

2021. 7. 21



▲ 보험/증권

Analyst 김고은

02. 6454-4871

goenkim@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
DB손해보험(005830)	Buy	78,000원
삼성생명(032830)	Buy	110,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
삼성화재(000810)	Buy	290,000원
현대해상(001450)	Buy	33,000원
메리츠화재(000060)	Buy	28,000원
미래에셋생명(085620)	Buy	5,200원
한화생명(088350)	Hold	3,400원
동양생명(082640)	Hold	5,500원
한화손해보험(000370)	Hold	5,200원

보험

IFRS17, 비정상적 정상화

- ✓ IFRS17 도입 이후 현행 보험 회계의 아이러니를 상당 부분 해소할 것
- ✓ 1) 금리 상승 시 자본 증가 2) 수익성 좋은 보장성 판매가 수익 증가로 연결
- ✓ 2Q21E 손해보험사 7,986억원(-15.1% QoQ, +11.3% YoY) 추정
- ✓ 2Q21E 생명보험사 4,418억원(-68.3% QoQ, -30.8% YoY) 추정
- ✓ Top pick DB손해보험, 삼성생명, 차선호주 메리츠화재

IFRS17 도입 이후의 보험 회계

IFRS17 도입 이후 1) 금리 상승 시 보험사의 순자산 가치 증가를 숫자로 확인할 수 있으며 2) 수익성이 뛰어난 보장성 건강보험 판매가 늘어날수록 수익이 개선된다. 현행 보험 회계는 자산만 시가평가하고 부채는 원가평가 하고 있어 금리가 오를수록 자본이 감소한다. 문제는 이와 같은 현상이 단순히 회계적인 비합리에 그치지 않고 RBC 비율 하락을 야기해 후순위채 등 보완자본을 발행하게 만든다는 점이다. 현행 보험 회계의 또 다른 아이러니는 수익성이 좋은 보장성 상품 판매가 늘어날수록 수익이 감소한다는 점이다. 현행 보험 회계는 상품의 수익성이 아닌 매출 규모에 영향을 받아 마진이 적더라도 보험료를 많이 받을 수 있는 상품을 팔수록 단기 수익이 개선된다.

2Q21E 보험 산업 실적 전망

손해보험사 커버리지 기준 2Q21E 순이익은 7,986억원(-15.1% QoQ, +11.3% YoY)으로 추정한다. COVID-19 장기화고 자동차 손해를 하락 추세가 지속되고 있다. 4세대 실손 보험 판매에 따른 절판 효과로 보장성 신계약 성장에도 사업비율 하락하는 점 긍정적이다. 위험손해율은 소폭 상승하고 있으며 영업일수 증가에 따른 영향이다. 생명보험사 커버리지 기준 2Q21E 순이익 4,418억원(-68.3% QoQ, -30.8% YoY)으로 추정한다. 종신/CI 판매 둔화가 지속되고 있으나 이에 따른 영향으로 비차익 개선되고 있다. 주식시장 호조 이어지고 있어 변액보존준비금 환입 예상되나 규모는 전분기 대비 감소 추정된다.

Top Pick DB손해보험, 삼성생명, 차선호주 메리츠화재

장기화되는 COVID-19로 자동차 손해를 하락 추세가 이어지고 초년도 수수료 규제 로 사업비율 하락하고 있다. DB손해보험은 운전자보험 판매 비중이 높아 IFRS17 도입 이후 긍정적인 영향 기대된다. 삼성생명은 건강보험 상품 판매하고 있어 신계약 가치 개선 중이다. 전자 특별배당 인식 및 배당성향 확대 정책으로 시가배당 수익률 5% 이상 전망된다. 자사주 매입 공시로 자본정책 불확실성 해소되고 있는 메리츠화재 차선호주로 제시한다.

IFRS17 도입 이후의 보험 회계

IFRS17 도입 이후 기대되는 변화

IFRS17 도입은 어떠한 변화를 불러올 것인가? 1) 금리 상승 시 보험사의 자본 규모가 증가하고 2) 수익성이 뛰어난 보장성 건강보험 판매가 늘어날수록 수익이 개선된다. 사실상 당연한 메커니즘이 현행 보험회계에서 적용되지 못했으나 IFRS17 도입으로 정상화될 전망이며 손해보험사의 재무제표에 긍정적 영향 기대한다. 23년 전면 도입되나 22년부터 비교재무제표를 만들어야 하기 때문에 관련 정보 공개 시기가 손해보험업 주가에 주요한 변수다.

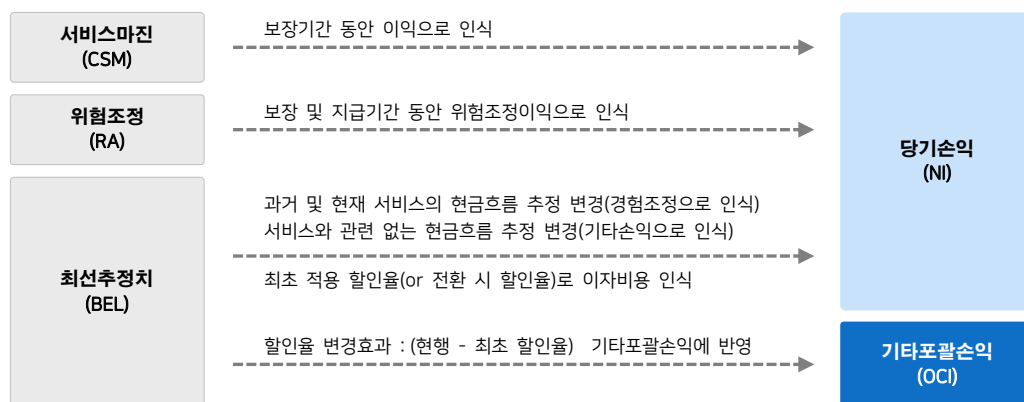
1) 금리 상승 시 자본 증가

많이 알려져 있듯이 금리 상승은 보험주에 호재다. 그 이유를 간단히 설명하면 보험사가 보유한 자산보다 부채의 가치가 비교적 큰 폭으로 감소하며 순자산 가치가 확대되기 때문이다. 하지만 아이러니하게도 현행 보험 회계는 자산만 시가평가하고 부채는 원가평가 하고 있어 금리가 오를수록 자본이 감소한다. 특히 듀레이션 갭을 최소화하기 위해 자산 듀레이션을 적극적으로 늘린 회사일수록 더 큰 자본 감소를 겪는다. 단순히 실질을 나타내지 못하는 것을 넘어서 반대되는 결과가 나타난다. 문제는 이와 같은 현상이 단순히 회계적인 비합리에 그치지 않고 RBC 비율 하락을 야기해 후순위채 등 보완자본을 발행하게 만든다는 점이다.

2) 저축보험료 매출 제외하고 보장성 판매 시 수익 증가

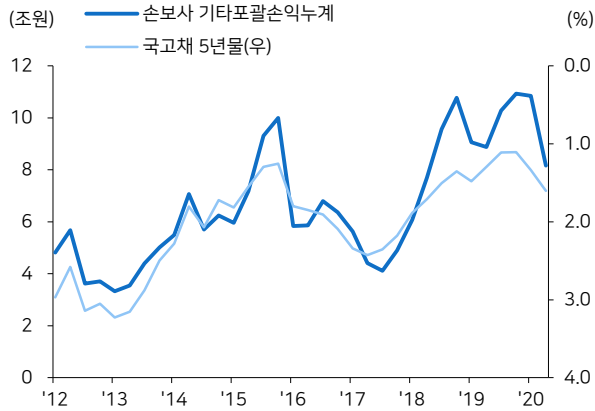
현행 보험 회계의 또 다른 아이러니는 수익성이 좋은 보장성 상품 판매가 늘어날수록 수익이 감소한다는 점이다. 보장성 보험은 보험료 규모가 상대적으로 적은 반면 수익성이 좋아 수수료는 많이 지급하는 보험이다. 현행 보험 회계는 상품의 수익성이 아닌 매출 규모에 영향을 받아 마진이 적더라도 보험료를 많이 받을 수 있는 상품을 팔수록 단기 수익이 개선된다. IFRS17 도입 이후 저축보험료는 매출에서 제외된다. 이는 은행에서 예금을 매출로 잡지 않는 것과 같은 이유다. 저축성 보험 관련 비용은 투자 비용으로 인식될 예정이다. 마진이 큰 보장성 보험 판매가 늘어날수록 CSM 규모가 증가하고 이에 따라 향후 이익 규모가 결정된다.

그림1 IFRS17에서의 보험부채 측정과 손익인식



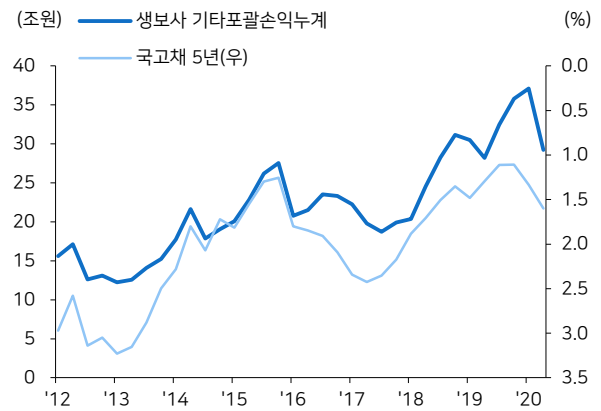
자료: 보험연구원, 메리츠증권 리서치센터

그림1 금리와 손해보험사 자본



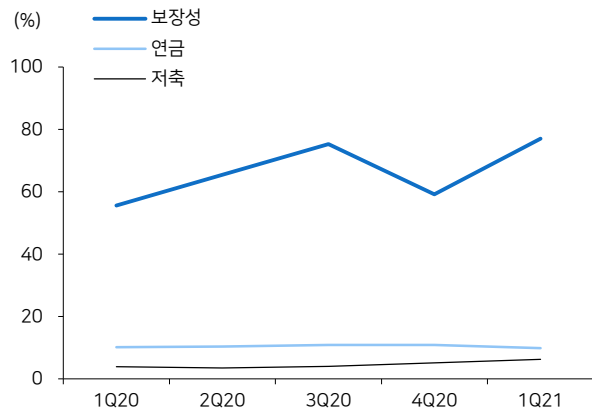
자료: 금융통계??, 메리츠증권 리서치센터

그림2 금리와 생명보험사 자본



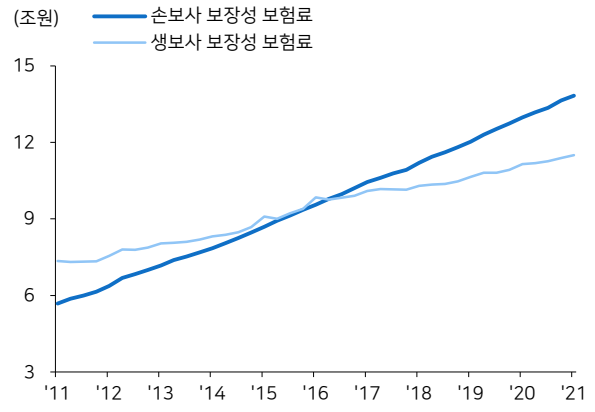
자료: 질병관리본부, 메리츠증권 리서치센터

그림3 신계약 가치 수익성(신계약가치/APE)



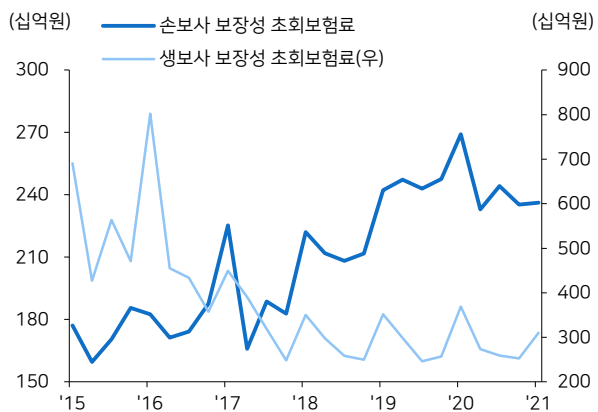
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림4 보장성 보험료 수입 추이



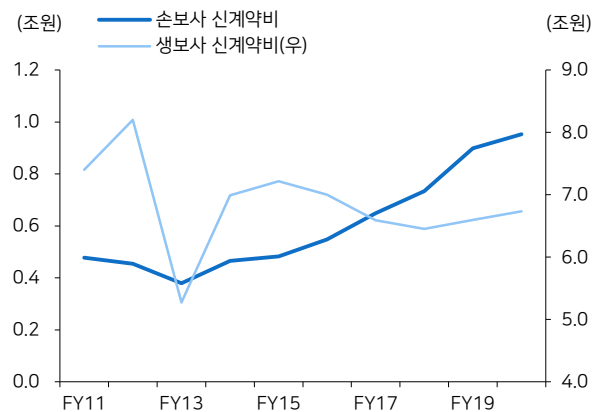
자료: 보험개발원, 메리츠증권 리서치센터

그림5 보장성 초회보험료 추이



자료: 보험개발원, 메리츠증권 리서치센터

그림6 신계약비 추이



자료: 금융통계정보시스템, 메리츠증권 리서치센터

2Q21 실적 전망

손해보험사 2Q21E 순이익 7,986억원 전망

손해보험사 커버리지(삼성화재, DB손해보험, 현대해상, 메리츠화재, 한화손해보험) 기준 2Q21E 순이익은 7,986억원(-15.1% QoQ, +11.3% YoY)으로 추정한다. 계절적 영향과 COVID-19 장기화로 자동차 손해율 하락이 지속되고 있다. 4차 유행 확산으로 하반기까지 자동차 손해율 개선 추세가 이어질 가능성 있다고 판단된다. 4세대 실손 보험 판매에 따른 절판 효과로 보장성 신계약 성장 지속되고 있음에도 사업비율 하락하는 점 긍정적이다. 이는 초년도수수료 규제에 따른 영향이다. 위험손해율은 소폭 상승하고 있으며 영업일수 증가에 따른 영향이다.

생명보험사 2Q21E 순이익 4,418억원 전망

생명보험사 커버리지(삼성생명, 한화생명, 동양생명, 미래에셋생명) 기준 2Q21E 순이익 4,418억원(-68.3% QoQ, -30.8% YoY)으로 추정한다. 생명보험 업계의 주요 상품인 종신/CI 판매 둔화가 지속되고 있으며 이에 따른 영향으로 비차익 개선이 나타나고 있다. 위험손해율의 소폭 상승이 예상되어 사차이익 감소할 전망이다. 주식시장 호조 이어지고 있어 변액보충준비금 환입 예상되나 규모는 전분기 대비 감소 추정된다.

Top pick으로 DB손해보험, 삼성생명 제시한다. 장기화되는 COVID-19로 인해 자동차 손해율 하락 추세가 이어지고 있으며 초년도 수수료 규제에 사업비율 하락하고 있어 이익개선 이어질 전망이다. DB손해보험은 운전자보험 판매 비중이 높아 IFRS17 도입 이후 CSM 규모에 긍정적인 영향 기대된다. 삼성생명은 생보업계의 종신/CI 판매 둔화에도 적극적으로 건강보험 상품 판매하고 있어 신계약 가치 개선 중이다. 전자 특별배당 인식 및 배당성향 확대 정책으로 시가배당수익률 5% 이상 전망된다. 자사주 매입 공시로 자본정책 불확실성 해소되고 있는 메리츠화재 차선호주로 제시한다.

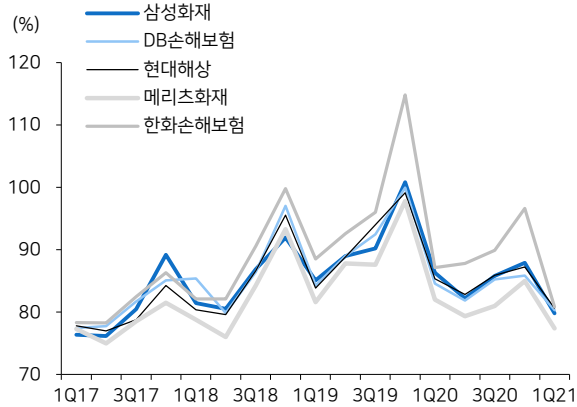
표1 커버리지 보험사 2Q21E Preview (순이익)

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
삼성화재	302.0	269.3	12.1	431.5	-30.0	276.3	9.3
DB손해보험	195.8	211.9	-7.6	190.2	3.0	187.0	4.7
현대해상	121.2	94.1	28.9	126.5	-4.1	115.0	5.4
메리츠화재	137.2	105.8	29.7	130.4	5.2	134.0	2.4
한화손해보험	42.4	36.2	17.1	62.6	-32.3	36.6	15.8
손해보험 합계	798.6	717.2	11.3	941.1	-15.1	748.9	6.6
삼성생명(연결)	302.6	448.6	-32.5	1,088.1	-72.2	318.5	-5.0
한화생명	62.2	128.0	-51.4	194.2	-68.0	62.4	-0.3
동양생명	34.5	21.8	58.5	106.5	-67.6	38.6	-10.5
미래에셋생명	42.4	40.4	5.0	5.1	733.9	31.4	35.1
생명보험 합계	441.8	638.7	-30.8	1,393.9	-68.3	450.8	-2.0

주: 삼성생명 제외 별도 기준

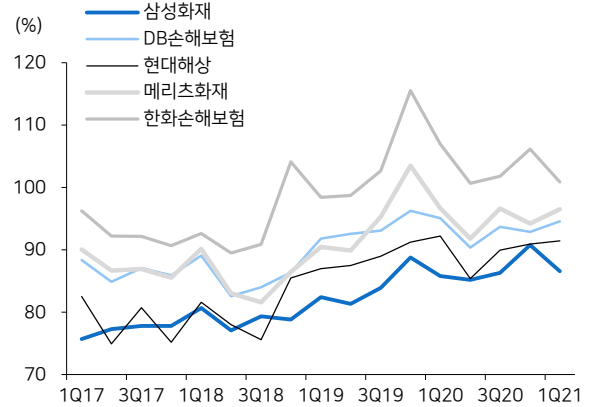
자료: 각 사, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

