

2013. 06. 24

Analyst

유승창 02) 3777-8057
sc.yoo@kbsec.co.kr

삼성화재 (000810)

기업 코멘트

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

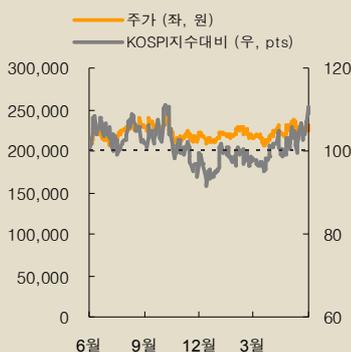
Upside / Downside (%)	29.5
현재가 (06/21, 원)	224,000
Consensus target price (원)	285,000
Difference from consensus (%)	1.8

Forecast earnings & valuation

	FY11	FY12E	FY13E	FY14E
경과보험료 (십억원)	13,679	15,699	17,728	20,346
보험영업이익 (십억원)	(260)	(414)	(530)	(572)
투자영업이익 (십억원)	1,361	1,445	1,655	1,890
영업이익 (십억원)	1,101	1,031	1,124	1,318
순이익 (십억원)	785	760	843	989
EPS (원)	16,822	16,845	18,675	21,896
PER (X)	12.7	0.0	12.0	10.2
PBR (X)	1.3	1.1	1.1	1.0
ROE (%)	10.7	9.2	9.1	9.9

Performance

(%, %p)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	(2.8)	4.2	0.4	5.7
KOSPI대비 상대수익률	4.8	10.5	8.5	9.2



Trading Data

시가총액 (십억원)	10,612
유통주식수 (백만주)	35
Free Float (%)	73.6
52주 최고/최저 (원)	241,500 / 206,000
거래대금 (3M, 십억원)	20
외국인 소유지분율 (%)	53.3
주요주주 지분율 (%)	삼성생명 (외 5인) 14.41
	삼성화재 자사주 10.6
First State Inv. Management (외 3인)	9.6
	국민연금관리공단 7.0
Genesis Asset Managers LLP.	6.2

자료: Fnguide, KB투자증권

성장성 우위를 바탕으로 Valuation 할증을 확대 전망

삼성화재는 원수보험료 기준으로 FY12 9년 만에 2위권 손해보험사 대비 높은 성장율을 기록하였다. KB투자증권은 FY13에도 삼성화재의 성장성 우위는 지속될 것으로 전망하며 이러한 성장성 우위는 삼성화재의 업종 내 Valuation 할증을 확대할 것으로 판단한다. 전반적인 시중금리 상승도 동사의 투자영업환경 개선 및 기업가치 증가로 이어져 주가에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다. 또한 배당 및 자사주매입을 통한 적극적인 ROE제고 정책도 긍정적인 것으로 판단한다. 삼성화재에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 290,000원, 업종 내 top pick을 유지한다.

FY12에 이어 FY13에도 2위권 손해보험사 대비 성장성에서의 우위 기록할 전망

삼성화재의 FY12 원수보험료 증가율은 13.6%로 2위권 4개사의 평균 원수보험료 증가율인 10.2%를 FY03 이후 9년 만에 상회하였다. KB투자증권은 삼성화재가 FY13에도 14%의 원수보험료 증가율을 기록하며 2위권 4사의 평균 원수보험료 증가율 11% 대비 높은 수준을 지속할 것으로 전망한다. 이는 1. RBC비율 관련 기준 강화에 따른 부담으로 2위권 손해보험사가 공격적인 영업을 하기 어려운 상황이 지속될 전망이고, 2. 그 동안 지속한 높은 성장성에 따른 부담으로 2위권 손해보험사가 당분간 수익성 중심의 경영을 할 가능성이 높고, 3. 삼성화재가 성장정책에 대한 적극적인 의지를 표현하고 있기 때문이다.

성장성 부각 및 자본 정책을 바탕으로 Valuation 할증을 확대 전망

FY12부터 발생하기 시작한 2위권사 대비 성장성 우위는 삼성화재의 Valuation 할증을 확대할 것으로 판단한다. 실제로 2위권 4사 대비 원수보험료 증가율이 높았던 FY03까지 삼성화재의 PBR은 2위권 4사 대비 평균 70% 수준의 할증을 적용 받았다. KB투자증권은 FY12부터 진행되기 시작한 삼성화재의 성장성 우위가 당분간 지속될 것으로 판단하며, 이는 업종 대표주로서 잃어버렸던 프리미엄을 회복하는 계기가 될 것으로 판단한다. 또한 삼성화재는 자본관리 원칙으로 순이익 기준 배당, 자사주, 사내유보를 1/3씩 추진하겠다는 정책을 제시한 바 있다. 동사의 상대적으로 낮은 ROE가 주가상승에 걸림돌 중 하나였다는 점을 감안할 때 이러한 경영진의 자본 정책은 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단한다.

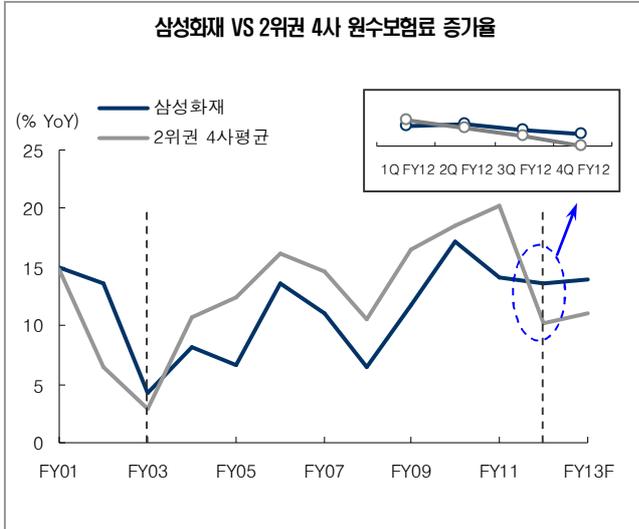
금리 상승으로 인한 투자영업환경 개선으로 PBR 상승 전망

삼성화재의 PBR 추이를 보면 시중금리 추이와 일정한 상관관계를 갖고 있는 것으로 나타난다. 실제로 삼성화재의 PBR은 시중금리 하락이 시작된 FY08 이후 하락추세를 보이고 있다. 이는 주가가 기업의 장래가치의 반영이라고 볼 때 보험영업에서는 원수보험료 증가율이, 투자영업에서는 금리가 보험사의 미래가치에 미치는 영향이 가장 큰 변수이기 때문인 것으로 판단한다. 따라서 전반적인 시중금리 상승 가능성 증가로 향후 삼성화재의 PBR이 상승할 수 있을 것으로 판단한다.

투자의견 BUY, 목표주가 290,000원, 업종 내 top pick 유지

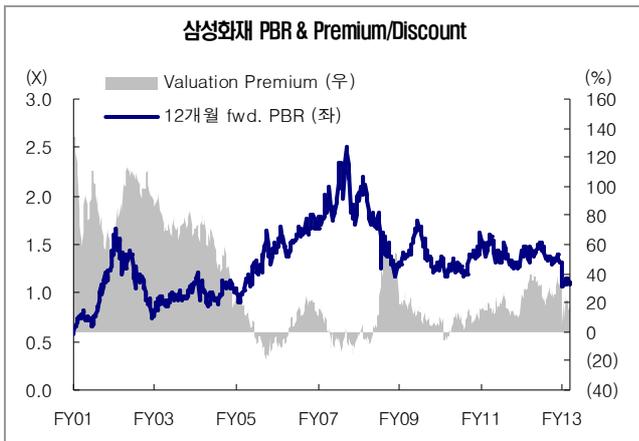
삼성화재의 주가는 연초 이후 2.8% 상승하면서 코스피를 11.5%p 상회하며 업종 내에서도 양호한 주가 흐름을 보여주고 있다. 향후 삼성화재는 성장성에서의 우위 및 업종 대표주로서의 이익안정성을 바탕으로 2위권사 대비 Valuation 할증율이 확대될 수 있을 것으로 판단한다. 또한 최근 금리 상승으로 투자영업환경 개선 및 기업가치 증가도 동사의 주가에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다. 삼성화재에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 290,000원, 업종 내 top pick을 유지한다.

I. Focus Charts



자료: 각 사 자료, KB투자증권
주: 2위권 4사는 현대해상, 동부화재, LIG손해보험, 메리츠화재

- 삼성화재의 FY01 이후 12년간 평균 원수보험료 증가율은 11.3%로 동 기간 2위권 4사 원수보험료 증가율 12.9% 대비 낮은 수준
- 기간별로 세분해보면 FY03까지 삼성화재의 성장성이 2위권 4사 대비 높았으나 FY04 (삼성화재 8.1%, 2위권 4사 10.8%)부터 2위권 손해보험사의 성장성이 삼성화재를 상회하기 시작. 즉 삼성화재의 시장점유율이 하락하는 구간에 진입
- FY12 삼성화재의 원수보험료 증가율은 13.6%로 FY03 이후 9년 만에 처음으로 2위권 4사 원수보험료 증가율 10.2%를 상회. 삼성화재의 성장성 우위는 FY13 에도 이어질 전망
- 주된 원인은 삼성화재의 공격적인 성장정책 및 2위권 보험사들의 성장을 둔화. 분기별로 보면 2Q FY12부터 삼성화재의 성장성이 2위권 4사 평균을 상회



자료: 삼성화재, KB투자증권
주: Premium/Discount는 삼성화재 제외한 2위권 4사 대비

- 2위권 4사 평균 대비 삼성화재의 PBR 할증/할인은 성장성과 높은 상관 관계를 보이고 있는 것으로 판단
- 삼성화재의 2위권 4사 대비 PBR 할증율은 2위권 보험사 대비 성장성이 낮아진 FY04년을 기점으로 하락 추세를 지속
- 금융위기 이후 이익의 안정성이 부각되면서 FY09 PBR 할증율이 상승하였으나, 최근 PBR 할증율은 20% 내외로 하락한 수준. 업종 내 가장 PBR이 낮은 LIG손해보험을 제외할 경우 10% 수준



