

손해보험 딜레마

SK증권 리서치센터



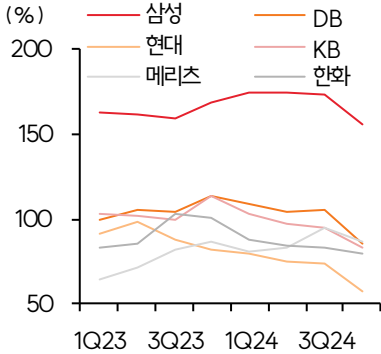
Analyst
설용진

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

딜레마 1: 자본 규제와 이익 관련 규제 간 딜레마

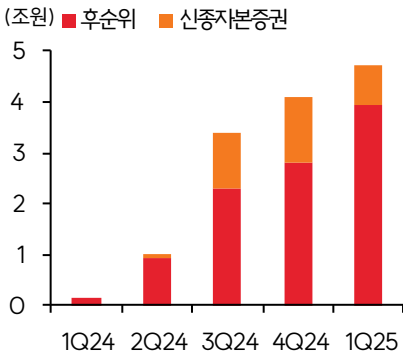
지난 3 월 발표된 보험업권 자본규제 고도화 방안은 기본자본 중심 지급여력비율 관리 방안이 제시된 점을 고려하면 실질적으로는 더욱 강화된 규제라고 볼 수 있다. 이전과 달리 후순위채를 활용한 자본 관리가 불가능할 전망이다. 신종자본증권, 증자, 이익 확보, OCI 관리 등 제한적인 수단만 활용할 수 있을 것으로 예상된다. 현실적으로 추진하기 어려운 증자나 단기적인 개선을 기대하기 어려운 OCI 관리 등을 제외하면 이익 확보를 통한 이익잉여금 증가가 유의미한 기본자본 확충 방안이 될 것으로 전망한다. 이를 감안했을 때 향후 24 년 무/저해지보험 해지율 가정 조정, 23년 실손보험 가이드라인 등 보험사 손익에 대규모 영향을 미칠 수 있는 계리적 가정 조정 등을 추진하기 어려워질 것으로 예상된다. 금리 환경 등 자본 측면의 Pressure 가 강화되는 상황에서 보수적인 가정 반영 등 영향으로 이익 측면의 충격이 크게 나타날 경우 자본비율을 충족하기 어려운 회사가 대거 발생할 수 있기 때문이다.

기본자본 기준 지급여력비율 추이



자료: 각사, SK 증권

자본성증권 발행 현황



자료: SEIBRO, SK 증권

딜레마 2: 배당여력과 기본자본비율 간 딜레마

기본자본 확충에 있어 이익 확보가 유의미한 방안이 될 것으로 예상되며 손보사 영업이익의 50% 이상이 CSM 상각에서 발생하는 점을 고려했을 때 기본자본 K-ICS 도입 이후로도 신계약 CSM 의 중요성이 지속될 전망이다. 다만 신계약에 따른 해약환급금준비금 증가를 감안하면 배당여력에는 부정적 영향이 지속될 전망이다. 한편 배당여력 확보를 위해 해약환급금준비금 제도를 완화할 경우 기본자본 측면의 부담이 가중될 것으로 예상된다. 이는 기본자본에서 차감되나 보완자본으로 인정되는 '해약환급금 부족분 상당액 중 해약환급금준비금 상당액 초과분' 특성상 규제 완화로 해약환급금준비금이 감소하면 해당 항목 중 보완자본으로 분류되는 해약환급금준비금 상당액 초과분이 늘어남에 따라 기본자본 감소가 나타날 것으로 추정되기 때문이다. 기본자본 K-ICS 규제와 해약환급금준비금 제도 완화는 양립할 수 없다고 판단하며 중장기적으로 관련 제도에 대한 전면적인 손질이 필요할 전망이다.

실적/규제 모두 모멘텀 부족한 구간

커버리지 손보사 4 사의 1Q25 합산 순이익은 1.32 조(-29% YoY)를 예상한다. 1) 4Q24 해지율 가정 조정 등에 따른 CSM 잔액 감소, 2) 호흡기 질환 등으로 인한 부진한 예실차 손익, 3) 1Q24 세척 개정 기저효과 등으로 장기보험이 부진할 전망이며 자동차보험도 실적 악화를 예상한다. 실적 전망 조정을 반영하여 DB 손보, 현대해상의 목표주가를 하향하지만 DB 손보의 경우 주가 하락으로 밸류에이션, 배당 측면의 매력력이 높아진 만큼 단기적으로는 긍정적인 접근 가능한 구간이라고 판단한다.

Contents

1. 딜레마 1: 자본 규제와 이익 관련 규제 간 딜레마	3pg
2. 딜레마 2: 배당여력과 기본자본비율 간 딜레마	9pg
3. 실적/규제 모두 모멘텀 부족한 구간	15pg

<Company Analysis>

DB손해보험(A005830)

현대해상(A001450)

Compliance Notice

작성자(관리자)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3단계(6개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 04월 22일 기준)

매수	97.52%	중립	2.48%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

1. 딜레마 1: 자본 규제와 이익 관련 규제 간 딜레마

(1) 기본자본 기준 지급여력비율로 더욱 어려워진 자본 관리

K-ICS 비율 완화에도 기본자본
중심 지급여력비율 관리 방안
도입 감안하면 강화된 규제

지난 3 월 중 발표된 보험업권 자본규제 고도화 방안은 기존까지 적용되던 K-ICS 비율 권고치를 이전 150%보다 완화하는 내용을 담고 있으나 기본자본 중심 지급여력비율 관리 방안 도입을 제시한 점을 감안했을 때 실질적으로는 이전보다 더욱 강화된 지급여력비율 규제를 적용하는 내용이라고 볼 수 있다.

후순위채 발행 필요성은 큰
폭으로 줄어들 전망

이전까지 K-ICS 규제를 충족하기 위해 보험사들이 사용하던 주요 수단은 후순위채였다. 요구자본의 50%까지 가용자본으로 인정됨에 따라 보험사들이 단기간 내 K-ICS 비율을 제고하기 위한 수단으로 주로 이용되었다. 다만 기본자본 중심의 지급여력비율 규제 방안이 도입될 경우 전액 보완자본으로 분류되는 후순위채 발행 필요성 자체가 이전보다 크게 낮아질 수밖에 없는 상황이다.

신종자본증권으로 일부 대체
가능하겠으나 효과는 제한적일
전망

후순위채 대신 기본자본으로 인정받을 수 있는 신종자본증권으로 자본력 제고 수요를 일부 대체할 수는 있겠지만 기본자본 자본증권의 인정 한도가 10%(비조건부, Step-up 조항 부재 기준) ~ 15%(조건부, Step-up 조항 부재 기준)에 불과한 만큼 자본비율 제고 효과는 제한적일 수밖에 없을 것으로 예상된다.

K-ICS - 자본성 증권별 가용자본 인정 현황

종류	Step-up 조항 여부	조건 여부	가용자본 구분	인정 한도
신종자본증권	Step-up 조항 부재	조건부 비조건부	기본자본	요구자본의 15% 요구자본의 10%
	Step-up 조항 존재		요구자본	요구자본의 50%
후순위채				

자료: 보험연구원, SK 증권

24년~25년 보험사 자본성증권 발행 추이

시기	회사	종류	금액(십억원)	해당 분기 K-ICS 비율 (경과조치 전 기준)
2024/02	롯데손보	후순위	80	146
2024/03	푸본현대생명	후순위	50	19
2024/04	메리츠화재	후순위	150	225
2024/05	하나손보	신종자본증권	100	161
2024/05	푸본현대생명	후순위	120	10
2024/06	현대해상	후순위	500	170
2024/06	롯데손보	후순위	140	139
2024/07	한화생명	신종자본증권	500	164
2024/08	교보생명	후순위	700	170
2024/08	메리츠화재	후순위	650	257
2024/08	롯데손보	후순위	10	129
2024/08	한화손보	후순위	350	178
2024/08	KDB 생명	후순위	200	66
2024/09	한화생명	신종자본증권	600	164
2024/09	흥국화재	후순위	200	162
2024/09	ABL 생명	후순위	200	113
2024/10	동양생명	후순위	300	156
2024/10	코리안리	신종자본증권	230	192
2024/11	현대해상	후순위	400	157
2024/11	교보생명	신종자본증권	600	164
2024/11	롯데손보	후순위	200	126
2024/11	iM 라이프생명	후순위	100	108
2024/12	ABL 생명	후순위	100	112
2024/12	한화생명	후순위	800	164
2024/12	KDB 생명	신종자본증권	25	53
2024/12	농협손보	신종자본증권	450	149
2024/12	현대해상	후순위	900	157
2025/01	한화손보	후순위	500	
2025/02	메리츠화재	후순위	300	
2025/02	DB 생명	후순위	300	
2025/02	DB 손보	후순위	800	
2025/02	흥국생명	후순위	200	
2025/03	KB 손보	후순위	600	
2025/03	농협손보	후순위	200	
2025/03	흥국화재	신종자본증권	200	
2025/03	ABL 생명	후순위	150	
2025/03	한화생명	신종자본증권	600	
2025/03	현대해상	후순위	800	
2025/03	iM 라이프생명	후순위	75	

자료: SEIBRO, SK 증권

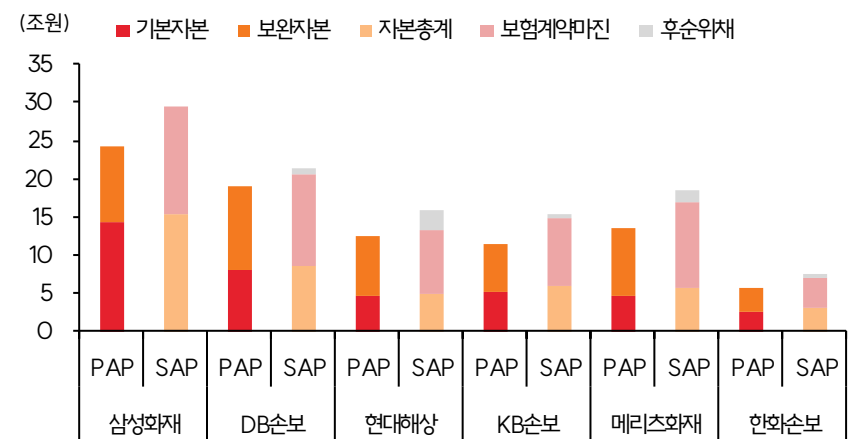
이익 확보, OCI 관리, 인정 한도
내 신종자본증권 발행, 증자
등으로 기본자본 관리

기본적으로 K-ICS 가용자본 중 기본자본의 경우 일반회계/보험회계 기준 자본총계와 거의 유사하게 산출된다. 기본자본 확충 방안의 경우도 1) 이익 확보를 통한 이익 잉여금 증가, 2) ALM 을 통한 OCI 변동 관리, 3) 인정 한도 내 신종자본증권 발행 및 4) 증자 등으로 이전 자본 관리 수단보다 제한적인 모습을 보일 전망이다.

