

# Meritz Financial Insight



금융 Analyst 조아해  
02. 6454-4870  
like.cho@meritz.co.kr

## 손해보험사 3사의 차별점

### 손해보험사 3사 2Q24 순이익 1.51조원: 컨센서스 15.6% 상회

손해보험사 3사(삼성화재, DB손해보험, 현대해상) 합산 순이익 1.51조원 (+20.8% YoY, -14.4% QoQ) 기록

3사 합산 보험손익은 전년동기대비 19.4% 증가 (별도 기준). 장기보험은 견조 (+31.1% YoY). 1) CSM잔액 순증 기반 CSM상각익이 양호했으며 (+8.6% YoY), 2) 의료파업, 호흡기 질환 관련 손해를 개선 등으로 예상차가 안정화되었으며 (3사 합산 +313.7% YoY; DB손해보험 +61.0% YoY, 현대해상 흑전 YoY), 3) 손실부담계약관련비용은 일부 보험사의 실손보험 효율 갱신효과로 크게 개선 (현대해상 -96.7% YoY). 한편 일반/자동차보험의 경우 자동차 보험의 효율 인하, 손해를 악화 등 영향으로 부진 (-8.3% YoY)

3사 합산 투자손익은 전년동기대비 20.6% 증가 (별도 기준). 공통적으로 금리 하락 기반 양호한 FVPL 손익에 기인. 채권교체매매 기반 보유이원 상승 요인도 존재 (삼성화재: 3.5% vs. 2Q23 3.3%)

### CSM잔액 36.1조원 (+8.8% YoY, +2.5% QoQ)

3사 합산 CSM잔액 증가세가 지속 (+2.5% QoQ). 일부 보험사들은 마진 개선에 집중. 이는 CSM잔액 증가율 차이로 귀결 (현대해상 +3.2배; CSM잔액 +1.4% QoQ, DB손해보험 +1.1배; CSM잔액 +4.0% QoQ)

3사 합산 신계약CSM은 1.9조원(-6.5% QoQ)으로 감소세를 기록. 다만 환산배수 하락에 따라 보험사별 변동폭이 상이 (현대해상 +7.6% vs. DB손해보험 -4.0%, 삼성화재 -15.0% QoQ)

3사 합산 CSM조정은 3,410억원(-43.4% QoQ)으로 개선. 안정적으로 관리되고 있는 가운데, DB손해보험이 위험조정을 갱신, 적극적인 해지율 관리 기반 흑자전환되며 큰 폭으로 개선 (362억원 vs. 1Q24 -2,059억원)

### 금리 인하 시기, 자본관리의 중요성 부각

3사 손보사 단순평균 K-ICS비율은 225%로 전분기대비 2.1% 감소 (현대해상 후순위채 발행 이후 기준 변동폭). 각 보험사별로 금리 인하 민감도에 따라 변동폭이 상이 (삼성화재 +1.5%p vs. DB손해보험 -1.4%p, 현대해상 (후순위채 이후) -5.1%p QoQ)

하반기 금리 인하 및 보험부채 할인을 개선방안이 진행되고 있는 현 시기 상 ALM 관리를 통한 K-ICS 비율 관리가 필요한 시기. 손보사 3사 중 자본총계대비 보험계약금융손익과 FVOCI평가손익 비중 간의 차이 고려 필요. 현 상황 상 가장 유리한 구조는 삼성화재 (국고채 -10bp 당 K-ICS비율 삼성화재 +1.7%p, DB손해보험 -0.7%p, 현대해상 -1.3%p)

### 주주환원정책 현황

2Q 중 1) 삼성화재는 기업가치 제고계획 관련 구체적인 타임라인이 공유되지 않았으나, 2) DB손해보험은 중장기 자본정책을 발표. 중장기적으로 1) 불확실성 대비 및 배당 증익 안정성을 담보할 높은 자본여력 및 2) 낮은 해약환급금준비금을 보유한 보험사가 주주환원정책의 가시성이 높다고 판단

### 손해보험사 3사 2Q24 순이익 1.51조원: 컨센서스 15.6% 상회

손해보험사 3사 (삼성화재, DB손해보험, 현대해상) 합산 2Q24 순이익은 1.51조 원 (+20.8% YoY, -14.4% QoQ)으로 컨센서스를 15.6% 상회했다.

3사 합산 보험손익은 전년동기대비 19.4% 증가했다 (별도 기준). 장기보험은 견조했다 (+31.1% YoY). 1) CSM잔액 순증 기반 CSM상각익이 양호했으며 (+8.6% YoY), 2) 의료과업, 호흡기 질환 관련 손해율 개선 등으로 예실차가 안정화되었으며 (3사 합산 +313.7% YoY; DB손해보험 +61.0% YoY, 현대해상 흑전 YoY), 3) 손실부담계약관련비용은 일부 보험사의 실손보험 요율 갱신효과로 크게 개선되었다 (현대해상 -96.7% YoY). 한편 일반/자동차보험의 경우 자동차 보험의 요율 인하, 손해율 악화 등 영향으로 부진했다 (-8.3% YoY).

