

## 금융/소비재팀

정민기

Analyst

mingi1.jeong@samsung.com

박세웅

Research Associate

sewoong.park@samsung.com

## ▶ AT A GLANCE

삼성화재 (000810 KS, 341,000)

투자의견 **BUY**

목표주가: 430,000원 26.1%

DB손해보험 (005830 KS, 106,000)

투자의견 **BUY**

목표주가: 140,000원 32.1%

메리츠금융지주 (138040 KS, 88,800)

투자의견 **BUY**

목표주가: 106,000원 19.4%

현대해상 (001450 KS, 34,300)

투자의견 **BUY**

목표주가: 41,000원 19.5%

삼성생명 (032830 KS, 88,800)

투자의견 **BUY**

목표주가: 110,000원 23.9%

한화생명 (088350 KS, 2,920)

투자의견 **BUY**

목표주가: 3,800원 30.1%

## 보험 (OVERWEIGHT)

## 보험사 2Q24 실적 Review

- 2분기 보험사들은 전반적으로 컨센서스 상회하는 실적을 기록
- 향후 관건은 자본 비율 변동성 최소화 여부
- 안정적인 펀더멘털 및 현시점에서의 valuation을 고려하여 DB손보 Top pick 추천

## WHAT'S THE STORY?

2분기 보험사들은 대부분 컨센서스를 상회하는 실적을 기록: 보험 영업이익 측면에서는 1) 의료계 파업에 따른 병원 이용량 감소 및 이에 따른 보험금 청구금액 감소 효과 및, 2) 경험 요율, 실손보험료 등 갱신에 따른 보험료 인상 효과 등이 반영된 점이 주요. 투자 영업이익 측면에서는 1) 시중 금리 하락에 따른 FVPL 자산 평가이익 개선 및, 2) PF/해외부동산 관련 총당/감액 등 투자자산 관련 비용 인식 등이 축소되며 역시 양호한 실적을 기록. 특히 회계 변화, 가정 변경 등 일회성 요인 영향이 손익계산서상에서는 축소되고 있는 점을 긍정적으로 판단.

CSM 잔액 및 신계약 성장: CSM 잔액 측면에서는 삼성화재와 DB손해보험의 성장 속도 차별화가 지속. 이는 두 회사가 1) ALM 매칭 우위에 따른 신계약 창출 여력을 활용하는 가운데, 2) 잔액 대비 경험조정 비중 또한 타사 대비 적은 점 등에 기인. 다만, 보험사들의 전반적인 신계약 물량은 경쟁 강도 완화 및 금융 당국 특정 상품 규제 강화 등에 따라 작년 및 전분기 대비 축소.

회사 간 자본 비율 영향 차별화 본격화: 2분기는 1) 감독 당국 보험 부채 할인을 조정 및, 2) 시중 금리 하락 등 K-ICS 비율 하락 압력 발생. 다만, 회사별 영향은 차별화되는 양상으로 나타났는데, 1) 삼성화재, DB손보, 메리츠화재 등 손해보험사들의 경우 자산-부채 금리 민감도 매칭도가 100%에 가까워, 금리/할인을 하락 영향에도 불구하고 K-ICS가 유사한 수준에서 방어되었던 반면, 2) 생보사들은 전분기 대비 약 10%p 수준 K-ICS가 하락하였음. 한편, 현대해상의 경우 금리 변화에 따른 부채 민감도가 더욱 큼에도 불구하고 K-ICS가 상승하였는데, 이는 5월 발행한 5,000억원 규모의 후순위채 영향에 따른 것으로 판단.

DB손해보험 Top pick으로 추천: DB손해보험은 1) 신계약 CSM 수익성 및 CSM 경험조정 등 펀더멘털 측면에서 우수한 모습이 지속되고 있는 가운데, 2) 커버리지 보험 업종 중 자산/부채의 민감도가 가장 유사하게 매칭되어 있어 자본 정책 측면에서 향후 안정성이 돋보일 것이며, 3) 중장기 주주 환원 정책을 새롭게 발표하며, 예상 배당수익률 또한 24년 7.8%, 25년 8.8%로 메리트가 업종 내 가장 높기 때문.

## 보험 2Q24 Review

### 보험사 손익

보험사들은 대부분 컨센서스를 상회하는 양호한 2분기 실적을 기록

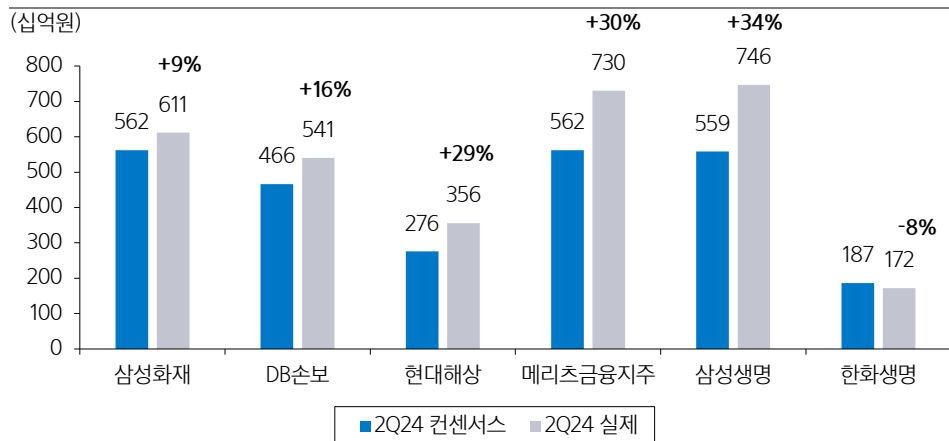
2분기 보험사들은 대부분 컨센서스를 상회하는 실적을 기록하였다.

보험 영업이익 측면에서는 1) 의료계 파업에 따른 병원 이용량 감소 및 이에 따른 보험금 청구금액 감소 효과 및, 2) 경험 요율, 실손보험료 등 갱신에 따른 보험료 인상 효과 등이 반영된 점이 주요하였다. 이는 보험사별로 전년 동기 대비 1) 예상차 개선, 2) (IFRS4 기준) 위험 손해율 하락 및, 3) (일부 보험사의) 신계약 CSM 마진 개선 효과 등으로 나타났다.

투자 영업이익 측면에서는 1) 시중 금리 하락에 따른 FVPL 자산 평가이익 개선 및, 2) PF/해외부동산 관련 총당/감액 등 투자자산 관련 비용 인식 등이 축소되며 역시 양호한 실적을 기록하였다.

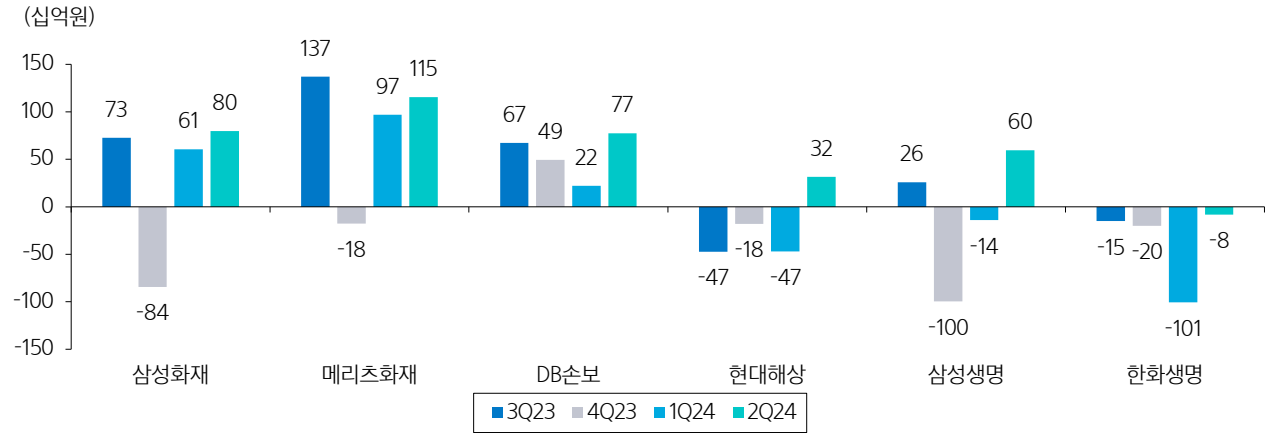
보험사들의 2분기 실적은 양호한 수준으로 평가한다. 물론, 의료계 파업이라는 특수성이 일부 존재하기는 하지만 회계 변화, 가정 변경 등 일회성 요인 영향이 최소한 손익계산서상에서는 축소되는 상황이 지속되고 있기 때문이다. 이에 따라 하반기 실적 시즌 이후에는 개별 보험사들의 대체적인 경상 이익을 가늠할 수 있을 것으로 기대한다.

### 커버리지 보험사 2Q24 당기순이익(vs 컨센서스): 대부분 보험사가 컨센서스 상회



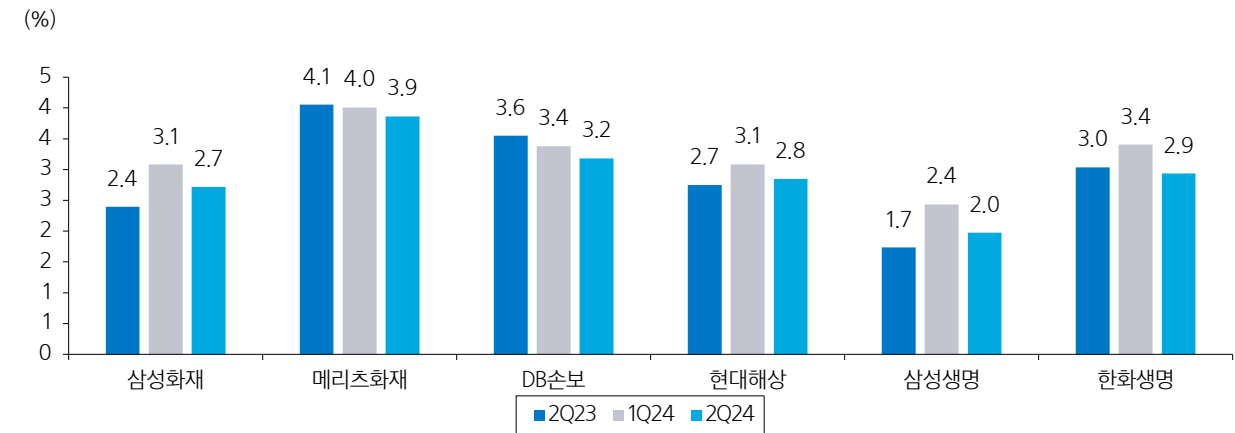
참고: Outlier가 존재하는 한화생명의 경우, 컨센서스 중간값 사용  
자료: Fnguide

