

2020. 10. 19



▲ 보험/증권

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

Overweight

Top Pick

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

관심종목

종목	투자판단	적정주가
삼성화재(000810)	Buy	270,000원
DB손해보험(005830)	Buy	70,000원
현대해상(001450)	Buy	33,000원
한화손해보험(000370)	Buy	3,600원
삼성생명(032830)	Buy	70,000원
미래에셋생명(085620)	Buy	4,800원
한화생명(088350)	Hold	1,700원
동양생명(082640)	Hold	3,300원

보험

실손 보험 정책 개선에 대한 기대

- ✓ 실손 보험료 차등제 논의를 위한 공청회 진행될 예정이며 청구 전산화 입법 중
- ✓ 계약자의 도덕적 해이 리스크와, 과잉진료를 해소할 수 있는 정책으로 긍정적
- ✓ 3Q20E 손해보험사 6,166억원(-14.0% QoQ, +42.5% YoY) 추정
- ✓ 3Q20E 생명보험사 4,025억원(-37.0% QoQ, -3.1% YoY) 추정
- ✓ Top pick 메리츠화재 제시

실손보험 구조 개편 추진과 청구 간소화 가시화

이달 27일 '실손의료보험 제도 개선'에 대한 공청회에서 보험료 차등제에 의한 논의가 진행될 예정이며 여야 모두 의료비 청구 전산화를 위한 입법에 나선 상황이다. 실손 보험은 그 동안 구조적인 문제로 인해 위험손해율 개선이 쉽지 않은 상황이었다. 1) 계약자의 도덕적 해이 리스크와 2) 의료 업계의 비급여 진료 통제 불가로 인해 정부의 "건강보험의 보장성 강화 정책"에도 실손 보험의 손해율이 지속적으로 상승했기 때문이다. 보험료 차등화와 의료비 청구 전산화는 언급한 두가지 이슈를 직접적으로 해소하는 문제로 업계에 긍정적이다. 다만, 실제 손해율 개선이 가시화 되기까지는 상당한 시일이 걸릴 전망이다.

3Q20 보험 산업 실적 전망

손해보험사 커버리지 기준 3Q20E 순이익은 6,166억원(-14.0% QoQ, +42.5% YoY)으로 추정한다. 태풍으로 인한 침수 피해에도 장기화된 장마 영향으로 자동차 운행량이 감소해 자동차 손해율 개선 추세가 나타나고 있다. 자동차 보험료 인상 효과가 누적되며 하반기 개선 추세는 지속될 전망이다. 생명보험사 커버리지 기준 3Q20E 순이익 4,025억원(-37.0% QoQ, -3.1% YoY)으로 추정한다. 주식 시장 호조가 지속되며 변액보증준비금 환입이 발생하고 COVID-19 2차 확산으로 안정적인 사차이익이 전망된다.

Top Pick: 메리츠화재

Top pick으로 메리츠화재를 제시한다. 메리츠화재의 장기 보장성 원수 보험료 MS가 빠른 속도로 확대되고 있으며 17년 이후 이어져 왔던 신계약 고성장이 안정화되며 사업비율 하락이 가시화 되고 있다. 실적 호조 이어지고 있어 8% 수준의 시가배당수익률이 예상된다. 업계 내 가장 긴 자산 듀레이션을 확보하고 있어 기업대출 등 신용 마진 추구가 가능하다.

실손 보험 개편으로 구조적 문제 개선 기대

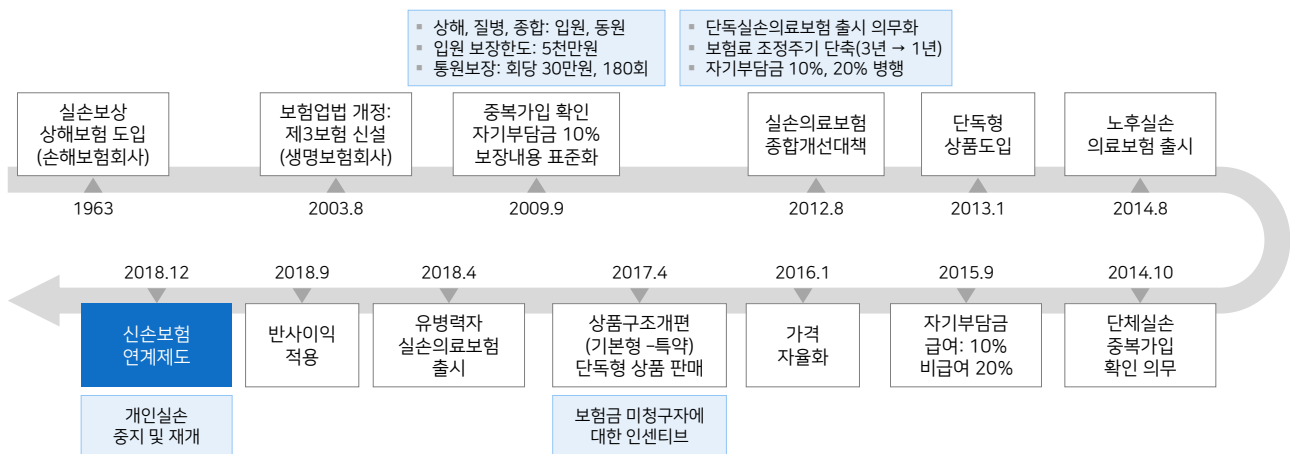
실손보험 구조개편 추진과
청구 간소화 가시화

19.12 금융위원회는 "실손의료보험의 상품 구조 개편과 건강보험 비급여에 대한 관리 강화 추진" 보도자료를 통해 실손보험 구조개편 추진 및 청구 간소화에 대한 계획을 발표한 바 있으며 이에 대한 결과가 가시화 되고 있다. 이달 27일 '실손의료보험 제도 개선'에 대한 공청회에서 보험료 차등제에 의한 논의가 진행될 예정이며 여야 모두 의료비 청구 전산화를 위한 입법에 나선 상황이다.

1) 계약자의 도덕적 해이
2) 비급여 진료 등 과잉진료 이슈
를 해소할 수 있는 정책 개선

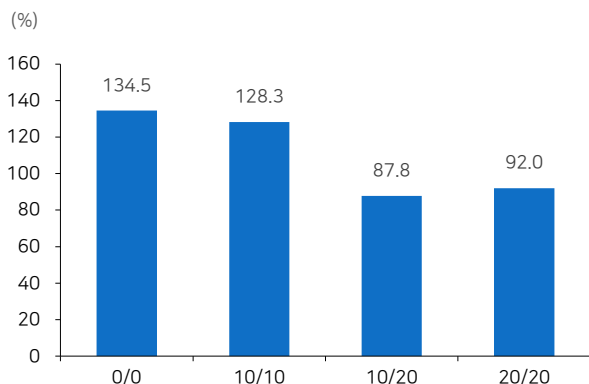
실손 보험은 그 동안 구조적인 문제로 인해 위험손해를 개선이 쉽지 않은 상황이 었다. 1) 계약자의 도덕적 해이 리스크와 2) 의료 업계의 비급여 진료 통제 불가 로 인해 정부의 "건강보험의 보장성 강화 정책"에도 실손 보험의 손해율이 지속적 으로 상승했기 때문이다. 보험료 차등화와 의료비 청구 전산화는 언급한 두가지 이슈를 직접적으로 해소하는 문제로 업계에 긍정적이다. 다만, 실제 손해율 개선이 가시화 되기 까지는 상당한 시일이 걸릴 전망이다.

그림1 실손의료보험 제도 개선 경과



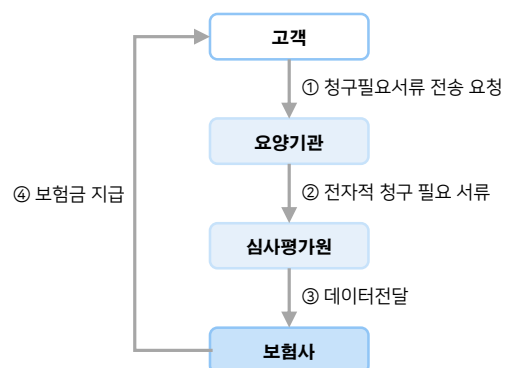
자료: 보험연구원, 메리츠증권 리서치센터

그림2 실손의료보험 자기부담금에 따른 위험손해율



자료: 보험연구원, 메리츠증권 리서치센터

그림3 청구전산화를 위한 보험업법 일부 개정안



자료: 국회, 메리츠증권 리서치센터

3Q20 실적 전망

손해보험사 3Q20E 순이익
6,166억원 전망

손해보험사 커버리지(삼성화재, DB손해보험, 현대해상, 메리츠화재, 한화손해보험) 기준 3Q20E 순이익은 6,166억원(-14.0% QoQ, +42.5% YoY)으로 추정한다. 태풍으로 인한 침수 피해에도 장기화된 장마 영향으로 자동차 운행량이 감소해 자동차 손해를 개선 추세가 나타나고 있다. 자동차 보험료 인상 효과가 누적되며 하반기 개선 추세는 지속될 전망이다. COVID-19 2차 확산되며 위험손해율도 안정적인 모습이 유지되고 있다. 삼성화재의 경우 IBNR 적립으로 소폭 상승하는 모습이다. 보험영업 부문 지표가 개선되며 채권 매각익 감소하고 운용수익률 하향 안정화 되고 있다. 일회성 요인으로 현대해상의 강남 사옥 매각익 2,000억원 발생했으며 메리츠화재의 경우 사업비율 하락이 가속화 되고 있다.

생명보험사 3Q20E 순이익
4,025억원 전망

생명보험사 커버리지(삼성생명, 한화생명, 동양생명, 미래에셋생명) 기준 3Q20E 순이익 4,025억원(-37.0% QoQ, -3.1% YoY)으로 추정한다. 주식 시장 호조가 지속되며 변액보충준비금 환입이 발생하고 COVID-19 2차 확산으로 안정적인 사차이익이 전망된다. 방카슈랑스 채널에서 저축성 보험 판매가 이어지고 있으나 보장성 보험 판매 역시 견고하게 나타나고 있다. 일회성 비용으로 한화생명과 동양생명이 보유한 우리금융지주의 손상차손이 900~1,000억원 규모로 발생했다.

Top pick으로 메리츠화재를 제시한다. 메리츠화재의 장기 보장성 원수 보험료 MS가 빠른 속도로 확대되고 있으며 17년 이후 이어져 왔던 신계약 고성장 안정화되며 사업비율 하락이 가시화 되고 있다. 실적 호조 이어지고 있어 8% 수준의 시가배당수익률이 예상된다. 업계 내 가장 긴 자산 듀레이션을 확보하고 있어 기업 대출 등 신용 마진 추구가 가능하다.

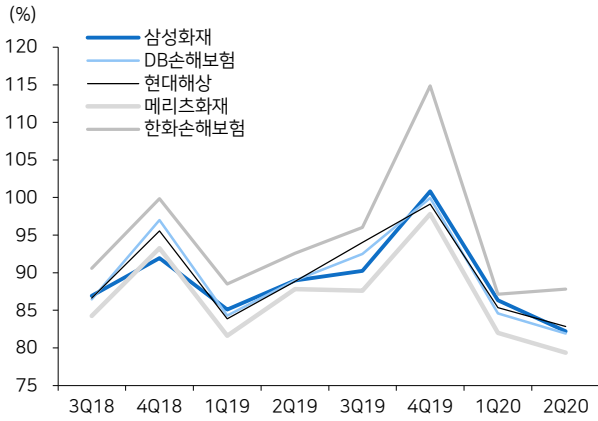
표1 커버리지 보험사 3Q20E Preview (순이익)

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
삼성화재	208.3	159.8	30.4	269.3	-22.7	205.4	1.4
DB손해보험	116.5	122.5	-4.9	211.9	-45.0	111.6	4.5
현대해상	176.9	72.3	144.7	94.1	88.1	163.9	8.0
메리츠화재	91.7	76.6	19.7	105.8	-13.3	79.3	15.7
한화손해보험	23.1	1.4	1,519.7	36.2	-36.1	22.8	1.5
손해보험 합계	616.6	432.6	42.5	717.2	-14.0	583.0	5.8
삼성생명(연결)	281.6	220.2	27.9	448.6	-37.2	298.5	-5.6
한화생명	82.6	60.9	35.6	128.0	-35.5	79.2	4.3
동양생명	7.7	108.6	-92.9	21.8	-64.6	2.6	196.5
미래에셋생명	30.5	25.5	19.7	40.4	-24.4	34.4	-11.2
생명보험 합계	402.5	415.2	-3.1	638.7	-37.0	414.7	-2.9

주: 삼성생명 제외 별도 기준

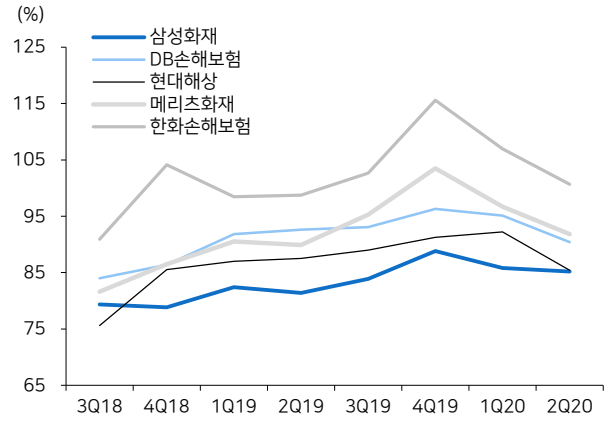
자료: 각 사, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

그림4 손해보험사 자동차 손해율 추이



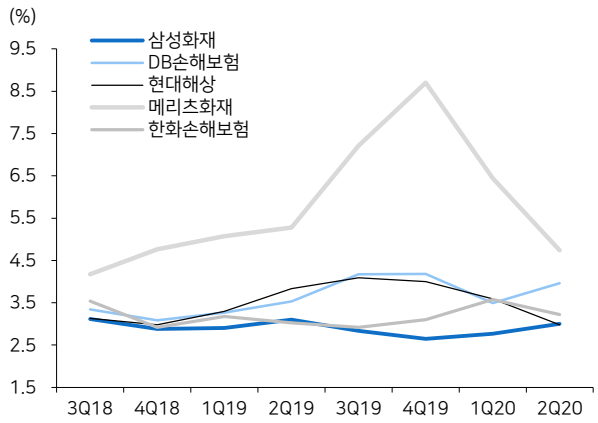
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림5 손해보험사 장기위험손해율 추이



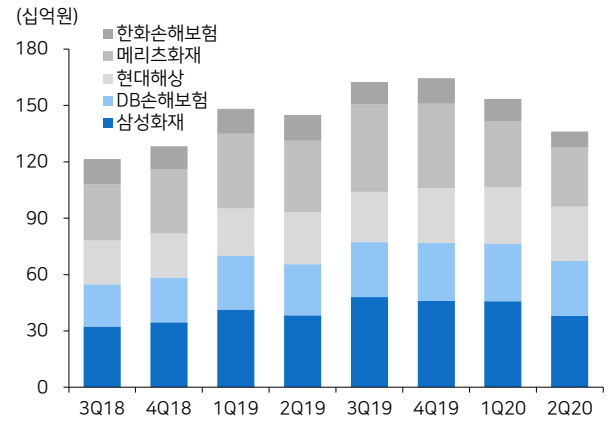
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림6 손해보험사 투자이익률 추이



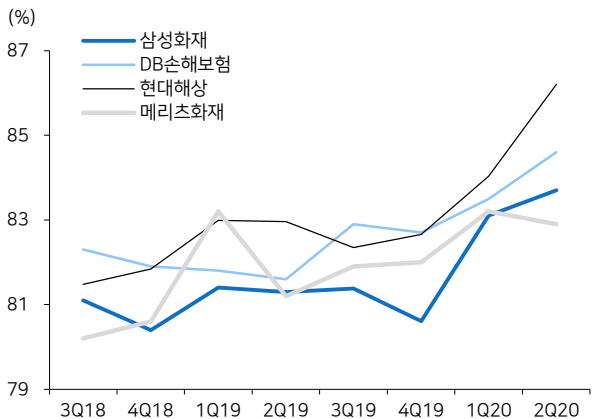
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림7 손해보험사 보장성 인보험 추이



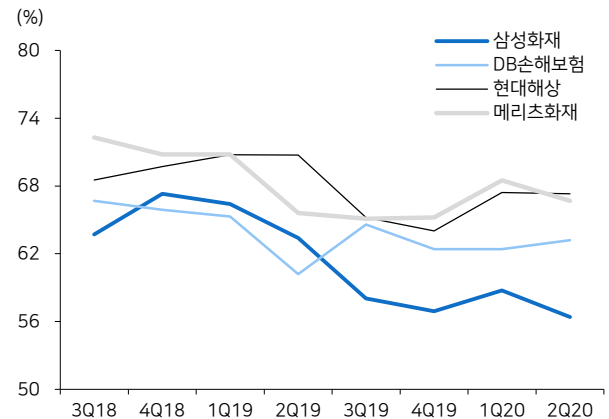
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림8 손해보험사 13회차 유지율 추이



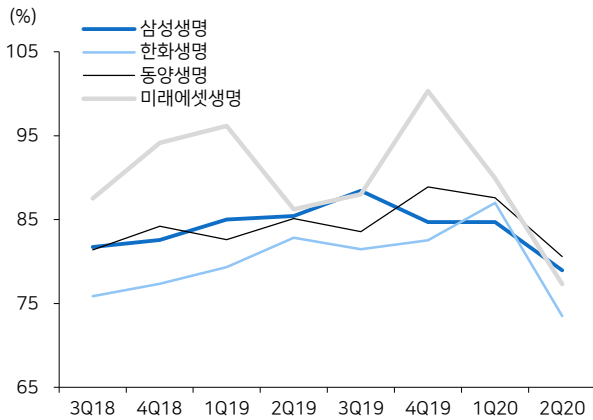
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림9 손해보험사 25회차 유지율 추이



