

2013. 03. 19

Analyst

유승창 02) 3777-8057

sc.yoo@kbsec.co.kr

보험 (OVERWEIGHT)

산업 코멘트

Recommendations

삼성생명 (032830)

투자의견: BUY (상향)

목표주가: 125,000원 (상향)

한화생명 (088350)

투자의견: BUY (상향)

목표주가: 8,000원 (상향)

삼성화재 (000810)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 290,000원 (상향)

현대해상 (001450)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 44,000 (유지)

동부화재 (005830)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 69,000 (상향)

LIG손해보험 (002550)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 41,000 (유지)

메리츠화재 (000060)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 17,000 (유지)

변화의 시기, 냉정한 균형 감각이 필요

보험업에 대한 투자의견을 손해보험은 기존의 OVERWEIGHT를 유지하고, 생명보험에서 대해서는 HOLD에서 OVERWEIGHT로 상향 조정한다. 아울러 삼성생명과 한화생명에 대한 투자의견도 BUY로 상향 조정한다. 생명보험에 대한 투자의견 상향은 제도적 변화로 인한 대형사로의 자금유입 및 성장성 개선을 감안하였다. 보험주 투자전략은 당분간 제도변경 및 이익의 불확실성으로 인해 상대적으로 안정적인 삼성생명과 삼성화재 중심의 접근이 유효할 것으로 판단한다. 다만, 제도적 불확실성 감소 및 이익의 안정성이 회복될 전망이다. 하반기에는 보장성 보험의 판매 증가로 인한 수익성 개선 여부에 따른 차별화된 주가 흐름이 전망된다.

■ 보험업을 둘러싼 제도적 변화: 자본력과 브랜드가치를 보유한 업종선도기업 유리

보험업을 둘러싼 제도적 변화는 판매수수료 이연한도 설정, 공시이율 산정 방식 변화, 세계 개편 등 영업적인 측면에서 영향을 주는 것과 자본적정성과 관련된 RBC비율 강화라고 할 수 있다. 이러한 제도변화는 향후 경쟁상황 및 제도변화에 대처하는 보험사의 정책에 따라 실제 영향력이 달라지겠지만, 자본력과 브랜드가치를 보유한 대형사에 유리할 것으로 판단한다. KB투자증권이 주목하고 있는 점은 이러한 제도변화의 불확실성이 삼성생명과 삼성화재와 같은 업계선도기업의 시장점유율 상승으로 이어지는지의 여부이다. KB투자증권은 이러한 제도변화의 시행초기에는 이들 회사의 시장지배력이 강화될 가능성이 높다고 판단한다.

■ 하반기 제도적 불확실성 완화 전망, 회사별 수익성이 주가 차별화 요인이 될 전망

2013년 하반기로 갈수록 제도적 불확실성 및 이익에 미치는 부정적인 우려가 감소되면서 그 동안 보장성인보험을 중심으로 성장하면서 중장기적 이익창출력이 강화된 2위권 손해보험사의 높은 수익성이 다시 부각될 것으로 판단한다. 보장성인보험은 상대적으로 수익성이 높고 금리에 따른 손익영향이 적어 저금리시대에 적합한 상품으로 판단한다. 손해보험 상위 5사의 보장성인보험 신계약 월납환산금액은 1월 FY12 누적기준으로 전년동기대비 34.4% 증가하며 폭발적인 성장세를 기록하고 있다.

■ FY12 순이익 전망 7.3% 하향 조정. 생명보험사, 손해보험사 각각 4.5%, 9.4% 하향조정

KB투자증권 커버리지 7개보험사(생명보험 2사, 손해보험 5사)의 FY12 순이익 전망을 7.3% 하향 조정한다. 업종별로 보면 생명보험사와 손해보험사의 FY12 순이익 전망을 각각 4.5%, 9.4% 하향 조정하였다. 손해보험사의 순이익 하향 폭이 큰 이유는 3월 절판효과에 따른 사업비 추가상각을 감안하였다.

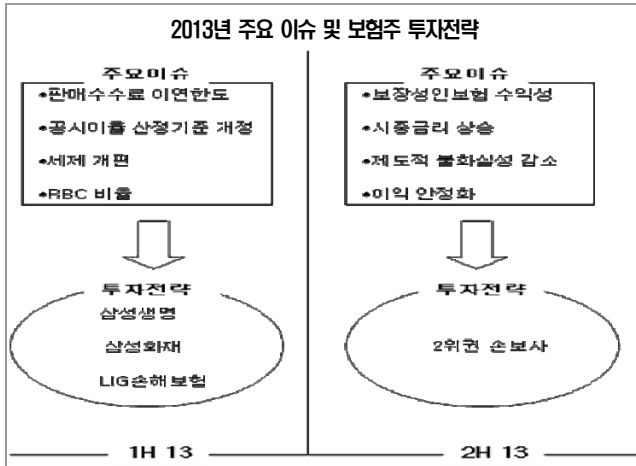
■ 업종투자의견 OVERWEIGHT, 업종 내 Top Picks로 삼성화재, 삼성생명, LIG손해보험

KB투자증권은 손해보험업에 대한 투자의견을 기존의 OVERWEIGHT를 유지하고, 생명보험업에 대한 투자의견을 기존의 NEUTRAL에서 OVERWEIGHT로 상향 조정한다. 또한 삼성생명과 한화생명에 대한 투자의견을 BUY로 상향 조정한다. 손해보험업은 제도적인 우려가 구조적이지 않다는 점과 높은 보장성인보험 성장으로 인한 장기적인 이익창출력 확보는 구조적이라는 점에 주목해야 할 시기인 것으로 판단한다. 또한 생명보험업도 세계개편 등으로 인한 수입보험료 성장성 및 하반기 금리환경의 개선 가능성을 감안하였다. 업종 내 Top Picks로 삼성화재, 삼성생명, LIG손해보험을 제시한다.

Contents

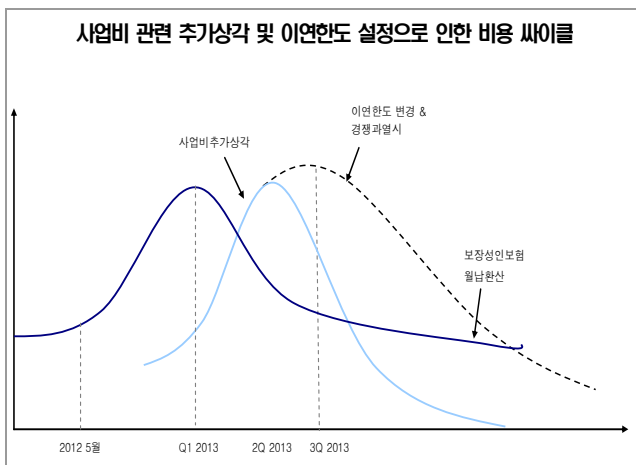
I. Focus Charts	4
II. Executive Summary	5
III. Investment Points	6
IV. 추가흐름	22
V. Valuation 및 투자의견	25
VI. Risk요인	29
Recommendations	
삼성생명 (032830)	31
삼성화재 (000810)	35
Appendices	39

I. Focus Charts



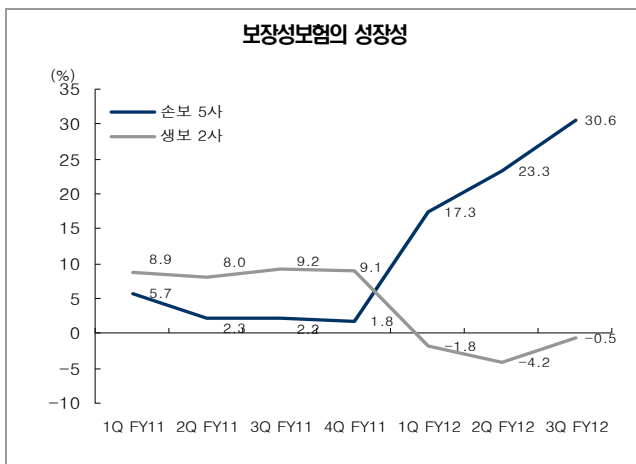
자료: KB투자증권

- 1H 13은 보험영업관련 제도 변화 및 RBC비율 관련 우려로 인해 상대적으로 이익의 안정성과 우수한 자본력을 보유한 삼성생명, 삼성화재, 업종 내 가장 저평가되어있는 LIG손해보험 중심의 투자전략 유효할 것으로 판단. 삼성생명 및 삼성화재의 경우 자사주 매입 등 적극적인 주주환원정책도 고려해야 할 변수로 판단
- 2H 13은 상반기 예정되어 있는 제도 변화 및 RBC비율 관련 우려가 감소하는 시기로 높은 보장성보험 판매 증가율로 수익성 개선이 전망되는 2위권 손해보험사 중심의 투자전략 추천
- 상반기 제도적 변화 및 RBC비율 이슈로 인해 삼성생명, 삼성화재의 시장지배력이 강화 여부가 주요 변수가 될 전망. 제도변화 초기에는 이들 기업의 시장지배력 강화 가능할 것으로 판단



자료: KB투자증권

- 2012년 5월부터 일부 보험사를 중심으로 사업비 추가상각이 발생하면서 이익 악화 진행. 사업비 추가상각은 2013년 3월을 정점으로 2Q 13에 안정될 것으로 전망
- 다만 판매수수료 이연한도 설정이 2013년 4월부터 시행됨에 따라 경쟁 심화에 따른 초기사업비 집행이 과도하게 이루어질 경우 사업비 비용처리 증가로 인한 이익 악화는 3Q 13까지 이어질 가능성 있음
- 판매수수료 이연한도 계산시 기납입보험료가 반영되게 되어 있어 기간 경과에 따른 이연한도 증가로 인한 이익 악화는 제한적일 것으로 전망



자료: 각 사자료, KB투자증권 주: 손보는 월납환산금액, 생보는 APE 기준

- 보장성보험은 상대적으로 높은 수익성과 금리에 대한 부담이 상대적으로 낮아 저금리 경영환경에 적합한 상품
- 3Q FY12 손해보험 상위 5사의 보장성인보험 증가율은 적극적인 마케팅 및 상품개발에 힘입어 누적기준으로 전년동기대비 +30.6 증가
- 반면, 생명보험 2사의 경우 연금 및 저축성상품으로의 수요 집중으로 인해 보장성보험의 성장 부진. 2Q FY12를 저점으로 향후 증가율 회복세를 보일 것으로 전망
- FY12 보장성보험의 성장성의 차이는 향후 수익성의 차이로 이어질 것으로 전망. 제도변화로 인한 이익의 안정성에 대한 우려가 감소하는 2H FY12는 2위권 손해보험사 중심의 투자전략 유효할 전망

II. Executive Summary

2013년 들어 제도적인 불확실성에 대해 우려가 주가에 반영 중

2013년 들어서 보험주의 회사별 주가 흐름은 2012년과 다른 모습을 보여주고 있다. 가장 특징적인 것은 2012년 업종 내 가장 좋은 주가흐름을 기록했던 LIG손해보험과 메리츠화재의 주가 수익률이 가장 부진한 반면, 삼성생명, 삼성화재, 동부화재가 가장 양호한 주가 흐름을 기록하고 있다는 점이다. KB투자증권은 RBC비율 강화 움직임, 보장성보험 수수료제도 변화, 공시이율 산정 방식, 세제 개편 등 보험업을 둘러싼 제도적인 불확실성에 대한 우려가 자본력이 상대적으로 양호한 회사에게 유리한 방향으로 전개되고 있고, 이러한 우려가 주가에 반영되고 있는 것으로 판단한다.

2013년 상반기 삼성생명, 삼성화재 중심의 투자전략 유효 전망

RBC를 비롯한 제도적인 변화들은 아직은 불확실성에 있기 때문에 이를 감안해 KB투자증권은 2013년 상반기에는 삼성생명, 삼성화재 중심의 투자전략을 하반기에는 2위권 손해보험사 중심의 투자전략이 유효할 것으로 판단한다. 상반기에는 제도적 불확실성 및 우려가 존재하는 가운데 자본력이 우수한 삼성생명, 삼성화재의 상대적 안정성이 부각될 것으로 판단한다. 또한 삼성생명, 삼성화재의 자사주매입 등을 통한 주주환원정책 기대감도 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단한다.

2013년 하반기 2위권 손해보험사의 수익성 개선 부각 전망

하반기로 갈수록 제도적 불확실성 및 이익에 미치는 부정적인 우려가 감소되면서 그 동안 보장성보험을 중심으로 성장하면서 중장기적 이익창출력이 강화된 2위권 손해보험사의 높은 수익성이 다시 부각될 것으로 판단하며 이들 회사 중심의 투자전략이 유효할 것으로 판단한다.

KB투자증권이 가장 주목하고 있는 점 중의 하나는 삼성화재 및 삼성생명이 높은 자본력과 제도적 불확실성하에서 원수보험료기준 시장점유율을 상승시킬 수 있는냐의 문제이다. 삼성화재의 경우 과거 업종대비 프리미엄이 낮아진 주된 이유 중 하나는 2위권 손해보험사의 약진으로 인한 시장점유율 하락이라고 판단하기 때문이다.

FY12 순이익 전망 7.3% 하향조정

KB투자증권 커버리지 7개보험사(생명보험 2사, 손해보험 5사)의 FY12 순이익 전망을 기존의 3조 6,216억원에서 3조 3,565억원으로 7.3% 하향 조정한다. 업종별로 보면 생명보험사와 손해보험사의 FY12 순이익 전망을 각각 4.5%, 9.4% 하향조정하였다. 손해보험사의 순이익 하향 폭이 큰 이유는 예상외의 호조를 보이고 있는 보장성보험판매 및 3월 절관효과에 따른 사업비 추가 상각을 감안하였다. 반면 생보사의 경우 일회성비용 및 투자영업위축에도 불구하고 세제개편으로 인한 즉시연금 중심의 판매호조를 반영해 기존의 수익예상과 큰 차이 없이 유지하였다.

보험업종 투자의견 OVERWEIGHT

TOP PICKS 삼성화재, 삼성생명, LIG손해보험 제시

KB투자증권은 손해보험업에 대한 투자의견을 기존의 OVERWEIGHT를 유지하고 생명보험업에 대한 투자의견을 기존의 NEUTRAL에서 OVERWEIGHT로 상향 조정한다. 손해보험업은 제도변경에 따른 우려가 구조적이지 않은 반면 높은 보장성보험 성장으로 인한 장기적인 이익창출력 확보는 구조적이라는 점에 주목해야 할 시기인 것으로 판단한다. 또한 생명보험업도 세제개편 등으로 인한 수입보험료 성장성 개선 및 하반기 금리환경의 개선을 감안하였다. 업종 내 TOP PICKS로 삼성화재, 삼성생명, LIG손해보험을 제시한다.

III. Investment Points

1. 영업측면에서의 제도 변화: 자본 및 브랜드의 중요성 증가

1) 사업비 추가상각 및 판매수수료 이연한도 신설

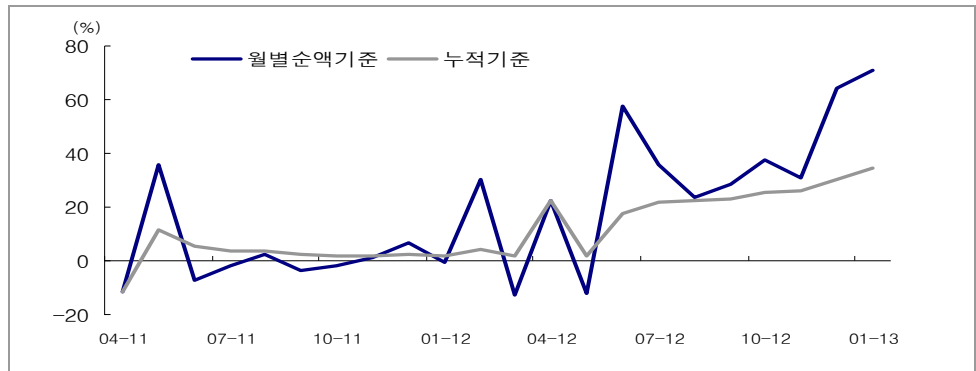
사업비 추가상각 2013년 3월 확산 가능성

2013년은 보장성보험의 사업비 관련하여 1. 보장성인보험의 폭발적인 성장으로 인한 사업비 추가상각 2. 판매수수료 이연한도 신설로 인해 각 사별로 손익에 영향을 미칠 전망이다.

상대적으로 높은 수익성과 초기 사업비가 많이 투입되는 보장성인보험은 2012년부터 상위 손해보험사를 중심으로 적극적인 마케팅 및 상품개발에 힘입어 상위 5개사 기준 1월 FY12 까지 누적기준 신계약 월납환산금액이 3,292억원 (+34.4% YoY)를 기록하는 폭발적인 성장성을 기록하며 2012년 5월부터 일부 손해보험사를 중심으로 사업비 추가상각이 발생하고 있다. 메리츠 화재의 경우 2012년 5월 이후 2013년 1월까지 801억원의 추가상각이 발생하였고 현대해상도 지난해 12월부터 2013년 1월까지 200억원의 사업비 추가상각이 발생하였다.

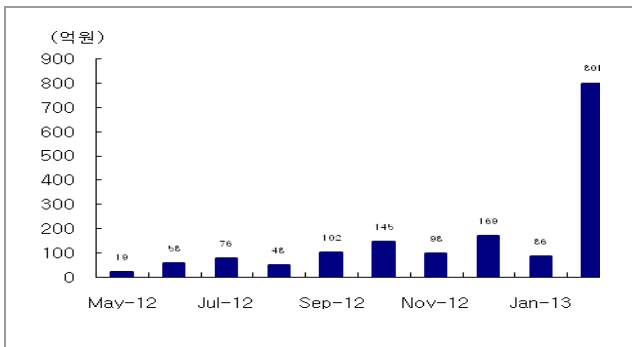
표준이율 하락, 보장성보험에서의 수수료지급체계 변화가 2013년 4월에 예정되어 있어 3월도 역시 절판효과로 인한 높은 보장성인보험 판매가 전망되며 이로 인한 사업비 추가상각이 기존의 메리츠화재와 현대해상에서 여타 상위권 보험사로 확산될 가능성이 높을 전망이다.

그림 1. 손해보험 상위 5사 기준 보장성인보험 신계약 월납환산금액 증가율 추이



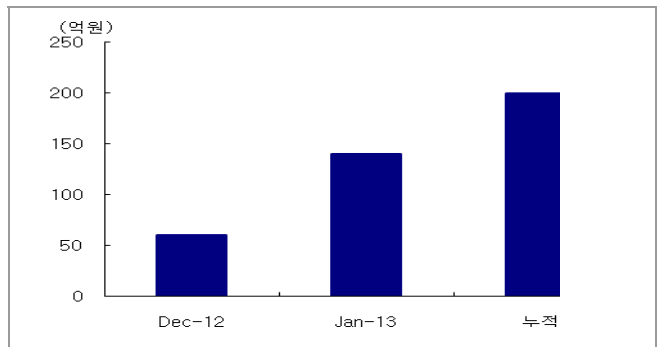
자료: KB투자증권

그림 2. 메리츠화재 사업비 추가상각 현황



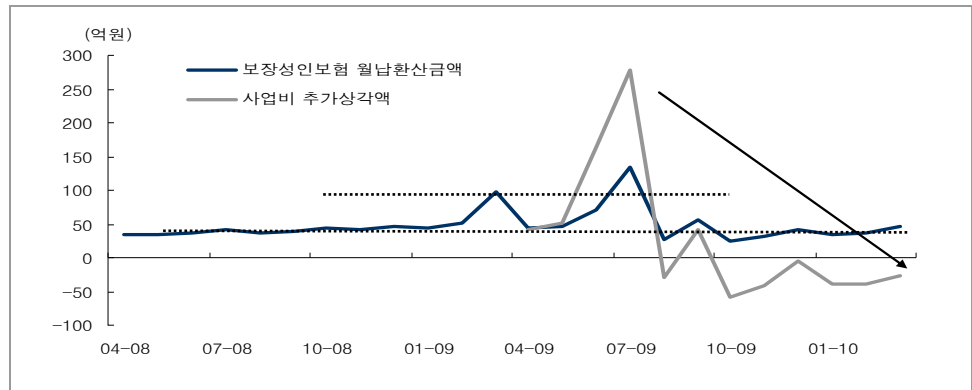
자료: KB투자증권

그림 3. 현대해상 사업비 추가상각 현황



자료: KB투자증권

그림 4. 2009년 절판효과로 인한 보장성인보험 판매 급증 후 추가상각비 사례 (메리츠화재)

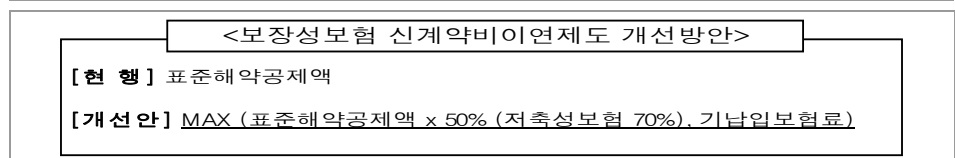


자료: 메리츠화재, KB투자증권

판매수수료 이연한도 설정은 계약초기 신계약비 이연한도를 판매수수료의 50%로 설정하고 이를 초과하는 판매수수료는 비용화함으로써 초기 과도한 판매수수료 선지급을 간접적으로 제한하기 위한 것이다. 따라서 경쟁이나 성장을 위해서 신계약비를 현행대로 초기에 90% 정도를 선지급할 경우 비용 부담으로 인해 이익이 악화될 가능성이 있다.

