

보험

2024년 연간전망: 모든 길은 배당으로 통한다

배당과 자본을 기준으로 산출한 valuation

IFRS17 전환으로 회사별 비교 가능성이 현저히 하락했지만, 당사는 회사가 최종적으로 지급하는 주당배당금과 당국에서 승인하는 자본비율은 객관적인 비교가 가능하다고 판단하기 때문에 이를 기준으로 목표주가를 다시 산출했다. 보험사들의 2024년 예상 배당수익률과 자본비율이 각각 6.0%, 200%를 기준으로 얼마나 상회 또는 하회하고 있는가를 기준으로 삼았다. 이에 따라 삼성화재의 목표주가를 기존 310,000원에서 360,000원으로 상향, 업종 최선호주로 유지하며, 삼성생명의 목표주가를 기존 80,000원에서 90,000원으로 상향, 투자의견도 기존 HOLD에서 BUY로 상향한다.

보수적인 가정의 수혜

2024년에는 2023년에 보수적인 가정을 사용했던 보험사들이 수혜를 볼 것으로 예상된다. 수많은 가정 중 특히 주목해야하는 부분은 1) 보험부채와 자본의 비율에 대한 가정과 2) 보험부채의 구성에 대한 가정이라고 판단하는데, 전자의 경우 해약환급금 준비금을 통해, 후자의 경우 BEL과 CSM의 규모 차이를 통해 알 수 있다. 해약환급금 준비금은 배당가능이익을 차감하기 때문에 잔액이나 자본대비 비중이 지나치게 클 경우, 배당에 대한 부담으로 인해 신계약 성장을 제약하는 요소로 작용할 수 있다. 보험부채 구성의 면에서는 CSM의 비중을 낮게 가정할수록 유리할 것으로 예상된다. CSM 비중을 크게 인식할수록 보유계약 CSM이 증가하는 속도는 감소할 수 밖에 없기 때문이다.

2023년 review 및 종목별 전망

2023년에는 1) 대주주로부터의 피인수설이 있는 미래에셋생명이 가장 큰 주가 상승을 보였고 2) 상반기 중 급격한 이익 성장을 보인 동시에 공동재보험에 대한 기대가 큰 코리안리가 두 번째로 높은 상승을 이뤘으며, 3) 높은 자본비율과 수익성 개선을 보인 DB손해보험과 삼성화재가 그 뒤를 이었다. 다만 미래에셋생명의 경우 회사에서 주장하는 바대로 피인수가 사실무근이라면 현재 주주들을 위해 배당 정책에 대한 명확한 방향 제시가 필요하다고 판단한다. 2024년에는 배당수익률의 수준과 이를 실현시킬 수 있는 자본력에 근거한 주가 흐름이 나타날 것으로 예상된다.

*보험업 monthly는 매월 세번째 월요일에 나옵니다.



정태준 보험/증권/은행/CFA
taejeon.jeong@yuantakorea.com

종목	투자의견	목표주가 (원)
삼성생명	매수 (U)	90,000 (U)
한화생명	매수 (M)	3,000 (D)
동양생명	매수 (M)	6,500 (D)
미래에셋생명	중립 (M)	3,000 (D)
삼성화재	매수 (M)	360,000 (U)
DB손해보험	매수 (M)	100,000 (U)
현대해상	매수 (M)	34,000 (D)
한화손해보험	매수 (M)	5,500 (D)
코리안리	매수 (M)	10,000 (U)

1. 배당과 자본을 기준으로 산출한 valuation

삼성화재 최선호주 유지

IFRS17 전환으로 회사별 비교 가능성이 현저히 하락했지만, 당사는 회사가 최종적으로 지급하는 주당배당금과 당국에서 승인하는 자본비율은 객관적인 비교가 가능하다고 판단하기 때문에 이를 기준으로 목표주가를 다시 산출했다. 보험사들의 2024년 예상 배당수익률과 자본비율이 각각 6.0%, 200%를 기준으로 얼마나 상회 또는 하회하고 있는가를 기준으로 삼았다. 이에 따라 삼성화재의 목표주가를 기존 310,000원에서 360,000원으로 상향, 업종 최선호주로 유지하며, 삼성생명의 목표주가를 기존 80,000원에서 90,000원으로 상향, 투자의견도 기존 HOLD 에서 BUY 로 상향한다.

배당수익률 기준을 6%로 삼은 이유는 최근 몇 년간 자금의 이동이 나타났던 사례들에서 풀림을 촉발했던 이자율 수준이 6%였기 때문이다. 가장 최근의 사례로는 2022년 말 자금 경색 시기에 나타났던 대규모 저축성보험 해약과 이에 대응한 대규모 저축성보험 판매를 들 수 있다. 당시 은행 예금금리가 6%에 근접하게 상승하자 저축성보험 해약이 급증하며 생명보험사를 중심으로 유동성 문제가 발생했고, 이 자금을 회수하고자 새로 판매한 저축성보험의 최저보증금리가 대체로 6% 수준이었기 때문이다.

자본비율 기준을 200%로 삼은 이유는 향후 경제적 가정 변경이나 시장금리 하락에도 목표한 배당을 안정적으로 지급할 확률이 높은 수준이라고 판단하기 때문이다. 이는 당국의 규제비율에 2배에 달하는 수준이지만, 앞으로 시장금리와 보험부채평가 할인율이 동반 하락하면 자본비율은 급락할 수 있다고 판단한다. 당사는 그 영향을 산출할 수 없기 때문에 정확히 얼마만큼의 완충이 필요하다고 단언할 수는 없지만, 100%pt 이상의 추가 완충이 있다면 큰 문제는 없을 것으로 판단한다.

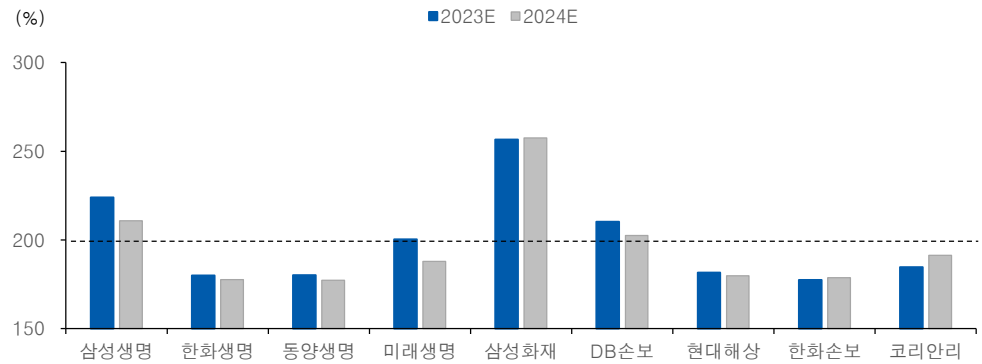
[표 1] 보험사별 목표주가 비교

(단위: 원, %)

	삼성생명	한화생명	동양생명	미래생명	삼성화재	DB 손보	현대해상	한화손보	코리안리
현재 주가	69,100	2,685	4,515	4,915	245,000	81,600	30,650	4,035	9,080
2024E 주당배당금	5,000	210	440	200	17,000	6,000	2,300	370	648
2024E 배당수익률	7.2	7.8	9.7	4.1	6.9	7.4	7.5	9.2	7.1
요구 배당수익률	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
2024E K-ICS 비율	210.9	177.6	177.2	187.8	257.5	202.6	179.7	178.8	191.3
할증/할인율	105.4%	88.8%	88.6%	93.9%	128.8%	101.3%	89.9%	89.4%	95.7%
신규 목표주가	90,000	3,000	6,500	3,000	360,000	100,000	34,000	5,500	10,000
기존 목표주가	80,000	3,500	7,500	4,000	310,000	90,000	42,000	8,000	9,000
신규 투자의견	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
기존 투자의견	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY

주: 코리안리는 향후 무상증자의 영향을 제거한 수정 DPS 와 배당수익률 사용, 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] K-ICS 비율 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 「K-ICS 시행 및 감독방향」 (2023.08.23) 中 보험부채평가 할인율 관련 내용

할인요소		문제점	개선방안
최종관찰만기		최종관찰만기 차이로 자산·부채의 할인을 곡선이 상이하여 ALM 이 효과적으로 이루어지지 않음	시장의 실거래 국제 물량 등 고려한 최종관찰만기 확대(20년 → 30년)
장기선도금리		'24년 장기선도금리(4.65%)가 실질금리(4.20%)보다 높은 수준으로 산출	연간 장기선도금리 조정 폭 한도 개선 (0.15%p 조정 → 실제 금리수준에 따라 0~0.25%p 차등적용)
유동성 프리미엄	개인대출	개인대출 위험스프레드는 안정적인 특성이 있으나, 회사채 등급으로 매핑하여 변동성 심화	채권신용등급을 차용(등급매핑)하는 방식 대신 신규 대출금리를 이용하여 유동성프리미엄 직접 산출
	특수금융	자산평가와 부채평가시의 위험 스프레드 산출방식 불일치	유동성프리미엄의 위험스프레드를 자산평가시 적용한 위험스프레드 산출방식과 일치
	신용위험 스프레드	최근 신용경색으로 위험스프레드가 증가하였으나, 신용위험스프레드가 불변하여 투자실패가 부채축소로 연결	채권시장 신용경색 등 외부 요인은 유동성프리미엄 산출시 제외되도록 신용위험스프레드 산출방식 개선

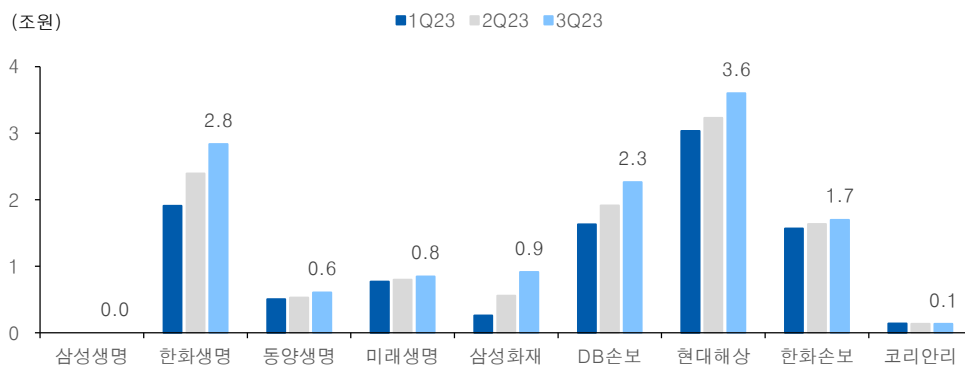
자료: 금융감독원, 유안타증권 리서치센터

2. 보수적인 가정의 수혜

보수적인 자본 인식은 해약환급금 준비금 부담을 완화

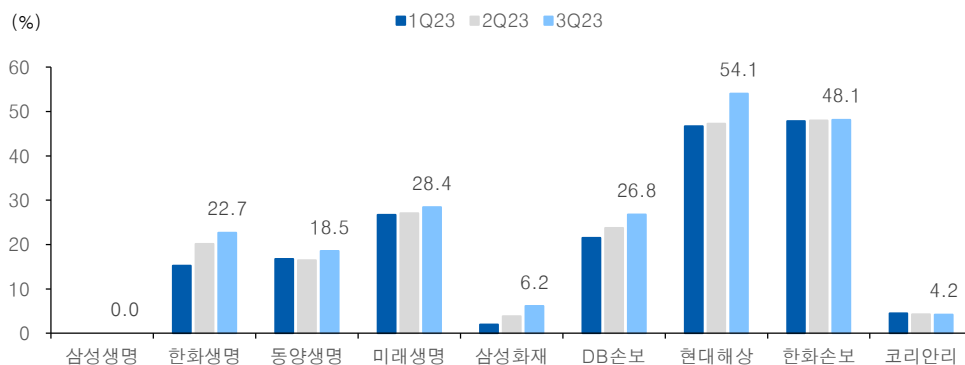
2024년에는 2023년에 보수적인 가정을 사용했던 보험사들이 수혜를 볼 것으로 예상된다. 수많은 가정 중 특히 주목해야 하는 부분은 1) 보험부채와 자본의 비율에 대한 가정과 2) 보험부채의 구성에 대한 가정이라고 판단하는데, 전자의 경우 해약환급금 준비금을 통해, 후자의 경우 BEL 과 CSM 의 규모 차이를 통해 알 수 있다. 우선 해약환급금 준비금의 경우 보험부채를 원가보다 적게 인식할수록 규모가 커지는데, IFRS17 도입으로 계약 만기가 현저히 길어진 최근의 환경에서는 신계약이 늘어날수록 해약환급금 준비금도 같이 증가하는 경향을 보인다. 다만 해약환급금 준비금은 배당가능이익을 차감하기 때문에 잔액이나 자본대비 비중이 지나치게 클 경우, 배당에 대한 부담으로 인해 신계약 성장을 제약하는 요소로 작용할 수 있다. 따라서 해약환급금 준비금의 잔액과 자본대비 비중이 낮을수록 장기적으로 유리하다고 판단한다.

[그림 2] 해약환급금 준비금 잔액 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 자본 대비 해약환급금 준비금 비중 비교

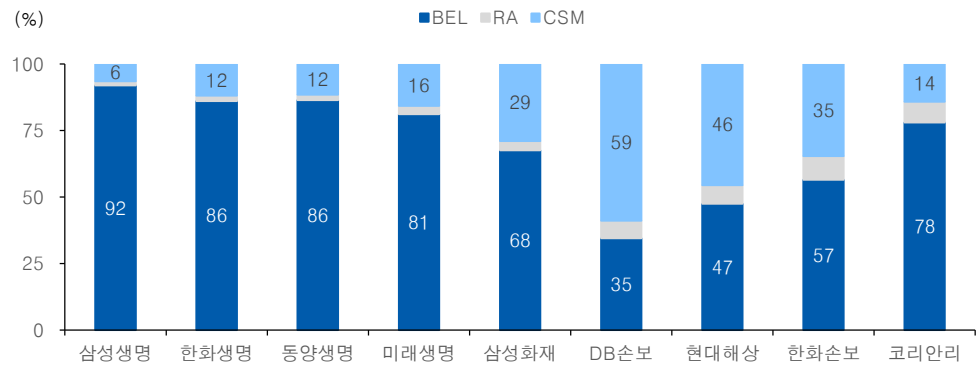


자료: 유안타증권 리서치센터

보수적인 CSM 인식은 기저 부담을 완화

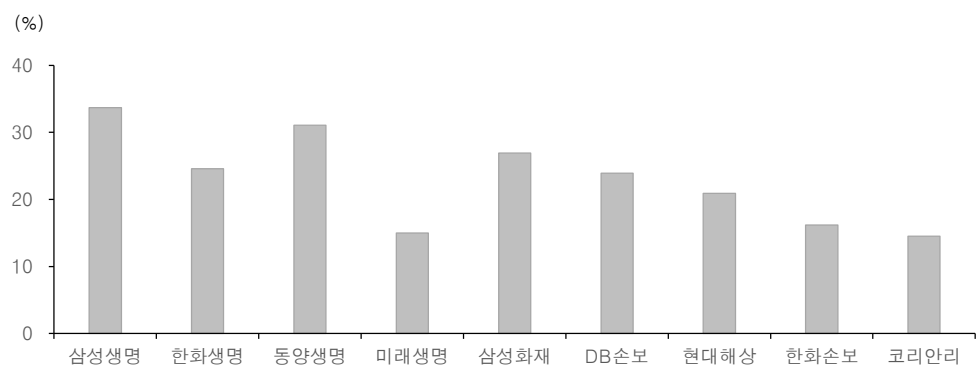
보험부채 구성의 면에서는 CSM의 비중을 낮게 가정할수록 장기적으로 유리할 것으로 예상된다. 이는 기저효과의 영향으로, CSM 비중을 크게 인식할수록 신계약을 통해 보유계약 CSM이 증가하는 속도는 감소할 수 밖에 없기 때문이다. 정확히 비례하지는 않지만 2023년의 사례를 보더라도 BEL 대비 CSM의 비중이 낮은 회사일수록 기시 CSM 대비 신계약 CSM의 비중이 높은 경향을 보였고, 이런 현상은 앞으로도 지속될 것으로 예상된다. 게다가 9월 가이드라인 변경으로 단기납 종신보험이나 운전자보험, 어린이보험 등 2023년 신계약 성장을 이끌었던 주력 상품들의 판매가 앞으로는 저조해질 전망이다기 때문에 기저효과에 따른 성장률 격차는 예상보다 크게 두드러질 수도 있다고 판단한다.

