

보험

2Q24 Wrap up: 붉은 여왕 가설

SK증권 리서치센터



Analyst
설용진

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

손보 2Q25 실적: 보험금 예실차 및 자동차보험 손익 악화

2Q25 손보사들의 보험손익은 대부분 부진한 모습이 나타났다. 의료 파업 기저효과, 산불 등 영향으로 보험금 예실차가 악화되었으며 누적된 요율 인하로 인한 자동차보험 손익 부진, 고액사고로 인한 일반보험 손익 감소 등이 발생한데 기인한다. 7월 폭우 등을 감안했을 때 하반기 중 자동차보험 손익은 대형사도 BEP 여부가 불투명할 전망이며 요율 정상화가 요구된다. 투자손익의 경우 일부 회사에서 일회성 이익으로 보험손익 하락을 소폭 방어하는 모습이 나타났다. K-ICS는 장기물 금리 상승 등으로 양호한 모습을 기록했으며 최근 제도 완화 기대감이 높아진 만큼 자본 부담은 이전보다 나아질 전망이다. 신계약은 회사별 전략 차이가 뚜렷하게 나타났다.

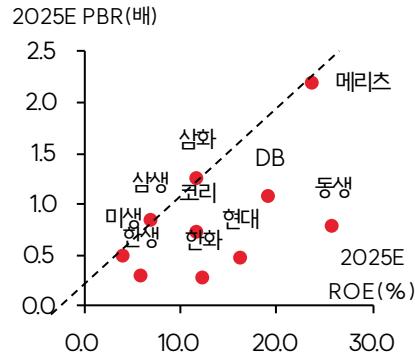
생보 2Q25 실적: 회사별 편차 큰 폭 발생

2Q25 생보사들의 보험손익은 회사별 편차가 크게 나타났다. 공통적으로 의료 파업 기저효과, 건강보험 판매 확대 등 영향으로 보험금 예실차가 악화되었으나 삼성생명의 경우 상대적으로 악화 폭이 크지 않았으며 오히려 예보료 인하 등 요인으로 가정 조정에 따른 CSM 증가 및 손실요소 환입이 발생하며 보험손익이 큰 폭 개선되었다. 반면 한화생명의 경우 보험금 예실차 손실이 확대된 가운데 간병인 사용일당 특약 등 판매 증가로 손실계약비용이 대거 발생하며 부진한 보험손익을 기록하는 모습이 나타났다. 투자손익의 경우 일반계정 기준 경상손익은 대체로 양호한 모습을 보였으나 변액/퇴직 관련 투자손익은 다소 부진한 모습을 기록했다.

붉은 여왕 가설: 신계약을 팔지 않을 수 없는 환경

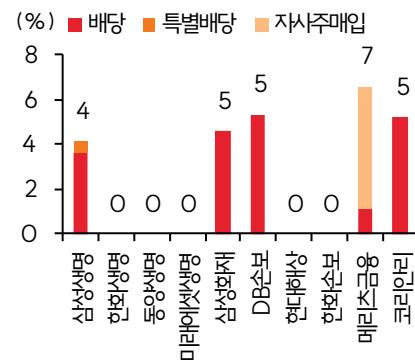
IFRS17 이후 계약 초기 이익으로 인식되는 CSM이 상대적으로 높다는 점에서 전체적인 수익 규모 유지에 있어 신계약의 중요도가 높아졌다고 판단한다. 또한 신계약 CSM 규모와 1) 수익으로 상각되는 CSM 및 2) 상대적으로 변동성 높은 공정가치법 적용 계약을 제외한 계약 CSM 중 가정 조정으로 인한 변동 규모를 비교했을 때 대부분 보험사에서 보험금용손익 및 공정가치법 가정 조정을 제외하면 신계약 CSM과 매년 감소하는 CSM 규모가 유사한 상황이라는 점에서 전체적인 잔액 확보 관점에서도 신계약의 중요성이 높다고 판단한다. 계속되는 신계약 CSM 확보 필요성으로 인해 생/손보를 가리지 않고 높은 CSM 배수가 기대되는 건강보험 등 상품 중심 판매 확대 추세가 나타나고 있다. 다만 전반적인 신계약 확대 과정에서 1) 상대적으로 완화된 언더라이팅이 적용되었을 것으로 예상되며 2) 최근 판매가 확대된 담보의 가정에 대한 적정성 여부 등 전반적인 가정에 대한 불확실성은 이전보다 높아질 수밖에 없을 것으로 예상된다. 실제로 과거 2018년~2019년 중 나타난

보험사 25E PBR-ROE 매트릭스



자료: 각사, SK 증권 추정

보험사 25E 총 주주환원수익률 전망



자료: 각사, SK 증권 추정

메리츠화재 중심 손보사들의 보장성 인보험 경쟁 이후 업계 전체적인 위험손해율이 악화된 모습이 나타났던 것을 확인할 수 있다. 이전보다 심화된 고령화 등 대내외 환경 영향도 감안할 필요가 있다고 판단한다. 언론 보도에 따르면 최근 금융당국에서 도 담보별 손해율 산정에 대한 산출 근거를 파악하는 등 전체적인 가정의 적정성을 제고하기 위한 움직임을 보이고 있는 것으로 알려져 있는데 이러한 우려에 기인하고 있는 것으로 추정된다.

K-ICS 관련 불확실성도 당분간 지속될 전망

K-ICS 감독기준은 기존 150%에서 130%로 완화되었으며 보험사 자본력에 가장 부담이 크게 나타날 것으로 예상되었던 최종관찰만기의 경우에도 이전보다 완화된 27년부터 매년 1년씩 약 7년에 걸쳐 확대하는 형태로 유예하는 방안이 제시되고 있는 만큼 이전보다 자본 관리 관련 부담은 완화될 것으로 전망한다. 이러한 영향으로 24년 하반기부터 급격하게 증가한 보험사의 자본성증권 발행 규모는 2Q25부터 이전보다 둔화된 모습이 나타났다. 다만 일부 우량한 회사를 제외하면 경과조치 적용 전 기준으로 낮아진 K-ICS 권고기준 130% 달성을 대한 불확실성이 높은 만큼 일정 수준의 발행 수요가 지속될 전망이다. 다만 금융당국의 기본자본 K-ICS 비율 도입이 예고된 상황에서 IFRS17 전환 시점에 경과조치에 따라 기본자본으로 인정된 기발행 신종자본증권의 콜옵션 시점이 도래하고 있지만 해약환급금준비금 등 영향으로 현재 일부 대형사를 제외하면 배당가능이익이 확보되지 못하고 있는 만큼 기본자본으로 인정되는 자본성증권 발행은 쉽지 않을 전망이다. 향후 기본자본 및 해약환급금준비금 제도 전반에 대해 보수적인 스탠스를 유지한다.

현재 줄 수 있는 것이 확실한 회사에 대한 가중치

가정, 제도 등 대내외 불확실성을 감안하여 중장기적 관점에서 업종에 대한 기대감은 제한적으로 바라볼 필요가 있다고 판단한다. 기대감보다는 현재 규제와 대내외 환경 속에서 확실하게 이익을 방어하고 주주환원을 제공해줄 수 있는 회사를 선호하며 그 중에서도 총 주주환원수익률이 높아 밸류에이션 측면의 매력이 유효한 회사의 매력이 높다고 판단한다. 커버리지 회사 중에서는 5% 이상의 총 주주환원수익률을 기대할 수 있는 메리츠금융지주, DB 손해보험, 코리안리를 관심종목으로 제시한다. 최근 회계처리 관련 이슈로 삼성생명의 주가 변동성이 크게 나타났으나 단기적 노이즈에 기반한 변동성 보다는 회사의 이익체력과 직결된 신계약, 가정의 적정성 및 주주환원 등 실질적인 펀더멘털 중심의 접근이 필요할 전망이다.

