

보험

Overweight (신규)

금융, 새로운 길을 가다

2 보험: 본질에 눈뜨다

6.4



보험: 본질에 눈뜨다

Key Chart	4
1. 회계기준의 변화로 제고된 보험사	10
2. 보험사별 수익성 및 건전성 지표 비교	12
3. IFRS17: 선명해진 보험이익 평가방법	13
1) 보험부채 변화 의미 2 가지	14
2) 보험수익 변화 의미 3 가지	17
3) 변화된 보험사들의 경영 패러다임	21
4) 보험 수익성 주요 지표 비교	22
4. IFRS9: 투자손익 관리 필요성 증대	29
5. K-ICS 비율: ALM 관리 중요성 부각	32
1) K-ICS 비율 의미 2 가지	32
2) K-ICS 비율 중요성 증대	35
6. 불확실성을 견디는 힘, 자본비율	36
1) 보험사 수익성 영향 점검	36
2) 보험사 배당 상황 점검	43
3) 보험사 자본 상황 점검	45
7. 투자전략 및 Valuation	48
기업분석	
DB 손해보험 (005830) 이유있는 자신감	52
삼성화재 (000810) 눈에 띄는 지표들	55
현대해상 (001450) 충분히 반영된 우려	58
삼성생명 (032830) 신뢰에서 나오는 여유	61
한화생명 (088350) 기지개를 켜다	64
동양생명 (082640) 높은 배당 매력도	67

Top Picks

종목	투자의견	적정주가
DB손해보험 (005830)	Buy (신규)	120,000원
삼성생명 (032830)	Buy (신규)	94,000원

6.4

Summary

보험사들의 5개년 ROE 분산은 2.6에서 6.4로 확대되었다. 새로운 회계기준 도입으로 ROE 상향이 명확하기 때문이다.

올해 보험사는 IFRS17, IFRS9(재무회계 기준), K-ICS(감독규제 기준)를 도입했다. 이는 보험사 가치가 제고되는 발판으로 작용하고 있다.

1) 재무정보 측면으로 보험 본연의 수익성 평가가 가능해졌다. 보험부채 중 보험계약마진(CSM)으로 미래수익 파악이 가능하기 때문이다.

2) 영업방식 측면으로 질적 성장 중심(=보장성 보험 중심)으로 보험 포트폴리오가 개선되는 등 경영 패러다임이 변화되었다. 마진을 높은 신계약 확보 및 가정체계의 정확도가 중요하기 때문이다.

3) 관리행태 측면으로 ALM 관리 중요성이 부각됨에 따라 리스크 관리 역량이 증대될 것으로 기대된다. 자산/부채의 완전 시가평가 및 리스크 정교화로 인해 K-ICS비율 변동성이 확대되었기 때문이다.

다만 회계제도 도입 초기 단계인 만큼 <수익성> 1) IFRS17 가이드라인 회계처리 영향, 2) 보험 부채평가를 위한 할인율 개선, 3) 보험상품 구조개선, <주주환원율> 4) 배당 관련 상법 개정 여부 등 여러 불확실성들이 상존하고 있다.

그럼에도 불구하고, 자본대비 해약환급금준비금 비중이 낮고 K-ICS비율이 높은 보험사들의 경우 1) 실적 변동성이 낮을 것임은 물론, 2) 배당에 있어서도 가시성이 가장 높다고 할 수 있겠다.

보험 업종에 대해 Overweight 의견을 제시하며 커버리지를 개시한다. 새로운 결과물을 맞이하는 과정에서 불확실성이 따를 수밖에 없다. 그러나 보험사의 가치가 제고됨(=ROE 상향)은 변하지 않는 사실이다.

보험사를 평가하는 기준도 이에 맞춰 달라져야 한다. 기본적으로 금융업의 특성상 PBR을 기본 틀로 사용하는 가운데, Book value에 대해 (자기자본+CSM규모-해약환급금준비금)으로 정의하겠다. 1) CSM규모는 보험사에게 있어 보유계약가치 및 미래신계약 가치를 의미하는 가운데, 2) 해약환급금준비금은 해약환급금 부족액을 이익잉여금 내 적립하는 것으로 본질적인 가치라고 할 수 없기에 제외할 필요가 있기 때문이다.

업종 내 Top-pick 선정에 있어 1) 수익성과 2) 안전성을 우선적으로, 이 둘이 비슷한 종목의 경우 3) Valuation 매력도를 고려하였다. DB손해보험, 삼성생명을 Top-pick으로 제시한다. 이 둘은 공통적으로 1) 보험상품 특성 기반 높은 수익성을 지니고 있으며, 2) 불확실성 대비 및 배당 증익 안정성을 담보할 자본여력이 충분하다(K-ICS비율 200% 상회). 더 나아가 DB손해보험은 3) Valuation 매력도(23E CSM 잔액-해약환급금준비금 vs. 시가총액)도 높은 것으로 판단된다.

Key Chart

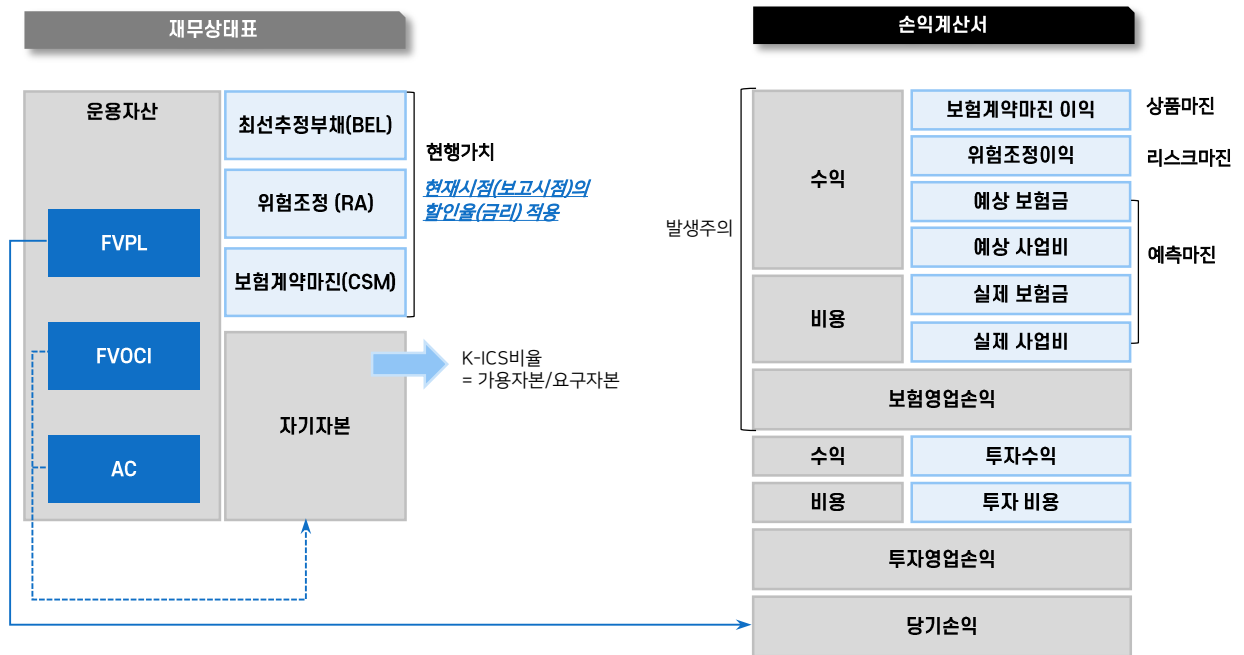
그림1 보험 회계기준 변화 의의

회계기준 변화			보험회사 영향	
	이전	현재	재무정보	
재무회계 기준	IFRS4	IFRS17	재무정보	보험 본연 수익성 평가 가능
	IAS39	IFRS9	영업방식	질적 성장 목표로 보험 포트폴리오 개선
감독규제 기준	RBC	K-ICS	관리행태	ALM 관리 중요성 부각에 따른 리스크 관리 역량 증대

보험사 가치 제고

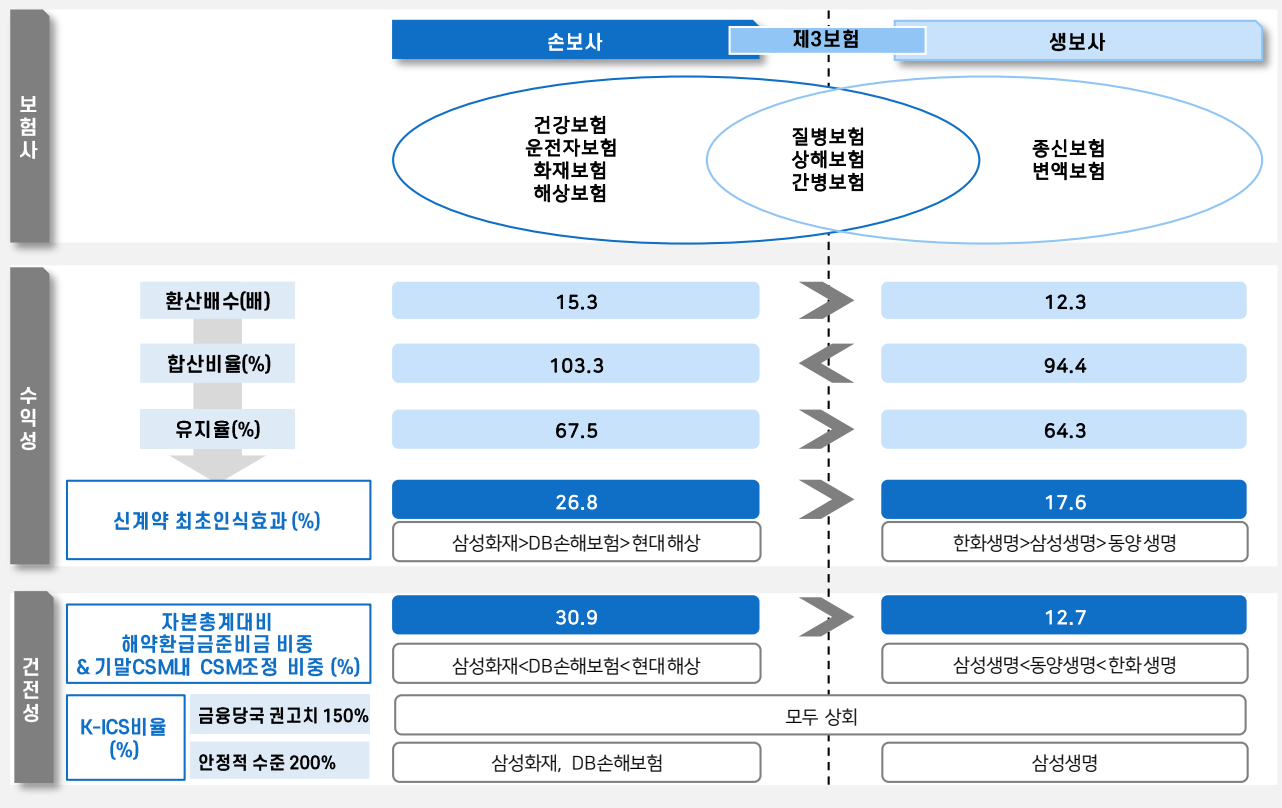
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 변경된 회계기준 상 보험사 재무상태표 및 손익계산서



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 보험사별 수익성 및 건전성 지표 비교



주: 2Q23 기준, 합산비율/유지율 5개년 평균 비율, 건전성 숫자 지표는 자본총계대비 계약환급금준비금 비중 기준
 자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표1 부채평가 원가평가 → 시가평가 의미

내용	의미
자산, 부채 모두 시가평가	금리 변화에 따른 자본관리 가능
보험계약부채가 BEL, RA, CSM으로 구성	재무상태표에 경제적 실질 반영 가능

