



보험 (Positive)

4Q24 Preview: 예상했던 계절성보다 조금 더 부진

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

분석종목

종목명(의견)	목표주가(원)
삼성화재(Hold, 유지)	360,000(유지)
DB손해보험(Buy, 유지)	129,000(유지)
현대해상(Buy, 유지)	50,000(유지)
한화손해보험(Buy, 유지)	6,400(유지)
삼성생명(Hold, 유지)	110,000(유지)
한화생명(Buy, 유지)	3,600(유지)
동양생명(Hold, 유지)	6,000(유지)

보험주의 4Q24 실적은 대부분 컨센서스를 하회하며 부진할 것으로 예상됩니다. 2025년에는 부채 할인을 하락의 영향과 실손 손해율의 정상화가 주요 화두가 될 것으로 전망합니다.

4Q24 합산 실적 8,422억원(-20% YoY, -64% QoQ)로 부진한화투자증권 커버리지 보험주의 4Q24 합산 이익은 8,422억원(-20% YoY, -64% QoQ)으로, 한화손보 및 한화생명 외에는 컨센서스를 하회할 전망. 예상했던 계절성보다 전반적으로 조금 더 부진한 결과인데, 손보는 전반적으로 청구 증가와 자동차 손익 악화가, 생보는 주로 투자 부문에서의 부진이 영향을 미친 것으로 파악

절판 효과로 인해 대부분 보험사에서 신계약 매출이 전분기보다 증가하면서 신계약 CSM은 증가하지만, CSM잔액은 전분기보다 정체되거나 감소할 것으로 추정. 회사별 계리자가정 조정 외에도 금감원 가이드라인 적용 등이 (-) 조정을 유발하기 때문. 돌아해보면 IFRS17 2년차인 2024년에도 CSM의 기중 조정은 대부분 음수로 나타났는데, 주로 해약 증가에 따른 영향이었음. 신계약 경쟁에 의한 해약 증가와 이로 인한 미래이익의 하향은 반드시 지속되어야 하는 요소가 아님. 2025년에도 기중 (-) 조정이 관성적으로 나타날지를 살펴봐야 한다고 판단함

이슈: 할인을 하락과 실손의 구조적 변화 기대

현재 보험업종에는 시장금리 하락뿐 아니라 보험부채에 적용되는 할인율의 추가 하락이 예정되어있음. 4Q24 중 보험사의 자본증권 발행 규모는 4.1조원으로, 직전 4개 분기 평균 대비 255% 증가함. 2025년에는 K-ICS비율 방어를 위한 채권 발행과 재보험 출재, 신계약 CSM 창출 등이 주요 화두가 될 것으로 전망

별도 이슈로 실손 손해율의 정상화를 기대. 비급여 의료비를 중심으로 한 과잉진료 억제가 실현될 경우 기중 예상차의 개선이 우선 반영되고, 이후 2025년 말 또는 2026년 말 계리가정 조정 과정에서 유의한 수준의 손실부담비용 환입이 가능할 것으로 기대됨. 시간은 걸리는 일이지만 구조적인 변화라는 점에서 보험업종, 특히 손보사에 대한 투자 의견을 Positive로 유지. 수익성, 자본적정성과 명확한 자본정책의 제시, 높은 기대 배당수익률 등을 감안해 DB손해보험을 최선호주로 유지하고, 실손 정상화 시 손해가 가장 큰 현대해상을 차선호주로 유지함

커버리지 보험 4Q24 실적 Preview

한화투자증권 커버리지 보험주의 4Q24 합산 실적은 8,422억원(-20% YoY, -64% QoQ)으로, 한화손보 및 한화생명 외에는 컨센서스를 하회할 전망이다. 예상했던 계절성보다 전반적으로 조금 더 부진하다.

대부분 보험사의 신계약 판매는 절판 효과에 의해 호조를 나타내겠다. 신계약 CSM 마진배수는 하락 요인(·금리, 계리가정 등)이 있으나 크지 않고, 이외 판매상품 비중 등에 의한 차이로 회사별 등락이 나날 전망이다. 결과적으로 동양생명 외에는 신계약 CSM이 전분기보다 증가할 전망이다. 다만 연말의 통상적인 계리가정 변경뿐 아니라 금감원의 가이드라인(무저해지 등) 적용 등으로 CSM의 (-) 조정은 불가피하다. 신계약 CSM의 증가에도 불구하고 (-) 조정에 의해 삼성화재, 삼성생명, 한화생명의 CSM 잔액은 전분기보다 1%대 이하로 증가하고, 나머지는 감소할 전망이다. 이는 시장금리 하락과 함께 K-ICS를 하락시키는 요인이 될 것이다.

대형사를 중심으로 청구 증가에 따른 예상차 악화가 예상된다. 전분기 대비 적자로 전환되거나 적자폭이 커지는데, 예상했던 계절성보다는 그 폭이 크다. 독감 등 호흡기 질환 영향으로 보이는데, 기대보다 양호했던 보험사도 1월에는 청구가 증가하는 흐름이다. 자동차 손해율의 계절적인 상승으로 손보사의 PAA손익도 부진할 전망이다. 현대해상의 경우 실손에 대한 가정 악화를 반영하며 손실계약부담비용에 2,000억원대의 손실 반영이 예상된다.

투자손익은 미국 금리 상승에 의한 평가손 및 보유자산 장부가 평가 과정에서 일부사의 손상 인식이 있을 것으로 가정하였다.

(회사별 상세 실적 추정은 5~11page 참조)

[표1] 커버리지 보험사의 4Q24 이익 전망치 및 컨센서스 비교

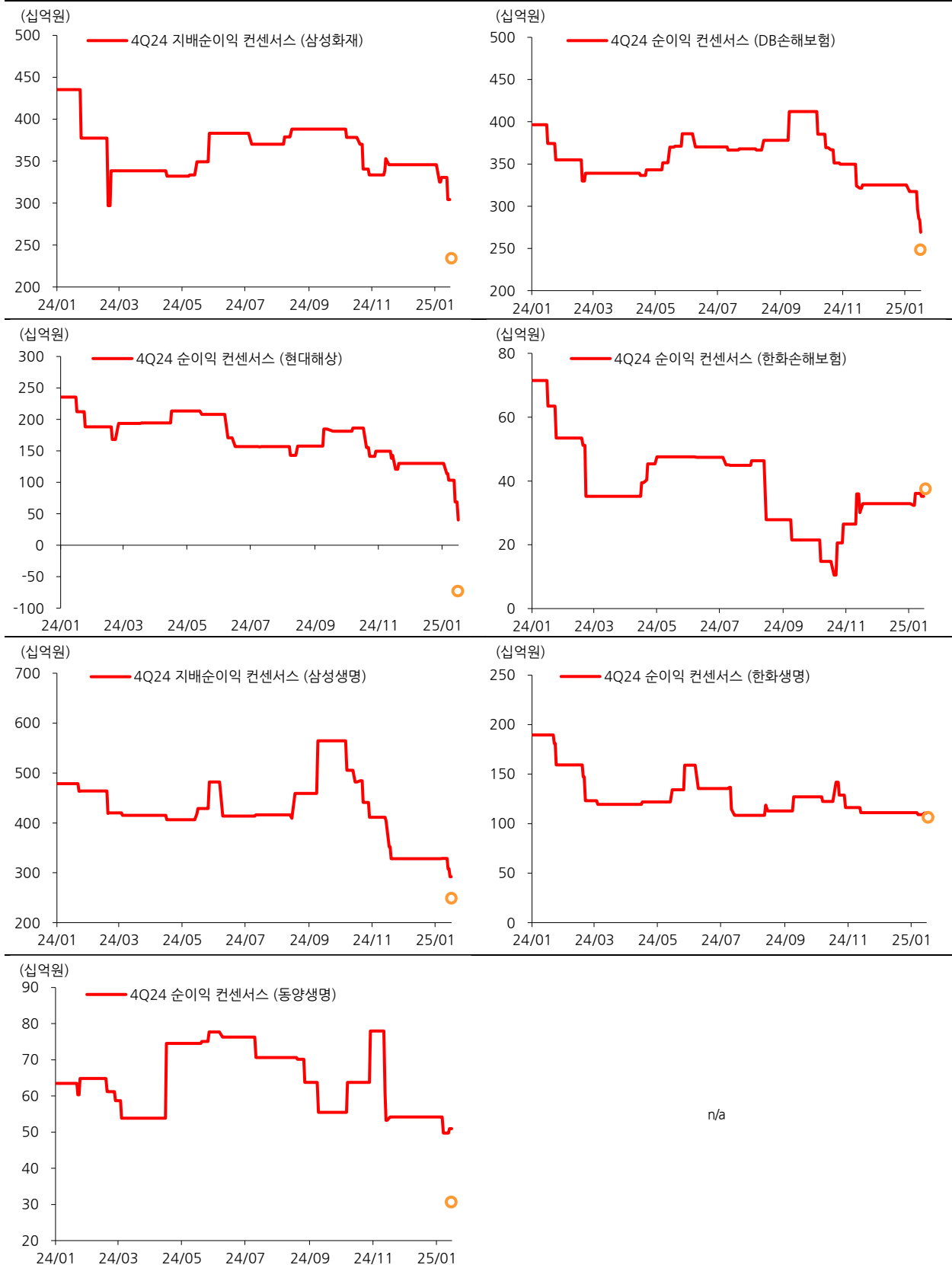
(단위: 십억 원, %, %p)

