

동부화재 (005830/매수)

보험

그룹 리스크를 충분히 반영했다고 보는 이유?

FY12 3Q Preview : 순이익 869억 원(QoQ -33.3%), 피해갈 수 없는 계절성

동부화재의 3Q 순이익은 869억 원으로 우리의 기존 추정 1,225억 원을 크게 하회할 것으로 추정된다. 최대 이익을 거두었던 지난 분기에 비해 감소폭이 두드러지는데 계절적 요인이 가장 큰 이유이다. 극도의 손해를 악화가 반영된 12월 순이익은 258억 원으로 그나마 손보사 전체 중 가장 선방한 것으로 추정된다.

실적의 특징은 1) 동절기에 접어들면서 자동차보험 손해율이 급상승하면서 보험영업 부진을 유발하였으나, 2) 고유의 양호한 투자이익률이 방어역할을 하였고, 3) 신계약 성장도 추세를 유지(보장성 인보험 신계약 누적 26% 성장)하고 있다. 표1), 표2) 참조

2위권 내 제일 대안 : 실적 + RBC 여유

동사를 비롯한 손보사들의 주가 부진은 1) 05년 12월 이후 가장 높은 자동차 손해율로 인한 3Q 실적 악화, 2) 금융주내 Portfolio 변화(은행·증권업 상승)가 복합되어 나타난 결과로 풀이된다. 12년 초와 매우 유사한 흐름(당시에는 이연법인세 부담 및 삼성화재의 태국 홍수피해 + 타 금융주 상승)이다. 이번 자보 손해율은 7년만의 나타난 매우 이례적이고 일시적인 현상이므로 구조적 이익 변수가 아니다. 향후 요율 인하의 압력을 희석시키는 효과도 수반한다.

상대적인 관점에서 동사는 2nd Tier 내의 대안이다. 1Q 출발은 부진했지만 동사의 누적 순이익은 2위권 중 가장 높을 뿐 아니라, 안정적이다. 한편 2013년부터 RBC규제가 본격적으로 강화되지만, 이 역시 가장 높아 배당 제한 및 증자 가능성에서 벗어나 있다. (동부화재 263.6%, 타 2위권 평균 200.4%)

그룹 리스크를 모두 반영했다고 보는 이유? 매수/ TP 69,000원 / Top Picks 유지

동사의 주가는 업황 변수 이외에도 그룹리스크가 할인을 심화시켰다. 동사의 ROE는 20% 수준인데, 현재 주가는 PBR 1.0배 수준이다. 이론적으로 보면 무려 20%의 자본비용을 적용한 셈이다. 통상 자본비용을 10% 수준으로 본다면 그룹리스크가 10% 부가된 것인데, 이는 동부그룹 계열사의 회사채 금리(3년 물 9% 내외)를 넘어선다. 즉 할인이 과도하기도 하지만, 이를 모두 반영하여도 현재의 주가는 바닥이라고 할 수 있다. 엄격한 금융감독 기능이 작동하고 있다는 점도 간과할 수 없다.

투자이견 매수, 목표주가 69,000원, 보험업종 내 Top Picks를 유지한다.

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	경과보험료 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	P/E (x)	P/B (x)	ROE (%)	배당수익률 (%)	자기자본 (십억원)
03/11	6,422	388	285	4,639	28,926	10.8	1.7	19.2	1.8	1,831
03/12	8,368	562	404	5,699	34,830	8.6	1.4	20.0	2.7	2,205
03/13F	9,079	673	490	6,916	44,240	6.6	1.0	19.6	3.3	2,800
03/14F	9,685	753	553	7,814	51,480	5.8	0.9	18.3	3.7	3,259
03/15F	10,238	869	641	9,055	59,909	5.0	0.8	18.2	4.4	3,792

자료: 동부화재, KDB대우증권 리서치센터

정길원

02-768-3256
gilwon.jeong@dwsec.com

김해든

02-768-4180
haedeun.kim@dwsec.com

▶ Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원, 12M)	69,000
현재주가(13/01/15, 원)	45,600
상승여력(%)	51.3
EPS 성장률(12F, %)	21.5
MKT EPS 성장률(12F, %)	8.3
P/E(12F, x)	6.6
MKT P/E(12F, x)	10.8
KOSPI	1,983.74
시가총액(십억원)	3,228
발행주식수(백만주)	71
60D 일평균 거래량(천주)	181
60D 일평균 거래대금(십억원)	8
배당수익률(12F, %)	3.3
유동주식비율(%)	58.1
52주 최저가(원)	38,550
52주 최고가(원)	53,200
베타(12M, 일간수익률)	0.50
주가변동성(12M daily, %, SD)	2.1
외국인 보유비중(%)	38.1

주요주주

김남호 외 8인(31.33%)
동부화재 자사주(10.6%)
국민연금관리공단(8.11%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.7	9.9	-3.0
상대주가	8.2	0.5	-8.7

