2025-01-14

보험

규제와 제도라는 언어의 세계

SK증권 리서치센터

Analyst
설용진

s.dragon@sks.co.kr
3773-8610

IFRS17 과 K-ICS 라는 언어가 보여주는 세계

23 년부터 보험계약에 대한 새로운 회계기준인 IFRS17 과 이에 기반한 지급여력비율제도인 K-ICS 가 도입되었고 시행 3 년차에 접어들었다. 흔히 회계기준이 기업의 언어로 일컬어지는 점을 감안하면 '언어의 한계가 세계의 한계를 의미한다'는 말과 같이 보험사의 모든 논리 구조 등이 이전과는 달라질 수밖에 없을 것으로 판단한다. 대표적으로 23 년부터 나타난 신계약 경쟁의 경우 1) 보완자본 확보, 2) 높은 할인율 레벨 등을 감안했을 때 보험사 입장에서 당연한 선택지가 될 수밖에 없었다고 판단한다. 신계약 포트폴리오 역시 연만기 대신 높은 CSM 마진이 확보되는 세만기 위주로 전환되는 모습이 나타났다. 향후 할인율 현실화 등이 마무리되는 시점에 IFRS17 기준 합리적인 방향에 따라 자연스럽게 신계약 경쟁이 완화될 전망이다.

최근 규제 방향은 보험사에는 일단 긍정적이나

최근 실손 요율 인상, 비급여 관련 제도 개선 및 판매 수수료 등 주요 이슈에 대한 당국의 규제 방향은 전반적으로 보험사에 긍정적인 흐름으로 보인다. 실손 및 비급여 제도 개선의 경우 기존 실손의 보장범위를 감안했을 때 보험금 발생은 지속되겠지만 도수치료 등 가격이 표준화되며 이전보다 부담이 완화될 전망이며 3/4 세대 실손 손해율 악화를 감안했을 때 향후 관건은 재가입 주기 도래에 따라 출시될 신규 실손 상품에 대해 적정한 요율 조정이 이뤄질 수 있을지 여부가 될 전망이다. 판매수수료 규제의 경우 보험사에 있어서는 1) 신계약비 관련 부담 감소, 2) 유지율 제고 등 긍정적 영향이 예상되나 GA 업계 반발이 심한 만큼 실제 제도 시행 여부는 지켜볼 필요가 있을 전망이다. 한편 전반적인 규제 방향 등이 업종에 있어 양호한 상황이지만 최근 내수 부진 심화 등을 감안했을 때 상생금융 등 공공적 역할 수행에 대한 사회적 압력이 높아지고 있는 부분도 고려할 필요가 있을 것으로 예상된다.

4Q24 손보/생보 Preview

4Q24 중 보험사는 무/저해지보험 및 단기납 종신 절판효과로 전반적인 신계약 확대가 나타나겠지만 실적 측면에서는 1) 계절적인 예실차 손실, 2) 계리적 가정 조정(무/저해지보험 최적해지율 등)에 따른 영향이 나타날 전망이다. 추가적으로 손보사의 경우 자동차/일반보험의 계절적 손익 부진, 생보사의 경우 유배당 연금, 고금리 종신 등 중심으로 추가적인 부담이 예상된다. 해약환급금준비금 영향으로 삼성화재, DB 손보, 삼성생명 외에는 배당이 어렵지만 최근 실손, 판매수수료 제도 개선 등을 감안할 때 중하위사에 대해서도 일정 수준의 기대감은 남아있다고 판단한다. 안정성에 기반한 접근 유효하다고 판단하며 Top pick 으로 삼성화재를 제시한다.

Contents

1. IFRS17 과 K-ICS 라는 언어의 세계 3pg

2. 최근 규제 방향은 보험사에는 일단 긍정적이나 13pg

3. 4Q24 손보/생보 Preview 23pg

Company Analysis

삼성화재(A000810)

DB 손해보험(A005830)

현대해상(A001450)

한화손해보험(A000370)

삼성생명(A032830)

한화생명(A088350)

동양생명(A082640)

미래에셋생명(A085620)

Compliance Notice

작성자(관리자)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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 01 월 14 일 기준)

매수	96.89%	중립	3.11%	매도	0.00%

1. IFRS17 과 K-ICS 라는 언어의 세계

(1) 언어의 한계는 세계의 한계를 의미한다

2023 년부터 보험계약에 대한 새로운 회계기준인 IFRS17 과 이에 기반한 지급여력 비율제도인 K-ICS 가 도입되었으며 갖가지 시행착오를 거치며 올해로 3 년차에 접어든 상황이다. 여러 제도 측면의 이슈가 남아있지만 기본적으로 보험사의 본질은 회계기준 등과 관계없이 Pricing, 판매 채널, 언더라이팅, 자산운용 등에 있다는 점에서 좋은 보험사의 기준은 이전과 동일하다고 판단한다.

다만 흔히 회계기준이 기업의 언어로 일컬어지며 이러한 언어 체계가 이전과 크게 달라졌다는 점을 감안하면 '언어의 한계가 세계의 한계를 의미한다'는 말과 같이 보험사의 모든 논리 구조와 이로 인한 행동 양식, 시장과의 소통 방향 등이 이전과는 크게 달라질 수밖에 없었을 것으로 판단한다. 계약의 전반적인 수익 인식 구조, 자본적정성 산정 방법 등 전반적인 변화에 따라 각 보험사의 행동 방식은 주어진 조건 속에서 가장 합리적인 방향으로 이뤄질 것으로 예상되기 때문이다.

보험손익 예시 - 회계기준/상품별 보험이익 비교

자료: 보험연구원, SK 증권

(2) 신계약 경쟁, 변화한 회계/규제 제도 속 합리적인 선택

대표적으로 23 년부터 업계 전반에 걸쳐 발생한 신계약 경쟁 같은 경우 IFRS17 회계 기준, K-ICS 제도 등을 종합적으로 살펴볼 때 무조건적으로 발생할 수밖에 없었다고 판단한다.

먼저 K-ICS 지급여력비율에서 가용자본을 세부적으로 살펴보면 손실 흡수 여력에 따라 기본자본과 보완자본으로 분류된다. 기본자본의 경우 시가평가 기준 자산에서 부채를 차감한 순자산 중 차감항목과 가산항목을 조정하여 산출되는데 1) 보통주, 2) 이익잉여금, 3) 자본조정, 4) 기타포괄손익누계액, 5) 요건을 충족하는 신종자본증권 등 자본증권 및 6) 조정준비금 등으로 구성되며 보완자본의 경우 후순위채 등 기본자본 대비 손실흡수성 등에 제약이 있다고 판단되는 항목으로 전체 요구자본의 50% 규모를 한도로 가용자본으로 인정받을 수 있다.

K-ICS – 가용자본 구성

가용자본 분류	기본자본	보완자본
주요 항목	보통주 자본항목 중 보통주 이외의 자본증권 이익잉여금 자본조정 기타포괄손익누계액 조정준비금	기본자본 한도 초과금액 보완자본 자본증권 해약환급금부족분 상당액 중 해약환급금준비금 상당액 초과분 담보제공자산 중 피담보채무 및 관련 요구자본을 초과한 금액 당해 보험사 종업원을 위해 사외적립한 순확정급여형 퇴직연금자산 상당액의 50% 순이연법인세자산 상당액

자료: 보험연구원, SK 증권

한편 대다수의 보험사에서 보완자본의 상당 부분을 차지하고 있는 '해약환급금부족분 상당액 중 해약환급금준비금 상당액 초과분'의 경우 보완자본의 가용자본 인정 한도(총 요구자본의 50%)를 산정할 때 포함되지 않는다. 따라서 해당 항목을 통한 보완자본 확보의 경우 제한 없이 가용자본으로 모두 인정받을 수 있다.

'해약환급금 부족분 중 해약환급금준비금 상당액 초과분'은 보험감독회계기준(SAP) 보험부채(일반적으로 BEL+RA+CSM 으로 산출)와 건전성감독기준(PAP) 보험부채(CE+RM)의 차액 개념으로 일반적으로 K-ICS 산출을 위한 PAP 재무제표의 CE(현행추정부채)가 BEL 과 개념적으로 유사한 점 등을 감안해보면 '해약환급금부족분 상당액 중 해약환급금준비금 상당액 초과분'은 IFRS17 기준 CSM 과 유사한 금액에 해당함을 알 수 있다. 미래에셋생명의 경우 해당 항목이 0 으로 산출되고 있는데 변액보험 비중이 높은 동사의 독특한 포트폴리오로 인한 영향으로 추정된다.

기본적으로 '해약환급금부족분 상당액 중 해약환급금준비금 상당액 초과분'이 보완자본의 가용자본 인정 한도 계산 시 제외되는 점을 감안하면 보험사가 신계약 판매를 통해 확보한 CSM 의 상당 부분이 가용자본으로 인정받을 수 있는 것으로 추정된다.

해약환급금 부족분 상당액 관련 K-ICS 해설

〈 해약환급금 부족분 상당액과 관련한 K-ICS 기준 도입 배경 〉

- (도입배경) IFRS17 시행으로 최저준비금 제도가 폐지되므로 경제적 가정(할인율) 및 계리적 가정(위험률, 해약율 등)에 따라 시가 보험부채가 변동하여 해약환급금보다 적어질 가능성 존재
- (경제적가정) 금융위기가 발생하면 보험회사의 건전성이 악화될 가능성이 크나 금리의 급격한 상승으로 부채 규모는 오히려 축소
  - 이에 따라 보험회사가 해약환급금 이하의 자산을 보유하게 되어 계약자에게 해약환급금을 지급하지 못할 가능성 상존
- (계리적가정) 보험회사가 계리적 가정을 낙관적으로 설정*하여 보험부채를 축소하고 K-ICS비율을 제고할 수 있는 유인도 존재

  * 계리적가정을 낙관적으로 설정하면 보험부채가 감소하고 자본이 증가하므로 K-ICS비율을 일시에 제고 가능
- (대응방안) 금융위기 상황에서의 계약자 보호 강화를 위해 보험감독회계기준 상 이익잉여금 내 "해약환급금준비금"을 신설하여 시가부채가 해약환급금보다 작은 경우 차액(부족액)의 사외 유출을 제한
  - 해약환급금준비금 적립으로 해약환급금의 사외 유출 방지가 가능해져 계약자 보호가 강화되었으므로 해약환급금준비금 상당액은 기본자본으로 인정
  - 다만, 낙관적 계리적 가정을 통해 K-ICS비율을 높일 수 있는 부작용은 여전히 존재하므로 해약환급금준비금 상당액을 초과하는 금액에 대해서는 보완자본으로 분류하여 자본의 質을 낮게 평가

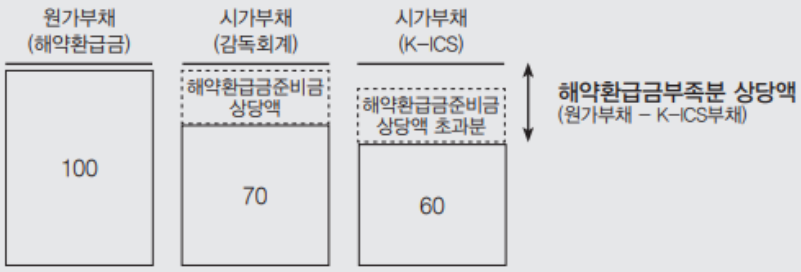
자료: 금융감독원, SK 증권

해약환급금 부족분 상당액 관련 K-ICS 해설

〈 해약환급금 부족분 상당액의 도해 〉

- 보험회사는 저금리 시기에는 시가평가 보험부채가 크게 산출되지만, 금융위기가 발생하면 금리가 상승하여 시가평가 보험부채가 감소
  - 이에, 보험회사는 특정 금리수준 초과 시 시가평가 보험부채가 해약환급금 보다 감소하여 해약환급금 부족분 상당액이 발생(☞해약환급금 부족분 상당액이 발생하는 금리수준은 개별회사 별로 상이)
- 금리상승 등으로 해약환급금 부족분 상당액이 발생할 경우,
  - 해약환급금과 보험감독회계기준(SAP) 보험부채 간의 차이는 해약환급금준비금 상당액으로 적립하므로 해약환급금준비금 상당액 초과분(세후조정액)은 보험감독회계기준 보험부채와 건전성감독기준 보험부채 간 차이에 해당하는 금액이며, 이는 보험계약마진(CSM)과 유사한 금액에 해당
  - 이때 해약환급금과 보험감독회계기준 보험부채 간의 차이는 해약환급금준비금 상당액으로 적립하므로, 해약환급금준비금 상당액 초과분은 보험감독회계기준 보험부채와 건전성 감독기준 보험부채 간 차이인 조정준비금에 해당

〈 해약환급금 부족분 상당액의 도해 〉



자료: 금융감독원, SK 증권

3Q24 K-ICS – 보완자본 상당 금액이 '해약환급금부족분 상당액 중 해약환급금준비금 상당액 초과분'으로 구성

단위: 십억원, %	삼성화재	DB 손보	현대해상	메리츠 화재	한화 손해보험	삼성생명	한화생명	동양생명	미래에셋 생명
가용자본	26,003	20,496	12,589	14,220	5,698	47,113	20,511	3,908	3,409
기본자본	16,106	9,449	5,427	5,245	2,665	37,997	9,923	1,835	3,106
보완자본	9,896	11,048	7,162	8,975	3,034	9,116	10,588	2,074	303
해약환급금부족분상당액 중 해약환급금준비금 상당액 초과분	**9,668**	**10,318**	**5,548**	**6,887**	**2,192**	**4,068**	**6,768**	**1,727**	**0**
기타 보완자본	228	730	1,613	2,088	842	5,047	3,820	346	303
- 기발행 신종자본증권		40	0	284	234	0	0	345	0
- 기발행 후순위채		572	976	1,796	602	0	1,616	0	302
*보완자본 한도	4,634	4,479	3,700	2,766	1,599	12,173	6,248	1,219	879
남은 보완자본 한도	4,406	3,750	2,086	679	757	7,126	2,429	873	577
요구자본	9,268	8,959	7,399	5,533	3,198	24,347	12,497	2,438	1,759
3Q24 K-ICS 비율	280.6	228.8	170.1	257.0	178.2	193.5	164.1	160.3	193.8

자료: 각사, SK 증권

보험사의 후순위채, 신종자본증권 등 자본성증권의 경우 빠르게 가용자본을 확충할 수 있는 주요 수단으로 특히 최근 기준금리 인하 등과 맞물려 자본적정성 제고가 빠르게 요구되고 있는 만큼 발행이 확대되고 있다. 다만 해당 항목의 경우 보완자본 한도 등에 대한 고려가 필요하며 일부 회사의 경우 잔여 보완자본 한도가 자본성증권 발행과 함께 빠르게 줄어들고 있는 상황이다. 이러한 점을 종합적으로 감안하면 보험사들이 신계약을 판매하여 CSM 에 기반한 보완자본을 확보할 필요성이 지속적으로 높을 수밖에 없다고 판단한다.

자본성 증권 - 24 년 하반기 중 발행 내역

회사	종류	발행액(십억원)	발행 시기	K-ICS(3Q24)
한화생명	신종자본	500	'24.07	164.13
교보생명	후순위채	700	'24.08	170.10
메리츠화재	후순위채	650	'24.08	257.01
한화손해보험	후순위채	350	'24.08	178.18
롯데손해보험	후순위채	100	'24.08	128.72
KDB 생명	후순위채	200	'24.08	66.32
한화생명	신종자본	600	'24.09	164.13
흥국화재	후순위채	200	'24.09	162.30
ABL 생명	후순위채	200	'24.09	113.05
동양생명	후순위채	300	'24.10	160.29
코리안리	신종자본	230	'24.10	187.33
현대해상	후순위채	400	'24.11	170.14
롯데손해보험	후순위채	200	'24.11	128.72
교보생명	신종자본	600	'24.11	170.10
iM 라이프	후순위채	100	'24.11	131.02
ABL 생명	후순위채	100	'24.12	113.05
한화생명	후순위채	800	'24.12	187.33
KDB 생명	신종자본	25	'24.12	66.32
농협손해보험	신종자본	450	'24.12	211.24
현대해상	후순위채	900	'24.12	170.14

자료: 예탁결제원, SK 증권
주: 경과조치 전 기준

또한 IFRS17 에서 보험부채는 미래 예상 현금흐름을 시가로 평가하여 인식되고 있다. 최초로 인식된 보험부채는 지속적으로 경제적 가정 및 계리적 가정을 반영하여 후속측정되는데 일반모형 기준으로 할인율 등 경제적 가정의 변화는 매번 반영하고 있으며 손해율 등 계리적 가정은 연말에 1회 반영된다고 볼 수 있다.

이 중 할인율 변화 등 경제적 가정의 재평가의 경우 BEL 과 RA 는 시가로 매번 평가되지만 CSM 의 경우 최신 데이터로 재평가하지 않으며 최초 측정 시점의 할인율을 기준으로 보험금융비용 등만 지속적으로 반영되는 만큼 실질적으로 계리적 가정 조정 등에 따른 변화만 반영된다고 볼 수 있다.

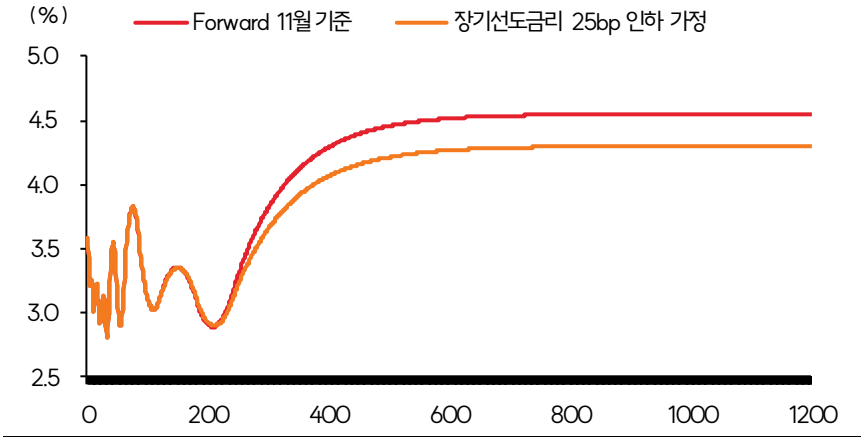
이를 감안했을 때 할인율 레벨이 높은 환경에서 CSM 을 확보하는 것이 상대적으로 유리할 것으로 예상된다. 1) 특히 23년~24년의 경우 이전 대비 상대적으로 높은 금리 환경이 지속되었으며 2) 27 년까지 예정된 금융당국의 할인율 제도 강화가 본격적으로 반영되기 이전이라는 점에서 같은 계약을 판매하더라도 보다 높은 CSM 을 확보할 수 있었을 것으로 추정된다. 따라서 보완자본 확충 및 미래 이익 재원 확보라는 관점에서 공격적으로 신계약을 팔지 않을 이유가 없었을 것으로 판단한다.

할인율 현실화 – 단계적 적용 방안

할인요소	세부항목	문제점	개선방안	시행 시기
최종관찰만기		- 최종관찰만기 차이로 자산/부채 간 할인율 곡선 상이 - ALM 이 효과적으로 이뤄지지 못함	- 최종관찰만기 20 년에서 30 년으로 확대 - 보험사들 자본 부담 가중으로 3 년여에 걸쳐 단계적으로 시행하는 방안 검토 되고 있음	2025 년부터 시행
장기선도금리		- 기존 기준을 적용하는 경우 2024 년 장기선도금리(4.65%)가 실질 금리(4.2%) 대비 높게 설정	- 연간 장기선도금리 조정 폭을 기존 0.15%p 에서 실제 금리 수준 따라 0~0.25%p 로 차등 적용	2024 년부터 시행 - 2024 년 장기선도금리는 4.55%
유동성프리미엄	개인대출	- 안정적인 개인대출 위험스프레드를 회사채 등급으로 매핑하여 변동성 심화(담보 A, 신용 BBB)	- 신규대출금리 이용하여 유동성프리미엄 직접 산출	2024 년부터 시행
	특수금융	- 자산평가/부채평가 위험스프레드 산출 방식 불일치	- 유동성프리미엄 위험스프레드를 자산평가 적용 방법과 동일하게 사용 - 신용등급 매핑 기준을 BBB 등급에서 매입수익률(실행 당시 대출금리) 기반으로 산정	2024 년부터 시행
	신용위험 스프레드	- 최근 신용경색 등 위험스프레드 증가 - 이전 기준으로는 신용위험 스프레드 불변함에 따라 투자 실패가 부채 축소로 이어졌음	- 채권시장 신용경색 등 외부 요인은 개별채권의 유동성프리미엄에 제외되도록 신용위험 스프레드 산출방식 개선 - 장기평균스프레드(LTAS)를 산출식에 포함하여 예상 외 신용손실을 유동성프리미엄에서 제외	2027 년부터 시행
	조정비율	- 자산/부채 간 현금흐름 불일치를 고려하지 않음 - 자산에서 관찰된 유동성프리미엄을 모두 부채로 이전	- 자산/부채 간 현금흐름 미스매칭 특성을 유동성프리미엄 조정비율에 반영	2026 년부터 시행

자료: 금융감독원, SK 증권

무위험 금리 기간구조(LP 가산) – 지속적인 하락 예상



자료: 금융감독원, SK 증권 추정

보험사의 신계약 포트폴리오에서도 이와 같은 요인에 따른 영향을 전반적으로 찾아 볼 수 있다고 판단한다. 주요 대형 손해보험사들의 K-ICS 요구자본 위험액을 세부적으로 살펴보면 상대적으로 삼성화재, KB 손해보험 등의 생명/장기손해보험위험액이 다른 대형사에 비해 상대적으로 작게 산출되는 모습을 확인할 수 있다. 이는 기존에 판매해 온 보험계약 중 상대적으로 연만기나 갱신형 보험 비중이 높게 나타난 데 기인하는 것으로 추정된다.

실제로 IFRS17 회계기준 도입을 준비하고 있던 2010 년대 중~후반 기준으로 신계약 내 연만기 상품 비중을 살펴보면 현재 요구자본이 상대적으로 낮게 산출되는 삼성화재, KB 손해보험 등이 연만기 비중을 높게 가져가던 모습을 확인할 수 있다. 삼성화재의 경우 타사와 달리 갱신형 상품도 적극적으로 취급했던 것으로 알려져 있는데 실제로 생명/장기손해보험위험액 내 세부 위험액을 살펴보면 다른 회사와 달리 질병/장해위험액보다 해지위험액이 더 높게 산출되는 데는 이런 영향이 존재하는 것으로 추정된다.

다만 삼성화재의 신계약 추이를 살펴보면 23 년부터 기존에 적극적으로 취급하지 않던 세만기 상품이나 무/저해지보험 비중을 확대하는 모습이 나타났다. 이는 세만기 등의 경우 보험료 납입 기간과 보험 기간의 차이로 위험액 자체는 연만기 상품보다 상대적으로 클 것으로 예상되나 높은 금리 환경에서는 현금흐름의 시가평가 과정에서 보다 높은 CSM 이 산출될 수 있을 것으로 기대되는 만큼 주어진 환경과 조건에서 합리적인 행동이 이루어졌다고 추정된다.

