

DB 손해보험 (005830/KS)

One-off 영향에도 펀더멘털 우려는 제한적

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 120,000 원(하향)
현재주가: 85,900 원
상승여력: 39.7%

목표주가 120,000 원으로 하향

DB 손해보험의 목표주가를 보험손익 전반에 걸쳐 상대적으로 어려운 환경이 나타날 것으로 예상되는 점을 반영하여 실적 추정치를 조정함에 따라 120,000 원으로 하향한다. 목표주가는 Target PBR 0.97 배에 25E BVPS 126,142 원을 적용하여 산출했다. 투자 리스크로는 1) 하와이 산불, LA 산불 등 미주지역 중심으로 지속적으로 대형 재해 관련 손실이 발생함에 따라 일반보험 손익 부진이 지속되고 있는 점과 2) 계리적 가정 조정 등에 따른 변동성이 예상보다 크게 나타날 수 있는 점 등을 제시한다.

이익체력은 양호하나 One-off 영향 계속되는 점은 불확실성 요인

DB 손해보험의 25년 실적은 1) 4Q24 가정 조정으로 인한 CSM 감소, 2) LA 산불로 인한 일반보험 손익 부진, 3) 자동차보험 실적 악화 등 영향으로 이전 기대보다는 다소 부진한 모습을 보일 것으로 예상된다. 23년 하와이 산불, 광 태풍 등 일회성 손실이 반복적으로 실적에 영향을 미치고 있는 점 등을 감안했을 때 실적의 예측가능성에 대한 가시성은 이전보다 낮아졌다고 판단한다. 다만 1) 200%를 상회하는 K-ICS 비율 등 자본 측면의 버퍼, 2) 신계약 마진 및 물량 측면의 경쟁력, 3) 양호한 투자손익 등 본질적인 이익체력은 여전히 견조한 흐름이 지속되고 있는 점을 감안했을 때 25년 감익 예상에도 펀더멘털 측면의 우려는 제한적이라고 판단한다. 1) 여전히 업계 내 배당가능이익을 보유하고 있는 몇 안되는 보험사 중 하나라는 점과 2) 주가 하락에 따라 예상 대비 높은 배당수익률을 기대할 수 있는 점(25E DPS 6,800 원 기준 약 7.9% 전망)을 감안했을 때 현재 주가는 부담없이 접근할 수 있는 구간에 놓여져 있다고 판단한다.



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
3773-8610

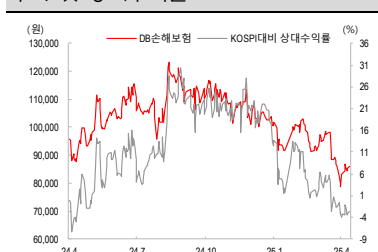
Company Data

발행주식수	7,080 만주
시가총액	6,082 십억원
주요주주	
김남호(외11)	23.25%
자사주	15.19%

Stock Data

주가(25/04/21)	85,900 원
KOSPI	2,488.42 pt
52주 최고가	123,200 원
52주 최저가	78,900 원
60일 평균 거래대금	19 십억원

주가 및 상대수익률



1Q25 순이익 4,129 억원(-29.2% YoY)

동사의 1Q25 순이익은 4,129 억원(-29.2% YoY)으로 컨센서스 수준의 실적을 전망한다. 신계약 마진 하락에도 보장성 인보험 월납보험료가 절판효과로 증가하며 신계약 CSM 은 7,104 억원(-1% YoY)으로 안정적으로 관리될 전망이다. 다만 세척 개정안 관련 기저효과, LA 산불 등 일회성 영향에 자동차보험 손익 부진(3월 일부 IBNR 환입 영향으로 소폭 상승) 등 영향으로 보험손익이 3,363 억원(-40% YoY)로 부진하며 전반적인 실적 감소로 이어질 전망이다. 투자손익은 무난한 수준을 예상한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	십억원		1,550	1,619	1,361	1,499	1,542
투자손익	십억원		467	744	779	778	779
영업이익	십억원		2,017	2,363	2,140	2,277	2,321
당기순이익	십억원		1,537	1,772	1,613	1,716	1,750
EPS	원		25,594	29,516	26,866	28,584	29,138
PER	배		3.3	3.5	3.2	3.0	2.9
PBR	배		0.7	0.9	0.7	0.6	0.6
ROE	%		17.2	20.7	18.6	18.2	16.7

목표주가 산정 Table		
항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2025E ~2027F ROE 평균	17.8%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.4%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.3%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	일반보험 등 실적 불확실성, K-ICS 비율 변동 등 감안하여 할인율 반영	55.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.97
목표주가	2025F BPS 126,142 원에 Target PBR 적용	120,000
현재가		85,900
Upside / Downside 투자의견		39.7% 매수

