.6	-170.3	-12.4		
투자손익	178.7	153.9	16.1	163.4	9.4		
책임준비금전입	82.1	78.0	5.2	70.7	16.0		
영업외손익	96.5	73.9	30.7	92.5	4.4		
당기순이익	32.2	24.2	33.4	14.1	128.1	29.9	7.7

자료: 미래에셋생명, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표20 Valuation table

적정주가	5,000원
이론주가	5,062원
2020 BPS	15,088원
적정 PBR	0.34배
PBR Discount	-45%
이론 PBR	0.61배
2020 ROE	3.9%
Growth rate	-1.0%
Cost of Equity	7.0%
Beta	0.74
Risk Free Rate	1.1%
Risk Premium	8.0%

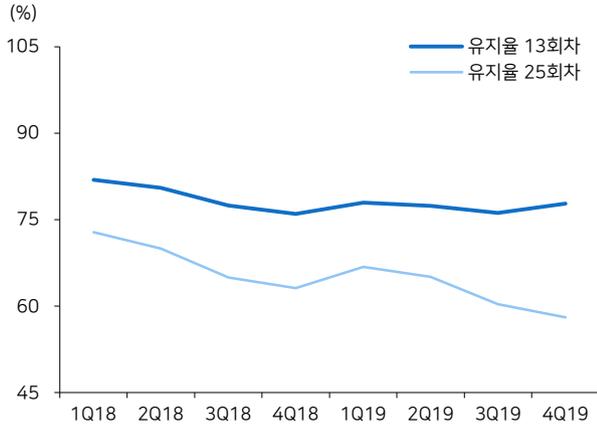
자료: 메리츠증권 리서치센터

표21 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
순이익	98.0	111.1	95.1	107.5	-2.9	-3.2
EPS (원)	599	694	579	668	-3.4	-3.7
BPS (원)	15,025	15,511	15,088	15,556	0.4	0.3
ROE (%)	4.0	4.5	3.9	4.4	-0.1	-0.1

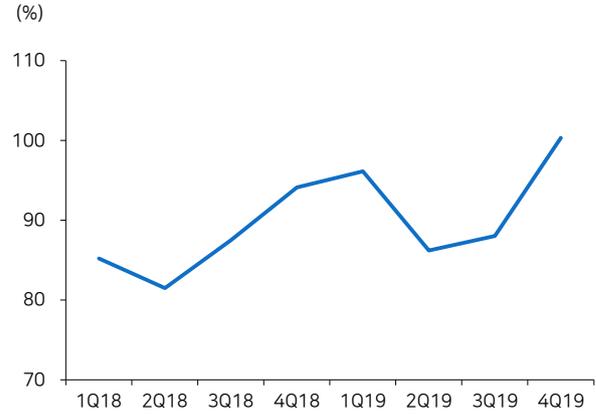
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림49 13회차 · 25회차 유지율 추이



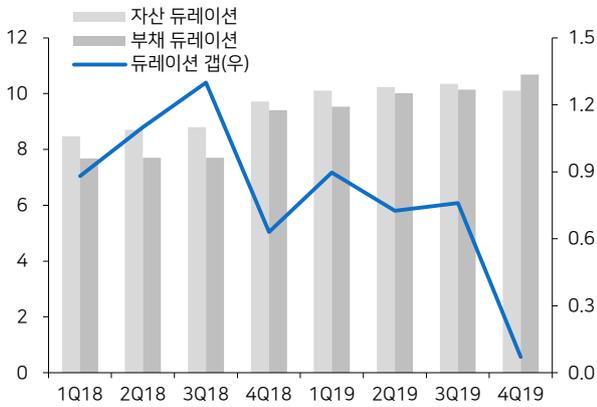
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권 리서치센터

그림50 위험손해율 추이



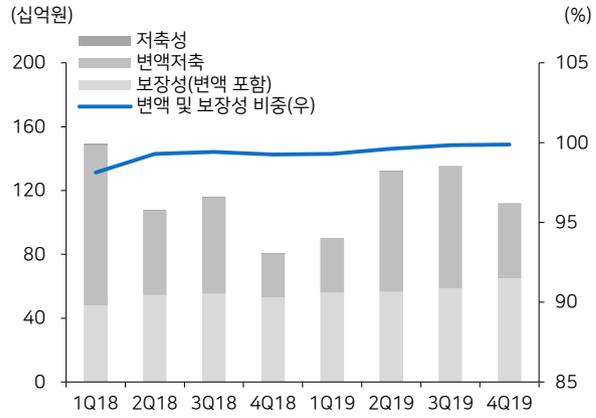
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권 리서치센터

그림51 자산 부채 듀레이션



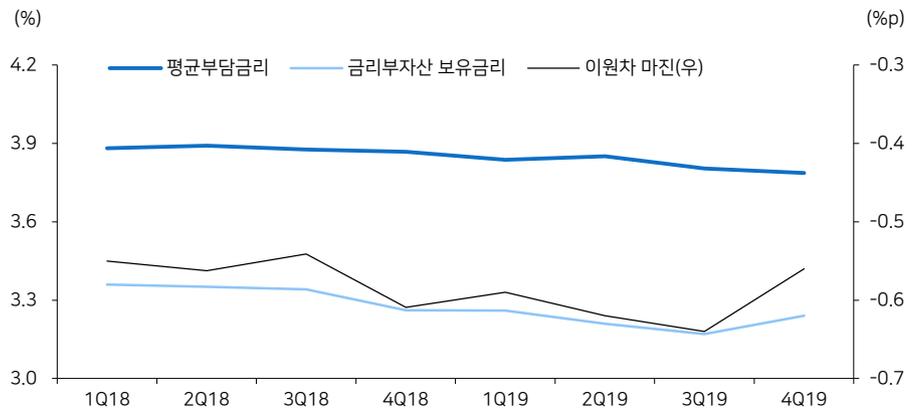
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권 리서치센터

