

SK COMPANY Analysis



Analyst
김도하
dohakim@sk.com
02-3773-8876

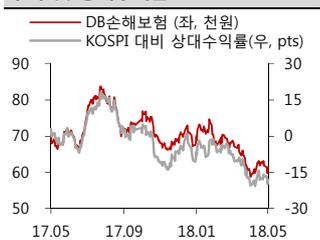
Company Data

자본금	35 십억원
발행주식수	7,080 만주
자사주	750 만주
액면가	500 원
시가총액	4,347 십억원
주요주주	
김남호(외11)	23.22%
DB손해보험 자사주	10.59%
외국인지분율	48.52%
배당수익률	3.23%

Stock Data

주가(18/05/11)	61,400 원
KOSPI	2,477.7 pt
52주 Beta	0.60
52주 최고가	83,800 원
52주 최저가	58,800 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.4%	3.1%
6개월	-10.0%	-7.4%
12개월	-12.7%	-20.6%

DB 손해보험 (005830/KS | 매수(유지) | T.P 85,000 원(하향))

1Q18 Review: 판매비 부담은 상대적으로 적었다.

DB 손해보험의 1Q18 당기순이익은 1,102 억원 (-31% YoY)으로 컨센서스를 19% 하회. 실적 부진은 판매비 증가, 자동차손해율과 위험손해율의 악화에 따른 것으로 판단. 보장성 인보험 신계약은 10% YoY 증가해 4 개 분기 만에 양적 성장을 시현. 1Q 손해율 악화는 계절적 요인이나, 사업비는 시장 경쟁과 회계상 문제이므로 단기간 안정화는 어려울 전망. 다만 동사의 1Q18 실제 판매비(회계적 요인 제거)는 1Q17 대비 500 억원 중반 늘어난 것으로 추정돼 비용 부담은 상대적으로 낮았던 것으로 판단

1Q18 당기순이익 1,102 억원 (-30.8% YoY)으로 어닝 쇼크 기록

DB손해보험의 1Q18 당기순이익은 1,102억원 (-30.8% YoY)으로 SK증권 추정치 및 컨센서스를 각각 15%, 19% 하회하는 어닝 쇼크를 기록. 실적 부진은 판매비 증가로 인한 순사업비 증가, 자동차손해율 (85.4%, +7.9%p YoY)과 장기 위험손해율 (89.1%, +0.7%p YoY)의 악화에 따른 것으로 판단. DB손해보험의 1Q18 경과손해율은 83.8%로 1.8%p YoY 상승했고, 사업비율은 19.7%로 1.0%p YoY 상승. 한편 1Q18 보장성 인보험 신계약은 237억원으로 9.6% YoY 증가해 4개 분기 만에 양적 성장을 나타냄. 동사의 1Q18 투자수익률은 3.3%로 이자부자산 수익률이 4bp YoY 하락한 가운데 전년동기와 동일한 수준을 나타냄

판매비 부담은 상대적으로 적었다.

1Q18 실적의 악화 원인은 사업비, 자동차손해율, 장기 위험손해율임. 손해율은 손보, 생보가 공히 악화된 것으로 보아 계절적 요인(1~2월 저기온, 3월 대기환경 등)이 원인이라고 판단되며, 2Q18부터 안정화될 전망. 그러나 사업비는 당기의 판매비 증가뿐 아니라 회계적인 문제(=추가장각=비용 이연의 한도 축소)도 포함돼 단기간 내 안정화는 어려울 것으로 예상됨. 다만 회계적 요인 배제할 때, 동사의 1Q18 실제 판매비(*)는 1Q17 대비 500억원 중반 수준 늘어난 것으로 추정됨. 이는 경쟁사의 76%에 그친 것으로, 업종 전반의 신계약 경쟁에도 불구하고 실제 판매비 집행 부담은 상대적으로 낮았던 것으로 판단됨. 또한 3월 실손 판매가 집중된 타사와 달리 신계약이 1~3월 고르게 성장해 안정적인 성장세 유지가 가능할 것으로 전망함. 그러나 이익 전망치 하향 및 신계약 성장에 따른 득실의 시차를 고려해 목표주가를 85,000원 (목표 PBR 1.11X)로 이전 대비 11% 하향 조정함

