

Overweight
(Maintain)보험/증권 Analyst 안영준
yj.ahn@kiwoom.com

손해보험

4Q24 Preview: 실적 눈높이는 낮출 필요



커버리지 손해보험사의 4분기 합산 실적은 시장 기대치를 16% 하회할 것으로 전망. 계절적 가정 변경에 따른 비용 반영과 손해를 상승에 따른 예상차 악화, 자동차보험손익 부진 예상. 자동차보험손익 다운사이클 진입으로 당분간 수익성 회복 어려울 것으로 예상. 실적보다는 주주환원 관점에서의 투자 권고, 삼성화재를 손해보험 업종 내 최선호주로 유지

>>> 합산 순이익은 9% (YoY) 감소한 5,370억원 예상

2024년 4분기 커버리지 손해보험사의 합산 순이익은 -66% (QoQ), -9% (YoY) 변동한 5,370억원을 기록하여 **컨센서스를 16% 하회할 것으로 예상**한다. 계절적 요인에 따른 자동차보험 및 장기보험의 손해를 상승과 계절적 가정 변경에 따른 비용 반영 등의 영향으로 실적에 대한 기대감은 낮출 필요가 있다고 판단한다.

>>> 4Q - 가정 변경 예정, 손해를 상승 및 금리 하락 지속

보험이익: 가정 변경 및 손해를 상승으로 비용 반영과 동시에 **예실차손익과 자동차보험손익도 부진할 것으로 예상**된다. 무/저해지보험 해지율 가정 등 금융당국의 계절적 가정 가이드라인 적용이 예정되어 있으며, 금리 하락 및 전반적인 손해를 상승 기조가 이어지고 있어 연간 가정 변경 시 비용 반영이 예상된다. 계절성 질환 유행으로 예상차 부진도 불가피할 것으로 보이며, **자동차보험손익 역시 전년동기대비 손해율이 평균적으로 약 5%p 상승하면서 부진할 것으로 예상**한다.

투자이익: **건조한 이자수익에 힘입어 상대적으로 안정적일 것으로 예상**한다. 4분기 기준금리 50bp 인하 및 10년물 금리 14bp 하락 등 금리 하락세가 이어짐에 따라 채권평가이익이 있었을 것으로 예상되며, 이자수익도 건조할 것으로 보인다. 전체적으로 부동산 관련 손실 반영 등이 있었던 전년동기 대비로는 손실 반영분이 줄어들면서 투자이익은 양호할 것으로 보이나 일부 보험사는 채권교체매매를 진행하여 이에 따른 영향이 예상된다.

>>> 단기간 내에 수익성 회복은 어려울 것으로 전망

당분간 손해보험사 수익성 회복은 어려울 것으로 보인다. 그 이유는 1) 계절적 가정 조정에 따른 CSM 감소로 상각이익 감소, 2) 자동차보험료 4년 연속 인하에 따른 손익 다운사이클 진입, 3) 1월 독감 유행으로 1분기에도 손해를 악화가 예상되는 등이다. **실적 기대감보다는 주주환원 관점에서의 투자가 여전히 유효**하다고 판단하며, 자기주식 소각 계획 발표로 주주환원 확대가 예정되어 있는 **삼성화재를 손해보험 업종 최선호주로 유지**한다.

Compliance Notice

- 당사는 1월 31일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

보험사 분기실적 추이 및 전망

(십억원)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	QoQ	YoY	컨센서스	과리율
삼성화재	175.2	701.0	611.4	554.1	241.5	-56%	38%	260.9	-7%
DB손해보험	261.0	583.4	540.7	453.9	163.0	-64%	-38%	251.5	-35%
현대해상	19.4	477.3	355.7	213.4	9.9	-95%	-49%	(10.5)	N/A
한화손해보험	37.0	124.9	129.9	91.0	34.5	-62%	-7%	35.1	-2%
합계	492.5	1,886.5	1,637.7	1,312.4	448.9	-66%	-9%	537.0	-16%

자료: 키움증권 리서치센터.

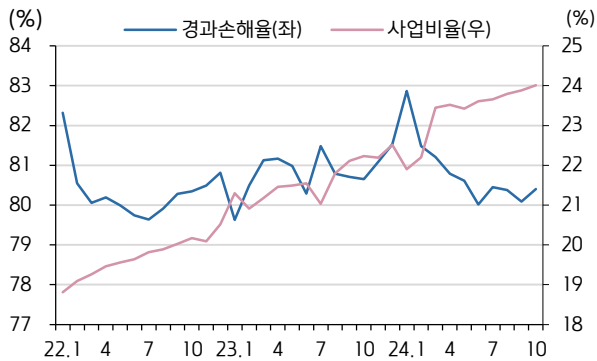
손해보험사 Valuation Table 및 주요 지표

		삼성화재	DB손해보험	현대해상	한화손해보험
Valuation Table	투자의견	BUY	BUY	Outperform	Outperform
	목표주가 (원)	480,000	140,000	28,000	4,800
	현재주가 (원)	381,500	97,100	24,750	4,065
	상승여력 (%)	26%	44%	13%	18%
	시총(십억원)	18,074	6,875	2,213	475
	PBR (배)	0.93	0.57	0.30	0.18
	PER (배)	8.7	3.8	2.2	1.6
순이익 (십억원)	2023	1,818	1,537	806	291
	2024F	2,108	1,741	1,056	380
	2025F	2,128	1,737	1,065	385
증가율 (% YoY)	2024F	16	13	31	31
	2025F	1	(0)	1	1
ROE (%)	2023	6.3	17.2	10.3	17.1
	2024F	13.5	20.4	18.5	11.8
	2025F	13.9	19.2	19.0	12.0
DPS (원)	2022	13,800	4,600	1,965	0
	2023	16,000	5,300	2,063	200
	2024F	19,000	6,800	-	-
	2025F	21,000	7,500	-	-
배당성향 (%)	2023	35	21	20	8
	2024F	36	23	0	0
	2025F	39	26	0	0
배당수익률 (%)	2022	6.9	7.0	6.7	-
	2023	6.1	6.3	6.7	4.9
	2024F	5.0	7.0	-	-
	2025F	5.5	7.7	-	-
주주환원수익률(%)	2022	6.9	7.0	6.7	-
	2023	6.1	6.3	6.7	4.9
	2024F	5.0	7.0	-	-
	2025F	7.4	7.7	-	-

