

보험

내년에는 좀 더 편해질 투자 판단

박혜진 heejin.park@daishin.com



보험

- 4차에 걸쳐 보험개혁회의 결과가 발표, 제도 개선으로 CSM잔액 감소, 신계약 매출 감소, BEL 증가, K-ICS비율 하락 압력은 예정된 상황
- 재무적으로 영향이 큰 무/저해지 보험 해지율, 단기납 종신보험 해지율 가정 변경을 중심으로 업계 전체적으로 CSM 잔액이 +3.8% 증가에 그칠 것으로 예상. 마진 하락에 따른 보험료 인상으로 건강보험 신계약 매출이 하락하여 궁극적으로 CSM상각익이 감소, 전체 순이익 감소에 영향
- 다만 이러한 규제 강화는 부채의 퀄리티와 편더멘탈이 견조한 기업을 더 돋보이도록 하는 결과. 따라서 보험사 가치판단이 더욱 쉬워질 것으로 예상
- 생명보험사는 주력으로 판매하던 단기납종신보험의 판매 위축이 불가피해 CSM배수가 높은 제 3보험에 집중할 것. 다만, 손해보험사도 주력하고 있는 시장이기에 경쟁 과열이 예상되며, 금감원의 GA 차익거래금지 확대, 동일담보 합산한도 제한으로 시책비용을 통한 신계약 확보도 어려운 상황
- 따라서 내년 신계약의 향방은 전속 설계사 비중이 높거나, 보장 시점, 보장 횟수, 납입면제, 인수기준 등 상품 경쟁력을 높여 배타적 사용권을 많이 취득하는 회사에 유리할 것
- 자동차 보험 손익은 차량 고급화, 전장화 등에 따른 부품 및 수리비 상승, 지난해 보험료 인하와 정부의 상생금융 기조 지속이 맞물리며 손해율 상승 추세 이어질 것으로 감소 불가피
- 투자손익은 금리 하락에 따라 FVPL자산 평가이익이 발생하고, 회사별로 매각익 실현하여 계리적 가정 변경 따른 보험이익 감소를 방어할 것으로 예상되어 '24년 대비 소폭 증가 전망
- 제도 변화가 '25년부터 본격적으로 시행되기 때문에 '24년 귀속되는 배당은 현금이 우선시 될 것. DB손해보험, 내년 상반기 밸류업 공시 예정인 삼성생명/화재의 DPS 안정적 증가 전망
- 최선호주는 자본비율과 영업적 우위에 있는 삼성생명, 삼성화재 유지

변칙 운용 제한, 회계 투명성 증대로 진성 가치 드러날 것

보험업종 투자의견은 Overweight, Top-Picks는 삼성생명, 삼성화재 유지

- 커버리지 합산 2025년 순이익 '24년 대비 -6.3% 감소한 9.3조원 전망
- 무/저해지 보험 해지율 가정 변경, 단기납 종신보험 해지율 가정 변경에 따라 업계 전체적으로 CSM 잔액이 +3.8% 증가에 그칠 것으로 예상되고, 마진 하락에 따른 보험료 인상으로 건강보험 신계약 매출이 하락하여 궁극적으로 CSM상각익이 감소, 전체 순이익 감소에 영향
- 다만 이러한 규제 강화는 부채의 퀄리티와 편더멘탈이 견조한 기업을 더 돋보이도록 하는 결과. 따라서 보험사 가치판단이 더욱 쉬워질 것으로 예상
- 제도 변화가 '25년부터 본격적으로 시행되기 때문에 '24년 귀속되는 배당은 현금이 우선시 될 것. 주지하다시피 삼성생명/화재는 내년 상반기 밸류업 공시 예정. 삼성생명/화재, DB손해보험의 DPS 안정적으로 증가 전망
- 최선호주는 자본비율과 영업적 우위에 있는 삼성생명, 삼성화재 유지

당사 Universe 보험의 실적 전망 및 투자의견

(단위: 십억원, %, 배)

| 종목 | 삼성생명 | | 삼성화재 | | 메리츠금융지주 | | DB손해보험 | | 현대해상 | |
|----------------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|-------|
| 투자의견 | BUY | | BUY | | BUY | | BUY | | BUY | |
| 목표주가 | 125,000 | | 420,000 | | 120,000 | | 120,000 | | 44,000 | |
| 현재가 (11/12) | 101,000 | | 344,000 | | 104,000 | | 104,000 | | 28,950 | |
| Upside | 23.76% | | 22.09% | | 15.38% | | 15.38% | | 51.99% | |
| | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E |
| CSM | 12,444 | 12,819 | 13,470 | 14,131 | 10,702 | 10,872 | 12,722 | 13,324 | 8,990 | 9,380 |
| 보험손익 | 1,468 | 1,450 | 2,131 | 2,001 | 1,645 | 1,556 | 1,952 | 1,804 | 1,417 | 1,243 |
| 순이익 | 2,679 | 2,526 | 2,211 | 2,069 | 2,431 | 2,645 | 627 | 647 | 1,264 | 1,141 |
| %oy | 115.4% | -5.7% | 21.4% | -6.4% | 17.6% | 8.8% | 25.4% | 3.2% | 56.8% | -9.7% |
| ROE | 5.8 | 5.3 | 13.2 | 11.7 | 23.0 | 22.4 | 21.7 | 17.5 | 21.3 | 16.8 |
| PBR | 0.43 | 0.41 | 0.83 | 0.78 | 1.61 | 1.36 | 0.75 | 0.65 | 0.46 | 0.40 |
| PER | 7.4 | 7.9 | 6.3 | 6.7 | 7.0 | 6.0 | 3.4 | 3.7 | 2.1 | 2.4 |