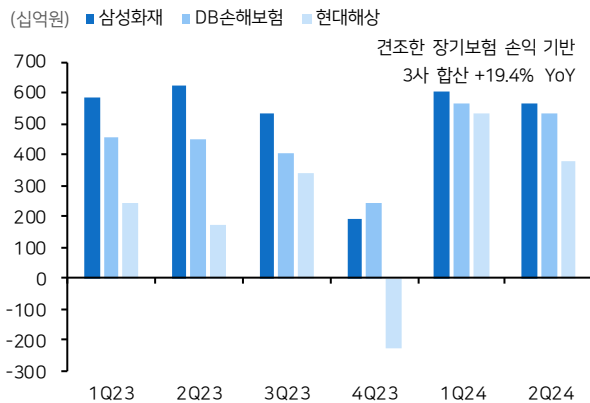
3사 합산 투자손익은 전년동기대비 20.6% 증가했다 (별도 기준). 공통적으로 금리 하락 기반 양호한 FVPL 손익에 기인한다. 일부 보험사의 경우 채권교체매매 기반 보유이원 상승 요인도 존재했다 (삼성화재: 3.5% vs. 2Q23 3.3%).

표1 손보사 3사 2Q24 당기순이익

(십억원)	2Q24	(% YoY)	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
삼성화재	611.4	1.7	(12.8)	561.9	8.8
DB손해보험	540.7	16.3	(7.3)	465.9	16.0
현대해상	355.7	95.8	(25.5)	276.0	28.9
합계	1,507.8	20.8	(14.4)	1,303.9	15.6

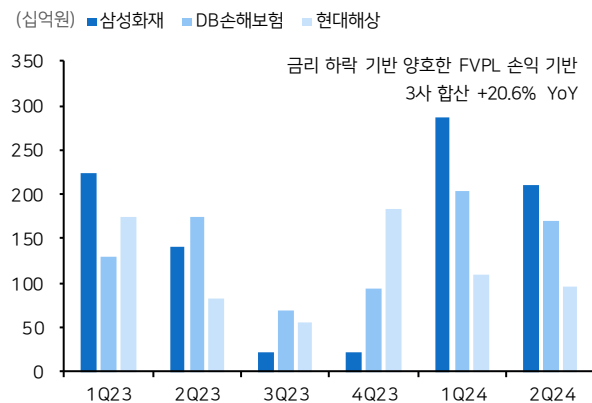
주: 삼성화재 연결 기준  
 자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림1 손보사 3사 보험손익 추이 (별도)



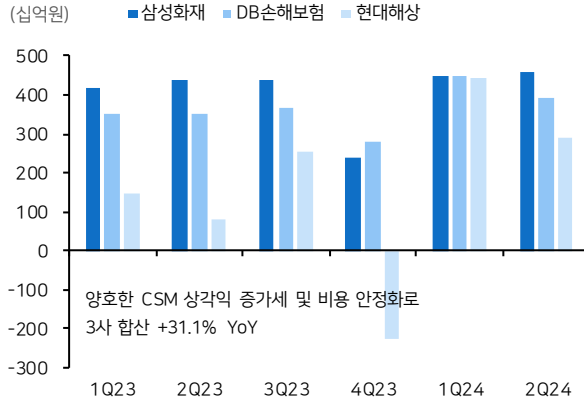
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림2 손보사 3사 투자손익 추이 (별도)



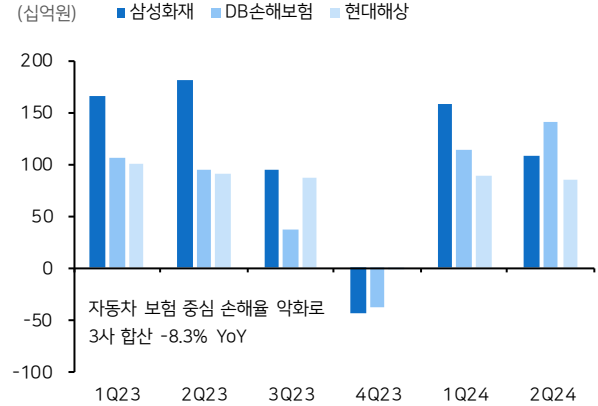
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림3 손보사 3사 장기보험 손익 추이 (별도)



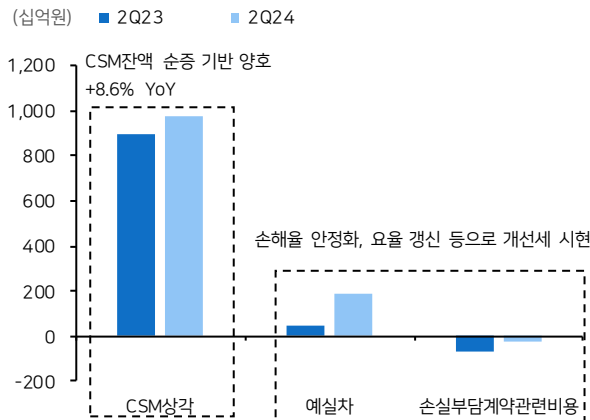
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림4 손보사 3사 일반/자동차보험 손익 추이 (별도)



