

# 손해보험업

## 단기 이익보다는 이익 체력 변수에 집중

11월에는 일반, 자동차 중심으로 손해율이 전월비 상승. 금리 급등에 따른 자본은 9월말 대비 평균 17% 감소함. 단기적으로 RBC 부담, 자동차 보험료 경쟁 부담에 따라 2017년에는 효율성 관리 능력, 판매 채널 대응력이 중요해질 것. Top pick은 삼성화재

### 11월 실적: 금리 상승으로 전월비 자본 감소

11월 5개 손보사 합산 순이익 1,387억원(-11% y-y, -52% m-m), 평균 ROE 10.1% 시현. 자동차와 일반 손해율 상승, 투자부문도 평월 대비 부진. 10~11월 누계 기준 순이익은 삼성화재를 제외하고는 4분기 당사 예상 이익 대비 진척률 예상을 상회하는 중

11월 실적의 핵심은 자본 감소폭. 11월말 국고5년 금리 1.89%, 12월 말 (1.79%)과 10bp 차이이므로 금리 상승 반영 후 RBC는 삼성, 동부, 현대, KB, 메리츠 각각 367%, 219%, 178%, 164%, 209%로 하락하는 것으로 추정됨. 연말 신용리스크 신뢰수준 상향, 연결 기준 작성의 제도 강화를 반영하면 추가적으로 8~30%p 하락 전망. 특히 KB손보는 연말 RBC가 153%로 추정되는데, 제3자 배정 유상증자로 약 11%p RBC 상승효과가 있음

### 2017년에는 손보사 장기 이익 체력 결정 변수에 주목

삼성화재 자동차 보험료 인하로 경쟁 확대, 2017년 EPS 증가 가시성 축소 우려에 손보업종センチ먼트 악화됨. 3~4년 주기로 자보료가 인상, 인하가 반복되었던 기계적 조정과는 패턴이 달라짐. 여전히 하위사는 추가적 기본요율 인상 중이며, 2위권사도 대응적 요율 인하보다는 요율 체계 개편에 집중하고 있음(시장점유율보다는 수익성 관점에서의 고민)

오히려 삼성화재가 온라인 고객 기반 확대를 통해 얻을 수 있는 차별화된 비즈니스 모델(장기보험, 건강관리서비스 위한 온라인 채널 기반 마련) 구축 가능성에 따른 1) 내년 장기 신계약 성장(특히 실손단독형 판매 의무화에 따른 담보별 매출 변화 중요), 2) 보험료 갱신에 따른 후행적 생존담보의 손해율 추이 등에 집중하여 향후 보장성 중심으로의 이익 기반 확보 여부가 손보업종의 장기적 이익 체력을 결정할 것으로 판단됨

금리 상승이 실질과하는 달리 BPS와 RBC을 왜곡시켜 PBR 밸류에이션이 정상적으로 작동하기 어려움. 이에 실손제도 변화(상품) 대응력, 손해율, 사업비 관리 능력, 판매 채널 대응력 등 정성적 사항이 중요해지는 시점. Top picks는 불확실성 적고 언더라이팅 능력 뛰어난 삼성화재로 압축

## Positive (유지)

### Top Picks

| 삼성화재   | Buy (유지) | 360,000원 (유지) |
|--------|----------|---------------|
|        | PER(배)   | PBR(배)        |
| KOSPI  | 9.7      | 0.9           |
| Sector | 10.9     | 0.7           |

### Sector Index



업종 시가총액 55,855.6십억원 (Market 비중 4.4%)



Analyst **한승희**  
02)768-7417, steph.han@nhqv.com

### 11월 실적: 금리 상승에 채권 평가손실 확대로 자본 감소

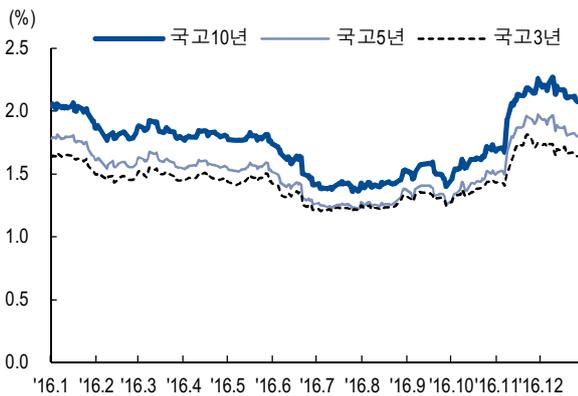
#### 계절성 등으로 1~10월 월평균 이익 대비 부진

11월 5개 손보사 합산 순이익 1,387억원(-11% y-y, -52% m-m)으로, 평균 ROE 10.1% 시현하였다. 자동차와 일반 손해율이 상승하였고, 투자부문도 평월 대비 부진하였다. 10~11월 누계 기준 순이익은 삼성화재를 제외하고는 4분기 당사 예상 이익 대비 진척률이 예상을 상회하는 중이다.

#### 금리 상승으로 전월비 자본 감소

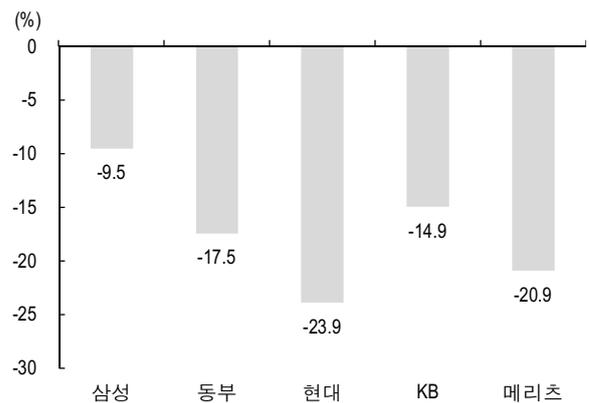
2016년 11월 실적의 핵심은 자본 감소에 있다. 11월말 국고5년 금리 1.89%으로 12월 말(1.79%) 대비 10bp 차이에 불과하다. 11월말 자본 감소폭을 9월말 RBC 대입하면 대략적인 연말 RBC 하락폭을 추정해볼 수 있을 텐데 삼성, 동부, 현대, KB, 메리츠의 RBC는 각각 9.2%p, 15.3%p, 19.8%p, 13.0%p, 17.5%p 하락하는 것으로 추정된다(9월말 대비). 연말의 신용리스크 신뢰수준 상향, 연결 기준 작성의 RBC 제도 강화를 반영하면 추가적으로 약 8~30%p 하락 여지가 있다. KB손보는 연말 RBC가 153%로 하락할 것으로 추정되는데, 제3자 배정 유상증자로 약 11%p RBC 상승효과가 있다.

16년 금리 추이



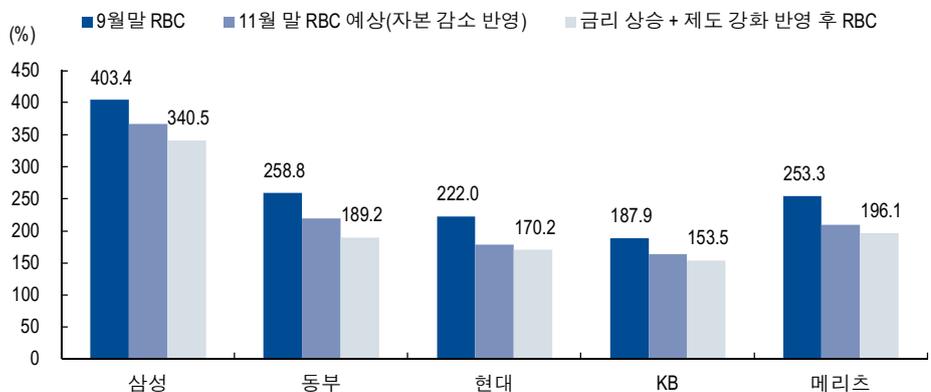
자료: DataGuide Pro

11월 자본 증감 (vs 9월 말)



주: 11월 vs 9월말 비교  
자료: 각 사

### 금리 상승 및 제도 강화 후 연말 예상 RBC비율



주: 자본 하락 반영하여 추정된 RBC, KB손보는 증자 전 기준  
자료: 각 사, NH투자증권 리서치 센터 추정 자료: 각 사

손해보험사 분기 실적 추이 및 10월 실적의 4분기 예상치 대비 달성도

(단위: 십억원, %)

|              | 4Q15    | 1Q16    | 2Q16    | 3Q16    | 4Q16E   |       |       |           |         | 1Q17F |          |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-----------|---------|-------|----------|
|              |         |         |         |         | 11월     | y-y   | m-m   | 10~11월(A) | 추정치(B)  |       | 달성률(A/B) |
| <b>삼성화재</b>  |         |         |         |         |         |       |       |           |         |       |          |
| 경과보험료        | 4,233.0 | 4,248.2 | 4,327.1 | 4,418.5 | 1,459.3 | 5.0   | -1.2  | 2,935.6   | 4,302.4 | 68.2  | 4,292.0  |
| 영업이익         | 128.6   | 382.3   | 312.6   | 330.9   | 50.5    | -28.7 | -71.6 | 228.0     | 401.7   | 56.8  | 553.3    |
| 당기순이익        | 73.0    | 284.3   | 231.3   | 240.0   | 37.4    | -29.3 | -73.3 | 177.6     | 296.9   | 59.8  | 409.4    |
| <b>동부화재</b>  |         |         |         |         |         |       |       |           |         |       |          |
| 경과보험료        | 2,713.2 | 2,730.7 | 2,744.8 | 2,803.0 | 939.7   | 5.4   | -0.8  | 1,887.2   | 2,822.9 | 66.9  | 2,815.0  |
| 영업이익         | 94.0    | 128.2   | 195.0   | 258.1   | 48.8    | -2.0  | -34.9 | 123.9     | 169.2   | 73.2  | 221.2    |
| 당기순이익        | 63.5    | 88.0    | 149.6   | 181.7   | 33.2    | -4.2  | -30.7 | 81.1      | 114.2   | 71.0  | 146.1    |
| <b>현대해상</b>  |         |         |         |         |         |       |       |           |         |       |          |
| 경과보험료        | 2,828.7 | 2,795.9 | 2,792.9 | 2,826.2 | 936.3   | 0.3   | -0.8  | 1,879.8   | 2,917.1 | 64.4  | 2,793.1  |
| 영업이익         | -32.9   | 126.0   | 149.5   | 175.3   | 32.4    | 20.9  | -33.8 | 81.3      | 86.3    | 94.2  | 124.9    |
| 당기순이익        | -30.0   | 91.8    | 107.1   | 137.9   | 22.7    | 8.0   | -36.0 | 58.1      | 60.6    | 95.8  | 89.9     |
| <b>KB 손보</b> |         |         |         |         |         |       |       |           |         |       |          |
| 경과보험료        | 2,059.5 | 2,068.5 | 2,106.6 | 2,121.2 | 709.9   | 3.7   | -1.2  | 1,428.5   | 2,136.8 | 66.9  | 2,132.4  |
| 영업이익         | 80.3    | 106.3   | 149.0   | 113.4   | 34.8    | -5.2  | -32.7 | 86.4      | 83.1    | 98.9  | 132.7    |
| 당기순이익        | 68.8    | 70.0    | 105.3   | 63.3    | 24.2    | -7.3  | -35.1 | 61.4      | 55.4    | 104.7 | 93.0     |
| <b>메리츠화재</b> |         |         |         |         |         |       |       |           |         |       |          |
| 경과보험료        | 1,384.4 | 1,391.5 | 1,413.7 | 1,423.5 | 474.0   | 3.8   | -0.5  | 950.4     | 1,436.5 | 64.9  | 1,479.8  |
| 영업이익         | 53.9    | 85.6    | 110.3   | 118.0   | 30.8    | 2.3   | -18.4 | 68.5      | 65.2    | 84.7  | 89.9     |
| 당기순이익        | 35.0    | 61.6    | 78.1    | 82.2    | 21.3    | 1.9   | -20.0 | 47.8      | 44.5    | 88.4  | 57.1     |

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 각 사, FnGuide, NH 투자증권 리서치센터 전망

## 2017년 보험주에 대한 시각 전환 필요

### 자동차 손해를 개선으로 16년 손보사 대폭적 EPS 증가

2016년 자동차 기본 보험료 상승으로 손해율이 개선되면서 손보사 이익 개선을 이끌었다. 5개사 16년 EPS는 전년비 평균 56% 증가할 것으로 예상된다. 12월 31일을 기준으로 삼성화재가 급작스럽게 자동차 기본 보험료 인하하면서 가격 경쟁 확대, 이에 따른 손해율 악화 가능성(2017년 EPS 증가에 대한 가시성 축소 우려)로 손보업종センチ먼트 크게 악화되었다.

### 주기적 자동차 보험료 인상/인하 cycle 패턴은 깨졌지만,

보험료 인하가 손해율 상승으로 이어지는 업권 사이클 전환 패러다임에서 벗어나 현재 새로운 환경에 대해 고민해봐야 할 시점이다.

### 1등사의 자동차 보험료 인하로 타사는 당장 보험료 인하 하지 않더라도 지속적인 고민이 될 것

2위사(동부, 현대)의 대응(시장점유율보다는 수익성 관점에서의 고민)을 살펴보면 과거 3~4년 주기로 자보료가 인상, 인하가 반복되었던 기계적 조정과는 분명 패턴이 달라졌다.

