

DB 손해보험 (005830/KS)

수익성, 자본력, 밸류에이션 모두 매력적

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 137,000 원(상향)

현재주가: 110,500 원

상승여력: 24.0%

목표주가 137,000 원으로 상향

DB 손해보험의 목표주가를 1) 경상적인 이익 체력의 개선, 2) 지표 측면의 우위 등을 반영하여 137,000 원으로 상향한다. 목표주가는 24E BVPS 136,998 원에 Target PBR 1.0배를 적용하여 산출했다. 투자 리스크로는 지속되는 할인을 제도 강화 등 제도/가정 측면의 불확실성 등을 제시한다.

Quality 측면의 우위 지속. 밸류에이션도 매력적

1Q24 절판 효과 기저효과를 고려했을 때 DB 손보의 가장 큰 매력으로 신계약 수익성 측면의 강점을 제시한다. 주력 보험인 운전자보험 등이 대부분 연만기 상품으로 현금 유출입 흐름의 미스매치가 크지 않아 할인을 변화 등에 따른 영향이 크지 않을 것으로 예상되는 만큼 현재 높은 수준의 환산배수가 안정적으로 지속될 것으로 전망한다. 향후 신계약 물량이 위축되어도 높은 수익성에 기반한 양호한 신계약 CSM 을 기대할 수 있을 전망이다. 예실차, 자동차보험 손익 등 전반적으로 양호한 보험손익 지표에 더해 투자손익도 보유이원 개선 등에 따라 경상 이익 체력이 높아졌다고 판단하며 1Q24 세척 변경 효과 약 1천억원 영향을 제외하더라도 약 5천억원 내외 수준의 실적을 기록한 것으로 추정되는 만큼 업계 상위권의 ROE를 지속할 것으로 전망한다. 할인을 제도 강화 등에도 1Q24 K-ICS 비율이 23년 말 대비 소폭 하락한 230% 수준을 유지하고 있는 만큼 전반적인 자본 측면의 버퍼도 충분한 상황이다. 전반적인 지표 측면의 우위가 지속되고 있는 상황에서 24E PER 4.2배, PBR 0.8배 수준으로 1위권사 대비 높은 할인율을 적용받고 있음을 감안하면 밸류에이션 측면의 매력도 높다고 판단한다.



Analyst
설용진

s.dragon@sks.co.kr
3773-8610

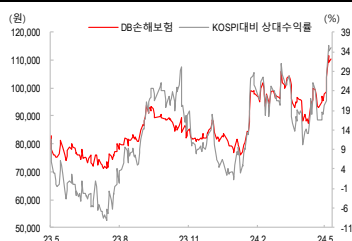
Company Data

발행주식수	7,080 만주
시가총액	7,823 십억원
주요주주	
김남호(외12)	23.26%
자사주	15.19%

Stock Data

주가(24/05/20)	110,500 원
KOSPI	2,742.14 pt
52주 최고가	111,500 원
52주 최저가	71,000 원
60일 평균 거래대금	19 십억원

주가 및 상대수익률



24E 순이익 1조 8,463 억원(+20.1% YoY) 전망

DB 손해보험의 24E 순이익은 1조 8,463 억원(+20.1% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 일회성 요인을 제외하더라도 보험손익, 투자손익 모두 견조한 흐름이 이어지고 있다고 판단하며 운전자보험 등 핵심 상품의 경쟁력을 바탕으로 업계 상위권의 신계약 CSM 수익성 배수가 안정적으로 유지될 것으로 예상된다. 2Q24 이후 구체적인 자본 정책을 발표할 것으로 예상되는 만큼 추가적인 자본 활용의 효율성 제고에 대한 기대 감도 현재 상황에서는 유효할 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			1,550	1,766	1,796	1,855
투자손익	십억원			467	674	672	684
영업이익	십억원			2,017	2,440	2,467	2,539
당기순이익	십억원			1,537	1,846	1,861	1,915
EPS	원			21,705	26,077	26,283	27,043
PER	배			3.9	4.2	4.2	4.1
PBR	배			0.68	0.81	0.70	0.62
ROE	%			17.2	20.1	17.8	16.0

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2024E ~2026F ROE 평균	18.0%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준	9.0%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 비율 200%~250% 기준 약 50%의 할인율 적용	50%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.00
목표주가	2024F BPS 136,998 원에 Target PBR 적용	137,000
현재가		110,500
Upside / Downside 투자의견		24.0% 매수

