



2014년 8월 1일

# 손해보험

Equity Research

Earnings Review

## 오늘만한 4가지 이유가 명백한 차별화된 업종

**FY14 2Q 실적: 마진을 소폭 하락에 불구하고 견조한 양적 성장으로 시장기대를 소폭 상회하는 5,125억 분기 이익규모 실현**

5개사 합산, 경과보험료(y-y +3.1%, 이하 y-y) 및 운용자산(+16.1%)의 꾸준한 성장이 확인되었다. 분기순이익은 합산비율 상승(+1.1%p) 및 투자수익률 하락(-0.07bp)에 불구하고 보험료 및 운용자산 등 양적 성장에 따라 전년 대비 상승(5,125억, +7.0%)하였으며, 시장기대(5,030억)를 소폭 상회하였다. 보장성 신계약(1,193억) 역시 상승(+5.4%)하였다.

### 견조한 양적성장 vs. 일반 및 장기위험부문 손해를 약화

Positives: 1)견조한 양적성장(보험료 +3.1%, 운용자산 +16.1%), 2)포괄이익 증가(포괄이익 +1조 1,925억, 자본 +0.7%), 3)高 자본효율 유지(ROE 12.9%, 분기기준)

Negatives: 1)일반 손해율(76.7%, +13.9%p)상승, 2)투자수익률 하락(-0.07bp), 3)장기위험손해율 상승(84.6%, +2.1%p)

**단순 정책기대가 아닌 4가지 명백한 이유를 통한 주가상승은 타 업종과 차별화 point. 업종 비중확대 및 동부화재, 현대해상, LIG손해보험, 메리츠화재 등 2위권사 선호**

단기적으로 업종 전반의 긍정적 주가흐름을 전망한다. 도화선은 정부의 강력한 경제부양 의지였지만, 단순 기대감이 중심이 되는 타 업종과 차별화되어 손보업종은 상승이 명백히 설명가능할 것이므로 충분한 비중확대가 유효한 시점으로 판단된다.

손익, 신규계약, 배당, 규제 등 명백한 이유로 4가지를 제시할 수 있다. 결론적으로, 1)하반기부터 2016년까지 연 10% 초과 이익성장, 2)시장기대를 소폭 상회하는 보장성 신규계약 실적, 3)3%전후 배당수익률, 4)규제부담 완화 등으로 투자심리 회복 및 이익체력 상승이 완만히 확인될 것으로 전망되기 때문이다.

현재는 2010년 이후 하락세인 업종 펀더멘털이 바닥을 다지고 완만히 반등하는 국면이다. 담보되고 있는 월 손익규모에 가려져서 동 변화가 아직 주가에 반영되지 못하였지만, 이익개선 가시화가 가까워지면서 주가 정상화가 진행될 것으로 판단된다. 업종 비중확대를 유지하며, 선호주로는 동부화재, 현대해상, LIG손해보험, 메리츠화재 등 2위권사 중심이다.

## Overweight

### Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(7월31일)
동부화재(005830)	BUY	60,800원	58,600원
현대해상(001450)	BUY	42,600원	30,500원
LIG손해보험(002550)	BUY	36,200원	29,350원
메리츠화재(000060)	BUY	18,900원	13,400원

### Financial Data

투자지표		경과보험료	순이익	손해율	사업비율	투자이익률
동부화재	2QFY14	2467	135	85.2	17.3	4.3
	YoY	7.0	38.5	0.9	-0.3	0.4
	QoQ	1.6	38.0	-0.3	-0.6	-0.2
현대해상	2QFY14	2514	64	85.4	17.7	3.7
	YoY	5.6	-23.1	1.8	-0.4	-0.2
	QoQ	9.2	-31.0	2.2	-0.2	-0.5
LIG손보	2QFY14	1927	47	86.0	18.1	3.9
	YoY	-4.7	-17.5	2.1	-0.8	0.1
	QoQ	-4.9	-16.7	1.5	-0.4	-0.6
메리츠화재	2QFY14	1221	29	84.0	20.1	3.9
	YoY	6.6	-45.0	3.5	-1.3	-0.7
	QoQ	8.5	-18.1	3.6	-2.9	-1.0

주: YoY(전년 동월 대비), QoQ(전분기 대비), 투자이익률(하나대투증권 산출방식 기준), CR(적자지속), TIR(적자전환), TIB(흑자전환), 자료: 각 사, 하나대투증권



Analyst 신승현 CPA, Actuary  
02-3771-7525  
sean.shin@hanafn.com

RA 이찬휘  
02-3771-7785  
ch.lee@hanafn.com

표 1. 손해보험 최근 3개월 실적주이

(단위: 십억원, %)

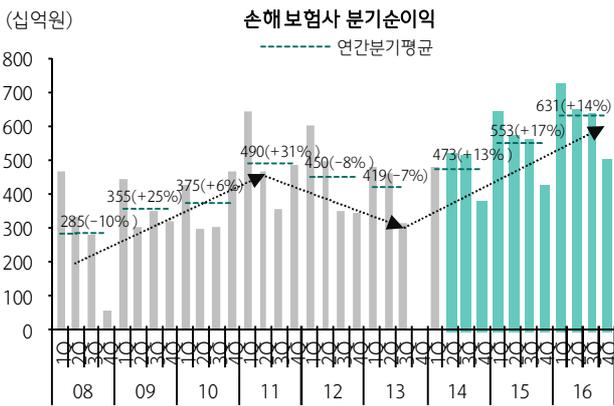
	삼성화재			동부화재			현대애상			LIG 손해보험			메리츠화재			5개사 합계 및 평균			손해보험업종 Flow & Expectation
	4월	5월	6월	4월	5월	6월	4월	5월	6월	4월	5월	6월	4월	5월	6월	4월	5월	6월	
경과보험료	1,377	1,371	1,359	817	825	825	834	845	836	640	646	640	405	409	408	4,073	4,096	4,068	• 경과보험료 성장 확보
일반	97	98	96	42	40	42	36	37	36	30	31	31	13	13	13	219	220	219	
자동차	288	297	289	168	175	171	161	168	164	112	117	115	58	59	57	787	817	796	
장기	992	976	974	607	609	612	637	639	635	498	498	494	334	336	338	3,068	3,059	3,053	• 저축상품 기여효과
손해율(월 / IFRS)	86.6	82.6	82.7	86.0	84.0	84.5	85.5	85.7	85.2	86.0	86.6	85.4	84.9	82.9	84	85.8	84.3	84.4	
일반	92.8	47.2	47.2	83.0	58.5	58.6	77.2	70.4	72.9	93.2	114.9	89.3	84.3	62.1	93.8	86.1	70.6	72.4	• 연초 비경상적 상승폭 감소. 향후 안정화 기대
자동차	77.4	79.3	80.0	85.4	85.0	82.2	85.6	85.4	85.7	83.5	85.6	84.4	96.6	94.1	86.1	85.7	85.9	83.7	• 기대보다 양호한 흐름. 하반기 개선기대 강화
장기	88.6	87.2	87.1	86.4	85.4	87.0	85.9	86.6	85.7	86.1	85.0	85.4	82.9	81.7	83.6	86.0	85.2	85.7	• 영업일수 효과(5월, 6월)
사업비율(월)	16.9	17.8	18.8	16.8	16.7	16.5	18.3	17.5	18.3	19.2	18.9	17.9	20.1	20.3	19.4	18.2	18.2	18.2	• 분기효과에 불구 특별한 증가없음. 긍정적
합산비율(월)	103.4	100.4	101.6	102.8	100.7	101.0	103.8	103.1	103.5	105.2	105.4	103.3	105.0	103.2	103.7	104.0	102.6	102.6	• 동부화재 101.0%
보험영업손익	(48)	(7)	(26)	(23)	(6)	(8)	(32)	(27)	(29)	(33)	(35)	(21)	(20)	(13)	(15)	(156)	(88)	(99)	
투자영업이익	131	142	140	67	74	77	59	60	62	50	51	56	31	32	31	338	359	366	
투자영업이익률(월)	3.66	3.91	3.75	4.02	4.39	4.51	3.68	3.69	3.75	3.78	3.86	4.12	3.95	3.96	3.84	3.82	3.96	3.99	• 일회성 투자이익 감소
당기순이익	57	98	83	33	50	52	18	22	24	11	12	25	8	10	11	127	192	194	• 하반기 이익성장 기대 증가. 손해를 안정화
ROE(월)	8.5	14.2	11.3	14.2	20.6	20.8	10.7	12.8	13.3	8.8	9.1	18.7	9.0	10.8	11.0	10.2	13.5	15.0	• 매력적 자본효율 지속
총과표순이익	48	450	125	42	138	90	20	62	44	7	62	31	(22)	58	37	95	770	328	• 금리소폭 하락으로 급격한 평가이익 증가
자산처분손익	5	7	1	14	(32)	5	3	4	15	5	2	(4)	2	2	(2)	28.4	(16.9)	14.8	• 분기말 효과, 현대애상(148억)
자산감액손익	(2)	0	(1)	(0)	(2)	(3)	0	0	(10)	0	0	(1)	0	0	(2)	(2.0)	(1.9)	(17.1)	• 현대애상(116억)
재보험관련손익	(12)	19	(4)	(18)	12	1	12	(4)	(18)	53	(26)	6	(5)	(5)	(11)	31.1	(4.1)	(27.0)	
재보험상품손익	100	28	19	76	20	19	60	16	13	65	19	19	55	15	16	355.2	97.0	86.3	
외환관련손익	(99)	(27)	(17)	(72)	(20)	(14)	(58)	(17)	(12)	(63)	(17)	(13)	(53)	(14)	(10)	(344.6)	(95.1)	(65.9)	
장기신계약(전체)	16.9	15.7	15.5	11.4	11.4	11.8	13.4	12.9	11.4	7.1	7.5	7.8	6.2	6.3	7.1	55.1	53.9	53.7	
장기신계약(보장성)	12.7	12.1	12.8	7.0	7.5	8.2	8.6	8.3	7.9	5.7	5.8	6.7	4.9	5.1	6.1	38.9	38.8	41.7	• 비수기에 불구 기대를 소폭 성회
유지율(13 회차)	84.2	78.3	76.8	80.6	80.8	81.1	85.4	80.0	79.8	86.4	77.4	78.2	84.1	70.7	71.8	84.1	77.4	77.5	
유지율(25 회차)	72.6	68.3	65.1	62.5	62.1	61.5	68.9	64.8	62.4	65.9	54.6	58.9	71.8	59.1	61.4	68.3	61.8	61.9	
운용자산	43,189	44,201	45,104	20,085	20,468	20,688	19,363	19,722	20,033	15,807	16,124	16,489	9,460	9,647	9,844	107,905	110,161	112,158	• 꾸준한 성장세
대출금(운용비중)	25.7	24.7	24.5	28.5	28.5	27.9	25.0	25.0	25.5	37.4	36.8	36.2	24.1	23.4	26.4	28.1	27.6	28.1	
주식(운용비중)	8.0	8.2	8.8	5.5	5.4	5.6	4.9	4.7	4.7	5.5	6.1	5.9	1.9	1.8	1.7	5.1	5.2	5.3	
채권(운용비중)	48.6	49.3	48.9	28.1	27.7	27.2	47.0	46.5	46.8	28.3	28.4	28.9	31.3	33.9	31.8	36.7	37.2	36.7	
수익증권(운용비중)	2.7	2.9	3.0	15.3	16.1	16.4	4.9	5.8	6.1	5.2	4.1	4.0	11.1	9.9	8.8	7.9	7.8	7.7	
해약식준비금	29,601	29,990	30,382	14,762	14,979	15,128	14,707	14,963	15,211	12,407	12,583	12,751	7,289	7,412	7,523	78,766	79,927	80,994	• 운용자산보다 빠른 성장속도(저축성 효과)
수정자본	8,043	8,493	9,045	2,833	2,971	3,061	2,038	2,101	2,145	1,511	1,573	1,604	1,077	1,130	1,169	15,502	16,267	17,024	
해약준비금/운용자산	68.5	67.8	67.4	73.5	73.2	73.1	75.9	75.9	75.9	78.5	78.0	77.3	77.1	76.8	76.4	74.7	74.4	74.0	
DAC/준비금	7.9	7.8	7.6	10.6	10.5	10.4	12.1	11.9	11.7	11.4	11.2	11.1	14.6	14.4	14.3	11.3	11.2	11.0	• 보장성 신규계약 확보
국공채/채권	23.0	24.2	24.6	36.6	36.3	37.3	4.3	5.5	7.1	33.4	33.1	31.8	20.9	26.3	21.7	23.7	25.1	24.5	
약대/대출	27.5	28.0	27.7	22.5	22.4	22.8	25.0	24.9	24.8	19.8	20.0	20.1	17.6	17.9	15.6	22.5	22.6	22.2	
적립금/보험부채	83.8	83.9	84.0	83.9	84.0	83.8	82.9	82.9	82.9	83.2	83.2	83.3	86.9	87.0	87.0	84.1	84.2	84.2	
전일대비 손익변동	일반↑ 자동차↓ 장기↓ 사업비↓ 투자손익↓	0.1 (1.9) 1.2 (14.9) (2.7)	일반↓ 자동차↑ 장기↓ 사업비↑ 투자손익↑	(0.0) 4.9 (9.9) 2.3 3.2	일반↓ 자동차↑ 장기↓ 사업비↓ 투자손익↑	(0.9) (0.6) 5.9 (7.0) 2.0	일반↑ 자동차↓ 장기↓ 사업비↑ 투자손익↑	8.0 1.4 (1.8) 6.1 4.7	일반↓ 자동차↑ 장기↓ 사업비↓ 투자손익↓	(4.1) 4.5 (6.4) 3.7 (0.3)	일반↓ 자동차↑ 장기↓ 사업비↑ 투자손익↑	(3.8) 17.6 (17.2) 1.6 6.8	• LIG 부진 지속(미국법인) • 연초 비경상 이슈 감소. 영업일수 효과 • 마진율보다 양적성장에 따른 이익증가						
개별이슈	<ul style="list-style-type: none"> <li>신상품 실버암보험 21억</li> <li>자동차: 언더라이팅 강화 기조</li> <li>상반기 온라인 M/S 21.4% 상승기조</li> <li>전체유지율 감소, 보장성유지율 증가</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>투자부문: 해외배당 130억</li> <li>간병보험 19억 (전월 8억)</li> <li>FY14 손익 Guidance 3,870억</li> <li>그룹 리스크 부담은 지속</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>일반: 농작물재해보 손해를 상승</li> <li>간병보험 12억 (전월 4억)</li> <li>FY14 손익 Guidance 2,500억</li> <li>손상자손 116억, 처분익 148억</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>일반: 고액사고 다수 발생</li> <li>부동산PF 충당금 환입 40억</li> <li>FY14 손익 Guidance 2,580억</li> <li>KB브랜드의 리테일 영향 기대</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>자동차 손해를 안정세</li> <li>일반: 해외수재건 미구상손실 49억</li> <li>사업비를 개선기조 지속</li> <li>손상자손 23억, 대출충당금 38억</li> </ul>						
업계이슈	<ul style="list-style-type: none"> <li>TM 관련 규제 영향은 미미할 것으로 판단. 그 이유는 자동차 및 장기부담에서 관련 매출의 비중이 낮으며, 대부분 저축성이기 때문</li> <li>개인용 자동차 보험료 인상: 중형사 6월 인상 완료. 하지만, 상대적으로 안정적인 손해율로 상승논의는 지연. 반대급부는 M/S 성장</li> <li>인보험 신규계약: 완전한 상승세 기대. 8월부터 출사가향한 노인실손의료보험, 넉넉한 안전할증 부가상품 하반기 출시 기대</li> <li>FY14 guidance 수준을 소폭 하회하는 이익흐름 확인. 비경상적 일반 및 장기부담의 기대 이상 손실에 기인. 하반기 정상화 확인 필요</li> <li>적극적 위험 인수기조 더욱 강화: 유병자 / 고령자 보험 등 위험인수 강화에 따른 인보험 성장기대 유요</li> <li>2016년 1월 자동차할인할증제도 변경: 10월 전후 확정될 전망. 실질적인 손해를 개선기대는 2015년 초부터 가능할 전망(1%p~2%p 내외)</li> <li>실손보험 대규모 갱신 도래 기대: 2015년 1월, 2009년 표준화 이후 계약 기준. 위험손해를 안정화 또는 소폭 하락 기대</li> <li>금리에 대한 투자심리 변화: 하락에 대한 우려 증가. 부담요소로 작용. 글로벌 금융환경 및 국내 정치적 이슈로부터 촉발</li> </ul>																		

주: 투자영업이익률(하나대투증권 산출방식 기준), DAC(Deferred Acquisition Cost, 미상각신계약비), 약대(보험계약대출) / 자료: 각 사, 하나대투증권

**[4가지 명백한 주가상승 이유] 1. 이익이 상승국면 진입**

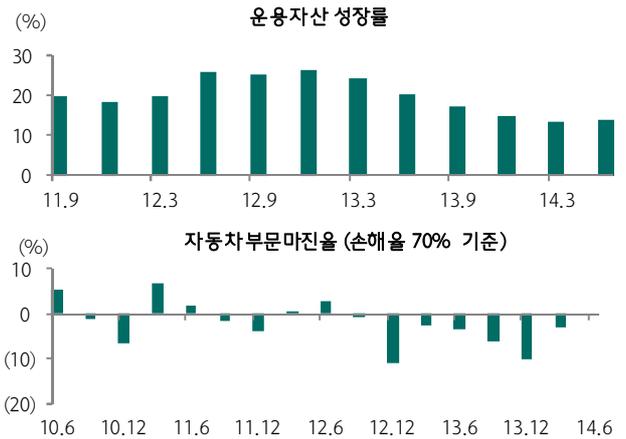
하반기부터 2016년까지 손보사 이익은 상승기조가 전망된다. 2011년 이후 하락세를 지속하고 있는 이익의 반등이 예상되는 것이다. 자동차손해율 개선, 장기 위험손해율 및 투자부문 spread 악화추이 안정화 등이 주요 원인이다. 즉, 완만한 양적성장이 지속되면서 마진율 하락추이가 마무리 되는 것이다. FY15E, FY16E 각각 14.6%, 15.2% 이익성장이 전망된다.

그림 1. 2011년 이후 하락했던 이익규모의 반전추세 개시시점



주: 커버리지 5개사 합산기준, 자료: 하나대투증권

그림 2. 지속적인 양적성장 + 마진율 악화 마무리 = 이익반등 발생

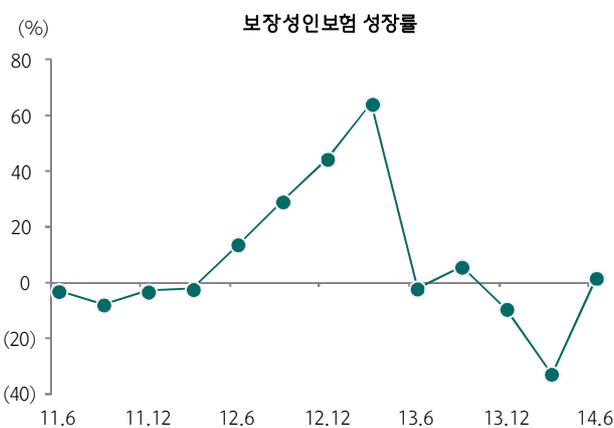


주: 운용자산성장률은 상위 5개사 합산기준이며 자동차손해율은 상위 4사 평균기준  
자료: 하나대투증권

**[4가지 명백한 주가상승 이유] 2. 기대를 소폭 상회하는 신규계약 판매**

보장성 신계약은 직전 1분기 기저효과로 전년대비 큰 폭 감소하였지만 금 분기부터 소폭 상승기조를 발생시킬 것으로 전망된다. 기존 투자자들의 역성장 우려를 소폭 상회할 것으로 판단된다. 보험사의 적극적인 판매의지와 함께 안전할증확대(하반기), 노인실손보험(8월), 부실 담보 보험료 갱신확대 등 우호적인 정책환경에 기인한 결과이다.

그림 3. 기저효과 부담 감소. 완만한 회복추세 확인



주: 커버리지 5개사 평균기준, 자료: 하나대투증권

그림 4. 유지율 상승으로 신규계약 유입강도 하락을 보완

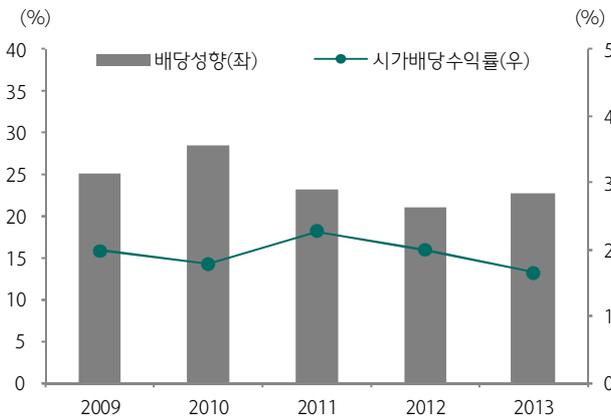


자료: 하나대투증권

[4가지 명백한 주가상승 이유] 3. 매력적인 배당수익률

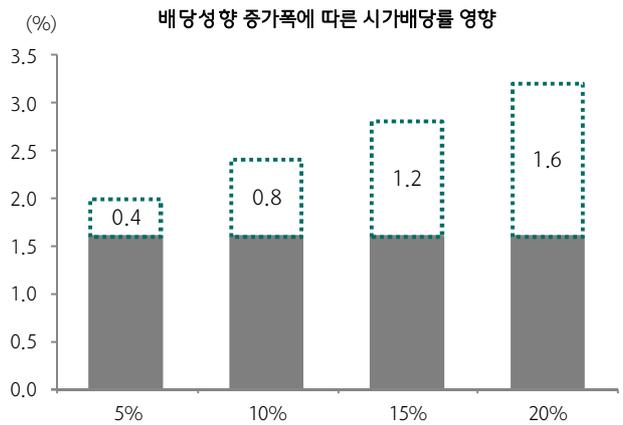
정책논의로 인해서 시장에서 관심이 증가하고 있는 배당 기대에 대해 보험주는 업종의 특성 상 매력력이 부각될 가능성이 높다. 1)실적의 안정성에 따라 배당에 대한 예측가능성이 높으며, 2)정부 자본규제 완화로 성향 증가가 기대가능하기 때문이다. 특히, 최근 몇 년간 보험사들은 배당에 적극적이었지만 감독당국 부담으로 그 규모가 제약되었던 것을 감안하면 금번 정책기조로 인한 성향증가는 당연해 보인다. 보험사는 정부가 대주주가 아니다.

그림 5. 2010년 이후 자본규제 강화국면에서 배당성향 간접규제 증가



주: 커버리지 5개사 평균기준, 자료: 하나대투증권

그림 6. 보험사의 대주주는 정부가 아니다. 적극적인 배당확대 의지 존재

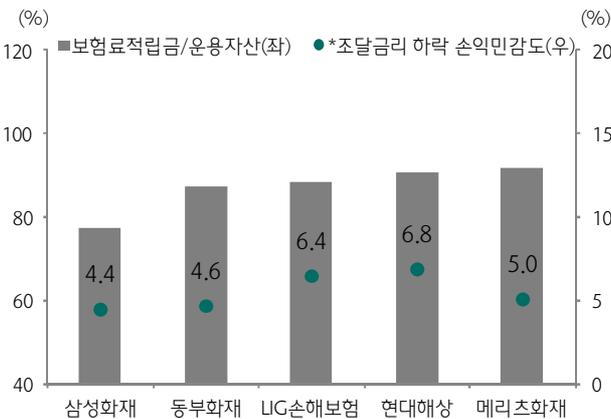


주: 커버리지 5개사 평균기준, 자료: 하나대투증권

[4가지 명백한 주가상승 이유] 4. 우호적인 규제환경 형성

지난 7월 발표된 보험업 혁신 및 건전화 방안의 핵심은 표준이율과 공시이율 제도변화를 통한 가격(보험료)규제 완화 및 감독규제 합리성 제고에 있었다. 일부 사업비 축소 우려가 있었지만 경중을 따지면 긍정적으로 해석하는 것이 옳다. 하반기 예상되는 자동차 할인할증제도, 적격연금저축 세제혜택 증가 등 우호적인 규제환경 유지가 예상되는 시점이다.

그림 7. 가격규제완화로 인한 재무적효과는 조달비용 하락



주: 조달금리 10bp 하락시 연 이익규모 대비 민감도, 2015E 하나대투증권 이익전망 기준  
자료: 각 사, 하나대투증권

그림 8. 업종 투자심리에 긍정적인 정책논의가 다양하게 진행되는 중

<p><b>자동차 할인할증제도</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 기존 사고규모 기준에서 건수 기준으로 변경예정</li> <li>▶ 기존 무사고자에 대한비합리적 부담감소 목적</li> <li>▶ 사고율 감소로 손해를 개선전망</li> <li>▶ 감독당국, 보험사 모두 필요성을 공감하는 제도</li> <li>▶ 6년 도입예정으로 논의진행. 현재 3차례 토론회 개최</li> </ul>
<p><b>적격연금저축 세제혜택 증가</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 소득세 혜택증가 논의. 현재 400만원 → 향후 700만원</li> <li>▶ 사적연금제도 활성화 지원 목적</li> <li>▶ 연금저축 판매증가로 이익규모 증가전망</li> <li>▶ 보험업종 전체기준 약 1조 내외 가치증분 기대</li> <li>▶ 8월 초 구체적 혜택내용 발표 예정</li> </ul>
<p><b>개인용 자동차보험료 인상</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 자동차보험의 70%를 구성하는 개인용 인상논의</li> <li>▶ 연초 업무용, 영업용 인상완료</li> <li>▶ 중소기업사 개인용 인상도 4월 이후 완료</li> <li>▶ 최근 안정화된 손해율추이로 가능성은 중립적</li> <li>▶ 하반기 중 논의가 지속될 전망</li> </ul>

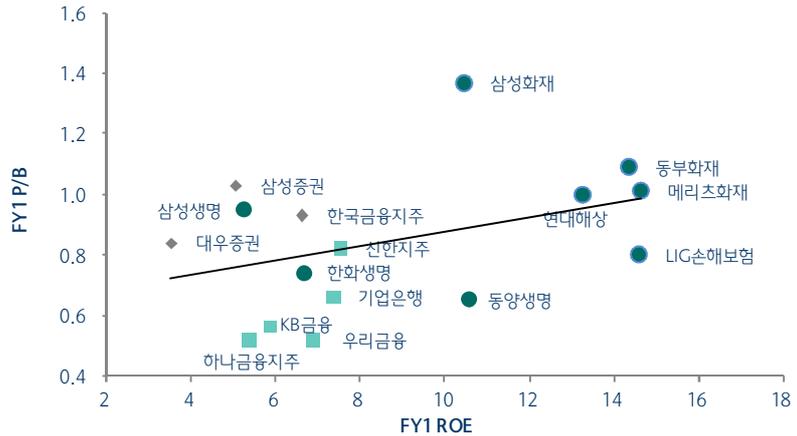
자료: 하나대투증권



[Valuation] 차별화된 ROE가 적정하게 평가되지 못하고 있는 저(低) 평가 상황

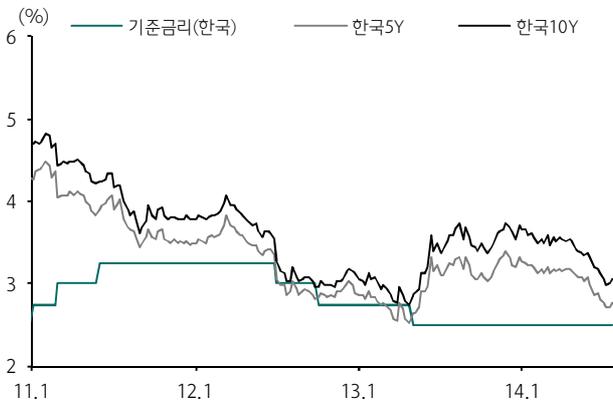
타 금융권과 비교하면 절대적인 저평가 매력을 보유하고 있다. 뿐만 아니라 향후 2년은 지난 3년과 다르게 이익이 성장이 예상되는 시점으로 긍정적인 주가흐름이 기대된다. 금리에 대한 우려는 실질보다 크게 현 주가에 이미 반영되어 있는 것으로 판단된다.

