

손해보험

Neutral
(Relinitiate)

2012. 9. 4

손해보험업은 대표적인 규제산업

손해보험산업은 대표적인 정부 규제 산업이다. 손해보험업이 정부 지원으로 실손의료보험 중심으로 고 성장을 했듯이 정부 규제의 강화가 손보산업의 성장성과 수익성을 낮출 수 있기 때문이다. 금융 업종 내 이익 안정성, 수익성은 가장 우수하지만 정부 규제가 지속된다면 은행, 증권처럼 Valuation 저평가 현상이 굳어질수도 있다. 현 시점에서 “정부 정책 기조”를 투자판단에서 가장 중요하게 보는 이유이다.



보험

Senior Analyst 서영수

02) 3787-5111

ysyoung@kiwoom.com

차경희 02) 3787-4736

iancha@kiwoom.com

키움증권

손해보험



Contents

I. 투자 의견 및 요약	3
II. VALUATION	4
III. 고성장과 고수익성을 견인한 장기보험	6
IV. 장기보험의 성장성과 수익성 둔화 예상	9
V. 정부의 보험산업에 대한 규제 강화의 근거	12
VI. 정부의 보험산업 규제, 본격적 도래 !!	16
VII. 저축성보험은 대안이 될 수 없다 !!	18
VIII. 자동차보험: 손해율 상승시기가 도래했다	20
IX. 손해보험주 투자 기준	22
기업분석	25

손해보험업은 대표적인 규제산업

>>> 투자 의견 “Neutral”을 제시함

1) 손해보험업종의 평균 PER은 8.2배, PBR은 1.13배로 은행, 증권 등과 비교해 볼 때 상대적인 매력도가 떨어지며, 2) 높은 프리미엄 제공의 원인이었던 양호한 수익성과 성장성이 경기침체와 자동차 및 장기보험 손해율 상승, 투자영업이익률 하락 등으로 점차 둔화할 것이며 3) 금융당국의 손해보험업에 대한 규제가 앞으로 더욱 강화, 은행, 증권처럼 밸류에이션 할인요인으로 작용할 가능성이 높다는 점임.

>>> 규제강화는 수익성 악화를 초래 할 것

정부가 발표한 실손의료보험 규제 방안은 자동차보험과 같이 표준화된 저가형 보험 중심으로 재편, 규제 강화를 통해 가계부담을 줄이는 한편 손해율 안정화를 추구함으로써 재정 부담을 낮추려는 목적을 담고 있음. 따라서 정부 의도대로 실손의료보험 체계가 개편 될 때 손보사의 장기보험 수익성과 성장성 악화는 시점의 문제일 뿐이지 피하기 어려운 것으로 판단됨.

>>> Top-Pick은 동부화재와 현대해상

실손의료보험의 규제 강화는 건강보험 시장을 저가·보급형 상품, 그리고 온라인, 방카슈랑스 등 저비용 채널로 재편하는 계기가 될 것으로 판단됨. 따라서 상대적으로 온라인 등의 판매채널 다양성을 확보한 손보사, 비용 효율성이 뛰어나 보험 영업환경 변화에 대응 능력이 뛰어난 손보사가 상대적으로 유리한 것으로 판단됨. 따라서 다양한 형태의 채널 경쟁력을 확보하고 비용 효율성이 우수해 보험 영업 환경변화에 따른 대응 능력이 뛰어난 동부화재와 현대해상을 Top-picks로 추천함.

- > 당사는 9월 3일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

I. 투자의견 및 요약

>>> 손해보험업에 대해 “Neutral” 의견을 제시함.

손해보험업종은 금융업종 내에서 가장 수익성이 좋고 ROE의 안정성이 뛰어난 데다 FY12 PER가 8.2배로 밸류에이션 측면에서도 매력적인 업종이다. 그럼에도 손해보험업종에 대한 투자의견 “Neutral”의 견을 제시한다. 그 이유는 다음과 같다.

첫째, 절대적으로 Valuation 매력도가 높지만, 은행, 증권 등과 비교해 볼 때 상대적인 매력도는 떨어진다. 손해보험업종의 평균 PER은 8.0배로 은행업종 6.2배 대비 상대적으로 높으며 PBR도 은행, 증권과 비교해 볼 때 상대적으로 높다. 둘째, 높은 프리미엄 제공의 원인이었던 양호한 수익성과 성장성이 빠른 속도로 둔화, Valuation 저평가 현상이 은행, 증권과 같이 굳어질 가능성이 적지 않다는 점이다. 손보사의 FY13~FY14 원수보험료 성장률과 EPS 성장률은 각각 3.8%, -14.7% 수준으로 하락할 것이다. 셋째, 금융당국의 손해보험업에 대한 규제가 앞으로 더욱 강화, 은행, 증권같이 밸류에이션 할인요인으로 작용할 가능성이 높다는 점이다.

>>> 실손의료보험 규제 강화, 손보업계 성장성과 수익성 둔화 요인

경제 민주화, 소비자 보호 등 최근 전개되는 정책 기조를 참작해 볼 때 정부의 보험산업에 대한 규제는 시일이 지날수록 강화될 가능성이 높다. 실손의료보험의 손해율 상승이 국민건강보험의 재정 적자 급증 요인으로 작용할 뿐만 아니라 실손의료보험의 가격 급등으로 연결, 가계부담으로 확산하고 있기 때문이다. 이에 따라 정부는 애초 예상했던 것보다 강화된 실손의료보험 규제 방안을 발표하였다. 자동차보험과 같이 표준화된 저가형 보험 중심으로 재편, 규제 강화를 통해 가계부담을 줄이는 한편 손해율 안정화를 추구함으로써 재정 부담을 낮추려는 목적을 담고 있다. 정부 의도대로 실손의료보험 체계가 개편될 경우 손보사의 장기보험 수익성과 성장성은 시점의 문제일 뿐이지 큰 폭으로 악화하는 것은 불가피한 것으로 판단된다.

>>> 업종 내 Top-Picks는 동부화재와 현대해상

실손의료보험의 규제 강화는 건강보험 시장을 저가·보급형 상품, 그리고 온라인, 방카슈랑스 등 저비용 채널로 재편하는 계기가 될 것으로 판단된다. 따라서 상대적으로 온라인 등의 판매채널 다양성을 확보한 손보사, 비용 효율성이 뛰어나 보험 영업환경 변화에 대응 능력이 뛰어난 손보사가 상대적으로 유리한 것으로 판단된다. 다양한 형태의 채널 경쟁력을 확보하고 비용 효율성이 우수해 보험 영업 환경변화에 따른 대응 능력이 뛰어난 동부화재와 현대해상을 Top-picks로 추천한다.

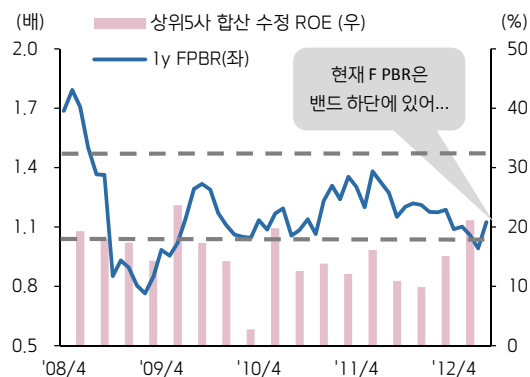
II. Valuation

>>> 현재의 수익성을 고려해 볼 때 Valuation은 매력적이지만...

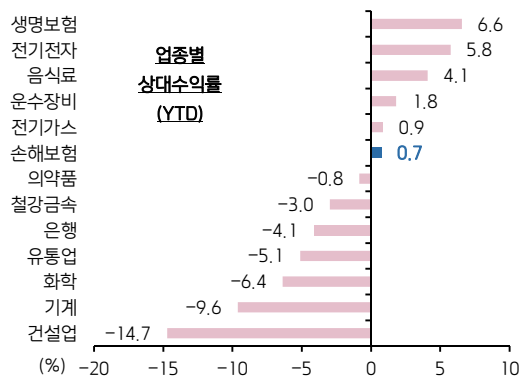
손해보험업은 우수한 실적 시현에도 올 초 이후 0.7%의 상대수익률을 시현, 부진한 수익률을 기록하였다. 이에 따라 손해보험업종의 밸류에이션 매력도가 개선, 투자자의 관심을 끌고 있다. 구체적인 내용을 정리하면 다음과 같다.

첫째, 손해보험의 1년 Forward 평균 PBR은 1.14배로 역사적 PBR 평균과 비교해 볼 때 현저히 낮은 수준이라는 점이다. 실제 1년 Forward PBR은 손해보험업의 역사적 평균 PBR 대비 -11.7% 낮으며 최근 전개된 Valuation 밴드 1.0~1.2배의 하단에 있다. 둘째, 높은 이익성장에도 불구하고 FPER 밸류에이션도 매우 매력적이라는 점이다. 실제 손해보험업의 FY12 예상 EPS 성장률이 14.2%로 비교적 높은 수준임에도 평균 FPER은 8.2배로 가장 저평가된 업종 중 하나이다. 더욱이 손해보험업종은 여타 금융업종 대비 상대적으로 위기 대응 능력이 뛰어나 정성적 할인 요인도 적다.

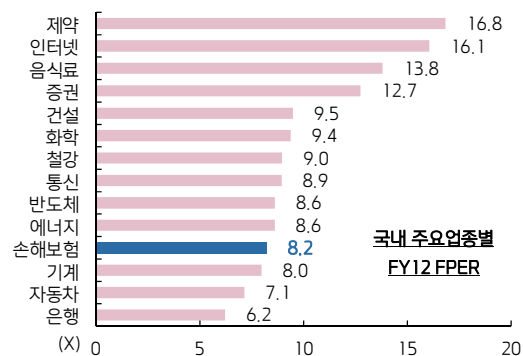
밴드 하단에서 거래중인 손보주



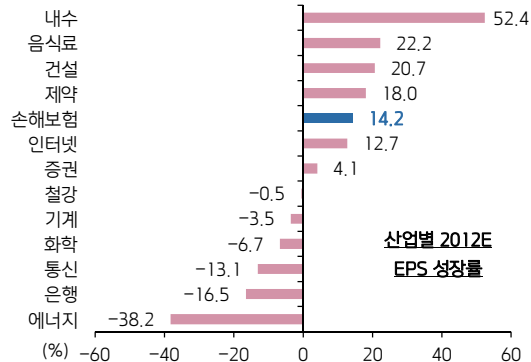
연초 이후 부진한 수익률을 보이고 있는 손보주



규제로 금융주, 할인되어 거래되고 있어



손보주, 상대적으로 EPS 성장 매력도 높아



>>> 정부 규제로 Valuation 저평가 현상 굳어질수도 있음

그러나 손해보험업은 은행 등 여타 금융산업과 마찬가지로 밸류에이션 측면에서 저평가 현상이 굳어질 가능성이 높다. 그 이유는 다음과 같다.

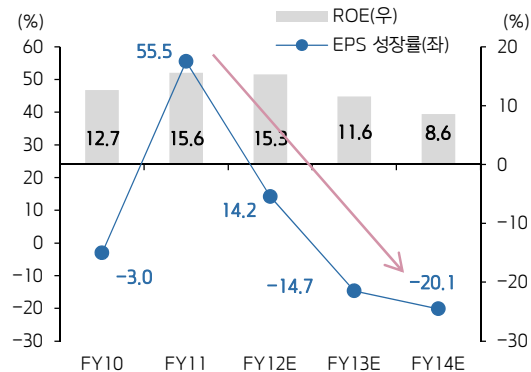
첫째, 전반적인 정책 기조를 참작해 볼 때 정부의 손해보험업에 대한 규제가 강화될 것으로 예상되며 이와 같은 정부 정책이 손해보험의 밸류에이션을 낮출 가능성이 높기 때문이다. 둘째, 손해보험의 성장 정체와 수익성 둔화가 앞으로 밸류에이션을 낮추는 요인으로 작용할 것으로 예상되기 때문이다. 2012년 14.2%를 기록할 것으로 추정되는 이익 성장률은 2013년과 2014년 각각 -14.7%, -20.1%로 크게 하락할 것으로 예상된다. 셋째, 투자 영업환경이 지속적으로 손해보험업에 부정적으로 작용할 것으로 예상되기 때문이다. 정부의 완화적 통화정책으로 시장 금리는 점진적으로 하락, 투자 수익률 하락을 유도할 것으로 예상된다. 실제 유럽 등 선진국의 사례를 분석해 본 결과 금리 하락이 보험주의 밸류에이션을 낮추는 요인으로 작용한 바 있다.

정부 정책, 손보주 Valuation을 결정짓는 핵심 변수



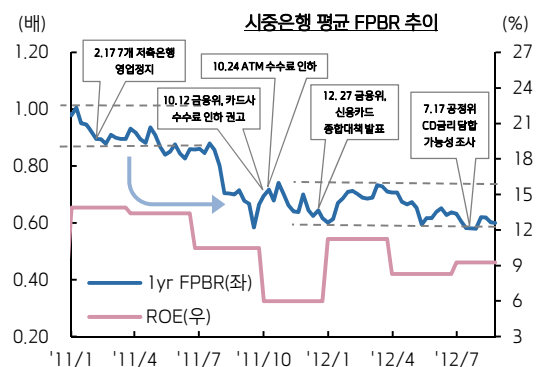
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

정부 규제로 손보사 앞으로 수익성은 둔화할 전망



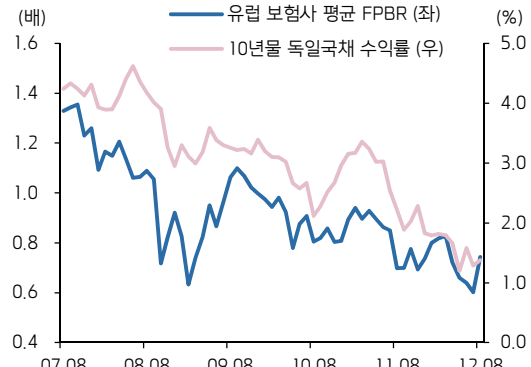
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터 주 상위5사 기준

정부 규제 이후 저평가 현상이 심화되는 은행주



자료: Quantwise

금리 하락은 손보주 De-rating 요인



자료: Bloomberg, Datastream, 키움증권 리서치센터
주: 유럽보험사 FPBR 평균은 프랑스, 독일, 이태리, 네덜란드, 스페인, 스위스, 영국 기준

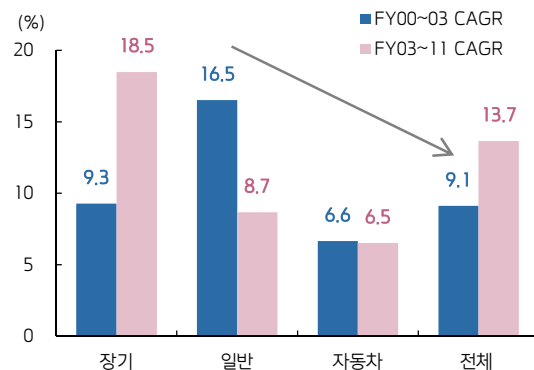
III. 고성장과 고수익성을 견인한 장기보험

>>> 장기보험은 손보사의 성장성과 수익성 개선을 견인

손해보험업은 FY11에 높은 이익 성장률과 ROE를 시현한 데 이어 FY12에도 높은 수익성과 이익 성장성을 시현할 것으로 예상된다. 구체적으로 FY12 EPS 성장률은 전년 동기 대비 14.2%를 기록할 것이며 15.3%의 ROE를 기록할 것으로 예상된다. 손해보험업이 장기간 양호한 수익성을 시현하고 있는 이유는 다음과 같다.

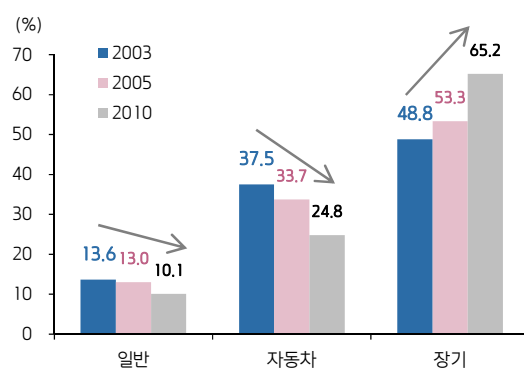
첫째, 자동차보험 등과 비교해 볼 때 수익성이 양호한 장기보험이 지난 8년 동안 높은 매출 성장을 시현하였기 때문이다. 장기보험의 원수보험료 증가율은 FY00~FY03 평균 9.3%에서 FY04~FY11에는 18.5%까지 상승, 전체 원수보험료 성장을 주도하였다. 둘째, 장기보험의 손해율이 큰 폭으로 하락, 전체 실적 개선을 주도하였기 때문이다. 장기보험 손해율은 실손의료보험 판매가 본격화된 2005년 88.9%에서 2010년 82.7%까지 하락, 전체 손해를 하락에 결정적인 기여를 하였다. 한편 이와 같은 장기보험의 비중 상승은 이익 변동성이 높은 자동차보험의 비중을 낮춤으로써 손해보험업계의 이익 변동성을 낮추는 요인으로 작용하였다.