여전히 하위사는 추가적 기본 요율 인상 중이며, 2위권사도 대응적 요율 인하보다는 요율 체계 개편에 집중하고 있다. 따라서 보험업권 손해율 악화 사이클로 판단하기에는 이르다고 생각되나, 당장 보험료를 인하하지 않더라도 연중 보험료 레벨에 대한 고민이 지속될 전망이다.

### 삼성화재가 온라인 채널에 집중하는 이유

한편, 삼성화재의 자동차에 대한 전략적 결정이 의미하는 바는 단순히 자동차 부문에서의 시장점유율 확대로 국한할 필요는 없다.

### : 장기보험 등으로의 확장성

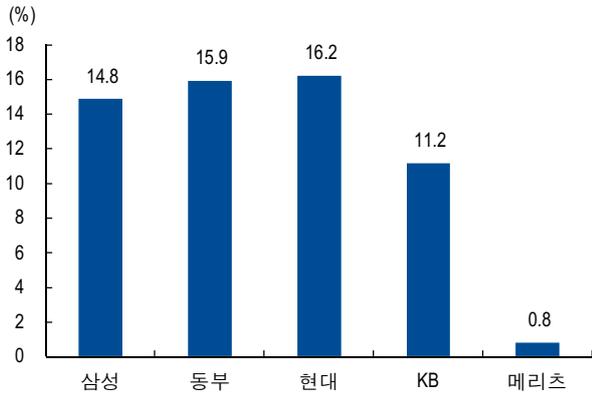
오히려 삼성화재가 온라인 고객 기반 확대를 통해 얻을 수 있는 차별화된 비즈니스 모델(장기보험, 건강관리서비스 등의 온라인 채널 기반 마련) 구축 가능성, 이에 따른 내년 장기 신계약 성장 가능성(특히 실손단독형 상품 판매 의무화에 따른 담보별 매출 변화 중요), 보험료 갱신에 따른 후행적 생존담보의 손해율 추이 등에 집중하여 향후 보장성 중심으로의 이익 기반 확보 여부가 손보업종의 장기적 이익 체력을 결정할 것으로 판단된다.

### 금리 상승에 PBR, RBC 왜곡

금리 상승이 순자산가치라는 실질과는 달리 자산만의 공정가치 평가(채권가격 하락) BPS와 RBC 왜곡 때문에 PBR 밸류에이션에 절대적 가치를 부여하기에는 현실적인 어려움이 있다. 오히려 ① 상품 개편을 중심으로 하는 실손 의료보험 제도 변화에 대한 대응력(단독형 상품과 끼워팔던 사망담보 등의 판매), ② 손해율과 사업비 관리 능력, ③ 판매 채널 대응력(온라인과 독립형 금융자문업 등 큰 그림으로는 제판 분리) 등 정성적 사항이 주요해지는 시점으로 판단된다. Top pick으로 불확실성 적고 언더라이팅 능력 뛰어난 삼성화재로 압축한다.

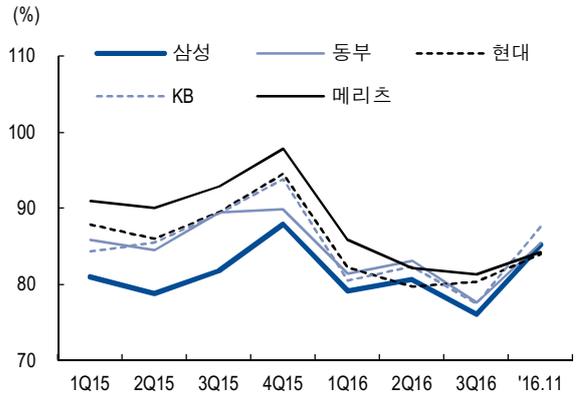
### 밸류에이션 보다는 환경변화 대응력 높은 회사에 투자 권유

자동차보험 매출 증가



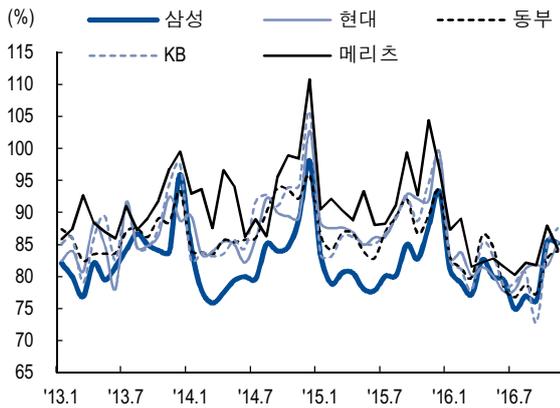
주: 16년 1~11월 누적 기준 전년대비 증가율  
자료: 각 사

상위 5사 자동차 손해율



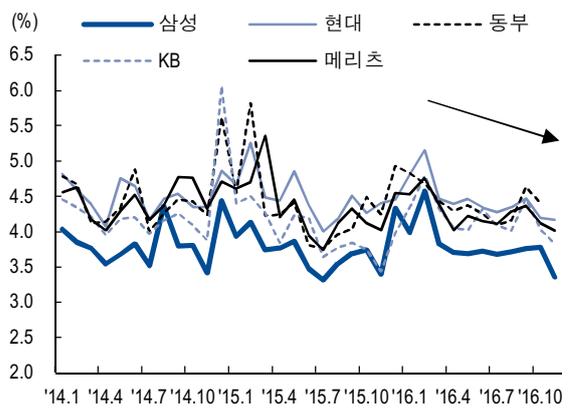
주: K-IFRS 기준  
자료: 각 사

상위 5사 자동차 손해율 추이



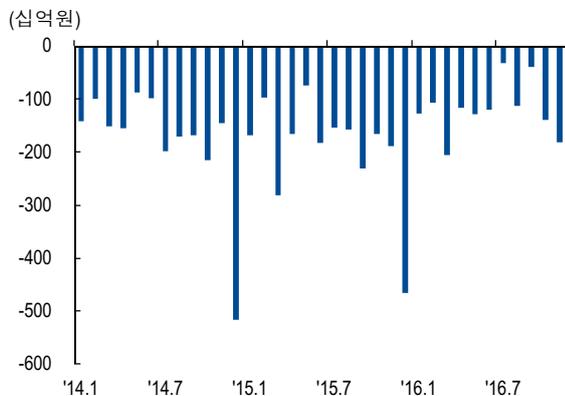
주: K-IFRS 기준  
자료: 각 사

상위 5사 일평균 위험손해를 추이



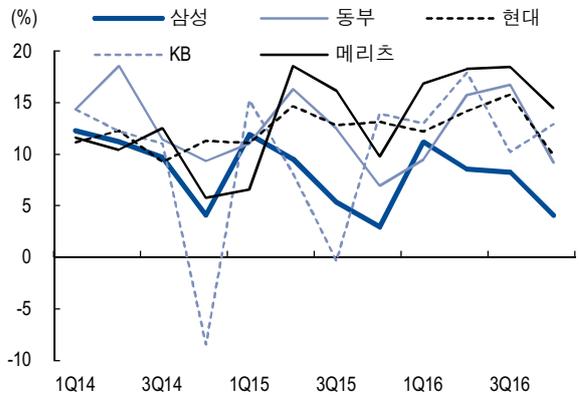
주: 삼성화재는 K-GAAP, 나머지는 K-IFRS 기준  
자료: 각 사

5사 합산 보험영업손익 추이



자료: 각 사

상위 5사 ROE 추이



자료: 각 사

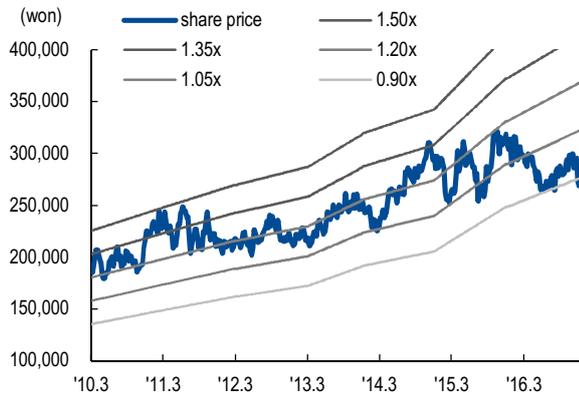
11월 손보사 주요 지표 비교 및 실적 Comment 요약

(단위: 십억원, %, %p)

|       | 11월  |       | 1~10월   |            | 1~11월 누계 |      |      | 자동차 손해율 |          |      | 장기 위험손해율 |          |      | 실적 호조/부진 원인   | 당사 예상과의 차이<br>(+) 긍정적 / (-) 부정적                                      |
|-------|------|-------|---------|------------|----------|------|------|---------|----------|------|----------|----------|------|---|--|
|       | 순이익  | y-y   | 월평균 순이익 | vs 10월 (%) | 순이익      | y-y  | ROE  | 당월      | 1~11월 누계 | y-y  | 당월       | 1~11월 누계 | y-y  |   |  |
| 삼성화재  | 37.4 | -29.3 | 89.6    | -58.2      | 933.2    | 13.0 | 9.2  | 85.2    | 79.8     | -1.6 | 73.8     | 78.0     | 1.9  | - 10~11월,누적 순이익, 4Q 예상치 60% 수준으로 부진<br>- 투자이익 부진, 손해율 증가          | - (+) 커버리지 사 중 유일하게 보장성보험 y-y 증가(1~11월 누계)<br>→ 장기 이익 재원 확대 차원에서 긍정적 |
| 동부화재  | 33.2 | -4.2  | 46.7    | -28.9      | 500.4    | 17.9 | 14.6 | 83.9    | 81.2     | -5.7 |          |          |      | - 10월~11월 누적 순이익, 4Q 예상치의 71% 수준으로 양호                             | (+) 장기위험손해율은 9월과 동일, 예상보다 양호   |
| 현대해상  | 22.7 | 8.0   | 37.2    | -39.1      | 394.9    | 45.5 | 18.1 | 85.4    | 81.2     | -7.4 | 91.7     | 91.6     | -1.0 | - 10월~11월 누적 순이익, 4Q 예상치의 96% 달성                                  | (-) 금리 상승에 자본 하락폭 상위사 중 가장 컸음(-16% m-m)                              |
| KB손보  | 24.2 | -7.3  | 27.6    | -12.4      | 300.0    | 93.0 | 16.9 | 87.5    | 81.2     | -6.1 | 83.9     | 86.5     | -2.8 | - 10월~11월 누적 순이익, 4Q 예상치의 105% 달성<br>- 11월 당월, 월평균 이익 상위사 중 가장 양호 | - (+) m-m으로 위험손해율 하락 폭 가장 크고,<br>(+) 2위권사 중 가장 낮은 위험손해율 유지 중         |
| 메리츠화재 | 21.3 | 1.9   | 24.8    | -14.4      | 269.7    | 53.2 | 18.9 | 84.2    | 83.6     | -9   | 88.2     | 87.8     | -1.0 | - 10월~11월 누적 순이익, 4Q 예상치의 88% 달성                                  | - (+) 투자이익률  |

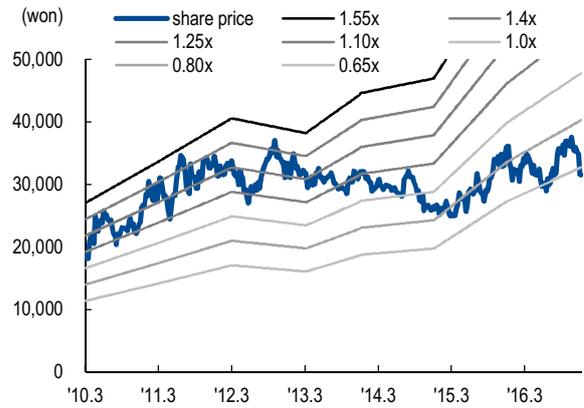
주: K-IFRS 별도 기준, 삼성화재 위험손해율은 K-GAAP 기준  
자료: 각 사, NH투자증권 리서치센터

