

손보사의 보험영업의 개선 이어질 전망

3분기 추정 손익 7,952억원

유니버스 손해보험 5개사의 2021년 3분기 순이익은 7,952 억원으로 전년 대비 45.8% 개선되고, 전분기 대비는 8.9% 둔화될 전망이다. 실적이 전분기 대비 둔화되나 이는 계절성 영향이며, 경과손해율은 6개 분기 연속으로 전년 대비 개선세를 이어가고, 사업비율은 2017년 이후 가장 낮은 수준을 기록할 것으로 추정된다.

자동차 보험 제도 개선, IFRS17 도입으로 손보사들 중장기 손익 가시성 개선될 전망

최근 금융위는 1) 경상환자 치료비 과실책임주의 도입, 2) 경상환자 장기 치료 시 진단서 의무화, 3) 상급병실 입원료 지급기준 개선, 4) 한방 진료수가 기준 개선을 골자로 하는 자동차 보험 제도 개선을 발표하였다. 세부 과제별로 2022년부터 시행될 예정인데, 자동차 손해율 상승의 원인 중 하나였던 대인 담보 보험금 증가 문제가 개선될 것으로 전망된다. 물론, 현재 자동차 손해율이 80% 이내를 기록하고 있고 원가 상승 요인도 있는 만큼 손해율 추가 개선은 제한적이지만 변동성이 개선될 수 있다는 측면에서 매우 긍정적으로 판단된다. 싸이클 특성이 있는 자동차 보험 수지의 변동성은 완화되고, 장기 보험의 경우 IFRS17 도입 시 CSM 상각 형태로 손익이 평탄화 되어 인식되는 만큼 손보사들의 중장기 손익 가시성은 제고될 전망이다.

대형 손보 3사 투자 매력 높음. Top Pick은 현대해상

하나금융투자는 대형 3사 위주의 투자를 추천한다. 대형 3사는 준수한 3분기 추정 손익과 고배당, 그리고 이번 제도 개선의 가장 큰 수혜가 예상되고, IFRS17 도입 시 큰 폭으로 이익이 성장할 것으로 전망되는 만큼 단기와 중장기 모두 투자 매력이 높다고 판단한다. Top Pick은 현대해상, 관심종목은 삼성화재와 DB손해보험 제시하나, 4분기에는 대형 3사 간 주가 차별화 정도가 크지 않을 것이며, 3사 모두 좋은 주가 흐름을 보일 전망이다. 다만, 양호한 펀더멘털에도 수급 이슈로 주가가 상대적으로 부진했던 현대해상의 상승률이 좀 더 부각될 수 있다고 판단한다.

Earnings Preview

OVERWEIGHT

Top picks 및 관심 종목

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(10월6일)
현대해상(001450)	BUY	38,000원(상향)	27,450원
삼성화재(000810)	BUY	310,000원(상향)	243,000원
DB손해보험(005830)	BUY	77,000원(상향)	65,700원

Financial Data (유니버스 손해보험 5개사 합산)

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
경과보험료	십억원	80,910	86,517	59,755	61,330	62,685
총영업이익	십억원	1,237	2,303	4,366	4,015	4,258
당기순이익 (증감률)	십억원 / %	1,808 / -34.3	2,518 / 39.3	3,117 / 23.8	2,878 / -7.7	3,058 / 6.2
ROA	%	0.5	0.6	1.3	1.2	1.2
ROE	%	4.3	5.3	10.1	9.2	9.1

주: 원수보험사 기준
자료: 하나금융투자



Analyst 이홍재
02-3771-7515
leehj612@hanafn.com

CONTENTS

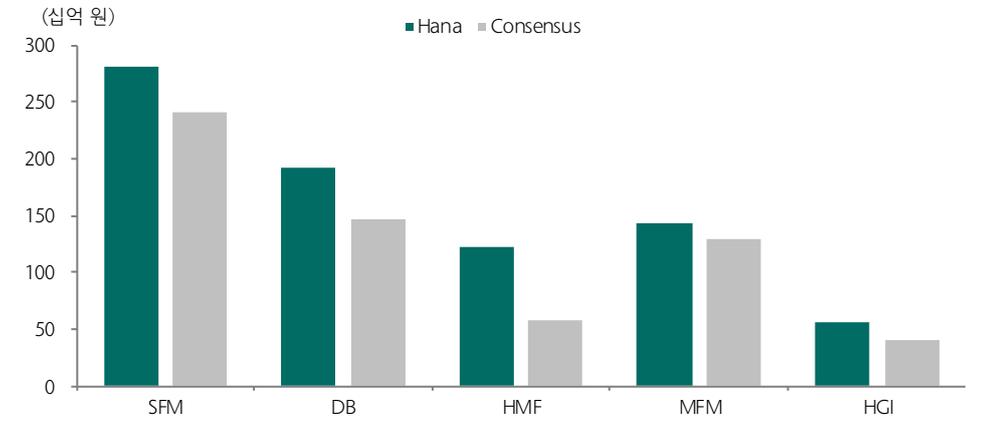
1. 3Q21 Preview Key Charts	3
2. 유니버스 손해보험 추정 실적	5
1) 3분기 순이익 7,952억원(YoY +45.8%, QoQ -8.9%) 전망	5
2) 안정적인 보험수지 이어지는 중	8
3) 2021F 순이익 증가율 +48.7% 추정	10
3. 향후 손익 가시성 크게 개선될 것	13
1) 자동차 보험 제도 개선, 변동성 완화 측면에서 긍정적으로 판단	13
2) 장기 보험은 CSM 상각으로 손익 예측 가능성 제고	15
4. 4분기에도 주가 Outperform 지속 전망	16
1) 2021년 YTD 주가 상승률 +36.4%	16
2) 4분기 주가 전망 및 Top Pick	18
Top Pick: 현대해상 / 관심종목: 삼성화재, DB손해보험	
5. 회사별 3Q21F Preview	21
1) 삼성화재(000810.KS/매수/TP 310,000원)	21
2) DB손해보험(005830.KS/매수/TP 77,000원)	23
3) 현대해상(001450.KS/매수/TP 38,000원)	25
4) 메리츠화재(000060.KS/매수/TP 34,000원)	27
5) 한화손해보험(000370.KS/매수/TP 6,300원)	29

1. 3Q21 Preview Key Charts

커버리지 손보사들 모두 컨센서스 상회할 것으로 예상

합산 기준으로 약 29% 상회 전망

그림 1. 3Q21F 하나금융투자 손이익 추정치 대비 컨센서스

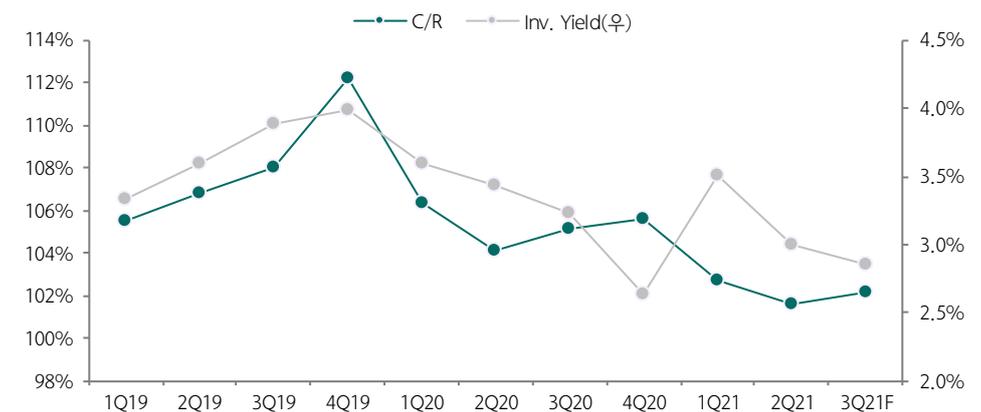


자료: FnGuide, 하나금융투자

계절성 영향으로 합산비율 전분기 대비 소폭 상승하나 전년 대비는 크게 개선될 전망

운용자산이익률은 처분익 감소 트렌드 이어갈 것

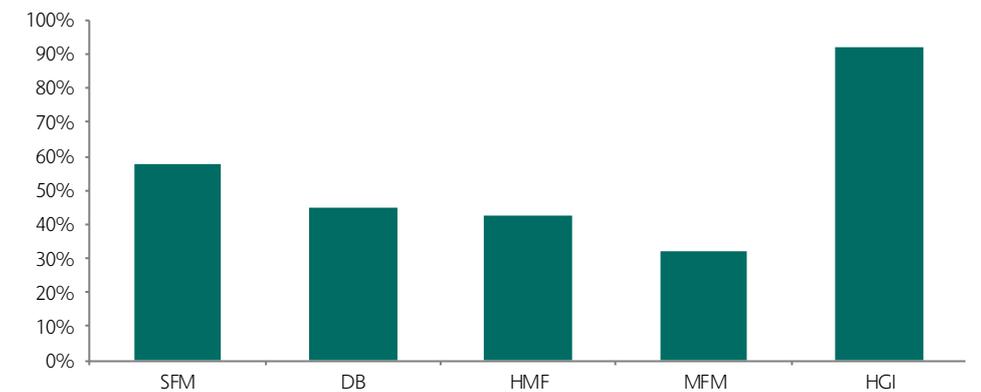
그림 2. 3Q21F 합산비율 및 운용자산이익률 추정



자료: 각 사, 하나금융투자

연간 이익 증가율은 한화손보가 가장 높고, 대형사 중에서는 삼성화재가 가장 높을 것으로 추정

그림 3. 회사별 2021F 연간 손이익 증가율 추정치



자료: 각 사, 하나금융투자

표 1. 유니버스 손해보험 5사 주요 실적 추정 및 Valuation Table

(단위: 십억 원)

		유니버스 합산	삼성화재 (000810.KS)	DB손해보험 (005830.KS)	현대해상 (001450.KS)	메리츠화재 (000060.KS)	한화손해보험 (000370.KS)
투자 의견		OVERWEIGHT	매수	매수	매수	매수	매수
목표 주가			310,000원	77,000원	38,000원	34,000원	6,300원
경과보험료	2020	57,271	18,440	12,670	12,837	8,543	4,781
	2021F	59,755	18,604	13,560	13,441	9,259	4,890
	2022F	61,330	18,904	13,932	13,731	9,512	5,252
총영업이익	2020	3,033	1,132	683	479	611	128
	2021F	4,366	1,716	997	641	776	237
	2022F	4,015	1,511	869	599	785	251
당기순이익	2020	2,097	767	502	306	433	88
	2021F	3,117	1,210	728	437	572	170
	2022F	2,878	1,063	641	415	584	176
자산총계	2020	232,425	91,721	47,124	48,820	25,281	19,479
	2021F	240,882	92,478	49,392	50,690	27,631	20,690
	2022F	252,637	95,088	51,982	52,963	30,410	22,195
부채총계	2020	200,994	75,483	41,060	44,070	22,609	17,772
	2021F	210,489	77,038	43,299	46,067	24,996	19,090
	2022F	220,217	79,134	45,421	48,033	27,191	20,439
자본총계	2020	31,431	16,238	6,064	4,750	2,672	1,707
	2021F	30,392	15,440	6,093	4,624	2,636	1,600
	2022F	32,420	15,953	6,562	4,930	3,219	1,756
ROA	2020	0.9%	0.9%	1.1%	0.6%	1.8%	0.5%
	2021F	1.3%	1.3%	1.5%	0.9%	2.1%	0.8%
	2022F	1.2%	1.1%	1.2%	0.8%	1.9%	0.8%
ROE	2020	7.0%	5.0%	8.5%	6.6%	17.2%	5.6%
	2021F	10.1%	7.8%	11.9%	9.3%	21.7%	10.3%
	2022F	9.2%	6.7%	9.8%	8.7%	18.1%	10.5%
EPS(원)	2020		19,254	8,363	3,840	3,672	757
	2021F		30,393	12,118	6,267	5,118	1,456
	2022F		26,694	10,682	5,943	5,224	1,504
BPS(원)	2020		407,652	100,994	53,325	21,752	12,747
	2021F		387,634	101,481	59,144	22,658	11,825
	2022F		400,513	109,279	63,541	27,881	13,163
P/E(X)	2020		9.7	5.4	6.0	4.0	5.9
	2021F		8.0	5.4	4.4	5.8	3.1
	2022F		9.1	6.2	4.6	5.7	3.0
P/B(X)	2020		0.5	0.4	0.4	0.7	0.3
	2021F		0.6	0.6	0.5	1.3	0.4
	2022F		0.6	0.6	0.4	1.1	0.3
DPS(원)	2020		8,800	2,200	1,000	1,280	-
	2021F		14,600	3,300	1,600	510	160
	2022F		12,900	2,900	1,500	520	170

자료: 각 사, 하나금융투자

2. 유니버스 손해보험 추정 실적

1) 3분기 순이익 7,952억원(YoY +45.8%, QoQ -8.9%) 전망

3분기 순이익 컨센서스 29% 상회할 것으로 예상

보험수지 개선이 실적 호조를 견인할 전망

손해율 전년 대비 -2.3%p 개선, 사업비율은 전년 대비 -0.7%p 개선될 것으로 예상

투자손익은 처분익 축소로 감소할 전망

전년 비 이익 증가율은; 한화, DB, 삼성, 메리츠, 현대 순

하나금융투자 유니버스 손해보험업 5개사(삼성화재, DB손해보험, 현대해상, 메리츠화재, 한화손해보험)의 2021년 3분기 순이익은 전년 대비 +45.8% 개선되고, 전분기 대비 -8.9% 감소한 7,952억원으로 컨센서스 6,154억원을 약 29% 상회할 전망이다.

2분기와 마찬가지로 3분기도 보험 수지 개선으로 실적이 전년 대비 크게 개선될 것으로 예상된다. 보험 수지가 통상적인 계절성에 의해 전분기 대비해서는 소폭 둔화되나, 전년 대비로는 손해율과 사업비율 모두 개선되며 합산비율은 102.2%(YoY -3.0%p, QoQ +0.6%p)를 기록할 것으로 추정된다.

3분기 전체 경과손해율은 81.5%로 전년 대비 -2.3%p, 전분기 대비는 +1.2%p 상승하며 전년 대비 손해율 개선세는 이어질 전망이다. 전 보종의 경과손해율이 전년 대비 개선될 것으로 예상되며, 사업비율은 전년 대비 -0.7%p, 전분기 대비 -0.7%p 모두 개선된 20.7%를 추정치로 제시한다.

운용자산이익률은 처분익 축소 기조가 이어지며 2.9%로 전년 대비 -0.4%p, 전분기 대비 -0.1%p 감소할 것으로 전망한다. 하락 폭이 다소 큰 이유는 주로 기저 효과에 기인하는데, 전년 동기에는 현대해상의 사옥 매각익(세전 약 2,000억원)이 반영되었기 때문이며, 이외에도 채권 매각익 등이 축소될 것으로 예상된다.

회사별 전년 대비 순이익 증가율은; 한화손해보험 +162.9%, DB손해보험 +107.4%, 삼성화재 +43.6%, 메리츠화재 +36.7%, 현대해상 -5.9%로 추정된다. 한화손해보험은 장기 사업비율 감소 영향이 크고, DB손해보험은 일반/자동차 손해율 개선과 장기 사업비율 감소 영향으로 큰 폭의 이익 성장이 예상된다. 삼성화재가 상대적으로 이익 증가율이 약한 이유는 일반 보험 손해율이 높을 것으로 예상되기 때문이며, 현대해상은 앞서 언급했던 사옥 매각익에 따른 기저 영향이다. 메리츠화재의 경우 지난 해부터 사업비율이 빠르게 하락하였기 때문에 올해는 개선 폭이 축소될 것으로 예상된다.