자료 : 대신증권 Research Center

[장기보험] CSM잔액, 신계약, K-ICS비율 모두 ↓

보험건전성 감독 강화, CSM감소, 부채 증가, 이익 감소 불가피

- 4차에 걸쳐 보험개혁회의 결과가 발표, 과당경쟁 방지와 건전성 강화가 현재까지 주요 쟁점
- 발표된 방안: 1) 해약환급금준비금 제도 개선, 2) K-ICS해지 위험액 정교화/ 사업비 집행 합리화 , 3) 무/저해지 상품 해지율 가정/ 연령대별 손해율 가정. 부채 할인율 인하는 이미 단계적으로 시행 중
- 재무적으로 가장 영향이 큰 건은 11월 7일 발표된 무/저해지 상품 해지율 가정이며 이에 따라 CSM잔액 감소할 수밖에 없음. 해지율이 높을수록 유리한 상품 특성상 해지율을 거의 0에 수렴하도록 하는게 금융당국의 의지이기 때문. 다만 로그-리니어 모형 0.1% 수렴 원칙을 적용하여 최악은 피함(최악의 가정은 리니어-로그 0.1% 수렴 이었음)
- 제도 개선으로 CSM잔액 감소, 신계약 매출 감소, BEL증가, K-ICS비율 하락은 예정된 상황. 그러나 한 편으로 가장 큰 변화를 야기하는 제도 개선이 마무리됨으로써 IFRS17 회계제도가 안정화되길 기대

보험개혁회의 주요 논의 사항

| 보험사 자본비율 하락 요인 | CSM 영향 | BEL 영향 | K-ICS 비율 영향 | 손익 영향 |
|---|--------|--------|-------------|------------------|
| 할인율 제도 개선 3가지 유동성 프리미엄 축소, 장기선도금리 조정폭 확대, 최종관찰만기 30년 확대 | ↓ | ↑ | ↓ | - |
| 해약환급금 준비금 제도 개선 K-ICS비율 200% 상회하는 보험사에 한해 적립률 축소(예시: 80%) | | | | |
| K-ICS 해지 위험액 정교화 무/저해지 환급형 상품 해지위험액 분리 산출 ex) 해지시 순자산이 증가하는 경우 해지율 40% 하락 충격 적용 해지시 순자산이 감소하는 경우 해지율 +35%p 가산 적용 | ↓ | ↑ | ↓ | - |
| 사업비 집행 합리화 사업비 수지차현황(실제 현금 유출입) 업무보고서 마련 (IFRS17도입되면서 폐지되었음) | ↑ | - | - | 사업비 예실차 개선 가능성 큼 |
| 무저해지 상품 해지율 가정 납입 중 로그-선형모형(수렴점 0.1%)을 원칙 적용. 타 모형 적용 시 차이 상세 공시 완납 후 해약환급금 계단식 발생에 해지증가효과 반영, 해외통계 고려해 최종해지율 추정 | ↓ | ↑ | ↓ | 장기보험 이익 감소 |
| 단기납 종신보험 추가해지 상승 30% 이상으로 보너스 지급시점 추가해지 설정 ex) 표준형 상품의 누적유지율로 해지 수준 역산 또는 각 사가 합리적인 수준 선택 | ↓ | ↑ | ↓ | 보험서비 스손익 감소 |
| 연령대별 손해율 가정 적용 전 상품에 대해 각 담보별로 평균 손해율 아닌 연령대별 손해율 가정치 검토 | ↓ | ↑ | ↓ | ? |

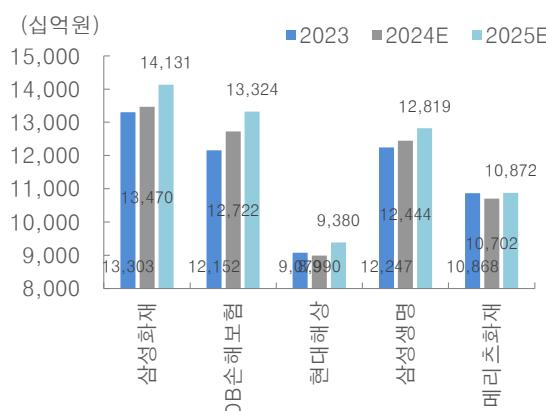
자료: 금융위원회, 대신증권 Research Center

[장기보험] 해지율 `0'에 수렴하면 보험료 인상 불가피

신계약 매출 감소할 수 밖에 없으나 보험료 인상으로 마진은 오히려 방어

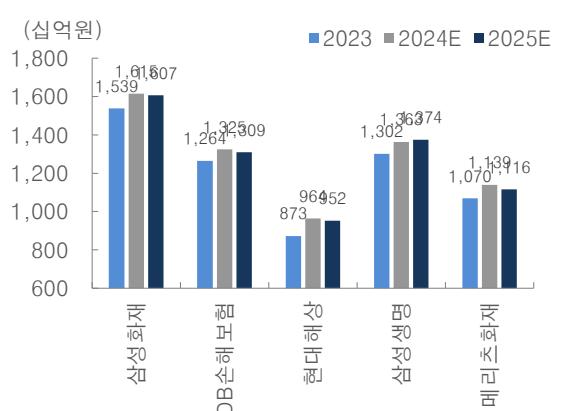
- 우리는 무/저해지상품 해지율이 상향됨에 따라 2024년 4분기 커버리지 평균적으로 4.7%의 CSM이 감소할 것으로 예상. 또한 상품 마진이 하락할 수 밖에 없어 보험료 인상이 불가피. 신계약 매출 역시 감소할 것으로 추정. 다만 보험료 인상으로 장기보험 배수율은 플랫 혹은 오히려 상승할 가능성도 존재
- 따라서 신계약 CSM은 소폭 감소에 그칠 것이나 CSM잔액 자체가 감소하여 CSM 상각익은 감소가 불가피. 그러나 사업비 수지차현황이 보고되면서 금감원이 권고한 일정비율 이상의 수수료 집행이 어려울 것으로 예상. 사업비 예실차익은 '24년보다 개선될 가능성이 큼
- 커버리지 5사 합산 CSM잔액은 '24년 대비 +3.8% 증가한 60.5조원, CSM상각익은 6.4조원(YoY -0.8%), 장기보험손익은 7.24조원(YoY -5.5%) 전망