요구자본 축소 노력도 병행될
것으로 예상

또한 그동안 보험사의 주요 자본 여력 관리 수단으로 활용되던 1) 신계약 CSM 확보를 통한 해약환급금 부족분 상당액 중 해약환급금 상당액 초과분 증가나 2) 후순위채 발행 등은 더 이상 이전같은 자본력 제고 효과를 보이기 어려울 것으로 전망한다. 또한 이전까지 가용자본 확대를 통한 자본 관리가 주를 이뤘다면 기본자본 기준 지급여력비율 규제 도입 이후로는 재보험 출재, 분산효과 등을 활용한 요구자본 축소 등 노력이 확대될 전망이다.

4Q24 - 손해보험 자본총계 및 가용자본 현황



자료: 각사, SK 증권

생명/장기손해보험위험액 - 위험액 간 상관관계

	사망	장수	장해/질병	장기재물/기타	해지	사업비	대재해
사망	1						
장수	-0.25	1					
장해/질병	0.25	0	1				
장기재물/기타	0	0	0	1			
해지	0	0.25	0	0	1		
사업비	0.25	0.25	0.5	0.5	0.5	1	
대재해	0.25	0	0.25	0.25	0.25	0.25	1

자료: 금융감독원, SK 증권

구체적인 규제는 정해지지 않았으나 해외 사례 감안시 자본 관리 필요성 더욱 부각될 전망

구체적인 기본자본 지급여력비율 규제 수준은 아직 정해지지 않았으나 해외 주요 국가의 경우 약 50~80% 수준을 적용하고 있다. 주요 손보사의 4Q24 기본자본 K-ICS 비율을 살펴보면 해외 규제 수준 기준으로 밴드 하단에 근접한 회사가 다수 존재하는 것을 확인할 수 있으며 1Q25 중 추가적인 할인을 제도 강화가 예상되는 만큼 향후 자본 관리의 중요성은 계속해서 부각될 수밖에 없을 전망이다.

지급여력제도 - 주요 국가 운영 현황

구분		유럽 Solvency II	캐나다 LICAT	한국 K-ICS
지급여력비율	규제수준	100% (MCR, SCR 동일)	90%	100%
	권고치		100%	150% or 200%
기본자본 지급여력비율	규제수준	MCR 80% SCR 50%	50%	
	권고치		70%	

자료: 금융감독원, SK 증권

주요 손보사 - 4Q24 기준 K-ICS 비율 현황

(십억원, %)	삼성화재	DB 손보	현대해상	KB 손보	메리츠화재	한화손보	롯데손보	코리안리
가용자본	24,163.9	19,097.3	12,403.0	11,318.5	13,516.5	5,515.1	2,730.0	4,181.3
기본자본	14,249.5	8,015.7	4,542.4	5,009.6	4,711.6	2,507.7	-73.0	3,286.0
보완자본	9,914.4	11,081.6	7,860.6	6,308.9	8,804.9	3,007.4	2,803.0	895.3
요구자본	9,137.1	9,402.6	7,900.0	6,071.6	5,445.0	3,173.1	2,169.3	2,181.2
생명/장기손해보험위험액	6,681.4	8,704.9	7,730.3	5,717.9	5,517.7	3,268.0	1,776.8	1,241.3
일반손해보험위험액	2,056.8	1,439.6	1,221.5	1,010.6	786.1	440.3	67.8	1,459.6
시장위험액	6,055.1	4,013.6	3,473.6	2,975.4	1,593.8	1,120.8	808.1	965.4
신용위험액	2,126.0	2,537.7	1,396.8	1,179.4	1,647.5	367.7	384.4	295.2
운영위험액	733.4	670.4	567.5	459.5	419.9	241.6	152.3	237.0
분산효과	-5,419.9	-4,917.9	-3,847.6	-3,157.2	-2,628.0	-1,294.2	-752.9	-1,405.1
법인세효과	-3,171.6	-3,167.8	-2,661.2	-2,129.4	-1,896.1	-971.2	-267.2	-619.8
기타 요구자본	75.9	122.0	19.2	15.4	4.1	0.0	0.0	7.6
K-ICS 비율	264.5	203.1	157.0	186.4	248.2	173.8	125.8	191.7
기본자본 기준	156.0	85.3	57.5	82.5	86.5	79.0	-3.4	150.6

자료: 각사, SK 증권

(2) 자본 규제 강화와 계리적 가정 강화 간 딜레마 예상

금융당국은 IFRS17 전환 이후
늘어난 이익 등에 대해 계리적
강화 추진

한편 금융당국은 IFRS17 전환 이후 늘어난 보험사 이익에 대해 지속적으로 회계적
인 착시, 이익 부풀리기 우려 등을 언급하며 계리적 가정 강화를 추진하는 모습이
나타났다. 23년에는 실손보험 등에 대한 계리적 가정 가이드라인을 반영했으며 24
년에도 무/저해지보험 등에 대한 해지율 가정을 보다 보수적으로 적용할 것을 요구
한 것이 이러한 대표적인 사례이다.

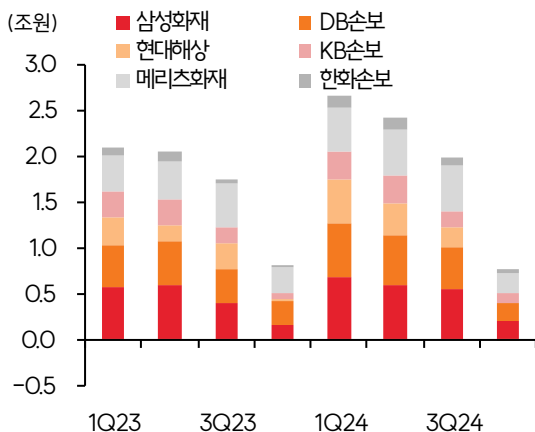
기본자본 기준 K-ICS 관리 시
당분간 대규모 제도 강화 추진
어려울 전망

다만 향후 기본자본 기준 지급여력비율이 도입될 경우 당분간 이러한 대규모 제도
강화를 추진하기 어려워질 것으로 예상된다. 이는 기본자본 확충 수단 중 현실적으
로 상장 보험사가 추진하기 쉽지 않은 증자나 단기적으로 유의미한 개선을 기대하기
어려운 OCI 변동폭 축소 등을 제외하면 이익 확보를 통한 이익잉여금 증가가 유의
미한 방법이기 때문이다.

이익 증가에도 기본자본 K-ICS
감소하는 상황에서 이익잉여금
증가 축소 시 자본 부담 가중

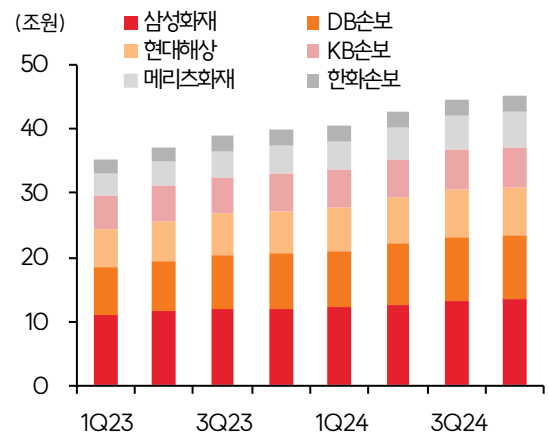
IFRS17 전환 이후 이익이 큰 폭으로 증가하며 보험사의 이익잉여금이 늘어나고 있
음에도 기준금리 인하, 할인을 제도 강화 등 영향으로 OCI가 하락하며 기본자본 중
심으로 K-ICS 비율 하락세가 계속되고 있는 점을 감안했을 때 추가적인 제도 강화
등 영향으로 이익 규모가 축소되어 이익잉여금 증가 폭이 낮아질 경우 자본적정성
측면의 문제가 더욱 부각될 우려가 있을 것으로 예상되기 때문이다. 특히 최근 부채
측면에서는 1) 할인을 제도 강화, 2) 국내 시장금리 하락 등 부채 시가평가 확대 요
인이 존재하는 가운데 자산 측면에서는 미국 등 금리 상승에 따른 운용자산 공정가
치 하락이 예상되는 만큼 자본 측면의 압박이 더욱 커진 상황이라고 판단한다.