그림7 손해보험사 자동차 손해율 추이



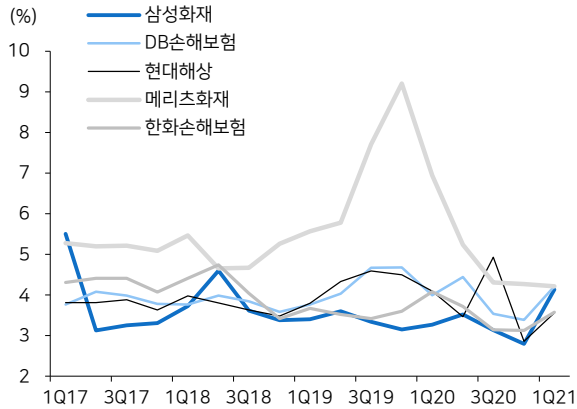
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림8 손해보험사 장기위험손해율 추이



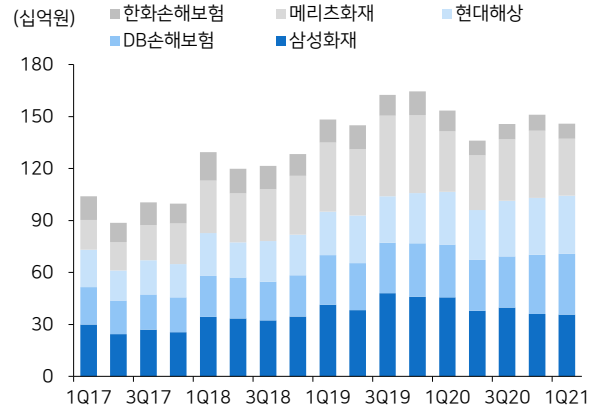
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림9 손해보험사 투자이익률 추이



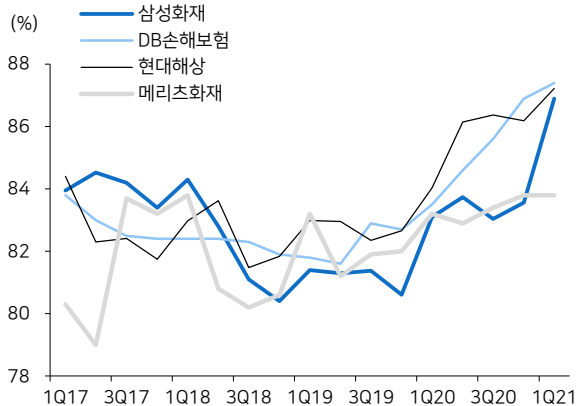
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림10 손해보험사 보장성 인보험 추이



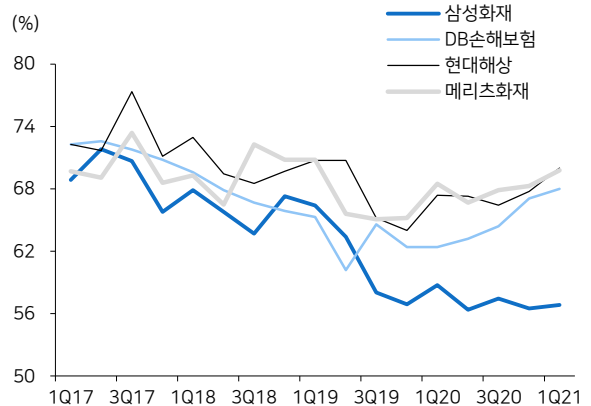
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림11 손해보험사 13회차 유지율 추이



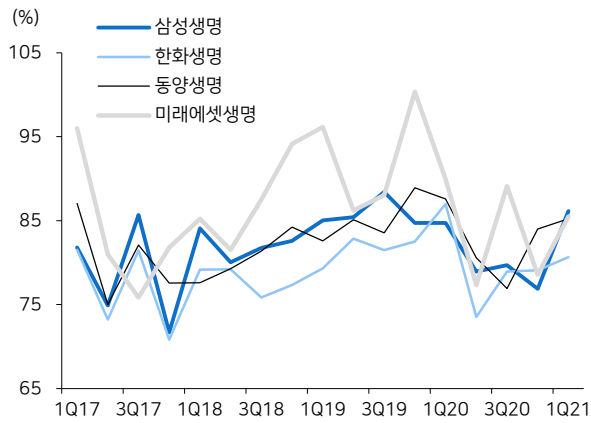
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림12 손해보험사 25회차 유지율 추이



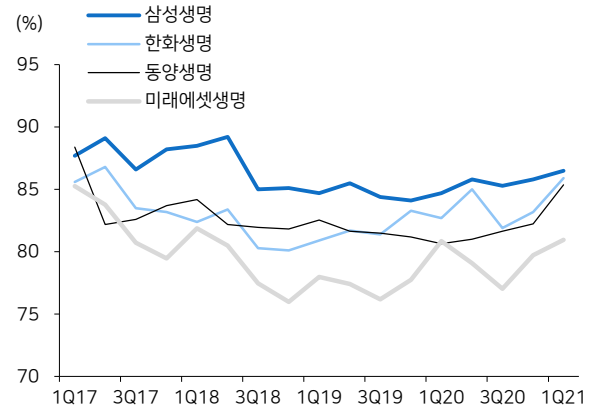
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림13 생명보험사 위험손해율 추이



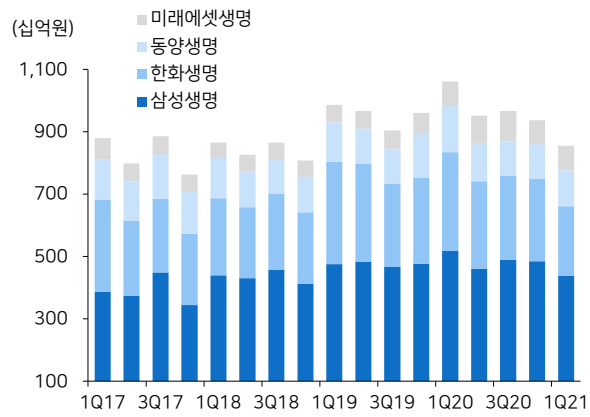
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림14 생명보험사 13회차 유지율 추이



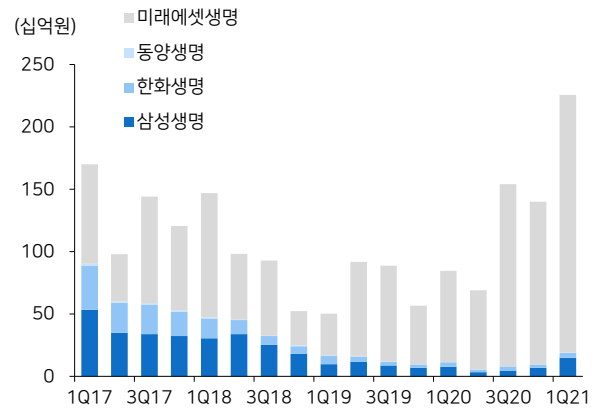
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림15 생명보험사 신계약 보장성 APE 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림16 생명보험사 변액보험 APE 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표2 Valuation table

		삼성화재	DB손해보험	현대해상	메리츠화재	한화손해보험	삼성생명	한화생명	미래에셋생명	동양생명
투자 의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	Buy	Hold	Buy	Hold
현재가 (7.20) (원)		217,000	54,300	24,850	21,900	4,610	75,500	3,405	4,095	5,360
적정주가 (원)		290,000	78,000	33,000	28,000	5,200	110,000	3,400	5,200	5,500
상승여력 (%)		33.6	43.6	32.8	27.9	12.8	45.7	-0.1	27.0	2.6
당기순이익 (십억원)	2019	609.2	372.9	250.4	271.2	-61.0	977.4	114.6	100.0	149.5
	2020	766.8	502.2	306.1	433.4	88.4	1,265.8	196.9	92.1	128.6
	2021E	1,058.8	610.2	379.3	483.8	138.5	1,873.6	383.1	93.8	160.7
	2022E	943.1	591.5	373.6	512.3	133.4	1,419.2	311.3	111.3	136.0
ROE (%)	2019	4.6	7.0	6.0	11.5	-4.3	3.1	0.5	4.5	6.5
	2020	5.0	8.5	6.9	17.0	5.6	3.4	1.2	3.8	5.3
	2021E	6.6	10.0	8.5	18.4	8.6	4.6	3.4	4.4	5.6
	2022E	5.9	9.2	8.2	18.2	8.5	3.6	2.8	5.5	4.5
ROA (%)	2019	0.7	0.9	0.6	1.2	-0.3	0.6	0.3	0.2	0.2
	2020	0.9	1.1	0.6	1.8	0.5	0.3	0.1	0.3	0.5
	2021E	1.1	1.3	0.8	1.8	0.7	0.4	0.2	0.2	0.4
	2022E	1.0	1.2	0.7	1.8	0.6	0.5	0.3	0.2	0.4
BPS (원)	2019	334,216	90,379	49,905	21,822	10,337	198,619	13,311	14,683	16,676
	2020	381,979	100,994	53,325	22,638	12,747	233,310	13,241	14,865	17,631
	2021E	367,224	102,175	52,080	22,982	11,004	219,909	11,385	15,177	17,109
	2022E	380,109	111,312	56,429	27,227	12,225	224,453	11,640	15,883	17,749
EPS (원)	2019	14,615	5,891	2,845	2,432	-522	5,443	153	614	959
	2020	18,548	8,364	3,543	3,672	757	7,049	262	578	825
	2021E	25,518	10,162	4,536	4,317	1,186	10,433	510	719	1,031
	2022E	22,730	9,851	4,464	4,571	1,142	7,903	414	853	872
PBR (배)	2019	0.73	0.58	0.54	0.82	0.23	0.38	0.17	0.28	0.24
	2020	0.58	0.43	0.48	0.64	0.26	0.34	0.18	0.26	0.20
	2021E	0.59	0.54	0.48	0.94	0.36	0.34	0.30	0.27	0.31
	2022E	0.57	0.49	0.44	0.79	0.33	0.34	0.29	0.25	0.30
PER (배)	2019	16.7	8.9	9.5	7.3	-5.4	13.7	15.1	6.7	4.2
	2020	11.9	5.2	7.2	4.0	5.1	11.2	9.3	6.7	4.3
	2021E	8.5	5.4	5.5	5.0	3.9	7.2	6.6	5.6	5.1
	2022E	9.5	5.6	5.6	4.7	4.0	9.5	8.1	4.1	6.1
DPS (원)	2019	8,500	1,500	880	850	0	2,650	30	170	230
	2020	8,800	2,200	1,000	1,280	0	2,500	30	100	220
	2021E	13,292	2,588	1,255	432	119	4,316	76	124	275
	2022E	11,839	2,508	1,236	457	114	3,722	62	168	233
배당수익률 (%)	2019	3.5	2.9	3.3	4.8	0.0	3.6	1.3	4.1	5.7
	2020	4.0	5.0	3.9	8.8	0.0	3.2	1.2	2.6	6.2
	2021E	6.1	4.7	5.1	2.0	2.6	5.7	2.3	3.1	5.2
	2022E	5.5	4.6	5.0	2.1	2.5	4.9	1.8	4.2	4.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

DB손해보험 (005830)

Buy, TP 78,000원

2Q21E 순이익 1,958억원(+3.0% QoQ, -7.6% YoY)으로 추정한다. 자동차 손해율 및 사업비율 하락으로 실적 호조가 전망된다. 계절적으로 자동차 손해율이 가장 양호한 시기이며 원수보험료 증가 추세가 지속되고 있다. 위험손해율은 전년 동기 대비 소폭 상승 추정된다. 지난해 4~5월 COVID-19 시작되어 급격히 위험 손해율이 하락했던 기저효과 때문이다. 실손손해율은 갱신 시기 도래하며 개선 추세 이어지고 있다. 백내장 수술비 등 실손 외 담보로 인해 위험손해율이 상승하는 모습이다.

투자의견 Buy 유지하고 적정주가를 78,000원으로 11.4% 상향 조정한다. 21E EPS 8.6% ROE 0.7%p 상향 조정했다. 이는 예상 보다 장기화되는 COVID-19로 인해 자동차 손해율 하락 추세가 이어지기 때문이다. 4차 실손 판매로 질관효과 나타나고 있음에도 초년도 수수료 규제로 사업비율 하락하는 점 긍정적이다. 운전자보험 판매 비중이 높아 IFRS17 도입 이후 CSM 규모에 긍정적인 영향 기대된다. 업종 내 Top pick으로 유지한다.

표3 DB손해보험 2Q21E Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,591.5	3,536.6	1.6	3,641.2	-1.4		
보험영업이익	-53.5	-83.9	적지	-97.2	적지		
투자영업이익	322.9	373.8	-13.6	362.8	-11.0		
영업이익	269.5	289.9	-7.0	265.5	1.5		
당기순이익	195.8	211.9	-7.6	190.2	3.0	187.0	4.7

자료: DB손해보험, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표1 Valuation table

적정주가	78,000원
이론주가	77,555원
2021년 BPS	102,175원
적정 PBR	0.76배
PBR Discount	-40.0%
이론 PBR	1.27배
2021년 ROE	10.0%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	8.1%
Beta	0.87
Risk Free Rate	1.6%
Risk Premium	7.5%

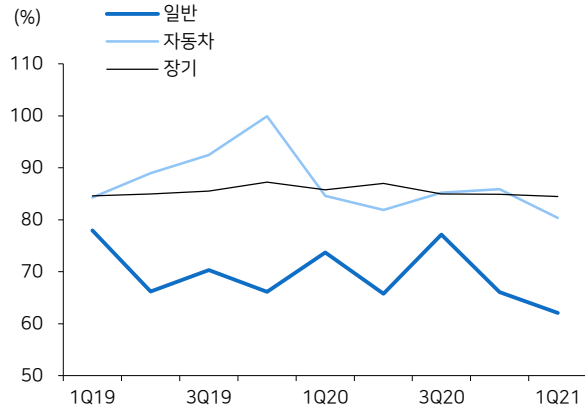
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 실적 추정 변경

	수정전		수정후		변화율 (%)	
(십억원)	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
순이익	562.1	568.3	610.2	591.5	8.6	4.1
EPS (원)	9,361	9,464	10,162	9,851	8.6	4.1
BPS(원)	101,374	110,328	102,175	111,312	0.8	0.9
ROE (%)	9.3	8.9	10.0	9.2	0.7	0.3

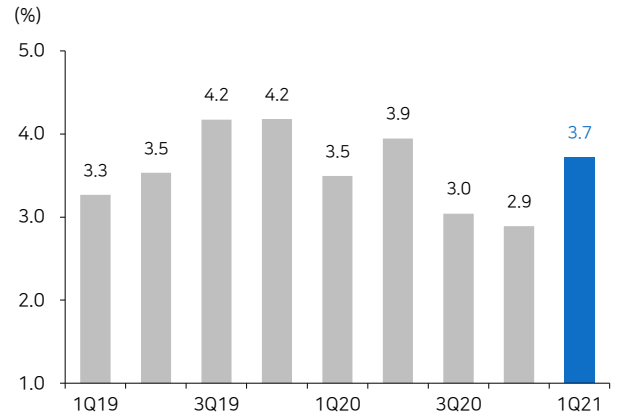
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림17 경과손해율 추이



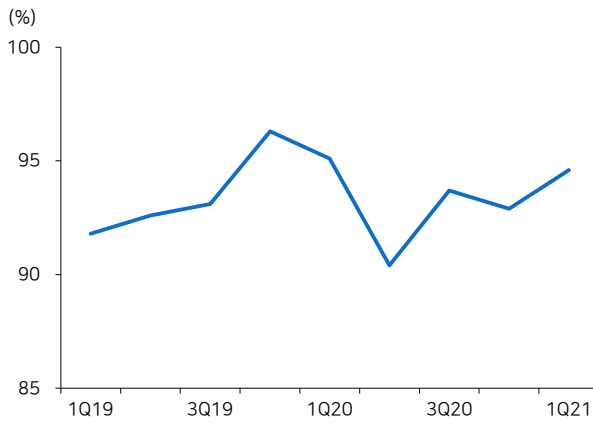
자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림18 투자영업이익률 추이



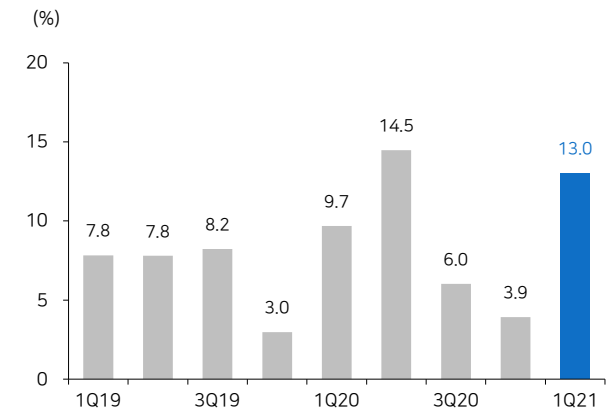
자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림19 장기위험손해율 추이



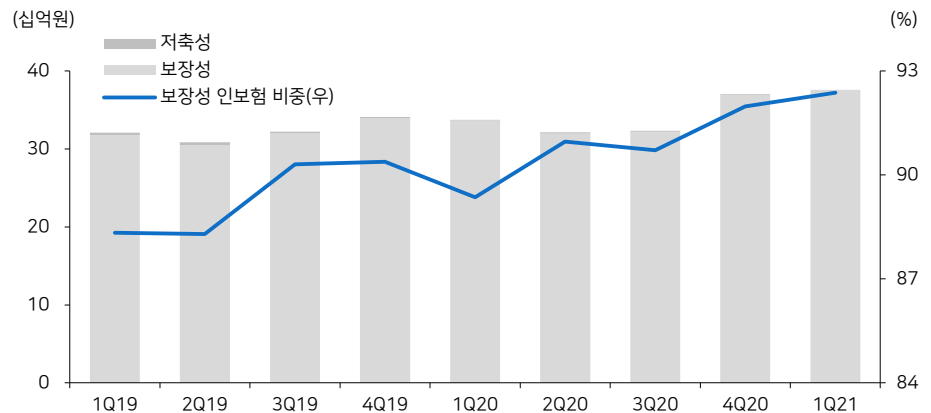
자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림20 ROE



