



DB손해보험 (005830)

경상 체력이 가장 우수한데, 저평가

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479 / RA 권지우 Jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

Buy (유지)

목표주가(유지): 129,000원

현재 주가(2/21)	98,900원
상승여력	▲30.4%
시가총액	70,021억원
발행주식수	70,800천주
52 주 최고가 / 최저가	123,200 / 87,500원
90 일 일평균 거래대금	169.83억원
외국인 지분율	47.4%
주주 구성	
김남호 (외 11 인)	23.3%
자사주 (외 1 인)	15.2%
국민연금공단 (외 1 인)	8.2%

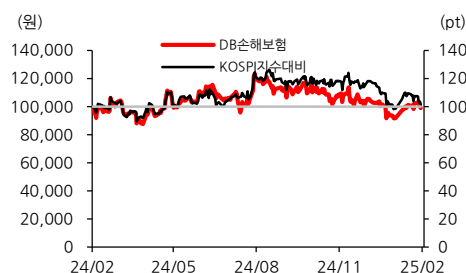
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	6.0	-7.7	-19.7	1.0
상대수익률(KOSPI)	0.6	-14.8	-18.0	1.0

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2023	2024P	2025E	2026E
보험손익	1,550	1,619	1,507	1,816
투자손익	467	744	748	732
영업이익	2,017	2,363	2,254	2,549
당기순이익	1,537	1,772	1,669	1,886
CSM (*)	12,186	12,335	13,910	15,488
수정 EPS	25,594	29,516	27,729	31,407
수정 BPS	243,523	231,885	256,935	285,223
수정 PER	3.3	3.5	3.6	3.1
수정 PBR	0.3	0.4	0.4	0.3
수정 ROE	9.7	12.4	11.3	11.6
배당수익률	5.6	6.9	7.3	9.1

* 보유 순부채 기준

주가 추이



DB 손해보험은 예상보다 큰 금감원 가이드라인 충격으로 부진한 실적을 기록했습니다. 인위적 조정이 없다면 다시 커버리지자 중 가장 우수한 개선세를 보일 전망입니다. Valuation gap 축소를 전망합니다.

4Q24 순이익 1,943억원(-26% YoY), 기대치 하회

DB손해보험의 4Q24 별도 순이익은 1,943억원(-26% YoY)으로 당사 추정치와 시장 컨센서스를 각각 22%, 13% 하회하는 부진한 실적을 기록. 보험손익에서 비경상 손실이 예상되었으나 그 규모가 예상보다 크게 나타난 것이 원인

4Q24 보험손익은 1,605억원(-34% YoY)으로, 계리가정 가이드라인을 적용하면서 보유계약의 손실계약부담비용이 증가하고 CSM 상각익이 감소했으며 계절적으로 보험금 예실차가 악화되면서 부진. PAA손익은 자동차보험의 적자 전환에도 불구하고 기대보다 양호했는데, 계리가정 가이드 적용 영향이 예상보다 컸던 점이 손익 부진을 야기함. 4Q24 투자손익은 1,241억원(+34 YoY)으로 당사 추정과 동일. FVPL증권의 평가손과 손상차손이 일부 발생했으나 예상 범주 내에 있었음. 신계약은 인보험을 중심으로 10% QoQ 증가한 동시에 마진배수도 0.9개월 QoQ 상승하면서 신계약 CSM이 16% QoQ 증가함. 연중 일부 담보의 효율 인상으로 마진이 개선된 간편보험을 중심으로 성장한 데 따른 것으로 보임

다만 CSM 잔액은 7% QoQ 감소해 연간 1% 증가에 그침. 기중 조정이 -1.7조원 발생했기 때문인데, 계리가정 가이드라인을 적용하면서 무저해지 계약집합에서의 충격이 -1.3조원 반영된 것이 주된 원인. 동사의 경우 금융당국의 가정 변경 주문이 더 이상 없다면, 경상 흐름에서는 커버리지 보험사 중 가장 높은 CSM 증가율을 나타낼 전망. K-ICS비율은 201%대로 27%p QoQ 하락. FVOCI 해외채의 평가손과 CSM 감소 등이 주 원인. 이번 2월 발행한 후순위채(+)가 2025년 부채 할인을 인하 영향(-)을 상쇄하고 남으며, 연중 잉여금이 증대되면서 자본비율은 다시 우상향할 것으로 추정됨