[그림 4] 보험계약부채 구성 비교



주: 3Q23 기준, 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 2023E 기시 CSM 대비 신계약 CSM 비율 비교



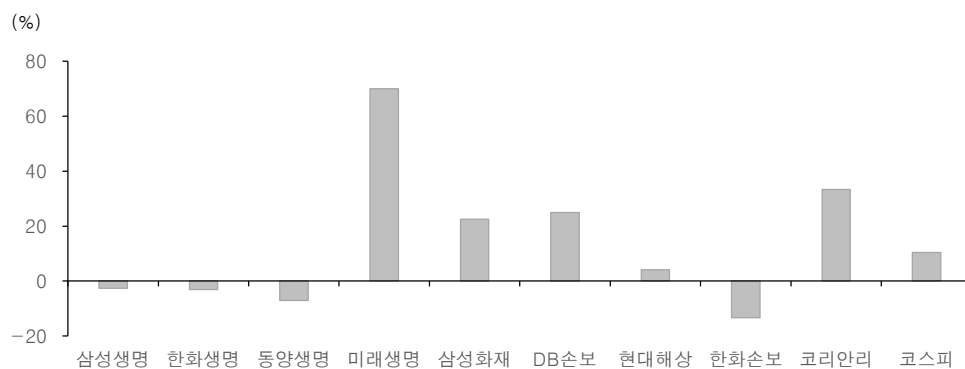
자료: 유안타증권 리서치센터

3. 2023년 review 및 종목별 전망

격변의 시기, 혼란스러웠던 주가

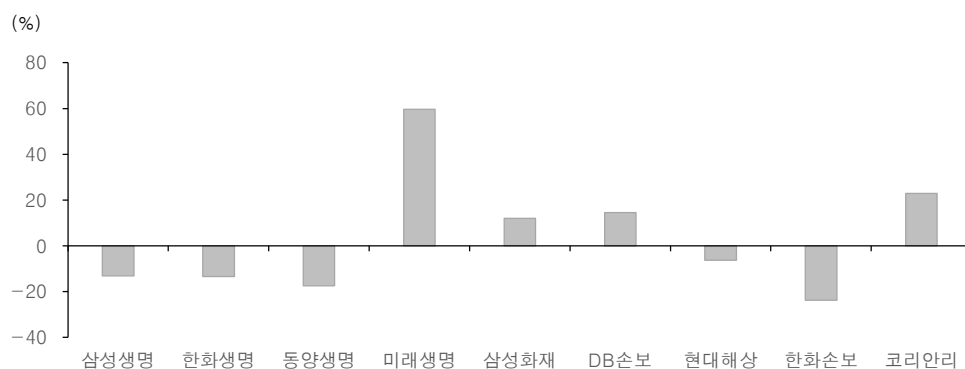
2023년에는 1) 대주주로부터의 피인수설이 있는 미래에셋생명이 가장 큰 주가 상승을 보였고 2) 상반기 중 급격한 이익 성장을 보인 동시에 공동재보험에 대한 기대가 큰 코리안리가 두 번째로 높은 상승을 이뤘으며, 3) 높은 자본비율과 수익성 개선을 보인 DB 손해보험과 삼성화재가 그 뒤를 이었다. 다만 미래에셋생명의 경우 회사에서 주장하는 바대로 피인수가 사실무근이라면 현재 주주들을 위해 배당 정책에 대한 명확한 방향 제시가 필요하다고 판단한다. 2024년에는 배당수익률의 수준과 이를 실현시킬 수 있는 자본력에 근거한 주가 흐름이 나타날 것으로 예상된다.

[그림 6] 연초 이후 주가수익률 비교



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 연초 이후 코스피 대비 상대 주가수익률 비교



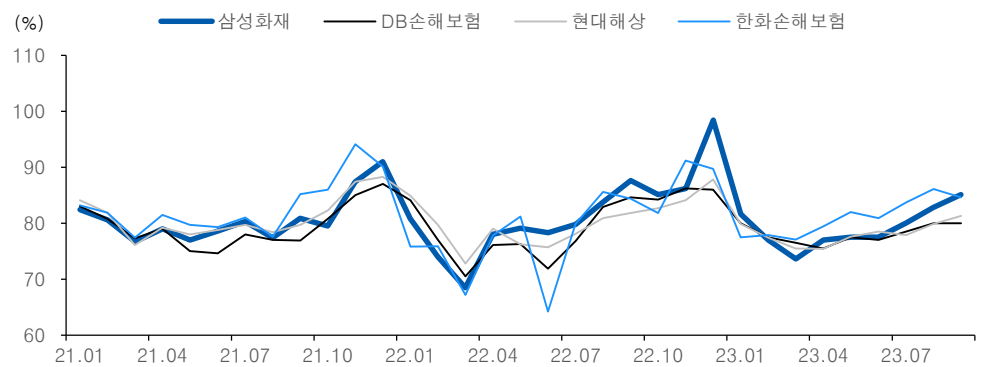
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 증시 vs. 국고채 5년물 금리



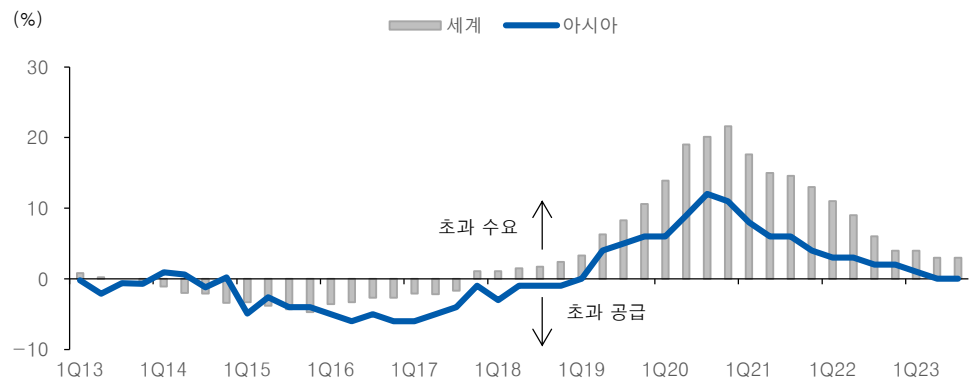
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 월별 자동차보험 손해율 추이



자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

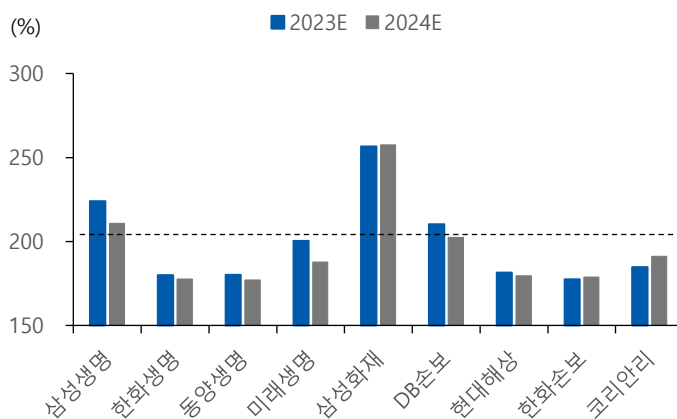
[그림 10] 분기별 YoY 재보험료 인상률 추이



주: Marsh 에서 2023년부터 3Q15 이후 수치를 재작성, 자료: Marsh, 유안타증권 리서치센터

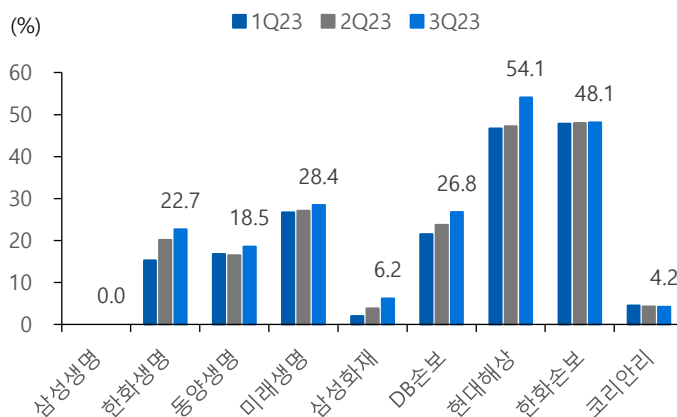
Key Chart

K-ICS비율 비교



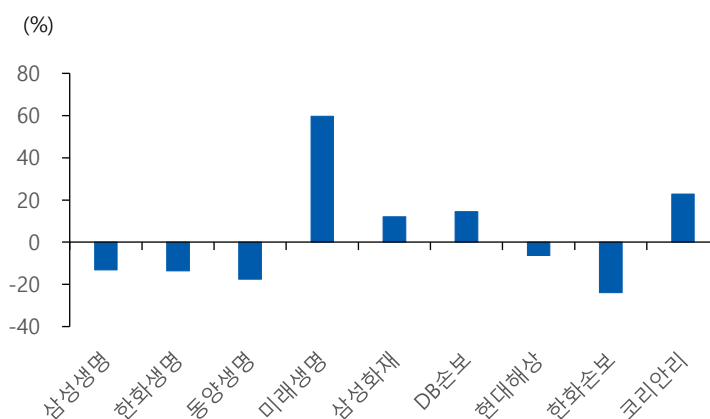
자료: 유안타증권 리서치센터

자본 대비 해약환급금 준비금 비중 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

연초 이후 주가수익률 비교



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

삼성생명 (032830)

반격의 2024년

투자의견 BUY로 상향, 목표주가 90,000원으로 상향

삼성생명의 투자의견을 기존 HOLD에서 BUY로 상향하고, 목표주가도 기존 80,000원에서 90,000원으로 상향한다. 2023년에는 배당수익률이 5.8%에 그칠 전망이지만 2024년에는 견조한 이익 증가에 더불어 배당성장까지 확대되며 배당수익률이 7.2%에 이를 것으로 예상하기 때문이다. IFRS17 전환에 따라 회사별 비교 가능성이 현저히 하락했지만, 당사는 회사가 최종적으로 지급하는 주당배당금과 당국에서 승인하는 자본비율은 객관적인 비교가 가능하다고 판단하기 때문에 이를 기준으로 목표주가를 산출했다.

2024년 전망

2024년 이익은 보험손익과 투자손익이 동반 개선되면서 2023년 대비 증가할 전망이다. 보험손익은 CSM 상각 증가와 예실차 개선에 힘입어 증가할 것으로 예상된다. RA 해제는 3분기 중 RA 환급률 하락으로 인해 감소하겠으나 영향은 크지 않을 전망이다. 투자손익은 2024년 중 금리의 완만한 하락과 증시 반등이 나타나면서 2023년 대비 개선될 것으로 예상된다. 다만 이는 금융자산 처분익을 가정하지 않고 산출한 것이기 때문에 처분익이 발생할 경우 이익이 추가로 상승할 여력도 있다.

3분기 실적 리뷰

3분기 지배주주순이익은 4,756억원으로 전분기대비 77.9% 증가했다. 보험손익은 당국의 RA 환급률 인하로 인해 전분기대비 감소했으나 예실차는 개선, CSM 상각은 유지했다. 투자손익은 3분기 금리 상승과 증시 부진으로 인해 FVPL 평가손실이 발생했지만 대규모 금융상품 처분익이 발생하면서 흑자로 전환했다. 기말 CSM은 기시 CSM 대비 감소했는데, 이는 실손보험 평가방법 변경으로 -0.5조원 규모의 CSM 조정이 추가된 점에 주로 기인한다.

Quarterly earning Forecasts

(십원, %)

	3Q23	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
보험손익	401	-	-8.3	412	-2.5
투자손익	195	-	N/A	53	268.7
영업이익	596	-	87.4	523	14.0
영업외손익	33	-	-17.2	-	-
세전이익	629	-	75.8	576	9.2
지배주주순이익	476	-	77.9	430	10.5

자료: 유안타증권 리서치센터

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십원, 배, %)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023E	2024E
영업이익			2,559	2,948
세전이익			2,739	3,080
지배순이익			2,004	2,142
PER (배)			6.2	5.8
PBR (배)			0.29	0.28
배당수익률 (%)			5.8	7.2

자료: 유안타증권 리서치센터



정태준 보험/증권/은행/CFA
taejoon.jeong@yuantakorea.com

BUY (U)

목표주가 90,000원 (U)

현재주가 (11/17) 69,100원

상승여력 30%

시가총액 138,200 억원

총발행주식수 200,000,000 주

60일 평균 거래대금 130 억원

60일 평균 거래량 186,384 주

52주 고/저 74,700 원 / 61,500 원

외인지분율 16.83 %

배당수익률 5.8 %

주요주주 삼성물산 외 7 인 45.3%

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (5.08) 3.60 3.29

상대 (5.45) 5.70 4.33

절대 (달러환산) 0.00 0.00 0.00

[표 1] 목표주가 산출 (단위: 원, %)

항목	삼성생명	비고
현재 주가	69,100	(A)
2024E 주당배당금	5,000	(B)
2024E 배당수익률	7.2	(C) = (A) ÷ (B)
요구 배당수익률	6.0	(D)
2024E K-ICS 비율	210.9	(E)
할증/할인율	105.4%	(F) = (E) ÷ 200
신규 목표주가	90,000	(G) = (A) × (C) ÷ (D) × (F)
기존 목표주가	80,000	목표주가 변화율: +12.5%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 2024년 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
보험손익	442	421	461	476	1,662	1,800	2,018
투자손익	345	214	302	287	897	1,148	1,111
영업이익	787	635	763	763	2,559	2,948	3,129
세전이익	820	668	796	795	2,739	3,080	3,261
지배주주순이익	573	460	555	554	2,004	2,142	2,276

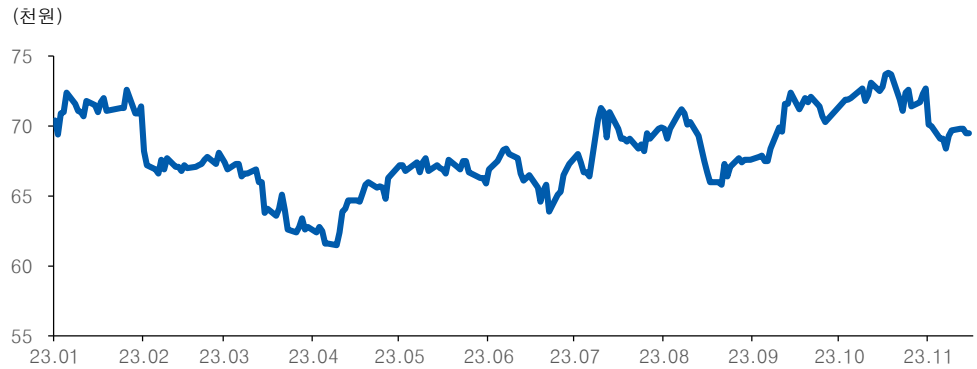
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 3분기 실적 요약 (단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	비고
보험손익	406	438	401	RA 환급률 감소
CSM 상각	334	326	327	
RA 해제	155	148	84	
예실차	-83	-1	26	
기타	1	-35	-36	
투자손익	476	-119	195	3분기 금리 상승 및 증시 부진 영향
보험금융손익 제외	3,494	1,758	1,322	
FVPL 평가익	1,294	253	-534	
금융상품 처분익	108	-39	243	
영업이익	882	318	596	실손보험 평가방법 변경 -0.5조원
영업외손익	75	40	33	
세전이익	956	358	629	
연결 당기순이익	739	300	507	
지배주주순이익	707	267	476	
기시 CSM	10,749	11,304	11,913	실손보험 평가방법 변경 -0.5조원
신계약 CSM	846	970	956	
이자부리	96	-6	105	
CSM 상각	-334	-326	-327	
CSM 조정	-53	-30	-938	
기말 CSM	11,304	11,913	11,709	

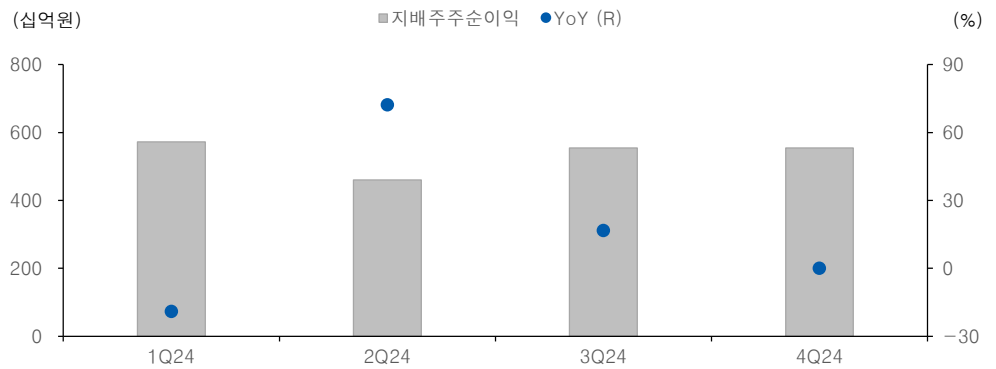
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 주가 추이



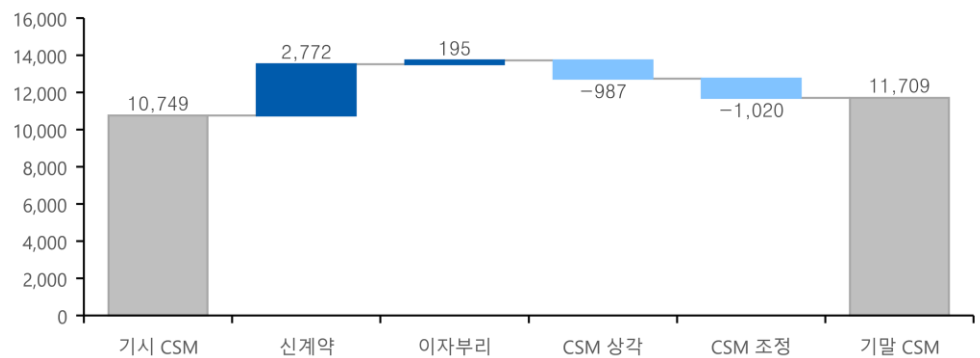
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 2024E 분기별 이익 vs. YoY 성장률