주: 주주환원수익률은 배당과 자기주식 소각액을 포함하여 계산

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

국내 손해보험사 월간 손해율 및 사업비율 추이



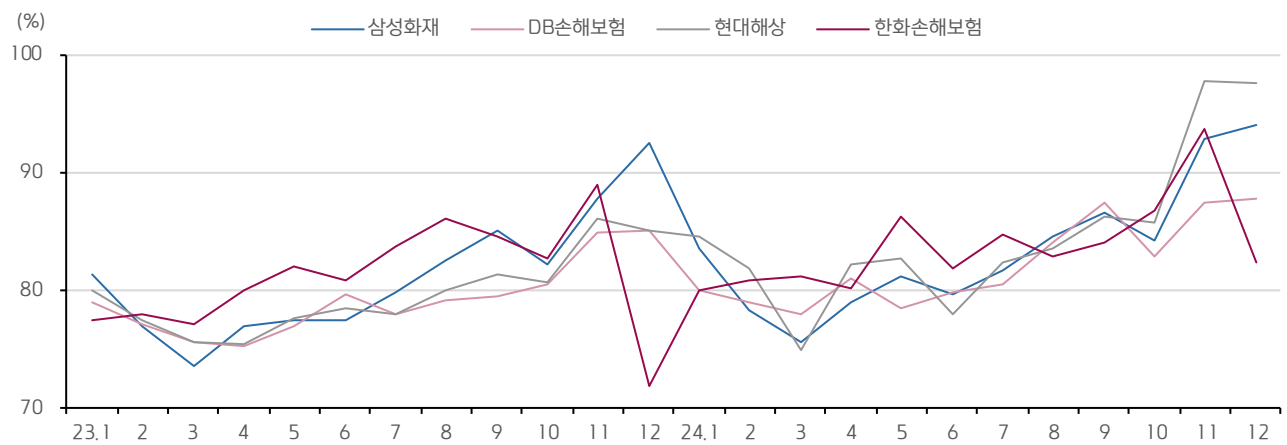
자료: 손해보험협회, 키움증권 리서치센터

국내 손해보험사 월간 합산비율 추이



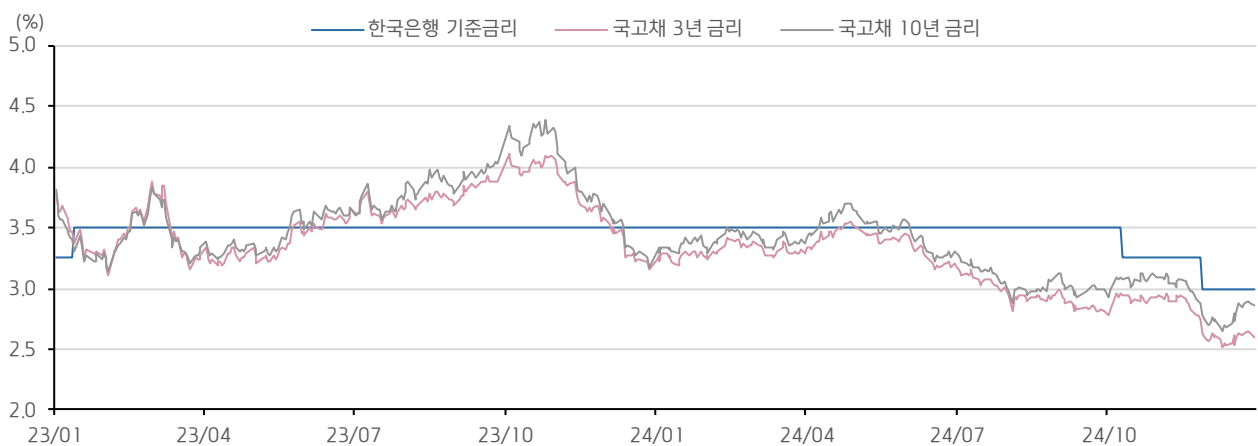
자료: 손해보험협회, 키움증권 리서치센터

커버리지 보험사 자동차보험 손해율 추이



자료: 대한금융신문, 키움증권 리서치센터

국내 기준금리, 국고채 3년물, 국고채 10년물 금리 추이



자료: 한국은행, 금융투자협회, 키움증권 리서치센터

삼성화재 4Q24
컨센서스 7% 하회 예상

투자의견 Buy 유지,
목표주가 480,000원 상향

삼성화재의 4분기 지배주주순이익은 전년동기대비 38% 증가한 2,415억원으로 시장 기대치인 2,609억원을 7% 하회할 것으로 예상된다. CSM 상각익은 건조하나, 예실차 악화 및 계리적 가정 변경에 따른 비용 반영, 그리고 자동차보험손익 부진이 예상된다. 추가적으로 4분기 중 채권교체매매가 일부 있었던 것으로 파악된다. 2025년 연간 이익 추정치는 기존 2조 1,820억원에서 2조 1,080억원으로 하향하며, DPS 추정치도 기존 21,000원에서 19,000원으로 하향조정한다.