1. 손보 2Q25 실적: 보험금 예실차 및 자동차보험 손익 악화

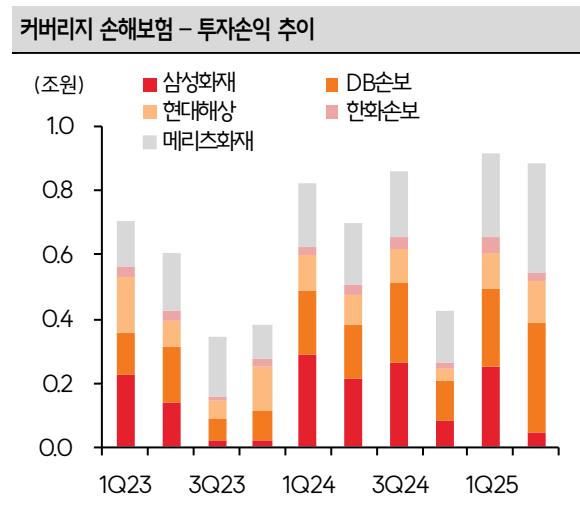
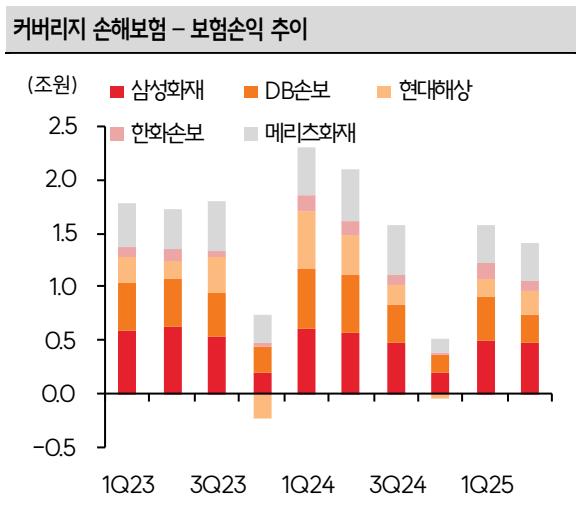
(1) 크게 부진한 보험손익

의료파업 기저효과, 산불 등으로 인한 장기재물담보 부진한 실적 등 영향으로 보험금예실차 부진

2Q25 손보사들의 보험손익은 대부분 부진한 모습이 나타났다. 공통적으로 보험금 예실차가 악화되는 모습이 나타났는데 전년도 의료 파업 등에 따른 기저효과 등으로 인한 전반적인 의료 이용량 증가가 나타난데 기인하는 것으로 추정된다. 그 외에도 경북 산불 등 영향으로 장기 재물담보 등 기존 양호한 실적을 기록하던 보종에서 부진한 실적을 기록한 점도 보험금 예실차 악화에 영향을 미쳤다고 판단한다.

요율 인하로 인한 자동차보험 손익 부진, 고액사고로 인한 일반보험 손익 부진

장기보험 외에도 PAA 모형 보험 손익도 전체적으로 악화되는 모습이 나타났다. 누적된 요율 인하로 자동차보험 손익은 대형사도 연간 BEP 달성이 어려울 것으로 예상되는 수준까지 낮아졌으며 일반보험 손익의 경우에도 금호타이어 화재 등 고액 사고 발생 영향으로 이전보다 부진한 모습을 기록했다. 7 월 폭우 등 영향을 감안했을 때 하반기 중 자동차보험 손익은 추가적으로 악화되는 모습이 나타날 것으로 예상되며 자동차보험 요율의 정상화가 필요할 전망이다.



장기보험 – 커버리지 손보사 주요 지표 현황

	삼성화재	DB 손해보험	현대해상	한화손해보험	메리츠화재
1. 장기보험					
보장성 인보험 신계약 증가율					
% QoQ	-12.3	-6.0	-11.6	16.1	5.0
% YoY	1.3	10.3	-7.2	33.0	5.0
신계약 CSM 증가율					
% QoQ	2.6	12.1	9.7	38.5	4.6
% YoY	-4.4	15.1	20.7	55.7	9.1
신계약 CSM 대비 가정 조정 감소 비중					
2Q25	-27%	-27%	-21%	-18%	-26%
1Q25	-23%	21%	113%	27%	-50%
2Q24	-30%	5%	-40%	-65%	-64%
CSM 상각이익 대비 손실계약비용 비중					
2Q25	-1%	-11%	-14%	0%	-12%
1Q25	0%	15%	-14%	27%	4%
2Q24	-3%	-11%	-1%	-17%	11%
보험손익 대비 예실차손익 비중					
2Q25	5%	-20%	-23%	-21%	21%
1Q25	-4%	1%	-90%	-9%	16%
2Q24	17%	20%	11%	20%	39%
CSM 잔액 증가율					
% QoQ	1.7	2.8	2.8	3.7	0.7
% YoY	4.5	2.2	1.3	4.1	5.5

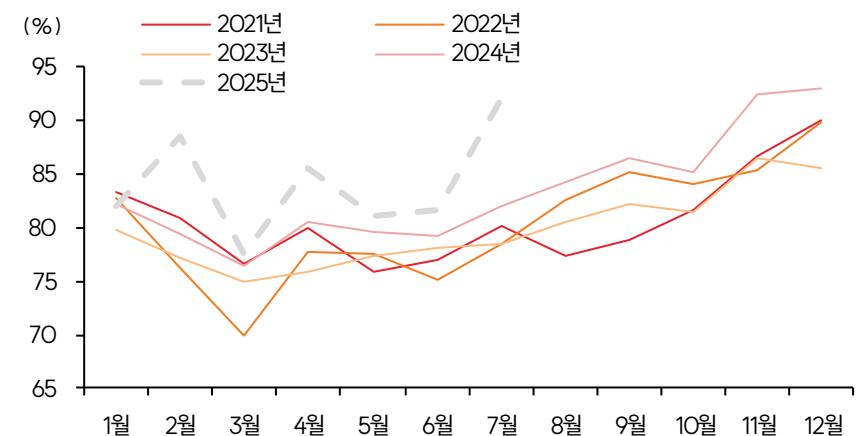
자료: 각사, SK 증권 추정

자동차/일반보험 – 커버리지 손보사 주요 지표 현황

	삼성화재	DB 손해보험	현대해상	한화손해보험	메리츠화재
2. PAA 손익					
자동차보험 손익					
% QoQ	-97.3	-30.3	-94.2	적지	적지
% YoY	-98.3	-53.1	-97.7	적전	적전
일반보험 손익					
% QoQ	15.3	적지	-39.8	9.4	흑전
% YoY	-6.8	적전	-39.5	-61.2	1.5

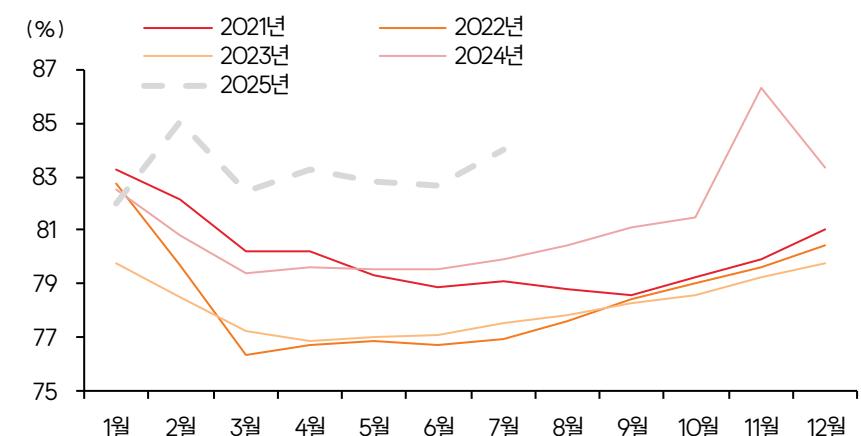
자료: 각사, SK 증권 추정

대형 4사 – 월별 평균 기준 자동차 손해율 추이



자료: 언론보도, SK 증권

대형 4사 – 월별 평균 기준 자동차 손해율 추이(누적 기준)



자료: 언론보도, SK 증권

**일회성 투자이익으로 보험손익
감소 분 소폭 상쇄**

투자손익의 경우 일부 회사에서 일회성 이익 등 요인으로 보험손익을 상쇄하는 모습이 나타났다. 삼성화재의 경우 부동산, 펀드 등 처분손익이 큰 폭 발생했으며 DB 손해보험도 환율 영향 및 계약자 배당 제도 변경 등 영향으로 투자손익이 큰 폭 증가함에 따라 전체적인 보험손익 감소 분을 소폭 상쇄하는 모습이 나타났다.