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력		
항목	비고	내용
Upside case		83%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선, 대형 재해 발생 등	18.8%
COE	무위험수익률 3.4%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.3%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-45.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.25
목표주가(Bull case)	2025F BPS 126,142 원에 Target PBR 적용	157,200
Downside case		4%
Sustainable ROE	예실차 손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	16.8%
COE	무위험수익률 3.4%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.3%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-65.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.71
목표주가(Bear case)	2025F BPS 126,142 원에 Target PBR 적용	89,400

자료: SK 증권 추정

실적 추정치 변경		2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	수정 후	1,619	1,361	1,499	1,542
	수정 전		1,466	1,625	1,672
	증감률(%)		-7.2%	-7.8%	-7.8%
투자손익	수정 후	744	779	778	779
	수정 전		778	774	775
	증감률(%)		0.2%	0.5%	0.5%
세전이익	수정 후	2,366	2,131	2,268	2,312
	수정 전		2,235	2,390	2,437
	증감률(%)		-4.6%	-5.1%	-5.1%
당기순이익	수정 후	1,772	1,613	1,716	1,750
	수정 전		1,691	1,809	1,844
	증감률(%)		-4.6%	-5.1%	-5.1%

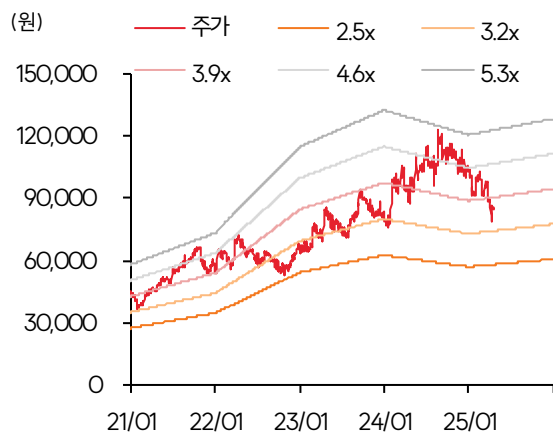
자료: SK 증권 추정

DB 손해보험 – 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	% QoQ	% YoY
보험손익	563	534	361	160	336.3	378	350	297	109.6	-40.3
장기보험	448	393	361	143	335.0	344	330	308	134.2	-25.3
CSM 상각	327	336	342	282	288.2	294	299	304	2.3	-11.9
RA 해제	20	36	40	36	38.1	38	38	39	4.7	88.7
예실차	83	90	67	-68	52.7	62	40	40	흑전	-36.5
손실계약비용	94	-36	-59	-118	-25.0	-25	-25	-50	적지	적전
기타사업비 및 재보험 손익	-76	-33	-28	11	-18.9	-25	-22	-25	적전	적지
일반손해보험	20	73	-17	26	-43.7	-22	8	-2	적전	적전
자동차보험	94	68	18	-9	45.0	55	12	-8	흑전	-52.3
투자손익	204	171	245	124	211.8	189	190	188	70.7	4.0
자산운용손익	384	368	420	342	402.6	383	383	381	17.7	4.9
평가처분손익	24	30	74	-45	0.0	0	0	0	-100.0	-100.0
보험금융손익	-180	-197	-175	-218	-190.8	-194	-194	-193	적지	적지
영업이익	767	705	606	285	548.1	567	540	486	92.6	-28.5
영업외손익	-4	13	-3	-2	-2.5	-2	-2	-2	적지	적지
세전이익	762	718	603	283	545.6	565	537	483	92.9	-28.4
당기순이익	583	541	454	194	412.9	427	407	366	112.6	-29.2
월납보험료(보장성 인보험)	14.3	12.8	14.1	15.5	14.8	12.5	12.8	12.2	-5.0	3.1
신계약 CSM	717.5	688.5	775.4	896.6	710.4	669.5	682.7	649.2	-20.8	-1.0
자산총계	48,843	49,362	50,652	52,859	52,962	53,640	54,051	54,080	0.2	8.4
운용자산	45,432	46,256	47,306	49,627	51,022	51,108	51,142	50,476	2.8	12.3
비운용자산	3,399	3,093	3,334	3,219	1,928	2,519	2,896	3,591	-40.1	-43.3
부채총계	40,407	40,882	41,937	44,443	45,141	45,422	45,456	45,149	1.6	11.7
책임준비금	36,929	37,859	39,175	41,063	41,979	42,053	42,093	41,682	2.2	13.7
장기보험 CSM 잔액	12,444	12,945	13,175	12,232	12,509	12,741	12,984	12,690	2.3	0.5
자본총계	8,437	8,480	8,715	8,416	7,821	8,218	8,595	8,931	-7.1	-7.3
해약환급금준비금	3,084	3,412	3,724	3,239	2,848	2,565	2,319	2,121	-12.1	-7.7
ROE (%)	27.3	25.6	21.1	9.1	20.3	21.3	19.3	16.7	11.3%p	-6.9%p
K-ICS 비율(%)	229.7	229.2	228.8	201.5	198.8	202.3	205.9	206.9	-2.7%p	-30.9%p