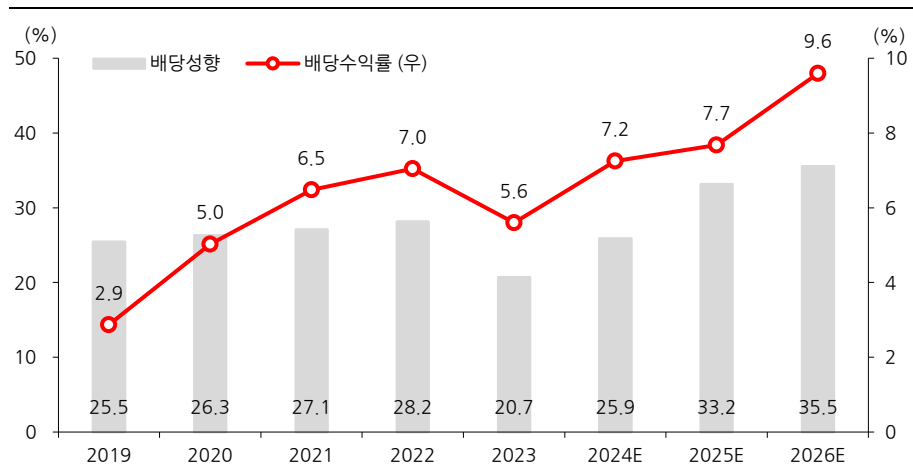
경상 체력이 가장 우수한데, 저평가

DB손해보험은 LA 산불로 인한 피해 접수가 상당 부분 진행되었으며, 재보험 커버리지(4,000만 달러) 내에서 처리가 가능할 것으로 밝힘. 당사는 추가적인 재보험 이슈를 감안해 이미 1,000억원의 손실을 추정치에 반영했었음

동사는 커버리지 보험사 중 가장 높은 ROA(주로 ROE를 보지만, 업종의 자본 이슈를 고려)를 지속해 옴. 자연재해 손실을 감안해도, 2025년 또한 그러할 전망. 경상 체력이 우수하고 리스크 요인이 제한적임에도, 상위사 대비 1.3~1.4배 높은 배당수익률(DY), 절반 수준의 PER을 나타내며 오히려 valuation 할인을 받는 상황이 지속됨

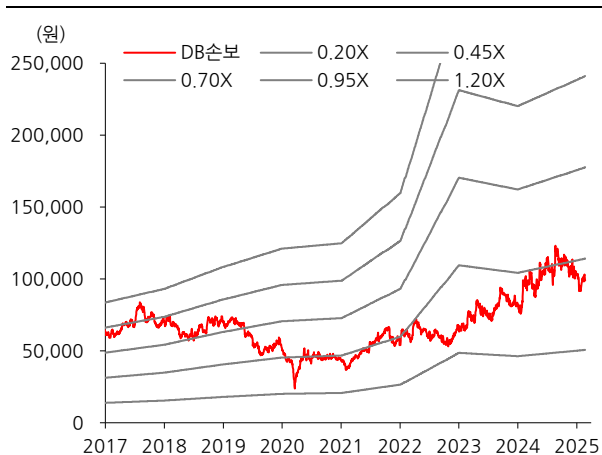
견실한 자본 적정성을 바탕으로 2028년 배당성장 35%까지 우상향을 가정하면 향후 3개년 평균 DY는 9.0%로 기대되는 동사는 저평가의 이유가 부족하다고 판단하며, 업종 내 top pick으로 유지함 됨

