

## KB손해보험 (002550.KS)

## 연중 추가 자본확충 리스크 지속

Company Comment | 2017. 1. 12

다양한 이해관계로 충분한 유상 증자를 실시하지 못해 자본 관련 불확실성 여전. 향후 RBC 제도 강화 요인에 추가 자본확충 가능성 높음. KB금융지주의 완전 자회사화 우려 등 이유로 상승 모멘텀이 부족한 상황

## 추가 증자 가능성 반영하여 목표주가 하향 조정

KB손보에 대한 목표주가를 기존 37,000원에서 28,800원으로 22% 하향조정함. RBC(지급여력비율)를 최소 150% 이상으로 유지하기 위해 실시한 제3자 배정 유상증자(1,706억원, 증자비율 10.8%, 증자 후 KB금융지주 지분율은 39.8%) 반영한 결과, BPS(주당순자산가치) 4% 희석 효과가 있음. 희석효과 대비 목표주가 조정 폭이 큰 것은 추가증자 가능성 때문. PBR-ROE로 산출된 적정가치에 대한 할인율을 기존 20%에서 40%로 높였음. 목표주가는 2017년 예상 BPS의 0.8배 수준

① 금리 상승, ② 부채 듀레이션 확대 등 RBC 정교화가 예정되어 있어 추가 RBC 하락은 불가피해 보임. 정관상 추가 발행 가능한 주식수(제3자배정)는 850만주(총1,500만주 중 금번 유상증자로 650만주 소진)로 약 2,200억원 증자 여력 있음. 발행한도(1,500만주)까지 증자하면 BPS는 15% 희석되며, ROE는 2.2%p 하락함

## 보험 효율성 양호하나 주가 상승 모멘텀 부재

동사는 1) 수익성 위주 경영전략을 지켜와 타2위권사 대비 우수한 위험 손해율을 시현, 2) 이에 수익성이 지속 개선되고 있어 펀더멘털은 우수

하지만 증자(혹은 기타 가능한 자본확충: 후순위채, 신종자본증권 발행)의 우려, KB금융지주의 KB손보에 대한 완전 자회사화 가능성 등으로 주가 하락 리스크가 단기간 내에 소멸되기 어려운 상황

삼성화재의 온라인보험료 인하로 동사의 자동차보험 적정 시장점유율 유지 여부가 불확실해진 점, 약화된 장기 인보험 신계약 판매 체력 등을 감안하면 매출 성장성과 상대적 이익 상승 모멘텀이 약화된 상황. 따라서 타 손보사와의 투자 매력도 비교 관점에서 투자의견을 Hold로 하향 조정함

## Hold (하향)

목표주가 28,800원 (하향)

현재가 ('17/01/11) 24,800원

업종 보험업

KOSPI / KOSDAQ 2,075.17 / 637.90

시가총액(보통주) 1,649.2십억원

발행주식수(보통주) 66.5백만주

52주 최고가 ('16/3/31) 34,050원

최저가 ('17/1/11) 24,800원

평균거래대금(60일) 6.1십억원

배당수익률(2016E) 2.3%

외국인지분율 21.2%

주요주주

KB금융지주 39.8%

주가상승률 3개월 6개월 12개월

절대수익률 (%) -6.9 -6.2 -16.2

상대수익률 (%) -8.9 -10.2 -23.5

2015 2016E 2017F 2018F

경과보험료 8,141 8,433 8,595 8,704

증감률 4.3 3.6 1.9 1.3

순이익 174 288 326 314

EPS 3,110 4,795 5,148 4,723

증감률 47.3 54.2 7.4 -8.3

PER 9.4 5.5 4.9 5.3

PBR 0.8 0.8 0.7 0.7

ROE 9.1 13.8 14.5 12.9

배당수익률 1.4 2.3 3.2 3.2

단위: 십억원, %, 원, 배

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 한승희

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

## KB손해보험 4분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E				1Q17F
					추정치	y-y	q-q	Consen	
경과보험료	2,060	2,069	2,107	2,121	2,137	3.8	0.7	2,380	2,132
당기순이익	69	70	105	63	49	-28.6	-22.5	49	93