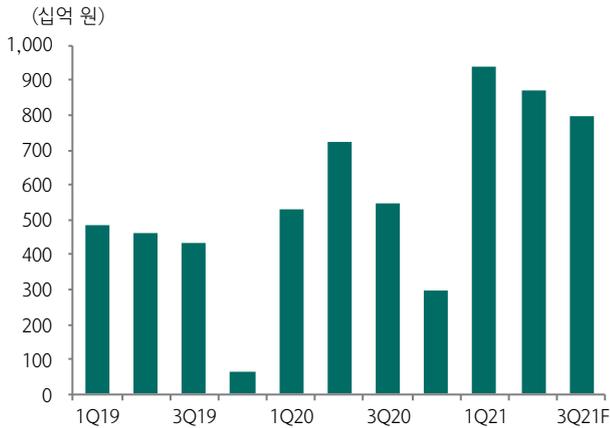
표 2. 유니버스 손해보험 5사 합산 주요 실적 추정

(단위: 십억 원)

	3Q21F	3Q20	YoY %	2Q21	QoQ %	2021F	2020	YoY %
경과보험료	15,002	14,522	3.3%	14,921	0.5%	59,755	57,272	4.3%
총영업이익	1,107	790	40.1%	1,227	-9.8%	4,366	3,032	44.0%
당기순이익	795	545	45.8%	872	-8.9%	3,117	2,096	48.7%
자산총계	238,068	226,048	5.3%	236,121	0.8%	240,882	234,874	2.6%
부채총계	207,234	195,186	6.2%	205,993	0.6%	210,489	203,618	3.4%
자본총계	30,833	30,862	-0.1%	30,128	2.3%	30,392	31,256	-2.8%
합산비율	102.2%	105.2%	-3.0%p	101.6%	0.6%p	102.8%	105.3%	-2.5%p
경과손해율	81.5%	83.8%	-2.3%p	80.2%	1.2%p	81.8%	83.4%	-1.6%p
경과사업비율	20.7%	21.3%	-0.7%p	21.4%	-0.7%p	21.0%	21.9%	-0.9%p
운용자산이익률	2.9%	3.2%	-0.4%p	3.0%	-0.1%p	3.0%	3.1%	-0.1%p

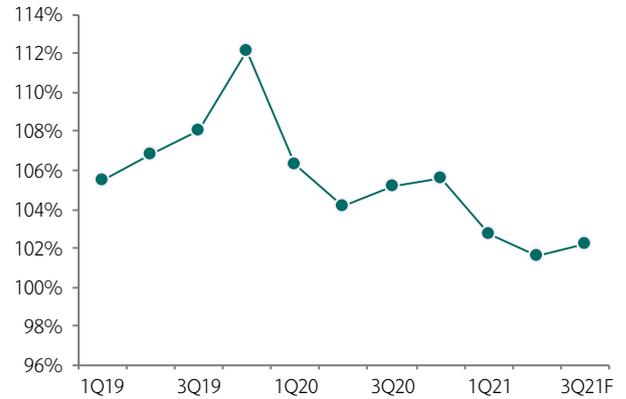
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 4. 3Q21F 순이익 추정



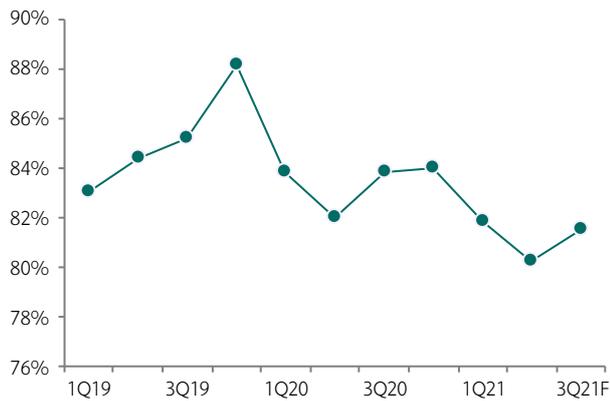
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 5. 3Q21F 합산비율 추정



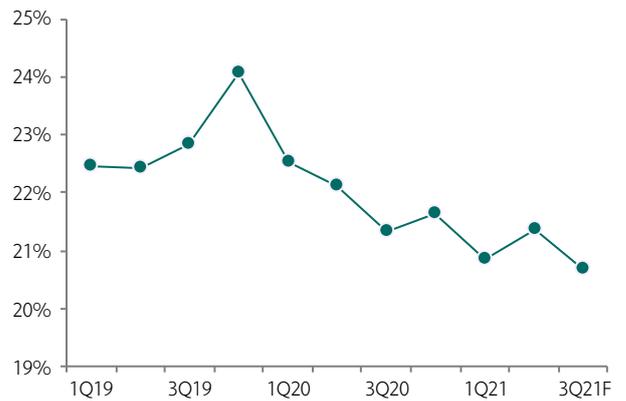
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 6. 3Q21F 경과손해율 추정



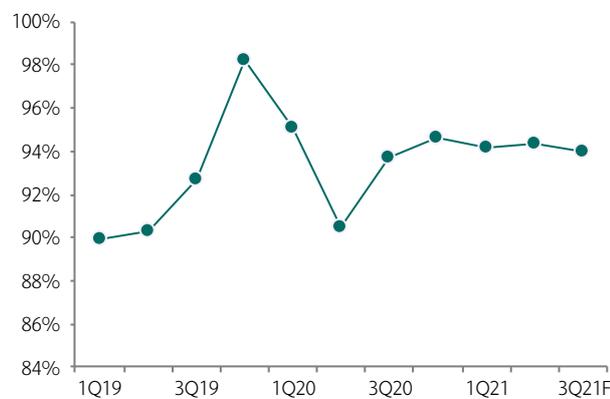
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 7. 3Q21F 경과사업비율 추정



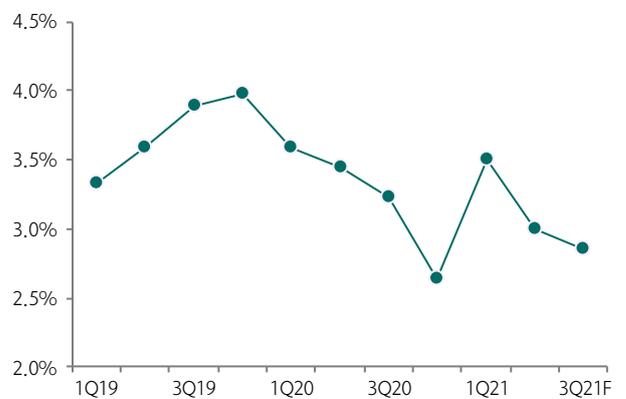
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 8. 3Q21F 장기 위험손해율 추정



자료: 각 사, 하나금융투자

그림 9. 3Q21F 운용자산이익률 추정

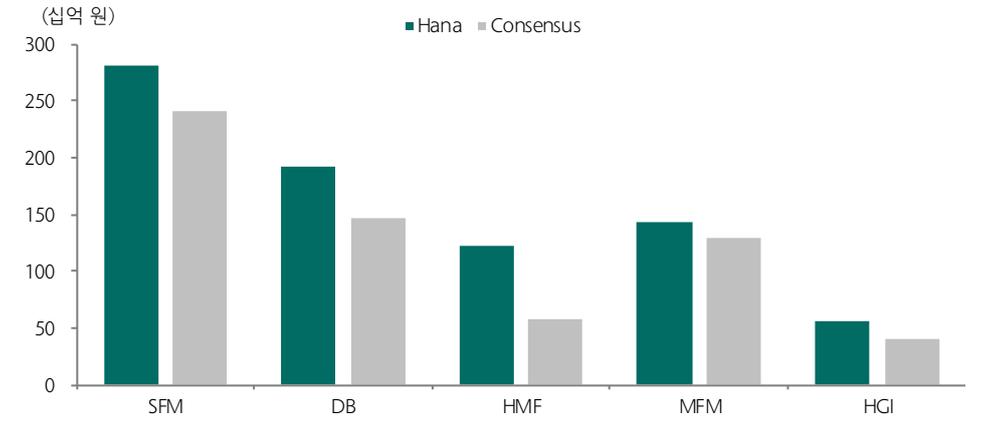


자료: 각 사, 하나금융투자

그림 10. 하나금융투자 3Q21F 손이익 추정치 대비 컨센서스

커버리지 손보사들 모두 컨센서스 상회할 것으로 예상

합산 기준으로 약 29% 상회 전망



자료: FnGuide, 하나금융투자

표 3. 유니버스 손해보험 5사 당사 손이익 추정치 대비 컨센서스

(단위: 십억 원)

	3Q21F	QoQ%	YoY%	2021F	YoY%	2022F	YoY%	2023F	YoY%
삼성화재									
하나금투 추정치	281	-10.2%	43.6%	1,210	57.9%	1,063	-12.2%	1,133	6.5%
컨센서스	241	-22.9%	23.3%	1,113	45.1%	998	-10.3%	1,057	5.9%
Gap %	16.4%	12.7%p	20.2%p	8.8%	12.7%p	6.5%	-1.9%p	7.1%	0.6%p
DB손해보험									
하나금투 추정치	192	-18.4%	107.4%	728	44.9%	641	-11.8%	679	5.8%
컨센서스	147	-37.5%	59.0%	642	27.9%	623	-3.0%	658	5.6%
Gap %	30.4%	19.0%p	48.4%p	13.3%	17.0%p	3.0%	-8.8%p	3.1%	0.2%p
현대해상									
하나금투 추정치	123	0.5%	-5.9%	437	42.8%	415	-5.2%	443	6.9%
컨센서스	57	-53.5%	-56.5%	388	26.6%	389	0.3%	382	-1.7%
Gap %	116.2%	54.0%p	50.6%p	12.8%	16.2%p	6.7%	-5.4%p	16.0%	8.5%p
메리츠화재									
하나금투 추정치	144	-10.8%	36.7%	572	32.1%	584	2.1%	608	4.2%
컨센서스	129	-20.2%	22.3%	518	19.8%	535	3.2%	569	6.2%
Gap %	11.8%	9.4%p	14.4%p	10.3%	12.3%p	9.0%	-1.2%p	6.9%	-2.0%p
한화손해보험									
하나금투 추정치	55	36.7%	162.9%	170	92.3%	176	3.3%	196	11.4%
컨센서스	41	1.9%	96.0%	155	75.7%	157	0.9%	174	10.9%
Gap %	34.1%	34.8%p	66.9%p	9.4%	16.6%p	12.0%	2.4%p	12.5%	0.5%p
5사 합산									
하나금투 추정치	795	-8.9%	45.8%	3,117	48.7%	2,878	-7.7%	3,058	6.2%
컨센서스	615	-29.5%	12.8%	2,816	34.3%	2,702	-4.1%	2,840	5.1%
Gap %	29.2%	20.6%p	33.0%p	10.7%	14.3%p	6.5%	-3.6%p	7.7%	1.1%p

자료: 각 사, FnGuide, 하나금융투자

2) 안정적인 보험수지 이어지는 중

경과손해율의 하락세 지속될 전망

자동차 손해율 개선 폭이 2분기 보다 확대되고, 일반보험 또한 자연재해 영향 감소로 크게 개선될 것

장기 위험 L/R은 코로나19 확산세, 영업일수 감소에 비하면 전분기 대비 개선이 미미할 전망

위드 코로나에도 장기 위험 L/R 불확실성 크다고 보기는 어려울 듯

사업비율은 매우 양호할 듯

특히 장기 보험 사업비율 개선이 돋보일 전망

2위권사들의 C/R 개선 폭이 클 듯

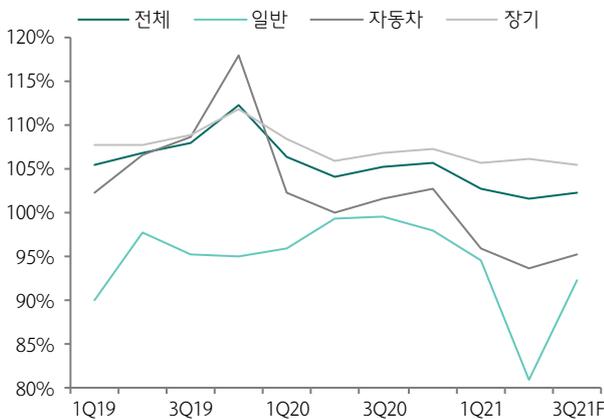
사업비율이 2017년 이후 가장 낮은 수준을 기록하고, 경과손해율은 6개 분기 연속으로 전년 대비 개선될 전망이다. 특히, 3분기에도 자동차 보험 손해율이 매우 양호한데, 자동차 보험료 인상 효과는 축소되나 안전 속도 규정 강화, 강수량 및 태풍 영향 감소 등에 따라 자동차 손해율이 79.1%를 기록하며 전년 대비 개선 폭(-6.5%p)이 2분기보다 확대될 것으로 추정된다. 이외에도 일반 보험 경과손해율 또한 올해 자연재해 영향 축소에 따라 고액 사고가 감소하며 전년 대비 -8.4%p 개선될 전망이다.

한편, 장기 위험손해율은 전년 대비 +0.3%p 상승하고, 전분기 대비해서는 -0.3%p 하락한 94.0%로 예상된다. 최근까지 확인되는 계약 유지율 상승으로 계속보험료 유입 효과가 개선, 계약 갱신 효과와 더불어 9월 추석연휴로 인해 영업일수 감소와 코로나19 확진자 수가 크게 증가했음에도 실손 담보 중심의 손해율 상승 압력은 3분기에도 이어질 것으로 추정된다. 최근 '위드 코로나'가 이슈인데, 지난 해 2분기(코로나19 초기 발발) 이후 코로나19 확진자 수 혹은 사회적 거리 두기 단계와 장기 위험손해율간 유의성이 상당 수준 약해진 점에서 향후 '위드 코로나' 시대에 접어들더라도 장기 위험손해율이 급격히 상승하지는 않을 것으로 전망된다.

사업비율은 2017년 이후 가장 낮은 수준인 20.7%(YoY -0.7%p, QoQ -0.7%p) 기록할 것으로 예상된다. 자동차 사업비율은 추세적인 개선세를 이어가는 가운데 특히 장기 사업비율 개선이 돋보일 전망이다. 장기 사업비율 추정치 22.2%(YoY -1.1%p, QoQ -1.1%p)를 제시한다. 이는 주로 판매수수료 제도 변경 영향과 신계약 물량 감소에 기인한다. GA채널의 월평균 보장성 신계약이 174억원으로 전분기 대비 -20.3% 감소하는 것으로 파악되는 만큼, 전속 채널을 포함하더라도 보장성 신계약은 다소 둔화될 것으로 추정된다. 전분기 대비 감소 폭이 큰 이유는 6월 절판 마케팅에 따른 기저 영향이 있기 때문이다.

회사별 합산비율의 전년 대비 개선 폭은; 삼성화재 -2.6%p, DB손해보험 -3.6%p, 현대해상 -4.2%p, 메리츠화재 -1.9%p, 한화손해보험 -1.4%p로 추정된다.