손해보험 - K-ICS 세부 자료(3Q24)

(십억원, %)	삼성화재	DB 손보	현대해상	KB 손보	메리츠화재	한화손보
가용자본	26,002.8	20,496.4	12,588.8	12,407.1	14,219.9	5,698.2
기본자본	16,106.4	9,448.7	5,427.1	5,799.2	5,245.0	2,664.7
보완자본	9,896.4	11,047.7	7,161.7	6,607.9	8,974.9	3,033.5
요구자본	9,267.9	8,959.0	7,398.9	6,090.4	5,527.9	3,197.9
생명/장기손해보험위험액	6,249.6	8,331.6	7,068.5	5,614.9	5,259.8	3,203.4
일반손해보험위험액	1,979.9	1,410.5	1,209.4	957.2	794.8	426.2
시장위험액	6,283.2	3,617.6	3,316.8	2,774.4	1,483.9	1,068.9
신용위험액	1,994.4	2,490.0	1,353.4	1,121.1	1,692.2	375.0
운영위험액	1,158.7	655.9	567.4	748.5	784.5	324.6
분산효과	-5,248.3	-4,671.7	-3,683.5	-3,000.8	-2,583.7	-1,259.4
법인세효과	-3,206.1	-2,987.4	-2,452.0	-2,139.7	-1,908.2	-940.8
기타 요구자본	56.5	112.5	18.9	14.8	4.6	0.0
K-ICS 비율	280.6	228.8	170.1	203.7	257.2	178.2

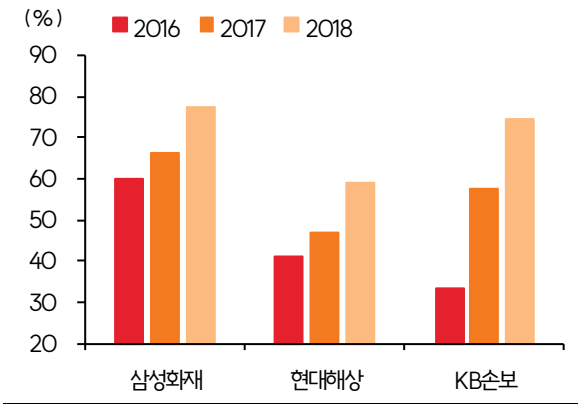
자료: 각사, SK 증권

손해보험 - K-ICS 생명/장기보험위험액 및 시장위험액 세부 자료(2Q24)

(십억원)	삼성화재	DB 손보	현대해상	KB 손보	메리츠화재	한화손보
1. 생명/장기손해보험위험액						
사망위험	450.7	585.6	311.3	285.1	250.6	167.5
장수위험	1.8	48.5	0.0	0.0	0.0	0.0
장해/질병위험	3,485.5	5,537.3	5,277.4	3,423.3	3,589.1	2,168.6
장기재물/기타위험	243.2	224.0	300.9	118.9	142.2	113.2
해지위험	3,530.7	4,729.9	3,010.8	3,148.8	2,821.6	1,187.1
사업비위험	1,135.6	960.2	1,098.4	974.8	771.7	705.8
대재해위험	274.0	201.6	332.8	223.3	110.5	75.3
2. 시장위험액						
금리위험	1,723.8	1,373.7	1,195.6	598.2	499.2	323.0
주식위험	5,030.1	2,665.1	2,316.1	2,511.9	826.4	924.9
부동산위험	1,007.4	578.5	770.2	136.8	331.8	118.8
외환위험	615.8	1,005.4	647.6	811.3	416.4	210.2
자산집중위험	1,299.8	0.0	0.0	0.0	729.6	0.0

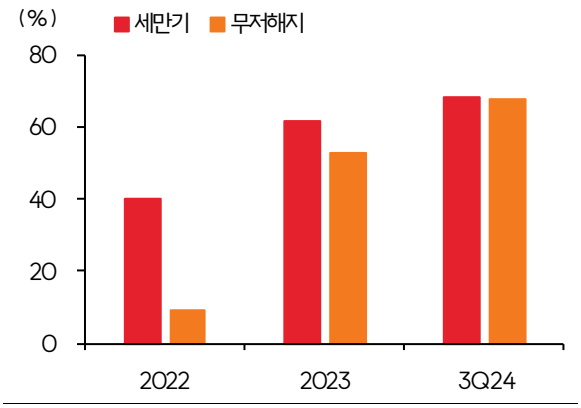
자료: 각사, SK 증권

2010 년대 중반 – 연만기 신계약 비중 추이



자료: 언론 보도, SK 증권

삼성화재 – 세만기/무저해지 상품 비중



자료: 삼성화재, SK 증권

생명보험 - K-ICS 세부 자료(3Q24)

(십억원, %)	삼성생명	한화생명	교보생명	신한라이프	동양생명	미래에셋생명
가용자본	47,112.5	20,511.0	14,131.2	10,046.7	3,908.3	3,408.5
기본자본	37,997.0	9,922.9	8,697.5	6,306.8	1,834.7	3,106.0
보완자본	9,115.5	10,588.1	5,433.7	3,739.9	2,073.6	302.5
요구자본	24,347.0	12,497.0	8,307.4	4,349.8	2,438.5	1,759.0
생명/장기손해보험위험액	10,798.1	9,530.1	5,202.6	4,471.1	1,840.5	1,530.6
일반손해보험위험액	0.0	426.2	0.0	0.0	0.0	0.0
시장위험액	21,918.0	6,281.2	3,865.7	2,080.0	1,350.0	817.8
신용위험액	4,019.1	2,318.1	2,610.0	722.7	647.2	494.3
운영위험액	1,139.5	799.2	564.7	237.3	162.3	115.2
분산효과	-8,499.9	-4,920.3	-3,269.3	-1,629.6	-1,026.3	-730.3
법인세효과	-7,485.0	-2,262.7	-857.7	-1,531.7	-535.2	-468.6
기타 요구자본	2,457.2	325.2	191.4	0.0	0.0	0.0
K-ICS 비율	193.5	164.1	170.1	231.0	160.3	193.8

자료: 각사, SK 증권

생명보험 - K-ICS 생명/장기보험위험액 및 시장위험액 세부 자료(2Q24)

(십억원)	삼성생명	한화생명	교보생명	신한라이프	동양생명	미래에셋생명
1. 생명/장기손해보험위험액						
사망위험	1,851.3	1,260.8	793.0	539.2	151.8	218.9
장수위험	2,204.6	624.2	722.4	108.2	64.0	23.7
장해/질병위험	4,268.8	4,743.6	2,808.3	2,177.4	963.0	665.2
장기재물/기타위험	0.0	113.2	0.0	0.0	0.0	0.0
해지위험	6,599.3	5,629.6	2,693.5	2,481.3	1,033.6	973.8
사업비위험	1,997.9	1,739.5	938.6	1,002.0	408.1	326.3
대재해위험	713.5	327.2	344.2	245.2	89.7	67.9
2. 시장위험액						
금리위험	2,786.2	938.5	829.3	750.1	786.4	130.7
주식위험	23,070.7	5,157.1	2,746.0	1,789.9	724.3	665.6
부동산위험	2,796.9	1,721.9	1,281.1	57.6	144.0	282.2
외환위험	3,269.9	1,442.8	470.1	207.4	396.0	100.6
자산집중위험	6,142.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 각사, SK 증권

생명/장기손해보험위험액 – 세부 시나리오

생명/장기손해보험위험	시나리오
사망위험	사망률 12.5% 증가
장수위험	사망률 17.5% 감소
장해/질병위험	정액위험보상+실손보상위험 - 정액위험보상: 위험률 13% 증가 - 실손: 위험률 10% 증가
장기재물/기타	재물/비용/배상 및 기타 담보 위험률 16% 증가
해지위험	옵션행사위험액과 대량해지위험액 중 큰 금액 - 옵션 행사: 35% 증가/감소 - 대량해지: 보장성 25%, 저축성 35% 해지
사업비	사업비 10% 증가 및 인플레이션 1%p 상승
대재해	전염병/대형사고 등 극단/예외적 사고

자료: 보험연구원, SK 증권

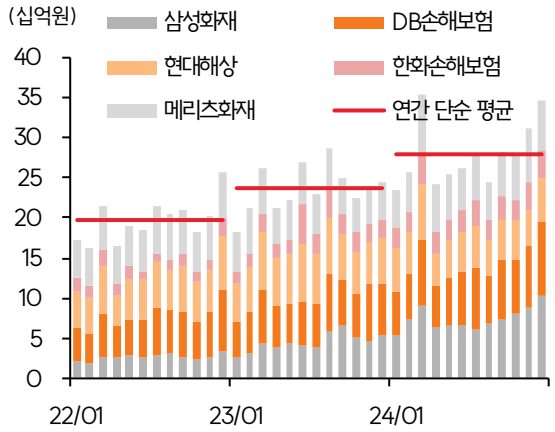
그 외에도 IFRS17 전환에 따라 신계약비 상각 기간이 기존 7 년에서 보험기간 전체

로 바뀌며 손익 측면의 부담이 줄어든 점 등 요인이 종합적으로 영향을 미친 것으로 추정된다.

최근 보험개혁회의 등에서 모집 수수료 규제를 강화하는 등 전반적으로 신계약 축소를 위한 노력이 지속되고 있으나 IFRS17 회계 기준 및 K-ICS 관점에서는 금리 하락 전 최대한 신계약을 많이 확보하는 것이 합리적이라고 판단한다. 특히 기존 IFRS4 및 RBC 체계에서 금리 하락 시 시가로 평가되는 자산과 원가로 평가되는 부채 특성상 자본 측면의 부담이 당장 가시적으로 나타나지 않았던 것과 달리 IFRS17 및 K-ICS 체계에서는 금리 하락에 따른 영향이 자본으로 즉각적으로 반영되고 있는 만큼 자본적정성 제고가 우선적으로 요구될 수밖에 없을 것으로 예상되기 때문이다.

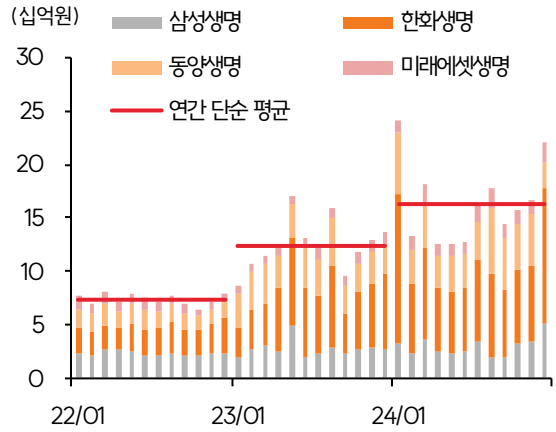
제도적 이슈로 인해 최근 보험사가 신계약을 확대할수록 해약환급금준비금 영향으로 배당가능이익 축소가 나타나고 있음에도 불구하고 신계약 판매를 확대하는 것은 이러한 요인에 기인하는 것으로 추정된다. 향후 할인율 제도 강화 등 전반적인 제도 측면의 이슈가 마무리되는 시점에 회계기준에 부합하는 효율성 등에 따라 자연스럽게 신계약 경쟁 추세가 완화되는 모습이 나타날 것으로 예상된다.

손해보험 – GA 월납 신계약 실적 추이



자료: 보험저널, SK 증권

생명보험 – GA 월납 신계약 실적 추이



자료: 보험저널, SK 증권

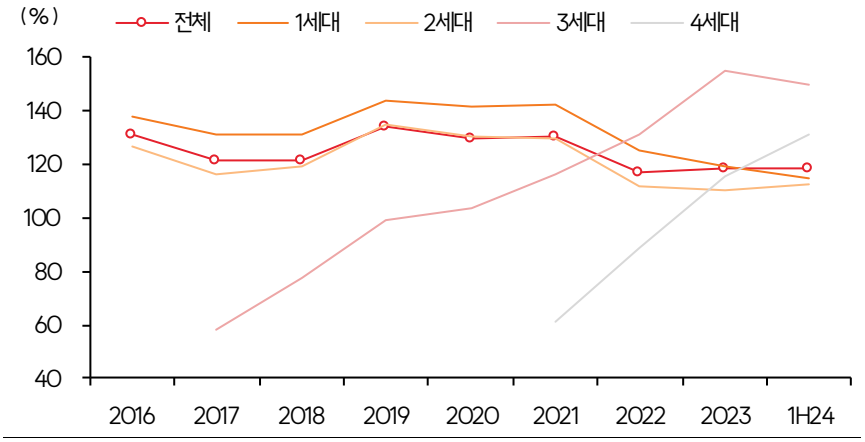
2. 최근 규제 방향은 보험사에는 일단 긍정적이나

(1) 최근 실손보험 관련 제도 변경은 전반적으로 긍정적

최근 실손이나 판매채널 등 주요 이슈에 대한 당국의 규제 방향은 전반적으로 보험사에 긍정적인 흐름으로 보인다. 대표적으로 지난 12 월 발표된 25 년 실손 요율 조정에서 4 세대를 포함하여 평균 7.5%의 인상이 나타난 점 등을 제시할 수 있다.

통상적으로 신규 실손보험의 경우 출시 이후 통계적 데이터가 어느정도 확보된 5 년이 경과된 이후 요율 조정이 이루어졌던 만큼 21 년 7 월 출시된 4 세대 실손보험의 경우 요율 인상을 기대하기 어려웠다. 다만 금융당국은 4 세대 실손이 3 세대 실손과 보장내용이 유사한 만큼 통계적 적합성이 있어 주기를 앞당겨 요율 조정이 가능하다고 언급하며 요율을 조정해주었는데 최근 4 세대 실손보험의 위험손해율이 다소 가파르게 상승한데 기인한다고 추정된다. 보험사 입장에서는 추가적인 손실 부담 확대에 대한 우려가 완화된 만큼 실적 방어 관점에서 긍정적 영향을 전망한다.

실손보험 – 세대별 위험손해율 추이



자료: 보험연구원, 언론보도, SK 증권

실손보험 – 최근 세대별 요율 조정 추이

세대 구분	2021 년	2022 년	2023 년	2024 년	2025 년
전체 평균	약 10~12%	약 14.2%	약 8.9%	약 1.5%	약 7.5%
1 세대	약 15~17%	평균 16%	평균 6%	평균 -4%	평균 2%
2 세대	약 10~12%		평균 9%	평균 1%	평균 6%
3 세대	-	평균 8.9%	평균 14%	평균 18%	평균 20%
4 세대	-	-	-	-	평균 13%

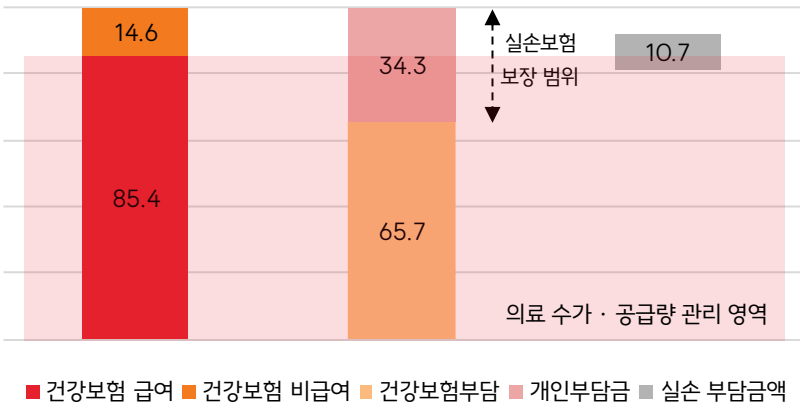
자료: 언론보도, SK 증권

또한 필수의료 중심의 의료체계 재편 과정과 맞물려 최근 논의되는 비급여 및 실손보험 개혁 방안 등 구조적인 손실 구조를 해소하기 위한 제도적 변화가 나타나고 있는 점도 보험업계에 있어서는 전반적으로 긍정적이라고 판단한다.

현재 실손보험의 경우 도수치료, 백내장 등 모럴성 클레임 영향으로 적자가 누적되고 있으며 지금까지는 정책당국과 협의를 거쳐 요율을 인상함으로써 이러한 손실 누적에 대응해왔으나 본질적인 문제점이 해소되지 못했다는 점에서 임시 방편에 불과했다고 판단한다. 따라서 일부 비급여 중심으로 과도한 보장 제공 및 과잉 진료가 발생하는 구조적 문제를 해소하는 최근 일련의 제도적 방향성은 전반적으로 양호하다고 판단한다.

현재 논의되고 있는 비급여 관리 방안의 경우 1) 필수의료 중심 건강보험 급여 적용 확대, 2) 도수치료 등 남용 우려 높은 비급여 항목의 관리급여 지정을 통한 건강보험 체계 편입 및 90~95% 수준의 높은 자기부담률 설정, 3) 병행진료 제한 비급여 항목 고시 및 해당 항목 포함 병행진료에 대한 전체 비용 비급여 적용 등이 언급되었다. 실손보험에 대해서는 향후 신규 가입자 및 재가입 주기 도래에 따른 재가입자에 대해 1) 기존 4세대 실손보험에서 전체 비급여 항목에 적용되던 특약을 중증 비급여에 대한 특약 I, 비중증 비급여에 대한 특약 II 로 분류하고 2) 급여항목에 대한 주계약에 있어서는 자기부담률을 Max[20%, 건보 자기부담률]을 기준으로 반영하는 등 내용이 공개되었다.

2022년 전체 의료비 구성 및 실손 보장 범위



자료: 보험연구원, SK 증권 재구성

병원급 의료기관 상위 10 개 비급여 항목 – 23 년 9 월 기준

항목	진료비(억원)	비율(%)
병원급 전체 비급여 항목	**4,221**	**-**
항목별 현황		
도수치료	494	11.70%
1 인실 상급병실료	451	10.70%
척추요천추 MRI	187	4.40%
치과 임플란트(지르코니아)	149	3.50%
체외충격파	140	3.30%
경피적 경막외강 신경성형술	118	2.80%
근골격계슬관절 MRI	115	2.70%
근골격계견관절 MRI	98	2.30%
전립선암 로봇보조수술	90	2.10%
갑상선암 로봇보조수술	76	1.80%

자료: 보건복지부, SK 증권

주: 23 년 9 월 1 개월 간 진료내역이 발생한 보고대상 594 개 항목 기준

병원/의원급 의료기관 상위 10 개 비급여 항목 – 24 년 3 월 기준

항목	진료비(억원)	비율(%)
병원/의원급 전체 비급여 항목	**18,869**	**-**
병원급	**5,722**	**30.3%**
- 의과	4,925	86.1%(병원급 기준)
- 치과	633	11.1%(병원급 기준)
- 한의과	164	2.9%(병원급 기준)
의원급	**13,147**	**69.7%**
- 의과	4,351	33.1%(의원급 기준)
- 치과	7,384	56.2%(의원급 기준)
- 한의과	1,412	11.2%(의원급 기준)
항목별 현황		
치과 임플란트(지르코니아)	2,722	14.4%
크라운(지르코니아)	1,610	8.5%
도수치료	1,209	6.4%
한약 첩약	1,208	6.4%
체외충격파	700	3.7%
1 인실 상급병실료	523	2.8%
영양주사 등	479	2.5%
치과 교정	419	2.2%
치과 임플란트(PFM)	395	2.1%
크라운(PFM)	329	1.7%

자료: 보건복지부, SK 증권

주: 24 년 3 월 1 개월 간 진료내역이 발생한 보고대상 1,068 개 항목 기준

신규 실손 상품의 경우 3 세대(재가입 주기 15 년, 2032 년 4 월부터 재가입 주기 도래) 및 4 세대(재가입 주기 5 년, 2026 년 7 월부터 재가입 주기 도래) 실손 재가입 주기 도래에 따라 점진적인 전환이 이뤄질 것으로 예상한다.

한편 구 실손(1 세대 및 2 세대 일부)의 경우 비급여 항목을 관리급여로 전환하더라도 기존 보장 범위에서 보험금으로 대부분 커버할 수 있는 동시에 재가입 주기가 없는 만큼 전환에 대한 수요가 극히 작을 것으로 예상된다. 도수치료 등 항목이 관리급여로 전환되더라도 급여 자기부담금+비급여에 대한 보장을 제공하는 실손 특성상 90~95%로 늘어난 건보 급여 자기부담금과 관계없이 실손 청구가 지속될 것으로 예상되는 만큼 단기적인 영향은 제한적인 수준에 머무를 것으로 예상된다. 기존 비급여 항목으로 가격 편차가 크게 나타나던 도수치료 등 항목이 급여 체계로 편입되며 가격이 결정되는 과정에서 부담이 완화되는 정도만 기대할 수 있을 전망이다. 정책당국이 구 실손에 대한 계약 재매입이나 법 개정을 통한 약관 변경 조항 검토 등을 추진할 계획을 제시한 것은 실질적으로 비급여 등 항목을 관리하기 위한 목적으로 추정된다.

다만 사적 계약에 대한 개입이라는 점 등을 종합적으로 감안했을 때 현실적으로 어려움이 많을 것으로 예상된다. 오히려 최근 실손보험의 위험손해율을 살펴봤을 때 지속적인 요율 인상으로 1 세대 및 2 세대 실손의 위험손해율이 유의미한 개선을 보임에 따라 이익계약으로 반영되고 있는 점을 감안하면 누적된 요율 인상과 함께 자연스럽게 구 실손에 대한 계약 해지가 자연스럽게 점진적으로 늘어날 것으로 예상된다. 정책당국이 자연스러운 계약 해지를 유도하기 위해 구 실손에 대한 요율 인상폭을 보다 확대할 경우 현대해상, 한화손해보험 등 구 실손계약 비중이 높은 손보사를 중심으로 수익성 제고를 기대해 볼 수 있을 전망이다.

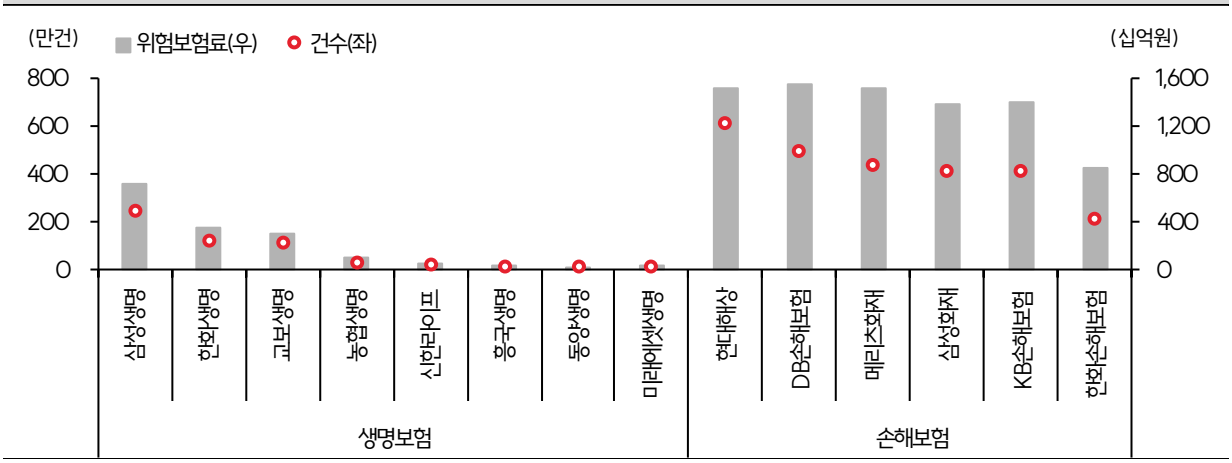
오히려 출시 이후 일정 기간 동안 보험료 인상이 이뤄지지 못한 3 세대/4 세대 실손보험의 위험손해율이 가파르게 악화되는 점을 감안했을 때 향후 핵심 관건은 신규 실손 상품에 대해 요율이 적절하게 반영될 수 있을지 여부에 달려있을 것으로 예상한다. 신규 실손 상품의 보험료가 4 세대 대비 적게는 30%, 많게는 50%까지 할인될 예정이며 관련 제도 개선 방향이 '보험사 배불리기' 아니냐는 여론의 비판적인 내용 등을 종합적으로 감안했을 때 궁극적인 실적 영향은 향후 신규 실손보험의 적정한 요율 반영 여부에 의해 결정될 전망이다.