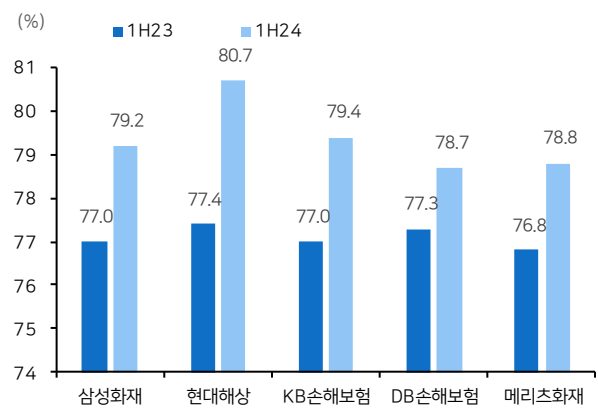
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림5 손보사 3사 합산 장기보험 요인 변화: 2Q24 vs. 2Q23



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림6 주요 보험사 자동차보험 손해율 추이



자료: 각 사, 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

표2 손보사 3사 장기보험 손익 추이 (별도)								
(십억원)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	YoY
삼성화재	CSM상각	374.7	381.8	395.7	383.7	396.5	403.9	5.8
	RA변동	33.1	39.0	37.9	40.9	34.2	43.7	12.1
	예실차	61.4	91.6	72.6	(84.3)	60.6	79.7	(13.0)
	보험금	51.7	101.0	88.5	(15.0)	69.8	98.6	(2.4)
	사업비	9.7	(9.4)	(15.8)	(69.3)	(9.3)	(18.9)	100.4
	손실부담계약관련비용	12.7	13.0	11.3	62.8	15.7	12.4	(4.1)
	기타	(62.2)	(85.9)	(78.6)	(164.3)	(60.8)	(81.1)	(5.6)
	합산	419.6	439.4	438.9	238.8	446.2	458.6	4.4
DB손해보험	CSM상각	310.9	309.1	316.9	326.8	326.9	336.3	8.8
	RA변동	28.8	31.6	25.3	25.5	20.2	35.5	12.6
	예실차	59.4	48.0	67.1	49.5	22.1	77.2	61.0
	보험금	60.1	43.3	46.7	89.6	3.5	75.9	75.3
	사업비	(0.7)	4.7	20.5	(40.1)	18.5	1.3	(71.4)
	손실부담계약관련비용	(31.5)	(19.8)	(23.3)	(103.9)	94.1	(35.5)	79.8
	기타	(18.0)	(16.1)	(17.9)	(17.1)	(14.9)	(20.3)	26.0
	합산	349.7	352.7	368.2	280.8	448.4	393.2	11.5
현대해상	CSM상각	205.7	209.6	220.9	236.6	239.1	237.4	13.3
	RA변동	32.8	31.4	31.6	34.3	34.7	31.8	1.2
	예실차	(46.4)	(94.0)	(47.4)	(17.9)	(47.0)	31.6	흑전
	보험금	(48.7)	(90.2)	(47.7)	(8.0)	(31.3)	46.8	흑전
	사업비	2.3	(3.8)	0.3	(9.9)	(15.8)	(15.2)	301.0
	손실부담계약관련비용	(43.0)	(66.4)	68.1	(480.9)	226.4	(2.2)	(96.7)
	기타	(4.3)	(1.4)	(21.0)	0.5	(9.6)	(8.4)	499.7
	합산	144.8	79.2	252.1	(227.3)	443.6	290.2	266.2

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

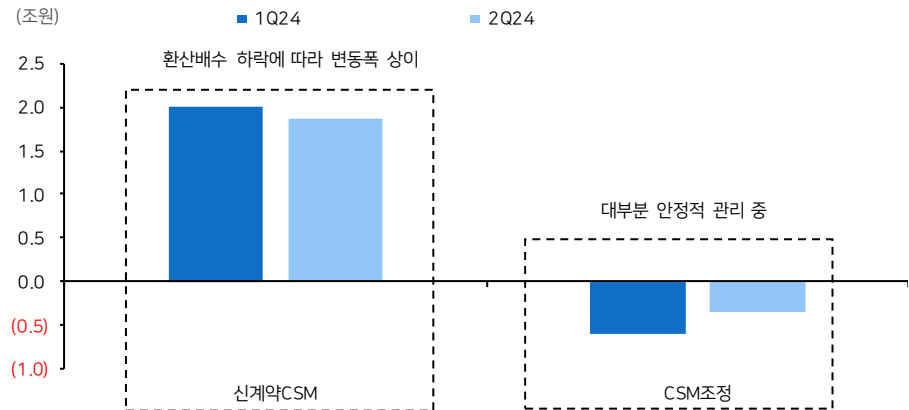
### CSM잔액 36.1조원 (+8.8% YoY, +2.5% QoQ)

3사 합산 CSM잔액은 36.1조원으로 증가세가 지속되고 있다 (+2.5% QoQ).

3사 합산 신계약CSM은 1.9조원(-6.5% QoQ)으로 감소세를 기록했다. 다만 환산배수 하락에 따라 보험사별 변동폭이 상이했다 (현대해상 +7.6% vs. DB손해보험 -4.0%, 삼성화재 -15.0% QoQ).