주요사업

국내 2위권 손해보험회사로서 자동차보험에서 탈피하여 보장성 장기보험 및 연금 상품 등으로 매출 다각화 진전



표 1. 동부화재 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)

	FY11					FY12F						YoY	QoQ
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q (기존)	3Q (Preview)	4Q	연간		
원수보험료	1,961.7	2,144.3	2,410.1	2,553.3	9,069.4	2,399.7	2,401.7	2,466.5	2,395.6	2,524.3	9,792.3	-0.6	-0.3
경과보험료	1,789.7	1,974.5	2,206.2	2,397.8	8,368.3	2,227.3	2,242.5	2,275.4	2,250.4	2,333.8	9,079.0	2.0	0.4
보험영업이익	22.6	-13.6	17.2	-48.8	-22.4	7.2	-11.8	-15.9	-69.1	-19.0	-39.6	적전	적전
투자영업이익	141.5	146.7	135.3	161.2	584.7	149.2	188.9	184.1	190.2	190.8	713.0	40.6	0.7
영업이익	164.2	133.2	152.5	112.4	562.3	156.4	177.1	168.1	121.2	171.7	673.4	-20.5	-31.6
세전이익	161.3	130.8	147.5	105.6	545.4	153.5	170.9	161.6	114.4	164.2	650.4	-22.5	-33.1
순이익	122.4	98.8	101.1	81.0	403.5	112.4	130.3	122.5	86.9	124.5	489.7	-14.0	-33.3
손해율(%)	80.4	84.0	83.9	84.8	83.4	83.3	83.4	82.8	85.8	83.6	83.3	2.0	2.4
자동차보험	76.3	82.0	82.2	80.2	80.2	77.4	78.1	80.5	91.3	81.0	79.3	9.1	13.2
장기보험	83.0	84.7	85.4	86.9	83.9	86.2	85.2	84.4	85.1	85.5	85.3	-0.3	-0.2
일반보험	55.9	80.9	58.9	60.8	62.8	60.5	74.7	63.0	71.8	60.0	64.5	12.9	-2.9
사업비율(%)	18.0	16.5	15.1	17.1	16.6	16.2	17.1	17.7	17.3	17.1	17.0	2.2	0.2
합산비율(%)	98.4	100.4	99.0	101.9	100.0	99.5	100.5	100.5	103.1	100.7	100.3	4.2	2.7
투자영업이익율(%)	5.2	5.0	4.3	4.7	4.8	4.1	4.9	4.5	4.5	4.4	4.6	0.2	-0.3

자료: 동부화재, KDB대우증권 리서치센터 예상

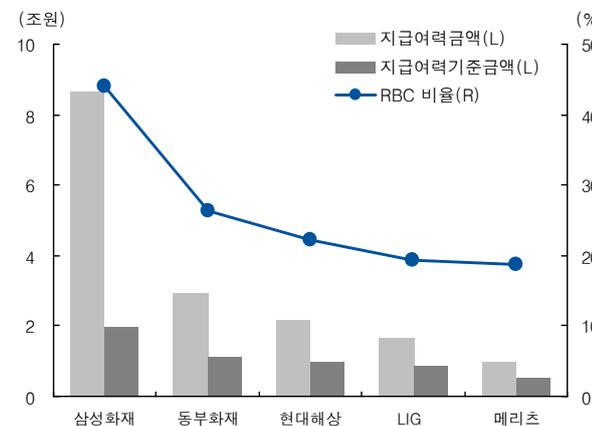
표 2. 동부화재 월별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)

	FY11					FY12								YoY	MoM	
	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			12.12
원수보험료	794.8	843.5	838.8	855.4	859.0	801.3	799.8	798.6	820.4	794.1	787.2	810.7	784.9	800.0	-5.2	1.9
경과보험료	742.1	747.2	798.2	805.5	793.9	749.9	750.2	727.2	758.2	751.0	733.4	755.9	743.5	751.0	0.5	1.0
보험영업이익	4.3	4.6	-10.4	0.7	-39.4	-2.5	0.3	9.4	1.9	-11.7	-2.0	-19.3	-21.6	-28.1	적전	적지
투자영업이익	44.2	45.9	51.1	53.2	56.9	45.7	50.8	52.7	68.0	69.5	51.4	63.0	62.1	65.1	41.8	4.8
영업이익	48.6	50.5	40.7	54.0	17.5	43.1	51.1	62.1	69.9	57.8	49.4	43.7	40.5	37.0	-26.8	-8.6
세전이익	48.2	48.6	38.0	52.4	15.0	41.9	50.9	60.7	67.7	56.3	46.9	41.5	38.9	34.0	-30.1	-12.6
순이익	36.5	26.3	28.8	39.7	12.3	31.8	38.6	41.9	51.5	42.7	36.1	31.7	29.5	25.8	-2.2	-12.7
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	86.7	3.2	1.0
자동차보험	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	96.0	14.1	6.5
장기보험	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	85.0	-0.1	0.1
일반보험	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	71.0	13.5	-10.4
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	17.2	1.3	0.1
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	103.9	4.6	1.0
투자영업이익율(%)	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	4.5	0.2	0.0
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	17,665	35.6	3.5