세대별 실손계약 비중 현황

세대 분류	1세대	2세대 선택형 I	2세대 표준형	2세대 선택형 II	3세대 표준형	3세대 선택형 II	4세대	보유계약 (백만건)
2021년	22.1%	42.8%	0.4%	6.0%	0.4%	24.2%	1.5%	35.5
2022년	20.5%	40.9%	0.3%	6.6%	0.4%	23.5%	5.8%	35.7
2023년	19.1%	38.9%	0.3%	6.1%	0.4%	22.7%	10.5%	35.8

자료: 금융감독원, SK 증권

실손보험 계약 건수 및 위험보험료 규모(22년)



자료: 금융감독원, SK 증권

실손보험 – 1 세대 및 2 세대 세부 내용

시기	2003 년 10 월	2009 년 10 월	2013 년 1 월	2015 년 9 월
구분	표준화 이전(1 세대 실손)	표준화 실손(2 세대)		
보험기간	80 세/100 세	100 세	15 년 재가입	15 년 재가입
갱신 주기	3 년/5 년	3 년	1 년	1 년
담보 구성	상해/질병 입·통원 (급여/비급여 통합) 상해의료비	상해/질병 입·통원 (급여/비급여 통합) 종합 입·통원	상해/질병 입·통원 (급여/비급여 통합)	상해/질병 입·통원 (급여/비급여 통합)
자기부담금	**손해보험사** 0%(회사별 치료비 한도 다름) 통원 공제금액 - 외래+처방 5 천원~1 만원 **생명보험사** 연간 치료비 3 천만원 내 20% 통원 공제금액 - 외래+처방 5 천원~1 만원	입원 10% (연간 자부담 200 만원 한도) 통원 공제금액 - 외래 1~2 만원 - 약제 8 천원	**선택형** 입원 10% (연간 자부담 200 만원 한도) 통원 공제금액 - 외래 1~2 만원 - 약제 8 천원 **표준형** 입원 20% (연간 200 만원 한도) 외래 1~2 만원 혹은 20% 약제 8 천원 혹은 20%	**선택형 II** 입원/통원 공통 적용 - 급여 10%/비급여 20% (입원 자부담 200 만원 한도) 통원 공제금액 - 외래 1~2 만원 - 약제 8 천원 **표준형** 입원 20% (연간 200 만원 한도) 외래 1~2 만원 혹은 20% 약제 8 천원 혹은 20%
상급병실	차액 50%	차액 50% (1 일 10 만원 한도)	차액 50% (1 일 10 만원 한도)	차액 50% (1 일 10 만원 한도)
가입금액	입원 최대 1 억 통원 최대 30 만원	입원 최대 5 천만원 통원 최대 30 만원	입원 최대 5 천만원 통원 최대 30 만원	입원 최대 5 천만원 통원 최대 30 만원
보험료 납입	적립대체형 추가납입형	추가납입형	추가납입형	추가납입형
보험료 할인/할증	X	X	X	X
비중(23 년 말)	19.10%	38.90%	0.30%	6.10%

자료: 금융감독원, 언론보도, SK 증권

실손보험 – 3 세대, 4 세대 세부 내용 5 세대 실손 내용 정리

시기	2017 년 4 월	2021 년 7 월	2026 년 6 월 이후(?)
구분	3 세대 실손	4 세대 실손	통칭 5 세대 실손
보험기간	15 년 재가입	5 년 재가입	관련하여 특별한 언급 없었음
갱신 주기	1 년	1 년	관련하여 특별한 언급 없었음
담보 구성	기본: 상해/질병 입·통원 (급여/비급여 통합) 특약: 3 대 비급여	주계약: 급여 한정 특약: 비급여 전체	주계약: 급여 항목 특약 1: 중증 비급여 항목 특약 2: 비중증 비급여 항목
자기부담금	**선택형 II** 입원/통원 공통 적용 - 급여 10%/비급여 20% (입원 자부담 200 만원 한도) 통원 공제금액 - 외래 1~2 만원 - 약제 8 천원 **표준형** 입원 20% (연간 200 만원 한도) 외래 1~2 만원 혹은 20% 약제 8 천원 혹은 20% **특약(3 대 비급여)** 2 만원 혹은 30%	**주계약** 입원/통원 공통 급여 기준 20% 적용 (입원 자부담 200 만원 한도) 통원 공제금액 - 외래 급여(주계약) 1~2 만원 **특약** 입원/통원 모두 비급여 30% 적용 통원 공제금액 - 외래 비급여(특약) 3 만원	**주계약** 1) 일반질환자 입원/통원: Max[건보 본인부담률, 20%] 통원 공제금액 - 외래 급여(주계약) 1~2 만원 2) 중증질환자 4 세대 주계약과 동일 **특약 I(중증 비급여)** 4 세대 특약과 동일 **특약 III(비중증 비급여)** 보장한도 축소(예시로 1 천만원 등 언급) 입원 회당 300 만원 신설(예시) 본인부담률 확대(예시: 입원/통원 50%) 보험금 미지급 사유에 3 대 비급여 포함
상급병실	차액 50% (1 일 10 만원 한도)	차액 50% (1 일 10 만원 한도)	관련하여 특별한 언급 없었음
가입금액	기본 입원 최대 5 천만원 통원 최대 30 만원 특약 도수/체외/증식 치료 350 만원 비급여 주사 250 만원 비급여 MRI/MRA 300 만원	입원/통원 합산 최대 5 천만원 통원 회당 20 만원(비급여 연간 100 회 한도)	입원/통원 합산 최대 5 천만원 통원 회당 20 만원 입원 회당 3 백만원(예시) 특약 2 보장 한도 1 천만원(예시)으로 축소
보험료 납입	추가납입형	추가납입형	추가납입형
보험료 할인/할증	2 년 무사고 할인 10%	2 년 무사고 할인 10% 비급여 개별 할인/할증(3 년 후 적용)	주계약에 특약 I 만 선택 시 보험료 50% 인하 특약 II 까지 가입할 경우 30% 인하
비중(23 년 말)	23.1%(표준형 0.4%, 선택형 II 22.7%)	10.50%	

자료: 금융감독원, 언론보도, SK 증권

주: 3 대 비급여 항목은 1) 도수치료/체외충격파/증식치료, 2) 비급여 주사, 3) 비급여 MRI 등

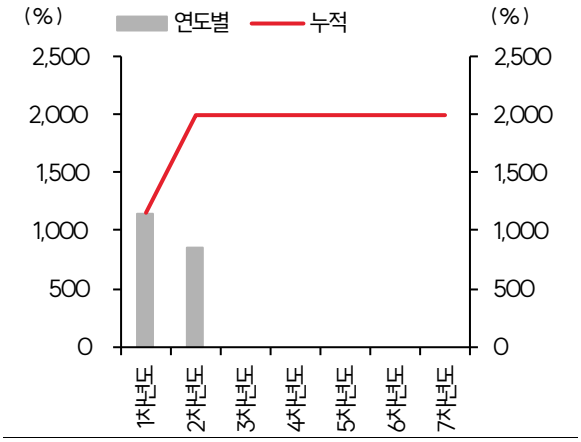
(2) 판매 채널 관련 규제, 경쟁 완화 여부는 모니터링 필요할 전망

보험 판매에 있어서도 전반적인 수수료 체계 개편이 추진되고 있다. 금융위원회는 현재 보험 판매 수수료 지급 체계의 문제점으로 1) 계약체결비용에 계약관리비용을 더해 선지급수수료/시책 재원으로 사용되고 있어 2) 3 년차 이후로 장기적으로 계약을 유지/관리할 유인이 없으며 3) GA 가 소속 설계사 대상으로 지급하는 수수료에 대해 1200%룰이 적용되지 않는 점 등을 제시하며 이를 개선할 계획을 제시했다.

먼저 보장성보험 기준 선지급수수료 재원을 개별 상품에 부과된 계약체결비용(대표 가입속성 기준)을 한도로 제한하는 방안을 제시했다. 그동안 보험사들은 1) 계약체결비용과 2) 자율책정이 가능한 계약관리비용을 모두 시책 등 선지급수수료 재원으로 사용할 수 있었으나 향후에는 계약체결비용 내에서만 선지급수수료 재원으로 사용할 수 있게 허용할 계획이다.

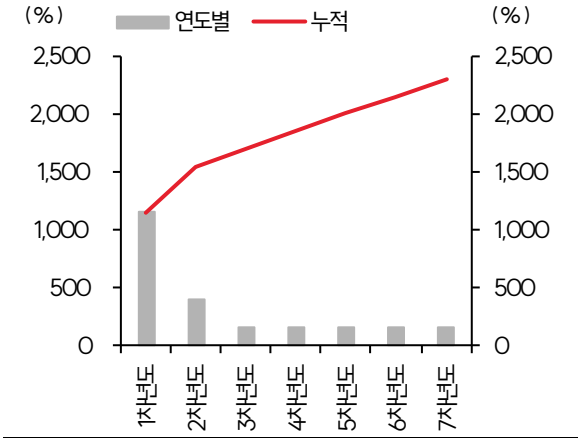
또한 매월 분할 지급하는 유지/관리수수료를 신설하여 일정 기간(최소 3 년~최대 7 년)동안 지급하는 내용을 제시했으며 지급 한도를 별도로 설정(예시: 계약체결비용의 1%)하여 과도한 유지/관리수수료 지급을 방지하는 등 전반적으로 과도한 비용을 지출하는 것을 방지하는 내용을 담고 있다

현행 판매수수료 체계(예시)



자료: 금융위원회, SK 증권
주: 계약체결비용 1250% 가정, 계약 7 년 유지 가정

개편된 판매수수료 체계(예시)



자료: 금융위원회, SK 증권
주: 계약체결비용 1250% 가정, 계약 7 년 유지 가정, 계약체결비용 1% 매월 지급 가정

마지막으로 1200%룰을 GA 소속 설계사까지 확대할 계획이다. 현재 1200%룰은 보험사가 전속 설계사나 GA 대상으로 지급하는 판매 수수료에만 적용되고 있다. GA 소속 설계사의 경우 1200%룰과 관계없이 선지급수수료를 받을 수 있어 과잉 영입 경쟁 등이 발생할 가능성이 존재했던 만큼 이를 GA 까지 확대할 계획이 제시되고 있는 상황이다.

그 외에도 사업비 과다 집행에 대한 실질적인 제재 도입, 보험 가입 권유 시 수수료율 정보 제공(납입보험료 대비 판매 수수료율 등) 등 전반적으로 과도한 사업비가 지출되는 것을 방지하는 방향의 규제가 나타날 것으로 예상된다.

이러한 사업비 규제의 경우 전반적으로 보험사에 있어서는 긍정적 영향이 예상된다. 전체적인 신계약비 관련 부담이 줄어들 것으로 예상되며 이전과 달리 판매보다 유지/관리에 따른 수수료 비중이 늘어난 만큼 계약의 유지율이 제고되며 CSM 등에 긍정적인 영향을 기대할 수 있을 전망이다.

반면 GA 의 경우 이전과 달리 전속 채널 대비 설계사 영입 경쟁 측면의 우위가 없어질 것으로 예상되는 만큼 우수 인력 확보에 어려움이 발생할 것으로 보이며 설계사도 수수료 분급에 따라 단기적으로 수입 감소 등 영향이 나타날 것으로 예상된다. 설계사의 수입 감소 등 영향으로 수입 보전을 위한 신계약 판매 수요 자체가 증가할 가능성도 고려해볼 수 있는 만큼 실질적인 경쟁 완화로 이어질지 여부에 있어서는 추후 확인이 필요할 것으로 예상된다.

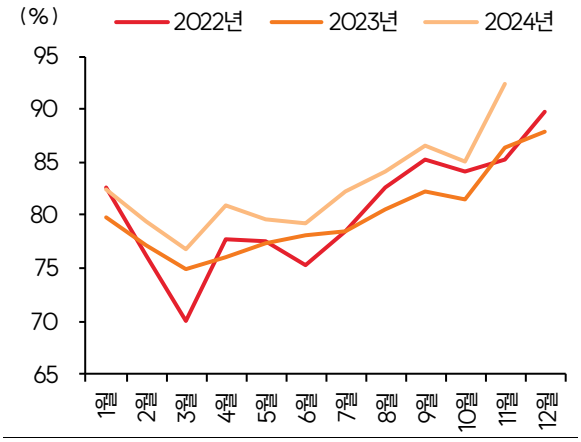
향후 본격적이 제도가 시행되기 전까지 신계약 판매 수요가 높은 보험사 중심으로 상대적으로 높은 시책을 지급하며 신계약 판매를 추진할 것으로 전망한다. 4Q24 부터 나타난 무/저해지보험, 단기납 종신 등에 대한 절판 효과와 맞물리며 1Q25 까지 가파른 신계약 물량 증가 추세가 나타날 전망이다.

(3) 방향성은 좋지만 실질적인 영향에 대한 확인 필요할 전망

전반적으로 최근 보험업계를 둘러싼 일련의 규제/제도 측면의 방향성은 양호하다고 판단한다. 다만 지금까지 나타났던 여러 제도 측면의 변화(IFRS17 회계기준 도입, 3/4 세대 실손, 1200%룰 등)가 도입 취지나 의도와 다소 다른 영향이 나타나는 모습이 많았던 만큼 실질적인 영향이 기대 대비 미흡할 가능성을 고려해야 할 것으로 예상하기 때문이다.

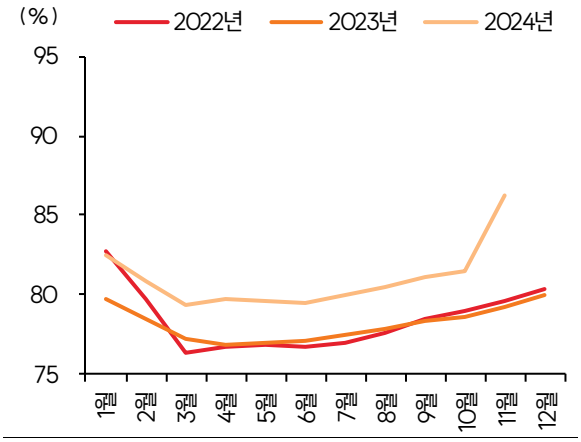
그 외에도 전반적인 규제 방향 등이 업종에 있어 긍정적 영향이 예상되는 반면 최근 내수 부진 추세 등이 심화되고 있는 점을 감안했을 때 금융업종 전반에 걸쳐 상생금융 등 공공적 역할 수행에 대한 사회적 압력이 높아지고 있는 부분도 고려할 필요가 있을 것으로 예상된다. 이러한 맥락에서 현재 손실 압력이 커지고 있는 자동차보험 요율 인상에 대한 기대감은 제한적이라고 판단하며 약관대출 등의 추가적인 금리 인하가 나타날 가능성도 고려해야 할 전망이다.

상위 4 개사 자동차 손해율 추이(월별)



자료: 언론보도, SK 증권

상위 4 개사 자동차 손해율 추이(월별누계)



자료: 언론보도, SK 증권

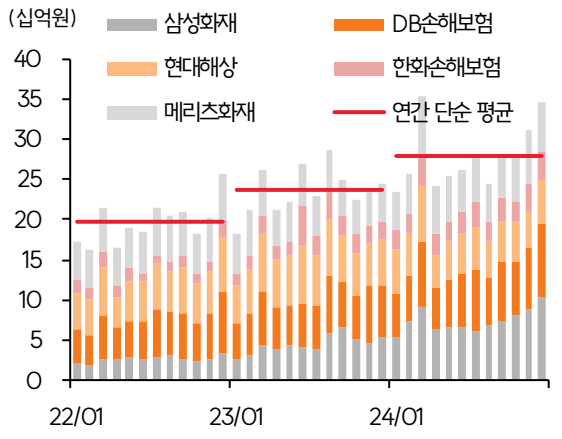
3. 4Q24 손보/생보 Preview

(1) 신계약: 무/저해지 및 단기납 중심 절판 마케팅

4Q24 중 보험개혁회의에서 제시된 무/저해지보험, 단기납 종신 등에 대한 최적해지율 가정 조정 등 영향으로 절판 마케팅이 발생함에 따라 손보, 생보 모두 해당 보험상품을 중심으로 가파른 신계약 성장이 나타났을 것으로 예상한다. 단기납 종신의 경우 기존 5 년납을 판매하지 않던 회사도 판매를 확대하는 등 적극적인 판매가 이뤄지고 있으며 손보사도 25 년 1 월부터 1 인실 입원일당, 질병수술비 등에 대한 보장한도 축소 등에 대한 우려로 12 월 중 판매 규모가 확대되는 모습이 나타났다. 통상적으로 절판 마케팅이 이뤄지는 3 월까지 전반적으로 높은 수준의 신계약 규모가 어느정도 이어지는 모습이 나타날 것으로 예상된다.

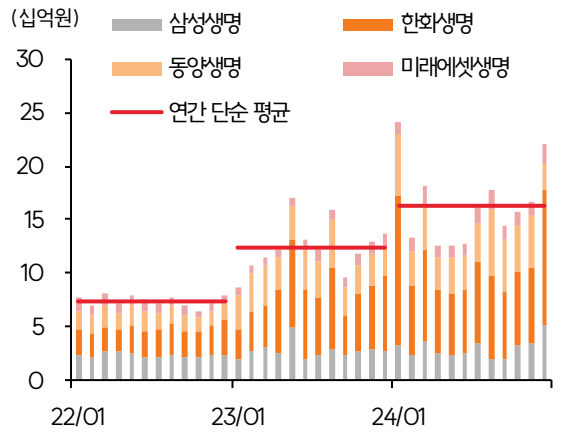
손보사의 경우 삼성화재 등 자본력이 높은 회사 중심으로 신계약이 대폭 늘어난 것으로 보이며 현대해상 등의 경우 배수 방어, 요구자본 관리 등을 위한 포트폴리오 재편 등 영향으로 성장이 둔화된 모습이 나타날 것으로 예상된다. 생보사 또한 삼성/한화 등 대형사 중심으로 신계약이 가파르게 성장한 것으로 추정된다. 이전보다 신계약 CSM 배수는 전반적으로 낮아졌을 것으로 예상되나 물량 증가에 따라 견조한 신계약 CSM 증가 추세는 지속될 전망이다.

손해보험 – GA 월납 신계약 실적 추이



자료: 보험저널, SK 증권

생명보험 – GA 월납 신계약 실적 추이



자료: 보험저널, SK 증권

(2) 계절적으로 부진한 보험손익 예상

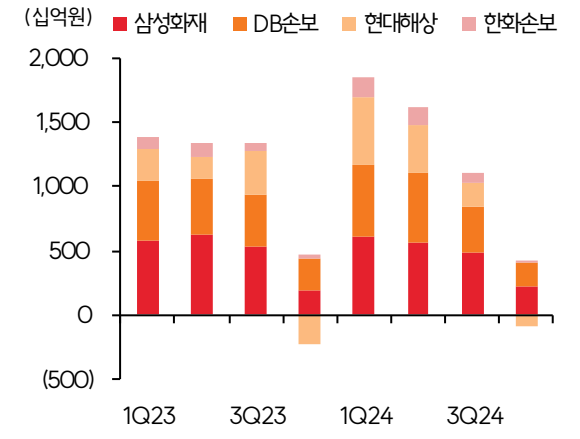
4Q24 의 경우 1) 생보/손보 모두 계절적으로 손해율이 악화되는 시기이며 2) 최근 독감 유행 등 이슈를 감안했을 때 전반적인 예실차 손익이 다소 부진한 모습이 나타날 것으로 예상된다.

연말 계리적 가정 조정에 따른 영향은 보험개혁회의의 무/저해지보험 최적해지율 반영에 따른 영향이 함께 나타날 것으로 예상된다. 손보사의 경우 실손 등과 관련된 영향(1, 2 세대 CSM 조정, 3, 4 세대 손실부담계약비용 등)이 주로 나타날 것으로 예상되며 생보사의 경우 과거 판매한 유배당 연금 등과 관련하여 생존율 가정 조정 등에 따른 영향 및 금리 하락, 국내 증시 부진 등 영향으로 VFA 모형을 적용하는 변액보험 등에 대한 CSM 감소, 손실계약비용 발생 등이 나타날 것으로 예상된다.

한편 25 년 실손 요율 인상 결과를 살펴보면 1) 구세대 실손에 더해 2) 최근 손해율이 가파르게 상승하는 모습이 나타나던 4 세대 실손의 요율 인상이 나타났는데 관련 익스포저가 높은 일부 손보사의 경우 CSM 개선 및 손실계약전입비용 부담 감소 등 긍정적인 영향을 충분히 기대해볼 수 있을 전망이다.

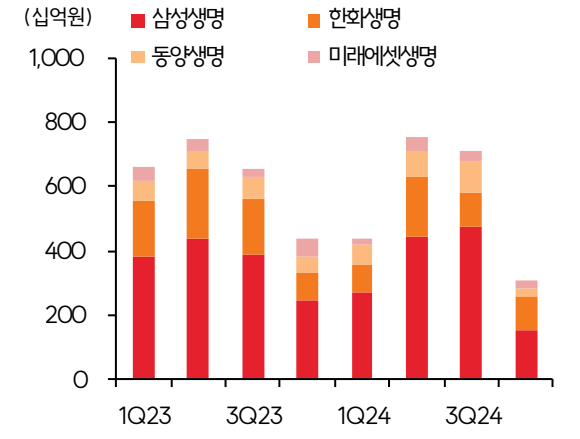
손해보험의 경우 11 월 폭설 등 영향으로 손해율이 가파르게 상승한 반면 자동차보험 요율 인상 등이 지연되고 있는 점 등을 자동차보험 손익이 이전 대비 더욱 부진한 모습을 기록할 것으로 예상된다. 일반손해보험도 계절적 영향으로 부진을 전망한다.

손해보험 – 보험손익 추이 및 전망



자료: 각사, SK 증권 추정
주: 별도 기준

생명보험 – 보험손익 추이 및 전망



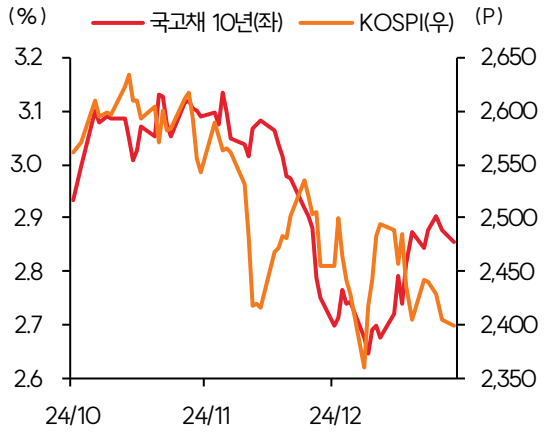
자료: 각사, SK 증권 추정
주: 별도 기준

(3) 무난한 투자손익 예상. OCI 측면의 부담은 지속될 전망

4Q25 중 투자손익을 둘러싼 환경은 다소 복합적인 모습이 나타났다. 1) 한국 시장의 경우 전반적인 시장금리가 하락하는 모습이 나타났으며 증시도 부진한 모습을 보인 반면 2) 미국 등의 경우 시장금리 상승 및 증시 강세가 나타났기 때문이다. 복합적인 요인을 종합했을 때 전반적인 플러스 요인과 마이너스 요인 간 상쇄가 나타났을 것으로 예상하며 대체로 경상적인 투자손익 내외 수준의 실적이 나타날 것으로 전망한다.

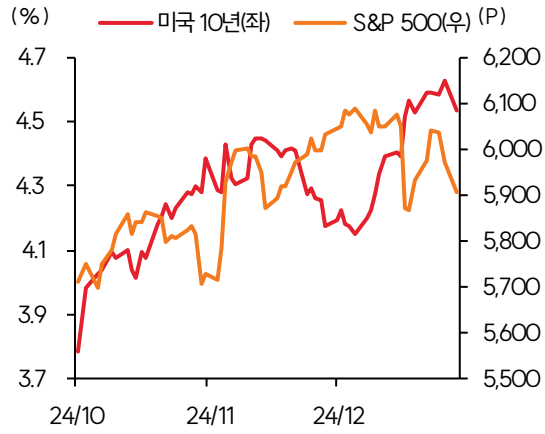
한편 일반적으로 보험사가 보유한 자산에는 해외 채권 등이 포함되어 있는 것과 달리 부채에 적용되는 할인율은 국내 금리에 따라 결정된다. 따라서 이번 4Q24 와 같이 해외 금리는 상승한 반면 국내 금리가 하락한 경우 1) 자산의 시가평가 가치는 축소되는 반면 2) 부채 시가평가 가치는 커지는 모습이 나타날 수 있을 것으로 예상된다. 특히 연말 계리적 가정 조정에 따른 부채 변동이 나타날 것으로 예상되는 점을 감안했을 때 OCI 측면의 부담은 이전보다 가중되는 모습을 전망한다.

한국 – 국고채 10 년 및 증시 추이



자료: FnGuide, SK 증권

미국 – 국고채 10 년 및 증시 추이



자료: FnGuide, SK 증권

(4) 커버리지 손보 4 사 합산 순이익 6,258 억원(+29% YoY) 예상

커버리지 손해보험 4 사(삼성, DB, 현대, 한화)의 4Q24 합산 순이익은 6,258 억원(+29% YoY)으로 컨센서스 대비 낮은 실적을 기록할 것으로 예상된다. 4Q23 중 발생한 삼성화재의 교체매매 관련 처분 손실 기저효과로 전년 동기 대비 이익 규모는 증가할 것으로 예상되지만 최근 독감 등 영향으로 현대해상 등의 예실차 손익이 부진할 것으로 예상됨에 따라 컨센서스 대비 부진한 실적이 예상된다. 25 년 실손 요율 조정 결과 4 세대 실손에 대해 조기 요율 인상이 나타난 점 등을 감안하면 손실계약비용 부담은 이전보다는 낮아질 것으로 예상된다.

24 년 결산배당의 경우 삼성화재, DB 손해보험만 가능할 것으로 전망하며 양사 모두 주총 이후로 배당기준일이 결정되는 만큼 단기적으로 배당수익률에 기반한 투자전략이 유효할 전망이다. 나머지 회사의 경우 해약환급금준비금 등 영향으로 배당가능이익 확보가 어려운 상황이다. 현재 K-ICS 비율 150% 이상 200% 미만 보험사에 대해서는 해약환급금준비금 적립 비율 90%(200% 상회 시 80%)가 적용되고 있으나 1) 연중 해약환급금준비금 적립 규모 및 2) 금리 하락 등에 따른 OCI 감소 등을 종합적으로 감안했을 때 배당가능이익이 불충분한 상황으로 추정된다.

손해보험 – 4Q24 실적 전망 및 컨센서스

(십억원)	4Q23	3Q23	4Q24E	(YoY)	(QoQ)	4Q24 컨센서스	vs 컨센서스	2024	컨센서스	vs 컨센서스
합계	485	1,109	626	29%	-44%	789	-21%	5,430	5,614	-3%
삼성화재	168	405	293	75%	-28%	332	-12%	2,128	2,147	1%
DB 손해보험	261	363	287	10%	-21%	318	-10%	1,865	1,899	-2%
현대해상	19	289	9	-53%	-97%	103	-91%	1,056	1,186	-11%
한화손해보험	37	51	37	-1%	-29%	36	1%	382	383	0%

자료: 각사, SK 증권 추정

(5) 커버리지 생보 4사 합산 순이익 4,367억원(-22% YoY) 예상

커버리지 생명보험 4사(삼성, 한화, 동양, 미래)의 4Q24 합산 순이익은 4,367억원(-22% YoY)으로 컨센서스 대비 낮은 실적을 예상된다. 계리적 가정 조정에 따라 유배당 연금 블록을 중심으로 생존율 가정 변화에 따라 손실계약비용이 발생할 것으로 예상되는데 특히 상대적으로 높은 장수위험액을 보유하고 있는 삼성생명 등 대형사 중심으로 일정 규모의 손실계약비용이 발생할 것으로 예상된다. 최근 금리 하락, 증시 부진 등 영향을 감안했을 때 VFA 모형이 적용된 변액보험 등의 경우에도 CSM 감소, 손실계약비용전입 등 영향이 나타날 것으로 예상된다.

24년 결산배당의 경우 삼성생명만 가능하며 배당기준일이 이미 경과한 만큼 배당수익률에 기반한 접근은 쉽지 않을 전망이다. 다만 배당락 이후 전반적인 밸류에이션 매력이 높아진 점 등을 감안했을 때 삼성생명에 대한 저가 매수 관점의 접근은 유효할 것으로 예상된다. 삼성전자 주가 하락 등 영향으로 K-ICS 비율 부담이 높게 나타나고 있으나 현재 동사의 주식위험액 내 장기보유주식으로 분류된 주식이 없는 점을 감안했을 때 계열사 주식을 장기보유주식(선진시장주식은 주가 35% 하락 시나리오 적용하나 장기보유주식은 주가 20% 하락 시나리오 적용)으로 분류함으로써 K-ICS 비율이 개선될 여지가 남아있는 만큼 추가적인 우려 요인은 제한적일 것으로 예상한다. 나머지 회사의 경우 해약환급금준비금 및 금리 하락으로 인한 OCI 감소 등을 감안했을 때 구조적인 제도 해결 없이 자력으로 주주환원을 재개하기는 쉽지 않을 전망이다.

