

2017. 2. 22



## ▲ 보험

Analyst 김고은  
02. 6098-6670  
goenkim@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) **36,000 원**  
현재주가 (2.21) **25,500 원**  
상승여력 **41.2%**

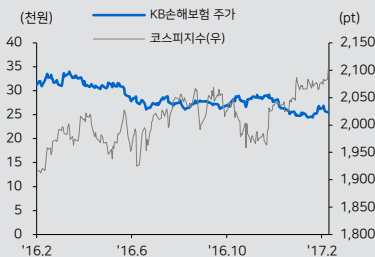
KOSPI 2,102.93pt  
시가총액 16,958억원  
발행주식수 6,650만주  
유동주식비율 58.03%  
외국인비중 19.76%  
52주 최고/최저가 34,050원 / 24,400원  
평균거래대금 62.6억원

## 주요주주(%)

KB금융지주 39.81  
국민연금공단 9.53  
JP Morgan Chase Bank 7.74

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월  
절대주가 0.20 -6.25 -20.31  
상대주가 0.55 -11.24 -25.03

## 주가그래프



## KB손해보험 002550

## 4Q16 Review:

## 자본 정책에 대한 불확실성 해소가 필요

- ✓ 투자 의견 Buy 및 적정주가 36,000원 유지
- ✓ 수익성 대비 저평가 상태이나
- ✓ KB금융지주의 완전 자회사 편입 가능성이 디스카운트 요인

## 4Q16 당기순이익 572억원(-9.7% QoQ, -16.9% YoY)

4Q16 당기순이익 572억원(-9.7% QoQ, -16.9% YoY) 시현했다. 장기위험손해율이 88.1%(+1.8%p QoQ, +10.0%p YoY)로 상승했는데 이는 12월 재보험사에 보험료를 일부 환급(134억원)해 위험손해율이 100.9%로 상승했기 때문이다. 계절적 요인으로 자동차 손해율이 87.3%(+9.9%p QoQ, -6.4%p YoY)로 상승했으나 양호한 수준이다. 투자수익률은 3.1%(+0.6%p QoQ, +0.02%p YoY)로 딜라이브 관련 총당금에 따른 기저효과로 상승했다.

## 2017년 수익성 위주 전략 지속할 예정

최근 동사의 CM형 자동차 보험 MS가 확대되고 있으나 16년 기준 자동차 보험 합산비율이 103.5%이기 때문에 자동차 보험료 인하를 단행하지는 않을 전망이다. 17년에도 자동차 보험 흑자 전환을 목표로 최적효율 산출 체계 구축, 언더라이팅 정교화 등을 통해 다이렉트 채널의 경쟁력 강화를 추진할 예정이다. 부채 듀레이션 확대 등 RBC 제도 강화 영향은 누적적으로 약 60%p라고 설명했다.

## 투자 의견 Buy 및 적정주가 36,000 원 유지

투자 의견 Buy 및 적정주가 36,000원을 유지한다. 수익성 대비 저평가 상태이나 KB금융지주와 주식교환을 통한 완전 자회사 가능성이 제시되고 있어 불확실성이 존재한다. 다만 이는 특별결의 통과 사항으로 상당한 진통이 예상된다. 최근 유상증자로 대주주 지분을 39.8%이며 추가 제3자배정 한도 소진 시 46.6%까지 확대 가능하다.

| (십억원) | 경과보험료 | 영업이익 | 순이익 | EPS<br>(원) | 증감율<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | ROE<br>(%) | 배당수익률<br>(%) |
|-------|-------|------|-----|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| 2014  | 7,806 | 141  | 109 | 1,820      | -13.6      | 33,542     | 15.1       | 0.8        | 6.8        | 1.8          |
| 2015  | 8,141 | 221  | 174 | 2,896      | 59.1       | 34,617     | 10.1       | 0.8        | 9.1        | 1.4          |
| 2016P | 8,427 | 441  | 296 | 4,448      | 53.6       | 36,625     | 6.1        | 0.7        | 13.1       | 2.2          |
| 2017E | 8,701 | 472  | 328 | 4,934      | 10.9       | 44,174     | 5.2        | 0.6        | 12.2       | 2.6          |
| 2018E | 8,923 | 522  | 360 | 5,414      | 9.7        | 49,502     | 4.7        | 0.5        | 11.6       | 2.9          |