**장기채 금리 상승 등 영향으로 K-
ICS 양호했으며 할인율 제도 완화
기대감 높아진 점 긍정적**

K-ICS 비율의 경우 장기물 금리 상승 등 영향으로 대체로 양호한 모습을 기록했다. 최근 할인율 관련 제도 완화에 대한 기대감이 높아진 만큼 전체적인 자본 측면의 부담은 이전보다 축소될 것으로 전망한다.

투자손익 – 커버리지 손보사 주요 지표 현황

	삼성화재	DB 손해보험	현대해상	한화손해보험	메리츠화재
3. 투자손익					
총 투자손익 증감률					
QoQ	-81.8	41.3	21.0	-54.9	30.8
YoY	-78.2	101.5	35.0	-16.8	77.4
운용수익 대비 평가처분손익 비중					
2Q25	-189%	14%	5%	12%	27%
1Q25	2%	3%	2%	15%	6%
2Q24	8%	8%	4%	1%	-3%
경상 운용손익 증감률					
QoQ	69.7	-11.8	-3.9	-14.9	-8.6
YoY	85.1	11.0	2.8	-7.2	-2.7
투자수익률					
2Q25	1.6%	3.3%	2.7%	2.6%	4.7%
1Q25	2.8%	3.4%	2.7%	3.3%	4.1%
2Q24	2.8%	3.2%	2.9%	2.9%	3.8%
평가처분손익 제외 투자수익률					
2Q25	4.6%	2.9%	2.5%	2.3%	3.4%
1Q25	2.7%	3.3%	2.7%	2.8%	3.8%
2Q24	2.6%	3.0%	2.8%	2.9%	3.9%

자료: 각사, SK 증권 추정

자본적정성 – 커버리지 손보사 주요 지표 현황

	삼성화재	DB 손해보험	현대해상	한화손해보험	메리츠화재
4. 자본적정성					
K-ICS 비율					
2Q25	274%	213%	170%	180%	239%
1Q25	267%	205%	159%	182%	239%
2Q24	279%	229%	170%	172%	225%
자본총계 대비 자본성증권 비율					
2Q25	0%	18%	71%	44%	35%
1Q25	0%	20%	79%	45%	38%
2Q24	0%	8%	23%	16%	27%

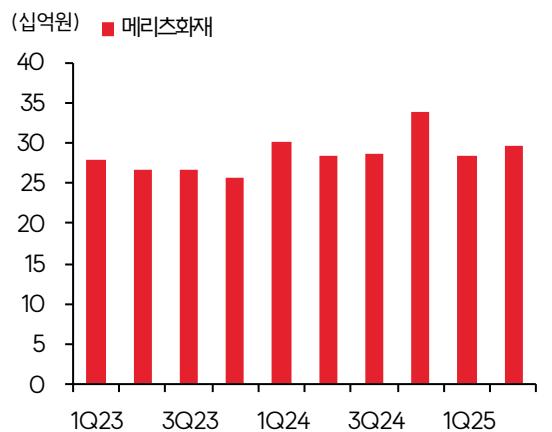
자료: 각사, SK 증권 추정

(2) 신계약은 회사마다 다소 다른 전략 나타나는 중

한화/메리츠 - 절판 이슈에도 전분기 대비 신계약 물량 확대

2Q25 중 손보사들의 보장성 인보험 신계약은 회사별로 다소 다른 양상이 나타났다. 3월 무/저해지 절판 이슈에도 불구하고 한화손보, 메리츠화재의 경우 전분기 대비 신계약 물량이 증가하는 모습이 나타났다. 자본 측면의 여력(메리츠화재 K-ICS 비율은 200% 상회, 한화손보도 약 180% 수준에 달하며 경과조치 적용에 따른 버퍼 상존)이 존재하는 가운데 한화손해보험의 경우 배타적 사용권 등 담보 측면의 강점을 중심으로 신계약 확대가 나타났으며 메리츠화재도 무/저해지 관련 상대적으로 작은 영향 등을 바탕으로 신계약 성장 추세가 지속되었던 것으로 추정된다.

