

DB손해보험 (005830)

보험/증권



정태준 CFA

02 3770 5585
taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	60,000원 (I)
현재주가 (9/20)	51,200원
상승여력	17%

시가총액	36,250억원
총발행주식수	70,800,000주
60일 평균 거래대금	81억원
60일 평균 거래량	156,672주
52주 고	74,200원
52주 저	47,050원
외인지분율	48.60%
주요주주	김남호 외 11 인 23.23%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	8.8	(15.0)	(21.4)
상대	2.0	(13.3)	(12.6)
절대(달러환산)	10.2	(17.2)	(26.2)

어려울 때 빛나는 사업비 경쟁력

투자의견 BUY, 목표주가 60,000원으로 커버리지 개시

DB손해보험 투자의견 BUY, 목표주가 60,000원으로 커버리지를 개시한다. 동사의 투자포인트는 1) 오랜 특징인 사업비 경쟁력과 2) 내년부터 개선될 합산비율이다.

투자포인트 1 사업비 경쟁력 동사는 2011년 이후 20%를 하회하는 사업비율(연간)을 유지해오며 사업비 경쟁력을 나타냈다. 올해는 판매 경쟁에 따른 비용 상승 기조가 이어지면서 이례적으로 20%를 넘는 사업비율이 예상되지만, 내년부터는 다시 개선세로 돌아설 전망이다. 사업비 경쟁력은 지금과 같은 어려운 시기에서 이익 방어에 크게 기여하기 때문에 동사의 올해 예상 감익 폭이 타사대비 적은 것이라는 판단이다.

투자포인트 2 합산비율 개선 한편 요율 인상과 손해액 증가세 진정에 따른 손해율 개선은 동사에도 적용된다. 사업비율이 타사 대비 낮기 때문에 손해율 개선에 따른 합산비율 하락 효과가 더 클 것으로 판단한다. 채널 경쟁력 유지를 위해 사업비율을 크게 낮추지는 못할 것으로 판단하지만 손해율보다는 사업비율이 더 통제 가능한 변수이기 때문에 사업비 경쟁력을 통한 동사의 합산비율 개선은 가시성이 높다.

중장기 전망: 요율 인상 사이클 수혜

보험영업이익 올해는 불충분한 요율 인상과 과도한 손해액 증가로 보험영업이익이 악화되었으나, 내년에는 1) 충분한 요율 인상과 2) 손해액 진정으로 개선될 전망이다. 특히 사업비율이 타사 대비 낮기 때문에 손해율 개선 효과가 더 두드러질 것으로 판단한다.

투자영업이익 투자영업이익률과 운용자산 성장률 둔화로 투자영업이익은 감소할 전망이다. 그러나 1) 보험영업이익이 회복되기 때문에 무리해서 자산을 매각할 필요가 없으며 2) 무리한 자산 매각은 장기 투자영업이익률 하락으로 이어지기 때문에 지양해야 한다. 동사는 채권 매각을 통한 이익 방어를 적극적으로 하지 않아왔기 때문에 이 부분에 대한 우려는 적다고 판단한다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
원수보험료	3,101	1.0	-4.5	3,155	-1.7
경과보험료	2,950	1.0	0.3	2,926	0.8
영업이익	160	-28.0	10.6	174	-7.8
세전이익	160	-23.1	11.0	169	-5.1
당기순이익	116	-22.8	8.5	120	-3.3

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(십억원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019E	2020E
원수보험료	12,368	12,449	12,688	12,750
영업이익	861	748	551	630
지배순이익	624	517	408	457
PER (배)	5.8	7.0	8.9	7.9
PBR (배)	0.82	0.74	0.62	0.59
ROE (%)	14.9	11.1	7.6	7.7
ROA (%)	1.74	1.34	1.00	1.08

자료: 유안타증권

[표1] Valuation table

(단위: 원, %, 배)

2019E BPS	92,077
2020E ROE	7.7
COE	11.7
Risk-free rate	1.6
Risk premium	25.2
Beta	0.4
Growth rate	0.0
목표주가	60,000

