



# 동부화재(005830)

## 동부생명 상장을 통한 그룹 리스크 해소 시나리오

**Buy (Maintain)**  
**TP 70,000원**

### ■ 결론

투자이건 Buy, 목표주가 70,000원 유지

Positive Point: 동부생명 상장 이후 보험지주회사 전환을 통한 그룹 리스크 해소

### ■ Investment Point

#### 1. 동부생명 상장으로 보험지주체제로의 전환 가속화 예상

- 보험지주회사로의 전환은 동부화재의 평판 개선을 위한 목적이 가장 큼
- 동부생명 상장을 통해 확보한 자금을 금융/비금융계열사의 지분 정리에 활용할 것으로 예상
- "대주주-동부화재금융지주(가칭)-동부화재 사업회사/기타 금융자회사" 방식의 지주전환 가능성 높음

#### 2. 보험지주체제로의 전환을 통해 그룹리스크 해소 가능해질 것

- 보험지주 전환 이후 비금융계열사 출자 및 신용공여 제한되면서 그룹 리스크 상당 부분 해소 가능 전망
- 동부화재의 주가는 그룹리스크 때문에 25.5% 저평가 되어 있으며 보험지주체제로의 전환을 통해 이러한 디스카운트를 해소할 수 있을 것으로 판단

#### 3. 보험지주체제로의 변화 통해 동부화재는 주가 재평가 될 것

- 동부화재의 비금융계열사 거래가 전무한 상황에서도 시장의 우려는 여전한 것으로 판단하나, 보험지주회사 체제로의 변화를 통해 동부화재 주가는 펀더멘털에 걸맞게 재평가 될 것

(십억원, 원, 배, %)	2012	2013P	2014E	2015E
경과보험료	9,004	7,046	10,272	11,050
총영업이익	566	440	610	685
순이익	413	306	431	485
EPS	6,525	4,837	6,810	7,666
BPS	43,541	43,317	50,127	57,793
P/E	8.5	11.4	8.1	7.2
P/B	1.3	1.3	1.1	1.0
ROA	2.1	1.4	1.8	2.0
ROE	16.7	11.1	14.6	14.2
손해율	81.8	82.4	82.2	82.1
사업비율	19.5	19.2	19.3	19.0
합산비율	101.4	101.6	101.5	101.2

시장대비 상대강도 : 1개월(1.08), 3개월(0.99), 6개월(1.20)

주: FY13('13.04~'13.12)은 9개월 기준

업종 : 손해보험 / 2014.03.31

**Analyst 윤제민**

(6309-4611 / jemin.yoon@meritz.co.kr)

Rating & Target Price

New : Buy 70,000원

종가(03/28) 55,300원

Market Data

KOSPI 1,981.00pt

KOSDAQ 544.10pt

시가총액 39,152억원

발행주식수 7,080만주

외국인지분율 37.2%

DPS(2013) 1,000원

배당수익률(2013) 1.78%

Company Data

주요주주 김남호 외 7인 31.33%

동부화재 자사주 10.60%

국민연금공단 9.99%

Matthews Intl. Cap. Mgmt. LLC 6.07%

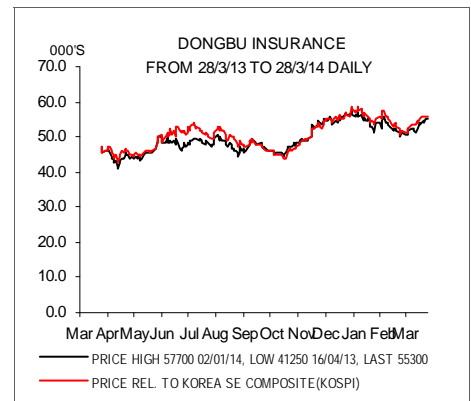
Matthews Intl. Funds 5.02%

Bloomberg 005830 KS

Price Range(52주) 40,400~59,500원

60일 평균거래량 130,693주

60일 평균거래대금 69.8억원





## Contents

1	Investment Thesis	4
2	<b>동부생명 상장으로 보험지주체제로의 전환 가속화 예상</b>	6
1	금융/비금융 계열사간의 지분 정리 진행되어 왔음	6
2	동부그룹에게 금융지주 전환 유인은?	7
3	동부생명 상장은 금융지주전환을 위한 첫 단추가 될 것	8
4	동부생명 IPO 통해 취득한 자금으로 금융/비금융계열사 지분정리 예상	8
3	<b>보험지주체제로의 전환을 통해 그룹리스크 해소 가능해질 것</b>	12
1	"대주주-동부화재금융지주(가칭)-동부화재 사업회사/기타 금융자회사" 방식의 지주전환 가능성 높음	12
2	동부화재는 인적분할 이후 보험지주회사체제 완성	13
3	지주전환 후 그룹 리스크로 인한 주가 디스카운트 해소 전망	15
4	동부그룹의 재무구조 개선안은 현재진행형	16
4	<b>보험지주체제로의 전환과정에서의 주요 이슈</b>	18
1	전환우선주 물량에 따른 동부생명 오버행 이슈	18
2	동부생명 공모가격, RBC 비율, 대주주 주식담보 등도 이슈화 가능	20

## Investment Thesis

동부화재 주가는 그룹 리스크가 불거질 때마다 펀더멘털 대비 저평가 상태가 지속되어 왔다. 따라서 동부화재를 주축으로 한 금융계열사의 지주회사체제로의 전환을 통해 비금융계열사에 대한 지원 가능성을 원천적으로 차단하는 것이 동부화재의 그룹 리스크를 해소하는 최선의 방법일 것으로 판단한다.

금융지주 체제로의 전환을 위한 첫 단추는 동부생명 상장이라고 판단한다. 동부생명 상장을 통한 확보한 자금을 금융/비금융계열사의 지분 정리에 활용할 수 있기 때문이다. 동부생명의 공모가를 10,000원, 신주 발행 규모 2,000만주, 구주매출 비중 35%를 가정 시 상장을 통해 동부화재가 확보할 수 있는 현금은 약 980억원이 될 것으로 전망한다. 동부생명 IPO를 통해 취득한 자금으로 금융/비금융계열사 지분정리가 가능해 질 것이다.

이후 동부화재는 인적분할을 거쳐서 ‘동부화재금융지주(가칭) / 동부화재 사업회사 및 기타 금융자회사’를 설립할 것이다. 보험지주회사 체제로의 전환 이후 동부그룹의 금융/비금융계열사 간의 출자 가능성 차단, 대주주와 금융계열사간의 신용공여 제한 등으로 그룹 리스크를 상당 부분 차단할 수 있을 것으로 판단한다.

2000년 이후 현대해상과의 상대PBR을 통해 계산한 현재 수준에서의 밸류에이션 디스카운트는 25.5%로 산정된다. 즉 현재 동부화재의 주가는 그룹리스크 때문에 25.5% 저평가되어 있다고 볼 수 있는 것이다. 동부화재는 보험지주회사로의 전환을 통해 이러한 디스카운트를 해소할 수 있을 것으로 판단한다. 그룹리스크 해도시 주가 상승폭은 25.5%이며 현재 주가에 적용할 경우 69,000원까지 상승이 가능할 것으로 전망한다.

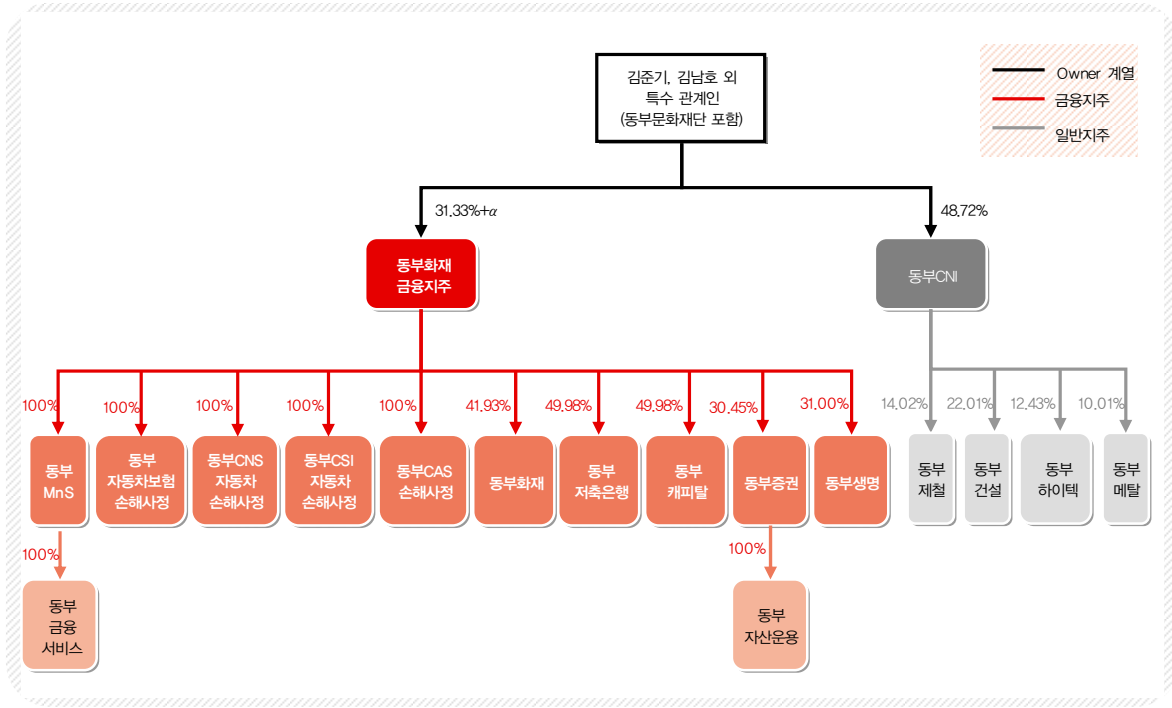
당사는 이러한 부분을 반영하여 동부생명 상장이 구체화 되는 시기에 목표주가를 재조정할 것이다. 앞으로 동부화재 주가는 그룹 재무구조 개선안 뉴스보다 동부생명 상장 일정에 더 영향을 받을 것으로 판단하기 때문이다.