그림 9. 차별화된 ROE에 불구하고, 금융업종 내에서도 상대 저평가는 극심. 단순 PBR 비교는 불합리



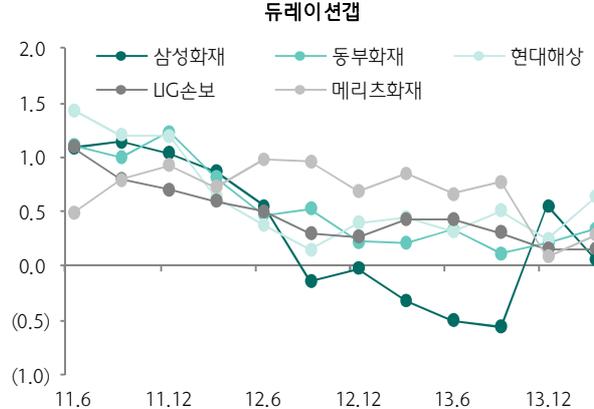
자료: Wisefn, 하나대투증권

그림 10. 추가 금리 하락에 대한 우려는 제한적일 것으로 전망



자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 11. 실질적인 금리변동에 따른 가치변동은 제한적인 상황



자료: 각 사, 하나대투증권



표 2. HANA DAETOO Main Indicator Table (Yearly)

(단위: 십억원, 원, X, %)

		삼성생명	한화생명	동양생명	삼성화재	동부화재	LG손보	현대해상	메리츠화재
보험영업이익	FY11A	(5,122)	(2,797)	(421)	(260)	(21)	(96)	32	(46)
	FY12A	(5,369)	(3,128)	(540)	(403)	(130)	(239)	(213)	(159)
	FY13A	(4,572)	(2,373)	(449)	(433)	(111)	(250)	(200)	(96)
	<b>FY14E</b>	<b>(6,392)</b>	<b>(3,274)</b>	<b>(534)</b>	<b>(544)</b>	<b>(278)</b>	<b>(354)</b>	<b>(411)</b>	<b>(190)</b>
	FY15E	(6,742)	(3,398)	(543)	(609)	(230)	(374)	(473)	(177)
	FY16E	(7,329)	(3,617)	(582)	(644)	(278)	(387)	(521)	(186)
투자영업이익	FY11A	5,690	2,688	530	1,361	585	441	530	269
	FY12A	5,840	2,839	637	1,445	700	471	685	343
	FY13A	4,563	2,220	511	1,144	539	428	487	291
	<b>FY14E</b>	<b>6,754</b>	<b>2,961</b>	<b>664</b>	<b>1,702</b>	<b>835</b>	<b>659</b>	<b>759</b>	<b>403</b>
	FY15E	6,966	3,110	683	1,861	867	734	861	468
	FY16E	7,510	3,284	727	1,992	961	770	949	506
당기순이익	FY11A	933	522	113	785	403	209	399	165
	FY12A	935	467	136	760	413	164	333	131
	FY13A	455	389	81	505	306	118	192	135
	<b>FY14E</b>	<b>1,120</b>	<b>451</b>	<b>141</b>	<b>849</b>	<b>405</b>	<b>209</b>	<b>234</b>	<b>140</b>
	FY15E	1,003	532	151	919	467	258	270	203
	FY16E	1,042	548	155	992	503	275	301	225
수입보험료(일반)	FY11A	14,726	7,005	3,127	13,679	8,334	7,027	8,343	4,037
	FY12A	22,052	9,992	4,043	15,699	8,988	8,030	9,207	4,500
	FY13A	12,520	6,401	2,619	12,179	7,089	5,980	7,248	3,528
	<b>FY14E</b>	<b>17,149</b>	<b>8,820</b>	<b>3,329</b>	<b>16,729</b>	<b>9,938</b>	<b>7,735</b>	<b>10,130</b>	<b>4,890</b>
	FY15E	17,535	9,006	3,446	17,087	10,276	8,022	10,604	5,087
	FY16E	17,886	9,096	3,549	17,458	10,520	8,253	11,000	5,274
DPS	FY11A	2,000	230	350	3,750	1,200	800	1,350	550
	FY12A	1,500	150	350	3,750	1,250	550	1,050	300
	FY13A	850	130	200	2,750	1,000	500	550	320
	<b>FY14E</b>	<b>1,300</b>	<b>160</b>	<b>380</b>	<b>4,800</b>	<b>1,500</b>	<b>900</b>	<b>800</b>	<b>400</b>
	FY15E	1,400	170	400	5,200	1,700	1,100	1,000	600
	FY16E	1,500	180	420	5,700	2,000	1,250	1,150	650
Payout ratio	FY11A	42.2	37.2	32.9	20.9	18.8	19.8	27.2	32.3
	FY12A	31.1	27.0	26.8	20.9	19.2	17.3	25.3	22.2
	FY13A	20.8	24.4	19.2	22.3	20.7	21.8	23.1	23.8
	<b>FY14E</b>	<b>22.0</b>	<b>29.9</b>	<b>27.9</b>	<b>24.3</b>	<b>23.4</b>	<b>22.2</b>	<b>27.4</b>	<b>28.7</b>
	FY15E	26.4	26.9	27.4	24.3	23.0	22.1	29.7	29.8
	FY16E	27.2	27.7	28.0	24.7	25.2	23.5	30.8	29.1
Dividend Yield	FY11A	2.0	3.1	2.4	1.8	2.5	3.1	4.1	4.3
	FY12A	1.4	2.2	3.3	1.7	2.7	2.3	3.3	2.5
	FY13A	0.8	1.7	1.8	1.1	1.8	1.5	1.7	2.1
	<b>FY14E</b>	<b>1.2</b>	<b>2.3</b>	<b>3.8</b>	<b>1.7</b>	<b>2.6</b>	<b>3.1</b>	<b>2.6</b>	<b>3.0</b>
	FY15E	1.3	2.5	4.0	1.8	2.9	3.7	3.3	4.5
	FY16E	1.4	2.6	4.2	2.0	3.4	4.3	3.8	4.9
자본총계	FY11A	17,723	6,485	1,160	7,695	2,205	1,324	1,744	899
	FY12A	21,335	6,999	1,583	8,916	2,756	1,547	2,102	1,087
	FY13A	18,477	6,995	1,331	7,839	2,703	1,458	1,981	1,038
	<b>FY14E</b>	<b>20,948</b>	<b>7,402</b>	<b>1,462</b>	<b>9,469</b>	<b>3,109</b>	<b>1,716</b>	<b>2,265</b>	<b>1,257</b>
	FY15E	22,448	7,784	1,579	10,282	3,496	1,934	2,479	1,434
	FY16E	24,015	8,172	1,697	11,155	3,906	2,159	2,708	1,613
운용자산	FY11A	130,303	51,562	11,436	32,489	14,300	11,215	13,422	6,642
	FY12A	150,581	58,527	14,526	38,734	17,439	13,675	16,291	7,996
	FY13A	154,224	61,855	15,107	41,622	19,160	15,309	18,619	9,000
	<b>FY14E</b>	<b>165,203</b>	<b>66,586</b>	<b>16,233</b>	<b>47,781</b>	<b>21,965</b>	<b>17,548</b>	<b>21,598</b>	<b>10,603</b>
	FY15E	178,118	71,363	17,230	53,173	24,818	19,712	24,808	12,171
	FY16E	191,791	76,213	18,277	58,726	27,760	21,944	28,154	13,795

자료: 하나대투증권

표 3. HANA DAETOO Main Indicator Table (Quarterly)

(단위: 십억원, %)

		1QFY13	2QFY13	3QFY13	1QFY14	2QFY14	YoY	QoQ	FY13	FY14F	YoY
삼성생명	보험료수입	4,105	4,130	4,285	4,254	4,228	3.0	(0.6)	12,520	17,149	37.0
	보험영업이익	(1,452)	(1,456)	(1,664)	(1,489)	(1,684)	CR	CR	(4,572)	(6,392)	CR
	투자영업이익	1,554	1,523	1,485	1,679	1,835	18.1	9.3	4,563	6,754	48.0
	당기순이익	229	211	15	409	304	33.1	(25.6)	455	1,120	146.2
	운용자산	148,620	150,863	154,224	155,881	158,978	7.0	2.0	154,224	165,203	7.1
	자본총계	18,374	18,850	18,477	19,709	20,187	9.9	2.4	18,477	20,948	13.4
한화생명	보험료수입	2,025	2,165	2,211	2,240	2,106	4.0	(6.0)	6,401	8,820	37.8
	보험영업이익	(752)	(788)	(832)	(798)	(855)	CR	CR	(2,373)	(3,274)	CR
	투자영업이익	710	745	766	714	744	4.8	4.2	2,220	2,961	33.4
	당기순이익	116	151	122	92	91	(21.3)	(1.2)	389	451	16.0
	운용자산	59,188	60,445	61,855	63,103	64,148	8.4	1.7	61,855	66,586	7.6
	자본총계	6,729	6,896	6,995	7,054	7,141	6.1	1.2	6,995	7,402	5.8
동양생명	보험료수입	966	894	759	789	841	(13.0)	6.5	2,619	3,329	27.1
	보험영업이익	(139)	(142)	(168)	(147)	(128)	CR	CR	(449)	(534)	CR
	투자영업이익	196	170	145	192	151	(23.2)	(21.4)	511	664	30.0
	당기순이익	52	33	(4)	43	29	(45.5)	(33.9)	81	141	74.6
	운용자산	14,738	15,100	15,107	15,497	15,737	6.8	1.6	15,107	16,233	7.5
	자본총계	1,377	1,404	1,331	1,361	1,391	1.0	2.2	1,331	1,462	9.9
삼성화재	경과보험료	4,007	4,119	4,053	4,140	4,108	2.5	(0.8)	12,179	16,729	37.4
	보험영업이익	(106)	(137)	(190)	(101)	(82)	CR	CR	(433)	(544)	CR
	투자영업이익	357	394	393	422	413	15.5	(2.3)	1,144	1,702	48.8
	당기순이익	189	183	133	243	238	25.8	(2.0)	505	849	68.0
	운용자산	39,148	40,536	41,622	42,687	45,104	15.2	5.7	41,622	47,781	14.8
	자본총계	8,017	8,183	7,839	7,995	9,045	12.8	13.1	7,839	9,469	20.8
동부화재	경과보험료	2,304	2,379	2,405	2,428	2,440	5.9	0.5	7,089	9,938	40.2
	보험영업이익	(42)	(28)	(41)	(83)	(43)	CR	CR	(111)	(278)	CR
	투자영업이익	174	196	169	219	197	13.3	(10.3)	539	835	54.8
	당기순이익	98	125	83	98	113	15.2	14.8	306	405	32.5
	운용자산	18,228	18,534	19,160	19,867	20,564	12.8	3.5	19,160	21,965	14.6
	자본총계	2,539	2,658	2,703	2,791	2,907	14.5	4.2	2,703	3,109	15.0
현대해상	경과보험료	2,380	2,422	2,446	2,465	2,514	5.6	2.0	7,248	10,130	39.8
	보험영업이익	(45)	(60)	(95)	(89)	(87)	CR	CR	(200)	(411)	CR
	투자영업이익	163	160	164	177	181	11.3	2.7	487	759	56.0
	당기순이익	83	65	43	55	64	(23.1)	16.5	192	234	22.4
	운용자산	16,796	17,566	18,619	19,148	20,033	19.3	4.6	18,619	21,598	16.0
	자본총계	1,884	1,969	1,981	2,019	2,145	13.8	6.2	1,981	2,265	14.4
LIG손해보험	경과보험료	2,021	2,006	1,953	1,920	1,927	(4.7)	0.4	5,980	7,735	29.3
	보험영업이익	(54)	(65)	(131)	(72)	(90)	CR	CR	(250)	(354)	CR
	투자영업이익	133	139	156	158	157	18.2	(0.4)	428	659	53.9
	당기순이익	57	46	15	53	47	(17.5)	(10.6)	118	209	76.8
	운용자산	14,254	14,727	15,309	15,912	16,489	15.7	3.6	15,309	17,548	14.6
	자본총계	1,417	1,487	1,458	1,504	1,604	13.2	6.7	1,458	1,716	17.7
메리츠화재	경과보험료	1,145	1,188	1,194	1,203	1,221	6.6	1.5	3,528	4,890	38.6
	보험영업이익	(21)	(22)	(53)	(46)	(48)	CR	CR	(96)	(190)	CR
	투자영업이익	93	90	109	94	94	1.2	(0.1)	291	403	38.5
	당기순이익	52	45	38	30	29	(45.0)	(6.0)	135	140	3.6
	운용자산	8,206	8,747	9,000	9,396	9,844	20.0	4.8	9,000	10,603	17.8
	자본총계	1,030	1,071	1,038	1,067	1,169	13.5	9.6	1,038	1,257	21.2

주: 2QFY14(생명보험사 하나대투증권 추정치, 손해보험사 각 사 발표치), 자료: 하나대투증권



표 4. HANA DAETOO Peer Valuation Table

(단위: 십억원, 원, X, %)

		삼성생명	한화생명	동양생명	삼성화재	동부화재	LG손보	현대해상	메리츠화재
Code		032830KS	088350KS	082640KS	000810KS	005830KS	002550KS	001450KS	000060KS
Market cap		21,000	5,958	1,081	13,407	4,149	1,761	2,727	1,358
Opinion		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)		124,700	9,500	13,500	282,000	60,800	36,200	42,600	18,900
Target P/EV (X)		1.06	1.02	0.77	1.02	0.87	0.69	0.95	0.81
CP (원)		105,000	6,860	10,050	283,000	58,600	29,350	30,500	13,400
PBR	FY11A	1.10	0.97	1.31	1.30	1.41	1.02	1.50	1.39
	FY12A	0.95	0.82	0.71	1.10	1.05	0.79	1.21	1.06
	FY13A	1.08	0.91	0.89	1.44	1.32	1.17	1.32	1.47
	<b>FY14E</b>	<b>0.95</b>	<b>0.77</b>	<b>0.70</b>	<b>1.36</b>	<b>1.19</b>	<b>0.88</b>	<b>1.08</b>	<b>1.07</b>
	FY15E	0.88	0.73	0.65	1.26	1.06	0.78	0.99	0.94
	FY16E	0.83	0.70	0.61	1.16	0.95	0.70	0.91	0.83
PER	FY11A	21.1	12.3	13.5	12.7	7.7	6.5	6.6	7.2
	FY12A	21.8	12.3	8.3	13.2	7.0	7.5	7.7	8.8
	FY13A	44.0	16.4	14.6	22.8	11.6	14.4	13.6	11.3
	<b>FY14E</b>	<b>17.2</b>	<b>12.6</b>	<b>7.3</b>	<b>14.9</b>	<b>9.1</b>	<b>7.3</b>	<b>10.5</b>	<b>9.6</b>
	FY15E	19.1	10.7	6.8	14.0	7.9	5.9	9.1	6.6
	FY16E	18.4	10.4	6.6	13.0	7.4	5.5	8.2	6.0
EPS	FY11A	4,699	610	1,065	16,829	6,369	4,014	4,964	1,782
	FY12A	4,784	555	1,295	16,564	6,525	3,178	4,146	1,352
	FY13A	2,362	462	777	11,368	4,835	2,290	2,382	1,342
	<b>FY14E</b>	<b>5,890</b>	<b>536</b>	<b>1,360</b>	<b>19,004</b>	<b>6,404</b>	<b>4,047</b>	<b>2,915</b>	<b>1,395</b>
	FY15E	5,302	632	1,459	20,154	7,380	4,984	3,362	2,016
	FY16E	5,513	650	1,497	21,748	7,940	5,321	3,737	2,236
BPS	FY11A	89,967	7,697	10,934	164,987	34,830	25,570	21,691	9,297
	FY12A	109,934	8,308	15,206	197,334	43,541	29,926	26,139	11,238
	FY13A	96,698	8,302	12,791	179,352	42,706	28,189	24,630	10,327
	<b>FY14E</b>	<b>107,041</b>	<b>8,785</b>	<b>14,117</b>	<b>207,652</b>	<b>49,112</b>	<b>33,186</b>	<b>28,165</b>	<b>12,511</b>
	FY15E	114,706	9,239	15,239	225,492	55,225	37,398	30,833	14,269
	FY16E	122,711	9,699	16,383	244,626	61,707	41,752	33,680	16,053
ROA	FY11A	0.61	0.79	0.82	2.23	2.65	1.58	2.61	2.11
	FY12A	0.54	0.64	0.85	1.80	2.13	1.00	1.73	1.39
	FY13A	0.24	0.49	0.45	1.07	1.38	0.63	0.87	1.28
	<b>FY14E</b>	<b>0.57</b>	<b>0.53</b>	<b>0.75</b>	<b>1.62</b>	<b>1.64</b>	<b>0.99</b>	<b>0.93</b>	<b>1.18</b>
	FY15E	0.47	0.59	0.75	1.56	1.68	1.08	0.94	1.50
	FY16E	0.46	0.57	0.73	1.53	1.62	1.05	0.92	1.48
ROE	FY11A	5.63	8.25	9.88	10.68	19.98	15.77	24.18	20.01
	FY12A	4.79	6.93	9.92	9.16	16.65	11.45	17.34	13.17
	FY13A	2.28	5.56	5.55	6.03	11.21	7.88	9.38	12.74
	<b>FY14E</b>	<b>5.68</b>	<b>6.27</b>	<b>10.11</b>	<b>9.81</b>	<b>13.95</b>	<b>13.19</b>	<b>11.04</b>	<b>12.21</b>
	FY15E	4.62	7.01	9.94	9.31	14.15	14.12	11.40	15.05
	FY16E	4.49	6.87	9.47	9.25	13.58	13.44	11.59	14.75
P/EV	FY11A	0.86	0.83	0.80	0.91	0.88	0.59	0.80	0.65
	FY12A	0.89	0.74	0.62	0.79	0.66	0.45	0.71	0.51
	FY13A	0.86	0.71	0.54	0.97	0.79	0.51	0.63	0.52
	<b>FY14E</b>	<b>0.81</b>	<b>0.67</b>	<b>0.51</b>	<b>0.90</b>	<b>0.71</b>	<b>0.47</b>	<b>0.57</b>	<b>0.46</b>
	FY15E	0.76	0.63	0.48	0.84	0.65	0.43	0.52	0.41
	FY16E								
EVPS	FY11A	115,520	9,050	17,922	236,093	55,914	44,573	40,562	19,771
	FY12A	117,208	9,271	17,463	276,443	69,518	52,769	44,784	23,419
	FY13A	121,978	9,606	18,465	291,164	74,361	57,271	48,366	25,626
	<b>FY14E</b>	<b>129,776</b>	<b>10,253</b>	<b>19,560</b>	<b>314,866</b>	<b>82,229</b>	<b>62,104</b>	<b>53,401</b>	<b>28,977</b>
	FY15E	138,089	10,923	20,737	338,702	90,712	68,545	59,221	32,663
	FY16E								
RoEV	FY11A	11.5	4.7	16.1	7.0	18.9	3.2	15.2	28.4
	FY12A	1.5	2.4	(2.6)	17.1	24.3	18.4	10.4	18.5
	FY13A	4.8	5.0	6.8	6.2	8.3	9.3	9.1	10.8
	<b>FY14E</b>	<b>7.4</b>	<b>8.3</b>	<b>7.9</b>	<b>9.7</b>	<b>12.4</b>	<b>9.8</b>	<b>11.9</b>	<b>14.6</b>
	FY15E	7.4	8.1	8.0	9.2	12.2	11.9	12.6	14.8
	FY16E								

주: 손해보험업 지표는 FY 10년 이전까지는 수정(비상위험준비금 효과 제거)기준, 2010년 이전은 'K-GAAP'기준, 2011년 이후 'K-IFRS'개별기준.

단, 삼성생명의 경우 2013년 이후 추정 'K-IFRS'연결기준, 2010년 이후 P/EV, EVPS는 하나대투증권 재구성 기준

자료: 각 사, 하나대투증권



2014년 8월 1일

# 동부화재(005830)

Equity Research

Earnings Review

## 압도적인 이익체력의 지속가능성 확인

**FY14 2Q 실적: 1,353억 손익 시장기대 충족. 경쟁사를 압도하는 투자수익률을 바탕으로 지속가능 이익규모 확인**

동사는 상여금 420억 및 일반보험 고액사고에 불구, 안정적인 합산비율을 유지(102.4%, y-y +0.6%p, 이하 y-y)하여 시장기대(1,364억)를 충족시키는 분기순이익(1,353억, +38.5%)을 시현하였다. 경쟁사대비 현저히 높은 투자영업이익률(4.31%, +41bp)을 통해 연 순익 guidance인 3,870억 중 6개월만에 60%(2,333억)를 달성하는 압도적인 이익체력을 보여주고 있다. 손해율 및 사업비율 안정성은 기존처럼 업계 최고수준이 유지되고 있다.

### Points: 꾸준함과 차별화된 이익체력 지속가능성 확인

동사는 선도사 수준의 안정성을 보여주고 있으면서 동시에 성장성과 자본효율은 2위권사 수준을 꾸준히 유지하고 있다. 1)차별화된 사업비율 관리와, 2)자산운용역량의 결과로 판단된다. 특히, 자동차 및 장기부문 마진을 부진에 불구하고 시현하고 있는 이익체력은 향후 지속가능성을 확인시켜주는 것으로 판단된다.

따라서, 손익에 좀더 민감한 대다수 투자자를 감안하는 경우 2015년까지 이어질 손해보험사 이익 상승기조에서 더욱 동사의 저평가 논의가 증가될 것으로 전망된다. 특히, 개선이 기대되는 자동차 및 장기부문의 상대비중이 높다는 점 역시 매력적이다.

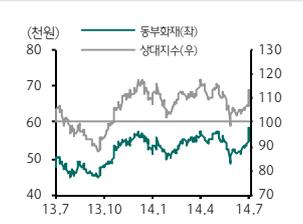
현재 부담요소로 작용하고 있는 그룹리스크는 주가에 적정하게 반영된 것으로 판단하고 있다. 일부 긍정적인 뉴스들이 확인되고 있지만 기대를 주가에 반영하기는 아직 이르며, 향후 그룹 구조조정이 원활하게 진행되는 경우 추가적인 상승여력이 기대된다.

### 투자전략: 삼성화재와 갭 축소를 통한 충분한 상승여력 보유

동사는 FY14E, FY15E 각각 ROE 13.9% / 14.1%, PBR 1.19 / 1.06, PER 9.1 / 7.9, 이익성장률 4.3% / 15.2% 등이 전망된다. 23% 내외 배당성향(직전 3년 평균 21.5%)을 가정하는 경우, 각각 2.6% / 2.9% 시가배당수익률이 전망된다. 이익규모 및 안정성에서 선도사인 삼성화재와 차이가 줄어들며는 국면이다. 현재 존재하는 PBR 0.17배, PER 5.8배 gap은 동사의 상승여력의 시작점으로 판단된다. 따라서, 여전히 충분한 상승여력을 보유한 것으로 평가되어 업종 최선호주로 지속 유지한다.