(십억원)	4Q24E	4Q23	YoY	3Q24	QoQ	컨센서스	차이
삼성화재*	236.3	175.2	34.9	554.1	-57.4	300.2	-21.3
DB손해보험	249.7	261.0	-4.3	453.9	-45.0	269.1	-7.2
현대해상	-71.7	19.4	적전	213.4	적전	40.3	적전
한화손해보험	36.8	37.0	-0.6	91.0	-59.6	35.2	4.5
손해보험 4사	451.0	492.5	-8.4	1,312.4	-65.6	644.7	-30.0
삼성생명*	252.3	445.6	-43.4	673.6	-62.5	292.2	-13.6
한화생명	107.6	38.4	180.5	236.8	-54.6	113.2	-4.9
동양생명	31.2	78.3	-60.1	90.4	-65.5	51.0	-38.8
생명보험 3사	391.2	562.2	-30.4	1,000.8	-60.9	456.3	-14.3
보험 7사	842.2	1,054.7	-20.2	2,313.1	-63.6	1,101.0	-23.5

주: *삼성화재 및 삼성생명은 연결 지배주주 순이익, 그 외 별도 실적 기준

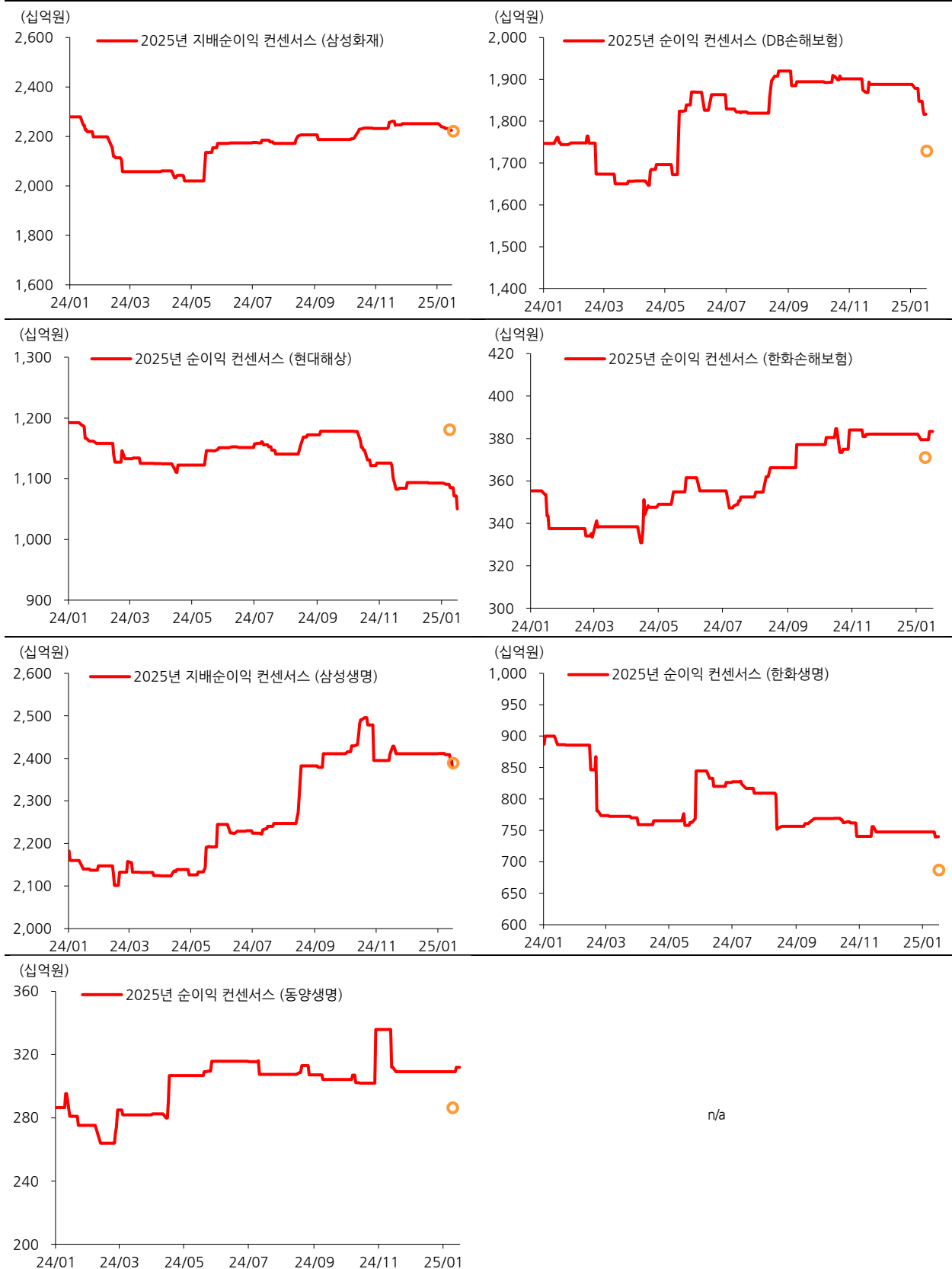
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 커버리지 보험주의 4Q24 이익 컨센서스



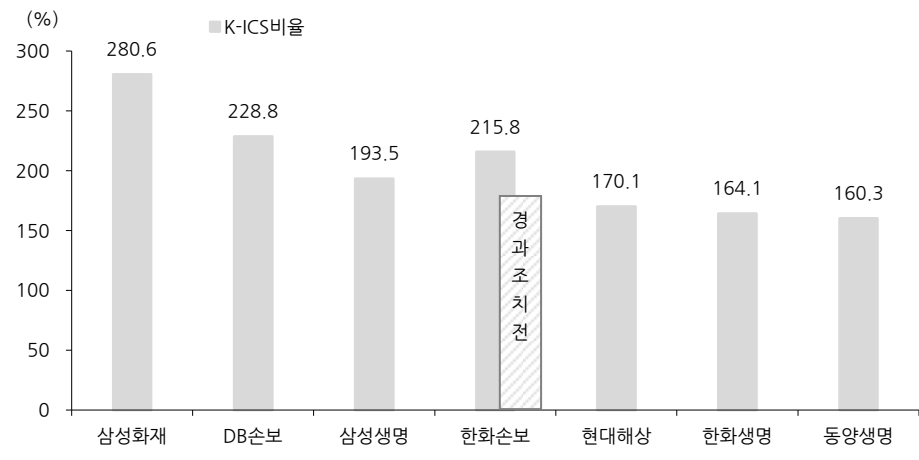
주: 황색 원은 당사 추정치, 삼성화재 및 삼성생명은 연결 지배주주 순이익, 그 외 별도 실적 기준
 자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 커버리지 보험주의 2025 년 이익 컨센서스



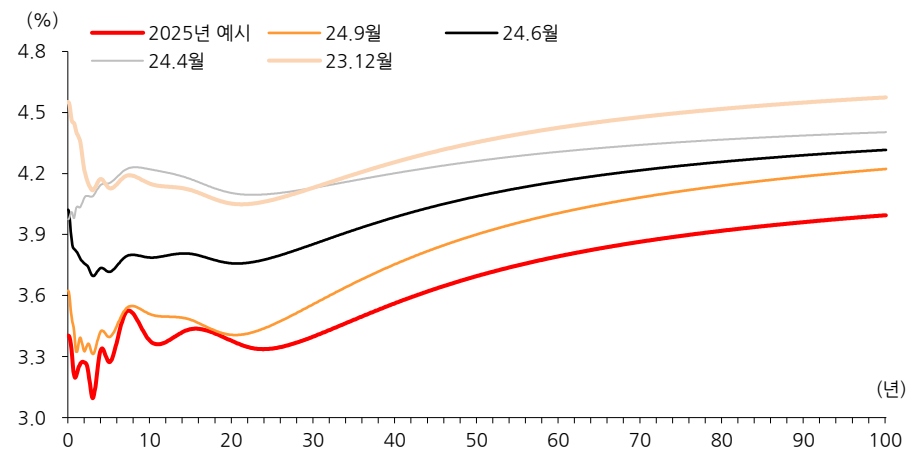
주: 황색 원은 당사 추정치, 삼성화재 및 삼성생명은 연결 지배주주 순이익, 그 외 별도 실적 기준
 자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 보험사별 3Q24 말 K-ICS 비율



자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 보험부채 할인율(금리기간구조): 2025년 할인율 강화 규제 적용 시 예상도



자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

삼성화재 (000810) (Hold / 360,000 원)

삼성화재의 4Q24 연결 지배 순이익은 2,363억원(+35% YoY, -57% QoQ)으로 시장 컨센서스를 21% 하회하는 어닝 쇼크가 예상된다. 당사의 기존 추정치와 비교해 보험손익은 유사하나 투자손익에서의 처분손 인식이 영향을 주었다.

vs. 4Q23(YoY): 보험손익 증가는 CSM 상각익이 꾸준히 증가한 결과다. 전년 동기 교체매매에 따른 처분손실이 있었는데, 이번에도 그에 준하는 처분손실이 예상된다. 다만 보유이원의 상승과 FVPL 평가손의 개선으로 투자손익은 증가할 것으로 가정하였다.

vs. 3Q24(QoQ): 계절성이 크다. 예실차와 PAA손익의 적자 전환이 동반되며 보험손익은 절반 수준으로 감소한다. 보험 이자/배당이 소폭 감소하는 가운데 매매/평가 등 자산손실이 확대되며 투자손익은 감소할 전망이다.

