

2013.1.2

대신증권 강승건의

손해보험산업

Prospective

11월 실적의 의미: 신계약의 추가 성장 가능성

상위 5개사 합산 순이익 1,283억원, 전년동월대비 11.1% 감소

상위 5개 손해보험사의 합산 순이익은 전년동월대비 11.1% 감소하였다. 자동차보험의 매출 성장을 둔화와 계절성 반영으로 자동차보험 손해율이 상승하였으며 신계약 고성장에도 따른 판매비 부담으로 사업비용이 상승하였기 때문이다. 11월 인담보 신계약은 우리의 예상을 초과하여 성장하였으며 제도 변경효과를 감안할 때 신계약의 시장 기대대비 초과성장은 2013년 초까지 이어질 것으로 전망된다.



보험산업의
궁금증을 해결해 드립니다

강승건 769,3096 cygun101@daishin.com

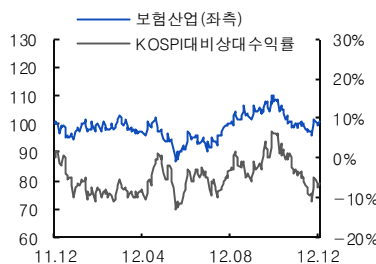
Overweight [비중확대, 유지]

Rating & Target

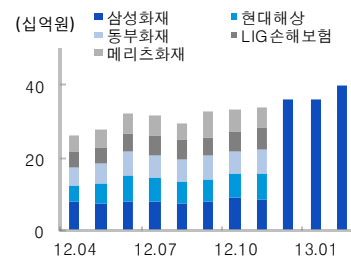
종목명	투자의견	목표주가
삼성화재	Buy	290,000 원
현대해상	Buy	41,500 원
동부화재	Buy	64,500 원
LIG 손해보험	Buy	37,500 원
메리츠화재	Buy	17,200 원

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-1.0	1.6	-5.6	0.6
상대수익률	-1.8	-2.7	-5.6	-8.1

Industry vs KOSPI composite



주요 손보사 월간 수익률 Top 5



11월 실적은 현대해상과 동부화재가 우수 ▶ 04p참고

현대해상은 일반보험 및 장기보험의 손해율 하락으로 시장 기대치를 상회하는 이익을 시현하였으며 동부화재는 안정적인 합산비율 흐름을 이어가며 시장 기대치를 충족하는 이익을 시현하였기 때문이다. 경상적인 이익 측면에서는 삼성화재와 LIG 손보가 양호한 모습을 보인것으로 평가한다. 일화성 비용으로 삼성화재의 이익이 크게 감소하였지만 동절기 경쟁력인 자동차보험 및 장기보험 손해율에서 여전히 경쟁력을 유지하고 있으며 LIG손보는 동사의 최대 약점인 자동차보험 손해율을 경쟁사 수준으로 유지하였기 때문이다.

2013년 초는 이익보다는 정책 이슈가 주가에 더 큰 영향 줄 것으로 전망 ▶ 5p참고

동절기 이익 모멘텀 약화는 이미 시장에서 인지하고 있는 상황에서 2013년 초는 정책 이슈가 주가에 더 큰 영향을 미칠 것으로 전망된다. 우리는 불확실성 해소를 통해 주가 반등을 기대하고 있다. 최근 주가 조정의 원인인 1) 배당정책의 불확실성, 2) 대선주자들의 복지정책에 따른 성장성 우려, 3) 신계약비 이연제도 변화에 따른 비용 부담 등은 3월로 갈수록 구체화되며 불확실성의 해소가 진행될 것으로 전망된다.

[Contents]

03	손해보험사 11월 실적
05	11월실적 Check point
10	손해보험산업 월별 Key Driver
20	[기업분석] 삼성화재 현대해상 동부화재 LIG손보 메리츠화재

I. 손해보험사 11월 실적

상위 5개사 11월 합산 당기순이익 1,283억원, 전년동월대비 11.1% 감소

상위 5개사 합산 순이익
1,283억원, 전년동월대비
11.1% 감소

상위 5개 손해보험사의 11월 합산 당기순이익은 1,283억원으로 전년동월대비 11.1% 감소하였다. 이익 감소의 원인은 자동차 손해율과 사업비율의 상승 때문이다. 우리는 10월 손해보험사 실적 리포트에서 자동차보험 손해율과 사업비율 상승에 대해 언급하였다.

자동차보험 손해율 상승의 원
인은 매출 성장을 하락

자동차보험 손해율의 전년동월대비 상승의 원인은 경과보험료 증가율 하락에 있다. 2012년 4월 6.6% 수준의 전년동월대비 성장을 보이던 자동차보험 경과보험료는 11월 당월기준으로 0.28% 수준으로 하락하였다. 온라인자동차보험의 비중 상승(대당 보험료 하락)과 마일리지 보험 도입(대당 경과보험료 하락)이 원인이다. 따라서 12월 자동차보험 손해율은 폭설의 영향 뿐만 아니라 매출단의 영향으로 11월대비 3~5%p 상승할 것으로 전망된다.

사업비율 상승의 원인은
신계약 고성장애 따른 판매비
부담

사업비율은 상승은 인담보 신계약 매출 증가에 그 원인이 있다. 11월 인담보 신계약은 338억원으로 전년동월대비 31.2% 성장하였다. 메리츠화재의 신계약비 추가 상각을 제외하더라도 회사별 판매비 부담 증가로 사업비율 상승이 진행되고 있는 것으로 판단된다.

표 1. 상위 5개사 합산 11월 세부 실적

(단위: 십억원, %, %p)

		12.11	12.10	MoM	11.11	YoY	12.4 ~ 12.11	11.4 ~ 11.11	YoY
요약 손익	원수보험료	4,095	4,146	-1.2	3,772	8.6	33,199	28,829	15.2
	보유보험료	3,840	3,833	0.2	3,521	9.1	30,905	26,691	15.8
	경과보험료	3,833	3,858	-0.7	3,526	8.7	30,709	26,442	16.1
	발생손해액	3,236	3,242	-0.2	2,952	9.6	25,691	21,736	18.2
	순사업비	720	717	0.4	620	16.1	5,543	4,736	17.1
	보험영업이익	-123	-101	적지	-46	적지	-526	-29	적지
	투자영업이익	307	322	-4.7	246	24.9	2,426	2,039	19.0
	총영업이익	184	221	-16.9	200	-8.1	1,900	2,009	-5.4
	세전이익	168	209	-19.3	190	-11.3	1,815	1,938	-6.4
보험 영업	당기순이익	128.3	158	-19.0	144	-11.1	1,390.4	1,465	-5.1
	손해율	84.4	84.0	0.4	83.7	0.7	83.7	82.2	1.5
	사업비율	18.8	18.6	0.2	17.6	1.2	18.1	17.9	0.1
	합산비율	103.2	102.6	0.6	101.3	1.9	101.7	100.1	1.6
원수 보험료	자동차	837	851	-1.7	828	1.1	6,747	6,723	0.4
	장기	2,907	2,915	-0.3	2,640	10.1	23,303	19,334	20.5
	일반	351	380	-7.5	305	15.4	3,149	2,772	13.6
보종별 손해율	자동차	86.5	83.6	3.0	83.0	3.5	80.4	80.5	-0.1
	장기	85.1	85.2	-0.1	84.7	0.4	85.6	83.9	1.7
	일반	66.4	68.7	-2.4	70.8	-4.4	67.3	65.1	2.2
투자 부문	운용자산	89,880	88,312	1.8	71,534	25.6	89,880	71,534	25.6
	투자수익률	4.1	4.4	-0.3	4.2	0.0	4.9	4.7	0.2
수익성	ROE	10.0	12.4	-2.4	13.5	-3.4	15.3	17.6	-2.4
신계약	신계약(월납환산)	77.7	75.5	3.0	69.0	12.6	678	550	23.2
	보장성비중	54.2	54.5	-0.3	51.7	2.5	49.2	50.4	-1.3

주: IFRS 별도기준

자료: 삼성화재, 현대해상, 동부화재, LIG손보, 메리츠화재, 대신증권 리서치센터

11월 실적은 현대해상과 동부화재가 우수

11월 실적 우수

현대해상/ 동부화재

11월 실적은 현대해상과 동부화재가 우수한 것으로 평가된다. 현대해상은 일반보험 및 장기보험의 손해율 하락으로 시장 기대치를 상회하는 이익을 실현하였으며 동부화재는 안정적인 합산비율 흐름을 이어가며 시장 기대치를 충족하는 이익을 실현하였기 때문이다.

경상적 수익성 측면

삼성화재/LIG손보

경상적인 이익 측면에서는 삼성화재와 LIG 손보가 양호한 모습을 보인것으로 평가한다. 일회성 비용으로 삼성화재의 이익이 크게 감소하였지만 동절기 경쟁력인 자동차보험 및 장기보험 손해율에서 여전히 경쟁력을 유지하고 있으며 LIG손보는 동사의 최대 약점인 자동차보험 손해율을 경쟁사 수준으로 유지하였기 때문이다.

메리츠화재는 신계약 측면에서 연착륙에 성공하였으나 신계약 판매 호조가 이어질 것으로 전망되어 이익 측면의 회복은 지연될 것으로 전망된다.

표 2. 각사별 11월 세부 실적

(단위: 십억원, %)

		삼성화재	현대해상	동부화재	LIG 손보	메리츠화재
요약 손익	원수보험료	1,349	843	785	714	404
	보유보험료	1,290	771	745	650	384
	경과보험료	1,279	774	744	658	377
	발생손해액	1,087	644	638	559	308
	순사업비	234	142	127	126	91
	보험영업이익	-41	-12	-22	-27	-21
	투자영업이익	111	55	62	45	34
	총영업이익	69	42	40	18	13
	세전이익	61	40	39	17	12
	당기순이익	46	30	30	14	9
보험 영업	손해율	84.9	83.2	85.8	85.0	81.6
	사업비율	18.3	18.4	17.1	19.1	24.0
	합산비율	103.2	101.6	102.9	104.1	105.6
원수 보험료	자동차	298	162	176	130	71
	장기	927	607	558	506	309
	일반	125	74	51	78	24
보종별 손해율	자동차	80.9	89.2	89.5	89.1	92.1
	장기	87.9	83.4	84.9	84.9	80.2
	장기위험	73.3	82.4	84.5	79.3	83.4
	일반	64.3	51.0	81.4	73.2	57.1
투자 부문	운용자산	36,812	15,478	17,063	12,956	7,570
	투자수익률	3.6	4.3	4.5	4.2	5.5
	처분이익	-0	9	17	7	11
수익성	ROE	6.7	17.9	13.9	11.1	10.3
	신계약(월납환산)	27.2	16.3	14.2	12.8	7.1
신계약	보장성	12.9	8.5	8.0	7.1	5.6
	인담보	8.4	7.2	7.0	5.9	5.4

주: IFRS 별도기준

자료: 삼성화재, 현대해상, 동부화재, LIG손보, 메리츠화재, 대신증권 리서치센터

II. 11월 실적 Check point

신계약 성장에 대한 기대감은 2013년 초까지 지속

2013년 초까지 보장성 인담보 신계약 성장에 대한 기대감 지속

11월 상위 5개 손해보험사의 보장성 인담보 신계약은 338억원으로 전년동월대비 31.2% 성장하였다.

FY10~FY11년 보장성 신계약의 역성장과 FY12년 상반기 간병보험 판매 호조로 높은 성장을 시현하던 보장성 인담보 신계약 성장이 당초에는 FY12년 하반기부터 약화될 것으로 전망되었다. 원인은 인담보 신계약의 성장이 FY11년 하반기부터 나타났기 때문에 기저효과가 반영될 것이고 잠재 수요 감소와 경기 악화로 인하여 보험 수요가 줄어들 것으로 생각되었기 때문이다.

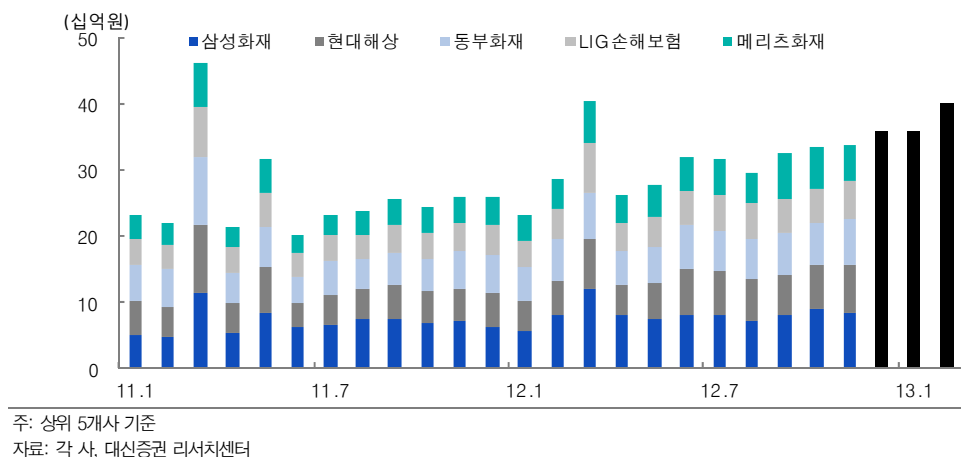
신계약 수요 증가의 원인:
갱신주기 단축 및 보장내용
만기 15년 축소

하지만 11월 인담보 신계약은 전월대비 1.5% 성장하였으며(메리츠화재 영향을 제외하면 실질적으로는 더 높은 성장임) 12월에도 성장세가 이어질 것으로 전망된다. 이는 제도 변경효과로 2013년 초 실손보험의 보험료 갱신기간이 3년에서 1년으로 단축되며 보장내용의 만기가 15년으로 축소되기 되기 때문에 제도 변경전에 실손보험에 가입하려는 수요가 증가하고 있기 때문이다.

신계약 수요 증가의 원인:
표준예정이율 인하

또한 2013년 4월에는 표준예정이율 인하가 예정되어 있다. 표준예정이율 인하를 통해 저금리 시대에 대응하겠다는 것인데 예정이율 인하는 보험료 인상 요인이기 때문에 보험 가입 수요가 증가할 가능성이 있다. 따라서 우리는 인담보 신계약 성장은 내년 초까지 지속될 수 있다고 생각하고 있으며 이는 시장 예상은 넘어서는 수준이 될 것으로 생각한다.

그림 1. 인담보 신계약 판매 추이 및 전망



신계약 판매 증가는
판매비 증가로 이어지며
사업비 부담으로 나타날 것으
로 전망

따라서 신계약비 판매에 따른 사업비율 부담이 FY12년 4분기에 일부 나타날 수 있으며 FY13년 초에는 신계약비 이연제도 변경에 따른 비용 증가와 함께 사업비율 상승으로 나타날 것으로 생각한다. 따라서 FY12년과 FY13년 이익 전망치는 당초 우리의 예상보다 하향될 가능성이 존재한다. 우리는 1월에 발간예정인 FY12년 3분기 프리뷰 자료를 통해 실적 전망치를 조정할 예정이다.

신계약비 추가 상각의 개념

2013년 사업비율 상승의 원인으로 신계약비 추가 상각과 신계약비 이연제도 변경에 따른 당기비용 증가를 언급하였다. 이 두가지는 비슷하지만 다른 개념이다.

보험사가 신계약을 판매한 경우 신계약비가 지출되며 이 금액이 예정 신계약비 총액보다 같거나 적은 비용이라면 무형자산인 미상각 신계약비로 이연하여 7년동안 균등상각을 하게 된다. 하지만 보험사가 가지고 있는 신계약비 이연한도(순보험료식 보험료 적립금- 해약환급금식 보험료 적립금, 미래 신계약비의 현재가)가 소진된 경우 사용한 신계약비를 이연하지 못하고 당기비용 처리하는데 이것이 신계약비 추가 상각이다. 현재 인담보 신계약 판매가 급증하고 있으며 이에 따라 이연한도가 소진된 메리츠화재의 경우 당기비용으로 처리하며 사업비율이 상승하고 있다. 결국 신계약 판매가 현재와 같은 수준으로 성장할 경우 현대해상이나 LIG손보의 경우에도 한도 소진에 따른 신계약비 추가 상각이 발생할 수 있는 것이다.

신계약비 이연제도 변경의 개념

신계약비 이연제도 변경에 따른 사업비율 상승은 개별 계약건별로 평가되며 신계약 판매 후 발생한 신계약비를 미상각 신계약비로 이연할 수 있는 한도를 기존의 표준계약공제액의 100%에서 $\text{Max}[\text{표준계약공제액} * 50\%, \text{기납입보험료}]$ 로 변경함에 따라 당기비용이 발생하는 경우를 의미한다. 즉 초기에는 이연한도가 현재의 절반 수준으로 줄어들지만 시간이 지나면(약 15~20개월, 보장성 보험 기준) 이연한도가 현 수준으로 상승하게 된다. 이는 감독당국이 초기에 신계약비를 많이 지출하는 보험사의 수당/수수료 구조를 변경시키기 위한 회계적인 제도 변경이다. 따라서 현재와 같은 수당/수수료 구조를 유지한다면 당기에 비용처리되는 신계약비가 발생하겠지만 설계사에게 수당/수수료를 지급하는 기간을 늘리면(지연시키면) 당기 비용처리 하는 비용이 발생하지 않게 된다.

신계약비 추가상각과 신계약비 이연제도 변경의 차이점과 같은점

사업비율 측면에서 이 두가지 이슈의 차이점은 신계약비 추가상각의 이연한도가 증가하게 되면 회계연도말에는 환입 또는 추가상각 사유가 소멸된다는 점이고 신계약비 이연제도는 분납을 실시하지 않는다면 발생할 수 밖에 없으며 환입과 소멸과 같은 이슈가 발생하지 않는다는 점이다. 동일한 점은 예정된 사업비의 인식 시점 차이라는 점이다. 초기 비용 인식은 향후 비용 부담을 줄어들게 만들기 때문에 미래 이익 증가로 나타난다.

우리는 신계약비 인식의 기간 문제 측면에서 손해보험사들의 신계약 판매 증가를 더 의미있게 생각하고 있으며 현재와 같은 이익 base가 존재할 때 초기 비용 부담이 발생하더라도 판매를 하는 것이 중기적으로 보험사 가치에 더 도움이 된다고 생각한다.

2013년 보험업종 관련 제도 개선 일정 및 박근혜 당선자 공약 정리

2013년에도 보험업종은 정책적 이슈에 노출될 것으로 전망된다. 우선 보험업법 제정을 통해 2012년 발표된 실손의료보험 종합대책이 시행될 예정이며 공시이율 산출 체계 개선 및 표준예정이율 산출 방식 변경도 진행될 예정이다. 전술한 신계약비 이연제도 변경도 4월에 예정되어 있다.

우리가 언급한 제도 개선 사항들은 이미 2012년 언론과 감독당국 보도자료를 통해 시장이 인지하고 있다고 판단된다. 다만 그 제도 변경의 영향은 보험사들의 전략에 따라 실적에 나타나는 영향이 달라질 것이기 때문에 시간이 지날수록 시장의 우려가 구체화 되고 현실화되면서 불확실성은 점진적으로 축소될 것으로 전망된다.