표1 KB손해보험 분기 실적 Review

| (십억원)  | 4Q16  | 4Q15  | (% YoY) | 3Q16  | (% QoQ) | 메리츠   | (% diff.) | 컨센서스  | (% diff.) |
|--------|-------|-------|---------|-------|---------|-------|-----------|-------|-----------|
| 원수보험료  | 2,392 | 2,326 | 2.8     | 2,329 | 2.7     | 2,397 | -0.2      | 2,139 | 11.8      |
| 보험영업이익 | -107  | -78   | 적자      | -25   | 적자      | -92   | 적자        | 0     |           |
| 투자영업이익 | 179   | 158   | 13.2    | 139   | 28.9    | 175   | 2.1       | 0     |           |
| 영업이익   | 72    | 80    | -10.4   | 113   | -36.5   | 83    | -13.4     | 80    | -10.2     |
| 당기순이익  | 57    | 69    | -16.9   | 63    | -9.7    | 56    | 1.7       | 62    | -7.2      |

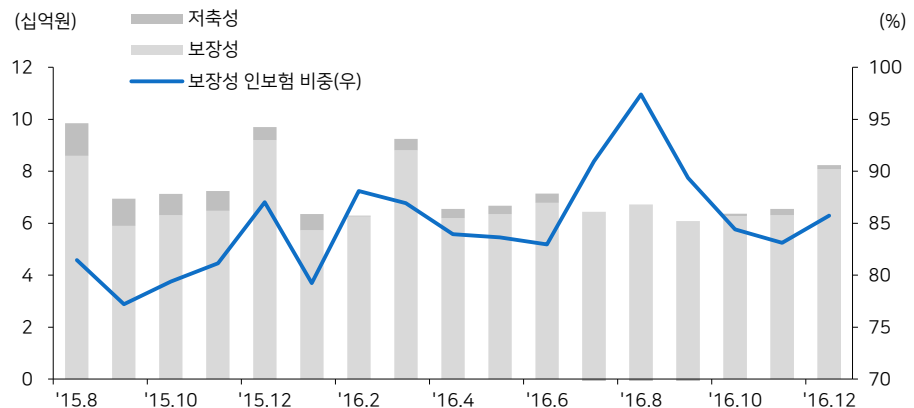
자료: KB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

