

# 손해보험

## 4Q23 Preview: 한 번 가다듬고 넘어갑니다

SK증권 리서치센터



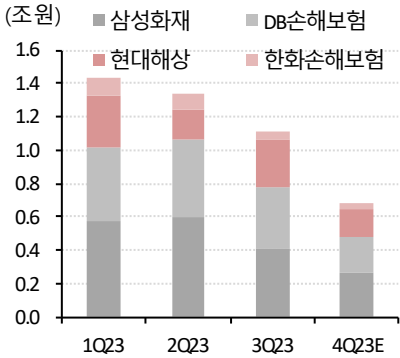
Analyst  
설용진

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

### 계절적 영향이 크게 나타날 4Q23 보험 손익

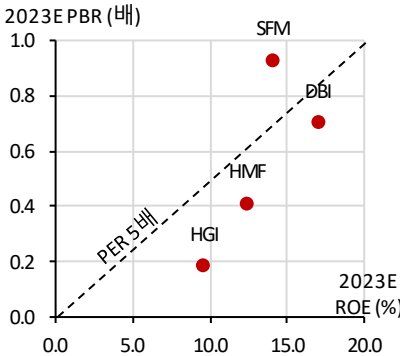
IFRS17 회계 기준 도입 이후 보험사들은 연말에 부채 평가 등에 사용되는 계리적 가정 등을 Update 하게 된다. 현재 손해보험 전반에 걸쳐 3/4 세대 실손보험을 중심으로 위험손해율의 가파른 증가세가 나타나고 있음을 감안하면 연말 가정 조정 시 이와 관련된 손실계약비용 등을 다소 크게 인식하게 될 것으로 예상된다. 예실차 손익의 경우에도 연말 계절적 영향으로 1~3Q 대비 상대적으로 부진한 흐름이 나타날 것으로 예상된다. 신계약은 3Q23 중 나타난 절판 등 효과 기저효과로 물량은 다소 낮아지겠지만 수익성 중심 판매 전략을 바탕으로 꾸준히 CSM 을 확보할 것으로 예상된다. 자동차보험은 계절적인 손해율 상승에 따른 부진이 나타날 것으로 예상되며 일반손해보험 역시 DB 손해보험의 하와이 산불 관련 손실 등 고액 사고 영향으로 상반기 대비 부진한 실적이 지속되는 등 전반적인 보험 손익의 부진이 예상된다.

2023E 분기별 실적 추이 및 전망



자료: 각사, SK 증권 추정

2023E PBR-ROE Matrix



자료: 각사, SK 증권 추정

### 교체매매 및 자산 재평가 등 영향이 나타날 투자손익

투자손익의 증시 및 금리 환경 등을 감안했을 때 FVPL 자산 평가손익 측면에서는 일부 개선이 예상된다. 다만 손해보험사들의 FVPL 자산 내 채권형 수익증권 등 비중이 크지 않음을 감안하면 금리 영향보다는 대체투자 등 자산에 대한 재평가 영향이 크게 나타날 전망이다. 해외 상업용 부동산 등의 부진을 감안하면 투자손익 측면의 Upside 는 제한적일 전망이다. 그 외 부동산 PF 등 관련 충당금이 일부 예상된다. 삼성화재의 경우 3Q23 에 이어 교체매매 관련 영향이 예상되며 단기적으로는 처분손실이 불가피하나 장기적 관점에서 경상 투자손익의 개선을 전망한다.

### 투자전략: 4Q23 이후 나타날 반등에 주목

전반적인 4Q23 손해보험사 실적은 계절적 영향 및 일회성 요인으로 상반기 실적 대비해서는 다소 낮아진 수준이 예상된다. 다만 2023년 중 전반적인 기저효과 요인을 감안했을 때 2024 년에 나타날 반등에 보다 주목할 필요가 있다고 판단한다. 상위 3 사의 경우 각각 투자손익/일반손해보험/예실차 측면의 기저효과로 인한 실적 반등이 예상되며 한화손보의 경우 개선된 자본력을 감안했을 때 향후 주주 환원 확대가 기대된다. 2023 년 주주 환원의 경우 제도 관련 불확실성 등을 감안했을 때 다소 보수적인 접근이 필요할 것으로 예상하며 보험사도 점진적으로 배당 성향 및 DPS 를 올려가는 방향을 고려하고 있는 만큼 전반적인 배당 규모보다 주주 환원 정책에 대한 회사의 소통 의지 등에 보다 집중할 필요가 있다고 판단한다. 손해보험 업종 Top pick 으로는 현대해상을 제시한다. 상위 3 사 중 가장 낮은 밸류에이션 레벨을 감안했을 때 이익 반등에 따른 Upside 를 충분히 노려볼 수 있다고 판단한다.

## Contents

1. 계절적 영향이 크게 나타날 4Q23 보험 손익	3pg
2. 교체매매 및 자산 재평가 등 영향이 나타날 투자손익	8pg
3. 투자전략: 4Q23 이후 나타날 반등에 주목	9pg

### <Company Analysis>

현대해상(A001450)

삼성화재(A000810)

DB 손해보험(A005830)

한화손해보험(A000370)

### 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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 17일 기준)

매수	93.89%	중립	6.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

## 1. 계절적 영향이 크게 나타날 4Q23 보험 손익

### (1) 장기보험: 손실계약비용 인식 및 예상차 손익 부진 전망

연말 계리적 가정 조정에 따른  
영향이 재무제표에 반영

IFRS17 회계 기준 도입 이후 보험사들은 연말에 부채 평가 등에 사용되는 계리적 가정 등을 Update 하게 된다. 이러한 가정 조정은 CSM 변동 및 손실계약비용 전입 등을 통해 보험사의 재무제표에 반영되게 된다. 급격한 가정 변동으로 기존 이익 계약이 손실계약으로 전환되는 경우가 아니라면 통상적으로 이익계약과 관련된 가정 조정은 주로 CSM 변동으로 반영되고 손실계약과 관련된 가정 조정은 손실계약 비용 전입/환입을 통해 반영될 것으로 예상된다.

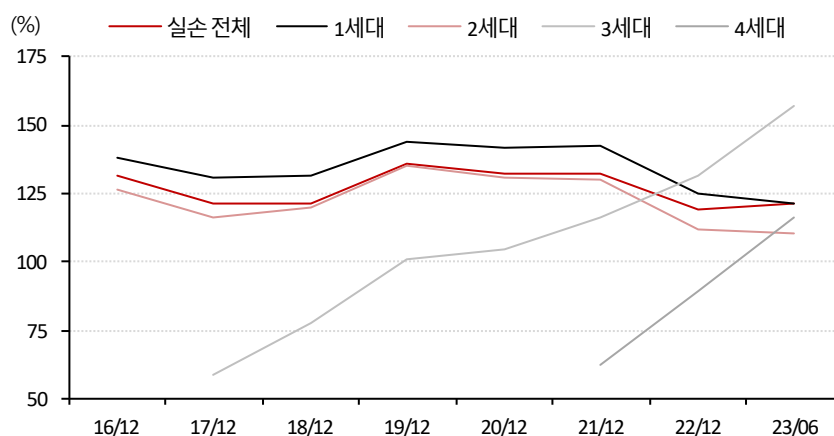
3/4 세대 실손보험의 가파른  
위험손해율 악화가  
손실계약비용으로 반영될 전망

현재 손해보험사의 손실계약의 핵심은 3/4 세대 실손보험이라고 판단한다. 과거 손해보험사 위험손해율 악화를 유발한 구세대(1, 2 세대) 실손보험의 경우 그간 누적된 요율 갱신에 힘입어 최근 하향 안정화되는 모습이 나타나고 있는 반면 3/4 세대 실손보험의 위험손해율은 가파른 상승세를 보이고 있기 때문이다. 비록 이번 실손보험 요율 인상 결과가 우려 대비 긍정적이었지만 계리적 가정 조정 시 다소 높은 수준의 손실계약비용 전입은 불가피할 것으로 전망된다.

현대해상이 상대적으로 높은  
손실계약비용 인식할 것으로 예상

손보사 전반에 걸쳐 4Q23 중 높은 수준의 손실계약비용 발생이 예상되며 커버리지 중에서는 1H23 중 소아과 대란 관련 3/4 세대 실손보험 관련 예상차 손실이 높게 나타났던 현대해상의 손실계약비용이 상대적으로 크게 나타날 것으로 예상된다.

실손보험 위험손해율 - 3/4 세대 실손 중심 가파른 악화



자료: 보험연구원, 언론보도, SK 증권

계절적인 손해율 상승 등이  
예실차를 통해 나타날 전망

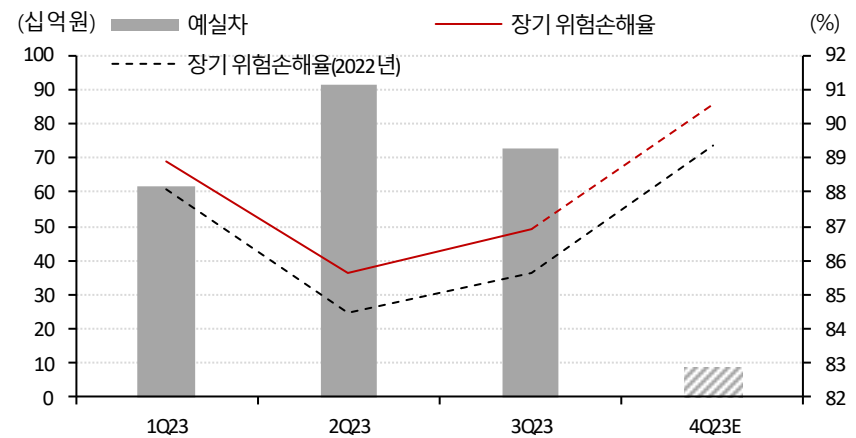
예실차 손익의 경우에도 전반적으로 부진한 모습이 예상된다. 기존 IFRS4 회계 기준에서 통상적으로 4Q 에는 각종 비용 집행 등 영향으로 위험손해율이 악화되는 계절적 모습이 나타났는데 IFRS17 회계기준 도입 이후 이러한 계절적 요인에 따른 영향은 예실차 등을 통해 실적에 반영될 것으로 예상된다.

특히 대부분의 손해보험사가 현금흐름 가정을 연간 단위로 산정하고 있으며 연말에 각종 비용 등 현금 유출 등이 발생함을 감안하면 상반기 예실차 손익 대비 4Q23 예실차 손익은 전반적으로 부진한 수준을 기록할 전망이다.

신계약은 절판 등 기저효과로  
낮아질 것으로 예상하나 신계약  
CSM 은 안정적 추이 예상

한편 신계약의 경우 3Q23 중 발생한 절판 등에 따른 영향으로 4Q23 중에는 다소 낮아지는 모습이 예상된다. 다만 여전히 수익성 높은 보험계약 중심으로 지속적인 판매 노력이 이어지고 있음을 감안하면 전반적인 신계약 CSM 은 안정적인 증가 추세가 이어질 전망이다.

삼성화재 - 위험손해율 및 예실차 추이/전망



자료: 삼성화재, SK 증권

## (2) 자동차보험: 계절적 손해를 악화에 따른 영향 예상

하반기 중 계절적으로 부진한  
자동차보험 손해율

계절적으로 자동차 보험 손해율은 하반기에 부진한 모습이 나타난다. 4Q23 자동차 보험 부문 실적 역시 1~3Q 실적 대비해서는 계절적 영향으로 전반적인 이익 수준이 감소하는 모습이 나타날 것으로 예상된다. 커버리지 4 개사 합산 4Q23 자동차 보험 손익은 1,184 억원을 예상하며 3Q23 대비 약 40.9% 감소할 전망이다.