**삼성화재 Forward PBR Band**



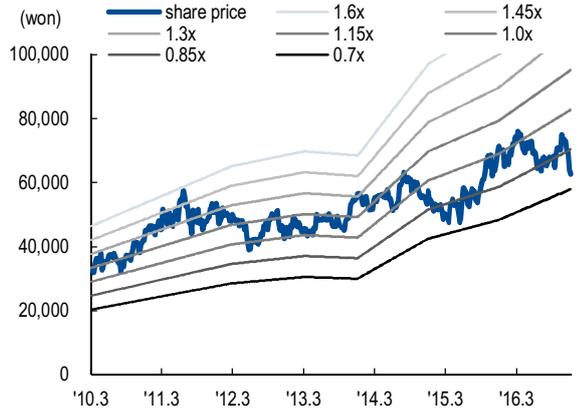
자료: DataGuide Pro, NH투자증권 리서치센터

**현대해상 Forward PBR Band**



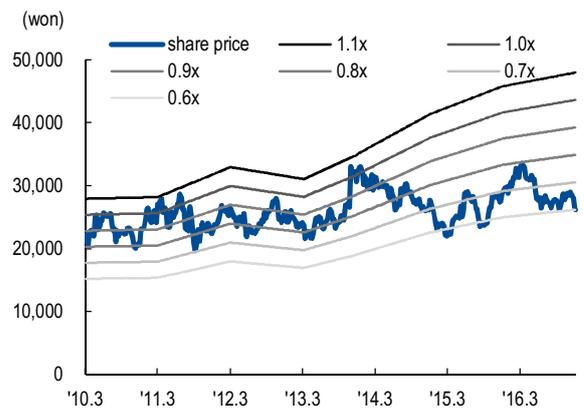
자료: DataGuide Pro, NH투자증권 리서치센터

**동부화재 Forward PBR Band**



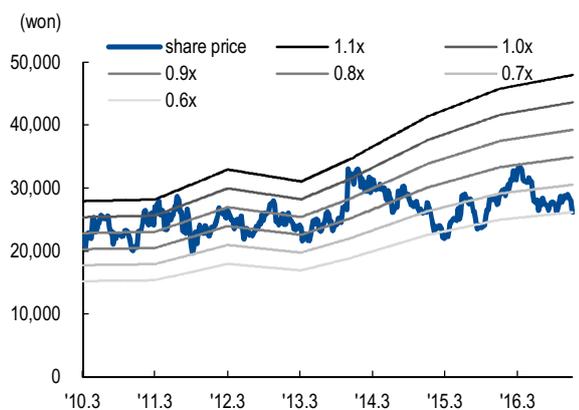
자료: DataGuide Pro, NH투자증권 리서치센터

**KB손해보험 Forward PBR Band**



자료: DataGuide Pro, NH투자증권 리서치센터

**메리츠화재 Forward PBR Band**



자료: DataGuide Pro, NH투자증권 리서치센터

## Appendix: 실적 주요 지표

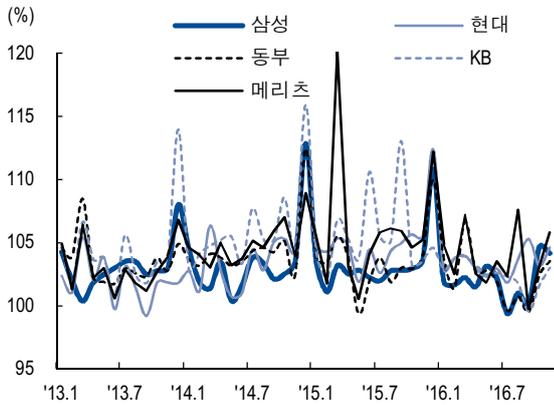
### 11월 실적 주요 지표 비교

(단위: 십억원, %)

|        | 당기 순이익 | y-y (%) | 전체 손해율 | 자동차 손해율 | 장기 손해율 | 사업 비율 | 합산 비율 | 투자 이익률 | 원수 보험료 y-y | 장기 신계약 | 장기 신계약 y-y | 보장성 신계약 | 보장성 신계약 y-y | 인보험 신계약 | 인보험 신계약 y-y | 신계약 중 보장성 비중 | ROE  |
|--------|--------|---------|--------|---------|--------|-------|-------|--------|------------|--------|------------|---------|-------------|---------|-------------|--------------|------|
| 삼성     | 37.4   | -29.3   | 85.2   | 85.2    | 84.4   | 19.5  | 104.1 | 2.2    | 1.7        | 13.2   | -0.9       | 13.0    | 5.7         | 9.2     | 4.4         | 98.4         | 4.0  |
| 현대     | 22.7   | 8.0     | 64.0   | 85.4    | 86.3   | 19.4  | 104.6 | 3.1    | 2.0        | 8.5    | -4.9       | 7.8     | 7.8         | 6.3     | 4.9         | 91.9         | 9.1  |
| 동부     | 33.2   | -4.2    | 94.9   | 83.9    | 84.5   | 18.7  | 103.5 | 3.4    | 6.4        | 9.5    | -6.3       | 8.6     | 4.8         | 7.2     | 6.8         | 90.5         | 9.8  |
| KB     | 24.2   | -7.3    | 85.2   | 87.5    | 83.8   | 18.4  | 103.0 | 3.0    | 4.0        | 6.6    | -9.6       | 6.3     | -2.5        | 5.5     | -7.4        | 95.1         | 12.9 |
| 메리츠    | 21.3   | 1.9     | 85.3   | 84.2    | 82.9   | 22.7  | 105.8 | 4.9    | 5.9        | 5.3    | -20.1      | 5.1     | -9.2        | 4.9     | -8.0        | 96.2         | 14.4 |
| 평균(합산) | 138.7  | -10.8   | 82.9   | 85.3    | 84.4   | 19.7  | 104.2 | 3.3    | 4.0        | 8.6    | -8.4       | 40.8    | 1.3         | 33.2    | 0.1         | 94.4         | 10.1 |

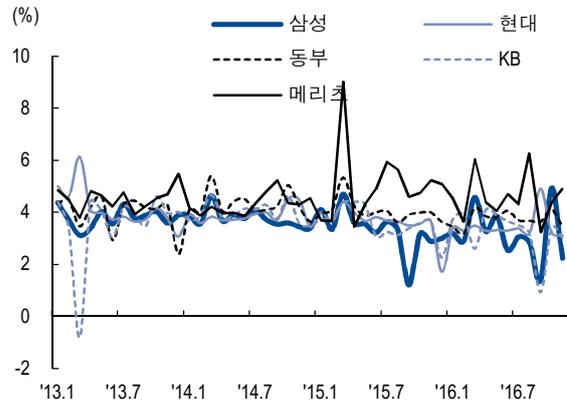
주: K-IFRS 기준, 장기/보장성 신계약 성장은 회사별 비교 기준 상이. 삼성화재, 현대해상, 메리츠화재는 월남환산 기준. 동부화재, KB손보는 신규월남 기준  
자료: 각 사

### 상위5사 합산비율 추이



주: K-IFRS 기준, 자료: 각 사

### 상위5사 투자이익률 추이



주: K-IFRS 기준, 자료: 각 사

삼성화재 (000810.KS/Buy유지/TP:360,000원유지/CP:268,500원)

삼성화재 월별 실적 추이

(단위: 십억원, %, %p)

| [당월 실적]          | IFRS    |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         | (단위: 십억원, %, %p) |       | [누계 실적]  |          |      |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------------------|-------|----------|----------|------|
|                  | '15.11  | '15.12  | '16.1   | '16.2   | '16.3   | '16.4   | '16.5   | '16.6   | '16.7   | '16.8   | '16.9   | '16.10  | '16.11  | Y-Y              | M-M   | ~'15.11  | ~'16.11  | Y-Y  |
| 원수보험료            | 1,460.9 | 1,562.1 | 1,443.9 | 1,431.4 | 1,557.3 | 1,522.9 | 1,530.7 | 1,546.1 | 1,524.8 | 1,605.6 | 1,487.2 | 1,496.1 | 1,485.2 | 1.7              | -0.7  | 16,237.4 | 16,631.3 | 2.4  |
| 일반               | 100.6   | 123.3   | 88.2    | 79.1    | 107.6   | 118.3   | 110.1   | 116.6   | 98.2    | 194.7   | 88.3    | 99.6    | 91.1    | -9.5             | -8.6  | 1,237.3  | 1,191.9  | -3.7 |
| 자동차              | 363.8   | 421.8   | 366.6   | 358.5   | 438.9   | 404.4   | 414.4   | 421.5   | 419.5   | 398.3   | 385.6   | 388.3   | 386.4   | 6.2              | -0.5  | 3,815.8  | 4,382.3  | 14.8 |
| 장기               | 996.5   | 1,017.0 | 989.1   | 993.9   | 1,010.8 | 1,000.2 | 1,006.2 | 1,008.0 | 1,007.1 | 1,012.6 | 1,013.2 | 1,008.2 | 1,007.7 | 1.1              | -0.1  | 11,184.4 | 11,057.1 | -1.1 |
| 경과보험료            | 1,390.0 | 1,421.7 | 1,413.8 | 1,393.7 | 1,440.7 | 1,425.7 | 1,456.7 | 1,444.7 | 1,470.4 | 1,474.2 | 1,473.9 | 1,476.3 | 1,459.3 | 5.0              | -1.2  | 15,534.6 | 15,929.4 | 2.5  |
| 일반               | 87.5    | 86.5    | 94.9    | 91.7    | 97.9    | 96.6    | 103.6   | 97.7    | 109.2   | 103.4   | 110.8   | 105.9   | 97.7    | 11.6             | -7.8  | 1,069.6  | 1,109.5  | 3.7  |
| 자동차              | 322.7   | 338.2   | 342.2   | 325.1   | 352.0   | 348.1   | 365.1   | 358.3   | 376.5   | 379.5   | 370.4   | 383.9   | 373.9   | 15.9             | -2.6  | 3,446.9  | 3,975.0  | 15.3 |
| 장기               | 979.8   | 997.0   | 976.7   | 976.8   | 990.8   | 981.0   | 988.0   | 988.7   | 984.7   | 991.3   | 992.7   | 986.5   | 987.7   | 0.8              | 0.1   | 11,018.1 | 10,844.9 | -1.6 |
| 보험영업이익           | -55.5   | -169.7  | -24.9   | -24.0   | -46.7   | -31.1   | -55.8   | -42.0   | 7.7     | -23.3   | 0.4     | -60.7   | -56.4   | 적지               | 적지    | -436.6   | -356.8   | 적지   |
| 투자영업이익           | 126.3   | 132.2   | 141.8   | 129.5   | 206.6   | 147.8   | 175.7   | 118.0   | 144.9   | 134.7   | 66.6    | 238.2   | 106.9   | -15.4            | -55.1 | 1,544.8  | 1,610.5  | 4.3  |
| 당기순이익            | 53.0    | -42.9   | 90.9    | 81.8    | 111.5   | 86.5    | 94.6    | 50.2    | 111.7   | 84.4    | 43.8    | 140.2   | 37.4    | -29.3            | -73.3 | 825.6    | 933.2    | 13.0 |
| <b>K-GAAP 기준</b> |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |                  |       |          |          |      |
| 손해율              | 81.3    | 87.3    | 81.2    | 87.3    | 80.4    | 80.5    | 81.7    | 80.4    | 77.9    | 80.3    | 77.3    | 82.8    | 81.6    | 0.3              | -1.2  | 81.6     | 80.4     | -1.2 |
| 일반               | 55.0    | 82.0    | 59.0    | 64.1    | 51.0    | 55.3    | 81.8    | 70.2    | 44.9    | 67.0    | 53.3    | 82.7    | 78.1    | 23.1             | -4.6  | 57.6     | 64.2     | 6.6  |
| 자동차              | 78.9    | 84.8    | 73.5    | 71.1    | 69.8    | 74.2    | 72.7    | 70.2    | 67.8    | 69.5    | 68.2    | 78.2    | 77.4    | -1.6             | -0.8  | 73.1     | 72.0     | -1.1 |
| 장기               | 84.4    | 88.6    | 86.0    | 85.5    | 87.1    | 85.3    | 85.1    | 85.4    | 85.8    | 83.4    | 84.5    | 83.5    | 83.5    | -0.9             | -1.0  | 86.6     | 85.2     | -1.4 |
| 사업비율             | 22.2    | 23.5    | 20.7    | 20.9    | 21.8    | 20.9    | 21.4    | 21.7    | 21.5    | 20.7    | 22.9    | 21.9    | 22.5    | 0.3              | 0.7   | 21.0     | 21.5     | 0.5  |
| 합산비율             | 103.5   | 110.8   | 101.9   | 101.6   | 102.2   | 101.5   | 103.1   | 102.1   | 99.4    | 101.0   | 100.2   | 104.6   | 104.1   | 0.6              | -0.5  | 102.7    | 102.0    | -0.7 |
| <b>IFRS 기준</b>   |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |                  |       |          |          |      |
| 손해율              | 84.2    | 90.5    | 83.8    | 83.5    | 83.1    | 83.5    | 84.3    | 83.6    | 80.5    | 83.1    | 80.2    | 85.6    | 84.7    | 0.5              | -0.9  | 84.3     | 83.2     | -1.0 |
| 일반               | 59.2    | 88.2    | 62.4    | 68.5    | 55.2    | 60.1    | 85.1    | 75.1    | 48.5    | 71.0    | 57.9    | 88.0    | 85.2    | 26.0             | -2.8  | 61.7     | 68.7     | 7.0  |
| 자동차              | 87.7    | 93.2    | 81.1    | 79.0    | 77.2    | 82.6    | 79.9    | 79.3    | 74.9    | 76.9    | 76.2    | 85.4    | 85.2    | -2.5             | -0.2  | 81.4     | 79.8     | -1.6 |
| 장기               | 85.3    | 89.8    | 86.8    | 86.4    | 87.9    | 86.1    | 85.9    | 86.0    | 86.2    | 86.7    | 84.2    | 85.4    | 84.4    | -0.9             | -1.0  | 87.3     | 86.0     | -1.4 |
| 사업비율             | 19.4    | 20.3    | 18.1    | 18.1    | 19.1    | 18.0    | 18.8    | 18.5    | 18.8    | 17.9    | 19.9    | 19.0    | 19.5    | 0.1              | 0.4   | 18.4     | 18.7     | 0.3  |
| 합산비율             | 103.5   | 110.8   | 101.9   | 101.6   | 102.2   | 101.5   | 103.1   | 102.1   | 99.4    | 101.0   | 100.2   | 104.6   | 104.1   | 0.6              | -0.5  | 102.7    | 102.0    | -0.7 |
| 투자이익률            | 2.9     | 3.0     | 3.2     | 2.9     | 4.6     | 3.3     | 3.8     | 2.5     | 3.1     | 2.8     | 1.4     | 4.9     | 2.2     | -0.7             | -2.7  | 3.3      | 3.0      | -0.3 |
| 운용자산             | 52,657  | 53,408  | 53,409  | 54,247  | 54,363  | 54,629  | 55,283  | 56,591  | 57,343  | 57,630  | 58,134  | 58,092  | 57,578  | 9.3              | -0.9  | 52,657   | 57,578   | 9.3  |
| 자기자본             | 9,981   | 9,971   | 9,914   | 10,376  | 10,432  | 10,393  | 10,482  | 11,325  | 11,784  | 11,827  | 11,956  | 11,531  | 10,815  | 8.4              | -6.2  | 9,981    | 10,815   | 8.4  |
| ROE              | 6.2     | -5.2    | 11.0    | 9.7     | 12.9    | 10.0    | 10.9    | 5.5     | 11.6    | 8.6     | 4.4     | 14.3    | 4.0     | -2.2             | -10.3 | 9.3      | 9.2      | -0.1 |
| 장기신계약(월납환산)      | 13.3    | 16.4    | 13.3    | 12.7    | 14.9    | 14.2    | 14.0    | 13.5    | 14.3    | 13.9    | 13.7    | 15.5    | 13.2    | -0.9             | -14.7 | 166.8    | 153.2    | -8.2 |
| 보장성신계약(월납환산)     | 12.3    | 15.4    | 12.7    | 12.3    | 14.1    | 13.6    | 13.4    | 13.0    | 13.9    | 13.8    | 13.4    | 15.2    | 13.0    | 5.7              | -14.4 | 146.7    | 148.3    | 1.1  |
| 보장성보험 비중         | 92.2%   | 93.7%   | 95.9%   | 96.8%   | 94.8%   | 95.8%   | 95.4%   | 95.9%   | 97.4%   | 99.0%   | 97.7%   | 98.1%   | 98.4%   | 6.2              | 0.3   | 87.9%    | 96.8%    | 8.9  |
| 인보험(월납환산)        | 8.8     | 11.3    | 9.3     | 8.8     | 9.7     | 9.6     | 8.8     | 7.9     | 8.5     | 9.5     | 9.8     | 11.7    | 9.2     | 4.4              | -21.4 | 102.1    | 102.8    | 0.7  |
| 장기 위험손해율         | 71.3    | 90.9    | 79.7    | 82.2    | 84.1    | 77.7    | 77.4    | 78.1    | 77.1    | 81.7    | 71.3    | 75.5    | 73.8    | 2.5              | -1.7  | 76.1     | 78.0     | 1.9  |

