

DB손해보험(005830)

실적 부진 구간이나 하반기 실적 상향 여지

최근 낮아진 컨센서스에 부합
단기간 실적 부진하나 하반기 실적 상향 여지 상존
투자의견 매수, 목표주가 82,000원 유지

Facts : 최근 낮아진 컨센서스에 부합

DB손해보험의 4분기 순이익은 630억원(-34.9% YoY, -58.4% QoQ)으로 최근
에 하향 조정된 컨센서스에 부합했다. 자보손해를 97.0%(+11.9%p YoY,
+10.6%p QoQ), 위험손해를 86.4%(+4.1%p YoY, +2.4%p QoQ), 사업비율
19.3%(-2.2%p YoY, -0.1%p QoQ), 투자이익률 3.1%(-0.2%p YoY, -0.3%p
QoQ)를 시현했다. 최근 상승세인 자보손해를 급등이 실적 부진의 배경이다.

Pros & cons : 단기간 실적 부진하나 하반기 실적 상향 여지 상존

연초 자보요율 인상을 단행했지만 정비수가 인상 등 원가 상승 부담을 충분히
요율에 전이시키지 못했다. 추가적인 요율 인상이 요원한 상황인데, 손보업계는 1분
기 부진한 실적을 기록하면 추가 자보 요율 인상을 시도할 것으로 판단된다. 위험
손해율은 큰 폭 개선은 아니지만 실손보험 갱신 효과 및 연초 실손요율 인상으로
전년 대비 소폭 개선을 예상한다. 이외 3월 금융당국에서 발표할 신계약비 수수료
변경 제도가 연착륙할 경우 업계 내 출혈경쟁 지양, 사업비 부담 완화를 이끌 수
있다는 점도 긍정적 요인이다. 우리는 2019년 DB손해보험의 순이익을 5,716억
원(+11.1% YoY) 전망하는데, 2년 전보다 낮은 순이익이다. 1~2분기 자보 요율
인상 여부, 위험손해를 진전 추이, 수수료 제도 변경을 지켜 본 후 실적을 조정할
계획이다.

Action : 투자의견 매수, 목표주가 82,000원 유지

손해율의 추가 상승이 예상되는 1분기 실적과 추가 요율 인상 여부가 향후 실적
방향성의 기준점이 될 것으로 판단한다. 다만, 어려운 업계 상황, 실적에 대한 우
려가 주가에 사전 반영된 만큼 추가 하락은 제한적이고, 하반기 실적 상향 여지가
열려있다는 점은 긍정적이다. 투자의견 매수, 목표주가 82,000원을 유지한다. 목
표주가는 12MF BPS 79,850원, 3년 평균 ROE 10.7%, 조정 CoE 10.4%를 통해
산출한 적정 PBR 1.03배를 적용했다.

하 회 부 합 상 회

순이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 82,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(2/21)	2,229
주가(2/21)	72,100
시가총액(십억원)	5,105
발행주식수(백만)	71
52주 최고/최저가(원)	74,200/57,200
일평균거래대금(6개월, 백만원)	10,305
유동주식비율/외국인지분율(%)	66.2/48.0
주요주주(%)	김준기 외 11 인 23.2
	국민연금 9.2

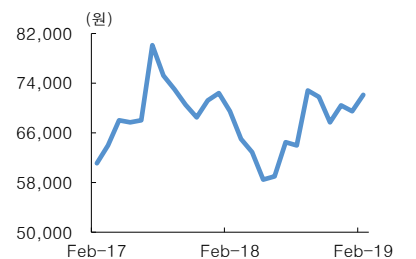
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	8.1	9.9	8.9
PBR(x)	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	14.8	11.0	10.7
DY(%)	3.2	2.8	3.1
EPS(원)	8,786	7,270	8,073
BPS(원)	62,785	69,785	82,084

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.2	6.3	3.4
KOSPI 대비(%)	1.3	8.2	11.7

