

금융

Next Theme

Next Theme



은행/지주
Analyst 은경완
02. 6454-4870
kw.eun@meritz.co.kr



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

은행 Overweight

Top Picks	투자판단	적정주가
우리금융지주(316140)	Buy	13,000원
DGB금융지주(139130)	Buy	9,000원

보험/증권 Overweight

Top Picks	투자판단	적정주가
한국금융지주 (071050)	Buy	98,000원
메리츠화재 (000060)	Buy	21,000원
삼성생명 (032830)	Buy	94,000원

Contents

산업분석

Part I	은행 3년 만의 투자 Theme 변화	09
Part II	증권 마이데이터, 채널 전쟁이 시작된다	39
Part III	보험 인슈어테크, 어디까지 왔나	71

기업분석

우리금융지주(316140) 금리 레버리지 효과 기대	34
DGB금융지주(139130) 이유 있는 주가 상승	36
한국금융지주(071050) 이익 체력 회복에 지분 가치 까지	66
메리츠화재(000060) 20%의 성장, 7%의 배당	92
삼성생명(032830) 금리 상승, 삼성전자 상승의 수혜주	94

Summary

Next Theme

Overweight

은행

3년 만의 투자 Theme 변화

I

- 연중 부진한 흐름을 보이던 은행주 → 바이든 당선, 백신 개발 소식 등으로 금리와 함께 반등에 성공
- 추가적인 주가 상승을 위해선 Bottom up call(실적·배당) 보단 Top down call이 필요한 시점
- 우리는 금리 상승 압력에 기반한 멀티플 확장 가능성, 원화 강세 기조 연장에 따른 우호적인 수급 여건에 주목
- 자본력 보단 레버리지가 높은 종목에 대한 관심 필요 → 우리금융지주/DGB금융지주 최선호주 추천
- 카카오뱅크 상장시 긍정과 부정적 요인 혼재 → 은행업종의 낮은 밸류에이션 환기 vs. 기관·외국인 수급 이탈 리스크 노출

증권

마이데이터, 채널 전쟁이 시작된다

II

- 신용정보법 개정되어 마이데이터 사업자 심사 중, 21년 2월 이전에 심사 결과가 발표될 예정
- “대리인 등 판매채널- 디지털 직판” 구조에서 “디지털 판매 채널 - 금융상품 공급자”로 비대면 채널 내에서 제판 분리
- 토스증권, 카카오페이증권의 등장으로 21년 리테일 전쟁 가속화 전망되며 Acorns와 Robinhood 모델 따라갈 듯
- 국내 브로커리지 확대에는 신용 공여 서비스가 필요하며 이 경우 금융지주사 전환 부담 있어 해외주식 및 AM 주력할 전망
- 리테일 호조 이어지나 경쟁 격화 우려, 이익 체력 정상화 되고 카카오뱅크 지분 가치 부각될 한국금융지주 선호

보험

인슈어테크, 어디까지 왔나

III

- 카카오페이의 디지털 손해보험사 설립, 네이버 파이낸셜의 소상공인 대상 보험 판매, 캐롯손해보험의 월납 자동차 보험
- 생활밀착형 보험으로 성장한 중안보험, AI 기반으로 가입시간 및 보험금 지급 시간을 단축시킨 Lemonade 등 인슈어테크 등장
- 해외 사례와 같이 생활밀착형 보험, 미니 보험 등 담보를 단품화 하는 것이 비대면, 디지털화에 선제적인 조건
- 보험 산업의 주요 상품이 종합 보험은 비교 하기 어려워 비대면 판매가 어렵기 때문
- 보험료 성장률 15~20% 로 MS 격차 축소하는 메리츠 화재, 금리 상승 및 전자 배당 확대 수혜 받는 삼성생명 선호

항목		변수	Worst	Base	Best
주가 결정 요인	1. 은행	- 금리(NIM) - 환율(외국인수급) - 자산건전성(총당금) - 자본규제(배당)	- 하락 (유지 내지 하락) - 원화 약세 (외국인 수급 ↓) - 경상총당금 악화 + 코로나19 총당금 ↑ ↑ - 배당성향 후퇴	- 상승 (소폭 개선) - 원화 강세 유지(외국인 수급 ↑) - 경상총당금 안정 + 코로나19 총당금 ↑ - 배당성향 유지	- 상승 (추가 개선) - 원화 추가 강세 (외국인 수급 ↑ ↑) - 경상총당금 개선 + 코로나 총당금 미발생 - 배당성향 확대
	산업 투자 전략		비중축소	비중확대	비중확대
	Top-Picks		KB금융, 하나금융지주	우리금융지주, DGB금융지주	우리금융지주, DGB금융지주
	2. 증권	- 거래대금 - 주식시장 - 신용 위험 확대	19년 이전 수준으로 감소 - 하락 - 신용 위험 악화로 총당금 발생 ↑	20년 수준 혹은 소폭 감소 - 완만한 상승세 - 신용 위험 완만하게 감소	20년 수준 이상으로 증가 - 추세적인 상승 - 신용위험 급격히 감소
산업 투자 전략			비중축소	비중확대	비중확대
Top-Picks			삼성증권	한국금융지주	한국금융지주, 키움증권
주가 결정 요인	3. 보험	- 금리 - 주식시장 - 보험료 인상 - COVID-19	- 하락 - 하락 - 보험료 조정 없거나 인하 - 팬데믹 종료로 의료 이용량 급증	- 완만한 상승 - 완만한 상승 지속 - 자동차 및 실손 보험료 소폭 인상 - 완만하게 의료 이용량 증가	- 추세적인 상승 - 추세적인 상승 - 자동차 및 실손 보험료 대폭 인상 - 장기화로 의료 이용량 감소
	산업 투자 전략		비중축소	비중확대	비중확대
	Top-Picks		삼성화재	메리츠화재, 삼성생명	메리츠화재, 삼성생명

2021 전망 시리즈 18 금융

기업분석 | 은행

Top Picks	투자판단	적정주가
우리금융지주 (316140)	Buy	13,000원
DGB금융지주 (139130)	Buy	9,000원

우리금융지주(316140) 금리 레버리지 효과 기대

Analyst 은경완 02. 6454-4870
kw.eun@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월) 13,000원

현재주가(11.19) 9,990원

상승여력 31.3%

KOSPI 2,547.42pt
시가총액 71,505억원
발행주식수 72,227만주
유동주식비율 78.94%
외국인비중 25.77%
52주 최고/최저가 12,250원/6,560원
평균거래대금 150.6억원

주요주주(%)

예금보험공사 17.25
국민연금공단 9.88

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 15.1 21.5 -18.9

상대주가 6.0 -5.6 -31.4

주가그래프



고난의 2020년

- 2분기 실적 쇼크, 낮은 자본비율, 취약한 비은행 이익기여도 등의 이유로 상대 주가 부진 심화
- 라임, DLF 사태 등을 겪으며 비이자 부문의 경쟁력이 약화된 것도 투자 심리엔 부정적 영향

극복의 2021년

- 아주캐피탈 인수 → 이익 개선 폭은 크지 않으나 비은행 Line up이 갖춰지고 있다는 점은 긍정적
- '20년 실적 부진의 기저효과로 '21년 이익 개선폭은 시중은행 내 가장 높을 것으로 예상

금리 레버리지 효과 기대

- 현재 은행주 상승의 핵심은 금리 → 자본비율 보다는 금리 레버리지 높은 종목에 주목
- 낮은 밸류에이션과 은행 중심 수익구조의 장점이 부각될 수 있는 시기인 만큼 시중은행 최선호주로 추천

투자의견 Buy 유지 및 적정주가 13,000원으로 상향

(십억원)	총영업이익	총전이익	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)
2018	6,711	3,087	2,759	2,033	3,008	34.5	32,290	5.2	0.5	9.7	0.6
2019	6,946	3,180	2,800	1,872	2,693	-10.5	29,782	4.3	0.4	8.7	0.5
2020E	6,894	3,000	2,181	1,402	1,940	-27.9	31,414	5.1	0.3	6.3	0.4
2021E	7,208	3,218	2,453	1,641	2,271	17.1	33,022	4.4	0.3	7.1	0.4

우리금융지주 (316140)

2021년 전망 시리즈 18

금융

Balance Sheet				
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E
현금 및 예치금	6,713	6,393	8,606	9,001
대출채권	282,448	293,718	309,487	322,742
금융자산	47,519	57,048	59,536	62,086
유형자산	2,441	3,365	3,295	3,436
기타자산	1,326	1,458	1,800	1,877
자산총계	340,447	361,981	382,724	399,142
예수부채	248,691	264,686	279,982	292,820
차입부채	16,203	18,999	22,960	23,538
사채	28,726	30,858	30,217	30,978
기타부채	24,874	21,946	23,420	24,493
부채총계	318,494	336,488	356,578	371,830
자본금	3,381	3,611	3,611	3,611
신종자본증권	3,162	998	1,696	1,696
자본잉여금	286	626	627	627
자본조정	-2,214	-2,249	-2,247	-2,278
기타포괄손익누계액	0	0	0	0
이익잉여금	17,125	18,525	19,001	20,194
비지배지분	213	3,982	3,457	3,461
자본총계	21,953	25,492	26,146	27,312
Key Financial Data I				
(%)	2018	2019	2020E	2021E
주당지표 (원)				
EPS	3,008	2,693	1,940	2,271
BPS	32,290	29,782	31,414	33,022
DPS	650	700	520	620
Valuation (%)				
PER (배)	5.2	4.3	5.1	4.4
PBR (배)	0.5	0.4	0.3	0.3
배당수익률	4.2	6.0	5.3	6.3
배당성장	21.5	27.0	27.0	27.5
수익성 (%)				
NIM	2.0	1.6	1.6	1.6
ROE	9.7	8.7	6.3	7.1
ROA	0.6	0.5	0.4	0.4
Credit cost	0.1	0.1	0.3	0.2
효율성 (%)				
예대율	113.6	111.0	110.5	110.2
C/I Ratio	54.0	54.2	56.5	55.3

