

2025. 5. 14



▲ 금융

Analyst 조아해

02. 6454-4870

like.cho@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 120,000 원

현재주가 (5.14) 92,600 원

상승여력 29.6%

KOSPI 2,640.57pt

시가총액 65,561 억원

발행주식수 7,080 만주

유동주식비율 61.55%

외국인비중 46.01%

52주 최고/최저가 123,200 원/78,900 원

평균거래대금 180.2 억원

주요주주(%)

김남호 외 11 인 23.25

국민연금공단 7.21

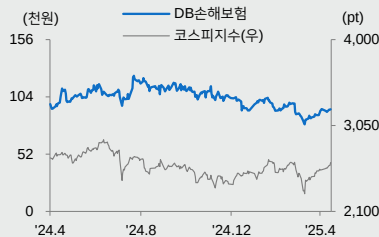
주가상승률(%)

1개월 10.0 6개월 -12.2 12개월 -11.0

절대주가 2.3 -19.6 -8.0

상대주가

주가그래프



DB손해보험 005830

1Q25 Review: 여전히 높은 배당매력도

- ✓ 1Q 당기순이익 4,470억원 (-23.4% YoY, +130.1% QoQ): 컨센서스 상회
- ✓ 보험손익 -28.5% YoY: 장기보험 -12.1%, 일반보험 적전 YoY
- ✓ CSM 12.9조원 (+5.2% QoQ): CSM 조정 일회성 요인 +4,000억원
- ✓ K-ICS비율 205% (+1.6%p QoQ): 제도 영향 -9%p vs. 후순위채 +10%p
- ✓ 투자의견 BUY 유지 및 적정주가 120,000원 하향

1Q25 당기순이익 4,470억원: 컨센서스 상회

DB손해보험 1Q 당기순이익은 4,470억원 (-23.4% YoY, +130.1% QoQ)으로 컨센서스를 9.0% 상회했다. 연령대별 손해를 관련 일회성 이익 발생에 의한다.

[보험손익] 전년동기대비 28.5% 감소하며 부진했다. 1) 장기보험은 전년동기대비 12.1% 감소했다. CSM상각익은 제도 영향에 따른 상각률 하락으로 전년과 유사한 수준에 그쳤다. 예상치는 PI 지급 등으로 부진했다 (-76.1% YoY). 다만 연령대별 손해를 관련 환입이 700억원이 발생했다. 2) 자동차보험손익은 효율인하 등으로 부진했으며 (-51.4% YoY), 일반보험은 LA 산불 등으로 적자전환되었다.

[CSM Movement] CSM은 12.9조원 (+5.2% QoQ)로 예상대비 양호했다. 1) 신계약 CSM은 타사와 마찬가지로 배수 하락 (-4배 QoQ 추정)으로 인해 부진했으나 (-21.1% QoQ), 2) CSM 조정은 연령대별 손해를 관련 개선 효과 (+4,000억원)가 반영되어 양의 개선세를 시현했다.

[투자손익] 투자수익률 회복 (+23bp YoY) 기반 양호했다 (+19.8% YoY).

[K-ICS비율] 205% (+1.6%p QoQ)으로 양호했다. 제도 영향 (-9%p), 금리 하락 (-2%p)에도 불구하고, 후순위채 (+10%p), 손해를 가정 영향 (+3%p) 등으로 방어되었다.

질적 성장 -ing

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하나, 적정주가를 120,000원으로 하향한다. 부진한 업황 환경 기반 순이익 전망치 하향 조정 및 할인율 제도 변경에 따른 예상대비 높은 순자산 감소폭을 반영했다. 다만 1) 업권 내 높은 CSM배수로 질적 성장을 영위하고 있으며 2) 제도적 영향에도 불구하고, K-ICS비율이 200% 이상 관리되고 있으며 3) 안정적인 성장 기반 높은 배당수익률을 보유하고 있다 (25E 7.6%).