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 3Q23 누적 CSM 변화 (십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

삼성생명 (032830) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 십원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	IFRS4		1,662	1,800	2,018
CSM 상각			1,330	1,521	1,739
RA 해제			471	337	337
예실차			-33	49	49
기타			-106	-106	-106
투자손익			897	1,148	1,111
보험금융손익 제외			8,046	5,654	5,617
FVPL 평가익			871	-797	-834
금융상품 처분익			312	0	0
영업이익			2,559	2,948	3,129
영업외손익			180	132	132
세전이익			2,739	3,080	3,261
법인세비용			608	813	861
법인세율			21.2	26.4	26.4
연결 당기순이익			2,131	2,267	2,400
지배주주순이익			2,004	2,142	2,276

주요 투자지표	(단위: 배, %, 원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PER	IFRS4		6.2	5.8	5.5
PBR			0.29	0.28	0.27
배당수익률			5.8	7.2	8.0
EPS			11,159	11,930	12,672
BPS			237,383	244,313	251,485
DPS			4,000	5,000	5,500
ROE			4.9	5.0	5.1
ROA			0.68	0.78	0.87
K-ICS 비율			224.0	210.9	201.5
지급여력금액			53,656	54,900	56,188
지급여력기준금액			23,958	26,033	27,889
배당성향			35.8	41.9	43.4
보통주 배당성향			35.8	41.9	43.4
우선주 배당성향			0.0	0.0	0.0

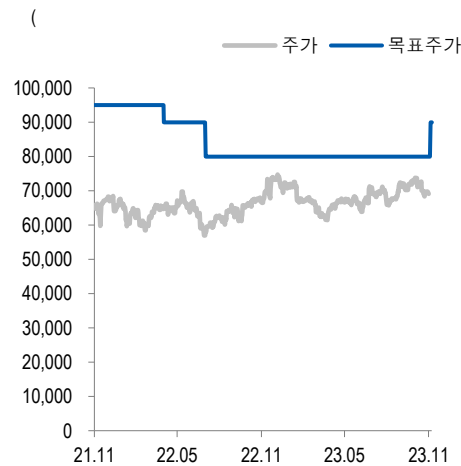
주: 배당 관련 지표는 보통주 기준, 자료: 유안타증권

재무상태표	(단위: 십원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
자산	IFRS4		283,875	266,268	255,188
현금			4,280	4,015	3,848
금융자산			268,050	251,424	240,962
FVPL			40,897	38,361	36,764
FVOCI			146,963	137,848	132,112
FVAC			59	55	53
기타자산			11,546	10,830	10,379
부채			239,377	220,525	208,157
보험부채			162,585	143,733	131,366
BEL			145,750	124,665	110,379
CSM			12,265	14,339	16,195
RA			3,044	3,203	3,266
기타			1,526	1,526	1,526
기타부채			76,792	76,792	76,792
자본			44,498	45,743	47,031
지배주주지분			42,628	43,872	45,160
자본금			100	100	100
자본잉여금			125	125	125
이익잉여금			17,368	18,613	19,901
해약환급금 준비금			0	0	0
자본조정			-2,117	-2,117	-2,117
기타포괄손익누계액			27,151	27,151	27,151
신종자본증권			0	0	0
비지배지분			1,870	1,870	1,870

CSM 변화	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
기시 CSM	IFRS4		10,749	12,265	14,339
신계약 CSM			3,618	3,384	3,384
이자부리			301	421	421
CSM 상각			-1,330	-1,521	-1,739
CSM 조정			-1,073	-210	-210
기말 CSM			12,265	14,339	16,195

자료: 유안타증권

삼성생명 (032830) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-11-20	BUY	90,000	1년		
2022-12-19	HOLD	80,000	1년	-14.60	-6.63
2022-07-18	BUY	80,000	1년	-18.64	-7.50
2022-04-18	BUY	90,000	1년	-28.30	-22.44
2021-11-23	1년 경과 이후		1년	-32.34	-27.89
2020-11-23	BUY	95,000	1년	-19.39	-9.05

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-11-20

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 정태준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

한화생명 (088350)

경쟁력 있는 배당수익률 기대

투자의견 BUY 유지, 목표주가 3,000원으로 하향

한화생명의 목표주가를 기존 3,500원에서 3,000원으로 하향한다. 이는 목표주가 산출 방식 변경에 기인하며, 새로운 목표주가는 동사의 2024년 예상 배당수익률 7.8%, 2024년 예상 K-ICS비율 177.6%를 기준으로 산출했다. IFRS17 전환에 따라 회사별 비교 가능성이 현저히 하락했지만, 당사는 회사가 최종적으로 지급하는 주당배당금과 당국에서 승인하는 자본비율은 객관적인 비교가 가능하다고 판단하기 때문에 이를 기준으로 사용했다. 동사 배당수익률은 경영진의 적극적인 의지와 함께 2023년은 물론, 2024년에도 경쟁력 있는 수준을 기록할 것으로 기대한다.

2024년 전망

2024년에는 보험손익과 투자손익이 모두 증가할 전망이다. 보험손익은 2023년에 단기납 종신보험 판매를 통해 확대한 보유계약 CSM에 힘입어 신계약 CSM 둔화에도 증가할 것으로 예상된다. RA 해제는 3분기 중 RA 환급률 하락으로 인해 감소하겠으나 영향은 크지 않을 전망이다. 투자손익은 연중 지속된 금리와 증시 변동성이 완화되면서 안정적인 모습을 찾을 것으로 예상된다. 다만 동사에 대해서는 매 분기 상당 규모의 금융자산 처분익 인식을 가정했기 때문에 처분익 규모에 따라 투자손익에 변동성이 나타날 수 있다.

3분기 실적 리뷰

3분기 당기순손실은 408억원으로 전분기대비 적자로 전환했다. 보험손익은 실손보험 가이드라인 반영에 따른 대규모 CSM 조정으로 CSM 상각이 감소하며 전분기대비 감소했다. 투자손익은 3분기 금리 상승과 증시 부진으로 인해 FVPL 평가손실이 확대되며 적자로 전환했다. 신계약 CSM은 상반기 대비 증가했는데, 이는 8월 중 단기납 종신보험에 대한 절판 마케팅이 있었던 점에 기인한다.



정태준 보험/증권/은행/CFA
taejoon.jeong@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 3,000원 (D)

현재주가 (11/17) 2,685원

상승여력 12%

시가총액 23,320 억원

총발행주식수 868,530,000 주

60일 평균 거래대금 48 억원

60일 평균 거래량 1,729,398 주

52주 고/저 3,120 원 / 2,165 원

외인지분율 9.36 %

배당수익률 7.4 %

주요주주 한화 외 5 인 45.06%

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (6.93) 20.95 8.05

상대 (7.30) 23.39 9.13

절대 (달러환산) 0.00 0.00 0.00

Quarterly earning Forecasts (십원, %)

	3Q23	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
보험손익	173	-	-21.4	189	9.4
투자손익	-253	-	N/A	-53	-79.1
영업이익	-80	-	N/A	-	-
영업외손익	0	-	N/A	-	-
세전이익	-80	-	N/A	140	N/A
당기순이익	-41	-	N/A	104	N/A

자료: 유안타증권 리서치센터

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도) (십원, 배, %)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023E	2024E
영업이익			904	998
세전이익			911	998
당기순이익			755	734
PER (배)			3.5	3.5
PBR (배)			0.19	0.18
배당수익률 (%)			7.4	7.8

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 1] 목표주가 산출 (단위: 원, %)

항목	한화생명	비고
현재 주가	2,685	(A)
2024E 주당배당금	210	(B)
2024E 배당수익률	7.8	(C) = (A) ÷ (B)
요구 배당수익률	6.0	(D)
2024E K-ICS 비율	177.6	(E)
할증/할인율	88.8%	(F) = (E) ÷ 200
신규 목표주가	3,000	(G) = (A) × (C) ÷ (D) × (F)
기존 목표주가	3,500	목표주가 변화율: -14.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 2024년 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
보험손익	170	222	190	193	747	775	815
투자손익	55	56	55	56	157	223	224
영업이익	225	278	246	249	904	998	1,039
세전이익	225	278	246	249	911	998	1,038
당기순이익	165	205	181	183	755	734	764

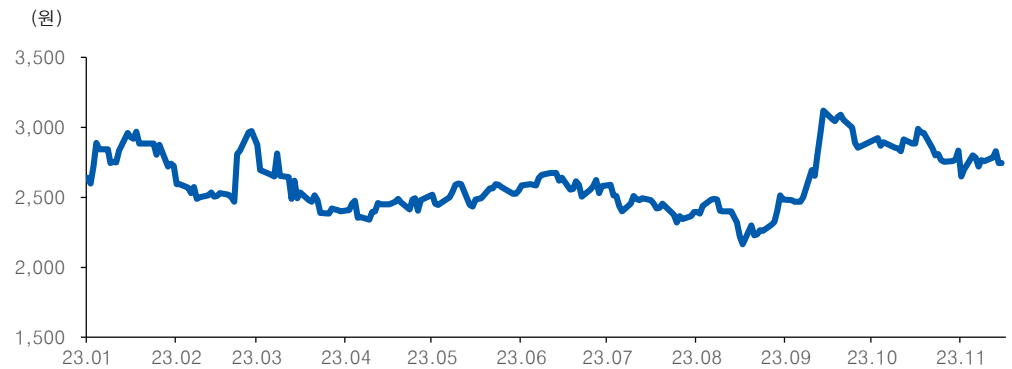
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 3분기 실적 요약 (단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	비고
보험손익	172	220	173	RA 환급률 감소
CSM 상각	225	226	217	
RA 해제	34	31	28	
예실차	-28	9	-15	
기타	-59	-47	-57	
투자손익	433	-81	-253	금리 상승 및 증시 부진 영향
보험금융손익 제외	1,806	670	141	
FVPL 평가익	715	-96	-407	
금융상품 처분익	342	223	56	
영업이익	608	136	-80	
영업외손익	2	5	0	
세전이익	607	144	-80	
당기순이익	471	148	-41	
기시 CSM	9,763	9,879	10,123	실손보험 평가방법 변경 약 -8,000억원
신계약 CSM	544	620	692	
이자부리	83	87	91	
CSM 상각	-225	-226	-217	
CSM 조정	-286	-237	-890	
기말 CSM	9,713	10,117	10,117	

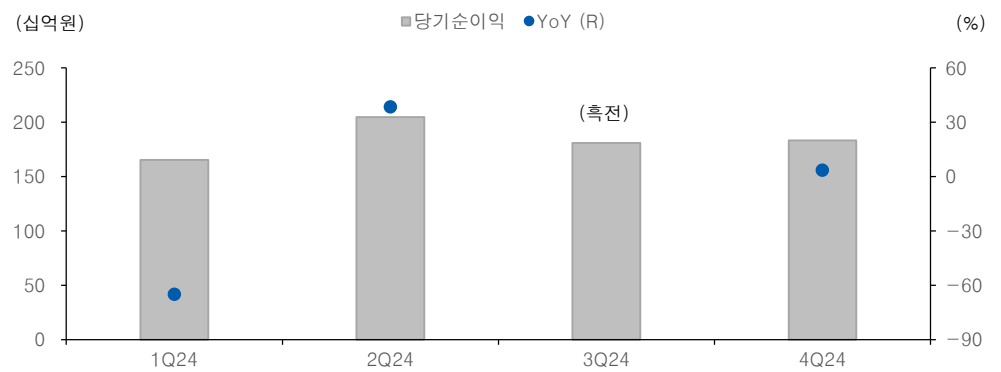
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 주가 추이



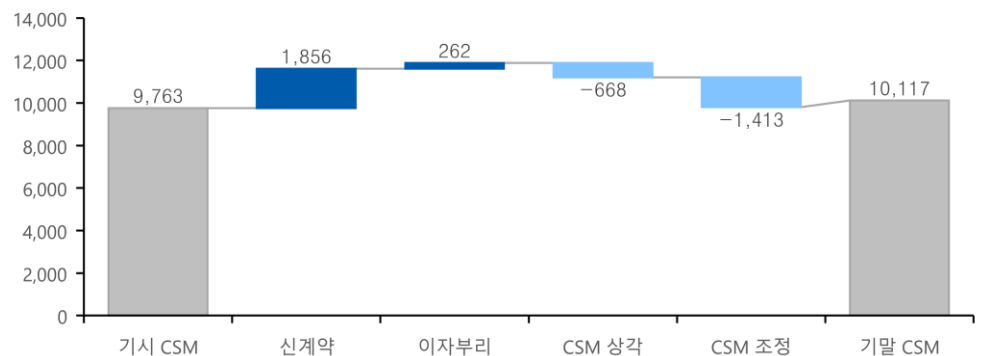
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 2024E 분기별 이익 vs. YoY 성장률



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 3Q23 누적 CSM 변화 (십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

한화생명 (088350) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서	(단위: 십원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	IFRS4		747	775	815
CSM 상각			895	933	973
RA 해제			120	110	110
예실차			-49	-49	-49
기타			-219	-219	-219
투자손익			157	223	224
보험금융손익 제외			3,069	1,796	1,797
FVPL 평가익			115	-395	-394
금융상품 처분익			677	225	225
영업이익			904	998	1,039
영업외손익			7	0	0
세전이익			911	998	1,038
법인세비용			156	263	274
법인세율			23.7	26.4	26.4
당기순이익			755	734	764

주요 투자지표	(단위: 배, %, 원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PER	IFRS4		3.5	3.5	3.3
PBR			0.19	0.18	0.17
배당수익률			7.4	7.8	8.2
EPS			772	775	809
BPS			14,105	14,721	15,362
DPS			200	210	220
ROE			6.1	5.7	5.7
ROA			0.69	0.69	0.73
K-ICS 비율			179.9	177.6	176.2
지급여력금액			21,659	22,207	22,775
지급여력기준금액			12,036	12,502	12,928
배당성향			23.5	25.4	25.6
보통주 배당성향			23.5	25.4	25.6

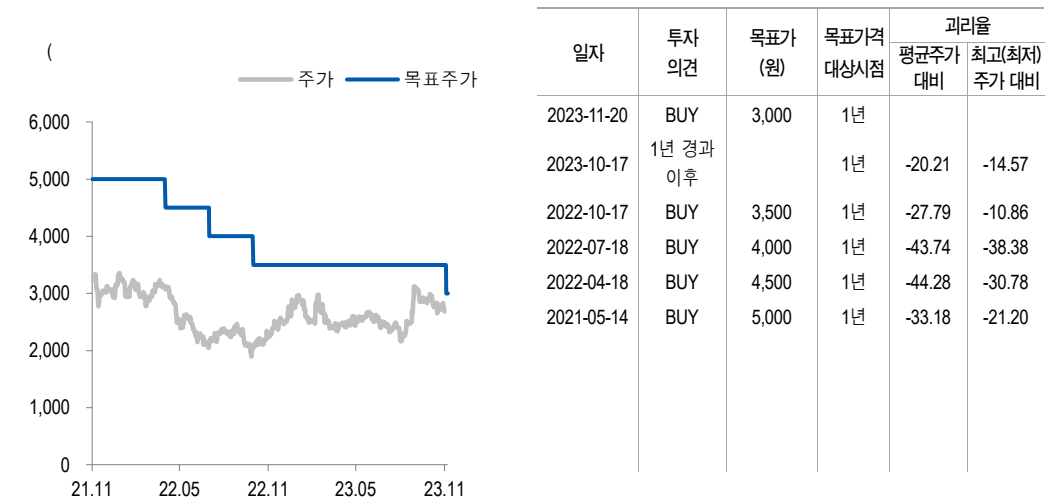
주: 배당 관련 지표는 보통주 기준, 자료: 유안타증권

재무상태표	(단위: 십원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
자산	IFRS4		106,820	104,843	103,304
현금			781	767	756
금융자산			70,678	69,370	68,351
FVPL			20,822	20,436	20,136
FVOCI			34,922	34,276	33,773
FVAC			11,327	11,117	10,954
기타자산			35,361	34,707	34,197
부채			94,293	91,769	89,661
보험부채			65,778	63,253	61,145
BEL			67,965	65,009	62,521
CSM			10,240	10,705	11,131
RA			1,697	1,662	1,617
기타			-14,124	-14,124	-14,124
기타부채			28,515	28,515	28,515
자본			12,527	13,075	13,644
자본금			4,343	4,343	4,343
자본잉여금			485	485	485
이익잉여금			6,238	6,786	7,355
해약환급금 준비금			3,190	4,593	5,995
자본조정			-1,123	-1,123	-1,123
기타포괄손익누계액			2,085	2,085	2,085
신종자본증권			498	498	498

CSM 변화	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
기시 CSM	IFRS4		9,763	10,240	10,705
신계약 CSM			2,400	2,178	2,178
이자부리			353	365	365
CSM 상각			-895	-933	-973
CSM 조정			-1,699	-1,144	-1,144
기말 CSM			10,240	10,705	11,131

자료: 유안타증권

한화생명 (088350) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-11-20

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 정태준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

동양생명 (082640)

2024년에도 높은 배당수익률 기대

투자의견 BUY 유지, 목표주가 6,500원으로 하향

동양생명의 목표주가를 기존 7,500원에서 6,500원으로 하향한다. 이는 목표주가 산출 방식 변경에 기인하며, 새로운 목표주가는 동사의 2024년 예상 배당수익률 9.7%, 2024년 예상 K-ICS비율 177.2%를 기준으로 산출했다. IFRS17 전환에 따라 회사별 비교 가능성이 현저히 하락했지만, 당사는 회사가 최종적으로 지급하는 주당배당금과 당국에서 승인하는 자본비용은 객관적인 비교가 가능하다고 판단하기 때문에 이를 기준으로 사용했다. 동사 배당수익률은 경영진의 적극적인 의지와 함께 2023년은 물론, 2024년에도 높은 수준을 기록할 것으로 기대한다.

