



# DB손해보험 (005830)

가이드라인 적용에도 배당 영향은 제한적

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 106,000원

현재 주가(11/13)	85,200원
상승여력	▲24.4%
시가총액	60,322억원
발행주식수	70,800천주
52 주 최고가 / 최저가	94,000 / 56,000원
90 일 일평균 거래대금	132.83억원
외국인 지분율	46.7%
주주 구성	
김남호 (외 11 인)	23.1%
자사주 (외 1 인)	15.2%
국민연금공단 (외 1 인)	10.0%

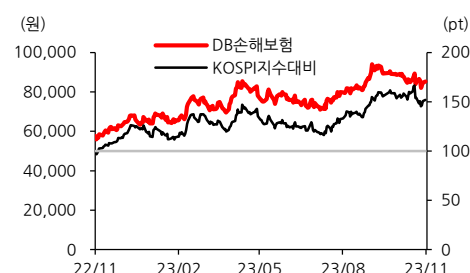
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.9	6.5	9.1	47.4
상대수익률(KOSPI)	-1.8	13.7	12.0	50.6

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	n/a	1,638	1,723	1,737
투자손익	n/a	507	593	676
영업이익	n/a	2,145	2,316	2,414
당기순이익	n/a	1,618	1,714	1,787
CSM (*)	11,781	12,948	14,029	15,138
수정 EPS	16,331	26,948	28,549	29,755
수정 BPS	128,171	263,199	276,951	292,049
수정 PER	2.5	3.2	3.0	2.9
수정 PBR	0.2	0.3	0.3	0.3
수정 ROE	14.1	10.2	10.6	10.5
배당성향	28.2	21.2	23.1	24.5

\* 보유 순부채 기준

## 주가 추이



DB 손해보험의 분기 실적은 자산 평가손과 해외 고액사고로 전기보다 부진했지만 컨센서스에 부합했습니다. 가이드라인을 적용했음에도 손익 상쇄와 자본여력을 고려하면 배당에 미칠 영향은 제한적으로 판단됩니다.

## 3Q23 별도 순이익 3,699억원(-20% YoY), 기대치 부합

DB손해보험의 3Q23 별도 당기순이익은 3,699억원(-20% YoY, -19% QoQ)(단, 전년 동기 IFRS17 적용 & IFRS9 미적용)으로 시장 컨센서스에 부합. 금리 상승에 따른 FVPL(주로 수익증권) 평가손과 해외 사고에 의한 단기 계약(PAA) 손실로 전기 대비 부진하였음. IFRS17 가이드라인을 소급법으로 적용하면서 BEL은 1조원, RA는 700억원대 증가하였고 CSM은 5,000억원 내외, 자본은 4,000억원 후반대 감소함. 3Q23 보험 손익은 4,137억원(-5% QoQ)으로 감소. 해외(괌, 하와이) 사고 영향 760억원으로 PAA 손익이 570억원 QoQ 감소한 결과. 장기 계약(일반 모형) 손익은 CSM 상각의 증가 및 손실계약비용 감소로 10% QoQ 증가함. 투자수익률(보험금융손익 제외)은 2.6%, FVPL 평가손 제외 시 3.2%를 기록. 신계약은 인보험을 중심으로 11% QoQ 증가해 사상 최대 판매액을 기록

## CSM movement

DB손해보험의 3Q23 말 CSM(보유, 순부채)은 12.6조원으로 3% QoQ 증가. 신계약 CSM은 7,851억원(+19% QoQ)으로, 마진 제고(17개월 → 18개월)에 따라 신계약 판매액 증가율을 상회. 3분기까지의 경험조정 추세를 감안해 향후 분기별 -1,500억원 수준의 조정을 가정함. 주요 가이드라인의 적용을 완료한 현 시점에서 CSM 잔액은 2023년 말 10%, 2024년 말 8%, 2025년 말 8% 증가할 것으로 추정

## 배당성향 21% 가정 시, 기대 DY 6.7%

DB손해보험의 2023년 배당성향을 21%, 배당수익률을 6.7%로 추정. 210%를 상회하는 K-ICS비를 하에서 전년과 동일한 DPS 상승폭(+1,100원)을 가정함. 가이드라인 적용에 따른 CSM 감소를 예상치 개선으로 상쇄했고, 이미 확보된 자본여력으로 인해 배당에의 영향은 제한적으로 판단됨. 이후에는 DPS 및 배당성향 상승폭을 함께 고려했으며, 2024년 배당수익률은 7.7%로 기대돼 배당매력이 유효한 것으로 판단