표 3. 2013년 보험업종 관련 제도 개선 일정

시행일	제도	현행	개선
2013년 01월 01일	실손의료보험 종합개선	· 실손의료보험을 다른 보장과 묶어 통합상품 형태로 판매	· 실손보험 단독 상품 출시 의무화
	연결기준 분기/반기 보고서 공시 대상 및 제출기한 변경	· 연결재무제표 작성대상 법인 중 자산총액 2조원 이상 법인은 분반기보고서를 연결기준으로 작성 · 공시	· 연결재무제표 작성대상 법인은 자산규모에 관계없이 분/반기보고서를 연결기준으로 작성 · 공시
2013년 1월말	단기자동차보험	· 보험기간이 1년 미만인 경우 자동차보험 가입자는 사고를 내지 않더라도 보험료를 할인 받지 못함	· 단기자동차보험 가입자, 무사고인 경우 새로 가입하는 자동차보험 보험료 할인 · 무사고인 보험가입자, 과거 1년간 단기보험 가입기간이 6개월 이상이면 새로 가입하는 자동차보험에 대해 1년 만기 자동차보험 할인폭의 1/2 할인
2013년 02월 23일	다중이용업소 화재배상책임보험 가입 의무화	· 다중이용업소 화재배상책임보험 선택 가입	· 일반음식점, 휴게음식점, 학원 등 22개의 의무가입 대상 업종 가입 의무화 · 의무가입대상의 경우 업종별, 특수건물 여부에 따라 결정, 의무 가입대상 여부 확인 필요
2013년 04월 01일	공시이율산출 체계 개선	· 공시이율 산출시 보험사의 자산운용이익률과 외부지표금리 간 가중치를 회사 임의결정	· 보험회사가 공시이율을 보다 객관적으로 산출하도록 공시이율 산출식 개선
	보험회사 회계연도 변경	· 보험사 결산일(장부 폐쇄일) 3.31일	· 2013 회계연도부터 보험회사 결산일(장부 폐쇄일)을 3.31일에서 12.31일로 변경
	현금흐름방식 상품개발 실시	· 현금흐름방식과 30의원(위험, 이자, 사업비용) 중 선택	· 현금흐름방식, 30의원 이외에 계약 유지율, 판매량 등 다양한 가격요소를 반영, 보험회사의 상품개발 자율성 제고 및 보험소비자 상품선택권 확대 가능 · 금융감독당국은 2010년 4월 현금흐름방식 도입후 3년간 30의원방식과 병행하도록 하여 연착륙을 유도
	판매수수료 이연한도 축소	· 표준계약공제액 전액	· 보험상품에 대해 계약초기 이연한도를 판매수수료의 50%로 설정, 이를 초과하는 판매수수료는 즉시 비용화하는 등 초기 과도한 판매수수료 선지급을 간접적으로 제한 · Max[표준계약공제액 x 50%, 기납입보험료]
2013년 4월 이후	실손의료보험 종합개선	· 3년마다 보험료 갱신	· 보험료를 매년 변경 가능, 보험료 변경폭 일정범위 초과시 사전신고토록 하는 등 보험료 과다 인상 방지를 위한 제도적 장치 마련
		· 보장내용 변경 불가	· 보장내용 최대 15년마다 변경
		· 계약자의 자기부담금 수준을 일률적으로 10%로 설정	· 자기부담금 10% 및 20%인 상품도 출시 가능

자료: 언론 보도자료, 대신증권 리서치센터

박근혜 당선자의 보험관련 공약 역시 사적영역의 보험 수요에 그리 긍정적이지 않다. 다만 시행을 위한 세부 재원 마련 방법과 세부 시행 내용이 구체화되면 시장의 우려는 지금보다는 완화된 수준으로 현실화될 것으로 생각된다. 여러 이익단체들의 설득과 협의가 필요한 사항들이 많이 있으며 시행을 위한 법 개정을 비롯한 재원 확보에 시간이 필요할 것으로 판단되기 때문이다.

표 4. 박근혜 당선자의 보험업종 관련 공약

공약	현행	공약 세부 내용
저소득층 및 중산층의 환자 본인부담 의료비 경감	· 현재 1년 동안의 총 본인부담 진료비가 최하위소득 계층은 200만원, 중위계층은 300만원, 상위계층은 400만원을 초과할 경우 초과 본인부담금액을 국가에서 대신 납부해주는 본인부담상한제도	· 소득수준에 따라 10등급으로 구분 · 최하위 계층부터 50만원, 100만원, 150만원, 200만원, 250만원, 300만원, 350만원, 400만원, 450만원, 500만원의 상한금액
어르신 소득 안정을 위해 기초연금 도입	· 노인빈곤율과 노인자살률 OECD국가에서 가장 높아 · 현세대 노인계층의 삶의 질이 낮은 상태 · 국민연금 노인 빈곤해소 기여하지 못함과 동시에 장기 재정불안정 문제	· 기초연금 도입(현행 기초노령연금 및 장애인 연금을 기초연금화하고 국민연금과 통합 운영) · 기초연금 도입 즉시 65세 이상 모든 어르신과 중증장애인에게 현재의 2배 수준으로 인상하여 지급
4대 중증질환 진료비 전액 국가부담	· 중증질환 환자가 전액 부담해야 하는 건강보험 비급여가 많아 환자의 진료비 부담 심각	· 4대 중증질환(암, 심장, 뇌혈관, 희귀난치성질환)에 대해 총 진료비(건강 보험이 적용되는 진료비와 건강보험이 적용되지 않는 비급여 진료비를 모두 포함)를 건강보험으로 급여 추진 · 현재 75%수준인 4대 중증질환의 보장률(비급여포함)을 단계적으로 (2013년 85%, 2014년 90%, 2015년 95%, 2016년 100%)로 확대
어르신 임플란트 진료비 경감	· 임플란트의 경우 건강보험의 적용을 받지 못해 환자가 전액 본인 부담	· 65세 이상 어르신 중 임플란트가 필요한 대상자를 기준으로 가장 임플란트가 필요한 부위인 어금니부터 건강보험 적용하고 단계적으로 재원 고려, 부위별로 확대 적용
비정규직 근로자 사회보험 적용 확대	· 비정규직 근로자는 실업이나 재해 위험이 높고, 고용보험 국민연금 등 사회보험 가입률이 40% 수준에 불과	· 월급 130만원 미만(2013년 기준) 비정규직 근로자에 대해서는 고용보험, 국민연금 보험료를 100% 정부가 지원하여 사회보험 적용 확대
특수고용직 근로자 산재보험 및 고용보험 가입확대	· 특수고용직 근로자들은 사용자와 위탁, 도급 등의 계약을 체결하고 있어 근로기준법상 근로자로 보호받기 어려운 실정 · 특수고용직 근로자들은 사고 위험, 고용 불안으로 산재보험과 고용보험의 보호가 절실히	· 특수고용직 근로자 현실에 맞게 산재보험과 고용보험제도를 설계하여 특수 고용직 근로자의 사회안전망 확대
금산분리 강화	· 금융회사의 고객 자산이 대규모기업집단의 지배구조에 활용될 경우 고객 이익 보호원칙과 상충될 가능성 상존 · 저축은행 사태 등 대주주의 불법행위로 인한 금융부실의 재발을 방지할 대책 마련이 필요	· 금융, 보험회사 보유 비금융계열사 주식에 대한 의결권 상한을 단독금융회사 기준으로 향후 5년간 단계적으로 5%까지 강화 · 산업자본의 은행지분 보유한도를 축소 · 현재 은행과 저축은행에만 시행되는 대주주 적격성 유지심사를 모든 금융회사로 확대
실직자의 건강보험료 부담 완화	· 직장간 지역간 보험료 부과방식에 차이가 있어 직장에서 지역으로 혹은 지역에서 직장으로 이동시 보험료 차이가 발생 · 특히 직장퇴직 후 지역가입자로 이동시 보험료가 인상되는 경우 1년의 유예기간(임의계속 가입기간)을 두어 낮은 보험료인 직장보험료를 부과하고 있으나 짧은 적용기간에 대한 불만 제기	· 실업자에 대한 경제적 부담을 완화하기 위하여 현행 보험료 경감방식을 유지하되, 임의 계속 가입기간을 2년으로 연장하여 추진
신체장애 차상위계층 및 독거노인에게 노인장기요양보험 제공	· 차상위계층 및 독거노인 등은 부양의무자가 거동이 불편한 노인을 보살필 여유가 없음에도 불구하고, 등급판정 점수가 낮을 경우 등급 인정이 되지 않는 경우 발생	· 노인장기요양보험 판정 시 생활환경에 대한 점수를 포함, 4등급과 5등급을 신설하여 신체장애가 있는 독거노인 및 차상위 계층 노인이 노인장기요양보험 서비스를 받을 수 있도록 제도와 · 2013년 장기요양보험법시행령 개정 후 2014년 이후 소요 예산 반영 추진

자료: 새누리당, 대신증권 리서치센터

1 월 손해보험업종 투자 전략

투자의견 비중확대 유지

이익 보다는 정책적 불확실성
해소에 더 주목

최근 주가 조정은 과도한 측면 존재
1월에 반등 기대

우리는 1월 손해보험업종 주가는 이익 보다는 정책적 이슈에 더 민감하게 반응할 것으로 생각한다. 동절기 이익 모멘텀 약화는 이미 시장에서 인지 하고 있는 상황이기 때문이다.

최근 손해보험사 주가 급락의 원인은 1) 배당정책의 불확실성, 2) 대선주자들의 복지 정책에 따라 성장성 우려, 3) 신계약비 이연제도 변경에 따른 비용 부담에 대한 우려 때문이었다.

하지만 신계약은 예상보다 빠르게 성장하고 있으며 보험사의 배당정책과 신계약비 분납 정책은 3월로 갈수록 구체화될 것이기 때문이다. 즉 불확실성의 해소는 다시금 보험사의 이익 재원 성장에 투자자들을 주목하게 만들 것으로 생각된다.

우리는 2013년에 손해보험사의 Multiple이 FY12년에 비해 하락할 것으로 전망하였다. 이익 및 성장의 모멘텀이 축소될 것이기 때문이다. 이 관점은 유지한다. 하지만 최근 주가 급락은 과도한 측면이 존재하며 불확실성 축소를 통해 회복될 수 있다고 생각한다.

III. 손해보험산업 월별 Key Driver

11월 손보사 실적의 특징은

- 1) 인담보 신계약 성장 지속, 성장 추세는 2013년 초까지 이어질 것
- 2) 계절적 영향과 보험료 성장 둔화로 자동차보험 손해율 상승
- 3) 판매비 증가로 인한 사업비율 부담 지속

그림 2. 상위 5개사 합산 원수보험료 증가율 추이

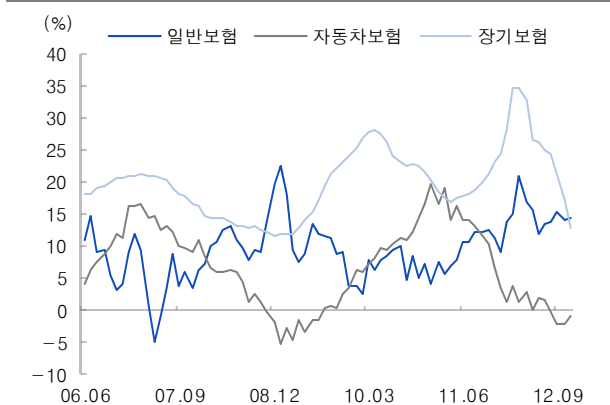


그림 3. 상위 5개사 합산 경과보험료 증가율 추이

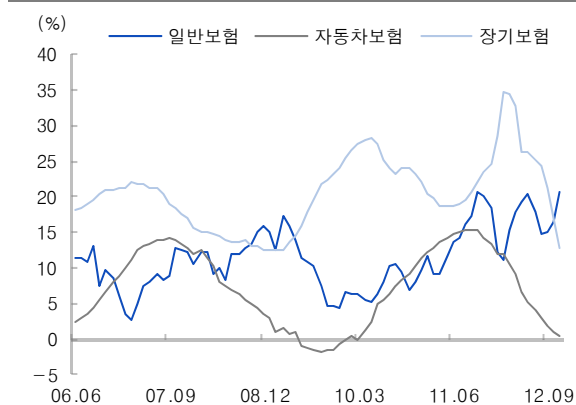


그림 4. 상위 5개사 합산 손해율 추이

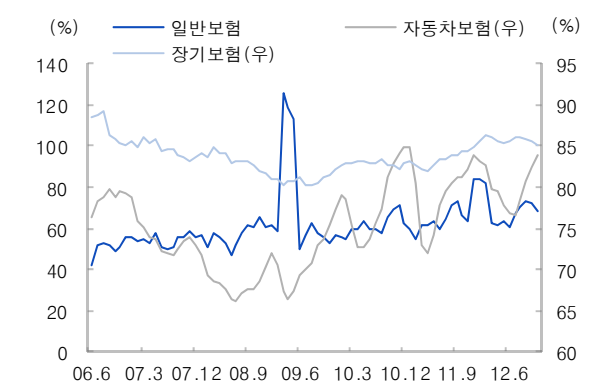


그림 5. 상위 5개사 합산 사업비율 및 합산비율 추이

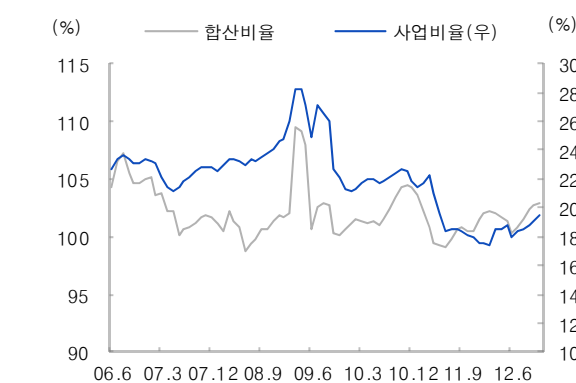
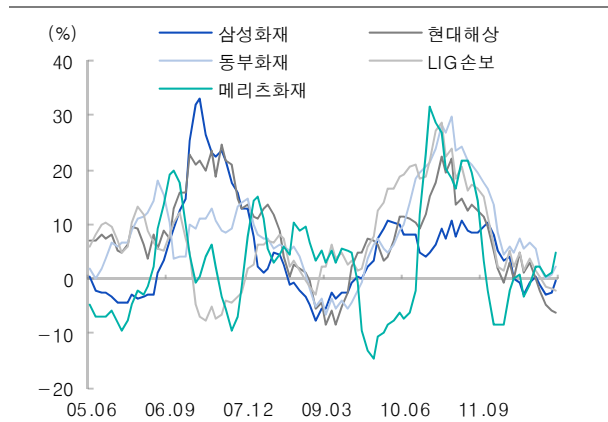
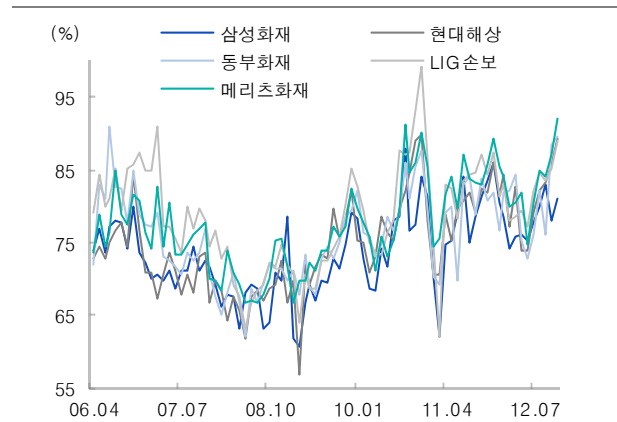


그림 6. 자동차보험 성장률 추이



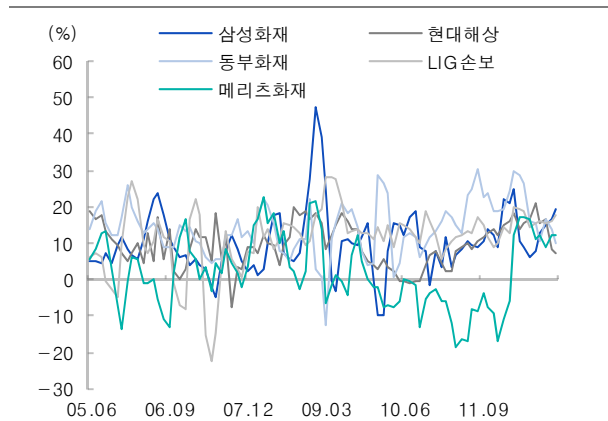
주: 3ma
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 7. 자동차보험 손해율 추이



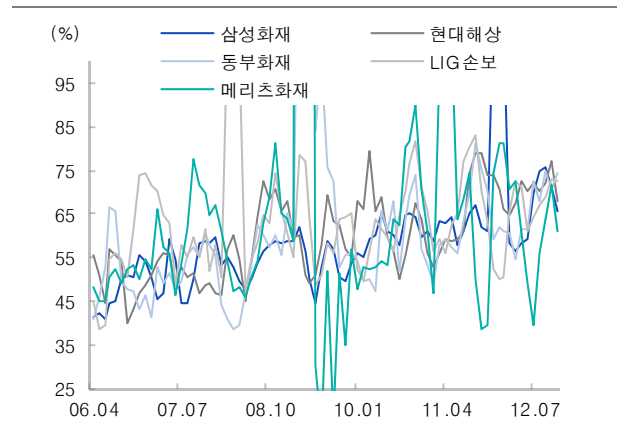
주: 11.4월 이후는 K-IFRS 기준
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 8. 일반보험 성장률 추이



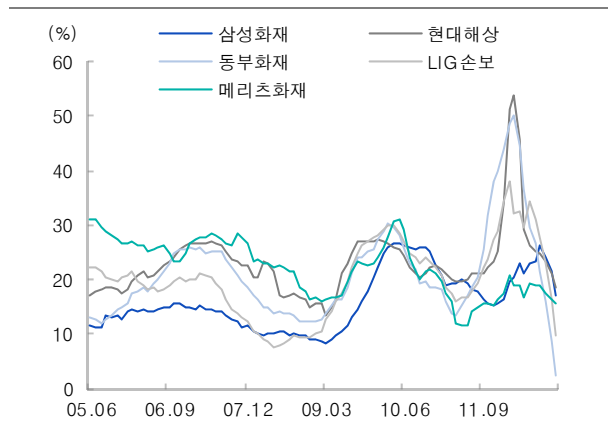
주: 3ma
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 9. 일반보험 손해율 추이



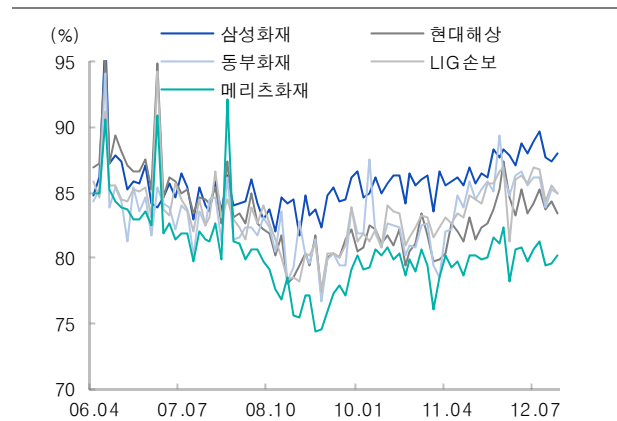
주: 3ma, 11.4월 이후는 K-IFRS 기준
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 10. 장기보험 성장률 추이