자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림21 장기보험 신계약 추이



자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

DB 손해보험 (005830)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
원수보험료	13,027.0	14,069.9	14,555.0	14,783.7	15,225.9
일반	1,124.3	1,284.3	1,461.2	1,458.9	1,508.0
자동차	3,508.2	4,067.8	4,027.5	4,079.1	4,215.4
장기	8,394.6	8,717.7	9,066.3	9,245.8	9,502.5
보유보험료	12,114.8	13,035.4	13,478.5	13,700.9	14,109.8
경과보험료	11,879.5	12,670.5	13,199.1	13,404.7	13,803.7
일반	677.1	794.2	929.9	930.7	961.5
자동차	3,101.0	3,520.2	3,604.4	3,639.0	3,761.9
장기	8,101.4	8,356.0	8,664.8	8,835.1	9,080.3
경과손해액	10,241.7	10,626.1	10,969.1	11,205.5	11,581.2
일반	466.6	561.3	627.5	640.9	662.4
자동차	2,840.4	2,972.2	2,978.0	3,051.3	3,197.1
장기	6,934.7	7,092.5	7,363.6	7,513.2	7,721.7
손사업비	2,485.3	2,583.6	2,679.5	2,723.0	2,776.0
보험영업이익	-856.4	-590.4	-449.5	-523.8	-553.5
투자영업이익	1,368.7	1,273.7	1,295.2	1,338.8	1,383.4
영업이익	512.3	683.3	845.7	815.0	829.9
영업외손익	-7.3	-4.8	-8.7	-7.5	-8.1
세전순이익	505.1	678.5	837.0	807.5	821.8
법인세비용	132.2	176.3	226.8	216.0	219.8
당기순이익	372.9	502.2	610.2	591.5	602.0

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
자산총계	43,666.8	47,124.3	49,459.2	52,130.5	54,886.2
운용자산	36,974.2	38,935.8	41,012.4	43,340.7	45,739.5
현예금 및 예치금	425.7	295.4	391.1	413.3	436.2
유가증권	24,449.4	25,549.8	26,591.7	28,101.4	29,656.7
주식	950.0	1,173.2	1,174.7	1,241.4	1,310.1
채권	9,011.0	9,167.6	9,752.7	10,306.4	10,876.8
대출채권	10,956.7	11,945.2	12,828.3	13,556.5	14,306.9
부동산	1,142.4	1,145.3	1,201.3	1,269.5	1,339.7
비운용자산	3,255.4	3,621.8	3,559.8	3,704.3	3,854.8
특별계정자산	3,437.2	4,566.7	4,887.0	5,085.5	5,291.9
부채총계	37,946.0	41,060.2	43,324.3	45,447.0	47,636.0
보험계약준비금	32,512.0	34,288.3	36,090.2	37,919.2	39,802.5
책임준비금	32,512.0	34,288.3	36,090.2	37,919.2	39,802.5
기타부채	1,976.6	2,175.8	2,347.0	2,442.3	2,541.5
특별계정부채	3,457.4	4,596.1	4,887.0	5,085.5	5,291.9
자본총계	5,720.8	6,064.0	6,134.9	6,683.6	7,250.2
자본금	35.4	35.4	35.4	35.4	35.4
자본잉여금	37.9	37.9	37.9	37.9	37.9
이익잉여금	4,535.9	4,943.0	5,502.9	6,051.5	6,618.2
자본조정	1,111.6	1,047.8	558.8	558.8	558.8

Key Financial Data I

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
수익성					
경과손해율	86.2	83.9	83.1	83.6	83.9
일반	68.9	70.7	67.5	68.9	68.9
자동차	91.6	84.4	82.6	83.9	85.0
장기	85.6	84.9	85.0	85.0	85.0
사업비율	20.9	20.4	20.3	20.3	20.1
합산비율	107.1	104.3	103.4	103.9	104.0
투자영업이익률	3.8	3.4	3.2	3.2	3.1
성장성					
총자산	9.8	7.9	5.0	5.4	5.3
운용자산	7.6	5.3	5.3	5.7	5.5
자기자본	16.5	6.0	1.2	8.9	8.5
원수보험료	4.6	8.0	3.4	1.6	3.0
경과보험료	2.5	6.7	4.2	1.6	3.0
순이익	-27.6	34.7	21.5	-3.1	1.8

Key Financial Data II

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표 (원)					
EPS	5,891	8,364	10,162	9,851	10,026
BPS	90,379	100,994	102,175	111,312	120,750
DPS	1,500	2,200	2,588	2,508	2,553
밸류에이션 (배)					
PER	8.9	5.2	5.4	5.6	5.5
PBR	0.58	0.43	0.54	0.49	0.45
수익성					
ROE	7.0	8.5	10.0	9.2	8.6
ROA	0.9	1.1	1.3	1.2	1.1
배당지표					
배당성향	25.5	25.5	25.5	25.5	25.5
배당수익률	2.9	5.0	4.7	4.6	4.7
안정성					
총자산/자기자본	763	777	806	780	757
보유보험료/자기자본	212	215	220	205	195

메리츠화재 (000060)

Buy, TP 28,000원

2Q21E 순이익 1,372억원(+5.2% QoQ, +29.7% YoY)으로 추정한다. 자동차 손해율 및 사업비율 개선으로 실적 호조 지속될 전망이다. 보험 업계 전반적으로 초년도 수수료 규제로 사업비율 하락이 지속되고 있다. 업계 2위 수준의 신계약 판매가 누적되어 장기 원수보험료의 두 자릿수 성장이 지속되고 있으며 이연한도 확보되어 추가상각 규모가 급격히 감소하고 있다. 영업일수 효과로 장기위험손해율은 소폭 상승할 전망이다.

투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 28,000원으로 12.0% 상향 조정한다. 자동차 손해율 및 사업비율 하락 추세 지속되고 있으며 자사주 매입으로 21E EPS 10.1%, ROE 0.9%p 상향 조정했다. 배당 성향을 축소하는 자본정책 변화로 불확실성 대두되었으나 3월 및 6월 자사주 매입을 공시했으며 합산규모가 20년 현금 배당총액의 79%로 상당 수준 해소되었다고 판단한다. 사업비율 및 투자수익률 정상화에도 이익 개선 나타나고 있어 긍정적으로 평가한다. 자본 정책 불확실성 해소되어 차선호주로 제시한다

표3 메리츠화재 2Q21E Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	2,398.7	2,259.7	6.2	2,445.9	-1.9		
보험영업이익	-18.6	-106.9	적지	-28.5	적지		
투자영업이익	206.8	254.1	-18.6	206.1	0.4		
영업이익	188.3	147.1	28.0	177.6	6.0		
당기순이익	137.2	105.8	29.7	130.4	5.2	134.0	2.4

자료: 메리츠화재, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표4 Valuation table

적정주가	28,000원
이론주가	27,864원
2021년 BPS	22,982원
적정 PBR	1.19배
PBR Discount	-50.0%
이론 PBR	2.38배
2021년 ROE	18.4%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	8.2%
Beta	0.88
Risk Free Rate	1.6%
Risk Premium	7.5%

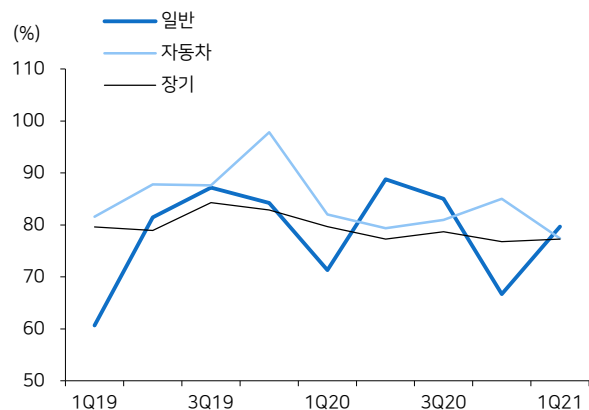
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 실적 추정 변경

	수정전		수정후		변화율 (%)	
(십억원)	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
순이익	457.7	480.9	483.8	512.3	5.7	6.5
EPS (원)	3,922	4,121	4,317	4,571	10.1	10.9
BPS(원)	21,847	25,677	22,982	27,227	5.2	6.0
ROE (%)	17.5	17.3	18.4	18.2	0.9	0.9

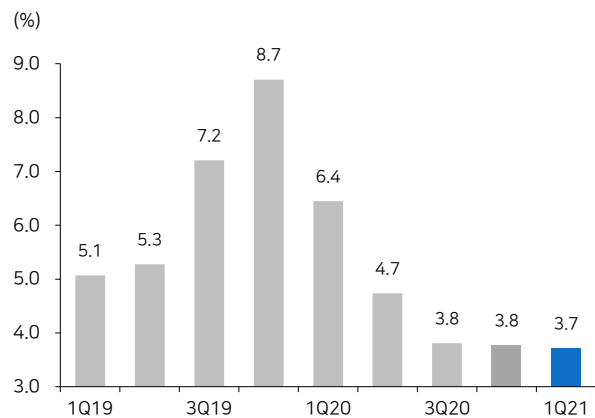
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림22 경과손해율 추이



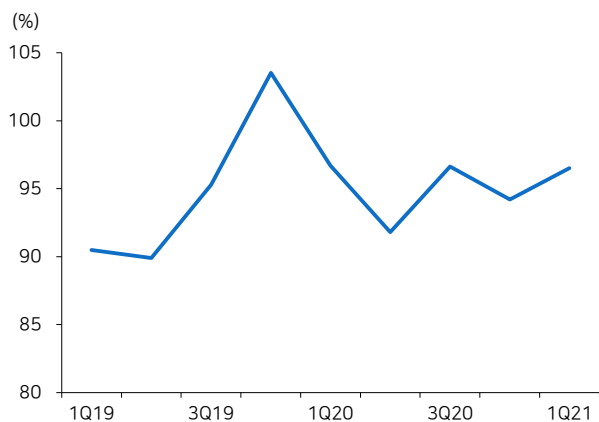
자료: 메리츠화재, 메리츠증권 리서치센터

그림23 투자영업이익률 추이



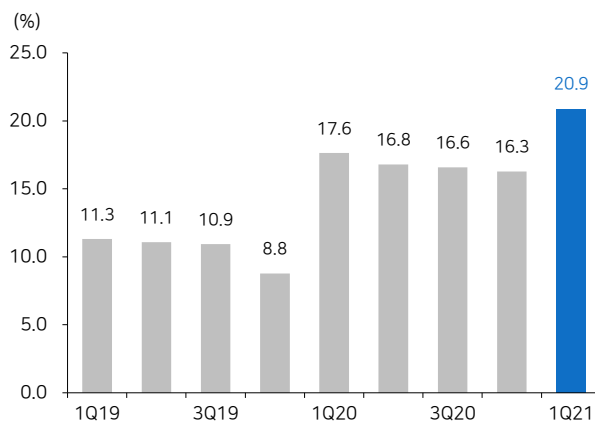
자료: 메리츠화재, 메리츠증권 리서치센터

그림24 장기위험손해율 추이



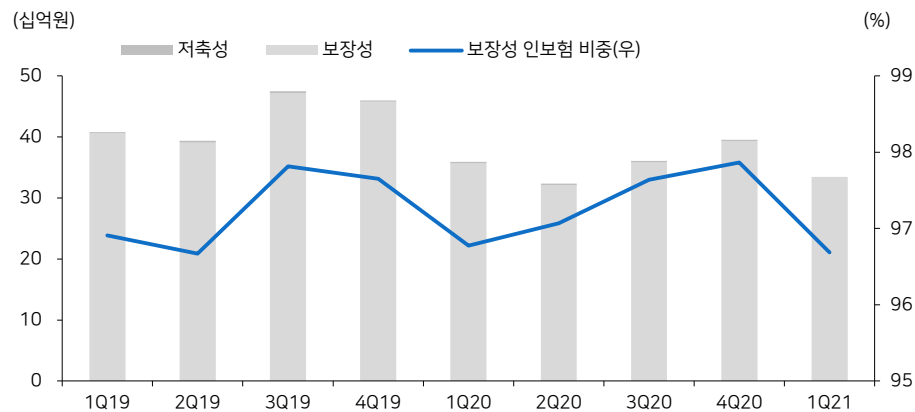
자료: 메리츠화재, 메리츠증권 리서치센터

그림25 ROE



자료: 메리츠화재, 메리츠증권 리서치센터

그림26 장기보험 신계약 추이



자료: 메리츠화재, 메리츠증권 리서치센터

메리츠화재 (000060)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
원수보험료	8,032.3	9,151.2	9,805.2	10,358.7	11,054.3
일반	512.1	551.8	617.2	634.7	655.9
자동차	653.1	706.1	751.9	755.1	780.3
장기	6,867.1	7,893.3	8,436.2	8,969.0	9,618.1
보유보험료	7,605.8	8,361.7	8,824.0	9,330.9	9,988.0
경과보험료	7,676.1	8,543.3	9,180.2	9,710.1	10,360.8
일반	337.5	304.0	351.5	375.1	378.9
자동차	675.6	634.6	694.8	707.7	720.4
장기	6,581.6	7,604.8	8,133.9	8,627.3	9,261.5
경과손해액	6,226.8	6,695.6	7,173.6	7,649.9	8,170.5
일반	265.4	237.4	268.0	284.7	287.2
자동차	597.8	519.6	551.0	569.4	588.1
장기	5,363.5	5,938.6	6,354.7	6,795.8	7,295.2
순사업비	2,368.3	2,241.8	2,178.6	2,226.3	2,323.2
보험영업이익	-918.9	-394.0	-170.5	-166.1	-132.9
투자영업이익	1,297.2	1,005.1	833.4	867.4	903.9
영업이익	378.3	611.1	662.9	701.4	771.0
영업외손익	-4.2	-7.4	-0.4	-1.9	-2.1
세전순이익	374.1	603.7	662.5	699.4	768.9
법인세비용	102.9	170.3	178.6	187.1	205.7
당기순이익	271.2	433.4	483.8	512.3	563.2

Key Financial Data I

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
수익성					
경과손해율	81.1	78.4	78.1	78.8	78.9
일반	78.6	78.1	76.2	75.9	75.8
자동차	88.5	81.9	79.3	80.5	81.6
장기	81.5	78.1	78.1	78.8	78.8
사업비율	30.9	26.2	23.7	22.9	22.4
합산비율	112.0	104.6	101.9	101.7	101.3
투자영업이익률	6.7	4.7	3.6	3.4	3.2
성장성					
총자산	13.2	9.3	8.0	10.0	9.8
운용자산	11.9	8.2	9.1	10.8	10.5
자기자본	6.9	9.8	-3.6	18.5	17.2
원수보험료	13.4	13.9	7.1	5.6	6.7
경과보험료	14.0	11.3	7.5	5.8	6.7
순이익	4.3	59.8	11.6	5.9	9.9

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
자산총계	23,136.9	25,280.5	27,297.4	30,030.7	32,967.0
운용자산	20,434.5	22,105.1	24,116.5	26,720.6	29,522.5
현예금 및 예치금	410.0	241.8	299.2	331.5	366.3
유가증권	13,615.7	13,780.8	15,152.7	16,788.9	18,549.4
주식	94.0	138.0	148.7	164.8	182.0
채권	8,543.1	9,225.1	9,787.5	10,844.4	11,981.5
대출채권	5,695.6	7,403.3	7,649.3	8,475.3	9,364.0
부동산	713.1	679.1	1,015.3	1,124.9	1,242.9
비운용자산	2,702.4	3,175.5	3,180.9	3,310.1	3,444.5
특별계정자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	20,704.1	22,608.7	24,721.7	26,979.3	29,391.3
보험계약준비금	18,869.5	20,858.9	22,926.1	25,110.7	27,446.9
책임준비금	18,869.5	20,858.9	22,926.1	25,110.7	27,446.9
기타부채	1,834.6	1,749.8	1,795.6	1,868.5	1,944.4
특별계정부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,432.8	2,671.8	2,575.7	3,051.5	3,575.7
자본금	56.8	60.3	60.3	60.3	60.3
자본잉여금	504.9	601.4	601.4	601.4	601.4
이익잉여금	1,437.6	1,775.3	2,116.2	2,591.9	3,116.1
자본조정	-43.6	-49.6	-73.4	-73.4	-73.4
기타포괄손익누계액	477.1	179.8	-128.8	-128.8	-128.8

Key Financial Data II

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표 (원)					
EPS	2,432	3,672	4,317	4,571	5,025
BPS	21,822	22,638	22,982	27,227	31,904
DPS	850	1,280	432	457	503
밸류에이션 (배)					
PER	7.3	4.0	5.0	4.7	4.3
PBR	0.82	0.64	0.94	0.79	0.67
수익성					
ROE	11.5	17.0	18.4	18.2	17.0
ROA	1.2	1.8	1.8	1.8	1.8
배당지표					
배당성향	34.9	35.1	10.0	10.0	10.0
배당수익률	4.8	8.8	2.0	2.1	2.3
안정성					
총자산/자기자본	951	946	1,060	984	922
보유보험료/자기자본	313	313	343	306	279

삼성화재 (000810)

Buy, TP 290,000원

2Q21E 순이익 3,020억원(-30.0% QoQ, +12.1% YoY)으로 추정한다. 자동차 손해율이 하락하고 일반 손해율 정상화되어 전년 동기 대비 이익 개선이 전망된다. 계절적 효과 및 COVID-19 장기화로 업계의 자동차 손해율 개선 추세가 지속되고 있다. 전년 동기 COVID-19 확산 초기 기저효과로 위험손해율은 소폭 상승하는 모습이다. 일반 손해율이 정상화되고 있으며 신계약 판매 경쟁 둔화되어 사업비율 하락이 지속되는 점 긍정적으로 평가한다.

투자의견 Buy 유지하고 적정주가 290,000원으로 3.6% 상향 조정한다. 자동차 손해율 하락 및 일반손해율 정상화로 21E EPS 4.9%, ROE 0.3%p 상향 조정했다. 충분한 RBC 비율을 기반으로 50%의 배당성향을 제시하고 있어 시가배당률 6.0% 이상 추정되는 점 긍정적이다. 텐센트와의 JV 설립으로 중국 온라인 보험 시장에 진출하는 점 중장기 성장 동력이 될 가능성 높다고 판단한다.