주가추이



자료: FnGuide

윤태호

taeho3123@truefriend.com

차주영

jooyoung.cha@truefriend.com

컨퍼런스콜 Q&A 요약

1. 올해 신계약 경쟁 지속될 것 같은데 이에 대한 회사 전략
 - IFRS17 도입에 따른 환경 변화에 대비해 중장기 안정성 확보를 위해 2016년부터 포트폴리오 환산 제도 운영. 2019년부터 NCV(New Contract Value) 도입(상품 담보별 세분화). 우량 담보 위주 핵심 전략을 통해 수익성 제고할 것.
2. 배당성향 확대에 대한 구체적인 가이드언스
 - 2013~2018년까지 손익 규모 상관 없이 배당성향 확대 지속. 2016년은 연결 RBC 도입 및 금리상승에 따라 예외적으로 전년대비 2.6%p의 배당성향 하향이 있었지만 이는 이례적. 2019년에도 손익 상승을 목표로 하고 있지만 시장 변동성이 커 배당에 관한 내용은 시기상조라고 생각됨.
3. 시장에서는 원가상승분 고려해 손해율 개선은 어렵다고 보고 있음. 회사 계획 및 추가 자동차보험 요율 인상 시기
 - 2019년도 정비수가 인상 등 손해율 상승 요인이 있지만, 시내 감속 운전/음주 운전 처벌 강화와 같은 손해율 개선 요인도 있음. 요율 인상 및 언더라이팅 정교화 추진 중.
 - 언더라이팅 정교화: 지난 10년간 DAUS 프로그램을 이용. 작년부터 머신러닝을 도입해 모델링 완료. 올해부터 본격적인 운영으로 타사와 차별화 전략. 전년 대비 소폭 개선된 손해율 예상.
 - 지난 1월 손해율 상승분과 정비수가 인상효과를 반영한 3.3% 요율 인상 단행. 정비수가 미인상분에 대해서 향후 손해율 고려해 상반기 중으로 추가 인상 계획.
4. 신계약 수당/수수료 관련 규제 언급되고 있는데 중요 규제가 있다면 설명 부탁
 - 신계약비 선지급 구조로 초과집행시 일어나는 차익거래 문제로 3월 내 당국에서 가이드라인 제시할 것으로 예상됨
 - 수당/수수료 1년 내 선지급 구조에서 2년 동안 분할 지급으로 변경될 것. 이는 유지율 상승 등 호재로 작용할 것.
5. 장기손해율 2019년 가이드언스
 - 소폭 개선 예상. 위험보험료 꾸준히 증가하는 추세. 금년도 전년 대비 10% (약 3,000억원) 증가 예상. 실손보험료 구조비 문케어 효과로 감소했으나 지난 1월 위험보험료 조정으로 7.8% 인상효과를 보험료에 반영했음. 회사 차원에서 진행 중인 손해율 관리도 계속될 것.
6. 장기보험료 관련 업계/당사 성장성 전망
 - 보장성 시장 포화 상태. 유병자/고령자 등 신상품 개발로 신장했던 2018년 수준의 성장 예상. NCV 중심의 우량 담보 위주 매출 확대 계획.
7. 자산듀레이션 목표, 보유이원 전망, 최저금리위험 유지하는 수준에 듀레이션

