

DB손해보험(005830)

충분히 싼 주가지만 하반기 업황은 여전히 부담

낮아진 컨센서스에 부합한 실적
2015년 이후 최고치로 상승한 위험손해율
충분히 싼 주가지만 하반기 업황은 여전히 부담

Facts : 낮아진 컨센서스에 부합한 실적

2분기 순이익은 1,070억원(-43.6% YoY, +7.9% QoQ)으로 낮아진 컨센서스에 부합했다. 예상대로 자보손해율 및 위험손해율이 급등했다. 자보손해율 89.0%(+9.1%p YoY, +4.7%p QoQ), 위험손해율 92.6%(+10.0%p YoY, +0.8%p QoQ), 사업비율 20.8%(+1.4%p YoY, -0.4%p QoQ)로 주요 지표 모두 부진했다. 보장성 인보험은 273억원(+15.5% YoY, -5.1% QoQ)을 기록했다.

Pros & cons : 2015년 이후 최고치로 상승한 위험손해율

이례적으로 높아진 자보손해율, 위험손해율로 이익 체력이 크게 약화된 상황이다. 상반기 누적 위험손해율은 92.2%로 전년 대비 6.4%p 상승했는데, 2015년 이후 최고 수준이다(2015년 90.0%, 2016년 90.2%, 2017년 85.9%, 2018년 85.5%). 문제인 케어의 풍선효과로 실손보험 비중이 높은 2위 손보사의 손해율 상승이 두드러진다. 보험사와 감독당국이 과잉진료의 문제점을 충분히 인식하고 있지만 구조적 요인으로 단기간 해결이 쉽지 않다. 일시적으로 클레임이 감소될 여지도 있지만, 풍선효과에 대한 근본적 해결책은 없는 상황이다.

Action : 충분히 싼 주가지만 하반기 업황은 여전히 부담

불안정한 손해율을 고려해서 2019년 순이익을 3,904억원으로 8.4% 하향, 2020년 순이익을 4,243억원으로 5.7% 하향한다. 전년 배당성향 24.5%를 적용한 2019년 주당배당금은 1,500원, 배당수익률은 3.1%이다. 배당성향을 30%로 상향하면 주당배당금은 1,900원, 배당수익률은 3.9%로 높아질 여지는 있다. 단기 주가 급락 후 PBR이 0.5배 수준으로 하락해서 가격 매력 및 단기 반등 가능성은 있다. 그러나 하반기 업황과 실적은 여전히 부담이라는 점에서 주가 정상화에는 오랜 시간이 걸릴 것으로 판단한다. 실적 하향을 감안해 목표주가를 64,000원으로 8.6% 하향한다. 목표주가는 3년 평균 ROE 6.4%, 조정 CoE 8.8%, 무위험수익률 1.3%를 통해 산출한 적정 PBR 0.67배를 12MF BPS 95,225원을 적용해 산출했다.

하 회 부 합 상 회

순이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 64,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(8/12)	1,942
주가(8/12)	48,550
시가총액(십억원)	3,437
발행주식수(백만)	71
52주 최고/최저가(원)	74,200/48,550
일평균거래대금(6개월, 백만원)	8,043
유동주식비율/외국인지분율(%)	66.2/49.2
주요주주(%)	김남호 외 11 인 23.2
	국민연금공단 9.2

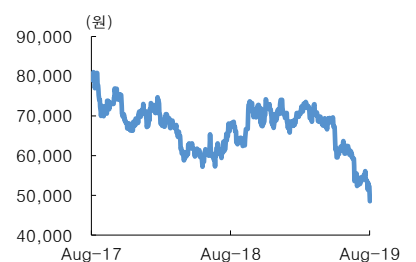
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	9.7	8.8	8.1
PBR(x)	1.0	0.5	0.5
ROE(%)	11.0	6.9	6.3
DY(%)	2.8	3.1	3.3
EPS(원)	7,271	5,514	5,993
BPS(원)	69,786	89,898	101,273

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.9)	(31.3)	(28.2)
KOSPI 대비(%p)	(2.0)	(20.0)	(13.3)

주가추이



자료: FnGuide

윤태호

taeho3123@truefriend.com

차주영

jooyoung.cha@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
경과보험료	2,905	2,921	2,892	2,892	2,941	1.7	1.3	2,929
보험영업이익	(11)	(52)	(166)	(154)	(170)	NM	NM	(125)
합산비율	100.4	101.8	105.8	105.3	105.8	0.4	5.4	
투자영업이익	280	275	261	283	314	11.0	12.4	294
당기순이익	190	152	63	99	107	7.9	(43.6)	112