그림 11. 3Q21F 보종별 C/R 추정



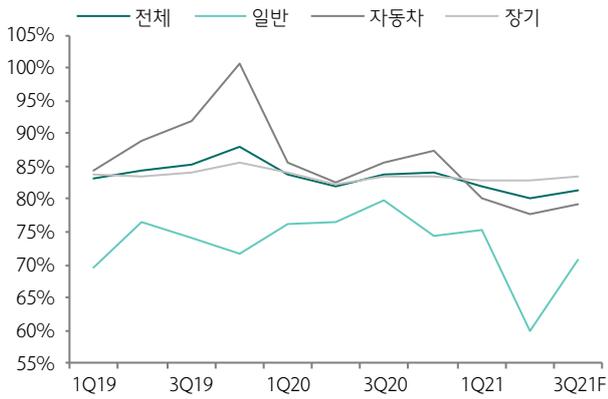
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 12. 3Q21F 회사별 C/R 추정



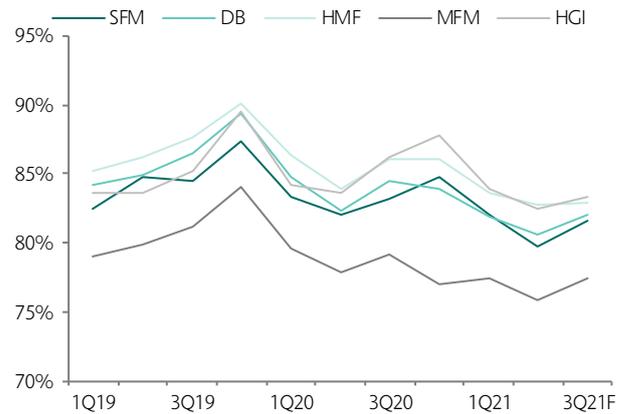
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 13. 3Q21F 보종별 L/R 추정



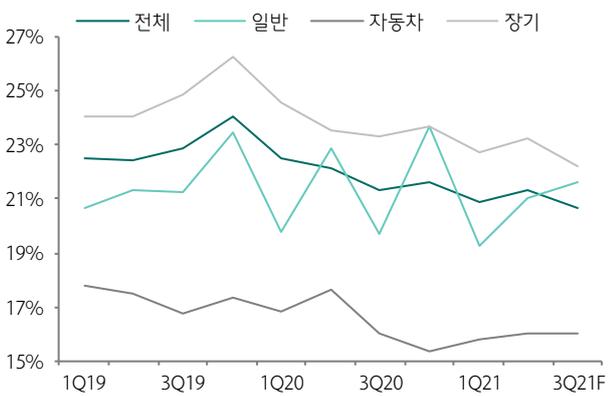
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 14. 3Q21F 회사별 L/R 추정



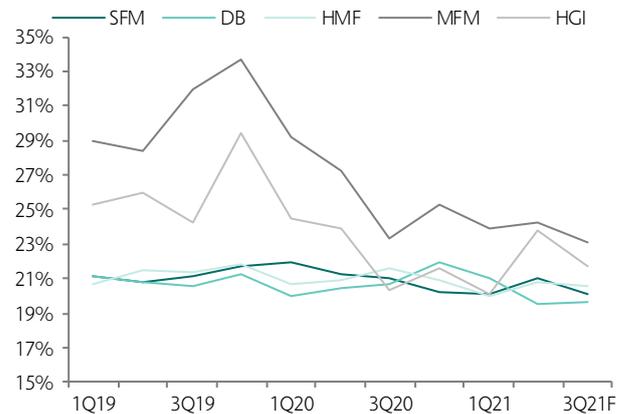
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 15. 3Q21F 보종별 E/R 추정



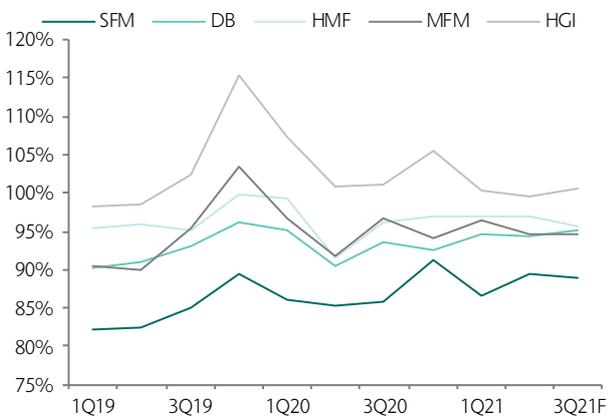
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 16. 3Q21F 회사별 E/R 추정



자료: 각 사, 하나금융투자

그림 17. 3Q21F 회사별 장기 위험 L/R 추정



자료: 각 사, 하나금융투자

그림 18. 3Q21F 회사별 장기 E/R 추정



자료: 각 사, 하나금융투자

3) 2021F 순이익 증가율 +48.7% 추정

합산 기준, 올해 연간 이익은 사상 최대치를 기록할 것으로 예상

이미 상반기 만에 지난 해 연간 이익의 87%를 달성하였고, 3분기도 자동차 손해율 호조 지속으로 합산비율이 매우 우수할 것으로 추정되는 만큼 올해 연간 이익은 5개사 합산 기준으로 사상 최대 실적을 기록할 전망이다. 하나금융투자 유니버스 손해보험 5개사의 2021년 연간 합산 순이익(별도)은 전년 대비 +48.7% 개선된 3.1조원(ROE 10.1%)으로 예상된다.

투자이익 감소에도 보험이익은 개선될 전망

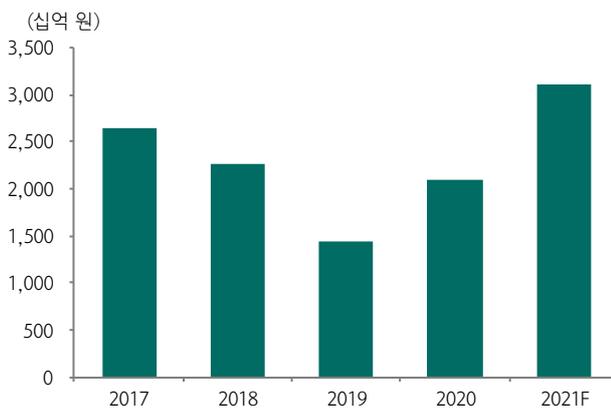
사상 최대 이익의 배경은 운용자산이익률이 자산 처분익 감소로 3.0%를 기록하며 전년 대비 -30bp 감소할 전망이나 합산비율이 102.8%(YoY -2.5%p)로 역대급 보험영업이익을 기록할 것으로 추정되기 때문이다.

회사별 순이익 증가율은; 삼성화재 +57.9%, DB손해보험 +44.9%, 현대해상 +42.8%, 메리츠화재 +32.1%, 한화손해보험 +92.3%로 추정된다.

IFRS4 기준으로는 내년에 감익이나 IFRS17 기준으로는 큰 폭의 이익 성장 예상

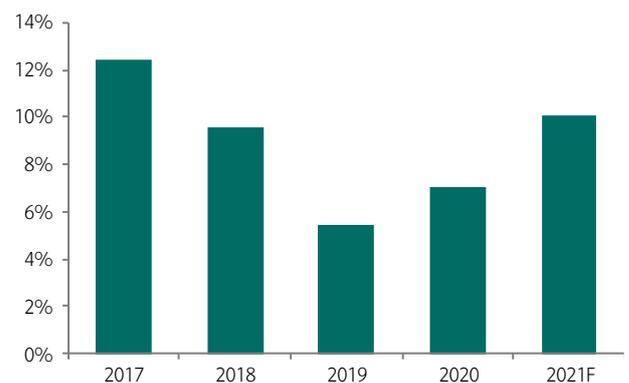
올해 이익 기저가 한껏 높아진 만큼 내년 입장에서는 다소 부담스러울 수 있다. 그리고 내년 분기 기준으로는 전년 대비 감익이 불가피할 것으로 예상된다. 하지만 2022년 연간 실적은 IFRS17 기준으로 변경될 예정이고, 여러 지표들을 통해 IFRS17 도입 시 이익 수준이 크게 증가할 것으로 예상되는 만큼, Peak-Out 우려는 전혀 없다. 물론, 하나금융투자의 2022년 추정치는 전년 대비 실적 감소를 전망하고 있는데, 이는 아직까지 세부 기준들이 확정되지 않았고, 공시 정보도 매우 제한적이기 때문에 IFRS17 기준의 실적 추정치가 아니며 현행 회계 기준이다.

그림 19. 2021F 순이익 추정



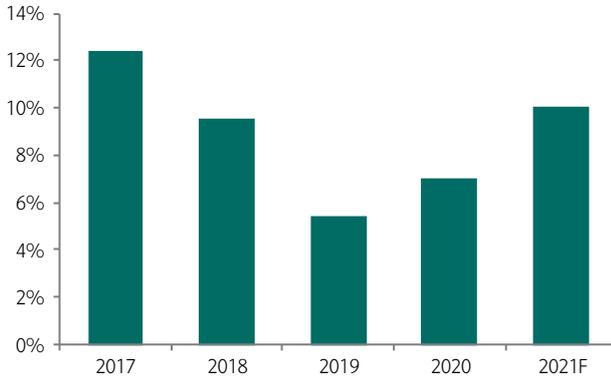
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 20. 2021F ROE 추정



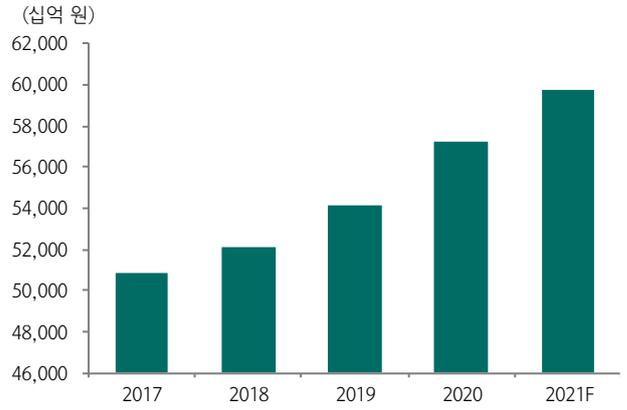
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 21. 2021F ROA 추정



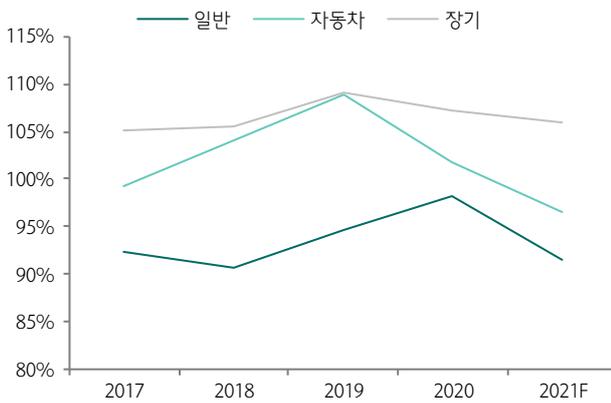
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 22. 2021F 경과보험료 추정



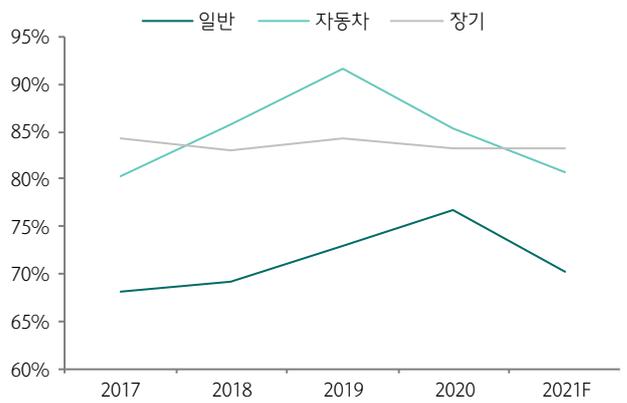
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 23. 2021F 합산비율 추정



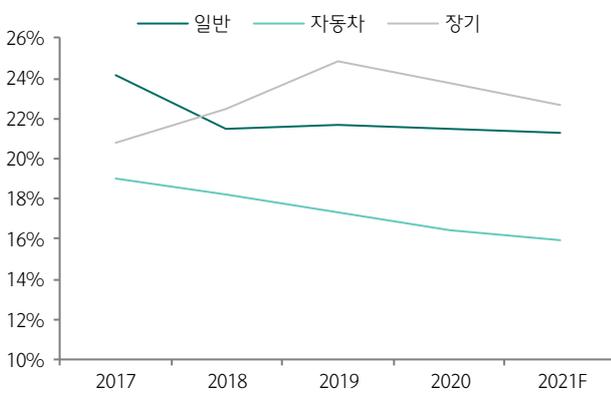
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 24. 2021F 경과손해율 추정