그림52 신계약 상품별 APE



자료: 미래에셋생명, 메리츠증권 리서치센터

그림53 이원차마진 추이



자료: 미래에셋생명, 메리츠증권 리서치센터

미래에셋생명 (085620)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
보험손익	-482.1	-561.8	-602.7	-612.6	-656.6
보험영업수익	2,161.3	2,011.9	2,031.0	2,064.1	2,063.0
보험료수익	2,018.8	1,858.9	1,873.9	1,903.7	1,902.5
재보험수익	142.5	153.0	157.1	160.4	160.5
보험영업비용	2,643.4	2,573.8	2,633.7	2,676.7	2,719.7
지급보험금	1,863.9	1,825.1	1,859.6	1,888.8	1,924.8
재보험비용	148.7	164.6	171.0	174.7	178.2
사업비	378.5	354.1	374.9	383.3	386.9
신계약상각비	252.0	229.2	227.6	229.3	229.1
할인료	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7
투자손익	611.7	628.3	648.4	623.2	635.3
책임준비금전입액	374.3	274.0	276.2	244.1	243.4
영업이익	-244.7	-207.6	-230.5	-233.5	-264.7
영업외손익	346.7	338.4	360.3	380.3	431.0
세전순이익	102.0	130.9	129.9	146.8	166.3
법인세비용	27.0	30.8	34.7	39.3	44.5
당기순이익	75.0	100.0	95.1	107.5	121.8

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	34,297.3	37,514.0	37,911.8	40,235.5	42,816.9
운용자산	19,936.7	20,797.6	20,775.1	21,061.4	21,357.5
현예금 및 예치금	226.5	364.4	294.5	305.0	307.9
유가증권	16,367.2	16,927.4	16,993.4	17,222.3	17,465.1
주식	192.2	205.2	203.2	205.5	208.3
채권	10,688.2	11,061.2	11,058.9	11,213.6	11,372.9
대출채권	3,244.1	3,414.5	3,389.4	3,434.4	3,483.3
부동산	83.1	79.1	84.3	85.9	87.2
비운용자산	1,216.2	1,288.1	1,319.1	1,371.2	1,422.1
특별계정자산	13,144.4	15,428.3	15,817.6	17,802.9	20,037.3
부채총계	32,495.2	35,590.8	35,522.5	37,781.3	40,288.0
책임준비금	18,296.0	18,571.6	18,847.8	19,091.8	19,335.3
계약자지분조정	66.0	109.1	109.1	109.1	109.1
기타부채	522.0	730.4	748.0	777.5	806.4
특별계정부채	13,611.1	16,179.7	15,817.6	17,802.9	20,037.3
자본총계	2,052.2	2,333.3	2,389.4	2,454.1	2,528.9
자본금	990.7	990.7	990.7	990.7	990.7
자본잉여금	181.4	181.4	181.4	181.4	181.4
이익잉여금	583.4	645.6	701.7	766.5	841.3
자본조정/기타포괄손익누계	296.7	515.5	515.5	515.5	515.5

Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
보험금지급율	86.2	90.7	91.6	91.5	93.3
위험손해율	87.2	92.7	92.4	93.1	92.9
사업비율	29.2	29.0	29.7	29.7	29.9
투자수익률	3.2	3.1	3.1	3.0	3.0
성장성					
총자산	16.7	9.4	1.1	6.1	6.4
운용자산	11.1	4.3	-0.1	1.4	1.4
특별계정자산	28.5	17.4	2.5	12.6	12.6
자기자본	7.0	13.7	2.4	2.7	3.0
수입보험료	-2.1	-6.9	0.9	1.6	-0.1
보험손익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
투자손익	1.0	2.7	3.2	-3.9	1.9
책임준비금전입액	-56.9	-26.8	0.8	-11.6	-0.3
순이익	-5.3	33.5	-4.9	13.0	13.3

Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	433	614	579	668	771
BPS	12,654	14,683	15,088	15,556	16,096
DPS	170	170	174	200	231
밸류에이션 (배)					
PER	10.6	6.7	6.3	5.5	4.7
PBR	0.36	0.28	0.24	0.23	0.23
수익성					
ROE	3.6	4.5	3.9	4.4	4.9
ROA	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
배당지표					
배당성향	37.0	30.0	30.0	30.0	30.0
배당수익률	3.7	4.1	4.8	5.5	6.3
안정성					
총자산/자기자본	16.7	16.1	15.9	16.4	16.9
보험료수입/총부채	6.7	5.7	5.7	5.5	5.1

한화생명 (088350)

Hold, TP 1,900원

1Q20E 순이익 396억원(흑전 QoQ, -15.0% YoY)으로 추정한다. 주식 시장 하락으로 변액보증준비금 3,000억원 규모 적립이 예상된다. 단기 금리 하락 폭이 커 7년 미만 만기의 채권을 장기채로 교체하는 과정에서 4,000억원 규모의 채권 매각익이 발생했다. 4월 예정이율 인하 영향으로 종신 및 건강보험 판매가 견고했다. 실손 보험 영향으로 위험손해율이 상승하는 모습이다. COVID-19가 본격화된 2월 이후 청구 건수 감소했으나 분기 손해를 안정화된 타사와 다른 모습은 우려사항이다.