* 추가장각비+이연신계약비+신계약비+대리점수수료로 추산

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
경과보험료	십억원	10,565	11,103	11,441	11,588	11,855	12,126
YoY	%	6.2	5.1	3.0	1.3	2.3	2.3
보험손익	십억원	-381	-310	-176	-245	-196	-203
투자손익	십억원	978	985	1,035	1,064	1,112	1,175
합산비율	%	103.6	102.8	101.5	102.1	101.7	101.7
투자수익률	%	4.1	3.6	3.5	3.3	3.3	3.3
영업이익	십억원	597	675	859	819	917	971
YoY	%	18.2	13.1	27.2	-4.6	11.9	6.0
세전이익	십억원	539	620	827	792	885	931
순이익	십억원	413	470	622	582	652	685
YoY	%	3.1	13.9	32.3	-6.4	12.0	5.1
EPS	원	6,519	7,428	9,827	9,197	10,296	10,825
BPS	원	58,179	62,623	69,757	73,177	81,322	89,747
PER	배	10.8	8.4	7.2	6.7	6.0	5.7
PBR	배	1.2	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7
ROE	%	11.7	12.3	14.8	12.9	13.3	12.7
배당수익률	%	2.2	2.6	3.2	3.5	3.9	4.2

DB 손해보험 1Q18 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	1Q18P	1Q17	YoY (%)	4Q17	QoQ (%)	1Q18E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(99.4)	(16.8)	적지	(114.2)	적지	(86.8)	n/a	n/a	n/a
투자영업이익	258.3	237.8	8.6	258.9	(0.2)	269.6	(4.2)	n/a	n/a
영업이익	159.0	221.1	(28.1)	144.7	9.9	182.9	(13.1)	195.2	(18.6)
순이익	110.2	159.3	(30.8)	96.8	13.8	128.9	(14.5)	136.0	(19.0)

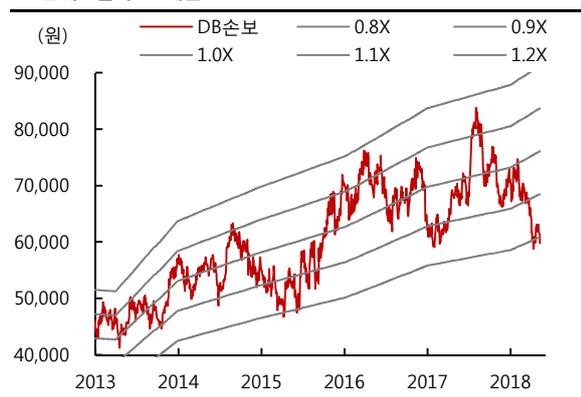
자료: DB 손해보험, FnGuide, SK 증권

DB 손해보험의 목표주가 산출식

항목	DB손해보험	비고
자기자본비용 (%)	10.5	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.3	(b): 국제 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.8	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.9	(d): DB손해보험의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	13.0	(e): DB손해보험의 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.23	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율 %)	(10.0)	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	1.11	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	76,571	(j): DB손해보험의 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	85,000	(k): (i)*(j)
현재가 (05/11, 원)	61,400	
상승여력 (%)	38.4	