(십억원)	보험손익	투자손익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (배)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2023	1,550	467	1,537	21,705	n/a	144,488	3.9	0.6	17.7	3.2	6.3
2024	1,619	744	1,772	25,031	15.3	140,165	4.1	0.7	21.1	3.4	6.6
2025E	1,466	805	1,644	23,214	-7.3	135,955	4.0	0.7	20.1	3.0	7.6
2026E	1,644	778	1,786	25,227	8.7	156,020	3.7	0.6	19.1	3.1	9.0
2027E	1,733	793	1,865	26,345	4.4	186,591	3.5	0.5	16.6	3.2	10.3

표1 1Q25P Review 테이블

(십억원)	1Q25P	1Q24	(% YoY)	4Q24	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	402.7	562.9	(28.5)	160.5	151.0				
투자손익	244.0	203.7	19.8	124.1	96.6				
영업이익	646.7	766.6	(15.6)	284.6	127.3	560.6	15.4	558.5	15.8
당기순이익	447.0	583.4	(23.4)	194.3	130.1	413.2	8.2	410.1	9.0
신계약 CSM	707	718	(1.5)	897	(21.1)				
CSM 잔액	12,869	12,444	3.4	12,232	5.2				
K-ICS비율 (%)	205	230	(24.9)	203	1.6				

주: 별도 기준

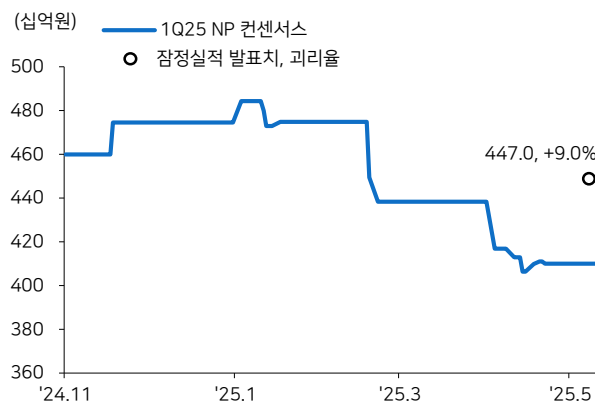
자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(%diff)	컨센서스	(% diff.)
영업이익	2,270.7	2,362.7	(3.9)	2,315.6	(1.9)	2,248.6	1.0
지배주주순이익	1,643.5	1,772.2	(7.3)	1,708.0	(3.8)	1,652.7	(0.6)

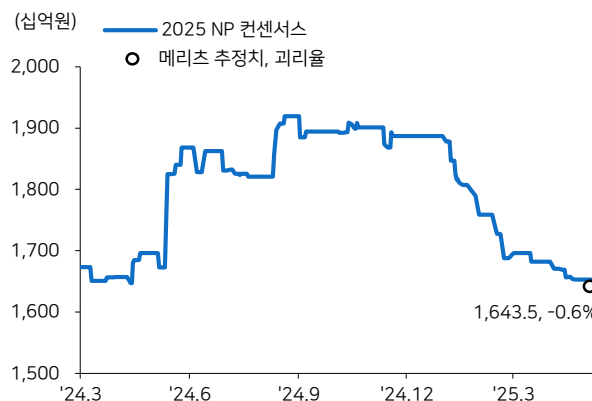
자료: Quantiwise, DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q25 지배주주 순이익, 컨센서스 +9.0% 상회