장기보험이 전체 매출 성장을 주도



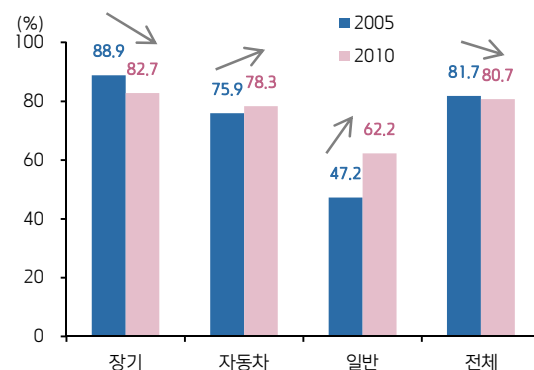
자료: 손보업계 자료, 주: 상위5사 기준

장기보험, 전체 보험 매출의 2/3를 상회하고 있어



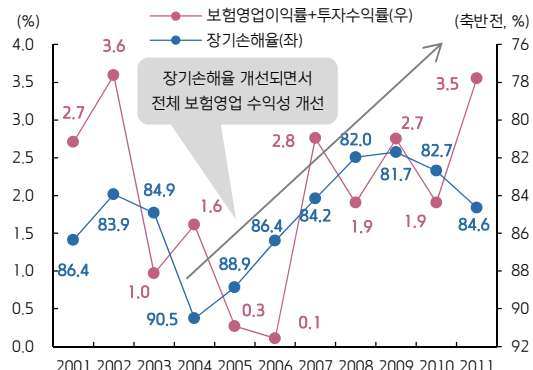
자료: 손보업계 자료, 주: 상위5사 기준

장기손해율 하락은 전체 손해율을 개선시켜



자료: 보험개발원, 키움증권 리서치센터 주: 상위5사 기준임

장기보험 수익성 개선, 전체 수익성 개선으로 연결



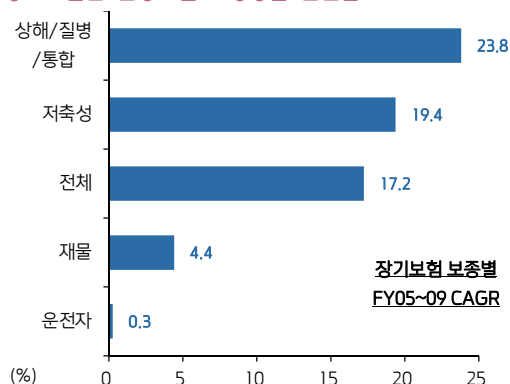
자료: 손보업계 자료, 주: 상위5사 기준

>>> 실손의료보험, 전체 장기보험 매출과 이익성장을 주도

고금리의 저축성보험 위주의 저 수익구조이었던 장기보험은 2005년 개인 실손의료보험의 도입 이후 실손보험이 건강보험 성장을 주도함으로써 전체 건강보험의 매출과 이익 성장을 주도한 것으로 분석된다. 구체적으로 건강보험(상해, 질병, 통합보험)의 FY05~FY09 평균 매출 성장률(CAGR)은 23.8%로 저축성보험 19.4%를 크게 상회하였으며 명목 GDP 성장률보다도 현저히 높았다. 이에 따라 2004년 46.6%에 불과하였던 상해, 질병, 통합보험의 비중은 2009년에는 65.1%까지 상승하였다. 반면 FY10 상해, 질병, 통합보험의 손해율은 74%로 큰 폭으로 개선, 전체 장기보험 손해율 개선을 주도하였다. 한편 지금까지 실손의료보험이 전체 건강보험 매출과 이익 성장을 주도한 이유는 다음과 같다.

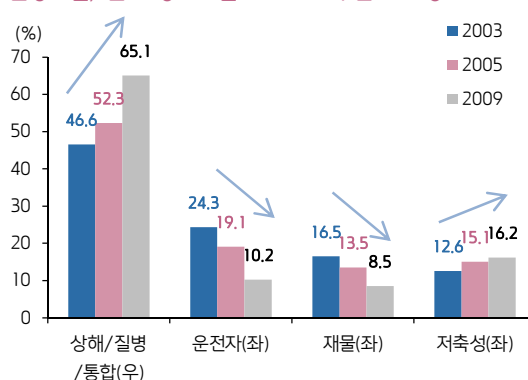
첫째, 실손의료보험을 주 계약보다는 상해, 사망보험의 특약 형태로 판매하였기 때문이다. 주계약보다는 특약 형태에 사망 및 상해보험을 결합하여 실손의료보험을 판매함에 따라 고가의 보험 상품이 개발이 가능해진 데다 상대적으로 수익성이 양호한 상품을 판매할 수 있었다. 실손의료보험의 높은 인기를 활용하여 사망 및 상해보험까지 효과적으로 판매했다는 설명이다. 실제 건강보험의 월평균 보험료는 69.7천원으로 도입 전과 비교해 볼 때 무려 두 배 이상 상승하였지만 실손 특약이 전체 건강보험에서 차지하는 비중은 15%에 불과한 것으로 알려졌다..

장기보험은 건강보험이 성장을 견인함



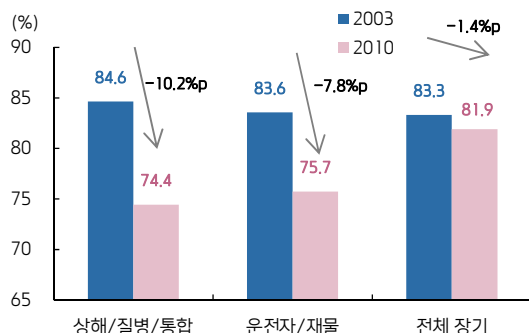
자료: 보험개발원 주: 상위5사 원수보험료 기준임

건강보험, 전체 장기보험에서 2/3 수준까지 증가



자료: 보험개발원 주: 상위5사 원수보험료 기준임

건강보험 손해율 개선이 전체 수익성 개선 요인



자료: 동부화재 주: 동부화재 기준임

손보사가 판매하는 건강보험의 보험료 구성

구분	보험료 비중	납입보험료
정액	사망 (기본)	40%
	비갱신	
생존(특약)	45%	비갱신(일부 갱신)
실손(특약)	15%	갱신(3년)

자료: 금융위원회

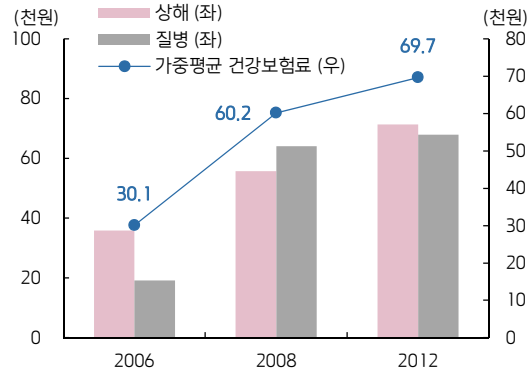
주: 상해 또는 질병 발생시 입원일당, 진단비 및 수술비 등을 정액으로 보장

>>> 정부의 정책적 지원, 실손의료보험 성장의 주된 요인

둘째, 요양급여, 즉 진찰, 약제, 처치, 입원 등 주요 의료비에 대한 보장에 대해 100% 보장을 허용해주었다는 점이다. 이에 따라 보험이 본질적인 목적을 벗어나 질 높은 의료서비스를 받기 위한 목적으로 변질, 새로운 수요를 유발하였다. 정부는 모럴 해저드를 차단하기 위해 2009년 9월 보장 보험 범위를 90%로 낮추었지만, 오히려 절판 마케팅의 계기로 작용, 매출 성장의 요인으로 작용하였다.

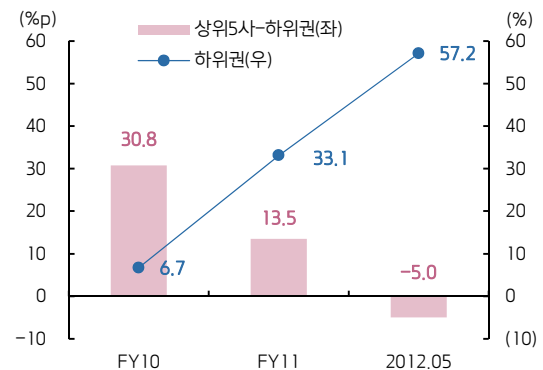
셋째, 상품 내 선별적 계약 갱신제도를 도입하였기 때문이다. 손보업계는 상품 개발 과정에서 상대적으로 손해율 상승 가능성이 높은 실손의료보험에 대해서는 계약을 3~5년 주기로 갱신, 손해율 상승 위험을 고객에 전가하였지만 손해율 하락 가능성이 있는 사망보험에 대해서는 계약 갱신을 도입하지 않았다. 이에 따라 실손의료보험 손해율이 가파르게 상승하였지만, 전체 건강보험의 손해율은 오히려 하락하는 결과를 낳았다. 더욱이 계약 갱신제도의 허용으로 판매 초기 보험 상품의 할인 판매 가능, 브랜드 인지도가 낮은 후발 보험사는 적극적인 보험료 할인 판매 전략을 구사했던 것으로 추정된다.

건강보험의 월평균 초회보험료 추이



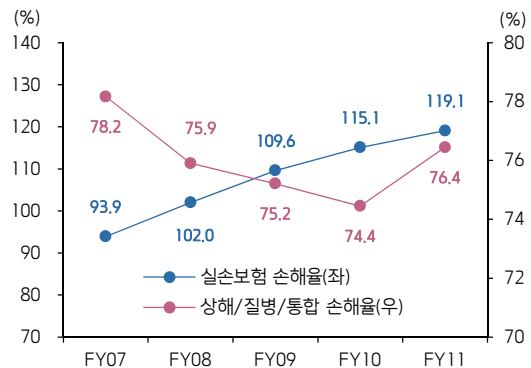
자료: 보험개발원
주: 신계약 건수와 초회보험료로 추정 한 가격. 매년 4월 기준

후발주자들은 할인 판매 전략으로 시장 대응해 와..



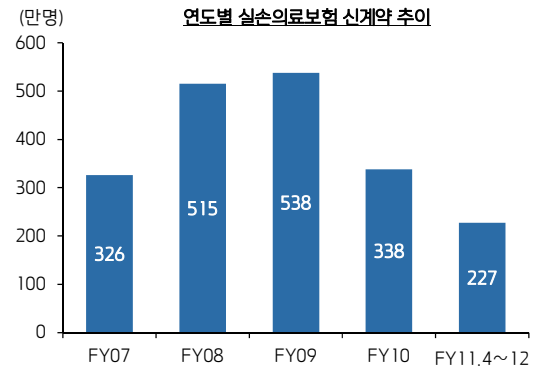
자료: 연합인포맥스 기사 재인용

실손보험 손해율 상승불구 건강보험 손해율은 하락



자료: 금융감독원, 동부화재 주: 상해/질병/통합 손해율은 동부화재 기준임

절판 마케팅 영향으로 FY09 매출 급증



자료: 금융감독원

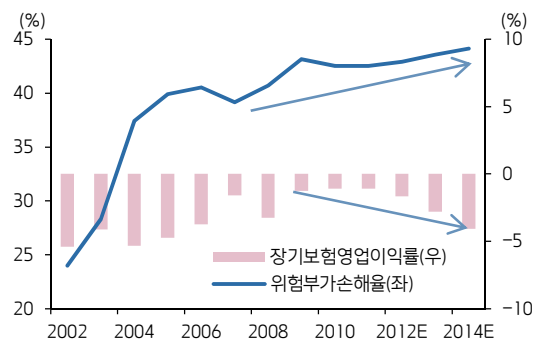
IV. 장기보험의 성장성과 수익성 둔화 예상

>>> 수요 둔화와 정부 규제로 수익성 둔화할 듯

2012년까지 전체 성장과 고수익성을 주도해 왔던 건강보험의 성장성과 수익성은 2013년 이후 급격히 둔화할 것으로 예상된다. 구체적으로 장기보험의 위험 부가 손해율은 FY12 42.5%에서 44%까지 상승할 것으로 예상되며 장기보험의 원수보험료 성장률도 12.9%에서 7.5%로 하락할 것으로 예상된다. 이처럼 장기보험 성장성이 큰 폭으로 둔화할 것으로 예상되는 이유는 다음과 같다.

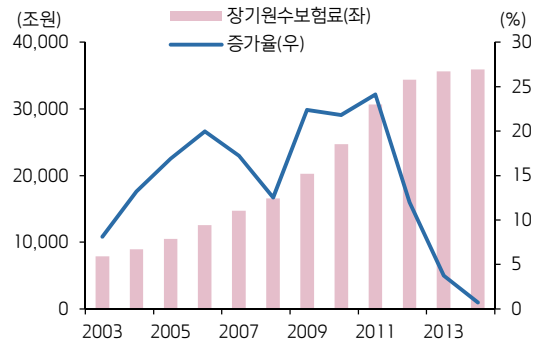
- 1) 보험사의 적극적인 매출 확대 전략으로 보험 침투율이 크게 상승, 가계의 건강보험에 대한 잠재적인 수요가 감소한데다 내수 경기 침체와 더불어 가계 부채 문제 심화에 따른 가계의 소비 위축으로 건강보험에 대한 추가 수요가 크게 줄어들었다는 점이다.
- 2) 건강보험 성장의 견인차 역할을 하였던 정부의 정책이 지원 중심에서 규제 중심으로 전환, 수익성 악화와 성장성 둔화를 유도할 것이라는 점이다.
- 3) 최근 건강보험 매출 둔화를 상쇄하기 위해 적극 매출 확대를 추진했던 저축성보험도 수익성 악화로 매출 둔화를 겪을 것으로 예상되기 때문이다.

장기보험 위험부가부문 손해율 추세적 상승 전환



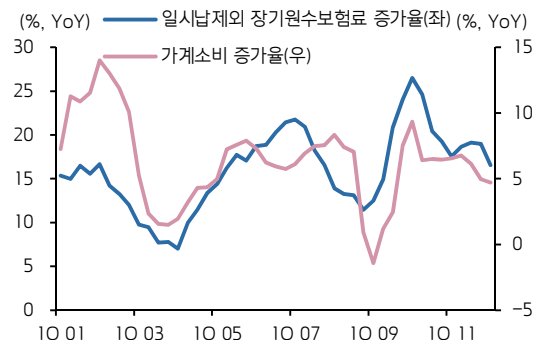
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터 전망 주: 상위5사 기준

장기원수보험료 성장률 하락 전망



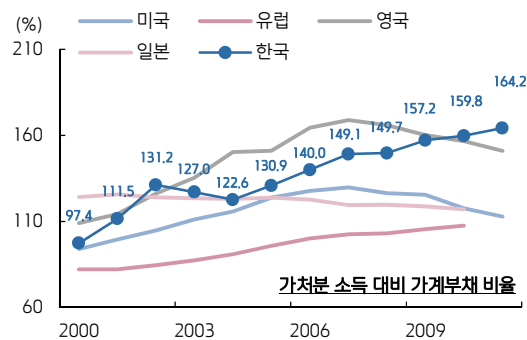
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터 전망 주: 상위5사 기준

가계소비 지출 감소세와 원수보험료 증가율의 관계



자료: 각 사, 통계청, 키움증권 리서치센터 전망 주: 상위5사 기준

과도한 가계부채, 보험 매출 둔화 요인



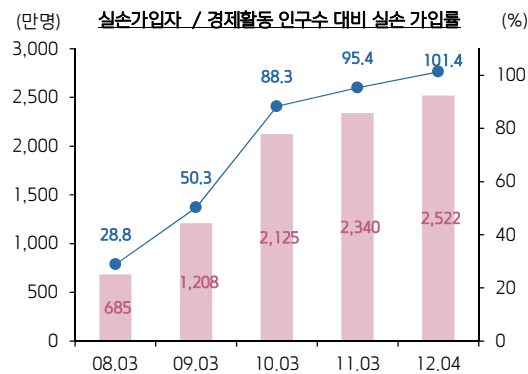
자료: 한국은행, IMF

>>> 성장의 한계에 도달했다

손해보험의 전체 성장을 주도해 왔던 건강보험의 성장률이 실손의료보험에 대한 수요 감소로 큰 폭으로 둔화할 것으로 예상된다. 그 이유는 다음과 같다.

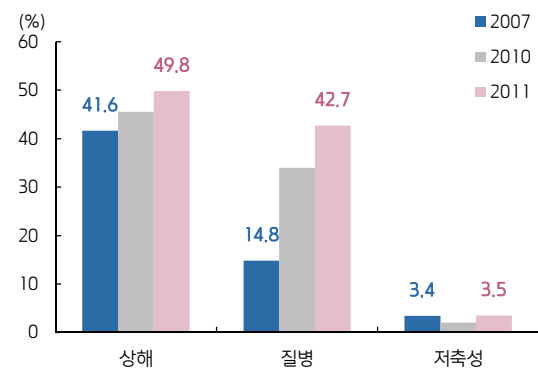
첫째, 실손보험의 침투도가 지나치게 높은 수준에 근접, 잠재적 신규 수요가 크게 줄어들었다는 점이다. 실제 경제 활동 인구수 대비 실손의료보험 가입률이 지난 4월 말 기준 100%를 넘어섰다. 실손보험은 특성상 중복 가입에 따른 실효성이 떨어지는 점을 고려해 볼 때 실손보험 중심의 건강보험 성장률은 크게 둔화할 가능성이 높다. 둘째, 건강보험과 같은 고가의 보험 구매가 가능한 중산층, 고소득층의 보험 침투도가 상대적으로 더 높다는 점이다. 실제 연간 소득이 5천만 원 이상인 가계의 실손의료보험 가입률은 56%에 달하며 3~5천만원 소득 계층 역시 45.1%에 달한다. 연 3천만 원 이하의 저소득층이 월 평균 7만원 수준의 실손의료보험에 가입하고 유지하는 것은 현실적으로 어려울 것으로 판단된다.

실손보험 추가 가입여력 매우 낮아...