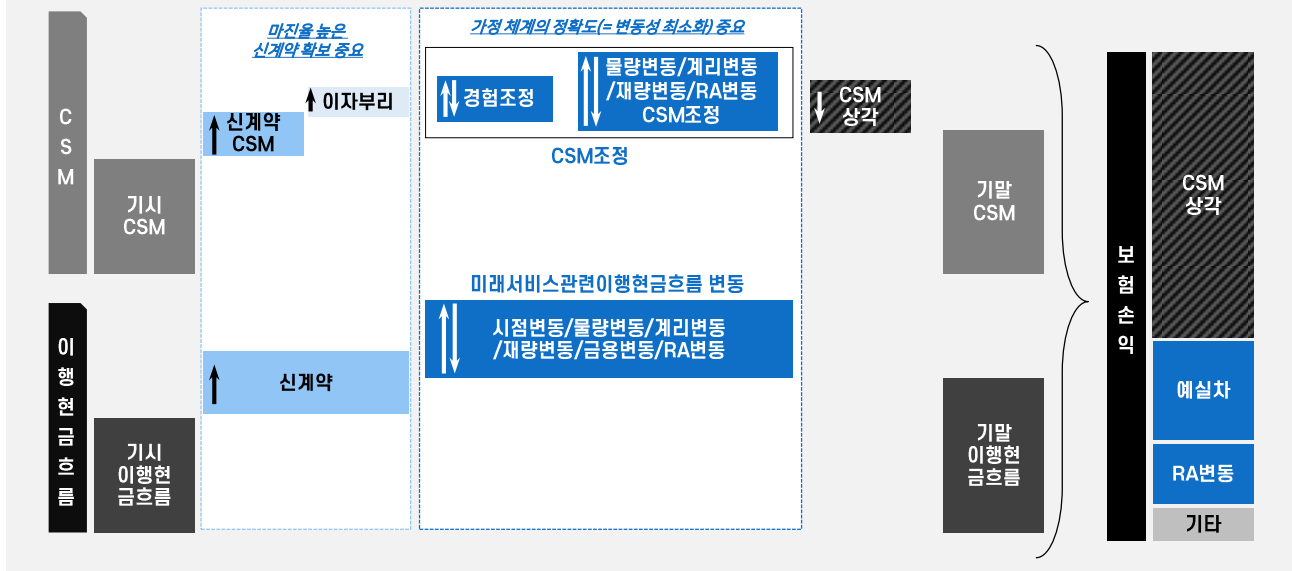
a자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 보험수익의 현금주의 → 발생주의 의미

내용	의미
보험손익, 투자손익 명확히 분리	보험 본연 수익성 평가 용이
보험수익정보 적절하게 반영	타 금융기관과의 비교가능성 증대 및 손익 왜곡현상이 해소
직접 신계약비 보험기간 배분 인식	이익 중심 내실경영이 가능

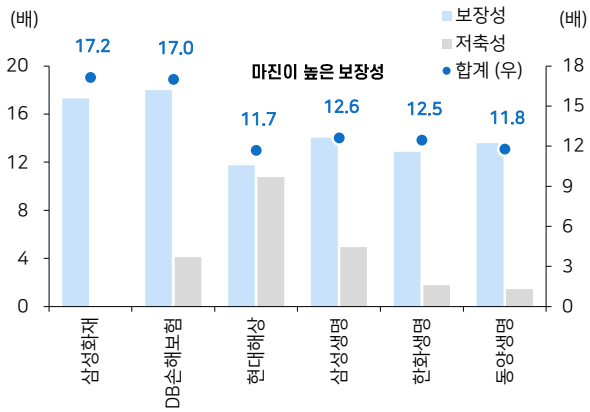
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 IFRS17 손익 관리 방향성



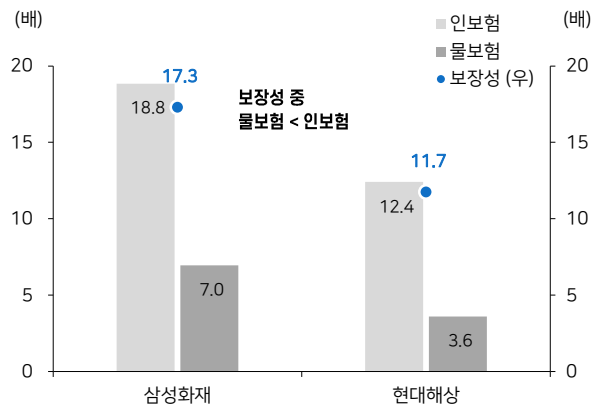
자료: IFRS17 White paper, 메리츠증권 리서치센터

그림5 보험사 보장성/저축성 상품별 및 전체 환산배수



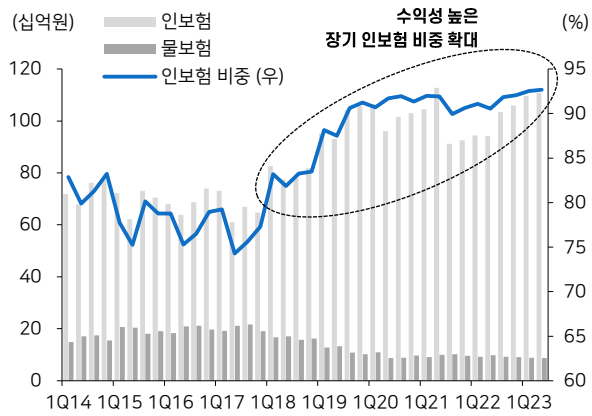
주: 2Q23 기준, 한화생명 및 동양생명 APE 기준
 자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림6 보장성 보험 환산배수: 물보험 vs 인보험



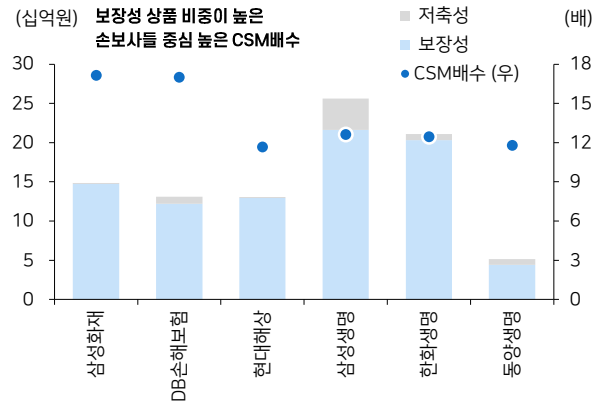
주: 2Q23 기준
 자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림7 커버리지 손해보험사 합산 보장성 신계약 내 인보험 비중 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림8 보험사 월남 신규보험료 및 환산배수



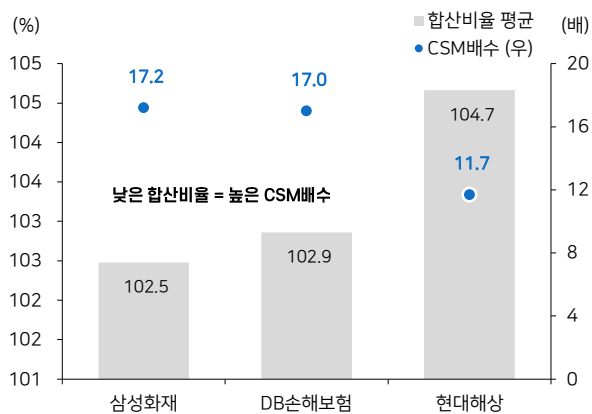
주: 2Q23 기준, 한화생명 및 동양생명 APE 기준
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표3 신계약 최초인식 효과 (1H23)

(조원)	삼성화재	DB손해보험	현대해상	삼성생명	한화생명	동양생명
미래현금유출액의 추정 현재가치 (A)	4.7	4.5	4.9	10.0	8.9	2.1
미래현금유입액의 추정 현재가치 (B)	(6.2)	(5.9)	(5.9)	(11.9)	(10.6)	(2.5)
최선추정부채(BEL; C=A+B)	(1.5)	(1.4)	(1.1)	(1.9)	(1.8)	(0.4)
비금용위험에 대한 위험조정 (RA; D)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.0
이행현금흐름(E=C+D)	(1.4)	(1.3)	(0.9)	(1.8)	(1.6)	(0.4)
보험계약마진(CSM; F)	1.4	1.4	1.0	1.8	1.7	0.4
보험계약마진/현금유출액 (F/A (%))	30.7	30.0	19.7	18.2	18.6	17.0

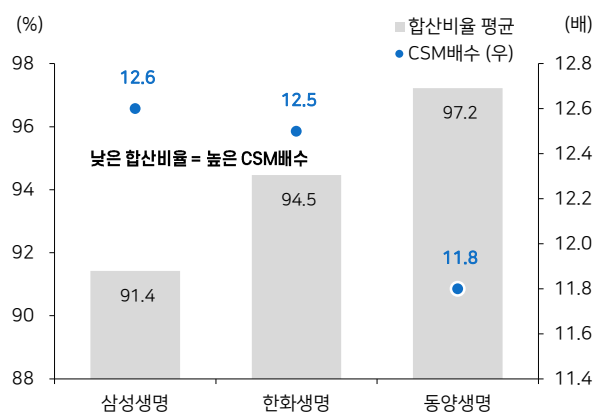
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림9 손보사 5개년 합산비율 평균 vs. 환산배수



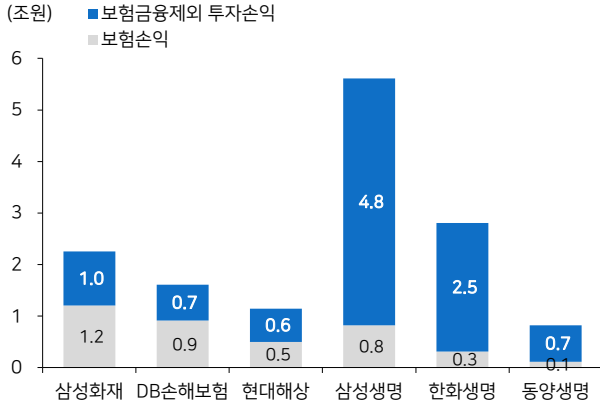
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림10 생보사 5개년 합산비율 평균 vs. 환산배수



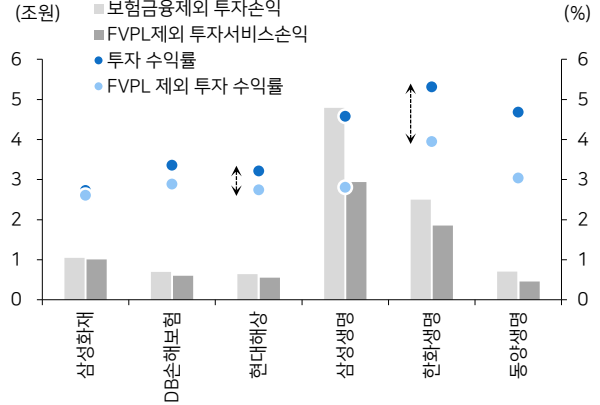
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림11 보험사 보험손익 vs. 보험금융제의 투자손익 (1H23)



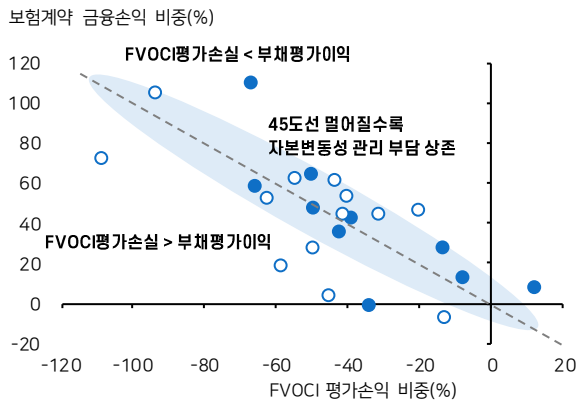
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림12 보험사 투자수익률: FVPL제외 여부 (1H23)



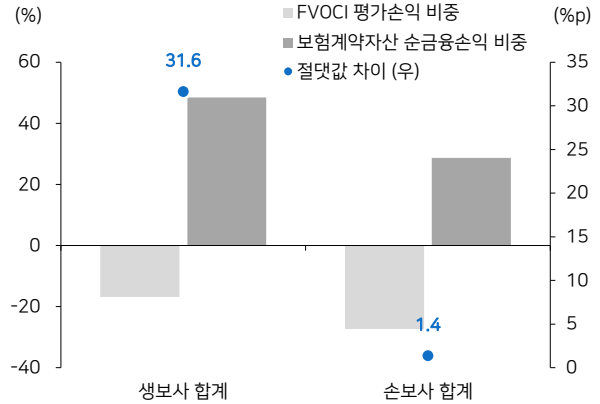
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림13 자본총계대비 보험계약 금융손익 및 FVOCI평가손익 비중 분포: 보험사별



주: 검정색 생보사, 파란색 손보사 / 1Q23 기준
 자료: Fisis, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림14 자본총계대비 보험계약 금융손익 및 FVOCI평가손익 비중 분포: 생보사 vs. 손보사