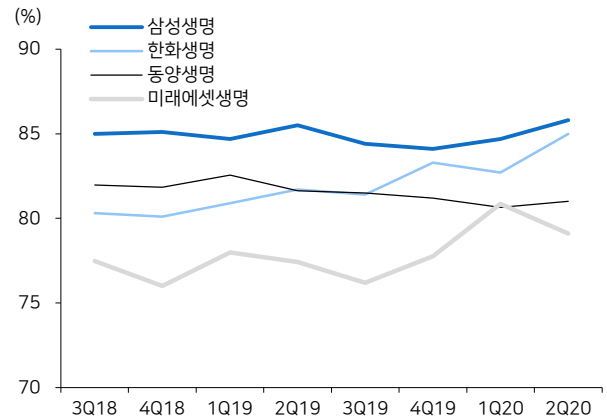
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림10 생명보험사 위험손해율 추이



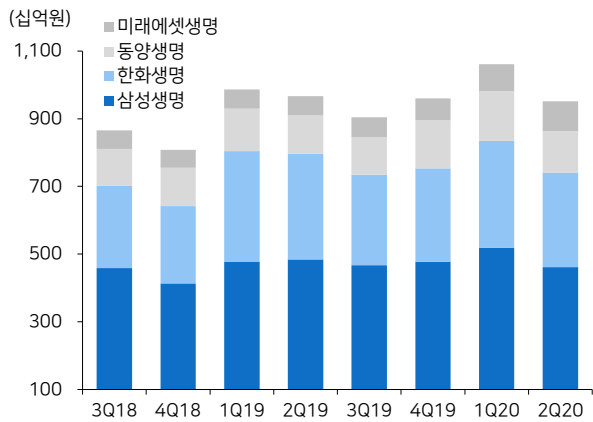
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림11 생명보험사 13회차 유지율 추이



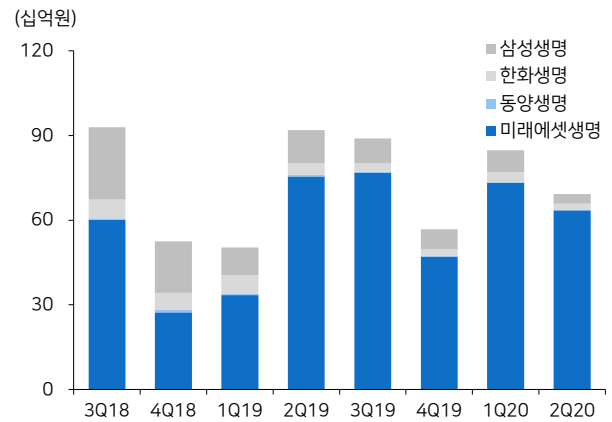
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림12 생명보험사 신계약 보장성 APE 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림13 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	Buy	Buy	Hold	Hold	Buy
현재가 (10.16) (원)		180,500	44,450	23,200	13,600	2,735	59,000	1,510	3,110	3,710
적정주가 (원)		270,000	70,000	33,000	21,000	3,600	70,000	1,700	3,300	4,800
상승여력 (%)		49.6%	57.5%	42.2%	54.4%	31.6%	18.6%	12.6%	6.1%	29.4%
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	798.7	518.9	385.7	352.9	95.4	1,071.6	255.1	113.5	106.1
	2021E	872.4	524.6	359.8	355.7	86.1	1,103.2	273.2	103.7	111.9
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	8.7	8.5	13.6	6.1	3.0	1.8	4.7	4.4
	2021E	5.7	8.1	7.2	12.4	5.0	2.9	1.8	3.9	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	0.8	1.4	0.5	0.3	0.1	0.5	0.3
	2021E	1.0	1.1	0.7	1.3	0.4	0.3	0.2	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	351,725	99,045	56,829	24,585	14,409	209,031	14,371	17,887	15,622
	2021E	364,493	106,838	60,859	26,815	15,329	212,245	14,565	18,386	16,147
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	19,249	8,197	4,541	3,166	817	5,968	340	728	682
	2021E	21,027	8,287	4,216	3,191	738	6,144	364	666	726
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	0.51	0.45	0.41	0.55	0.19	0.28	0.11	0.17	0.24
	2021E	0.50	0.42	0.38	0.51	0.18	0.28	0.10	0.17	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	9.4	5.4	5.1	4.3	3.3	9.9	4.4	4.3	5.4
	2021E	8.6	5.4	5.5	4.3	3.7	9.6	4.2	4.7	5.1
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	10,026	2,087	1,355	1,112	0	2,661	68	182	189
	2021E	10,952	2,110	1,264	1,118	0	3,215	73	166	201
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	5.6	4.7	5.8	8.2	0.0	4.5	4.5	5.9	5.1
	2021E	6.1	4.7	5.4	8.2	0.0	5.4	4.8	5.3	5.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성화재 (000810)

Buy, TP 270,000원

3Q20E 순이익 2,083억원(-22.7% QoQ, +30.4% YoY)으로 추정한다. 자동차 보험료 인상 누적효과와 COVID-19 2차 확산 등으로 태풍 피해에도 자동차 손해율 개선폭이 커지고 있다. 다만, IBNR 적립으로 위험손해율은 전년 동기 대비 상승할 전망이다. 판매 경쟁 둔화되고 GA 수수료 완화되고 있으나 동사의 경우 전속 비중이 높아 사업비율 하락 추세는 타사 대비 크지 않다. 투자 부문 특이사항 없어 운용수익률 2.9%로 추정했다. 일회성 요인으로 태풍 침수 피해 등으로 80% 수준의 일반 손해율이 예상된다.

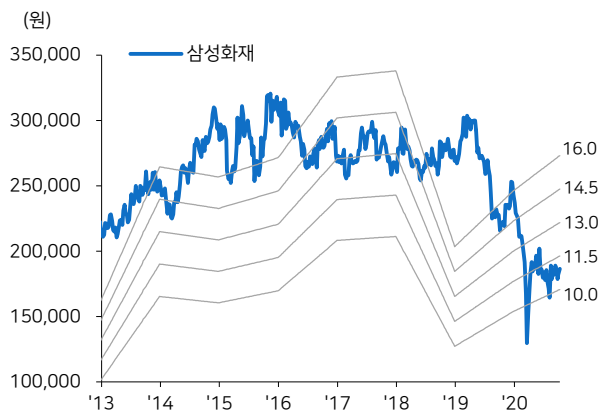
투자의견 Buy 및 적정주가 270,000원을 유지한다. COVID-19 영향으로 자동차 및 위험손해율이 안정화 되며 5.6%의 시가배당수익률이 기대된다. 다만, 타 보험사 대비 자산 듀레이션이 짧아 RBC gap이 줄어들고 있다는 점은 부담이다. 보유 이원 방어를 위해 채권 매각 없이 new money 만으로 자산 듀레이션 늘려 왔기 때문이다.

표3 삼성화재 3Q20E Preview

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	5,064.4	4,778.6	6.0	4,905.2	3.2	4,738.8	6.9
보험영업이익	-224.3	-253.5	적지	-154.8	적지		
투자영업이익	525.2	498.0	5.5	542.7	-3.2		
영업이익	300.9	244.5	23.1	387.9	-22.4	304.6	-1.2
당기순이익	208.3	159.8	30.4	269.3	-22.7	205.4	1.4

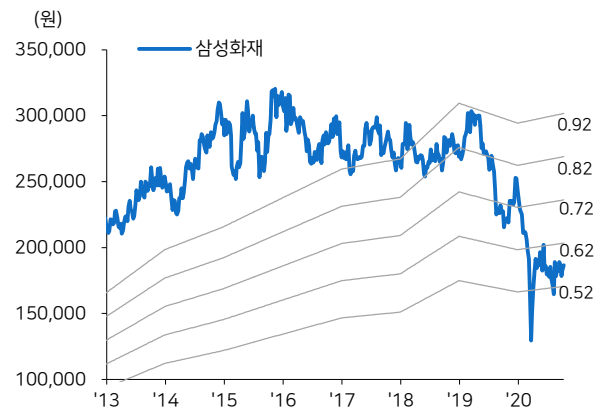
자료: 삼성화재, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

그림14 삼성화재 PER 밴드



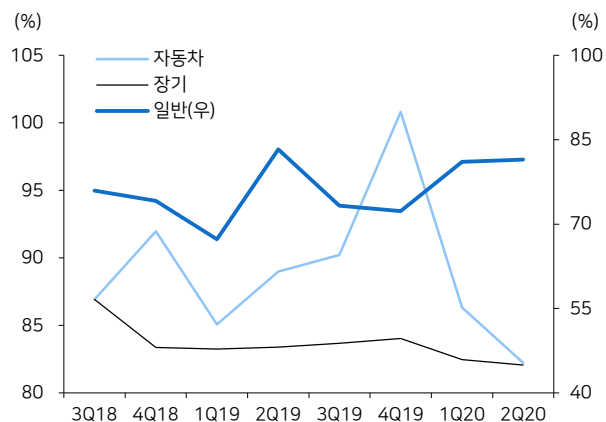
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림15 삼성화재 PBR 밴드



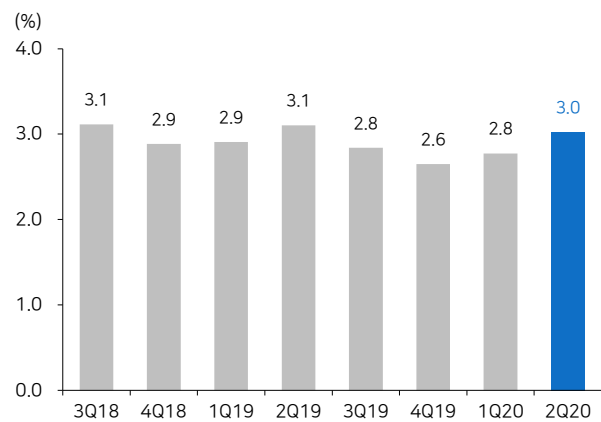
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림16 경과손해율 추이



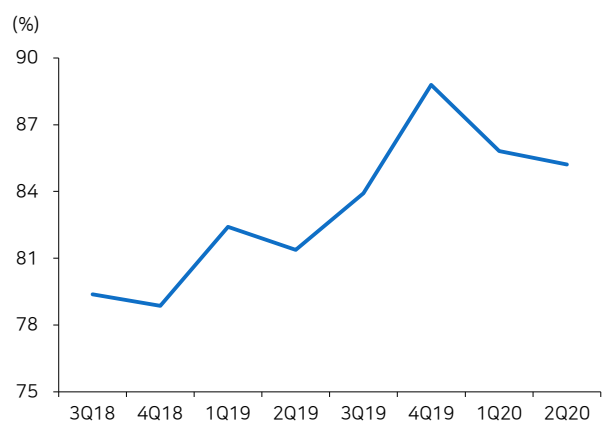
자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림17 투자영업이익률 추이



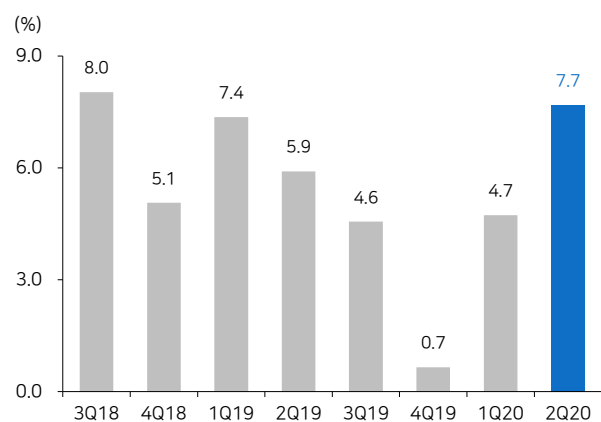
자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림18 장기위험손해율 추이



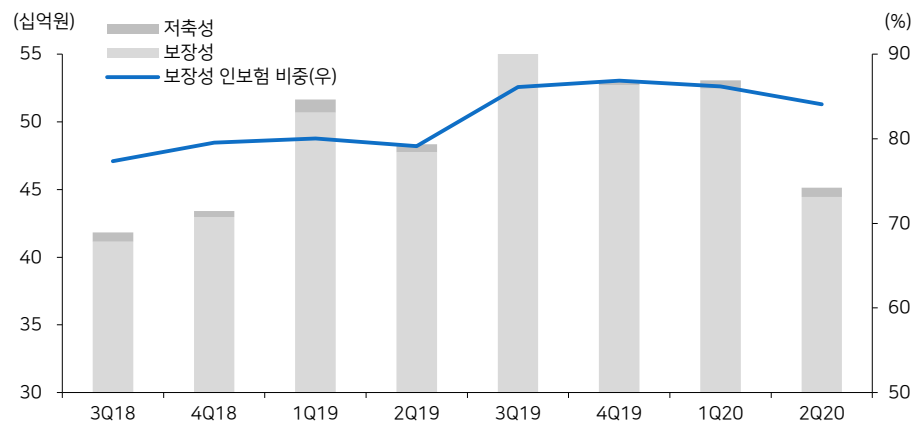
자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림19 ROE



자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림20 장기보험 신계약 추이



자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

삼성화재 (000810)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
원수보험료	18,234.0	18,839.3	19,843.0	20,597.2	20,664.8
일반	1,404.7	1,463.5	1,715.0	1,845.6	1,851.7
자동차	4,732.6	5,137.1	5,707.4	5,857.6	5,880.5
장기	12,096.7	12,238.7	12,420.6	12,894.0	12,932.6
보유보험료	17,748.3	18,399.8	19,230.7	19,954.6	20,021.3
경과보험료	17,701.8	18,003.2	18,714.8	19,471.6	19,536.4
일반	1,413.6	1,537.8	1,816.1	1,963.9	1,971.4
자동차	4,507.0	4,642.3	4,964.4	5,104.3	5,127.3
장기	11,781.3	11,823.2	11,934.3	12,403.3	12,437.7
경과손해액	14,709.1	15,265.6	15,620.2	16,223.6	16,289.6
일반	1,016.5	1,140.4	1,449.0	1,492.9	1,505.0
자동차	3,842.4	4,243.1	4,277.2	4,408.1	4,434.9
장기	9,850.3	9,882.1	9,894.0	10,322.6	10,349.7
순사업비	3,605.6	3,814.1	4,007.1	4,130.3	4,120.4
보험영업이익	-612.9	-1,076.5	-912.5	-882.3	-873.6
투자영업이익	2,136.7	1,990.9	2,084.4	2,139.5	2,147.6
영업이익	1,523.8	914.4	1,171.9	1,257.3	1,274.0
영업외손익	-80.5	-95.4	-75.7	-66.2	-66.2
세전순이익	1,443.3	819.0	1,096.2	1,191.0	1,207.8
법인세비용	383.1	209.8	297.5	318.6	323.1
당기순이익	1,057.1	609.2	798.7	872.4	884.7

Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
경과손해율	83.1	84.8	83.5	83.3	83.4
일반	71.9	74.2	79.8	76.0	76.3
자동차	85.3	91.4	86.2	86.4	86.5
장기	83.6	83.6	82.9	83.2	83.2
사업비율	20.4	21.2	21.4	21.2	21.1
합산비율	103.5	106.0	104.9	104.5	104.5
투자영업이익률	3.3	2.9	2.9	2.8	2.8
성장성					
총자산	4.7	6.9	4.0	3.6	1.0
운용자산	3.6	7.0	3.8	3.5	1.0
자기자본	3.8	15.6	5.2	3.6	1.9
원수보험료	0.0	3.3	5.3	3.8	0.3
경과보험료	0.8	1.7	4.0	4.0	0.3
순이익	0.2	-42.4	31.1	9.2	1.4

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	78,962.5	84,436.9	87,853.9	90,994.6	91,914.9
운용자산	66,733.1	71,391.5	74,082.6	76,664.2	77,441.2
현예금 및 예치금	1,647.7	1,299.1	1,134.0	1,173.5	1,185.4
유가증권	41,755.4	45,874.2	47,824.5	49,491.1	49,992.7
주식	6,159.9	9,607.1	9,740.7	10,080.1	10,182.3
채권	32,242.9	31,798.2	33,179.4	34,335.6	34,683.6
대출채권	22,531.5	23,457.2	24,379.9	25,229.5	25,485.2
부동산	798.5	760.9	744.2	770.1	777.9
비운용자산	4,290.5	4,719.4	5,033.9	5,238.3	5,290.7
특별계정자산	7,938.9	8,326.0	8,737.3	9,092.1	9,183.0
부채총계	66,675.4	70,229.5	72,902.2	75,500.2	76,132.9
보험계약준비금	55,460.8	57,866.4	59,795.2	61,861.0	62,357.3
책임준비금	55,460.8	57,866.4	59,795.2	61,861.0	62,357.3
기타부채	3,275.7	4,037.1	4,369.7	4,547.2	4,592.6
특별계정부채	7,938.9	8,326.0	8,737.3	9,092.1	9,183.0
자본총계	12,287.1	14,207.4	14,951.7	15,494.4	15,782.0
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	9,027.6	9,570.4	9,858.0
자본조정	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5
기타포괄손익누계액	3,975.3	5,775.2	6,441.8	6,441.8	6,441.8

Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	25,766	14,615	19,249	21,027	21,323
BPS	289,043	334,216	351,725	364,493	371,259
DPS	11,500	8,500	10,026	10,952	11,107
밸류에이션 (배)					
PER	10.4	16.7	9.4	8.6	8.5
PBR	0.93	0.73	0.51	0.50	0.49
수익성					
ROE	8.8	4.6	5.5	5.7	5.7
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	5.6	6.1	6.2
안정성					
총자산/자기자본	643	594	588	587	582
보유보험료/자기자본	144	130	129	129	127

DB손해보험 (005830)

Buy, TP 70,000원

3Q20E 순이익 1,165억원(-45.0% QoQ, -4.9% YoY)으로 추정한다. 자동차 보험료 인상 효과가 하반기에 누적적으로 나타나며 자동차 손해율 개선폭이 뚜렷할 전망이다. 태풍으로 인한 침수 피해에도 7~8월 운행량 감소로 손해율 안정되고 있다. COVID-19 영향이 장기화 되면서 위험손해를 역시 안정적인 모습이 유지되고 있다. 대면 영업이 어려운 환경에도 월평균 90~100억원의 신계약 판매 규모 유지되고 있어 사업비율 하락 폭은 크지 않은 상황이다. 전반적인 보험영업효율 개선에도 전년 동기 대비 이익 규모 감소를 추정하는 이유는 채권 매각익 규모가 감소했기 때문이다.