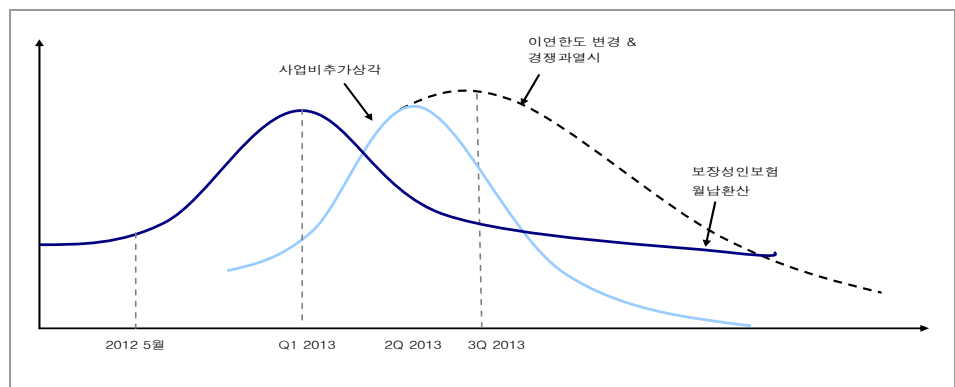
사업비 추가상각이나 이연한도 설정으로 인한 비용부담은 사실 추가적인 비용이 아닌 인식시점의 문제로 기간경과에 따라 해소될 이슈라고 판단한다. 다만, KB투자증권이 사업비 관련 추가상각 및 이연한도 신설에 대해 관심을 갖는 이유는 단기적인 손익보다는 1. RBC비율 강화와 맞물려 성장성에 영향을 줄 경우 2. 상대적으로 이익의 안정성 및 자본력이 우수한 업계선도 기업의 시장지배력 확대 가능성이다. 현 상황에서 단기적으로 업계선도기업의 시장지배력 확대 가능성이 높은 것으로 판단하나 지속될 가능성은 높지 않은 것으로 판단한다.

그림 5. 신계약비 이연제도 개선방안



자료: KB투자증권

그림 6. 사업비 관련 추가상각 및 이연한도 설정으로 인한 비용 싸이클



자료: KB투자증권

공시이율 체계변화로 인한 삼성생명
과 중소형생보사의 공시이율 격
차 감소할 전망

2) 공시이율 체계변화로 인한 경쟁환경 변화

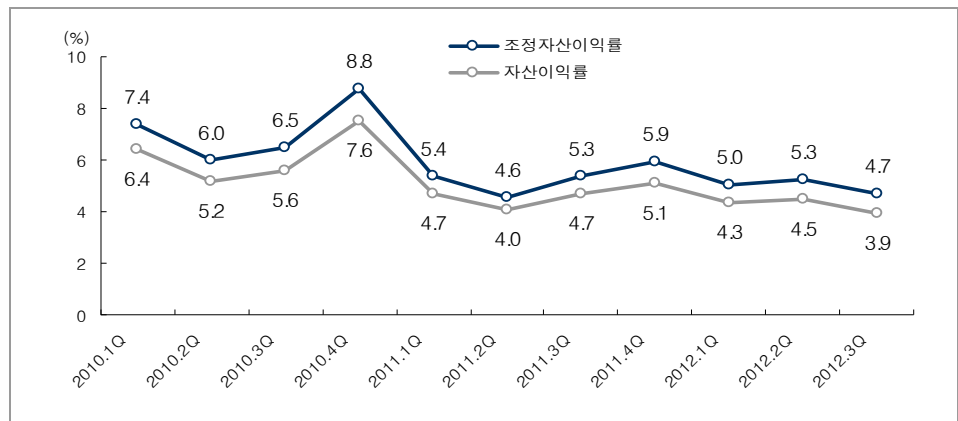
공시이율제도 개선은 2012년 9월 이미 발표된 내용이며 2013년 4월 1일부터 시행되기로 예정되어 있다. 공시이율제도 개선의 주된 내용은 공시이율 결정에 영향을 주는 자산운용이익률 계산에서 미실현손익을 운용자산에서 제외하고 가중치를 임의 조정에서 객관적 기준으로 변경하고 조정범위를 공시기준이율대비 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 10\%$ 로 낮추는 것이다. 이에 따라 상대적으로 계열사 보유주식으로 인해 미실현손익이 높은 삼성생명의 경우 자산운용이익률이 상승하며 공시이율 경쟁력이 높아지며, 가중치 및 조정률 축소에 따라 중소형보험사의 공시이율 경쟁력이 상대적으로 약화되는 효과가 발생할 전망이다. 하지만 삼성생명의 공시이율 인상보다는 중소형사의 공시이율 경쟁력 약화로 인한 상대적 손해가 더 클 것으로 판단한다.

표 1. 공시이율제도 개선 내용

	현행	개정
공시이율 산출 구조	공시기준이율 $\pm$ 조정률 공시기준이율 = 외부지표금리(국고채 $\times \beta 1$ + 회사채 $\times \beta 2 + \dots$) $\times \alpha$ + 자산운용이익률 $\times (1 - \alpha)$	
자산운용 수익률	투자이익/운용자산 (미실현손익 포함)	투자이익/운용자산 (미실현손익 제외)
가중치 (α, β)	회사 임의 조정	객관적 기준에 의해 조정 - α : 총자산 대비 신규자산의 비율 - β : 회사의 실제 자산의 구성 비율
조정률	공시기준이율 $\pm 20\%$	공시기준이율 $\pm 10\%$
해약환급금 예시 기초 이율	상품 판매시점의 공시이율	표준이율

자료: 금융위원회, KB투자증권

그림 7. 삼성생명의 미실현손익을 감안한 자산운용수익률 추이

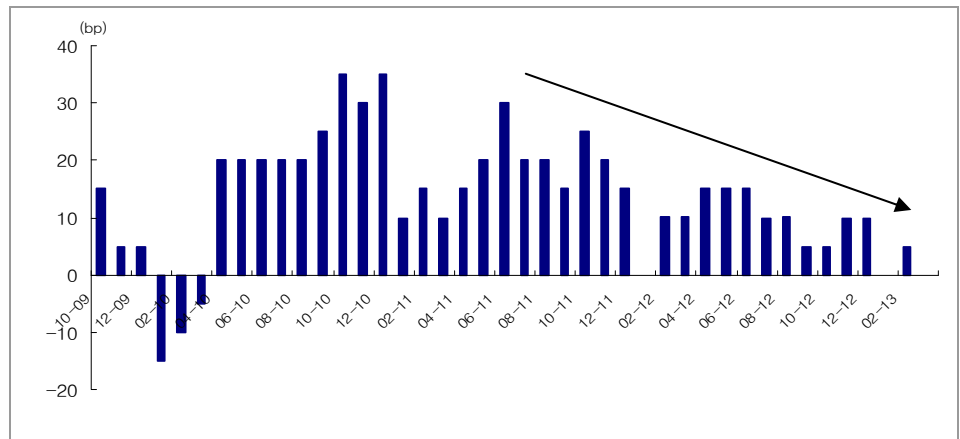


자료: KB투자증권,

주: 조정자산이익률은 미실현손익을 감안한 수치

실제로 삼성생명과 중소형보험사의 공시이율 격차는 2011년 하반기 이후 지속적으로 축소되고 있으며 이러한 상황은 향후 저금리기조에 따른 자산운용이익률 제고의 어려움과 더불어 공시이율 산정체계의 개선으로 인해 당분간 이어질 것으로 전망한다.

그림 8. 삼성생명과 중소형보험사 공시이율 격차 추이



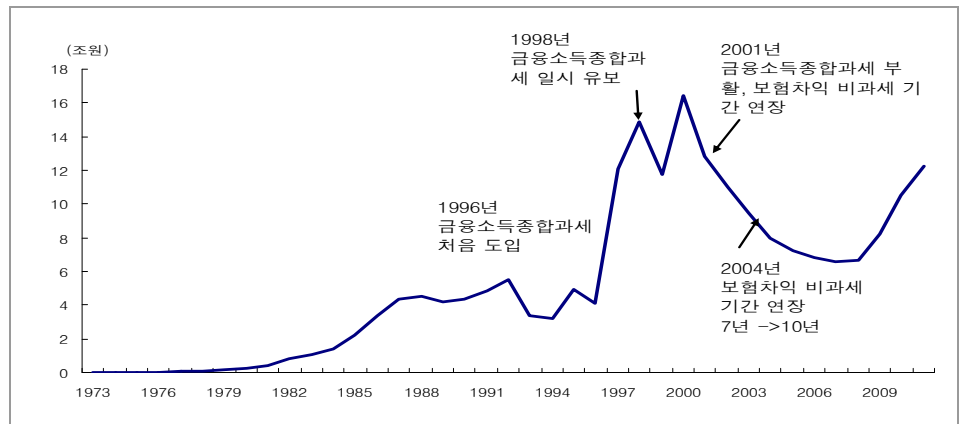
자료: KB투자증권

3) 금융소득 종합과세 대상 폭 확대로 인한 비과세상품 수요 증가

금융소득 종합과세 대상 폭 확대 로 인한 비과세보험상품 수요증가 전망

금융소득 종합과세는 1996년 최초 시행되었으나 1998년 외환위기에 따른 불안정성을 감안해 일시 일시 유보되었다가 2001년 다시 시작되었다. 2004년 보험차익 비과세 기간이 7년에서 10년으로 연장되었다가 2013년 세법 개정을 통해 과세 대상 기준을 4천만원에서 2천만원으로 하향 조정되었다.

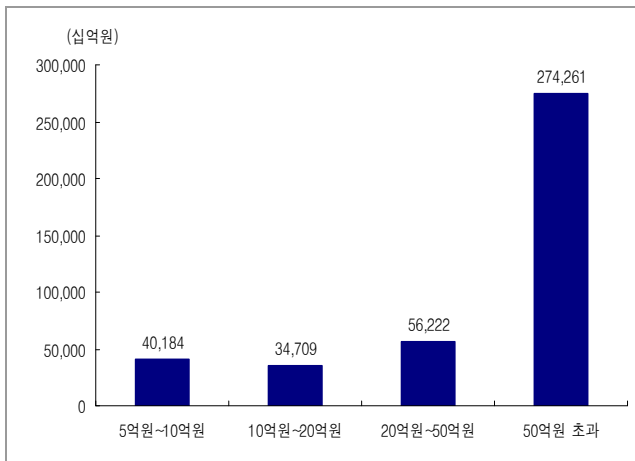
그림 9. 금융소득 종합과세에 따른 생사혼합보험 수입보험료 추이



자료: KB투자증권

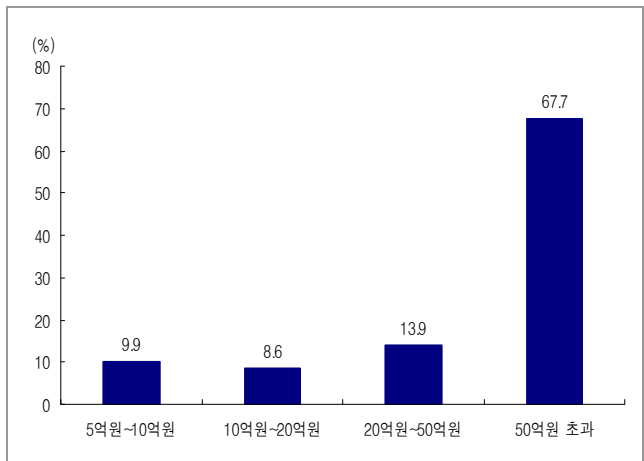
한국은행에서 발표하는 은행수신동향에 따르면 저축성예금(정기예금 + 저축예금)기준으로 잔액이 5억원초과 10억원이하인 계좌의 잔액은 40조 1840억원으로 전체 저축성예금의 9.9%를 차지하고 있다. 금융소득 종합과세 한도액이 4천만원에서 2천만원으로 낮추어진 점을 감안할 때 이 구간내의 저축성예금 거액 계좌가 추가로 금융소득 종합과세대상으로 편입될 가능성이 높은 것으로 판단된다. 금융환경에 따라 이들 자금이 절세를 위해 주식, 부동산 등 다양한 금융상품으로 이동되겠지만 장기적이고 안정적인 보험회사의 비과세상품으로 유입될 가능성이 높을 것으로 판단한다.

그림 10. 5억원 이상 거액 저축성예금 계좌의 구간별 잔액 현황



자료: KB투자증권

그림 11. 5억원 이상 거액 저축성예금 계좌의 잔액별 구성비 현황



자료: KB투자증권

자본시장연구원에 따르면 이번 금융소득 종합과세제도 개편으로 종합과세 신고 대상자는 기존 51,231명에서 19만명 수준으로 확대될 것으로 전망하고 있다. 이들 종합과세 신규 대상자의 이자부 금융자산은 60~70조원으로 추정하고 있으며 이자부 예금자산은 40조원대로 추정하고 있다. 이들 자금 전부는 아니지만 일부 자금이 금융소득 종합과세 부담을 줄일 목적으로 보험권으로 유입될 가능성이 높은 것으로 판단된다. 실제로 금융소득 종합과세가 처음 도입된 1996년에서 일시적으로 유보된 1998년까지 생사혼합보험 수입보험료는 크게 증가하는 모습을 보였다. 금융소득 종합과세가 제도입되기 직전인 FY2000 생사혼합보험 수입보험료는 전년대비 41.3%의 급증세를 나타냈으며 이로 인한 생명보험 전체 수입보험료도 11.6%의 높은 증가율을 기록하였다.

표 2. 최근 종합금융 소득과세 신고 현황

년도	신고인원 (명)	신고금액 (억원)		종합소득금액 (억원)
		이자소득	배당소득	
2006	35,924	21,670	46,737	113,146
2007	61,475	34,304	62,762	162,723
2008	49,409	31,695	57,757	156,401
2009	51,261	33,580	54,160	155,519
2010	48,907	26,278	72,012	173,314
2010	48,907	26,278	72,012	173,314
2011	51,231			

자료: KB 투자증권, 국세청

2. RBC(Risk Based Capital) 비율 강화

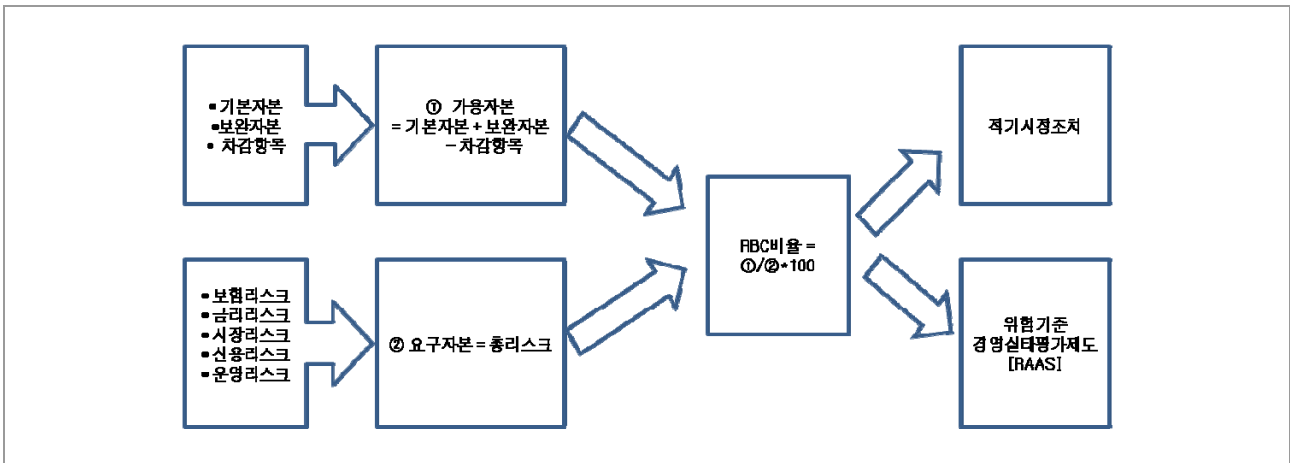
RBC비율 강화로 일부보험사의 성장성저해 및 자본확충 우려. 실행 연기 가능성도 배제하기 어려움

보험회사의 RBC비율은 가용자본을 요구자본으로 나눈 값으로 가용자본의 주된 항목은 기본자본과 보완자본으로 주로 기업의 자기자본과 후순위채권 등으로 이루어져 있다. 요구자본은 보험, 금리, 시장, 신용, 운영리스크를 감안한 총리스크로 통상 보험료 증가와 밀접한 상관관계가 있다고 할 수 있다.

연초 이후 메리츠화재를 비롯한 일부 보험사의 RBC비율이 사업비 추가상각으로 이익부진으로 예상보다 하락하면서 RBC비율이 보험업계의 주요 이슈로 부각되었다. 이는 보험회사의 자본적정성 관리기준 중 하나인 RBC비율이 2011년 3월 도입된 이후 2015년 3월까지 강화 스케줄이 예상되어 있는 상태에서 이들 보험사의 자본확충 가능성이 제기되었기 때문이다.

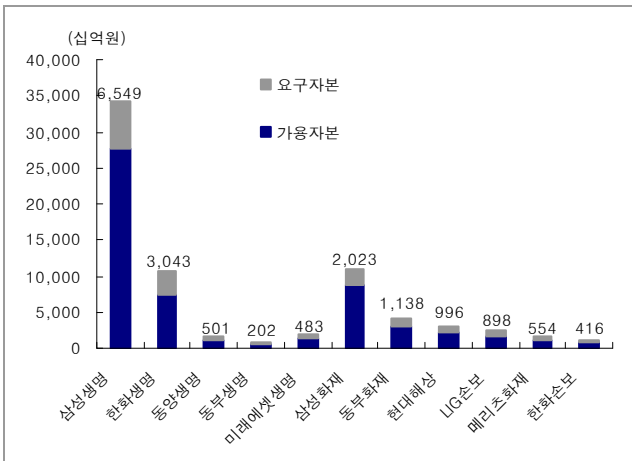
더욱이 2013년 4월부터 보장성보험 판매수수료 이연한도가 신설되면서 과당경쟁 시 추가적인 사업비 비용인식으로 손익이 악화될 경우 RBC비율과 성장성의 trade-off 또는 자본확충이 일부 RBC비율이 낮은 회사를 중심으로 발생할 가능성이 있는 것으로 판단된다.