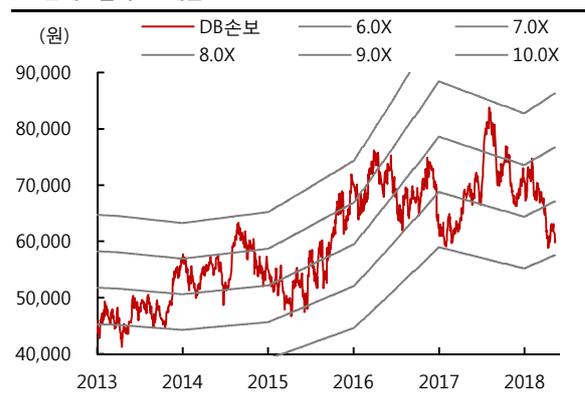
자료: SK 증권

DB 손해보험의 12개월 forward PBR band



자료: DB 손해보험, SK 증권

DB 손해보험의 12개월 forward PER band



자료: DB 손해보험, SK 증권

DB손해보험 별도 기준 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)
원수보험료	3,080.0	3,121.6	3,061.2	3,105.2	3,075.8	(0.9)	(0.1)
일반	232.4	272.5	224.3	286.3	223.5	(21.9)	(3.8)
자동차	81.0	82.6	82.0	79.3	81.6	2.9	0.4
장기	2,034.6	2,022.8	2,016.8	2,025.6	2,036.2	0.5	0.1
경과보험료	2,824.7	2,847.7	2,875.8	2,892.5	2,875.2	(0.6)	1.8
일반	129.2	132.7	137.4	143.9	134.8	(6.4)	4.4
자동차	697.9	727.7	760.1	768.6	749.1	(2.5)	7.3
장기	1,997.7	1,987.3	1,978.3	1,979.9	1,991.3	0.6	(0.3)
순사업비	526.1	520.3	526.5	622.7	565.5	(9.2)	7.5
보험영업이익	(16.8)	8.1	(53.5)	(114.2)	(99.4)	적지	적지
투자영업이익	237.8	267.6	271.0	258.9	258.3	(0.2)	8.6
영업이익	221.1	275.7	217.6	144.7	159.0	9.9	(28.1)
순이익	159.3	210.5	155.4	96.8	110.2	13.8	(30.8)
경과손해율 (%)	82.0	81.4	83.5	82.4	83.8	1.4	1.8
일반	61.8	63.7	62.1	69.1	64.3	(4.8)	2.5
자동차	77.5	77.8	81.7	85.1	85.4	0.3	7.9
장기	84.8	84.0	85.7	82.4	84.5	2.1	(0.3)
위험손해율*	88.4	81.4	91.3	82.3	89.1	6.7	0.7
순사업비율 (%)	18.6	18.3	18.3	21.5	19.7	(1.9)	1.0
합산비율 (%)	100.6	99.7	101.9	103.9	103.5	(0.5)	2.9
순투자수익률 (%)	3.3	3.6	3.5	3.3	3.3	(0.0)	0.0
장기월납환산	27.0	25.2	24.9	24.8	28.7	15.6	6.5
저축성	1.5	1.9	0.8	0.8	1.0	33.3	(29.9)
보장성	25.5	23.3	24.1	24.1	27.7	15.1	8.6
인보험	21.6	19.5	20.3	20.2	23.7	16.9	9.6

자료: DB 손해보험 SK 증권

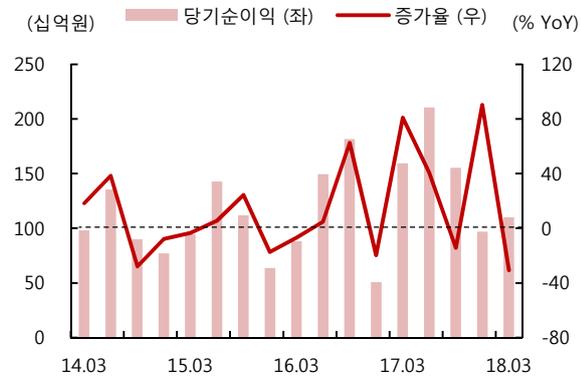
주: *K-IFRS기준

DB 손해보험 운용자산 현황

(단위: 십억원)	17년 3월	17년 6월	17년 9월	17년 12월	18년 3월	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	29,013	30,778	31,470	31,609	31,616	100.0	0.0	9.0
현금및예치금	349	682	402	414	387	1.3	(6.5)	10.9
유가증권	18,904	20,047	20,713	20,487	20,242	64.8	(1.2)	7.1
주식	545	600	574	600	598	1.9	(0.2)	9.7
채권	7,019	7,825	8,261	7,849	7,690	24.8	(2.0)	9.6
수익증권	5,359	5,071	4,831	5,338	5,251	16.9	(1.6)	(2.0)
외화유가증권	5,295	5,843	6,327	5,982	5,985	18.9	0.0	13.0
기타유가증권	51	71	84	73	73	0.2	(0.7)	43.5
관계사 지분	635	636	636	645	645	2.0	0.0	1.5
대출채권	8,620	8,912	9,218	9,572	9,853	30.3	2.9	14.3
부동산	1,140	1,138	1,137	1,136	1,134	3.6	(0.2)	(0.5)