2024 년 중 요율 인하 등에 따른  
영향 예상

2024 년의 경우에는 전반적인 자동차보험 요율 인하 및 정비수가 상승 등에 따른 영향이 나타날 전망이다. 단순한 가정을 바탕으로 대략적인 영향을 추정해보면 커버리지 4 개사 합산 기준 약 36% 수준의 손익 감소가 나타날 것으로 예상된다.

다만 실질적인 영향은 다소 제한적일 것으로 예상되는데 과잉진료 방지 등을 위한 제도적 개선 등이 지속되고 있기 때문이다. 국토교통부 등을 중심으로 경상환자에 대한 과잉진료 방지 노력이 지속되고 있으며 전반적인 자동차 사고 건수 등도 꾸준히 낮아지는 모습이 이어지고 있음을 확인할 수 있다. 보험사 역시 고보장 특약 판매 확대 등을 통해 전반적인 실적을 방어할 것으로 예상된다. 이러한 요인을 감안했을 때 2024 년 커버리지 4 개사 합산 예상 자동차보험 손익은 2023 년 대비 약 14% 수준의 감소에 그칠 것으로 예상된다.

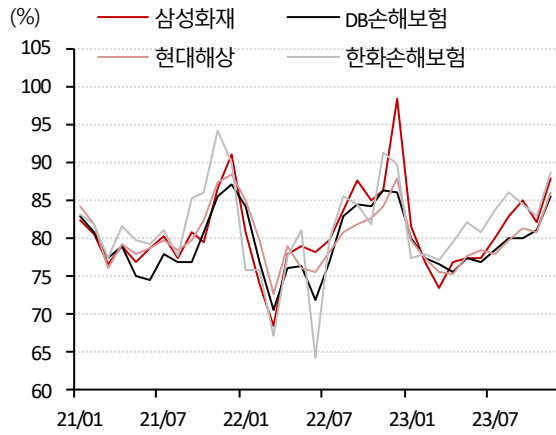
자동차보험 - 요율 인하 및 정비수가 증가 등 반영한 시나리오테스트				
(십억원, %)	삼성화재	DB손해보험	현대해상	한화손해보험
보험료배분접근법수익(보유 기준)	5,599	4,242	4,226	629
자동차보험 보험비용	5,328	3,927	3,976	581
보험금	4,443	3,042	3,302	473
사업비	885	885	675	109
합산비용	95.1%	92.6%	94.1%	92.5%
2023E 자동차보험손익	272	315	250	47
개인용 자동차보험 요율 인하(연론 발표 수치 사용)	-2.6%	-2.5%	-2.5%	-2.5%
전체 보험수익 중 개인용 자동차보험 비중 70% 가정 시 자동차보험 보험수익	5,497	4,168	4,152	618
자동차보험 보험비용	5,351	3,943	3,994	584
보험금 정비수가(보험금 50%가 수리비이며 수리비 중 30%가 공임이라고 가정) 3.5% 인상 가정	4,466	3,058	3,319	475
사업비	885	885	675	109
합산비용	97.3%	94.6%	96.2%	94.5%
요율 및 정비수가 조정 반영 시 2023E 자동차보험손익	147	225	158	34
단순 계산 기준 자동차보험손익 감소 예상 폭	-46%	-29%	-37%	-29%

주 1: 한화손해보험의 경우 다른 3사의 보험비용 기준 보험금/사업비 비율 평균으로 보험비용 내 보험금 및 사업비를 배분하여 사용

주 2: 합산비용의 경우 IFRS17 기준 자동차 보험비용/자동차 보험수익으로 산정

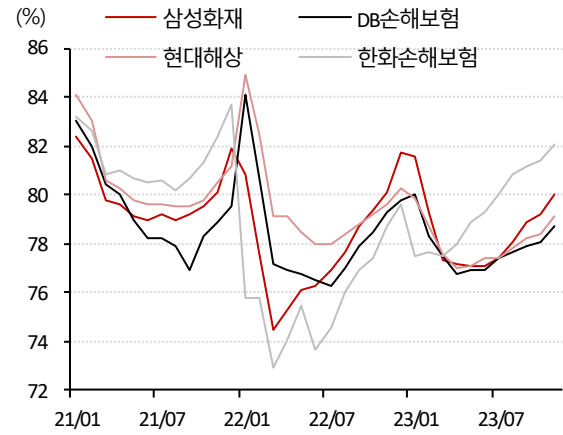
자료: 각사, 언론보도, SK증권 추정

자동차보험 - 월별 손해율 추이



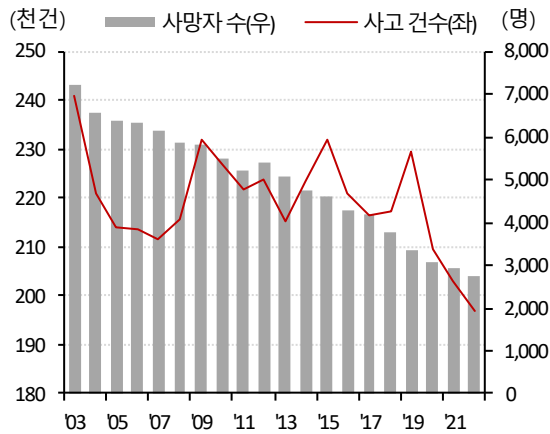
자료: 언론보도, SK 증권

자동차보험 - 누계 손해율 추이



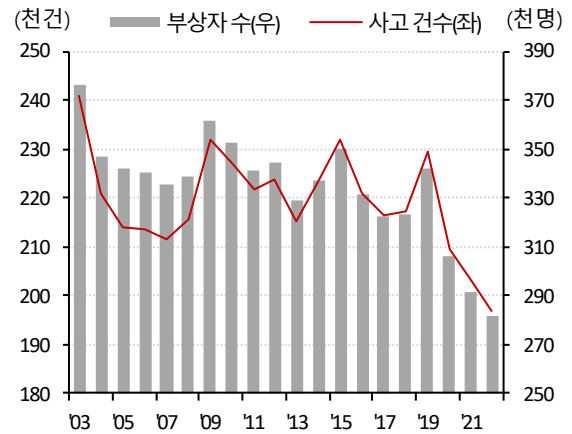
자료: 언론보도, SK 증권

자동차 사고 - 사망자 수 추이



자료: 국토교통부, SK 증권

자동차 사고 - 부상자 수 추이



자료: 국토교통부, SK 증권

## (3) 일반손해보험: 4Q23 전반적으로 부진한 실적 전망

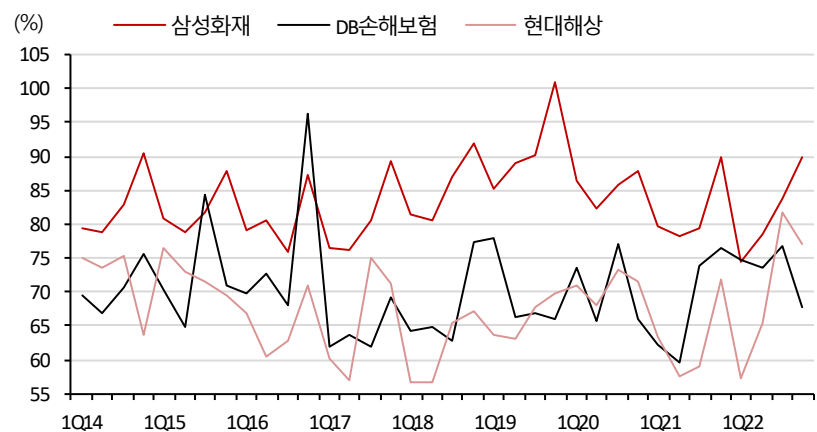
고액사고 발생 여부에 따라  
다르나 대체로 하반기 중 손해를  
악화

일반손해보험도 IFRS4 기준 손해를 살펴보면 대체로 하반기 중 계절적 영향으로  
손해율이 악화되는 모습을 볼 수 있다. 고액사고 발생 여부 및 손해 규모 등에 따른  
차이는 있겠지만 전반적으로 이전 분기보다는 다소 둔화된 이익 흐름을 예상한다.

하와이 산불 관련 영향이 지속될  
DB 손해보험

한편 DB 손해보험의 경우 3Q23 에 이어 괌 태풍/하와이 산불 등 고액사고 관련 손  
실 인식이 발생할 전망이다. 전반적인 손실을 최대한 보수적으로 반영하고 있는 것  
으로 보이며 전반적인 손실은 3Q23 과 유사한 수준을 전망한다. 이러한 계절성 및  
일회성 요인 등 감안했을 때 커버리지 4 개사 합산 4Q23 일반손해보험 손익은 약  
304 억원 손실로 적자를 기록할 전망이다.

일반손해보험 손해율 - 하반기에 손해를 대체로 상승하는 경향



자료: 각사, SK증권

## 2. 교체매매 및 자산 재평가 등 영향이 나타날 투자손익

### (1) 경상적 손익은 견조하나 일회성 영향이 크게 작용할 전망

FVPL 자산 평가손익 측면에서는  
개선 기대

투자손익의 경우 4Q23 중 나타난 전반적으로 우호적인 증시 환경 및 금리 안정화 추세 등을 감안했을 때 FVPL 자산 관련 평가손익 측면에서는 일부 개선을 기대할 수 있을 전망이다.

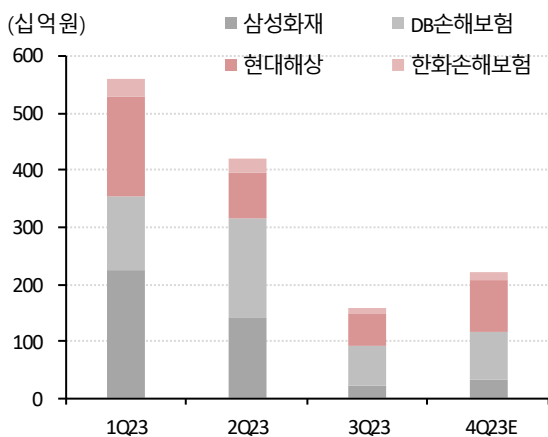
다만 대체투자자산 등 재평가,  
충당금 등 영향 고려 필요.  
삼성화재는 교체매매 영향 지속

다만 손해보험사들의 FVPL 자산 중 채권형 수익증권 등 비중이 상대적으로 높지 않다는 점을 감안하면 금리 영향보다는 대체투자 등 자산에 대한 재평가 영향이 보다 크게 나타날 것으로 예상된다. 해외 상업용 부동산 등 부진이 여전히 지속되고 있음을 감안하면 투자손익 측면의 Upside 는 제한적일 것으로 예상된다. 그 외 부동산 PF 등 관련 충당금 영향이 일부 발생할 수 있을 전망이다. 삼성화재의 경우 3Q 에 이어 교체매매가 진행될 예정이다. 3Q23 보다 규모는 일부 줄어들겠지만 과거 매입한 저이원 자산을 매각하고 새로 고이원 자산을 매입하는 과정에서 처분손실이 반영될 수밖에 없을 것으로 전망된다.