그림 12. RBC비율 산출 구조



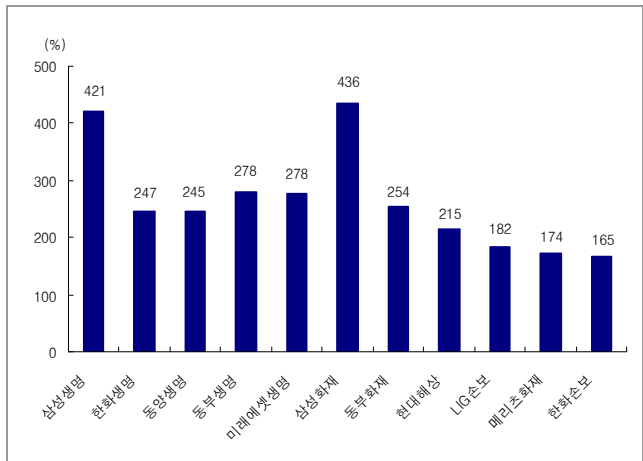
자료: KB투자증권

그림 13. 주요 보험사별 RBC기준 가용자본 및 요구자본 현황



자료: 각사별, KB투자증권 주: 2012년 12월말 기준

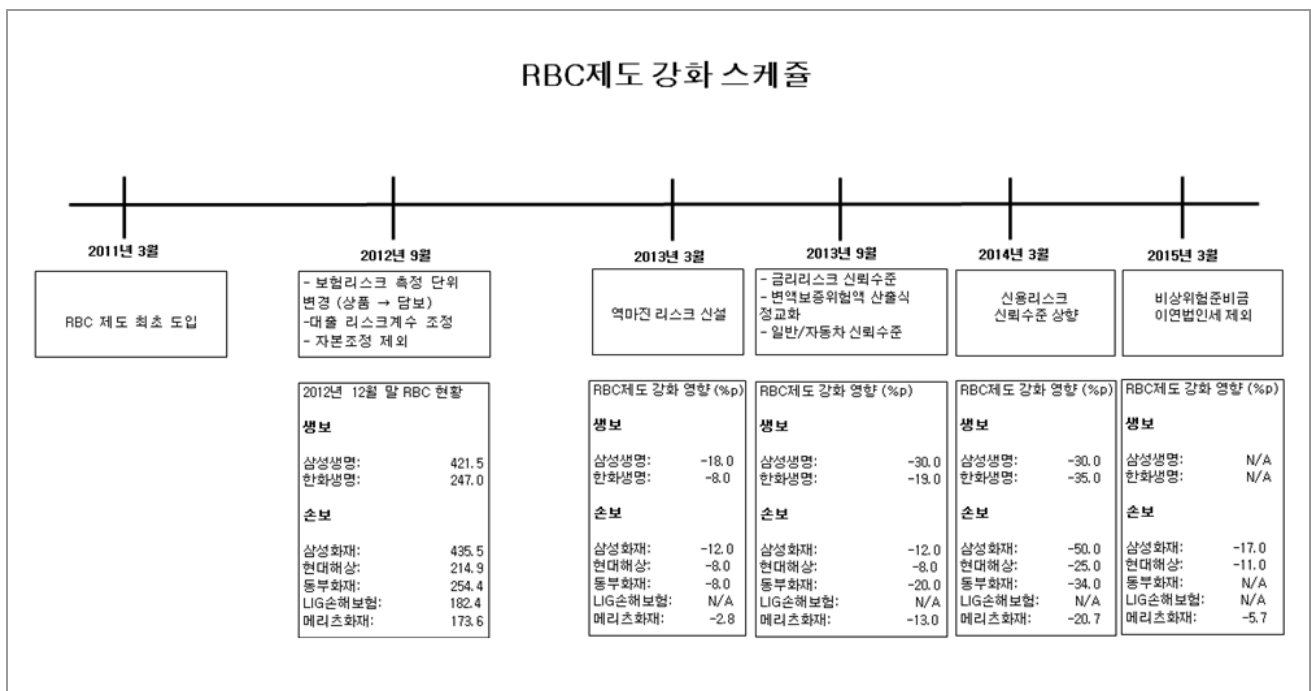
그림 14. 주요 보험사별 RBC비율 현황



자료: 각사별, KB투자증권 주: 2012년 12월말 기준

KB투자증권은 RBC비율이 회사별로 자본확충의 문제를 제기할 수는 있지만 이로 인해 성장성을 저해할 수 있는 문제는 아니라고 판단한다. 실제 최근의 RBC비율 이슈는 보장성인보험의 예상보다 높은 성장으로 발생한 측면이 크기 때문에 부정적인 면보다는 긍정적인 면에서 바라볼 필요도 있는 것으로 판단한다. 또한 은행의 자본적정성 관리지표 중 하나인 바젤 3 도입이 연기되는 등 금융권의 자본적정성 관리지표 규제가 완화되는 측면도 있어 보험사의 RBC비율 강화 스케줄도 일정 기간 연기될 가능성도 제기되고 있는 상황이다. 하지만 이는 연기일 뿐 RBC비율 강화는 진행될 가능성이 높아 이익 창출 또는 자본확충을 통한 RBC비율 개선은 필요한 것으로 판단된다.

그림 15. RBC 비율 제도 변경스케줄에 따른 각 사별 영향



자료: 각 사, KB투자증권

주: 이익 증가로 인한 RBC비율 개선 고려하기 전 수치임

3. 금리를 중심으로 한 투자영업 현황

손보사에 비해 생보사 주가가 금리동향에 민감

보험사의 주가와 금리와의 추이를 비교해보면 손해보험의 경우 금리와의 상관관계가 크지 않은 반면 생명보험사의 주가 흐름은 금리의 흐름과 매우 높은 상관관계를 보이고 있다. 이는 생명보험사의 보험영업 손익이 상대적으로 안정되어 있는 반면, 1) 고정금리형 적립금 비중이 높고 듀레이션 갭이 높아 금리하락으로 실적 및 기업가치의 변동성이 상대적으로 높고 2) 금리하락 및 저금리기조는 통상 경제성장에 대한 기대감이 낮은 경우로 보험수요에 대한 우려가 제기될 수 있기 때문인 것으로 판단한다. 반면 손해보험사의 경우 고정형금리 적립금 비중이 낮고 듀레이션 갭이 낮아 금리변동으로 인한 실적 및 기업가치의 변동성이 상대적으로 낮은 것으로 판단한다.

금리변동이 실제 순이익에 미치는 영향은 우려보다 적을 것

금리하락이 보험사의 기업가치에 미치는 영향 중 하나는 채권 및 대출자산 등 이자부자산의 보유이원 감소로 운용자산 전체 순투자수익률의 감소로 이어지며 이차역마진이 확대되는 것이다. 2012년 12월말 기준 KB투자증권 커버리지 7개 보험사의 전체 운용자산은 293.6조원으로 이 중 시중금리변화로 수익률에 직접적인 영향을 받는 금리부 자산이라고 할 수 있는 채권 및 대출자산은 201.3조원으로 전체 운용자산에서 68.6%를 차지하고 있다. 고정금리부 자산이 전체 운용자산에서 차지하는 비중은 현대해상이 77.2%로 가장 높고 메리츠화재가 59%로 가장 낮은 것으로 나타났다. 물론 금리변동 시 공시이율 조정으로 변동금리부 상품의 경우 부담이율도 함께 변화해 실제 순이익에 미치는 영향은 이보다 적을 것으로 전망한다.

주요 보험사의 변동금리부 적립금 비중은 고정금리부 상품의 만기도래 및 신규 변동금리부 상품 판매로 인해 최근 들어 꾸준히 상승추세에 있다. 하지만 여전히 생명보험사의 변동금리부 적립금 비중은 50% 미만인 상황이다. 시간이 지남에 따라 고정금리부 상품의 만기도래 및 신규 변동금리부 상품 판매로 변동금리부 적립금 비중은 상승할 전망이지만 금리하락속도에 따라 이차역마진이 확대될 수 있는 리스크는 손해보험사에 비해 생명보험사가 상대적으로 크게 노출되어 있는 것으로 판단한다. 주요보험사의 자산과 부채 듀레이션 갭 역시 손해보험사에 비해 생명보험사 높아 금리변화에 따른 변동성은 손해보험사가 낮은 것으로 판단한다.

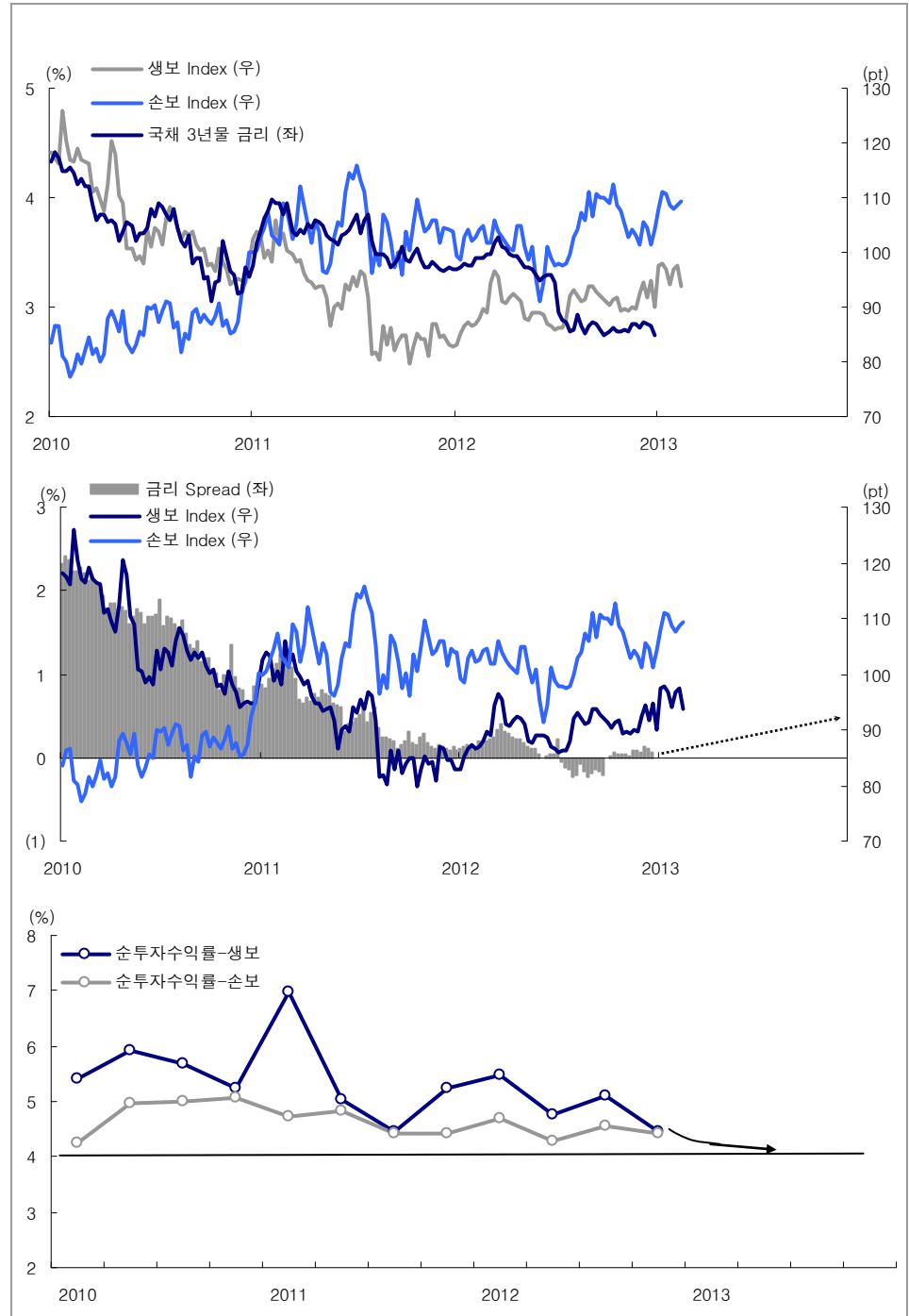
금리변동에 따른 EV 변동 폭은 삼성생명이 가장 낮고 메리츠화재가 가장 높음

금리의 변동은 보험사의 EV (Embedded Value: 내재 가치)에도 영향을 준다. 통상 보험사의 EV는 조정순자산과 보유계약의 장래가치를 통하여 계산되는데 현재 보유하고 있는 계약의 장래가치를 계산하는 데 있어서 투자수익률 가정은 전체 EV에 영향을 미친다. 50bp의 금리변화에 따른 EV 변화 폭을 회사별로 보면 삼성생명이 1.9%로 가장 낮고, 메리츠화재 7.3%로 가장 높은 것으로 나타났다.

경기회복을 반영해 2013년 4분기 국고채 3년물 시중금리 3.35%까지 상승 전망

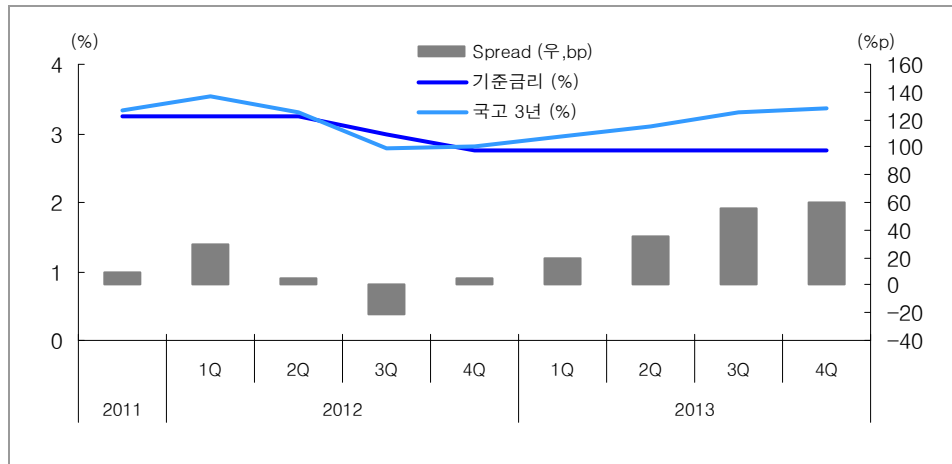
KB투자증권 리서치센터는 국고채 3년물 기준으로 향후 경기회복을 반영해 2013년 4분기에는 3.35%까지 시중금리가 상승할 것으로 전망하고 있다. 저금리상태라는 점은 부담스럽지만 시중금리가 추가하락보다는 상승하는 방향성을 보일 경우 보험사의 투자영업에 긍정적인 영향을 줄 것으로 전망된다. 업종별로 보면 생명보험사의 주가가 손해보험사보다 금리추이 및 금리스프레드에 더 큰 영향을 받는 것으로 나타나고 있다.

그림 16. 금리와 생명보험 및 손해보험 Index, PBR, 순투자수익률 추이



자료: Bloomberg, Fnguide, KB투자증권

그림 17. 금리 및 금리 Spread 전망



자료 : KB투자증권

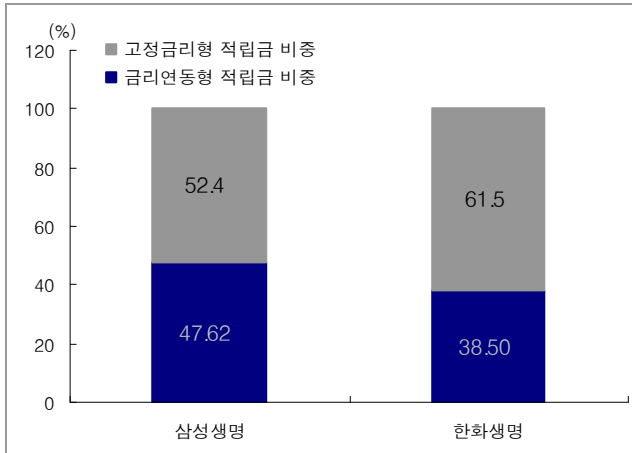
주: Spread = 국고 3년물 금리 - 기준금리

표 3. 주요 보험사별 고정금리부자산을 통한 금리에 따른 이자이익 변동

	단위	삼성생명	한화생명	삼성화재	현대해상	동부화재	LIG손해	메리츠화재
운용자산 (A)	조원	145.7	56.4	37.4	15.6	17.3	13.4	7.7
채권 (B)	조원	72.2	28.3	16.4	8.5	5.7	3.9	3.1
대출채권 (C)	조원	25.1	14.9	8.9	3.5	4.4	4.8	1.4
고정금리부자산 총액 (D=B+C)	조원	97.4	43.2	25.3	12.1	10.1	8.8	4.5
고정금리부자산 비중 (D/A)	%	66.8	76.6	67.6	77.2	58.4	65.5	59.0
자산 듀레이션 (E)	년	4.22	4.88	4.30	3.60	3.75	3.11	4.32
연간 만기도래 금액 (D/E)	조원	23.1	8.8	5.9	3.3	2.7	2.8	1.0
금리 변동에 따른 이자이익변화								
-100bp	억원	-2,308	-885	-589	-335	-269	-282	-105
-50bp	억원	-1,154	-442	-294	-167	-135	-141	-52
-25bp	억원	-577	-221	-147	-84	-67	-70	-26
25bp	억원	577	221	147	84	67	70	26
50bp	억원	1,154	442	294	167	135	141	52
100bp	억원	2,308	885	589	335	269	282	105