주: 당기순이익은 지배주주순이익

자료: DB손해보험, FnGuide, 한국투자증권

〈표 2〉 목표주가 산정 내역

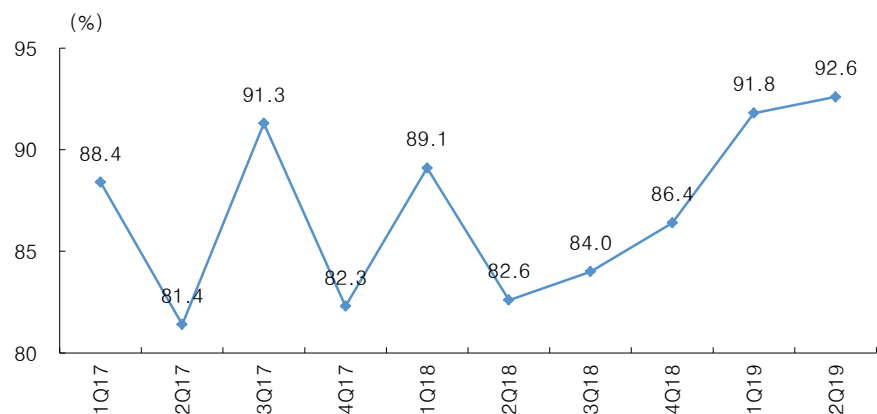
(단위: 원, 배, %)

투자의견	매수
목표주가	64,000
조정상승여력	31.8
현재주가	48,550
적정 PBR	0.67
현재 PBR	0.51
Sustainable ROE	6.4
영구성장률	1.5
CoE	8.8
Risk free rate	1.3
Risk premium	8.9
베타	0.84
4Q fwd BPS	95,225
RBC	242

주: Sustainable ROE는 향후 3년 ROE의 평균

자료: DB손해보험, 한국투자증권

[그림 1] 분기별 위험손해를 추이



자료: DB손해보험, 한국투자증권

〈표 3〉 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	FY18		FY19(변경 후)					FY19(변경 전)		Review		FY20F	
	2Q	연간	1Q	2QP	3QF	4QF	FY19F	2QF	FY19F	YoY	전망 대비	변경 후	변경 전
원수보험료	3,135	12,449	3,139	3,248	3,198	3,201	12,786	3,140	12,678	3.6	3.4	12,969	12,969
경과보험료	2,905	11,592	2,892	2,941	2,971	2,957	11,761	2,911	11,731	1.3	1.0	12,035	12,035
보험영업이익	(11)	(328)	(154)	(170)	(133)	(193)	(650)	(114)	(554)	적지	적지	(620)	(560)
투자영업이익	280	1,074	283	314	291	294	1,183	284	1,137	12.4	10.9	1,207	1,176
총영업이익	269	746	129	145	158	101	533	170	583	(46.1)	(14.8)	587	616
당기순이익	190	515	99	107	113	71	390	123	426	(43.6)	(12.8)	424	447
운용자산	32,573	34,351	35,031	36,205	36,540	37,010	37,010	37,251	36,295	11.2	(2.8)	39,017	38,189
(투자이익률)	3.5	3.3	3.3	3.5	3.2	3.2	3.4	3.2	3.3	0.0	0.4	3.2	3.2
자기자본	4,266	4,911	5,220	5,742	6,124	6,335	6,335	6,474	6,089	34.6	(11.3)	7,140	6,883
adj.BPS (원)	60,676	69,786	74,150	81,527	86,910	89,898	89,898	91,854	86,417	34.4	(11.2)	101,273	97,634
손해율(K-IFRS)	81.0	83.4	84.2	85.0	84.7	85.8	84.9	84.4	84.6	4.0	0.6	85.0	84.8
일반	67.9	67.9	79.3	72.4	75.7	75.8	74.1	71.9	75.0	4.5	0.4	75.1	74.5
자동차	79.9	87.2	84.3	89.0	88.9	90.5	88.1	89.4	89.0	9.1	(0.4)	89.1	91.3
장기(연금 포함)	82.4	83.1	84.5	85.0	84.0	85.1	84.6	83.7	83.9	2.6	1.2	84.4	83.4
사업비율(K-IFRS)	19.4	19.5	21.2	20.8	19.7	20.7	20.6	19.5	20.1	1.4	1.3	20.2	19.9
합산비율(K-IFRS)	100.4	102.8	105.3	105.8	104.5	106.5	105.5	103.9	104.7	5.4	1.9	105.1	104.7
경과보험료	2,905	11,592	2,892	2,941	2,971	2,957	11,761	2,911	11,731	1.3	1.0	12,035	12,035
일반	142	582	147	159	139	165	610	148	599	11.8	7.6	584	584
자동차	758	3,025	746	760	685	666	2,858	673	2,771	0.2	12.9	2,752	2,752
장기(연금 제외)	2,004	7,985	1,999	2,022	2,146	2,126	8,294	2,090	8,361	0.9	(3.2)	8,699	8,699

