

DB손해보험(005830)

실적 우려는 2분기 이후 해소, Valuation 매력 부각

■ 투자 의견 Buy, 목표주가 84,000원으로 커버리지 개시

- 투자 의견을 Buy로 제시하는 이유는 1) 운전자보험 등 장기보험 손해율 관리를 위한 포트폴리오 조절을 적극적으로 시행하고 있으며 2) 사업비의 효율성 및 보유 이원의 차별성이 2018년에도 유지될 것으로 전망되기 때문이다.
- 목표주가 84,000원은 2018년 예상 BPS 80,050원에 Target multiple 1.05배를 적용하여 산출하였다. 당사는 2017년부터 EV 발표를 하지 않아 목표주가 산출에 반영하지 않았다.

■ 투자 포인트: 사업비/투자 부분의 경쟁력 유지, 그리고 저평가

- 신계약 판매 경쟁으로 인하여 판매비 부담이 증가하고 있으며 자산 듀레이션 확장을 위해 장기채권 편입 비중을 확대하였기 때문에 사업비율 상승과 보유 이원의 일정 부분 하락은 불가피하다.
- 이런 상황에서 당사의 일반 관리비의 효율적 집행과 선제적 투자를 통한 (경쟁사 대비) 높은 보유이원은 수익성을 방어하는데 있어 중요한 요소가 될 것으로 판단된다. 2018년에도 당사의 차별성은 유지될 것으로 전망된다.
- 당사의 주가는 매우 낮은 수준에서 거래되고 있다. 2018년 예상 EPS 대비 5.7배, 예상 BPS 대비 0.73배 2010년 이후 가장 낮은 수준이다.
- 판매비 증가로 인하여 2018년 이익 증가율이 하락하였지만 13.6%의 ROE를 감안할 때 충분히 매력적인 가격이라고 판단된다.
- 지난해의 높은 기저효과로 상반기의 이익 모멘텀은 낮겠지만 3분기 이후 이익 모멘텀은 확대될 것으로 예상되며 1분기 실적 부진의 우려가 주가에 반영되면 주가 회복은 빠르게 진행될 수 있을 것으로 전망된다.

■ 18년 1분기 별도순이익 1,224억원으로 컨센서스 하회 전망

- 1분기 별도순이익은 전년동기대비 23.2% 감소할 것으로 전망된다. 1) 인담보 신계약 판매 증가로 사업비 부담이 확대될 것이고 2) 자동차보험 손해율이 전년 동기대비 상승할 것으로 예상되기 때문이다.
- 1분기 손해율은 82.9%로 전년동기대비 0.9%p 상승할 것으로 전망된다. 자동차 6.3%p, 일반보험 2.0%p 상승, 장기보험손해율은 1.0%p 개선될 것으로 예상된다.
- 사업비율은 1.4%p 상승할 것으로 전망된다. 인담보 신계약이 전년동기대비 10.0% 성장하면서 신계약비 추가상각 부담이 확대될 것으로 예상되기 때문이다.

은행/보험/증권 강승건

(2122-9181) neo.cygun@hi-ib.com

은행/보험/증권 최영수

(2122-9213) yschoi@hi-ib.com

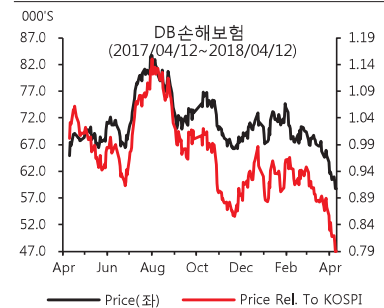
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	84,000원
증가(2018/04/12)	58,800원

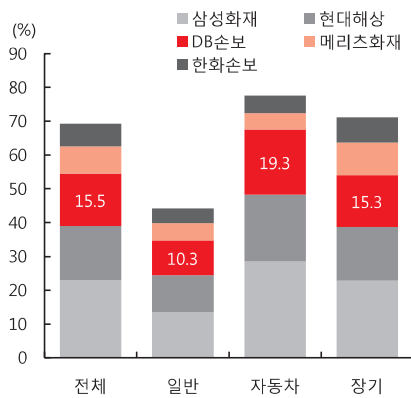
Stock Indicator

자본금	35십억원
발행주식수	7,080만주
시가총액	4,163십억원
외국인지분율	48.4%
배당금(2017)	2,300원
EPS(2018E)	10,378원
BPS(2018E)	80,050원
ROE(2018E)	13.6%
52주 주가	58,800~83,800원
60일평균거래량	125,514주
60일평균거래대금	8.5십억원