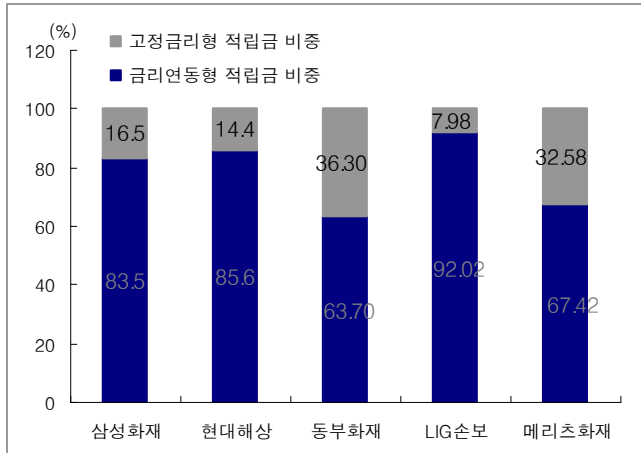
자료 : 각 사, KB투자증권

그림 18. 주요 생보사 고정/연동형 적립금 비중



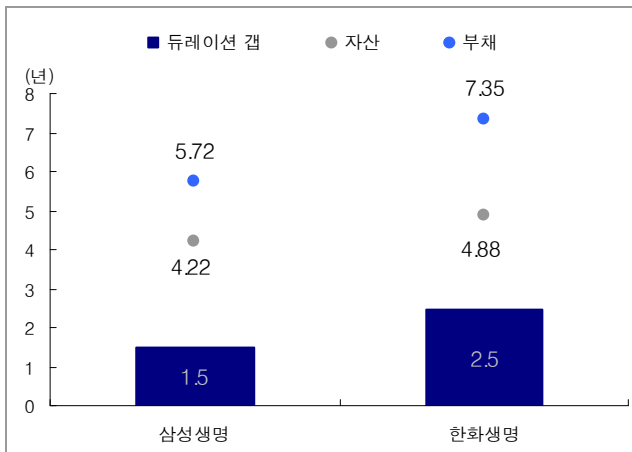
자료: 각 사 자료, KB투자증권

그림 19. 주요 손보사 고정/연동형 적립금 비중



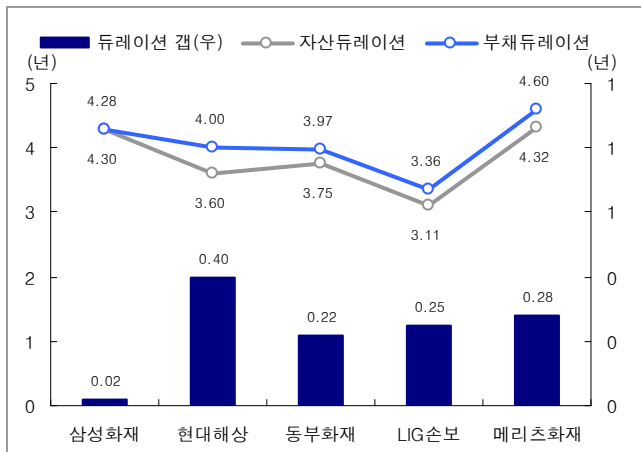
자료: 각 사 자료, KB투자증권

그림 20. 주요 생보사 자산/부채 듀레이션 및 갭



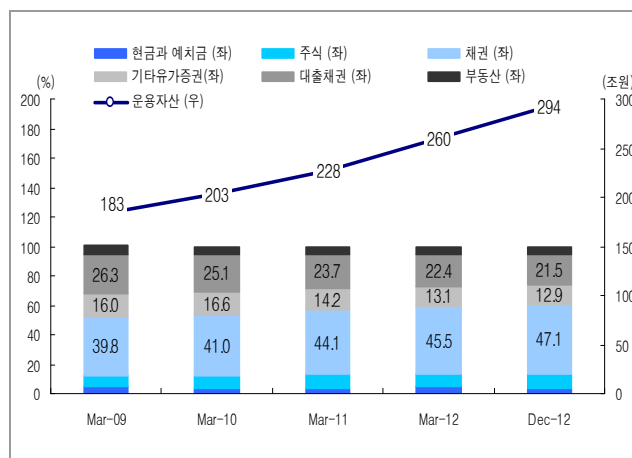
자료: 각 사 자료, KB투자증권

그림 21. 주요 손보사 자산/부채 듀레이션 및 갭



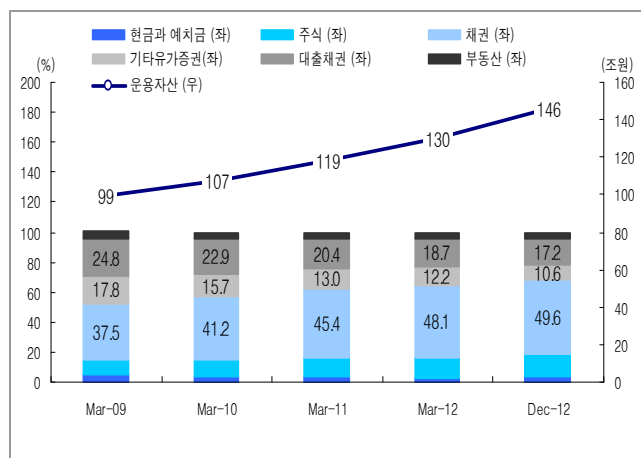
자료: 각 사 자료, KB투자증권

그림 22. 보험업종 (생보 2사+손보 5사) 운용자산 및 자산비중 추이



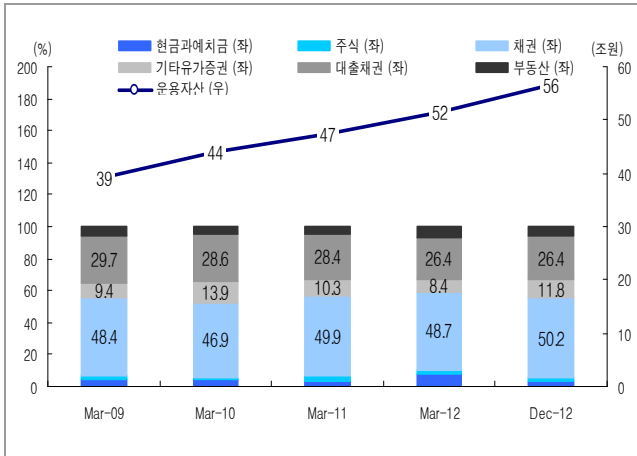
자료: 각 사 자료, KB투자증권

그림 23. 삼성생명 운용자산 및 자산비중 추이



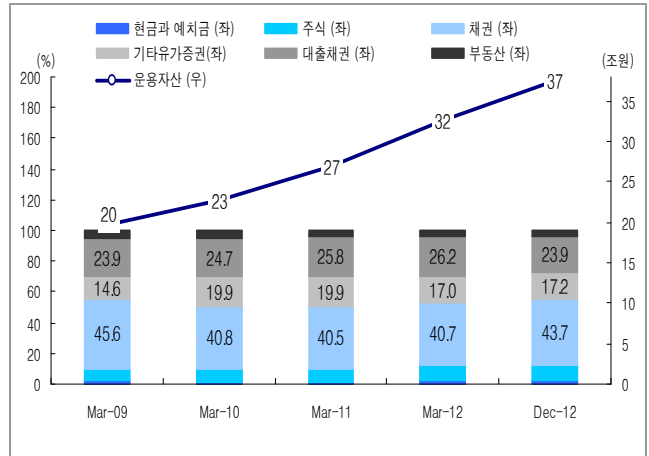
자료: 삼성생명, KB투자증권

그림 24. 한화생명 운용자산 및 자산비중 추이



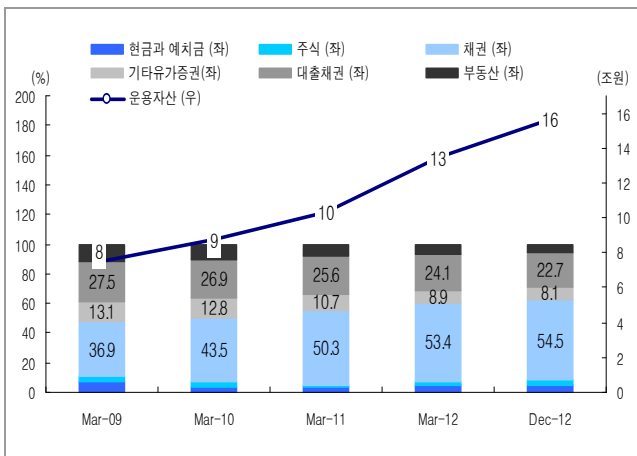
자료: 한화생명, KB투자증권

그림 25. 삼성화재 운용자산 및 자산비중 추이



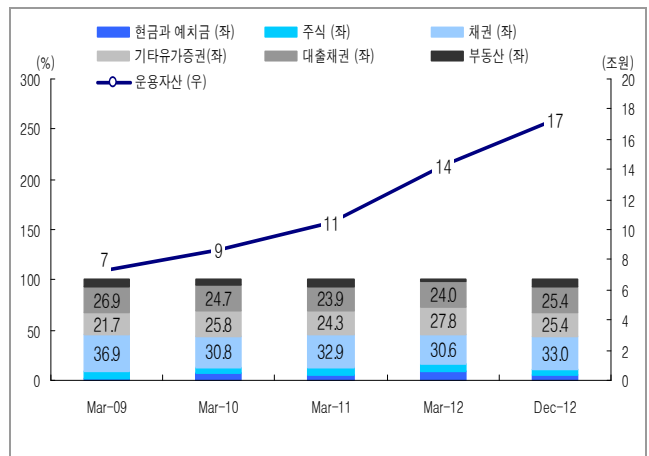
자료: 삼성화재, KB투자증권

그림 26. 현대해상 운용자산 및 자산비중 추이



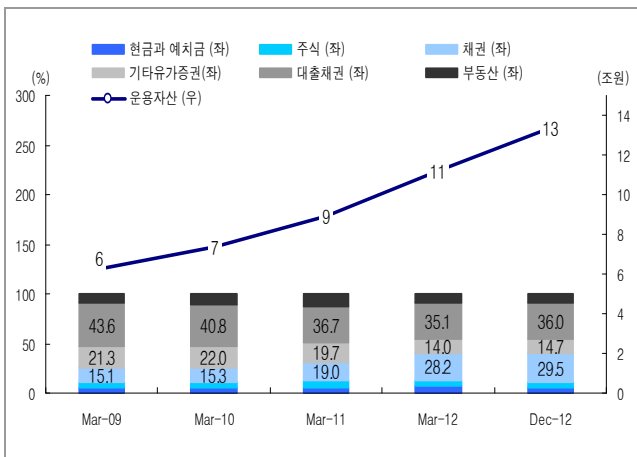
자료: 현대해상, KB투자증권

그림 27. 동부화재 운용자산 및 자산비중 추이



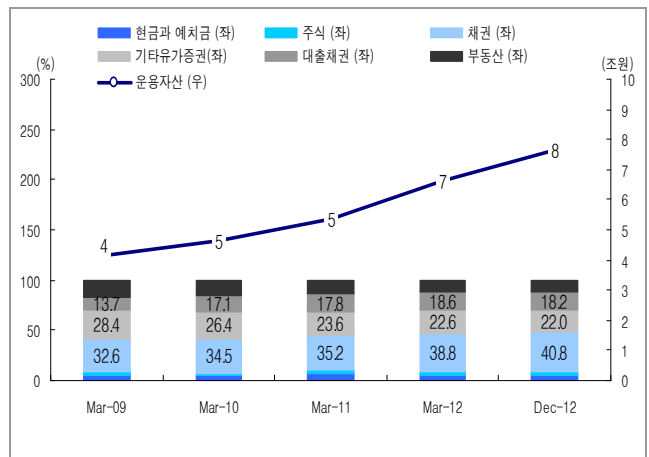
자료: 동부화재, KB투자증권

그림 28. LG손해보험 운용자산 및 자산비중 추이



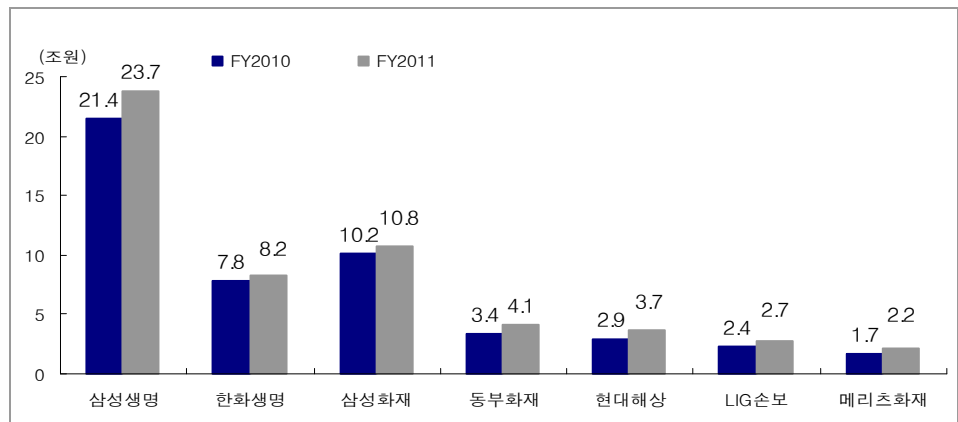
자료: LG손해보험, KB투자증권

그림 29. 메리츠화재 운용자산 및 자산비중 추이



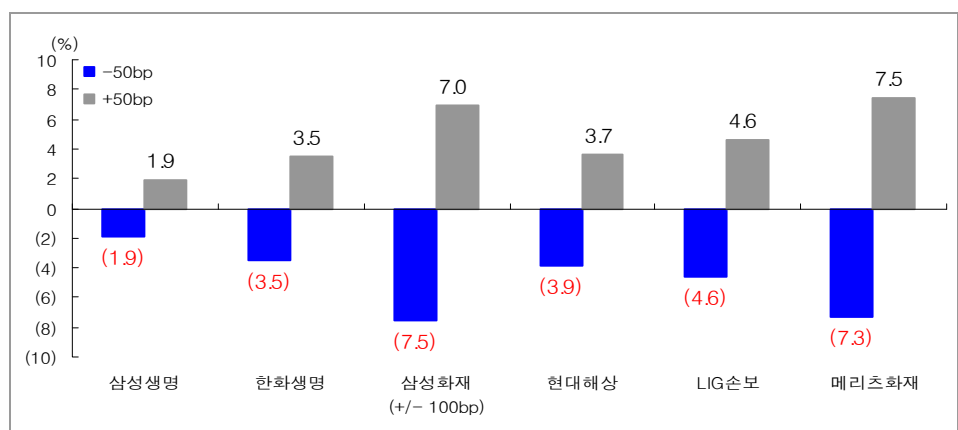
자료: 메리츠화재, KB투자증권

그림 30. 회사별 EV 추이



자료: 각 사 자료, KB투자증권

그림 31. 금리변화에 따른 회사별 EV 변동 폭



자료: 각 사 자료, KB투자증권

4. 향후 보장성인보험 성장에 따른 수익성 개선에 주목할 필요

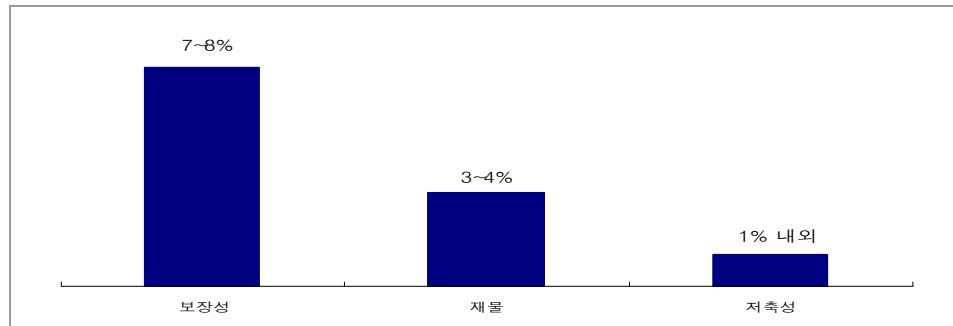
2012년 손해보험사 보장성인보험
중심, 생명보험사 연금과 저축보험
중심의 성장

2012년 보험영업에서의 가장 큰 특징은 손해보험사를 중심으로 한 보장성인보험 상품의 폭발적인 성장세와 즉시연금 비과세혜택 제도 개편으로 인한 생명보험사의 연금과 저축성보험 상품의 성장이라고 할 수 있다.

손해보험사의 보장성인보험은 2009년 실손보험의 절관효과로 폭발적인 성장성을 기록한 후 부진한 성장흐름을 이어가다가 FY12 대형손해보험사를 중심으로 적극적인 마케팅 및 상품개발을 통해 높은 성장성을 기록 중이다. 보장성보험은 저축성보험에 비해 높은 수익성뿐만 아니라 저금리로의 패러다임 변화에 대응하기에 가장 적합한 상품으로 회사별로 보면 전통적으로 보장성인보험 판매에 경쟁력이 있는 메리츠화재의 성장성이 가장 돋보이는 가운데 최근 삼성화재가 일부 채널의 마케팅 전략 변화 등을 통해 성장성을 제고 하고 있어 이에 따른 시장점유율 상승에 대한 기대를 해 볼 수 있을 것 같다. 이러한 손해보험사의 높은 보장성인보험 성장은 향후 2013년 하반기부터 본격적으로 수익성 개선에 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단한다.

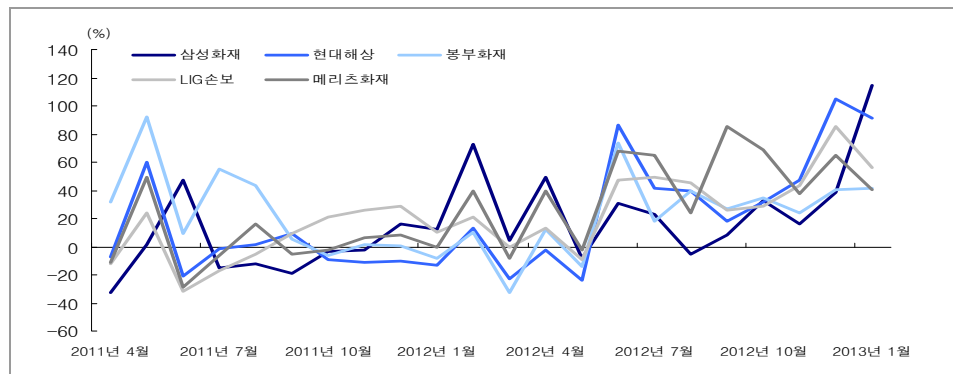
반면 생명보험사의 경우 상대적으로 보장성보험의 성장이 부진하였는데 이는 세제 개편으로 인해 상대적으로 연금 및 저축성상품으로 수요가 집중되었기 때문인 것으로 판단한다. 하지만 생명보험사의 경우 2Q FY12를 저점으로 보장성보험 APE(연납화보험료)증가율이 회복세를 보이고 있는 것으로 판단되어 향후 보장성보험에서의 APE증가율이 개선될 것으로 전망한다.

그림 32. 보험상품별 수익성



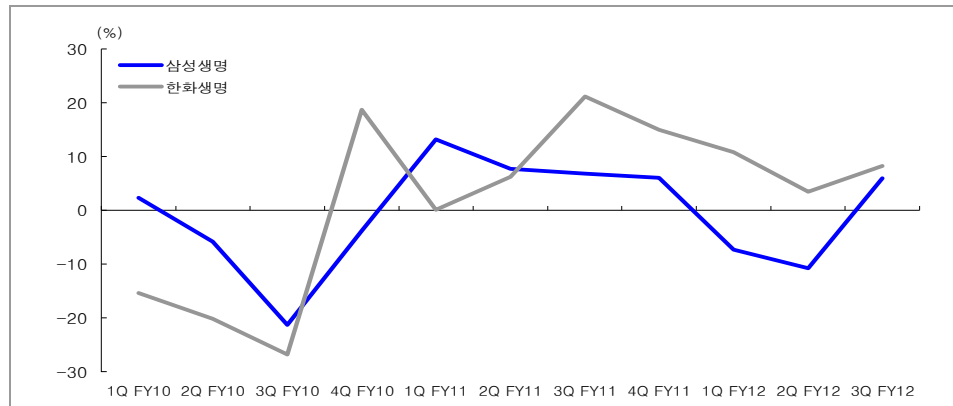
자료: KB투자증권

그림 33. 주요 손해보험사 보장성인보험 신계약 월납환산금액 증가율 추이 (월별 순액 기준)



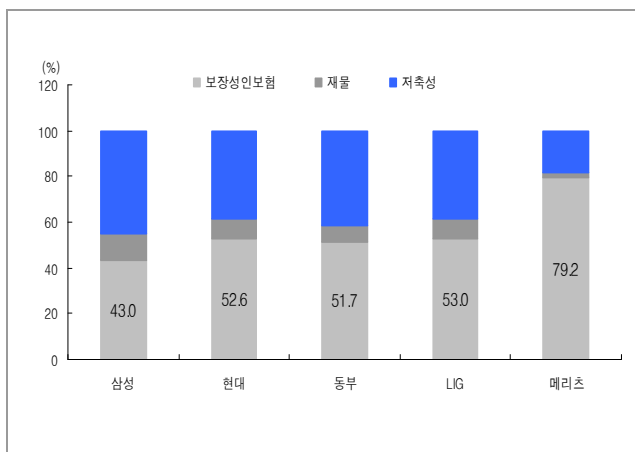
자료: KB투자증권

그림 34. 주요 생명보험사 보장성보험 APE (연납화보험료) 증가율 추이 (분기별 순이익 기준)



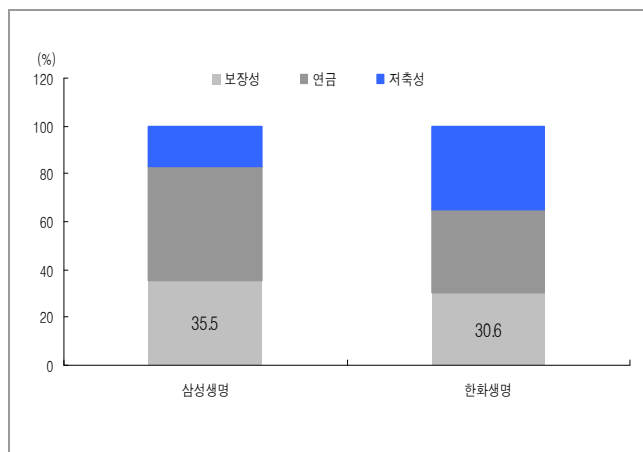
자료: 각 사, KB투자증권

그림 35. 주요 손해보험사 월납환산기준 구성비 현황



자료: 각 사, KB투자증권 주: 1월 FY12 누적기준

그림 36. 주요 생명보험사 APE 구성비 현황



자료: 각 사 주: 3Q FY12 누적기준

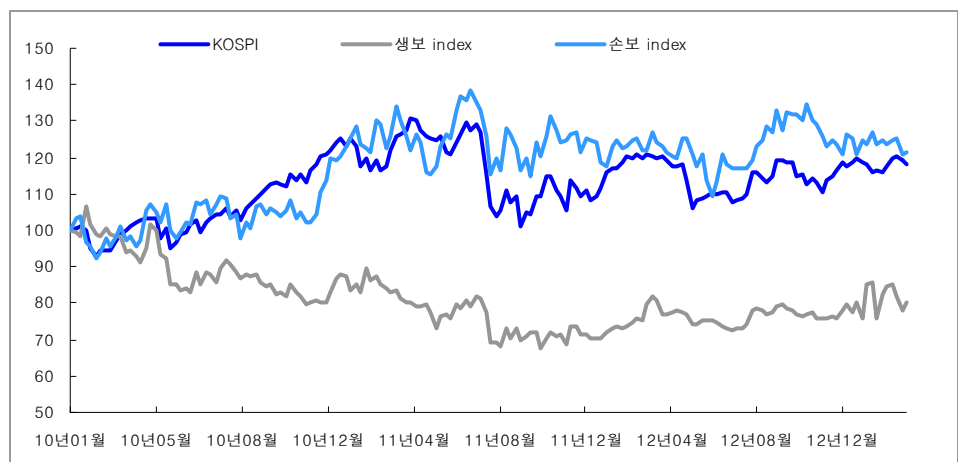
IV. 주가흐름

생명보험과 손해보험으로 나누어 주가흐름을 살펴보면 손해보험업종지수는 KOSPI와 일정한 상관관계를 가지며 움직이는 반면 생명보험업종지수는 2010년 이후 2011년까지 지속적인 하락세를 기록하였다. 이는 초기 삼성생명의 상장 시 공모가에 대한 부담과 함께 지속적인 금리하락으로 상대적으로 금리에 민감한 생명보험업종의 특성에 따른 것으로 분석된다.

2012년 분기별 주요보험사의 주가수익률을 보면 상대적으로 생명보험사의 주가 흐름이 양호한 것으로 나타나는데 이는 생명보험사의 상대적 낙폭과대 및 자사주 매입 등 주주환원정책 영향이 큰 것으로 판단된다.

2013년 이후 특이한 점은 2012년 가장 양호한 수익률을 기록하였던 메리츠화재와 LIG손해보험의 주가 흐름이 가장 부진한 점이다. 이는 연초 이후 상대적으로 낮은 RBC비율에 따른 우려가 반영된 것으로 판단한다. 당분간 RBC 비율 산정기준 강화에 따른 불확실성은 지속되겠지만 최근 은행권의 바젤3 도입일정 연기 등 금융기관의 자본적정성 관리기준 강화 일정이 연기되고 있는 점을 주목할 필요가 있는 것으로 판단된다. 특히 LIG손해보험의 경우 자사주를 활용한 RBC개선 방안 가능성을 감안할 때 이로 인한 우려는 과도한 것으로 판단한다.