자료: 삼성화재, KB투자증권

- 삼성화재의 PBR 하락은 전반적인 시중 금리 하락과도 연관성이 있는 것으로 판단
- 실제로 시중 금리가 상승했던 FY04~FY07 기간 중 삼성화재의 PBR은 1X~2.5X까지 상승했으나 2008년 이후 동사의 PBR 하락 추세
- KB투자증권은 향후 완만한 금리 상승을 전망하고 있으며 최근 전반적인 시장금리 상승은 삼성화재의 투자영업환경 개선 및 PBR 상승에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단

II. Executive Summary

FY03 이후 9년 만에 발생한 2위권 손해보험사 대비 성장성 우위 FY13 에도 이어질 전망

삼성화재의 FY12 원수보험료 증가율은 13.6%로 2위권 4사의 평균 원수보험료 증가율 10.2%를 상회하였다. 이는 FY03 이후 9년 만에 발생한 것으로 KB투자증권은 FY13에도 삼성화재의 원수보험료가 14%의 증가율을 기록하며 2위권 4사의 평균 원수보험료 예상증가율 11% 대비 높은 수준을 지속할 수 있을 것으로 전망한다. 삼성화재의 원수보험료 성장성을 2위권 손해보험사에 비해 높게 보는 근거는 1. RBC비율 관련 기준 강화에 따른 부담으로 2위권 손해보험사가 공격적인 영업을 하기 부담스러운 상황이 지속될 전망이고, 2. 2위권 손해보험사가 지속해왔던 높은 성장성에 대한 반대급부로 당분간 성장성보다는 수익성 중심의 경영을 목표로 할 가능성이 높고, 3. 삼성화재가 적극적인 성장의지를 표현하고 있다는 점이다.

성장성 우위 회복은 Valuation 할증을 확대로 이어질 전망

FY12부터 발생하기 시작한 2위권 손해보험사 대비 성장성 우위는 향후 삼성화재의 Valuation 할증을 확대로 이어질 것으로 판단한다. 실제로 2위권 4사 대비 원수보험료 증가율이 높았던 FY03까지 삼성화재의 PBR은 2위권 4사 대비 평균 70% 수준의 높은 할증을 적용받았다. 하지만 2위권 4사 대비 성장성이 낮아진 FY04 이후 동사의 PBR 할증율은 하락하기 시작해 상대적 안정성이 부각되었던 금융위기시기를 제외하면 평균 15% 내외의 PBR 할증율에 머물러 있는 상황이다. KB투자증권은 FY12부터 진행되기 시작한 삼성화재의 성장성 우위가 당분간 지속될 것으로 판단하며, 이는 업종 대표주로서 잃어버렸던 PBR 할증율을 회복하는 계기가 될 것으로 판단한다.

전반적인 시중금리 상승도 삼성화재의 PBR 상승으로 이어질 전망

2004년 이후 삼성화재의 PBR 추이를 보면 시중금리 추이와 일정한 상관관계를 갖고 있는 것으로 나타난다. 실제로 삼성화재의 PBR은 시중금리 하락이 시작된 FY08 이후 하락추세를 보이고 있다. 이는 주가가 기업의 미래가치를 반영한다고 볼 때 보험영업에서는 원수보험료 증가율이, 투자영업에서는 금리가 보험사의 장래가치에 미치는 영향이 가장 큰 변수이기 때문인 것으로 판단한다. 따라서 전반적인 시중금리 상승은 향후 삼성화재의 Valuation Multiple 상승으로 이어질 것으로 판단한다.

ROE 및 주주가치제고를 위한 자본 정책 긍정적 조만간 자사주 매입 가능성 높은 것으로 판단

삼성화재는 2012년 ROE제고 및 주주가치제고를 위한 자본관리 원칙으로 순이익 대비 배당, 자사주, 사내유보를 1/3씩 추진하겠다는 정책을 제시한 바 있다. 실제로 삼성화재는 이러한 원칙을 바탕으로 지난해 순이익대비 배당 및 자사주 매입을 66.3% 실행했다. 삼성화재의 상대적으로 낮은 ROE가 주가상승에 걸림돌 중 하나였다는 점을 감안할 때 이러한 경영진의 자본 정책은 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단한다. 2013년 5월 FY12 실적 간담회에서도 경영진이 배당 및 자사주매입에 대한 이러한 원칙을 강조한 바 있어 동사의 자사주 매입은 조만간 실시될 가능성이 높을 것으로 판단한다.

투자의견 BUY, 목표주가 290,000원, 업종 내 top pick 유지

삼성화재의 주가는 연초 이후 2.8% 상승하며 코스피를 11.5%p 상회하며 업종 내에서도 양호한 증가흐름을 보이고 있다. KB투자증권은 2위권 손해보험사대비 높은 성장성, 배당 및 자사주매입을 통한 ROE제고 정책, 시중금리 상승 등을 바탕으로 Valuation 할증율 및 Multiple이 확대될 것으로 전망한다.

삼성화재에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 290,000원, 업종 내 top pick을 유지한다.

IV. Investment Points

1. FY12에 이어 FY13에도 2위권 손해보험사 대비 성장성에서의 우위 기록할 전망

삼성화재의 FY01부터 FY12까지
과거 12년간 원수보험료 증가율
2위권 4사 대비 낮은 수준 기록

삼성화재의 FY01부터 FY12까지 과거 12년간 평균 원수보험료 증가율은 11.3%로 동기간 2위권 4사 (동부화재, 현대해상, LIG손해보험, 메리츠화재)의 원수보험료 증가율 12.9% 대비 낮은 수준을 기록하였다.

삼성화재와 2위권 4사의 원수보험료 증가율을 기간별로 나누어보면 FY03까지 삼성화재의 성장성이 2위권 4사 대비 높았으나 FY04 (삼성화재 8.1%, 2위권 4사 평균 10.8%)를 기점으로 2위권 4사의 평균 원수보험료 증가율이 삼성화재의 원수보험료 증가율을 상회하기 시작하여 이러한 성장성의 차이가 FY11까지 지속되었다. 이는 2위권 4사의 방카슈랑스, 장기보험, GA채널 등에 대한 신속한 대응에 따른 영향이 큰 것으로 판단한다.

FY12 원수보험료 증가율 2위권
4사 대비 높은 수준 기록. FY13에
도 성장성 우위 지속될 전망

삼성화재의 FY12 원수보험료 증가율은 13.6%로 2위권 4개사의 평균 원수보험료 증가율 10.2%를 상회하였다. KB투자증권은 FY13에도 삼성화재의 원수보험료가 14%의 증가율을 기록하며 2위권 4사의 평균 원수보험료 성장율 11% 대비 높은 수준을 지속할 수 있을 것으로 전망한다. 삼성화재의 원수보험료 성장성을 2위권 손해보험사에 비해 높게 보는 근거는

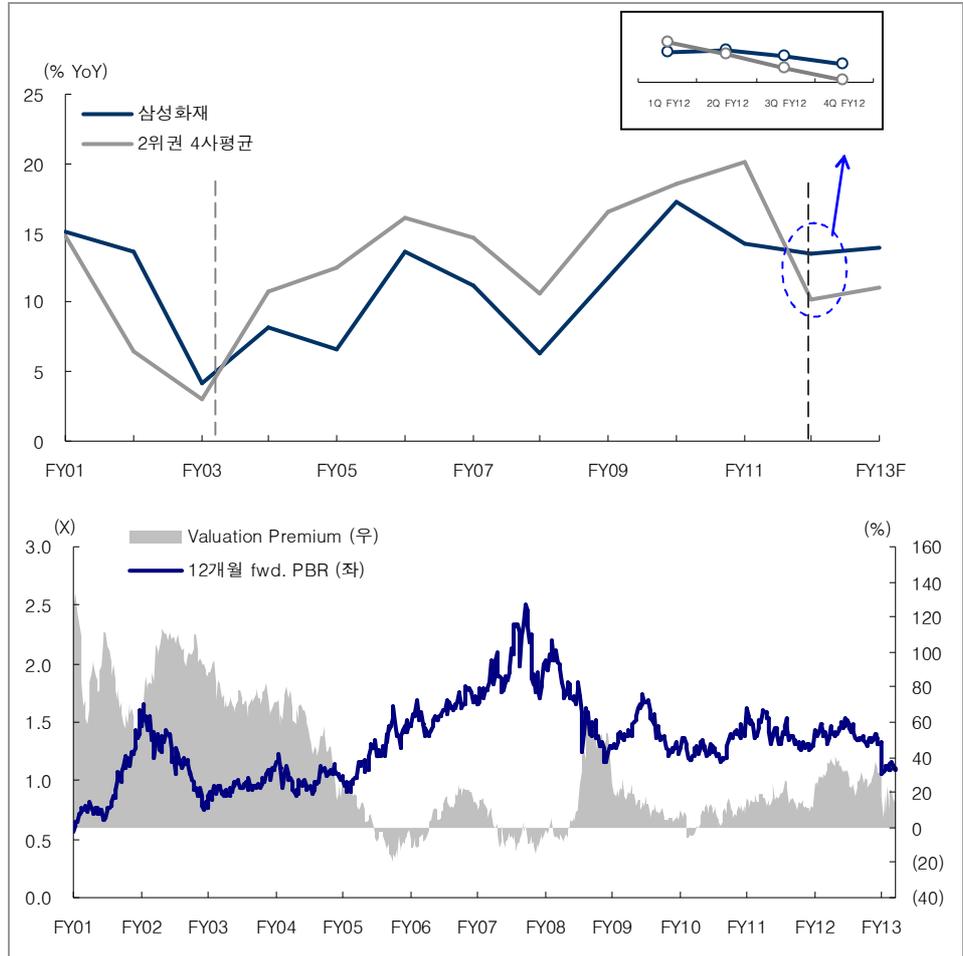
1. RBC 비율 규제 강화 가능성으로 인해 2위권 손해보험사의 영업이 위축될 가능성이 있는 상황에서 삼성화재는 높은 RBC비율을 바탕으로 상대적으로 적극적인 성장전략을 실행할 수 있을 전망이다. 또한 금리 상승 시 투자수익률 제고 등으로 기업가치에 긍정적인 영향이 클 것으로 전망하지만, 단기적으로는 금리 상승에 따른 투자유가증권평가이익의 감소로 RBC에 부정적인 영향을 미치는 바, 당분간 일부 2위권 보험사의 경우 적극적인 성장정책을 추진하기 어려울 전망이다.
2. 장기간 2위권 손해보험사가 지속해왔던 높은 성장성에 대한 반대급부로 당분간 성장성보다는 수익성 중심의 경영을 목표로 할 가능성이 높을 전망이다.
3. 회사의 적극적인 성장정책에 대한 의지표현이다. 삼성화재는 그 동안 채널정책에서 상대적으로 GA채널에 대해 보수적인 정책을 유지하였는데 일부 상품을 중심으로 GA채널을 활용할 계획을 가지고 있어 GA채널에서 과거 대비 높은 성장을 달성할 수 있을 전망이다.