2024년 전망

2024년에는 보험손익은 증가, 투자손익은 감소할 전망이다. 보험손익은 CSM 상각 증가에 힘입어 증가할 것으로 예상된다. RA 해제는 3분기 중 RA 환급률 하락으로 인해 감소하겠으나 영향은 크지 않을 전망이다. 투자손익은 연중 지속된 금리와 증시 변동성이 완화되면서 안정적인 모습을 찾을 것으로 예상된다. 다만 이는 2023년 중 매 분기마다 인식한 금융자산 처분이익을 가정하지 않고 산출한 것이기 때문에 처분이익이 발생할 경우 이익이 추가로 상승할 여력도 있다.

3분기 실적 리뷰

3분기 당기순이익은 172억원으로 전분기대비 60.6% 감소했다. 보험손익은 실손보험 가이드라인 영향으로 약 120억원 손실이 반영되었음에도 불구하고 CSM 상각 증가로 개선되었다. 투자손익은 3분기 금리 상승과 증시 부진으로 인해 FVPL 평가손실이 발생하며 적자로 전환했다. 신계약 CSM은 상반기 대비 증가했는데, 이는 8월 중 단기납 종신보험에 대한 절판 마케팅이 있었던 점에 기인한다.



정태준 보험/증권/은행/CFA
taejoon.jeong@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 6,500원 (D)

현재주가 (11/17) 4,515원

상승여력 44%

시가총액 7,290 억원

총발행주식수 161,358,585 주

60일 평균 거래대금 6 억원

60일 평균 거래량 140,543 주

52주 고/저 5,750 원 / 3,405 원

외인지분율 82.81 %

배당수익률 9.5 %

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

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (9.61) 21.05 20.40

상대 (9.96) 23.50 21.61

절대 (달러환산) 0.00 0.00 0.00

Quarterly earning Forecasts (십원, %)

	3Q23	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
보험손익	67	-	21.9	-	-
투자손익	-46	-	N/A	-	-
영업이익	22	-	-62.2	-	-
영업외손익	0	-	N/A	-	-
세전이익	22	-	-61.2	-	-
당기순이익	17	-	-60.6	-	-

자료: 유안타증권 리서치센터

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도) (십원, 배, %)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023E	2024E
영업이익	IFRS4		372	375
세전이익			373	376
당기순이익			290	277
PER (배)			2.5	2.6
PBR (배)			0.21	0.20
배당수익률 (%)			9.5	9.7

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 1] 목표주가 산출 (단위: 원, %)		
항목	동양생명	비고
현재 주가	4,515	(A)
2024E 주당배당금	440	(B)
2024E 배당수익률	9.7	(C) = (A) ÷ (B)
요구 배당수익률	6.0	(D)
2024E K-ICS 비율	177.2	(E)
할증/할인율	88.6%	(F) = (E) ÷ 200
신규 목표주가	6,500	(G) = (A) × (C) ÷ (D) × (F)
기존 목표주가	7,500	목표주가 변화율: -13.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

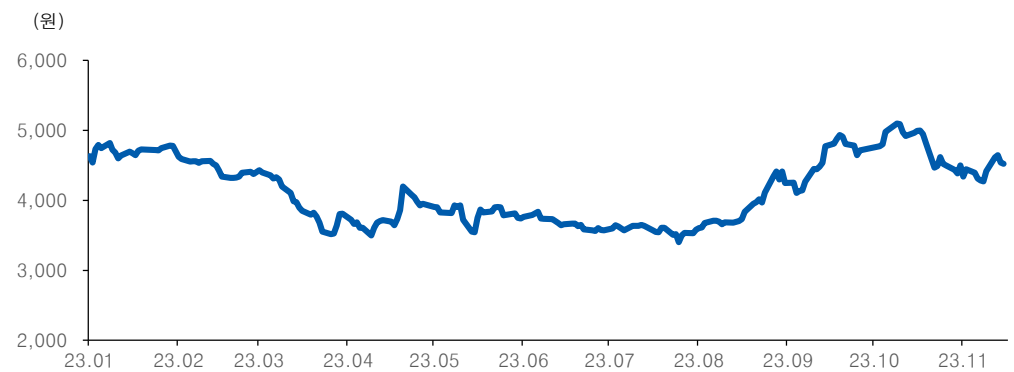
[표 2] 2024년 실적 전망 (단위: 십억원)							
	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
보험손익	66	64	72	73	252	274	290
투자손익	44	5	26	25	121	101	87
영업이익	110	69	98	98	372	375	376
세전이익	111	69	98	98	373	376	377
당기순이익	81	51	72	72	290	277	278

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 3분기 실적 요약 (단위: 십억원)				
	1Q23	2Q23	3Q23	비고
보험손익	61	55	67	실손보험 가이드라인 영향 약 -120억원 반영
CSM 상각	65	63	68	
RA 해제	11	11	11	
예실차	-3	7	7	
기타	-12	-26	-19	
투자손익	135	2	-46	금리 상승 및 증시 부진 영향
보험금융손익 제외	440	263	142	
FVPL 평가익	134	3	-85	
금융상품 처분익	79	39	12	
영업이익	196	57	22	
영업외손익	0	-1	0	
세전이익	196	57	22	
당기순이익	156	44	17	
기시 CSM	2,374	2,486	2,506	
신계약 CSM	176	183	202	
이자부리	24	25	26	
CSM 상각	-65	-63	-68	
CSM 조정	-24	-126	-91	
기말 CSM	2,486	2,506	2,575	

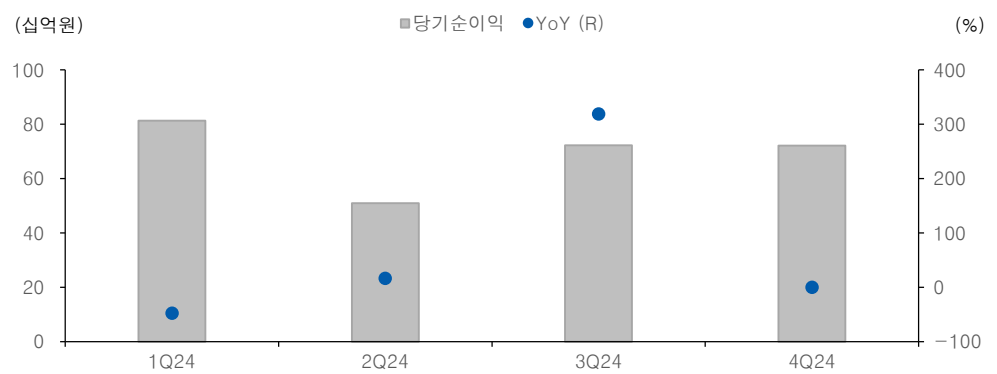
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 주가 추이



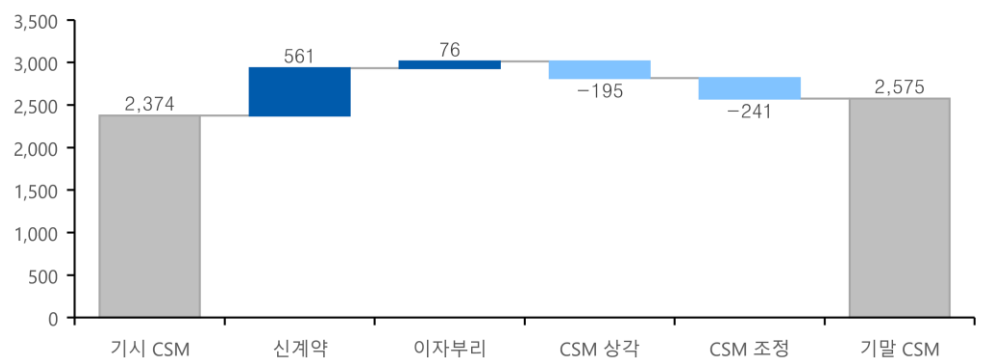
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 2024E 분기별 이익 vs. YoY 성장률



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 3Q23 누적 CSM 변화 (십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

동양생명 (082640) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서	(단위: 십원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	IFRS4		252	274	290
CSM 상각			264	285	301
RA 해제			45	46	46
예실차			18	18	18
기타			-75	-75	-75
투자손익			121	101	87
보험금융손익 제외			1,063	853	838
FVPL 평가익			55	-6	-21
금융상품 처분익			130	0	0
영업이익			372	375	376
영업외손익			0	1	1
세전이익			373	376	377
법인세비용			83	99	100
법인세율			22.7	26.4	26.4
당기순이익			290	277	278

주요 투자지표	(단위: 배, %, 원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PER	IFRS4		2.5	2.6	2.6
PBR			0.21	0.20	0.19
배당수익률			9.5	9.7	10.0
EPS			1,796	1,712	1,720
BPS			21,036	22,374	23,708
DPS			430	440	450
ROE			9.1	8.2	7.7
ROA			0.92	0.91	0.94
K-ICS 비율			180.1	177.2	175.6
지급여력금액			4,492	4,700	4,908
지급여력기준금액			2,494	2,652	2,795
배당성향			23.1	24.8	25.2
보통주 배당성향			23.1	24.8	25.2

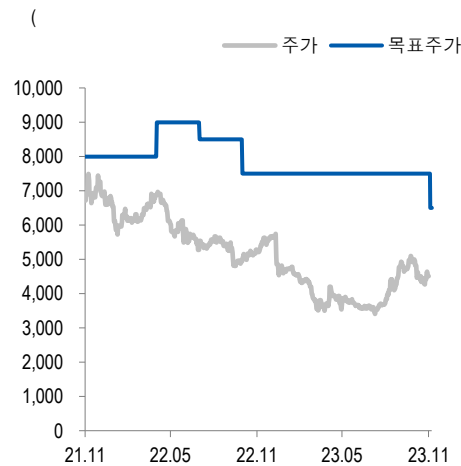
주: 배당 관련 지표는 보통주 기준, 자료: 유안타증권

재무상태표	(단위: 십원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
자산	IFRS4		30,625	29,884	29,332
현금			661	645	633
금융자산			21,673	21,150	20,759
FVPL			4,754	4,639	4,554
FVOCI			16,761	16,356	16,054
FVAC			0	0	0
기타자산			8,291	8,090	7,941
부채			27,349	26,401	25,641
보험부채			22,929	21,981	21,221
BEL			19,012	17,925	17,047
CSM			2,617	2,776	2,919
RA			443	423	398
기타			857	857	857
기타부채			4,420	4,420	4,420
자본			3,275	3,484	3,691
자본금			807	807	807
자본잉여금			464	464	464
이익잉여금			1,289	1,497	1,705
해약환급금 준비금			672	933	1,194
자본조정			-61	-61	-61
기타포괄손익누계액			432	432	432
신종자본증권			807	807	807

CSM 변화	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
가시 CSM	IFRS4		2,374	2,617	2,776
신계약 CSM			737	705	705
이자부리			102	105	105
CSM 상각			-264	-285	-301
CSM 조정			-332	-366	-366
기말 CSM			2,617	2,776	2,919

자료: 유안타증권

동양생명 (082640) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-11-20	BUY	6,500	1년		
2023-10-17	1년 경과 이후		1년	-39.70	-33.33
2022-10-17	BUY	7,500	1년	-42.05	-23.33
2022-07-18	BUY	8,500	1년	-37.13	-33.29
2022-04-18	BUY	9,000	1년	-33.18	-22.56
2021-11-11	BUY	8,000	1년	-17.95	-6.38

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 × 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-11-17

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 정태준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

미래에셋생명 (085620)

배당에 대한 방향성 제시 필요

투자의견 HOLD 유지, 목표주가 3,000원으로 하향

미래에셋생명의 목표주가를 기존 4,000원에서 3,000원으로 하향한다. 새로운 목표주가는 동사의 2024년 예상 배당수익률 4.1%, 2024년 예상 K-ICS비율 187.8%를 기준으로 산출했다. IFRS17 전환에 따라 회사별 비교 가능성이 현저히 하락했지만, 당사는 회사가 최종적으로 지급하는 주당배당금과 당국에서 승인하는 자본비율은 객관적인 비교가 가능하다고 판단하기 때문에 이를 기준으로 사용했다. 한편 동사는 높은 자본비율을 보유하고 있음에도 배당에 대한 방향성은 제시하지 못하고 있다. 동사의 주장대로 피인수설이 사실 무근이라면 현재 주주들을 위한 대안도 필요하다.

2024년 전망

2024년에는 보험손익과 투자손익이 모두 증가할 전망이다. 보험손익은 타사의 단기납 종신보험 판매 둔화로 동사의 변액보험 판매가 개선되며 증가할 것으로 예상된다. 투자손익은 연중 지속된 금리와 증시 변동성이 완화되면서 안정적인 모습을 찾을 것으로 예상된다. 다만 동사에 대해서는 매 분기 일정 규모의 금융자산 처분의 인식을 가정했기 때문에 처분의 규모에 따라 투자손익에 변동성이 나타날 수 있다.

3분기 실적 리뷰

3분기 당기순이익은 245억원으로 전분기대비 28.1% 감소했다. 보험손익은 실손보험 가이드라인 영향으로 CSM이 대폭 조정되며 CSM 상각과 함께 감소했다. 투자손익은 3분기 금리 상승과 증시 부진으로 인해 FVPL 평가손실이 발생하며 적자로 전환했다. 신계약 CSM은 상반기 대비 증가했는데, 타사와 달리 단기납 종신보험이 아닌 다른 종류의 상품에서의 판매 확대에 기인한다는 점이 긍정적이다.



정태준 보험/증권/은행/CFA
taejeon.jeong@yuantakorea.com

HOLD (M)

목표주가 3,000원 (D)

현재주가 (11/17) **4,915원**

상승여력 **-39%**

시가총액 8,700 억원

총발행주식수 177,016,189 주

60일 평균 거래대금 15 억원

60일 평균 거래량 304,562 주

52주 고/저 5,550 원 / 2,475 원

외인지분율 1.63 %

배당수익률 4.1 %

주요주주 미래에셋증권 외 21 인
53.64%

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 9.96 35.77 73.06

상대 9.52 38.52 74.80

절대 (달러환산) 0.00 0.00 0.00

Quarterly earning Forecasts

(십원, %)

	3Q23	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
보험손익	27	-	-32.6	-	-
투자손익	-1	-	-119.9	-	-
영업이익	27	-	-40.0	-	-
영업외손익	-1	-	-20.2	-	-
세전이익	26	-	-40.4	-	-
당기순이익	24	-	-28.1	-	-

자료: 유안타증권 리서치센터

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(십원, 배, %)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023E	2024E
영업이익	IFRS4		270	272
세전이익			266	269
당기순이익			204	198
PER (배)			3.1	3.2
PBR (배)			0.21	0.20
배당수익률 (%)			4.1	4.1

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 1] 목표주가 산출

(단위: 원, %)

항목	미래에셋생명	비고
현재 주가	4,915	(A)
2024E 주당배당금	200	(B)
2024E 배당수익률	4.1	(C) = (A) ÷ (B)
요구 배당수익률	6.0	(D)
2024E K-ICS 비율	187.8	(E)
할증/할인율	93.9%	(F) = (E) ÷ 200
신규 목표주가	3,000	(G) = (A) × (C) ÷ (D) × (F)
기존 목표주가	4,000	목표주가 변화율: -25.0%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 2024년 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
보험손익	40	40	33	34	140	147	168
투자손익	48	15	31	31	130	125	112
영업이익	88	55	64	65	270	272	279
세전이익	87	54	63	65	266	269	276
당기순이익	64	40	47	48	204	198	203