표2 KB손해보험 월별 실적

| (십억원, %)   | 15.12  | 16.01  | 16.02  | 16.03  | 16.04  | 16.05  | 16.06  | 16.07  | 16.08  | 16.09  | 16.10  | 16.11  | 16.12  | MoM   | YoY   |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 원수보험료      | 797    | 808    | 749    | 799    | 774    | 781    | 793    | 798    | 765    | 767    | 786    | 788    | 818    | 3.8   | 2.6   |
| 일반         | 85     | 109    | 62     | 75     | 68     | 74     | 77     | 81     | 55     | 64     | 65     | 69     | 84     | 22.7  | -0.5  |
| 자동차        | 170    | 162    | 154    | 182    | 166    | 167    | 172    | 174    | 168    | 160    | 171    | 173    | 183    | 6.0   | 8.1   |
| 장기         | 542    | 537    | 533    | 543    | 540    | 541    | 544    | 542    | 543    | 543    | 550    | 546    | 550    | 0.8   | 1.4   |
| 경과보험료      | 688    | 689    | 679    | 700    | 697    | 705    | 704    | 707    | 707    | 707    | 719    | 710    | 702    | -1.1  | 2.0   |
| 보험영업이익     | -31    | -20    | -25    | -27    | -22    | -17    | -18    | -16    | -12    | 3      | -11    | -21    | -74    | 적지    | 적지    |
| 투자영업이익     | 38     | 65     | 68     | 46     | 72     | 69     | 66     | 64     | 58     | 17     | 63     | 56     | 60     | 6.0   | 55.2  |
| 당기순이익      | 18     | 31     | 29     | 10     | 36     | 36     | 34     | 38     | 23     | 3      | 37     | 24     | -4     | 적전    | 적전    |
| 투자영업이익률(%) | 2.3    | 3.7    | 3.9    | 2.6    | 4.1    | 3.9    | 3.6    | 3.5    | 3.2    | 0.9    | 3.4    | 3.0    | 3.1    | 0.1   | 0.9   |
| 운용자산       | 20,738 | 20,844 | 21,223 | 21,229 | 21,183 | 21,505 | 22,038 | 21,870 | 21,996 | 22,364 | 22,333 | 22,382 | 23,254 | 3.9   | 12.1  |
| 손해율(%)     | 80.5   | 84.6   | 84.6   | 84.6   | 84.2   | 84.4   | 84.2   | 83.7   | 84.1   | 80.7   | 83.5   | 84.6   | 88.3   | 3.6   | 7.7   |
| 일반         | -105.7 | 82.5   | 86.7   | 70.1   | 73.4   | 82.8   | 72.6   | 63.5   | 65.3   | 49.6   | 75.4   | 85.2   | 81.3   | -3.9  | 187.0 |
| 자동차        | 98.1   | 82.4   | 81.2   | 77.9   | 85.2   | 83.2   | 78.5   | 79.0   | 80.5   | 72.8   | 85.1   | 87.5   | 89.4   | 1.8   | -8.7  |
| 장기         | 84.7   | 85.3   | 85.3   | 87.2   | 84.6   | 84.8   | 86.5   | 86.2   | 86.3   | 84.8   | 83.4   | 83.8   | 88.3   | 4.5   | 3.5   |
| 장기위험손해율    | 83.6   | 86.9   | 86.3   | 95.0   | 85.0   | 84.4   | 90.6   | 85.8   | 88.3   | 84.9   | 80.6   | 83.9   | 100.9  | 17.0  | 17.3  |
| 사업비율       | 24.0   | 18.3   | 19.2   | 19.3   | 19.0   | 18.1   | 18.3   | 18.6   | 17.7   | 18.9   | 18.1   | 18.4   | 22.3   | 3.9   | -1.8  |
| 합산비율       | 104.6  | 102.9  | 103.7  | 103.9  | 103.2  | 102.5  | 102.6  | 102.3  | 101.7  | 99.5   | 101.6  | 103.0  | 110.5  | 7.5   | 6.0   |
| 장기신계약(월납)  | 9.8    | 6.5    | 6.4    | 9.4    | 6.7    | 6.8    | 7.3    | 6.3    | 6.2    | 6.1    | 6.5    | 6.6    | 8.3    | 25.6  | -15.4 |
| 보장성        | 9.2    | 5.7    | 6.3    | 8.8    | 6.2    | 6.4    | 6.8    | 6.4    | 6.7    | 6.1    | 6.3    | 6.3    | 8.1    | 28.1  | -12.2 |
| 보장성 인보험    | 8.6    | 5.2    | 5.7    | 8.2    | 5.6    | 5.7    | 6.0    | 5.7    | 6.1    | 5.4    | 5.5    | 5.5    | 7.1    | 29.5  | -16.6 |
| ROE(%)     | 10.7   | 17.3   | 15.2   | 5.5    | 18.9   | 18.9   | 17.0   | 18.1   | 10.8   | 1.4    | 18.3   | 12.9   | -2.2   | -15.1 | -12.9 |