갭 수준

- 18년 부채 듀레이션 제도 강화에도 적극적 자산 듀레이션 확대로 금리 위험 방어했었음. 9%대 초반 정도만 유지해도 최저금리위험 맞출 수 있을 것으로 판단됨. 현재 듀레이션 갭 +/- 0.5% 수준.
8. 불리한 스왑 환경, 규제 환경 외에 K-ICS를 고려해도 통화 다변화 필요한 듯. 일부 손보사는 해외투자를 줄인다고 까지 말했는데, DB손보의 입장
- 낮은 금리 환경, 규제 등을 고려해 초장기채권 편입 확대로 보유 이원 하락 지속. 수익률 높은 국내 기업금융, 보험 계약 대출 및 주식 담보 대출 같이 저위험/고수익 상품에 집중. 해외자산은 환헤지비용 최소화 및 대체투자 확대할 것. 조달비용 대비 낮은 수익률을 보이는 자산에 대해서는 적극적 구조조정 및 재투자로 보유이원 개선할 것. 신규이원 소폭 개선 및 보유이원 전년 수준에서 방어 가능할 것으로 판단됨.
 - 환헤지 전략: 통화 다변화, 헤지 기간 다변화, 헤지 수단 다양화, 헤지 비율 조절로 환헤지 비용 최소화 할 것. 낮아진 미국 금리 인상 가능성, 스왑 환경 개선 및 환헤지 규제 강화 등에 대한 조치는 회사가 감내 가능한 수준.
9. GA(독립보험대리점) 채널 적극적 대응을 위해 부서 신설했는데, 작년 보장성 신계약 GA채널 비중과 올해 전망 및 전략 상세 설명
- 2018년 GA채널 순외형 점유율 28%. 보장성 신계약 점유율은 39.7%. 보장성 신계약에서 GA채널의 10% 성장 전망. 2018년 점유율 전년 대비 0.1% 소폭 상승. 사업비초과집행 및 후행적 손해율 상승과 같은 GA채널 특정상 유지 중심 관리 프로세스 개선, 매니저 교육 등 현장 인프라에 차별화 둘 것.
10. 채널별 손해율: 표준/GA 차이?
- 표준은 전속 조직을 의미. 손해율 차이는 GA시장 특정상 고객이 원하는 담보에 집중하는 것 때문.
 - GA채널에서도 NCV 통한 상품 판매 독려하는 중

〈표 1〉 4분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
경과보험료	2,893	2,875	2,905	2,921	2,892	(1.0)	(0.0)	2,902
보험영업이익	(114)	(99)	(11)	(52)	(166)	NM	NM	(178)
합산비율(%)	103.9	103.5	100.4	101.8	105.8	4.0	1.8	-
투자영업이익	259	258	280	275	261	(5.2)	0.8	269
당기순이익	97	110	190	152	63	(58.4)	(34.9)	64

주: 당기순이익은 지배주주순이익

자료: DB손해보험, FnGuide, 한국투자증권

〈표 2〉 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	FY17		FY18(변경 후)					FY18(변경 전)		Review		FY19F	
	4Q	연간	1Q	2Q	3Q	4QP	FY18F	4QF	FY18F	YoY	전망 대비	변경 후	변경 전
원수보험료	3,105	12,368	3,076	3,135	3,071	3,168	12,449	3,119	12,400	2.0	1.6	12,638	12,638
경과보험료	2,893	11,441	2,875	2,905	2,921	2,892	11,592	2,904	11,604	(0.0)	(0.4)	12,024	11,815
보험영업이익	(114)	(176)	(99)	(11)	(52)	(166)	(328)	(162)	(324)	적지	적지	(330)	(338)
투자영업이익	259	1,035	258	280	275	261	1,074	279	1,092	0.8	(6.5)	1,157	1,173
총영업이익	145	859	159	269	223	94	746	117	768	(34.7)	(19.3)	828	835
당기순이익	97	622	110	190	152	63	515	79	530	(34.9)	(20.0)	572	578
운용자산	31,609	31,609	31,616	32,573	33,309	34,351	34,351	33,614	33,614	17.5	2.2	35,915	35,504
(투자이익률)	3.3	3.5	3.4	3.5	3.4	3.1	3.4	3.3	3.5	(9.6)	(7.5)	3.3	3.5
자기자본	4,416	4,416	4,160	4,266	4,550	4,911	4,911	4,944	4,944	11.2	(0.7)	5,782	5,610
adj.BPS (원)	62,785	62,785	59,176	60,676	64,689	69,785	69,785	70,243	70,243	11.1	(0.7)	82,084	79,663
손해율(K-IFRS)	82.4	82.3	83.8	81.0	82.3	86.4	83.4	84.1	82.8	4.0	2.3	83.0	83.1
일반	64.6	64.6	65.8	67.9	62.3	77.4	68.4	65.5	65.5	12.9	11.9	70.6	68.3
자동차	85.1	80.6	85.4	79.9	86.5	97.0	87.2	88.1	84.9	11.9	8.9	86.1	84.1
장기(연금 포함)	82.7	84.2	84.4	82.4	82.3	83.1	83.0	84.2	83.3	0.4	(1.2)	82.9	83.8
사업비율(K-IFRS)	21.5	19.2	19.7	19.4	19.5	19.3	19.5	21.5	20.0	(2.2)	(2.2)	19.7	19.7
합산비율(K-IFRS)	103.9	101.5	103.5	100.4	101.8	105.8	102.8	105.6	102.8	1.8	0.2	102.7	102.9
경과보험료	2,893	11,441	2,875	2,905	2,921	2,892	11,592	2,904	11,604	(0.0)	(0.4)	12,024	11,815
일반	144	543	135	142	154	151	582	163	594	4.9	(7.2)	632	577
자동차	769	2,954	749	758	766	752	3,025	662	2,935	(2.2)	13.6	2,889	2,736
장기(연금 제외)	1,980	7,943	1,991	2,004	2,001	1,989	7,985	2,079	8,075	0.5	(4.3)	8,503	8,502

