



보험 (Positive)

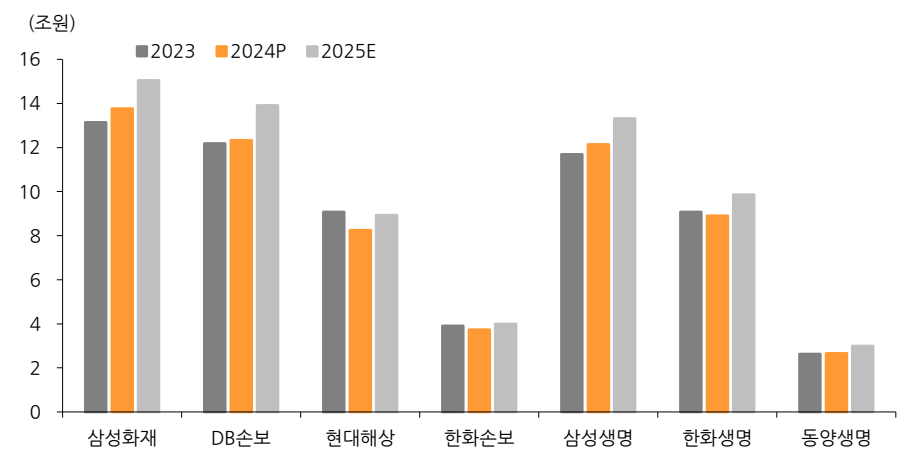
2024년 실적 및 2025년 전망 비교

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

어렵다면 중요한 것만 봐도 된다

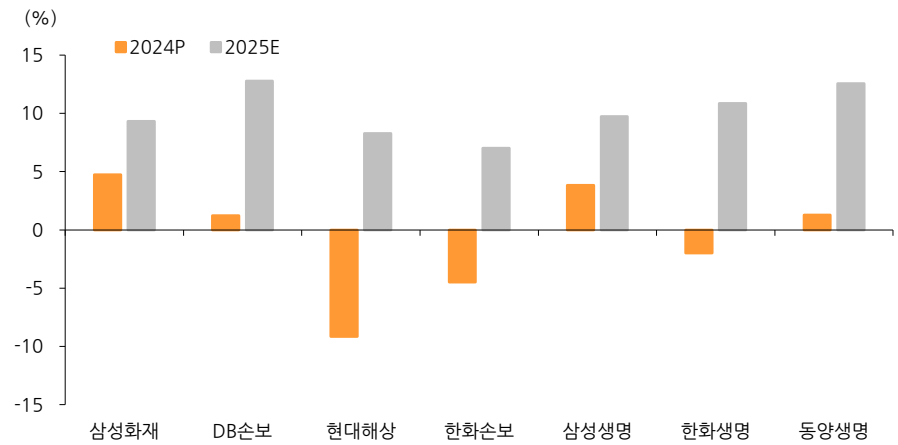
- 보험사의 4Q24 실적이 무척 혼란스럽다. 회사들의 설명에 따르면 무저해지 상품의 가정 변경을 위시한 계리가정 가이드라인이 BEL에, CSM에, 상각익에, 신계약 마진에, K-ICS에, 해약환급금준비금에 영향을 미쳤다.
- 하지만 개별 보험사의 실적을 세세하게 추정하고자 하는 목적이 아니라면, 이러한 '비경상적 변동'을 모두 캐치업할 필요가 있는지 의문이다. 투입되는 노력 대비 가치가 크지 않기 때문이다. 되려 이해가 어려워 투자 판단에 방해가 된다면 과감하게 생략해도 좋다. 추후 보험업종의 재무제표는 정상적인 경로를 걸을 것으로 전망하기 때문이다.
- 당국에서도 이러한 변동성이 대외 신인도를 저하시킨다는 점을 인지하고 있다. 2024년까지 몰아쳤던 '가이드라인'은, 큰 변화는 여기서 끝내겠다는 의지로도 볼 수 있다.
- 이에 한화투자증권이 보험사 실적에서 본질적으로 중요하게 생각하는 지표들에 대해 과거 수치와 2025년 추정치를 병렬로 비교하고자 한다. 이해를 돕기 위한 차트북으로 활용된다면 충분하겠다.