커버리지 보험사 예실차 손익: 모든 커버리지 보험사들의 예실차 전분기 대비 개선



자료: 각 사

커버리지 보험사 투자자산 운용 이익률: 전년 동기 대비 유사, 배당 수익 비중이 큰 1분기 대비로는 감소



참고: 투자자산 운용 이익률 = (보험 금융손익 제외)투자손익/운용자산 잔액 기간 평균

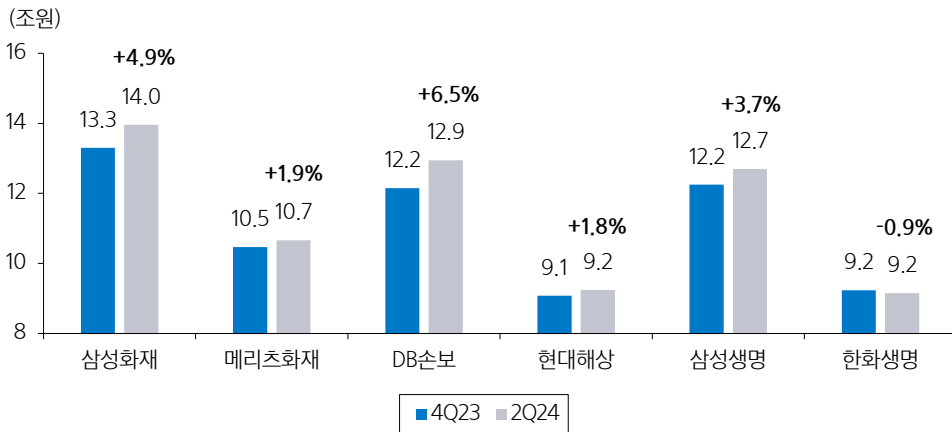
자료: 각 사

CSM 잔액 및 신계약 성장

CSM 잔액 - 삼성화재, DB손보 성장 속도 부각

CSM 잔액 성장을 위해서는 1) 지속적인 신계약 창출 성장이 이뤄지는 가운데, 2) 기존 가정의 안정적인 관리로 경험조정의 최소화를 필요로 한다. CSM 잔액 측면에서는 삼성화재와 DB손해보험의 성장 속도 차별화가 지속되고 있는데, 이는 두 회사가 1) ALM 매칭 우위에 따라 존재하는 신계약 매출 여력을 적극적으로 활용하고 있는 가운데, 2) 잔액 대비 경험조정 비중 또한 타사 대비 적은 점 등에 기인한다.

커버리지 보험사 CSM 잔액: 삼성화재, DB손보는 연중 10% 수준 CSM 잔액 성장 가능할 전망

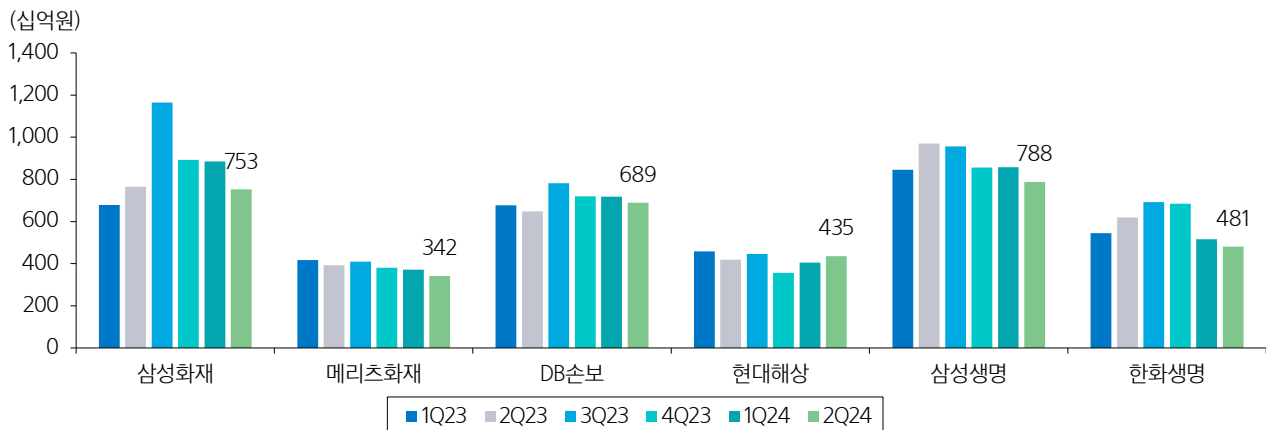


자료: 각 사

신계약 CSM 성장 - 과거 고성장 대비 소강 상태 진입

2분기 보험사들의 신계약 CSM 성장세는 23년~1Q24 대비 다소 축소된 것으로 판단한다. 보험사들은 IFRS17 도입 초기 CSM 확보를 위해 경쟁적으로 신계약 마케팅을 진행하였으나, 1) 사업비 지출 확대 및 이에 따른 CSM 마진 저하 및, 2) 특정 상품(eg. 단기납 종신, 무/저해지 건강보험 등)에 대한 감독 당국 규제 강화 등에 따라 2분기에는 경쟁 강도가 다소 소강 상태에 진입한 모습이다.

커버리지 보험사 신계약 CSM: 전반적인 신계약 CSM 창출 속도는 과거 대비 둔화

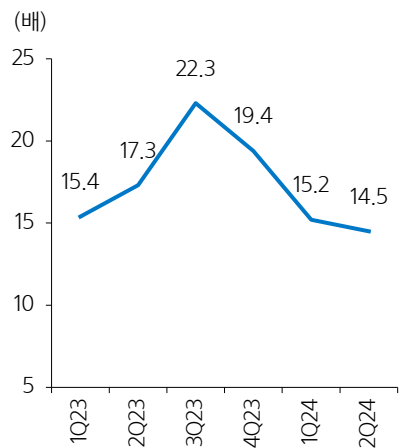


자료: 각 사

신계약 CSM 마진 - 과거 고성장 대비 소강 상태 진입

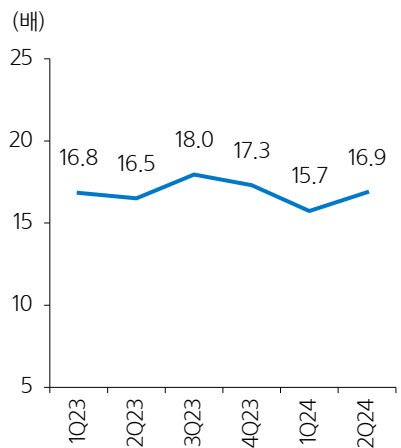
2분기 보험사들의 신계약 CSM 마진은 감독 당국 할인을 조정 영향이 컸던 1분기 대비 하락 폭은 축소된 모습이다. 한편, DB손보와 현대해상의 CSM 마진이 전분기 대비 상승폭이 컸는데, 이는 4월 보장성 보험 효율 조정 효과가 상대적으로 크게 작용했던 것으로 추정된다.

삼성화재: 신계약 CSM 환산 배수



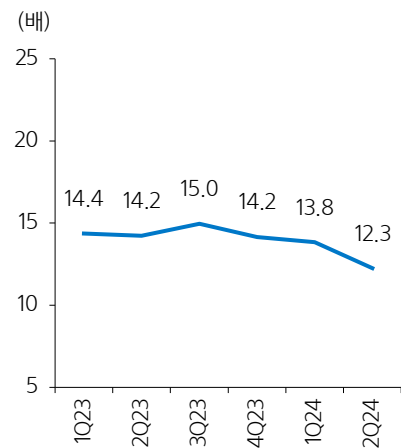
참고: 월남 신계약 금액 대비  
자료: 각 사

DB손보: 신계약 CSM 환산 배수



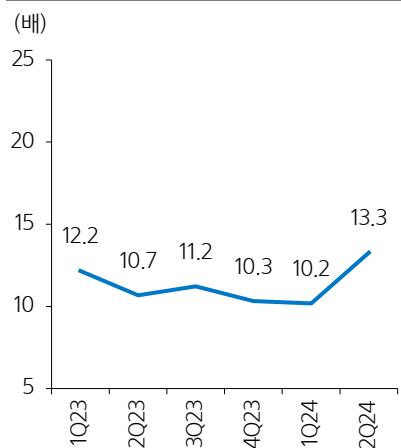
참고: 월남 신계약 금액 대비  
자료: 각 사

메리츠화재: 신계약 CSM 환산 배수



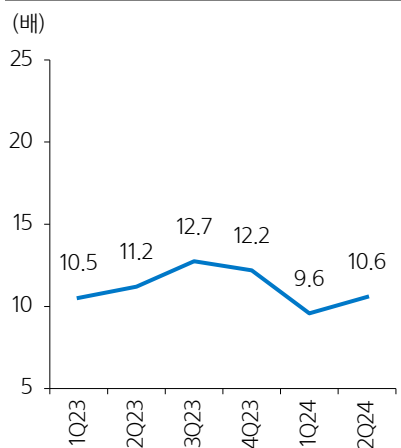
참고: 월남 신계약 금액 대비  
자료: 각 사

현대해상: 신계약 CSM 환산 배수



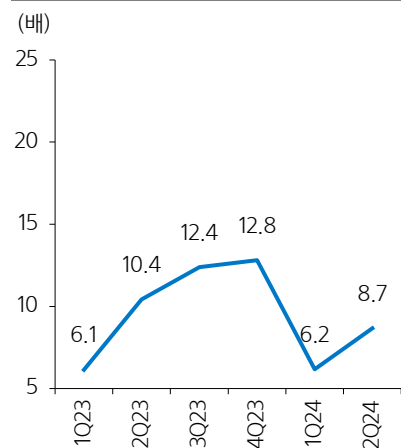
참고: 월남 신계약 금액 대비  
자료: 각 사

삼성생명: 신계약 CSM 환산 배수



참고: 월남 신계약 금액 대비  
자료: 각 사

한화생명: 신계약 CSM 환산 배수



참고: 월남 신계약 금액 대비  
자료: 각 사

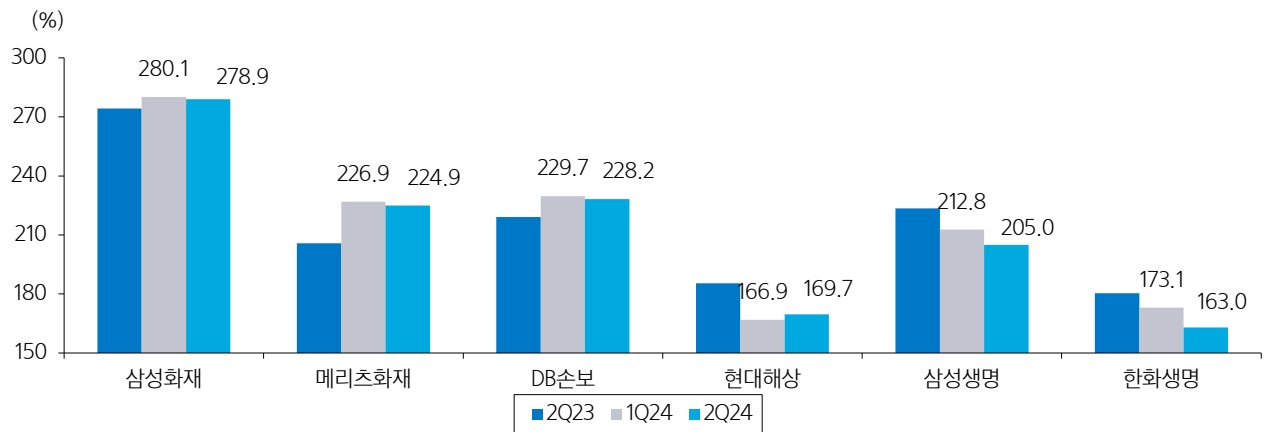
K-ICS 및 배당여력

K-ICS: 회사 간 영향 차별화 본격화

2분기에는 1) 감독 당국의 보험 부채 할인을 산정식 조정(LP, 유동성 프리미엄 조정) 및, 2) 시중 금리 하락 등 요인들이 보험사들의 순자산 축소 및 K-ICS 비율 하락 압력으로 작용하였다.