투자의견 Hold 유지하고 적정주가를 1,900원으로 24.0% 하향 조정한다. 시장금리 하락 및 주식 시장 불확실성 증대로 인해 변액보증준비금 적립 규모를 실적 추정에 반영했다. 베타 상승으로 COE를 9.2%에서 11.0%로 상향 조정했다. 다만 최근의 상황은 이례적이기 때문에 valuation 반영에는 20년&21년 평균 ROE를 적용했다. LAT 시나리오 완화되어 적립금 발생할 가능성은 제한적이나 보유계약 가치는 19년말부터 적자 전환한 것으로 추정된다. IFRS17 도입 시기가 연기된 점은 긍정적이나 저금리 상황이 심화되고 있어 부담이다.

표22 한화생명 1Q20E Preview

(십억원)	1Q20E	4Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-248.6	-221.1	12.4	-188.9	31.6		
투자손익	1,194.7	743.1	60.8	911.2	31.1		
책임준비금전입	1,138.9	684.7	66.3	1,046.5	8.8		
영업외손익	246.8	225.8	9.3	254.4	-3.0		
당기순이익	39.6	46.6	-15.0	-39.7	흑전	57.1	-30.7

자료: 한화생명, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표23 Valuation table

적정주가	1,900원
이론주가	1,877원
2020 BPS	13,323원
적정 PBR	0.14배
PBR Discount	-50.0%
이론 PBR	0.28배
20년&21년 평균 ROE	0.9%
Growth rate	-3.0%
Cost of equity	11.0%
Beta	1.24
Risk Free Rate	1.1%
Risk Premium	8.0%

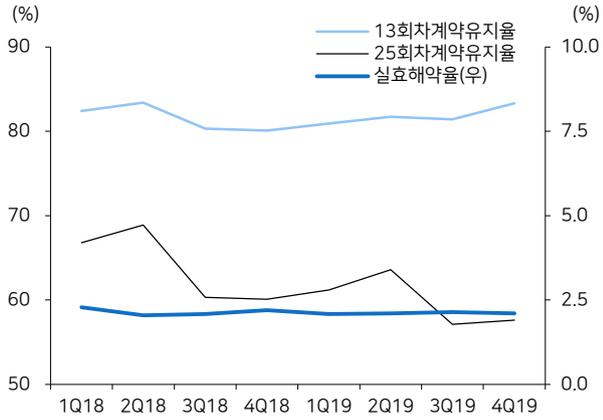
자료: 메리츠증권 리서치센터

표24 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
순이익	231.4	257.8	102.9	233.6	-55.5	-9.4
EPS (원)	308	343	137	311	-55.5	-9.4
BPS (원)	12,176	12,535	13,323	13,475	9.4	7.5
ROE (%)	1.7	2.0	0.3	1.6	-1.4	-0.4

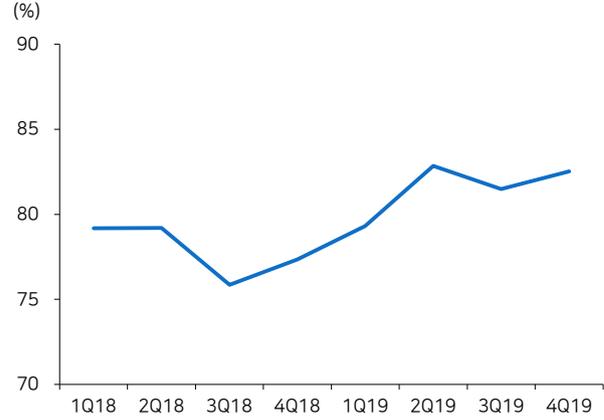
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림54 유지율 및 해약율 추이



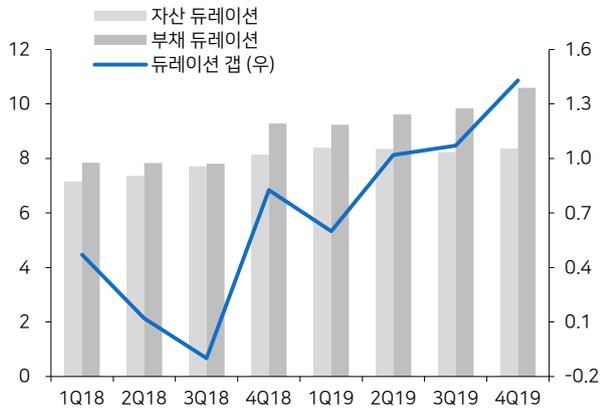
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림55 위험손해율 추이



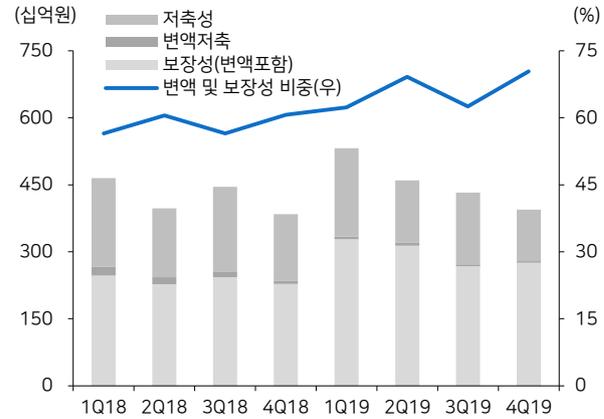
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림56 자산 부채 듀레이션