자료: 유안타증권 리서치센터

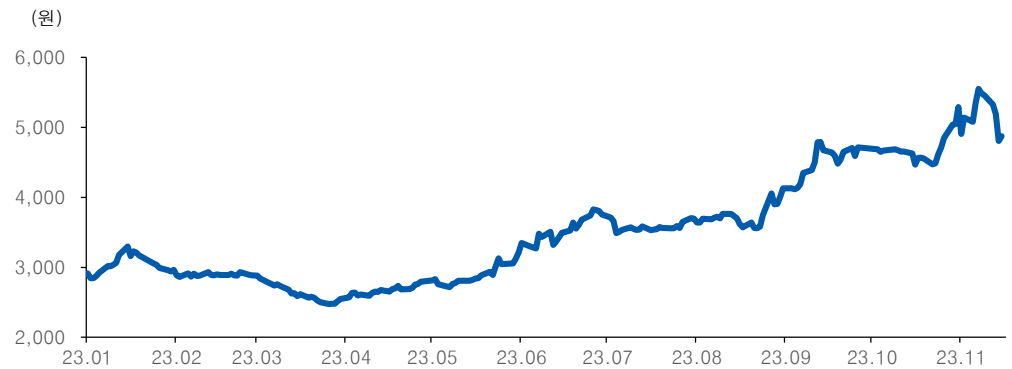
[표 3] 3분기 실적 요약

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	비고
보험손익	44	41	27	
CSM 상각	52	50	46	
RA 해제	12	12	12	
예실차	-2	-5	-4	
기타	-18	-16	-26	
투자손익	94	4	-1	할인율 상승으로 보험금융손익 개선
보험금융손익 제외	911	655	-17	
FVPL 평가익	763	471	-199	금리 상승 및 증시 부진 영향
금융상품 처분익	82	53	66	
영업이익	137	44	27	
영업외손익	-2	-1	-1	
세전이익	136	43	26	
당기순이익	101	34	24	
기시 CSM	1,979	2,007	2,094	
신계약 CSM	57	69	85	
이자부리	12	11	12	
CSM 상각	-52	-50	-46	
CSM 조정	11	58	-201	실손보험 평가방법 변경 약 -1,885억원
기말 CSM	2,007	2,094	1,944	

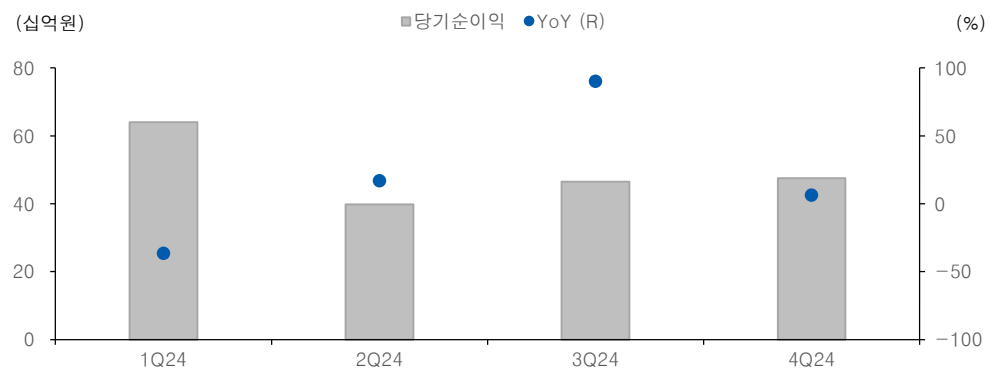
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 주가 추이



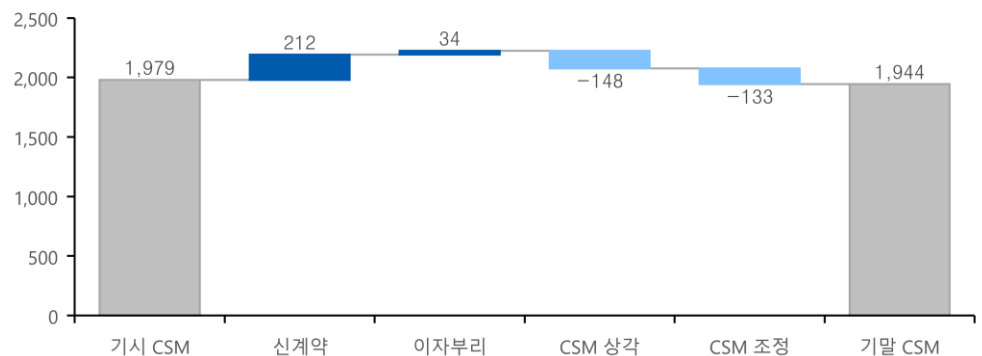
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 2024E 분기별 이익 vs. YoY 성장률



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 3Q23 누적 CSM 변화 (십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

미래에셋생명 (085620) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 십원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	IFRS4		140	147	168
CSM 상각			196	203	224
RA 해제			47	46	46
예실차			-16	-16	-16
기타			-86	-86	-86
투자손익			130	125	112
보험금융손익 제외			1,565	58	45
FVPL 평가익			935	-464	-477
금융상품 처분익			201	60	60
영업이익			270	272	279
영업외손익			-4	-3	-3
세전이익			266	269	276
법인세비용			62	71	73
법인세율			19.7	26.4	26.4
당기순이익			204	198	203

주요 투자지표	(단위: 배, %, 원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PER	IFRS4		3.1	3.2	3.2
PBR			0.21	0.20	0.19
배당수익률			4.1	4.1	4.1
EPS			1,563	1,516	1,558
BPS			22,907	24,223	25,581
DPS			200	200	200
ROE			6.9	6.4	6.3
ROA			0.63	0.63	0.65
K-ICS 비율			200.3	187.8	179.3
지급여력금액			4,098	4,270	4,447
지급여력기준금액			2,046	2,273	2,480
배당성향			12.8	13.2	12.8
보통주 배당성향			12.8	13.2	12.8

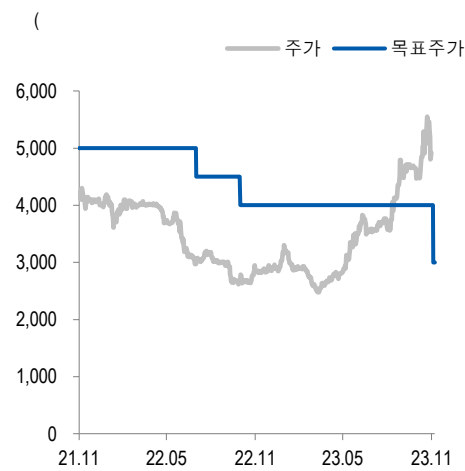
주: 배당 관련 지표는 보통주 기준, 자료: 유안타증권

재무상태표	(단위: 십원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
자산	IFRS4		31,888	31,290	30,919
현금			189	185	183
금융자산			15,950	15,651	15,466
FVPL			4,747	4,658	4,603
FVOCI			10,956	10,751	10,623
FVAC			106	104	103
기타자산			15,749	15,454	15,271
부채			28,899	28,130	27,582
보험부채			12,157	11,387	10,839
BEL			9,757	8,763	8,019
CSM			2,004	2,232	2,439
RA			396	393	381
기타			0	0	0
기타부채			16,743	16,743	16,743
자본			2,989	3,161	3,338
자본금			991	991	991
자본잉여금			181	181	181
이익잉여금			1,766	1,938	2,115
해약환급금 준비금			893	1,085	1,278
자본조정			-371	-371	-371
기타포괄손익누계액			422	422	422
신종자본증권			0	0	0

CSM 변화	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
가시 CSM	IFRS4		1,979	2,004	2,232
신계약 CSM			297	342	342
이자부리			46	47	47
CSM 상각			-196	-203	-224
CSM 조정			-122	42	42
기말 CSM			2,004	2,232	2,439

자료: 유안타증권

미래에셋생명 (085620) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-11-20	HOLD	3,000	1년		
2023-08-28	HOLD	4,000	1년	17.13	-2.50
2022-10-17	BUY	4,000	1년	-24.24	-4.25
2022-07-18	BUY	4,500	1년	-33.99	-28.89
2021-11-23	1년 경과 이후		1년	-22.94	-15.70
2020-11-23	BUY	5,000	1년	-16.48	-1.90

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-11-17

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 정태준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

삼성화재 (000810)

2024년에도 최선호주 제시

투자의견 BUY 유지, 목표주가 360,000원으로 상향

삼성화재의 목표주가를 기존 310,000원에서 360,000원으로 상향한다. 새로운 목표주가는 동사의 2024년 예상 배당수익률 6.9%, 2024년 예상 K-ICS비율 257.5%를 기준으로 산출했다. IFRS17 전환에 따라 회사별 비교 가능성이 현저히 하락했지만, 당사는 회사가 최종적으로 지급하는 주당배당금과 당국에서 승인하는 자본비율은 객관적인 비교가 가능하다고 판단하기 때문에 이를 기준으로 목표주가를 산출했다. 당사는 압도적인 자본비율을 바탕으로 지속적인 배당 확대가 가능할 전망이다. 보험업 최선호주 의견을 유지한다.

2024년 전망

2024년에는 보험손익과 투자손익이 모두 증가하며 이익도 2023년 대비 증가할 전망이다. 보험손익은 2023년에 본격적으로 확대한 보유계약 CSM에 힘입어 신계약 CSM 둔화에도 증가할 것으로 예상된다. 투자손익은 3분기에 두드러진 저이원 채권 매각 손실 영향이 소멸하며 증가할 전망이다. 게다가 당사는 2023년 중 뚜렷한 금융상품 처분익을 인식하지도 않았기 때문에 처분익이 발생할 경우 이익이 추가로 상승할 여력도 있다.

3분기 실적 리뷰

3분기 지배주주순이익은 4,282억원으로 전분기대비 28.9% 감소했다. 주로 투자손익 감소에 기인하는데, 금리 상승에 따라 저이원 채권을 고이원 채권으로 교체하는 작업에서 매각 손실 약 1,500억원이 발생했기 때문이다. 기말 CSM은 실손보험 가이드라인 영향을 반영하면서 약 -1,430억원 규모의 조정이 발생했음에도 불구하고 업계 전반의 8월 절판 마케팅에 따른 신계약 CSM 증가로 기시 CSM 대비 크게 증가했다.



정태준 보험/증권/은행/CFA
taejeon.jeong@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 360,000원 (U)

현재주가 (11/17) 245,000원

상승여력 47%

시가총액 116,070 억원

총발행주식수 50,566,837 주

60일 평균 거래대금 224 억원

60일 평균 거래량 90,440 주

52주 고/저 269,000 원 / 193,500 원

외인지분율 53.35 %

배당수익률 6.3 %

주요주주 삼성생명보험 외 6 인 18.51%

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (4.67) (1.61) 7.69

상대 (5.04) 0.39 8.77

절대 (달러환산) 0.00 0.00 0.00

Quarterly earning Forecasts

(십원, %)

	3Q23	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
보험손익	560	-	-13.0	566	-1.1
투자손익	-41	-	N/A	76	N/A
영업이익	589	-	-22.4	643	-8.3
영업외손익	3	-	-74.2	-	-
세전이익	592	-	-23.1	676	-12.5
지배주주순이익	428	-	-28.9	481	-11.0

자료: 유안타증권 리서치센터

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십원, 배, %)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023E	2024E
영업이익	IFRS4		2,760	2,857
세전이익			2,782	2,868
지배순이익			2,055	2,106
PER (배)			4.7	4.6
PBR (배)			0.67	0.61
배당수익률 (%)			6.3	6.9

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 1] 목표주가 산출 (단위: 원, %)		
항목	삼성화재	비고
현재 주가	245,000	(A)
2024E 주당배당금	17,000	(B)
2024E 배당수익률	6.9	(C) = (A) ÷ (B)
요구 배당수익률	6.0	(D)
2024E K-ICS 비율	257.5	(E)
할증/할인율	128.8%	(F) = (E) ÷ 200
신규 목표주가	360,000	(G) = (A) × (C) ÷ (D) × (F)
기존 목표주가	310,000	목표주가 변화율: +16.1%

자료: 유안타증권 리서치센터

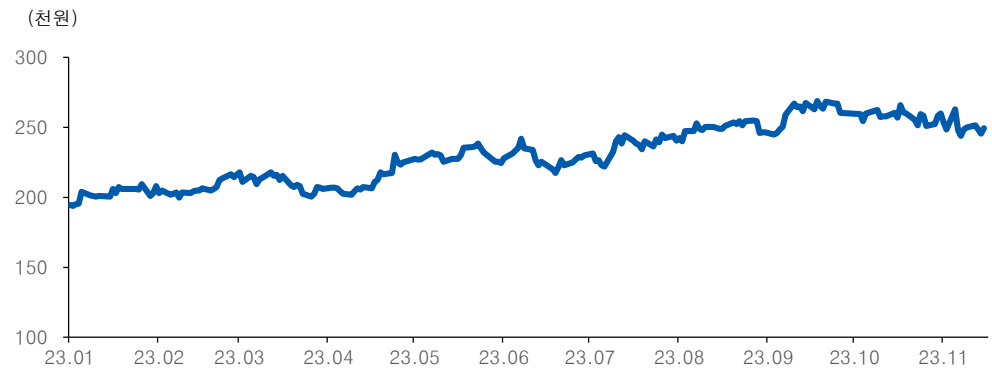
[표 2] 2024년 실적 전망 (단위: 십억원)							
	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
보험손익	648	667	576	507	2,309	2,398	2,457
투자손익	118	111	115	115	330	459	457
영업이익	765	779	692	622	2,760	2,857	2,914
세전이익	768	781	694	625	2,782	2,868	2,925
지배주주순이익	564	574	510	458	2,055	2,106	2,147

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 3분기 실적 요약 (단위: 십억원)				
	1Q23	2Q23	3Q23	비고
보험손익	615	643	560	
CSM 상각	376	383	396	
RA 해제	33	39	38	
예실차	61	92	73	
기타	144	130	54	
투자손익	238	65	-41	
보험금융손익 제외	592	394	303	
FVPL 평가익	26	0	-38	금리 상승 및 증시 부진 영향
금융상품 처분익	26	-19	-139	저이원 채권 매각 손실 약 -1,500억원 발생
영업이익	853	759	589	
영업외손익	6	10	3	
세전이익	859	769	592	
연결 당기순이익	613	603	430	
지배주주순이익	613	602	428	
기시 CSM	12,201	12,350	12,655	
신계약 CSM	678	764	1,164	
이자부리	88	95	105	
CSM 상각	-376	-383	-396	
CSM 조정	-241	-172	-269	실손보험 평가방법 변경 -1,430억원
기말 CSM	12,350	12,655	13,259	

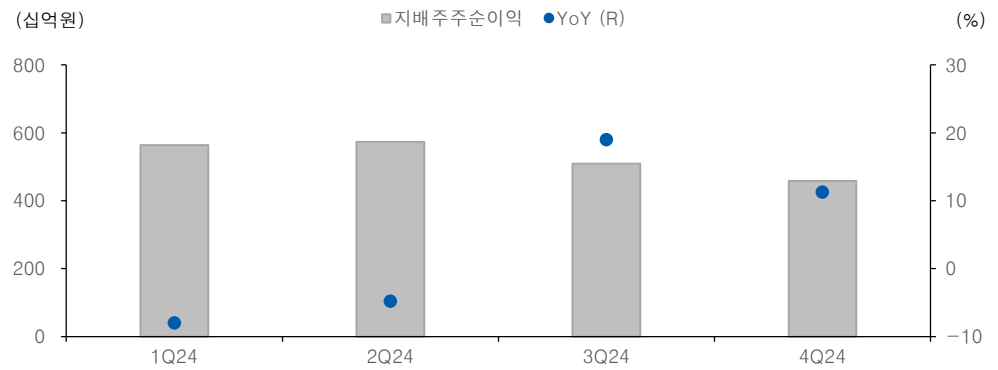
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 주가 추이



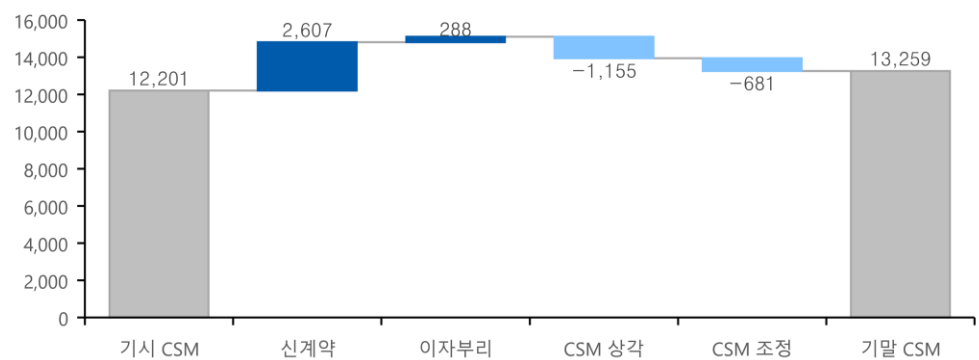
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 2024E 분기별 이익 vs. YoY 성장률



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 3Q23 누적 CSM 변화 (십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

삼성화재 (000810) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서	(단위: 십원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	IFRS4		2,309	2,398	2,457
CSM 상각			1,555	1,640	1,699
RA 해제			148	152	152
예실차			226	226	226
기타			381	381	381
투자손익			330	459	457
보험금융손익 제외			1,699	1,833	1,831
FVPL 평가익			-31	-87	-89
금융상품 처분익			-183	0	0
영업이익			2,760	2,857	2,914
영업외손익			22	11	11
세전이익			2,782	2,868	2,925
법인세비용			723	757	772
법인세율			26.0	26.4	26.4
연결 당기순이익			2,059	2,111	2,153
지배주주순이익			2,055	2,106	2,147

주요 투자지표	(단위: 배, %, 원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PER	IFRS4		4.7	4.6	4.5
PBR			0.67	0.61	0.56
배당수익률			6.3	6.9	7.6
EPS			51,605	52,865	53,918
BPS			367,447	403,311	438,729
DPS			15,500	17,000	18,500
ROE			14.4	13.7	12.8
ROA			2.53	2.60	2.63
K-ICS 비율			256.7	257.5	259.6
지급여력금액			22,523	23,952	25,362
지급여력기준금액			8,776	9,301	9,768
배당성향			32.4	34.7	37.1
보통주 배당성향			30.0	32.2	34.3
우선주 배당성향			2.4	2.6	2.8