보험: 예실차는 청구 증가에 의해, PAA손익은 자동차 손해를 상승에 의해 부진하겠다. 매출 호조에 의해 신계약 CSM이 9,000억원대로 증가하지만, 상각 및 연말 계리가정 변경에 따른 조정으로 잔액 증가는 제한될 전망이다.

투자: 금융자산 처분손실에 의해 평가보다 부진한 투자수익률(2.3%)을 기록할 것으로 예상된다. 환율 상승에 의한 보험금융손익 악화도 일부 가정하였다.

신계약: 분기 최대 매출을 기록했던 지난 1Q24보다 판매액이 늘어날 것으로 기대된다. 전분기와 유사한 마진배수를 가정하면 신계약 CSM은 12% QoQ 증가할 전망이다.

삼성화재의 배당성향을 40.4%(+3%p YoY)로 가정하면 배당수익률은 보통주 5.5%, 우선주 7.4%로 기대된다. 배당기준일은 미정이다(직전 2024년 3월 27일).

[표2] 삼성화재의 분기별 주요 손익 및 추정치

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	620	577	477	229	617	640	561	268	-51.9	19.2
일반/VFA 모형	469	500	459	333	493	519	468	376	-27.5	8.6
예실차	64	75	30	-75	69	83	21	-84	적전	적지
RA 변동	31	40	40	36	37	38	38	39	-9.8	-7.8
CSM 상각	389	396	402	405	405	415	427	439	0.6	7.1
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	-14	-11	-13	-33	-18	-18	-18	-18	적지	적지
기타	-1	0	0	0	0	0	0	0	n/a	n/a
PAA 모형	173	131	47	-61	173	176	128	-65	적전	적지
기타사업비	22	53	30	42	49	54	36	44	42.5	-40.0
투자손익	293	226	145	91	258	232	236	205	-37.5	156.1
보험금융손익	-343	-349	-298	-378	-344	-346	-349	-351	적지	적지
투자서비스손익	636	575	443	469	601	578	585	556	5.7	23.1
영업이익	913	804	741	320	874	872	797	473	-56.8	40.5
영업외이익	5	2	3	0	0	0	0	0	n/a	n/a
세전이익	918	806	744	320	874	872	797	473	-57.0	41.4
지배주주순이익	701	611	554	236	646	644	588	349	-57.4	34.9
CSM (보유 순부채)	13,533	13,826	13,994	14,080	14,449	14,852	15,278	15,707	0.6	7.1

주: 연결 기준

자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

DB 손해보험 (005830) (Buy / 129,000 원)

DB손해보험의 4Q24 당기순이익은 2,497억원(-4% YoY, -45% QoQ)으로 시장 컨센서스를 7% 하회하는 부진한 실적이 예상된다. 당사의 기존 추정치와 비교하면 보험손익의 감소가 실적 부진의 주 원인이다.

vs. 4Q23(YoY): PF 충당금이 발생하고 외환파생손익이 부진했던 전년 동기보다 투자손익은 증가한다. 하지만 예실차가 가장 양호했던 전년 동기보다 보험손익은 감소한다. 결과적으로 영업이익은 전년 동기와 유사한 수준으로 예상된다.

vs. 3Q24(QoQ): 매매평가이익이 양호했던 전년 동기보다 투자손익은 감소한다. 계절적인 보험손익 악화가 더해지며 영업이익은 44% 감소할 것으로 예상된다.

보험: 청구 증가에 따라 예실차가 처음으로 적자를 기록할 전망이다. 자동차 손해를 상승으로 PAA손익도 적자를 기록하면서 보험손익은 계절적 부진을 나타낼 전망이다.

투자: 평가보다 부진한 매매평가이익과 일부 손상차손을 가정해 투자수익률을 2.8%로 반영하였다.

신계약: 인보험이 역대 최대 매출을 경신하면서 8,000억원 수준의 신계약 CSM이 기대된다. 다만 연말 계리가정 변경에 따른 조정으로 CSM잔액은 감소할 것으로 추정된다.

DB손해보험의 배당성향을 전년보다 1.6%p 상승한 22.3%로 가정하면 배당수익률은 7.2%로 기대된다. 배당기준일은 미정이다(직전 2024년 3월 29일).

[표3] DB 손해보험의 분기별 주요 손익 및 추정치

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	563	534	361	213	418	429	477	287	-41.0	-12.0
일반/VFA 모형	463	413	379	286	360	401	372	341	-24.6	-4.0
예실차	4	63	61	-39	19	51	12	-30	적전	적전
RA 변동	20	36	40	36	37	37	38	39	-9.6	41.5
CSM 상각	327	336	342	339	324	333	342	352	-0.7	3.8
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	94	-36	-59	-50	-20	-20	-20	-20	적지	적지
기타	18	14	-4	0	0	0	0	0	n/a	n/a
PAA 모형	122	151	9	-43	83	61	135	-21	적전	적지
기타사업비	22	29	27	30	25	32	30	33	12.1	10.0
투자손익	204	171	245	124	185	185	187	169	-49.3	34.2
보험금융손익	-180	-197	-175	-214	-198	-201	-203	-205	적지	적지
투자서비스손익	384	368	420	338	384	386	390	375	-19.6	17.6
영업이익	767	705	606	337	604	615	664	456	-44.3	0.8
영업외이익	-4	13	-3	0	0	0	0	0	n/a	n/a
세전이익	762	718	603	337	604	615	664	456	-44.0	-0.1
당기순이익	583	541	454	250	447	455	492	337	-45.0	-4.3
CSM (보유 순부채)	12,493	12,991	13,225	12,758	13,170	13,499	13,887	14,330	-3.5	4.7

주: 별도 기준

자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

현대해상 (001450) (Buy / 50,000 원)

현대해상의 4Q24 당기순손실은 717억원(적자전환 YoY, QoQ)으로 시장 컨센서스와 달리 적자를 기록할 것으로 예상된다. 당사의 기존 추정치와 비교하면 보험손익, 특히 손실계약부담비용에서의 대규모 비용 인식이 실적 부진의 주 원인이다.

vs. 4Q23(YoY): 연말 계리적 가정을 변경하는 과정에서 손실계약(실손)에 대한 비용이 전년 동기 4,000억원대 발생했다. 이번 4Q24에는 비용이 2,000억원대로 예상되는데, 기존 예상보다 큰 규모이다. 이외 예실차 적자폭 확대와 전년 동기의 높은 배당수익에 대한 기저효과 등으로 인해 영업이익은 적자로 전환될 전망이다.

vs. 3Q24(QoQ): 예실차 적자폭 확대와 실손의 미래손실 증가, 자동차 손해율 악화 등으로 보험손익이 적자로 전환되고, 보유자산의 평가액 감소로 투자손익이 감소할 것으로 추정된다.

보험: 청구 증가에 따른 예실차 악화와 자동차 손해율 상승에 따른 PAA손익 부진은 업계의 공통사항이다. 동사의 경우 전술한 손실계약 비용이 대규모 반영되면서 기존 추정치를 크게 하회하는 실적을 나타낼 전망이다. 이러한 손실계약 비용은 추후 실손 손해율이 추세적 개선을 보일 경우 환입을 기대할 수 있다.

투자: 일부 손상차손을 가정해 투자수익률을 평가보다 소폭 낮은 2.6%로 반영하였다.

신계약: 전분기보다 소폭 증가한 인보험 매출을 기반으로 역대 최대 수준의 신계약 CSM을 기록할 전망이다. 다만 연말 계리적가정 변동과 함께 가이드라인 적용 등의 영향으로 CSM 잔액은 전분기보다 5% 감소할 것으로 예상된다.

[표4] 현대해상의 분기별 주요 손익 및 추정치

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	533	376	182	-166	339	366	264	116	적전	적지
일반/VFA 모형	454	302	152	-47	216	274	230	166	적전	적지
예실차	-40	44	-92	-103	-26	25	-26	-37	적지	적지
RA 변동	35	32	32	37	37	38	38	39	16.4	8.7
CSM 상각	239	237	240	244	230	236	243	250	1.8	3.2
손실계약관련(+ 환입, - 비용)	226	-2	-22	-220	-20	-20	-20	-80	적지	적지
기타	-7	-9	-6	-5	-5	-5	-5	-5	적지	적지
PAA 모형	91	87	44	-97	136	107	50	-26	적전	적전
기타사업비	12	13	14	23	13	14	16	24	55.9	600.0
투자손익	108	96	109	70	118	128	135	131	-36.0	-62.1
보험금융손익	-212	-209	-196	-212	-213	-214	-216	-218	적지	적지
투자서비스손익	320	305	305	282	331	343	351	349	-7.5	-24.4
영업이익	641	472	291	-96	457	495	399	247	적전	적지
영업외이익	-9	-6	-5	0	0	0	0	0	n/a	n/a
세전이익	632	466	286	-96	457	495	399	247	적전	적지
당기순이익	477	356	213	-72	339	367	296	183	적전	적전
CSM (보유 순부채)	9,120	9,244	9,321	8,845	9,105	9,361	9,627	9,914	-5.1	-2.6

주: 별도 기준

자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

한화손해보험 (000370) (Buy / 6,400 원)

한화손해보험의 4Q24 당기순이익은 368억원(-1% YoY, -60% QoQ)으로 시장 컨센서에 부합할 것으로 예상된다. 당사의 기존 추정치와 비교하면 보험손익의 선방이 기대된다.

vs. 4Q23(YoY): 예실차는 개선되지만 PAA손익은 악화되었다. 이자/배당수익과 보험금융손익 간의 스프레드가 개선되었지만 보유자산 손실을 가정한었다. 결과적으로 영업이익은 전년 동기와 유사하다.

vs. 3Q24(QoQ): 계절적인 예실차 악화와 자동차 손해를 상승으로 보험손익이 64% 감소하면서 영업이익이 55% 감소할 것으로 예상된다.