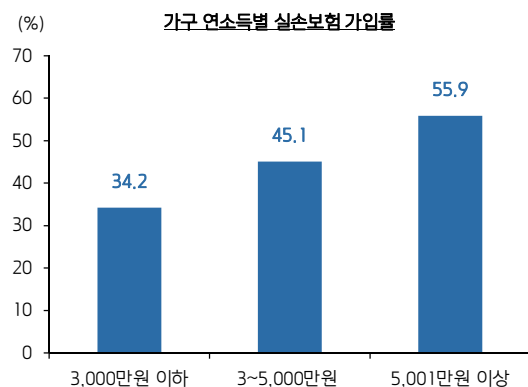
자료: 금융감독원, 통계청

상해보험, 질병보험의 가입률은 매우 높아



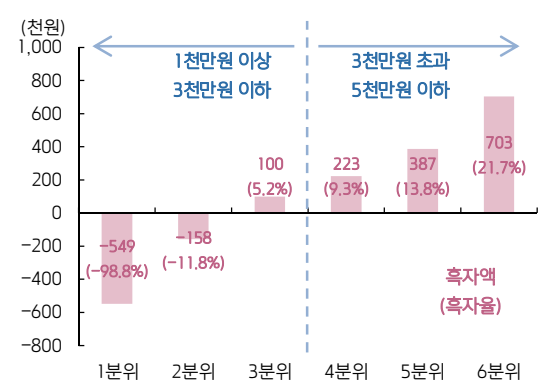
자료: 보험연구원 "2012년 보험소비자 설문조사"

고소득층, 실손보험 가입률 매우 높아...



자료: 보험연구원, 2011년 기준

저소득층, 실손의료보험 가입여력이 매우 낮아



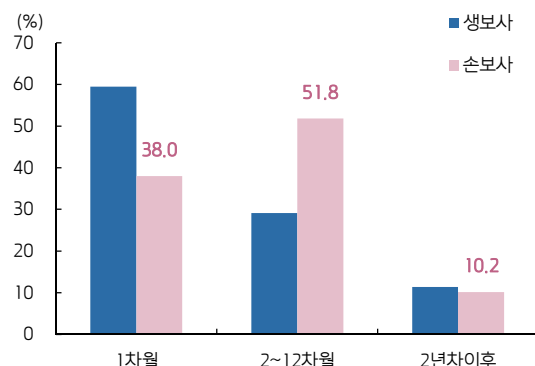
자료: 통계청, 2012년 1/4분기 기준

>>> 가계 소득 증가율 둔화, 보험 수요 둔화 요인

셋째, 내수 부진, 부동산 시장 침체 등 대외 변수가 건강 보험의 신규 수요에 부정적인 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 건강보험은 필수 소비재보다는 내구재 성격에 가까운 서비스 상품으로 전반적인 내수 경기 침체의 영향이 상대적으로 클 것으로 전망된다. 더욱이 앞으로 가계 부채 문제, 부동산 시장 침체 등 한국 경제의 현안이 가시화될 경우 내구재의 주요 수요자인 고소득층의 소비가 크게 감소, 건강보험 매출 증가에 부정적인 영향을 미칠 것이다. 넷째, 과도한 보험료 인상이 건강보험의 수요를 약화시키는 요인으로 작용할 가능성이 높다는 점이다. 실제 상위 5사의 실손보험 인상률은 FY10, FY11 각각 37.5%, 46.6%에 달하며 12회계연도 5월에는 57.2%까지 상승하였다. 이와 같은 높은 갱신보험료 인상은 보험의 계약률을 높일 뿐만 아니라 신규 건강보험에 대한 수요를 약화시키는 요인으로 작용할 수 있다.

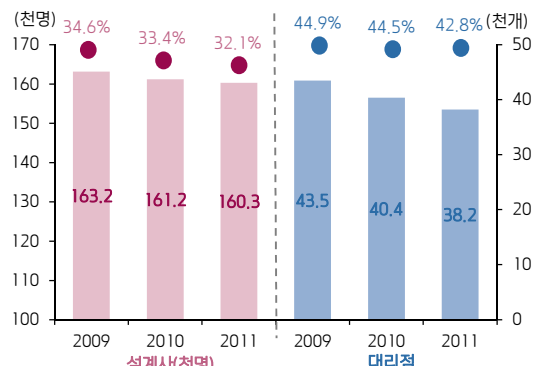
한편 정부의 설계사에 대한 수당 체계 변경도 앞으로 장기보험 성장에 적지 않은 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 정부는 만기환급금을 늘리는 한편 보험 설계사에 대한 수당 체계를 선지급 형태에서 유지율 중심으로 변경, 2013년 4월부터 시행하기로 발표한 바 있다. 동 제도가 도입될 경우 설계사 및 대리점의 실질 수입이 감소할 것이며 설계사 및 대리점 채널의 영업력을 약화시키는 요인으로 작용할 수 있기 때문이다. 실제 전체 원수보험료의 42.8%를 차지하는 대리점 수가 급격히 감소하고 있으며 전속 설계사 역시 정체를 보이고 있다.

판매수수료 선지급 현황



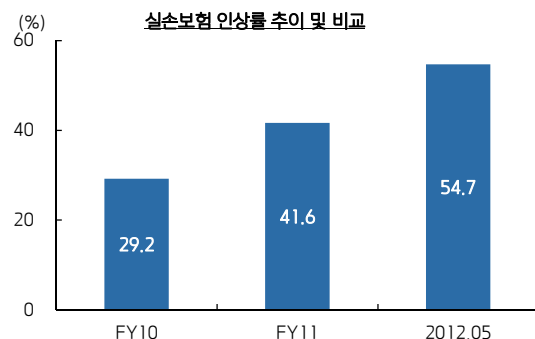
자료: 금융감독원

설계사 수당 변경으로 Off-line 채널 축소 중



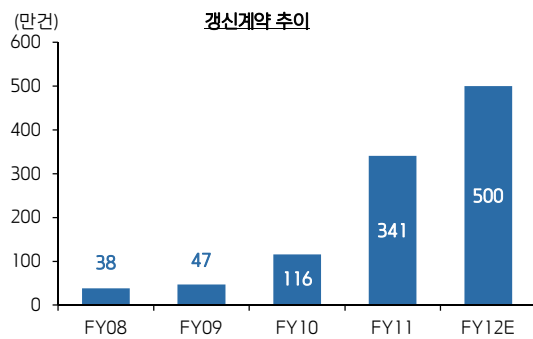
자료: 손보업계 자료

지나치게 높은 인상률은 해지 수요 증가를 초래할 것



자료: 금융감독원

갱신 계약 증가, 보험료 인상 효과 본격적으로 나타나



자료: 금융감독원

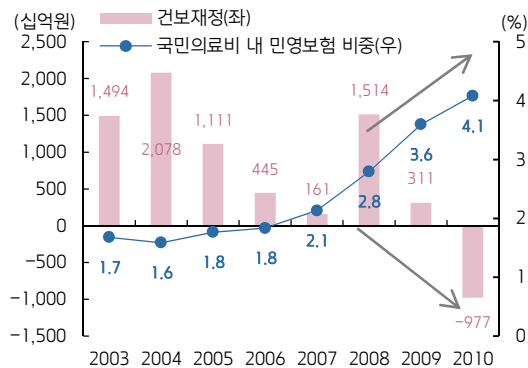
V. 정부의 보험산업에 대한 규제 강화의 근거

>>> 불확실성 해소가 아닌 정부 규제의 본격적 도래

장기보험 성장을 주도하였던 실손보험은 정부의 정책적 지원이 결정적인 역할을 하였다. 정부는 2003년 단체 실손보험, 2005년 개인 실손보험 판매를 허용하였다. 실손의료보험 판매를 활성화하기 위해 비급여 부문을 100%까지 허용, 상품의 매력도를 높였으며 3~5년 계약 갱신을 허용, 최초 판매 시점에 저렴한 가격으로 판매할 수 있도록 허용하였다. 아울러 사망 및 상해보험 특약 형태의 실손보험 판매를 허용함으로써 기존 영업 조직이 판매하기 유리한 고가형 상품 개발을 가능하도록 하였다. 건강보험의 제한적 보장으로 인해 발생하는 가계의 의료비 부담을 완화하는 한편 의료시장의 육성, 그리고 관련 산업의 일자리를 창출하는 것이 주된 목적이었던 것으로 풀이된다. 그러나 정부의 실손의료보험정책은 소비자와 정부 입장에서 볼 때 실패한 정책에 근접한 것으로 평가된다. 따라서 향후 정부의 실손보험에 대한 정책은 지원 중심에서 규제 중심으로 전환, 강화될 것으로 예상된다. 즉, 그동안 정부의 실손의료보험 정책이 계약자보다는 보험사업자 중심이었지만 앞으로는 보험 사업자보다는 소비자, 즉 계약자 중심으로 변경될 것으로 예상된다. 그 이유는 다음과 같다.

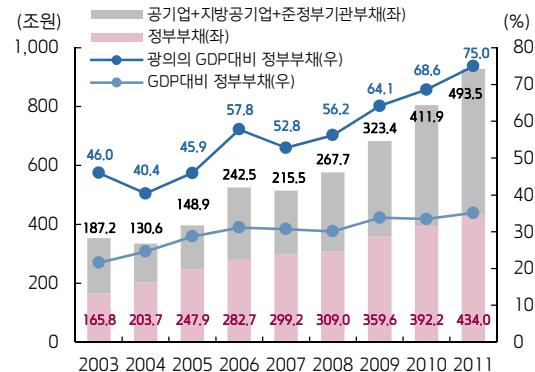
- 1) 국민건강보험의 부담을 낮추려는 취지에서 도입되었던 실손의료보험이 지나친 모델 해저드를 초래하면서 국민건강보험의 수지 악화의 요인으로 작용, 정부 부채 문제를 심화시키는 요인으로 작용하고 있다는 점이다.
- 2) 해외에서 일반적으로 저소득층의 의료비 부담을 완화하기 위해 이용되는 민영의료보험이 한국에서는 고소득층 중심으로 판매, 의료 서비스의 격차를 확대하는 요인으로 작용하고 있다는 점이다.
- 3) 양극화를 통한 성장을 제고에서 동반 성장, 복지 확대 등을 통한 계층 간 격차 축소 중심으로 정책 기조가 변경되고 있다는 점이다.

민영보험 급성장, 건보 재정 악화의 요인으로 작용



자료: 보건복지부, 건강보험공단, 키움증권 리서치센터

건보 재정 악화를 감내하기 어려운 정부



자료: 기획재정부

주: 광의의 부채에는 공기업, 지방공기업, 준정부기관 부채를 포함

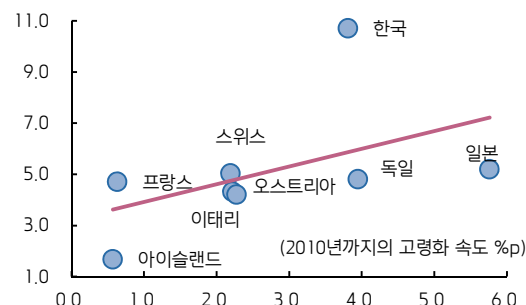
>>> “실손의료보험은 건보재정 악화에 기인한다” -정부-

정부의 실손의료보험 육성 정책이 애초 취지와 달리 지나친 모럴 해저드로 의료비 과다 지출을 초래하였으며, 나아가 정부 부채의 부담 요인으로 작용하였다. 2009년 보장 비율을 90%까지 낮추기는 하였지만 기존 계약의 경우 비급여 항목에 대한 의료비를 100%까지 보장한 점이 과잉 진료 등 다양한 모럴 해저드 발생의 직접적 요인으로 작용한 것으로 추정된다.

실제 실손의료보험 판매가 본격화되기 시작한 FY05~FY10 공보험의 성장률은 연평균 13.2%에 달했지만 민영보험사의 의료비 지출은 무려 31.3%에 달했다. 이에 따라 우리나라 국민 1인당 의료비 지출 연평균 증가율은 FY01~FY04에는 평균 9.1%에 불과하였지만 도입 이후인 FY05~FY10에는 10.3%까지 증가한 것으로 나타났다. 한국의 고령화 속도가 빠른 것은 사실이지만 고령화 속도가 높은 일본, 독일과 비교하더라도 한국의 의료비 지출은 상대적으로 과다했던 것으로 분석된다. 더욱이 국민건강보험(공보험)의 부담을 완화하기 위해 도입하였던 실손의료보험이 애초 취지와 달리 국민건강보험의 의료비 증가를 유발, 정부 부채 증가 요인으로 작용하고 있다는 점이다. 실손의료보험 도입 이후 공보험의 연평균 증가율은 13.4%로 이전인 FY01~FY04의 평균 증가율 7.8% 대비 크게 높아졌다. 모럴 해저드를 유발, 의료 쇼핑의 형태로 나타나면서 전반적인 의료비 과다 지출을 초래한 것으로 분석된다. 공기업을 포함할 경우 한국의 정부부채가 매우 높으며, 과도한 가계 부채로 정부가 부담해야 할 부채가 많은 상황에서 국민 건강보험의 적자 확대는 정부가 단기간 내에 반드시 해결해야 할 과제이다.

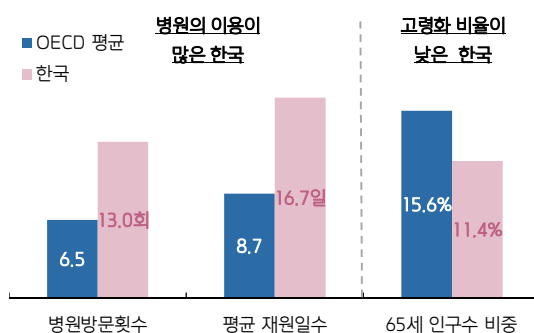
고령화 속도가 빠른 독일/일본보다 의료비 증가율 높아

(의료비 CAGR%)



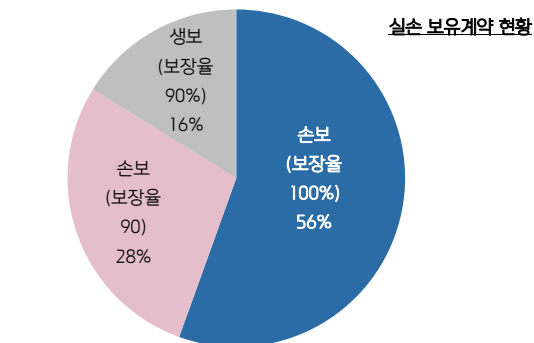
자료: OECD Health data 주: 나라별 65세 인구수 비중 순증률

고령인구수 비중 적어도 의료 서비스 이용률은 높아



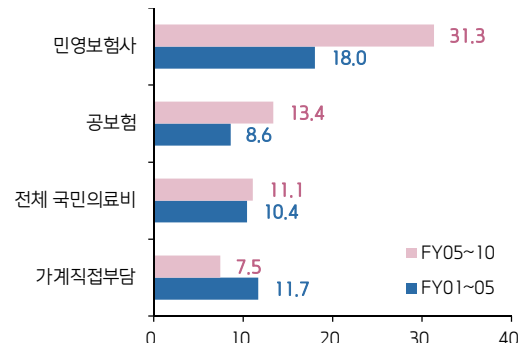
자료: OECD, 보험연구원, 통계청 주: 2011년 기준임

실손의료보험 보유 계약 현황



자료: 금융감독원

민영의료보험 증가, 공보험 지출 증가 유발



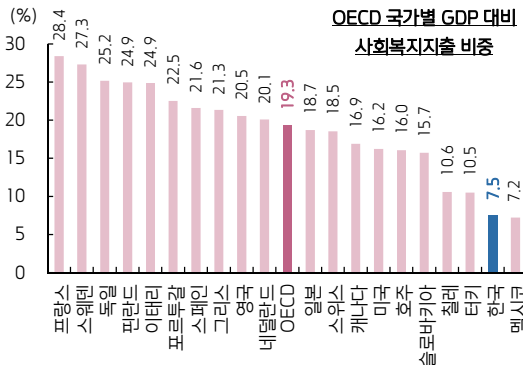
자료: 보건복지부, 건강보험공단, 키움증권 리서치센터

>>> 정부 주체의 최대 화두는 경제민주화

아울러 정부가 성장 일변도의 정책에서 동반 성장, 복지 확대 등과 같은 삶의 질 개선, 계층 간 격차 축소 중심으로 정책 기조를 변경한 점도 정부의 실손의료보험 규제 강화의 요인이 될 것이다. 야당뿐만 아니라 최근 경제 민주화, 복지 확대 등 다양한 정책 공약을 내놓고 있어 차기 정부는 여당이든 야당이든 복지 확대를 적극 추진할 것으로 예상된다. 정부의 복지 확대 정책이 실손의료보험의 성장을 위촉시키는 요인이 될 수 있는 이유는 다음과 같다.