표6 삼성화재 2Q21E Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	5,185.9	4,905.2	5.7	4,849.3	6.9		
보험영업이익	-94.2	-154.8	적지	-96.6	적지		
투자영업이익	523.0	542.7	-3.6	691.8	-24.4		
영업이익	428.8	387.9	10.6	595.3	-28.0		
당기순이익	302.0	269.3	12.1	431.5	-30.0	276.3	9.3

자료: 삼성화재, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표7 Valuation table

적정주가	290,000원
이론주가	296,671원
2021년 BPS	367,224원
적정 PBR	0.81배
PBR Discount	-10.0%
이론 PBR	0.90배
2021년 ROE	6.6%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	7.3%
Beta	0.76
Risk Free Rate	1.6%
Risk Premium	7.5%

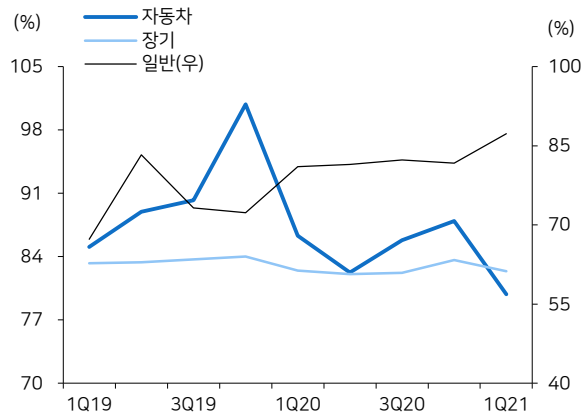
자료: 메리츠증권 리서치센터

표8 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
순이익	1,009.6	930.8	1,058.8	943.1	4.9	1.3
EPS (원)	24,333	22,435	25,518	22,730	4.9	1.3
BPS(원)	366,692	379,445	367,224	380,109	0.1	0.2
ROE (%)	6.3	5.9	6.6	5.9	0.3	0.0

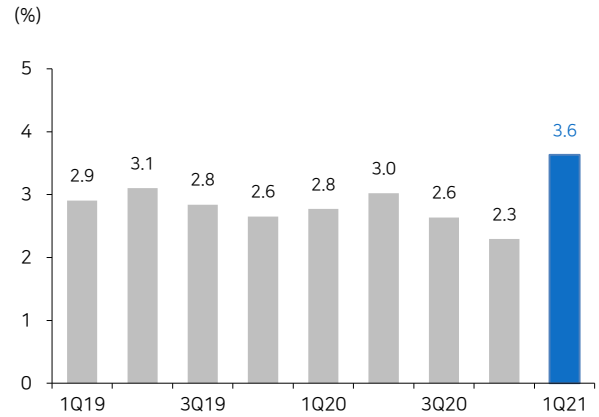
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림27 경과손해율 추이



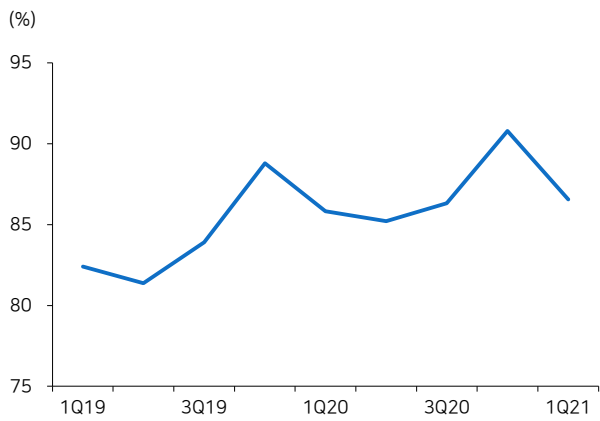
자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림28 투자영업이익률 추이



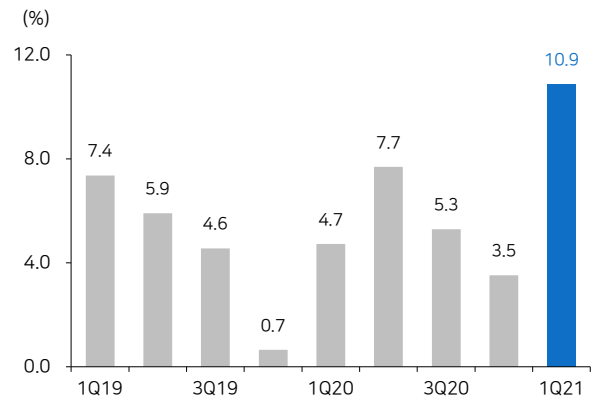
자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림29 장기위험손해율 추이



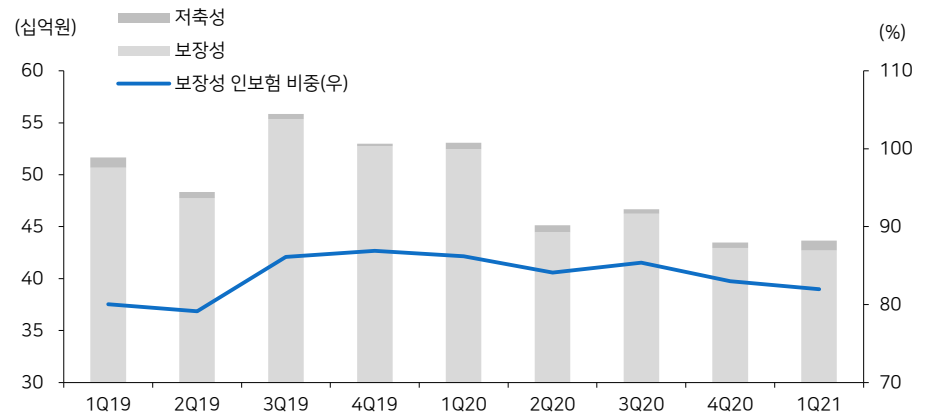
자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림30 ROE



자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림31 장기보험 신계약 추이



자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

삼성화재 (000810)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
원수보험료	18,839.3	19,548.5	20,606.7	21,367.7	22,030.3
일반	1,463.5	1,548.9	1,863.9	1,916.7	1,981.5
자동차	5,137.1	5,784.7	5,908.9	6,080.0	6,283.2
장기	12,238.7	12,214.8	12,834.0	13,370.9	13,765.6
보유보험료	18,399.8	18,865.2	19,873.8	20,611.0	21,266.1
경과보험료	18,003.2	18,435.8	19,521.7	20,267.6	20,894.9
일반	1,537.8	1,563.2	1,808.4	1,875.6	1,938.4
자동차	4,642.3	5,157.3	5,440.1	5,603.5	5,791.0
장기	11,823.2	11,719.5	12,273.2	12,788.4	13,165.4
경과손해액	15,265.6	15,370.0	16,265.0	16,864.1	17,358.5
일반	1,140.4	1,276.2	1,488.5	1,441.3	1,489.3
자동차	4,243.1	4,415.3	4,611.1	4,815.4	4,959.3
장기	9,882.1	9,678.5	10,165.3	10,607.4	10,909.9
순사업비	3,814.1	3,890.7	3,985.9	4,140.6	4,232.9
보험영업이익	-1,076.5	-824.8	-729.2	-737.2	-696.5
투자영업이익	1,990.9	1,952.3	2,230.5	2,090.9	2,136.5
영업이익	914.4	1,127.5	1,501.4	1,353.7	1,440.0
영업외손익	-95.4	-83.2	-68.7	-66.2	-66.2
세전순이익	819.0	1,044.3	1,432.7	1,287.5	1,373.8
법인세비용	209.8	282.0	373.9	344.4	367.5
당기순이익	609.2	766.8	1,058.8	943.1	1,006.3

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
자산총계	84,436.9	91,721.0	92,650.4	95,010.5	97,426.1
운용자산	71,391.5	77,375.1	76,011.1	77,695.6	79,408.1
현예금 및 예치금	1,299.1	1,666.5	865.1	884.3	903.8
유가증권	45,874.2	49,156.6	49,148.4	50,237.6	51,344.9
주식	9,607.1	12,555.7	13,026.0	13,314.7	13,608.1
채권	31,798.2	31,739.7	31,213.6	31,905.4	32,608.6
대출채권	23,457.2	25,830.8	25,271.4	25,831.5	26,400.8
부동산	760.9	721.2	726.1	742.2	758.6
비운용자산	4,719.4	3,167.4	5,347.7	5,564.8	5,790.8
특별계정자산	8,326.0	11,178.5	11,291.6	11,750.1	12,227.2
부채총계	70,229.5	75,483.2	77,039.9	78,852.3	80,719.9
보험계약준비금	57,866.4	59,565.5	60,648.1	61,794.9	62,970.0
책임준비금	57,866.4	59,565.5	60,648.1	61,794.9	62,970.0
기타부채	4,037.1	4,739.2	5,100.1	5,307.2	5,522.7
특별계정부채	8,326.0	11,178.5	11,291.6	11,750.1	12,227.2
자본총계	14,207.4	16,237.8	15,610.5	16,158.3	16,706.2
자본금	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5
자본잉여금	939.2	939.2	939.2	939.2	939.2
이익잉여금	8,950.0	9,355.5	9,554.2	10,101.9	10,649.9
자본조정	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5
기타포괄손익누계액	5,775.2	7,400.1	6,574.1	6,574.1	6,574.1

Key Financial Data I

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
수익성					
경과손해율	84.8	83.4	83.3	83.2	83.1
일반	74.2	81.6	82.3	76.8	76.8
자동차	91.4	85.6	84.8	85.9	85.6
장기	83.6	82.6	82.8	82.9	82.9
사업비율	21.2	21.1	20.4	20.4	20.3
합산비율	106.0	104.5	103.7	103.6	103.3
투자영업이익률	2.9	2.6	2.9	2.7	2.7
성장성					
총자산	6.9	8.6	1.0	2.5	2.5
운용자산	7.0	8.4	-1.8	2.2	2.2
자기자본	15.6	14.3	-3.9	3.5	3.4
원수보험료	3.3	3.8	5.4	3.7	3.1
경과보험료	1.7	2.4	5.9	3.8	3.1
순이익	-42.4	25.9	38.1	-10.9	6.7

Key Financial Data II

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표 (원)					
EPS	14,615	18,548	25,518	22,730	24,192
BPS	334,216	381,979	367,224	380,109	393,000
DPS	8,500	8,800	13,292	11,839	13,391
밸류에이션 (배)					
PER	16.7	10.1	8.5	9.5	9.0
PBR	0.73	0.49	0.59	0.57	0.55
수익성					
ROE	4.6	5.0	6.6	5.9	6.1
ROA	0.7	0.9	1.1	1.0	1.0
배당지표					
배당성향	54.9	43.6	50.0	50.0	53.0
배당수익률	3.5	4.7	6.1	5.5	6.2
안정성					
총자산/자기자본	594	565	594	588	583
보유보험료/자기자본	130	116	127	128	127

현대해상 (001450)

Buy, TP 33,000원

2Q21E 순이익 1,212억원(-4.1% QoQ, +28.9% YoY)으로 추정한다. 자동차 손해율 및 일반 손해율 개선으로 전년 동기 대비 실적 개선 전망된다. 4차 실손 보험 판매에 따른 절판효과가 가장 효과적으로 나타난 것으로 보인다. 5년 만기 실손 보험 비중이 높은 동사의 특성상 큰 폭의 보험료 인상에 따른 갈아타기 수요가 나타난 영향이다. 보장성 신계약 판매 증가에도 사업비율 하락 추세 지속되는 점 긍정적이다. 대체투자 부문 배당 수익 인식으로 투자수익률은 3.0%로 추정했다.

투자의견 Buy 유지하고 적정주가 33,000원으로 3.1% 상향 조정한다. 자동차 손해율 및 사업비율 하락 추세 이어지고 있어 21E EPS 8.2%, ROE 0.6%p 상향 조정했다. 후순위채의 성공적인 발행으로 RBC 비율 190% 수준 유지 가능하다. IFRS17 도입을 앞두고 수익성이 좋은 보장성 신계약 판매 정책 지속해 나갈 계획이다.

표9 현대해상 2Q21E Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,711.0	3,644.0	1.8	3,708.2	0.1		
보험영업이익	-131.3	-155.8	적지	-121.2	적지		
투자영업이익	305.0	295.7	3.1	310.9	-1.9		
영업이익	173.8	139.9	24.2	189.7	-8.4		
당기순이익	121.2	94.1	28.9	126.5	-4.1	115.0	5.4

자료: 현대해상, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표10 Valuation table

적정주가	33,000원
이론주가	33,888원
2021년 BPS	52,080원
적정 PBR	0.65배
PBR Discount	-45.0%
이론 PBR	1.18배
2021년 ROE	8.5%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	7.4%
Beta	0.77
Risk Free Rate	1.6%
Risk Premium	7.5%

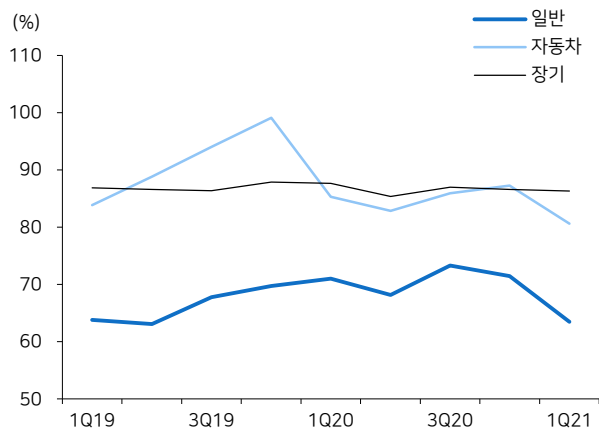
자료: 메리츠증권 리서치센터

표11 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
순이익	352.2	362.8	379.3	373.6	7.7	3.0
EPS (원)	4,191	4,325	4,536	4,464	8.2	3.2
BPS(원)	51,734	56,035	52,080	56,429	0.7	0.7
ROE (%)	7.9	8.0	8.5	8.2	0.6	0.2

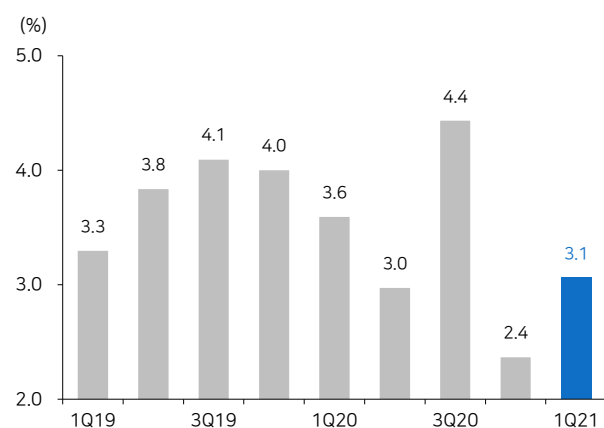
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림32 경과손해를 추이



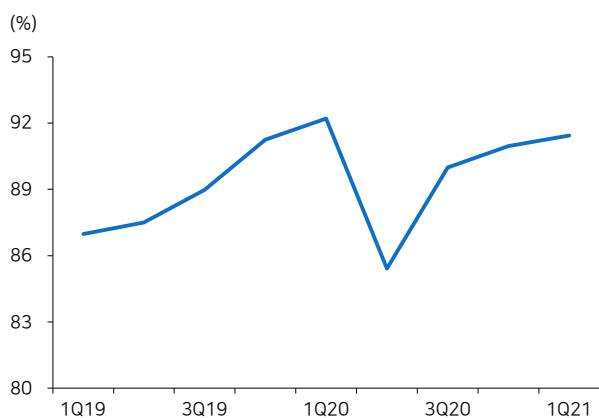
자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림33 투자영업이익률 추이



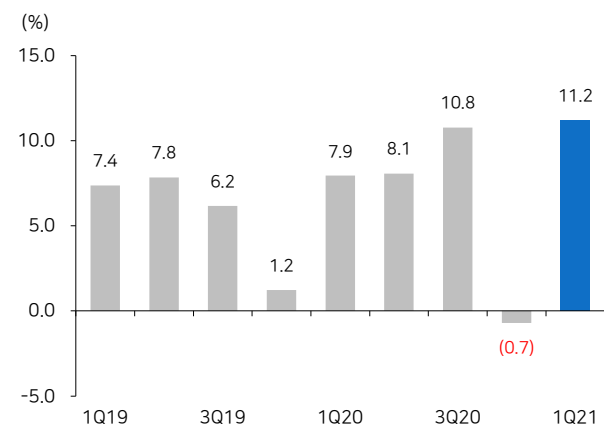
자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림34 장기위험손해를 추이



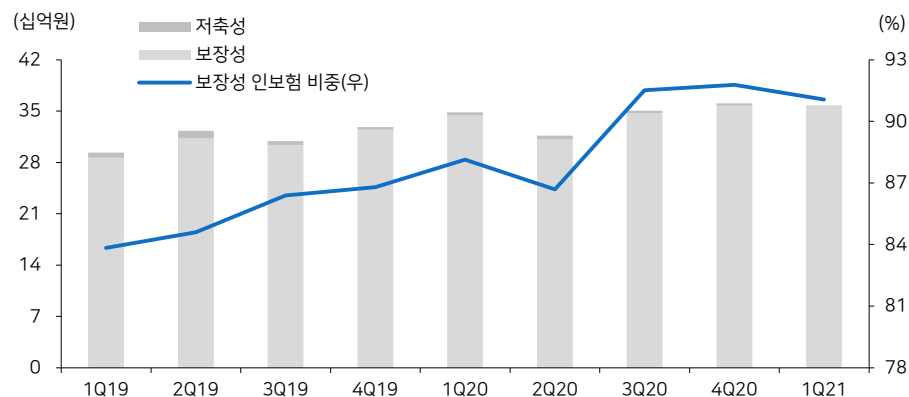
자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림35 ROE



