

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

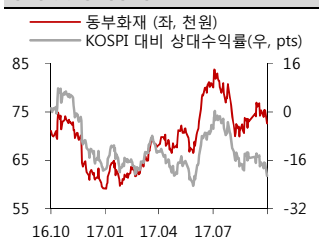
Company Data

자본금	35 십억원
발행주식수	7,080 만주
자사주	750 만주
액면가	500 원
시가총액	4,991 십억원
주요주주	
김남호(외10)	23.25%
동부화재 자사주	10.59%
외국인지분율	49.71%
배당수익률	2.64%

Stock Data

주가(17/10/31)	70,500 원
KOSPI	2,523.4 pt
52주 Beta	0.56
52주 최고가	83,800 원
52주 최저가	59,100 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.4%	-8.8%
6개월	3.7%	-10.7%
12개월	-0.8%	-26.5%

동부화재 (005830/KS | 매수(유지) | T.P 96,000 원(유지))

가장 저평가된 손해보험사

동부화재의 3Q17 당기순이익은 1,554 억원 (-14.5% YoY)으로 시장 전망치에 부합했으며, 200 억원 수준의 IBNR 적립을 감안 시 양호한 수준인 것으로 판단. 동사는 연초 이후 KOSPI 를 11.7%p 하회했는데, 하반기 이익 성장률이 상반기 대비 둔화됨을 고려해도 연간 30% YoY 이상의 증익이 전망되는 가운데 동사의 주가 하락폭은 과도한 수준으로 판단. 향후 3년 평균 기대 ROE 13.6% 고려 시, 12m fwd. PBR 0.91X는 저평가된 상태로 주가 상승여력이 높다고 판단해 손해보험업종 내 top pick 으로 유지함

3Q17 당기순이익 1,554 억원 (-14.5% YoY)으로 컨센서스에 부합

동부화재의 3Q17 당기순이익은 1,554 억원 (-14.5% YoY)으로 시장 전망치 및 SK 증권 추정치를 각각 2.8%, 1.6% 하회해 기대에 부합하는 실적을 기록. 9 월 중 장기보험에 200 억원 수준의 IBNR 적립이 있었음을 감안 시 양호한 수준인 것으로 판단. 동부화재의 3Q17 경과손해율은 83.5% (+0.9%p YoY), 사업비용은 18.3% (+1.1%p YoY)로 당사 추정치를 각각 0.1%p 상회했으나 여전히 주요 손보사 중 가장 양호한 보험영업 수익성 (합산비용 101.9%)을 기록함. 동사의 3Q17 투자수익률은 3.5%로 금융자산 처분익 감소로 전년동기대비 0.2%p 하락함. 동부화재의 3Q17 위험손해율은 91.3%로 전년 동기대비 2.9%p 상승했으나, IBNR 적립 영향 제외 시 0.2%p 개선된 것으로 추정됨

적정가치 대비 과도한 주가 하락

동부화재의 주가는 최근 일주일 4.7% 하락하면서 KOSPI 를 6.1%p 하회했고, 연초 이후로는 KOSPI 를 11.7%p 하회함. 동사의 하반기 이익 성장률 (+7.1% YoY)이 상반기 (+55.7% YoY) 대비 둔화됨을 고려해도, 연간 30% YoY 이상의 증익이 전망되는 가운데 주가 하락폭은 과도한 수준으로 판단. 동부화재는 2017 년 가장 양호한 합산비용 개선 (-1.3%p YoY)과 2018 년 실손손해율의 가장 빠른 개선이 예상되며, 향후 3 개년 평균 기대 ROE 13.6%를 고려할 때 현재의 12m fwd. PBR 0.91X는 저평가된 상태이므로 주가 상승여력은 높다고 판단. 이에 따라 손해보험업종 내 top pick 으로 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
경과보험료	십억원	9,949	10,565	11,103	11,459	11,777	12,094
YoY	%	5.2	6.2	5.1	3.2	2.8	2.7
보험손익	십억원	-388	-381	-310	-175	-192	-210
투자손익	십억원	894	978	985	1,028	1,082	1,140
합산비용	%	103.9	103.6	102.8	101.5	101.6	101.7
투자수익률	%	4.4	4.1	3.6	3.4	3.4	3.3
영업이익	십억원	505	597	675	853	890	930
YoY	%	-10.6	18.2	13.1	26.3	4.3	4.6
세전이익	십억원	495	539	620	814	838	874
순이익	십억원	400	413	470	619	635	663
YoY	%	-1.9	3.1	13.9	31.6	2.6	4.4
EPS	원	6,324	6,519	7,428	9,779	10,031	10,469
BPS	원	53,130	58,179	62,623	70,527	78,358	86,527
PER	배	8.7	10.8	8.4	7.2	7.0	6.7
PBR	배	1.0	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8
ROE	%	13.2	11.7	12.3	14.7	13.5	12.7
배당수익률	%	2.6	2.2	2.6	3.1	3.3	3.4