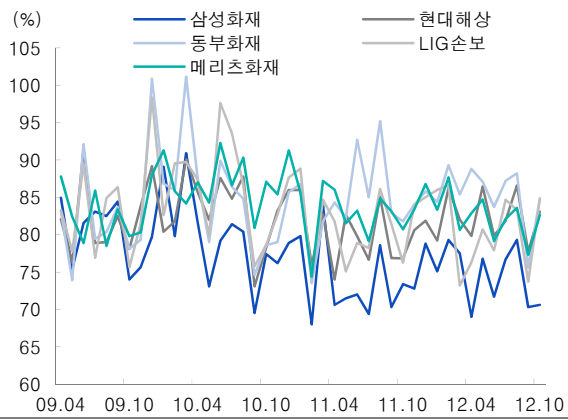
주: 3ma
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 11. 장기보험 손해율 추이



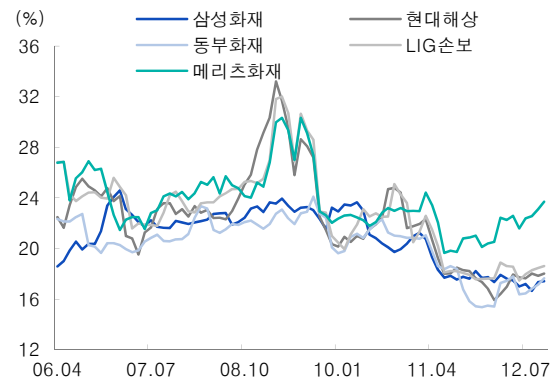
주: 11.4월 이후는 K-IFRS 기준
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 12. 장기위험 손해율 추이



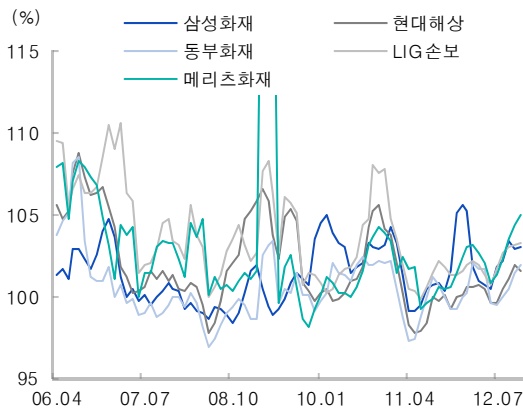
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 13. 사업비율 추이



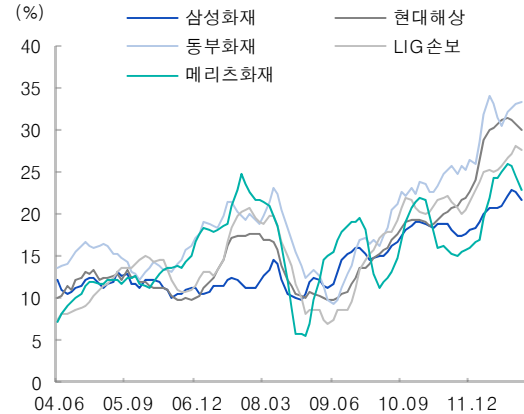
주: 3ma, 11.4월 이후는 K-IFRS 기준
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 14. 합산비율 추이



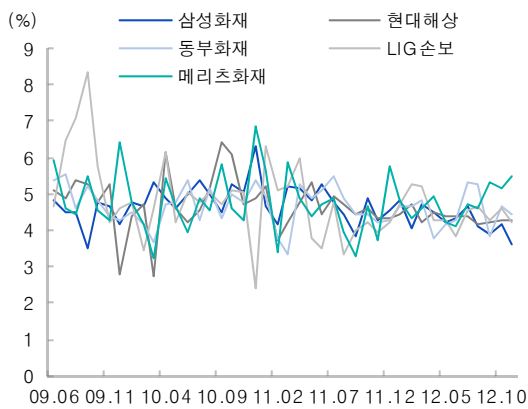
주: 3ma, 11.4월 이후는 K-IFRS 기준
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 15. 운용자산 증가율



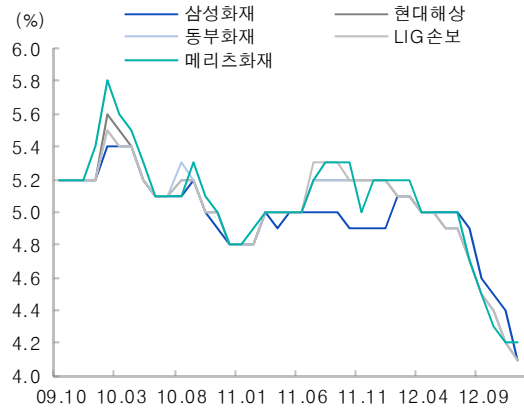
주: 3ma
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 16. 투자수익률 추이



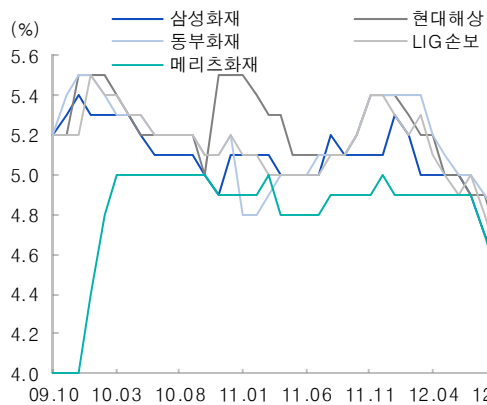
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 17. 자축성 공시이율 추이



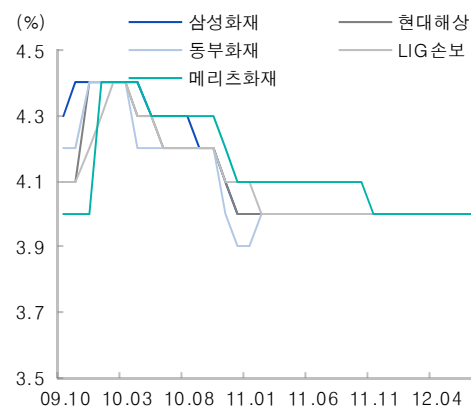
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 18. 연금 공시이율 추이



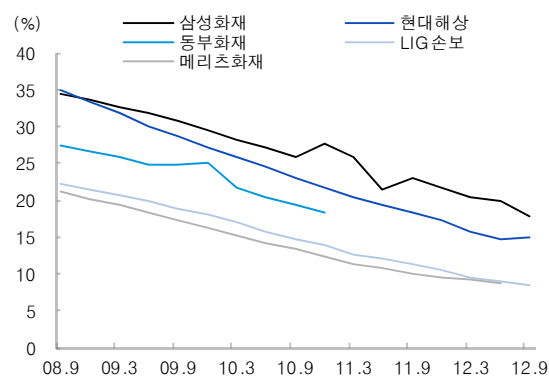
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 19. 보장성 공시이율 추이



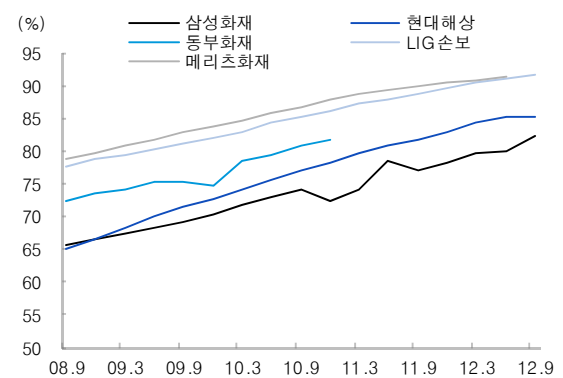
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 20. 고정형 적립금 비중



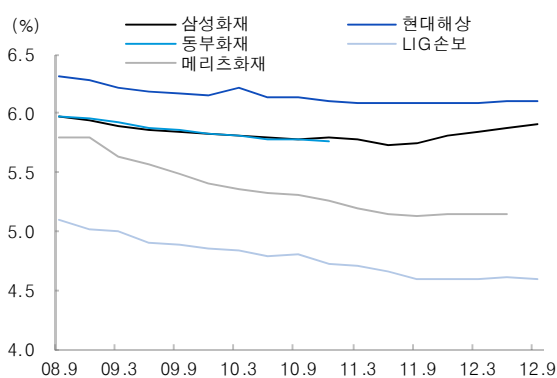
주: 동부화재는 2011년 3월부터 상품분류기준 변경
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 21. 연동형 적립금 비중



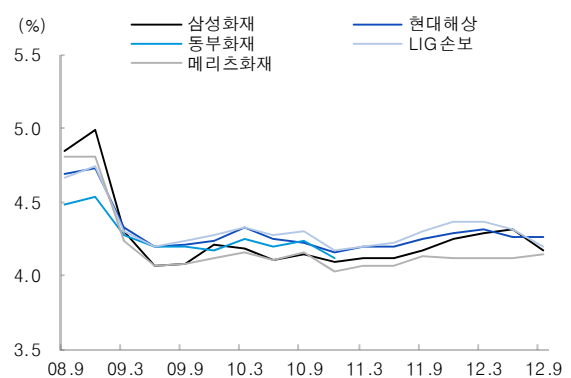
주: 동부화재는 2011년 3월부터 상품분류기준 변경
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 22. 고정형 부리아이율 추이



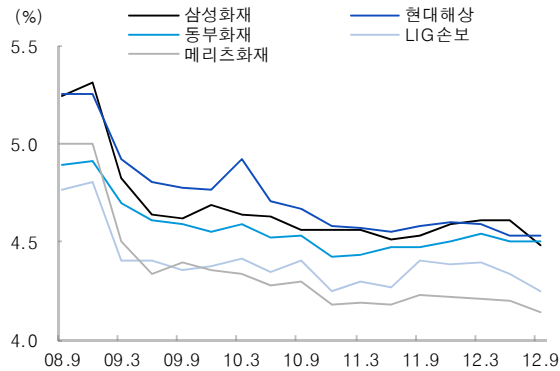
주: 동부화재는 2011년 3월부터 상품분류기준 변경
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 23. 연동형 부리아이율 추이



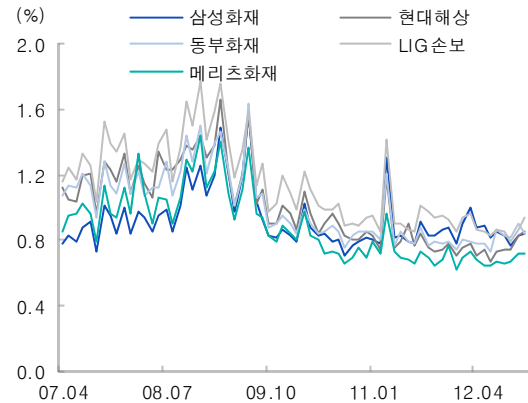
주: 동부화재는 2011년 3월부터 상품분류기준 변경
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 24. 평균 부리아울 추이



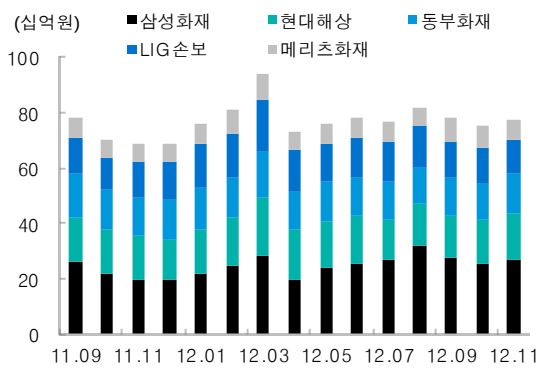
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 25. 적립금대비 해약환급금 비율



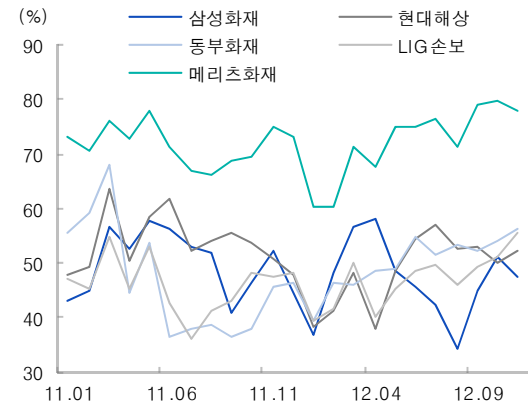
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 26. 월납환산 신계약 추이



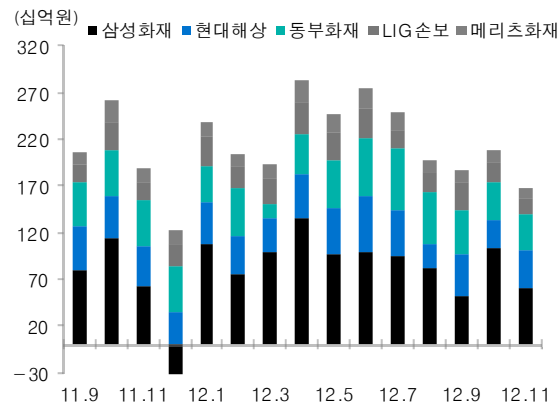
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 27. 보장성보험 비중



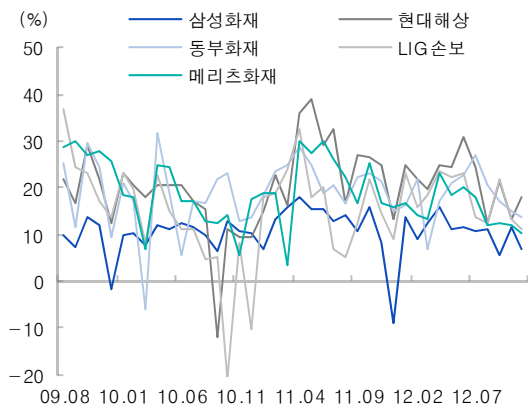
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 28. 월별 순이익 추이



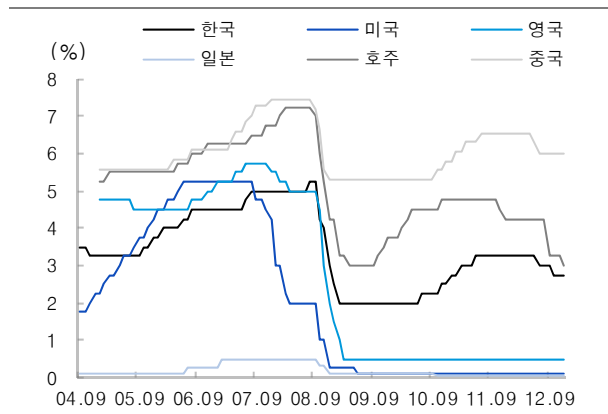
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 29. ROE 추이



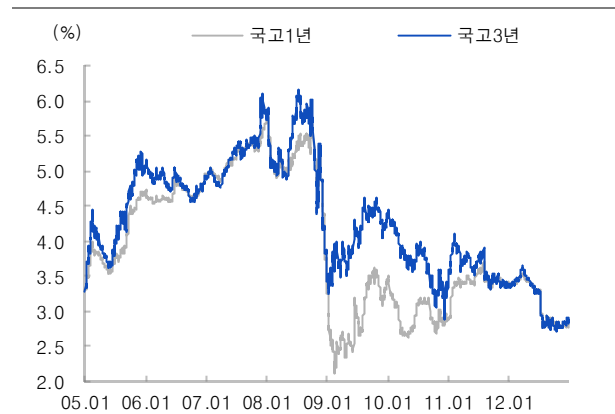
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 30. 주요국 기준금리