경상 운용손익은 양호한 흐름  
예상되나 평가처분손익은 다소  
상이한 흐름 예상

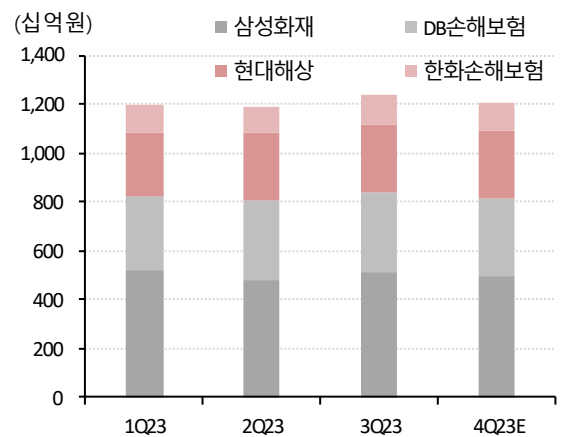
종합적으로 전반적인 경상 운용손익은 어느정도 양호한 흐름이 지속되겠지만 교체매매, 자산 재평가, FVPL 자산 평가손익 등 평가처분손익 등에 따른 영향이 회사별 투자손익 실적의 차이를 결정할 것으로 예상된다.

투자손익 - 3Q23 에 이어 상반기 대비 위축



자료: 각사, SK 증권 추정

경상 운용손익 - 견조한 흐름 지속 예상



자료: 각사, SK 증권 추정



### 3. 투자전략: 4Q23 이후 나타날 반등에 주목

#### (1) 커버리지 보험사 모두 기저효과에 따른 기대감 보유

4Q23 실적은 계절적 요인 등으로 부진. 다만 2024 실적은 기저효과로 반등 전망

전반적인 4Q23 손해보험사 실적은 계절적 영향 및 일회성 요인으로 상반기 실적 대비해서는 다소 낮아진 수준이 예상된다. 다만 2023년 중 전반적인 기저효과 요인을 감안했을 때 2024년에 나타날 반등에 주목할 필요가 있다고 판단한다.

삼성화재: 교체매매 기저효과로 이익 개선 전망

삼성화재의 경우 투자손익과 관련된 기저효과 영향이 나타날 전망이다. 교체매매로 인한 처분손실 영향으로 동사의 2H23 중 전반적인 투자손익은 부진한 모습을 기록했으나 고이원 자산 매매 등에 따라 경상적인 투자손익은 지속적인 개선세가 나타날 전망이다. 전반적인 2024 실적은 투자손익 측면의 기저효과 소멸에 따른 이익 개선세를 기대할 수 있을 전망이다.

DB손보: 하와이 산불 영향 마무리될 경우 높은 펀더멘털 부각 전망

DB손해보험은 일반손해보험 측면의 개선을 기대할 수 있을 전망이다. 동사는 하와이 산불/감 태풍 등 고액사고 영향으로 다소 부진한 일반손해보험 손익을 기록했으나 전반적인 복원보험료 등 지출이 마무리될 2024년부터는 관련 손익의 개선을 기대할 수 있을 전망이다. 동사가 일반손해보험을 제외한 신계약, CSM 관리, 예실차, 지급여력비율 등의 경우 전반적으로 양호한 실적을 보여왔음을 감안하면 관련 영향 소멸에 따른 실적 개선을 충분히 기대할 수 있을 것으로 판단한다.

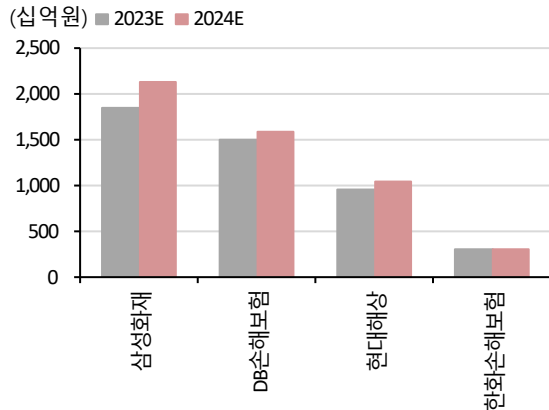
현대해상: 손실계약비용 반영 후 예실차 손실 부담 완화될 전망

현대해상은 예실차 측면에서 개선을 기대할 수 있을 전망이다. 2023년 중 발생한 소아과 대란 등 영향으로 동사는 어린이보험과 함께 판매한 3/4세대 실손보험 관련 손해를 악화가 나타나며 다소 부진한 예실차 손실을 기록했다. 다만 관련 영향은 연말 계리적 가정 조정을 통해 손실계약비용으로 인식될 것으로 예상되며 대규모 손실 계약 비용 지출 이후 2024년부터는 개선된 예실차 손익을 기대해볼 수 있을 전망이다. 동사의 예실차 손실 악화의 핵심 요인인 3/4세대 실손보험과 관련하여 최근 3세대 실손보험의 요율이 크게 개선된 점도 동사에 있어 긍정적이라고 판단한다.

한화손보: 개선된 K-ICS 비율 감안했을 때 경과조치 해제 등에 기반한 주주 환원 확대 기대

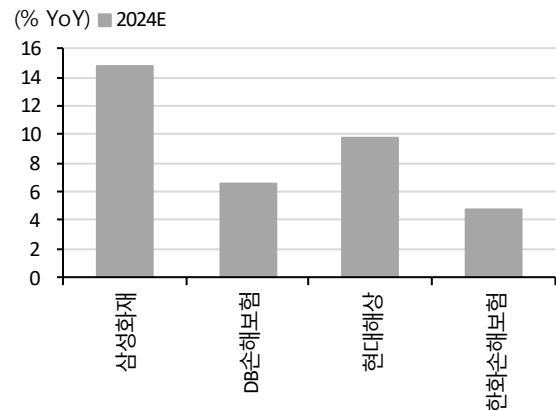
한화손해보험의 경우 주주환원 측면의 확대를 기대할 수 있을 전망이다. 동사의 경우 현재 K-ICS 산출 시 경과조치를 적용하고 있지만 3Q23 지급여력비율은 경과조치 없이도 190% 수준을 기록하는 등 안정적 흐름이 나타나고 있다. 이를 감안했을 때 향후 경과조치 해제에 따른 주주 환원 기대감 확대를 전망한다. 시장을 상회하는 신계약 증가세에 힘입어 꾸준한 CSM 확보가 이어지는 점도 긍정적이다.

당기순이익 - 기저효과에 따른 이익 개선



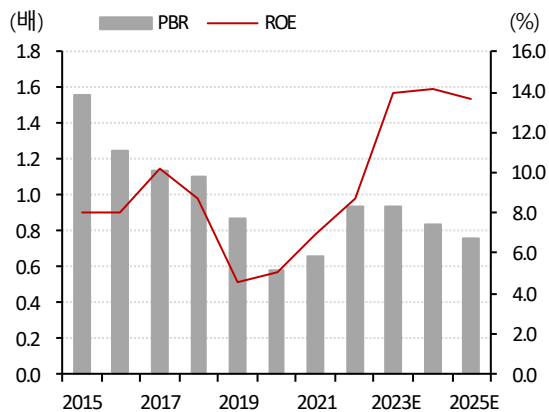
자료: 각사, SK 증권 추정

이익 증가율 - 삼성, 현대 높은 개선 예상



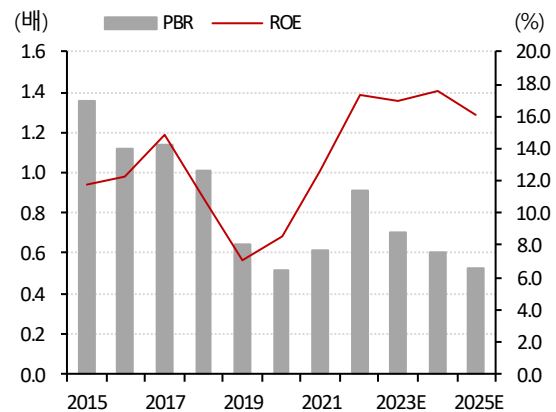
자료: 각사, SK 증권 추정

삼성화재 - PBR 및 ROE 차트 추이/전망



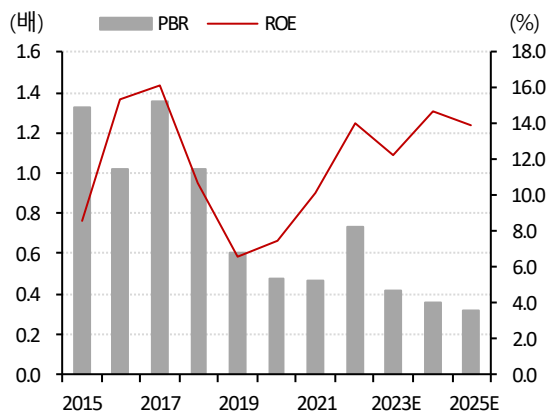
자료: 각사, SK 증권 추정; 주: 신종자본증권 제외 기준

DB손보 - PBR 및 ROE 차트 추이/전망



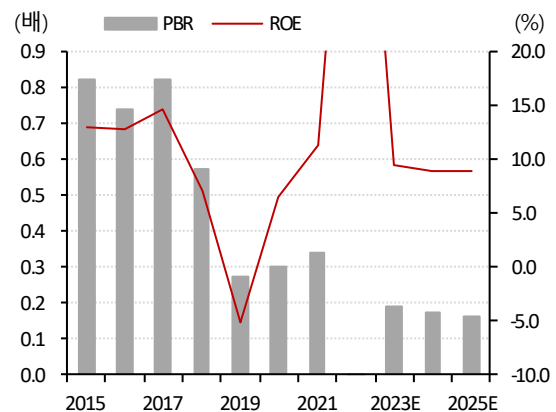
자료: 각사, SK 증권 추정; 주: 신종자본증권 제외 기준

현대해상 - PBR 및 ROE 차트 추이/전망



자료: 각사, SK 증권 추정; 주: 신종자본증권 제외 기준

한화손보 - PBR 및 ROE 차트 추이/전망



자료: 각사, SK 증권 추정; 주: 신종자본증권 제외 기준

## (2) 주주 환원: 첫 술에 배부르랴

IFRS17 도입 이후 궁극적인  
관심은 주주 환원이나 구체적  
내용은 아직 시간 필요 예상

IFRS17 이후 투자자들의 관심은 궁극적으로 IFRS17 회계 기준 도입에 따라 증가한 이익이 얼마나 주주 환원 확대에 이어질 수 있을지 여부였다고 판단한다. 다만 구체적인 주주 환원 정책 확인까지는 아직 시간이 필요할 것으로 예상된다.

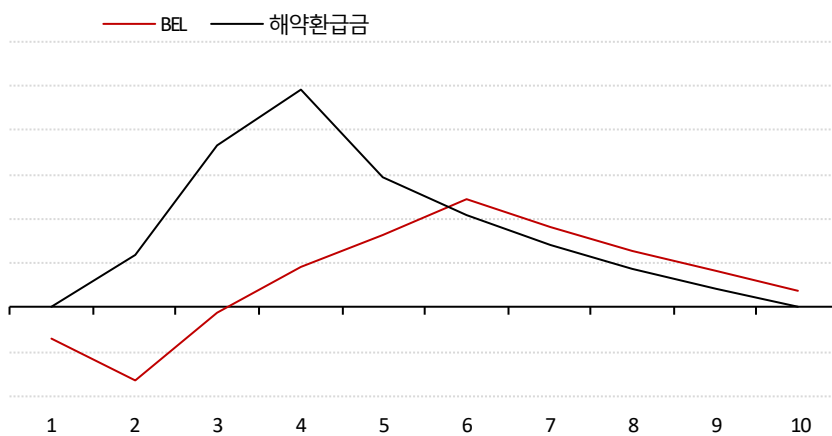
상법 개정안 이슈는 마무리. K-ICS  
제도 안정화 및 법정준비금의  
세후 반영 이슈 등 남아있는 상황

가장 큰 불확실성이던 미실현 손익 상계 이슈는 상법 개정안 통과로 해소된 상황이다. 다만 여전히 K-ICS 할인을 조정 영향 등 불확실성이 남아있는 만큼 관련 영향 등을 종합적으로 파악한 이후에 전반적으로 구체적인 배당 등 주주 환원 정책을 발표할 것으로 예상된다. 또한 배당가능이익 산정 시 해약환급금준비금 및 비상위험준비금을 세후 기준으로 반영할 수 있을지 여부 등에 대한 이슈가 어느정도 마무리될 필요가 있다고 판단한다.