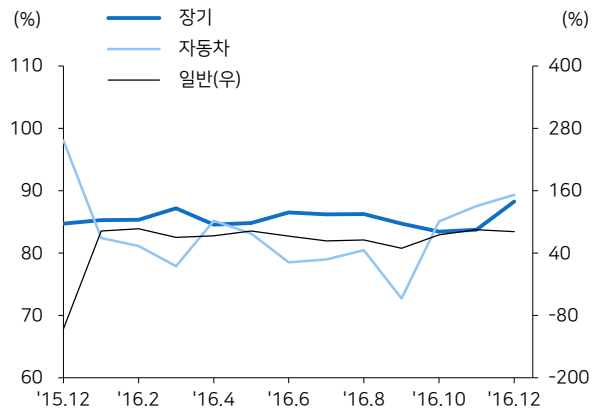
자료: KB손해보험

그림1 장기보험 신계약 추이



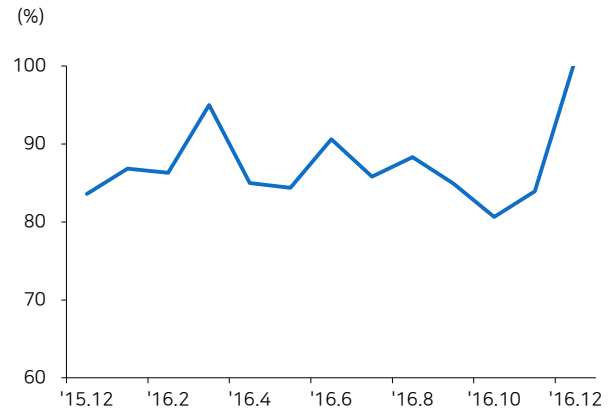
자료: KB손해보험

그림2 경과손해율 추이



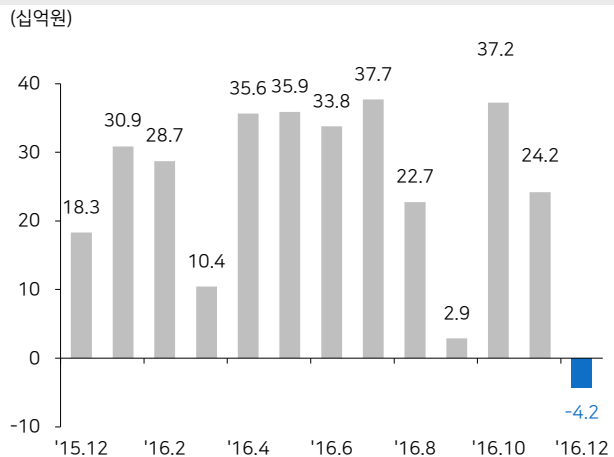
자료: KB손해보험

그림3 장기위험손해율 추이



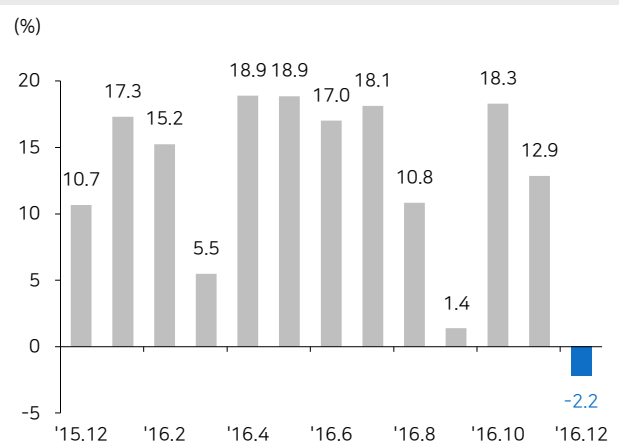
자료: KB손해보험

그림4 당기순이익 추이



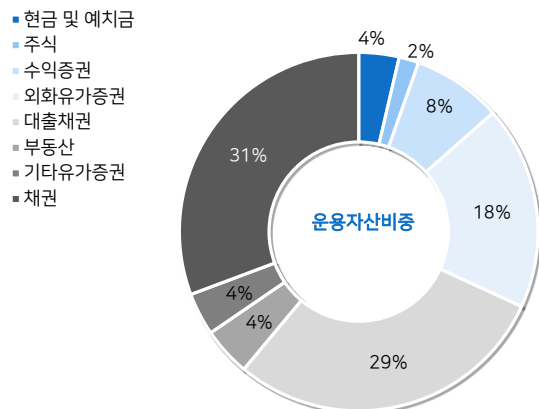
자료: KB손해보험

그림5 ROE



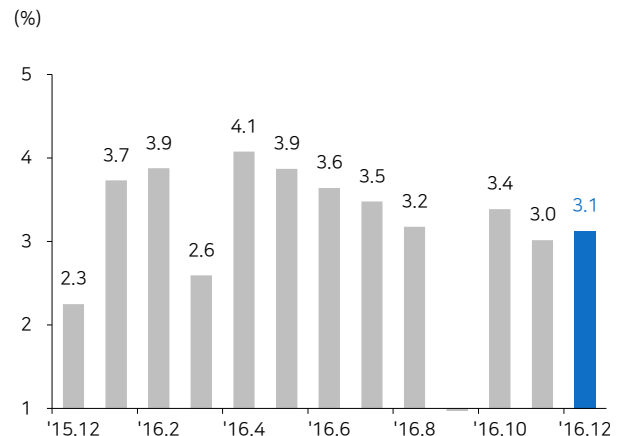
자료: KB손해보험

그림6 운용자산 비중



자료: KB손해보험

그림7 투자수익률 추이



자료: KB손해보험

## KB 손해보험 (002550)

## Income Statement

| (십억원)  | 2014    | 2015    | 2016P   | 2017E   | 2018E   |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 원수보험료  | 8,840.4 | 9,119.4 | 9,424.5 | 9,740.6 | 9,994.0 |
| 일반     | 923.6   | 880.0   | 882.7   | 976.1   | 1,001.5 |
| 자동차    | 1,713.1 | 1,831.8 | 2,031.0 | 2,104.3 | 2,159.0 |
| 장기     | 6,203.6 | 6,407.6 | 6,510.8 | 6,660.2 | 6,833.5 |
| 보유보험료  | 7,888.1 | 8,231.4 | 8,537.6 | 8,817.5 | 9,030.6 |
| 경과보험료  | 7,805.7 | 8,141.5 | 8,426.6 | 8,701.0 | 8,923.1 |