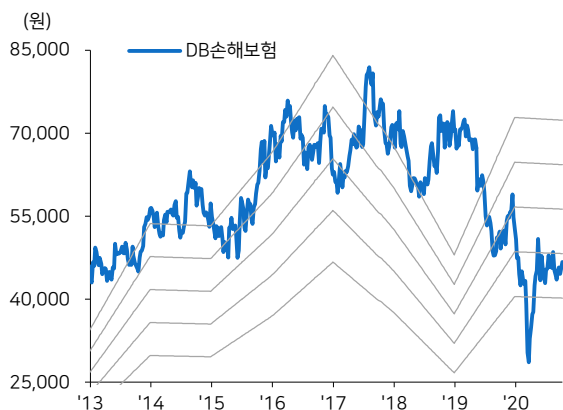
투자의견 Buy 및 적정주가 70,000원을 유지한다. 원수보험료 기준 자동차 비중 27~28%로 손해율 개선에 따른 민감도가 크다. 자산 듀레이션 9.3으로 충분히 확보되어 있어 RBC 규제 강화 최종안 적용에도 영향 제한적이다. 19년과 동일한 배당성향을 가정해 시가배당률 4.7% 추정된다.

표4 DB손해보험 3Q20E Preview

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,435.9	3,261.4	5.4	3,536.6	-2.8	3,123.8	10.0
보험영업이익	-151.0	-211.2	적지	-83.9	적지		
투자영업이익	311.9	383.1	-18.6	373.8	-16.6		
영업이익	160.8	171.9	-6.5	289.9	-44.5	151.2	6.4
당기순이익	116.5	122.5	-4.9	211.9	-45.0	109.0	7.0

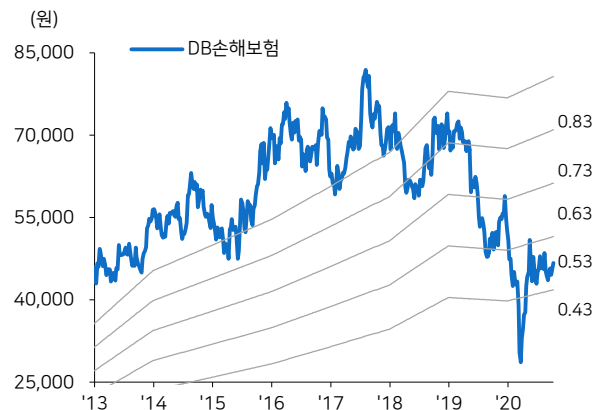
자료: DB손해보험, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

그림21 DB손해보험 PER 밴드



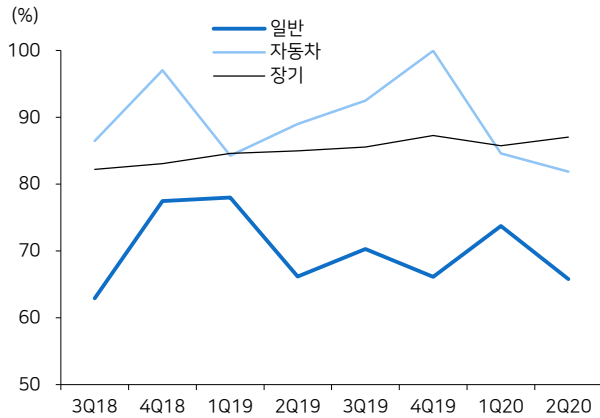
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림22 DB손해보험 PBR 밴드



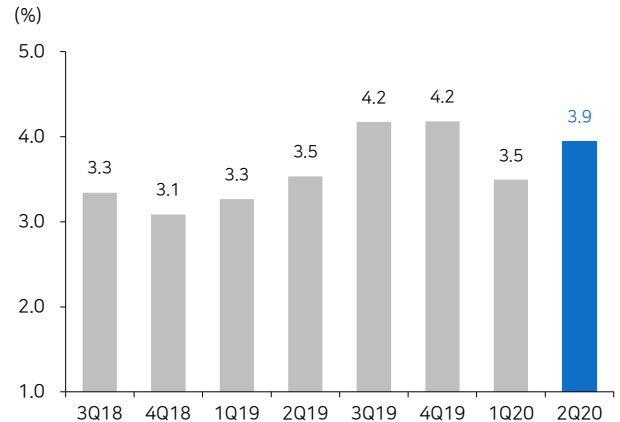
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림23 경과손해율 추이



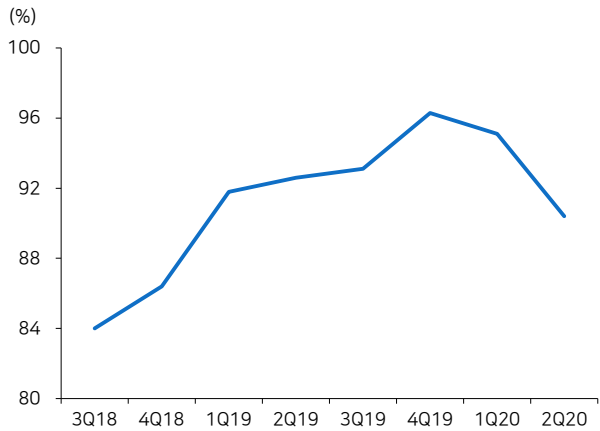
자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림24 투자영업이익률 추이



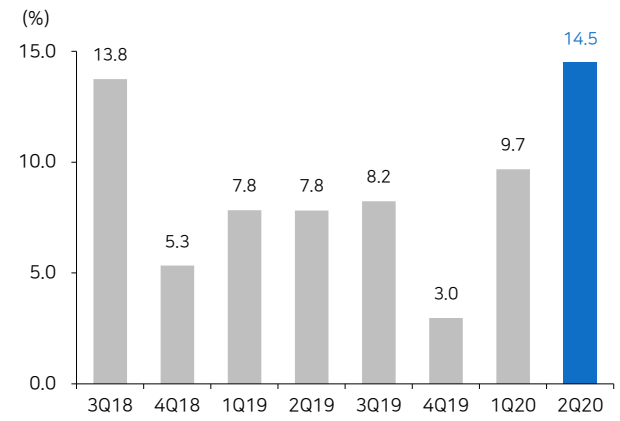
자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림25 장기위험손해율 추이



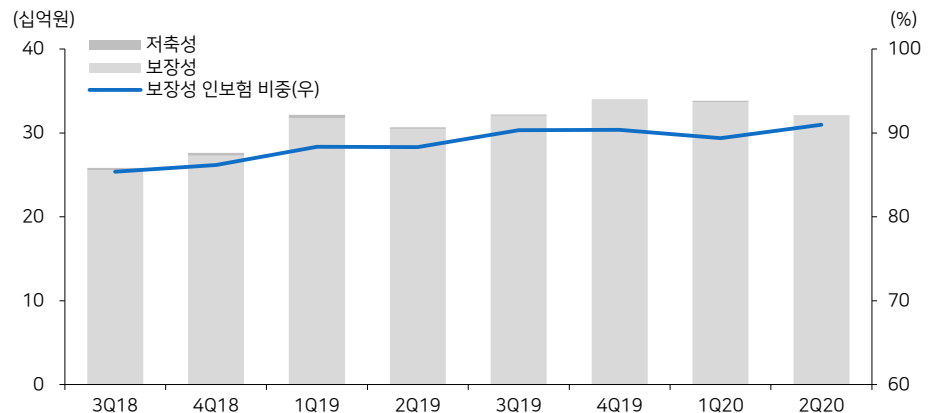
자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림26 ROE



자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림27 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	13,885.7	14,254.6	14,297.6
일반	994.9	1,124.3	1,358.5	1,405.0	1,409.6
자동차	3,274.7	3,508.2	3,874.4	3,929.9	3,945.2
장기	8,179.7	8,394.6	8,652.9	8,919.8	8,942.7
보유보험료	11,624.7	12,114.8	12,790.3	13,108.7	13,155.3
경과보험료	11,592.2	11,879.5	12,404.7	12,710.6	12,754.7
일반	582.5	677.1	782.5	802.3	806.9
자동차	3,025.1	3,101.0	3,316.9	3,351.2	3,369.0
장기	7,984.7	8,101.4	8,305.3	8,557.1	8,578.8
경과손해액	9,664.7	10,241.7	10,480.7	10,753.8	10,800.7
일반	393.1	466.6	540.9	550.7	555.0
자동차	2,637.0	2,840.4	2,847.9	2,878.1	2,906.9
장기	6,634.6	6,934.7	7,091.8	7,325.0	7,338.8
순사업비	2,255.7	2,485.3	2,537.0	2,558.2	2,573.6
보험영업이익	-328.3	-856.4	-612.9	-601.4	-619.5
투자영업이익	1,074.1	1,368.7	1,314.6	1,324.9	1,346.8
영업이익	745.9	512.3	701.7	723.5	727.3
영업외손익	-35.2	-7.3	-3.5	-7.3	-7.4
세전순이익	710.6	505.1	698.2	716.1	719.9
법인세비용	195.9	132.2	179.3	191.6	192.6
당기순이익	514.7	372.9	518.9	524.6	527.3

Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
경과손해율	83.4	86.2	84.5	84.6	84.7
일반	67.5	68.9	69.1	68.6	68.8
자동차	87.2	91.6	85.9	85.9	86.3
장기	83.1	85.6	85.4	85.6	85.5
사업비율	19.5	20.9	20.5	20.1	20.2
합산비율	102.8	107.1	104.9	104.7	104.9
투자영업이익률	3.3	3.8	3.4	3.2	3.2
성장성					
총자산	6.3	9.8	7.3	5.7	1.1
운용자산	8.7	7.6	7.1	6.0	1.2
자기자본	11.2	16.5	9.6	7.9	0.4
원수보험료	0.7	4.6	6.6	2.7	0.3
경과보험료	1.3	2.5	4.4	2.5	0.3
순이익	-17.3	-27.6	39.2	1.1	0.5

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	39,775.5	43,666.8	46,853.4	49,530.8	50,095.7
운용자산	34,351.1	36,974.2	39,604.0	41,987.2	42,476.6
현예금 및 예치금	748.2	425.7	539.8	572.3	579.0
유가증권	21,738.6	24,449.4	25,894.6	27,452.8	27,772.8
주식	1,071.1	950.0	1,107.1	1,173.7	1,187.4
채권	8,787.3	9,011.0	9,379.8	9,944.2	10,060.1
대출채권	10,733.3	10,956.7	11,995.2	12,717.0	12,865.3
부동산	1,131.0	1,142.4	1,174.4	1,245.1	1,259.6
비운용자산	3,064.4	3,255.4	3,385.4	3,522.9	3,558.1
특별계정자산	2,359.9	3,437.2	3,863.9	4,020.8	4,061.0
부채총계	34,864.4	37,946.0	40,584.0	42,768.2	43,306.3
보험계약준비금	30,602.9	32,512.0	34,311.7	36,241.3	36,714.1
책임준비금	30,602.9	32,512.0	34,311.7	36,241.3	36,714.1
기타부채	1,636.0	1,976.6	2,169.0	2,360.9	2,384.5
특별계정부채	2,625.5	3,457.4	3,863.9	4,020.8	4,061.0
자본총계	4,911.1	5,720.8	6,269.4	6,762.6	6,789.5
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	5,007.9	5,501.2	5,528.0
자본조정	548.2	1,111.6	1,188.2	1,188.2	1,188.2

Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	8,132	5,891	8,197	8,287	8,331
BPS	77,587	90,379	99,045	106,838	107,261
DPS	2,000	1,500	2,087	2,110	2,121
밸류에이션 (배)					
PER	8.7	8.9	5.4	5.4	5.3
PBR	0.91	0.58	0.45	0.42	0.41
수익성					
ROE	11.0	7.0	8.7	8.1	7.8
ROA	1.3	0.9	1.1	1.1	1.1
배당지표					
배당성향	24.6	25.5	25.5	25.5	25.5
배당수익률	2.8	2.9	4.7	4.7	4.8
안정성					
총자산/자기자본	810	763	747	732	738
보유보험료/자기자본	237	212	204	194	194

현대해상 (001450)

Buy, TP 33,000원

3Q20E 순이익 1,769억원(+88.1% QoQ, +144.7% YoY)으로 추정한다. 태풍으로 인한 침수 피해에도 자동차 손해율이 크게 개선되고 있다. 자동차 보험료 인상 효과가 나타나고 있으며 장마 기간이 길어 자동차 운행량이 감소한 영향이다. 대면 영업 부담에도 보장성 신계약 판매 규모가 100억원대로 전년 대비 약 10% 증가했으나 GA 수수료 안정화 영향으로 사업비율은 유지될 전망이다. 그 외 일회성 요인으로 강남 사옥 매각익 2,000억원 인식할 예정이다.

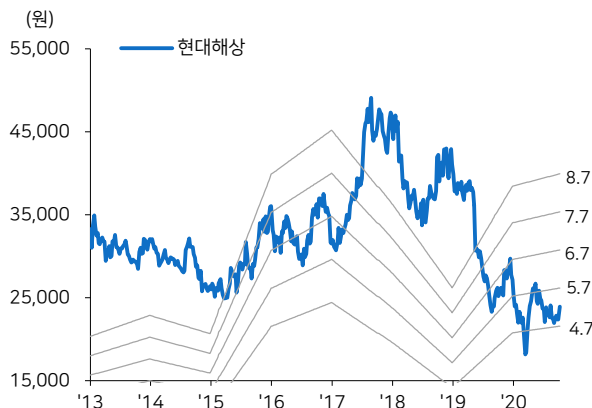
투자의견 Buy 및 적정주가 33,000원을 유지한다. 원수보험료 기준 자동차 보험 비중 27% 수준으로 손해율 개선에 따른 민감도 큰 편이다. 채권 매각익 규모가 줄어들고 있으나 강남 사옥 매각익 등으로 안정적인 실적 기대되며 시가배당률 5.8% 전망한다.

표5 현대해상 3Q20E Preview

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,523.9	3,346.6	5.3	3,644.0	-3.3	3,183.7	10.7
보험영업이익	-226.8	-275.3	적지	-155.8	적지		
투자영업이익	477.6	389.9	22.5	295.7	61.5		
영업이익	250.8	114.6	118.8	139.9	79.2	240.5	4.3
당기순이익	176.9	72.3	144.7	94.1	88.1	171.1	3.4

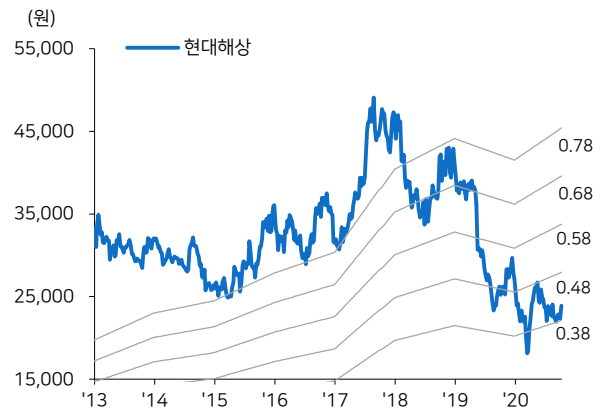
자료: 현대해상, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

그림28 현대해상 PER 밴드



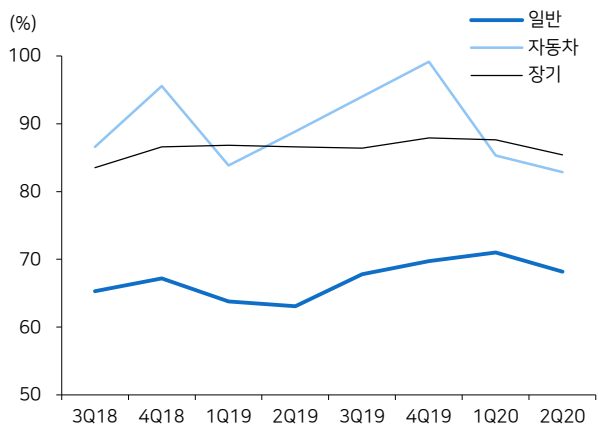
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림29 현대해상 PBR 밴드



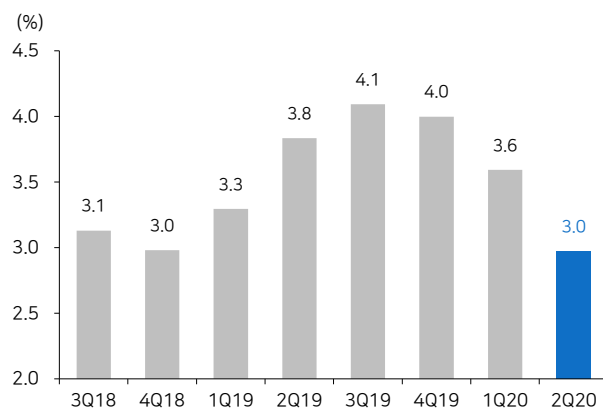
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림30 경과손해를 추이



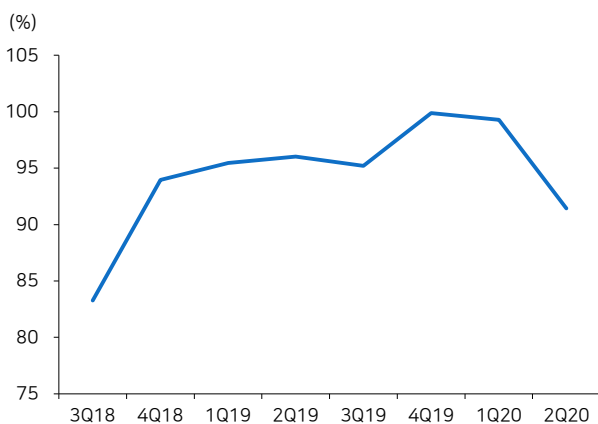
자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림31 투자영업이익률 추이



