

보험

2025 년 보험업 전망: 日暮途遠(일모도원)

SK증권 리서치센터



Analyst
설용진

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

IFRS17 전환 이후 이익과 별개로 높아진 자본 측면의 부담

IFRS17 회계기준이 도입된 23 년 보험사들의 실적은 이전보다 크게 개선되었다. 24 년에도 보험사들의 실적은 23 년에 이어 견조한 증익 추세를 이어갔는데 1) 보험손익이 대체로 안정적으로 관리되는 가운데 2) 금리 하락에 따른 평가처분손익 개선 및 보험금융손익 부담 개선 등으로 투자손익이 개선된데 기인한다. 견조한 당기순이익으로 보험사들의 이익잉여금이 개선되고 있음에도 불구하고 보험사들의 전체 자본은 시장금리 하락, 할인을 현실화 방안 등 영향으로 부진 추세가 나타나고 있다. K-ICS 비율도 ALM 이 양호한 상위사 제외하면 대체로 하락한 상황이다. 향후 보험개혁회의와 관련하여 추가적인 CSM 하락 등 영향이 예상되는 등 제도 측면의 영향까지 고려할 필요가 있다고 판단한다. 관찰만기 연장이 완화되었어도 궁극적으로는 30년까지 만기 연장이 이뤄지는 만큼 자본 측면의 부담은 지속될 전망이다.

현 제도에서 자본과 배당 여력은 상충관계

보험사가 K-ICS 비율을 제고하는데 있어 신계약 CSM 이 중요한 만큼 신계약 경쟁이 지속되고 있다. IFRS17 에서 신계약비 상각 기간이 보험기간 전체로 늘어나며 손익 부담은 작아졌으나 해약환급금준비금에 그 영향이 반영되며 배당가능이익 확보가 어려워지고 있는 상황이다. 보험사들이 K-ICS 비율을 제고하기 위해 신계약 판매를 통해 CSM 을 확보해야 하지만 신계약을 팔수록 해약환급금준비금이 급격하게 늘어나며 배당가능이익을 차감하고 있는 만큼 현 제도 기준으로 자본적성성과 배당가능이익은 상충 관계에 놓여져 있다고 판단한다. 유럽과 달리 한국의 경우 전환 시점에 상대적으로 높은 할인율을 적용했다고 판단하며 보험 부채의 과소 계상 우려를 감안했을 때 해약환급금준비금 제도 개선에 있어 보수적 관점이 지속될 전망이다.

투자전략: 계속되는 불확실성, 아직 갈 길이 많다

보험업종의 25년 실적은 전반적으로 둔화되는 모습을 전망한다. 손해보험 4개사 합산 순이익은 24E 5.6 조원에서 25E 약 5.5 조원(-2.6% YoY)을 예상하며 생보 4개사 합산 순이익은 24E 2.7 조원에서 25E 2.9 조원(+7% YoY)으로 기저효과에 기반한 증익을 전망하나 삼성생명 외에는 전반적으로 감익을 예상한다. 실적/자본 측면의 불확실성 지속되고 있음을 감안하여 보험업종에 대한 투자 의견을 중립으로 제시한다. 한편 보험사 전반에 걸쳐 자본 관리의 중요성이 부각됨에 따라 공동재보험 등 재보험 출재 수요가 증가하고 있는 점을 감안할 때 오히려 재보험사에 있어서는 Pricing 과 Growth 에서 모두 뚜렷한 모멘텀을 기대해볼 수 있다고 판단한다. 업종 Top pick 으로 코리안리를 제시하며 원보험사 중에서는 삼성화재를 추천한다.

Contents

1. IFRS17 전환 이후 이익과 별개로 높아진 자본 측면의 부담 3pg
2. 현 제도에서 자본과 배당 여력은 상충관계 10pg
3. 투자전략: 계속되는 불확실성, 아직 갈 길이 많다 16pg

<Company Analysis>

코리안리(A003690)

Compliance Notice

작성자(관리자)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 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 11월 19일 기준)

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

1. IFRS17 전환 이후 이익과 별개로 높아진 자본 측면의 부담

(1) 이익은 분명 늘어난 것으로 보이는데

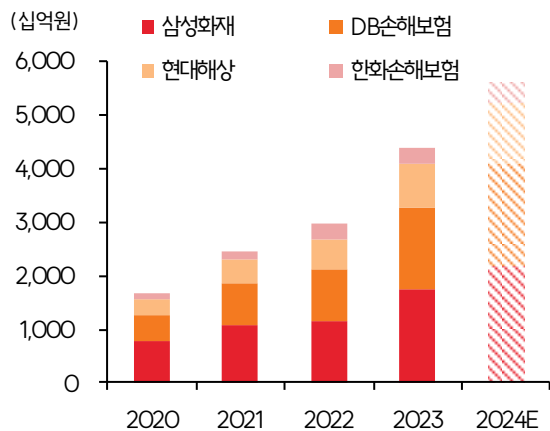
IFRS17 이후 신계약비 부담 감소.
CSM 상각, 이차역마진 부담 완화
등 영향으로 이익 큰 폭 개선

IFRS17 회계기준이 도입된 23 년 보험사들의 실적은 1) 신계약비 상각 기간 변화에 따른 계약 초기 부담 감소, 2) CSM 상각에 따라 계약 초기부터 수익으로 인식되는 보험 계약의 마진, 3) 이차역마진 부담 완화 등 영향으로 이전보다 크게 개선되었다.

24 년에도 보험손익 안정적인 가운데 금리 하락으로 투자손익 개선되며 견조한 이익

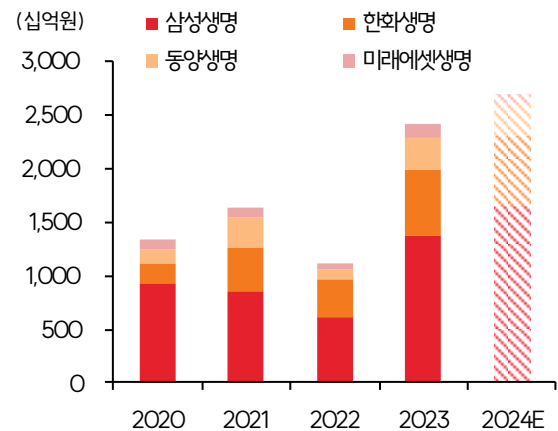
24 년에도 보험사들의 실적은 23 년에 이어 견조한 증익 추세를 이어갔는데 1) 보험 손익이 대체로 안정적으로 관리되는 가운데 2) 금리 하락에 따라 평가/처분손익이 개선되며 투자손익이 이전보다 크게 개선된데 기인한다. 3) 보험금융손익도 할인을 제도 강화 등 영향으로 부담이 이전보다 전반적으로 낮아지는 모습이 나타났다.

손해보험 - IFRS17 시행 전후 손익



자료: 각사, SK 증권 추정
주: 별도 기준

생명보험 - IFRS17 시행 전후 손익



자료: 각사, SK 증권 추정
주: 별도 기준

(2) 가중되는 자본 측면의 부담

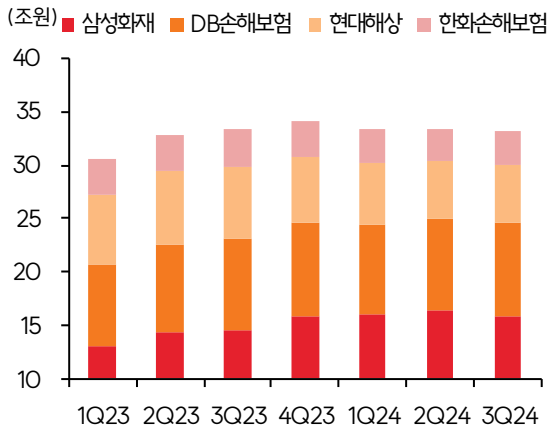
이익잉여금 증가에도 전체 자본
총계는 부진한 흐름 지속

건조한 당기순이익으로 보험사들의 이익잉여금이 개선되고 있음에도 불구하고 보험사들의 전체 자본은 다소 부진한 모습이 이어지고 있다. 이는 1) 통상적으로 자산보다 부채 듀레이션이 긴 보험사의 재무구조 특성상 시장금리 하락에 따라 OCI 측면의 감소가 크게 나타났으며 2) 제도 측면에서도 할인을 현실화 방안에 따라 장기선도금리 25bp 인하, 유동성프리미엄(LP)을 조정하는 등 영향으로 전반적인 할인을 이 한 단계 낮아지며 부채가 늘어난데 기인한다.