Price Trend

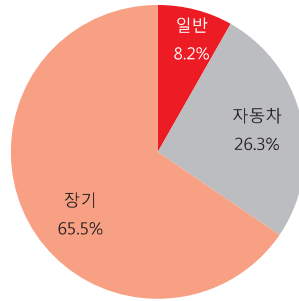


〈그림1〉 보종별 시장점유율



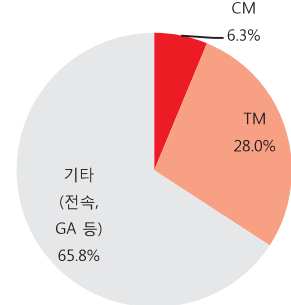
자료: 각 사, 하이투자증권
주: 2017년 원수보험료 기준

〈그림2〉 원수보험료 내 보종별 비중



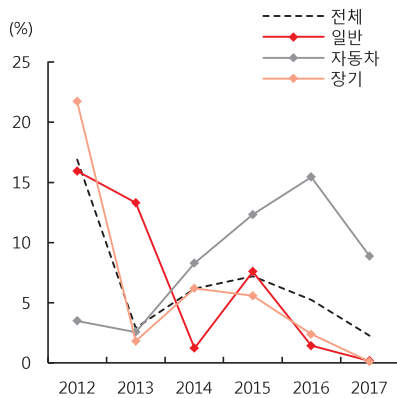
자료: DB손보, 하이투자증권
주: 2017년 원수보험료 기준

〈그림3〉 자동차보험 다이렉트 채널 비중



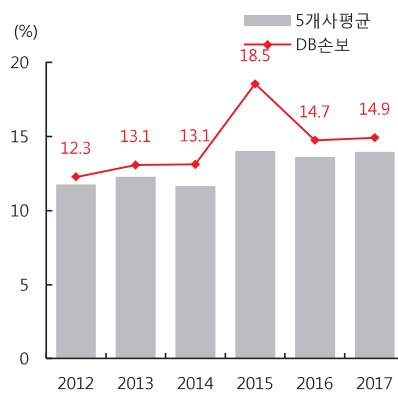
자료: DB손보, 하이투자증권
주: 2017년 기준

〈그림4〉 보종별 원수보험료 증가율



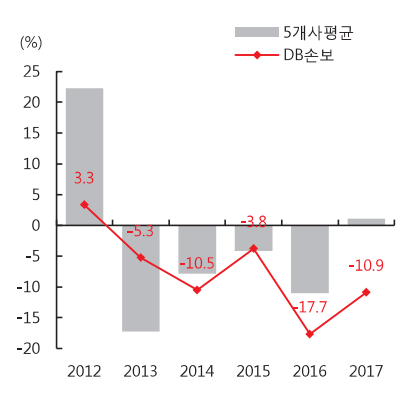
자료: 각 사, 하이투자증권
주: 수입보험료(일반+변액) 기준

〈그림5〉 위험보험료 증가율



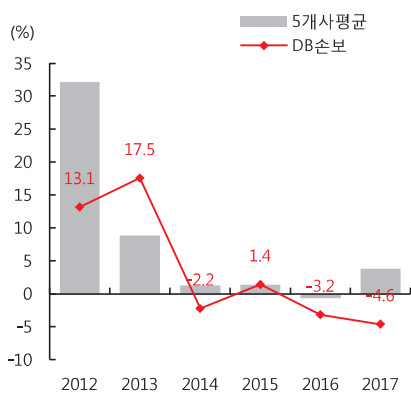
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림6〉 신계약 성장률



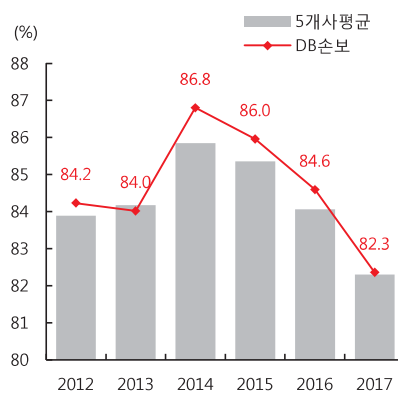
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림7〉 인담보 신계약 성장률



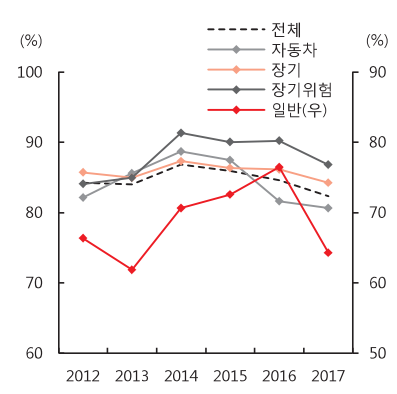
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림8〉 손해율