손해보험 - 당기순이익 추이



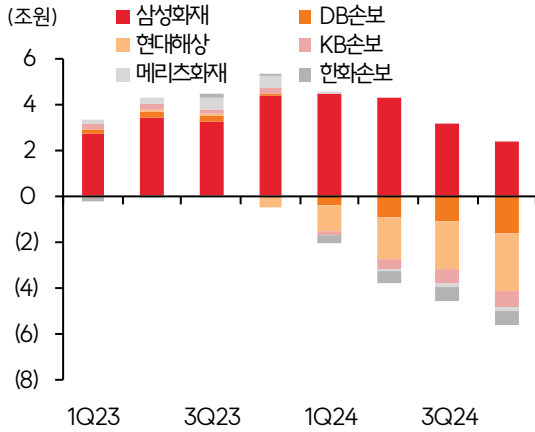
자료: 각사, SK 증권

손해보험 - 이익잉여금 추이



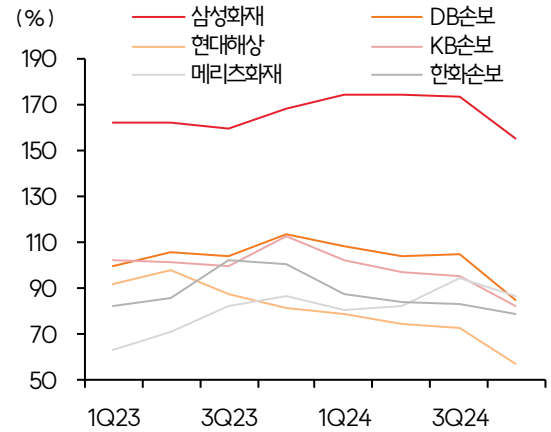
자료: 각사, SK 증권

손해보험 - OCI 추이



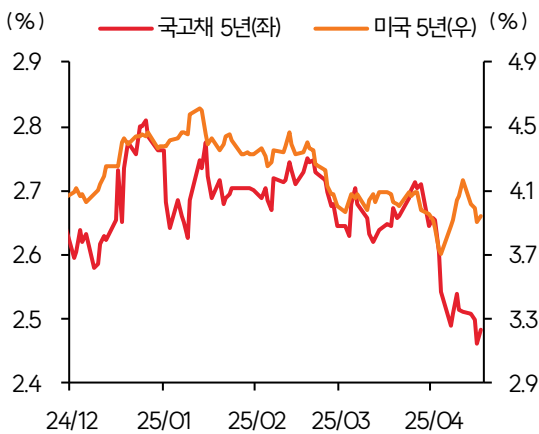
자료: 각사, SK 증권

손해보험 - 기본자본 기준 지급역비율 추이



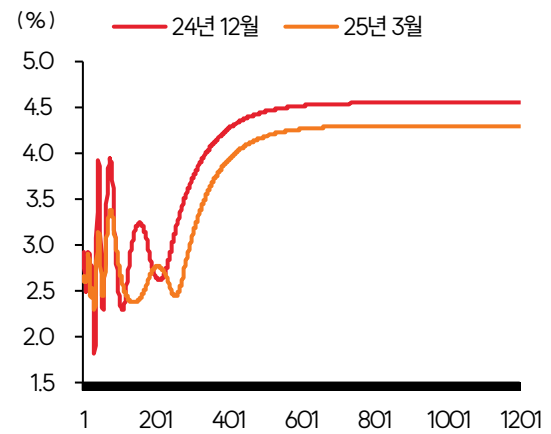
자료: 각사, SK 증권

채권 5년 - 4월부터 달라진 국내/해외 간 금리 방향성



자료: FnGuide, SK 증권

할인율 - 제도 강화로 더욱 낮아진 상황



자료: 금융감독원, SK 증권; 주: 무위험 금리 기간 구조 Forward 기준

금리 하락: 자본 부담 가중/금리
상승: 보수적 가정 적용 예상

이를 종합적으로 감안했을 때 향후 기준금리 하락이 예상되는 국면에서는 이익과 관계없이 기본자본 감소에 따라 중소형사를 중심으로 자본 측면의 부담이 지속적으로 가중될 것으로 예상되며 반대로 금리 상승에 따라 자본 측면의 부담이 완화될 경우 보다 보수적인 계리적 가정 반영 등 이익 측면의 부담이 가중될 가능성이 높아질 것으로 예상된다.

2. 딜레마 2: 배당여력과 기본자본비율 간 딜레마

(1) 신계약 CSM 확보를 멈출 수 없는 구조적 환경

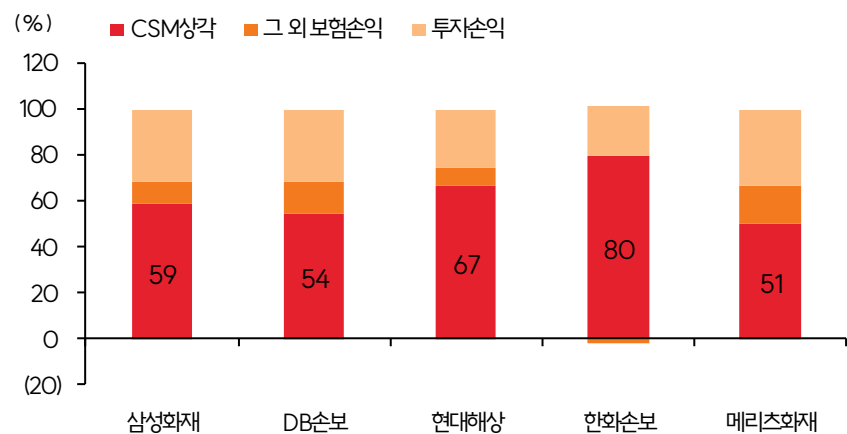
신계약 CSM 확보 필요성 지속 전망

지속적으로 보험사의 과도한 신계약 경쟁에 대한 우려가 불거지고 있지만 앞서 언급한 기본자본 지급여력비율 등 자본 규제 강화 추세를 감안할 때 보험사 입장에서는 현실적으로 신계약 CSM 확보를 포기할 수 없는 환경이 계속되고 있다고 판단한다.

이전까지도 보험사들은 1) 미래 손익의 확보, 2) 해약환급금 부족분 상당액 중 해약환급금 상당액 초과분 증가를 통한 가용자본 확대에 기반한 K-ICS 비율 제고라는 목적을 위해 지속적으로 신계약 경쟁을 추진해왔다.

향후 기본자본 기준 지급여력비율 도입 시 보완자본 확보 필요성 자체는 크게 낮아질 것으로 예상되지만 1) 기본자본의 상당 부분이 이익잉여금에 의존하고 있으며 2) 보험사 이익의 상당 부분이 CSM 상각이익에서 산출되고 있는 점을 감안하면 여전히 신계약 CSM 확보의 필요성은 매우 높은 상황이라고 판단한다.

24년 손보사 영업이익 - CSM 상각이익이 영업이익의 절반 이상 차지



자료: 각사, SK 증권

K-ICS - 24년 말 기준 PAP 기준 순자산 및 기본자본/보완자본 세부 내역

(십억원)	삼성화재	DB 손보	현대해상
1. 순자산가치	25,044.7	19,012.7	10,116.1
보통주	612.6	35.4	157.9
보통주 이외의 자본증권	7.3	39.8	0.0
이익잉여금	13,670.4	11,950.1	7,070.4
자본조정	-1,487.2	-152.6	-67.7
OCI	2,418.2	-2,622.2	-2,417.2
비지배자본	35.2	102.8	0.0
조정준비금(PAP와 SAP 간 순자산 차이)	9,788.2	9,659.3	5,372.8
CSM, AC 자산 공정가치 평가액 등 포함			
2. 차감항목	10,795.2	10,996.9	5,573.7
보통주 이외의 자본증권	7.3	39.8	0.0
해약환급금 부족분 상당액 중 해약환급금준비금 상당액 초과분	9,669.1	10,254.6	4,933.7
담보제공자산의 현재가치 중 피담보채무 현재가치 초과 금액	195.1	190.3	640.0
DB형 퇴직연금자산 상당액	85.7	46.4	0.0
지급 예정된 주주배당액	807.7	408.3	0.0
연결 관련 차감항목	30.2	57.5	0.0
3. 기본자본(1-2)	14,249.5	8,015.7	4,542.4
※연결 기준 SAP 자본 총계	15,567.1	9,296.7	4,743.4
4. 차감항목 중 보완자본 재분류 항목	9,914.4	10,507.9	5,573.7
보통주 이외의 자본증권	7.3	39.8	0.0
해약환급금 부족분 상당액 중 해약환급금준비금 상당액 초과분	9,669.1	10,254.6	4,933.7
담보제공자산의 현재가치 중 피담보채무 현재가치 초과 금액	195.1	190.3	640.0
DB형 퇴직연금자산 상당액	42.9	23.2	0.0
5. 후순위채		573.7	2,286.9
6. 전체 보완자본(4+5)	9,914.4	11,081.6	7,860.6

자료: 각사, SK증권

(2) 기본자본, 그리고 해약환급금준비금 간 모순된 관계 지속

기본자본 확보 관점에서
이익잉여금 확보 중요성 높은
상황

통상적으로 자산 대비 부채 듀레이션이 긴 보험업종 특성상 금리 하락 구간에서 OCI 감소가 예상되는 만큼 기본자본 확보를 위해서는 이익잉여금의 중요성이 더욱 부각될 수밖에 없다고 판단한다.

이익잉여금 확보를 위해서는 결국 현재 영업이익의 50% 이상을 차지하고 있는 CSM 을 지속적으로 확보할 필요성이 존재하며 가정 조정 등으로 인한 감소분 등을 감안하면 1) 신계약 판매 물량을 더욱 늘리거나 2) 보험료를 인상하여 마진을 늘리는 등 신계약 CSM 확보를 위한 노력이 지속될 수밖에 없는 구조라고 판단한다.

해약환급금준비금 확대에 따라
배당가능이익 축소 지속될 전망

한편 이러한 경우 신계약 판매가 늘어날수록 신계약비 지출 등에 따른 해약환급금준비금 증가 영향이 불가피한 만큼 배당가능이익의 추가적인 감소가 나타날 수밖에 없는 상황이다. 당사는 순자산 규모와 신종자본증권, 해약환급금준비금을 고려한 조정 순자산 증감 규모를 통해 대략적인 배당가능이익 변동 수준을 확인할 수 있다고 판단하며 23년 대비 24년 조정 순자산 증감 폭을 살펴본 결과 OCI 변동이나 해약환급금준비금 증가 등 영향으로 큰 폭으로 배당 여력이 줄어드는 것으로 추정된다.