해약환급금준비금 순증 관련  
우려는 점진적으로 해소될 전망

한편 3Q23 까지 해약환급금준비금의 순증 규모가 자본 총계 순증 대비 높은 수준이 지속되고 있으나 관련 우려는 점진적으로 해소될 전망이다. 해약환급금준비금은 시가 기준 보험부채와 원가 기준 보험부채 간 차액이라 볼 수 있는데 신계약을 최초로 재무제표에 반영하는 시점에 BEL 이 음수로 잡히는 만큼 계약 초기에 해약환급금준비금이 높게 나타나는 것은 당연하기 때문이다. 보험 기간이 경과하며 보험료가 납입됨에 따라 BEL 이 증가함을 감안하면 관련 부담은 점진적으로 완화될 전망이다. 2023 년 절판 효과에 따른 신계약 증가를 감안하면 향후 부담은 더욱 완화되어 갈 전망이다.

보험부채 - BEL 과 해약환급금의 시계열 추이



자료: SIG 파트너스, SK 증권

주: 보험기간 10 년, 납입기간 5 년 연납 가정 모델계약 사례

2023년 주주 환원은 다소 보수적  
관점에서 결정될 것으로 예상

종합적인 내용을 감안했을 때 2023년 주주 환원은 다소 보수적인 관점에서 결정될 것으로 예상된다. 1) IFRS17 시행 이전인 2022년 배당보다 DPS 자체는 높은 수준을 예상하나 2) 전반적인 배당 성향은 이전보다 다소 낮아진 수준을 예상한다.

2023년 실적의 경우 제도 도입  
초기 불확실성으로 경상  
편더멘탈과 괴리 발생 가능

또한 2023년 보험사들의 실적 및 자본같은 경우 IFRS17 회계 기준이 최초로 도입됨에 따라 금융당국의 가이드라인 등 일회성 요인에 따른 영향이 나타난 만큼 경상 수준의 편더멘탈과는 다소 차이가 발생할 수 있다는 점을 감안할 필요가 있다.

보험사도 점진적 배당 확대 고려  
중. 배당 규모보다 향후 정책에  
대한 소통 의지 등 집중 필요

보험사 입장에서 제도 안정화와 함께 점진적으로 전반적인 배당 성향 및 DPS를 올려가는 방향을 고려하고 있는 만큼 2023년 배당 금액의 규모보다는 전반적인 주주 환원 정책에 대한 회사의 소통 의지 등에 보다 집중할 필요가 있을 것으로 예상된다.

커버리지 손해보험사 - 주주 환원 관련 지표 전망

	배당성향			보통주 DPS			배당수익률		
	IFRS4	IFRS17	IFRS17	IFRS4	IFRS17	IFRS17	IFRS4	IFRS17	IFRS17
연도	2022	2023E	2024F	2022	2023E	2024F	2022	2023E	2024F
삼성화재	50.8	34.1	34.7	13,800	15,000	17,500	6.9	5.7	6.8
DB손해보험	28.2	20.7	20.1	4,600	5,100	5,300	7.0	6.1	6.5
현대해상	27.5	17.2	17.2	1,965	2,090	2,295	6.7	6.7	7.6
한화손해보험	0.0	14.6	14.7	0	250	270	0.0	6.2	6.8

자료: 각사, SK증권 추정

## (3) Top pick: 현대해상 제시

Top pick 으로 현대해상 제시하며  
목표주가 43,000 원으로 상향

전반적인 상황을 감안하여 손해보험 업종 Top pick 으로 현대해상을 제시하며 목표 주가를 기존 37,000 원에서 43,000 원으로 상향한다. 커버리지 4 개 손해보험사 모두 2024 년 중 실적/주주 환원 측면에서 기저효과에 기반한 모멘텀을 기대할 수 있다는 점은 동일하지만 전반적인 밸류에이션 수준을 살펴보았을 때 여전히 현대해상이 제일 매력적인 구간에 놓여져 있다고 판단한다.

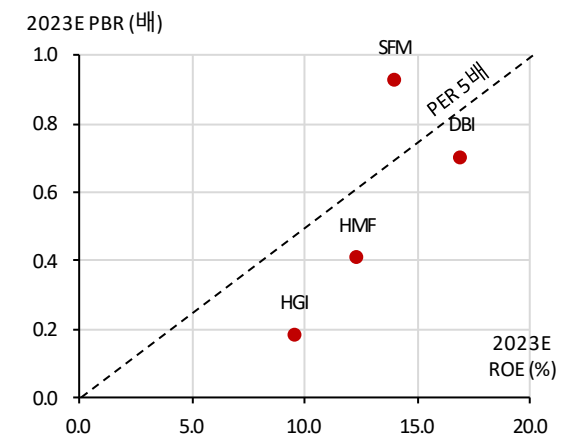
4Q23 실적은 손실계약비용 등  
영향으로 다소 부진 불가피

4Q23 실적은 2023 년 연중 크게 발생한 예실차 수준을 감안했을 때 대규모 손실 계약비용 인식에 따른 부담이 불가피하다. 다만 가정 조정에 이러한 요인이 반영됨에 따라 2024 년 예실차 손실 관련 부담은 크게 줄어들 전망이며 이익의 개선 및 CSM 의 안정적인 증가세를 기대할 수 있을 전망이다.

커버리지 내 가장 높은  
배당수익률 전망

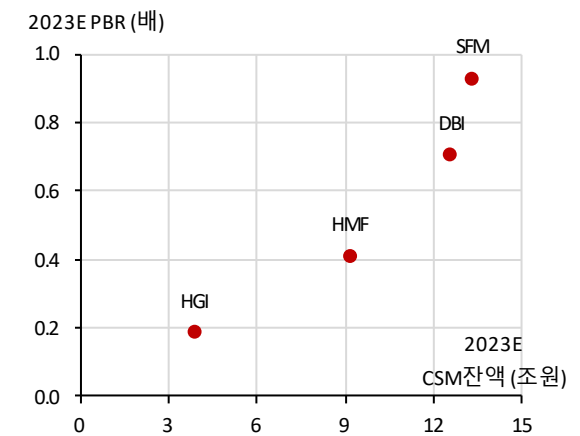
당사 추정치 기준 커버리지 손해보험사 중 가장 높은 수준의 배당수익률이 예상되는 점 역시 매력적이라고 판단한다. 자본이나 예실차 등을 감안했을 때 상위 3 사 중 가장 불확실성에 따른 영향이 높은 것은 사실이나 현재 밸류에이션은 이익 체력 및 CSM 수준 대비 과도한 저평가 상태라고 판단한다.

PBR - ROE Matrix (2023E 기준)



자료: 각사, SK 증권 추정; 주: 신종자본증권 제외 기준

PBR - CSM Matrix (2023E 기준)



자료: 각사, SK 증권 추정; 주: 신종자본증권 제외 기준

손해보험 - Valuation Table

기업명	연도	삼성화재	DB 손해보험	현대해상	한화손해보험
Code		A000810	A005830	A001450	A000370
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy
현재주가(2024/01/16 기준)		250,000	80,100	30,100	3,965
목표주가		330,000	110,000	43,000	5,800
상승여력		32.0%	37.3%	42.9%	46.3%
장기보험손익(십억원)	2022				
	2023E	1,564	1,262	561	262
	2024F	1,610	1,309	781	288
	2025F	1,742	1,373	853	316
일반보험손익(십억원)	2022				
	2023E	206	-80	76	-20
	2024F	215	6	73	-2
	2025F	216	19	72	-2
자동차보험손익(십억원)	2022				
	2023E	272	315	250	47
	2024F	218	291	210	41
	2025F	219	292	209	41
투자손익(십억원)	2022				
	2023E	420	459	401	83
	2024F	740	479	336	67
	2025F	757	499	351	68
당기순이익(십억원)	2022				
	2023E	1,848	1,485	950	290
	2024F	2,121	1,583	1,044	304
	2025F	2,235	1,657	1,108	327
ROE (%)	2022				
	2023E	14.0	16.9	12.3	9.5
	2024F	14.2	17.6	14.7	8.9
	2025F	13.7	16.1	13.9	8.9
PER (배)	2022				
	2023E	7.2	4.0	2.9	2.2
	2024F	6.1	3.7	2.6	2.0
	2025F	5.8	3.5	2.4	1.9
PBR (배)	2022				
	2023E	0.93	0.71	0.42	0.19
	2024F	0.83	0.60	0.36	0.17
	2025F	0.76	0.53	0.32	0.16
배당성장률(%)	2022	50.8	28.2	27.5	0.0
	2023E	34.1	20.6	17.2	14.6
	2024F	34.7	20.1	17.2	14.7
	2025F	34.8	20.3	17.2	14.8
보통주 DPS (원)	2022	13,800	4,600	1,965	0
	2023E	15,000	5,100	2,090	250
	2024F	17,500	5,300	2,295	270
	2025F	18,500	5,600	2,435	300
보통주 배당수익률 (%)	2022	6.9	7.0	6.7	0.0
	2023E	5.7	6.1	6.7	6.2
	2024F	6.8	6.5	7.6	6.8
	2025F	7.2	6.8	8.0	7.6

자료: 각사, SK 증권 추정

# Company Analysis

# 현대해상 (001450/KS)

## 예실차 손실 기저효과로 반등 기대

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 43,000 원(상향)

현재주가: 30,100 원

상승여력: 42.9%

### 목표주가 43,000 원으로 상향

현대해상의 목표주가를 기존 37,000 원에서 43,000 원으로 상향한다. 목표주가 상향의 주된 근거는 이익 추정치 조정 및 BPS 기준 연도 변경으로 Target PBR 0.51배에 2024년 예상 BPS 84,220 원을 적용하여 산출했다. 투자 리스크로는 예실차 관련 불확실성 및 상위 3사 중 가장 낮은 자본력 등을 제시한다.

### 가정조정을 통해 미래 예실차 손실을 손실계약비용으로 반영할 전망

현대해상의 2023년 실적은 다소 높은 예실차 손실로 부진한 흐름이 나타났다. 실적 부진의 주요 원인은 3/4 세대 실손보험의 위험손해를 악화로 동사의 주력 보험인 어린이보험과 관련하여 소아과 대란 등이 나타난 영향으로 분석된다. 대신 과거 동사 실적 부진의 주된 원인이었던 구세대 실손 위험손해율은 갱신 사이클 도래 및 누적된 요율 인상으로 전반적으로 개선된 상황이라고 판단한다. 2023년 중 전반적으로 높은 예실차 손실이 나타난 만큼 연말 가정 조정 시 3/4 세대 실손보험 중심으로 보다 보수적인 손해율 등 가정을 적용하며 다소 높은 손실계약비용을 인식할 것으로 예상된다. 미래 발생할 예실차 손실을 가정 조정을 통해 4Q23 중 선제적으로 인식하게 되는 만큼 2024년부터는 이전보다 확연히 개선된 예실차 손익을 기록할 전망이다.