- 연중 가장 낮은 실적 기록
- 투자부분 부진(투자이익률 2.2%)
- 장기간 낮은 금리 탓에 채권에 대한 투자이익률이 크게 하락하고 있기 때문
- 지난 10월 태풍 여파는 벗어나 손해율은 10월보다 하락하였지만, 계절성으로 이익 레벨은 하락
- 10~11월 누계 실적이 당사 4분기 예상 실적 대비 59% 달성. 실적 하향 여지 높음

- 11월, 국고5년 기준 9월말 대비 64bp 하락, 10월말 대비 40bp 상승. 삼성화재는 매도가능채권 비중이 상위사중 가장 높음, 10월 말 대비 자본은 6.2% (m-m) 감소하는데 그침 (삼성전자 지분 보유 때문)
- 상위사중 유일하게 인보험 신계약이 전년비 상승(+0.7% y-y). 특히 내년부터 실손의료보험단독상품 판매 의무화로 성장에 대한 우려가 커질 것으로 판단. 신계약 성장에 향후 관심 가져야

주: K-IFRS 별도 기준, 장기위험손해율은 K-GAAP 기준, 자료: 삼성화재

**INCOME STATEMENT**

| (십억원)         | 2015/12A      | 2016/12E      | 2017/12F      | 2018/12F      |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>경과보험료</b>  | <b>16,956</b> | <b>17,296</b> | <b>17,465</b> | <b>17,598</b> |
| 일반            | 1,156         | 1,173         | 1,185         | 1,203         |
| 자동차           | 3,785         | 4,248         | 4,322         | 4,366         |
| 장기            | 12,015        | 11,875        | 11,958        | 12,030        |
| <b>손해액</b>    | <b>14,376</b> | <b>14,472</b> | <b>14,705</b> | <b>14,824</b> |
| 일반            | 736           | 784           | 803           | 815           |
| 자동차           | 3,120         | 3,408         | 3,515         | 3,605         |
| 장기            | 10,520        | 10,280        | 10,387        | 10,404        |
| 순사업비          | 3,187         | 3,277         | 3,329         | 3,363         |
| <b>보험영업이익</b> | <b>-606</b>   | <b>-452</b>   | <b>-569</b>   | <b>-590</b>   |
| <b>투자영업이익</b> | <b>1,677</b>  | <b>1,880</b>  | <b>2,169</b>  | <b>2,121</b>  |
| 총영업이익         | 1,071         | 1,427         | 1,600         | 1,531         |
| 영업외이익         | -37           | -51           | -42           | -47           |
| 세전이익          | 1,034         | 1,377         | 1,557         | 1,485         |
| 법인세비용         | 251           | 324           | 377           | 359           |
| <b>당기순이익</b>  | <b>783</b>    | <b>1,053</b>  | <b>1,181</b>  | <b>1,125</b>  |

**BALANCE SHEET**

| (십억원)             | 2015/12A      | 2016/12E      | 2017/12F      | 2018/12F      |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>운용자산</b>       | <b>53,408</b> | <b>59,336</b> | <b>62,937</b> | <b>65,957</b> |
| 현 예금 및 예치금        | 1,358         | 762           | 1,967         | 1,461         |
| 주식                | 3,171         | 3,846         | 3,457         | 3,620         |
| 채권                | 26,625        | 30,032        | 32,727        | 34,429        |
| 수익증권              | 1,458         | 2,068         | 1,888         | 1,979         |
| 기타유가증권            | 4,393         | 3,626         | 3,846         | 5,013         |
| 지분법적용투자주식         | 435           | 435           | 435           | 435           |
| 대출채권              | 14,599        | 17,100        | 17,119        | 17,478        |
| 부동산               | 1,334         | 1,350         | 1,366         | 1,383         |
| 비운용자산             | 5,412         | 5,237         | 5,554         | 5,821         |
| 특별계정자산            | 4,051         | 4,590         | 4,869         | 5,103         |
| <b>자산총계</b>       | <b>62,871</b> | <b>69,163</b> | <b>73,361</b> | <b>76,880</b> |
| 책임준비금             | 45,773        | 49,448        | 52,204        | 54,521        |
| 기타부채              | 2,884         | 3,204         | 3,360         | 3,492         |
| 특별계정부채            | 4,243         | 4,482         | 4,755         | 4,983         |
| <b>부채총계</b>       | <b>52,900</b> | <b>57,134</b> | <b>60,319</b> | <b>62,996</b> |
| 자본금               | 26            | 26            | 26            | 26            |
| 자본잉여금             | 939           | 939           | 939           | 939           |
| 이익잉여금             | 6,795         | 7,658         | 8,672         | 9,612         |
| 비상위험준비금           | 1,692         | 1,819         | 1,951         | 2,084         |
| 자본조정              | -1,348        | -1,484        | -1,484        | -1,484        |
| 기타포괄손익누계액         | 3,558         | 4,888         | 4,888         | 4,790         |
| <b>자본총계</b>       | <b>9,971</b>  | <b>12,028</b> | <b>13,042</b> | <b>13,884</b> |
| <b>부채 및 자본 총계</b> | <b>62,871</b> | <b>69,163</b> | <b>73,361</b> | <b>76,880</b> |

**MAJOR MANAGEMENT INDICATORS**

|                               | 2015/12A | 2016/12E | 2017/12F | 2018/12F |
|-------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| <b>Profitability (%)</b>      |          |          |          |          |
| 손해율                           | 84.8     | 83.7     | 84.2     | 84.2     |
| 일반                            | 63.7     | 66.8     | 67.8     | 67.8     |
| 자동차                           | 82.4     | 80.2     | 81.3     | 82.6     |
| 장기                            | 87.6     | 86.6     | 86.9     | 86.5     |
| 사업비율                          | 18.8     | 18.9     | 19.1     | 19.1     |
| 합산비율                          | 103.6    | 102.6    | 103.3    | 103.4    |
| 투자이익률                         | 3.3      | 3.3      | 3.5      | 3.3      |
| 자산운용율                         | 84.9     | 85.8     | 85.8     | 85.8     |
| ROE                           | 8.1      | 9.6      | 9.4      | 8.4      |
| ROA                           | 1.3      | 1.6      | 1.7      | 1.5      |
| Leverage                      | 6.2      | 6.0      | 5.7      | 5.6      |
| <b>Product mix (%)</b>        |          |          |          |          |
| 일반                            | 6.8      | 6.8      | 6.8      | 6.8      |
| 자동차                           | 22.3     | 24.6     | 24.7     | 24.8     |
| 장기                            | 70.9     | 68.7     | 68.5     | 68.4     |
| <b>Financial Strength (%)</b> |          |          |          |          |
| 보험계약준비금/보유보험료                 | 266.7    | 279.9    | 297.6    | 308.4    |
| <b>Per Share data</b>         |          |          |          |          |
| EPS (원)                       | 19,136   | 26,265   | 29,641   | 28,256   |
| PER (x)                       | 16.1     | 10.2     | 9.1      | 9.5      |
| BPS (원)                       | 231,892  | 283,155  | 307,018  | 326,846  |
| PBR (x)                       | 1.3      | 0.9      | 0.9      | 0.8      |
| DPS (원)                       | 5,150    | 7,500    | 8,000    | 8,000    |
| 배당성장률 (%)                     | 26.5     | 28.4     | 27.0     | 28.3     |
| 배당수익률 (%)                     | 1.7      | 2.8      | 3.0      | 3.0      |

**GROWTH RATE**

|                       | 2015/12A | 2016/12E | 2017/12F | 2018/12F |
|-----------------------|----------|----------|----------|----------|
| <b>Growth rate(%)</b> |          |          |          |          |
| 경과보험료                 | 2.4      | 2.0      | 1.0      | 0.8      |
| 원수보험료                 | 3.1      | 1.0      | 0.8      | 0.0      |
| 일반                    | 0.9      | 1.0      | 1.5      | 0.0      |
| 자동차                   | 12.6     | 1.7      | 1.0      | 0.0      |
| 장기                    | 0.1      | 0.7      | 0.6      | 0.0      |
| 손해액                   | 1.5      | 0.7      | 1.6      | 0.8      |
| 사업비                   | 6.5      | 2.8      | 1.6      | 1.0      |
| 보험영업이익                | 적지       | 적지       | 적지       | 적지       |
| 투자영업이익                | -0.3     | 12.1     | 15.4     | -2.2     |
| 총영업이익                 | -1.8     | 33.3     | 12.1     | -4.3     |
| 세전이익                  | -1.6     | 33.2     | 13.1     | -4.7     |
| 당기순이익                 | -1.7     | 34.5     | 12.2     | -4.7     |
| 자산총계                  | 9.1      | 10.0     | 6.1      | 4.8      |
| 운용자산                  | 7.4      | 11.1     | 6.1      | 4.8      |
| 특별계정자산                | 57.9     | 13.3     | 6.1      | 4.8      |
| 책임준비금                 | 10.3     | 8.0      | 5.6      | 4.4      |
| 기타부채                  | 8.8      | 11.1     | 4.9      | 3.9      |
| 특별계정부채                | 4.8      | 5.6      | 6.1      | 4.8      |
| 자본총계                  | 5.5      | 20.6     | 8.4      | 6.5      |

주: K-IFRS 별도 기준  
 자료: 삼성화재, NH 투자증권 리서치센터 전망

동부화재 (005830.KS/Buy유지/TP:86,000원유지/CP:62,500원)

