

2020. 7. 20



▲ 보험/증권

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

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

Overweight

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
DB손해보험(005830)	Buy	70,000원
메리츠화재(000060)	Buy	21,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
삼성화재(000810)	Buy	270,000원
현대해상(001450)	Buy	33,000원
한화손해보험(000370)	Buy	3,200원
삼성생명(032830)	Buy	61,000원
미래에셋생명(085620)	Buy	4,300원
한화생명(088350)	Hold	1,700원
동양생명(082640)	Hold	3,300원

보험

앞당겨진 초저금리 시대,
자산 듀레이션 확보가 필요하다

- ✓ 저금리 상황 심화되고 있어 공시이율 하락, 부채 듀레이션 확대 예상됨
- ✓ 충분한 자산 듀레이션을 가진 보험사가 자본 관리 및 보유이원 방어에 성공할 것
- ✓ 2Q20E 손해보험사 6,030억원(+13.1% QoQ, +30.2% YoY) 추정
- ✓ 2Q20E 생명보험사 5,814억원(+56.4% QoQ, +36.5% YoY) 추정
- ✓ Top picks DB 손해보험, 메리츠화재 제시

저금리 상황 심화되고 있어 충분한 자산 듀레이션 확보 필요

예상보다 빠르게 초저금리 시대로 진입하고 있다. IFRS17 도입과 K-ICS에 대한 대응뿐만 아니라 RBC 비율을 위해서도 자산 듀레이션을 확보해야 한다. 시장 금리의 하락은 부채 듀레이션을 빠르게 늘리기 때문이다. 초저금리 시대로 진입한 해외 사례를 보면 국고채는 자산 듀레이션 관리를 위해 활용되고 회사채 등 신용 마진을 추구하는 모습으로 변화한다. 보유이원의 방어를 위해 채권 매각 최소화 하는 것도 방법이지만 금리 하락이 예상보다 빠르게 이뤄지고 있어 충분한 자산 듀레이션을 기반으로 신용 리스크 부담하는 전략으로 변화할 가능성이 크다.

2Q20 보험 산업 실적 전망

손해보험사 커버리지 기준 2Q20E 순이익은 6,030억원(+13.1% QoQ, +30.2% YoY)으로 추정한다. COVID-19 영향으로 자동차 운행량 및 병원 이용량이 감소해 손해율 안정화가 지속되는 모습이다. 판매 경쟁 둔화되고 이어 사업비율 하락도 이어지고 있다. 생명보험사 커버리지 기준 2Q20E 순이익 5,814억원(+56.4% QoQ, +36.5% YoY)으로 추정한다. 주식시장 반등하며 변액보증준비금 환입이 발생한 점이 실적 호조의 주요 요인이다. 저금리 상황이 심화되고 있어 역마진 확대 및 변액보증준비금 적립 등이 생명 보험 산업에 부담으로 남아있다.

Top Picks: DB손해보험, 메리츠화재

Top picks으로 DB손해보험, 메리츠화재를 제시한다. DB손해보험의 원수보험료 기준 자동차 비중 27~28%로 손해율 개선에 따른 민감도가 크다. 보험영업 관련 지표 개선되고 있어 2위권사 위주의 주가 상승 추정된다. 메리츠화재의 장기 원수보험료 MS가 빠른 속도로 확대되고 있으며 상반기 실적 호조로 7% 이상의 시가 배당수익률이 예상된다. 자산 듀레이션 10.48로 업종 내 가장 길다.

앞당겨진 초저금리 시대, 자산 듀레이션 확보 필요

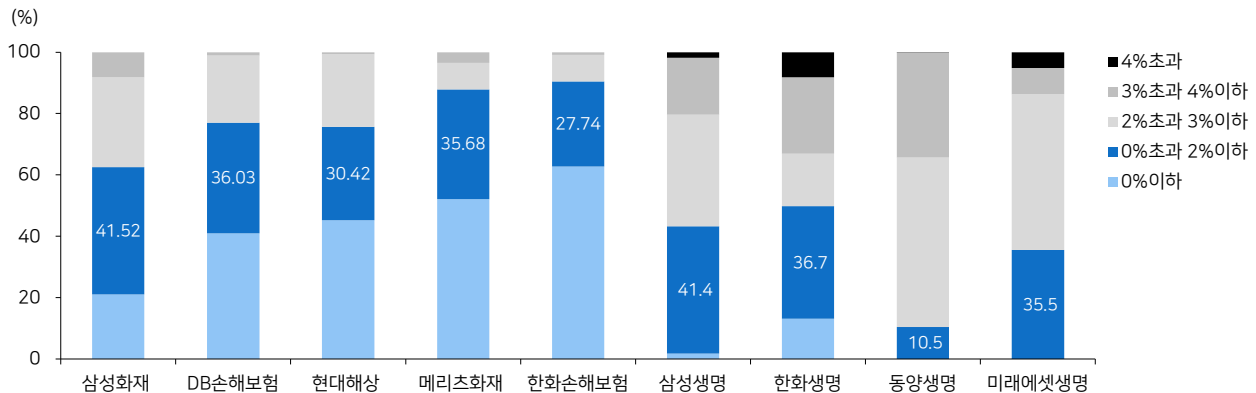
예상 외의 빠른 금리 하락으로
부채 D 확대될 가능성 커져

실물 경기에 대한 우려가 대두되며 예상보다 빠르게 초저금리 시대로 진입하고 있다. IFRS17 도입과 K-ICS에 대한 대응뿐만 아니라 현행상 RBC 비율을 위해서도 충분한 자산 듀레이션을 확보해야 한다. 시장 금리의 빠른 하락은 부채 듀레이션을 빠르게 늘리기 때문이다. 공시 비율은 지속적으로 하락할 가능성이 높으며 이는 금리 연동형 부채의 듀레이션의 증가 요인이다.

충분한 자산 듀레이션 있어야
보유이원 방어 또한 가능

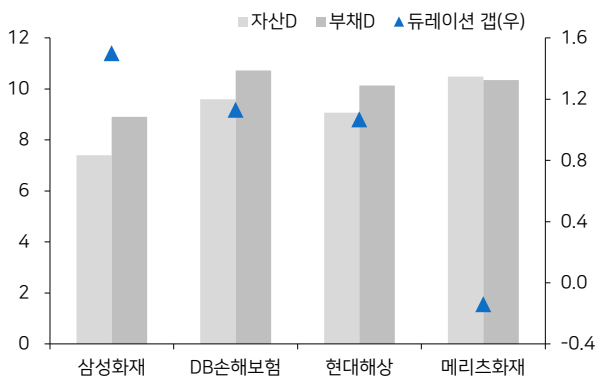
초저금리 시대로 진입한 해외 사례를 보면 국고채는 자산 듀레이션 관리를 위해 활용되고 회사채 등 신용 마진을 추구하는 모습으로 변화한다. 국내의 경우 회사채 시장 규모가 협소하고 해외 투자를 위한 규제 완화가 부족해 대출 확대를 통한 포트폴리오 변화가 예상된다. 보유이원의 방어를 위해 채권 매각 최소화 하는 것도 방법이지만 금리 하락이 예상보다 빠르게 이뤄지고 있어 충분한 자산 듀레이션을 기반으로 신용 리스크 부담하는 전략으로 변화할 가능성이 크다.

그림1 금리연동형 부채 최저보증이율별 비중(FY19)



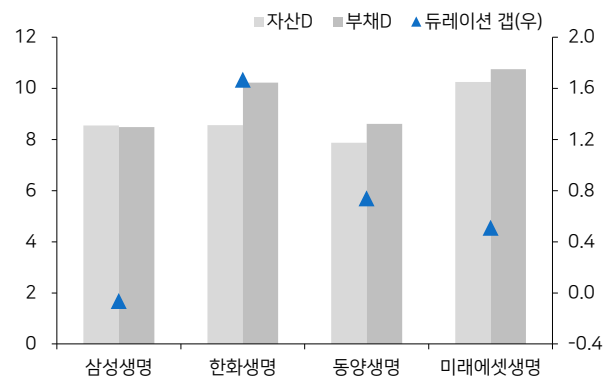
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림2 손해보험사 1Q20 듀레이션 gap



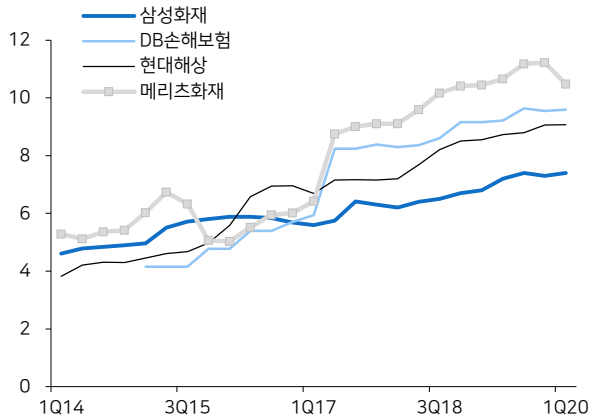
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림3 생명보험사 1Q20 듀레이션 gap



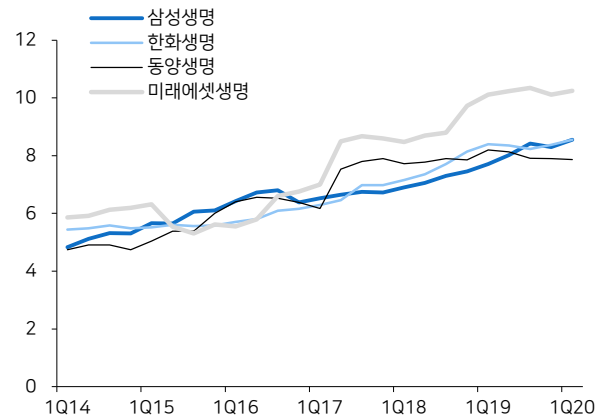
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림4 손해보험사 자산 듀레이션



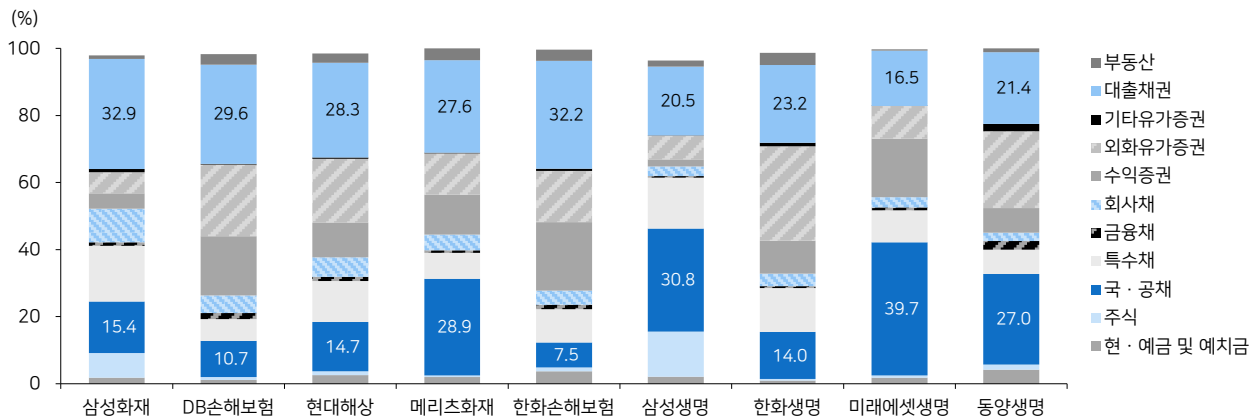
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림5 생명보험사 자산 듀레이션



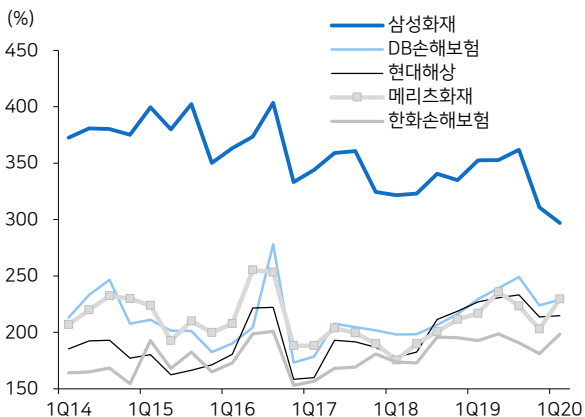
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림6 운용자산 구성(FY19)



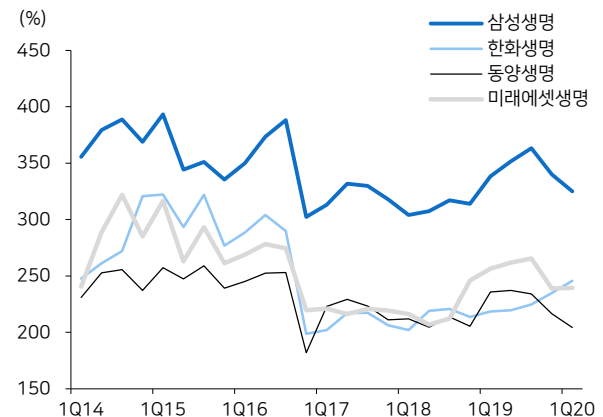
자료: FISS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 손해보험사 RBC 비율



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림8 생명보험사 RBC 비율



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

2Q20 실적 전망

손해보험사 2Q20E 순이익 6,030억원 전망

손해보험사 커버리지(삼성화재, DB손해보험, 현대해상, 메리츠화재, 한화손해보험) 기준 2Q20E 순이익은 6,030억원(+13.1% QoQ, +30.2% YoY)으로 추정한다. COVID-19 영향으로 자동차 운행량 및 병원 이용량이 감소해 손해를 안정화가 지속되는 모습이다. 판매 경쟁 둔화되고 이어 사업비율 하락도 이어지고 있다. 하반기 자동차 보험료 증가 추세 가시화 되며 손해를 하락폭 확대될 가능성 크다. 보험영업 부문 지표가 개선되고 있어 채권 매각의 규모가 감소하는 모습 또한 나타나고 있다. 일회성 요인으로 현대해상 및 한화손해보험의 희망퇴직 비용 반영이 있었다.

생명보험사 2Q20E 순이익 5,814억원 전망

생명보험사 커버리지(삼성생명, 한화생명, 동양생명, 미래에셋생명) 기준 2Q20E 순이익 5,814억원(+56.4% QoQ, +36.5% YoY)으로 추정한다. 주식시장 반등하며 변액보증준비금 환입이 발생한 점이 실적 호조의 주요 요인이다. 다만 저금리 상황이 심화되고 있어 연말 준비금 적립이 다시 발생할 전망이다. COVID-19로 병원 이용량이 감소해 위험손해를 하락하고 사차이익이 개선된 점 긍정적이다. 다만 저금리 상황이 심화되고 있어 역마진 확대 및 변액보증준비금 적립 등이 생명보험 산업에 부담으로 남아있다고 판단된다.

Top picks으로 DB손해보험, 메리츠화재를 제시한다. DB손해보험의 원수보험료 기준 자동차 비중 27~28%로 손해를 개선에 따른 민감도가 크다. 보험영업 관련 지표 개선되고 있어 2위권사 위주의 주가 상승 추정된다. 메리츠화재의 장기 원수보험료 MS가 빠른 속도로 확대되고 있으며 상반기 실적 호조로 7% 이상의 시가 배당수익률이 예상된다.

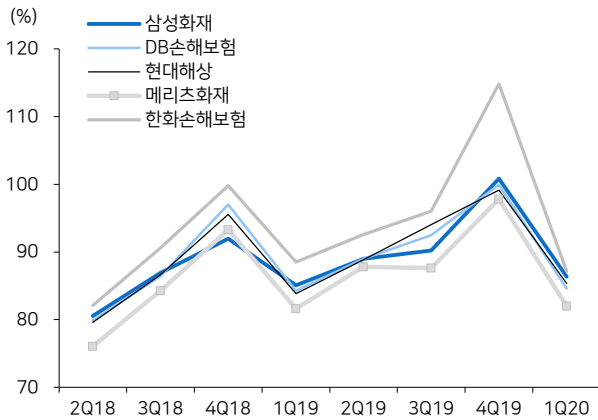
표1 커버리지 보험사 2Q20E Preview (순이익)

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
삼성화재	231.3	195.3	18.4	164.0	41.0	240.2	-3.7
DB손해보험	145.8	107.0	36.2	137.6	6.0	146.8	-0.7
현대해상	98.4	86.6	13.7	89.7	9.8	97.7	0.8
메리츠화재	101.3	70.3	44.0	107.6	-5.9	95.0	6.6
한화손해보험	26.2	4.0	558.2	34.0	-22.8	34.6	-24.2
손해보험 합계	603.0	463.2	30.2	532.9	13.1	614.3	-1.8
삼성생명(연결)	412.9	309.3	33.5	229.9	79.6	458.0	-9.8
한화생명	121.9	46.8	160.4	47.8	154.9	135.6	-10.1
동양생명	10.0	33.7	-70.2	63.6	-84.3	14.0	-28.4
미래에셋생명	36.5	36.2	0.8	30.3	20.5	36.8	-0.7
생명보험 합계	581.4	426.0	36.5	371.7	56.4	644.3	-9.8

주: 삼성생명 제외 별도 기준

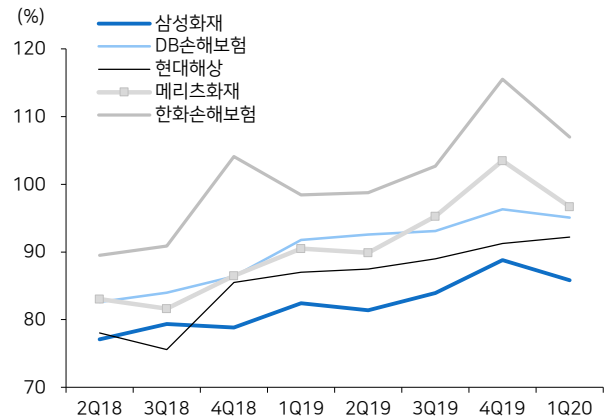
자료: 각 사, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