### 4Q23E 순이익 1,639 억원 전망

현대해상의 4Q23 예상 순이익은 1,639 억원으로 이전 대비 부진한 실적이 예상된다. 동사가 보험계약 현금흐름의 계절적 영향을 가정에 어느정도 반영하고 있음을 감안하면 상반기 대비 예실차 손익은 일부 개선될 전망이다. 다만 계리적 가정 등 조정에 따른 손실계약비용을 대거 인식하며 전체 장기보험손익은 846 억원으로 부진할 전망이다. 일반손해보험 및 자동차보험 역시 계절적 영향으로 다소 낮아질 것으로 예상되며 전체 보험손익은 1,324 억원을 예상한다. 투자손익은 금리 하락 등에 따른 FVPL 평가익이 일부 반영되며 약 890 억원을 기록할 것으로 예상된다. 보통주 기준 2023년 결산 DPS는 2,090 원을 전망하며 전년 대비 약 6% 증가할 것으로 예상된다. 배당수익률은 약 6.7%를 기록할 전망이다. 향후 K-ICS 제도 및 배당가능이익 관련 제도가 안정화되는 시점에 보다 명확해진 주주 환원 정책을 기대할 수 있을 것으로 판단한다.



Analyst  
설용진

s.dragon@sk.com  
3773-8610

#### Company Data

발행주식수	8,940 만주
시가총액	2,691 십억원
주요주주	
정몽윤(외4)	22.85%
자사주	12.29%

#### Stock Data

주가(23/01/16)	30,100 원
KOSPI	2,497.59 pt
52주 최고가	37,900 원
52주 최저가	27,750 원
60일 평균 거래대금	9 십억원

#### 주가 및 상대수익률



#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익	십억원				887	1,064	1,134
투자손익	십억원				401	336	351
영업이익	십억원				1,288	1,400	1,485
당기순이익	십억원				950	1,044	1,108
EPS	원				10,629	11,674	12,395
PER	배				2.9	2.6	2.4
PBR	배				0.42	0.35	0.32
ROE	%				12.3	14.7	13.9



목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2023E ~2025F ROE 평균	13.6%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.75%, 베타 1 기준	9.4%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 비율 200% 하회 시 할인율 65% 적용	65%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.51
<b>목표주가</b>	<b>2023F BPS 84,220 원에 Target PBR 적용</b>	<b>43,000</b>
현재가		30,100
Upside / Downside 투자의견		42.9% 매수

자료: SK 증권

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		90%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	14.6%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.75%, 베타 1 기준	9.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 비율 개선 및 안정화	-55.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.70
<b>목표주가(Bull case)</b>	<b>2023F BPS 84,220 원에 Target PBR 적용</b>	<b>58,900</b>
Downside case		-9%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	12.6%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.75%, 베타 1 기준	9.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 비율 악화 등 불확실성 가중	-75.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.34
<b>목표주가(Bear case)</b>	<b>2023F BPS 84,220 원에 Target PBR 적용</b>	<b>28,300</b>

자료: SK 증권

실적 추정치 변경

		2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	수정 후		887	1,064	1,134
	수정 전		976	1,074	1,193
	증감률(%)		-9.1%	-1.0%	-5.0%
투자손익	수정 후		401	336	351
	수정 전		359	332	340
	증감률(%)		11.6%	1.2%	3.3%
세전이익	수정 후		1,262	1,376	1,461
	수정 전		1,310	1,382	1,509
	증감률(%)		-3.6%	-0.5%	-3.2%
당기순이익	수정 후		950	1,044	1,108
	수정 전		982	1,028	1,122
	증감률(%)		-3.2%	1.5%	-1.2%

자료: 현대해상, SK 증권 추정

분기별 실적 추정 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E
보험손익	246	170	339	132.4	309	308	283	164	887	1,064
장기보험	145	79	252	84.6	219	222	223	117	561	781
CSM 상각	206	210	221	232	239	243	246	250	868	978
RA 해제	33	31	32	31	31	31	32	32	127	126
예실차	-46	-94	-47	10	-23	-24	-26	-26	-178	-99
손실계약비용	-43	-66	68	-185	-25	-25	-25	-135	-226	-210
기타사업비 및 재보험 손익	-4	-1	-21	-3	-3	-3	-3	-3	-30	-14
일반손해보험	26	17	29	5	26	23	18	5	76	73
자동차보험	76	73	58	43	63	63	42	42	250	210
투자손익	174	81	56	89.0	83	83	84	85	401	336
자산운용손익	370	275	261	294	284	287	289	293	1,200	1,153
평가처분손익	107	-2	-20	15	0	0	0	0	99	0
보험금융손익	-196	-194	-204	-205	-201	-203	-205	-208	-799	-817
영업이익	420	251	395	221	391	391	367	249	1,288	1,400
영업외손익	-7	-7	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-25	-24
세전이익	413	244	390	215	386	385	362	243	1,262	1,376
당기순이익	315	182	289.4	163.9	292	292	274	185	950	1,044
월납보험료(보장성 인보험)	113	11.9	12.3	11.0	11.1	11.3	11.4	11.5	11.6	11.3
자산총계	42,574	42,481	41,540	42,253	42,875	43,441	44,044	44,593	42,253	44,593
운용자산	40,238	40,088	39,294	40,366	40,746	41,129	41,548	42,286	40,366	42,286
비운용자산	2,327	2,379	2,230	2,282	2,233	2,235	2,212	2,201	2,282	2,201
부채총계	36,064	35,635	34,874	35,588	35,917	36,191	36,519	37,064	35,588	37,064
책임준비금	33,107	32,590	31,675	32,465	32,756	33,049	33,368	33,917	32,465	33,917
장기보험 CSM 잔액	8,453	8,598	8,904	9,132	9,260	9,390	9,522	9,657	9,132	9,657
자본총계	6,510	6,846	6,666	6,666	6,958	7,250	7,524	7,529	6,666	7,529
해약환급금준비금	3,038	3,234	3,604	3,871	4,086	4,260	4,401	4,514	3,871	4,514
ROE (%)	17.0	11.8	17.8	9.8	17.2	16.5	14.8	9.8	12.3	14.7

자료: 현대해상, SK 증권 추정

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>운용자산</b>			<b>40,366</b>	<b>42,286</b>	<b>44,131</b>
현금및예치금			1,252	1,401	1,549
유가증권			27,441	28,712	29,930
대출금			10,578	11,081	11,565
부동산			1,096	1,091	1,087
<b>비운용자산</b>			<b>2,282</b>	<b>2,201</b>	<b>2,142</b>
특별계정자산			16	16	16
<b>자산총계</b>			<b>42,253</b>	<b>44,593</b>	<b>46,911</b>
<b>책임준비금</b>			<b>32,465</b>	<b>33,917</b>	<b>35,317</b>
CSM잔액(원수)			9,132	9,657	10,216
기타부채			3,112	3,136	3,137
특별계정부채			11	11	11
<b>부채총계</b>			<b>35,588</b>	<b>37,064</b>	<b>38,465</b>
<b>자본금</b>			<b>45</b>	<b>45</b>	<b>45</b>
신종자본증권			0	0	0
자본잉여금			113	113	113
이익잉여금			6,485	7,349	8,266
해약환급금준비금			3,871	4,514	4,789
자본조정			-69	-69	-69
기타포괄손익누계액			92	92	92
<b>자본총계</b>			<b>6,666</b>	<b>7,529</b>	<b>8,446</b>

## 주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>신계약 수익성</b>					
신계약보험료(월납)		142	153	148	154
신계약 CSM			1,698	1,814	1,886
신계약 CSM 배수			11.1	12.3	12.3
<b>CSM 관련 지표</b>					
기초CSM			8,352	9,132	9,657
CSM 조정 가점 변경			-308	-600	-600
신계약 CSM(원수)			1,698	1,814	1,886
CSM 이자부리			262	289	306
상각 전 CSM			10,004	10,635	11,249
CSM상각액			868	978	1,034
CSM상각률(%)			8.7	9.2	9.2
CSM 순증액			784	525	559
<b>투자이익 관련 지표</b>					
총 운용수익률			2.9	2.8	2.8
평가처분손익 제외 수익률			2.6	2.8	2.8
<b>손익구성</b>					
보험손익			68.9	76.0	76.3
CSM상각			67.4	69.9	69.6
투자손익			31.1	24.0	23.7
<b>자본적정성</b>					
지급여력비율(K-ICS)			168.7	175.2	182.3

자료: 현대해상, SK증권 추정

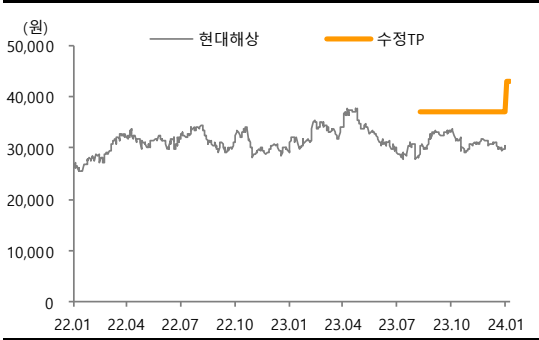
## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>보험손익</b>			<b>887</b>	<b>1,064</b>	<b>1,134</b>
장기보험			561	781	853
CSM 상각			868	978	1,034
RA해제			127	126	129
예실차			-178	-99	-85
손실계약비용			-226	-210	-210
기타사업비 및 재보험 손익			-30	-14	-14
일반손해보험			76	73	72
합산비용(IFRS17)			92	93	93
자동차보험			250	210	209
합산비용(IFRS17)			94	95	95
<b>투자손익</b>			<b>401</b>	<b>336</b>	<b>351</b>
자산운용손익			1,200	1,153	1,206
평가처분손익			99	0	0
보험금융손익			-799	-817	-855
<b>영업이익</b>			<b>1,288</b>	<b>1,400</b>	<b>1,485</b>
영업외손익			-25	-24	-24
<b>세전이익</b>			<b>1,262</b>	<b>1,376</b>	<b>1,461</b>
법인세비용			312	332	353
법인세율(%)			24.7	24.1	24.2
<b>당기순이익</b>			<b>950</b>	<b>1,044</b>	<b>1,108</b>

## 주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>성장성지표 (%)</b>					
운용자산증가율				4.8	4.4
CSM증가율				5.8	5.8
BPS증가율				13.0	12.2
보험손익증가율				19.9	6.6
투자손익증가율				-16.1	4.6
영업이익증가율				8.7	6.1
세전이익증가율				9.0	6.2
당기순이익증가율				9.8	6.2
<b>주당지표(원)</b>					
EPS			10,629	11,674	12,395
BPS			74,560	84,220	94,479
EV(BV+CSM)			176,702	192,239	208,749
보통주 DPS		1,965	2,090	2,295	2,435
보통주 배당수익률(%)		6.7	6.7	7.6	8.1
<b>Valuation 지표</b>					
PER(배)			2.9	2.6	2.4
PBR(배)			0.42	0.35	0.32
P/EV(배)			0.18	0.16	0.14
ROE(%)			12.3	14.7	13.9
ROA(%)			2.2	2.4	2.4
배당성향(%)			17.2	17.2	17.2

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.01.17	매수	43,000원	6개월		
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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 17일 기준)

매수	93.89%	중립	6.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

# 삼성화재 (000810/KS)

## 투자손익 기저효과로 반등 기대

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 330,000 원(유지)

현재주가: 250,000 원

상승여력: 32.0%

### 투자손익이 움츠린 것은 추진력을 얻기 위함이다

삼성화재는 3Q23 부터 운용자산의 보유이원 제고 등을 위한 교체매매를 단행하고 있으며 4Q23 에도 이로 인한 채권처분손실 등을 추가적으로 인식할 전망이다. 단기적으로는 3Q23~4Q23 에 걸친 처분손실 발생으로 투자손익 부진이 불가피하지만 2024년부터는 보유이원 개선에 기반한 경상 투자손익 증가 등 전반적인 이익 체력의 Level up 을 확인할 수 있을 것으로 예상한다

### 보험손익 측면의 높은 안정성

처분손실 등 영향에도 전반적으로 견조한 실적이 지속된 것은 보험손익 측면에서 안정적인 이익을 기록하며 관련 충격을 상쇄할 수 있었기 때문이라고 판단한다. 2023년 중 동사의 신계약 물량 및 가치배수는 세만기 상품/무저해지 상품 중심 판매 전략을 바탕으로 업계 최상위권 수준을 기록했으며 4Q23 에도 3Q23 중 나타난 절판 등 기저효과를 감안하면 전반적으로 안정적 흐름이 이어진 것으로 분석된다. 예실차의 경우에도 보수적 가정을 바탕으로 2023 년 중 실손 가이드라인 등 규제 불확실성에도 상대적으로 양호한 실적을 꾸준히 기록했던 만큼 전반적인 실적의 안정성이 높다고 판단한다.