동부화재 3Q17 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	3Q17	3Q16	YoY (%)	2Q17	QoQ (%)	3Q17E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(53.5)	2.2	적전	8.1	적전	(46.7)	n/a		
투자영업이익	271.0	255.9	5.9	267.6	1.3	267.1	1.5		
영업이익	217.6	258.1	(15.7)	275.7	(21.1)	220.4	(1.3)	222.7	(2.3)
순이익	155.4	181.7	(14.5)	210.5	(26.2)	158.0	(1.6)	159.9	(2.8)

자료: 동부화재, FnGuide, SK 증권

동부화재 월별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2016	2017							MoM	YoY	2016	2017	YoY
	9월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	(%, %p)	(%, %p)		누적	누적	(%, %p)
원수보험료	1,005.1	1,027.0	1,018.5	1,076.1	1,022.6	1,003.8	1,034.9	3.1	3.0		8,955.7	9,262.9	3.4
일반	69.2	76.3	73.8	122.4	79.0	67.0	78.3	16.8	13.1		728.4	729.2	0.1
자동차	254.3	273.9	271.3	281.1	272.0	264.4	283.8	7.3	11.6		2,183.9	2,459.6	12.6
장기	681.6	676.9	673.4	672.5	671.6	672.3	672.9	0.1	(1.3)		6,043.4	6,074.1	0.5
경과보험료	934.6	944.1	956.9	946.7	959.7	962.1	954.0	(0.8)	2.1		8,278.5	8,548.2	3.3
일반	45.0	40.9	47.4	44.4	46.4	45.6	45.4	(0.4)	0.8		394.3	399.2	1.3
자동차	218.9	237.2	247.9	242.6	254.0	256.5	249.7	(2.7)	14.1		1,937.3	2,185.7	12.8
장기	670.7	666.0	661.6	659.8	659.3	660.0	658.9	(0.2)	(1.7)		5,946.9	5,963.3	0.3
순사업비	161.2	173.4	170.4	176.6	171.9	173.7	180.9	4.1	12.2		1,486.5	1,573.0	5.8
보험영업이익	4.9	8.3	9.8	(10.0)	(9.1)	(11.5)	(32.9)	적지	적전		(172.9)	(62.2)	적지
투자영업이익	85.7	89.7	88.5	89.4	92.2	86.5	92.3	6.6	7.7		754.2	776.5	3.0
영업이익	90.6	98.0	98.3	79.4	83.2	75.0	59.4	(20.8)	(34.4)		581.3	714.3	22.9
순이익	59.5	72.8	72.0	65.7	61.0	54.3	40.0	(26.3)	(32.7)		419.3	525.2	25.3
경과손해율 (%)	82.2	80.8	81.2	82.4	83.0	83.1	84.5	1.3	2.3		84.1	82.3	(1.8)
일반	56.5	62.8	60.4	68.1	71.7	61.9	52.4	(9.5)	(4.1)		70.1	62.5	(7.6)
자동차	77.3	76.4	78.7	78.2	82.1	80.1	83.0	2.9	5.7		80.6	79.1	(1.6)
장기	85.6	83.4	83.6	84.9	84.2	85.8	87.2	1.5	1.7		86.2	84.9	(1.3)
위험손해율*	88.0	81.6	84.4	78.3	85.9	92.0	96.0	4.0	8.0		90.4	87.1	(3.3)
순사업비율 (%)	17.2	18.4	17.8	18.7	17.9	18.1	19.0	0.9	1.7		18.0	18.4	0.4
합산비율 (%)	99.5	99.1	99.0	101.1	100.9	101.2	103.4	2.2	4.0		102.1	100.7	(1.4)
순투자수익률 (%)	3.6	3.7	3.5	3.5	3.6	3.4	3.5	0.2	(0.1)		3.7	3.4	(0.3)
장기월납환산	9.4	8.3	8.3	8.6	8.2	8.0	8.7	7.8	(7.9)		85.1	77.1	(9.4)
저축성	0.9	1.2	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	(4.8)	(77.1)		10.6	4.1	(61.1)
보장성	8.5	7.1	7.9	8.3	7.9	7.8	8.5	8.1	(0.6)		74.5	73.0	(2.0)
인보험	7.1	6.0	6.6	6.9	6.6	6.6	7.1	7.0	0.5		62.9	61.4	(2.3)

