

2014
OUTLOOK
REPORT

보험 (비중확대)

실적과 규제의 줄타기

정길원

(02)768-4149

gilwon.jeong@dwsec.com





CONTENTS

[요약] 실적과 규제의 줄타기	3
I. 성장과 실적	4
II. 규제의 잡음은 지속	13
III. Valuation과 투자전략	18
IV. Top Picks	23
동부화재 (005830/매수/TP 69,000원)	
삼성화재 (000810/매수/TP 303,000원)	
관심종목 : LIG손해보험 (002550/매수/TP 36,500원)	
한화생명 (088350/매수/TP 8,600원)	

[요약] 실적과 규제의 줄타기

실적보다는
이슈와 규제의 방향성에
따른 비중과
완급 조절이 필요

TIP

동일한 변수(요율 인상, 금리, 규제, M&A)에 따라 각기 다른 영향을 미치는 것이 금융업종

따라서, 해당 변수의 부상 시 개별영향을 점검하고, 이를 Long - Short에 응용하기에 가장 적합

경기 및 민간소비 여건이 부진한 점을 감안하면 생손보 모두 신계약의 고성장 여지는 낮음

- 보험료 절대 수준이 낮은 중저가 단품 보험의 판매가 지속될 것으로 보임
- 2013년 신계약에 기여했던 암 보험의 다양화, 건강보험의 세분화 등
- 즉 생보와 손보의 주력 상품이 상호 교차하면서 경쟁이 심화되는 구도

성장이나 실적 보다는 이슈에 대한 대응이 중요

- 자동차보험료 인상은 어려울 것으로 보이므로 손해율 관리에 여유가 있고 온라인MS 늘려놓은 보험사가 유리
- 생보는 금리 상승 여부가 여전히 모멘텀을 결정(House View는 14년 2Q 전후로 40bp 내외 상승 여지)
→ 이차역마진 안고 있는 아시아 주요 생보사들도 금리 상승 초기 국면에 Outperform

규제 강화에 따른 잡음은 지속될 것

- 미루어 놓은 RBC 규제가 본격화되고, 부채적정성평가의 강화 논의가 부상 예상
- IFRS4 Phase2의 2018년 도입, 즉 '부채의 시가평가'에 앞서 충격을 줄이기 위한 감독차원의 대응이 지속될 것
- IBNR 추가 적립에 따른 재무적 영향도 실적의 변수

투자 전략 : 규제와 실적, M&A 이슈 등의 줄타기

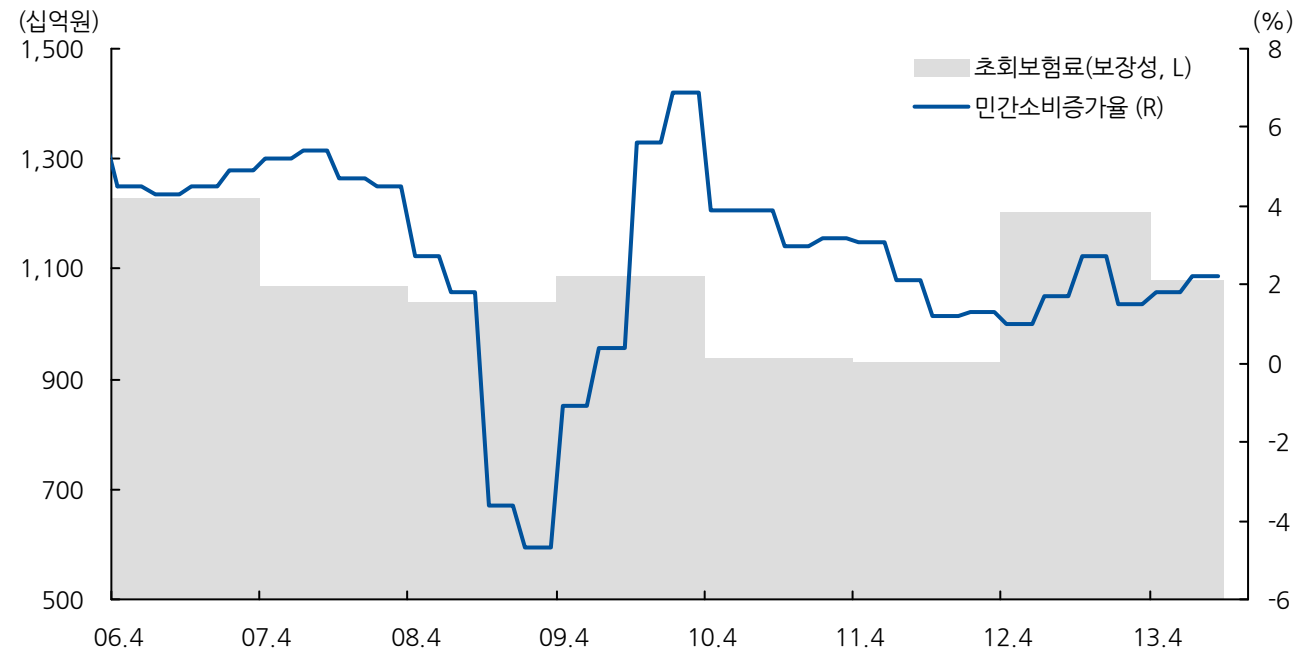
- 전반적으로 규제와 실적이 양호한 상위사 중심 Buy
- 하위사들은 규제의 강도가 커지는 국면에서 줄이고, 완화되는 국면에서 늘리는 Trading
- 비중확대/ Top Picks : 동부화재, 삼성화재/ 관심종목 : LIG손보, 한화생명

I. 성장과 실적

경기, 소비, 사회 등 구조적 요인 감안 시 고성장 여지는 낮아진 상태

- 경기 및 제반 사회, 경제의 구조적 요인 감안시 신계약의 고성장 여지는 낮음
- 낮은 경제 성장률(당사 View 3.3%) → 가계의 가처분 소득 증가율 역시 낮은 수준에 머물 것
 - 1) 전세가격 급등, 주택가격 정체 등 부동산 시장 환경 악화에 의한 가계 소비 여력 제한
 - 2) 소득 양극화, 일인가구수의 증가, 불균형한 세대별 취업률 추이 등 구조적인 영향이 가세
- 금융상품 과세가 확대되면서 고소득 계층을 중심으로 생보의 세제비적격 연금의 판매는 증가
- 의료비 증가 부담을 상쇄하려는 수요는 잠재