성장성 우위 회복은 Valuation
할증율 확대로 이어질 전망

FY12부터 발생하기 시작한 2위권사 대비 성장성의 회복 및 우위는 삼성화재의 Valuation 할증율에 긍정적인 영향을 줄 수 있을 것으로 판단한다. 실제로 2위권 4사 대비 원수보험료 증가율이 높았던 FY03까지 삼성화재의 PBR은 2위권 4사 대비 평균 70% 수준의 할증율을 적용 받았다. 하지만 2위권 4사 대비 성장성이 낮아진 FY04 이후 동사의 PBR 할증율은 하락하기 시작해 상대적 안정성이 부각되었던 금융위기시기를 제외하면 10% 내외의 PBR 할증율에 머물러 있는 상황이다.

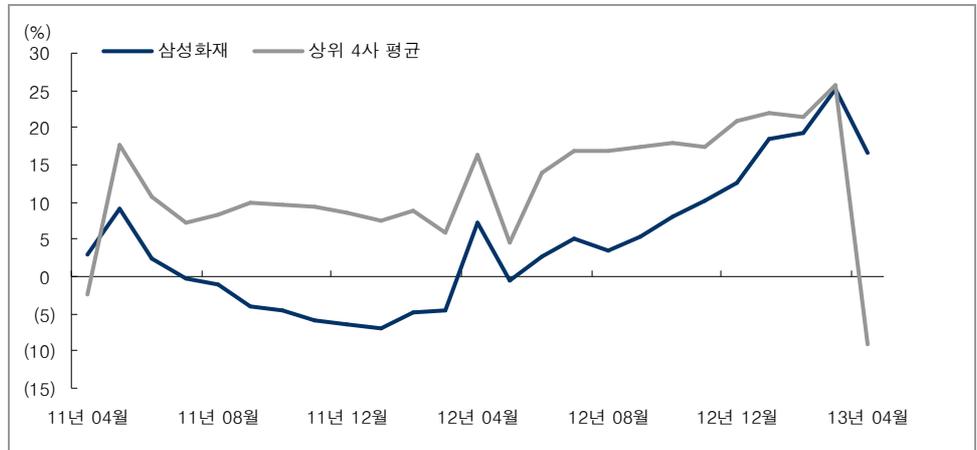
KB투자증권은 FY12부터 진행되기 시작한 삼성화재의 성장성 우위가 당분간 지속될 것으로 판단하며 이는 업종 대표주로서 PBR 할증율이 확대되는 계기가 될 것으로 판단한다.

그림 1. 삼성화재와 2위권 손해보험 4사의 성장을 추이 및 Valuation Premium/discount



자료: KB투자증권

그림 2. 월남환산기준 장기보장성보험 신계약 성장률 추이

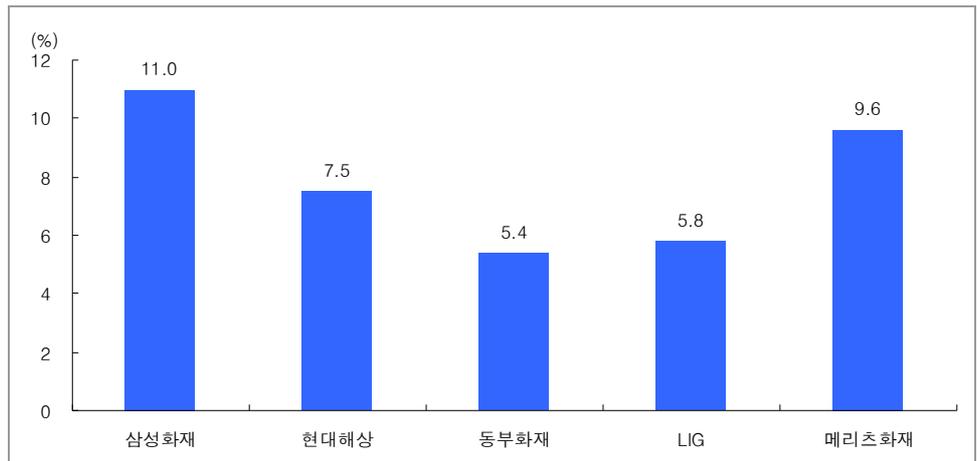


자료: 각 사 자료, KB투자증권
 주: 월누적 기준, 상위 4사는 현대, 동부, LIG, 메리츠

**FY13 성장을 가이던스 삼성화재
11.0%로 상위 5사 중에서 가장
높은 수준 제시**

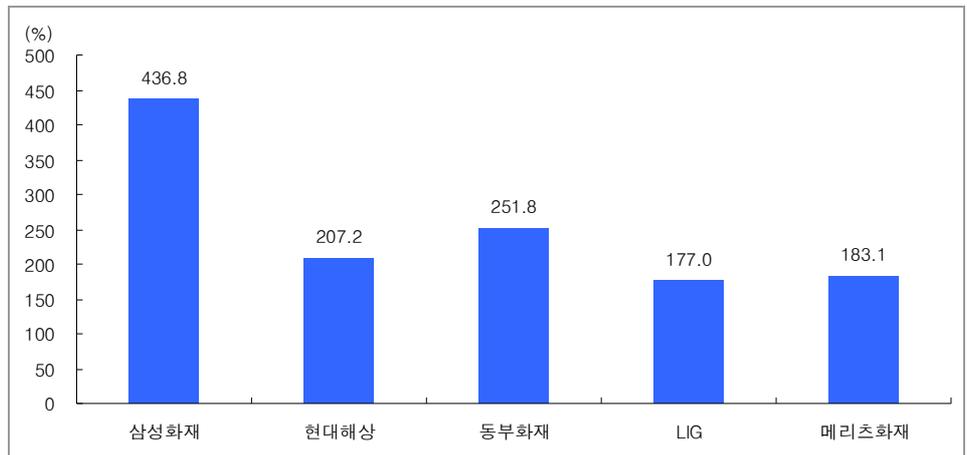
상위 5개 손해보험사의 FY13 성장을 가이던스를 보면 삼성화재가 11.0%로 가장 높은 수준을 제시한 것으로 나타났다. 이는 2위권 4사의 최근 지속되었던 고성장 및 RBC규제 강화 가능성에 따른 부담이 반영된 것으로 판단한다. 더욱이 최근 금리 상승으로 인해 채권평가이익이 감소하며 RBC비율 하락요인이 발생함에 따라 일부 2위권 손해보험사의 경우 성장성보다는 수익성 중심의 보험영업정책을 지속할 가능성이 높을 전망이다.

그림 3. 상위 5개 손해보험사 FY13 원수보험료 성장률 가이던스



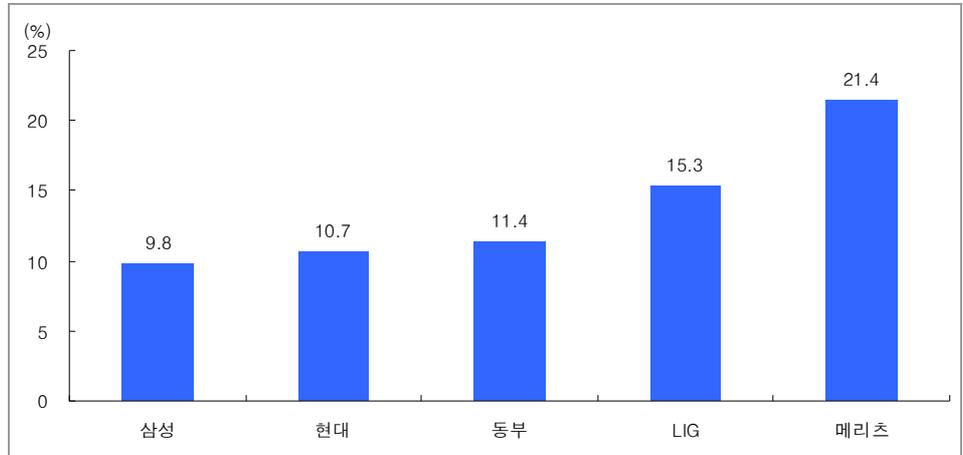
자료: 각 사, KB투자증권
주: FY13은 4월~12월 기준. 삼성화재는 경과보험료 기준. 현대해상, 동부화재, LIG, 메리츠화재는 원수보험료 기준

그림 4. 상위 5개사 RBC비율 현황 (2013년 3월말 기준)



자료: 각 사 자료, KB투자증권

그림 5. 상위 5개 손해보험사 자본 대비 매도가능금융상품 평가이익 비중



자료: 각 사 자료, KB투자증권

주: 삼성화재는 계열사 주식평가손익 제외

2. 금리 상승 가능성 증가로 인한 투자영업환경 개선

운용자산 중 금리부자산 비중 67.3%로 시중금리 상승은 순투자수익률 및 기업가치 증가로 이어질 전망

금리가 보험사의 기업가치에 미치는 영향은 보험영업보다는 투자영업에 큰데, 주로 장기상품이 많은 보험사의 특성상 금리부자산 (채권+대출채권)의 비중이 높아 금리의 변동은 순투자수익률에 영향을 준다.