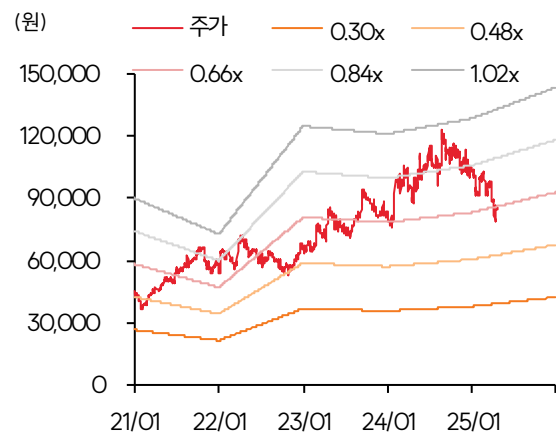
자료: DB 손해보험, SK 증권 추정

PER 밴드 차트



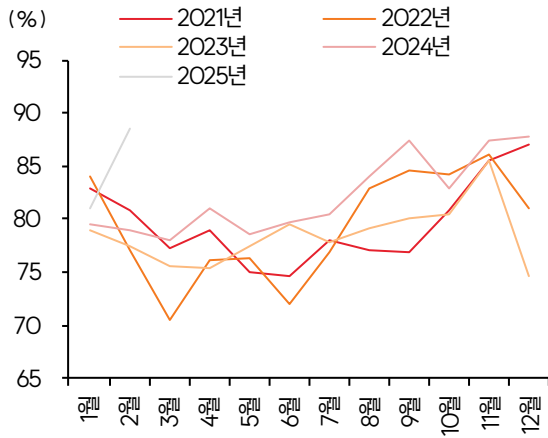
자료: FnGuide, SK 증권 추정

PBR 밴드 차트



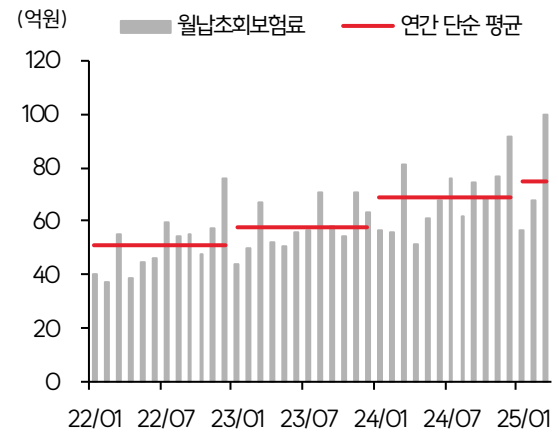
자료: FnGuide, SK 증권 추정

DB 손보 - 자동차 보험 손해율 추이



자료: 언론보도, SK 증권

DB 손보 - GA 채널 신계약 추이



자료: 언론보도, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
운용자산	44,932	49,627	50,476	50,380	50,616
현금및예치금	994	750	835	882	943
유가증권	31,580	34,652	35,198	35,086	35,204
대출금	11,177	13,022	13,245	13,219	13,281
부동산	1,181	1,203	1,198	1,193	1,188
비운용자산	3,571	3,219	3,591	5,019	6,371
특별계정자산	10	13	13	13	13
자산총계	48,514	52,859	54,080	55,412	57,001
책임준비금	36,769	41,063	41,682	41,695	41,921
CSM잔액(원수)	12,152	12,232	12,690	13,169	13,642
기타부채	3,059	3,366	3,453	3,725	4,030
특별계정부채	11	13	13	13	13
부채총계	39,838	44,443	45,149	45,433	45,965
자본금	35	35	35	35	35
신종자본증권	0	0	0	0	0
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	8,651	10,105	11,309	12,617	13,935
해약환급금준비금	2,646	3,239	2,121	1,550	1,249
자본조정	-152	-152	-152	-152	-152
기타포괄손익누계액	104	-1,609	-2,299	-2,559	-2,819
자본총계	8,676	8,416	8,931	9,979	11,036