**BUY**

TP(12M): 60,800원 | CP(7월31일): 58,600원

Key Data		Consensus Data	
		2014	2015
KOSPI 지수 (pt)	2,076.12		
52주최고/최저(원)	58,600/44,650	매출액(십억원)	9,953.8 / 10,453.2
시가총액(십억원)	4,148.9	영업이익(십억원)	-- / --
시가총액비중(%)	0.33	순이익(십억원)	417.3 / 481.8
발행주식수(천주)	70,800.0	EPS(원)	6,345 / 7,341
60일 평균거래량(천주)	143.4	BPS(원)	47,109 / 53,637
60일 평균거래대금(십억원)	7.7		
13년 배당금(원)	1,000	Stock Price	
14년 배당금(예상, 원)	1,300		
외국인 지분율(%)	39.19		
주요주주 지분율(%)			
김남호외 8인	31.33		
국민연금공단	9.99		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	12.7 8.9 23.2		
상대	9.0 2.0 14.8		

Financial Data						
투자지표	단위	2012	2013	2014F	2015F	2016F
경과보험료	십억원	8,988	7,089	9,938	10,276	10,520
영업이익	십억원	570	428	557	636	683
순이익	십억원	413	306	405	467	503
EPS	원	6,525	4,835	6,404	7,380	7,940
증감율	%	2.44	(25.90)	32.47	15.23	7.59
PER	배	6.99	11.62	9.15	7.94	7.38
배당수익률	%	2.74	1.78	2.56	2.90	3.41
BPS	원	43,541	42,706	49,112	55,225	61,707
PBR	배	1.05	1.32	1.19	1.06	0.95
ROE	%	16.65	11.21	13.95	14.15	13.58



Analyst 신승현 CPA, Actuary  
02-3771-7525  
sean.shin@hanafn.com

RA 이찬휘  
02-3771-7785  
ch.lee@hanafn.com

표 5. HANA DAETOO Financial Data Revision Table I (Quarterly) – 동부화재

(단위: 십억원, %, %p)

	FY14 2QF	FY14 3QF	FY14 4QF	FY15 1QF	FY15 2QF	FY15 3QF	FY15 4QF	FY16 1QF	FY16 2QF
원수보험료	2,568	2,628	2,717	2,680	2,651	2,714	2,805	2,743	2,714
장기보험	1,797	1,846	1,878	1,905	1,860	1,911	1,944	1,952	1,907
자동차보험	542	565	564	557	558	582	581	568	570
일반보험	228	217	274	218	233	221	280	222	238
경과보험료	2,440	2,504	2,566	2,546	2,511	2,578	2,641	2,607	2,571
발생손해액	2,068	2,123	2,195	2,136	2,130	2,188	2,262	2,190	2,184
순사업비	416	426	477	433	428	439	491	452	447
보험영업이익	-43	-45	-106	-23	-47	-49	-112	-35	-60
투자영업이익	186	186	186	186	186	186	186	186	186
영업이익	125	125	125	125	125	125	125	125	125
세전이익	116	116	116	116	116	116	116	116	116
순이익	88	88	88	88	88	88	88	88	88
총자산	21,080	21,080	21,080	21,080	21,080	21,080	21,080	21,080	21,080
운용자산	17,293	17,293	17,293	17,293	17,293	17,293	17,293	17,293	17,293
특별계정자산	795	793	848	832	819	817	873	857	844
책임준비금	20,080	20,745	21,424	22,106	22,780	23,467	24,169	24,869	25,559
자본총계	2,550	2,550	2,550	2,550	2,550	2,550	2,550	2,550	2,550
손해율	84.7	84.8	85.5	83.9	84.8	84.9	85.6	84.0	84.9
장기	85.8	85.2	86.1	84.7	86.2	85.6	86.5	84.7	86.2
자동차	85.0	87.0	88.5	84.6	84.0	86.0	87.5	85.1	84.5
일반	67.0	67.0	67.0	67.0	67.0	67.0	67.0	67.0	67.0
사업비율	17.0	17.0	18.6	17.0	17.0	17.0	18.6	17.4	17.4
합산비율	101.8	101.8	104.1	100.9	101.9	101.9	104.2	101.4	102.3
투자수익률	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
순이익마진	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
ROE	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8
ROA	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
준비금/경과보험료 (x)	2.1	2.1	2.1	2.2	2.3	2.3	2.3	2.4	2.5
운용자산/자본 (x)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
<b>(Dupont Analysis)</b>									
합산비율	101.8	101.8	104.1	100.9	101.9	101.9	104.2	101.4	102.3
보험영업마진	(1.8)	(1.8)	(4.1)	(0.9)	(1.9)	(1.9)	(4.2)	(1.4)	(2.3)
X 자산회전률 (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
보험영업이익/자산	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
+ 투자영업이익/자산	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6
+ 기타이익/자산	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
+ 법인세등/자산	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
ROA	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
레버리지 (x)	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
ROE	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8

주: 투자수익률=ROE/ROA 연환산, 자료: 동부화재, 하나대투증권

표 6. HANA DAETOO Financial Data Revision TableII - 동부화재

(단위: 십억원, %, %p)

	New			Old			Change (% , %p)		
	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F
원수보험료	10,507	10,850	11,105	10,507	10,850	11,105	0.0	0.0	0.0
장기보험	7,361	7,619	7,810	7,361	7,619	7,810	0.0	0.0	0.0
자동차보험	2,212	2,279	2,324	2,212	2,279	2,324	0.0	0.0	0.0
일반보험	933	952	971	933	952	971	0.0	0.0	0.0
경과보험료	9,938	10,276	10,520	9,938	10,276	10,520	0.0	0.0	0.0
발생손해액	8,462	8,716	8,934	8,462	8,716	8,934	0.0	0.0	0.0
순사업비	1,754	1,791	1,864	1,754	1,791	1,864	0.0	0.0	0.0
보험영업이익	(278)	(230)	(278)	(278)	(230)	(278)	CR	CR	CR
투자영업이익	835	867	961	835	867	962	0.0	(0.0)	(0.1)
영업이익	557	636	683	557	637	684	0.0	(0.1)	(0.1)
세전이익	534	616	663	534	617	664	0.0	(0.1)	(0.1)
순이익	405	467	503	405	467	503	0.0	(0.1)	(0.1)
총자산	26,252	29,446	32,733	26,252	29,459	32,759	0.0	(0.0)	(0.1)
운용자산	21,965	24,818	27,760	21,965	24,829	27,781	0.0	(0.0)	(0.1)
특별계정자산	848	873	899	848	873	899	0.0	0.0	0.0
책임준비금	21,424	24,169	26,984	21,424	24,169	26,984	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,109	3,496	3,906	3,109	3,509	3,932	0.0	(0.4)	(0.7)
손해율	85.1	84.8	84.9	85.1	84.8	84.9	0.0	0.0	0.0
장기	85.9	85.8	85.8	85.9	85.8	85.8	0.0	0.0	0.0
자동차	86.6	85.6	86.1	86.6	85.6	86.1	0.0	0.0	0.0
일반	67.6	67.0	67.0	67.6	67.0	67.0	0.0	0.0	0.0
사업비율	17.6	17.4	17.7	17.6	17.4	17.7	0.0	0.0	0.0
합산비율	102.8	102.2	102.6	102.8	102.2	102.6	0.0	0.0	0.0
투자수익률	4.14	3.78	3.72	4.14	3.78	3.72	0.0	(0.0)	(0.0)
순이익마진	4.08	4.55	4.78	4.08	4.55	4.78	0.0	(0.0)	(0.0)
ROE	14.0	14.1	13.6	14.0	14.1	13.5	0.0	0.0	0.1
ROA	1.6	1.7	1.6	1.6	1.7	1.6	0.0	(0.0)	(0.0)
준비금/경과보험료 (x)	2.2	2.4	2.6	2.2	2.4	2.6	0.0	0.0	0.0
운용자산/자본 (x)	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	0.0	0.0	0.0
<b>(Dupont Analysis)</b>									
합산비율	102.8	102.2	102.6	102.8	102.2	102.6	0.0	0.0	0.0
보험영업마진	(2.8)	(2.2)	(2.6)	(2.8)	(2.2)	(2.6)	0.0	0.0	0.0
X 자산회전률 (x)	0.40	0.37	0.34	0.40	0.37	0.34	0.0	0.0	0.0
보험영업이익/자산	(1.1)	(0.8)	(0.9)	(1.1)	(0.8)	(0.9)	0.0	(0.0)	(0.0)
+ 투자영업이익/자산	3.4	3.2	3.1	3.4	3.2	3.1	0.0	(0.0)	(0.0)
+ 기타이익/자산	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	0.0	(0.0)	(0.0)
+ 법인세등/자산	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
ROA	1.6	1.7	1.6	1.6	1.7	1.6	0.0	(0.0)	(0.0)
레버리지 (x)	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.3	0.0	0.0	0.0
ROE	14.0	14.1	13.6	14.0	14.1	13.5	0.0	0.0	0.1

자료: 하나대투증권

표 7. HANA DAETOO Main Indicator Table (Quarterly) – 동부화재

(단위: 십억원, %, %p)

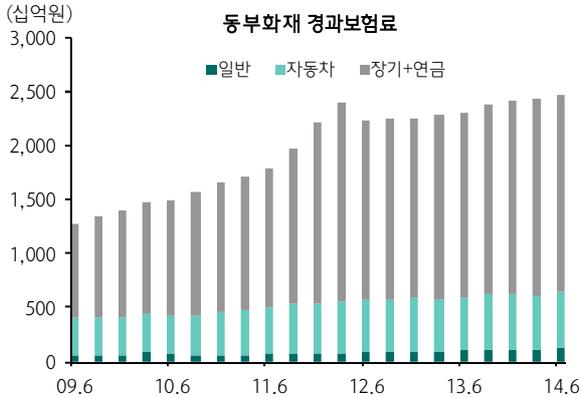
	12.6	12.9	12.12	13.3	13.6	13.9	13.12	14.3	14.6	QoQ	QoQ(%)	YoY	YoY(%)	13.6(누적)	14.6(누적)	YoY	YoY(%)
원수보험료	2,400	2,402	2,446	2,445	2,480	2,538	2,624	2,595	2,647	52	2.0	167	6.7	4,926	5,242	316	6.4
일반	197	201	228	211	224	213	269	213	227	14	6.4	3	1.3	435	440	5	1.2
자동차	519	517	533	504	526	548	548	541	572	31	5.8	46	8.7	1,030	1,113	83	8.1
장기	1,684	1,684	1,684	1,730	1,730	1,777	1,807	1,840	1,848	7	0.4	118	6.8	3,460	3,688	228	6.6
경과보험료	2,227	2,243	2,252	2,282	2,306	2,381	2,407	2,428	2,467	39	1.6	161	7.0	4,588	4,895	307	6.7
일반	86	88	98	92	104	117	118	116	124	8	6.9	21	19.7	196	241	45	23.0
자동차	477	485	488	481	488	501	504	498	515	17	3.4	27	5.5	968	1,012	44	4.5
장기	1,665	1,670	1,666	1,709	1,715	1,763	1,786	1,814	1,828	13	0.7	113	6.6	3,424	3,642	219	6.4
보험영업이익	7	(12)	(61)	(67)	(43)	(29)	(43)	(83)	(36)	47	N/A	6	N/A	(110)	(120)	(10)	N/A
투자영업이익	149	189	186	176	174	196	169	219	218	(1)	(0.4)	45	25.7	349	438	88	25.3
총영업이익	156	177	124	108	131	168	125	136	182	46	33.5	51	38.7	239	318	79	32.9
당기순이익(IFRS개별기준)	112	130	88	83	98	125	83	98	135	37	38.0	38	38.5	181	233	53	29.2
총포괄순이익	107	317	(2)	280	(166)	131	73	151	270	119	79.1	436	N/A	114	421	307	270.5
운용자산	15,102	16,072	17,293	17,439	18,228	18,534	19,160	19,867	20,688	820	4.1	2,460	13.5	18,228	20,688	2,460	13.5
투자영업이익율	월별	4.06	4.85	4.45	4.05	3.90	4.28	3.58	4.50	4.31	(0.19)	(4.17)	10.58	3.90	4.31	0.41	10.58
누적	4.06	4.45	4.42	4.41	3.90	4.12	3.93	4.50	4.39	(0.10)	(2.27)	12.78	3.93	4.39	0.46	11.68	
비중	연금예금	7.8	6.7	5.0	4.4	4.8	4.9	5.7	4.8	0.0	0.0	0.0	0.4	4.8	4.8	0.0	0.4
대출금	24.2	24.9	25.4	26.2	26.3	29.7	28.5	29.3	27.9	(1.4)	(4.7)	1.6	5.9	26.3	27.9	1.6	5.9
주식	7.4	6.5	6.4	7.3	6.4	5.4	4.7	5.4	5.6	0.1	2.1	(0.8)	(13.2)	6.4	5.6	(0.8)	(13.2)
채권	29.4	30.7	33.0	31.4	33.8	29.0	27.7	28.2	27.2	(1.1)	(3.8)	(6.7)	(19.7)	33.8	27.2	(6.7)	(19.7)
수익증권	12.1	12.9	13.6	13.8	13.0	14.0	15.3	14.4	16.4	2.1	14.4	3.4	26.1	13.0	16.4	3.4	26.1
해외유가증권	12.0	11.7	10.5	10.8	9.8	8.9	10.1	9.9	9.9	0.0	0.0	0.0	0.4	9.8	9.9	0.0	0.4
기타	7.1	6.6	6.1	6.1	5.8	8.1	8.1	8.0	8.3	0.3	3.5	2.5	43.2	5.8	8.3	2.5	43.2
해약식준비금(DAC차감후)	10,567	11,192	11,716	12,152	12,750	13,374	13,971	14,576	15,128	552	3.8	2,378	18.7	12,750	15,128	2,378	18.7
특별계정자산비중	4.6	5.2	4.7	4.6	4.2	4.2	4.3	4.1	3.8	(0.2)	(5.7)	(0.4)	(9.5)	4.2	3.8	(0.4)	(9.5)
기타포괄손익누계액비중	1.8	2.9	2.1	3.3	1.7	1.7	1.6	1.8	2.4	0.6	32.8	0.7	41.0	1.7	2.4	0.7	41.0
외환·파생상품순손익	4	2	2	9	2	9	15	1	9	8	568.8	7	332.8	11	10	(1)	(9.2)
손해율(분기)	83.3	83.4	85.4	83.1	84.3	84.1	84.7	85.5	85.2	(0.3)	(0.4)	0.9	1.0	84.3	85.2	0.9	1.0
일반	60.5	74.8	68.0	64.1	69.6	65.4	53.4	69.6	68.1	(1.4)	(2.1)	(1.5)	(2.2)	67.0	68.1	(1.5)	(2.2)
자동차	77.4	78.2	92.6	82.3	83.7	85.4	89.1	85.6	84.9	(0.7)	(0.9)	1.2	1.4	83.7	84.9	1.2	1.4
장기	86.2	85.4	84.3	84.3	85.4	85.0	85.5	86.5	86.4	(0.1)	(0.2)	1.0	1.2	85.4	86.4	1.0	1.2
사업비율(분기, 경과기준)	16.4	17.1	17.4	19.9	17.5	17.4	17.1	17.9	17.3	(0.6)	(3.5)	(0.3)	(1.5)	17.5	17.3	(0.3)	(1.5)
합산비율	99.7	100.5	102.7	103.0	101.8	101.5	101.8	103.4	102.4	(1.0)	(0.9)	0.6	0.6	101.8	102.4	0.6	0.6
손해율(누적)	83.3	83.4	84.0	83.8	84.3	84.1	84.3	85.5	85.2	(0.3)	(0.4)	0.9	1.0	83.7	85.2	1.5	1.8
일반	60.5	67.7	67.8	66.9	69.6	65.4	61.2	69.6	68.1	(1.4)	(2.1)	(1.5)	(2.2)	67.0	68.1	1.1	1.7
자동차	77.4	77.8	82.8	82.7	83.7	85.4	86.6	85.6	84.9	(0.7)	(0.9)	1.2	1.4	83.0	84.9	1.9	2.3
장기	86.2	85.8	85.3	85.0	85.4	85.0	85.1	86.5	86.4	(0.1)	(0.2)	1.0	1.2	84.8	86.4	1.5	1.8
사업비율(누적, 경과기준)	16.4	16.7	17.0	17.7	17.5	17.4	17.3	17.9	17.3	(0.6)	(3.5)	(0.3)	(1.5)	18.6	17.3	(1.3)	(7.2)
합산비율	99.7	100.1	101.0	101.5	101.8	101.5	101.6	103.4	102.4	(1.0)	(0.9)	0.6	0.6	102.3	102.4	0.1	0.1
수정자본	2,236	2,553	2,550	2,756	2,539	2,658	2,703	2,791	3,061	270	9.7	522	20.6	2,539	3,061	522	20.6
수정 ROE	20.2	20.4	18.5	16.7	14.8	16.5	15.0	14.3	16.2	1.9	13.4	1.4	9.7	14.2	16.2	2.0	14.1
수정 ROE(분기)	20.2	21.8	13.8	12.5	14.8	19.2	12.5	14.3	18.5	4.2	29.6	3.7	25.3	14.8	18.5	3.7	25.3
지급여력비율	261.8	264.7	254.4	254.4	231.4	240.9	240.9	240.9	240.9	0.0	N/A	9.5	4.1	231.4	240.9	9.5	4.1
장기신계약(분기)	41.7	40.5	41.6	49.6	37.5	37.7	36.4	37.3	34.7	(2.6)	(7.1)	(2.9)	(7.6)	37.2	72.0	(15.1)	(17.4)
보장성금액	21.1	21.2	24.5	32.2	21.8	21.9	23.8	24.0	22.6	(1.4)	(5.8)	0.8	3.8	53.9	46.6	(7.4)	(13.7)
보장성비중	50.7	52.4	59.0	64.9	57.9	58.1	65.5	64.2	65.1	0.9	1.4	7.2	12.4	61.9	64.7	2.8	4.5
장기위험손해율	분기	86.5	83.3	80.0	82.0	86.4	84.7	87.8	90.1	(1.5)	(1.6)	2.3	2.6	86.4	88.7	2.3	2.6
누적	86.5	85.1	83.3	82.9	86.4	85.5	86.1	90.1	89.4	(0.7)	(0.8)	3.0	3.5	84.2	89.4	5.2	6.2
13월차 유지율(분기)	81.9	81.4	80.4	80.1	79.7	79.4	79.5	79.9	80.8	0.9	1.1	1.1	1.4	79.7	80.8	1.1	1.4
25월차 유지율(분기)	70.4	68.2	64.9	67.0	67.1	65.8	63.9	63.1	62.0	(1.1)	(1.7)	(5.0)	(7.5)	67.1	62.0	(5.0)	(7.5)

자료: 삼성화재, 하나대투증권



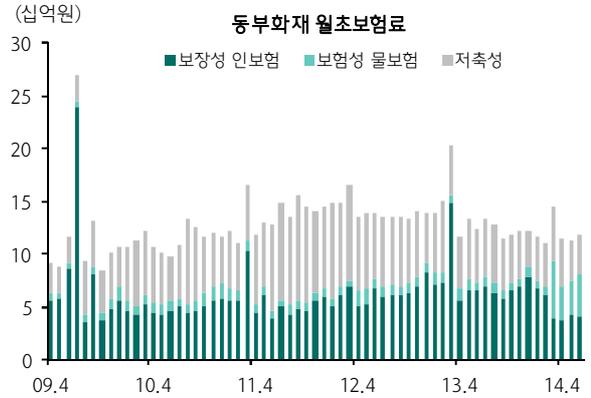
Chart Book

그림 12. 매출관련 펀더멘털 추이: 동부화재



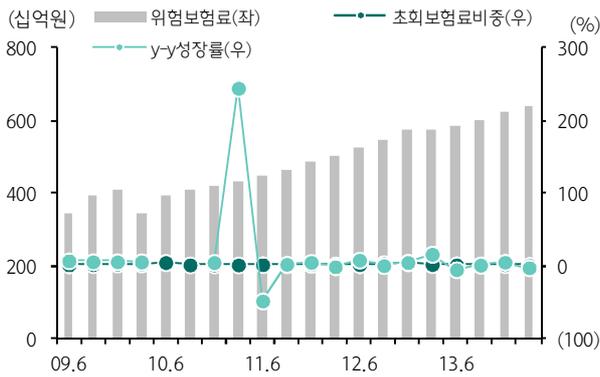
자료: 동부화재, 하나대투증권

그림 13. 매출관련 펀더멘털 추이: 동부화재



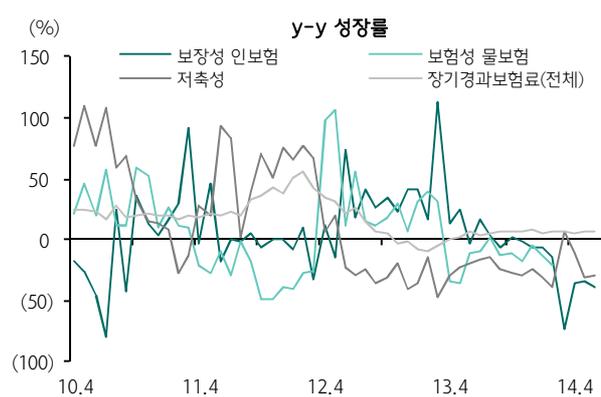
자료: 동부화재, 하나대투증권

그림 14. 매출성장률관련 펀더멘털 추이: 동부화재



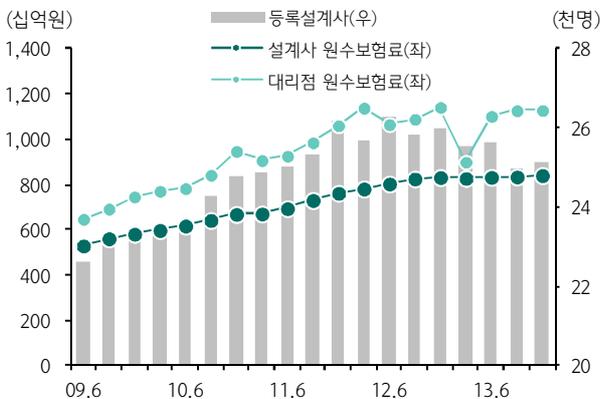
자료: 동부화재, 하나대투증권

그림 15. 매출성장률관련 펀더멘털 추이: 동부화재



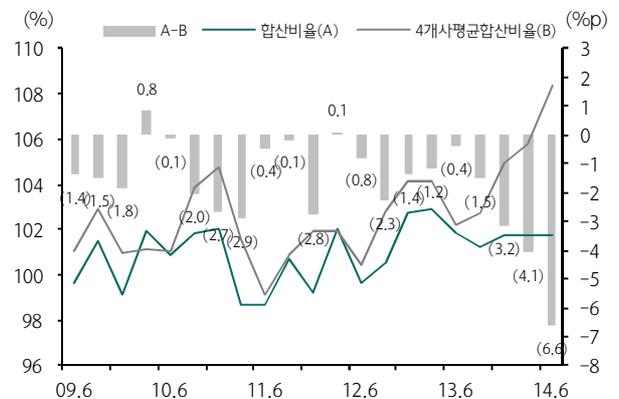
자료: 동부화재, 금융감독원, 하나대투증권

그림 16. 전속채널관련 펀더멘털 추이: 동부화재



자료: 동부화재, 하나대투증권

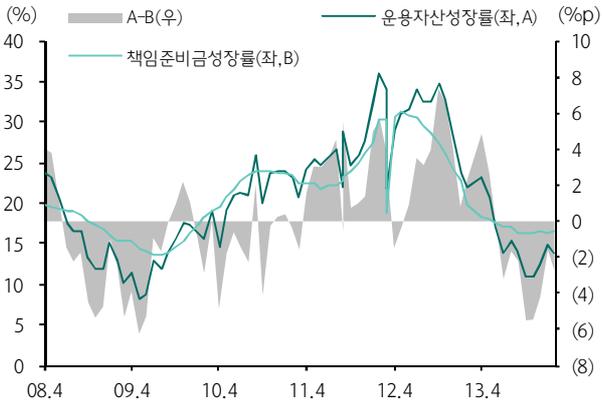
그림 17. 보험영업효율 펀더멘털 추이: 동부화재



자료: 동부화재, 하나대투증권

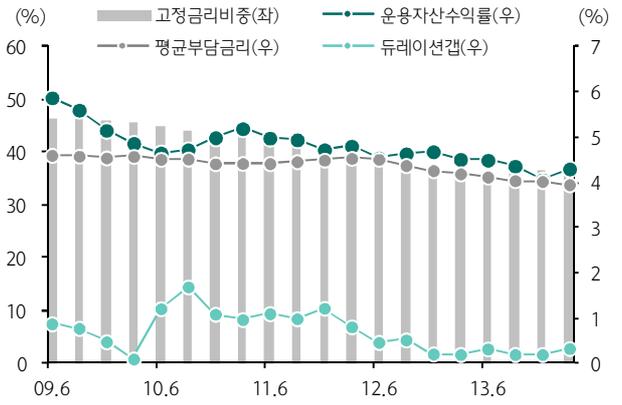


그림 18. 투자영업효율 펀더멘털 추이: 동부화재



자료: 동부화재, 하나대투증권

그림 19. 투자영업효율 펀더멘털 추이: 동부화재



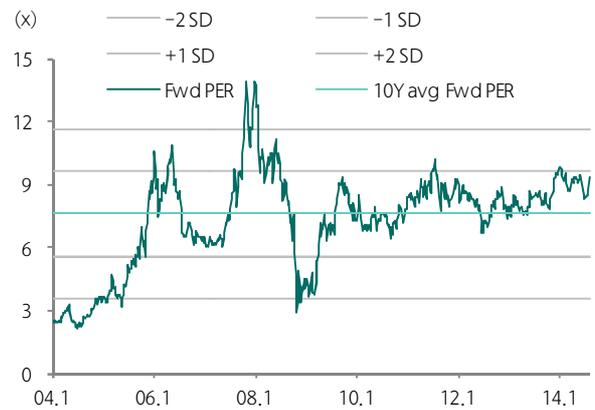
자료: 동부화재, 금융감독원, 하나대투증권

그림 20. 과거 10년 평균 12개월 Fwd. PBR Trend



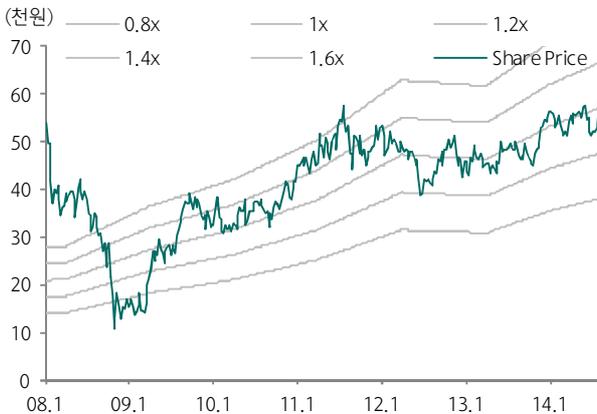
자료: 동부화재, 하나대투증권

그림 21. 과거 10년 평균 12개월 Fwd. PER Trend



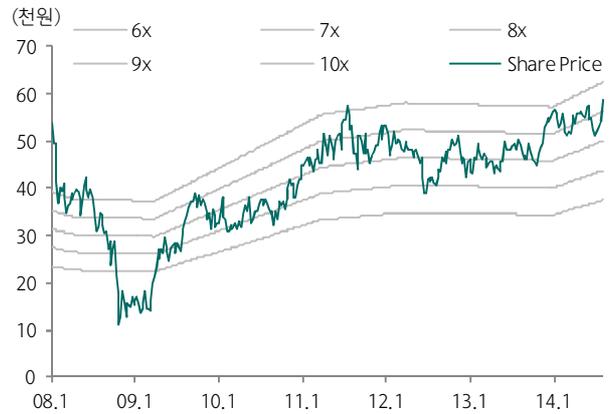
자료: 동부화재, 하나대투증권

그림 22. 12개월 Fwd. PBR Trend



자료: 동부화재, 하나대투증권

그림 23. 12개월 Fwd. PER Trend



자료: 동부화재, 하나대투증권



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	FY12	FY13	FY14F	FY15F	FY16F
원수보험료	9,677	7,637	10,507	10,850	11,105
장기보험	6,767	5,309	7,361	7,619	7,810
자동차보험	2,072	1,623	2,212	2,279	2,324
일반보험	838	706	933	952	971
보유보험료	9,059	7,165	9,951	10,276	10,520
경과보험료	8,988	7,089	9,938	10,276	10,520
발생손해액	7,525	5,972	8,462	8,716	8,934
장기보험	5,686	4,471	6,327	6,536	6,699
자동차보험	1,596	1,293	1,800	1,845	1,893
일반보험	243	207	335	336	343
순사업비	1,593	1,228	1,754	1,791	1,864
보험영업이익	(130)	(111)	(278)	(230)	(278)
투자영업이익	700	539	835	867	961
영업이익	570	428	557	636	683
영업외이익	(23)	(22)	(22)	(20)	(20)
세전이익	547	406	534	616	663
법인세	134	100	129	149	160
순이익(K-GAAP)	413	306	405	467	503
순이익	413	306	405	467	503

대차대조표

(단위: 십억원)