그림9 손해보험사 자동차 손해율 추이



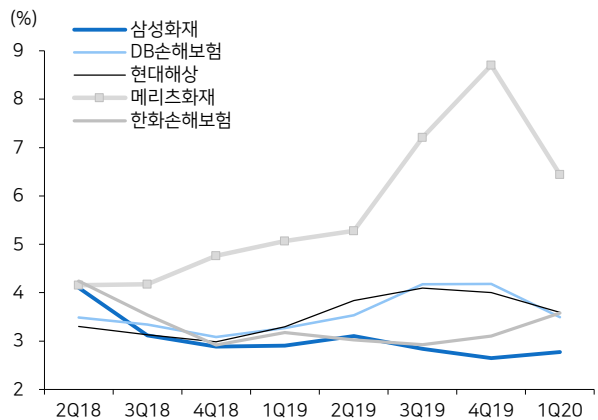
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림10 손해보험사 장기위험손해율 추이



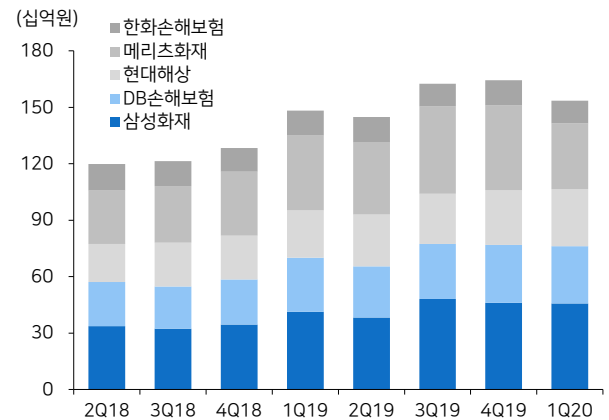
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림11 손해보험사 투자이익률 추이



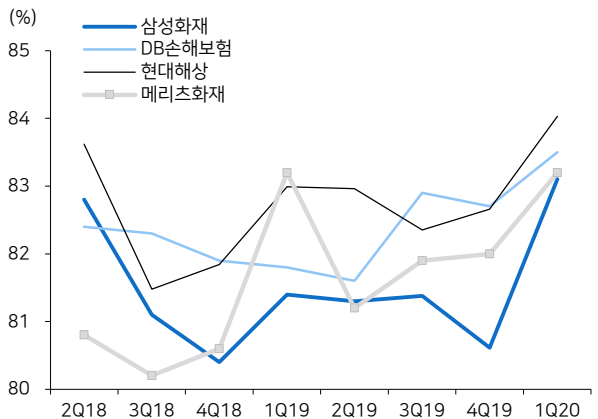
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림12 손해보험사 보장성 인보험 추이



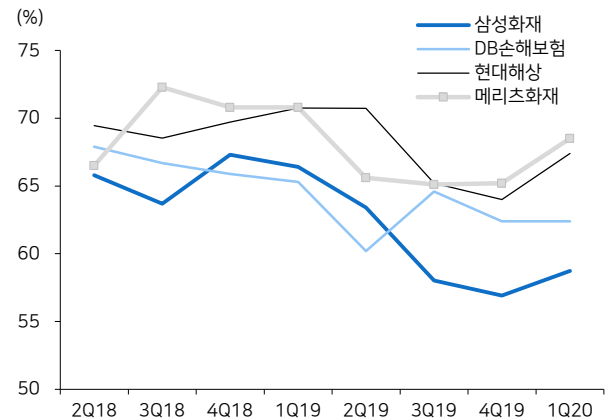
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림13 손해보험사 13회차 유지율 추이



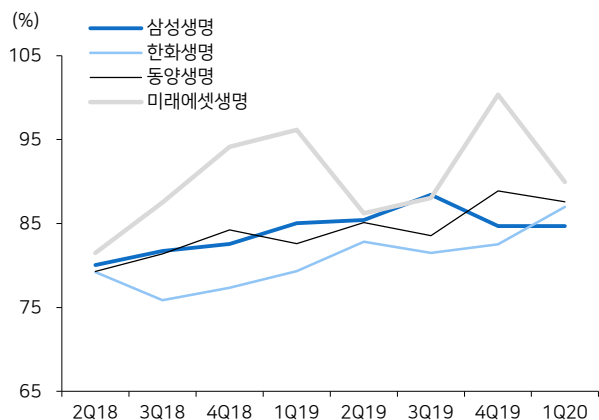
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림14 손해보험사 25회차 유지율 추이



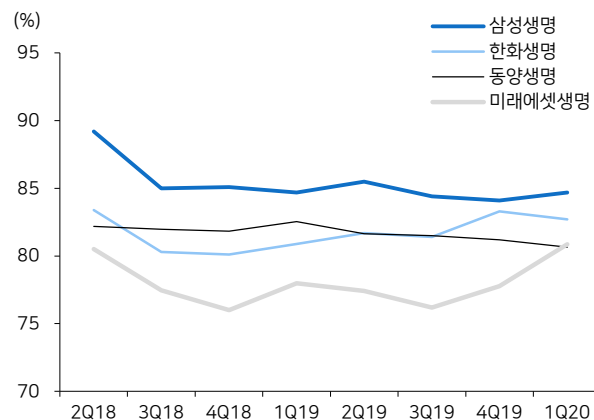
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림15 생명보험사 위험손해율 추이



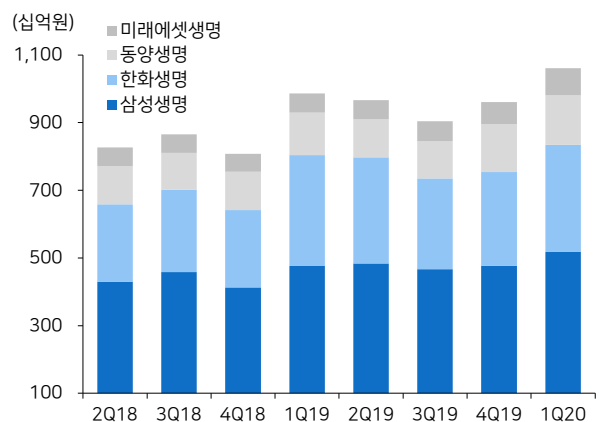
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림16 생명보험사 13회차 유지율 추이



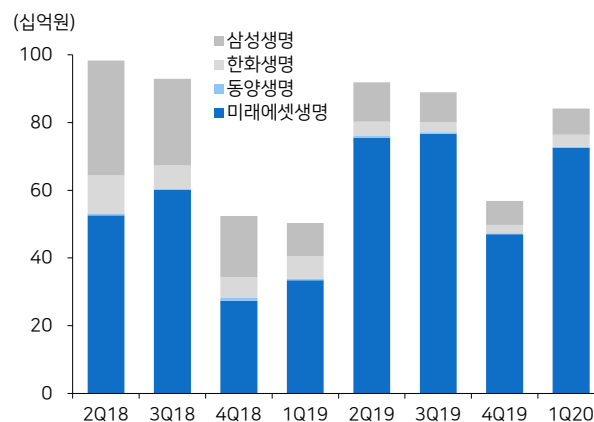
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림17 생명보험사 신계약 보장성 APE 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림18 생명보험사 변액보험 APE 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표1 Valuation table

		삼성화재	DB손해보험	현대해상	메리츠화재	한화손해보험	삼성생명	한화생명	동양생명	미래에셋생명
투자 의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold	Buy
현재가 (7.17) (원)		185,500	47,950	23,850	13,000	2,760	46,750	1,485	2,885	2,930
적정주가 (원)		270,000	70,000	33,000	21,000	3,200	61,000	1,700	3,300	4,300
상승여력 (%)		45.6%	46.0%	38.4%	61.5%	15.9%	30.5%	14.5%	14.4%	46.8%
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	773.5	480.8	341.1	290.8	62.2	1,020.5	112.5	90.4	96.8
	2021E	856.8	498.7	335.2	298.3	62.8	1,049.4	217.0	91.7	108.4
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	5.5	8.0	7.6	11.4	4.2	3.0	0.4	3.7	4.1
	2021E	6.0	7.7	6.9	10.8	4.0	3.0	1.4	3.5	4.6
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	1.1	0.7	1.2	0.3	0.3	0.1	0.5	0.3
	2021E	1.0	1.1	0.7	1.1	0.3	0.3	0.1	0.3	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	330,216	99,046	54,699	23,748	13,305	191,375	13,380	16,657	14,883
	2021E	341,727	106,505	58,506	25,669	13,936	194,433	13,514	17,128	15,383
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	18,566	7,596	3,982	2,609	533	5,683	150	580	608
	2021E	20,567	7,878	3,908	2,675	538	5,844	289	588	694
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	0.56	0.48	0.44	0.55	0.21	0.24	0.11	0.17	0.20
	2021E	0.54	0.45	0.41	0.51	0.20	0.24	0.11	0.17	0.19
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	10.0	6.3	6.0	5.0	5.2	8.2	9.9	5.0	4.8
	2021E	9.0	6.1	6.1	4.9	5.1	8.0	5.1	4.9	4.2
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	10,653	1,901	1,199	916	80	2,535	30	116	170
	2021E	11,801	1,989	1,178	937	81	3,058	58	118	194
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	5.7	4.0	5.0	7.0	2.9	5.4	2.0	4.0	5.8
	2021E	6.4	4.1	4.9	7.2	2.9	6.5	3.9	4.1	6.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성화재 (000810)

Buy, TP 270,000원

2Q20E 순이익 2,313억원(+41.0% QoQ, 18.4% YoY)으로 추정한다. COVID - 19 영향이 지속되며 자동차 및 위험손해를 안정화 되고 있다. 6월 이후 자동차 운행량 증가하고 있으나 19년 이후 세 차례의 보험료 인상 효과 누적되며 하반기 갈수록 자동차 손해를 개선폭은 점차 커질 전망이다. 판매 경쟁 둔화로 보장성 인보험 신계약 감소하고 있으나 신규 전속 인력 도입 및 지난해 판매에서 이어지는 수수료 등 발생하고 있어 사업비율 하락 폭은 타사 대비 크지 않을 전망이다. 동사는 전속 위주의 채널 정책을 가져가고 있어 추가상각비 감소 효과가 비교적 적다. 주식 매각의 일부 발생했으나 규모 크지 않아 운용수익률 2.9%로 추정한다.

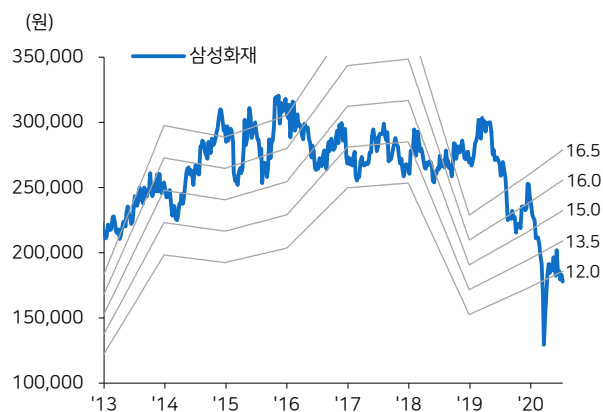
투자의견 Buy 및 적정주가 270,000원을 유지한다. 자동차 보험 점유율 확대로 손해를 개선에 따른 실적 영향 기대되며 5% 이상의 시가배당수익률이 예상된다. 다만, 타 보험사 대비 자산 듀레이션이 짧아 21년말 최종 반영되는 RBC 규제 강화에 따른 부담이 있다. 보유이원 방어를 위해 채권 매각 없이 new money 만으로 자산 듀레이션 늘려 왔기 때문이다. 충분한 자본여력을 가지고 있어 이러한 전략 가능하지만 동사의 주요 강점인 RBC gap이 줄어들고 있다는 점은 부담이다.

표2 삼성화재 2Q20E Preview

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	4,717.5	4,740.7	-0.5	4,860.6	-2.9	4,634.0	1.8
보험영업이익	-180.5	-248.7	적지	-240.9	적지		
투자영업이익	512.7	532.6	-3.7	493.1	4.0		
영업이익	332.3	284.0	17.0	252.2	31.7	355.1	-6.4
당기순이익	231.3	195.3	18.4	164.0	41.0	240.2	-3.7

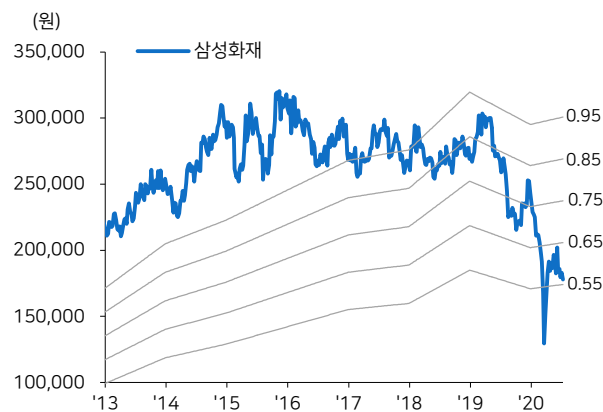
자료: 삼성화재, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

그림19 삼성화재 PER 밴드



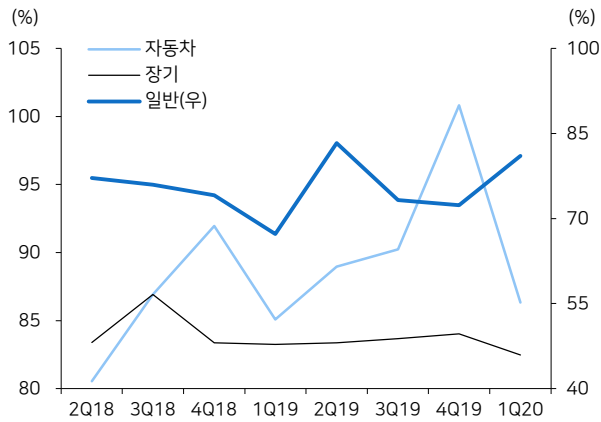
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림20 삼성화재 PBR 밴드



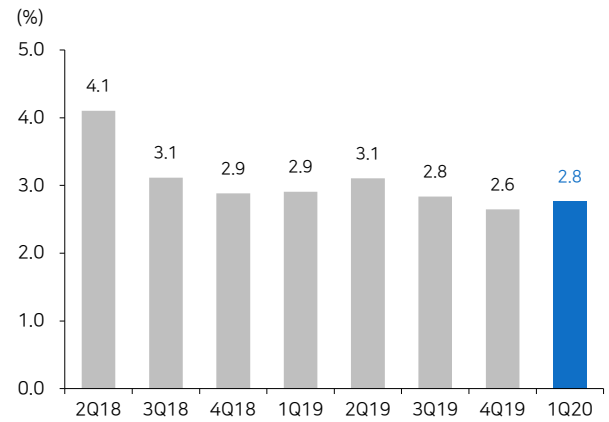
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림21 경과손해율 추이



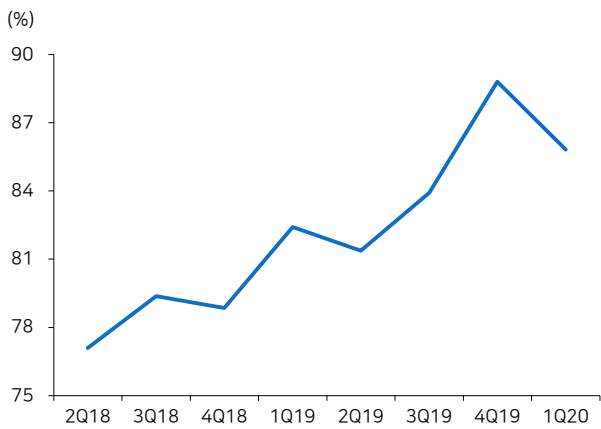
자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림22 투자영업이익률 추이



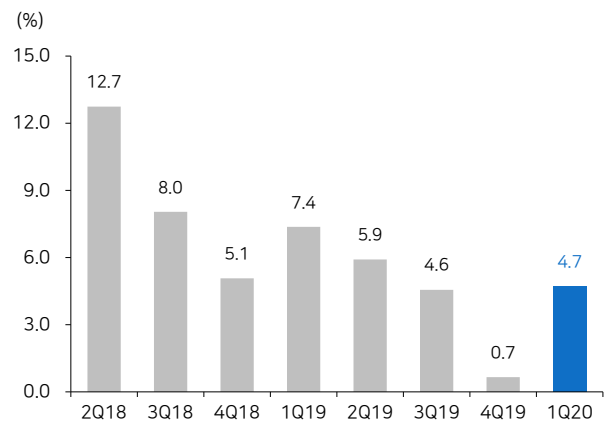
자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림23 장기위험손해율 추이



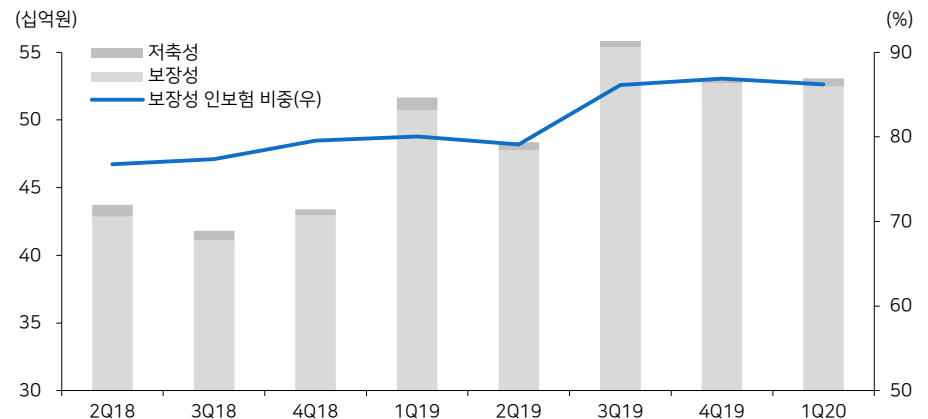
자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림24 ROE