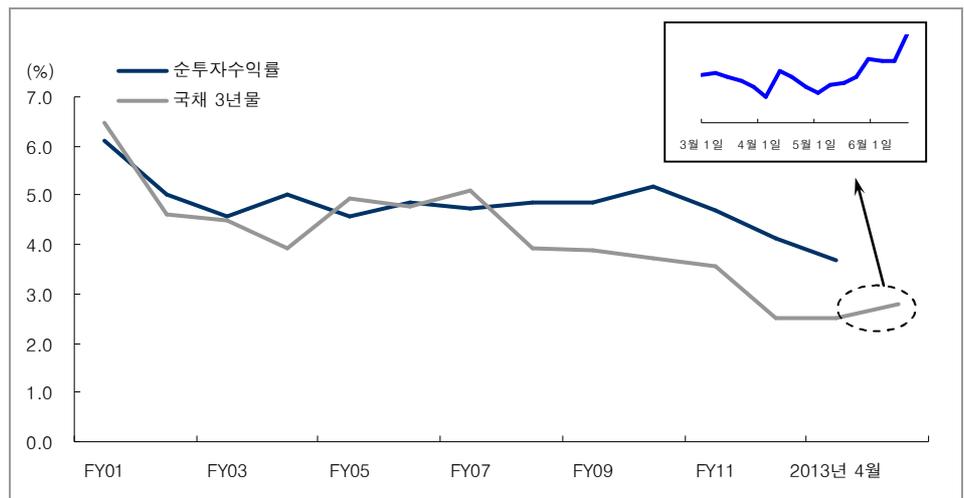
삼성화재의 운용자산 중 금리부자산이라고 할 수 있는 채권과 대출채권의 비중은 FY12 기준 67.3%로 금리의 방향성이 투자영업에서의 순투자수익률을 결정하는 가장 중요한 변수라고 할 수 있다. 삼성화재의 순투자수익률은 FY08 부터 시중금리가 하락추세에 접어들었음에도 불구하고 FY10 까지 5% 내외의 안정적인 흐름을 보였다. 삼성화재의 순투자수익률은 FY10을 기점으로 본격적으로 하락하기 시작하였는데 시중금리 하락 시점과 차이가 나는 것은 자산듀레이션에 따른 것으로 판단된다. 따라서 최근 금리 상승에도 불구하고 삼성화재의 순투자수익률이 단기에 상승하기는 어려울 전망이나 중장기적인 순투자수익률의 개선 가능성이 높아진 것으로 판단한다.

시중금리 상승은 삼성화재의 PBR 상승으로 이어질 전망

삼성화재의 대표적인 Valuation Multiple이라고 할 수 있는 PBR 추이를 보면 시중금리 추이와 일정한 상관관계를 갖고 있는 것으로 나타난다.

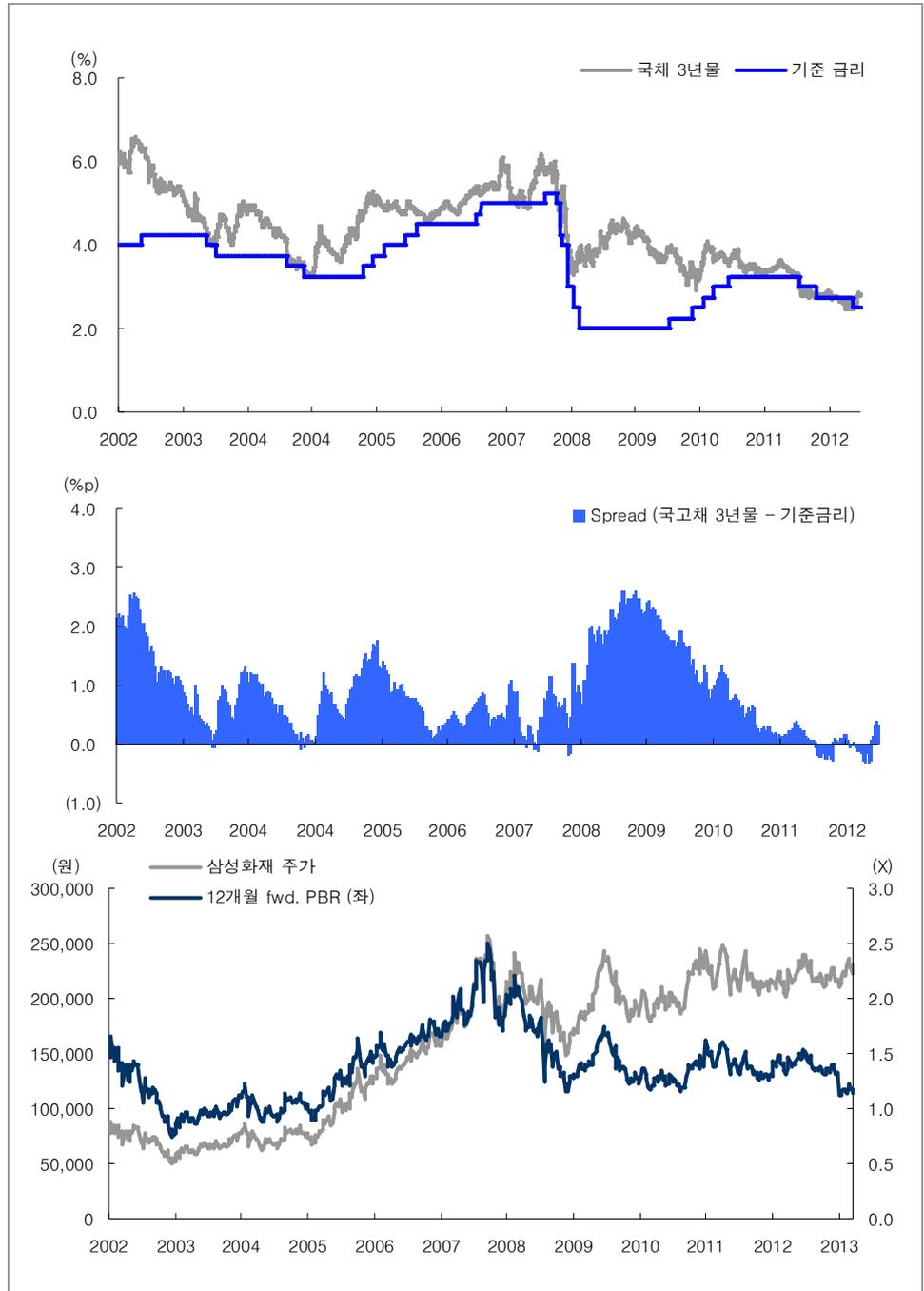
실제로 삼성화재의 PBR은 시중금리 하락이 시작된 FY08 이후 하락추세를 보이고 있다. 이는 주가가 기업의 장래가치를 반영한다고 볼 때 보험영업에서는 원수보험료 증가율이, 투자영업에서는 금리가 보험사의 장래가치에 미치는 영향이 가장 큰 변수이기 때문인 것으로 판단한다. 따라서 전반적인 시중금리 상승은 향후 삼성화재의 PBR 상승으로 이어질 가능성이 높은 것으로 판단한다.