다만, 회사별 영향은 차별화되는 양상으로 나타났는데, 1) 삼성화재, DB손보, 메리츠화재 등 손해보험사들의 경우 자산-부채 금리 민감액 매칭도가 100%에 가까워, 금리/할인을 하락 영향에도 불구하고 K-ICS가 유사한 수준에서 방어되었던 반면, 2) 생보사들은 전분기 대비 약 10%p 수준 K-ICS가 하락하였기 때문이다. 한편, 현대해상의 경우 금리 변화에 따른 부채 민감도가 더욱 큼에도 불구하고 K-ICS가 상승하였는데, 이는 5월 발행한 5,000억원 규모의 후순위채 영향에 따른 것으로 판단된다.

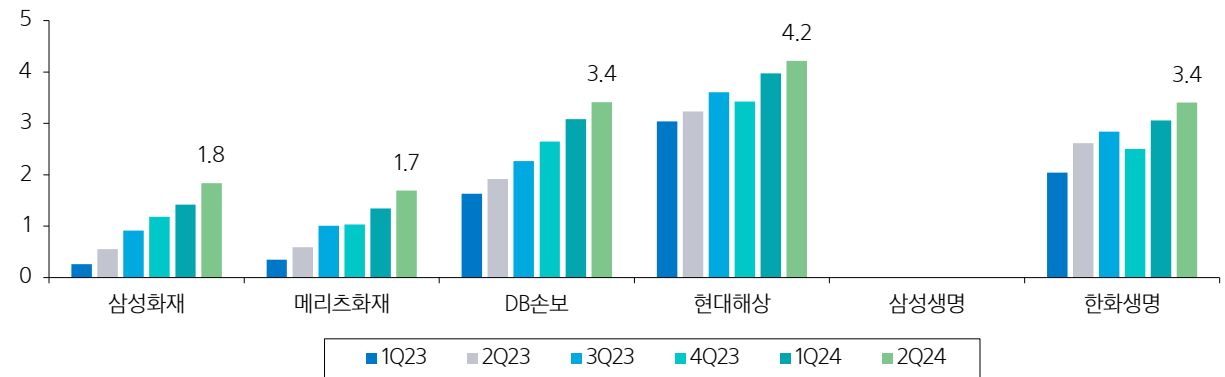
커버리지 보험사 K-ICS 비율 추이



참고: 삼성생명은 예상 K-ICS를 200~210% 사이로 공시.  
자료: 각 사

커버리지 보험사 해약환급금 준비금:

(조원)



자료: 각 사

이익 전망 조정 및 목표주가 Valuation

DB손해보험의 목표주가를 기존 대비 16.7% 상향한 140,000원으로 제시한다. DB손보는 금번 실적 발표 회를 통해 중장기 주주 환원 정책 계획에 대해서 언급하였으며(향후 5개년 내 총 주주 환원율 35% 달성), 이에 따라 기존 대비 주주 환원액 가정을 상향하면서 목표주가 또한 상승하였다.

메리츠금융지주의 목표주가를 기존 대비 11.6% 상향한 106,000원으로 제시한다. 증권사의 예상 대비 빠른 이익 회복세를 반영하였으며, 이에 따라 예상 주주 환원 금액 또한 증가하였기 때문이다.

2024~2025년 순이익 전망

(십억원)	수정 전		수정 후		차이 (%)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
삼성생명	2,093.6	2,277.5	2,230.9	2,294.6	6.6	0.7
한화생명	793.1	904.9	774.9	900.7	(2.3)	(0.5)
삼성화재	2,171.3	2,124.3	2,213.7	2,165.3	2.0	1.9
DB손해보험	1,842.2	1,804.7	1,923.4	1,944.1	4.4	7.7
현대해상	1,143.2	1,093.5	1,343.5	1,314.0	17.5	20.2
<b>합계</b>	<b>8,043.4</b>	<b>8,205.0</b>	<b>8,486.4</b>	<b>8,618.7</b>	<b>5.5</b>	<b>5.0</b>
메리츠금융지주	8,928.9	10,007.4	9,529.3	10,760.9	6.7	7.5
메리츠화재	1,624.2	1,691.6	1,881.0	1,910.8	15.8	13.0

참고: 삼성화재와 삼성생명은 연결 지배 순이익기준; 이외는 별도 당기순이익 기준  
자료: 삼성증권 추정

Valuation 및 목표주가 변경

	삼성생명	한화생명	삼성화재	DB손해보험	현대해상	메리츠금융지주
<b>A. 적정 PB-ROE 방식</b>						
Forward ROA (%)	0.7	0.7	2.5	3.8	2.9	2.4
총자산/총자본 (배)	7.8	10.8	5.3	5.8	7.7	10.9
* 지속 가능 ROE (Sustainable ROE, %)	(a) 5.6	6.4	10.7	11.0	9.1	13.3
자본 비용(Cost of capital, %)	(b) 6.2	7.9	7.1	7.7	7.9	7.6
영구 성장률 (Long-term growth, %)	(c) 3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
Target P/ B (x)	(d=[a-c]/[b-c]) 0.8	0.5	1.8	1.6	0.9	2.3
Forward BVPS (원)	(e) 207,907	11,549	353,707	123,852	64,913	48,000
적정 주가 (원)	(f=d*e) 160,253	5,538	622,061	192,372	57,415	110,953
<b>B. 적정 주주 환원 수익률 방식</b>						
금융업종 Target 총 주주 환원 수익률 (%)	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
** 할인/할증 (%)	10%	30%	10%	10%	30%	0%
종목 Target 총 주주 환원 수익률 (%)	6.1	7.2	6.1	6.1	7.2	5.5
총 주주 환원액 (십억원)	844.0	165.3	892.7	480.3	196.0	1,306.3
예상 총 주주 환원율 (%)	37.8	21.3	40.3	25.0	14.6	51.2
Target 시가총액 (십억원)	13,950.4	2,312.0	13,962.4	7,939.6	2,741.8	23,750.5
적정 주가 (원)	(g) 69,752	2,662	294,721	112,142	30,669	116,783
<b>C. 목표주가</b>						
적정 주가 (원)	(f+g)/2 115,003	4,100	458,391	152,257	44,042	113,868
목표주가 (원)	110,000	3,800	430,000	140,000	41,000	106,000
**현재 주가 (원)	88,200	2,820	336,500	102,000	34,950	84,000
Upside (%)	24.7%	34.8%	27.8%	37.3%	17.3%	26.2%
직전 목표주가	110,000	3,800	430,000	120,000	41,000	95,000
Diff (%)	0.0%	0.0%	0.0%	16.7%	0.0%	11.6%

참고: \*적정 주주 환원 수익률 방식의 할인율은 1) 자본 정책 보유 여부 및, 2) 자본 여력(K-ICS비율)에 따라 차등화

\*\*현재 주가는 8/16 종가 기준

자료: 각 사, 삼성증권 추정

투자 전략 - DB손해보험 Top pick으로 추천

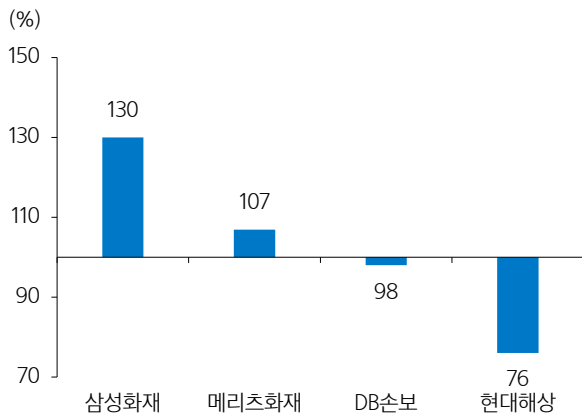
보험 업종 Top pick으로 DB손해보험을 추천한다.

DB손해보험은 1) 적절한 시장 대응을 바탕으로 신계약 M/S가 수위권에서 견조하게 유지되는 가운데, 2) 가정 조정에 따른 CSM 소진 영향 또한 삼성화재에 이어 업계 내 가장 적은 수준으로 가정 관리가 안정적으로 진행되고 있는 것으로 판단되며, 3) 신계약 CSM 환산 배수 또한 업계 상위 수준에서 안정적으로 유지되고 있는 등 펀더멘털 측면에서 우위가 지속되고 있다.

또한 동사는 커버리지 보험 업종 중 자산과 부채의 금리 민감액이 가장 유사하게 매칭되어 있는 회사이다. 이에 따라, 향후 금리 및 금융당국 할인율 변동 등 K-ICS 관련 외부 변수 상황이 발생하더라도, 1) 신계약 M/S 확보 여력 및, 2) 중장기 자본활용 방안 등 전략 방향성이 크게 변화되지 않을 것으로 판단된다.

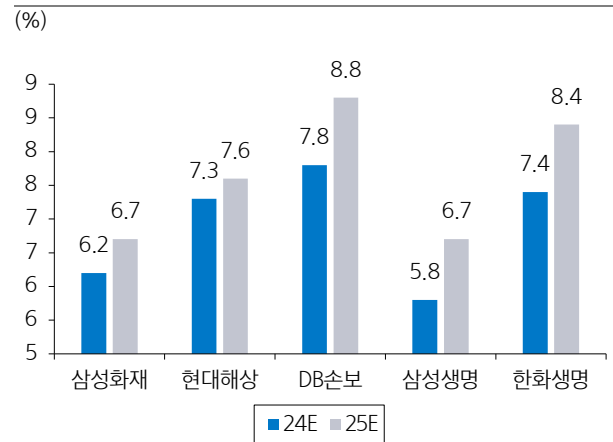
한편, 회사는 금번(8/14일) 실적발표회를 통해 중장기 자본활용 및 주주 환원 정책 방향성을 공유하였다. 해당 자리에서 1) 중장기 35% 주주 환원율을 목표로 할 것이며, 2) (구두 언급을 통해) 그 타임라인은 5개년 내를 목표로 추진할 것으로 언급하였다. 이에 따라 기존 대비 배당 추정치를 상향하였는데, 25년 예상 배당수익률은 9%에 육박하여 커버리지 보험사 중 가장 메리트가 높은 것으로 추정되고 있다.