3사 합산 CSM조정은 3,410억원(-43.4% QoQ)으로 개선되었다. 대부분 안정적으로 관리되고 있는 가운데, DB손해보험이 위험조정률 갱신, 적극적인 해지율 관리 기반 흑자전환되며 큰 폭으로 개선되었다 (362억원 vs. 1Q24 -2,059억원).

그림7 손보사 3사 합산 신계약CSM, CSM조정: 2Q24 vs. 1Q24



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	YoY	QoQ
삼성화재	기초 CSM	12,144	12,294	12,600	13,205	13,303	13,712	11.5	3.1
	신계약CSM	678	764	1,164	893	886	753	(1.5)	(15.0)
	이자부리	88	95	104	111	116	119	26.1	2.6
	CSM조정	(241)	(172)	(269)	(519)	(196)	(225)	31.1	14.6
	CSM상각	(375)	(382)	(394)	(388)	(396)	(404)	5.8	1.9
	기말 CSM	<b>12,294</b>	<b>12,600</b>	<b>13,205</b>	<b>13,303</b>	<b>13,712</b>	<b>13,955</b>	<b>10.8</b>	<b>1.8</b>
DB손해보험	기초 CSM	11,643	11,867	12,074	12,453	12,152	12,444	4.9	2.4
	신계약CSM	677	648	781	720	718	689	6.2	(4.0)
	이자부리	82	89	94	99	102	107	20.4	5.0
	CSM조정	(224)	(223)	(179)	(794)	(206)	36	흑전	흑전
	CSM상각	(312)	(307)	(316)	(326)	(322)	(332)	7.8	2.9
	기말 CSM	<b>11,867</b>	<b>12,074</b>	<b>12,453</b>	<b>12,152</b>	<b>12,444</b>	<b>12,945</b>	<b>7.2</b>	<b>4.0</b>
현대해상	기초 CSM	8,319	8,415	8,560	8,867	9,079	9,120	8.4	0.5
	신계약CSM	458	418	446	357	405	435	4.1	7.6
	이자부리	61	64	67	70	76	78	21.6	2.7
	CSM조정	(218)	(128)	15	21	(200)	(152)	19.0	(23.8)
	CSM상각	(206)	(210)	(221)	(237)	(239)	(237)	13.3	(0.7)
	기말 CSM	<b>8,415</b>	<b>8,560</b>	<b>8,867</b>	<b>9,079</b>	<b>9,120</b>	<b>9,244</b>	<b>8.0</b>	<b>1.4</b>

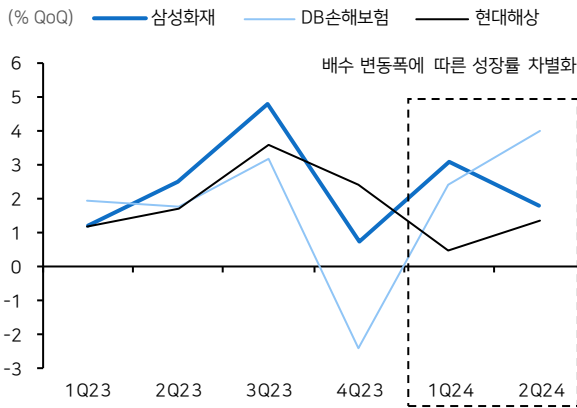
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

### 환산배수 중요성 부각

신계약CSM 확보 및 안정적인 CSM잔액 증가율을 유지하기 위해서는 환산배수가 중요한 요소로 판단된다. CSM 확보를 위한 보험사 간의 경쟁 강화는 1) CSM 환산배수 하락 및 2) 추후 보험 계약의 변동성 심화 요소로 이어지고 있다. 궁극적으로 중장기 이익 체력을 확보하기 위해서는 질적인 성장이 중요한 시기이다.

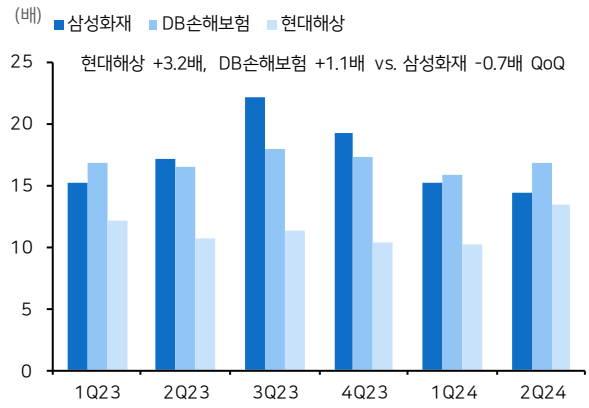
1Q24와 달리 2Q24 중 일부 보험사들은 마진 개선에 집중하였다. 이는 CSM잔액 증가율 차이로 귀결되었다. 일례로 손보사 3사 중 1) 환산배수 상승폭이 가장 높았던 현대해상(+3.2배 QoQ)은 CSM잔액 증가율이 상승했으며 (+1.4% vs. 1Q24 +0.5% QoQ), 2) DB손해보험은 환산배수 개선(+1.1배 QoQ)에 집중한 결과 신계약CSM 뿐만 아니라 CSM조정(흑전 QoQ)까지 회복됨에 따라 가장 높은 CSM잔액 증가율을 기록했다 (+4.0% QoQ).