다만 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 480,000원으로 상향하는데, 기업가치제고계획을 통해 향후 보유 중인 자기주식을 소각할 계획(현재 자기주식 비중 15.9%, 2028년 5.0% 목표로 소각 계획)임을 발표함에 따라 주주환원수익률이 향상될 것으로 예상되기 때문이다. 이익 추정치는 하향하나 주주환원 규모는 더욱 커질 것으로 예상하며 이에 따른 중장기 꾸준한 주가 상승을 기대해볼 수 있다는 판단이다.

삼성화재 분기실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E
보험이익	583.7	619.2	536.1	194.3	603.8	566.8	477.0	196.9	1,933.4	1,844.4
(YoY)					3%	-8%	-11%	1%		-5%
일반/VFA	420.9	440.6	438.9	238.8	446.2	458.6	429.2	323.7	1,539.3	1,657.6
CSM 상각	374.7	381.8	398.4	383.7	396.5	403.9	410.6	417.2	1,538.5	1,628.1
RA 해제	33.1	39.0	37.9	40.9	34.2	43.7	44.1	45.8	150.8	167.8
예실차	61.4	91.6	72.6	(84.3)	60.6	79.7	15.9	(75.2)	141.3	81.0
보험금예실차	51.7	101.0	88.5	(15.0)	69.8	98.6	39.1	(16.1)	226.1	191.4
사업비예실차	9.7	(9.4)	(15.8)	(69.3)	(9.3)	(18.9)	(23.2)	(59.1)	(84.8)	(110.4)
기타	(48.2)	(71.7)	(70.0)	(101.5)	(45.1)	(68.7)	(41.4)	(64.2)	(291.5)	(219.3)
PAA	162.8	178.6	97.2	(44.5)	157.6	108.2	47.8	(124.5)	394.1	189.1
자동차보험손익	106.5	95.4	41.9	(53.9)	102.5	46.8	14.2	(144.3)	189.9	19.2
일반보험손익	57.6	84.5	55.1	61.4	55.1	61.4	33.6	19.8	258.6	169.9
투자이익	224.5	140.3	21.8	22.1	286.3	210.7	265.5	155.8	408.6	918.3
(YoY)					28%	50%	1119%	606%		125%
보험금융손익	(356.7)	(327.3)	(343.8)	(344.2)	(342.9)	(349.3)	(300.8)	(302.3)	(1,372.1)	(1,295.2)
투자서비스손익	581.3	467.6	365.5	366.3	629.2	560.0	566.3	458.1	1,780.7	2,213.5
영업이익	808.2	759.5	557.9	216.4	890.0	777.5	742.5	352.7	2,342.0	2,762.7
(YoY)					10%	2%	33%	63%		18%
영업외손익	6.7	10.4	2.8	(0.8)	4.7	2.3	3.5	(4.5)	19.0	5.9
세전이익	814.9	769.9	560.7	215.5	894.7	779.8	746.0	348.2	2,361.1	2,768.7
법인세비용	235.7	166.5	155.6	47.9	210.9	186.4	188.8	87.0	605.7	673.1
당기순이익	579.2	603.4	405.1	167.6	683.9	593.3	557.2	261.1	1,755.4	2,095.5
(YoY)					18%	-2%	38%	56%		19%
연결당기순이익	612.4	602.3	431.4	175.5	702.0	612.4	554.6	241.7	1,821.6	2,110.6
지배주주순이익	611.8	601.4	430.1	175.2	701.0	611.4	554.1	241.5	1,818.4	2,108.0
(YoY)					15%	2%	29%	38%	12%	16%

자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
보험이익			1,933.4	1,844.4	1,854.9
일반/VFA			1,539.3	1,657.6	1,774.5
CSM 상각			1,538.5	1,628.1	1,718.8
RA 해제			150.8	167.8	183.1
예실차			141.3	81.0	96.8
보험금예실차			226.1	191.4	197.2
사업비예실차			(84.8)	(110.4)	(100.4)
기타			(291.5)	(219.3)	(224.2)
PAA			394.1	189.1	31.2
자동차보험손익			189.9	19.2	(132.8)
일반보험손익			258.6	169.9	163.9
투자이익			408.6	918.3	1,076.9
보험금융손익			(1,372.1)	(1,295.2)	(1,224.2)
투자서비스손익			1,780.7	2,213.5	2,301.2
영업이익			2,342.0	2,762.7	2,931.9
영업외손익			19.0	5.9	(14.5)
세전이익			2,361.1	2,768.7	2,917.4
법인세비용			605.7	673.1	729.3
당기순이익			1,755.4	2,095.5	2,188.0
연결당기순이익			1,821.6	2,110.6	2,129.9
지배주주순이익			1,818.4	2,108.0	2,128.0
CSM Movement					
기시			12,144	13,303	14,284
신계약			893	859	839
이자부리			111	128	134
상각			384	417	438
조정			519	467	365
기말			13,307	14,284	15,070
CSM 증감 (YoY, %)			1,163	982	785
손중액			(561)	263.1	258.9
K-ICS 비율			273.0	24,535	25,280
지급여력금액			23,762	9,327	9,764
지급여력기준금액			8,704	263.1	258.9

투자지표 (I)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
운용자산 비중 (%)					
FVPL			12.6	13.1	12.8
FVOCI			46.2	45.8	46.2
AC			2.1	2.1	2.1
대출채권			34.1	32.2	32.2
부동산			2.1	3.5	3.5
주요비율 (% 배)					
ROA			1.0	2.6	2.6
ROE			6.3	13.5	13.9
P/E			6.9	8.1	8.0
P/B			0.77	1.13	1.09