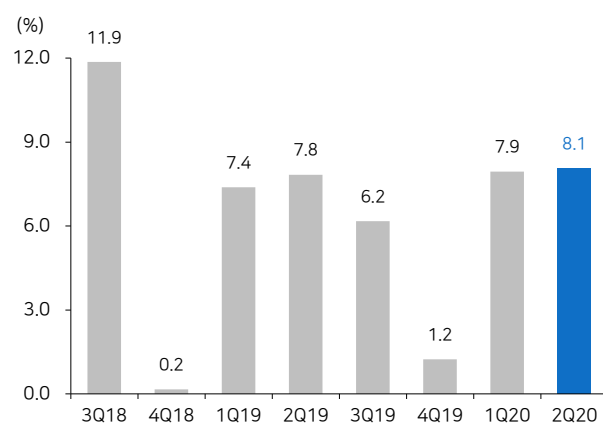
자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림32 장기위험손해를 추이



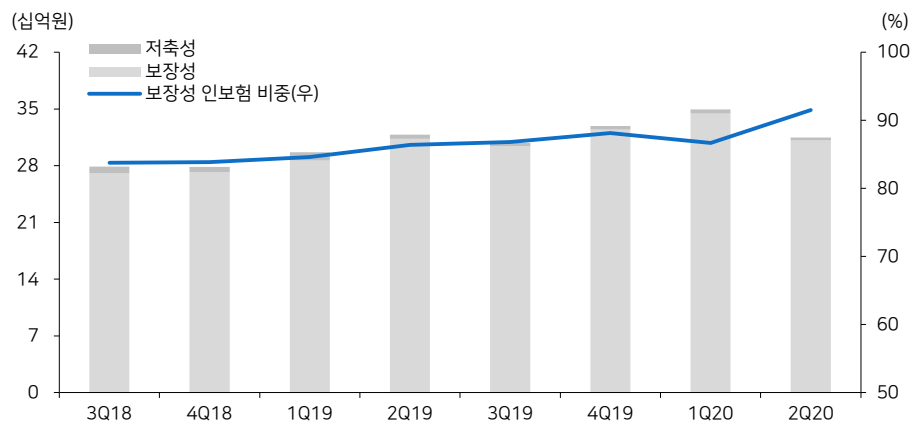
자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림33 ROE



자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림34 장기보험 신계약 추이



자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

현대해상 (001450)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
원수보험료	12,978.3	13,417.4	14,276.8	14,641.3	14,927.1
일반	1,092.6	1,155.6	1,389.9	1,437.1	1,472.9
자동차	3,375.9	3,565.3	3,910.7	3,975.2	4,073.0
장기	8,508.3	8,694.6	8,975.7	9,229.0	9,381.2
보유보험료	11,856.0	12,270.6	12,957.1	13,280.9	13,541.4
경과보험료	11,765.7	12,060.6	12,636.8	12,965.8	13,219.5
일반	458.5	498.9	580.1	607.1	623.2
자동차	3,142.1	3,240.3	3,447.0	3,512.2	3,604.5
장기	8,165.0	8,321.4	8,609.7	8,846.5	8,991.8
경과손해액	9,922.4	10,533.6	10,869.6	11,173.9	11,433.1
일반	282.2	330.6	404.0	409.6	422.1
자동차	2,690.8	2,968.2	2,982.5	3,069.9	3,176.3
장기	6,949.5	7,234.7	7,483.1	7,694.4	7,834.6
순사업비	2,416.3	2,573.9	2,636.8	2,710.5	2,695.0
보험영업이익	-573.1	-1,046.8	-869.5	-918.6	-908.6
투자영업이익	1,087.4	1,430.1	1,435.6	1,444.7	1,578.4
영업이익	514.3	383.2	566.1	526.1	568.6
영업외손익	-23.1	-35.0	-38.1	-34.9	-34.8
세전순이익	491.2	348.3	528.0	491.2	533.8
법인세비용	132.2	97.8	142.3	131.4	142.8
당기순이익	359.0	250.4	385.7	359.8	391.0

Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
경과손해율	84.3	87.3	86.0	86.2	86.5
일반	61.5	66.3	69.6	67.5	67.7
자동차	85.6	91.6	86.5	87.4	88.1
장기	85.1	86.9	86.9	87.0	87.1
사업비율	20.5	21.3	20.9	20.9	20.4
합산비율	104.9	108.7	106.9	107.1	106.9
투자영업이익률	3.2	3.8	3.6	3.3	3.5
성장성					
총자산	9.0	4.8	8.3	5.7	1.2
운용자산	10.4	7.5	9.5	6.0	1.3
자기자본	32.6	8.8	12.3	6.4	0.5
원수보험료	1.2	3.4	6.4	2.6	2.0
경과보험료	2.0	2.5	4.8	2.6	2.0
순이익	-24.1	-30.2	54.0	-6.7	8.7

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	43,719.4	45,825.8	49,620.7	52,467.2	53,112.6
운용자산	35,810.7	38,500.9	42,151.4	44,694.5	45,262.3
현예금 및 예치금	1,057.9	976.8	1,300.2	1,378.6	1,396.1
유가증권	23,589.5	25,571.8	28,102.1	29,797.6	30,176.1
주식	1,244.6	1,182.0	1,255.1	1,330.8	1,347.8
채권	12,575.2	13,081.8	14,148.6	15,002.3	15,192.8
대출채권	10,142.5	10,881.2	11,633.7	12,335.6	12,492.3
부동산	1,020.7	1,071.1	1,115.4	1,182.7	1,197.8
비운용자산	3,711.9	3,848.8	3,848.5	4,004.8	4,044.8
특별계정자산	4,196.8	3,476.1	3,620.8	3,767.9	3,805.5
부채총계	39,605.8	41,348.3	44,591.1	47,116.3	47,733.2
보험계약준비금	33,098.9	35,343.2	37,385.4	39,617.9	40,159.9
책임준비금	33,098.9	35,343.2	37,385.4	39,617.9	40,159.9
기타부채	4,207.9	3,442.4	3,584.9	3,730.5	3,767.8
특별계정부채	4,196.8	3,476.1	3,620.8	3,767.9	3,805.5
자본총계	4,113.6	4,477.5	5,029.6	5,350.9	5,379.4
자본금	44.7	44.7	44.7	44.7	44.7
자본잉여금	114.2	114.1	113.2	113.2	113.2
이익잉여금	2,996.7	3,137.7	3,478.3	3,799.6	3,828.1
자본조정	-37.5	-37.5	-45.0	-45.0	-45.0
기타포괄손익누계액	497.2	720.2	940.1	940.1	940.1

Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	4,428	2,845	4,541	4,216	4,608
BPS	45,341	49,905	56,829	60,859	61,217
DPS	1,130	880	1,355	1,264	1,374
밸류에이션 (배)					
PER	9.3	9.5	5.1	5.5	5.0
PBR	0.91	0.54	0.41	0.38	0.38
수익성					
ROE	10.5	6.0	8.5	7.2	7.5
ROA	0.9	0.6	0.8	0.7	0.7
배당지표					
배당성향	25.1	28.0	28.0	28.0	28.0
배당수익률	2.8	3.3	5.8	5.4	5.9
안정성					
총자산/자기자본	1,063	1,023	987	981	987
보유보험료/자기자본	288	274	258	248	252

메리츠화재 (000060)

Buy, TP 21,000원

3Q20E 순이익 917억원(-13.3% QoQ, +19.7% YoY)으로 추정한다. 월평균 신계약 100억원 규모 유지되고 있어 사업비율이 25% 수준으로 하락할 전망이다. 17년 2,600억원, 18년 4,300억원, 19년 6200억원 규모의 추가상각이 감소하며 과거 3년 이상 지속되어 왔던 고성장이 수익으로 가시화되고 있다. 금리 하락이 둔화되며 채권 매각익이 감소하고 있어 투자수익률은 4.3%로 추정했다. 저금리 장기화 되는 상황에서도 11.13이라는 업종내 최장 듀레이션을 기반으로 신용리스크를 감내할 수 있어 타사 대비 높은 수익률 시현이 지속되고 있다.

투자의견 Buy 및 적정주가 21,000원을 유지한다. 자산 듀레이션을 적극적으로 늘려 금리 하락에 따른 평가익 규모 컸으며 향후 보유 이원 방어는 대출 확대가 가능하다고 판단한다. 대출의 평균 만기가 짧아 충분한 자산 듀레이션이 확보되지 않은 보험사는 신용 마진 추구하기 어렵기 때문이다. 시가배당수익률 8.2% 전망되어 업종 내 top pick으로 유지한다.

표6 메리츠화재 3Q20E Preview

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	2,339.4	2,028.7	15.3	2,259.7	3.5	2,165.0	8.1
보험영업이익	-106.1	-257.1	적지	-106.9	적지		
투자영업이익	232.3	362.7	-36.0	254.1	-8.6		
영업이익	126.2	105.7	19.5	147.1	-14.2	109.2	15.6
당기순이익	91.7	76.6	19.7	105.8	-13.3	80.4	14.1

자료: 메리츠화재, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

그림35 메리츠화재 PER 밴드



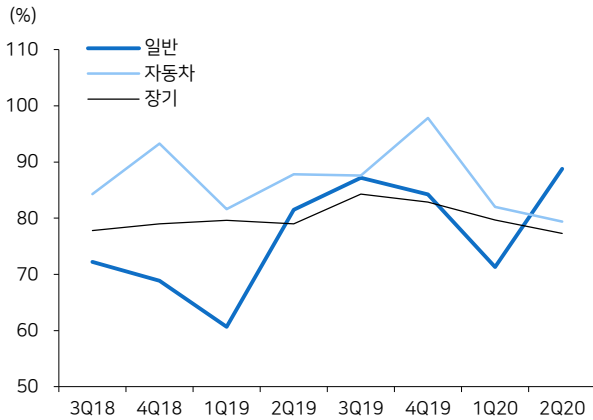
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림36 메리츠화재 PBR 밴드



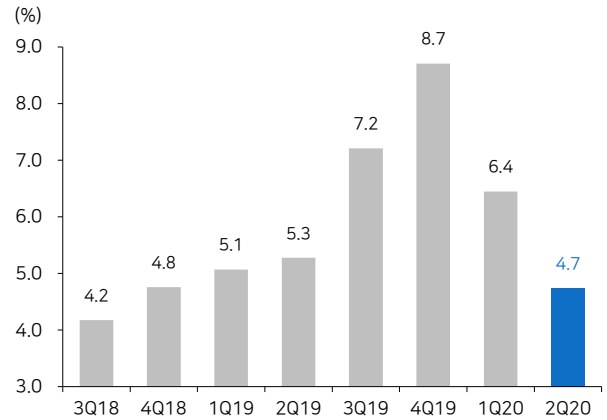
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림37 경과손해율 추이



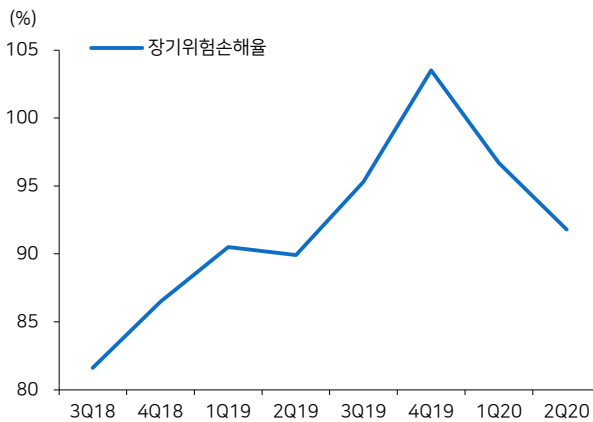
자료: 메리츠화재, 메리츠증권 리서치센터

그림38 투자영업이익률 추이



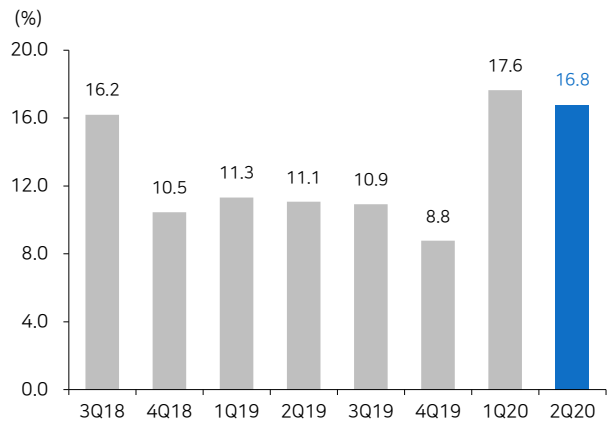
자료: 메리츠화재, 메리츠증권 리서치센터

그림39 장기위험손해율 추이



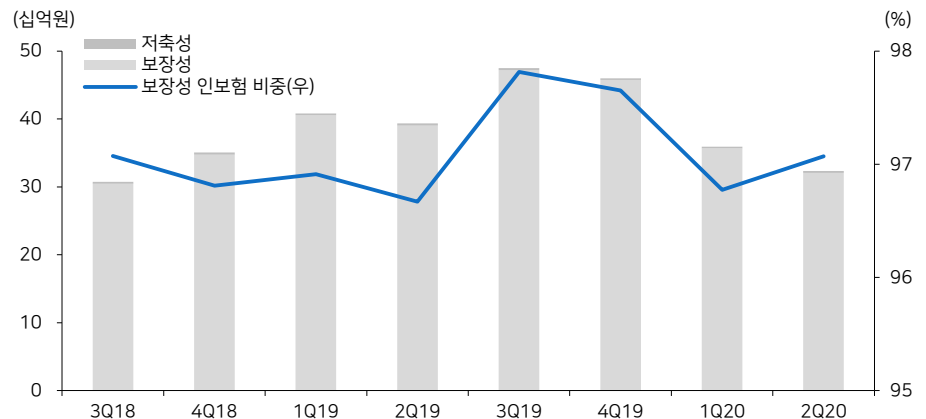
자료: 메리츠화재, 메리츠증권 리서치센터

그림40 ROE



자료: 메리츠화재, 메리츠증권 리서치센터

그림41 장기보험 신계약 추이



자료: 메리츠화재, 메리츠증권 리서치센터

메리츠화재 (000060)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
원수보험료	7,080.0	8,032.3	9,268.9	10,468.6	11,575.2
일반	498.2	512.1	593.3	611.4	626.5
자동차	783.5	653.1	698.3	727.4	745.3
장기	5,798.3	6,867.1	7,977.3	9,129.7	10,203.4
보유보험료	6,740.9	7,605.8	8,689.3	9,874.4	10,894.5
경과보험료	6,734.4	7,676.1	8,708.6	9,918.3	10,949.1
일반	306.2	337.5	332.6	377.9	383.0
자동차	760.8	675.6	658.7	717.7	728.0
장기	5,667.4	6,581.6	7,717.3	8,822.7	9,838.2
경과손해액	5,339.0	6,226.8	6,946.6	7,983.4	8,922.6
일반	207.5	265.4	265.9	304.1	308.3
자동차	632.0	597.8	542.5	596.8	624.0
장기	4,499.6	5,363.5	6,138.3	7,082.5	7,990.3
순사업비	1,791.3	2,368.3	2,305.2	2,452.2	2,527.4
보험영업이익	-395.9	-918.9	-543.2	-517.2	-500.9
투자영업이익	761.6	1,297.2	1,036.1	1,006.7	1,019.0
영업이익	365.7	378.3	492.9	489.4	518.2
영업외손익	-16.6	-4.2	-4.3	-3.8	-3.8
세전순이익	349.1	374.1	488.6	485.6	514.3
법인세비용	89.0	102.9	135.7	129.9	137.6
당기순이익	260.0	271.2	352.9	355.7	376.8

Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
경과손해율	79.3	81.1	79.8	80.5	81.5
일반	67.7	78.6	80.0	80.5	80.5
자동차	83.1	88.5	82.4	83.1	85.7
장기	79.4	81.5	79.5	80.3	81.2
사업비율	26.6	30.9	26.5	24.7	23.1
합산비율	105.9	112.0	106.2	105.2	104.6
투자영업이익률	4.5	6.7	4.8	4.2	3.8
성장성					
총자산	12.9	13.2	12.2	10.4	10.4
운용자산	14.3	11.9	12.4	11.2	11.1
자기자본	27.4	6.9	12.7	9.1	9.1
원수보험료	10.6	13.4	15.4	12.9	10.6
경과보험료	12.3	14.0	13.5	13.9	10.4
순이익	-26.8	4.3	30.1	0.8	5.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	20,433.3	23,136.9	25,968.0	28,669.5	31,643.4
운용자산	18,255.3	20,434.5	22,964.4	25,544.0	28,391.0
현예금 및 예치금	418.5	410.0	708.8	788.4	876.3
유가증권	11,695.8	13,615.7	15,036.9	16,726.0	18,590.2
주식	114.9	94.0	154.9	172.3	191.5
채권	7,251.5	8,543.1	9,162.9	10,192.2	11,328.2
대출채권	5,361.7	5,695.6	6,469.1	7,195.8	7,997.8
부동산	779.4	713.1	749.6	833.8	926.7
비운용자산	2,178.0	2,702.4	3,003.6	3,125.6	3,252.5
특별계정자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	18,157.6	20,704.1	23,227.2	25,680.1	28,382.2
보험계약준비금	17,021.0	18,869.5	20,927.5	23,287.0	25,891.9
책임준비금	17,021.0	18,869.5	20,927.5	23,287.0	25,891.9
기타부채	1,136.6	1,834.6	2,299.7	2,393.1	2,490.2
특별계정부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,275.7	2,432.8	2,740.8	2,989.4	3,261.3
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	1,705.3	1,954.0	2,225.8
자본조정	-34.5	-43.6	-49.6	-49.6	-49.6
기타포괄손익누계액	507.1	477.1	523.3	523.3	523.3

Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	2,324	2,432	3,166	3,191	3,392
BPS	20,341	21,822	24,585	26,815	29,360
DPS	820	850	1,112	1,118	1,189
밸류에이션 (배)					
PER	9.4	7.3	4.3	4.3	4.0
PBR	1.07	0.82	0.55	0.51	0.46
수익성					
ROE	12.8	11.5	13.6	12.4	12.1
ROA	1.3	1.2	1.4	1.3	1.2
배당지표					
배당성향	35.3	34.9	35.1	35.0	35.1
배당수익률	3.8	4.8	8.2	8.2	8.7
안정성					
총자산/자기자본	898	951	947	959	970
보유보험료/자기자본	296	313	317	330	334

한화손해보험 (000370)

Buy, TP 3,600원

3Q20E 순이익 231억원(-36.1% QoQ, +1,519.7% YoY)으로 추정한다. 업계와 같이 자동차 손해를 개선 추세가 강하게 나타나고 있으며 COVID-19 영향으로 위험손해를 안정화 되는 모습이다. 상반기 중 희망퇴직 진행하고 영업비 감소하면서 사업비율도 하락하는 모습이다. 보험 영업 효율 개선되며 투자 매각의 규모 감소하며 운용수익률 하락이 추정된다.