Income Statement				
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E
순이자이익	5,651	5,894	5,919	6,135
이자수익	9,684	10,577	9,459	9,358
이자비용	4,034	4,683	3,540	3,223
순수수료이익	1,070	1,103	967	1,077
수수료수익	1,681	1,709	1,628	1,694
수수료비용	611	607	661	617
기타비이자이익	-10	-50	8	-4
총영업이익	6,711	6,946	6,894	7,208
판관비	3,624	3,766	3,894	3,989
충전영업이익	3,087	3,180	3,000	3,218
충당금전입액	328	380	819	766
영업이익	2,759	2,800	2,181	2,453
영업외손익	46	-77	-95	-72
세전이익	2,805	2,723	2,086	2,381
법인세비용	753	685	501	548
당기순이익	2,052	2,038	1,586	1,833
지배주주	2,033	1,872	1,402	1,641
비지배지분	18	165	184	193
Key Financial Data II				
(%)	2018	2019	2020E	2021E
자본적정성				
BIS Ratio	15.9	11.9	14.4	14.6
Tier 1 Ratio	13.5	9.9	12.3	12.7
CET 1 Ratio	11.4	8.4	10.6	11.1
자산건전성				
NPL Ratio	0.5	0.4	0.4	0.4
Precautionary Ratio	1.5	1.3	1.3	1.2
NPL Coverage	129.9	133.6	126.5	129.3
성장성				
자산증가율	7.6	6.3	5.7	4.3
대출증가율	5.7	4.0	5.4	4.3
순이익증가율	34.5	-7.9	-25.1	17.1
Dupont Analysis				
순이자이익	1.7	1.6	1.5	1.5
비이자이익	0.3	0.3	0.3	0.3
판관비	-1.1	-1.0	-1.0	-1.0
대손상각비	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2

DGB금융지주(139130) 이유 있는 주가 상승

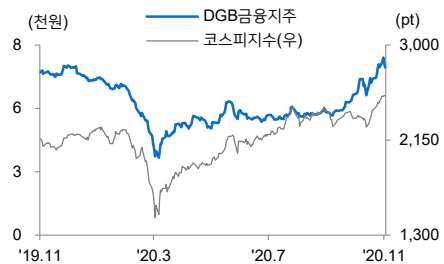
Analyst 은경완 02. 6454-4870
kw.eun@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	9,000원
현재주가 (11.19)	7,410원
상승여력	21.5%
KOSPI	2,547.42pt
시가총액	12,534억원
발행주식수	16,915만주
유동주식비율	85.53%
외국인비중	47.18%
52주 최고/최저가	7,840원/3,420원
평균거래대금	62.1억원
주요주주(%)	
국민연금공단	10.87

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	18.6	48.6	2.3
상대주가	9.2	15.6	-13.5

주가그래프



가파른 주가 상승의 배경은?

- 2달간 약 40% 이상의 가파른 주가 상승 시현 → KRX은행업종 대비 15.7%p Outperform
- 밸류에이션, 수급 등의 영향도 존재하나 핵심은 은행주 내에서도 금리 민감주이기 때문

자체 밸류에이션 상승 요인도 존재

- 지난 4분기 이후 가계 중심 성장 정책 시행 + 비은행 계열사(증권, 캐피탈 등) 이익기여도 증가
- 즉, 시중은행과 유사한 수익 구조로 바뀌어가는 과정에서 밸류에이션 Re-rating 진행

상승의 피로감이 인정하나 여전히 높은 가격매력도

- 주가 상승의 피로감이 존재하는 것은 사실이나 여전히 PBR은 0.25배 수준에 불과
- 마진 개선 기대, 지역 주력 산업 및 부동산 경기 회복 등을 감안해 지방은행 최선호주로 추천

투자의견 Buy 유지 및 적정주가 9,000원으로 상향

(십억원)	총영업이익	총전이익	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)
2018	1,337	520	333	381	2,253	26.1	25,684	3.7	0.3	9.2	0.6
2019	1,551	601	432	327	1,936	-14.1	27,296	3.7	0.3	7.3	0.5
2020E	1,740	723	467	323	1,911	-1.3	30,072	3.9	0.2	6.7	0.4
2021E	1,792	732	483	334	1,976	3.4	31,656	3.7	0.2	6.4	0.4

Balance Sheet				
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E
현금 및 예치금	2,601	2,826	4,195	4,411
대출채권	40,827	46,587	49,546	51,761
금융자산	18,239	19,381	21,280	22,231
유형자산	742	791	755	789
기타자산	2,508	2,813	4,023	4,203
자산총계	64,918	72,398	79,799	83,395
예수부채	38,729	42,758	46,303	48,683
차입부채	6,442	7,043	9,755	9,962
사채	5,304	5,590	6,178	6,309
기타부채	9,379	11,578	11,657	12,256
부채총계	59,855	66,969	73,892	77,210
자본금	846	846	846	846
신종자본증권	149	149	299	299
자본잉여금	1,561	1,562	1,562	1,562
자본조정	-1	0	0	0
기타포괄손익누계액	-79	-64	-35	-33
이익잉여금	1,869	2,124	2,415	2,680
비지배지분	719	811	820	830
자본총계	5,063	5,428	5,907	6,185
Key Financial Data I				
(%)	2018	2019	2020E	2021E
주당지표 (원)				
EPS	2,253	1,936	1,911	1,976
BPS	25,684	27,296	30,072	31,656
DPS	360	410	410	430
Valuation (%)				
PER (배)	3.7	3.7	3.9	3.7
PBR (배)	0.3	0.3	0.2	0.2
배당수익률	4.3	5.8	5.5	5.8
배당성장	16.0	21.2	21.2	22.0
수익성 (%)				
NIM	2.2	1.9	1.7	1.8
ROE	9.2	7.3	6.7	6.4
ROA	0.6	0.5	0.4	0.4
Credit cost	0.5	0.4	0.5	0.5
효율성 (%)				
예대율	105.4	109.0	107.0	106.3
C/I Ratio	61.1	61.3	58.5	59.2

Income Statement				
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E
순이자이익	1,379	1,411	1,429	1,493
이자수익	2,026	2,194	2,073	2,065
이자비용	647	783	644	572
순수수료이익	130	271	369	381
수수료수익	208	355	455	469
수수료비용	77	84	86	88
기타비이자이익	-172	-131	-58	-82
총영업이익	1,337	1,551	1,740	1,792
판관비	817	950	1,017	1,060
총전영업이익	520	601	723	732
총당금전입액	187	169	255	249
영업이익	333	432	467	483
영업외손익	151	6	14	9
세전이익	485	439	481	491
법인세비용	81	99	115	118
당기순이익	404	363	367	373
지배주주	381	327	323	334
비지배지분	22	36	43	39
Key Financial Data II				
(%)	2018	2019	2020E	2021E
자본적정성				
BIS Ratio	12.8	12.3	12.8	12.8
Tier 1 Ratio	11.3	10.9	11.3	11.4
CET 1 Ratio	9.8	9.5	9.9	10.0
자산건전성				
NPL Ratio	0.9	0.7	0.9	0.8
Precautionary Ratio	1.7	1.4	1.7	1.8
NPL Coverage	87.8	94.3	93.6	97.9
성장성				
자산증가율	14.4	11.5	10.2	4.5
대출증가율	1.4	14.1	6.4	4.5
순이익증가율	26.1	-14.1	-1.3	3.4
Dupont Analysis				
순이자이익	2.1	1.9	1.8	1.8
비이자이익	-0.1	0.2	0.4	0.4
판관비	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3
대손상각비	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3

2021 전망 시리즈 18 금융

기업분석 | 증권

Top Picks	투자판단	적정주가
한국금융지주 (071050)	Buy	98,000원

한국금융지주(071050) 이익 체력 회복에 지분 가치 까지

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

Buy

적정주가 (12개월)	98,000원
현재주가 (11.19)	74,000원
상승여력	32.4%
KOSPI	2,547.42pt
시가총액	41,237억원
발행주식수	5,573만주
유동주식비율	73.93%
외국인비중	30.55%
52주 최고/최저가	82,200원/32,000원
평균거래대금	474.6억원
주요주주(%)	
김남구 외 1 인	20.70
국민연금공단	13.50

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.1	48.1	3.6
상대주가	0.5	15.2	-12.4



이익 체력 정상화되고 있으며 사모펀드, 부도를 상향 조정 등 일회성 비용 이미 반영

- 기업 금융 이익 점진적으로 증가하며 분기 천억원 이상 체력 안정적으로 시현 중
- 발행어음 잔고 9조원, 한국투자파트너스 운용자산 3.2조원, 한국투자캐피탈 대출 잔고 3.6조원으로 성장
- 신규 자회사인 부동산신탁사 3Q 누적 당기 손실 67억원 기록했으나 금융 포트폴리오 다각화에 긍정적