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산총계			85,019	80,144	81,526
운용자산			81,667	76,969	78,296
FVPL			10,281	10,086	10,056
FVOCI			37,733	35,248	36,143
AC			1,732	1,613	1,641
대출채권			27,822	24,804	25,232
부동산			1,755	2,664	2,710
비운용자산			3,279	3,175	3,230
부채총계			68,875	65,139	65,962
책임준비금			63,697	59,334	60,064
보험계약부채			51,777	47,612	48,348
잔여보장요소			45,817	41,413	42,199
최선추정			26,717	25,549	25,549
위험조정			1,448	1,581	1,581
보험계약마진			13,303	14,284	15,070
보험료배분접근법			4,349	4,297	4,287
발생사고요소			5,960	6,198	6,149
최선추정			5,748	5,963	5,915
위험조정			212	236	234
재보험계약부채			0	0	0
투자계약부채			11,920	11,722	11,717
기타부채			5,178	5,805	5,898
자본총계			16,144	15,005	15,564
자본금			26	26	26
자본잉여금			939	939	939
신종자본증권			0	0	0
이익잉여금			12,279	12,819	13,688
해약환급금준비금			1,180	2,478	3,543
자본조정			(1,487)	(1,487)	(1,487)
기타포괄손익누계액			4,357	2,676	2,366
비지배지분			30	32	32

투자지표 (II)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
주주환원지표					
DPS (원)			16,000	19,000	21,000
증가율(YoY, %)			16	19	11
배당성향 (%)			35.0	35.9	39.3
배당수익률 (%)			6.1	5.3	5.9
현금배당액 (십억원)			637.3	756.7	836.4
자기주식수 (천주)			7,547	7,547	7,547
발행주식수 (천주)			47,375	47,375	47,375
자기주식 비중 (%)			15.9	15.9	15.9
자기주식 소각액			0	0	424.6
총주주환원율 (%)			35.0	35.9	59.3

DB손해보험 4Q24 컨센서스 35% 하회 예상

투자의견 Buy,
목표주가 140,000원 하향

DB손해보험의 4분기 순이익은 전년동기대비 38% 감소한 1,630억원으로 시장 기대치인 2,515억원을 35% 하회할 것으로 예상된다. 상대적으로 무/저해지보험 관련 가이드라인 적용에 따른 영향이 클 것으로 예상되는 만큼 이에 따른 비용 반영이 예상되며, 자동차보험 손해율 상승의 여파도 있을 것으로 보인다.

투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 실적 추정치 하향에 따라 140,000원으로 하향조정한다. 당분간 업황 부진이 이어질 것으로 예상됨에 따라 2025년에도 큰 폭의 증익은 어려울 것으로 보이며, 주주환원율을 기준으로 하는 현재의 자본정책(중장기 주주환원율 35% 이상 목표) 하에서는 주주환원 규모가 필연적으로 실적에 연동된다. 다만 자기주식 비중이 15.2%에 달하는 바 향후 보유 자기주식 소각 등 주주환원 확대 정책 발표에 대한 기대감을 가져볼 수 있다.

DB손해보험 분기실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E
보험이익	456.2	446.6	405.0	242.2	562.9	534.4	361.3	104.3	1,550.0	1,562.9
(YoY)					23%	20%	-11%	-57%		1%
일반/VFA	349.7	352.7	368.2	280.8	448.4	393.2	361.0	251.1	1,351.3	1,453.7
CSM 상각	311.8	307.5	316.4	326.1	322.4	331.6	336.4	342.4	1,261.9	1,332.7
RA 해제	29.4	32.1	26.2	26.5	21.1	36.5	40.9	42.7	114.2	141.2
예실차	60.1	58.0	58.2	78.7	71.2	83.2	77.3	(20.8)	255.0	210.8
보험금예실차	57.9	59.9	51.4	89.1	64.4	89.0	77.2	(0.5)	258.3	230.1
사업비예실차	2.3	(1.9)	6.8	(10.4)	6.8	(5.8)	0.1	(20.4)	(3.3)	(19.3)
기타	(51.7)	(44.9)	(32.7)	(150.5)	33.7	(58.0)	(93.6)	(113.1)	(279.9)	(231.0)
PAA	106.5	93.8	36.9	(38.5)	114.5	141.1	0.4	(146.8)	198.7	109.2
자동차보험손익	92.5	89.1	90.7	48.8	94.2	68.0	17.7	(153.7)	321.1	26.3
일반보험손익	14.0	4.8	(53.9)	(87.3)	20.3	73.1	(17.3)	6.8	(122.4)	82.9
투자이익	130.7	174.7	68.8	92.5	203.7	171.0	244.8	125.4	466.8	744.8
(YoY)					56%	-2%	256%	36%		60%
보험금융손익	(198.4)	(194.1)	(201.8)	(194.5)	(180.2)	(197.0)	(175.1)	(176.0)	(788.8)	(728.3)
투자서비스손익	329.0	368.8	270.7	287.0	383.9	368.0	419.9	301.4	1,255.6	1,473.2
영업이익	586.8	621.3	473.8	334.8	766.6	705.4	606.1	229.6	2,016.8	2,307.8
(YoY)					31%	14%	28%	-31%		14%
영업외손익	0.9	4.9	(0.3)	3.0	(4.4)	12.5	(3.2)	(12.3)	8.5	(7.3)
세전이익	587.8	626.2	473.5	337.8	762.2	717.9	602.9	217.3	2,025.3	2,300.4
법인세비용	140.5	161.2	110.1	76.7	178.8	177.3	149.1	54.3	488.5	559.4
당기순이익	447.3	465.0	363.5	261.0	583.4	540.7	453.9	163.0	1,536.7	1,741.0
(YoY)					30%	16%	25%	-38%		13%