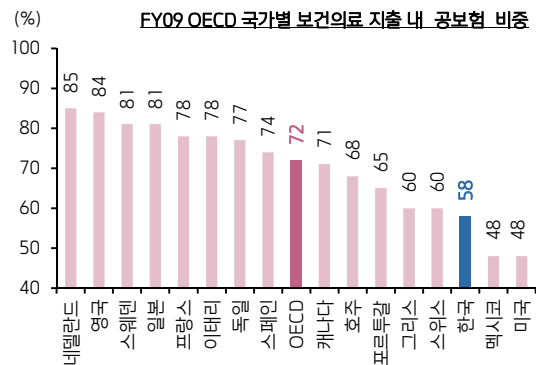
첫째, 저소득층에 대한 복지 확대에 대한 요구가 증가하면서 정부의 의료비 지출에 대한 요구도 동반하여 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 한국은 OECD 국가 중 사회 복지 관련 지출이 전체 재정에서 차지하는 비중이 가장 작으며 특히 공보험의 비중이 상대적으로 적은 나라이다. 실제 한국의 GDP 대비 사회복지 지출은 7.5% 수준으로 OECD 국가 중 멕시코에 이어 두 번째로 낮으며 이에 따라 의료비 지출에서 공보험이 차지하는 비중은 58%로 OECD 국가 중 세 번째로 낮다. 정부는 최근 포괄수가제의 도입, 고소득층에 대한 국민건강보험료 인상 등의 정책 변화로 공보험의 비중을 늘림으로써 복지를 확대하는 한편 민영보험에 의한 모럴해저드를 완화하려 하고 있다.

매우 낮은 규모의 사회복지 지출 비중을 가진 한국



자료: OECD, 주 2007년 기준

보건의료 지출에서 공보험 비중이 가장 적은 한국



자료: OECD, 주 2009년 기준

새로운 포괄수가제의 주요 내용

구분	신포괄수가 진료비	행위별 수가 진료비
총 진료비(A+B)	2,144,260원	2,005,460원
본인부담금	444,020원	656,420원
보험자부담금	1,700,240원	1,349,040원
급여(A)	- 포괄 수가 1,516,880원 - 비포괄항목 576,780원 - 식대: 50,600원	- 입원료, 수술료등: 1,540,700원 - 식대: 50,600원 - 경부 CT: 182,360원 - 전액본인부담: 125,420원
비급여(B)		갑상선외과 초음파검사: 106,380원
비고	- 초음파 검사, 10만원 미만 비급여는 급여 - CT는 포괄수가에 포함으로 본인부담금 감소	

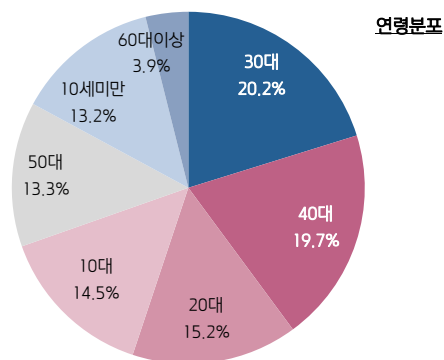
자료: 보건복지부 주: 입원일수 6일 기준 주요갑상선수술 사례

>>> 의료 서비스의 양극화 완화 위한 규제 가속화 예상

둘째, 애초 도입 취지이었던 저소득층과 고령층의 의료비 부담 완화와 달리 실손의료보험이 부유층 중심의 가계의 의료 서비스 질 제고 중심으로 성장, 의료서비스의 격차를 확대하는 요인으로 작용하고 있다는 점이다.

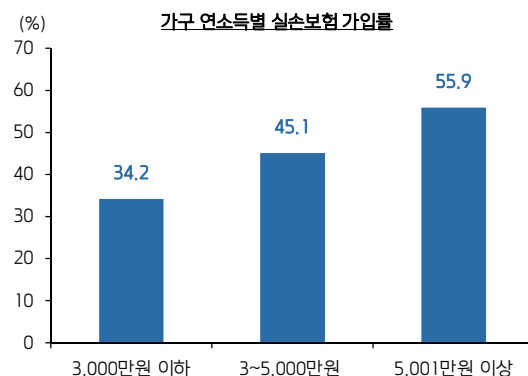
실제 전체 실손의료보험의 56%가 요양급여 중 비급여에 대해 100% 보장함에 따라 공보험의 보완 기능보다 실손의료보험을 보다 질 높은 의료 서비스를 받기 위한 수단, 즉 의료 쇼핑용으로 활용되고 있다. 반면 저소득층이나 고령자는 가입 거절 사유 또는 높은 보험료, 그리고 과도한 보험료 인상 등으로 신규 가입하기가 어려우며 설령 가입하더라도 유지하기가 어려운 것으로 분석된다. 실제 3천만 원 이하의 저소득층의 실손보험 가입률은 34.2%에 불과하며 60대 이상 고령층은 3.9%에 불과한 것으로 분석된다.

실손보험 가입 분포도



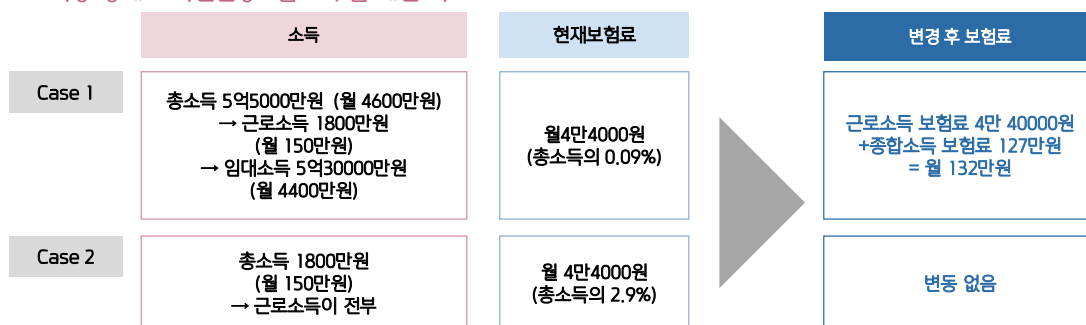
자료: 금융감독원

저 소득층의 가입여력 상대적으로 낮아



자료: 보험연구원 자료 재인용

고소득층 증세로 국민건강보험료 수입 재원 확보



자료: 한국경제 보도자료 재인용, 키움증권 리서치센터

VI. 정부의 보험산업 규제, 본격적 도래 !!

>>> 2012년 8월30일 실손의료보험 개선방안 발표

금융당국은 7월 13일 공청회에 이어 지난 8월 30일 실손의료보험 개선방안을 발표, 2013년부터 도입 하겠다고 밝혔다. 실손의료보험 개선방안은 애초 공청회에서 언급했던 것, 시장에서 예상했던 것보다 더 보험업자에게 불리한, 소비자에게는 유리한 대책으로 평가된다. 최근 전반적으로 전개되는 정부의 친서민정책, 경제 민주화의 영향이 실손의료보험 개선방안에도 반영된 것으로 판단된다. 한편 동 대책은 기존 장기보험의 수익성, 성장성에 결정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 그 이유는 다음과 같다.

먼저 실손의료보험 개선방안이 예정대로 도입될 경우 장기보험의 수요가 큰 폭으로 감소할 것으로 예상된다. 실손의료보험이 주계약 형태의 단종 보험 형태로 보험료는 1~2만 원 이내의 저렴한 수준으로 낮아진다. 계약자가 원하지 않거나 구매 능력이 없는 가계는 실손의료보험 가입을 위해 상해 및 사망보험에 불가피하게 가입하지 않아도 된다는 설명이다. 따라서 동 제도 도입으로 1~2만 원의 저렴한 보험이 도입되면 납입 보험료는 크게 감소할 가능성이 높다. 참고로 보험연구원 자료에 따르면 전체의 46.3%가 경제적 부담을 경감하기 위해 민영의료보험에 가입한 것으로 나타났다. 반면 서비스의 확대 또는 고급 의료서비스의 제공 목적을 위해 가입한 사람은 각각 35.5%, 7.9%에 불과하다. 만일 비슷한 보장에 저렴한 보험상품이 출시될 경우 상당수의 가입자가 새로운 보험상품으로 이동할 수 있음을 시사하는 정보이다.

실손의료보험 개선방안의 주요 내용

추진과제	현재	목적 및 효과	추진일정
1. 상품구조 개편			
1) 실손단독상품 출시 - 통합상품과 함께 단독상품 출시 의무화	통합상품 형태로 판매	중산층 이하 중심 저가형 실손보험중심 성장 유도 → 장기보험 성장 위축 전망	13. 1분기
2) 보험료 변경주기 단축 - 1년마다 갱신 (표준가격 $\pm 10\%p$ 내외)	3년마다 갱신	보험료 인상 제한 통한 가계의 부담 완화 → 정부의 보험료 규제로 수익성 악화 전망	13. 1분기
3) 보험기간 현실화 - 보장내용 일정기간(최대 15년)마다 변경 가능	특정연령까지 동일 보장	보장내용의 변경을 통해 고연령자 해지 축소 → 불량고객의 퇴출 제한으로 손해를 상승	13. 1분기
2. 보험금 지급 심사 강화			
1) 자기부담금 선택권 확대 - 자기부담금 20% 상품도 출시, 선택권 확대	자기부담금 10%	모럴해저드 축소 및 보험료 인하 유도 → 우량고객의 이탈에 따른 매출감소와 수익성악화	13. 1분기
2)비급여 확인장치 마련 -비급여 청구내용 건강심사평가원 활용 확인	비급여 진료내용 파악 어려움	모럴해저드 축소 통해 불필요한 의료비 지출 자제 → 의료 쇼핑 목적의 가입자 축소 유도	13년 중
3) 비급여 영수증 표준화 -비급여의료비 항목 기재방식 표준화	병원별 세부진료내역서 상이		13년 중

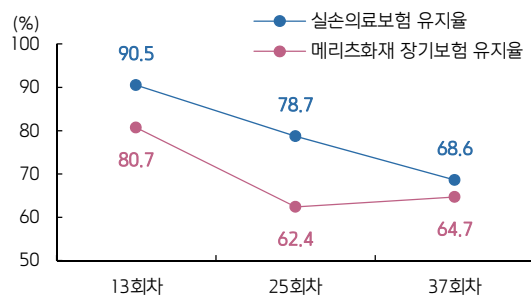
자료: 한국경제 보도자료 재인용, 키움증권 리서치센터

>>> 실손의료보험 규제 방안, 장기보험 수익성 악화 요인

한편 그동안 보험업계의 전체 수익성 개선에 결정적인 기여를 하였던 장기보험이 실손의료보험 제도 개편안의 도입 이후 큰 폭으로 악화될 것으로 예상된다. 그 이유는 다음과 같다.

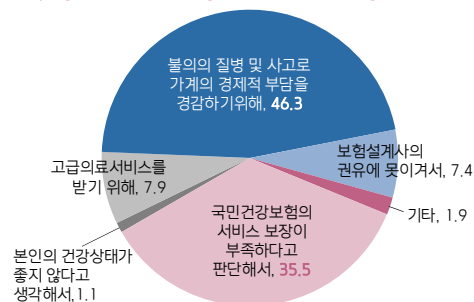
첫째, 수익성이 좋은 상해, 사망 계약이 포함된 건강보험의 수요가 줄어든 것으로 예상되기 때문이다. 이미 언급한 바 있듯이 상당수 계약자가 새로운 실손의료보험에 가입할 때 상해, 사망 계약이 포함된 건강보험보다 단종 실손의료보험을 가입할 가능성이 높다. 둘째, 정부의 보험료 규제가 강화될 것으로 예상된다는 점이다. 실제 보험료 인상 한도를 매년 공시하는 한편 산업 평균보다 일정 범위를 넘을 경우 사전 신고하도록 하였다. 더욱이 저가형 보험 형태가 정착되면 실손의료보험의 가입자의 구성은 부유층 중심에서 중산층 이하로 변경될 것이며 이는 정부의 가격 규제 요인으로 작용할 것이다. 셋째, 보험사 간 실손의료보험 등 주요 건강보험에 대한 가격경쟁이 본격화될 것으로 예상되기 때문이다. 1년 계약 갱신의 표준화된 주계약 형태의 실손의료보험이 출시되면 전통채널에 의존했던 건강보험은 방카슈랑스, 온라인, 홈쇼핑 채널 중심으로 전환될 가능성이 높다. 3년 계약 갱신을 이유로 앞으로 손해를 상승에 대비해 보험 마진을 높게 가져갔던 보험사의 가격 정책은 동 제도의 도입으로 사실상 어려울 것으로 예상된다. 한편 정부가 발표한 실손의료보험 개선방안은 '13년 1/4분기 중 시행됨에 따라 손해 보험사의 매출과 수익성에 영향을 미치는 시점은 빨라야 2013년 하반기나 2014년이 될 것이다. 다만 가격적 측면에서 저렴하고 보장 내역이 좋은 신상품을 후발 보험사가 온라인이나 방카슈랑스 등의 저비용 채널을 통해 적극 판매할 경우 기존 계약의 해약이 증가할 가능성을 배제할 수 없다. 만일 기존 계약의 높은 보험료 인상에 따른 보험료 부담으로 기존 계약의 해약이 급증할 경우 손해보험사 매출과 수익성에 영향을 미치는 시점은 '13년 상반기 이전으로 앞당겨질 가능성도 적지 않다.

실손의료보험 유지율과 메리츠화재 장기 유지율 추이



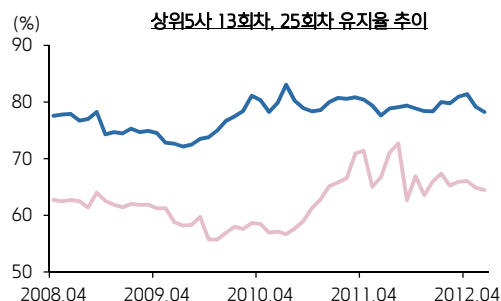
자료: 금융감독원, 메리츠화재

46.3%, 경제적 부담을 경감하기 위해 민영보험 가입



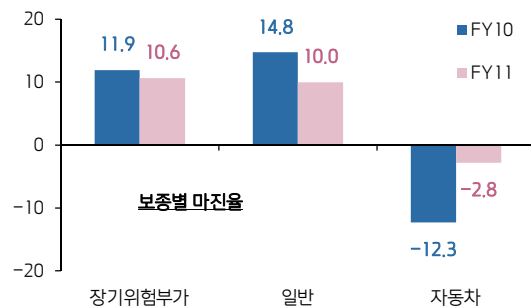
자료: 보험연구원 서베이 자료 재인용

계약갱신 늘어나면서 유지율 점진적으로 하락



자료: 각 사, 주: 상위5사 산술평균 수치임

장기위험부가 마진을 점차 축소되고 있어



자료: 각 사, 주: 상위5사 합산 수치임

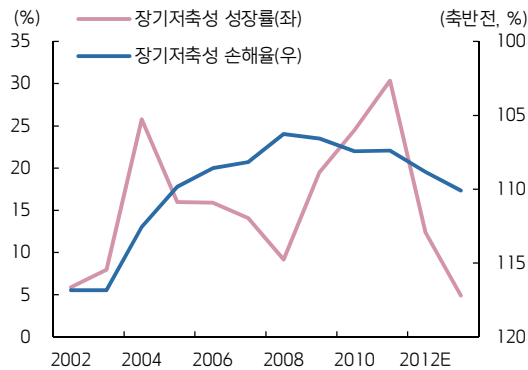
VII. 저축성보험은 대안이 될 수 없다 !!

>>> 금리 하락에 따른 투자수익률 하락으로 수익성 둔화 예상

대표적인 보장성보험인 건강보험의 성장 추세가 둔화됨에 따라 손해보험사는 저축성보험의 매출을 확대함으로써 장기보험 전체의 성장률과 수익성을 유지하려 할 것으로 예상된다. 실제 장기 저축성보험의 일시납 포함 초회보험료 성장률은 FY10 FY11 각각 145.9%, 180.0%로 상승, 최근 장기보험 성장을 주도하였다.

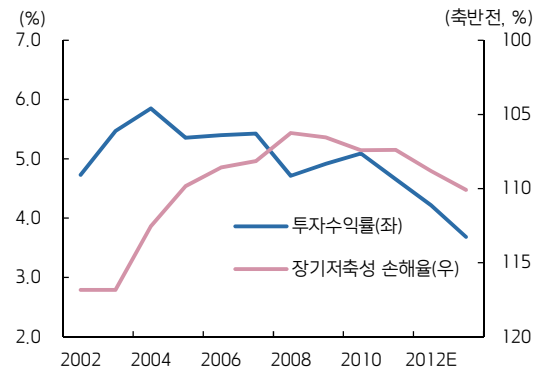
그러나, 업계의 의도와 달리 저축성보험의 수익성이 지속적으로 악화될 것이며 이에 따라 손해보험사는 점차 매출 성장률을 낮출 것으로 예상된다. 구체적으로 2012년 장기 저축성보험의 손해율은 108.8% 수준까지 상승할 것이며 투자영업이익률도 4.22%로 하락할 것으로 예상된다. 다시 말해서 장기보험의 수익성이 앞으로 크게 둔화할 경우 손해보험업계 또한 저축성보험에 대해 보수적인 태도로 전환할 것이며 이에 따라 지난 2년간 전체 장기보험의 성장을 주도해 왔던 저축성보험의 성장성도 2013년 이후 급격히 둔화할 것으로 예상된다.