[그림1] CSM 잔액 (보유 순부채)



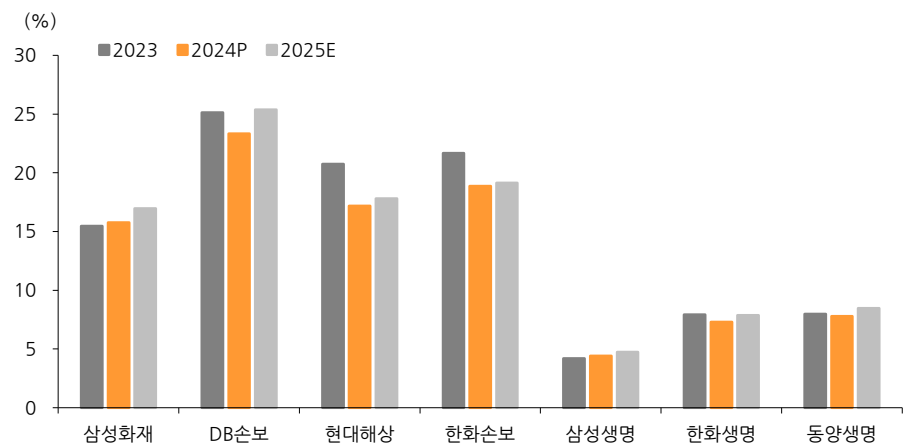
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] CSM 잔액의 증가율 (보유 순부채): 2025 년은 경향적인 증가 속도를 관찰할 수 있을 것



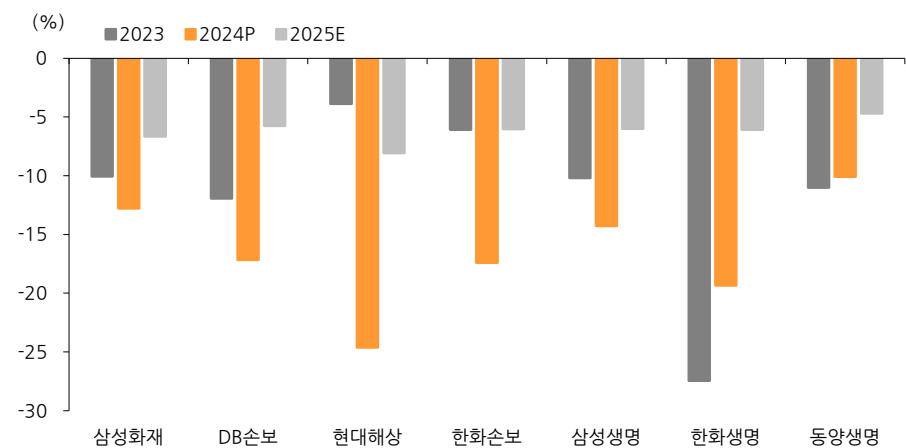
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 총자산 대비 CSM 잔액: 가치지표의 peer 비교를 위해



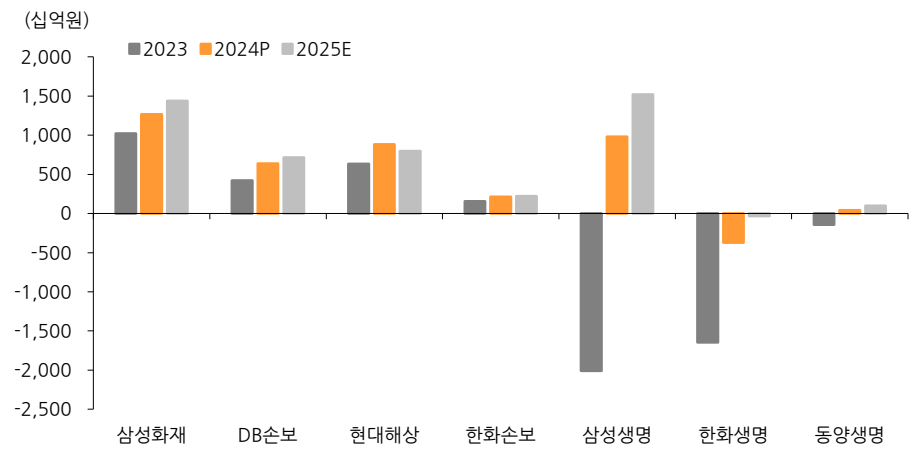
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] CSM 잔액 규모 대비 연간 CSM 경험조정비 비율: 신계약가치를 상쇄하는 요인