보험: 일회성 요인보다는 계절적 요인에 의해 부진할 전망이다. 실손 2세대 및 3세대의 요율 인상을 반영하면서 손실계약부담비용에서는 환입이 일부 발생할 수 있겠다.

투자: 일부 손상차손을 가정한 투자수익률을 평가보다 소폭 낮은 2.6%로 반영하였다.

신계약: 절판 효과로 인해 둔화되었던 인보험 매출이 의미 있게 증가할 것으로 기대된다. 이에 신계약 CSM은 8% QoQ 증가할 전망이다. 다만 상각 및 연말 계리적가정 변경에 의해 잔액은 전분기보다 2% 감소할 것으로 추정된다.

[표5] 한화손해보험의 분기별 주요 손익 및 추정치

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	149	136	88	32	141	139	76	32	-64.1	-9.3
일반/VFA 모형	178	140	106	66	130	130	113	58	-37.5	114.7
예실차	73	23	-7	-45	27	25	5	-52	적지	적지
RA 변동	18	19	19	20	20	20	21	21	7.0	2.8
CSM 상각	102	102	101	103	101	103	106	108	2.1	1.5
손실계약관련(+ 환입, - 비용)	2	-17	-17	-7	-15	-15	-15	-15	적지	적지
기타	-17	14	11	-4	-3	-3	-3	-3	적전	적지
PAA 모형	11	40	17	11	54	56	1	22	-37.3	-72.0
기타사업비	40	45	36	46	43	47	37	48	28.4	30.0
투자손익	23	28	38	17	31	30	31	20	-55.1	-30.5
보험금융손익	-101	-97	-102	-103	-104	-105	-107	-108	적지	적지
투자서비스손익	123	126	140	120	136	135	138	129	-13.9	-1.0
영업이익	172	164	126	49	172	169	108	52	-61.4	-18.0
영업외이익	1	-4	3	0	0	0	0	0	n/a	n/a
세전이익	173	161	129	49	172	169	108	52	-62.2	-15.2
당기순이익	125	130	91	37	130	128	81	39	-59.6	-0.6
CSM (보유 순부채)	3,934	3,927	3,902	3,843	3,932	4,021	4,102	4,205	-1.5	-1.5

주: 별도 기준

자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

삼성생명 (032830) (Hold / 110,000 원)

삼성생명의 4Q24 연결 지배주주 순이익은 2,523억원(-43% YoY, -63% QoQ)으로 시장 컨센서스를 14% 하회할 전망이다. 별도 세전이익은 -44% YoY, -68% QoQ 수준이다. 당사의 기존 추정치와 비교하면 손실계약 비용 증가에 따른 보험손익의 감소가 실적 부진의 주 원인이다.

vs. 4Q23(YoY): 전년 동기 소멸계약의 미수이자를 반영하면서 CSM상각익에 일회성 요인이 부가됐던 기저효과에 더하여, 손실계약으로 전환된 물건에서 손실계약부담비용이 발생할 것으로 예상된다. 이에 따라 보험손익이 37% 감소할 전망이다.

vs. 3Q24(QoQ): 계절성에 의한 예실차 부진과 손실계약부담비용의 발생으로 보험손익이 1/3 수준으로 감소할 전망이다. 특별계정까지 포함하면, 외환파생손익의 기저효과도 높다.

보험: 예실차 악화에 더해 손실계약 전환에 따른 비용을 1,800억원으로 가정하였다.

투자: 이자/배당수익의 증가로 보험금융비용과의 스프레드는 개선될 것으로 추정된다. 다만 연말 자산가치 평가 과정에서의 손실을 가정해 투자수익률을 2.4%로 반영하였다.

신계약: 보장성 신계약 매출은 전분기와 유사한 수준으로 예상되나, 전분기에 보유 기준 마진배수가 낮아졌던 기저효과로 신계약 CSM은 9% QoQ 증가할 것으로 추정된다.

삼성생명의 배당성향을 37.7%(+3%p YoY)로 가정하면 배당수익률은 5.1%로 기대된다. 배당기준일은 지난해 말로 경과하였다.

[표6] 삼성생명의 분기별 주요 손익 및 추정치

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	268	444	475	154	365	455	421	364	-67.7	-36.7
일반/VFA 모형	280	457	491	173	380	469	438	384	-64.9	-33.8
예실차	-116	45	11	-78	-32	48	6	-58	적전	적지
RA 변동	77	77	80	79	81	81	81	81	-0.6	2.1
CSM 상각	339	346	347	351	350	358	369	379	1.2	-4.8
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	-34	-12	44	-180	-18	-18	-18	-18	적전	적지
기타	13	0	9	0	0	0	0	0	n/a	n/a
기타사업비	12	13	16	19	15	14	16	20	22.0	5.0
투자손익	487	108	119	33	534	125	127	128	-72.4	-66.7
일반계정	436	95	97	33	534	125	127	128	-66.4	-70.8
특별계정	51	14	21	0	1	2	3	4	n/a	n/a
보험금융손익	-1,914	-1,970	-1,428	-1,413	-1,409	-1,412	-1,415	-1,419	적지	적지
투자서비스손익	2,400	2,079	1,547	1,446	1,943	1,537	1,542	1,548	-6.6	-56.4
영업이익	755	552	594	186	899	580	548	493	-68.6	-45.3
영업외이익	7	18	-15	0	0	0	0	0	n/a	n/a
세전이익	761	570	579	186	899	580	548	493	-67.8	-44.3
지배주주 순이익*	622	746	674	252	595	638	614	538	-62.5	-43.4
CSM (보유 순부채)	11,970	12,165	12,320	12,372	12,748	13,110	13,498	13,876	0.4	5.8

주: 별도 기준, *지배주주 순이익은 연결로 산출

자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

한화생명 (088350) (Buy / 3,600 원)

한화생명의 4Q24 당기순이익은 1,076억원(+180% YoY, -55% QoQ)으로 시장 컨센서에 부합할 것으로 예상된다. 당사의 기존 추정치와 비교하면 투자손익의 개선이 기대된다.

vs. 4Q23(YoY): 전년 동기에는 연금보험에 대한 선택률 가정 변경을 적용하면서 손실계약비용이 1,800억원 반영되었다. 이번에도 손실계약비용은 발생하겠으나 그 규모는 300억원대 수준으로 줄어들 것으로 보인다. 주로 보험손익 증가에 의해 영업이익은 85% 증가하겠다.

vs. 3Q24(QoQ): 전분기 대규모 빌딩 매각익에 대한 기저효과가 크다.

보험: 손실계약비용 외에는 특이요인이 크지 않다.

투자: 이자/배당수익과 보험금융손익 간의 스프레드가 소폭 개선된 가운데 연말 장부가 평가 과정에서의 일부 손상을 가정해 투자수익률을 2.8%로 추정하였다.

신계약: 보장성 신계약의 월초 보험료 매출이 전분기보다 증가하면서 신계약 CSM은 12% QoQ 증가할 전망이다. 금감원의 가이드라인 적용 영향은 크지 않은 가운데 연말 계리적가정 변경의 영향을 반영하면서 CSM잔액은 1% QoQ 증가할 것으로 추정된다.

[표기] 한화생명의 분기별 주요 손익 및 추정치

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	91	184	107	123	164	232	165	166	14.7	41.9
일반/VFA 모형	141	216	155	162	213	267	212	207	4.1	30.9
예실차	-96	-22	-54	-44	-24	28	-32	-42	적지	적지
RA 변동	28	36	37	37	37	37	37	37	0.1	46.5
CSM 상각	215	210	206	212	210	212	216	221	2.7	-7.9
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	-12	-18	-43	-53	-20	-20	-20	-20	적지	적지
기타	6	11	9	10	10	10	10	10	11.0	-10.8
PAA 모형	-4	0	-1	-2	0	0	0	-2	적지	적지
기타사업비	47	32	48	37	48	34	46	38	-23.6	5.0
투자손익	129	30	174	21	50	52	41	45	-87.7	흑전
일반계정	139	46	88	21	50	52	41	45	-75.8	137.2
특별계정	-9	-16	85	0	1	2	3	4	n/a	n/a
보험금융손익	-762	-1,030	-665	-686	-685	-685	-691	-695	적지	적지
투자서비스손익	891	1,061	839	707	735	737	732	741	-15.7	-60.7
영업이익	220	214	281	144	214	284	206	211	-48.7	85.2
영업외이익	0	-3	10	0	0	0	0	0	n/a	n/a
세전이익	220	212	291	144	214	284	206	211	-50.5	74.4
당기순이익	176	172	237	108	160	212	154	158	-54.6	180.5
CSM (보유 순부채)	9,087	8,983	8,969	9,101	9,298	9,495	9,702	9,905	1.5	0.2

주: 별도 기준

자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

동양생명 (082640) (Hold / 6,000 원)

동양생명의 4Q24 당기순이익은 312억원(-60% YoY, -65% QoQ)으로 시장 컨센서스를 39% 하회하는 어닝 쇼크를 기록할 것으로 예상된다. 당사의 기존 추정치와 비교하면 투자손익의 부진이 추정치 하향을 야기하였다.

vs. 4Q23(YoY): 전년 동기 중 일반계정의 유가증권 매매평가이익이 610억원 발생했던 기저효과가 있다. 당분기에는 동일한 항목에서 손실이 발생하면서 일반계정 투자손익이 680억원 감소할 전망이다.

vs. 3Q24(QoQ): 전분기 손실계약관련비용에서 190억원의 순환입이 발생한 데 따라 보험손익에서의 기저효과가 예상된다.