메리츠화재 보장성 인보험 신계약 추이



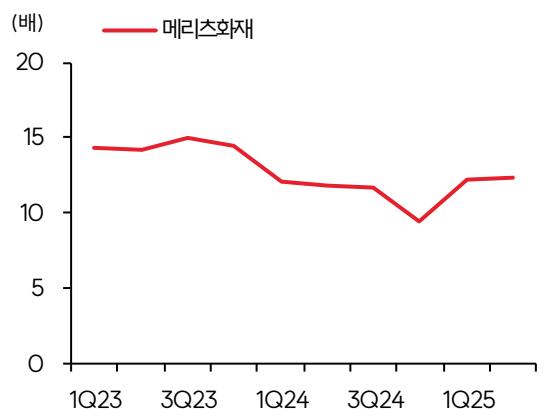
자료: 메리츠화재, SK 증권

한화손해보험 보장성 인보험 신계약 추이



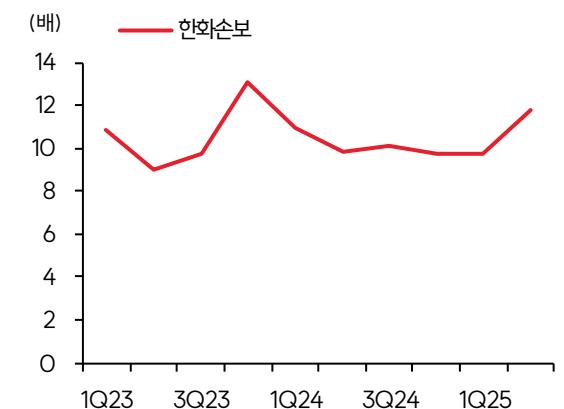
자료: 한화손해보험, SK 증권

메리츠화재 신계약 배수 추이



자료: 메리츠화재, SK 증권

한화손해보험 신계약 배수 추이

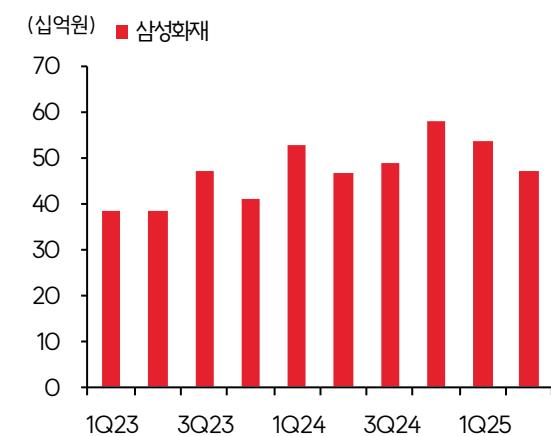


자료: 한화손해보험, SK 증권

삼성/DB - 절판 이슈 이후 배수 회복되었으나 전분기 대비로는 물량 감소

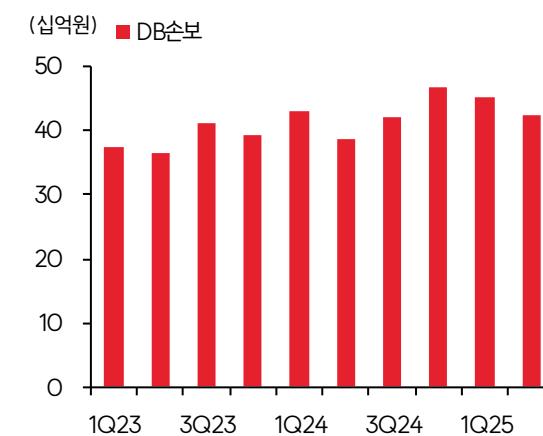
삼성화재, DB 손해보험의 경우 절판 기저효과로 전분기 대비 전체적인 물량이 줄어 들었으나 여전히 전년 동기 대비 증가한 신계약 판매 추세가 지속되는 모습이 나타 났다. 무/저해지보험 요율 인상 이후 4 월부터 전체적인 배수도 회복되며 물량 감소에도 신계약 CSM 규모가 일정 수준을 유지하고 있는 점은 긍정적이라고 판단한다. 최근 예정이율 인하에 따른 보험료 상승을 감안할 때 배수 측면의 개선이 추가적으 로 나타날 것으로 예상되나 전체적인 물량은 다소 감소할 것으로 전망한다.

삼성화재 보장성 인보험 신계약 추이



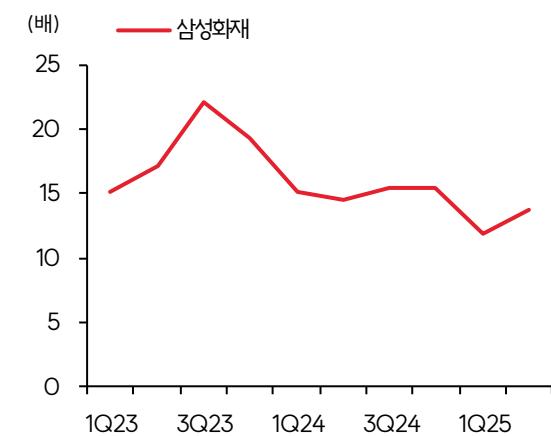
자료: 삼성화재, SK 증권

DB 손해보험 보장성 인보험 신계약 추이



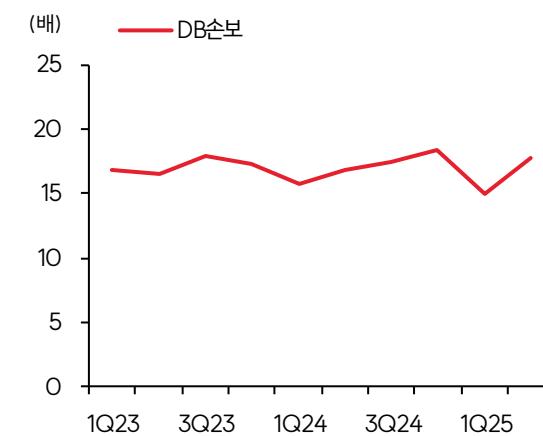
자료: DB 손해보험, SK 증권

삼성화재 신계약 배수 추이



자료: 삼성화재, SK 증권

DB 손해보험 신계약 배수 추이

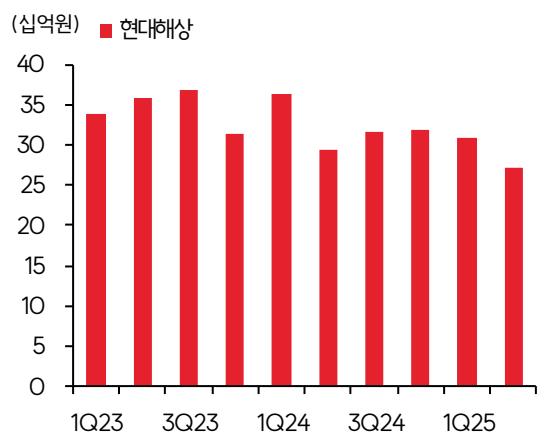


자료: DB 손해보험, SK 증권

**현대 - 전분기 및 전년 동기 대비
물량 감소했으나 수익성 중심
접근으로 배수 큰 폭 개선**

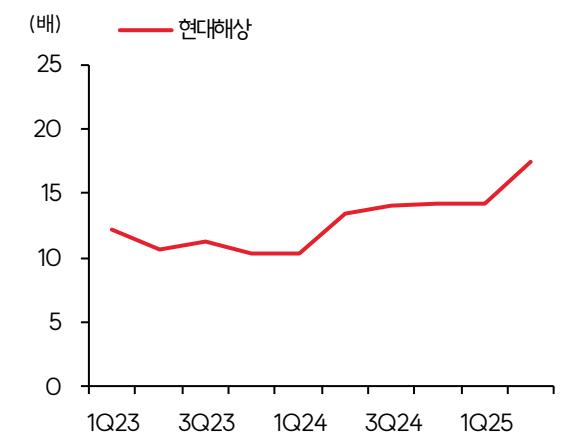
마지막으로 현대해상의 경우 전체적인 신계약 판매 추세가 24년 하반기부터 지속적으로 감소 추세를 보이는 모습이 나타났다. 보유 계약의 긴 드레이션 등 영향으로 상대적으로 금리리스크 등이 높아 연만기 보험 판매 확대, 마진 개선 등 전체적인 신계약의 물량보다 Quality 측면의 개선에 집중한 영향으로 추정된다. 전체적인 배수 상승 등 영향으로 물량 감소에도 신계약 CSM 개선이 나타나는 등 지표 개선세가 나타나는 점에서 최근 전반적인 Restructuring 이 양호하게 추진되고 있다고 판단한다.