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

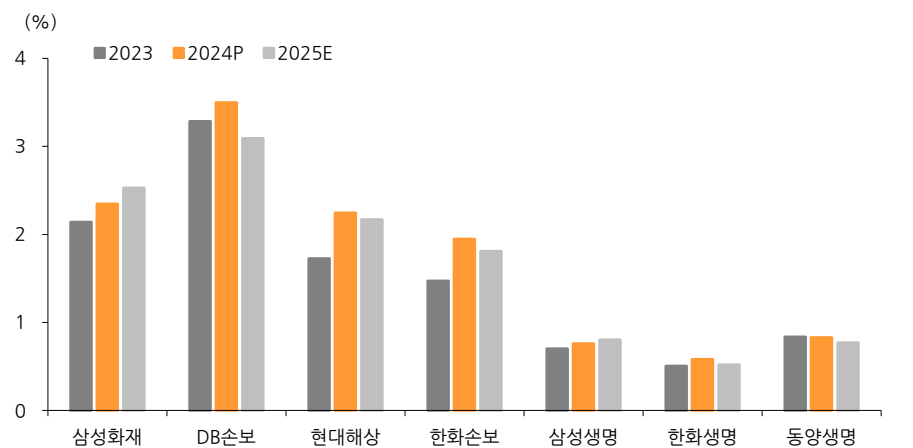
[그림5] 이자+배당수익-보험금융손익: 투자손익 내 본질 성과



주: 생보사는 특별계정 포함

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

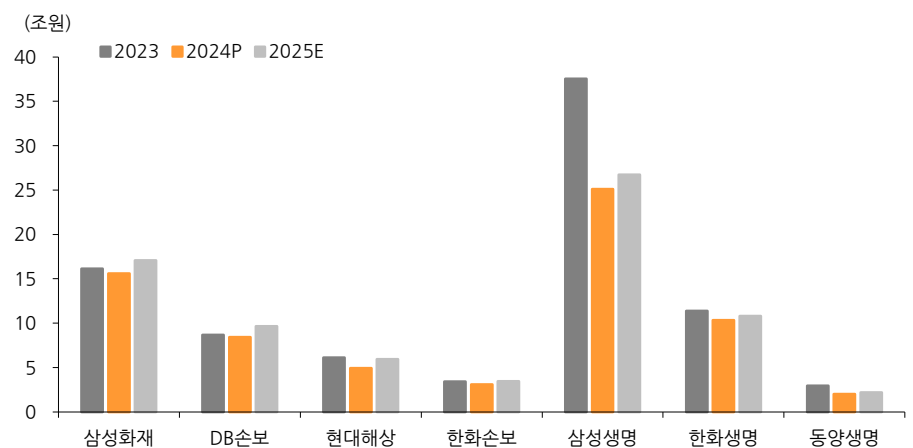
[그림6] 수정 ROA: 수익성의 peer 비교를 위해.. ROE 대신 ROA 를 제시하는 이유는,



주: 신종자본증권 이자 등을 제거한 수정 이익 기준

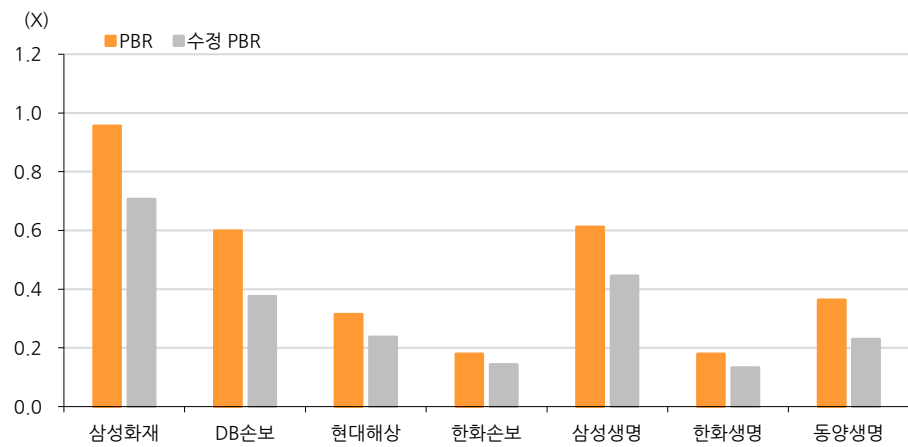
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 자기자본: 2024 년 자본이 모두 감소했으므로, ROE 는 왜곡의 여지가 있음



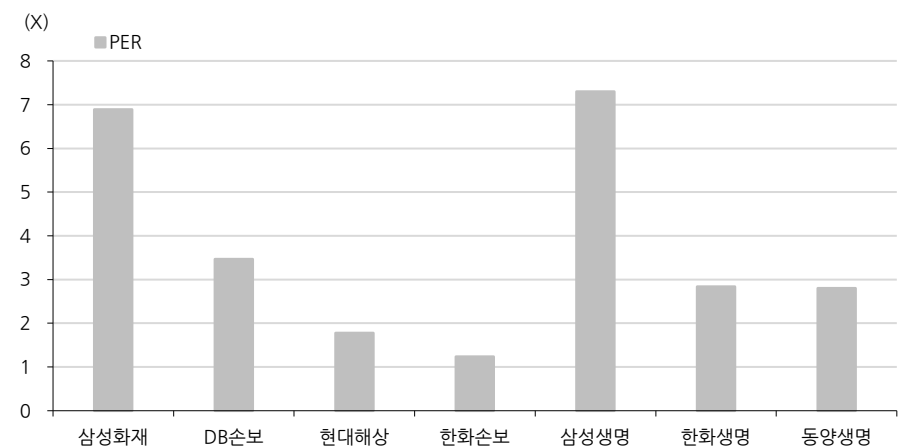
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] PBR: 시장가치의 편차



주: 12개월 forward 기준, 수정 PBR은 순자산에 세후 CSM을 가산하여 산출
 자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림9] PER: 시장가치의 편차



주: 12개월 forward 기준
 자료: 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice](공표일: 2025년 2월 25일)

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.

[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 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

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%