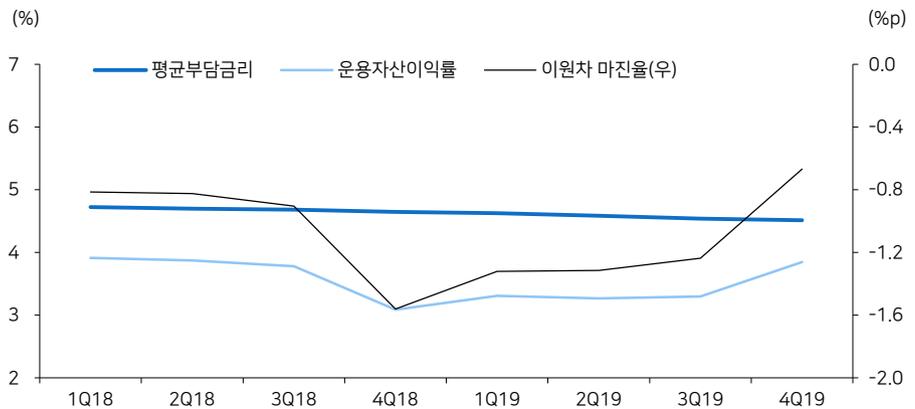
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림57 신계약 상품별 APE



자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림58 이원차마진 추이



자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

한화생명 (088350)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
보험손익	-765.5	-628.2	-905.7	-803.1	-714.0
보험영업수익	9,388.4	9,621.6	9,706.6	9,936.9	10,187.9
보험료수익	9,224.1	9,459.1	9,542.4	9,768.8	10,015.4
재보험수익	164.3	162.5	164.2	168.2	172.5
보험영업비용	10,153.9	10,249.9	10,612.2	10,740.1	10,901.9
지급보험금	7,832.4	8,007.1	8,367.4	8,439.2	8,546.3
재보험비용	171.8	170.6	177.9	179.3	181.6
사업비	1,185.0	1,220.6	1,244.6	1,278.1	1,309.3
신계약상각비	962.1	849.1	819.9	840.9	862.2
할인료	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5
투자손익	3,165.3	3,161.8	3,598.3	3,271.8	3,294.8
책임준비금전입액	2,986.8	3,363.5	3,497.8	3,061.3	3,123.1
영업이익	-587.0	-829.9	-805.2	-592.7	-542.2
영업외손익	1,088.8	942.8	948.3	895.1	852.0
세전순이익	501.8	112.9	143.1	302.4	309.7
법인세비용	142.5	-1.7	40.2	68.8	61.3
당기순이익	359.3	114.6	102.9	233.6	248.4

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	114,302	121,757	123,695	126,591	129,674
운용자산	89,760	96,461	99,096	102,238	105,452
현예금 및 예치금	1,414	846	636	663	687
유가증권	64,290	69,749	72,007	74,288	76,621
주식	1,805	1,781	1,847	1,909	1,969
채권	28,741	30,243	30,769	31,758	32,768
대출채권	20,555	22,372	22,764	23,471	24,207
부동산	3,501	3,495	3,688	3,816	3,937
비운용자산	3,088	3,176	3,195	3,278	3,365
특별계정자산	21,455	22,119	21,404	21,076	20,857
부채총계	104,440	109,699	111,628	114,410	117,367
책임준비금	80,241	83,609	87,107	90,168	93,291
계약자지분조정	571	1,196	1,196	1,196	1,196
기타부채	1,249	1,909	1,920	1,970	2,023
특별계정부채	22,379	22,985	21,404	21,076	20,857
자본총계	9,862	12,058	12,067	12,181	12,307
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	3,358	3,311	3,320	3,434	3,560
자본조정/기타포괄손익누계	118	1,863	1,863	1,863	1,863

Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
보험금지급율	83.4	83.2	86.2	84.9	83.9
위험손해율	77.9	81.5	81.8	81.5	81.5
사업비율	22.9	21.5	21.3	21.3	21.3
투자수익률	3.6	3.4	3.7	3.3	3.2
성장성					
총자산	3.6	6.5	1.6	2.3	2.4
운용자산	6.4	7.5	2.7	3.2	3.1
특별계정자산	-0.9	3.1	-3.2	-1.5	-1.0
자기자본	10.0	22.3	0.1	0.9	1.0
수입보험료	-3.7	2.5	0.9	2.4	2.5
보험손익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
투자손익	0.3	-0.1	13.8	-9.1	0.7
책임준비금전입액	-24.6	12.6	4.0	-12.5	2.0
순이익	-31.6	-68.1	-10.2	127.0	6.3

Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	478	153	137	311	331
BPS	13,126	13,311	13,323	13,475	13,642
DPS	100	30	27	62	66
밸류에이션 (배)					
PER	8.8	15.1	12.7	5.6	5.3
PBR	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
수익성					
ROE	3.6	0.5	0.3	1.6	1.7
ROA	0.5	0.3	0.1	0.1	0.2
배당지표					
배당성향	20.9	20.0	20.0	20.0	20.0
배당수익률	2.4	1.3	1.6	3.6	3.8
안정성					
총자산/자기자본	11.6	10.1	10.3	10.4	10.5
보험료수입/총부채	9.0	8.8	8.7	8.7	8.7

동양생명 (082640)

Hold, TP 3,500원

1Q20E 순이익 395억원(흑전 QoQ, +5.6% YoY)으로 추정한다. 해외 투자 부분에서 FX 헤지 관련 평가이익이 발생한 점이 이익 개선의 주요 요인이다. 우리은행 배당이익 180억원 인식했다. 최근 주식시장 하락으로 변액보증준비금은 80억원 반영되었다. 4월 예정이율 인하로 보장성 신계약 판매가 성장해 비차이익 감소하는 모습이다. 향후 기타 보장성 상품 출시를 이어갈 계획에 있어 비차이익 감소 추세가 동사의 손익에 주요한 변수다.