초회보험료(보장성)와 민간소비증가율 추이

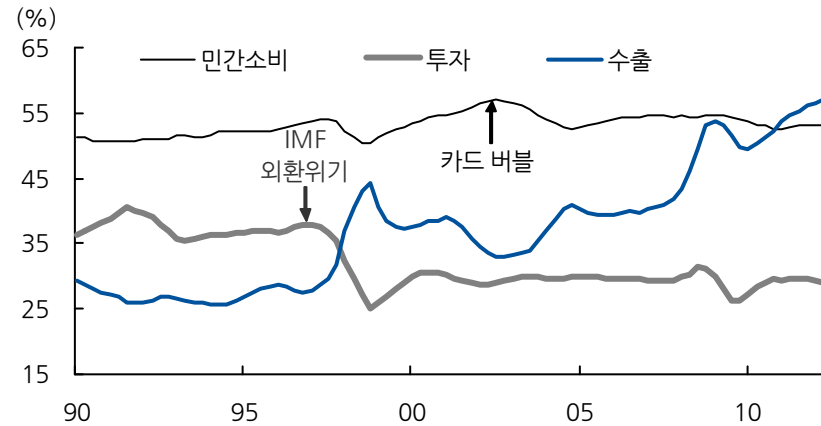


주 : 초회보험료는 생보, 손보 합계, 13년은 연환산 수치
자료: KIDI, 통계청, KDB대우증권 리서치센터

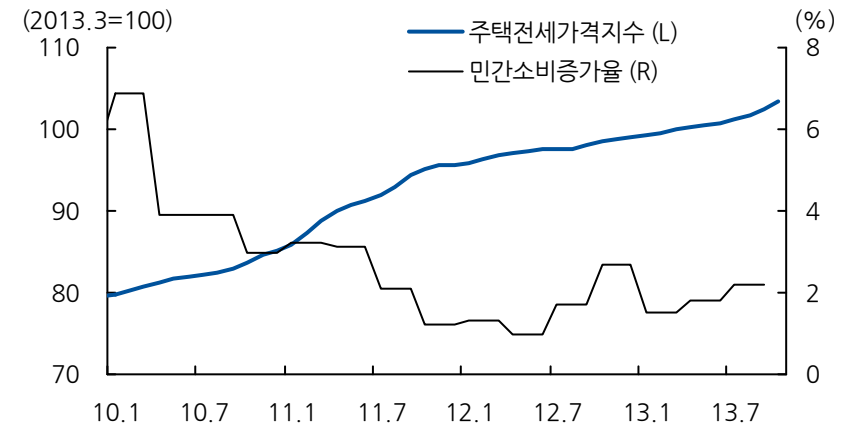
I. 성장과 실적

부진한 민간소비 및 보험수요의 환경

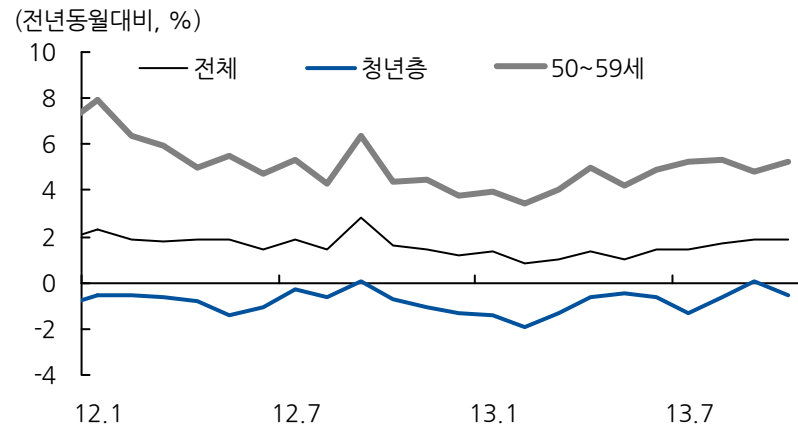
한국 GDP 대비 비중 - 내수 기조적 위축



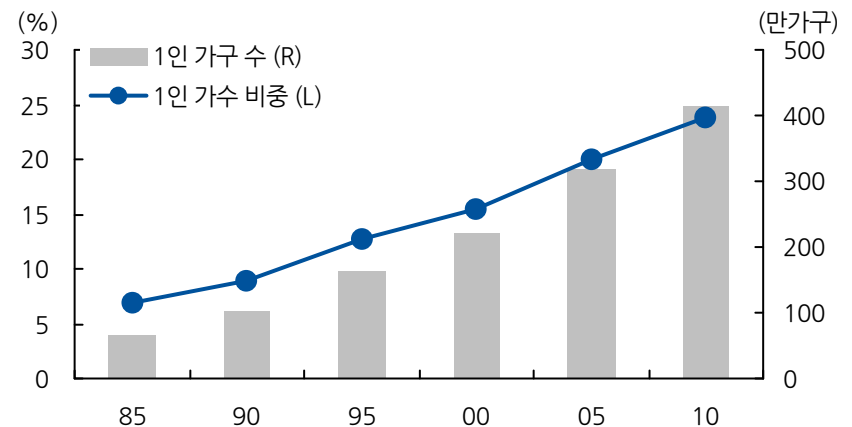
거주비용 증가는 소비여력을 잠식



취업자 증가율 추이 - 고르지 못한 고용개선도



보험수요 낮은 1인 가구의 증가



자료: 통계청, 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

I. 성장과 실적

생손보 영역이 상호 교차하는 현상이 심화

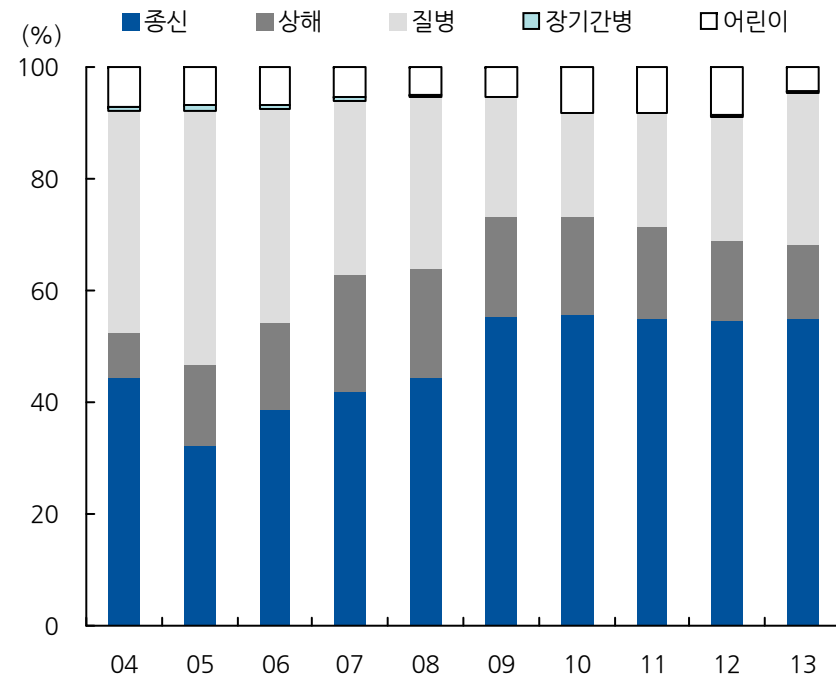
- 경기여건 감안하면 단위당 보험료가 낮은 중저가 및 단품형 보험 상품에 주력할 수 밖에 없음
- 즉 생보와 손보의 주력 상품이 상호 교차하면서 경쟁이 심화되는 구도가 확산
- 2013년 신계약에 기여했던 암 보험의 다양화, 건강보험의 세분화 등으로 신계약 만회하려는 노력이 본격화될 것
- Ex) 의료비 증가 및 50~60대 인구 증가에 대응한 실버 암보험

생보와 손보의 상품 영역 비교



자료: 삼성생명, KDB대우증권 리서치센터

생보 초회보험료 구성 추이 - 질병보험 기여도 증가 중



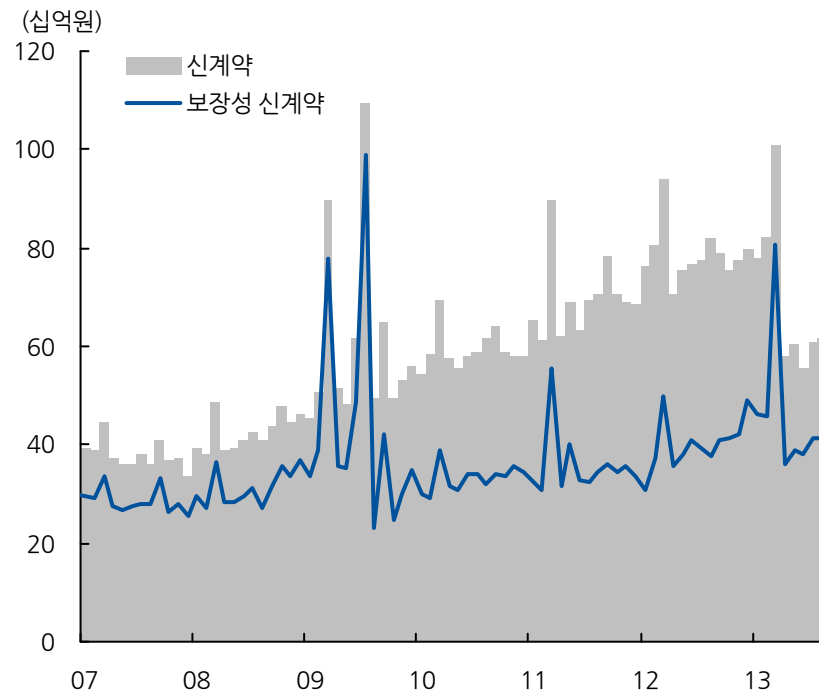
자료: KIDI, KDB대우증권 리서치센터

I. 성장과 실적

신계약 성장 :
손보는 기대 수준
생보는 개선 추세이나
변수를 고려해야...

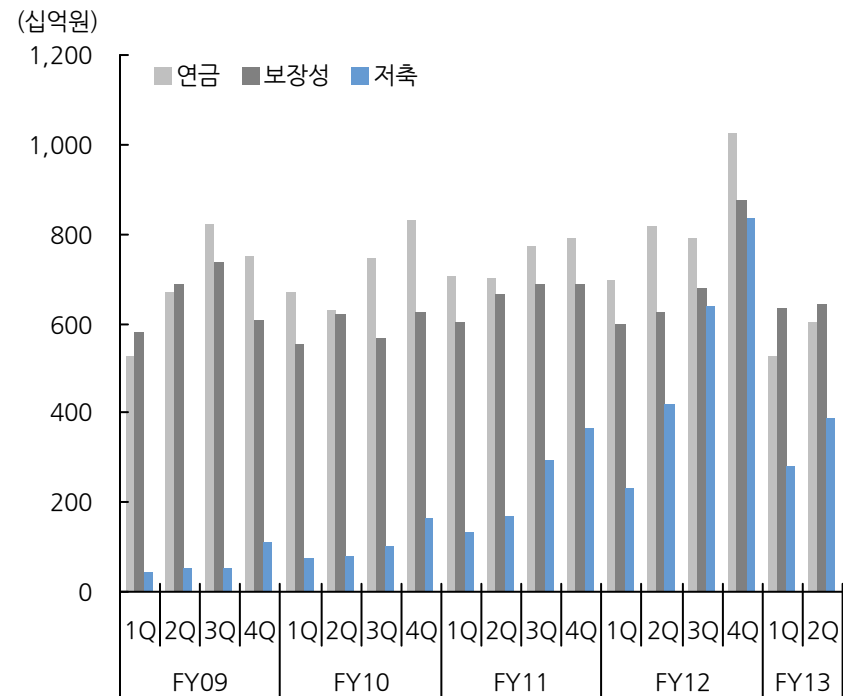
- 생손보 모두 보장성 보험 중심으로 영업력 집중은 지속
- 경기여건 및 의료비 부담 증가 추세 고려하여 단위당 보험료가 낮은 중저가 및 단품형 보험에 주력
- 2013년 신계약에 기여했던 암 보험의 다양화, 건강보험의 세분화 등으로 신계약 만회
- 보장성 기준으로 손보는 높은 한자리 성장, 생보는 5% 내외 성장 전망
- 금융소득 종합과세 본격화되면서 14년 2Q 전후로 연금 매출이 확대될 가능성 잠재

손보 신계약 추이(보장성 인보험)



자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

생보 보종별 APE 추이(삼성+한화생명)



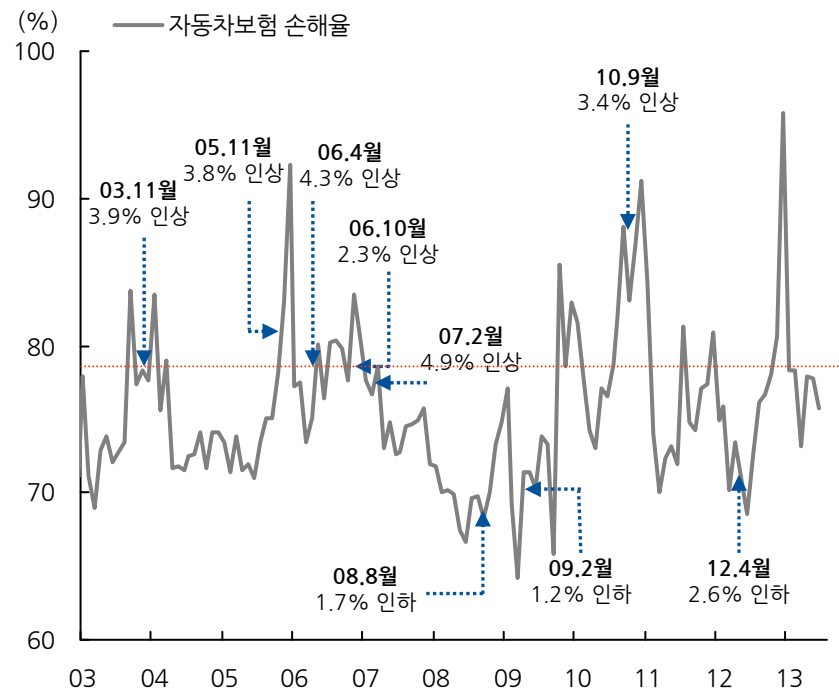
자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

I. 성장과 실적

실적 변수 : 손보는 자보 손해율과 요율 인상 가능성

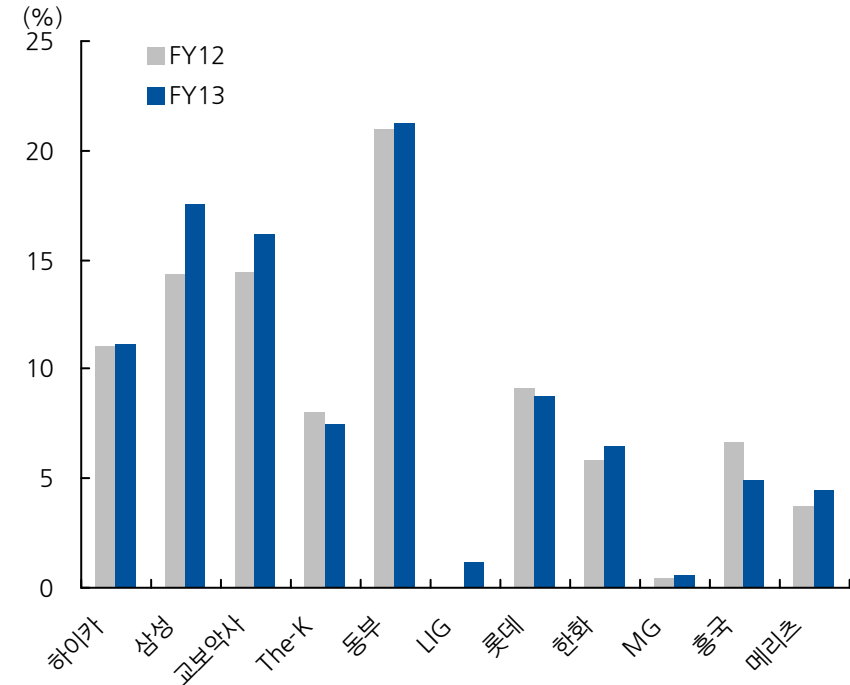
- 자동차보험 요율의 인상은 어려울 것으로 예상됨
- 보험사 전체 이익이 양호하고 상하위사간 손해율 격차가 커서 일괄 인상의 명분이 약하기 때문임
- 6월 지방선거를 앞두고 있는 점도 부담
- 외제차 보험료 인상과 함께 간접적으로 보완, 일부 하위사만 인상을 용인하는 등의 대안
- 차라리 손해율 관리에 여유가 있는 보험사가 유리 → 온라인 MS 늘려놓은 삼성화재, 동부화재