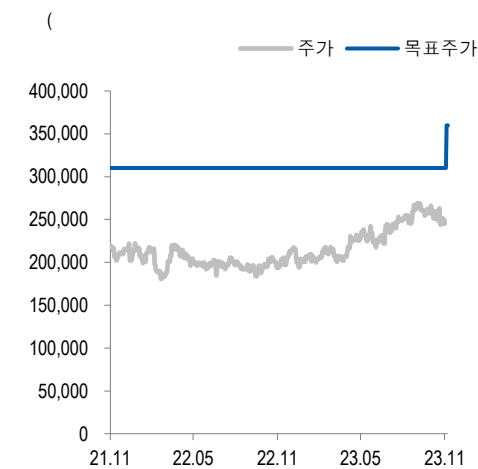
주: 배당 관련 지표는 보통주 기준, 자료: 유안타증권

재무상태표	(단위: 십원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
자산	IFRS4		80,500	81,208	82,027
현금			1,452	1,465	1,480
금융자산			46,720	47,131	47,606
FVPL			9,427	9,510	9,606
FVOCI			35,002	35,310	35,666
FVAC			1,722	1,737	1,755
기타자산			32,328	32,612	32,941
부채			65,834	65,114	64,522
보험부채			49,789	49,068	48,477
BEL			30,591	29,437	28,482
CSM			13,401	13,926	14,393
RA			1,583	1,491	1,388
기타			4,214	4,214	4,214
기타부채			16,045	16,045	16,045
자본			14,666	16,094	17,505
지배주주지분			14,635	16,063	17,474
자본금			26	26	26
자본잉여금			939	939	939
이익잉여금			11,857	13,286	14,696
해약환급금 준비금			1,127	1,966	2,806
자본조정			-1,487	-1,487	-1,487
기타포괄손익누계액			3,299	3,299	3,299
신종자본증권			0	0	0
비지배지분			31	31	31

CSM 변화	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
기시 CSM	IFRS4		12,201	13,401	13,926
신계약 CSM			3,285	2,713	2,713
이자부리			392	418	418
CSM 상각			-1,555	-1,640	-1,699
CSM 조정			-923	-966	-966
기말 CSM			13,401	13,926	14,393

자료: 유안타증권

삼성화재 (000810) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-11-20	BUY	360,000	1년		
2022-10-18	1년 경과 이후		1년	-27.40	-13.23
2021-10-18	BUY	310,000	1년	-33.85	-18.87

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 × 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-11-17

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 정태준)

- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

DB손해보험 (005830)

소급 적용에도 배당 매력은 양호

투자의견 BUY 유지, 목표주가 100,000원으로 상향

DB손해보험의 목표주가를 기존 90,000원에서 100,000원으로 상향한다. 새로운 목표주가는 동사의 2024년 예상 배당수익률 7.4%, 2024년 예상 K-ICS비율 202.6%를 기준으로 산출했다. IFRS17 전환에 따라 회사별 비교 가능성이 현저히 하락했지만, 당사는 회사가 최종적으로 지급하는 주당배당금과 당국에서 승인하는 자본비율은 객관적인 비교가 가능하다고 판단하기 때문에 이를 기준으로 목표주가를 산출했다. 당사는 높은 자본비율을 바탕으로 지속적인 배당 확대가 가능할 전망이다.

2024년 전망

2024년에는 보험손익은 증가, 투자손익은 감소할 전망이다. 보험손익은 2023년에 본격적으로 확대한 보유계약 CSM에 힘입어 신계약 CSM 둔화에도 증가할 것으로 예상된다. 투자손익은 연중 지속된 금리와 증시 변동성이 완화되면서 안정적인 모습을 찾을 것으로 예상된다. 게다가 동사는 2023년 중 뚜렷한 금융상품 처분익을 인식하지도 않았기 때문에 처분익이 발생할 경우 이익이 추가로 상승할 여력도 있다.

3분기 실적 리뷰

3분기 당기순이익은 3,699억원으로 전분기대비 18.8% 감소했다. 보험손익은 CSM 상각 증가와 (+) 예상차 확대로 개선되었다. 투자손익은 3분기 금리 상승과 증시 부진으로 인해 FVPL 평가손실이 발생하며 적자로 전환했다. 신계약 CSM은 상반기 대비 증가했는데, 이는 8월 중 업계 전반에 걸친 절판 마케팅에 기인한다. 실손보험 가이드라인 소급 영향으로 과거 CSM과 자본이 이전 공시 수치보다 큰 폭으로 감소했지만 이를 반영해도 배당수익률은 여전히 매력적인 수준이다.



정태준 보험/증권/은행/CFA
taejoon.jeong@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 100,000원 (U)

현재주가 (11/17) 81,600원

상승여력 23%

시가총액 57,770 억원

총발행주식수 70,800,000 주

60일 평균 거래대금 112 억원

60일 평균 거래량 135,390 주

52주 고/저 94,000 원 / 56,800 원

외인지분율 46.63 %

배당수익률 6.7 %

주요주주 김남호 외 10 인 23.12%

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (7.69) 1.87 8.51

상대 (8.05) 3.93 9.60

절대 (달러환산) 0.00 0.00 0.00

Quarterly earning Forecasts

(십원, %)

	3Q23	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
보험손익	414	-	-4.7	380	8.8
투자손익	69	-	-60.7	123	-44.1
영업이익	482	-	-20.8	496	-2.7
영업외손익	0	-	N/A	-	-
세전이익	482	-	-21.5	507	-5.0
당기순이익	370	-	-18.8	376	-1.6

자료: 유안타증권 리서치센터

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(십원, 배, %)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023E	2024E
영업이익	IFRS4		2,198	2,222
세전이익			2,203	2,221
당기순이익			1,655	1,634
PER (배)			3.0	3.0
PBR (배)			0.57	0.50
배당수익률 (%)			6.7	7.4

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 1] 목표주가 산출

(단위: 원, %)

항목	DB 손해보험	비고
현재 주가	81,600	(A)
2024E 주당배당금	6,000	(B)
2024E 배당수익률	7.4	(C) = (A) ÷ (B)
요구 배당수익률	6.0	(D)
2024E K-ICS 비율	202.6	(E)
할증/할인율	101.3%	(F) = (E) ÷ 200
신규 목표주가	100,000	(G) = (A) × (C) ÷ (D) × (F)
기존 목표주가	90,000	목표주가 변화율: +11.1%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 2024년 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
보험손익	457	455	438	444	1,708	1,794	1,888
투자손익	115	97	109	107	489	428	423
영업이익	572	553	547	551	2,198	2,222	2,311
세전이익	572	552	546	550	2,203	2,221	2,310
당기순이익	421	407	402	405	1,655	1,634	1,700

자료: 유안타증권 리서치센터

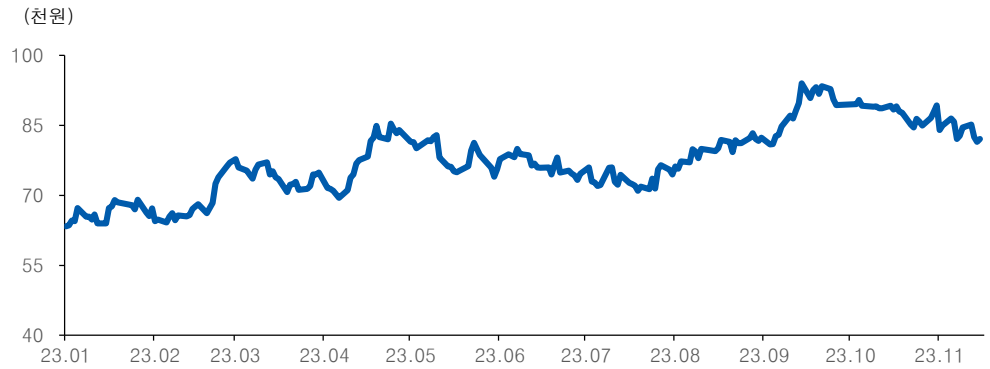
[표 3] 3분기 실적 요약

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	비고
보험손익	442	434	414	
CSM 상각	313	312	321	
RA 해제	29	31	26	
예실차	46	52	63	
기타	54	39	5	
투자손익	131	175	69	
보험금융손익 제외	329	369	271	
FVPL 평가익	52	45	-59	금리 상승 및 증시 부진 영향
금융상품 처분익	-6	11	6	
영업이익	573	609	482	
영업외손익	1	5	0	
세전이익	574	614	482	
당기순이익	437	456	370	
기시 CSM	11,735	11,995	12,213	
신계약 CSM	680	660	785	
이자부리	83	90	95	
CSM 상각	-313	-309	-319	
CSM 조정	-189	-224	-190	
기말 CSM	11,995	12,213	12,583	

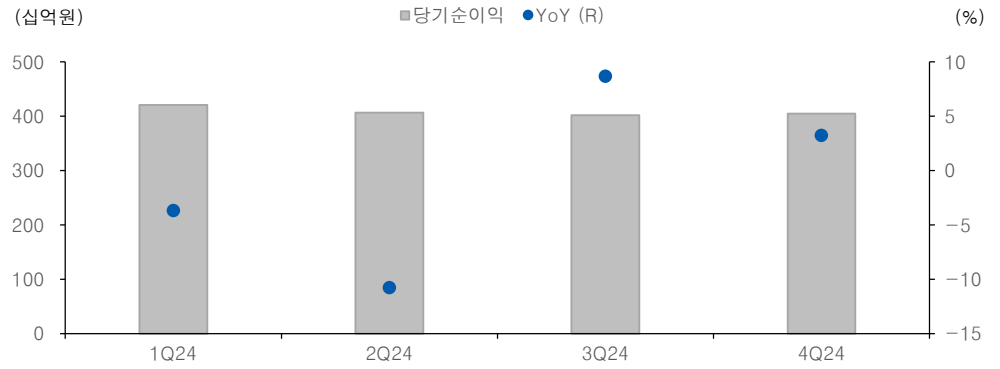
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 주가 추이



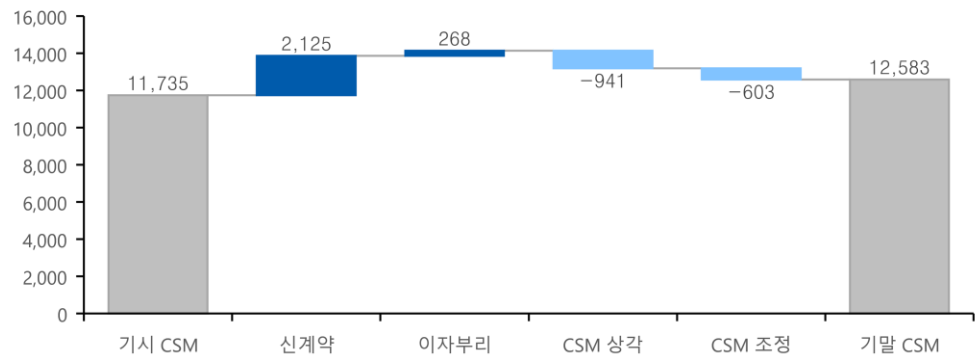
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 2024E 분기별 이익 vs. YoY 성장률



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 3Q23 누적 CSM 변화 (십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

DB 손해보험 (005830) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서	(단위: 십원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	IFRS4		1,708	1,794	1,888
CSM 상각			1,271	1,365	1,459
RA 해제			112	103	103
예실차			223	223	223
기타			102	102	102
투자손익			489	428	423
보험금융손익 제외			1,285	1,235	1,230
FVPL 평가익			31	-59	-64
금융상품 처분익			11	0	0
영업이익			2,198	2,222	2,311
영업외손익			5	-1	-1
세전이익			2,203	2,221	2,310
법인세비용			548	586	610
법인세율			24.8	26.4	26.4
당기순이익			1,655	1,634	1,700

주요 투자지표	(단위: 배, %, 원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PER	IFRS4		3.0	3.0	2.9
PBR			0.57	0.50	0.44
배당수익률			6.7	7.4	8.0
EPS			27,559	27,222	28,311
BPS			141,953	163,174	184,985
DPS			5,500	6,000	6,500
ROE			20.3	17.8	16.3
ROA			3.71	3.53	3.54
K-ICS 비율			210.3	202.6	198.2
지급여력금액			19,262	20,536	21,846
지급여력기준금액			9,160	10,137	11,021
배당성향			20.0	22.0	23.0
보통주 배당성향			20.0	22.0	23.0

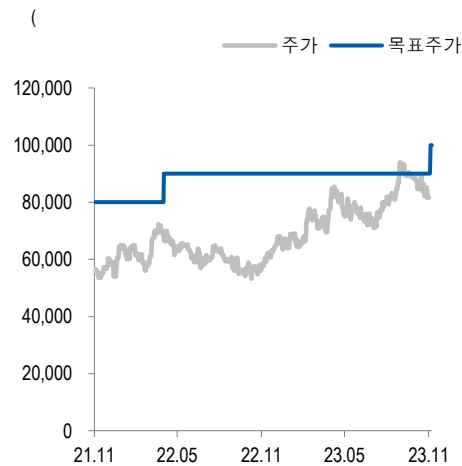
주: 배당 관련 지표는 보통주 기준, 자료: 유안타증권

재무상태표	(단위: 십원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
자산	IFRS4		45,341	47,162	49,000
현금			538	559	581
금융자산			29,838	31,037	32,246
FVPL			10,575	11,000	11,428
FVOCI			18,388	19,127	19,872
FVAC			0	0	0
기타자산			14,965	15,566	16,172
부채			36,817	37,365	37,892
보험부채			28,256	28,804	29,332
BEL			6,121	5,688	5,346
CSM			12,843	13,821	14,704
RA			1,427	1,430	1,416
기타			7,865	7,865	7,865
기타부채			8,561	8,561	8,561
자본			8,523	9,798	11,107
자본금			35	35	35
자본잉여금			38	38	38
이익잉여금			8,391	9,665	10,974
해약환급금 준비금			2,571	3,784	4,997
자본조정			-152	-152	-152
기타포괄손익누계액			212	212	212
신종자본증권			0	0	0

CSM 변화	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
가시 CSM	IFRS4		11,735	12,843	13,821
신계약 CSM			2,806	2,721	2,721
이자부리			362	379	379
CSM 상각			-1,267	-1,365	-1,459
CSM 조정			-793	-757	-757
기말 CSM			12,843	13,821	14,704

자료: 유안타증권

DB 손해보험 (005830) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-11-20	BUY	100,000	1년		
2023-04-18	1년 경과 이후		1년	-10.03	4.44
2022-04-18	BUY	90,000	1년	-29.19	-13.00
2021-10-18	BUY	80,000	1년	-23.33	-9.63

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-11-17

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 정태준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

현대해상 (001450)

자본력 개선 시 배당 매력 부각 가능

투자의견 BUY 유지, 목표주가 34,000원으로 하향

현대해상의 목표주가를 기존 42,000원에서 34,000원으로 하향한다. 이는 목표주가 산출 방식 변경에 기인하며, 새로운 목표주가는 동사의 2024년 예상 배당수익률 7.5%, 2024년 예상 K-ICS비율 179.7%를 기준으로 산출했다. IFRS17 전환에 따라 회사별 비교 가능성이 현저히 하락했지만, 당사는 회사가 최종적으로 지급하는 주당배당금과 당국에서 승인하는 자본비율은 객관적인 비교가 가능하다고 판단하기 때문에 이를 기준으로 목표주가를 산출했다. 당사는 자본비율이 상대적으로 낮지만 이를 개선시키면 높은 배당 매력을 부각시킬 수 있을 것으로 예상된다.

2024년 전망

2024년에는 보험손익은 증가, 투자손익은 감소할 전망이다. 보험손익은 2023년에 본격적으로 확대한 보유계약 CSM에 힘입어 신계약 CSM 둔화에도 증가할 것으로 예상된다. 투자손익은 연중 지속된 금리와 증시 변동성이 완화되면서 안정적인 모습을 찾을 것으로 예상된다. 게다가 당사는 2023년 중 뚜렷한 금융상품 처분익을 인식하지도 않았기 때문에 처분익이 발생할 경우 이익이 추가로 상승할 여력도 있다.

3분기 실적 리뷰

3분기 당기순이익은 2,894억원으로 전분기대비 59.3% 증가했다. 보험손익은 CSM 상각 증가와 (-) 예상차 축소로 개선되었다. 투자손익은 3분기 금리 상승과 증시 부진으로 인해 FVPL 평가손실이 발생하며 감소했다. 신계약 CSM은 전분기대비 증가했는데, 이는 8월 중 업계 전반에 걸친 절판 마케팅에 기인한다. 실손보험 가이드라인 소급 영향으로 과거 CSM과 자본이 이전 공시 수치보다 큰 폭으로 감소했지만 이를 반영해도 배당수익률은 여전히 매력적인 수준이다.