자료: DB손해보험, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
보험이익			1,550.0	1,562.9	1,475.4
일반/VFA			1,351.3	1,453.7	1,497.7
CSM 상각			1,261.9	1,332.7	1,374.3
RA 해제			114.2	141.2	171.3
예실차			255.0	210.8	104.5
보험금예실차			258.3	230.1	107.4
사업비예실차			(3.3)	(19.3)	(2.9)
기타			(279.9)	(231.0)	(152.5)
PAA			198.7	109.2	(22.2)
자동차보험손익			321.1	26.3	(50.3)
일반보험손익			(122.4)	82.9	28.0
투자이익			466.8	744.8	887.5
보험금융손익			(788.8)	(728.3)	(712.9)
투자서비스손익			1,255.6	1,473.2	1,600.4
영업이익			2,016.8	2,307.8	2,363.0
영업외손익			8.5	(7.3)	(47.1)
세전이익			2,025.3	2,300.4	2,315.8
법인세비용			488.5	559.4	579.0
당기순이익			1,536.7	1,741.0	1,736.9
CSM Movement					
기시			11,643	12,152	12,958
신계약			720	732	749
이자부리			99	116	118
상각			326	342	349
조정			794	722	443
기말			12,152	12,958	13,508
CSM 증감 (YoY, %)			4	7	4
순증액			509	806	549
K-ICS 비율			233.1	225.8	233.7
지급여력금액			19,575	20,188	21,868
지급여력기준금액			8,396	8,939	9,357

투자지표 (I)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
운용자산 비중 (%)					
FVPL			24.9	22.8	22.4
FVOCI			43.5	46.7	47.1
AC			0.0	0.0	0.0
대출채권			24.9	24.7	24.7
부동산			2.6	2.5	2.5
주요비율 (% 배)					
ROA			3.9	4.3	3.9
ROE			20.4	19.2	20.4
P/E			3.7	3.7	3.7
P/B			0.78	0.67	0.78

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산총계			48,514	39,700	41,507
운용자산			44,932	37,077	38,765
FVPL			11,174	8,455	8,664
FVOCI			19,545	17,306	18,239
AC			0	0	0
대출채권			11,177	9,142	9,558
부동산			1,181	932	974
비운용자산			3,571	2,623	2,743
부채총계			39,838	31,344	31,807
책임준비금			36,769	28,261	28,773
보험계약부채			29,395	28,261	28,773
잔여보장요소			24,596	23,541	24,090
최선추정			8,857	9,872	9,872
위험조정			1,351	1,529	1,529
보험계약마진			11,351	12,139	12,688
보험료배분접근법			3,037	0	0
발생사고요소			4,799	4,721	4,683
최선추정			4,575	4,499	4,463
위험조정			224	222	220
재보험계약부채			1	3	3
투자계약부채			7,372	7,492	7,522
기타부채			3,069	3,083	3,035
자본총계			8,676	8,356	9,700
자본금			35	35	35
자본잉여금			38	38	38
신종자본증권			0	0	0
이익잉여금			8,651	9,661	11,066
해약환급금준비금			2,646	3,875	4,773
자본조정			(152)	(152)	(152)
기타포괄손익누계액			104	(1,225)	(1,287)
비지배지분			0	0	0

투자지표 (II)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
주주환원지표					
DPS (원)			5,300	6,800	7,500
증가율(YoY, %)			15	28	10
배당성향 (%)			20.7	23.5	25.9
배당수익률 (%)			6.3	7.4	8.2
현금배당액 (십억원)			318.2	408.3	450.3
자기주식수 (천주)			10,757	10,757	10,757
발행주식수 (천주)			70,800	70,800	70,800
자기주식 비중 (%)			15.2	15.2	15.2
자기주식 소각액			0	0	0
총주주환원율 (%)			20.7	23.5	25.9

현대해상 4Q24 컨센서스 부합 예상

투자의견 Outperform, 목표주가 28,000원 하향

현대해상의 4분기 순이익은 전년동기대비 49% 감소한 99억원으로 크게 부진할 것으로 예상되며, 시장 기대치는 -105억원이다. 손해율 상승과 가정 변경에 따른 예실차 악화와 발생사고부채 증가에 따른 비용 반영, 그리고 자동차보험손익 악화가 예상된다. 투자이익은 상대적으로 양호할 것으로 보이나, 전년동기 평가이익 반영 등 높은 기저의 영향으로 41% (YoY) 감소할 것으로 전망한다.

투자의견 Outperform을 유지하고, 목표주가는 28,000원으로 하향조정한다. 펀더멘털은 점차 안정화되고 있으나, 배당 불확실성 해소 시기는 여전히 가늠할 수 없는 상황이다. 실손보험 개혁에 대한 기대감이 있으나, 단기간 내 실질적인 수혜를 받을 가능성은 낮다고 판단한다. 향후 주가 상승 모멘텀은 실적보다는 주주환원 재개 가능성이 구체화되는 지가 될 것으로 예상된다.