저축성보험 성장 추이 및 전망



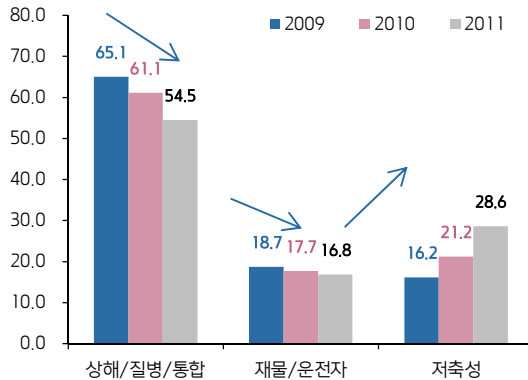
자료 : 손보업계 자료, 키움증권 리서치센터 전망

투자수익률 하락에 따른 손해율 상승 불가피 할 전망



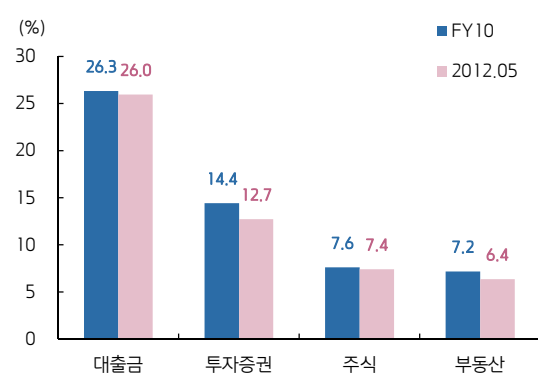
자료 : 손보업계 자료, 키움증권 리서치센터 전망

장기 원수보험료 내 보증별 비중



자료 : 손보업계 자료, 키움증권 리서치센터 전망

상위5사, 운용자산 비중 추이



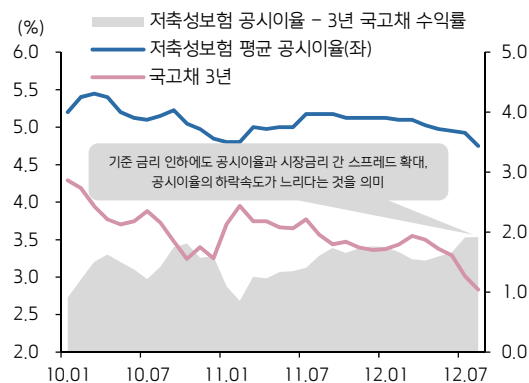
자료 : 손보업계 자료

>>> 투자 영업환경 악화로 투자영업이익률 하락 전망

보험사 수익성 개선에 결정적인 기여를 하였던 건강보험의 성장률 둔화를 보완하기 위해 적극 판매하였던 저축성보험의 수익성은 점차 악화될 것으로 예상된다. 그 이유는 다음과 같다.

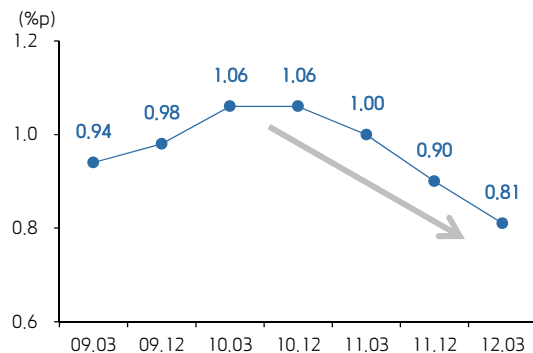
첫째, 과거 고금리로 제시하였던 저축성보험이 전체 저축성보험 수익성에 적지 않은 부담을 줄 것으로 예상되기 때문이다. 지난 2년간 손보사들은 높은 공시이율을 제시, 일시납 중심의 고금리 저축성보험을 판매해 왔다. 대부분 저축성보험이 과거와 달리 변동금리 상품이지만 공시이율의 하락 속도가 시장금리 하락속도에 비해 느린 점을 고려해 볼 때 시장금리가 급락할 경우 저축성보험의 수익성은 급격히 악화될 수 있다. 둘째, 투자 영업환경이 빠르게 악화, 투자영업이익률이 하락할 것으로 예상된다는 점이다. 경기 침체로 주식시장 침체와 더불어 시장금리마저 하락하고 있기 때문이다. 아울러 RBC 제도의 도입 역시 투자 영업이익률을 하락하는 요인으로 작용할 것으로 예상된다. RBC 규제는 유가증권내 위험계수를 차등 적용해 비율을 맞추기 위해선 위험계수가 낮은 국공채/특수채의 비중은 높이고 위험계수가 높은 회사채/주식/대출자산의 비중은 낮출 수밖에 없기 때문이다. 아울러 정부의 약관대출 가산금리 인하 유도, 가계대출 자산에 대한 RBC 기준과 충당금 적립 기준 강화는 수익률 제고에 있어 부담 요인으로 작용할 것이다.

공시이율 하락속도 시장금리 하락속도에 비해 느려



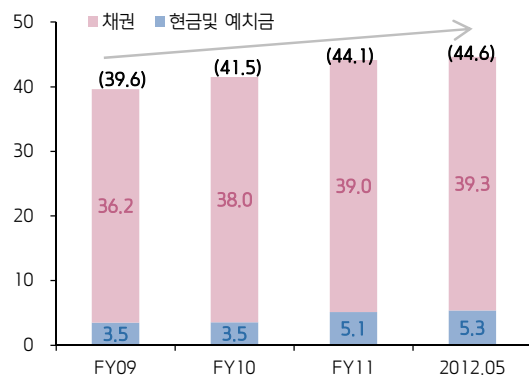
자료: 각 사, 본드웹

삼성화재, 이차마진 하락세 지속



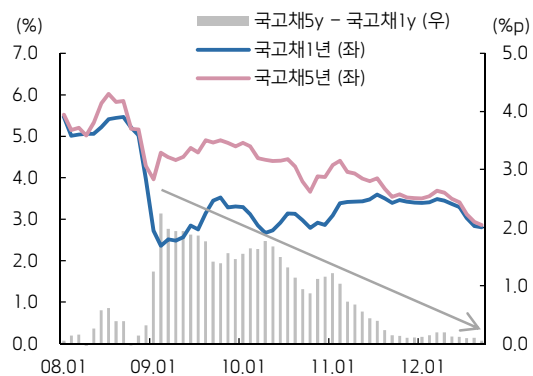
자료: 삼성화재

자산운용 규제 강화로 채권 비중 높아져



자료: 손보업계 자료 주: 상위5사 기준임

장단기 금리차 급격히 축소, 투자운용에 부정적



자료: 각 사, 본드웹

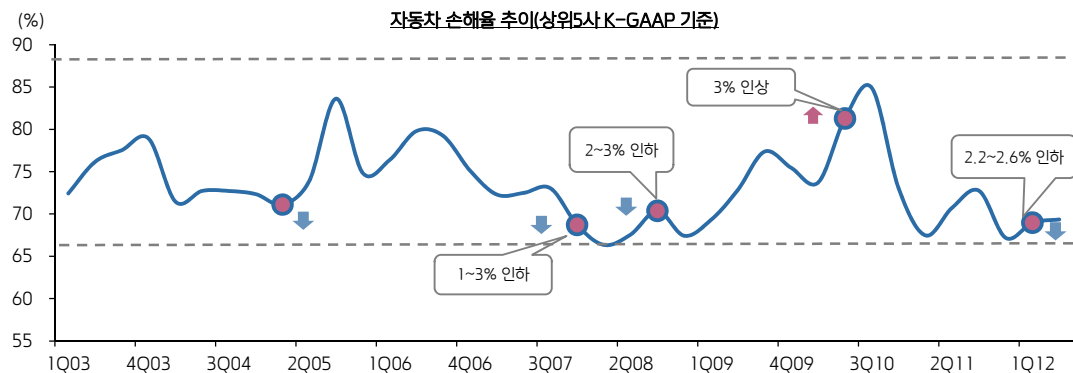
VIII. 자동차보험: 손해율 상승시기가 도래했다

>>> 자동차 손해율, 하반기부터 상승 전망

2011년 전체 보험영업 수익성 개선에 큰 역할을 한 자동차보험의 손해율 하락은 2012년 상반기에도 하락추세가 지속, 손보사 수익성 개선에 기여하고 있다. 그러나, 하반기 태풍 도래 등 계절적 요인뿐만 아니라 구조적인 요인으로 자동차 손해율은 점진적으로 상승할 것으로 예상된다. 구체적으로 상반기에는 68.3%를 기록, 전년 대비 큰 폭으로 하락할 것으로 예상하지만 하반기에는 70.7%로 상승 추세를 기록할 것으로 예상되며 FY13에도 손해율이 상당 폭 상승할 것으로 예상된다. 그 이유는 다음과 같다.

첫째, 하반기 내 보험료 추가 인하 가능성이 매우 높다는 점이다. 지난 4월 보험료 인하에도 불구하고 손해율이 오히려 하락하며 추가 인하의 여지를 높였다는 점이다. 한편 자동차 손해율 장기 추이를 분석해 본 결과 평균 65~70%에서 80~85% 밴드에서 보험료 인상과 인하 여부가 결정되는 것으로 분석된다. 보험료 인하가 9~10월 중 평균 2% 수준에서 이루어질 경우 상위 5사의 자동차 손해율은 기존 추정치 대비 0.7% 상승한 70.3%로 전년과 동일한 수준을 기록할 것으로 추정된다. 둘째, 사고 건수 증가율이 상승 전환하였다는 점이다. 과거 휘발유 가격 상승은 소비 감소, 운행빈도 감소가 사고율 하락에 크게 기인하였다. 하지만 현재 우리나라 국민에게 자동차는 필수 소비재 성격이 강해져 휘발유 가격 상승에 따른 운행빈도 감소가 제한적이다.

상위5사, 자동차 손해율 추이

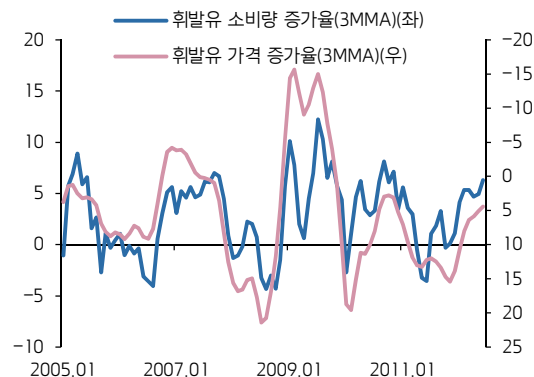


자료: 각 사 주 위 화살표시는 보험료 인상, 아래 화살표시는 보험료 인하를 의미함, K-GAAP 기준

>>> 소비자물가와 사고심도 연관성 사라짐

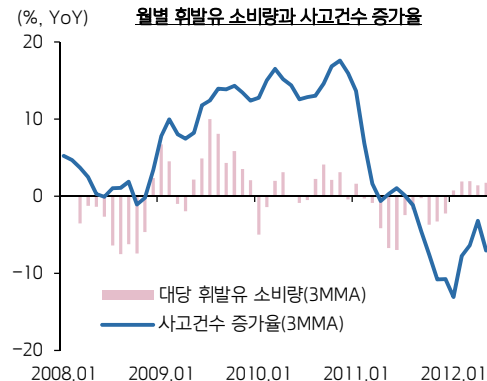
셋째, 소비자물가지수와 사고 심도의 연관성이 사라졌다는 점이다. 과거 물가 하락은 정비수가 안정에 기여, 자동차 손해를 하락에 긍정적이었다. 하지만 차량 대형화와 외제차량 비중 증가는 사고 건수당 손해액의 증가를 불가피 하게 만드는 요인으로 작용한다. 아울러 2분기 중 발생한 집중 호우와 두 차례의 태풍 도래는 손해율 상승 요인이다.

휘발유 상승세 둔화되면서 소비량 증가



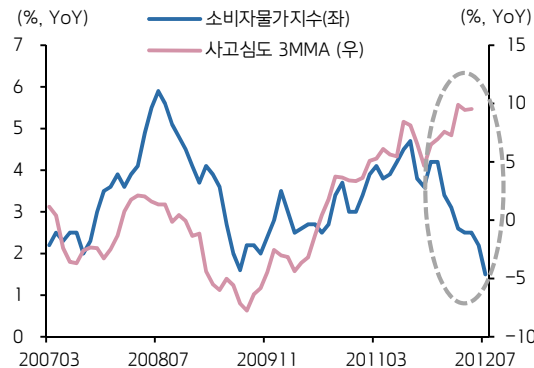
자료: 보험개발원, 대한석유협회, 키움증권 리서치센터

휘발유 소비 증가는 사고건수 증가로 이어져



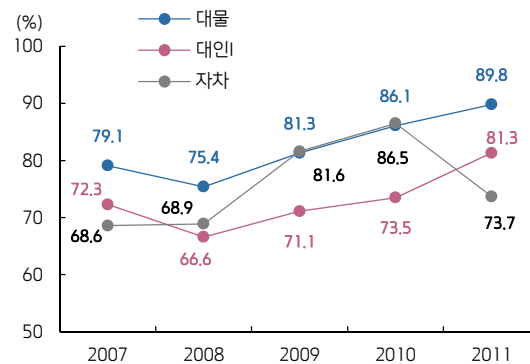
자료: 보험개발원, 대한석유협회, 키움증권 리서치센터

물가하락은 손해액에 더 이상 긍정적이지 못해



자료: 보험개발원, 한국은행, 키움증권 리서치센터 주: 전체 손보업계 기준

차량 대형화와 외제차량 증가로 대물 손해율 상승



자료: 보험연구원, 키움증권 리서치센터 주: 전체 손보업계 기준

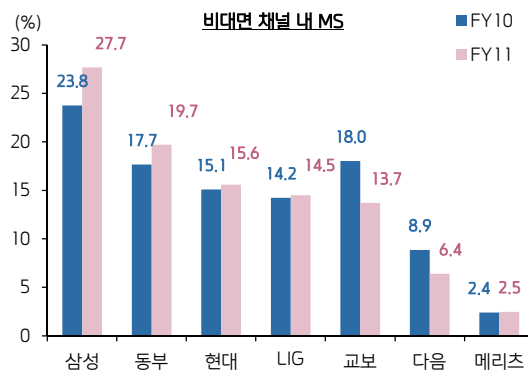
IX. 손해보험주 투자 기준

Top-picks를 선정하는 보험사의 투자 기준으로 다음 세가지를 제시한다. 1) 다양한 판매 채널 구조를 보유한 보험사, 2) 환경 변화에 대한 뛰어난 경영 능력을 보유한 보험사, 3) 비용 효율성이 상대적으로 뛰어난 보험사이다. 상기 기준에 동부화재와 현대해상이 가장 적합하다고 판단, 손해보험업종 Top-Picks로 제시한다. 그 이유는 다음과 같다.

첫째, 정부의 실손의료보험 규제 강화로 기존 설계사 및 대리점 채널보다 온라인, 방카슈랑스 등 비대면 채널의 중요성이 더욱 높아질 것으로 예상되기 때문이다. 실손의료보험이 1~2만원 수준의 주 계약 보험 형태로 전환될 경우 기존 설계사와 대리점 채널 중심에서 저비용 채널인 온라인 채널 등으로 구조가 전환 될 수 밖에 없는 이유에서다. 1년 단위의 계약으로 상품 표준화가 잘 되어 있는 자동차 보험의 경우 비대면 채널이 25.1%에 달하는 것도 같은 요인이다. 한편 동부화재와 현대해상의 비대면 채널 MS는 각각 19.7%, 15.6%로 상대적으로 비대면 채널에 강점을 가진 대형 손보사이라고 할 수 있다.

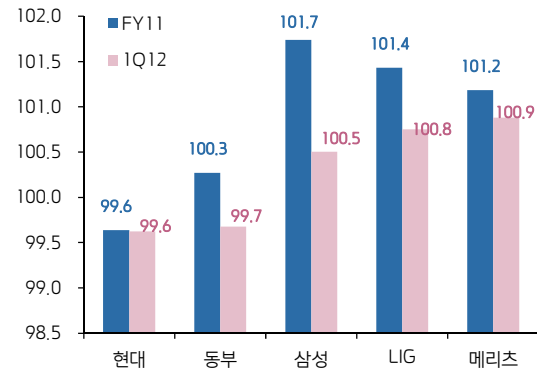
둘째, 정부 규제 강화, 금융시장 불안, 내수 경기 침체 등 대외 여건 변화가 심화될 가능성이 높아 적절히 대응할 수 있는 경영 능력이 무엇보다 중요한 시점이기 때문이다. 현대해상의 경우 침체된 보장성 인보험을 대체하기 위해 판매 전략을 재물보험 위주로 전환시키며 2011년 보장성 보험 신계약 성장률은 14.8%를 기록, 업계 내 가장 높은 성장세를 시현하였다. 아울러 동부화재는 업계 내 가장 비용 효율성이 뛰어난 손해보험사 중 하나로 앞으로 외부 경영 환경 변화에 가장 적극적으로 대응할 수 있을 것으로 판단된다.

비대면 채널 MS 확보가 중요한 시점



자료: 손보업계 자료 주: 원수보험료 내 비중임, 비대면 채널은 T/M, C/M, 홈쇼핑 비중의 합

현대해상과 동부화재, 업계 내 최고 수준의 합산비율 시현



자료: 각 사

>>> 목표주가 산출 요약

당사 추정 5개사 평균 자본비용(Cost of Equity)은 9.6%로 산정되었다. Rf 3.5%, 국내 주식시장의 Risk Premium 을 반영해 6.0%(Rm)를 적용 했다. 또한 Market Beta는 회사별로 52주 Weekly Beta를 산출 한 후 개별 보험사의 미래 예상 손익 변동성 및 자본위험을 감안하여 회사별 적용했다.