자료: FISIS, DB손해보험, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

DB손해보험은 DB그룹계열의 대형 종합 손해보험사로서 보험업법 및 관계법령에 의한 손해보험업, 제3보험업, 기타보험업 등의 보험업, 허용되는 범위 내의 자산운용, 겸영가능업무 및 부수업무를 수행함. 주요 자회사로는 생명보험업을 영위하는 DB생명이 있음(보통주 지분율 99.60%).

- 손해율: 발생손해액을 보험료수익(원수 및 경과보험료 별 손해율 산출 상이)으로 나눈 비율
- 사업비율: 사업비를 보험료수익으로 나뉜 비율
- 합산비율: 손해율과 사업비율의 합
- 신계약: 새로이 체결된 보험계약. 보통 월·년 단위의 기간을 기준으로 하여 그 기간 중에 새로 체결된 계약을 의미
- APE: Annualized premiums equivalent의 약자로서 통상적으로 보험 신계약을 연납화하는 개념(월납보험료 + 일시납보험료 x 1/10)
- 신계약비: 신계약 획득을 위하여 소요되는 비용
- 즉시연금: 계약이 체결된 해당연도부터 바로 연금의 지급이 개시되는 보험 상품
- 공시이율: 시중의 지표금리에 연동하여 예정이율을 적용 할 수 있도록 일정기간마다 공표되는 변동이율체계
- 예정이율: 보험사에 납입되는 보험료의 일부는 장래의 보험금 지급에 대비해서 적립되어 운영되는데 회사에서는 미리 일정한 수익을 예측하며, 그 금액만큼 보험료를 할인. 이 할인에 적용하는 이율

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
총자산	37,404	39,775	43,161	45,501	47,790
운용자산	31,609	34,351	37,010	39,017	40,980
현예금	414	748	519	547	575
주식	1,244	1,071	1,017	1,072	1,126
채권	7,849	8,787	9,000	9,487	9,965
국공채	4,305	4,677	4,237	4,467	4,692
특수채	2,666	2,851	3,038	3,203	3,364
회사채	878	1,258	1,724	1,817	1,909
수익증권 / 기타	5,411	5,527	6,398	6,745	7,084
해외 / 신종	5,982	6,353	7,463	7,867	8,263
대출	9,572	10,733	11,436	12,056	12,663
부동산	1,136	1,131	1,178	1,242	1,304
비운용자산	5,794	5,424	6,150	6,484	6,810
특별계정자산	2,390	2,360	2,422	2,548	2,727
부채총계	32,988	34,864	36,326	37,860	39,263
보험계약준비금	28,929	30,603	32,266	34,016	35,727
책임준비금	28,929	30,603	32,266	34,016	35,727
자본총계	4,416	4,911	6,335	7,140	8,027
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	3,920	4,290	4,639	5,269	5,916
자본조정	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)
기타포괄손익누계	462	572	1,615	1,791	2,031