그림 6. 국고채 3년물과 삼성화재 순투자수익률 추이



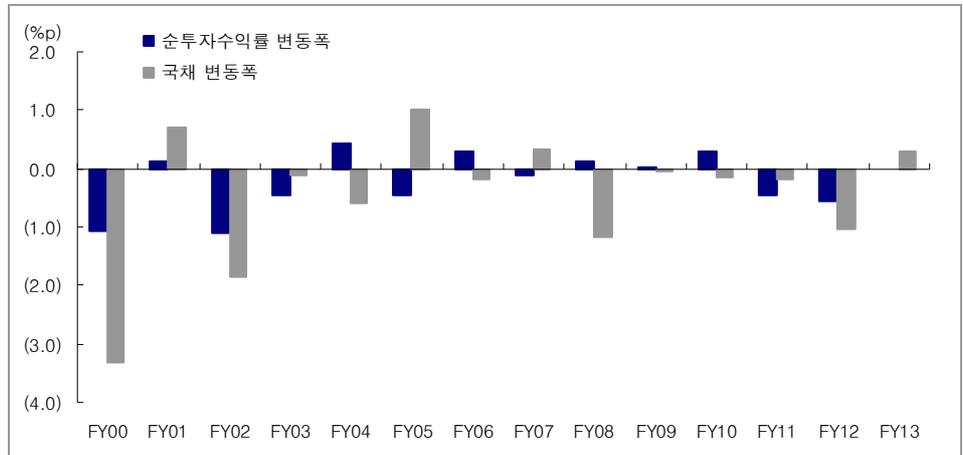
자료: 삼성화재, KB투자증권

그림 7. 금리 스프레드 및 삼성화재 PBR추이



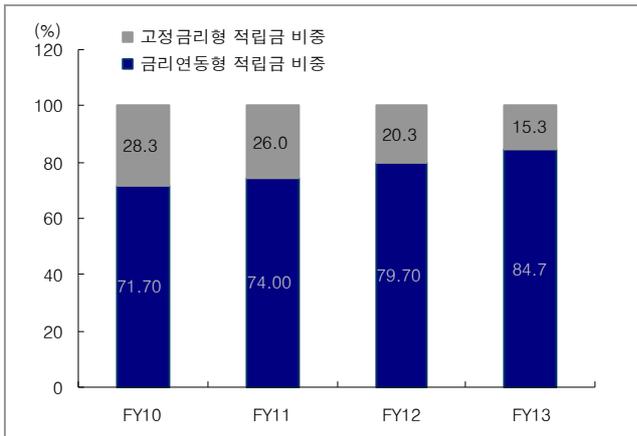
자료: KB투자증권

그림 8. 국고채 3년물 변동 폭 vs 삼성화재 순투자수익률 변동 폭



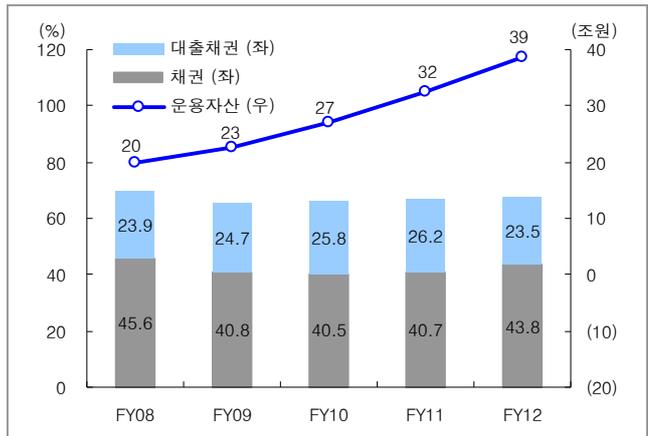
자료: 삼성화재, 블룸버그, KB투자증권

그림 9. 삼성화재 고정 및 연동형 적립금 비중 추이



자료: 삼성화재, KB투자증권

그림 10. 삼성화재 금리부자산 (채권 및 대출채권) 비중 추이



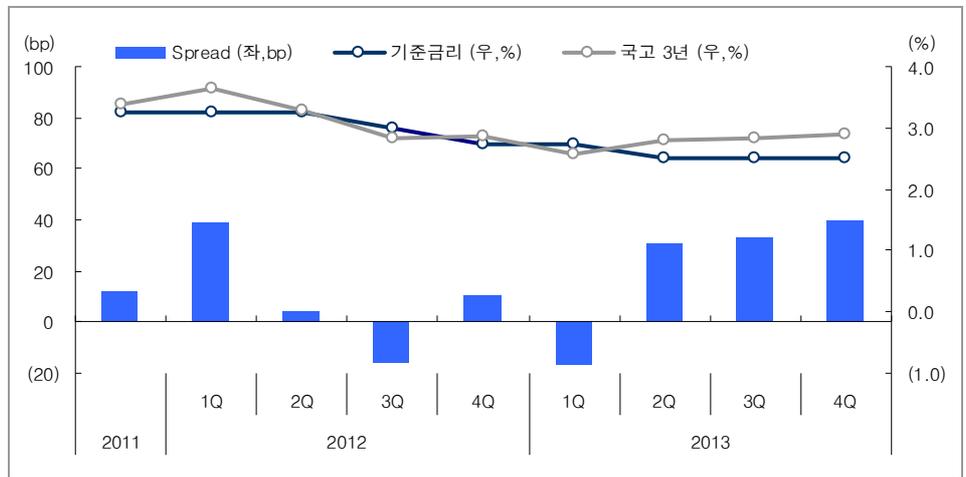
자료: 삼성화재, KB투자증권

삼성화재의 EV는 금리가 100bp 상승 시 74% 증가

금리의 변동은 보험사의 EV (Embedded Value: 내재 가치)에도 영향을 준다. 통상 보험사의 EV는 조정순자산과 보유계약의 미래가치를 통하여 계산되는데 현재 보유하고 있는 계약의 미래가치를 계산하는 데 있어서 투자수익률 가정은 전체 EV에 영향을 미친다. +100bp의 금리변화에 따른 삼성화재의 EV 변화 폭은 +7.4%로 2위권 손해보험사 대비 낮은 수준으로 나타났다.

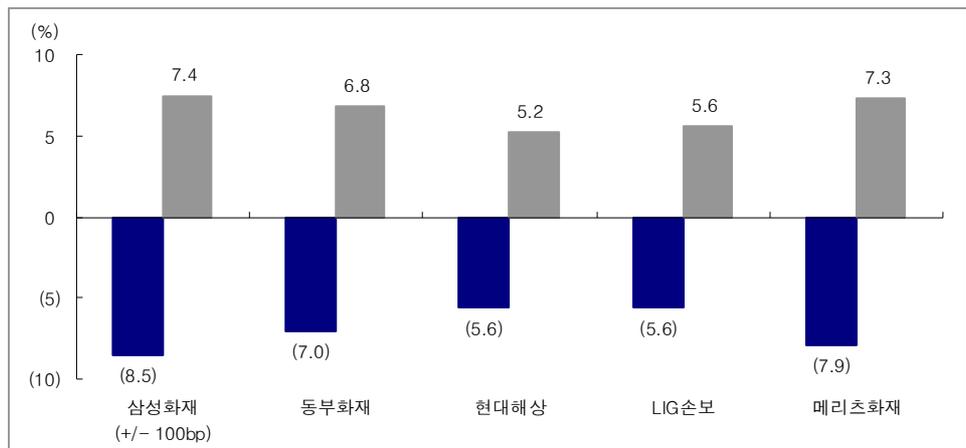
KB투자증권 리서치센터는 국고채 3년물 기준으로 향후 경기회복 등을 반영해 2013년 4분기에는 시중금리가 점진적으로 상승할 것으로 전망하고 있다. 여전히 저금리상태라는 점은 부담스럽지만 시중금리가 추가하락보다는 상승하는 방향성을 보일 가능성이 높아진 점을 감안할 때 삼성화재의 투자영업 및 기업가치에 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단한다.

그림 11. 금리 및 금리스프레드 전망



자료: KB투자증권

그림 12. 금리 변동에 따른 주요 손해보험사 EV 민감도



자료: 각 사 자료, KB투자증권
 주: 민감도는 +/-50bp 금리 변동 기준, 삼성화재는 +/- 100bp 기준

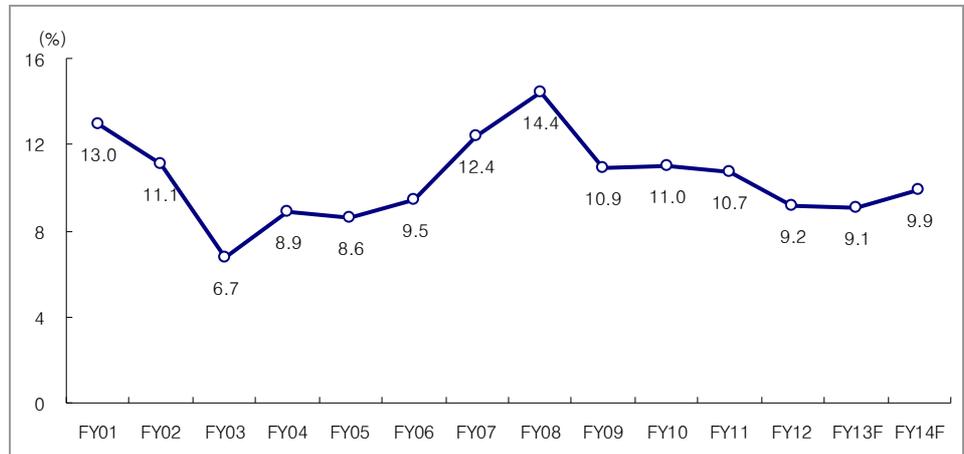
3. 배당 및 자사주 매입을 통한 ROE 제고 정책 긍정적

순이익 대비 배당, 자사주, 사내유보 1/3씩 추진 원칙 감안 시
조만간 자사주 매입 기대

삼성화재는 2012년 ROE제고 및 주주가치제고를 위한 자본관리 원칙으로 순이익 대비 배당, 자사주, 사내유보를 1/3씩 추진하겠다는 정책을 제시한 바 있다. 실제로 삼성화재는 이러한 원칙을 바탕으로 지난해 순이익대비 배당 및 자사주 매입을 66.3% 실행했다. 삼성화재는 삼성전자를 비롯한 계열사 주식 보유로 인해 상대적으로 ROE가 낮은 수준이었고 이 점이 동사의 추가적인 주가상승에 걸림돌 중 하나였다는 점을 감안할 때 이러한 경영진의 자본 정책은 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단한다.

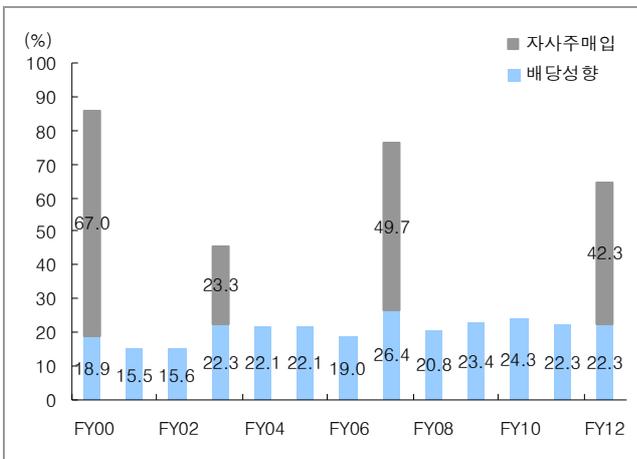
2013년 5월 FY12 실적 간담회에서도 경영진이 배당 및 자사주매입에 대한 이러한 원칙을 강조한 점을 감안할 때 동사의 자사주 매입은 조만간 실시될 가능성이 높을 것으로 판단한다.