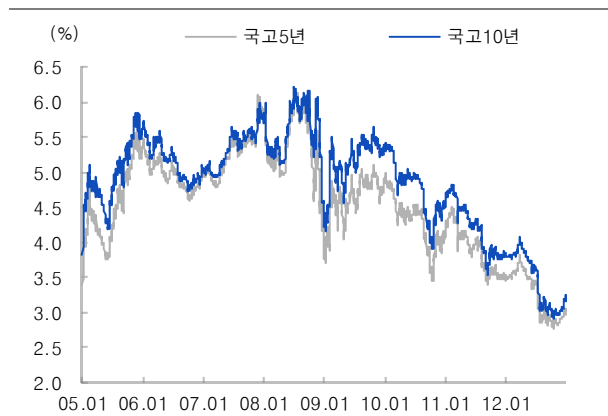
자료: Dataguide, 대신증권 리서치센터

그림 31. 단기채권 금리



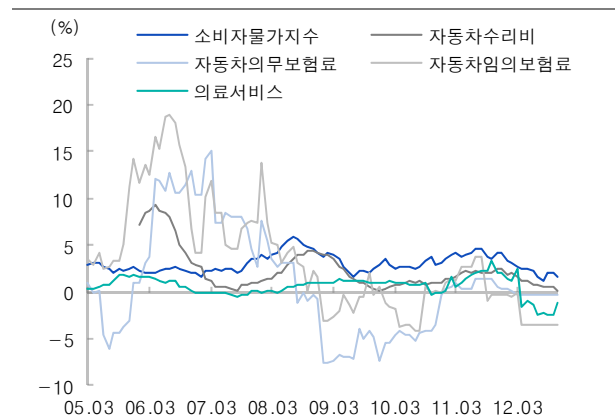
자료: Dataguide, 대신증권 리서치센터

그림 32. 장기채권 금리



자료: Dataguide, 대신증권 리서치센터

그림 33. CPI 및 보험관련 물가지수



자료: 통계청, 대신증권 리서치센터

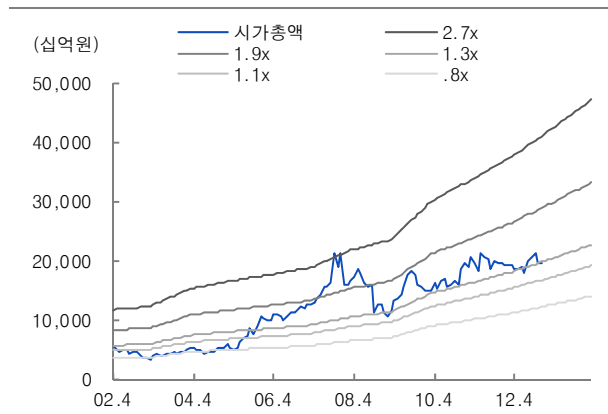
IV. Valuation 및 수급동향

표 5. Valuation Table

	삼성화재 000810	현대해상 001450	동부화재 005830	LIG 손보 002550	메리츠화재 000060	손해보험계
투자의견	매수	매수	매수	매수	매수	비중확대
목표가 (6개월)	290,000	41,500	64,500	37,500	17,200	
목표시가총액 (6개월)	12,674	3,337	4,083	1,964	1,663	23,721
상승여력 (6개월, %)	33.0	24.6	40.4	45.1	21.6	21.8
목표 PBR (배)	1.5	1.5	1.5	1.2	1.5	1.4
현재가 (2012.12.28 기준)	218,000	33,300	45,950	25,850	14,150	
시가총액 (십억원)	10,328	2,977	3,253	1,551	1,368	19,477
PBR (배)	(FY11A) 1.2	1.5	1.4	1.0	1.4	1.4
	(FY12F) 1.1	1.2	1.0	0.8	1.2	1.2
	(FY13F) 1.0	1.1	0.9	0.7	1.1	1.1
PER (배)	(FY11A) 11.8	6.4	7.8	6.4	7.0	9.8
	(FY12F) 10.7	6.9	6.4	5.5	8.7	9.1
	(FY13F) 10.2	6.7	6.4	5.4	8.5	8.9
배당수익률 (%)	(FY11A) 1.8	4.1	2.5	3.1	4.3	2.5
	(FY12F) 2.5	3.8	2.8	3.9	3.5	3.0
	(FY13F) 3.0	3.9	3.0	3.9	3.9	3.3
BPS (원)	(FY11 A) 176,693	21,969	35,773	25,159	9,300	41,518
	(FY12F) 198,868	27,150	44,085	30,662	11,517	48,693
	(FY13F) 213,584	30,929	49,225	34,515	12,598	53,385
EPS (원)	(FY11A) 18,188	5,117	6,259	4,096	1,835	5,928
	(FY12F) 20,354	4,825	7,188	4,680	1,626	6,345
	(FY13F) 21,394	4,987	7,137	4,778	1,655	6,532
DPS (원)	(FY11A) 3,750	1,350	1,200	800	550	1,318
	(FY12F) 5,500	1,250	1,300	1,000	500	1,557
	(FY13F) 6,500	1,300	1,400	1,000	550	1,732
ROA (%)	(FY11A) 2.0	2.3	2.2	1.4	2.0	2.0
	(FY12F) 2.0	1.8	2.1	1.3	1.5	1.8
	(FY13F) 1.8	1.6	1.8	1.2	1.4	1.7
ROE (%)	(FY11A) 10.3	23.3	17.5	16.3	19.7	14.3
	(FY12F) 10.2	17.8	16.3	15.3	14.1	13.0
	(FY13F) 10.0	16.1	14.5	13.8	13.1	12.2
총자본 (십억원)	(FY11A) 7,722	1,767	2,264	1,318	899	13,970
	(FY12F) 8,691	2,183	2,791	1,606	1,114	16,384
	(FY13F) 9,334	2,487	3,116	1,808	1,218	17,963
순이익 (십억원)	(FY11A) 795	412	396	215	177	1,995
	(FY12F) 890	388	455	245	157	2,135
	(FY13F) 935	401	452	250	160	2,198
주식수 (백만주)	(FY11A) 44	80	63	52	97	336
	(FY12F) 44	80	63	52	97	336
	(FY13F) 44	80	63	52	97	336