자료: 유안타증권 리서치센터

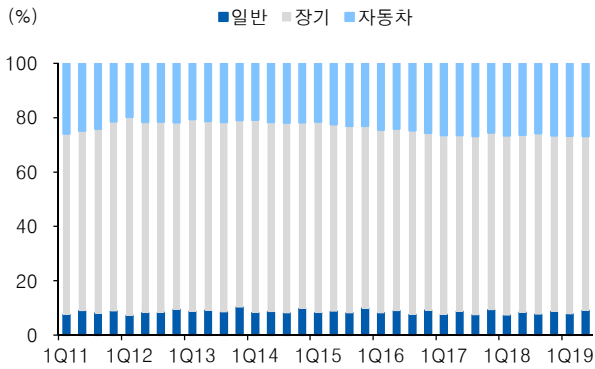
[표2] 분기별 이익 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
원수보험료	3,139	3,248	3,101	3,199	12,449	12,688	12,750
일반	244	295	236	278	995	1,053	1,058
장기	2,058	2,085	2,026	2,028	8,180	8,197	7,980
자동차	837	869	839	893	3,275	3,437	3,712
경과보험료	2,892	2,941	2,950	2,921	11,592	11,704	11,762
일반	147	159	156	152	582	615	618
장기	1,999	2,022	1,982	1,968	7,985	7,970	7,759
자동차	746	760	812	797	3,025	3,115	3,364
발생손해액	2,433	2,500	2,491	2,520	9,662	9,944	9,894
일반	115	105	109	107	393	436	433
장기	1,689	1,718	1,700	1,684	6,632	6,791	6,571
자동차	629	676	682	730	2,637	2,717	2,890
순사업비	612	611	578	567	2,256	2,367	2,355
일반	39	37	37	42	141	155	155
장기	438	443	420	404	1,596	1,705	1,703
자동차	135	130	121	121	519	507	497
보험영업이익	-152	-170	-119	-166	-326	-608	-487
투자영업이익	283	314	279	281	1,074	1,158	1,117
영업이익	131	145	160	115	748	551	630
세전이익	134	144	160	115	713	553	630
당기순이익	101	107	116	83	517	408	457
손해율	84.1	85.0	84.5	86.3	83.4	85.0	84.1
일반	78.0	66.2	70.0	70.0	67.5	70.9	70.0
장기	84.5	85.0	85.8	85.6	83.1	85.2	84.7
자동차	84.3	89.0	84.0	91.5	87.2	87.2	85.9
사업비율	21.2	20.8	19.6	19.4	19.5	20.2	20.0
합산비율	105.3	105.8	104.0	105.7	102.8	105.2	104.1
투자영업이익률	3.2	3.5	3.1	3.1	3.1	3.2	3.1

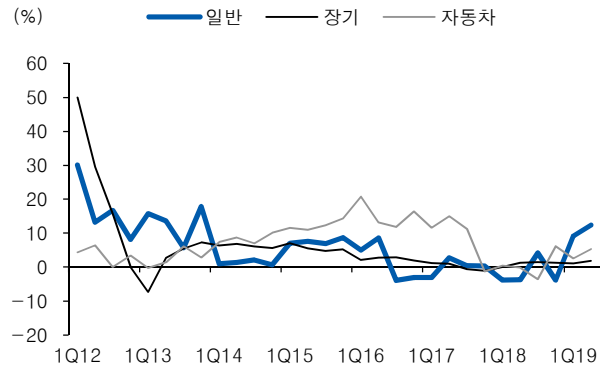
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 원수보험료 구성



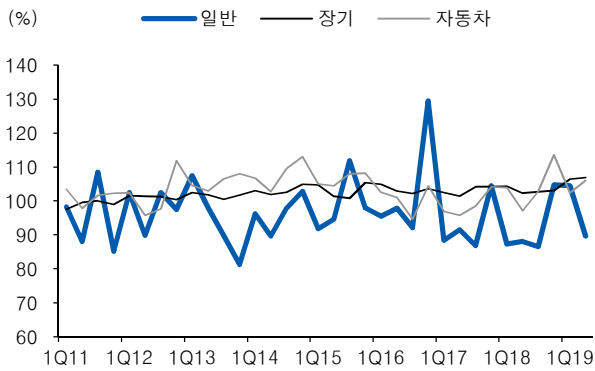
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 보증별 원수보험료 YoY 성장률 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 보증별 합산비율 추이



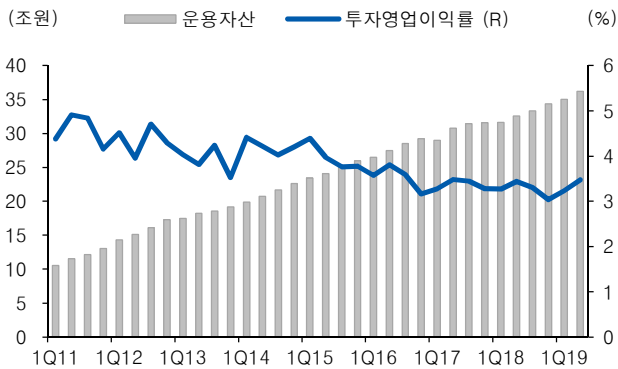
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 장기위험손해를 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 운용자산 vs. 투자영업이익률 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] RBC비율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

