

SK COMPANY Analysis



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

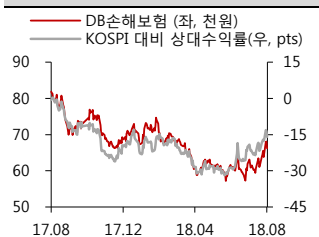
Company Data

자본금	35 십억원
발행주식수	7,080 만주
자사주	750 만주
액면가	500 원
시가총액	4,786 십억원
주요주주	
김남호(외11)	23.22%
DB손해보험 자사주	10.59%
외국인지분률	46.62%
배당수익률	3.23%

Stock Data

주가(18/08/10)	67,600 원
KOSPI	2,282.8 pt
52주 Beta	0.56
52주 최고가	81,000 원
52주 최저가	57,200 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	8.9%	9.4%
6개월	-0.7%	2.7%
12개월	-17.0%	-13.7%

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

2Q18 Review: 전 지표의 개선으로 빠른 이익 회복 시현

DB 손해보험의 2Q18 당기순이익은 1,900억원 (-10% YoY, +72% QoQ)으로 컨센서에 부합, 사업비 증가로 YoY 감익되었으나, QoQ로는 손해율과 사업비율, 투자수익률이 모두 개선되면서 큰 폭의 이익 증가를 나타냄. 별다른 일회성 요인 없이 전 부문의 지표 개선이 나타나면서 예상보다 빠른 이익 회복이 나타난 것으로 판단돼 동사의 이번 실적을 긍정적으로 평가함. 하반기에는 상반기 대비 업종의 경쟁 강도가 약화될 것으로 예상되므로, 판매비 증가를 이유로 하락했던 주가는 회복될 가능성이 높다고 판단

2Q18 당기순이익 1,900억원 (-10% YoY, +72% QoQ)으로 컨센서스 부합

DB손해보험의 2Q18 당기순이익은 1,900억원 (-10% YoY, +72% QoQ)으로 SK증권 추정치를 7% 상회하고 시장 컨센서스와 유사한 실적을 기록. 사업비 증가로 YoY 감익되었으나, QoQ로는 보험지표와 투자지표가 모두 개선되면서 큰 폭의 이익 증가를 나타냄. DB손해보험의 2Q18 경과손해율은 81.0% (-0.4%p YoY)로 개선됐는데, 자동차 손해율이 2.1%p YoY 상승했음에도 장기 손해율이 1.4%p YoY 하락한 데 따름. 2Q18 사업비율은 19.4%로 0.3%p QoQ 개선. 한편 2Q18 보장성 인보험 신계약은 236억원으로 21% YoY 증가했으며, 매출 경쟁이 가장 심했던 전분기와 유사한 수준으로 나타남. 동사의 2Q18 투자수익률은 3.5%로 전년동기대비 0.1%p 하락해 양호한 수준을 유지

생각보다 빠른 이익 회복을 긍정적으로 평가

2Q18 실적에서 눈에 띈 것은 손해율, 사업비율, 투자수익률이 모두 QoQ 개선된 점임. 손해율 개선은 통상 2분기가 가장 양호하다는 계절적인 요인도 있지만, YoY로도 0.4%p 낮아져 양호한 수준을 보임. 신계약 매출이 1Q18과 유사했듯이 사업비 또한 전분기 수준을 기록했는데, 경과보험료 증가에 따라 사업비율이 개선됨. 투자수익률은 전분기대비 금융자산 처분손이 140억원 감소하면서 상승. 별다른 일회성 요인 없이 전 부문의 지표 개선이 나타나면서 예상보다 빠른 이익 회복이 나타난 것으로 판단돼 DB손해보험의 이번 실적을 긍정적으로 평가함. 하반기에는 상반기 대비 업종의 경쟁 강도가 약화될 것으로 예상되므로, 판매비 증가(→실적 부진)를 이유로 하락했던 주가는 회복될 가능성이 높다고 판단. 2Q 실적 호조에 따른 추정치 상향을 반영해 DB손해보험의 목표주가를 85,000원으로 3% 상향 조정하고 투자 의견 매수를 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
경과보험료	십억원	10,565	11,103	11,441	11,591	11,812	12,082
YoY	%	6.2	5.1	3.0	1.3	1.9	2.3
보험손익	십억원	-381	-310	-176	-220	-210	-210
투자손익	십억원	978	985	1,035	1,089	1,141	1,212
합산비율	%	103.6	102.8	101.5	101.9	101.8	101.7
투자수익률	%	4.1	3.6	3.5	3.4	3.3	3.3
영업이익	십억원	597	675	859	869	931	1,001
YoY	%	18.2	13.1	27.2	1.2	7.1	7.6
세전이익	십억원	539	620	827	840	898	964
순이익	십억원	413	470	622	614	661	709
YoY	%	3.1	13.9	32.3	-1.2	7.6	7.3
EPS	원	6,519	7,428	9,827	9,705	10,442	11,203
BPS	원	58,179	62,623	69,757	72,362	80,604	89,358
PER	배	10.8	8.4	7.2	7.0	6.5	6.0
PBR	배	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
ROE	%	11.7	12.3	14.8	13.7	13.7	13.2
배당수익률	%	2.2	2.6	3.2	3.3	3.6	3.8