자료: 동부화재, SK 증권

주: *K-IFRS 기준

동부화재 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2016		2017			MoM (%, %p)	YoY (%, %p)
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q		
원수보험료	2,990.5	3,136.7	3,080.0	3,121.6	3,061.2	(1.9)	2.4
일반	223.5	285.4	232.4	272.5	224.3	(17.7)	0.4
자동차	737.1	803.7	813.0	826.3	820.2	(0.7)	11.3
장기	2,029.9	2,047.6	2,034.6	2,022.8	2,016.8	(0.3)	(0.6)
경과보험료	2,803.0	2,824.5	2,824.7	2,847.7	2,875.8	1.0	2.6
일반	137.3	125.9	129.2	132.7	137.4	3.5	0.1
자동차	668.4	692.4	697.9	727.7	760.1	4.5	13.7
장기	1,997.3	2,006.2	1,997.7	1,987.3	1,978.3	(0.5)	(1.0)
순사업비	483.4	535.2	526.1	520.3	526.5	1.2	8.9
보험영업이익	2.2	(137.2)	(16.8)	8.1	(53.5)	적전	적전
투자영업이익	255.9	231.2	237.8	267.6	271.0	1.3	5.9
영업이익	258.1	94.0	221.1	275.7	217.6	(21.1)	(15.7)
순이익	181.7	50.9	159.3	210.5	155.4	(26.2)	(14.5)
경과손해율 (%)	82.7	85.9	82.0	81.4	83.5	2.1	0.9
일반	68.1	96.2	61.8	63.7	62.1	(1.7)	(6.0)
자동차	77.6	84.2	77.5	77.8	81.7	3.9	4.1
장기	85.4	85.8	84.8	84.0	85.7	1.8	0.4
위험손해율*	88.4	89.6	88.4	81.4	91.3	9.9	2.9
순사업비율 (%)	17.2	18.9	18.6	18.3	18.3	0.0	1.1
합산비율 (%)	99.9	104.9	100.6	99.7	101.9	2.1	1.9
순투자수익률 (%)	3.7	3.2	3.3	3.6	3.5	(0.1)	(0.2)
장기월납환산	28.9	29.3	27.0	25.2	24.9	(1.2)	(13.9)
저축성	3.3	2.1	1.5	1.9	0.8	(59.8)	(76.8)
보장성	25.7	27.1	25.5	23.3	24.1	3.5	(5.9)
인보험	21.7	22.8	21.6	19.5	20.3	4.2	(6.2)

자료: 동부화재, SK 증권

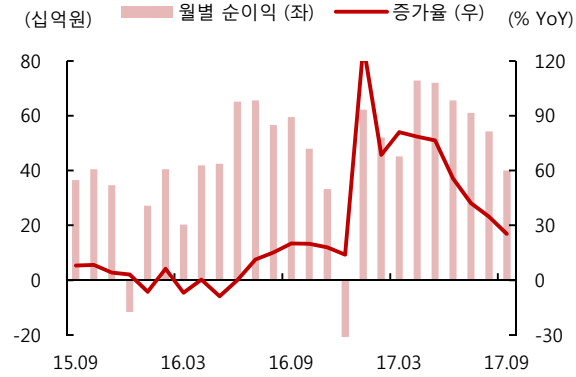
주: *K-IFRS 기준

동부화재 운용자산 현황

(단위: 십억원)	16년 9월	16년 12월	17년 6월	17년 9월	구성비 (%)	QoQ (%)	YTD (%)	YoY (%)
운용자산	28,548	29,228	30,778	31,470	100.0	2.2	7.7	10.2
현금및예치금	562	629	682	402	1.3	(41.0)	(36.0)	(28.4)
유가증권	18,717	19,158	20,047	20,713	65.8	3.3	8.1	10.7
주식	481	483	600	574	1.8	(4.4)	18.9	19.4
채권	7,973	7,271	7,825	8,261	26.2	5.6	13.6	3.6
수익증권	5,079	5,142	5,071	4,831	15.4	(4.7)	(6.0)	(4.9)
외화유가증권	4,444	5,567	5,843	6,327	20.1	8.3	13.6	42.4
기타유가증권	102	51	71	84	0.3	17.5	63.7	(17.6)
관계사 지분	639	644	636	636	2.0	0.0	(1.2)	(0.4)
대출채권	8,126	8,300	8,912	9,218	29.3	3.4	11.1	13.4
부동산	1,144	1,142	1,138	1,137	3.6	(0.1)	(0.4)	(0.7)