	FY12	FY13	FY14F	FY15F	FY16F
총자산	21,189	23,185	26,252	29,446	32,733
운용자산	17,439	19,160	21,965	24,818	27,760
현금및예금	775	1,090	952	924	864
유가증권	11,042	11,566	13,359	15,151	17,009
주식	1,277	895	1,309	1,649	2,035
채권	5,436	5,310	6,174	6,930	7,700
수익증권	2,412	2,929	3,117	3,468	3,819
해외	1,877	1,940	2,166	2,440	2,721
기타	40	492	593	663	734
대출	4,567	5,453	6,594	7,697	8,885
부동산	1,055	1,051	1,059	1,046	1,001
비운용자산	2,952	3,202	3,439	3,754	4,074
특별계정자산	799	823	848	873	899
총부채	18,433	20,482	23,143	25,950	28,827
보험계약준비금(K-GAAP)	16,669	18,766	21,424	24,169	26,984
책임준비금	16,669	18,766	21,424	24,169	26,984
장기보험료적립금	13,864	15,722	18,295	21,006	23,784
지급준비금	1,298	1,450	1,536	1,569	1,602
미경과보험료적립금	1,444	1,527	1,524	1,524	1,524
기타	64	67	68	71	73
비상위험준비금(K-GAAP)	0	0	0	0	0
기타부채	958	859	872	907	944
특별계정부채	806	857	848	873	899
자본총계	2,756	2,703	3,109	3,496	3,906
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	2,144	2,360	2,702	3,074	3,469
비상위험준비금	548	588	635	687	729
자본조정	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)
기타포괄손익	568	300	363	378	393

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2014	2015	12M Fwd	2014	2015
Korea	10.4	9.1	9.6	15.8	13.8
Emerging Market	11.7	10.6	11.0	7.7	11.1
World	15.5	13.9	14.5	7.9	11.9

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

내재가치(Embedded Value)지표

(단위: 십억원, 원, %)

	FY11	FY12	FY13	FY14F	FY15F
내재가치(EV)	3,959	4,922	5,265	5,834	6,448
신계약가치(VNB)	383	408	306	384	399
ROEV(Return on EV)	18.9%	24.3%	8.3%	12.4%	12.1%
NBM(New Business Multiple)	(1.3)	(4.2)	(4.3)	(4.9)	(6.3)
주당내재가치(EVPS)	55,914	69,518	74,361	82,408	91,079
주당신계약가치(VNBPS)	5,412	5,758	4,318	5,426	5,641
P/EV(x)	0.88	0.66	0.75	0.68	0.61

밸류에이션 및 주당지표

(단위: 원, %)

	FY12	FY13	FY14F	FY15F	FY16F
EPS	6,525	4,835	6,404	7,380	7,940
BPS	43,541	42,706	49,112	55,225	61,707
P/E	7.0	11.6	9.1	7.9	7.4
P/B	1.0	1.3	1.2	1.1	0.9
ROA	2.1	1.4	1.6	1.7	1.6
ROE	16.7	11.2	14.0	14.1	13.6
주당배당액	1,250	1,000	1,500	1,700	2,000
배당수익율	2.7	1.8	2.6	2.9	3.4
배당성장	19.2	20.7	23.4	23.0	25.2

주요성장 및 수익성지표

(단위: 십억원, %)

	FY12	FY13	FY14F	FY15F	FY16F
<b>성장률(전년대비,%)</b>					
원수보험료	7.1	(21.1)	37.6	3.3	2.4
장기보험	7.9	(21.6)	38.7	3.5	2.5
자동차보험	2.4	(21.7)	36.3	3.0	2.0
일반보험	13.2	(15.8)	32.2	2.0	2.0
영업이익	1.0	(24.8)	30.0	14.3	7.3
순이익(K-GAAP)	2.4	(25.9)	32.5	15.2	7.6
순이익	2.4	(25.9)	32.5	15.2	7.6
총자산	20.9	9.4	13.2	12.2	11.2
운용자산	21.9	9.9	14.6	13.0	11.9
보험계약준비금	19.7	12.6	14.2	12.8	11.6
<b>매출구성(원수보험료,%)</b>					
장기보험	69.9	69.5	70.1	70.2	70.3
자동차보험	21.4	21.2	21.1	21.0	20.9
일반보험	8.7	9.2	8.9	8.8	8.7
<b>수익성(%)</b>					
손해율	83.7	84.2	85.1	84.8	84.9
장기보험	84.9	85.0	85.9	85.8	85.8
자동차보험	82.7	86.6	86.6	85.6	86.1
일반보험	66.9	61.2	67.6	67.0	67.0
손해율(장기저축성보험료제외)	61.2	62.9	62.5	61.9	62.1
사업비용	17.6	17.1	17.6	17.4	17.7
사업비용(장기저축성보험료제외)	33.7	31.6	32.9	32.4	33.0
합산비용	101.3	101.4	102.8	102.2	102.6
합산비용(장기저축성보험료제외)	94.9	94.6	95.4	94.3	95.0
운용자산이익률	4.5	3.0	4.1	3.8	3.7
<b>안정성(%)</b>					
지급여력비율	261.6	261.1	235.4	238.0	235.9
보유보험료/자기자본	328.7	265.0	320.1	294.0	269.3
총자산/자기자본	768.8	857.7	844.5	842.3	838.0
보험계약준비금/보유보험료	184.0	261.9	215.3	235.2	256.5

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2014	2015	12M Fwd	2014	2015
Korea	13.1	11.6	12.2	48.1	13.2
Emerging Market	14.1	12.5	13.1	17.5	12.6
World	11.9	11.0	11.3	6.5	7.8

\* MSCI Insurance Industry



2014년 8월 1일

# 현대해상(001450)

## 중기관점에 적합한 투자대안

**FY14 2Q 실적: 낮은 시장기대를 상회하였지만, 전년대비 하락한 637억 분기순이익 시현. 운용자산 20조 돌파**

동사는 일반부문 손해를 악화(73.4%, y-y +7.8%p, 이하 y-y) 및 제한적인 처분매각이익 실현으로 인한 투자영업이익률(3.70%, -24bp) 하락으로 시장기대(556억)를 상회하였지만 전년대비 23% 하락한 637억 분기순이익을 시현하였다. 보장성신계약(248억, +3.6%)은 위축된 시장환경에 불구 선전하였으며, 운용자산은 전년대비 19.3% 성장하여 최초로 20조를 돌파하였다.

**Points: 하반기부터 예상되는 자동차 및 장기부문 업종 구도 변화에 가장 매력적인 개선이 기대되는 투자대안**

동사에 대한 입장은 최근 높은 장기부문 위험손해율로 인해 선호가 나뉘고 있다. 하나대투증권은 명확하게 선호를 주장한다. 상대적으로 높은 손해율은 갱신계약비중 증가 및 신규계약 유입강도 하락세가 마무리 되면서 안정화될 것으로 예상되기 때문이다. 이때 높은 질병담보 비중 및 기존계약의 갱신주기의 특성상 경쟁사보다 큰 폭의 개선이 예상된다. 또한, 예상되는 자동차부문 개선국면에서 상대적으로 협소한 장기/일반부문 이익규모로 개선으로 인한 이익민감도가 역시 상위사보다 현저히 높을 것으로 전망된다.

즉, 향후 변화구도에서 가장 매력적인 개선이 발생될 수 있는 대안이다. 물론, 동 개선들이 손익으로 반영되는 시차를 고려한 중기관점 투자가 유효하다. 추가적으로 경쟁사 대비 현저한 차이를 보이고 있는 투자영업이익률 gap 축소를 위해 최근 자산운용부문에서 적극적인 행보들이 확인되고 있다는 점에서 동 변화의 가시화 시점에 대한 투자자들의 지속적인 관심을 촉구한다.

**투자전략: TP 42,600원, 투자의견 'BUY'. 업종 최선호 유지**

동사는 FY14E, FY15E 각각 ROE 11.0% / 11.4%, PBR 1.08 / 0.99, PER 10.5 / 9.1, 이익성장률 -2.7% / 15.3% 등이 전망된다. 25% 내외 배당성향(직전 3년 평균 25.2%)을 가정하는 경우, 각각 2.6% / 3.3% 시가배당수익률이 전망된다. 단기관점보다는 하반기부터 2015년까지 이어지는 중기관점에서 가장 큰 펀더멘털 개선이 기대 가능한 투자대안으로 업종 최선호를 유지한다.

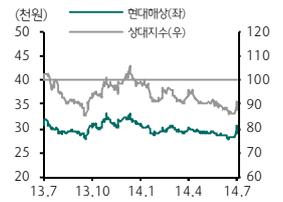
### Equity Research

### Earnings Review

**BUY**

**TP(12M): 42,600원 | CP(7월31일): 30,500원**

Key Data		Consensus Data	
		2014	2015
KOSPI 지수 (pt)	2,076.12		
52주최고/최저(원)	33,200/27,900	매출액(십억원)	10,100.2 / 10,573.2
시가총액(십억원)	2,726.7	영업이익(십억원)	397.8 / 473.3
시가총액비중(%)	0.22	순이익(십억원)	279.3 / 334.9
발행주식수(천주)	89,400.0	EPS(원)	3,125 / 3,746
60일 평균거래량(천주)	206.7	BPS(원)	27,960 / 31,385
60일 평균거래대금(십억원)	6.0		
13년 배당금(원)	550	Stock Price	
14년 배당금(예상, 원)	800		
외국인 지분율(%)	30.39		
주요주주 지분율(%)			
정몽윤외 3인	22.04		
국민연금	9.55		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	5.7 (1.9) (1.0)		
상대	2.0 (8.9) (9.4)		



Financial Data						
투자지표	단위	2012	2013	2014F	2015F	2016F
경과보험료	십억원	9,207	7,248	10,130	10,604	11,000
영업이익	십억원	471	286	349	389	428
순이익	십억원	333	192	234	270	301
EPS	원	4,146	2,382	2,915	3,362	3,737
증감율	%	(16.47)	(42.55)	22.40	15.33	11.14
PER	배	7.66	13.65	10.46	9.07	8.16
배당수익률	%	3.31	1.69	2.62	3.28	3.77
BPS	원	26,139	24,630	28,165	30,833	33,680
PBR	배	1.21	1.32	1.08	0.99	0.91
ROE	%	17.34	9.38	11.04	11.40	11.59



Analyst 신승현 CPA, Actuary  
02-3771-7525  
sean.shin@hanafn.com

RA 이찬휘  
02-3771-7785  
ch.lee@hanafn.com

표 8. HANA DAETOO Financial Data Revision Table I (Quarterly) – 현대해상

(단위: 십억원, %, %p)

	FY14 2QF	FY14 3QF	FY14 4QF	FY15 1QF	FY15 2QF	FY15 3QF	FY15 4QF	FY16 1QF	FY16 2QF
원수보험료	2,790	2,771	2,868	2,822	2,902	2,883	2,983	2,926	3,008
장기보험	1,974	1,999	2,028	2,045	2,063	2,089	2,120	2,127	2,145
자동차보험	551	540	556	547	567	556	573	563	585
일반보험	265	232	284	230	271	238	291	235	278
경과보험료	2,514	2,543	2,608	2,594	2,647	2,648	2,715	2,690	2,746
발생손해액	2,148	2,185	2,265	2,251	2,268	2,266	2,354	2,338	2,357
순사업비	453	462	473	474	484	484	496	495	506
보험영업이익	-87	-104	-130	-131	-105	-102	-135	-143	-117
투자영업이익	181	169	169	169	169	169	169	169	169
영업이익	94	106	106	106	106	106	106	106	106
세전이익	84	99	99	99	99	99	99	99	99
순이익	64	74	74	74	74	74	74	74	74
총자산	25,367	20,197	20,197	20,197	20,197	20,197	20,197	20,197	20,197
운용자산	20,033	15,613	15,613	15,613	15,613	15,613	15,613	15,613	15,613
특별계정자산	1,532	1,547	1,562	1,578	1,594	1,610	1,626	1,642	1,659
책임준비금	20,781	21,516	22,314	23,119	23,924	24,735	25,570	26,406	27,243
자본총계	2,145	2,019	2,019	2,019	2,019	2,019	2,019	2,019	2,019
손해율	85.4	85.9	86.9	86.8	85.7	85.6	86.7	86.9	85.8
장기	86.1	86.6	88.0	88.6	86.9	86.3	87.8	88.5	86.8
자동차	85.6	86.5	87.5	83.2	85.1	86.0	87.0	83.7	85.6
일반	73.4	70.0	65.0	68.0	68.0	68.0	68.0	70.0	70.0
사업비율	17.7	18.2	18.1	18.3	18.3	18.3	18.3	18.4	18.4
합산비율	103.2	104.1	105.0	105.0	104.0	103.9	105.0	105.3	104.2
투자수익률	3.7	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
순이익마진	2.5	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
ROE	12.2	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6
ROA	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
준비금/경과보험료 (x)	2.1	2.1	2.1	2.2	2.3	2.3	2.4	2.5	2.5
운용자산/자본 (x)	9.3	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
<b>(Dupont Analysis)</b>									
합산비율	103.2	104.1	105.0	105.0	104.0	103.9	105.0	105.3	104.2
보험영업마진	(3.2)	(4.1)	(5.0)	(5.0)	(4.0)	(3.9)	(5.0)	(5.3)	(4.2)
X 자산회전률 (x)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
보험영업이익/자산	(1.4)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
+ 투자영업이익/자산	2.9	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
+ 기타이익/자산	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
+ 법인세등/자산	(0.3)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
ROA	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
레버리지 (x)	11.8	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
ROE	12.2	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6

주: 투자수익률=ROE/ROA 연환산, 자료: 현대해상, 하나대투증권

표 9. HANA DAETOO Financial Data Revision TableII - 현대해상

(단위: 십억원, %, %p)

	New			Old			Change (% , %p)		
	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F
원수보험료	11,141	11,590	12,015	11,068	11,485	11,895	0.7	0.9	1.0
장기보험	7,958	8,317	8,649	7,920	8,237	8,566	0.5	1.0	1.0
자동차보험	2,178	2,243	2,310	2,121	2,184	2,228	2.7	2.7	3.7
일반보험	1,005	1,030	1,056	1,028	1,064	1,101	(2.2)	(3.2)	(4.1)
경과보험료	10,130	10,604	11,000	10,070	10,476	10,852	0.6	1.2	1.4
발생손해액	8,700	9,139	9,496	8,628	8,955	9,288	0.8	2.1	2.2
순사업비	1,840	1,938	2,025	1,835	1,932	2,040	0.3	0.3	(0.7)
보험영업이익	(411)	(473)	(521)	(393)	(411)	(476)	CR	CR	CR
투자영업이익	759	861	949	772	868	974	(1.7)	(0.7)	(2.6)
영업이익	349	389	428	379	456	498	(8.0)	(14.8)	(14.0)
세전이익	313	357	396	353	436	470	(11.4)	(18.3)	(15.7)
순이익	234	270	301	265	331	356	(11.4)	(18.3)	(15.7)
총자산	27,065	30,637	34,355	26,903	30,550	34,343	0.6	0.3	0.0
운용자산	21,598	24,808	28,154	21,537	24,812	28,225	0.3	(0.0)	(0.2)
특별계정자산	1,562	1,626	1,692	1,590	1,654	1,722	(1.7)	(1.7)	(1.7)
책임준비금	22,314	25,570	28,954	22,202	25,477	28,883	0.5	0.4	0.2
자본총계	2,265	2,479	2,708	2,233	2,505	2,788	1.4	(1.0)	(2.8)
손해율	85.9	86.2	86.3	85.7	85.5	85.6	0.2	0.7	0.7
장기	86.7	87.4	87.3	86.7	86.6	86.6	(0.0)	0.8	0.8
자동차	85.9	85.3	85.8	85.6	85.1	85.6	0.3	0.3	0.3
일반	70.6	68.0	70.0	67.3	68.0	68.0	3.4	0.0	2.0
사업비율	18.0	18.3	18.4	18.2	18.4	18.8	(0.1)	(0.2)	(0.4)
합산비율	103.9	104.5	104.7	103.9	103.9	104.4	0.1	0.5	0.3
투자수익률	3.85	3.78	3.65	3.92	3.82	3.74	(0.1)	(0.0)	(0.1)
순이익마진	2.31	2.55	2.73	2.63	3.16	3.29	(0.3)	(0.6)	(0.6)
ROE	11.0	11.4	11.6	12.6	14.0	13.5	(1.5)	(2.6)	(1.9)
ROA	0.9	0.9	0.9	1.1	1.2	1.1	(0.1)	(0.2)	(0.2)
준비금/경과보험료 (x)	2.2	2.4	2.6	2.2	2.4	2.7	(0.0)	(0.0)	(0.0)
운용자산/자본 (x)	9.5	10.0	10.4	9.6	9.9	10.1	(0.1)	0.1	0.3
<b>(Dupont Analysis)</b>									
합산비율	103.9	104.5	104.7	103.9	103.9	104.4	0.1	0.5	0.3
보험영업마진	(3.9)	(4.5)	(4.7)	(3.9)	(3.9)	(4.4)	(0.1)	(0.5)	(0.3)
X 자산회전률 (x)	0.40	0.37	0.34	0.40	0.36	0.33	0.0	0.0	0.0
보험영업이익/자산	(1.6)	(1.7)	(1.6)	(1.6)	(1.4)	(1.5)	(0.1)	(0.2)	(0.1)
+ 투자영업이익/자산	3.0	3.0	2.9	3.1	3.1	3.0	(0.1)	(0.0)	(0.1)
+ 기타이익/자산	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
+ 법인세등/자산	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	0.0	0.1	0.1
ROA	0.9	0.9	0.9	1.1	1.2	1.1	(0.1)	(0.2)	(0.2)
레버리지 (x)	12.0	12.4	12.7	12.0	12.2	12.3	(0.1)	0.2	0.4
ROE	11.0	11.4	11.6	12.6	14.0	13.5	(1.5)	(2.6)	(1.9)

자료: 하나대투증권

표 10. HANA DAETOO Main Indicator Table (Quarterly) – 현대해상

(단위: 십억원, %, %p)

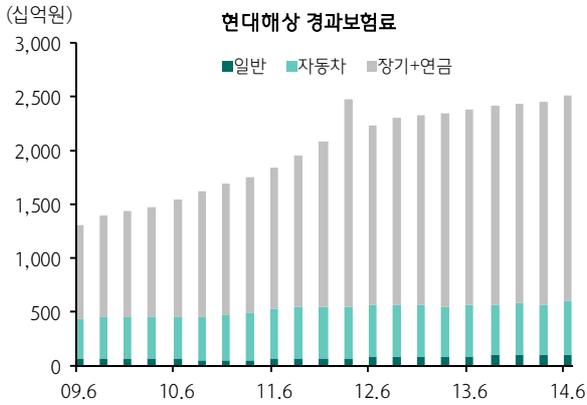
	12.6	12.9	12.12	13.3	13.6	13.9	13.12	14.3	14.6	QoQ	QoQ(%)	YoY	YoY(%)	13.6(누적)	14.6(누적)	YoY	YoY(%)	
원수보험료	2,512	2,518	2,583	2,544	2,649	2,643	2,736	2,712	2,790	77	2.8	141	5.3	5,193	5,502	309	5.9	
일반	277	235	273	202	268	229	280	224	265	41	18.2	(3)	(1.2)	470	489	19	4.0	
자동차	512	494	494	488	510	510	524	531	551	20	3.8	41	8.1	997	1,082	84	8.4	
장기	1,684	1,742	1,793	1,832	1,847	1,876	1,909	1,932	1,945	13	0.7	99	5.3	3,678	3,877	199	5.4	
경과보험료	2,233	2,304	2,323	2,353	2,382	2,423	2,447	2,465	2,514	49	2.0	133	5.6	4,735	4,980	245	5.2	
일반	87	93	91	91	97	99	101	99	109	10	10.3	11	11.6	189	207	19	9.8	
자동차	477	483	477	462	468	476	480	475	494	19	3.9	26	5.6	930	969	39	4.2	
장기	1,669	1,728	1,755	1,800	1,817	1,847	1,865	1,892	1,912	20	1.1	95	5.2	3,616	3,803	187	5.2	
보험영업이익	8	(26)	(62)	(133)	(46)	(63)	(93)	(89)	(87)	2	N/A	(41)	N/A	(179)	(176)	2	N/A	
투자영업이익	153	155	169	208	163	160	164	177	181	5	2.7	18	11.3	371	358	(13)	(3.6)	
총영업이익	161	129	106	75	117	97	71	87	94	7	8.1	(23)	(19.5)	192	181	(11)	(5.7)	
당기순이익(IFRS개별기준)	118	92	74	49	83	65	43	55	64	9	16.5	(19)	(23.1)	132	118	(14)	(10.5)	
총포괄순이익	113	242	12	107	(178)	90	12	82	126	44	53.2	304	N/A	(70)	208	279	N/A	
운용자산	14,275	15,010	15,613	16,291	16,796	17,566	18,619	19,148	20,033	885	4.6	3,237	19.3	16,796	20,033	3,237	19.3	
투자영업이익율	월별	4.42	4.23	4.40	5.23	3.94	3.71	3.63	3.74	3.70	(0.04)	(0.99)	(0.24)	(6.02)	3.94	3.70	(0.24)	(6.02)
누적	4.42	4.33	4.38	4.61	3.94	3.81	3.72	3.74	3.70	(0.04)	(0.96)	(0.24)	(5.99)	4.58	3.70	(0.88)	(19.19)	
비중	연금예금	5.8	4.5	5.1	4.5	4.8	4.9	5.6	4.5	4.3	(0.2)	(4.8)	(0.5)	(10.7)	4.8	4.3	(0.5)	(10.7)
대출금	23.2	22.6	22.7	23.6	25.1	24.2	24.7	25.0	25.5	0.5	1.8	0.3	1.4	25.1	25.5	0.3	1.4	
주식	4.5	4.6	5.1	4.1	4.6	5.0	5.0	5.0	4.7	(0.2)	(4.9)	0.1	2.5	4.6	4.7	0.1	2.5	
채권	53.1	55.7	54.5	53.4	51.6	51.2	47.4	46.3	46.8	0.5	1.2	(4.8)	(9.3)	51.6	46.8	(4.8)	(9.3)	
수익증권	4.3	3.9	3.6	4.8	4.3	4.4	5.2	5.3	6.1	0.8	15.7	1.8	42.6	4.3	6.1	1.8	42.6	
해외유가증권	2.1	2.2	2.5	3.0	3.1	2.8	5.4	7.3	6.7	(0.6)	(8.6)	3.6	118.7	3.1	6.7	3.6	118.7	
기타	6.9	6.6	6.4	6.6	6.5	7.4	6.7	6.6	5.9	(0.7)	(11.3)	(0.6)	(9.7)	6.5	5.9	(0.6)	(9.7)	
계약식준비금(DAC차감후)	9,837	10,486	11,055	11,610	12,297	13,032	13,769	14,471	15,211	740	5.1	2,914	23.7	12,297	15,211	2,914	23.7	
특별계정자산비중	6.4	6.5	6.5	6.6	6.5	6.3	6.6	8.1	7.6	(0.4)	(5.1)	1.2	18.2	6.5	7.6	1.2	18.2	
기타포괄손익누계액비중	1.7	2.6	2.1	2.4	0.7	0.8	0.6	0.7	1.0	0.3	37.2	0.3	40.6	0.7	1.0	0.3	40.6	
외환·파생상품순손익	(2)	(1)	(2)	3	4	5	12	0	2	2	1,094.8	(2)	(53.5)	7	2	(5)	(73.5)	
손해율(분기)	81.9	83.3	84.1	83.2	83.7	84.2	85.2	85.3	85.4	0.2	0.2	1.7	2.1	83.7	85.4	1.7	2.1	
일반	71.1	72.2	68.3	67.8	65.7	69.9	60.2	75.0	73.4	(1.5)	(2.1)	7.8	11.8	65.7	73.4	7.8	11.8	
자동차	76.8	81.4	90.5	85.2	83.6	86.9	90.3	83.7	85.6	1.8	2.2	2.0	2.4	83.6	85.6	2.0	2.4	
장기	83.9	84.4	83.2	83.4	84.7	84.3	85.2	86.2	86.1	(0.1)	(0.1)	1.4	1.6	84.7	86.1	1.4	1.6	
사업비율(분기, 경과기준)	17.7	17.8	18.6	22.5	18.2	18.4	18.6	18.3	18.0	(0.3)	(1.8)	(0.2)	(1.2)	18.2	18.0	(0.2)	(1.2)	
합산비율	99.6	101.1	102.7	105.7	101.9	102.6	103.8	103.6	103.5	(0.2)	(0.2)	1.5	1.5	101.9	103.5	1.5	1.5	
손해율(누적)	81.9	82.6	83.1	83.1	83.7	84.0	84.4	85.3	85.4	0.1	0.1	1.7	2.0	83.4	85.4	1.9	2.3	
일반	71.1	71.7	70.5	69.8	65.7	67.8	65.2	75.0	74.2	(0.8)	(1.1)	8.5	12.9	66.7	74.2	7.5	11.2	
자동차	76.8	79.1	82.9	83.4	83.6	85.2	86.9	83.7	84.7	0.9	1.1	1.1	1.3	84.4	84.7	0.3	0.3	
장기	83.9	84.2	83.9	83.7	84.7	84.5	84.8	86.2	86.1	(0.1)	(0.1)	1.5	1.7	84.1	86.1	2.1	2.5	
사업비율(누적, 경과기준)	17.7	17.8	18.0	19.2	18.2	18.3	18.4	18.3	18.2	(0.2)	(0.9)	(0.0)	(0.3)	20.3	18.2	(2.2)	(10.6)	
합산비율	99.6	100.4	101.2	102.3	101.9	102.3	102.8	103.6	103.5	(0.1)	(0.1)	1.6	1.6	103.8	103.5	(0.2)	(0.2)	
수정자본	1,765	2,007	2,019	2,102	1,884	1,969	1,981	2,019	2,145	126	6.2	261	13.8	1,884	2,145	261	13.8	
수정 ROE	27.0	22.5	20.2	17.4	16.6	14.6	12.5	10.9	11.5	0.5	4.9	(5.2)	(31.0)	13.6	11.5	(2.1)	(15.3)	
수정 ROE(분기)	27.0	19.6	14.6	9.6	16.6	13.5	8.8	10.9	12.2	1.3	11.9	(4.4)	(26.4)	16.6	12.2	(4.4)	(26.4)	
지급여력비율	219.8	222.3	214.9	207.2	189.6	193.6	182.6	193.6	193.6	0.0	N/A	4.0	2.1	189.6	193.6	4.0	2.1	
장기신계약(분기)	46.1	46.4	48.6	51.3	37.7	39.2	37.6	36.6	37.8	1.1	3.1	0.1	0.3	88.9	74.4	(14.6)	(16.4)	
보장성금액	23.9	24.1	28.3	33.2	23.9	23.7	24.3	24.0	24.8	0.8	3.3	0.9	3.6	57.2	48.8	(8.4)	(14.7)	
보장성비중	51.7	52.1	58.2	64.8	63.6	60.3	64.5	65.6	65.6	0.1	0.1	2.1	3.3	64.3	65.6	1.3	2.1	
장기위험손해율	분기	82.1	82.1	80.6	84.9	86.0	82.9	87.5	92.2	(1.8)	(1.9)	4.4	5.1	86.0	90.4	4.4	5.1	
누적	82.0	82.0	81.5	82.4	86.0	84.4	85.5	92.2	91.3	(0.9)	(1.0)	5.3	6.2	85.5	91.3	5.8	6.8	
13월차 유지율(분기)	83.6	80.2	79.8	80.7	79.7	79.7	80.4	83.6	81.7	(1.9)	(2.3)	2.0	2.5	79.7	81.7	2.0	2.5	
25월차 유지율(분기)	66.9	67.1	66.6	68.5	71.7	65.6	64.9	67.7	65.4	(2.3)	(3.4)	(6.4)	(8.9)	71.7	65.4	(6.4)	(8.9)	