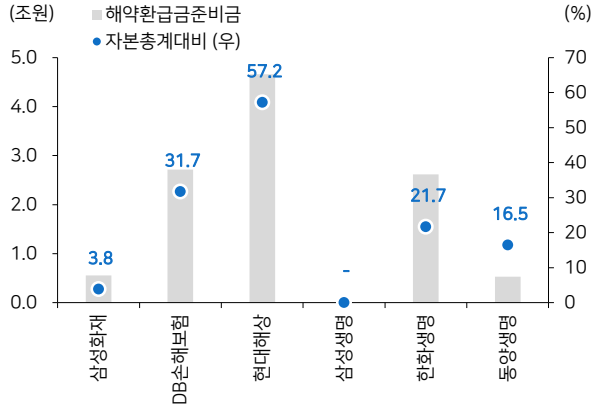
주: 생보사 - 국내생보사 합산 / 손보사 - 국내일반손보사 합산 / 1Q23 기준
 자료: Fisis, 메리츠증권 리서치센터

표4 금융감독원 IFRS17 가이드라인 회계처리 영향

보험부채 영향 (BEL 증가, CSM감소)	실손의료보험의 계리적 가정 산출기준	목표손해율(합산비율) 수준 100% 목표손해율 도달기간 최소 15년
	무·저해지 보험의 해약률 가정 산출기준	무·저해지 보험의 해약률은 표준형 보험보다 낮게 설정 납입완료 직전·후 해지유보·증가효과(계약자 행동 가정) 반영 필요
보험손익 영향 (초기 이익 감소)	보험손익 인식을 위한 CSM 상각 기준	보험계약서비스제공량, $* \text{보험계약마진}_{t+k} = \text{보험계약마진}_t \times \frac{\text{보험계약서비스제공량}_t}{\sum_{k=0}^{n-t} \text{기대보험계약서비스제공량}_{t+k}}$
	보험손익 인식을 위한 RA 상각 기준	상각액 (기시 위험조정-기말 위험조정) 크게 계상되는 것을 방지하고자 기시/기말 기초자료 동일하게 사용하도록 기준 확립(=상각률 하락)

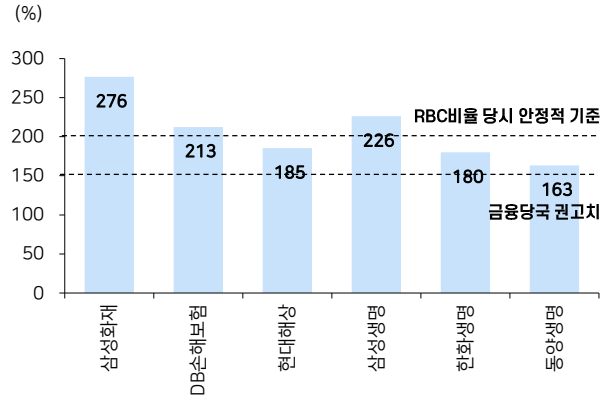
자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

그림15 보험사 해약환급금준비금 및 자본대비 비중 (2Q23)



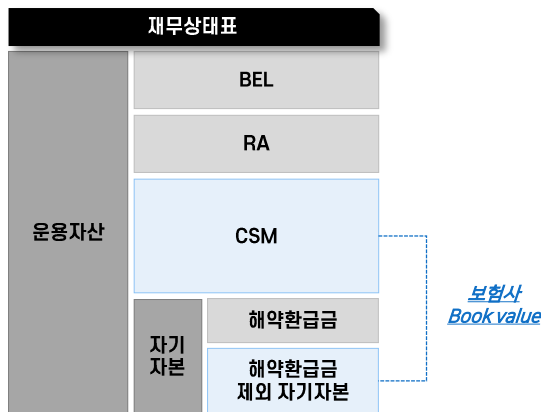
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림16 보험사 K-ICS비율 (2Q23)



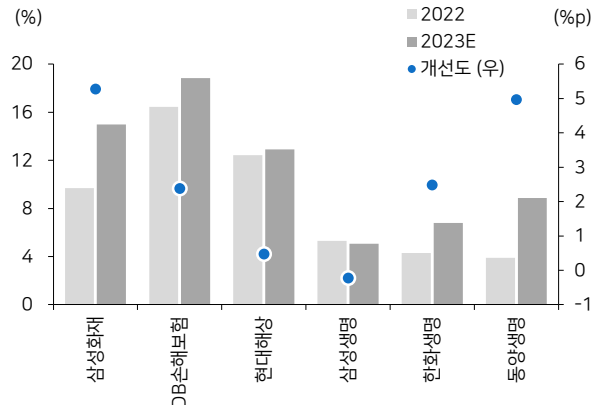
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림17 보험사 Book value 정의



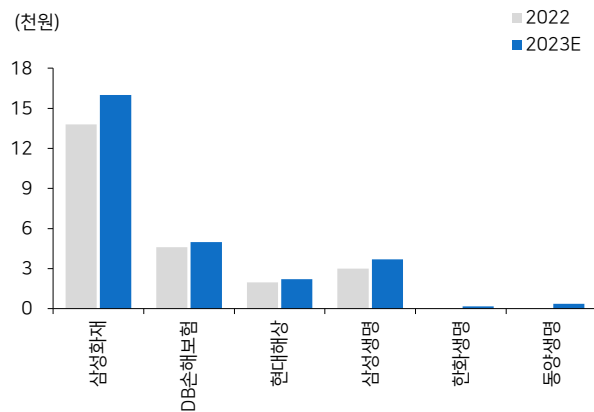
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림18 보험 ROE 2022, 2023E



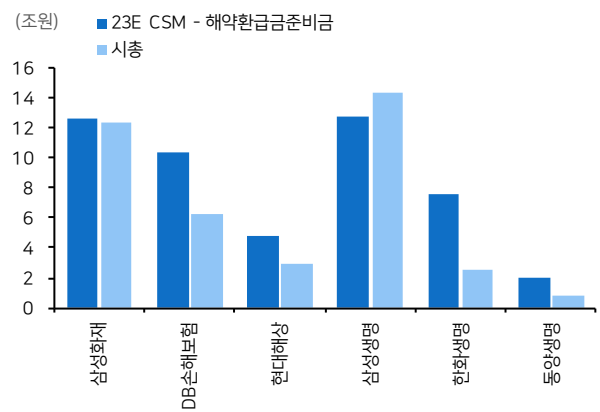
주: 2022년 IFRS17 도입 전, 삼성화재 및 삼성생명 연결 기준
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림19 보험 DPS 2022, 2023E



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림20 (23E CSM잔액-해약환급금준비금) vs. 시총



주: 10월 10일 기준
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

기업분석

종목	투자판단	적정주가
DB손해보험 (005830)	Buy (신규)	120,000원
삼성화재 (000810)	Buy (신규)	340,000원
현대해상 (001450)	Buy (신규)	42,000원
삼성생명 (032830)	Buy (신규)	94,000원
한화생명 (088350)	Buy (신규)	4,000원
동양생명 (082640)	Buy (신규)	6,400원

Industry Indepth
2023. 10. 11

DB손해보험 005830

이유있는 자신감

▲ 금융

Analyst **조아해**
02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

RA **조혜빈**
02. 6454-4905
hevin.cho@meritz.co.kr

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 120,000원
- ✓ 강점인 언더라이팅 및 자산운용 역량 증명
- ✓ 1H23 보장성보험의 CSM배수 18.0배 업종 내 가장 높은 수준
- ✓ 고이원 자산 중심 포트폴리오 구축으로 높은 자산운용이익률 보유
- ✓ 2Q23 K-ICS비율 214% 기반 배당 기대 유효

Buy (신규)

(20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 120,000 원
현재주가 (10.10) 89,000 원
상승여력 34.8%

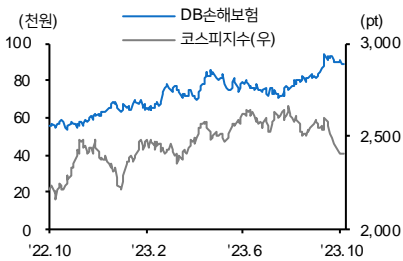
KOSPI	2,402.58pt
시가총액	63,012억원
발행주식수	7,080만주
유통주식비율	61.69%
외국인비중	46.18%
52주 최고/최저가	94,000원/53,200원
평균거래대금	145.5억원

주요주주(%)

김남호 외 10 인	23.12
국민연금공단	9.99

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.0	25.2	58.1
상대주가	11.3	30.9	46.9

주가그래프



역시는 역시

강점이 부각되고 있다. 상반기 중 언더라이팅 및 자산운용 역량을 증명하였다. 보장성보험의 CSM배수는 1H23기준 18.0배로 업종 내 가장 높은 수준이다. 보장성보험 중 운전자보험은 1) 만기가 짧아(20년 이하 98%) 대량해지 리스크가 낮으며 2) 전기납형태로 듀레이션 미스매치가 없으며, 3) 손해율이 안정적으로 관리(23년 8월 누적 78% vs. 손보사 평균 84%)되고 때문이다. 투자손익에 있어서도 고이원 자산 중심 포트폴리오 구축으로 높은 자산운용이익률(1H23 FVPL제외 기준 2.9% vs. 손보사 평균 2.7%)을 보유하고 있다. 물론 가이드라인 관련 불확실성이 잔존하나, 1) K-ICS비율이 200%를 상회하고 있으며, 2) 해약환급금준비금 제외 배당가능이익잉여금 약 4조원을 보유하고 있어 배당에 대한 기대는 유효하다. 2023년 배당성향 20% 가정 시, DPS는 5,000원으로 보통주 배당수익률은 5.6%로 예상된다.

2023E 당기순이익 1.8조원 전망

2023E 당기순이익은 1.8조원을 전망한다. CSM잔액은 효율적인 언더라이팅 능력 기반 신계약 CSM규모가 2.7원으로 확대될 것을 고려하여 2023년말 13.1조원(+7% YoY)으로 추정한다. 보험손익 중 CSM상각은 연 상각률 9.1%를 가정하여 1.4조원으로 추정한다. 투자손익은 높은 자산운용이익률을 기반으로 타행대비 높은 수준을 기록할 것으로 예상된다.

투자 의견 Buy, 적정주가 120,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy와 적정주가 120,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12m Fwd 수정 BPS 252,624원에 Target PBR 0.46배를 적용하였다. Target PBR은 3개년 평균 수정 ROE 10.2%, COE 26.7%, 프리미엄 20%(K-ICS비율 200% 상회 및 높은 수익성)을 적용하였다. 업종 내 최선호주로 추천한다.