동부화재와 현대해상 상대 PBR추이



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

동부화재 인적분할을 통한 지주사 설립 및 현물출자를 통한 주식 swap 이후 동부그룹 지배구조 예상도



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

주: 동부생명의 신주 발행 규모 2,000만주, 구주매출 비중 35% 가정, α는 인적분할 이후 지주사-자회사 자본 교환비율에 따라 변동

## 동부생명 상장으로 보험지주체제로의 전환 가속화 예상

### 1. 금융/비금융 계열사간의 지분 정리 진행되어 왔음

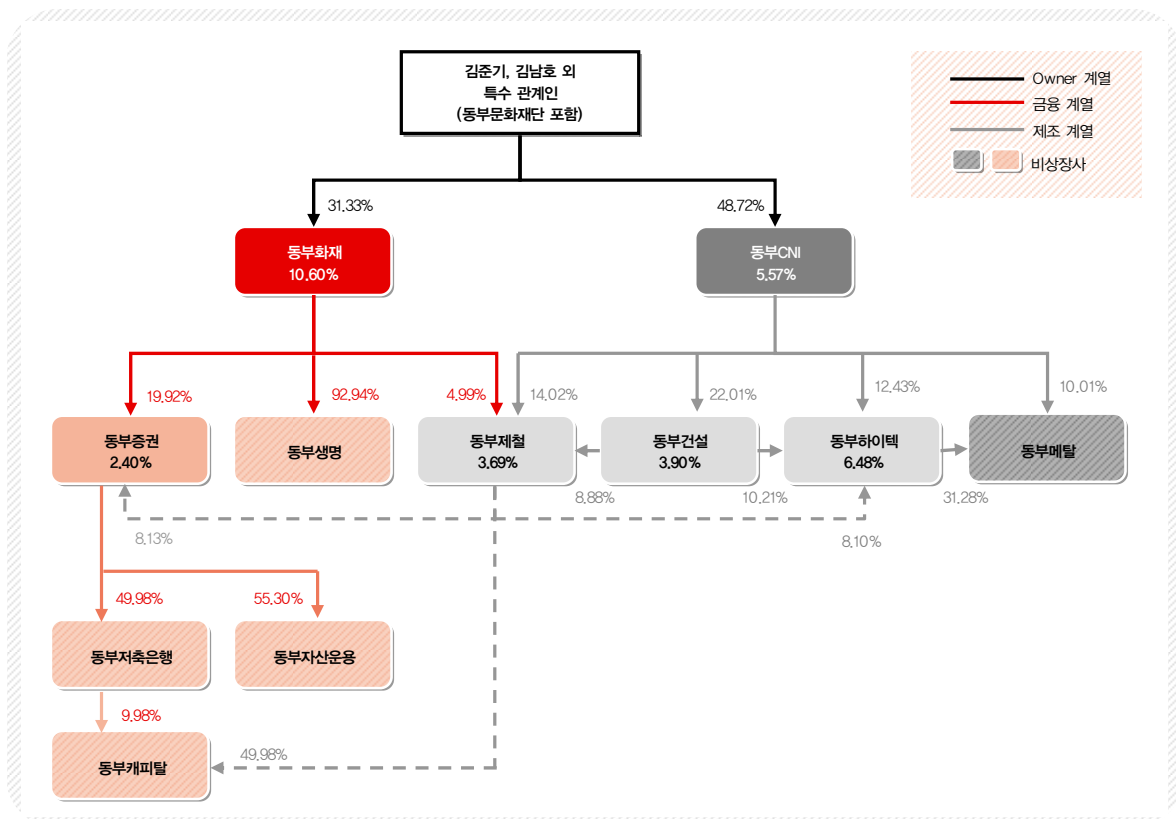
동부그룹  
비금융 계열사의  
낮은 수익성 및 과다  
차입금으로 동부화재  
주가 디스카운트

동부그룹은 2013년 9월말 기준 비금융 계열사 51개, 금융계열사 13개를 보유하고 있으며, 비금융 계열사의 낮은 수익성 및 과다 차입금으로 어려움을 겪고 있다. 이는 금융 계열사에게도 영향을 주고 있으며 금융 부문의 주력 계열사인 동부화재의 주가 디스카운트 요인으로 작용하고 있다. 동부화재만 놓고 본다면 사업비 경쟁력, 타 경쟁사의 벤치마킹 대상이 될 정도로 강점을 가지고 있는 투자영업부문 등 2위권 손보사 중 가장 튼튼한 펀더멘털을 보유하고 있다.

금융/비금융  
출자 관계는 대부분  
해소된 상태

그러나 그룹 리스크가 불거질 때마다 동사의 주가는 펀더멘털 대비 저평가 상태가 지속되어 왔다. 동부그룹도 이를 인식하고 그룹 리스크 해소를 위해 지배구조의 개선을 꾀해 왔다. 그 결과로 금융/비금융 계열사간의 지분 정리가 최근 2~3년 동안 진척되어 왔으며, 동부제철의 동부증권(8.13%), 동부캐피탈(49.98%) 보유 지분, 동부화재의 동부제철(4.99%) 보유 지분을 제외하면 금융/비금융 출자 관계는 대부분 해소된 상태다.

동부그룹 지배구조 (2013년 말 기준)



자료: 금감원 전자공시, 메리츠증권증권 리서치센터

주: 5% 이상 소유 주요지분 대상으로 한정. 동부하이텍이 동부저축은행 1.15% 소유

## 2. 동부그룹에게 금융지주 전환 유인은?

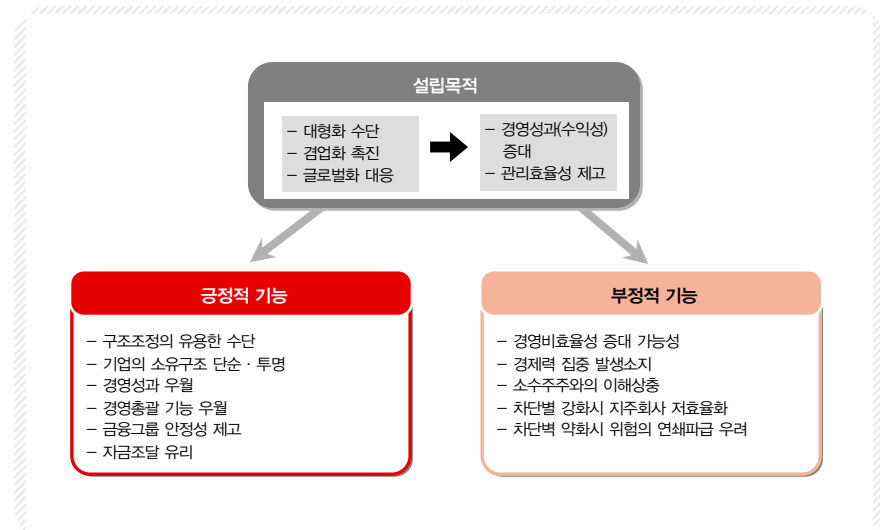
동부화재의  
평판 개선을 위한  
목적이 가장  
크다고 판단

부실의 전염을  
차단할 수 있어  
그룹 전체의  
안정성 제고 가능

동부그룹에게 있어 동부화재를 중심으로 한 금융지주회사체제로의 전환을 고민하게 된 배경을 찾아보면 금융 계열사간의 시너지 강화, 투자여력의 확대 등 여러 가지 장점이 있으나 동부화재의 평판 개선을 위한 목적이 가장 크다고 판단한다. 동부그룹이 금융지주회사체제로 전환할 경우 다음과 같은 긍정적 효과가 기대된다.

- ① 복잡한 기업집단의 소유구조가 단순 투명해지는 등 지배구조의 개선이 가능해짐
- ② 지주는 자회사의 경영관리에 전념하고, 자회사는 사업에 전념함으로써 경영총괄 측면에서 계열관계 회사에 비해 유리한 고지를 점하게 됨
- ③ 지주회사의 자회사간에는 신용공여제한 또는 출자제한 등 건전성 유지 규제를 위한 방화벽 설치로 부실의 전염을 차단할 수 있어 그룹 전체의 안정성 제고 가능
- ④ 지주회사는 자회사보다 유리한 조건으로 자금을 조달하여 자회사에 배분하는 자금조달창구로서의 기능 수행 가능

### 금융지주회사체제 도입의 효과



자료: 보험연구원, 메리츠증권증권 리서치센터

그룹 리스크에 대한  
시장의 평가는  
다소 냉정한 상황

시장이 주목하는 부분은 바로 자회사간의 신용공여제한 또는 출자제한 등을 통한 부실의 전염 차단이다. 과거 동부화재가 동부전자, 동부아남반도체 등 비금융계열사에 대한 지원을 했던 경험 때문에 동부화재가 또 다시 비금융계열사 지원에 나서지 않을까라는 시장의 우려가 상당한 것이 사실이다. 비록 동부화재가 2011년 10월 동부건설 BW매입(127억원) 이후 자회사에 대한 신용공여가 전무한 상황이고, 그룹 리스크는 없을 것이라고 재차 언급하고 있으나, 이에 대한 시장의 평가는 다소 냉정한 상황이다.

금융지주회사체제로  
의 전환이 동부화재  
그룹 리스크를  
해소하는  
최선의 방법

이러한 우려를 해소할 수 있는 가장 좋은 방법은 비금융계열사의 수익성 개선과 차입금 축소를 통한 펀더멘털 개선일 것이나, 그 부분이 여의치 않을 경우 동부화재를 주축으로 한 금융계열사의 지주회사체제로의 전환을 통해 비금융계열사에 대한 지원 가능성을 원천적으로 차단하는 것이 동부화재의 그룹 리스크를 해소하는 최선의 방법일 것으로 판단한다.

금융지주 체제로의  
전환을 위한  
첫 단추는  
동부생명 상장

동부생명 신주  
발행뿐만 아니라  
구주 일부 매출을  
병행할 것

신주 발행물량을  
1,000만주로 가정시  
구주 매출 비중은  
45%, 2,000만주로  
가정시 35%

### 3. 동부생명 상장은 금융지주전환을 위한 첫 단추가 될 것

금융지주 체제로의 전환을 위한 첫 단추는 동부생명 상장이라고 판단한다. 동부생명 상장을 통해 확보한 자금을 금융/비금융계열사의 지분 정리에 활용할 수 있기 때문이다. 현재 동부생명은 상장예비심사청구를 마친 상태로, 4월 중에 예비심사를 통과할 것으로 예상된다. 상장예비심사청구를 통과하면 이후 유가증권신고서 제출, 수요예측 및 공모가 결정 등을 거쳐 하반기 중에 상장이 가능할 것으로 판단한다.