자료: 현대해상, 하나대투증권



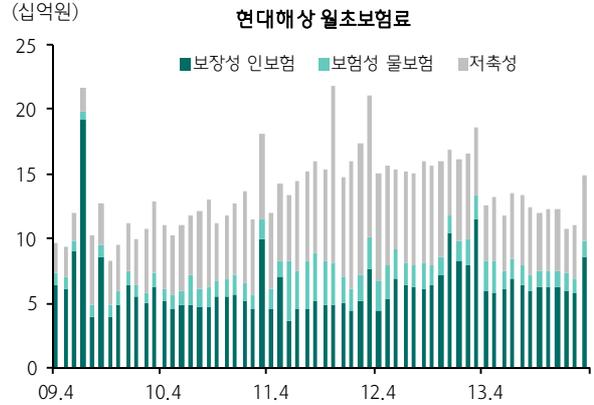
Chart Book

그림 24. 매출관련 펀더멘털 추이: 현대해상



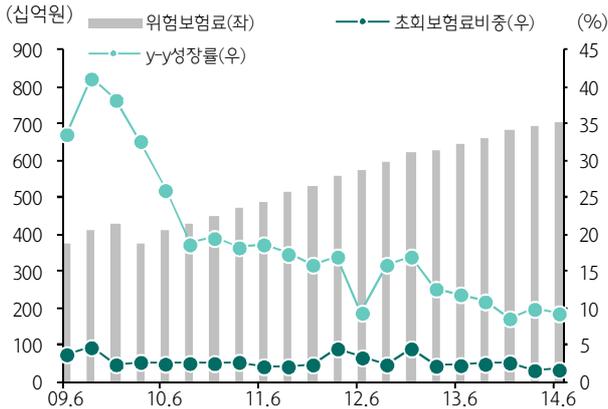
자료: 현대해상, 하나대투증권

그림 25. 매출관련 펀더멘털 추이: 현대해상



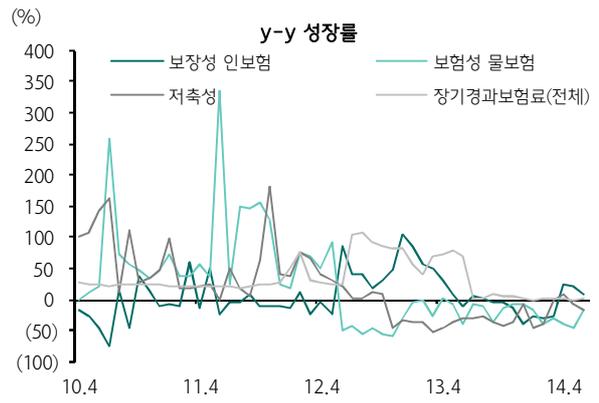
자료: 현대해상, 하나대투증권

그림 26. 매출성장률관련 펀더멘털 추이: 현대해상



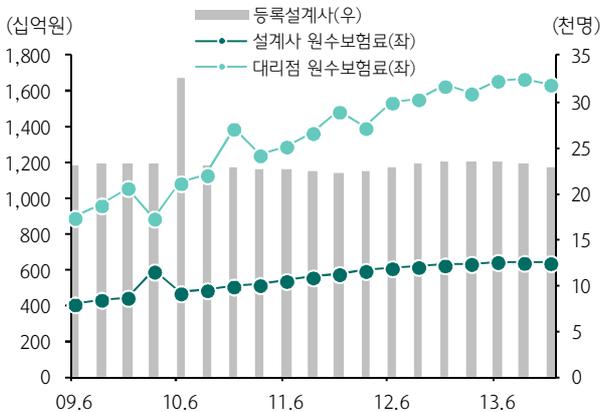
자료: 현대해상, 하나대투증권

그림 27. 매출성장률관련 펀더멘털 추이: 현대해상



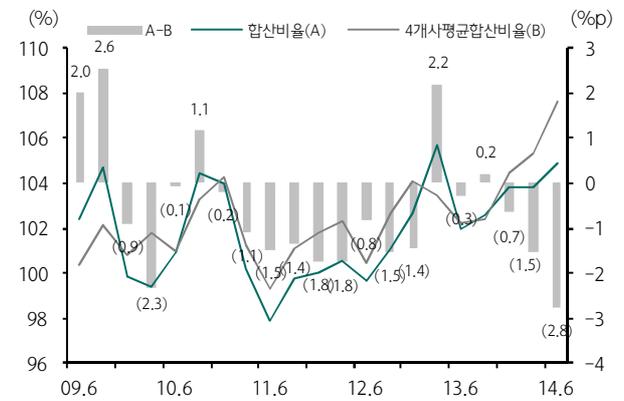
자료: 현대해상, 금융감독원, 하나대투증권

그림 28. 전속채널관련 펀더멘털 추이: 현대해상



자료: 현대해상, 하나대투증권

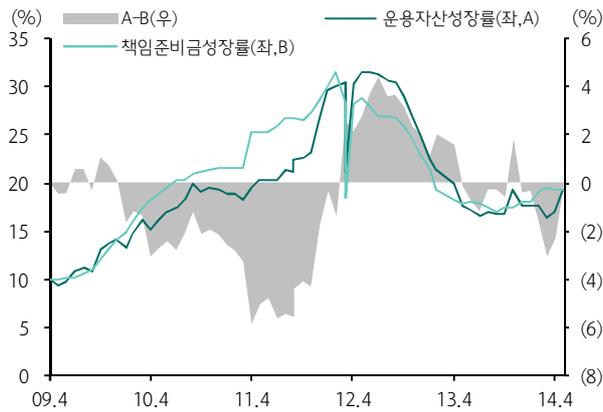
그림 29. 보험영업효율 펀더멘털 추이: 현대해상



자료: 현대해상, 하나대투증권

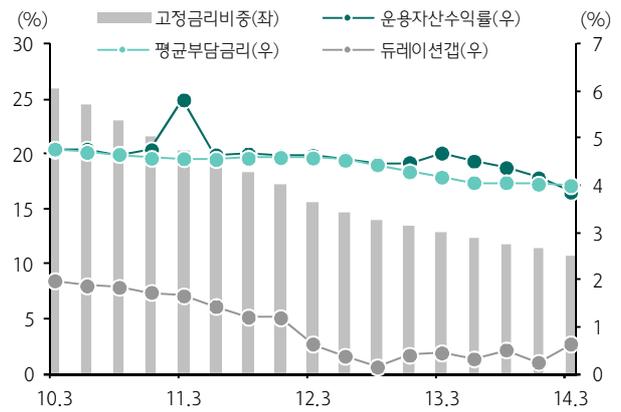


그림 30. 투자영업효율 펀더멘털 추이: 현대해상



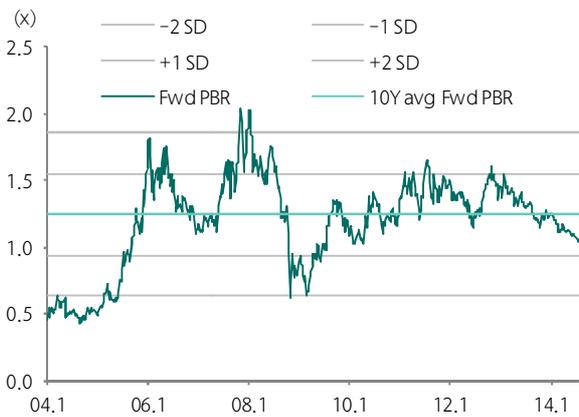
자료: 현대해상, 하나대투증권

그림 31. 투자영업효율 펀더멘털 추이: 현대해상



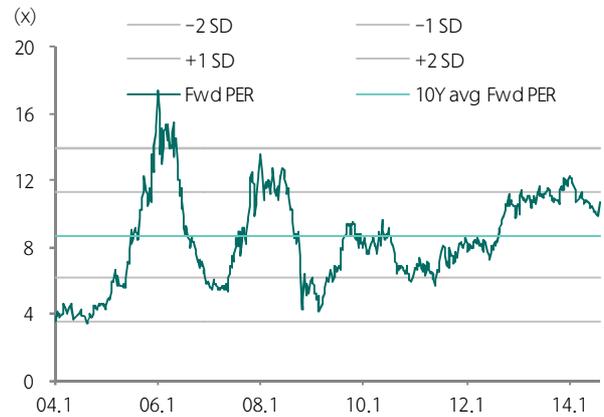
자료: 현대해상, 금융감독원, 하나대투증권

그림 32. 과거 10년 평균 12개월 Fwd. PBR Trend



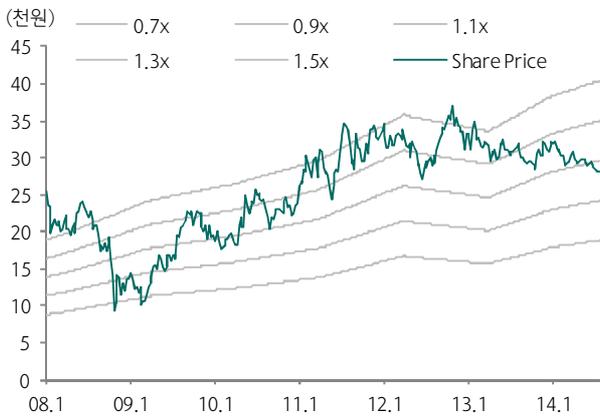
자료: 현대해상, 하나대투증권

그림 33. 과거 10년 평균 12개월 Fwd. PER Trend



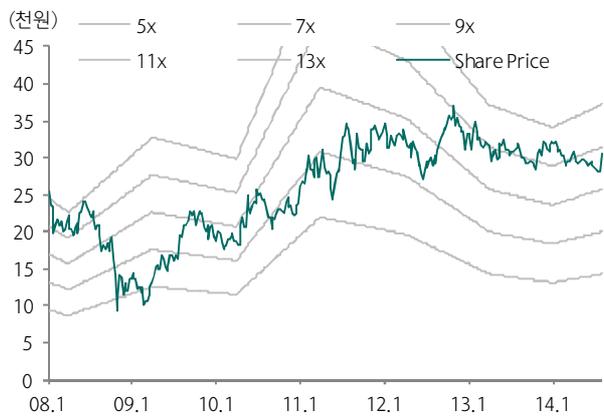
자료: 현대해상, 하나대투증권

그림 34. 12개월 Fwd. PBR Trend



자료: 현대해상, 하나대투증권

그림 35. 12개월 Fwd. PER Trend



자료: 현대해상, 하나대투증권



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	FY12	FY13	FY14F	FY15F	FY16F
원수보험료	10,151	8,026	11,141	11,590	12,015
장기보험	7,177	5,705	7,958	8,317	8,649
자동차보험	1,988	1,544	2,178	2,243	2,310
일반보험	986	777	1,005	1,030	1,056
보유보험료	9,226	7,299	10,204	10,604	11,000
경과보험료	9,207	7,248	10,130	10,604	11,000
발생손해액	7,653	6,114	8,700	9,139	9,496
장기보험	5,816	4,682	6,677	7,031	7,307
자동차보험	1,584	1,238	1,723	1,812	1,877
일반보험	253	194	300	296	312
순사업비	1,767	1,334	1,840	1,938	2,025
보험영업이익	(213)	(200)	(411)	(473)	(521)
투자영업이익	685	487	759	861	949
영업이익	471	286	349	389	428
영업외이익	(29)	(28)	(36)	(32)	(32)
세전이익	442	258	313	357	396
법인세	109	67	79	86	96
순이익(K-GAAP)	333	192	234	270	301
순이익	333	192	234	270	301

대차대조표

(단위: 십억원)

	FY12	FY13	FY14F	FY15F	FY16F
총자산	20,868	23,335	27,065	30,637	34,355
운용자산	16,291	18,619	21,598	24,808	28,154
현금및예금	728	1,036	885	926	948
유가증권	10,763	12,016	14,153	16,295	18,538
주식	675	926	1,060	1,314	1,601
채권	8,696	8,821	10,105	11,597	13,150
수익증권	789	973	1,307	1,454	1,597
해외	483	1,012	1,445	1,663	1,890
기타	120	284	235	267	299
대출	3,838	4,595	5,583	6,590	7,681
부동산	961	971	978	997	988
비운용자산	3,499	3,479	3,904	4,202	4,509
특별계정자산	1,079	1,237	1,562	1,626	1,692
총부채	18,766	21,354	24,800	28,157	31,647
보험계약준비금(K-GAAP)	16,672	18,977	22,314	25,570	28,954
책임준비금	16,672	18,977	22,314	25,570	28,954
장기보험료적립금	13,618	15,789	18,705	21,757	24,927
지급준비금	1,557	1,603	1,973	2,175	2,387
미경과보험료적립금	1,440	1,527	1,575	1,575	1,575
기타	56	58	61	63	66
비상위험준비금(K-GAAP)	0	0	0	0	0
기타부채	1,034	851	924	962	1,001
특별계정부채	1,060	1,526	1,562	1,626	1,692
자본총계	2,102	1,981	2,265	2,479	2,708
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	1,580	1,726	1,916	2,122	2,342
비상위험준비금	501	541	595	651	713
자본조정	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)
기타포괄손익	383	116	210	218	227

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2014	2015	12M Fwd	2014	2015
Korea	10.4	9.1	9.6	15.8	13.8
Emerging Market	11.7	10.6	11.0	7.7	11.1
World	15.5	13.9	14.5	7.9	11.9

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

내재가치(Embedded Value)지표

(단위: 십억원, 원, %)

	FY11	FY12	FY13E	FY14F	FY15F
내재가치(EV)	3,626	4,004	4,324	4,793	5,323
신계약가치(VNB)	330	374	280	330	337
ROEV(Return on EV)	15.2%	10.4%	9.1%	12.3%	12.7%
NBM(New Business Multiple)	(2.2)	(3.1)	(6.1)	(6.6)	(8.1)
주당내재가치(EVPS)	40,562	44,784	48,366	53,614	59,544
주당신계약가치(VNBPS)	3,690	4,179	3,134	3,690	3,767
P/EV(x)	0.80	0.71	0.60	0.54	0.49

밸류에이션 및 주당지표

(단위: 원, %)

	FY12	FY13	FY14F	FY15F	FY16F
EPS	4,146	2,382	2,915	3,362	3,737
BPS	26,139	24,630	28,165	30,833	33,680
P/E	7.7	13.6	10.46	9.1	8.2
P/B	1.2	1.3	1.08	1.0	0.9
ROA	1.7	0.9	0.93	0.9	0.9
ROE	17.3	9.4	11.04	11.4	11.6
주당배당액	1,050	550	800	1,000	1,150
배당수익율	3.3	1.7	2.6	3.3	3.8
배당성장	25.3	23.1	27.4	29.7	30.8

주요성장 및 수익성지표

(단위: 십억원, %)

	FY12	FY13	FY14F	FY15F	FY16F
<b>성장률(전년대비,%)</b>					
원수보험료	9.1	(20.9)	38.8	4.0	3.7
장기보험	13.0	(20.5)	39.5	4.5	4.0
자동차보험	(2.6)	(22.4)	41.1	3.0	3.0
일반보험	8.3	(21.2)	29.4	2.5	2.5
영업이익	(16.1)	(39.3)	21.8	11.5	10.2
순이익(K-GAAP)	(16.5)	(42.6)	22.4	15.3	11.1
순이익	(16.5)	(42.6)	22.4	15.3	11.1
총자산	18.8	11.8	16.0	13.2	12.1
운용자산	21.4	14.3	16.0	14.9	13.5
보험계약준비금	19.4	13.8	17.6	14.6	13.2
<b>매출구성(원수보험료,%)</b>					
장기보험	70.7	71.1	71.4	71.8	72.0
자동차보험	19.6	19.2	19.5	19.4	19.2
일반보험	9.7	9.7	9.0	8.9	8.8
<b>수익성(%)</b>					
손해율	83.1	84.4	85.9	86.2	86.3
장기보험	83.7	84.7	86.7	87.4	87.3
자동차보험	83.4	86.9	85.9	85.3	85.8
일반보험	69.8	65.2	70.6	68.0	70.0
손해율(장기저축성보험료제외)	61.2	62.2	63.5	63.6	63.8
사업비율	19.2	18.3	18.0	18.3	18.4
사업비율(장기저축성보험료제외)	37.3	35.4	34.6	35.2	35.5
합산비율	102.3	102.6	103.9	104.5	104.7
합산비율(장기저축성보험료제외)	98.4	97.6	98.1	98.8	99.4
운용자산이익률	4.7	2.8	3.8	3.8	3.7
<b>안정성(%)</b>					
지급여력비율	197.6	188.3	169.5	165.3	158.5
보유보험료/자기자본	438.9	368.5	450.5	427.7	406.2
총자산/자기자본	992.8	1178.2	1195.0	1235.6	1268.5
보험계약준비금/보유보험료	180.7	260.0	218.7	241.1	263.2

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2014	2015	12M Fwd	2014	2015
Korea	13.1	11.6	12.2	48.1	13.2
Emerging Market	14.1	12.5	13.1	17.5	12.6
World	11.9	11.0	11.3	6.5	7.8

\* MSCI Insurance Industry



2014년 8월 1일

# LIG손해보험(002550)

Equity Research

Earnings Review

## 시장기대를 상회하는 손익 및 신계약 긍정적

### FY14 2Q 실적: 474억 분기손익 시장기대 상회

동사는 2분기 고액사고로 높은 일반부문 손해율(99.2%, y-y +31.7%p, 이하 y-y)에 불구하고 상대적으로 안정적인 장기/자동차부문 손해율을 바탕으로 474억 분기순이익을 시현하여 시장기대(425억)를 상회하였다. 보장성신계약(182억, +18.8%)은 견조하였으며, 투자영업이익률(3.88%, +0.07bp)은 소폭 개선되었다.

### Points: 자회사 편입과 관련된 추상적 우려가 부담요소로 작용. 결국, 향후 실적 개선과 주가흐름은 동행할 전망

동사와 관련하여 펀더멘털 관점에서 가장 중요한 논의는 경쟁사와의 효율지표 gap 축소 여부이다. 상반기 중 비경쟁적으로 높았던 일반부문 손해율을 제외하고 장기 및 자동차부문의 개선은 지속적으로 확인되었다. 이는 동사 분기 순익체력이 약 600억 내외라는 의미로 이해할 수 있을 것이며, 상위사들과의 multiple gap 축소 기대가 점증될 수 있을 것으로 전망된다.

상대적인 저평가 매력에 불구하고, 시장에서의 최근 부진은 KB금융지주 편입 관련 우려로 판단된다. 1)아직, 미확정(금융위원회 승인) 사안이라는 점과, 2)인수 이후 발생될 추가 지분매입 부담 등이 원인들이다. 1)KB금융지주의 낮은 지분율(=낮은 포괄적 주식인수 가능성), 2)주가하락에 대한 경영진의 책임소재, 3)업종특성 등을 감안하는 경우 인위적인 실적악화를 통한 주가하락 우려는 과도한 것으로 판단된다. 하지만, 추상적 우려의 사전적인 불식이 어렵기 때문에 결국, 양호한 실적확인만이 투자심리를 반전시킬 수 있는 변수가 될 수 있을 것으로 판단된다. 당사가 전망하는 실적이 충족되는 경우, 투자심리 개선은 자연스럽게 발생될 것으로 판단되어, 현 시점은 투자매력도가 충분한 시점으로 판단하고 있다.

### 투자전략: 향후 추가 지분매입 우려를 감안해도 충분히 매력적인 이익성장기대와 Valuation 매력도. 업종 최선호 유지

동사는 FY14E, FY15E 각각 ROE 13.2% / 14.1%, PBR 0.88 / 0.78, PER 7.3 / 5.9, 이익성장률 102.6% / 23.1% 등이 전망된다. 20% 내외 배당성향(직전 3년 평균 19.6%)을 가정하는 경우, 각각 3.1% / 3.7% 시가배당수익률이 전망된다. 중기관점에서 자체 펀더멘털 매력만으로도 충분히 투자가 가능한 대안으로 판단하고 있으며, 당사 업종 최선호주로 지속 유지한다.

BUY

TP(12M): 36,200원 | CP(7월31일): 29,350원

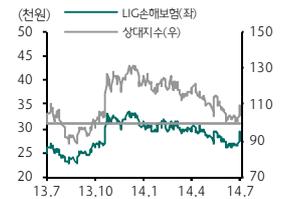
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,076.12
52주최고/최저(원)	33,500/22,800
시가총액(십억원)	1,761.0
시가총액비중(%)	0.14
발행주식수(천주)	60,000.0
60일 평균거래량(천주)	232.3
60일 평균거래대금(십억원)	6.5
13년 배당금(원)	500
14년 배당금(예상, 원)	850
외국인 지분율(%)	15.31
주요주주 지분율(%)	
구분상위 17인	20.9
트러스트자산운용	10.26
주가상승률	1M 6M 12M
절대	5.6 (6.7) 18.8
상대	1.9 (13.6) 10.4

#### Consensus Data

	2014	2015
매출액(십억원)	8,088.2	8,401.3
영업이익(십억원)	--	--
순이익(십억원)	217.1	273.2
EPS(원)	3,973	5,045
BPS(원)	31,843	36,438

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2012	2013	2014F	2015F	2016F
경과보험료	십억원	8,030	5,980	7,735	8,022	8,253
영업이익	십억원	232	178	305	360	383
순이익	십억원	164	118	209	258	275
EPS	원	3,178	2,290	4,047	4,984	5,321
증감율	%	(20.8)	(27.9)	76.7	23.1	6.8
PER	배	7.47	14.39	7.25	5.89	5.52
배당수익률	%	2.3	1.5	3.1	3.7	4.3
BPS	원	29,926	28,189	33,186	37,398	41,752
PBR	배	0.79	1.17	0.88	0.78	0.70
ROE	%	11.5	7.9	13.2	14.1	13.4



Analyst 신승현 CPA, Actuary  
02-3771-7525  
sean.shin@hanafn.com

RA 이찬휘  
02-3771-7785  
ch.lee@hanafn.com



표 11. HANA DAETOO Financial Data Revision Table I (Quarterly) – LIG손해보험

(단위: 십억원, %, %p)

	FY14 2QF	FY14 3QF	FY14 4QF	FY15 1QF	FY15 2QF	FY15 3QF	FY15 4QF	FY16 1QF	FY16 2QF
원수보험료	2,227	2,212	2,187	2,260	2,296	2,280	2,255	2,323	2,360
장기보험	1,532	1,566	1,542	1,578	1,578	1,613	1,589	1,626	1,625
자동차보험	447	393	400	409	465	409	416	420	477
일반보험	247	253	245	272	252	258	250	278	257
경과보험료	1,927	1,954	1,934	1,985	2,028	2,015	1,994	2,043	2,085
발생손해액	1,657	1,677	1,686	1,709	1,719	1,722	1,740	1,760	1,769
순사업비	360	360	357	372	382	377	374	383	393
보험영업이익	-90	-83	-109	-96	-73	-85	-120	-99	-76
투자영업이익	157	138	138	138	138	138	138	138	138
영업이익	68	68	68	68	68	68	68	68	68
세전이익	61	61	61	61	61	61	61	61	61
순이익	47	47	47	47	47	47	47	47	47
총자산	21,434	17,309	17,309	17,309	17,309	17,309	17,309	17,309	17,309
운용자산	16,489	13,381	13,381	13,381	13,381	13,381	13,381	13,381	13,381
특별계정자산	1,581	1,596	1,612	1,629	1,645	1,661	1,678	1,695	1,712
책임준비금	17,204	17,654	18,159	18,681	19,189	19,713	20,234	20,772	21,294
자본총계	1,604	1,478	1,478	1,478	1,478	1,478	1,478	1,478	1,478
손해율	86.0	85.8	87.2	86.1	84.8	85.5	87.2	86.1	84.8
장기	85.5	86.0	87.5	87.6	85.5	86.2	87.7	87.6	85.5
자동차	84.5	85.3	89.0	82.6	84.0	84.8	88.5	82.8	84.2
일반	99.2	85.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0
사업비율	18.1	18.4	18.5	18.8	18.8	18.7	18.7	18.8	18.8
합산비율	104.1	104.3	105.6	104.9	103.6	104.2	106.0	104.9	103.7
투자수익률	3.9	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
순이익마진	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
ROE	12.2	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8
ROA	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
준비금/경과보험료 (x)	2.2	2.3	2.3	2.4	2.4	2.4	2.5	2.5	2.6
운용자산/자본 (x)	10.3	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1
<b>(Dupont Analysis)</b>									
합산비율	104.1	104.3	105.6	104.9	103.6	104.2	106.0	104.9	103.7
보험영업마진	(4.1)	(4.3)	(5.6)	(4.9)	(3.6)	(4.2)	(6.0)	(4.9)	(3.7)
X 자산회전률 (x)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
보험영업이익/자산	(1.7)	(1.7)	(1.7)	(1.7)	(1.7)	(1.7)	(1.7)	(1.7)	(1.7)
+ 투자영업이익/자산	3.0	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
+ 기타이익/자산	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
+ 법인세등/자산	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
ROA	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
레버리지 (x)	13.4	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7
ROE	12.2	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8

주: 투자수익률=ROE/ROA 연환산, 자료: LIG손해보험, 하나대투증권

표 12. HANA DAETOO Financial Data Revision Table II – LIG손해보험

(단위: 십억원, %, %p)