자동차보험 손해율 추이



자료: KIDI, KDB대우증권 리서치센터

회사별 온라인 자동차보험 MS



자료: 보도자료 종합, KDB대우증권 리서치센터

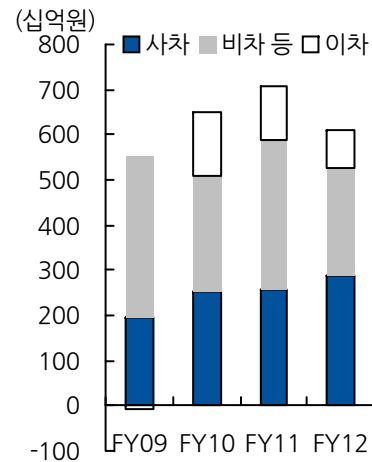
I. 성장과 실적

생보사의 모멘텀은 여전히 금리

- 생보사들의 사차 및 비차이익은 평이하게 시현되고 있음
- 보장성 보험 판매에 주력하면서 위험보험료 확보 + 갱신헌 판매 늘리면서 위험손해율은 안정화
- 하지만 여전히 이차역마진이 다른 이익을 잠식하고 있음
- 시중 금리가 상승하여 자연스럽게 역마진 축소를 기다리는 수 밖에 없음

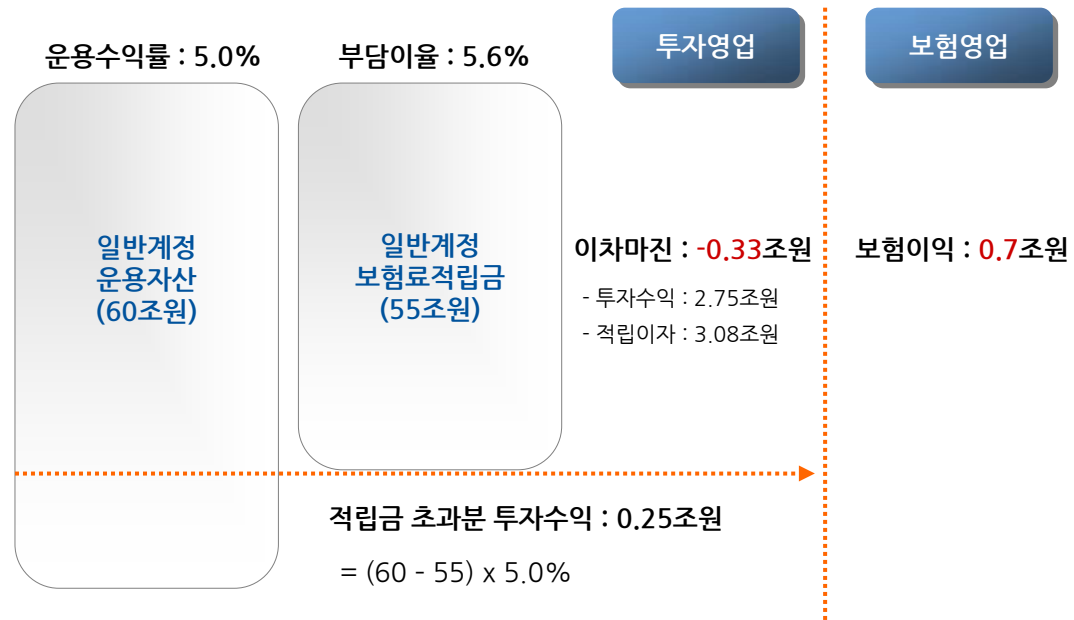
TIP

사차, 비차 평이한 가운데 이차이익의 향방이 관건



한화생명

여전히 보험영업이익을 잠식하고 있는 이차역마진



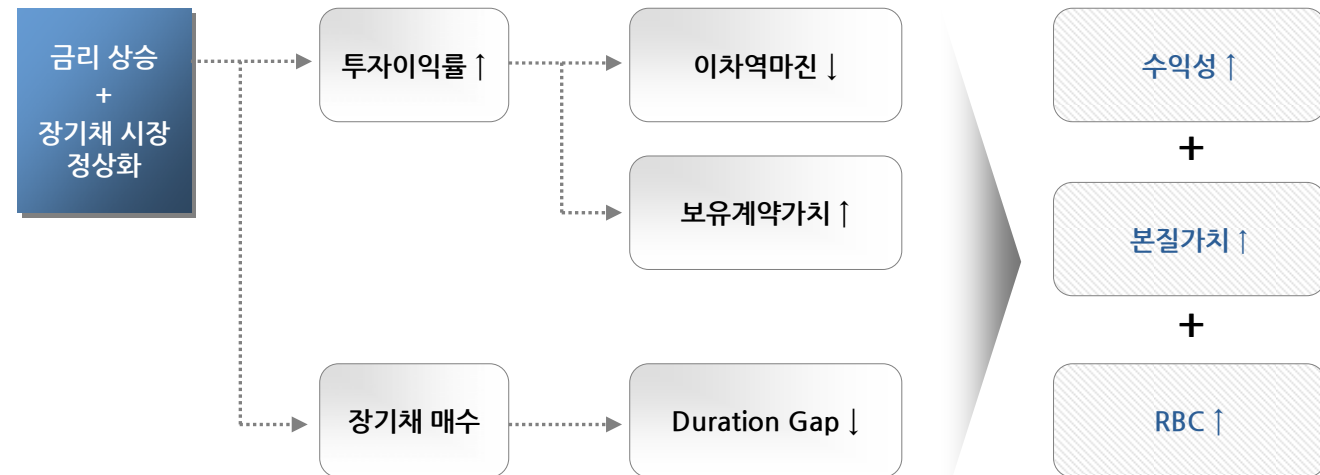
세전손익 : 0.63조원

I. 성장과 실적

생보사의 모멘텀은 여전히 금리

- 금리 House View : 2Q 전후 50bp 상승 여지, 미국 경기 지표 호조로 앞당겨질 수도...
- 금리 상승과 장기채 시장의 정상화는 현재의 문제(수익성, 본질가치, 자본비율 등)를 해소시키는 전제
 - 1) 투자이익률 상승을 통한 이차역마진 해소 + 보유계약 가치의 회복
 - 2) 장기채 매수를 통한 Duration Gap 축소와 이를 통한 RBC 상승의 자연스러운 경로
- 단 실제 개선 시 까지는 장기간 소요되고, 아직 EV에 근거한 Valuation이 수용되지 않으므로 모멘텀 관점에서 접근이 필요함

금리 상승의 선순환 경로



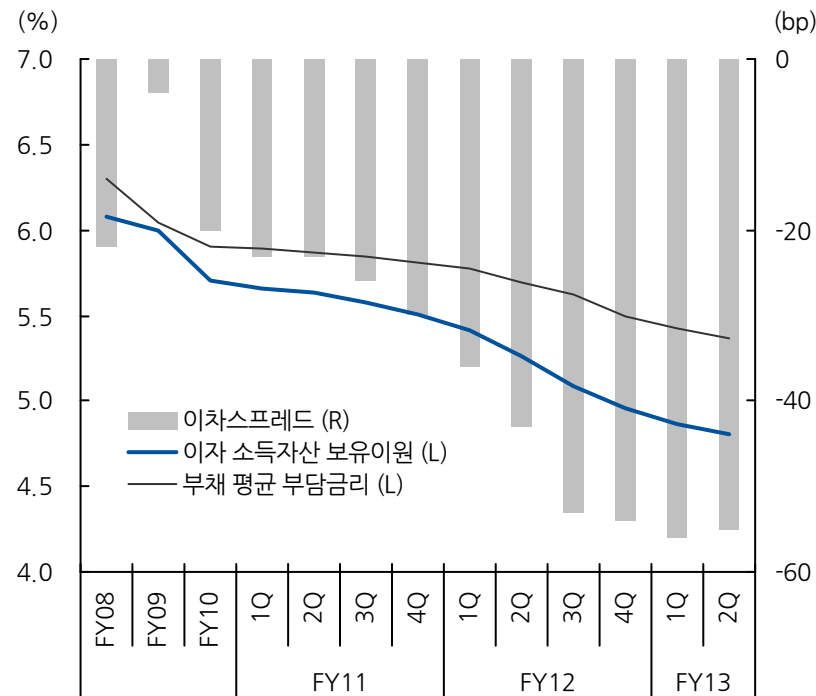
자료: KDB대우증권 리서치센터

I. 성장과 실적

생보는 금리 상승 초기
국면에서 모멘텀 기대
: 14년 초반

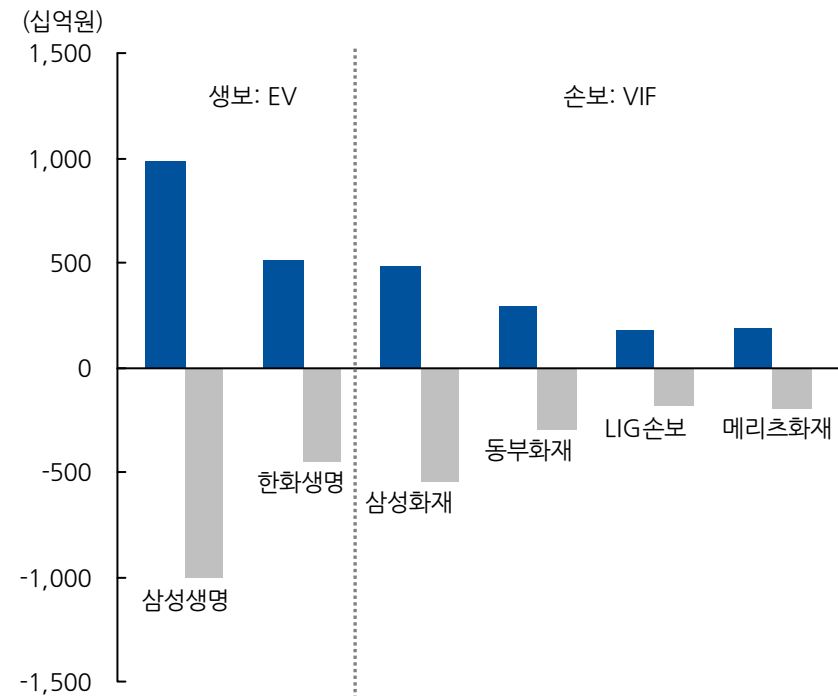
- 다행히 시중 금리가 저점을 형성하면서 이차역마진 Spread도 좁혀지는 상황
 - 삼성생명의 역마진 Spread는 -56bp를 저점으로 멈춘 상태
 - 최저보증이율 부담으로 공시이율 인하에 한계가 있던 한화생명도 제도 변화로 숨통
- 역마진 문제를 안고 있는 아시아 주요 보험사들도 금리 상승 초반에는 주가 모멘텀

삼성생명 : 평균 부담 금리 추이



자료: 삼성생명, KDB대우증권 리서치센터

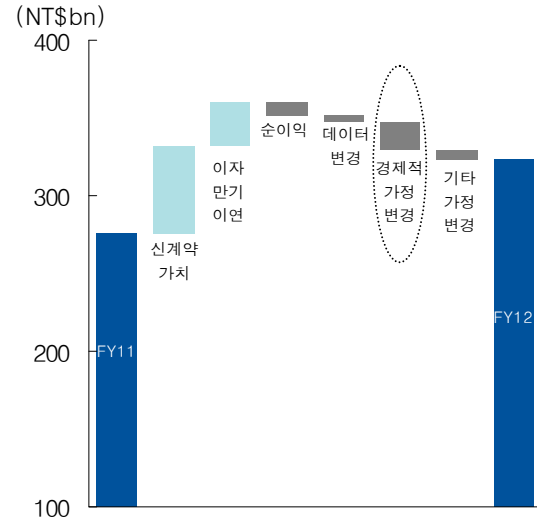
EV 금리 민감도 (± 50bp)