(십억원)	보험손익	투자손익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (배)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2023E	1,784	599	1,774	25,052	n/a	132,995	3.6	0.7	18.8	3.9	5.6
2024E	1,822	635	1,788	25,258	0.8	158,207	3.5	0.6	16.0	3.7	5.8
2025E	1,854	724	1,875	26,482	4.8	184,665	3.4	0.5	14.3	3.7	6.3

표33 DB손해보험 Valuation

	단위	DB손해보험
3개년 평균 수정 ROE [A]	%	10.2
Cost of Equity [B]	%	7.0
할증폭 [C]	%	19.7
조정 COE [E=B+C]	%	26.7
Eternal Growth [D]	%	0
Adj. Fair PBR (이론적 PBR) [F=(A-D)/(E-D)]	배	0.38
Premium/Discount [G]	%	20
Target PBR [H=F*(1+G)]	배	0.46
12M Fwd 수정 BPS [I]	원	252,624
적정주가 [J=H*I]	원	120,000
현재가 (10/10) [K]	원	89,000
Upside Potential [L=(J-K)/K]	%	34.8

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표34 DB손해보험 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E
보험손익	457.8	453.5	434.9	438.0	1,784.2	1,821.5
일반/변동수수료모형(VFA)	367.4	394.3	385.2	384.8	1,531.7	1,586.4
CSM상각	336.3	334.4	340.6	346.1	1,357.4	1,444.5
RA환입	28.5	30.9	29.4	29.5	118.2	116.4
예실차 및 기타	2.6	29.1	15.2	9.3	56.1	25.5
보험료배분(PPA)	134.7	167.3	150.6	147.6	600.3	561.5
재보험손익	(10.6)	(74.9)	(67.4)	(60.7)	(213.7)	(187.9)
기타사업비	(33.6)	(33.2)	(33.4)	(33.8)	(134.1)	(138.5)
투자손익	127.4	170.5	149.6	151.6	599.0	634.9
보험금융손익	(201.7)	(198.4)	(199.7)	(202.1)	(801.8)	(821.7)
투자서비스손익	329.0	368.8	349.3	353.6	1,400.8	1,456.6
FVPL 평가손익	52.4	44.7	45.0	45.5	187.7	185.2
기타	276.6	324.1	304.3	308.1	1,213.1	1,271.4
영업이익	585.2	623.9	584.5	589.6	2,383.2	2,456.4
영업외이익	0.9	4.9	2.6	3.4	11.8	10.2
세전이익	586.1	628.8	587.1	592.9	2,395.0	2,466.6
법인세비용	(141.0)	(155.8)	(161.5)	(163.1)	(621.3)	(678.3)
당기순이익	445.2	473.0	425.7	429.9	1,773.7	1,788.3

자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

DB 손해보험(005830)

Balance Sheet (별도)

(십억원)	2023E	2024E	2025E
운용자산	42,584	44,753	47,033
현금및예치금	583	613	644
유가증권	30,521	32,076	33,710
FVPL	11,035	11,598	12,189
FVOCI	18,603	19,551	20,547
AC	0	0	0
대출채권	10,265	10,788	11,337
부동산	1,215	1,277	1,342
비운용자산	3,152	3,742	3,987
특별계정자산	9	9	9
자산총계	45,745	48,504	51,030
책임준비금	33,180	34,148	34,800
보험계약부채	27,551	28,232	28,583
최선추정(BEL)	6,956	6,747	6,181
위험조정(RA)	1,259	1,222	1,119
보험계약마진(CSM)	12,047	12,993	14,012
보험료배분접근법(PAA)	3,019	3,016	3,015
투자계약부채	5,629	5,915	6,217
기타부채	3,140	3,146	3,146
특별계정부채	9	9	9
부채총계	36,329	37,303	37,956
자본금	35	35	35
자본잉여금	38	38	38
이익잉여금	9,420	11,208	13,083
해약환급금준비금	2,721	2,735	2,748
자본조정	(152)	(152)	(152)
기타포괄손익누계액	75	72	70
자본총계	9,416	11,201	13,074

Key Financial Data I

(십억원)	2023E	2024E	2025E
주당지표 (원)			
EPS	25,052	25,258	26,482
BPS	132,995	158,207	184,665
수정 BPS	217,919	252,624	289,330
보통주 DPS	5,000	5,200	5,600
Valuation (배, %)			
PER	3.6	3.5	3.4
PBR	0.7	0.6	0.5
수정 PBR	0.4	0.4	0.3
배당성향	20.0	20.5	21.0
보통주 배당수익률	5.6	5.8	6.3
재무비율 (%)			
ROA	3.9	3.7	3.7
ROE	18.8	16.0	14.3
수정 ROE	11.5	10.0	9.2

Income Statement (별도)

(십억원)	2023E	2024E	2025E
보험손익	1,784	1,822	1,854
일반/변동수수료모형(VFA)	1,532	1,586	1,659
CSM 상각	1,357	1,444	1,546
RA 환입	118	116	109
예상차 및 기타	56	26	4
보험료배분(PPA)	600	561	480
재보험손익	(214)	(188)	(140)
기타사업비	(134)	(138)	(144)
투자손익	599	635	724
보험금융손익	(802)	(822)	(835)
투자서비스손익	1,401	1,457	1,560
FVPL 평가손익	188	185	188
기타	1,213	1,271	1,371
영업이익	2,383	2,456	2,578
영업외이익	12	10	8
세전이익	2,395	2,467	2,586
법인세비용	(621)	(678)	(711)
당기순이익	1,774	1,788	1,875

Key Financial Data II

	2023E	2024E	2025E
보험손익			
신계약 CSM	2,700	2,721	2,775
CSM 배수 (배, 개월)	17.0	16.8	16.9
CSM 상각률 (%)	9.1	9.1	9.2
CSM Movement			
기초 CSM	12,250	13,076	14,022
신계약 CSM	2,700	2,721	2,775
이자부리	363	389	417
CSM 조정	(879)	(720)	(627)
CSM 상각	(1,357)	(1,444)	(1,546)
기말 CSM	13,076	14,022	15,041
투자손익			
투자서비스 수익률	3.3	3.3	3.3
FVPL 제외 투자서비스 수익률	2.8	2.8	2.9

Industry Indepth
2023. 10. 11

삼성화재 000810

눈에 띄는 지표들

▲ 금융

Analyst **조아해**
02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

RA **조혜빈**
02. 6454-4905
hevin.cho@meritz.co.kr

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 340,000 원
- ✓ 1H23 현금유출액 대비 CSM 30.7% 업종 내 가장 높은 수준
- ✓ K-ICS비율 2Q23 276%로 압도적으로 높은 수준
- ✓ 듀레이션 매칭률 116% 기반 안정적 K-ICS비율 관리 가능
- ✓ 우수한 지표 기반 적극적인 주주환원정책 이행 여력 보유

Buy (신규)

(20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 340,000 원
현재주가 (10.10) 262,500 원
상승여력 29.5%

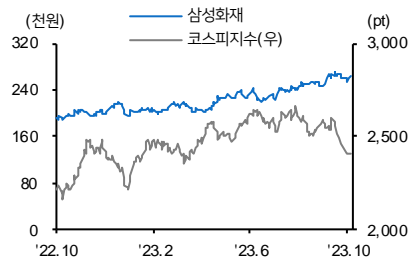
KOSPI	2,402.58pt
시가총액	124,359억원
발행주식수	4,737만주
유통주식비율	65.56%
외국인비중	53.26%
52주 최고/최저가	269,000원/187,500원
평균거래대금	198.4억원

주요주주(%)

삼성생명보험 외 6 인	18.51
국민연금공단	7.50

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.4	30.0	33.9
상대주가	7.5	35.9	24.5

주가그래프



우수한 지표들

높은 수익성과 안정적인 자본비율이 눈에 띈다. 수익성 측면에서 1H23 기준 현금유출액 대비 CSM은 30.7%로 업종 내 가장 높은 수준이다. 이는 1) 보험 상품 중 환산배수가 18.8배로 높은 인보험 비중이 보장성 보험 내 85%를 차지하고 있으며, 2) 5개년 합산비율은 102.5%로 커버리지 손보사 중 가장 낮기 때문이다. 한편 불확실성을 견딜 자본력도 충분하다. 1) K-ICS비율은 2Q23 기준 276%로 압도적으로 높은 수준인 가운데, 2) 자본대비 해약환급금 준비금 비중은 3.8%로 낮은 수준이기 때문이다. 듀레이션 매칭률이 116%(부채 듀레이션 5.3년<자산 듀레이션 6.2년)인 점 고려 시, 안정적인 K-ICS비율 관리가 가능하다. 우수한 지표들을 보유했다는 것은 적극적인 주주환원정책을 이행할 수 있음을 뜻한다(해약환급금준비금 제외 배당가능이익잉여금 약 8조원). 2023년 배당성장 30% 가정 시, DPS는 16,000원으로 보통주 배당수익률은 6.2%로 예상된다.

2023E 당기순이익 2.3조원 전망

2023년 당기순이익은 2.3조원을 전망한다. CSM잔액은 높은 CSM배수(2Q 17.2배 vs. 손보사 평균 15.3배) 기반 2023년말 13.2조원(+8% YoY)으로 추정한다. 보험손익 중 CSM상각은 연 상각률 10.3%를 가정하여 1.6조원으로 추정한다. 투자손익은 보험금융손익을 제외한 투자수익률과 FVPL까지 제외한 투자수익률 간의 차이가 0.1%p로 적다는 점에서 타행대비 안정적인 흐름을 예상한다.

투자 의견 Buy, 적정주가 340,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy와 적정주가 340,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정 주가는 12m Fwd 수정 BPS 601,795원에 Target PBR 0.57배를 적용하였다. Target PBR은 3개년 평균 수정 ROE 9.3%, COE 16.3%를 적용하였다.

(십억원)	보험손익	투자손익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (배)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2023E	2,303	630	2,247	52,861	n/a	352,838	5.0	0.7	15.0	2.7	6.1
2024E	2,418	736	2,375	55,873	5.7	391,718	4.7	0.7	14.3	2.8	6.5
2025E	2,560	800	2,524	59,370	6.3	432,176	4.4	0.6	13.7	2.9	7.2

표35 삼성화재 Valuation

	단위	삼성화재
3개년 평균 수정 ROE [A]	%	9.3
Cost of Equity [B]	%	6.5
할증폭 [C]	%	9.8
조정 COE [E=B+C]	%	16.3
Eternal Growth [D]	%	0
Adj. Fair PBR (이론적 PBR) [F=(A-D)/(E-D)]	배	0.57
Premium/Discount [G]	%	
Target PBR [H=F*(1+G)]	배	0.57
12M Fwd 수정 BPS [I]	원	601,795
적정주가 [J=H*I]	원	340,000
현재가 (10/10) [K]	원	262,500
Upside Potential [L=(J-K)/K]	%	29.5

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표36 삼성화재 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E
보험손익	585.0	620.5	518.0	579.1	2,302.7	2,418.4
일반/변동수수료모형(VFA)	228.4	730.1	412.9	469.4	1,840.8	1,935.1
CSM상각	376.0	383.1	393.9	401.3	1,554.3	1,689.0
RA환입	33.1	39.0	38.9	38.7	149.7	151.7
예실차 및 기타	(180.7)	308.0	(19.9)	29.4	136.9	94.5
보험료배분(PPA)	567.2	171.3	371.1	373.0	1,482.5	1,510.5
재보험손익	(135.4)	(183.2)	(179.6)	(176.0)	(674.2)	(669.4)
기타사업비	(75.1)	(97.7)	(86.4)	(87.3)	(346.5)	(357.9)
투자손익	224.2	139.9	131.5	134.2	629.8	736.3
보험금융손익	(357.1)	(327.7)	(340.1)	(341.2)	(1,366.0)	(1,368.0)
투자서비스손익	581.3	467.6	471.6	475.3	1,995.8	2,104.4
FVPL 평가손익	34.5	9.3	9.6	9.7	63.0	38.7
기타	546.8	458.3	462.0	465.7	1,932.7	2,065.7
영업이익	853.1	759.1	670.8	734.5	3,017.5	3,239.8
영업외이익	6.2	10.3	10.3	10.3	36.9	41.0
세전이익	859.3	769.3	681.1	744.8	3,054.5	3,280.9
법인세비용	(245.9)	(166.1)	(187.3)	(204.8)	(804.2)	(902.2)
당기순이익	613.3	603.2	493.8	540.0	2,250.3	2,378.6
지배주주 손이익	612.7	602.3	492.9	539.1	2,247.1	2,375.1

자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

삼성화재(000810)

Balance Sheet

(십억원)	2023E	2024E	2025E
운용자산	79,292	81,845	84,482
현금및예치금	2,082	2,137	2,193
유가증권	48,643	50,231	51,870
FVPL	9,404	9,688	9,981
FVOCI	36,886	38,080	39,314
AC	1,764	1,820	1,878
대출채권	27,316	28,194	29,100
부동산	1,250	1,284	1,318
비운용자산	3,087	2,623	1,879
특별계정자산	70	70	70
자산총계	82,379	84,469	86,361
책임준비금	62,460	62,897	63,069
보험계약부채	51,106	51,316	51,372
최선추정(BEL)	32,067	31,188	30,058
위험조정(RA)	1,637	1,589	1,527
보험계약마진(CSM)	13,162	14,306	15,554
보험료배분접근법(PAA)	4,240	4,233	4,233
투자계약부채	11,354	11,581	11,696
기타부채	4,850	4,850	4,850
특별계정부채	70	70	70
부채총계	67,380	67,817	67,989
자본금	26	26	26
자본잉여금	939	939	939
이익잉여금	11,988	13,626	15,343
해약환급금준비금	847	1,441	2,051
자본조정	(1,487)	(1,487)	(1,487)
기타포괄손익누계액	3,503	3,517	3,521
비지배지분	30	30	30
자본총계	14,999	16,652	18,372

