

동부화재 (005830)

세가지 변수 모두에 있어서 2위권 내 선순위 대안

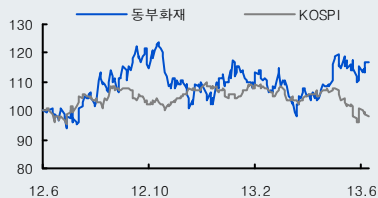
보험

Earnings Preview
2013. 7. 10

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	69,000
현재주가(13/07/05, 원)	49,300
상승여력	40%

영업이익(13F, 십억원)	456
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	429
EPS 성장률(13F, %)	6.7
MKT EPS 성장률(13F, %)	20.1
P/E(13F, x)	10.5
MKT P/E(13F, x)	8.8
KOSPI	1,830.35
시가총액(십억원)	3,462
발행주식수(백만주)	71
유동주식비율(%)	58.1
외국인 보유비중(%)	34.4
베타(12M, 일간수익률)	0.55
52주 최저가(원)	39,400
52주 최고가(원)	52,300

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.7	14.3	16.0
상대주가	7.2	23.3	18.2



증권/보험

정길원

02-768-3256

gilwon.jeong@dwsec.com

FY13 1Q Preview : 순이익 891억 원, YoY -20.7%, 일회성 제거시 예상 부합

동부화재의 1Q 순이익은 891억 원으로 우리의 기존 추정 1,153억 원, 컨센서스 1,013억 원을 소폭 하회할 것으로 보인다.

추정의 오차는 1) 일반보험의 고액사고 손실(100억 원)에 더하여 2) 투자영업 부문에서의 손실(STX팬오션 채권 손실 처리 100억 원, 손상차손 30억 원 등) 등 주로 일회성 요인이 크고, 3) 자동차 손해율을 중심으로 손해율 지표가 예상 대비 0.8%p 가량 높기 때문이다. 6월 순이익은 266억 원으로 전술한 일회성 손실을 제거하면 이익체력을 유지하고 있다. 보장성 신계약도 사업계획 목표치에 부합하는 것으로 보인다.

3가지 변수 모두의 대안

향후 2위권 손보사들의 주가 변수는 1) RBC 비율의 변동성, 2) 자보 손해율 관리, 3) 신계약 성장으로 압축된다.

RBC 규제 강화는 시행 시기의 조절 기대를 무색하게 최근 금리 상승으로 생존보 공히 크게 훼손된 상태이다. 동부화재의 경우도 6월 말 240% 내외(3월 말 254%)이고, 타 2위 권사들은 180% 이하에 불과한 것으로 추정된다. 미국의 고용지표 호조를 반영하여 글로벌 금리 상승이 재개된 7월 들어서는 추가 하락이 불가피하다.

자보손해율 역시 온라인MS를 늘려 놓은 삼성화재와 동사를 제외하면 최근 손해율 관리가 어려워지고 있다. 효율 인상이 없다면 지속될 것이다.

동부화재, 삼성화재를 제외하면 손보사들의 신계약 달성율은 모두 미진한 상태이다. 지난해 호조의 기저효과로 이미 예상된 흐름이다.

그룹 관련 우려를 역이용, 투자의견 매수, TP 69,000원, Top Picks 유지

신계약 성장과 경기회복을 반영한 자산시장의 호조(투자이익률 상승)가 동반되는 경우가 보험주에 가장 이상적이지만, 모두 여의치 않은 환경이다. 자본비율, 성장, 이익 관리 등에서 잡음이 없는 방어적인 투자대안을 선택해야 한다. 예상을 벗어나지 않는 신계약 성과, 손해율 관리 등 효율 지표가 유지되고 있는 동사가 여기에 가장 부합한다.

여전히 주저하게 만드는 것은 그룹관련 우려일 것이다. 그룹리스크의 경우 1) 엄격한 금융감독이 작동하고 있고, 2) 추가적으로 '대주주 적격성 심사' 확대 논의가 구체화되고 있는 등 규제 측면에서의 안전장치는 강화되고 있다. 또한 대주주의 동사 지분 대부분이 담보로 제공되어 있는 상황에서 계열사 지원의 역작용(추가하락에 의한 담보가치 훼손)을 감내할 수 있을지도 고려해야 한다. 대기업 구조조정이 이슈에 편승하여 해묵은 그룹리스크가 돌출되고 주가의 변동성이 커진다면 이는 적절한 매수 타이밍을 제공할 것이다. 장기적인 주가 성과가 이를 증명한다.