현대해상 분기실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E
보험이익	246.0	169.6	338.8	(228.0)	532.9	375.9	182.0	(95.0)	526.5	995.9
(YoY)					117%	122%	-46%	적지		89%
일반/VFA	144.8	79.2	252.1	(227.3)	443.6	290.2	141.9	9.0	248.8	884.8
CSM 상각	205.7	209.6	220.9	236.6	239.1	237.4	240.1	242.1	872.9	958.8
RA 해제	32.8	31.4	31.6	34.3	34.7	31.8	32.0	32.6	130.0	131.1
예실차	(46.4)	(94.0)	(47.4)	(17.9)	(47.0)	31.6	(98.5)	(89.2)	(205.7)	(203.0)
보험금예실차	(48.7)	(90.2)	(47.7)	(8.0)	(31.3)	46.8	(93.3)	(73.2)	(194.6)	(150.9)
사업비예실차	2.3	(3.8)	0.3	(9.9)	(15.8)	(15.2)	(5.2)	(16.0)	(11.1)	(52.2)
기타	(47.3)	(67.8)	47.1	(480.4)	216.8	(10.6)	(31.8)	(176.5)	(548.4)	(2.1)
PAA	101.3	90.4	86.7	(0.7)	89.3	85.8	40.1	(104.0)	277.7	111.1
자동차보험손익	75.6	73.4	58.2	(5.9)	42.4	40.1	13.2	(109.2)	201.2	(13.5)
일반보험손익	25.7	17.0	28.5	5.2	46.9	45.7	27.0	5.2	76.4	124.7
투자이익	173.9	81.4	56.3	184.0	108.2	95.9	109.1	108.1	495.6	421.4
(YoY)					-38%	18%	94%	-41%		-15%
보험금융손익	(195.8)	(194.1)	(204.5)	(189.1)	(211.6)	(209.1)	(196.0)	(197.0)	(783.5)	(813.7)
투자서비스손익	369.7	275.5	260.8	373.1	319.9	305.0	305.1	305.1	1,279.1	1,235.1
영업이익	419.9	251.0	395.2	(44.0)	641.1	471.8	291.2	13.1	1,022.1	1,417.3
(YoY)					53%	88%	-26%	흑전		39%
영업외손익	6.8	6.7	5.6	5.3	9.1	5.8	5.2	0.0	24.4	20.2
세전이익	413.1	244.3	389.6	(49.3)	632.0	466.0	285.9	13.1	997.7	1,397.1
법인세비용	97.8	62.6	100.2	(68.7)	154.7	110.3	72.5	3.3	191.9	340.8
당기순이익	315.3	181.7	289.4	19.4	477.3	355.7	213.4	9.9	805.7	1,056.3
(YoY)					51%	96%	-26%	-49%		31%

자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
보험이익			526.5	995.9	978.7
일반/VFA			248.8	884.8	988.4
CSM 상각			872.9	958.8	991.6
RA 해제			130.0	131.1	130.7
예실차			(205.7)	(203.0)	(88.5)
보험금예실차			(194.6)	(150.9)	(1.8)
사업비예실차			(11.1)	(52.2)	(86.7)
기타			(548.4)	(2.1)	(45.4)
PAA			277.7	111.1	(9.8)
자동차보험손익			201.2	(13.5)	(31.5)
일반보험손익			76.4	124.7	21.7
투자이익			495.6	421.4	441.9
보험금융손익			(783.5)	(813.7)	(797.8)
투자서비스손익			1,279.1	1,235.1	1,239.7
영업이익			1,022.1	1,417.3	1,420.6
영업외손익			24.4	20.2	0.0
세전이익			997.7	1,397.1	1,420.6
법인세비용			191.9	340.8	355.1
당기순이익			805.7	1,056.3	1,065.4
CSM Movement					
기시			8,319	9,079	9,431
신계약			357	414	430
이자부리			70	83	86
상각			237	242	251
조정			(21)	145	177
기말			9,079	9,431	9,741
CSM 증감 (YoY, %)			9	4	3
손중액			759	352	310
K-ICS 비율			173.2	165.7	168.8
지급여력금액			12,074	12,332	13,146
지급여력기준금액			6,972	7,442	7,790

투자지표 (I)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
운용자산 비중 (%)					
FVPL			19.6	19.0	18.6
FVOCI			47.0	49.4	49.8
AC			0.0	0.0	0.0
대출채권			25.1	25.4	24.8
부동산			2.6	2.8	2.8
주요비율 (% 배)					
ROA			0.5	2.4	2.5
ROE			10.3	18.5	19.0
P/E			3.4	2.1	2.0
P/B			0.45	0.41	0.37

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산총계			43,758	42,666	43,711
운용자산			41,500	40,690	41,687
FVPL			8,130	7,740	7,772
FVOCI			19,515	20,088	20,745
AC			0	0	0
대출채권			10,397	10,317	10,359
부동산			1,092	1,146	1,174
비운용자산			2,241	1,976	2,024
부채총계			37,641	37,392	37,768
책임준비금			34,817	34,375	34,722
보험계약부채			31,527	34,375	34,722
잔여보장요소			27,226	29,949	30,332
최선추정			12,970	15,192	15,192
위험조정			1,586	1,720	1,720
보험계약마진			9,142	9,482	9,793
보험료배분접근법			3,527	3,556	3,627
발생사고요소			4,301	4,425	4,390
최선추정			4,134	4,243	4,209
위험조정			167	183	181
재보험계약부채			0	0	0
투자계약부채			3,290	3,417	3,460
기타부채			2,825	3,018	3,046
자본총계			6,117	5,273	5,943
자본금			45	45	45
자본잉여금			113	113	113
신종자본증권			0	0	0
이익잉여금			6,553	7,412	8,159
해약환급금준비금			3,422	4,435	4,831
자본조정			(69)	(68)	(68)
기타포괄손익누계액			(524)	(2,229)	(2,306)
비지배지분			0	0	0

투자지표 (II)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
주주환원지표					
DPS (원)			2,063	-	-
증가율(YoY, %)			5		
배당성향 (%)			20.1	0.0	0.0
배당수익률 (%)			6.7	0.0	0.0
현금배당액 (십억원)			161.8	0.0	0.0
자기주식수 (천주)			10,986	10,986	10,986
발행주식수 (천주)			89,400	89,400	89,400
자기주식 비중 (%)			12.3	12.3	12.3
자기주식 소각액			0	0	0
총주주환원율 (%)			20.1	0.0	0.0

한화손해보험 4Q24 컨센서스 부합 예상

투자의견 Outperform, 목표주가 4,800원 하향

한화손해보험의 4분기 순이익은 전년동기대비 7% 감소한 345억원으로 시장 기대치인 351억원과 유사할 것으로 예상된다. 손해율 상승과 계리적 가정 변경의 영향이 있을 것으로 예상되나, 자동차보험손익은 상대적으로 비중이 크지 않고 영업용 차량 가입자 비중이 높아 손해율 상승의 영향은 제한적일 것으로 예상된다.