그림 37. 보험업종 주가 흐름



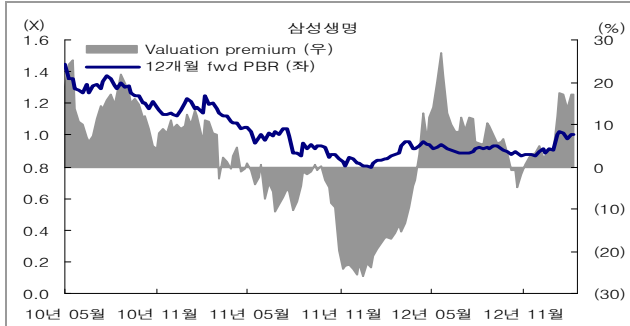
자료: Fnguide, KB투자증권

표 4. 2012년 이후 주요 보험사 주가수익률

	1Q 12	2Q 12	3Q 12	4Q 12	2012	1Q 13
삼성생명	22.4	삼성화재 5.6	한화생명 20.1	메리츠화재 11.9	메리츠화재 19.9	삼성생명 7.1
LIG손해보험	14.0	삼성생명 -6.0	현대해상 16.9	한화생명 0.5	삼성생명 16.6	삼성화재 0.5
KOSPI	10.3	KOSPI -7.9	동부화재 15.4	KOSPI 0.0	LIG손해보험 12.9	KOSPI -1.4
메리츠화재	9.3	현대해상 -9.2	메리츠화재 12.9	LIG손해보험 -0.6	KOSPI 9.4	동부화재 -2.2
삼성화재	1.4	LIG손해보험 -9.8	LIG손해보험 10.4	삼성생명 -1.9	한화생명 4.9	현대해상 -4.8
한화생명	1.2	메리츠화재 -13.2	KOSPI 7.7	현대해상 -3.8	삼성화재 3.3	LIG손해보험 -7.0
현대해상	-5.5	한화생명 -14.2	삼성화재 5.8	동부화재 -5.1	현대해상 -3.5	한화생명 -11.7
동부화재	-8.3	동부화재 -14.3	삼성생명 3.2	삼성화재 -8.8	동부화재 -14.0	메리츠화재 -13.1

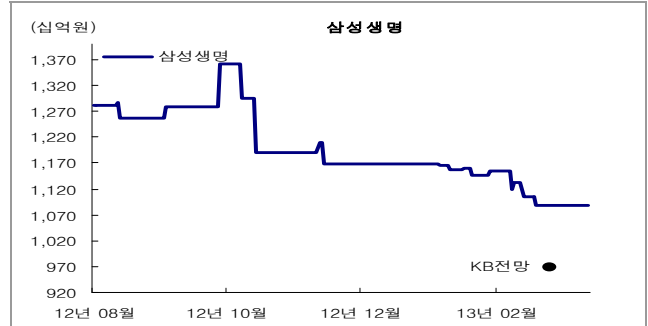
자료: KB투자증권

그림 38. 삼성생명 PBR 추이 및 Valuation Premium



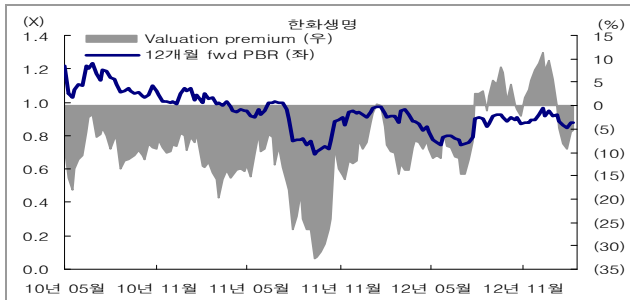
자료: KB투자증권

그림 39. 삼성생명 컨센서스 추이



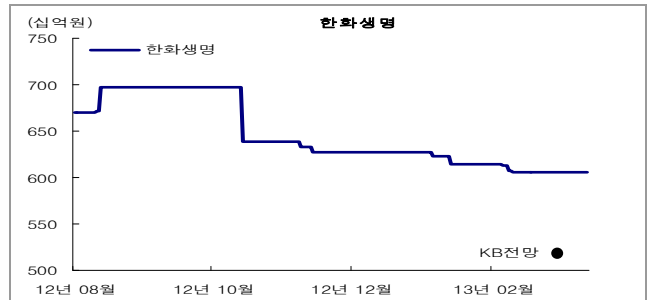
자료: KB투자증권

그림 40. 한화생명 PBR 추이 및 Valuation Premium



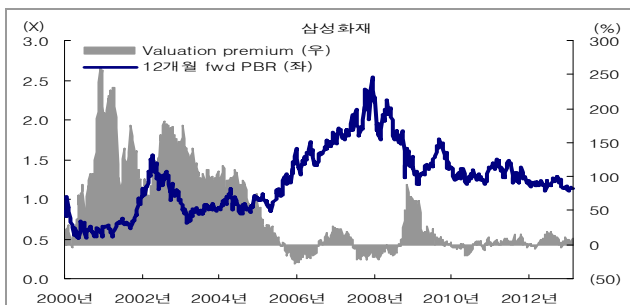
자료: KB투자증권

그림 41. 한화생명 컨센서스 추이



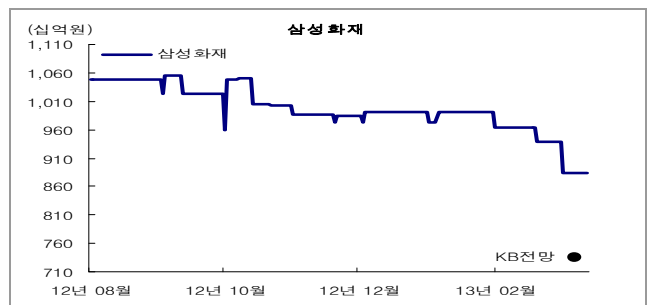
자료: KB투자증권

그림 42. 삼성화재 12개월 PBR 추이 및 Valuation Premium



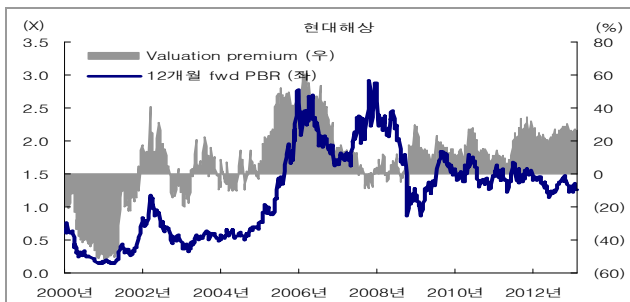
자료: KB투자증권

그림 43. 삼성화재 컨센서스 추이



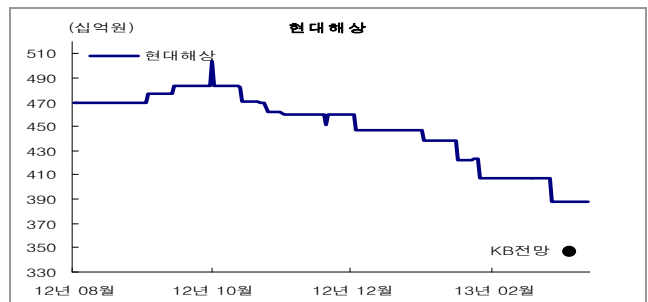
자료: KB투자증권

그림 44. 현대해상 PBR 추이 및 Valuation Premium



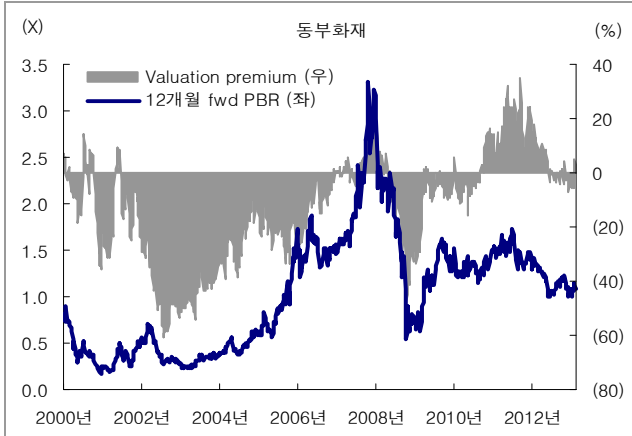
자료: KB투자증권

그림 45. 현대해상 컨센서스 추이



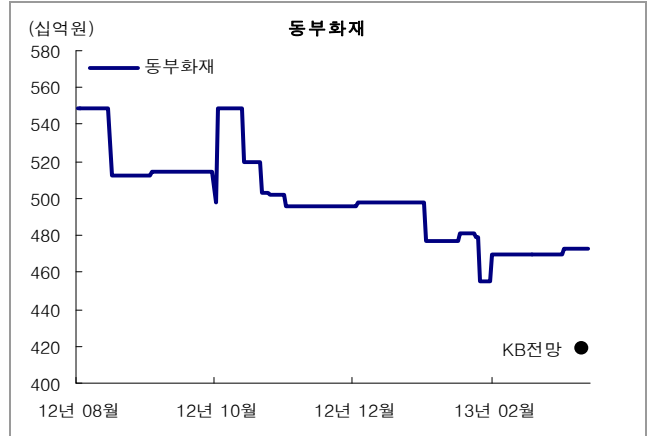
자료: KB투자증권

그림 46. 동부화재 PBR 추이 및 Valuation Premium



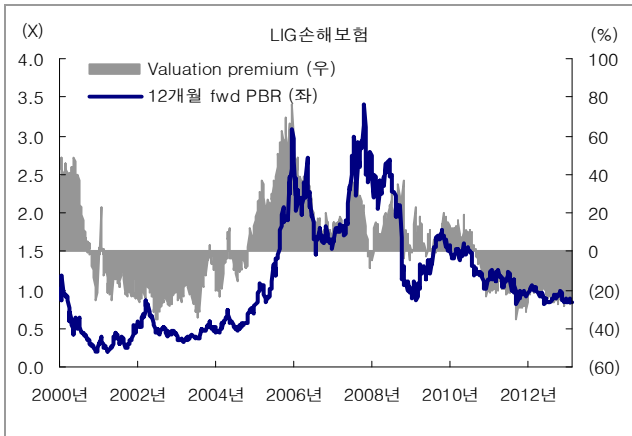
자료: KB투자증권

그림 47. 동부화재 컨센서스 추이



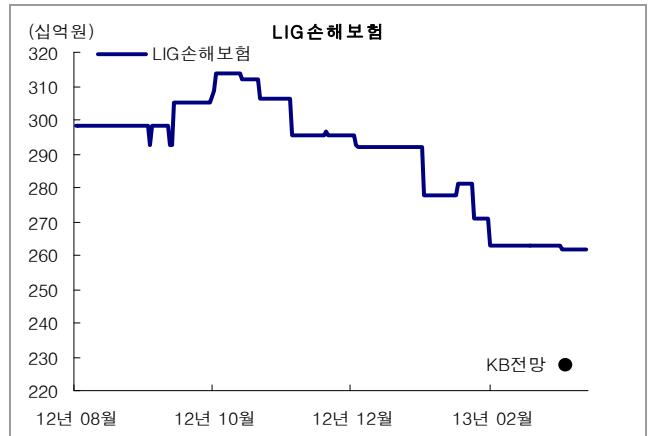
자료: KB투자증권

그림 48. LIG손해보험 PBR 추이 및 Valuation Premium



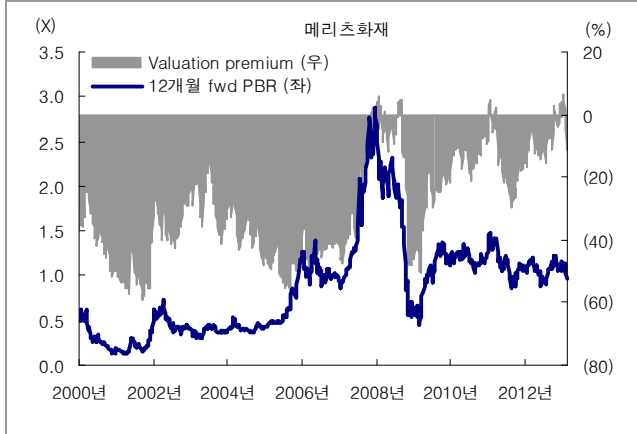
자료: KB투자증권

그림 49. LIG손해보험 컨센서스 추이



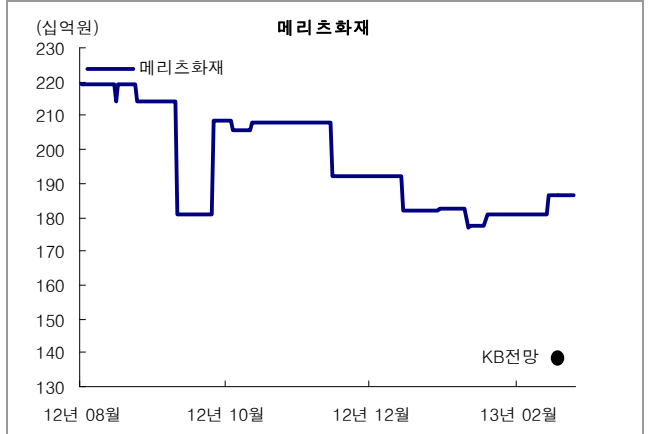
자료: KB투자증권

그림 50. 메리츠 PBR 추이 및 Valuation Premium



자료: KB투자증권

그림 53. 메리츠 컨센서스 추이



자료: KB투자증권

V. 투자 의견 및 Valuation

손해보험 OVERWEIGHT 유지, 생명
보험 OVERWEIGHT로 상향조정

KB투자증권은 손해보험업에 대한 투자 의견을 기존의 OVERWEIGHT를 유지하고 생명보험업에 대한 투자 의견을 기존의 NEUTRAL에서 OVERWEIGHT로 상향 조정한다. 손해보험업은 제도적인 우려가 구조적이지 않다는 점과 높은 보장성인보험 성장으로 인한 장기적인 이익창출력 확보에 주목해야 할 시기인 것으로 판단한다. 또한 생명보험업도 세계개편 등으로 인한 수입보험료 성장성 개선 및 하반기 금리환경의 개선을 감안하였다.

종목별 목표주가 산정의 기준이 되는 주당순자산을 FY12에서 FY13으로 변경하고 제도 및 업황 변화를 반영하여 종목별 할증 및 할인율을 적용하였다. 그 결과 삼성생명, 삼성화재, 동부화재, 한화생명의 목표주가를 소폭 상향 조정하였다.

표 5. 보험업종 종목별 투자 의견 및 주요 투자지표

(단위:)	삼성생명	한화생명	삼성화재	현대해상	동부화재	LIG손해보험	메리츠화재
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	125,000	8,000	290,000	44,000	69,000	41,000	17,000
(수정 전)	110,000	7,500	270,000	44,000	64,000	41,000	17,000
현주가	101,000	6,850	219,000	31,700	44,950	24,050	12,300
상승여력(%)	23.8	16.8	32.4	38.8	53.5	70.5	38.2
주당순이익							
FY11	4,849	640	16,822	4,961	6,369	4,037	1,560
FY12E	5,026	632	16,343	4,269	6,613	4,315	1,316
FY13E	5,741	768	19,094	4,703	7,444	5,353	1,641
FY14E	6,534	820	22,597	5,599	8,825	6,510	2,125
주당순자산							
FY11	91,945	7,712	164,998	21,688	34,830	25,570	9,297
FY12E	105,874	8,071	186,933	24,747	40,484	28,591	10,494
FY13E	109,267	8,561	201,524	28,250	46,527	32,944	11,834
FY14E	113,345	9,073	219,117	32,449	53,753	38,253	13,553
ROE(%)							
FY11	5.7	8.4	10.7	27.5	20.0	19.0	20.0
FY12E	5.0	7.9	9.1	18.4	17.6	15.9	14.5
FY13E	5.3	9.1	9.8	17.7	17.1	17.4	16.0
FY14E	5.8	9.2	10.7	18.4	17.6	18.3	18.3
PER							
FY11	20.8	10.7	13.0	6.4	7.1	6.0	7.9
FY12E	20.1	10.8	13.4	7.4	6.8	5.6	9.3
FY13E	17.6	8.9	11.5	6.7	6.0	4.5	7.5
FY14E	15.5	8.4	9.7	5.7	5.1	3.7	5.8
PBR							
FY11	1.1	0.9	1.3	1.5	1.3	0.9	1.3
FY12E	1.0	0.8	1.2	1.3	1.1	0.8	1.2
FY13E	0.9	0.8	1.1	1.1	1.0	0.7	1.0
FY14E	0.9	0.8	1.0	1.0	0.8	0.6	0.9

자료: KB투자증권

KB투자증권은 생명보험 2사와 손해보험 5사의 FY12 순이익 전망치를 각각 3.4%, 9.4% 하향 조정한다. 손해보험사의 이익 하향 폭이 큰 이유는 3월 보장성인보험 절판효과가 예상됨에 따른 사업비 추가상각 가능성을 반영하였다.

최근 컨센서스 추이를 보면 각 사별로 순이익 전망 하향이 지속적으로 이루어지고 있는 상황으로 향후 FY12 결산 실적 발표 시 추가적인 컨센서스 하향 조정이 이루어질 가능성이 높을 것으로 전망한다.

표 6. 주요 보험사 수익예상 변경 내용

(단위:)		수정 후			수정 전			변경율(% , %p)		
		FY12	FY13	FY14	FY12	FY13	FY14	FY12	FY13	FY14
삼성화재	순이익 (억원)	7,378	8,620	10,202	8,323	9,371	10,443	(11.4)	(8.0)	(2.3)
	EPS	16,343	19,094	22,597	18,434	20,758	23,131	(11.3)	(8.0)	(2.3)
	BPS	186,933	201,524	219,117	187,424	203,682	221,810	(0.3)	(1.1)	(1.2)
	ROE (%)	9.1	9.8	10.7	10.3	10.6	10.9	(1.2)	(0.8)	(0.2)
현대해상	순이익 (억원)	3,433	3,782	4,502	3,624	3,951	4,473	(5.3)	(4.3)	0.7
	EPS	4,269	4,703	5,599	4,507	4,914	5,562	(5.3)	(4.3)	0.7
	BPS	24,747	28,250	32,449	25,604	29,217	33,380	(3.3)	(3.3)	(2.8)
	ROE (%)	18.4	17.7	18.4	19.1	17.9	17.8	(0.7)	(0.2)	0.5
동부화재	순이익 (억원)	4,186	4,712	5,586	4,597	5,182	5,765	(8.9)	(9.1)	(3.1)
	EPS	6,613	7,444	8,825	7,262	8,186	9,107	(8.9)	(9.1)	(3.1)
	BPS	40,484	46,527	53,753	42,459	49,245	56,853	(4.7)	(5.5)	(5.5)
	ROE (%)	17.6	17.1	17.6	18.8	17.9	17.2	(1.2)	(0.8)	0.4
LIG손해보험	순이익 (억원)	2,235	2,772	3,371	2,436	3,115	3,530	(8.3)	(11.0)	(4.5)
	EPS	4,315	5,353	6,510	4,703	6,015	6,816	(8.2)	(11.0)	(4.5)
	BPS	28,591	32,944	38,253	29,711	34,726	40,441	(3.8)	(5.1)	(5.4)
	ROE (%)	15.9	17.4	18.3	17.0	18.7	18.1	(1.1)	(1.3)	0.2
메리츠화재	순이익 (억원)	1,389	1,732	2,242	1,579	2,096	2,417	(12.1)	(17.4)	(7.2)
	EPS	1,316	1,641	2,125	1,496	1,986	2,291	(12.0)	(17.4)	(7.3)
	BPS	10,494	11,834	13,553	11,043	12,661	14,561	(5.0)	(6.5)	(6.9)
	ROE (%)	14.5	16.0	18.3	16.1	18.3	18.4	(1.6)	(2.2)	(0.1)
상위5사 합계 순이익 (억원)		18,620	21,617	25,904	20,559	23,715	26,628	(9.4)	(8.8)	(2.7)
삼성생명	순이익 (억원)	9,668	11,044	12,569	10,072	11,740	12,766	(4.0)	(5.9)	(1.5)
	EPS	5,026	5,741	6,534	5,236	6,103	6,636	(4.0)	(5.9)	(1.5)
	BPS	105,874	109,267	113,345	103,510	107,262	111,442	2.3	1.9	1.7
	ROE (%)	5.0	5.3	5.8	5.3	5.7	6.0	(0.3)	(0.4)	(0.2)
한화생명	순이익 (억원)	5,277	6,405	6,844	5,585	6,667	7,246	(5.5)	(3.9)	(5.6)
	EPS	632	768	820	669	799	868	(5.5)	(3.9)	(5.5)
	BPS	8,071	8,561	9,073	8,095	8,612	9,182	(0.3)	(0.6)	(1.2)
	ROE (%)	7.9	9.1	9.2	8.4	9.5	9.7	(0.5)	(0.4)	(0.5)
상위2사 합계 순이익 (억원)		14,944	17,450	19,412	15,657	18,407	20,012	(4.5)	(5.2)	(3.0)

자료: KB투자증권

손해보험사의 종목별 목표주가는 자기자본비용과 FY13~FY14의 평균 ROE를 이용한 적정PBR을 산출한 후 종목별로 시장지배력, 수익안정성을 고려해 목표PBR을 산정 적용하였다. 2위권 보험사의 경우 업황 및 제도적 불확실성을 고려해 15~25%의 할인율을 적용하였고 우수한 자본력과 이익안정성을 보유한 삼성화재에 대해서는 시장지배력과 수익안정성에 각각 10%와 5%의 프리미엄을 부과하였다.

표 7. 수정순자산가치법을 이용한 손해보험사 목표주가 산정

(단위:)	단위	삼성화재	현대해상	동부화재	LIG손해보험	메리츠화재	비고
자기자본비용 (CoE)	%	8.2	9.9	10.0	10.5	9.3	
무위험수익률	%	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	
Risk Premium (Rm)	%	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	
Beta (β)		0.9	1.2	1.2	1.2	1.1	1년 평균베타
Average ROE	%	10.3	18.1	17.4	17.8	17.2	FY13~FY14년 평균 ROE
수정 BPS	원	201,524	28,250	46,527	32,944	11,834	FY13년 기준 BPS
적정 PBR	배	1.3	1.8	1.7	1.7	1.8	
정성적 요인	%	15.0	-15.0	-15.0	-25.0	-25.0	
시장지배력	%	10.0					
수익안정성	%	5.0					
기타			-15.0	-15.0	-25.0	-25.0	업황 및 제도적 불확실성 반영
목표 PBR	배	1.4	1.6	1.5	1.3	1.4	
목표주가	원	290,000	41,000	69,000	41,000	17,000	

자료: KB투자증권

생명보험사의 종목별 목표주가는 자기자본비용과 FY13에서 FY14년의 평균 ROE를 이용한 순자산가치법과 EV를 감안한 적정주가에 각각 50%의 가중치를 적용해 산출하였다. 다만 EV의 경우 계리적 가정에 의한 전망치의 변동성이 크다는 점과 생명보험사의 특성상 보유계약가치에 대한 평가를 무시하기 어렵다는 점을 감안해 FY13 전망치보다는 FY12 EVPS 전망치를 기준으로 목표 P/EV를 적용해 산정하였다.