자료: DB손해보험, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

DB손해보험은 DB그룹계열의 대형 종합 손해보험사로서 보험업법 및 관계법령에 의한 손해보험업, 제3보험업, 기타보험업 등의 보험업, 허용되는 범위 내의 자산운용, 경영가능업무 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 미래의 보험금 지급에 대비해서 적립되어 운영되는데 회사에서는 미리 일정한 수익을 예측하며, 그 금액만큼 보험료를 할인. 이 할인에 적용하는 이율

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
총자산	34,209	37,404	39,775	41,586	43,442
운용자산	29,228	31,609	34,351	35,915	37,517
현예금	629	414	748	782	817
주식	1,127	1,244	1,071	1,120	1,170
채권	7,271	7,849	8,787	9,187	9,597
국공채	3,294	4,305	4,677	4,890	5,109
특수채	3,136	2,666	2,851	2,981	3,114
회사채	841	878	1,258	1,316	1,374
수익증권 / 기타	5,193	5,411	5,527	5,779	6,037
해외 / 신종	5,567	5,982	6,353	6,642	6,938
대출	8,300	9,572	10,733	11,222	11,723
부동산	1,142	1,136	1,131	1,182	1,235
비운용자산	4,980	5,794	5,424	5,671	5,924
특별계정자산	1,657	2,390	2,360	2,458	2,565
부채총계	30,245	32,988	34,864	35,804	36,924
보험계약준비금	26,992	28,929	30,603	31,996	33,424
책임준비금	26,992	28,929	30,603	31,996	33,424
자본총계	3,964	4,416	4,911	5,782	6,518
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	3,403	3,920	4,290	5,093	5,969
자본조정	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)
기타포괄손익누계	511	462	572	540	400

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
총자산성장률	11.9	9.3	6.3	4.6	4.5
원수보험료성장률	5.3	2.3	0.7	1.5	2.6
자동차	15.5	8.9	0.7	(8.8)	3.1
장기	2.4	0.1	1.0	6.3	2.6
일반	1.5	0.2	(2.0)	(3.9)	1.2
당기순이익	13.9	32.3	(17.3)	11.1	10.4
운용자산증가율	12.5	8.1	8.7	4.6	4.5
운용이익증가율	0.7	5.1	3.7	7.7	7.0
보험영업효율					
손해율	84.6	82.3	83.4	83.0	82.9
사업비율	18.2	19.2	19.5	19.7	19.8
합산비율	102.8	101.5	102.8	102.7	102.7
장기손해율	86.1	84.2	83.0	82.9	82.7
자동차손해율	81.6	80.6	87.2	86.1	85.9
일반손해율	77.3	64.6	68.4	70.6	71.3
경과보험료 기준 매출비중(%)					
자동차보험	23.7	25.8	26.1	24.0	24.1
일반보험	4.7	69.4	68.9	70.7	70.7
장기보험	71.6	4.7	5.0	5.3	5.2