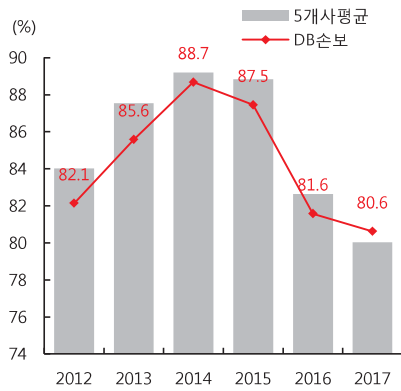
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림9〉 보종별 손해율



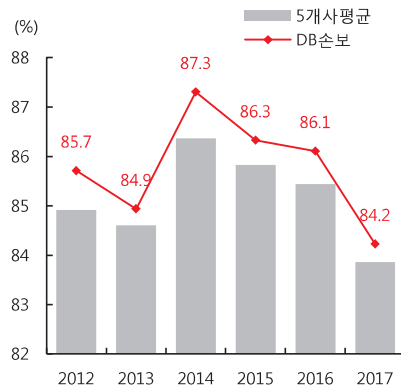
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림10〉 자동차 손해율



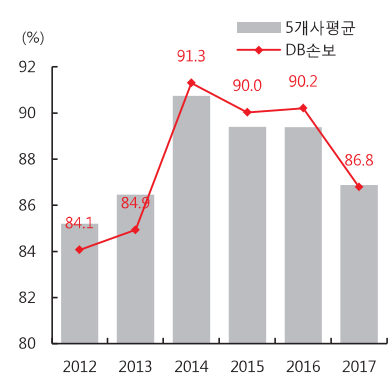
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림11〉 장기손해율



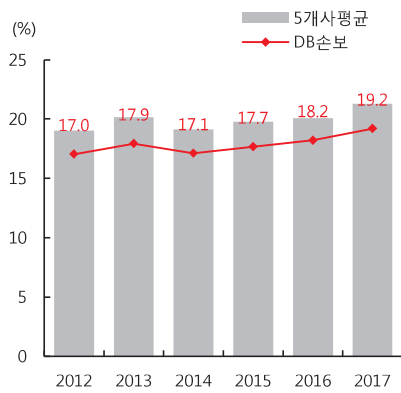
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림12〉 장기 위험손해율



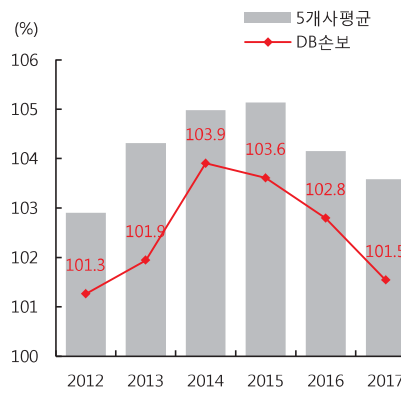
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림13〉 사업비율



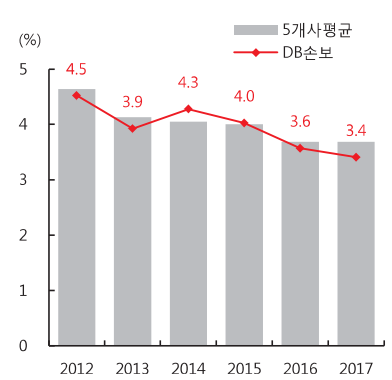
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림14〉 합산비율



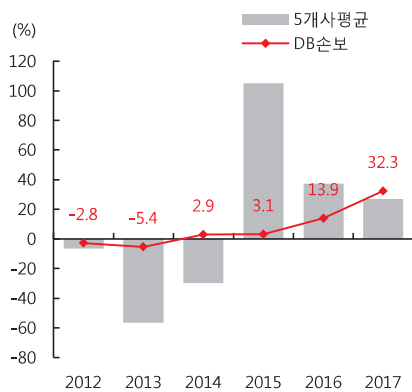
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림15〉 투자수익률



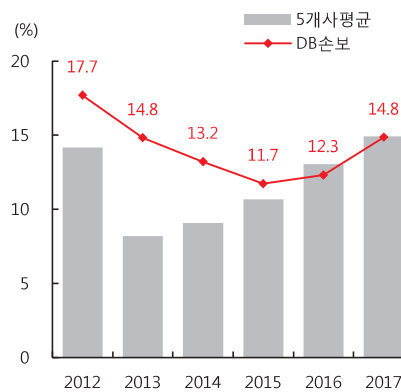
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림16〉 순이익 성장률