투자의견 Hold 유지하고 적정주가 3,500원으로 20.5% 하향 조정한다. 보장성 신계약 성장 하는 부분 반영해 20년 EPS 추정치 3.7% 하향 조정했다. COVID-19로 인한 주식시장 불확실성 확대에 Cost of Equity를 7.9%에서 10.1%로 상향 조정했다. 베타 확대와 시장금리 하락이 주요 원인이다. 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 가능성이 주가 방향성에 가장 큰 변수다.

표25 동양생명 1Q20E Preview

(십억원)	1Q20E	4Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	37.4	-68.6	-154.6	68.9	-45.7		
투자손익	237.7	232.6	2.2	199.0	19.4		
책임준비금전입	223.1	126.4	76.4	312.1	-28.5		
영업외손익	1.9	11.0	-82.5	2.1	-6.8		
당기순이익	39.5	37.5	5.6	-30.2	흑전	33.3	18.9

자료: 동양생명, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표26 Valuation table

적정주가	3,500원
이론주가	3,466원
2020 BPS	17,868원
적정 PBR	0.19배
PBR Discount	-50.0%
이론 PBR	0.39배
2020 ROE	3.3%
Growth rate	-1.0%
Cost of equity	10.1%
Beta	1.13
Risk Free Rate	1.1%
Risk Premium	8.0%

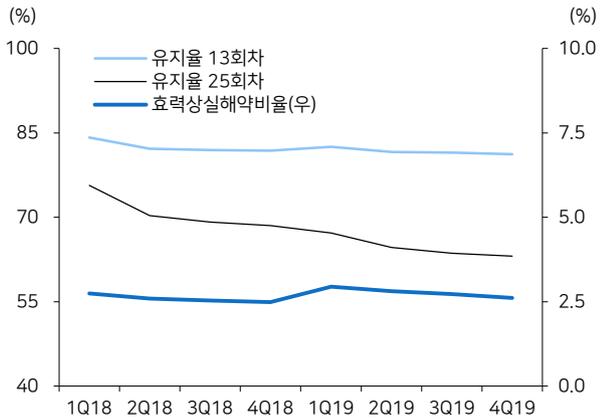
자료: 메리츠증권 리서치센터

표27 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
순이익	83.3	88.1	80.2	84.1	-3.8	-4.5
EPS (원)	534	566	514	540	-3.7	-4.6
BPS (원)	18,174	18,626	17,868	18,300	-1.7	-1.8
ROE (%)	3.3	3.1	3.3	3.1	0.0	0.0

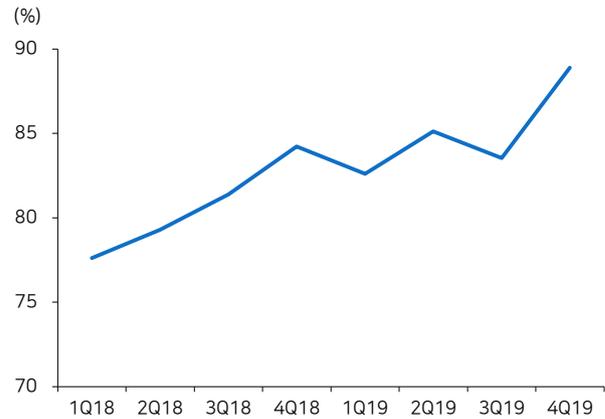
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림59 유지율 및 해약율 추이



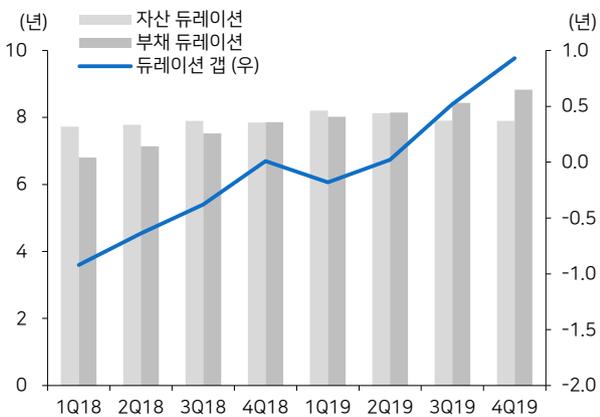
자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림60 위험손해율 추이



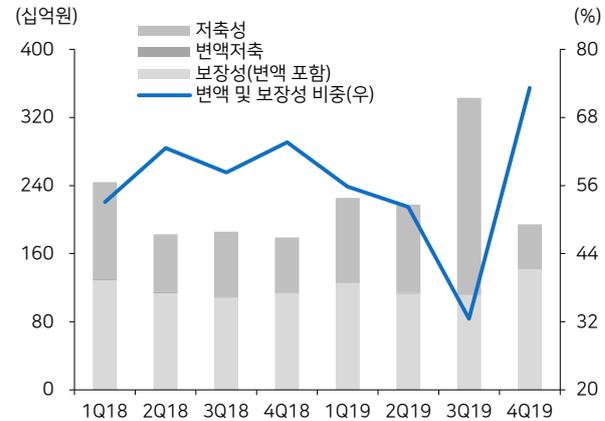
자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림61 자산 부채 듀레이션