카카오뱅크 상장 가시화되며 보유 지분 가치 부각될 가능성

- 최근 카카오뱅크 1조원 규모의 유상증자를 통해 기업가치 9.6조원으로 평가
- 한국금융지주 계열사의 지분율이 33.5%에서 31.8%로 변화해 4Q20 약 1,200억원 인식될 전망이다
- 상장 시기 가까워 짐에 따라 지분 가치 드러날 가능성 높다고 판단

투자의견 Buy 유지, 적정주가 98,000원으로 14.0% 상향 조정

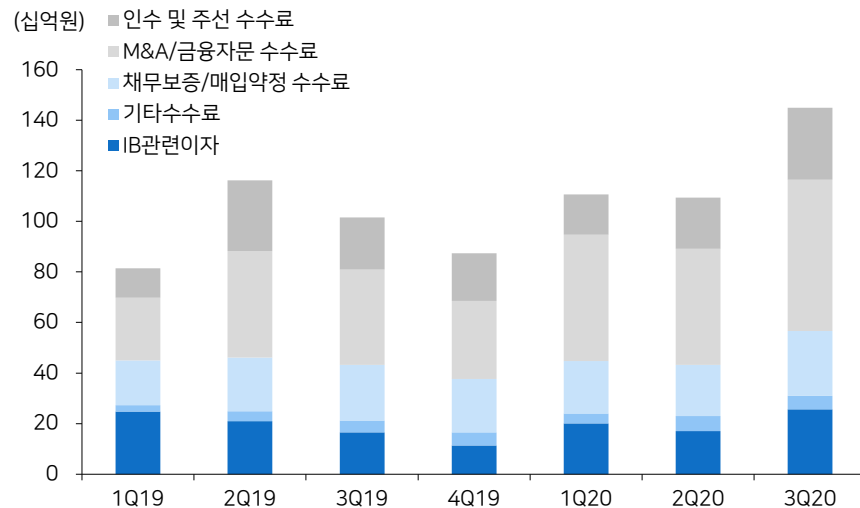
- 다양한 금융 자회사 포트폴리오 꾸준히 성장하고 있어 두 자릿수 ROE 체력 지속될 전망
- 카카오뱅크 지분가치 부각될 가능성 높아 업종 내 Top pick 제시

(십억원)	순영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2018	1,541.5	622.4	529.5	9,066	4.0	73,917	6.6	0.8	13.0	3.0
2019	1,868.1	960.0	859.8	14,723	62.4	85,935	4.9	0.8	18.4	4.0
2020E	1,614.7	770.3	793.7	13,592	-7.7	92,937	5.4	0.8	15.2	3.6
2021E	1,819.6	871.7	749.0	12,826	-5.6	105,684	5.8	0.7	12.9	3.4
2022E	1,908.7	885.2	769.9	13,184	2.8	118,787	5.6	0.6	11.7	3.5

Valuation

- 기업 금융 우려에도 관련 이익 점진적으로 증가하며 분기 천억원 이상 체력
- 발행어음 잔고 9조원, 한국투자파트너스 운용자산 3.2조원, 한국투자캐피탈 대출 잔고 3.6조원 등
- 동사의 다양한 금융 자회사 포트폴리오 꾸준히 성장하고 있어 두자릿 수 이상의 ROE 체력 지속될 전망
- 한국금융지주 카카오뱅크 지분율 변화로 4Q20 지분법 처분익 약 1,200억원 인식할 예정
- 21년 카카오뱅크 상장 시기가 가까워 집에 따라 보유지분 가치 부각될 가능성 높다고 판단

한국투자증권 IB관련 수익



자료: 메리츠증권 리서치센터

커버리지 증권사 ROE 추정치 변경

(천주)	증자 전		증자 후	
	주식 수	지분율 (%)	주식 수	지분율 (%)
카카오	122,400	33.5	129,533	31.8
한국금융지주 계열사	122,400	33.5	129,533	31.8
국민은행	36,000	9.9	38,098	9.3
넷마블	14,400	3.9	15,239	3.7
서울보증보험	14,400	3.9	15,239	3.7
우정사업본부	14,400	3.9	15,239	3.7
이베이코리아	14,400	3.9	15,239	3.7
Sky blue	14,400	3.9	15,239	3.7
Yes24	7,200	2.0	7,620	1.9
TPG캐피탈	-	-	10,638	2.6
앵커에쿼티파트너스	-	-	10,638	2.6
기타	5,096	1.4	5,393	1.3
계	365,096	100.0	407,650	100.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

Valuation table 및 실적 추정 변경

2021년 전망 시리즈 18
금융

Valuation

- Risk Premium 8.0%에서 6.8%로 하향 조정하고 21E ROE 및 BPS 반영해 적정 주가 조정
- Risk free rate 1.1% → 1.5%로 상향하고 Market risk 9.1% → 8.3%로 하향조정

Valuation table

(%)	한국금융지주
2021 ROE	12.9
Growth Rate	1.0
Cost of Equity	14.4
Risk Free Rate	1.5
Risk Premium	6.8
Beta	1.89
이론 PBR (배)	0.89
PBR Premium (%)	5.0
적정 PBR (배)	0.93
2021 BPS (원)	105,684
이론 주가 (원)	98,564
적정주가 (원)	98,000
	14.0% 상향

자료: 메리츠증권 리서치센터

실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
순이익	708.3	737.0	793.7	749.0	12.1	1.6
EPS (원)	12,129	12,621	13,592	12,826	12.1	1.6
BPS (원)	92,300	104,843	92,937	105,684	0.7	0.8
ROE (%)	13.6	12.8	15.2	12.9	1.6	0.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement(한국투자증권 별도 기준)					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익	1,267.8	1,547.0	1,370.0	1,545.0	1,541.8
Brokerage 수익	290.8	237.4	468.7	364.4	306.8
IB 수익	136.0	214.4	297.6	325.0	323.9
금융상품판매수익	78.7	87.3	82.7	96.7	102.6
자산관리수수료	49.8	44.5	50.2	53.7	55.9
기타수수료 수익	144.7	174.8	170.8	171.4	171.7
수수료비용	121.8	122.3	167.3	110.8	93.3
상품운용손익	150.3	379.7	-137.4	99.1	118.5
이자손익	536.5	537.9	632.9	575.2	597.5
기타 손익	2.8	-6.6	-28.3	-29.6	-41.8
판매관리비	597.1	663.1	621.9	658.8	648.3
영업이익	670.6	883.9	748.2	886.3	893.5
영업외 손익	-11.2	-3.6	15.6	7.1	10.0
세전이익	659.4	880.3	763.8	893.4	903.5
법인세비용	155.9	226.1	192.8	239.4	242.1
당기순이익	503.5	654.1	571.0	653.9	661.4

Financial Statement (한국금융지주 연결 기준)					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익	1,541.5	1,868.1	1,614.7	1,819.6	1,908.7
수수료 손익	708.2	806.6	1,040.9	1,068.7	1,042.8
이자 손익	887.7	822.1	953.1	791.6	841.0
상품운용손익	-95.3	250.7	-341.9	12.3	80.1
판매관비	919.1	908.1	844.4	947.9	1,023.5
영업이익	622.4	960.0	770.3	871.7	885.2
세전이익	739.3	1,080.5	1,087.4	1,019.9	1,048.3
당기순이익	540.6	861.8	790.7	749.0	769.9
지배주주	529.5	859.8	793.7	749.0	769.9
자산	62,948.0	60,853.8	77,964.8	97,114.1	120,954.0
현금 및 예치금	8,618.7	5,604.8	8,905.1	11,092.3	13,815.2
유가증권	34,068.4	51,607.4	64,897.6	80,837.3	100,681.5
대출채권	17,924.5	2,965.1	3,392.1	4,225.2	5,262.4
부채	58,050.2	55,806.2	72,503.6	90,903.9	113,973.8
자본(지배주주)	4,897.8	5,047.6	5,461.2	6,210.2	6,980.1

Balance Sheet(한국투자증권 별도 기준)					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산 총계	44,351.3	51,204.2	63,808.3	67,970.8	72,381.8
현금 및 예치금	8,182.3	6,662.1	15,695.6	16,819.0	18,011.9
유가증권	29,010.0	32,220.0	35,908.6	38,251.1	40,733.4
대출채권	3,691.2	4,239.9	4,665.9	4,970.3	5,292.9
유형자산	294.6	367.7	362.4	362.4	362.4
기타자산	3,173.3	7,714.5	7,175.8	7,568.0	7,981.2
부채 총계	40,000.8	45,927.2	58,422.0	61,930.6	65,680.2
예수부채	3,897.3	3,758.4	10,202.4	11,043.5	11,953.8
차입부채	16,356.1	17,856.1	26,654.1	27,736.3	28,862.5
발행사채	799.0	1,198.2	1,468.5	1,468.5	1,468.5
기타부채	18,948.4	23,114.5	20,097.1	21,682.4	23,395.4
자본 총계	4,350.5	5,277.1	5,386.3	6,040.2	6,701.6
자본금	175.7	175.8	175.8	175.8	175.8
자본잉여금	3,052.7	3,829.6	3,829.6	3,829.6	3,829.6
이익잉여금	950.3	1,173.8	1,327.9	1,981.9	2,643.2
기타자본	171.8	97.8	52.9	52.9	52.9