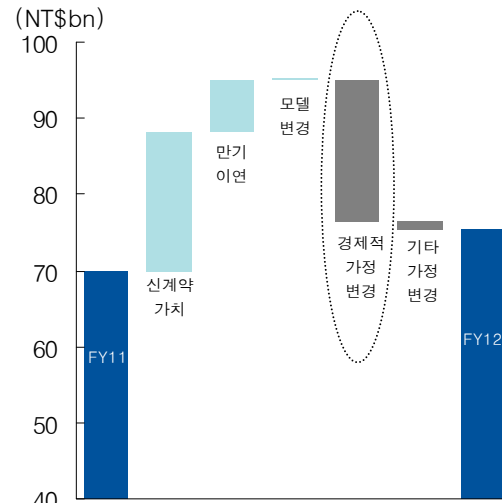
자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

I. 성장과 실적

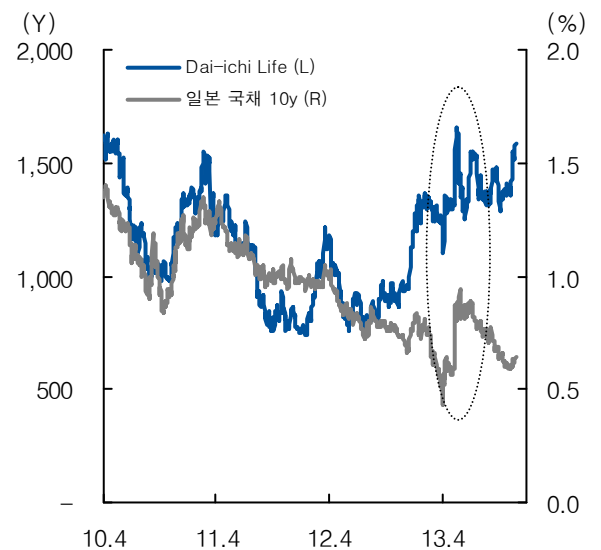
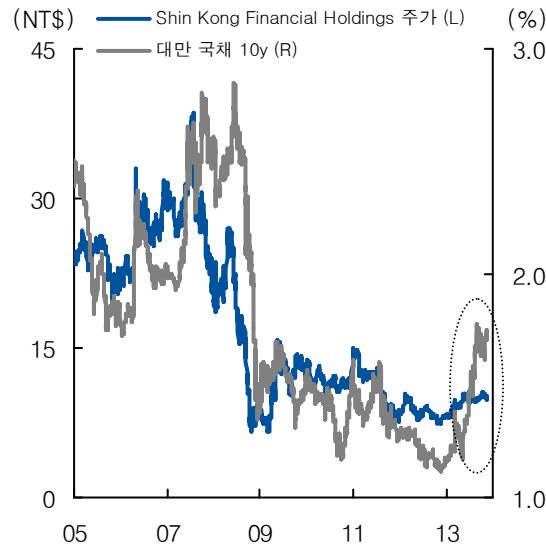
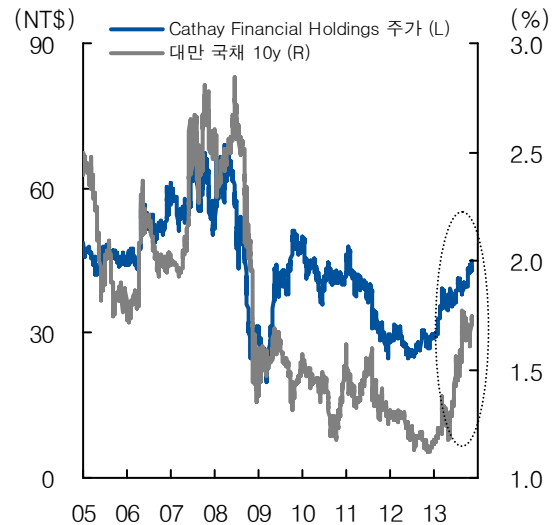
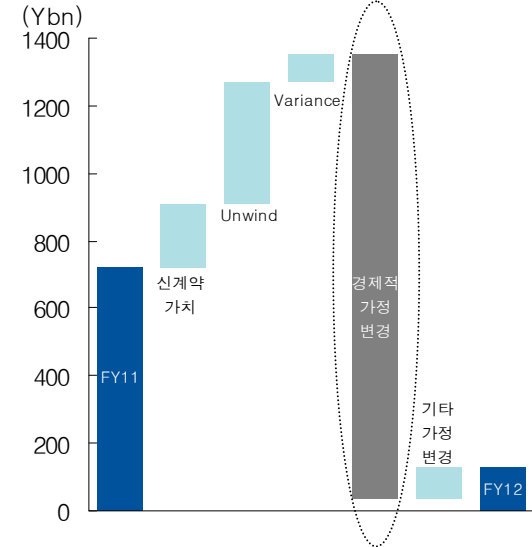
대만 : Cathay Financial Holdings (EV)



대만 : Shin Kong Financial Holdings (EV)



일본 : Dai-ichi Life (VIF)



자료: Thomson Reuters, 각 사, KDB대우증권 리서치센터

II. 규제의 잡음은 지속

재무 건전성 규제의 보수화

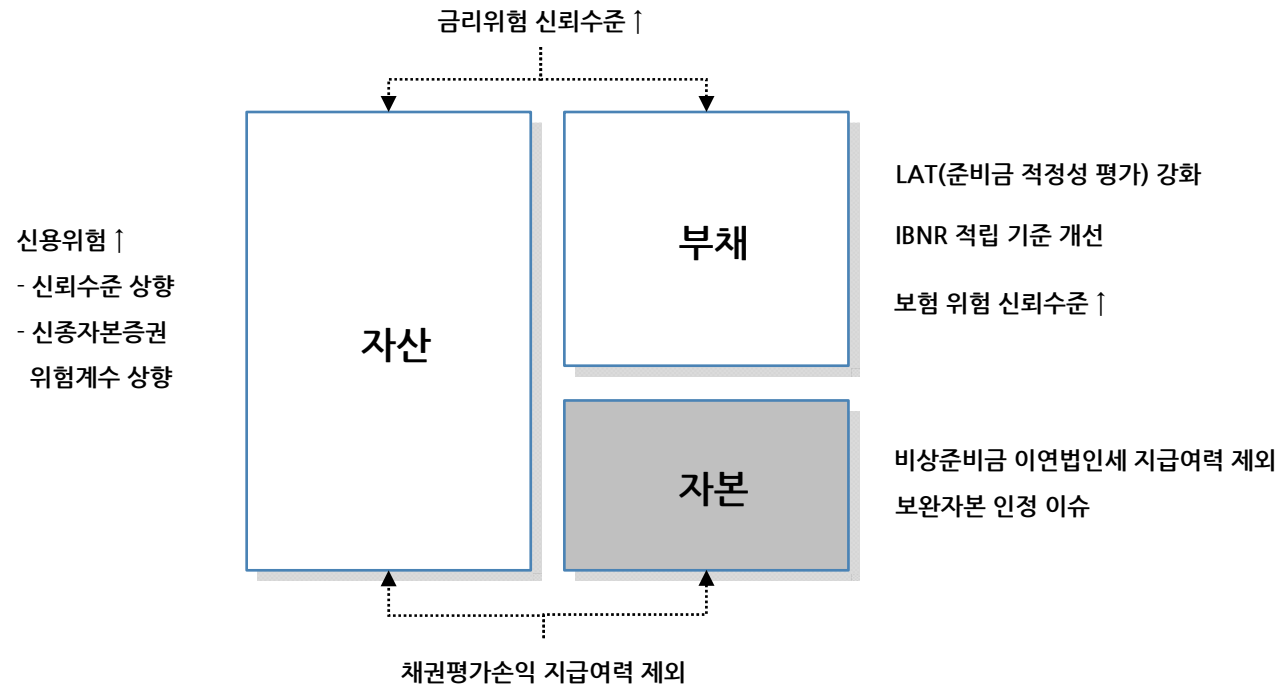
1) 시가평가

2) 자의성 축소

3) 예외 인정 축소

- 08년 이후 본격화되었던 금융시장 변동성과 전염성 확대에 대응하기 위해,
- 제반 규제의 방향은 자산·부채의 평가에 있어 모두 보수화하는 방향
 - 1) 시가평가를 추진하고,
 - 2) 자의성을 줄이며,
 - 3) 예외 인정을 축소하는 형태

자산과 부채의 평가에 대한 보수화



II. 규제의 잡음은 지속

규제의 Two Track :
RBC는 위기의 대응 능력
LAT는 부채평가의 보수화

TIP

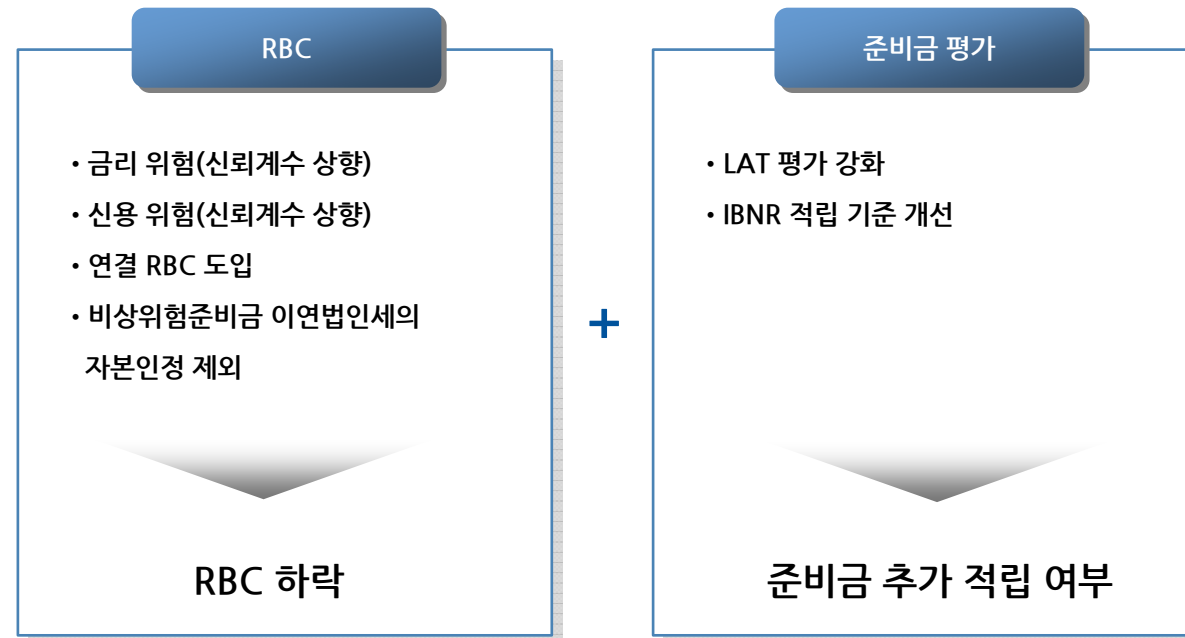
IBNR

(Incurred But Not Reported)