동부화재 월별 실적 추이

(단위: 십억원, %, %p)

| [당월 실적]        | IFRS   |         | IFRS   |        | IFRS    |        | IFRS   |         | IFRS   |        | IFRS    |         | IFRS    |      | (단위: 십억원, %, %p) |          | [누계 실적]  |       |  |
|----------------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|------|------------------|----------|----------|-------|--|
|                | '15.11 | '15.12  | '16.1  | '16.2  | '16.3   | '16.4  | '16.5  | '16.6   | '16.7  | '16.8  | '16.9   | '16.10  | '16.11  | Y-Y  | M-M              | ~'15.11  | ~'16.11  | Y-Y   |  |
| 원수보험료          | 952.1  | 1,066.9 | 993.4  | 966.2  | 1,019.3 | 975.1  | 977.9  | 1,033.4 | 998.5  | 986.9  | 1,005.1 | 1,029.0 | 1,013.4 | 6.4  | -1.5             | 10,420.9 | 10,998.1 | 5.5   |  |
| 일반             | 73.2   | 140.2   | 83.4   | 74.0   | 82.4    | 71.5   | 74.2   | 119.5   | 83.6   | 70.7   | 69.2    | 78.6    | 73.3    | 0.2  | -6.7             | 859.1    | 880.3    | 2.5   |  |
| 자동차            | 212.8  | 252.7   | 238.0  | 224.1  | 266.5   | 240.6  | 233.3  | 244.5   | 246.2  | 236.6  | 254.3   | 261.2   | 261.6   | 22.9 | 0.1              | 2,335.0  | 2,706.7  | 15.9  |  |
| 장기             | 666.2  | 674.1   | 672.1  | 668.1  | 670.5   | 663.0  | 670.4  | 669.4   | 668.7  | 679.6  | 681.6   | 689.2   | 678.5   | 1.8  | -1.5             | 7,226.8  | 7,411.0  | 2.5   |  |
| 경과보험료          | 891.3  | 907.1   | 910.7  | 893.9  | 926.1   | 909.6  | 921.2  | 914.0   | 930.2  | 938.2  | 934.6   | 947.5   | 939.7   | 5.4  | -0.8             | 9,658.3  | 10,165.7 | 5.3   |  |
| 일반             | 37.8   | 40.8    | 37.3   | 37.3   | 49.2    | 42.7   | 41.7   | 48.8    | 48.3   | 44.0   | 45.0    | 41.4    | 44.9    | 18.8 | 8.4              | 435.9    | 480.7    | 10.3  |  |
| 자동차            | 198.7  | 205.8   | 210.6  | 198.2  | 214.8   | 211.8  | 218.6  | 214.9   | 224.1  | 225.4  | 218.9   | 228.8   | 227.2   | 14.4 | -0.7             | 2,100.3  | 2,393.3  | 13.9  |  |
| 장기             | 654.8  | 660.4   | 662.9  | 658.5  | 662.1   | 655.1  | 660.8  | 650.3   | 657.8  | 668.9  | 670.7   | 677.3   | 667.6   | 1.9  | -1.4             | 7,122.0  | 7,291.8  | 2.4   |  |
| 보험영업이익         | -34.3  | -90.3   | -34.2  | -12.4  | -61.7   | -24.5  | -25.2  | -17.1   | 4.1    | -6.7   | 4.9     | -22.9   | -33.1   | 적지   | 적지               | -290.8   | -228.9   | 적지    |  |
| 투자영업이익         | 84.1   | 77.6    | 74.5   | 70.0   | 92.0    | 85.1   | 84.9   | 91.8    | 84.7   | 85.5   | 85.7    | 97.9    | 82.0    | -2.5 | -16.3            | 900.9    | 934.1    | 3.7   |  |
| 당기순이익          | 34.7   | -11.7   | 27.2   | 40.5   | 20.3    | 41.9   | 42.5   | 65.2    | 65.6   | 56.6   | 59.5    | 47.9    | 33.2    | -4.2 | -30.7            | 424.4    | 500.4    | 17.9  |  |
| <b>IFRS 기준</b> |        |         |        |        |         |        |        |         |        |        |         |         |         |      |                  |          |          |       |  |
| 손해율            | 86.2   | 87.8    | 86.5   | 83.7   | 84.4    | 85.2   | 86.0   | 83.5    | 81.8   | 84.0   | 82.2    | 85.1    | 84.9    | -1.3 | -0.2             | 85.8     | 84.3     | -1.5  |  |
| 일반             | 79.6   | 70.2    | 80.3   | 84.9   | 50.0    | 66.6   | 89.8   | 63.3    | 74.0   | 73.5   | 56.5    | 89.7    | 94.9    | 15.3 | 5.2              | 72.8     | 74.1     | 1.4   |  |
| 자동차            | 89.4   | 93.3    | 83.0   | 81.4   | 79.9    | 86.4   | 84.6   | 78.2    | 76.7   | 78.7   | 77.3    | 82.8    | 83.9    | -5.5 | 1.2              | 86.9     | 81.2     | -5.7  |  |
| 장기             | 85.6   | 87.2    | 87.9   | 84.4   | 88.5    | 86.0   | 86.2   | 86.7    | 84.1   | 86.5   | 85.6    | 85.6    | 84.5    | -1.1 | -1.1             | 86.2     | 86.0     | -0.3  |  |
| 사업비율           | 17.7   | 22.1    | 17.3   | 17.7   | 22.2    | 17.5   | 16.8   | 18.4    | 17.8   | 16.7   | 17.2    | 17.3    | 18.7    | 1.0  | 1.3              | 17.2     | 18.0     | 0.7   |  |
| 합산비율           | 103.8  | 110.0   | 103.8  | 101.4  | 106.7   | 102.7  | 102.7  | 101.9   | 99.6   | 100.7  | 99.5    | 102.4   | 103.5   | -0.3 | 1.1              | 103.0    | 102.3    | -0.8  |  |
| 투자이익률          | 4.0    | 3.6     | 3.4    | 3.2    | 4.2     | 3.8    | 3.8    | 4.0     | 3.7    | 3.7    | 3.6     | 4.1     | 3.4     | -0.6 | -0.7             | 4.2      | 3.8      | -0.4  |  |
| 운용자산           | 25,362 | 25,982  | 26,180 | 26,689 | 26,502  | 26,727 | 27,035 | 27,489  | 27,726 | 28,281 | 28,548  | 28,827  | 28,639  | 12.9 | -0.7             | 25,362   | 28,639   | 12.9  |  |
| 자기자본           | 3,619  | 3,683   | 3,790  | 3,945  | 3,797   | 3,823  | 3,861  | 4,099   | 4,217  | 4,676  | 4,619   | 4,301   | 3,811   | 5.3  | -11.4            | 3,619    | 3,811    | 5.3   |  |
| ROE            | 11.4   | -3.8    | 8.7    | 12.6   | 6.3     | 13.2   | 13.3   | 19.7    | 18.9   | 15.3   | 15.4    | 12.9    | 9.8     | -1.6 | -3.1             | 13.3     | 14.6     | 1.3   |  |
| 장기신계약(월납신규)    | 10.1   | 12.2    | 8.7    | 9.5    | 10.5    | 8.6    | 8.9    | 9.9     | 9.9    | 9.6    | 9.4     | 9.0     | 9.5     | -6.3 | 5.3              | 126.6    | 103.6    | -18.2 |  |
| 보장성신계약(월납신규)   | 8.2    | 11.1    | 7.1    | 8.4    | 9.1     | 7.5    | 7.8    | 8.9     | 8.6    | 8.5    | 8.5     | 8.4     | 8.6     | 4.8  | 2.5              | 92.4     | 91.5     | -1.0  |  |
| 보장성보험 비중       | 81.0%  | 90.9%   | 82.1%  | 88.3%  | 86.3%   | 87.6%  | 87.1%  | 89.8%   | 86.8%  | 88.9%  | 90.4%   | 93.0%   | 90.5%   | 9.6  | -2.5             | 73.0%    | 88.3%    | 15.3  |  |
| 인보험 (월납신규)     | 6.8    | 9.7     | 6.0    | 7.1    | 7.8     | 6.3    | 6.5    | 7.5     | 7.4    | 7.2    | 7.1     | 6.9     | 7.2     | 6.8  | 4.9              | 78.7     | 77.0     | -2.2  |  |
| 장기 위험손해율       | 89.1   | 103.5   | 96.4   | 84.2   | 97.4    | 90.1   | 91.8   | 89.2    | 85.8   | 91.4   | 88.0    | 88.0    | 86.7    | -2.4 | -1.3             | 88.7     | 89.8     | 1.3   |  |

**10월 순이익:**

- 하반기 들어 가장 낮은 실적 시현
- 일반, 자동차보험 손해율이 여전히 높았기 때문. 3월 이후 가장 높은 합산비율 시현
- 10~11월 누계 이익은 4Q 예상치 71% 달성

**11월, 국고5년 기준 9월말 대비 64bp 하락, 10월말 대비 40bp 상승. 10월 말 대비 자본은 11.4% 감소**

- 자동차 합산비율 측면에서 유일하게 보험료를 인하할 여력이 있는 2위권사로 향후 자동차 보험료 인하 여부가 단기적 주가 방향 결정할 수 있을 것

주: K-IFRS 별도 기준. 자료: 동부화재

**INCOME STATEMENT**

| (십억원)         | 2015/12A      | 2016/12E      | 2017/12F      | 2018/12F      |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>경과보험료</b>  | <b>10,565</b> | <b>11,101</b> | <b>11,369</b> | <b>11,582</b> |
| 일반            | 477           | 549           | 568           | 581           |
| 자동차           | 2,306         | 2,574         | 2,664         | 2,719         |
| 장기            | 7,782         | 7,979         | 8,136         | 8,282         |
| <b>손해액</b>    | <b>9,081</b>  | <b>9,399</b>  | <b>9,665</b>  | <b>9,816</b>  |
| 일반            | 346           | 396           | 419           | 410           |
| 자동차           | 2,017         | 2,109         | 2,230         | 2,291         |
| 장기            | 6,718         | 6,894         | 7,016         | 7,115         |
| 순사업비          | 1,866         | 1,982         | 1,976         | 1,989         |
| <b>보험영업이익</b> | <b>-381</b>   | <b>-280</b>   | <b>-272</b>   | <b>-223</b>   |
| <b>투자영업이익</b> | <b>978</b>    | <b>1,030</b>  | <b>1,117</b>  | <b>1,131</b>  |
| 총영업이익         | 597           | 751           | 845           | 908           |
| 영업외이익         | -59           | -48           | -114          | -154          |
| 세전이익          | 539           | 703           | 731           | 754           |
| 법인세비용         | 126           | 169           | 177           | 182           |
| <b>당기순이익</b>  | <b>413</b>    | <b>534</b>    | <b>554</b>    | <b>572</b>    |

**BALANCE SHEET**

| (십억원)             | 2015/12A      | 2016/12E      | 2017/12F      | 2018/12F      |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>운용자산</b>       | <b>25,982</b> | <b>28,955</b> | <b>30,582</b> | <b>32,238</b> |
| 현 예금 및 예치금        | 1,333         | 488           | 339           | 572           |
| 주식                | 473           | 486           | 506           | 529           |
| 채권                | 6,789         | 8,086         | 8,563         | 9,027         |
| 수익증권              | 4,569         | 5,151         | 5,440         | 5,735         |
| 기타유가증권            | 3,818         | 4,778         | 5,352         | 5,642         |
| 지분법적용투자주식         | 609           | 637           | 642           | 677           |
| 대출채권              | 7,240         | 8,165         | 8,563         | 8,866         |
| 부동산               | 1,150         | 1,164         | 1,178         | 1,192         |
| 비운용자산             | 3,461         | 3,517         | 3,714         | 3,916         |
| 특별계정자산            | 1,120         | 1,521         | 1,607         | 1,694         |
| <b>자산총계</b>       | <b>30,563</b> | <b>33,993</b> | <b>35,903</b> | <b>37,848</b> |
| 책임준비금             | 24,460        | 26,589        | 27,880        | 29,190        |
| 기타부채              | 1,075         | 1,215         | 1,263         | 1,311         |
| 특별계정부채            | 1,345         | 1,442         | 1,523         | 1,605         |
| <b>부채총계</b>       | <b>26,880</b> | <b>29,245</b> | <b>30,665</b> | <b>32,106</b> |
| 자본금               | 35            | 35            | 35            | 35            |
| 자본잉여금             | 38            | 38            | 38            | 38            |
| 이익잉여금             | 3,031         | 3,480         | 3,971         | 4,475         |
| 비상위험준비금           | 702           | 758           | 815           | 873           |
| 자본조정              | -30           | -30           | -30           | -30           |
| 기타포괄손익누계액         | 608           | 1,224         | 1,224         | 1,224         |
| <b>자본총계</b>       | <b>3,683</b>  | <b>4,748</b>  | <b>5,238</b>  | <b>5,742</b>  |
| <b>부채 및 자본 총계</b> | <b>30,563</b> | <b>33,993</b> | <b>35,903</b> | <b>37,848</b> |

**MAJOR MANAGEMENT INDICATORS**

|                               | 2015/12A | 2016/12E | 2017/12F | 2018/12F |
|-------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| <b>Profitability (%)</b>      |          |          |          |          |
| 손해율                           | 86.0     | 84.7     | 85.0     | 84.8     |
| 일반                            | 72.5     | 72.1     | 73.7     | 70.6     |
| 자동차                           | 87.5     | 82.0     | 83.7     | 84.2     |
| 장기                            | 86.3     | 86.4     | 86.2     | 85.9     |
| 사업비율                          | 17.7     | 17.9     | 17.4     | 17.2     |
| 합산비율                          | 103.6    | 102.5    | 102.4    | 101.9    |
| 투자이익률                         | 4.0      | 3.8      | 3.8      | 3.6      |
| 자산운용율                         | 85.0     | 85.2     | 85.2     | 85.2     |
| ROE                           | 11.7     | 12.7     | 11.1     | 10.4     |
| ROA                           | 1.4      | 1.7      | 1.6      | 1.5      |
| Leverage                      | 8.1      | 7.7      | 7.0      | 6.7      |
| <b>Product mix (%)</b>        |          |          |          |          |
| 일반                            | 4.5      | 4.9      | 5.0      | 5.0      |
| 자동차                           | 21.8     | 23.2     | 23.4     | 23.5     |
| 장기                            | 73.7     | 71.9     | 71.6     | 71.5     |
| <b>Financial Strength (%)</b> |          |          |          |          |
| 보험계약준비금/보유보험료                 | 227.0    | 236.4    | 242.5    | 249.3    |
| <b>Per Share data</b>         |          |          |          |          |
| EPS (원)                       | 6,519    | 8,429    | 8,754    | 9,030    |
| PER (x)                       | 10.8     | 7.4      | 7.1      | 6.9      |
| BPS (원)                       | 58,179   | 75,003   | 82,760   | 90,710   |
| PBR (x)                       | 1.2      | 0.8      | 0.8      | 0.7      |
| DPS (원)                       | 1,550    | 1,900    | 2,000    | 2,000    |
| 배당성장률 (%)                     | 23.8     | 22.5     | 22.8     | 22.1     |
| 배당수익률 (%)                     | 2.2      | 3.0      | 3.2      | 3.2      |