자료: SK 증권 추정

항목	비고	내용
Upside case		57%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	19.0%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준	9.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-40.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.27
목표주가(Bull case)	2024F BPS 136,998 원에 Target PBR 적용	174,000
Downside case		-6%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	17.0%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준	9.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-60.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.76
목표주가(Bear case)	2024F BPS 136,998 원에 Target PBR 적용	103,800

자료: SK 증권 추정

		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	1,550	1,766	1,796	1,855
	수정 전		1,758	1,783	1,847
	증감률(%)		0.4%	0.7%	0.4%
투자손익	수정 후	467	674	672	684
	수정 전		674	672	683
	증감률(%)		0.0%	0.0%	0.1%
세전이익	수정 후	2,025	2,431	2,460	2,531
	수정 전		2,423	2,447	2,522
	증감률(%)		0.3%	0.5%	0.4%
당기순이익	수정 후	1,537	1,846	1,861	1,915
	수정 전		1,840	1,851	1,908
	증감률(%)		0.3%	0.5%	0.3%

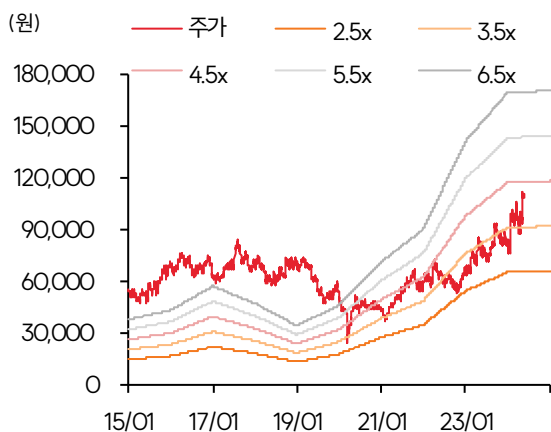
자료: DB 손해보험, SK 증권 추정

DB 손해보험 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	456	447	405	242	562.9	446	417	340	132.4	23.4
장기보험	350	353	368	281	448.4	352	343	281	59.7	28.2
CSM 상각	311	309	317	327	326.9	331	336	341	0.0	5.2
RA 해제	29	32	25	26	20.2	17	17	17	-21.0	-30.1
예실차	57	65	72	49	82.9	60	43	41	69.3	45.2
손실계약비용	-31	-20	-23	-104	94.1	-30	-30	-95	흑전	흑전
기타사업비 및 재보험 손익	-16	-33	-23	-17	-75.8	-26	-22	-23	적지	적지
일반손해보험	14	5	-54	-87	20.3	12	5	2	흑전	45.1
자동차보험	93	89	91	49	94.2	81	69	58	93.2	1.9
투자손익	131	175	69	93	203.7	154	158	159	120.2	55.9
자산운용손익	329	369	271	287	383.9	342	349	351	33.7	16.7
평가처분손익	32	44	-49	-1	23.7	0	0	0	흑전	-25.0
보험금융손익	-198	-194	-202	-195	-180.2	-188	-191	-192	적지	적지
영업이익	587	621	474	335	766.6	600	575	499	129.0	30.6
영업외손익	1	5	0	3	-4.4	-1	-3	-2	적전	적전
세전이익	588	626	474	338	762.2	599	573	497	125.7	29.7
당기순이익	447	465	363	261	583.4	453	433	376	123.5	30.4
월납보험료(보장성 인보험)	12.4	12.2	13.7	13.1	14.3	11.5	11.5	11.5	9.5	15.3
자산총계	44,129	44,354	44,617	48,514	48,843	50,187	50,982	51,569	0.7	10.7
운용자산	41,486	41,539	41,238	44,932	45,432	47,181	47,478	47,742	1.1	9.5
비운용자산	2,634	2,806	3,369	3,571	3,399	2,995	3,493	3,816	-4.8	29.1
부채총계	36,471	36,193	36,079	39,838	40,407	41,297	41,659	41,870	1.4	10.8
책임준비금	33,390	33,188	33,042	36,769	36,929	37,925	38,132	38,317	0.4	10.6
장기보험 CSM 잔액	11,867	12,074	12,453	12,152	12,444	12,633	12,820	12,841	2.4	4.9
자본총계	7,658	8,162	8,537	8,676	8,437	8,890	9,323	9,699	-2.8	10.2
해약환급금준비금	1,728	2,032	2,373	2,646	3,084	3,383	3,637	3,853	16.6	78.5
ROE (%)	21.2	23.5	17.4	12.1	27.3	20.9	19.0	15.8	15.1%p	6.1%p