자료: 각 사, 하나금융투자

그림 25. 2021F 경과사업비율 추정



자료: 각 사, 하나금융투자

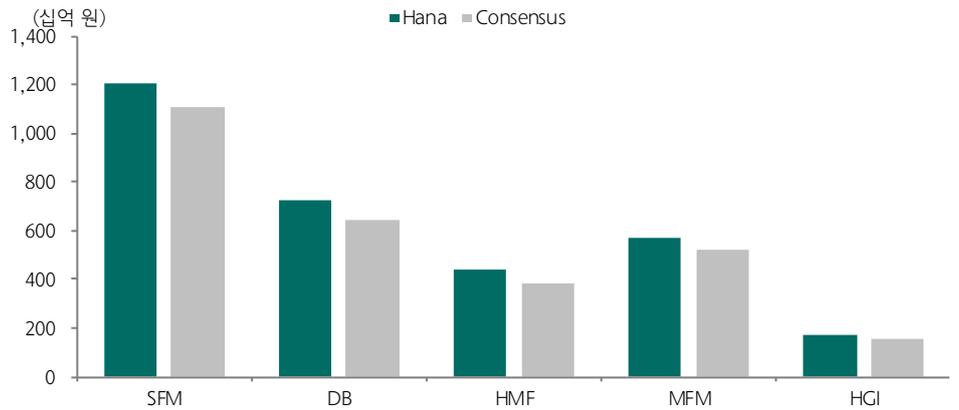
그림 26. 2021F 운용자산이익률 추정



자료: 각 사, 하나금융투자

합산 기준 컨센서스 10% 상회한
3.1조원 기록할 전망

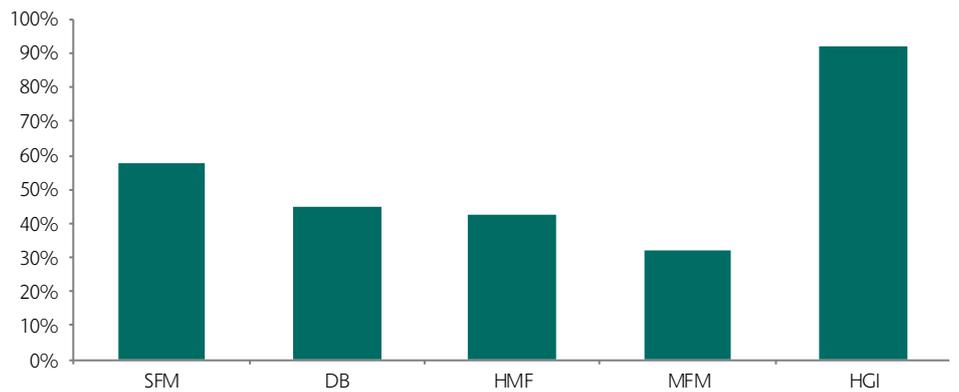
그림 27. 하나금융투자 2021F 순이익 추정치 대비 컨센서스



자료: FnGuide, 하나금융투자

연간 이익 증가율은 한화손보가 가장 높고, 대형사 중에서는 삼성화재가 가장 높을 것으로 추정

그림 28. 회사별 2021F 순이익 증가율 추정



자료: 각 사, 하나금융투자

3. 향후 손익 가시성 크게 개선될 것

1) 자동차 보험 제도 개선, 변동성 완화 측면에서 긍정적으로 판단

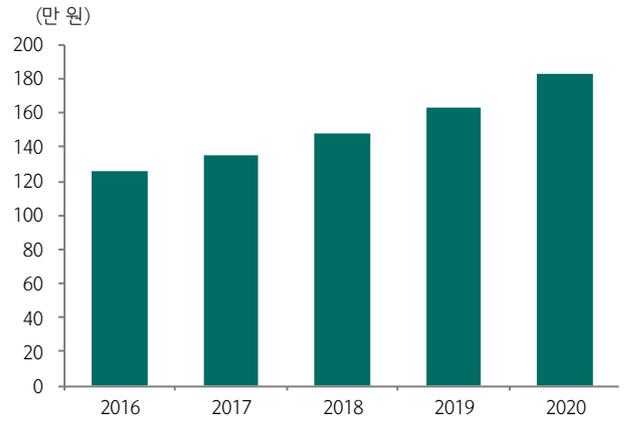
<p>금융위는 최근 자동차 보험 제도 개선 방안을 발표</p>	<p>2021년 9월 30일 금융위원회는 보도자료를 통해 자동차 보험 제도 개선 방안을 발표하였다. 주된 내용은; 1) 경상환자 치료비(대인2) 과실책임주의 도입, 2) 경상환자 장기 치료 시 진단서 의무화, 3) 상급병실 입원료 지급기준 개선, 4) 한방 진료수가 기준 개선이며, 이외에도 부부 특약과 자동차 보험 원가지수 산출 및 공표 등 자동차 보험료와 보험금 모두를 합리화 하는 방안들이 발표되었다. 해당 제도들은 하반기부터 표준약관, 규정 등의 개정을 거쳐 세부과제 별로 내년부터 시행될 예정이다.</p>
<p>경상환자 치료비 지급 체계 개선이 중요할 듯</p>	<p>경상환자(12~14등급) 치료비 지급 체계가 개선되는 점에 주목할 필요가 있다. 그간 손해율에 부담으로 작용된 대인담보 보험금 청구가 완화될 전망이다. 현재는 사고 발생 시 과실 비율과 무관하게 상대 차량 보험사에서 치료비를 지급하기 때문에 과잉진료가 유발될 가능성이 높고, 형평성에 어긋나는 비합리적인 구조인데, 제도 개선이 적용되는 2023년부터는 과실책임주의 원칙을 적용하여 경상환자의 치료비 중 본인 과실 부분은 본인의 보험사에서 처리하게 된다. 현재는 대인2 담보를 적용 받아 한도가 없으나 본인 과실은 등급별 보장 한도가 있기 때문에 사고 후 치료에 대한 모럴 헤저드가 예방될 것으로 전망된다.</p>
<p>향후에는 경상환자의 치료비 중 본인 과실 부분은 본인의 보험사에서 처리</p>	<p>현재는 별도의 진단서 제출 없이도 기간의 제한 없이 치료가 가능하지만, 2023년부터는 경상환자가 4주 이상 치료를 받을 경우 진단서를 제출해야 한다. 자동차 사고에 따른 평균 치료기간이 2015년에는 15.4일이었는데 2019년에는 21.1일로 확대될 정도로 과잉진료 유인이 높았지만 이 또한 축소될 수 있다고 예상된다. 또한, 불분명했던 첩약/약침 등의 한방진료 수가 기준을 개선할 계획이다. 경상환자의 경우 지난 5년간 양방치료비는 20% 감소한 반면, 같은 기간 한방치료비는 160% 이상 가파르게 증가하며 경상환자 보험금 지출 증가의 원인으로 작용되었던 만큼 이번 한방진료 수가 기준 개선도 긍정적인 영향이 예상된다.</p>
<p>또한, 경상환자의 장기 치료 시 진단서 제출이 의무화되고, 한방진료 수가 기준도 개선될 계획</p>	<p>하나금융투자는 이번 자동차 보험 제도 개선에 대해 매우 긍정적으로 판단한다. 여러 대외 여건상 가까운 시일 내에 자동차 보험료 인상 가능성은 매우 낮은 가운데 사고율 하락에 따라 보험료가 인하되고 원가 상승으로 향후 자동차 손해율은 상승 압력이 높았다. 하지만 이번 제도 개선으로 과도한 보험금 통제가 가능해진 만큼, 장기적으로도 손해보험사의 자동차 손해율은 안정적인 흐름을 지속할 것으로 전망되기 때문이다. 특히, 자동차 보험은 싸이클 성격이 강한데, 모럴 헤저드를 통제할 수 있는 장치가 마련된 만큼 중장기 손해율 변동성은 완화될 것으로 예상된다.</p>
<p>이번 제도 개선으로 자동차 손해율 불확실성은 축소되었다고 판단</p>	<p>2021년 2분기 기준 경과보험료 내 자동차 보험 비중은 삼성화재 29%, DB손해보험 29%, 현대해상 29%, 메리츠화재 7%, 한화손해보험 13%로, 이번 자동차 보험 제도 개선으로 대형 3사에 가장 큰 수혜가 예상된다.</p>

그림 29. 인보상/물보상 보험금 추이



자료: 금융위원회, 하나금융투자

그림 30. 경상환자 평균 보험금



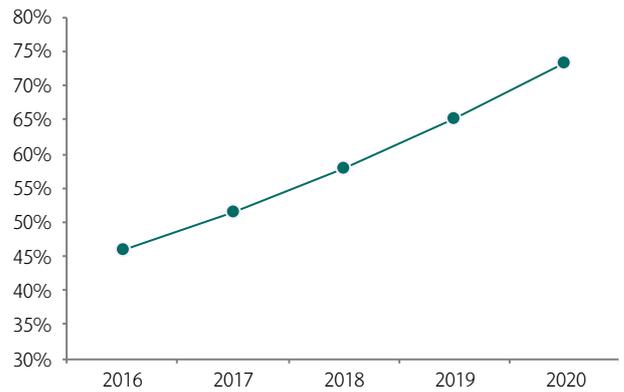
자료: 금융위원회, 하나금융투자

그림 31. 경상환자 진료비 비중



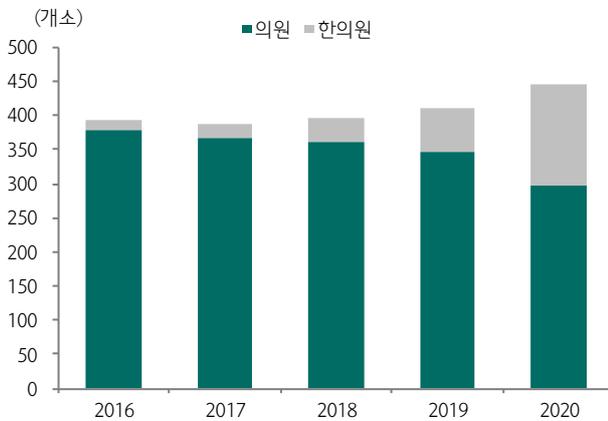
자료: 금융위원회, 하나금융투자

그림 32. 경상환자 치료비 중 한방치료비 비중



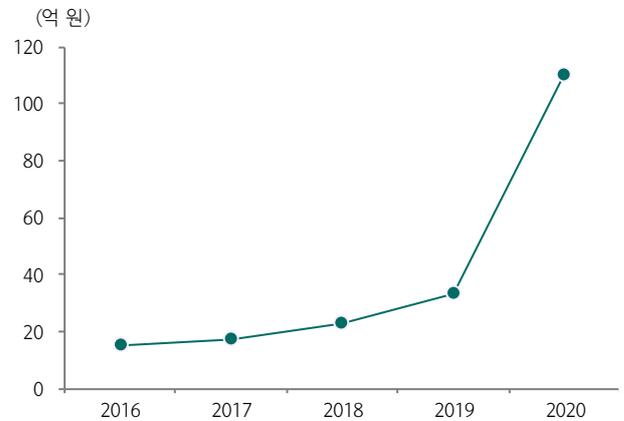
자료: 금융위원회, 하나금융투자

그림 33. 상급병실 입원료 청구 추이(의원급)



자료: 금융위원회, 하나금융투자

그림 34. 상급병실 입원료 지급 추이(의원급)



자료: 금융위원회, 하나금융투자

2) 장기 보험은 CSM 상각으로 손익 예측 가능성 제고

BBA가 적용되는 장기 보험의 손익은 CSM에 의해 결정

2023년 IFRS17 도입 시 일반 보험과 자동차 보험은 현행과 유사하게 PAA(Premium Allocation Approach, 보험료배분접근법)이 적용되고, 장기 보험은 BBA(Building Block Approach)가 적용된다. 이에 장기 보험 수지의 핵심은 보험부채인 CSM이며 지난 자료들에서도 언급했듯이, 이러한 CSM의 규모가 커 손해보험사들의 이익 레벨은 기존에 알던 수준을 크게 넘어설 전망이다.

이익 증가는 비용이 이연되는 효과와 미래의 이익 일부가 현재에 인식되는 효과에 기인

IFRS17 전환 시점에 이익이 큰 폭으로 증가하는 배경에는 비용이 이연 되는 효과도 있고, 미래의 이익 중 일부가 현재에 인식되는 효과도 있다. 하지만 이는 없던 이익이 생기는 것이 아니기 때문에 궁극적(Ultimately)으로는 같은 결론인데, 전체 보험계약기간 누적으로는 같은 이익으로 귀결(가정과 실제의 차이가 크지 않다고 봤을 때)된다고 이해할 수 있다.

이익 증가 보다도 손익 인식 패턴이 평탄화 되는 점이 더 큰 의미라고 판단

이익 자체가 큰 폭으로 증가하는 것도 의미가 있지만, 그보다 CSM이 상각되며 이익이 평탄화 되는 특징이 더 큰 의미를 갖는다고 판단한다. 투자자들이 예상할 수 있는 손익에 대한 가시성이 크게 제고(손익 변동성 완화)되는 것은 회사의 펀드멘털을 명료하게 확인할 수 있다는 의미이므로 Valuation 측면의 분명한 Re-Rating 요인이라고 생각하기 때문이다.

손익 가시성 개선은 Valuation 측면의 분명한 Re-Rating 요소

물론, IFRS17 도입 후에도 부채로 인식한 CSM이 가정(Assumption)을 기반으로 한 추정치이기 때문에 기시 가정과 실제치와의 차이(예실차)가 발생하며 일부 변동할 수는 있다. 하지만 이는 재평가 시 CSM 보정으로 정교화되고, 최소한 현재의 현금주의 회계 기준(IFRS4)에 비해서는 변동성이 완화될 수 밖에 없어 IFRS17 도입 시 장기 보험의 예측 가능성은 높아진다고 판단한다.

그림 35. IFRS17 손익 인식 예시

궁극적으로는 같은 이익으로 귀결되나 손익 패턴이 일정해지는 특징

		T ₁	T ₂	T ₃	T ₄	T ₅	...	T ₁₀	T ₁₁	T ₁₂	...	누적
IFRS4	보험료	50	50	50	50	50	...	50	50	50	...	1,000
	보험금	10	10	18	30	60	...	20	63	70	...	800
	손익	40	40	32	20	(10)	...	30	(13)	(20)	...	200
IFRS17	CSM잔액 (B/S)	200	190	180	170	160	...	100	90	80	...	
	CSM상각 (P/L)	10	10	10	10	10	...	10	10	10	...	200

자료: 하나금융투자

3. 4분기에도 주가 Outperform 지속될 전망

1) 2021년 YTD 주가 상승률 +36.4%

유니버스 손보사의 YTD 주가 상승률은 지수 대비 크게 초과 상승하였으며, 3분기는 2분기 대비해서 초과 상승폭 확대

유니버스 손해보험 5개사의 2021년 YTD 주가 상승률은 +36.4%로 KOSPI 6.8% 대비 29.6%p 초과 상승하였고, 3분기는 KOSPI 대비 19.6%p로 2분기 4.9%p 대비 초과 상승폭이 확대되었다.

주요 배경은 8월 1.8% 수준까지 하락했던 장기채 금리가 9월에 다시 상승하며 장단기 채 금리 Spread가 확대되었고, 안정적인 자동차 손해율에 따라 준수한 보험수지가 지속 확인되고 있으며, IFRS17 도입에 대한 증익 기대감이 반영되었기 때문이라고 판단된다. 또한, 메리츠화재의 자사주 매입 효과, 현대해상의 MSCI 편출 영향 축소 등 개별 수급 이슈도 작용되었다.

자사주 매입 효과에 따라 메리츠화재의 주가 상승률이 가장 돋보였고, 이외에는 DB손해보험이 안정적인 단기 실적과 동시에 IFRS17 기대감이 반영되며 양호한 흐름

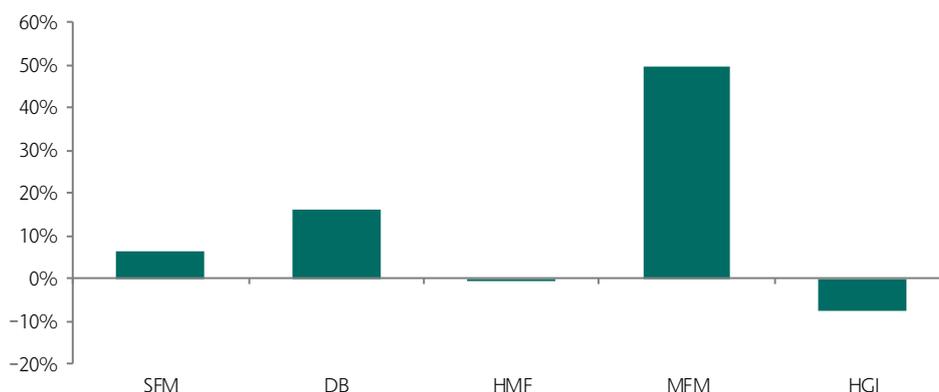
회사별 2021년 YTD 주가 상승률은; 삼성화재 +25.3%, DB손해보험 +45.4%, 현대해상 +11.9%, 메리츠화재 +109.2%, 한화손해보험 +17.5%이다. 3분기는 회사별 주가 차별화가 심화되었다. 전분기 대비 상승률은 삼성화재 +6.6%, DB손해보험 +16.1%, 현대해상 -0.2%, 메리츠화재 +49.8%, 한화손해보험 -7.6%를 기록하였다. 주가가 큰 폭으로 상승한 메리츠화재는 자사주 매입 효과가 크게 작용되었고, DB손해보험은 안정적인 단기 실적과 동시에 IFRS17 기대감이 반영되었다고 생각된다.

국내에서는 개인을 제외하고 기관과 연기금 모두 순매수, 외국인은 삼성화재 선호

3분기에 외국인은 KOSPI에 대한 순매도를 이어갔으며, 손보업종 내에서는 삼성화재만 순매수하며 업종 대표주 선호를 지속하였고, 국내 기관은 KOSPI를 순매도하였으나 손보업종은 전체적으로 순매수하고 주로 DB손해보험과 현대해상에 집중되었으며, 연기금은 대형 3사 위주로 순매수, 개인은 손해보험업종 전체에 대해 순매도하였다.

자사주 매입 효과로 3분기 메리츠화재의 주가상승률이 +49.8%로 가장 높았음

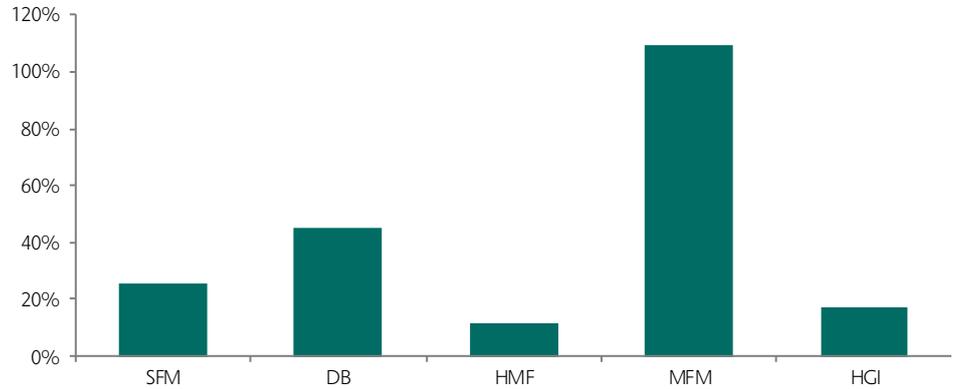
그림 36. 유니버스 손해보험 3Q21 주가 상승률



자료: Quantivise, 하나금융투자

YTD 주가 상승률도 메리츠화재가 가장 높음. 이를 제외 시 DB손해보험이 +45.4%로 가장 높은 상승률 기록했으며 모든 손보사들의 주가가 KOSPI 대비 Outperform