### 4Q23 순이익 2,607 억원 전망

삼성화재의 4Q23 예상 순이익은 2,607 억원으로 이전 대비 부진한 실적을 기록할 전망이다. 장기보험손익은 1) 계절적 영향으로 상반기 대비 낮아진 예실차 손익 및 2) 계리적 가정 조정 등에 따른 손실계약비용 등 영향으로 약 2,638 억원이 예상되며 자동차보험도 계절적 요인으로 다소 부진이 예상된다. 일반손해보험도 고액 사고 등 영향으로 이전 분기 대비 다소 부진한 수준의 이익을 전망한다. 전체 보험손익은 약 3,033 억원을 예상한다. 투자손익은 교체매매로 인한 처분손실 영향으로 3Q 대비 소폭 상승한 339 억원이 예상된다. 2023E 연간 당기순이익은 약 1조8,485 억원을 전망한다. 배당성향은 K-ICS 등 제도 불확실성을 감안하여 보수적으로 약 34%(우선주 포함)를 전망하며 보통주 기준 DPS 는 약 15,000 원을 예상한다. 동사의 안정적 가정 관리 및 최상위 수준의 자본력을 감안했을 때 주주 환원의 점진적인 확대를 기대한다.



Analyst  
설용진

s.dragon@sk.com  
3773-8610

#### Company Data

발행주식수	4,737 만주
시가총액	11,844 십억원
주요주주	
삼성생명보험(외5)	18.50%
자사주	15.93%

#### Stock Data

주가(23/01/16)	250,000 원
KOSPI	2,497.59 pt
52주 최고가	271,000 원
52주 최저가	199,900 원
60일 평균 거래대금	18 십억원

#### 주가 및 상대수익률



#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익	십억원				2,042	2,044	2,177
투자손익	십억원				420	740	757
영업이익	십억원				2,463	2,784	2,934
당기순이익	십억원				1,848	2,121	2,235
EPS	원				36,555	41,943	44,191
PER	배				7.2	6.0	5.7
PBR	배				0.93	0.81	0.74
ROE	%				14.0	14.2	13.7

분기별 실적 추정 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E
보험손익	585	621	534	303.3	594	593	501	356	2,042	2,044
장기보험	421	441	439	263.8	427	431	430	321	1,564	1,610
CSM 상각	374	380	392	398	399	408	417	427	1,543	1,652
RA 해제	29	36	35	34	34	34	34	34	133	135
예실차	61	92	73	9	56	56	44	21	234	177
손실계약비용	-13	-13	-11	-125	-15	-15	-15	-110	-162	-155
기타사업비 및 재보험 손익	-30	-54	-49	-52	-47	-52	-50	-51	-185	-200
일반손해보험	58	84	53	11	61	77	50	27	206	215
자동차보험	107	95	42	28	105	85	21	7	272	218
투자손익	224	140	22	33.9	184	184	185	187	420	740
자산운용손익	581	468	366	378	530	532	535	538	1,792	2,135
평가처분손익	57	-13	-151	-120	0	0	0	0	-226	0
보험금융손익	-357	-328	-343	-344	-346	-348	-349	-352	-1,372	-1,395
영업이익	809	760	556	337	778	777	687	542	2,463	2,784
영업외손익	7	10	3	7	5	6	5	5	26	21
세전이익	816	771	559	344	782	783	692	548	2,489	2,805
당기순이익	580	604	403	260.7	592	592	523	414	1,848	2,121
월납보험료(보장성 인보험)	128	128	158	134	13.7	13.9	14.2	14.5	13.7	14.1
자산총계	80,131	79,968	79,348	79,379	80,248	81,106	81,996	82,083	79,379	82,083
운용자산	77,056	76,899	76,352	76,904	77,233	77,561	78,034	78,573	76,904	78,573
비운용자산	3,007	3,000	2,927	2,964	2,946	2,955	2,950	2,952	2,964	2,952
부채총계	67,103	65,566	64,726	65,127	65,405	65,671	66,037	66,444	65,127	66,444
책임준비금	63,148	61,757	60,889	61,305	61,575	61,845	62,209	62,617	61,305	62,617
장기보험 CSM 잔액	12,350	12,655	13,259	13,291	13,587	13,892	14,206	14,329	13,291	14,329
자본총계	13,028	14,402	14,621	14,252	14,844	15,435	15,959	15,638	14,252	15,638
해약환급금준비금	259	557	917	1,177	1,403	1,598	1,768	1,915	1,177	1,915
ROE (%)	18.4	17.6	11.1	7.2	16.3	15.6	13.3	10.5	14.0	14.2

자료: 삼성화재, SK 증권 추정

실적 추정치 변경

	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익				
수정 후		2,042	2,044	2,177
수정 전		2,220	2,299	2,476
증감률(%)		-8.0%	-11.1%	-12.1%
투자손익				
수정 후		420	740	757
수정 전		416	417	415
증감률(%)		1.2%	77.6%	82.4%
세전이익				
수정 후		2,489	2,805	2,955
수정 전		2,662	2,737	2,912
증감률(%)		-6.5%	2.5%	1.5%
당기순이익				
수정 후		1,848	2,121	2,235
수정 전		1,972	2,031	2,160
증감률(%)		-6.2%	4.5%	3.4%

자료: 삼성화재, SK 증권 추정

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>운용자산</b>			<b>76,904</b>	<b>78,573</b>	<b>80,382</b>
현금및예치금			957	1,063	1,177
유가증권			48,291	49,271	50,335
대출금			26,969	27,554	28,188
부동산			687	685	682
<b>비운용자산</b>			<b>2,964</b>	<b>2,952</b>	<b>2,952</b>
특별계정자산			68	68	68
<b>자산총계</b>			<b>79,379</b>	<b>82,083</b>	<b>84,950</b>
<b>책임준비금</b>			<b>61,305</b>	<b>62,617</b>	<b>64,027</b>
CSM잔액(원수)			13,291	14,329	15,722
기타부채			3,754	3,759	3,759
특별계정부채			68	68	68
<b>부채총계</b>			<b>65,127</b>	<b>66,444</b>	<b>67,854</b>
<b>자본금</b>			<b>26</b>	<b>26</b>	<b>26</b>
신종자본증권			0	0	0
자본잉여금			939	939	939
이익잉여금			11,495	12,881	14,339
해약환급금준비금			1,177	1,915	2,332
자본조정			-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계액			3,275	3,275	3,275
<b>자본총계</b>			<b>14,252</b>	<b>15,638</b>	<b>17,096</b>

## 주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>신계약 수익성</b>					
신계약보험료(월납)		168	187	190	205
신계약 CSM			3,385	3,264	3,525
신계약 CSM 배수			18.1	17.2	17.2
<b>CSM 관련 지표</b>					
기초CSM			12,201	13,291	14,329
CSM 조정 가점 변경			-1,131	-1,000	-800
신계약 CSM(원수)			3,385	3,264	3,525
CSM 이자부리			394	441	478
상각 전 CSM			14,848	15,997	17,532
CSM상각액			1,557	1,668	1,810
CSM상각률(%)			10.5	10.4	10.3
CSM 순증액			1,090	1,037	1,393
<b>투자이익 관련 지표</b>					
총 운용수익률			2.4	2.7	2.7
평가처분손익 제외 수익률			2.7	2.7	2.7
<b>손익구성</b>					
보험손익			82.9	73.4	74.2
CSM상각			62.7	59.3	61.1
투자손익			17.1	26.6	25.8
<b>자본적정성</b>					
지급여력비율(K-ICS)			259.5	262.3	264.2

자료: 삼성화재, SK증권 추정

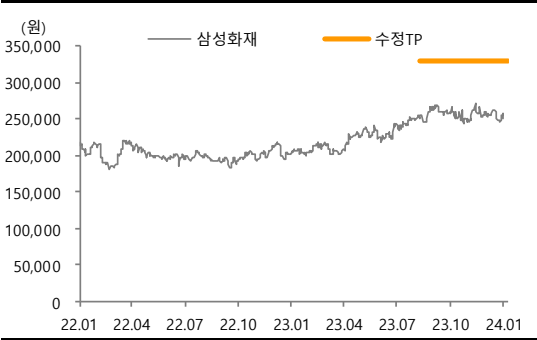
## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>보험손익</b>			<b>2,042</b>	<b>2,044</b>	<b>2,177</b>
장기보험			1,564	1,610	1,742
CSM 상각			1,543	1,652	1,794
RA해제			133	135	137
예실차			234	177	178
손실계약비용			-162	-155	-155
기타사업비 및 재보험 손익			-185	-200	-211
일반손해보험			206	215	216
합산비용(IFRS17)			86	86	86
자동차보험			272	218	219
합산비용(IFRS17)			95	96	96
<b>투자손익</b>			<b>420</b>	<b>740</b>	<b>757</b>
자산운용손익			1,792	2,135	2,183
평가처분손익			-226	0	0
보험금융손익			-1,372	-1,395	-1,426
<b>영업이익</b>			<b>2,463</b>	<b>2,784</b>	<b>2,934</b>
영업외손익			26	21	21
<b>세전이익</b>			<b>2,489</b>	<b>2,805</b>	<b>2,955</b>
법인세비용			641	684	721
법인세율(%)			25.7	24.4	24.4
<b>당기순이익</b>			<b>1,848</b>	<b>2,121</b>	<b>2,235</b>

## 주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>성장성지표 (%)</b>					
운용자산증가율				2.2	2.3
CSM증가율				7.8	9.7
BPS증가율				9.7	9.3
보험손익증가율				0.1	6.5
투자손익증가율				76.0	2.2
영업이익증가율				13.0	5.4
세전이익증가율				12.7	5.4
당기순이익증가율				14.7	5.4
<b>주당지표(원)</b>					
EPS			36,555	41,943	44,191
BPS			281,849	309,257	338,083
EV(BV+CSM)			581,397	632,548	692,727
보통주 DPS		13,800	15,000	17,500	18,500
보통주 배당수익률(%)		6.9	5.7	7.0	7.4
<b>Valuation 지표</b>					
PER(배)			7.2	6.0	5.7
PBR(배)			0.93	0.81	0.74
P/EV(배)			0.45	0.40	0.36
ROE(%)			14.0	14.2	13.7
ROA(%)			2.3	2.6	2.7
배당성향(%)			34.1	34.7	34.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.08.24	매수	330,000원	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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024 년 01 월 17 일 기준)

매수	93.89%	중립	6.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------



# DB 손해보험 (005830/KS)

## 일반손해보험 기저효과로 반등 기대

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 110,000 원(유지)

현재주가: 80,100 원

상승여력: 37.3%

### 고액 사고로 인한 영향 지속

DB 손해보험은 2023 년 중 신계약 물량/수익성, 자본력, 예실차 등 주요 지표 측면에서 업계 내 상위권을 꾸준히 기록하는 모습을 보여왔다. 다만 하반기 실적은 상반기 대비 다소 위축된 모습이 나타나고 있는데 이는 괄 태풍/하와이 산불 등 고액 사고 발생으로 일반손해보험 부문의 부진이 나타난데 기인한다. 동사가 보수적 관점에서 해당 사고 관련 손실을 추산하고 있으며 재보험 담보 한도 소진으로 인한 복원보험료 납입 등이 이어지고 있음을 감안하면 4Q23 에도 일반손해보험 부문의 부진이 불가피할 전망이다. 전반적으로 3Q23 수준의 손실을 예상한다. 다만 일반손해보험 부문의 일회성 영향을 제외하면 전반적인 이익 체력은 양호한 흐름이 이어지고 있는 만큼 고액 사고 관련 영향이 어느정도 해소될 2024 년에는 펀더멘탈에 기반한 Upside 를 충분히 기대해볼 수 있다고 판단한다.