동부그룹에 따르면 동부생명의 IPO 규모는 1,000~2,000억 내외이며, 상장 후 예상 시가 총액은 5,000~6,000억원 수준이 될 것으로 전망하고 있다. IPO 구조가 아직 확정된 것은 아니지만 동부화재가 보유한 동부생명 지분율이 92.94%, 김준기 회장의 지분율이 7.06%로 대주주 및 특수관계인이 동부생명 지분 100%를 보유한 점을 고려한다면, 신주 발행뿐만 아니라 구주 일부 매출을 병행할 것으로 판단한다.

신주 발행 물량 및 구주 매출 비율은 아직 미정이나, 동부생명 신주 발행 1,000~2,000만 주, 구주 매출 비중 25% 병행시 동부화재는 동부생명 지분을 35.8%~43.1% 수준으로 유지할 수 있다(IPO시 상환우선주가 보통주로 전환 가정). 상장 금융사는 30% 이상만 보유하면 금융지주 내 금융자회사 요건을 충족할 수 있기 때문에 자금 확보를 극대화하기 위해 구주 매출 물량을 더 늘릴 가능성도 있다. 이 경우 동부생명 신주 발행물량을 1,000만주로 가정할 때 구주 매출 비중은 45%, 2,000만주로 가정할 때 35% 수준이 될 것으로 판단한다. 이와 더불어 동부그룹 대주주인 김준기 회장의 지분 7.06%(2,047,058 주) 모두 구주 매출이 이루어질 것으로 판단한다.

신주발행 및 구주매출 비중에 따른 동부화재 지분 변화(주당 공모가 1만원 가정시)

신주발행 규모(주)	구주매출비중(%)							
	15	20	25	30	35	40	45	50
10,000,000	48.9	46	43.1	40.3	37.4	34.5	31.6	28.8
12,500,000	46.5	43.8	41	38.3	35.6	32.8	30.1	27.4
15,000,000	44.3	41.7	39.1	36.5	33.9	31.3	28.7	26.1
17,500,000	42.4	39.9	37.4	34.9	32.4	29.9	27.4	24.9
20,000,000	40.6	38.2	35.8	33.4	31	28.6	26.2	23.9

자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

### 4. 동부생명 IPO 통해 취득한 자금으로 금융/비금융계열사 지분정리 예상

동부생명 IPO 통해  
취득한 자금으로  
금융/비금융계열사  
지분정리 예상

동부생명의 공모가를 10,000원, 신주 발행 규모 2,000만주, 구주매출 비중 35%를 가정시 상장을 통해 동부화재가 확보할 수 있는 현금은 약 980억원이 될 것으로 전망한다. 동부화재는 상장을 통해 취득한 자금을 우선 동부제철이 보유한 동부증권 지분 8.13%(장부가액<sup>1</sup> 125억), 동부캐피탈 지분 49.98% (장부가액 314억)를 취득하는데 활용할 것으로 보이며, 동부화재가 보유한 동부제철 지분 4.99% (장부가액 67억)는 동부CNI 혹은 대주주에게 매각할 것으로 예상된다.

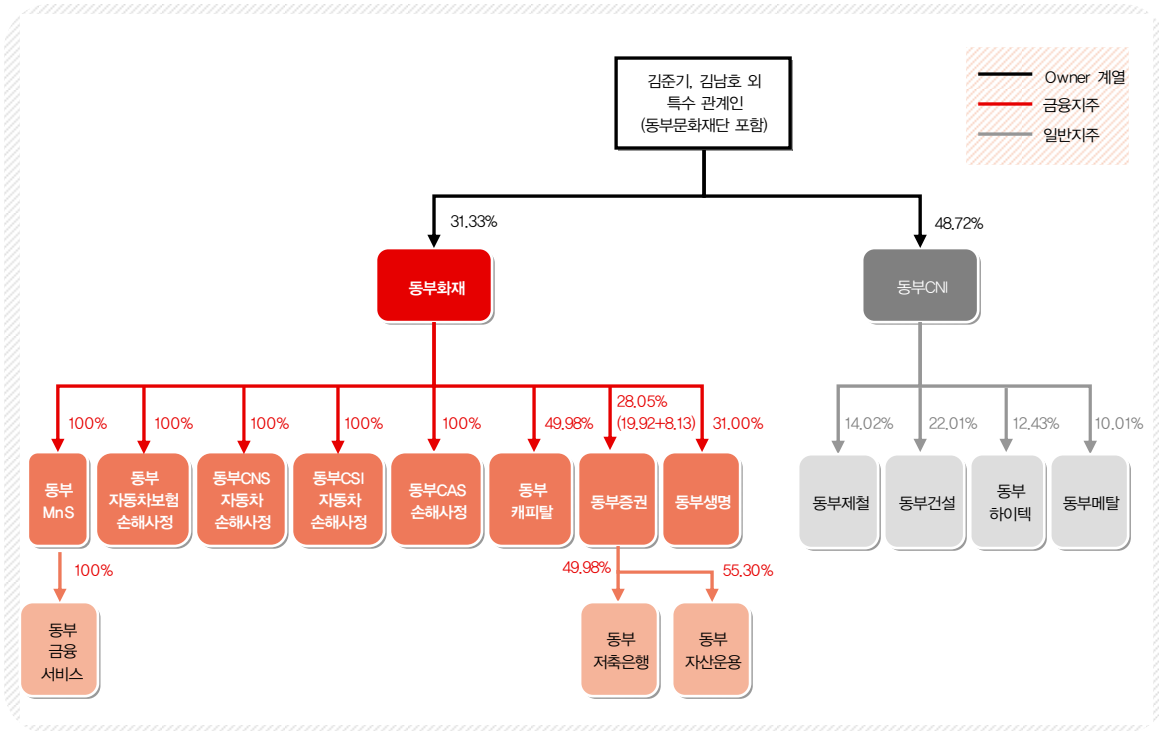
<sup>1</sup> 2013년 9월말 기준



금융계열사와  
비금융 계열사간의  
출자 구조 사라질 것

위의 과정을 거치면 금융계열사와 비금융 계열사간의 출자 구조는 사라지게 되고 동부화재를 중심으로 금융계열과 동부CNI를 중심으로 한 비금융계열로 지분 정리가 마무리 될 것이다.

동부생명 상장 이후 동부그룹 지배구조 예상도 ①



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

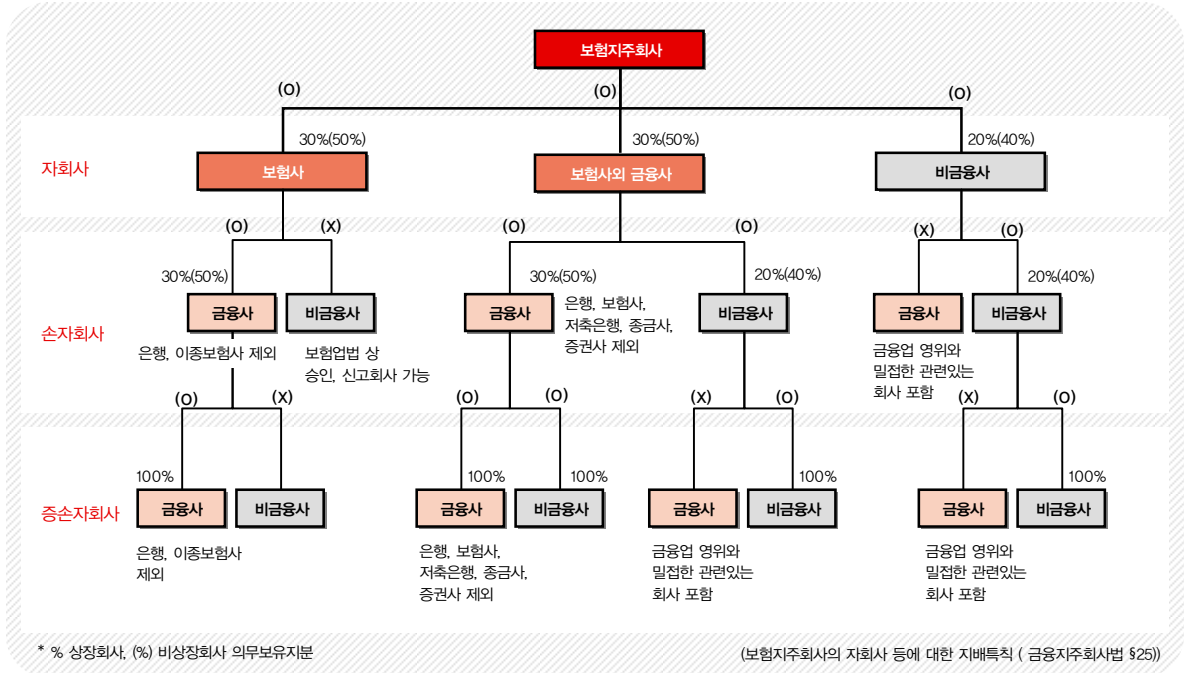
주: 동부생명의 신주 발행 규모 2,000만주, 구주매출 비중 35% 가정

보험지주회사  
설립을 위한  
추가적인 절차 필요

보험지주회사 설립을 위한 1차 과정인 금융/비금융 출자구도 정리 후 2차적으로 보험지주제 전환이 가능하도록 금융계열 내에서 추가적인 지분 이동이 필요할 것으로 판단한다. 첫째, 동부화재는 동부생명을 자회사로 둘 수 없다. 금융지주회사법은 보험사가 이종보험사를 자회사로 소유하는 것을 금지하고 있기 때문이다. 둘째, 동부증권은 동부저축은행을 자회사로 둘 수 없다. 동법은 보험사의 금융사가 은행, 보험사, 저축은행, 증권사, 증권사를 자회사로 소유하는 것을 금지하고 있기 때문이다.

셋째, 동부증권은 동부자산운용을 100% 소유해야 한다. 동법은 보험지주회사의 증손회사에 대해 100% 지분 보유를 규정하고 있는데, 보험지주 전환을 가정시 동부자산운용은 지주사의 증손회사에 해당하기 때문이다. 마지막으로 동부화재는 동부증권 보유 지분을 30% 이상으로 확대해야 한다. 보험사의 금융자회사 지분을 상장회사 30%, 비상장회사 50% 이상 보유해야 한다는 규정 때문이다.