당사 Coverage 손보사 Valuation Table

	동부화재	현대해상	삼성화재	LIG 손보	메리츠화재
Target P/B 산정	1.53	1.74	1.43	0.99	1.34
Cost of Equity(Ce)	9.50%	9.50%	7.40%	11.00%	10.40%
Risk free rate(Rf)	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
Risk Premium(Rm)	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
3 year Average ROE	14.53%	18.34%	8.82%	12.13%	15.46%
Sustainable Growth(g)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
13.03 월 추정 BPS	39,534	24,519	186,288	27,936	10,357
Target Price	60,000	43,000	267,000	28,000	14,000
Upside	25.92%	26.66%	14.10%	11.78%	8.95%

자료: 키움증권 리서치센터 추정치

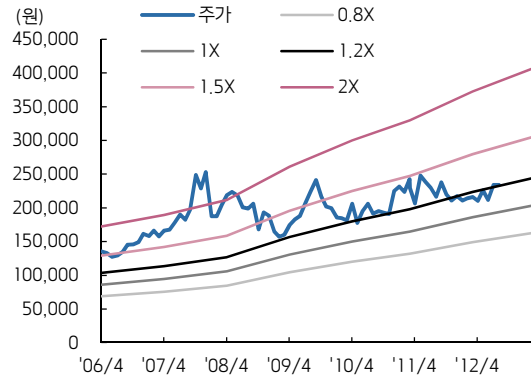
>>> 손해보험 Valuation Table

손해보험 Valuation Table

	동부화재	현대해상	삼성화재	LIG 손보	메리츠화재	손보사 평균
투자판단	BUY	BUY	Outperform	Outperform	Outperform	NEUTRAL
목표주가	60,000	43,000	267,000	28,000	14,000	
주가 상승여력	25.9%	26.7%	14.1%	11.8%	8.9%	17.5%
Target PBR	1.5	1.8	1.4	1.0	1.4	1.4
당기순이익 FY11	403	399	785	209	165	1,960
(십억원) FY12E	453	442	907	228	188	2,219
FY13E	386	383	769	169	172	1,879
ROE FY11	19.9	25.5	11.3	16.7	20.6	
(%) FY12E	19.4	23.9	11.3	16.6	19.8	
FY13E	14.4	17.9	8.7	11.4	15.7	
ROA FY11	2.6	2.6	2.2	1.6	2.1	
(%) FY12E	2.4	2.3	2.2	1.4	2.0	
FY13E	1.7	1.7	1.6	0.9	1.6	
BPS FY11	34,830	21,688	164,987	25,566	9,297	
(원) FY12E	39,534	24,519	186,288	27,936	10,357	
FY13E	44,668	28,257	204,015	29,662	11,906	
EPS FY11	5,694	4,462	15,515	3,484	1,782	
(원) FY12E	6,398	4,945	17,943	3,802	2,041	
FY13E	5,453	4,286	15,205	2,819	1,860	
PBR FY11	1.4	1.5	1.3	1.0	1.4	1.3
(배) FY12E	1.2	1.4	1.3	0.9	1.2	1.2
FY13E	1.1	1.2	1.1	0.8	1.1	1.1
PER FY11	8.6	7.3	13.8	7.5	7.2	8.9
(배) FY12E	7.4	6.9	13.0	6.6	6.3	8.0
FY13E	8.7	7.9	15.4	8.9	6.9	9.6
DPS FY11	1,200	1,350	3,750	800	550	
(원) FY12E	1,300	1,450	4,350	850	550	
FY13E	1,100	1,250	3,600	600	500	
배당성향 FY11	18.8	27.2	22.3	19.8	32.3	
(%) FY12E	18.2	26.4	21.5	19.3	28.2	
FY13E	18.0	26.2	21.2	18.4	28.1	

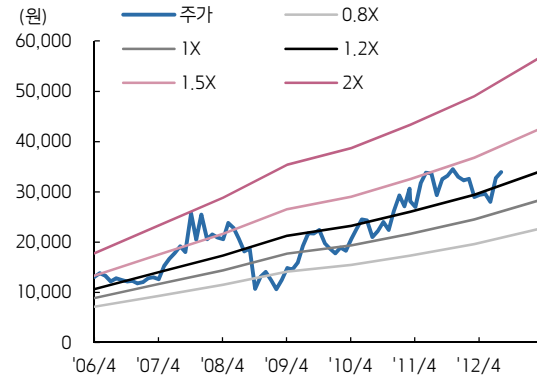
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

삼성화재 PBR 밴드 추이



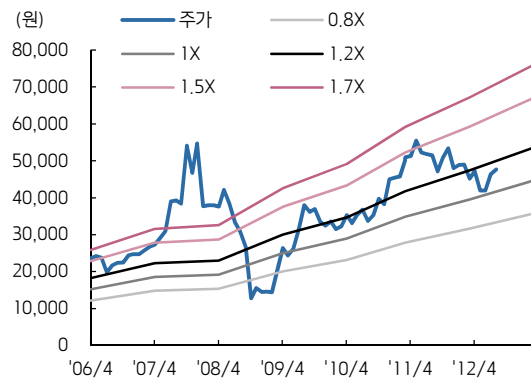
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

현대해상 PBR 밴드 추이



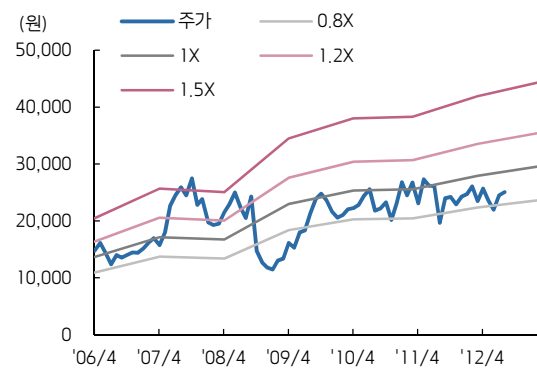
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

동부화재 PBR 밴드 추이



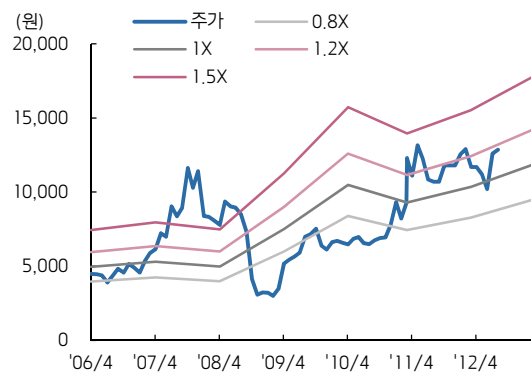
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

LIG손보 PBR 밴드 추이



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

메리츠화재 PBR 밴드 추이



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터



기업분석

동부화재
(005830)

BUY(ReInitiate)/목표주가 60,000원
위기에 가장 강한 보험사

현대해상
(001450)

BUY(ReInitiate)/목표주가 43,000원
보험영업의 최강자 !

삼성화재
(000810)

Outperform(ReInitiate)/목표주가 267,000원
Premium은 회복 중

LIG손보
(002550)

Outperform(ReInitiate)/목표주가 28,000원
손해율 관리가 부각되는 시점

메리츠화재
(000060)

Outperform(Initiate)/목표주가 14,000원
양호한 성장세 이어가는 중

동부화재 (005830)



BUY (ReInitiate)

주가(9/3) 47,650원

목표주가 60,000원

8월 중 그룹 리스크 확대되며 주가가 급락하는 모습을 연출 하였음. 하지만 그룹 리스크 확대 해석 해소되며 급격히 재반등에 성공함. 업종 내 최고 수준의 사업비율을 보유하고 있으며 비대면 채널에서의 성공적인 MS 확대 능력은 동사가 지고 있는 그룹리스크 할인 요소를 해소 시킬수 있다고 판단됨. 투자 의견 "BUY"와 목표주가 60,000원을 제시함.

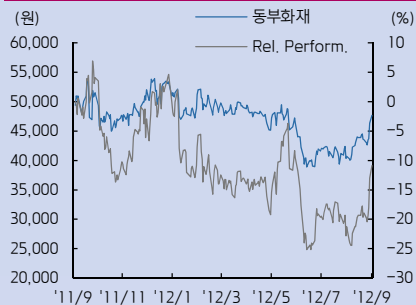
Stock Data

KOSPI (09/03)		1,912.71pt
시가총액		33,736억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	54,000원	38,550원
최고/최저가 대비 등락	-11.8%	23.6%
주가수익률	절대	상대
	1M	18.1% 15.4%
	6M	0.0% 4.6%
	1Y	-3.5% -10.9%

Company Data

발행주식수	70,800천주
일평균 거래량(3M)	174천주
외국인 지분율	38.5%
배당수익률(12.E)	2.8%
BPS	
(12.E)	39,534원
주요 주주	김남호외 7인
	31.3%

Price Trend



위기에 가장 강한 보험사

>>> 손보업종 내 Top-Pick 제시함

동부화재에 대해 투자 의견 "BUY", 목표주가 60,000원으로 Coverage를 개시함. 동사에 대한 긍정적인 의견을 제시하는 이유는 1) 1년 Forward PBR이 1.14배, FY12 PER 7.4배로 밸류에이션 매력도가 높으며 2) 신 성장동력으로 예상되는 비대면 채널에서 삼성화재 다음으로 높은 MS를 유지 하고 있기 때문임.

>>> 좋을때나 어려울때나 항상 꾸준하다

FY12 예상 ROE 19.4%, 1y FPBR 1.14배는 과거 대비 밸류에이션 매력이 충분하다고 판단됨. 아울러 손해보험 업종 내 최고 수준의 사업비율을 보유, 지속 유지 가능할 것으로 판단됨. 동사의 수준 높은 비용 관리 능력과 비대면 채널 확대에 따른 대응 전략은 그룹리스크 할인 요소를 해소 시킬 수 있을 만한 요인임.

>>> 신규채널 전략 강화는 매우 긍정적

비대면 채널 내 1위인 삼성화재 다음으로 높은 점유율을 확보, 앞으로 실손의료보험 등 저가 보험 상품 활성화 될 경우 온라인등 비대면 채널에서 충분한 경쟁력을 미리 확보해 프리미엄의 근거로 삼을 수 있는 요인임. 업종 내 Top-Pick 의견을 제시함에 있어 부족함이 없다고 판단됨.

투자지표	2010	2011	2012E	2013E	2014E
경과보험료(십억원)	6,422	8,368	9,111	9,306	9,389
영업이익(십억원)	432	562	619	525	404
순이익(십억원)	328	403	453	386	294
EPS(원)	4,638	5,694	6,398	5,453	4,146
증감율(%YoY)	25.7	41.7	12.4	-14.8	-24.0
BPS(원)	28,925	34,830	39,534	44,668	48,594
PER(배)	10.8	8.6	7.4	8.7	11.5
PBR(배)	1.7	1.4	1.2	1.1	1.0
ROE(%)	19.1	19.9	19.4	14.4	9.9
손해율(%)	79.7	83.4	83.4	84.8	86.1
사업비율(%)	21.2	16.9	17.0	17.0	16.9
합산비율(%)	100.9	100.3	100.4	101.7	103.1

손익계산서

(단위: 십억원)

3월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
경과보험료	6,422	8,368	9,111	9,306	9,389
일반	243	286	288	311	335
자동차	1,529	1,836	1,918	1,891	1,870
장기	4,650	6,246	6,904	7,104	7,183
원수보험료	7,114	9,069	9,783	10,077	10,178
일반	599	783	790	854	920
자동차	1,799	2,034	2,108	2,096	2,072
장기	4,716	6,257	6,885	7,127	7,185
수입보험료	7,040	8,980	9,606	9,849	9,894
보유보험료	6,620	8,482	9,078	9,292	9,325
발생손해액	5,119	6,979	7,595	7,888	8,088
순사업비	1,359	1,412	1,550	1,581	1,591
보험영업이익	-55	-23	-39	-163	-290
투자영업이익	487	585	658	688	693
총영업이익	432	562	619	525	404
영업외손익	-19	-17	-17	-17	-17
세전순이익	369	545	602	508	386
법인세	84	142	149	122	93
당기순이익	328	403	453	386	294

주요지표 I

(단위: 십억원)

3월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
성장성 (%YoY)					
경과보험료	17.1%	30.3%	8.9%	2.1%	0.9%
영업이익	24.0%	30.2%	10.1%	-15.1%	-23.1%
순이익	25.7%	41.7%	12.4%	-14.8%	-24.0%
총자산	21.4%	36.2%	18.2%	15.2%	13.2%
운용자산	20.8%	35.9%	19.2%	16.3%	14.1%
책임준비금	25.3%	27.1%	14.9%	10.1%	8.4%
자기자본	17.4%	60.1%	13.5%	13.0%	8.8%
BPS	15.6%	20.4%	13.5%	13.0%	8.8%
수익성 (%)					
손해율	79.7%	83.4%	83.4%	84.8%	86.1%
일반	58.1%	64.5%	63.9%	64.6%	64.7%
자동차	78.5%	80.2%	79.8%	82.1%	84.6%
장기	81.2%	85.2%	85.2%	86.3%	87.6%
사업비율	21.2%	16.9%	17.0%	17.0%	16.9%
보험영업이익률	-0.86%	-0.27%	-0.38%	-1.75%	-3.08%
투자이익률	5.2%	4.8%	4.3%	3.8%	3.3%
영업비율	93.3%	93.3%	93.2%	94.4%	95.7%
합산비율	100.9%	100.3%	100.4%	101.7%	103.1%

대차대조표

(단위: 십억원)

3월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
현금과 예금	633	1,287	1,270	1,299	1,299
유가증권	6,655	8,507	11,105	13,649	16,224
주식	838	1,164	1,425	1,737	2,065
채권	3,460	4,372	5,784	7,107	8,439
수익증권	1,549	1,489	1,969	2,452	2,919
기타	808	1,482	1,880	2,290	2,722
총대출금	2,515	3,438	3,660	3,898	4,151
부동산	720	1,069	1,005	970	937
총운용자산	10,523	14,300	17,040	19,816	22,610
고정자산	57	104	108	110	111
기타자산	2,030	2,548	2,940	3,247	3,527
비운용자산	2,087	2,652	3,048	3,357	3,638
(특별계정자산)	261	576	633	697	766
총자산	12,871	17,528	20,721	23,869	27,015
보험계약준비금	10,685	13,922	16,733	19,459	22,204
책임준비금	10,232	13,922	16,733	19,459	22,204
기타부채	534	779	800	829	907
(특별계정부채)	274	623	685	753	829
총부채	11,494	15,324	18,218	21,042	23,939
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	1,447	1,881	2,176	2,493	2,732
자본조정/기타포괄손익누계	-143	250	253	261	270
자기자본	1,831	2,205	2,502	2,827	3,076

주요지표 II

(단위: 원, 배, %)

3월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
이익률지표(%)					
ROA	2.8%	2.6%	2.4%	1.7%	1.2%
ROE	19.1%	19.9%	19.4%	14.4%	9.9%
주당지표(원)					
주당 경과보험료	90,708	118,193	128,682	131,445	132,615
주당 영업이익	6,096	7,938	8,741	7,419	5,701
EPS	4,638	5,694	6,398	5,453	4,146
BPS	28,925	34,830	39,534	44,668	48,594
DPS(보통주)	900	1,200	1,300	1,100	850
배당성향(%)	20.0%	18.8%	18.2%	18.0%	18.3%
시장지표(배)					
PER	10.8	8.6	7.4	8.7	11.49
PBR	1.73	1.41	1.21	1.07	0.98

현대해상 (001450)



BUY(ReInitiate)

주가(9/3) 33,950원

목표주가 43,000원

경기 둔화 국면에서 보험영업 환경 또한 악화 될수 밖에 없음. 아울러 금융당국의 규제 또한 손보업종의 주가에 부정적인 영향을 줄 것임. 하지만 당사는 보험영업 환경 악화에도 보유계약에 대한 언더라이팅 관리 강화로 업종 내 최고 수준의 ROE 를 유지해 갈것으로 기대됨. 투자 의견 "BUY", 목표주가 43,000원을 제시함.

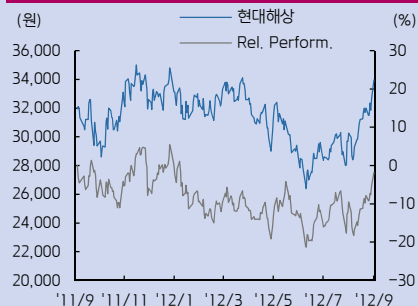
Stock Data

KOSPI(09/03)	1,912.71pt	
시가총액	30,351억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	35,400원	25,100원
최고/최저가 대비 등락	-4.1%	35.3%
주가수익률	절대	상대
	1M	14.3%
	6M	2.3%
	1Y	6.3%
		-1.9%

Company Data

발행주식수	89,400천주
일평균 거래량(3M)	416천주
외국인 지분율	30.8%
배당수익률(12.E)	4.4%
BPS	
(12.E)	24,519원
주요 주주	정몽윤외 2인
	22.0%

Price Trend



보험영업의 최강자 !

>>> 손보업종 Top-pick 제시함

현대해상에 대해 투자의견 "BUY", 목표주가 43,000원으로 Coverage를 개시함. 동사에 대해 긍정적인 의견을 제시하는 이유는 1) 업종 내 가장 높은 ROE(FY12E 23.9%)에 비해 1년 Forward PBR은 1.3배 수준으로 Valuation 매력도가 높으며 2) 뛰어난 수익성 관리로 업황 둔화 시에도 높은 수준의 효율성 유지가 가능할 것이기 때문임.

>>> 업종내 최고 합산비율 시현 기대

당사는 업계 내 가장 효율적이며 다양한 장기보험 판매 채널 보유, 업황 둔화 시에도 판매전략 수정에 따른 방어 능력이 매우 뛰어남. 아울러 장기보험 부문의 언더라이팅 강화로 안정적인 이익기반 확보해 손해를 상승이 상대적으로 제한적임. 업종 내 높은 수준의 합산비율 시현 기대에 따라 최고 수준의 Target Multiple 부여가 가능하다 판단됨.