손해보험 - 조정 순자산 증감 폭				
(십억원)	삼성화재	DB손보	현대해상	한화손보
23년 말 순자산(a)	15,905	8,676	6,117	3,406
24년 말 순자산(b)	15,296	8,416	4,927	3,079
23년 말 신종자본증권(c)				234
24년 말 신종자본증권(d)				234
23년 말 해약환급금준비금(e)	1,180	2,646	3,422	1,790
24년 말 해약환급금준비금(f)	2,213	3,239	4,018	2,034
Adjusted 순자산 증감 폭((b-d-f)-(a-c-e))	-1,642	-853	-1,786	-570

자료: 각사, SK증권 추정

제도 개선으로 해약환급금준비금
축소될 경우 배당 측면에
긍정적이나 기본자본에는 부정적

해약환급금준비금 축소 시
보완자본 분류되는 비중 높아지며
기본자본 K-ICS 비율 감소

한편 제도 개선 등 영향으로 해약환급금준비금이 줄어들면 배당 측면에서는 긍정적 영향을 예상할 수 있겠으나 기본자본 측면에는 오히려 부정적인 영향이 나타날 것으로 전망한다. 이는 기본자본에서 차감되지만 보완자본으로 분류되는 해약환급금 부족분 상당액 중 해약환급금준비금 상당액 초과분 계정 항목이 존재하는데 기인한다.

주요 보험사들의 기본자본 산출 세부 내용을 살펴보면 PAP 재무제표상 순자산가치에서 해약환급금 부족분 상당액 중 해약환급금준비금 상당액 초과분을 차감하고 이를 보완자본으로 분류하고 있음을 확인할 수 있다. 따라서 해약환급금준비금이 줄어들 경우 해약환급금준비금 상당액 감소에 따라 전체 해약환급금부족분 상당액 중 보완자본으로 분류되는 해약환급금준비금 상당액 초과분이 늘어날 것으로 예상된다. 따라서 해약환급금준비금이 축소될 경우 배당여력은 개선되겠으나 기본자본 기준 K-ICS는 하락이 불가피할 것으로 예상되며 배당 지급에 따른 순자산 감소를 감안하면 기본자본 K-ICS는 추가적인 하락이 불가피할 전망이다.

해약환급금 부족분 상당액 중 해약환급금준비금 상당액 초과분 - 기본자본 차감 항목			
(십억원)	삼성화재	DB손보	현대해상
1. 순자산가치	25,044.7	19,012.7	10,116.1
보통주	612.6	35.4	157.9
보통주 이외의 자본증권	7.3	39.8	0.0
이익잉여금	13,670.4	11,950.1	7,070.4
자본조정	-1,487.2	-152.6	-67.7
OCI	2,418.2	-2,622.2	-2,417.2
비지배지분	35.2	102.8	0.0
조정준비금(PAP와 SAP 간 순자산 차이)	9,788.2	9,659.3	5,372.8
CSM, AC자산 공정가치 평가액 등 포함			
2. 차감항목	10,795.2	10,996.9	5,573.7
보통주 이외의 자본증권	7.3	39.8	0.0
해약환급금 부족분 상당액 중 해약환급금준비금 상당액 초과분	9,669.1	10,254.6	4,933.7
담보제공자산의 현재가치 중 피담보채무 현재가치 초과 금액	195.1	190.3	640.0
DB형 퇴직연금자산 상당액	85.7	46.4	0.0
지급 예정된 주주배당액	807.7	408.3	0.0
연결 관련 차감항목	30.2	57.5	0.0
3. 기본자본(1-2)	14,249.5	8,015.7	4,542.4
4. 차감항목 중 보완자본 재분류 항목	9,914.4	10,507.9	5,573.7
보통주 이외의 자본증권	7.3	39.8	0.0
해약환급금 부족분 상당액 중 해약환급금준비금 상당액 초과분	9,669.1	10,254.6	4,933.7
담보제공자산의 현재가치 중 피담보채무 현재가치 초과 금액	195.1	190.3	640.0
DB형 퇴직연금자산 상당액	42.9	23.2	0.0
5. 후순위채		573.7	2,286.9
6. 전체 보완자본(4+5)	9,914.4	11,081.6	7,860.6

자료: 각사, SK증권

해약환급금 부족분 상당액 중 해약환급금준비금 상당액 초과분 - 세부내용 및 적립기준 완화 전후 영향 추정			
(십억원)	삼성화재	DB 손보	현대해상
해약환급금	60,342	51,872	37,721
CE(생명/장기손보)	42,717	30,017	24,373
RM(일반손보 제외)	2,645	3,472	3,071
보험계약대출 평가손익	228	532	193
재보험자산 평가손익	-125	-153	-19
해약환급금 부족분 상당액 (A)	15,084	18,762	10,451
해약환급금준비금	2,213	5,056	4,018
보험/재보험 계약 공정가치 변동 중 OCI 로 인식한 미실현 손익의 법인세 반영 전 금액	-56	155	-177
해약환급금준비금 상당액 (B)	2,157	5,212	3,841
해약환급금부족분 상당액 중 해약환급금준비금 상당액 초과분 C=(A-B)*(1-D)	9,669	10,255	4,934
이연법인세율(역산으로 추정) (D)	25%	24%	25%
가정 반영을 통한 추정			
24년 말 기준 해약환급금준비금 적립 기준 완화(200% 초과시 80%, 150~200% 시 90%)	80%	80%	90%
적립 완화 전 해약환급금준비금 상당액 추정	2,710	6,476	4,287
적립 완화 전 해약환급금부족분 상당액 중 해약환급금준비금 상당액 초과분 추정 (E)	9,255	9,298	4,600
예상 기본자본 영향 (C-E)	414	957	333
24년 말 기본자본 대비 비중	2.9%	11.9%	7.3%

자료: 각사, SK증권 추정

4Q24 기본자본 큰 폭으로 감소
원인으로 배당, OCI 및
해약환급금준비금 영향 추정

실제로 3Q24 대비 4Q24 보험사들의 기본자본/보완자본 증감 폭을 살펴보면 배당 지급 관련 영향을 감안하더라도 대부분의 보험사에서 기본자본이 크게 줄어든 것을 볼 수 있다. OCI 영향 외에도 해약환급금준비금 적립 비율 감소(200% 상회 시 80%, 150~200% 기준 90%로 완화)에 따라 해약환급금부족분 상당액 중 해약환급금준비금 상당액 초과분이 증가함에 따라 기본자본 감소/보완자본 증가 영향이 나타난 영향으로 추정된다.

기본자본 K-ICS와
해약환급금준비금 제도 완화 양립
불가하다고 판단

궁극적으로 현재 규제 체계에서는 1) 기본자본 비율 확보를 위해 신계약 CSM을 늘릴수록 해약환급금준비금 증가에 따라 배당 여력이 축소될 수밖에 없으며 2) 주주환원 재개를 위해 해약환급금준비금 제도를 완화할수록 기본자본 감소에 따라 기본자본 기준 지급여력비율 축소가 나타날 수밖에 없다고 판단한다. 기본적으로 기본자본 기준 지급여력비율 규제 도입과 해약환급금준비금 제도 완화는 양립할 수 없는 개념이라고 판단하며 중장기적으로 해약환급금준비금 제도에 대한 전면적인 개편이 요구될 것으로 예상된다.

K-ICS - 기본자본 및 보완자본 감소 현황

(십억원)	3Q24	4Q24	QoQ 감소 폭
기본자본			
삼성화재	16,106.4	14,249.5	-11.5%
DB 손보	9,448.7	8,015.7	-15.2%
현대해상	5,427.1	4,542.4	-16.3%
KB 손보	5,799.2	5,009.6	-13.6%
메리츠화재	5,245.0	4,711.6	-10.2%
보완자본			
삼성화재	9,896.4	9,914.4	0.2%
DB 손보	11,047.7	11,081.6	0.3%
현대해상	7,161.7	7,860.6	9.8%
KB 손보	6,607.9	6,308.9	-4.5%
메리츠화재	8,974.9	8,804.9	-1.9%

자료: 각사, SK증권

3. 실적/규제 모두 모멘텀 부족한 구간

(1) 4사 합산 순이익 1.32 조(-29% YoY) 전망

커버리지 4사의 1Q25 합산
순이익은 1.32 조(-29% YoY) 예상

커버리지 손보사 4사의 1Q25 합산 순이익은 1.32 조(-29% YoY)로 컨센서스 수준의 실적을 기록할 것으로 예상된다. 1) 4Q24 중 발생한 해지율 가정 조정 등 영향으로 CSM 잔액이 감소한 가운데 2) 호흡기 질환 등 중심으로 예상차 손익이 다소 부진할 것으로 예상되며 3) 1Q24 중 세척 개정 관련 일회성 이익의 기저효과가 존재하는 만큼 장기보험 부문 실적이 대체로 부진한 모습을 보일 것으로 예상된다. 4) 그 외에도 자동차보험도 누적된 요율 인하 등 영향으로 부진한 실적을 전망한다. 추가적으로 DB 손해보험의 경우 일반보험에서 LA 산불 관련 손실이 약 600~700억원 정도 반영될 것으로 예상된다.

자본 측면의 부담은 지속적으로 가중될 전망이다. 1Q25 중 무위험 금리 기간구조 레벨의 추가적인 하락에 따른 영향이 나타날 것으로 예상되며 OCI 감소에 따른 추가적으로 K-ICS 비율이 하락할 전망이다. 최근 국내 금리와 미국 금리 간 디커플링이 심화되고 있음을 감안하면 보험사들의 자본 관련 Pressure 는 더욱 악화되는 추세가 나타날 것으로 예상된다.

2Q25에는 영남지역 산불 관련 손실이 본격적으로 반영될 전망이다. 장기보험/일반보험의 화재보험 등 관련 손실이 반영될 것으로 예상되며 대형 3사의 경우 보유 손해액 기준으로 약 50~100억원 정도의 손실이 반영될 것으로 전망한다.

1Q25 - 실적 추정치 전망

(십억원)	1Q24	3Q23	1Q25E	(YoY)	(QoQ)	1Q25E 컨센서스	vs 컨센서스	2025E	컨센서스	vs 컨센서스
합계	1,869	1,109	1,321	-29%	19%	1,350	-2%	4,802	5,071	-5%
삼성화재	684	405	591	-14%	46%	607	-3%	2,005	2,125	-6%
DB 손해보험	583	363	413	-29%	14%	406	2%	1,613	1,656	-3%
현대해상	477	289	192	-60%	-34%	225	-14%	802	913	-12%
한화손해보험	125	51	126	1%	145%	112	12%	382	376	2%

자료: FnGuide, SK 증권 추정

기존 배당 지급 가능하던 회사
외에는 배당 지급 여력 어려운
기간 지속될 전망

대내외 환경과 제도 측면의 불확실성이 지속되고 있는 만큼 기존 배당 지급이 가능
하던 삼성화재, DB 손해보험, 삼성생명과 보험지주(메리츠금융지주), 특수 보험사(코
리안리, 서울보증보험)을 제외한 보험사의 경우 배당 지급 여력이 어려운 기간이 한
동안 이어질 전망이다.