[그림1] DB 손해보험의 배당지표 추이 및 전망



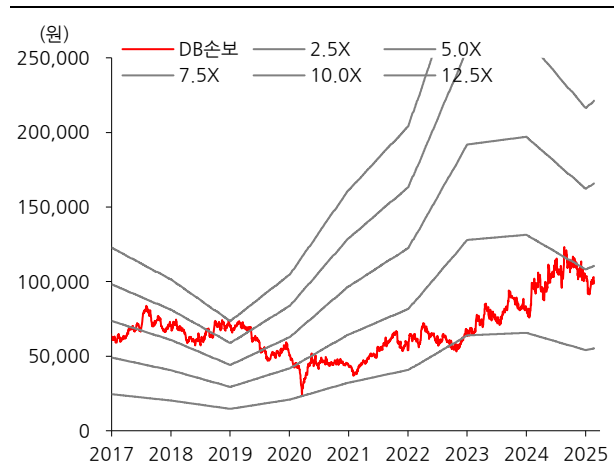
자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] DB 손해보험 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] DB 손해보험 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표1] DB 손해보험의 4Q24 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	4Q24P	4Q23	YoY	3Q24	QoQ	4Q24E	차이	컨센서스	차이
보험손익	160.5	242.2	-33.8	361.3	-55.6	213.3	-24.8	n/a	n/a
투자손익	124.1	92.5	34.1	244.8	-49.3	124.1	-0.0	n/a	n/a
영업이익	284.6	334.8	-15.0	606.1	-53.1	337.4	-15.7	311.1	-8.5
당기순이익	194.3	261.0	-25.6	453.9	-57.2	249.7	-22.2	223.4	-13.0

자료: DB손해보험, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] DB 손해보험의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

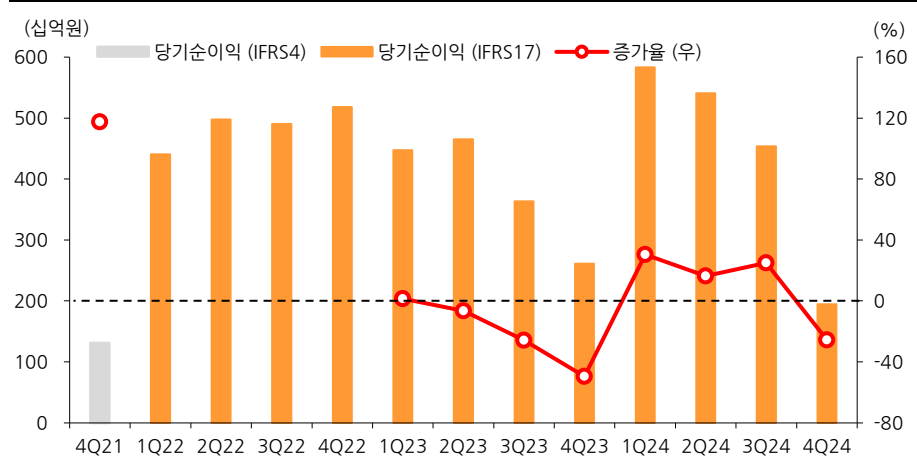
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	QoQ	YoY
AUM	41,486	41,539	41,238	44,932	45,432	46,256	47,306	49,627	4.9	10.4
투자서비스손익	329	369	271	287	384	368	420	342	-18.6	19.1
Yield	3.2	3.6	2.6	2.7	3.4	3.2	3.6	2.8	-0.8	0.2
CSM (보유 순부채)	11,892	12,121	12,507	12,186	12,493	12,991	13,225	12,335	-6.7	1.2
CSM 상각	311	309	317	327	327	336	342	282	-17.5	-13.8
단순상각률	10.5	10.2	10.1	10.7	10.5	10.4	10.3	9.1	-1.2	-1.6
신계약 CSM (원수)	677	648	781	720	718	689	775	897	15.6	24.5
월납 신계약 보험료	40.1	39.2	43.5	41.6	45.4	40.8	44.3	48.7	9.9	17.1
단순마진 (개월)	16.9	16.5	18.0	17.3	15.8	16.9	17.5	18.4	0.9	1.1
보험+재보험손익	456	447	405	242	563	534	361	160	-55.6	-33.8
일반/VFA 모형	368	370	384	298	463	413	379	164	-56.8	-45.0
예실차	58	38	47	72	4	63	61	-34	적전	적전
보험금*	56	40	40	83	-3	69	61	-21	적전	적전
사업비	2	-2	7	-10	7	-6	0	-13	적전	적지
RA 변동	29	32	25	26	20	36	40	36	-8.9	42.5
CSM 상각	311	309	317	327	327	336	342	282	-17.5	-13.8
손실계약관련비용	-31	-20	-23	-104	94	-36	-59	-118	적지	적지
기타	1	11	19	-23	18	14	-4	-2	적지	적지
PAA 모형	116	104	46	-28	122	151	9	28	205.9	흑전
보험수익	1,487	1,527	1,573	1,594	1,571	1,588	1,598	1,595	-0.2	0.1
발생순보험금	899	906	1,007	1,032	942	909	1,019	979	-3.9	-5.1
발생순손사비	98	109	110	146	99	110	108	114	5.1	-22.0
손실계약관련비용	2	1	1	-10	-8	-0	1	6	438.6	흑전
재보험비용	133	162	178	182	166	169	216	215	-0.5	18.1
기타	-242	-248	-232	-251	-234	-248	-246	-265	적지	적지
기타사업비	28	27	26	27	22	29	27	31	16.5	14.3
투자손익	131	175	69	93	204	171	245	124	-49.3	34.1
보험금융손익	-198	-194	-202	-195	-180	-197	-175	-218	적지	적지
투자서비스손익	329	369	271	287	384	368	420	342	-18.6	19.1
영업이익	587	621	474	335	767	705	606	285	-53.1	-15.0
영업외이익	1	5	-0	3	-4	13	-3	-2	적지	적전
세전이익	588	626	474	338	762	718	603	283	-53.1	-16.3
당기순이익	447	465	363	261	583	541	454	194	-57.2	-25.6