커버리지 5사 기말 CSM 전망



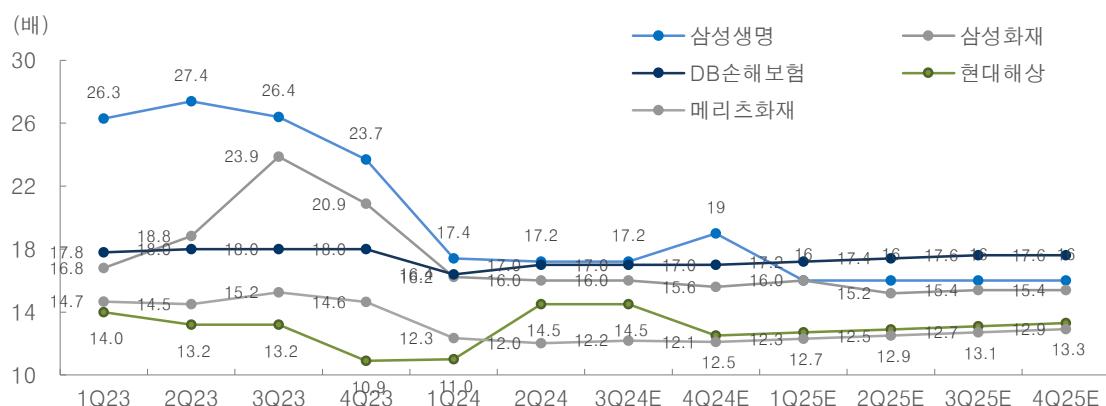
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

커버리지 5사 신계약 CSM 전망



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

커버리지 5사 보장성인보험 배수율 전망



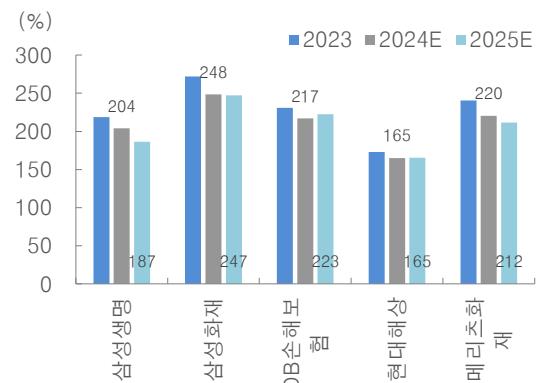
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

커버리지 5사 CSM 상각의 전망



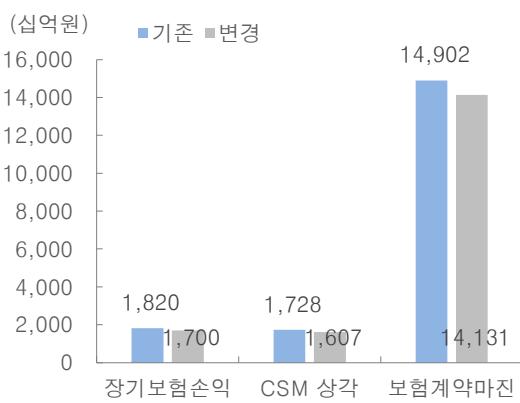
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

커버리지 5사 K-ICS비율 전망



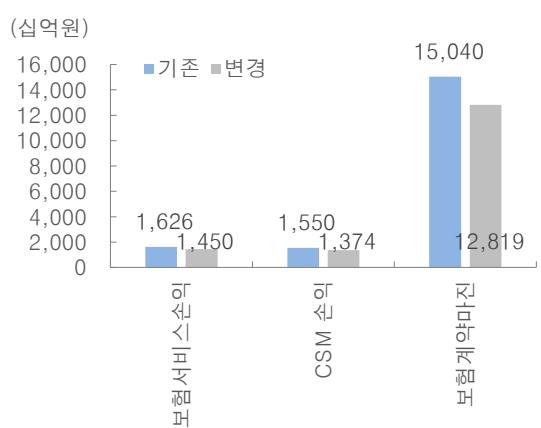
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

삼성화재 계리적 가정 적용 주요 추정 변화



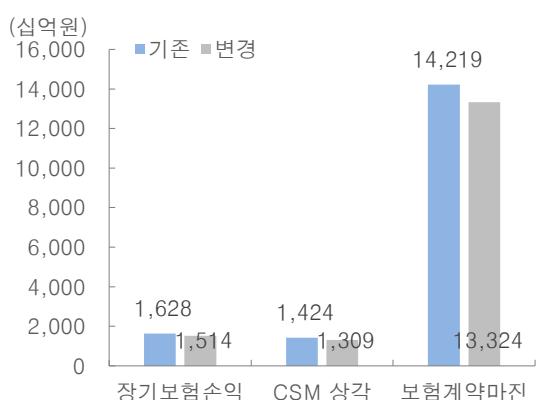
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

삼성생명 계리적 가정 적용 주요 추정 변화



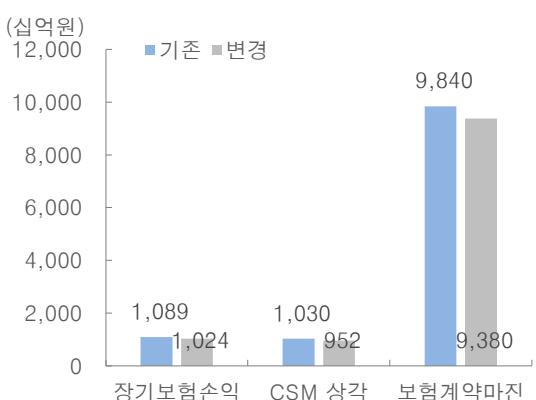
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

DB손해보험 계리적 가정 적용 주요 추정 변화



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

현대해상 계리적 가정 적용 주요 추정 변화



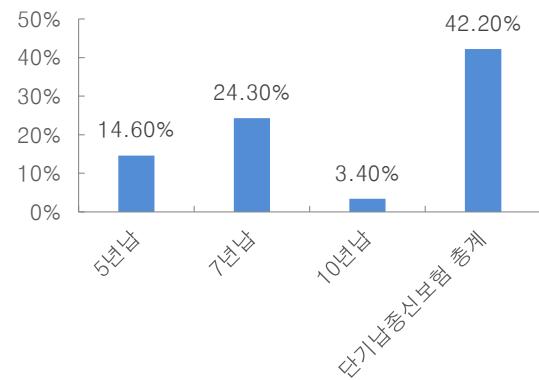
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