DB 손해보험 2Q18 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	2Q18P	2Q17	YoY (%)	1Q18	QoQ (%)	2Q18E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(10.7)	8.1	적전	(99.4)	적지	(25.9)	n/a	n/a	n/a
투자영업이익	279.7	267.6	4.5	258.3	8.3	274.1	2.0	n/a	n/a
영업이익	269.0	275.7	(2.4)	159.0	69.2	248.2	8.4	264.4	1.8
순이익	190.0	210.5	(9.8)	110.2	72.4	177.9	6.8	189.4	0.3

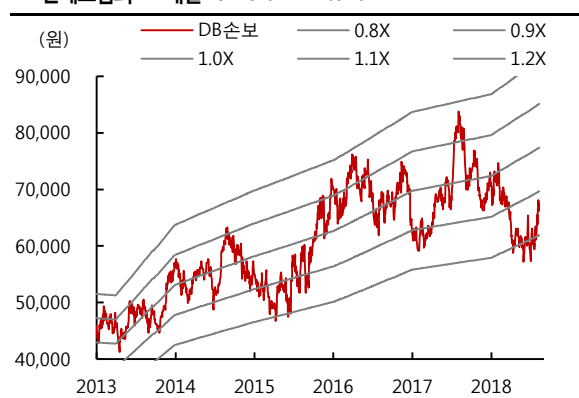
자료: DB 손해보험, FnGuide, SK 증권

DB 손해보험의 목표주가 산출식

항목	DB손해보험	비고
자기자본비용 (%)	11.1	(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 (%)	13.5	(e): DB손해보험의 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.21	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	(10.0)	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	1.09	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	77,857	(j): DB손해보험의 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	85,000	(k): (i)*(j)
현주가 (08/10, 원)	67,600	
상승여력 (%)	25.7	