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 지배주주 순이익, 컨센서스 -0.6% 하회 전망



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표3 DB손해보험 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
보험손익	562.9	534.4	361.3	160.5	402.7	465.9	373.2	224.3	1,619.1	1,466.1	1,643.7
일반/변동수수료모형(VFA)	528.8	423.0	383.6	151.2	425.0	376.9	388.9	204.1	1,486.7	1,394.8	1,385.0
CSM상각	322.4	331.6	336.4	307.2	322.6	330.7	327.8	325.1	1,297.5	1,306.1	1,365.3
RA환입	21.1	36.5	40.9	37.4	38.0	37.4	38.5	40.5	135.9	154.4	163.3
예실차 및 기타	185.3	54.9	6.4	(193.3)	64.3	8.9	22.6	(161.5)	53.3	(65.6)	(143.6)
보험료배분(PPA)	251.2	268.9	162.5	166.2	56.5	242.0	164.1	167.8	848.8	630.4	773.2
재보험손익	(194.7)	(128.0)	(157.9)	(125.6)	(45.7)	(121.6)	(150.0)	(119.3)	(606.2)	(436.7)	(414.8)
기타사업비	(22.4)	(29.4)	(26.9)	(31.4)	(33.0)	(31.4)	(29.8)	(28.3)	(110.1)	(122.5)	(99.7)
투자손익	203.7	171.0	244.8	124.1	244.0	188.6	186.8	185.2	743.6	804.6	777.6
보험금융손익	(180.2)	(197.0)	(175.1)	(217.9)	(193.6)	(193.4)	(197.0)	(200.5)	(770.2)	(784.5)	(816.2)
투자서비스손익	383.9	368.0	419.9	341.9	437.5	381.9	383.8	385.8	1,513.8	1,589.1	1,593.7
영업이익	766.6	705.4	606.1	284.6	646.7	654.5	560.0	409.5	2,362.7	2,270.7	2,421.3
영업외이익	(4.4)	12.5	(3.2)	(1.8)	(3.4)	(2.3)	(2.6)	(2.2)	3.2	(10.5)	(7.7)
세전이익	762.2	717.9	602.9	282.8	643.3	652.1	557.5	407.3	2,365.8	2,260.3	2,413.6
법인세비용	(178.8)	(177.3)	(149.1)	(88.5)	(196.3)	(169.6)	(144.9)	(105.9)	(593.6)	(616.7)	(627.5)
당기순이익	583.4	540.7	453.9	194.3	447.0	482.6	412.5	301.4	1,772.2	1,643.5	1,786.1

주: 별도 기준

자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

표4 DB손해보험 적정주가 변경 내역

(원)	New	Old	차이 (%)	현재가 (5/14)	Upside Potential
DB손해보험	120,000	130,000	(7.7)	92,600	29.6

자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

표5 DB손해보험 적정주가 산출

	단위	DB손해보험
3개년 평균 ROE [A]	%	11.8
Cost of Equity [B]	%	6.6
할증폭 [C]		15.7
조정 COE [E=B+C]		22.3
Eternal Growth [D]	%	0
Adj. Fair PBR (이론적 PBR) [F=(A-D)/(E-D)]		0.5
Premium/Discount [G]	%	20
Target PBR [H=F*(1+G)]	배	0.6
12M Fwd 수정 BPS [I]	원	191,230
적정주가 [J=H*I]	원	120,000
현재가 (5/14) [K]	원	92,600
Upside Potential [L=(J-K)/K]	%	29.6

주: Premium/Discount = 각 보험사별 K-ICS비율, 해약환급금준비금 기반한 주주환원을 확대 여력을 차등화하여 반영

수정 BPS = 자기자본+CSM규모-해약환급금준비금

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림3 CSM Movement

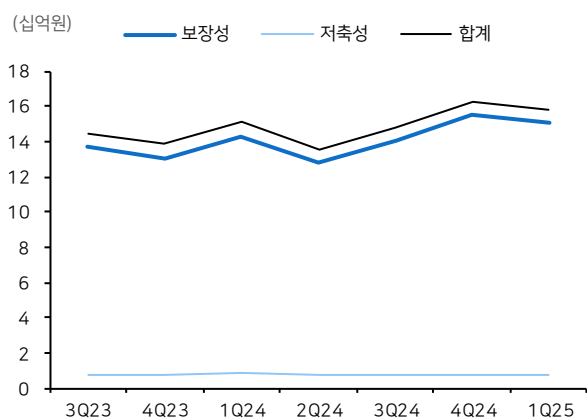
(단위:십억)