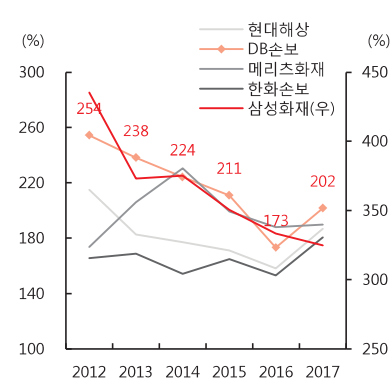
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림17〉 ROE



자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림18〉 RBC비율



자료: 각 사, 하이투자증권

DB손해보험 1분기 실적 전망

		(단위: 십억원, %, %p)				
		2018 1QF	2017 4Q	QoQ	2017 1Q	YoY
요약손익	원수보험료	3,085	3,105	-0.6	3,080	0.2
	보유보험료	2,887	2,899	-0.4	2,875	0.4
	경과보험료	2,872	2,893	-0.7	2,825	1.7
	발생손해액	2,381	2,384	-0.1	2,315	2.8
	순사업비	577	623	-7.4	526	9.6
	보험영업이익	-85	-115	N/A	-16	N/A
	투자영업이익	259	259	0.1	238	9.0
	총영업이익	174	144	21.4	222	-21.6
	세전이익	166	135	22.9	211	-21.2
	당기순이익	122	97	26.5	159	-23.2
보험영업	손해율	82.9	82.4	0.5	82.0	0.9
	사업비율	20.1	21.5	-1.5	18.6	1.4
	합산비율	103.0	103.9	-1.0	100.6	2.4
원수보험료	자동차	797	793	0.5	813	-1.9
	장기	2,042	2,026	0.8	2,035	0.3
	일반	246	286	-14.0	232	6.0
보종별손해율	자동차	83.8	85.1	-1.3	77.5	6.3
	장기	83.8	82.4	1.5	84.8	-1.0
	일반	63.8	69.1	-5.3	61.8	2.0
투자부문	운용자산	31,366	31,609	-0.8	29,013	8.1
	투자수익률	3.3	3.3	0.0	3.3	0.0
수익성	ROE	11.1	8.8	2.3	16.1	-5.0
신계약	신계약(월납환산)	28	25	14.5	27	5.4
	인담보 신계약	24	20	17.4	22	10.0

주: 연결 기준

자료: DB손해보험, 하이투자증권

Valuation

투자의견	BUY
목표주가(원)	84,000
목표주가 P/B	1.0
목표주가 P/E	8.1
상승여력(%)	42.9
현재주가(원, 18.04.12)	58,800
P/B 기준	
Target Price I (원)	83,802
Target P/B(배)	1.0
2018년 예상 BPS(원)	80,050
Sustainable RoE(%)	13.6
Ke(%)	13.0
P/EV 기준	
Target Price II	n.a
Target P/EV	n.a
2018년 예상 EVPS	n.a
Sustainable RoEV	n.a

자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
운용자산	29,228	31,609	33,838	34,816	35,996
현금 및 예금	629	414	443	456	472
유가증권	19,158	20,487	21,931	22,565	23,330
당기손익증권	685	744	796	819	847
매도가능증권	17,829	19,098	20,490	21,101	21,838
만기보유증권	0	0	0	0	0
관계기업투자주식	644	645	645	645	645
대출채권	8,300	9,572	10,247	10,543	10,901
부동산	1,142	1,136	1,216	1,251	1,294
비운용자산	3,323	3,405	3,658	3,793	3,951
특별계정자산	1,657	2,390	2,545	2,589	2,648
별도자산총계	34,209	37,404	40,041	41,198	42,595
책임준비금	26,992	28,929	30,812	31,338	32,051
지급준비금	2,372	2,474	2,524	2,566	2,611
보험료적립금	22,503	24,236	25,933	26,235	26,696
미경과보험료 적립금	2,027	2,122	2,245	2,381	2,524
기타준비금	90	97	111	156	221
기타부채	1,212	1,566	1,668	1,697	1,735
특별계정부채	2,041	2,493	2,655	2,701	2,762
별도부채총계	30,245	32,988	35,136	35,735	36,549
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	3,403	3,920	4,410	4,968	5,551
자본조정	-30	-30	-30	-30	-30
기타포괄손익누계	517	451	451	451	451
별도자본총계	3,964	4,415	4,905	5,463	6,046