동부화재에 대한 투자의견은 매수, TP 69,000원, Top Picks를 유지한다.

결산기 (12월)	03/11	03/12	03/13	12/13F	12/14F	12/15F
경과보험료 (십억원)	6,422	8,368	9,004	7,077	9,953	10,679
영업이익 (십억원)	388	562	566	456	722	828
순이익 (십억원)	328	404	413	331	528	609
EPS (원)	4,639	5,699	5,836	4,672	7,464	8,596
BPS (원)	28,926	34,830	43,546	47,521	57,929	68,703
P/E (배)	10.8	8.6	7.8	10.5	6.6	5.7
P/B (배)	1.7	1.4	1.0	1.0	0.8	0.7
ROE (%)	19.2	20.0	16.7	11.5	15.8	15.2
배당수익률	1.8	2.5	2.7	2.2	4.1	5.1
자기자본 (십억원)	1,831	2,205	2,756	3,008	3,667	4,349

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익, 12/13F는 회계기준 변경에 의한 9개월 수치임

자료: 동부화재, KDB대우증권 리서치센터

동부화재

세가지 변수 모두에 있어서 2위권 내 선순위 대안

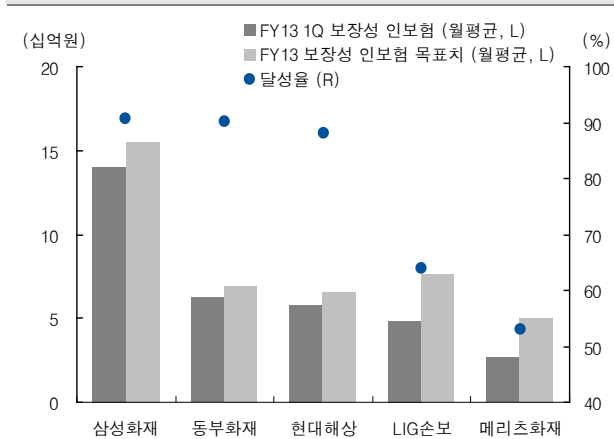
표 1. 동부화재 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %, %p)

	FY12					FY13F					YoY	QoQ
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q(기존)	1Q(Preview)	2QF	3QF	연간		
원수보험료	2,399.7	2,401.7	2,445.7	2,445.4	9,692.5	2,523.5	2,469.4	2,531.0	2,565.2	7,619.7	2.9	1.0
경과보험료	2,227.3	2,242.5	2,252.5	2,281.5	9,003.8	2,344.4	2,302.9	2,351.9	2,380.9	7,077.2	3.4	0.9
보험영업이익	7.2	-11.8	-61.4	-67.5	-133.5	-32.4	-57.1	-46.1	-59.6	-138.0	적전	적지
투자영업이익	149.2	188.9	185.7	175.6	699.5	191.0	178.0	198.0	204.8	593.9	19.3	1.3
영업이익	156.4	177.1	124.3	108.2	566.0	158.7	120.9	152.0	145.2	455.8	-22.7	11.8
세전이익	153.5	170.9	116.1	106.4	546.9	152.2	117.5	145.5	138.7	436.3	-23.5	10.4
순이익	112.4	130.3	87.8	82.8	413.2	115.3	89.1	110.3	105.1	330.7	-20.7	7.7
손해율(%)	83.3	83.4	85.4	83.1	83.8	84.2	85.0	84.5	84.4	84.4	1.7	2.3
자동차보험	77.4	78.1	92.7	80.7	82.7	83.2	85.7	84.0	84.0	83.7	8.3	6.2
장기보험	86.2	85.2	84.4	81.1	85.0	85.3	85.6	85.5	85.4	85.4	-0.6	5.5
일반보험	60.5	74.7	68.1	68.4	66.9	68.0	71.9	68.0	68.0	68.0	11.3	5.1
사업비율(%)	16.4	17.1	17.4	19.9	17.7	17.2	17.4	17.5	18.1	17.6	1.1	-12.2
합산비율(%)	99.7	100.5	102.7	103.0	101.5	101.4	102.5	102.0	102.5	102.0	2.8	-0.5
투자영업이익률(%)	4.1	4.9	4.5	4.1	4.5	4.3	4.0	4.3	4.3	4.4	-0.9	-21.2