Quarterly earning Forecasts

(십원, %)

	3Q23	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
보험손익	339	-	99.8	228	48.7
투자손익	56	-	-30.8	80	-29.6
영업이익	395	-	57.5	319	23.9
영업외손익	-6	-	-16.0	-	-
세전이익	390	-	59.5	302	29.0
당기순이익	289	-	59.3	225	28.9

자료: 유안타증권 리서치센터

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(십원, 배, %)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023E	2024E
영업이익	IFRS4		1,370	1,301
세전이익			1,345	1,278
당기순이익			1,006	941
PER (배)			2.4	2.6
PBR (배)			0.36	0.32
배당수익률 (%)			7.2	7.5

자료: 유안타증권 리서치센터



정태준 보험/증권/은행/CFA
taejoon.jeong@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 34,000원 (D)

현재주가 (11/17) 30,650원

상승여력 11%

시가총액 27,400 억원

총발행주식수 89,400,000 주

60일 평균 거래대금 112 억원

60일 평균 거래량 372,350 주

52주 고/저 37,900 원 / 27,750 원

외인지분율 36.89 %

배당수익률 7.2 %

주요주주 정몽윤 외 4 인
22.85%

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (7.54) 10.05 (11.42)

상대 (7.90) 12.28 (10.53)

절대 (달러환산) 0.00 0.00 0.00

[표 1] 목표주가 산출 (단위: 원, %)		
항목	현대해상	비고
현재 주가	30,450	(A)
2024E 주당배당금	2,300	(B)
2024E 배당수익률	7.5	(C) = (A) ÷ (B)
요구 배당수익률	6.0	(D)
2024E K-ICS 비율	179.7	(E)
할증/할인율	89.9%	(F) = (E) ÷ 200
신규 목표주가	34,000	(G) = (A) × (C) ÷ (D) × (F)
기존 목표주가	42,000	목표주가 변화율: -19.0%

자료: 유안타증권 리서치센터

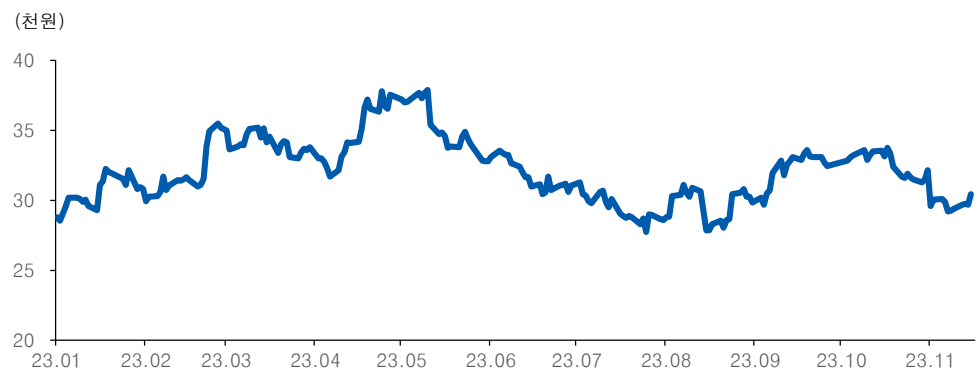
[표 2] 2024년 실적 전망 (단위: 십억원)							
	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
보험손익	266	189	350	256	997	1,061	1,108
투자손익	61	59	60	60	373	240	239
영업이익	327	248	410	316	1,370	1,301	1,347
세전이익	321	242	405	310	1,345	1,278	1,325
당기순이익	236	178	298	228	1,006	941	975

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 3분기 실적 요약 (단위: 십억원)				
	1Q23	2Q23	3Q23	비고
보험손익	246	170	339	
CSM 상각	207	211	223	
RA 해제	33	32	32	
예실차	-72	-108	-47	
기타	79	35	132	
투자손익	174	81	56	
보험금융손익 제외	399	295	306	
FVPL 평가익	101	-6	-19	금리 상승 및 증시 부진 영향
금융상품 처분익	3	2	2	
영업이익	420	251	395	
영업외손익	-7	-7	-6	
세전이익	413	244	390	
당기순이익	315	182	289	
기시 CSM	8,319	8,415	8,560	
신계약 CSM	458	418	446	
이자부리	61	64	67	
CSM 상각	-206	-210	-221	
CSM 조정	-218	-128	15	
기말 CSM	8,415	8,560	8,867	

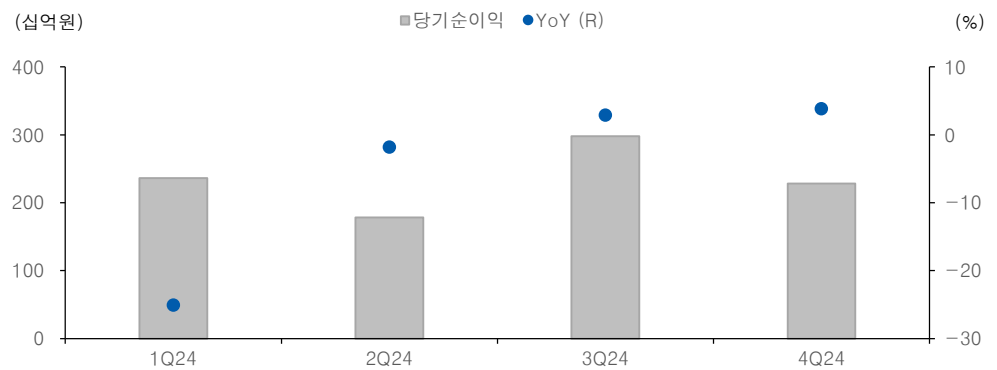
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 주가 추이



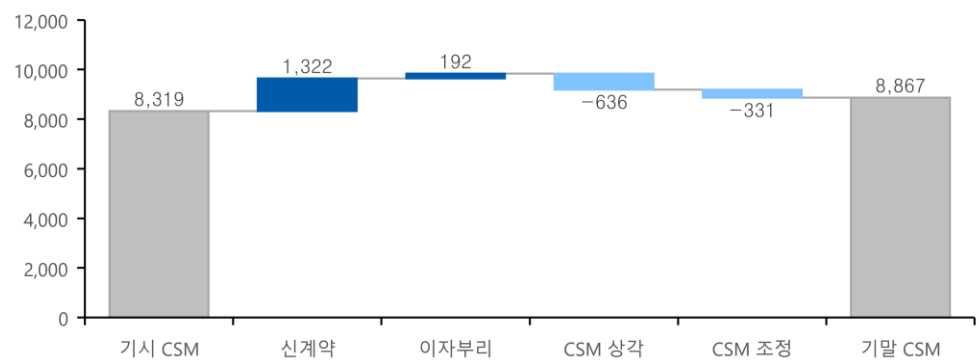
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 2024E 분기별 이익 vs. YoY 성장률



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 3Q23 누적 CSM 변화 (십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

현대해상 (001450) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서	(단위: 십원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	IFRS4		997	1,061	1,108
CSM 상각			865	929	976
RA 해제			128	127	127
예실차			-275	-275	-275
기타			280	280	280
투자손익			373	240	239
보험금융손익 제외			1,310	1,237	1,237
FVPL 평가익			63	-54	-54
금융상품 처분익			7	0	0
영업이익			1,370	1,301	1,347
영업외손익			-25	-22	-22
세전이익			1,345	1,278	1,325
법인세비용			339	337	350
법인세율			25.4	26.4	26.4
당기순이익			1,006	941	975

주요 투자지표	(단위: 배, %, 원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PER	IFRS4		2.4	2.6	2.5
PBR			0.36	0.32	0.29
배당수익률			7.2	7.5	7.8
EPS			12,607	11,775	12,211
BPS			85,606	95,302	105,335
DPS			2,200	2,300	2,400
ROE			15.1	13.3	12.4
ROA			2.39	2.25	2.29
K-ICS 비율			181.5	179.7	179.4
지급여력금액			13,606	14,366	15,153
지급여력기준금액			7,495	7,994	8,446
배당성향			17.1	19.2	19.3
보통주 배당성향			17.1	19.2	19.3

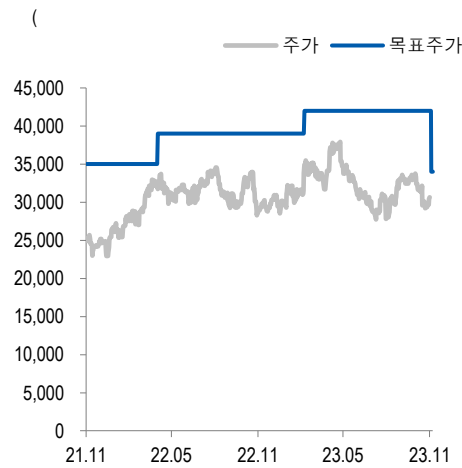
주: 배당 관련 지표는 보통주 기준, 자료: 유안타증권

재무상태표	(단위: 십원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
자산	IFRS4		41,542	42,239	42,994
현금			1,109	1,128	1,148
금융자산			26,792	27,241	27,728
FVPL			7,899	8,032	8,175
FVOCI			17,897	18,197	18,522
FVAC			0	0	0
기타자산			13,641	13,869	14,117
부채			34,830	34,766	34,734
보험부채			28,299	28,235	28,203
BEL			9,670	9,162	8,746
CSM			9,000	9,499	9,951
RA			1,343	1,288	1,220
기타			8,286	8,286	8,286
기타부채			6,531	6,531	6,531
자본			6,713	7,473	8,260
자본금			45	45	45
자본잉여금			113	113	113
이익잉여금			6,532	7,292	8,079
해약환급금 준비금			3,951	5,339	6,727
자본조정			-69	-69	-69
기타포괄손익누계액			92	92	92
신종자본증권			0	0	0

CSM 변화	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
가시 CSM	IFRS4		8,319	9,000	9,499
신계약 CSM			1,741	1,673	1,673
이자부리			259	266	266
CSM 상각			-860	-929	-976
CSM 조정			-459	-511	-511
기말 CSM			9,000	9,499	9,951

자료: 유안타증권

현대해상 (001450) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-11-20	BUY	34,000	1년		
2023-02-24	BUY	42,000	1년	-23.15	-9.76
2022-04-18	BUY	39,000	1년	-19.92	-11.41
2021-10-18	BUY	35,000	1년	-22.45	-5.86

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 × 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-11-17

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 정태준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

한화손해보험 (000370)

자본력 개선 시 배당 매력 극대화 가능

투자의견 BUY 유지, 목표주가 5,500원으로 하향

한화손해보험의 목표주가를 기존 8,000원에서 5,500원으로 하향한다. 이는 목표주가 산출 방식 변경에 기인하며, 새로운 목표주가는 동사의 2024년 예상 배당수익률 9.2%, 2024년 예상 K-ICS비율(경과조치 적용 전) 178.8%를 기준으로 산출했다. IFRS17 전환에 따라 회사별 비교 가능성이 현저히 하락했지만, 당사는 회사가 최종적으로 지급하는 주당배당금과 당국에서 승인하는 자본비율은 객관적인 비교가 가능하다고 판단하기 때문에 이를 기준으로 목표주가를 산출했다. 당사는 자본비율이 상대적으로 낮지만 이를 개선시키면 높은 배당 매력을 극대화 시킬 수 있을 전망이다.

2024년 전망

2024년에는 보험손익은 증가, 투자손익은 감소할 전망이다. 보험손익은 2023년에 본격적으로 확대한 보유계약 CSM에 힘입어 신계약 CSM 둔화에도 증가할 것으로 예상된다. 투자손익은 연중 지속된 금리와 증시 변동성이 완화되면서 안정적인 모습을 찾을 것으로 예상된다. 게다가 당사는 2023년 중 뚜렷한 금융상품 처분익을 인식하지도 않았기 때문에 처분익이 발생할 경우 이익이 추가로 상승할 여력도 있다.

3분기 실적 리뷰

3분기 당기순이익은 513억원으로 전분기대비 50.1% 감소했다. 보험손익은 전반적인 손해를 상승으로 인해 기타손익이 부진하며 감소했다. 투자손익은 3분기 금리 상승과 증시 부진으로 인해 FVPL 평가손실이 발생하며 감소했다. 신계약 CSM은 전분기대비 증가했는데, 이는 8월 중 업계 전반에 걸친 절판 마케팅에 기인한다. 동사의 2023년 예상 배당수익률은 8.6%로, 오랜만에 배당을 재개하는 만큼 향후 점진적인 배당성향 상향을 추진해 나갈 것으로 예상된다.



정태준 보험/증권/은행/CFA
taejeon.jeong@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 5,500원 (D)

현재주가 (11/17) 4,035원

상승여력 36%

시가총액 4,710 억원

총발행주식수 116,738,915 주

60일 평균 거래대금 7 억원

60일 평균 거래량 171,134 주

52주 고/저 5,150 원 / 3,625 원

외인지분율 10.29 %

배당수익률 8.7 %

주요주주 한화생명보험 외 3 인 51.4%

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (9.53) 1.64 (7.88)

상대 (9.88) 3.69 (6.95)

절대 (달러환산) 0.00 0.00 0.00

Quarterly earning Forecasts

(십원, %)

	3Q23	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
보험손익	57	-	-47.9	-	-
투자손익	11	-	-55.4	-	-
영업이익	68	-	-49.4	-	-
영업외손익	0	-	-59.7	-	-
세전이익	68	-	-49.4	-	-
당기순이익	51	-	-50.1	-	-

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(십원, 배, %)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023E	2024E
영업이익	IFRS4		402	402
세전이익			404	403
당기순이익			310	296
PER (배)			2.2	2.3
PBR (배)			0.18	0.17
배당수익률 (%)			8.7	9.2

자료: 유안타증권 리서치센터

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 1] 목표주가 산출

(단위: 원, %)

항목	한화손해보험	비고
현재 주가	4,035	(A)
2024E 주당배당금	370	(B)
2024E 배당수익률	9.2	(C) = (A) ÷ (B)
요구 배당수익률	6.0	(D)
2024E K-ICS 비율	178.8	(E), 경과조치 적용 전 기준
할증/할인율	89.4%	(F) = (E) ÷ 200
신규 목표주가	5,500	(G) = (A) × (C) ÷ (D) × (F)
기존 목표주가	8,000	목표주가 변화율: -31.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 2024년 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
보험손익	95	112	60	60	315	327	338
투자손익	19	19	19	19	88	75	75
영업이익	114	131	78	79	402	402	412
세전이익	114	131	78	79	404	403	413
당기순이익	84	96	58	58	310	296	304

자료: 유안타증권 리서치센터

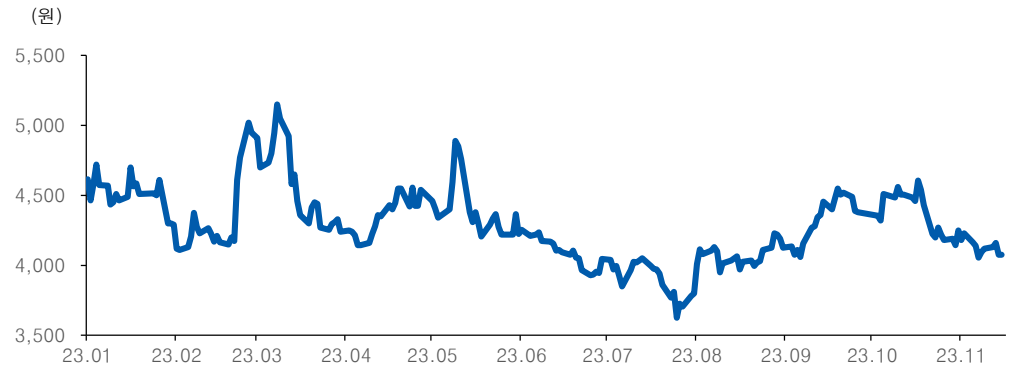
[표 3] 3분기 실적 요약

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	비고
보험손익	92	109	57	
CSM 상각	95	95	97	
RA 해제	18	19	19	
예실차	31	9	2	
기타	-52	-15	-61	
투자손익	32	26	11	
보험금융손익 제외	131	131	113	
FVPL 평가익	13	8	-15	금리 상승 및 증시 부진 영향
금융상품 처분익	2	14	8	
영업이익	123	135	68	
영업외손익	1	1	0	
세전이익	125	135	68	
당기순이익	100	103	51	
기시 CSM	3,728	3,715	3,804	
신계약 CSM	133	160	177	
이자부리	33	34	35	
CSM 상각	-95	-95	-97	
CSM 조정	-85	-9	-74	실손보험 평가방법 변경 약 -340억원
기말 CSM	3,715	3,804	3,844	

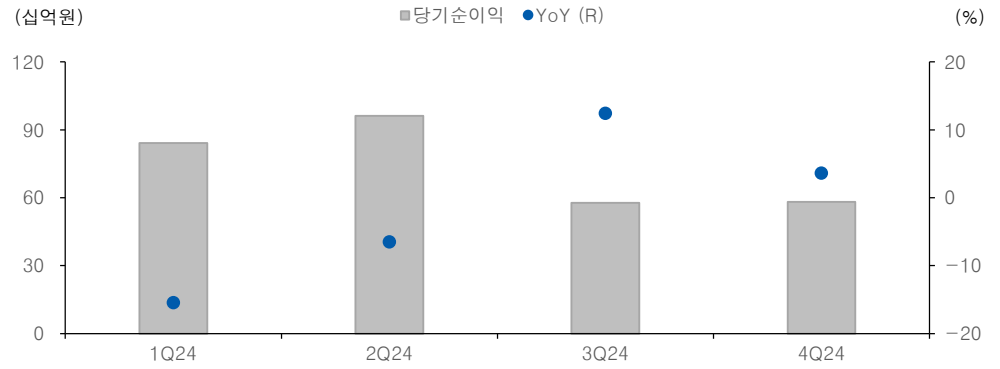
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 주가 추이