주: *보험료 경험조정 포함

자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

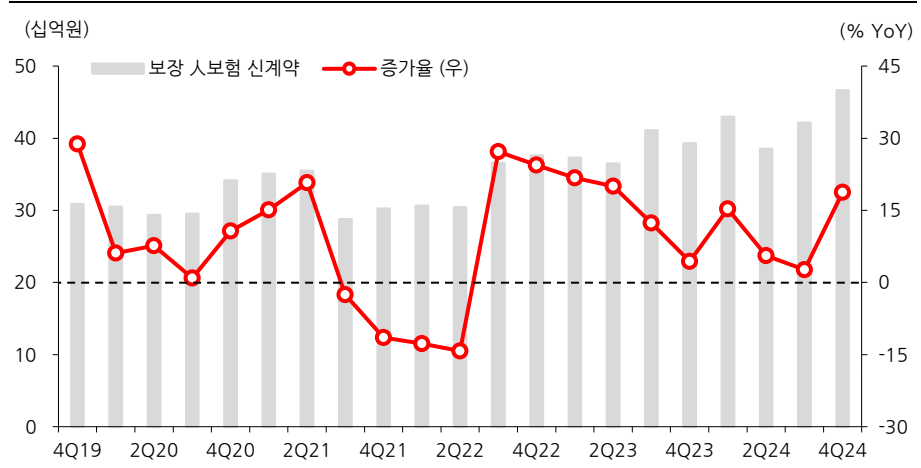
[그림4] DB 손해보험의 분기별 당기순이익 및 증가율



주: 2022년까지는 IAS39, 2023년부터는 IFRS9 기준

자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] DB 손해보험의 보장성 인보험 신계약 금액 및 증가율



자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024P	2025E	2026E
운용자산	44,932	49,627	51,539	53,789
현금및예치금	994	750	701	718
유가증권	31,580	34,652	36,572	38,244
FVPL	11,174	11,407	12,019	12,559
FVOCI	19,545	22,226	23,533	24,666
AC	0	0	0	0
대출채권	11,177	13,022	13,035	13,528
부동산	1,181	1,203	1,232	1,299
비운용자산	3,571	3,219	3,253	3,379
특별계정자산	10	13	13	14
자산총계	48,514	52,859	54,806	57,182
책임준비금	36,769	41,063	41,811	42,789
BEL	13,433	15,468	13,695	12,120
RA	1,575	1,884	2,032	2,176
CSM	11,351	11,515	13,091	14,668
PAA	3,037	3,071	3,498	3,943
투자계약부채	7,372	9,125	9,496	9,882
기타부채	3,059	3,366	3,351	3,338
후순위채	870	0	0	0
특별계정부채	11	13	14	14
부채총계	39,838	44,443	45,176	46,141
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	8,651	10,105	11,365	12,819
해약환급금준비금	2,646	3,239	4,279	5,319
자본조정	-152	-152	-152	-152
기타포괄손익누계	104	-1,609	-1,657	-1,698
자본총계	8,676	8,416	9,630	11,042