Key Financial Data					
(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	9,066	14,723	13,592	12,826	13,184
BPS	73,917	85,935	92,937	105,684	118,787
DPS	1,800	2,900	2,677	2,526	2,597
밸류에이션 (배)					
PER	6.6	4.9	5.4	5.8	5.6
PBR	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6
수익성					
ROE	13.0	18.4	15.2	12.9	11.7
ROA	0.9	1.4	1.1	0.9	0.7
배당지표					
배당성향	17.9	17.8	17.8	17.8	17.8
배당수익률	3.0	4.0	3.6	3.4	3.5
안정성					
순자본비율	1,016.9	1,260.1	1,271.0	1,558.6	1,842.0
레버리지비율	1,019.5	970.3	1,184.6	1,125.3	1,080.1

2021 전망 시리즈 18 금융

기업분석 | 보험

Top Picks	투자판단	적정주가
메리츠화재 (000060)	Buy	21,000원
삼성생명 (032830)	Buy	94,000원

메리츠화재 (000060) 20%의 성장, 7%의 배당

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

Buy

적정주가 (12개월)	21,000원
현재주가 (11.19)	15,050원
상승여력	39.5%
KOSPI	2,547.42pt
시가총액	17,109억원
발행주식수	12,063만주
유동주식비율	39.36%
외국인비중	11.31%
52주 최고/최저가	18,850원/9,180원
평균거래대금	31.9억원
주요주주(%)	
메리츠금융지주 외 7 인	53.65
국민연금공단	6.04

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.0	2.4	-19.9
상대주가	-2.4	-20.4	-32.3

주가그래프



17년 이후 나타난 신계약 고성장 이익으로 가시화되는 단계

- 보장성 신계약 업계 2위 수준 유지하고 있으며 장기 경과보험료 YoY 20%까지 성장
- 판매 수수료 규제 적용되고 신계약 성장을 둔화되면서 사업비율 정상화 단계
- 상위사와 장기 원수보험료 기준 MS와 손익 격차를 빠르게 줄여가는 모습

업계 최장 자산 듀레이션 확보하고 있어 신용 마진 추구 가능

- 채권 매각익으로 부정적 평가 받아왔으나 장기채 적극적으로 매입해 업계 내 자산 듀레이션 가장 길어
- 대출 자산 등 신용 마진 추구할 수 있어 타사 대비 높은 수익률 이어질 전망
- 다만, 자산 듀레이션이 길기 때문에 금리 상승 시 채권평가손 발생할 수 있어 RBC 비율 하락 가능성
- 이에 선제적으로 대응하기 위해 메리츠금융지주에 1,000억원 규모의 제3자배정 유상증자 완료

투자의견 Buy 및 적정주가 21,000원 유지

- 금리 상승 시 나타날 수 있는 RBC 하락에 선제적으로 대응하고 업계 내 MS 빠르게 좁혀가는 모습
- 7% 이상의 시가배당수익률 기대되어 업종 내 Top pick 제시

(십억원)	경과보험료	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2018	6,734	366	260	2,324	-28.5	20,341	9.4	1.1	12.8	3.8
2019	7,676	378	271	2,432	4.7	21,822	7.3	0.8	11.5	4.8
2020E	8,653	504	358	3,030	24.6	24,261	5.0	0.6	13.5	7.1
2021E	9,912	501	362	3,065	1.2	26,397	4.9	0.6	12.1	7.1
2022E	10,940	522	377	3,198	4.3	28,676	4.7	0.5	11.6	7.5

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
원수보험료	7,080.0	8,032.3	9,218.8	10,468.6	11,575.2
일반	498.2	512.1	566.5	611.4	626.5
자동차	783.5	653.1	698.0	727.4	745.3
장기	5,798.3	6,867.1	7,954.4	9,129.7	10,203.4
보유보험료	6,740.9	7,605.8	8,562.1	9,808.6	10,800.7
경과보험료	6,734.4	7,676.1	8,653.5	9,912.1	10,939.8
일반	306.2	337.5	322.1	380.6	386.8
자동차	760.8	675.6	645.0	712.5	720.5
장기	5,667.4	6,581.6	7,686.4	8,819.0	9,832.4
경과손해액	5,339.0	6,226.8	6,873.0	7,940.0	8,878.2
일반	207.5	265.4	262.3	296.7	302.8
자동차	632.0	597.8	532.7	593.7	618.9
장기	4,499.6	5,363.5	6,078.1	7,049.6	7,956.5
순사업비	1,791.3	2,368.3	2,262.5	2,414.6	2,528.4
보험영업이익	-395.9	-918.9	-482.1	-442.5	-466.9
투자영업이익	761.6	1,297.2	985.6	943.1	988.8
영업이익	365.7	378.3	503.5	500.6	521.9
영업외손익	-16.6	-4.2	-6.9	-6.7	-6.7
세전순이익	349.1	374.1	496.6	493.9	515.3
법인세비용	89.0	102.9	139.0	132.1	137.8
당기순이익	260.0	271.2	357.6	361.8	377.4
Key Financial Data I					
(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
경과손해율	79.3	81.1	79.4	80.1	81.2
일반	67.7	78.6	81.4	78.0	78.3
자동차	83.1	88.5	82.6	83.3	85.9
장기	79.4	81.5	79.1	79.9	80.9
사업비율	26.6	30.9	26.1	24.4	23.1
합산비율	105.9	112.0	105.6	104.5	104.3
투자영업이익률	4.5	6.7	4.6	3.9	3.7
성장성					
총자산	12.9	13.2	11.2	10.6	10.5
운용자산	14.3	11.9	10.9	11.5	11.4
자기자본	27.4	6.9	17.7	8.8	8.6
원수보험료	10.6	13.4	14.8	13.6	10.6
경과보험료	12.3	14.0	12.7	14.5	10.4
순이익	-26.8	4.3	31.9	1.2	4.3

Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	20,433.3	23,136.9	25,718.5	28,449.7	31,449.7
운용자산	18,255.3	20,434.5	22,670.0	25,277.4	28,148.7
현예금 및 예치금	418.5	410.0	284.5	317.2	353.2
유가증권	11,695.8	13,615.7	15,204.8	16,953.6	18,879.4
주식	114.9	94.0	129.9	144.9	161.3
채권	7,251.5	8,543.1	9,485.0	10,575.9	11,777.3
대출채권	5,361.7	5,695.6	6,451.1	7,193.1	8,010.2
부동산	779.4	713.1	729.6	813.5	905.9
비운용자산	2,178.0	2,702.4	3,048.5	3,172.2	3,301.0
특별계정자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	18,157.6	20,704.1	22,855.1	25,334.1	28,065.3
보험계약준비금	17,021.0	18,869.5	20,949.8	23,351.5	26,002.2
책임준비금	17,021.0	18,869.5	20,949.8	23,351.5	26,002.2
기타부채	1,136.6	1,834.6	1,905.2	1,982.6	2,063.1
특별계정부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,275.7	2,432.8	2,863.4	3,115.5	3,384.4
자본금	56.8	56.8	56.8	56.8	56.8
자본잉여금	504.9	504.9	604.9	604.9	604.9
이익잉여금	1,241.4	1,437.6	1,704.5	1,956.6	2,225.5
자본조정	-34.5	-43.6	-49.6	-49.6	-49.6
기타포괄손익누계액	507.1	477.1	546.7	546.7	546.7
Key Financial Data II					
(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	2,324	2,432	3,030	3,065	3,198
BPS	20,341	21,822	24,261	26,397	28,676
DPS	820	850	1,064	1,074	1,121
밸류에이션 (배)					
PER	9.4	7.3	5.0	4.9	4.7
PBR	1.1	0.8	0.62	0.57	0.52
수익성					
ROE	12.8	11.5	13.5	12.1	11.6
ROA	1.3	1.2	1.5	1.3	1.3
배당지표					
배당성향	35.3	34.9	35.1	35.0	35.1
배당수익률	3.8	4.8	7.1	7.1	7.5
안정성					
총자산/자기자본	898	951	898	913	929
보유보험료/자기자본	296	313	299	315	319

삼성생명(032830) 금리 상승, 삼성전자 상승의 수혜주

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

Buy

적정주가 (12개월)	94,000원
현재주가 (11.19)	75,000원
상승여력	25.3%
KOSPI	2,547.42pt
시가총액	150,000억원
발행주식수	20,000만주
유동주식비율	41.92%
외국인비중	12.33%
52주 최고/최저가	76,600원/31,900원
평균거래대금	476.5억원

주요주주(%)

이건희 외 7 인
신세계 외 1 인

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	24.0	60.9	2.0
상대주가	14.2	25.1	-13.7

주가그래프



금리 민감도 높은 생명보험사

- 동사의 부채 부담금리 3Q20 기준 4.21%, 이원차 마진을 -1.04%로 금리 상승에 민감
- 변액보증준비금의 경우 금리 10bp 상승 시 250억원의 민감도를 가져 환입액 증가할 가능성
- LAT 규제 강화에도 20년말 15조원, 21년말 7조원 규모의 잉여 금액이 예상됨

전자 주가 상승, 배당확대, 지배구조 개편 등에 긍정적 영향 기대

- 보유한 전자 지분가치 3Q20 대비 11.0% 증가해 보유계약가치 증가하고 자기자본 3.5% 증가 추정
- 향후 나타날 가능성이 있는 삼성전자의 특별 배당 혹은 지배구조 개편에 수혜 받을 가능성
- 삼성전자의 배당 확대로 증가하는 이익은 동사의 경상이익으로 배당 재원이 될 수 있다고 밝힘