그림 13. 삼성화재의 ROE 추이 및 전망



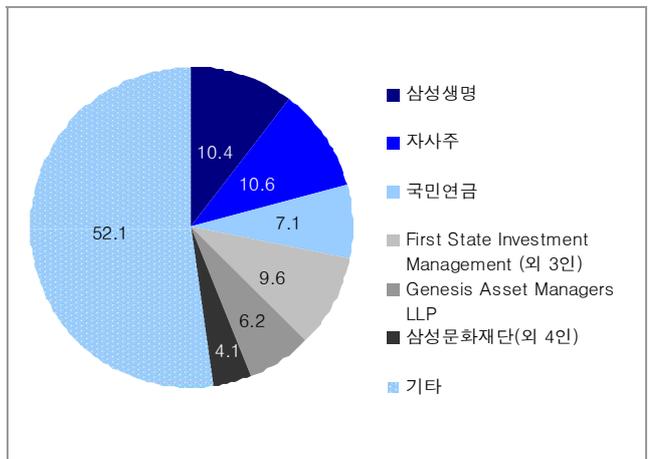
자료: KB투자증권

그림 14. 삼성화재 순이익 대비 배당 및 자사주 매입 비중



자료: 삼성화재, KB투자증권

그림 15. 삼성화재 주요 주주 구성비



자료: KB투자증권

V. Valuation

순자산가치법을 이용한 삼성화재 의 목표주가 290,000원

삼성화재에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 290,000원을 유지한다. 삼성화재의 적정주가 산정은 FY13~FY14 평균 예상 ROE 9.5%와 자기자본비용을 감안하여 산정한 적정 PBR 1.1X에 시장지배력 및 수익안정성을 감안하여 목표 PBR 1.4X를 적용하여 산정하였다.

삼성화재의 현주가는 FY13 기준 PBR 1.1X로 2위권 4사 대비 PBR 할증률이 20% 내외이며 LIG손해보험을 제외할 경우 10% 수준이다. 삼성화재의 성장성과 수익성이 부각될 수 있는 시기를 감안할 때 향후 동사 주가의 상승여력이 높은 것으로 판단한다.

표 3. 삼성화재 적정주가 산정

기본기정	단위	삼성화재	비고
자기자본비용(CoE)	%	8.6	
무위험수익률	%	3.0	
Risk Premium(Rm)	%	6.0	
Beta		0.9	
Average ROE	%	9.5	FY13~FY14 평균 ROE
Sustainable Growth(g)	%	2.0	
적정PBR	X	1.1	
주당순자산(BPS)	원	211,665	FY13 BPS 전망치
정상적요인	%	20.0	
시장지배력	%	10.0	
수익안정성	%	10.0	
목표 PBR	X	1.4	
목표주가	원	290,000	
현재 PBR	X	1.1	
현주가 (06/21)	원	224,000	

자료: KB투자증권

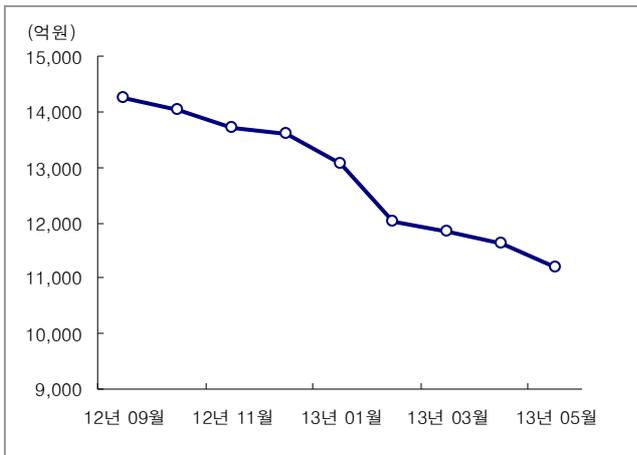
VI. Consensus와의 차이

**FY13 순이익 컨센서스 하향 조정
추세이나 추가적인 하향 조정 폭
크지 않을 전망**

삼성화재는 FY13 (4월~12월) 순이익 가이드선으로 5,800억원 (+4.0% YoY)을 제시하였으며 이를 단순하게 12개월 기준으로 환산할 경우 7,733억원 (+1.7% YoY)이다. 이는 KB투자증권 예상치 8,431 대비 9% 정도 낮은 수준인데 이는 사업비율 및 순투자수익률 가정 차이에서 발생한 것으로 분석된다. KB투자증권은 삼성화재의 가이드선이 다소 보수적인 것으로 판단한다. 삼성화재의 FY13 (4월~3월) 순이익 컨센서스는 당사 예상치 8,431억원과 유사한 수준인 8,518억원이다.

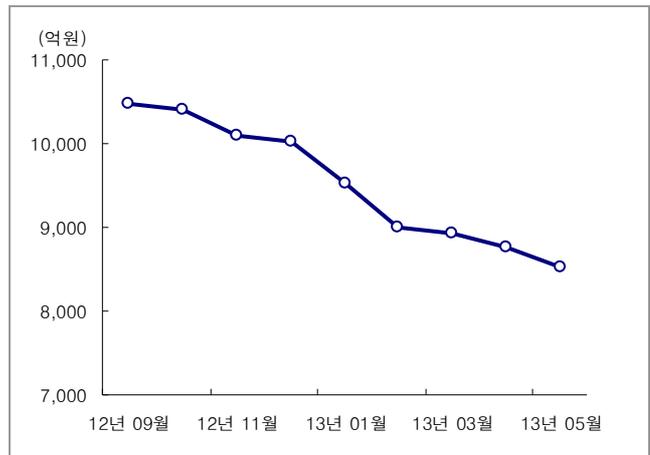
삼성화재의 FY13 영업이익 및 순이익 컨센서스는 연초 이후 하락세를 지속하고 있다. 특히 삼성엔지니어링 관련 손상차손 인식액이 예상보다 커지고 자동차보험 손해율이 예상보다 높은 수준을 기록하면서 당분간 영업이익 및 순이익 컨센서스는 하락추세를 보일 가능성이 높을 전망이다. 하지만 자동차보험 손해율이 6월 들어 안정세를 보이고 있고 삼성엔지니어링 관련 추가적인 손상차손 인식액도 제한적일 것으로 보여 추가적인 컨센서스 하향 조정 폭은 크지 않을 전망이다.

그림 16. 삼성화재 FY13 영업이익 consensus 추이



자료: Fnguide, KB투자증권

그림 17. 삼성화재 FY13 순이익 consensus 추이



자료: Fnguide, KB투자증권

Ⅶ. 최근 주가 동향

연초 이후 성장성 우위 안정적인 이익 기대 금리 상승 등 요인으로 코스피를 11.5%p 상회하는 양호한 주가 흐름 기록

삼성화재의 주가는 연초 이후 2.8% 상승하면서 코스피를 11.5%p 상회하며 업종 내에서는 가장 양호한 주가 흐름을 보여주고 있다. 삼성화재의 양호한 주가흐름은 1) 코스피가 부진한 흐름을 이어가는 가운데 상대적인 이익 안정성이 부각되었고, 2) 업종 내에서 상대적 성장성 우위 및 우호적인 자본정책에 대한 기대감이 반영된 것으로 판단한다. 또한 최근 급등한 시중 금리 상승도 동사의 투자심리에 긍정적인 영향을 준 것으로 판단한다.

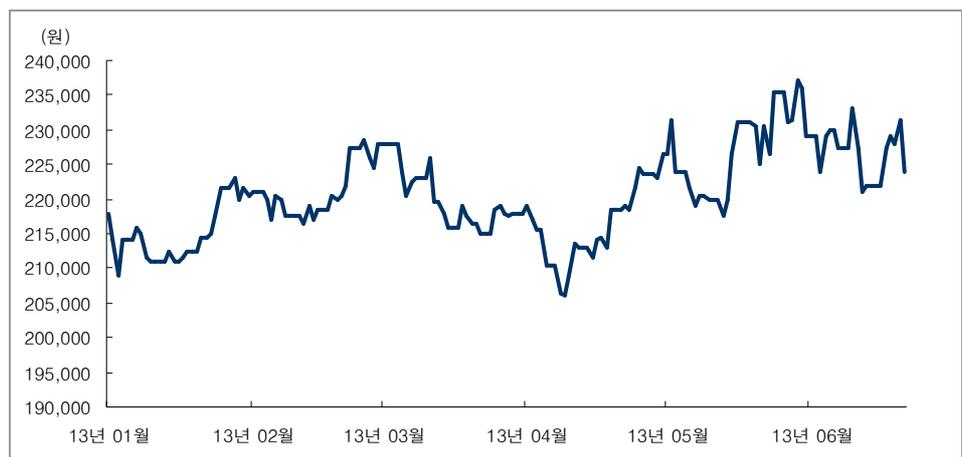
삼성화재의 최근 3개월 주가는 3.5% 상승하며 코스피를 10.0%p 상회하였다. 연초 이후 코스피 대비 아웃퍼폼의 대부분이 최근 3개월에 발생하였는데, 이는 FY12 실적간담회 이후 동사의 2위권 손해보험사 대비 성장성 우위 지속 가능성 및 자본정책에 대한 신뢰도가 상승하였고 시중금리가 상승 추세를 유지한 영향이 큰 것으로 판단한다.