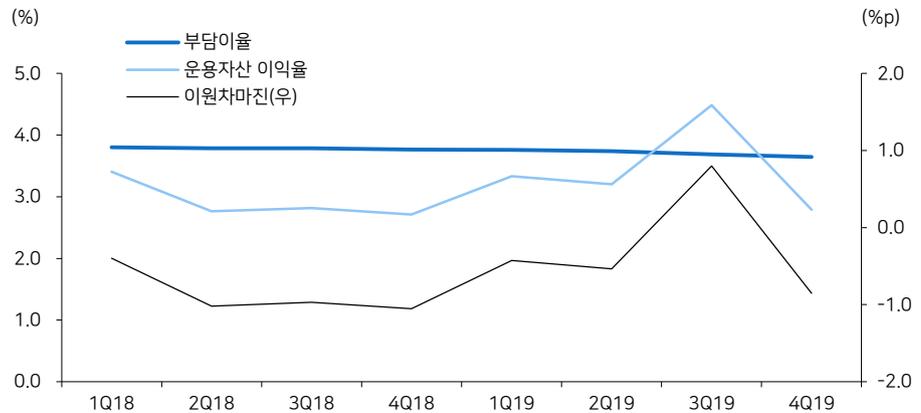
자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림62 신계약 상품별 APE



자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림63 이원차마진 추이



자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

동양생명 (082640)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
보험손익	795.8	260.7	154.8	137.9	121.6
보험영업수익	4,324.8	4,594.2	4,266.9	4,369.1	4,485.7
보험료수익	4,262.5	4,526.4	4,204.3	4,305.0	4,419.9
재보험수익	62.3	67.8	62.7	64.1	65.8
보험영업비용	3,529.1	4,333.6	4,112.1	4,231.2	4,364.1
지급보험금	2,745.2	3,500.1	3,311.4	3,405.0	3,515.1
재보험비용	69.9	73.1	70.7	73.0	75.4
사업비	359.1	391.3	390.3	403.2	414.2
신계약상각비	353.9	367.4	337.8	348.1	357.5
할인료	1.0	1.8	1.8	1.9	1.9
투자손익	783.3	967.9	886.9	880.8	905.3
책임준비금전입액	1,591.6	1,069.8	940.3	911.9	903.4
영업이익	-12.5	158.8	101.4	106.8	123.5
영업외손익	81.9	37.3	8.0	8.1	8.1
세전순이익	69.4	196.1	109.4	114.9	131.6
법인세비용	18.0	46.6	29.3	30.7	35.2
당기순이익	51.3	149.5	80.2	84.1	96.4

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	31,854.6	33,948.0	35,144.2	36,229.5	37,321.4
운용자산	27,727.9	29,233.1	30,329.9	31,248.9	32,165.7
현예금 및 예치금	1,434.7	1,208.6	1,362.2	1,400.2	1,440.0
유가증권	21,034.6	21,431.8	22,498.4	23,224.6	23,913.2
주식	619.3	449.0	510.2	532.4	549.2
채권	12,130.9	11,497.0	11,923.7	12,314.2	12,686.0
대출채권	4,909.3	6,265.6	6,122.4	6,265.0	6,442.5
부동산	349.3	327.1	347.0	359.1	370.0
비운용자산	1,265.5	1,333.4	1,422.7	1,572.1	1,730.2
특별계정자산	2,861.3	3,381.5	3,391.5	3,408.5	3,425.5
부채총계	29,620.2	31,348.8	32,359.3	33,377.3	34,392.1
책임준비금	26,076.3	27,154.0	28,094.3	29,006.2	29,909.5
계약자지분조정	11.3	24.1	24.1	24.1	24.1
기타부채	371.9	796.0	849.3	938.5	0.0
특별계정부채	3,160.7	3,374.7	3,391.5	3,408.5	3,425.5
자본총계	2,234.5	2,599.2	2,784.9	2,852.2	2,929.3
자본금	806.8	806.8	806.8	806.8	806.8
자본잉여금	463.7	463.7	463.7	463.7	463.7
이익잉여금	887.0	1,023.3	1,087.4	1,154.7	1,231.9
자본조정/기타포괄손익누계	77.0	305.4	305.4	305.4	305.4

Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
보험금지급율	63.5	76.2	77.6	77.9	78.4
위험손해율	80.7	85.0	85.2	85.6	85.6
사업비율	16.5	16.5	17.1	17.2	17.2
투자수익률	2.9	3.4	3.0	2.9	2.9
성장성					
총자산	5.2	6.6	3.5	3.1	3.0
운용자산	6.7	5.4	3.8	3.0	2.9
특별계정자산	-0.3	18.2	0.3	0.5	0.5
자기자본	-6.3	16.3	7.1	2.4	2.7
수입보험료	-16.7	6.2	-7.1	2.4	2.7
보험손익	-61.7	-67.2	-40.6	-10.9	-11.8
투자손익	-16.2	23.6	-8.4	-0.7	2.8
책임준비금전입액	-44.1	-32.8	-12.1	-3.0	-0.9
순이익	-72.2	191.3	-46.4	4.9	14.6

Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	329	959	514	540	618
BPS	14,336	16,676	17,868	18,300	18,795
DPS	100	230	103	108	124
밸류에이션 (배)					
PER	14.5	4.2	5.7	5.5	4.8
PBR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
수익성					
ROE	2.5	6.5	3.3	3.1	3.4
ROA	0.6	0.2	0.5	0.2	0.2
배당지표					
배당성향	30.4	24.0	20.0	20.0	20.0
배당수익률	2.1	5.7	3.5	3.7	4.2
안정성					
총자산/자기자본	14.3	13.1	12.6	12.7	12.7
보험료수입/총부채	14.6	14.7	13.2	13.1	13.0

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	78.9%
중립	21.1%
매도	0.0%

2020년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

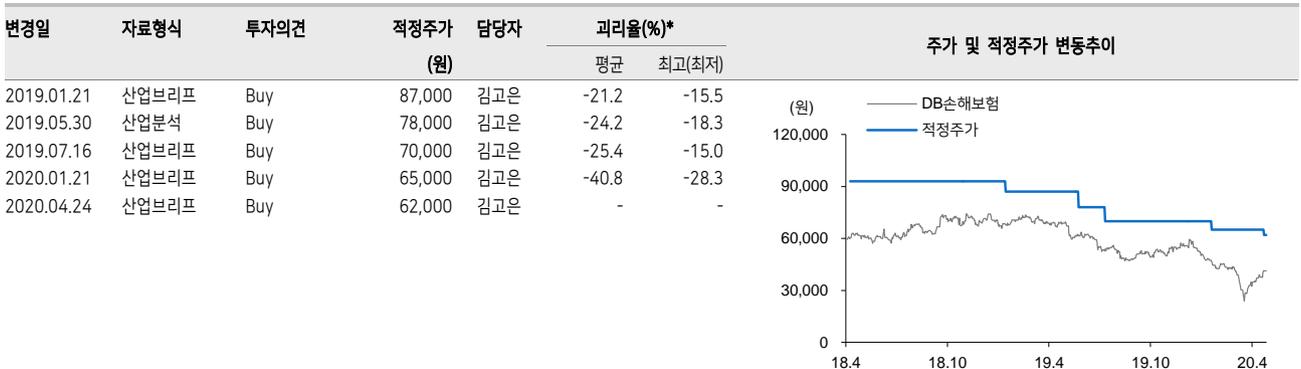
삼성화재 (000810) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



DB 손해보험 (005830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



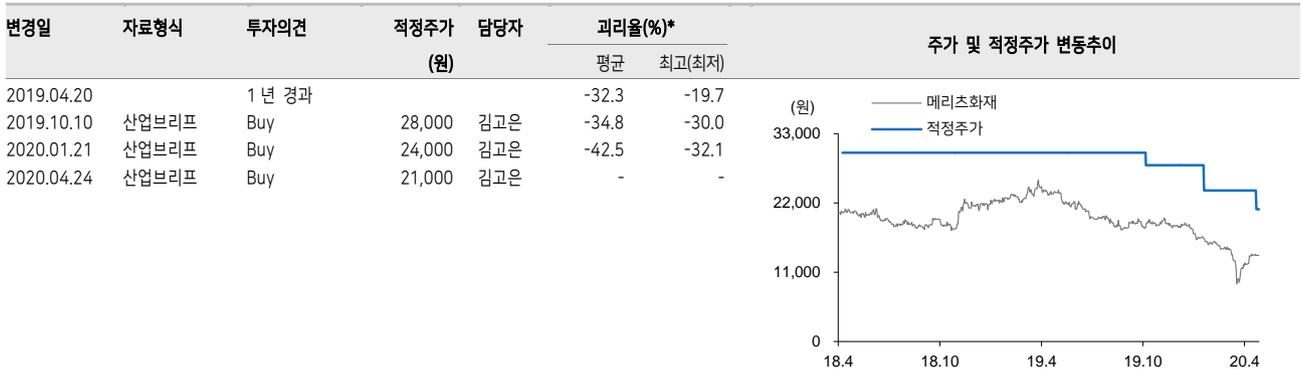
현대해상 (001450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



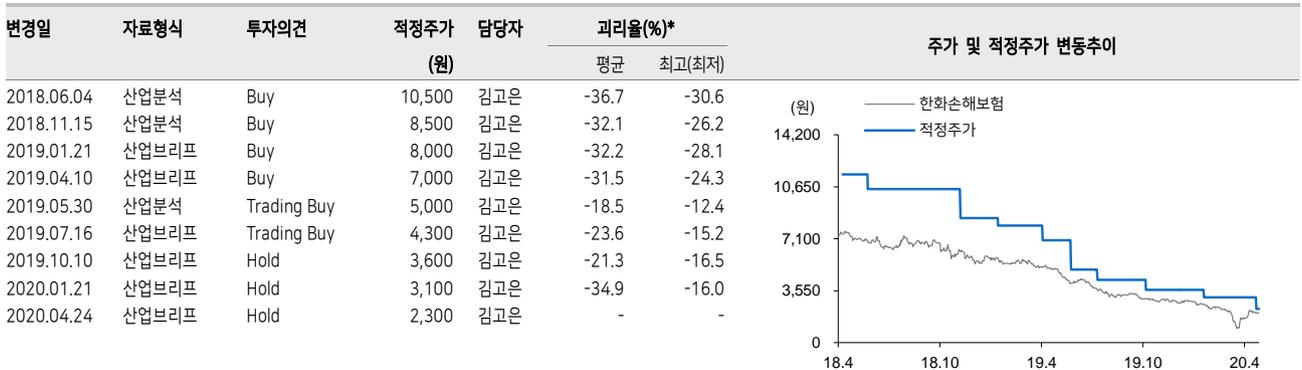
메리츠화재 (000060) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