Key Financial Data I

(십억원)	2023E	2024E	2025E
주당지표 (원)			
EPS	52,861	55,873	59,370
BPS	352,838	391,718	432,176
수정 BPS	557,393	601,795	649,208
보통주 DPS	16,000	17,000	19,000
Valuation (배, %)			
PER	5.0	4.7	4.4
PBR	0.7	0.7	0.6
수정 PBR	0.5	0.4	0.4
배당성향	30.0	31.0	32.0
보통주 배당수익률	6.1	6.5	7.2
재무비율 (%)			
ROA	2.7	2.8	2.9
ROE	15.0	14.3	13.7
수정 ROE	9.5	9.3	9.1

Income Statement

(십억원)	2023E	2024E	2025E
보험손익	2,303	2,418	2,560
일반/변동수수료모형(VFA)	1,841	1,935	2,009
CSM 상각	1,554	1,689	1,834
RA 환입	150	152	146
예상차 및 기타	137	94	29
보험료배분(PPA)	1,483	1,511	1,541
재보험손익	(674)	(669)	(617)
기타사업비	(347)	(358)	(372)
투자손익	630	736	800
보험금융손익	(1,366)	(1,368)	(1,371)
투자서비스손익	1,996	2,104	2,171
FVPL 평가손익	63	39	39
기타	1,933	2,066	2,133
영업이익	3,018	3,240	3,445
영업외이익	37	41	41
세전이익	3,054	3,281	3,486
법인세비용	(804)	(902)	(959)
당기순이익	2,250	2,379	2,527
지배주주 순이익	2,247	2,375	2,524

주: 보험손익, 투자손익 별도기준

Key Financial Data II

	2023E	2024E	2025E
보험손익			
신계약 CSM	2,895	2,972	3,048
CSM 배수 (배, 개월)	16.2	16.3	16.4
CSM 상각률 (%)	10.3	10.5	10.6
CSM Movement			
기초 CSM	12,201	13,162	14,306
신계약 CSM	2,895	2,972	3,048
이자부리	380	418	455
CSM 조정	(760)	(558)	(421)
CSM 상각	(1,554)	(1,689)	(1,834)
기말 CSM	13,162	14,306	15,554
투자손익			
투자서비스 수익률	2.6	2.6	2.6
FVPL 제외 투자서비스	2.5	2.6	2.6

Industry Indepth
2023. 10. 11

현대해상 001450

충분히 반영된 우려

▲ 금융

Analyst **조아해**
02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

RA **조혜빈**
02. 6454-4905
hevin.cho@meritz.co.kr

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 42,000원
- ✓ 경쟁사와의 Valuation gap 전략 유효
- ✓ PBR 0.3배 및 배당수익률 6.6%은 상반기 중 야기된 우려 모두 반영된 수준
- ✓ 과거 꾸준히 DPS를 상향함으로써 신뢰도 구축
- ✓ 추가적인 Valuation 제고를 위해서는 수익성 개선 동반 필요

Buy (신규)

(20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

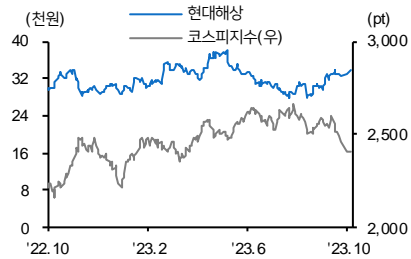
적정주가 (12개월) 42,000 원
현재주가 (10.10) 33,600 원
상승여력 25.0%

KOSPI	2,402.58pt
시가총액	30,038억원
발행주식수	8,940만주
유통주식비율	64.86%
외국인비중	36.86%
52주 최고/최저가	37,900원/27,750원
평균거래대금	139.7억원

주요주주(%)	
정몽윤 외 4 인	22.85
국민연금공단	10.02

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.2	4.5	12.0
상대주가	11.5	9.3	4.1

주가그래프



Valuation gap 메우기

경쟁사와의 Valuation gap 전략이 유효하다. 2Q 중 전분기대비 2.8배 증가한 예상차 규모, 높은 자본총계대비 해약환급준비금 비중 (57.2%) 등으로 주가 변동성이 확대되었다. 1) 현 PBR 0.3배 수준(vs. 4월 0.6배) 및 2) 배당수익률 6.6% (2023년 배당성향 16%, DPS 2,200원)는 이를 모두 반영된 것으로 판단된다. 2H 중 K-ICS비율 변동 확인이 필요하나, 동사는 과거 꾸준히 DPS를 상향 (20년 1,000원 → 21년 1,480원 → 22년 1,965원)함으로써 신뢰도를 구축한 바 있다. 향후 추가적인 Valuation 제고를 위해서는 수익성 개선이 동반되어야 한다. 1H23 기준 현금유출액 대비 CSM은 17.0%(vs. 커버리지 손보사 평균 26.8%)로 업종 내 낮은 수준이기 때문이다.

2023E 당기순이익 1.1조원 전망

2023년 당기순이익은 1.1조원을 전망한다. CSM잔액은 신계약 CSM규모가 1.9조 원으로 확대될 것을 고려하여, 2023년말 9.5조원(+8% YoY)으로 추정한다. 보험 손익 중 CSM상각은 연 상각률 8.4%를 가정하여 0.9조원으로 추정한다. 다만 가이드라인 적용에 따른 변동성이 존재한다. 투자손익은 1) 시장 상황에 따른 FVPL 손익 변동성에 노출되어 있으나, 2) 보험금융손익을 제외한 투자수익률과 FVPL까지 제외한 투자수익률 간의 차이가 0.5%p(vs. 손보사 평균 0.4%p, 생보사 1.6%p)로 이는 타행과 공통적인 상황이다.

투자 의견 Buy, 적정주가 42,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy와 적정주가 42,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12m Fwd 수정 BPS 152,879원에 Target PBR 0.28배를 적용하였다. Target PBR은 3개년 평균 수정 ROE 10.2%, COE 25.7%, 할인율 30%(K-ICS비율 및 해약환급준비금 규모 고려)을 적용하였다.

(십억원)	보험손익	투자손익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (배)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2023E	972	510	1,099	13,835	n/a	107,096	2.4	0.3	12.9	2.5	6.5
2024E	1,183	484	1,238	15,591	12.7	119,990	2.2	0.3	13.0	2.8	7.7
2025E	1,342	514	1,381	17,393	11.6	134,218	1.9	0.3	13.0	3.0	8.9

표37 현대해상 Valuation

	단위	현대해상
3개년 평균 수정 ROE [A]	%	10.2
Cost of Equity [B]	%	6.6
할증폭 [C]	%	19.0
조정 COE [E=B+C]	%	25.7
Eternal Growth [D]	%	0
Adj. Fair PBR (이론적 PBR) [F=(A-D)/(E-D)]	배	0.40
Premium/Discount [G]	%	(30)
Target PBR [H=F*(1+G)]	배	0.28
12M Fwd 수정 BPS [I]	원	152,879
적정주가 [J=H*I]	원	42,000
현재가 (10/10) [K]	원	33,600
Upside Potential [L=(J-K)/K]	%	25.0

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표38 현대해상 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E
보험손익	258.5	241.0	222.7	249.3	971.5	1,182.6
일반/변동수수료모형(VFA)	163.7	150.6	204.2	222.5	741.0	1,025.8
CSM상각	216.3	224.7	228.2	232.9	902.1	981.3
RA환입	27.2	29.7	29.6	29.4	115.9	116.1
예실차 및 기타	(79.9)	(103.8)	(53.6)	(39.8)	(277.0)	(71.6)
보험료배분(PPA)	230.6	205.5	117.1	111.3	664.5	423.3
재보험손익	(131.7)	(110.4)	(93.8)	(79.7)	(415.6)	(246.8)
기타사업비	(4.1)	(4.7)	(4.8)	(4.8)	(18.4)	(19.8)
투자손익	183.5	95.4	113.2	117.9	510.0	484.0
보험금융손익	(186.1)	(180.1)	(170.5)	(172.0)	(708.6)	(699.5)
투자서비스손익	369.7	275.5	283.6	289.9	1,218.6	1,183.5
FVPL 평가손익	100.6	(5.9)	6.2	6.2	107.0	25.3
기타	269.1	281.4	277.5	283.6	1,111.6	1,158.2
영업이익	442.1	336.4	335.9	367.2	1,481.5	1,666.6
영업외이익	(6.8)	(6.7)	(6.7)	(6.7)	(26.8)	(26.7)
세전이익	435.3	329.7	329.2	360.5	1,454.6	1,639.9
법인세비용	(101.7)	(85.3)	(80.7)	(88.3)	(355.9)	(401.8)
당기순이익	333.6	244.4	248.5	272.2	1,098.7	1,238.1

자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

현대해상(001450)

Balance Sheet (별도)

(십억원)	2023E	2024E	2025E
운용자산	40,893	42,554	44,282
현금및예치금	1,032	1,074	1,118
유가증권	26,771	27,858	28,989
FVPL	8,055	8,382	8,723
FVOCI	17,808	18,531	19,284
AC	0	0	0
대출채권	10,369	10,790	11,228
부동산	1,124	1,169	1,217
비운용자산	2,215	2,324	2,463
특별계정자산	15	15	15
자산총계	43,123	44,893	46,760
책임준비금	31,074	31,819	32,556
보험계약부채	27,669	28,277	28,870
최선추정(BEL)	9,445	9,240	8,984
위험조정(RA)	1,383	1,353	1,316
보험계약마진(CSM)	9,531	10,372	11,261
보험료배분접근법(PAA)	3,504	3,498	3,497
투자계약부채	3,403	3,541	3,685
기타부채	3,535	3,535	3,535
특별계정부채	10	10	10
부채총계	34,618	35,364	36,101
자본금	45	45	45
자본잉여금	113	113	113
신종자본증권	498	498	498
이익잉여금	8,008	9,042	10,181
해약환급금준비금	4,843	5,219	5,603
자본조정	(68)	(68)	(68)
기타포괄손익누계액	(91)	(101)	(111)
자본총계	8,505	9,529	10,659

Key Financial Data I

(십억원)	2023E	2024E	2025E
주당지표 (원)			
EPS	13,835	15,591	17,393
BPS	107,096	119,990	134,218
수정 BPS	136,719	152,879	170,723
보통주 DPS	2,200	2,600	3,000
Valuation (배, %)			
PER	2.4	2.2	1.9
PBR	0.3	0.3	0.3
수정 PBR	0.2	0.2	0.2
배당성향	16.0	16.5	17.5
보통주 배당수익률	6.5	7.7	8.9
재무비율 (%)			
ROA	2.5	2.8	3.0
ROE	12.9	13.0	13.0
수정 ROE	10.1	10.2	10.2

Income Statement (별도)

(십억원)	2023E	2024E	2025E
보험손익	972	1,183	1,342
일반/변동수수료모형(VFA)	741	1,026	1,157
CSM 상각	902	981	1,064
RA 환입	116	116	113
예실차 및 기타	(277)	(72)	(21)
보험료배분(PPA)	665	423	390
재보험손익	(416)	(247)	(184)
기타사업비	(18)	(20)	(21)
투자손익	510	484	514
보험금융손익	(709)	(699)	(718)
투자서비스손익	1,219	1,183	1,232
FVPL 평가손익	107	25	26
기타	1,112	1,158	1,206
영업이익	1,481	1,667	1,856
영업외이익	(27)	(27)	(27)
세전이익	1,455	1,640	1,829
법인세비용	(356)	(402)	(448)
당기순이익	1,099	1,238	1,381

Key Financial Data II

	2023E	2024E	2025E
보험손익			
신계약 CSM	1,877	1,880	1,917
CSM 배수 (배, 개월)	12.1	11.7	11.7
CSM 상각률 (%)	8.4	8.6	8.7
CSM Movement			
기초 CSM	8,786	9,482	10,323
신계약 CSM	1,877	1,880	1,917
이자부리	274	300	327
CSM 조정	(556)	(358)	(291)
CSM 상각	(899)	(981)	(1,064)
기말 CSM	9,482	10,323	11,212
투자손익			
투자서비스 수익률	3.0	2.8	2.8
FVPL 제외 투자서비스 수익률	2.7	2.7	2.7

Industry Indepth
2023. 10. 11

삼성생명 032830

신뢰에서 나오는 여유

▲ 금융

Analyst **조아해**
02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

RA **조혜빈**
02. 6454-4905
hevin.cho@meritz.co.kr

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 94,000원
- ✓ 업종 내 가장 높은 CSM잔액 증가율 (전년말대비 +10.9% vs. 업종 +5.2%)
- ✓ 낮은 CSM조정 비중(1H23 0.7%), 해약환급금준비금 0 등 보수적인 가정에 기인
- ✓ 생보사 중 높은 보장성 상품의 수익성(14.0배 vs. 생보사 평균 13.5배) 보유
- ✓ 200%를 상회하는 K-ICS비율까지 고려 시 배당 기대 가능