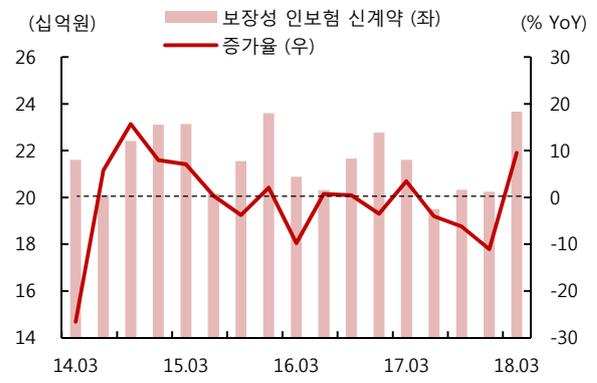
자료: DB 손해보험 SK 증권

DB 손해보험의 분기별 순이익 및 증가율



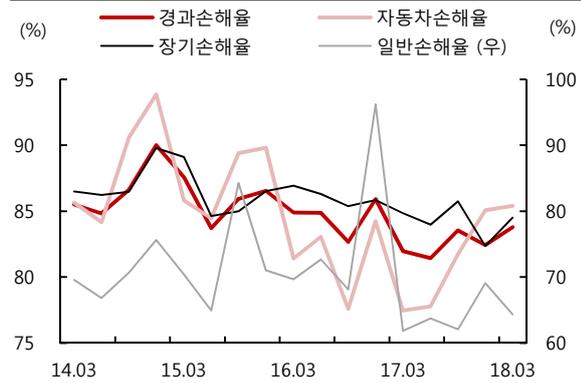
자료: DB 손해보험 SK 증권

DB 손해보험의 보장성 인보험 신계약 및 증가율



자료: DB 손해보험 SK 증권

DB 손해보험의 보증별 경과손해율



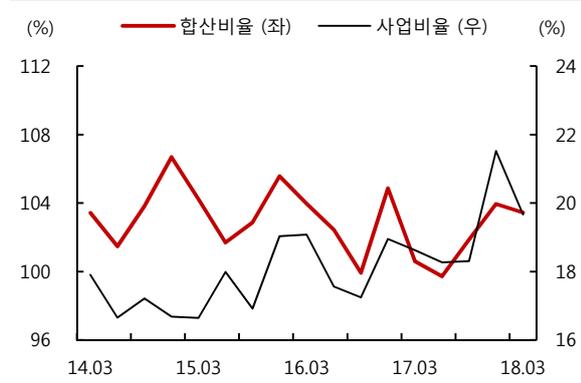
자료: DB 손해보험 SK 증권

DB 손해보험의 장기 위험손해율



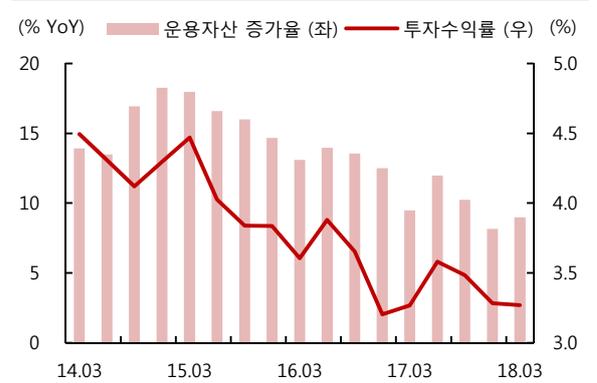
자료: DB 손해보험 SK 증권

DB 손해보험의 합산비율 및 사업비율



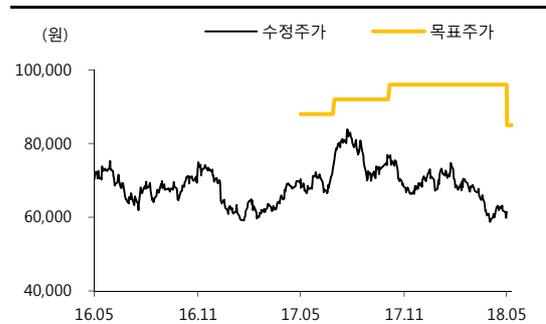
자료: DB 손해보험 SK 증권

DB 손해보험의 운용자산 증가율 및 투자수익률



자료: DB 손해보험 SK 증권

일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.05.14	매수	85,000원	6개월		
2018.02.23	매수	96,000원	6개월	-29.24%	-20.00%
2018.01.25	매수	96,000원	6개월	-26.91%	-20.00%
2017.12.01	매수	96,000원	6개월	-26.95%	-20.00%
2017.11.01	매수	96,000원	6개월	-27.00%	-20.00%
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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 5 월 14 일 기준)