표 6. 삼성화재 주가 절대수익률과 코스피 대비 상대수익률

(단위: %)	절대수익률	코스피 대비 수익률 (%p)
1주일	(1.5)	3.7
1개월	(0.4)	7.5
3개월	3.5	10.0
6개월	0.5	8.4
YTD	2.8	11.5

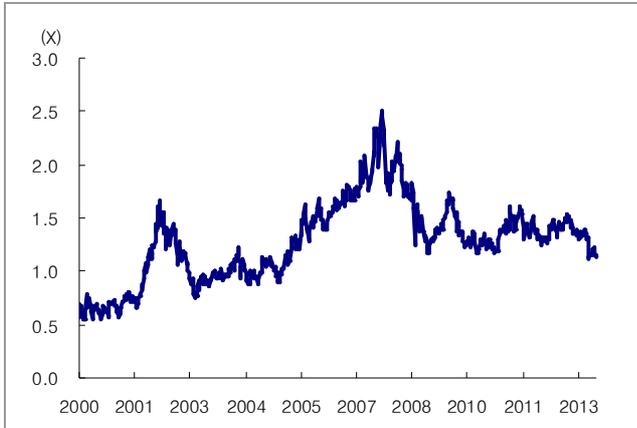
자료: Bloomberg, KB투자증권
주: 6월 21일 종가 기준

그림 18. 연초 이후 삼성화재 주가 추이



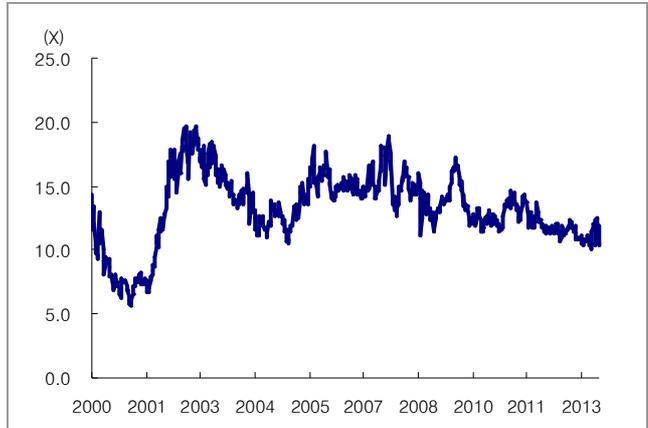
자료: KB투자증권

그림 19. 삼성화재 12개월 Forward PBR chart



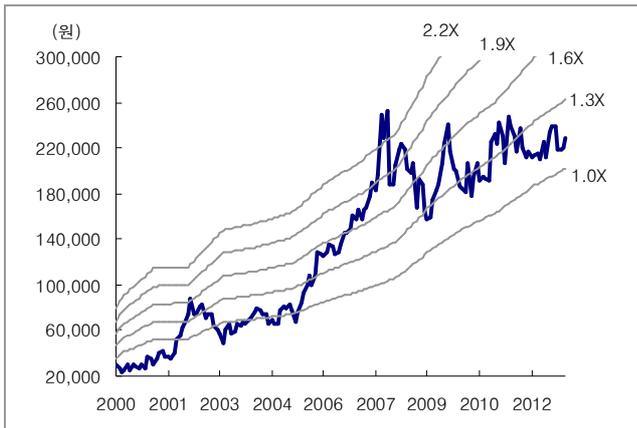
자료: KB투자증권

그림 20. 삼성화재 12개월 Forward PER chart



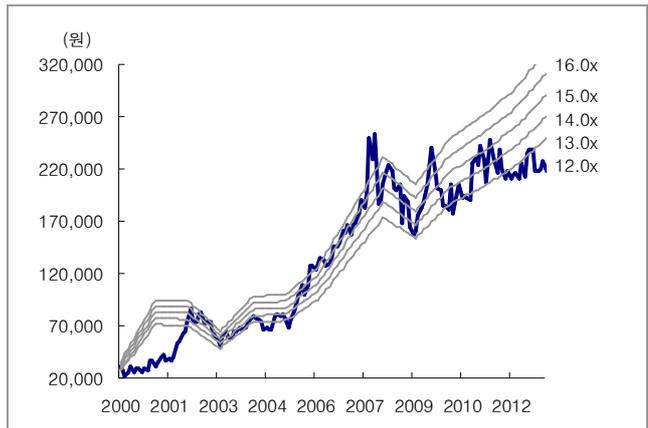
자료: KB투자증권

그림 21. 삼성화재 12개월 Forward PBR band chart



자료: KB투자증권

그림 22. 삼성화재 12개월 Forward PER band chart



자료: KB투자증권

VIII. Risk요인

RBC비율 관련 규제 완화 가능성 증기에도 삼성화재의 성장성 우위 는 유지될 전망

삼성화재의 상대적으로 높은 성장성 전망의 가장 중요한 근거는 2위권 보험사의 보수적인 성장전략과 더불어 삼성화재의 성장성에 대한 적극적인 정책이라고 할 수 있다. 2위권 보험사의 보수적인 성장전략 근거는 RBC비율 부담과 과거 몇 년에 걸친 높은 성장에 따른 조정기간도래라고 할 수 있다. 최근 RBC비율 규제 관련 완화 및 연기 가능성이 제기되고 있는 상황이지만 이는 기간의 문제이지 제도 자체의 방향성은 이어질 가능성이 높다고 판단한다. 따라서 RBC비율 규제 관련 연기 및 완화 가능성을 감안하더라도 2위권 보험사의 보수적인 영업전략은 유지될 가능성이 높은 것으로 판단한다.

성장정책으로 인한 보험영업에서 의 수익성 악화 가능성 낮을 것으 로 판단

삼성화재가 상대적으로 높은 성장전략을 추구하면서 불량물건 및 사업비율 상승으로 인한 수익성에 대한 우려가 제기될 수 있다. 하지만 경험적으로 삼성화재의 업계선도기업으로서 리스크 관리 능력 등을 감안할 때 보험영업에서의 언더라이팅 리스크를 감수하면서 성장을 추구할 가능성은 낮은 것으로 판단된다. 또한 보험상품의 경우 계약기간이 타 금융상품대비 장기인 관계로 비용지출에 따른 수익성 관리가 가능하다는 점을 감안할 때 무리한 성장으로 인한 수익성 악화는 제한적일 것으로 판단한다.

표 7. 상위5개 손해보험사 보장성인보험 성장률 및 가이던스 비교

(단위: %)	FY12	FY13 가이던스	차이 (%p)
삼성	37.9	31.0	(6.9)
현대	42.0	10.6	(31.4)
동부	23.2	7.8	(15.4)
LIG	48.6	9.7	(38.9)
메리츠	39.0	(9.9)	(48.9)

자료: 각 사 자료, KB투자증권

Appendices – Peers comparison

표 8. Domestic peer comparison

	삼성화재	동부화재	현대해상	LIG손해보험	메리츠화재	삼성생명	대한생명	동양생명	코리안리	국내 평균
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	n/a	n/a	n/a	BUY	
목표주가 (원)	290,000	69,000	44,000	39,000	17,000	125,000	8,000	13,600	16,500	
현재주가 (원, 06/21)	224,000	48,200	30,700	24,850	13,250	108,500	6,390	10,650	10,200	
Upside (%)	29.5	43.2	43.3	56.9	28.3	15.2	25.2	27.7	61.8	
시가총액 (십억원)	10,612	3,413	2,745	1,491	1,343	21,700	5,550	1,146	1,205	
비중 (KOSPI 내 %)	0.9	0.3	0.2	0.1	0.1	1.9	0.5	0.1	0.1	
절대수익률 (%)										
1M	(2.8)	5.8	(2.7)	9.2	7.7	3.3	(9.6)	0.9	(9.3)	(4.8)
3M	4.2	6.9	(3.5)	3.1	4.3	8.5	(3.2)	(4.1)	(11.7)	(13.1)
6M	0.4	5.2	(7.9)	(3.3)	(4.3)	12.3	(21.6)	0.9	(3.8)	(10.2)
YTD	2.8	4.9	(7.8)	(3.9)	(6.4)	15.1	(17.7)	0.9	(11.3)	(11.4)
초과수익률 (%)										
1M	4.8	13.5	4.9	16.9	15.4	11.0	(2.0)	8.6	(1.7)	(11.0)
3M	10.6	13.3	3.0	9.6	10.8	15.0	3.3	2.4	(5.2)	(6.1)
6M	8.5	13.3	0.1	4.7	3.7	20.3	(13.6)	9.0	4.2	(13.0)
YTD	11.5	13.6	0.9	4.9	2.4	23.8	(8.9)	9.7	(2.6)	(15.1)
EPS(원)										
2011	4,849	640	904	382	2,419	620	945	4,398	731	
2012	5,026	594	1,227	1,239	2,007	361	380	2,996	-163	
2013E	5,741	768	1,382	1,801	2,892	523	680	3,813	466	
2014E	6,534	820	1,465	2,090	3,394	669	817	4,701	584	
BPS (원)										
2011	91,945	7,712	11,012	11,148	43,885	12,042	15,880	41,346	13,564	
2012	105,874	8,053	11,832	12,220	45,133	12,187	16,016	42,633	13,305	
2013E	109,267	8,583	13,087	13,435	47,583	12,559	16,549	45,887	13,616	
2014E	113,345	9,145	14,466	14,935	50,228	13,075	17,148	49,941	13,980	
PER (X)										
2011	20.4	11.7	15.9	35.7	23.5	21.3	13.8	10.2	14.4	16.2
2012	21.6	10.8	8.7	8.2	22.8	27.0	27.8	12.8	-38.6	13.2
2013E	18.9	8.3	7.7	5.7	15.8	18.6	15.5	10.1	13.5	9.8
2014E	16.6	7.8	7.3	4.9	13.5	14.6	12.9	8.2	10.8	8.4
PBR (X)										
2011	1.1	1.0	1.3	1.2	1.3	1.1	0.8	1.1	0.8	0.8
2012	1.0	0.8	0.9	0.8	1.0	0.8	0.7	0.9	0.5	0.7
2013E	1.0	0.7	0.8	0.8	1.0	0.8	0.6	0.8	0.5	0.7
2014E	1.0	0.7	0.7	0.7	0.9	0.7	0.6	0.8	0.5	0.7
ROE (%)										
2011	5.7	8.4	8.5	3.4	5.7	5.0	5.4	11.4	4.8	5.3
2012	5.0	7.5	10.9	10.1	4.7	3.1	2.4	7.3	(1.3)	5.9
2013E	5.3	9.1	11.3	13.2	6.4	4.4	4.2	8.8	3.7	7.5
2014E	5.3	9.1	10.8	13.9	7.2	5.4	4.9	10.0	4.5	8.2

자료: Fnguide, KB투자증권, 주: 삼성화재, 동부화재, 현대해상, LIG손해보험, 메리츠화재는 KB추정치, 그 외 기업은 Fnguide 컨센서스