보험지주회사의 자회사 보유 규제



자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

**법적인 지분소유  
규제에 대한 정리는  
충분히 가능할  
것으로 판단**

결국 법적인 지분 소유 규제에 대한 정리가 필요할 것으로 보이며, 현재 상황에서 충분히 가능할 것으로 판단한다. 첫째, 동부화재가 동부생명을 자회사로 보유할 수 없는 부분은 지주 전환시 인적분할 과정에서 동부화재가 보유한 동부생명 지분 전부를 분할 설립되는 지주회사에 100% 이전시킴으로 해결 가능할 것으로 보인다. 둘째, 동부증권이 보유한 동부저축은행 지분 49.98%(장부가 473억)을 동부화재로 넘김으로써 해결 가능하다.

셋째, 동부증권이 동부저축은행 지분을 넘기면서 동부화재로부터 받은 금액으로 동부자산운용의 100% 지분 취득이 가능할 것이다. 넷째, 동부증권이 보유한 자사주 지분 2.4%를 동부화재가 인수하면 동부화재 지분은 30.45%로 금융지주회사법 상 자회사 규정을 모두 충족하게 된다.

**동부화재를  
중심으로 한  
보험지주회사  
설립과정 모두  
마무리**

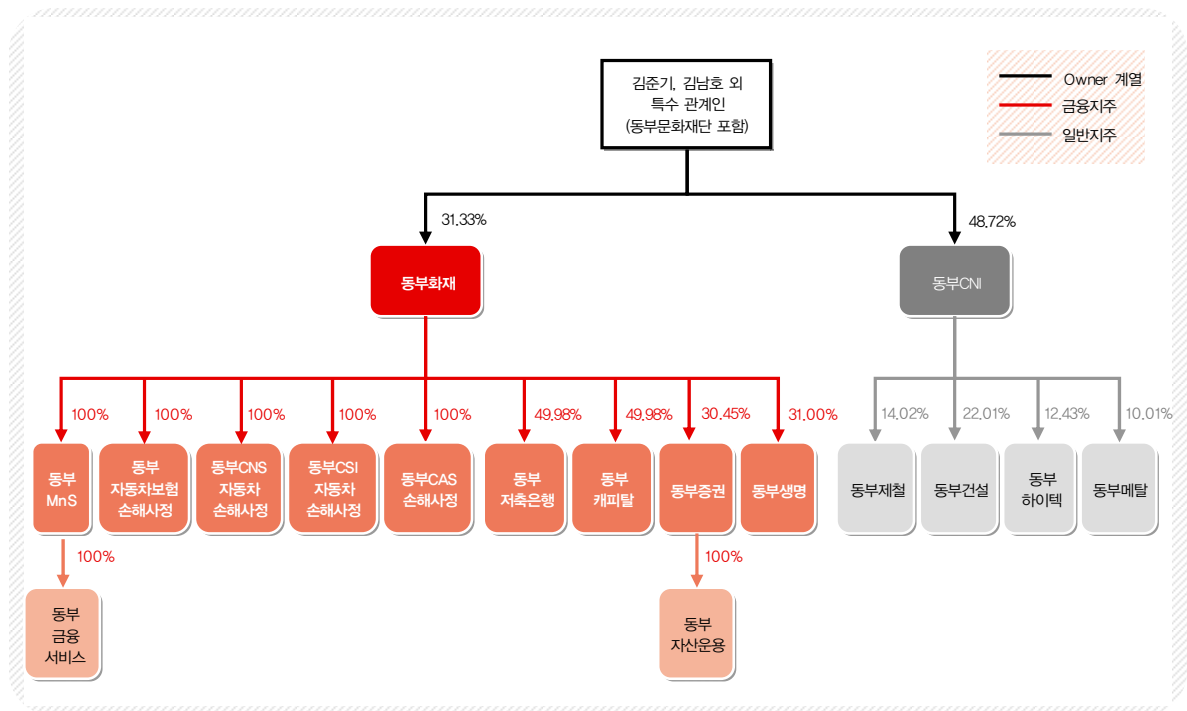
위의 과정을 모두 마치면 동부그룹은 동부화재를 중심으로 한 보험지주회사 설립에 필요한 모든 과정을 마무리할 수 있다. 동부화재가 보험지주 전환 과정에서 필요한 자금은 총 949억원이며, 동부생명 구주 매출 35% 및 동부제철 지분 4.99% 매각을 통해 확보할 수 있는 자금은 1,047억이다. 필요금액 대부분이 동부생명의 상장과정에서 구주 매출을 통해 확보 가능하다. 동부생명 상장이 동부화재를 중심으로 한 보험지주회사 설립 과정에서 꼭 필요한 이유다.

동부화재를 중심으로 한 보험지주 전환 과정에서의 자금 유출입 내역

자금 유입	자금 유출	금액(억원)
동부생명 주식 구주 매출 35%		980
동부화재 보유 동부제철 지분 4.99% 매각		67
<b>동부화재로의 현금유입</b>		<b>1,047</b>
	동부제철 보유 동부증권 지분 8.13% 취득	125
	동부제철 보유 동부캐피탈 지분 49.98% 취득	314
	동부증권 보유 동부저축은행 지분 49.98% 취득	473
	동부증권 자사주 2.4% 취득	37
	<b>동부화재의 현금유출</b>	<b>949</b>

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

동부생명 상장 이후 동부그룹 지배구조 예상도 ②



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

주: 동부생명의 신주 발행 규모 2,000만주, 구주매출 비중 35% 가정

## 보험지주체제로의 전환을 통해 그룹리스크 해소 가능해질 것

### 1. “대주주-동부화재금융지주(가칭)-동부화재 사업회사/기타 금융자회사” 방식의 지주전환 가능성 높음

동부그룹에게 가능한  
지주회사  
전환 시나리오는  
크게 두 가지

보험지주회사 설립을 위한 모든 작업을 끝내고 나면, 동부그룹은 보험지주회사로의 전환 작업을 본격적으로 시작할 것으로 전망한다. 지주회사 체제를 어떻게 가져갈 지가 관건인데, 동부그룹에게 가능한 지주회사 전환 시나리오는 크게 두 가지로 정리할 수 있다.

· 시나리오 ①: ‘대주주-동부화재금융지주(가칭)-동부화재 사업회사/기타 금융자회사’

· 시나리오 ②(중간금융지주):

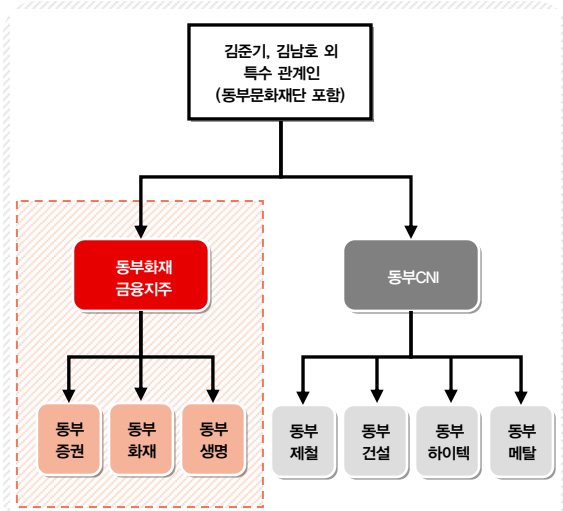
‘대주주-동부CNI-동부화재금융지주(가칭)-동부화재 사업회사/기타 금융자회사’

시나리오 ①은  
지분 정리 마무리 후  
바로 추진 가능하며  
현실적으로  
가장 실현 가능성이  
높을 것으로 판단

시나리오 ①은 지분 정리 마무리 후 바로 추진 가능하며 현실적으로 가장 실현 가능성이 높을 것으로 판단한다. 인적분할을 통해 동부화재를 지주회사와 사업회사로 분리하면 가능하기 때문이다. 반면 시나리오 ②는 대주주 및 특수관계인의 동부화재 지분 31.33%를 동부CNI로 이전해야 가능하나, 동부CNI가 지분을 매입할 자금여력이 충분치 않아 실현 가능성은 낮다.

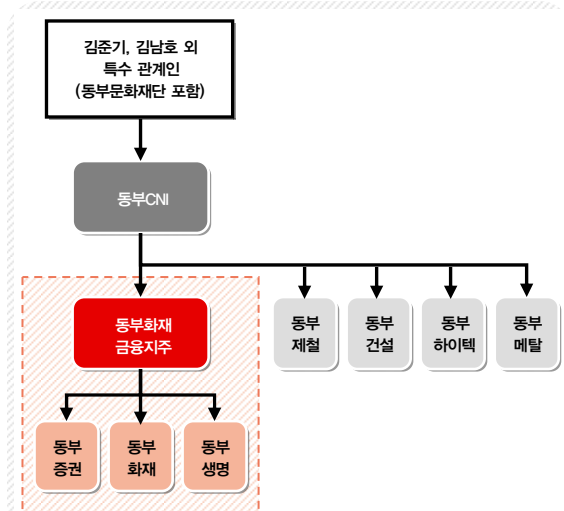
또한 대주주가 동부CNI에 동부화재 지분을 무상증여 하는 방법도 고려할 수 있겠으나 증여세 이슈가 발생하기 때문에 역시 가능성이 낮다. 무엇보다 대주주 지분의 90% 가량이 담보로 설정되어 있기 때문에 지주전환 단계에서 담보설정 문제가 해결되지 않는다면 시나리오 ②는 거의 불가능할 것으로 판단한다.