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2023	2024P	2025E	2026E
자산총계	7.5	9.0	3.7	4.3
운용자산	6.1	10.4	3.9	4.4
부채총계	11.0	11.6	1.6	2.1
CSM	29.1	1.4	13.7	12.0
자본총계	-5.9	-3.0	14.4	14.7
보험손익	-22.7	4.5	-6.9	20.5
투자손익	-18.8	59.3	0.6	-2.0
영업이익	-21.8	17.2	-4.6	13.1
순이익	-21.1	15.3	-5.8	13.0

주: IFRS 별도 기준, 2022년 수정 지표들은 자본총계(OCI)를 보정함

2022년 수치는 IFRS17 & IAS39 적용, 2023년 이후 수치는 IFRS17 & IFRS9 적용

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024P	2025E	2026E
보험손익	1,550	1,619	1,507	1,816
일반 및 변동수수료모형	1,419	1,420	1,444	1,599
CSM 상각	1,264	1,287	1,328	1,470
RA 변동	111	132	169	179
예상과실계차이	211	92	47	50
손실계약	-179	-119	-100	-100
기타	12	28	0	0
보험료배분접근법모형	238	310	184	351
간접사업비	107	110	121	133
투자손익	467	744	748	732
보험금융손익	-789	-770	-816	-854
이자수익	1,193	1,383	1,504	1,536
배당수익	16	26	28	29
FVPL 평가손익	70	48	0	0
기타	-23	57	31	21
영업이익	2,017	2,363	2,254	2,549
영업외이익	9	3	0	0
세전이익	2,025	2,366	2,254	2,549
법인세비용	489	594	585	663
당기순이익	1,537	1,772	1,669	1,886

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2023	2024P	2025E	2026E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	164	179	188	193
신계약 CSM	2,860	3,041	3,234	3,292
투자수익률	2.9	3.2	3.1	3.0
수정 Book Value	14,622	13,923	15,427	17,126
수익성				
수정 ROE	9.7	12.4	11.3	11.6
수정 ROA	3.3	3.5	3.1	3.4
주당 지표				
수정 EPS	25,594	29,516	27,729	31,407
수정 BPS	243,523	231,885	256,935	285,223
보통주 DPS	5,300	6,800	7,200	9,000
Valuation 및 배당				
수정 PER	3.3	3.5	3.6	3.1
수정 PBR	0.3	0.4	0.4	0.3
배당성향	20.7	23.0	25.9	28.7
보통주 배당수익률	5.6	6.9	7.3	9.1

[Compliance Notice]

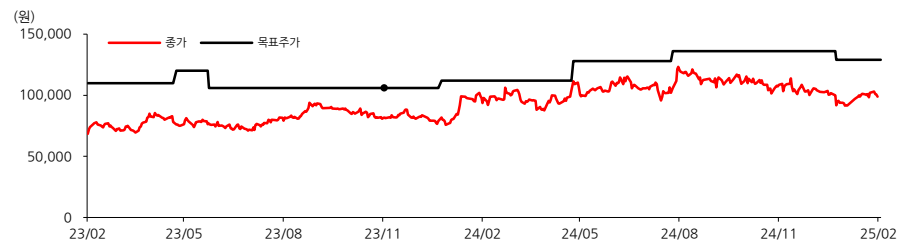
(공표일: 2025년 2월 24일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하, 권지우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소계에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[DB손해보험 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.02.23	2023.05.14	2023.06.14	2023.08.16	2023.09.01
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		110,000	120,000	106,000	106,000	106,000
일 시	2023.11.14	2024.01.15	2024.02.23	2024.04.23	2024.05.16	2024.06.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	106,000	112,000	112,000	112,000	128,000	128,000
일 시	2024.07.08	2024.08.16	2024.08.30	2024.09.27	2024.10.08	2024.10.25
투자의견	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	128,000	136,000	136,000	136,000	136,000	136,000
일 시	2024.11.01	2024.11.11	2024.11.15	2024.11.29	2024.12.27	2025.01.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	136,000	136,000	136,000	136,000	136,000	129,000
일 시	2025.01.20	2025.01.24	2025.02.24			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	129,000	129,000	129,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.05.14	Buy	120,000	-35.50	-32.25
2023.06.14	Buy	106,000	-23.01	-11.32
2024.01.15	Buy	112,000	-15.88	-5.18
2024.05.16	Buy	128,000	-17.11	-9.77
2024.08.16	Buy	136,000	-19.21	-9.41
2025.01.14	Buy	129,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%