자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림25 장기보험 신계약 추이



자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

삼성화재 (000810)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
원수보험료	18,234.0	18,839.3	19,164.9	19,104.7	19,155.9
일반	1,404.7	1,463.5	1,552.6	1,505.3	1,509.4
자동차	4,732.6	5,137.1	5,330.9	5,287.5	5,305.1
장기	12,096.7	12,238.7	12,281.3	12,311.9	12,341.5
보유보험료	17,748.3	18,399.8	18,428.0	18,440.2	18,474.1
경과보험료	17,701.8	18,003.2	18,160.6	18,146.9	18,191.7
일반	1,413.6	1,537.8	1,648.6	1,609.1	1,614.0
자동차	4,507.0	4,642.3	4,732.5	4,718.7	4,731.6
장기	11,781.3	11,823.2	11,779.5	11,819.1	11,846.1
경과손해액	14,709.1	15,265.6	15,223.7	15,187.9	15,233.7
일반	1,016.5	1,140.4	1,265.8	1,199.8	1,210.0
자동차	3,842.4	4,243.1	4,168.8	4,136.3	4,151.8
장기	9,850.3	9,882.1	9,789.1	9,851.8	9,872.0
순사업비	3,605.6	3,814.1	3,851.5	3,815.0	3,802.2
보험영업이익	-612.9	-1,076.5	-914.6	-856.0	-844.2
투자영업이익	2,136.7	1,990.9	2,048.5	2,092.0	2,099.2
영업이익	1,523.8	914.4	1,133.9	1,236.0	1,255.0
영업외손익	-80.5	-95.4	-72.1	-66.2	-66.2
세전순이익	1,443.3	819.0	1,061.8	1,169.7	1,188.8
법인세비용	383.1	209.8	288.3	312.9	318.0
당기순이익	1,057.1	609.2	773.5	856.8	870.8

Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
경과손해율	83.1	84.8	83.8	83.7	83.7
일반	71.9	74.2	76.8	74.6	75.0
자동차	85.3	91.4	88.1	87.7	87.7
장기	83.6	83.6	83.1	83.4	83.3
사업비율	20.4	21.2	21.2	21.0	20.9
합산비율	103.5	106.0	105.0	104.7	104.6
투자영업이익률	3.3	2.9	2.8	2.8	2.8
성장성					
총자산	4.7	6.9	2.9	3.1	0.9
운용자산	3.6	7.0	1.9	2.9	0.9
자기자본	3.8	15.6	-1.2	3.5	1.9
원수보험료	0.0	3.3	1.7	-0.3	0.3
경과보험료	0.8	1.7	0.9	-0.1	0.2
순이익	0.2	-42.4	27.0	10.8	1.6

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	78,962.5	84,436.9	86,847.7	89,539.3	90,357.4
운용자산	66,733.1	71,391.5	72,721.5	74,839.5	75,510.6
현예금 및 예치금	1,647.7	1,299.1	1,217.1	1,252.5	1,263.8
유가증권	41,755.4	45,874.2	47,138.6	48,511.5	48,946.6
주식	6,159.9	9,607.1	9,133.9	9,400.0	9,484.3
채권	32,242.9	31,798.2	32,986.9	33,947.7	34,252.1
대출채권	22,531.5	23,457.2	23,598.9	24,286.2	24,504.0
부동산	798.5	760.9	766.9	789.3	796.3
비운용자산	4,290.5	4,719.4	5,274.2	5,488.3	5,543.2
특별계정자산	7,938.9	8,326.0	8,852.0	9,211.4	9,303.6
부채총계	66,675.4	70,229.5	72,810.4	75,012.7	75,549.7
보험계약준비금	55,460.8	57,866.4	59,510.3	61,172.6	61,571.2
책임준비금	55,460.8	57,866.4	59,510.3	61,172.6	61,571.2
기타부채	3,275.7	4,037.1	4,448.0	4,628.6	4,674.9
특별계정부채	7,938.9	8,326.0	8,852.0	9,211.4	9,303.6
자본총계	12,287.1	14,207.4	14,037.3	14,526.6	14,807.7
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	9,011.8	9,501.1	9,782.2
자본조정	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5
기타포괄손익누계액	3,975.3	5,775.2	5,543.3	5,543.3	5,543.3

Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	25,766	14,615	18,566	20,567	20,901
BPS	289,043	334,216	330,216	341,727	348,339
DPS	11,500	8,500	10,653	11,801	11,993
밸류에이션 (배)					
PER	10.4	16.7	10.0	9.0	8.9
PBR	0.93	0.73	0.56	0.54	0.53
수익성					
ROE	8.8	4.6	5.5	6.0	5.9
ROA	1.4	0.7	0.9	1.0	1.0
배당지표					
배당성향	43.3	54.9	54.9	54.9	54.9
배당수익률	4.3	3.5	5.7	6.4	6.5
안정성					
총자산/자기자본	643	594	619	616	610
보유보험료/자기자본	144	130	131	127	125

DB손해보험 (005830)

Buy, TP 70,000원

2Q20E 순이익 1,458억원(+6.0% QoQ, +36.2% YoY)으로 추정한다. COVID-19 영향으로 자동차 손해율 및 위험손해율이 안정화가 지속되고 있다. 운전자 보험 판매 호조로 신계약 판매 규모 크게 줄지 않았으나 이연 한도 늘어나고 있어 사업비율 하락이 추정된다. 동사는 19년 채권 매각익이 크지 않아 관련 기저효과가 비교적 적어 안정적인 운용수익률 시현이 가능하다. 2분기 운용수익률 3.4%로 추정했다.

투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 70,000원으로 12.9% 상향 조정한다. 20E EPS 6.3%, ROE 0.3%p 상향 조정했다. 원수보험료 기준 자동차 비중 27~28%로 손해율 개선에 따른 민감도가 클 전망이다. 자산 듀레이션 9.6으로 충분히 확보되어 있어 RBC 규제 강화 최종안 적용에도 영향 제한적이다. 업종 내 top pick으로 제시한다.

표3 DB손해보험 2Q20E Preview

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,306.6	3,248.3	1.8	3,367.3	-1.8	3,052.4	8.3
보험영업이익	-120.5	-169.6	적지	-146.3	적지		
투자영업이익	322.0	314.5	2.4	324.8	-0.9		
영업이익	201.6	144.9	39.2	178.6	12.9	201.3	0.1
당기순이익	145.8	107.0	36.2	137.6	6.0	146.8	-0.7

자료: DB손해보험, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표4 Valuation table

적정주가	70,000원
이론주가	69,808원
2020년 BPS	99,046원
적정 PBR	0.70배
PBR Discount	-30%
이론 PBR	1.01배
2020년 ROE	8.0%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	8.0%
Beta	0.86
Risk Free Rate	1.1%
Risk Premium	8.0%

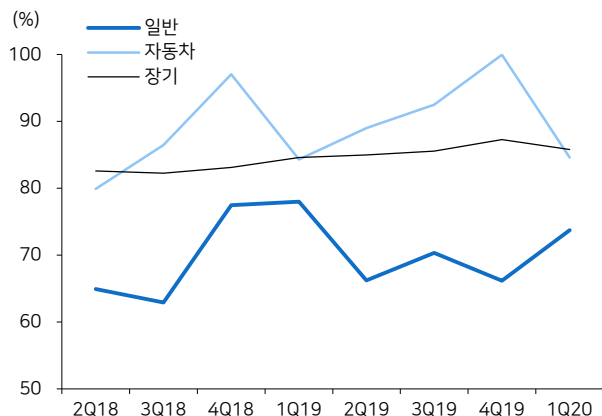
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
순이익	452.2	482.7	480.8	498.7	6.3	3.3
EPS (원)	7,144	7,626	7,596	7,878	6.3	3.3
BPS(원)	95,419	102,739	99,046	106,505	3.8	3.7
ROE (%)	7.7	7.7	8.0	7.7	0.3	0.0

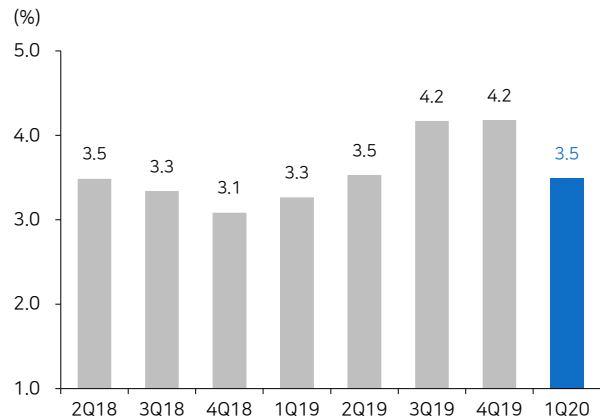
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림26 경과손해를 추이



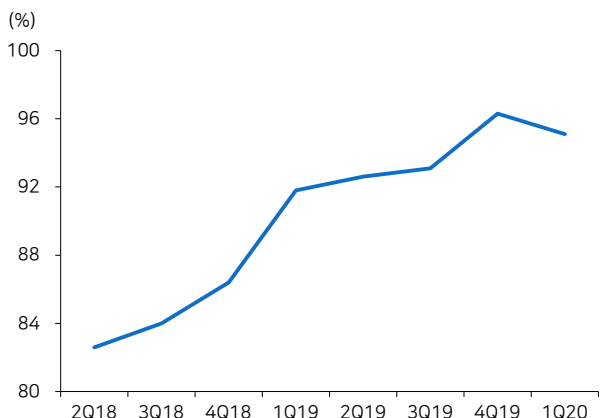
자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림27 투자영업이익률 추이



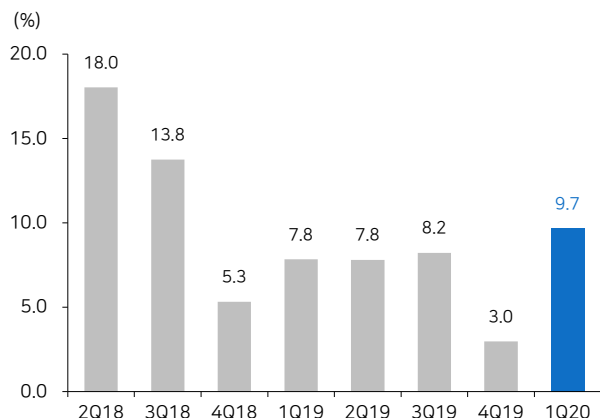
자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림28 장기위험손해를 추이



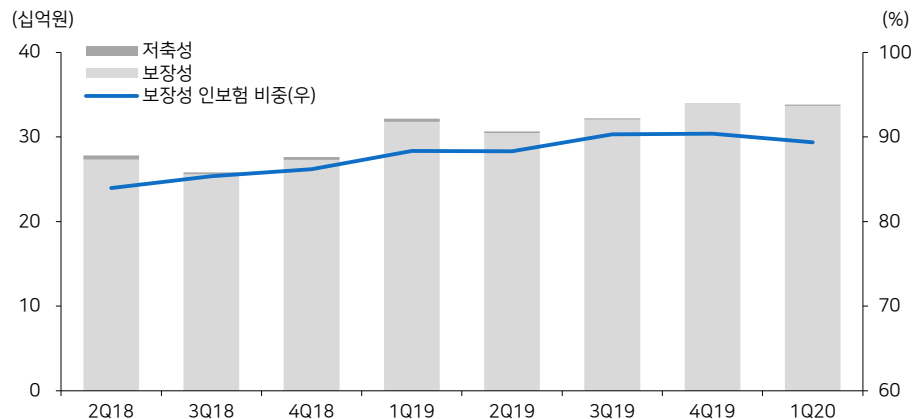
자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림29 ROE



자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림30 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	13,393.6	13,382.4	13,414.9
일반	994.9	1,124.3	1,182.6	1,150.8	1,154.0
자동차	3,274.7	3,508.2	3,723.2	3,744.6	3,757.0
장기	8,179.7	8,394.6	8,487.8	8,487.0	8,503.9
보유보험료	11,624.7	12,114.8	12,427.9	12,420.4	12,448.8
경과보험료	11,592.2	11,879.5	12,152.5	12,145.2	12,172.9
일반	582.5	677.1	729.9	709.9	711.4
자동차	3,025.1	3,101.0	3,277.7	3,295.7	3,306.1
장기	7,984.7	8,101.4	8,144.9	8,139.6	8,155.5
경과손해액	9,664.7	10,241.7	10,358.0	10,360.8	10,382.4
일반	393.1	466.6	509.6	490.2	491.9
자동차	2,637.0	2,840.4	2,867.4	2,911.8	2,925.7
장기	6,634.6	6,934.7	6,981.0	6,958.8	6,964.8
순사업비	2,255.7	2,485.3	2,448.8	2,432.1	2,443.8
보험영업이익	-328.3	-856.4	-654.3	-647.7	-653.3
투자영업이익	1,074.1	1,368.7	1,306.5	1,337.2	1,353.8
영업이익	745.9	512.3	652.1	689.5	700.5
영업외손익	-35.2	-7.3	-5.8	-8.7	-8.9
세전순이익	710.6	505.1	646.3	680.8	691.6
법인세비용	195.9	132.2	165.5	182.1	185.0
당기순이익	514.7	372.9	480.8	498.7	506.6

Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
경과손해율	83.4	86.2	85.2	85.3	85.3
일반	67.5	68.9	69.8	69.0	69.2
자동차	87.2	91.6	87.5	88.4	88.5
장기	83.1	85.6	85.7	85.5	85.4
사업비율	19.5	20.9	20.2	20.0	20.1
합산비율	102.8	107.1	105.4	105.3	105.4
투자영업이익률	3.3	3.8	3.4	3.3	3.3
성장성					
총자산	6.3	9.8	5.7	4.8	0.9
운용자산	8.7	7.6	6.0	5.0	0.9
자기자본	11.2	16.5	9.6	7.5	0.4
원수보험료	0.7	4.6	2.8	-0.1	0.2
경과보험료	1.3	2.5	2.3	-0.1	0.2
순이익	-17.3	-27.6	28.9	3.7	1.6

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	39,775.5	43,666.8	46,143.7	48,371.3	48,827.2
운용자산	34,351.1	36,974.2	39,195.5	41,140.9	41,524.5
현예금 및 예치금	748.2	425.7	357.3	375.0	378.5
유가증권	21,738.6	24,449.4	26,032.2	27,324.3	27,579.1
주식	1,071.1	950.0	1,102.7	1,157.5	1,168.3
채권	8,787.3	9,011.0	9,423.8	9,891.6	9,983.8
대출채권	10,733.3	10,956.7	11,605.7	12,181.7	12,295.3
부동산	1,131.0	1,142.4	1,200.3	1,259.9	1,271.6
비운용자산	3,064.4	3,255.4	3,301.7	3,435.8	3,470.1
특별계정자산	2,359.9	3,437.2	3,646.5	3,794.6	3,832.5
부채총계	34,864.4	37,946.0	39,874.3	41,629.7	42,059.4
보험계약준비금	30,602.9	32,512.0	33,993.1	35,509.7	35,878.1
책임준비금	30,602.9	32,512.0	33,993.1	35,509.7	35,878.1
기타부채	1,636.0	1,976.6	2,169.0	2,190.7	2,212.6
특별계정부채	2,625.5	3,457.4	3,646.5	3,794.6	3,832.5
자본총계	4,911.1	5,720.8	6,269.4	6,741.6	6,767.8
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	4,990.4	5,462.5	5,488.8
자본조정	548.2	1,111.6	1,205.7	1,205.7	1,205.7

Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	8,132	5,891	7,596	7,878	8,004
BPS	77,587	90,379	99,046	106,505	106,920
DPS	2,000	1,500	1,901	1,989	2,012
밸류에이션 (배)					
PER	8.7	8.9	6.3	6.1	6.0
PBR	0.91	0.58	0.48	0.45	0.45
수익성					
ROE	11.0	7.0	8.0	7.7	7.5
ROA	1.3	0.9	1.1	1.1	1.0
배당지표					
배당성향	24.6	25.5	25.0	25.2	25.1
배당수익률	2.8	2.9	4.0	4.1	4.2
안정성					
총자산/자기자본	810	763	736	718	721
보유보험료/자기자본	237	212	198	184	184

현대해상 (001450)

Buy, TP 33,000원

2Q20E 순이익 984억원(+9.8% QoQ, +13.7% YoY)으로 추정한다. COVID-19 영향으로 자동차 운행량 및 병원 이용량 감소해 손해를 개선세가 지속되고 있다. 판매 경쟁 둔화되고 있으나 민식이법으로 운전자 보험 판매가 증가해 월평균 90억원 규모 예상된다. 5월 희망퇴직 진행해 160~170억원 규모의 비용이 발생해 타사 대비 사업비율 하락폭은 제한적일 전망이다. 보험 영업 부분 양호하나 전년 동기 채권 매각익 기저효과로 투자수익률 하락이 추정된다.

투자의견 Buy 유지하고 적정주가를 33,000원으로 6.5% 상향 조정한다. 강남 사옥 매각익 인식으로 19년 대비 채권 매각익 규모가 줄더라도 투자수익률 방어가 가능하다. 원수보험료 기준 자동차 보험 비중 27%로 자동차 보험료 인상 효과와 계약자의 활동량 감소로 손해를 하락에 따른 이익 개선이 기대된다. 20E EPS 9.6%, ROE 0.6%p 상향 조정 한다.