투자의견 Buy 및 적정주가 98,000원으로 유지

- 시장 지표 영향이 큰 생명보험사, 금리 상승 및 주식 시장 호조 이어지면 변액 보증 환입으로 실적 개선
- 그 외에도 삼성그룹 관련 상속 및 지배구조 재편으로 전자의 배당 확대에서 보험업법 통과 가능성까지
- 동사의 주가 상승 모멘텀으로 작용할 가능성이 있어 top pick 제시

(십억원)	보험영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2018	16,475	933	1,664	9,268	42.7	160,947	8.8	0.5	5.6	3.2
2019	16,591	-48	977	5,443	-41.3	198,619	13.7	0.4	3.1	3.6
2020E	18,093	384	1,201	6,691	22.9	216,089	11.2	0.3	3.3	4.3
2021E	17,525	410	1,205	6,713	0.3	219,602	11.2	0.3	3.1	4.7
2022E	17,236	355	1,229	6,845	2.0	223,183	11.0	0.3	3.1	4.8

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
보험손익	-1,214.2	-1,939.3	59.5	-847.4	-1,611.0
보험영업수익	16,475.1	16,590.9	18,093.0	17,525.0	17,236.2
보험료수익	16,135.0	16,201.1	17,700.4	17,139.3	16,855.0
재보험수익	340.1	389.9	392.6	385.6	381.2
보험영업비용	17,689.4	18,530.2	18,033.5	18,372.3	18,847.2
지급보험금	13,510.3	14,467.4	14,156.1	14,596.6	15,104.9
재보험비용	389.5	443.6	503.8	526.2	545.0
사업비	2,231.9	2,176.3	2,065.2	2,002.8	1,971.4
신계약상각비	1,556.3	1,441.5	1,306.5	1,244.7	1,224.0
할인료	1.4	1.4	1.9	1.9	1.9
투자손익	8,594.9	7,895.2	7,867.7	7,903.8	8,336.9
책임준비금전입액	6,447.6	6,003.8	7,543.7	6,646.2	6,370.9
영업이익	933.1	-47.9	383.5	410.2	355.0
영업외손익	1,432.6	1,474.7	1,309.9	1,312.2	1,401.2
세전순이익	2,365.7	1,426.8	1,693.4	1,722.4	1,756.2
법인세비용	632.0	375.1	405.5	460.7	469.8
당기순이익	1,733.7	1,051.7	1,287.9	1,261.6	1,286.4
지배주주	1,664.4	977.4	1,201.5	1,205.5	1,229.2

Key Financial Data I					
(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성					
보험금지급율	82.0	87.2	78.2	83.3	87.6
위험손해율	82.1	85.9	81.1	80.2	80.3
사업비용	23.5	22.3	19.0	18.9	19.0
투자수익률	3.7	3.2	3.0	2.9	3.0
성장성					
총자산	2.4	8.1	5.5	2.9	2.8
운용자산	3.3	8.2	4.9	2.3	2.2
특별계정자산	1.3	8.4	9.8	6.8	6.3
자기자본	-2.0	22.3	8.5	1.6	1.6
수입보험료	-2.8	0.7	9.1	-3.1	-1.6
보험손익	N/A	N/A	흑전	적전	N/A
투자손익	23.2	-8.1	-0.3	0.5	5.5
책임준비금전입액	-15.3	-6.9	25.6	-11.9	-4.1
순이익	37.2	-39.3	22.5	-2.0	2.0

Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	289,428	312,762	329,966	339,533	348,897
운용자산	236,195	255,459	268,055	274,226	280,173
현예금 및 예치금	4,745	6,537	4,807	4,750	4,863
유가증권	152,679	172,379	182,261	186,447	190,602
주식	24,626	33,235	32,578	33,681	34,232
채권	106,307	114,625	121,514	123,519	126,378
대출채권	70,187	68,891	72,771	74,724	76,207
부동산	8,584	7,652	8,216	8,305	8,501
비운용자산	7,298	7,508	7,233	6,934	6,646
특별계정자산	45,934	49,795	54,678	58,373	62,077
부채총계	258,922	275,446	289,476	298,412	307,133
책임준비금	173,943	180,493	188,411	195,057	201,428
계약자지분조정	8,209	11,528	12,390	12,390	12,390
기타부채	29,794	30,281	33,998	32,593	31,238
특별계정부채	46,977	53,144	54,678	58,373	62,077
자본총계	30,505	37,316	40,490	41,121	41,764
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	125	125	125	125	125
이익잉여금	15,548	16,049	16,187	16,818	17,461
자본조정/기타포괄손익누계	13,129	19,392	22,392	22,392	22,392

Key Financial Data II					
(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (원)					
EPS	9,268	5,443	6,691	6,713	6,845
BPS	160,947	198,619	216,089	219,602	223,183
DPS	2,650	2,650	3,245	3,513	3,582
밸류에이션 (배)					
PER	8.8	13.7	11.2	11.2	11.0
PBR	0.51	0.38	0.35	0.34	0.34
수익성					
ROE	5.6	3.1	3.3	3.1	3.1
ROA	0.4	0.6	0.3	0.4	0.4
배당지표					
배당성향	27.4	45.2	45.2	50.0	50.0
배당수익률	3.2	3.6	4.3	4.7	4.8
안정성					
총자산/자기자본	9.5	8.4	8.1	8.3	8.4
보험료수입/총부채	6.4	6.0	6.3	5.9	5.6

Compliance Notice

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

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

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

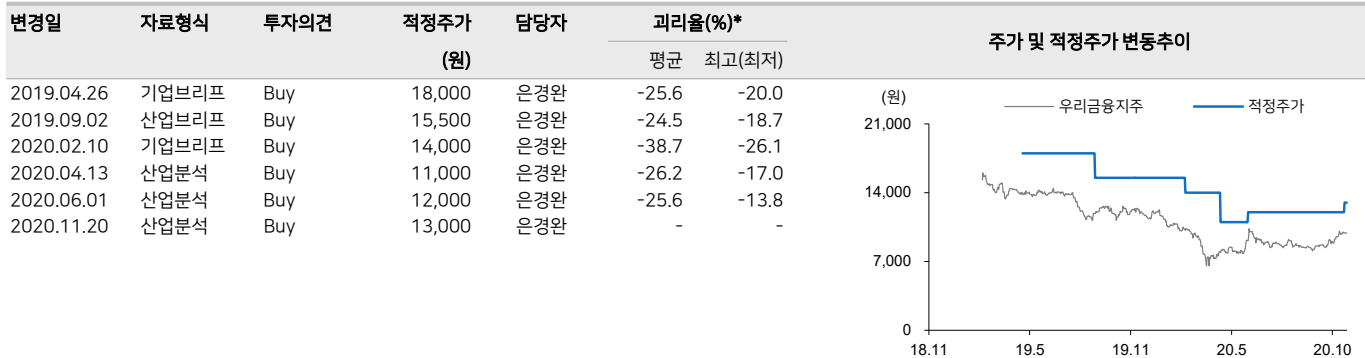
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%

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

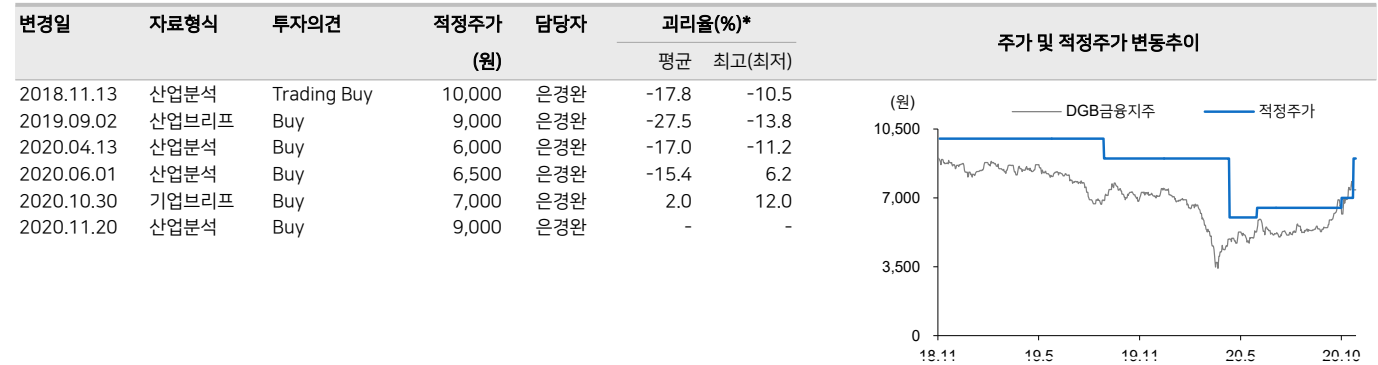
우리금융지주 (316140) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