- 이미 보험사고가 발생했으나, 아직 보험회사에 보고되지 않은 계약에 대해 향후 지급될 보험금에 대한 추정액
- 기발생 미통지손해액을 말함

- 최근 수년간 감독당국의 자본규제는 일정한 방향성을 가지고 추진
→ 국제적 정합성을 높이고, 신뢰도를 강화
- RBC 관련 이슈들은 대부분 노출되었거나 시행 예정
- 남아있는 주요한 변수는 '준비금의 평가'와 관련된 내용들임
- 2014년 부터 준비금적정성 평가(LAT) 강화가 예상됨
- 한편 IBNR 적립 기준이 변경되면서 처리 방식에 따라 실적의 변수로 부상할 전망

LAT + RBC



II. 규제의 잡음은 지속

IFRS4 Phase2 의 사전 작업

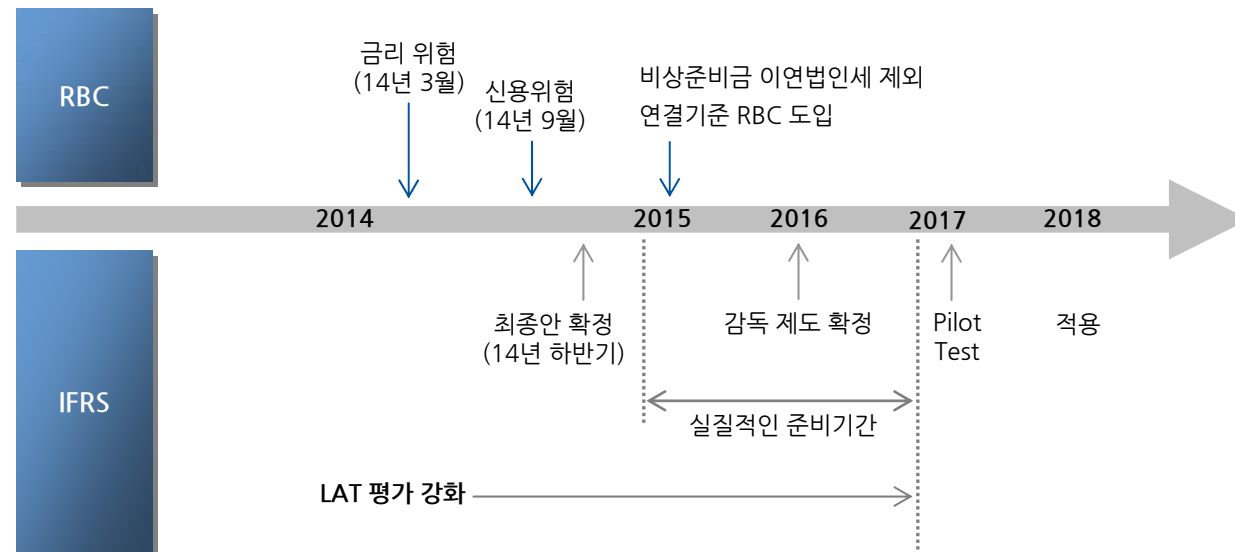
TIP

LAT (Liability Adequacy Test)

- 보험계약으로부터 발생이 예상되는 미래 현금흐름을 산출하고,
- 그 현재가치에 비해 장부상 책임준비금이 부족할 경우 준비금을 추가로 적립하는 제도

- LAT 강화는 IFRS4 Phase2 도입을 위한 사전 작업 : 2018년 본격 도입 예상
 - 14년 하반기 최종안 확정, 18년 시행 예상
- 현재의 LAT(책임준비금 적정성 평가)는 과도기적 성격
- 핵심은 결국 보험부채의 시가평가를 도입하는 것이 지향점
- 부채의 시가평가를 원칙으로 하는 IFRS4 Phase2와 Solvency2에 대응하기 위한 차원

IFRS4 Phase 2 : 2018년 시행 전까지 실질적인 준비기간 Max 3년



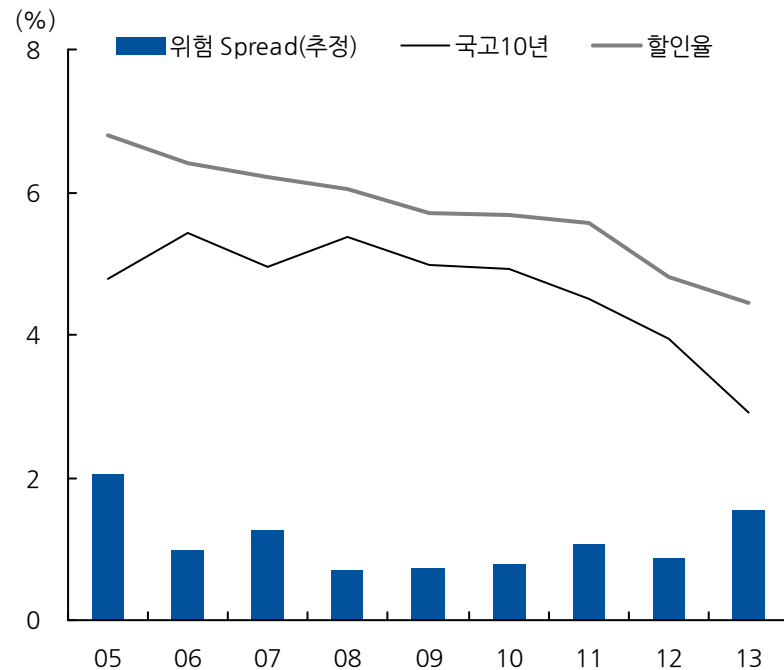
자료: 금융감독원 보도자료, KDB대우증권 리서치센터

II. 규제의 잡음은 지속

LAT(준비금 적적성 평가)

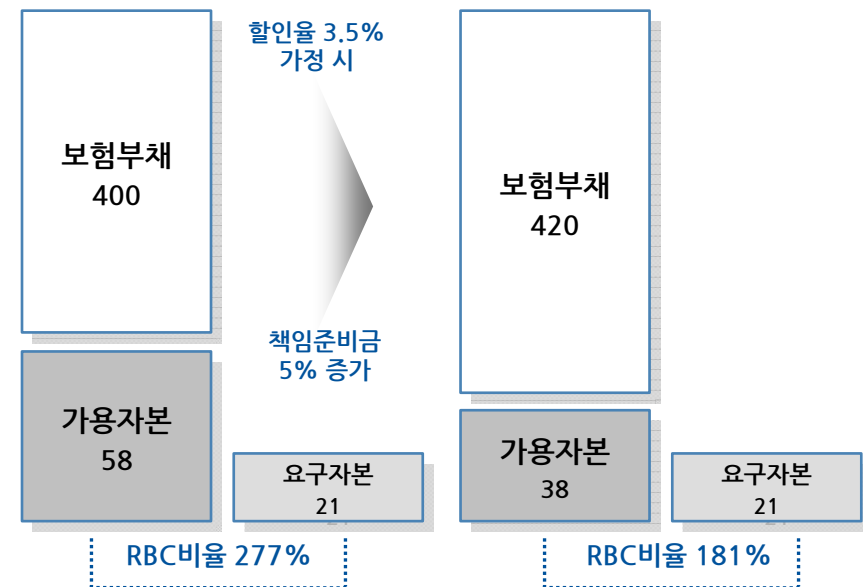
- 준비금을 평가하는 ‘할인율’이 이슈
 - 저금리 상황 지속, 금리의 하락 가능성 등을 고려
 - 할인율의 산정에 있어 회사의 자의성을 줄이고, 시중금리 수준을 적절히 반영할 필요
- 현재 LAT 평가에서는 일정한 위험스프레드를 가산 → 대략 4.5%를 적용하고 있는 것으로 추정
- 위험스프레드를 곱하는 방식으로 변경 예상 → 시중 금리에 보다 잘 연동하도록

LAT평가에서의 할인율 추이(A사)



자료: KDB대우증권 리서치센터

부채 시가평가 즉시 시행한다면 RBC 강화보다 큰 영향(보험연구원)



단위: 조 원

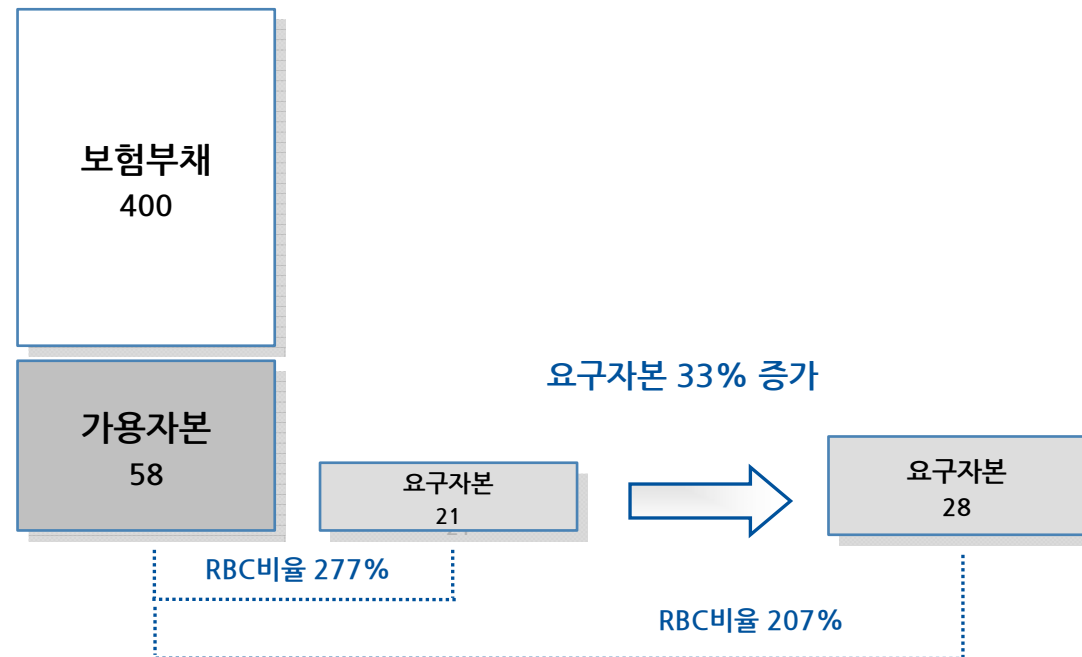
자료: 보험연구원, KDB대우증권 리서치센터

II. 규제 of 잡음은 지속

RBC 역시 미루어 놓은 숙제

- 14년 상반기부터 미루어 놓았던 제도 시행
 - 신뢰구간 99% : 보험회사의 영속성을 감안하여 100년에 1회 이내로 파산할 확률 (기존 95%는 200년에 한번)
 - 금리 위험 계수는 현행 1.5 → 약 2.0으로 상향, 신용 위험값은 현행보다 1.5배 증가
- 위험 평가의 강화, 지급여력 평가의 정교화 추세는 지속될 것
 - 채권 평가손을 지급여력에서 제외, 연결기준 RBC 도입 등
 - 점진적인 신뢰계수 상향 가능성(유럽 Solvency2 99.5%)