커버리지 손해보험사: 자산vs부채 금리 민감 매칭도



참고: 1Q24 기준  
자료: 각 사, 삼성증권

커버리지 보험사: 24E, 25E 배당수익률



자료: 삼성증권 추정



## Valuation table

Company		삼성생명	한화생명	삼성화재	현대해상	DB손해보험	메리츠금융지주
Ticker		032830 KS	088350 KS	000810 KS	001450 KS	005830 KS	138040 KS
시가총액 (십억원)		18,800	2,597	17,912	3,187	7,547	15,925
투자 의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가 (원)		110,000	3,800	430,000	41,000	140,000	106,000
현재 주가 (원)		88,800	2,920	341,000	34,300	106,000	88,800
상승 여력 (%)		23.9	30.1	26.1	19.5	32.1	19.4
P/E (x)	FY23	6.8	4.0	6.8	3.4	3.9	5.9
	FY24E	6.9	3.3	7.3	2.3	3.8	6.9
	FY25E	6.7	2.9	7.4	2.3	3.7	4.4
P/B (x)	FY23	0.31	0.22	0.77	0.45	0.68	1.25
	FY24E	0.39	0.26	0.96	0.53	0.83	1.85
	FY25E	0.39	0.24	0.88	0.46	0.72	1.02
EPS (원)	FY23	10,169	710	38,451	9,013	21,665	10,078
	FY24E	11,817	892	46,798	15,028	27,167	12,854
	FY25E	12,124	1,037	45,778	14,698	27,459	13,435
BPS (원)	FY23	221,593	13,111	340,780	68,424	122,536	47,115
	FY24E	207,907	11,549	353,707	64,913	123,852	48,000
	FY25E	210,873	12,179	387,262	75,138	141,796	58,021
ROA (%)	FY23	0.7	0.5	2.2	1.8	3.3	2.1
	FY24E	0.7	0.7	2.5	2.9	3.8	2.4
	FY25E	0.7	0.8	2.4	2.6	3.6	2.3
ROE (%)	FY23	5.0	4.5	12.7	10.4	17.1	21.4
	FY24E	5.8	7.2	13.5	22.5	22.1	26.7
	FY25E	6.1	8.7	12.4	21.0	20.7	24.6
DPS (보통주, 원)	FY23	3,700	150	16,000	2,063	5,300	2,360
	FY24E	4,700	220	21,000	2,500	8,000	3,000
	FY25E	5,500	250	23,000	2,600	9,000	3,800
배당수익률 (보통주 %)	FY23	5.4	5.3	6.1	6.7	6.3	4.0
	FY24E	5.8	7.4	6.2	7.3	7.8	3.4
	FY25E	6.7	8.4	6.7	7.6	8.8	6.4
배당성향 (%)	FY23	35.1	18.3	37.4	20.1	20.7	21.9
	FY24E	37.8	21.3	40.3	14.6	25.0	21.8
	FY25E	43.0	20.9	45.2	15.5	27.8	26.6
총자산 (십억원)	FY23	314,696	114,793	85,019	43,758	48,514	102,236
	FY24E	323,638	117,399	89,168	47,844	51,848	106,678
	FY25E	342,140	120,962	94,835	51,787	55,099	111,595
총자본 (십억원)	FY23	44,319	11,387	16,144	6,117	8,676	10,098
	FY24E	41,581	10,030	16,757	5,803	8,769	10,134
	FY25E	42,175	10,578	18,346	6,717	10,039	11,363
순이익* (십억원)	FY23	1,895	616	1,818	806	1,534	2,050
	FY24E	2,231	775	2,214	1,344	1,923	2,552
	FY25E	2,295	901	2,165	1,314	1,944	2,491

참고: 현재 주가는 8/16 종가 기준; \*삼성생명과 삼성화재는 연결 지배주주 순이익 기준; 이외 별도 당기순이익 기준  
자료: 각 사, 삼성증권 추정

개별 회사 Review

삼성화재

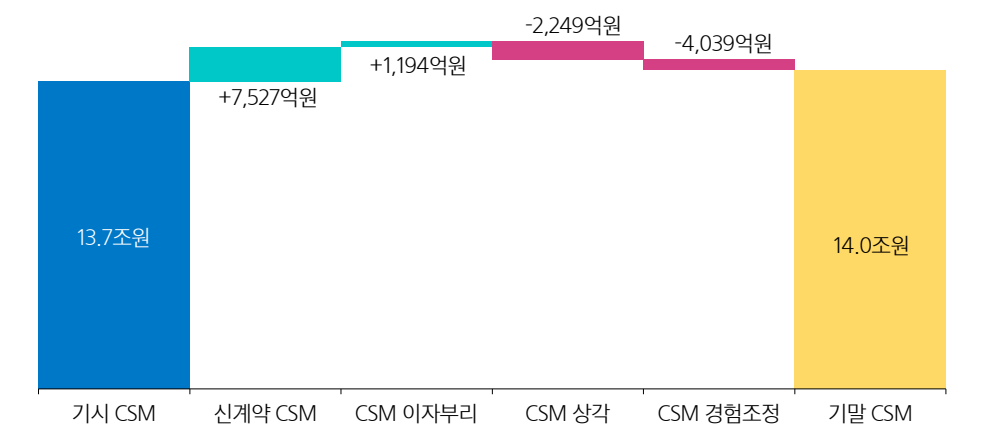
- 2분기 순이익 6,114억원 (YoY +1.7%, 컨센서스 대비 +9%)
- 보험손익 5,668억원 (YoY -8.5%): 장기보험손익은 견조하였으나, 일반보험(YoY -27.3%) 및 자동차보험손익 감소(YoY -50.9%)가 보험손익 감소의 주요 요인
- 투자손익 2,264억원 (YoY +104.1%): 2Q23 채권 교체매매 관련 처분 손실에 따른 기저 효과에 기인.
- 자본 정책 발표 내용(1분기 발표 내용과 동일)
- 1) Target K-ICS 비율 설정: 200%~220%; 최대 수준을 220%로 설정하고, 그 이상 구간에서는 주주 환원 확대 및 신규 사업(글로벌 투자, M/S 확대 등) 추진 (2분기 기준 K-ICS 278%)
- 2) 중장기 주주 환원율 목표 설정: 중장기 주주 환원율 50% 목표

삼성화재: 2Q24 실적

(십억원)	2Q24P	1Q24	QoQ 성장률 (%)	2Q23	YoY 성장률 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	566.8	603.8	(6.1)	620.5	(8.7)		
장기보험	458.6	446.2	2.8	440.6	4.1		
자동차보험	46.8	102.5	(54.3)	95.4	(50.9)		
일반보험	61.4	55.1	11.3	84.5	(27.3)		
투자손익	210.7	286.3	(26.4)	139.9	50.6		
영업이익	803.8	913.1	(12.0)	760.0	5.8	777.3	3.4
세전이익	806.0	917.7	(12.2)	770.3	4.6	789.9	2.0
연결 지배순이익	611.4	701.0	(12.8)	603.3	1.3	561.9	8.8
신계약 CSM	752.7	885.6	(15.0)	764.3	(1.5)		
기말 CSM (조원)	13,955.3	13,712.0	1.8	12,599.7	10.8		

참고: 보험손익과 투자손익은 별도 재무제표 기준; 이외 연결재무제표 기준; 컨센서스는 7/19 기준;  
자료: 삼성화재, Fnguide, 삼성증권 추정

삼성화재: 2Q24 CSM 무브먼트



자료: 삼성화재, 삼성증권

**DB손해보험**

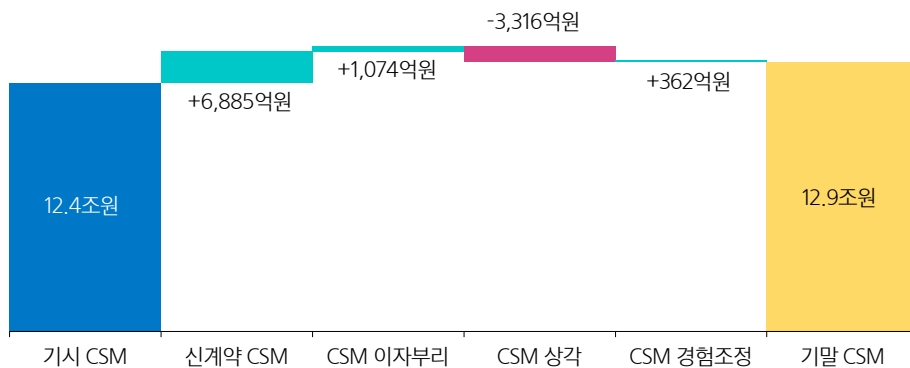
- 2분기 순이익 5,410억원 (YoY +16.3%, 컨센 대비 +15%)
  - 보험손익 5,340억원 (YoY +19.7%): 장기 양(+)의 예상차 확대 및 일반보험 익 회복이 주요
  - 투자손익 1,710억원 (YoY -2.1%): 별도 특이사항 없음
  - 신규 자본 정책 발표
- 1) Target K-ICS 비율 설정: 200%~220%; 최대 수준을 220%로 설정하고, 그 이상 구간에서는 주주 환원 확대 및 신규 사업(글로벌 등) 추진 (2분기 기준 K-ICS 228%)
  - 2) 중장기 주주 환원율 목표 설정: K-ICS 비율이 목표 수준에서 관리된다면, 중장기 주주 환원율 35%을 목표. (컨콜을 통해 도달 시점은 5개년 내로 언급), (23년 주주 환원율 20.7%)

**DB손해보험: 2Q24 실적**

(십억원)	2Q24P	1Q24	QoQ 성장률 (%)	2Q23	YoY 성장률 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	534.4	562.9	(5.1)	434.1	23.1		
장기보험	393.2	448.4	(12.3)	352.7	11.5		
자동차보험	68.0	94.2	(27.8)	89.1	(23.6)		
일반보험	73.1	20.3	259.6	4.8	1,432.7		
투자손익	171.0	203.7	(16.1)	174.8	(2.2)		
영업이익	705.4	766.6	(8.0)	609.0	15.8	617.1	14.3
세전이익	717.9	762.2	(5.8)	613.8	17.0	616.0	16.5
당기순이익	540.7	583.4	(7.3)	455.6	18.7	465.9	16.0
신계약 CSM	688.5	717.5	(4.0)	648.4	6.2		
기말 CSM (조원)	12,944.5	12,444.0	4.0	12,073.7	7.2		