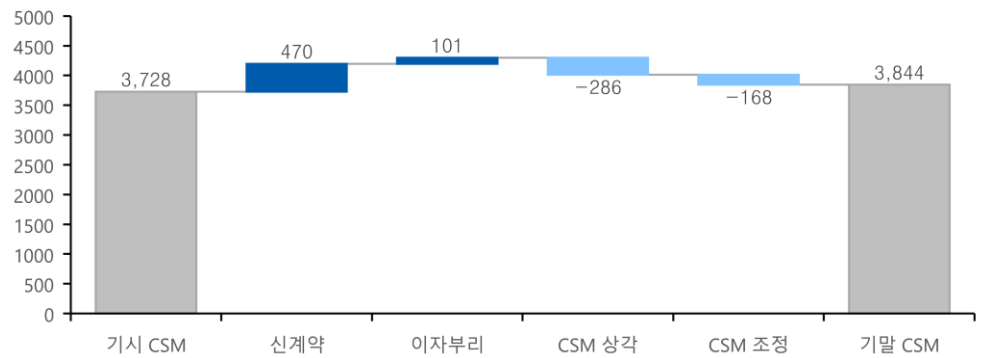
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 2024E 분기별 이익 vs. YoY 성장률



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 3Q23 누적 CSM 변화 (십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

한화손해보험 (000370) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서	(단위: 십원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	IFRS4		315	327	338
CSM 상각			384	396	407
RA 해제			75	75	75
예실차			45	45	45
기타			-189	-189	-189
투자손익			88	75	75
보험금융손익 제외			493	462	460
FVPL 평가익			3	-21	-22
금융상품 처분익			24	0	0
영업이익			402	402	412
영업외손익			2	1	1
세전이익			404	403	413
법인세비용			94	106	109
법인세율			23.8	26.4	26.4
당기순이익			310	296	304

주요 투자지표	(단위: 배, %, 원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PER	IFRS4		2.2	2.3	2.2
PBR			0.18	0.17	0.16
배당수익률			8.7	9.2	9.9
EPS			1,841	1,753	1,802
BPS			22,835	24,379	25,943
DPS			350	370	400
ROE			9.0	8.1	7.8
ROA			1.80	1.73	1.77
K-ICS 비율			177.5	178.8	180.6
지급여력금액			6,069	6,308	6,550
지급여력기준금액			3,419	3,528	3,627
배당성향			17.5	19.3	20.4
보통주 배당성향			17.5	19.3	20.4

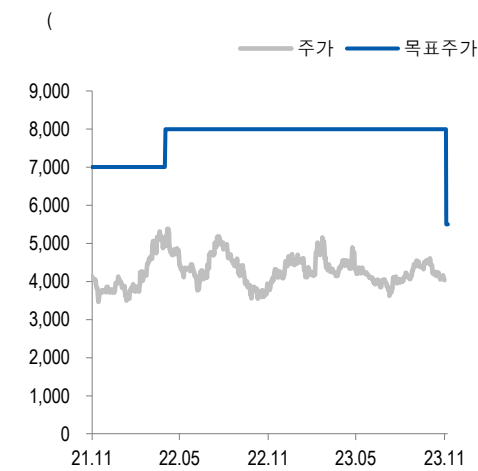
주: 배당 관련 지표는 보통주 기준, K-ICS 비율은 경과조치 전 기준, 자료: 유안타증권

재무상태표	(단위: 십원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
자산	IFRS4		17,015	17,144	17,285
현금			527	531	535
금융자산			12,193	12,286	12,387
FVPL			5,018	5,056	5,098
FVOCI			6,972	7,025	7,083
FVAC			0	0	0
기타자산			4,295	4,327	4,363
부채			13,481	13,371	13,271
보험부채			11,749	11,639	11,538
BEL			6,243	6,071	5,923
CSM			3,873	3,983	4,082
RA			973	925	873
기타			660	660	660
기타부채			1,733	1,733	1,733
자본			3,533	3,772	4,014
자본금			774	774	774
자본잉여금			67	67	67
이익잉여금			2,281	2,520	2,762
해약환급금 준비금			1,750	1,947	2,144
자본조정			-1	-1	-1
기타포괄손익누계액			178	178	178
신종자본증권			234	234	234

CSM 변화	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
가시 CSM	IFRS4		3,728	3,873	3,983
신계약 CSM			603	533	533
이자부리			136	139	139
CSM 상각			-384	-396	-407
CSM 조정			-210	-166	-166
기말 CSM			3,873	3,983	4,082

자료: 유안타증권

한화손해보험 (000370) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-11-20	BUY	5,500	1년		
2023-04-18	1년 경과 이후		1년	-47.50	-38.88
2022-04-18	BUY	8,000	1년	-45.40	-32.75
2021-06-01	BUY	7,000	1년	-37.76	-24.14

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-11-17

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 정태준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

코리안리 (003690)

다채로운 주주환원 정책 긍정적

투자의견 BUY 유지, 목표주가 10,000원으로 상향

코리안리의 목표주가를 기존 9,000원에서 10,000원으로 상향한다. 새로운 목표주가는 동사의 2024년 예상 수정 배당수익률 7.1%(4Q23E, 4Q24E 무상증자 영향 제거), 2024년 예상 K-ICS비율 191.3%를 기준으로 산출했다. IFRS17 전환에 따라 회사별 비교 가능성이 현저히 하락했지만, 당사는 회사가 최종적으로 지급하는 주당배당금과 당국에서 승인하는 자본비율은 객관적인 비교가 가능하다고 판단하기 때문에 이를 기준으로 목표주가를 산출했다. 한편 동사는 최근 2년 연속으로 무상증자 계획을 발표했으며, 꾸준한 배당과 무상증자를 기대할 수 있다는 점이 긍정적이다.

2024년 전망

2024년에는 보험손익과 투자손익이 동반 감소할 전망이다. 보험손익은 2023년 중 이루어진 가정 보수화로 보유계약 CSM이 감소한 점에 따라 CSM 상각이 하락하며 감소할 것으로 예상된다. 투자손익은 연중 지속된 금리와 증시 변동성이 완화되면서 안정적인 모습을 찾을 것으로 예상된다. 게다가 동사는 2023년 중 뚜렷한 금융상품 처분익을 인식하지도 않았기 때문에 처분익이 발생할 경우 이익이 추가로 상승할 여력도 있다.

3분기 실적 리뷰

3분기 당기순이익은 240억원으로 전분기대비 83.1% 감소했다. 보험손익은 예상차 개선에도 불구하고 하와이 산불 사고의 영향 등으로 기타손익이 급감함에 따라 적자로 전환했다. 투자손익은 3분기 금리 상승과 증시 부진으로 인해 FVPL 평가손실이 발생하며 감소했다. 기말 CSM은 가정 보수화의 일환으로 전분기에 이어 대규모 CSM 조정이 나타나면서 기시 CSM 대비 감소했다.



정태준 보험/증권/은행/CFA
taejeon.jeong@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 10,000원 (U)

현재주가 (11/17) 9,080원

상승여력 10%

시가총액 12,790 억원

총발행주식수 140,822,939 주

60일 평균 거래대금 51 억원

60일 평균 거래량 584,018 주

52주 고/저 9,100 원 / 6,630 원

외인지분율 31.73 %

배당수익률 6.6 %

주요주주 장인순 외 5 인 19.54%

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 4.25 23.20 16.26

상대 3.84 25.70 17.43

절대 (달러환산) 0.00 0.00 0.00

Quarterly earning Forecasts

(십원, %)

	3Q23	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
보험손익	-20	-	-117.4	-20	-
투자손익	56	-	-11.1	56	-
영업이익	36	-	-80.2	36	-
영업외손익	0	-	-148.4	0	-
세전이익	36	-	-79.9	36	-
당기순이익	24	-	-83.1	24	-

자료: 유안타증권 리서치센터

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(십원, 배, %)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023E	2024E
영업이익	IFRS4		375	354
세전이익			375	355
당기순이익			290	262
PER (배)			5.8	7.1
PBR (배)			0.42	0.48
배당수익률 (%)			6.6	5.0

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 1] 목표주가 산출

(단위: 원, %)

항목	코리안리	비고
현재 주가	8,620	(A)
2024E 주당배당금	450	(B)
2024E 수정 주당배당금	648	(B'), 4Q23E, 4Q24E 무상증자 영향 제거한 수정 DPS
2024E 수정 배당수익률	7.1	(C) = (A) ÷ (B')
요구 배당수익률	6.0	(D)
2024E K-ICS 비율	191.3	(E)
할증/할인율	95.7%	(F) = (E) ÷ 200
신규 목표주가	10,000	(G) = (A) × (C) ÷ (D) × (F)
기존 목표주가	9,000	목표주가 변화율: +11.1%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 2024년 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
보험손익	17	-1	75	33	133	124	127
투자손익	57	58	57	58	242	230	230
영업이익	74	57	133	91	375	354	357
세전이익	20	15	35	24	375	355	359
당기순이익	54	42	98	67	290	262	264

자료: 유안타증권 리서치센터

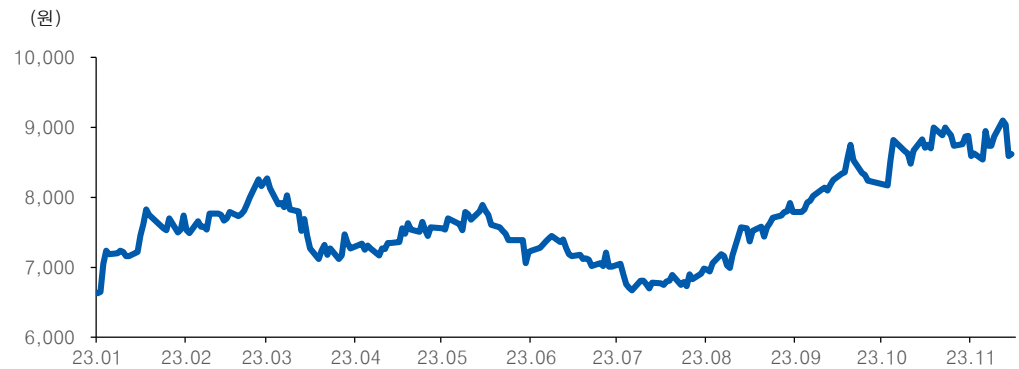
[표 3] 3분기 실적 요약

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	비고
보험손익	98	117	-20	
CSM 상각	39	27	28	
RA 해제	6	6	5	
예실차	-16	-34	42	
기타	69	118	-95	하와이 산불 영향 등
투자손익	64	63	56	
보험금융손익 제외	173	60	111	
FVPL 평가익	23	6	1	금리 상승 및 증시 부진 영향
금융상품 처분익	0	0	0	
영업이익	163	180	36	
영업외손익	0	-1	0	
세전이익	163	180	36	
당기순이익	126	143	24	
기시 CSM	1,064	1,203	1,073	
신계약 CSM	110	7	19	
이자부리	19	13	17	
CSM 상각	-42	-27	-28	
CSM 조정	51	-123	-170	
기말 CSM	1,203	1,073	911	

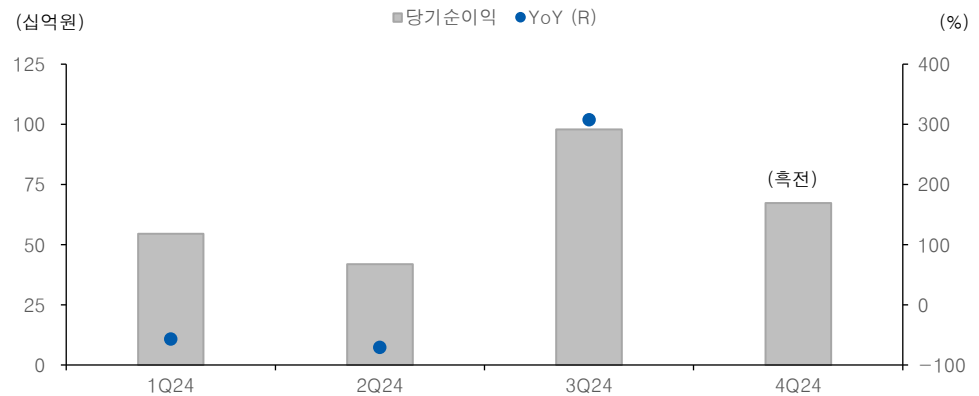
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 주가 추이



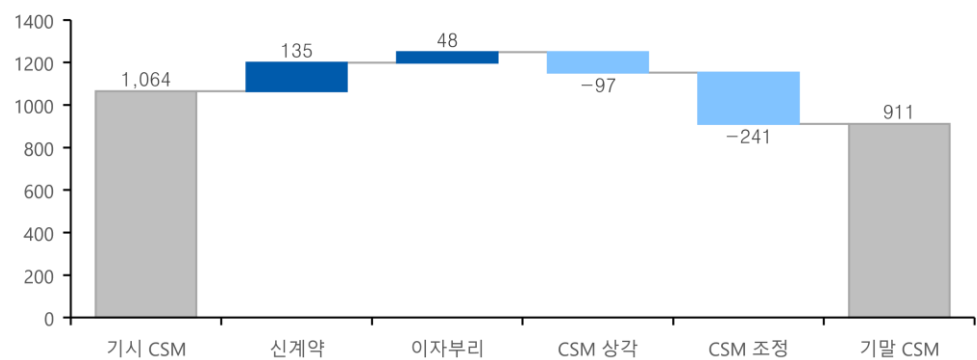
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 2024E 분기별 이익 vs. YoY 성장률



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 3Q23 누적 CSM 변화 (십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

코리안리 (003690) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서	(단위: 십원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	IFRS4		133	124	127
CSM 상각			122	116	119
RA 해제			22	20	20
예실차			-9	-9	-9
기타			-3	-3	-3
투자손익			242	230	230
보험금융손익 제외			458	450	451
FVPL 평가익			34	10	11
금융상품 처분익			1	0	0
영업이익			375	354	357
영업외손익			0	1	1
세전이익			375	355	359
법인세비용			85	94	95
법인세율			25.4	26.4	26.4
당기순이익			290	262	264

주요 투자지표	(단위: 배, %, 원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PER	IFRS4		5.8	7.1	8.5
PBR			0.42	0.48	0.55
배당수익률			6.6	5.0	4.2
EPS			1,571	1,273	1,073
BPS			21,410	18,872	16,592
DPS			600	450	380
ROE			9.1	8.1	7.7
ROA			2.65	2.38	2.38
K-ICS 비율			184.7	191.3	198.1
지급여력금액			3,686	3,868	4,051
지급여력기준금액			1,995	2,022	2,045
배당성향			30.5	30.4	30.5
보통주 배당성향			30.5	30.4	30.5

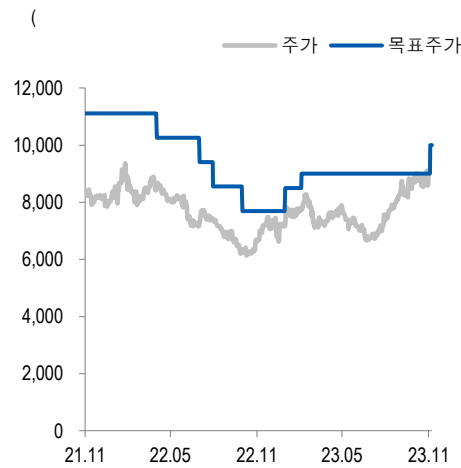
주: 배당 관련 지표는 보통주 기준, 자료: 유안타증권

재무상태표	(단위: 십원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
자산	IFRS4		10,980	11,047	11,131
현금			554	557	562
금융자산			6,917	6,959	7,013
FVPL			1,946	1,958	1,973
FVOCI			1,684	1,694	1,707
FVAC			3,048	3,066	3,090
기타자산			3,509	3,530	3,557
부채			7,827	7,712	7,613
보험부채			6,848	6,732	6,634
BEL			4,926	4,790	4,676
CSM			928	954	977
RA			504	498	490
기타			491	491	491
기타부채			979	979	979
자본			3,153	3,335	3,519
자본금			83	97	115
자본잉여금			154	139	121
이익잉여금			2,093	2,275	2,458
해약환급금 준비금			136	132	128
자본조정			-134	-134	-134
기타포괄손익누계액			150	150	150
신종자본증권			808	808	808

CSM 변화	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
가시 CSM	IFRS4		1,064	928	954
신계약 CSM			154	76	76
이자부리			65	67	67
CSM 상각			-125	-116	-119
CSM 조정			-231	0	0
기말 CSM			928	954	977

자료: 유안타증권

코리안리 (003690) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-11-20	BUY	10,000	1년		
2023-02-20	BUY	9,000	1년	-14.58	1.11
2023-01-16	BUY	8,500	1년	-10.13	-7.88
2022-10-17	BUY	7,694	1년	-11.22	-2.78
2022-08-16	BUY	8,549	1년	-19.65	-13.70
2022-07-18	BUY	9,403	1년	-19.94	-17.82
2022-04-18	BUY	10,258	1년	-22.73	-15.42
2021-05-14	BUY	11,113	1년	-25.77	-15.77

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 × 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-11-17

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 정태준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.