[장기보험] 제 3보험시장 경쟁 과열 불가피, 상품 차별화로 대응

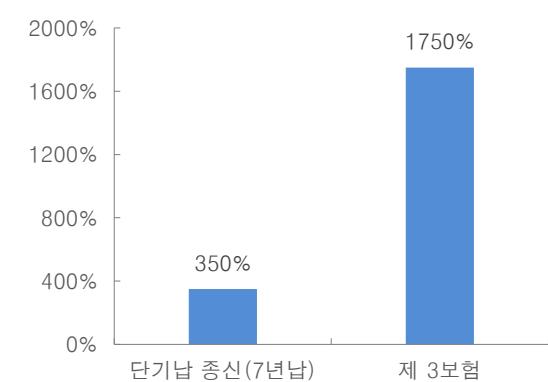
생보사 단기납종신 매출 축소 예상, 제 3보험 확대할 수 밖에, 건강보험 시장 과열 불가피

- 그동안 생명보험사가 주력으로 판매하던 단기납종신보험의 판매 위축이 불가피, 1) 무/저해지 보험 해지율 가정 하락 시 5년납 상품의 경우 손실 계약이 될 가능성성이 크고, 2) 금리 하락으로 현금유출액이 증가하여 CSM이 감소하기 때문
- 따라서 환급강화형 종신보험을 대체상품으로 모색하거나 제 3보험을 확대할 수 밖에 없음. 그러나 단기납 종신 7년납의 경우 CSM배수가 3~4배인데 비해 제 3보험의 경우 15~20배로 월등히 높기 때문에 제 3보험에 집중할 수 밖에 없음
- 그러나 장기요양 및 치매 간병보험 등 제 3보험은 이미 손해보험사도 주력하고 있는 시장이기에 경쟁 과열될 수밖에 없는데, 금감원이 1) GA 차익거래금지를 보험계약 전 기간으로 확대시키고, 2) 동일담보 합산한도를 제한할 예정이기에 마냥 시책비용을 빼서 신계약을 확보할 수도 없는 상황
- 따라서 내년 신계약의 향방은 전속 설계사 비중이 높거나, 보장 시점, 보장 횟수, 납입면제, 인수기준 등 상품 경쟁력을 높여 배타적 사용권을 많이 취득하는 회사에 유리할 것

생명보험사 전체 실적 대비 단기납 종신 비율



상품별 CSM배수율 비교



자료: 보험저널, 대신증권 Research Center

자료: 보험저널, 대신증권 Research Center

신계약 경쟁 과열 제한하기 위한 조치

| | |
|---------------|--|
| 차익거래금지 전기간 확대 | 기존 1년에서 보험계약 전기간 확대 방침 초년도 수수료 1200%를 변칙운용으로 특정회차(13,15회차)에 몰아서 지급되던 시책비 지급 방식이 2차년도 이후로 이연될 가능성 특정시점에 환급률을 올리는 '유지보너스'같은 인위적인 설계 어려워질 것 |
| 동일담보 합산한도 제한 | 여러 개 보험에 가입하더라도 동일한 보장을 제공하는 상품들의 보험금이 일정한도를 초과하지 못함 보장중복 가입 제한으로 신계약 영업 제한 불가피 |

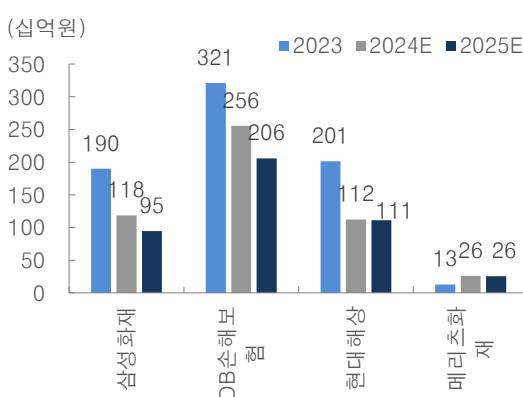
자료: 금융위원회, 대신증권 Research Center

[일반&자동차 보험] 자보 손익 감소/일반보험 손익 증가 전망

자보 정비수가 인상, 손해율 상승세로 손익 감소/일반보험 고액사고 기저효과 이익 증가 예상

- 지난해 보험료 인하, 정비수가 인상에 따라 올해 내내 자동차보험 손해율은 YoY 상승세가 지속, 특히 9월에는 커버리지 4사 기준 86.4% 기록하였는데, 지난해 대비 +4.1%p 나 상승
- 3분기 커버리지 평균 손해율은 83.8%로 올 들어 가장 높은 수치를 기록, 일부 중소형 보험사는 자보 손익이 적자를 기록할 가능성도 존재
- 최근 자보 손해율에 영향을 주는 요인은 폭염, 폭우 등 계절적인 요인보다 차량 고급화, 전장화 등으로 부품 및 수리비가 상승하였고, 지난해 보험료를 인하한 탓에 손해율 상승 추세가 꺾이기 어려움
- 정부는 지난해부터 상생금융을 강조하고 있어 보험료 인상도 쉽지 않을 전망. 손해율 상승 추세는 내년까지 이어질 가능성이 커 자보 손익은 감소가 불가피. 커버리지 합산 자보 손익은 4,120억원(YoY -15.3%) 전망
- 일반보험 손익은 DB손해보험(하와이/괌 해외법인 화재 고액사고) 제외 큰 이슈는 없을 것으로 예상

커버리지 손보사 자동차보험 손익 전망



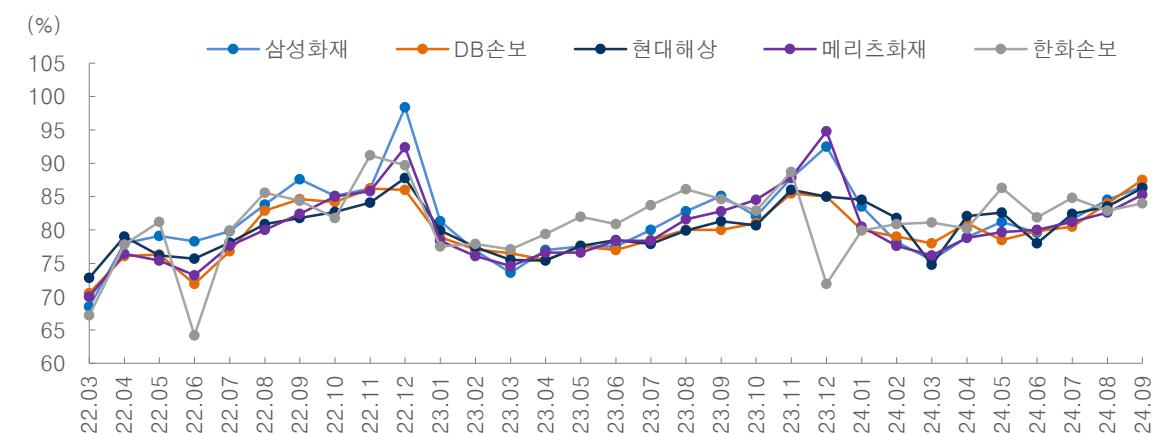
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