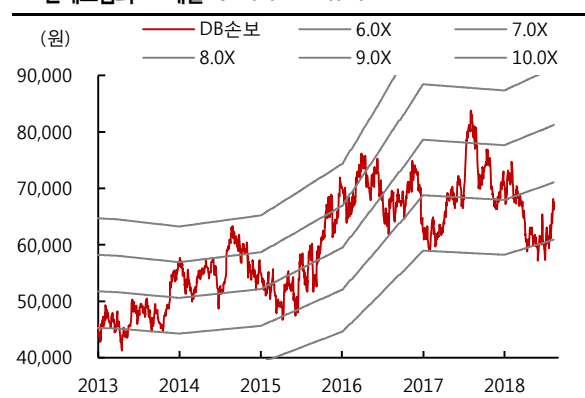
자료: SK 증권

DB 손해보험의 12개월 forward PBR band



자료: DB 손해보험, SK 증권

DB 손해보험의 12개월 forward PER band



자료: DB 손해보험, SK 증권

DB 손해보험 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2017			2018		QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)
	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q		
원수보험료	3,121.6	3,061.2	3,105.2	3,075.8	3,135.2	1.9	0.4
일반	272.5	224.3	286.3	223.5	262.4	17.4	(3.7)
자동차	826.3	820.2	793.3	816.0	825.0	1.1	(0.2)
장기	2,022.8	2,016.8	2,025.6	2,036.2	2,047.8	0.6	1.2
경과보험료	2,847.7	2,875.8	2,892.5	2,875.2	2,904.5	1.0	2.0
일반	132.7	137.4	143.9	134.8	142.5	5.7	7.4
자동차	727.7	760.1	768.6	749.1	758.0	1.2	4.2
장기	1,987.3	1,978.3	1,979.9	1,991.3	2,004.0	0.6	0.8
순사업비	520.3	526.5	622.7	565.5	562.5	(0.5)	8.1
보험영업이익	8.1	(53.5)	(114.2)	(99.4)	(10.7)	적지	적전
투자영업이익	267.6	271.0	258.9	258.3	279.7	8.3	4.5
영업이익	275.7	217.6	144.7	159.0	269.0	69.2	(2.4)
순이익	210.5	155.4	96.8	110.2	190.0	72.4	(9.8)
경과손해율 (%)	81.4	83.5	82.4	83.8	81.0	(2.8)	(0.4)
일반	63.7	62.1	69.1	64.3	64.9	0.6	1.2
자동차	77.8	81.7	85.1	85.4	79.9	(5.5)	2.1
장기	84.0	85.7	82.4	84.5	82.6	(1.9)	(1.4)
위험손해율*	81.4	91.3	82.3	89.1	82.6	(6.5)	1.1
순사업비율 (%)	18.3	18.3	21.5	19.7	19.4	(0.3)	1.1
합산비율 (%)	99.7	101.9	103.9	103.5	100.4	(3.1)	0.7
순투자수익률 (%)	3.6	3.5	3.3	3.3	3.5	0.2	(0.1)
장기월납환산	25.2	24.9	24.8	28.7	28.1	(2.1)	11.4
저축성	1.9	0.8	0.8	1.0	0.8	(25.1)	(58.8)
보장성	23.3	24.1	24.1	27.7	27.3	(1.3)	17.1
인보험	19.5	20.3	20.2	23.7	23.6	(0.3)	21.0

자료: DB 손해보험, SK 증권

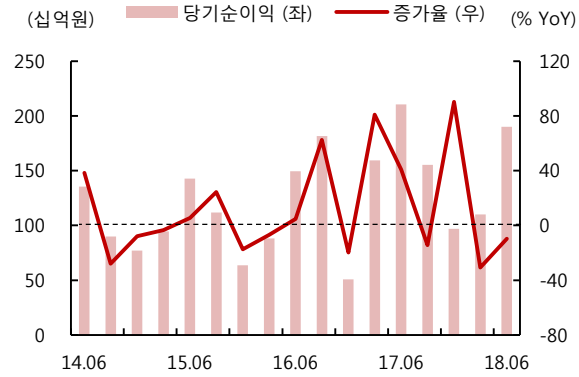
주: *K-IFRS 기준

DB 손해보험 운용자산 현황

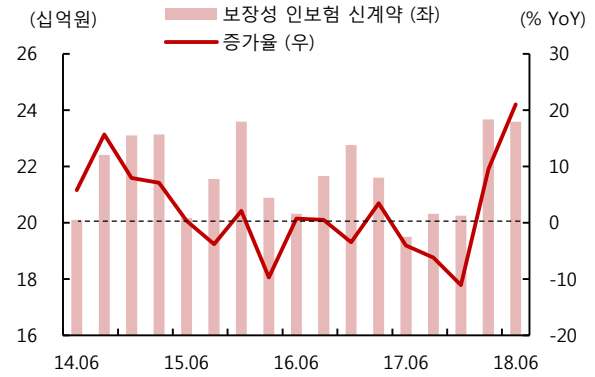
(단위: 십억원)	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	30,778	31,470	31,609	31,616	32,573	100.0	3.0	5.8
현금및예치금	682	402	414	387	489	1.5	26.3	(28.3)
유가증권	20,047	20,713	20,487	20,242	20,653	63.4	2.0	3.0
주식	600	574	600	598	597	1.8	(0.2)	(0.5)
채권	7,825	8,261	7,849	7,690	7,934	24.4	3.2	1.4
수익증권	5,071	4,831	5,338	5,251	5,139	15.8	(2.1)	1.3
외화유가증권	5,843	6,327	5,982	5,985	6,273	19.3	4.8	7.4
기타유가증권	71	84	73	73	65	0.2	(10.1)	(8.1)
관계사 지분	636	636	645	645	645	2.0	(0.0)	1.3
대출채권	8,912	9,218	9,572	9,853	10,299	31.6	4.5	15.6
부동산	1,138	1,137	1,136	1,134	1,132	3.5	(0.2)	(0.5)