[표1] DB 손해보험의 3Q23 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	3Q23P	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	컨센서스	차이
보험손익	414	434	-4.6	434	-4.7	n/a	n/a
투자손익	69	187	-63.2	175	-60.7	n/a	n/a
영업이익	482	621	-22.3	609	-20.8	496	-2.7
당기순이익	370	465	-20.0	456	-18.8	376	-1.6

자료: DB손해보험, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] DB 손해보험의 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

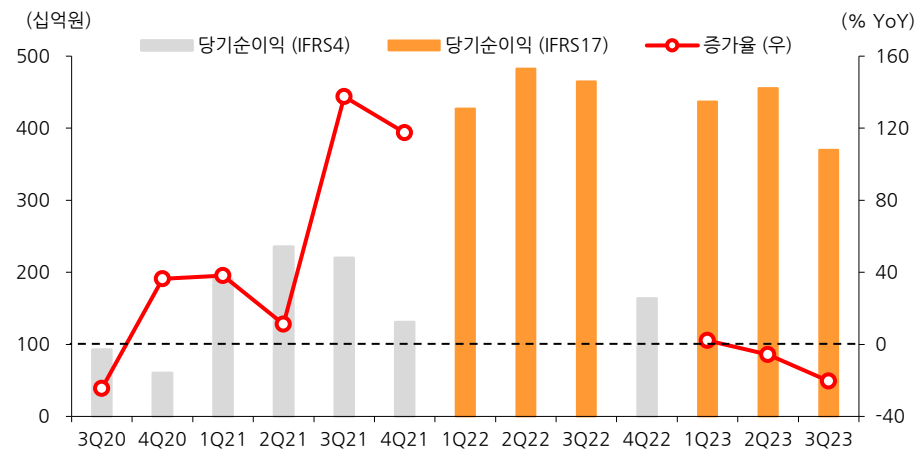
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	QoQ	YoY
AUM				42,365	41,486	41,539	41,238	-0.7	n/a
투자서비스손익	331	342	395		329	369	271	-26.6	-31.4
Yield (%)					3.2	3.6	2.6	-0.9	2.6
CSM (보유 순부채)				11,781	12,030	12,268	12,644	3.1	n/a
CSM 상각	263	277	311		313	312	321	2.8	3.0
단순상각률 (%)					10.4	10.2	10.1	-0.0	10.1
신계약 CSM (원수)					680	660	785	19.0	n/a
월납 신계약 보험료	33.4	33.2	39.4	40.1	40.1	39.2	43.5	11.0	10.4
단순마진 (개월)					16.9	16.8	18.0	1.2	18.0
보험+재보험 손익	415	491	434		442	434	414	-4.7	-4.6
일반/VFA 모형	343	395	403		359	364	400	9.9	-0.9
예실차	102	79	70		45	42	44	5.3	-37.4
보험금*	81	97	73		42	44	37	-14.7	-48.9
사업비	20	-18	-3		2	-2	7	흑전	흑전
RA 변동	32	33	33		29	31	26	-17.1	-21.3
CSM 상각	263	277	311		313	312	321	2.8	3.0
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	-29	2	1		-29	-32	-9	적지	적전
기타	-25	4	-11		1	11	19	65.9	흑전
PAA 모형	100	127	61		116	104	46	-55.1	-23.9
보험수익	1,387	1,450	1,502		1,487	1,527	1,573	3.0	4.7
발생순보험금	874	864	975		899	906	1,007	11.1	3.4
발생순손사비	90	94	107		98	109	111	1.8	3.6
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	2	1	2		2	1	1	-23.8	-66.9
재보험비용	112	135	139		133	162	178	9.9	28.4
기타	-213	-232	-223		-242	-248	-231	적지	적지
기타사업비	28	31	31		34	33	33	-1.9	5.7
투자손익	161	154	187		131	175	69	-60.7	-63.2
보험금융손익	-170	-188	-208		-198	-194	-202	적지	적지
투자서비스손익	331	342	395		329	369	271	-26.6	-31.4
영업이익	576	645	621		573	609	482	-20.8	-22.3
영업외이익	1	0	-2		1	5	-0	적전	적지
세전이익	577	646	618		574	614	482	-21.5	-22.0
당기순이익	427	483	465		437	456	370	-18.8	-20