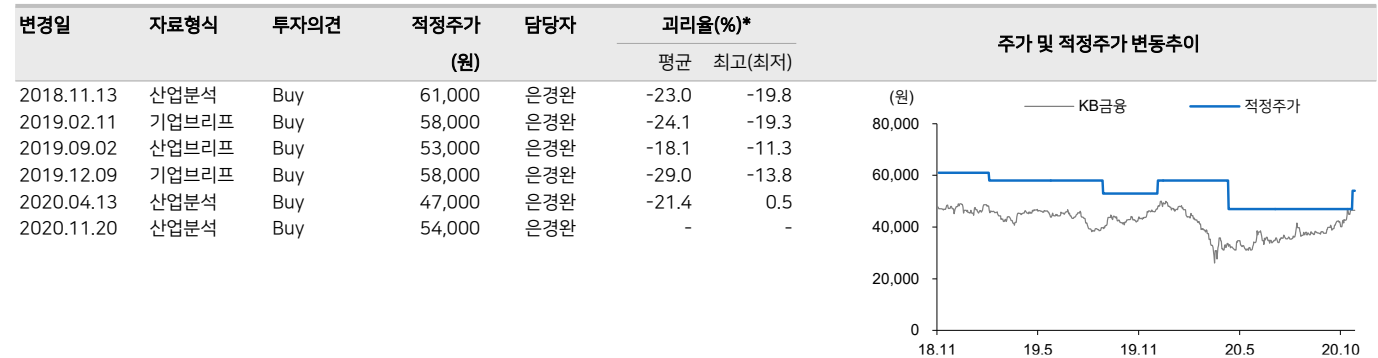
DGB금융지주 (139130) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



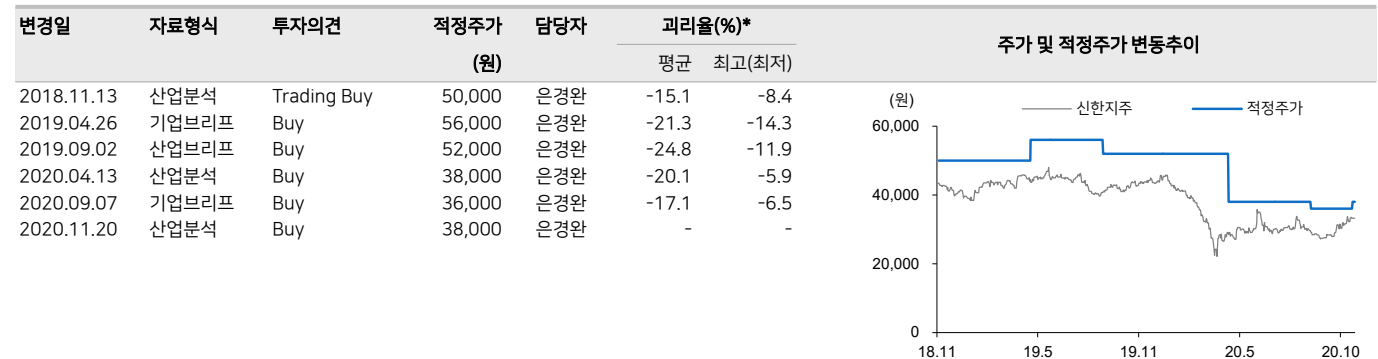
KB금융 (105560) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



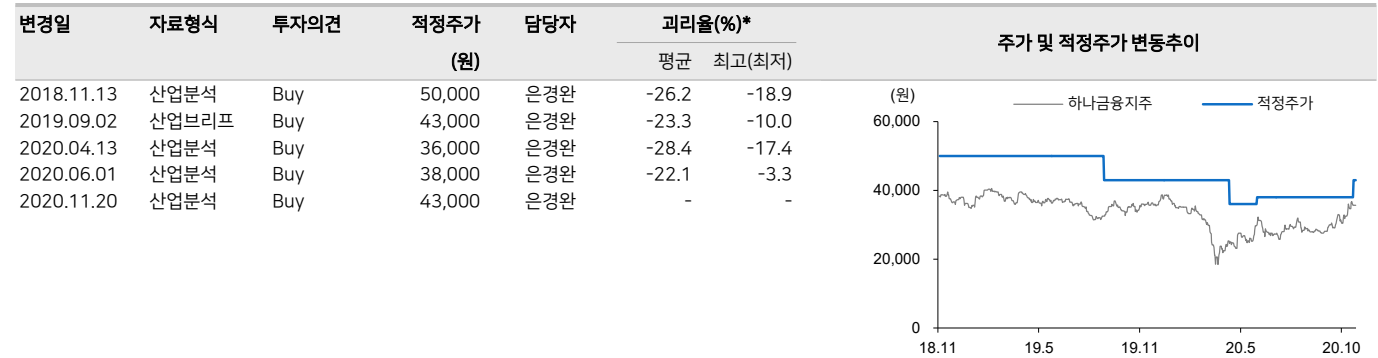
신한지주 (055550) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



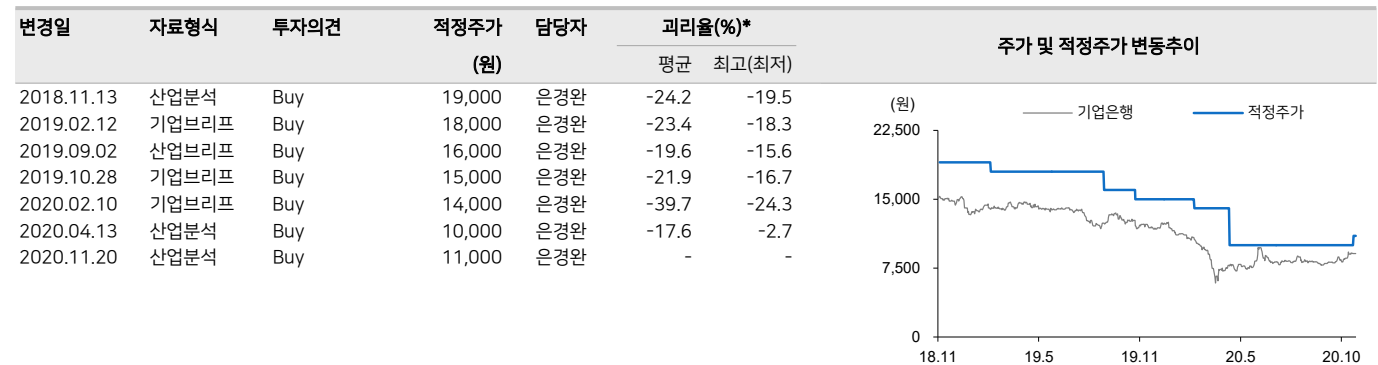
하나금융지주 (086790) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



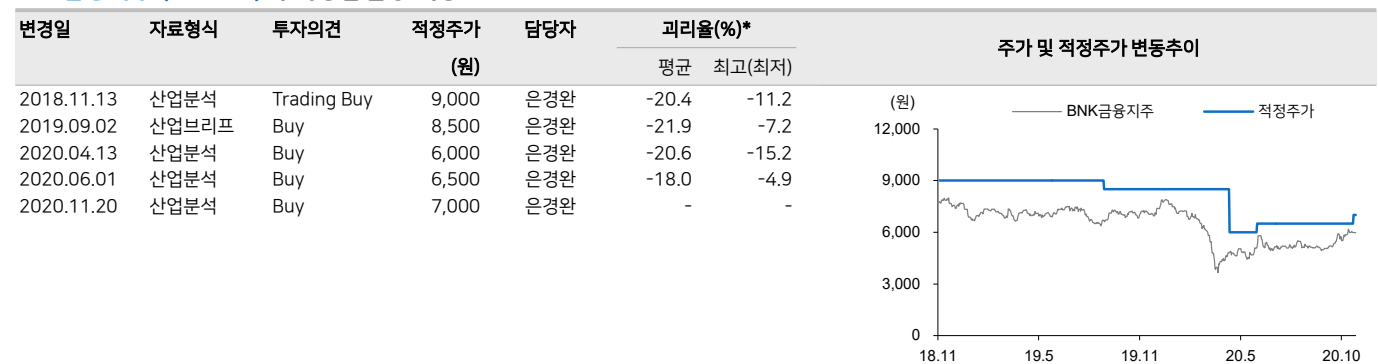
기업은행 (024110) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



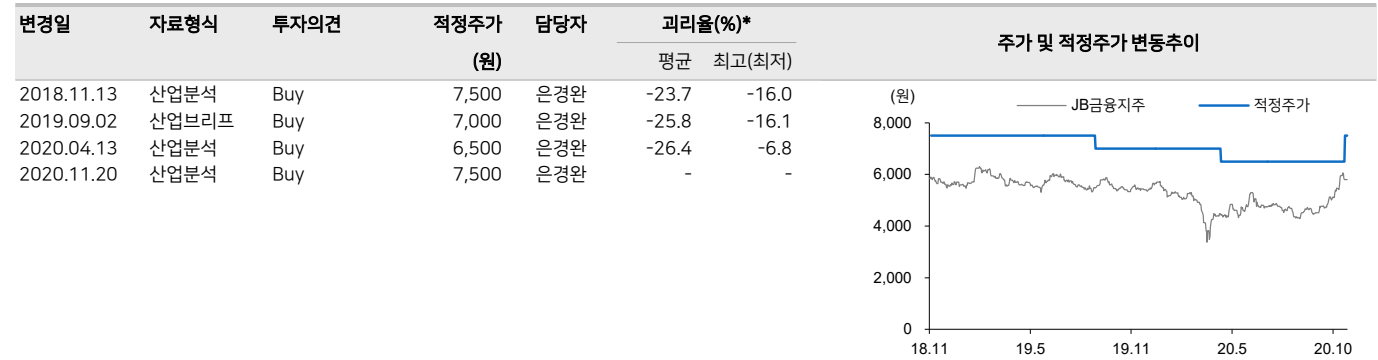
BNK금융지주 (138930) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