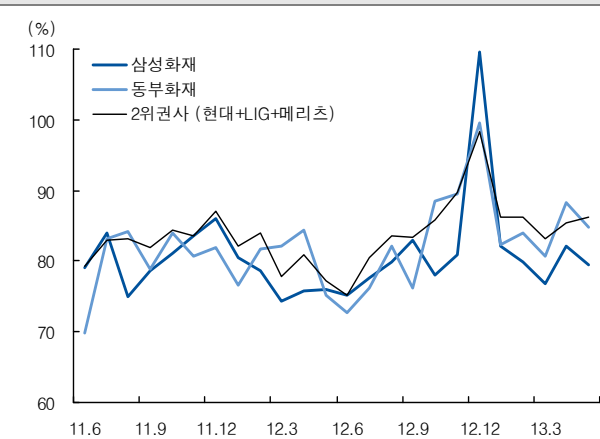
자료: 동부화재, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 1. 삼성, 동부 중심의 신계약 호조 (변수1)



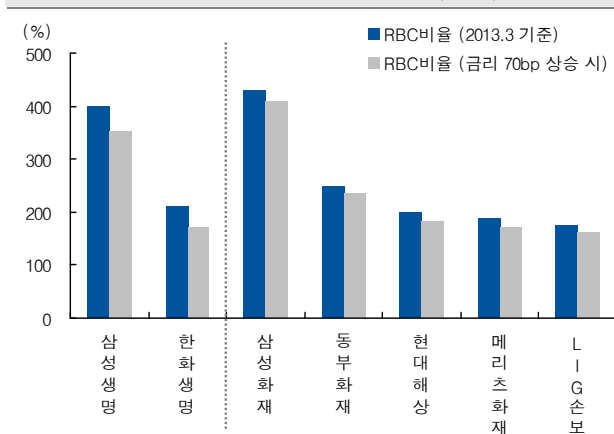
주: 삼성화재, LIG는 보장성 전체
자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 요율 인하에 따른 자보 손해를 관리 어려워지는 추세 (변수2)



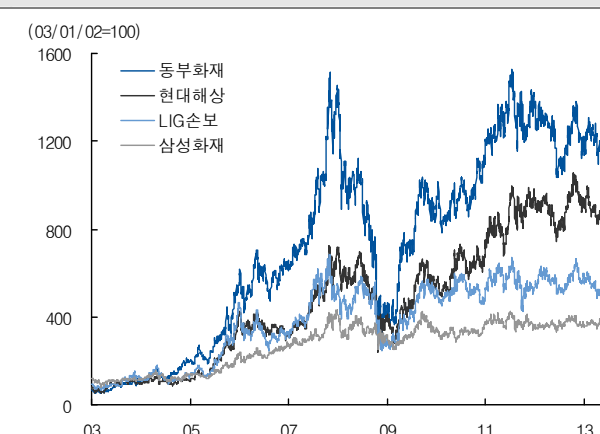
자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 금리 상승에 따른 RBC관리 이슈가 부상 (변수3)



자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 장기적인 주가 성과 : 실적 > 그룹리스크



자료: KDB대우증권 리서치센터

동부화재

세가지 변수 모두에 있어서 2위권 내 선순위 대안

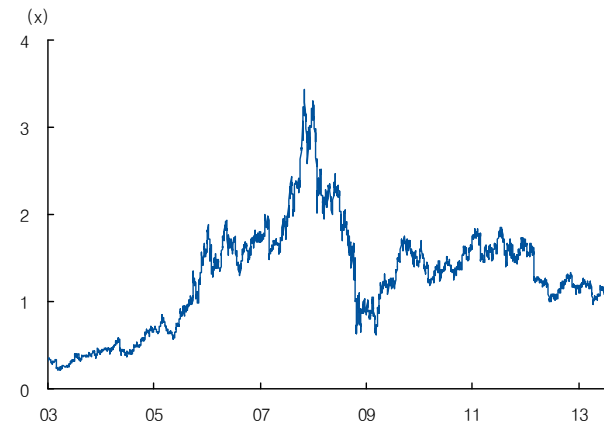
표 2. 동부화재 월별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)