주: K-IFRS 별도 기준자료: FnGuide, NH 투자증권 리서치센터 전망

## KB 손해보험 실적 전망

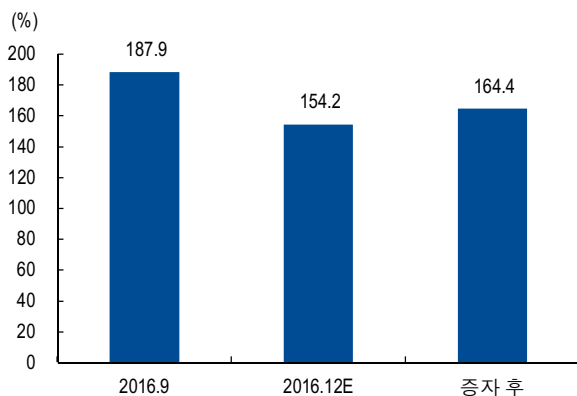
(단위: 십억원, 원, 배, %)

		CY2015	CY2016E	CY2017F	CY2018F
경과보험료	- 수정 후	8,141	8,433	8,595	8,704
	- 수정 전		8,433	8,598	8,706
	- 변동률		0.0	0.0	0.0
영업이익	- 수정 후	221	444	470	424
	- 수정 전		456	455	464
	- 변동률		-2.8	3.2	-8.5
순이익		174	288	326	314
EPS	- 수정 후	3,110	4,795	5,148	4,723
	- 수정 전		4,954	5,240	5,734
	- 변동률		-3.2	-1.8	-17.6
PER		9.4	5.5	4.9	5.3
PBR		0.8	0.8	0.7	0.7
ROA		0.7	1.0	1.1	1.0
ROE		9.1	13.8	14.5	12.9

주: K-IFRS 별도 기준

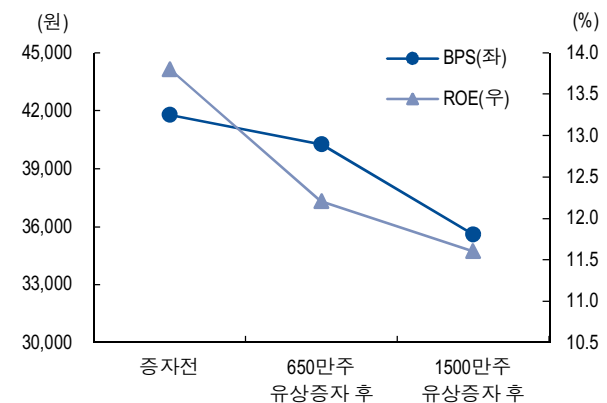
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