	New			Old			Change (% , %p)		
	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F
원수보험료	8,819	9,090	9,344	8,985	9,228	9,478	(1.8)	(1.5)	(1.4)
장기보험	6,173	6,358	6,549	6,331	6,521	6,716	(2.5)	(2.5)	(2.5)
자동차보험	1,635	1,700	1,742	1,585	1,617	1,650	3.1	5.1	5.6
일반보험	1,012	1,032	1,053	1,069	1,090	1,112	(5.3)	(5.3)	(5.3)
경과보험료	7,735	8,022	8,253	7,937	8,178	8,405	(2.5)	(1.9)	(1.8)
발생손해액	6,652	6,890	7,091	6,816	6,980	7,177	(2.4)	(1.3)	(1.2)
순사업비	1,438	1,506	1,549	1,448	1,515	1,575	(0.7)	(0.6)	(1.7)
보험영업이익	(354)	(374)	(387)	(326)	(317)	(348)	CR	CR	CR
투자영업이익	659	734	770	637	693	754	3.5	5.9	2.1
영업이익	305	360	383	311	376	407	(1.9)	(4.3)	(5.8)
세전이익	279	340	363	293	358	389	(4.9)	(5.1)	(6.6)
순이익	209	258	275	219	271	295	(4.3)	(5.1)	(6.6)
총자산	22,560	24,961	27,436	22,857	25,634	28,503	(1.3)	(2.6)	(3.7)
운용자산	17,548	19,712	21,944	17,736	20,216	22,780	(1.1)	(2.5)	(3.7)
특별계정자산	1,612	1,678	1,746	1,659	1,727	1,797	(2.8)	(2.8)	(2.8)
책임준비금	18,159	20,234	22,370	18,508	20,944	23,452	(1.9)	(3.4)	(4.6)
자본총계	1,716	1,934	2,159	1,673	1,905	2,152	2.6	1.5	0.3
손해율	86.0	85.9	85.9	85.9	85.4	85.4	0.1	0.5	0.5
장기	86.1	86.7	86.7	86.7	86.4	86.4	(0.6)	0.3	0.3
자동차	85.5	85.0	85.2	85.4	84.4	84.6	0.1	0.6	0.6
일반	86.1	75.0	75.0	74.9	72.0	72.0	11.2	3.0	3.0
사업비율	18.5	18.8	18.8	18.3	18.5	18.7	0.2	0.2	0.0
합산비율	104.4	104.7	104.7	104.1	103.9	104.1	0.3	0.8	0.6
투자수익률	4.09	4.02	3.77	3.93	3.72	3.57	0.2	0.3	0.2
순이익마진	2.71	3.21	3.33	2.76	3.32	3.50	(0.1)	(0.1)	(0.2)
ROE	13.2	14.1	13.4	14.0	15.2	14.5	(0.8)	(1.1)	(1.1)
ROA	1.0	1.1	1.1	1.0	1.1	1.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)
준비금/경과보험료 (x)	2.3	2.5	2.7	2.3	2.6	2.8	0.0	(0.0)	(0.1)
운용자산/자본 (x)	10.2	10.2	10.2	10.6	10.6	10.6	(0.4)	(0.4)	(0.4)
<b>(Dupont Analysis)</b>									
합산비율	104.4	104.7	104.7	104.1	103.9	104.1	0.3	0.8	0.6
보험영업마진	(4.4)	(4.7)	(4.7)	(4.1)	(3.9)	(4.1)	(0.3)	(0.8)	(0.6)
X 자산회전률 (x)	0.37	0.34	0.32	0.37	0.34	0.31	(0.0)	0.0	0.0
보험영업이익/자산	(1.7)	(1.6)	(1.5)	(1.5)	(1.3)	(1.3)	(0.1)	(0.3)	(0.2)
+ 투자영업이익/자산	3.1	3.1	3.0	3.0	2.9	2.8	0.1	0.2	0.2
+ 기타이익/자산	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
+ 법인세등/자산	(0.3)	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
ROA	1.0	1.1	1.1	1.0	1.1	1.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)
레버리지 (x)	13.1	12.9	12.7	13.7	13.5	13.2	(0.5)	(0.6)	(0.5)
ROE	13.2	14.1	13.4	14.0	15.2	14.5	(0.8)	(1.1)	(1.1)

자료: 하나대투증권

표 13. HANA DAETOO Main Indicator Table (Quarterly) – LIG손해보험

(단위: 십억원, %, %p)

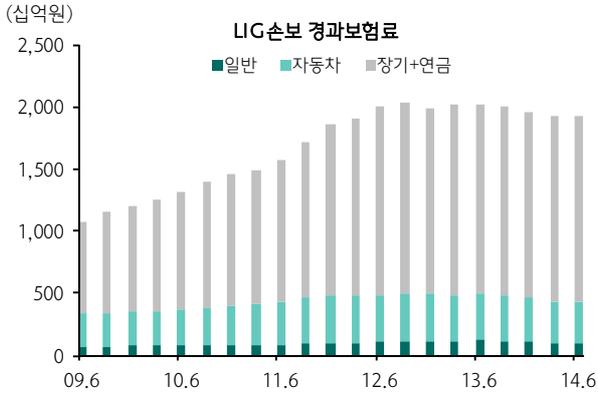
	12.6	12.9	12.12	13.3	13.6	13.9	13.12	14.3	14.6	QoQ	QoQ(%)	YoY	YoY(%)	13.6(누적)	14.6(누적)	YoY	YoY(%)	
원수보험료	2,246	2,227	2,178	2,255	2,271	2,205	2,161	2,195	2,227	32	1.5	(44)	(1.9)	4,526	4,422	(104)	(2.3)	
일반	260	248	262	285	287	267	240	267	247	(19)	(7.3)	(40)	(14.0)	573	514	(59)	(10.2)	
자동차	428	404	395	400	417	378	385	394	447	54	13.6	30	7.3	817	841	24	3.0	
장기	1,558	1,575	1,521	1,570	1,566	1,560	1,537	1,534	1,532	(2)	(0.1)	(34)	(2.2)	3,136	3,066	(70)	(2.2)	
경과보험료	2,006	2,030	1,988	2,020	2,023	2,008	1,955	1,922	1,927	5	0.3	(96)	(4.8)	4,043	3,849	(195)	(4.8)	
일반	105	110	118	112	122	117	105	94	93	(1)	(1.3)	(29)	(23.7)	234	187	(47)	(20.1)	
자동차	383	388	387	376	374	366	354	337	344	7	2.0	(30)	(8.0)	750	680	(70)	(9.3)	
장기	1,518	1,532	1,483	1,531	1,528	1,525	1,497	1,491	1,490	(0)	(0.0)	(37)	(2.4)	3,059	2,981	(78)	(2.6)	
보험영업이익	(15)	(62)	(72)	(91)	(55)	(66)	(136)	(75)	(90)	(15)	N/A	(35)	N/A	(145)	(165)	(19)	N/A	
투자영업이익	119	137	138	77	133	139	156	158	157	(1)	(0.4)	24	18.2	210	315	105	49.8	
총영업이익	104	75	66	(13)	78	74	20	83	68	(15)	(18.4)	(11)	(13.5)	65	150	85	131.6	
당기순이익(IFRS개별기준)	75	57	47	(15)	57	46	15	53	47	(6)	(10.6)	(10)	(17.5)	42	100	58	137.1	
총포괄순이익	47	162	4	88	(102)	10	(30)	55	100	45	81.4	202	N/A	(15)	155	170	N/A	
운용자산	11,905	12,526	13,381	13,675	14,254	14,727	15,309	15,912	16,489	577	3.6	2,236	15.7	14,254	16,489	2,236	15.7	
투자영업이익율	월별	4.11	4.50	4.25	2.29	3.81	3.84	4.16	4.05	3.88	(0.16)	(3.99)	0.07	1.90	3.81	3.88	0.07	1.90
누적	4.11	4.31	4.27	3.79	3.81	3.83	4.31	4.05	3.96	(0.08)	(1.99)	0.15	4.02	3.05	3.96	0.92	30.17	
비중	연금액	7.6	6.2	5.3	3.6	6.5	5.6	5.1	4.6	4.9	0.3	5.7	(1.6)	(25.3)	6.5	4.9	(1.6)	(25.3)
대출금	35.5	35.2	36.0	37.0	38.4	37.8	36.1	35.9	36.2	0.3	0.8	(2.2)	(5.7)	38.4	36.2	(2.2)	(5.7)	
주식	8.8	8.0	8.3	6.6	5.8	5.2	5.7	0.1	5.9	5.8	8,322.3	0.0	0.7	5.8	5.9	0.0	0.7	
채권	27.6	30.3	29.5	31.6	27.9	30.2	30.9	24.2	28.9	4.7	19.5	1.0	3.7	27.9	28.9	1.0	3.7	
수익증권	3.3	3.2	3.3	3.3	3.2	3.9	3.6	0.0	4.0	4.0	1,065,180.7	0.8	24.7	3.2	4.0	0.8	24.7	
해외유가증권	4.1	5.0	6.5	6.8	7.4	7.1	8.5	4.2	10.6	6.4	153.5	3.2	43.1	7.4	10.6	3.2	43.1	
기타	13.1	12.1	11.2	11.1	10.7	10.2	10.1	31.0	9.5	(21.5)	(69.5)	(1.2)	(11.6)	10.7	9.5	(1.2)	(11.6)	
계약식준비금(DAC차감후)	8,599	9,204	9,707	10,115	10,669	11,225	11,758	12,244	12,751	506	4.1	2,081	19.5	10,669	12,751	2,081	19.5	
특별계정자산비중	9.1	9.0	8.3	10.0	9.6	9.6	9.3	10.1	9.6	(0.5)	(5.3)	(0.0)	(0.2)	9.6	9.6	(0.0)	(0.2)	
기타포괄손익누계액비중	1.5	2.3	1.8	2.5	1.3	1.0	0.7	0.7	1.0	0.3	43.9	(0.3)	(25.6)	1.3	1.0	(0.3)	(25.6)	
외환·파생상품순손익	3	1	1	4	8	(3)	5	7	9	2	25.0	2	22.9	12	17	5	38.8	
손해율(분기)	83.3	84.6	84.7	83.3	84.0	85.3	89.0	85.1	86.0	0.8	1.0	2.0	2.4	84.0	86.0	2.0	2.4	
일반	62.1	68.7	70.6	77.9	67.5	85.3	122.5	84.5	99.2	14.7	17.4	31.7	47.0	67.5	99.2	31.7	47.0	
자동차	78.4	83.4	90.7	83.3	86.0	86.8	93.0	83.1	84.5	1.5	1.8	(1.5)	(1.8)	86.0	84.5	(1.5)	(1.8)	
장기	86.0	86.0	84.3	83.8	84.8	84.9	85.7	85.7	85.5	(0.2)	(0.2)	0.7	0.8	84.8	85.5	0.7	0.8	
사업비율(분기, 경과기준)	17.5	18.5	18.9	21.1	18.7	18.0	17.9	18.8	18.7	(0.1)	(0.4)	(0.1)	(0.3)	18.7	18.7	(0.1)	(0.3)	
합산비율	100.8	103.1	103.6	104.5	102.7	103.3	107.0	103.9	104.7	0.8	0.7	1.9	1.9	102.7	104.7	1.9	1.9	
손해율(누적)	83.3	83.9	84.2	84.0	84.0	84.6	86.1	85.1	85.6	0.4	0.5	1.6	1.9	83.7	85.6	1.9	2.3	
일반	62.1	65.5	67.3	70.0	67.5	76.2	90.3	84.5	91.8	7.3	8.6	24.3	36.1	72.5	91.8	19.4	26.7	
자동차	78.4	80.9	84.2	84.0	86.0	86.4	88.5	83.1	83.8	0.7	0.9	(2.2)	(2.6)	84.7	83.8	(0.9)	(1.0)	
장기	86.0	86.0	85.4	85.0	84.8	84.8	85.1	85.7	85.6	(0.1)	(0.1)	0.8	0.9	84.3	85.6	1.3	1.5	
사업비율(누적, 경과기준)	17.5	18.0	18.3	19.0	18.7	18.4	18.2	18.8	18.7	(0.0)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	19.9	18.7	(1.2)	(6.1)	
합산비율	100.8	101.9	102.5	103.0	102.7	103.0	104.3	103.9	104.3	0.4	0.4	1.6	1.5	103.6	104.3	0.7	0.7	
수정자본	1,329	1,474	1,478	1,547	1,416	1,487	1,458	1,504	1,604	100	6.7	187	13.2	1,416	1,604	187	13.2	
수정 ROE	22.8	18.9	17.1	11.5	15.5	13.6	11.3	14.3	13.1	(1.2)	(8.4)	(2.4)	(15.4)	5.9	13.1	7.3	124.1	
수정 ROE(분기)	22.8	16.2	12.8	(4.0)	15.5	12.5	4.2	14.3	12.2	(2.1)	(14.9)	(3.3)	(21.3)	15.5	12.2	(3.3)	(21.3)	
지급역비율	201.8	192.5	183.0	177.0	165.7	176.8	172.8	174.0	174.0	0.0	N/A	8.3	5.0	165.7	174.0	8.3	5.0	
장기신계약(분기)	44.0	42.6	39.4	47.2	27.0	25.5	23.3	24.3	22.4	(1.9)	(7.7)	(4.6)	(16.9)	74.2	46.8	(27.5)	(37.0)	
보장성금액	19.5	20.5	23.0	32.1	15.3	17.6	18.8	20.7	18.2	(2.5)	(12.1)	2.9	18.8	47.4	39.0	(8.4)	(17.8)	
보장성비중	44.3	48.1	58.4	67.9	56.8	68.9	80.6	85.3	81.2	(4.0)	(4.7)	24.4	43.0	63.9	83.3	19.5	30.5	
장기위험손해율	82.5	84.6	78.9	84.1	82.3	82.0	84.2	85.9	82.0	(4.0)	(4.6)	(0.3)	(0.4)	82.3	82.0	(0.3)	(0.4)	
누적	0.0	0.0	0.0	82.5	82.0	79.1	83.1	85.6	84.2	(1.4)	(1.6)	2.2	2.7	83.2	83.9	0.7	0.9	
13월차 유지율(분기)	77.3	77.9	79.4	81.4	81.3	80.4	79.8	82.0	80.7	(1.4)	(1.7)	(0.6)	(0.7)	81.3	80.7	(0.6)	(0.7)	
25월차 유지율(분기)	62.7	63.6	61.4	62.3	61.4	60.6	62.3	61.1	59.8	(1.3)	(2.2)	(1.6)	(2.6)	61.4	59.8	(1.6)	(2.6)	

자료: LIG손해보험, 하나대투증권



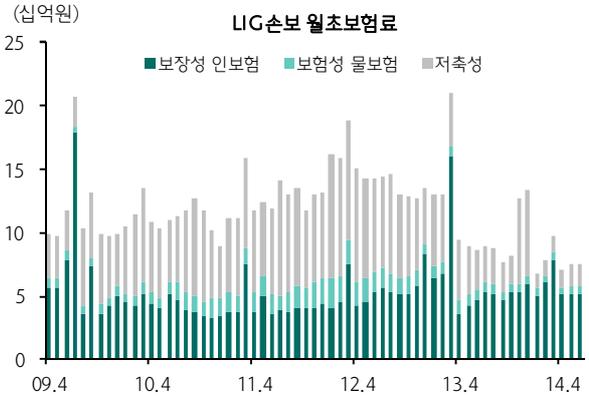
Chart Book

그림 36. 매출관련 펀더멘털 추이: LIG손해보험



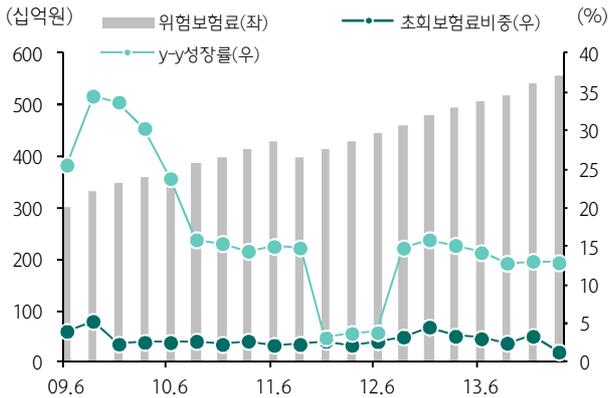
자료: LIG손해보험, 하나대투증권

그림 37. 매출관련 펀더멘털 추이: LIG손해보험



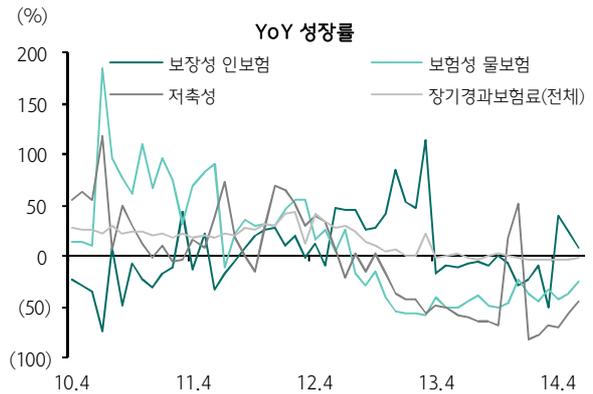
자료: LIG손해보험, 하나대투증권

그림 38. 매출성장률관련 펀더멘털 추이: LIG손해보험



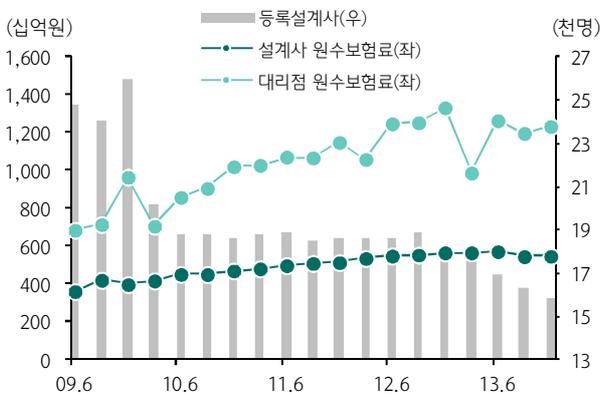
자료: LIG손해보험, 하나대투증권

그림 39. 매출성장률관련 펀더멘털 추이: LIG손해보험



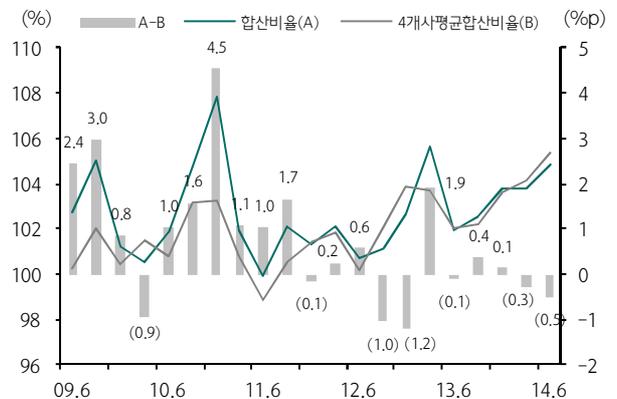
자료: LIG손해보험, 금융감독원, 하나대투증권

그림 40. 전속채널관련 펀더멘털 추이: LIG손해보험



자료: LIG손해보험, 하나대투증권

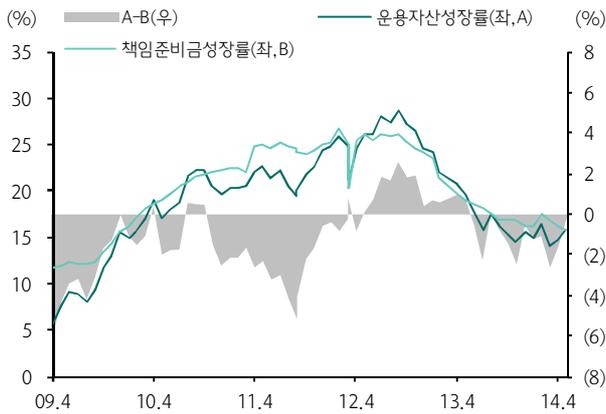
그림 41. 보험영업효율 펀더멘털 추이: LIG손해보험



자료: LIG손해보험, 하나대투증권

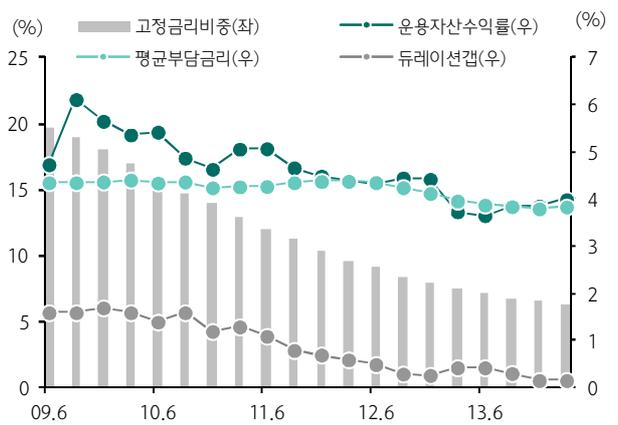


그림 42. 투자영업효율 펀더멘털 추이: LIG손해보험



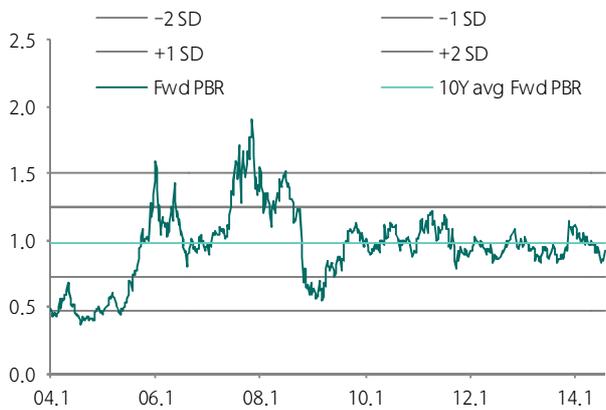
자료: LIG손해보험, 하나대투증권

그림 43. 투자영업효율 펀더멘털 추이: LIG손해보험



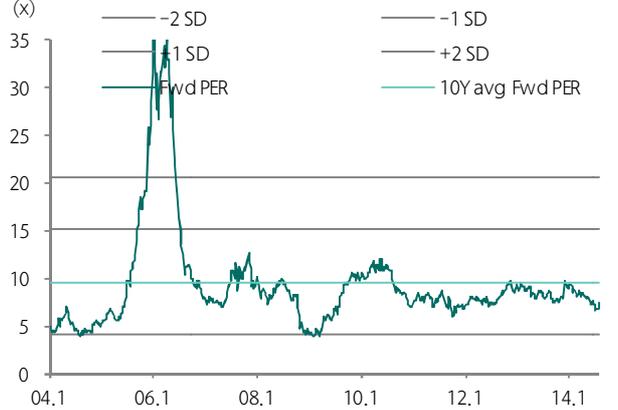
자료: LIG손해보험, 금융감독원, 하나대투증권

그림 44. 과거 10년 평균 12개월 Fwd. PBR Trend



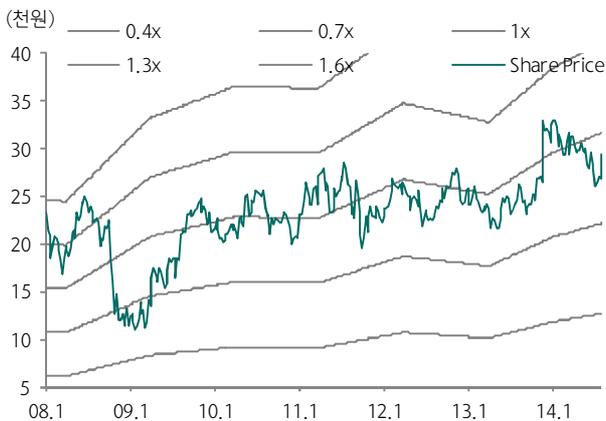
자료: LIG손해보험, 하나대투증권

그림 45. 과거 10년 평균 12개월 Fwd. PER Trend



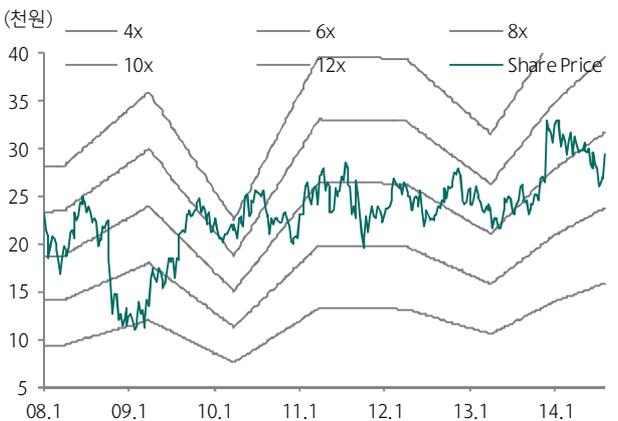
자료: LIG손해보험, 하나대투증권

그림 46. 12개월 Fwd. PBR Trend



자료: LIG손해보험, 하나대투증권

그림 47. 12개월 Fwd. PER Trend



자료: LIG손해보험, 하나대투증권



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	FY12	FY13	FY14F	FY15F	FY16F
원수보험료	8,894	6,631	8,819	9,090	9,344
장기보험	6,211	4,657	6,173	6,358	6,549
자동차보험	1,628	1,180	1,635	1,700	1,742
일반보험	1,055	794	1,012	1,032	1,053
보유보험료	8,037	5,864	7,791	8,022	8,253
경과보험료	8,030	5,980	7,735	8,022	8,253
발생손해액	6,741	5,139	6,652	6,890	7,091
장기보험	5,141	3,860	5,171	5,369	5,530
자동차보험	1,288	968	1,168	1,249	1,284
일반보험	312	311	313	272	278
순사업비	1,528	1,091	1,438	1,506	1,549
보험영업이익	(239)	(250)	(354)	(374)	(387)
투자영업이익	471	428	659	734	770
영업이익	232	178	305	360	383
영업외이익	(24)	(18)	(26)	(20)	(20)
세전이익	209	160	279	340	363
법인세	44	42	69	82	88
순이익(K-GAAP)	164	118	209	258	275
순이익	164	118	209	258	275

대차대조표

(단위: 십억원)

	FY12	FY13	FY14F	FY15F	FY16F
총자산	18,010	19,853	22,560	24,961	27,436
운용자산	13,675	15,309	17,548	19,712	21,944
현금및예금	493	788	814	820	807
유가증권	6,960	7,857	9,241	10,522	11,869
주식	899	876	982	1,004	1,007
채권	4,295	4,728	5,123	5,854	6,626
수익증권	446	553	712	812	916
해외	935	1,299	1,884	2,161	2,455
기타	385	401	540	691	865
대출	5,066	5,526	6,400	7,290	8,227
부동산	1,155	1,138	1,092	1,081	1,040
비운용자산	2,966	3,114	3,400	3,571	3,746
특별계정자산	1,369	1,430	1,612	1,678	1,746
총부채	16,463	18,395	20,844	23,027	25,277
보험계약준비금(K-GAAP)	14,225	15,993	18,159	20,234	22,370
책임준비금	14,225	15,993	18,159	20,234	22,370
장기보험료적립금	11,758	13,369	15,331	17,352	19,433
지급준비금	1,214	1,430	1,610	1,660	1,712
미경과보험료적립금	1,184	1,113	1,141	1,141	1,141
기타	69	81	77	81	84
비상위험준비금(K-GAAP)	0	0	0	0	0
기타부채	858	794	1,072	1,116	1,161
특별계정부채	1,380	1,608	1,612	1,678	1,746
자본총계	1,547	1,458	1,716	1,934	2,159
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	50	50	50	50	50
이익잉여금	1,178	1,329	1,530	1,741	1,959
비상위험준비금	544	575	617	671	729
자본조정	(57)	(57)	(57)	(57)	(57)
기타포괄손익	346	105	163	170	177