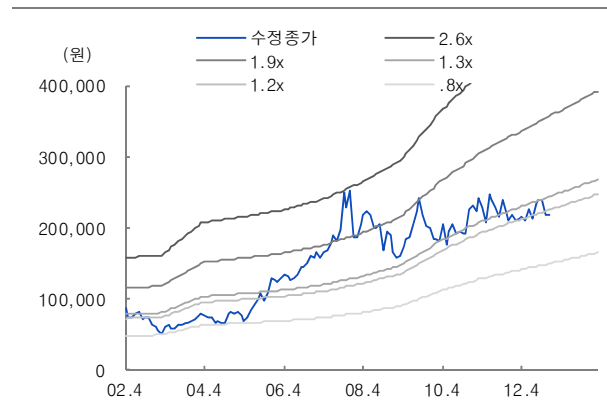
주: K-IFRS 연결 기준
자료: 대신증권 리서치센터

그림 34. 손해보험 PBR 추이



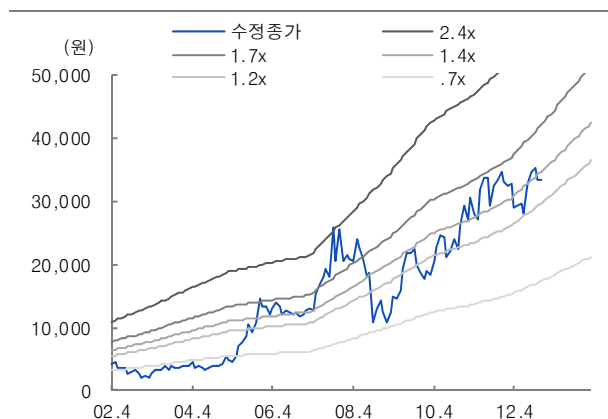
자료: 대신증권 리서치센터

그림 35. 삼성화재 PBR 추이



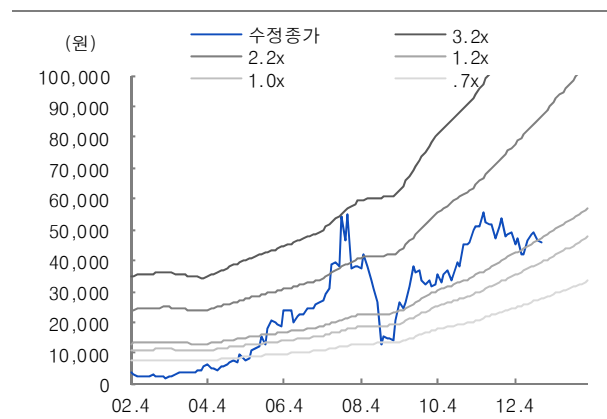
자료: 대신증권 리서치센터

그림 36. 현대해상 PBR 추이



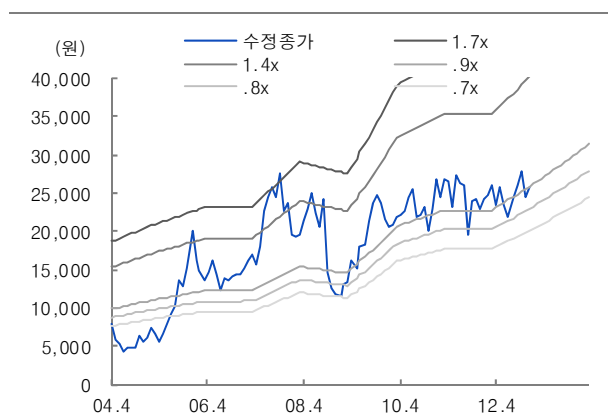
자료: 대신증권 리서치센터

그림 37. 동부화재 PBR 추이



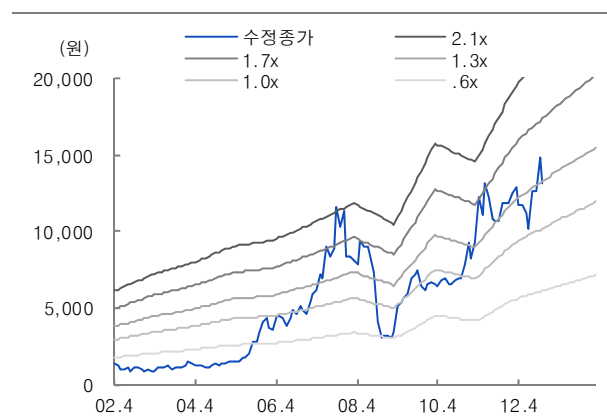
자료: 대신증권 리서치센터

그림 38. LIG손보 PBR 추이



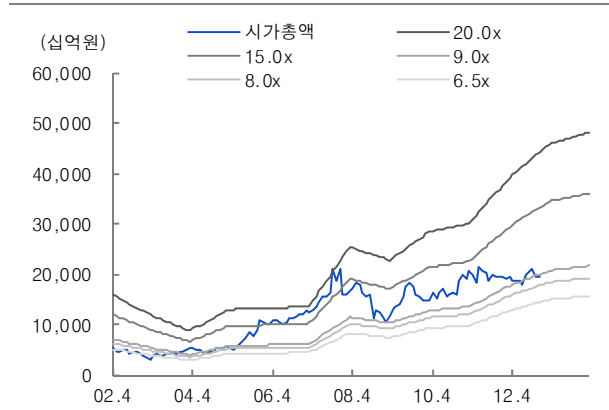
자료: 대신증권 리서치센터

그림 39. 메리츠화재 PBR 추이



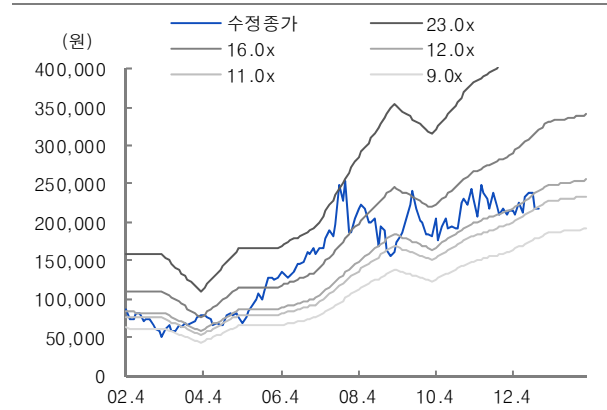
자료: 대신증권 리서치센터

그림 40. 손해보험 PER 추이



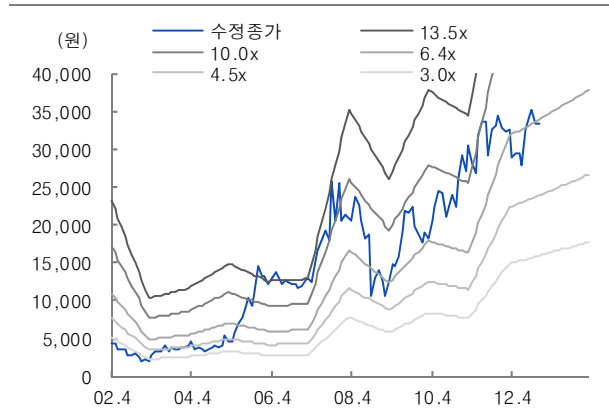
자료: 대신증권 리서치센터

그림 41. 삼성화재 PER 추이



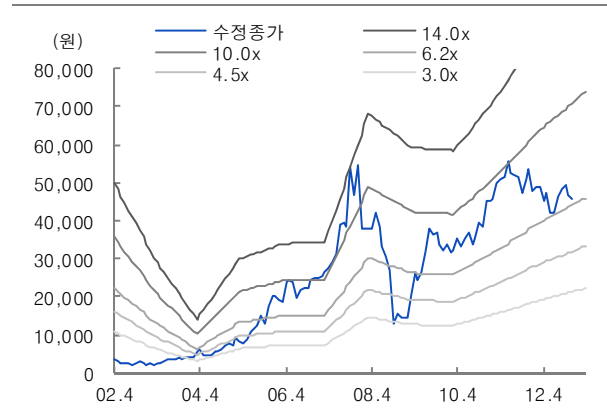
자료: 대신증권 리서치센터

그림 42. 현대해상 PER 추이



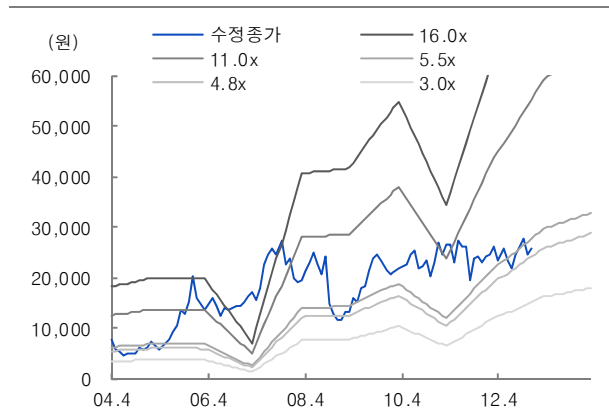
자료: 대신증권 리서치센터

그림 43. 동부화재 PER 추이



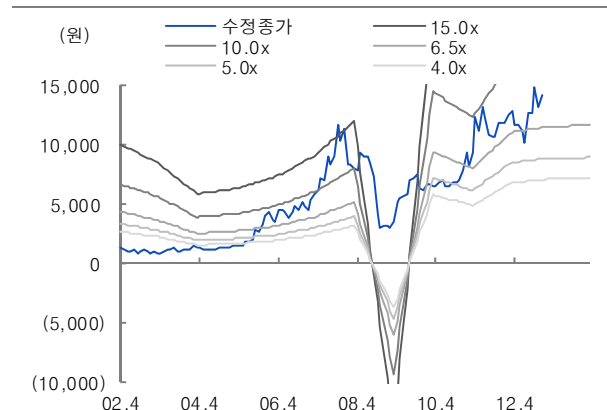
자료: 대신증권 리서치센터

그림 44. LG손보 PER 추이



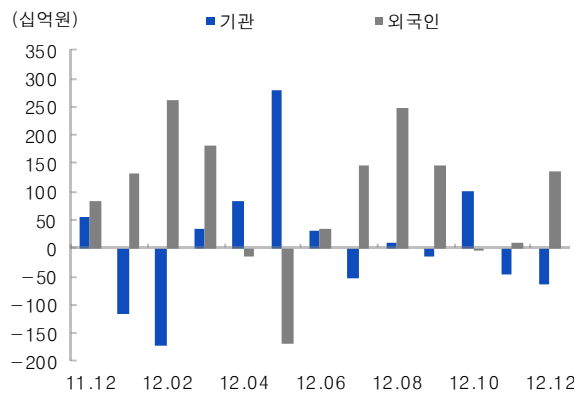
자료: 대신증권 리서치센터

그림 45. 메리츠화재 PER 추이



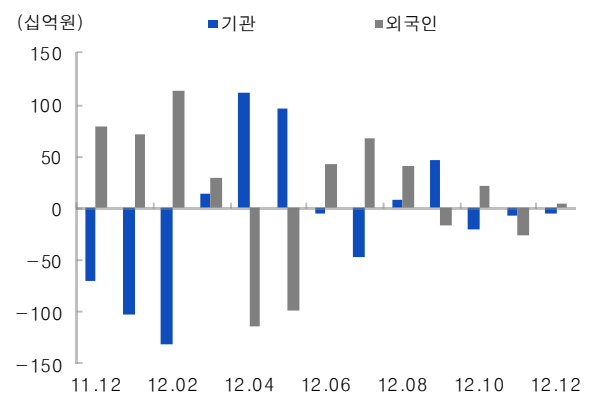
자료: 대신증권 리서치센터

그림 46. 월별 순매수 동향 - 보험업종



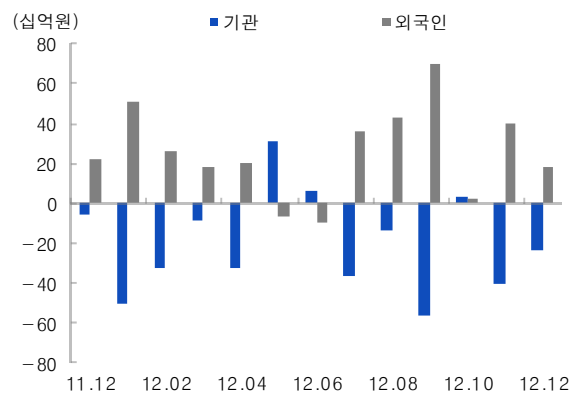
자료: Quantwise, 대신증권 리서치센터

그림 47. 월별 순매수 동향 - 삼성화재



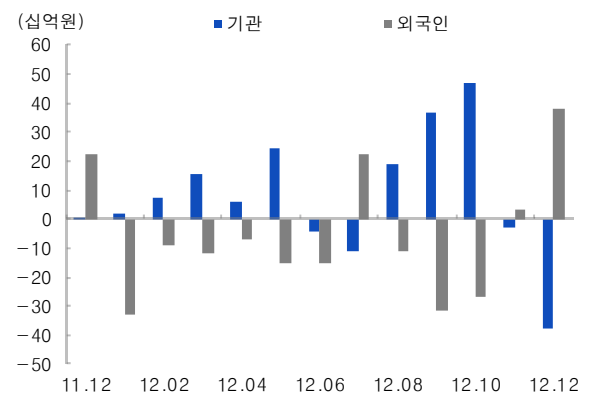
자료: Quantwise, 대신증권 리서치센터

그림 48. 월별 순매수 동향 - 현대해상



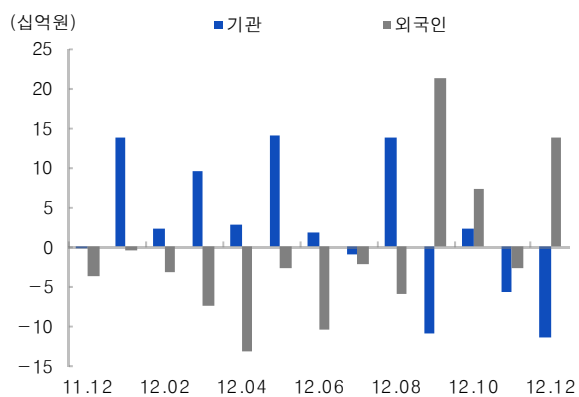
자료: Quantwise, 대신증권 리서치센터

그림 49. 월별 순매수 동향 - 동부화재



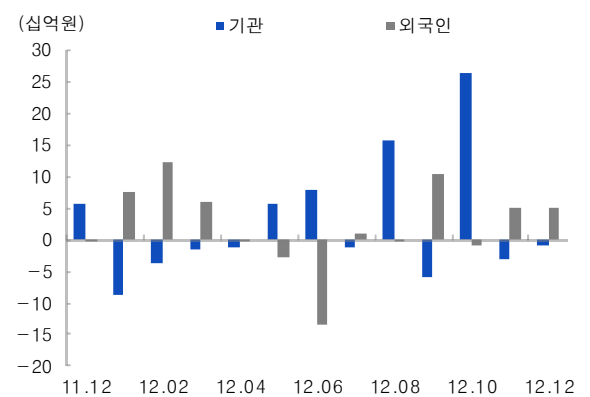
자료: Quantwise, 대신증권 리서치센터

그림 50. 월별 순매수 동향 - LIG손보



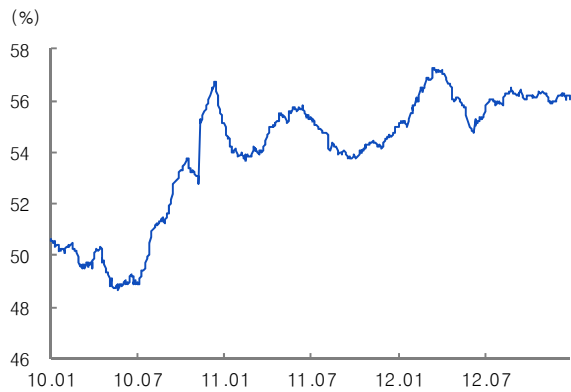
자료: Quantwise, 대신증권 리서치센터

그림 51. 월별 순매수 동향 - 메리츠화재



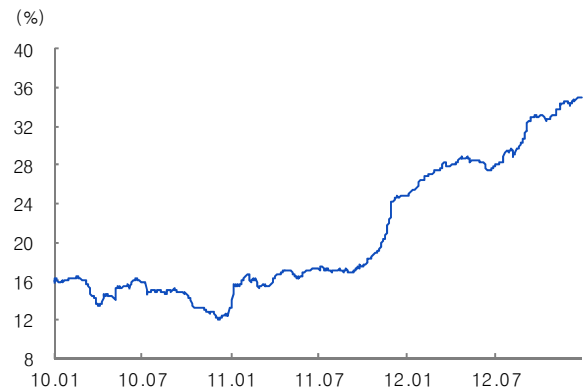
자료: Quantwise, 대신증권 리서치센터

그림 52. 외국인 지분율 추이 - 삼성화재



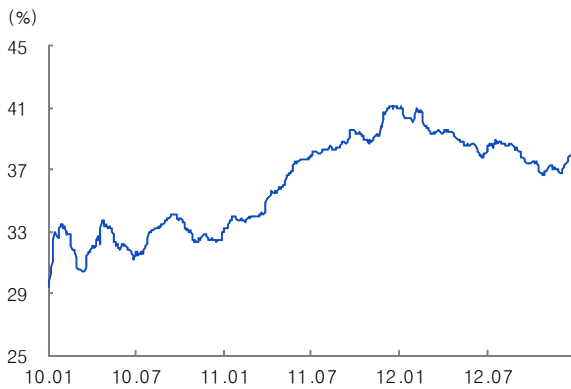
자료: Quantwise, 대신증권 리서치센터

그림 53. 외국인 지분율 추이 - 현대해상



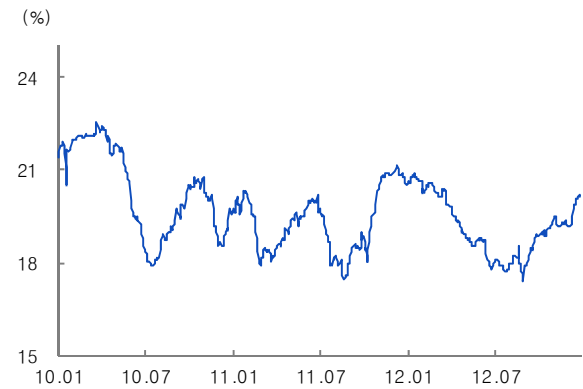
자료: Quantwise, 대신증권 리서치센터

그림 54. 외국인 지분율 추이 - 동부화재



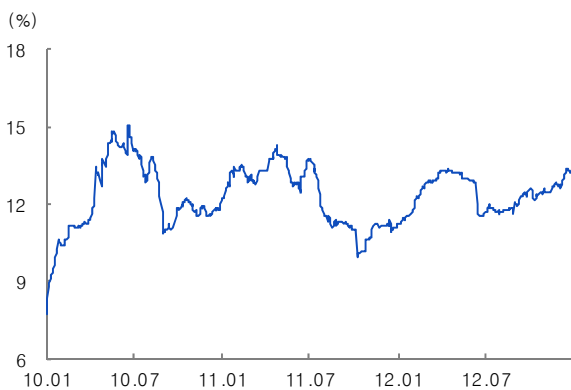
자료: Quantwise, 대신증권 리서치센터

그림 55. 외국인 지분율 추이 - LIG손보



자료: Quantwise, 대신증권 리서치센터

그림 56. 외국인 지분율 추이 - 메리츠화재



자료: CheckExpert, 대신증권 리서치센터

삼성화재 (000810)

경상적 수익성은 양호



강승건 769,3096
cygun101@daishin.com

BUY

[매수, 유지]

손해보험업종

현재가 218,000원

목표주가(유지)
▲ 33%

290,000

KOSPI	1997.05
시가총액	10,588 십억원
시가총액비중	0.9%
자본금(보통주)	26 십억원
52 주 최고/최저	241,500 원 / 197,500 원
120 일 평균거래대금	246 억원
외국인지분율	56.0%
주요주주	삼성생명보험 외 5 인 14.4%
	First State Investment Management (UK) Limited 외 3 인 9.6%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-2.2	0.2	-8.8	3.6
상대수익률	-3.1	-4.0	-8.8	-5.4



투자포인트

- 11월 당기순이익 462억원, 시장 예상 하회
- 일반보험 고객사고 130억원과 출재수수료 감소에 따른 사업비율 상승이 원인
- 경상적인 사업비율 및 손해율은 경쟁사 대비 우수한 실적 시현
- 투자의견 매수, 목표주가 290,000원 유지

Comment

11월 실적: 일회성 비용 및 수익 감소로 부진한 실적 시현

- 당기순이익 462억원 시현, 일반보험 고객사고와 출재수수료 감소에 따른 사업비율 상승으로 부진한 실적 시현, 경상적인 수익성은 양호한 수준으로 평가

신계약 매출

- 보장성 인담보 신계약 84억원, 전월대비 6.9%감소하였으나 증가 추세 이어지고 있음

보험영업

- 합산비율이 전월대비 2.1%p 상승하여 부진한 실적 시현
- 일반보험에서 고객사고 130억원이 반영되었으며 출재수수료 감소(수입경비)에 따른 사업비율 상승으로 합산비율이 상승하였음.
- 하지만 자동차 및 장기위험손해율의 경쟁사 대비 우위가 유지되고 있어 경상적 수익성은 양호한 수준으로 평가

투자영입

- 투자수익률 3.6%, 처분이익 및 배당수익 부재로 낮은 투자수익률 시현

투자의견 매수, 목표주가 290,000 원 유지

- 우리의 예상치를 하회한 11월 이익 이지만 신계약 성장 추세가 이어지고 있으며 경상적인 수익성은 여전히 경쟁사대비 우위를 지키고 있다고 판단되어 투자의견과 목표주가를 유지
- 12월에도 손해를 부담은 커지겠지만 사업비율 및 자동차보험 손해율에서의 경쟁력이 유지되며 700억원대의 이익 시현이 가능할 것으로 전망됨

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
경과보험료	11,861	13,716	15,528	16,508	18,075
보험영업이익	-327	-229	-274	-394	-453
투자영업이익	1,249	1,348	1,485	1,670	1,786
세전이익	888	1,077	1,172	1,237	1,294
총당기순이익	720	799	892	937	981
지배지분순이익	720	795	890	935	978
EPS	16,481	18,188	20,354	21,394	22,381
PER	14.7	11.8	10.7	10.2	9.7
BPS	160,016	176,693	198,868	213,584	228,024
PBR	1.5	1.2	1.1	1.0	.0
ROE	11.0	11.1	10.8	10.4	10.1

주: FY11 이후는 IFRS 연결기준

자료: 삼성화재, 대신증권 리서치센터

표 1. 삼성화재 11월 세부 실적

(단위: 십억원, %, %p)

		11.11	11.12	12.1	12.2	12.3	12.4	12.5	12.6	12.7	12.8	12.9	12.10	12.11	YoY	MoM
요약 손익	원수보험료	1,189	1,247	1,204	1,231	1,342	1,340	1,312	1,413	1,384	1,515	1,330	1,384	1,349	13.5	-2.5
	보유보험료	1,128	1,182	1,135	1,196	1,267	1,272	1,262	1,317	1,328	1,422	1,275	1,276	1,290	14.4	1.1
	경과보험료	1,138	1,171	1,157	1,215	1,241	1,280	1,259	1,295	1,311	1,336	1,279	1,287	1,279	12.4	-0.6
	발생손해액	962	1,113	973	1,027	1,032	1,054	1,062	1,085	1,125	1,163	1,092	1,080	1,087	12.9	0.6
	순사입비	215	200	201	214	233	210	217	225	222	208	249	221	234	9.0	5.8
	보험영업이익	-39	-142	-17	-26	-24	16	-19	-16	-37	-36	-62	-14	-41	적지	적지
	투자영업이익	107	117	126	106	126	123	118	121	134	119	116	125	111	3.6	-11.4
	총영업이익	68	-24	109	80	102	139	98	105	97	84	54	110	69	2.2	-37.3
	세전이익	63	-32	107	75	99	135	98	99	94	81	51	103	61	-3.1	-40.8
	당기순이익	48	-54	81	57	78	103	74	74	71	75	39	78	46	-4.0	-40.8
보험 영업	손해율	84.6	95.0	84.1	84.5	83.2	82.4	84.3	83.8	85.8	87.1	85.3	83.9	84.9	0.4	1.0
	사업비율	18.9	17.0	17.3	17.6	18.8	16.4	17.2	17.4	17.0	15.6	19.5	17.2	18.3	-0.6	1.1
	합산비율	103.4	112.1	101.4	102.2	101.9	98.7	101.5	101.2	102.8	102.7	104.8	101.1	103.2	-0.2	2.1
원수 보험료	자동차	291	300	291	281	319	284	301	304	312	289	282	301	298	2.5	-1.0
	장기	800	822	815	881	884	933	898	947	959	996	934	933	927	15.9	-0.7
	일반	98	125	99	69	139	123	113	162	113	231	114	150	125	26.5	-17.0
보종별 손해율	자동차	83.6	85.9	80.5	78.6	74.3	75.9	76.0	75.2	77.7	79.9	82.9	78.0	80.9	-2.7	3.0
	장기	86.2	88.2	87.8	88.3	87.8	87.1	88.7	88.0	88.9	89.7	87.7	87.4	87.9	1.7	0.5
	장기위험	72.8	78.8	75.1	79.3	77.5	69.0	76.8	71.7	76.7	79.3	70.3	70.6	73.3	0.5	2.7
	일반	68.9	220.2	51.8	60.5	63.2	46.4	66.1	65.0	78.9	81.1	67.7	64.5	64.3	-4.6	-0.2
투자 부문	운용자산	30,457	31,136	31,287	31,845	32,489	33,249	33,568	33,923	34,899	35,298	35,934	36,235	36,812	20.9	1.6
	투자수익률	4.3	4.6	4.8	4.0	4.7	4.5	4.2	4.3	4.7	4.1	3.9	4.2	3.6	-0.6	-0.5
	채분이익	3.0	9.8	4.4	1.4	-0.8	3.5	2.3	0.0	-2.3	0.8	1.6	2.2	-0.5	적전	적전
수익성	ROE	8.1	-9.0	13.5	9.1	12.3	15.9	11.3	11.5	10.8	11.1	5.7	11.4	6.7	-1.4	-4.7
신계약	신계약(월납환산)	19.7	19.5	22.0	24.5	28.2	20.1	24.4	25.8	27.2	31.9	27.5	25.3	27.2	38.4	7.6
	보장성	10.3	8.7	8.1	11.8	16.0	11.7	11.9	11.8	11.5	11.0	12.3	13.0	12.9	25.9	-0.6
	인담보	7.2	6.2	5.6	8.1	12.0	8.1	7.5	8.0	8.1	7.2	8.0	9.0	8.4	16.1	-6.9

주: IFRS 별도기준, 장기위험 손해율은 GAAP 기준

자료: 삼성화재, 대신증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표(별도)

(단위: 십억원)

	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
운용자산	26,924	32,489	38,237	42,584	47,742
현금 및 예금	345	971	1,214	1,352	1,516
유가증권	18,522	21,735	26,325	29,318	32,869
당기손익증권	854	1,082	687	765	858
매도가능증권	17,418	20,007	24,973	27,874	31,316
만기보유증권	110	110	117	130	146
관계기업투자주식	140	535	548	548	548
대출채권	6,957	8,512	9,342	10,404	11,664
부동산	1,100	1,271	1,356	1,510	1,693
비운용자산	3,278	4,431	4,901	5,441	6,074
특별계정자산	1,385	1,701	2,030	2,278	2,579
자산총계	31,588	38,621	45,168	50,302	56,395
책임준비금	21,655	27,131	32,002	35,913	40,667
지급준비금	1,450	2,298	2,654	2,812	3,076
보험료적립금	17,903	21,908	26,206	29,807	34,134
미경과보험료 적립금	2,028	2,600	2,818	2,963	3,115
기타부채	1,546	2,081	2,455	2,755	3,120
특별계정부채	1,394	1,714	2,022	2,269	2,569
부채총계	25,783	30,926	36,479	40,937	46,355
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	738	732	736	736	736
이익잉여금	3,167	4,586	5,290	5,967	6,641
자본조정	-93	-81	-408	-408	-408
기타포괄손익누계	1,966	2,431	3,044	3,044	3,044
수정/자본총계	6,993	7,695	8,690	9,366	10,040

손익계산서(별도)

(단위: 십억원)

	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
원수보험료	12,771	14,585	16,465	17,493	19,124
일반	1,265	1,425	1,574	1,711	1,823
자동차	3,387	3,579	3,580	3,749	3,903
장기	8,120	9,580	11,311	12,033	13,398
경과보험료	11,861	13,679	15,491	16,471	18,038
경과손해액	9,693	11,510	13,117	13,969	15,377
순시입비	2,439	2,430	2,695	2,929	3,147
보험영업이익	-327	-260	-308	-427	-486
투자영업이익	1,249	1,361	1,506	1,691	1,807
총영업이익	922	1,101	1,199	1,263	1,320
법인세처감전순이익	888	1,058	1,156	1,220	1,277
법인세	223	273	264	295	309
수정/당기순이익	720	785	879	925	968

성장성지표(별도)

(단위: %)

	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
원수보험료	17.2	14.2	12.9	6.2	9.3
일반	8.5	12.7	10.4	8.8	6.6
자동차	7.6	5.7	0.0	4.7	4.1
장기	23.4	18.0	18.1	6.4	11.3
경과보험료	19.6	15.3	13.2	6.3	9.5
투자영업이익	23.7	9.0	10.6	12.3	6.9
총영업이익	27.2	19.4	8.9	5.4	4.5
당기순이익	20.4	8.9	12.1	5.2	4.7
운용자산	18.4	20.7	17.7	11.4	12.1
책임준비금	19.7	25.3	18.0	12.2	13.2
수정/자본총계	15.2	10.0	12.9	7.8	7.2

주: 손해율, 사업비율, 합산비율은 경과보험료 기준

주: FY11 이후는 K-IFRS

재무제표(연결)

(단위: 십억원)

	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
운용자산	32,591	38,340	42,686	47,844	
현금 및 예금	1,161	1,404	1,542	1,706	
유가증권	21,575	26,167	29,159	32,710	
대출채권	8,450	9,280	10,342	11,602	
부동산	1,404	1,489	1,643	1,826	
비운용자산	4,578	5,052	5,592	6,225	
특별계정자산	1,701	2,030	2,278	2,579	
자산총계	38,923	45,473	50,608	56,700	
책임준비금	27,300	32,190	36,122	40,904	
기타부채	2,167	2,550	2,861	3,240	
특별계정부채	1,714	2,022	2,269	2,569	
부채총계	31,181	36,762	41,252	46,713	
지배기업소유지분	7,722	8,691	9,334	9,965	
자본금	26	26	26	26	
연결자본잉여금	732	736	736	736	
연결이익잉여금	4,604	5,283	5,926	6,557	
기타자본조정항목	-81	-408	-408	-408	
기타포괄손익누계	2,440	3,053	3,053	3,053	
비지배지분	20	20	21	22	
자본총계	7,742	8,711	9,355	9,988	
경과보험료	13,716	15,528	16,508	18,075	
경과손해액	11,534	13,144	13,996	15,404	
발생손해액	4,597	4,769	5,071	5,412	
환급금 및 준비금 증가액	6,894	6,894	8,356	8,886	
보험영업이익	-229	-274	-394	-453	
투자영업이익	1,348	1,485	1,670	1,786	
기타영업이익	0	0	0	0	
총영업이익	1,119	1,211	1,276	1,333	
영업외손익	-42	-39	-39	-39	
특별계정이익	0	0	0	0	
법인세처감전 순이익	1,077	1,172	1,237	1,294	
법인세비용	278	280	299	313	
연결순이익	799	892	937	981	
지배주주지분순이익	795	890	935	978	
비지배지분순이익	4	2	2	2	

수익성 지표(별도)

(단위: %)

	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
손해율	81.7	84.1	84.7	84.8	85.2
일반	62.1	73.8	64.9	64.2	64.3
자동차	75.9	79.3	79.0	80.8	81.8
장기	85.7	86.8	88.0	87.7	87.9
장기 위험&부가	40.3	40.3	40.0	39.7	39.6
사업비율	20.6	17.8	17.4	17.8	17.4
합산비율	102.3	101.9	102.1	102.6	102.7
투자수익률	5.0	4.6	4.3	4.2	4.0

투자지표(연결)

(단위: 배, %)

	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
ROE	11.0	11.1	10.8	10.4	10.1
ROA	2.5	2.2	2.1	2.0	1.8
EPS(원)	16,481	18,188	20,354	21,394	22,381
BPS(원)	160,016	176,693	198,868	213,584	228,024
P/E	14.7	11.8	10.7	10.2	9.7
P/B	1.5	1.2	1.1	1.0	1.0

자료: 삼성화재, 대신증권 리서치센터 추정

현대해상
(001450)

시장기대치를 상회하는 이익 시현



강승건 769,3096
cygun101@daishin.com

BUY

[매수, 유지]

손해보험업종

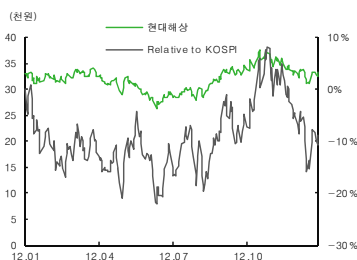
현재가 33,300원

목표주가(유지)
▲ 25%

41,500

KOSPI	1997.05
시가총액	2,977 십억원
시가총액비중	0.3%
자본금(보통주)	45 십억원
52 주 최고/최저	37,500 원 / 26,400 원
120 일 평균거래대금	115 억원
외국인지분율	35.0%
주요주주	정몽윤 외 2 인 22.0% 국민연금공단 8.3%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-0.1	1.4	-3.8	-4.3
상대수익률	-1.0	-2.9	-3.8	-12.5



투자포인트

- 11월 당기순이익 301억원, 시장 기대치 상회
- 일반보험의 손해를 하락과 장기보험 손해를 하락이 원인
- 보장성 인담보 신계약 72억원 판매, 인담보 신계약 판매 Level up
- 투자의견 매수, 목표주가 41,500원 유지

Comment

11월 실적: 일반보험과 장기보험 손해를 하락으로 시장 기대 상회하는 이익 시현

- 당기순이익 301억원, 시장기대치 상회

신계약 매출

- 보장성 인담보 신계약 72억원, 실손보험의 갱신주기 단축 및 담보 만기 15년 결정에 따른 절판효과 일부 반영. 12월에도 신계약 판매는 증가할 수 있을 것으로 전망

보험영업

- 동절기 진입에 따라 자동차보험 손해율이 전월대비 3.4%p 상승. 하지만 일반보험의 경우 사고 감소와 일부 O/S 감소의 영향으로 손해율 크게 하락
- 전월 급등했던 장기위험 손해율 안정과 공시이율 인하의 영향으로 장기보험 손해를 개선
- 홀수달 인건비 감소 부분이 판매비 증가로 상쇄되며 전월과 비슷한 사업비율 유지