구분	금액
CSM 기시('24년4Q말)	12,232
신계약 효과	707
이자부리	106
가정변경	132
경험조정 등	15
상각	△323
상각률(연평균)	9.8%
CSM 기말('25년1Q말)	12,869
증감	637

※ 보험계약자산 포함, 재보험제외

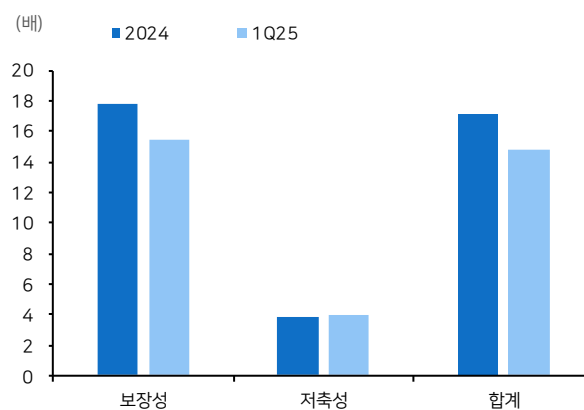
자료: DB손해보험

그림4 월납 신규보험료 추이



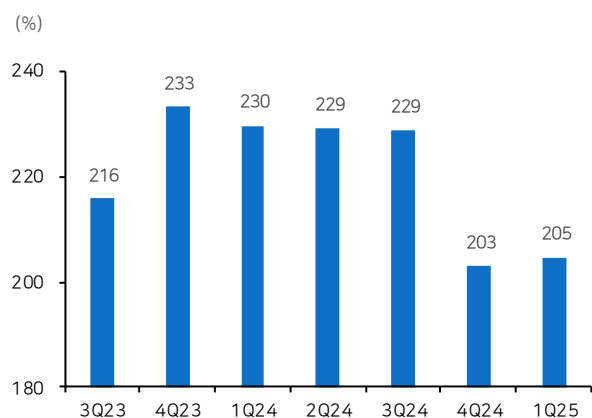
자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림5 신계약 CSM 배수



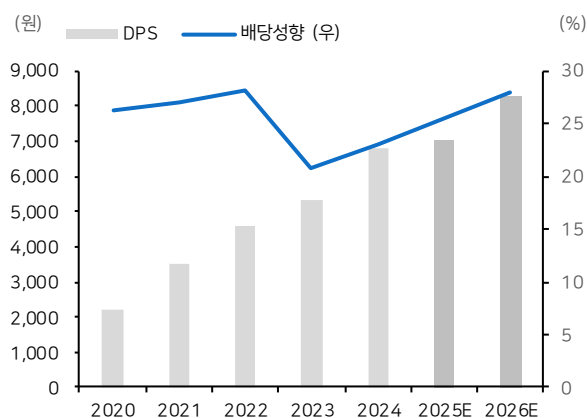
자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림6 K-ICS비율 추이



자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림7 DPS, 배당성향 추이



자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

DB 손해보험(005830)

Balance Sheet (별도)

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
운용자산	44,932	49,627	52,898	53,964	55,052
현금및예치금	994	750	593	605	617
유가증권	31,580	34,652	36,763	37,504	38,259
FVPL	11,174	11,407	12,249	12,496	12,748
FVOCI	19,545	22,226	23,444	23,916	24,398
AC	0	0	0	0	0
대출채권	11,177	13,022	14,317	14,605	14,900
부동산	1,181	1,203	1,225	1,250	1,275
비운용자산	3,571	3,219	1,454	2,734	3,978
특별계정자산	10	13	14	14	14
자산총계	48,514	52,859	54,367	56,712	59,044
책임준비금	36,769	41,063	42,579	43,644	44,135
보험계약부채	29,395	31,937	34,975	35,886	36,221
최선추정(BEL)	13,432	15,467	17,302	17,681	17,505
위험조정(RA)	1,575	1,884	2,085	2,131	2,095
보험계약마진(CSM)	11,351	11,516	12,385	12,741	13,153
보험료배분접근법(PAA)	3,037	3,071	3,203	3,333	3,469
투자계약부채	7,372	9,125	7,604	7,758	7,914
기타부채	3,059	3,366	3,613	3,689	3,694
특별계정부채	11	13	11	11	11
부채총계	39,838	44,443	46,203	47,344	47,840
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	8,651	10,105	10,920	12,205	14,071
해약환급금준비금	2,646	3,239	3,603	3,762	3,946
자본조정	(152)	(152)	(152)	(152)	(152)
기타포괄손익누계액	104	(1,609)	(2,678)	(2,758)	(2,788)
자본총계	8,676	8,416	8,163	9,368	11,204