K-ICS 레벨 등 지속적으로 부담
추세

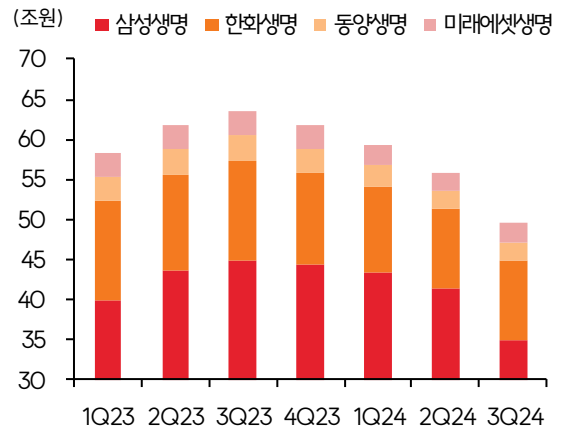
이러한 영향으로 보험사들의 K-ICS 레벨은 ALM 관리가 양호하게 이뤄지고 있는 상위사 일부를 제외하면 전반적으로 감소하는 모습이 나타나고 있다. 상위사 중에서도 삼성생명의 경우에는 그룹 거버넌스 이슈로 보유하고 있는 삼성전자 지분 가치가 주가의 급격한 하락으로 감소함에 따라 자본 측면의 부담이 높아진 상황이다. 향후 기준금리의 추가적인 인하가 예상되는 상황에서 장기선도금리 하향 등 할인을 제도 강화가 지속적으로 나타날 것으로 예상되는 만큼 향후 보험사들의 핵심관건은 K-ICS 비율 등 자본 측면의 관리가 될 수밖에 없다고 판단한다.

손해보험 - IFRS17 이후 자본 총계 추이



자료: 각사, SK 증권

생명보험 - IFRS17 이후 자본 총계 추이

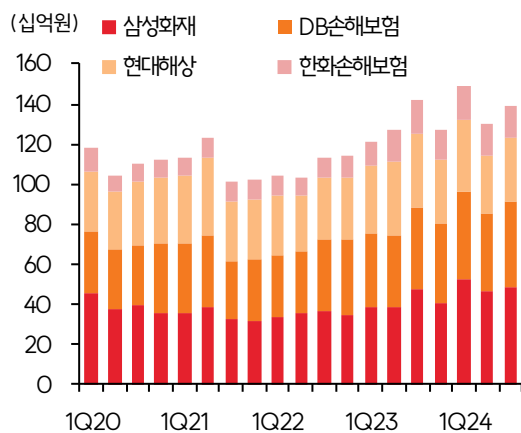


자료: 각사, SK 증권

신계약 확대, 자본성증권 발행 증가의 주요 요인은 이러한 자본 부담

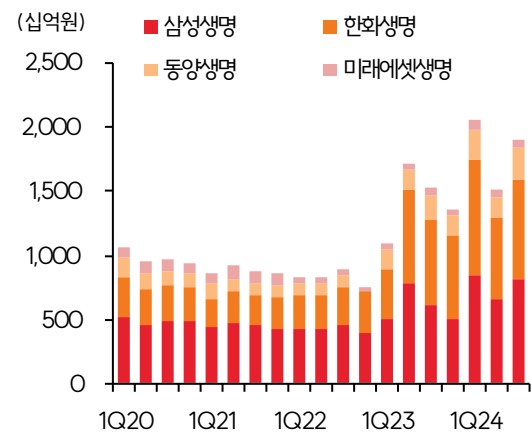
보험사가 K-ICS 비율을 제고하기 위해서는 가용자본을 확충하거나 요구자본을 축소해야 하는 만큼 향후 보험업권 전반적으로 1) 신계약 CSM 확보, 2) 자본성증권 발행(가용자본 확충) 혹은 3) 재보험 출재(요구자본 축소) 등을 추진하는 모습이 나타날 것으로 예상된다. 실제로 최근 보험업권의 신계약이 지속적으로 이전보다 한 단계 높은 수준이 이어지고 있으며 자본성증권 발행 규모도 더욱 커지는 모습이 나타나고 있는 것은 이러한 자본 적정성 측면의 영향이라고 판단한다.

손해보험 - 보장성 인보험 월납보험료 추이



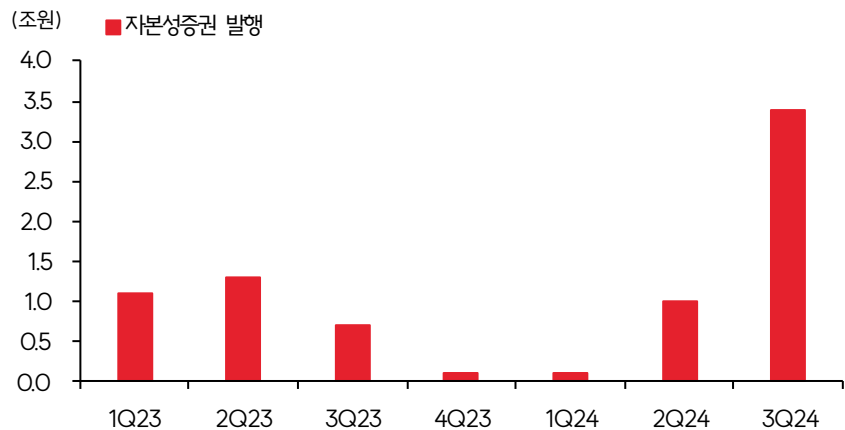
자료: 각사, SK 증권

생명보험 - 보장성 APE 추이



자료: 각사, SK 증권

자본성증권 - 23년 이후 보험사 자본성증권 발행 현황



자료: 한국기업평가, SK 증권

(3) 보험개혁회의 등 가이드라인 영향도 고려 필요

무/저해지 및 단기납 종신 관련
해지율 가정 강화. 25 년에도
연령별 손해를 통계 반영

최근 금융당국은 제 4 차 보험개혁회의를 통해 무/저해지보험, 단기납 종신보험 등 적절한 과거 경험통계가 없는 상품에 대해 보다 보수적인 해지율 가정 등을 적용할 것을 요구했으며 4Q24 중 계리적 가정 조정 시점에 관련 항목이 반영될 것으로 예상된다. 25 년에도 연령별 손해를 통계 반영 등 이전보다 보수적인 가정을 사용하는 기조가 이어질 것으로 예상된다.

BEL 증가에 따른 CSM 감소로 K-
ICS 비율 측면의 부담 예상

이러한 해지율 강화 등 가이드라인의 경우 회사마다 적용 중인 가정이 다른 만큼 일정 수준의 차이는 존재하겠지만 대체로 미래 지급할 급부가 늘어나는 형태로 영향이 나타날 것으로 예상된다. 따라서 계리적 가정 변동에 따른 BEL 증가로 CSM 감소가 나타나며 K-ICS 비율 측면의 하락이 나타날 전망이다. 금융당국은 기 발표한 해지위험액 정교화, 무/저해지보험 및 단기납종신보험 해지율 가이드라인 등을 종합적으로 반영했을 때 업권 K-ICS 비율이 약 20%p 하락할 것으로 추정하고 있다.

무/저해지완급형 상품 - 경과기간별 해지율 예시



자료: 금융위원회, SK 증권

무저해지보험 - 현행 해지율 가정 현황

회사	현행 무/저해지보험 해지율 가정
현대해상	11년차~최장 27년차까지 2.2%로 가정
KB 손해보험	12년차 이후 1.5% 가정. 만기 2년 전 0.9%, 1년 전 0.5%로 하향하는 구조
DB 손해보험	30년납 무해지 기준 13년차~29년차까지 1.9%. 30년차 0%
롯데손해보험	20년납 무해지 기준 16년차 1.4%, 17년차 1.3%, 18년차 0.0%
MG 손해보험	12년차~완납 3년 전 해지율 동일하게 고정
삼성화재	20년납 기준 10년차~17년차 해지율 매년 0.3~0.4%p 씩 감소. 18년차에는 1.1%p 감소

자료: 언론보도(조승래 의원실), SK 증권

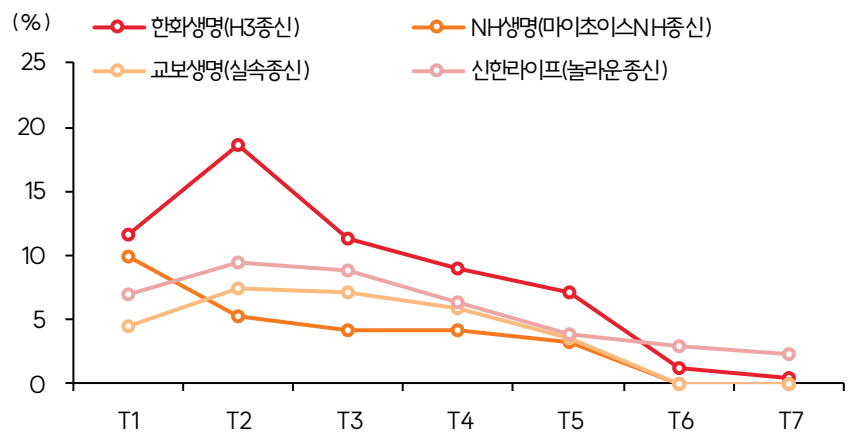
단기납 종신보험 - 납입기간 전후 해지율 가정 등 현황

상위 10 개사 (무/저해지환급형 원수보험료 기준)	납입기간 내 누적해지율 가정	납입 후(~유지보너스 지급기간까지) 추가해지 가정 반영 여부
한화생명	47.0%	1년차 5.5%, 2년차 4.0%, 3년차 2.1%
메트라이프	39.8%	
ABL 생명	37.0%	
DB 생명	34.5%	
신한라이프	34.4%	
동양생명	31.8%	1년차 12.6%만 반영
교보생명	25.5%	
NH 농협생명	24.1%	
KB 라이프	24.1%	
라이나생명	16.3%	