| 일반     | 355.9   | 313.2   | 343.4   | 405.0   | 414.9   |
| 자동차    | 1,431.4 | 1,616.3 | 1,807.3 | 1,891.5 | 1,940.6 |
| 장기     | 6,018.4 | 6,212.0 | 6,275.8 | 6,404.4 | 6,567.6 |
| 경과손해액  | 6,841.7 | 7,056.6 | 7,102.1 | 7,346.5 | 7,539.2 |
| 일반     | 347.1   | 338.1   | 253.2   | 292.5   | 285.8   |
| 자동차    | 1,283.2 | 1,427.1 | 1,480.8 | 1,572.1 | 1,638.0 |
| 장기     | 5,211.4 | 5,291.5 | 5,368.0 | 5,481.9 | 5,615.4 |
| 손사업비   | 1,439.8 | 1,486.8 | 1,586.7 | 1,647.0 | 1,673.1 |
| 보험영업이익 | -514.7  | -458.5  | -262.3  | -292.5  | -289.2  |
| 투자영업이익 | 655.6   | 679.7   | 703.1   | 764.1   | 811.4   |
| 영업이익   | 140.9   | 221.2   | 440.9   | 471.6   | 522.2   |
| 영업외손익  | -7.4    | 5.1     | -47.0   | -38.8   | -47.2   |
| 세전순이익  | 133.5   | 226.3   | 393.9   | 432.8   | 475.0   |
| 법인세비용  | 33.8    | 52.6    | 98.0    | 104.7   | 115.0   |
| 당기순이익  | 109.2   | 173.7   | 295.8   | 328.1   | 360.1   |