투자영업

- 처분이익 87억원 포함 4.3%의 투자수익률 시현

투자의견 매수, 목표주가 41,500 원 유지

- 11월에는 일반보험 및 장기보험손해를 하락으로 시장 예상치를 상회하는 이익 시현
- 12월에도 영업일수 감소와 공시이율 인하의 영향으로 장기보험 손해율은 안정된 모습을 보일 것으로 전망됨

- 하지만 12월 인건비 부담과 퇴직급여 추가 총당금 적립 가능성 등 사업비 부담과 폭설로 인한 자동차보험 손해율 상승 부담을 감안할 때 12월 이익은 11월 대비 감소할 것으로 전망됨

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
경과보험료	6,634	8,609	9,406	10,217	11,266
보험영업이익	-204	238	111	24	12
투자영업이익	441	524	441	533	584
세전이익	215	555	523	529	568
총당기순이익	205	413	388	401	430
자배지분순이익	205	412	388	401	430
EPS	2,554	5,117	4,825	4,987	5,351
PER	12.0	6.4	6.9	6.7	6.2
BPS	19,365	21,969	27,150	30,929	34,960
PBR	1.6	1.5	1.2	1.1	1.0
ROE	13.8	25.9	19.6	17.2	16.2

주: FY11 이후는 IFRS 연결기준

자료: 현대해상, 대신증권 리서치센터

표 1. 현대해상 11월 세부 실적

(단위: 십억원, %, %p)

		11.11	11.12	12.1	12.2	12.3	12.4	12.5	12.6	12.7	12.8	12.9	12.10	12.11	YoY	MoM
요약 손익	원수보험료	760	830	881	964	850	827	816	869	847	826	846	843	843	10.9	0.0
	보유보험료	693	727	811	894	771	748	746	763	767	764	768	768	771	11.4	0.5
	경과보험료	684	711	814	895	763	741	741	751	761	767	776	773	774	13.2	0.2
	발생손해액	564	598	679	773	630	610	613	607	627	646	646	652	644	14.3	-1.2
	순사업비	117	121	133	129	140	134	128	133	136	141	133	143	142	21.5	-0.3
	보험영업이익	3	-7	2	-7	-8	-3	0	11	-2	-21	-3	-22	-12	적전	적지
	투자영업이익	43	44	46	50	46	51	50	51	52	51	52	54	55	28.7	1.9
	총영업이익	46	37	47	43	38	48	51	62	51	29	49	32	42	-7.2	33.8
	세전이익	43	35	45	41	37	48	48	60	49	27	46	29	40	-8.2	34.6
	당기순이익	33	18	34	31	28	36	36	46	37	20	35	22	30	-8.2	34.6
보험 영업	손해율	82.4	84.0	83.4	86.4	82.7	82.3	82.6	80.8	82.3	84.3	83.2	84.4	83.2	0.8	-1.2
	사업비율	17.1	17.0	16.4	14.4	18.4	18.1	17.3	17.7	17.9	18.4	17.2	18.4	18.4	1.3	-0.1
	합산비율	99.5	101.0	99.8	100.8	101.0	100.4	100.0	98.5	100.2	102.8	100.4	102.9	101.6	2.1	-1.3
원수 보험료	자동차	172	178	163	162	177	171	172	169	173	165	156	167	162	-5.7	-2.7
	장기	519	538	644	739	598	574	564	586	586	596	607	603	607	17.0	0.6
	일반	69	114	74	63	75	83	80	114	87	65	83	73	74	6.7	1.2
보종별 손해율	자동차	81.9	86.0	81.5	84.5	77.1	82.7	73.9	73.8	79.0	82.1	83.1	85.8	89.2	7.4	3.4
	장기	82.6	83.7	85.2	87.4	84.6	83.3	85.2	83.3	84.2	85.2	83.8	84.3	83.4	0.8	-0.9
	장기위험	80.6	81.9	79.2	86.2	82.0	79.8	86.5	79.9	81.9	86.6	77.7	83.1	82.4	1.8	-0.7
	일반	82.5	78.3	51.5	68.4	74.8	59.0	84.0	67.6	64.1	78.8	73.8	78.6	51.0	-31.5	-27.6
투자 부문	운용자산	12,002	12,289	12,647	13,120	13,422	13,737	14,060	14,275	14,544	14,812	15,010	15,300	15,478	29.0	1.2
	투자수익률	4.3	4.3	4.4	4.7	4.2	4.5	4.4	4.4	4.4	4.1	4.2	4.3	4.3	0.0	0.0
	채분이익	2.2	5.3	1.0	1.3	6.0	4.5	4.7	3.7	3.5	2.6	8.8	6.0	8.7	300.8	44.6
수익성	ROE	24.7	13.2	24.8	21.8	19.7	24.7	24.2	30.7	24.5	12.6	21.3	13.4	17.9	-6.7	4.6
신계약	신계약(월납환산)	15.9	14.7	16.0	17.3	21.1	17.6	16.4	16.9	14.3	15.1	15.2	15.9	16.3	2.6	2.6
	보장성	8.1	7.0	6.1	7.2	10.2	6.7	7.9	9.2	8.1	7.9	8.1	8.0	8.5	5.9	7.4
	인담보	4.9	5.1	4.4	5.1	7.7	4.4	5.3	6.8	6.4	6.2	6.1	6.5	7.2	46.9	10.8

주: IFRS 별도기준, 장기위험 손해율은 GAAP 기준

자료: 현대해상, 대신증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표(별도)	(단위: 십억원)				
	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
운용자산	10,313	13,422	16,361	18,610	20,885
현금 및 예금	338	596	729	829	930
유가증권	6,493	8,704	10,937	12,440	13,961
당기손익증권	818	427	225	256	287
매도가능증권	4,816	6,980	9,059	10,340	11,636
만기보유증권	596	1,053	1,392	1,584	1,777
관계기업투자주식	263	244	261	261	261
대출채권	2,638	3,232	3,694	4,202	4,716
부동산	845	890	1,001	1,139	1,278
비운용자산	2,117	3,271	3,796	4,317	4,846
특별계정자산	576	878	1,099	1,250	1,402
자산총계	13,006	17,571	21,255	24,177	27,133
책임준비금	10,213	13,967	16,829	19,145	21,464
지급준비금	772	1,457	1,676	1,743	1,933
보험료적립금	8,331	11,024	13,615	15,831	17,920
미경과보험료 적립금	1,052	1,426	1,477	1,500	1,524
기타부채	658	962	1,159	1,318	1,478
특별계정부채	577	899	1,083	1,232	1,382
부채총계	11,853	15,827	19,070	21,696	24,324
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	121	114	114	114	114
이익잉여금	762	1,379	1,659	1,955	2,283
자본조정	-21	-20	-20	-20	-20
기타포괄손익누계	247	226	387	387	387
수정/자본총계	1,557	1,744	2,185	2,481	2,809

손익계산서(별도)	(단위: 십억원)				
	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
원수보험료	7,610	9,317	10,123	11,006	12,132
일반	808	911	984	1,070	1,141
자동차	1,926	2,041	1,999	2,029	2,110
장기	4,877	6,365	7,140	7,907	8,881
경과보험료	6,634	8,358	9,159	9,970	11,020
경과손해액	5,297	6,874	7,613	8,318	9,242
순사업비	1,496	1,454	1,650	1,832	1,969
보험영업이익	-203	31	-92	-179	-191
투자영업이익	441	530	641	728	788
총영업이익	238	560	549	550	597
법인세차감전순이익	217	536	523	524	571
법인세	56	137	124	127	138
수정/당기순이익	205	399	388	397	433

성장성지표(별도)	(단위: %)				
	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
원수보험료	17.7	22.4	8.7	8.7	10.2
일반	2.3	12.7	8.0	8.8	6.6
자동차	15.0	6.0	-2.1	1.5	4.0
장기	21.8	30.5	12.2	10.7	12.3
경과보험료	17.7	26.0	9.6	8.9	10.5
투자영업이익	17.0	20.2	20.9	13.7	8.2
총영업이익	-4.9	135.5	-2.1	0.2	8.6
당기순이익	-8.7	94.2	-2.8	2.4	9.0
운용자산	18.2	30.1	21.9	13.7	12.2
책임준비금	21.8	36.8	20.5	13.8	12.1
수정/자본총계	9.4	12.0	25.3	13.6	13.2

주: 손해율, 사업비율, 합산비율은 경과보험료 기준

주: FY11 이후는 K-IFRS

재무제표(연결)	(단위: 십억원)				
	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
운용자산	13,757	16,644	18,900	21,182	
현금 및 예금	991	1,123	1,223	1,325	
유가증권	8,507	10,689	12,199	13,727	
대출채권	3,355	3,817	4,325	4,838	
부동산	904	1,015	1,153	1,292	
비운용자산	3,489	3,993	4,515	5,044	
특별계정자산	878	1,099	1,250	1,402	
자산총계	18,096	21,741	24,675	27,642	
책임준비금	14,269	17,136	19,453	21,779	
기타부채	1,133	1,333	1,492	1,656	
특별계정부채	899	1,083	1,232	1,382	
부채총계	16,315	19,552	22,178	24,817	
지배기업소유지분	1,767	2,183	2,487	2,811	
자본금	45	45	45	45	
연결자본잉여금	114	114	114	114	
연결이익잉여금	1,396	1,651	1,955	2,279	
기타자본조정항목	-21	-21	-21	-21	
기타포괄손익누계	232	393	393	393	
비지배지분	15	15	15	15	
자본총계	1,781	2,189	2,497	2,825	
경과보험료	8,609	9,406	10,217	11,266	
경과손해액	6,969	7,702	8,407	9,332	
발생손해액	2,802	3,000	3,173	3,419	
환급금 및 준비금 증가액	4,162	4,162	4,697	5,229	
보험영업이익	238	111	24	12	
투자영업이익	524	441	533	584	
기타영업이익	-245	-249	-245	-249	
총영업이익	578	552	557	596	
영업외손익	-23	-28	-28	-28	
특별계정이익	0	0	0	0	
법인세차감전 순이익	555	523	529	568	
법인세비용	142	135	128	137	
연결순이익	413	388	401	430	
지배주주지분순이익	412	388	401	430	
비지배지분순이익	2	0	0	0	

수익성 지표(별도)	(단위: %)				
	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
손해율	79.8	82.2	83.1	83.4	83.9
일반	58.8	69.3	68.7	66.7	66.7
자동차	79.0	80.8	82.2	83.9	85.4
장기	81.2	83.3	84.1	84.1	84.3
장기 위험도평가	42.5	42.3	42.6	42.4	42.3
사업손해율	22.5	17.4	18.0	18.4	17.9
합산손해율	102.4	99.6	101.1	101.8	101.7
투자수익률	4.6	4.5	4.3	4.2	4.0

투자지표(연결)	(단위: 배, %)				
	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
ROE	13.8	25.9	19.6	17.2	16.2
ROA	1.7	2.6	1.9	1.7	1.6
EPS(원)	2,554	5,117	4,825	4,987	5,351
BPS(원)	19,365	21,969	27,150	30,929	34,960
P/E	12.0	6.4	6.9	6.7	6.2
P/B	1.6	1.5	1.2	1.1	1.0

자료: 현대해상, 대신증권 리서치센터 추정

동부화재
(005830)

자보손해율 부담 증가



강승건 769,3096
cygun101@daishin.com

BUY

[매수, 유지]

손해보험업종

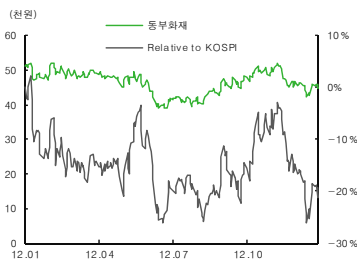
현재가 45,950원

목표주가(유지)
▲ 40%

64,500

KOSPI	1997.05
시가총액	3,253 십억원
시가총액비중	0.3%
자본금(보통주)	35 십억원
52 주 최고/최저	53,400 원 / 38,900 원
120 일 평균거래대금	88 억원
외국인지분율	37.9%
주요주주	김남호 외 8 인 31.2% 국민연금공단 7.1%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	0.3	1.9	-5.1	-13.5
상대수익률	-0.5	-2.4	-5.1	-20.9



투자포인트

- 11월 순이익 295억원, 시장 기대치에 부합
- 손해율이 전월대비 0.8%p 상승하였지만 동절기를 감안하면 양호한 수준으로 평가
- 11월 인담보 신계약 70억원으로 전월대비 9.2% 성장
- 투자의견 매수, 목표주가 64,500원 유지

Comment

11 월 실적: 합산비율 안정으로 안정적인 이익 실현

- 당기순이익 295억원, 전월대비 6.8% 감소, 합산비율 측면에서는 0.4%p 상승에 그침

신계약 매출

- 보장성 인담보 신계약 70억원, 갱신주기 단축 및 담보 만기 변경이 1월1일 진행됨에 따라 신계약 수요가 단기적으로 증가함

보험영업

- 10월 자동차보험 및 장기위험 손해율이 급등한 영향으로 11월 자동차보험 및 장기보험 손해율은 경쟁사 대비 안정적인 흐름을 보였음.
- 다만 자동차보험 손해율의 경우 연초에는 경쟁사 대비 낮은 수준을 보였으나 최근 비슷한 수준까지 상승하였음. 이는 동사의 온라인 자동차보험의 매출 비중이 상승하는 가운데 매출 증가율이 낮아지면서 나타나는 효과로 이런 추이는 내년 초에도 이어질 것으로 전망됨

투자영업

- 처분이익 171억원 포함 4.5%의 비교적 높은 투자수익률 실현

투자의견 매수, 목표주가 64,500 원 유지

- 경쟁사대비 낮은 사업비율과 높은 투자수익률은 동절기 동사 이익의 안정성을 높이는 역할 할 것으로 전망됨

- 12월에는 자동차 손해율 상승으로 이익 규모는 11월대비 축소되겠지만 상대적 안정성은 여전히 경쟁사 대비 높을 것으로 전망됨

- 투자의견 매수, 목표주가 64,500원 유지

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
경과보험료	6,422	8,368	8,995	9,755	10,771
보험영업이익	-99	61	-15	-107	-154
투자영업이익	487	643	770	853	934
세전이익	369	535	605	596	625
총당기순이익	328	396	455	452	474
지배지분순이익	328	396	455	452	474
EPS	5,188	6,259	7,188	7,137	7,486
PER	9.7	7.8	6.4	6.4	6.1
BPS	28,926	35,773	44,085	49,225	54,589
PBR	1.7	1.4	1.0	0.9	0.8
ROE	19.2	18.8	18.0	15.3	14.4

주: FY11 이후는 IFRS 연결기준

자료: 동부화재, 대신증권 리서치센터

표 1. 동부화재 11월 세부 실적

(단위: 십억원, %, %p)

		11.11	11.12	12.1	12.2	12.3	12.4	12.5	12.6	12.7	12.8	12.9	12.10	12.11	YoY	MoM
요약 손익	원수보험료	795	844	839	855	859	801	800	799	820	794	787	811	785	-1.2	-3.2
	보유보험료	750	765	796	806	811	751	762	736	765	749	736	764	745	-0.6	-2.5
	경과보험료	742	747	798	805	794	750	750	727	758	751	733	756	744	0.2	-1.6
	발생손해액	625	624	686	685	663	633	630	592	634	635	601	642	638	2.0	-0.7
	순사입비	113	119	123	120	171	119	120	126	122	128	134	133	127	13.2	-4.1
	보험영업이익	4	5	-10	1	-39	-3	0	9	2	-12	-2	-19	-22	작전	작지
	투자영업이익	44	46	51	53	57	46	51	53	68	70	51	63	62	40.4	-1.5
	총영업이익	49	50	41	54	18	43	51	62	70	58	49	44	40	-16.7	-7.5
	세전이익	48	49	38	52	15	42	51	61	68	56	47	42	39	-19.3	-6.3
	당기순이익	36	26	29	40	12	32	39	42	51	43	36	32	30	-19.1	-6.8
보험 영업	손해율	84.2	83.5	85.9	85.0	83.5	84.4	84.0	81.4	83.7	84.5	82.0	85.0	85.8	1.5	0.8
	사업비율	15.2	15.9	15.4	14.9	21.5	15.9	15.9	17.3	16.1	17.0	18.3	17.6	17.1	2.0	-0.4
	합산비율	99.4	99.4	101.3	99.9	105.0	100.3	100.0	98.7	99.8	101.6	100.3	102.6	102.9	3.5	0.4
원수 보험료	자동차	169	175	165	161	179	172	172	175	180	171	166	181	176	3.8	-2.8
	장기	574	568	615	636	615	572	569	543	571	560	553	565	558	-2.8	-1.2
	일반	51	101	59	58	65	57	59	81	69	63	69	65	51	-1.0	-21.3
보종별 손해율	자동차	80.7	81.9	76.6	81.8	82.1	84.5	75.2	72.7	76.2	82.1	76.2	88.4	89.5	8.8	1.0
	장기	85.8	85.1	89.4	86.5	84.9	86.4	86.6	85.5	86.1	86.1	83.8	85.2	84.9	-0.9	-0.3
	장기위험	84.0	85.8	84.4	89.3	85.4	88.8	87.1	83.7	87.2	88.2	75.6	84.9	84.5	0.5	-0.4
	일반	65.4	57.5	62.6	62.6	57.2	43.8	83.4	57.4	76.7	69.8	78.8	63.1	81.4	16.0	18.3
투자 부문	운용자산	12,674	13,028	13,444	13,889	14,300	14,644	14,635	15,102	15,665	16,107	16,072	16,461	17,063	34.6	3.7
	투자수익률	4.2	4.3	4.6	4.7	4.9	3.8	4.2	4.3	5.3	5.3	3.8	4.7	4.5	0.2	-0.2
	채분이익	5.2	17.2	5.2	12.5	14.2	3.8	6.1	12.5	25.0	17.3	43.5	15.6	17.1	230.4	9.4
수익성	ROE	21.3	15.2	16.2	21.6	6.6	17.3	20.8	22.6	26.7	20.7	17.1	14.9	13.9	-7.4	-1.0
신계약	신계약(월납)	14.1	14.6	14.9	14.9	16.6	13.5	14.1	14.0	13.5	13.5	13.5	13.4	14.2	1.3	5.9
	보장성	6.4	6.8	5.9	6.9	7.6	6.6	6.9	7.7	7.0	7.2	7.0	7.3	8.0	24.7	10.0
	인담보	5.7	6.0	5.1	6.3	6.9	5.1	5.4	6.8	6.0	6.2	6.3	6.4	7.0	24.1	9.2