자료: 언론보도(조승래 의원실), SK 증권

주: 7년납 단기납 종신보험 기준. 납입기간 내 해지 시 해약환급금 거의 없음

단기납 종신 - 납입기간 중 해지율 가정 현황



자료: 언론보도(조승래 의원실), SK 증권

손익/자본 측면의 충격 예상.
보험료 인상 예상되는 만큼
신계약 물량 유지 여부가 관건

업권 전반적으로 1) CSM 감소에 따른 K-ICS 비율 하락, 2) 보유 CSM 감소에 따른 향후 CSM 상각이익 규모 조정, 3) 신계약 CSM 배수 하락 등 손익 및 자본 측면의 충격이 일정 수준 나타날 것으로 예상된다. 가정 조정에 따라 25년 중 무/저해 지보험을 중심으로 보험료 인상이 불가피할 것으로 예상되며 전반적인 신계약 물량 측면에서도 영향이 일부 나타날 것으로 전망한다. 향후 핵심 관건은 가정 조정 이후에도 보험사에 요구되는 CSM 수준을 확보하기에 충분한 신계약 물량이 지속될 수 있을 것인지 여부라고 판단한다.

보험개혁회의 해지율 가이드라인 - 각사 현황

업권	손해보험					생명보험		
회사	삼성화재	DB 손해보험	현대해상	한화손해보험	메리츠화재	삼성생명	한화생명	동양생명
CSM 영향	약 1천억원 영향 예상	산출 중	산출 중	CSM 약 1,900억원 감소 BEL 2,200억원 증가 예상	영향 거의 없음	CSM 약 2천억원 예상	단기납 종신: 23년 말 이미 가정 반영 무/저해지: 납입구간과 납입 이후 구간이 서로 상쇄함에 따라 영향 미미	단기납 종신: 약 2천억원 예상 무/저해지: 약 2천억원 예상
K-ICS 영향	연말 기초가정위험 산출 변경 등 감인해도 약 1~2%p 정도 영향 예상	Target K-ICS 비율 밴드(200~220%) 중 상단 수준에서 관리될 전망	산출 중	K-ICS 약 10%p 영향 예상	영향 거의 없음	K-ICS 약 5%p 정도 영향 예상	N/A	연말 제도 변경 등 반영 시 약 20~25%p 정도 영향 나타날 수 있음

자료: 각사, SK증권

해지율 강화 영향으로 할인율에 대한 관찰만기 연장 방안 완화

보험개혁회의에서 무/저해지보험, 단기납 종신보험에 대한 해지율 강화를 도입함에 따라 보험부채 할인율에 대한 관찰만기 연장 방안이 완화될 것으로 예상된다. 금융위는 기존에 관찰만기를 20 년에서 30 년으로 확대할 계획이었으나 금리 하락 및 제도 이슈로 보험사들의 자본 부담이 가중됨에 따라 최종관찰만기 확대를 3 년에 걸쳐 단계적으로 진행하는 방안을 검토하고 있다.

궁극적으로 최종관찰만기 확대에 따른 자본 부담은 지속될 전망

다만 궁극적으로는 3년 후 최종관찰만기가 30년으로 확대될 수밖에 없는 상황에서 현재 무위험 금리 기간구조의 장기선도금리(4.55%)가 현저히 높아 20년~30년 구간의 현금흐름에 대한 시가평가가 시 보험부채가 과소평가될 가능성이 남아있는 점을 감안하면 할인율 하락에 따른 자본 부담은 지속될 수밖에 없을 것으로 예상된다. 올해 여름이 앞으로 남은 여름 중 가장 시원하다는 말이 있듯이 시장금리가 현재 상황에서 더욱 올라가지 않는 한 보험사에 있어 올해 할인율이 향후 적용될 할인율 중 가장 높은 수준이 될 것이라고 판단한다.

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

자료: 금융감독원, SK증권

2. 현 제도에서 자본과 배당 여력은 상충관계

(1) 해약환급금준비금 제도로 인한 배당 여력 제한

K-ICS 비율 측면의 불확실성,
해약환급금준비금 감안할 때
배당에 대한 보수적 접근 필요

보험업권 전반적으로 K-ICS 비율 등 자본 관리의 필요성이 높아진 상황임을 감안할 때 배당에 있어서 다소 신중한 접근이 요구될 것으로 예상된다. 1) 앞서 언급한 바와 같이 금리 하락, 제도 이슈 등 영향으로 K-ICS 비율 측면의 불확실성이 높아진 가운데 2) 해약환급금준비금으로 인해 실질적인 배당가능이익 확보가 어려운 상황이 어지고 있기 때문이다.

해약환급금준비금: 전환시점
법인세 부담 축소 및 계약자 보호
위해 도입

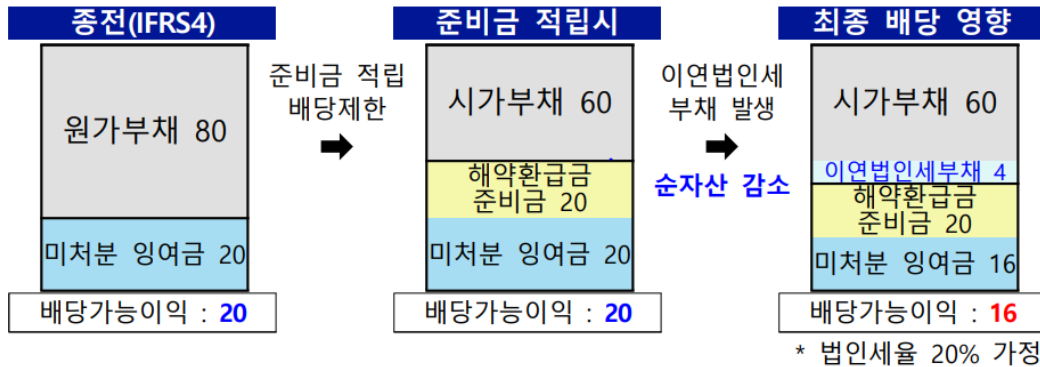
해약환급금준비금은 IFRS17 회계기준 전환 시점에 신설된 항목으로 시가평가된 보험부채가 과거 IFRS4 기준 해약환급금보다 작게 산출된 경우 그 차액만큼 늘어난 이익잉여금을 법정준비금으로 적립하고 배당자원 및 과세표준에서 제외하여 사외유출을 방지하는 제도이다. IFRS17 전환 시점에 전반적인 보험사의 보험부채가 감소하고 자본이 크게 늘어남에 따라 1) 일시적인 법인세 부담 급증이 증가했으며 2) 기존 원가부채 대비 보험부채 변동성이 높아진 점을 감안하여 법인세 부담을 줄여주고 계약자를 보호하기 위해 도입되었다고 볼 수 있다.

해약환급금준비금으로 IFRS17
전환 이후에도 IFRS4와 동일한
배당가능이익 산출

과거 회계기준에 기반한 해약환급금준비금 제도에 따른 영향으로 IFRS17 회계기준 전환 이후에도 보험사들의 배당가능이익은 기존 IFRS4와 동일한 기준으로 산출되고 있다고 볼 수 있다. 오히려 해약환급금준비금이 현재 세전 기준으로 산출되고 있는 점을 감안했을 때 과거 대비해서도 법인세 효과만큼 배당가능이익이 줄어든 상황이다. 따라서 이번 해약환급금준비금 제도 개선안에서 일정 자본 요건을 충족하는 회사에 대해 적립 비율을 20% 줄여주는 내용이 나온 것은 이러한 법인세 효과를 감안하여 기존 IFRS4 회계기준 수준의 배당가능이익 확보를 허용해주는 내용이라고 볼 수 있다.