**GROWTH RATE**

|                       | 2015/12A | 2016/12E | 2017/12F | 2018/12F |
|-----------------------|----------|----------|----------|----------|
| <b>Growth rate(%)</b> |          |          |          |          |
| 경과보험료                 | 6.2      | 5.1      | 2.4      | 1.9      |
| 원수보험료                 | 7.2      | 4.8      | 2.2      | 1.9      |
| 일반                    | 7.6      | 2.9      | 2.0      | 2.0      |
| 자동차                   | 12.3     | 12.1     | 3.0      | 2.0      |
| 장기                    | 5.6      | 2.6      | 2.0      | 1.8      |
| 손해액                   | 5.2      | 3.5      | 2.8      | 2.1      |
| 사업비                   | 9.6      | 6.2      | -0.3     | 0.7      |
| 보험영업이익                | 적지       | 적지       | 적지       | 적지       |
| 투자영업이익                | 9.5      | 5.3      | 8.4      | 5.8      |
| 총영업이익                 | 18.2     | 25.7     | 12.5     | 7.5      |
| 세전이익                  | 8.8      | 30.5     | 4.0      | 3.1      |
| 당기순이익                 | 3.1      | 29.3     | 3.8      | 3.1      |
| 자산총계                  | 14.0     | 11.2     | 5.6      | 5.4      |
| 운용자산                  | 14.7     | 11.4     | 5.6      | 5.4      |
| 특별계정자산                | 35.9     | 35.8     | 5.6      | 5.4      |
| 책임준비금                 | 13.4     | 8.7      | 4.9      | 4.7      |
| 기타부채                  | 14.1     | 13.0     | 3.9      | 3.8      |
| 특별계정부채                | 44.8     | 7.2      | 5.6      | 5.4      |
| 자본총계                  | 9.5      | 28.9     | 10.3     | 9.6      |

주: K-IFRS 별도 기준  
 자료: 동부화재, NH 투자증권 리서치센터 전망



**INCOME STATEMENT**

| (십억원)         | 2015/12A      | 2016/12E      | 2017/12F      | 2018/12F      |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>경과보험료</b>  | <b>10,976</b> | <b>11,332</b> | <b>11,499</b> | <b>11,679</b> |
| 일반            | 469           | 471           | 487           | 497           |
| 자동차           | 2,430         | 2,768         | 2,832         | 2,887         |
| 장기            | 8,076         | 8,093         | 8,180         | 8,295         |
| <b>손해액</b>    | <b>9,544</b>  | <b>9,631</b>  | <b>9,814</b>  | <b>9,997</b>  |
| 일반            | 341           | 320           | 349           | 357           |
| 자동차           | 2,179         | 2,274         | 2,350         | 2,431         |
| 장기            | 7,024         | 7,038         | 7,115         | 7,208         |
| 순사업비          | 1,989         | 2,124         | 2,112         | 2,186         |
| <b>보험영업이익</b> | <b>-558</b>   | <b>-424</b>   | <b>-428</b>   | <b>-505</b>   |
| <b>투자영업이익</b> | <b>852</b>    | <b>962</b>    | <b>995</b>    | <b>1,079</b>  |
| 총영업이익         | 294           | 537           | 567           | 574           |
| 영업외이익         | -11           | -26           | -26           | -26           |
| 세전이익          | 284           | 511           | 541           | 549           |
| 법인세비용         | 81            | 114           | 131           | 133           |
| <b>당기순이익</b>  | <b>203</b>    | <b>397</b>    | <b>410</b>    | <b>416</b>    |

**BALANCE SHEET**

| (십억원)             | 2015/12A      | 2016/12E      | 2017/12F      | 2018/12F      |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>운용자산</b>       | <b>26,229</b> | <b>30,076</b> | <b>32,734</b> | <b>35,222</b> |
| 현 예금 및 예치금        | 1,570         | 1,773         | 1,839         | 2,069         |
| 주식                | 584           | 655           | 692           | 726           |
| 채권                | 10,201        | 11,770        | 13,094        | 14,089        |
| 수익증권              | 1,959         | 2,472         | 2,690         | 2,895         |
| 기타유가증권            | 3,331         | 3,910         | 4,255         | 4,579         |
| 지분법적용투자주식         | 363           | 363           | 363           | 363           |
| 대출채권              | 7,178         | 8,141         | 8,773         | 9,440         |
| 부동산               | 973           | 975           | 977           | 979           |
| 비운용자산             | 3,746         | 3,991         | 4,343         | 4,673         |
| 특별계정자산            | 2,317         | 2,792         | 3,038         | 3,269         |
| <b>자산총계</b>       | <b>32,292</b> | <b>36,859</b> | <b>40,116</b> | <b>43,165</b> |
| 책임준비금             | 25,678        | 28,593        | 31,094        | 33,508        |
| 기타부채              | 1,656         | 1,900         | 2,064         | 2,229         |
| 특별계정부채            | 2,522         | 2,709         | 2,948         | 3,172         |
| <b>부채총계</b>       | <b>29,857</b> | <b>33,202</b> | <b>36,106</b> | <b>38,909</b> |
| 자본금               | 45            | 45            | 45            | 45            |
| 자본잉여금             | 114           | 114           | 114           | 114           |
| 이익잉여금             | 2,058         | 2,409         | 2,762         | 3,121         |
| 비상위험준비금           | 663           | 731           | 802           | 875           |
| 자본조정              | -37           | -37           | -37           | -37           |
| 기타포괄손익누계액         | 255           | 1,127         | 1,127         | 1,014         |
| <b>자본총계</b>       | <b>2,435</b>  | <b>3,657</b>  | <b>4,010</b>  | <b>4,256</b>  |
| <b>부채 및 자본 총계</b> | <b>32,292</b> | <b>36,859</b> | <b>40,116</b> | <b>43,165</b> |

**MAJOR MANAGEMENT INDICATORS**

|                               | 2015/12A | 2016/12E | 2017/12F | 2018/12F |
|-------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| <b>Profitability (%)</b>      |          |          |          |          |
| 손해율                           | 87.0     | 85.0     | 85.3     | 85.6     |
| 일반                            | 72.6     | 67.9     | 71.8     | 71.9     |
| 자동차                           | 89.7     | 82.1     | 83.0     | 84.2     |
| 장기                            | 87.0     | 87.0     | 87.0     | 86.9     |
| 사업비율                          | 18.1     | 18.7     | 18.4     | 18.7     |
| 합산비율                          | 105.1    | 103.7    | 103.7    | 104.3    |
| 투자이익률                         | 3.5      | 3.3      | 3.2      | 3.2      |
| 자산운용율                         | 81.2     | 81.6     | 81.6     | 81.6     |
| ROE                           | 8.6      | 13.1     | 10.7     | 10.1     |
| ROA                           | 0.7      | 1.1      | 1.1      | 1.0      |
| Leverage                      | 12.6     | 11.4     | 10.0     | 10.1     |
| <b>Product mix (%)</b>        |          |          |          |          |
| 일반                            | 4.3      | 4.2      | 4.2      | 4.3      |
| 자동차                           | 22.1     | 24.4     | 24.6     | 24.7     |
| 장기                            | 73.6     | 71.4     | 71.1     | 71.0     |
| <b>Financial Strength (%)</b> |          |          |          |          |
| 보험계약준비금/보유보험료                 | 240.3    | 248.6    | 264.4    | 280.5    |
| <b>Per Share data</b>         |          |          |          |          |
| EPS (원)                       | 2,528    | 4,985    | 5,148    | 5,216    |
| PER (x)                       | 14.3     | 6.3      | 6.1      | 6.0      |
| BPS (원)                       | 30,276   | 45,860   | 50,288   | 53,381   |
| PBR (x)                       | 1.2      | 0.7      | 0.6      | 0.6      |
| DPS (원)                       | 750      | 1,100    | 1,100    | 1,100    |
| 배당성장률 (%)                     | 29.7     | 22.1     | 21.4     | 21.1     |
| 배당수익률 (%)                     | 2.1      | 3.5      | 3.5      | 3.5      |

**GROWTH RATE**

|                       | 2015/12A | 2016/12E | 2017/12F | 2018/12F |
|-----------------------|----------|----------|----------|----------|
| <b>Growth rate(%)</b> |          |          |          |          |
| 경과보험료                 | 8.1      | 3.2      | 1.5      | 1.6      |
| 원수보험료                 | 8.2      | 4.4      | 1.6      | 1.6      |
| 일반                    | 3.6      | 4.5      | 2.0      | 1.8      |
| 자동차                   | 21.9     | 16.4     | 3.0      | 2.0      |
| 장기                    | 4.9      | 0.4      | 1.1      | 1.4      |
| 손해액                   | 9.0      | 0.9      | 1.9      | 1.9      |
| 사업비                   | 7.4      | 6.8      | -0.5     | 3.5      |
| 보험영업이익                | 적지       | 적지       | 적지       | 적지       |
| 투자영업이익                | 9.6      | 12.9     | 3.4      | 8.5      |
| 총영업이익                 | -8.6     | 82.4     | 5.6      | 1.3      |
| 세전이익                  | 1.9      | 80.1     | 5.9      | 1.3      |
| 당기순이익                 | -12.9    | 95.5     | 3.3      | 1.3      |
| 자산총계                  | 16.8     | 14.1     | 8.8      | 7.6      |
| 운용자산                  | 19.6     | 14.7     | 8.8      | 7.6      |
| 특별계정자산                | 13.3     | 20.5     | 8.8      | 7.6      |
| 책임준비금                 | 15.4     | 11.4     | 8.7      | 7.8      |
| 기타부채                  | 72.4     | 14.7     | 8.6      | 8.0      |
| 특별계정부채                | 18.4     | 7.4      | 8.8      | 7.6      |
| 자본총계                  | 5.3      | 50.2     | 9.7      | 6.2      |

주: K-IFRS 별도 기준  
 자료: 현대해상, NH 투자증권 리서치센터 전망

KB손해보험 (002550.KS/Buy유지/TP:37,000원유지/CP:26,150원)

KB 손해보험 월별 실적 추이

(단위: 십억원, %, %p)