표6 현대해상 2Q20E Preview

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,420.9	3,353.9	2.0	3,470.9	-1.4	3,068.4	11.5
보험영업이익	-189.7	-229.3	적지	-217.6	적지		
투자영업이익	333.5	356.3	-6.4	350.2	-4.8		
영업이익	143.8	126.9	13.3	132.6	8.5	130.2	10.5
당기순이익	98.4	86.6	13.7	89.7	9.8	97.7	0.8

자료: 현대해상, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표7 Valuation table

적정주가	33,000원
이론주가	33,024원
2020년 BPS	54,699원
적정 PBR	0.60배
PBR Discount	-40.0%
이론 PBR	1.01배
2020년 ROE	7.6%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	7.6%
Beta	0.81
Risk Free Rate	1.1%
Risk Premium	8.0%

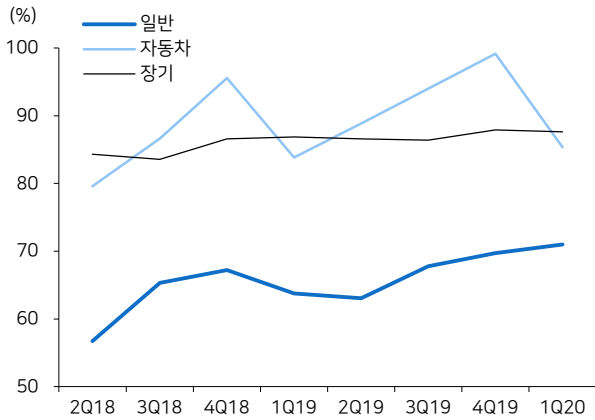
자료: 메리츠증권 리서치센터

표8 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
순이익	313.3	331.2	341.1	335.2	8.9	1.2
EPS (원)	3,633	3,858	3,982	3,908	9.6	1.3
BPS(원)	54,350	58,205	54,699	58,506	0.6	0.5
ROE (%)	7.0	6.9	7.6	6.9	0.6	0.0

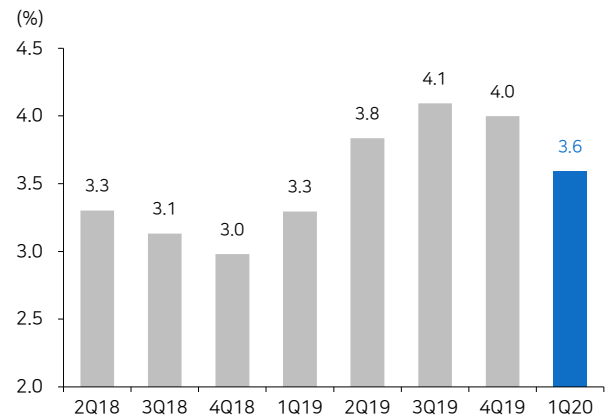
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림31 경과손해율 추이



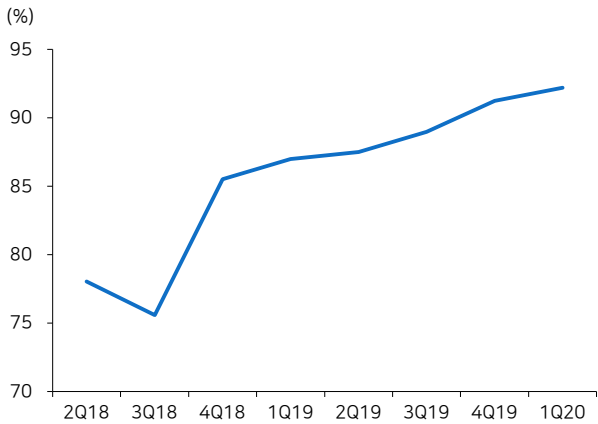
자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림32 투자영업이익률 추이



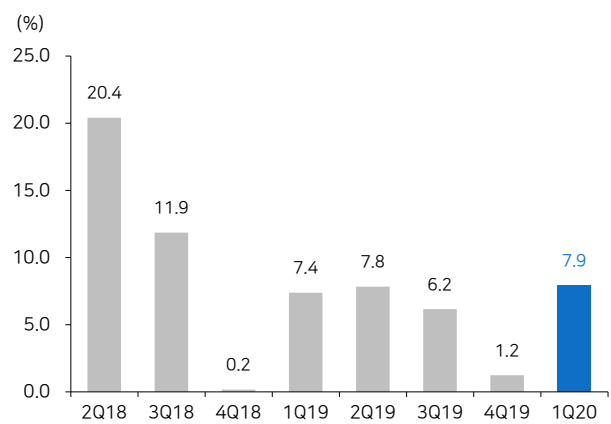
자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림33 장기위험손해율 추이



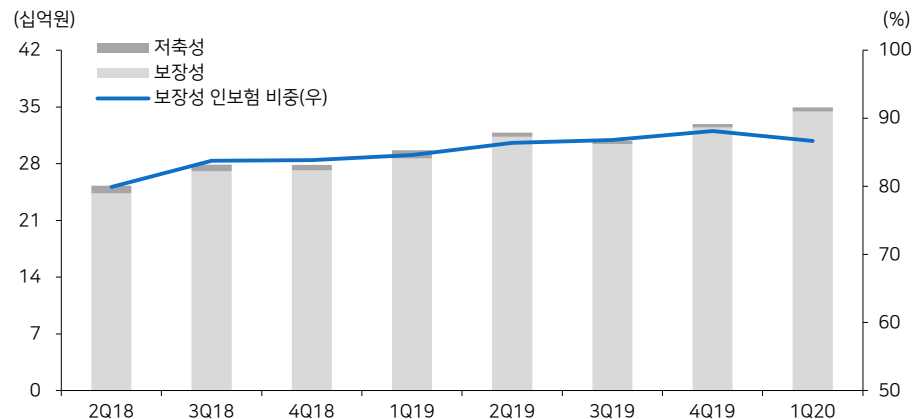
자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림34 ROE



자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림35 장기보험 신계약 추이



자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

현대해상 (001450)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
원수보험료	12,978.3	13,417.4	13,801.9	13,779.3	13,994.7
일반	1,092.6	1,155.6	1,210.5	1,181.1	1,205.9
자동차	3,375.9	3,565.3	3,783.8	3,811.6	3,890.6
장기	8,508.3	8,694.6	8,807.2	8,786.6	8,898.2
보유보험료	11,856.0	12,270.6	12,579.6	12,584.5	12,771.2
경과보험료	11,765.7	12,060.6	12,378.4	12,362.8	12,552.7
일반	458.5	498.9	529.1	517.7	528.0
자동차	3,142.1	3,240.3	3,412.6	3,432.3	3,505.1
장기	8,165.0	8,321.4	8,436.8	8,412.7	8,519.6
경과손해액	9,922.4	10,533.6	10,750.1	10,731.9	10,925.2
일반	282.2	330.6	362.0	345.2	353.8
자동차	2,690.8	2,968.2	3,005.9	3,048.4	3,130.0
장기	6,949.5	7,234.7	7,382.3	7,338.4	7,441.4
순사업비	2,416.3	2,573.9	2,565.8	2,535.7	2,525.7
보험영업이익	-573.1	-1,046.8	-937.5	-904.9	-898.1
투자영업이익	1,087.4	1,430.1	1,441.7	1,400.5	1,511.4
영업이익	514.3	383.2	504.1	495.6	519.2
영업외손익	-23.1	-35.0	-41.7	-38.0	-38.0
세전순이익	491.2	348.3	462.4	457.6	481.2
법인세비용	132.2	97.8	121.3	122.4	128.7
당기순이익	359.0	250.4	341.1	335.2	352.5

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	43,719.4	45,825.8	49,048.7	51,511.5	52,064.8
운용자산	35,810.7	38,500.9	41,656.5	43,819.2	44,295.6
현예금 및 예치금	1,057.9	976.8	1,528.9	1,608.3	1,625.8
유가증권	23,589.5	25,571.8	27,429.3	28,853.3	29,167.0
주식	1,244.6	1,182.0	1,223.9	1,287.5	1,301.5
채권	12,575.2	13,081.8	13,743.4	14,456.9	14,614.1
대출채권	10,142.5	10,881.2	11,571.5	12,172.2	12,304.5
부동산	1,020.7	1,071.1	1,126.8	1,185.3	1,198.2
비운용자산	3,711.9	3,848.8	3,867.0	4,024.0	4,064.2
특별계정자산	4,196.8	3,476.1	3,525.2	3,668.4	3,705.0
부채총계	39,605.8	41,348.3	44,188.9	46,348.2	46,875.2
보험계약준비금	33,098.9	35,343.2	37,117.9	38,990.1	39,443.5
책임준비금	33,098.9	35,343.2	37,117.9	38,990.1	39,443.5
기타부채	4,207.9	3,442.4	3,545.8	3,689.7	3,726.6
특별계정부채	4,196.8	3,476.1	3,525.2	3,668.4	3,705.0
자본총계	4,113.6	4,477.5	4,859.8	5,163.3	5,189.7
자본금	44.7	44.7	44.7	44.7	44.7
자본잉여금	114.2	114.1	114.2	114.2	114.2
이익잉여금	2,996.7	3,137.7	3,451.0	3,754.5	3,780.9
자본조정	-37.5	-37.5	-45.4	-45.4	-45.4
기타포괄손익누계액	497.2	720.2	797.0	797.0	797.0

Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
경과손해율	84.3	87.3	86.8	86.8	87.0
일반	61.5	66.3	68.4	66.7	67.0
자동차	85.6	91.6	88.1	88.8	89.3
장기	85.1	86.9	87.5	87.2	87.3
사업비율	20.5	21.3	20.7	20.5	20.1
합산비율	104.9	108.7	107.6	107.3	107.2
투자영업이익률	3.2	3.8	3.6	3.3	3.4
성장성					
총자산	9.0	4.8	7.0	5.0	1.1
운용자산	10.4	7.5	8.2	5.2	1.1
자기자본	32.6	8.8	8.5	6.2	0.5
원수보험료	1.2	3.4	2.9	-0.2	1.6
경과보험료	2.0	2.5	2.6	-0.1	1.5
순이익	-24.1	-30.2	36.2	-1.7	5.2

Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	4,428	2,845	3,982	3,908	4,125
BPS	45,341	49,905	54,699	58,506	58,837
DPS	1,130	880	1,199	1,178	1,239
밸류에이션 (배)					
PER	9.3	9.5	6.0	6.1	5.8
PBR	0.91	0.54	0.44	0.41	0.41
수익성					
ROE	10.5	6.0	7.6	6.9	7.0
ROA	0.9	0.6	0.7	0.7	0.7
배당지표					
배당성향	25.1	28.0	28.0	28.0	28.0
배당수익률	2.8	3.3	5.0	4.9	5.2
안정성					
총자산/자기자본	1,063	1,023	1,009	998	1,003
보유보험료/자기자본	288	274	259	244	246

메리츠화재 (000060)

Buy, TP 21,000원

2Q20E 순이익 1,013억원(-5.9% QoQ, +44.0% YoY)으로 추정한다. 수익성 강화 기조의 판매 전략으로 월평균 신계약 100억원 규모로 감소했다. 결과적으로 추가 상각 감소하고 있어 사업비율 25%대까지 하락할 전망이다. 채권 매각익 또한 규모 감소하고 있어 투자수익률 5.4% 추정했다. 자동차 보험 비중 7~8%로 적어 손해를 개선에 따른 영향 제한적이나 위험손해율에 민감한 동사의 특성상 COVID-19로 인한 병원 이용량 감소에 따른 영향 예상된다. 1Q20 기준 전속설계사 25,341명으로 업계 내 1위 규모로 늘어나 채널 비중 5:5를 목표로 하고 있다. 21년 이후 설계사의 고용보험이 적용으로 관련 비용 증가 예상되나 큰 규모는 아닐 전망이다.

투자의견 Buy 및 적정주가 21,000원을 유지한다. 자산 듀레이션 10.48로 업계 내에서 가장 길고 만기불일치 위험액 최종규정을 이미 반영해 규제 리스크 제한적이다. 자산 듀레이션을 적극적으로 늘려 금리 하락에 따른 평가익 규모 컸으며 향후 보유 이원 방어는 대출 확대로 가능하다. 대출의 평균 만기가 짧아 충분한 자산 듀레이션이 확보되지 않은 보험사는 신용 마진 추구하기 어렵기 때문이다. 시가배당수익률 7% 이상 전망되어 업종 내 top pick으로 제시한다.

표9 메리츠화재 2Q20E Preview

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	2,206.3	1,953.0	13.0	2,222.5	-0.7	2,093.8	5.4
보험영업이익	-144.1	-155.7	적지	-181.8	적지		
투자영업이익	283.5	254.5	11.4	335.1	-15.4		
영업이익	139.4	98.9	41.0	153.2	-9.0	130.7	6.7
당기순이익	101.3	70.3	44.0	107.6	-5.9	95.0	6.6

자료: 메리츠화재, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

그림36 메리츠화재 PER 밴드



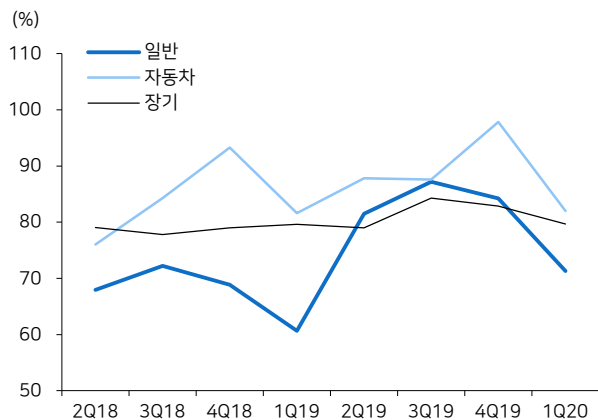
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림37 메리츠화재 PBR 밴드



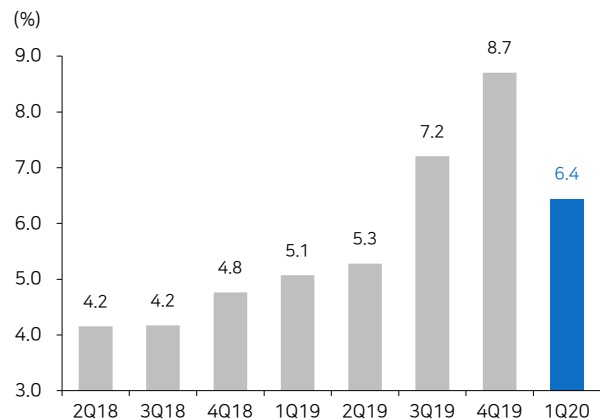
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림38 경과손해를 추이



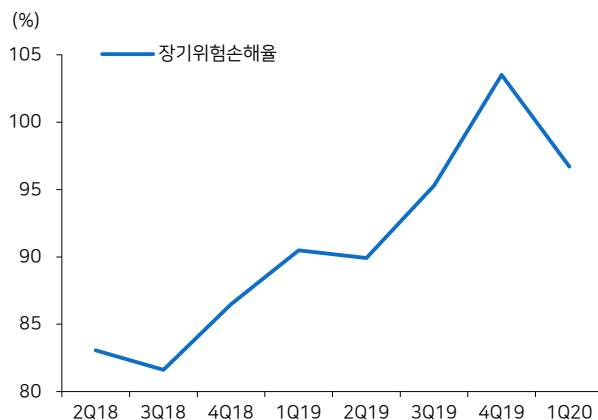
자료: 메리츠화재, 메리츠증권 리서치센터

그림39 투자영업이익률 추이



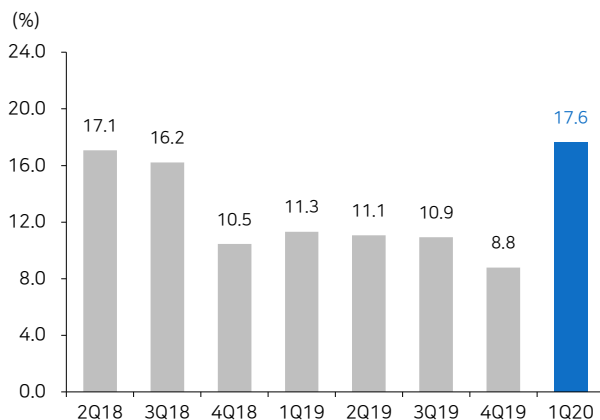
자료: 메리츠화재, 메리츠증권 리서치센터

그림40 장기위험손해를 추이



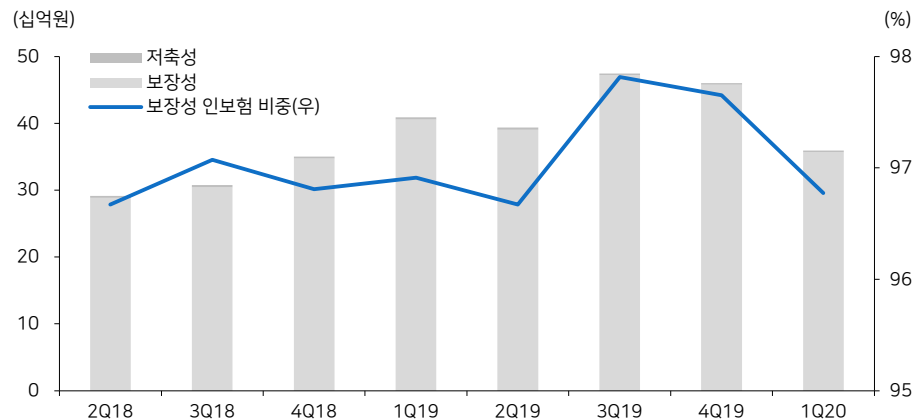
자료: 메리츠화재, 메리츠증권 리서치센터

그림41 ROE



자료: 메리츠화재, 메리츠증권 리서치센터

그림42 장기보험 신계약 추이



자료: 메리츠화재, 메리츠증권 리서치센터

메리츠화재 (000060)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
원수보험료	7,080.0	8,032.3	9,060.1	9,899.2	10,123.7
일반	498.2	512.1	518.0	522.3	524.2
자동차	783.5	653.1	677.0	676.8	679.0
장기	5,798.3	6,867.1	7,865.1	8,700.0	8,920.4
보유보험료	6,740.9	7,605.8	8,567.5	9,384.2	9,597.2
경과보험료	6,734.4	7,676.1	8,567.0	9,410.9	9,621.1
일반	306.2	337.5	297.8	326.6	327.9
자동차	760.8	675.6	648.9	671.9	675.3
장기	5,667.4	6,581.6	7,620.3	8,412.4	8,617.9
경과손해액	5,339.0	6,226.8	6,963.0	7,671.5	7,845.2
일반	207.5	265.4	225.8	249.2	250.8
자동차	632.0	597.8	549.2	575.4	579.9
장기	4,499.6	5,363.5	6,188.0	6,846.9	7,014.6
순사업비	1,791.3	2,368.3	2,254.8	2,382.9	2,402.8
보험영업이익	-395.9	-918.9	-650.9	-643.5	-626.9
투자영업이익	761.6	1,297.2	1,057.5	1,055.1	1,059.4
영업이익	365.7	378.3	406.7	411.6	432.5
영업외손익	-16.6	-4.2	-4.9	-4.4	-4.5
세전순이익	349.1	374.1	401.8	407.2	428.0
법인세비용	89.0	102.9	110.9	108.9	114.5
당기순이익	260.0	271.2	290.8	298.3	313.5

Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
경과손해율	79.3	81.1	81.3	81.5	81.5
일반	67.7	78.6	75.8	76.3	76.5
자동차	83.1	88.5	84.6	85.6	85.9
장기	79.4	81.5	81.2	81.4	81.4
사업비율	26.6	30.9	26.3	25.3	25.0
합산비율	105.9	112.0	107.6	106.8	106.5
투자영업이익률	4.5	6.7	4.9	4.4	4.1
성장성					
총자산	12.9	13.2	11.7	10.0	2.2
운용자산	14.3	11.9	12.2	10.8	2.4
자기자본	27.4	6.9	8.8	8.1	0.6
원수보험료	10.6	13.4	12.8	9.3	2.3
경과보험료	12.3	14.0	11.6	9.9	2.2
순이익	-26.8	4.3	7.2	2.6	5.1

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	20,433.3	23,136.9	25,852.8	28,441.9	29,072.3
운용자산	18,255.3	20,434.5	22,920.1	25,390.0	25,990.0
현예금 및 예치금	418.5	410.0	620.9	687.8	704.0
유가증권	11,695.8	13,615.7	14,652.6	16,231.7	16,615.2
주식	114.9	94.0	99.5	110.2	112.8
채권	7,251.5	8,543.1	8,812.3	9,762.0	9,992.6
대출채권	5,361.7	5,695.6	6,875.8	7,616.8	7,796.8
부동산	779.4	713.1	770.7	853.8	873.9
비운용자산	2,178.0	2,702.4	2,932.8	3,051.8	3,082.4
특별계정자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	18,157.6	20,704.1	23,205.3	25,580.2	26,193.2
보험계약준비금	17,021.0	18,869.5	20,936.2	23,219.0	23,808.4
책임준비금	17,021.0	18,869.5	20,936.2	23,219.0	23,808.4
기타부채	1,136.6	1,834.6	2,269.1	2,361.2	2,384.8
특별계정부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,275.7	2,432.8	2,647.5	2,861.7	2,879.1
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	1,649.6	1,863.8	1,881.2
자본조정	-34.5	-43.6	-49.6	-49.6	-49.6
기타포괄손익누계액	507.1	477.1	485.7	485.7	485.7

Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	2,324	2,432	2,609	2,675	2,812
BPS	20,341	21,822	23,748	25,669	25,826
DPS	820	850	916	937	986
밸류에이션 (배)					
PER	9.4	7.3	5.0	4.9	4.6
PBR	1.07	0.82	0.55	0.51	0.50
수익성					
ROE	12.8	11.5	11.4	10.8	10.9
ROA	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
배당지표					
배당성향	35.3	34.9	35.1	35.0	35.1
배당수익률	3.8	4.8	7.0	7.2	7.6
안정성					
총자산/자기자본	898	951	976	994	1,010
보유보험료/자기자본	296	313	324	328	333

한화손해보험 (000370)

Buy, TP 3,200원

2Q20E 순이익 262억원(-22.8% QoQ, +558.2% YoY)으로 추정한다. 업계와 같이 COVID-19 영향으로 자동차 및 위험손해를 안정화 되는 모습이다. 위험손해를 상승 추세로 19년 대규모의 IBNR 반영이 있었던 동사의 부담이 완화되고 있다. 경영관리 대상에 포함되어 50% 이상의 실손 보험료 인상이 단행되었으며 희망퇴직을 진행했다. 관련 비용은 260억원 인식될 예정이다. 다만, 갱신 주기 등을 고려 시 구조적인 위험손해를 개선에는 시일이 걸릴 전망이다.

투자의견을 Buy로 상향 하고 적정주가를 3,200원으로 39.1% 상향 조정한다. 자동차 손해를 개선 가시화 되면 20년 EPS 추정치 33.3%, ROE 1.0%p 상향 조정했다. 원수보험료 기준 자동차 보험료 비중 13.3%로 손해를 개선 사이클에 이익이 민감한 점 긍정적이다. 경영효율화를 위한 희망 퇴직 또한 긍정적으로 평가한다. 다만, 업계 대비 큰 폭의 보험료 조정이 있어 향후 유지율 관리가 중요하다.

표10 한화손해보험 2Q20E Preview

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	1,466.0	1,485.5	-1.3	1,498.8	-2.2	1,136.0	29.0
보험영업이익	-94.0	-110.6	적지	-98.8	적지		
투자영업이익	132.7	113.9	16.5	144.4	-8.1		
영업이익	38.7	3.4	1,051.4	45.6	-15.0	48.3	-19.7
당기순이익	26.2	4.0	558.2	34.0	-22.8	34.6	-24.2

자료: 한화손해보험, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표11 Valuation table

적정주가	3,200원
이론주가	3,161원
2020년 BPS	13,305원
적정 PBR	0.21배
PBR Discount	-50.0%
이론 PBR	0.48배
2020년 ROE	4.2%
Growth Rate	-1.0%
Cost of Equity	9.9%
Beta	1.10
Risk Free Rate	1.1%
Risk Premium	8.0%

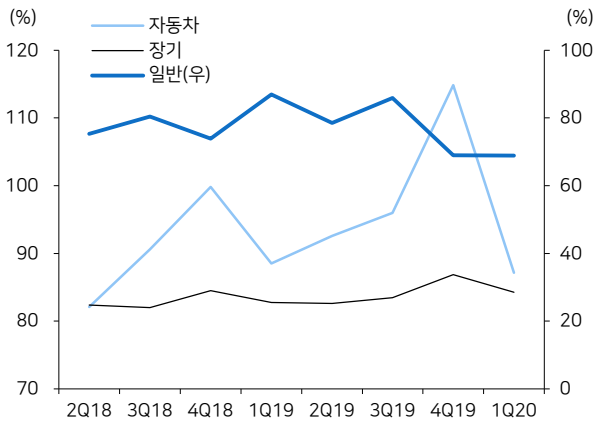
자료: 메리츠증권 리서치센터

표12 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
순이익	46.7	49.1	62.2	62.8	33.3	28.0
EPS (원)	400	420	532.7	538.1	33.3	28.0
BPS(원)	13,192	13,722	13,305	13,936	0.9	1.6
ROE (%)	3.1	3.1	4.2	4.0	1.0	0.8

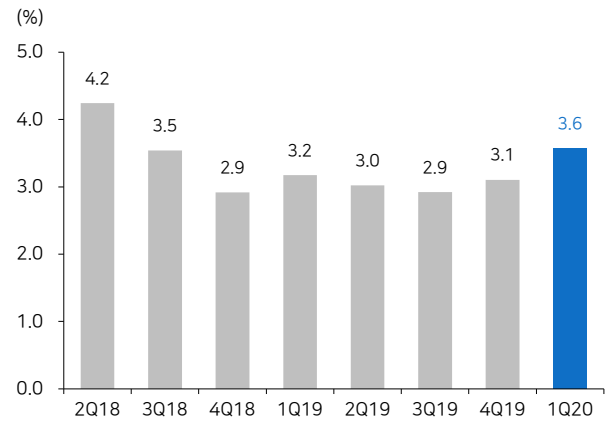
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림43 경과손해율 추이



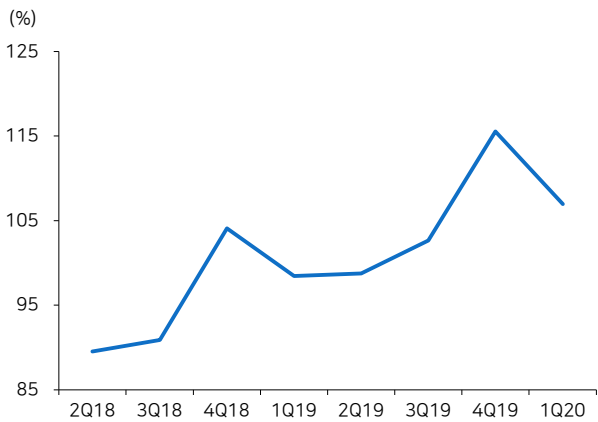
자료: 한화손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림44 투자영업이익률 추이



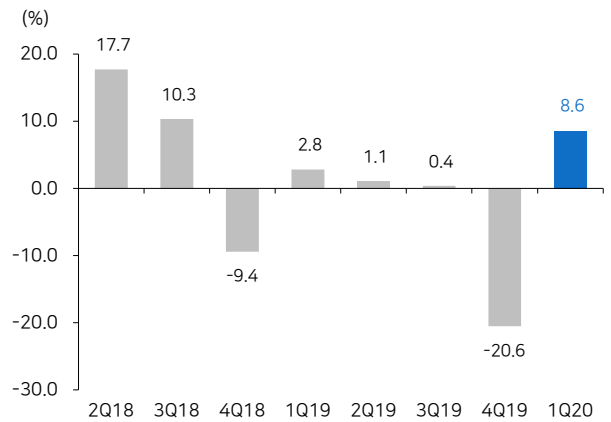
자료: 한화손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림45 장기위험손해율 추이



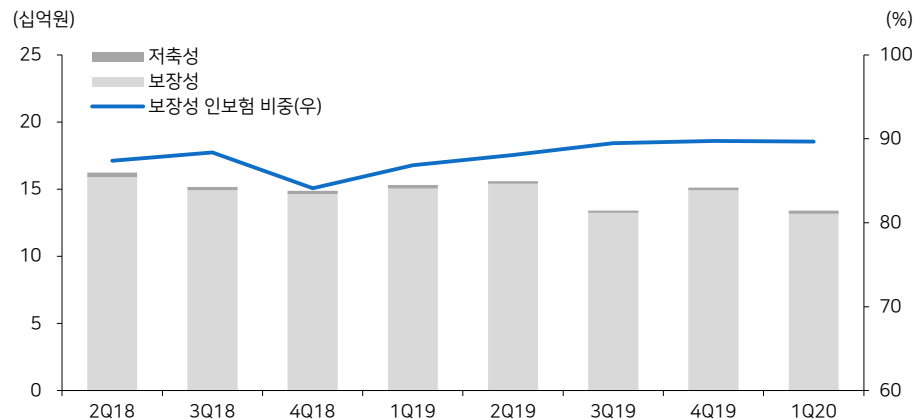
자료: 한화손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림46 ROE



자료: 한화손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림47 장기보험 신계약 추이



자료: 한화손해보험, 메리츠증권 리서치센터

한화손해보험 (000370)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
원수보험료	5,602.5	5,964.8	5,994.8	5,959.2	5,961.8
일반	436.1	531.6	546.9	544.6	546.1
자동차	873.8	861.5	852.6	878.4	881.3
장기	4,292.6	4,571.7	4,595.3	4,536.2	4,534.3
보유보험료	4,350.8	4,578.3	4,651.1	4,611.5	4,610.6
경과보험료	4,341.0	4,567.1	4,592.7	4,571.8	4,570.8
일반	196.0	224.8	239.4	241.2	241.4
자동차	576.0	580.3	584.7	593.5	596.7
장기	3,569.1	3,762.0	3,768.6	3,737.1	3,732.7
경과손해액	3,606.9	3,903.5	3,882.8	3,874.8	3,878.3
일반	147.1	177.6	175.7	181.4	181.2
자동차	511.0	568.9	527.9	541.2	546.4
장기	2,948.8	3,157.1	3,179.1	3,152.1	3,150.7
순사업비	1,099.4	1,199.5	1,159.2	1,173.7	1,170.6
보험영업이익	-367.4	-538.5	-452.2	-476.6	-478.1
투자영업이익	490.0	465.1	545.2	574.2	582.0
영업이익	122.6	-73.4	93.0	97.6	103.9
영업외손익	-8.8	-13.2	-12.4	-11.8	-11.8
세전순이익	113.8	-86.7	80.6	85.8	92.1
법인세비용	31.5	-29.3	18.4	22.9	24.6
당기순이익	82.3	-61.0	62.2	62.8	67.5

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	16,728.6	18,209.8	19,599.1	20,930.9	21,269.3
운용자산	14,546.9	15,723.9	17,256.9	18,493.6	18,807.6
현예금 및 예치금	561.2	582.0	652.6	699.3	711.2
유가증권	8,196.3	9,504.7	10,891.6	11,672.1	11,870.3
주식	280.6	179.5	199.4	213.7	217.4
채권	962.1	929.6	4,305.6	4,614.1	4,692.4
대출채권	5,304.1	5,059.3	5,107.3	5,473.3	5,566.2
부동산	475.1	512.6	537.3	575.8	585.5
비운용자산	2,175.9	2,480.5	2,336.7	2,431.5	2,455.9
특별계정자산	5.8	5.4	5.5	5.7	5.8
부채총계	15,311.8	16,783.9	18,045.8	19,304.1	19,608.0
보험계약준비금	14,128.7	15,401.6	16,588.6	17,787.6	18,076.4
책임준비금	14,128.7	15,401.6	16,588.6	17,787.6	18,076.4
기타부채	1,177.0	1,376.6	1,451.8	1,510.7	1,525.8
특별계정부채	6.0	5.7	5.5	5.7	5.8
자본총계	1,416.9	1,425.9	1,553.3	1,626.8	1,661.3
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	438.2	511.7	546.2
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	84.5	182.9	463.6	463.6	463.6

Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
경과손해율	83.1	85.5	84.5	84.8	84.8
일반	75.1	79.0	73.4	75.2	75.0
자동차	88.7	98.0	90.3	91.2	91.6
장기	82.6	83.9	84.4	84.3	84.4
사업비율	25.3	26.3	25.2	25.7	25.6
합산비율	108.4	111.7	109.8	110.4	110.5
투자영업이익률	3.6	3.1	3.3	3.2	3.1
성장성					
총자산	12.4	8.9	7.6	6.8	1.6
운용자산	14.6	8.1	9.7	7.2	1.7
자기자본	19.6	0.6	8.9	4.7	2.1
원수보험료	5.9	6.5	0.5	-0.6	0.0
경과보험료	4.6	5.2	0.6	-0.5	0.0
순이익	-44.8	적전	흑전	1.0	7.4

Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	705	-522	533	538	578
BPS	12,137	12,214	13,305	13,936	14,231
DPS	130	0	80	81	87
밸류에이션 (배)					
PER	8.4	-5.4	5.2	5.1	4.8
PBR	0.49	0.23	0.21	0.20	0.19
수익성					
ROE	6.3	-4.3	4.2	4.0	4.1
ROA	0.5	-0.3	0.3	0.3	0.3
배당지표					
배당성향	18.4	0.0	15.0	15.0	15.0
배당수익률	2.2	0.0	2.9	2.9	3.1
안정성					
총자산/자기자본	1,181	1,277	1,262	1,287	1,280
보유보험료/자기자본	307	321	299	283	278

삼성생명 (032830)

Buy, TP 61,000원

2Q20E 순이익(연결) 4,129억원(+79.6% QoQ,+33.5% YoY)으로 추정한다. 주식시장 회복으로 1,500억원 규모의 변액보증 준비금 환입이 전망된다. 다만, 금리 하락 추세가 지속되고 있어 연말 적립 가능성 크다. 동사는 10bp당 250억원의 민감도를 가지고 있어 2~3천억원 규모의 적립금이 발생할 수 있다. COVID-19로 병원 이용량 감소해 위험손해율이 하락할 전망이다. 이로 인해 사차이익 규모 200억원으로 추정한다. 그 외에 부동산 펀드 처분이익 약 900억원 발생해 운용수익률 3.4%로 추정했다.

투자의견 Buy 유지하고 적정주가를 61,000원으로 6.2% 하향 조정한다. 금리 하락으로 인한 역마진 확대, 변액보증준비금 적립액을 감안해 20E EPS 추정치 3.6%, ROE 0.1%p 하향 조정했다. 생보 업계 내에서는 건강 보험 판매 독보적인 수준이나 저금리 장기화로 인해 생명보험사의 중장기 저축성 판매 감소 추세가 가속화될 가능성이 있다.

표13 삼성생명 2Q20E Preview

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-540.9	-419.8	적지	-311.9	적지	-	-
투자손익	2,153.8	2,103.5	2.4	2,752.0	-21.7	-	-
책임준비금전입액	1,354.2	1,618.4	-16.3	2,455.8	-44.9	-	-
영업외손익	331.2	378.0	-12.4	339.6	-2.5	-	-
당기순이익	412.9	309.3	33.5	229.9	79.6	458.0	-9.8

자료: 삼성생명, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표14 Valuation table

적정주가	61,000원
이론주가	60,708원
2020년 BPS	191,375원
적정 PBR	0.32배
PBR Discount	-30.0%
이론 PBR	0.45배
2020년 ROE	3.0%
Growth Rate	-1.0%
Cost of Equity	7.7%
Beta	0.83
Risk Free Rate	1.1%
Risk Premium	8.0%

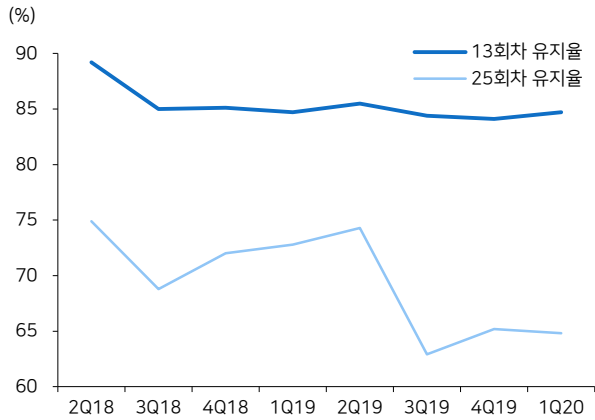
자료: 메리츠증권 리서치센터

표15 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
순이익	1,059.0	1,159.3	1,020.5	1,049.4	-3.6	-9.5
EPS (원)	5,897	6,456	5,683	5,844	-3.6	-9.5
BPS(원)	188,332	191,711	191,375	194,433	1.6	1.4
ROE (%)	3.1	3.4	3.0	3.0	-0.1	-0.4

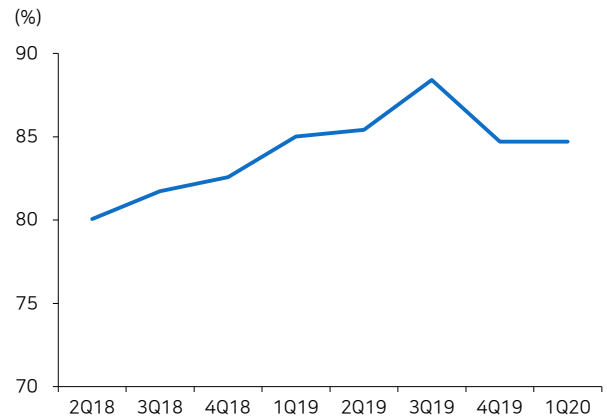
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림48 13회차 · 25회차 유지율 추이