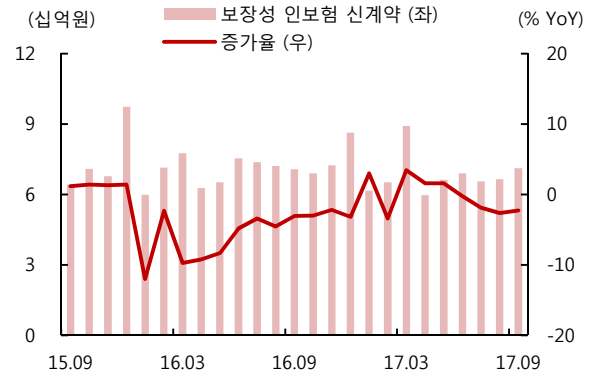
자료: 동부화재, SK 증권

동부화재의 월별 순이익 및 증가율



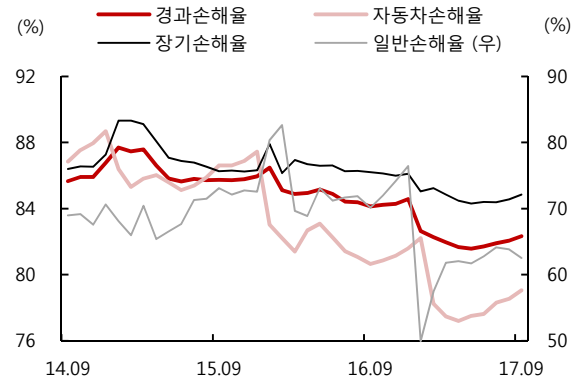
자료: 동부화재, SK 증권
주: 증가율은 FYTD 기준

동부화재의 보장성 인보험 신계약 및 증가율



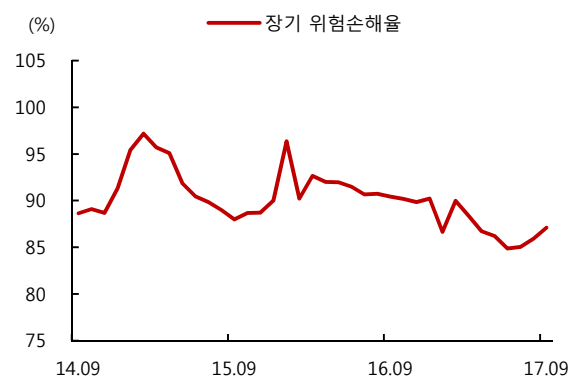
자료: 동부화재, SK 증권
주: 증가율은 FYTD 기준

동부화재의 보증별 경과손해율



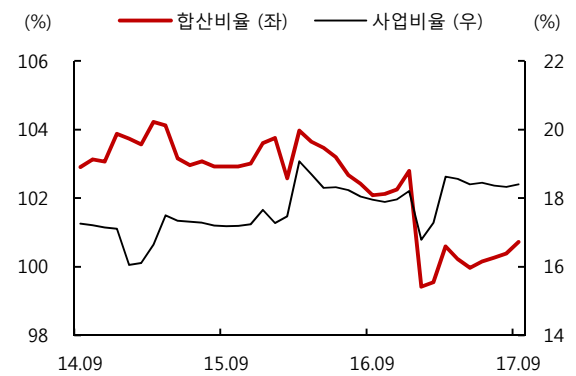
자료: 동부화재, SK 증권
주: FYTD 기준

동부화재의 장기 위험손해율



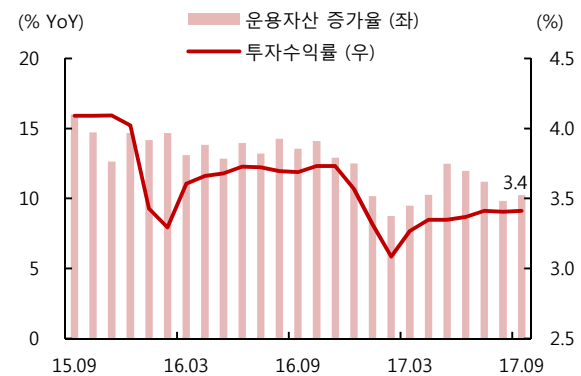
자료: 동부화재, SK 증권
주: FYTD 기준

동부화재의 합산비율 및 사업비율



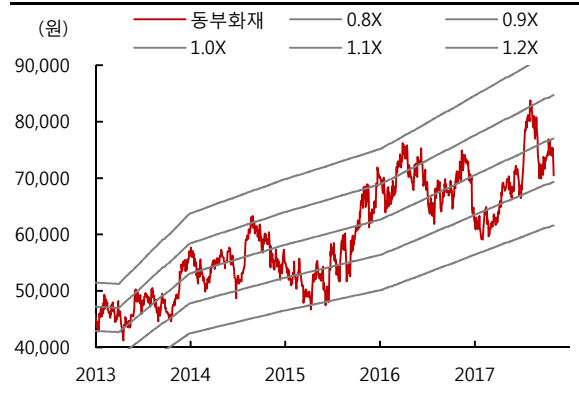
자료: 동부화재, SK 증권
주: FYTD 기준

동부화재의 운용자산 증가율 및 투자수익률