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
총자산성장률	9.3	6.3	7.3	5.5	5.1
원수보험료성장률	2.3	0.7	2.7	1.4	2.5
자동차	8.9	0.7	(1.7)	(4.3)	3.1
장기	0.1	1.0	4.2	4.6	2.5
일반	0.2	(2.0)	4.7	(7.1)	1.2
당기순이익	32.3	(17.2)	(24.2)	8.7	4.1
운용자산증가율	8.1	8.7	7.7	5.4	5.0
운용이익증가율	5.1	3.7	10.1	2.0	4.4
보험영업효율					
손해율	82.3	83.4	84.9	85.0	85.0
사업비율	19.2	19.5	20.6	20.2	20.2
합산비율	101.5	102.8	105.5	105.1	105.3
장기손해율	84.2	83.1	84.6	84.4	84.2
자동차손해율	80.6	87.2	88.1	89.1	89.8
일반손해율	64.6	67.9	74.1	75.1	75.2
경과보험료 기준 매출비중(%)					
자동차보험	25.8	26.1	24.3	22.9	23.0
일반보험	69.4	68.9	70.5	72.3	72.2
장기보험	4.7	5.0	5.2	4.9	4.8

주: K-IFRS (별도) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
원수보험료	12,368	12,449	12,786	12,969	13,299
자동차	3,253	3,275	3,218	3,079	3,175
장기	8,100	8,180	8,527	8,922	9,143
일반	1,016	995	1,042	968	980
경과보험료	11,441	11,592	11,761	12,035	12,344
자동차	2,954	3,025	2,858	2,752	2,838
장기	7,943	7,985	8,294	8,699	8,915
일반	543	582	610	584	592
발생손해액	9,421	9,665	9,989	10,229	10,496
자동차	2,382	2,637	2,517	2,452	2,548
장기	6,688	6,632	7,020	7,338	7,503
일반	351	396	452	439	445
순사업비	2,196	2,256	2,422	2,426	2,497
자동차	541	519	522	513	540
장기	1,499	1,596	1,709	1,759	1,798
일반	156	141	159	155	159
보험영업이익	(176)	(328)	(650)	(620)	(649)
투자영업이익	1,035	1,074	1,183	1,207	1,260
수정영업이익	859	746	533	587	611
영업외이익	(32)	(35)	(8)	(15)	(16)
당기순이익	622	515	390	424	442
수정순이익	622	515	390	424	442

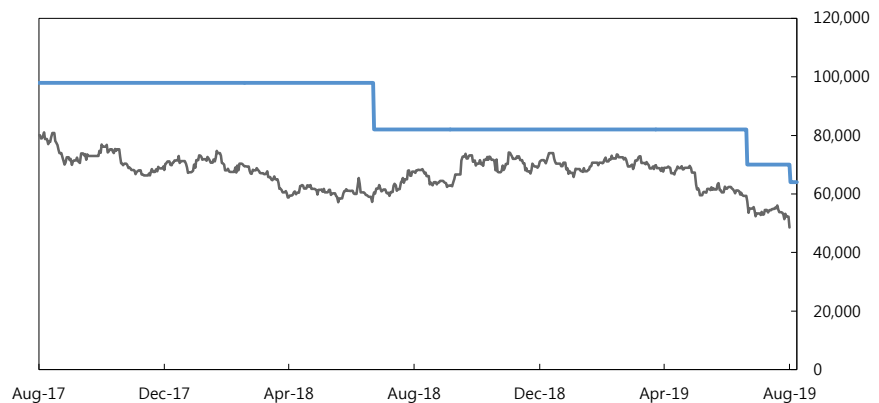
주요투자지표

(단위: 원,%)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	8,786	7,271	5,514	5,993	6,239
BPS	62,366	69,367	89,479	100,854	113,374
수정BPS	62,785	69,786	89,898	101,273	113,793
DPS	2,300	2,000	1,500	1,600	1,700
배당수익률	3.2	2.8	3.1	3.3	3.5
배당성향	23.4	24.6	24.6	24.6	24.6
수익성지표					
영업이익률	16.6	15.7	14.6	14.9	15.2
ROA	1.7	1.3	0.9	1.0	1.0
ROE	14.8	11.0	6.9	6.3	5.8
투자영업지표					
총자산대비 투자영업이익률	2.9	2.8	2.9	2.8	2.8
운용자산수익률	3.5	3.3	3.4	3.2	3.2
투자영업이익률(주식제외)	3.4	3.2	3.3	3.2	3.2
총자산/총자본	8.5	8.1	6.7	6.3	5.9
운용자산/총자산	84.5	86.4	86.8	86.7	86.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
DB손해보험 (005830)	2017.07.18	매수	98,000원	-29.6	-14.5
	2018.07.04	매수	82,000원	-17.7	-9.5
	2019.07.02	매수	70,000원	-23.2	-19.9
	2019.08.13	매수	64,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 8월 12일 현재 DB손해보험 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2019. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.