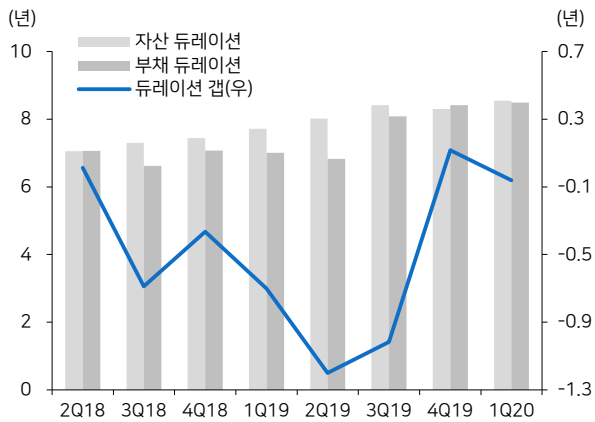
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림49 위험손해율 추이



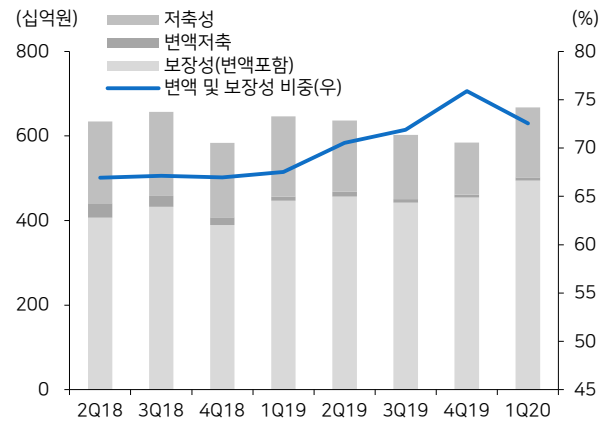
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림50 자산 부채 듀레이션



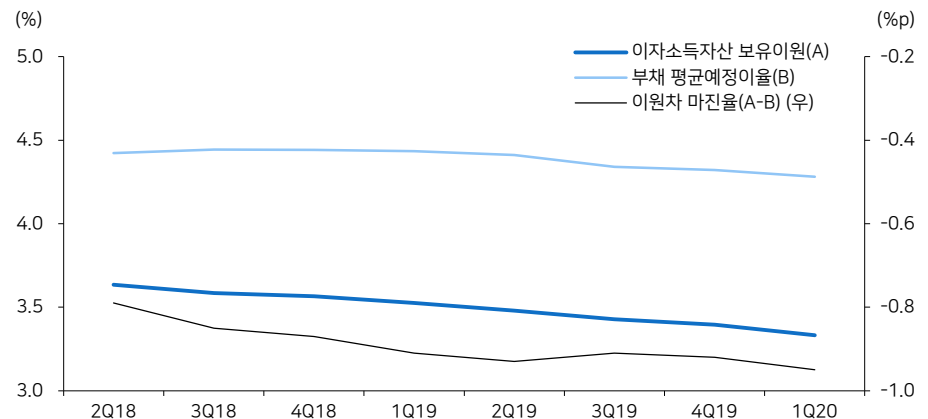
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림51 신계약 상품별 APE



자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림52 이원차마진 추이



자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

삼성생명 (032830)

Income Statement(연결)

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
보험손익	-1,214.2	-1,939.3	-1,885.4	-2,358.4	-2,456.3
보험영업수익	16,475.1	16,590.9	16,675.2	16,523.6	16,945.9
보험료수익	16,135.0	16,201.1	16,278.4	16,120.0	16,530.1
재보험수익	340.1	389.9	396.8	403.6	415.8
보험영업비용	17,689.4	18,530.2	18,560.7	18,882.0	19,402.2
지급보험금	13,510.3	14,467.4	14,740.1	15,046.5	15,466.2
재보험비용	389.5	443.6	471.7	481.0	494.5
사업비	2,231.9	2,176.3	2,042.1	2,052.7	2,106.2
신계약상각비	1,556.3	1,441.5	1,305.3	1,300.2	1,333.7
할인료	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5
투자손익	8,594.9	7,895.2	9,120.1	8,855.1	9,282.7
책임준비금전입액	6,447.6	6,003.8	6,989.0	6,148.2	6,404.7
영업이익	933.1	-47.9	245.6	348.6	421.7
영업외손익	1,432.6	1,474.7	1,207.8	1,150.8	1,146.8
세전순이익	2,365.7	1,426.8	1,453.4	1,499.4	1,568.5
법인세비용	632.0	375.1	369.5	401.1	419.6
당기순이익	1,733.7	1,051.7	1,083.9	1,098.3	1,148.9
지배주주	1,664.4	977.4	1,020.5	1,049.4	1,097.8
비지배주주	69.3	74.3	63.5	48.9	51.1

Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
보험금지급율	82.0	87.2	88.4	91.1	91.3
위험손해율	82.1	85.9	82.1	81.3	81.3
사업비율	23.5	22.3	20.6	20.8	20.8
투자수익률	3.7	3.2	3.6	3.4	3.4
성장성					
총자산	2.4	8.1	1.4	3.3	3.2
운용자산	3.3	8.2	1.0	3.6	3.7
특별계정자산	1.3	8.4	1.2	0.2	-0.5
자기자본	-2.0	22.3	-3.6	1.5	1.6
수입보험료	-2.8	0.7	0.5	-0.9	2.6
보험손익	N/A	N/A	-2.8	25.1	4.2
투자손익	23.2	-8.1	15.5	-2.9	4.8
책임준비금전입액	-15.3	-6.9	16.4	-12.0	4.2
순이익	37.2	-39.3	3.1	1.3	4.6

Balance Sheet(연결)

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	289,427.7	312,762.3	317,077.9	327,403.6	337,970.6
운용자산	236,195.3	255,459.4	258,138.8	267,446.6	277,250.5
현예금 및 예치금	4,745.3	6,536.9	4,987.4	5,202.0	5,398.0
유가증권	152,678.9	172,379.2	174,828.0	180,970.0	187,567.9
주식	24,625.5	33,235.5	30,916.0	31,909.3	33,051.9
채권	106,307.1	114,625.3	117,917.1	122,145.3	126,617.1
대출채권	70,187.0	68,891.4	70,232.8	72,876.2	75,575.1
부동산	8,584.0	7,651.9	8,090.6	8,398.5	8,709.6
비운용자산	7,298.5	7,507.6	8,553.1	9,470.1	10,462.5
특별계정자산	45,933.9	49,795.3	50,386.1	50,486.9	50,257.7
부채총계	258,922.2	275,445.9	281,088.8	290,865.3	300,857.9
책임준비금	173,943.4	180,493.0	187,608.3	193,756.5	200,161.2
계약자지분조정	8,208.6	11,528.5	10,194.5	10,194.5	10,194.5
기타부채	29,793.6	30,280.9	32,899.9	36,427.5	40,244.6
특별계정부채	46,976.6	53,143.5	50,386.1	50,486.9	50,257.7
자본총계	30,505.5	37,316.4	35,989.1	36,538.3	37,112.7
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	16,175.6	16,724.7	17,299.2
자본조정/기타포괄손익누계	13,129.0	19,392.5	17,965.4	17,965.4	17,965.4
비지배주주지분	1,603.4	1,649.4	1,623.0	1,623.0	1,623.0

Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	9,268	5,443	5,683	5,844	6,113
BPS	160,947	198,619	191,375	194,433	197,632
DPS	2,650	2,650	2,535	3,058	3,199
밸류에이션 (배)					
PER	8.8	13.7	8.2	8.0	7.6
PBR	0.51	0.38	0.24	0.24	0.24
수익성					
ROE	5.6	3.1	3.0	3.0	3.1
ROA	0.4	0.6	0.3	0.3	0.3
배당지표					
배당성향	27.4	45.2	42.0	50.0	50.0
배당수익률	3.2	3.6	5.4	6.5	6.8
안정성					
총자산/자기자본	9.5	8.4	8.8	9.0	9.1
보험료수입/총부채	6.4	6.0	5.9	5.7	5.6

미래에셋생명 (085620)

Buy, TP 4,300원

2Q20E 별도 기준 순이익 365억원(+20.5% QoQ, +0.8% YoY)으로 추정한다. 실적 호조의 주요 원인은 준비금 환입 및 위험손해를 하락이다. 주식 시장 회복으로 200억원 규모의 변액보증준비금 환입이 전망된다. COVID-19로 병원 이용량 감소해 위험손해를 하락 또한 예상되며 사차이익을 150억원으로 추정한다. 보장성 보험 판매 안정적으로 증가하고 있으며 주식 시장이 회복하면서 변액 보험 일시납 판매 규모가 증가했다. MVP펀드 잔고 1.8조원까지 증가해서 전체 변액잔고의 10% 이상을 차지하고 있다.

투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 4,300원으로 14.0% 하향 조정 한다. 안방 보험 호텔 관련 계약금에 대한 불확실성이 남아 있으며 이익 체력 대비 규모가 커 PBR discount를 45%에서 50%로 확대 적용했다. 저금리 상황이 생명 보험 업계에 부담이 되고 있으나 변액 등 특별 계정 위주의 보험영업으로 타 생명보험사와는 다른 사업구조를 가져가고 있다. 저금리 장기화에 따른 IFRS17 및 K-ICS에 대한 불확실성이 비교적 적고 LAT 이슈에서도 자유로운 점 긍정적으로 평가한다.

표16 미래에셋생명 2Q20E Preview

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-154.1	-121.1	적지	-208.7	적지		
투자손익	162.4	150.2	8.1	188.4	-13.8		
책임준비금전입	37.2	69.5	-46.5	17.5	113.0		
영업외손익	78.8	89.2	-11.7	78.1	0.9		
당기순이익	36.5	36.2	0.8	30.3	20.5	34.3	6.3

자료: 미래에셋생명, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표17 Valuation table

적정주가	4,300원
이론주가	4,307원
2020년 BPS	14,883원
적정 PBR	0.29배
PBR Discount	-50%
이론 PBR	0.58배
2020년 ROE	4.1%
Growth Rate	-1.0%
Cost of Equity	7.7%
Beta	0.83
Risk Free Rate	1.1%
Risk Premium	8.0%

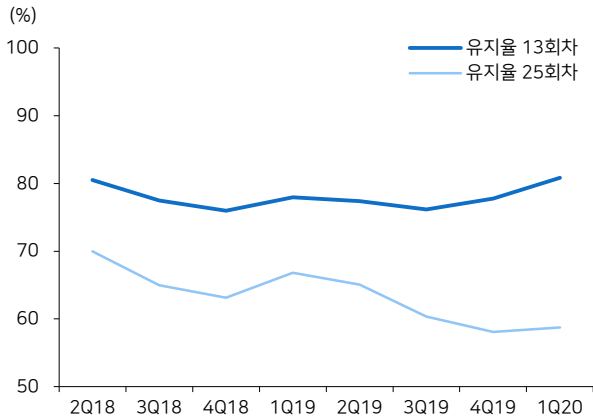
자료: 메리츠증권 리서치센터

표18 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
순이익	95.7	107.9	96.8	108.4	1.2	0.4
EPS (원)	600	690	608	694	1.4	0.5
BPS(원)	14,865	15,348	14,883	15,383	0.1	0.2
ROE (%)	4.0	4.6	4.1	4.6	0.1	0.0

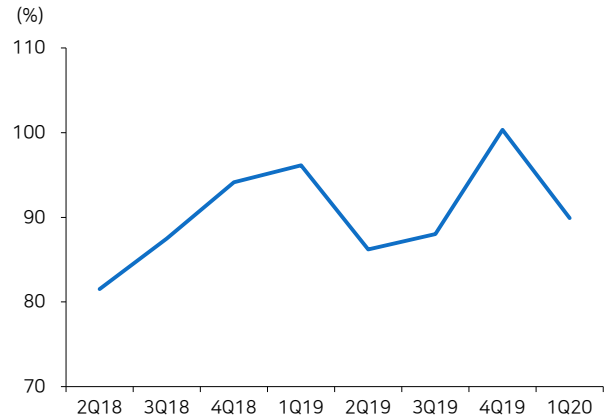
자료: 메리츠□□증권 리서치센터

그림53 13회차 · 25회차 유지율 추이



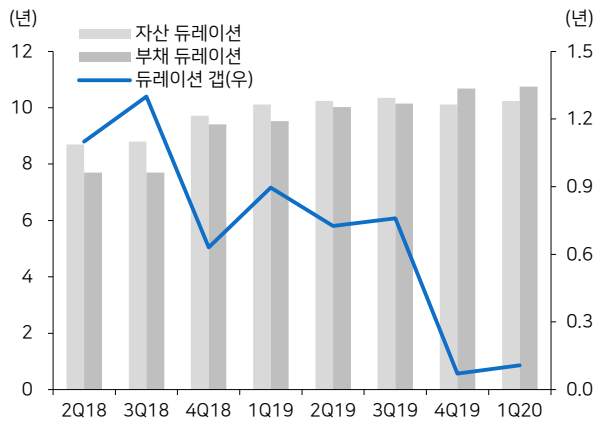
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권 리서치센터

그림54 위험손해율 추이



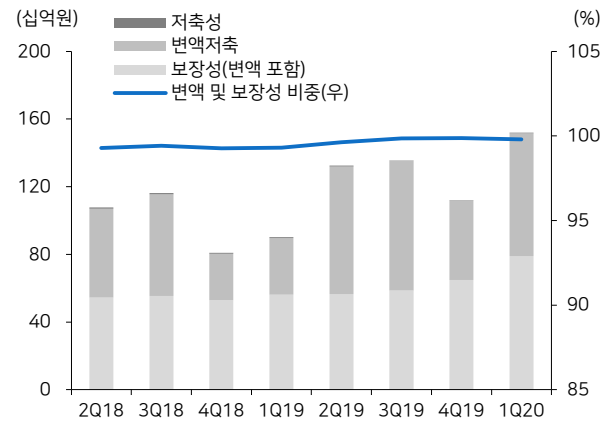
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권 리서치센터

그림55 자산 부채 듀레이션



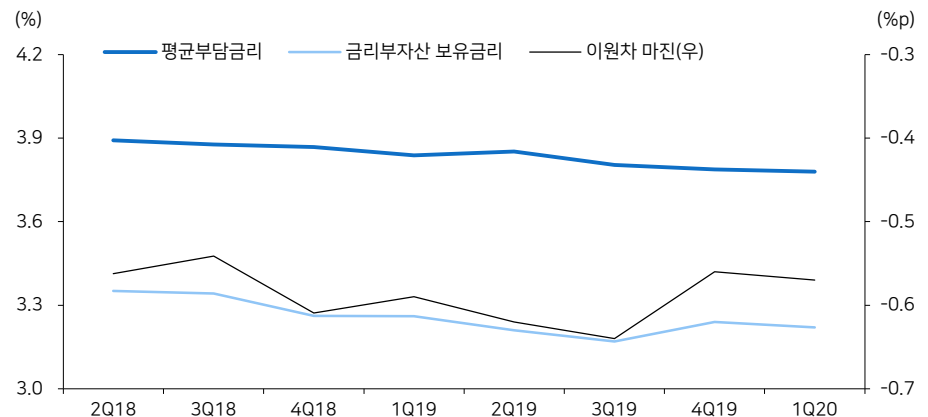
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권 리서치센터

그림56 신계약 상품별 APE



자료: 미래에셋생명, 메리츠증권 리서치센터

그림57 이원차마진 추이



자료: 미래에셋생명, 메리츠증권 리서치센터

미래에셋생명 (085620)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
보험손익	-482.1	-561.8	-698.1	-670.0	-708.1
보험영업수익	2,161.3	2,011.9	2,010.1	2,066.9	2,065.8
보험료수익	2,018.8	1,858.9	1,851.6	1,903.7	1,902.5
재보험수익	142.5	153.0	158.5	163.2	163.2
보험영업비용	2,643.4	2,573.8	2,708.2	2,737.0	2,773.8
지급보험금	1,863.9	1,825.1	1,936.7	1,948.2	1,977.8
재보험비용	148.7	164.6	165.8	169.9	173.0
사업비	378.5	354.1	385.5	393.9	398.2
신계약상각비	252.0	229.2	219.6	224.3	224.1
할인료	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7
투자손익	611.7	628.3	678.0	647.7	664.8
책임준비금전입액	374.3	274.0	183.6	191.3	195.5
영업이익	-244.7	-207.6	-203.7	-213.6	-238.8
영업외손익	346.7	338.4	334.9	361.6	405.2
세전순이익	102.0	130.9	131.2	148.0	166.4
법인세비용	27.0	30.8	34.3	39.6	44.5
당기순이익	75.0	100.0	96.8	108.4	121.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	34,297.3	37,514.0	37,366.8	39,575.1	42,038.7
운용자산	19,936.7	20,797.6	20,680.4	20,928.0	21,190.3
현예금 및 예치금	226.5	364.4	261.9	268.3	269.3
유가증권	16,367.2	16,927.4	16,932.2	17,131.4	17,347.2
주식	192.2	205.2	217.5	221.2	224.4
채권	10,688.2	11,061.2	11,049.2	11,188.0	11,331.0
대출채권	3,244.1	3,414.5	3,388.1	3,428.4	3,472.4
부동산	83.1	79.1	85.4	87.0	88.3
비운용자산	1,216.2	1,288.1	1,291.1	1,319.5	1,346.0
특별계정자산	13,144.4	15,428.3	15,395.3	17,327.6	19,502.4
부채총계	32,495.2	35,590.8	35,063.3	37,204.3	39,590.8
책임준비금	18,296.0	18,571.6	18,755.8	18,947.1	19,142.6
계약자지분조정	66.0	109.1	118.7	118.7	118.7
기타부채	522.0	730.4	793.4	810.9	827.2
특별계정부채	13,611.1	16,179.7	15,395.3	17,327.6	19,502.4
자본총계	2,052.2	2,333.3	2,303.6	2,370.8	2,447.8
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	666.0	733.3	810.3
자본조정/기타포괄손익누계	296.7	515.5	465.4	465.4	465.4

Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
보험금지급율	86.2	90.7	96.3	94.3	95.7
위험손해율	87.2	92.7	91.6	92.4	92.3
사업비율	29.2	29.0	30.1	29.9	30.1
투자수익률	3.2	3.1	3.3	3.1	3.2
성장성					
총자산	16.7	9.4	-0.4	5.9	6.2
운용자산	11.1	4.3	-0.6	1.2	1.3
특별계정자산	28.5	17.4	-0.2	12.6	12.6
자기자본	7.0	13.7	-1.3	2.9	3.2
수입보험료	-2.1	-6.9	-0.1	2.8	-0.1
보험손익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
투자손익	1.0	2.7	7.9	-4.5	2.6
책임준비금전입액	-56.9	-26.8	-33.0	4.2	2.2
순이익	-5.3	33.5	-3.2	11.9	12.4

Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	433	614	608	694	794
BPS	12,654	14,683	14,883	15,383	15,955
DPS	170	170	170	194	222
밸류에이션 (배)					
PER	10.6	6.7	4.8	4.2	3.7
PBR	0.36	0.28	0.20	0.19	0.18
수익성					
ROE	3.6	4.5	4.1	4.6	5.1
ROA	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
배당지표					
배당성향	39.3	27.7	28.0	28.0	28.0
배당수익률	3.7	4.1	5.8	6.6	7.6
안정성					
총자산/자기자본	16.7	16.1	16.2	16.7	17.2
보험료수입/총부채	6.7	5.7	5.7	5.6	5.2

한화생명 (088350)

Hold, TP 1,700원

2Q20E 순이익 1,219억원(+154.9% QoQ, +160.4% YoY)으로 추정한다. 주식 시장 회복되어 변액보충준비금 1,500억원 규모 환입이 예상된다. 금리 하락이 지속되고 있어 연말 변액보충준비금 적립이 예상되며 약 1,000억원 규모가 추정된다. 퇴직연금 증가로 비차이익 규모 안정적으로 증가하고 있으며 COVID-19 영향으로 위험손해율이 70% 초반 수준까지 안정화될 전망이다. 2분기 방카 채널을 통한 저축성 보험 판매 증가가 있었으며 종신 및 암보험 위주의 보장성 보험 판매 이어지고 있다.