생명보험 – 4Q24 실적 전망 및 컨센서스

(십억원)	4Q23	3Q23	4Q24E	(YoY)	(QoQ)	4Q24 컨센서스	vs 컨센서스	2024	컨센서스	vs 컨센서스
합계	562	1,001	437	-22%	-56%	480	-9%	3,331	3,548	-6%
삼성생명	446	674	294	-34%	-56%	329	-10%	2,336	2,370	-1%
한화생명	38	237	107	178%	-55%	109	-2%	692	747	-7%
동양생명	78	90	36	-54%	-60%	43	-16%	302	324	-7%
미래에셋생명	-34	4	21	흑전	487%	40	-48%	83	107	-23%

자료: 각사, SK 증권 추정

(6) 투자전략: 안정성 vs 기대감

기본적으로 현재 제도 불확실성 이슈, 금리 하락 등을 종합적으로 감안했을 때 보험 업종에 대한 투자의견은 중립으로 유지한다. 이전과 동일하게 높은 자본 버퍼로 안정적인 배당을 기대할 수 있는 삼성화재, DB 손해보험, 삼성생명 중심의 선별적인 접근이 유효할 것으로 전망한다.

나머지 보험사의 경우 해약환급금준비금 등 영향으로 배당 관련 불확실성이 높다는 점을 감안하면 상대적으로 투자 매력은 제한적이라고 판단한다. 다만 최근 일련의 제도 방향성이 보험사에 있어 긍정적일 것으로 예상되는 만큼 기대감을 고려한 접근도 어느정도 고려해볼 수 있을 전망이다. 실손 관련 제도 개선의 경우 현대해상, 한화손해보험 등이 가장 민감하게 영향을 받을 것으로 예상되며 판매수수료 관련 제도 개편의 경우 적극적으로 신계약을 판매하고 있는 한화생명 등에 보다 긍정적인 영향이 나타날 것으로 예상된다. 다만 구체적인 정책이 나오지 않은 만큼 보수적 관점의 접근이 필요할 전망이다.

지속되는 불확실성을 감안하여 아직은 안정성 중심의 접근이 유효하다고 판단하며 Top pick 으로 1) 견조한 배당 및 2) 자본 활용의 효율성 제고에 따른 M/S 확대, 투자손익 개선을 기대할 수 있는 삼성화재를 제시한다.

손해보험 – Valuation Table

기업명		삼성화재	DB 손해보험	현대해상	한화손해보험
Code		A000810	A005830	A001450	A000370
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy
현재주가		359,500	99,800	25,950	4,155
목표주가		474,000	137,000	32,000	5,100
상승여력		31.8%	37.3%	23.3%	22.7%
CSM 잔액(십억원)	2023	13,303	12,152	9,142	3,927
	2024E	14,328	12,268	8,698	3,873
	2025F	14,998	12,805	8,873	3,927
	2026F	15,656	13,200	8,998	3,986
전체 자본(십억원)	2023	15,905	8,676	6,117	3,406
	2024E	16,080	8,702	4,689	3,014
	2025F	17,419	9,865	5,288	3,255
	2026F	18,754	11,078	5,697	3,459
보험손익(십억원)	2023	1,933	1,550	526	292
	2024E	1,867	1,641	995	384
	2025F	1,936	1,651	819	356
	2026F	2,007	1,707	867	363
투자손익(십억원)	2023	409	467	496	94
	2024E	936	811	427	128
	2025F	1,046	762	455	146
	2026F	1,054	788	456	146
당기순이익(십억원)	2023	1,755	1,537	806	291
	2024E	2,128	1,865	1,056	382
	2025F	2,222	1,831	949	380
	2026F	2,280	1,893	986	385
ROE (%)	2023	12.5	17.2	10.8	9.7
	2024E	13.3	21.5	19.5	12.8
	2025F	13.3	19.7	19.0	13.1
	2026F	12.6	18.1	17.9	12.3
PER (배)	2023	7.6	3.9	3.4	2.2
	2024E	8.5	3.9	2.1	1.6
	2025F	8.2	3.9	2.4	1.7
	2026F	8.0	3.7	2.4	1.7
PBR (배)	2023	0.84	0.68	0.45	0.20
	2024E	1.13	0.84	0.47	0.22
	2025F	1.04	0.72	0.44	0.21
	2026F	0.97	0.64	0.41	0.20
배당성향(%)	2023	38.3	20.7	20.1	12.6
	2024E	41.5	21.9	0.0	0.0
	2025F	42.5	23.0	0.0	0.0
	2026F	43.3	23.2	23.1	10.9
보통주 DPS (원)	2023	16,000	5,300	2,063	200
	2024E	21,000	6,800	0	0
	2025F	22,500	7,000	0	0
	2026F	23,500	7,300	2,900	250
보통주 배당수익률 (%)	2023	6.1	6.3	6.7	4.9
	2024E	5.9	6.6	0.0	0.0
	2025F	6.3	7.0	0.0	0.0
	2026F	6.5	7.3	11.2	6.0

자료: 각사, SK 증권 추정

생명보험 – Valuation Table

기업명		삼성생명	한화생명	동양생명	미래에셋생명
Code		A032830	A088350	A082640	A082640
투자의견		Buy	Buy	Buy	Hold
현재주가		93,900	2,505	4,620	5,300
목표주가		114,000	3,500	5,900	5,500
상승여력		21.4%	39.7%	27.7%	3.8%
CSM 잔액(십억원)	2023	12,247	9,238	2,542	2,120
	2024E	12,985	9,256	2,612	2,131
	2025F	13,571	9,738	2,983	2,299
	2026F	13,889	10,096	3,376	2,448
전체 자본(십억원)	2023	44,436	11,387	2,952	2,914
	2024E	32,986	9,960	1,903	2,385
	2025F	34,637	10,422	2,139	2,517
	2026F	36,154	10,828	2,406	2,638
보험손익(십억원)	2023	1,450	651	234	169
	2024E	1,341	499	261	122
	2025F	1,532	666	240	134
	2026F	1,565	705	276	142
투자손익(십억원)	2023	-24	90	127	-2
	2024E	495	343	118	-20
	2025F	479	206	86	37
	2026F	500	239	90	39
일반계정 투자손익(십억원)	2023	-87	97	159	-7
	2024E	426	283	115	32
	2025F	439	206	86	39
	2026F	460	239	90	41
ROE (%)	2023	4.4	4.9	8.3	3.6
	2024E	6.0	7.0	14.5	3.1
	2025F	7.2	7.9	15.6	5.4
	2026F	7.0	8.2	15.2	5.4
PER (배)	2023	7.3	4.0	2.5	6.7
	2024E	8.1	3.1	2.4	11.3
	2025F	7.7	3.0	2.8	7.1
	2026F	7.6	2.8	2.5	6.7
PBR (배)	2023	0.33	0.23	0.28	0.29
	2024E	0.60	0.24	0.47	0.39
	2025F	0.57	0.23	0.42	0.37
	2026F	0.54	0.22	0.36	0.36
배당성향(%)	2023	35.1	18.3	21.1	0.0
	2024E	38.4	0.0	0.0	0.0
	2025F	40.6	0.0	0.0	0.0
	2026F	41.4	14.5	21.3	13.1
보통주 DPS (원)	2023	3,700	150	400	0
	2024E	5,000	0	0	0
	2025F	5,500	0	0	0
	2026F	5,700	150	400	140
보통주 배당수익률 (%)	2023	5.4	5.3	8.8	0.0
	2024E	5.3	0.0	0.0	0.0
	2025F	5.9	0.0	0.0	0.0
	2026F	6.1	6.0	8.7	2.6

자료: 각사, SK 증권 추정

Company Analysis

Happiness Partner SK securities

삼성화재 (000810/KS)

Show me the money

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 474,000 원(상향)
현재주가: 359,500 원
상승여력: 31.8%

목표주가 474,000 원으로 상향

삼성화재의 목표주가를 높은 자본력에 기반한 1) 안정적인 주주환원 확대 기대감, 2) 시장 점유율 확대 및 3) 투자손익 개선 등을 종합적으로 반영하여 474,000 원으로 상향한다. 목표주가는 25E BVPS 344,478 원에 Targe PBR 1.38 배를 적용하여 산출했다. 투자 리스크로는 1) 지속되는 제도 관련 불확실성, 2) 자본 정책에 대한 검토안 제시 이후 전반적으로 지연되는 밸류업 본공시 등을 제시한다.

높은 자본력을 바탕으로 시장 점유율과 투자수익률 모두 개선 기대

삼성화재의 자본력은 업계 최상위 수준에 달하는데 보유계약 중 상대적으로 연만기/갱신형 상품 비중이 높아 위험액이 상대적으로 작게 산출되는데 기인하는 것으로 추정된다. 자산보다 부채 듀레이션이 짧아 상대적으로 금리 하락기에 유리한 구조에 있는 만큼 향후 금리 하락에도 우려는 제한적일 전망이다. 동사가 보유한 높은 자본력을 감안했을 때 1) 적극적인 신계약 확대 및 2) 고수익 자산 투자 등 추가적인 Risk taking 여력이 높다는 점을 감안할 때 향후 동사가 Target 하는 K-ICS 비율 250%까지 자본효율성 제고를 통한 ROE 상승 효과를 기대할 수 있을 전망이며 주주환원율 확대 및 이익체력 개선에 따른 DPS 증가를 전망한다.

4Q24 순이익 2,931 억원(+74.8% YoY) 전망

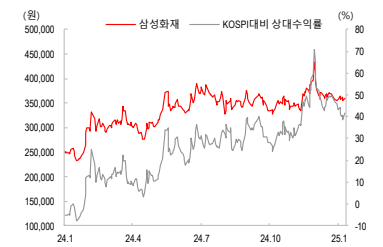
삼성화재의 4Q24 순이익은 2,931 억원(+74.8% YoY)억원으로 컨센서스 수준의 실적을 기록할 전망이다. 보험손익은 계절적인 예실차 손익, 자동차/일반보험 손익 부진, 가정 조정에 따른 손실계약비용 등 영향에도 안정적인 CSM 상각이익을 중심으로 2,190 억원(+12.7% YoY)을 예상하며 투자손익은 교체매매로 인한 일부 처분손실에도 전년 동기 중 나타난 대규모 교체매매 기저효과로 큰 폭 개선될 전망이다. 신계약은 GA/전속 모두 적극적으로 점유율을 확대함에 따라 보장성 인보험 기준 월평균 196 억원(+20% QoQ)을 전망한다. 무/저해지 관련 영향은 CSM 약 1 천억원 감소를 예상하나 최적 해지율 조정에 따른 영향이 추가적으로 예상된다. 지속적으로 업계 내 가장 높은 수준의 K-ICS 비율 유지될 것으로 전망하며 24E 결산배당은 21,000 원, 배당수익률 5.9%를 예상한다.

Analyst
설용진
s.dragon@sks.co.kr
3773-8610

Company Data	
발행주식수	4,737 만주
시가총액	16,794 십억원
주요주주	
삼성생명보험(외6)	18.50%
자사주	15.93%

Stock Data	
주가(25/01/13)	359,500 원
KOSPI	2,489.56 pt
52주 최고가	435,000 원
52주 최저가	231,500 원
60일 평균 거래대금	42 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			1,933	1,867	1,936	2,007
투자손익	십억원			409	936	1,046	1,054
영업이익	십억원			2,342	2,802	2,982	3,062
당기순이익	십억원			1,755	2,128	2,222	2,280
EPS	원			34,715	42,073	43,933	45,093
PER	배			7.6	8.5	8.2	8.0
PBR	배			0.8	1.13	1.04	0.97
ROE	%			12.5	13.3	13.3	12.6

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2025E ~2027F ROE 평균	12.7%
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)	업계 내 가장 높은 K-ICS 비율에 대한 프리미엄 반영하여 할인율 10% 적용	10.0%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	1.38
목표주가	**2025F BPS 344,478 원에 Target PBR 적용**	**474,000**
현재가		359,500
Upside / Downside		31.8%
투자의견		매수

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		**58%**
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	13.7%
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	0.0%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	1.65
목표주가(Bull case)	**2025F BPS 344,478 원에 Target PBR 적용**	**567,800**
Downside case		8%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	11.7%
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	-20.0%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	1.13
목표주가(Bear case)	**2025F BPS 344,478 원에 Target PBR 적용**	**387,900**

자료: SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	1,933	1,867	1,936	2,007
	수정 전		1,895	1,967	2,102
	증감률(%)		*-1.5%*	*-1.6%*	*-4.5%*
투자손익	수정 후	409	936	1,046	1,054
	수정 전		985	1,045	1,052
	증감률(%)		*-5.0%*	*0.1%*	*0.2%*
세전이익	수정 후	2,361	2,813	2,988	3,067
	수정 전		2,891	3,019	3,159
	증감률(%)		*-2.7%*	*-1.0%*	*-2.9%*
당기순이익	수정 후	1,755	2,128	2,222	2,280
	수정 전		2,185	2,244	2,348
	증감률(%)		*-2.6%*	*-1.0%*	*-2.9%*

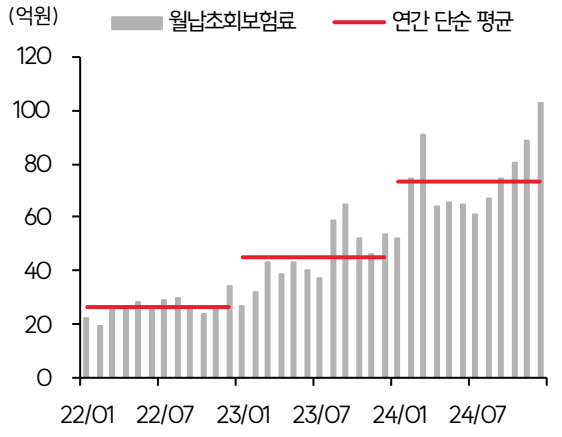
자료: SK 증권 추정

삼성화재 – 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	**584**	**619**	**536**	**194**	**604**	**567**	**477**	**219.0**	**-54.1**	**12.7**
장기보험	**420**	**439**	**442**	**239**	**446**	**459**	**429**	**298.4**	**-30.5**	**24.9**
CSM 상각	372	379	394	378	389	396	402	411.4	2.2	8.8
RA 해제	29	36	35	39	31	40	40	42.6	6.1	8.4
예실차	61	92	73	-84	61	80	16	-37.8	적전	적지
손실계약비용	-13	-13	-11	-63	-16	-12	-14	-75.0	적지	적지
기타사업비 및 재보험 손익	-30	-54	-49	-31	-19	-44	-15	-42.8	적지	적지
일반손해보험	**58**	**84**	**53**	**9**	**55**	**61**	**34**	**4.0**	**-87.9**	**-57.0**
자동차보험	**107**	**95**	**42**	**-54**	**102**	**47**	**14**	**-83.5**	**적전**	**적지**
투자손익	**225**	**140**	**22**	**22**	**286**	**211**	**266**	**173.2**	**-34.8**	**684.6**
자산운용손익	581	468	366	366	629	560	566	476.2	-15.9	30.0
평가처분손익	57	-13	-151	-118	85	43	-48	-70.0	적지	적지
보험금융손익	-357	-327	-344	-344	-343	-349	-301	-303.0	적지	적지
영업이익	**808**	**759**	**558**	**216**	**890**	**777**	**743**	**392.1**	**-47.2**	**81.2**
영업외손익	7	10	3	-1	5	2	3	0.4	-89.1	흑전
세전이익	815	770	561	216	895	780	746	392.5	-47.4	82.1
당기순이익	**579**	**603**	**405**	**168**	**684**	**593**	**557**	**293.1**	**-47.4**	**74.8**
월납보험료(보장성 인보험)	12.8	12.8	15.8	13.7	17.7	15.5	16.3	19.6	20.0	42.8
신계약 CSM	678.3	764.3	1,164.2	892.7	885.6	752.7	838.5	937.3	11.8	5.0
자산총계	**80,131**	**79,968**	**79,348**	**83,617**	**83,714**	**84,327**	**83,687**	**84,746**	**1.3**	**1.3**
운용자산	**77,056**	**76,899**	**76,352**	**80,508**	**80,453**	**81,148**	**80,499**	**81,342**	**1.0**	**1.0**
비운용자산	3,007	3,000	2,927	3,036	3,178	3,091	3,098	3,095	-0.1	1.9
부채총계	**67,103**	**65,566**	**64,726**	**67,712**	**67,683**	**67,884**	**67,801**	**68,666**	**1.3**	**1.4**
책임준비금	63,148	61,757	60,889	63,540	62,561	62,949	63,395	63,995	0.9	0.7
장기보험 CSM 잔액	**12,350**	**12,655**	**13,259**	**13,303**	**13,712**	**13,955**	**14,181**	**14,328**	**1.0**	**7.7**
자본총계	**13,028**	**14,402**	**14,621**	**15,905**	**16,031**	**16,443**	**15,887**	**16,080**	**1.2**	**1.1**
해약환급금준비금	259	557	917	1,180	1,420	1,834	2,284	2,743	20.1	132.5
ROE (%)	**18.3**	**17.6**	**11.2**	**4.4**	**17.1**	**14.6**	**13.8**	**7.3**	**-6.5%p**	**2.9%p**
K-ICS 비율(%)	**273.2**	**276.4**	**263.2**	**273.0**	**277.4**	**278.9**	**280.6**	**278.3**	**-2.3%p**	**5.3%p**

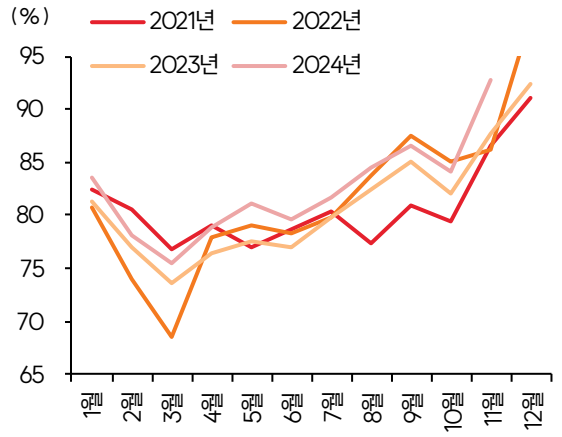
자료: 삼성화재, SK 증권 추정

삼성화재 – GA 실적 추이



자료: 보험저널, SK 증권

삼성화재 – 자동차보험 손해율 추이



자료: 언론보도, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		**80,508**	**81,342**	**84,176**	**86,931**
현금및예치금		1,211	1,487	1,658	1,828
유가증권		51,382	52,754	54,497	56,187
대출금		27,231	26,481	27,404	28,300
부동산		685	620	618	615
비운용자산		**3,036**	**3,095**	**3,096**	**3,096**
특별계정자산		73	90	90	90
자산총계		**83,617**	**84,746**	**88,057**	**91,395**
책임준비금		**63,540**	**63,995**	**66,049**	**68,058**
CSM잔액(원수)		13,303	14,328	14,998	15,656
기타부채		4,098	4,581	4,498	4,492
특별계정부채		74	91	91	91
부채총계		**67,712**	**68,666**	**70,638**	**72,641**
자본금		**26**	**26**	**26**	**26**
신종자본증권		0	0	0	0
자본잉여금		939	939	939	939
이익잉여금		12,079	13,527	14,866	16,202
해약환급금준비금		1,180	2,743	3,720	4,221
자본조정		-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계액		4,343	3,071	3,071	3,071
자본총계		**15,905**	**16,080**	**17,419**	**18,754**

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		**1,933**	**1,867**	**1,936**	**2,007**
장기보험		1,539	1,632	1,708	1,779
CSM 상각		1,523	1,599	1,687	1,754
RA해제		139	154	172	173
예실차		141	118	98	101
손실계약비용		-100	-117	-95	-95
기타사업비 및 재보험 손익		-164	-122	-154	-154
일반손해보험		204	154	151	151
합산비율(IFRS17)		86	90	91	91
자동차보험		190	80	77	77
합산비율(IFRS17)		97	99	99	99
투자손익		**409**	**936**	**1,046**	**1,054**
자산운용손익		1,781	2,232	2,265	2,314
평가처분손익		-225	11	75	50
보험금융손익		-1,372	-1,296	-1,219	-1,260
영업이익		**2,342**	**2,802**	**2,982**	**3,062**
영업외손익		19	11	6	6
세전이익		**2,361**	**2,813**	**2,988**	**3,067**
법인세비용		606	685	766	787
법인세율(%)		25.7	24.4	25.6	25.7
당기순이익		**1,755**	**2,128**	**2,222**	**2,280**

주요투자지표 I

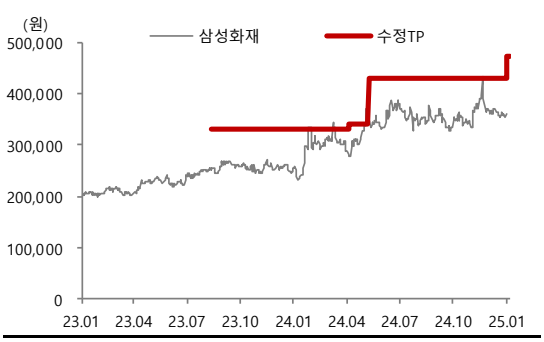
12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)		188	228	201	202
신계약 CSM		3,500	3,414	2,974	3,007
신계약 CSM 배수		18.6	15.0	14.8	14.9
CSM 관련 지표					
기초CSM		12,144	13,303	14,328	14,998
CSM 조정 가정 변경		-1,200	-1,249	-1,110	-1,110
신계약 CSM(원수)		3,500	3,414	2,974	3,007
CSM 이자부리		398	490	527	547
상각 전 CSM		14,841	15,958	16,718	17,442
CSM상각액		1,539	1,630	1,720	1,787
CSM상각률(%)		10.4	10.2	10.3	10.2
CSM 순증액		1,159	1,025	671	657
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률		2.3	2.8	2.7	2.7
평가처분손익 제외 수익률		2.6	2.7	2.6	2.6
손익구성					
보험손익		82.6	66.6	64.9	65.6
CSM상각		65.0	57.1	56.6	57.3
투자손익		17.4	33.4	35.1	34.4
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		273.0	278.3	275.4	271.9

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			1.0	3.5	3.3
CSM증가율			7.7	4.7	4.4
BPS증가율			1.1	8.3	7.7
보험손익증가율			-3.5	3.7	3.7
투자손익증가율			129.0	11.8	0.8
영업이익증가율			19.6	6.4	2.7
세전이익증가율			19.1	6.2	2.7
당기순이익증가율			21.2	4.4	2.6
주당지표(원)					
EPS		34,715	42,073	43,933	45,093
BPS		314,538	317,988	344,478	370,883
EV(BV+CSM)		616,530	641,843	684,276	726,336
보통주 DPS		16,000	21,000	22,500	23,500
보통주 배당수익률(%)		6.1	5.9	6.3	6.5
Valuation 지표					
PER(배)		7.6	8.5	8.2	8.0
PBR(배)		0.84	1.13	1.04	0.97
P/EV(배)		0.43	0.56	0.53	0.49
ROE(%)		12.5	13.3	13.3	12.6
ROA(%)		2.2	2.5	2.6	2.5
배당성향(%)		38.3	41.5	42.5	43.3

자료: 삼성화재, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.01.14	매수	474,000원	6개월		
2024.05.21	매수	430,000원	6개월	-16.90%	1.16%
2024.04.17	매수	340,000원	6개월	-6.65%	9.85%
2023.08.24	매수	330,000원	6개월	-17.84%	3.94%



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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 01 월 14 일 기준)

매수	96.89%	중립	3.11%	매도	0.00%

2025-01-14

DB 손해보험 (005830/KS)

안정적인 지표 대비 높아진 밸류에이션 매력

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 137,000 원(유지)
현재주가: 99,800 원
상승여력: 37.3%

보험개혁회의 관련 불확실성은 4Q24 로 일단락될 전망

4 Q24 이후 DB 손해보험의 주가는 다소 부진한 모습이 이어졌는데 무/저해지보험 최적 해지율 가정 등 보험개혁회의 관련 불확실성 영향이 주요 요인이었던 것으로 추정된다. 다만 4Q24 중 최적 해지율 가정 반영에 따른 일정 수준의 CSM 조정 및 1Q25 로 예정된 연령별 손해율 가정 반영 등 이슈가 마무리된 이후에는 추가적으로 제도 측면에서 우려가 발생할만한 요인은 전반적으로 제한적일 것으로 전망한다. CSM 조정에 따라 경상적인 이익 수준은 일부 영향이 나타날 수 있겠지만 1) 안정적인 예실차 손익 관리, 2) BEP 를 상회하는 자동차보험 손익, 3) 안정적인 투자손익 관리, 4) 견조한 신계약 추이 및 5) 지속적으로 200%를 상회할 것으로 예상되는 자본력 및 주주환원 여력 등을 종합적으로 감안했을 때 현 주가 수준에서는 밸류에이션 매력이 높아지는 구간이라고 판단한다. 특히 금리 하락에 따라 업권 전반적으로 자본 측면의 부담이 가중되는 상황에서 안정적인 ALM 으로 상대적으로 자본 측면의 부담이 상대적으로 작다는 점을 감안했을 때 불확실성에 대한 우려는 다소 과도하다고 판단한다.