현대해상 신계약 추이



자료: 현대해상, SK 증권

현대해상 신계약 배수 추이



자료: 현대해상, SK 증권

2. 생보 2Q25 실적: 회사별 편차 큰 폭 발생

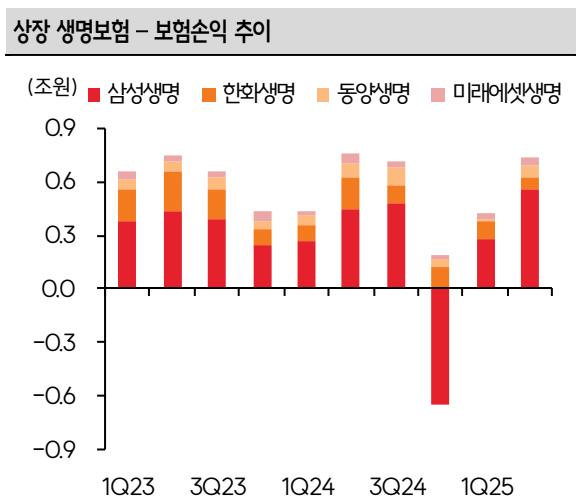
(1) 회사별 편차가 다소 크게 나타난 실적

삼성: 예보료 인하 등 요인으로 보험손익 양호 / 한화: 손실계약 비용 대거 발생하며 부진한 실적

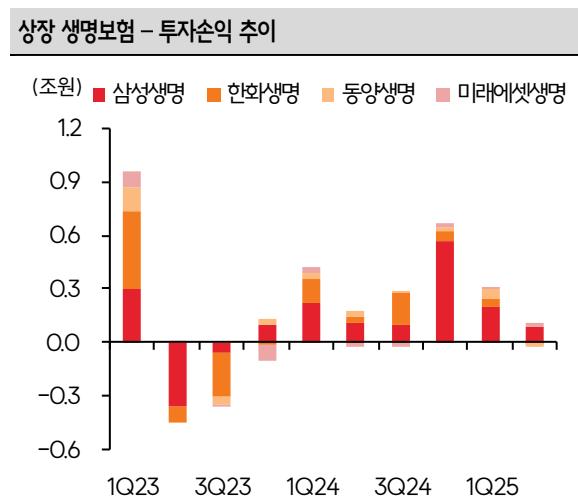
2Q25 생보사들의 보험손익은 회사별로 다소 편차가 크게 나타났다. 공통적으로 의료 파업 기저효과, 과거 대비 증가한 건강보험 등 영향으로 전년 동기 대비 보험금 예실차가 악화되는 모습이 나타났지만 1) 삼성생명의 경우 상대적으로 악화 폭이 크지 않아 사업비 예실차 손익으로 관련 요인을 상쇄하는 모습이 나타났으며 동시에 예보료 인하에 따른 현금흐름 가정 변경, 보유계약 데이터 변경 등 요인으로 가정 조정에 따른 CSM 증가 및 손실요소 환입이 발생함에 따라 보험손익이 큰 폭 개선되는 모습이 나타났다. 2) 한편 한화생명의 경우 보험금 예실차 손실이 다소 크게 확대된 가운데 간병인 사용일당 특약 등 판매 증가 영향으로 손실계약비용이 대거 발생하며 부진한 보험손익을 기록하는 모습이 나타났다. 전체적인 예상보험금 규모가 삼성생명 대비 작았던 만큼 IFRS17 전환 이후 급격하게 늘어난 건강보험 신계약 확대에 따른 손해율 악화 영향이 더욱 크게 나타났던 것으로 판단한다.

투자손익은 일반계정 경상 손익은 양호했으나 특별/퇴직 등 부진

투자손익의 경우 일반계정 기준 경상손익은 대체로 양호한 모습을 보였으나 변액/퇴직 관련 투자손익은 다소 부진한 모습을 기록하며 해외부동산 관련 기저효과가 존재하는 미래에셋생명 등을 제외하면 전년 동기 대비 감익을 기록했다.

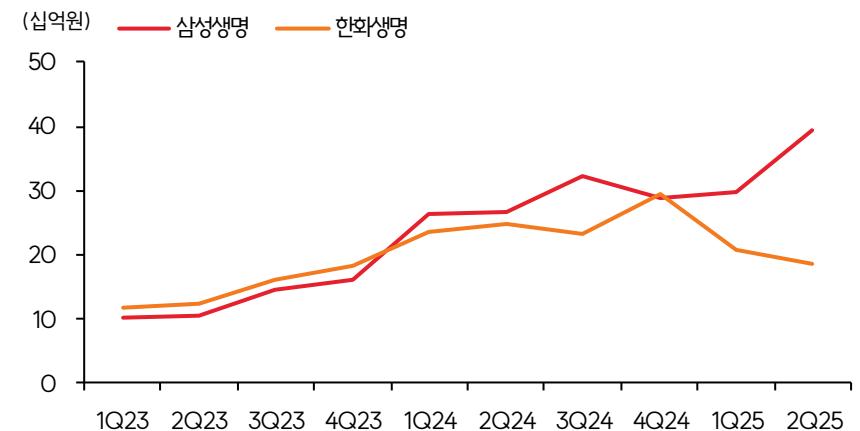


자료: 각사, SK 증권



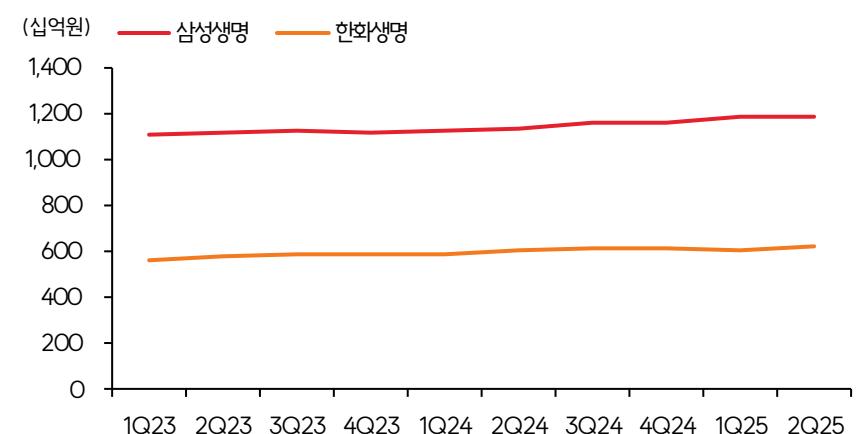
자료: 각사, SK 증권

생명보험 – 일반 보장성 신계약 월초보험료 추이



자료: 각사, SK 증권

생명보험 – 보험수익 중 예상보험금 규모



자료: 각사, SK 증권

보험손익 – 상장 생보사 주요 지표 현황

	삼성생명	한화생명	동양생명	미래에셋생명
1. 보험손익				
보장성 APE 신계약 증가율				
% QoQ	-5.6	8.0	-16.6	-14.5
% YoY	9.1	18.5	-1.9	0.9
신계약 CSM 증가율				
% QoQ	16.8	-10.4	-40.9	-26.2
% YoY	-2.5	-9.1	-19.2	36.7
신계약 CSM 대비 가정 조정 감소 비중				
2Q25	-9%	-83%	6%	31%
1Q25	-1%	-127%	-87%	-72%
2Q24	-45%	-92%	-28%	-54%
CSM 상각이익 대비 손실계약비용 비중				
2Q25	20%	-46%	14%	-3%
1Q25	-17%	-35%	-87%	-15%
2Q24	-3%	-9%	-6%	-8%
보험손익 대비 예실차손익 비중				
2Q25	10%	-53%	-12%	2%
1Q25	-23%	-28%	-434%	16%
2Q24	10%	-4%	20%	9%
CSM 잔액 증가율				
QoQ	3.3	-0.4	3.1	4.4
YoY	8.3	-3.5	-0.4	8.1

자료: 각사, SK 증권 추정

투자손익 – 상장 생보사 주요 지표 현황

	삼성생명	한화생명	동양생명	미래에셋생명
2. 투자손익				
총 투자손익 증감률				
QoQ	-54.8	적전	적전	5,589.9
YoY	-18.3	적전	적전	흑전
전체 투자손익 내 특별계정 비중				
2Q25	-36%	500%	-10%	-32%
1Q25	4%	147%	8%	1490%
2Q24	29%	-52%	-1%	59%
운용수익 대비 평가처분손익 비중(일반계정)				
2Q25	-2%	3%	-14%	8%
1Q25	-1%	1%	14%	-5%
2Q24	2%	5%	12%	-13%
경상 운용손익 증감률(일반계정)				
QoQ	-3.8	6.5	0.2	2.8
YoY	4.2	-0.1	1.2	-1.8
투자수익률				
2Q25	2.5%	2.6%	2.6%	2.8%
1Q25	2.6%	2.5%	3.5%	2.3%
2Q24	2.5%	3.0%	3.6%	2.3%
평가처분손익 제외 투자수익률				
2Q25	2.5%	2.5%	3.0%	2.6%
1Q25	2.7%	2.4%	3.0%	2.5%
2Q24	2.4%	2.8%	3.1%	2.6%

자료: 각사, SK 증권 추정

금리 상승, 전자 주가 상승 및
자본성증권 발행으로 K-ICS
양호한 수준으로 방어

K-ICS 비율은 국고채 장기물 금리 상승 및 자본성증권 발행 등 영향으로 대체로 개선되었다. 삼성생명의 경우에도 전자 주가 상승 등 요인에 힘입어 전체적인 가용자본 증가가 나타나며 K-ICS 비율이 개선되는 모습이 나타났다. 최근 K-ICS 비율 기준이 150%에서 130%로 완화되었으며 할인율 제도 강화에 대한 완화 추진 등 이전보다 자본 적정성 관리에 대한 우려는 다소 낮아질 것으로 예상되지만 지속적으로 기본자본 K-ICS 도입 등 자본 Quality 관련 불확실성이 남아있는 만큼 안정적인 수준에서 관리하기 위한 노력이 지속될 것으로 전망한다.