### 4Q23 순이익은 약 2,229 억원 예상

DB 손해보험의 4Q23 예상 순이익은 2,154 억원으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 장기보험손익의 경우 계절적 영향으로 상반기 대비 전반적으로 낮아진 예실차 손익이 전망되며 타사와 비슷하게 3/4 세대 실손보험 등을 중심으로 손실계약비용을 크게 인식할 것으로 예상되는 만큼 2,090 억원으로 이전 분기 대비 낮아진 수준이 예상된다. 일반손해보험은 하와이 산불 등에 따른 영향이 지속되며 부진할 것으로 예상되며 자동차보험 역시 계절적 영향으로 전 분기 대비 다소 위축된 모습이 나타날 전망이다. 전체 보험손익은 2,074 억원을 예상한다. 투자손익은 대출자산 등에 대한 등급 변경 등으로 충당금을 일부 인식할 것으로 예상되며 839 억원을 기록할 것으로 예상된다. 2024 년 실적은 동사가 현재 신계약 인식 단계부터 손실계약을 줄이는 등 내실 중심의 사업 방향을 전망하고 있음을 감안하면 전반적으로 수익성이 개선될 것으로 예상된다. 2023 년 보통주 기준 결산 DPS 는 5,100 원으로 전년 대비 약 11% 증가할 것으로 예상되며 배당수익률은 6.1%를 예상한다. 배당성향은 기존 28% 대비 낮아진 20% 수준을 예상하나 향후 K-ICS 제도 및 배당가능이익 관련 제도가 안정화되고 지속가능한 적정 K-ICS 비율 수준을 확인할 수 있는 시점에는 IFRS17 이전 수준의 배당성향 회복을 기대할 수 있을 전망이다.



Analyst  
설용진

s.dragon@sk.com  
3773-8610

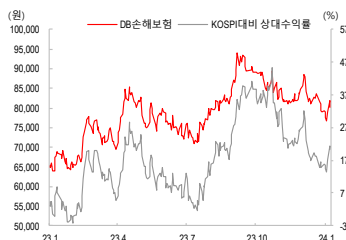
### Company Data

발행주식수	7,080 만주
시가총액	5,671 십억원
주요주주	
김남호(외11)	23.12%
자사주	15.19%

### Stock Data

주가(23/01/16)	80,100 원
KOSPI	2,497.59 pt
52주 최고가	94,000 원
52주 최저가	64,000 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

### 주가 및 상대수익률



### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익	십억원				1,497	1,607	1,684
투자손익	십억원				459	479	499
영업이익	십억원				1,956	2,086	2,183
당기순이익	십억원				1,485	1,583	1,657
EPS	원				20,979	22,364	23,401
PER	배				4.0	3.6	3.4
PBR	배				0.71	0.59	0.52
ROE	%				16.9	17.6	16.1

분기별 실적 추정 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E
보험손익	442	434	414	207.4	431	446	417	313	1,497	1,607
장기보험	335	340	377	209.0	350	353	338	268	1,262	1,309
CSM 상각	313	312	321	328	327	332	338	343	1,273	1,340
RA 해제	29	31	26	24	23	23	23	23	109	93
예실차	43	70	69	23	55	53	32	32	205	171
손실계약비용	-29	-32	-9	-135	-25	-25	-25	-100	-205	-175
기타사업비 및 재보험 손익	-21	-40	-30	-30	-30	-31	-30	-30	-121	-120
일반손해보험	14	5	-54	-45	-5	6	3	2	-80	6
자동차보험	93	89	91	43	86	86	76	43	315	291
투자손익	131	175	69	83.9	118	119	120	122	459	479
자산운용손익	329	369	271	288	319	322	326	329	1,256	1,296
평가처분손익	32	44	-49	-30	0	0	0	0	-3	0
보험금융손익	-198	-194	-202	-204	-201	-203	-205	-207	-798	-817
영업이익	573	609	482	291	549	565	537	435	1,956	2,086
영업외손익	1	5	0	2	1	2	1	1	8	5
세전이익	574	614	482	294	550	567	538	436	1,963	2,092
당기순이익	437	456	370	222.9	417	429	408	330	1,485	1,583
월납보험료(보장성 인보험)	124	122	13.7	12.3	123	123	124	124	12.7	12.3
자산총계	44,069	44,294	44,560	44,495	45,227	45,946	46,682	47,000	44,495	47,000
운용자산	41,486	41,539	41,238	41,248	41,667	42,066	42,513	42,929	41,248	42,929
비운용자산	2,574	2,746	3,312	2,999	3,124	3,031	3,047	3,008	2,999	3,008
부채총계	36,482	36,214	36,099	36,117	36,433	36,723	37,051	37,357	36,117	37,357
책임준비금	33,425	33,236	33,086	33,121	33,429	33,723	34,049	34,356	33,121	34,356
장기보험 CSM 잔액	10,956	11,199	11,569	12,554	12,775	12,993	13,209	13,223	12,554	13,223
자본총계	7,587	8,080	8,461	8,378	8,795	9,223	9,631	9,643	8,378	9,643
해약환급금준비금	1,632	1,917	2,267	2,535	2,762	2,956	3,121	3,262	2,535	3,262
ROE (%)	20.9	23.3	17.9	10.6	19.4	19.0	17.3	13.7	16.9	17.6

자료: DB 손해보험, SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	수정 후		1,497	1,607	1,684
	수정 전		1,705	1,846	2,040
	증감률(%)		-12.2%	-12.9%	-17.5%
투자손익	수정 후		459	479	499
	수정 전		467	398	439
	증감률(%)		-1.8%	20.4%	13.9%
세전이익	수정 후		1,963	2,092	2,189
	수정 전		2,180	2,250	2,485
	증감률(%)		-9.9%	-7.0%	-11.9%
당기순이익	수정 후		1,485	1,583	1,657
	수정 전		1,641	1,670	1,844
	증감률(%)		-9.5%	-5.2%	-10.2%

자료: DB 손해보험, SK 증권 추정

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>운용자산</b>			<b>41,248</b>	<b>42,929</b>	<b>44,826</b>
현금및예치금			634	756	890
유가증권			29,228	30,376	31,674
대출금			10,202	10,618	11,087
부동산			1,184	1,179	1,174
<b>비운용자산</b>			<b>2,999</b>	<b>3,008</b>	<b>2,934</b>
특별계정자산			10	10	10
<b>자산총계</b>			<b>44,495</b>	<b>47,000</b>	<b>49,702</b>
<b>책임준비금</b>			<b>33,121</b>	<b>34,356</b>	<b>35,737</b>
CSM잔액(원수)			12,554	13,223	14,064
기타부채			2,986	2,991	2,991
특별계정부채			10	10	10
<b>부채총계</b>			<b>36,117</b>	<b>37,357</b>	<b>38,739</b>
<b>자본금</b>			<b>35</b>	<b>35</b>	<b>35</b>
신종자본증권			0	0	0
자본잉여금			38	38	38
이익잉여금			8,245	9,510	10,831
해약환급금준비금			2,535	3,262	3,644
자본조정			-152	-152	-152
기타포괄손익누계액			212	212	212
<b>자본총계</b>			<b>8,378</b>	<b>9,643</b>	<b>10,964</b>

## 주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>신계약 수익성</b>					
신계약보험료(월납)		146	162	158	159
신계약 CSM			2,825	2,806	2,829
신계약 CSM 배수			17.4	17.7	17.7
<b>CSM 관련 지표</b>					
기초CSM			11,735	12,554	13,223
CSM 조정 가점 변경			-1,103	-1,200	-1,000
신계약 CSM(원수)			2,825	2,806	2,829
CSM 이자부리			364	396	418
상각 전 CSM			13,821	14,556	15,470
CSM상각액			1,267	1,333	1,406
CSM상각률(%)			9.2	9.2	9.1
CSM 순증액			819	669	841
<b>투자이익 관련 지표</b>					
총 운용수익률			3.0	3.1	3.1
평가처분손익 제외 수익률			3.0	3.1	3.1
<b>손익구성</b>					
보험손익			76.6	77.0	77.1
CSM상각			65.1	64.2	64.7
투자손익			23.4	23.0	22.9
<b>자본적정성</b>					
지급여력비율(K-ICS)			212.9	214.7	218.4

자료: DB손해보험, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>보험손익</b>			<b>1,497</b>	<b>1,607</b>	<b>1,684</b>
장기보험			1,262	1,309	1,373
CSM 상각			1,273	1,340	1,412
RA해제			109	93	91
예실차			205	171	165
손실계약비용			-205	-175	-175
기타사업비 및 재보험 손익			-121	-120	-120
일반손해보험			-80	6	19
합산비용(IFRS17)			106	99	99
자동차보험			315	291	292
합산비용(IFRS17)			93	93	93
<b>투자손익</b>			<b>459</b>	<b>479</b>	<b>499</b>
자산운용손익			1,256	1,296	1,351
평가처분손익			-3	0	0
보험금융손익			-798	-817	-852
<b>영업이익</b>			<b>1,956</b>	<b>2,086</b>	<b>2,183</b>
영업외손익			8	5	6
<b>세전이익</b>			<b>1,963</b>	<b>2,092</b>	<b>2,189</b>
법인세비용			478	508	532
법인세율(%)			24.4	24.3	24.3
<b>당기순이익</b>			<b>1,485</b>	<b>1,583</b>	<b>1,657</b>

## 주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>성장성지표 (%)</b>					
운용자산증가율				4.1	4.4
CSM증가율				5.3	6.4
BPS증가율				15.1	13.7
보험손익증가율				7.4	4.8
투자손익증가율				4.4	4.3
영업이익증가율				6.7	4.7
세전이익증가율				6.5	4.7
당기순이익증가율				6.6	4.6
<b>주당지표(원)</b>					
EPS			20,979	22,364	23,401
BPS			118,332	136,202	154,854
EV(BV+CSM)			295,650	322,965	353,495
보통주 DPS		4,600	5,100	5,300	5,600
보통주 배당수익률(%)		7.0	6.1	6.6	7.0
<b>Valuation 지표</b>					
PER(배)			4.0	3.6	3.4
PBR(배)			0.71	0.59	0.52
P/EV(배)			0.28	0.25	0.23
ROE(%)			16.9	17.6	16.1
ROA(%)			3.3	3.5	3.4
배당성향(%)			20.6	20.1	20.3

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.08.24	매수	110,000원	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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024 년 01 월 17 일 기준)

매수	93.89%	중립	6.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

# 한화손해보험 (000370/KS)

## 개선된 K-ICS 비율로 주주 환원 기대감 확대

**SK증권 리서치센터**

### 매수(유지)

목표주가: 5,800 원(유지)

현재주가: 3,965 원

상승여력: 46.3%

### 경과조치 없이도 190% 수준까지 개선된 K-ICS 비율

한화손해보험의 2023E 예상 PBR 이 여전히 0.2 배를 하회하는 등 과도한 저평가가 지속되고 있다. 동사는 과거 자본 관련 우려 등으로 주주 환원을 장기간 시행하지 못하며 다른 손보사 대비 현저히 높은 할인율로 거래되어왔다. 다만 IFRS17 도입으로 자본 관련 우려는 전반적으로 완화되었고 판단하며 충분히 배당을 재개할 것으로 예상된다. K-ICS 비율에 있어 동사는 경과조치를 일부 적용하고 있어 배당 등에 대한 제약이 일부 존재하지만 3Q23 기준 K-ICS 비율이 경과조치를 적용하지 않더라도 대량해지위험에 대한 금융재보험 출재 등에 힘입어 약 190% 수준까지 개선된 상황인 만큼 향후 할인율 현실화 조치 등에도 크게 우려할 필요는 없을 것으로 예상된다.