DB 손해보험 (032830) 추정재무제표 (K-IFRS)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	12,368	12,449	12,688	12,750	12,766
일반	1,016	995	1,053	1,058	1,060
장기	8,100	8,180	8,197	7,980	7,771
자동차	3,253	3,275	3,437	3,712	3,935
경과보험료	11,441	11,592	11,704	11,762	11,776
일반	543	582	615	618	619
장기	7,943	7,985	7,970	7,759	7,556
자동차	2,954	3,025	3,115	3,364	3,566
발생손해액	9,419	9,662	9,944	9,894	9,851
일반	349	393	436	433	433
장기	6,688	6,632	6,791	6,571	6,368
자동차	2,382	2,637	2,717	2,890	3,050
손사업비	2,196	2,256	2,367	2,355	2,346
일반	156	141	155	155	156
장기	1,499	1,596	1,705	1,703	1,703
자동차	541	519	507	497	487
보험영업이익	-174	-326	-608	-487	-421
투자영업이익	1,035	1,074	1,158	1,117	1,104
영업이익	861	748	551	630	683
세전이익	829	713	553	630	683
당기순이익	624	517	408	457	495

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료 구성					
일반	8.2	8.0	8.3	8.3	8.3
장기	65.5	65.7	64.6	62.6	60.9
자동차	26.3	26.3	27.1	29.1	30.8
원수보험료 성장률	2.3	0.7	1.9	0.5	0.1
일반	0.2	-2.0	5.8	0.5	0.1
장기	0.1	1.0	0.2	-2.7	-2.6
자동차	8.9	0.7	5.0	8.0	6.0
손해율	82.3	83.4	85.0	84.1	83.7
일반	64.3	67.5	70.9	70.0	70.0
장기	84.2	83.1	85.2	84.7	84.3
자동차	80.6	87.2	87.2	85.9	85.5
사업비율	19.2	19.5	20.2	20.0	19.9
일반	28.7	24.3	25.2	25.2	25.2
장기	18.9	20.0	21.4	21.9	22.5
자동차	18.3	17.1	16.3	14.8	13.7
합산비율	101.5	102.8	105.2	104.1	103.6
일반	93.0	91.8	96.1	95.2	95.2
장기	103.1	103.0	106.6	106.6	106.8
자동차	98.9	104.3	103.5	100.7	99.2
투자영업이익률	3.3	3.1	3.2	3.1	3.0

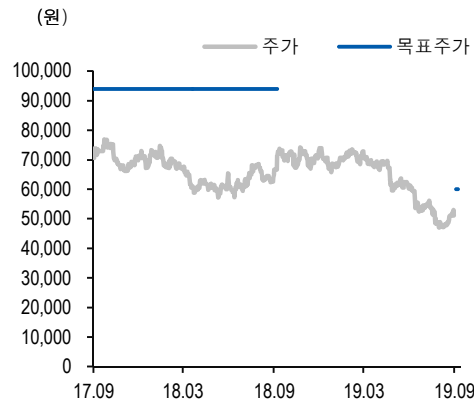
자료: 유안타증권

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산	37,404	39,775	42,054	42,514	43,001
운용자산	31,609	34,351	36,069	36,502	36,903
현금 및 예치금	414	748	580	558	561
유가증권	20,487	21,739	23,015	23,324	23,585
대출채권	9,572	10,733	11,295	11,429	11,554
부동산	1,136	1,131	1,178	1,191	1,203
비운용자산	3,405	3,064	3,067	3,073	3,074
특별계정자산	2,390	2,360	2,918	2,939	3,024
부채	32,988	34,864	36,225	36,404	36,449
책임준비금	28,929	30,603	31,345	31,500	31,538
기타부채	1,566	1,636	1,821	1,850	1,852
특별계정부채	2,493	2,626	3,059	3,055	3,058
자본	4,416	4,911	5,828	6,110	6,552
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	3,920	4,290	4,467	4,810	5,179
자본조정	-30	-30	-30	-30	-30
기타포괄손익누계액	451	578	1,317	1,256	1,329
신종자본증권	0	0	0	0	0

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Valuation					
PER	5.8	7.0	8.9	7.9	7.3
PBR	0.82	0.74	0.62	0.59	0.55
배당수익률	4.5	3.9	3.1	3.5	3.9
주당지표					
EPS	9,859	8,171	6,439	7,215	7,823
BPS	69,757	77,588	92,077	96,520	103,506
DPS	2,300	2,000	1,600	1,800	2,000
수익성					
ROE	14.9	11.1	7.6	7.7	7.8
ROA	1.74	1.34	1.00	1.08	1.16
성장성					
자산 성장률	9.3	6.3	5.7	1.1	1.1
자본 성장률	11.4	11.2	18.7	4.8	7.2
운용자산 성장률	8.1	8.7	5.0	1.2	1.1
순이익 성장률	31.6	-17.1	-21.2	12.0	8.4
자본비용					
RBC 비율	201.6	216.2	245.5	252.5	264.5
지급여력금액	5,369	6,017	7,134	7,415	7,857
지급여력기준금액	2,663	2,782	2,905	2,937	2,971
배당성향	23.3	24.5	24.8	24.9	25.6

자료: 유안타증권

DB 손해보험 (005830) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-09-23	BUY	60,000	1년		
2018-07-19	담당자변경 1년 경과 이후		1년	-31.22	-21.06
2017-07-19	BUY	94,000	1년	-29.33	-10.85

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.0
Hold(중립)	11.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-09-18

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 정태준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.