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)	164	179	165	164	165
신계약 CSM	2,826	3,078	2,712	2,760	2,781
신계약 CSM 배수	79.1	17.2	16.4	16.8	16.8
CSM 관련 지표					
기초CSM	11,643	12,152	12,232	12,690	13,169
CSM 조정 가점 변경	-1,420	-2,142	-1,500	-1,500	-1,500
신계약 CSM(원수)	2,826	3,078	2,712	2,760	2,781
CSM 이자부리	364	441	442	458	474
상각 전 CSM	13,414	13,529	13,886	14,407	14,924
CSM상각액	1,262	1,298	1,196	1,238	1,282
CSM상각률(%)	9.4	9.6	8.6	8.6	8.6
CSM 순증액	509	79	458	479	473
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률	2.9	3.2	3.1	3.1	3.1
평가치분손익 제외 수익률	2.8	3.0	3.1	3.1	3.1
손익구성					
보험손익	76.9	68.5	63.6	65.8	66.4
CSM상각	62.7	54.5	55.3	53.9	54.7
투자손익	23.1	31.5	36.4	34.2	33.6
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)	233.1	201.5	206.9	204.7	200.6

자료: DB손해보험, SK증권 추정

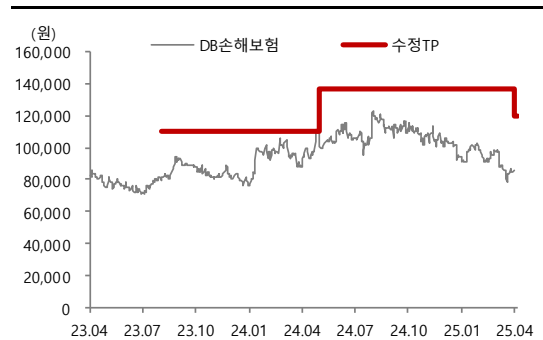
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	1,550	1,619	1,361	1,499	1,542
장기보험	1,351	1,346	1,317	1,362	1,400
CSM 상각	1,264	1,287	1,184	1,226	1,270
RA해제	111	132	154	157	160
예실차	243	172	194	200	196
손실계약비용	-179	-119	-125	-125	-125
기타사업비 및 재보험 손익	-88	-126	-91	-96	-101
일반손해보험	-122	103	-60	28	29
합산비율(IFRS17)	110	93	104	98	98
자동차보험	321	171	104	109	113
합산비율(IFRS17)	92	96	98	98	98
투자손익	467	744	779	778	779
자산운용손익	1,256	1,514	1,550	1,548	1,550
평가치분손익	26	82	0	0	0
보험금융손익	-789	-770	-771	-770	-771
영업이익	2,017	2,363	2,140	2,277	2,321
영업외손익	9	3	-9	-9	-9
세전이익	2,025	2,366	2,131	2,268	2,312
법인세비용	489	594	518	552	562
법인세율(%)	24.1	25.1	24.3	24.3	24.3
당기순이익	1,537	1,772	1,613	1,716	1,750

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율		10.4	1.7	-0.2	0.5
CSM증가율		0.7	3.7	3.8	3.6
BPS증가율		-3.0	6.1	11.7	10.6
보험손익증가율		4.5	-15.9	10.1	2.9
투자손익증가율		59.3	4.8	-0.1	0.1
영업이익증가율		17.2	-9.4	6.4	1.9
세전이익증가율		16.8	-9.9	6.4	1.9
당기순이익증가율		15.3	-9.0	6.4	1.9
주당지표(원)					
EPS	25,594	29,516	26,866	28,584	29,138
BPS	122,536	118,870	126,142	140,944	155,877
EV(BV+CSM)	293,704	291,512	295,265	316,836	338,454
보통주 DPS	5,300	6,800	6,800	7,200	7,400
보통주 배당수익률(%)	6.3	6.6	7.9	8.4	8.6
Valuation 지표					
PER(배)	3.3	3.5	3.2	3.0	2.9
PBR(배)	0.68	0.86	0.68	0.61	0.55
P/EV(배)	0.28	0.35	0.29	0.27	0.25
ROE(%)	17.2	20.7	18.6	18.2	16.7
ROA(%)	3.3	3.5	3.0	3.1	3.1
배당성향(%)	20.7	23.0	25.3	25.2	25.4

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.04.22	매수	120,000원	6개월		
2024.05.21	매수	137,000원	6개월	-24.07%	-10.07%
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 (2025년 04월 22일 기준)

매수	97.52%	중립	2.48%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------