자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림36 장기보험 신계약 추이



자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

현대해상 (001450)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
원수보험료	13,417.4	14,410.4	14,938.3	15,204.0	15,634.1
일반	1,155.6	1,273.0	1,494.4	1,492.2	1,542.4
자동차	3,565.3	4,088.1	4,045.1	4,126.1	4,264.0
장기	8,694.6	9,047.8	9,398.5	9,585.7	9,827.7
보유보험료	12,270.6	13,160.1	13,557.2	13,827.2	14,213.6
경과보험료	12,060.6	12,836.9	13,297.1	13,542.2	13,914.7
일반	498.9	552.6	640.7	647.0	668.3
자동차	3,240.3	3,593.2	3,635.1	3,692.3	3,810.8
장기	8,321.4	8,691.0	9,021.3	9,202.9	9,435.7
경과손해액	10,533.6	10,991.7	11,268.8	11,564.4	11,874.7
일반	330.6	392.4	428.3	438.6	456.7
자동차	2,968.2	3,068.4	3,043.0	3,142.7	3,223.6
장기	7,234.7	7,530.8	7,797.4	7,983.2	8,194.3
순사업비	2,573.9	2,701.2	2,724.2	2,731.3	2,829.3
보험영업이익	-1,046.8	-856.0	-695.9	-753.5	-789.2
투자영업이익	1,430.1	1,335.0	1,256.5	1,299.4	1,357.2
영업이익	383.2	479.0	560.6	545.9	568.0
영업외손익	-35.0	-34.3	-38.1	-35.8	-35.7
세전순이익	348.3	444.7	522.6	510.1	532.3
법인세비용	97.8	138.6	143.3	136.4	142.4
당기순이익	250.4	306.1	379.3	373.6	389.9

Key Financial Data I

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
수익성					
경과손해율	87.3	85.6	84.7	85.4	85.3
일반	66.3	71.0	66.9	67.8	68.3
자동차	91.6	85.4	83.7	85.1	84.6
장기	86.9	86.7	86.4	86.7	86.8
사업비율	21.3	21.0	20.5	20.2	20.3
합산비율	108.7	106.7	105.2	105.6	105.7
투자영업이익률	3.8	3.4	3.0	2.9	2.9
성장성					
총자산	4.8	6.5	6.8	4.8	4.7
운용자산	7.5	5.7	7.7	4.9	4.8
자기자본	8.8	6.1	-3.5	7.4	7.3
원수보험료	3.4	7.4	3.7	1.8	2.8
경과보험료	2.5	6.4	3.6	1.8	2.8
순이익	-30.2	22.2	23.9	-1.5	4.4

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
자산총계	45,825.8	48,820.3	52,142.4	54,644.9	57,226.6
운용자산	38,500.9	40,696.7	43,833.1	45,998.1	48,228.7
현예금 및 예치금	976.8	995.8	1,094.0	1,148.1	1,203.7
유가증권	25,571.8	27,258.3	29,034.3	30,468.4	31,946.0
주식	1,182.0	1,315.1	1,477.2	1,550.2	1,625.3
채권	13,081.8	13,756.5	14,654.4	15,378.2	16,124.0
대출채권	10,881.2	11,546.9	12,742.5	13,371.9	14,020.3
부동산	1,071.1	895.6	962.3	1,009.8	1,058.7
비운용자산	3,848.8	4,061.1	4,032.6	4,196.3	4,366.7
특별계정자산	3,476.1	4,062.6	4,276.8	4,450.5	4,631.2
부채총계	41,348.3	44,070.2	47,560.3	49,721.8	51,942.4
보험계약준비금	35,343.2	37,310.2	39,025.7	40,840.6	42,700.6
책임준비금	35,343.2	37,310.2	39,025.7	40,840.6	42,700.6
기타부채	3,442.4	4,187.0	4,257.8	4,430.7	4,610.6
특별계정부채	3,476.1	4,062.6	4,276.8	4,450.5	4,631.2
자본총계	4,477.5	4,750.2	4,582.1	4,923.1	5,284.2
자본금	44.7	44.7	44.7	44.7	44.7
자본잉여금	114.1	113.2	113.2	113.2	113.2
이익잉여금	3,137.7	3,411.8	3,754.7	4,095.8	4,456.8
자본조정	-37.5	-45.0	-65.7	-65.7	-65.7
기타포괄손익누계액	720.2	727.2	236.9	236.9	236.9

Key Financial Data II

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표 (원)					
EPS	2,845	3,543	4,536	4,464	4,672
BPS	49,905	53,325	52,080	56,429	61,033
DPS	880	1,000	1,255	1,236	1,290
밸류에이션 (배)					
PER	9.5	6.6	5.5	5.6	5.3
PBR	0.54	0.44	0.48	0.44	0.41
수익성					
ROE	6.0	6.9	8.5	8.2	8.0
ROA	0.6	0.6	0.8	0.7	0.7
배당지표					
배당성향	28.0	25.9	25.9	25.9	25.9
배당수익률	3.3	4.3	5.1	5.0	5.2
안정성					
총자산/자기자본	1,023	1,028	1,138	1,110	1,083
보유보험료/자기자본	274	277	296	281	269

한화손해보험 (000370)

Hold, TP 5,200원

2Q21E 순이익 424억원(-32.3% QoQ, +17.1% YoY)으로 추정한다. 자동차 보험료 증가 추세 지속 및 COVID-19 장기화고 자동차 손해율 80% 초반 수준 예상된다. 4차 실손보험으로 인한 절판효과 발생해 보장성 신계약 증가하고 희망퇴직 비용 약 50억원 발생해 사업비율 소폭 상승했다. 영업일수 증가에도 위험손해를 하락하는 모습 긍정적이다. 경영관리 지정으로 인해 업계 내 높은 수준의 보험료 인상을 지속해나간 영향이다. 추가적인 보완자본 발행 계획 구체화되지 않았으며 약 190% 수준의 RBC 비율 추정된다.

투자의견 Hold를 유지하고 적정주가를 5,200원으로 10.6% 상향 조정한다. 자동차 손해율 개선세가 지속되고 있어 21E EPS 및 ROE를 5.8%, 0.4%p 상향 조정한다. 원수보험료 기준 자동차 보험료 비중 2위권사 대비 적으나 장기 부문 체력이 약해 자동차 손해율 사이클에 민감하다. 손익 개선에 따른 배당 정책 가시화가 중요한 시점이라고 판단된다.

표12 한화손해보험 2Q21E Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	1,630.3	1,478.9	10.2	1,545.4	5.5		
보험영업이익	-64.3	-84.6	적지	-49.2	적지		
투자영업이익	125.3	135.0	-7.2	133.3	-6.0		
영업이익	61.1	50.4	21.2	84.1	-27.4		
당기순이익	42.4	36.2	17.1	62.6	-32.3	36.6	15.8

자료: 한화손해보험, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표1 Valuation table

적정주가	5,200원
이론주가	5,251원
2021년 BPS	11,004원
적정 PBR	0.48배
PBR Discount	-55.0%
이론 PBR	1.06배
2021년 ROE	8.6%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	8.2%
Beta	0.88
Risk Free Rate	1.6%
Risk Premium	7.5%

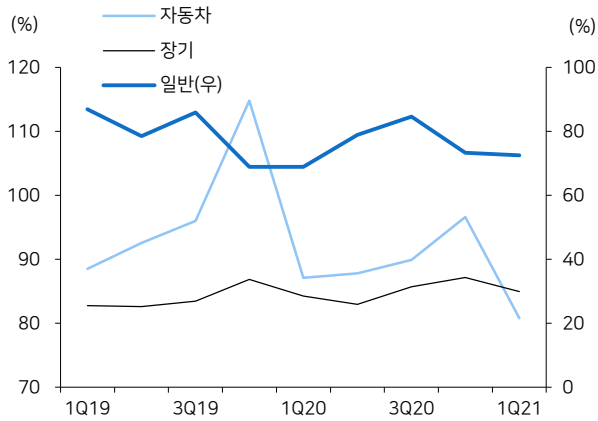
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
순이익	130.9	127.0	138.5	133.4	5.8	5.0
EPS (원)	1,121	1,088	1,186.3	1,142.3	5.8	5.0
BPS(원)	10,833	11,897	11,004	12,225	1.6	2.8
ROE (%)	8.2	8.2	8.6	8.5	0.4	0.3

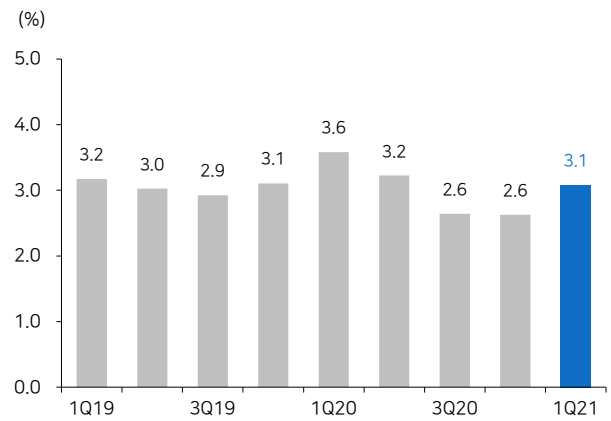
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림37 경과손해율 추이



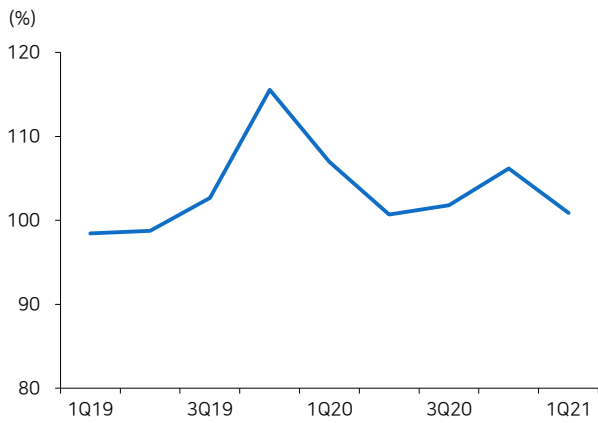
자료: 한화손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림38 투자영업이익률 추이



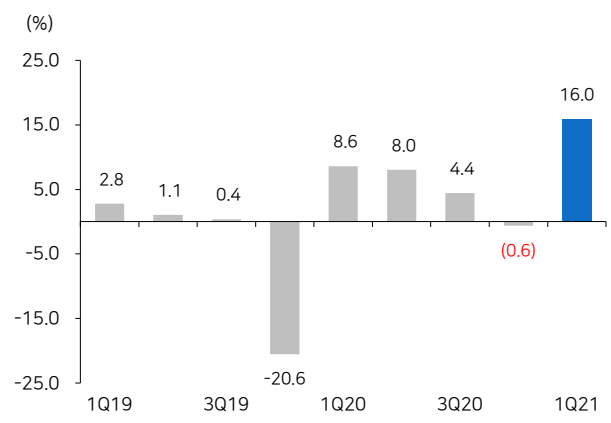
자료: 한화손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림39 장기위험손해율 추이



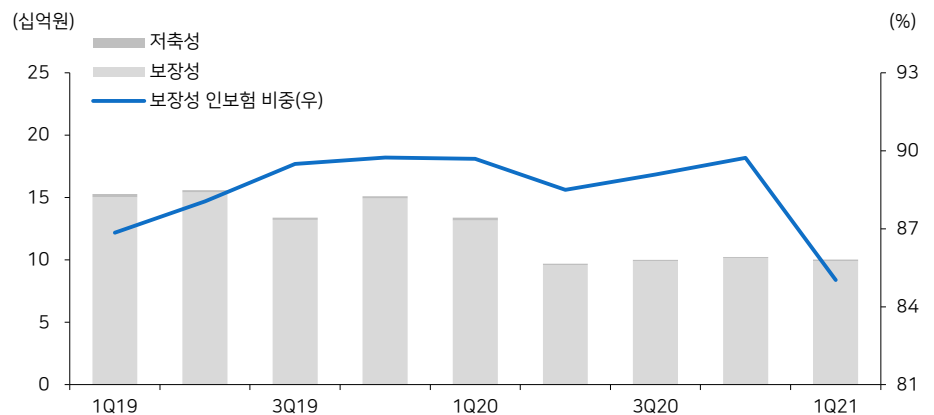
자료: 한화손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림40 ROE



자료: 한화손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림41 장기보험 신계약 추이



자료: 한화손해보험, 메리츠증권 리서치센터

한화손해보험 (000370)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
원수보험료	5,964.8	5,975.5	6,562.9	6,565.6	6,775.6
일반	531.6	443.5	675.8	676.6	699.4
자동차	861.5	813.9	825.8	866.4	895.3
장기	4,571.7	4,718.2	5,061.3	5,022.6	5,180.9
보유보험료	4,578.3	4,843.2	5,184.5	5,172.7	5,377.3
경과보험료	4,567.1	4,780.7	5,121.5	5,118.2	5,319.5
일반	224.8	213.4	299.8	308.3	324.0
자동차	580.3	593.7	595.9	619.0	646.4
장기	3,762.0	3,973.6	4,225.9	4,191.0	4,349.0
경과손해액	3,903.5	4,082.6	4,343.1	4,365.7	4,544.4
일반	177.6	163.2	220.6	228.8	240.3
자동차	568.9	536.9	515.9	556.2	579.3
장기	3,157.1	3,382.5	3,606.6	3,580.8	3,724.8
순사업비	1,199.5	1,073.9	1,091.7	1,100.5	1,145.7
보험영업이익	-538.5	-378.2	-314.2	-347.9	-370.6
투자영업이익	465.1	505.9	511.3	542.8	582.1
영업이익	-73.4	127.7	197.2	194.9	211.6
영업외손익	-13.2	-15.9	-11.7	-12.8	-13.6
세전순이익	-86.7	111.8	185.5	182.1	198.0
법인세비용	-29.3	23.4	47.0	48.7	53.0
당기순이익	-61.0	88.4	138.5	133.4	145.1

Key Financial Data I

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
수익성					
경과손해율	85.5	85.4	84.8	85.3	85.4
일반	79.0	76.5	73.6	74.2	74.1
자동차	98.0	90.4	86.6	89.9	89.6
장기	83.9	85.1	85.3	85.4	85.6
사업비율	26.3	22.5	21.3	21.5	21.5
합산비율	111.7	107.9	106.1	106.8	107.0
투자영업이익률	3.1	3.1	2.9	2.9	2.8
성장성					
총자산	8.9	7.0	5.6	7.2	7.0
운용자산	8.1	9.9	6.1	7.6	7.4
자기자본	0.6	19.7	-11.9	9.5	10.2
원수보험료	6.5	0.2	9.8	0.0	3.2
경과보험료	5.2	4.7	7.1	-0.1	3.9
순이익	적전	흑전	56.7	-3.7	8.8

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
자산총계	18,209.8	19,479.1	20,568.5	22,045.8	23,599.7
운용자산	15,723.9	17,285.4	18,344.3	19,731.3	21,191.2
현예금 및 예치금	582.0	352.2	342.2	368.1	395.3
유가증권	9,504.7	11,416.5	12,265.9	13,193.3	14,169.4
주식	179.5	233.9	261.8	281.6	302.4
채권	929.6	5,193.8	5,583.5	6,005.7	6,450.0
대출채권	5,059.3	4,934.7	5,122.8	5,510.2	5,917.9
부동산	512.6	515.3	543.7	584.8	628.1
비운용자산	2,480.5	2,188.0	2,218.2	2,308.3	2,402.0
특별계정자산	5.4	5.7	6.0	6.2	6.5
부채총계	16,783.9	17,771.9	19,064.7	20,399.4	21,784.8
보험계약준비금	15,401.6	16,562.0	17,844.6	19,129.8	20,463.6
책임준비금	15,401.6	16,562.0	17,844.6	19,129.8	20,463.6
기타부채	1,376.6	1,203.9	1,214.2	1,263.5	1,314.8
특별계정부채	5.7	6.0	6.0	6.2	6.5
자본총계	1,425.9	1,707.2	1,503.8	1,646.3	1,814.8
자본금	583.7	583.7	583.7	583.7	583.7
자본잉여금	67.8	67.8	67.9	67.9	67.9
이익잉여금	372.3	449.3	588.0	730.6	899.1
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	182.9	387.3	45.0	45.0	45.0

Key Financial Data II

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표 (원)					
EPS	-522	757	1,186	1,142	1,243
BPS	12,214	12,747	11,004	12,225	13,669
DPS	0	0	119	114	124
밸류에이션 (배)					
PER	-5.4	5.1	3.9	4.0	3.7
PBR	0.23	0.26	0.36	0.33	0.30
수익성					
ROE	-4.3	5.6	8.6	8.5	8.4
ROA	-0.3	0.5	0.7	0.6	0.6
배당지표					
배당성향	0.0	0.0	10.0	10.0	10.0
배당수익률	0.0	0.0	2.6	2.5	2.7
안정성					
총자산/자기자본	1,277	1,141	1,368	1,339	1,300
보유보험료/자기자본	321	284	345	314	296

삼성생명 (032830)

Buy, TP 110,000원

2Q21E 순이익(연결) 3,026억원(-72.2% QoQ, -32.5% YoY)으로 추정한다. 전년 동기 COVID-19 확산 초기로 기저효과 있어 전년 동기 대비 위험손해율은 상승할 전망이다. 전분기 대비 위험손해율은 소폭 증가하는 수준이며 연간 80% 중반 수준 유지 가능하다고 판단한다. 2분기 사차이익은 1,600억원 규모로 추정했다. 생명보험 중 가장 적극적으로 건강보험을 판매 하고 있다. APE 기준 high single 성장 기대되며 비중도 40% 후반 수준으로 상승해 신계약 가치 증가를 견인할 전망이다. 증시 호조 이어지고 있어변액보증준비금 환입 약 500억원 규모 예상된다.

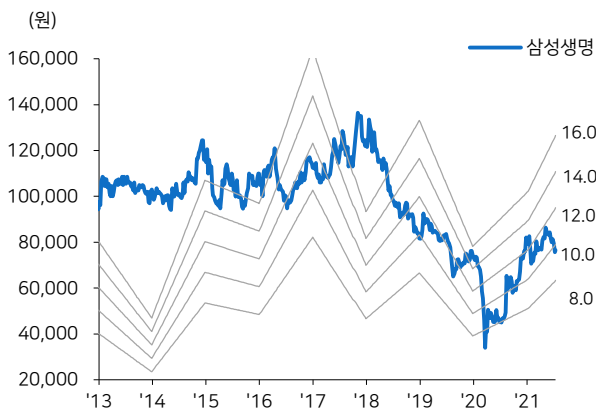
투자의견 Buy 및 적정주가 110,000원을 유지한다. 생명보험업계의 종신/CI 판매 둔화에도 동사 적극적으로 건강보험 상품 판매하고 있어 신계약 가치 개선 중이다. 전자 특별배당 인식 및 동사의 배당성향 확대 정책으로 시가배당수익률 5% 이상 전망된다. 최대주주 상속 마무리 되었으며 중장기 상속세원 마련을 위해 적극적인 자본정책 가져갈 가능성 있다. 즉시연금 관련 이슈가 남아 있는 점은 부담이나 1심 결과 발표 이후 불확실성 해소될 전망이다.