해약환급금준비금 - 법인세 효과로 오히려 IFRS4 보다 줄어든 배당가능이익

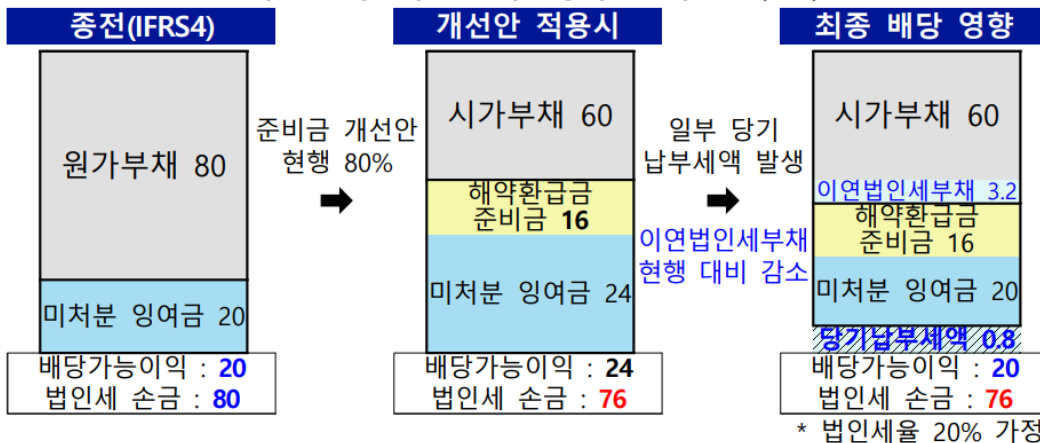
< IFRS17 전환에 따른 배당가능이익 영향(예시)>



자료: 금융위원회, SK 증권

해약환급금준비금 - 제도 개선으로 IFRS4 수준의 배당가능이익 확보 허용

< 개선안 적용시 법인세·배당가능이익 영향(예시)>

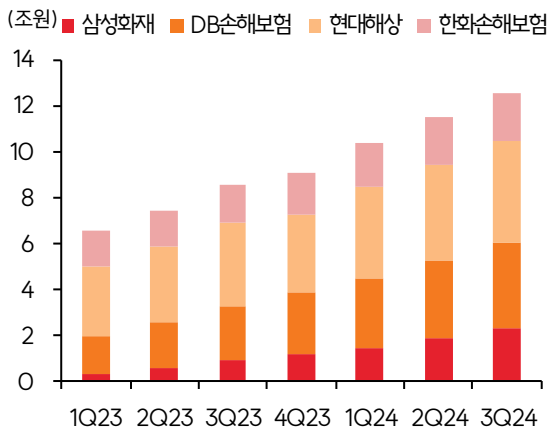


자료: 금융위원회, SK 증권

현재 제도 기준으로 신계약을
통한 K-ICS 비율 제고와
배당가능이익은 서로 상충

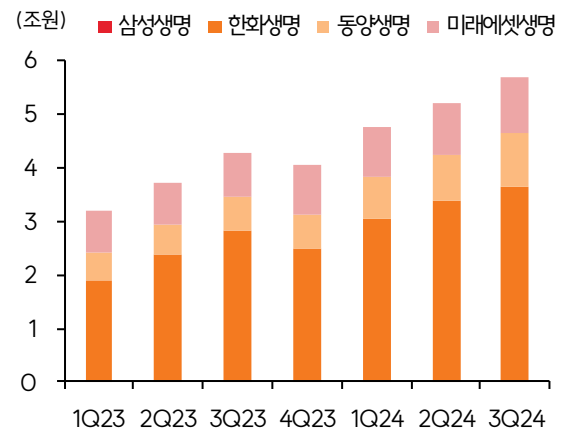
과거 해약환급금이 신계약비 7년 상각을 기준으로 산출되고 있으며 IFRS17 회계기준 전환 이후 신계약비 상각 기간의 변화로 전반적인 신계약 물량 및 설계사 지급 수수료 등이 큰 폭으로 늘어난 점을 감안했을 때 계약 초기 이후 약 6~7년간은 해약환급금준비금이 높은 모습이 나타날 것으로 예상된다. 보험사들이 K-ICS 비율을 제고하기 위해서는 지속적으로 신계약을 판매하여 CSM을 확보해야 하지만 신계약을 팔수록 해약환급금준비금이 급격하게 늘어나며 배당가능이익을 차감하고 있는 점을 감안할 때 현재 제도 기준으로 자본적정성과 배당가능이익은 서로 상충하는 관계에 놓여져 있다고 판단한다.

손해보험 - 해약환급금준비금 추이



자료: 각사, SK 증권

생명보험 - 해약환급금준비금 추이



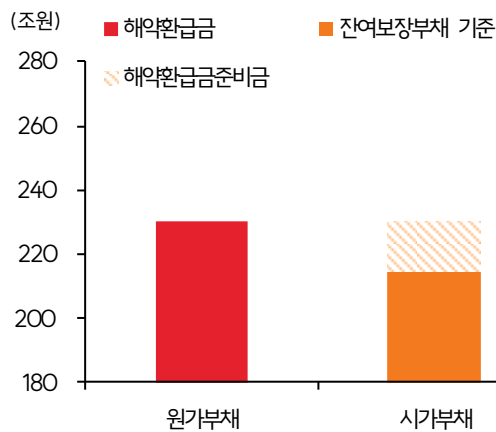
자료: 각사, SK 증권

(2) 근본적인 원인은 할인율이 높기 때문이라고 판단

유럽의 경우 한국과 달리 대체로
자본 측면의 이슈가 크지 않았음

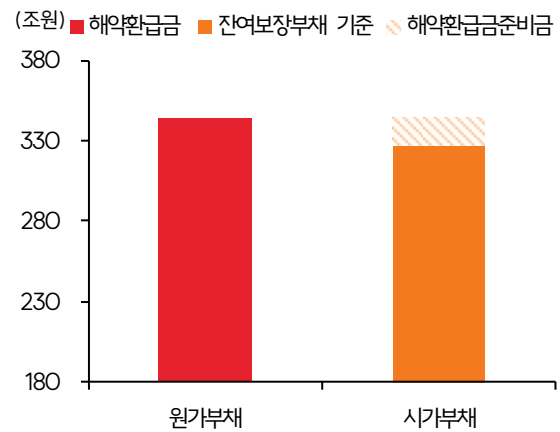
해약환급금준비금은 23년 IFRS17 회계기준을 도입한 유럽에서는 찾아볼 수 없는
한국에만 존재하는 제도이다. 국내에서 해약환급금준비금이 도입된 것은 전환 시점
에 보험부채의 시가평가로 자본이 크게 증가함에 따라 법인세 부담 및 계약자 보호
의 필요성이 대두되었기 때문인데 유럽에서는 대체로 IFRS17 회계기준 도입 이후
대체로 자본에 큰 변화가 없거나 줄어드는 모습이 나타났기 때문이다.

손해보험 - 전환 전후 부채 현황



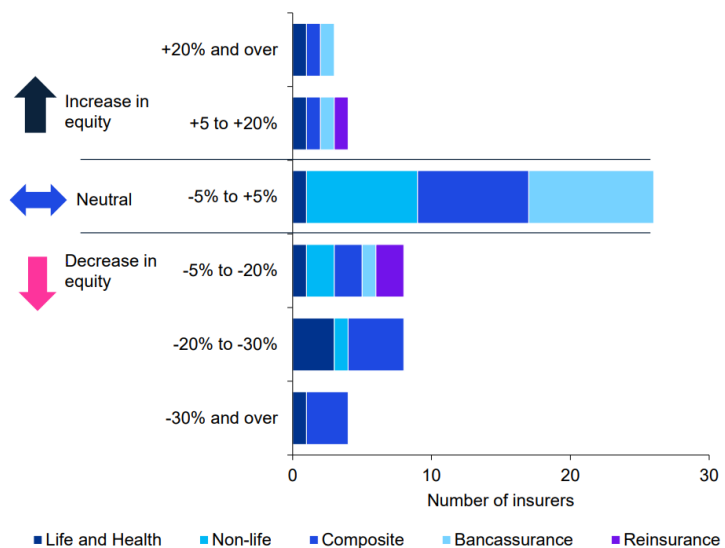
자료: 손해보험협회, SK 증권

생명보험 - 전환 전후 부채 현황



자료: 손해보험협회, SK 증권

IFRS17 - 유럽 보험사 자본 변화



자료: KPMG, SK 증권

유럽 EIOPA 에서 사용하는
할인율은 실제 금리환경과
유사하다고 판단

유럽의 경우 2016 년부터 시가평가기반 지급여력평가제도인 Solvency II 를 시행하
며 IFRS17 회계기준을 준비해왔으며 지속적으로 장기선도금리 등을 하향함으로써
실제 금리 환경에 부합하는 할인율을 사용하기 위해 노력하는 모습이 나타났다고 판
단한다. 실제로 EIOPA 에서 제공하는 무위험 금리 기간구조를 살펴보면 지속적으
로 장기선도금리를 하향하여 실제 주요 국가 30 년~50 년물과 유사한 수준까지 조
정하는 등 전반적인 금리 환경과 부합하는 모습을 확인할 수 있다.