자본적정성 – 상장 생보사 주요 지표 현황

	삼성생명	한화생명	동양생명	미래에셋생명
3. 자본적정성				
K-ICS 비율				
2Q25	187%	161%	175%	185%
1Q25	177%	155%	127%	183%
2Q24	202%	163%	166%	198%
자본총계 대비 자본성증권 비율				
2Q25	0%	49%	78%	12%
1Q25	0%	44%	42%	12%
2Q24	0%	25%	15%	12%

자료: 각사, SK 증권 추정

(2) 이전보다 현저히 높아진 일반 보장성 보험 판매 비중

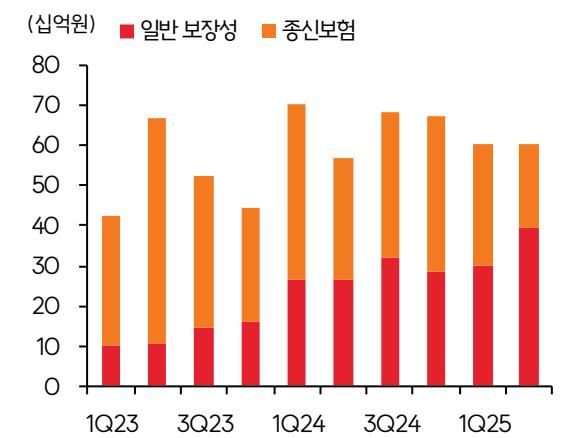
CSM 배수 높은 건강보험 신계약 확대 기조

2Q25 생보사들의 신계약은 한화생명 등을 제외하면 대체로 IFRS17 전환 이후 상대적으로 높은 CSM 배수를 기대할 수 있는 건강보험 판매에 대한 니즈가 높아지는 등 영향으로 일반 보장성 중심 신계약 판매 기조가 나타났다.

과거 메리츠 중심 인보험 드라이브 이후 위험손해율 악화처럼 보험금예실차 부진 예상

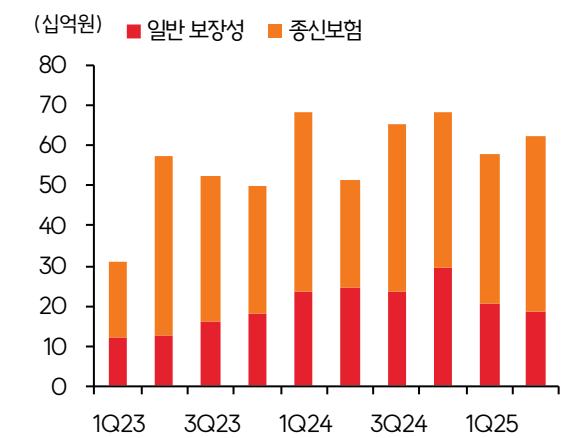
IFRS17 전환 이후 생/손보를 가리지 않고 제 3 보험 시장의 경쟁이 심화되고 있다. 다만 과거 손해보험 업계에서 2018년~2019년 중 발생한 메리츠화재 중심의 보장성 인보험 신계약 드라이브 이후 2019년~2022년에 걸쳐 위험손해율 악화 추세가 나타났던 점을 감안했을 때 최근 높아진 건강보험 중심 신계약 경쟁의 경우에도 완화된 언더라이팅 등 영향으로 전체적인 보험금 예실차 악화 추세로 이어질 가능성성이 높다고 판단한다.