### 본격적인 Re-rating 은 경과조치 해제 이후 예상

과거 대비 개선된 자본력을 바탕으로 주주 환원이 재개될 예정이나 전반적인 규모는 점진적인 개선을 보일 전망이다. 이는 1) 경과조치로 최대 배당성향이 업계 과거 5년 평균의 50%(약 17% 내외; 초과하여 배당 가능하나 경과조치 적용기간 축소) 이내로 제한되고 있으며, 2) 모회사가 보유한 전환우선주가 최대 발행가액의 7%까지 우선적으로 배당을 받을 권리를 보유하고 있기 때문이다. 보수적 관점에서 전환우선주 배당(발행가액의 7%)을 가정하여 전체 약 15%의 배당성향을 적용할 경우 보통주 기준 2023E DPS 는 약 250 원을 예상한다. 향후 경과조치 해제로 주주 환원에 대한 기대감이 더욱 명확해지는 시점에 본격적인 밸류에이션 Re-rating 을 전망한다.



Analyst  
**설용진**

s.dragon@sk.com  
3773-8610

### Company Data

발행주식수	11,674 만주
시가총액	463 십억원
주요주주	
한화생명보험(외3)	51.40%
자사주	0.10%

### Stock Data

주가(23/01/16)	3,965 원
KOSPI	2,497.59 pt
52주 최고가	5,150 원
52주 최저가	3,625 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

### 주가 및 상대수익률



### 4Q23 순이익 363억원 예상

한화손해보험의 4Q23 예상 순이익은 363 억원으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 타사와 동일하게 예실차 및 손실계약비용 악화로 장기보험 손익이 부진할 것으로 예상되며 일반/자동차보험 역시 계절적 영향이 나타날 전망이다. 투자손익의 경우 손상차손이 일부 예상되나 금리 하락에 따른 FVPL 자산 평가손익으로 상쇄되며 경상적 수준의 투자손익이 예상된다. 신계약 판매 측면에서 동사는 2023 년 중 한화생명금융서비스 등에 힘입어 시장을 크게 상회하는 성장세를 보여왔는데 2024 년에도 이러한 신계약 측면의 강점이 지속될 것으로 전망한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익	십억원				290	327	355
투자손익	십억원				83	67	68
영업이익	십억원				373	394	424
당기순이익	십억원				290	304	327
EPS	원				1,874	1,964	2,111
PER	배				2.2	2.0	1.9
PBR	배				0.19	0.17	0.16
ROE	%				9.5	8.9	8.9

분기별 실적 추정 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E
보험손익	92	109	57	32.9	99	101	83	43	290	327
장기보험	80	99	53	30.6	86	88	73	41	262	288
CSM 상각	94	95	96	97	97	99	101	104	381	402
RA 해제	18	19	18	13	13	13	13	13	69	53
예실차	-20	-7	-21	-5	5	5	-12	-12	-9	-15
손실계약비용	-27	-13	-46	-70	-25	-25	-25	-60	-157	-135
기타사업비 및 재보험 손익	15	6	6	-4	-4	-4	-4	-4	-21	-17
일반손해보험	-7	-4	-6	-2	1	1	-2	-2	-20	-2
자동차보험	19	14	10	5	13	13	11	5	47	41
투자손익	32	26	11	13.6	17	17	17	17	83	67
자산운용손익	131	131	113	115	116	118	117	117	491	469
평가처분손익	17	22	-7	0	0	0	0	0	32	0
보험금융손익	-99	-106	-102	-102	-100	-101	-101	-101	-408	-402
영업이익	123	135	68	46	116	118	100	60	373	394
영업외손익	1	1	0	0	0	0	0	0	2	1
세전이익	125	135	68	47	116	118	100	60	375	395
당기순이익	100	103	51.3	36.3	89	91	77	47	290	304
월납보험료(보장성 인보험)	3.7	5.5	5.7	5.4	5.5	5.6	5.7	5.8	5.1	5.6
자산총계	17,530	17,384	17,042	16,966	17,361	17,403	17,478	17,480	16,966	17,480
운용자산	16,494	16,406	16,160	16,160	16,530	16,487	16,472	16,477	16,160	16,477
비운용자산	1,035	978	882	929	905	916	910	912	929	912
부채총계	14,245	13,975	13,511	13,441	13,746	13,697	13,695	13,695	13,441	13,695
책임준비금	12,626	12,450	11,844	11,845	12,115	12,084	12,072	12,077	11,845	12,077
장기보험 CSM 잔액	3,715	3,804	3,844	3,865	3,948	4,034	4,121	4,151	3,865	4,151
자본총계	3,285	3,409	3,531	3,525	3,615	3,706	3,782	3,784	3,525	3,784
해약환급금준비금	1,570	1,635	1,700	1,753	1,798	1,837	1,871	1,901	1,753	1,901
ROE	14.1	14.1	6.5	4.4	10.7	10.6	8.8	5.3	9.5	8.9

자료: 한화손해보험, SK증권 추정

실적 추정치 변경

		2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	수정 후		290	327	355
	수정 전		279	301	360
	증감률(%)		3.9%	8.6%	-1.3%
투자손익	수정 후		83	67	68
	수정 전		131	139	137
	증감률(%)		-37.1%	-51.6%	-50.0%
세전이익	수정 후		375	395	425
	수정 전		412	440	498
	증감률(%)		-9.0%	-10.2%	-14.6%
당기순이익	수정 후		290	304	327
	수정 전		318	335	378
	증감률(%)		-8.8%	-9.2%	-13.5%

자료: 한화손해보험, SK증권 추정

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>운용자산</b>			<b>16,160</b>	<b>16,477</b>	<b>16,774</b>
현금및예치금			578	616	653
유가증권			12,163	12,382	12,584
대출금			3,167	3,229	3,287
부동산			252	251	250
<b>비운용자산</b>			<b>929</b>	<b>912</b>	<b>909</b>
특별계정자산			0	0	0
<b>자산총계</b>			<b>16,966</b>	<b>17,480</b>	<b>17,977</b>
<b>책임준비금</b>			<b>11,845</b>	<b>12,077</b>	<b>12,295</b>
CSM잔액(원수)			3,865	4,151	4,473
기타부채			1,596	1,618	1,620
특별계정부채			0	0	0
<b>부채총계</b>			<b>13,441</b>	<b>13,695</b>	<b>13,914</b>
<b>자본금</b>			<b>774</b>	<b>774</b>	<b>774</b>
신종자본증권			234	234	234
자본잉여금			67	67	67
이익잉여금			2,273	2,532	2,811
해약환급금준비금			1,753	1,901	1,984
자본조정			-1	-1	-1
기타포괄손익누계액			178	178	178
<b>자본총계</b>			<b>3,525</b>	<b>3,784</b>	<b>4,063</b>

## 주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>신계약 수익성</b>					
신계약보험료(월납)		45	65	72	77
신계약 CSM			637	705	761
신계약 CSM 배수			9.8	9.8	9.8
<b>CSM 관련 지표</b>					
기초CSM			3,728	3,865	4,151
CSM 조정 가점 변경			-253	-160	-160
신계약 CSM(원수)			637	705	761
CSM 이자부리			136	146	157
상각 전 CSM			4,249	4,555	4,908
CSM상각액			384	405	435
CSM상각률(%)			9.0	8.9	8.9
CSM 순증액			137	286	323
<b>투자이익 관련 지표</b>					
총 운용수익률			3.1	2.9	2.9
평가치분손익 제외 수익률			2.9	2.9	2.9
<b>손익구성</b>					
보험손익			77.8	82.9	83.8
CSM상각			102.3	102.0	102.0
투자손익			22.2	17.1	16.2
<b>자본적정성</b>					
지급여력비율(K-ICS)			185.8	187.9	190.7

자료: 한화손해보험, SK증권 추정

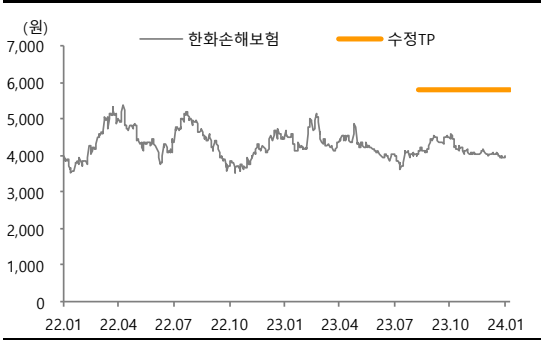
## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>보험손익</b>			<b>290</b>	<b>327</b>	<b>355</b>
장기보험			262	288	316
CSM 상각			381	402	432
RA해제			69	53	51
예실차			-9	-15	-14
손실계약비용			-157	-135	-135
기타사업비 및 재보험 손익			-21	-17	-17
일반손해보험			-20	-2	-2
합산비용(IFRS17)			26	101	101
자동차보험			47	41	41
합산비용(IFRS17)			24	94	94
<b>투자손익</b>			<b>83</b>	<b>67</b>	<b>68</b>
자산운용손익			491	469	478
평가치분손익			32	0	0
보험금융손익			-408	-402	-409
<b>영업이익</b>			<b>373</b>	<b>394</b>	<b>424</b>
영업외손익			2	1	1
<b>세전이익</b>			<b>375</b>	<b>395</b>	<b>425</b>
법인세비용			85	91	98
법인세율(%)			22.6	23.1	23.2
<b>당기순이익</b>			<b>290</b>	<b>304</b>	<b>327</b>

## 주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>성장성지표 (%)</b>					
운용자산증가율			1.5	2.0	1.8
CSM증가율			3.7	7.4	7.8
BPS증가율			17.3	7.9	7.8
보험손익증가율			-31.2	12.6	8.8
투자손익증가율			237.4	-18.7	1.9
영업이익증가율			-16.5	5.6	7.6
세전이익증가율			-17.3	5.4	7.6
당기순이익증가율			5.3	4.8	7.5
<b>주당지표(원)</b>					
EPS			1,874	1,964	2,111
BPS			21,269	22,944	24,742
EV(BV+CSM)			61,299	65,966	71,114
보통주 DPS		0	250	270	300
보통주 배당수익률(%)		0.0	6.2	6.8	7.6
<b>Valuation 지표</b>					
PER(배)			2.2	2.0	1.9
PBR(배)			0.19	0.17	0.16
P/EV(배)			0.07	0.06	0.06
ROE(%)			9.5	8.9	8.9
ROA(%)			1.7	1.8	1.8
배당성향(%)			14.6	14.7	14.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격	괴리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.08.24	매수	5,800원	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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024 년 01 월 17 일 기준)

매수	93.89%	중립	6.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------