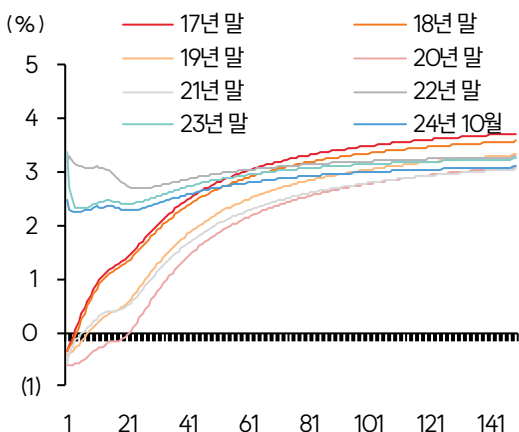
한국의 경우 높은 할인율 적용에
따라 보험부채가 과소계상되었을
가능성 존재

한국의 경우에도 LAT 등을 통해 IFRS17 도입을 대비해왔으나 전환 시점에 유럽
등에 비해 상대적으로 높은 할인율을 적용했다고 판단한다. 전환시점 전후 장기선도
금리를 살펴보면 22 년 4.95%, 23 년 4.8%, 24 년 4.55%로 지속적으로 낮아졌
으나 국고채 30 년물, 50 년물이 약 2.3%~3.7% 수준에 불과한 점을 감안하면 실
제 금리 환경 대비 전반적으로 높은 할인율이 적용되었다고 판단한다. EIOPA 에서
제공하는 한국의 무위험 금리 기간구조와 국내 금융당국의 무위험 금리 기간구조를
비교해보아도 전반적인 할인율 레벨이 높은 것을 확인할 수 있는 만큼 전환 시점에
보험부채가 과소계상되었을 가능성이 존재한다.

할인율이 실제 금리 환경에
부합하기 전까지는 제도 변화에
전반적으로 보수적 스탠스 불가피

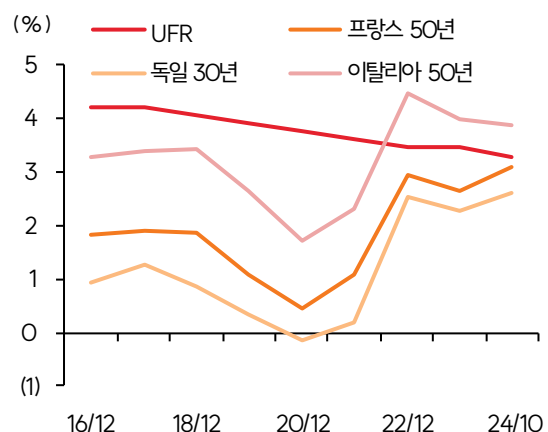
따라서 향후 보험 부채에 적용되는 할인율이 실제 금리 환경에 부합하여 보험부채
과소 계상에 대한 우려가 완화되기 전까지는 해약환급금준비금 제도 개편에 있어 금
융당국의 보수적인 스탠스가 지속될 것으로 예상된다. 유의미한 제도 개편이 없는
한 보험사의 배당에 대해 보수적인 접근이 필요하다고 판단한다.

EIOPA – 유로존 무위험 금리 기간구조(Spot 기준)



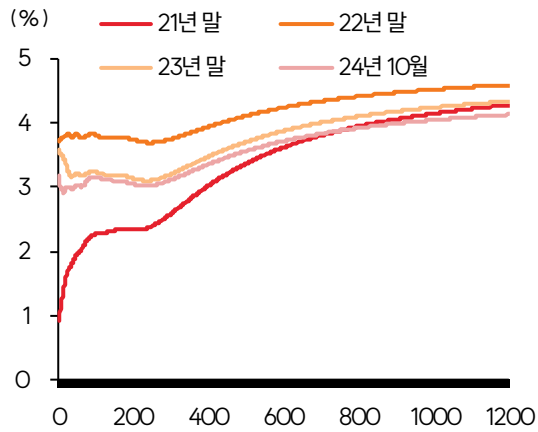
자료: EIOPA, SK 증권

EIOPA – 시장금리와 비슷한 수준까지 UFR 조정



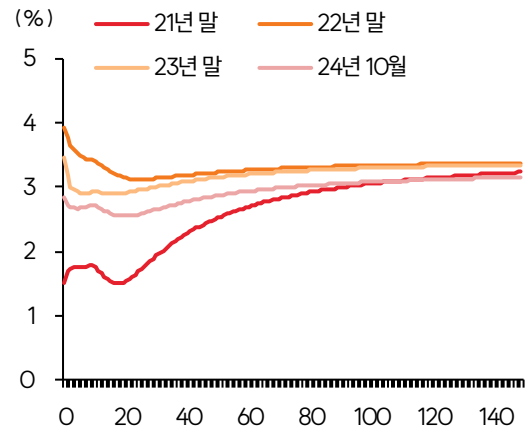
자료: EIOPA, 블룸버그, SK 증권

한국 - 무위험 금리 기간구조 현황(Spot)



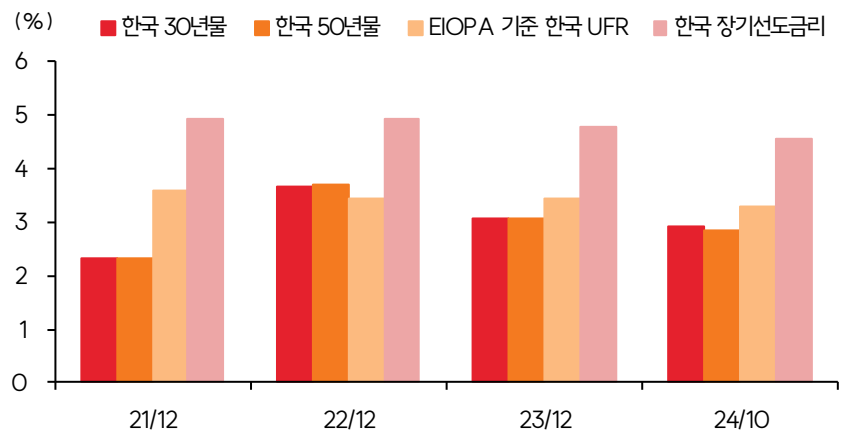
자료: 금융감독원, SK 증권

EIOPA - 한국 적용 무위험 금리 기간구조 현황(Spot)



자료: EIOPA, SK 증권

할인율 - 국내 주요 장기물 금리 및 장기선도금리 빅표



자료: 국고채통합정보시스템, EIOPA, 금융감독원, SK 증권

3. 투자전략: 계속되는 불확실성, 아직 갈 길이 많다

(1) 25년 대체로 감익 예상. 제도 및 매크로 환경 불확실성 상존

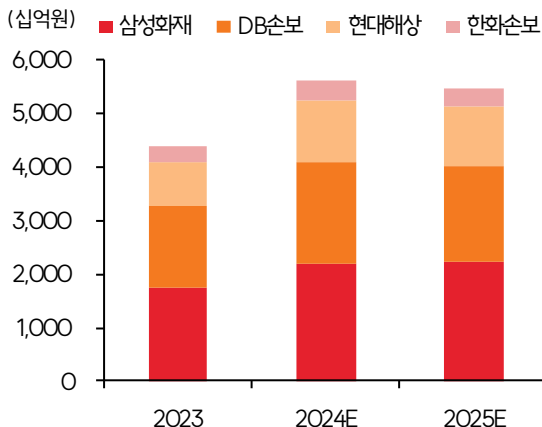
손보 4개사 합산 25E 순이익
5.5조(-2.6% YoY) 예상

보험업종의 25년 실적은 전반적으로 둔화되는 모습이 나타날 전망이다. 손해보험 4개사 합산 별도 순이익은 24E 5조 6,374억원에서 25E 약 5조 4,892억원(-2.6% YoY)로 둔화될 것으로 예상된다. 장기보험의 경우 1Q24 중 세척 개정안 반영에 따라 대규모 손실계약비용 환입이 발생하는 등 기저효과를 감안할 필요가 있다고 판단하며 4Q24 중 무/저해지보험 해지율 가정 조정에 따라 2 위권사 중심으로 CSM 감소가 크게 나타날 것으로 예상되는 만큼 전반적인 CSM 상각이익이 한 단계 낮아질 것으로 예상된다. 자동차보험의 경우에도 누적된 요율 인하 영향이 지속될 것으로 예상되는 만큼 전반적으로 감익 추세가 불가피할 것으로 예상된다.