삼성생명 – 월초보험료 기준 보장성 신계약 추이



자료: 삼성생명, SK 증권 추정

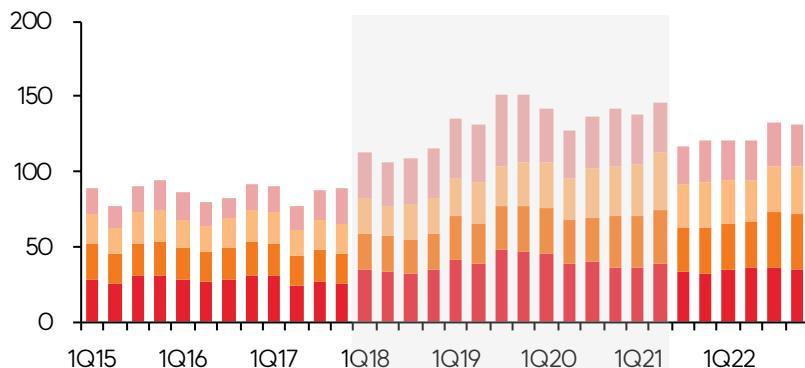
삼성생명 – 월초보험료 기준 보장성 신계약 추이



자료: 한화생명, SK 증권 추정

손해보험 – 보장성 인보험 월납보험료 추이

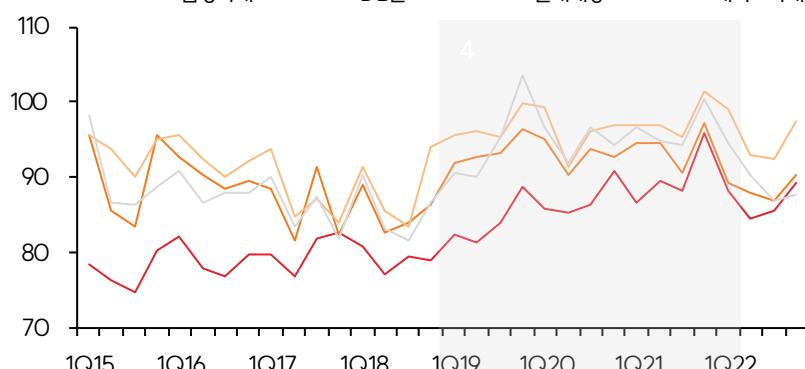
(십억원) ■ 삼성화재 ■ DB손보 ■ 현대해상 ■ 메리츠화재



자료: 각사, SK 증권

손해보험 – 장기 위험손해율 추이

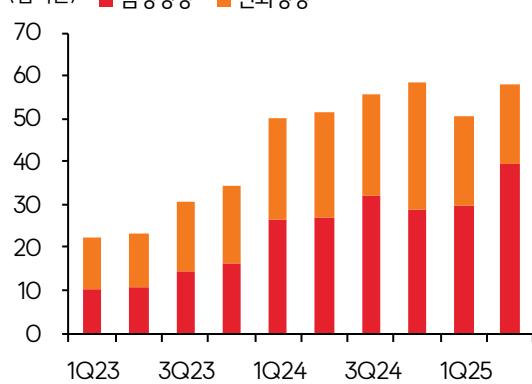
(%) ■ 삼성화재 ■ DB손보 ■ 현대해상 ■ 메리츠화재



자료: 각사, SK 증권

생명보험 – 종신 외 일반 보장성보험 신계약 추이

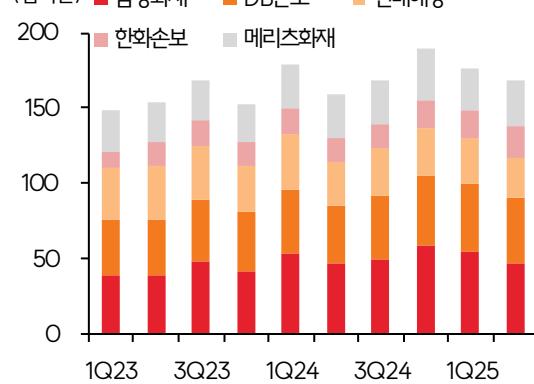
(십억원) ■ 삼성생명 ■ 한화생명



자료: 각사, SK 증권

손해보험 – 보장성 인보험 신계약 추이

(십억원) ■ 삼성화재 ■ DB손보 ■ 현대해상



자료: 각사, SK 증권

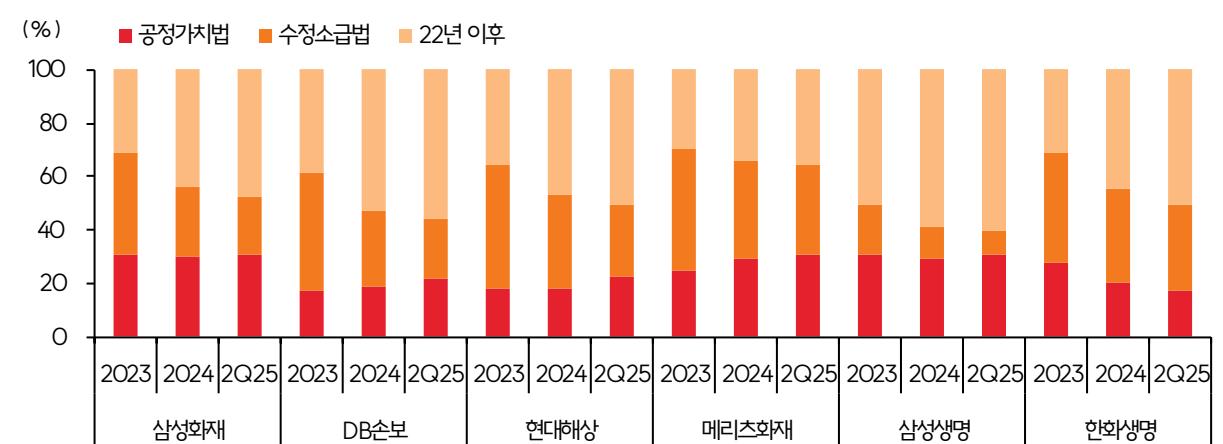
3. 붉은 여왕 가설: 신계약을 팔지 않을 수 없는 환경

(1) 계약 초기 높게 인식되는 CSM 상각이익

계약 초기 인식되는 CSM 비중이 높아 수익 유지 위해 신계약 중요

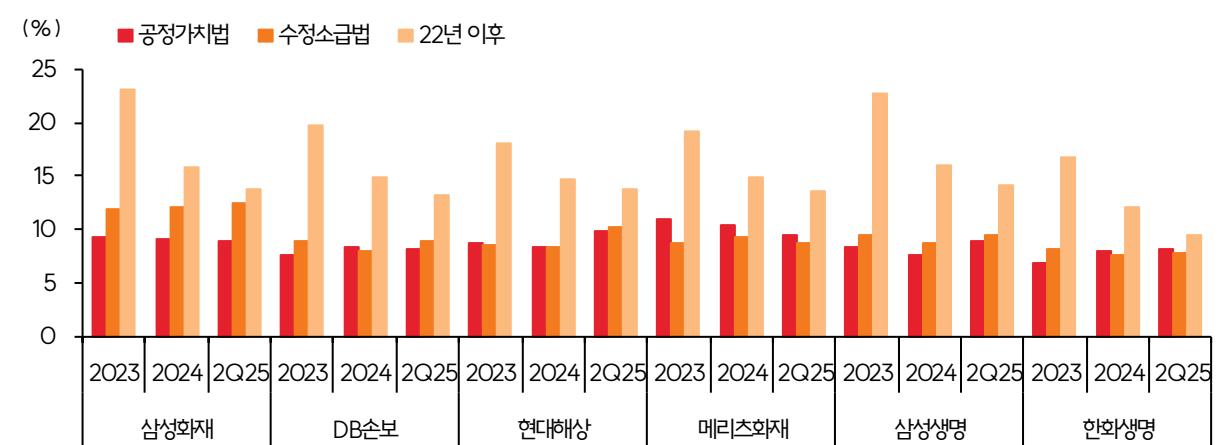
보험사들의 CSM 상각이익을 살펴보면 1) 전체 이익 중 높은 비중이 22년 이후 판매된 신계약에서 발생하고 있으며 2) 기초 잔액 대비 상각률 기준으로도 신계약이 과거 계약 대비 높은 것을 확인할 수 있다. 이는 할인율 반영, 해지로 인한 계약 감소 등 영향으로 계약 초기 이익으로 인식되는 CSM이 상대적으로 높은데 기인한다. 전체적인 수익 규모 유지 관점에서도 신계약이 중요할 수밖에 없다고 판단한다.

CSM 상각이익 세부 Breakdown



자료: 각사, SK 증권

기초 CSM 잔액 대비 CSM 상각 이익 비율



자료: 각사, SK 증권

삼성화재 - CSM 변동 추이

분류	적용 기준	2023	2024	2Q25
기초	공정가치법	5,065	5,370	5,595
	수정소급	5,004	3,455	2,835
	신계약	2,076	4,477	5,644
수익 인식	공정가치법	-468	-485	-247
	수정소급	-592	-415	-176
	신계약	-479	-712	-389
가정조정	공정가치법	645	573	-218
	수정소급	-1,061	-284	-120
	신계약	-784	-1,847	-15
신계약		3,500	3,451	1,421
이자부리	공정가치법	128	137	79
	수정소급	105	79	37
	신계약	164	275	132
기말	공정가치법	5,370	5,595	5,208
	수정소급	3,455	2,835	2,576
	신계약	4,477	5,644	6,793

자료: Dart, SK 증권

DB 손해보험 - CSM 변동 추이

분류	적용 기준	2023	2024	2Q25
기초	공정가치법	2,813	2,920	3,463
	수정소급	6,379	4,679	3,281
	신계약	2,452	4,554	5,487
수익 인식	공정가치법	-215	-244	-141
	수정소급	-564	-372	-146
	신계약	-483	-681	-362
가정조정	공정가치법	253	706	305
	수정소급	-1,276	-1,134	-78
	신계약	-397	-1,714	-295
신계약		2,826	3,078	1,500
이자부리	공정가치법	69	81	52
	수정소급	140	109	44
	신계약	156	251	121
기말	공정가치법	2,920	3,463	3,680
	수정소급	4,679	3,281	3,101
	신계약	4,554	5,487	6,451

자료: Dart, SK 증권

현대해상 – CSM 변동 추이

분류	적용 기준	2023	2024	2Q25
기초	공정가치법	1,843	2,077	2,184
	수정소급	4,773	4,042	2,563
	신계약	1,735	3,024	3,559
수익 인식	공정가치법	-161	-171	-108
	수정소급	-407	-334	-130
	신계약	-313	-446	-245
가정조정	공정가치법	348	231	8
	수정소급	-434	-1,248	332
	신계약	-185	-1,019	100
신계약		1,679	1,828	1,005
이자부리	공정가치법	46	47	31
	수정소급	109	102	37
	신계약	108	173	85
기말	공정가치법	2,077	2,184	2,115
	수정소급	4,042	2,563	2,802
	신계약	3,024	3,559	4,505

자료: Dart, SK 증권

메리츠화재 – CSM 변동 추이

분류	적용 기준	2023	2024	2Q25
기초	공정가치법	2,411	3,222	3,708
	수정소급	5,586	4,618	4,457
	신계약	1,641	2,628	3,022
수익 인식	공정가치법	-263	-335	-174
	수정소급	-491	-425	-194
	신계약	-316	-390	-206
가정조정	공정가치법	1,012	733	26
	수정소급	-607	143	-126
	신계약	-402	-724	-175
신계약		1,601	1,380	730
이자부리	공정가치법	63	88	53
	수정소급	131	122	59
	신계약	104	128	67
기말	공정가치법	3,222	3,708	3,613
	수정소급	4,618	4,457	4,197
	신계약	2,628	3,022	3,438