매수	89.73%	중립	10.27%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	29,228	31,609	33,421	35,450	37,537
현금 및 예치금	629	414	278	391	147
유가증권	19,158	20,487	21,395	22,668	24,345
주식	1,127	1,244	1,299	1,364	1,433
채권	7,271	7,849	8,634	9,325	10,071
수익증권	5,142	5,338	4,804	4,660	4,939
외화유가증권	5,567	5,982	6,580	7,238	7,817
기타유가증권	51	73	77	81	85
대차채권	8,300	9,572	10,616	11,261	11,924
부동산	1,142	1,136	1,132	1,130	1,121
비운용자산	3,323	3,405	3,404	3,485	3,520
특별계정자산	1,657	2,390	2,533	2,685	2,846
자산총계	34,209	37,404	39,358	41,620	43,903
책임준비금	26,992	28,929	30,671	32,462	34,255
지급준비금	2,372	2,474	2,632	2,777	2,933
보험료적립금	22,503	24,236	25,771	27,335	28,944
미경과보험료적립금	2,027	2,122	2,164	2,245	2,271
기타부채	1,212	1,566	1,488	1,365	1,243
특별계정부채	2,041	2,493	2,568	2,645	2,724
부채총계	30,245	32,988	34,726	36,472	38,222
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	3,403	3,920	4,357	4,873	5,406
비상위험준비금	771	851	887	906	928
자본조정	-30	-30	-30	-30	-30
기타포괄손익누계	517	451	231	231	231
자본총계	3,964	4,415	4,632	5,148	5,681
부채와자본총계	34,209	37,404	39,358	41,620	43,903

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	11.9	9.3	5.2	5.7	5.5
운용자산	12.5	8.1	5.7	6.1	5.9
부채	12.5	9.1	5.3	5.0	4.8
책임준비금	10.3	7.2	6.0	5.8	5.5
자본	7.6	11.4	4.9	11.1	10.4
경과보험료	5.1	3.0	1.3	2.3	2.3
일반	9.1	4.4	2.6	1.5	1.0
자동차	14.0	12.3	3.3	3.5	3.5
장기	2.2	-0.1	0.5	1.9	1.9
순사업비	8.4	8.6	2.6	0.1	2.3
투자영업이익	0.7	5.1	2.8	4.5	5.6
영업이익	13.1	27.2	-4.6	11.9	6.0
순이익	13.9	32.3	-6.4	12.0	5.1

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	12,092	12,368	12,503	12,776	13,090
일반	1,014	1,016	1,014	1,025	1,035
자동차	2,988	3,253	3,336	3,437	3,574
장기	8,091	8,100	8,152	8,315	8,481
보유보험료	11,312	11,565	11,725	11,982	12,276
경과보험료	11,103	11,441	11,588	11,855	12,126
일반	520	543	557	565	571
자동차	2,630	2,954	3,051	3,157	3,268
장기	7,953	7,943	7,980	8,132	8,287
경과손해액	9,391	9,421	9,581	9,796	10,022
일반	398	349	374	384	388
자동차	2,145	2,382	2,540	2,652	2,745
장기	6,848	6,691	6,667	6,759	6,889
순사업비	2,022	2,196	2,252	2,255	2,307
보험영업이익	-310	-176	-245	-196	-203
투자영업이익	985	1,035	1,064	1,112	1,175
영업이익	675	859	819	917	971
영업외이익	-55	-32	-27	-31	-40
세전이익	620	827	792	885	931
법인세비용	150	205	210	234	246
당기순이익	470	622	582	652	685

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.6	82.3	82.7	82.6	82.7
일반	76.5	64.3	67.1	68.0	68.0
자동차	81.6	80.6	83.3	84.0	84.0
장기	86.1	84.2	83.5	83.1	83.1
사업비율	18.2	19.2	19.4	19.0	19.0
투자이익률	3.6	3.5	3.3	3.3	3.3
수익성 (%)					
ROE	12.3	14.8	12.9	13.3	12.7
ROA	1.5	1.7	1.5	1.6	1.6
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	7,428	9,827	9,197	10,296	10,825
보통주 BPS	62,623	69,757	73,177	81,322	89,747
보통주 DPS	1,650	2,300	2,150	2,400	2,600
기타 지표					
보통주 PER (X)	8.4	7.2	6.7	6.0	5.7
보통주 PBR (X)	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7
배당성향 (%)	22.2	23.4	23.4	23.3	24.0
보통주 배당수익률 (%)	2.6	3.2	3.5	3.9	4.2

자료 : SK증권 추정