투자의견 Outperform을 유지하고 목표주가는 4,800원으로 하향조정한다. 양호한 신계약 지표를 보여주고 있고 향후 제도 개선 등의 긍정적 효과가 예상되나, 주주환원에 대한 불확실성은 여전한 상황이기 때문이다. 0.1배대의 PBR을 기록하고 있는 등 밸류에이션 매력은 충분한 상황으로, 주주환원 관련 제도 개선 등이 뒷받침된다면 강해진 펀더멘털이 주가에도 반영될 수 있을 것으로 판단한다.

한화손해보험 분기실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E
보험이익	91.7	108.8	56.7	34.9	149.4	136.0	88.2	43.7	292.1	417.4
(YoY)					63%	25%	56%	25%		43%
일반/VFA	80.2	98.6	53.0	50.7	137.3	117.0	89.7	41.7	282.6	385.6
CSM 상각	94.5	95.4	96.6	101.5	102.7	102.6	101.4	100.8	388.0	407.5
RA 해제	18.4	19.0	18.7	20.2	18.8	19.2	19.5	20.2	76.2	77.7
예실차	1.6	4.0	(9.4)	(57.9)	41.2	23.6	(7.2)	(56.6)	(61.6)	1.0
보험금예실차	1.2	12.8	(2.8)	(19.7)	34.9	25.8	(5.9)	(20.7)	(8.4)	34.1
사업비예실차	0.4	(8.7)	(6.6)	(38.2)	6.4	(2.2)	(1.3)	(35.9)	(53.1)	(33.1)
기타	(34.3)	(19.7)	(52.8)	(13.1)	(25.4)	(28.4)	(24.0)	(22.7)	(120.0)	(100.5)
PAA	11.5	10.2	3.6	(15.8)	12.2	19.1	(1.5)	2.1	9.5	31.8
자동차보험손익	18.9	13.9	9.6	(18.7)	(3.7)	2.8	(0.3)	0.0	23.8	(1.2)
일반보험손익	(7.4)	(3.8)	(6.0)	2.9	15.9	16.2	(1.2)	2.1	(14.3)	33.0
투자이익	31.8	25.8	11.5	24.5	22.9	28.3	37.9	5.3	93.5	94.4
(YoY)					-28%	10%	230%	-78%		1%
보험금융손익	(99.4)	(105.6)	(101.6)	(97.1)	(100.5)	(97.4)	(101.8)	(102.3)	(403.7)	(401.9)
투자서비스손익	131.2	131.4	113.1	121.5	123.4	125.7	139.7	107.6	497.2	496.3
영업이익	123.5	134.6	68.2	59.4	172.3	164.4	126.1	49.0	385.6	511.8
(YoY)					40%	22%	85%	-17%		33%
영업외손익	1.0	0.6	0.2	(2.0)	1.1	(3.8)	2.5	(2.9)	(0.1)	(3.2)
세전이익	124.5	135.1	68.4	57.4	173.4	160.6	128.6	46.1	385.5	508.6
법인세비용	25.0	32.2	17.1	20.4	48.6	30.7	37.6	11.5	94.8	128.3
당기순이익	99.5	102.9	51.3	37.0	124.9	129.9	91.0	34.5	290.7	380.3
(YoY)					25%	26%	77%	-7%		31%

자료: 한화손해보험, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
보험이익			292.1	417.4	436.3
일반/VFA			282.6	385.6	425.6
CSM 상각			388.0	407.5	409.6
RA 해제			76.2	77.7	81.0
예실차			(61.6)	1.0	29.4
보험금예실차			(8.4)	34.1	35.4
사업비예실차			(53.1)	(33.1)	(6.0)
기타			(120.0)	(100.5)	(94.4)
PAA			9.5	31.8	10.7
자동차보험손익			23.8	(1.2)	(1.8)
일반보험손익			(14.3)	33.0	12.5
투자이익			93.5	94.4	88.6
보험금융손익			(403.7)	(401.9)	(414.2)
투자서비스손익			497.2	496.3	502.8
영업이익			385.6	511.8	524.9
영업외손익			(0.1)	(3.2)	(11.2)
세전이익			385.5	508.6	513.6
법인세비용			94.8	128.3	128.4
당기순이익			290.7	380.3	385.2
CSM Movement					
기시			3,728	3,927	3,974
신계약			209	199	201
이자부리			36	38	38
상각			102	101	103
조정			60	100	111
기말			3,927	3,974	4,052
CSM 증감 (YoY, %)			5	1	2
순증액			200	47	77
K-ICS 비율			183.3	168.3	172.0
지급여력금액			5,506	5,381	5,744
지급여력기준금액			3,004	3,197	3,339

투자지표 (I)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
운용자산 비중 (%)					
FVPL			27.9	26.0	25.5
FVOCI			48.3	51.7	52.1
AC			0.0	0.0	0.0
대출채권			18.2	16.8	16.4
부동산			1.5	(15.1)	(14.6)
주요비율 (% 배)					
ROA			0.2	2.1	2.0
ROE			17.1	11.8	12.0
P/E			1.6	1.2	1.2
P/B			0.14	0.15	0.14