주: IFRS 별도기준, 장기위험 손해율도 IFRS 기준

자료: 동부화재, 대신증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표(별도)	(단위: 십억원)				
	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
운용자산	10,523	14,300	17,017	19,654	22,467
현금 및 예금	633	1,287	1,136	1,313	1,500
유가증권	6,655	8,507	10,521	12,151	13,890
당기손익증권	355	243	651	752	860
매도가능증권	5,777	7,458	8,980	10,406	11,928
만기보유증권	321	595	666	769	879
관계기업투자주식	201	211	224	224	224
대출채권	2,515	3,438	4,234	4,890	5,590
부동산	720	1,069	1,126	1,301	1,487
비운용자산	2,087	2,652	3,387	3,909	4,466
특별계정자산	261	576	745	864	990
자산총계	12,871	17,528	21,150	24,427	27,923
책임준비금	10,232	13,922	16,711	19,361	22,192
지급준비금	697	1,110	1,293	1,346	1,489
보험료적립금	8,436	11,394	13,918	16,436	19,036
미경과보험료 적립금	1,059	1,359	1,429	1,491	1,557
기타부채	534	779	935	1,084	1,242
특별계정부채	274	623	747	866	993
부채총계	11,494	15,324	18,394	21,310	24,427
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	1,447	1,881	2,252	2,612	2,991
자본조정	-37	-30	-30	-30	-30
기타포괄손익누계	-106	280	461	461	461
수정/자본총계	1,831	2,205	2,756	3,117	3,496

손익계산서(별도)	(단위: 십억원)				
	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
원수보험료	7,114	9,069	9,661	10,469	11,529
일반	599	740	810	881	939
자동차	1,799	2,024	2,079	2,120	2,203
장기	4,716	6,305	6,772	7,467	8,388
경과보험료	6,422	8,368	8,995	9,755	10,771
경과손해액	5,119	6,979	7,559	8,234	9,148
순시입비	1,359	1,412	1,536	1,712	1,862
보험영업이익	-99	-23	-99	-191	-238
투자영업이익	487	585	712	795	877
총영업이익	388	562	613	605	638
법인세처감전순이익	369	545	593	584	617
법인세	84	142	147	141	149
수정/당기순이익	328	403	446	443	468

성장성지표(별도)	(단위: %)				
	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
원수보험료	18.9	27.5	6.5	8.4	10.1
일반	11.9	23.6	9.4	8.8	6.6
자동차	20.9	12.5	2.7	2.0	3.9
장기	19.2	33.7	7.4	10.3	12.3
경과보험료	17.1	30.3	7.5	8.5	10.4
투자영업이익	27.7	20.0	21.7	11.7	10.2
총영업이익	24.9	45.0	9.0	-1.3	5.5
당기순이익	24.4	22.7	10.6	-0.7	5.7
운용자산	20.8	35.9	19.0	15.5	14.3
책임준비금	22.9	36.1	20.0	15.9	14.6
수정/자본총계	15.6	20.4	25.0	13.1	12.2

주: 손해율, 사업비율, 합산비율은 경과보험료 기준

주: FY11 이후는 K-IFRS

재무제표(연결)	(단위: 십억원)				
	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
운용자산	14,369	17,088	19,728	22,545	
현금 및 예금	1,313	1,163	1,339	1,527	
유가증권	8,493	10,509	12,142	13,885	
대출채권	3,494	4,290	4,946	5,646	
부동산	1,069	1,126	1,301	1,487	
비운용자산	2,716	3,429	3,951	4,508	
특별계정자산	576	745	864	990	
자산총계	17,664	21,290	24,574	28,077	
책임준비금	13,922	16,711	19,361	22,192	
기타부채	858	1,044	1,235	1,442	
특별계정부채	623	747	866	993	
부채총계	15,400	18,499	21,458	24,621	
지배기업소유지분	2,264	2,791	3,116	3,455	
자본금	35	35	35	35	
연결자본잉여금	38	38	38	38	
연결이익잉여금	1,642	1,987	2,312	2,652	
기타자본조정항목	-30	-30	-30	-30	
기타포괄손익누계	579	760	760	760	
비지배지분	0	0	0	0	
자본총계	2,264	2,791	3,116	3,455	
경과보험료	8,368	8,995	9,755	10,771	
경과손해액	6,892	7,472	8,147	9,060	
발생손해액	2,537	2,824	3,049	3,274	
환급금 및 준비금 증가액	4,358	4,358	4,656	5,099	
보험영업이익	61	-15	-107	-154	
투자영업이익	643	770	853	934	
기타영업이익	41	46	41	46	
총영업이익	552	624	617	646	
영업외손익	-17	-19	-21	-21	
특별계정이익	0	0	0	0	
법인세처감전 순이익	535	605	596	625	
법인세비용	139	150	144	151	
연결순이익	396	455	452	474	
지배주주지분순이익	396	455	452	474	
비지배지분순이익	0	0	0	0	

수익성 지표(별도)	(단위: %)				
	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
손해율	79.7	83.4	84.0	84.4	84.9
일반	58.1	64.5	67.2	66.2	66.1
자동차	78.5	80.2	82.0	84.2	85.7
장기	81.2	85.2	85.5	85.4	85.7
장기 위험&부가	41.9	44.0	43.9	43.7	43.6
사업비율	21.2	16.9	17.1	17.5	17.3
합산비율	100.9	100.3	101.1	102.0	102.2
투자수익률	5.1	4.7	4.5	4.3	4.2

투자지표(연결)	(단위: 배, %)				
	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
ROE	19.2	18.8	18.0	15.3	14.4
ROA	2.8	2.5	2.3	2.0	1.8
EPS(원)	5,188	6,259	7,188	7,137	7,486
BPS(원)	28,926	35,773	44,085	49,225	54,589
P/E	9.7	7.8	6.4	6.4	6.1
P/B	1.7	1.4	1.0	0.9	0.8

자료: 동부화재, 대신증권 리서치센터 추정

LIG손보
(002550)

손해율 gap 축소는 예정대로 진행



강승건 769,3096
cygun101@daishin.com

BUY

[매수, 유지]

손해보험업종

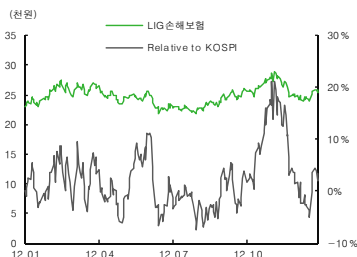
현재가 25,850원

목표주가(유지)
▲ 45%

37,500

KOSPI	1997.05
시가총액	1,551 십억원
시가총액비중	0.1%
자본금(보통주)	30 십억원
52 주 최고/최저	28,800 원 / 21,850 원
120 일 평균거래대금	47 억원
외국인지분율	20.1%
주요주주	구분상 외 18 인 23.1% 국민연금공단 9.4%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	0.6	4.0	-0.6	13.1
상대수익률	-0.3	-0.4	-0.6	3.4



투자포인트

- 11월 순이익 136억원, 시장 기대치 하회
- 경쟁사와의 손해율 gap 축소는 예정대로 진행되고 있으나 신계약의 고비용 채널 비중 차이로 사업비율 gap 축소 지연
- 투자의견 매수, 목표주가 37,500원 유지

Comment

11월 실적: 손해율 gap 축소는 예정대로 진행

- 당기순이익 136억원, 시장기대치 하회, 원인은 사업비율

신계약 매출

- 보장성 인담보 59억원, 전월대비 11.5% 증가, 신계약판매 증가 추세는 이어질 것으로 전망

보험영업

- 동사의 가장 우려사항인 자동차보험 손해율은 동절기 첫달인 11월에는 경쟁사대비 낮은 수준을 시현, 우리가 예상한 손해율 gap 축소는 순조롭게 진행되고 있다고 판단
- 다만 G.A 및 방카와 같은 고비용 채널의 판매 기여 증가로 사업비율 부담이 지속되고 있어 순이익이 우리의 기대치를 하회

투자영역

- 투자수익률 4.2%, 채권 및 주식처분이익 71억원 반영

투자의견 매수, 목표주가 37,500 원 유지

- 11월 장기위험 및 자동차 손해율은 경쟁사와 비교할 때 매우 양호한 수준으로 평가됨
- 폭설이 내린 12월 손해율이 더 큰 의미를 지니겠지만 경쟁사와의 gap은 1~2% 수준으로 좁힐 수 있을 것으로 전망됨. 작년 11월 손해율 차이가 2.6~3.8%p(동부/현대), 12월 손해율 차이가 5.6~1.5%p(동부/현대)였음을 감안할 때 의미 있는 것이라고 판단됨
- 전속채널의 영업력 확대만이 현재의 사업비율을 안정시킬 수 있음. 시간 필요
- 손해율 부분을 긍정적으로 평가하며 투자의견 매수, 목표주가 37,500원 유지

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
경과보험료	5,680	7,060	8,051	8,665	9,590
보험영업이익	-274	-94	-164	-245	-274
투자영업이익	403	471	561	631	686
세전이익	97	317	343	330	356
총당기순이익	113	214	245	250	269
지배지분순이익	113	215	245	250	269
EPS	2,154	4,096	4,680	4,778	5,141
PER	12.4	6.4	5.5	5.4	5.0
BPS	25,350	25,159	30,662	34,515	38,736
PBR	1.1	1.0	0.8	0.7	0.7
ROE	8.9	17.2	16.8	14.7	14.0

주: FY11 이후는 IFRS 연결기준,
자료: LIG손보, 대산증권 리서치센터

표 1. LIG손보 11월 세부 실적

(단위: 십억원, %, %p)

		11.11	11.12	12.1	12.2	12.3	12.4	12.5	12.6	12.7	12.8	12.9	12.10	12.11	YoY	MoM
요약 손익	원수보험료	677	729	754	715	689	746	749	752	757	750	720	708	714	5.5	0.8
	보유보험료	619	642	663	654	606	683	680	677	684	686	657	645	650	5.1	0.7
	경과보험료	626	626	665	657	586	676	674	656	680	688	662	663	658	5.1	-0.8
	발생손해액	529	528	552	561	476	563	565	543	576	589	551	563	559	5.7	-0.6
	순사입비	108	110	120	114	125	116	116	118	127	125	123	126	126	16.2	-0.7
	보험영업이익	-11	-12	-7	-19	-15	-3	-7	-5	-23	-26	-13	-26	-27	작지	작지
	투자영업이익	33	36	42	47	48	40	41	37	45	48	45	49	45	36.3	-7.0
	총영업이익	22	25	35	29	33	37	33	33	22	21	32	23	18	-17.1	-18.7
	세전이익	20	24	32	23	28	34	32	33	20	20	29	21	17	-14.4	-19.3
	당기순이익	15	9	24	17	20	26	24	25	15	15	26	16	13.6	-9.8	-15.0
보험 영업	손해율	84.5	84.3	83.0	85.5	81.3	83.3	83.9	82.7	84.7	85.7	83.3	84.8	85.0	0.5	0.1
	사업비율	17.3	17.5	18.0	17.4	21.3	17.2	17.2	18.0	18.7	18.1	18.6	19.1	19.1	1.8	0.0
	합산비율	101.7	101.9	101.0	102.8	102.6	100.5	101.1	100.7	103.4	103.8	101.9	103.9	104.1	2.3	0.2
원수 보험료	자동차	132	144	133	129	150	142	144	142	144	135	126	132	130	-1.3	-1.8
	장기	481	478	516	520	435	536	520	502	526	536	512	506	506	5.2	0.1
	일반	64	107	105	67	104	68	84	108	87	79	82	71	78	22.2	11.0
보종별 손해율	자동차	84.5	87.5	81.5	83.1	77.9	78.7	79.3	77.1	82.1	84.7	83.6	85.1	89.1	4.6	4.0
	장기	85.7	85.7	86.6	87.0	81.3	85.9	86.3	85.7	86.9	86.8	84.3	85.5	84.9	-0.8	-0.6
	장기위험	84.0	85.0	86.0	86.6	73.2	76.3	80.7	77.9	84.7	83.3	73.7	84.7	79.3	-4.7	-5.4
	일반	67.8	48.5	33.5	69.8	93.7	53.9	66.5	63.4	63.2	73.9	69.0	75.7	73.2	5.4	-2.5
투자 부문	운용자산	10,191	10,576	10,698	10,933	11,215	11,439	11,652	11,905	12,104	12,412	12,526	12,826	12,956	27.1	1.0
	투자수익률	3.9	4.2	4.7	5.3	5.2	4.3	4.3	3.8	4.5	4.7	4.3	4.6	4.2	0.3	-0.4
	채분이익	1.2	5.0	5.4	12.6	5.2	4.1	4.3	1.3	-0.5	8.7	8.4	9.8	7.1	511.5	-27.3
수익성	ROE	14.6	9.0	23.3	15.8	18.4	23.7	22.1	22.9	13.5	12.4	21.6	13.1	11.1	-3.5	-2.0
신계약	신계약(월납)	13.1	13.3	16.2	15.9	18.8	15.1	14.3	14.3	14.5	14.8	13.1	12.9	12.8	-2.1	-0.9
	보장성	6.2	6.4	6.4	6.6	9.4	6.1	6.5	6.9	7.2	6.8	6.4	6.6	7.1	14.8	7.6
	인담보	4.1	4.5	4.1	4.5	7.5	4.3	4.6	5.3	5.7	5.4	5.2	5.3	5.9	43.1	11.5

주: IFRS 별도기준, 장기위험 손해율은 GAAP 기준

자료: LIG손보, 대신증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표(별도)	(단위: 십억원)				
	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
운용자산	8,906	11,215	13,680	15,627	17,693
현금 및 예금	542	751	853	974	1,103
유가증권	4,028	5,403	6,748	7,707	8,726
당기손익증권	127	338	346	395	447
매도가능증권	3,615	4,702	6,072	6,982	7,947
만기보유증권	72	11	12	13	15
관계기업투자주식	214	352	318	318	318
대출채권	3,265	3,939	4,816	5,501	6,228
부동산	1,071	1,121	1,264	1,444	1,635
비운용자산	1,825	2,588	3,002	3,427	3,878
특별계정자산	849	1,070	1,308	1,497	1,696
자산총계	11,580	14,873	17,991	20,550	23,267
책임준비금	8,793	11,723	14,197	16,242	18,407
지급준비금	625	1,058	1,165	1,245	1,379
보험료적립금	7,206	9,420	11,734	13,631	15,585
미경과보험료 적립금	903	1,177	1,224	1,276	1,330
기타부채	604	752	911	1,042	1,181
특별계정부채	856	1,073	1,299	1,486	1,684
부채총계	10,709	13,549	16,407	18,770	21,272
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	52	50	50	50	50
이익잉여금	595	1,074	1,275	1,471	1,686
자본조정	-44	-39	-57	-57	-57
기타포괄손익누계	238	210	286	286	286
수정/자본총계	1,328	1,324	1,584	1,780	1,995

손익계산서(별도)	(단위: 십억원)				
	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
원수보험료	6,606	7,922	8,947	9,653	10,653
일반	834	951	1,075	1,214	1,294
자동차	1,518	1,643	1,627	1,626	1,691
장기	4,254	5,328	6,245	6,812	7,667
경과보험료	5,680	7,052	8,042	8,656	9,581
경과손해액	4,617	5,873	6,765	7,274	8,091
순시입비	1,296	1,279	1,480	1,642	1,779
보험영업이익	-270	-99	-178	-260	-289
투자영업이익	403	441	541	612	667
총영업이익	132	341	363	352	378
법인세처감전순이익	100	310	339	327	352
법인세	24	99	71	79	85
수정/당기순이익	113	209	242	248	267

성장성지표(별도)	(단위: %)				
	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
원수보험료	20.7	19.9	12.9	7.9	10.4
일반	10.9	14.0	13.1	12.9	6.6
자동차	22.3	8.2	-0.9	-0.1	4.0
장기	22.2	25.2	17.2	9.1	12.5
경과보험료	21.4	24.2	14.0	7.6	10.7
투자영업이익	12.3	9.4	22.8	13.0	9.0
총영업이익	-39.4	158.2	6.4	-3.0	7.2
당기순이익	-37.3	85.3	16.0	2.1	7.7
운용자산	20.4	25.9	22.0	14.2	13.2
책임준비금	22.8	33.3	21.1	14.4	13.3
수정/자본총계	10.2	-0.3	19.6	12.4	12.1

주: 손해율, 사업비율, 합산비율은 경과보험료 기준

주: FY11 이후는 K-IFRS

재무제표(연결)	(단위: 십억원)				
	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
운용자산	11,547	14,035	15,998	18,082	
현금 및 예금	898	1,000	1,121	1,250	
유가증권	5,496	6,864	7,840	8,877	
대출채권	4,031	4,907	5,593	6,320	
부동산	1,122	1,265	1,444	1,635	
비운용자산	3,753	4,124	4,561	5,025	
특별계정자산	1,070	1,308	1,497	1,696	
자산총계	15,767	18,948	21,552	24,316	
책임준비금	11,740	14,214	16,259	18,425	
기타부채	1,600	1,797	1,967	2,146	
특별계정부채	1,073	1,299	1,486	1,684	
부채총계	14,413	17,310	19,713	22,255	
지배기업소유지분	1,318	1,606	1,808	2,029	
자본금	30	30	30	30	
연결자본잉여금	50	50	50	50	
연결이익잉여금	1,083	1,312	1,514	1,735	
기타자본조정항목	-59	-77	-77	-77	
기타포괄손익누계	194	271	271	271	
비지배지분	36	32	32	32	
자본총계	1,354	1,638	1,839	2,061	
경과보험료	7,060	8,051	8,665	9,590	
경과손해액	5,871	6,757	7,265	8,082	
발생손해액	2,235	2,399	2,536	2,738	
환급금 및 준비금 증가액	3,629	3,629	4,364	4,729	
보험영업이익	-94	-164	-245	-274	
투자영업이익	471	561	631	686	
기타영업이익	-18	-11	-18	-11	
총영업이익	352	371	360	386	
영업외손익	-35	-28	-30	-30	
특별계정이익	0	0	0	0	
법인세처감전 순이익	317	343	330	356	
법인세비용	103	98	80	86	
연결순이익	214	245	250	269	
지배주주지분순이익	215	245	250	269	
비지배지분순이익	1	0	0	0	

수익성 지표(별도)	(단위: %)				
	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
손해율	81.3	83.3	84.1	84.0	84.4
일반	65.3	67.0	66.9	66.1	64.9
자동차	81.7	83.2	83.4	84.6	85.8
장기	82.4	84.5	85.6	85.3	85.6
장기 위험&부가	42.0	42.1	41.2	41.2	41.1
사업비율	22.8	18.1	18.4	19.0	18.6
합산비율	104.1	101.4	102.5	103.0	103.0
투자수익률	4.9	4.4	4.3	4.2	4.0

투자지표(연결)	(단위: 배, %)				
	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
ROE	8.9	17.2	16.8	14.7	14.0
ROA	1.1	1.5	1.4	1.2	1.2
EPS(원)	2,154	4,096	4,680	4,778	5,141
BPS(원)	25,350	25,159	30,662	34,515	38,736
P/E	12.4	6.4	5.5	5.4	5.0
P/B	1.1	1.0	0.8	0.7	0.7

자료: LIG 손보, 대신증권 리서치센터 추정

메리츠화재 (000060)

“ 사업비율 부담은 좀더 이어질 것으로 전망 ”



강승건 769,3096
cygun101@daishin.com

BUY

[매수, 유지]