커버리지 손보사 일반보험 손익 전망



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

주요 손보사 자동차보험 손해율 추이



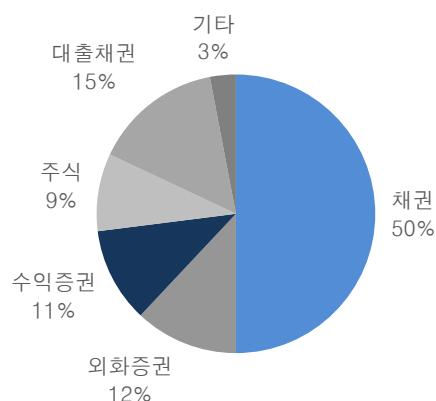
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

[투자손익] 안정적 수준 유지, 금리하락으로 약간의 평가이익 전망

커버리지 합산 투자이익 4.6조원(YoY +2.5%) 전망

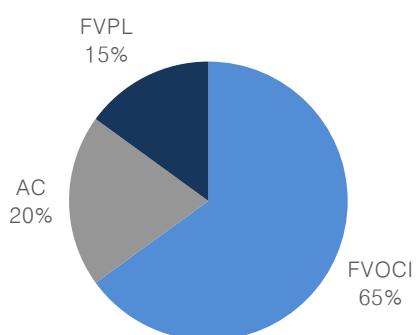
- 보험사 투자손익의 변동성은 금융상품평가손익에서 발생. 생명보험사 전체 이자/배당손익은 5.5조원으로 안정적이나 금융상품평가손익은 -3~6조원으로 편차가 큼
- 손보사 역시 이자/배당손익은 연간 2조원으로 안정적이나 금융상품평가손익은 -0.4~0.4조원으로 변동성이 높음
- 커버리지 5사의 FVPL자산 비중은 15~22% 정도로 금리 하락에 따른 평가이익 발생할 것으로 예상되고, 계리적 가정 변경으로 보험이익이 감소함에 따라 회사별로 매각의 실현하여 이익 감소를 방어할 것으로 전망
- 따라서 투자손익은 '24년 대비 소폭 증가 전망

생명보험사 전체 운용자산 구성 현황



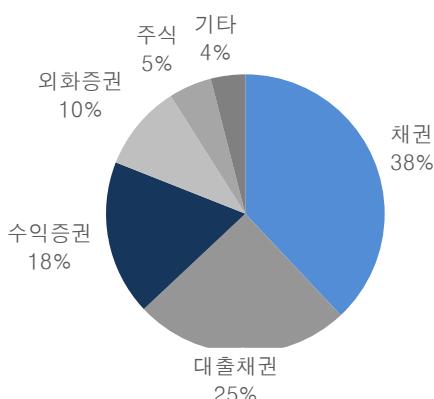
자료: 보험연구원, 대신증권 Research Center *'24년 6월말 기준

생보사 유가증권/대출채권 계정별 비중



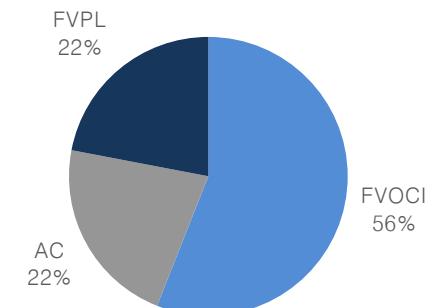
자료: 보험연구원, 대신증권 Research Center *'24년 6월말 기준

손해보험사 전체 운용자산 구성 현황



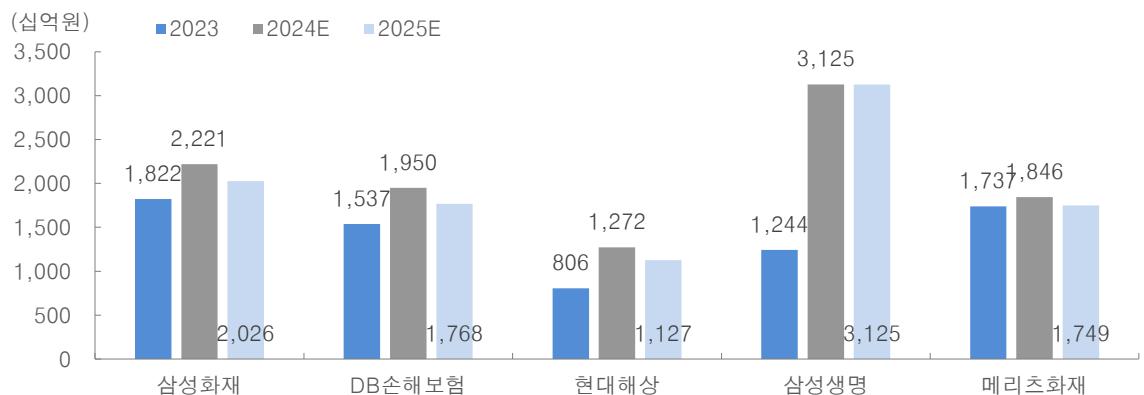
자료: 보험연구원, 대신증권 Research Center *'24년 6월말 기준