RBC 규제 강화의 영향



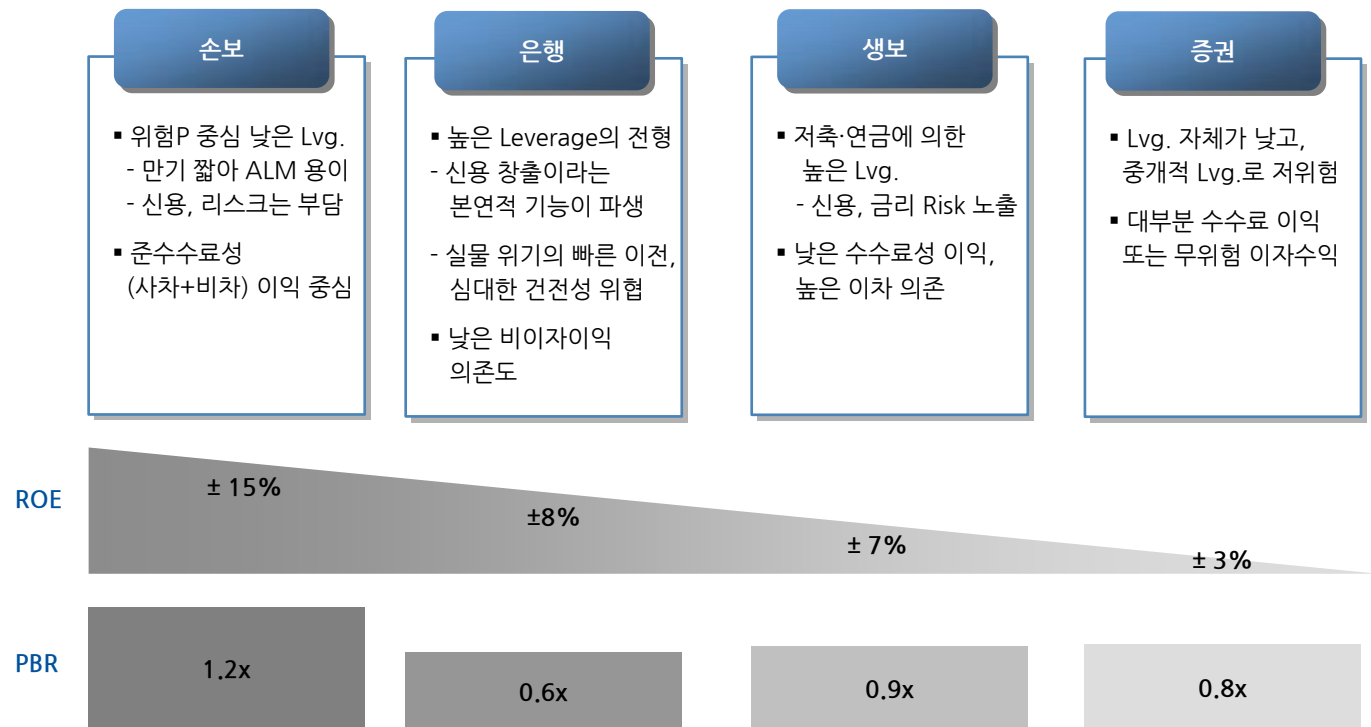
단위: 조 원
자료: 보험연구원, KDB대우증권 리서치센터

III. Valuation과 투자전략

금융주 Valuation 원칙은 위험 없는 이익의 규모가 결정

- 금융주 Valuation의 핵심 : 저위험 이익 중심으로 안정적으로 Book의 순증이 가능한지 여부
- 자본 규제를 받기 때문에 Book의 순증은 Capex 확대와 동일 → 수익확대와 성장의 필요조건
- ROE의 절대치도 중요하지만 낮은 Leverage와 현금 중심의 저위험 수익 구조가 이상적
- 손보 : 저위험수익(장기보험의 사차 + 비차이익)으로 이익 확보 → 높은ROE가 지속되는 근간

금융주 Valuation Theory : 위험이 낮은 수수료 + 낮은 Leverage로 높은 ROE를 달성해야 좋은 평가



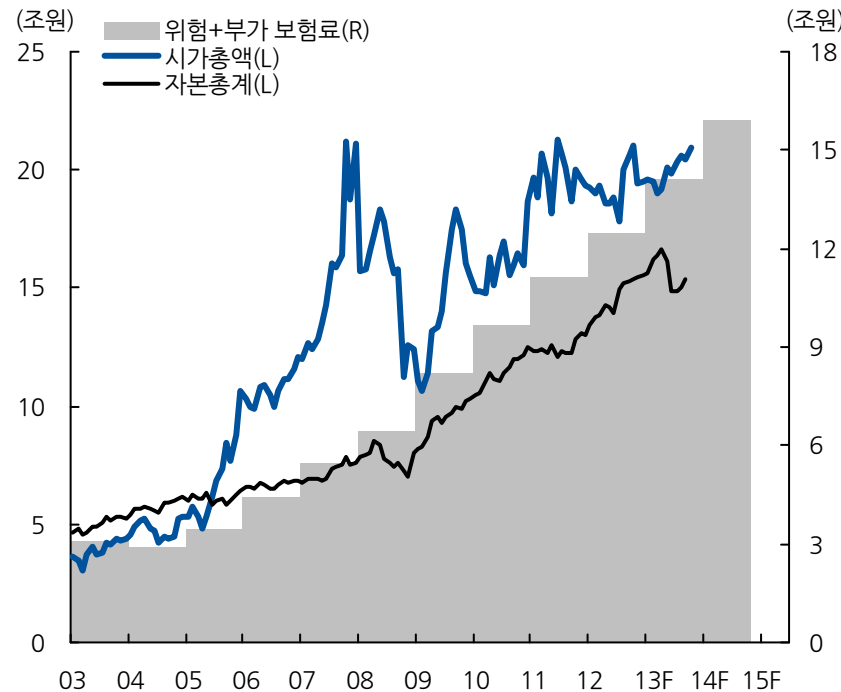
자료: KDB대우증권 리서치센터

III. Valuation과 투자전략

투자전략 : 규제와 실적의 줄타기

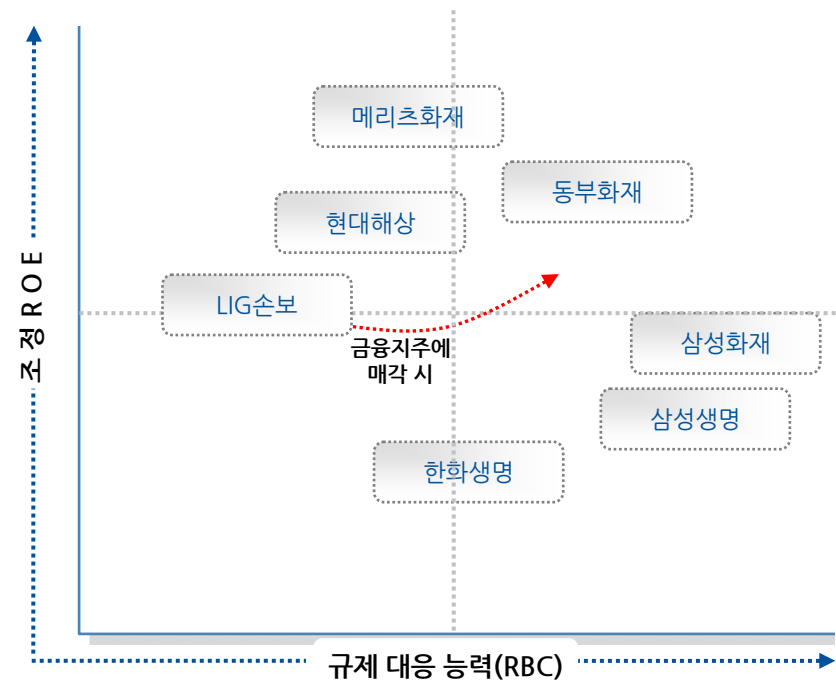
- 신계약 모멘텀을 기대하기 어려움 → 규제에 대한 대응 능력과 현재의 수익성이 중요
- 보장성 보험으로부터 확보된 수익성이 돋보이는 2위권 손보사
→ 저위험의 사차 + 비차 중심 이익으로 견고한 Book의 증대가 담보되어 있음
- 규제 변수가 부상 또는 완화되는 국면에서 회사별 비중 조절
→ 규제가 부상할 때는 상위사, 연기 또는 완화되는 환경 변화 관찰하면서 하위사 주목

손보사의 주가는 결국 안정적인 위험 + 부가보험료 규모가 좌우



자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

규제 대응과 수익성의 Matrix



자료: KDB대우증권 리서치센터

III. Valuation과 투자전략

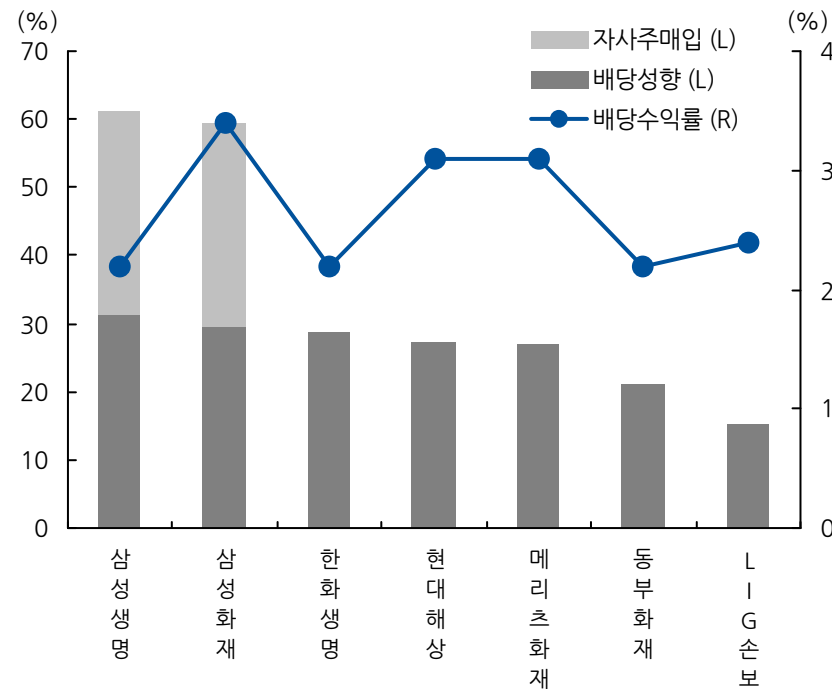
비중확대

Top Picks :

동부화재, 삼성화재

- 자본여력과 수익성이 담보되는 손보사 Buy
 - 동부화재 : 안정적인 ROE + 상대적으로 높은 자본여력 + 그룹 리스크 완화
 - 삼성화재 : 규제 강화에 가장 높은 대응 능력 + 높은 주주 환원을
- 2위권 생·손보사는 규제 이슈 및 금리 상황에 따라 Trading → 한화생명
- M&A 전개 방향에 따라 LIG손보는 추가 상승 여력

주주환원을 비교



자료: KDB대우증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 현황

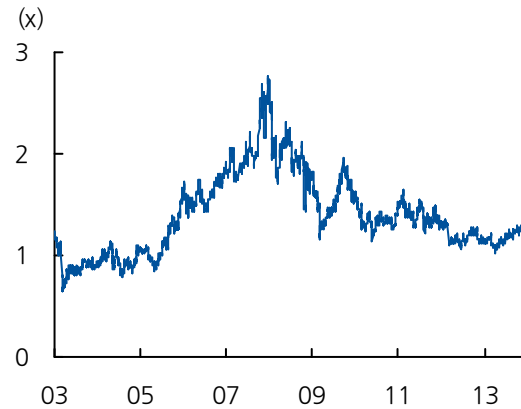
	투자의견	목표주가 (원)	현재주가 (원)	목표수익률 (%)
동부화재	매수	69,000	54,700	26.1
삼성화재	매수	303,000	254,000	19.3
한화생명	매수	8,600	7,150	20.3
LIG손보	매수	36,500	31,400	16.2
현대해상	매수	43,000	33,050	30.1
삼성생명	매수	125,000	101,000	23.8
메리츠화재	Trading Buy	17,000	14,800	14.9