참고: 별도 재무제표 기준; 컨센서스는 7/19 기준;  
자료: DB손해보험, Fnguide, 삼성증권 추정

**DB손해보험: 2Q24 CSM 무브먼트**



자료: DB손해보험, 삼성증권

**현대해상**

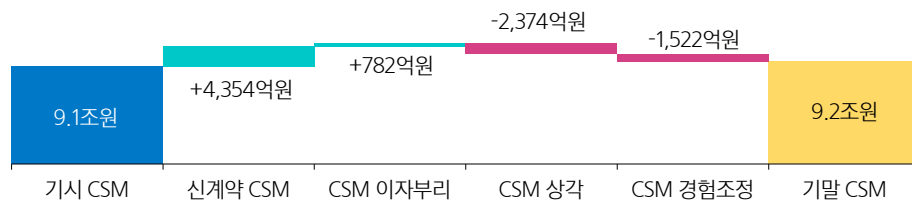
- 2분기 순이익 3,557억원 (YoY +95.8%, 컨센 대비 +29%)
- 보험손익 3,759억원 (YoY +127.7%): 보험금 예실차가 전년 동기 -940억원에서 동 분기 +470억원으로 흑자전환, 손실계약비용 또한 전년 동기 -664억원에서 동 분기 -22억원으로 대폭 개선
- 투자손익 959억원 (YoY +17.8%): FVPL 자산 평가이익 증가
- K-ICS 비율: 169.7% (YTD -3.5%p)
- ! 별도 자본 정책 발표 없음

**현대해상: 2Q24 실적**

(십억원)	2Q24P	1Q24	QoQ 성장률 (%)	2Q23	YoY 성장률 (%)	컨센서스	차이
보험손익	375.9	532.9	(29.5)	169.6	121.7		
장기보험	290.2	443.6	(34.6)	79.2	266.2		
자동차보험	40.1	42.4	(5.5)	73.4	(45.4)		
일반보험	45.7	46.9	(2.6)	17.0	168.5		
투자손익	95.9	108.2	(11.4)	81.4	17.8		
영업이익	471.8	641.1	(26.4)	251.0	88.0	376.8	25.2
세전이익	466.0	632.0	(26.3)	244.3	90.7	354.2	31.6
당기순이익	355.7	477.3	(25.5)	181.7	95.8	276.0	28.9
신계약 CSM	435.4	404.5	7.6	418.2	4.1		
기말 CSM (조원)	9,244.4	9,120.4	1.4	8,560.4	8.0		

참고: 별도 재무제표 기준; 컨센서스는 7/19 기준;

자료: 현대해상, Fnguide, 삼성증권 추정

**현대해상: 2Q24 CSM 무브먼트**

자료: 현대해상, 삼성증권

**메리츠금융지주**

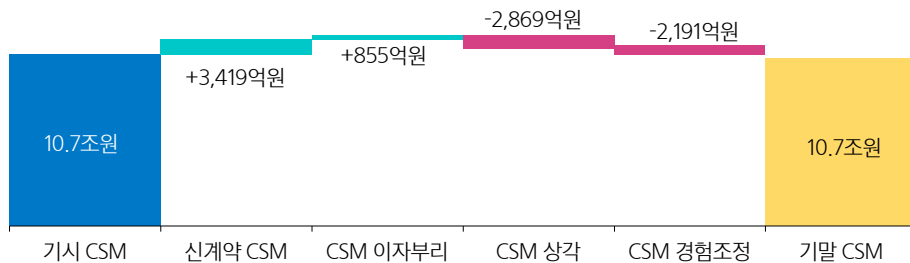
- 2분기 순이익 7,301억원 (YoY +27%)
- 화재: 순이익 5,068억원 (YoY +21%); 의료파업 및 3,4세대 실손보험료 갱신에 따른 손실부담비용 환입 등으로 양(+)의 예상차 1,578억원 발생
- 증권: 순이익 2,434억원(YoY +52%); 홈플러스 기업대출 등 기업금융 수수료 손익 회복 및 금리 하락에 따른 트레이딩 손익 개선 등
- ! 신규 자본 정책 없었으나, 디테일한 이행 현황 전달
- 자사주 매입소각 수익률(15.1%; Fwd PER 6.6배의 역수) vs 현금배당 수익률(COE=10%) 비교를 통해 자사주 매입이 현시점에서 더 유리함을 언급
- 자사주매입 이행 현황 공유(3월 5,000억원 발표 이후 현재 328만 주, 2,584억원어치 매입 완료)

**메리츠금융지주: 2Q24 실적**

(십억원)	2Q24P	1Q24	전분기 대비 (%, %p)	2Q23	전년동기 대비 (%, %p)	컨센서스	차이 (%)
영업이익	n/a	770.8	n/a	760.0	n/a	797.6	n/a
화재순이익	506.8	490.9	3.3	419.5	20.8	n/a	n/a
증권순이익	243.4	126.5	92.3	161.5	50.7	n/a	n/a
지주순이익(지배)	730.1	585.8	24.6	574.0	27.2	561.9	29.9
기말 CSM	10,664.1	10,742.7	-0.7	9,701.5	9.9	n/a	n/a
투자 수익률 (%)	3.9	4.0	-0.1	4.1	-0.2	n/a	n/a

참고: 연결 재무제표 기준; 컨센서스는 8/14 기준  
자료: 메리츠금융지주, Fnguide, 삼성증권 추정

**메리츠화재: 2Q24 CSM 무브먼트**



자료: 메리츠금융지주, 삼성증권

**삼성생명**

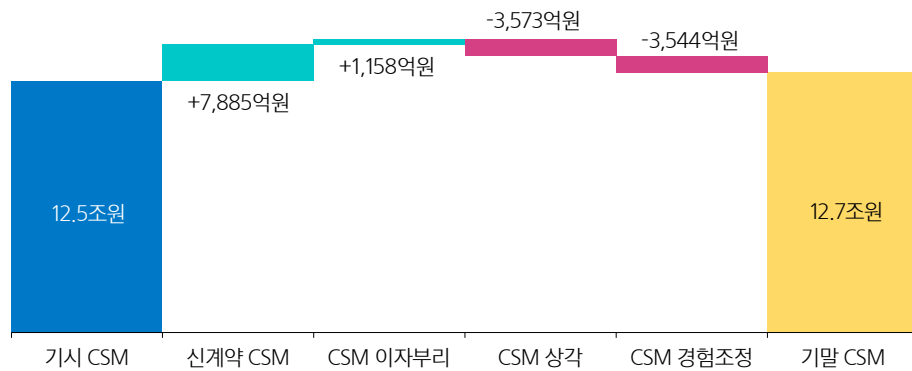
- 2분기 순이익 7,460억원 (YoY +179%, 컨센서스 대비 +34%)
- 보험손익 4,440억원 (YoY +2.1%); 전분기 IBNR 일회성 비용 및 의료 이용량 감소 등에 따라 예상차 (+)600억원으로 흑자 전환
- 투자손익 5,550억원 (YoY 흑자전환); 카드, 증권 연결 자회사 관련 손익 증가 주효
- ! 신규 자본 정책 발표
- 1) 중장기 50% 주주 환원율 타겟 제시 (CFO 컨볼을 통해 3~4년 내 달성 목표로 언급)
- 2) 별도의 Target 자본 비율 제시는 없었음

**삼성생명: 2Q24 실적**

(십억원)	2Q24P	1Q24	QoQ 성장률 (%)	2Q23	YoY 성장률 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	443.6	268.0	65.5	434.6	2.1	n/a	
투자손익	126.3	493.9	(74.4)	(368.0)	흑전	n/a	
일반투자손익	78.7	164.0	(52.0)	(234.0)	흑전	n/a	
영업이익	905.5	746.3	21.3	318.3	184.5	717.8	26.2
세전이익	993.8	830.8	19.6	358.0	177.6	808.8	22.9
연결 지배순이익	746.4	622.1	20.0	267.4	179.2	558.6	33.6
신계약 CSM	788.5	857.6	(8.1)	969.9	(18.7)		
기말 CSM (조원)	12,697.5	12,504.9	1.5	11,912.8	6.6		

참고: 연결 재무제표 기준; 컨센서스는 7/19 기준  
자료: 삼성생명, Fnguide, 삼성증권 추정

**삼성생명: 2Q24 CSM 무브먼트**



자료: 삼성생명, 삼성증권

**한화생명**

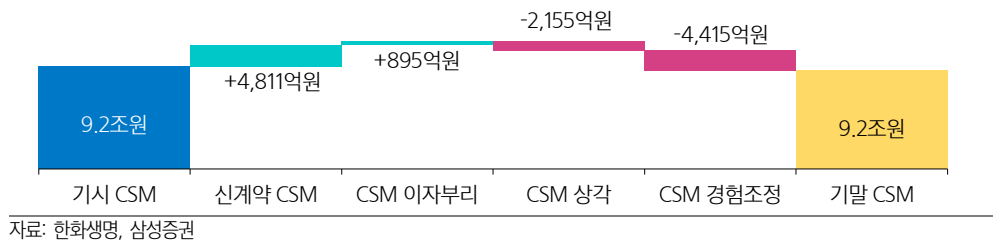
- 2분기 순이익 1,723억원 (+16.6% y-y, 컨센서스 대비 -8.2%)
- 보험손익 1,837억원 (YoY -16.4%); 전년 동기 대비 CSM 상각이익 감소 및 예실차 규모 소폭 감소가 주요 원인
- 투자손익 304억원 (YoY 흑자 전환); 전년 동기 금리 상승에 따른 FVPL 자산 평가손실의 기저 효과 기인, 동 분기 투자 관련 일회성 요인은 없었던 것으로 추정
- 3Q24에는 장교동 빌딩 매각 이익(세후 2,000억원 수준) 반영될 예정으로 언급
- ! 신규 자본 정책 발표 없음

**한화생명: 2Q24 실적**

(십억원)	2Q24P	1Q24	QoQ 성장률 (%)	2Q23	YoY 성장률 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	183.7	90.8	102.3	219.7	(16.4)		
투자손익	30.4	129.3	(76.5)	(81.3)	흑전		
일반투자손익	46.4	138.5	(66.5)	57.7	(19.6)		
영업이익	214.1	220.1	(2.7)	138.4	54.7	295.3	(27.5)
세전이익	211.5	219.6	(3.7)	143.6	47.3	248.9	(15.0)
당기순이익	172.3	175.5	(1.8)	147.8	16.6	224.6	(23.3)
신계약 CSM	481.1	515.4	(6.7)	619.9	(22.4)		
기말 CSM (조원)	9,153.7	9,243.6	(1.0)	10,122.7	(9.6)		

참고: 별도 재무제표 기준; 컨센서스는 7/19 기준; 컨센서스 당기순이익 outlier 제외한 중앙값 1,866억원 기준으로는 8.2% 하회.  
자료: 한화생명, Fnguide, 삼성증권 추정