	FY12												FY13F			YoY	MoM
	12.5	12.6	12.7	12.8	12.9	12.10	12.11	12.12	13.1	13.2	13.3	13.4	13.5	13.6F			
원수보험료	799.8	798.6	820.4	794.1	787.2	810.7	784.9	850.1	811.3	805.1	829.1	816.9	826.2	826.2	3.5	0.0	
경과보험료	750.2	727.2	758.2	751.0	733.4	755.9	743.5	753.1	760.0	749.1	772.5	767.5	771.0	764.5	5.1	-0.8	
보험영업이익	0.3	9.4	1.9	-11.7	-2.0	-19.3	-21.6	-20.5	-18.0	-7.9	-41.5	-15.4	-29.4	-12.3	적전	적지	
투자영업이익	50.8	52.7	68.0	69.5	51.4	63.0	62.1	60.6	62.0	64.0	49.7	61.3	68.3	48.4	-8.3	-29.2	
영업이익	51.1	62.1	69.9	57.8	49.4	43.7	40.5	40.1	44.0	56.1	8.2	45.9	38.9	36.1	-41.9	-7.2	
세전이익	50.9	60.7	67.7	56.3	46.9	41.5	38.9	35.6	42.2	54.8	9.4	44.8	37.6	35.1	-42.1	-6.6	
순이익	38.6	41.9	51.5	42.7	36.1	31.7	29.5	26.6	32.0	41.5	9.3	34.0	28.5	26.6	-36.5	-6.6	
손해율(%)	84.0	81.4	83.7	84.5	82.0	85.0	85.8	85.3	84.7	84.0	80.5	84.7	86.3	84.1	2.7	-2.1	
자동차보험	75.2	72.7	76.2	82.1	76.2	88.4	89.5	99.6	82.4	83.9	80.7	88.3	84.9	84.0	11.3	-0.9	
장기보험	86.6	85.5	86.1	86.1	83.8	85.2	84.9	82.6	87.0	85.0	81.1	85.9	85.6	85.2	-0.3	-0.4	
일반보험	83.4	57.4	76.7	69.8	78.8	63.1	81.4	60.0	59.1	65.3	68.4	48.5	104.6	65.0	7.6	-39.6	
사업비율(%)	15.9	17.3	16.1	17.0	18.3	17.6	17.1	17.4	17.6	17.0	24.8	17.3	17.6	17.5	0.2	-0.1	
합산비율(%)	100.0	98.7	99.8	101.6	100.3	102.6	102.9	102.7	102.4	101.1	105.4	102.0	103.8	101.6	2.9	-2.2	
투자영업이익율(%)	4.2	4.3	5.3	5.3	3.8	4.7	4.5	4.2	4.3	4.5	3.4	4.2	4.6	3.2	-1.1	-1.4	
운용자산	14,635	15,102	15,665	16,107	16,072	16,461	17,063	17,293	17,254	17,164	17,439	17,812	18,030	18,248	20.8	1.2	

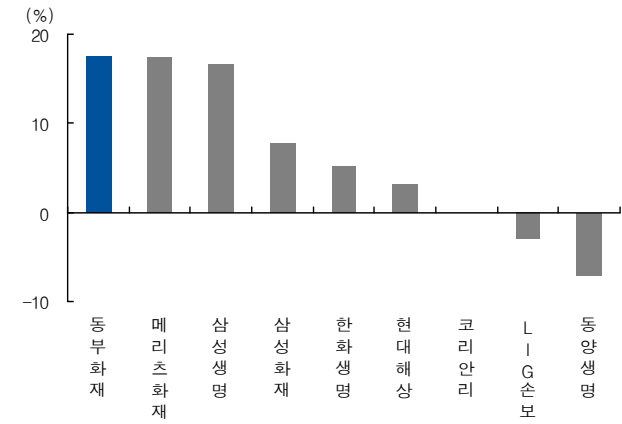
자료: 동부화재, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 5. PBR 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 보험사 주가 수익률

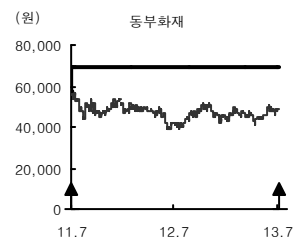


주: 2012.7.1 종가 대비 주가 수익률

자료: KDB대우증권 리서치센터

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.
- 투자요건 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(=), Not covered(□))
- ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되나 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.