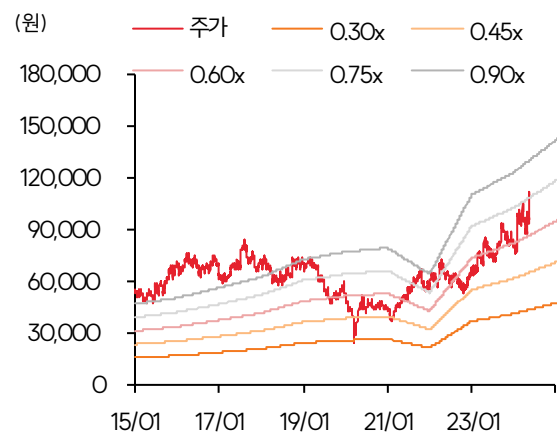
자료: DB 손해보험, SK 증권 추정

DB 손해보험 - PER 밴드 차트



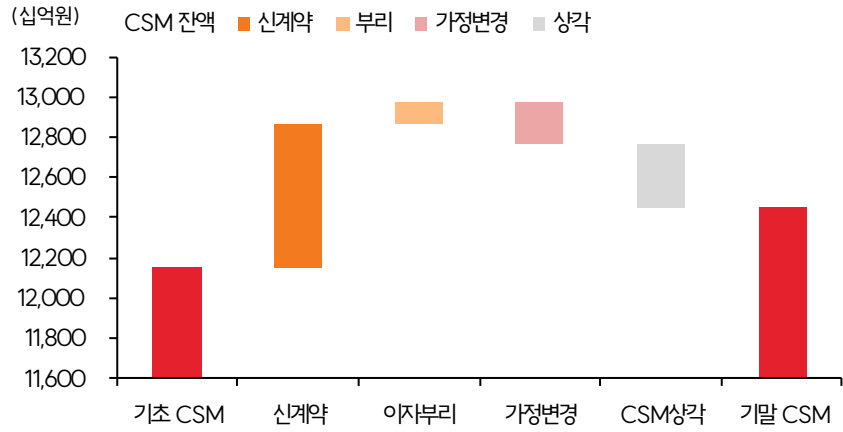
자료: DB 손해보험, FnGuide, SK 증권 추정

DB 손해보험 - PBR 밴드 차트



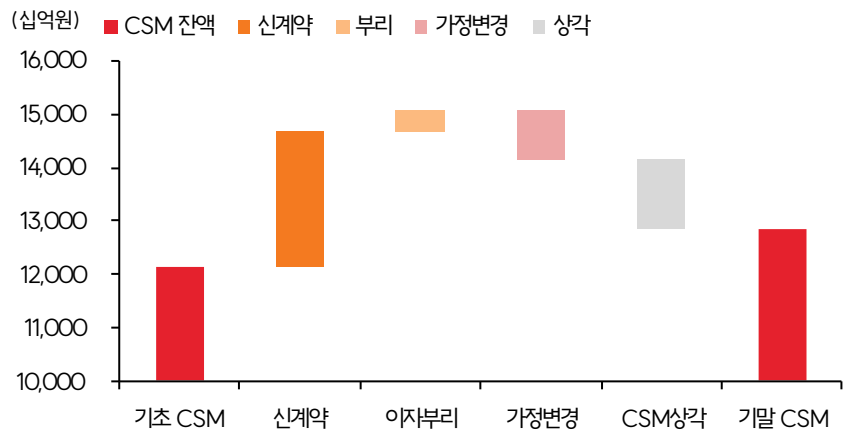
자료: DB 손해보험, FnGuide, SK 증권 추정

DB 손해보험 - 1Q24 CSM Movement



자료: DB 손해보험, SK 증권

DB 손해보험 - 2024E CSM Movement



자료: DB 손해보험, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		44,932	47,742	48,608	49,411
현금및예치금		994	762	852	942
유가증권		31,580	34,459	35,033	35,561
대출금		11,177	11,339	11,545	11,735
부동산		1,181	1,182	1,177	1,173
비운용자산		3,571	3,816	5,351	6,968
특별계정자산		10	12	12	12
자산총계		48,514	51,569	53,971	56,391
책임준비금		36,769	38,317	38,936	39,515
CSM잔액(원수)		12,152	12,841	13,458	14,054
기타부채		3,059	3,541	3,846	4,163
특별계정부채		11	12	12	12
부채총계		39,838	41,870	42,795	43,690
자본금		35	35	35	35
신종자본증권		0	0	0	0
자본잉여금		38	38	38	38
이익잉여금		8,651	10,179	11,655	13,180
해약환급금준비금		2,646	3,853	4,442	4,752
자본조정		-152	-152	-152	-152
기타포괄손익누계액		104	-400	-400	-400
자본총계		8,676	9,699	11,176	12,700