자료: DB 손해보험, SK 증권

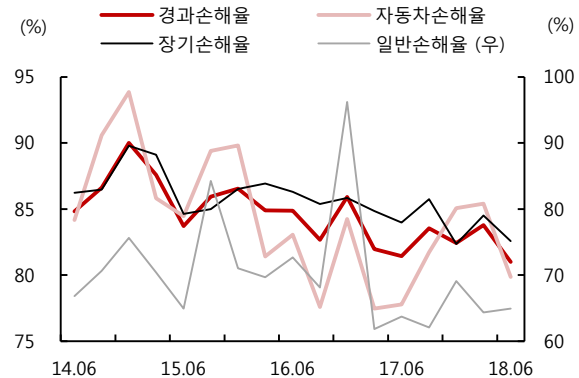
DB 손해보험의 분기별 순이익 및 증가율



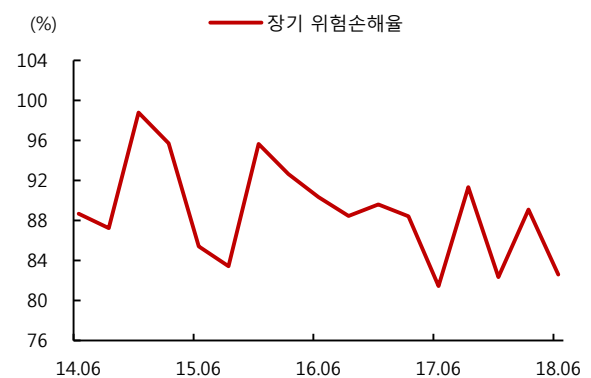
DB 손해보험의 보장성 인보험 신계약 및 증가율



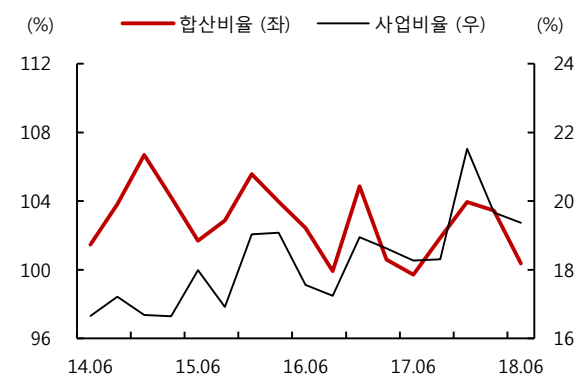
DB 손해보험의 보증별 경과손해율



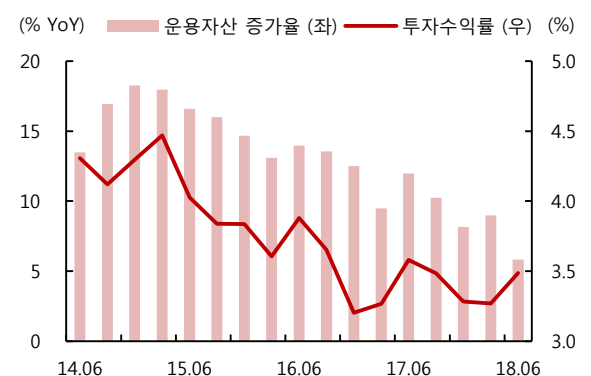
DB 손해보험의 장기 위험손해율



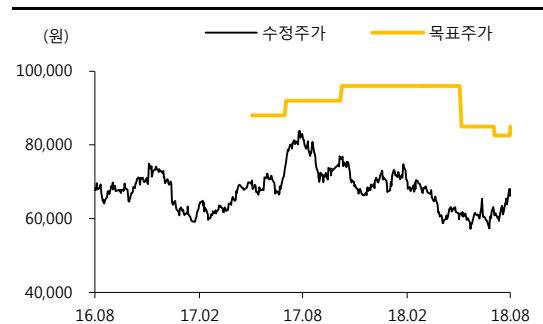
DB 손해보험의 합산비율 및 사업비율



DB 손해보험의 운용자산 증가율 및 투자수익률



일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2018.08.13	매수	85,000원	6개월		
2018.07.12	매수	82,500원	6개월	-23.42%	-17.45%
2018.05.14	매수	85,000원	6개월	-28.78%	-23.06%
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 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 8월 13일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	29,228	31,609	33,638	35,877	38,182
현금 및 예치금	629	414	337	583	475
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
대출채권	8,300	9,572	10,771	11,488	12,225
부동산	1,142	1,136	1,135	1,139	1,136
비운용자산	3,323	3,405	3,383	3,431	3,434
특별계정자산	1,657	2,390	2,533	2,685	2,846
자산총계	34,209	37,404	39,554	41,993	44,462
책임준비금	26,992	28,929	30,802	32,746	34,699
지급준비금	2,372	2,474	2,610	2,747	2,897
보험료적립금	22,503	24,236	25,937	27,664	29,440
미경과보험료적립금	2,027	2,122	2,152	2,232	2,258
기타부채	1,212	1,566	1,604	1,500	1,383
특별계정부채	2,041	2,493	2,568	2,645	2,724
부채총계	30,245	32,988	34,974	36,891	38,806
지배주주지분					
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	3,403	3,920	4,389	4,911	5,465
비상위험준비금	771	851	893	913	935
자본조정	-30	-30	-30	-30	-30
기타포괄손익누계	517	451	148	148	148
자본총계	3,964	4,415	4,580	5,102	5,656
부채와자본총계	34,209	37,404	39,554	41,993	44,462

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	11.9	9.3	5.7	6.2	5.9
운용자산	12.5	8.1	6.4	6.7	6.4