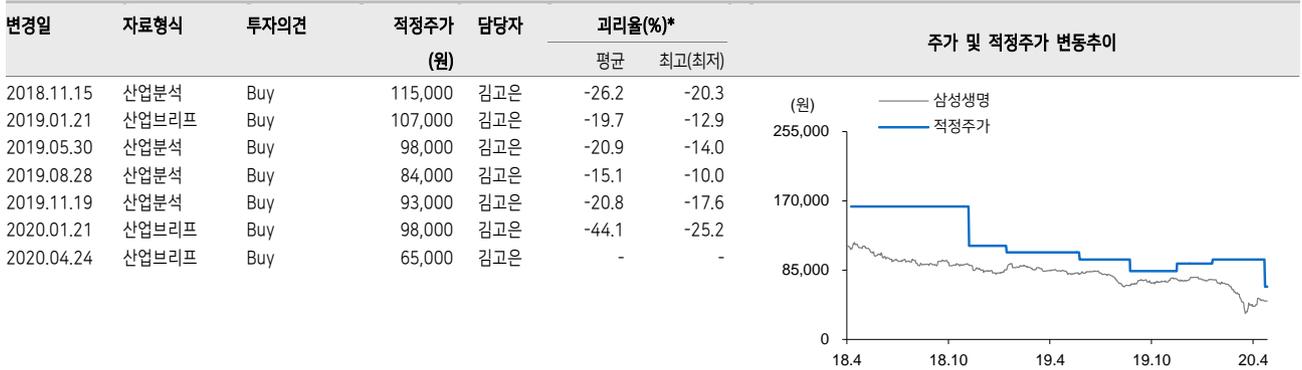
한화손해보험 (000370) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



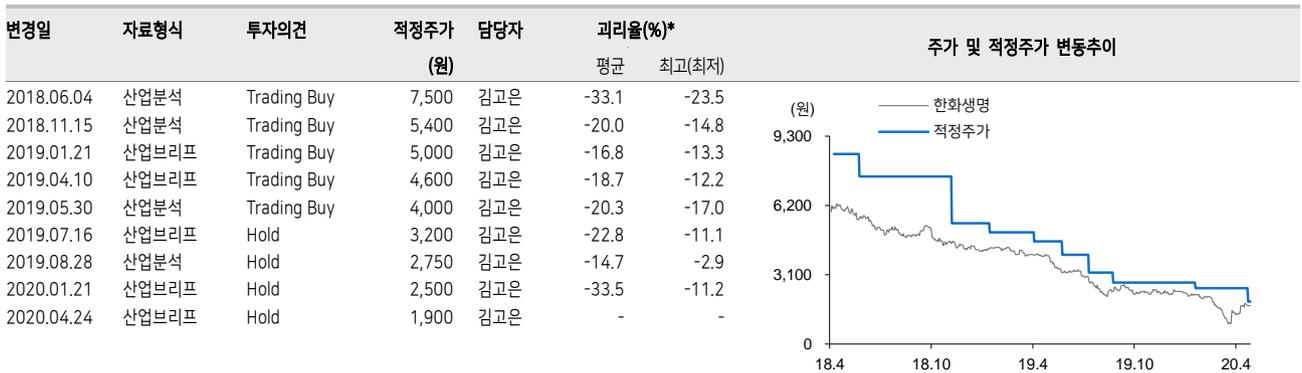
삼성생명 (032830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



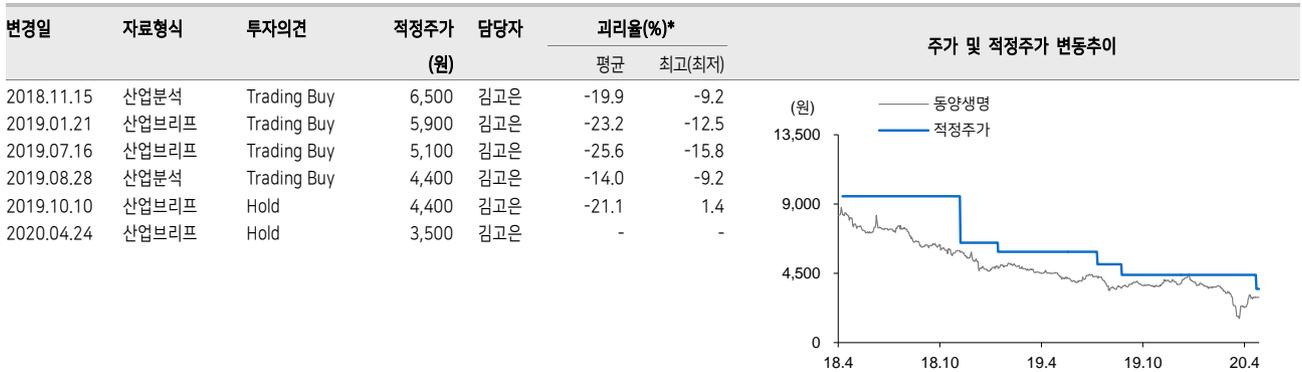
한화생명 (088350) 투자등급변경 내용

* 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