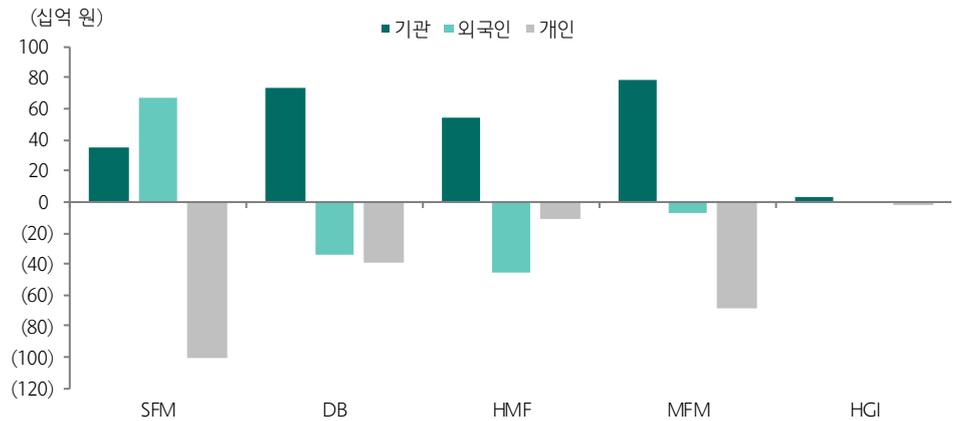
그림 37. 유니버스 손해보험 YTD(~9월) 주가 상승률



자료: Quantivise, 하나금융투자

3분기 외국인은 삼성화재만 순매수, 국내 기관은 2위권 손보사에 매수 집중

그림 38. 유니버스 손해보험 3Q21 주요 주체별 순매수 규모

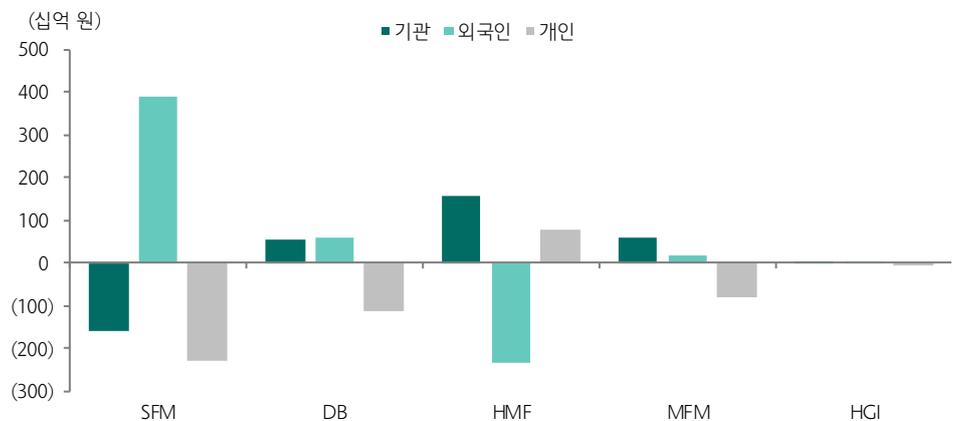


자료: Quantivise, 하나금융투자

국내 기관과 외국인이 모두 순매수한 DB손해보험의 주가가 가장 양호

외국인은 업종 대표주 삼성화재 선호, 현대해상은 MSCI 편출 되며 외국인 순매도

그림 39. 유니버스 손해보험 YTD(~9월) 주요 주체별 순매수 규모



자료: Quantivise, 하나금융투자

2) 4분기 주가 전망 및 Top Pick

금리 인상 압력 높고, 4분기는 배당 관심 증가하는 구간이기에 손보사에 대한 매력 부각

Top Pick은 현대해상, 관심종목은 삼성화재와 DB손해보험이지만 대형 3사간 주가 차별화 정도는 크지 않을 것

현대해상은 MSCI 편출로 수급이 불리하게 작용되며 주가가 상대적으로 부진했지만 해당 이슈 영향은 일단락 되었고 펀더멘털은 양호하기 때문에 Top Pick으로 제시

손보 5개사의 평균 배당수익률은 4.4%로 추정

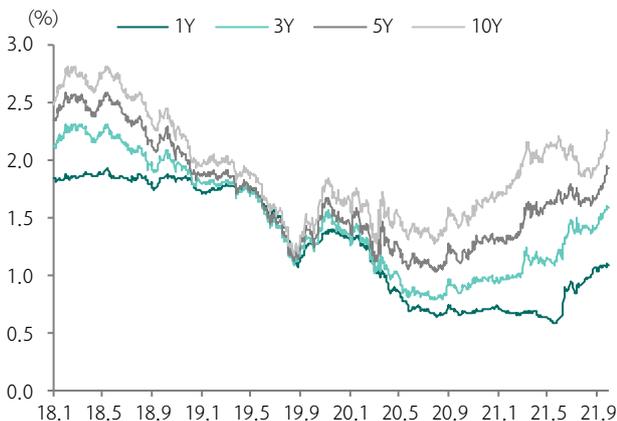
하나금융투자는 손해보험업종에 대해 비중확대 의견 유지하며, 실적 추정치 상향을 반영하여 커버리지 손보사 전체적으로 목표 주가를 약 3~10% 상향한다. 기준금리 인상 등 중장기적으로 금리 상승 압력이 높은 가운데 손해보험업종은 금리 상승이 직접적인 펀더멘털 개선으로 이어지는 몇 안 되는 업종 중 하나이다. 또한, 최근 국내 증시가 조정 받는 상황과 4분기는 배당 관심이 증가하는 시기임을 감안했을 때, 가치주이자 대표적인 배당주로 분류되는 손해보험업종의 주가가 양호할 것으로 예상된다.

4분기까지 무난하게 KOSPI 대비 초과 상승할 것으로 전망한다. Top Pick은 현대해상, 관심 종목은 삼성화재와 DB손해보험 제시하며 대형 3사 위주의 관심을 추천하는데, 4분기에는 대형 3사 내 주가 차별화가 크지 않을 것으로 전망되기 때문에 이러한 Top Pick 및 관심 종목 자체가 큰 의미를 갖는다고 보기는 어렵다고 생각한다. 회사별 주가 차별화가 축소될 것으로 생각하는 이유는; 1) 올해 예상 배당수익률 크게 상이하지 않고, 2) IFRS17 도입에 따른 수혜 정도는 이미 주가에 어느 정도 반영되었으며, 3) 단기 실적 흐름도 차별적이라고 보기는 어렵기 때문이다.

Top Pick으로 제시하는 현대해상의 Valuation은 P/E 4x, P/B 0.4x로 역사적인 저평가 수준이다. 그리고 시가총액(약 2.4조원)은 2위권 경쟁사인 DB손해보험(약 4.6조원)과 약 2배 가까이 차이 나는데, 현대해상의 MSCI 편출에 따른 수급 이슈는 일단락 되었고, 최근 견조한 보장성 신계약으로 CSM 확보 흐름도 긍정적이기 때문에 IFRS17 도입 이후를 감안해도 Multiple Gap이 이 이상 벌어질 이유는 없다고 판단하기 때문에 4분기에는 주가 상승률이 가장 높을 것으로 예상된다. 달리 말해, 삼성화재와 DB손해보험과 펀더멘털 차이는 분명히 존재하지만 현재의 시가총액 차이 만큼은 아니라고 판단한다.

유니버스 손해보험 5개사의 2021F 평균 배당수익률은 4.4%로 추정된다. 회사별로는; 삼성화재 6.0%, DB손해보험 5.0%, 현대해상 5.8%로 대형 3사의 배당 매력이 부각되며, 메리츠화재는 배당성향 축소에 따라 1.7%로 전년 대비 배당 매력은 크게 감소하고, 한화손해보험은 올해 배당이 재개될 것으로 예상되나 자본 적정성 한계 때문에 공격적인 배당성향이 예상되지는 않는 점에서 3.5%로 추정된다.

그림 40. KTB 1/3/5/10Y 금리



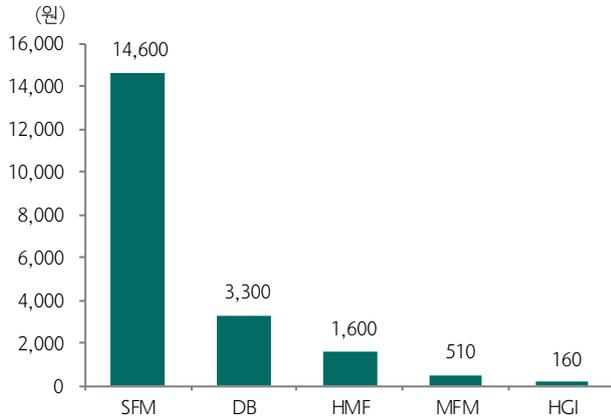
자료: 인포맥스, 하나금융투자

그림 41. 장단기채 Spread



자료: 인포맥스, 하나금융투자

그림 42. 2021F 예상 DPS



자료: 각 사, 하나금융투자

그림 43. 2021F 예상 배당수익률



자료: 각 사, 하나금융투자

표 4. 유니버스 손해보험 예상 배당 수익률(보통주)

(단위: 십억 원)

		순이익	YoY %	배당성향	YoY %	DPS(KRW)	YoY %	배당수익률	YoY %
삼성화재	19	609	-42.4%	55.6%	12.2%p	8,500	-26.1%	3.5%	-0.8%p
	20	767	25.9%	45.7%	-9.9%p	8,800	3.5%	4.7%	1.2%p
	21F	1,210	57.9%	48.0%	2.3%p	14,600	65.9%	6.0%	1.3%p
DB손해보험	19	373	-27.6%	25.5%	0.9%p	1,500	-25.0%	2.9%	0.0%p
	20	502	34.7%	26.3%	0.8%p	2,200	46.7%	4.9%	2.0%p
	21F	728	44.9%	27.0%	0.7%p	3,300	50.0%	5.0%	0.1%p
현대해상	19	250	-30.2%	28.0%	2.9%p	880	-22.1%	3.3%	0.5%p
	20	306	22.2%	26.0%	-2.0%p	1,000	13.6%	4.0%	0.8%p
	21F	437	42.8%	26.0%	0.0%p	1,600	60.0%	5.8%	1.8%p
메리츠화재	19	270	6.6%	35.0%	-1.1%p	850	3.7%	4.8%	1.0%p
	20	433	60.0%	34.9%	-0.1%p	1,280	50.6%	8.8%	4.0%p
	21F	572	32.1%	10.0%	-24.9%p	510	-60.2%	1.7%	-7.1%p
한화손해보험	19	-61	적자전환	0.0%	-18.4%p	-	무배당	0.0%	-2.2%p
	20	88	흑자전환	0.0%	0.0%p	-	무배당	0.0%	0.0%p
	21F	170	92.3%	11.0%	11.0%p	160	배당재개	3.5%	3.5%p

자료: 각 사, 하나금융투자

표 5. 유니버스 손해보험 5사 주요 실적 추정 및 Valuation Table

(단위: 십억 원)

		유니버스 합산	삼성화재 (000810.KS)	DB손해보험 (005830.KS)	현대해상 (001450.KS)	메리츠화재 (000060.KS)	한화손해보험 (000370.KS)
투자 의견		OVERWEIGHT	매수	매수	매수	매수	매수
목표 주가			310,000원	77,000원	38,000원	34,000원	6,300원
경과보험료	2020	57,271	18,440	12,670	12,837	8,543	4,781
	2021F	59,755	18,604	13,560	13,441	9,259	4,890
	2022F	61,330	18,904	13,932	13,731	9,512	5,252
총영업이익	2020	3,033	1,132	683	479	611	128
	2021F	4,366	1,716	997	641	776	237
	2022F	4,015	1,511	869	599	785	251
당기순이익	2020	2,097	767	502	306	433	88
	2021F	3,117	1,210	728	437	572	170
	2022F	2,878	1,063	641	415	584	176
자산총계	2020	232,425	91,721	47,124	48,820	25,281	19,479
	2021F	240,882	92,478	49,392	50,690	27,631	20,690
	2022F	252,637	95,088	51,982	52,963	30,410	22,195
부채총계	2020	200,994	75,483	41,060	44,070	22,609	17,772
	2021F	210,489	77,038	43,299	46,067	24,996	19,090
	2022F	220,217	79,134	45,421	48,033	27,191	20,439
자본총계	2020	31,431	16,238	6,064	4,750	2,672	1,707
	2021F	30,392	15,440	6,093	4,624	2,636	1,600
	2022F	32,420	15,953	6,562	4,930	3,219	1,756
ROA	2020	0.9%	0.9%	1.1%	0.6%	1.8%	0.5%
	2021F	1.3%	1.3%	1.5%	0.9%	2.1%	0.8%
	2022F	1.2%	1.1%	1.2%	0.8%	1.9%	0.8%
ROE	2020	7.0%	5.0%	8.5%	6.6%	17.2%	5.6%
	2021F	10.1%	7.8%	11.9%	9.3%	21.7%	10.3%
	2022F	9.2%	6.7%	9.8%	8.7%	18.1%	10.5%
EPS(원)	2020		19,254	8,363	3,840	3,672	757
	2021F		30,393	12,118	6,267	5,118	1,456
	2022F		26,694	10,682	5,943	5,224	1,504
BPS(원)	2020		407,652	100,994	53,325	21,752	12,747
	2021F		387,634	101,481	59,144	22,658	11,825
	2022F		400,513	109,279	63,541	27,881	13,163
P/E(X)	2020		9.7	5.4	6.0	4.0	5.9
	2021F		8.0	5.4	4.4	5.8	3.1
	2022F		9.1	6.2	4.6	5.7	3.0
P/B(X)	2020		0.5	0.4	0.4	0.7	0.3
	2021F		0.6	0.6	0.5	1.3	0.4
	2022F		0.6	0.6	0.4	1.1	0.3
DPS(원)	2020		8,800	2,200	1,000	1,280	-
	2021F		14,600	3,300	1,600	510	160
	2022F		12,900	2,900	1,500	520	170

자료: 각 사, 하나금융투자

5. 회사별 3Q21F Preview

1) 삼성화재(000810.KS/매수/TP 310,000원(상향))

삼성화재에 대한 매수 의견 유지하며 목표가는 실적 추정치 상향에 따라 310,000원으로 상향한다. 하나금융투자 보험업종 내 관심종목으로 제시한다. 압도적인 자본력은 IFRS17 도입 이후 차별적인 주주 환원 정책으로 이어질 수 있으며, CSM 상각률이 타사 대비 높을 것으로 예상한다.

3분기 순이익은 전년 대비 +43.6% 개선되고, 전분기 대비 -10.2% 둔화된 2,807억원을 기록할 것으로 추정된다. 대형 3사 내에서 전년 대비 이익 증가 폭이 다소 약할 것으로 예상하는데, 이는 일반 보험 전분기 대비 +20.7%p 둔화된 78.7%를 기록할 것으로 예상하기 때문이다. 경상이익 체력은 여전히 양호하다고 판단한다.

표 6. 삼성화재 주요 실적 추정

(단위: 십억 원)

	3Q21F	3Q20	YoY %	2Q21	QoQ %	2021F	2020	YoY %
원수보험료	4,935	4,953	-0.4%	4,914	0.4%	19,660	19,549	0.6%
경과보험료	4,693	4,634	1.3%	4,629	1.4%	18,604	18,440	0.9%
일반	419	389	7.8%	383	9.4%	1,586	1,563	1.5%
자동차	1,376	1,330	3.5%	1,363	0.9%	5,465	5,157	6.0%
장기	2,897	2,916	-0.6%	2,883	0.5%	11,554	11,720	-1.4%
경과손해액	3,829	3,859	-0.8%	3,693	3.7%	15,234	15,370	-0.9%
일반	330	320	3.1%	225	46.9%	1,212	1,276	-5.0%
자동차	1,088	1,141	-4.6%	1,066	2.1%	4,408	4,415	-0.2%
장기	2,411	2,397	0.6%	2,402	0.4%	9,615	9,679	-0.7%
순사업비	942	972	-3.1%	975	-3.4%	3,792	3,890	-2.5%
보험영업이익	-79	-196	적자지속	-38	적자지속	-422	-820	적자지속
투자영업이익	477	482	-1.1%	491	-2.7%	2,138	1,952	9.5%
총영업이익	399	286	39.3%	452	-11.9%	1,716	1,132	51.6%
영업외손익	-19	-20	적자지속	-18	적자지속	-75	-83	적자지속
세전이익	379	266	42.5%	434	-12.7%	1,641	1,049	56.5%
법인세비용	99	71	39.7%	122	-19.1%	431	282	52.6%
당기순이익	281	196	43.6%	313	-10.2%	1,210	767	57.9%
합산비율	101.7%	104.2%	-2.6%p	100.8%	0.9%p	102.3%	104.4%	-2.2%p
일반	96.9%	100.1%	-3.2%p	78.9%	18.0%p	95.5%	100.3%	-4.8%p
자동차	94.2%	100.6%	-6.4%p	93.8%	0.4%p	95.8%	100.8%	-5.1%p
장기	105.9%	106.5%	-0.5%p	107.1%	-1.2%p	106.3%	106.6%	-0.3%p
경과손해율	81.6%	83.3%	-1.7%p	79.8%	1.8%p	81.9%	83.4%	-1.5%p
일반	78.7%	82.3%	-3.6%p	58.6%	20.1%p	76.4%	81.6%	-5.2%p
자동차	79.1%	85.8%	-6.7%p	78.2%	0.9%p	80.7%	85.6%	-5.0%p
장기	83.2%	82.2%	1.0%p	83.3%	-0.1%p	83.2%	82.6%	0.6%p
장기위험	88.9%	85.7%	3.1%p	89.4%	-0.5%p	89.2%	87.2%	2.0%p
경과사업비율	20.1%	21.0%	-0.9%p	21.1%	-1.0%p	20.4%	21.1%	-0.7%p
일반	18.2%	17.8%	0.4%p	20.3%	-2.1%p	19.1%	18.7%	0.4%p
자동차	15.1%	14.8%	0.3%p	15.6%	-0.5%p	15.1%	15.2%	-0.1%p
장기	22.7%	24.2%	-1.5%p	23.8%	-1.1%p	23.1%	24.0%	-0.9%p
운용자산이익률	2.5%	2.7%	-0.1%p	2.6%	-0.1%p	2.8%	2.7%	0.0%p