지주전환 시나리오 ①



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

지주전환 시나리오 ②



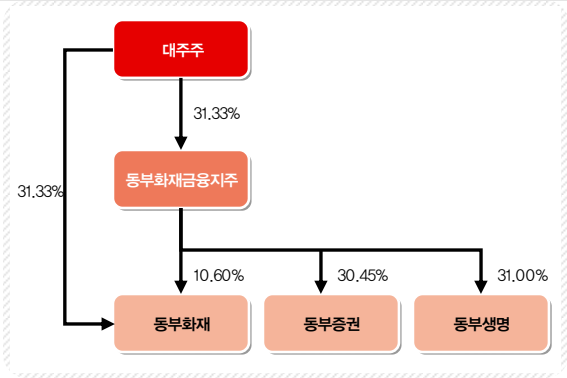
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2. 동부화재는 인적분할 이후 보험지주회사체제 완성

동부화재는 인적분할을 거쳐서 '동부화재금융지주(가칭) / 동부화재 사업회사 및 기타 금융 자회사' 설립

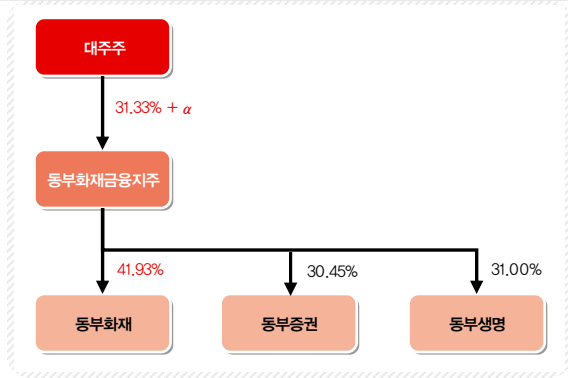
시나리오 ①을 따른다면, 동부화재는 인적분할을 거쳐서 '동부화재금융지주(가칭) / 동부화재 사업회사 및 기타 금융자회사'를 설립할 것이다. 지주사 체제로 전환했던 많은 기업들이 그랬듯 인적분할 후 대주주는 현물출자를 통해 동부화재 사업회사 지분과 지주회사 지분 swap을 통해 대주주의 동부화재금융지주 지분율을 높일 것으로 판단한다.

인적분할 직후 지배구조 예상



자료: 메리츠증권리서치센터

현물출자를 통한 주식 swap 이후 지배구조 예상



자료: 메리츠증권리서치센터

지주전환이후 동부그룹의 비금융계열사를 자회사로 편입하는 것이 불가능

보험지주회사 체제로의 전환 이후 다음 두 가지 이유로 그룹리스크가 상당 부분 해소 가능할 것으로 전망한다.

첫째, 금융지주회사법 제20조<sup>2</sup>에 따르면 비은행지주회사는 비금융회사를 자회사로 보유할 수 있으나 비금융자회사의 범위는 금융업 또는 보험업과 밀접한 관련이 있는 등 대통령령이 정하는 기준에 해당하는 회사만을 포함한다. 따라서 보험업과 밀접한 관련이 없는 동부그룹의 비금융계열사를 자회사로 편입하는 것이 불가능해진다.

대주주와 자회사간의 신용공여 역시 제한적

둘째, 출자제한의 경우에도 보험지주회사의 자회사가 대주주에게 신용공여 등의 형태로 비금융계열사 우회지원 가능성이 남아있다. 그러나 대주주와 자회사간의 신용공여 역시 금융지주회사법 제34조<sup>3</sup>에 따라 제한되고 있어 우회 지원 가능성은 제한적으로 판단한다.

<sup>2</sup> \* 금융지주회사법 제20조(비금융회사 지배의 특례) ① 비은행지주회사는 제6조의3에도 불구하고 비금융회사를 자회사로 지배할 수 있다. 이 경우 비은행지주회사는 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」 제8조의2제2항제2호에 해당하는 행위를 하여서는 아니된다.

\* 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제8조의2(지주회사 등의 행위제한 등) ②지주회사는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니된다.

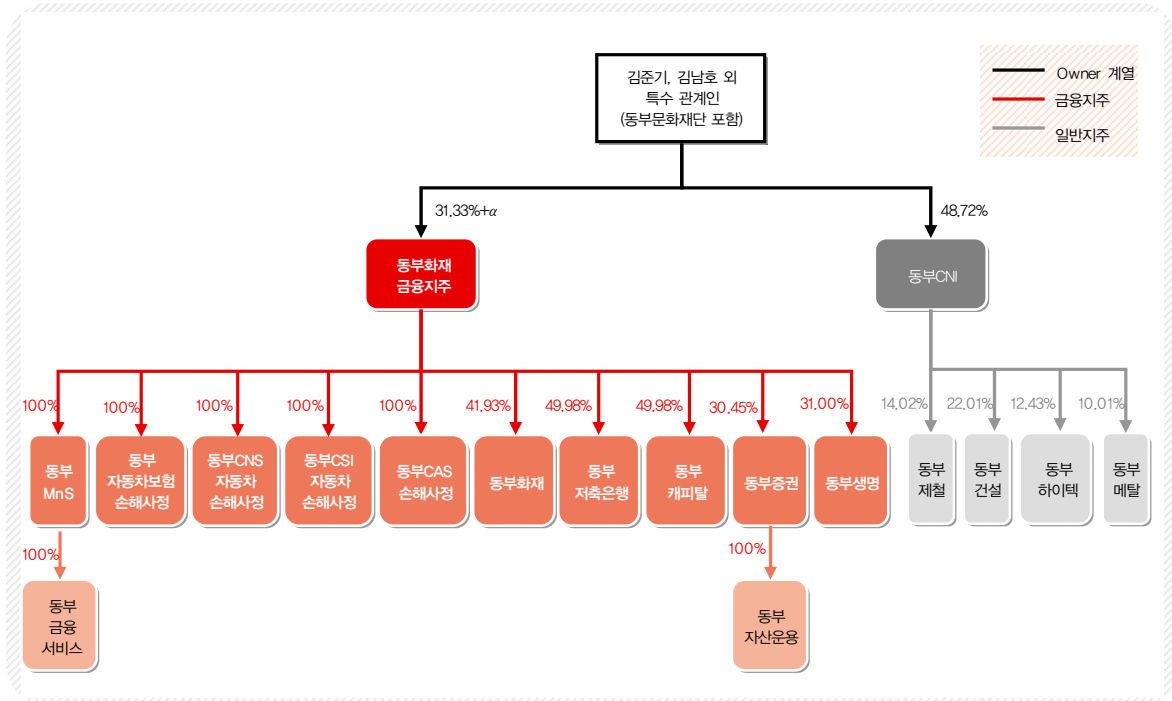
4. 금융업 또는 보험업을 영위하는 자회사의 주식을 소유하는 지주회사(이하 "금융지주회사"라 한다)인 경우 **금융업 또는 보험업을 영위하는 회사(금융업 또는 보험업과 밀접한 관련이 있는 등 대통령령이 정하는 기준에 해당하는 회사를 포함한다)외의 국내회사의 주식을 소유하는 행위**. 다만, 금융지주회사로 전환하거나 설립될 당시에 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사 외의 국내회사 주식을 소유하고 있는 때에는 금융지주회사로 전환하거나 설립된 날부터 2년간은 그 국내회사의 주식을 소유할 수 있다.

<sup>3</sup> 제34조(대주주와의 거래 등의 제한 등) ① 비은행지주회사 및 그 자회사등(이하 "비은행지주회사등"이라 한다)은 담보권의 실행 등 권리행사를 위하여 필요한 경우, 그 밖에 비은행지주회사등의 건전성을 해하지 아니하는 범위에서 금융업의 효율적 수행을 위하여 대통령령으로 정하는 경우를 제외하고 직접 또는 간접으로 해당 비은행지주회사의 대주주(그의 특수관계인을 포함한다. 이하 이 조에서 같다)의 다른 회사에 대한 출자를 지원하기 위한 신용공여를 하여서는 아니 된다.

그룹 리스크  
상당부분 해소 전망

결론적으로 보험지주회사 체제로의 전환은 시장에서 우려하고 있는 그룹 리스크인 동부화재의 비금융계열사에 대한 출자 및 신용공여 가능성을 제도적으로 차단할 수 있을 것으로 판단한다.

동부화재 인적분할을 통한 지주사 설립 및 현물출자를 통한 주식 swap 이후 동부그룹 지배구조 예상도



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

주: 동부생명의 신주 발행 규모 2,000만주, 구주매출 비중 35% 가정, α는 인적분할 이후 지주사-자회사 지분 교환비율에 따라 변동

동부화재  
그룹리스크는  
2001년부터 시작

### 3. 지주전환 후 그룹 리스크로 인한 주가 디스카운트 해소 전망

동부화재의 그룹리스크로 인한 만성적인 주가저평가 현상은 동부전자, 동부아남반도체 등의 계열사 지원에서 시작했다. 2001년의 동부전자 지원, 2002년의 동부아남반도체 지원으로 동부화재 주가가 그룹리스크에 따른 영향으로 저평가를 받기 시작하였다.

2001년 이후 동부화재의 동부그룹 지원 내역

계열사	내용	시기	금액(억원)
동부건설	유가증권 매수(CP)	2001년 3월	200
동부건설	유가증권 매수(CP)	2001년 7월	200
동부전자	금전대여(Syndicated Loan 참여)	2001년 11월	500
동부건설	유가증권 매수(인천공항철도 보통주)	2002년 12월	274
동부아남반도체	출자(지분 8.03% 취득)	2002년 7월	500
동부캐피탈	CP 할인	2003년 6월	500
동부아남반도체	금전대여(Syndicated Loan 참여)	2004년 6월	650
동부생명	후순위대출	2009년 3월	400
동부증권	동부증권 제 5 회 무보증 후순위 공모사채 매입	2011년 4월	500
동부건설	신주인수권부 사채 매입	2011년 10월	127

자료: 금감원 전자공시, 메리츠증권증권 리서치센터

주요 비금융계열사의  
업황 부진 지속,  
과다차입금 부담으로  
디스카운트  
현상은 지속

매출 규모 및 ROE가 유사한 현대해상과의 상대PBR 비교시 동부화재의 그룹리스크가 시장에서 어떻게 반영되었는지 명확하게 나타난다. 동부화재/현대해상 상대PBR은 비금융계열사 지원이 본격화 된 2001년 7월 이후 100이하로 하락하여 동부화재가 저평가됨을 나타내고 있다. 이후 비금융계열사 실적 개선으로 프리미엄을 부여받기도 했으나, 2007년 말 동부하이텍 부도 가능성이 제기되면서 다시 그룹 리스크로 인한 디스카운트가 부각되었다. 이후 동부제철, 동부건설 등 주요 비금융계열사의 업황 부진 지속 및 과다 차입금 부담으로 디스카운트 현상은 지속되고 있다.

동부화재의 주가는  
그룹리스크 때문에  
25.5% 저평가

2000년 이후 현대해상과의 상대PBR을 통해 계산한 현재 수준에서의 밸류에이션 디스카운트는 25.5%로 산정된다. 즉 현재 동부화재의 주가는 그룹리스크 때문에 25.5% 저평가되어 있다고 볼 수 있는 것이다.