그림8 손보사 3사 CSM잔액 증가율 추이



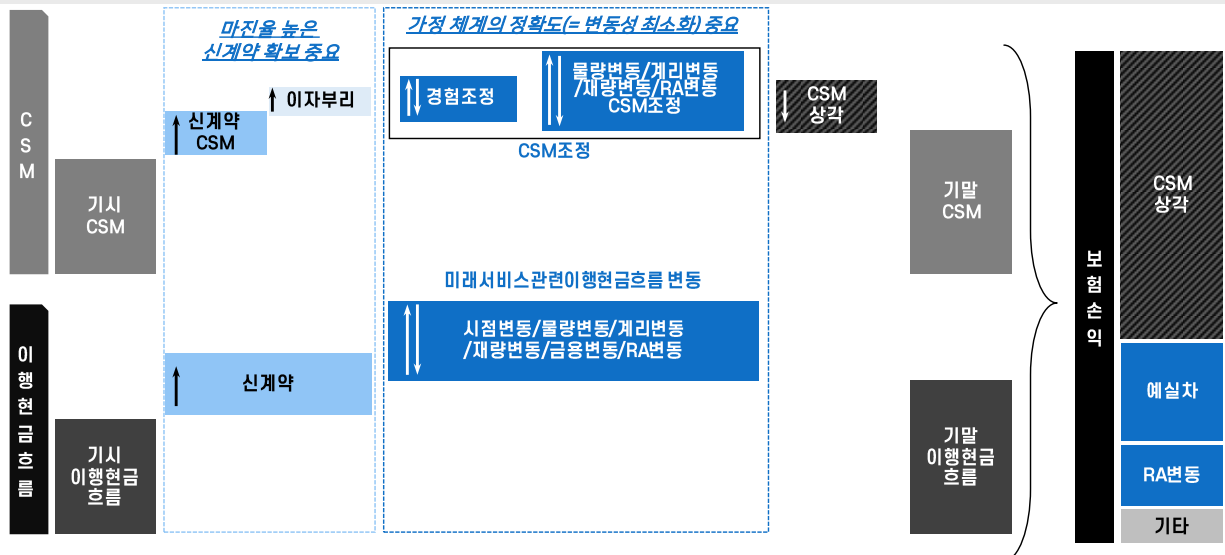
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림9 손보사 3사 CSM배수 추이



자료: 각 사, 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

그림10 IFRS17 손익 관리 방향성



자료: IFRS17 White paper, 메리츠증권 리서치센터

## 금리 인하 시기, 자본관리의 중요성 부각

하반기 금리 인하 및 보험부채 할인을 개선방안이 진행되고 있는 현 시기 상 ALM 관리를 통한 K-ICS비율 관리가 필요한 시기다. 현 상황 상 가장 유리한 구조는 삼성화재이다.

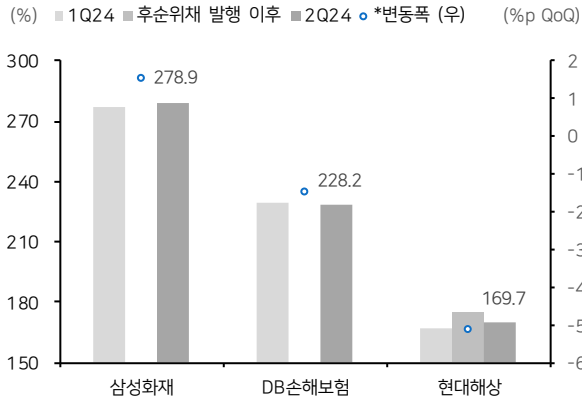
3사 손보사 단순평균 K-ICS비율은 225%로 전분기대비 2.1% 감소했다 (현대해상 후순위채 발행 이후 기준 변동폭). 각 보험사별로 금리 인하 민감도에 따라 변동폭이 상이했다 (삼성화재 +1.5%p vs. DB손해보험 -1.4%p, 현대해상 (후순위채 이후) -5.1%p QoQ).

삼성화재는 타사와 다른 듀레이션 갭 구조로 금리 인하가 오히려 K-ICS비율에 유리하다 (0.95; 국고채 -10bp 당 K-ICS비율 +1.7%p). 2Q 중 유일하게 개선된 이유다.

반면 DB손해보험과 현대해상은 듀레이션 갭 구조가 (-)라 금리 인하에 불리하다. 다만 현대해상이 금리 하락에 더 민감한 구조를 지니고 있다 (국고채 -10bp 당 K-ICS비율 DB손해보험 -0.7%p vs. 현대해상 -1.3%p).