Buy (신규)

(20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 94,000 원
현재주가 (10.10) 72,700 원
상승여력 29.5%

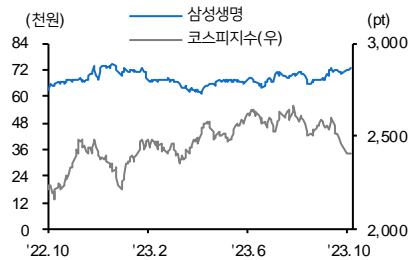
KOSPI	2,402.58pt
시가총액	145,400억원
발행주식수	20,000만주
유통주식비율	43.79%
외국인비중	17.02%
52주 최고/최저가	74,700원/61,500원
평균거래대금	111.5억원

주요주주(%)

삼성물산 외 7 인	45.30
신세계 외 1 인	8.07
국민연금공단	6.17

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.3	18.2	10.5
상대주가	12.7	23.6	2.7

주가그래프



주주환원정책을 이행하기에 가장 유리한 구조

보수적인 가정 기반 CSM잔액 증가율이 손보사 포함 가장 높다. 2Q23 CSM 잔액은 11.9조원으로 전년말대비 10.9% 증가(vs. 업종 평균 +5.2%)하였다. 이는 CSM잔액대비 CSM조정 비중이 2H23 기준 0.7%(vs. 업종 평균 3.9%)로 낮기 때문이다. 해약환급금준비금이 없다(vs. 업종 평균 자본대비 해약환급금준비금 비중 22.2%)는 것도 이를 방증한다. 더 나아가 200%를 상회하는 K-ICS비율까지 고려 시 주주환원정책을 이행하기에 가장 유리한 구조라고 할 수 있겠다. 2023년 배당성향 35% 가정 시, DPS는 3,700원으로 배당수익률은 5.1%로 예상된다.

2023E 당기순이익 2.0조원 전망

2023년 당기순이익은 2.0조원을 전망한다. CSM잔액은 1) 타행대비 보수적인 가정 및 2) 생보사 중 높은 보장성 상품의 수익성(2Q 보장성 14.0배 vs. 생보사 평균 13.5배; APE기준) 기반 신계약 CSM규모가 3.5조원으로 확대될 것을 고려하여, 2023년말 12.8조원(+19% YoY)으로 추정한다. 보험손익 중 CSM상각은 연 상각률 9.5%를 가정하여 1.7조원으로 추정한다. 한편 투자손익은 2Q 중 채권 교체 매매 관련 처분 손실 발생했으나, 이는 저이원에서 고이원으로 채권이 교체되는 점에서 중장기적으로 안정적인 흐름세를 보여줄 것으로 기대한다.

투자 의견 Buy, 적정주가 94,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy와 적정주가 94,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12m Fwd 수정 BPS 271,163원에 Target PBR 0.35배를 적용하였다. Target PBR은 3개년 평균 수정 ROE 4.4%, COE 15.3%, 프리미엄 20%(K-ICS비율 200% 상회)를 적용하였다. 업종 내 최선호주로 추천한다.

(십억원)	보험손익	투자손익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (배)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2023E	1,723	898	1,988	10,587	n/a	214,144	6.9	0.3	4.9	0.7	5.1
2024E	1,911	1,468	2,376	12,531	18.4	219,622	5.8	0.3	5.7	0.9	6.1
2025E	2,061	1,616	2,536	13,328	6.4	230,281	5.5	0.3	5.8	0.9	6.5

표39 삼성생명 Valuation

	단위	삼성생명
3개년 평균 수정 ROE [A]	%	4.4
Cost of Equity [B]	%	6.6
할증폭 [C]	%	8.7
조정 COE [E=B+C]	%	15.3
Eternal Growth [D]	%	0
Adj. Fair PBR (이론적 PBR) [F=(A-D)/(E-D)]	배	0.29
Premium/Discount [G]	%	20
Target PBR [H=F*(1+G)]	배	0.35
12M Fwd 수정 BPS [I]	원	271,163
적정주가 [J=H*I]	원	94,000
현재가 (10/10) [K]	원	72,700
Upside Potential [L=(J-K)/K]	%	29.3

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표40 삼성생명 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E
보험손익	406.0	437.6	434.8	445.0	1,723.5	1,911.1
일반/변동수수료모형(VFA)	423.1	454.9	451.1	461.8	1,790.8	1,977.5
CSM상각	333.7	326.0	338.4	350.2	1,348.2	1,497.9
RA환입	154.9	148.2	141.9	139.6	584.5	546.0
예실차 및 기타	(65.5)	(19.3)	(29.2)	(28.0)	(141.9)	(66.4)
보험료배분(PPA)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재보험손익	(3.7)	(9.8)	(6.9)	(8.3)	(28.8)	(31.3)
기타사업비	(13.3)	(7.4)	(11.3)	(10.3)	(42.4)	(42.8)
투자손익	475.8	(119.4)	258.9	283.1	898.5	1,467.7
보험금융손익	(3,018.3)	(1,877.7)	(1,846.4)	(1,823.9)	(8,566.3)	(7,189.2)
투자서비스손익	3,494.1	1,758.4	2,105.4	2,106.9	9,464.8	8,656.9
FVPL 평가손익	1,294.0	252.7	246.7	233.4	2,026.9	913.9
기타	2,200.1	1,505.7	1,858.6	1,873.5	0.0	0.0
영업이익	881.8	318.3	693.8	728.1	2,622.0	3,378.8
영업외이익	74.6	39.7	35.5	31.7	181.5	95.7
세전이익	956.4	358.0	729.3	759.8	2,803.4	3,474.5
법인세비용	(217.3)	(58.2)	(200.5)	(210.0)	(686.0)	(968.2)
당기순이익	739.1	299.8	528.7	549.8	2,117.4	2,506.2
지배주주 순이익	706.8	267.4	496.3	517.3	1,987.8	2,376.5

자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

삼성생명(032830)

Balance Sheet

(십억원)	2023E	2024E	2025E
운용자산	213,491	222,160	231,181
현금및예치금	1,554	1,629	1,707
유가증권	200,460	209,041	217,971
FVPL	17,262	18,767	20,333
FVOCI	144,939	151,432	158,188
AC	37,975	37,975	37,975
대출채권	1,031	3,156	5,367
부동산	3,883	4,041	4,205
비운용자산	80,979	71,303	66,959
자산총계	294,470	293,463	298,140
책임준비금	204,937	202,834	205,379
보험계약부채	175,812	172,534	173,860
최선추정(BEL)	160,978	156,357	156,386
위험조정(RA)	2,400	2,311	2,312
보험계약마진(CSM)	12,434	13,866	15,163
보험료배분접근법(PAA)	0	0	0
투자계약부채	28,620	29,791	31,010
기타부채	46,705	46,705	46,705
부채총계	251,641	249,538	252,083
자본금	100	100	100
자본잉여금	125	125	125
이익잉여금	16,982	18,566	20,501
해약환급금준비금	0	0	0
자본조정	(2,117)	(2,117)	(2,117)
기타포괄손익누계액	25,904	25,416	25,613
비지배지분	8,391	8,234	8,298
자본총계	42,829	43,924	46,056

Key Financial Data I

(십억원)	2023E	2024E	2025E
주당지표 (원)			
EPS	10,587	12,531	13,328
BPS	214,144	219,622	230,281
수정 BPS	260,498	271,163	286,522
보통주 DPS	3,700	4,400	4,700
Valuation (배, %)			
PER	6.9	5.8	5.5
PBR	0.3	0.3	0.3
수정 PBR	0.3	0.3	0.3
배당성향	35.0	35.0	35.0
보통주 배당수익률	5.1	6.1	6.5
재무비율 (%)			
ROA	0.7	0.9	0.9
ROE	4.9	5.7	5.8
수정 ROE	4.1	4.6	4.7

Income Statement

(십억원)	2023E	2024E	2025E
보험손익	1,723	1,911	2,061
일반/변동수수료모형(VFA)	1,791	1,977	2,127
CSM 상각	1,348	1,498	1,645
RA 환입	584	546	541
예상차 및 기타	(142)	(66)	(58)
보험료배분(PPA)	0	0	0
재보험손익	(29)	(31)	(31)
기타사업비	(42)	(43)	(43)
투자손익	898	1,468	1,616
보험금융손익	(8,566)	(7,189)	(7,186)
투자서비스손익	9,465	8,657	8,802
FVPL 평가손익	2,027	914	878
기타	7,438	7,743	7,924
영업이익	2,622	3,379	3,677
영업외이익	181	96	59
세전이익	2,803	3,474	3,736
법인세비용	(686)	(968)	(1,070)
당기손이익	2,117	2,506	2,666
지배주주 순이익	1,988	2,376	2,536

Key Financial Data II

	2023E	2024E	2025E
보험손익			
신계약 CSM	3,474	3,120	3,136
CSM 배수 (배, 개월) -APE 기준	12.7	12.7	12.8
CSM 상각률 (%)	9.5	9.4	9.5
CSM Movement			
기초 CSM	10,749	12,787	14,218
신계약 CSM	3,474	3,120	3,136
이자부리	78	(27)	(30)
CSM 조정	(164)	(164)	(164)
CSM 상각	(1,348)	(1,498)	(1,645)
기말 CSM	12,787	14,218	15,515
투자손익			
투자서비스 수익률	4.0	3.4	3.4
FVPL 제외 투자서비스 수익률	2.8	2.8	2.8

주: 별도 기준

Industry Indepth
2023. 10. 11

한화생명 088350

기지개를 켜다

▲ 금융

Analyst **조아해**
02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

RA **조혜빈**
02. 6454-4905
hevin.cho@meritz.co.kr

Buy (신규)

(20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 4,000 원
현재주가 (10.10) 2,855 원
상승여력 40.1%

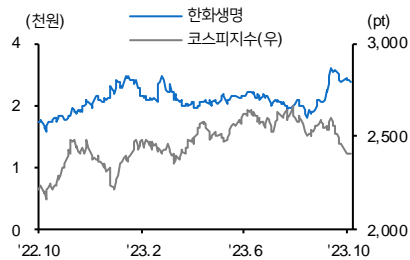
KOSPI	2,402.58pt
시가총액	24,797억원
발행주식수	86,853만주
유통주식비율	41.31%
외국인비중	9.20%
52주 최고/최저가	3,120원/1,895원
평균거래대금	56.8억원

주요주주(%)

한화 외 5 인	45.06
예금보험공사	10.00
국민연금공단	6.12

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.2	22.0	35.0
상대주가	21.1	27.6	25.5

주가그래프



- ✓ 투자이견 Buy, 적정주가 4,000원
- ✓ 1H23 보장성 APE +113% YoY vs. 커버리지 생보사 +73% YoY
- ✓ 자회사형 GA, 1월 피플라이프 인수로 설계사 수 기준 GA 시장 내 1위
- ✓ 강화된 영업력 기반 신계약 CSM 규모 2.2조원 추정
- ✓ 뚜렷한 실적 개선세로 배당 재개할 여력 충분

강화된 영업력, 재개될 주주환원정책

업종 내 압도적인 고성장을 보여주고 있다. 1H23 보장성 APE가 전년동기대비 113% 증가(vs. 커버리지 생보사 +73% YoY)하였다. 높은 성장의 배경은 강화된 영업력이다. 동사는 2021년 자회사형 GA 설립 및 올해 1월 피플라이프 인수로 설계사 25,000명(+36.0% YoY; GA 시장 내 1위)을 확보하였다. 보장성 중심 고 성장은 수익성 개선으로 이어지고 있다. 1H23 기준 현금유출액 대비 CSM은 18.6%로 생보사 내 가장 높은 수준이다. 뚜렷한 실적 개선세가 예상되는 만큼, 배당을 재개할 여력도 충분하다. 2Q 중 신증자본증권 조기상환에도 불구, 재보 험 활용으로 K-ICS비율이 180%대로 안정적으로 유지된 점 감안 시 점진적 배 당 증가가 예상된다. 2023년 배당성향 15% 가정 시, DPS는 170원으로 배당수 익률은 5.9%로 예상된다.