주: 회색 음영 부분은 데이터 부재, \*보험료 경험조정 포함

자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

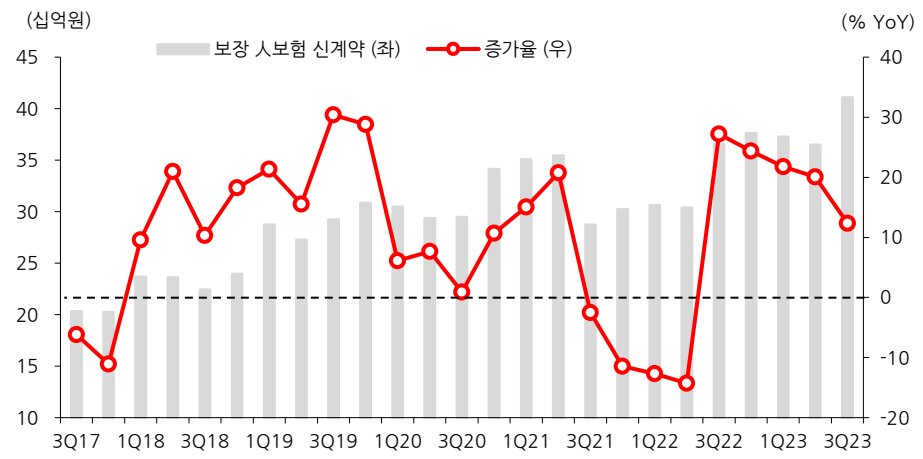
[그림1] DB 손해보험의 분기별 당기순이익 및 증가율



주: 1Q22~3Q22는 IFRS17 & IAS39 기준, 1Q23~3Q23은 IFRS17 & IFRS9 기준

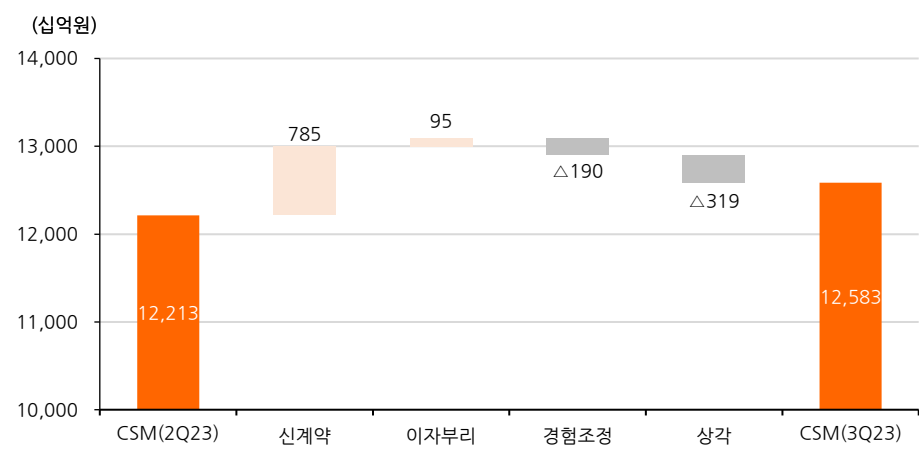
자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] DB 손해보험의 보장성 인보험 신계약 금액 및 증가율