## RBC비율 변화



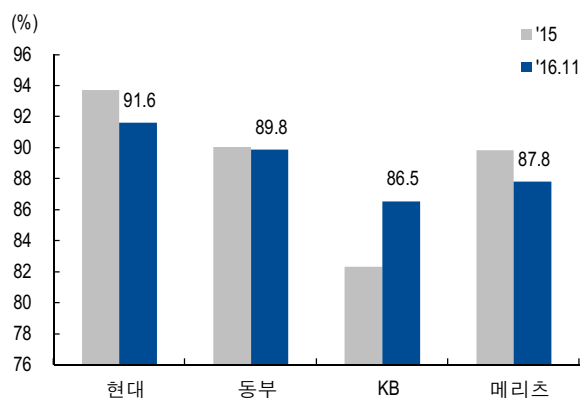
자료: KB손해보험

## 증자 후 희석 효과



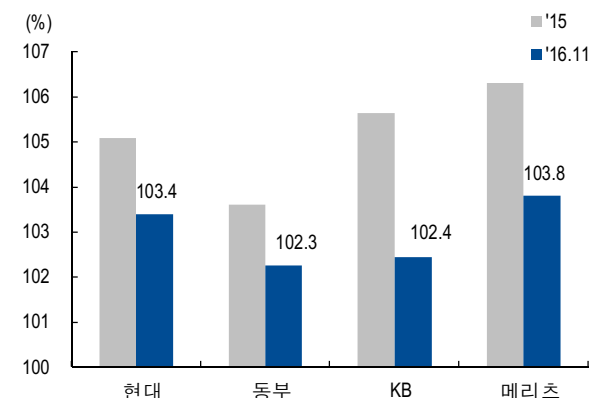
자료: NH투자증권 리서치센터 추정

## 위험손해를 비교: 2년 연속 2위권사 중 가장 낮은 손해를 시현



자료: 각 사; 주: K-IFRS 기준

## 합산비율: 동부화재 다음으로 낮은 합산비율 시현 중



자료: 각 사; 주: K-IFRS 기준

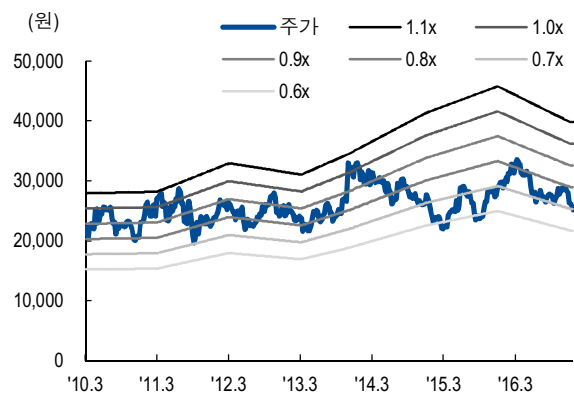
## KB손해보험 목표주가 산출 근거

(단위: 원, 배)

세 부 내 용	가 치
17~18 예상 평균 ROE	13.7%
영구 성장률	2.0%
자본비용	10.8%
Beta	1.3
Market risk premium	6.0%
Risk free rate	3.0%
Target PBR	1.33
2017 기준 BPS	36,126
Discount	40%
목표주가	28,811
Implied 수정 PBR	0.80

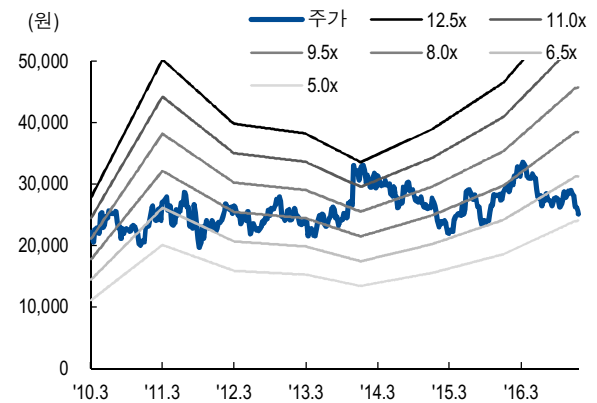
자료: NH투자증권 리서치센터

## PBR band



자료: Dataguide Pro, NH투자증권 리서치센터

## PER band



자료: Dataguide Pro, NH투자증권 리서치센터

## INCOME STATEMENT

(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
경과보험료	8,141	8,433	8,595	8,704
일반	313	338	355	363
자동차	1,616	1,799	1,870	1,908
장기	6,212	6,295	6,370	6,433
손해액	7,057	7,107	7,281	7,389
일반	338	241	284	293
자동차	1,427	1,463	1,531	1,556
장기	5,291	5,403	5,466	5,541
순사업비	1,543	1,596	1,628	1,704
보험영업이익	-458	-270	-314	-389
투자영업이익	680	714	783	813
총영업이익	221	444	470	424
영업외이익	5	-65	-40	-10
세전이익	226	379	430	414
법인세비용	53	91	104	100
당기순이익	174	288	326	314

## BALANCE SHEET

(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
운용자산	20,738	22,842	24,683	26,292
현 예금 및 예치금	968	398	366	695
주식	435	342	348	386
채권	5,884	7,426	8,145	8,676
수익증권	1,229	1,635	1,728	1,840
기타유가증권	3,870	4,473	4,937	5,258
지분법적용투자주식	593	403	435	464
대출채권	6,713	7,105	7,652	7,887
부동산	1,047	1,059	1,072	1,085
비운용자산	3,044	3,304	3,570	3,803
특별계정자산	2,722	3,128	3,380	3,600
자산총계	26,504	29,274	31,633	33,695
책임준비금	20,373	22,735	24,436	26,092
기타부채	1,061	1,372	1,457	1,564
특별계정부채	2,992	3,089	3,338	3,555
부채총계	24,427	27,195	29,231	31,212
자본금	30	30	33	33
자본잉여금	181	181	348	348
이익잉여금	1,577	1,807	1,921	2,001
비상위험준비금	620	674	734	795
기타포괄손익누계액	288	60	100	100
자본총계	2,077	2,078	2,402	2,483
부채 및 자본 총계	26,504	29,274	31,633	33,695