**한화생명: 2Q24 CSM 무브먼트**



삼성화재

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>자산총계</b>	<b>80,796</b>	<b>85,019</b>	<b>89,168</b>	<b>94,835</b>	<b>101,803</b>
<b>운용자산</b>	<b>77,316</b>	<b>81,667</b>	<b>84,932</b>	<b>88,380</b>	<b>91,969</b>
현금및예치금	1,512	1,738	1,980	2,060	2,144
주식	10,012	12,972	13,792	14,352	14,935
채권	31,228	29,898	31,521	32,801	34,133
대출	26,749	27,822	8,992	9,357	9,737
해외	6,042	7,482	26,851	27,941	29,076
부동산	1,772	1,755	1,796	1,869	1,944
기타(수익증권 등)	0	0	0	0	0
기타자산	3,480	3,352	4,237	6,455	9,834
<b>부채총계</b>	<b>68,273</b>	<b>68,875</b>	<b>72,412</b>	<b>76,489</b>	<b>82,047</b>
책임준비금	64,276	63,697	65,803	71,192	76,481
보험계약부채	51,738	51,777	53,653	58,047	62,359
<b>보험계약마진(CSM)</b>	<b>12,144</b>	<b>13,303</b>	<b>14,699</b>	<b>16,187</b>	<b>17,648</b>
최선추정부채(BEL)	28,107	26,717	27,083	29,825	32,517
위험조정(RA)	1,391	1,448	1,610	1,773	1,933
기타부채	3,932	5,104	6,520	5,208	5,477
특별계정부채	64	74	89	89	89
<b>자본총계</b>	<b>12,523</b>	<b>16,144</b>	<b>16,757</b>	<b>18,346</b>	<b>19,756</b>
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	11,045	12,279	12,921	14,112	15,168
해약 환급금준비금	0	1,180	1,836	2,005	2,155
자본조정	-1,487	-1,487	-1,487	-1,487	-1,487
기타포괄손익누계	1,972	4,357	4,325	4,724	5,078
신종자본증권	0	0	0	0	0
비자배지분	28	30	32	32	32

배당 및 주당지표

12월 31일 기준 (원, %)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EPS	34,337	38,451	46,798	45,778	45,618
BPS	264,349	340,780	353,707	387,262	417,012
PER	5.8	6.8	7.3	7.4	7.5
PBR	0.8	0.8	1.0	0.9	0.8
ROA	2.0	2.2	2.5	2.4	2.2
ROE	13.0	12.7	13.5	12.4	11.3
DPS	13,800	16,000	21,000	23,000	26,000
배당수익률	6.9	6.1	6.2	6.7	7.6
배당성장률	36.1	37.4	40.3	45.2	51.2

참고: 보험손익, 투자손익은 별도 재무제표 기준, 이의는 연결재무제표 기준  
자료: 한화생명, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>보험손익</b>	<b>1,626</b>	<b>1,932</b>	<b>2,059</b>	<b>2,195</b>	<b>2,389</b>
장기	1,364	1,538	1,775	1,913	2,107
에실차	219	141	150	80	60
CSM상각	1,229	1,537	1,641	1,812	1,985
RA상각	155	151	149	153	168
기타(손실요소배분, 재보손익)	-239	-291	-165	-132	-106
자동차	165	190	109	102	102
일반	96	204	175	180	180
<b>투자손익</b>	<b>342</b>	<b>409</b>	<b>813</b>	<b>698</b>	<b>495</b>
기타투자 수익	1,870	1,781	2,172	2,079	2,006
보험금융손익	-1,528	-1,372	-1,359	-1,381	-1,511
<b>영업이익</b>	<b>2,178</b>	<b>2,429</b>	<b>2,962</b>	<b>2,991</b>	<b>2,981</b>
영업외수익	23	35	13	0	0
영업외비용	10	17	6	0	0
<b>세전이익</b>	<b>2,191</b>	<b>2,447</b>	<b>2,969</b>	<b>2,991</b>	<b>2,981</b>
법인세비용	565	625	752	823	820
<b>당기순이익(지배)</b>	<b>1,623</b>	<b>1,818</b>	<b>2,214</b>	<b>2,165</b>	<b>2,158</b>

주요 가정

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>보험영업 수익성 (%)</b>					
CSM 상각률	10.1	11.6	11.2	11.2	11.2
RA 상각률	11.2	10.4	9.3	8.6	8.7
합산 비율(자동차)	97.0	96.6	98.0	98.2	98.2
합산 비율(일반)	93.0	86.2	89.3	89.2	89.2
<b>투자영업 수익성 (%)</b>					
투자영업수익률	2.4	2.2	2.6	2.4	2.2
부채부담이율	3.8	3.4	3.3	3.0	3.0
<b>CSM 변동 (십억원)</b>					
기시 CSM	7,821	12,144	13,303	14,699	16,187
신계약 CSM	2,137	3,500	3,201	3,286	3,379
CSM 상각	-1,229	-1,539	-1,641	-1,812	-1,985
CSM 이자부리	191	398	482	531	583
CSM 경험조정	3,224	-1,200	-646	-517	-517
기말 CSM	12,144	13,303	14,699	16,187	17,648



DB손해보험

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>자산총계</b>	<b>45,113</b>	<b>48,514</b>	<b>51,848</b>	<b>55,099</b>	<b>58,376</b>
<b>운용자산</b>	<b>42,365</b>	<b>44,932</b>	<b>47,186</b>	<b>49,102</b>	<b>51,095</b>
현금및예치금	733	994	794	826	859
주식	146	149	157	163	170
채권	13,778	13,358	15,216	15,834	16,477
대출	10,280	11,177	11,217	11,672	12,146
해외	6,931	7,379	7,406	7,707	8,020
부동산	1,180	1,181	1,211	1,260	1,312
기타(수익증권 등)	9,317	10,694	11,185	11,639	12,111
<b>기타자산</b>	<b>2,748</b>	<b>3,581</b>	<b>4,662</b>	<b>5,997</b>	<b>7,281</b>
<b>부채총계</b>	<b>35,889</b>	<b>39,838</b>	<b>43,079</b>	<b>45,060</b>	<b>46,989</b>
책임준비금	32,297	36,769	40,056	42,037	43,965
보험계약부채	27,244	29,395	32,129	33,718	35,266
<b>보험계약마진(CSM)</b>	<b>8,793</b>	<b>11,351</b>	<b>13,894</b>	<b>15,483</b>	<b>17,030</b>
최선추정부채(BEL)	10,305	8,857	8,922	8,922	8,922
위험조정(RA)	1,147	1,351	1,454	1,454	1,454
기타부채	3,584	3,059	3,011	3,011	3,011
특별계정부채	8	11	13	13	13
<b>자본총계</b>	<b>9,223</b>	<b>8,676</b>	<b>8,769</b>	<b>10,039</b>	<b>11,388</b>
<b>자본금</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>35</b>
<b>자본잉여금</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>38</b>
<b>이익잉여금</b>	<b>7,435</b>	<b>8,651</b>	<b>9,775</b>	<b>11,179</b>	<b>12,669</b>
해약 환급금준비금	1,458	2,646	3,527	4,033	4,571
<b>자본조정</b>	<b>-152</b>	<b>-152</b>	<b>-152</b>	<b>-152</b>	<b>-152</b>
기타포괄손익누계	1,867	104	-928	-1,061	-1,202
<b>신종자본증권</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>비지배지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

배당 및 주당지표

12월 31일 기준 (원, %)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EPS	27,499	21,665	27,167	27,459	30,370
BPS	130,274	122,536	123,852	141,796	160,841
PER	2.4	3.9	3.8	3.7	3.4
PBR	0.5	0.7	0.8	0.7	0.6
ROA	4.3	3.3	3.8	3.6	3.8
ROE	21.1	17.1	22.1	20.7	20.1
DPS	4,600	5,300	8,000	9,000	11,000
배당수익률	7.0	6.3	7.8	8.8	10.8
배당성장률	14.2	20.7	25.0	27.8	30.7

참고: 보험손익, 투자손익은 별도 재무제표 기준, 이외는 연결 재무제표 기준  
자료: DB손해보험, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>보험손익</b>	<b>2,005</b>	<b>1,546</b>	<b>2,044</b>	<b>2,270</b>	<b>2,464</b>
<b>장기</b>	<b>1,695</b>	<b>1,351</b>	<b>1,683</b>	<b>1,929</b>	<b>2,123</b>
예실차	380	226	254	203	203
CSM상각	1,152	1,264	1,391	1,646	1,821
RA상각	132	111	127	142	142
기타(손실요소배분, 재보손익)	31	-249	-88	-62	-43
<b>자동차</b>	<b>282</b>	<b>321</b>	<b>267</b>	<b>245</b>	<b>245</b>
<b>일반</b>	<b>28</b>	<b>-122</b>	<b>94</b>	<b>95</b>	<b>95</b>
<b>투자손익</b>	<b>575</b>	<b>467</b>	<b>530</b>	<b>412</b>	<b>502</b>
기타투자 수익	1,329	1,256	1,289	1,180	1,302
보험금융손익	-754	-789	-759	-769	-800
<b>영업이익</b>	<b>2,579</b>	<b>2,013</b>	<b>2,574</b>	<b>2,681</b>	<b>2,966</b>
<b>영업외수익</b>	<b>37</b>	<b>45</b>	<b>38</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>영업외비용</b>	<b>39</b>	<b>36</b>	<b>30</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>세전이익</b>	<b>2,577</b>	<b>2,022</b>	<b>2,583</b>	<b>2,681</b>	<b>2,966</b>
<b>법인세비용</b>	<b>631</b>	<b>488</b>	<b>659</b>	<b>737</b>	<b>816</b>
<b>당기순이익</b>	<b>1,947</b>	<b>1,534</b>	<b>1,923</b>	<b>1,944</b>	<b>2,150</b>

주요 가정

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>보험영업 수익성 (%)</b>					
CSM 상각률	13.1	11.1	10.0	10.6	10.7
RA 상각률	11.5	8.2	8.7	9.8	9.8
합산 비율(자동차)	93.1	92.4	93.7	94.2	94.2
합산 비율(일반)	97.8	109.5	93.5	93.5	93.5
<b>투자영업 수익성 (%)</b>					
투자영업수익률	3.1	2.8	2.7	2.4	2.5
부채부담이율	3.9	3.9	3.3	3.1	3.1
<b>CSM 변동 (십억원)</b>					
기시 CSM	n/a	11,643	12,152	13,894	15,483
신계약 CSM	n/a	2,826	2,783	2,803	2,882
CSM 상각	n/a	-1,262	-1,382	-1,646	-1,821
CSM 이자부리	n/a	364	437	500	555
CSM 경험조정	n/a	-1,420	-97	-68	-68
기말 CSM	11,643	12,152	13,894	15,483	17,030