자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

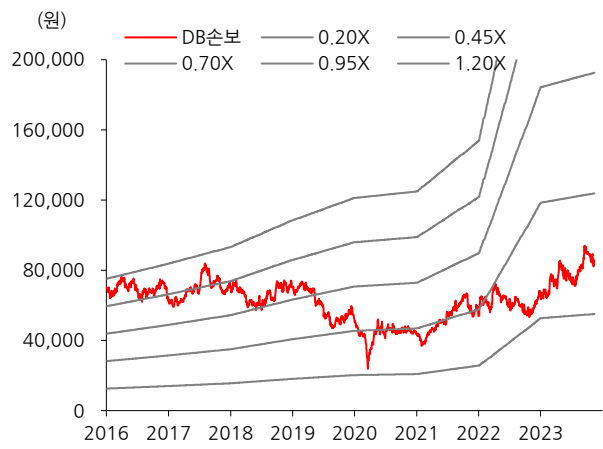
[그림3] DB 손해보험의 3Q23 CSM Movement



주: 원수 보험계약순부채 기준

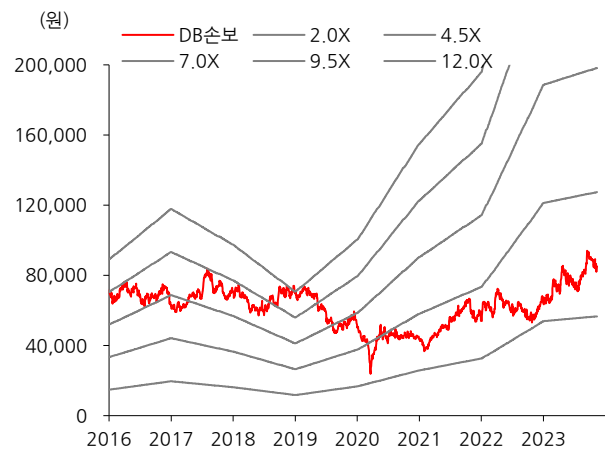
자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] DB 손해보험 12m forward PBR Band



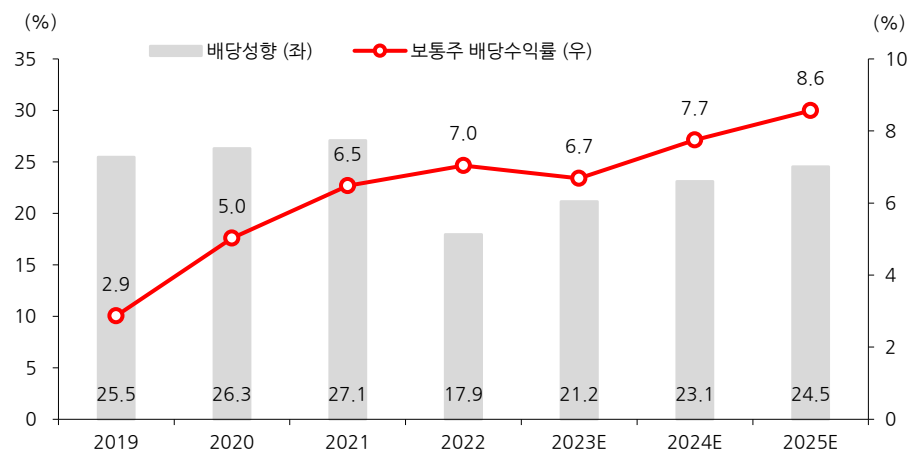
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] DB 손해보험 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] DB 손해보험의 배당지표 추이 및 전망



자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E
운용자산	42,365	41,774	43,989	46,321
현금및예치금	733	601	609	636
유가증권	30,172	29,754	31,340	33,003
FVPL	n/a	10,488	10,998	11,613
FVOCI	n/a	18,405	19,481	20,529
AC	n/a	0	0	0
대출채권	10,280	10,231	10,785	11,359
부동산	1,180	1,187	1,255	1,323
비운용자산	2,679	3,431	3,917	4,116
특별계정자산	8	10	10	11
<b>자산총계</b>	<b>45,052</b>	<b>45,215</b>	<b>47,917</b>	<b>50,448</b>
책임준비금	32,320	33,365	34,772	35,913
BEL	12,175	11,280	11,306	11,064
RA	1,519	1,583	1,654	1,722
CSM	10,683	11,878	12,978	14,106
PAA	2,891	3,049	3,146	3,218
투자계약부채	5,052	5,576	5,688	5,803
기타부채	3,563	3,002	3,002	3,002
후순위채	869	870	870	870
특별계정부채	8	10	11	11
<b>부채총계</b>	<b>35,892</b>	<b>36,377</b>	<b>37,785</b>	<b>38,926</b>
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	7,387	8,684	10,056	11,446
해약환급금준비금	0	2,578	3,841	5,143
자본조정	-152	-152	-152	-152
기타포괄손익누계	1,852	233	154	154
<b>자본총계</b>	<b>9,160</b>	<b>8,838</b>	<b>10,131</b>	<b>11,522</b>