보험: 해지율 상승 기조에 따라 손실계약으로 전환된 포트폴리오에서 100억원대의 손실계약부담비용이 발생할 전망이다. 예실차는 여전히 양호하다.

투자: 미국금리 상승의 영향으로 해외채권으로부터 평가손을 인식할 전망이다. 이자/배당수익과 보험금융손익 간의 스프레드가 개선 추세임에도 불구하고, 이로 인해 투자손익은 적자를 기록할 것으로 예상된다.

신계약: 보장성 신계약의 월초 보험료 매출이 전분기보다 20%대 감소하면서 신계약 CSM도 25% QoQ 감소할 것으로 추정된다. 연말 계리적가정 변경과 금감원의 가이드라인을 적용한 영향으로 CSM 잔액은 7% 감소할 전망이다.

[표8] 동양생명의 분기별 주요 손익 및 추정치

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	56	81	97	63	59	72	68	71	-35.0	23.8
일반/VFA 모형	60	89	105	71	67	81	77	80	-32.6	35.8
예실차	-15	12	1	5	-5	9	2	4	444.7	96.8
RA 변동	12	12	12	12	13	12	13	13	2.7	6.7
CSM 상각	64	65	67	68	65	66	68	70	1.6	8.2
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	-6	-4	19	-14	-6	-6	-6	-6	적전	적지
기타	5	3	7	0	0	0	0	0	n/a	n/a
기타사업비	8	9	8	8	8	9	9	9	-0.8	5.0
투자손익	52	35	18	-22	26	26	27	27	적전	적전
일반계정	50	36	17	-22	26	26	27	27	적전	적전
특별계정	2	0	1	0	1	2	3	4	n/a	n/a
보험금융손익	-248	-273	-200	-240	-241	-242	-244	-246	적지	적지
투자서비스손익	300	308	218	218	266	269	271	273	-0.2	-37.0
영업이익	108	116	115	41	85	99	94	98	-64.3	-52.5
영업외이익	0	-4	0	0	0	0	0	0	n/a	n/a
세전이익	108	112	115	41	85	99	94	98	-64.3	-58.4
당기순이익	88	87	90	31	65	75	72	75	-65.5	-60.1
CSM (보유 순부채)	2,795	2,813	2,858	2,661	2,741	2,826	2,903	2,995	-6.9	1.3

주: 별도 기준

자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표: 삼성화재]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024E	2025E	2026E
운용자산	81,667	82,282	82,942	83,691
현금및예치금	1,738	1,735	1,872	1,910
유가증권	50,351	50,835	51,326	51,801
FVPL	10,281	10,818	10,888	10,981
FVOCI	37,733	37,516	37,930	38,298
AC	1,732	1,802	1,809	1,823
대출채권	27,822	26,860	26,844	27,049
부동산	1,755	2,852	2,900	2,930
비운용자산	3,279	3,163	3,617	4,071
특별계정자산	73	92	96	100
자산총계	85,019	85,537	86,655	87,861
책임준비금	63,697	63,970	63,845	63,791
BEL	32,465	31,765	29,911	28,120
RA	1,660	1,860	1,983	2,103
CSM	13,303	14,269	15,889	17,520
PAA	4,349	4,100	3,845	3,585
투자계약부채	11,920	11,977	12,218	12,464
기타부채	5,104	5,708	5,672	5,638
후순위채	0	0	0	0
특별계정부채	74	92	96	100
부채총계	68,875	69,771	69,614	69,530
자본금	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	12,279	13,702	15,081	16,469
해약환급금준비금	1,180	2,187	3,627	5,067
자본조정	-1,487	-1,487	-1,487	-1,487
기타포괄손익누계	4,357	2,586	2,482	2,385
자본총계	16,144	15,767	17,041	18,332

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2023	2024E	2025E	2026E
자산총계	5.2	0.6	1.3	1.4
운용자산	5.6	0.8	0.8	0.9
부채총계	0.9	1.3	-0.2	-0.1
CSM	9.5	7.3	11.4	10.3
자본총계	28.9	-2.3	8.1	7.6
보험손익	18.7	-5.4	9.5	8.6
투자손익	-13.3	80.3	23.2	-2.4
영업이익	11.4	14.4	8.6	5.2
순이익	11.9	15.8	5.9	5.2

주: IFRS 연결 기준

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

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	2,013	1,903	2,085	2,264
일반 및 변동수수료모형	1,754	1,761	1,856	2,043
CSM 상각	1,521	1,593	1,687	1,870
RA 변동	139	147	152	164
예상과실계차이	168	90	88	80
손실계약	-88	-71	-71	-71
기타	14	2	0	0
보험료배분접근법모형	574	290	412	414
간접사업비	316	147	183	193
투자손익	419	755	930	907
보험금융손익	-1,371	-1,368	-1,389	-1,429
이자수익	2,036	2,177	2,245	2,254
배당수익	355	411	434	444
FVPL 평가손익	-85	81	0	0
기타	-516	-545	-359	-361
영업이익	2,427	2,777	3,015	3,172
영업외이익	18	10	0	0
세전이익	2,445	2,787	3,015	3,172
법인세비용	625	682	786	827
당기순이익	1,820	2,105	2,229	2,344
지배주주 순이익	1,817	2,103	2,227	2,342

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2023	2024E	2025E	2026E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	188	225	220	226
신계약 CSM	3,500	3,415	3,377	3,478
투자수익률	2.3	2.6	2.8	2.8
수정 Book Value	23,062	22,462	23,748	25,059
수익성				
수정 ROE	8.3	9.0	9.4	9.3
수정 ROA	2.1	2.4	2.5	2.6
주당 지표				
수정 EPS	44,532	51,448	54,397	57,115
수정 BPS	542,519	528,394	558,659	589,483
보통주 DPS	16,000	20,000	22,500	25,000
Valuation 및 배당				
수정 PER	5.9	7.0	6.7	6.4
수정 PBR	0.5	0.7	0.7	0.6
배당성향	37.4	40.4	42.9	45.3
보통주 배당수익률	5.2	5.5	6.2	6.8

[재무제표: DB손해보험]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024E	2025E	2026E
운용자산	44,932	47,779	49,717	52,146
현금및예치금	994	651	640	665
유가증권	31,580	34,197	35,703	37,451
FVPL	11,174	11,283	11,751	12,317
FVOCI	19,545	21,895	22,933	24,115
AC	0	0	0	0
대출채권	11,177	11,722	12,160	12,749
부동산	1,181	1,209	1,214	1,282
비운용자산	3,571	3,356	3,407	3,406
특별계정자산	10	13	14	14
자산총계	48,514	51,147	53,137	55,566
책임준비금	36,769	39,410	40,156	41,143
BEL	13,433	14,833	13,134	11,652
RA	1,575	1,790	1,940	2,086
CSM	11,351	11,887	13,457	15,028
PAA	3,037	3,203	3,615	4,042
투자계약부채	7,372	7,698	8,010	8,335
기타부채	3,059	2,704	2,692	2,681
후순위채	870	668	668	668
특별계정부채	11	13	14	14
부채총계	39,838	42,127	42,862	43,839
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	8,651	10,160	11,457	12,944
해약환급금준비금	2,646	3,229	4,229	5,228
자본조정	-152	-152	-152	-152
기타포괄손익누계	104	-1,061	-1,102	-1,137
자본총계	8,676	9,020	10,276	11,728

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2023	2024E	2025E	2026E
자산총계	7.5	5.4	3.9	4.6
운용자산	6.1	6.3	4.1	4.9
부채총계	11.0	5.7	1.7	2.3
CSM	29.1	4.7	13.2	11.7
자본총계	-5.9	4.0	13.9	14.1
보험손익	-22.7	7.9	-5.7	20.0
투자손익	-18.8	59.3	-2.2	0.2
영업이익	-21.8	19.8	-4.7	13.7
순이익	-21.1	18.9	-6.7	13.7

주: IFRS 별도 기준

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

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	1,550	1,672	1,576	1,891
일반 및 변동수수료모형	1,419	1,542	1,473	1,625
CSM 상각	1,264	1,344	1,351	1,490
RA 변동	111	132	151	160
예상과실계차이	211	86	52	55
손실계약	-179	-51	-80	-80
기타	12	30	0	0
보험료배분접근법모형	238	239	222	397
간접사업비	107	109	120	132
투자손익	467	744	727	729
보험금융손익	-789	-766	-808	-847
이자수익	1,193	1,381	1,480	1,530
배당수익	16	21	22	22
FVPL 평가손익	70	61	0	0
기타	-23	46	34	24
영업이익	2,017	2,416	2,303	2,619
영업외이익	9	5	0	0
세전이익	2,025	2,420	2,303	2,619
법인세비용	489	593	598	682
당기순이익	1,537	1,828	1,705	1,938