부채	12.5	9.1	6.0	5.5	5.2
책임준비금	10.4	7.2	6.5	6.3	6.0
자본	7.6	11.4	3.7	11.4	10.9
경과보험료	5.1	3.0	1.3	1.9	2.3
일반	9.1	4.4	3.9	1.5	1.0
자동차	14.0	12.3	2.8	3.0	3.5
장기	2.2	-0.1	0.6	1.5	1.9
순사업비	8.4	8.6	3.5	0.4	2.3
투자영업이익	0.7	5.1	5.2	4.8	6.1
영업이익	13.1	27.2	1.2	7.1	7.6
순이익	13.9	32.3	-1.2	7.6	7.3

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	12,092	12,368	12,471	12,713	13,025
일반	1,014	1,016	1,002	1,012	1,022
자동차	2,988	3,253	3,302	3,401	3,538
장기	8,091	8,100	8,167	8,299	8,465
보유보험료	11,312	11,565	11,695	11,922	12,215
경과보험료	11,103	11,441	11,591	11,812	12,082
일반	520	543	564	573	578
자동차	2,630	2,954	3,037	3,129	3,238
장기	7,953	7,943	7,989	8,111	8,265
경과손해액	9,391	9,421	9,539	9,741	9,958
일반	398	349	374	389	393
자동차	2,145	2,382	2,530	2,641	2,726
장기	6,848	6,691	6,634	6,710	6,839
순사업비	2,022	2,196	2,272	2,282	2,334
보험영업이익	-310	-176	-220	-210	-210
투자영업이익	985	1,035	1,089	1,141	1,212
영업이익	675	859	869	931	1,001
영업외이익	-55	-32	-29	-33	-37
세전이익	620	827	840	898	964
법인세비용	150	205	226	237	255
당기순이익	470	622	614	661	709
지배주주 순이익					

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.6	82.3	82.3	82.5	82.4
일반	76.5	64.3	66.3	68.0	68.0
자동차	81.6	80.6	83.3	84.4	84.2
장기	86.1	84.2	83.0	82.7	82.7
사업비율	18.2	19.2	19.6	19.3	19.3
투자이익률	3.6	3.5	3.4	3.3	3.3
수익성 (%)					
ROE	12.3	14.8	13.7	13.7	13.2
ROA	1.5	1.7	1.6	1.6	1.6
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	7,428	9,827	9,705	10,442	11,203
보통주 BPS	62,623	69,757	72,362	80,604	89,358
보통주 DPS	1,650	2,300	2,200	2,450	2,600
기타 지표					
보통주 PER (X)	8.4	7.2	7.0	6.5	6.0
보통주 PBR (X)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
배당성향 (%)	0.0	23.4	22.7	23.5	23.2
보통주 배당수익률 (%)	2.6	3.2	3.3	3.6	3.8

자료 : SK증권 추정