현대해상

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
자산총계	45,633	43,758	47,844	51,787	56,056
운용자산	43,118	41,500	45,608	49,368	53,437
현금및예치금	1,302	1,350	1,323	1,432	1,550
주식	1,380	1,620	1,789	1,936	2,096
채권	15,184	14,538	16,626	17,997	19,480
대출	10,461	10,397	10,848	11,742	12,710
해외	7,940	6,767	7,290	7,891	8,541
부동산	1,110	1,092	1,156	1,251	1,354
기타(수익증권 등)	5,740	5,735	6,577	7,119	7,705
기타자산	2,515	2,259	2,235	2,420	2,619
부채총계	36,275	37,641	42,040	45,070	48,220
책임준비금	32,260	34,817	36,621	37,235	38,118
보험계약부채	28,614	31,527	33,138	33,751	34,635
보험계약마진(CSM)	8,352	9,142	9,470	9,700	10,031
최선추정부채(BEL)	11,171	12,970	14,044	14,385	14,877
위험조정(RA)	1,485	1,586	1,716	1,758	1,818
기타부채	4,006	2,811	5,400	7,816	10,083
특별계정부채	9	13	19	19	19
자본총계	9,358	6,117	5,803	6,717	7,837
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	113	113	113	113	113
이익잉여금	5,827	6,553	7,534	8,448	9,568
해약 환급금준비금	0	3,422	4,402	4,937	5,591
자본조정	-68	-69	-68	-68	-68
기타포괄손익누계	2,942	-524	-1,821	-1,821	-1,821
신종자본증권	498	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0

배당 및 주당지표

12월 31일 기준 (원, %)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EPS	14,332	9,013	15,028	14,698	15,152
BPS	104,672	68,424	64,913	75,138	87,659
PER	2.1	3.4	2.3	2.3	2.3
PBR	0.3	0.5	0.5	0.5	0.4
ROA	2.8	1.8	2.9	2.6	2.5
ROE	13.7	10.4	22.5	21.0	18.6
DPS	1,965	2,063	2,500	2,600	3,000
배당수익률	6.5	6.7	7.3	7.6	8.7
배당성장률	12.0	20.1	14.6	15.5	17.4

자료: 현대해상, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	1,358	526	1,513	1,231	1,278
장기	1,092	249	1,284	1,132	1,182
예실차	50	-206	-15	0	0
CSM상각	703	873	977	1,021	1,050
RA상각	137	130	137	145	149
기타(손실요소배분, 재보손익)	202	-548	185	-34	-17
자동차	172	201	107	88	85
일반	94	76	121	11	11
투자손익	415	496	304	581	590
기타투자 수익	1,160	1,279	1,094	1,305	1,336
보험금융손익	-745	-783	-790	-724	-746
영업이익	1,772	1,022	1,817	1,812	1,868
영업외수익	5	3	2	0	0
영업외비용	30	28	17	0	0
세전이익	1,747	998	1,802	1,812	1,868
법인세비용	465	192	459	498	514
당기순이익	1,281	806	1,344	1,314	1,355

주요 가정

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
보험영업 수익성 (%)					
CSM 상각률	2.1	2.4	2.6	2.6	2.6
RA 상각률	2.3	2.1	2.0	2.1	2.1
합산 비율(자동차)	95.8	95.2	97.4	97.9	98.0
합산 비율(일반)	89.6	92.4	88.6	98.9	98.9
투자영업 수익성 (%)					
투자영업수익률	2.7	3.1	2.4	2.6	2.5
부채부담이율	3.8	3.5	3.4	3.0	3.0
CSM 변동 (십억원)					
기시 CSM	7,621	8,319	9,079	9,470	9,700
신계약 CSM		1,679	1,711	1,449	1,464
CSM 상각		-873	-977	-1,021	-1,050
CSM 이자부리		262	314	328	337
CSM 경험조정		-310	-656	-525	-420
기말 CSM	8,319	9,079	9,470	9,700	10,031

메리츠금융지주

손익계산서 (메리츠화재)

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	1,497	1,810	1,750	1,741
장기	1,472	1,767	1,712	1,703
예실차	269	443	354	284
CSM상각	1,070	1,163	1,194	1,248
RA상각	133	161	163	171
기타(손실요소배분, 재보손익)	0	0	0	0
자동차	13	-17	-25	-25
일반	12	60	63	63
투자손익	609	707	801	827
기타투자 수익	1,258	1,397	1,506	1,567
보험금융손익	-648	-690	-705	-740
영업이익	2,107	2,516	2,551	2,568
영업외수익	16	2	0	0
영업외비용	3	1	0	0
세전이익	2,119	2,517	2,551	2,568
법인세비용	553	636	641	645
당기순이익	1,567	1,881	1,911	1,923

재무상태표 (메리츠금융지주)

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
현금및예치금	4,928	5,142	5,379	5,719
유가증권	76,558	79,884	83,566	88,837
대출채권	14,635	15,270	15,974	16,982
고정자산	802	837	876	931
기타자산	5,340	5,572	5,829	6,197
자산총계	102,236	106,678	111,595	118,634
예수금	2,094	2,185	2,286	2,430
차입금	30,890	32,232	33,718	35,845
사채	52,144	54,409	56,917	60,507
기타부채	7,011	7,717	7,311	7,258
부채총계	92,139	96,543	100,231	106,040
자배기업의 소유주지분	9,582	9,529	10,758	11,989
비지배지분	515	605	605	605
자본총계	10,098	10,134	11,363	12,594

손익계산서 (메리츠금융지주)

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
화재 순이익	1,567	1,881	1,911	1,923
증권 순이익	590	671	580	630
합산 순이익	2,157	2,552	2,491	2,553
금융지주 순이익	2,157	2,552	2,491	2,553
지배주주지분	2,050	2,552	2,491	2,553
비지배주주지분	107	0	0	0

자료: 메리츠금융지주, 삼성증권 추정

손익계산서 (메리츠증권)

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
순수수료수익	473	400	416	425
수탁수수료	74	82	90	94
수익증권취급수수료	7	7	6	6
랩어카운트수수료	5	6	5	6
인수및추선수수료	11	17	20	25
기타수수료수익	465	391	396	396
순이자수익	986	955	992	1,032
순상품운용수익	-172	48	-86	-57
기타이익	181	257	258	258
순영업수익	1,468	1,660	1,580	1,658
판매비와관리비	587	743	779	789
인건비	334	503	530	530
기타 판관비	253	241	249	258
영업이익	881	917	800	869
세전계속사업이익	764	917	800	869
법인세비용	174	247	220	239
당기순이익	590	671	580	630

성장성 및 수익성 지표 (메리츠금융지주)

12월 31일 기준	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (전년대비, %)				
CSM증가율 (메리츠화재)	8.6	1.9	4.0	5.5
총자산증가율	14.8	4.3	4.6	6.3
자기자본증가율	22.8	0.4	12.1	10.8
순이익증가율	14.6	24.5	-2.4	2.5
EPS증가율	17.3	27.5	4.5	9.1
BPS증가율	107.1	1.9	20.9	18.6
수익성 (%)				
총자산수익률 (ROAA)	2.1	2.4	2.3	2.2
자기자본수익률 (ROAE)	21.4	26.7	24.6	22.5

배당 및 주당지표 (메리츠금융지주)

12월 31일 기준 (원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
BPS	47,115	48,000	58,021	68,827
EPS	10,078	12,854	13,435	14,659
PBR	1.3	1.8	1.0	1.3
PER	5.9	6.9	4.4	6.1
ROA	2.1	2.4	2.3	2.2
ROE	21.4	26.7	24.6	22.5
DPS	2,360	3,000	3,800	5,501
현금배당성향 (%)	21.9	21.8	26.6	34.2
총 주주 환원율 (%)	51.0	51.2	50.7	51.8

삼성생명

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>자산총계</b>	<b>296,234</b>	<b>314,696</b>	<b>323,638</b>	<b>342,140</b>	<b>363,408</b>
<b>운용자산</b>	<b>n/a</b>	<b>310,637</b>	<b>325,946</b>	<b>352,814</b>	<b>381,897</b>
현금및예치금	n/a	5,494	4,151	4,493	4,864
주식	n/a	48,048	52,219	56,524	61,183
채권	n/a	114,562	118,407	128,167	138,732
대출	n/a	82,736	79,185	85,712	92,777
해외	n/a	31,204	35,368	38,284	41,439
부동산	n/a	6,549	6,894	7,463	8,078
기타(수익증권 등)	n/a	22,043	29,721	32,171	34,823
<b>기타자산</b>	<b>n/a</b>	<b>4,060</b>	<b>-2,308</b>	<b>-10,674</b>	<b>-18,490</b>
<b>부채총계</b>	<b>254,672</b>	<b>270,378</b>	<b>282,056</b>	<b>299,965</b>	<b>319,799</b>
<b>책임준비금</b>	<b>n/a</b>	<b>201,292</b>	<b>212,297</b>	<b>230,206</b>	<b>250,040</b>
보험계약부채	n/a	190,261	200,505	218,415	238,248
<b>보험계약마진(CSM)</b>	<b>n/a</b>	<b>12,393</b>	<b>13,097</b>	<b>14,294</b>	<b>15,620</b>
최선추정부채(BEL)	n/a	170,586	179,866	196,311	214,523
위험조정(RA)	n/a	2,846	2,920	3,186	3,482
기타부채	n/a	69,086	69,759	69,759	69,759
특별계정부채	n/a	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>41,562</b>	<b>44,319</b>	<b>41,581</b>	<b>42,175</b>	<b>43,609</b>
<b>자본금</b>	<b>n/a</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>자본잉여금</b>	<b>n/a</b>	<b>125</b>	<b>125</b>	<b>125</b>	<b>125</b>
<b>이익잉여금</b>	<b>n/a</b>	<b>17,978</b>	<b>18,749</b>	<b>19,342</b>	<b>20,777</b>
해약 환급금준비금	n/a	0	0	0	0
<b>자본조정</b>	<b>n/a</b>	<b>-2,117</b>	<b>-2,117</b>	<b>-2,117</b>	<b>-2,117</b>
<b>기타포괄손익누계</b>	<b>n/a</b>	<b>26,333</b>	<b>22,796</b>	<b>22,796</b>	<b>22,796</b>
<b>신종자본증권</b>	<b>n/a</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>비지배지분</b>	<b>n/a</b>	<b>1,900</b>	<b>1,928</b>	<b>1,928</b>	<b>1,928</b>

배당 및 주당지표

12월 31일 기준 (원, %)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EPS	11,538	10,169	11,817	12,124	12,559
BPS	207,810	221,593	207,907	210,873	218,045
PER	6.2	6.8	6.9	6.7	6.5
PBR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
ROA	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE	6.0	5.0	5.8	6.1	6.1
DPS	3,000	3,700	4,700	5,500	6,000
배당수익률	4.2	5.4	5.8	6.7	7.3
배당성장률	23.3	35.1	37.8	43.0	45.3