표 9. 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, 06/21)	45.0	71.6	43.7	5.0	2.4	6.8	138.6	44.2	
시가총액 (백만달러)	49,319	33,342	64,502	14,782	67,902	50,337	63,217	62,463	
절대수익률 (%)									
1M	5.2	5.8	(2.8)	(3.4)	(13.7)	(12.9)	(12.2)	(6.9)	(5.1)
3M	19.2	23.4	15.6	4.9	(12.9)	(12.2)	0.5	9.9	6.1
6M	37.8	35.7	25.8	(12.6)	(22.8)	(15.7)	4.0	44.9	12.1
YTD	38.3	35.9	23.8	(10.4)	(26.1)	(17.8)	4.5	41.2	11.2
초과수익률 (%)									
1M	9.6	10.2	1.6	1.0	(9.3)	(8.5)	(7.8)	(2.5)	(0.7)
3M	15.6	19.8	12.0	1.3	(16.4)	(15.8)	(3.0)	6.4	2.5
6M	25.3	23.1	13.2	(25.2)	(35.3)	(28.2)	(8.6)	32.4	(0.4)
YTD	25.5	23.1	11.0	(23.1)	(38.9)	(30.6)	(8.3)	28.4	(1.6)
EPS(달러)									
2011	5.8	7.1	11.0	0.1	0.1	0.4	7.8	4.7	
2012	4.7	5.6	4.2	0.6	0.2	0.6	16.7	4.7	
2013C	5.6	8.7	4.3	0.7	0.2	0.7	17.3	4.8	
2014C	6.0	9.7	4.9	0.7	0.3	0.8	18.3	5.1	
BPS (달러)									
2011	52.38	72.88	53.53	6.75	1.08	2.62	128.65	46.68	
2012	54.42	86.33	68.57	5.03	1.42	3.79	161.05	52.39	
2013C	58.51	93.59	74.51	5.48	1.57	4.42	170.55	55.74	
2014C	66.59	102.07	80.40	6.11	1.80	5.25	179.37	60.37	
PER (X)									
2011	7.1	8.6	20.0	16.4	24.0	16.6	13.13	5.7	13.9
2012	6.2	8.5	9.0	20.5	52.2	20.6	4.62	5.3	15.9
2013C	8.2	8.6	11.1	8.2	14.2	11.8	8.2	9.6	10.0
2014C	7.9	8.0	10.6	7.6	12.1	10.1	7.9	9.5	9.2
PBR (X)									
2011	0.6	0.7	0.4	0.7	2.3	2.5	0.7	0.6	1.1
2012	0.6	0.6	0.5	1.3	2.6	2.6	0.9	0.7	1.2
2013C	0.8	0.8	0.6	1.0	1.7	1.8	0.9	0.9	1.1
2014C	0.8	0.8	0.6	0.9	1.5	1.5	0.8	0.8	1.0
ROE (%)									
2011	12.1	10.2	28.8	1.3	9.2	16.0	5.7	10.3	11.7
2012	2.0	1.2	3.4	(31.6)	5.4	13.8	10.5	13.7	2.3
2013C	10.8	13.0	6.3	13.5	11.7	15.9	10.6	9.4	11.4
2014C	10.6	13.3	6.4	14.5	12.6	15.9	10.5	8.6	11.6

자료: Bloomberg, KB투자증권

손익계산서

	[십억원]				
3월 결산	FY10	FY11	FY12	FY13E	FY14E
원수보험료	12,771	14,585	16,563	18,880	21,386
일반	1,265	1,425	1,533	1,747	1,982
자동차	3,387	3,579	3,548	3,736	3,864
장기	8,120	9,580	11,483	13,398	15,540
경과보험료	11,861	13,679	15,699	17,728	20,346
일반	704	821	951	1,045	1,160
자동차	3,111	3,367	3,379	3,449	3,552
장기	8,046	9,492	11,369	13,235	15,634
경과손해액	9,693	11,510	13,370	15,032	17,358
순사업비	2,439	2,430	2,742	3,227	3,561
보험영업이익	(327)	(260)	(414)	(530)	(572)
투자영업이익	1,249	1,361	1,445	1,655	1,890
영업이익	922	1,101	1,031	1,124	1,318
영업외이익	(33)	(43)	(45)	0	0
법인세이전이익	888	1,058	986	1,124	1,318
법인세비용	223	273	225	281	330
당기순이익	665	785	760	843	989
수정당기순이익	720	785	760	843	989

성장성 (증가율)

	[%]				
3월 결산	FY10	FY11	FY12	FY13E	FY14E
원수보험료	17.2	14.2	13.6	14.0	13.3
일반	8.5	12.7	7.5	14.0	13.5
자동차	7.6	5.7	(0.9)	5.3	3.4
장기	23.4	18.0	19.9	16.7	16.0
투자영업이익	23.7	9.0	6.2	14.5	14.2
당기순이익	26.8	18.0	(3.1)	10.9	17.2
수정순이익	20.3	8.8	(3.1)	10.9	17.2
운용자산	18.4	20.7	19.2	16.0	14.0
총자산	18.5	22.3	18.2	15.5	14.3
수정자기자본	15.2	10.0	15.9	7.2	8.0

수익성

	[%]				
3월 결산	FY10	FY11	FY12	FY13E	FY14E
경과손해율	81.7	84.1	85.2	84.8	85.3
일반	62.1	73.8	64.8	60.1	59.7
자동차	75.9	79.3	81.3	81.9	82.6
장기	85.7	86.8	88.0	87.5	87.8
사업비율	20.6	17.8	17.5	18.2	17.5
합산비율	102.3	101.9	102.6	103.0	102.8
투자이익률	5.2	4.7	4.1	4.0	4.0

자료: 삼성화재, KB투자증권

대차대조표

	[십억원]				
3월 결산	FY10	FY11	FY12	FY13E	FY14E
운용자산	26,924	32,489	38,734	44,931	51,222
현금 및 예금	345	971	925	418	423
유가증권	18,522	21,735	27,414	31,618	36,354
주식	2,278	2,964	3,367	3,734	4,231
채권	10,895	13,237	16,980	19,320	22,538
수익증권	1,338	873	1,041	2,033	2,242
외화유가증권	2,594	2,910	2,848	4,195	4,731
대출채권	6,957	8,512	9,118	11,233	12,549
부동산	1,100	1,271	1,277	1,662	1,895
비운용자산	3,278	4,431	4,888	5,377	6,184
특별계정자산	1,385	1,701	2,027	2,433	2,870
자산총계	31,588	38,621	45,649	52,741	60,276
책임준비금	21,655	27,131	32,279	38,277	44,402
지급준비금	1,450	2,298	2,428	2,659	3,052
보험료적립금	17,903	21,908	26,789	32,249	38,298
비상위험준비금	1,188	0	0	0	0
기타부채	1,546	2,081	2,422	2,476	2,685
특별계정부채	1,394	1,714	2,032	2,433	2,870
부채총계	25,783	30,926	36,733	43,185	49,957
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	738	732	736	736	736
이익잉여금	3,167	4,586	5,172	5,811	6,574
자본조정	(93)	(81)	(407)	(407)	(407)
자본총계	5,805	7,695	8,916	9,556	10,319
수정자본총계	6,993	7,695	8,916	9,556	10,319

투자지표

	[원]				
3월 결산	FY10	FY11	FY12	FY13E	FY14E
BPS	9.9	9.8	9.3	9.3	9.3
수정BPS	26.5	24.5	21.4	19.8	18.1
EPS	63.6	65.7	69.3	71.0	72.7
수정EPS	15,458	16,822	16,845	18,675	21,896
PBR (X)	1.9	1.3	1.1	1.1	1.0
수정PBR (X)	1.6	1.3	1.1	1.1	1.0
PER (X)	17.0	12.7	0.0	12.0	10.2
수정PER (X)	15.7	12.7	0.0	12.0	10.2
수정ROA (%)	2.5	2.2	1.8	1.7	1.7
수정ROE (%)	11.0	10.7	9.2	9.1	9.9
DPS	3,750	3,750	3,750	4,500	5,000
배당성향 (%)	24.7	20.9	20.9	22.6	21.4
Dividend Yield (%)	1.5	1.8	1.7	2.0	2.2

매출구성

	[%]				
3월 결산	FY10	FY11	FY12E	FY13E	FY14E
일반	12.7	12.0	10.4	9.9	9.0
자동차	23.0	20.7	19.5	18.5	17.1
장기	64.4	67.3	70.1	71.6	73.9

주: 매출구성은 경과보험료 기준

Compliance Notice

2013년 06월 24일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 당사는 현재 삼성화재 종목을 기초자산으로 하는 ELW발행 및 LP회사임을 알려드립니다.

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

해당회사에 대한 최근 2년간 투자 의견

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	삼성화재 주가 및 KB투자증권 목표주가	
삼성화재	2010/02/01	BUY	30,000			
	2010/03/09	BUY	30,000			
	2010/04/05	BUY	30,000			
	2010/05/24	BUY	30,000			
	2010/07/13	BUY	30,000			
	2010/08/02	BUY	30,000			
	〈담당 애널리스트 변경〉					
	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				
2013-03-29	BUY	290,000				
2013-04-01	BUY	290,000				
2013-05-15	BUY	290,000				
2013-06-24	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 KB투자증권(주) 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.

국민의 내일에 투자합니다



☞ **본사 및 지점망**

고객만족센터 1599-7000/1544-6000

본사	서울시 영등포구 여의도동 23-2 신한금융투자타워 17, 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 40번지 갤러리아팰리스 2층	02) 2096-3024
서현역지점	경기도 성남시 분당구 서현동 248-5 코코빌딩 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
평촌지점	경기도 안양시 동안구 호계동 1041-1 국민은행빌딩 3층	031) 476-8145

현재 당사는 상회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전제, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.