4Q24 순이익 2,870 억원(+9.9% YoY) 예상

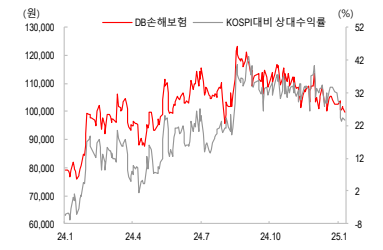
DB 손해보험의 4Q24 순이익은 2,870 억원(+9.9% YoY)을 전망한다. 신계약은 무/저해지보험 절판 효과 등 영향으로 보장성 인보험 기준 155 억원(+10% QoQ) 수준으로 높은 증가세를 보일 것으로 예상된다. 계리적 가정 조정에 따른 영향으로 CSM 감소, 손실계약비용 반영 등이 나타나겠지만 최근 4 세대 실손보험 요율 조기 인상 등 요인을 감안했을 때 전년 대비 관련 부담은 전반적으로 축소될 것으로 예상된다. 다만 계절적으로 예실차, 자동차/일반보험 손익은 전반적으로 부진할 것으로 전망되는 만큼 보험손익은 1,824 억원(-24.7% YoY)를 예상한다. 투자손익은 경상적인 수준에 근접함 1,915 억원(+107% YoY)을 예상한다. 최적 해지율 가정 반영 등 영향으로 요구자본 증가가 나타날 것으로 예상됨에도 K-ICS 비율은 지속적으로 200%를 상회할 것으로 예상되며 안정적인 배당가능이익을 바탕으로 견조한 주주환원 확대 추세가 지속될 전망이다. 24E DPS 는 6,800 원을 예상하며 예상 배당수익률은 6.6%를 전망한다. 향후 상법 개정 등과 맞물려 보유 자사주를 활용한 추가적인 주주환원 확대 등에 대한 기대감도 충분히 고려해볼 수 있을 전망이다.

Analyst
설용진
s.dragon@sks.co.kr
3773-8610

Company Data	
발행주식수	7,080 만주
시가총액	7,172 십억원
주요주주	
김남호(외10)	23.25%
자사주	15.19%

Stock Data	
주가(25/01/13)	99,800 원
KOSPI	2,489.56 pt
52주 최고가	123,200 원
52주 최저가	75,900 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			1,550	1,641	1,651	1,707
투자손익	십억원			467	811	762	788
영업이익	십억원			2,017	2,452	2,412	2,494
당기순이익	십억원			1,537	1,865	1,831	1,893
EPS	원			21,705	26,341	25,858	26,739
PER	배			3.9	3.9	3.9	3.7
PBR	배			0.7	0.84	0.72	0.64
ROE	%			17.2	21.5	19.7	18.1

DB 손해보험 – 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	**456**	**447**	**405**	**242**	**563**	**534**	**361**	**182.4**	**-49.5**	**-24.7**
장기보험	**350**	**353**	**368**	**281**	**448**	**393**	**361**	**263.3**	**-27.1**	**-6.2**
CSM 상각	311	309	317	327	327	336	342	348.3	2.0	6.6
RA 해제	29	32	25	26	20	36	40	39.9	-0.2	56.2
예실차	57	65	72	49	83	90	67	16.9	-74.7	-65.5
손실계약비용	-31	-20	-23	-104	94	-36	-59	-115.0	적지	적지
기타사업비 및 재보험 손익	-16	-33	-23	-17	-76	-33	-28	-26.8	적지	적지
일반손해보험	**14**	**5**	**-54**	**-87**	**20**	**73**	**-17**	**3.3**	**흑전**	**흑전**
자동차보험	**93**	**89**	**91**	**49**	**94**	**68**	**18**	**-84.1**	**적전**	**적전**
투자손익	**131**	**175**	**69**	**93**	**204**	**171**	**245**	**191.5**	**-21.8**	**107.0**
자산운용손익	329	369	271	287	384	368	420	380.7	-9.3	32.6
평가처분손익	32	44	-49	-1	24	30	74	15.0	-79.6	흑전
보험금융손익	-198	-194	-202	-195	-180	-197	-175	-189.2	적지	적지
영업이익	**587**	**621**	**474**	**335**	**767**	**705**	**606**	**373.9**	**-38.3**	**11.7**
영업외손익	1	5	0	3	-4	13	-3	4.7	흑전	55.3
세전이익	588	626	474	338	762	718	603	378.6	-37.2	12.1
당기순이익	**447**	**465**	**363**	**261**	**583**	**541**	**454**	**287.0**	**-36.8**	**9.9**
월납보험료(보장성 인보험)	12.4	12.2	13.7	13.1	14.3	12.8	14.1	15.5	10.0	18.2
신계약 CSM	676.6	648.4	781.0	720.1	717.5	688.5	775.4	820.5	5.8	13.9
자산총계	**44,129**	**44,354**	**44,617**	**48,514**	**48,843**	**49,362**	**50,652**	**53,221**	**5.1**	**9.7**
운용자산	**41,486**	**41,539**	**41,238**	**44,932**	**45,432**	**46,256**	**47,306**	**48,627**	**2.8**	**8.2**
비운용자산	2,634	2,806	3,369	3,571	3,399	3,093	3,334	4,581	37.4	28.3
부채총계	**36,471**	**36,193**	**36,079**	**39,838**	**40,407**	**40,882**	**41,937**	**44,518**	**6.2**	**11.7**
책임준비금	33,390	33,188	33,042	36,769	36,929	37,859	39,175	41,539	6.0	13.0
장기보험 CSM 잔액	**11,867**	**12,074**	**12,453**	**12,152**	**12,444**	**12,945**	**13,175**	**12,268**	**-6.9**	**1.0**
자본총계	**7,658**	**8,162**	**8,537**	**8,676**	**8,437**	**8,480**	**8,715**	**8,702**	**-0.1**	**0.3**
해약환급금준비금	1,728	2,032	2,373	2,646	3,084	3,412	3,724	4,016	7.8	51.8
ROE (%)	**21.2**	**23.5**	**17.4**	**12.1**	**27.3**	**25.6**	**21.1**	**13.2**	**-7.9%p**	**1.1%p**
K-ICS 비율(%)	**210.5**	**219.1**	**214.5**	**233.1**	**229.7**	**229.2**	**228.8**	**212.5**	**-16%p**	**-21%p**

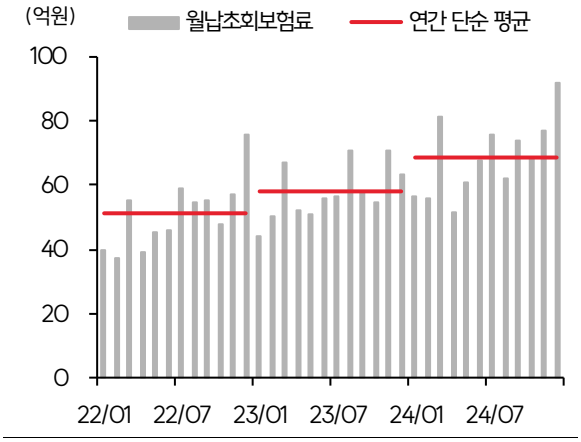
자료: DB 손해보험, SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	1,550	1,641	1,651	1,707
	수정 전		1,691	1,617	1,700
	증감률(%)		*-3.0%*	*2.1%*	*0.4%*
투자손익	수정 후	467	811	762	788
	수정 전		798	742	768
	증감률(%)		*1.6%*	*2.7%*	*2.5%*
세전이익	수정 후	2,025	2,462	2,420	2,502
	수정 전		2,499	2,366	2,477
	증감률(%)		*-1.5%*	*2.3%*	*1.0%*
당기순이익	수정 후	1,537	1,865	1,831	1,893
	수정 전		1,893	1,791	1,874
	증감률(%)		*-1.5%*	*2.2%*	*1.0%*

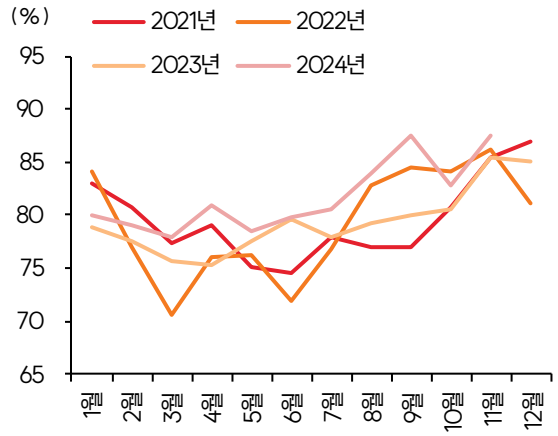
자료: DB 손해보험, SK 증권 추정

DB 손해보험 – GA 실적 추이



자료: 보험저널, SK 증권

DB 손해보험– 자동차보험 손해율 추이



자료: 언론보도, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		**44,932**	**48,627**	**50,329**	**51,971**
현금및예치금		994	10	103	197
유가증권		31,580	35,823	37,030	38,191
대출금		11,177	11,607	12,013	12,405
부동산		1,181	1,188	1,183	1,178
비운용자산		**3,571**	**4,581**	**5,484**	**6,522**
특별계정자산		10	13	13	13
자산총계		**48,514**	**53,221**	**55,825**	**58,505**
책임준비금		**36,769**	**41,539**	**42,792**	**44,004**
CSM잔액(원수)		12,152	12,268	12,805	13,200
기타부채		3,059	2,966	3,155	3,411
특별계정부채		11	13	13	13
부채총계		**39,838**	**44,518**	**45,960**	**47,428**
자본금		35	35	35	35
신종자본증권		0	0	0	0
자본잉여금		38	38	38	38
이익잉여금		8,651	10,197	11,620	13,093
해약환급금준비금		2,646	4,016	4,711	5,060
자본조정		-152	-152	-152	-152
기타포괄손익누계액		104	-1,416	-1,676	-1,936
자본총계		**8,676**	**8,702**	**9,865**	**11,078**

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		**1,550**	**1,641**	**1,651**	**1,707**
장기보험		**1,351**	**1,466**	**1,477**	**1,526**
CSM 상각		1,264	1,353	1,326	1,364
RA해제		111	135	161	164
예실차		243	257	218	224
손실계약비용		-179	-116	-125	-125
기타사업비 및 재보험 손익		-88	-164	-103	-101
일반손해보험		-122	79	98	101
합산비율(IFRS17)		110	94	93	93
자동차보험		321	96	75	80
합산비율(IFRS17)		92	98	98	98
투자손익		**467**	**811**	**762**	**788**
자산운용손익		1,256	1,553	1,526	1,578
평가처분손익		26	142	0	0
보험금융손익		-789	-742	-765	-790
영업이익		**2,017**	**2,452**	**2,412**	**2,494**
영업외손익		9	10	7	8
세전이익		**2,025**	**2,462**	**2,420**	**2,502**
법인세비용		489	597	589	609
법인세율(%)		24.1	24.2	24.3	24.3
당기순이익		**1,537**	**1,865**	**1,831**	**1,893**

주요투자지표 I

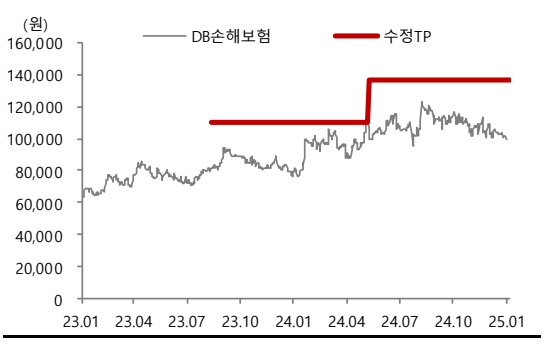
12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)		164	179	169	165
신계약 CSM		2,826	3,002	2,650	2,534
신계약 CSM 배수		17.2	16.8	15.6	15.3
CSM 관련 지표					
기초CSM		11,643	12,152	12,268	12,805
CSM 조정 가정 변경		-1,420	-1,992	-1,250	-1,250
신계약 CSM(원수)		2,826	3,002	2,650	2,534
CSM 이자부리		364	440	442	455
상각 전 CSM		13,414	13,602	14,110	14,544
CSM상각액		1,262	1,333	1,305	1,344
CSM상각률(%)		9.4	9.8	9.3	9.2
CSM 순증액		509	116	537	395
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률		2.9	3.3	3.1	3.1
평가처분손익 제외 수익률		2.8	3.0	3.1	3.1
손익구성					
보험손익		76.9	66.9	68.4	68.4
CSM상각		62.7	55.2	55.0	54.7
투자손익		23.1	33.1	31.6	31.6
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		233.1	212.5	218.1	222.3

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			8.2	3.5	3.3
CSM증가율			1.0	4.4	3.1
BPS증가율			0.3	13.4	12.3
보험손익증가율			5.9	0.6	3.4
투자손익증가율			73.8	-6.1	3.4
영업이익증가율			21.6	-1.6	3.4
세전이익증가율			21.5	-1.7	3.4
당기순이익증가율			21.4	-1.8	3.4
주당지표(원)					
EPS		21,705	26,341	25,858	26,739
BPS		122,536	122,913	139,332	156,462
EV(BV+CSM)		293,704	284,621	308,619	331,334
보통주 DPS		5,300	6,800	7,000	7,300
보통주 배당수익률(%)		6.3	6.6	7.0	7.3
Valuation 지표					
PER(배)		3.9	3.9	3.9	3.7
PBR(배)		0.68	0.84	0.72	0.64
P/EV(배)		0.28	0.36	0.32	0.30
ROE(%)		17.2	21.5	19.7	18.1
ROA(%)		3.3	3.7	3.4	3.3
배당성향(%)		20.7	21.9	23.0	23.2

자료: DB손해보험, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.05.21	매수	137,000원	6개월		
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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 01 월 14 일 기준)

매수	96.89%	중립	3.11%	매도	0.00%

2025-01-14

현대해상 (001450/KS)

체질 개선을 위한 노력 지속 중

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 32,000 원(하향)
현재주가: 25,950 원
상승여력: 23.3%

목표주가 32,000 원으로 하향

현대해상의 목표주가를 1) 지속되는 예실차 손실 등에 따른 실적 전망치 조정 및 2) 배당 관련 불확실성에 따른 할인율 조정을 반영하여 32,000 원으로 하향한다. 목표주가는 25E BVPS 59,154 원에 Target PBR 0.54 배를 적용하여 산출했다. 다만 최근 실손 등 전반적인 제도 개선 기대감 등을 감안하여 투자의견은 지속적으로 매수를 유지한다. 투자 리스크로는 1) 계속되는 예실차 손실로 인한 실적 측면의 불확실성, 2) 배당가능이익 부족에 따른 주주환원 측면의 불확실성 등을 제시한다.

보험료 인상, 포트폴리오 재편을 통한 체질 개선 중

현대해상은 최근 K-ICS 비율이 지속적으로 하락함에 따라 4Q24 중 후순위채를 약 1.3 조 발행하는 등 자본성 증권 등을 활용하여 적극적으로 자본 적정성을 제고하기 위한 노력을 지속하고 있다. 단순 가용자본 확충 외에도 1) 신계약 포트폴리오에서 간편보험 등 연만기 상품 판매를 확대하여 전반적인 부담 위험을 축소하고 있으며 2) 물량이 다소 감소하더라도 보험료 인상을 적극적으로 단행하여 위험 대비 적정 마진을 확보하는 등 적극적으로 체질을 개선하기 위해 노력하는 모습이 나타나고 있다. 최근 실손 요율 인상, 제도 개선 등 전반적인 규제 방향성을 감안했을 때 실손 관련 익스포저가 높은 동사가 가장 민감하게 영향을 받을 것으로 예상하며 실질적인 실손보험 제도 개편 등에 따른 영향 등을 고려한 긴 호흡의 접근이 필요할 전망이다.

4Q24 순이익 92 억원(-52.6% YoY) 전망

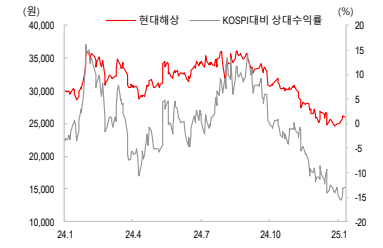
현대해상의 4Q24 순이익은 92 억원(-52.6% YoY)으로 컨센서스를 하회할 것으로 전망한다. 실적 부진의 주요 요인은 4Q24 중 계절적으로 예실차 손익이 부진한 가운데 독감 유행 등 영향으로 추가적인 보험금 예실차 악화가 나타날 것으로 예상되는데 기인한다. 자동차보험 등도 11 월 폭설 등 영향을 감안했을 때 다소 부진할 것으로 전망하며 전체 보험손익은 -960 억원(적자지속 YoY)을 전망한다. 투자손익은 전반적으로 경상적인 수준에 부합하는 1,134 억원(-38.4% YoY)을 예상한다. 타사와 달리 신계약은 무/저해지 절판 이슈에도 물량 확대보다는 보험료 인상 등 수익성 중심의 전략을 취하고 있는 만큼 보장성 인보험 기준 106 억원(+0.5% QoQ)을 예상한다.

Analyst
설용진
s.dragon@sks.co.kr
3773-8610

Company Data	
발행주식수	8,940 만주
시가총액	2.342 십억원
주요주주	
정몽윤(외4)	22.85%
자사주	12.29%

Stock Data	
주가(25/01/13)	25,950 원
KOSPI	2,489.56 pt
52주 최고가	36,150 원
52주 최저가	24,700 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			1,550	1,641	1,651	1,707
투자손익	십억원			467	811	762	788
영업이익	십억원			2,017	2,452	2,412	2,494
당기순이익	십억원			1,537	1,865	1,831	1,893
EPS	원			21,705	26,341	25,858	26,739
PER	배			3.9	3.9	3.9	3.7
PBR	배			0.7	0.84	0.72	0.64
ROE	%			17.2	21.5	19.7	18.1

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2025E ~2027F ROE 평균	18.0%
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)	주주환원 불확실성 반영하여 할인율 75% 적용	75.0%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.54
목표주가	**2025F BPS 59,154 원에 Target PBR 적용**	**32,000**
현재가		25,950
Upside / Downside		23.3%
투자의견		매수

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		**82%**
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	19.0%
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	-65.0%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.80
목표주가(Bull case)	**2025F BPS 59,154 원에 Target PBR 적용**	**47,300**
Downside case		**-30%**
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	17.0%
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	-85.0%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.31
목표주가(Bear case)	**2025F BPS 59,154 원에 Target PBR 적용**	**18,100**

자료: SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	526	995	819	867
	수정 전		1,149	993	1,055
	증감률(%)		*-13.4%*	*-17.5%*	*-17.8%*
투자손익	수정 후	496	427	455	456
	수정 전		425	489	490
	증감률(%)		*0.4%*	*-7.0%*	*-6.9%*
세전이익	수정 후	998	1,396	1,252	1,301
	수정 전		1,548	1,460	1,523
	증감률(%)		*-9.8%*	*-14.2%*	*-14.6%*
당기순이익	수정 후	806	1,056	949	986
	수정 전		1,172	1,106	1,153
	증감률(%)		*-9.9%*	*-14.2%*	*-14.5%*

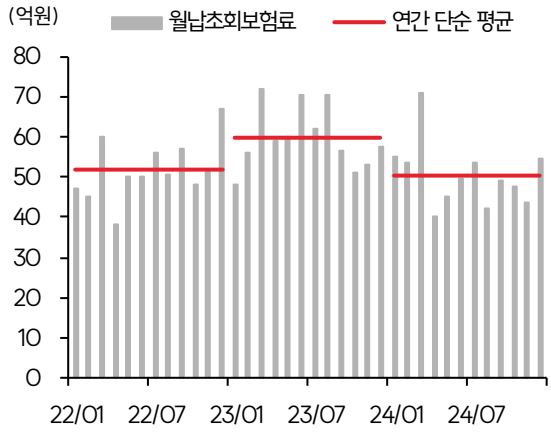
자료: 현대해상, SK 증권 추정

현대해상 – 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	**246**	**170**	**339**	**-228**	**533**	**376**	**182**	**-96.0**	**적전**	**적지**
장기보험	**145**	**79**	**252**	**-227**	**444**	**290**	**142**	**-31.3**	**적전**	**적지**
CSM 상각	206	210	221	237	239	237	240	241.9	0.7	2.2
RA 해제	33	31	32	34	35	32	32	32.3	0.8	-5.9
예실차	-46	-94	-47	-18	-47	32	-98	-121.3	적지	적지
손실계약비용	-43	-66	68	-481	226	-2	-22	-175.0	적지	적지
기타사업비 및 재보험 손익	-4	-1	-21	0	-10	-8	-9	-9.2	적지	적전
일반손해보험	**26**	**17**	**29**	**5**	**47**	**46**	**27**	**17.3**	**-35.6**	**232.4**
자동차보험	**76**	**73**	**58**	**-6**	**42**	**40**	**13**	**-82.0**	**적전**	**적지**
투자손익	**174**	**81**	**56**	**184**	**108**	**96**	**109**	**113.4**	**3.9**	**-38.4**
자산운용손익	370	275	261	373	320	305	305	315.8	3.5	-15.4
평가처분손익	107	-2	-20	29	-143	13	-12	10.0	흑전	-65.6
보험금융손익	-196	-194	-204	-189	-212	-209	-196	-202.4	적지	적지
영업이익	**420**	**251**	**395**	**-44**	**641**	**472**	**291**	**17.4**	**-94.0**	**흑전**
영업외손익	-7	-7	-6	-5	-9	-6	-5	-5.5	적지	적지
세전이익	413	244	390	-49	632	466	286	11.9	-95.8	흑전
당기순이익	**315**	**182**	**289**	**19**	**477**	**356**	**213**	**9.2**	**-95.7**	**-52.6**
월납보험료(보장성 인보험)	11.3	11.9	12.3	10.5	12.1	9.8	10.5	10.6	0.5	1.0
신계약 CSM	457.3	418.3	446.5	357.1	411.5	435.5	484.9	484.2	-0.1	35.6
자산총계	**42,574**	**42,481**	**41,540**	**43,758**	**43,651**	**44,912**	**46,183**	**47,565**	**3.0**	**8.7**
운용자산	**40,238**	**40,088**	**39,294**	**41,500**	**41,481**	**42,814**	**44,044**	**46,562**	**5.7**	**12.2**
비운용자산	2,327	2,379	2,230	2,241	2,146	2,076	2,116	2,075	-1.9	-7.4
부채총계	**36,064**	**35,635**	**34,874**	**37,641**	**37,836**	**39,423**	**40,752**	**42,875**	**5.2**	**13.9**
책임준비금	33,107	32,590	31,675	34,817	34,798	36,169	37,798	39,771	5.2	14.2
장기보험 CSM 잔액	**8,453**	**8,598**	**8,904**	**9,142**	**9,199**	**9,300**	**9,373**	**8,698**	**-7.2**	**-4.9**
자본총계	**6,510**	**6,846**	**6,666**	**6,117**	**5,815**	**5,489**	**5,430**	**4,689**	**-13.6**	**-23.3**
해약환급금준비금	3,038	3,234	3,604	3,422	3,975	4,219	4,432	4,603	3.9	34.5
ROE (%)	**17.0**	**11.8**	**17.8**	**1.2**	**32.0**	**25.2**	**15.6**	**0.7**	**-15%p**	**-0.5%p**
K-ICS 비율(%)	**178.6**	**185.4**	**172.1**	**173.2**	**166.9**	**169.7**	**170.1**	**161.4**	**-8.8%p**	**-12%p**

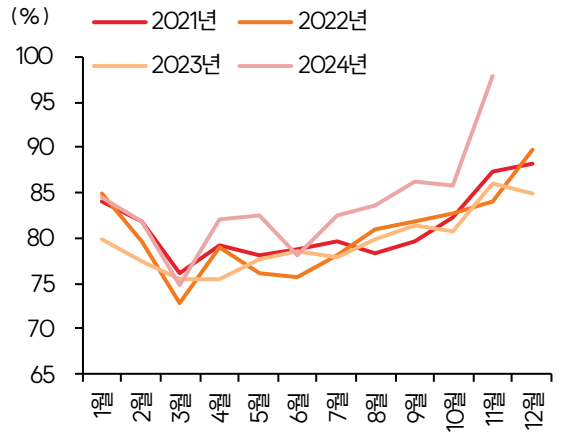
자료: 현대해상, SK 증권 추정

현대해상 – GA 실적 추이



자료: 보험저널, SK 증권

현대해상 – 자동차보험 손해율 추이



자료: 언론보도, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		**41,500**	**46,562**	**46,722**	**46,827**
현금및예치금		1,350	1,631	1,681	1,728
유가증권		28,660	32,795	32,873	32,911
대출금		10,397	10,896	10,934	10,958
부동산		1,092	1,239	1,235	1,230
비운용자산		**2,241**	**2,075**	**2,028**	**1,975**
특별계정자산		18	22	22	22
자산총계		**43,758**	**47,565**	**48,314**	**48,875**
책임준비금		**34,817**	**39,771**	**39,968**	**40,124**
CSM잔액(원수)		9,142	8,698	8,873	8,998
기타부채		2,811	3,085	3,038	3,035
특별계정부채		13	20	20	20
부채총계		**37,641**	**42,875**	**43,026**	**43,179**
자본금		**45**	**45**	**45**	**45**
신종자본증권		0	0	0	0
자본잉여금		113	113	113	113
이익잉여금		6,553	7,442	8,391	9,150
해약환급금준비금		3,422	4,603	4,984	5,136
자본조정		-69	-68	-68	-68
기타포괄손익누계액		-524	-2,843	-3,193	-3,543
자본총계		**6,117**	**4,689**	**5,288**	**5,697**