표3 삼성생명 2Q21E Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-136.5	87.2	N/A	-324.5	N/A	-	-
투자손익	1,774.6	1,763.5	0.6	2,318.4	-23.5	-	-
책임준비금전입액	1,539.6	1,577.6	-2.4	920.0	67.3	-	-
영업외손익	333.9	343.6	-2.8	327.9	1.8	-	-
당기순이익	302.6	448.6	-32.5	1,088.1	-72.2	318.5	-5.0

자료: 삼성생명, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

그림42 삼성생명 PER 밴드



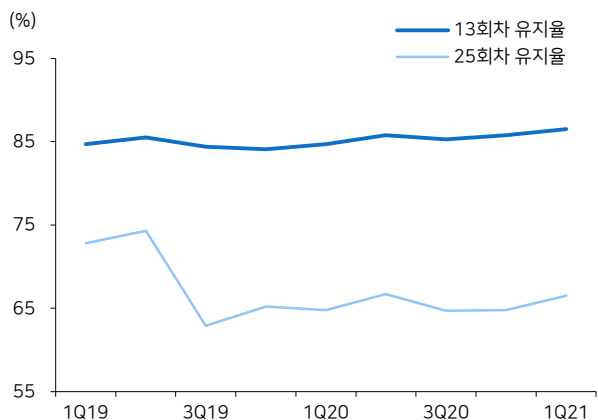
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림43 삼성생명 PBR 밴드



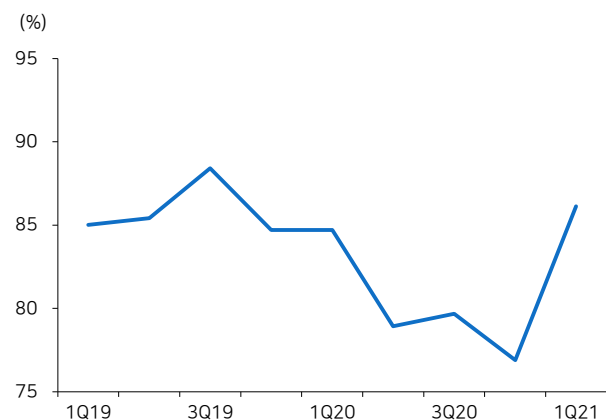
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림44 13회차 · 25회차 유지율 추이



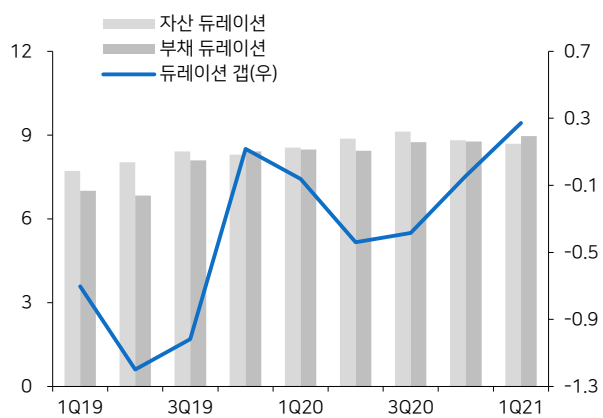
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림45 위험손해율 추이



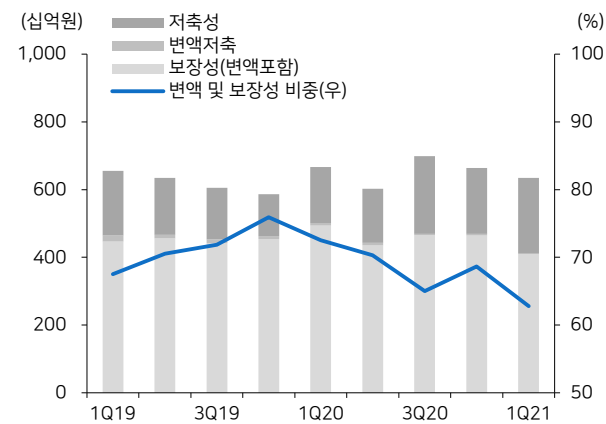
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림46 자산 부채 듀레이션



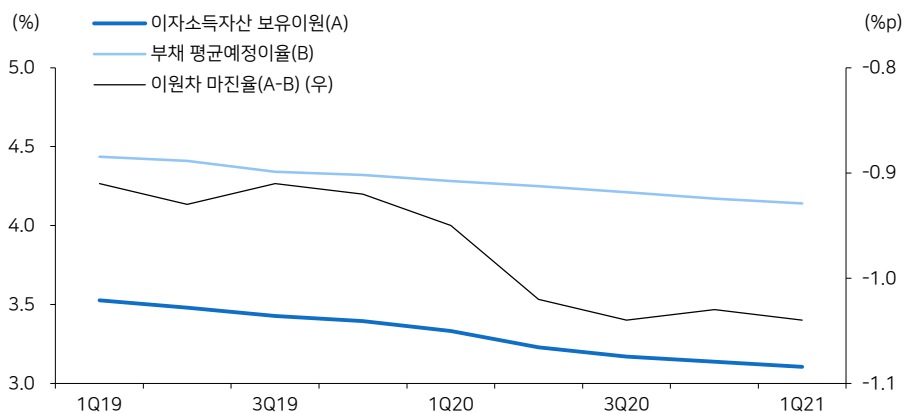
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림47 신계약 상품별 APE



자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림48 이원차마진 추이



자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

삼성생명 (032830)

Income Statement(연결)

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
보험손익	-1,939.3	159.2	-592.1	-356.7	-461.7
보험영업수익	16,590.9	18,193.8	17,990.5	18,029.4	17,958.2
보험료수익	16,201.1	17,740.1	17,526.2	17,553.4	17,482.0
재보험수익	389.9	453.7	464.3	476.0	476.2
보험영업비용	18,530.2	18,034.6	18,582.5	18,386.1	18,420.0
지급보험금	14,467.4	14,049.5	14,801.1	14,916.4	15,085.3
재보험비용	443.6	530.2	566.1	577.5	585.2
사업비	2,176.3	2,149.7	1,988.6	1,661.9	1,524.1
신계약상각비	1,441.5	1,303.0	1,224.2	1,227.7	1,222.8
할인료	1.4	2.2	2.5	2.6	2.6
투자손익	7,895.2	7,300.5	7,588.1	7,672.4	7,778.5
책임준비금전입액	6,003.8	6,917.1	5,794.7	6,635.1	6,650.9
영업이익	-47.9	542.5	1,201.2	680.5	665.9
영업외손익	1,474.7	1,272.1	1,322.8	1,347.2	1,472.3
세전순이익	1,426.8	1,814.7	2,524.1	2,027.7	2,138.2
법인세비용	375.1	444.2	586.4	542.4	572.0
당기순이익	1,051.7	1,370.5	1,937.7	1,485.3	1,566.2
지배주주	977.4	1,265.8	1,873.6	1,419.2	1,496.5
비지배주주	74.3	104.7	64.1	66.1	69.7

Balance Sheet(연결)

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
자산총계	312,762	336,569	346,614	365,035	384,926
운용자산	255,459	274,507	277,068	289,055	301,636
현예금 및 예치금	6,537	4,972	4,366	4,517	4,712
유가증권	172,379	188,268	188,941	197,208	205,772
주식	33,235	45,447	41,294	43,052	44,979
채권	114,625	115,325	119,033	124,219	129,593
대출채권	68,891	73,741	75,977	79,212	82,689
부동산	7,652	7,525	7,784	8,118	8,463
비운용자산	7,508	7,394	8,881	10,331	11,977
특별계정자산	49,795	54,669	60,664	65,648	71,313
부채총계	275,446	292,957	305,422	323,028	342,137
책임준비금	180,493	187,954	193,933	200,569	207,219
계약자지분조정	11,528	15,158	14,163	14,163	14,163
기타부채	30,281	33,618	36,662	42,648	49,442
특별계정부채	53,144	56,226	60,664	65,648	71,313
자본총계	37,316	43,613	41,192	42,007	42,789
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	125	125	125	125	125
이익잉여금	16,049	16,823	17,508	18,324	19,106
자본조정/기타포괄손익누계	19,392	24,848	21,757	21,757	21,757
비지배주주지분	1,649	1,716	1,701	1,701	1,701

Key Financial Data I

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
수익성					
보험금지급율	87.2	77.2	82.3	82.7	84.0
위험손해율	85.9	80.0	82.8	81.9	82.0
사업비율	22.3	19.5	18.3	16.5	15.7
투자수익률	3.2	2.8	2.8	2.7	2.6
성장성					
총자산	8.1	7.6	3.0	5.3	5.4
운용자산	8.2	7.5	0.9	4.3	4.4
특별계정자산	8.4	9.8	11.0	8.2	8.6
자기자본	22.3	16.9	-5.6	2.0	1.9
수입보험료	0.7	9.7	-1.1	0.2	-0.4
보험손익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
투자손익	-8.1	-7.5	3.9	1.1	1.4
책임준비금전입액	-6.9	15.2	-16.2	14.5	0.2
순이익	-39.3	30.3	41.4	-23.3	5.4

Key Financial Data II

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표 (원)					
EPS	5,443	5,443	10,433	7,903	8,334
BPS	198,619	198,619	219,909	224,453	228,807
DPS	2,650	2,650	4,316	3,722	4,361
밸류에이션 (배)					
PER	13.7	13.7	7.2	9.5	8.3
PBR	0.38	0.38	0.34	0.34	0.33
수익성					
ROE	3.1	3.1	4.6	3.6	4.0
ROA	0.6	0.6	0.4	0.5	0.4
배당지표					
배당성향	45.2	45.2	40.0	45.0	50.0
배당수익률	3.6	3.6	5.7	4.9	6.3
안정성					
총자산/자기자본	8.4	8.4	8.4	8.7	9.0
보험료수입/총부채	6.0	6.0	5.9	5.6	5.2

미래에셋생명 (085620)

Buy, TP 5,200원

2Q21E 별도 기준 순이익 424억원(+733.9% QoQ, +5.0% YoY)으로 추정한다. 영업일수 증가 등으로 위험손해율 상승해 사차이익 약 1,000억원이 예상된다. 전년 동기 COVID-19 확산 초기로 위험손해율이 급락한 기저효과가 있었다. 주식 시장 호조 이어지며 변액 보험 신계약비 제도 변경으로 시간이 일시납 판매 증가 이후 시간이 지날수록 수수료 수입이 증가하는 구조다. 부동산 매각익 약 590억원 발생하고 변액보증준비금 환입 약 90억원이 전망된다.

투자의견 Buy 유지하고 적정주가를 5,200원으로 8.3% 상향 조정한다. 전환우선주의 자사주 취득으로 21E EPS 및 BPS를 각각 22.0%, 6.4% 상향 조정했다. 전환우선주를 후순위채로 교체하여 이자비용 소폭 증가하나 5%의 고비용 자본구조를 해소하고 중장기 보통주 전환 가능성 제거되었다는 점 긍정적이다. 주식시장 호조 이어지며 동사의 가장 큰 강점인 변액 보험 경쟁력이 강화되고 있다. 전통적인 생명보험사와 다른 사업 모델로 성장하고 있어 IFRS17 도입 이후에도 안정적이다.

표4 미래에셋생명 2Q21E Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-219.1	-139.5	57.0	-236.1	-7.2		
투자손익	196.1	146.3	34.1	155.0	26.5		
책임준비금전입	26.7	30.2	-11.6	11.7	128.2		
영업외손익	107.5	76.6	40.4	99.8	7.7		
당기순이익	42.4	40.4	5.0	5.1	733.9	31.4	35.1

자료: 미래에셋생명, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표5 Valuation table

적정주가	5,300원
이론주가	5,296원
2021년 BPS	15,177원
적정 PBR	0.35배
PBR Discount	-40.0%
이론 PBR	0.58배
2021년 ROE	4.4%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	6.8%
Beta	0.70
Risk Free Rate	1.6%
Risk Premium	7.5%

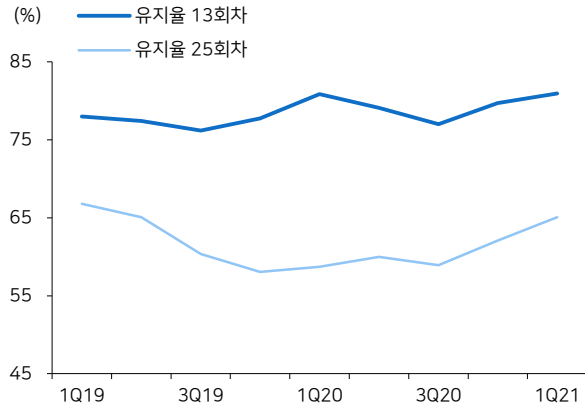
자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
순이익	91.9	119.3	93.8	111.3	2.1	-6.7
EPS (원)	589	799	719	853	22.0	6.8
BPS(원)	14,260	14,922	15,177	15,883	6.4	6.4
ROE (%)	4.0	5.5	4.4	5.5	0.4	0.0

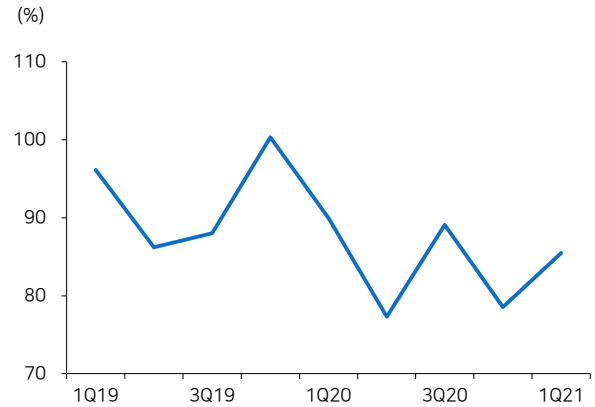
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림49 13회차 · 25회차 유지율 추이



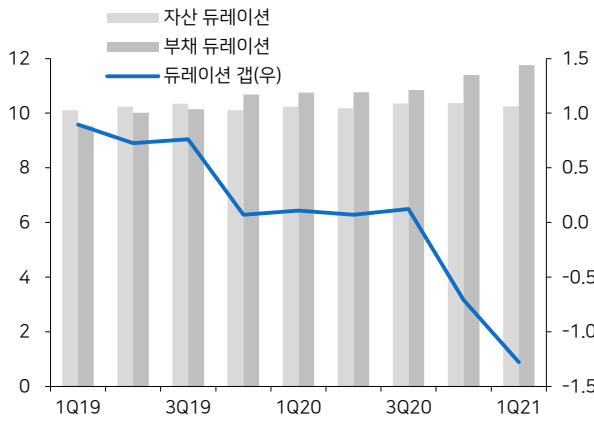
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권 리서치센터

그림50 위험손해율 추이



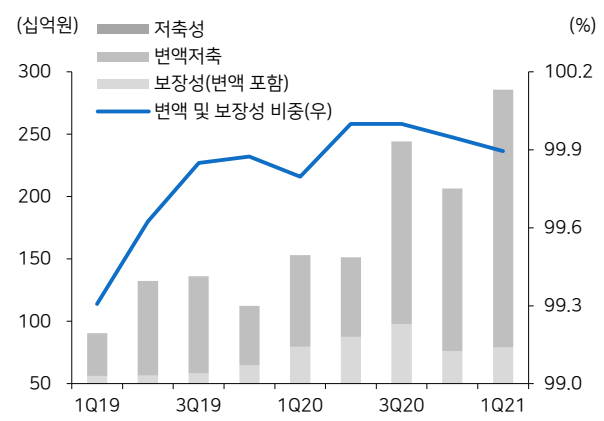
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권 리서치센터

그림51 자산 부채 듀레이션



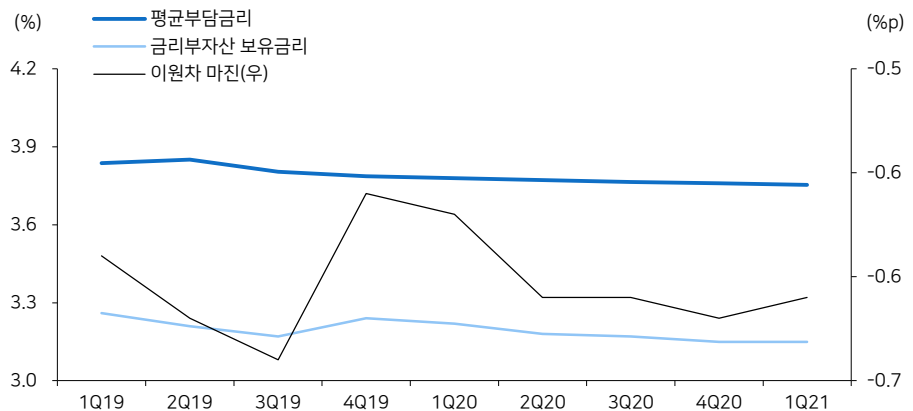
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권 리서치센터