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2023	2024E	2025E	2026E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	164	178	184	189
신계약 CSM	2,860	2,962	3,046	3,099
투자수익률	2.9	3.3	3.2	3.1
수정 Book Value	14,622	14,851	16,437	18,213
수익성				
수정 ROE	9.7	12.4	10.9	11.2
수정 ROA	3.3	3.7	3.3	3.6
주당 지표				
수정 EPS	25,594	30,439	28,326	32,274
수정 BPS	243,523	247,337	273,747	303,326
보통주 DPS	5,300	6,800	7,500	9,400
Valuation 및 배당				
수정 PER	3.3	3.4	3.3	2.9
수정 PBR	0.3	0.4	0.3	0.3
배당성향	20.7	22.3	26.4	29.1
보통주 배당수익률	5.6	7.2	8.0	10.0

[재무제표: 현대해상]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024E	2025E	2026E
운용자산	41,500	44,396	46,565	48,840
현금및예치금	1,350	1,377	1,389	1,451
유가증권	28,660	31,272	32,841	34,456
FVPL	8,130	8,495	9,022	9,490
FVOCI	19,515	21,735	22,777	23,923
AC	0	0	0	0
대출채권	10,397	10,570	11,093	11,627
부동산	1,092	1,178	1,243	1,306
비운용자산	2,241	2,192	2,191	2,279
특별계정자산	18	23	24	25
자산총계	43,758	46,611	48,780	51,143
책임준비금	34,817	38,301	39,361	40,469
BEL	17,105	20,253	19,919	19,648
RA	1,752	1,921	2,009	2,097
CSM	9,142	8,897	9,967	11,025
PAA	3,527	3,562	3,648	3,725
투자계약부채	3,290	3,669	3,818	3,973
기타부채	2,811	2,894	2,881	2,867
후순위채	945	1,251	1,251	1,251
특별계정부채	13	20	21	22
부채총계	37,641	41,216	42,262	43,358
자본금	45	45	45	45
자본잉여금	113	113	113	113
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	6,553	7,362	8,547	9,877
해약환급금준비금	3,422	4,664	5,596	6,527
자본조정	-69	-68	-68	-68
기타포괄손익누계	-524	-2,057	-2,120	-2,182
자본총계	6,117	5,395	6,518	7,785

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2023	2024E	2025E	2026E
자산총계	-4.1	6.5	4.7	4.8
운용자산	-3.8	7.0	4.9	4.9
부채총계	3.6	9.5	2.5	2.6
CSM	9.5	-2.7	12.0	10.6
자본총계	-34.3	-11.8	20.8	19.4
보험손익	-61.2	75.6	17.3	16.5
투자손익	19.5	-22.7	33.8	3.2
영업이익	-42.3	27.9	22.2	12.2
순이익	-37.1	21.0	21.6	12.1

주: IFRS 별도 기준

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

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	526	925	1,085	1,264
일반 및 변동수수료모형	275	861	886	1,027
CSM 상각	873	961	959	1,067
RA 변동	130	136	152	159
예상과실계차이	-186	-191	-65	-69
손실계약	-522.1	-18.2	-140	-110.0
기타	-19	-26	-20	-20
보험료배분접근법모형	290	126	267	310
간접사업비	38	63	68	73
투자손익	496	383	513	529
보험금융손익	-783	-829	-862	-893
이자수익	1,023	1,121	1,203	1,233
배당수익	440	607	454	472
FVPL 평가손익	117	-95	0	0
기타	-302	-422	-283	-283
영업이익	1,022	1,308	1,598	1,793
영업외이익	-24	-20	0	0
세전이익	998	1,288	1,598	1,793
법인세비용	192	313	412	463
당기순이익	806	975	1,186	1,329

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2023	2024E	2025E	2026E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	151	143	140	144
신계약 CSM	1,677	1,813	1,909	1,963
투자수익률	3.0	2.8	3.0	3.0
수정 Book Value	9,377	7,515	8,704	10,031
수익성				
수정 ROE	6.7	11.5	14.6	14.2
수정 ROA	1.8	2.2	2.5	2.7
주당 지표				
수정 EPS	10,275	12,431	15,122	16,954
수정 BPS	119,577	95,836	111,000	127,921
보통주 DPS	2,063	0	0	0
Valuation 및 배당				
수정 PER	3.0	2.0	1.7	1.5
수정 PBR	0.3	0.3	0.2	0.2
배당성향	20.1	0.0	0.0	0.0
보통주 배당수익률	6.8	0.0	0.0	0.0

[재무제표: 한화손해보험]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024E	2025E	2026E
운용자산	17,018	18,668	19,619	20,925
현금및예치금	391	477	513	549
유가증권	13,285	14,663	15,440	16,476
FVPL	4,746	4,915	5,217	5,567
FVOCI	8,215	9,429	9,904	10,590
AC	0	0	0	0
대출채권	3,089	3,114	3,267	3,479
부동산	252	414	399	421
비운용자산	980	1,051	1,132	1,155
특별계정자산	0	0	0	0
자산총계	17,998	19,719	20,751	22,080
책임준비금	13,510	15,454	16,122	17,060
BEL	7,816	9,729	9,985	10,517
RA	1,046	1,122	1,168	1,214
CSM	3,927	3,878	4,241	4,599
PAA	654	656	658	663
투자계약부채	67	70	69	68
기타부채	1,082	1,244	1,244	1,244
후순위채	249	598	598	598
특별계정부채	0	0	0	0
부채총계	14,592	16,698	17,366	18,304
자본금	774	774	774	774
자본잉여금	67	69	69	69
신종자본증권	234	234	234	234
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	2,313	2,643	3,007	3,398
해약환급금준비금	1,790	2,235	2,683	3,131
자본조정	-1	-5	-5	-5
기타포괄손익누계	19	-694	-694	-694
자본총계	3,406	3,021	3,385	3,776

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2023	2024E	2025E	2026E
자산총계	5.7	9.6	5.2	6.4
운용자산	6.8	9.7	5.1	6.7
부채총계	5.8	14.4	4.0	5.4
CSM	5.3	-1.2	9.4	8.4
자본총계	5.5	-11.3	12.1	11.5
보험손익	0.9	38.8	-4.3	6.6
투자손익	27.8	13.5	6.2	9.4
영업이익	6.3	32.6	-2.1	7.2
순이익	5.8	31.6	-1.1	7.0

주: IFRS 별도 기준

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

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	292	405	388	414
일반 및 변동수수료모형	218	491	431	488
CSM 상각	386	407	418	455
RA 변동	75	77	82	85
예상과실계차이	-83	43	5	29
손실계약	-98	-40	-62	-66
기타	-62	4	-12	-16
보험료배분접근법모형	189	80	133	115
간접사업비	115	166	175	189
투자손익	94	106	113	123
보험금융손익	-404	-403	-425	-446
이자수익	374	402	418	433
배당수익	183	209	212	219
FVPL 평가손익	3	19	0	0
기타	-64	-121	-93	-83
영업이익	386	511	501	537
영업외이익	-0	-0	0	0
세전이익	385	511	501	537
법인세비용	95	129	122	132
당기순이익	291	382	378	405

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2023	2024E	2025E	2026E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	64	72	76	77
신계약 CSM	670	742	766	781
투자수익률	3.0	2.9	2.8	2.8
수정 Book Value	4,825	4,027	4,307	4,607
수익성				
수정 ROE	5.4	8.3	8.7	8.8
수정 ROA	1.5	2.0	1.8	1.8
주당 지표				
수정 EPS	2,210	3,175	3,149	3,379
수정 BPS	31,202	26,214	28,035	29,987
보통주 DPS	200	0	0	0
Valuation 및 배당				
수정 PER	1.8	1.3	1.5	1.4
수정 PBR	0.1	0.2	0.2	0.2
배당성향	12.6	0.0	0.0	0.0
보통주 배당수익률	4.5	0.0	0.0	0.0

[재무제표: 삼성생명]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024E	2025E	2026E
운용자산	247,053	242,052	245,458	249,657
현금및예치금	3,272	2,412	2,149	2,139
유가증권	193,589	193,473	196,468	199,375
FVPL	10,781	11,428	11,132	11,402
FVOCI	166,226	162,239	165,531	168,167
AC	0	0	0	0
대출채권	46,358	42,394	43,006	44,238
부동산	3,834	3,773	3,836	3,904
비운용자산	4,877	3,797	3,570	3,655
특별계정자산	27,544	27,332	28,442	29,597
자산총계	279,474	273,182	277,470	282,909
책임준비금	192,391	207,197	210,104	214,159
BEL	148,335	162,821	163,620	165,592
RA	2,787	2,841	2,860	2,884
CSM	11,876	12,617	14,122	15,587
PAA	0	0	0	0
투자계약부채	29,394	28,919	29,502	30,096
기타부채	11,475	6,612	6,414	6,214
후순위채	0	0	0	0
특별계정부채	27,553	27,338	28,448	29,604
부채총계	241,946	248,709	252,527	257,538
자본금	100	100	100	100
자본잉여금	6	6	6	6
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	13,178	14,202	15,205	16,173
해약환급금준비금	0	0	0	0
자본조정	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110
기타포괄손익누계	26,354	12,275	11,742	11,203
자본총계	37,528	24,473	24,942	25,371

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2023	2024E	2025E	2026E
자산총계	6.8	-2.3	1.6	2.0
운용자산	6.3	-2.0	1.4	1.7
부채총계	6.8	2.8	1.5	2.0
CSM	14.8	6.2	11.9	10.4
자본총계	7.0	-34.8	1.9	1.7
보험손익	-10.8	-7.5	19.8	9.1
투자손익	210.1	236.2	22.5	-10.4
영업이익	-1.4	24.9	20.7	2.0
순이익	19.7	21.1	3.9	4.1