| [당월 실적]        | IFRS   |        | IFRS   |      | (단위: 십억원, %, %p) |         | [누계 실적] |       |  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------|------------------|---------|---------|-------|--|
|                | '15.11 | '15.12 | '16.1  | '16.2  | '16.3  | '16.4  | '16.5  | '16.6  | '16.7  | '16.8  | '16.9  | '16.10 | '16.11 | Y-Y  | M-M              | ~'15.11 | ~'16.11 | Y-Y   |  |
| 원수보험료          | 757.6  | 797.0  | 808.0  | 748.5  | 799.3  | 773.7  | 781.4  | 792.6  | 797.6  | 764.8  | 767.0  | 785.7  | 787.9  | 4.0  | 0.3              | 8,322.4 | 8,606.4 | 3.4   |  |
| 일반             | 64.0   | 84.8   | 109.5  | 62.2   | 75.2   | 67.6   | 73.9   | 77.0   | 81.0   | 54.6   | 63.7   | 64.8   | 68.8   | 7.4  | 6.2              | 795.2   | 798.3   | 0.4   |  |
| 자동차            | 156.0  | 169.7  | 161.7  | 153.7  | 181.5  | 166.2  | 166.7  | 171.8  | 174.3  | 167.6  | 160.4  | 170.6  | 173.0  | 10.9 | 1.4              | 1,662.1 | 1,847.5 | 11.2  |  |
| 장기             | 537.6  | 542.5  | 536.7  | 532.7  | 542.5  | 539.9  | 540.8  | 543.8  | 542.4  | 542.5  | 542.9  | 550.2  | 546.1  | 1.6  | -0.8             | 5,865.2 | 5,960.6 | 1.6   |  |
| 경과보험료          | 684.6  | 688.1  | 689.2  | 678.9  | 700.3  | 697.4  | 705.4  | 703.8  | 707.3  | 707.2  | 706.7  | 718.6  | 709.9  | 3.7  | -1.2             | 7,453.4 | 7,724.7 | 3.6   |  |
| 일반             | 25.3   | 25.1   | 26.5   | 25.7   | 28.0   | 28.5   | 29.4   | 29.7   | 28.6   | 30.3   | 30.2   | 30.5   | 29.4   | 16.1 | -3.9             | 288.1   | 316.9   | 10.0  |  |
| 자동차            | 137.1  | 142.2  | 145.4  | 137.2  | 148.3  | 146.2  | 151.0  | 147.9  | 154.6  | 155.9  | 151.5  | 157.0  | 153.0  | 11.5 | -2.6             | 1,474.1 | 1,648.0 | 11.8  |  |
| 장기             | 522.1  | 520.8  | 517.4  | 516.0  | 524.0  | 522.6  | 524.9  | 526.2  | 524.1  | 521.0  | 525.0  | 531.0  | 527.6  | 1.0  | -0.7             | 5,691.2 | 5,759.8 | 1.2   |  |
| 보험영업이익         | -24.1  | -31.4  | -19.7  | -25.2  | -27.2  | -22.4  | -17.3  | -18.2  | -16.2  | -12.3  | 3.2    | -11.5  | -21.4  | 적지   | 적지               | -427.1  | -188.3  | 적지    |  |
| 투자영업이익         | 60.8   | 38.4   | 64.7   | 67.9   | 45.9   | 72.1   | 68.9   | 66.1   | 63.7   | 58.1   | 17.0   | 63.1   | 56.2   | -7.6 | -11.0            | 641.3   | 643.5   | 0.3   |  |
| 당기순이익          | 26.1   | 18.3   | 30.9   | 28.7   | 10.4   | 35.6   | 35.9   | 33.8   | 37.7   | 22.7   | 2.9    | 37.2   | 24.2   | -7.3 | -35.1            | 155.4   | 300.0   | 93.0  |  |
| <b>IFRS 기준</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |      |                  |         |         |       |  |
| 손해율            | 84.5   | 80.5   | 84.6   | 84.6   | 84.6   | 84.2   | 84.4   | 84.2   | 83.7   | 84.1   | 80.7   | 83.5   | 84.6   | 0.1  | 1.2              | 87.2    | 83.9    | -3.3  |  |
| 일반             | 72.7   | -105.7 | 82.5   | 86.7   | 70.1   | 73.4   | 82.8   | 72.6   | 63.5   | 65.3   | 49.6   | 75.4   | 85.2   | 12.5 | 9.8              | 126.6   | 73.1    | -53.5 |  |
| 자동차            | 94.6   | 98.1   | 82.4   | 81.2   | 77.9   | 85.2   | 83.2   | 78.5   | 79.0   | 80.5   | 72.8   | 85.1   | 87.5   | -7.0 | 2.4              | 87.4    | 81.2    | -6.1  |  |
| 장기             | 82.5   | 84.7   | 85.3   | 85.3   | 87.2   | 84.6   | 84.8   | 86.5   | 86.2   | 86.3   | 84.8   | 83.4   | 83.8   | 1.3  | 0.3              | 85.2    | 85.3    | 0.1   |  |
| 사업비율           | 19.0   | 24.0   | 18.3   | 19.2   | 19.3   | 19.0   | 18.1   | 18.3   | 18.6   | 17.7   | 18.9   | 18.1   | 18.4   | -0.6 | 0.2              | 18.5    | 18.5    | 0.0   |  |
| 합산비율           | 103.5  | 104.6  | 102.9  | 103.7  | 103.9  | 103.2  | 102.5  | 102.6  | 102.3  | 101.7  | 99.5   | 101.6  | 103.0  | -0.5 | 1.4              | 105.7   | 102.4   | -3.3  |  |
| 투자이익률          | 3.6    | 2.3    | 3.7    | 3.9    | 2.6    | 4.1    | 3.9    | 3.6    | 3.5    | 3.2    | 0.9    | 3.4    | 3.0    | -0.6 | -0.4             | 3.6     | 3.5     | -0.2  |  |
| 운용자산           | 20,185 | 20,738 | 20,844 | 21,223 | 21,229 | 21,183 | 21,505 | 22,038 | 21,870 | 21,996 | 22,364 | 22,333 | 22,382 | 10.9 | 0.2              | 20,185  | 22,382  | 10.9  |  |
| 자기자본           | 2,042  | 2,077  | 2,204  | 2,314  | 2,250  | 2,274  | 2,294  | 2,466  | 2,525  | 2,510  | 2,506  | 2,378  | 2,132  | 4.4  | -10.4            | 2,042   | 2,132   | 4.4   |  |
| ROE            | 15.9   | 10.7   | 17.3   | 15.2   | 5.5    | 18.9   | 18.9   | 17.0   | 18.1   | 10.8   | 1.4    | 18.3   | 12.9   | -3.1 | -5.4             | 9.0     | 16.9    | 8.0   |  |
| 장기신계약(신규월납)    | 7.3    | 9.8    | 6.5    | 6.4    | 9.4    | 6.7    | 6.8    | 7.3    | 6.3    | 6.2    | 6.1    | 6.5    | 6.6    | -9.6 | 2.6              | 87.9    | 74.7    | -15.0 |  |
| 보장성신계약(신규월납)   | 6.5    | 9.2    | 5.7    | 6.3    | 8.8    | 6.2    | 6.4    | 6.8    | 6.4    | 6.7    | 6.1    | 6.3    | 6.3    | -2.5 | 0.5              | 75.8    | 72.0    | -5.1  |  |
| 보장성보험 비중       | 88.2%  | 93.5%  | 88.1%  | 97.3%  | 93.8%  | 93.1%  | 93.7%  | 93.5%  | 102.3% | 108.2% | 100.2% | 97.1%  | 95.1%  | 7.9  | -2.0             | 86.2%   | 96.3%   | 11.7  |  |
| 인보험(신규월납)      | 6.0    | 8.6    | 5.2    | 5.7    | 8.2    | 5.6    | 5.7    | 6.0    | 5.7    | 6.1    | 5.4    | 5.5    | 5.5    | -7.4 | 1.1              | 69.2    | 64.4    | -6.9  |  |
| 장기 위험손해율       | 72.1   | 83.6   | 86.9   | 86.3   | 95.0   | 85.0   | 84.4   | 90.6   | 85.8   | 88.3   | 84.9   | 80.6   | 83.9   | 11.8 | 3.3              | 89.3    | 86.5    | -2.8  |  |

- 월평균 이익 기준으로 타사 대비 양호
- 10~11월 누계 순이익은 이미 4Q 예상치의 105%로 초과 달성, 11개월 누계 순이익은 3000억원으로 역대 최대 실적
- 손해율은 일반, 장기, 자동차 모두 소폭 상승. 장기위험손해율은 여전히 84% 미만으로 유지되며 누계 기준 전년비 2.8%p 하락. 장기보험 포트폴리오 언더라이팅/모랄 리스크 상당히 감소한 것으로 추정됨
- 인보험 판매는 여전히 정체

- 11월, 국고5년 기준 9월말 대비 64bp 하락, 10월말 대비 40bp 상승. 10월 말 대비 자본은 11% 감소. 채권 계정재분류로 RBC를 맞춰오지 않아 계정재분류 통한 RBC 상승 어려웠음. KB금융지주 제3자배정 유상증자 발표로 RBC 약 10%p 개선 효과 있으나, 여전히 부족한 상황

주: K-IFRS 별도 기준. 자료: KB 손해보험

## INCOME STATEMENT

| (십억원)  | 2015/12A | 2016/12E | 2017/12F | 2018/12F |
|--------|----------|----------|----------|----------|
| 경과보험료  | 8,141    | 8,433    | 8,598    | 8,706    |
| 일반     | 313      | 338      | 355      | 363      |
| 자동차    | 1,616    | 1,799    | 1,873    | 1,897    |
| 장기     | 6,212    | 6,295    | 6,370    | 6,446    |
| 손해액    | 7,057    | 7,098    | 7,283    | 7,391    |
| 일반     | 338      | 241      | 284      | 293      |
| 자동차    | 1,427    | 1,451    | 1,534    | 1,546    |
| 장기     | 5,291    | 5,406    | 5,466    | 5,552    |
| 순사업비   | 1,543    | 1,592    | 1,641    | 1,672    |
| 보험영업이익 | -458     | -257     | -326     | -357     |
| 투자영업이익 | 680      | 714      | 781      | 821      |
| 총영업이익  | 221      | 456      | 455      | 464      |
| 영업외이익  | 5        | -65      | -40      | -10      |
| 세전이익   | 226      | 392      | 415      | 454      |
| 법인세비용  | 53       | 94       | 100      | 110      |
| 당기순이익  | 174      | 297      | 314      | 344      |

## BALANCE SHEET

| (십억원)      | 2015/12A | 2016/12E | 2017/12F | 2018/12F |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 운용자산       | 20,738   | 22,842   | 24,753   | 26,687   |
| 현 예금 및 예치금 | 968      | 398      | 370      | 724      |
| 주식         | 435      | 342      | 349      | 389      |
| 채권         | 5,884    | 7,426    | 8,168    | 8,807    |
| 수익증권       | 1,229    | 1,635    | 1,733    | 1,868    |
| 기타유가증권     | 3,870    | 4,473    | 4,951    | 5,337    |
| 지분법적용투자주식  | 593      | 403      | 437      | 471      |
| 대출채권       | 6,713    | 7,105    | 7,673    | 8,006    |
| 부동산        | 1,047    | 1,059    | 1,072    | 1,085    |
| 비운용자산      | 3,044    | 3,304    | 3,580    | 3,860    |
| 특별계정자산     | 2,722    | 3,128    | 3,390    | 3,654    |
| 자산총계       | 26,504   | 29,274   | 31,723   | 34,201   |
| 책임준비금      | 20,373   | 22,364   | 24,333   | 26,327   |
| 기타부채       | 1,061    | 1,299    | 1,427    | 1,557    |
| 특별계정부채     | 2,992    | 3,089    | 3,347    | 3,608    |
| 부채총계       | 24,427   | 26,752   | 29,108   | 31,493   |
| 자본금        | 30       | 30       | 30       | 30       |
| 자본잉여금      | 181      | 181      | 181      | 181      |
| 이익잉여금      | 1,577    | 1,807    | 1,901    | 1,994    |
| 비상위험준비금    | 620      | 674      | 735      | 796      |
| 자본조정       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 기타포괄손익누계액  | 288      | 503      | 503      | 503      |
| 자본총계       | 2,077    | 2,521    | 2,615    | 2,708    |
| 부채 및 자본 총계 | 26,504   | 29,274   | 31,723   | 34,201   |

## MAJOR MANAGEMENT INDICATORS

|                               | 2015/12A | 2016/12E | 2017/12F | 2018/12F |
|-------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| <b>Profitability (%)</b>      |          |          |          |          |
| 손해율                           | 86.7     | 84.2     | 84.7     | 84.9     |
| 일반                            | 107.9    | 71.1     | 79.9     | 80.7     |
| 자동차                           | 88.3     | 80.7     | 81.9     | 81.5     |
| 장기                            | 85.2     | 85.9     | 85.8     | 86.1     |
| 사업비율                          | 19.0     | 18.9     | 19.1     | 19.2     |
| 합산비율                          | 105.6    | 103.1    | 103.8    | 104.1    |
| 투자이익률                         | 3.5      | 3.3      | 3.3      | 3.2      |
| 자산운용율                         | 78.2     | 78.0     | 78.0     | 78.0     |
| ROE                           | 9.1      | 12.9     | 12.2     | 12.9     |
| ROA                           | 0.7      | 1.1      | 1.0      | 1.0      |
| Leverage                      | 13.0     | 12.1     | 11.9     | 12.4     |
| <b>Product mix (%)</b>        |          |          |          |          |
| 일반                            | 3.8      | 4.0      | 4.1      | 4.2      |
| 자동차                           | 19.9     | 21.3     | 21.8     | 21.8     |
| 장기                            | 76.3     | 74.7     | 74.1     | 74.0     |
| <b>Financial Strength (%)</b> |          |          |          |          |
| 보험계약준비금/보유보험료                 | 247.5    | 261.7    | 280.4    | 299.6    |
| <b>Per Share data</b>         |          |          |          |          |
| EPS (원)                       | 3,110    | 4,954    | 5,240    | 5,734    |
| PER (x)                       | 9.4      | 5.3      | 5.0      | 4.8      |
| BPS (원)                       | 34,617   | 42,021   | 43,584   | 45,137   |
| PBR (x)                       | 0.8      | 0.6      | 0.4      | 0.4      |
| DPS (원)                       | 400      | 1,000    | 1,100    | 1,200    |
| 배당성향 (%)                      | 13.8     | 20.2     | 21.0     | 20.9     |
| 배당수익률 (%)                     | 1.4      | 3.8      | 4.2      | 4.6      |

## GROWTH RATE

|                       | 2015/12A | 2016/12E | 2017/12F | 2018/12F |
|-----------------------|----------|----------|----------|----------|
| <b>Growth rate(%)</b> |          |          |          |          |
| 경과보험료                 | 4.3      | 3.6      | 2.0      | 1.3      |
| 원수보험료                 | 3.2      | 3.3      | 1.8      | 1.3      |
| 일반                    | -4.7     | -0.3     | 1.5      | 1.8      |
| 자동차                   | 6.9      | 10.8     | 3.7      | 1.2      |
| 장기                    | 3.3      | 1.7      | 1.2      | 1.2      |
| 손해액                   | 3.1      | 0.6      | 2.6      | 1.5      |
| 사업비                   | 7.2      | 3.2      | 3.1      | 1.9      |
| 보험영업이익                | 적지       | 적지       | 적지       | 적지       |
| 투자영업이익                | 3.7      | 5.0      | 9.5      | 5.1      |
| 총영업이익                 | 3.7      | 5.0      | 9.5      | 5.1      |
| 세전이익                  | 69.5     | 73.0     | 5.9      | 9.4      |
| 당기순이익                 | 59.1     | 71.1     | 5.8      | 9.4      |
| 자산총계                  | 14.6     | 10.5     | 8.4      | 7.8      |
| 운용자산                  | 13.7     | 10.1     | 8.4      | 7.8      |
| 특별계정자산                | 56.1     | 14.9     | 8.4      | 7.8      |
| 책임준비금                 | 11.2     | 9.8      | 8.8      | 8.2      |
| 기타부채                  | 13.7     | 22.4     | 9.8      | 9.1      |
| 특별계정부채                | 39.3     | 3.2      | 8.4      | 7.8      |
| 자본총계                  | 19.8     | 21.4     | 3.7      | 3.6      |