생보 4개사 합산 순이익
2.9조(+7% YoY) 예상하나
삼성생명만 증익 예상

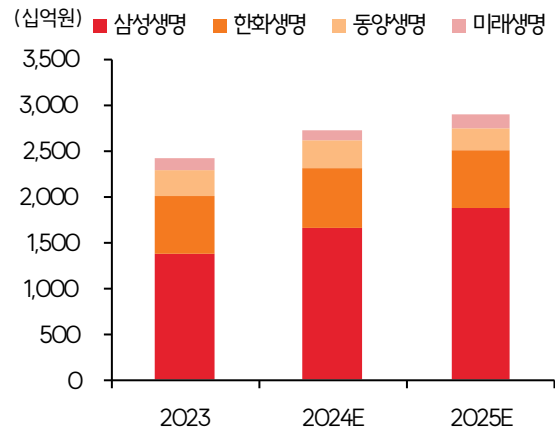
생명보험의 경우에는 별도 기준 24E 2조 6,989억원에서 25E 2조 8,888억원(+7% YoY)으로 증익이 나타날 것으로 예상된다. 1Q24 중 세척 개정안 반영에 따라 IBNR 추가 적립이 발생하며 손실이 발생했으며 4Q24 중에도 유배당 연금블록에서 손실계약비용이 발생할 것으로 예상되는 등 기저효과에 기반한 증익을 전망한다. 한편 개별 회사 측면에서는 삼성생명을 제외하면 대체로 감익 추세가 나타날 것으로 예상된다. 한화생명의 경우 장교동 빌딩 매각이익으로 인한 일회성 요인이 발생한 점을 감안했으며 동양생명의 경우에는 CSM 감소 등으로 전반적인 손익 부진이 나타날 것으로 예상되기 때문이다.

손해보험 - 연간 순이익(별도 기준) 추이 및 전망



자료: 각사, SK 증권 추정

생명보험 - 연간 순이익(별도 기준) 추이 및 전망



자료: 각사, SK 증권 추정

금리 환경, 할인율 강화 등
영향으로 자본 관리의 중요성
지속적으로 높은 상황

실적 외에도 자본 측면의 영향도 지속적으로 고려해야 할 것으로 예상된다. 금리 환경 등 변동성이 높아짐에 따라 자본 측면의 부담이 가중되고 있으며 할인율 제도 강화 등 영향으로 지속적으로 자본 관리의 중요성이 높아질 것으로 예상되기 때문이다. 삼성생명의 경우에도 삼성전자 주가 부진 등에 따른 자본 측면의 우려가 지속적으로 존재할 것으로 예상되는 점을 고려해야 할 것으로 판단한다.

주주환원에 대한 기대감도
제한적. 현실적으로 중/소형사
배당에 대해 보수적 접근 필요

주주환원에 대한 기대감도 전반적으로 제한적인 상황이다. 1) 지속되는 신계약 경쟁으로 당기순이익 이상으로 해약환급금준비금이 증가하고 있으며 2) 제도 강화 및 시장금리 하락에 따라 보험사들의 OCI가 감소하는 등 영향으로 일부 보험사를 제외하면 24년 말 기준 배당가능이익이 불충분할 것으로 예상되기 때문이다. 해약환급금준비금 제도 개선안이 현재 기준으로는 K-ICS 비율 200% 상회하는 회사 대상으로만 적용될 것으로 예상되는 만큼 현실적으로 중/소형사의 배당에 대해서는 보수적인 관점의 접근이 필요하다고 판단한다.

생명보험, 손해보험 투자의견
모두 중립 제시

현재 상황에서는 별다른 제도 개편이 없을 경우 상장 보험사 중에서는 삼성화재, DB손해보험, 메리츠금융지주, 삼성생명, 코리안리를 제외하면 24년 배당 지급 여부 및 25년 중 구조적인 배당가능이익 확보 여부에 대한 불확실성이 높다고 판단한다. 이를 반영하여 생명보험에 대한 업종 투자의견을 중립으로 유지하며 손해보험 업종 투자의견도 중립으로 하향한다. 전반적으로 자본력과 안정성에 기반한 접근이 필요하다고 판단하며 삼성화재의 안정성이 부각될 전망이다.

보험사 - 해약환급금준비금 차감 후 조정 순이익 및 OCI 현황

업종 회사명	손해보험				생명보험			
	삼성화재	DB손보	현대해상	한화손보	삼성생명	한화생명	동양생명	미래생명
3Q24 누계 순이익(별도) (A)	1,834	1,578	1,046	346	1,552	585	266	62
해약환급금준비금 순증액 (B)	1,104	1,078	1,009	333	0	1,160	353	139
조정순이익 (A-B)	730	500	37	13	1,552	-575	-87	-77
3Q24 누계 기타포괄손익	-19	40	-687	-351	-10,628	-2,394	-1,011	-572

자료: 각사, SK증권

(2) 제도로 인한 혼란의 최대 수혜자, 재보험사

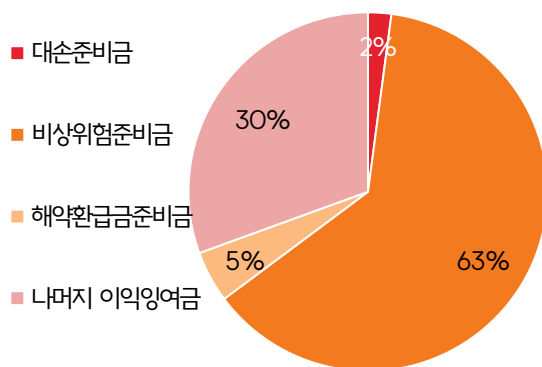
보험업종 전반적으로 높아진
불확실성과 달리 재보험사는
뚜렷한 모멘텀 확보

한편 보험업종 전반적으로 불확실성이 높아졌지만 오히려 재보험사에 있어서는 가장 뚜렷한 모멘텀이 확보되었다고 판단한다. 먼저 재보험사는 최근 일련의 제도 이슈에서 자유로운 상황이다. 2년 내외 수준에 불과한 보험부채 듀레이션을 감안했을 때 할인을 제도 강화에 따른 영향이 크지 않으며 무/저해지보험이나 단기납종신 관련 직접적인 영향도 거의 없을 것으로 예상되는 점에서 우려 요인이 작다고 판단한다. 또한 신계약비 관련 이슈도 없는 만큼 해약환급금준비금으로 인한 배당가능이익 측면의 제약도 사실상 없는 만큼 최근 제도 논란에서 가장 자유롭다고 판단한다. 실제로 자본이나 K-ICS 비율을 살펴보면 금리 및 할인을 제도 강화에도 동사가 가장 안정적으로 자본이 관리되는 모습을 확인할 수 있다.

자본비율 관리를 위한 재보험
출재 수요 증가로 유리한 조건의
수재 기대 가능

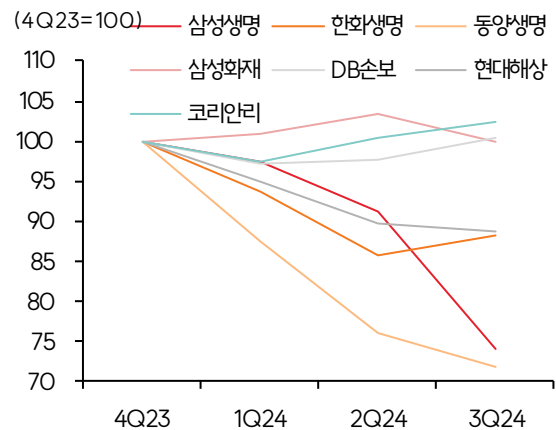
또한 3Q24 실적발표 Conference Call 에서 대부분의 보험사가 향후 자본 관리를 위해 공동재보험이나 변형된 형태의 재보험 출재를 고민하고 있는 상황임을 감안했을 때 재보험 시장 성장이 기대된다. 공동재보험 등 보험사들의 자본 관리를 위한 수요 증가 추세가 나타나고 있다는 점을 감안하면 재보험사가 Pricing이나 언더라이팅 조건 등을 보다 유리하게 가져갈 수 있을 것으로 예상된다. 특히 최근 보험사들의 출재 수요가 단순히 요구자본 축소를 위한 출재라는 점에서 손해율 등 지표가 양호한 물건을 다수 확보할 수 있을 것으로 예상되는 점도 긍정적이다.

코리안리 - 이익잉여금 구성 현황(3Q24)



자료: 코리안리, SK 증권

주요 보험사 자본 추이(2023말=100)



자료: 각사, SK 증권

규제 이슈로 대규모 계약에
있어서는 코리안리 수재 가능성
상대적으로 높다고 판단

현재 체결되는 공동재보험 물건은 대부분 자산이전형 공동재보험으로 운용자산과
보험부채를 모두 재보험사에 이전하는 형태로 이루어진다. 다만 국내 소재 해외 재
보험사들은 모두 지점으로 운영되고 있어 국내 자산 보유의무가 적용되는데 이로 인
해 1) 해외투자가 불가능하고 2) 공동재보험 인수 시 K-ICS 비율 관리가 요구됨에
따라 대규모 계약에 대한 거래가 현실적으로 쉽지 않을 것으로 예상된다. 따라서 거
래 규모가 큰 대형 계약에 있어서는 국내 유일한 상장 재보험사인 코리안리의 수재
가능성이 높다고 판단한다.