손보사 유가증권/대출채권 계정별 비중



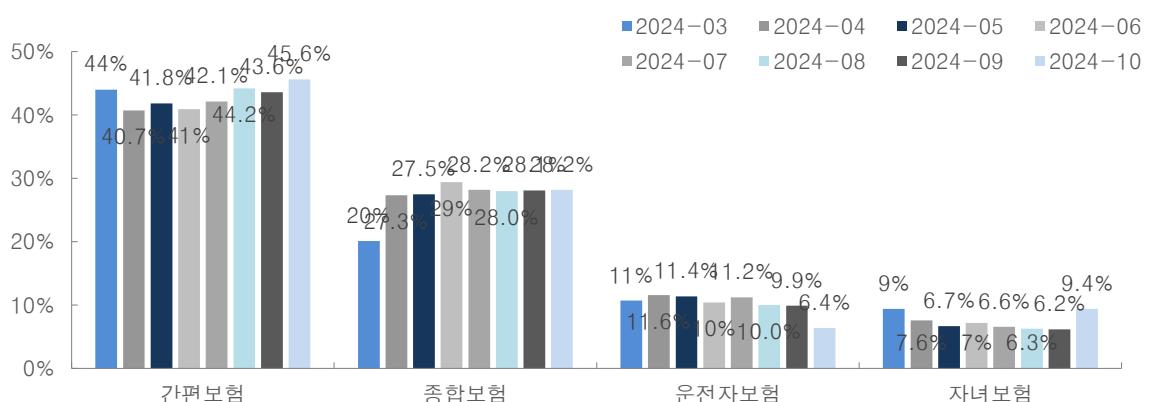
자료: 보험연구원, 대신증권 Research Center *'24년 6월말 기준

커버리지 보험사 투자손익 전망



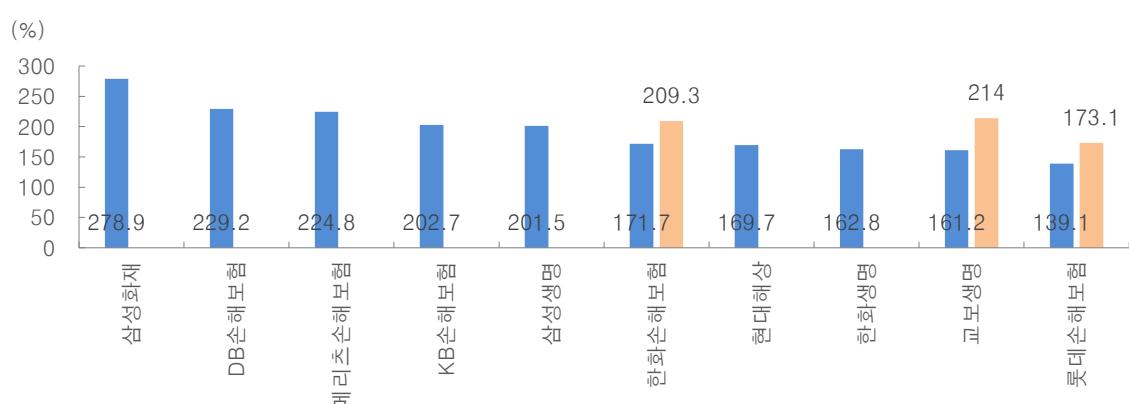
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

손해보험 건강보험 상위 판매 상품



자료: 보험저널, 대신증권 Research Center

국내 주요 보험사 2024년 6월말 기준 K-ICS비율 현황



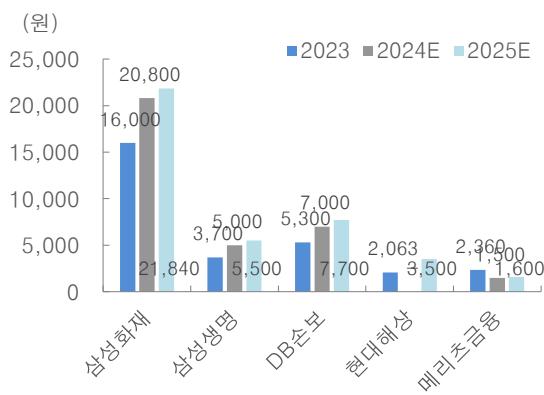
자료: 금융감독원, 대신증권 Research Center *빨간막대는 경과조치 적용 후 비율

[자본정책] '24년은 현금배당 우선시 될 듯, 자사주 카드는 '25년 기대

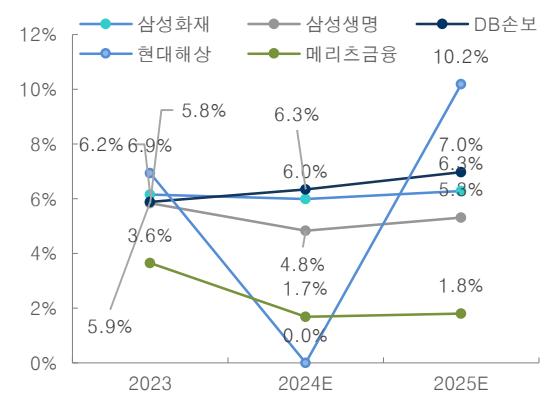
삼성생명/화재, DB손해보험 DPS 안정적 우상향 전망

- 무/저해지, 단기납 상품 계리적 가정 변경이 '25년부터 본격적으로 시행됨에 따라 보험사의 CSM, BEL, K-ICS비율에 영향, 따라서 재무적 영향이 모두 반영된 이후 배당정책에 대한 구체적인 계획을 제시할 수 있을 것
- 이미 삼성생명과 삼성화재는 밸류업을 포함한 자본정책 계획을 '25년 상반기중 발표할 것임을 시사, 따라서 '24년 귀속될 배당정책에서 메리츠금융지주 제외 자사주 매입/소각을 발표할 보험사는 없음
- 따라서 '24년은 현금배당이 우선시 될 것이고 커버리지 평균 배당수익률은 3.8%, '25년 6.1% 전망
- '24년은 현대해상 배당금 지급이 불가하고 메리츠금융지주가 예상을 상회하는 자사주 매입 규모를 발표함에 따라 DPS 감소가 불가피하기 때문
- 현대해상은 해약환급금준비금 증가, 연결기타포괄손실 확대에 따라 배당가능재원이 부족하였으나 후순위채 발생, 상품 믹스 조정, 재보험 출자, 이익잉여금 누적 등으로 '25년말 배당가능재원 7,570억원 발생 가능할 것으로 추정, 이에 따라 현금 배당 가능할 것으로 전망