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산총계			17,998	18,642	19,080
운용자산			17,018	17,769	18,187
FVPL			4,746	4,625	4,640
FVOCI			8,215	9,179	9,470
AC			0	0	0
대출채권			3,089	2,984	2,996
부동산			252	(2,674)	(2,660)
비운용자산			980	873	894
부채총계			14,592	15,606	15,690
책임준비금			13,510	14,462	14,526
보험계약부채			13,443	14,462	14,526
잔여보장요소			11,692	12,783	12,861
최선추정			6,150	7,751	7,752
위험조정			961	1,057	1,057
보험계약마진			3,927	3,974	4,052
보험료배분접근법			654	0	0
발생사고요소			1,751	1,679	1,666
최선추정			1,666	1,593	1,580
위험조정			85	86	85
재보험계약부채			0	1	1
투자계약부채			67	69	69
기타부채			1,082	1,143	1,164
자본총계			3,406	3,036	3,390
자본금			774	774	774
자본잉여금			67	69	69
신종자본증권			234	234	234
이익잉여금			2,313	2,626	2,999
해약환급금준비금			1,790	2,148	2,403
자본조정			(1)	(5)	(5)
기타포괄손익누계액			19	(661)	(680)
비지배지분			0	0	0

투자지표 (II)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
주주환원지표					
DPS (원)			200	-	-
증가율(YoY, %)					
배당성향 (%)			8.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)			4.9	0.0	0.0
현금배당액 (십억원)			23.3	0.0	0.0
자기주식수 (천주)			118	1,118	1,118
발행주식수 (천주)			116,739	116,739	116,739
자기주식 비중 (%)			0.1	1.0	1.0
자기주식 소각액			0	0	0
총주주환원율 (%)			8.0	0.0	0.0

투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
삼성화재 (000810)	2024-10-30	Buy(Initiate)	440,000원	6개월	-21.91	-20.11
	2024-11-15	Buy(Maintain)	440,000원	6개월	-21.95	-16.14
	2024-11-19	Buy(Maintain)	440,000원	6개월	-17.30	-1.14
	2025-02-03	Buy(Maintain)	480,000원	6개월		
DB손해보험 (005830)	2024-10-30	Buy(Initiate)	150,000원	6개월	-27.34	-25.00
	2024-11-15	Buy(Maintain)	150,000원	6개월	-28.19	-25.00
	2024-11-19	Buy(Maintain)	150,000원	6개월	-31.07	-24.20
	2025-02-03	Buy(Maintain)	140,000원	6개월		

종목명	일자	투자 의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
현대해상 (001450)	2024-10-30	Outperform(Initiate)	36,000원	6개월	-16.59	-14.44
	2024-11-15	Outperform(Maintain)	33,000원	6개월	-20.64	-14.39
	2025-02-03	Outperform(Maintain)	28,000원	6개월		
한화손해보험 (000370)	2024-10-30	Outperform(Initiate)	5,500원	6개월	-13.96	-12.91
	2024-11-12	Outperform(Maintain)	5,500원	6개월	-21.37	-12.91
	2025-02-03	Outperform(Maintain)	4,800원	6개월		

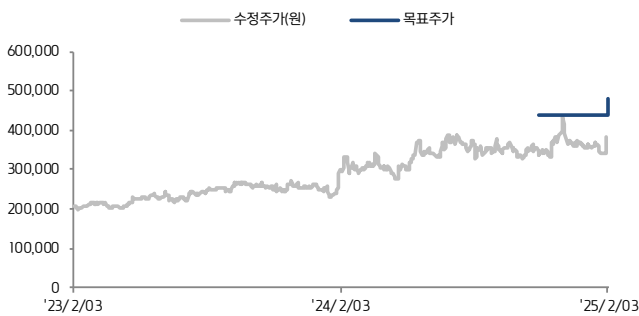
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

고지사항

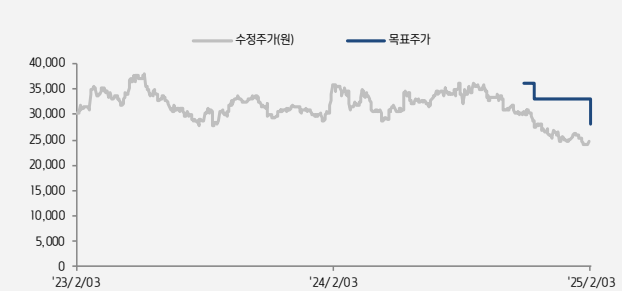
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

목표주가 추이 (2개년)

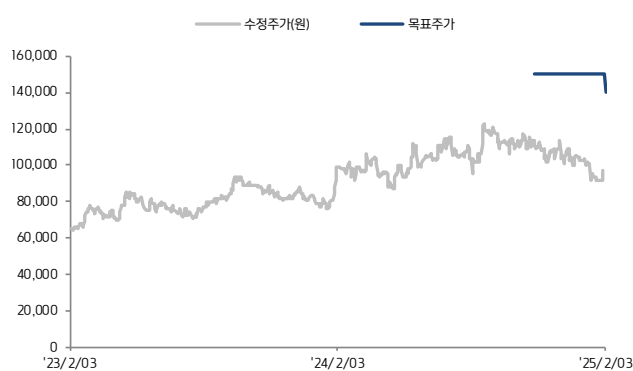
삼성화재



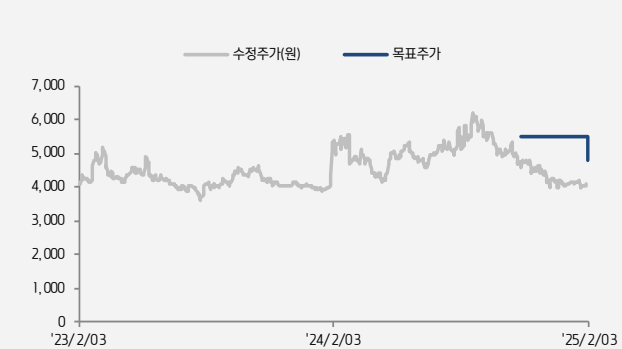
현대해상



DB손해보험



한화손해보험



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/01/01~2024/12/31)

매수	중립	매도
96.37%	3.63%	0.00%