자료: 동부화재, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 1. RBC 비율 비교



자료: 동부화재, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 동부화재 PBR, 동부제철 3년 만기채 금리 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

동부화재 (005830)

예상 대차대조표(요약)				
(십억원)	11/03	12/03	13/03F	14/03F
자산총계	12,871	17,528	21,988	26,068
운용자산	10,523	14,300	17,655	20,906
현금과예금	633	1,287	1,179	1,396
유가증권	6,655	8,507	10,915	12,925
주식	838	1,164	1,143	1,354
채권	3,460	4,372	5,425	6,424
수익증권	1,549	1,489	2,283	2,704
기타	808	1,482	2,063	2,443
대출채권	2,515	3,438	4,393	5,201
부동산	720	1,069	1,168	1,383
비운용자산	2,087	2,652	3,402	4,032
특별계정자산	261	576	930	1,131
부채총계	11,494	15,324	19,188	22,810
보험계약준비금	10,685	13,922	17,106	20,447
책임준비금	10,232	13,922	17,106	20,446
지급준비금	697	1,110	1,299	1,390
장기저축성보험료적립금	8,436	11,394	14,334	17,568
미경과보험료적립금	1,059	1,359	1,398	1,398
계약자배당준비금	25	33	61	77
계약자이익배당준비금	15	26	13	13
비상위험준비금	454	0	1	1
기타부채	534	779	1,152	1,232
특별계정부채	274	623	930	1,131
자본총계	1,377	2,205	2,800	3,258
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38
이익잉여금	1,447	1,881	2,295	2,753
자본조정 및 기타	-143	250	431	431
수정자본총계	1,831	2,205	2,800	3,259
부채와자본의총계	12,871	17,528	21,988	26,068

Valuation 지표 및 배당성향				
	11/03	12/03	13/03F	14/03F
Valuation 지표(원,배,%)				
수정지표				
수정EPS	4,639	5,699	6,916	7,814
수정BPS	28,926	34,830	44,240	51,480
수정PER	10.8	8.6	6.6	5.8
수정PBR	1.7	1.4	1.0	0.9
수정ROE	19.2	20.0	19.6	18.3
수정ROA	2.8	2.7	2.5	2.3
DPS				
보통주	900	1300	1500	1700
우선주	0	0	0	0
배당수익률				
보통주	1.8	2.7	3.0	3.4
우선주	-	-	-	-
배당성향	20.0	20.4	19.1	19.4

자료: 동부화재, KDB대우증권 리서치센터

예상 손익계산서(요약)				
(십억원)	11/03	12/03	13/03F	14/03F
원수보험료	7,114	9,069	9,792	10,454
자동차보험	1,799	2,024	2,058	2,032
장기보험	4,716	6,305	6,895	7,515
일반보험	599	740	839	907
보유보험료	6,620	8,482	9,145	9,750
경과보험료	6,422	8,368	9,079	9,685
발생손해액	5,119	6,979	7,563	8,095
자동차보험	1,200	1,474	1,555	1,722
장기보험	3,778	5,321	5,779	6,131
일반보험	141	184	228	242
순사업비	1,359	1,412	1,556	1,647
비상위험준비금증가액	44	0	0	0
보험영업이익	-99	-22	-40	-57
투자영업이익	487	585	713	810
영업이익	388	562	673	753
영업외이익	-19	-17	-23	-24
세전이익	369	545	650	730
법인세비용	84	142	161	177
순이익	285	404	490	553
수정순이익	328	404	490	553

성장성, 수익성 및 안정성 지표(요약)				
	11/03	12/03	13/03F	14/03F
성장률(%)				
원수보험료	18.9	27.5	8.0	6.8
자동차보험	20.9	12.5	1.7	-
장기보험	19.2	33.7	9.4	9.0
일반보험	11.9	23.6	13.4	8.0
영업이익	25.0	45.0	19.7	11.9
순이익	25.7	41.8	21.4	13.0
수정순이익	24.4	22.9	21.4	13.0
총자산	21.4	36.2	25.4	18.6
운용자산	20.8	35.9	23.5	18.4
보험계약준비금	22.3	30.3	22.9	19.5
수익성(%)				
손해율	79.7	83.4	83.3	83.6
자동차보험	78.5	80.2	79.3	82.0
장기보험	81.2	83.9	85.3	84.9
일반보험	58.1	62.8	64.5	64.0
사업비용(경과대비)	21.2	16.9	17.1	17.0
합산비용(경과대비)	100.9	100.3	100.4	100.6
투자영업이익률	5.2	4.8	4.6	4.3
안정성(%)				
상품유가증권/수정자기자본	363.5	385.9	389.8	396.6
보유보험료/수정자기자본	361.5	384.7	326.6	299.2
보험계약준비금/보유보험료	161.4	164.1	187.0	209.7

▶ Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자 의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☐))
- ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