주: K-IFRS (별도) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	12,092	12,368	12,449	12,638	12,969
자동차	2,988	3,253	3,275	2,986	3,079
장기	8,091	8,100	8,180	8,695	8,922
일반	1,014	1,016	995	957	968
경과보험료	11,103	11,441	11,592	12,024	12,343
자동차	2,630	2,954	3,025	2,889	2,979
장기	7,953	7,943	7,985	8,503	8,725
일반	520	543	582	632	639
발생손해액	9,391	9,421	9,665	9,983	10,227
자동차	2,145	2,382	2,637	2,487	2,558
장기	6,844	6,688	6,629	7,049	7,214
일반	402	351	398	446	456
순사업비	2,022	2,196	2,256	2,371	2,444
자동차	502	541	538	495	521
장기	1,380	1,499	1,654	1,721	1,763
일반	140	156	140	156	161
보험영업이익	(310)	(176)	(328)	(330)	(328)
투자영업이익	985	1,035	1,074	1,157	1,238
수정영업이익	675	859	746	828	910
영업외이익	(55)	(32)	(35)	(35)	(36)
당기순이익	470	622	515	572	631
수정순이익	470	622	515	572	631

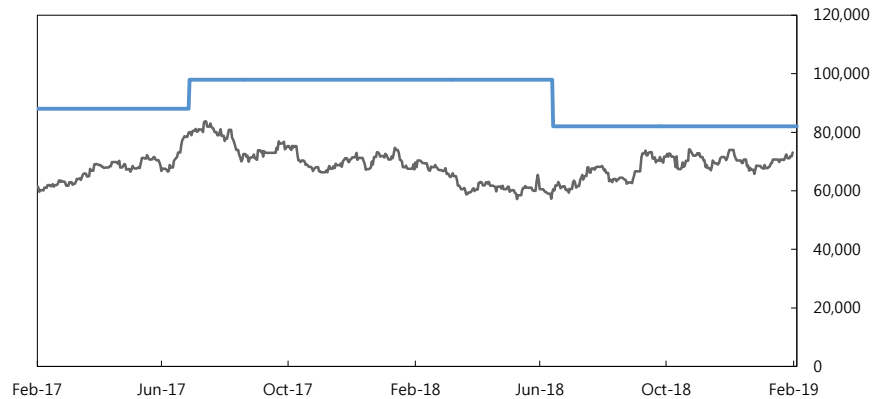
주요투자지표

(단위: 원,%)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	6,641	8,786	7,270	8,073	8,909
BPS	55,988	62,366	69,366	81,665	92,067
수정BPS	56,406	62,785	69,785	82,084	92,485
DPS	1,650	2,300	2,000	2,200	2,500
배당수익률	2.6	3.2	2.8	3.1	3.5
배당성향	22.2	23.4	24.6	24.6	24.6
수익성지표					
영업이익률	15.0	16.6	15.7	16.5	17.4
ROA	1.5	1.7	1.3	1.4	1.5
ROE	12.3	14.8	11.0	10.7	10.3
투자영업지표					
총자산대비 투자영업이익률	3.1	2.9	2.8	2.9	3.0
운용자산수익률	3.6	3.5	3.3	3.3	3.4
투자영업이익률(주식제외)	3.5	3.4	3.2	3.3	3.4
총자산/총자본	8.6	8.5	8.1	7.2	6.7
운용자산/총자산	85.4	84.5	86.4	86.4	86.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
DB손해보험 (005830)	2016.05.01	매수	88,000원	-23.8	-14.4
	2017.05.01	1년경과		-20.2	-9.1
	2017.07.18	매수	98,000원	-29.6	-14.5
	2018.07.04	매수	82,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 2월 21일 현재 DB손해보험 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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
- 중립 : 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 (2018. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	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
- 중립 : 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.