주: IFRS 별도 기준

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

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	1,449	1,341	1,605	1,751
일반 및 변동수수료모형	1,504	1,400	1,671	1,820
CSM 상각	1,326	1,384	1,456	1,617
RA 변동	459	314	323	325
예상과실계차이	-218	-138	-36	-50
손실계약	-64	-182	-72	-72
기타	2	22	0	0
보험료배분접근법모형	0	0	0	0
간접사업비	56	60	66	69
투자손익	222	746	914	819
보험금융손익	-9,182	-6,725	-5,656	-5,719
이자수익	6,016	5,907	5,935	5,917
배당수익	1,158	1,248	1,265	1,311
FVPL 평가손익	2,355	648	0	0
기타	-125	-333	-630	-690
영업이익	1,671	2,087	2,520	2,570
영업외이익	11	9	0	0
세전이익	1,681	2,096	2,520	2,570
법인세비용	298	407	655	669
당기순이익	1,383	1,689	1,865	1,902
(연결)지배주주 순이익	1,895	2,294	2,385	2,484

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2023	2024E	2025E	2026E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	3,104	3,753	3,452	3,535
신계약 CSM	3,460	3,246	3,075	3,133
투자수익률	2.6	2.6	2.7	2.6
수정 Book Value	68,391	47,942	49,514	51,025
수익성				
수정 ROE	4.2	5.7	6.9	6.9
수정 ROA	0.7	0.8	0.9	0.9
주당 지표				
수정 EPS	10,554	12,777	13,282	13,832
수정 BPS	262,532	187,316	196,071	204,486
보통주 DPS	3,700	4,800	5,200	5,600
Valuation 및 배당				
수정 PER	6.5	7.4	6.9	6.6
수정 PBR	0.3	0.5	0.5	0.4
배당성향	35.1	37.6	39.2	40.5
보통주 배당수익률	5.4	5.1	5.7	6.1

[재무제표: 한화생명]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024E	2025E	2026E
운용자산	97,010	102,415	104,999	107,542
현금및예치금	2,127	1,145	1,130	1,149
유가증권	75,725	83,190	85,146	87,029
FVPL	21,134	23,641	24,541	25,101
FVOCI	39,462	43,669	44,617	45,686
AC	11,408	12,155	12,264	12,518
대출채권	16,378	15,830	16,460	17,035
부동산	2,780	2,249	2,264	2,328
비운용자산	2,238	2,214	2,258	2,119
특별계정자산	15,545	15,031	15,641	16,277
자산총계	114,793	119,660	122,898	125,937
책임준비금	83,364	92,240	94,605	96,736
BEL	63,495	72,626	74,350	75,814
RA	1,637	1,722	1,768	1,817
CSM	9,171	9,196	10,001	10,824
PAA	12	6	2	-2
투자계약부채	9,049	8,690	8,484	8,282
기타부채	4,453	2,716	2,620	2,521
후순위채	0	0	0	0
특별계정부채	15,561	15,052	15,663	16,299
부채총계	103,406	109,992	112,871	115,540
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485
신종자본증권	498	1,097	1,097	1,097
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	6,307	6,858	7,489	8,137
해약환급금준비금	2,505	3,955	4,885	5,843
자본조정	-1,119	-1,114	-1,114	-1,114
기타포괄손익누계	873	-2,001	-2,273	-2,551
자본총계	11,387	9,668	10,027	10,398

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2023	2024E	2025E	2026E
자산총계	-1.2	4.2	2.7	2.5
운용자산	-2.6	5.6	2.5	2.4
부채총계	2.9	6.4	2.6	2.4
CSM	-5.7	0.3	8.8	8.2
자본총계	-27.8	-15.1	3.7	3.7
보험손익	-3.2	-22.6	44.5	7.7
투자손익	-66.7	292.5	-47.2	-17.3
영업이익	-21.5	15.8	6.6	2.6
순이익	-22.4	12.3	-1.2	2.5

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	651	504	728	784
일반 및 변동수수료모형	818	674	899	962
CSM 상각	883	843	859	928
RA 변동	117	137	149	152
예상과실계차이	-68	-216	-70	-79
손실계약	-145	-126	-80	-80
기타	31	37	40	40
보험료배분접근법모형	-21	-7	-4	-3
간접사업비	146	164	167	175
투자손익	90	355	187	155
보험금융손익	-4,326	-3,144	-2,757	-2,823
이자수익	2,633	2,539	2,660	2,695
배당수익	47	125	59	61
FVPL 평가손익	996	200	0	0
기타	741	635	225	223
영업이익	741	859	915	939
영업외이익	12	7	0	0
세전이익	753	866	915	939
법인세비용	137	174	232	238
당기순이익	616	692	684	701

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2023	2024E	2025E	2026E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	3,263	3,882	3,258	3,377
신계약 CSM	2,541	2,145	1,942	2,001
투자수익률	4.5	3.5	2.8	2.8
수정 Book Value	16,312	13,515	13,776	14,044
수익성				
수정 ROE	3.1	4.4	4.6	4.7
수정 ROA	0.5	0.6	0.5	0.5
주당 지표				
수정 EPS	779	874	840	863
수정 BPS	21,709	17,986	18,335	18,691
보통주 DPS	150	0	0	0
Valuation 및 배당				
수정 PER	3.6	2.8	3.0	2.9
수정 PBR	0.1	0.1	0.1	0.1
배당성향	18.3	0.0	0.0	0.0
보통주 배당수익률	5.3	0.0	0.0	0.0

[재무제표: 동양생명]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024E	2025E	2026E
운용자산	31,153	31,968	33,069	34,140
현금및예치금	1,551	711	689	700
유가증권	23,039	24,750	25,572	26,356
FVPL	4,307	5,186	5,492	5,618
FVOCI	18,571	19,449	19,965	20,623
AC	0	0	0	0
대출채권	6,218	6,155	6,444	6,709
부동산	345	352	363	375
비운용자산	567	1,149	1,103	1,059
특별계정자산	1,176	1,119	1,165	1,212
자산총계	32,896	34,236	35,336	36,410
책임준비금	28,329	30,954	31,846	32,699
BEL	22,300	24,517	24,996	25,433
RA	436	470	483	497
CSM	2,540	2,661	2,995	3,331
PAA	0	-0	-1	-2
투자계약부채	3,053	3,306	3,373	3,441
기타부채	458	179	154	129
후순위채	0	300	300	300
특별계정부채	1,158	1,096	1,140	1,186
부채총계	29,944	32,231	33,142	34,016
자본금	807	807	807	807
자본잉여금	464	464	464	464
신종자본증권	345	345	345	345
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	1,362	1,571	1,839	2,121
해약환급금준비금	640	1,069	1,313	1,556
자본조정	-61	-60	-60	-60
기타포괄손익누계	36	-1,120	-1,200	-1,282
자본총계	2,952	2,005	2,194	2,394

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2023	2024E	2025E	2026E
자산총계	-1.6	4.1	3.2	3.0
운용자산	10.3	2.6	3.4	3.2
부채총계	-15.7	7.6	2.8	2.6
CSM	7.0	4.8	12.6	11.2
자본총계	-39.5	-32.1	9.4	9.1
보험손익	n/a	26.5	-8.6	10.8
투자손익	n/a	-34.1	26.5	-11.0
영업이익	n/a	5.2	-0.9	4.7
순이익	n/a	0.4	-3.4	4.5

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	234	296	271	300
일반 및 변동수수료모형	256	325	305	336
CSM 상각	258	264	268	295
RA 변동	45	47	50	51
예상과실계차이	10	4	10	14
손실계약	-59	-6	-24	-24
기타	1	16	0	0
보험료배분접근법모형	0	0	0	0
간접사업비	27	33	34	36
투자손익	127	84	106	94
보험금융손익	-1,065	-960	-973	-999
이자수익	924	999	1,069	1,083
배당수익	1	4	4	4
FVPL 평가손익	242	8	0	0
기타	26	33	5	6
영업이익	361	380	376	394
영업외이익	12	-4	0	0
세전이익	373	375	376	394
법인세비용	77	78	89	94
당기순이익	296	297	287	300

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2023	2024E	2025E	2026E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	814	950	802	822
신계약 CSM	760	736	636	652
투자수익률	4.0	3.3	3.3	3.3
수정 Book Value	4,467	3,219	3,476	3,745
수익성				
수정 ROE	6.3	7.3	8.0	7.8
수정 ROA	0.8	0.8	0.8	0.8
주당 지표				
수정 EPS	1,781	1,788	1,724	1,807
수정 BPS	28,654	20,641	22,291	24,012
보통주 DPS	400	0	0	0
Valuation 및 배당				
수정 PER	2.5	2.5	2.7	2.6
수정 PBR	0.2	0.2	0.2	0.2
배당성향	21.1	0.0	0.0	0.0
보통주 배당수익률	6.9	0.0	0.0	0.0

[Compliance Notice]

(공표일: 2025년 1월 20일)

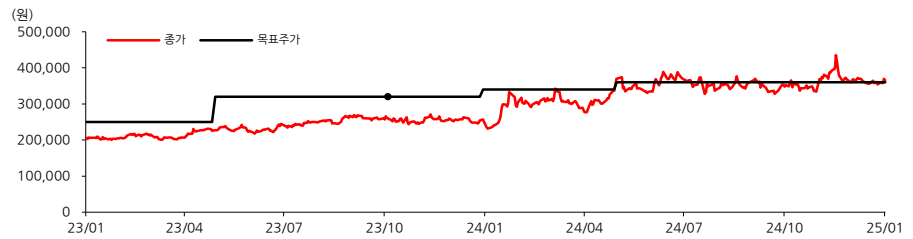
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하, 권지우)

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

상기 '한화손해보험, 한화생명'은 당사와 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률"에서 규정하는 계열회사의 관계에 있는 법인입니다.