MG 손보 관련 불확실성도 고려
필요

최근 MG 손해보험 매각이 수포로 돌아감에 따라 계약 이전 등에 대한 고려가 높아
지고 있는 점을 감안할 때 관련 불확실성에 대한 고려도 필요할 전망이다. 1) 계약에
적용된 가정을 MG 손보의 것을 그대로 사용할 것인지/인수자의 가정을 사용할 것
인 것 여부, 2) 감액이전 추진 시 감액 비율을 얼마나 적용할 것인지 여부, 3) 예금보
험공사 등 정책적인 지원 규모 등 구체적인 내용에 대한 확인이 필요할 전망이다

배당 지급 어려웠던 회사에 대해
지속적으로 보수적인 관점으로
접근 필요

해약환급금준비금 제도 관련 부담을 완화하여 배당가능이익이 확보된다고 하더라도
기본자본 기준 지급여력비율 도입 시 주주환원 재개에 대한 부담이 여전히 남아있는
만큼 기존 배당을 지급하지 못하던 회사에 대해서는 여전히 보수적인 관점으로 접근
할 필요성이 남아있다고 판단한다. 보험산업에 대한 투자이견 중립을 유지하며 실적
추정치 조정 등을 종합적으로 반영하여 DB 손보, 현대해상의 목표주가를 하향한다.

DB 손보는 최근 밸류에이션/배당
매력 높아진 만큼 TP 하향에도
단기적으로 접근 가능한 구간

다만 DB 손해보험의 경우 1) 현재 실적 부진이 다소 일회성 성격이 강하다는 점과 2)
주가 하락에 따라 최근 밸류에이션 및 예상 배당수익률 측면의 매력이 삼성화재보다
높아졌다고 판단되는 만큼 목표주가 하향에도 단기적으로는 충분히 긍정적으로 접
근할 수 있는 구간에 놓여져 있다고 판단한다. 또한 현대해상의 경우 Restructuring
으로 인한 영향을 고려해도 실손/비급여 항목 관련 제도 개선에 따른 민감도가 가장
클 것으로 예상되는 점을 고려하여 목표주가 하향에도 매수 의견을 유지한다.

손해보험 – Valuation Table

기업명		삼성화재	DB 손해보험	현대해상	한화손해보험
Code		A000810	A005830	A001450	A000370
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy
현재주가(25/04/21)		354,500	85,900	21,050	3,945
목표주가		474,000	120,000	25,000	5,100
상승여력		33.7%	39.7%	18.8%	29.3%
CSM 잔액(십억원)	2024	14,074	12,232	8,305	3,803
	2025E	15,014	12,690	9,924	4,080
	2026F	16,150	13,169	10,474	4,177
	2027F	17,503	13,642	10,992	4,270
전체 자본(십억원)	2024	15,296	8,416	4,927	3,079
	2025E	16,524	8,931	4,679	3,307
	2026F	17,799	9,979	5,259	3,524
	2027F	19,064	11,036	5,877	3,751
보험손익(십억원)	2024	1,849	1,619	1,043	398
	2025E	1,733	1,361	691	371
	2026F	1,869	1,499	840	351
	2027F	2,007	1,542	894	363
투자손익(십억원)	2024	844	744	352	108
	2025E	954	779	395	133
	2026F	997	778	417	138
	2027F	986	779	414	140
당기순이익(십억원)	2024	2,048	1,772	1,031	382
	2025E	2,005	1,613	802	382
	2026F	2,136	1,716	930	371
	2027F	2,231	1,750	968	381
ROE (%)	2024	13.1	20.7	18.7	12.7
	2025E	12.6	18.6	16.7	12.9
	2026F	12.4	18.2	18.7	11.6
	2027F	12.1	16.7	17.4	11.2
PER (배)	2024	7.1	3.5	1.9	1.2
	2025E	7.2	3.2	2.1	1.2
	2026F	6.8	3.0	1.8	1.2
	2027F	6.5	2.9	1.7	1.2
PBR (배)	2024	1.19	0.86	0.45	0.22
	2025E	1.06	0.68	0.40	0.20
	2026F	0.95	0.61	0.36	0.19
	2027F	0.86	0.55	0.32	0.17
배당성장률(%)	2024	37.9	23.0	0.0	0.0
	2025E	42.9	25.3	0.0	0.0
	2026F	45.2	25.2	0.0	0.0
	2027F	47.1	25.4	0.0	0.0
보통주 DPS (원)	2024	18,500	6,800	0	0
	2025E	20,500	6,800	0	0
	2026F	23,000	7,200	0	0
	2027F	25,000	7,400	0	0
보통주 배당수익률 (%)	2024	5.2	6.6	0.0	0.0
	2025E	5.8	7.9	0.0	0.0
	2026F	6.5	8.4	0.0	0.0
	2027F	7.1	8.6	0.0	0.0

자료: 각사, SK 증권 추정

Company Analysis

DB 손해보험 (005830/KS)

One-off 영향에도 펀더멘털 우려는 제한적

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 120,000 원(하향)
현재주가: 85,900 원
상승여력: 39.7%

목표주가 120,000 원으로 하향

DB 손해보험의 목표주가를 보험손익 전반에 걸쳐 상대적으로 어려운 환경이 나타날 것으로 예상되는 점을 반영하여 실적 추정치를 조정함에 따라 120,000 원으로 하향한다. 목표주가는 Target PBR 0.97 배에 25E BVPS 126,142 원을 적용하여 산출했다. 투자 리스크로는 1) 하와이 산불, LA 산불 등 미주지역 중심으로 지속적으로 대형 재해 관련 손실이 발생함에 따라 일반보험 손익 부진이 지속되고 있는 점과 2) 계리적 가정 조정 등에 따른 변동성이 예상보다 크게 나타날 수 있는 점 등을 제시한다.

이익체력은 양호하나 One-off 영향 계속되는 점은 불확실성 요인

DB 손해보험의 25년 실적은 1) 4Q24 가정 조정으로 인한 CSM 감소, 2) LA 산불로 인한 일반보험 손익 부진, 3) 자동차보험 실적 악화 등 영향으로 이전 기대보다는 다소 부진한 모습을 보일 것으로 예상된다. 23년 하와이 산불, 광 태풍 등 일회성 손실이 반복적으로 실적에 영향을 미치고 있는 점 등을 감안했을 때 실적의 예측가능성에 대한 가시성은 이전보다 낮아졌다고 판단한다. 다만 1) 200%를 상회하는 K-ICS 비율 등 자본 측면의 버퍼, 2) 신계약 마진 및 물량 측면의 경쟁력, 3) 양호한 투자손익 등 본질적인 이익체력은 여전히 견조한 흐름이 지속되고 있는 점을 감안했을 때 25년 감익 예상에도 펀더멘털 측면의 우려는 제한적이라고 판단한다. 1) 여전히 업계 내 배당가능이익을 보유하고 있는 몇 안되는 보험사 중 하나라는 점과 2) 주가 하락에 따라 예상 대비 높은 배당수익률을 기대할 수 있는 점(25E DPS 6,800 원 기준 약 7.9% 전망)을 감안했을 때 현재 주가는 부담없이 접근할 수 있는 구간에 놓여져 있다고 판단한다.



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
3773-8610

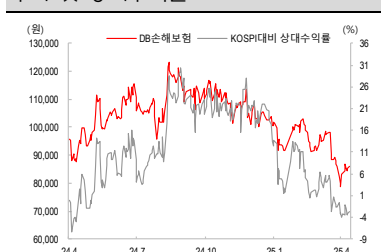
Company Data

발행주식수	7,080 만주
시가총액	6,082 십억원
주요주주	
김남호(외11)	23.25%
자사주	15.19%

Stock Data

주가(25/04/21)	85,900 원
KOSPI	2,488.42 pt
52주 최고가	123,200 원
52주 최저가	78,900 원
60일 평균 거래대금	19 십억원

주가 및 상대수익률



1Q25 순이익 4,129 억원(-29.2% YoY)

동사의 1Q25 순이익은 4,129 억원(-29.2% YoY)으로 컨센서스 수준의 실적을 전망한다. 신계약 마진 하락에도 보장성 인보험 월납보험료가 절판효과로 증가하며 신계약 CSM 은 7,104 억원(-1% YoY)으로 안정적으로 관리될 전망이다. 다만 세척 개정안 관련 기저효과, LA 산불 등 일회성 영향에 자동차보험 손익 부진(3월 일부 IBNR 환입 영향으로 소폭 상승) 등 영향으로 보험손익이 3,363 억원(-40% YoY)로 부진하며 전반적인 실적 감소로 이어질 전망이다. 투자손익은 무난한 수준을 예상한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	십억원		1,550	1,619	1,361	1,499	1,542
투자손익	십억원		467	744	779	778	779
영업이익	십억원		2,017	2,363	2,140	2,277	2,321
당기순이익	십억원		1,537	1,772	1,613	1,716	1,750
EPS	원		25,594	29,516	26,866	28,584	29,138
PER	배		3.3	3.5	3.2	3.0	2.9
PBR	배		0.7	0.9	0.7	0.6	0.6
ROE	%		17.2	20.7	18.6	18.2	16.7

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2025E ~2027F ROE 평균	17.8%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.4%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.3%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	일반보험 등 실적 불확실성, K-ICS 비율 변동 등 감안하여 할인율 반영	55.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.97
목표주가	2025F BPS 126,142 원에 Target PBR 적용	120,000
현재가		85,900
Upside / Downside 투자의견		39.7% 매수