2023E 당기순이익 8,330억원 전망

2023년 당기순이익은 8,330억원을 전망한다. CSM 잔액은 1) CSM조정 영향이 타행대비 높은 것으로 추정되나(1H23 CSM잔액대비 CSM조정 비중 6.1% vs. 업 종 평균 3.9%), 2) 신계약CSM 규모가 2.2조원으로 시총과 유사한 수준으로 확 대될 것을 고려하여, 2023년말 10.3조원(+6 YoY)으로 추정한다. 보험손익 중 CSM상각은 연 상각률 8.1%를 가정하여 9,680억원으로 추정한다. 한편 투자손 익은 2Q 중 적자전환하는 등 변동성이 높아 안정적 자산운용 역량 확인이 필 요하다.

투자이견 Buy, 적정주가 4,000원으로 커버리지 개시

투자이견 Buy와 적정주가 4,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가 는 12m Fwd 수정 BPS 23,354원에 Target PBR 0.16배를 적용하였다. Target PBR은 3개년 평균 수정 ROE 6.5%, COE 39.9%을 적용하였다

(십억원)	보험손익	투자손익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (배)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2023E	723	325	833	1,108	n/a	16,323	2.6	0.2	6.8	0.7	6.0
2024E	847	258	816	1,086	(2.0)	17,256	2.6	0.2	6.3	0.7	6.3
2025E	900	289	877	1,168	7.5	18,258	2.4	0.2	6.4	0.8	7.0

표41 한화생명 Valuation

	단위	한화생명
3개년 평균 수정 ROE [A]	%	6.5
Cost of Equity [B]	%	7.8
할증폭 [C]	%	32.1
조정 COE [E=B+C]	%	39.9
Eternal Growth [D]	%	0
Adj. Fair PBR (이론적 PBR) [F=(A-D)/(E-D)]	배	0.16
Premium/Discount [G]	%	
Target PBR [H=F*(1+G)]	배	0.16
12M Fwd 수정 BPS [I]	원	23,354
적정주가 [J=H*I]	원	4,000
현재가 (10/10) [K]	원	2,855
Upside Potential [L=(J-K)/K]	%	40.1

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표42 한화생명 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E
보험손익	114.6	195.1	211.4	201.8	722.9	847.5
일반/변동수수료모형(VFA)	159.8	250.2	261.5	254.4	925.9	1,054.3
CSM상각	214.2	249.3	251.6	252.7	967.8	1,034.0
RA환입	33.6	30.4	31.5	31.5	127.0	126.5
예실차 및 기타	(88.0)	(29.5)	(21.6)	(29.8)	(168.9)	(106.2)
보험료배분(PPA)	(7.4)	(5.8)	(6.6)	(6.2)	(26.0)	(25.4)
재보험손익	4.5	(1.8)	1.4	(0.2)	4.0	1.5
기타사업비	(42.3)	(47.5)	(44.9)	(46.2)	(181.0)	(183.0)
투자손익	349.5	(41.1)	5.7	11.3	325.4	257.8
보험금융손익	(1,547.3)	(644.5)	(1,399.4)	(1,402.2)	(4,993.4)	(3,950.1)
투자서비스손익	1,896.9	603.3	1,405.0	1,413.6	5,318.8	4,207.9
FVPL 평가손익	805.9	(163.1)	692.4	693.8	2,029.1	1,915.5
기타	1,090.9	766.4	712.6	719.7	3,289.7	2,292.4
영업이익	464.1	154.0	217.0	213.2	1,048.3	1,105.2
영업외이익	2.2	5.1	5.1	5.1	17.6	20.5
세전이익	466.3	159.1	222.2	218.3	1,065.9	1,125.8
법인세비용	(109.4)	(2.7)	(61.1)	(60.0)	(233.2)	(309.6)
당기순이익	356.9	156.4	161.1	158.3	832.7	816.2

주: 별도기준

자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

한화생명(088350)

Balance Sheet (별도)

(십억원)	2023E	2024E	2025E
운용자산	95,963	99,860	103,914
현금및예치금	834	868	903
유가증권	74,707	77,741	80,897
FVPL	25,052	26,070	27,128
FVOCI	33,979	35,358	36,794
AC	11,908	12,391	12,895
대출채권	17,458	18,167	18,905
부동산	2,963	3,084	3,209
비운용자산	1,689	1,758	1,829
특별계정자산	13,743	11,417	9,160
자산총계	111,395	113,035	114,903
책임준비금	93,553	94,491	95,607
보험계약부채	85,397	86,253	87,286
최선추정(BEL)	73,482	73,857	74,211
위험조정(RA)	1,645	1,653	1,661
보험계약마진(CSM)	10,256	10,728	11,399
보험료배분접근법(PAA)	15	15	15
투자계약부채	8,127	8,208	8,290
기타부채	5,577	5,577	5,577
부채총계	99,130	100,068	101,184
자본금	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485
이익잉여금	6,274	6,951	7,675
해약환급금준비금	2,810	3,196	3,589
자본조정	(1,120)	(1,120)	(1,120)
기타포괄손익누계액	1,785	1,809	1,838
자본총계	12,265	12,966	13,719

Key Financial Data I

(십억원)	2023E	2024E	2025E
주당지표 (원)			
EPS	1,108	1,086	1,168
BPS	16,323	17,256	18,258
수정 BPS	22,479	23,354	24,480
보통주 DPS	170	180	200
Valuation (배, %)			
PER	2.6	2.6	2.4
PBR	0.2	0.2	0.2
수정 PBR	0.1	0.1	0.1
배당성향	15.0	17.0	17.5
보통주 배당수익률	6.0	6.3	7.0
재무비율 (%)			
ROA	0.7	0.7	0.8
ROE	6.8	6.3	6.4
수정 ROE	4.9	4.7	4.8

Income Statement (별도)

(십억원)	2023E	2024E	2025E
보험손익	723	847	900
일반/변동수수료모형(VFA)	926	1,054	1,107
CSM 상각	968	1,034	1,087
RA 환입	127	127	127
예상차 및 기타	(169)	(106)	(107)
보험료배분(PPA)	(26)	(25)	(25)
재보험손익	4	2	1
기타사업비	(181)	(183)	(183)
투자손익	325	258	289
보험금융손익	(4,993)	(3,950)	(3,995)
투자서비스손익	5,319	4,208	4,284
FVPL 평가손익	2,029	1,916	1,898
기타	3,290	2,292	2,385
영업이익	1,048	1,105	1,190
영업외이익	18	21	21
세전이익	1,066	1,126	1,210
법인세비용	(233)	(310)	(333)
당기순이익	833	816	877

Key Financial Data II

	2023E	2024E	2025E
보험손익			
신계약 CSM	2,322	1,930	1,965
CSM 배수 (배, 개월) -APE 기준	9.8	11.0	10.6
CSM 상각률 (%)	8.1	8.5	8.6
CSM Movement			
기초 CSM	9,668	10,256	10,728
신계약 CSM	2,322	1,930	1,965
이자부리	355	378	398
CSM 조정	(1,122)	(802)	(604)
CSM 상각	(968)	(1,034)	(1,087)
기말 CSM	10,256	10,728	11,399
투자손익			
투자서비스 수익률	5.5	4.2	4.1
FVPL 제외 투자서비스 수익률	3.4	2.3	2.3

Industry Indepth
2023. 10. 11

동양생명 082640

높은 배당 매력도

▲ 금융

Analyst **조아해**
02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

RA **조혜빈**
02. 6454-4905
hevin.cho@meritz.co.kr

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 6,400원
- ✓ 과거 주요 투자포인트였던 높은 배당수익률(7.0% 예상)가시화
- ✓ K-ICS비율 1) 대량해지위험 대한 재보험 출재 및 2) 전년말 리스크 소멸로 20%p 가량 개선 여력 충분
- ✓ PBR 0.2배로 투자손익 변동, 가이드라인 등 여러 불확실성 충분히 반영된 상황

Buy (신규)

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

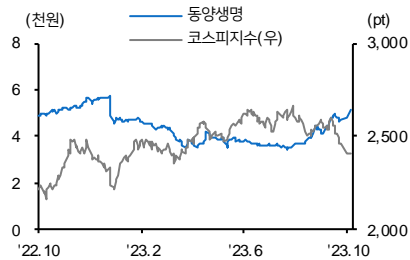
적정주가 (12개월) 6,400 원
현재주가 (10.10) 5,100 원
상승여력 25.5%

KOSPI	2,402.58pt
시가총액	8,229억원
발행주식수	16,136만주
유동주식비율	20.55%
외국인비중	82.67%
52주 최고/최저가	5,750원/3,405원
평균거래대금	7.8억원

주요주주(%)	
Dajia Life Insurance Co., Ltd. 외 4인	75.39

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	19.6	45.7	2.7
상대주가	26.8	52.4	-4.5

주가그래프



저평가 매력

저평가 매력도가 부각되고 있다. 과거 동사의 주요 투자포인트였던 높은 배당 수익률이 가시화되고 있기 때문이다. 2023년 배당성향 20% 가정 시, DPS는 350원으로 배당수익률은 7.0%로 예상된다. 2Q K-ICS비율은 163%이나, 1) 타행 대비 고금리 부채 비중이 낮으며(4Q22 6% 이상 비중 7.6% vs. 경쟁사 평균 25.3%), 2) 2H23 중 대량해지위험에 대한 재보험 출재 및 2) 전년말 저축성 보험 관련 리스크 소멸 효과(=운영위험액 감소)로 20%p 가량 개선될 여지가 있다. 물론 투자손익 변동, 가이드라인 등 여러 불확실성이 있으나, PBR 0.2배는 이에 대해 충분히 반영된 상황으로 판단된다.

2023E 당기순이익 2,851억원 전망

2023년 당기순이익은 2,851억원을 전망한다. CSM잔액은 1) 2Q 당시 해약률 가정 변경으로 확대된 CSM조정 규모는 2H23 중 안정화될 것으로 예상하며, 2) 1H23 보장성 APE가 전년동기대비 68.4% 증가 고려 시, 2023년말 2.5조원(+7% YoY)으로 추정한다. 보험손익 중 CSM상각은 연 상각률 8.3%를 가정하여 2,591억원으로 추정한다. 한편 투자손익은 2Q 중 FVPL평가이익 감소 및 전분기 채권 교매채채 평가익 소멸로 전분기대비 40.1% 감소(보험금융손익 제외 기준)한 바 있다. 경사 투자손익 규모에 대한 확인이 필요하다.

투자 의견 Buy, 적정주가 6,400원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy와 적정주가 6,400원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12m Fwd 수정 BPS 29,567원에 Target PBR 0.22배를 적용하였다. Target PBR은 3개년 평균 수정 ROE 6.2%, COE 23.2%, 할인율 20% (K-ICS비율 200% 하회)을 적용하였다

(십억원)	보험손익	투자손익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (배)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2023E	218	148	285	1,767	n/a	20,197	2.9	0.3	8.7	0.9	6.9
2024E	252	129	286	1,770	0.2	21,677	2.9	0.2	8.2	0.9	7.3
2023E	291	148	330	2,044	15.5	23,341	2.5	0.2	8.8	1.0	8.8

표43 동양생명 Valuation

	단위	동양생명
3개년 평균 수정 ROE [A]	%	6.2
Cost of Equity [B]	%	7.1
할증폭 [C]	%	16.1
조정 COE [E=B+C]	%	23.2
Eternal Growth [D]	%	0
Adj. Fair PBR (이론적 PBR) [F=(A-D)/(E-D)]	배	0.27
Premium/Discount [G]	%	(20)
Target PBR [H=F*(1+G)]	배	0.22
12M Fwd 수정 BPS [I]	원	29,567
적정주가 [J=H*I]	원	6,400
현재가 (10/10) [K]	원	5,100
Upside Potential [L=(J-K)/K]	%	25.5