순자산가치법을 이용한 적정주가 산정에서는 업계선도기업으로 안정적인 상품포트폴리오를 보유하고 있는 삼성생명에 대해서는 시장지배력과 수익안정성에 각각 20%와 10%의 프리미엄을 부과하였고 오버행 우려가 있는 한화생명에 대해서는 10%의 할인율을 적용하였다.

표 8. 수정순자산가치법을 이용한 생명보험 2개사 목표주가 산정

(단위:)	단위	삼성생명	한화생명	비고
자기자본비용 (CoE)	%	6.9	9.9	
무위험수익률	%	3.0	3.0	
Risk Premium (Rm)	%	6.0	6.0	
Beta (β)		0.7	1.1	1년 평균베타
Average ROE	%	5.6	9.7	FY13~FY14년 평균 ROE
주당순자산	원	109,267	8,598	FY13년 기준 BPS
적정 PBR	X	0.8	1.0	
정성적 요인	%	30.0	-10.0	
시장지배력	%	20.0		
수익안정성	%	10.0		
기타	%		-10.0	한화생명 오버행 가능성
목표 PBR	X	1.0	0.9	
목표주가	원	114,386	7,574	

자료: KB투자증권

표 9. EV를 이용한 생명보험 2개사 목표주가 산정

(단위:)	단위	삼성생명	한화생명	비고
EV	억원	262,338	90,695	FY12
ROEV	%	13.9	10.4	
현재 P/EV	X	0.8	0.7	
EVPS	원	135,226	10,765	
목표P/EV	X	1.0	0.8	
목표주가	원	135,226	8,289	

자료: KB투자증권

표 10. 생명보험 2사 목표주가

(단위:)	비중	삼성생명	한화생명	비고
수정순자산가치	0.5	114,386	7,574	
EV	0.5	135,226	8,289	
목표주가		125,000	8,000	

자료: KB투자증권

VI. Risk요인

금리 하락 및 저금리 기조 유지로 인한 투자수익률 하락 가능성

보험산업은 장래에 지급할 비용을 준비금의 형식으로 적립하고 이러한 준비금을 투자영업의 재원으로 활용하기 때문에 금리의 하락 및 저금리기조는 투자수익률 하락으로 이어져 향후 지급해야 하는 비용에 대한 부담이 커지는 구조를 가지고 있다. 더욱이 지급해야 하는 부담이율이 고정금리일 경우 이러한 부담은 더욱 커질 수 밖에 없다. 시간이 지남에 따라 만기도래로 인해 고정금리형 적립금이 감소하고 최근에는 변동금리형 상품만 판매하고 있어 고정금리형 상품 비중은 하락할 전망이다. 저금리가 장기간 지속될 경우 순투자수익률 하락 및 이로 인한 이차역마진 부담은 지속될 전망이다. 향후 경기회복 전망에 따라 추가적인 금리 하락보다는 상승할 가능성이 높을 전망이나 상승 폭 및 상승 속도가 예상보다 낮을 경우 보험사의 수익성 개선은 제한적일 전망이다.

판매수수료 이연한도 신설은 경쟁 과열 시 보험사의 수익성악화요인이 될 것으로 전망

2013년 상반기 제도 개선 중 보험사의 수익성 및 성장성에 가장 큰 영향을 줄 수 있는 것은 보장성보험의 판매수수료 이연한도 신설이라고 할 수 있다. 이는 보험사의 사업비를 초기에 과다 지급하는 것을 방지하면서 분급을 유도하는 것으로 실제적으로 비용배분의 문제이지 사업비 자체가 추가로 지급되는 것은 아니라고 할 수 있다. 하지만 제도 실행 초기 회사별 정책에 따라 설계사에게 지급되는 판매수수료가 차별화될 경우 회사별 시장점유율 및 수익성에 영향을 줄 수 있는 것으로 판단한다. 특히 전속설계사보다는 GA채널이 초기 판매수수료에 민감할 것으로 보여 GA채널 의존도가 상대적으로 높은 손해보험사에 미치는 영향이 클 전망이다. KB투자증권은 업계가 장기적으로 판매수수료 지급 정책에 대해 협조할 것으로 전망하지만 단기적으로 경쟁이 과열될 경우 성장성 및 수익성에 영향을 줄 수 있을 것으로 판단한다.

고령화로 인한 장수리스크 확대 및 의료비 지출 급증 가능성

빠른 인구구조 고령화로 인한 장수리스크 확대와 의료비 지출이 급증할 가능성이 있다. 보험 회사의 장수리스크는 보험회사가 지급해야 할 실제 연금지급액이 예상했던 연금지급액보다 커질 경우 발생하는 리스크이다. 하지만 인구고령화는 노후자산 축적을 위한 연금시장의 성장과 은퇴 후 안정적인 소득흐름 중요성이 높아져 종신연금 등 연금시장 성장에 기여하는 측면도 있는 것으로 판단한다. 따라서 고령화에 대비한 적극적인 서비스 및 상품 개발 강화를 통한 장수리스크 관리가 필요할 것으로 판단한다.

소비자금융 중심 정책관련 이슈 지속적으로 제기될 가능성

최근 소비자금융을 중심으로 정책관련 이슈, 특히 금융회사의 경우 불완전판매에 대한 보완책 및 소비자권익 향상을 위한 정책은 지속적으로 제기될 가능성이 높은 것으로 판단한다. 공시이율 제도 개편이나 사업비 분급 유도 정책도 결국 소비자의 권익 향상과 관련되어 있는 것으로 판단한다. 이러한 정책관련 제도 변경은 단기적으로는 실적에 부정적인 영향을 미칠 수 있어도 중장기적으로는 리스크관리의 일환이라는 점에서 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 면도 있다.

Company analysis ↙

삼성생명 (032830) BUY / TP 125,000원

삼성화재 (000810) BUY / TP 8,000원

유승창 02) 3777-8057
sc.yoo@kbsec.co.kr

삼성생명 (032830)

투자의견 (상향) **BUY**
목표주가 (상향) **125,000 (원)**

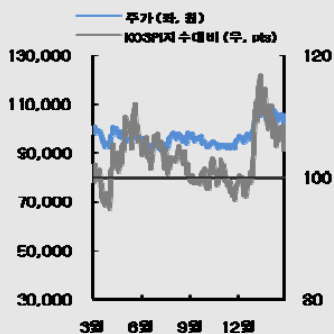
Upside / Downside (%) 23.8
현재가 (03/18, 원) 101,000
Consensus target price (원) 120,500
Difference from consensus (%) 3.7

Forecast earnings & valuation

3월결산	FY11	FY12E	FY13E	FY14E
수입보험료(십억원)	22,864	29,214	33,584	38,247
보험손익(십억원)	2,207	7,289	7,077	7,119
투자영업이익(십억원)	5,691	5,778	6,155	6,724
영업이익(십억원)	556	560	669	776
순이익(십억원)	947	967	1,104	1,257
EPS (원)	4,849	5,026	5,741	6,534
PER (X)	20.4	20.1	17.6	15.5
PBR (X)	1.1	1.0	0.9	0.9
ROE (%)	5.7	5.0	5.3	5.8

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	(6.0)	5.2	4.0	5.2
KOSPI대비 상대수익률	(5.4)	6.5	5.9	8.5



Trading Data

시가총액 (십억원)	20,200
유통주식수 (백만주)	86
Free Float (%)	42.8
52주 최고/최저 (원)	110,000 / 91,000
거래대금 (3M, 십억원)	21
외국인 소유지분율 (%)	10.7
주요주주 지분율 (%)	이건희와 10인 51.1
	(주신세계와 1인 11.1)
	삼성생명 자사주 3.0

자료: Fnguide, KB투자증권

제도 및 세제개편의 최대 수혜

삼성생명에 대한 목표주가 및 투자의견을 각각 125,000원 BUY로 상향 조정한다. 당사는 우수한 자본력과 브랜드를 바탕으로 제도 및 세제개편의 최대 수혜를 볼 전망이다. 적극적인 주주환원정책 및 하반기 시중금리 상승가능성을 감안할 때 현 주가수준에서는 동사에 대한 긍정적인 투자관점을 유지할 필요가 있는 것으로 판단한다.

■ 우수한 자본력과 브랜드에 주목할 시기, 향후 보장성보험의 성장성 기대

삼성생명은 우수한 자본력과 브랜드 가치를 기반으로 향후 변화되는 제도 및 세제 개선의 최대 수혜를 볼 전망이다. 또한 FY13에는 보장성보험의 성장성 제고도 가능할 전망이다.

■ 계열사 보유유가증권은 주가의 지지선 및 저항선의 역할을 할 전망

2012년 12월말 기준 삼성생명의 매도가능유가증권평가이익 12.4조원으로 전체 자본의 60.2%를 차지하고 있다. 동사의 계열사 보유유가증권은 업황 악화 시 주가 지지선 역할을 할 것으로 판단한다.

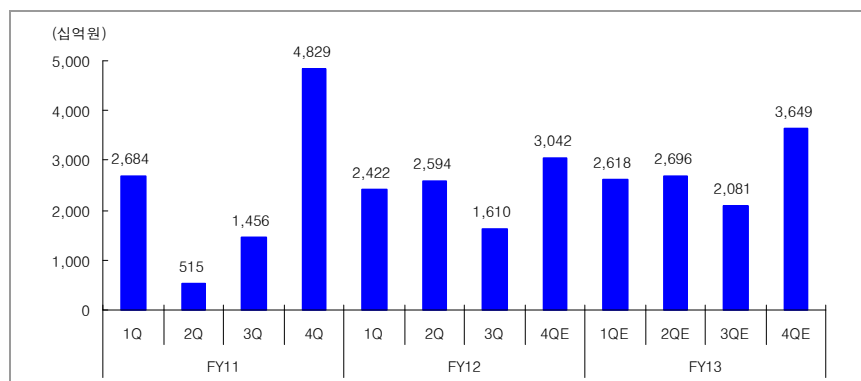
■ FY12 순이익 9,668억원 (+1.9% YoY) 기록할 것으로 추정

삼성생명의 FY12 순이익은 9,668억원(+2.0% YoY)을 기록할 전망이다. 대부분 보험사의 FY12 순이익이 FY11 대비 감소 내지 정체될 전망이다 가운데 상대적으로 안정적인 실적을 기록할 전망이다.

■ 투자의견 BUY, 목표주가 125,000원으로 상향 조정

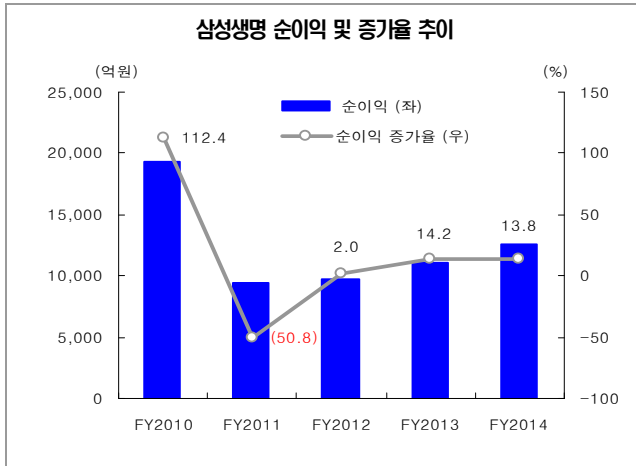
삼성생명에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 125,000원으로 상향 조정한다. 삼성생명의 목표주가는 FY13 주당순자산 대비 1.0X의 PBR을 적용하고 FY12 EV 대비 1.0X의 P/EV를 적용하여 가중평균하여 산정하였다.

삼성생명 분기별 순이익 추이 및 전망



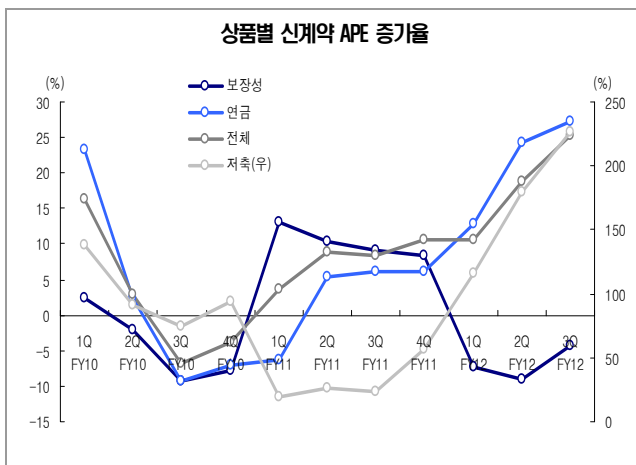
자료: 삼성생명, KB투자증권

I. Focus Charts



자료: 삼성생명, KB투자증권

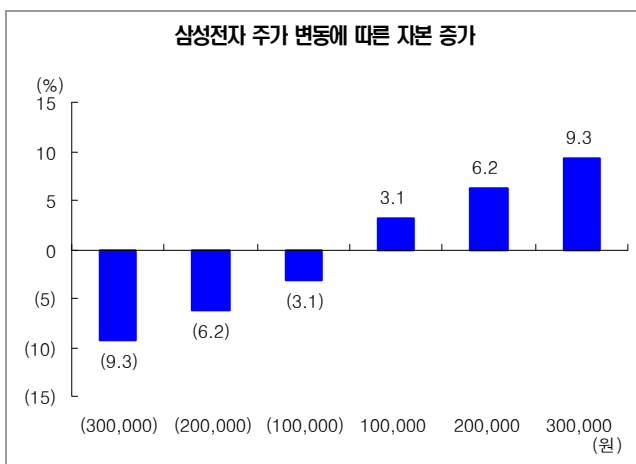
- 삼성생명의 FY12 순이익은 9,668억원(+2.0% YoY)을 기록할 전망. 대부분 손해보험사의 FY12 순이익이 FY11 대비 감소 내지 정체될 전망이다 가운데 상대적으로 안정적인 실적을 기록할 전망
- FY13과 FY14 순이익은 수입보험료 성장 및 운용자산 증가로 인해 각각 14.2%, 13.8% 증가할 것으로 전망
- 삼성생명의 FY12 EV는 26.2조원으로 10.5% 증가할 전망. 금리 하락으로 인한 계리적 가정 조정으로 EV 증가에 부정적인 요인이 있으나 신계약 APE 증가로 예년 수준의 성장세를 유지할 수 있을 것으로 전망



자료: 삼성생명, KB투자증권

주: 연금은 일반연금+변액연금 기준

- 3Q FY12 누적기준 APE는 3조 3,617억원 (+25.3% YoY)으로 FY11이후 꾸준히 증가율이 상승하는 추세임. 2Q FY12 및 3Q FY12의 경우 즉시연금 절판 효과 영향이 컸으나 금융소득 종합과세 한도 하향 영향 등으로 당분간 삼성생명의 APE 증가율은 10% 중반 수준을 유지할 수 있을 것으로 판단함.
- FY12 즉시연금 및 저축성상품의 판매 호조로 인해 상대적으로 보장성상품의 APE증가율이 부진한 상황임. 하지만 2Q FY12를 저점으로 삼성생명의 보장성 APE 증가율이 상승할 가능성이 높은 것으로 판단

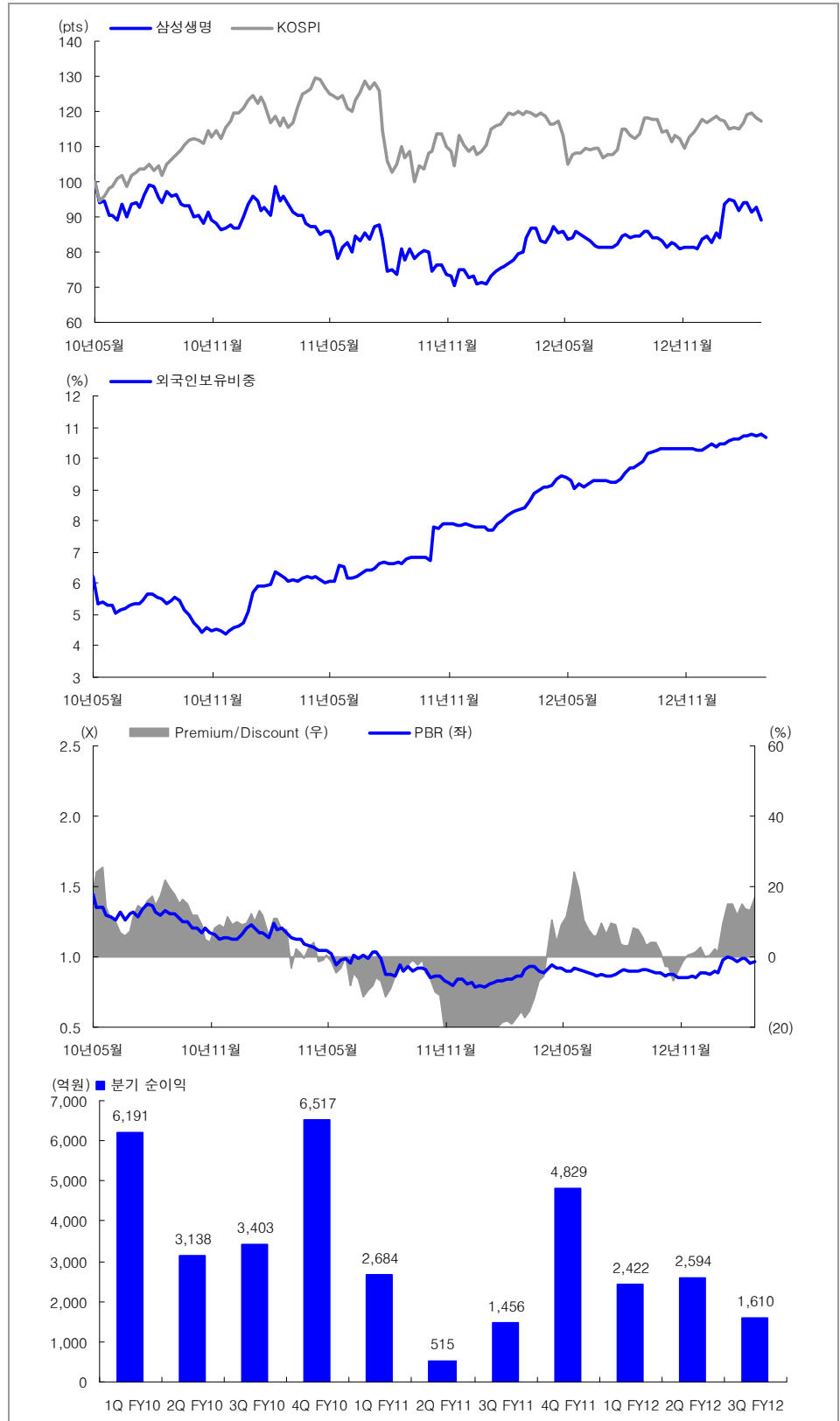


자료: 삼성생명, KB투자증권

주: FY12E 자본 기준

- 2012년 12월말 기준 매도가능유가증권 등 평가이익 12.4조원으로 전체 자본총계 20.7조원 대비 60.2%를 차지
- 매도가능유가증권의 대부분은 계열사 주식으로 삼성전자 (7.21%), 삼성증권 (11.38%), 삼성화재 (10.36%), 삼성물산 (4.78%), 호텔신라 (7.3%), 삼성중공업 (3.38%) 보유
- 삼성전자 주가 10만원 변동 시 삼성생명의 평가이익은 계약자지분 (30% 수준)과 이연법인세 (24.2%)를 제외한 5,636억원 변동함. 이는 FY12 예상 자본총계 대비 3.1%에 해당
- 동사의 보유유가증권 가치는 업황 악화 시 동사 주가의 지지선 역할을 해 줄 것으로 판단