## Key Financial Data I

| (%)        | 2014  | 2015  | 2016P | 2017E | 2018E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>수익성</b> |       |       |       |       |       |
| 경과손해율      | 87.6  | 86.7  | 84.3  | 84.4  | 84.5  |
| 일반         | 97.5  | 107.9 | 73.7  | 72.2  | 68.9  |
| 자동차        | 89.6  | 88.3  | 81.9  | 83.1  | 84.4  |
| 장기         | 86.6  | 85.2  | 85.5  | 85.6  | 85.5  |
| 사업비율       | 18.4  | 18.3  | 18.8  | 18.9  | 18.8  |
| 합산비율       | 106.1 | 104.9 | 103.1 | 103.4 | 103.2 |
| 투자영업이익률    | 3.9   | 3.5   | 3.2   | 3.1   | 3.1   |
| <b>성장성</b> |       |       |       |       |       |
| 총자산        | 16.5  | 14.6  | 10.7  | 8.2   | 6.4   |
| 운용자산       | 19.2  | 13.7  | 12.1  | 9.2   | 7.0   |
| 자기자본       | 19.0  | 19.8  | 17.3  | 20.6  | 12.1  |
| 원수보험료      | N/A   | 3.2   | 3.3   | 3.4   | 2.6   |
| 경과보험료      | N/A   | 4.3   | 3.5   | 3.3   | 2.6   |
| 순이익        | N/A   | 59.1  | 70.2  | 10.9  | 9.7   |

## Balance Sheet

| (십억원)       | 2014     | 2015     | 2016P    | 2017E    | 2018E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>자산총계</b> | 23,134.7 | 26,503.6 | 29,352.2 | 31,745.1 | 33,785.1 |
| 운용자산        | 18,246.2 | 20,738.1 | 23,254.3 | 25,399.6 | 27,181.9 |
| 현예금 및 예치금   | 950.3    | 968.0    | 846.1    | 924.2    | 989.1    |
| 유가증권        | 7,798.6  | 8,442.8  | 8,625.4  | 9,421.2  | 10,082.2 |
| 주식          | 657.3    | 633.7    | 413.7    | 451.9    | 483.6    |
| 채권          | 5,166.8  | 5,884.1  | 7,139.1  | 7,797.7  | 8,344.9  |
| 대출채권        | 6,268.0  | 6,713.1  | 6,790.5  | 7,416.9  | 7,937.4  |
| 부동산         | 3,144.4  | 3,043.5  | 3,091.9  | 3,377.1  | 3,614.1  |
| 비운용자산       | 3,144.4  | 3,043.5  | 3,091.9  | 3,217.4  | 3,348.0  |
| 특별계정자산      | 1,744.2  | 2,722.0  | 3,006.0  | 3,128.1  | 3,255.1  |
| <b>부채총계</b> | 21,400.3 | 24,426.6 | 26,916.6 | 28,807.5 | 30,493.2 |
| 보험계약준비금     | 18,319.7 | 20,373.3 | 22,420.9 | 24,524.2 | 26,035.9 |
| 책임준비금       | 18,319.7 | 20,373.3 | 22,420.9 | 24,524.2 | 26,035.9 |
| 기타부채        | 933.2    | 1,061.5  | 1,110.2  | 1,155.3  | 1,202.2  |
| 특별계정부채      | 2,147.4  | 2,991.8  | 3,385.5  | 3,128.1  | 3,255.1  |
| <b>자본총계</b> | 1,734.4  | 2,077.0  | 2,435.6  | 2,937.5  | 3,291.9  |
| 자본금         | 30.0     | 30.0     | 33.3     | 36.5     | 36.5     |
| 자본잉여금       | 49.7     | 181.1    | 348.5    | 519.1    | 519.1    |
| 이익잉여금       | 1,459.1  | 1,577.4  | 1,849.5  | 2,177.6  | 2,531.9  |
| 자본조정        | -56.6    | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 기타포괄손익누계액   | 252.2    | 288.5    | 204.4    | 204.4    | 204.4    |

## Key Financial Data II

| (%)              | 2014   | 2015   | 2016P  | 2017E  | 2018E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주당지표 (원)</b>  |        |        |        |        |        |
| EPS              | 1,820  | 2,896  | 4,448  | 4,934  | 5,414  |
| BPS              | 33,542 | 34,617 | 36,625 | 44,174 | 49,502 |
| DPS              | 500    | 400    | 600    | 674    | 735    |
| <b>밸류에이션 (배)</b> |        |        |        |        |        |
| PER              | 15.1   | 10.1   | 6.1    | 5.2    | 4.7    |
| PBR              | 0.8    | 0.8    | 0.7    | 0.6    | 0.5    |
| <b>수익성</b>       |        |        |        |        |        |
| ROE              | 6.8    | 9.1    | 13.1   | 12.2   | 11.6   |
| ROA              | 0.5    | 0.7    | 1.1    | 1.1    | 1.1    |
| <b>배당지표</b>      |        |        |        |        |        |
| 배당성향             | 23.7   | 13.8   | 13.5   | 13.7   | 13.6   |
| 배당수익률            | 1.8    | 1.4    | 2.2    | 2.6    | 2.9    |
| <b>안정성</b>       |        |        |        |        |        |
| 총자산/자기자본         | 1,334  | 1,276  | 1,205  | 1,081  | 1,026  |
| 보유보험료/자기자본       | 455    | 396    | 351    | 300    | 274    |