자료: 삼성화재, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억 원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
원수보험료	18,839	19,549	19,660	19,972	20,544
보유보험료	18,384	18,865	18,786	19,090	19,638
경과보험료	18,003	18,440	18,604	18,904	19,459
일반	1,538	1,563	1,586	1,696	1,845
자동차	4,642	5,157	5,465	5,522	5,784
장기	11,823	11,720	11,554	11,687	11,829
발생손해액	8,053	8,595	8,515	8,641	9,010
경과손해액	15,266	15,370	15,234	15,632	16,085
일반	1,140	1,276	1,212	1,259	1,406
자동차	4,243	4,415	4,408	4,649	4,874
장기	9,882	9,679	9,615	9,724	9,804
순사업비	3,814	3,890	3,792	3,845	3,908
일반	308	292	302	320	369
자동차	758	785	825	813	836
장기	2,749	2,813	2,664	2,711	2,703
보험영업이익	-1,077	-820	-422	-573	-534
투자영업이익	1,991	1,952	2,138	2,084	2,138
총영업이익	914	1,132	1,716	1,511	1,604
영업외수익	85	98	89	91	92
영업외비용	180	181	164	165	166
특별계정이익	-	-	-	-	-
세전이익	819	1,049	1,641	1,437	1,530
법인세비용	210	282	431	374	398
당기순이익	609	767	1,210	1,063	1,133

재무상태표	(단위: 십억 원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
자산총계	84,437	91,721	92,478	95,088	97,434
운용자산	71,391	77,375	76,539	78,495	80,596
현금및예치금	1,299	1,667	1,011	1,044	1,072
유가증권	45,874	49,157	49,138	50,385	51,733
대출채권	23,457	25,831	25,665	26,324	27,029
부동산	761	721	724	743	763
비운용자산	4,956	5,075	5,126	5,177	5,229
특별계정자산	8,089	9,271	10,813	11,416	11,609
부채총계	70,230	75,483	77,038	79,134	80,934
책임준비금	57,866	59,566	60,525	61,803	63,071
보험료적립금	49,078	49,602	50,146	50,847	51,557
미경과보험료적립금	3,545	4,019	4,211	4,396	4,576
기타부채	4,037	4,739	5,027	5,423	5,658
특별계정부채	8,326	11,178	11,486	11,908	12,205
자본총계	14,207	16,238	15,440	15,953	16,500
자본금	26	26	26	26	26
보통주	25	25	25	25	25
우선주	2	2	2	2	2
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	8,950	9,355	9,572	10,085	10,631
비상위험준비금	2,233	2,348	2,461	2,583	2,709
자본조정	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계액	5,775	7,400	6,387	6,387	6,387
신종자본증권	-	-	-	-	-

주요 지표 (1)

(단위: %)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출 구성 (경과)					
일반	8.5	8.5	8.5	9.0	9.5
자동차	25.8	28.0	29.4	29.2	29.7
장기	65.7	63.6	62.1	61.8	60.8
운용자산 구성					
현금및예치금	1.8	2.2	1.3	1.3	1.3
유가증권	64.3	63.5	64.2	64.2	64.2
대출채권	32.9	33.4	33.5	33.5	33.5
부동산	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9
수익성 지표					
합산비율	106.0	104.4	102.3	103.0	102.7
일반	94.2	100.3	95.5	93.2	96.2
자동차	107.7	100.8	95.8	98.9	98.7
장기	106.8	106.6	106.3	106.4	105.7
경과손해율	84.8	83.4	81.9	82.7	82.7
일반	74.2	81.6	76.4	74.3	76.2
자동차	91.4	85.6	80.7	84.2	84.3
장기	83.6	82.6	83.2	83.2	82.9
장기위험	84.8	87.2	89.2	90.4	89.2
경과사업비율	21.2	21.1	20.4	20.3	20.1
일반	20.0	18.7	19.1	18.9	20.0
자동차	16.3	15.2	15.1	14.7	14.4
장기	23.3	24.0	23.1	23.2	22.9
투자수익률	3.0	2.7	2.8	2.7	2.7
ROA	0.7	0.8	1.3	1.1	1.2
ROE	4.3	4.7	7.8	6.7	6.9

자료: 하나금융투자

주요 지표 (2)

(단위: %)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
전년 대비 성장성					
경과보험료	1.7	2.4	0.9	1.6	2.9
일반	8.8	1.7	1.5	6.9	8.8
자동차	3.0	11.1	6.0	1.1	4.8
장기	0.4	-0.9	-1.4	1.2	1.2
발생손해액	11.1	6.7	-0.9	1.5	4.3
경과손해액	3.8	0.7	-0.9	2.6	2.9
일반	12.2	11.9	-5.0	3.9	11.7
자동차	10.4	4.1	-0.2	5.5	4.8
장기	0.3	-2.1	-0.7	1.1	0.8
순사업비	5.7	2.0	-2.5	1.4	1.6
투자영업이익	-6.8	-1.9	9.5	-2.5	2.6
총영업이익	-39.9	23.8	51.6	-11.9	6.2
세전이익	-43.1	28.1	56.5	-12.4	6.5
당기순이익	-42.4	25.9	57.9	-12.2	6.5
자산총계	6.9	8.6	0.8	2.8	2.5
부채총계	5.3	7.5	2.1	2.7	2.3
자본총계	15.6	14.3	-4.9	3.3	3.4
투자 지표					
EPS (KRW)	15,297	19,254	30,393	26,694	28,436
BPS (KRW)	356,673	407,652	387,634	400,513	414,228
P/E (X)	15.9	9.7	8.0	9.1	8.5
P/B (X)	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6
DPS (KRW)	8,500	8,800	14,600	12,900	13,800
배당성장 (%)	55.6	45.7	48.0	48.3	48.5
배당수익률 (%)	3.5	4.7	6.0	5.3	5.7

2) DB손해보험(005830.KS/매수/TP 77,000원(상향))

DB손해보험에 대한 투자 의견 매수, 목표 주가는 77,000원으로 상향하며, 관심 종목으로 제시한다. 수익성 높은 운전자 보험 신계약 판매가 지속 확대되고 있는 점과 주요 보험손익 지표가 안정적이라는 점에서 IFRS17 도입 시 모멘텀이 크게 작용될 것으로 예상된다.

3분기 순이익은 1,920억원으로 전년 대비 +107.4%, 전분기 대비는 -18.4% 감소할 전망이다. 자동차 손해율 개선과 안정적인 일반 보험 손해율, 장기 사업비율 개선을 통해 합산비율이 전년 대비 -3.6%p 개선될 것으로 추정된다.

표 7. DB손해보험 주요 실적 추정

(단위: 십억 원)

	3Q21F	3Q20	YoY %	2Q21	QoQ %	2021F	2020	YoY %
원수보험료	3,809	3,531	7.9%	3,792	0.5%	15,070	14,070	7.1%
경과보험료	3,414	3,218	6.1%	3,396	0.5%	13,560	12,670	7.0%
일반	247	214	15.4%	223	10.7%	935	794	17.7%
자동차	957	907	5.5%	973	-1.6%	3,830	3,520	8.8%
장기	2,211	2,097	5.4%	2,200	0.5%	8,794	8,356	5.2%
경과손해액	2,801	2,720	3.0%	2,737	2.3%	11,141	10,626	4.8%
일반	156	165	-5.8%	133	17.0%	597	561	6.4%
자동차	756	773	-2.2%	741	1.9%	3,076	2,972	3.5%
장기	1,890	1,782	6.0%	1,862	1.5%	7,468	7,093	5.3%
순사업비	671	667	0.6%	665	0.9%	2,734	2,635	3.8%
보험영업이익	-57	-169	적자지속	-6	적자지속	-315	-590	-46.7%
투자영업이익	318	294	8.2%	327	-2.8%	1,312	1,274	3.0%
총영업이익	260	125	108.9%	321	-19.0%	997	683	45.9%
영업외손익	10	9	10.1%	9	9.6%	40	44	-9.6%
세전이익	259	124	108.8%	323	-19.6%	994	679	46.6%
법인세비용	67	32	112.8%	87	-22.7%	267	176	51.3%
당기순이익	192	93	107.4%	235	-18.4%	728	502	44.9%
합산비율	101.7%	105.2%	-3.6%p	100.2%	1.5%p	102.3%	104.7%	-2.3%p
일반	88.1%	100.1%	-12.0%p	84.0%	4.1%p	88.7%	95.8%	-7.1%p
자동차	94.1%	101.0%	-6.9%p	91.0%	3.1%p	95.6%	100.4%	-4.8%p
장기	106.5%	107.6%	-1.1%p	105.9%	0.6%p	106.7%	107.3%	-0.6%p
경과손해율	82.0%	84.5%	-2.5%p	80.6%	1.4%p	82.2%	83.9%	-1.7%p
일반	63.0%	77.1%	-14.1%p	59.6%	3.4%p	63.9%	70.7%	-6.8%p
자동차	79.0%	85.2%	-6.2%p	76.2%	2.8%p	80.3%	84.4%	-4.1%p
장기	85.5%	85.0%	0.5%p	84.7%	0.8%p	84.9%	84.9%	0.0%p
장기위험	95.1%	93.6%	1.6%p	94.4%	0.7%p	94.3%	92.9%	1.4%p
경과사업비율	19.6%	20.7%	-1.1%p	19.6%	0.1%p	20.2%	20.8%	-0.6%p
일반	25.1%	23.0%	2.1%p	24.4%	0.7%p	24.9%	25.2%	-0.3%p
자동차	15.1%	15.8%	-0.7%p	14.8%	0.3%p	15.3%	16.0%	-0.6%p
장기	21.0%	22.6%	-1.6%p	21.2%	-0.2%p	21.8%	22.4%	-0.6%p
운용자산이익률	3.2%	3.1%	0.1%p	3.3%	-0.2%p	3.4%	3.4%	-0.1%p

자료: DB손해보험, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억 원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
원수보험료	13,027	14,070	15,070	15,511	15,857
보유보험료	12,115	13,035	13,848	14,231	14,549
경과보험료	11,871	12,670	13,560	13,932	14,213
일반	668	794	935	1,017	1,071
자동차	3,101	3,520	3,830	3,919	4,009
장기	8,101	8,356	8,794	8,996	9,133
발생손해액	5,946	6,428	6,819	7,064	7,208
경과손해액	10,242	10,626	11,141	11,612	11,824
일반	467	561	597	706	726
자동차	2,840	2,972	3,076	3,273	3,369
장기	6,935	7,093	7,468	7,632	7,729
순사업비	2,485	2,635	2,734	2,830	2,923
일반	173	200	232	250	278
자동차	528	561	587	592	605
장기	1,785	1,873	1,914	1,988	2,039
보험영업이익	-856	-590	-315	-510	-534
투자영업이익	1,369	1,274	1,312	1,379	1,454
총영업이익	512	683	997	869	920
영업외수익	31	44	40	41	41
영업외비용	38	49	43	43	43
특별계정이익	-	-	-	-	-
세전이익	505	679	994	867	917
법인세비용	132	176	267	225	238
당기순이익	373	502	728	641	679

재무상태표	(단위: 십억 원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
자산총계	43,667	47,124	49,392	51,982	54,367
운용자산	36,974	38,936	40,750	43,052	45,273
현금및예치금	426	295	393	415	436
유가증권	24,449	25,550	26,748	28,264	29,723
대출채권	10,957	11,945	12,437	13,135	13,812
부동산	1,142	1,145	1,172	1,238	1,302
비운용자산	3,256	3,622	3,658	3,695	3,732
특별계정자산	3,437	4,567	4,984	5,236	5,362
부채총계	37,946	41,060	43,299	45,421	47,310
책임준비금	32,512	34,288	35,878	37,592	39,356
보험료적립금	27,216	28,294	29,470	30,721	31,990
미경과보험료적립금	2,428	2,795	3,113	3,412	3,747
기타부채	1,977	2,176	2,456	2,609	2,602
특별계정부채	3,457	4,596	4,964	5,220	5,352
자본총계	5,721	6,064	6,093	6,562	7,057
자본금	35	35	35	35	35
보통주	35	35	35	35	35
우선주	-	-	-	-	-
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	4,536	4,943	5,342	5,810	6,306
비상위험준비금	1,024	1,131	1,249	1,372	1,497
자본조정	-30	-152	-152	-152	-152
기타포괄손익누계액	1,141	1,200	830	830	830
신종자본증권	-	-	-	-	-

주요 지표 (1)

(단위: %)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출 구성 (경과)					
일반	5.6	6.3	6.9	7.3	7.5
자동차	26.1	27.8	28.2	28.1	28.2
장기	68.2	65.9	64.9	64.6	64.3
운용자산 구성					
현금및예치금	1.2	0.8	1.0	1.0	1.0
유가증권	66.1	65.6	65.6	65.7	65.7
대출채권	29.6	30.7	30.5	30.5	30.5
부동산	3.1	2.9	2.9	2.9	2.9
수익성 지표					
합산비율	107.2	104.7	102.3	103.7	103.8
일반	95.7	95.8	88.7	94.1	93.8
자동차	108.6	100.4	95.6	98.6	99.1
장기	107.6	107.3	106.7	106.9	107.0
경과손해율	86.3	83.9	82.2	83.3	83.2
일반	69.8	70.7	63.9	69.5	67.8
자동차	91.6	84.4	80.3	83.5	84.0
장기	85.6	84.9	84.9	84.8	84.6
장기위험	92.7	92.9	94.3	95.1	94.9
경과사업비율	20.9	20.8	20.2	20.3	20.6
일반	25.8	25.2	24.9	24.6	26.0
자동차	17.0	16.0	15.3	15.1	15.1
장기	22.0	22.4	21.8	22.1	22.3
투자수익률	4.0	3.4	3.4	3.4	3.4
ROA	0.9	1.1	1.5	1.2	1.2
ROE	6.5	8.3	11.9	9.8	9.6

자료: 하나금융투자

주요 지표 (2)

(단위: %)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
전년 대비 성장성					
경과보험료	2.4	6.7	7.0	2.7	2.0
일반	14.7	18.9	17.7	8.7	5.3
자동차	2.5	13.5	8.8	2.3	2.3
장기	1.5	3.1	5.2	2.3	1.5
발생손해액	13.8	8.1	6.1	3.6	2.0
경과손해액	6.0	3.8	4.8	4.2	1.8
일반	18.7	20.3	6.4	18.3	2.8
자동차	7.7	4.6	3.5	6.4	2.9
장기	4.5	2.3	5.3	2.2	1.3
순사업비	10.2	6.0	3.8	3.5	3.3
투자영업이익	27.4	-6.9	3.0	5.1	5.4
총영업이익	-31.3	33.4	45.9	-12.8	5.8
세전이익	-28.9	34.3	46.6	-12.8	5.8
당기순이익	-27.6	34.7	44.9	-11.8	5.8
자산총계	9.8	7.9	4.8	5.2	4.6
부채총계	8.8	8.2	5.5	4.9	4.2
자본총계	16.5	6.0	0.5	7.7	7.5
투자 지표					
EPS (KRW)	5,888	8,363	12,118	10,682	11,302
BPS (KRW)	90,376	100,994	101,481	109,279	117,529
P/E (X)	8.9	5.4	5.4	6.2	5.8
P/B (X)	0.6	0.4	0.6	0.6	0.6
DPS (KRW)	1,500	2,200	3,300	2,900	3,100
배당성향 (%)	25.5	26.3	27.0	27.0	27.0
배당수익률 (%)	2.9	4.9	5.0	4.4	4.7

3) 현대해상(001450.KS/매수/TP 38,000원(상향)) – Top Pick

현대해상에 대한 투자 의견 매수 유지하고, 목표가는 38,000원으로 상향, 보험업종 Top Pick으로 제시한다. 대형 3사 내에서 다소 열위에 있는 부분들이 있지만, Multiple 매력이 부각되고, 5.8%에 달하는 배당 수익률을 감안했을 때 4분기에는 주가 상승이 소폭이나마 돋보일 전망이다. MSCI 편출에 영향도 일단락 된 것으로 파악된다.