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		**526**	**995**	**819**	**867**
장기보험		249	844	657	703
CSM 상각		873	959	915	929
RA해제		130	131	134	142
예실차		-206	-235	-156	-132
손실계약비용		-522	27	-200	-200
기타사업비 및 재보험 손익		-26	-37	-37	-37
일반손해보험		76	137	155	156
합산비율(IFRS17)		92	87	86	86
자동차보험		201	14	7	8
합산비율(IFRS17)		95	100	100	100
투자손익		**496**	**427**	**455**	**456**
자산운용손익		1,279	1,246	1,287	1,290
평가처분손익		114	-132	0	0
보험금융손익		-783	-819	-832	-834
영업이익		**1,022**	**1,422**	**1,274**	**1,323**
영업외손익		-24	-26	-22	-22
세전이익		**998**	**1,396**	**1,252**	**1,301**
법인세비용		192	340	303	315
법인세율(%)		19.2	24.4	24.2	24.2
당기순이익		**806**	**1,056**	**949**	**986**

주요투자지표 I

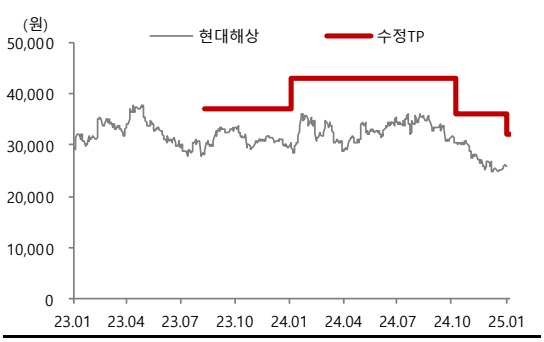
12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)		151	142	131	129
신계약 CSM		1,679	1,816	1,752	1,711
신계약 CSM 배수		11.1	12.8	13.3	13.3
CSM 관련 지표					
기초CSM		8,352	9,142	8,698	8,873
CSM 조정 가정 변경		-278	-1,621	-975	-975
신계약 CSM(원수)		1,679	1,816	1,752	1,711
CSM 이자부리		262	319	313	318
상각 전 CSM		10,015	9,657	9,789	9,927
CSM상각액		873	959	915	929
CSM상각률(%)		8.7	9.9	9.4	9.4
CSM 순증액		791	-444	175	125
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률		3.0	2.8	2.8	2.8
평가처분손익 제외 수익률		2.8	3.1	2.8	2.8
손익구성					
보험손익		51.5	70.0	64.3	65.5
CSM상각		85.4	67.4	71.9	70.2
투자손익		48.5	30.0	35.7	34.5
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		173.2	161.4	162.2	165.4

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			12.2	0.3	0.2
CSM증가율			-4.9	2.0	1.4
BPS증가율			-23.3	12.8	7.7
보험손익증가율			89.0	-17.7	5.9
투자손익증가율			-13.9	6.6	0.2
영업이익증가율			39.1	-10.4	3.9
세전이익증가율			39.9	-10.3	3.9
당기순이익증가율			31.0	-10.1	3.9
주당지표(원)					
EPS		9,013	11,808	10,614	11,027
BPS		68,424	52,455	59,154	63,723
EV(BV+CSM)		171,401	149,750	158,405	164,368
보통주 DPS		2,063	0	0	2,900
보통주 배당수익률(%)		6.7	0.0	0.0	11.2
Valuation 지표					
PER(배)		3.4	2.1	2.4	2.4
PBR(배)		0.45	0.47	0.44	0.41
P/EV(배)		0.18	0.16	0.16	0.16
ROE(%)		10.8	19.5	19.0	17.9
ROA(%)		1.8	2.3	2.0	2.0
배당성향(%)		20.1	0.0	0.0	23.1

자료: 현대해상, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.01.14	매수	32,000원	6개월		
2024.10.21	매수	36,000원	6개월	-23.56%	-14.44%
2024.01.17	매수	43,000원	6개월	-23.38%	-15.93%
2023.08.24	매수	37,000원	6개월	-15.44%	-8.78%



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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 01 월 14 일 기준)

매수	96.89%	중립	3.11%	매도	0.00%

2025-01-14

한화손해보험 (000370/KS)

제도 개선에 따른 민감도는 가장 높을 전망

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 5,100 원(하향)
현재주가: 4,155 원
상승여력: 22.7%

목표주가 5,100 원으로 하향

한화손해보험의 목표주가를 주주환원 관련 불확실성 등을 감안하여 X 원으로 하향한다. 목표주가는 25E BVPS 19,525 원에 Target PBR 0.26 배를 적용하여 산출했다. 다만 최근 실손 등 전반적인 제도 개선에 대한 기대감 등을 반영하여 투자의견은 매수를 유지한다. 투자 리스크로는 해약환급금준비금으로 인한 배당 불확실성 등을 제시한다.

제도 개선에 따른 민감도는 가장 높게 나타날 손보사

한화손해보험의 경우 IFRS17 전환 이후 여성보험 등 중심으로 적극적으로 신계약을 확대하는 모습이 나타나고 있지만 반대급부로 해약환급금준비금이 가파르게 증가함에 따라 주주환원 관련 불확실성도 전반적으로 높다. 따라서 향후 해약환급금준비금 적립 방법 등에 대한 제도 변화가 나타날 경우 가장 큰 폭의 배당 여력 확보를 기대할 수 있을 것으로 전망한다. 비록 동사가 경과조치를 적용하여 배당성향 등에 상한이 존재하는 만큼 주주환원이 핵심 투자포인트는 아니지만 예측가능성이 제고된다는 점에서 긍정적 영향을 전망한다. 또한 동사의 경우 실손보험 보유계약의 대다수가 구세대 실손으로 최근 지속적인 요율 인상에 따라 CSM 방어에 있어 긍정적인 영향이 나타날 것으로 옛아된다. 향후 실손/비급여 관련 제도 변경 및 요율 조정 등 제도 개선에 따른 민감도가 가장 크게 나타날 것으로 예상되는 점을 감안할 때 제도 개선 시 가장 큰 폭의 Upside 를 기대할 수 있을 것으로 전망한다.

4Q24 순이익 365 억원(-1.2% YoY) 예상

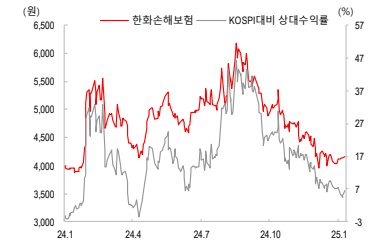
한화손해보험의 4Q24 순이익은 365 억원(-1.2% YoY)을 전망한다. 보험손익의 경우 계절적인 예실차 손익 및 자동차/일반보험 손익 부진이 나타날 것으로 예상된다. 투자손익은 경상 수준의 안정적인 실적을 예상하며 3Q24 와 유사한 수준의 실적을 기록할 것으로 예상된다. 보험개혁회의 중 무/저해지보험 관련 영향으로 CSM 약 1,900 억원 감소가 나타날 것으로 예상되지만 최근 구실손 요율 인상에 따른 영향으로 CSM 하락 폭을 일부 상쇄할 수 있을 것으로 예상한다. 신계약은 무/저해지보험 절판효과 등 영향으로 보장성 인보험 기준 월평균 62 억원(+10% QoQ)으로 견조한 증가세를 기

Analyst
설용진
s.dragon@sks.co.kr
3773-8610

Company Data	
발행주식수	11,674 만주
시가총액	484 십억원
주요주주	
한화생명보험(외3)	51.44%
자사주	0.96%

Stock Data	
주가(25/01/13)	4,155 원
KOSPI	2,489.56 pt
52주 최고가	6,190 원
52주 최저가	3,865 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			292	384	356	363
투자손익	십억원			94	128	146	146
영업이익	십억원			386	512	502	509
당기순이익	십억원			291	382	380	385
EPS	원			1,879	2,470	2,459	2,491
PER	배			2.2	1.6	1.7	1.7
PBR	배			0.2	0.22	0.21	0.20
ROE	%			9.7	12.8	13.1	12.3

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2025E ~2027F ROE 평균	12.4%
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)	주주환원 불확실성 및 경과조치 반영하여 할인율 82.5% 적용	82.5%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.26
목표주가	**2025F BPS 19,525 원에 Target PBR 적용**	**5,100**
현재가		4,155
Upside / Downside		22.7%
투자의견		매수

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		109%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	13.4%
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	-72.5%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.44
목표주가(Bull case)	**2025F BPS 19,525 원에 Target PBR 적용**	**8,700**
Downside case		-52%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	11.4%
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	-92.5%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.10
목표주가(Bear case)	**2025F BPS 19,525 원에 Target PBR 적용**	**2,000**

자료: SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	292	384	356	363
	수정 전		397	336	359
	증감률(%)		*-3.4%*	*6.0%*	*1.1%*
투자손익	수정 후	94	128	146	146
	수정 전		122	124	124
	증감률(%)		*5.0%*	*17.5%*	*17.6%*
세전이익	수정 후	385	511	504	511
	수정 전		518	462	485
	증감률(%)		*-1.4%*	*9.1%*	*5.3%*
당기순이익	수정 후	291	382	380	385
	수정 전		387	349	366
	증감률(%)		*-1.2%*	*9.0%*	*5.3%*

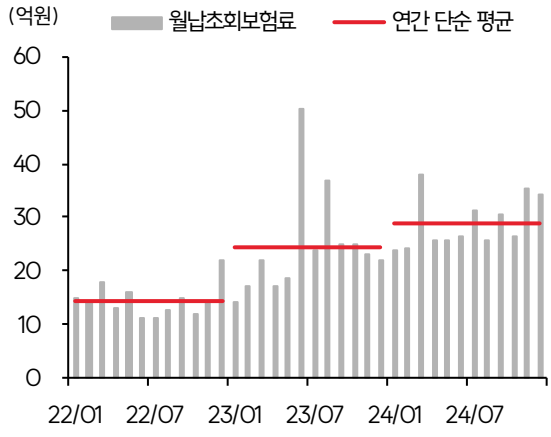
자료: 한화손해보험, SK 증권 추정

한화손해보험 – 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	**92**	**109**	**57**	**35**	**149**	**136**	**88**	**9.9**	**-88.7**	**-71.5**
장기보험	**80**	**99**	**53**	**51**	**137**	**117**	**90**	**42.0**	**-53.2**	**-17.3**
CSM 상각	94	95	96	101	102	102	101	100.5	-0.1	-0.7
RA 해제	18	19	18	20	18	19	19	17.3	-9.6	-13.2
예실차	2	4	-9	-58	41	24	-7	-25.6	적지	적지
손실계약비용	-27	-13	-46	-11	2	-17	-17	-50.0	적지	적지
기타사업비 및 재보험 손익	-6	-5	-5	-2	-26	-10	-5	-0.3	적지	적지
일반손해보험	**-7**	**-4**	**-6**	**3**	**16**	**16**	**-1**	**-13.8**	**적지**	**적전**
자동차보험	**19**	**14**	**10**	**-19**	**-4**	**3**	**0**	**-18.2**	**적지**	**적지**
투자손익	**32**	**26**	**11**	**24**	**23**	**28**	**38**	**39.0**	**3.0**	**59.6**
자산운용손익	131	131	113	122	123	126	140	142.9	2.3	17.6
평가처분손익	17	22	-7	7	-4	2	7	10.0	49.2	34.2
보험금융손익	-99	-106	-102	-97	-101	-97	-102	-103.9	적지	적지
영업이익	**123**	**135**	**68**	**59**	**172**	**164**	**126**	**49.0**	**-61.2**	**-17.5**
영업외손익	1	1	0	-2	1	-4	3	-0.7	적전	적지
세전이익	125	135	68	57	173	161	129	48.3	-62.4	-15.8
당기순이익	100	103	51	37	125	130	91	36.5	-59.9	-1.2
월납보험료(보장성 인보험)	3.7	5.5	5.7	5.0	5.7	5.3	5.6	6.2	10.0	23.4
신계약 CSM	133.3	159.7	176.6	208.9	198.6	168.2	180.7	197.6	9.4	-5.4
자산총계	**17,530**	**17,384**	**17,042**	**17,998**	**17,899**	**18,351**	**19,488**	**19,980**	**2.5**	**11.0**
운용자산	**16,494**	**16,406**	**16,160**	**17,018**	**16,979**	**17,483**	**18,575**	**19,400**	**4.4**	**14.0**
비운용자산	1,035	978	882	980	921	868	913	889	-2.6	-9.2
부채총계	**14,245**	**13,975**	**13,511**	**14,592**	**14,741**	**15,315**	**16,432**	**16,966**	**3.2**	**16.3**
책임준비금	12,626	12,450	11,844	13,510	13,592	14,279	15,126	15,795	4.4	16.9
장기보험 CSM 잔액	**3,715**	**3,804**	**3,844**	**3,927**	**3,968**	**3,961**	**3,938**	**3,873**	**-1.7**	**-1.4**
자본총계	**3,285**	**3,409**	**3,531**	**3,406**	**3,158**	**3,036**	**3,055**	**3,014**	**-1.3**	**-11.5**
해약환급금준비금	1,570	1,635	1,700	1,790	1,913	2,011	2,123	2,234	5.2	24.8
ROE (%)	**14.1**	**14.1**	**6.5**	**4.6**	**16.4**	**18.1**	**12.9**	**5.2**	**-7.7%p**	**0.6%p**
K-ICS 비율(%)	**176.7**	**177.5**	**190.4**	**183.3**	**172.8**	**171.7**	**178.2**	**170.4**	**-7.8%p**	**-13%p**

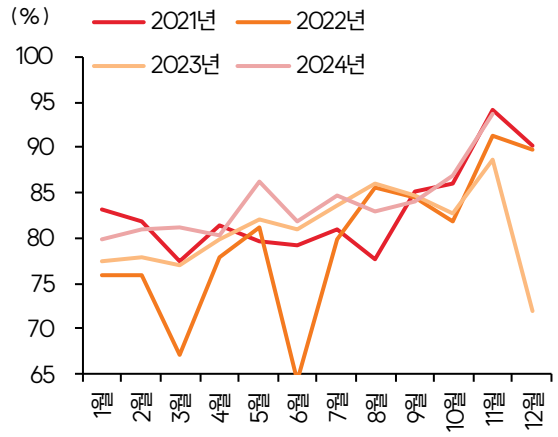
자료: 한화손해보험, SK 증권 추정

한화손해보험 – GA 실적 추이



자료: 보험저널, SK 증권

한화손해보험 – 자동차보험 손해율 추이



자료: 언론보도, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		**17,018**	**19,400**	**19,426**	**19,446**
현금및예치금		391	529	552	574
유가증권		13,285	15,405	15,406	15,401
대출금		3,089	3,113	3,118	3,121
부동산		252	352	351	350
비운용자산		**980**	**889**	**894**	**892**
특별계정자산		0	0	0	0
자산총계		**17,998**	**19,980**	**20,286**	**20,511**
책임준비금		**13,510**	**15,795**	**15,818**	**15,835**
CSM잔액(원수)		3,927	3,873	3,927	3,986
기타부채		1,082	1,171	1,213	1,216
특별계정부채		0	0	0	0
부채총계		**14,592**	**16,966**	**17,031**	**17,051**
자본금		**774**	**774**	**774**	**774**
신종자본증권		234	234	234	234
자본잉여금		67	69	69	69
이익잉여금		2,313	2,644	3,016	3,349
해약환급금준비금		1,790	2,234	2,557	2,770
자본조정		-1	-5	-5	-5
기타포괄손익누계액		19	-701	-831	-961
자본총계		**3,406**	**3,014**	**3,255**	**3,459**

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		**292**	**384**	**356**	**363**
장기보험		283	386	368	375
CSM 상각		386	405	399	404
RA해제		75	74	78	82
예실차		-62	32	-15	-16
손실계약비용		-98	-83	-89	-89
기타사업비 및 재보험 손익		-19	-42	-6	-7
일반손해보험		-14	17	9	9
합산비율(IFRS17)		103	97	99	99
자동차보험		24	-19	-21	-21
합산비율(IFRS17)		97	103	103	103
투자손익		**94**	**128**	**146**	**146**
자산운용손익		497	532	562	562
평가처분손익		40	15	0	0
보험금융손익		-404	-404	-416	-416
영업이익		**386**	**512**	**502**	**509**
영업외손익		-0	-1	2	2
세전이익		**385**	**511**	**504**	**511**
법인세비용		95	129	123	125
법인세율(%)		24.6	25.2	24.5	24.5
당기순이익		**291**	**382**	**380**	**385**

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)		64	73	74	74
신계약 CSM		678	745	741	749
신계약 CSM 배수		10.6	10.2	10.1	10.1
CSM 관련 지표					
기초CSM		3,728	3,927	3,873	3,927
CSM 조정 가정 변경		-228	-541	-435	-435
신계약 CSM(원수)		678	745	741	749
CSM 이자부리		137	150	150	152
상각 전 CSM		4,315	4,281	4,329	4,393
CSM상각액		388	408	402	407
CSM상각률(%)		9.0	9.5	9.3	9.3
CSM 순증액		200	-54	54	59
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률		3.0	2.9	2.9	2.9
평가처분손익 제외 수익률		2.8	2.8	2.9	2.9
손익구성					
보험손익		75.7	75.0	71.0	71.3
CSM상각		100.1	79.1	79.6	79.4
투자손익		24.3	25.0	29.0	28.7
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		183.3	170.4	169.7	169.1

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			14.0	0.1	0.1
CSM증가율			-1.4	1.4	1.5
BPS증가율			-12.3	8.7	6.7
보험손익증가율			31.4	-7.1	1.9
투자손익증가율			37.0	13.7	0.1
영업이익증가율			32.7	-1.9	1.4
세전이익증가율			32.5	-1.4	1.3
당기순이익증가율			31.5	-0.5	1.3
주당지표(원)					
EPS		1,879	2,470	2,459	2,491
BPS		20,496	17,967	19,525	20,843
EV(BV+CSM)		61,039	56,992	59,519	61,768
보통주 DPS		200	0	0	250
보통주 배당수익률(%)		4.9	0.0	0.0	6.0
Valuation 지표					
PER(배)		2.2	1.6	1.7	1.7
PBR(배)		0.20	0.22	0.21	0.20
P/EV(배)		0.07	0.07	0.07	0.07
ROE(%)		9.7	12.8	13.1	12.3
ROA(%)		1.7	2.0	1.9	1.9
배당성향(%)		12.6	0.0	0.0	10.9

자료: 한화손해보험, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.01.14	매수	5,100원	6개월		
2024.10.21	매수	5,700원	6개월	-22.76%	-13.33%
2024.07.15	매수	6,200원	6개월	-12.89%	-0.16%
2023.08.24	매수	5,800원	6개월	-21.92%	-4.31%

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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 01 월 14 일 기준)

매수	96.89%	중립	3.11%	매도	0.00%

2025-01-14

삼성생명 (032830/KS)

K-ICS 에 대해 과하게 우려할 필요는 없을 것

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 114,000 원(유지)
현재주가: 93,900 원
상승여력: 21.4%

여전히 남아있는 K-ICS 비율 개선 수단

삼성생명의 가장 큰 리스크로는 금리 하락 및 삼성전자 주가 하락에 따라 K-ICS 비율 측면의 안정성이 훼손되는 점을 제시할 수 있다. 실제로 동사의 K-ICS 요구자본을 살펴보면 동사가 보유한 삼성전자 지분 영향으로 주식위험액, 자산집중위험액이 높아 다른 보험사와 달리 시장위험액이 보험위험액을 상회하는 것을 살펴볼 수 있다. 가용자본 측면에서도 최근 지속적인 삼성전자 주가 하락에 따라 OCI 가 가파르게 하락하는 등 영향으로 K-ICS 비율 측면의 부담이 가중되는 모습이 나타났다. 4Q24 중에도 금리 하락, 삼성전자 주가 하락 및 최적 해지율 가정 반영 등 영향이 종합적으로 반영되며 K-ICS 비율이 추가적으로 하락하는 모습이 나타날 것으로 예상된다. 다만 동사의 경우 2Q24 기준 장기보유주식을 0 으로 설정해둔 것을 확인할 수 있는데 1) 국내 주식의 주식위험액 산출 시 주가 35% 하락 시나리오를 적용하는 것과 달리 2) 장기보유주식의 경우 주가 20% 하락 시나리오를 적용하는 점을 감안하면 동사가 보유한 전자 지분을 장기보유주식으로 분류할 경우 요구자본 축소에 따른 K-ICS 비율 개선을 기대할 수 있을 것으로 예상된다. 동사의 배당가능이익이 약 10 조원 수준에 달하는 만큼 향후 K-ICS 비율만 안정화될 경우 주주환원의 적극적인 확대를 기대할 수 있을 전망이다.

4Q24 지배순이익 2,942 억원(-34% YoY) 전망

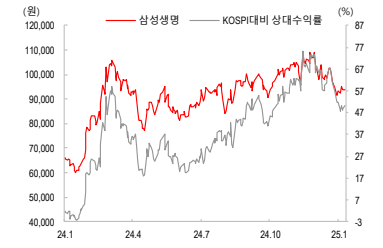
삼성생명의 4Q24 지배순이익은 2,942 억원(-34% YoY)로 컨센서스를 하회할 것으로 예상한다. 동사의 경우 다른 생보사와 달리 생명/장기손해보험위험액 중 사망위험보다 장수위험이 더욱 큰 상황으로 생존률 가정 조정에 따른 영향이 상대적으로 높게 나타날 전망이다. 따라서 4Q24 중 계리적 가정 조정에 따라 동사가 보유한 유배당 연금 블록을 중심으로 손실계약부담비용이 상대적으로 크게 나타날 것으로 예상된다. 그 외에도 계절적인 예실차 손익 부진 등이 나타나겠으나 안정적인 CSM 상각이익 등을 바탕으로 상쇄할 것으로 예상한다. 전체 보험손익은 1,524 억원(-37.3% YoY)을 전망하며 투자손익은 639 억원(-34.4% YoY)를 예상한다. 자회사 손익은 금리 하락 등 영향으로 전반적으로 견조한 모습이 이어질 것으로 예상한다. 배당기준일이 이미 경과한 만큼 배당수익률에 기반한 Upside 를 기대하기는 어렵겠지만 최근 주가 하락에 따른 밸류에이션 매력을 고려했을 때 저가매수 관점의 접근이 유효할 전망이다.