>>> 실적의 Quality 가 좋다

당사의 7월 월납환산 기준 신계약은 152억원으로 전달 대비 소폭 부진했으나 여전히 좋은 흐름을 이어가고 있는 것으로 평가됨. 신계약 내 보장성 비중이 꾸준히 50% 이상을 차지하는 점은 당사의 최대 장점임. 아울러 위험손해율이 전달 대비 소폭 상승하였지만 보장성 판매 증가에 따른 위험보험료 납입으로 안정적인 흐름 유지할 전망이다.

투자지표	2010	2011	2012E	2013E	2014E
경과보험료(십억원)	6,634	8,358	9,104	9,345	9,420
영업이익(십억원)	236	560	610	533	452
순이익(십억원)	205	399	442	383	322
EPS(원)	2,298	4,462	4,945	4,286	3,601
증감율(%YoY)	-13.5	150.1	10.8	-13.3	-16.0
BPS(원)	19,365	21,688	24,519	28,257	31,399
PER(배)	13.3	7.3	6.9	7.9	9.4
PBR(배)	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1
ROE(%)	13.8	25.5	23.9	17.9	13.3
손해율(%)	79.8	82.2	82.2	83.4	84.5
사업비율(%)	22.5	17.4	17.6	17.3	17.2
합산비율(%)	102.4	99.6	99.8	100.7	101.7

손익계산서

(단위: 십억원)

3월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
경과보험료	6,634	8,358	9,104	9,345	9,420
일반	237	303	306	331	356
자동차	1,672	1,883	1,935	1,915	1,894
장기	4,726	6,173	6,886	7,099	7,170
원수보험료	7,610	9,317	10,067	10,351	10,429
일반	808	950	963	1,041	1,121
자동차	1,926	2,056	2,103	2,091	2,068
장기	4,877	6,259	6,905	7,218	7,240
수입보험료	7,610	9,319	9,875	10,198	10,211
보유보험료	6,786	8,422	8,929	9,207	9,208
발생손해액	5,297	6,874	7,488	7,794	7,961
순사업비	1,496	1,454	1,602	1,621	1,621
보험영업이익	-204	30	15	-69	-162
투자영업이익	441	530	596	602	614
총영업이익	236	560	610	533	452
영업외손익	-21	-24	-28	-29	-29
세전순이익	215	536	582	504	424
법인세	56	137	140	121	102
당기순이익	205	399	442	383	322

주요지표 I

(단위: 십억원)

3월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
성장성 (%YoY)					
경과보험료	17.7%	26.0%	8.9%	2.6%	0.8%
영업이익	-5.6%	137.1%	9.0%	-12.7%	-15.1%
순이익	-13.5%	150.1%	10.8%	-13.3%	-16.0%
총자산	17.2%	35.1%	18.4%	16.0%	13.5%
운용자산	18.2%	30.1%	20.2%	17.0%	14.0%
책임준비금	18.9%	54.5%	12.8%	12.5%	11.1%
자기자본	8.2%	51.3%	13.1%	15.2%	11.1%
BPS	9.4%	12.0%	13.1%	15.2%	11.1%
수익성 (%)					
손해율	79.8%	82.2%	82.2%	83.4%	84.5%
일반	58.8%	69.2%	69.5%	66.1%	69.6%
자동차	79.0%	80.8%	79.5%	81.4%	82.9%
장기	81.2%	83.3%	83.3%	84.8%	85.7%
사업비율	22.5%	17.4%	17.6%	17.3%	17.2%
보험영업이익률	-2.39%	0.4%	0.2%	-0.74%	-1.71%
투자이익률	4.7%	4.6%	4.1%	3.5%	3.1%
영업비율	95.7%	93.3%	93.3%	94.3%	95.2%
합산비율	102.4%	99.6%	99.8%	100.7%	101.7%

대차대조표

(단위: 십억원)

3월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
현금과 예금	338	596	535	525	501
유가증권	6,493	8,704	10,775	12,672	14,304
주식	464	596	779	916	1,034
채권	5,191	7,162	8,549	10,028	11,311
수익증권	517	540	745	874	986
기타	321	407	482	566	639
총대출금	2,638	3,232	3,943	4,797	5,828
부동산	845	890	877	884	891
총운용자산	10,313	13,422	16,130	18,877	21,524
고정자산	96	116	128	132	149
기타자산	2,021	3,155	3,561	4,017	4,460
비운용자산	2,117	3,271	3,689	4,149	4,608
(특별계정자산)	576	878	992	1,121	1,267
총자산	13,006	17,571	20,811	24,148	27,399
보험계약준비금	10,617	13,967	17,003	19,899	22,688
책임준비금	10,213	13,967	17,003	19,899	22,688
기타부채	658	962	821	828	889
(특별계정부채)	577	899	1,016	1,148	1,297
총부채	11,853	15,827	18,839	21,875	24,874
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	121	114	114	114	114
이익잉여금	762	1,379	1,596	1,879	2,117
자본조정/기타포괄손익누계	225	206	216	234	249
자기자본	1,557	1,744	1,972	2,272	2,525

주요지표 II

(단위: 원, 배, %)

3월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
이익률지표(%)					
ROA	1.7%	2.6%	2.3%	1.7%	1.3%
ROE	13.8%	25.5%	23.9%	17.9%	13.3%
주당지표(원)					
주당 경과보험료	74,208	93,488	101,839	104,532	105,372
주당 영업이익	2,642	6,264	6,829	5,960	5,061
EPS	2,298	4,462	4,945	4,286	3,601
BPS	19,365	21,688	24,519	28,257	31,399
DPS(보통주)	700	1,350	1,450	1,250	1,050
배당성향(%)	35.3%	27.2%	26.4%	26.2%	26.2%
시장지표(배)					
PER	13.3	7.3	6.9	7.9	9.43
PBR	1.58	1.50	1.38	1.20	1.08

삼성화재 (000810)



Outperform (ReInitiate)

주가(9/3) 234,000원

목표주가 267,000원

동사는 최근 보장성 인보험 신계약 MS 회복에 있어 GA 채널 확대 등의 전략을 펼치고 있음. 아울러 주주가치 제고 위해 자사주매입등 추가적인 자본효율 개선 계획은 하반기에도 지속 될것으로 전망 됨. 투자 의견 'Outperform', 목표주가 267,000원을 제시함.

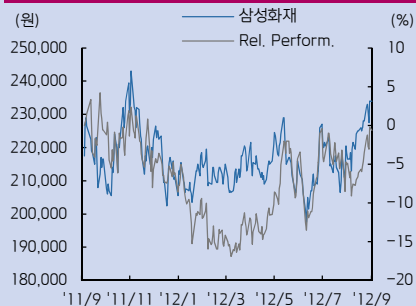
Stock Data

KOSPI(09/03)		1,912.71pt
시가총액		110,857억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	248,500원	195,500원
최고/최저가 대비 등락	-5.8%	19.7%
주가수익률	절대	상대
	1M	7.1% 4.7%
	6M	12.5% 17.7%
	1Y	7.6% -0.6%

Company Data

발행주식수	47,375천주
일평균 거래량(3M)	132천주
외국인 지분율	56.3%
배당수익률(12.E)	1.9%
BPS	
(12.E)	186,288원
주요 주주	삼성생명외 4인
	14.4%

Price Trend



Premium은 회복 중

>>> 업황 둔화시에도 브랜드 파워 부각될

삼성화재에 대해 투자 의견 "Outperform", 목표주가 267,000원으로 Coverage를 개시함. 동사에 대해 긍정적인 의견을 제시하는 이유는 1) 1년 Forward PBR이 1.2배로 2위권 사와 격차가 축소됨에 따른 밸류에이션 매력도가 매우 높으며 2) 채널 확대 전략 펼치며 장기보험 내 MS 확대 가능할 전망이다.

>>> 프리미엄은 이미 회복 중

동사는 손보업종 내 독보적인 존재로서 지난해 위상이 다소 약화 되었지만 여전히 전체 금융업종 내에서도 단연 돋보이는 수익성 관리 능력이 부각 될 전망이다. 현재 1년 Forward PBR은 1.2배로 2위권사와 Valuation Gap이 크게 축소 되어 밸류에이션 매력도가 매우 높은 상황임. 1.2배 이하로 하락 시 저점 매수 권고함.

>>> GA 채널 전략으로 장기MS 확보 가능

동사의 브랜드 파워는 업황 둔화시에도 수준 높은 실적으로 이익의 최고 안정성을 보유함. 아울러 취약한 GA 채널에 대한 전략 펼치며 장기보험 내 MS 확대는 유효할 전망이다. 하지만 실손의료보험이 판매 개시되면 경우 장기보험 판매 채널 다양화가 부족한 현 시점에서는 동사의 주가가 다시 프리미엄을 잃을 가능성 있음. 이에 투자 의견 "Outperform"을 제시함.

투자지표	2010	2011	2012E	2013E	2014E
경과보험료(십억원)	11,861	13,679	14,894	15,332	15,435
영업이익(십억원)	922	1,101	1,240	1,057	861
순이익(십억원)	720	785	907	769	620
EPS(원)	14,244	15,515	17,943	15,205	12,264
증감율(%YoY)	26.8	18.0	15.6	-15.3	-19.3
BPS(원)	150,086	164,987	186,288	204,015	216,787
PER(배)	17.0	13.8	13.0	15.4	19.1
PBR(배)	1.6	1.3	1.3	1.1	1.1
ROE(%)	11.1	11.3	11.3	8.7	6.5
손해율(%)	81.7	84.1	84.4	85.4	86.9
사업비율(%)	20.6	17.6	17.4	17.3	17.3
합산비율(%)	102.3	101.7	101.8	102.7	104.2

손익계산서

(단위: 십억원)

3월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
경과보험료	11,861	13,679	14,894	15,332	15,435
일반	704	821	841	896	964
자동차	3,111	3,367	3,356	3,285	3,249
장기	8,046	9,492	10,697	11,151	11,222
원수보험료	12,771	14,585	15,827	16,278	16,453
일반	1,265	1,430	1,468	1,561	1,681
자동차	3,387	3,536	3,483	3,421	3,383
장기	8,120	9,659	10,876	11,296	11,389
수입보험료	12,833	14,715	16,046	16,562	16,813
보유보험료	12,006	13,808	14,975	15,351	15,465
발생손해액	9,693	11,510	12,567	13,099	13,413
순사업비	2,439	2,430	2,597	2,654	2,670
보험영업이익	-327	-260	-238	-421	-648
투자영업이익	1,249	1,361	1,478	1,478	1,509
총영업이익	922	1,101	1,240	1,057	861
영업외손익	-33	-43	-45	-45	-45
세전순이익	888	1,058	1,196	1,012	816
법인세	223	273	288	243	196
당기순이익	720	785	907	769	620

주요지표 I

(단위: 십억원)

3월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
성장성 (%YoY)					
경과보험료	19.6%	15.3%	8.9%	2.9%	0.7%
영업이익	27.2%	19.4%	12.7%	-14.8%	-18.5%
순이익	26.8%	18.0%	15.6%	-15.3%	-19.3%
총자산	18.5%	22.3%	15.9%	13.4%	12.0%
운용자산	18.4%	20.7%	16.8%	14.2%	12.5%
책임준비금	16.9%	35.2%	11.4%	8.5%	8.0%
자기자본	17.5%	32.6%	9.3%	9.5%	6.3%
BPS	15.1%	9.9%	12.9%	9.5%	6.3%
수익성 (%)					
손해율	81.7%	84.1%	84.4%	85.4%	86.9%
일반	62.1%	73.8%	65.2%	65.0%	71.4%
자동차	75.9%	79.3%	79.7%	82.3%	84.5%
장기	85.7%	86.8%	87.4%	88.0%	88.9%
사업비율	20.6%	17.6%	17.4%	17.3%	17.3%
보험영업이익률	-2.29%	-1.74%	-1.81%	-2.75%	-4.20%
투자이익률	5.2%	4.7%	4.3%	3.7%	3.3%
영업비율	91.8%	92.0%	91.9%	93.1%	94.4%
합산비율	102.3%	101.7%	101.8%	102.7%	104.2%

대차대조표

(단위: 십억원)

3월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
현금과 예금	345	971	967	953	914
유가증권	18,522	21,735	25,263	28,286	30,839
주식	2,418	3,500	3,636	4,013	4,374
채권	10,895	13,237	15,616	17,499	19,078
수익증권	1,338	873	951	1,080	1,176
기타	3,871	4,125	5,025	5,651	6,161
총대출금	6,957	8,512	10,428	12,791	15,683
부동산	1,100	1,271	1,294	1,327	1,361
총운용자산	26,924	32,489	37,952	43,357	48,797
고정자산	120	219	239	241	242
기타자산	3,158	4,212	4,698	5,117	5,542
비운용자산	3,278	4,431	4,937	5,358	5,784
(특별계정자산)	1,385	1,701	1,871	2,058	2,264
총자산	31,588	38,621	44,760	50,773	56,846
보험계약준비금	22,843	27,131	32,139	37,011	41,990
책임준비금	21,655	27,131	32,139	37,011	41,990
기타부채	1,546	2,081	2,325	2,477	2,786
(특별계정부채)	1,394	1,714	1,885	2,074	2,281
총부채	25,783	30,926	36,349	41,562	47,058
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	738	732	736	736	736
이익잉여금	3,167	4,586	5,124	5,730	6,219
자본조정/기타포괄손익누계	1,873	2,351	2,525	2,719	2,807
자기자본	6,993	7,695	8,411	9,211	9,788

주요지표 II

(단위: 원, 배, %)

3월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
이익률지표(%)					
ROA	2.5%	2.2%	2.2%	1.6%	1.2%
ROE	11.1%	11.3%	11.3%	8.7%	6.5%
주당지표(원)					
주당경과보험료	234,562	270,521	294,533	303,198	305,243
주당영업이익	18,228	21,767	24,529	20,897	17,034
EPS	14,244	15,515	17,943	15,205	12,264
BPS	150,086	164,987	186,288	204,015	216,787
DPS(보통주)	3,750	3,750	4,350	3,600	2,850
배당성향(%)	26.3%	22.3%	21.5%	21.2%	21.2%
시장지표(배)					
PER	17.0	13.8	13.0	15.4	19.08
PBR	1.62	1.30	1.26	1.15	1.08

LIG손보 (002550)



Outperform (ReInitiate)

주가(9/3) 24,500원

목표주가 28,000원

동사는 수년간 자보 손해율의 고질적인 문제가 주가의 할인요인으로 작용해 왔음. 하지만 올해 들어 자보 손해율 개선 속도가 상대적으로 빠르게 진행되고 있음을 증명해 할인 해소에 크게 기여함. 다만 장기 손해율 부문에서의 상승 속도가 상위사 중 가장 빨라 앞으로 신계약 성장세 둔화시 리스크가 존재 할 것으로 판단 됨. 투자의견 'Outperform', 목표주가 28,000원을 제시함.

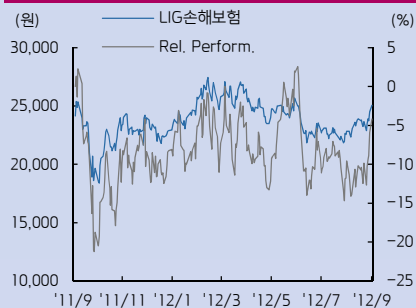
Stock Data

KOSPI (09/03)	1,912.71pt	
시가총액	15,030억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	27,700원	18,000원
최고/최저가 대비 등락	-9.6%	39.2%
주가수익률	절대	상대
1M	11.1%	8.6%
6M	-4.4%	0.0%
1Y	3.7%	-4.2%

Company Data

발행주식수	60,000천주
일평균 거래량(3M)	195천주
외국인 지분율	17.4%
배당수익률(12.E)	3.5%
BPS	
(12.E)	27,936원
주요 주주	구분상외 19인
	23.1%

Price Trend



손해율 관리가 부각되는 시점

>>> MS 확대에 주목

LIG손보에 대해 투자의견 "Outperform", 목표주가 28,000원으로 Coverage를 개시함. 동사에 대해 긍정적인 의견을 제시하는 이유는 1) 자보 손해율의 빠른 개선 효과로 손익 터닝 강도가 매우 높으며 2) 상위사들을 압도할 만큼의 속도로 보장성 신계약 시장에서 성장세가 빠르게 진행되고 있기 때문임.

>>> 자보손해율의 재발견

동사의 자보 손해율이 손해사정 사업부의 효율성 향상으로 빠른 속도로 개선되고 있는 것은 매우 긍정적임. 연말까지 자보 손해율 개선에 따른 보험영업이익률 개선효과는 높을 것으로 전망됨. 하지만 하반기 중 손해율 상승 요인이 많아 이에 따른 추이는 좀 더 확인 할 필요가 있다고 판단됨.

>>> 빠르지만 조금 위험하다

동사는 7월까지 보장성 신계약 268억원을 기록 전년 동기 대비 26.8% 신장하며 빠른 속도로 성장 중에 있음. 보장성 장기보험이 빠른 성장성과 자보손해율의 개선이 동시에 이루어지고 있는 것은 매우 긍정적 임. 다만 경쟁사 대비 수익성에 있어서는 매우 높은 수준이 지속되 해지율 증가에 따른 리스크가 상대적으로 높다고 판단 됨.