자료: KDB대우증권 리서치센터

III. Valuation과 투자전략

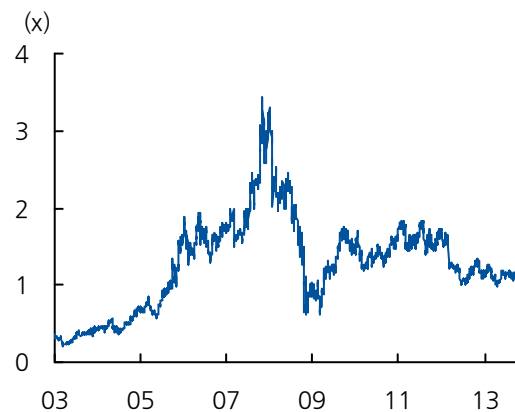
주요 보험사 PBR 추이

삼성화재



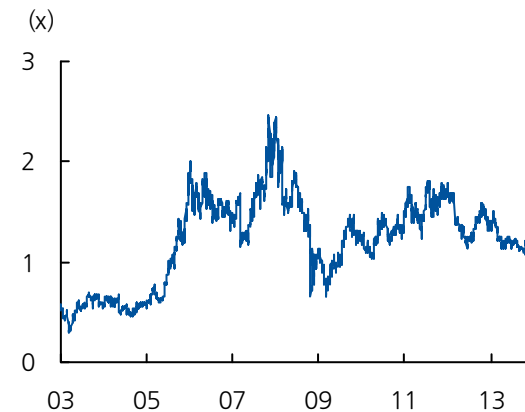
자료: KDB대우증권 리서치센터

동부화재



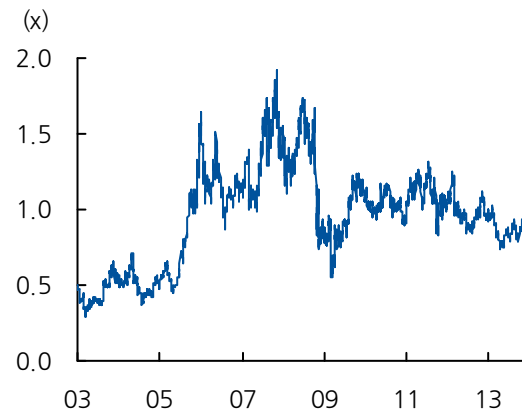
자료: KDB대우증권 리서치센터

현대해상



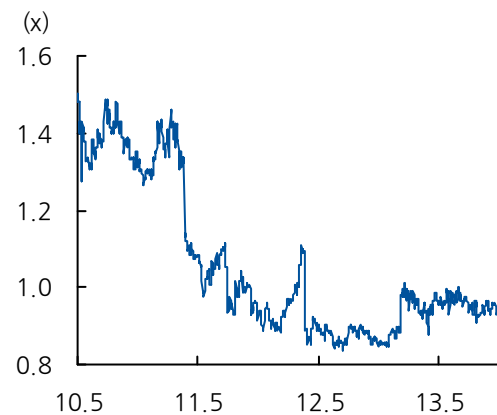
자료: KDB대우증권 리서치센터

LIIG손보



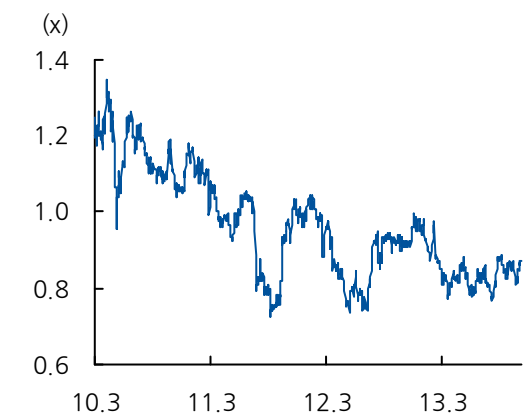
자료: KDB대우증권 리서치센터

삼성생명



자료: KDB대우증권 리서치센터

한화생명



자료: KDB대우증권 리서치센터

III. Valuation과 투자전략

		삼성화재	동부화재	현대해상	LIG손보	메리츠화재	삼성생명	한화생명
투자의견		매수	매수	매수	매수	Trading Buy	매수	매수
목표주가(원)		303,000	69,000	43,000	36,500	17,000	125,000	8,600
현재주가(원)		254,000	54,700	33,050	31,400	14,800	101,000	7,150
상승여력 (%)		19.3	26.1	30.1	16.2	14.9	23.8	20.3
EPS (원)	12.03	15,515	5,699	4,462	3,484	1,702	4,742	615
	13.03	15,039	5,836	3,729	2,740	1,354	4,922	538
	13.12F	11,054	4,580	2,379	2,717	1,478	3,346	455
	14.12F	16,068	6,722	3,714	4,475	2,269	5,011	683
	15.12F	17,703	7,684	4,666	5,772	2,557	5,447	714
BPS (원)	12.03	164,987	34,830	21,688	25,570	9,297	90,566	7,481
	13.03	197,340	43,546	26,139	29,920	11,238	108,652	8,059
	13.12F	197,139	43,624	25,288	29,927	11,551	105,985	7,934
	14.12F	211,122	50,143	28,717	38,387	13,520	111,982	8,566
	15.12F	225,435	57,137	32,905	47,952	15,577	118,429	9,293
P/E (배)	12.03	13.8	8.6	6.9	7.7	6.1	20.9	12.3
	13.03	14.5	7.8	8.5	8.7	8.8	21.2	12.7
	13.12F	23.0	11.9	13.9	11.6	10.0	30.2	15.7
	14.12F	15.8	8.1	8.9	7.0	6.5	20.2	10.5
	15.12F	14.3	7.1	7.1	5.4	5.8	18.5	10.0
P/B (배)	12.03	1.3	1.4	1.4	1.0	1.1	1.1	1.0
	13.03	1.1	1.0	1.2	0.8	1.1	1.0	0.8
	13.12F	1.2	1.1	1.2	0.8	1.1	0.9	0.8
	14.12F	1.2	1.1	1.2	0.8	1.1	0.9	0.8
	15.12F	1.1	1.0	1.0	0.7	1.0	0.9	0.8
ROE (%)	12.03	10.7	20.0	24.2	15.8	20.0	5.7	8.4
	13.03	9.2	16.7	17.3	11.5	13.2	4.9	6.9
	13.12F	9.2	11.8	10.3	10.5	13.0	3.1	5.7
	14.12F	8.8	16.0	15.3	15.2	18.1	4.5	8.3
	15.12F	9.1	16.0	16.8	15.5	17.6	4.8	8.0
순이익 (십억원)	12.03	785	404	399	209	165	948	534
	13.03	760	413	333	164	131	984	467
	13.12F	559	324	213	163	143	669	396
	14.12F	813	476	332	269	219	1,002	594
	15.12F	895	544	417	346	247	1,089	620
자기자본 (십억원)	12.03	7,695	2,205	1,744	1,324	899	18,113	6,497
	13.03	8,916	2,756	2,102	1,547	1,087	21,730	6,999
	13.12F	8,907	2,761	2,034	1,548	1,117	21,197	6,891
	14.12F	9,539	3,174	2,309	1,985	1,307	22,396	7,440
	15.12F	10,186	3,617	2,646	2,480	1,506	23,686	8,072
배당성향 (%)	12.03	22.3	18.8	27.2	19.8	32.3	41.5	36.3
	13.03	22.3	19.1	25.3	17.3	22.2	29.6	27.0
	13.12F	32.3	19.5	26.5	19.0	20.3	31.4	25.6
	14.12F	30.6	21.3	24.2	19.3	22.0	30.5	22.7
	15.12F	32.8	20.9	23.1	19.4	23.5	31.6	24.4
배당수익률 (%)	12.03	1.8	2.5	4.4	3.0	5.3	2.0	3.0
	13.03	1.7	2.7	3.3	2.3	2.5	1.4	2.2
	13.12F	1.6	1.8	2.1	1.9	2.0	1.1	1.7
	14.12F	2.2	2.9	3.0	3.2	3.4	1.6	2.2
	15.12F	2.6	3.3	3.6	4.1	4.1	1.8	2.5

자료: KDB대우증권 리서치센터

IV. Top Picks: 동부화재 (005830/매수/TP 69,000원)

할인이 풀렸다!

- 동부그룹 자구책 마련으로 그룹리스크에 따른 할인 완화
 - 하이텍 매각, 사재 출원 등 고강도 자구책 마련
- 자본 효율성이 가장 높음 : 높은 수익성과 RBC 비율을 동시 충족
 - RBC 비율 240.9%(9월 말 기준)로 2위권 타사 대비 40~50%p 높은 상태 유지
 - ROE 역시 17% 수준에서 꾸준히 유지하면서 수익과 자본비율 관리 모두에서 강점
- 자보 손해율 관리 측면에서 유리
 - 자보 효율 인상이 어렵다면, 손해율 관리가 포인트
 - 온라인 MS 확대하여 상대적으로 안정적인 자보 손해율 관리가 가능

수익예상과 투자지표

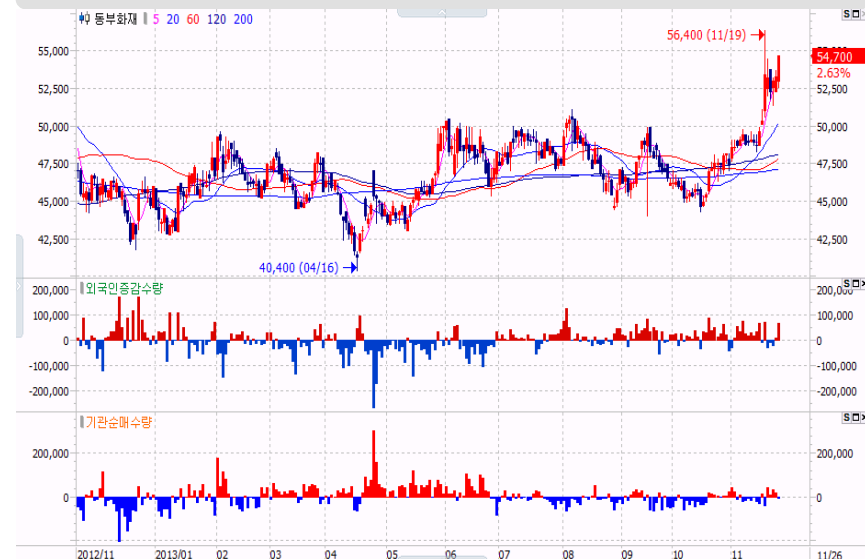
결산기 (12월)	03/11	03/12	03/13	12/13F	12/14F	12/15F
경과보험료 (십억원)	6,422	8,368	9,004	7,074	9,955	10,682
영업이익 (십억원)	388	562	566	437	649	743
순이익 (십억원)	328	404	413	324	476	544
EPS (원)	4,639	5,699	5,836	4,580	6,722	7,684
BPS (원)	28,926	34,830	43,546	43,624	50,143	57,137
P/E (배)	10.8	8.6	7.8	11.6	7.9	6.9
P/B (배)	1.7	1.4	1.0	1.2	1.1	0.9
ROE (%)	19.2	20.0	16.7	11.8	16.0	16.0
배당수익률 (%)	1.8	2.5	2.7	1.9	3.0	3.4
자기자본 (십억원)	1,831	2,205	2,756	2,761	3,174	3,617