커버리지 DPS 전망



커버리지 배당수익률 전망



자료: 대신증권 Research Center

자료: 대신증권 Research Center

회사별 주요 자본정책

| | |
|---------|---|
| DB손해보험 | K-ICS비율 구간별 자본정책 제시, 200~220% 구간이면 5년내 환원율 35%까지 상향 |
| 삼성생명 | 종장기 환원율 50% 제시 |
| 메리츠금융지주 | 2023년~2025년까지 총 주주환원율 연결 당기순이익의 50% 제시 |
| 삼성화재 | 25년 상반기 중 발표 예정 |
| 현대해상 | 3분기 실적발표 시 제시 예정 |

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

커버리지 부문별 실적 전망

| | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24E | 4Q24E | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2024E | 2025E | YoY | |
|----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|----------|
| 장기 보험 손익 | 삼성화재 | 446 | 459 | 465 | 409 | 430 | 395 | 441 | 434 | 1,779 | 1,700 | -4.4% |
| | DB손해 보험 | 448 | 393 | 370 | 369 | 367 | 372 | 389 | 385 | 1,580 | 1,514 | -4.2% |
| | 현대해상 | 444 | 290 | 225 | 234 | 250 | 252 | 265 | 257 | 1,193 | 1,024 | -14.2% |
| | 삼성생명 | 268 | 444 | 445 | 312 | 306 | 388 | 435 | 320 | 1,468 | 1,450 | -1.3% |
| | 메리츠 화재 | 427 | 442 | 422 | 354 | 388 | 389 | 388 | 391 | 1,645 | 1,556 | -5.4% |
| | 계 | 2,033 | 2,028 | 1,927 | 1,677 | 1,741 | 1,797 | 1,918 | 1,787 | 7,665 | 7,243 | -5.5% |
| CSM 상각 | 삼성화재 | 396 | 404 | 414 | 401 | 383 | 391 | 414 | 419 | 1,615 | 1,607 | -0.5% |
| | DB손해 보험 | 327 | 336 | 336 | 325 | 313 | 318 | 337 | 341 | 1,325 | 1,309 | -1.2% |
| | 현대해상 | 239 | 237 | 249 | 239 | 227 | 229 | 247 | 249 | 964 | 952 | -1.3% |
| | 삼성생명 | 317 | 345 | 350 | 351 | 321 | 343 | 351 | 359 | 1,363 | 1,374 | 0.8% |
| | 메리츠 화재 | 289 | 287 | 287 | 276 | 278 | 279 | 278 | 281 | 1,139 | 1,116 | -2.0% |
| | 계 | 1569 | 1610 | 1636 | 1592 | 1522 | 1560 | 1626 | 1649 | 6,406 | 6,358 | -0.8% |
| 예실차 | 삼성화재 | 61 | 80 | 64 | 27 | 13 | 16 | 16 | 231 | 61 | -73.6% | |
| | DB손해 보험 | 22 | 77 | -2 | 8 | 18 | 19 | 17 | 8 | 105 | 62 | -40.8% |
| | 현대해상 | -47 | 32 | -23 | -5 | 23 | 23 | 18 | 8 | -44 | 72 | -264.4% |
| | 삼성생명 | -14 | 60 | 36 | -80 | -25 | -1 | 26 | -80 | 2 | -81 | -5137.5% |
| | 메리츠 화재 | 97 | 115 | 95 | 38 | 70 | 70 | 70 | 70 | 345 | 280 | -18.9% |
| | 계 | 118 | 364 | 170 | -12 | 100 | 126 | 147 | 22 | 640 | 395 | -38.3% |
| 손실 부담 계약 관련 비용 | 삼성화재 | 16 | 12 | 11 | 26 | 13 | 13 | 11 | 16 | 65 | 53 | -19.2% |
| | DB손해 보험 | -94 | -36 | -4 | 3 | 16 | -14 | -7 | -25 | -131 | -30 | -76.8% |
| | 현대해상 | -226 | 2 | -15 | -15 | -15 | -15 | -15 | -15 | -254 | -60 | -76.4% |
| | 삼성생명 | -115 | -41 | -21 | -39 | -70 | -33 | -21 | -39 | -216 | -163 | |
| | 메리츠 화재 | 7 | | | | | | | | | | |
| | 계 | -413 | -62 | -29 | -25 | -56 | -49 | -32 | -64 | -529 | -201 | -62.0% |
| 투자 손익 | 삼성화재 | 293 | 226 | 184 | 105 | 360 | 241 | 156 | 109 | 809 | 867 | 7.2% |
| | DB손해 보험 | 204 | 171 | 161 | 91 | 219 | 133 | 194 | 101 | 627 | 647 | 3.2% |
| | 현대해상 | 108 | 96 | 50 | 48 | 72 | 86 | 99 | 44 | 302 | 300 | -0.6% |
| | 삼성생명 | 563 | 550 | 460 | 444 | 505 | 604 | 455 | 446 | 2,018 | 2,011 | -0.3% |
| | 메리츠 화재 | 203 | 193 | 191 | 120 | 222 | 210 | 196 | 120 | 706 | 749 | 6.0% |
| | 계 | 1,371 | 1,236 | 1,046 | 809 | 1,378 | 1,274 | 1,100 | 821 | 4,462 | 4,573 | 2.5% |
| 당기 순이익 | 삼성화재 | 702 | 612 | 528 | 368 | 677 | 528 | 488 | 376 | 2,211 | 2,069 | -6.4% |
| | DB손해 보험 | 583 | 541 | 443 | 360 | 489 | 421 | 493 | 374 | 1,927 | 1,777 | -7.8% |
| | 현대해상 | 477 | 356 | 225 | 206 | 292 | 297 | 310 | 241 | 1,264 | 1,141 | -9.7% |
| | 삼성생명 | 663 | 789 | 679 | 548 | 592 | 724 | 650 | 560 | 2,679 | 2,526 | -5.7% |
| | 메리츠 화재 | 491 | 507 | 470 | 371 | 469 | 462 | 450 | 397 | 1,839 | 1,778 | -3.3% |
| | 계 | 2,917 | 2,804 | 2,345 | 1,853 | 2,519 | 2,433 | 2,391 | 1,948 | 9,919 | 9,291 | -6.3% |