Analyst
설용진
s.dragon@sks.co.kr
3773-8610

Company Data	
발행주식수	20,000 만주
시가총액	18,780 십억원
주요주주	
삼성물산(외7)	44.14%
자사주	10.21%

Stock Data	
주가(25/01/13)	93,900 원
KOSPI	2,489.56 pt
52주 최고가	109,000 원
52주 최저가	60,100 원
60일 평균 거래대금	26 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			1,450	1,341	1,532	1,565
투자손익	십억원			-24	495	479	500
영업이익	십억원			1,426	1,836	2,012	2,066
당기순이익	십억원			1,895	2,336	2,432	2,471
EPS	원			9,477	11,682	12,159	12,355
PER	배			7.3	8.1	7.7	7.6
PBR	배			0.3	0.60	0.57	0.54
ROE	%			4.4	6.0	7.2	7.0

삼성생명 – 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	**384**	**435**	**388**	**243**	**269**	**444**	**476**	**152.4**	**-68.0**	**-37.3**
CSM 상각	334	326	327	381	351	357	361	370.2	2.7	-2.7
RA 해제	155	148	84	80	80	80	82	81.1	-1.2	0.9
예실차	-136	-16	26	-114	-129	45	13	-106.5	적전	적지
기타사업비용	-13	-9	-15	-18	-12	-13	-16	-15.8	적지	적지
손실계약비용 및 기타	45	-14	-35	-86	-22	-25	36	-176.5	적전	적지
투자손익	**299**	**-365**	**-55**	**97**	**221**	**110**	**100**	**63.9**	**-36.1**	**-34.4**
일반계정	150.0	-234	-121	118	164	79	94	88.9	-5.5	-24.6
자산운용수익	1,719	1,293	1,400	1,640	1,627	1,544	1,510	1,519.2	0.6	-7.4
보험금융손익	-1,569	-1,527	-1,521	-1,522	-1,463	-1,465	-1,416	-1,430.3	적지	적지
특별계정	149	-131	66	-21	57	31	6	-25.0	적전	적지
영업이익	**683**	**70**	**333**	**341**	**490**	**554**	**576**	**216.4**	**-62.4**	**-36.5**
영업외손익	260	-3	5	-5	272	16	3	2.5	-25.5	흑전
세전이익	943	67	337	335	762	570	579	218.8	-62.2	-34.7
별도 당기순이익	**795**	**63**	**269**	**258**	**652**	**439**	**461**	**170.8**	**-63.0**	**-33.7**
지배지분순이익	**707**	**267**	**476**	**446**	**622**	**746**	**674**	**294.2**	**-56.3**	**-34.0**
보장성 APE	511	778	611	509	850	662	807	968.7	20.0	90.2
신계약 CSM	846	970	956	856	858	788	835	930.3	11.5	8.7
자산총계	**299,795**	**300,600**	**297,085**	**314,696**	**315,772**	**319,800**	**312,665**	**312,045**	**-0.2**	**-0.8**
운용자산	**235,814**	**236,999**	**232,951**	**247,608**	**248,314**	**251,562**	**244,049**	**243,867**	**-0.1**	**-1.5**
비운용자산	2,664	2,719	2,458	4,324	4,870	4,326	5,563	4,945	-11.1	14.4
부채총계	**259,982**	**257,036**	**252,422**	**270,378**	**272,374**	**278,286**	**277,383**	**279,060**	**0.6**	**3.2**
책임준비금	211,306	186,525	181,606	196,354	196,987	202,483	208,317	208,760	0.2	6.3
생명보험 CSM 잔액	**11,304**	**11,913**	**11,709**	**12,247**	**12,505**	**12,698**	**12,963**	**12,985**	**0.2**	**6.0**
자본총계	**39,813**	**43,714**	**44,827**	**44,436**	**43,483**	**41,468**	**34,901**	**32,986**	**-5.5**	**-25.8**
해약환급금준비금	0	0	0	0	0	0	0	0	-	-
ROE (%)	**6.9**	**2.6**	**4.3**	**4.0**	**5.7**	**7.0**	**7.1**	**3.5**	**-3.6%p**	**-0.5%p**
K-ICS 비율(%)	**219.5**	**223.5**	**220.5**	**218.8**	**212.8**	**201.5**	**193.5**	**185.3**	**-8.2%p**	**-33.5%p**

자료: 삼성생명, SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	1,450	1,341	1,532	1,565
	수정 전		1,341	1,487	1,592
	증감률(%)		*0.0%*	*3.0%*	*-1.7%*
투자손익	수정 후	-24	495	479	500
	수정 전		404	601	622
	증감률(%)		*22.6%*	*-20.3%*	*-19.5%*
연결 세전이익	수정 후	2,559	3,116	3,286	3,340
	수정 전		3,065	3,363	3,489
	증감률(%)		*1.7%*	*-2.3%*	*-4.3%*
연결지배순이익	수정 후	1,895	2,336	2,432	2,471
	수정 전		2,299	2,488	2,581
	증감률(%)		*1.6%*	*-2.3%*	*-4.3%*

자료: 삼성생명, SK 증권 추정

생명보험 – K-ICS 세부 위험액

(십억원, %)	삼성생명	한화생명	교보생명	신한라이프	동양생명	미래에셋생명
가용자본	47,112.5	20,511.0	14,131.2	10,046.7	3,908.3	3,408.5
기본자본	37,997.0	9,922.9	8,697.5	6,306.8	1,834.7	3,106.0
보완자본	9,115.5	10,588.1	5,433.7	3,739.9	2,073.6	302.5
요구자본	24,347.0	12,497.0	8,307.4	4,349.8	2,438.5	1,759.0
생명/장기손해보험위험액	10,798.1	9,530.1	5,202.6	4,471.1	1,840.5	1,530.6
일반손해보험위험액	0.0	426.2	0.0	0.0	0.0	0.0
시장위험액	21,918.0	6,281.2	3,865.7	2,080.0	1,350.0	817.8
신용위험액	4,019.1	2,318.1	2,610.0	722.7	647.2	494.3
운영위험액	1,139.5	799.2	564.7	237.3	162.3	115.2
분산효과	-8,499.9	-4,920.3	-3,269.3	-1,629.6	-1,026.3	-730.3
법인세효과	-7,485.0	-2,262.7	-857.7	-1,531.7	-535.2	-468.6
기타 요구자본	2,457.2	325.2	191.4	0.0	0.0	0.0
K-ICS 비율	193.5	164.1	170.1	231.0	160.3	193.8
기본자본 기준	156.1	79.4	104.7	145.0	75.2	176.6

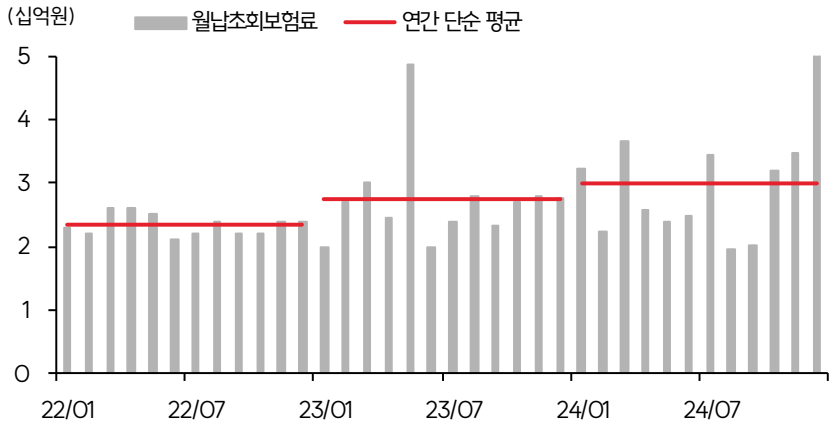
자료: 각사, SK 증권

생명보험 – K-ICS 생명/장기보험위험액 및 시장위험액 세부 자료(2Q24)

(십억원)	삼성생명	한화생명	교보생명	신한라이프	동양생명	미래에셋생명
1. 생명/장기손해보험위험액						
사망위험	1,851.3	1,260.8	793.0	539.2	151.8	218.9
장수위험	2,204.6	624.2	722.4	108.2	64.0	23.7
장해/질병위험	4,268.8	4,743.6	2,808.3	2,177.4	963.0	665.2
장기재물/기타위험	0.0	113.2	0.0	0.0	0.0	0.0
해지위험	6,599.3	5,629.6	2,693.5	2,481.3	1,033.6	973.8
사업비위험	1,997.9	1,739.5	938.6	1,002.0	408.1	326.3
대재해위험	713.5	327.2	344.2	245.2	89.7	67.9
2. 시장위험액						
금리위험	2,786.2	938.5	829.3	750.1	786.4	130.7
주식위험	23,070.7	5,157.1	2,746.0	1,789.9	724.3	665.6
부동산위험	2,796.9	1,721.9	1,281.1	57.6	144.0	282.2
외환위험	3,269.9	1,442.8	470.1	207.4	396.0	100.6
자산집중위험	6,142.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 각사, SK 증권

삼성생명 – GA 실적 추이



자료: 보험저널, SK 증권

삼성생명 – 2Q24 주식위험액 현황

(단위: 백만원)

구분		충격 전 공정가치		주식위험액
		자산	부채	
당기 (24.2Q)	Ⅰ. 기본법			23,070,666
	(1) 선진시장 상장주식	55,969,000	21,817,922	16,251,294
	(2) 신흥시장 상장주식	257,317	523,947	31,145
	(3) 우선주	3,371,043	1,057,660	447,082
	(4) 인프라 주식	103,199	-	20,640
	(5) 장기보유주식	-	-	-
	(6) 기타주식	11,361,648	-	7,773,866
	Ⅱ. 간편법			-
	Ⅲ. 합 계			23,070,666

자료: 삼성생명, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		**247,608**	**243,867**	**243,772**	**243,610**
현금및예치금		2,913	1,548	1,682	1,799
유가증권		176,494	176,558	176,492	176,381
대출금		36,419	33,037	33,024	33,002
부동산		3,834	3,840	3,689	3,544
비운용자산		**4,324**	**4,945**	**5,138**	**5,150**
특별계정자산 및 기타		62,764	63,234	63,967	64,714
자산총계		**314,696**	**312,045**	**312,877**	**313,475**
책임준비금		**196,354**	**208,760**	**211,116**	**213,623**
CSM잔액(원수)		12,247	12,985	13,571	13,889
계약자지분조정		10,528	8,784	8,784	8,784
특별계정부채 및 기타		63,496	61,515	58,339	54,914
부채총계		**270,378**	**279,060**	**278,239**	**277,321**
자본금		**100**	**100**	**100**	**100**
신종자본증권		0	0	0	0
자본잉여금		125	125	125	125
이익잉여금		17,978	18,752	20,196	21,643
해약환급금준비금		0	0	0	0
기타자본		24,216	12,512	12,645	12,645
비지배주주지분		2,017	1,497	1,572	1,641
자본총계		**44,436**	**32,986**	**34,637**	**36,154**

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		**1,450**	**1,341**	**1,532**	**1,565**
CSM상각		1,368	1,439	1,501	1,541
RA해제		468	323	314	298
예실차		-239	-120	33	29
기타사업비용		-56	-57	-50	-45
손실계약비용 및 기타		-90	-188	-214	-211
투자손익		**-24**	**495**	**479**	**500**
일반계정손익		-87	426	439	460
평가처분손익		-58	33	0	0
특별계정손익		63	70	40	40
영업이익		**1,426**	**1,836**	**2,012**	**2,066**
영업외손익		256	293	329	329
세전이익		**1,683**	**2,129**	**2,341**	**2,395**
법인세비용		298	407	529	542
법인세율 (%)		17.7	19.1	22.6	22.6
당기순이익		**1,384**	**1,723**	**1,812**	**1,853**
연결 효과		876	986	945	945
연결 세전이익		**2,559**	**3,116**	**3,286**	**3,340**
연결 당기순이익		**2,034**	**2,481**	**2,585**	**2,628**
지배주주순이익		**1,895**	**2,336**	**2,432**	**2,471**
비지배지분순이익		138	144	154	157

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약 APE		3,104	4,009	3,663	3,307
신계약 CSM		3,628	3,411	2,986	2,747
신계약 CSM 수익성		116.9	85.1	81.5	83.0
CSM 관련 지표					
기초CSM		10,749	12,247	12,985	13,571
CSM 조정 가정 변경		-1,163	-1,689	-1,350	-1,350
신계약 CSM(원수)		3,628	3,411	2,986	2,747
CSM 이자부리		402	454	451	462
상각 전 CSM		13,615	14,424	15,072	15,430
CSM상각액		1,368	1,439	1,501	1,541
CSM상각률(%)		10.0	10.0	10.0	10.0
CSM 순증액		1,499	737	586	318
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률		2.4	2.5	2.5	2.5
FVPL 제외 운용수익률		2.4	2.5	2.5	2.5
손익구성					
보험손익		101.7	73.0	76.2	75.8
CSM상각		95.9	78.4	74.6	74.6
투자손익		-1.7	27.0	23.8	24.2
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		218.8	185.3	187.6	193.4

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			-1.5	-0.0	-0.1
CSM증가율			6.0	4.5	2.3
BPS증가율			-25.8	5.0	4.4
보험손익증가율			-7.5	14.3	2.2
투자손익증가율			흑전	-3.2	4.4
영업이익증가율			28.7	9.6	2.7
세전이익증가율			21.8	5.5	1.6
당기순이익증가율			24.4	4.1	1.6
주당지표(원)					
EPS		9,477	11,682	12,159	12,355
BPS		212,095	157,443	165,327	172,564
EV(BV+CSM)		267,007	222,366	233,182	242,011
보통주 DPS		3,700	5,000	5,500	5,700
보통주 배당수익률(%)		5.4	5.3	5.9	6.1
Valuation 지표					
PER(배)		7.3	8.1	7.7	7.6
PBR(배)		0.33	0.60	0.57	0.54
P/EV(배)		0.26	0.43	0.40	0.39
ROE(%)		4.4	6.0	7.2	7.0
ROA(%)			0.7	0.8	0.8
배당성향(%)		35.1	38.4	40.6	41.4

자료: 삼성생명, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.10.15	매수	114,000원	6개월		
2024.05.17	매수	110,000원	6개월	-16.78%	-8.64%
2024.04.17	매수	95,000원	6개월	-8.17%	0.00%
2023.08.24	매수	87,000원	6개월	-12.31%	21.84%

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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 01 월 14 일 기준)

매수	96.89%	중립	3.11%	매도	0.00%

한화생명 (088350/KS)

규모의 경제

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 3,500 원(하향)
현재주가: 2,505 원
상승여력: 39.7%

목표주가 3,500 원으로 하향

한화생명의 목표주가를 주주환원 불확실성에 따른 할인율 조정 등 영향을 반영하여 3,500 원으로 하향한다. 목표주가는 25E BVPS 10,736 원에 Target PBR 0.33 배를 적용하여 산출했다. 다만 동사가 적극적으로 신계약을 확대하는 추세가 이어지는 상황에서 최근 판매수수료 규제의 전반적인 방향성이 긍정적일 것으로 예상되는 점을 감안하여 투자의견은 매수로 유지한다. 투자리스크로는 해약환급금준비금 및 금리 하락으로 인한 OCI 감소에 따른 배당 관련 불확실성을 제시한다.

신계약 측면의 강점은 지속될 전망

동사의 가장 큰 강점은 한화생명금융서비스 등 판매채널 측면의 강점에 기반한 신계약 판매를 제시할 수 있다. 최근 판매 수수료 제도 강화 등 제도 방향성을 살펴봤을 때 현재 제시된 내용으로 규제가 시행될 경우 전반적인 GA 업계가 충분한 자본력을 보유한 대형 GA 중심으로 재편될 것으로 예상되는 상황이다. 이를 감안했을 때 동사의 주력 판매 채널인 한화생명금융서비스가 규모의 경제를 바탕으로 GA 업계 내 점유율 상승 및 경쟁력 제고되는 모습이 향후 나타날 것으로 기대할 수 있으며 동사 신계약 또한 탄력적인 판매 기조를 이어갈 것으로 전망한다. 가정 조정 등 영향으로 CSM 배수 하락이 나타나더라도 물량에 기반한 신계약 CSM 규모가 유지되는 모습을 전망한다.

4Q24 순이익 1,067 억원(+177.8% YoY) 예상

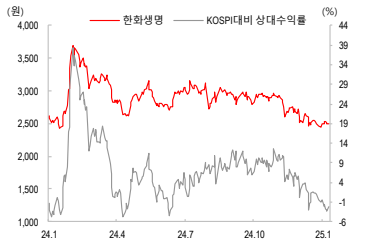
한화생명의 4Q24 순이익은 1,067 억원(+177.8% YoY)을 예상한다. 4Q24 중 다른 생보사와 동일하게 유배당 연금 블록, 고금리 종신 등에 따른 영향으로 손실계약부담비용 감소 등이 나타날 전망이다. 신계약은 4Q24 중 단기납 종신, 무/저해지보험 절판 효과 등 영향으로 가파르게 상승할 것으로 예상되며 보장성 APE 기준 9,611 억원(+23.5% QoQ)을 예상한다. 향후 환급강화형 건강보험 등 판매 확대 등에 따라 신계약 CSM 배수는 일부 하락하는 모습이 나타날 것으로 예상되나 신계약 물량을 바탕으로 견조한 신계약 CSM 규모를 지속할 수 있을 것으로 예상한다. 금리 하락 등에 따른 K-ICS 비율 하락 우려가 존재하나 자본성증권 발행을 통해 160%를 상회하는 수준에서 충분히 방어할 수 있을 것으로 전망한다.

Analyst
설용진
s.dragon@sks.co.kr
3773-8610

Company Data	
발행주식수	86,853 만주
시가총액	2,171 십억원
주요주주	
한화(외5)	45.06%
자사주	13.49%

Stock Data	
주가(25/01/13)	2,505 원
KOSPI	2,489.56 pt
52주 최고가	3,690 원
52주 최저가	2,435 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			651	499	666	705
투자손익	십억원			90	343	206	239
영업이익	십억원			742	843	872	945
당기순이익	십억원			616	692	721	779
EPS	원			710	796	831	897
PER	배			4.0	3.1	3.0	2.8
PBR	배			0.2	0.24	0.23	0.22
ROE	%			4.9	7.0	7.9	8.2

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2025E ~2027F ROE 평균	8.1%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.6%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 등 감안하여 차등적으로 적용	65%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.33
목표주가	**2025F BPS 10,736 원에 Target PBR 적용**	**3,500**
현재가		2,505
Upside / Downside		39.7%
투자의견		매수

자료: SK 증권 추정

항목	비고	내용
Upside case		**104%**
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	9.1%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.6%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력의 뚜렷한 개선	-55.0%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.48
목표주가(Bull case)	**2025F BPS 10,736 원에 Target PBR 적용**	**5,100**
Downside case		**-12%**
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	7.1%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.6%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력 부진세	-75.0%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.21
목표주가(Bear case)	**2025F BPS 10,736 원에 Target PBR 적용**	**2,200**

자료: SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	651	499	666	705
	수정 전		548	692	709
	증감률(%)		*-8.9%*	*-3.8%*	*-0.5%*
투자손익	수정 후	90	343	206	239
	수정 전		358	158	162
	증감률(%)		*-4.0%*	*30.4%*	*47.8%*
세전이익	수정 후	754	853	896	968
	수정 전		956	843	863
	증감률(%)		*-10.7%*	*6.3%*	*12.2%*
순이익	수정 후	616	692	721	779
	수정 전		754	654	669
	증감률(%)		*-8.3%*	*10.3%*	*16.4%*

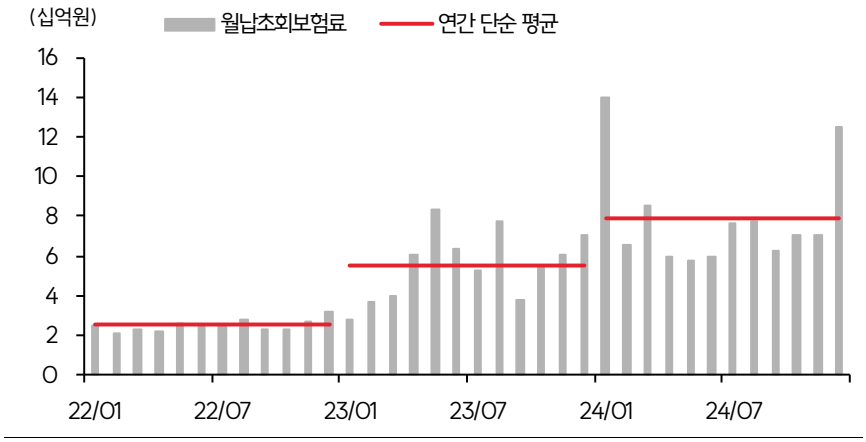
자료: 한화생명, SK 증권 추정

한화생명 – 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	**172**	**220**	**173**	**86**	**91**	**184**	**107**	**117.7**	**10.1**	**36.2**
CSM 상각	225	226	217	219	220	215	211	212.4	0.4	-3.2
RA 해제	34	31	28	25	28	36	37	37.4	0.5	47.2
예실차	-28	9	-15	-20	-101	-8	-47	-22.3	적지	적지
기타사업비용	-42	-48	-21	-35	-47	-32	-48	-34.7	적지	적지
손실계약비용 및 기타	-16	1	-36	-104	-10	-27	-47	-75.0	적지	적지
투자손익	**433**	**-81**	**-253**	**-9**	**129**	**30**	**174**	**9.9**	**-94.3**	**흑전**
일반계정	246.1	58	-216	9	139	46	88	9.9	-88.8	9.6
자산운용수익	933	714	462	699	817	722	781	696.1	-10.9	-0.4
보험금융손익	-687	-656	-678	-690	-679	-676	-693	-686.2	적지	적지
특별계정	187	-139	-37	-18	-9	-16	85	0.0	-100.0	-100.0
영업이익	**605**	**138**	**-80**	**78**	**220**	**214**	**281**	**127.6**	**-54.5**	**64.1**
영업외손익	2	5	0	5	0	-3	10	3.7	-63.0	-22.6
세전이익	607	144	-80	83	220	212	291	131.3	-54.8	59.1
별도 당기순이익	**471**	**148**	**-41**	**38**	**176**	**172**	**237**	**106.7**	**-55.0**	**177.8**
보장성 APE	386	732	675	653	900	627	778	961.1	23.5	47.3
신계약 CSM	544	620	692	685	515	481	542	607.5	12.1	-11.4
자산총계	**113,400**	**110,904**	**109,390**	**114,793**	**113,618**	**115,882**	**118,798**	**119,928**	**1.0**	**4.5**
운용자산	**96,635**	**94,072**	**92,992**	**97,010**	**95,978**	**98,404**	**101,401**	**102,701**	**1.3**	**5.9**
비운용자산	1,700	1,661	1,693	2,238	2,045	2,027	2,366	2,196	-7.2	-1.9
부채총계	**100,887**	**99,023**	**96,862**	**103,406**	**102,958**	**106,114**	**108,744**	**110,514**	**1.6**	**6.9**
책임준비금	81,348	79,006	76,393	83,364	82,924	86,641	90,674	91,966	1.4	10.3
생명보험 CSM 잔액	**9,879**	**10,123**	**9,799**	**9,238**	**9,244**	**9,154**	**9,130**	**9,256**	**1.4**	**0.2**
자본총계	**12,513**	**11,881**	**12,528**	**11,387**	**10,659**	**9,769**	**10,054**	**9,960**	**-0.9**	**-12.5**
해약환급금준비금	1,910	2,394	2,840	2,505	3,057	3,405	3,665	3,896	6.3	55.5
ROE (%)	**15.0**	**5.3**	**-1.4**	**1.3**	**6.7**	**7.1**	**10.4**	**4.8**	**-5.6%p**	**3.4%p**
K-ICS 비율(%)	**181.2**	**180.4**	**184.3**	**183.8**	**173.1**	**162.8**	**164.5**	**161.6**	**-2.8%p**	**-22.2%p**

자료: 한화생명, SK 증권 추정

한화생명 – GA 실적 추이



자료: 보험저널, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		97,010	102,701	105,618	108,453
현금및예치금		2,127	1,009	1,293	1,568
유가증권		75,725	83,750	86,023	88,232
대출금		16,378	15,737	16,184	16,618
부동산		2,780	2,205	2,118	2,034
비운용자산		2,238	2,196	2,249	2,253
특별계정자산 및 기타		15,545	15,031	15,031	15,031
자산총계		114,793	119,928	122,899	125,736
책임준비금		83,364	91,966	95,057	98,142
CSM잔액(원수)		9,238	9,256	9,738	10,096
계약자지분조정		28	-16	-16	-16
특별계정부채 및 기타		20,014	18,564	18,415	18,405
부채총계		103,406	110,514	113,456	116,532
자본금		4,343	4,343	4,343	4,343
신종자본증권		498	1,097	1,097	1,097
자본잉여금		485	485	485	485
이익잉여금		6,307	6,870	7,592	8,258
해약환급금준비금		2,505	3,896	4,247	4,348
기타자본		-246	-2,835	-3,095	-3,355
비지배주주지분		0	0	0	0
자본총계		11,387	9,960	10,422	10,828

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		651	499	666	705
CSM상각		888	860	874	906
RA해제		118	138	154	161
예실차		-54	-17	113	115
기타사업비용		-146	-162	-165	-168
손실계약비용 및 기타		-155	-158	-145	-141
투자손익		90	343	206	239
일반계정손익		97	283	206	239
평가처분손익		230	320	190	190
특별계정손익		-7	60	0	0
영업이익		742	843	872	945
영업외손익		12	11	24	23
세전이익		754	853	896	968
법인세비용		137	162	175	189
법인세율 (%)		18.2	19.0	19.5	19.6
당기순이익		616	692	721	779

주요투자지표 I

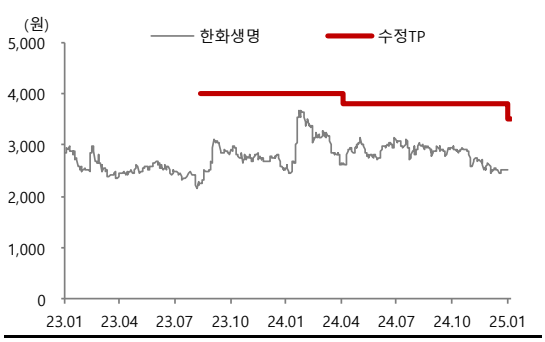
12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약 APE		3,263	4,058	3,337	3,099
신계약 CSM		2,541	2,146	1,995	1,903
신계약 CSM 수익성		77.9	52.9	59.8	61.4
CSM 관련 지표					
기초CSM		9,763	9,238	9,256	9,738
CSM 조정 가정 변경		-2,531	-1,608	-960	-960
신계약 CSM(원수)		2,541	2,146	1,995	1,903
CSM 이자부리		353	339	320	322
상각 전 CSM		10,126	10,115	10,611	11,003
CSM상각액		888	860	874	906
CSM상각률(%)		8.8	8.5	8.2	8.2
CSM 순증액		-524	17	482	359
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률		2.9	3.0	2.8	2.7
FVPL 제외 운용수익률		2.6	2.7	2.6	2.5
손익구성					
보험손익		87.8	59.3	76.4	74.7
CSM상각		119.7	102.0	100.2	95.9
투자손익		12.2	40.7	23.6	25.3
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		183.8	161.6	164.2	161.9

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			5.9	2.8	2.7
CSM증가율			0.2	5.2	3.7
BPS증가율			-18.6	5.2	4.4
보험손익증가율			-23.3	33.3	5.9
투자손익증가율			279.8	-40.0	16.2
영업이익증가율			13.6	3.5	8.3
세전이익증가율			13.2	5.0	8.0
당기순이익증가율			12.2	4.3	7.9
주당지표(원)					
EPS		710	796	831	897
BPS		12,537	10,205	10,736	11,204
EV(BV+CSM)		23,174	20,862	21,948	22,829
보통주 DPS		150	0	0	150
보통주 배당수익률(%)		5.3	0.0	0.0	6.0
Valuation 지표					
PER(배)		4.0	3.1	3.0	2.8
PBR(배)		0.23	0.24	0.23	0.22
P/EV(배)		0.12	0.12	0.11	0.11
ROE(%)		4.9	7.0	7.9	8.2
ROA(%)		0.5	0.6	0.6	0.6
배당성향(%)		18.3	0.0	0.0	14.5

자료: 한화생명, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.01.14	매수	3,500원	6개월		
2024.04.17	매수	3,800원	6개월	-25.07%	-16.84%
2023.08.24	매수	4,000원	6개월	-28.25%	-7.75%



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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 01 월 14 일 기준)

매수	96.89%	중립	3.11%	매도	0.00%

2025-01-14

동양생명 (082640/KS)

제도 영향에도 실적은 견조

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 5,900 원(하향)
현재주가: 4,620 원
상승여력: 27.7%

목표주가 5,900 원으로 하향

동양생명의 목표주가를 주주환원 불확실성에 따른 할인율 조정 등 영향을 반영하여 X 원으로 하향한다. 목표주가는 25E BVPS 11,121 원에 Targe PBR 0.53 배를 적용하여 산출했다. 제도 영향으로 주주환원 자체는 어렵지만 주요 지표의 안정적인 관리를 통해 전반적으로 견조한 실적이 이어지고 있어 잠재적 인수 매물 관점의 가치가 유효한 점을 감안하여 투자의견은 매수로 유지한다. 투자리스크로는 금리 하락에 따른 OCI 감소, 해약환급금준비금으로 인한 배당 불확실성을 제시한다.