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)		164	156	149	150
신계약 CSM		2,826	2,513	2,411	2,431
신계약 CSM 배수		17.2	16.1	16.2	16.2
CSM 관련 지표					
기초CSM		11,643	12,152	12,841	13,458
CSM 조정 가점 변경		-1,420	-926	-855	-855
신계약 CSM(원수)		2,826	2,513	2,411	2,431
CSM 이자부리		364	418	436	456
상각 전 CSM		13,414	14,157	14,833	15,490
CSM상각액		1,262	1,317	1,375	1,436
CSM상각률(%)		9.4	9.3	9.3	9.3
CSM 순증액		509	688	618	596
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률		2.9	3.1	3.0	3.0
평가처분손익 제외 수익률		2.8	3.0	3.0	3.0
손익구성					
보험손익		76.9	72.4	72.8	73.1
CSM상각		62.7	54.7	56.5	57.3
투자손익		23.1	27.6	27.2	26.9
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		230.6	230.9	233.3	234.6

자료: DB손해보험, SK증권 추정

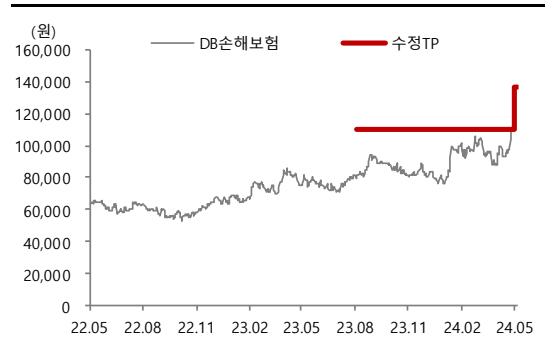
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		1,550	1,766	1,796	1,855
장기보험		1,351	1,424	1,453	1,513
CSM 상각		1,264	1,335	1,393	1,455
RA해제		111	70	69	71
예실차		243	228	224	222
손실계약비용		-179	-61	-140	-140
기타사업비 및 재보험 손익		-88	-148	-94	-94
일반손해보험		-122	40	40	40
합산비용(IFRS17)		110	97	97	97
자동차보험		321	302	303	302
합산비용(IFRS17)		92	93	93	93
투자손익		467	674	672	684
자산운용손익		1,256	1,426	1,450	1,475
평가처분손익		26	24	0	0
보험금융손익		-789	-751	-778	-792
영업이익		2,017	2,440	2,467	2,539
영업외손익		9	-9	-8	-8
세전이익		2,025	2,431	2,460	2,531
법인세비용		489	585	599	616
법인세율(%)		24.1	24.0	24.3	24.4
당기순이익		1,537	1,846	1,861	1,915

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			6.3	18	1.7
CSM증가율			5.7	4.8	4.4
BPS증가율			11.8	15.2	13.6
보험손익증가율			13.9	1.7	3.3
투자손익증가율			44.4	-0.3	1.7
영업이익증가율			21.0	1.1	2.9
세전이익증가율			20.0	1.2	2.9
당기순이익증가율			20.1	0.8	2.9
주당지표(원)					
EPS		21,705	26,077	26,283	27,043
BPS		122,536	136,998	157,853	179,384
EV(BV+CSM)		293,704	318,363	347,942	377,884
보통주 DPS	4,600	5,300	6,400	6,500	6,700
보통주 배당수익률(%)	7.0	6.3	5.8	5.9	6.1
Valuation 지표					
PER(배)		3.9	4.2	4.2	4.1
PBR(배)		0.68	0.81	0.70	0.62
P/EV(배)		0.28	0.35	0.32	0.29
ROE(%)		17.2	20.1	17.8	16.0
ROA(%)		3.3	3.7	3.5	3.5
배당성향(%)		20.7	20.8	21.0	21.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.05.21	매수	137,000원	6개월		
2023.08.24	매수	110,000원	6개월	-18.60%	1.36%



Compliance Notice

작성자(설용진)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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 05월 21일 기준)

매수	97.06%	중립	2.94%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------