손해보험업종

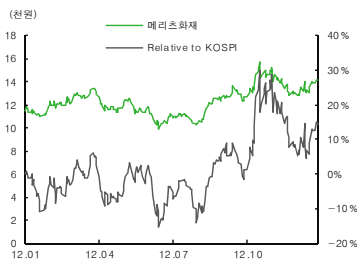
현재가 14,150원

목표주가(유지)
▲ 22%

17,200

KOSPI	1997.05
시가총액	1,368 십억원
시가총액비중	0.1%
자본금(보통주)	48 십억원
52 주 최고/최저	15,700 원 / 9,910 원
120 일 평균거래대금	55 억원
외국인지분율	13.2%
주요주주	메리츠금융지주 외 5 인 50.2% 국민연금공단 9.0%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	2.2	9.7	11.9	18.9
상대수익률	1.3	5.1	11.8	8.7



투자포인트

- 11월 순이익 89억원, 전월대비 13.1% 감소
- 급증한 신계약으로 인한 사업비 부담을 차분이익으로 방어해 왔으나 자동차보험 손해율 급등으로 이익 감소
- 신계약 판매 호조세가 좀더 이어질 것으로 전망, 따라서 사업비 부담 해소에 시간 필요
- 투자의견 매수, 목표주가 17,200원 유지

Comment

11 월 실적: 자동차보험 손해율 급등으로 이익 감소

- 당기순이익 89억원, 자동차보험 손해율 급등으로 이익 감소

신계약 매출

- 보장성 인담보 54억원 연착륙을 하고 있다고 평가, 12월에도 50억원 중반의 신계약 예상

보험영업

- 계약 수가 상대적으로 적은 동사의 경우 자동차보험 손해율의 변동성이 클 수 밖에 없음
- 동절기 진입에 따라 자동차보험 손해율 급등이 단기 실적 흐름에 부정적 영향 불가피
- 갱신주기 단축 및 담보 만기 15년 적용, 예정이율 인하 등 제도 변화에 따른 신계약 수요가 2013년 연초까지 이어질 것으로 전망, 따라서 신계약비 추가상각 부담도 이어질 것으로 판단

투자영역

- 110억원 규모의 차분이익을 시현하며 5.5%의 높은 투자수익률 시현

투자의견 매수, 목표주가 17,200 원 유지

- 10월 145억원 규모의 신계약비 추가상각이 98억원 수준으로 감소하며 사업비율 소폭 하락
- 하지만 신계약 판매호조가 2013년 초까지 이어질 것으로 전망되어 신계약비 추가상각은 당분간 계속될 것으로 전망됨(규모는 점진적으로 축소)
- 성장의 결과를 이익으로 확인하기 위해 시간이 좀더 필요할 것으로 전망됨
- 단기적 비용보다는 신계약 성장에 우리는 더 큰 의미를 부여하고 있음. 투자의견 매수, 목표주가 17,200원 유지

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
경과보험료	3,526	4,037	4,530	5,094	5,681
보험영업이익	-96	-47	-146	-155	-164
투자영업이익	257	287	359	374	408
세전이익	156	237	205	212	237
총당기순이익	132	178	158	161	180
지배지분순이익	132	177	157	160	179
EPS	1,228	1,835	1,626	1,655	1,856
PER	7.5	7.0	8.7	8.5	7.6
BPS	6,931	9,300	11,517	12,598	13,803
PBR	1.3	1.4	1.2	1.1	1.0
ROE	17.1	22.4	15.6	13.7	14.1

주: FY11 이후는 IFRS 연결기준, 자료: 메리츠화재 대신증권 리서치센터

표 1. 메리츠화재 11월 세부 실적

(단위: 십억원, %, %p)

		11.11	11.12	12.1	12.2	12.3	12.4	12.5	12.6	12.7	12.8	12.9	12.10	12.11	YoY	MoM
요약 손익	원수보험료	352	377	366	372	371	383	384	401	401	393	397	400	404	14.8	0.9
	보유보험료	332	352	345	355	352	362	367	376	378	375	379	380	384	15.5	1.1
	경과보험료	336	349	351	355	351	360	362	370	372	375	378	379	377	12.4	-0.4
	발생손해액	272	292	286	292	275	289	289	288	295	308	302	304	308	13.3	1.1
	순사입비	67	70	74	72	90	74	77	84	86	82	92	94	91	34.3	-3.5
	보험영업이익	-3	-13	-9	-10	-14	-3	-4	-2	-9	-15	-16	-19	-21	적지	적지
	투자영업이익	19	30	26	23	25	28	24	24	28	28	33	32	34	79.2	7.1
	총영업이익	16	17	17	13	11	24	20	22	19	13	17	13	13	-15.7	4.3
	세전이익	16	16	16	14	13	23	19	20	19	13	14	14	12	-25.0	-13.1
	당기순이익	12	11	12	10	10	18	14	16	14	10	11	10	9	-25.0	-13.1
보험 영업	손해율	80.9	83.7	81.4	82.4	78.4	80.3	79.8	77.8	79.3	82.1	79.8	80.3	81.6	0.7	1.2
	사업비율	20.1	20.0	21.2	20.4	25.7	20.6	21.4	22.7	23.0	21.9	24.4	24.8	24.0	3.9	-0.8
	합산비율	101.0	103.7	102.6	102.8	104.1	100.9	101.2	100.5	102.4	104.0	104.2	105.1	105.6	4.6	0.5
원수 보험료	자동차	64	64	62	61	67	68	70	68	74	68	65	70	71	10.7	1.0
	장기	266	278	281	291	282	292	292	302	301	305	310	309	309	16.1	0.1
	일반	21	35	23	20	22	23	22	31	26	21	22	21	24	10.7	11.5
보종별 손해율	자동차	85.8	89.3	85.4	84.2	79.8	80.5	81.8	74.6	80.5	85.0	84.1	87.2	92.1	6.3	4.8
	장기	80.0	81.6	81.1	82.3	78.1	80.6	80.8	79.7	80.6	81.3	79.5	79.5	80.2	0.2	0.7
	장기위험	83.4	86.8	83.3	87.7	80.7	82.9	84.7	79.1	82.1	83.6	77.3	82.6	83.4	0.0	0.8
	일반	72.8	107.0	63.3	74.0	74.8	68.4	38.7	40.4	39.0	88.9	64.0	61.8	57.1	-15.7	-4.7
투자 부문	운용자산	6,211	6,347	6,411	6,514	6,642	6,806	6,918	6,946	7,157	7,353	7,405	7,491	7,570	21.9	1.1
	투자수익률	3.7	5.7	4.8	4.3	4.6	4.9	4.2	4.1	4.7	4.6	5.3	5.2	5.5	1.7	0.3
	채분이익	1.6	5.4	0.9	3.9	3.7	4.1	2.0	3.5	0.6	4.7	13.2	4.8	11.0	594.8	131.5
수익성	ROE	16.7	15.7	16.6	13.9	13.3	23.3	18.6	20.2	18.0	12.1	12.4	11.9	10.3	-6.3	-1.5
신계약	신계약(월납환산)	6.3	6.7	7.3	8.1	9.3	6.9	6.8	7.2	7.1	6.7	9.1	7.9	7.1	13.1	-9.6
	보장성	4.7	4.9	4.4	4.9	6.6	4.7	5.1	5.4	5.5	4.8	7.2	6.3	5.6	17.6	-12.0
	인담보	4.0	4.2	3.8	4.6	6.3	4.4	4.9	5.0	5.2	4.5	7.1	6.2	5.4	37.2	-12.5

주: IFRS 별도기준, 장기위험은 GAAP 기준

자료: 메리츠화재, 대신증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표(별도)	(단위: 십억원)				
	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
운용자산	5,368	6,642	7,821	8,965	10,134
현금 및 예금	344	402	493	565	639
유가증권	3,352	4,249	5,061	5,801	6,558
당기손익증권	439	445	543	623	704
매도가능증권	2,787	3,709	4,419	5,065	5,726
만기보유증권	123	91	96	111	125
관계기업투자주식	3	3	3	3	3
대출채권	954	1,237	1,428	1,636	1,850
부동산	717	755	839	962	1,087
비운용자산	1,430	1,802	2,192	2,511	2,837
특별계정자산	177	211	277	319	362
자산총계	6,974	8,654	10,290	11,795	13,333
책임준비금	5,702	7,101	8,405	9,686	10,988
지급준비금	360	541	626	699	783
보험료적립금	4,842	5,989	7,168	8,340	9,515
미경과보험료 적립금	444	506	543	567	592
기타부채	340	417	493	568	645
특별계정부채	185	237	281	324	367
부채총계	6,358	7,755	9,179	10,579	12,008
자본금	44	48	48	48	48
자본잉여금	170	261	261	261	261
이익잉여금	387	268	367	472	589
자본조정	-251	5	6	6	6
기타포괄손익누계	266	316	429	429	429
수정/자본총계	746	899	1,111	1,216	1,333

손익계산서(별도)	(단위: 십억원)				
	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
원수보험료	3,836	4,254	4,800	5,380	5,985
일반	300	268	286	311	332
자동차	776	796	829	845	879
장기	2,760	3,190	3,684	4,223	4,774
경과보험료	3,526	4,037	4,530	5,094	5,681
경과손해액	2,796	3,246	3,642	4,100	4,592
순시입비	815	839	1,032	1,149	1,253
보험영업이익	-93	-46	-146	-155	-164
투자영업이익	257	269	352	364	395
총영업이익	164	222	206	209	231
법인세처감전순이익	159	219	198	202	224
법인세	35	53	49	49	54
수정/당기순이익	132	165	153	153	170

성장성지표(별도)	(단위: %)				
	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
원수보험료	16.7	10.9	12.8	12.1	11.2
일반	-6.9	-10.7	6.9	8.8	6.6
자동차	12.2	2.6	4.1	1.9	4.0
장기	21.4	15.6	15.5	14.6	13.0
경과보험료	15.8	14.5	12.2	12.4	11.5
투자영업이익	23.8	4.5	31.2	3.3	8.5
총영업이익	-14.4	35.9	-7.3	1.5	10.4
당기순이익	-14.1	24.5	-7.2	0.3	10.8
운용자산	16.0	23.7	17.7	14.6	13.0
책임준비금	21.4	24.5	18.4	15.2	13.4
수정/자본총계	-6.6	20.5	23.6	9.4	9.6

주: 손해율, 사업비율, 합산비율은 경과보험료 기준
주: FY11 이전은 K-GAAP, FY11 이후는 K-IFRS

재무제표(연결)	(단위: 십억원)				
	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
운용자산	6,641	7,819	8,963	10,132	
현금 및 예금	406	498	570	643	
유가증권	4,215	5,028	5,768	6,524	
대출채권	1,238	1,428	1,637	1,850	
부동산	782	866	989	1,114	
비운용자산	1,857	2,249	2,568	2,895	
특별계정자산	211	277	319	362	
자산총계	8,663	10,299	11,804	13,343	
책임준비금	7,101	8,405	9,686	10,988	
기타부채	422	499	575	652	
특별계정부채	237	281	324	367	
부채총계	7,761	9,185	10,586	12,008	
지배기업소유지분	899	1,114	1,218	1,335	
자본금	48	48	48	48	
연결자본잉여금	261	261	261	261	
연결이익잉여금	268	369	473	590	
기타자본조정항목	5	6	6	6	
기타포괄손익누계	317	429	429	429	
비지배지분	3	0	0	0	
자본총계	902	1,114	1,218	1,335	
경과보험료	4,037	4,530	5,094	5,681	
경과손해액	3,246	3,642	4,100	4,592	
발생손해액	1,380	1,494	1,641	1,766	
환급금 및 준비금 증가액	1,869	1,869	2,155	2,459	
보험영업이익	-47	-146	-155	-164	
투자영업이익	287	359	374	408	
기타영업이익	1	1	1	1	
총영업이익	240	213	219	244	
영업외손익	-3	-8	-7	-7	
특별계정이익	0	0	0	0	
법인세처감전 순이익	237	205	212	237	
법인세비용	59	47	51	57	
연결순이익	178	158	161	180	
지배주주지분순이익	177	157	160	179	
비지배지분순이익	0	0	1	0	

수익성 지표(별도)	(단위: %)				
	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
손해율	79.3	80.4	80.4	80.5	80.8
일반	69.7	64.8	59.1	57.2	56.9
자동차	80.3	83.9	84.1	85.7	87.1
장기	79.5	80.1	80.3	80.2	80.4
장기 위험도평가	45.5	46.6	46.9	46.5	46.2
사업비율	23.1	20.8	22.8	22.6	22.1
합산비율	102.4	101.2	103.2	103.0	102.9
투자수익률	5.1	4.5	4.9	4.3	4.1

투자지표(연결)	(단위: 배, %)				
	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
ROE	17.1	22.4	15.6	13.7	14.1
ROA	2.0	2.2	1.7	1.5	1.4
EPS(원)	1,228	1,835	1,626	1,655	1,856
BPS(원)	6,931	9,300	11,517	12,598	13,803
P/E	7.5	7.0	8.7	8.5	7.6
P/B	1.3	1.4	1.2	1.1	1.0

자료: 메리츠화재, 대신증권 리서치센터 추정

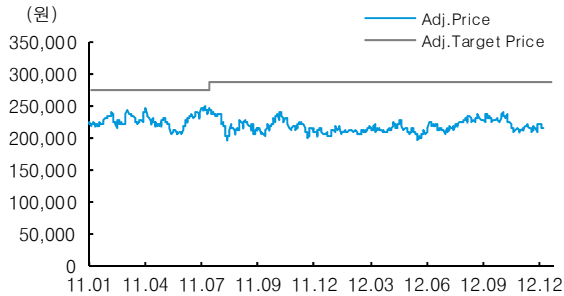
▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다(담당자: 강승건)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

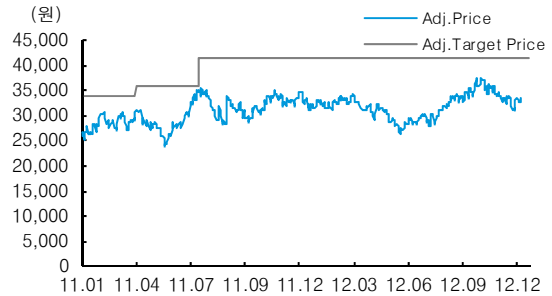
▶ 투자의견 및 목표주가 변경 내용

삼성화재(000810) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



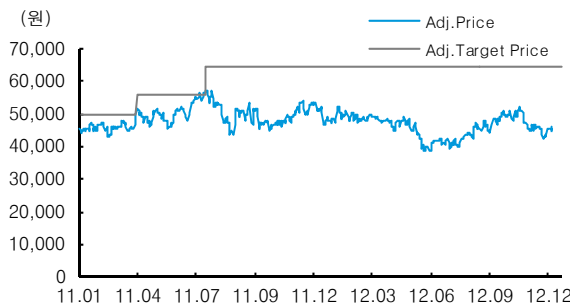
제시일자	13.01.02	12.12.03	12.11.20	12.11.01	12.10.10	12.09.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	290,000	290,000	290,000	290,000	290,000	290,000
제시일자	12.06.22	12.06.08	12.06.01	12.05.11	12.04.01	12.03.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	290,000	290,000	290,000	290,000	290,000	290,000
제시일자	11.11.21	11.11.15	11.11.01	11.10.03	11.08.01	11.07.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	290,000	290,000	290,000	290,000	290,000	290,000
제시일자	13.01.01	12.12.03	12.11.20	12.11.01	12.10.10	12.09.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	290,000	290,000	290,000	290,000	290,000	290,000

현대해상(001450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



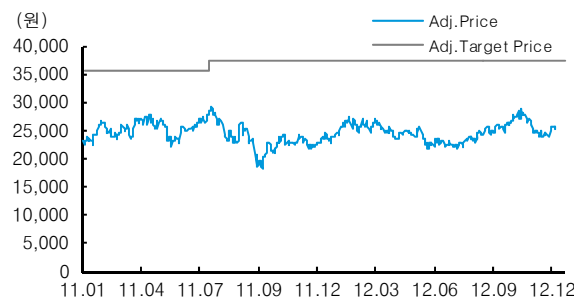
제시일자	13.01.02	12.12.03	12.11.20	12.11.18	12.10.10	12.09.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	41,500	41,500	41,500	41,500	41,500	41,500
제시일자	12.09.03	12.07.31	12.07.25	12.07.01	12.06.22	12.06.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	41,500	41,500	41,500	41,500	41,500	41,500
제시일자	12.06.01	12.05.15	12.04.01	12.03.01	12.02.21	12.02.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	41,500	41,500	41,500	41,500	41,500	41,500
제시일자	12.01.01	11.11.30	11.11.21	11.11.15	11.11.01	11.10.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	41,500	41,500	41,500	41,500	41,500	41,500

동부화재(005830) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



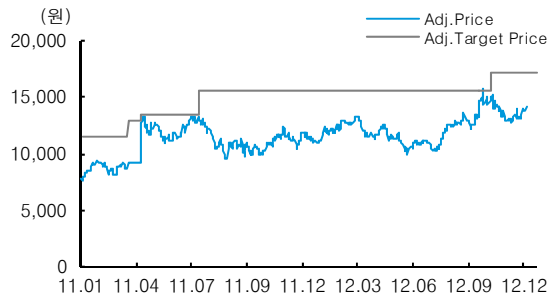
제시일자	13.01.02	12.12.03	12.11.20	12.11.01	12.10.10	12.09.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	64,500	64,500	64,500	64,500	64,500	64,500
제시일자	12.09.03	12.08.01	12.07.25	12.06.22	12.06.08	12.06.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	64,500	64,500	64,500	64,500	64,500	64,500
제시일자	12.05.17	12.04.01	12.03.01	12.02.21	12.02.01	12.01.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	64,500	64,500	64,500	64,500	64,500	64,500
제시일자	11.11.30	11.11.01	11.10.03	11.08.01	11.07.15	11.07.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	64,500	64,500	64,500	64,500	64,500	56,000

LIG손해보험(002550) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	13.01.02	12.12.03	12.11.20	12.11.04	12.10.10	12.09.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	37,500	37,500	37,500	37,500	37,500	37,500
제시일자	12.09.03	12.08.01	12.07.25	12.06.28	12.06.22	12.06.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	37,500	37,500	37,500	37,500	37,500	37,500
제시일자	12.06.01	12.05.28	12.04.01	12.03.01	12.02.21	12.02.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	37,500	37,500	37,500	37,500	37,500	37,500
제시일자	12.01.19	12.01.01	11.11.30	11.11.01	11.10.03	11.08.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	37,500	37,500	37,500	37,500	37,500	37,500

메리츠화재(000060) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	13.01.02	12.12.03	12.11.20	12.10.30	12.10.10	12.09.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	17,200	17,200	17,200	17,200	15,500	15,500
제시일자	12.09.03	12.07.25	12.06.27	12.06.22	12.06.08	12.06.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	15,500	15,500	15,500	15,500	15,500	15,500
제시일자	12.04.01	12.03.01	12.02.21	12.02.01	12.01.01	11.11.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	15,500	15,500	15,500	15,500	15,500	15,500
제시일자	11.11.01	11.10.03	11.08.01	11.07.15	11.07.01	11.06.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	15,500	15,500	15,500	15,500	13,500	13,500

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자의견**
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견**
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상