그림 1. 삼성생명 주가, 외국인 보유비중, PBR & premium/discount, 분기별 순이익 추이



자료: Fnguide, 삼성생명, KB투자증권

손익계산서	[십억원]					대차대조표	[십억원]				
	FY10	FY11	FY12E	FY13E	FY14E		FY10	FY11	FY12E	FY13E	FY14E
수입보험료	21,573	22,864	29,214	33,584	38,247	자산총계	146,354	161,072	183,900	197,796	217,355
일반계정	14,589	14,726	20,695	24,213	27,845	운용자산	118,656	130,272	149,162	161,095	177,204
특별계정	6,983	8,138	8,519	9,371	10,402	현금과예치금	4,467	2,986	5,046	4,787	5,630
보험손익	1,671	2,207	7,289	7,077	7,119	유가증권	84,790	97,225	108,956	118,950	130,142
보험영업수익	14,851	14,991	20,952	24,478	28,118	주식	15,399	18,655	20,359	22,528	24,484
보험료수익	14,589	14,726	20,695	24,213	27,845	채권	53,910	62,700	69,781	76,449	83,497
재보험수익	261	264	257	265	273	수익증권	2,710	2,848	3,334	3,561	3,939
보험영업비용	13,180	12,783	13,663	17,401	20,999	외화유가증권	12,296	12,664	14,979	15,918	17,652
지급보험금	9,505	9,171	9,197	12,501	15,404	대출채권	24,201	24,348	28,622	30,294	33,663
재보험비용	283	280	271	279	287	부동산	5,198	5,713	6,538	7,063	7,768
사업비	1,532	1,490	1,831	1,979	2,324	비운용자산	6,231	6,998	7,367	7,961	8,536
신계약비상각비	1,856	1,840	2,365	2,642	2,983	미상각신계약비	3,850	3,984	4,111	4,347	4,633
투자영업이익	6,982	5,691	5,778	6,155	6,724	특별계정자산	21,467	23,802	27,372	28,741	31,615
책임준비금전입액(또는 환입액)	7,009	7,342	12,506	12,562	13,067	부채총계	130,964	142,959	163,361	176,598	195,366
영업이익	1,644	556	560	669	776	책임준비금	99,133	106,656	119,162	131,724	144,791
영업외손익	966	620	715	788	882	계약자지분조정	5,214	6,073	7,591	8,730	9,777
기타수익	1,106	742	853	919	1,019	기타부채	4,972	6,247	9,026	7,184	8,941
특별계정수입수수료	633	700	832	898	997	특별계정부채	21,644	23,984	27,581	28,960	31,856
기타비용	140	122	138	131	137	자본총계	15,390	18,113	20,540	21,198	21,989
특별계정지급수수료	0	2	18	11	17	자본금	100	100	100	100	100
세전이익	2,610	1,176	1,275	1,457	1,658	자본잉여금	6	6	6	6	6
법인세	685	229	309	353	401	이익잉여금	7,809	8,565	8,712	9,370	10,161
당기순이익	1,925	947	967	1,104	1,257	자본조정	13	266	553	553	553
비지배지분순이익	192	-1	0	0	0	기타포괄손익누계액	7,461	9,658	12,228	12,228	12,228
연결 순이익	0	948	967	1,104	1,257	비지배지분	0	0	48	48	48

성장성	[%]					수익성	[%]				
	FY10	FY11	FY12E	FY13E	FY14E		FY10	FY11	FY12E	FY13E	FY14E
수입보험료	2.2	6.0	27.8	15.0	13.9	보험금지급률	65.2	62.3	44.4	51.6	55.3
일반계정	0.5	0.9	40.5	17.0	15.0	손해율	84.3	86.7	85.0	84.0	85.2
특별계정	5.8	16.5	4.7	10.0	11.0	사업비율	15.4	15.2	14.8	14.5	14.6
보험영업이익	n/a	32.1	230.2	(2.9)	0.6	순투자수익률	6.4	4.7	4.2	4.0	4.1
투자영업이익	26.9	(18.5)	1.5	6.5	9.3	ROA	1.4	0.6	0.6	0.6	0.6
순이익	112.4	(50.8)	2.0	14.2	13.8	ROE	14.0	5.7	5.0	5.3	5.8
운용자산	10.7	9.8	14.5	8.0	10.0	주당지표	[원]				
특별계정자산	9.9	10.9	15.0	5.0	10.0		FY10	FY11	FY12E	FY13E	FY14E
총자산	10.0	10.1	14.2	7.6	9.9	주당순이익 (EPS)	9,624	4,849	5,026	5,741	6,534
책임준비금	7.7	7.6	11.7	10.5	9.9	주당순자산 (BPS)	76,950	91,945	105,874	109,267	113,345
자본총계	26.8	17.7	13.4	3.2	3.7	PER (X)	10.7	20.4	20.1	17.6	15.5
						PBR (X)	1.3	1.1	1.0	0.9	0.9
						DPS	2,000	2,000	2,200	2,300	2,400
						배당수익률 (%)	1.9	2.0	2.2	2.3	2.4
						배당성향 (%)	20.8	41.6	44.1	40.4	37.0

자료: 삼성생명, KB투자증권

주: FY10은 K-GAAP 기준, FY11부터는 K-IFRS 기준

유승창 (02) 3777-8057
sc.yoo@kbsec.co.kr

삼성화재 (000810)

기업 코멘트

투자의견 (유지) **BUY**
목표주가 (상향) **290,000 (원)**

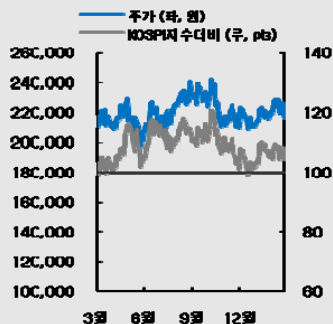
Upside / Downside (%) 32.4
현재가 (03/18, 원) 219,000
Consensus target price (원) 280,000
Difference from consensus (%) 3.6

Forecast earnings & valuation

3월결산	FY11	FY12E	FY13E	FY14E
수입보험료(십억원)	13,679	15,770	17,905	20,692
보험손익(십억원)	(260)	(506)	(562)	(576)
투자영업이익(십억원)	1,361	1,490	1,711	1,936
영업이익(십억원)	1,101	984	1,149	1,360
순이익(십억원)	785	738	862	1,020
EPS (원)	16,822	16,343	19,094	22,597
PER (X)	12.7	13.4	11.5	9.7
PBR (X)	1.3	1.2	1.1	1.0
ROE (%)	10.7	9.1	9.8	10.7

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	(0.7)	4.0	(5.6)	4.5
KOSPI대비 상대수익률	0.0	5.3	(3.8)	7.8



Trading Data

시가총액 (십억원)	10,375
유통주식수 (백만주)	35
Free Float (%)	73.6
52주 최고/최저 (원)	241,500 / 197,500
거래대금 (3M, 십억원)	24
외국인 소유지분율 (%)	54.2
주요주주 지분율 (%)	삼성생명외 5인 14.4
First State Investment Management (UK)	9.6
국민연금공단	7.1

자료: Fnguide, KB투자증권

우수한 자본력을 바탕으로 시장지배력 확대 가능

삼성화재에 대한 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 290,000원으로 상향조정한다. 동사는 업계선도기업으로 향후 우수한 자본력과 이익안정성을 바탕으로 당분간 시장지배력을 강화할 전망이다. 특히 상대적으로 낮은 보장성인보험 성장성이 최근 개선되는 추세를 보이며 업계선도기업으로서의 프리미엄을 확대할 전망이다.

■ FY12 순이익 7,378억원 (-6.0% YoY)으로 컨센서스 하회할 전망

삼성화재의 FY12 순이익은 7,378억원(-6.0% YoY)을 기록할 전망이다. 순이익 감소의 주된 원인은 안정화 추세에 있지만 여전히 높은 수준인 자동차보험 손해율 및 장기보험에서의 손해율 상승으로 FY13과 FY14 순이익은 자동차보험 손해율 정상화 및 운용자산 증가로 인해 각각 16.8%, 18.3% 증가할 전망이다.

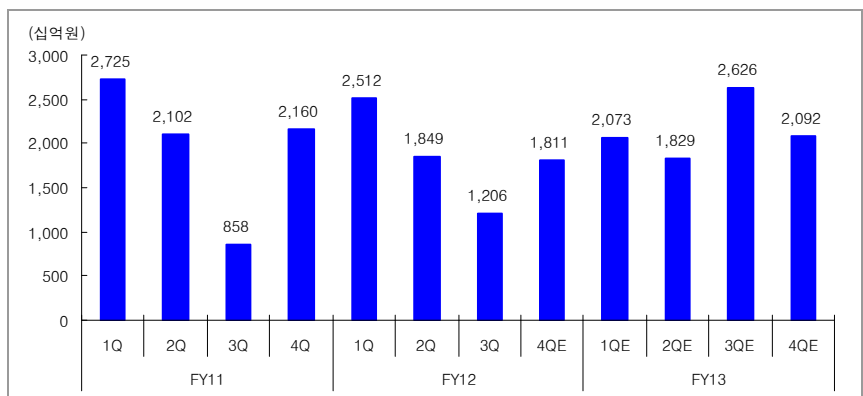
■ 우수한 자본력과 제도변화에 따른 상대적 수혜로 향후 시장점유율 상승 기대

삼성화재의 1월 FY12 보장성인보험 신계약은 120억원으로 전년동기대비 114.6% 증가하였다. 상위 5사 기준 삼성화재의 보장성인보험 신계약 시장점유율은 2012년 4월을 저점으로 꾸준히 상승하고 있다. 향후 삼성화재는 우수한 자본력과 적극적인 보장성인보험 영업정책을 통해 그 동안 동사의 주가상승의 제한적 요인이었던 보장성보험에서의 성장성을 제고할 가능성이 높은 것으로 전망한다.

■ 투자의견 BUY 유지, 목표 주가 290,000원으로 상향조정

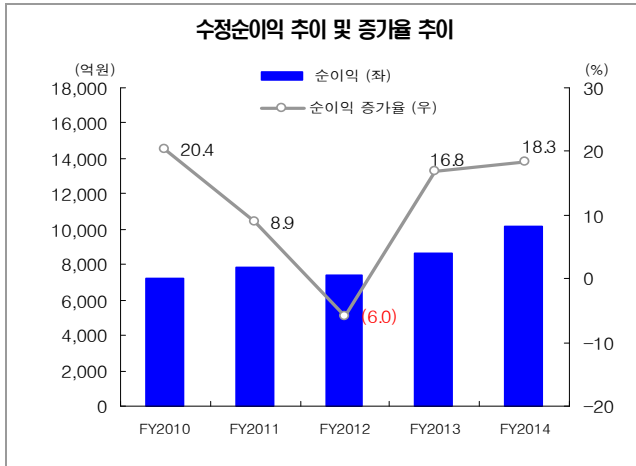
삼성화재의 추가수익률은 연초 이후 코스피를 1.9%p 상회하였다. 향후 동사의 주가는 보장성인보험의 추가적인 성장성 제고 및 이를 바탕으로 한 시장점유율 회복에 연동될 가능성이 높은 것으로 판단한다. 삼성화재의 투자의견 BUY를 유지하며 목표주가는 290,000원으로 상향조정한다.

삼성화재 분기별 순이익 추이 및 전망



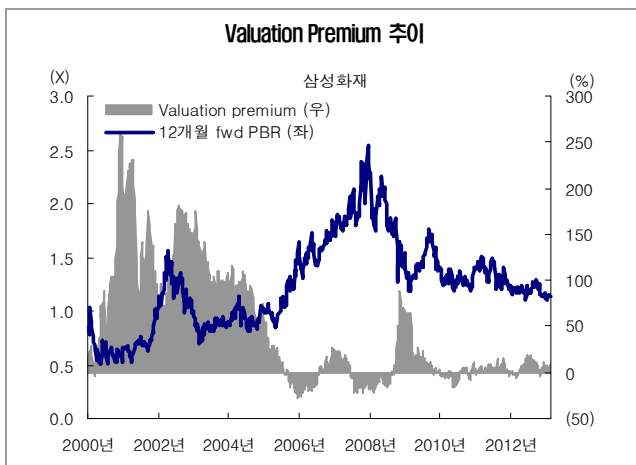
자료: 삼성화재, KB투자증권

I. Focus Charts



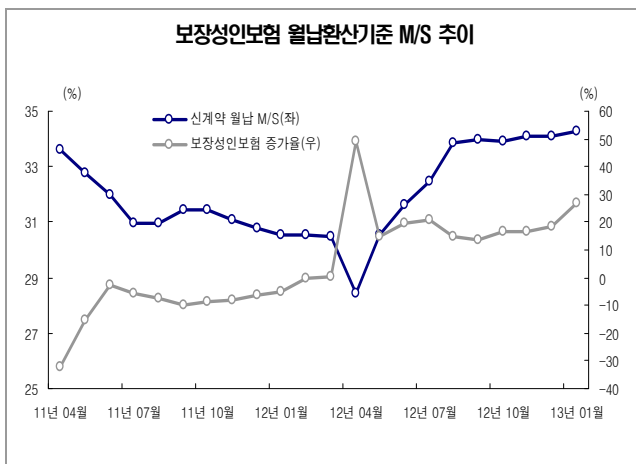
자료: KB투자증권

- 삼성화재의 FY12 순이익은 7,378억원(-6.0% YoY)을 기록할 전망. 순이익 감소의 주된 원인은 안정화 추세에 있지만 여전히 높은 수준인 자동차보험 손해율 및 장기보험에서의 손해율 상승인 것으로 판단
- FY13과 FY14 순이익은 자동차보험 손해율 정상화 및 운용자산 증가로 인해 각각 16.8%, 18.3% 증가할 것으로 전망
- 향후 삼성화재의 장기적 수익성은 보장성보험에서의 성장성 제고를 통한 장기보험에서의 손해율 하락 폭이 중요할 것으로 판단



자료: KB투자증권

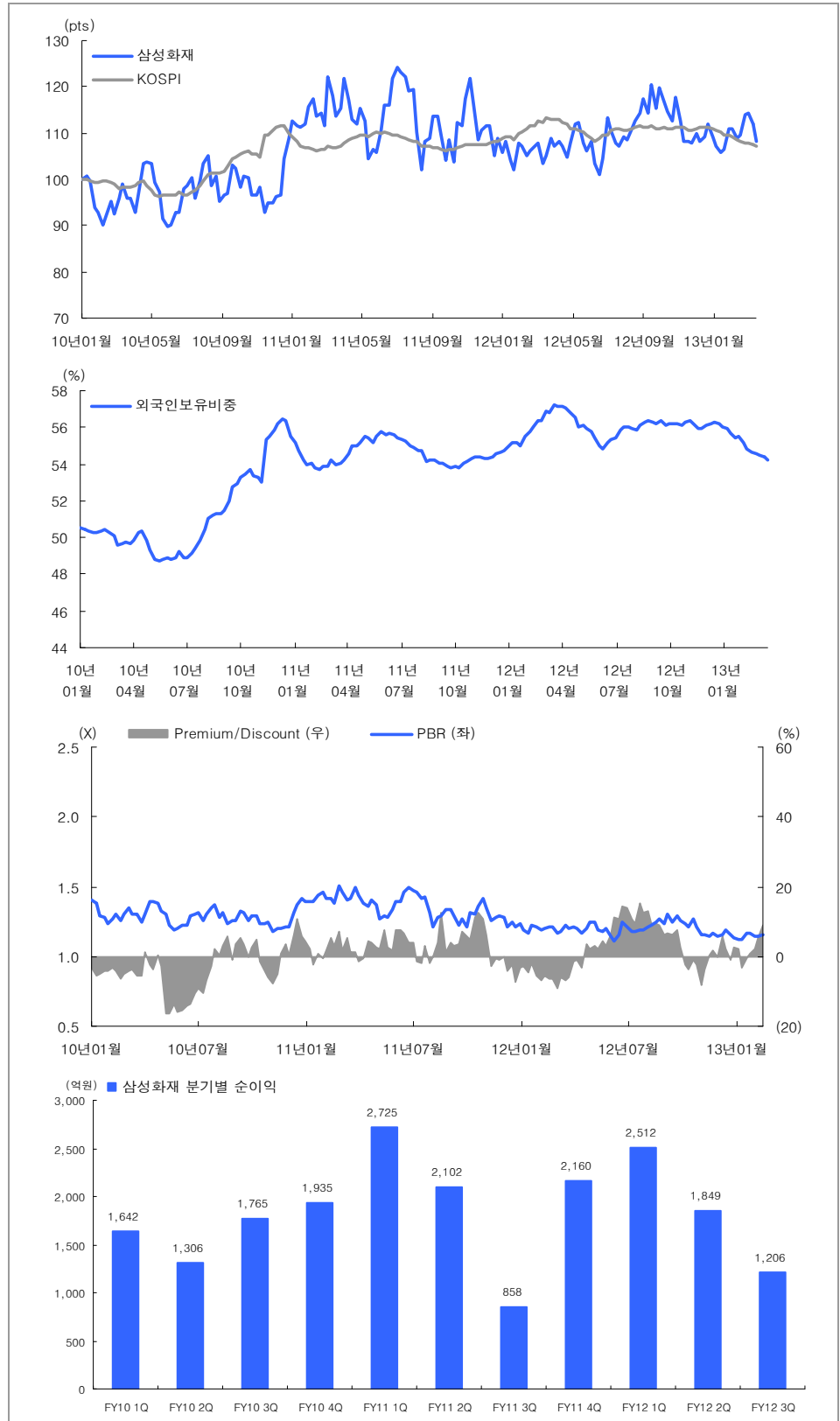
- 삼성화재는 2005년 이전에는 지속적으로 상위 5개 손해보험사 대비 평균 100% 수준의 PBR 프리미엄을 적용받았었음
- 통상 업종 전체의 급격한 이익 개선 모멘텀이 있을 경우 동사의 프리미엄은 축소되는 경향이 있음. 더욱이 FY2011년 이익개선 모멘텀에서 상대적으로 소외되어 더욱 할인되어 거래됨.
- 1H 13 상위 5개 손해보험사의 이익모멘텀이 크지 않은 상황에서 동사의 안정성이 상대적으로 부각될 전망
- 삼성화재의 업종대비 프리미엄이 축소된 주된 원인 중 하나가 시장 점유율 하락이었음을 감안할 때 향후 동사의 시장점유율 확대 여부에 따라 동사의 Valuation 프리미엄은 확대될 가능성 있음



자료: KB투자증권

- 삼성화재의 1월 FY12 보장성인보험 신계약은 120억원으로 전년동기 대비 114.6% 증가
- 상위 5사 기준 삼성화재의 보장성인보험 신계약 시장점유율은 2012년 4월을 저점으로 꾸준히 상승
- 향후 삼성화재는 우수한 자본력과 적극적인 보장성인보험 영업정책을 통해 그 동안 동사의 주가상승의 제한적 요인이었던 보장성보험에서의 성장성을 제고할 가능성이 높은 것으로 전망

그림 1. 삼성화재 주가, 외국인 보유비중, PBR & premium/discount, 분기별 순이익 추이



자료: Fnguide, 한화생명, KB투자증권

손익계산서

	FY09	FY10	FY11	FY12E	FY13E
3월 결산					
원수보험료	12,771	14,585	16,852	19,626	22,725
일반	1,265	1,425	1,616	1,846	2,098
자동차	3,387	3,579	3,595	3,792	3,931
장기	8,120	9,580	11,642	13,988	16,696
경과보험료	11,861	13,679	15,770	17,905	20,692
일반	704	821	942	1,050	1,166
자동차	3,111	3,367	3,408	3,479	3,583
장기	8,046	9,492	11,420	13,375	15,943
경과손해액	9,693	11,510	13,453	15,208	17,647
순사업비	2,439	2,430	2,823	3,259	3,621
보험영업이익	(327)	(260)	(506)	(562)	(576)
투자영업이익	1,249	1,361	1,490	1,711	1,936
영업이익	922	1,101	984	1,149	1,360
영업외이익	(33)	(43)	0	0	0
법인세이전이익	888	1,058	984	1,149	1,360
법인세비용	223	273	246	287	340
당기순이익	665	785	738	862	1,020
수정당기순이익	720	785	738	862	1,020

성장성 (증가율)

	FY09	FY10	FY11	FY12E	FY13E
3월 결산					
원수보험료	17.2	14.2	15.5	16.5	15.8
일반	8.5	12.7	13.4	14.2	13.7
자동차	7.6	5.7	0.4	5.5	3.6
장기	23.4	18.0	21.5	20.2	19.4
투자영업이익	23.7	9.0	9.5	14.8	13.2
당기순이익	26.8	18.0	(6.0)	16.8	18.3
수정순이익	20.3	8.8	(6.0)	16.8	18.3
운용자산	18.4	20.7	19.0	16.0	14.0
총자산	18.5	22.3	18.6	16.1	14.1
수정자기자본	15.2	10.0	9.7	7.8	8.7

수익성

	FY09	FY10	FY11	FY12E	FY13E
3월 결산					
경과손해율	81.7	84.1	85.3	84.9	85.3
일반	62.1	73.8	64.8	60.1	59.7
자동차	75.9	79.3	81.6	81.9	82.6
장기	85.7	86.8	88.1	87.7	87.8
사업비율	20.6	17.8	17.9	18.2	17.5
합산비율	102.3	101.9	103.2	103.1	102.8
투자이익률	5.2	4.7	4.3	4.2	4.1