투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 3,600원으로 12.5% 상향 조정한다. 자동차 손해를 민감도가 높아 20년 EPS 추정치 53.4%, ROE 2.0%p 상향 조정했다. 원수보험료 기준 자동차 보험료 비중 13.3%로 2위권사 대비 적으나 장기 부문 체력이 약해 자동차 손해율 사이클에 민감하다. 연말 배당 결정과 21년 자동차 보험료 인상 가능성 여부에 따라 주가 상승 여력 달라질 수 있다.

표7 한화손해보험 3Q20E Preview

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	1,525.6	1,474.1	3.5	1,478.9	3.2		
보험영업이익	-97.2	-108.5	적지	-84.6	적지		
투자영업이익	131.8	112.8	16.9	135.0	-2.4		
영업이익	34.6	4.3	706.2	50.4	-31.3	29.1	19.2
당기순이익	23.1	1.4	1,519.7	36.2	-36.1	22.8	1.5

자료: 한화손해보험, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표8 Valuation table

적정주가	3,600원
이론주가	3,618원
2020년 BPS	14,409원
적정 PBR	0.25배
PBR Discount	-55.0%
이론 PBR	0.56배
2020년 ROE	6.1%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	10.2%
Beta	1.14
Risk Free Rate	1.1%
Risk Premium	8.0%

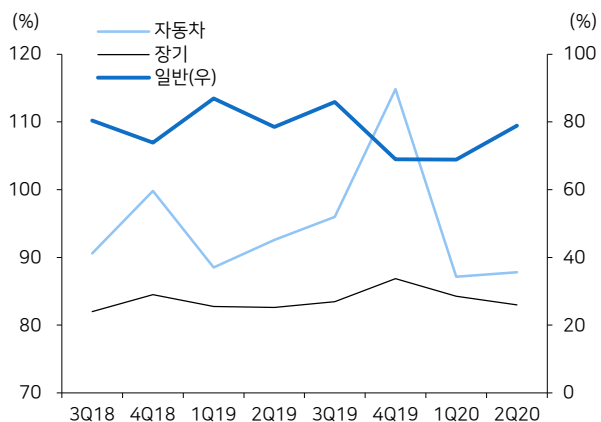
자료: 메리츠증권 리서치센터

표9 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
순이익	62.2	62.8	95.4	86.1	53.4	37.1
EPS (원)	533	538	817.1	737.8	53.4	37.1
BPS(원)	13,305	13,936	14,409	15,329	8.3	10.0
ROE (%)	4.2	4.0	6.1	5.0	1.9	1.0

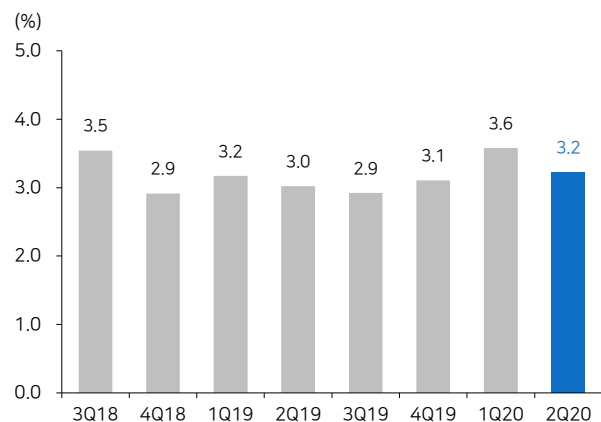
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림42 경과손해를 추이



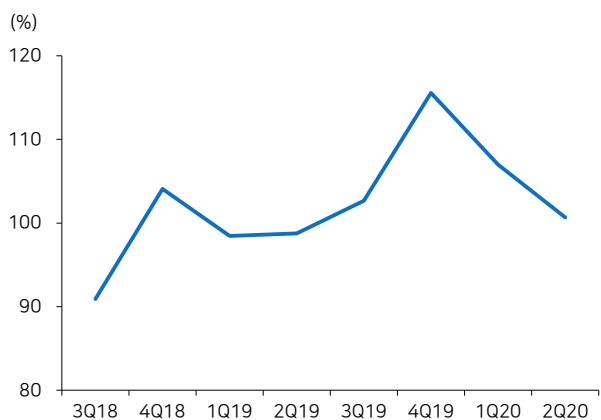
자료: 한화손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림43 투자영업이익률 추이



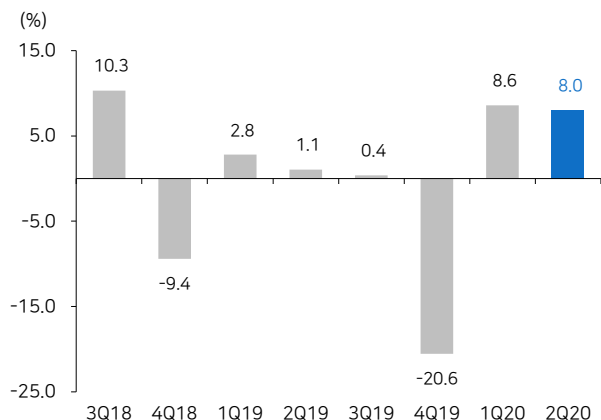
자료: 한화손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림44 장기위험손해를 추이



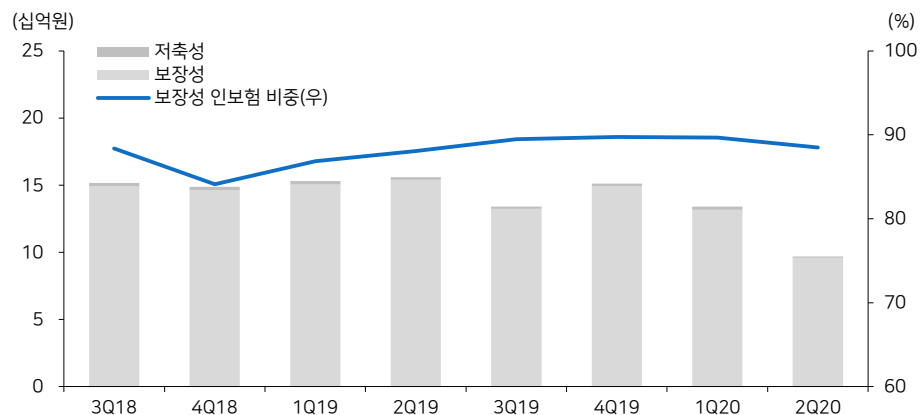
자료: 한화손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림45 ROE



자료: 한화손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림46 장기보험 신계약 추이



자료: 한화손해보험, 메리츠증권 리서치센터

한화손해보험 (000370)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
원수보험료	5,602.5	5,964.8	6,118.1	6,312.7	6,319.0
일반	436.1	531.6	607.8	651.6	653.6
자동차	873.8	861.5	809.3	834.7	837.9
장기	4,292.6	4,571.7	4,701.0	4,826.5	4,827.5
보유보험료	4,350.8	4,578.3	4,726.3	4,868.6	4,870.3
경과보험료	4,341.0	4,567.1	4,662.2	4,822.8	4,823.8
일반	196.0	224.8	267.8	289.4	289.8
자동차	576.0	580.3	564.7	567.5	571.1
장기	3,569.1	3,762.0	3,829.7	3,966.0	3,962.9
경과손해액	3,606.9	3,903.5	3,931.3	4,077.0	4,082.1
일반	147.1	177.6	199.8	220.4	220.2
자동차	511.0	568.9	507.6	516.1	521.2
장기	2,948.8	3,157.1	3,223.9	3,340.5	3,340.6
손사업비	1,099.4	1,199.5	1,131.0	1,182.2	1,179.9
보험영업이익	-367.4	-538.5	-405.0	-436.4	-438.2
투자영업이익	490.0	465.1	541.4	566.0	573.2
영업이익	122.6	-73.4	136.4	129.6	134.9
영업외손익	-8.8	-13.2	-12.9	-12.0	-11.9
세전순이익	113.8	-86.7	123.6	117.6	123.0
법인세비용	31.5	-29.3	28.2	31.5	32.9
당기순이익	82.3	-61.0	95.4	86.1	90.1

Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
경과손해율	83.1	85.5	84.3	84.5	84.6
일반	75.1	79.0	74.6	76.2	76.0
자동차	88.7	98.0	89.9	90.9	91.3
장기	82.6	83.9	84.2	84.2	84.3
사업비율	25.3	26.3	24.3	24.5	24.5
합산비율	108.4	111.7	108.6	109.0	109.1
투자영업이익률	3.6	3.1	3.3	3.1	3.0
성장성					
총자산	12.4	8.9	8.8	7.0	1.6
운용자산	14.6	8.1	10.5	7.4	1.7
자기자본	19.6	0.6	18.0	6.4	1.7
원수보험료	5.9	6.5	2.6	3.2	0.1
경과보험료	4.6	5.2	2.1	3.4	0.0
순이익	-44.8	적전	흑전	-9.7	4.6

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	16,728.6	18,209.8	19,810.0	21,197.1	21,537.8
운용자산	14,546.9	15,723.9	17,379.5	18,667.9	18,983.4
현예금 및 예치금	561.2	582.0	484.9	520.8	529.6
유가증권	8,196.3	9,504.7	11,373.8	12,216.9	12,423.4
주식	280.6	179.5	215.8	231.8	235.7
채권	962.1	929.6	4,816.5	5,173.6	5,261.0
대출채권	5,304.1	5,059.3	4,922.4	5,287.3	5,376.6
부동산	475.1	512.6	531.5	570.9	580.6
비운용자산	2,175.9	2,480.5	2,424.9	2,523.3	2,548.6
특별계정자산	5.8	5.4	5.6	5.8	5.9
부채총계	15,311.8	16,783.9	18,127.9	19,407.6	19,718.2
보험계약준비금	14,128.7	15,401.6	16,556.8	17,772.7	18,066.9
책임준비금	14,128.7	15,401.6	16,556.8	17,772.7	18,066.9
기타부채	1,177.0	1,376.6	1,565.5	1,629.1	1,645.4
특별계정부채	6.0	5.7	5.6	5.8	5.9
자본총계	1,416.9	1,425.9	1,682.1	1,789.5	1,819.7
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	472.9	580.3	610.5
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	84.5	182.9	557.6	557.6	557.6

Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	705	-522	817	738	772
BPS	12,137	12,214	14,409	15,329	15,587
DPS	130	0	0	0	0
밸류에이션 (배)					
PER	8.4	-5.4	3.3	3.7	3.5
PBR	0.49	0.23	0.19	0.18	0.18
수익성					
ROE	6.3	-4.3	6.1	5.0	5.0
ROA	0.5	-0.3	0.5	0.4	0.4
배당지표					
배당성향	18.4	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률	2.2	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
총자산/자기자본	1,181	1,277	1,178	1,185	1,184
보유보험료/자기자본	307	321	281	272	268

삼성생명 (032830)

Buy, TP 70,000원

3Q20E 순이익(연결) 2,816억원(-37.2% QoQ, +27.9% YoY)으로 추정한다. 동사는 주가지수 100pt당 400억원 규모의 변액보증 준비금 민감도를 가지고 있어 약 1,000억원 규모의 환입이 전망된다. COVID-19가 장기화로 위험손해율이 안정화되고 있어 사차이익 규모 200억원으로 추정한다. 저금리로 이차 역마진 확대가 지속되고 있으나 비차이익 증가 및 변액보증 준비금 환입 등으로 양호한 실적이 추정된다.

투자의견 Buy 유지하고 적정주가를 70,000원으로 14.8% 상향 조정한다. 금리 및 주식시장이 안정화 되면 변액보증 준비금 환입이 이어지는 점이 긍정적이다. 보유한 전자 지분 가치가 증가 하고 있어 20E BPS를 9.2% 상향조정 했으며 보험업법 통과 등의 기대감을 반영하기 위해 PBR 디스카운트를 -30%에서 -25%로 축소 반영했다. 향후 관련 법 통과 가능성이 높아지는 경우 추가적으로 축소될 수 있다.

표10 삼성생명 3Q20E Preview

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-231.5	-455.6	-49.2	87.2	-365.6	-	-
투자손익	1,819.1	2,094.4	-13.1	1,763.5	3.1	-	-
책임준비금전입액	1,474.0	1,646.8	-10.5	1,577.6	-6.6	-	-
영업외손익	288.8	356.9	-19.1	343.6	-16.0	-	-
당기순이익	281.6	220.2	27.9	448.6	-37.2	298.0	-5.5

자료: 삼성생명, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표11 Valuation table

적정주가	70,000원
이론주가	69,901원
2020년 BPS	209,031원
적정 PBR	0.33배
PBR Discount	-25.0%
이론 PBR	0.45배
2020년 ROE	3.0%
Growth Rate	-1.0%
Cost of Equity	8.0%
Beta	0.86
Risk Free Rate	1.1%
Risk Premium	8.0%

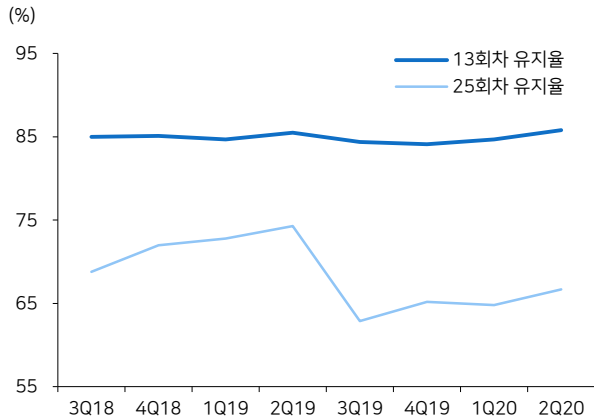
자료: 메리츠증권 리서치센터

표12 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
순이익	1,020.5	1,049.4	1,071.6	1,103.2	5.0	5.1
EPS (원)	5,683	5,844	5,968	6,144	5.0	5.1
BPS(원)	191,375	194,433	209,031	212,245	9.2	9.2
ROE (%)	3.0	3.0	3.0	2.9	0.0	-0.1

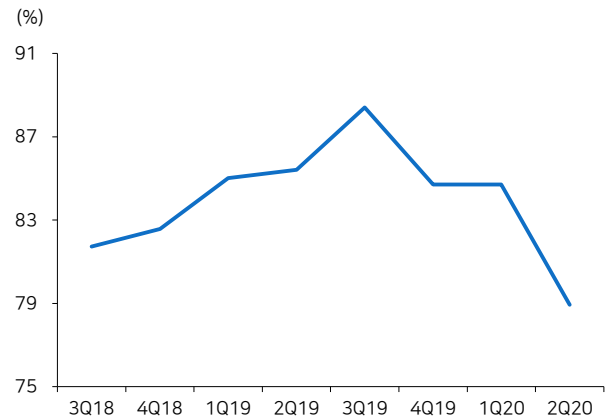
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림47 13회차 · 25회차 유지율 추이



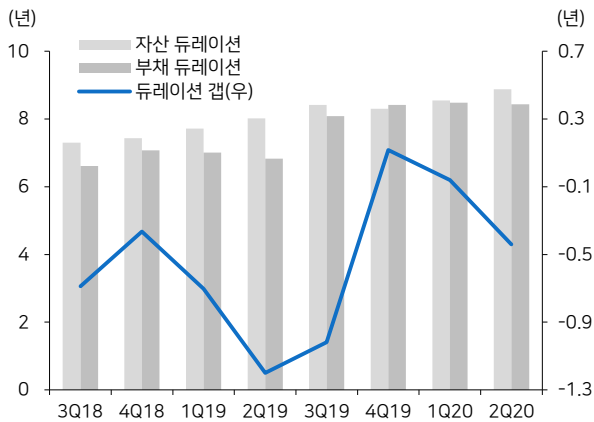
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림48 위험손해율 추이



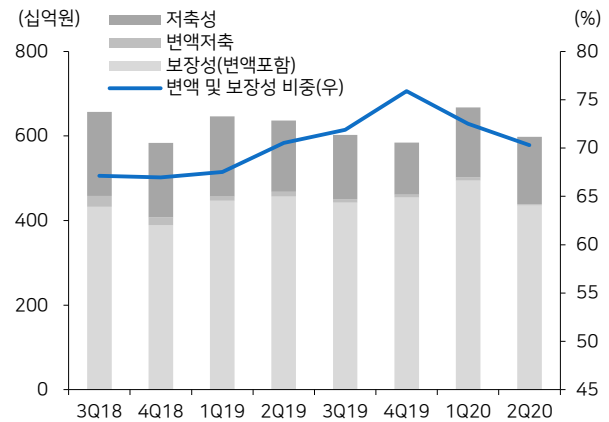
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림49 자산 부채 듀레이션