## MAJOR MANAGEMENT INDICATORS

	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
<b>Profitability (%)</b>				
손해율	86.7	84.3	84.7	84.9
일반	107.9	71.1	79.9	80.7
자동차	88.3	81.3	81.9	81.5
장기	85.2	85.8	85.8	86.1
사업비율	19.0	18.9	18.9	19.6
합산비율	105.6	103.2	103.6	104.5
투자이익률	3.5	3.3	3.3	3.2
자산운용율	78.2	78.0	78.0	78.0
ROE	9.1	13.8	14.5	12.9
ROA	0.7	1.0	1.1	1.0
Leverage	13.0	13.4	13.6	13.4
<b>Product mix (%)</b>				
일반	3.8	4.0	4.1	4.2
자동차	19.9	21.3	21.8	21.9
장기	76.3	74.7	74.1	73.9
<b>Financial Strength (%)</b>				
보험계약준비금/보유보험료	247.5	266.1	281.6	297.0
<b>Per Share data</b>				
EPS (원)	3,110	4,795	5,148	4,723
PER (x)	9.4	5.5	4.9	5.3
BPS (원)	34,617	34,634	36,126	37,335
PBR (x)	0.8	0.8	0.7	0.7
DPS (원)	400	600	800	800
배당성장 (%)	13.8	13.9	16.3	16.9
배당수익률 (%)	1.4	2.3	3.2	3.2

## GROWTH RATE

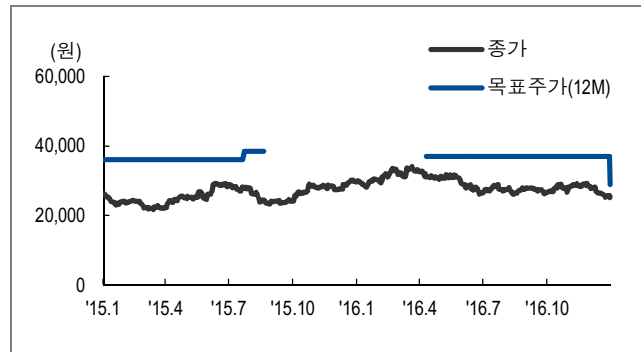
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
<b>Growth rate(%)</b>				
경과보험료	4.3	3.6	1.9	1.3
원수보험료	3.2	3.3	1.7	1.3
일반	-4.7	-0.3	1.5	1.8
자동차	6.9	10.8	3.5	2.0
장기	3.3	1.7	1.2	1.0
손해액	3.1	0.7	2.4	1.5
사업비	7.2	3.4	2.0	4.7
보험영업이익	적지	적지	적지	적지
투자영업이익	3.7	5.0	9.7	3.9
총영업이익	3.7	5.0	9.7	3.9
세전이익	69.5	67.4	13.4	-3.5
당기순이익	59.1	65.6	13.2	-3.5
자산총계	14.6	10.5	8.1	6.5
운용자산	13.7	10.1	8.1	6.5
특별계정자산	56.1	14.9	8.1	6.5
책임준비금	11.2	11.6	7.5	6.8
기타부채	13.7	29.3	6.2	7.4
특별계정부채	39.3	3.2	8.1	6.5
자본총계	19.8	0.1	15.6	3.3

주: K-IFRS 별도 기준

자료: KB 손해보험, NH 투자증권 리서치센터 전망

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
KB손해보험	002550.KS	2017.01.12	Hold	28,800원(12개월)
		2016.04.21	Buy	37,000원(12개월)
		2015.08.03	Buy	38,400원(12개월)
		2014.11.19	Buy	36,000원(12개월)



## 종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 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. (2017년 1월 6일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
76.9%	23.1%	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 KB손해보험의 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 간섭없이 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.