주: K-IFRS 별도 기준

자료: KB 손해보험, NH 투자증권 리서치센터 전망



**INCOME STATEMENT**

| (십억원)         | 2015/12A     | 2016/12E     | 2017/12F     | 2018/12F     |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>경과보험료</b>  | <b>5,325</b> | <b>5,693</b> | <b>6,019</b> | <b>6,315</b> |
| 일반            | 184          | 219          | 226          | 229          |
| 자동차           | 684          | 716          | 728          | 739          |
| 장기            | 4,457        | 4,758        | 5,064        | 5,346        |
| <b>손해액</b>    | <b>5,373</b> | <b>5,456</b> | <b>5,054</b> | <b>5,299</b> |
| 일반            | 116          | 148          | 153          | 155          |
| 자동차           | 636          | 604          | 646          | 658          |
| 장기            | 3,747        | 3,980        | 4,256        | 4,486        |
| 순사업비          | 1,162        | 1,178        | 1,226        | 1,284        |
| <b>보험영업이익</b> | <b>-335</b>  | <b>-217</b>  | <b>-261</b>  | <b>-269</b>  |
| <b>투자영업이익</b> | <b>592</b>   | <b>612</b>   | <b>610</b>   | <b>640</b>   |
| 총영업이익         | 257          | 395          | 349          | 371          |
| 영업외이익         | -31          | -33          | -58          | -74          |
| 세전이익          | 225          | 362          | 291          | 297          |
| 법인세비용         | 54           | 86           | 70           | 72           |
| <b>당기순이익</b>  | <b>171</b>   | <b>276</b>   | <b>221</b>   | <b>225</b>   |

**BALANCE SHEET**

| (십억원)             | 2015/12A      | 2016/12E      | 2017/12F      | 2018/12F      |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>운용자산</b>       | <b>12,651</b> | <b>14,831</b> | <b>16,222</b> | <b>17,759</b> |
| 현 예금 및 예치금        | 461           | 242           | 517           | 744           |
| 주식                | 141           | 107           | 108           | 109           |
| 채권                | 3,950         | 4,666         | 4,948         | 5,505         |
| 수익증권              | 1,437         | 1,665         | 1,821         | 1,994         |
| 기타유가증권            | 2,101         | 2,449         | 2,628         | 2,877         |
| 지분법적용투자주식         | 5             | 5             | 6             | 6             |
| 대출채권              | 3,746         | 4,857         | 5,353         | 5,683         |
| 부동산               | 810           | 841           | 841           | 841           |
| 비운용자산             | 1,953         | 2,153         | 2,791         | 3,555         |
| <b>자산총계</b>       | <b>14,604</b> | <b>16,985</b> | <b>19,012</b> | <b>21,314</b> |
| 책임준비금             | 12,233        | 13,886        | 15,720        | 17,732        |
| 기타부채              | 900           | 984           | 1,114         | 1,256         |
| <b>부채총계</b>       | <b>13,133</b> | <b>14,869</b> | <b>16,834</b> | <b>18,988</b> |
| 자본금               | 53            | 55            | 55            | 55            |
| 자본잉여금             | 369           | 437           | 437           | 437           |
| 이익잉여금             | 650           | 849           | 912           | 1,060         |
| 비상위험준비금           | 191           | 209           | 227           | 245           |
| 자본조정              | -4            | -13           | -13           | -13           |
| 기타포괄손익누계액         | 403           | 788           | 788           | 788           |
| <b>자본총계</b>       | <b>1,471</b>  | <b>2,116</b>  | <b>2,178</b>  | <b>2,326</b>  |
| <b>부채 및 자본 총계</b> | <b>14,604</b> | <b>16,985</b> | <b>19,012</b> | <b>21,314</b> |

**MAJOR MANAGEMENT INDICATORS**

|                               | 2015/12A | 2016/12E | 2017/12F | 2018/12F |
|-------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| <b>Profitability (%)</b>      |          |          |          |          |
| 손해율                           | 84.5     | 83.1     | 84.0     | 83.9     |
| 일반                            | 62.7     | 67.8     | 67.5     | 67.6     |
| 자동차                           | 93.0     | 84.4     | 88.6     | 89.1     |
| 장기                            | 84.1     | 83.6     | 84.0     | 83.9     |
| 사업비율                          | 21.8     | 20.7     | 20.4     | 20.3     |
| 합산비율                          | 106.3    | 103.8    | 104.3    | 104.3    |
| 투자이익률                         | 5.0      | 4.5      | 3.9      | 3.8      |
| 자산운용율                         | 86.6     | 87.3     | 85.3     | 83.3     |
| ROE                           | 11.9     | 15.4     | 10.3     | 10.0     |
| ROA                           | 1.2      | 1.7      | 1.2      | 1.1      |
| Leverage                      | 9.6      | 8.8      | 8.4      | 9.0      |
| <b>Product mix (%)</b>        |          |          |          |          |
| 일반                            | 3.5      | 3.8      | 3.8      | 3.6      |
| 자동차                           | 12.8     | 12.6     | 12.1     | 11.7     |
| 장기                            | 83.7     | 83.6     | 84.1     | 84.7     |
| <b>Financial Strength (%)</b> |          |          |          |          |
| 보험계약준비금/보유보험료                 | 227.7    | 243.9    | 261.4    | 281.1    |
| <b>Per Share data</b>         |          |          |          |          |
| EPS (원)                       | 1,626    | 2,561    | 2,009    | 2,046    |
| PER (x)                       | 9.9      | 6.0      | 7.6      | 7.5      |
| BPS (원)                       | 13,934   | 19,244   | 19,817   | 21,163   |
| PBR (x)                       | 1.2      | 0.8      | 0.8      | 0.7      |
| DPS (원)                       | 570      | 800      | 700      | 700      |
| 배당성향 (%)                      | 35.1     | 31.9     | 34.9     | 34.2     |
| 배당수익률 (%)                     | 3.5      | 5.2      | 4.6      | 4.6      |

**GROWTH RATE**

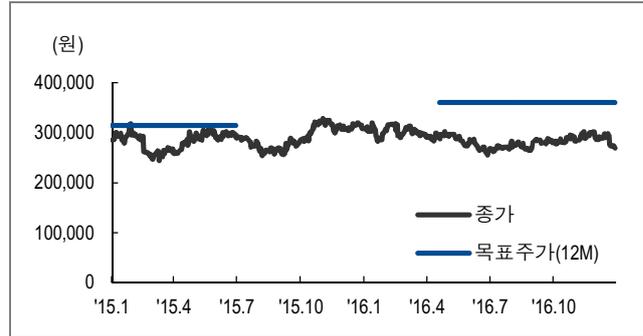
|                       | 2015/12A | 2016/12E | 2017/12F | 2018/12F |
|-----------------------|----------|----------|----------|----------|
| <b>Growth rate(%)</b> |          |          |          |          |
| 경과보험료                 | 8.0      | 6.9      | 5.7      | 4.9      |
| 원수보험료                 | 8.7      | 6.0      | 5.5      | 4.8      |
| 일반                    | 9.2      | 5.6      | 1.0      | 1.0      |
| 자동차                   | 6.6      | 0.9      | 1.6      | 1.5      |
| 장기                    | 9.1      | 6.9      | 6.4      | 5.6      |
| 손해액                   | 13.7     | 1.5      | -7.4     | 4.9      |
| 사업비                   | 18.5     | 1.3      | 4.1      | 4.7      |
| 보험영업이익                | 적지       | 적지       | 적지       | 적지       |
| 투자영업이익                | 39.0     | 3.4      | -0.2     | 4.8      |
| 총영업이익                 | 40.2     | 53.8     | -11.5    | 6.1      |
| 세전이익                  | 48.1     | 60.5     | -19.5    | 1.9      |
| 당기순이익                 | 52.0     | 61.1     | -20.0    | 1.9      |
| 자산총계                  | 12.5     | 16.3     | 11.9     | 12.1     |
| 운용자산                  | 15.1     | 17.2     | 9.4      | 9.5      |
| 특별계정자산                | N/A      | N/A      | N/A      | N/A      |
| 책임준비금                 | 13.2     | 13.5     | 13.2     | 12.8     |
| 기타부채                  | 16.5     | 9.3      | 13.2     | 12.8     |
| 특별계정부채                | N/A      | N/A      | N/A      | N/A      |
| 자본총계                  | 5.1      | 43.8     | 3.0      | 6.8      |

주: K-IFRS 별도 기준

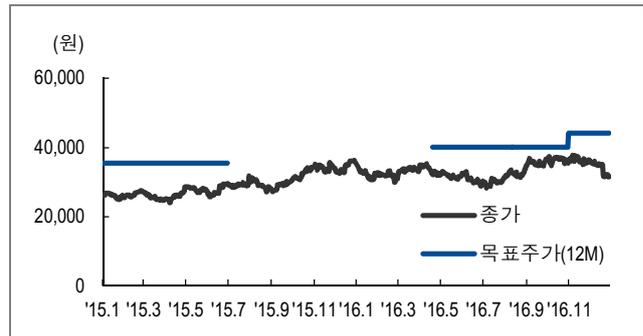
자료: 메리츠화재, NH 투자증권 리서치센터 전망

투자이건 및 목표주가 변경내역

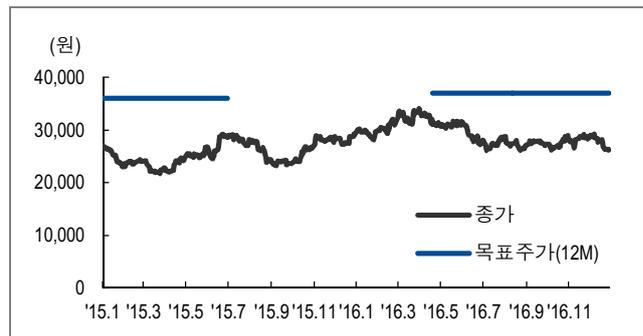
| 종목명  | 코드        | 제시일자       | 투자이건 | 목표가            |
|------|-----------|------------|------|----------------|
| 삼성화재 | 000810.KS | 2016.04.21 | Buy  | 360,000원(12개월) |
|      |           | 2015.08.03 | Hold | 314,000원(12개월) |



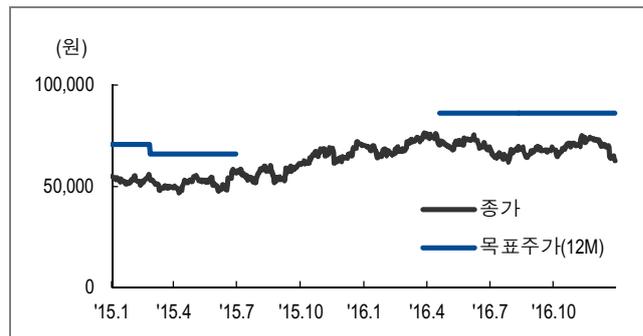
| 종목명  | 코드        | 제시일자       | 투자이건 | 목표가           |
|------|-----------|------------|------|---------------|
| 현대해상 | 001450.KS | 2016.11.01 | Buy  | 44,000원(12개월) |
|      |           | 2016.04.21 | Buy  | 40,000원(12개월) |
|      |           | 2015.08.03 | Buy  | 38,000원(12개월) |



| 종목명  | 코드        | 제시일자       | 투자이건 | 목표가           |
|------|-----------|------------|------|---------------|
| KB손보 | 002550.KS | 2016.04.21 | Buy  | 37,000원(12개월) |
|      |           | 2015.08.03 | Buy  | 38,400원(12개월) |
|      |           | 2014.11.19 | Buy  | 36,000원(12개월) |

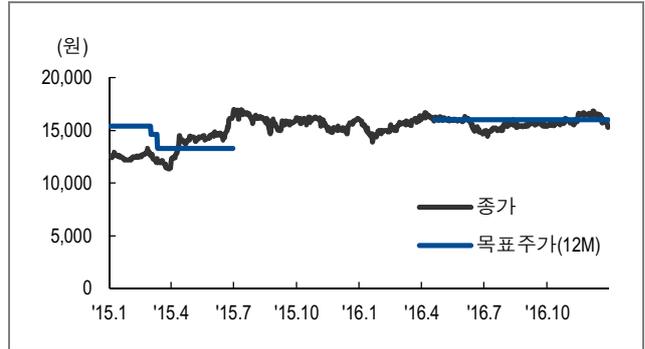


| 종목명  | 코드        | 제시일자       | 투자이건 | 목표가           |
|------|-----------|------------|------|---------------|
| 동부화재 | 005830.KS | 2016.04.21 | Buy  | 86,000원(12개월) |
|      |           | 2015.08.03 | Buy  | 71,800원(12개월) |
|      |           | 2015.02.26 | Buy  | 66,000원(12개월) |



투자 의견 및 목표주가 변경내역

| 종목명   | 코드        | 제시일자       | 투자 의견 | 목표가           |
|-------|-----------|------------|-------|---------------|
| 메리츠화재 | 000060.KS | 2016.04.21 | Hold  | 16,000원(12개월) |
|       |           | 2015.08.03 | Hold  | 17,000원(12개월) |
|       |           | 2015.03.13 | Hold  | 13,300원(12개월) |
|       |           | 2015.03.03 | Hold  | 14,600원(12개월) |



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
  - Buy : 15% 초과
  - Hold : -15% ~ 15%
  - Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2016년 12월 30일 기준)

- 투자 의견 분포

| Buy   | Hold  | Sell |
|-------|-------|------|
| 77.4% | 22.6% | 0.0% |

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '동 자료상에 언급된 기업들' 의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.