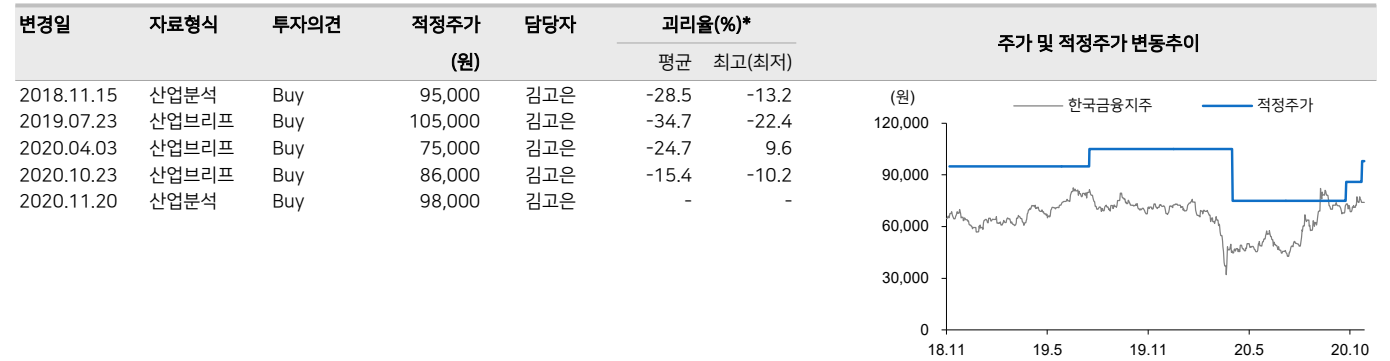
JB금융지주 (175330) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



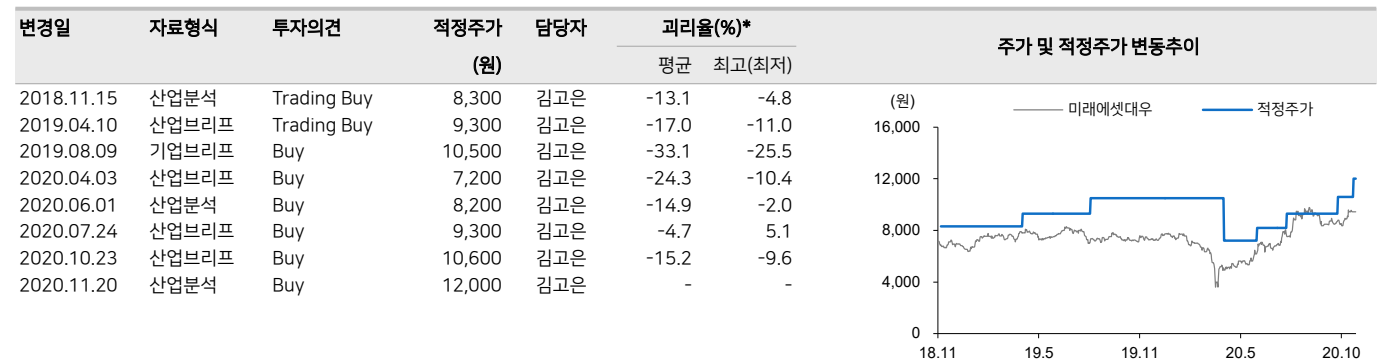
한국금융지주 (071050) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



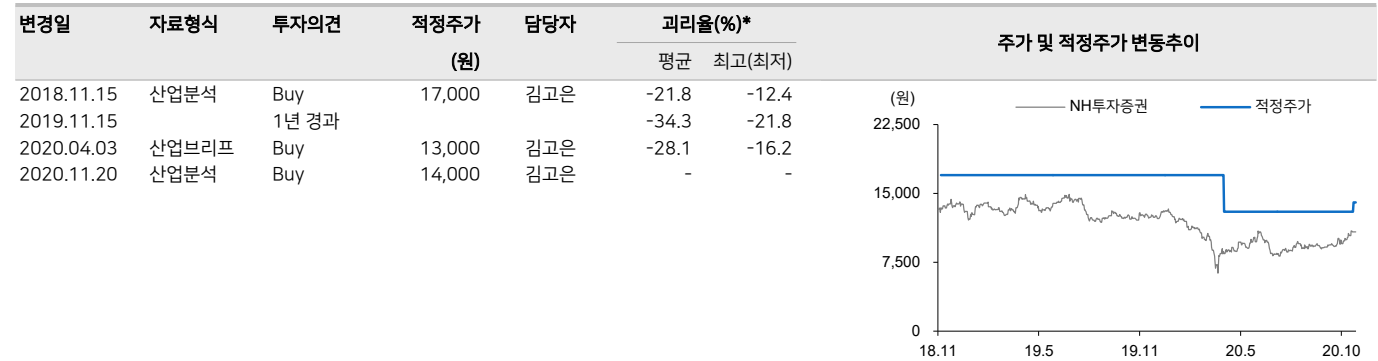
미래에셋대우 (006800) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



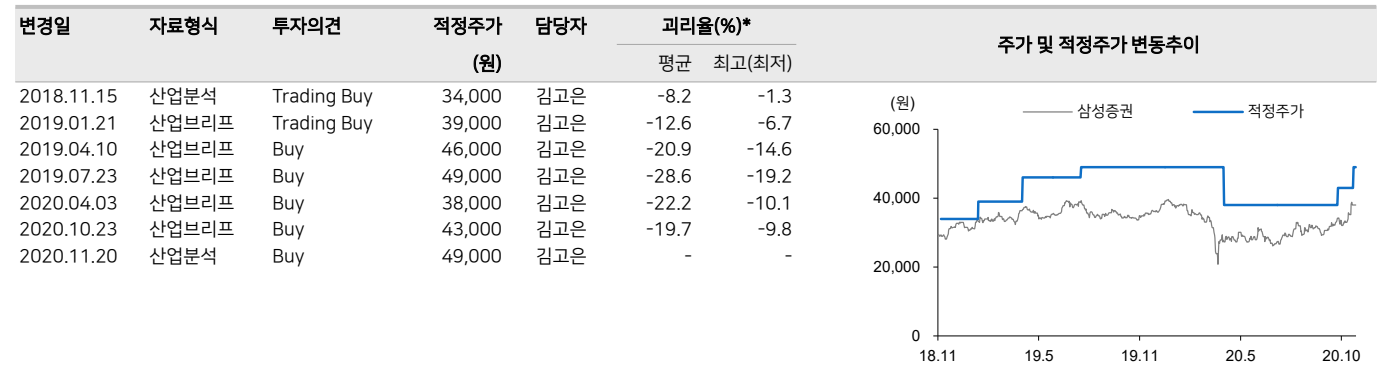
NH투자증권 (005940) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



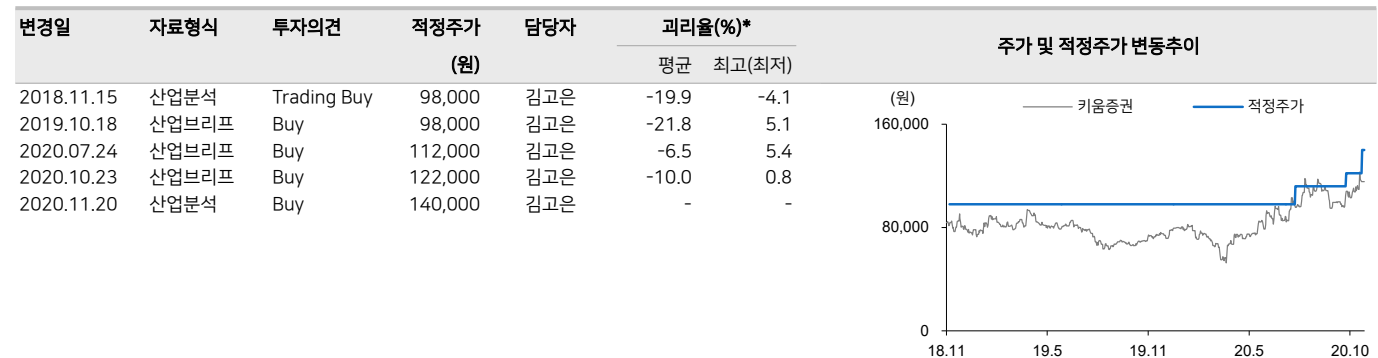
삼성증권 (016360) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



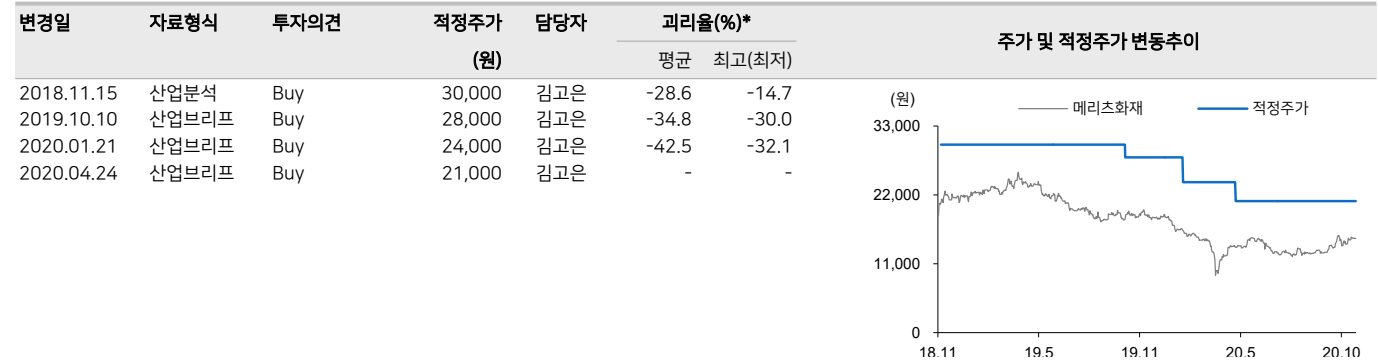
키움증권 (039490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