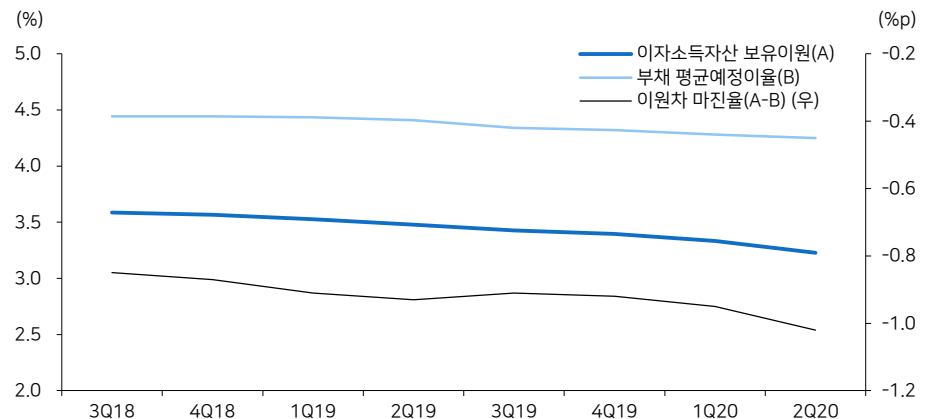
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림50 신계약 상품별 APE



자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림51 이원차마진 추이



자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

삼성생명 (032830)

Income Statement(연결)

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
보험손익	-1,214.2	-1,939.3	-764.6	-1,442.1	-1,570.0
보험영업수익	16,475.1	16,590.9	16,998.5	16,826.0	17,253.6
보험료수익	16,135.0	16,201.1	16,617.8	16,439.3	16,855.0
재보험수익	340.1	389.9	380.6	386.7	398.6
보험영업비용	17,689.4	18,530.2	17,763.1	18,268.1	18,823.6
지급보험금	13,510.3	14,467.4	14,047.9	14,552.0	15,010.8
재보험비용	389.5	443.6	480.9	499.9	515.4
사업비	2,231.9	2,176.3	1,990.7	1,994.7	2,045.6
신계약상각비	1,556.3	1,441.5	1,242.0	1,220.0	1,250.3
할인료	1.4	1.4	1.6	1.6	1.6
투자손익	8,594.9	7,895.2	8,075.5	7,986.6	8,368.8
책임준비금전입액	6,447.6	6,003.8	7,057.8	6,232.3	6,358.4
영업이익	933.1	-47.9	253.1	312.2	440.4
영업외손익	1,432.6	1,474.7	1,249.2	1,264.1	1,351.2
세전순이익	2,365.7	1,426.8	1,502.3	1,576.3	1,791.6
법인세비용	632.0	375.1	364.5	421.7	479.3
당기순이익	1,733.7	1,051.7	1,137.8	1,154.6	1,312.4
지배주주	1,664.4	977.4	1,071.6	1,103.2	1,253.9
비지배주주	69.3	74.3	66.2	51.4	58.4

Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
보험금지급율	82.0	87.2	82.6	86.5	87.0
위험손해율	82.1	85.9	81.2	80.2	80.3
사업비율	23.5	22.3	19.5	19.6	19.6
투자수익률	3.7	3.2	3.1	3.0	3.1
성장성					
총자산	2.4	8.1	3.6	2.5	2.6
운용자산	3.3	8.2	2.7	1.9	2.0
특별계정자산	1.3	8.4	10.1	7.0	6.6
자기자본	-2.0	22.3	5.0	1.5	1.7
수입보험료	-2.8	0.7	2.5	-1.0	2.5
보험손익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
투자손익	23.2	-8.1	2.3	-1.1	4.8
책임준비금전입액	-15.3	-6.9	17.6	-11.7	2.0
순이익	37.2	-39.3	8.2	1.5	13.7

Balance Sheet(연결)

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	289,428	312,762	324,145	332,303	340,888
운용자산	236,195	255,459	262,375	267,263	272,506
현예금 및 예치금	4,745	6,537	4,834	4,901	4,958
유가증권	152,679	172,379	178,421	181,761	185,426
주식	24,626	33,235	31,472	31,949	32,558
채권	106,307	114,625	119,558	121,690	124,016
대출채권	70,187	68,891	70,997	72,335	73,709
부동산	8,584	7,652	8,123	8,267	8,413
비운용자산	7,298	7,508	6,962	6,402	5,886
특별계정자산	45,934	49,795	54,808	58,638	62,496
부채총계	258,922	275,446	284,956	292,537	300,465
책임준비금	173,943	180,493	187,824	194,056	200,415
계약자지분조정	8,209	11,528	11,471	11,471	11,471
기타부채	29,794	30,281	30,853	28,372	26,084
특별계정부채	46,977	53,144	54,808	58,638	62,496
자본총계	30,505	37,316	39,189	39,766	40,422
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	125	125	125	125	125
이익잉여금	15,548	16,049	16,186	16,763	17,419
자본조정/기타포괄손익누계	13,129	19,392	21,126	21,126	21,126
비지배주주지분	1,603	1,649	1,652	1,652	1,652

Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	9,268	5,443	5,968	6,144	6,983
BPS	160,947	198,619	209,031	212,245	215,899
DPS	2,650	2,650	2,661	3,215	3,654
밸류에이션 (배)					
PER	8.8	13.7	9.9	9.6	8.4
PBR	0.51	0.38	0.28	0.28	0.27
수익성					
ROE	5.6	3.1	3.0	2.9	3.3
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	4.5	5.4	6.2
안정성					
총자산/자기자본	9.5	8.4	8.3	8.4	8.4
보험료수입/총부채	6.4	6.0	6.0	5.8	5.7

미래에셋생명 (085620)

Buy, TP 4,800원

3Q20E 별도 기준 순이익 305억원(-24.4% QoQ, +19.7% YoY)으로 추정한다. 주식 시장 호조가 이어지며 변액보증 준비금 환입이 160억원 예상된다. COVID-19 영향으로 위험손해를 80% 초반 수준으로 사차이익을 200억원으로 추정했다. 동사의 주력 상품이 변액 보험 판매가 증가하고 있어 Fee biz 잔고 약 17조원으로 연간 600억원 이상의 수수료 수입 가능하다. 주력 상품인 MVP 펀드 잔고가 2조원까지 증가해 변액 잔고의 17% 수준이다.

투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 4,800원으로 11.6% 상향 조정 한다. 변액 보험 판매가 증가하고 있어 20E EPS 11.3%, ROE 0.3%p 상향 조정한다. 주식 양도세가 23년에 도입된 이후 변액 보험의 비과세 매력도가 올라갈 가능성이 크다. 저금리 장기화에 따른 IFRS17 및 K-ICS에 대한 불확실성이 비교적 적고 LAT 이슈에서도 자유로운 점 긍정적으로 평가한다. 안방보험 호텔 관련 계약금에 대한 불확실성은 여전히 남아있다.

표13 미래에셋생명 3Q20E Preview

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-161.0	-153.5	4.8	-139.5	15.3		
투자손익	153.8	160.8	-4.3	146.3	5.2		
책임준비금전입	31.4	55.9	-43.7	30.2	4.0		
영업외손익	80.2	82.9	-3.2	76.6	4.7		
당기순이익	30.5	25.5	19.7	40.4	-24.4	23.6	29.4

자료: 미래에셋생명, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표14 Valuation table

적정주가	4,800원
이론주가	4,851원
2020년 BPS	15,622원
적정 PBR	0.31배
PBR Discount	-50%
이론 PBR	0.62배
2020년 ROE	4.4%
Growth Rate	-1.0%
Cost of Equity	7.7%
Beta	0.83
Risk Free Rate	1.1%
Risk Premium	8.0%

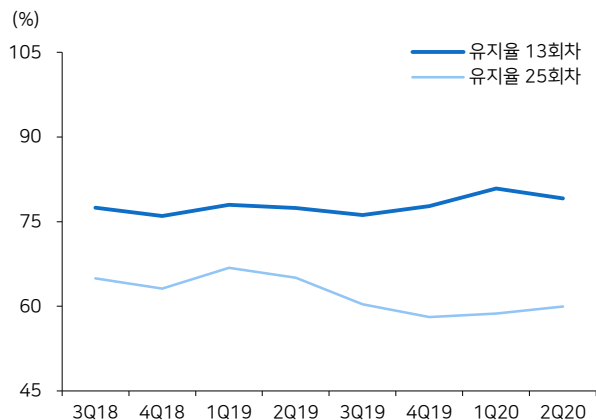
자료: 메리츠증권 리서치센터

표15 실적 추정 변경

	수정전		수정후		변화율 (%)	
(십억원)	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
순이익	96.8	108.4	106.1	111.9	9.6	3.2
EPS (원)	613	700	682	726	11.3	3.7
BPS(원)	14,883	15,383	15,622	16,147	5.0	5.0
ROE (%)	4.1	4.6	4.4	4.6	0.3	0.0

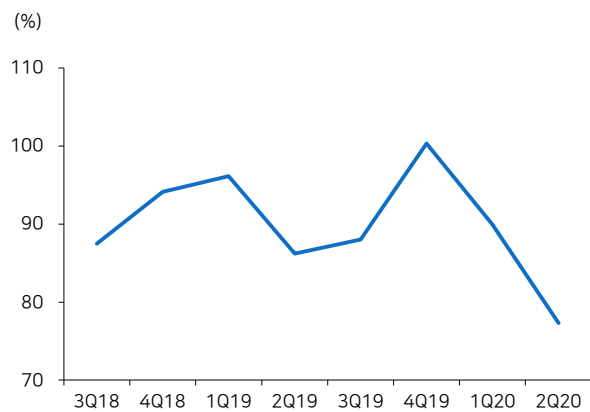
자료: 메리츠□금증권 리서치센터

그림52 13회차 · 25회차 유지율 추이



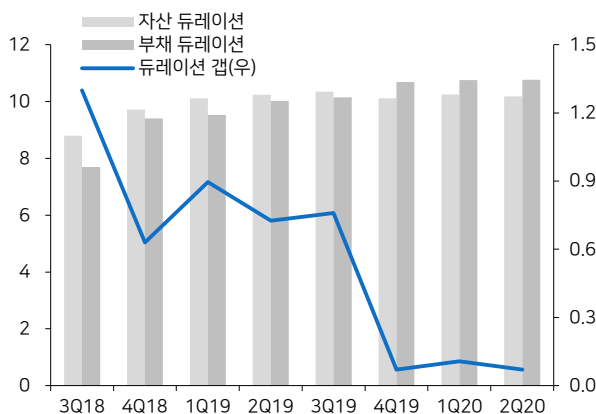
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권 리서치센터

그림53 위험손해율 추이



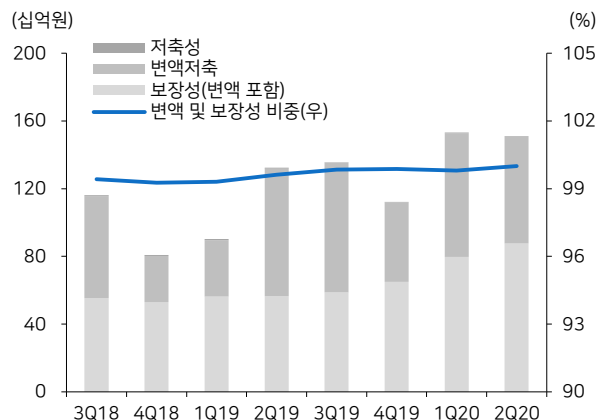
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권 리서치센터

그림54 자산 부채 듀레이션



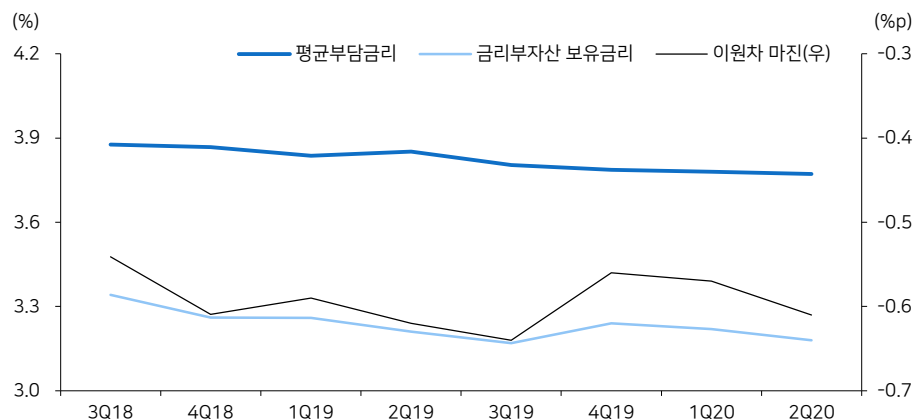
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권 리서치센터

그림55 신계약 상품별 APE



자료: 미래에셋생명, 메리츠증권 리서치센터

그림56 이원차마진 추이



자료: 미래에셋생명, 메리츠증권 리서치센터

미래에셋생명 (085620)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
보험손익	-482.1	-561.8	-693.4	-677.9	-717.3
보험영업수익	2,161.3	2,011.9	1,913.9	1,938.2	1,929.2
보험료수익	2,018.8	1,858.9	1,759.4	1,781.3	1,773.0
재보험수익	142.5	153.0	154.5	156.9	156.2
보험영업비용	2,643.4	2,573.8	2,607.3	2,616.1	2,646.5
지급보험금	1,863.9	1,825.1	1,843.7	1,841.8	1,869.1
재보험비용	148.7	164.6	166.2	170.1	173.0
사업비	378.5	354.1	377.8	380.5	381.7
신계약상각비	252.0	229.2	218.8	222.9	222.0
할인료	0.4	0.6	0.8	0.8	0.8
투자손익	611.7	628.3	651.2	625.6	641.6
책임준비금전입액	374.3	274.0	142.8	178.7	179.4
영업이익	-244.7	-207.6	-185.0	-230.9	-255.1
영업외손익	346.7	338.4	326.7	383.7	420.1
세전순이익	102.0	130.9	141.8	152.8	164.9
법인세비용	27.0	30.8	35.7	40.9	44.1
당기순이익	75.0	100.0	106.1	111.9	120.8

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	34,297.3	37,514.0	39,046.8	41,431.1	44,090.5
운용자산	19,936.7	20,797.6	20,727.4	20,980.9	21,242.4
현예금 및 예치금	226.5	364.4	240.1	240.7	237.3
유가증권	16,367.2	16,927.4	16,990.2	17,199.2	17,418.3
주식	192.2	205.2	226.7	232.6	237.5
채권	10,688.2	11,061.2	11,085.7	11,230.5	11,375.4
대출채권	3,244.1	3,414.5	3,399.6	3,441.9	3,486.5
부동산	83.1	79.1	85.4	87.0	88.2
비운용자산	1,216.2	1,288.1	1,248.6	1,236.8	1,223.3
특별계정자산	13,144.4	15,428.3	17,070.8	19,213.4	21,624.8
부채총계	32,495.2	35,590.8	36,661.6	38,975.9	41,558.7
책임준비금	18,296.0	18,571.6	18,715.1	18,893.8	19,073.3
계약자지분조정	66.0	109.1	132.6	132.6	132.6
기타부채	522.0	730.4	743.0	736.0	728.0
특별계정부채	13,611.1	16,179.7	17,070.8	19,213.4	21,624.8
자본총계	2,052.2	2,333.3	2,385.2	2,455.3	2,531.8
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	673.0	743.0	819.6
자본조정/기타포괄손익누계	296.7	515.5	540.1	540.1	540.1

Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
보험금지급율	86.2	90.7	96.3	95.0	96.9
위험손해율	87.2	92.7	86.4	88.0	88.2
사업비율	29.2	29.0	31.2	31.1	31.3
투자수익률	3.2	3.1	3.1	3.0	3.0
성장성					
총자산	16.7	9.4	4.1	6.1	6.4
운용자산	11.1	4.3	-0.3	1.2	1.2
특별계정자산	28.5	17.4	10.6	12.6	12.6
자기자본	7.0	13.7	2.2	2.9	3.1
수입보험료	-2.1	-6.9	-4.9	1.3	-0.5
보험손익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
투자손익	1.0	2.7	3.6	-3.9	2.6
책임준비금전입액	-56.9	-26.8	-47.9	25.1	0.4
순이익	-5.3	33.5	6.0	5.5	8.0

Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	433	614	682	726	793
BPS	12,654	14,683	15,622	16,147	16,720
DPS	170	170	189	201	219
밸류에이션 (배)					
PER	10.6	6.7	5.4	5.1	4.7
PBR	0.36	0.28	0.24	0.23	0.22
수익성					
ROE	3.6	4.5	4.4	4.6	4.8
ROA	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
배당지표					
배당성향	39.3	27.7	27.7	27.7	27.7
배당수익률	3.7	4.1	5.1	5.4	5.9
안정성					
총자산/자기자본	16.7	16.1	16.4	16.9	17.4
보험료수입/총부채	6.7	5.7	5.2	5.0	4.6

한화생명 (088350)

Hold, TP 1,700원

3Q20E 순이익 826억원(-35.5% QoQ, +35.6% YoY)으로 추정한다. 주식 시장 회복되어 변액보증준비금 800억원 규모 환입이 예상되고 위험손해를 안정되고 있어 사차이익 120억원 추정한다. 종신, CI, 치매 보험 등 보장성 보험 판매 확대되고 있으나 방카슈랑스의 저축성 보험 판매 확대 역시 이뤄지고 있다. 최근 판매되는 저축성 보험의 공시이율은 2% 초반, 최저보증 이율은 1% 초반의 상품이나 신규 투자 수익률이 2% 초반으로 나타나고 있어 매칭이 가능한 수준이다. 그 외 일회성 요인으로 우리금융지주 관련 손상차손이 약 1,000억원 반영될 예정이다.