동부화재는 보험지주회사로의 전환을 통해 이러한 디스카운트를 해소할 수 있을 것으로 판단한다. 그룹리스크 해소시 주가 상승폭은 25.5%이며 현재 주가에 적용할 경우 69,000원까지 상승이 가능할 것으로 전망한다. 당사 목표주가인 70,000원과 유사한 수준이다.

동부화재와 현대해상 상대 PBR추이



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

4. 동부그룹의 재무구조 개선안은 현재진행형

3조원 규모의  
재무구조  
개선안 발표

2013년 11월 동부그룹은 3조원 규모의 재무구조 개선안 발표 후 자산매각 절차를 진행 중이다. 최근 동부익스프레스 지분 매각 발표로 1,500억원 가량을 확보한 상태이며, 현재 산은과 동부특수강, 동부당진항만의 패키지 인수 역시 협의 중이다. 인수 협의가 마무리 되면 5월중 동부제철에 자금납입을 완료할 계획이다.

핵심 자산 매각은  
더디게나마 진행

애초 추진하던 SPC의 패키지 딜 방식이 일부 핵심 자산의 개별 매각 쪽으로 방향을 선회하면서 구조조정 작업이 지연·축소되거나 자금 유입이 늦어지는 게 아니냐는 시장의 우려가 있었으나, 동부제철 인천공장을 POSCO가 인수를 검토하고 있다고 밝히면서 핵심 자산 매각은 더디게나마 진행되고 있는 것으로 보인다. 그러나 자산 매각 속도가 늦어지면서 재무구조 개선을 통한 그룹 리스크 해소 역시 지연되는 모습이다.

동부화재가 계열사에  
신규 출자 및  
신용공여를 할  
가능성은 제한적

그러나 동부화재가 계열사에 신규 출자 및 신용공여를 할 가능성은 제한적으로 판단한다. 동양상태 이후 금융사를 통한 계열사 지원에 대해 금융당국 감독이 더욱 강화되는 분위기가 조성되고 있기 때문이다. 실제로 2011년 10월 동부건설 BW매입(127억원) 이후 동부화재의 금융계열사 지분매입을 제외한 비금융계열사와의 거래는 전무한 상태인데, 이 배경에는 금융당국의 비금융계열사 지원에 대한 강한 규제 스탠스가 반영된 것으로 판단한다.

금융지주회사 체제로  
의 변화를 통해  
동부화재 주가는  
펀더멘털에 걸맞게  
재평가 될 것

실제 비금융계열사에 대한 지원 가능성이 제한적임에도 불구하고 동부화재 주가는 동부그룹의 재무구조 개선안에 영향을 받는 모습이다. 그룹리스크의 전이가 언제든지 가능할 것이라는 투자자들의 판단이 반영되어 있다고 판단한다. 그러나 동부생명을 상장을 통한 금융지주회사체제로의 변화는 이러한 우려를 상당 부분 해소할 것으로 판단하며, 보험지주회사 체제로의 변화를 통해 동부화재 주가는 펀더멘털에 걸맞게 재평가 될 것이다.

동부생명 상장  
구체화 되는 시기에  
목표주가 재조정

당사는 이러한 부분을 반영하여 동부생명 상장이 구체화 되는 시기에 목표주가를 재조정할 것이다. 앞으로 동부화재 주가는 그룹 재무구조 개선안 뉴스보다 동부생명 상장 일정에 더 영향을 받을 것으로 판단하기 때문이다.



동부그룹 재무구조 개선안

대상	구분	그룹 제시 금액(억원)	예상 완료시기	비고
동부제철	동부발전한만운영 Financing	3,000	'14.1Q	- FI 위주로 구성하여 14년 3월말까지 완료 추진 - 매각금액 축소 가능성, SPC 편입 검토중
	인천공장지분 매각	7,000	'14.3Q	- 개별매각 또는 패키지 매각 예정 - 담보설정 차입금(약 4,000억원) 존재
	유가증권 매각	500	'13 하반기 ~ '14 상반기	- 13년 12월 동부생명보험 주식 매각(208억원) 완료 - 14년 상반기중 동부캐피탈/동부증권 주식 매각예정
	동부특수강 매각	1,200	'14~'15	- IPO 시장 여건에 따른 지연 가능성 - 산업은행과 보유지분 일괄 매각 협의중
	유상증자	1,300	'14~'15	14년 700억원, 15년 600억원 예정
소계		13,000		
동부건설	동부발전당진 지분(60%)	2,600		매각지연 및 금액 변동 가능성
	동부익스프레스 지분(50.1%)	1,500		14년 1월 KTB PE와 MOU 체결
	소계	4,100		
기타	동부하이텍 지분(37.29%)	미정	'14 상반기	개별매각 예정, 주관사 선정 완료
	동부메탈 지분(70.78%)	미정	미정	동부하이텍 보유지분 외에는 매각 지연 가능성
	동부판한농 유희부지	미정	'14	울산공장 부지 매각 협의중, 이외 지연 가능성
	김준기 회장 사재출연	미정	미정	동부화재 지분 5% 매각 포함

자료: 동부그룹, 메리츠증권증권 리서치센터

동부화재의 계열사 출자 및 신용공여 현황

<주식 및 채권>

(단위: 십억원)	지분율	취득가	장부가
주식			
동부생명	92.94%	376	285
동부증권	19.92%	65	49
동부캐피탈	10.00%	3	3
동부제철	4.99%	12	7
채권			
동부증권		50	후순위채
동부건설		12	BW
전체		517	

<대출>

(단위: 십억원)	금액	비고
동부하이텍	38	신디케이트론
동부캐피탈	4	CP 할인
전체	42	

자료: 동부화재, 메리츠증권증권 리서치센터  
주: '13.12월 기준

보험업법 상 계열사 등에 대한 투자 한도

(단위: 십억원)	총자산대비	당사한도
대출한도	3%	
동일회사에 대한 채권, 주식 발행한도	7%	
타회사 대출, 채권, 주식 발행한도	12%	
자회사 채권, 주식 발행 한도	총자산의 3% 또는 자기자본의 60% 중 적은 금액	618
자회사 대출한도	총자산의 2% 또는 자기자본의 40% 중 적은 금액	412
부동산	15%	
비상장주식	5%	
외국투자	30%	
선물거래	3%	

자료: 동부화재, 메리츠증권증권 리서치센터  
주: '13.12월 기준

## 보험지주체제로의 전환과정에서의 주요 이슈

### 1. 전환우선주 물량에 따른 동부생명 오버행 이슈

동부생명 대주주 및  
특수관계인이  
100% 지분을 보유

동부생명 주주 구성은 보통주 기준으로 동부화재(26,952,942주, 92.94%), 김준기(2,047,058주, 7.06%) 등 대주주 및 특수관계인이 100% 지분을 보유하고 있다. 2010년 동부화재 지분은 29.62%에 불과했으나, 이후 금융지주 전환을 위한 사전 포석으로 동부증권, 동부제철, 동부CNI, 동부캐피탈로부터 지분을 넘겨받았다.

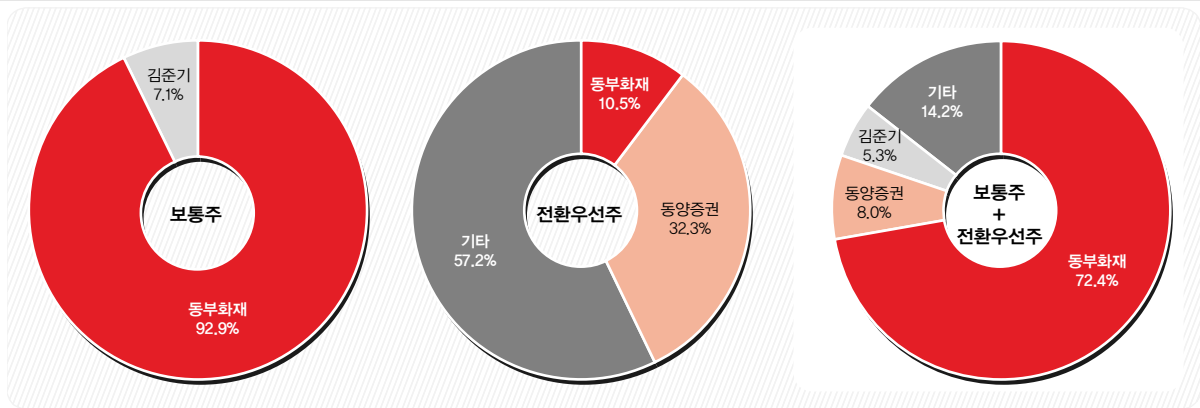
동부생명은 2010년  
말 1,200억원 가량의  
기명식 전환우선주  
발행

동부생명은 2010년 말 1,200억원 가량의 기명식 전환우선주(Convertible Preferred Stock:CPS) 를 발행하였다. 총 9,589,000주, 1199억원치가 발행되었으며 주당 가격은 12,500원으로 결정되었다. 이 당시 발행한 CPS의 주요 소유주는 동양증권(3,100,000주, 32.3%), 동부화재(1,005,680주, 10.48%), 개인투자자 위주의 기타(6,498,000주, 67.7%)로 구성되어 있다.

전환우선주는  
일정기간이 지난 후  
보통주로 전환

전환우선주는 발행 시에는 우선주로 발행되었으나, 일정기간이 지난 후 보통주로 전환할 수 있는 주식이다. 반면 상환전환우선주는 일정기간이 지난 후 보통주로 전환하거나, 이익으로써 상환될 수 있는 권리가 부여된 주식이다. 이 경우, 재무상태표의 이익의 한도 내에서 상환이 가능하며 배당가능 이익이 없으면 상환이 불가하다. K-IFRS에 따르면 전환우선주는 실질적으로 주식의 성격이 강해서 자본으로 분류되는 반면, 상환전환우선주는 전환사채(CB)와 보통주의 중간적인 성격을 보이기 때문에 부채로 분류된다.

동부생명 주주 구성내역



자료: 금감원 전자공시, 메리츠증권리서치센터

동양증권은  
동부생명 실권주  
310만주를 보유

동양증권은 2010년 동부생명 전환우선주 발행 대표주관사로 참여했다가 실권주 310만주를 보유하고 있다. 동부생명 상장시 공모가로 전환가를 재조정해 주기로 하는 리픽싱(refixing) 조항<sup>4</sup>이 포함되었으며, 공모가가 낮을수록 전환우선주 전환으로 동양증권이 보유하게 될 주식 수는 더 늘어나게 된다. 공모가가 10,000원일 경우 동양증권이 보유한 물량은 388만주까지 늘어날 것으로 전망된다.