투자지표	2010	2011	2012E	2013E	2014E
경과보험료(십억원)	5,680	7,052	8,000	8,191	8,257
영업이익(십억원)	169	340	333	255	206
순이익(십억원)	113	209	228	169	132
EPS(원)	1,880	3,484	3,802	2,819	2,194
증감율(%YoY)	-51.0	187.6	9.1	-25.9	-22.2
BPS(원)	25,350	25,566	27,936	29,662	30,837
PER(배)	14.2	7.5	6.6	8.9	11.4
PBR(배)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
ROE(%)	8.9	16.7	16.6	11.4	8.4
손해율(%)	81.3	83.3	84.3	84.9	86.3
사업비율(%)	22.8	18.1	17.6	18.0	18.1
합산비율(%)	104.1	101.4	101.9	103.0	104.4

손익계산서

(단위: 십억원)

3월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
경과보험료	5,680	7,052	8,000	8,191	8,257
일반	324	369	397	403	434
자동차	1,265	1,505	1,591	1,568	1,550
장기	4,091	5,178	6,013	6,220	6,273
원수보험료	6,606	7,922	8,911	9,159	9,272
일반	834	953	993	1,037	1,117
자동차	1,518	1,654	1,734	1,723	1,704
장기	4,254	5,328	6,183	6,399	6,452
수입보험료	6,582	7,876	8,837	9,063	9,156
보유보험료	5,844	7,090	7,946	8,121	8,171
발생손해액	4,617	5,873	6,745	6,955	7,122
순사업비	1,296	1,279	1,405	1,478	1,498
보험영업이익	-234	-101	-149	-242	-363
투자영업이익	403	441	482	497	569
총영업이익	169	340	333	255	206
영업외손익	-32	-32	-32	-32	-33
세전순이익	97	308	300	223	173
법인세	24	99	72	53	42
당기순이익	113	209	228	169	132

주요지표 I

(단위: 십억원)

3월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
성장성 (%YoY)					
경과보험료	21.4%	24.2%	13.5%	2.4%	0.8%
영업이익	-32.3%	101.0%	-2.1%	-23.4%	-19.2%
순이익	-51.0%	187.6%	9.1%	-25.9%	-22.2%
총자산	18.8%	28.4%	18.5%	15.6%	14.0%
운용자산	20.4%	25.9%	19.9%	16.4%	14.2%
책임준비금	15.2%	41.8%	16.0%	14.4%	14.2%
자기자본	10.5%	52.0%	9.3%	6.2%	4.0%
BPS	10.2%	0.8%	9.3%	6.2%	4.0%
수익성 (%)					
손해율	81.3%	83.3%	84.3%	84.9%	86.3%
일반	65.3%	67.0%	64.2%	65.2%	68.0%
자동차	81.7%	83.2%	81.5%	82.0%	83.3%
장기	82.4%	84.5%	86.4%	86.9%	88.3%
사업비율	22.8%	18.1%	17.6%	18.0%	18.1%
보험영업이익률	-4.11%	-1.43%	-1.87%	-2.95%	-4.39%
투자이익률	5.1%	4.5%	4.1%	3.5%	3.5%
영업비율	97.0%	95.2%	95.8%	96.9%	97.5%
합산비율	104.1%	101.4%	101.9%	103.0%	104.4%

대차대조표

(단위: 십억원)

3월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
현금과 예금	542	751	1,032	1,068	1,082
유가증권	4,028	5,403	7,218	9,122	11,056
주식	793	1,029	1,393	1,770	2,146
채권	2,118	3,160	4,120	5,195	6,298
수익증권	498	322	501	638	773
기타	620	892	1,200	1,514	1,831
총대출금	3,265	3,939	4,178	4,429	4,694
부동산	1,071	1,121	1,020	1,032	1,046
총운용자산	8,906	11,215	13,448	15,652	17,877
고정자산	88	143	138	140	141
기타자산	1,737	2,445	2,864	3,294	3,781
비운용자산	1,825	2,588	3,002	3,434	3,922
(특별계정자산)	849	1,070	1,177	1,295	1,425
총자산	11,580	14,873	17,628	20,381	23,224
보험계약준비금	9,249	11,723	14,185	16,575	19,008
책임준비금	8,793	11,723	14,185	16,575	19,008
기타부채	604	752	816	971	1,190
(특별계정부채)	856	1,073	1,180	1,298	1,428
총부채	10,709	13,549	16,181	18,844	21,627
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	52	50	50	50	50
이익잉여금	595	1,074	1,216	1,355	1,460
자본조정/기타포괄손익누계	194	171	151	102	57
자기자본	1,328	1,324	1,447	1,536	1,597

주요지표 II

(단위: 원, 배, %)

3월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
이익률지표(%)					
ROA	1.1%	1.6%	1.4%	0.9%	0.6%
ROE	8.9%	16.7%	16.6%	11.4%	8.4%
주당지표(원)					
주당 경과보험료	94,664	117,526	133,337	136,520	137,620
주당 영업이익	2,817	5,662	5,544	4,249	3,432
EPS	1,880	3,484	3,802	2,819	2,194
BPS	25,350	25,566	27,936	29,662	30,837
DPS(보통주)	500	800	850	600	500
배당성향(%)	36.0%	19.8%	19.3%	18.4%	19.7%
시장지표(배)					
PER	14.2	7.5	6.6	8.9	11.42
PBR	1.06	1.02	0.90	0.84	0.81

메리츠화재 (000060)



Outperform(Initiate)

주가(9/3) 12,850원

목표주가 14,000원

한편 금리에 가장 민감한 업종임에도 불구하고 동사는 장기보험 내 금리 연동형 비중이 91%에 육박해 금리 민감도가 상위5사 중 가장 낮아 저금리 환경 지속되어도 안정적인. 다만 RBC 비율이 경쟁사 대비 낮아 앞으로 비율 강화에 따른 주가 할인 가능성 배제하기 어려움. 투자의견 “Outperform”, 목표주가 14,000원을 제시한다.

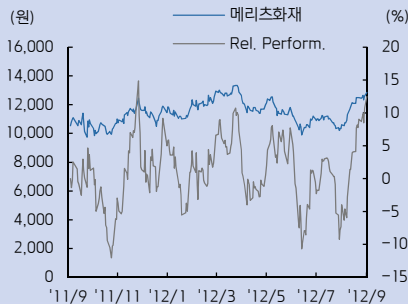
Stock Data

KOSPI(09/03)	1,912.71pt	
시가총액	12,426억원	
52주 주가동향	최고가 13,450원	최저가 9,650원
최고/최저가 대비 등락	-4.5%	33.2%
주가수익률	절대	상대
1M	24.2%	21.3%
6M	-1.2%	3.4%
1Y	21.8%	12.5%

Company Data

발행주식수	47,375천주
일평균 거래량(3M)	132천주
외국인 지분율	56.3%
배당수익률(12.E)	4.4%
BPS	
(12.E)	10,357원
주요 주주	메리츠금융지주외 5인 50.2%

Price Trend



양호한 성장세 이어가는 중

>>> 보험MIX 가 필요한 시점

메리츠화재에 대해 투자의견 “Outperform”, 목표주가 14,000원으로 Coverage를 개시함. 동사에 대해 긍정적인 의견을 제시하는 이유는 1) 업종 내 가장 높은 위험 부가 보험료 비중을 유지, 장기 손해를 상승 방어 능력이 뛰어나며 2) 장기보험 내 금리 연동형 비중이 경쟁사 중 가장 낮아 저금리 환경에서도 금리민감도에서 가장 자유롭기 때문임.

>>> 꾸준함이 이루어낸 결과물

동사는 장기보험 부문에 있어 오로지 인보험 판매에만 집중하여 타사 대비 위험부가 보험료 비중이 가장 높아 신계약 성장세 둔화되더라도 손해를 방어 능력이 가장 뛰어 날 것으로 전망됨. 다만 장기 보장성 비중이 타사 대비 지나치게 높아 적절한 수준의 보험 MIX가 필요할 것으로 판단됨.

>>> 금리 민감도가 상대적으로 낮은 손보사

동사의 장기보험 내 금리 연동형 비중은 90.9%(FY11)으로 업계 내 가장 높아 안정적인 투자운용 전략에도 꾸준한 ALM 마진 실현 가능 할 전망. 하지만 상대적으로 경쟁사 대비 낮은 RBC 비율을 보유. 앞으로 RBC 비율 기준 강화될 경우 주가 할인 요인으로 작용 할 가능성 배제 못함. 이에 따라 투자의견 “Outperform”을 제시 함.

투자지표	2010	2011	2012E	2013E	2014E
경과보험료(십억원)	3,526	4,037	4,421	4,551	4,582
영업이익(십억원)	161	221	252	230	180
순이익(십억원)	132	165	188	172	134
EPS(원)	1,072	1,782	2,041	1,860	1,447
증감율(%YoY)	-13.9	36.1	14.5	-8.8	-22.2
BPS(원)	10,490	9,297	10,357	11,906	13,220
PER(배)	8.6	7.2	6.3	6.9	8.9
PBR(배)	0.9	1.4	1.2	1.1	1.0
ROE(%)	15.3	20.6	19.8	15.7	10.9
손해율(%)	79.3	80.4	79.7	80.8	82.1
사업비율(%)	23.1	20.8	21.3	21.5	21.6
합산비율(%)	102.4	101.2	101.0	102.3	103.7

손익계산서

(단위: 십억원)

3월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
경과보험료	3,526	4,037	4,421	4,551	4,582
일반	127	119	118	130	140
자동차	680	768	828	850	841
장기	2,720	3,150	3,475	3,571	3,601
원수보험료	3,836	4,254	4,670	4,803	4,847
일반	300	280	293	306	329
자동차	776	799	860	883	873
장기	2,760	3,187	3,516	3,615	3,645
수입보험료	3,816	4,231	4,620	4,736	4,763
보유보험료	3,590	4,019	4,383	4,497	4,517
발생손해액	2,796	3,246	3,523	3,676	3,762
순사업비	815	839	944	979	991
보험영업이익	-96	-48	-53	-103	-171
투자영업이익	257	269	305	333	351
총영업이익	161	221	252	230	180
영업외손익	-5	-3	-4	-4	-4
세전순이익	156	218	248	226	176
법인세	35	53	60	54	42
당기순이익	132	165	188	172	134

주요지표 I

(단위: 십억원)

3월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
성장성 (%YoY)					
경과보험료	15.8%	14.5%	9.5%	2.9%	0.7%
영업이익	-15.7%	36.9%	14.3%	-8.7%	-21.8%
순이익	-13.9%	36.1%	14.5%	-8.8%	-22.2%
총자산	15.6%	24.1%	15.6%	13.4%	12.0%
운용자산	16.0%	23.7%	17.1%	14.8%	13.1%
책임준비금	19.4%	26.0%	10.9%	8.5%	8.0%
자기자본	-9.47%	46.0%	11.4%	15.0%	11.0%
BPS	39.8%	-11.36%	11.4%	15.0%	11.0%
수익성 (%)					
손해율	79.3%	80.4%	79.7%	80.8%	82.1%
일반	71.7%	64.8%	57.1%	60.6%	64.1%
자동차	80.3%	83.9%	81.4%	83.0%	84.3%
장기	79.4%	80.1%	80.1%	81.0%	82.3%
사업비율	23.1%	20.8%	21.3%	21.5%	21.6%
보험영업이익률	-2.40%	-1.18%	-1.04%	-2.26%	-3.74%
투자이익률	5.3%	4.6%	4.3%	4.1%	3.8%
영업비율	95.1%	94.5%	94.1%	94.9%	96.1%
합산비율	102.4%	101.2%	101.0%	102.3%	103.7%

대차대조표

(단위: 십억원)

3월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
현금과 예금	344	402	423	428	423
유가증권	3,352	4,249	5,097	6,120	7,161
주식	200	171	200	241	283
채권	1,888	2,579	3,030	3,642	4,262
수익증권	651	735	929	1,104	1,292
기타	613	764	938	1,132	1,324
총대출금	954	1,237	1,325	1,418	1,517
부동산	717	755	931	960	990
총운용자산	5,368	6,642	7,775	8,926	10,091
고정자산	61	117	128	129	131
기타자산	1,369	1,685	1,870	2,037	2,209
비운용자산	1,430	1,802	1,998	2,167	2,340
(특별계정자산)	177	211	232	255	280
총자산	6,974	8,654	10,005	11,347	12,711
보험계약준비금	5,833	7,101	8,373	9,650	10,955
책임준비금	5,702	7,101	8,373	9,650	10,955
기타부채	340	417	369	258	163
(특별계정부채)	185	237	261	287	316
총부채	6,358	7,755	9,003	10,196	11,433
자본금	44	48	48	48	48
자본잉여금	170	261	261	261	261
이익잉여금	387	268	349	473	573
자본조정/기타포괄손익누계	15	321	343	369	396
자기자본	746	899	1,001	1,151	1,278

주요지표 II

(단위: 원, 배, %)

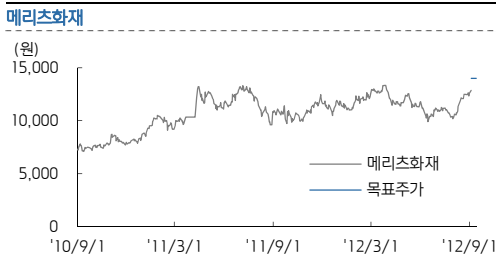
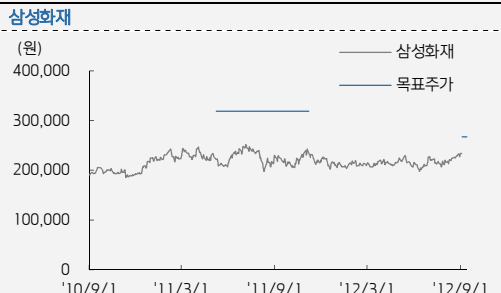
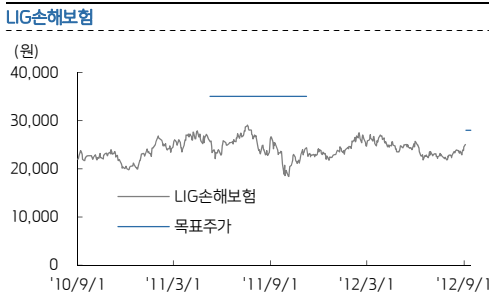
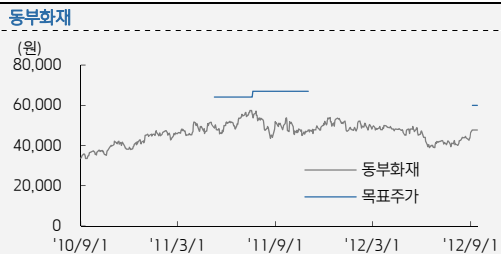
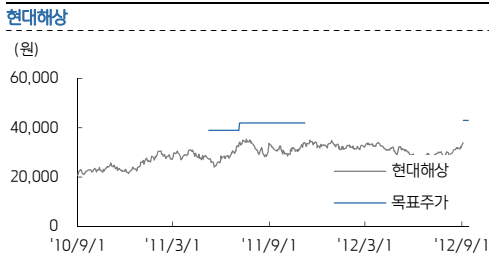
3월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
이익률지표(%)					
ROA	2.0%	2.1%	2.0%	1.6%	1.1%
ROE	15.3%	20.6%	19.8%	15.7%	10.9%
주당지표(원)					
주당경과보험료	28,576	43,707	47,860	49,270	49,603
주당영업이익	1,306	2,389	2,731	2,493	1,950
EPS	1,072	1,782	2,041	1,860	1,447
BPS	10,490	9,297	10,357	11,906	13,220
DPS(보통주)	450	550	550	500	350
배당성향(%)	26.5%	32.3%	28.2%	28.1%	25.3%
시장지표(배)					
PER	8.6	7.2	6.3	6.9	8.88
PBR	0.88	1.39	1.24	1.08	0.97

투자이전 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
현대해상	2011/05/08	BUY(Initiate)	39,000원
	2011/05/30	BUY(Maintain)	39,000원
	2011/07/06	BUY(Maintain)	42,000원
	2011/08/01	BUY(Maintain)	42,000원
	2011/09/01	BUY(Maintain)	42,000원
	2011/10/04	BUY(Maintain)	42,000원
	2011/11/01	BUY(Maintain)	42,000원
	2011/11/07	BUY(Maintain)	42,000원
담당자변경	2012/09/04	BUY(Reinitiate)	43,000원
LIG손해보험	2011/05/08	BUY(Initiate)	35,000원
	2011/10/04	BUY(Maintain)	35,000원
	2011/11/01	BUY(Maintain)	35,000원
담당자변경	2012/09/04	Outperform(Reinitiate)	28,000원
메리츠화재	2012/09/04	Outperform(Initiate)	14,000원

종목명	일자	투자이전	목표주가
동부화재	2011/05/08	BUY(Initiate)	64,000원
	2011/05/18	BUY(Maintain)	64,000원
	2011/07/20	BUY(Maintain)	67,000원
	2011/10/04	BUY(Maintain)	67,000원
	2011/11/01	BUY(Maintain)	67,000원
담당자변경	2012/09/04	BUY(Reinitiate)	60,000원
삼성화재	2011/05/08	BUY(Initiate)	319,000원
	2011/05/30	BUY(Maintain)	319,000원
	2011/06/22	BUY(Maintain)	319,000원
	2011/08/01	BUY(Maintain)	319,000원
	2011/09/01	BUY(Maintain)	319,000원
	2011/09/28	BUY(Maintain)	319,000원
	2011/10/04	BUY(Maintain)	319,000원
	2011/11/01	BUY(Maintain)	319,000원
	2011/11/07	BUY(Maintain)	319,000원
담당자변경	2012/09/04	Outperform(Reinitiate)	267,000원

목표주가 추이 (2개년)



투자이전 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 증가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 증가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 증가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 증가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 증가 하락 예상		