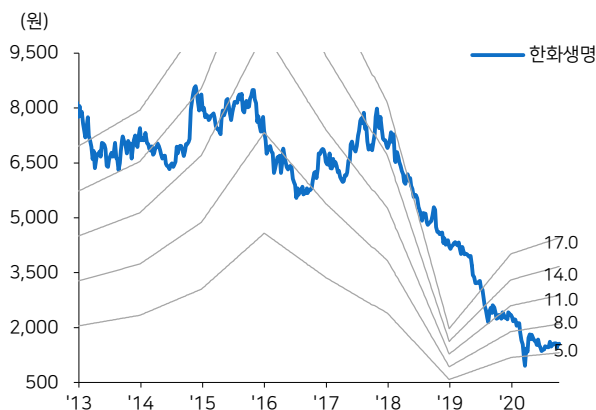
투자의견 Hold 및 적정주가 1,700원을 유지한다. KOSPI 기준 100pt당 350억원 규모의 변액보증준비금 민감도 가지고 있어 4분기 이익 변동성에 영향 미칠 수 있다. 금리 하락 추세가 둔화 되어 이에 대한 준비금 영향은 크지 않을 전망이다. LAT 시나리오 완화되어 적립금 발생할 가능성은 제한적이거나 보유계약 가치는 19년말부터 적자 전환되어 심화되고 있다. 배당성향 20% 가정 시 시가배당수익률 4.5%가 예상된다.

표16 한화생명 3Q20E Preview

(십억원)	3Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-108.5	-154.4	-29.7	-4.9	2,125.2		
투자손익	682.5	764.3	-10.7	687.5	-0.7		
책임준비금전입	670.2	773.1	-13.3	729.2	-8.1		
영업외손익	209.0	232.6	-10.2	208.2	0.4		
당기순이익	82.6	60.9	35.6	128.0	-35.5	79.2	4.3

자료: 한화생명, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

그림57 한화생명 PER 밴드



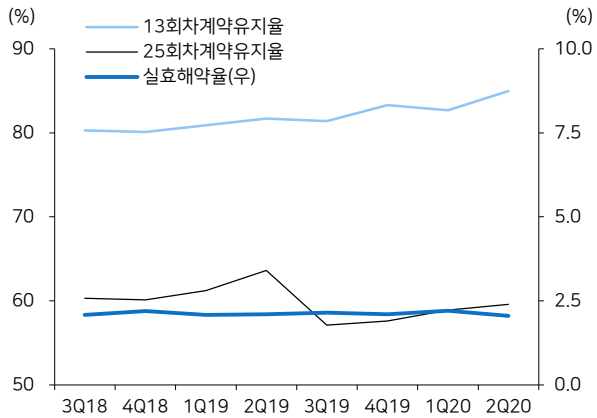
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림58 한화생명 PBR 밴드



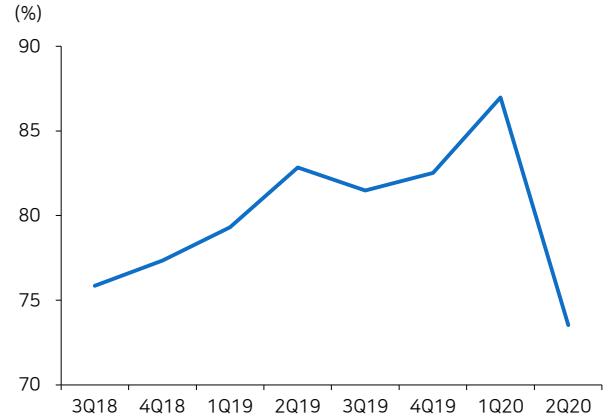
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림59 유지율 및 해약율 추이



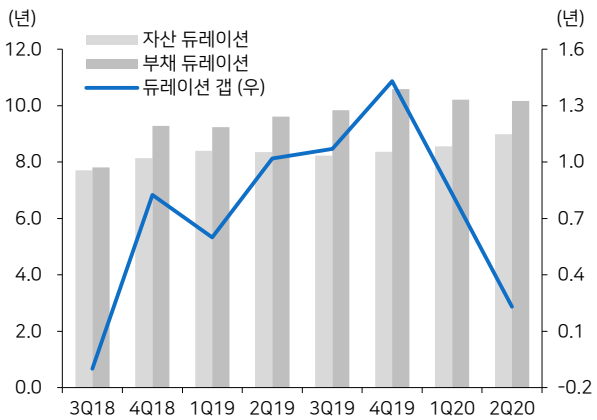
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림60 위험손해율 추이



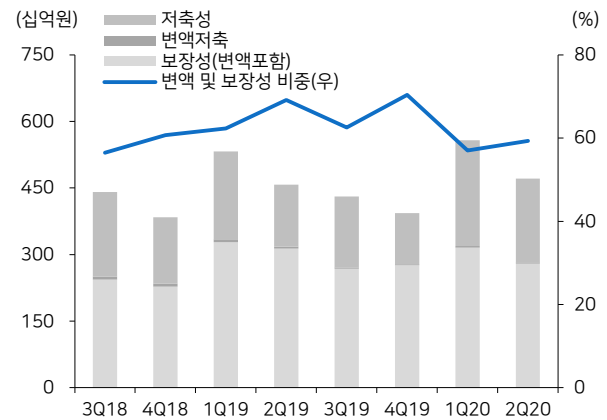
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림61 자산 부채 듀레이션



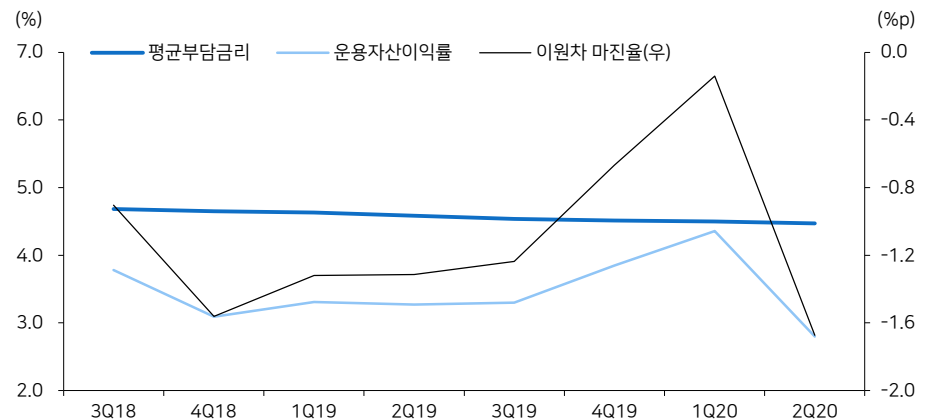
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림62 신계약 상품별 APE



자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림63 이원차마진 추이



자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

한화생명 (088350)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
보험손익	-765.5	-628.2	-625.0	-726.3	-747.2
보험영업수익	9,388.4	9,621.6	10,000.6	9,770.9	10,020.2
보험료수익	9,224.1	9,459.1	9,836.1	9,609.2	9,854.2
재보험수익	164.3	162.5	164.6	161.8	166.0
보험영업비용	10,153.9	10,249.9	10,625.6	10,497.2	10,767.4
지급보험금	7,832.4	8,007.1	8,335.5	8,230.3	8,443.7
재보험비용	171.8	170.6	170.5	170.9	175.5
사업비	1,185.0	1,220.6	1,256.8	1,245.7	1,275.8
신계약상각비	962.1	849.1	860.4	847.9	869.9
할인료	2.6	2.5	2.4	2.4	2.4
투자손익	3,165.3	3,161.8	3,162.7	3,233.7	3,310.2
책임준비금전입액	2,986.8	3,363.5	3,094.0	2,996.5	3,053.1
영업이익	-587.0	-829.9	-556.3	-489.1	-490.1
영업외손익	1,088.8	942.8	890.1	843.8	839.2
세전순이익	501.8	112.9	333.8	354.7	349.1
법인세비용	142.5	-1.7	78.7	81.4	70.8
당기순이익	359.3	114.6	255.1	273.2	278.3

Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
보험금지급율	83.4	83.2	83.3	84.2	84.3
위험손해율	77.9	81.5	78.9	75.6	76.7
사업비율	22.9	21.5	21.2	21.4	21.4
투자수익률	3.6	3.4	3.1	3.0	2.9
성장성					
총자산	3.6	6.5	5.1	3.3	3.1
운용자산	6.4	7.5	4.6	3.1	3.1
특별계정자산	-0.9	3.1	9.2	5.0	4.2
자기자본	10.0	22.3	6.6	1.1	1.2
수입보험료	-3.7	2.5	3.9	-2.3	2.6
보험손익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
투자손익	0.3	-0.1	0.0	2.2	2.4
책임준비금전입액	-24.6	12.6	-8.0	-3.2	1.9
순이익	-31.6	-68.1	122.5	7.1	1.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	114,302	121,757	127,979	132,198	136,355
운용자산	89,760	96,461	100,873	104,022	107,232
현예금 및 예치금	1,414	846	605	630	654
유가증권	64,290	69,749	73,242	75,518	77,842
주식	1,805	1,781	2,083	2,186	2,275
채권	28,741	30,243	32,316	33,551	34,748
대출채권	20,555	22,372	29,019	31,334	33,387
부동산	3,501	3,495	3,636	3,740	3,844
비운용자산	3,088	3,176	2,957	2,829	2,711
특별계정자산	21,455	22,119	24,149	25,346	26,412
부채총계	104,440	109,699	115,124	119,198	123,205
책임준비금	80,241	83,609	86,703	89,699	92,752
계약자지분조정	571	1,196	1,490	1,490	1,490
기타부채	1,249	1,909	2,782	2,662	2,551
특별계정부채	22,379	22,985	24,149	25,346	26,412
자본총계	9,862	12,058	12,855	13,000	13,150
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	3,358	3,311	3,370	3,515	3,665
자본조정/기타포괄손익누계	118	1,863	2,601	2,601	2,601

Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	478	153	340	364	370
BPS	13,126	13,311	14,371	14,565	14,764
DPS	100	30	68	73	74
밸류에이션 (배)					
PER	8.8	15.1	4.4	4.2	4.1
PBR	0.32	0.17	0.11	0.10	0.10
수익성					
ROE	3.6	0.5	1.8	1.8	1.9
ROA	0.5	0.3	0.1	0.2	0.2
배당지표					
배당성향	20.9	20.0	20.0	20.0	20.0
배당수익률	2.4	1.3	4.5	4.8	4.9
안정성					
총자산/자기자본	11.6	10.1	10.0	10.2	10.4
보험료수입/총부채	9.0	8.8	8.7	8.2	8.1

동양생명 (082640)

Hold, TP 3,300원

3Q20E 순이익 77억원(-64.6% QoQ, -92.9% YoY)으로 추정한다. 실적 악화의 주요 원인은 우리금융지주 관련 손상차손이 950억원 반영되기 때문이다. 다만, 듀레이션이 짧은 채권을 장기채로 교체 매매하는 과정에서 매각익이 일부 발생해 운용수익률을 1.7%로 추정했다. COVID-19 영향으로 위험손해를 하락해 사차이익 300억원으로 증가하고 변액보증 준비금은 50억원 규모 환입될 전망이다.

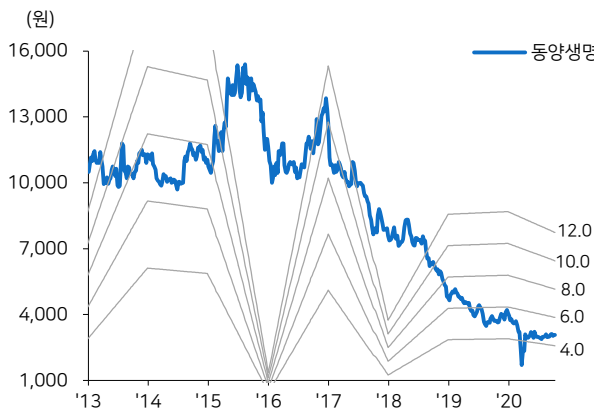
투자의견 Hold 및 적정주가 3,300원을 유지한다. 저축성 보험 판매가 감소하고 일반 중신 및 CI 위주의 보장성 APE 성장이 이뤄지고 있는 점 긍정적이나 체질 개선되는 과정에서 손익 감소는 불가피하다. 배당성장 25%를 가정하는 경우 시가 배당률 5.9%가 예상된다. 이는 지난해 자회사 매각익 관련 배당(60원)이 포함된 수치다.

표17 동양생명 3Q20E Preview

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	21.7	254.2	-91.5	55.8	-61.0		
투자손익	129.7	315.7	-58.9	202.3	-35.9		
책임준비금전입	151.2	438.6	-65.5	241.2	-37.3		
영업외손익	10.3	12.6	-18.7	11.0	-6.8		
당기순이익	7.7	108.6	-92.9	21.8	-64.6	2.6	169.5

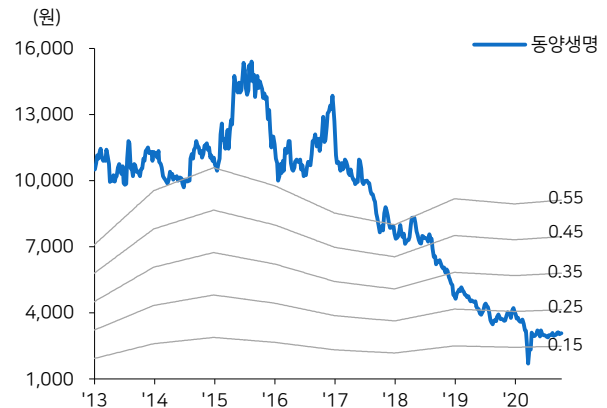
자료: 동양생명, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

그림64 동양생명 PER 밴드



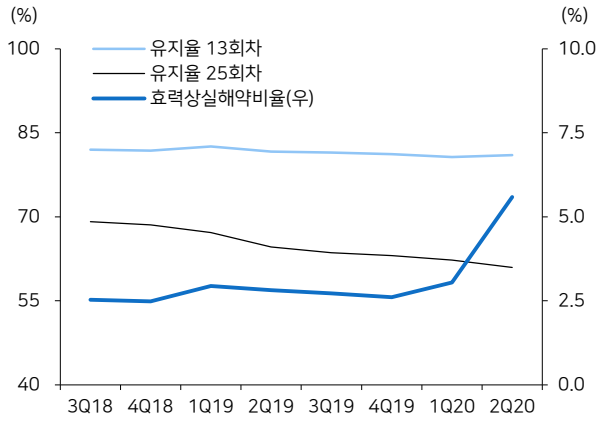
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림65 동양생명 PBR 밴드



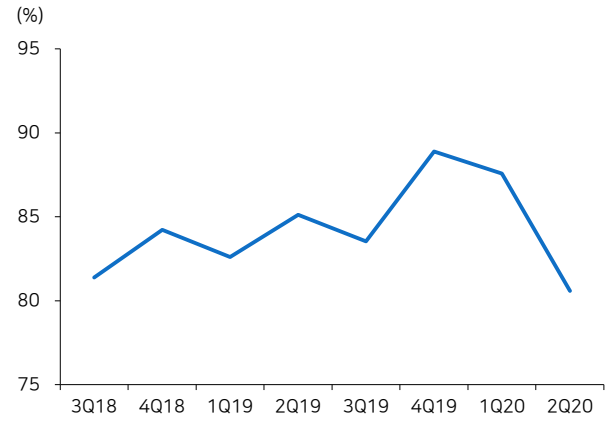
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림66 유지율 및 해약율 추이



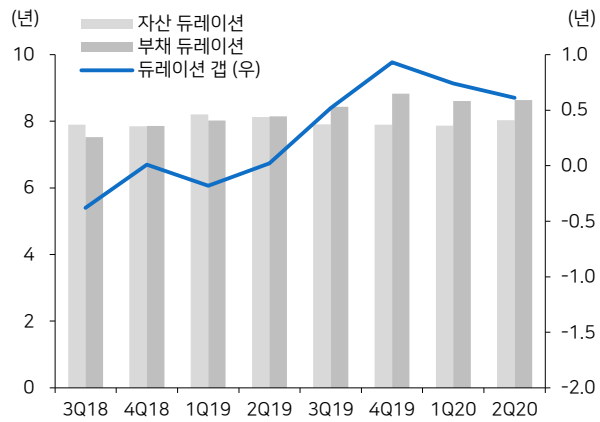
자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림67 위험손해율 추이



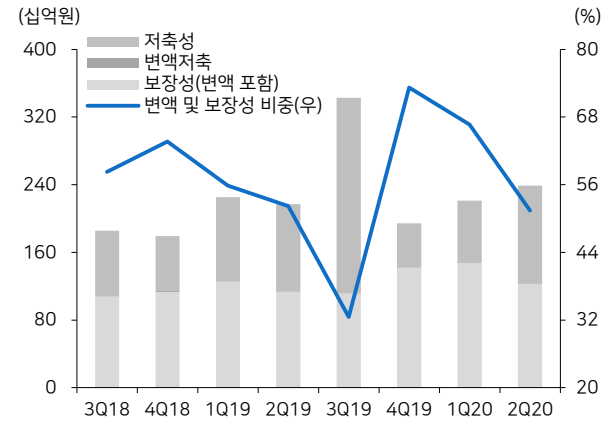
자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림68 자산 부채 듀레이션



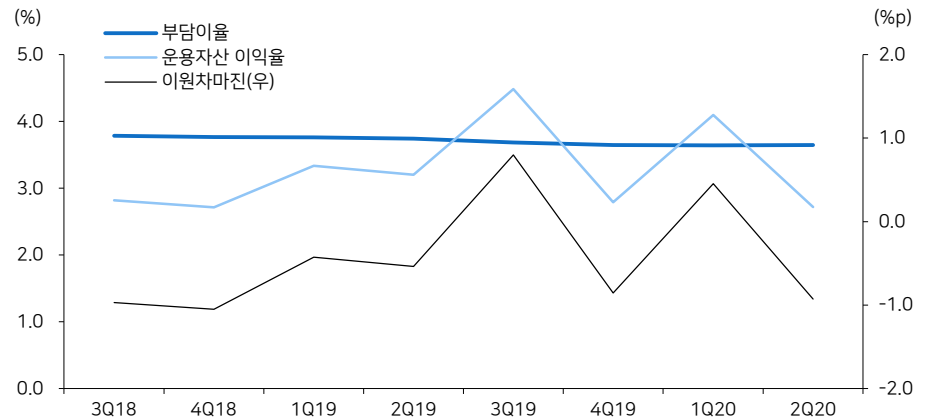
자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림69 신계약 상품별 APE