<sup>4</sup> 상장할 경우 조정후 전환가격 = 조정 전 전환가격 × (상장을 위한 1주당 공모가격 / CPS 의 1주당 발행가격)

동부화재가  
동양증권이 보유한  
CPS를 매입하는  
방법이 가능

동양증권은 여러 가지 이유로 상장후 바로 전환우선주를 매도할 가능성이 높아 오버행 이슈가 발생할 수 있으며, 이는 동부생명 공모가 산정에 부정적 요소로 작용할 수 있다. 오버행 이슈 해소를 위해서는 동부화재가 동양증권이 보유한 CPS를 매입하는 방법이 가능할 수 있다. CPS 발행 당시 가격인 주당 12,500원에 전환우선주를 매입하는 것으로 가정하면 CPS 매입에 약 388억원이 소요될 것으로 예상된다.

2010년 동부생명 전환우선주 일반공모 발행조건

구분	세부내용
배당률	- 1차년도: 액면가액의 5%(공모가격의 2%) - 2차년도 이후: 액면가액의 10%(공모가격의 4%) * 단, 상장일이 속하는 사업년도 이후: 액면가액의 0.1%
전환기간	- 전환개시일: 2014년 사업년도 개시일 or 상장일 중 먼저 도래하는 날 - 전환종료일: 존속기간 만료시점
전환가격	- 상장으로 인한 모집 및 매출시: 상장 공모가격으로 전환가격 조정(희석효과 반영 안함) - 유상증자 등 자본금 변동시: 발행주식의 희석효과 반영한 발행가격으로 전환가격 조정 * 단, 상장일이 속하는 사업년도 이후부터 전환가격 조정하지 않음
존속기간	- 발행일로부터 10년(존속기간 만료시 보통주로 전환)

자료: 동부생명, 메리츠증권증권 리서치센터

2. 동부생명 공모가격, RBC 비율, 대주주 주식담보 등도 이슈화 가능

동부화재의 금융지주  
전환과정에서의  
발생 가능한 이슈를  
몇 가지 살펴보면,  
첫째는 동부생명  
공모가격이 될 것

동부화재의 금융지주 전환과정에서의 발생 가능한 이슈를 몇 가지 살펴보면, 첫째는 동부생명 공모가격이 될 것이다. 공모가격이 낮게 형성될 경우, 동부화재 및 김준기 회장으로의 유입자금이 예상보다 적어질 수 있으며 CPS 투자자들에게 부여된 refixing 조건으로 대주주의 지분 희석 가능성이 있다.

그룹측은 공모가격을  
10,000~12,000원  
사이로 전망

기존 생보주 상장시 공모가격의 고평가 논란이 있었고, 현재 상장 생보주의 낮은 밸류에이션(FY 13말 기준 동양생명 기준 PBR 0.74배, P/EV 0.54배. 동양생명 상장 당시 공모가는 EV multiple 1.37배 적용) 및 동양증권 CPS 오버행 이슈 등으로 동부그룹이 원하는 수준의 공모가격 산정이 쉽지 않을 수도 있다.

지주전환 과정에서  
RBC 비율이 하락할  
가능성

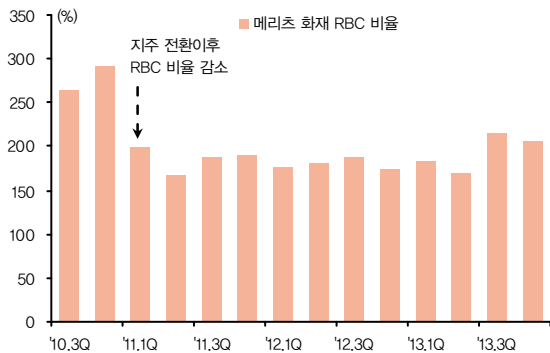
동부생명 상장이 최근까지 지연된 이유도 사실 원하는 공모가격을 제대로 부여받지 못할 것이라는 우려가 컸기 때문이다. 참고로 최근 동부제철의 동부생명 지분 6.45% 매각시 주당 가격은 11,130원으로 책정된 바 있으며, 그룹측은 공모가격을 10,000~12,000원 사이로 전망하고 있다.

동부화재가  
보험지주회사로  
전환하는 과정에서  
자본적정성 이슈  
발생 가능성 제한적

둘째는 지주전환 과정에서 RBC 비율이 하락할 가능성이 있다는 점이다. 동부생명 상장 이후 인적분할 과정에서 동부화재의 자회사 주식(동부생명 지분 포함), 자기주식, 현금성 자산 일부를 분할하게 됨으로써 동부화재의 자산 및 자본이 감소할 것이기 때문이다. 이에 따른 RBC 비율이 하락은 불가피할 것으로 판단한다. 국내 최초의 보험지주회사체제로 출범한 메리츠화재의 경우 2010년 11월 보험지주전환 당시 RBC 비율이 264.8%에서 183.4%로 하락했기 때문이다. 결국 1년 뒤에 RBC 비율 제고를 위한 유상증자가 뒤따르게 되었다.

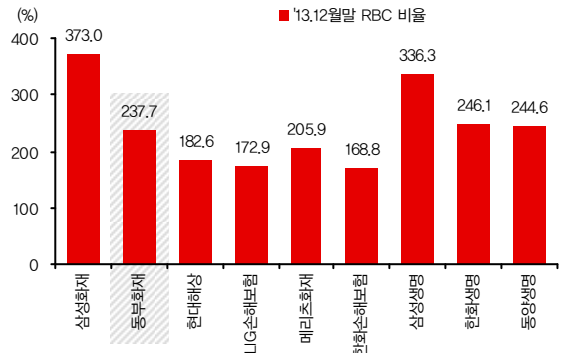
동부화재의 경우에도 유사하게 RBC 비율 하락을 경험할 것으로 보이나, 동부화재의 RBC 비율은 2013년 말 기준 2위권사 내 가장 높은 237.7%를 기록하고 있다. 또한 메리츠화재가 보험지주회사를 설립하던 시기는 RBC 비율 규제가 강화되는 국면이었으나, 현재는 금융당국의 RBC 제도 강화가 지연되는 분위기임을 감안하면 동부화재가 보험지주회사로 전환하는 과정에서 RBC 비율 하락에 따른 자본적정성 이슈가 발생할 가능성은 제한적인 것으로 판단한다.

메리츠화재 지주 전환 당시 RBC 비율 추이



자료: 메리츠화재, 메리츠증권증권 리서치센터

2013년 말 현재 RBC 비율



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

대주주의 동부화재  
지분에 대한  
주식담보 설정이슈

마지막으로 대주주인 김준기 회장과, 김남호 동부제철 부장의 동부화재 지분에 대한 주식담보 설정이 이슈가 될 수 있다. 동부화재는 지주회사와 사업회사로 인적분할 할 것으로 전망하는데, 이 과정에서 대주주 일가가 보유한 동부화재 주식의 질권 변경 문제가 될 수 있기 때문이다. 현재 김준기 회장의 지분 7.87%의 95.9%, 김남호 부장의 지분 14.06%의 65.1%가 주식담보로 설정되어 있다.

지주전환에는 문제가  
없을 것으로 판단

상법 339조<sup>5</sup>에 따르면 법률상으로 채권자가 분할되는 지주/사업회사 주식에 대해서도 질권을 유지할 수 있기 때문에 현재와 같이 담보로 설정된 상태라도 지주전환에는 문제가 없을 것으로 판단한다. 다만, 법률상 가능하다고 하더라도 채권자의 충분한 동의를 얻지 못할 경우 지주회사 전환과정에서 난관에 부딪힐 수 있다.

<sup>5</sup> 상법 제 339조, 주식의 소각, 병합, 분할 또는 전환이 있는 때에는 이로 인하여 종전의 주주가 받을 금전이나 주식에 대하여도 종전의 주식을 목적으로 한 질권을 행사할 수 있다.

동부화재 월별 실적 정리														YoY	MoM
(십억원, %, %p)	13.01	13.02	13.03	13.04	13.05	13.06	13.07	13.08	13.09	13.10	13.11	13.12	14.01		
원수보험료	811	805	829	817	826	837	875	836	828	860	833	932	842	3.8	-9.7
일반	70	66	76	67	70	86	80	67	65	68	61	140	70	-0.4	-50.3
자동차	173	161	170	174	177	175	198	181	170	187	174	187	172	-0.8	-8.1
장기	569	578	584	576	579	575	597	588	592	605	598	605	600	5.5	-0.7
발생손해액	644	629	622	650	665	629	681	669	649	681	670	687	687	6.7	0.0
순사업비	134	128	192	133	135	137	143	132	136	143	131	138	134	0.0	-2.8
보험영업이익	-18	-8	-42	-15	-29	2	-25	-11	7	-15	-14	-15	-22	적지	적지
투자영업이익	62	64	50	61	68	44	65	68	64	64	67	38	66	6.0	74.2
총영업이익	44	56	8	46	39	46	40	57	70	50	53	23	44	0.2	90.0
세전이익	42	55	9	45	38	45	41	56	67	48	51	16	42	-0.1	158.0
당기순이익	32	42	9	34	28	35	31	42	52	36	39	8	32	-0.7	277.0
손해율	84.7	84.0	80.5	84.7	86.3	81.9	85.2	84.6	82.0	84.1	85.1	84.8	85.9	1.2	1.2
일반	59.1	65.3	68.4	48.5	104.6	59.9	54.0	72.2	59.2	66.5	65.1	30.9	60.4	1.3	29.6
자동차	82.4	83.9	80.7	88.3	84.9	78.0	91.6	84.5	84.8	86.4	92.4	88.7	89.4	7.0	0.8
장기	87.0	85.0	81.1	85.9	85.6	84.5	85.5	85.4	82.8	84.7	84.3	87.4	86.5	-0.5	-0.9
장기위험	96.5	79.8	69.6	91.4	86.6	81.1	90.8	87.6	75.6	85.8	81.4	92.7	90.8	-5.7	-1.9
사업비율	17.6	17.0	24.8	17.3	17.6	17.8	17.9	16.7	17.1	17.7	16.7	17.0	16.8	-0.8	-0.2
합산비율	102.4	101.1	105.4	102.0	103.8	99.7	103.1	101.3	99.2	102.4	101.8	101.8	102.7	0.3	0.9
운용자산	17,254	17,164	17,439	17,812	18,030	18,228	18,344	18,356	18,534	18,794	18,911	19,160	19,386	12.4	1.2
투자수익률	4.3	4.5	3.4	4.2	4.6	2.9	4.3	4.4	4.2	4.1	4.3	2.4	4.1	-0.2	1.7
자기자본	2,614	2,735	2,756	2,817	2,712	2,539	2,546	2,563	2,658	2,697	2,633	2,703	2,738	4.7	1.3
ROE	15.0	18.8	4.1	14.7	12.4	16.2	14.7	19.8	23.9	16.3	17.4	3.8	14.0	-1.0	10.2
RBC 비율	254.4	254.4	254.6	254.6	254.6	231.4	231.4	231.4	240.9	240.9	240.9	237.7	237.7	-16.7	0.0
신계약(월납환산)	14.0	15.1	20.4	11.7	13.3	12.5	13.5	12.8	11.4	11.8	12.2	12.3	11.6	-16.9	-5.8
보장성	8.2	8.2	15.7	6.7	7.6	7.4	7.9	7.4	6.5	7.3	7.7	8.8	7.5	-8.0	-14.1
인보험	7.3	7.3	14.8	5.7	6.7	6.6	7.1	6.5	5.9	6.6	6.9	7.9	6.7	-8.1	-15.3