그림52 신계약 상품별 APE



자료: 미래에셋생명, 메리츠증권 리서치센터

그림53 이원차마진 추이



자료: 미래에셋생명, 메리츠증권 리서치센터

미래에셋생명 (085620)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
보험손익	-561.8	-711.3	-837.0	-831.4	-829.9
보험영업수익	2,011.9	1,924.1	1,909.5	1,897.1	1,947.0
보험료수익	1,858.9	1,790.6	1,781.8	1,773.0	1,820.2
재보험수익	153.0	133.6	127.7	124.1	126.7
보험영업비용	2,573.8	2,635.4	2,746.5	2,728.5	2,776.9
지급보험금	1,825.1	1,886.6	1,936.2	1,956.1	1,978.4
재보험비용	164.6	136.6	129.3	127.5	128.2
사업비	354.1	395.9	459.1	424.0	443.6
신계약상각비	229.2	215.3	220.7	219.5	225.4
할인료	0.6	1.0	1.3	1.3	1.2
투자손익	628.3	611.5	631.9	610.9	598.6
책임준비금전입액	274.0	108.8	96.8	104.5	125.8
영업이익	-207.6	-208.6	-301.8	-324.9	-357.1
영업외손익	338.4	332.5	430.0	476.9	514.6
세전순이익	130.9	123.9	128.2	152.0	157.5
법인세비용	30.8	31.9	34.4	40.7	42.1
당기순이익	100.0	92.1	93.8	111.3	115.3

Key Financial Data I

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
수익성					
보험금지급율	90.7	98.0	101.4	103.1	101.6
위험손해율	92.7	83.7	85.1	84.6	84.4
사업비율	29.0	31.8	35.6	33.9	34.4
투자수익률	3.1	2.9	3.1	3.0	2.9
성장성					
총자산	9.4	6.8	6.3	6.7	7.1
운용자산	4.3	-0.1	-3.1	0.9	1.0
특별계정자산	17.4	15.7	18.1	12.6	12.6
자기자본	13.7	-2.1	-13.3	4.7	4.6
수입보험료	-6.9	-4.4	-0.8	-0.7	2.6
보험손익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
투자손익	2.7	-2.7	3.3	-3.3	-2.0
책임준비금전입액	-26.8	-60.3	-11.0	7.9	20.4
순이익	33.5	-7.9	1.8	18.7	3.6

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
자산총계	37,514.0	40,072.0	42,581.3	45,437.0	48,652.7
운용자산	20,797.6	20,771.2	20,118.6	20,302.7	20,508.4
현예금 및 예치금	364.4	296.7	205.0	206.0	208.0
유가증권	16,927.4	16,973.5	16,467.7	16,616.5	16,783.6
주식	205.2	263.6	275.6	280.1	283.7
채권	11,061.2	10,844.1	10,615.3	10,706.7	10,813.2
대출채권	3,414.5	3,409.9	3,350.2	3,383.2	3,418.6
부동산	79.1	80.3	80.6	81.4	82.3
비운용자산	1,288.1	1,452.0	1,377.3	1,402.6	1,434.1
특별계정자산	15,428.3	17,848.8	21,085.3	23,731.7	26,710.2
부채총계	35,590.8	38,262.1	40,601.0	43,364.6	46,484.8
책임준비금	18,571.6	18,680.3	18,774.8	18,879.2	19,005.0
계약자지분조정	109.1	91.6	44.7	44.7	44.7
기타부채	730.4	750.2	696.2	709.0	724.9
특별계정부채	16,179.7	18,740.0	21,085.3	23,731.7	26,710.2
자본총계	2,333.3	2,284.2	1,980.3	2,072.4	2,167.9
자본금	990.7	990.7	990.7	990.7	990.7
자본잉여금	181.4	181.4	181.4	181.4	181.4
이익잉여금	645.6	699.2	748.5	840.6	936.0
자본조정/기타포괄손익누계	515.5	412.8	59.7	59.7	59.7

Key Financial Data II

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표 (원)					
EPS	614	578	719	853	884
BPS	14,683	14,865	15,177	15,883	16,615
DPS	170	100	124	147	153
밸류에이션 (배)					
PER	6.7	6.7	5.6	4.1	3.7
PBR	0.28	0.26	0.27	0.25	0.24
수익성					
ROE	4.5	3.8	4.4	6.3	6.6
ROA	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3
배당지표					
배당성향	27.7	17.3	17.3	17.3	17.3
배당수익률	4.1	2.6	3.1	4.2	4.6
안정성					
총자산/자기자본	16.1	17.5	21.5	21.9	22.4
보험료수입/총부채	5.7	5.0	4.7	4.4	4.2

한화생명 (088350)

Hold, TP 3,400원

2Q21E 순이익 622억원(-68.0 QoQ, -51.4% YoY)으로 추정한다. 주식시장 호조 이어지고 있어 변액보증준비금 환입 약 300억원 예상된다. 전년 동기 COVID-19 확산 초기로 위험손해를 기저효과 있어 위험손해율은 80% 초반 수준까지 상승할 전망이다. 사차이익을 약 1,100억원으로 추정된다. 보험 업계 전반적으로 종신/CI 보험보다 건강보험 판매가 많아 보장성 신계약 판매 성장이 둔화되는 모습이다. 투자 부문 자산 듀레이션 확대를 위한 교체 매매 등으로 매각익 일부 발생해 투자수익률 3.1%로 추정했다.

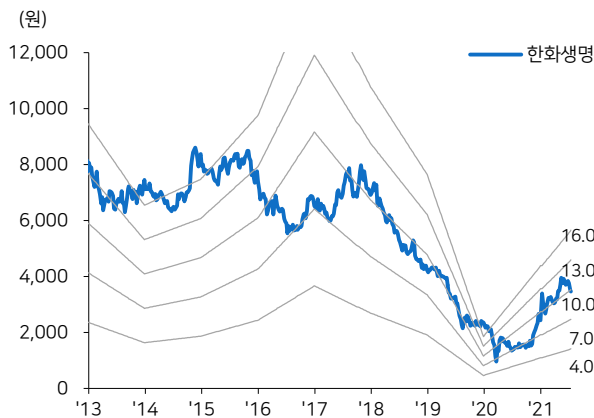
투자의견 Hold 및 적정주가 3,400원을 유지한다. 금리 상승이 동사 주가에 가장 큰 모멘텀이나 자본 비율에 영향을 줄 수 있다. IFRS17 및 K-ICS 도입 시기가 가까워지고 있어 배당성향 크게 늘리기 어렵다고 판단된다.

표7 한화생명 2Q21E Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-315.3	-4.9	N/A	-538.7	N/A		
투자손익	742.4	687.5	8.0	929.9	-20.2		
책임준비금전입	613.4	729.2	-15.9	403.5	52.0		
영업외손익	270.9	208.2	30.1	266.8	1.5		
당기순이익	62.2	128.0	-51.4	194.2	-68.0	62.4	-0.3

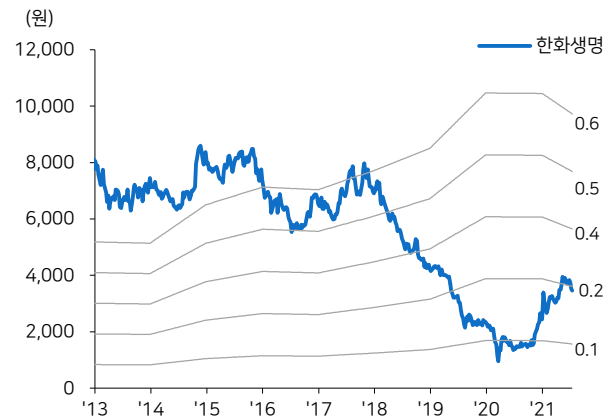
자료: 한화생명, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

그림1 한화생명 PER 밴드



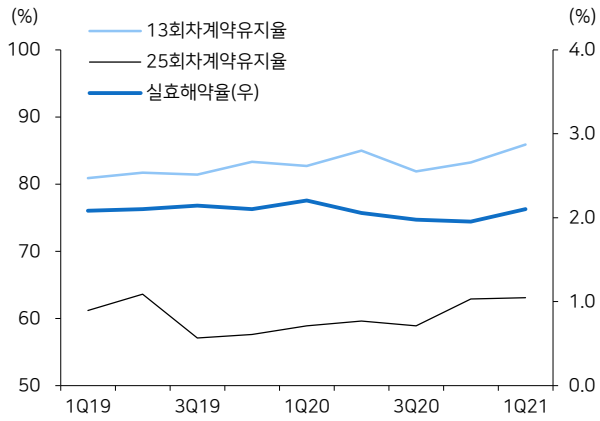
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 한화생명 PBR 밴드



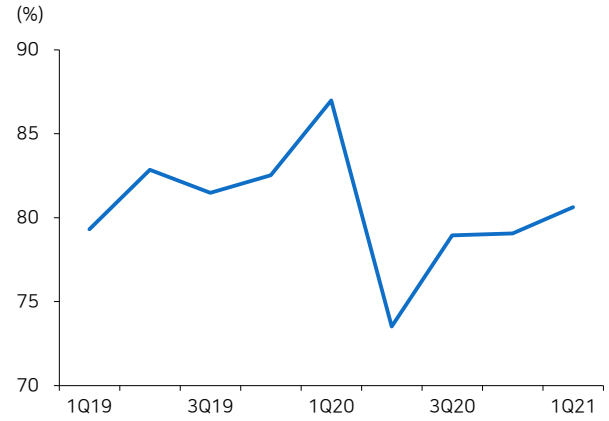
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 유지율 및 해약율 추이



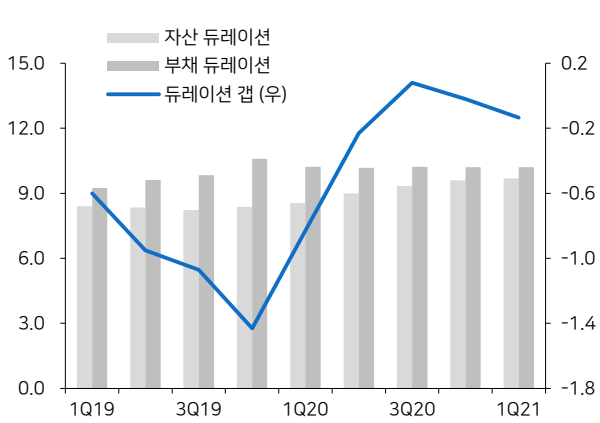
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림4 위험손해를 추이



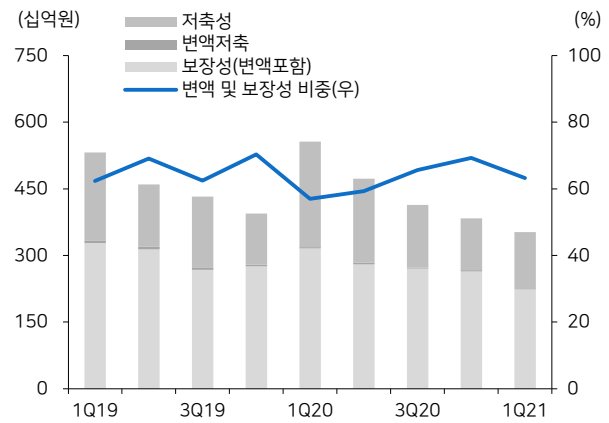
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림5 자산 부채 듀레이션



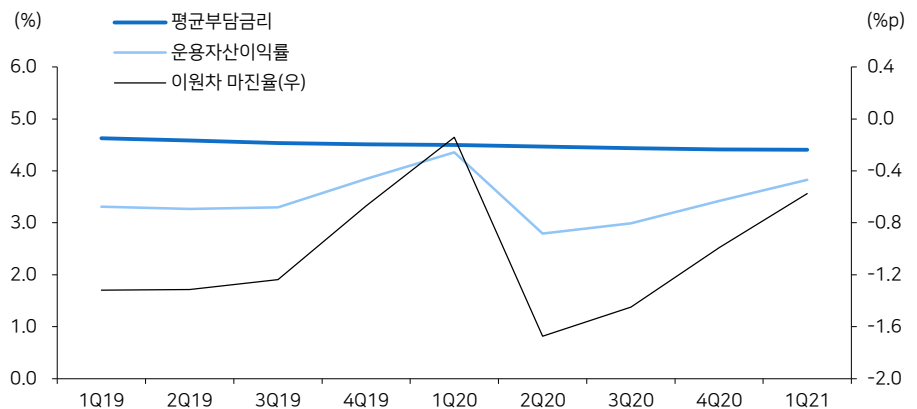
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림6 신계약 상품별 APE



자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림7 이원차마진 추이



자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

한화생명 (088350)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
보험손익	-628.2	-544.7	-1,534.0	-1,157.5	-1,212.8
보험영업수익	9,621.6	10,232.4	9,941.6	10,296.5	10,661.8
보험료수익	9,459.1	10,058.2	9,760.8	10,110.0	10,468.7
재보험수익	162.5	174.1	180.7	186.5	193.0
보험영업비용	10,249.9	10,777.1	11,475.6	11,454.0	11,874.6
지급보험금	8,007.1	8,467.2	9,121.2	9,028.5	9,361.2
재보험비용	170.6	184.4	198.9	198.7	206.3
사업비	1,220.6	1,240.5	1,248.3	1,287.5	1,334.6
신계약상각비	849.1	882.7	904.9	937.1	970.4
할인료	2.5	2.3	2.2	2.2	2.2
투자손익	3,161.8	3,328.2	3,228.1	3,188.8	3,246.2
책임준비금전입액	3,363.5	3,393.8	2,275.4	2,746.4	2,780.3
영업이익	-829.9	-610.3	-581.3	-715.0	-746.9
영업외손익	942.8	851.5	1,092.8	1,138.6	1,175.7
세전순이익	112.9	241.2	511.4	423.6	428.8
법인세비용	-1.7	44.3	128.4	112.2	113.6
당기순이익	114.6	196.9	383.1	311.3	315.1

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
자산총계	121,757	127,530	130,142	135,343	140,626
운용자산	96,461	98,557	98,541	101,408	104,300
현예금 및 예치금	846	610	703	724	746
유가증권	69,749	71,872	71,445	73,556	75,655
주식	1,781	2,267	2,309	2,378	2,446
채권	30,243	36,262	35,655	36,629	37,666
대출채권	22,372	22,696	24,997	26,967	27,587
부동산	3,495	3,406	3,429	3,533	3,635
비운용자산	3,176	3,660	3,382	3,503	3,643
특별계정자산	22,119	25,313	28,219	30,432	32,682
부채총계	109,699	115,525	119,531	124,541	129,628
책임준비금	83,609	87,005	89,282	92,029	94,809
계약자지분조정	1,196	1,195	643	643	643
기타부채	1,909	1,572	1,386	1,436	1,493
특별계정부채	22,985	25,752	28,219	30,432	32,682
자본총계	12,058	12,005	10,611	10,803	10,998
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	3,311	3,389	3,596	3,788	3,983
자본조정/기타포괄손익누계	1,863	1,732	131	131	131

Key Financial Data I

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
수익성					
보험금지급율	83.2	82.7	91.7	87.7	87.8
위험손해율	81.5	79.8	80.0	80.7	80.7
사업비율	21.5	20.7	21.7	21.6	21.6
투자수익률	3.4	3.4	3.2	3.1	3.1
성장성					
총자산	6.5	4.7	2.0	4.0	3.9
운용자산	7.5	2.2	0.0	2.9	2.9
특별계정자산	3.1	14.4	11.5	7.8	7.4
자기자본	22.3	-0.4	-11.6	1.8	1.8
수입보험료	2.5	6.3	-2.8	3.6	3.5
보험손익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
투자손익	-0.1	5.3	-3.0	-1.2	1.8
책임준비금전입액	12.6	0.9	-33.0	20.7	1.2
순이익	-68.1	71.8	94.5	-18.7	1.2

Key Financial Data II

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표 (원)					
EPS	153	262	510	414	419
BPS	13,311	13,241	11,385	11,640	11,900
DPS	30	30	76	62	63
밸류에이션 (배)					
PER	15.1	9.3	6.6	8.1	8.0
PBR	0.17	0.18	0.30	0.29	0.28
수익성					
ROE	0.5	1.2	3.4	2.8	2.7
ROA	0.3	0.1	0.2	0.3	0.2
배당지표					
배당성향	20.0	11.4	15.0	15.0	15.0
배당수익률	1.3	1.2	2.3	1.8	1.9
안정성					
총자산/자기자본	10.1	10.6	12.3	12.5	12.8
보험료수입/총부채	8.8	8.9	8.3	8.3	8.2

동양생명 (082640)

Hold, TP 5,500원

2Q20E 순이익 345억원(-67.6%% QoQ, +58.5% YoY)으로 추정한다. 생명보험 산업 전체적으로 종신/CI 보험 판매가 둔화되고 있어 보장성 신계약 APE 감소가 전망된다. 다만 이에 대한 영향으로 비차익은 3,500억원 규모 유지 가능하다. 영업일수증가 등으로 위험손해를 상승해 사차이익 약 1,700억원이 예상된다. 주식 시장 호조 이어지고 있으나 투자 부문 일회성 이익 없어 운용수익률 3.1%를 가정했으며 변액 보증준비금 환입 약 20억원 발생할 전망이다.

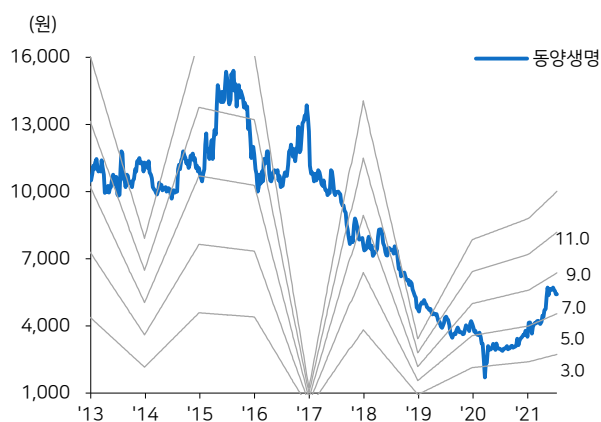
투자의견 Hold 및 적정주가 5,500원을 유지한다. 당사는 변액 판매 비중 적어 금리 상승에 따른 변액보증준비금 환입에 대한 민감도가 적다. 다만, 보장성 신계약 판매 둔화로 비차익이 개선되고 5% 이상의 시가배당률이 추정되어 주가 하방 경직성 확보했다고 판단한다.