재보험 출재 수요 증가로 P와 Q
모두 긍정적으로 전망. 보험업종
전체 Top pick 코리안리 제시

지속되는 이상기후 등 영향으로 고액사고 발생 가능성 등이 상존하는 만큼 고질적인
실적 변동에 대한 우려를 감안할 필요는 있겠으나 현재 제도 불확실성으로 재보험
출재 수요가 높아지고 있는 업황은 재보험사가 Pricing 과 Growth 의 두 마리 토끼
를 모두 잡을 수 있는 환경이라고 판단한다. 이를 감안하여 보험업종 전체 Top pick
으로 국내 유일한 상장 재보험사인 코리안리를 제시한다. 원보험사 중에서는 삼성화
재의 안정성이 부각될 전망이다.

공동재보험 - 계약 형태 및 거래 형태				
계약	책임준비금 이전 여부	계약 유형	거래 형태	특징
공동재보험	책임준비금 이전 O	1. 자산이전형	자산과 부채 모두 재보험사에 이전	장점: 단순한 거래구조, 상대적으로 낮은 비용 단점: 재보험사 신용리스크
		2-1. 유럽식 자산유보형	자산은 원보험사 유보/부채는 재보험사 이전 유보 자산의 운용손익은 원보험사에 귀속	장점: 신용리스크 부담 없음 단점: 복잡한 구조 및 높은 비용
		2-2. 미국식 자산유보형	자산은 원보험사 유보/부채는 재보험사 이전 유보 자산의 운용손익은 재보험사에 귀속	장점: 운용 관련 위험까지 재보험사에 이전 단점: 재보험사의 운용지시 이행을 위한 유지 관리비 등 발생
	책임준비금 이전 X	3. 변형된 공동재보험	책임준비금이 이전되지 않아 국내 보험업법상 불가	

자료: 보험연구원, SK 증권

공동재보험 - 국내 체결 현황				
원보험사	시기	거래 유형	재보험사	거래 규모(십억원)
동양생명	24년 6월	자산이전형	RGA 재보험	200
	24년 9월	자산이전형	RGA 재보험	150
ABL 생명	21년 3월	자산이전형	RGA 재보험	10
신한라이프	22년 1월	자산이전형	코리안리	240
삼성생명	22년 11월	자산이전형	코리안리	500
	23년 11월	자산이전형	코리안리	740
	23년 6월	유럽식 자산유보형	스위스리	300

자료: 언론보도, 보험연구원, SK 증권

Company Analysis

코리안리 (003690/KS)

제도적 혼란, 재보험사의 가장 뚜렷한 모멘텀

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 9,500 원(상향)

현재주가: 8,070 원

상승여력: 17.7%

목표주가 9,500 원으로 상향

코리안리의 목표주가를 기존 9,336 원(무증 전 11,000 원)에서 9,500 원으로 상향한다. 보험업 제도 불확실성으로 재보험 출재 수요가 증가하고 있어 장기/생명보험 중심으로 Pricing/Growth 측면의 개선이 기대되는 점을 반영하여 할인율을 조정했다. 목표주가는 25E BVPS 13,194 원에 Target PBR 0.72 배를 적용하여 산출했다.

제도 불확실성으로 높아진 재보험 출재 수요

보험개혁회의로 인한 CSM 감소 우려, 시장금리 하락, 할인율 제도 강화 등 제도 및 매크로 측면의 이슈로 원보험사의 요구자본 관리를 위한 공동재보험 등 재보험 출재에 대한 수요가 높아지고 있다는 점을 감안했을 때 재보험사에 있어 긍정적인 업황이 이어지고 있다고 판단한다. 현재 출재 수요가 요구자본 축소를 위한 성격에 가깝다는 점을 감안할 때 재보험사 입장에서는 손해율 등 지표가 양호한 계약을 수재할 수 있을 것으로 예상되는 만큼 향후 전반적인 성장성 및 마진 모두 긍정적인 영향을 기대할 수 있을 것으로 판단한다. 재보험 특성상 고액 사고 등으로 인한 실적 변동성을 감안하여 보수적인 관점의 접근을 고수할 필요는 있겠지만 무/저해지보험 해지율 등 높아진 제도 불확실성 속에서 가장 방어주 컨셉의 접근에 부합하는 종목이라고 판단한다.



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
3773-8610

Company Data

발행주식수	19,482 만주
시가총액	1,338 십억원
주요주주	
장인순(외5)	20.33%
자사주	9.29%

Stock Data

주가(24/11/18)	8,070 원
KOSPI	2,469.07 pt
52주 최고가	8,130 원
52주 최저가	5,831 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



3Q24 순이익 670 억원(+178.8% YoY) 기록

코리안리의 3Q24 순이익은 670 억원(+178.8% YoY)로 컨센서스를 하회했는데 투자손익에서 일회성 요인으로 해외법인 관련 손상차손 약 273 억원이 반영된데 기인한다. L&H 보험에서는 해외 생보 관련 손실이 지속되었으나 P&C 보험의 경우 베트남 태풍 야기 관련 손실 약 200 억원 등 계절적 고액사고에도 794 억원(흑자전환 YoY)의 견조한 실적을 기록했다. 3Q24 누계 순이익(IFRS17)은 2,224 억원(-24% YoY)로 경과율 가정 조정을 감안해도 일회성 손실 등으로 다소 둔화되었으나 IFRS4 기준 이익은 오히려 IFRS17 대비 양호한 모습이 이어지고 있다. 4Q23 중 교체매매로 인한 대규모 투자손실이 발생했던 점을 감안하면 IFRS4 기준으로는 연간 증익을 예상한다. 24E 배당은 IFRS4 이익 기준 약 30%의 배당성향으로 추진할 것으로 예상되며 24E DPS 약 500 원(무증 주식 수 반영) 및 배당수익률 6.2%를 예상한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			209	172	205	211
투자손익	십억원			156	188	176	191
영업이익	십억원			365	360	381	402
당기순이익	십억원			287	283	298	315
EPS	원			1,738	1,451	1,530	1,617
PER	배			4.11	5.56	5.27	4.99
PBR	배			0.47	0.63	0.61	0.59
ROE	%			12.2	11.4	11.8	12.1

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2024E ~ 2026F ROE 평균	11.7%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준	9.0%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	글로벌 재보험사 밸류에이션 대비 국내 보험사 할인 수준 반영	45%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.72
목표주가	2025F 조정 BPS 13,194 원에 Target PBR 적용	9,500
현재가		8,070
Upside / Downside 투자의견		17.7% 매수

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승 하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		45%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	13.2%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준	9.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-40.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.89
목표주가(Bull case)	2025F 조정 BPS 13,194 원에 Target PBR 적용	11,700
Downside case		-21%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	8.7%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준	9.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-50.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.49
목표주가(Bear case)	2025F 조정 BPS 13,194 원에 Target PBR 적용	6,400

자료: SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	209	172	205	211
	수정 전		156	190	208
	증감률(%)		10.2%	7.8%	1.5%
투자손익	수정 후	156	188	176	191
	수정 전		220	218	214
	증감률(%)		-14.4%	-19.3%	-10.6%
세전손익	수정 후	363	358	378	400
	수정 전		373	404	418
	증감률(%)		-4.1%	-6.3%	-4.3%
당기순이익	수정 후	287	283	298	315
	수정 전		291	318	329
	증감률(%)		-2.9%	-6.2%	-4.3%