3분기 순이익은 전년 대비 -5.9% 감소할 전망이다, 이는 전년 동기 사옥 매각익 반영에 따른 투자손익 부분의 기저 효과이며 합산비율은 자동차 손해율과 장기 사업비율 개선에 힘입어 전년 대비 -4.2%p로 가파르게 개선될 것으로 예상된다.

표 8. 현대해상 주요 실적 추정

(단위: 십억 원)

	3Q21F	3Q20	YoY %	2Q21	QoQ %	2021F	2020	YoY %
원수보험료	3,756	3,593	4.5%	3,849	-2.4%	15,139	14,410	5.1%
경과보험료	3,317	3,248	2.1%	3,395	-2.3%	13,441	12,837	4.7%
일반	170	143	18.9%	153	10.6%	641	553	15.9%
자동차	924	922	0.3%	977	-5.4%	3,818	3,593	6.3%
장기	2,223	2,184	1.8%	2,265	-1.8%	8,982	8,691	3.3%
경과손해액	2,750	2,796	-1.6%	2,808	-2.1%	11,257	10,992	2.4%
일반	103	105	-1.4%	88	17.0%	403	392	2.6%
자동차	734	792	-7.4%	768	-4.5%	3,100	3,068	1.0%
장기	1,913	1,899	0.7%	1,952	-2.0%	7,755	7,531	3.0%
순사업비	682	701	-2.6%	706	-3.3%	2,758	2,701	2.1%
보험영업이익	-115	-249	적자지속	-119	적자지속	-574	-856	-33.0%
투자영업이익	291	448	-35.1%	297	-2.1%	1,215	1,335	-9.0%
총영업이익	175	200	-12.1%	178	-1.6%	641	479	33.8%
영업외손익	-9	-6	39.2%	-9	-5.2%	-40	-10	323.2%
세전이익	166	193	-13.9%	169	-1.4%	600	445	35.0%
법인세비용	43	62	-30.5%	46	-6.3%	163	139	17.8%
당기순이익	123	131	-5.9%	123	0.5%	437	306	42.8%
합산비율	103.5%	107.7%	-4.2%p	103.5%	0.0%p	104.3%	106.7%	-2.4%p
일반	82.8%	93.3%	-10.5%p	73.3%	9.5%p	82.0%	90.9%	-8.9%p
자동차	96.5%	103.4%	-6.9%p	95.0%	1.5%p	97.8%	103.0%	-5.2%p
장기	108.0%	110.4%	-2.4%p	109.2%	-1.3%p	108.6%	109.2%	-0.6%p
경과손해율	82.9%	86.1%	-3.2%p	82.7%	0.2%p	83.8%	85.6%	-1.9%p
일반	60.8%	73.3%	-12.5%p	57.5%	3.3%p	62.8%	71.0%	-8.2%p
자동차	79.4%	85.9%	-6.5%p	78.6%	0.8%p	81.2%	85.4%	-4.2%p
장기	86.1%	87.0%	-0.9%p	86.2%	-0.1%p	86.3%	86.7%	-0.3%p
장기위험	95.7%	96.2%	-0.5%p	97.0%	-1.3%p	96.8%	96.0%	0.8%p
경과사업비율	20.6%	21.6%	-1.0%p	20.8%	-0.2%p	20.5%	21.0%	-0.5%p
일반	22.0%	20.0%	2.0%p	15.8%	6.2%p	19.1%	19.9%	-0.7%p
자동차	17.1%	17.5%	-0.4%p	16.4%	0.7%p	16.6%	17.6%	-1.0%p
장기	21.9%	23.4%	-1.5%p	23.0%	-1.1%p	22.3%	22.6%	-0.3%p
운용자산이익률	2.8%	4.5%	-1.7%p	2.9%	-0.1%p	3.0%	3.5%	-0.5%p

자료: 현대해상, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억 원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
원수보험료	13,417	14,410	15,139	15,465	15,747
보유보험료	12,271	13,160	13,758	14,059	14,316
경과보험료	12,061	12,837	13,441	13,731	13,990
일반	499	553	641	672	670
자동차	3,240	3,593	3,818	3,835	3,949
장기	8,321	8,691	8,982	9,223	9,372
발생손해액	6,013	6,469	6,803	7,043	7,172
경과손해액	10,534	10,992	11,257	11,811	12,027
일반	331	392	403	488	443
자동차	2,968	3,068	3,100	3,240	3,372
장기	7,235	7,531	7,755	8,084	8,212
순사업비	2,574	2,701	2,758	2,786	2,857
일반	90	110	123	128	128
자동차	597	631	633	606	632
장기	1,886	1,960	2,003	2,052	2,097
보험영업이익	-1,047	-856	-574	-867	-893
투자영업이익	1,430	1,335	1,215	1,466	1,531
총영업이익	383	479	641	599	638
영업외수익	23	-10	-40	-39	-39
영업외비용	58	25	-	-	-
특별계정이익	-	-	-	-	-
세전이익	348	445	600	560	599
법인세비용	98	139	163	146	156
당기순이익	250	306	437	415	443

재무상태표	(단위: 십억 원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
자산총계	45,826	48,820	50,690	52,963	55,082
운용자산	38,501	40,697	46,459	48,618	50,671
현금및예치금	977	996	1,020	1,066	1,111
유가증권	25,572	27,258	30,961	32,404	33,772
대출채권	10,881	11,547	13,477	14,101	14,696
부동산	1,071	896	1,001	1,048	1,092
비운용자산	3,849	4,061	-	-	-
특별계정자산	3,476	4,063	4,231	4,345	4,411
부채총계	41,348	44,070	46,067	48,033	49,823
책임준비금	35,343	37,310	38,964	40,826	42,722
보험료적립금	29,875	31,252	32,414	33,853	35,325
미경과보험료적립금	2,623	2,953	3,339	3,667	3,993
기타부채	2,563	2,573	2,826	2,821	2,640
특별계정부채	3,442	4,187	4,277	4,386	4,462
자본총계	4,478	4,750	4,624	4,930	5,258
자본금	45	45	45	45	45
보통주	45	45	45	45	45
우선주	-	-	-	-	-
자본잉여금	114	113	113	113	113
이익잉여금	3,138	3,412	3,635	3,942	4,270
비상위험준비금	948	1,031	1,132	1,237	1,343
자본조정	-38	-45	-68	-68	-68
기타포괄손익누계액	720	727	400	400	400
신종자본증권	498	498	498	498	498

주요 지표 (1)

(단위: %)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출 구성 (경과)					
일반	4.1	4.3	4.8	4.9	4.8
자동차	26.9	28.0	28.4	27.9	28.2
장기	69.0	67.7	66.8	67.2	67.0
운용자산 구성					
현금및예치금	2.5	2.4	2.2	2.2	2.2
유가증권	66.4	67.0	66.6	66.6	66.6
대출채권	28.3	28.4	29.0	29.0	29.0
부동산	2.8	2.2	2.2	2.2	2.2
수익성 지표					
합산비율	108.7	106.7	104.3	106.3	106.4
일반	84.3	90.9	82.0	91.5	85.2
자동차	110.0	103.0	97.8	100.3	101.4
장기	109.6	109.2	108.6	109.9	110.0
경과손해율	87.3	85.6	83.8	86.0	86.0
일반	66.3	71.0	62.8	72.5	66.1
자동차	91.6	85.4	81.2	84.5	85.4
장기	86.9	86.7	86.3	87.6	87.6
장기위험	96.7	96.0	96.8	97.9	97.2
경과사업비율	21.3	21.0	20.5	20.3	20.4
일반	18.0	19.9	19.1	19.0	19.1
자동차	18.4	17.6	16.6	15.8	16.0
장기	22.7	22.6	22.3	22.2	22.4
투자수익률	4.0	3.5	3.0	3.2	3.1
ROA	0.6	0.6	0.9	0.8	0.8
ROE	5.8	6.6	9.3	8.7	8.7

자료: 하나금융투자

주요 지표 (2)

(단위: %)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
전년 대비 성장성					
경과보험료	2.5	6.4	4.7	2.2	1.9
일반	8.8	10.8	15.9	5.0	-0.4
자동차	3.1	10.9	6.3	0.4	3.0
장기	1.9	4.4	3.3	2.7	1.6
발생손해액	15.4	7.6	5.2	3.5	1.8
경과손해액	6.2	4.3	2.4	4.9	1.8
일반	17.2	18.7	2.6	21.1	-9.2
자동차	10.3	3.4	1.0	4.5	4.1
장기	4.1	4.1	3.0	4.2	1.6
순사업비	6.5	4.9	2.1	1.0	2.5
투자영업이익	31.5	-6.6	-9.0	20.7	4.5
총영업이익	-25.5	25.0	33.8	-6.5	6.4
세전이익	-29.1	27.7	35.0	-6.7	6.9
당기순이익	-30.2	22.2	42.8	-5.2	6.9
자산총계	7.5	5.7	14.2	4.6	4.2
부채총계	4.4	6.6	4.5	4.3	3.7
자본총계	8.8	6.1	-2.7	6.6	6.6
투자 지표					
EPS (KRW)	3,141	3,840	6,267	5,943	6,351
BPS (KRW)	49,905	53,325	59,144	63,541	68,241
P/E (X)	8.6	7.1	4.4	4.6	4.3
P/B (X)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
DPS (KRW)	880	1,000	1,600	1,500	1,700
배당성장 (%)	28.0	26.0	26.0	26.0	26.0
배당수익률 (%)	3.3	3.6	5.8	5.5	6.2

4) 메리츠화재(000060.KS/매수/TP 34,000원(상향))

메리츠화재에 대해 매수 의견 유지하고, 목표 주가는 34,000원으로 상향한다. 자사주 매입 효과로 주가가 급등한 부분은 사실이나 Valuation은 P/E 5x를 조금 넘는 수준이기 때문에 고평가라고 분류하기는 어렵다. 2019년까지 신계약을 크게 확대하였기 때문에 최근의 신계약 감소에도 IFRS17 도입 시 CSM이 크게 인식될 것으로 예상된다.

3분기 순이익은 1,441억원(YoY +36.7%, QoQ -10.8%)을 기록할 전망이다. 지난 해부터 신계약 매출 규모를 크게 조절하였기 때문에 사업비율 개선 폭이 다소 축소될 것으로 예상하며, 자동차 보험 비중이 낮아 3분기 합산비율 개선 폭은 대형 3사 대비 약할 것으로 추정된다.

표 9. 메리츠화재 주요 실적 추정

(단위: 십억 원)

	3Q21F	3Q20	YoY %	2Q21	QoQ %	2021F	2020	YoY %
원수보험료	2,511	2,289	9.7%	2,488	0.9%	9,978	9,151	9.0%
경과보험료	2,336	2,163	8.0%	2,315	0.9%	9,259	8,543	8.4%
일반	88	79	10.4%	85	2.8%	327	304	7.5%
자동차	175	158	10.5%	173	0.8%	687	635	8.3%
장기	2,074	1,926	7.7%	2,056	0.9%	8,245	7,605	8.4%
경과손해액	1,809	1,711	5.7%	1,757	2.9%	7,150	6,696	6.8%
일반	68	67	1.2%	60	14.6%	249	237	5.0%
자동차	133	128	3.8%	129	3.4%	533	520	2.6%
장기	1,607	1,515	6.1%	1,569	2.4%	6,368	5,939	7.2%
순사업비	540	505	6.8%	561	-3.8%	2,186	2,242	-2.5%
보험영업이익	-12	-53	적자지속	-2	적자지속	-75	-394	-81.0%
투자영업이익	207	202	2.4%	223	-7.3%	851	1,004	-15.2%
총영업이익	195	149	30.8%	221	-11.7%	776	610	27.2%
영업외손익	3	2	118.5%	4	-19.3%	16	8	90.3%
세전이익	195	146	33.7%	223	-12.7%	781	603	29.6%
법인세비용	51	40	25.7%	61	-17.6%	209	170	23.3%
당기순이익	144	105	36.7%	162	-10.8%	572	433	32.1%
합산비율	100.5%	102.5%	-1.9%p	100.1%	0.4%p	100.8%	104.6%	-3.8%p
일반	103.0%	102.0%	1.0%p	90.6%	12.4%p	101.0%	102.7%	-1.7%p
자동차	97.1%	97.3%	-0.2%p	96.1%	1.0%p	99.3%	102.1%	-2.7%p
장기	100.7%	102.9%	-2.2%p	100.9%	-0.2%p	101.0%	104.9%	-3.9%p
경과손해율	77.4%	79.1%	-1.7%p	75.9%	1.5%p	77.2%	78.4%	-1.2%p
일반	78.0%	85.1%	-7.1%p	70.0%	8.0%p	76.3%	78.1%	-1.8%p
자동차	76.1%	81.0%	-4.9%p	74.2%	1.9%p	77.6%	81.9%	-4.3%p
장기	77.5%	78.7%	-1.2%p	76.3%	1.2%p	77.2%	78.1%	-0.9%p
장기위험	94.5%	96.6%	-2.1%p	94.7%	-0.2%p	95.2%	94.8%	0.4%p
경과사업비율	23.1%	23.4%	-0.3%p	24.2%	-1.1%p	23.6%	26.2%	-2.6%p
일반	25.0%	17.0%	8.0%p	20.7%	4.3%p	24.7%	24.6%	0.1%p
자동차	21.0%	16.3%	4.7%p	21.9%	-0.9%p	21.7%	20.2%	1.6%p
장기	23.2%	24.2%	-1.0%p	24.6%	-1.4%p	23.7%	26.8%	-3.1%p
운용자산이익률	3.6%	3.7%	-0.1%p	4.0%	-0.4%p	3.9%	4.9%	-1.1%p

자료: 메리츠화재, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억 원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
원수보험료	8,032	9,151	9,978	10,262	10,471
보유보험료	7,606	8,600	9,356	9,618	9,814
경과보험료	7,676	8,543	9,259	9,512	9,684
일반	338	304	327	349	362
자동차	676	635	687	696	707
장기	6,663	7,605	8,245	8,467	8,616
발생손해액	3,253	3,536	3,943	4,152	4,216
경과손해액	6,227	6,696	7,150	7,419	7,543
일반	265	237	249	270	286
자동차	598	520	533	574	578
장기	5,364	5,939	6,368	6,576	6,679
순사업비	2,368	2,242	2,186	2,256	2,340
일반	70	75	81	87	88
자동차	117	128	149	132	132
장기	2,182	2,039	1,956	2,036	2,119
보험영업이익	-919	-394	-75	-163	-198
투자영업이익	1,296	1,004	851	948	1,016
총영업이익	377	610	776	785	818
영업외수익	5	8	16	15	15
영업외비용	9	16	11	11	11
특별계정이익	-	-	-	-	-
세전이익	373	603	781	789	822
법인세비용	102	170	209	205	214
당기순이익	270	433	572	584	608

재무상태표	(단위: 십억 원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
자산총계	23,048	25,182	27,631	30,410	33,105
운용자산	20,344	22,007	24,424	27,171	29,834
현금및예치금	409	241	348	388	426
유가증권	13,613	13,780	15,099	16,793	18,439
대출채권	5,609	7,306	7,985	8,888	9,759
부동산	713	679	993	1,102	1,210
비운용자산	2,704	3,175	3,207	3,239	3,271
특별계정자산	-	-	-	-	-
부채총계	20,684	22,586	24,996	27,191	29,278
책임준비금	18,870	20,859	22,729	24,674	26,673
보험료적립금	16,808	18,488	20,169	21,874	23,612
미경과보험료적립금	586	654	773	880	1,010
기타부채	1,815	1,727	2,267	2,516	2,605
특별계정부채	-	-	-	-	-
자본총계	2,364	2,596	2,636	3,219	3,827
자본금	57	60	60	60	60
보통주	57	60	60	60	60
우선주	-	-	-	-	-
자본잉여금	505	601	601	601	601
이익잉여금	1,434	1,772	2,195	2,778	3,386
비상위험준비금	270	284	297	315	334
자본조정	-44	-50	-170	-170	-170
기타포괄손익누계액	412	107	-155	-155	-155
신종자본증권	-	105	105	105	105

주요 지표 (1)