자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림70 이원차마진 추이



자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

동양생명 (082640)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
보험손익	795.8	260.7	-37.4	-110.2	-99.3
보험영업수익	4,324.8	4,594.2	4,469.6	4,422.2	4,538.0
보험료수익	4,262.5	4,526.4	4,399.4	4,353.7	4,467.8
재보험수익	62.3	67.8	70.1	68.5	70.2
보험영업비용	3,529.1	4,333.6	4,507.0	4,532.4	4,637.3
지급보험금	2,745.2	3,500.1	3,665.5	3,707.7	3,792.5
재보험비용	69.9	73.1	76.1	77.6	79.4
사업비	359.1	391.3	390.7	383.7	393.3
신계약상각비	353.9	367.4	362.9	352.5	361.2
할인료	1.0	1.8	11.8	10.9	10.8
투자손익	783.3	967.9	842.0	920.1	938.9
책임준비금전입액	1,591.6	1,069.8	698.5	712.3	721.6
영업이익	-12.5	158.8	106.1	97.6	118.0
영업외손익	81.9	37.3	44.2	44.0	44.3
세전순이익	69.4	196.1	150.3	141.6	162.3
법인세비용	18.0	46.6	36.8	37.9	43.4
당기순이익	51.3	149.5	113.5	103.7	118.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	31,854.6	33,948.0	35,008.7	35,727.5	36,474.5
운용자산	27,727.9	29,233.1	30,487.5	31,294.3	32,120.3
현예금 및 예치금	1,434.7	1,208.6	1,142.1	1,124.6	1,122.7
유가증권	21,034.6	21,431.8	22,440.4	23,060.0	23,669.7
주식	619.3	449.0	465.1	480.7	494.7
채권	12,130.9	11,497.0	11,860.6	12,176.5	12,488.8
대출채권	4,909.3	6,265.6	6,567.3	6,763.2	6,973.0
부동산	349.3	327.1	337.8	346.4	354.9
비운용자산	1,265.5	1,333.4	1,129.7	1,024.7	928.7
특별계정자산	2,861.3	3,381.5	3,391.5	3,408.5	3,425.5
부채총계	29,620.2	31,348.8	32,220.9	32,861.9	33,519.8
책임준비금	26,076.3	27,154.0	27,853.2	28,565.5	29,287.2
계약자지분조정	11.3	24.1	25.8	25.8	25.8
기타부채	371.9	796.0	950.4	862.1	781.3
특별계정부채	3,160.7	3,374.7	3,391.5	3,408.5	3,425.5
자본총계	2,234.5	2,599.2	2,787.8	2,865.6	2,954.7
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	1,074.6	1,152.4	1,241.5
자본조정/기타포괄손익누계	77.0	305.4	321.1	321.1	321.1

Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
보험금지급율	63.5	76.2	82.0	83.8	83.6
위험손해율	80.7	85.0	84.6	84.9	84.8
사업비율	16.5	16.5	16.9	16.6	16.6
투자수익률	2.9	3.4	2.8	3.0	3.0
성장성	37.3	23.6	15.9	16.4	16.2
총자산	5.2	6.6	3.1	2.1	2.1
운용자산	6.7	5.4	4.3	2.6	2.6
특별계정자산	-0.3	18.2	0.3	0.5	0.5
자기자본	-6.3	16.3	7.3	2.8	3.1
수입보험료	-16.7	6.2	-2.7	-1.1	2.6
보험손익	-61.7	-67.2	N/A	N/A	N/A
투자손익	-16.2	23.6	-13.0	9.3	2.1
책임준비금전입액	-44.1	-32.8	-34.7	2.0	1.3
순이익	-72.2	191.3	-24.1	-8.6	14.6

Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	329	959	728	666	763
BPS	14,336	16,676	17,887	18,386	18,958
DPS	100	230	182	166	191
밸류에이션 (배)					
PER	14.5	4.2	4.3	4.7	4.1
PBR	0.33	0.24	0.17	0.17	0.16
수익성					
ROE	2.5	6.5	4.7	3.9	4.2
ROA	0.6	0.2	0.5	0.3	0.3
배당지표					
배당성향	30.4	24.0	25.0	25.0	25.0
배당수익률	2.1	5.7	5.9	5.3	6.1
안정성					
총자산/자기자본	14.3	13.1	12.6	12.5	12.3
보험료수입/총부채	14.6	14.7	13.9	13.5	13.5

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

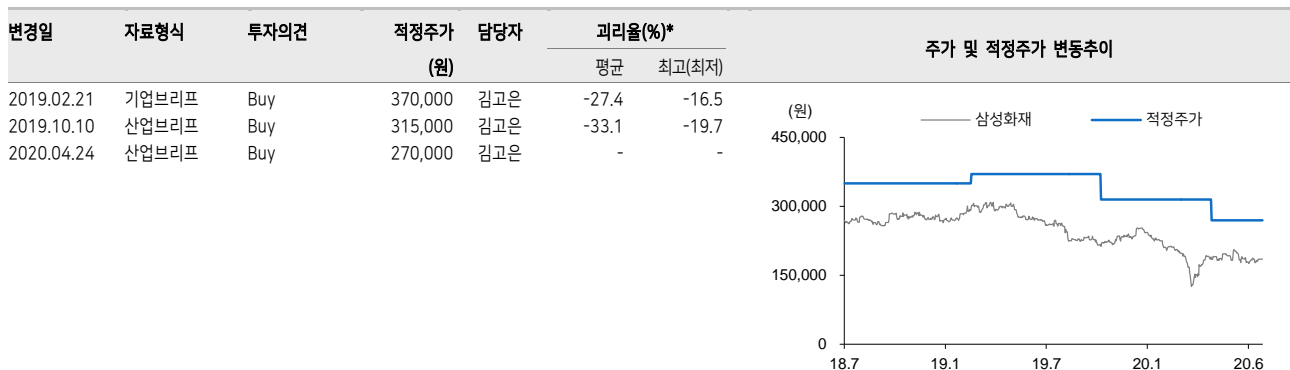
투자 의견 비율

투자의견	비율
매수	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%

2020년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

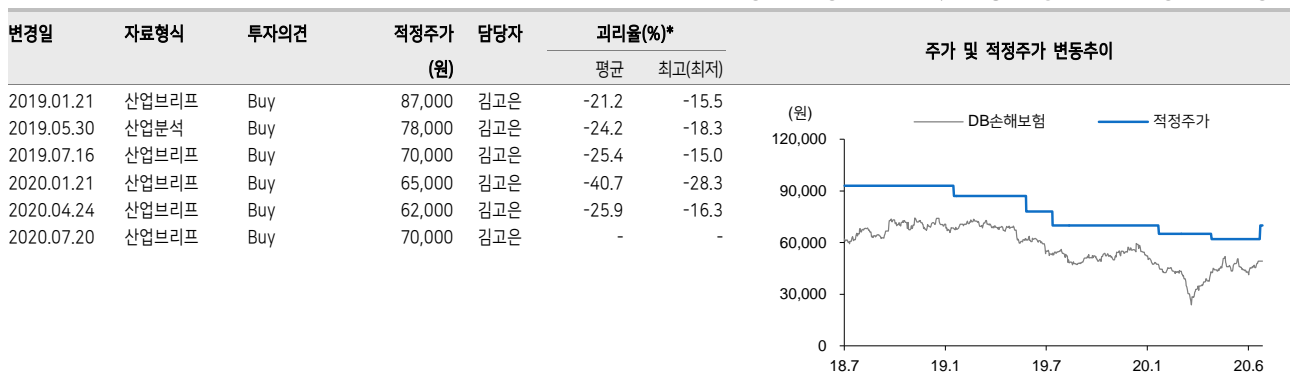
삼성화재 (000810) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



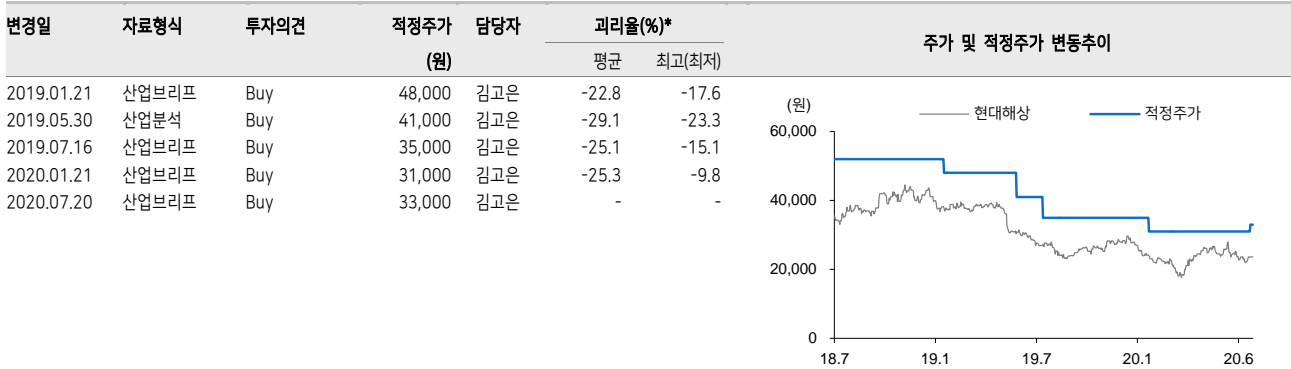
DB 손해보험 (005830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



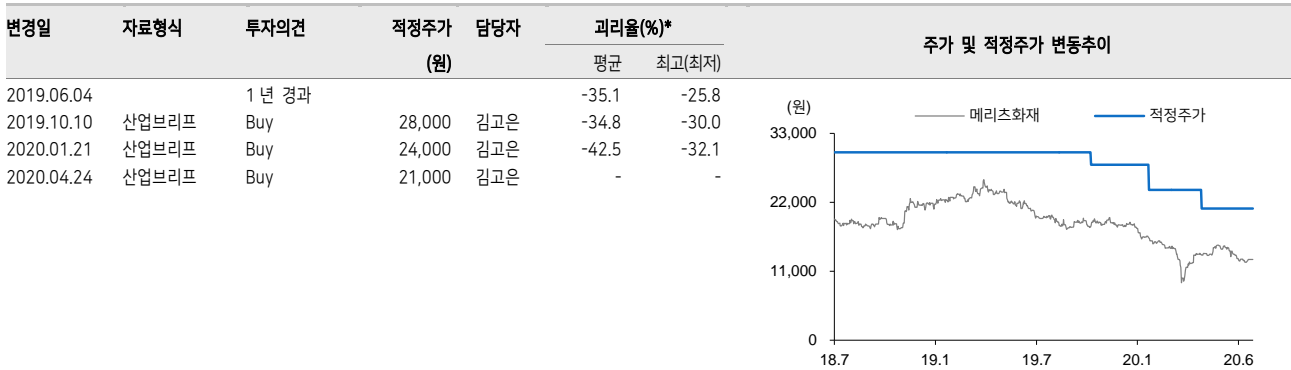
현대해상 (001450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



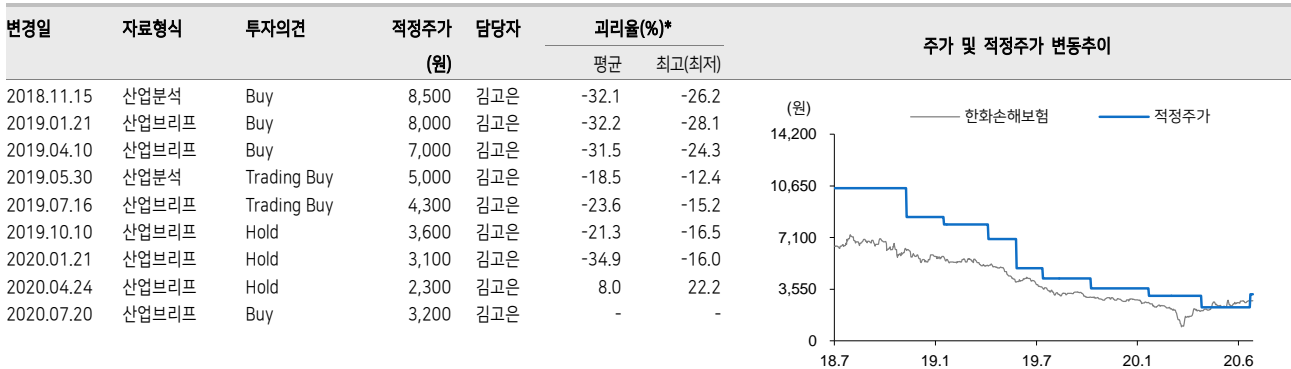
메리츠화재 (000060) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



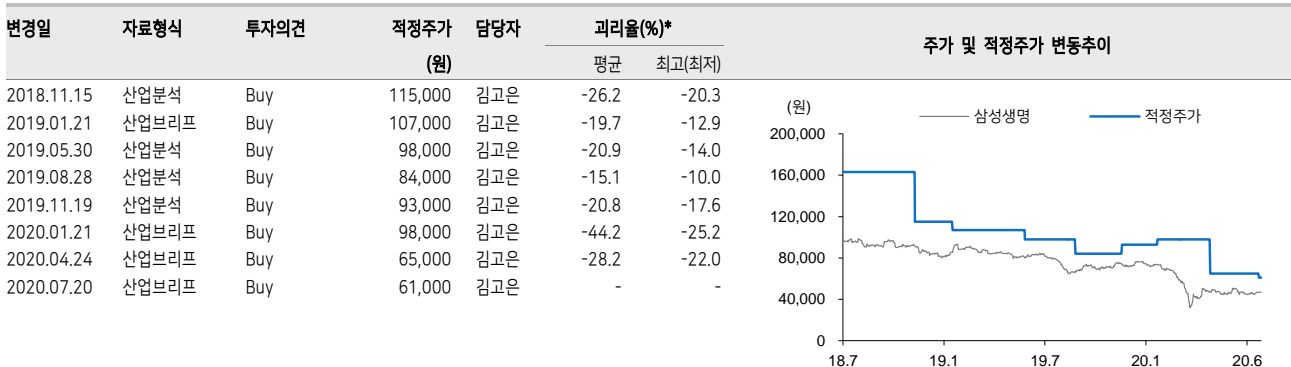
한화손해보험 (000370) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



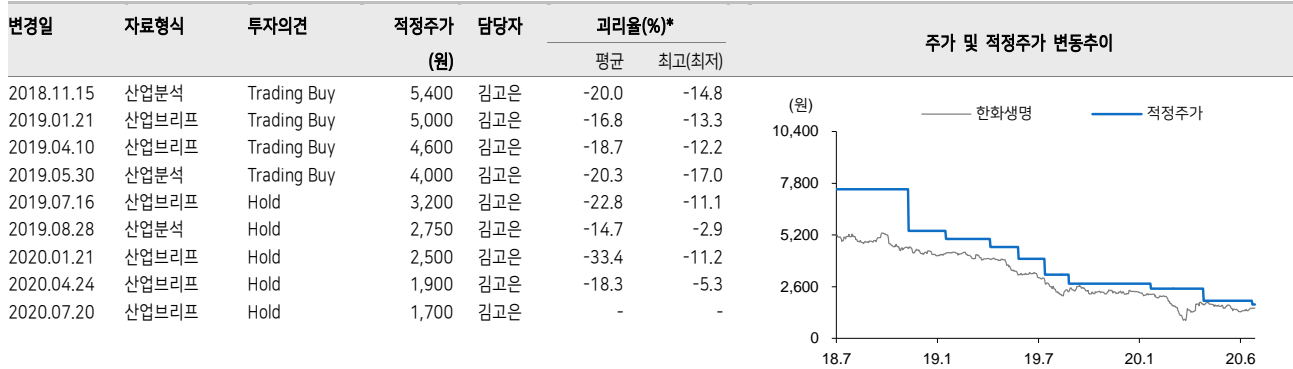
삼성생명 (032830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

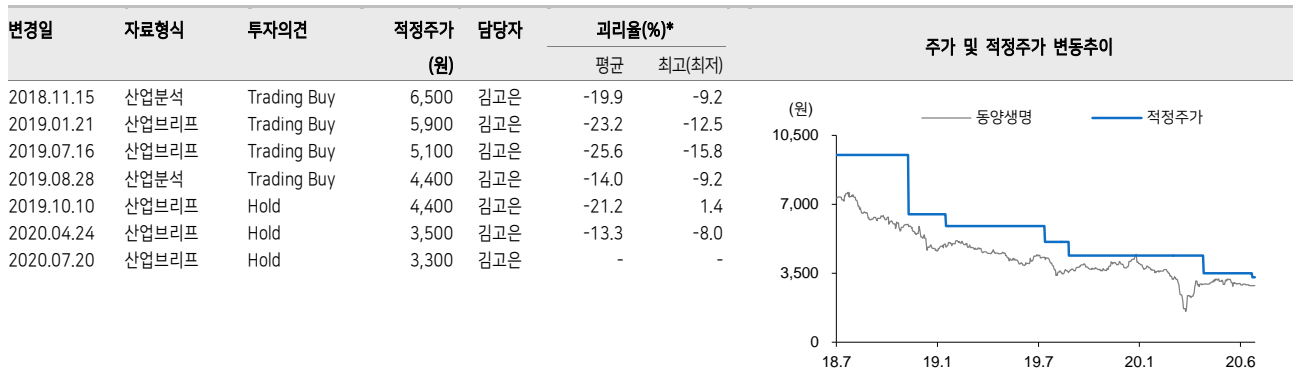


한화생명 (088350) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

**동양생명 (082640) 투자등급변경 내용**

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

**미래에셋생명 (085620) 투자등급변경 내용**

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