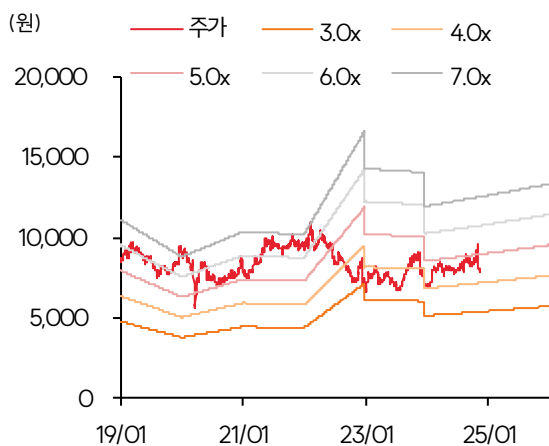
자료: SK 증권 추정

코리안리 - 분기별 실적 추정치 및 전망

(%, 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	98.2	117.1	-20.4	14.3	49.8	42.6	49.2	30.3	15.5	흑전
생명/장기부문	42.3	27.4	65.6	8.9	-22.4	-34.2	-1.6	-14.9	적지	적전
CSM 상각	39.0	26.9	28.0	11.3	17.8	16.8	17.0	16.9	1.2	-39.3
RA 해제	6.0	6.0	4.6	5.7	8.2	4.7	5.3	5.8	12.3	15.6
예실차	3.1	-7.9	32.3	14.2	-22.1	-67.1	-20.3	-18.8	적지	적전
손실계약비용 및 기타	-5.8	2.4	0.7	-22.3	-26.3	11.4	-3.6	-18.8	적전	적전
일반/자동차부문	76.0	116.2	-59.8	26.6	97.9	98.7	79.4	66.8	-19.6	흑전
합산비율(IFRS17)	86.6	79.9	110.7	95.3	80.9	83.6	86.9	89.8	3.9	-21.5
기타사업비	20.1	26.5	26.2	21.2	25.7	21.9	28.6	21.6	30.3	9.2
투자손익	64.4	63.2	56.2	-27.7	30.9	79.6	31.0	46.8	-61.0	-44.8
투자손익(환효과 제외)	67.8	52.4	48.7	-23.0	27.9	80.9	26.9	46.8	-66.7	-44.7
자산운용손익	94.4	75.9	78.8	10.1	70.2	121.3	72.3	90.6	-40.4	-8.2
보험금융손익	-26.6	-23.5	-30.0	-33.0	-42.3	-40.4	-45.4	-43.8	적지	적지
외화관련손익	-3.4	10.8	7.4	-4.7	3.0	-1.4	4.1	0.0	흑전	-45.2
영업이익	162.6	180.3	35.7	-13.3	80.7	122.1	80.2	77.1	-34.4	124.4
세전이익	162.5	179.6	36.0	-14.9	80.2	121.5	80.8	75.2	-33.5	124.2
당기순이익	126.3	142.6	24.0	-5.5	63.5	91.9	67.0	60.2	-27.1	178.8
자산총계	11,006	10,603	11,143	12,001	11,839	12,250	12,699	12,565	3.7	14.0
운용자산	8,684.2	8,588.8	8,731.4	9,679.3	9,541.2	9,972.0	10,360.5	10,349.2	3.9	18.7
부채총계	7,911.4	7,394.1	7,897.9	8,700.1	8,621.5	8,938.6	9,318.5	9,278.6	4.2	18.0
원수/수재보험 CSM 잔액	1,202.6	1,072.8	910.5	803.1	871.2	887.2	873.9	866.7	-1.5	-4.0
자본총계	3,094.4	3,208.8	3,244.6	3,301.1	3,217.6	3,310.9	3,380.9	3,286.8	2.1	4.2
신종자본증권	808.1	808.1	808.1	808.1	808.1	808.1	808.1	808.1	0.0	0.0
비상위험준비금	1,333.9	1,492.3	1,509.2	1,378.5	1,396.5	1,414.8	1,431.5	1,453.0	1.2	-5.1
해약환급금준비금	139.8	137.8	136.8	102.0	102.4	104.2	106.0	106.5	1.7	-22.5
ROE (%)	22.4	24.3	4.0	-0.9	10.4	15.0	10.6	9.5	-4.4%p	6.6%p

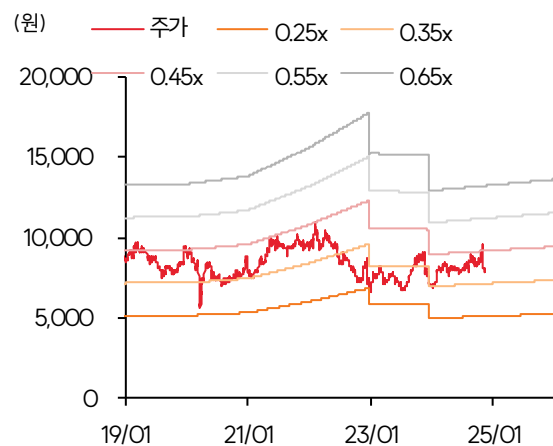
자료: 코리안리, SK 증권 추정

PER 밴드 차트



자료: 코리안리, SK 증권 추정

PBR 밴드 차트



자료: 코리안리, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		9,679	10,349	11,280	12,179
현금및예치금		756	807	992	1,178
유가증권		7,956	8,685	9,415	10,113
대출금		784	678	691	705
부동산		184	179	181	182
비운용자산		2,322	2,216	2,125	2,029
특별계정자산		0	0	0	0
자산총계		12,001	12,565	13,405	14,208
책임준비금		8,167	8,537	9,255	9,940
CSM잔액(원수/수재)		796	670	649	630
기타부채		533	742	772	803
특별계정부채		0	0	0	0
부채총계		8,700	9,279	10,026	10,743
자본금		83	83	83	83
신종자본증권		808	808	808	808
자본잉여금		154	154	154	154
이익잉여금		2,179	2,231	2,324	2,409
비상위험준비금		1,379	1,453	1,550	1,650
자본조정		-134	-134	-134	-134
기타포괄손익누계액		212	146	144	144
자본총계		3,301	3,287	3,378	3,464

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험수익					
P&C 전체		3,758	3,794	3,858	3,986
국내 P&C		2,218	2,147	2,187	2,260
해외수재		1,540	1,647	1,671	1,726
L&H 전체		1,327	1,346	1,463	1,604
손보험수익(보험수익-재보험비용)					
P&C 전체		2,276	2,373	2,417	2,497
국내 P&C		1,034	1,051	1,086	1,122
해외수재		1,242	1,322	1,331	1,375
L&H 전체		1,268	1,293	1,408	1,548
합산비용(IFRS17 추이)					
P&C 전체		93.0	85.6	86.7	86.7
해외수재		91.3	80.1	83.8	83.8
L&H 전체		88.6	105.6	101.1	101.2
투자이익 관련 지표(환 영향 제외)					
총 운용수익률		2.9	3.5	3.4	3.4
경상 운용수익률		2.6	3.3	3.4	3.4
손익구성					
보험손익		57.3	47.7	53.8	52.4
투자손익		42.7	52.3	46.2	47.6
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		183.2	182.8	188.2	187.0

자료: 코리안리, SK증권 추정

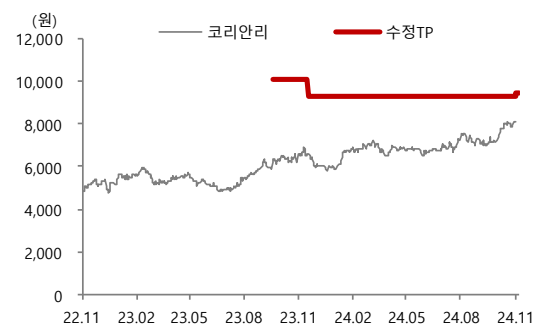
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		209	172	205	211
생명/장기손해보험		144	-73	-16	-18
CSM상각		105	69	66	64
RA해제		22	24	23	23
예실차 및 기타		42	-128	-47	-47
재보험손익		-25	-37	-59	-59
일반/자동차보험		159	343	321	331
(기타사업비)		94	98	100	102
투자손익		156	188	176	191
투자손익(환효과 제외)		146	183	176	191
자산운용손익		259	354	364	395
- FVPL자산 평가손익		-39	16	0	0
보험금융손익		-113	-172	-189	-203
외화관련손익		10	6	0	0
영업이익		365	360	381	402
영업외손익		-2	-4	-3	-3
세전이익		363	358	378	400
법인세비용		76	75	80	85
법인세율 (%)		20.9	21.0	21.2	21.3
당기순이익		287	283	298	315

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			6.9	9.0	8.0
CSM증가율			-15.8	-3.2	-3.0
P&C 보험수익 증가율			1.0	1.7	3.3
L&H 보험수익 증가율			1.4	8.7	9.6
보험손익 증가율			-17.9	19.1	3.1
투자손익 증가율			20.7	-6.6	8.8
BPS증가율			-15.6	3.7	3.3
당기순이익증가율			-1.7	5.5	5.6
주당지표(원)					
EPS		1,738	1,451	1,530	1,617
BPS		15,075	12,723	13,194	13,634
EV(BV+CSM)		19,888	16,165	16,526	16,866
보통주 DPS	430	540	500	520	550
보통주 배당수익률(%)	6.3	7.6	6.2	6.4	6.8
Valuation 지표					
PER(배)		4.1	5.6	5.3	5.0
PBR(배)		0.5	0.6	0.6	0.6
P/EV(배)		0.4	0.5	0.5	0.5
ROE(%)		12.2	11.4	11.8	12.1
ROA(%)		2.5	2.3	2.3	2.3
배당성향(%)		27.7	31.3	30.8	30.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.11.19	매수	9,500원	6개월		
2023.12.05	매수	9,336원	6개월	-26.31%	-12.92%
2023.10.05	매수	10,129원	6개월	-36.45%	-32.13%



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 11월 19일 기준)

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------