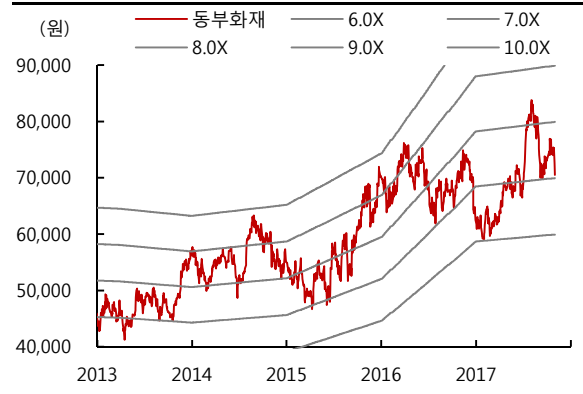
자료: 동부화재, SK 증권
주: 투자수익률은 FYTD 기준

동부화재의 12 개월 forward PBR Band chart



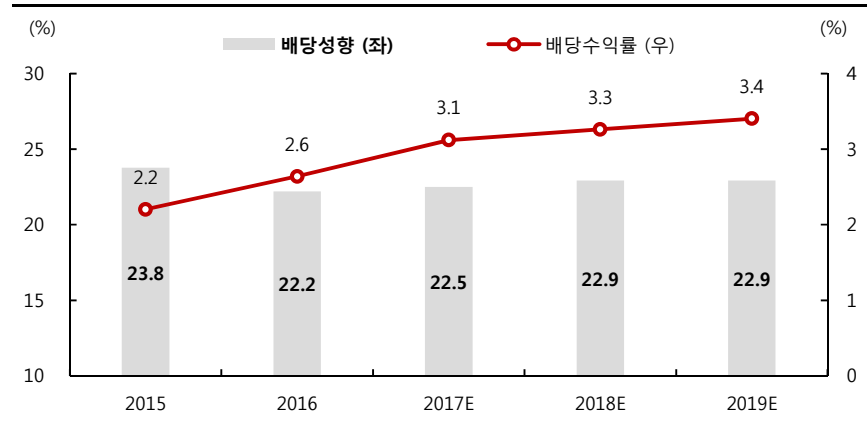
자료: SK 증권

동부화재의 12 개월 forward PER Band chart



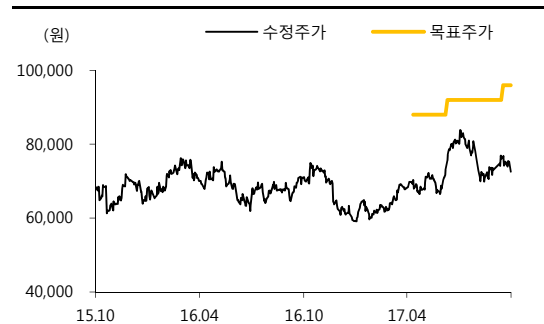
자료: SK 증권

동부화재 예상 배당지표



자료: 동부화재, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2017.11.01	매수	96,000원	6개월		
2017.10.17	매수	96,000원	6개월	-22.56%	-20.00%
2017.07.12	매수	92,000원	6개월	-16.43%	-8.91%
2017.05.29	매수	88,000원	6개월	-20.38%	-12.27%



Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 11월 1일 기준)