참고: 보험손익, 투자손익은 별도 재무제표 기준, 이외는 연결재무제표 기준  
자료: 삼성생명, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>보험손익</b>	<b>1,623</b>	<b>1,449</b>	<b>1,503</b>	<b>1,682</b>	<b>1,879</b>
<b>에실차</b>	<b>n/a</b>	<b>-159</b>	<b>46</b>	<b>36</b>	<b>29</b>
CSM상각	n/a	1,302	1,375	1,499	1,634
RA상각	n/a	468	319	336	367
기타(손실요소배분, 재보손익)	n/a	-163	-237	-190	-152
<b>투자손익</b>	<b>-464</b>	<b>232</b>	<b>947</b>	<b>990</b>	<b>889</b>
<b>일반보험 투자손익</b>	<b>n/a</b>	<b>-87</b>	<b>483</b>	<b>609</b>	<b>497</b>
<b>자산손익</b>	<b>n/a</b>	<b>6,052</b>	<b>6,378</b>	<b>6,935</b>	<b>7,407</b>
<b>부담이자</b>	<b>n/a</b>	<b>-6,139</b>	<b>-5,895</b>	<b>-6,326</b>	<b>-6,910</b>
<b>변액보험 투자손익</b>	<b>n/a</b>	<b>12</b>	<b>216</b>	<b>82</b>	<b>82</b>
<b>퇴직보험 투자손익</b>	<b>n/a</b>	<b>51</b>	<b>-39</b>	<b>-1</b>	<b>-4</b>
<b>연결/지분법 배당 수익</b>	<b>n/a</b>	<b>255</b>	<b>287</b>	<b>300</b>	<b>314</b>
<b>영업이익</b>	<b>2,181</b>	<b>2,398</b>	<b>2,800</b>	<b>3,055</b>	<b>3,164</b>
<b>영업외수익</b>	<b>429</b>	<b>211</b>	<b>185</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>영업외비용</b>	<b>169</b>	<b>50</b>	<b>12</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>세전이익</b>	<b>2,440</b>	<b>2,559</b>	<b>2,973</b>	<b>3,055</b>	<b>3,164</b>
<b>법인세비용</b>	<b>133</b>	<b>525</b>	<b>609</b>	<b>630</b>	<b>653</b>
<b>당기순이익(지배)</b>	<b>2,170</b>	<b>1,895</b>	<b>2,231</b>	<b>2,295</b>	<b>2,377</b>

주요 가정

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>보험영업 수익성 (%)</b>					
CSM 상각률	n/a	10.5	10.5	10.5	10.5
RA 상각률	n/a	16.5	10.9	10.6	10.5
<b>투자영업 수익성 (%)</b>					
투자영업수익률	n/a	2.0	2.0	2.1	2.0
부채부담이율	n/a	3.4	3.1	3.0	3.0
<b>CSM 변동 (십억원)</b>					
기시 CSM	7,678	10,749	12,247	13,097	14,294
신계약 CSM	n/a	3,628	3,235	3,225	3,290
CSM 상각	n/a	-1,368	-1,421	-1,499	-1,634
CSM 이자부리	n/a	400	459	463	463
CSM 경험조정	n/a	-1,162	-1,424	-992	-794
기말 CSM	10,749	12,247	13,097	14,294	15,620

한화생명

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>자산 총계</b>	<b>116,211</b>	<b>114,793</b>	<b>117,399</b>	<b>120,962</b>	<b>126,714</b>
<b>운용자산</b>	<b>98,460</b>	<b>97,010</b>	<b>99,391</b>	<b>103,426</b>	<b>107,626</b>
현금및예치금	2,007	1,871	1,149	1,196	1,245
주식	4,085	3,973	4,310	4,485	4,667
채권	53,399	54,068	56,044	58,320	60,688
대출	15,125	14,198	13,273	13,812	14,373
해외	14,845	12,119	13,108	13,640	14,194
부동산	2,910	2,780	2,789	2,902	3,020
기타(수익증권 등)	6,089	8,001	8,760	8,631	8,892
<b>기타자산</b>	<b>17,751</b>	<b>17,783</b>	<b>18,009</b>	<b>17,536</b>	<b>19,088</b>
<b>부채총계</b>	<b>100,450</b>	<b>103,406</b>	<b>107,369</b>	<b>110,384</b>	<b>115,329</b>
책임준비금	93,699	83,364	87,896	90,912	95,856
보험계약부채	85,265	74,287	79,070	82,085	87,030
<b>보험계약마진(CSM)</b>	<b>9,763</b>	<b>9,238</b>	<b>9,301</b>	<b>9,656</b>	<b>10,238</b>
최선추정부채(BEL)	73,906	63,400	68,040	70,635	74,890
위험조정(RA)	1,586	1,644	1,721	1,786	1,894
기타부채	6,752	20,042	19,473	19,473	19,473
특별계정부채	0	15,561	15,475	15,475	15,475
<b>자본총계</b>	<b>15,761</b>	<b>11,387</b>	<b>10,030</b>	<b>10,578</b>	<b>11,385</b>
<b>자본금</b>	<b>4,343</b>	<b>4,343</b>	<b>4,343</b>	<b>4,343</b>	<b>4,343</b>
<b>자본잉여금</b>	<b>485</b>	<b>485</b>	<b>485</b>	<b>485</b>	<b>485</b>
<b>이익잉여금</b>	<b>6,256</b>	<b>6,307</b>	<b>6,795</b>	<b>7,342</b>	<b>8,149</b>
해약 환급금준비금	1,597	2,505	2,605	2,815	3,125
<b>자본조정</b>	<b>-920</b>	<b>-1,119</b>	<b>-1,112</b>	<b>-1,112</b>	<b>-1,112</b>
기타포괄손익누계	4,039	873	-979	-979	-979
신종자본증권	1,558	498	498	498	498
비자배지분	0	0	0	0	0

배당 및 주당지표

12월 31일 기준 (원, %)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EPS	914	710	892	1,037	1,154
BPS	18,146	13,111	11,549	12,179	13,108
PER	3.0	4.0	3.3	2.9	2.6
PBR	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
ROA	0.7	0.5	0.7	0.8	0.8
ROE	5.0	4.5	7.2	8.7	9.1
DPS	0	150	220	250	260
배당수익률	0.0	5.3	7.4	8.4	8.7
배당성장률	0.0	18.3	21.3	20.9	19.5

참고: 별도 재무제표 기준  
자료: 한화생명, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>보험손익</b>	<b>672</b>	<b>651</b>	<b>638</b>	<b>821</b>	<b>923</b>
예실차	8	-54	-141	-49	-44
CSM상각	824	888	879	920	962
RA상각	221	118	135	115	120
기타(손실요소배분, 재보손익)	-381	-301	-235	-164	-115
<b>투자손익</b>	<b>272</b>	<b>90</b>	<b>385</b>	<b>421</b>	<b>460</b>
기타투자 수익	296	97	442	467	496
조정기타투자 수익	2,856	2,808	3,152	3,159	3,287
기타투자 수익(특별계정)	-2,560	-2,711	-2,710	-2,692	-2,791
보험금융손익	-8	-14	-6	-5	-4
조정보험금융손익	-16	7	-51	-41	-33
보험금융손익(특별계정)	0	0	0	0	0
<b>영업이익</b>	<b>944</b>	<b>741</b>	<b>1,023</b>	<b>1,242</b>	<b>1,383</b>
영업외수익	52	19	7	0	0
영업외비용	5	7	11	0	0
<b>세전이익</b>	<b>991</b>	<b>753</b>	<b>1,020</b>	<b>1,242</b>	<b>1,383</b>
법인세비용	197	137	245	342	380
<b>당기순이익(지배)</b>	<b>794</b>	<b>616</b>	<b>775</b>	<b>901</b>	<b>1,002</b>

주요 가정

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>보험영업 수익성 (%)</b>					
CSM 상각률	8.4	9.6	9.5	9.5	9.4
RA 상각률	14.0	7.2	7.9	6.4	6.3
<b>투자영업 수익성 (%)</b>					
투자영업수익률	2.9	2.9	3.2	3.1	3.1
부채부담이율	3.1	3.7	3.5	3.4	3.3
<b>CSM 변동 (십억원)</b>					
기시 CSM	7,477	9,763	9,238	9,301	9,656
신계약 CSM	1,609	2,541	1,973	1,988	2,028
CSM 상각	-824	-888	-879	-920	-962
CSM 이자부리	263	353	341	351	367
CSM 경험조정	1,237	-2,531	-1,372	-1,064	-851
기말 CSM	9,763	9,238	9,301	9,656	10,238

Compliance notice

- 당사는 2024년 8월 16일 현재 삼성화재, 삼성생명(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 당사는 2024년 8월 16일 현재 메리츠금융지주의 자기주식 취득 또는 처분을 위한 계약체결기관으로 지정되어 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 8월 16일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 8월 16일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

삼성화재						
일 자	2022/7/1	2023/7/1	2023/8/16	2024/2/23	5/16	7/23
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	280000	280000	310000	350000	390000	430000
과리율 (평균)	-26.18	-14.33	-16.12	-12.40	-8.23	
과리율 (최대or최소)	-13.57	-9.64	7.42	-2.00	-0.26	
DB손해보험						
일 자	2022/5/13	2023/1/31	8/16	2024/2/23	5/16	8/19
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	88000	91000	96000	106000	120000	140000
과리율 (평균)	-30.56	-17.64	-10.84	-8.86	-11.66	
과리율 (최대or최소)	-21.48	-6.15	6.35	0.19	-3.75	
현대해상						
일 자	2022/7/1	2023/7/1	2023/8/16	2024/5/16		
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY		
TP (원)	43000	43000	38000	41000		
과리율 (평균)	-25.20	-31.07	-17.08			
과리율 (최대or최소)	-11.86	-27.21	-5.39			
메리츠금융지주						
일 자	2023/7/10	8/16	11/17	2024/2/23	5/16	8/19
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	52000	60000	66000	87000	95000	106000
과리율 (평균)	-8.05	-11.71	-7.01	-6.96	-16.77	
과리율 (최대or최소)	-2.88	-2.33	19.09	-1.72	-11.16	
삼성생명						
일 자	2022/7/1	2023/1/31	2024/1/31	2024/2/21	3/5	7/23
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	85000	92000	92000	99000	120000	110000
과리율 (평균)	-22.37	-26.37	-12.70	-2.50	-25.18	
과리율 (최대or최소)	-12.12	-19.78	-7.61	4.95	-11.67	
한화생명						
일 자	2022/7/1	2023/1/31	8/18	11/16	2024/2/21	5/16
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY
TP (원)	2800	3100	2600	3400	4000	3800
과리율 (평균)	-16.11	-18.79	5.27	-16.21	-25.36	
과리율 (최대or최소)	6.07	-4.03	20.00	8.53	-15.38	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

\* 2023년 7월 27일부터 기업 투자 등급 기준 변경

기업

- BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상  
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~15% 내외
- SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2024.06.30

매수(80%)·중립(20%)·매도(0%)

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
Powered by the S&P Global CSA