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		83%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선, 대형 재해 발생 등	18.8%
COE	무위험수익률 3.4%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.3%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-45.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.25
목표주가(Bull case)	2025F BPS 126,142 원에 Target PBR 적용	157,200
Downside case		4%
Sustainable ROE	예실차 손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	16.8%
COE	무위험수익률 3.4%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.3%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-65.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.71
목표주가(Bear case)	2025F BPS 126,142 원에 Target PBR 적용	89,400

자료: SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	수정 후	1,619	1,361	1,499	1,542
	수정 전		1,466	1,625	1,672
	증감률(%)		-7.2%	-7.8%	-7.8%
투자손익	수정 후	744	779	778	779
	수정 전		778	774	775
	증감률(%)		0.2%	0.5%	0.5%
세전이익	수정 후	2,366	2,131	2,268	2,312
	수정 전		2,235	2,390	2,437
	증감률(%)		-4.6%	-5.1%	-5.1%
당기순이익	수정 후	1,772	1,613	1,716	1,750
	수정 전		1,691	1,809	1,844
	증감률(%)		-4.6%	-5.1%	-5.1%

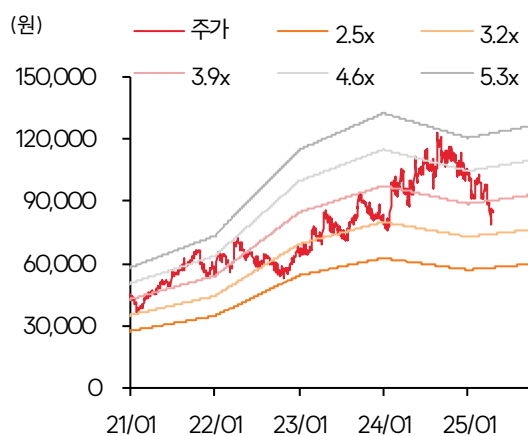
자료: SK 증권 추정

DB 손해보험 – 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	% QoQ	% YoY
보험손익	563	534	361	160	336.3	378	350	297	109.6	-40.3
장기보험	448	393	361	143	335.0	344	330	308	134.2	-25.3
CSM 상각	327	336	342	282	288.2	294	299	304	2.3	-11.9
RA 해제	20	36	40	36	38.1	38	38	39	4.7	88.7
예실차	83	90	67	-68	52.7	62	40	40	흑전	-36.5
손실계약비용	94	-36	-59	-118	-25.0	-25	-25	-50	적지	적전
기타사업비 및 재보험 손익	-76	-33	-28	11	-18.9	-25	-22	-25	적전	적지
일반손해보험	20	73	-17	26	-43.7	-22	8	-2	적전	적전
자동차보험	94	68	18	-9	45.0	55	12	-8	흑전	-52.3
투자손익	204	171	245	124	211.8	189	190	188	70.7	4.0
자산운용손익	384	368	420	342	402.6	383	383	381	17.7	4.9
평가처분손익	24	30	74	-45	0.0	0	0	0	-100.0	-100.0
보험금융손익	-180	-197	-175	-218	-190.8	-194	-194	-193	적지	적지
영업이익	767	705	606	285	548.1	567	540	486	92.6	-28.5
영업외손익	-4	13	-3	-2	-2.5	-2	-2	-2	적지	적지
세전이익	762	718	603	283	545.6	565	537	483	92.9	-28.4
당기순이익	583	541	454	194	412.9	427	407	366	112.6	-29.2
월납보험료(보장성 인보험)	14.3	12.8	14.1	15.5	14.8	12.5	12.8	12.2	-5.0	3.1
신계약 CSM	717.5	688.5	775.4	896.6	710.4	669.5	682.7	649.2	-20.8	-1.0
자산총계	48,843	49,362	50,652	52,859	52,962	53,640	54,051	54,080	0.2	8.4
운용자산	45,432	46,256	47,306	49,627	51,022	51,108	51,142	50,476	2.8	12.3
비운용자산	3,399	3,093	3,334	3,219	1,928	2,519	2,896	3,591	-40.1	-43.3
부채총계	40,407	40,882	41,937	44,443	45,141	45,422	45,456	45,149	1.6	11.7
책임준비금	36,929	37,859	39,175	41,063	41,979	42,053	42,093	41,682	2.2	13.7
장기보험 CSM 잔액	12,444	12,945	13,175	12,232	12,509	12,741	12,984	12,690	2.3	0.5
자본총계	8,437	8,480	8,715	8,416	7,821	8,218	8,595	8,931	-7.1	-7.3
해약환급금준비금	3,084	3,412	3,724	3,239	2,848	2,565	2,319	2,121	-12.1	-7.7
ROE (%)	27.3	25.6	21.1	9.1	20.3	21.3	19.3	16.7	11.3%p	-6.9%p
K-ICS 비율 (%)	229.7	229.2	228.8	201.5	198.8	202.3	205.9	206.9	-2.7%p	-30.9%p

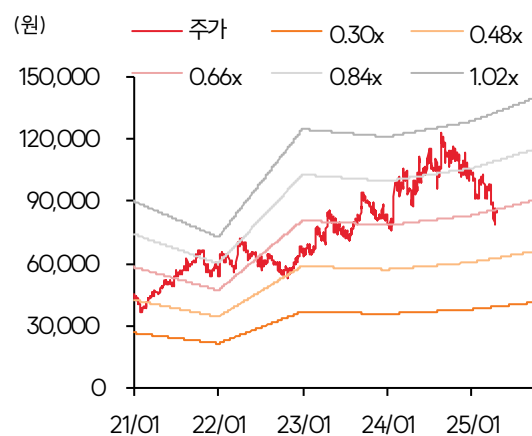
자료: DB 손해보험, SK 증권 추정

PER 밴드 차트



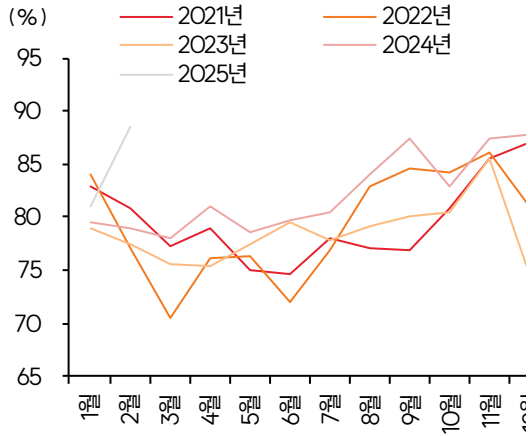
자료: FnGuide, SK 증권 추정

PBR 밴드 차트



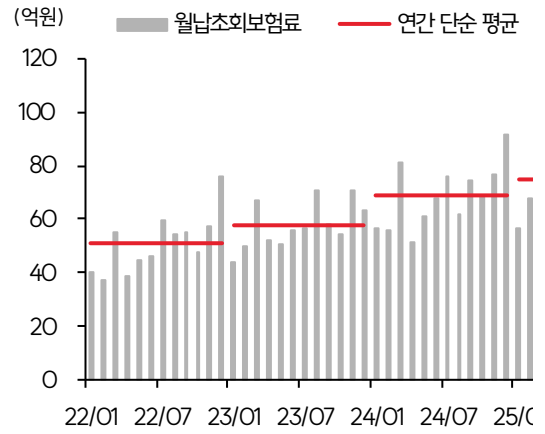
자료: FnGuide, SK 증권 추정

DB 손보 - 자동차 보험 손해율 추이



자료: 언론보도, SK 증권

DB 손보 - GA 채널 신계약 추이



자료: 언론보도, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
운용자산	44,932	49,627	50,476	50,380	50,616
현금및예치금	994	750	835	882	943
유가증권	31,580	34,652	35,198	35,086	35,204
대출금	11,177	13,022	13,245	13,219	13,281
부동산	1,181	1,203	1,198	1,193	1,188
비운용자산	3,571	3,219	3,591	5,019	6,371
특별계정자산	10	13	13	13	13
자산총계	48,514	52,859	54,080	55,412	57,001
책임준비금	36,769	41,063	41,682	41,695	41,921
CSM잔액(원수)	12,152	12,232	12,690	13,169	13,642
기타부채	3,059	3,366	3,453	3,725	4,030
특별계정부채	11	13	13	13	13
부채총계	39,838	44,443	45,149	45,433	45,965
자본금	35	35	35	35	35
신종자본증권	0	0	0	0	0
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	8,651	10,105	11,309	12,617	13,935
해약환급금준비금	2,646	3,239	2,121	1,550	1,249
자본조정	-152	-152	-152	-152	-152
기타포괄손익누계액	104	-1,609	-2,299	-2,559	-2,819
자본총계	8,676	8,416	8,931	9,979	11,036

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)	164	179	165	164	165
신계약 CSM	2,826	3,078	2,712	2,760	2,781
신계약 CSM 배수	79.1	17.2	16.4	16.8	16.8
CSM 관련 지표					
기초CSM	11,643	12,152	12,232	12,690	13,169
CSM 조정 가점 변경	-1,420	-2,142	-1,500	-1,500	-1,500
신계약 CSM(원수)	2,826	3,078	2,712	2,760	2,781
CSM 이자부리	364	441	442	458	474
상각 전 CSM	13,414	13,529	13,886	14,407	14,924
CSM상각액	1,262	1,298	1,196	1,238	1,282
CSM상각률(%)	9.4	9.6	8.6	8.6	8.6
CSM 순증액	509	79	458	479	473
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률	2.9	3.2	3.1	3.1	3.1
평가치분손익 제외 수익률	2.8	3.0	3.1	3.1	3.1
손익구성					
보험손익	76.9	68.5	63.6	65.8	66.4
CSM상각	62.7	54.5	55.3	53.9	54.7
투자손익	23.1	31.5	36.4	34.2	33.6
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)	233.1	201.5	206.9	204.7	200.6