Key Financial Data I

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표 (원)					
EPS	21,705	25,031	23,214	25,227	26,345
BPS	144,488	140,165	135,955	156,020	186,591
수정 BPS	201,403	191,045	191,230	209,645	237,190
보통주 DPS	5,300	6,800	7,000	8,300	9,500
Valuation (배, %)					
PER	3.9	4.1	4.0	3.7	3.5
PBR	0.6	0.7	0.7	0.6	0.5
수정 PBR	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
배당성향	20.7	23.0	25.5	28.0	30.5
보통주 배당수익률	6.3	6.6	7.6	9.0	10.3
재무비율 (%)					
ROA	3.2	3.4	3.0	3.1	3.2
ROE	17.7	21.1	20.1	19.1	16.6
수정 ROE	10.8	13.1	12.1	12.0	11.1

Income Statement (별도)

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	1,550	1,619	1,466	1,644	1,733
일반/변동수수료모형(VFA)	1,443	1,487	1,395	1,385	1,427
CSM 상각	1,262	1,298	1,306	1,365	1,403
RA 환입	114	136	154	163	164
예실차 및 기타	67	53	(66)	(144)	(140)
보험료배분(PPA)	46	849	630	773	781
재보험손익	169	(606)	(437)	(415)	(394)
기타사업비	(107)	(110)	(122)	(100)	(81)
투자손익	467	744	805	778	793
보험금융손익	(789)	(770)	(785)	(816)	(833)
투자서비스손익	1,256	1,514	1,589	1,594	1,626
FVPL 평가손익	70	48	(3)	(3)	(3)
기타	1,185	1,465	1,592	1,597	1,629
영업이익	2,017	2,363	2,271	2,421	2,526
영업외이익	9	3	(10)	(8)	(6)
세전이익	2,025	2,366	2,260	2,414	2,521
법인세비용	(489)	(594)	(617)	(628)	(655)
당기순이익	1,537	1,772	1,644	1,786	1,865

Key Financial Data II

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익					
신계약 CSM	2,826	3,078	2,687	2,677	2,729
CSM 배수 (배, 개월)	17.2	17.2	16.2	16.3	16.3
CSM 상각률 (%)	8.7	8.5	8.8	8.7	8.7
CSM Movement					
기초 CSM	11,643	12,152	12,232	13,047	13,403
신계약 CSM	2,826	3,078	2,687	2,677	2,729
이자부리	364	441	444	460	473
CSM 조정	(1,420)	(2,142)	(1,009)	(1,416)	(1,388)
CSM 상각	(1,262)	(1,298)	(1,306)	(1,365)	(1,403)
기말 CSM	12,152	12,232	13,047	13,403	13,815
투자손익					
투자서비스 수익률	2.8	3.1	3.0	3.0	3.0
FVPL 제외 투자서비스 수익률	2.6	3.0	3.0	3.0	3.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.7%
중립	13.7%
매도	0.6%

2025년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

DB 손해보험 (005830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.10.11	산업분석	Buy	120,000	조아해	-24.5	-7.1	
2024.06.03	산업분석	Buy	130,000	조아해	-16.7	-5.2	
2024.08.29	산업분석	Buy	150,000	조아해	-28.9	-19.3	
2025.02.21	기업브리프	Buy	130,000	조아해	-30.2	-23.9	
2025.05.14	기업브리프	Buy	120,000	조아해	-	-	