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2014	2015	12M Fwd	2014	2015
Korea	9.5	8.4	9.1	26.5	12.1
Emerging Market	10.7	9.7	10.4	12.1	10.3
World	14.5	13.0	14.0	8.7	11.4

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

내재가치(Embedded Value)지표

(단위: 십억원, 원, %)

	FY11	FY12	FY13E	FY14F	FY15F
내재가치(EV)	2,674	3,166	3,436	3,761	4,193
신계약가치(VNB)	287	323	242	254	263
ROEV(Return on EV)	3.2%	18.4%	9.3%	10.7%	12.9%
NBM(New Business Multiple)	(3.9)	(5.4)	(7.2)	(8.1)	(9.5)
주당내재가치(EVPS)	44,573	52,769	57,271	62,680	69,885
주당신계약가치(VNBPS)	4,776	5,389	4,042	4,228	4,390
P/EV(x)	0.59	0.45	0.50	0.45	0.41

밸류에이션 및 주당지표

(단위: 원, %)

	FY12	FY13	FY14F	FY15F	FY16F
EPS	3,178	2,290	4,047	4,984	5,321
BPS	29,926	28,189	33,186	37,398	41,752
P/E	7.5	14.4	7.3	5.9	5.5
P/B	0.8	1.2	0.9	0.8	0.7
ROA	1.0	0.6	1.0	1.1	1.1
ROE	11.5	7.9	13.2	14.1	13.4
주당배당액	550	500	900	1,100	1,250
배당수익율	2.3	1.5	3.1	3.7	4.3
배당성장	17.3	21.8	22.2	22.1	23.5

주요성장 및 수익성지표

(단위: 십억원, %)

	FY12	FY13	FY14F	FY15F	FY16F
<b>성장률(전년대비,%)</b>					
원수보험료	20.1	12.6	(25.4)	33.0	3.1
장기보험	25.6	17.0	(25.0)	32.5	3.0
자동차보험	8.2	(0.9)	(27.5)	38.5	4.0
일반보험	14.0	10.9	(24.8)	27.5	2.0
영업이익	161.9	(32.5)	(23.3)	70.8	18.1
순이익(K-GAAP)	187.6	(21.3)	(28.0)	76.8	23.1
순이익	85.1	(21.3)	(28.0)	76.8	23.1
총자산	28.4	21.1	10.2	13.6	10.6
운용자산	25.9	21.9	11.9	14.6	12.3
보험계약준비금	26.8	21.3	12.4	13.5	11.4
<b>매출구성(원수보험료,%)</b>					
장기보험	67.2	69.8	70.2	70.0	69.9
자동차보험	20.8	18.3	17.8	18.5	18.7
일반보험	12.0	11.9	12.0	11.5	11.4
<b>수익성(%)</b>					
손해율	83.2	83.9	85.9	86.0	85.9
장기보험	84.3	85.0	85.0	86.1	86.7
자동차보험	83.2	84.0	88.5	85.5	85.0
일반보험	67.0	69.9	90.3	86.1	75.0
손해율(장기저축성보험료제외)	61.9	61.4	64.9	63.9	63.6
사업비율	18.1	19.0	18.6	18.5	18.8
사업비율(장기저축성보험료제외)	35.3	38.7	37.0	35.8	36.5
합산비율	101.3	103.0	104.5	104.4	104.7
합산비율(장기저축성보험료제외)	97.2	100.1	101.9	99.8	100.2
운용자산이익률	4.5	3.9	3.0	4.1	4.0
<b>안정성(%)</b>					
지급여력비율	204.2	183.9	175.6	169.2	175.3
보유보험료/자기자본	533.9	519.4	402.3	454.0	414.8
총자산/자기자본	1123.2	1164.1	1362.0	1314.7	1290.8
보험계약준비금/보유보험료	165.8	177.0	272.7	233.1	252.2

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2014	2015	12M Fwd	2014	2015
Korea	13.0	11.3	12.4	47.6	15.2
Emerging Market	13.3	11.8	12.7	17.6	12.9
World	11.4	10.4	11.0	4.5	9.4

\* MSCI Insurance Industry



2014년 8월 1일

# 메리츠화재(000060)

## 하반기는 premium 재부여 구간

### FY14 2Q 실적: 전년대비 큰 폭 감소한 286억 분기순익

동사는 투자영업이익률(3.90%, y-y -67bp, 이하 y-y)기저효과 및 일반(80.1%, +19.8%p), 자동차(92.3%, +5.2%p)부문의 손해를 악화로 전년대비 큰 폭 하락한 286억(-45.0%) 분기순이익을 시현하였다. 낮은 시장기대(267억)는 상회하였지만 사업비용을 제외하고는 전 부문에서 부진하였다. 일반부문의 경우 업계 전반의 비경상 이슈로 판단할 수 있지만, 자동차/장기부문 악화는 투자전략수립에 중요한 의사결정 포인트가 될 것으로 판단된다.

### Points: 하반기는 우려해소 과정. 프리미엄 역시 회복 전망

1분기 실적발표 이후 주가가 단기 급락하였다. 장기 위험손해율에 대한 우려로 기존에 부여받았던 multiple premium 축소와 자동차부문 부진이 그 이유였다. 위험손해율 상승이 비경상적이며, 자동차부문 부진은 경영전략에 기인한 과도기 손실이라는 회사측 설명만으로 우려가 불식되기는 부족하였다.

따라서, 동사의 주가회복은 결국 장기 위험손해율과 자동차부문 손실규모가 단기적으로 핵심변수로 작용할 전망이다. 당사는 동 혼란은 과도한 것으로 판단하고 있다. 장기 위험손해율이 완만한 상승추이를 보이는 것은 자연스러운 흐름인데 연초 급증은 분명 비경상적인 요소가 도드라진 상황으로 판단하고 있다. 반면, 자동차부문의 경우 경영전략 안착을 위한 과도기에서 발생하는 손해를 상승은 일정기간 손익과 주가에 부담요소로 작용될 전망이다.

따라서, 단기적인 장기위험손해율에 대한 우려 축소와 자동차부문 우려 감소가 단계적으로 진행될 것으로 전망하며, 중국적으로 높은 보유계약가치에 기반한 동사의 지속 가능한 높은 ROE를 통해 프리미엄은 완만하게 다시 부여될 것으로 전망한다.

### TP 18,900원, 투자 의견 'BUY' 유지

FY14F, FY15F 각각 ROE 12.2% / 15.0%, PBR 1.07 / 0.94, PER 9.6 / 6.6, 이익성장률 -13.1% / 44.5% 등이 전망된다. 28%내외의 배당성장(직전 3년 평균 26.1%)을 가정하는 경우, 각각 3.0% / 4.5% 시가배당수익률이 전망된다. 투자심리 혼란이 마무리되는 과정에서 주가상승이 본격화될 수 있을 것으로 판단된다.

## Equity Research

### Earnings Review

**BUY**

TP(12M): 18,900원 | CP(7월31일): 13,400원

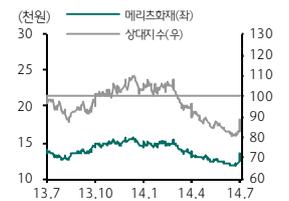
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,076.12
52주최고/최저(원)	15,750/11,850
시가총액(십억원)	1,357.8
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	101,328.8
60일 평균거래량(천주)	278.7
60일 평균거래대금(십억원)	3.5
13년 배당금(원)	320
14년 배당금(예상, 원)	400
외국인 지분율(%)	16.97
주요주주 지분율(%)	
메리츠금융지주외 7인	47.85
국민연금공단	8.62
주가상승률	1M 6M 12M
절대	8.5 (11.0) (3.9)
상대	4.8 (17.9) (12.4)

#### Consensus Data

	2014	2015
매출액(십억원)	4,939.1	5,199.6
영업이익(십억원)	--	--
순이익(십억원)	165.3	201.9
EPS(원)	1,649	2,012
BPS(원)	12,012	13,484

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2012	2013	2014F	2015F	2016F
경과보험료	십억원	4,500	3,528	4,890	5,087	5,274
영업이익	십억원	184	195	213	291	320
순이익	십억원	131	135	140	203	225
EPS	원	1,352	1,342	1,395	2,016	2,236
증감율	%	(24.1)	(0.7)	3.9	44.5	10.9
PER	배	8.84	11.29	9.61	6.65	5.99
배당수익률	%	2.5	2.1	3.0	4.5	4.9
BPS	원	11,238	10,327	12,511	14,269	16,053
PBR	배	1.06	1.47	1.07	0.94	0.83
ROE	%	13.2	12.7	12.2	15.1	14.7



Analyst 신승현 CPA, Actuary  
02-3771-7525  
sean.shin@hanafn.com

RA 이찬휘  
02-3771-7785  
ch.lee@hanafn.com

표 14. HANA DAETOO Financial Data Revision Table I (Quarterly) – 메리츠화재

(단위: 십억원, %, %p)

	FY14 2Q	FY14 3QF	FY14 4QF	FY15 1QF	FY15 2QF	FY15 3QF	FY15 4QF	FY16 1QF	FY16 2QF
원수보험료	1,285	1,287	1,321	1,308	1,345	1,347	1,383	1,356	1,394
장기보험	1,019	1,031	1,044	1,046	1,065	1,077	1,091	1,082	1,102
자동차보험	169	173	176	173	178	182	184	182	186
일반보험	97	84	101	89	103	89	107	92	106
경과보험료	1,221	1,221	1,245	1,239	1,268	1,278	1,302	1,285	1,314
발생손해액	1,026	1,018	1,042	1,035	1,043	1,057	1,083	1,074	1,082
순사업비	243	248	254	254	261	262	268	264	271
보험영업이익	(48)	(45)	(51)	(50)	(36)	(41)	(49)	(53)	(38)
투자영업이익	94	95	95	95	95	95	95	95	95
영업이익	46	32	32	32	32	32	32	32	32
세전이익	38	29	29	29	29	29	29	29	29
순이익	29	22	22	22	22	22	22	22	22
총자산	11,910	9,887	9,887	9,887	9,887	9,887	9,887	9,887	9,887
운용자산	9,844	7,671	7,671	7,671	7,671	7,671	7,671	7,671	7,671
특별계정자산	-	-	-	-	-	-	-	-	-
책임준비금	10,078	10,430	10,775	11,123	11,473	11,828	12,188	12,548	12,909
자본총계	1,169	1,014	1,014	1,014	1,014	1,014	1,014	1,014	1,014
손해율	84.0	83.4	83.7	83.5	82.3	82.7	83.2	83.6	82.3
장기	82.7	82.4	82.9	83.1	81.5	82.1	82.6	83.1	81.4
자동차	92.3	91.5	92.5	89.3	90.3	89.5	90.5	89.8	90.8
일반	80.1	75.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0
사업비율	20.1	20.3	20.4	20.5	20.6	20.5	20.6	20.5	20.6
합산비율	104.1	103.7	104.1	104.1	102.8	103.2	103.8	104.1	102.9
투자수익률	3.92	5.08	5.08	5.08	5.08	5.08	5.08	5.08	5.08
순이익마진	2.34	1.94	1.94	1.94	1.94	1.94	1.94	1.94	1.94
ROE	10.2	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
ROA	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
준비금/경과보험료 (x)	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3	2.4	2.5
운용자산/자본 (x)	8.4	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
<b>(Dupont Analysis)</b>									
합산비율	104.1	103.7	104.1	104.1	102.8	103.2	103.8	104.1	102.9
보험영업마진	(4.1)	(3.7)	(4.1)	(4.1)	(2.8)	(3.2)	(3.8)	(4.1)	(2.9)
X 자산회전률 (x)	0.42	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47
보험영업이익/자산	(1.6)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.6)
+ 투자영업이익/자산	3.2	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
+ 기타이익/자산	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
+ 법인세등/자산	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
ROA	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
레버리지 (x)	10.2	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7
ROE	10.2	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6

주: 투자수익률=ROE/ROA 연환산, 자료: 메리츠화재, 하나대투증권

표 15. HANA DAETOO Financial Data Revision Table II – 메리츠화재

(단위: 십억원, %, %p)

	New			Old			Change (% , %p)		
	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F
원수보험료	5,154	5,383	5,580	5,123	5,321	5,519	0.6	1.2	(1.4)
장기보험	4,094	4,279	4,428	4,035	4,216	4,385	1.5	1.5	(2.5)
자동차보험	695	717	753	731	733	748	(5.0)	(2.2)	5.6
일반보험	365	387	399	357	371	386	2.4	4.3	(5.3)
경과보험료	4,890	5,087	5,274	4,852	5,031	5,219	0.8	1.1	(1.8)
발생손해액	4,092	4,218	4,376	4,015	4,129	4,282	1.9	2.2	(1.2)
순사업비	989	1,046	1,084	1,011	1,079	1,129	(2.2)	(3.1)	(1.7)
보험영업이익	(190)	(177)	(186)	(174)	(176)	(192)	CR	CR	CR
투자영업이익	403	468	506	426	490	537	(5.4)	(4.4)	2.1
영업이익	213	291	320	252	314	345	(15.5)	(7.2)	(5.8)
세전이익	185	267	296	226	290	321	(18.2)	(7.8)	(6.6)
순이익	140	203	225	171	220	243	(18.3)	(7.8)	(6.6)
총자산	12,709	14,326	15,995	12,612	14,274	16,009	0.8	0.4	(3.7)
운용자산	10,603	12,171	13,795	10,568	12,179	13,862	0.3	(0.1)	(3.7)
특별계정자산	-	-	-	0	0	0	CR	CR	(2.8)
책임준비금	10,775	12,188	13,649	10,743	12,188	13,690	0.3	0.0	(4.6)
자본총계	1,257	1,434	1,613	1,217	1,408	1,613	3.3	1.9	0.3
손해율	83.7	82.9	83.0	82.8	82.1	82.1	0.9	0.9	0.9
장기	82.6	82.3	82.3	82.0	81.4	81.4	0.6	0.9	0.8
자동차	91.9	89.9	90.4	90.7	89.5	89.6	1.2	0.4	0.8
일반	74.4	70.0	70.0	66.1	66.0	66.0	8.3	4.0	4.0
사업비율	20.3	20.6	20.6	20.9	21.4	21.6	(0.6)	(0.9)	(1.1)
합산비율	104.0	103.5	103.5	103.6	103.5	103.7	0.4	(0.0)	(0.2)
투자수익률	4.20	4.20	3.98	4.45	4.40	4.21	(0.3)	(0.2)	(0.2)
순이익마진	2.87	3.98	4.26	3.53	4.37	4.66	(0.7)	(0.4)	(0.4)
ROE	12.2	15.1	14.7	15.2	16.7	16.1	(3.0)	(1.7)	(1.4)
ROA	1.2	1.5	1.5	1.4	1.6	1.6	(0.3)	(0.1)	(0.1)
준비금/경과보험료 (x)	2.2	2.4	2.6	2.2	2.4	2.6	(0.0)	(0.0)	(0.0)
운용자산/자본 (x)	8.4	8.5	8.6	8.7	8.7	8.6	(0.3)	(0.2)	(0.0)
<b>(Dupont Analysis)</b>									
합산비율	104.0	103.5	103.5	103.6	103.5	103.7	0.4	(0.0)	(0.2)
보험영업마진	(4.0)	(3.5)	(3.5)	(3.6)	(3.5)	(3.7)	(0.4)	0.0	0.2
X 자산회전률 (x)	0.41	0.38	0.35	0.41	0.37	0.34	0.0	0.0	0.0
보험영업이익/자산	(1.6)	(1.3)	(1.2)	(1.5)	(1.3)	(1.3)	(0.1)	0.0	0.0
+ 투자영업이익/자산	3.4	3.5	3.4	3.7	3.7	3.6	(0.2)	(0.2)	(0.2)
+ 기타이익/자산	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.0)	0.0	0.0
+ 법인세등/자산	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	0.1	0.0	0.0
ROA	1.2	1.5	1.5	1.4	1.6	1.6	(0.3)	(0.1)	(0.1)
레버리지 (x)	10.1	10.0	9.9	10.4	10.1	9.9	(0.3)	(0.1)	(0.0)
ROE	12.2	15.1	14.7	15.2	16.7	16.1	(3.0)	(1.7)	(1.4)

자료: 하나대투증권

표 16. HANA DAETOO Main Indicator Table (Quarterly) – 메리츠화재

(단위: 십억원, %, %p)

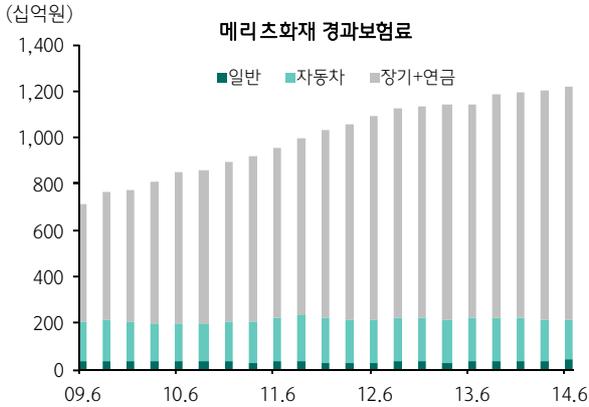
	12.6	12.9	12.12	13.3	13.6	13.9	13.12	14.3	14.6	QoQ	QoQ(%)	YoY	YoY(%)	13.6(누적)	14.6(누적)	YoY	YoY(%)	
원수보험료	1,167	1,191	1,223	1,199	1,211	1,238	1,269	1,262	1,285	23	1.8	74	6.1	2,410	2,547	136	5.7	
일반	77	68	84	68	87	77	94	84	97	13	15.5	10	11.8	155	181	26	16.5	
자동차	205	207	211	193	192	188	191	177	169	(8)	(4.5)	(23)	(12.2)	385	346	(39)	(10.2)	
장기	886	916	928	937	932	972	985	1,001	1,019	18	1.8	87	9.3	1,870	2,020	150	8.0	
경과보험료	1,091	1,125	1,138	1,145	1,145	1,188	1,194	1,203	1,221	18	1.5	76	6.6	2,290	2,424	134	5.8	
일반	29	31	32	28	31	37	36	36	39	3	7.0	8	24.2	59	75	16	27.1	
자동차	186	189	190	190	190	189	183	176	174	(2)	(1.2)	(16)	(8.4)	380	350	(30)	(7.9)	
장기	876	905	916	928	924	962	975	991	1,008	17	1.7	84	9.1	1,851	1,999	148	8.0	
보험영업이익	(10)	(40)	(63)	(48)	(22)	(23)	(53)	(46)	(48)	(2)	N/A	(26)	N/A	(70)	(94)	(24)	N/A	
투자영업이익	75	88	95	85	93	90	109	94	94	(0)	(0.1)	1	1.2	178	188	10	5.6	
총영업이익	66	48	32	37	71	67	55	48	46	(2)	(3.5)	(25)	(35.2)	108	93	(14)	(13.3)	
당기순이익(IFRS개별기준)	48	35	22	26	52	45	38	30	29	(2)	(6.0)	(23)	(45.0)	78	59	(19)	(24.4)	
총포괄순이익	64	131	(27)	91	(90)	41	(19)	57	73	16	28.3	164	N/A	1	130	130	20,600.2	
운용자산	6,946	7,405	7,671	7,996	8,206	8,747	9,000	9,396	9,844	448	4.8	1,638	20.0	8,206	9,844	1,638	20.0	
투자영업이익율	월별	4.44	4.89	5.05	4.34	4.57	4.23	4.90	4.08	3.90	(0.18)	(4.48)	(0.68)	(14.77)	4.57	3.90	(0.68)	(14.77)
누적	4.44	4.65	4.81	4.69	4.57	4.36	4.57	4.08	3.98	(0.10)	(2.42)	(0.59)	(12.94)	4.47	3.98	(0.49)	(11.02)	
비중	연금액	6.3	6.3	5.8	5.8	6.8	5.8	5.2	6.0	5.1	(0.9)	(14.6)	(1.7)	(24.6)	6.8	5.1	(1.7)	(24.6)
대출금	18.3	18.3	18.2	18.8	19.5	17.5	20.2	21.7	26.4	4.6	21.3	6.9	35.5	19.5	26.4	6.9	35.5	
주식	2.4	2.7	2.6	2.3	2.1	1.9	1.9	1.9	1.7	(0.1)	(6.7)	(0.3)	(15.6)	2.1	1.7	(0.3)	(15.6)	
채권	37.3	39.3	40.8	39.0	39.2	35.5	33.8	29.9	31.8	1.9	6.3	(7.5)	(19.0)	39.2	31.8	(7.5)	(19.0)	
수익증권	11.9	12.1	12.0	13.3	11.3	12.9	11.2	13.4	8.8	(4.6)	(34.3)	(2.5)	(22.2)	11.3	8.8	(2.5)	(22.2)	
해외유가증권	9.6	8.8	8.1	9.1	9.4	11.5	13.5	13.7	13.1	(0.6)	(4.4)	3.7	39.1	9.4	13.1	3.7	39.1	
기타	14.2	12.6	12.5	11.8	11.7	14.9	14.2	13.4	13.1	(0.3)	(2.3)	1.4	12.1	11.7	13.1	1.4	12.1	
핵심준비금(DAC차감후)	5,131	5,448	5,739	5,939	6,203	6,532	6,858	7,173	7,523	350	4.9	1,320	21.3	6,203	7,523	1,320	21.3	
특별계정자산비중	4.9	5.7	3.6	2.9	1.1	0.3	0.1	0.0	0.0	(0.0)	(100.0)	(1.1)	(100.0)	1.1	0.0	(1.1)	(100.0)	
기타포괄손익누계액비중	4.8	5.8	5.0	5.6	3.7	3.4	2.7	2.9	3.5	0.6	21.2	(0.2)	(4.7)	3.7	3.5	(0.2)	(4.7)	
외환·파생상품순손익	1	5	2	1	2	(3)	7	1	8	8	1,004.4	7	391.3	3	9	7	246.8	
손해율(분기)	79.3	80.4	80.6	82.1	80.5	81.3	82.9	83.6	84.0	0.4	0.5	3.5	4.3	80.5	84.0	3.5	4.3	
일반	48.4	62.4	52.4	129.0	60.3	62.8	65.8	72.9	80.1	7.2	9.8	19.8	32.8	60.3	80.1	19.8	32.8	
자동차	79.0	83.2	94.4	88.8	87.1	89.1	96.1	91.3	92.3	1.0	1.1	5.2	6.0	87.1	92.3	5.2	6.0	
장기	80.4	80.4	78.6	79.4	79.9	80.5	81.1	82.6	82.8	0.2	0.2	2.9	3.6	79.9	82.8	2.9	3.6	
사업비율(분기, 경과기준)	21.6	23.1	23.9	22.4	21.4	20.6	21.4	20.2	20.0	(0.2)	(1.0)	(1.4)	(6.5)	21.4	20.0	(1.4)	(6.5)	
합산비율	100.9	103.5	104.4	104.5	101.9	101.9	104.3	103.8	104.0	0.2	0.2	2.1	2.1	101.9	104.0	2.1	2.1	
손해율(누적)	79.3	79.9	80.1	80.6	80.5	80.9	81.6	83.6	83.8	0.2	0.2	3.3	4.1	81.3	83.8	2.5	3.1	
일반	48.4	55.6	54.5	71.9	60.3	61.7	63.1	72.9	76.6	3.7	5.1	16.3	27.0	92.7	76.6	(16.1)	(17.4)	
자동차	79.0	81.1	85.6	86.4	87.1	88.1	90.7	91.3	91.8	0.5	0.5	4.7	5.4	87.9	91.8	3.9	4.5	
장기	80.4	80.4	79.8	79.7	79.9	80.2	80.5	82.6	82.7	0.1	0.1	2.8	3.5	79.6	82.7	3.1	3.9	
사업비율(누적, 경과기준)	21.6	22.4	23.2	23.0	21.4	21.0	21.2	20.2	20.1	(0.1)	(0.5)	(1.3)	(6.1)	21.8	20.1	(1.7)	(7.7)	
합산비율	100.9	102.2	103.3	103.6	101.9	101.9	102.8	103.8	103.9	0.1	0.1	2.0	2.0	103.1	103.9	0.8	0.8	
수정자본	910	1,041	1,014	1,087	1,030	1,071	1,038	1,067	1,169	102	9.6	139	13.5	1,030	1,169	139	13.5	
수정 ROE	21.1	17.0	14.6	13.2	19.6	18.0	17.0	11.3	10.7	(0.6)	(5.3)	(8.9)	(45.5)	15.3	10.7	(4.6)	(29.9)	
수정 ROE(분기)	21.1	14.3	8.6	9.9	19.6	17.2	14.5	11.6	10.2	(1.3)	(11.5)	(9.4)	(47.9)	19.6	10.2	(9.4)	(47.9)	
지급여력비율	180.9	187.0	173.6	183.1	170.4	213.1	205.9	206.9	219.9	13.1	6.3	49.5	29.1	170.4	219.9	49.5	29.1	
장기신계약(분기)	20.8	23.0	23.2	21.2	14.2	20.6	19.8	20.5	19.6	(0.9)	(4.3)	19.8	38.0	35.4	40.1	4.7	13.3	
보장성금액	15.1	17.5	18.9	18.1	10.9	16.1	15.9	16.9	16.1	(0.8)	(4.8)	5.2	47.7	29.0	33.0	4.0	13.7	
보장성비중	72.6	75.9	81.4	85.5	76.6	78.1	80.1	82.4	82.0	(0.4)	(0.5)	5.4	7.0	81.9	82.2	0.3	0.4	
장기위험손해율	분기	85.9	84.7	81.4	84.4	85.7	84.3	87.4	92.1	88.3	(3.8)	(4.1)	2.6	3.1	85.7	88.3	2.6	3.1
누적	85.9	85.2	83.9	84.0	85.7	84.9	85.8	92.1	90.3	(1.8)	(2.0)	4.6	5.4	85.0	90.2	5.2	6.1	
13월차 유지율(분기)	80.0	73.7	73.9	77.1	78.2	76.2	72.9	79.0	75.5	(3.5)	(4.4)	(2.7)	(3.5)	78.2	75.5	(2.7)	(3.5)	
25월차 유지율(분기)	62.0	62.3	65.9	66.0	65.1	58.7	59.8	64.1	64.1	(0.0)	(0.1)	(1.0)	(1.6)	65.1	64.1	(1.0)	(1.6)	