자료: 동부화재, 메리츠증권증권 리서치센터

대차대조표						성장, 수익 및 안정성 지표					
(십억원)	FY11	FY12	FY13P	FY14E	FY15E		FY11	FY12	FY13P	FY14E	FY15E
총자산	17,531	21,189	22,800	24,208	25,185	<b>성장률 (% YoY)</b>					
운용자산	14,300	17,439	18,820	19,900	20,522	원수보험료 증가율	27.5	6.9	-22.0	45.3	7.2
현금 및 예금	1,287	775	923	976	1,007	장기보험	33.7	7.6	-22.2	49.6	10.0
유가증권	8,507	11,042	11,245	11,891	12,263	자동차보험	12.5	2.4	-21.6	36.4	-0.9
주식	1,048	1,182	944	998	1,029	일반보험	23.6	13.2	-20.6	33.0	2.7
채권	4,372	5,476	5,449	5,762	5,942	순이익 증가율	22.8	2.4	-25.9	40.8	12.6
수익증권	1,489	2,412	2,639	2,791	2,878	총자산	36.2	20.9	7.6	6.2	4.0
기타	1,599	1,972	2,213	2,340	2,414	운용자산 증가율	35.9	20.9	7.6	6.2	4.0
대출	3,438	4,567	5,585	5,905	6,090	보험계약준비금	30.3	19.7	10.3	5.7	3.1
부동산	1,069	1,055	1,067	1,128	1,163	EPS	22.8	2.4	-25.9	40.8	12.6
비운용자산	2,652	2,952	3,194	3,458	3,743	BPS	20.4	25.0	-0.5	15.7	15.3
특별계정자산	579	799	785	850	920						
총부채	15,327	18,433	20,058	21,035	21,527	<b>수익성 지표 (%)</b>					
보험계약준비금	13,922	16,669	18,379	19,434	20,042	손해율	81.6	81.8	82.4	82.2	82.1
책임준비금	13,922	16,669	17,792	18,790	19,338	장기보험	85.1	85.1	84.8	84.7	84.7
장기보험료적립금	11,394	13,864	14,851	15,684	16,141	자동차보험	73.7	75.3	79.1	77.4	76.3
지급준비금	1,110	1,298	1,430	1,511	1,555	일반보험	55.5	56.8	59.0	57.8	58.2
미경과보험료적립금	1,359	1,444	1,449	1,530	1,575	사업비율	18.4	19.5	19.2	19.3	19.0
기타	59	64	62	66	68	합산비율	99.9	101.4	101.6	101.5	101.2
기타부채	779	958	893	751	565	투자영업이익률	4.8	4.5	3.2	4.1	4.2
특별계정부채	626	806	785	850	920						
자본총계	2,205	2,756	2,742	3,173	3,658	<b>안정성 (%)</b>					
자본금	35	35	35	35	35	총자산/자기자본	7.5	7.8	8.0	7.9	7.2
자본잉여금	38	38	38	38	38	보유보험료/자기자본	384.7	329.2	259.1	326.2	304.1
이익잉여금	1,881	2,144	2,388	2,819	3,304	보험계약준비금/보유보험료	164.1	183.7	258.7	187.8	180.2
기타포괄손익	-205	-60	-106	280	568						
<b>손익계산서</b>						<b>밸류에이션 및 주당 지표</b>					
(십억원)	FY11	FY12	FY13P	FY14E	FY15E		FY11	FY12	FY13P	FY14E	FY15E
원수보험료	9,069	9,693	7,564	10,992	11,783	<b>주당 지표 (원, 배)</b>					
장기보험	6,305	6,782	5,273	7,889	8,675	EPS	6,369	6,525	4,837	6,810	7,666
자동차보험	2,024	2,072	1,625	2,218	2,199	BPS	34,830	43,541	43,317	50,127	57,793
일반보험	740	838	666	885	909	PER	8.7	8.5	11.4	8.1	7.2
보유보험료	8,482	9,074	7,103	10,349	11,125	PBR	1.6	1.3	1.3	1.1	1.0
경과보험료	8,368	9,004	7,046	10,272	11,050	ROA	2.7	2.1	1.4	1.8	2.0
발생손해액	6,826	7,369	5,807	8,444	9,077	ROE	20.0	16.7	11.1	14.6	14.2
장기보험	5,314	5,709	4,432	6,621	7,279	<b>배당관련 지표 (원,%)</b>					
자동차보험	1,354	1,454	1,185	1,591	1,552	DPS	1,200	1,250	1,000	1,400	1,500
일반보험	159	206	189	233	245	배당수익률	2.2	2.3	1.8	2.5	2.7
순사업비	1,557	1,772	1,364	1,997	2,119	배당성향	15.0	15.0	20.0	20.0	20.0
보험영업이익	-23	-133	-124	-165	-146	<b>매출구성 (%)</b>					
투자영업이익	585	700	564	775	831	일반보험	8.2	8.6	8.8	8.1	7.7
총영업이익	562	566	440	610	685	자동차보험	22.3	21.4	21.5	20.2	18.7
영업외익	-17	-19	-12	-16	-16	장기보험	69.5	70.0	69.7	71.8	73.6
세전이익	545	547	427	595	669						
법인세 등	142	134	106	164	184						
당기순이익	403	413	306	431	485						

자료: 동부화재, 메리츠증권증권 리서치센터 추정  
 주: FY13(13.04~13.12)은 9개월 기준

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2014년 3월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2014년 3월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2014년 3월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.  
(작성자: 윤제민)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항**

1. 종목추천관련 투자등급(추천기준일 종가대비 4등급)

→아래 종목투자의견은 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Strong Buy : 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- Buy : 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만.
- Hold : 추천기준일 종가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
- Reduce : 추천기준일 종가대비 +5%미만.

2. 산업추천관련 투자등급(추천기준일 시장지수대비 3등급)

→아래 산업투자의견은 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천하는 것.

- 비중확대(Overweight).
- 중립(Neutral).
- 비중축소(Underweight)



동부화재(005830)의 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동추이
2012.04.13	산업브리프	Buy	66,000	박선호	
2012.05.30	산업브리프	Buy	66,000	박선호	
2012.05.30	산업브리프	Buy	66,000	박선호	
2012.07.20	산업브리프	Buy	66,000	박선호	
2012.08.01	산업브리프	Buy	66,000	박선호	
2012.09.25	기업브리프	Buy	66,000	박선호	
2012.10.02	산업분석	Buy	66,000	박선호	
2012.10.09	산업브리프	Buy	66,000	박선호	
2012.10.12	산업브리프	Buy	66,000	박선호	
2012.11.01	기업브리프	Buy	66,000	박선호	
2012.11.01	산업분석	Buy	66,000	박선호	
2012.11.09	산업브리프	Buy	66,000	박선호	
2012.12.03	산업분석	Buy	66,000	박선호	
2013.01.10	산업브리프	Buy	66,000	박선호	
2013.02.01	산업브리프	Buy	66,000	박선호	
2013.03.08	산업브리프	Buy	66,000	박선호	
2013.04.09	산업브리프	Buy	66,000	박선호	
담당애널리스트 변경					
2013.07.10	산업분석	Buy	70,000	윤제민	
2013.07.24	산업브리프	Buy	70,000	윤제민	
2013.08.01	산업브리프	Buy	70,000	윤제민	
2013.08.14	산업브리프	Buy	70,000	윤제민	
2013.09.02	산업브리프	Buy	70,000	윤제민	
2013.10.01	산업브리프	Buy	70,000	윤제민	
2013.10.16	산업브리프	Buy	70,000	윤제민	
2013.11.01	산업브리프	Buy	70,000	윤제민	
2013.12.02	산업브리프	Buy	70,000	윤제민	
2013.12.12	산업분석	Buy	70,000	윤제민	
2014.01.02	산업브리프	Buy	70,000	윤제민	
2014.01.10	산업브리프	Buy	70,000	윤제민	
2014.01.14	산업브리프	Buy	70,000	윤제민	
2014.01.21	산업브리프	Buy	70,000	윤제민	
2014.01.28	산업브리프	Buy	70,000	윤제민	
2014.02.04	산업브리프	Buy	70,000	윤제민	
2014.02.11	산업브리프	Buy	70,000	윤제민	
2014.02.18	산업브리프	Buy	70,000	윤제민	
2014.02.20	기업브리프	Buy	70,000	윤제민	
2014.02.20	산업브리프	Buy	70,000	윤제민	
2014.02.25	산업브리프	Buy	70,000	윤제민	
2014.03.03	산업브리프	Buy	70,000	윤제민	
2014.03.04	산업브리프	Buy	70,000	윤제민	
2014.03.11	산업브리프	Buy	70,000	윤제민	
2014.03.18	산업브리프	Buy	70,000	윤제민	
2014.03.21	산업브리프	Buy	70,000	윤제민	
2014.03.25	산업브리프	Buy	70,000	윤제민	
2014.03.31	기업분석	Buy	70,000	윤제민	