자료: 삼성화재, KB투자증권

대차대조표

	FY09	FY10	FY11	FY12E	FY13E
3월 결산					
운용자산	26,924	32,489	38,662	44,848	51,127
현금 및 예금	345	971	1,210	1,175	1,655
유가증권	18,522	21,735	26,549	30,801	35,054
주식	2,278	2,964	3,233	3,727	4,223
채권	10,895	13,237	15,920	18,526	21,264
수익증권	1,338	873	1,723	2,029	2,238
외화유가증권	2,594	2,910	3,624	4,187	4,722
대출채권	6,957	8,512	9,472	11,212	12,526
부동산	1,100	1,271	1,430	1,659	1,892
비운용자산	3,278	4,431	4,963	5,707	6,449
특별계정자산	1,385	1,701	2,169	2,603	3,072
자산총계	31,588	38,621	45,794	53,158	60,648
책임준비금	21,655	27,131	32,441	38,426	44,195
지급준비금	1,450	2,298	2,365	2,686	3,104
보험료적립금	17,903	21,908	27,237	32,607	37,677
비상위험준비금	1,188	0	0	0	0
기타부채	1,546	2,081	2,744	3,031	3,489
특별계정부채	1,394	1,714	2,169	2,603	3,072
부채총계	25,783	30,926	37,355	44,060	50,755
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	738	732	736	736	736
이익잉여금	3,167	4,586	4,968	5,627	6,421
자본조정	(93)	(81)	(407)	(407)	(407)
자본총계	5,805	7,695	8,439	9,098	9,893
수정자본총계	6,993	7,695	8,439	9,098	9,893

투자지표

	FY09	FY10	FY11	FY12E	FY13E
3월 결산					
BPS	124,585	164,998	186,933	201,524	219,117
수정BPS	150,086	164,998	186,933	201,524	219,117
EPS	14,269	16,822	16,343	19,094	22,597
수정EPS	15,458	16,822	16,343	19,094	22,597
PBR	1.9	1.3	1.2	1.1	1.0
수정PBR	1.6	1.3	1.2	1.1	1.0
PER	17.0	12.7	13.4	11.5	9.7
수정PER	15.7	12.7	13.4	11.5	9.7
수정ROA	2.5	2.2	1.7	1.7	1.8
수정ROE	11.0	10.7	9.1	9.8	10.7
DPS	3,750	3,750	4,000	4,500	5,000
배당성향	24.7	20.9	23.0	22.1	20.8
Divident Yield	1.5	1.8	1.9	2.1	2.3

매출구성

	FY09	FY10	FY11	FY12E	FY13E
3월 결산					
일반	9.9	9.8	9.6	9.4	9.2
자동차	26.5	24.5	21.3	19.3	17.3
장기	63.6	65.7	69.1	71.3	73.5

주: 매출구성은 경과보험료 기준

Appendices

표 1. Domestic peer comparison

	삼성화재	동부화재	현대해상	LIG손해보험	메리츠화재	삼성생명	한화생명	동양생명	코리안리	국내 평균
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	n/a	BUY	
목표주가 (원)	270,000	64,000	44,000	41,000	17,000	110,000	7,500	13,600	16,500	
현재주가 (원,)	219,000	44,950	31,700	24,050	12,300	101,000	6,850	11,300	11,450	
Upside (%)	23.3	42.4	38.8	70.5	38.2	8.9	9.5	20.4	44.1	
시가총액 (십억원)	10,375	3,182	2,834	1,443	1,189	20,200	5,949	1,216	1,352	
비중 (KOSPI 내 %)	0.8	0.3	0.2	0.1	0.1	1.6	0.5	0.1	0.1	
절대수익률 (%)										
1M	(0.7)	(3.1)	(0.8)	0.0	3.8	(6.0)	(8.5)	2.7	(0.9)	(1.5)
3M	4.0	5.0	1.9	0.6	(8.9)	5.2	(12.6)	10.8	8.0	1.6
6M	(5.6)	(2.3)	(3.9)	(2.2)	(6.8)	4.0	(9.9)	3.2	4.6	(2.1)
YTD	0.5	(2.2)	(4.8)	(7.0)	(13.1)	7.1	(11.7)	7.1	(0.4)	(2.7)
초과수익률 (%)										
1M	0.0	(2.4)	(0.1)	0.7	4.5	(5.4)	(7.9)	3.4	(0.2)	(0.8)
3M	5.3	6.3	3.2	1.9	(7.6)	6.5	(11.4)	12.0	9.3	2.8
6M	(3.8)	(0.4)	(2.1)	(0.4)	(5.0)	5.9	(8.0)	5.0	6.4	(0.3)
YTD	1.9	(0.7)	(3.4)	(5.5)	(11.6)	8.6	(10.3)	8.6	1.0	(1.3)
EPS (원)										
2010	15,458	5,188	2,554	2,154	1,253	9,624	547	1,374	1,538	4,410
2011	16,822	6,369	4,961	4,037	1,560	4,775	640	904	378	4,503
2012E	20,393	7,076	5,586	5,503	1,856	5,100	719	1,396	1,657	4,556
2013E	20,681	7,966	6,049	5,932	2,105	5,311	757	1,642	2,234	5,328
BPS (원)										
2010	150,086	28,926	19,365	16,697	8,553	76,950	7,093	10,691	12,237	36,167
2011	164,998	34,830	21,688	25,570	9,297	89,967	7,712	11,012	11,144	42,022
2012E	186,833	40,605	25,874	30,173	10,623	94,215	8,174	12,001	12,224	47,694
2013E	203,011	47,172	30,422	35,106	12,119	97,181	8,648	13,252	13,868	51,714
PER (X)										
2010	15.7	9.7	12.0	12.4	8.3	10.7	13.9	9.4	8.3	11.1
2011	12.7	7.7	6.6	6.5	8.3	20.4	12.0	15.9	35.7	13.9
2012E	13.4	6.2	7.0	5.1	8.2	19.3	10.2	9.0	9.2	10.2
2013E	11.5	5.5	6.5	4.0	6.2	16.5	8.6	8.0	6.4	8.6
PBR (X)										
2010	1.6	1.7	2.1	1.6	1.2	1.3	1.1	1.2	1.0	1.4
2011	1.3	1.4	1.5	1.0	1.4	1.1	1.0	1.3	1.2	1.2
2012E	1.2	1.1	1.2	0.8	1.1	1.0	0.8	1.0	0.9	1.0
2013E	1.1	0.9	1.1	0.7	1.0	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
ROE (%)										
2010	11.0	19.2	18.5	13.6	17.1	14.0	8.0	15.1	12.5	14.3
2011	10.7	20.0	27.5	19.0	20.0	5.7	8.2	8.5	3.4	13.7
2012E	9.1	18.8	19.1	17.0	16.1	5.3	8.4	11.2	10.1	12.2
2013E	9.8	17.9	17.9	18.7	18.3	5.7	9.5	11.4	13.2	13.0

자료: Fnguide, KB투자증권

주: 동양생명은 Fnguide 컨센서스 기준

표 2. Global peer comparison

	METLIFE	PRUDENTIAL	AIG	AVIVA	CHINA LIFE	PING AN	ALLIANZ	SUMITOMO MITSUI	해외 평균
국가	미국	미국	미국	미국	중국	중국	독일	일본	
현재주가 (달러)	39.0	59.4	38.5	4.9	2.7	7.8	141.6	41.4	41.9
시가총액 (백만달러)	42655.5	27604.7	56764.6	14470.2	77267.5	55636.2	64542.4	58579.7	49690.1
절대수익률 (%)									
1M	10.3	6.2	1.6	(10.0)	(11.7)	(9.9)	9.7	11.1	0.9
3M	26.9	19.5	14.8	(11.8)	(8.7)	(2.6)	8.2	45.5	11.5
6M	14.0	7.2	11.3	(7.5)	(4.4)	2.7	16.3	59.6	12.4
YTD	22.6	14.1	10.4	(12.5)	(13.2)	(5.5)	7.1	29.9	6.6
초과수익률 (%)									
1M	7.4	3.3	(1.3)	(12.9)	(14.6)	(12.8)	6.8	8.2	(2.0)
3M	15.9	8.5	3.8	(22.8)	(19.8)	(13.6)	(2.8)	34.5	0.4
6M	6.2	(0.6)	3.5	(15.2)	(12.1)	(5.0)	8.6	51.9	4.7
YTD	12.7	4.1	0.4	(22.5)	(23.2)	(15.5)	(2.8)	19.9	(3.4)
EPS(달러)									
2010	3.02	5.82	11.60	0.78	0.18	0.34	14.86	3.94	5.1
2011	6.34	7.31	9.44	0.09	0.10	0.39	7.84	4.74	4.6
2012C	4.55	5.30	3.85	0.81	0.15	0.49	13.92	4.61	4.7
2013C	5.26	7.69	3.12	0.84	0.19	0.59	14.90	4.66	5.0
BPS (달러)									
2010	47.19	66.73	51.43	7.07	1.12	2.22	131.69	42.69	43.8
2011	52.38	72.88	53.53	6.75	1.08	2.62	128.65	46.68	45.6
2012C	56.88	74.29	68.01	5.48	1.22	3.71	156.56	44.45	51.3
2013C	61.47	82.90	72.65	5.90	1.38	4.37	165.23	47.60	55.2
PER (X)									
2010	10.3	9.5	n/a	14.1	22.6	32.0	7.94	8.6	15.0
2011	7.4	7.6	11.5	7.1	35.3	13.5	9.00	8.3	12.5
2012C	6.9	6.8	9.7	6.6	16.1	11.8	8.6	10.3	9.6
2013C	6.4	6.2	8.0	6.0	13.7	9.8	8.5	10.0	8.6
PBR (X)									
2010	0.9	0.9	0.9	0.9	3.6	5.0	0.90	0.8	1.8
2011	0.7	0.8	0.6	0.9	2.2	2.1	0.91	0.9	1.1
2012C	0.6	0.7	0.5	0.8	2.0	1.8	0.9	0.9	1.0
2013C	0.6	0.6	0.5	0.8	1.7	1.5	0.8	0.8	0.9
ROE (%)									
2010	6.9	11.1	5.4	12.5	16.0	17.6	11.9	9.8	11.4
2011	10.3	11.7	5.2	13.5	6.8	15.8	10.4	11.3	10.6
2012C	10.1	12.0	5.8	13.9	12.3	16.0	10.3	8.4	11.1
2013C	9.7	10.2	6.7	17.7	12.8	16.0	9.5	8.0	11.3

자료: Bloomberg, KB투자증권

Compliance Notice

2013년 03월 19일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 당사는 08월 07일 현재 삼성화재 종목을 기초자산으로 하는 ELW발행 및 LP회사임을 알려드립니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다.

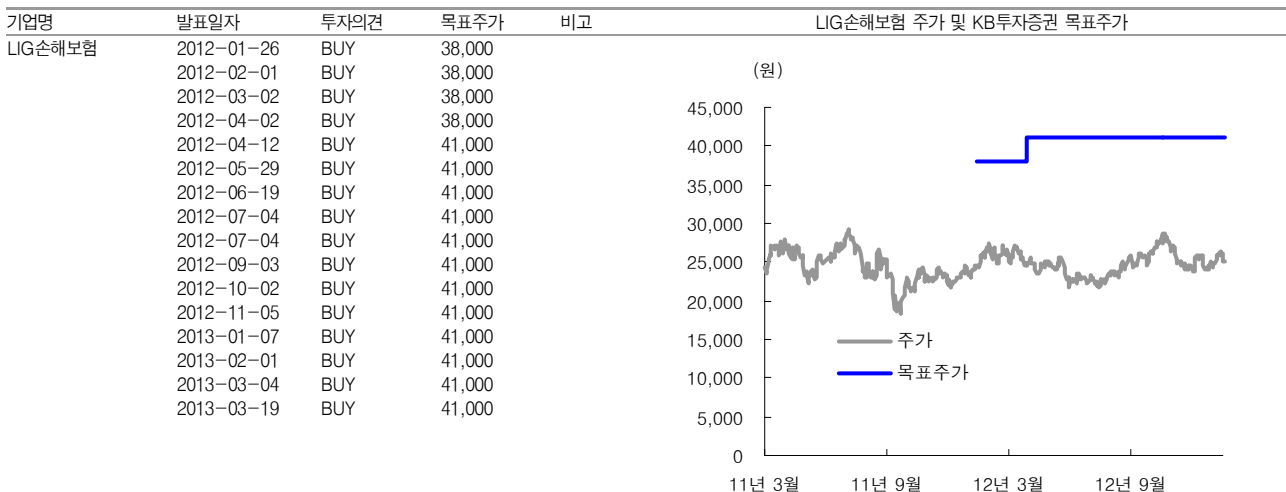
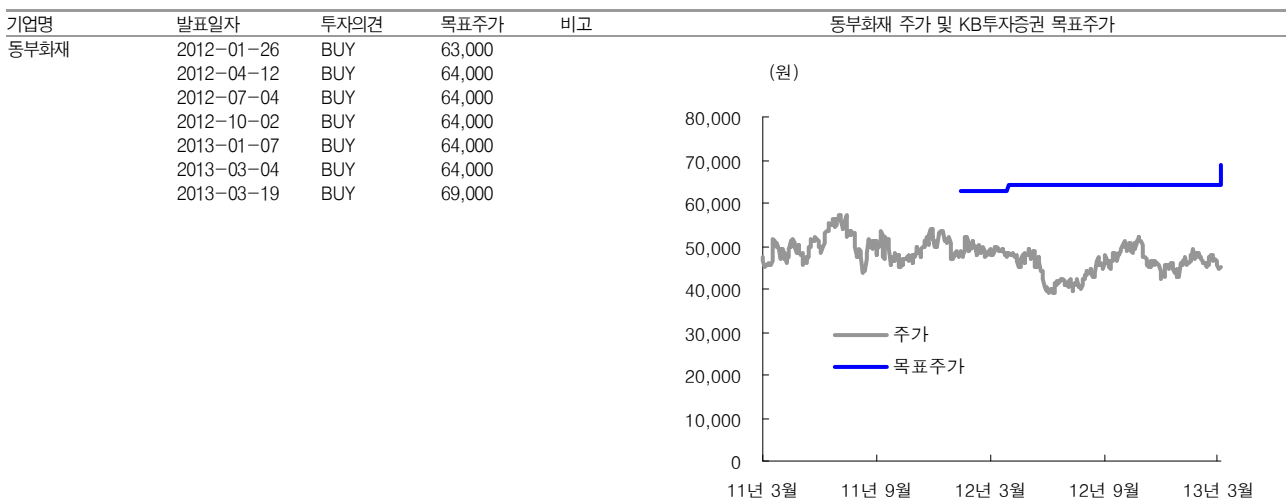
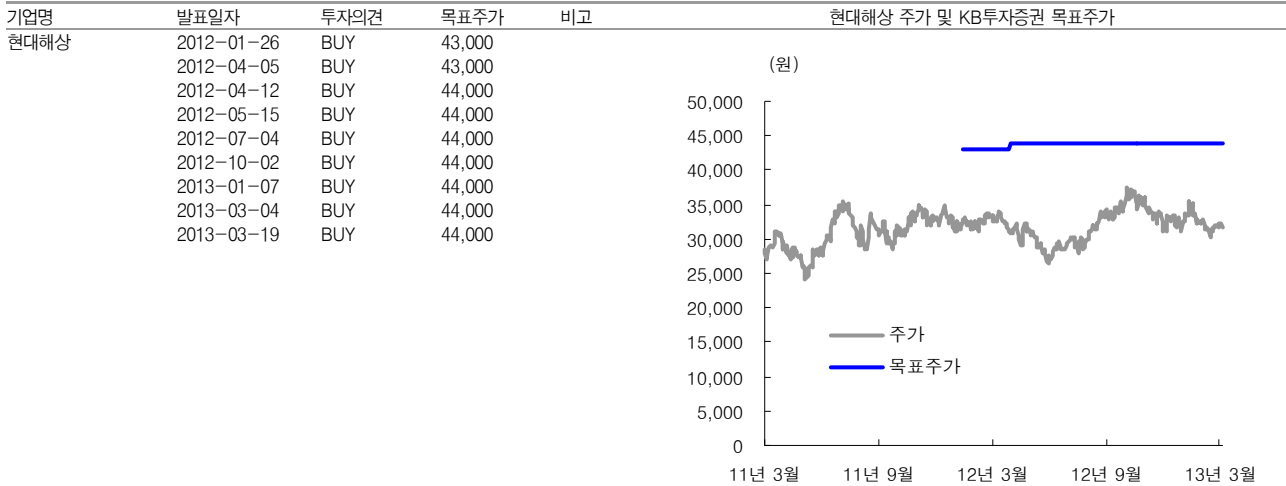
본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

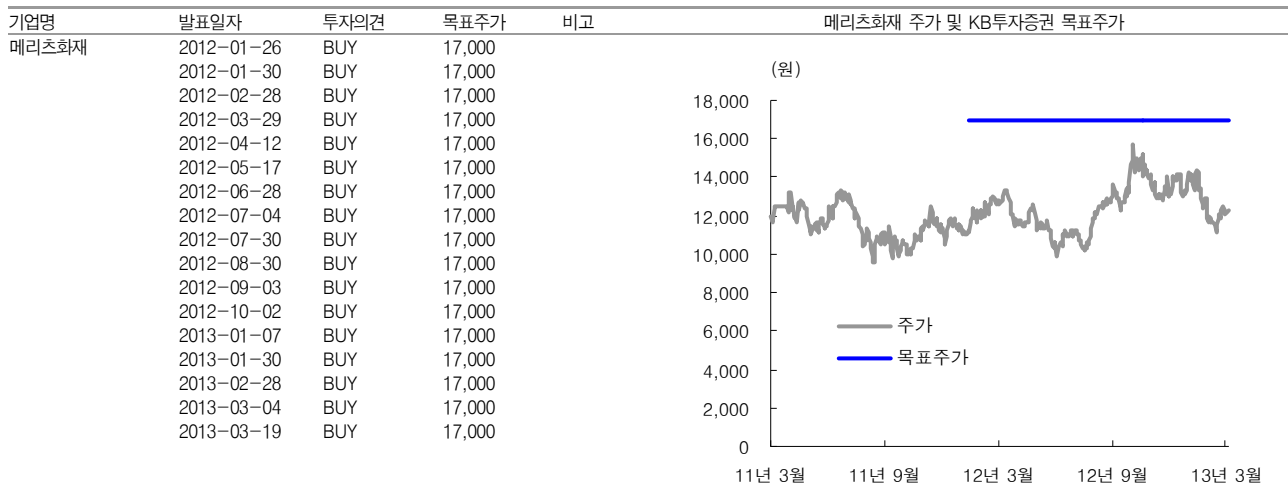
해당회사에 대한 최근 2년간 투자의견

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	삼성생명 주가 및 KB투자증권 목표주가
삼성생명	2012-08-07	BUY	110,000		
	2012-10-02	BUY	110,000		
	2013-01-07	BUY	110,000		
	2013-01-24	HOLD	110,000		
	2013-02-08	HOLD	110,000		
	2013-03-19	BUY	125,000		

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	한화생명 주가 및 KB투자증권 목표주가
한화생명	2012-08-07	HOLD	7,500		
	2012-10-02	HOLD	7,500		
	2012-11-09	HOLD	7,500		
	2013-01-07	HOLD	7,500		
	2013-02-07	HOLD	7,500		
	2013-03-19	BUY	8,000		

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	삼성화재 주가 및 KB투자증권 목표주가
삼성화재	2012-01-26	BUY	261,000		
	2012-03-30	BUY	261,000		
	2012-04-12	BUY	270,000		
	2012-05-11	BUY	270,000		
	2012-06-01	BUY	270,000		
	2012-07-04	BUY	270,000		
	2012-08-01	BUY	270,000		
	2012-09-03	BUY	270,000		
	2012-10-02	BUY	270,000		
	2012-11-01	BUY	270,000		
	2012-12-03	BUY	270,000		
	2013-01-07	BUY	270,000		
	2013-03-04	BUY	270,000		
	2013-03-19	BUY	290,000		





투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권주가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권주의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.



국민의 내일에 투자합니다

 KB 투자증권

☑ 본사 및 지점망

고객지원센터 1599-7000 / 1544-6000

본사	서울시 영등포구 여의도동 23-2 신한금융투자타워 21, 22, 23F	02) 3777-8000
울촌	서울시 영등포구 여의도동 24-1 울촌빌딩 2, 4, 5F	
압구정 PB 센터	서울시 강남구 신사동 617-3 LG패션 서관 3층	02) 2096-3004
도곡 PB 센터	서울시 강남구 도곡2동 467-14 삼성엔지니어링 빌딩 1층	02) 2096-3014
잠실중앙지점	서울시 송파구 잠실동 27-6 1층	02) 2096-3024
서현역지점	경기도 성남시 분당구 서현동 248-5 코고빌딩 2층	031) 8017-8614
목동 PB 센터	서울시 양천구 목동 907-16 KB국민은행 빌딩 2층	02) 2096-3044
여의도지점	서울시 영등포구 여의도동 36-3, KB국민은행 영업부 내	02) 2096-3054
강남스타PB센터	서울시 강남구 역삼 1동 GFC빌딩 21층	02) 2096-3064
명동스타PB센터	서울시 중구 수하동 센터원빌딩 서관 32층	02) 2096-3074
무역센터지점	서울시 강남구 삼성동 159-9 도심공향타워 2층	02) 2096-3084