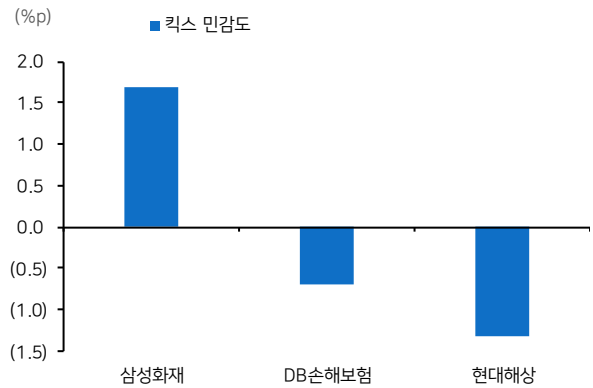
금리 민감도는 가용자본의 하위 계정인 기타포괄손익의 변동성을 통해서도 알 수 있다. 기타포괄손익은 1) FVOCI평가손익과 2) 부채평가손익이 금리 변동에 따라 서로 상계되는 가운데, 듀레이션 갭에 따라 증감폭이 달라진다. 일례로 자본총계 대비 보험계약금융손익과 FVOCI평가손익 비중 분포도를 살펴볼 시, 45도선에 떨어진 보험사들은 자본변동성 관리 부담이 있음을 뜻한다. 손보사 3사 중 자본총계 대비 보험계약금융손익과 FVOCI평가손익 비중 간의 차이가 가장 높은 곳은 현대해상이다 (-38%p vs. DB손해보험 -14%p, 삼성화재 +17.5%p).

그림11 손보사 3사 K-ICS비율 추이



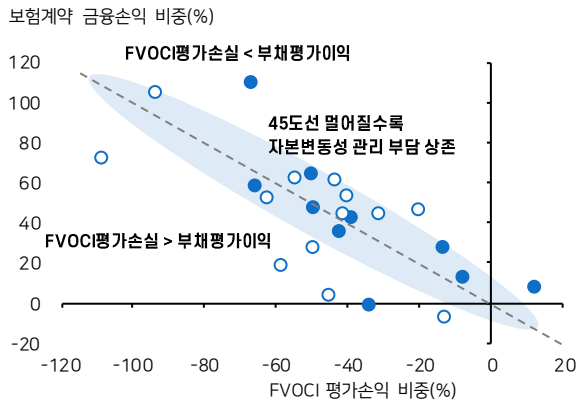
주: \*현대해상 후순위채 발행 이후의 변동폭 기재  
 자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림12 K-ICS비율 민감도: 국고채10년물 -10bp 당



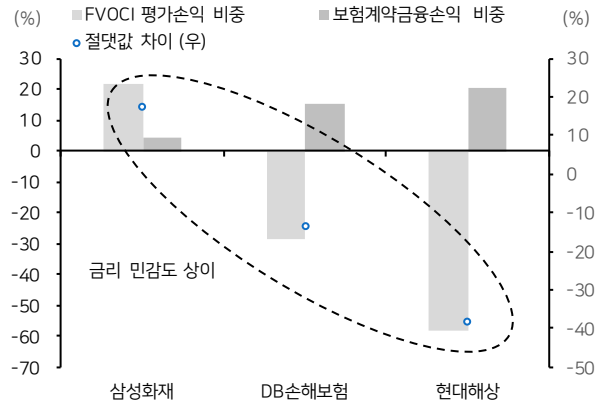
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림13 자본대비 보험계약금융손익 및 FVOCI평가손익 비중 분포



주: 하얀색 생보사, 파란색 손보사  
 자료: Fisis, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림14 손보사 3사 자본대비 보험계약금융손익 및 FVOCI평가손익 비중



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표4 보험부채 할인을 개선방안

요소	개선방안	시행시기	
장기선도금리	조정폭 15bp에서 25bp로 상향	2024년	
최종관찰만기	20년에서 30년으로 확대	2025년	
유동성 프리미엄	개인대출	채권신용등급 매핑방식 대신 신규 대출금리 직접 이용해 산출	2024년
	특수금융	자산평가 위험스프레드 산출방식과 일원화	2024년
	신용위험스프레드	채권시장 신용경색 등 외부요인을 유동성 프리미엄에서 제외	2027년
	조정비율	자산, 부채 간 현금흐름 미스매칭 특성 고려 조정비율 개선	2026년

자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터



## 주주환원정책 현황

2Q 중 1) 삼성화재는 기업가치 제고계획 관련 구체적인 타임라인이 공유되지 않았으나, 2) DB손해보험은 중장기 자본정책을 발표하였다.