현재주가(13/11/22, 원)	53,000	KOSPI	2,006.23
상승여력	30%	시가총액(십억원)	3,752
영업이익(13F, 십억원)	437	발행주식수(백만주)	71
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	416	유동주식비율(%)	58.1
EPS 성장률(13F, %)	4.6	외국인 보유비중(%)	36.6
MKT EPS 성장률(13F, %)	13.8	베타(12M, 일간수익률)	0.6
P/E(13F, x)	11.6	52주 최저가(원)	40,400
MKT P/E(13F, x)	11.1	52주 최고가(원)	56,400

주: K-IFRS 개별 재무제표 기준, 12/13F는 회계기준 변경에 의한 9개월 수치

자료: KDB대우증권 리서치센터

주가차트



자료: KDB대우증권 리서치센터

IV. Top Picks: 삼성화재 (000810/매수/TP 303,000원)

다시 찾을 수 밖에 없는 대안

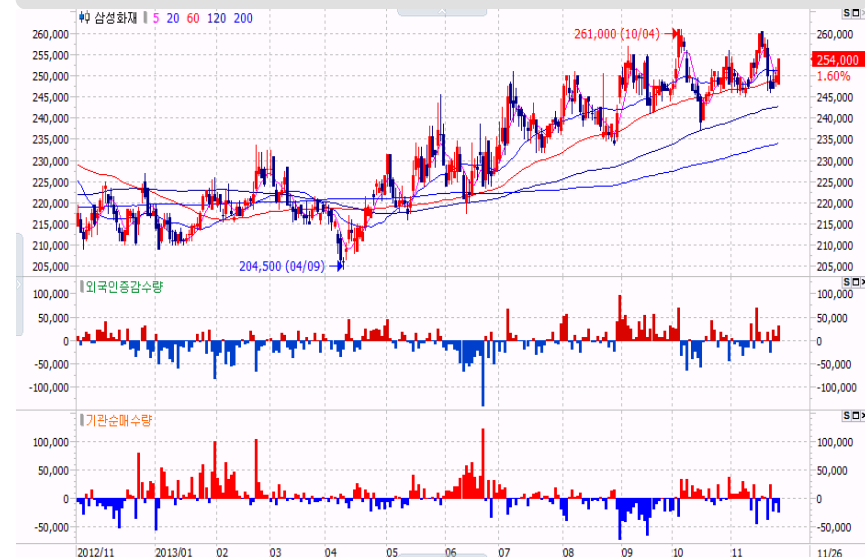
- 높은 자본여력은 규제 대응과 주주가치 제고의 원동력
 - 규제 강화가 추세적인 상황에서 규제 이슈 부상하는 국면에서 대안
 - 자사주 매입, 배당 등을 통해 높은 주주환원율 유지할 전망
- 내년 상대적으로 양호한 이익 개선
 - FY13 신계약비 상각 부담(1천억 원 가량) 사라지면서 이익 개선
 - 온라인 자보MS 상승하면서 상대적으로 손해율 관리 측면에서 유리

수익예상과 투자지표

결산기 (12월)	03/11	03/12	03/13	12/13F	12/14F	12/15F
경과보험료 (십억원)	11,861	13,679	15,699	12,278	17,336	18,673
영업이익 (십억원)	922	1,101	1,031	769	1,117	1,228
순이익 (십억원)	720	785	760	559	813	895
EPS (원)	14,244	15,515	15,039	11,054	16,068	17,703
BPS (원)	150,203	164,987	197,340	197,139	211,122	225,435
P/E (배)	17.0	13.8	14.5	22.3	15.4	14.0
P/B (배)	1.6	1.3	1.1	1.3	1.2	1.1
ROE (%)	11.0	10.7	9.2	9.2	8.8	9.1
배당수익률 (%)	1.5	1.8	1.7	1.6	2.2	2.6
자기자본 (십억원)	6,993	7,695	8,916	8,907	9,539	10,186
현재주가(13/11/22,원)	247,000		KOSPI		2,006.23	
상승여력	23%		시가총액(십억원)		11,702	
영업이익(13F,십억원)	769		발행주식수(백만주)		51	
Consensus 영업이익(13F,십억원)	772		유동주식비율(%)		72.7	
EPS 성장률(13F,%)	-2.0		외국인 보유비중(%)		50.5	
MKT EPS 성장률(13F,%)	13.8		베타(12M,일간수익률)		0.5	
P/E(13F,x)	22.3		52주 최저가(원)		204,500	
MKT P/E(13F,x)	11.1		52주 최고가(원)		261,000	

주: K-IFRS 개별 재무제표 기준, 12/13F는 회계기준 변경에 의한 9개월 수치
자료: KDB대우증권 리서치센터

주가차트



자료: KDB대우증권 리서치센터

IV. 관심종목 : LIG손보 (002550/매수/TP 36,500원)

Valuation 정상화의 길에 진입

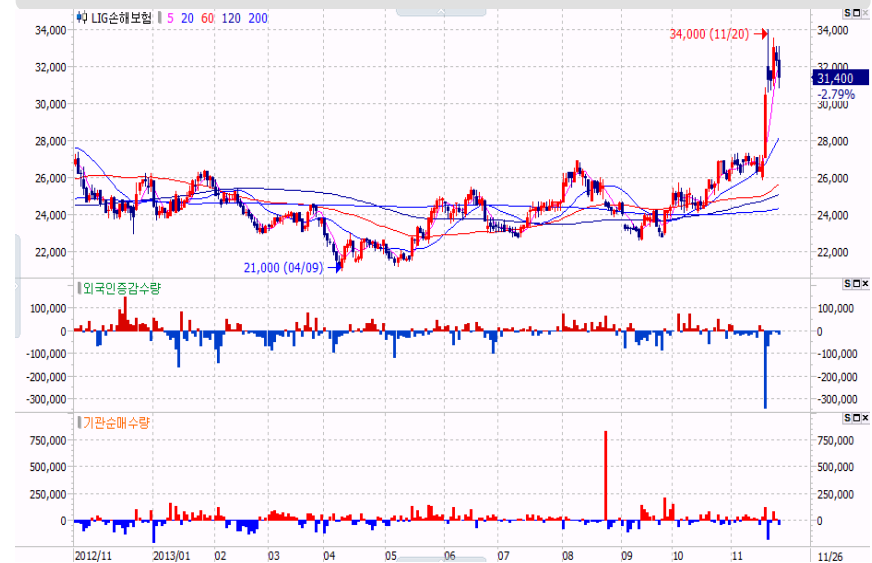
- 대주주 할인 요인 소멸로 Valuation 정상화 : PBR 1.0배까지는 회복
 - 기존 대주주의 낮은 출자여력으로 인해 적절한 자본확충 미흡
 - 상대적으로 낮은 수익성과 높은 이익 변동성이 완화될 수 있음
- 향후 변수는 크게 두가지
 - 1) 누가 인수할 것인지가 가장 중요
 - 라이선스 희소성, 확보된 계약가치 등 감안하면 경쟁 치열 예상
 - 시너지, 자본력 제고 등 고려하면 금융지주 인수가 Best Case
 - 2) 낮은 RBC비율과 매각 지분율을 높이기 위한 자본확충 가능성

수익예상과 투자지표

결산기 (12월)	03/11	03/12	03/13	12/13F	12/14F	12/15F
경과보험료 (십억원)	5,680	7,051	8,044	6,039	8,563	9,278
영업이익 (십억원)	129	340	232	243	388	492
순이익 (십억원)	113	209	164	163	269	346
EPS (원)	1,880	3,484	2,740	2,717	4,475	5,772
BPS (원)	25,350	25,570	29,920	29,927	38,387	47,952
P/E (배)	11.7	7.7	8.7	12.1	7.4	5.7
P/B (배)	0.9	1.0	0.8	1.1	0.9	0.7
ROE (%)	8.9	15.8	11.5	10.5	15.2	15.5
배당수익률 (%)	2.3	3.0	2.3	1.8	3.0	3.9
자기자본 (십억원)	1,328	1,324	1,547	1,548	1,985	2,480
현재주가(13/11/22, 원)	33,000		KOSPI		2,006.23	
상승여력	11%		시가총액(십억원)		1,980	
영업이익(13F, 십억원)	243		발행주식수(백만주)		60	
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	230		유동주식비율(%)		65.1	
EPS 성장률(13F, %)	32.2		외국인 보유비중(%)		17.1	
MKT EPS 성장률(13F, %)	13.8		베타(12M, 일간수익률)		0.3	
P/E(13F, x)	12.1		52주 최고가(원)		21,000	
MKT P/E(13F, x)	11.1		52주 최고가(원)		34,000	

주: K-IFRS 개별 재무제표 기준, 12/13F는 회계기준 변경에 의한 9개월 수치
자료: KDB대우증권 리서치센터

주가차트



자료: KDB대우증권 리서치센터

IV. 관심종목 : 한화생명 (088350/매수/TP 8,600원)

고비는 넘겼고, 14년 시작 전후 모멘텀

- 극단의 금리모멘텀 내재
 - 금리 상승 시 역마진 축소, RBC 개선, 보유계약가치 회복의 효과 가장 큰 보험사 중 하나
 - 금리 : 14년 2Q안에 40bp 상승 여력 → 주가는 13년 말~14년 1분기를 거치며 모멘텀 기대
- 필사적인 RBC 제고 노력으로 고비는 넘겼음
 - 적극적인 장기채 매수, 운용자산 Portfolio 변화로 240% 까지 상향
- 인상적인 위험손해율 개선 추세로 사차익 호조
- 오버행 부담 1차 고비는 넘겼고, 예보 물량(24.8%)이 관건

수익예상과 투자지표

결산기 (12월)	03/11	03/12	03/13	12/13F	12/14F	12/15F
수입보험료 (십억원)	11,098	11,832	14,510	9,765	14,447	15,304
영업이익 (십억원)	-65	-90	-289	-136	-223	-210
순이익 (십억원)	481	534	467	396	594	620
EPS (원)	554	615	538	455	683	714
BPS (원)	7,093	7,481	8,059	7,934	8,566	9,293
P/E (배)	15.8	12.3	12.7	15.7	10.4	10.0
P/B (배)	1.2	1.0	0.8	0.9	0.8	0.8
ROE (%)	8.1	8.4	6.9	5.7	8.3	8.0
배당수익률 (%)	2.6	3.0	2.2	1.7	2.2	2.5
자기자본 (십억원)	6,160	6,497	6,999	6,891	7,440	8,072
현재주가(13/11/22,원)	7,130		KOSPI		2,006.23	
상승여력	21%		시가총액(십억원)		6,193	
영업이익(13F,십억원)	-136		발행주식수(백만주)		869	
Consensus 영업이익(13F,십억원)			유동주식비율(%)		48.7	
EPS 성장률(13F,%)	12.9		외국인 보유비중(%)		14.2	
MKT EPS 성장률(13F,%)	13.8		베타(12M,일간수익률)		0.9	
P/E(13F,x)	15.7		52주 최저가(원)		6,210	
MKT P/E(13F,x)	11.1		52주 최고가(원)		8,200	

주: K-IFRS 개별 재무제표 기준, 12/13F는 회계기준 변경에 의한 9개월 수치
자료: KDB대우증권 리서치센터

주가차트



자료: KDB대우증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 조사분석 대상 기업과 다음과 같은 이해관계가 있습니다.
 삼성화재: 자기주식 직접취득 위탁 법인. 삼성화재: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW. 삼성화재: 회사가 LP업무를 수행하는 주식을 발행한 법인.
 삼성화재: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인합니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 투자 의견 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)