자료: DB손해보험, SK증권 추정

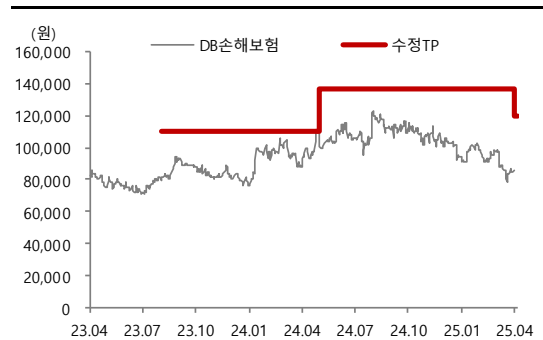
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	1,550	1,619	1,361	1,499	1,542
장기보험	1,351	1,346	1,317	1,362	1,400
CSM 상각	1,264	1,287	1,184	1,226	1,270
RA해제	111	132	154	157	160
예실차	243	172	194	200	196
손실계약비용	-179	-119	-125	-125	-125
기타사업비 및 재보험 손익	-88	-126	-91	-96	-101
일반손해보험	-122	103	-60	28	29
합산비율(IFRS17)	110	93	104	98	98
자동차보험	321	171	104	109	113
합산비율(IFRS17)	92	96	98	98	98
투자손익	467	744	779	778	779
자산운용손익	1,256	1,514	1,550	1,548	1,550
평가치분손익	26	82	0	0	0
보험금융손익	-789	-770	-771	-770	-771
영업이익	2,017	2,363	2,140	2,277	2,321
영업외손익	9	3	-9	-9	-9
세전이익	2,025	2,366	2,131	2,268	2,312
법인세비용	489	594	518	552	562
법인세율(%)	24.1	25.1	24.3	24.3	24.3
당기순이익	1,537	1,772	1,613	1,716	1,750

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율		10.4	1.7	-0.2	0.5
CSM증가율		0.7	3.7	3.8	3.6
BPS증가율		-3.0	6.1	11.7	10.6
보험손익증가율		4.5	-15.9	10.1	2.9
투자손익증가율		59.3	4.8	-0.1	0.1
영업이익증가율		17.2	-9.4	6.4	1.9
세전이익증가율		16.8	-9.9	6.4	1.9
당기순이익증가율		15.3	-9.0	6.4	1.9
주당지표(원)					
EPS	25,594	29,516	26,866	28,584	29,138
BPS	122,536	118,870	126,142	140,944	155,877
EV(BV+CSM)	293,704	291,512	295,265	316,836	338,454
보통주 DPS	5,300	6,800	6,800	7,200	7,400
보통주 배당수익률(%)	6.3	6.6	7.9	8.4	8.6
Valuation 지표					
PER(배)	3.3	3.5	3.2	3.0	2.9
PBR(배)	0.68	0.86	0.68	0.61	0.55
P/EV(배)	0.28	0.35	0.29	0.27	0.25
ROE(%)	17.2	20.7	18.6	18.2	16.7
ROA(%)	3.3	3.5	3.0	3.1	3.1
배당성향(%)	20.7	23.0	25.3	25.2	25.4

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.04.22	매수	120,000원	6개월		
2024.05.21	매수	137,000원	6개월	-24.07%	-10.07%
2023.08.24	매수	110,000원	6개월	-18.60%	1.36%



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 04월 22일 기준)

매수	97.52%	중립	2.48%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

현대해상 (001450/KS)

규제 개선을 기다리며

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 25,000 원(하향)
현재주가: 21,050 원
상승여력: 18.8%

목표주가 25,000 원으로 하향

현대해상의 목표주가를 1) OCI 감소로 인한 BPS 추정치 하향, 2) 실적 추정치 조정 등을 종합적으로 반영하여 25,000 원으로 하향한다. 목표주가는 Target PBR 0.48 배에 25E BVPS 52,335 원을 적용하여 산출했다. 다만 실손/비급여 등 제도 개선에 따른 민감도가 가장 큰 회사라는 점을 감안하여 투자의견은 매수로 유지한다. 투자 리스크로는 1) 실손/비급여 관련 제도 개선 지연, 2) Legacy 계약으로 인한 손익 부진 추세 지속 등을 제시한다.

규제 개선을 기대한다면

현대해상의 손익 및 자본 측면의 불확실성이 지속되고 있다. 과거 판매한 구 세대 실손, 세만기 보험 등 만기가 긴 보험 상품 등 영향으로 여타 대형사 대비 높은 장해/질병위험액 등을 보유함에 따라 요구자본 측면의 부담이 지속되고 있으며 가용자본도 금리 하락에 따라 OCI 중심으로 자본 관련 Pressure 가 가중되고 있다. 손익 측면에서도 보험금 예실차 관련 실적 부진이 지속되는 등 상대적으로 어려움이 지속되고 있다. 최근 간편보험 등 연만기 중심 상품 판매 등 전반적인 포트폴리오 측면의 구조조정을 추진하고 있으나 실질적인 효과가 가시적으로 확인되기까지는 시간이 필요할 전망이다. 다만 향후 비급여 항목 관리, 구세대 실손 계약 재매입 등 제도 측면의 변화가 나타날 경우 펀더멘털 측면의 유의미한 제고 효과를 기대할 수 있을 것으로 예상된다.



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
3773-8610

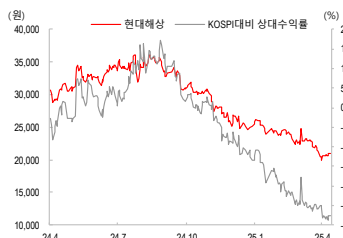
Company Data

발행주식수	8,940 만주
시가총액	1,882 십억원
주요주주	
정몽윤(외3)	22.84%
자사주	12.29%

Stock Data

주가(25/04/21)	21,050 원
KOSPI	2,488.42 pt
52주 최고가	36,150 원
52주 최저가	19,960 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



1Q25 순이익 1,921억원(-59.8% YoY) 전망

현대해상의 1Q25 순이익은 1,981 억원(-58.5% YoY)로 컨센서스를 하회할 것으로 전망한다. 1Q24 세척 개정안 관련 대규모 일회성 환입 약 2,700 억원에 따른 기저효과가 존재하는 가운데 호흡기 질환 관련 부담이 지속되며 보험금 예실차가 부진할 것으로 예상되며 4Q24 중 대규모 CSM 가정 조정에 따라 CSM 상각이익도 부진한 모습을 보일 전망이다. 다만 1Q25 중 구세대 실손 요율 갱신에 따라 가정 조정에 따른 CSM 증가 요인이 전년도 감소 폭을 상당부분 상쇄할 것으로 예상되는 만큼 향후 CSM 상각손익은 빠르게 정상화될 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	십억원		527	1,043	691	840	894
투자손익	십억원		451	352	395	417	414
영업이익	십억원		977	1,395	1,086	1,257	1,308
당기순이익	십억원		772	1,031	802	930	968
EPS	원		9,849	13,144	10,223	11,863	12,350
PER	배		3.1	1.9	2.1	1.8	1.7
PBR	배		0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
ROE	%		10.3	18.7	16.7	18.7	17.4

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2025E ~2027F ROE 평균	17.6%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.4%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.3%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	주주환원 불확실성 및 경과조치 반영하여 할인율 82.5% 적용	77.5%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.48
목표주가	2025F BPS 52,335 원에 Target PBR 적용	25,000
현재가		21,050
Upside / Downside 투자의견		18.8% 매수

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		81%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	18.6%
COE	무위험수익률 3.4%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.3%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-67.5%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.73
목표주가(Bull case)	2025F BPS 52,335 원에 Target PBR 적용	38,100
Downside case		-38%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	16.6%
COE	무위험수익률 3.4%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.3%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-87.5%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.25
목표주가(Bear case)	2025F BPS 52,335 원에 Target PBR 적용	13,100

자료: SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	수정 후	1,043	691	840	894
	수정 전		872	1,017	1,083
	증감률(%)		-20.7%	-17.4%	-17.4%
투자손익	수정 후	352	395	417	414
	수정 전		408	408	404
	증감률(%)		-3.2%	2.3%	2.3%
세전이익	수정 후	1,366	1,057	1,227	1,278
	수정 전		1,251	1,396	1,454
	증감률(%)		-15.5%	-12.1%	-12.1%
당기순이익	수정 후	1,031	802	930	968
	수정 전		948	1,057	1,100
	증감률(%)		-15.4%	-12.0%	-12.0%