손익계산서(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	12,092	12,368	12,597	12,799	13,090
일반	1,014	1,016	1,076	1,130	1,187
자동차	2,988	3,253	3,327	3,348	3,432
장기	8,091	8,100	8,194	8,321	8,471
경과보험료	11,103	11,441	11,647	11,812	12,064
일반	520	543	582	612	642
자동차	2,630	2,954	3,037	3,049	3,124
장기	7,953	7,943	8,027	8,151	8,298
경과손해액	9,391	9,421	9,578	9,709	9,931
보험금	3,863	4,240	4,516	4,531	4,604
환급금/연금/배당	2,888	2,928	2,891	3,355	3,402
준비금 증가액	2,421	2,038	1,860	1,511	1,614
손해조사비	298	310	311	312	312
순사업비	2,022	2,196	2,254	2,251	2,286
일반	140	156	167	177	186
자동차	502	541	560	552	559
장기	1,380	1,499	1,527	1,522	1,541
보험영업이익	-308	-175	-185	-148	-153
투자영업이익	985	1,035	1,080	1,145	1,195
총영업이익	678	860	895	997	1,041
영업외손익	-55	-32	-32	-32	-32
법인세차감전순이익	623	829	863	965	1,009
법인세	150	205	228	255	268
세율	24.2	24.8	26.4	26.5	26.5
별도당기순이익	470	622	635	710	741

주: 손해율, 사업비용, 합산비용은 경과보험료 기준

성장성지표(별도)	(단위:%)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	5.3	2.3	1.9	1.6	2.3
일반	1.5	0.2	6.0	5.0	5.0
자동차	15.5	8.9	2.3	0.6	2.5
장기	2.4	0.1	1.2	1.6	1.8
장기위험	14.7	14.9	13.6	11.7	9.8
경과보험료	5.1	3.0	1.8	1.4	2.1
투자영업이익	0.7	5.1	4.3	6.0	4.3
총영업이익	13.1	26.9	4.0	11.4	4.4
별도당기순이익	13.9	32.3	2.1	11.7	4.5
운용자산	12.5	8.1	7.0	2.9	3.4
책임준비금	10.3	7.2	6.5	1.7	2.3
별도자본총계	7.6	11.4	11.1	11.4	10.7

수익성 지표(별도)	(단위:%)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
손해율	84.6	82.3	82.2	82.2	82.3
일반	76.5	64.3	65.1	66.1	66.6
자동차	81.6	80.6	82.2	83.0	82.9
장기	86.1	84.2	83.5	83.1	83.3
장기위험	90.2	86.8	84.5	82.8	82.7
사업비용	18.2	19.2	19.4	19.1	18.9
합산비용	102.8	101.5	101.6	101.3	101.3
투자수익률	3.6	3.4	3.3	3.3	3.4

재무제표(연결)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
연결 자산총계	44,863	48,636	51,273	52,430	53,827
연결부채총계	40,519	43,888	46,036	46,635	47,449
지배기업소유지분	4,170	4,577	5,067	5,625	6,208
비지배지분	175	177	181	185	189
연결자본총계	4,345	4,747	5,237	5,795	6,378
법인세차감전 순이익	704	888	905	1,020	1,085
법인세	170	219	238	269	286
세율	24.1	24.7	26.3	26.4	26.4
연결순이익	534	669	667	752	799
지배주주지분순이익	524	659	657	741	789
비지배지분순이익	10	10	10	10	10

투자지표(별도)	(단위: 십억원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	12.3	14.8	13.6	13.7	12.9
ROA	1.5	1.7	1.6	1.7	1.8
EPS(원)	7,428	9,827	10,035	11,210	11,713
BPS(원)	62,623	69,757	77,492	86,301	95,514
투자지표(연결)	(단위: 십억원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	13.1	15.1	13.6	13.9	13.3
ROA	1.3	1.4	1.3	1.4	1.5
EPS(원)	8,273	10,408	10,378	11,711	12,467
BPS(원)	65,873	72,315	80,050	88,859	98,072
DPS(원)	1,650	2,300	2,400	2,500	2,000
P/E	7.6	6.8	5.7	5.0	4.7
P/B	0.9	1.0	0.7	0.7	0.6
배당수익률	2.6	3.2	4.1	4.3	3.4
RBC	173	202	199	208	215
Embedded Value	6,525	n.a	n.a	n.a	n.a
RoEV	9.0	n.a	n.a	n.a	n.a
EVPS(원)	103,083	n.a	n.a	n.a	n.a
P/EV	0.6	n.a	n.a	n.a	n.a

자료: DB손해보험, 하이투자증권

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이 (DB손해보험)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018-04-16(담당자변경)	Buy	84,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자 : 강승건, 최영수)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

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

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-