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표44 동양생명 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E
보험손익	61.1	55.1	51.6	50.0	217.8	251.8
일반/변동수수료모형(VFA)	67.7	62.4	58.5	57.0	245.6	279.8
CSM상각	64.9	62.6	65.8	65.9	259.1	270.9
RA환입	11.3	11.2	11.3	11.4	45.1	46.3
예실차 및 기타	(8.5)	(11.3)	(18.5)	(20.2)	(58.6)	(37.4)
보험료배분(PPA)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재보험손익	(0.3)	(1.0)	(0.6)	(0.8)	(2.7)	(3.0)
기타사업비	(6.3)	(6.2)	(6.3)	(6.3)	(25.1)	(25.1)
투자손익	134.3	1.8	1.8	10.2	148.0	129.3
보험금융손익	(305.6)	(261.5)	(264.1)	(266.1)	(1,097.4)	(1,084.7)
투자서비스손익	439.9	263.3	266.0	276.3	1,245.4	1,214.0
FVPL 평가손익	133.9	2.7	2.8	2.8	142.1	11.3
기타	306.0	260.6	263.2	273.5	1,103.3	1,202.7
영업이익	195.7	57.3	53.4	60.1	366.6	381.0
영업외이익	0.3	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(1.8)	(2.8)
세전이익	196.0	56.6	52.8	59.4	364.7	378.3
법인세비용	(39.4)	(12.8)	(12.9)	(14.6)	(79.7)	(92.7)
당기순이익	156.6	43.8	39.8	44.9	285.1	285.6

주: 별도기준

자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

동양생명(082640)

Balance Sheet (별도)

(십억원)	2023E	2024E	2025E
운용자산	30,629	31,873	33,167
현금및예치금	788	820	854
유가증권	22,776	23,701	24,663
FVPL	5,551	5,776	6,011
FVOCI	17,074	17,768	18,489
AC	0	0	0
대출채권	6,743	7,017	7,302
부동산	321	334	348
비운용자산	433	450	469
특별계정자산	1,225	1,225	1,225
자산총계	32,176	33,282	34,299
책임준비금	26,969	27,837	28,585
보험계약부채	24,433	25,198	25,840
최선추정(BEL)	21,443	22,008	22,331
위험조정(RA)	463	477	484
보험계약마진(CSM)	2,533	2,719	3,030
보험료배분접근법(PAA)	0	0	0
투자계약부채	2,528	2,631	2,738
기타부채	797	797	797
부채총계	28,917	29,784	30,533
자본금	807	807	807
자본잉여금	464	464	464
신종자본증권	345	345	345
이익잉여금	1,304	1,530	1,787
해약환급금준비금	605	753	901
자본조정	(61)	(61)	(61)
기타포괄손익누계액	400	414	425
자본총계	3,259	3,498	3,766

Key Financial Data I

(십억원)	2023E	2024E	2025E
주당지표 (원)			
EPS	1,767	1,770	2,044
BPS	20,197	21,677	23,341
수정 BPS	28,139	29,567	31,746
보통주 DPS	350	370	450
Valuation (배, %)			
PER	2.9	2.9	2.5
PBR	0.3	0.2	0.2
수정 PBR	0.2	0.2	0.2
배당성향	20.0	21.0	22.0
보통주 배당수익률	6.9	7.3	8.8
재무비율 (%)			
ROA	0.9	0.9	1.0
ROE	8.7	8.2	8.8
수정 ROE	6.3	6.0	6.4

Income Statement (별도)

(십억원)	2023E	2024E	2025E
보험손익	218	252	291
일반/변동수수료모형(VFA)	246	280	319
CSM 상각	259	271	294
RA 환입	45	46	47
예상차 및 기타	(59)	(37)	(22)
보험료배분(PPA)	0	0	0
재보험손익	(3)	(3)	(3)
기타사업비	(25)	(25)	(25)
투자손익	148	129	148
보험금융손익	(1,097)	(1,085)	(1,115)
투자서비스손익	1,245	1,214	1,263
FVPL 평가손익	142	11	12
기타	1,103	1,203	1,251
영업이익	367	381	440
영업외이익	(2)	(3)	(3)
세전이익	365	378	437
법인세비용	(80)	(93)	(107)
당기순이익	285	286	330

Key Financial Data II

	2023E	2024E	2025E
보험손익			
신계약 CSM	729	736	742
CSM 배수 (배, 개월) -APE 기준	12.1	12.1	12.2
CSM 상각률 (%)	8.3	8.3	8.5
CSM Movement			
기초 CSM	2,374	2,533	2,719
신계약 CSM	729	736	742
이자부리	101	106	115
CSM 조정	(412)	(385)	(252)
CSM 상각	(259)	(271)	(294)
기말 CSM	2,533	2,719	3,030
투자손익			
투자서비스 수익률	4.1	3.8	3.8
FVPL 제외 투자서비스 수익률	3.6	3.8	3.8

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

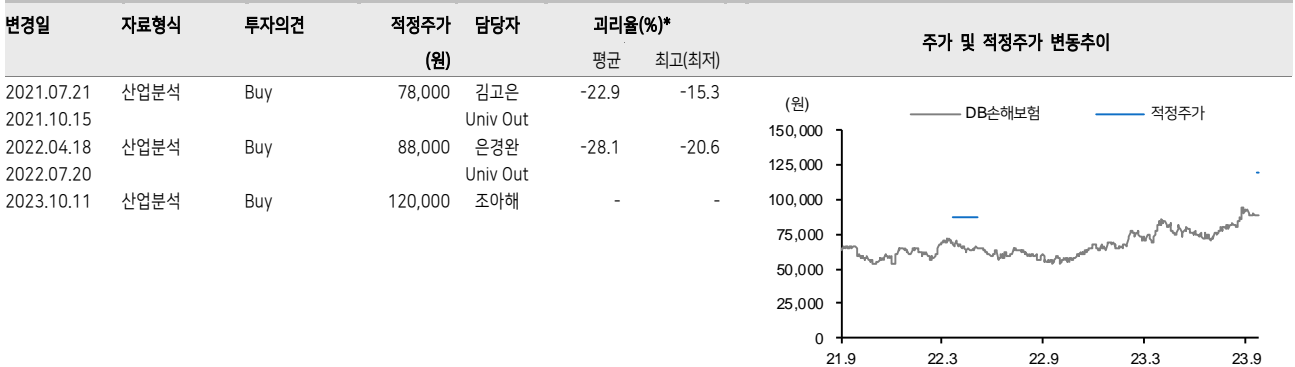
투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

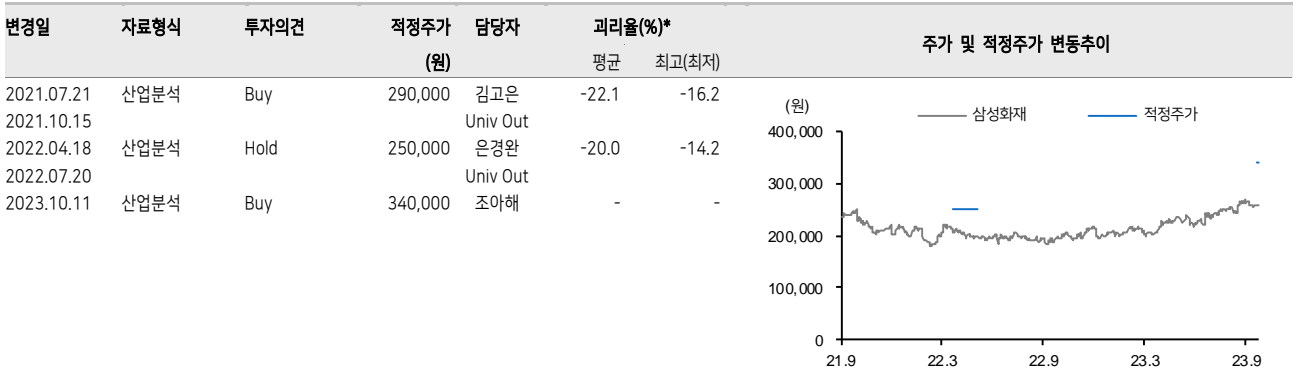
DB 손해보험 (005830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



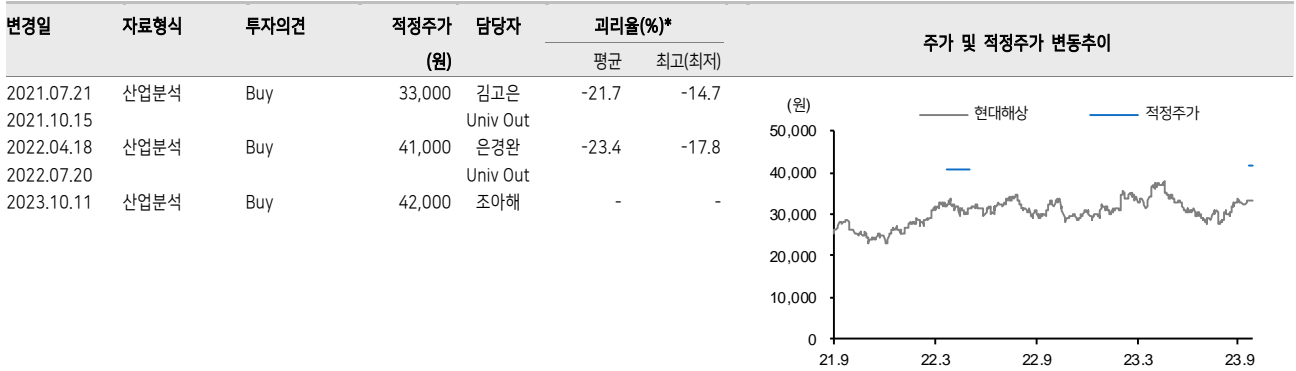
삼성화재 (000810) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



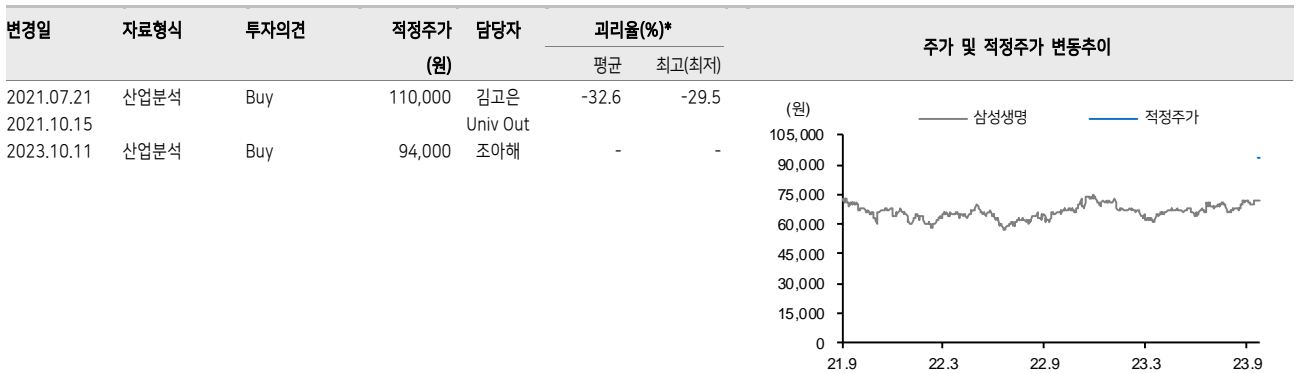
현대해상 (001450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



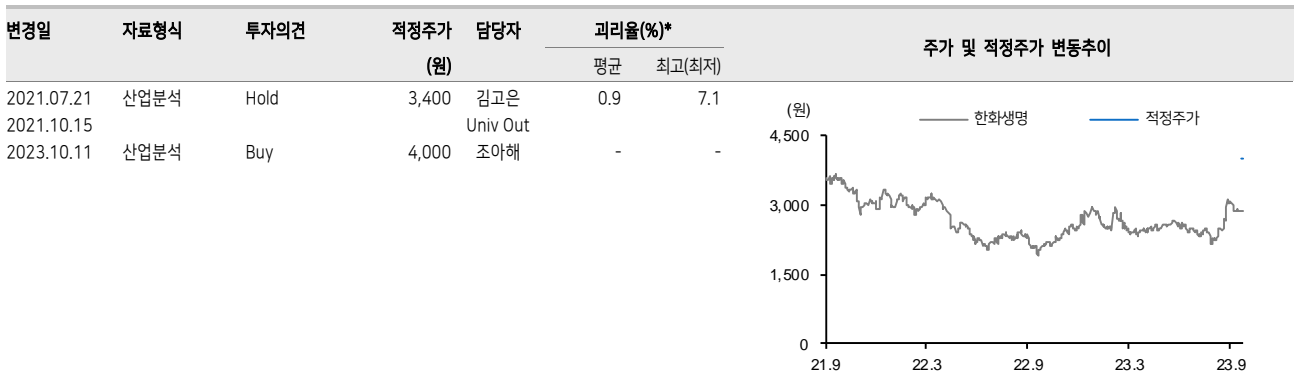
삼성생명 (032830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



한화생명 (088350) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



동양생명 (082640) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