(단위: %)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출 구성 (경과)					
일반	4.4	3.6	3.5	3.7	3.7
자동차	8.8	7.4	7.4	7.3	7.3
장기	86.8	89.0	89.0	89.0	89.0
운용자산 구성					
현금및예치금	2.0	1.1	1.4	1.4	1.4
유가증권	66.9	62.6	61.8	61.8	61.8
대출채권	27.6	33.2	32.7	32.7	32.7
부동산	3.5	3.1	4.1	4.1	4.1
수익성 지표					
합산비율	112.0	104.6	100.8	101.7	102.0
일반	99.3	102.7	101.0	102.3	103.3
자동차	105.7	102.1	99.3	101.4	100.5
장기	113.2	104.9	101.0	101.7	102.1
경과손해율	81.1	78.4	77.2	78.0	77.9
일반	78.6	78.1	76.3	77.3	79.0
자동차	88.5	81.9	77.6	82.4	81.8
장기	80.5	78.1	77.2	77.7	77.5
장기위험	95.1	94.8	95.2	96.8	97.1
경과사업비율	30.9	26.2	23.6	23.7	24.2
일반	20.7	24.6	24.7	25.0	24.3
자동차	17.3	20.2	21.7	19.0	18.7
장기	32.7	26.8	23.7	24.1	24.6
투자수익률	7.1	4.9	3.9	3.9	3.7
ROA	1.2	1.7	2.1	1.9	1.8
ROE	11.4	16.7	21.7	18.1	15.9

자료: 하나금융투자

주요 지표 (2)

(단위: %)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
전년 대비 성장성					
경과보험료	14.0	11.3	8.4	2.7	1.8
일반	10.2	-9.9	7.5	6.7	3.7
자동차	-11.2	-6.1	8.3	1.3	1.5
장기	17.6	14.1	8.4	2.7	1.8
발생손해액	23.9	8.7	11.5	5.3	1.5
경과손해액	16.6	7.5	6.8	3.8	1.7
일반	27.9	-10.5	5.0	8.1	6.0
자동차	-5.4	-13.1	2.6	7.6	0.7
장기	19.2	10.7	7.2	3.3	1.6
순사업비	32.2	-5.3	-2.5	3.2	3.7
투자영업이익	70.5	-22.5	-15.2	11.4	7.2
총영업이익	3.5	61.8	27.2	1.1	4.3
세전이익	7.2	61.7	29.6	1.0	4.2
당기순이익	6.6	60.0	32.1	2.1	4.2
자산총계	13.2	9.3	9.7	10.1	8.9
부채총계	14.0	9.2	10.7	8.8	7.7
자본총계	6.7	9.8	1.5	22.1	18.9
투자 지표					
EPS (KRW)	2,426	3,667	5,118	5,224	5,443
BPS (KRW)	21,203	21,106	22,658	27,881	33,325
P/E (X)	7.4	4.0	5.8	5.7	5.5
P/B (X)	0.8	0.7	1.3	1.1	0.9
DPS (KRW)	850	1,280	510	520	540
배당성장률 (%)	35.0	34.9	10.0	10.0	10.0
배당수익률 (%)	4.8	8.8	1.7	1.7	1.8

5) 한화손해보험(000370.KS/매수/TP 6,300원(상향))

한화손해보험에 대한 매수 의견 유지하며 목표 주가는 6,300원으로 상향한다. CSM 소급 기간이 타사 보다 다소 짧을 수 있어 IFRS17 모멘텀은 약하겠지만 실적 턴어라운드 속도 대비 주가는 P/E 3x, P/B 0.4x 수준으로 저평가되고 있으며, 올해부터는 배당도 재개될 가능성이 높다.

3분기 순이익 551억원으로 전년 대비 +162.9%, 전분기 대비 +36.7% 개선될 전망이다. 커버리지 손보사 중 3분기 실적 모멘텀이 가장 부각된다.

표 10. 한화손해보험 주요 실적 추정

(단위: 십억 원)

	3Q21F	3Q20	YoY %	2Q21	QoQ %	2021F	2020	YoY %
원수보험료	1,519	1,466	3.6%	1,477	2.8%	6,078	5,976	1.7%
경과보험료	1,241	1,258	-1.3%	1,186	4.7%	4,890	4,781	2.3%
일반	59	55	8.8%	61	-3.0%	239	213	12.1%
자동차	159	151	5.1%	151	5.5%	622	594	4.7%
장기	1,023	1,053	-2.8%	974	5.0%	4,029	3,974	1.4%
경과손해액	1,035	1,085	-4.7%	978	5.8%	4,110	4,089	0.5%
일반	37	46	-19.8%	37	-0.5%	158	163	-3.1%
자동차	129	136	-4.9%	121	6.9%	512	537	-4.7%
장기	869	902	-3.8%	820	5.9%	3,440	3,387	1.5%
순사업비	270	255	5.9%	281	-4.0%	1,072	1,074	-0.2%
보험영업이익	-64	-82	적자지속	-75	적자지속	-293	-378	-22.5%
투자영업이익	142	113	25.3%	130	9.1%	530	506	4.7%
총영업이익	78	31	153.7%	55	42.3%	237	128	85.4%
영업외손익	1	1	79.3%	0	302.3%	5	5	-0.7%
세전이익	75	27	179.3%	52	44.2%	224	112	100.5%
법인세비용	19	6	239.8%	11	71.0%	54	23	131.4%
당기순이익	55	21	162.9%	40	36.7%	170	88	92.3%
합산비율	105.1%	106.5%	-1.4%p	106.3%	-1.1%p	106.0%	108.0%	-2.0%p
일반	87.5%	107.6%	-20.1%p	87.2%	0.3%p	89.3%	105.2%	-16.0%p
자동차	99.7%	108.3%	-8.6%p	98.4%	1.3%p	99.4%	108.7%	-9.2%p
장기	107.0%	106.1%	0.9%p	108.7%	-1.7%p	108.0%	108.0%	-0.1%p
경과손해율	83.4%	86.3%	-2.9%p	82.5%	0.8%p	84.0%	85.5%	-1.5%p
일반	62.4%	84.6%	-22.2%p	60.8%	1.6%p	66.1%	76.5%	-10.3%p
자동차	81.3%	89.9%	-8.6%p	80.2%	1.1%p	82.3%	90.4%	-8.1%p
장기	84.9%	85.7%	-0.8%p	84.2%	0.7%p	85.4%	85.2%	0.1%p
장기위험	100.6%	101.0%	-0.4%p	99.6%	1.0%p	100.9%	103.5%	-2.6%p
경과사업비율	21.8%	20.3%	1.5%p	23.7%	-2.0%p	21.9%	22.5%	-0.6%p
일반	25.1%	23.1%	2.0%p	26.4%	-1.3%p	23.1%	28.8%	-5.6%p
자동차	18.4%	18.4%	0.0%p	18.2%	0.2%p	17.1%	18.2%	-1.1%p
장기	22.1%	20.4%	1.7%p	24.4%	-2.3%p	22.6%	22.8%	-0.2%p
운용자산이익률	3.2%	2.7%	0.5%p	3.0%	0.2%p	3.1%	3.2%	-0.2%p

자료: 한화손해보험, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억 원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
원수보험료	5,965	5,976	6,078	6,491	6,811
보유보험료	4,578	4,843	4,955	5,517	5,831
경과보험료	4,567	4,781	4,890	5,252	5,519
일반	225	213	239	248	256
자동차	580	594	622	626	640
장기	3,762	3,974	4,029	4,378	4,622
발생손해액	1,648	1,842	1,836	1,916	2,008
경과손해액	3,906	4,089	4,110	4,405	4,627
일반	178	163	158	192	195
자동차	569	537	512	535	545
장기	3,160	3,387	3,440	3,678	3,887
순사업비	1,199	1,074	1,072	1,185	1,244
일반	70	61	55	71	74
자동차	123	108	106	112	117
장기	1,007	905	910	1,002	1,054
보험영업이익	-539	-378	-293	-338	-352
투자영업이익	465	506	530	589	630
총영업이익	-73	128	237	251	278
영업외수익	4	5	5	4	5
영업외비용	18	21	17	18	18
특별계정이익	-	-	-	-	-
세전이익	-87	112	224	237	264
법인세비용	-26	23	54	62	69
당기순이익	-61	88	170	176	196

재무상태표	(단위: 십억 원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
자산총계	18,210	19,479	20,690	22,195	23,787
운용자산	15,724	17,285	18,454	19,916	21,464
현금및예치금	582	352	349	377	407
유가증권	9,505	11,417	12,304	13,277	14,309
대출채권	5,059	4,935	5,073	5,474	5,900
부동산	513	515	617	667	718
비운용자산	2,480	2,188	2,231	2,274	2,318
특별계정자산	5	6	5	5	5
부채총계	16,784	17,772	19,090	20,439	21,859
책임준비금	15,402	16,562	17,674	19,066	20,575
보험료적립금	13,487	14,481	15,483	16,578	17,743
미경과보험료적립금	729	731	811	1,076	1,388
기타부채	1,377	1,204	1,411	1,368	1,280
특별계정부채	6	6	5	5	5
자본총계	1,426	1,707	1,600	1,756	1,928
자본금	584	584	584	584	584
보통주	584	584	584	584	584
우선주	-	-	-	-	-
자본잉여금	68	68	68	68	68
이익잉여금	372	449	594	751	923
비상위험준비금	38	181	204	228	253
자본조정	-	-	-1	-1	-1
기타포괄손익누계액	183	387	134	134	134
신종자본증권	219	219	219	219	219

주요 지표 (1)

(단위: %)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출 구성 (경과)					
일반	4.9	4.5	4.9	4.7	4.6
자동차	12.7	12.4	12.7	11.9	11.6
장기	82.4	83.1	82.4	83.4	83.8
운용자산 구성					
현금및예치금	3.7	2.0	1.9	1.9	1.9
유가증권	60.4	66.0	66.7	66.7	66.7
대출채권	32.2	28.5	27.5	27.5	27.5
부동산	3.3	3.0	3.3	3.3	3.3
수익성 지표					
합산비율	111.8	108.0	106.0	106.4	106.4
일반	110.1	105.2	89.3	105.8	104.7
자동차	119.2	108.7	99.4	103.4	103.4
장기	110.7	108.0	108.0	106.9	106.9
경과손해율	85.5	85.5	84.0	83.9	83.8
일반	79.0	76.5	66.1	77.3	76.0
자동차	98.0	90.4	82.3	85.5	85.1
장기	84.0	85.2	85.4	84.0	84.1
장기위험	103.9	103.5	100.9	98.9	99.9
경과사업비율	26.3	22.5	21.9	22.6	22.5
일반	31.1	28.8	23.1	28.5	28.7
자동차	21.2	18.2	17.1	17.9	18.3
장기	26.8	22.8	22.6	22.9	22.8
투자수익률	3.2	3.2	3.1	3.2	3.2
ROA	-0.3	0.5	0.8	0.8	0.9
ROE	-4.3	5.6	10.3	10.5	10.6

자료: 하나금융투자

주요 지표 (2)

(단위: %)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
전년 대비 성장성					
경과보험료	5.2	4.7	2.3	7.4	5.1
일반	14.7	-5.1	12.1	3.8	3.2
자동차	0.7	2.3	4.7	0.7	2.3
장기	5.4	5.6	1.4	8.6	5.6
발생손해액	19.1	11.7	-0.3	4.3	4.8
경과손해액	8.2	4.7	0.5	7.2	5.0
일반	20.7	-8.1	-3.1	21.3	1.5
자동차	11.3	-5.6	-4.7	4.5	1.9
장기	7.1	7.2	1.5	6.9	5.7
순사업비	9.1	-10.5	-0.2	10.6	5.0
투자영업이익	-5.1	8.8	4.7	11.1	7.0
총영업이익	적자전환	흑자전환	85.4	5.9	10.8
세전이익	적자전환	흑자전환	100.5	5.9	11.4
당기순이익	적자전환	흑자전환	92.3	3.3	11.4
자산총계	8.1	9.9	6.8	7.9	7.8
부채총계	9.6	5.9	7.4	7.1	7.0
자본총계	0.6	19.7	-6.3	9.8	9.8
투자 지표					
EPS (KRW)	-522	757	1,456	1,504	1,676
BPS (KRW)	10,337	12,747	11,825	13,163	14,638
P/E (X)	-5.4	5.1	3.1	3.0	2.7
P/B (X)	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
DPS (KRW)	-	-	160	170	200
배당성향 (%)	-	-	11.0	11.3	11.9
배당수익률 (%)	-	-	3.5	3.7	4.4

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성화재



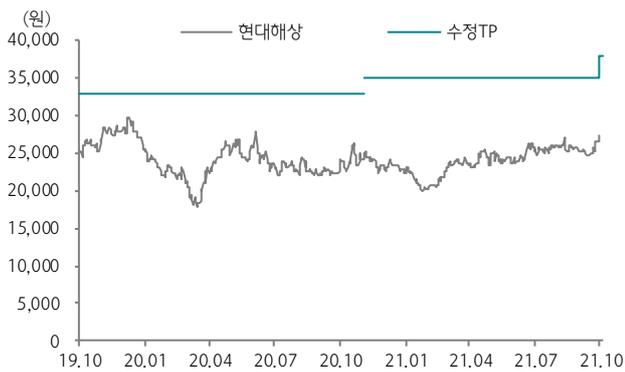
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.10.6	BUY	310,000		
21.5.12	BUY	300,000	-26.87%	-20.00%
20.11.10	BUY	260,000	-27.54%	-19.42%
19.7.10	BUY	310,000	-33.75%	-13.06%

DB손해보험



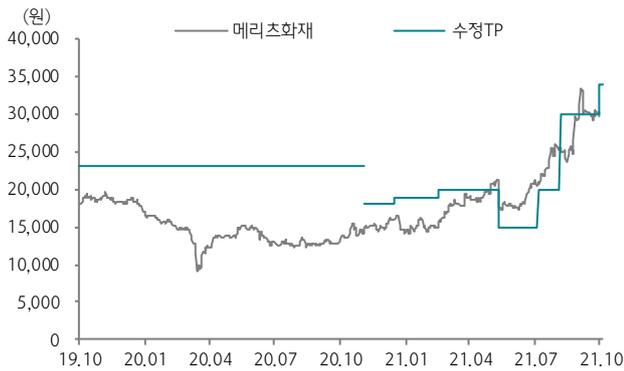
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.10.6	BUY	77,000		
21.8.12	BUY	73,000	-16.79%	-10.68%
19.8.12	BUY	68,000	-31.23%	-12.50%

현대해상



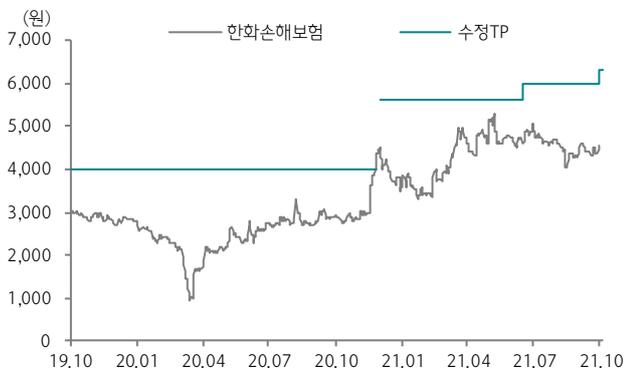
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.10.6	BUY	38,000		
20.11.10	BUY	35,000	-31.55%	-22.43%
19.8.13	BUY	33,000	-26.56%	-10.00%

메리츠화재



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
21.10.6	BUY	34,000		
21.8.12	BUY	30,000	-5.06%	11.33%
21.7.12	Neutral	20,000	18.03%	4.25%
21.5.17	Neutral	15,000	24.25%	15.00%
21.2.21	BUY	20,000	-7.39%	6.00%
20.12.21	BUY	19,000	-20.74%	-13.42%
20.11.10	BUY	18,000	-15.54%	-9.72%
19.7.10	BUY	23,000	-32.33%	-13.04%

한화손해보험



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
21.10.6	BUY	6,300		
21.6.23	BUY	6,000	-24.03%	-16.00%
20.12.8	BUY	5,600	-24.14%	-5.18%
19.7.10	Neutral	4,000	-31.34%	12.25%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.31%	5.69%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 10월 03일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이홍재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2021년 10월 7일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이홍재)는 2021년 10월 7일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.
- M&A의 중개·추천·대리·조언 관련 업무위탁 법인 및 상대법인(5%이하)

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.