4Q24 순이익 358 억원(-54.2% YoY) 전망

우리금융지주의 금감원 검사 결과 발표가 연기되고 있어 동사의 인수 여부에 대한 불확실성이 높아진 점은 사실이나 동사가 예실차, 투자수익률, 신계약 등 주요 지표를 안정적으로 관리하며 견조한 이익을 꾸준하게 시현하고 있는 점을 감안하면 비은행 포트폴리오 강화가 필요한 금융지주 등 잠재 매수자 관점에서 시장에 나온 주요 보험사 매물 중 가장 높은 가치로 평가받을 수 있다고 판단한다. 동양생명의 4Q24 순이익은 358 억원(-54.2% YoY)을 전망한다. 다른 생보사와 같이 유배당 연금 블록, 고금리 종신 등을 중심으로 실적 부담이 일부 나타날 것으로 예상되며 보험개혁회의 관련 CSM 조정 등 영향도 일부 반영될 것으로 전망한다. 보험손익은 전체 274 억원(-46% YoY)을 예상한다. 투자손익은 미국 금리 상승 등 영향으로 FVPL 자산 중심으로 다소 부진한 모습을 예상하며 약 127 억원(-64.2% YoY)을 예상한다. K-ICS 비율은 후순위채 등 자본성 증권 활용을 통해 최대한 방어하는 모습이 나타날 것으로 예상한다. 신계약의 경우 5 년납 단기납 종신 등 중심으로 견조한 흐름이 이어지고 있으며 4Q24 에도 보장성 APE 기준 약 2,500 억원 내외 수준의 견조한 매출 추세가 이어질 것으로 예상한다.

Analyst
설용진
s.dragon@sks.co.kr
3773-8610

Company Data	
발행주식수	16,136 만주
시가총액	751 십억원
주요주주	
Dajia Life (외6)	75.38%
자사주	3.35%

Stock Data	
주가(25/01/13)	4,620 원
KOSPI	2,489.56 pt
52주 최고가	8,960 원
52주 최저가	4,270 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			234	261	240	276
투자손익	십억원			127	118	86	90
영업이익	십억원			361	379	326	365
당기순이익	십억원			296	302	262	292
EPS	원			1,833	1,869	1,625	1,812
PER	배			2.5	2.4	2.8	2.5
PBR	배			0.3	0.47	0.42	0.36
ROE	%			8.3	14.5	15.6	15.2

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2025E ~2027F ROE 평균	15.2%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.6%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 등 감안하여 차등적으로 적용	70%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.53
목표주가	**2025F BPS 11,121 원에 Target PBR 적용**	**5,900**
현재가		4,620
Upside / Downside		27.7%
투자의견		매수

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		**82%**
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	16.2%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.6%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력의 뚜렷한 개선	-60.0%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.76
목표주가(Bull case)	**2025F BPS 11,121 원에 Target PBR 적용**	**8,400**
Downside case		**-20%**
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	14.2%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.6%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력 부진세	-80.0%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.33
목표주가(Bear case)	**2025F BPS 11,121 원에 Target PBR 적용**	**3,700**

자료: SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	234	261	240	276
	수정 전		263	226	267
	증감률(%)		*-0.8%*	*6.0%*	*3.2%*
투자손익	수정 후	127	118	86	90
	수정 전		118	87	90
	증감률(%)		*0.1%*	*-0.7%*	*-0.3%*
세전이익	수정 후	373	380	331	370
	수정 전		382	318	363
	증감률(%)		*-0.6%*	*4.2%*	*2.1%*
순이익	수정 후	296	302	262	292
	수정 전		303	252	286
	증감률(%)		*-0.5%*	*4.1%*	*2.2%*

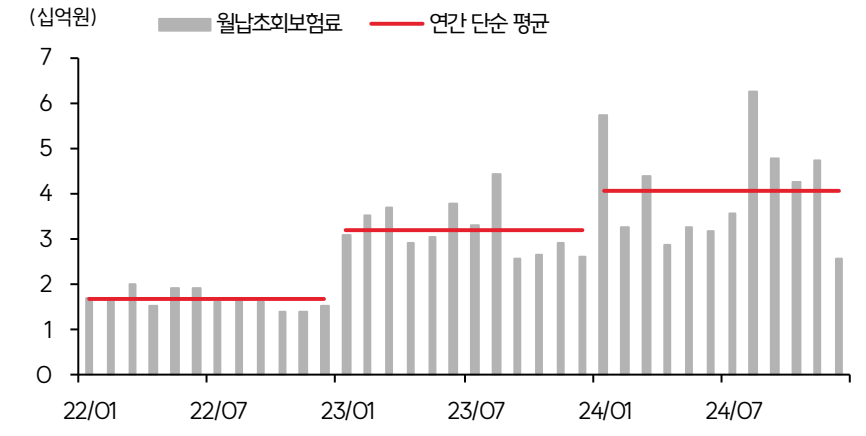
자료: SK 증권 추정

동양생명 – 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	**61**	**55**	**67**	**51**	**56**	**81**	**97**	**27.4**	**-71.7**	**-46.0**
CSM 상각	65	63	68	63	64	65	67	68.5	2.6	9.1
RA 해제	11	11	11	11	12	12	12	12.2	2.9	6.9
예실차	-3	8	6	1	-9	16	8	-3.3	적전	적전
기타사업비용	-6	-6	-7	-8	-8	-9	-8	-8.5	적지	적지
손실계약비용 및 기타	-5	-20	-11	-16	-2	-4	18	-41.5	적전	적지
투자손익	**135**	**2**	**-46**	**36**	**52**	**35**	**18**	**12.7**	**-29.9**	**-64.2**
일반계정	134.7	12	-34	46	50	36	17	12.7	-26.6	-72.3
자산운용수익	379	250	201	286	282	276	256	258.6	0.9	-9.7
보험금융손익	-245	-237	-235	-241	-233	-240	-239	-245.9	적지	적지
특별계정	0	-10	-12	-10	2	0	1	0.0	-100.0	-100.0
영업이익	**196**	**57**	**22**	**86**	**108**	**116**	**115**	**40.1**	**-65.0**	**-53.5**
영업외손익	0	-1	0	12	0	-4	0	5.0	흑전	-59.0
세전이익	196	57	22	98	108	112	115	45.1	-60.6	-54.2
별도 당기순이익	**156**	**44**	**17**	**78**	**88**	**87**	**90**	**35.8**	**-60.3**	**-54.2**
보장성 APE	156	158	173	142	232	155	257	259.2	1.0	82.2
신계약 CSM	176	183	202	199	204	139	224	194.7	-12.9	-2.3
자산총계	**32,400**	**31,673**	**30,894**	**32,896**	**32,440**	**33,347**	**33,925**	**35,092**	**3.4**	**6.7**
운용자산	**30,691**	**30,025**	**29,233**	**31,153**	**30,726**	**31,268**	**31,589**	**32,922**	**4.2**	**5.7**
비운용자산	494	422	480	567	526	873	1,206	1,039	-13.8	83.2
부채총계	**29,383**	**28,449**	**27,624**	**29,944**	**29,855**	**31,099**	**31,802**	**33,090**	**4.1**	**10.5**
책임준비금	27,436	26,501	25,832	28,329	28,405	29,501	30,431	31,642	4.0	11.7
생명보험 CSM 잔액	**2,486**	**2,506**	**2,575**	**2,542**	**2,691**	**2,754**	**2,859**	**2,612**	**-8.6**	**2.8**
자본총계	**3,017**	**3,224**	**3,270**	**2,952**	**2,585**	**2,248**	**2,123**	**1,903**	**-10.4**	**-35.5**
해약환급금준비금	505	531	606	640	764	827	993	1,153	16.0	80.0
ROE (%)	**17.4**	**6.3**	**2.4**	**11.3**	**14.6**	**16.8**	**19.6**	**8.6**	**-11%p**	**-2.7%p**
K-ICS 비율(%)	**162.2**	**162.5**	**183.7**	**193.4**	**174.7**	**166.2**	**161.0**	**157.4**	**-3.6%p**	**-36%p**

자료: 동양생명, SK 증권 추정

동양생명 – GA 실적 추이



자료: 보험저널, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		31,153	32,922	33,576	34,187
현금및예치금		1,551	688	725	759
유가증권		23,039	25,524	26,028	26,500
대출금		6,218	6,371	6,497	6,616
부동산		345	339	326	313
비운용자산		567	1,039	1,091	1,094
특별계정자산 및 기타		1,176	1,130	1,130	1,130
자산총계		32,896	35,092	35,797	36,412
책임준비금		28,329	31,642	32,480	33,305
CSM잔액(원수)		2,542	2,612	2,983	3,376
계약자지분조정		-2	2	2	2
특별계정부채 및 기타		1,616	1,446	1,422	1,420
부채총계		29,944	33,090	33,903	34,727
자본금		807	807	807	807
신종자본증권		345	345	345	345
자본잉여금		464	464	464	464
이익잉여금		1,362	1,573	1,810	2,076
해약환급금준비금		640	1,153	1,727	2,213
기타자본		-25	-1,286	-1,286	-1,286
비지배주주지분		0	0	0	0
자본총계		2,952	1,903	2,139	2,406

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		234	261	240	276
CSM상각		258	265	274	309
RA해제		45	47	50	53
예실차		11	44	50	52
기타사업비용		-27	-33	-37	-39
손실계약비용 및 기타		-53	-29	-61	-61
투자손익		127	118	86	90
일반계정손익		159	115	86	90
평가처분손익		182	196	140	140
특별계정손익		-32	3	0	0
영업이익		361	379	326	365
영업외손익		12	1	5	5
세전이익		373	380	331	370
법인세비용		77	78	69	78
법인세율 (%)		20.7	20.5	20.8	21.1
당기순이익		296	302	262	292

주요투자지표 I

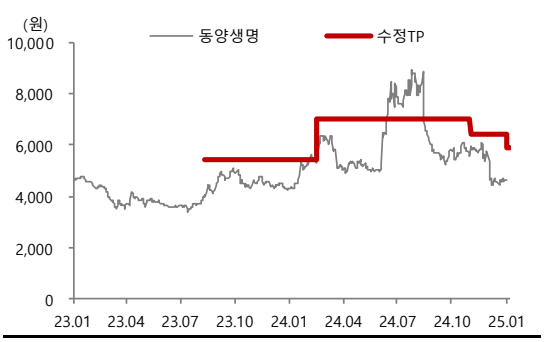
12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약 APE		814	1,001	1,100	1,144
신계약 CSM		760	762	909	954
신계약 CSM 수익성		93.4	76.1	82.7	83.5
CSM 관련 지표					
기초CSM		2,374	2,542	2,612	2,983
CSM 조정 가정 변경		-437	-537	-370	-370
신계약 CSM(원수)		760	762	909	954
CSM 이자부리		102	110	105	117
상각 전 CSM		2,800	2,877	3,257	3,685
CSM상각액		258	265	274	309
CSM상각률(%)		9.2	9.2	8.4	8.4
CSM 순증액		168	71	371	393
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률		3.6	3.3	3.2	3.2
FVPL 제외 운용수익률		3.0	2.7	2.8	2.7
손익구성					
보험손익		64.9	68.8	73.5	75.4
CSM상각		71.4	69.9	84.1	84.6
투자손익		35.1	31.2	26.5	24.6
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		193.4	157.4	156.8	166.5

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			5.7	2.0	1.8
CSM증가율			2.8	14.2	13.2
BPS증가율			-40.2	15.2	14.9
보험손익증가율			11.4	-8.1	15.0
투자손익증가율			-6.8	-26.8	3.8
영업이익증가율			5.0	-14.0	12.1
세전이익증가율			1.8	-12.7	11.9
당기순이익증가율			2.0	-13.0	11.5
주당지표(원)					
EPS		1,833	1,869	1,625	1,812
BPS		16,158	9,656	11,121	12,774
EV(BV+CSM)		31,920	25,846	29,609	33,695
보통주 DPS		400	0	0	400
보통주 배당수익률(%)		8.8	0.0	0.0	8.7
Valuation 지표					
PER(배)		2.5	2.4	2.8	2.5
PBR(배)		0.28	0.47	0.42	0.36
P/EV(배)		0.14	0.17	0.16	0.14
ROE(%)		8.3	14.5	15.6	15.2
ROA(%)		0.9	0.9	0.7	0.8
배당성향(%)		21.1	0.0	0.0	21.3

자료: 동양생명, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.01.14	매수	5,900원	6개월		
2024.11.14	매수	6,400원	6개월	-18.10%	-5.00%
2024.02.28	매수	7,000원	6개월	-10.60%	28.00%
2023.08.24	매수	5,400원	6개월	-14.08%	4.26%



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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 01 월 14 일 기준)

매수	96.89%	중립	3.11%	매도	0.00%

2025-01-14

미래에셋생명 (085620/KS)

의외로 자본 적정성은 양호한 편

SK증권 리서치센터

중립(유지)

목표주가: 5,500 원(유지)
현재주가: 5,300 원
상승여력: 3.8%

변액 중심 포트폴리오로 의외로 양호한 자본적정성

IFRS17 회계기준 전환 이후 미래에셋생명의 K-ICS 비율은 다른 중소형 생보사 대비 현저히 높은 수준을 유지하고 있다. 3Q24 중 다른 중소형 생보사들이 금리 하락 등 영향으로 인한 OCI 감소 등 영향으로 160%~170% 수준의 K-ICS 비율을 기록하는 모습이 나타난 것과 달리 동사의 경우에도 금리 하락으로 인한 OCI 감소 등 영향에도 불구하고 193.8%로 상대적으로 높은 모습을 확인할 수 있다. 실제로 동사의 K-ICS 비율을 세부적으로 살펴보면 가용자본에서 상대적으로 기본자본 비중이 현저히 높고 (3.4 조 중 약 3.1 조가 기본자본) 생명/장기손해보험 위험액 및 시장위험액이 모두 다른 생보사 대비 작은 모습이 나타나고 있는데 변액보험 중심 사업 구조로 상대적으로 동사가 부담하는 리스크가 작은데 기인하는 것으로 분석된다. 여전히 1) 해약환급금준비금 등 영향으로 배당가능이익이 산출되고 있지 않으며 2) 투자손익 관련 손익 불확실성이 지속되고 있어 실적의 예측가능성이 낮은 점을 감안하여 투자의견 및 목표주가를 유지하나 향후 제도 개선 및 실적 안정성이 제고될 경우 자본 측면의 안정성에 기반한 프리미엄을 바탕으로 높은 Upside 를 기대해볼 수 있을 전망이다.

4Q24 순이익 207 억원(흑자전환 YoY) 예상

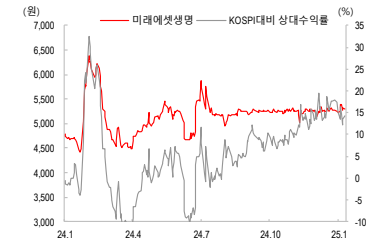
미래에셋생명의 4Q24 순이익은 207 억원(흑전 YoY)를 기록할 것으로 예상한다. 보험손익은 233 억원(-59.3% YoY)으로 계절적인 예실차 악화, 계리적 가정 조정에 따른 영향 등이 종합적으로 나타날 것으로 예상되며 국내 주식 하락, 금리 하락 등 매크로 환경의 불확실성을 감안할 때 VFA 모형이 적용되는 변액보험 포트폴리오 중심으로 다소 보수적인 영향이 나타날 것으로 예상되는데 기인한다. 다만 투자손익의 경우 전년동기 대규모 손실 기저효과로 전반적으로 개선되는 모습이 나타날 전망이다. 해외부동산 관련 환입 등을 기대하기는 어렵겠으나 대체투자 등 중심으로 일정 수준의 실적을 기대할 수 있을 전망이다.

Analyst
설용진
s.dragon@sks.co.kr
3773-8610

Company Data	
발행주식수	17,702 만주
시가총액	942 십억원
주요주주	
미래에셋증권(외21)	57.72%
자사주	26.29%

Stock Data	
주가(25/01/13)	5,300 원
KOSPI	2,489.56 pt
52주 최고가	6,390 원
52주 최저가	4,415 원
60일 평균 거래대금	십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			169	122	134	142
투자손익	십억원			-2	-20	37	39
영업이익	십억원			167	101	171	181
당기순이익	십억원			125	83	131	139
EPS	원			706	468	742	787
PER	배			6.7	11.3	7.1	6.7
PBR	배			0.3	0.39	0.37	0.36
ROE	%			3.6	3.1	5.4	5.4

미래에셋생명 – 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	**44**	**41**	**27**	**57**	**21**	**46**	**31**	**23.3**	**-25.0**	**-59.3**
CSM 상각	52	50	46	49	51	50	48	47.3	-1.5	-4.3
RA 해제	12	12	12	11	11	11	11	10.5	-1.2	-2.9
예실차	-2	-5	-8	-4	-25	4	0	-7.0	적지	적지
기타사업비용	-18	-15	-15	-19	-15	-15	-16	-19.3	적지	적지
손실계약비용 및 기타	-1	-1	-7	20	0	-4	-11	-8.1	적지	적전
투자손익	**94**	**4**	**-1**	**-99**	**29**	**-26**	**-25**	**2.7**	**흑전**	**흑전**
일반계정	62.0	11	-13	-67	48	-11	-28	22.7	흑전	흑전
자산운용수익	194	141	142	61	169	111	92	143.7	56.0	135.5
보험금융손익	-132	-130	-155	-128	-121	-121	-120	-121.0	적지	적지
특별계정	32	-7	12	-32	-19	-15	2	-20.0	적전	적지
영업이익	**137**	**44**	**27**	**-42**	**50**	**19**	**6**	**26.0**	**339.5**	**흑전**
영업외손익	-2	-1	-1	-1	-1	3	-2	0.6	흑전	흑전
세전이익	136	43	26	-42	49	23	4	26.7	592.4	흑전
별도 당기순이익	**101**	**34**	**24**	**-34**	**39**	**19**	**4**	**20.7**	**487.2**	**흑전**
보장성 APE	42	51	61	59	69	65	80	76.0	-4.7	29.6
신계약 CSM	57	69	85	80	96	76	102	91.9	-9.8	14.4
자산총계	**33,151**	**32,951**	**32,111**	**33,046**	**32,333**	**32,189**	**32,233**	**33,000**	**2.4**	**-0.1**
운용자산	**20,381**	**19,920**	**19,517**	**19,626**	**18,903**	**18,967**	**19,411**	**20,176**	**3.9**	**2.8**
비운용자산	828	834	821	1,181	944	969	963	966	0.3	-18.2
부채총계	**30,274**	**30,009**	**29,141**	**30,132**	**29,705**	**29,774**	**29,828**	**30,483**	**2.2**	**1.2**
책임준비금	17,150	16,565	16,131	16,654	16,413	16,727	17,220	17,848	3.6	7.2
생명보험 CSM 잔액	**2,007**	**2,094**	**1,944**	**2,120**	**2,190**	**2,188**	**2,163**	**2,131**	**-1.5**	**0.5**
자본총계	**2,876**	**2,943**	**2,970**	**2,914**	**2,628**	**2,415**	**2,405**	**2,385**	**-0.8**	**-18.1**
해약환급금준비금	769	797	845	900	949	990	1,039	1,077	3.7	19.7
ROE (%)	**11.6**	**4.7**	**3.3**	**-4.7**	**5.7**	**3.0**	**0.6**	**3.5**	**2.9%p**	**8.1%p**
K-ICS 비율(%)	**218.4**	**209.7**	**205.4**	**214.7**	**207.2**	**197.1**	**192.6**	**188.9**	**-3.7%p**	**-25.8%p**

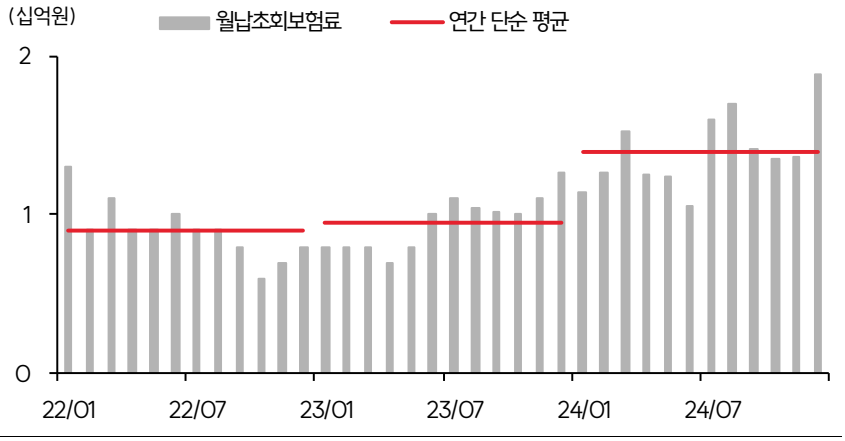
자료: 미래에셋생명, SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	169	122	134	142
	수정 전		158	196	205
	증감률(%)		*-23.0%*	*-31.9%*	*-30.9%*
투자손익	수정 후	-2	-20	37	39
	수정 전		-6	14	15
	증감률(%)		*적지*	*166.2%*	*161.3%*
세전이익	수정 후	163	102	169	180
	수정 전		158	217	227
	증감률(%)		*-35.5%*	*-21.9%*	*-20.8%*
순이익	수정 후	125	83	131	139
	수정 전		125	168	176
	증감률(%)		*-33.7%*	*-21.8%*	*-20.8%*

자료: 미래에셋생명, SK 증권 추정

미래에셋생명 – GA 실적 추이



자료: 보험저널, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		19,626	20,176	21,162	22,169
현금및예치금		955	535	572	609
유가증권		15,543	16,888	17,707	18,542
대출금		3,056	2,682	2,813	2,947
부동산		72	71	71	70
비운용자산		1,181	966	965	965
특별계정자산 및 기타		12,239	11,858	11,858	11,858
자산총계		33,046	33,000	33,986	34,992
책임준비금		16,654	17,848	18,810	19,805
CSM잔액(원수)		2,120	2,131	2,299	2,448
계약자지분조정		0	-3	-3	-3
특별계정부채 및 기타		13,478	12,639	12,630	12,629
부채총계		30,132	30,483	31,437	32,431
자본금		991	991	991	991
신종자본증권		0	0	0	0
자본잉여금		181	181	181	181
이익잉여금		1,713	1,796	1,927	2,048
해약환급금준비금		900	1,077	1,165	1,201
기타자본		29	-583	-583	-583
비지배주주지분		0	0	0	0
자본총계		2,914	2,385	2,517	2,638

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		169	122	134	142
CSM상각		198	196	192	205
RA해제		46	43	40	37
예실차		-19	39	52	53
기타사업비용		-67	-66	-68	-69
손실계약비용 및 기타		12	-23	-16	-16
투자손익		-2	-20	37	39
일반계정손익		-7	32	39	41
평가처분손익		28	1	0	0
특별계정손익		5	-53	-2	-2
영업이익		167	101	171	181
영업외손익		-4	1	-1	-1
세전이익		163	102	169	180
법인세비용		38	19	38	40
법인세율 (%)		23.2	18.8	22.5	22.5
당기순이익		125	83	131	139

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약 APE		286	522	502	494
신계약 CSM		292	366	352	341
신계약 CSM 수익성		102.0	70.1	70.0	69.1
CSM 관련 지표					
기초CSM		1,979	2,120	2,131	2,299
CSM 조정 가정 변경		35	-215	-65	-65
신계약 CSM(원수)		292	366	352	341
CSM 이자부리		12	56	73	78
상각 전 CSM		2,318	2,327	2,491	2,654
CSM상각액		198	196	192	205
CSM상각률(%)		8.5	8.4	7.7	7.7
CSM 순증액		141	11	168	149
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률		2.7	2.6	2.6	2.6
FVPL 제외 운용수익률		2.6	2.6	2.6	2.6
손익구성					
보험손익		101.3	120.0	78.2	78.3
CSM상각		118.6	193.1	112.7	113.6
투자손익		-1.3	-20.0	21.8	21.7
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		214.7	188.9	194.6	198.6

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			2.8	4.9	4.8
CSM증가율			0.5	7.9	6.5
BPS증가율			-18.1	5.5	4.8
보험손익증가율			-28.0	9.7	6.2
투자손익증가율			적지	흑전	5.2
영업이익증가율			-39.2	68.3	5.9
세전이익증가율			-37.3	66.1	6.1
당기순이익증가율			-33.7	58.5	6.1
주당지표(원)					
EPS		706	468	742	787
BPS		16,463	13,476	14,218	14,902
EV(BV+CSM)		27,986	25,516	27,205	28,733
보통주 DPS		0	0	0	140
보통주 배당수익률(%)		0.0	0.0	0.0	2.6
Valuation 지표					
PER(배)		6.7	11.3	7.1	6.7
PBR(배)		0.29	0.39	0.37	0.36
P/EV(배)		0.17	0.21	0.19	0.18
ROE(%)		3.6	3.1	5.4	5.4
ROA(%)		0.4	0.3	0.4	0.4
배당성향(%)		0.0	0.0	0.0	13.1

자료: 미래에셋생명, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.09.24	중립	5,500원	6개월		

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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 01 월 14 일 기준)

매수	96.89%	중립	3.11%	매도	0.00%