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 2월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 2월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 2월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김고은)

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 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

| 기업         | 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 |                                       |
|------------|--------------------------------------------------|---------------------------------------|
| 추천기준일      | Buy                                              | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상          |
| 직전 1개월간    | Trading Buy                                      | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 |
| 종가대비 4등급   | Hold                                             | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 |
|            | Sell                                             | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만          |
| 산업         | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천                  |                                       |
| 추천기준일      | Overweight (비중확대)                                |                                       |
| 시장지수대비 3등급 | Neutral (중립)                                     |                                       |
|            | Underweight (비중축소)                               |                                       |

## 투자 의견 비율

| 투자 의견 | 비율   |
|-------|------|
| 매수    | 92.7 |
| 중립    | 7.3  |
| 매도    | 0.0  |

2016년 12월 31 기준으로

최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## KB 손해보험(002550) 투자등급변경 내용

| 추천확정일자     | 자료형식  | 투자 의견 | 적정주가(원) | 담당자 | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|-------|---------|-----|----------------|
| 2015.05.12 | 산업분석  | Buy   | 34,000  | 김고은 |                |
| 2015.10.01 | 기업브리프 | Buy   | 34,000  | 김고은 |                |
| 2015.10.14 | 산업브리프 | Buy   | 34,000  | 김고은 |                |
| 2015.10.19 | 산업브리프 | Buy   | 34,000  | 김고은 |                |
| 2015.11.03 | 기업브리프 | Buy   | 34,000  | 김고은 |                |
| 2015.11.19 | 산업브리프 | Buy   | 34,000  | 김고은 |                |
| 2015.12.01 | 기업브리프 | Buy   | 34,000  | 김고은 |                |
| 2015.12.07 | 산업분석  | Buy   | 40,000  | 김고은 |                |
| 2016.01.19 | 산업브리프 | Buy   | 40,000  | 김고은 |                |
| 2016.02.12 | 산업브리프 | Buy   | 40,000  | 김고은 |                |
| 2016.02.18 | 기업브리프 | Buy   | 40,000  | 김고은 |                |
| 2016.03.17 | 산업브리프 | Buy   | 40,000  | 김고은 |                |
| 2016.04.01 | 산업브리프 | Buy   | 40,000  | 김고은 |                |
| 2016.04.14 | 산업브리프 | Buy   | 40,000  | 김고은 |                |
| 2016.04.15 | 산업브리프 | Buy   | 40,000  | 김고은 |                |
| 2016.04.22 | 기업브리프 | Buy   | 40,000  | 김고은 |                |
| 2016.06.01 | 산업브리프 | Buy   | 40,000  | 김고은 |                |
| 2016.07.01 | 산업브리프 | Buy   | 40,000  | 김고은 |                |
| 2016.07.11 | 산업분석  | Buy   | 40,000  | 김고은 |                |
| 2016.07.21 | 산업브리프 | Buy   | 40,000  | 김고은 |                |
| 2016.08.01 | 기업브리프 | Buy   | 40,000  | 김고은 |                |
| 2016.10.21 | 기업브리프 | Buy   | 36,000  | 김고은 |                |
| 2016.11.21 | 산업분석  | Buy   | 36,000  | 김고은 |                |
| 2016.12.21 | 산업브리프 | Buy   | 36,000  | 김고은 |                |
| 2017.01.18 | 산업브리프 | Buy   | 36,000  | 김고은 |                |
| 2017.02.22 | 기업브리프 | Buy   | 36,000  | 김고은 |                |