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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[삼성화재 주가와 목표주가 추이]



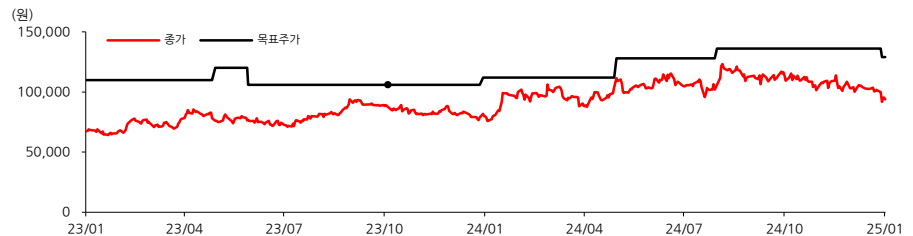
[투자 의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.02.22	2023.05.14	2023.06.14	2023.08.16	2023.09.01
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		250,000	320,000	320,000	320,000	320,000
일 시	2023.11.14	2024.01.15	2024.02.23	2024.05.16	2024.06.17	2024.07.08
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold
목표가격	320,000	340,000	340,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2024.08.16	2024.10.08	2024.11.11	2025.01.20		
투자 의견	Hold	Hold	Hold	Hold		
목표가격	360,000	360,000	360,000	360,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.05.14	Buy	320,000	-22.68	-15.31
2024.01.15	Buy	340,000	-12.92	0.88
2024.05.16	Hold	360,000		

[DB손해보험 주가와 목표주가 추이]



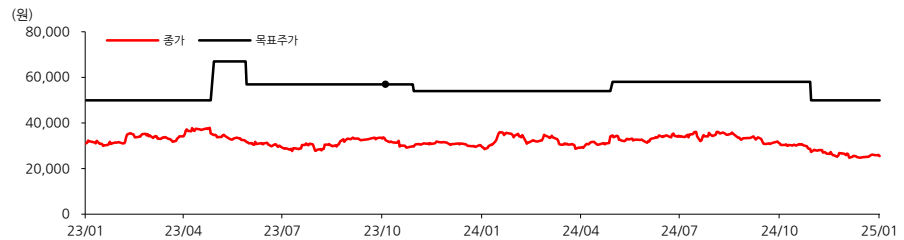
[투자의견 변동 내역]

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					
투자의견	Buy					
목표가격	129,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

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		

[현대해상 주가와 목표주가 추이]



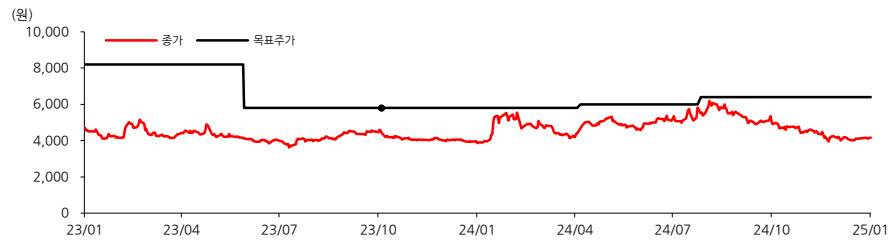
[투자의견 변동 내역]

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		50,000	67,000	57,000	57,000	57,000
일 시	2023.11.15	2023.11.29	2023.12.28	2024.01.15	2024.01.26	2024.04.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	54,000	54,000	54,000	54,000	54,000	54,000
일 시	2024.05.16	2024.05.31	2024.06.17	2024.06.28	2024.07.04	2024.07.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000
일 시	2024.08.16	2024.08.30	2024.09.27	2024.10.08	2024.11.11	2024.11.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000	50,000
일 시	2025.01.20					
투자의견	Buy					
목표가격	50,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.05.14	Buy	67,000	-49.84	-47.91
2023.06.14	Buy	57,000	-45.99	-40.79
2023.11.15	Buy	54,000	-41.54	-33.43
2024.05.16	Buy	58,000	-42.98	-37.67
2024.11.15	Buy	50,000		

[한화손해보험 주가와 목표주가 추이]



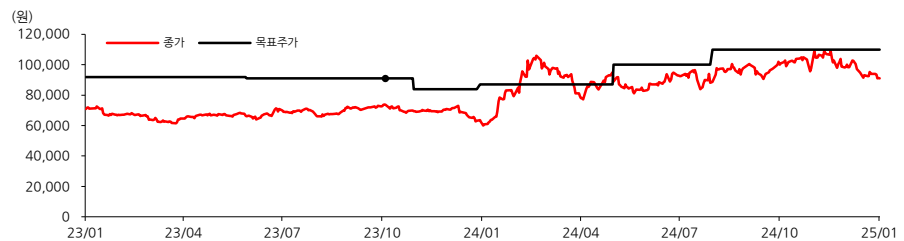
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.02.07	2023.06.14	2023.08.07	2023.09.01	2023.11.14
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		8,200	5,800	5,800	5,800	5,800
일 시	2024.01.15	2024.02.23	2024.04.22	2024.05.02	2024.06.17	2024.07.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	5,800	5,800	6,000	6,000	6,000	6,000
일 시	2024.08.12	2024.10.08	2024.11.11	2024.11.12	2025.01.20	
투자의견	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	6,400	6,400	6,400	6,400	6,400	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.06.14	Buy	5,800	-26.22	-4.31
2024.04.22	Buy	6,000	-15.95	-2.83
2024.08.12	Hold	6,400		

[삼성생명 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

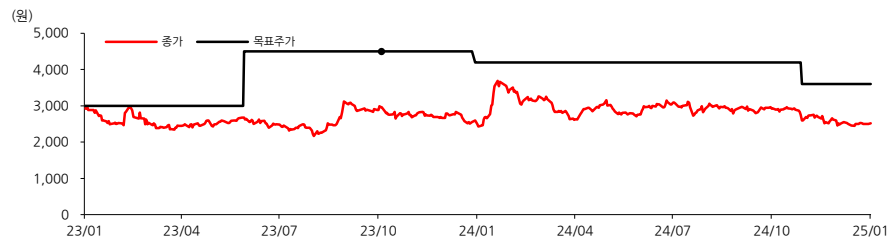
일 시	2016.08.12	2023.02.22	2023.05.30	2023.06.14	2023.08.22	2023.09.01
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		92,000	92,000	91,000	91,000	91,000
일 시	2023.11.15	2024.01.15	2024.02.21	2024.05.17	2024.06.17	2024.07.10
투자의견	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	84,000	87,000	87,000	100,000	100,000	100,000
일 시	2024.08.16	2024.10.08	2024.11.11	2024.11.18	2025.01.20	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold	
목표가격	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.06.14	Buy	91,000	-23.78	-18.90
2023.11.15	Buy	84,000	-17.95	-12.98
2024.01.15	Buy	87,000	-1.20	21.84
2024.05.17	Hold	100,000	-11.22	-3.50
2024.08.16	Buy	110,000		

[한화생명 주가와 목표주가 추이]



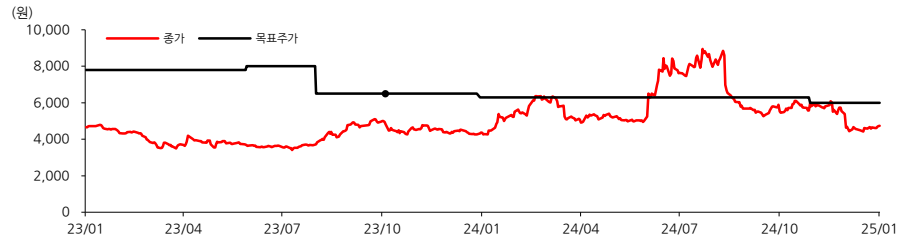
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.02.23	2023.05.30	2023.06.14	2023.08.18	2023.09.01
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		3,000	3,000	4,500	4,500	4,500
일 시	2024.01.15	2024.02.22	2024.05.17	2024.06.17	2024.07.10	2024.08.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	4,200	4,200	4,200	4,200	4,200	4,200
일 시	2024.10.08	2024.11.11	2024.11.14	2025.01.20		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	4,200	4,200	3,600	3,600		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.06.14	Buy	4,500	-41.31	-30.67
2024.01.15	Buy	4,200	-29.48	-12.14
2024.11.14	Buy	3,600		

[동양생명 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.02.24	2023.05.30	2023.06.14	2023.08.17	2023.09.01
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		7,800	7,800	8,000	6,500	6,500
일 시	2023.11.10	2024.01.15	2024.05.21	2024.06.17	2024.10.08	2024.11.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold
목표가격	6,500	6,300	6,300	6,300	6,300	6,300
일 시	2024.11.14	2025.01.20				
투자의견	Hold	Hold				
목표가격	6,000	6,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.06.14	Buy	8,000	-54.86	-53.63
2023.08.17	Buy	6,500	-30.78	-21.54
2024.01.15	Buy	6,300	-3.76	42.22
2024.11.14	Hold	6,000		

[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 추정에 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: 2024년 12월 31일)

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