투자의견 Hold 유지하고 적정주가를 1,700원으로 10.5% 하향 조정한다. 시장금리 하락으로 역마진 확대, 연말 변액보충준비금 적립을 실적 추정에 반영하고 PBR Discount를 50%에서 55%로 확대했다. LAT 시나리오 완화되어 적립금 발생 가능성은 제한적이나 보유계약 가치는 19년말부터 적자 전환되어 심화되고 있다. 금리 민감도가 높은 동사의 특성상 저금리 상황이 심화되고 있어 부담이다.

표19 한화생명 2Q20E Preview

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-262.1	-63.9	적지	-303.0	적지		
투자손익	735.0	743.2	-1.1	1,052.6	-30.2		
책임준비금전입	559.1	859.1	-34.9	947.1	-41.0		
영업외손익	252.7	229.9	9.9	261.2	-3.3		
당기순이익	121.9	46.8	160.4	47.8	154.9	135.6	-10.1

자료: 한화생명, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표20 Valuation table

적정주가	1,700원
이론주가	1,680원
2020년 BPS	13,380원
적정 PBR	0.13배
PBR Discount	-55.0%
이론 PBR	0.28배
2020년&2021년 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%

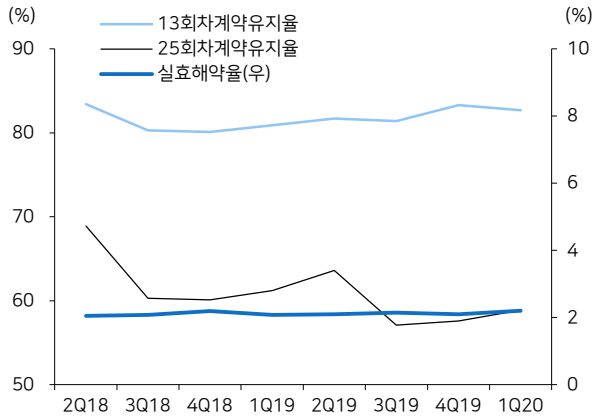
자료: 메리츠증권 리서치센터

표21 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
순이익	116.1	238.4	112.5	217.0	-3.0	-9.0
EPS (원)	154	317	150	289	-3.0	-9.0
BPS(원)	13,384	13,541	13,380	13,514	0.0	-0.2
ROE (%)	0.4	1.6	0.4	1.4	0.0	-0.2

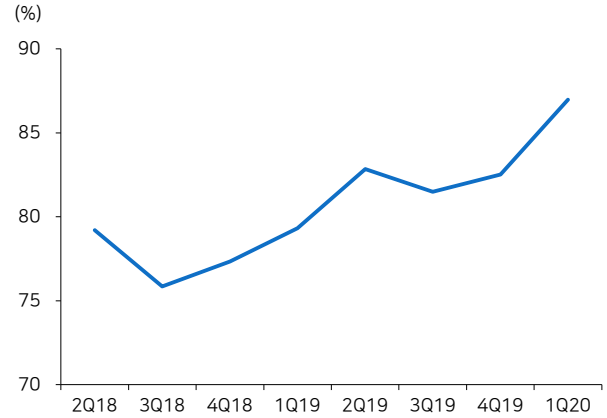
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림58 유지율 및 해약율 추이



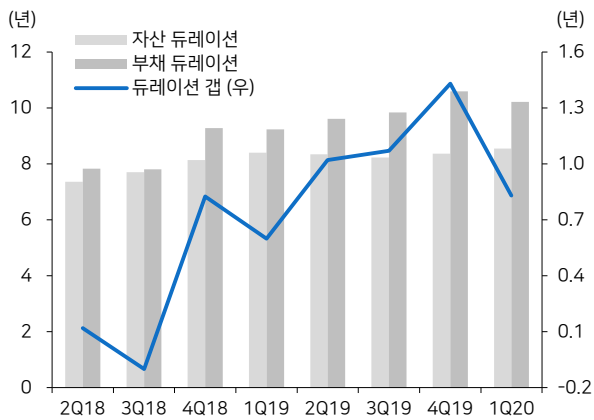
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림59 위험손해율 추이



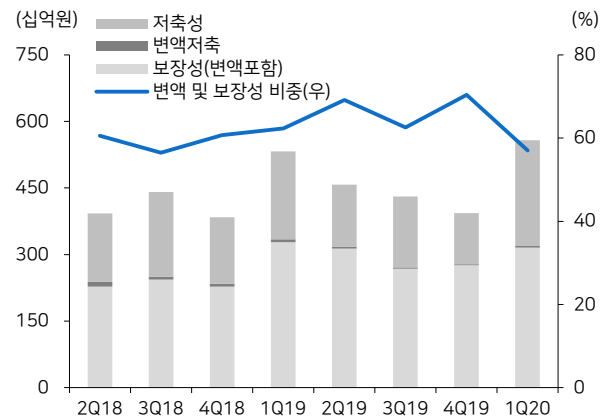
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림60 자산 부채 듀레이션



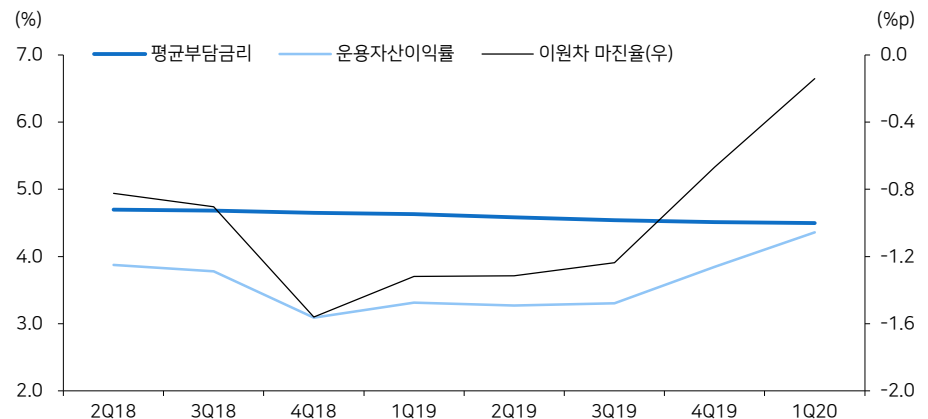
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림61 신계약 상품별 APE



자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림62 이원차마진 추이



자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

한화생명 (088350)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
보험손익	-765.5	-628.2	-1,180.6	-1,150.0	-1,138.5
보험영업수익	9,388.4	9,621.6	9,715.2	9,678.7	9,944.9
보험료수익	9,224.1	9,459.1	9,555.8	9,518.8	9,780.5
재보험수익	164.3	162.5	159.5	159.9	164.4
보험영업비용	10,153.9	10,249.9	10,895.8	10,828.7	11,083.4
지급보험금	7,832.4	8,007.1	8,672.2	8,599.8	8,795.0
재보험비용	171.8	170.6	172.2	172.8	177.0
사업비	1,185.0	1,220.6	1,239.2	1,244.3	1,277.3
신계약상각비	962.1	849.1	809.7	809.3	831.6
할인료	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5
투자손익	3,165.3	3,161.8	3,394.0	3,279.1	3,392.4
책임준비금전입액	2,986.8	3,363.5	3,071.2	2,816.7	2,889.3
영업이익	-587.0	-829.9	-857.7	-687.5	-635.4
영업외손익	1,088.8	942.8	1,016.1	968.5	926.9
세전순이익	501.8	112.9	158.3	281.0	291.5
법인세비용	142.5	-1.7	45.8	64.0	59.5
당기순이익	359.3	114.6	112.5	217.0	232.0

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	114,302	121,757	124,688	127,394	130,289
운용자산	89,760	96,461	99,952	102,868	105,869
현예금 및 예치금	1,414	846	579	597	615
유가증권	64,290	69,749	72,588	74,699	76,874
주식	1,805	1,781	1,970	2,042	2,106
채권	28,741	30,243	31,278	32,230	33,189
대출채권	20,555	22,372	23,128	23,805	24,502
부동산	3,501	3,495	3,657	3,768	3,877
비운용자산	3,088	3,176	3,154	3,203	3,255
특별계정자산	21,455	22,119	21,583	21,324	21,165
부채총계	104,440	109,699	112,578	115,184	117,966
책임준비금	80,241	83,609	86,680	89,497	92,386
계약자지분조정	571	1,196	1,242	1,242	1,242
기타부채	1,249	1,909	3,074	3,122	3,173
특별계정부채	22,379	22,985	21,583	21,324	21,165
자본총계	9,862	12,058	12,110	12,211	12,323
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	3,358	3,311	3,280	3,381	3,493
자본조정/기타포괄손익누계	118	1,863	1,946	1,946	1,946

Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
보험금지급율	83.4	83.2	89.3	88.9	88.4
위험손해율	77.9	81.5	79.1	79.3	80.2
사업비율	22.9	21.5	21.1	21.2	21.2
투자수익률	3.6	3.4	3.5	3.2	3.3
성장성					
총자산	3.6	6.5	2.4	2.2	2.3
운용자산	6.4	7.5	3.6	2.9	2.9
특별계정자산	-0.9	3.1	-2.4	-1.2	-0.7
자기자본	10.0	22.3	0.4	0.8	0.9
수입보험료	-3.7	2.5	1.0	-0.4	2.8
보험손익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
투자손익	0.3	-0.1	7.3	-3.4	3.5
책임준비금전입액	-24.6	12.6	-8.7	-8.3	2.6
순이익	-31.6	-68.1	-1.8	92.8	6.9

Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	478	153	150	289	309
BPS	13,126	13,311	13,380	13,514	13,664
DPS	100	30	30	58	62
밸류에이션 (배)					
PER	8.8	15.1	9.9	5.1	4.8
PBR	0.32	0.17	0.11	0.11	0.11
수익성					
ROE	3.6	0.5	0.4	1.4	1.6
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	2.0	3.9	4.2
안정성					
총자산/자기자본	11.6	10.1	10.3	10.4	10.6
보험료수입/총부채	9.0	8.8	8.6	8.4	8.4

동양생명 (082640)

Hold, TP 3,300원

2Q20E 순이익 100억원(-84.3% QoQ, -70.2% YoY)으로 추정한다. 해외 투자 부분에서 FX 헤지 관련 평가손이 약 300억원 발생한 점이 실적 악화의 주요 요인이다. 최근 주식시장 상승으로 변액보증준비금 40억원 환입 추정된다. COVID-19 영향으로 위험손해를 78%까지 하락할 전망이다. 예정이율 인하 이후 신계약 판매가 둔화되고 있어 비차이익 개선된다. 금리 하락이 가속화 되고 있어 저축성 보험 판매 둔화가 예상되며 기타 보장성 상품 출시를 이어갈 계획에 있어 비차이익 감소 추세가 동사의 손익에 주요한 변수다.

투자의견 Hold 유지하고 적정주가 3,300원으로 5.7% 하향 조정한다. 보장성 신계약 성장 하는 부분 반영해 20년 EPS 추정치 3.7%, ROE 0.2%p 하향 조정했다. 저축성 보험 판매가 감소하고 일반 종신 및 CI 위주의 보장성 APE 성장이 이뤄지고 있는 점 긍정적이나 보험관련 손익 감소할 가능성이 크다. 저금리 상황이 심화되고 있는 환경에서 금리 민감도는 타 생보사 대비 적다.

표22 동양생명 2Q20E Preview

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-1.3	6.1	적전	-115.0	적지		
투자손익	201.1	220.6	-8.8	293.0	-31.4		
책임준비금전입	196.9	192.7	2.2	105.7	86.4		
영업외손익	10.8	11.7	-7.8	11.8	-8.7		
당기순이익	10.0	33.7	-70.2	63.6	-84.3	14.0	-28.4

자료: 동양생명, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표23 Valuation table

적정주가	3,300원
이론주가	3,379원
2020년 BPS	16,657원
적정 PBR	0.20배
PBR Discount	-50.0%
이론 PBR	0.41배
2020년 ROE	3.7%
Growth Rate	-1.0%
Cost of Equity	10.7%
Beta	1.20
Risk Free Rate	1.1%
Risk Premium	8.0%

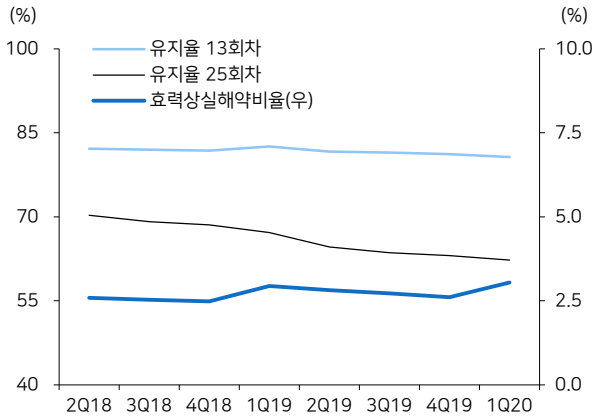
자료: 메리츠증권 리서치센터

표24 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
순이익	95.0	90.8	90.4	91.7	-4.8	0.9
EPS (원)	609	583	580	588	-4.8	0.9
BPS(원)	16,681	17,147	16,657	17,128	-0.1	-0.1
ROE (%)	3.9	3.5	3.7	3.5	-0.2	0.0

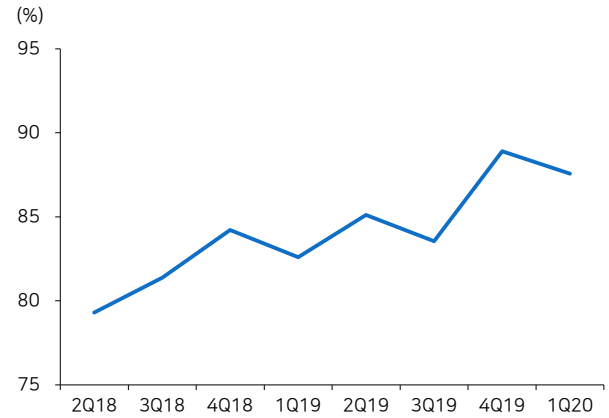
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림63 유지율 및 해약율 추이



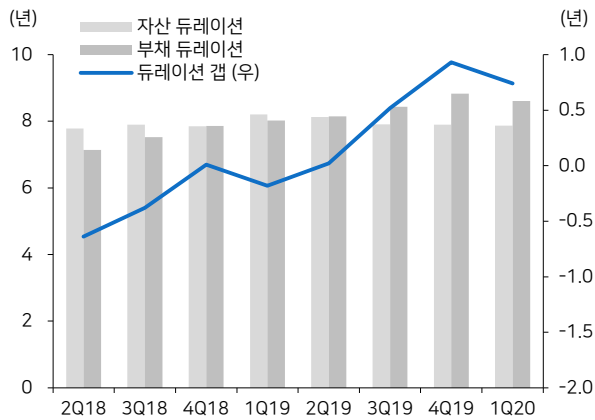
자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림64 위험손해율 추이



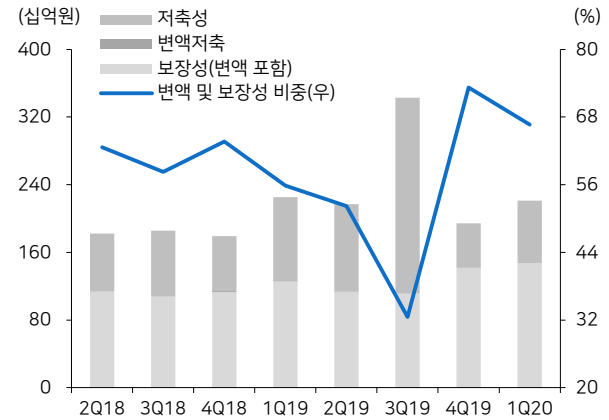
자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림65 자산 부채 듀레이션