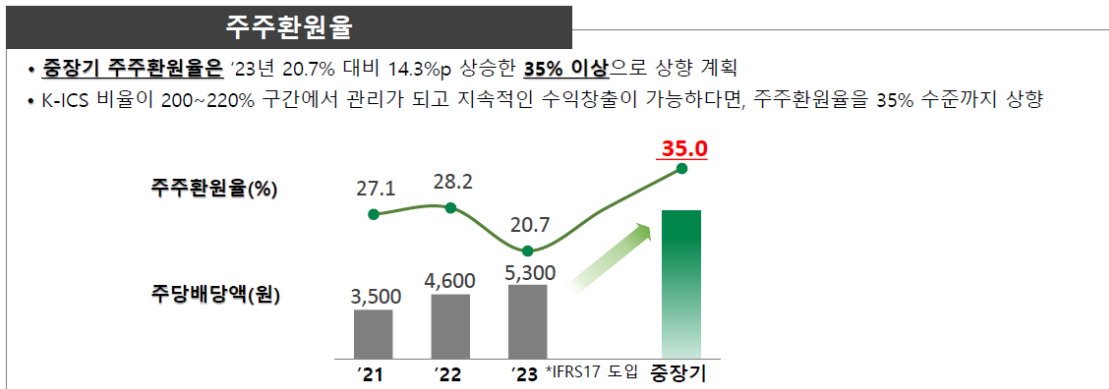
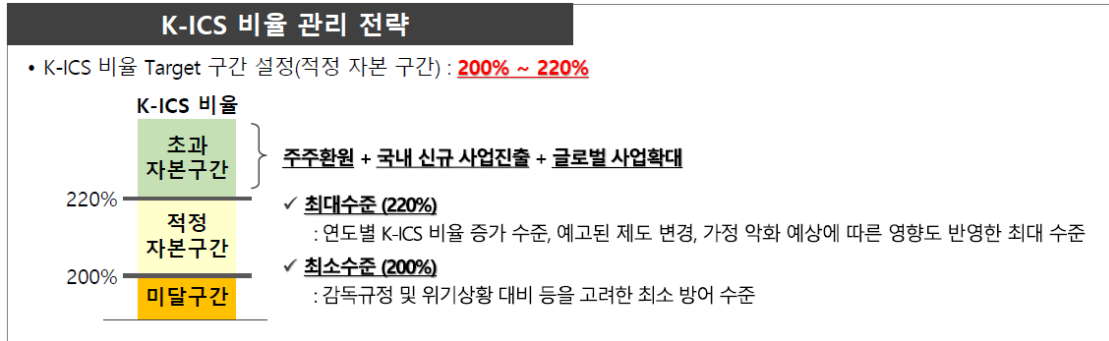
DB손해보험은 1) K-ICS비율 목표를 200~220%로 제시했으며 (vs. 2Q24 K-ICS비율 228.2%), 2) 중장기 (5년) 주주환원을 35%를 제시했다 (vs. 2023년 20.7%).

일부 보험사 중심으로 주주환원정책이 구체화되고 있는 점은 긍정적이다. 다만 주주환원정책의 가시성을 확보하기 위해서는 1) 앞서 언급한 K-ICS비율과 함께 2) 보험사별 해약환급금준비금 규모 추이 확인이 필요하다 (해약환급금준비금; 배당가능이익 차감 항목). 중장기적으로 해약환급금준비금 증가율보다 당기순이익 증가율이 높아야 배당가능이익 확보가 가능한 구조이기 때문이다.

2Q24 기준 자본대비 해약환급금준비금 비중이 가장 높은 곳은 현대해상이다 (77% vs. DB손해보험 40%, 삼성화재 11%). 물론 현재 해약환급금준비금 제도 개선 이야기가 논의되고 있는 상황이나, 명확히 언제 시행될지는 지켜보아야 한다.

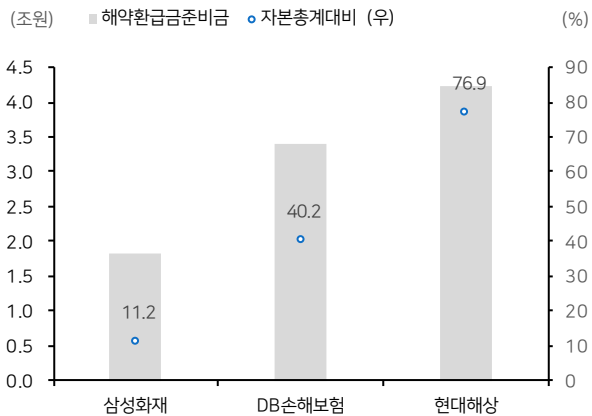
중장기적으로 1) 불확실성 대비 및 배당 증익 안정성을 담보할 높은 자본여력 및 2) 낮은 해약환급금준비금을 보유한 보험사가 주주환원정책의 가시성이 높다고 판단한다.

그림15 DB손해보험 중장기 자본정책



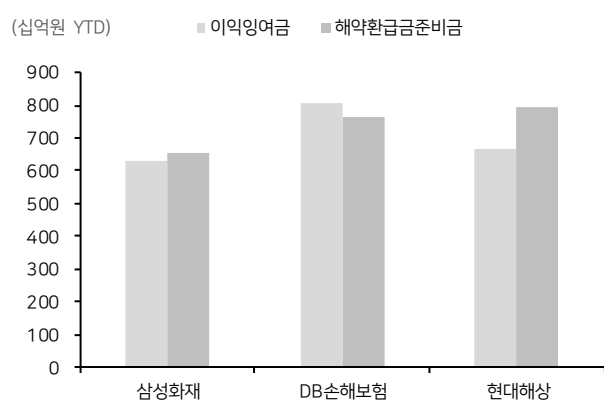
자료: DB손해보험

그림16 손보사 3사 자본대비 해약환급금준비금 비중



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림17 손보사 3사 이익잉여금, 해약환급금준비금 증가 YTD