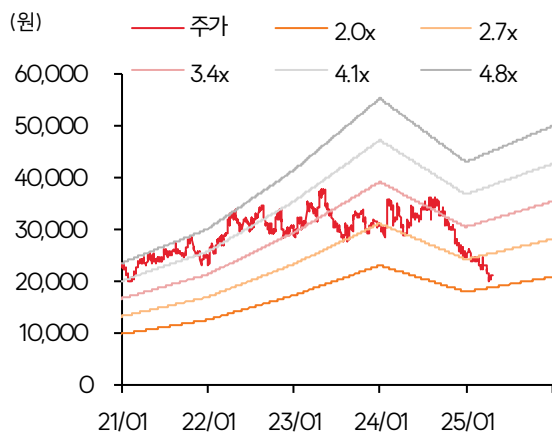
자료: 현대해상, SK 증권 추정

현대해상 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	% QoQ	% YoY
보험손익	533	376	182	-48	153.9	237	226	74	흑전	-71.1
장기보험	444	290	142	-10	110.3	189	183	109	흑전	-75.1
CSM 상각	239	237	240	216	201.5	230	233	236	-6.8	-15.7
RA 해제	35	32	32	34	37.4	38	38	38	10.5	7.9
예실차	-47	32	-98	-99	-88.7	-38	-48	-55	적지	적지
손실계약비용	226	-2	-22	-150	-30.0	-30	-30	-100	적지	적전
기타사업비 및 재보험 손익	-10	-8	-9	-12	-10.0	-10	-10	-10	적지	적지
일반손해보험	47	46	27	39	32.0	31	32	40	-18.0	-31.7
자동차보험	42	40	13	-76	11.6	18	11	-75	흑전	-72.6
투자손익	108	96	109	39	106.1	94	96	98	173.4	-2.0
자산운용손익	320	305	305	278	339.5	338	345	352	22.0	6.1
평가처분손익	-143	13	-12	-51	0.0	0	0	0	-100.0	-100.0
보험금융손익	-212	-209	-196	-240	-233.4	-244	-249	-254	적지	적지
영업이익	641	472	291	-9	260.0	331	322	172	흑전	-59.4
영업외손익	-9	-6	-5	-9	-6.9	-8	-7	-7	적지	적지
세전이익	632	466	286	-17	253.1	324	315	165	흑전	-59.9
당기순이익	477	356	213	-16	192.1	245	239	126	흑전	-59.8
월납보험료(보장성 인보험)	12.1	9.8	10.5	10.6	10.1	9.1	9.3	8.9	-5.0	-16.5
신계약 CSM	411.5	435.5	484.9	496.0	456.8	444.7	453.5	435.7	-7.9	11.0
자산총계	43,651	44,912	46,183	47,978	48,570	50,162	50,861	51,776	1.2	11.3
운용자산	41,481	42,814	44,044	45,787	47,654	48,854	49,777	50,692	4.1	14.9
비운용자산	2,146	2,076	2,116	2,168	2,163	2,187	2,197	2,214	-0.2	0.8
부채총계	37,836	39,423	40,752	43,051	44,351	45,747	46,258	47,098	3.0	17.2
책임준비금	34,798	36,169	37,798	38,302	40,498	41,447	42,181	42,909	5.7	16.4
장기보험 CSM 잔액	9,199	9,300	9,373	8,305	9,534	9,683	9,839	9,924	14.8	3.6
자본총계	5,815	5,489	5,430	4,927	4,219	4,414	4,603	4,679	-14.4	-27.4
해약환급금준비금	3,975	4,219	4,432	4,018	4,085	4,132	4,171	4,201	1.7	2.8
ROE (%)	32.0	25.2	15.6	-1.2	16.8	22.7	21.2	10.8	18%p	-15.2%p
K-ICS 비율(%)	166.9	169.7	170.1	155.8	154.8	154.2	154.5	153.1	-1%p	-12.1%p

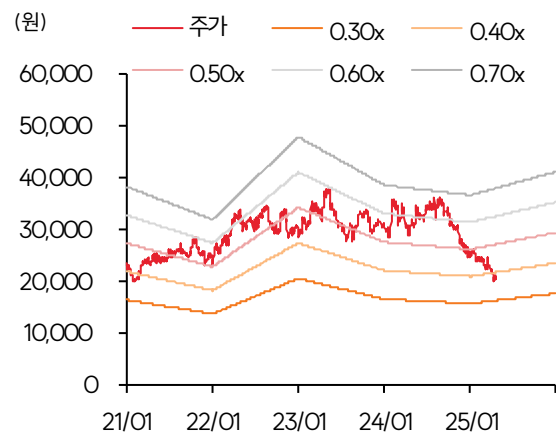
자료: 현대해상, SK 증권 추정

PER 밴드 차트



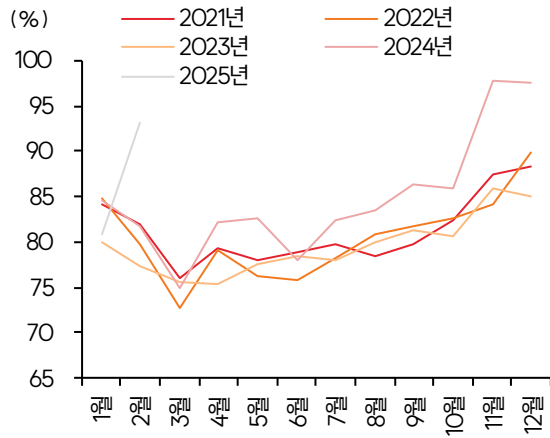
자료: FnGuide, SK 증권 추정

PBR 밴드 차트



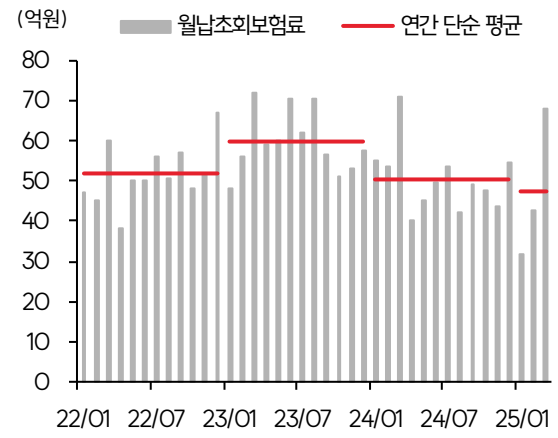
자료: FnGuide, SK 증권 추정

현대해상 - 자동차 보험 손해율 추이



자료: 언론보도, SK 증권

현대해상 - GA 채널 신계약 추이



자료: 언론보도, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
운용자산	41,500	45,787	50,692	53,356	55,287
현금및예치금	1,350	2,119	2,565	2,863	3,118
유가증권	28,660	32,189	35,729	37,691	39,134
대출금	10,397	10,246	11,169	11,578	11,816
부동산	1,092	1,234	1,229	1,224	1,219
비운용자산	2,241	2,168	2,214	2,273	2,334
특별계정자산	18	23	23	23	23
자산총계	43,758	47,978	51,776	55,274	58,311
책임준비금	34,817	38,302	42,909	45,861	48,282
CSM잔액(원수)	9,142	8,305	9,924	10,474	10,992
기타부채	2,811	4,727	4,167	4,132	4,130
특별계정부채	13	22	22	22	22
부채총계	37,641	43,051	47,098	50,015	52,433
자본금	45	45	45	45	45
신종자본증권	0	0	0	0	0
자본잉여금	113	113	113	113	113
이익잉여금	6,553	7,391	8,193	9,123	10,092
해약환급금준비금	3,422	4,018	4,201	4,275	4,306
자본조정	-69	-68	-68	-68	-68
기타포괄손익누계액	-524	-2,554	-3,604	-3,954	-4,304
자본총계	6,117	4,927	4,679	5,259	5,877

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)	151	142	125	125	125
신계약 CSM	1,679	1,828	1,791	1,820	1,819
신계약 CSM 배수	13.2	12.9	14.3	14.6	14.6
CSM 관련 지표					
기초CSM	8,352	9,142	8,305	9,924	10,474
CSM 조정 가점 변경	-278	-2,051	400	-650	-650
신계약 CSM(원수)	1,679	1,828	1,791	1,820	1,819
CSM 이자부리	262	319	329	356	374
상각 전 CSM	10,015	9,238	10,825	11,450	12,017
CSM상각액	873	933	901	976	1,026
CSM상각률(%)	8.7	10.1	8.3	8.5	8.5
CSM 순증액	791	-837	1,619	550	518
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률	3.0	2.8	2.8	2.9	2.8
평가치분손익 제외 수익률	2.8	3.2	2.8	2.9	2.8
손익구성					
보험손익	53.9	74.8	63.7	66.8	68.4
CSM상각	89.3	66.9	82.9	77.7	78.4
투자손익	46.1	25.2	36.3	33.2	31.6
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)	173.2	155.8	153.1	153.5	155.8

자료: 연대해상, SK증권 추정

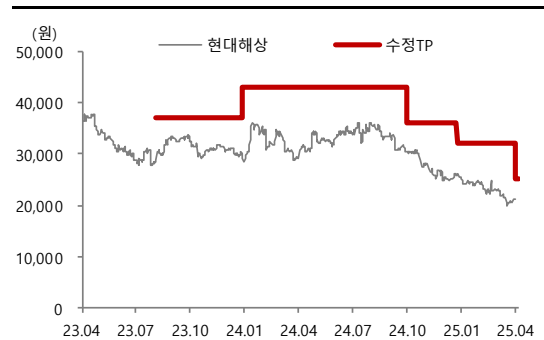
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	527	1,043	691	840	894
장기보험	249	865	592	737	787
CSM 상각	873	933	901	976	1,026
RA해제	130	132	151	155	158
예상차	-206	-212	-230	-188	-195
손실계약비용	-522	52	-190	-165	-160
기타사업비 및 재보험 손익	-26	-39	-40	-41	-42
일반손해보험	76	159	134	139	145
합산비율(IFRS17)	92	85	88	88	88
자동차보험	201	19	-35	-36	-38
합산비율(IFRS17)	95	100	101	101	101
투자손익	451	352	395	417	414
자산운용손익	1,279	1,208	1,374	1,483	1,548
평가치분손익	114	-193	0	0	0
보험금융손익	-828	-856	-979	-1,066	-1,134
영업이익	977	1,395	1,086	1,257	1,308
영업외손익	-24	-29	-29	-30	-30
세전이익	953	1,366	1,057	1,227	1,278
법인세비용	181	336	255	297	310
법인세율(%)	19.0	24.6	24.1	24.2	24.2
당기순이익	772	1,031	802	930	968

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율		10.3	10.7	5.3	3.6
CSM증가율		-9.2	19.5	5.5	4.9
BPS증가율		-19.5	-5.0	12.4	11.8
보험손익증가율		98.1	-33.7	21.5	6.5
투자손익증가율		-21.9	12.1	5.7	-0.9
영업이익증가율		42.7	-22.1	15.7	4.0
세전이익증가율		43.4	-22.7	16.1	4.1
당기순이익증가율		33.4	-22.2	16.0	4.1
주당지표(원)					
EPS	9,849	13,144	10,223	11,863	12,350
BPS	68,424	55,114	52,335	58,826	65,743
EV(BV+CSM)	171,401	148,662	163,345	175,983	188,694
보통주 DPS	2,063	0	0	0	0
보통주 배당수익률(%)	6.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation 지표					
PER(배)	3.1	1.9	2.1	1.8	1.7
PBR(배)	0.45	0.45	0.40	0.36	0.32
P/EV(배)	0.18	0.17	0.13	0.12	0.11
ROE(%)	10.3	18.7	16.7	18.7	17.4
ROA(%)	1.7	2.2	1.6	1.7	1.7
배당성향(%)	20.9	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.04.22	매수	25,000원	6개월		
2025.01.14	매수	32,000원	6개월	-27.72%	-18.75%
2024.10.21	매수	36,000원	6개월	-23.56%	-14.44%
2024.01.17	매수	43,000원	6개월	-23.38%	-15.93%
2023.08.24	매수	37,000원	6개월	-15.44%	-8.78%



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 04월 22일 기준)

매수	97.52%	중립	2.48%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------