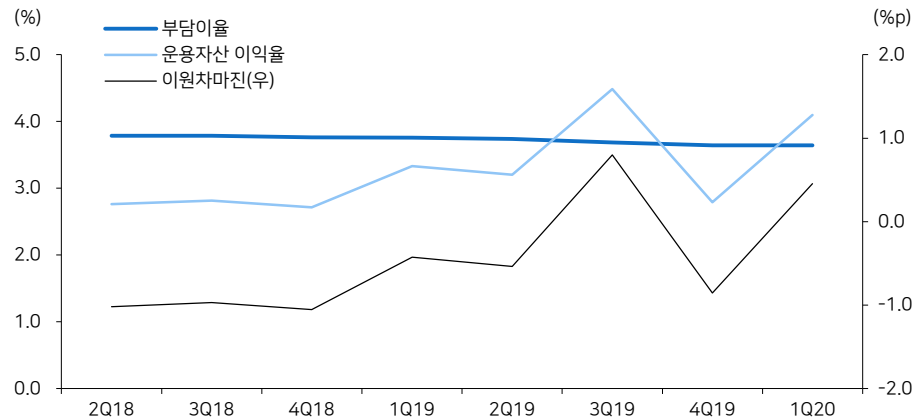
자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림66 신계약 상품별 APE



자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림67 이원차마진 추이



자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

동양생명 (082640)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
보험손익	795.8	260.7	-138.2	-71.8	-81.9
보험영업수익	4,324.8	4,594.2	4,396.1	4,552.4	4,666.7
보험료수익	4,262.5	4,526.4	4,326.2	4,481.0	4,593.5
재보험수익	62.3	67.8	69.9	71.4	73.1
보험영업비용	3,529.1	4,333.6	4,534.3	4,624.2	4,748.6
지급보험금	2,745.2	3,500.1	3,622.9	3,679.9	3,780.4
재보험비용	69.9	73.1	75.6	77.4	79.6
사업비	359.1	391.3	434.8	453.3	464.8
신계약상각비	353.9	367.4	396.6	409.7	420.0
할인료	1.0	1.8	4.3	3.9	3.8
투자손익	783.3	967.9	954.6	975.8	996.4
책임준비금전입액	1,591.6	1,069.8	741.4	824.5	824.0
영업이익	-12.5	158.8	75.0	79.4	90.5
영업외손익	81.9	37.3	45.6	45.7	45.9
세전순이익	69.4	196.1	120.6	125.1	136.5
법인세비용	18.0	46.6	30.3	33.5	36.5
당기순이익	51.3	149.5	90.4	91.7	100.0

Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
보험금지급율	63.5	76.2	82.4	80.8	81.0
위험손해율	80.7	85.0	86.4	86.5	86.5
사업비율	16.5	16.5	18.9	19.0	19.0
투자수익률	2.9	3.4	3.2	3.2	3.2
성장성	37.3	23.6	17.1	18.4	17.9
총자산	5.2	6.6	2.8	2.7	2.6
운용자산	6.7	5.4	3.4	3.0	2.9
특별계정자산	-0.3	18.2	0.3	0.5	0.5
자기자본	-6.3	16.3	-0.1	2.8	3.0
수입보험료	-16.7	6.2	-4.3	3.6	2.5
보험손익	-61.7	-67.2	N/A	N/A	N/A
투자손익	-16.2	23.6	-1.4	2.2	2.1
책임준비금전입액	-44.1	-32.8	-30.7	11.2	-0.1
순이익	-72.2	191.3	-39.5	1.4	9.1

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	31,854.6	33,948.0	34,912.6	35,848.7	36,789.3
운용자산	27,727.9	29,233.1	30,235.6	31,127.8	32,026.6
현예금 및 예치금	1,434.7	1,208.6	1,277.9	1,304.1	1,337.9
유가증권	21,034.6	21,431.8	22,258.7	22,942.2	23,606.4
주식	619.3	449.0	450.8	464.7	477.5
채권	12,130.9	11,497.0	11,861.1	12,237.5	12,600.5
대출채권	4,909.3	6,265.6	6,359.2	6,530.9	6,721.4
부동산	349.3	327.1	339.7	350.6	361.0
비운용자산	1,265.5	1,333.4	1,285.5	1,312.4	1,337.1
특별계정자산	2,861.3	3,381.5	3,391.5	3,408.5	3,425.5
부채총계	29,620.2	31,348.8	32,316.4	33,179.2	34,039.8
책임준비금	26,076.3	27,154.0	27,895.6	28,720.1	29,544.1
계약자지분조정	11.3	24.1	12.1	12.1	12.1
기타부채	371.9	796.0	1,017.2	1,038.6	1,058.1
특별계정부채	3,160.7	3,374.7	3,391.5	3,408.5	3,425.5
자본총계	2,234.5	2,599.2	2,596.1	2,669.5	2,749.5
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	1,061.8	1,135.1	1,215.1
자본조정/기타포괄손익누계	77.0	305.4	142.3	142.3	142.3

Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	329	959	580	588	641
BPS	14,336	16,676	16,657	17,128	17,641
DPS	100	230	116	118	128
밸류에이션 (배)					
PER	14.5	4.2	5.0	4.9	4.5
PBR	0.33	0.24	0.17	0.17	0.16
수익성					
ROE	2.5	6.5	3.7	3.5	3.8
ROA	0.6	0.2	0.5	0.3	0.3
배당지표					
배당성향	30.4	24.0	20.0	20.0	20.0
배당수익률	2.1	5.7	4.0	4.1	4.4
안정성					
총자산/자기자본	14.3	13.1	13.4	13.4	13.4
보험료수입/총부채	14.6	14.7	13.6	13.7	13.7

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)	

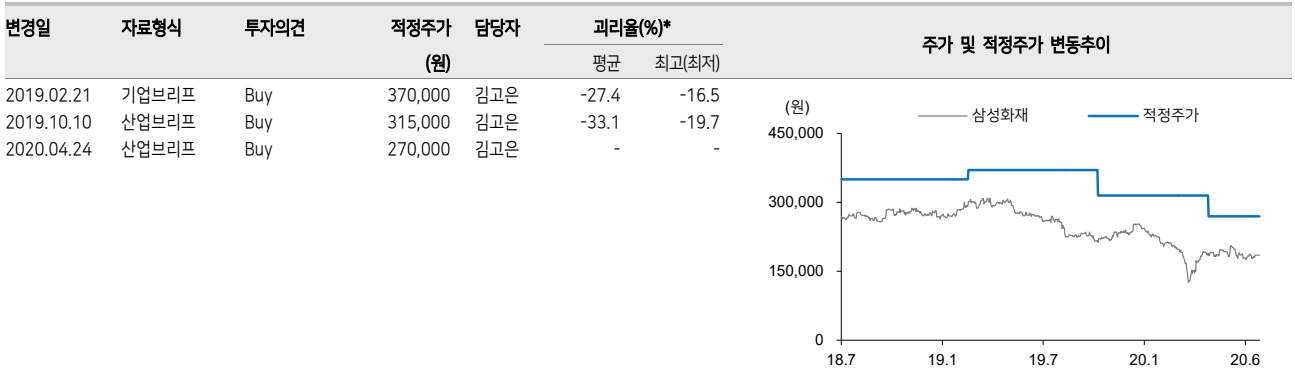
투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

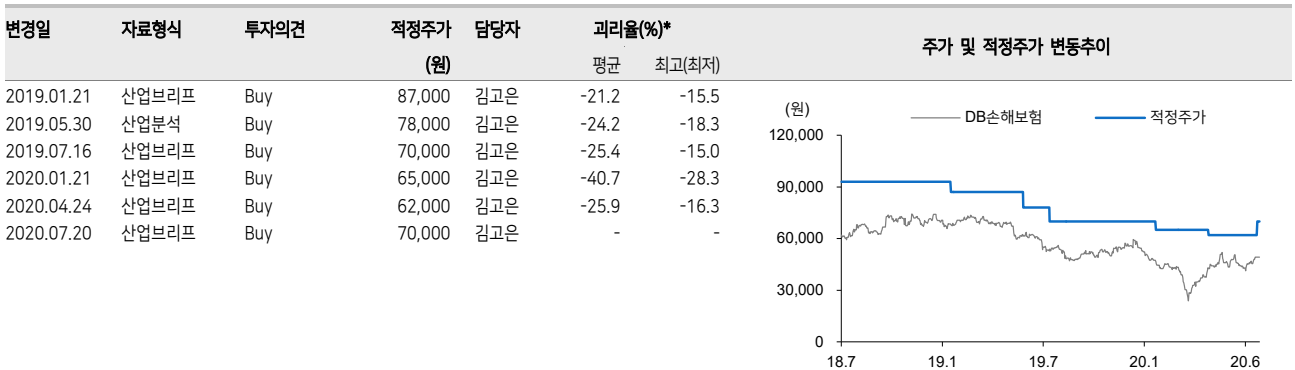
삼성화재 (000810) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



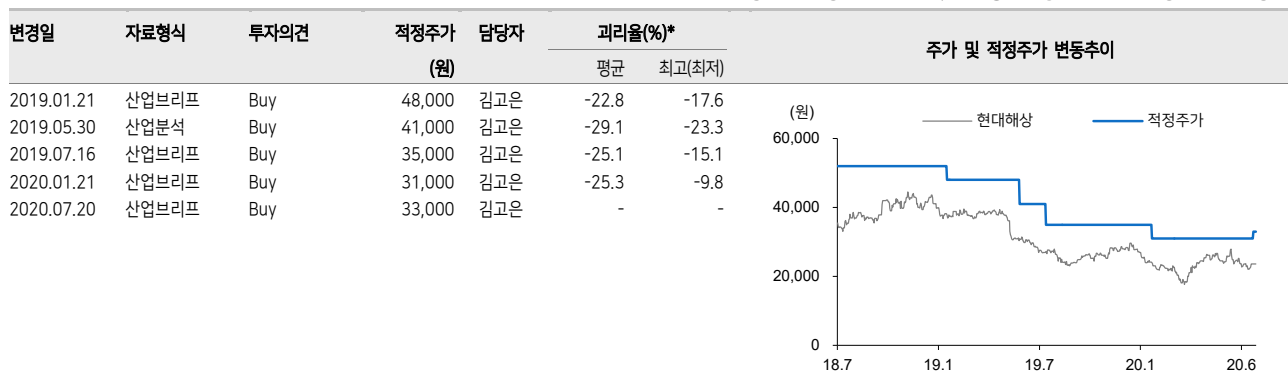
DB 손해보험 (005830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

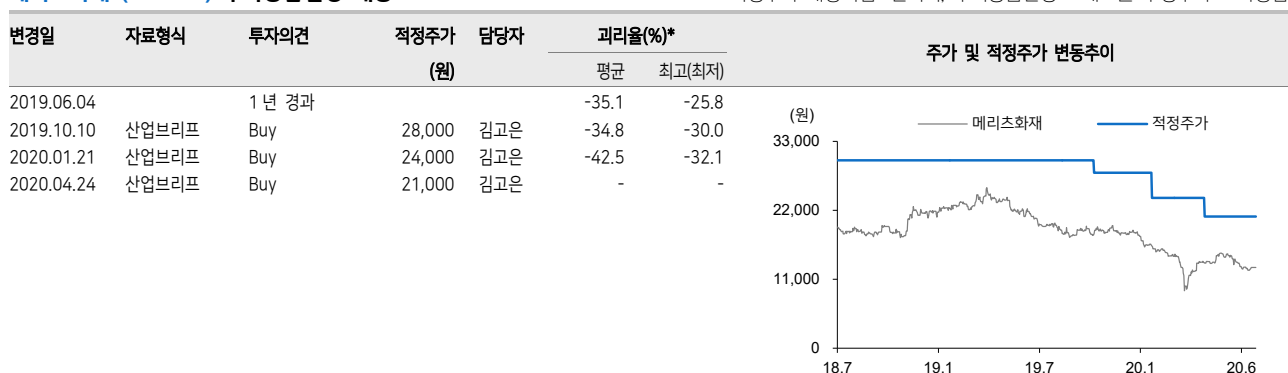


현대해상 (001450) 투자등급변경 내용

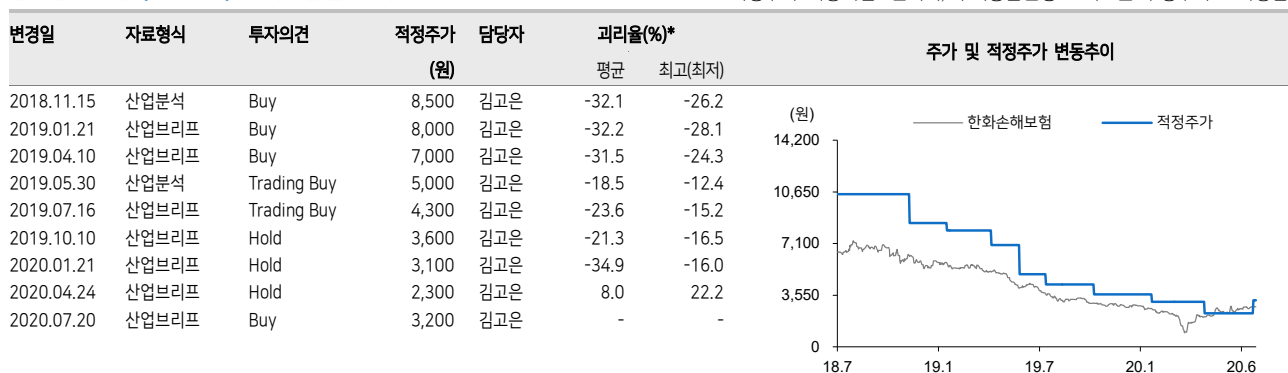
* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

**메리츠화재 (000060) 투자등급변경 내용**

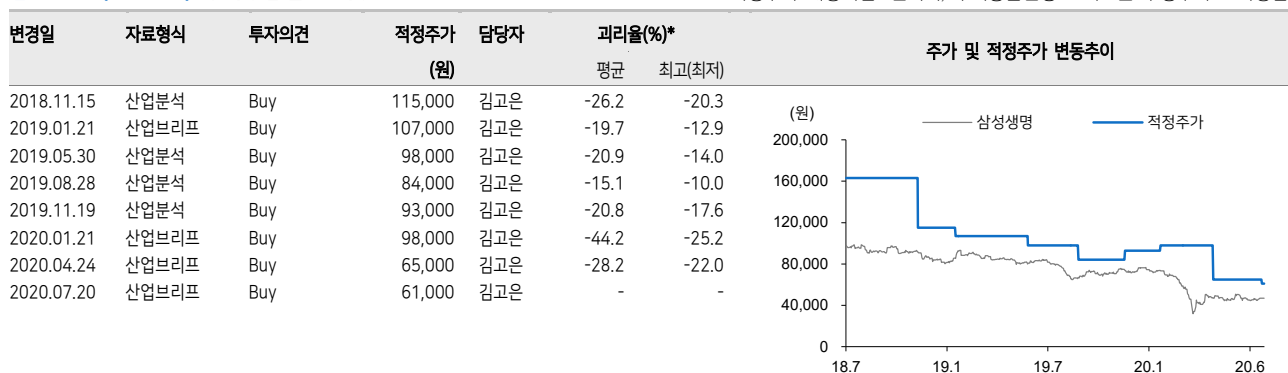
* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

**한화손해보험 (000370) 투자등급변경 내용**

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

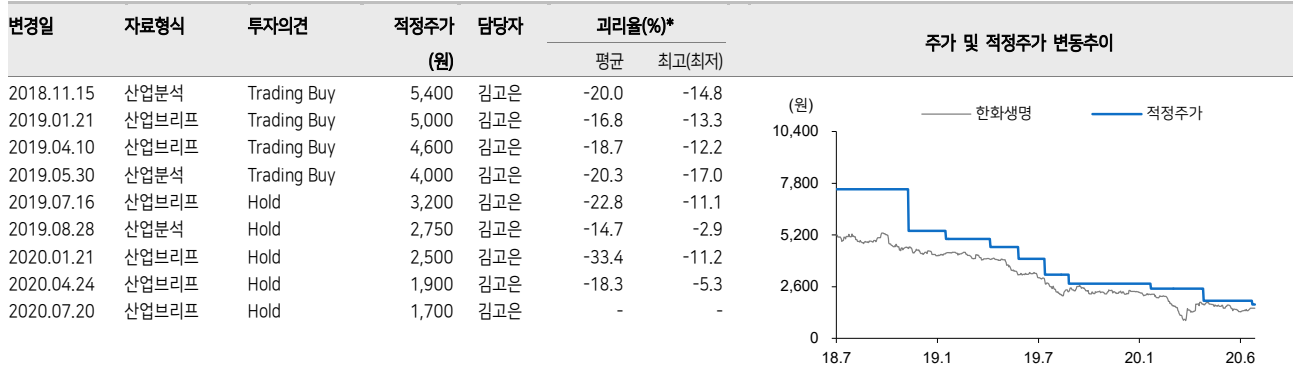
**삼성생명 (032830) 투자등급변경 내용**

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



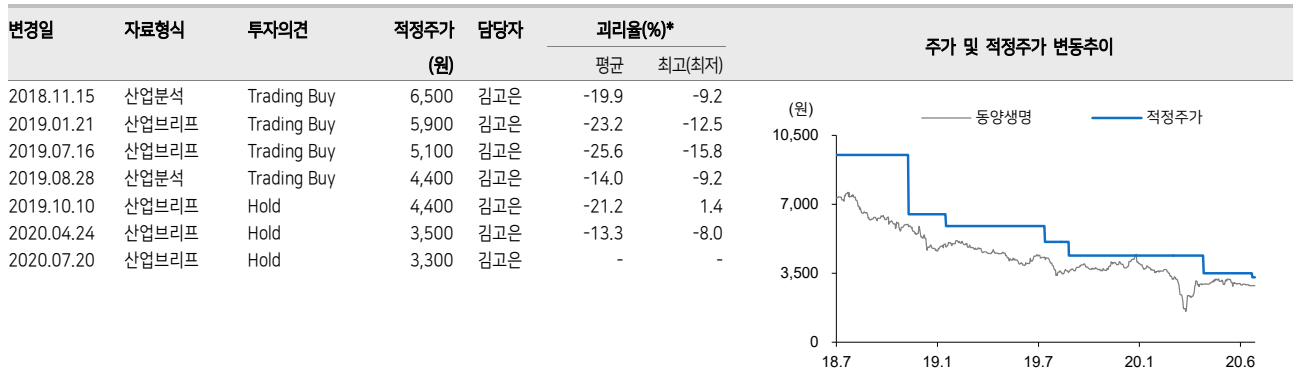
한화생명 (088350) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



동양생명 (082640) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



미래에셋생명 (085620) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