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표5 보험 Valuation table				
		삼성화재	DB손해보험	현대해상
종목코드		000810 KS	005830 KS	001450 KS
투자의견		BUY	BUY	BUY
주가		336,500	102,000	34,950
적정주가 (원)		430,000	130,000	42,000
상승여력 (%)		27.8	27.5	20.2
지배순이익 (십억원)	2023	1,817	1,537	806
	2024E	2,166	1,905	1,291
	2025E	2,212	1,913	1,212
PER (배)	2023	6.2	3.9	3.1
	2024E	6.6	3.8	2.1
	2025E	6.5	3.8	2.3
PBR (배)	2023	0.7	0.6	0.4
	2024E	0.8	0.7	0.5
	2025E	0.8	0.6	0.4
수정 PBR (배)	2023	0.5	0.4	0.3
	2024E	0.6	0.5	0.3
	2025E	0.5	0.5	0.3
EPS (원)	2023	42,732	21,705	10,146
	2024E	50,964	26,909	16,262
	2025E	52,026	27,018	15,259
BPS (원)	2023	379,783	144,488	77,028
	2024E	398,407	147,175	74,098
	2025E	435,014	171,216	84,274
수정 BPS (원)	2023	578,904	201,403	120,849
	2024E	589,098	200,892	113,496
	2025E	624,767	221,789	126,136
ROE (%)	2023	11.3	17.7	13.2
	2024E	12.8	21.6	21.9
	2025E	12.0	18.6	18.1
ROA (%)	2023	2.1	3.2	1.8
	2024E	2.5	3.8	2.7
	2025E	2.4	3.6	2.4
DPS (원)	2023	16,000	5,300	2,063
	2024E	20,000	6,600	2,900
	2025E	21,000	7,200	3,100
배당수익률 (%)	2023	6.1	6.3	6.7
	2024E	5.9	6.5	8.3
	2025E	6.2	7.1	8.9
배당성향 (%)	2023	37.4	20.7	20.1
	2024E	38.4	20.7	18.1
	2025E	39.4	22.7	20.1

주: 8월 14일 종가 기준, 20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준  
 자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

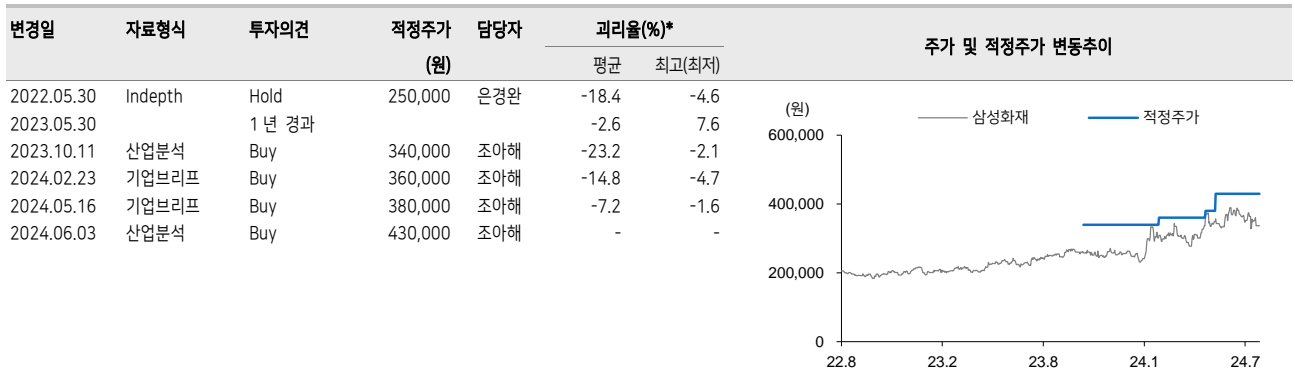
**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

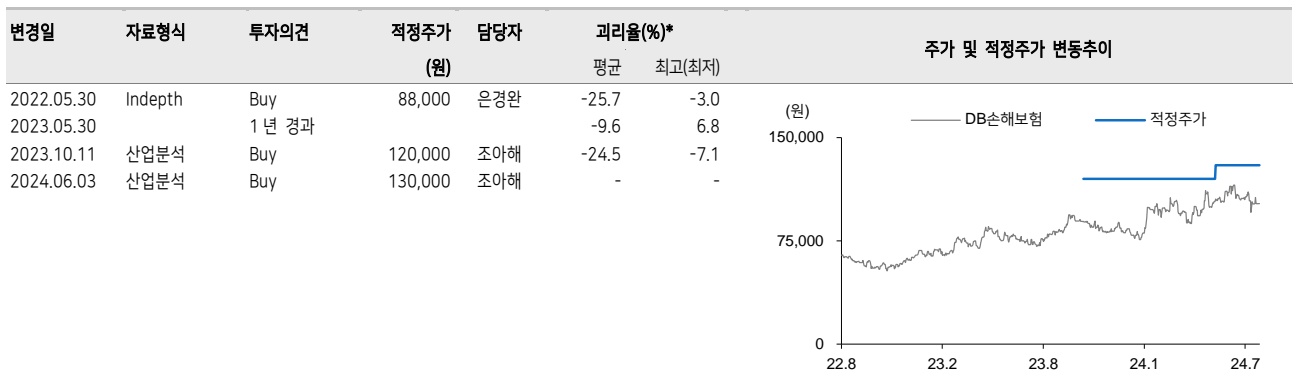
**삼성화재 (000810) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



**DB 손해보험 (005830) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



**현대해상 (001450) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	

2022.05.30	Indepth	Buy	41,000	은경완	-21.7	-7.6	
2023.05.30		1년 경과			-24.8	-18.0	
2023.10.11	산업분석	Buy	42,000	조아해	-	-	