자료: 각사, 대신증권 Research Center

커버리지 CSM관련

| (단위: 십억원, 배, %) | | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2023 | 2024E | 2025E | YoY |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 기말 CSM | 삼성화재 | 13,758 | 14,011 | 14,204 | 14,131 | 13,303 | 13,470 | 14,131 | 4.9% |
| | DB손해보험 | 12,908 | 13,056 | 13,217 | 13,324 | 12,152 | 12,722 | 13,324 | 4.7% |
| | 현대해상 | 9,085 | 9,177 | 9,281 | 9,380 | 9,079 | 8,990 | 9,380 | 4.3% |
| | 삼성생명 | 12,557 | 12,686 | 12,830 | 12,819 | 12,247 | 12,444 | 12,819 | 3.0% |
| | 메리츠화재 | 10,748 | 10,710 | 10,806 | 10,872 | 10,868 | 10,702 | 10,872 | 1.6% |
| | 계 | 35,750 | 36,244 | 36,701 | 36,835 | 57,649 | 35,182 | 36,835 | 4.7% |
| 신계약 CSM | 삼성화재 | 763 | 763 | 747 | 731 | 3,500 | 3,218 | 3,004 | -6.6% |
| | DB손해보험 | 612 | 612 | 595 | 544 | 2,845 | 2,719 | 2,363 | -13.1% |
| | 현대해상 | 419 | 419 | 432 | 430 | 1,679 | 1,706 | 1,700 | -0.4% |
| | 삼성생명 | 682 | 670 | 693 | 631 | 3,628 | 2,992 | 2,677 | -10.5% |
| | 메리츠화재 | 304 | 303 | 303 | 303 | 1,590 | 1,402 | 1,213 | -13.5% |
| | 계 | 1,794 | 1,794 | 1,774 | 1,705 | 8,024 | 7,643 | 7,067 | -7.5% |
| CSM조정 | 삼성화재 | -194 | -223 | -263 | -508 | -1,200 | -1,201 | -1,189 | |
| | DB손해보험 | -190 | -225 | -191 | -191 | -1,398 | -552 | -797 | |
| | 현대해상 | -152 | -152 | -152 | -152 | -310 | -656 | -609 | |
| | 삼성생명 | -248 | -198 | -198 | -283 | -1,062 | -1,424 | -928 | |
| | 메리츠화재 | -65 | -148 | -15 | -42 | 2 | -184 | -270 | |
| | 계 | -850 | -946 | -820 | -1177 | -3,967 | -4,018 | -3,792 | |
| CSM배수 | 삼성생명 | 16 | 16 | 16 | 16 | 26.0 | 17.7 | 16.0 | -1.7 |
| | 삼성화재 | 16.0 | 15.2 | 15.4 | 15.4 | 20.1 | 16.0 | 15.5 | -0.5 |
| | DB손해보험 | 17.2 | 17.4 | 17.6 | 17.6 | 18.0 | 16.9 | 17.5 | 0.6 |
| | 현대해상 | 12.7 | 12.9 | 13.1 | 13.3 | 12.8 | 13.1 | 13.0 | -0.1 |
| | 메리츠화재 | 12.3 | 12.5 | 12.7 | 12.9 | 12.1 | 12.1 | 12.6 | 0.5 |
| K-ICS비율 | 삼성생명 | 200.2 | 197.1 | 193.8 | 186.6 | 219 | 204 | 187 | -17.3 |
| | 삼성화재 | 255.4 | 257.6 | 258.6 | 247.3 | 272 | 248 | 247 | -1.2 |
| | DB손해보험 | 221.1 | 223.6 | 226.9 | 222.5 | 231 | 217 | 223 | 5.4 |
| | 현대해상 | 166.3 | 167.6 | 169.0 | 165.4 | 173 | 165 | 165 | 0.4 |
| | 메리츠화재 | 218.2 | 216.0 | 213.8 | 211.7 | 241 | 220 | 212 | -8.7 |

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

Valuation Table

| 회사명 | 삼성화재 | DB손보 | 현대해상 | 메리츠금융지주 | 삼성생명 |
|----------------|-------------------------|-------------------------------|-------------------------------|----------------------------|----------------------------|
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가(원, 12MF) | 420,000 | 120,000 | 44,000 | 120,000 | 125,000 |
| 주가(원) | 344,000 | 104,000 | 28,950 | 104,000 | 101,000 |
| 상승여력 | 22.1% | 15.4% | 52.0% | 15.4% | 23.8% |
| 시가총액(조원) | 16.3 | 7.4 | 2.6 | 19.8 | 20.2 |
| 당기순이익 (십억원) | 2023P 2024E 2025E | 1,818 2,208 2,067 | 1,537 1,927 1,309 | 806 1,264 1,141 | 2,050 2,410 2,624 |
| ROE(%) | 2023P 2024E 2025E | 11.3 13.2 11.7 | 17.7 21.7 17.5 | 13.2 21.3 16.8 | 20.3 23.0 22.4 |
| EPS(원) | 2023P 2024E 2025E | 45,737 55,504 51,951 | 25,594 32,090 29,592 | 10,275 16,116 14,547 | 10,469 12,691 14,686 |
| DPS(원) | 2023P 2024E 2025E | 16,000 18,400 21,160 | 5,300 6,400 7,360 | 2,063 - 3,500 | 2,360 1,500 1,600 |
| PER(배) | 2023P 2024E 2025E | 5.7 6.3 6.7 | 3.5 3.4 3.7 | 2.9 2.1 2.4 | 6.2 7.0 6.0 |
| BPS(원) | 2023P 2024E 2025E | 405,350 419,059 444,059 | 144,488 147,600 169,492 | 78,010 75,491 86,538 | 51,578 55,118 65,522 |
| PBR(배) | 2023P 2024E 2025E | 0.64 0.83 0.78 | 0.62 0.75 0.65 | 0.38 0.46 0.40 | 1.25 1.61 1.36 |
| 배당수익률(%) | 2023P 2024E 2025E | 4.8 5.5 6.3 | 4.7 5.6 6.5 | 6.6 0.0 11.2 | 3.6 1.8 1.6 |

자료: 각사, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 박혜진)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자의견 비율공시

| 구분 | Buy(매수) | Marketperform(중립) | Underperform(매도) |
|----|---------|-------------------|------------------|
| 비율 | 92.5% | 7.5% | 0.0% |

기준일자: 2024.11.18