매수	90.32%	중립	9.68%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	25,982	29,228	31,475	33,730	36,210
현금 및 예치금	1,333	629	393	391	358
유가증권	16,258	19,158	20,742	22,325	24,100
주식	1,082	1,127	1,188	1,239	1,297
채권	6,789	7,271	7,853	8,481	9,159
수익증권	4,569	5,142	5,245	5,507	5,838
외화유가증권	3,557	5,567	6,402	7,042	7,747
기타유가증권	261	51	54	56	59
대출채권	7,240	8,300	9,219	9,880	10,606
부동산	1,150	1,142	1,121	1,134	1,145
비운용자산	3,461	3,323	3,450	3,440	3,500
특별계정자산	1,120	1,657	2,154	2,283	2,420
자산총계	30,563	34,209	37,078	39,454	42,129
책임준비금	24,460	26,992	29,027	31,181	33,372
지급준비금	2,195	2,372	2,497	2,726	2,897
보험료적립금	20,349	22,503	24,367	26,260	28,190
미경과보험료적립금	1,834	2,027	2,065	2,087	2,168
기타부채	1,075	1,212	1,526	1,190	1,094
특별계정부채	1,345	2,041	2,061	2,123	2,186
부채총계	26,880	30,245	32,614	34,494	36,652
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	3,031	3,403	3,917	4,413	4,930
비상위험준비금	702	771	757	774	795
자본조정	-30	-30	-30	-30	-30
기타포괄손익누계	608	517	503	503	503
자본총계	3,683	3,964	4,464	4,960	5,477
부채와자본총계	30,563	34,209	37,078	39,454	42,129

성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	14.0	11.9	8.4	6.4	6.8
운용자산	14.7	12.5	7.7	7.2	7.4
부채	14.7	12.5	7.8	5.8	6.3
책임준비금	13.4	10.4	7.5	7.4	7.0
자본	9.5	7.6	12.6	11.1	10.4
경과보험료	6.2	5.1	3.2	2.8	2.7
일반	0.3	9.1	1.4	4.0	4.0
자동차	10.6	14.0	13.0	6.0	4.2
장기	5.3	2.2	0.1	1.5	2.0
순사업비	9.6	8.4	5.7	1.9	3.5
투자영업이익	9.5	0.7	4.4	5.2	5.4
영업이익	18.2	13.1	26.3	4.3	4.6
순이익	3.1	13.9	31.6	2.6	4.4

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	11,488	12,092	12,435	12,746	13,092
일반	999	1,014	1,020	1,061	1,104
자동차	2,588	2,988	3,303	3,452	3,590
장기	7,901	8,091	8,112	8,233	8,398
보유보험료	10,725	11,312	11,621	11,912	12,235
경과보험료	10,565	11,103	11,459	11,777	12,094
일반	477	520	528	549	571
자동차	2,306	2,630	2,972	3,149	3,283
장기	7,782	7,953	7,960	8,079	8,240
경과손해액	9,081	9,391	9,498	9,792	10,049
일반	346	398	345	395	411
자동차	2,017	2,145	2,390	2,572	2,694
장기	6,718	6,848	6,763	6,825	6,945
순사업비	1,866	2,022	2,136	2,178	2,254
보험영업이익	-381	-310	-175	-192	-210
투자영업이익	978	985	1,028	1,082	1,140
영업이익	597	675	853	890	930
영업외이익	-59	-55	-39	-52	-56
세전이익	539	620	814	838	874
법인세비용	126	150	195	203	212
당기순이익	413	470	619	635	663

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
경과손해율	86.0	84.6	82.9	83.1	83.1
일반	72.5	76.5	65.3	72.0	72.0
자동차	87.5	81.6	80.4	81.7	82.1
장기	86.3	86.1	85.0	84.5	84.3
사업비율	17.7	18.2	18.6	18.5	18.6
투자이익률	4.1	3.6	3.4	3.4	3.3
수익성 (%)					
ROE	11.7	12.3	14.7	13.5	12.7
ROA	1.4	1.5	1.7	1.7	1.6
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	6,519	7,428	9,779	10,031	10,469
보통주 BPS	58,179	62,623	70,527	78,358	86,527
보통주 DPS	1,550	1,650	2,200	2,300	2,400
기타 지표					
보통주 PER (X)	10.8	8.4	7.2	7.0	6.7
보통주 PBR (X)	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8
배당성향 (%)	23.8	22.2	22.5	22.9	22.9
보통주 배당수익률 (%)	2.2	2.6	3.1	3.3	3.4

자료 : SK증권 추정