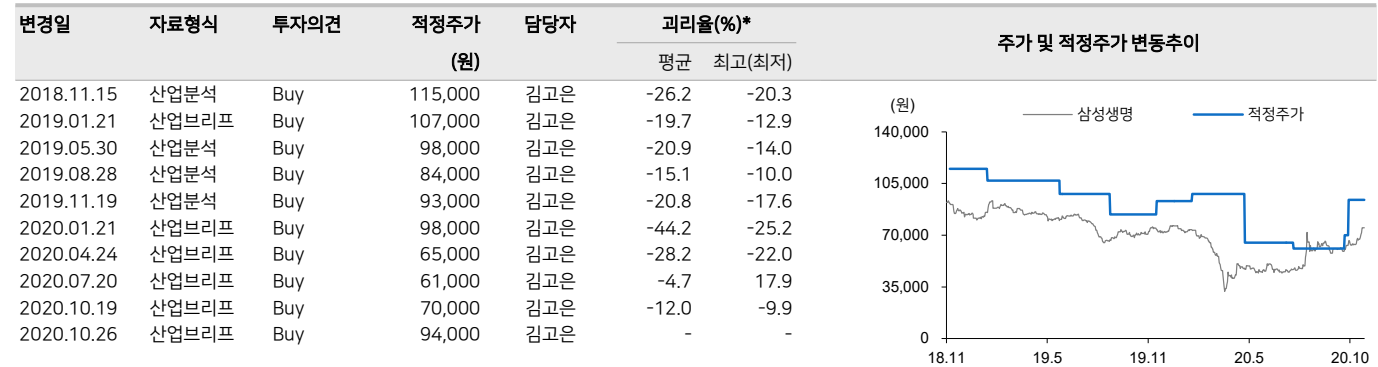
메리츠화재 (000060) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



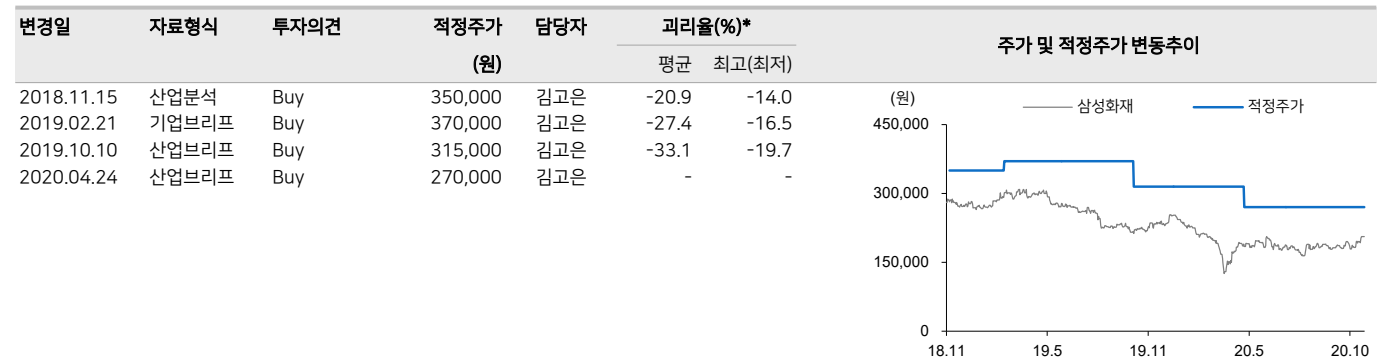
삼성생명 (032830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



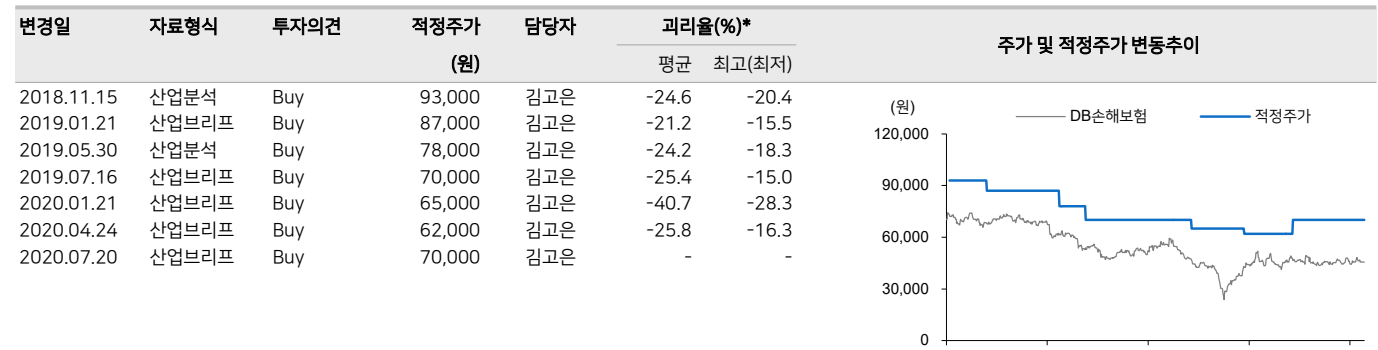
삼성화재 (000810) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



DB손해보험 (005830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



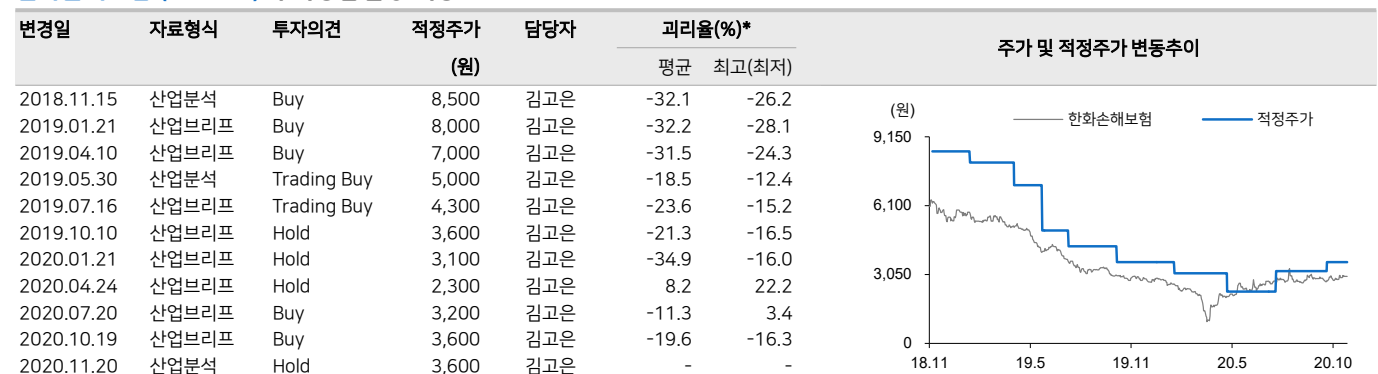
현대해상 (001450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



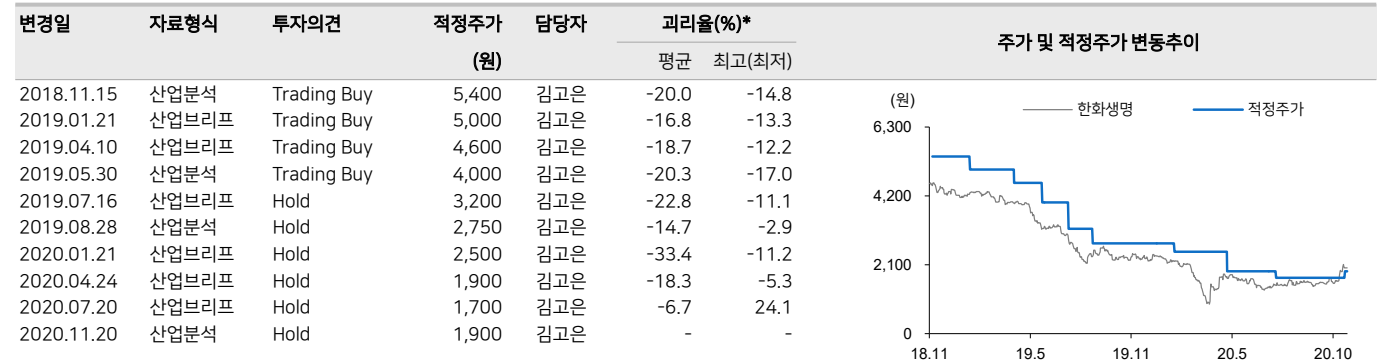
한화손해보험 (000370) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



한화생명 (088350) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



미래에셋생명 (085620) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



동양생명 (082640) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