## 성장률

(% YoY)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E
자산총계	n/a	0.4	6.0	5.3
운용자산	n/a	-1.4	5.3	5.3
부채총계	n/a	1.4	3.9	3.0
CSM	n/a	11.2	9.3	8.7
자본총계	n/a	-3.5	14.6	13.7
보험손익	n/a	-4.1	5.2	0.8
투자손익	n/a	-17.7	16.9	14.1
영업이익	n/a	4.5	8.0	4.2
순이익	n/a	5.1	5.9	4.2

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

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

## 포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E
<b>보험손익</b>	<b>n/a</b>	<b>1,638</b>	<b>1,723</b>	<b>1,737</b>
일반 및 변동수수료모형	n/a	1,498	1,557	1,672
CSM 상각	n/a	1,268	1,365	1,473
RA 변동	n/a	114	108	112
예상과실계차이	n/a	181	122	124
손실계약	n/a	-82	-38	-38
기타	n/a	17	0	0
보험료배분접근법모형	n/a	93	508	438
재보험손익	n/a	182	-193	-208
간접사업비	n/a	136	149	164
<b>투자손익</b>	<b>n/a</b>	<b>507</b>	<b>593</b>	<b>676</b>
보험금융손익	n/a	-787	-825	-865
이자수익	n/a	1,179	1,328	1,463
배당수익	n/a	462	431	437
FVPL 평가손익	n/a	30	17	0
기타	n/a	-377	-358	-358
<b>영업이익</b>	<b>n/a</b>	<b>2,145</b>	<b>2,316</b>	<b>2,414</b>
영업외이익	n/a	6	0	0
세전이익	n/a	2,150	2,316	2,414
법인세비용	n/a	532	601	627
<b>당기순이익</b>	<b>n/a</b>	<b>1,618</b>	<b>1,714</b>	<b>1,787</b>

## 주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주요 지표</b>				
월납 신계약 보험료	146	162	159	163
신계약 CSM	n/a	2,808	2,627	2,703
투자수익률	n/a	3.1	3.3	3.4
수정 Book Value	15,702	15,803	16,629	17,536
<b>수익성</b>				
수정 ROE	14.1	10.2	10.6	10.5
수정 ROA	1.9	3.6	3.7	3.6
<b>주당 지표</b>				
수정 EPS	16,331	26,948	28,549	29,755
수정 BPS	128,171	263,199	276,951	292,049
보통주 DPS	4,600	5,700	6,600	7,300
<b>Valuation 및 배당</b>				
수정 PER	2.5	3.2	3.0	2.9
수정 PBR	0.2	0.3	0.3	0.3
배당성향	28.2	21.2	23.1	24.5
보통주 배당수익률	7.0	6.7	7.7	8.6

## [ Compliance Notice ]

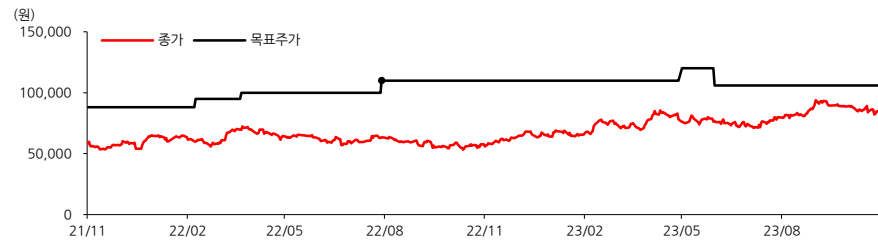
(공표일: 2023년 11월 14일)

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)

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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

## [ DB손해보험 주가와 목표주가 추이 ]



## [ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2021.11.15	2022.01.21	2022.02.22	2022.04.05	2022.05.13
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		88,000	88,000	95,000	100,000	100,000
일 시	2022.06.20	2022.07.11	2022.08.12	2022.09.19	2022.09.26	2022.11.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	100,000	110,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2022.12.28	2023.02.23	2023.05.14	2023.06.14	2023.08.16	2023.09.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	110,000	120,000	106,000	106,000	106,000
일 시	2023.11.14					
투자의견	Buy					
목표가격	106,000					

## [ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.02.22	Buy	95,000	-34.18	-26.00
2022.04.05	Buy	100,000	-36.29	-27.70
2022.08.12	Buy	110,000	-40.18	-22.36
2023.05.14	Buy	120,000	-35.50	-32.25
2023.06.14	Buy	106,000		

## [ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +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 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

## [ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2023년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.6%	3.8%	0.6%	100.0%