표8 동양생명 2Q21E Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	24.2	55.8	-56.6	-42.9	-156.4		
투자손익	245.3	202.3	21.3	313.6	-21.8		
책임준비금전입	230.8	241.2	-4.3	147.1	57.0		
영업외손익	8.4	11.0	-23.6	8.9	-5.4		
당기순이익	34.5	21.8	58.5	106.5	-67.6	38.6	-10.5

자료: 동양생명, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

그림8 동양생명 PER 밴드



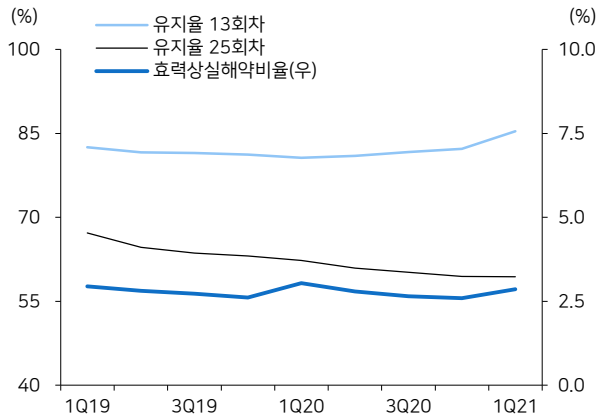
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림9 동양생명 PBR 밴드



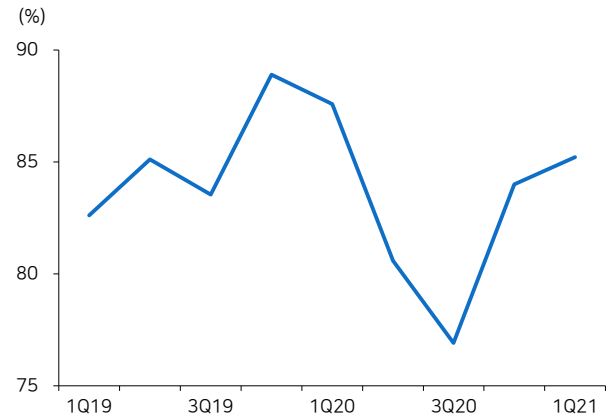
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림10 유지율 및 해약율 추이



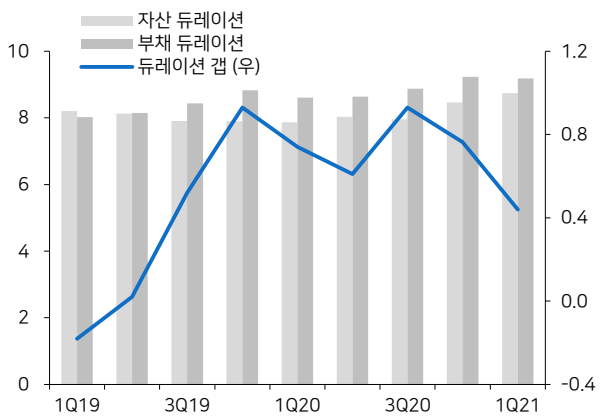
자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림11 위험손해율 추이



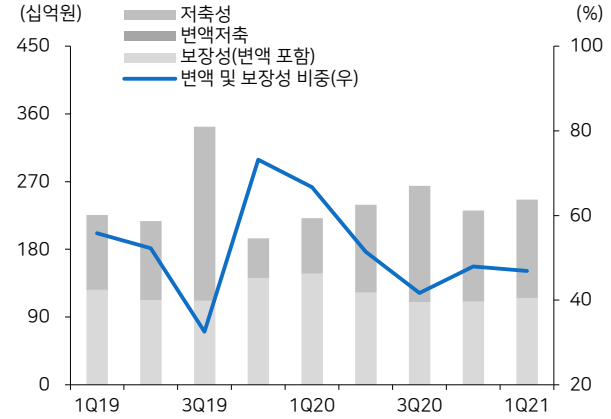
자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림12 자산 부채 듀레이션



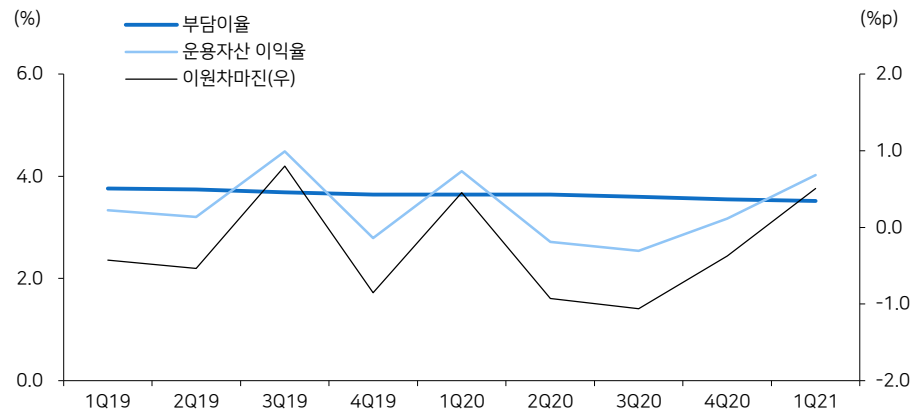
자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림13 신계약 상품별 APE



자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림14 이원차마진 추이



자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

동양생명 (082640)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
보험손익	260.7	447.4	-6.1	-0.9	-4.2
보험영업수익	4,594.2	4,982.4	4,991.4	4,998.5	5,147.6
보험료수익	4,526.4	4,910.9	4,922.3	4,929.8	5,076.9
재보험수익	67.8	71.5	69.2	68.7	70.7
보험영업비용	4,333.6	4,534.9	4,997.5	4,999.4	5,151.8
지급보험금	3,500.1	3,706.9	4,222.8	4,224.0	4,353.1
재보험비용	73.1	77.0	81.8	83.3	86.0
사업비	391.3	373.1	338.2	338.1	348.4
신계약상각비	367.4	367.1	346.2	345.4	355.7
할인료	1.8	10.8	8.5	8.6	8.5
투자손익	967.9	934.3	1,045.1	1,051.4	1,062.0
책임준비금전입액	1,069.8	1,226.4	867.4	899.9	899.1
영업이익	158.8	155.4	171.5	150.6	158.7
영업외손익	37.3	21.3	34.9	35.1	35.2
세전순이익	196.1	176.6	206.4	185.6	193.9
법인세비용	46.6	48.1	45.8	49.7	51.9
당기순이익	149.5	128.6	160.7	136.0	142.1

Key Financial Data I

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
수익성					
보험금지급율	76.2	74.4	84.6	84.5	84.6
위험손해율	85.0	82.3	83.1	83.0	82.8
사업비율	16.5	14.9	13.7	13.7	13.7
투자수익률	3.4	3.1	3.3	3.2	3.2
성장성					
총자산	6.6	6.8	2.2	2.6	2.6
운용자산	5.4	6.5	2.9	3.2	3.1
특별계정자산	18.2	9.9	2.4	0.5	0.5
자기자본	16.3	19.0	-2.6	3.3	3.3
수입보험료	6.2	8.4	0.2	0.1	3.0
보험손익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
투자손익	23.6	-3.5	11.9	0.6	1.0
책임준비금전입액	-32.8	14.6	-29.3	3.7	-0.1
순이익	191.3	-14.0	24.9	-15.4	4.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
자산총계	33,948.0	36,253.0	37,035.7	37,999.4	38,977.0
운용자산	29,233.1	31,122.5	32,033.7	33,047.5	34,062.4
현예금 및 예치금	1,208.6	418.7	669.0	690.1	714.4
유가증권	21,431.8	22,932.3	23,598.0	24,350.7	25,094.9
주식	449.0	638.0	622.8	637.6	655.7
채권	11,497.0	12,027.7	12,224.5	12,636.6	13,032.4
대출채권	6,265.6	7,447.6	7,430.5	7,659.3	7,894.8
부동산	327.1	323.8	336.2	347.4	358.2
비운용자산	1,333.4	1,414.2	1,197.5	1,128.4	1,072.0
특별계정자산	3,381.5	3,716.3	3,804.5	3,823.5	3,842.6
부채총계	31,348.8	33,160.5	34,024.5	34,888.5	35,761.9
책임준비금	27,154.0	28,390.6	29,258.4	30,158.3	31,057.4
계약자지분조정	24.1	27.9	10.0	10.0	10.0
기타부채	796.0	956.5	951.6	896.7	851.9
특별계정부채	3,374.7	3,785.6	3,804.5	3,823.5	3,842.6
자본총계	2,599.2	3,092.5	3,011.2	3,110.9	3,215.1
자본금	806.8	806.8	806.8	806.8	806.8
자본잉여금	463.7	463.7	463.7	463.7	463.7
이익잉여금	1,023.3	1,111.4	1,186.0	1,285.8	1,389.9
자본조정/기타포괄손익누계	305.4	366.0	88.5	88.5	88.5

Key Financial Data II

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표 (원)					
EPS	959	825	1,031	872	911
BPS	16,676	17,631	17,109	17,749	18,417
DPS	230	220	275	233	243
밸류에이션 (배)					
PER	4.2	4.3	5.1	6.1	5.8
PBR	0.24	0.20	0.31	0.30	0.29
수익성					
ROE	6.5	5.3	5.6	4.5	4.6
ROA	0.2	0.5	0.4	0.4	0.4
배당지표					
배당성향	24.0	26.7	26.7	26.7	26.7
배당수익률	5.7	6.2	5.2	4.4	4.6
안정성					
총자산/자기자본	13.1	11.7	12.3	12.2	12.1
보험료수입/총부채	14.7	15.0	14.7	14.3	14.4

Compliance Notice

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

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

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

DB 손해보험 (005830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.07.16	산업브리프	Buy	70,000	김고은	-25.4	-15.0	
2020.01.21	산업브리프	Buy	65,000	김고은	-40.7	-28.3	
2020.04.24	산업브리프	Buy	62,000	김고은	-25.8	-16.3	
2020.07.20	산업브리프	Buy	70,000	김고은	-35.7	-29.4	
2021.01.29	산업브리프	Buy	64,000	김고은	-29.1	-19.1	
2021.06.03	산업분석	Buy	70,000	김고은	-24.7	-19.6	
2021.07.21	산업분석	Buy	78,000	김고은	-	-	

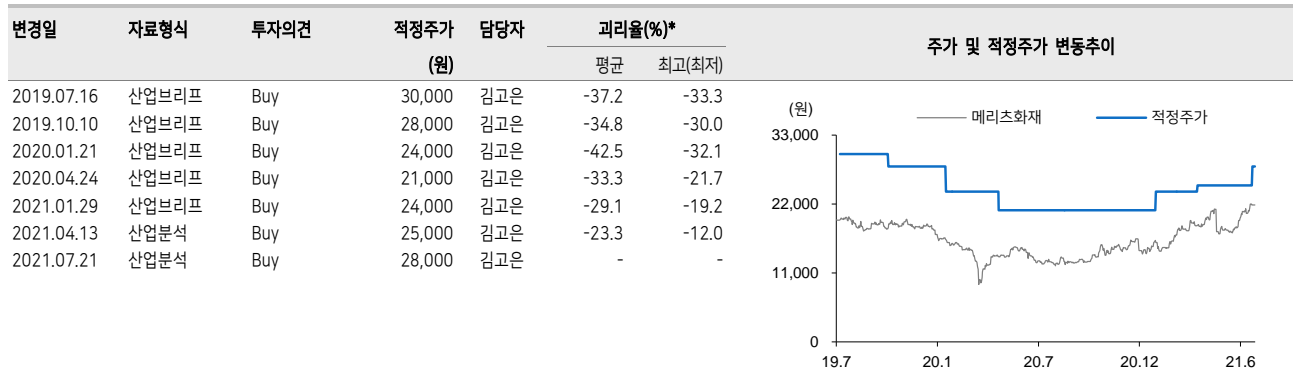
삼성화재 (000810) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.07.16	산업브리프	Buy	370,000	김고은	-35.8	-27.2	
2019.10.10	산업브리프	Buy	315,000	김고은	-33.1	-19.7	
2020.04.24	산업브리프	Buy	270,000	김고은	-31.1	-23.5	
2021.04.24	1년 경과				-23.3	-20.4	
2021.06.03	산업분석	Buy	280,000	김고은	-22.9	-20.2	
2021.07.21	산업분석	Buy	290,000	김고은	-	-	

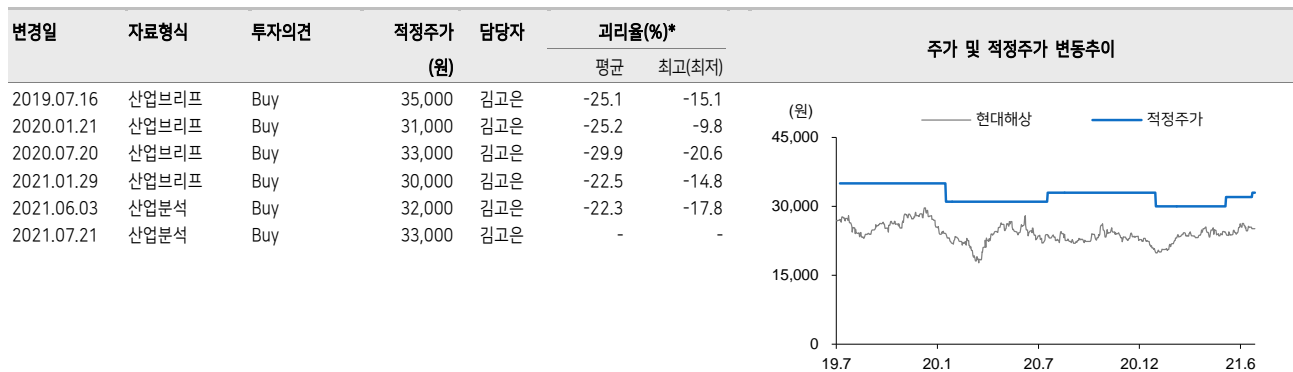
메리츠화재 (000060) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



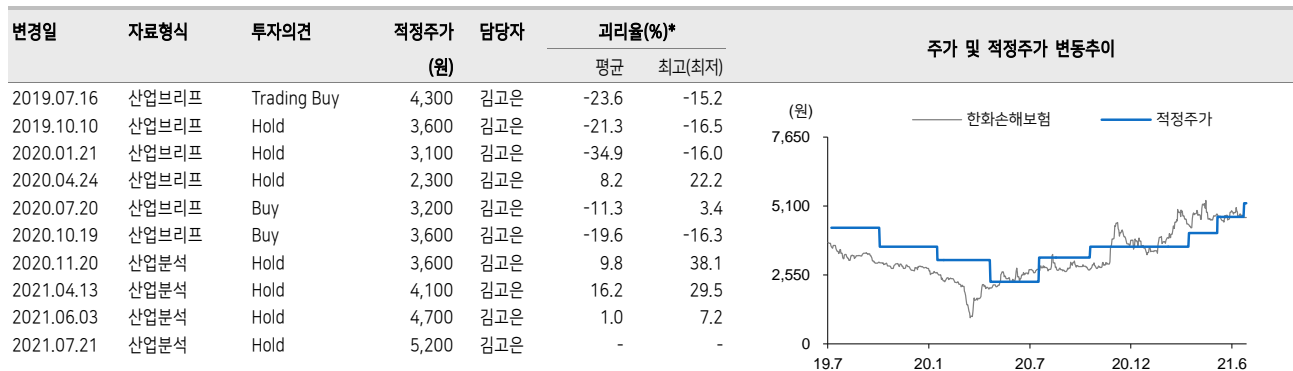
현대해상 (001450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



한화손해보험 (000370) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



삼성생명 (032830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.07.16	산업브리프	Buy	98,000	김고은	-26.2	-18.5	
2019.08.28	산업분석	Buy	84,000	김고은	-15.1	-10.0	
2019.11.19	산업분석	Buy	93,000	김고은	-20.8	-17.6	
2020.01.21	산업브리프	Buy	98,000	김고은	-44.2	-25.2	
2020.04.24	산업브리프	Buy	65,000	김고은	-28.2	-22.0	
2020.07.20	산업브리프	Buy	61,000	김고은	-4.7	17.9	
2020.10.19	산업브리프	Buy	70,000	김고은	-12.0	-9.9	
2020.10.26	산업브리프	Buy	94,000	김고은	-21.4	-9.7	
2021.01.29	산업브리프	Buy	101,000	김고은	-21.4	-14.5	
2021.06.03	산업분석	Buy	110,000	김고은	-	-	

미래에셋생명 (085620) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.07.16	산업브리프	Buy	6,200	김고은	-35.1	-30.2	
2019.08.28	산업분석	Buy	5,500	김고은	-28.4	-20.9	
2020.04.24	산업브리프	Buy	5,000	김고은	-37.6	-26.8	
2020.07.20	산업브리프	Buy	4,300	김고은	-12.5	3.1	
2020.10.19	산업브리프	Buy	4,800	김고은	-15.9	-8.0	
2021.07.21	산업분석	Buy	5,200	김고은	-	-	

한화생명 (088350) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.07.16	산업브리프	Hold	3,200	김고은	-22.8	-11.1	
2019.08.28	산업분석	Hold	2,750	김고은	-14.7	-2.9	
2020.01.21	산업브리프	Hold	2,500	김고은	-33.4	-11.2	
2020.04.24	산업브리프	Hold	1,900	김고은	-18.3	-5.3	
2020.07.20	산업브리프	Hold	1,700	김고은	-6.7	24.1	
2020.11.20	산업분석	Hold	1,900	김고은	35.8	78.4	
2021.01.29	산업브리프	Hold	2,500	김고은	24.0	38.8	
2021.04.13	산업분석	Hold	3,000	김고은	21.1	40.5	
2021.06.03	산업분석	Hold	3,400	김고은	-	-	

동양생명 (082640) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.07.16	산업브리프	Trading Buy	5,100	김고은	-25.6	-15.8	
2019.08.28	산업분석	Trading Buy	4,400	김고은	-14.0	-9.2	
2019.10.10	산업브리프	Hold	4,400	김고은	-21.2	1.4	
2020.04.24	산업브리프	Hold	3,500	김고은	-13.4	-8.0	
2020.07.20	산업브리프	Hold	3,300	김고은	-5.1	7.4	
2020.11.20	산업분석	Hold	3,700	김고은	2.2	16.5	
2021.01.29	산업브리프	Hold	4,200	김고은	-1.1	8.6	
2021.04.13	산업분석	Hold	4,800	김고은	6.8	27.1	
2021.06.03	산업분석	Hold	5,500	김고은	-	-	