동부화재

세가지 변수 모두에 있어서 2위권 내 선순위 대안

동부화재 (005830)

예상 대차대조표(요약)

(십억원)	13/03	13/12F	14/12F	15/12F
자산총계	21,189	23,588	27,353	31,471
운용자산	17,439	19,361	22,304	25,497
현금과예금	775	860	991	1,133
유가증권	11,042	12,259	14,122	16,144
주식	1,277	1,418	1,633	1,867
채권	5,476	6,079	7,004	8,006
수익증권	2,412	2,678	3,085	3,526
기타	1,877	2,084	2,400	2,744
대출채권	4,567	5,071	5,841	6,678
부동산	1,055	1,171	1,350	1,543
비운용자산	2,952	3,294	3,914	4,595
특별계정자산	799	933	1,134	1,379
부채총계	18,433	20,580	23,686	27,122
보험계약준비금	16,669	18,647	21,484	24,591
책임준비금	16,669	18,647	21,484	24,591
지급준비금	1,298	1,355	1,448	1,562
장기저축성보험료적립금	13,864	15,785	18,529	21,522
미경과보험료적립금	1,444	1,444	1,444	1,444
계약자배당준비금	45	45	45	45
계약자이익배당준비금	18	18	18	18
비상위험준비금	0	0	0	0
기타부채	958	999	1,068	1,152
특별계정부채	806	933	1,134	1,379
자본총계	2,756	3,008	3,667	4,349
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38
이익잉여금	2,144	2,396	2,855	3,337
자본조정 및 기타	539	539	739	939
수정자본총계	2,756	3,008	3,667	4,349
부채와자본의총계	21,189	23,588	27,353	31,471

Valuation 지표 및 배당성향

	13/03	13/12F	14/12F	15/12F
Valuation 지표(원, 배, %)				
수정지표				
수정EPS	5,836	4,672	7,464	8,596
수정BPS	43,546	47,521	57,929	68,703
수정PER	7.8	10.5	3.1	2.7
수정PBR	1.0	1.0	0.4	0.3
수정ROE	16.7	11.5	15.8	15.2
수정ROA	2.1	1.5	2.1	2.1
DPS				
보통주	1,250	1,100	2,000	2,500
우선주	0	0	0	0
배당수익률				
보통주	2.7	2.2	4.1	5.1
우선주	-	-	-	-
배당성향	19.1	21.1	24.0	26.0

자료: 동부화재, KDB대우증권 리서치센터

예상 손익계산서(요약)

(십억원)	13/03	13/12F	14/12F	15/12F
원수보험료	9,693	7,620	10,729	11,505
자동차보험	2,072	1,505	2,024	2,039
장기보험	6,782	5,456	7,799	8,523
일반보험	838	658	906	943
보유보험료	9,074	7,130	10,072	10,845
경과보험료	9,004	7,077	9,953	10,679
발생손해액	7,544	5,970	8,326	8,929
자동차보험	1,596	1,248	1,725	1,850
장기보험	5,705	4,528	6,338	6,800
일반보험	243	194	263	280
순사업비	1,593	1,245	1,769	1,888
비상위험준비금증가액	0	0	0	0
보험영업이익	-134	-138	-141	-138
투자영업이익	700	594	863	966
영업이익	566	456	722	828
영업외이익	-19	-20	-25	-25
세전이익	547	436	697	803
법인세비용	134	106	169	194
순이익	413	331	528	609
수정순이익	413	331	528	609

성장성, 수익성 및 안정성 지표(요약)

	13/03	13/12F	14/12F	15/12F
성장률(%)				
원수보험료	6.9	-21.4	40.8	7.2
자동차보험	2.4	-27.3	34.5	0.8
장기보험	7.6	-19.6	42.9	9.3
일반보험	13.2	-21.5	37.7	4.0
영업이익	0.6	-19.5	58.4	14.7
순이익	2.4	-20.0	59.8	15.2
수정순이익	2.4	-20.0	59.8	15.2
총자산	20.9	11.3	16.0	15.1
운용자산	21.9	11.0	15.2	14.3
보험계약준비금	19.7	11.9	15.2	14.5
수익성(%)				
손해율	83.8	84.4	83.6	83.6
자동차보험	82.7	83.7	82.3	82.3
장기보험	85.0	85.4	85.0	85.0
일반보험	66.9	68.0	65.7	65.0
사업비용(경과대비)	17.7	17.6	17.8	17.7
합산비용(경과대비)	101.5	102.0	101.4	101.3
투자영업이익률	4.5	4.4	4.2	4.1
안정성(%)				
상품유가증권/수정자기자본	400.6	407.5	385.1	371.2
보유보험료/수정자기자본	329.2	237.0	274.7	249.4
보험계약준비금/보유보험료	183.7	261.5	213.3	226.8