자료: 메리츠화재, 하나대투증권



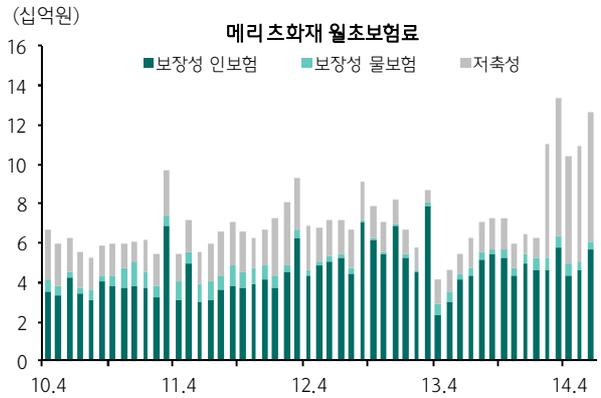
Chart Book

그림 48. 매출관련 펀더멘털 추이: 메리츠화재



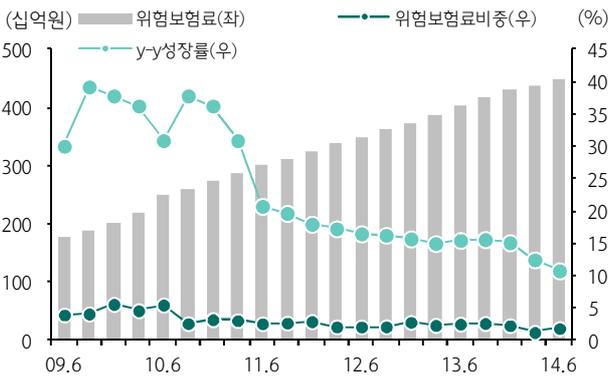
자료: 메리츠화재, 하나대투증권

그림 49. 매출관련 펀더멘털 추이: 메리츠화재



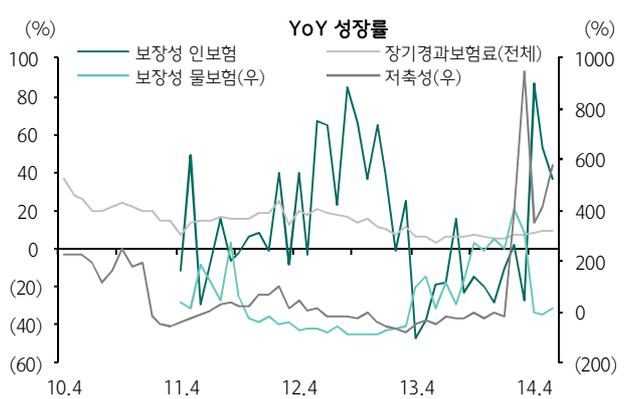
자료: 메리츠화재, 하나대투증권

그림 50. 매출성장률관련 펀더멘털 추이: 메리츠화재



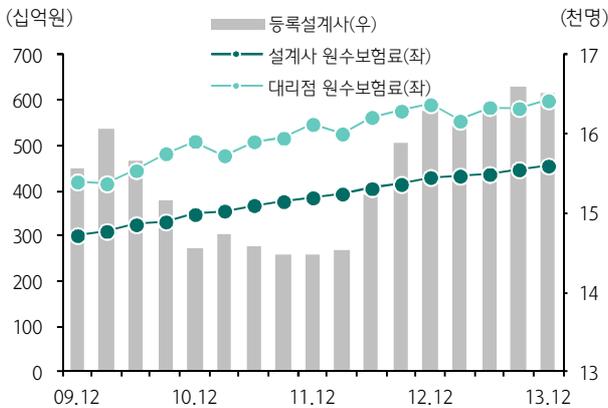
자료: 메리츠화재, 하나대투증권

그림 51. 매출성장률관련 펀더멘털 추이: 메리츠화재



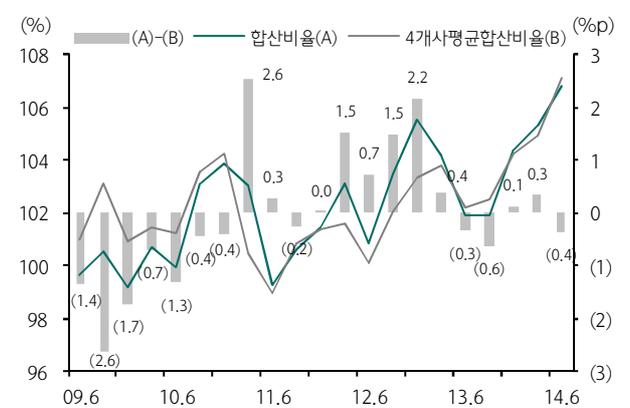
자료: 메리츠화재, 금융감독원, 하나대투증권

그림 52. 전속채널관련 펀더멘털 추이: 메리츠화재



자료: 메리츠화재, 하나대투증권

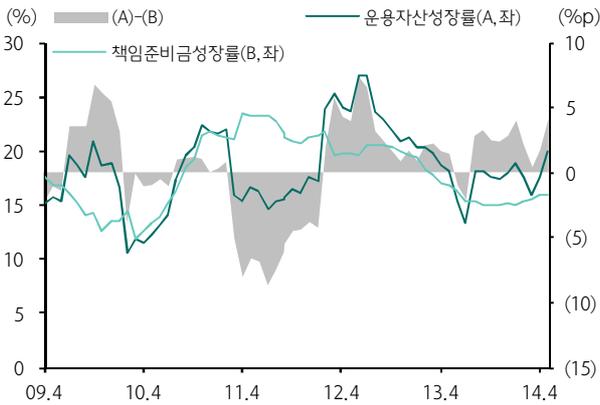
그림 53. 보험영업효율 펀더멘털 추이: 메리츠화재



자료: 메리츠화재, 하나대투증권

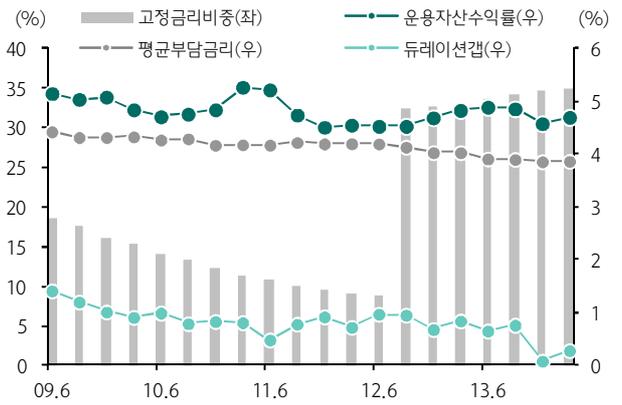


그림 54. 투자영업효율 펀더멘털 추이: 메리츠화재



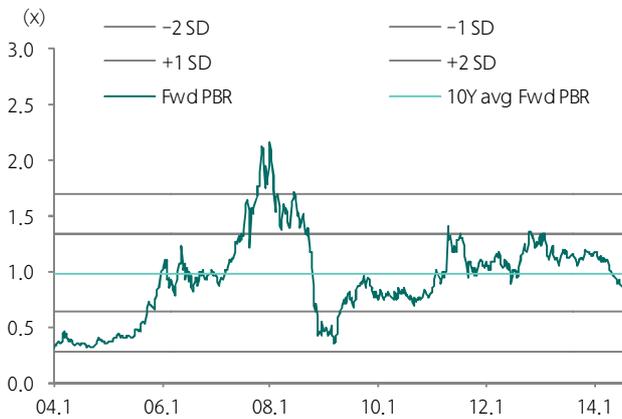
자료: 메리츠화재, 하나대투증권

그림 55. 투자영업효율 펀더멘털 추이: 메리츠화재



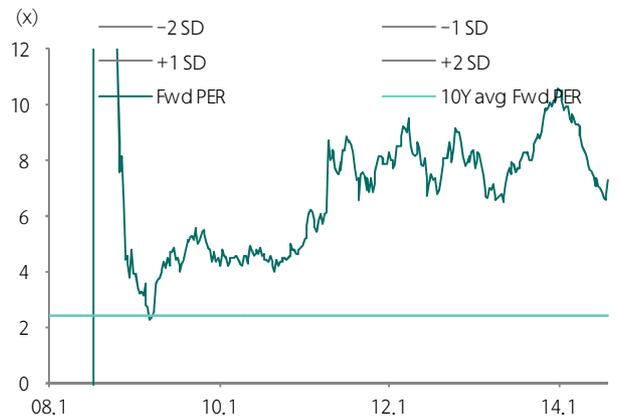
주: 2012년 9월 준비금 구분 담보별로 변경. 자료: 메리츠화재, 금융감독원, 하나대투증권

그림 56. 과거 10년 평균 12개월 Fwd. PBR Trend



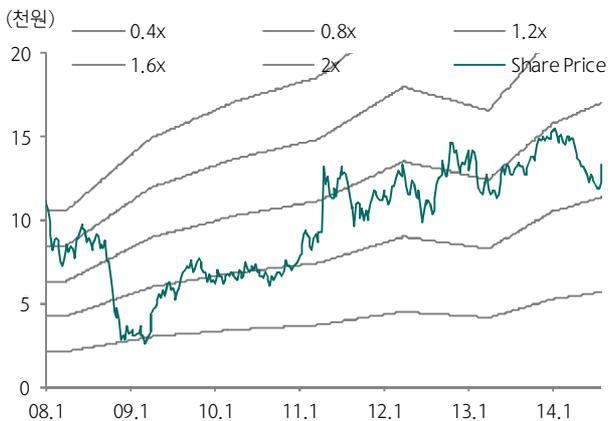
자료: 메리츠화재, 하나대투증권

그림 57. 과거 10년 평균 12개월 Fwd. PER Trend



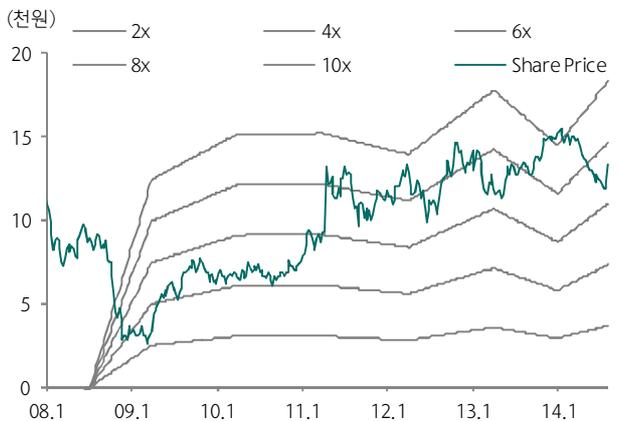
자료: 메리츠화재, 하나대투증권

그림 58. 12개월 Fwd. PBR Trend



자료: 메리츠화재, 하나대투증권

그림 59. 12개월 Fwd. PER Trend



자료: 메리츠화재, 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	FY12	FY13	FY14F	FY15F	FY16F
원수보험료	4,780	3,718	5,154	5,383	5,580
장기보험	3,667	2,889	4,094	4,279	4,428
자동차보험	816	572	695	717	753
일반보험	298	257	365	387	399
보유보험료	4,530	3,516	4,871	5,087	5,274
경과보험료	4,500	3,528	4,890	5,087	5,274
발생손해액	3,625	2,877	4,092	4,218	4,376
장기보험	2,887	2,302	3,349	3,487	3,606
자동차보험	652	510	626	612	646
일반보험	86	66	116	119	123
순사업비	1,033	747	989	1,046	1,084
보험영업이익	(159)	(96)	(190)	(177)	(186)
투자영업이익	343	291	403	468	506
영업이익	184	195	213	291	320
영업외이익	(12)	(16)	(28)	(24)	(24)
세전이익	172	178	185	267	296
법인세	42	43	45	65	72
순이익(K-GAAP)	131	135	140	203	225
순이익	131	135	140	203	225

대차대조표

(단위: 십억원)

	FY12	FY13	FY14F	FY15F	FY16F
총자산	10,158	11,043	12,709	14,326	15,995
운용자산	7,996	9,000	10,603	12,171	13,795
현금및예금	460	465	520	540	547
유가증권	5,213	5,895	6,503	7,736	9,074
주식	182	173	214	313	432
채권	3,120	3,043	3,402	3,980	4,597
수익증권	1,059	1,012	962	1,169	1,398
해외	730	1,211	1,400	1,633	1,881
기타	120	457	525	640	766
대출	1,500	1,819	2,751	3,059	3,354
부동산	822	820	829	837	819
비운용자산	1,931	2,031	2,106	2,155	2,200
특별계정자산	231	13	0	0	0
총부채	9,072	10,006	11,452	12,892	14,382
보험계약준비금(K-GAAP)	8,405	9,379	10,775	12,188	13,649
책임준비금	8,405	9,379	10,775	12,188	13,649
장기보험료적립금	7,159	8,102	9,448	10,838	12,275
지급준비금	632	659	711	732	753
미경과보험료적립금	544	542	544	544	544
기타	70	75	71	74	77
비상위험준비금(K-GAAP)	0	0	0	0	0
기타부채	435	615	677	704	733
특별계정부채	232	11	0	0	0
자본총계	1,087	1,038	1,257	1,434	1,613
자본금	48	51	51	51	51
자본잉여금	261	314	314	314	314
이익잉여금	326	440	548	710	874
비상위험준비금	153	161	180	195	211
자본조정	6	(7)	(8)	(8)	(8)
기타포괄손익	445	241	353	367	382

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2014	2015	12M Fwd	2014	2015
Korea	9.5	8.4	9.1	26.5	12.1
Emerging Market	10.7	9.7	10.4	12.1	10.3
World	14.5	13.0	14.0	8.7	11.4

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

내재가치(Embedded Value)지표

(단위: 십억원, 원, %)

	FY11	FY12	FY13E	FY14F	FY15F
내재가치(EV)	2,003	2,373	2,597	2,942	3,324
신계약가치(VNB)	265	361	270	303	318
ROEV(Return on EV)	28.4%	18.5%	10.8%	14.8%	14.7%
NBM(New Business Multiple)	(2.6)	(3.2)	(4.9)	(5.5)	(6.5)
주당내재가치(EVPS)	19,771	23,419	25,626	29,034	32,809
주당신계약가치(VNBPS)	2,616	3,559	2,669	2,991	3,140
P/EV(x)	0.65	0.51	0.49	0.43	0.38

밸류에이션 및 주당지표

(단위: 원, %)

	FY12	FY13	FY14F	FY15F	FY16F
EPS	1,352	1,342	1,395	2,016	2,236
BPS	11,238	10,327	12,511	14,269	16,053
P/E	8.8	11.3	9.6	6.6	6.0
P/B	1.1	1.5	1.1	0.9	0.8
ROA	1.4	1.3	1.2	1.5	1.5
ROE	13.2	12.7	12.2	15.1	14.7
주당배당액	300	320	400	600	650
배당수익율	2.5	2.1	3.0	4.5	4.9
배당성장	22.2	23.8	28.7	29.8	29.1

주요성장 및 수익성지표

(단위: 십억원, %)

	FY12	FY13	FY14F	FY15F	FY16F
<b>성장률(전년대비,%)</b>					
원수보험료	12.4	(22.2)	38.6	4.4	3.7
장기보험	14.9	(21.2)	41.7	4.5	3.5
자동차보험	2.4	(29.9)	21.6	3.2	5.0
일반보험	11.2	(13.5)	41.9	6.0	3.0
영업이익	(17.1)	5.6	9.2	37.0	10.0
순이익(K-GAAP)	(20.6)	3.5	3.6	44.5	10.9
순이익	(20.6)	3.5	3.6	44.5	10.9
총자산	17.4	8.7	15.1	12.7	11.6
운용자산	20.4	12.6	17.8	14.8	13.3
보험계약준비금	18.4	11.6	14.9	13.1	12.0
<b>매출구성(원수보험료,%)</b>					
장기보험	76.7	77.7	79.4	79.5	79.4
자동차보험	17.1	15.4	13.5	13.3	13.5
일반보험	6.2	6.9	7.1	7.2	7.1
<b>수익성(%)</b>					
손해율	80.6	81.6	83.7	82.9	83.0
장기보험	79.6	80.5	82.6	82.3	82.3
자동차보험	86.4	90.7	91.9	89.9	90.4
일반보험	71.9	63.1	74.4	70.0	70.0
손해율(장기저축성보험료제외)	59.3	60.4	62.2	60.3	60.6
사업비율	22.8	21.2	20.3	20.6	20.6
사업비율(장기저축성보험료제외)	41.0	37.7	37.0	37.6	37.6
합산비율	103.4	102.8	104.0	103.5	103.5
합산비율(장기저축성보험료제외)	100.4	98.1	99.2	98.0	98.2
운용자산이익률	4.8	3.5	4.2	4.2	4.0
<b>안정성(%)</b>					
지급여력비율	186.4	182.4	175.1	182.5	185.3
보유보험료/자기자본	416.9	338.8	387.5	354.8	326.9
총자산/자기자본	934.8	1064.2	1010.9	999.1	991.6
보험계약준비금/보유보험료	185.5	266.8	221.2	239.6	258.8

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2014	2015	12M Fwd	2014	2015
Korea	13.0	11.3	12.4	47.6	15.2
Emerging Market	13.3	11.8	12.7	17.6	12.9
World	11.4	10.4	11.0	4.5	9.4

\* MSCI Insurance Industry



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

동부화재

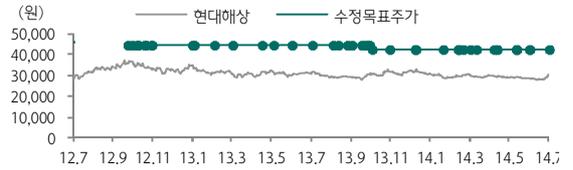
날짜	투자의견	수정목표주가
14.7.31	BUY	60,800 원
14.7.1	BUY	60,800 원
14.6.30	BUY	60,800 원
14.6.11	BUY	60,800 원
14.6.10	BUY	60,800 원
14.6.1	BUY	60,800 원
14.5.12	BUY	60,800 원
14.5.11	BUY	60,800 원
14.5.7	BUY	60,800 원
14.4.10	BUY	60,800 원
14.4.1	BUY	60,800 원
14.3.30	BUY	60,800 원
14.3.21	BUY	60,800 원
14.3.14	BUY	60,800 원
14.3.13	BUY	60,800 원
14.3.2	BUY	60,800 원
14.3.1	BUY	60,800 원
14.2.20	BUY	60,800 원
13.11.30	BUY	60,800 원
13.11.28	BUY	60,800 원
13.11.18	BUY	60,800 원
13.11.17	BUY	60,800 원
13.11.4	BUY	60,800 원
13.11.1	BUY	60,800 원
13.10.28	BUY	58,300 원
13.10.27	BUY	58,300 원
13.10.25	BUY	58,300 원
13.10.21	BUY	58,300 원
13.10.16	BUY	58,300 원
13.10.1	BUY	58,300 원
13.9.16	BUY	58,300 원
13.9.2	BUY	58,300 원
13.8.31	BUY	58,300 원
13.8.1	BUY	58,300 원
13.7.1	BUY	58,300 원
13.6.30	BUY	58,300 원
13.6.3	BUY	58,300 원
13.6.2	BUY	58,300 원
13.5.27	BUY	58,300 원
13.5.22	BUY	58,300 원
13.5.21	BUY	58,300 원
13.4.25	BUY	58,300 원
13.4.15	BUY	58,300 원
13.4.1	BUY	58,300 원
13.3.4	BUY	58,300 원
13.2.1	BUY	58,300 원
13.1.29	BUY	58,300 원
12.12.30	BUY	58,300 원
12.11.28	BUY	58,300 원
12.11.27	BUY	58,300 원
12.11.19	BUY	58,300 원
12.11.16	BUY	58,300 원
12.11.7	BUY	58,300 원
12.11.5	BUY	58,300 원
12.11.4	BUY	58,300 원
12.10.29	BUY	58,300 원
12.10.28	BUY	58,300 원
12.10.22	BUY	58,300 원
12.10.21	업종 애널리스트 변경	



투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이

현대해상

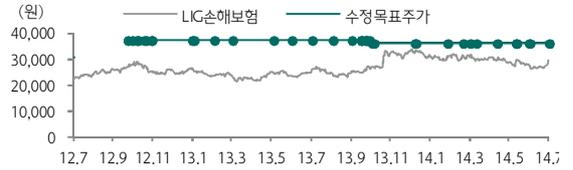
날짜	투자이견	수정목표주가
14.7.31	BUY	42,600 원
14.7.1	BUY	42,600 원
14.6.30	BUY	42,600 원
14.6.11	BUY	42,600 원
14.6.10	BUY	42,600 원
14.6.1	BUY	42,600 원
14.5.12	BUY	42,600 원
14.5.11	BUY	42,600 원
14.5.7	BUY	42,600 원
14.4.10	BUY	42,600 원
14.4.1	BUY	42,600 원
14.3.30	BUY	42,600 원
14.3.21	BUY	42,600 원
14.3.14	BUY	42,600 원
14.3.13	BUY	42,600 원
14.3.2	BUY	42,600 원
14.3.1	BUY	42,600 원
14.2.18	BUY	42,600 원
14.1.26	BUY	42,600 원
14.1.7	BUY	42,600 원
14.1.6	BUY	42,600 원
13.12.31	BUY	42,600 원
13.12.1	BUY	42,600 원
13.11.30	BUY	42,600 원
13.11.28	BUY	42,600 원
13.11.1	BUY	42,600 원
13.10.28	BUY	44,700 원
13.10.27	BUY	44,700 원
13.10.25	BUY	44,700 원
13.10.21	BUY	44,700 원
13.10.16	BUY	44,700 원
13.10.1	BUY	44,700 원
13.9.24	BUY	44,700 원
13.9.10	BUY	44,700 원
13.9.2	BUY	44,700 원
13.8.31	BUY	44,700 원
13.8.1	BUY	44,700 원
13.7.1	BUY	44,700 원
13.6.30	BUY	44,700 원
13.6.3	BUY	44,700 원
13.6.2	BUY	44,700 원
13.5.16	BUY	44,700 원
13.4.1	BUY	44,700 원
13.3.4	BUY	44,700 원
13.2.1	BUY	44,700 원
13.1.29	BUY	44,700 원
12.12.30	BUY	44,700 원
12.11.28	BUY	44,700 원
12.11.27	BUY	44,700 원
12.11.19	BUY	44,700 원
12.11.16	BUY	44,700 원
12.11.7	BUY	44,700 원
12.11.5	BUY	44,700 원
12.11.4	BUY	44,700 원
12.10.29	BUY	44,700 원
12.10.22	BUY	44,700 원
12.10.21	업종 애널리스트 변경	



투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이

LIG손해보험

날짜	투자이견	수정목표주가
14.7.31	BUY	36,200 원
14.7.1	BUY	36,200 원
14.6.30	BUY	36,200 원
14.6.11	BUY	36,200 원
14.6.10	BUY	36,200 원
14.6.1	BUY	36,200 원
14.5.12	BUY	36,200 원
14.5.11	BUY	36,200 원
14.4.10	BUY	36,200 원
14.4.1	BUY	36,200 원
14.3.30	BUY	36,200 원
14.3.21	BUY	36,200 원
14.3.2	BUY	36,200 원
14.3.1	BUY	36,200 원
14.2.25	BUY	36,200 원
14.1.26	BUY	36,200 원
14.1.7	BUY	36,200 원
14.1.6	BUY	36,200 원
13.12.31	BUY	36,200 원
13.12.1	BUY	36,200 원
13.11.30	BUY	36,200 원
13.11.4	BUY	36,200 원
13.11.1	BUY	36,200 원
13.10.28	BUY	37,400 원
13.10.27	BUY	37,400 원
13.10.24	BUY	37,400 원
13.10.23	BUY	37,400 원
13.10.21	BUY	37,400 원
13.10.20	BUY	37,400 원
13.10.16	BUY	37,400 원
13.10.15	BUY	37,400 원
13.10.1	BUY	37,400 원
13.9.2	BUY	37,400 원
13.8.31	BUY	37,400 원
13.8.1	BUY	37,400 원
13.7.1	BUY	37,400 원
13.6.30	BUY	37,400 원
13.6.3	BUY	37,400 원
13.6.2	BUY	37,400 원
13.5.26	BUY	37,400 원
13.4.1	BUY	37,400 원
13.3.4	BUY	37,400 원
13.2.1	BUY	37,400 원
13.1.29	BUY	37,400 원
12.12.30	BUY	37,400 원
12.11.28	BUY	37,400 원
12.11.27	BUY	37,400 원
12.11.19	BUY	37,400 원
12.11.16	BUY	37,400 원
12.11.7	BUY	37,400 원
12.11.5	BUY	37,400 원
12.11.4	BUY	37,400 원
12.10.29	BUY	37,400 원
12.10.22	BUY	37,400 원
12.10.21	업종 애널리스트 변경	



투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이

메리츠화재

날짜	투자이견	수정목표주가
14.7.31	BUY	18,900 원
14.7.1	BUY	18,900 원
14.6.30	BUY	18,900 원
14.6.11	BUY	18,900 원
14.6.10	BUY	18,900 원
14.6.1	BUY	18,900 원
14.5.12	BUY	18,900 원
14.5.11	BUY	18,900 원
14.4.10	BUY	18,900 원
14.4.1	BUY	18,900 원
14.3.30	BUY	18,900 원
14.3.21	BUY	18,900 원
14.3.2	BUY	18,900 원
14.3.1	BUY	18,900 원
14.2.26	BUY	18,900 원
14.1.26	BUY	18,900 원
14.1.7	BUY	18,900 원
14.1.6	BUY	18,900 원
13.12.31	BUY	18,900 원
13.12.1	BUY	18,900 원
13.11.30	BUY	18,900 원
13.11.1	BUY	18,900 원
13.10.28	BUY	19,100 원
13.10.27	BUY	19,100 원
13.10.24	BUY	19,100 원
13.10.23	BUY	19,100 원
13.10.21	BUY	19,100 원
13.10.20	BUY	19,100 원
13.10.16	BUY	19,100 원
13.10.15	BUY	19,100 원
13.10.1	BUY	19,100 원
13.9.16	BUY	19,100 원
13.9.2	BUY	19,100 원
13.8.31	BUY	19,100 원
13.8.1	BUY	19,100 원
13.7.1	BUY	19,100 원
13.6.30	BUY	19,100 원
13.6.3	BUY	19,100 원
13.6.2	BUY	19,100 원
13.5.24	BUY	19,100 원
13.4.15	BUY	19,100 원
13.4.1	BUY	19,100 원
13.3.4	BUY	19,100 원
13.2.1	BUY	19,100 원
13.1.29	BUY	19,100 원
12.12.30	BUY	19,100 원
12.11.28	BUY	19,100 원
12.11.27	BUY	19,100 원
12.11.19	BUY	19,100 원
12.11.16	BUY	19,100 원
12.11.7	BUY	19,100 원
12.11.5	BUY	19,100 원
12.11.4	BUY	19,100 원
12.10.29	BUY	19,100 원
12.10.22	BUY	19,100 원
12.10.21	업종 애널리스트 변경	



### 투자의견 분류 및 적용

투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

#### • 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

#### • 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

### Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(신승현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2014년 8월 1일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(신승현)는 2014년 8월 1일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.