자료: Dart, SK 증권

삼성생명 - CSM 변동 추이

분류	적용 기준	2023	2024	2Q25
기초	공정가치법	4,996	5,356	5,229
	수정소급	2,715	1,884	1,342
	신계약	3,038	5,007	6,331
수익 인식	공정가치법	-416	-404	-231
	수정소급	-258	-165	-64
	신계약	-693	-801	-449
가정조정	공정가치법	640	132	211
	수정소급	-643	-430	-49
	신계약	-1,160	-1,407	-234
신계약		3,628	3,261	1,426
이자부리	공정가치법	138	145	77
	수정소급	70	52	13
	신계약	194	271	143
기말	공정가치법	5,356	5,229	5,286
	수정소급	1,884	1,342	1,242
	신계약	5,007	6,331	7,218

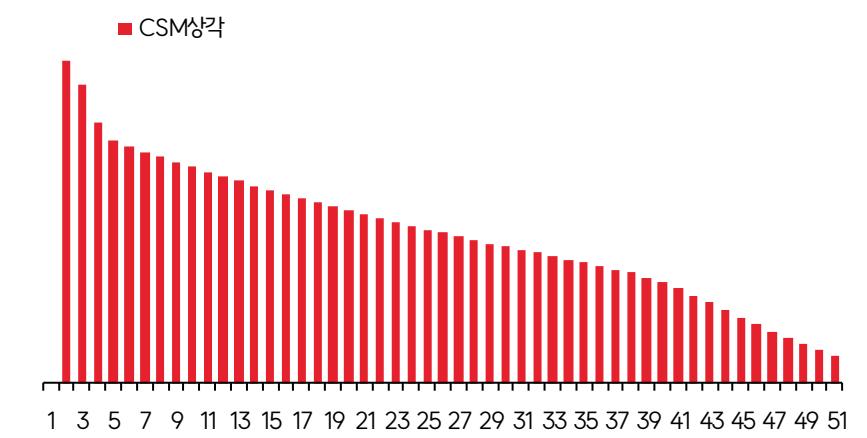
자료: Dart, SK 증권

한화생명 - CSM 변동 추이

분류	적용 기준	2023	2024	2Q25
기초	공정가치법	3,614	2,174	1,674
	수정소급	4,499	3,945	3,267
	신계약	1,650	3,119	4,169
수익 인식	공정가치법	-247	-172	-68
	수정소급	-364	-302	-128
	신계약	-277	-378	-199
가정조정	공정가치법	-1,267	-372	-490
	수정소급	-335	-502	-93
	신계약	-928	-876	-402
신계약		2,541	2,123	926
이자부리	공정가치법	74	44	21
	수정소급	146	126	54
	신계약	132	180	102
기말	공정가치법	2,174	1,674	1,137
	수정소급	3,945	3,267	3,101
	신계약	3,119	4,169	4,596

자료: Dart, SK 증권

CSM 상각이익 패턴



자료: SK 증권 추정

주: 위 그래프는 가상의 보장성보험 계약을 임의로 설정하여 대략적인 상각이익 흐름 산정. 해지율의 경우 가입 초기 높고 이후 낮아지는 종신보험, 제3보험 등 해지율 감안하여 계약 초기 높고 이후 낮아진다고 가정

(2) 상대적으로 높은 CSM 상각 및 가정 조정에 따른 변동 폭

수익 인식 및 가정 조정으로 인한 CSM 감소(공정가치법 제외)와 신계약 CSM 비교

또한 신계약으로 유입되는 CSM 규모와 1) 수익으로 인식되어 사라지는 CSM 규모 및 2) 수정소급법 및 신규로 판매한 계약의 CSM 중 가정 조정으로 인한 변동분 간 비중을 전체적으로 비교해보았다. 공정가치법으로 판매한 계약의 가정 조정으로 인한 변동분은 제외하고 산정했는데 이는 전환 시점에 현금흐름 등 데이터를 사용하기 어려운 과거 계약에 대해 단순한 방법을 적용한 공정가치법 특성상 상대적으로 변동성 및 왜곡이 높게 나타날 수 있을 것으로 예상되기 때문이다.

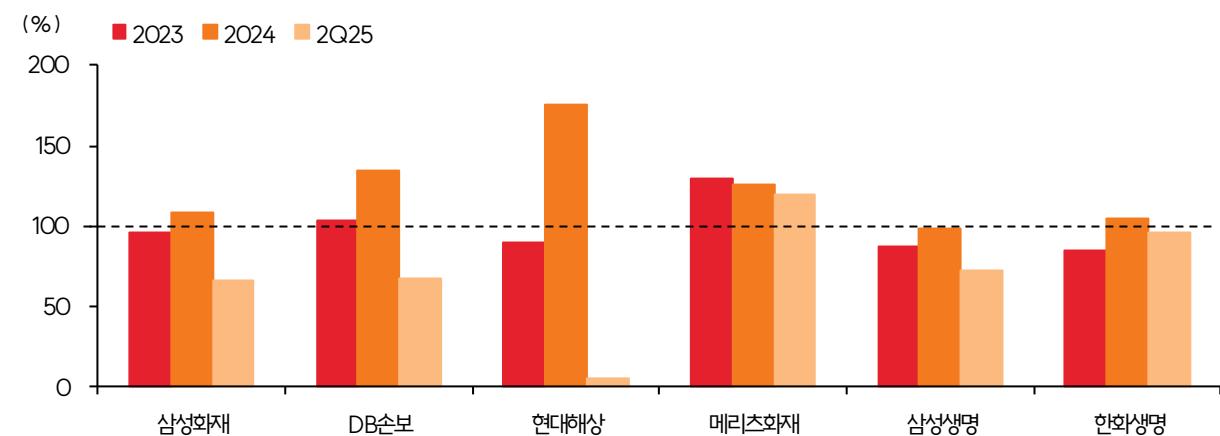
보험금융손익, 공정가치법 계약 제외하면 신계약 CSM 상당 부분이 감소하는 CSM과 유사

이를 기준으로 살펴보면 대부분 보험사에서 시간 경과에 따라 보험금융손익으로 증가하는 CSM 및 공정가치법 적용 계약에 대한 가정 조정 영향을 제외하면 신계약 CSM의 상당 부분이 가정조정과 손익인식으로 상쇄되고 있는 것으로 추정된다.

높아진 위험손해율 등 감안 시 25년 말 최적가정에 따른 영향도 다소 높을 것으로 예상

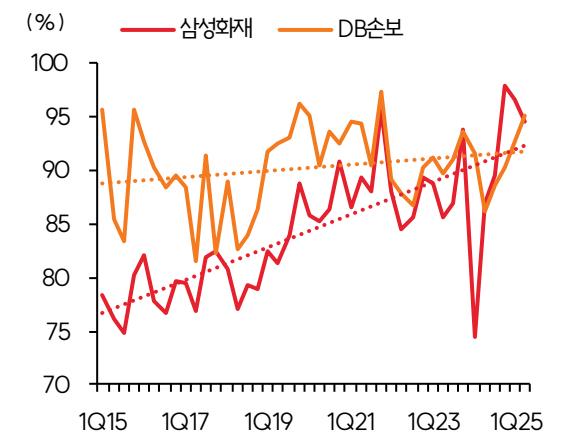
또한 25년 상반기의 경우 상대적으로 해지 등에 따른 가정 조정이 양호한 모습을 보였으나 최근 전체적인 위험손해율이 상승 추세를 보이고 있으며 보험손익 부진 추이가 나타나고 있는 점 등을 감안했을 때 연말 최적가정 조정 시 추가적인 CSM 감소 등 영향이 대거 반영될 것으로 전망한다. 이러한 요인을 종합적으로 감안했을 때 전체적인 CSM 잔액을 유지하고 손익을 안정적으로 확보하기 위해서 지속적으로 신계약을 확보하지 않을 수 없는 환경이라고 판단한다.

신계약 CSM 대비 1) 수정소급법 및 22년 이후 신계약 가정 조정 변동분 및 2) CSM 상각에 따른 감소분 비중



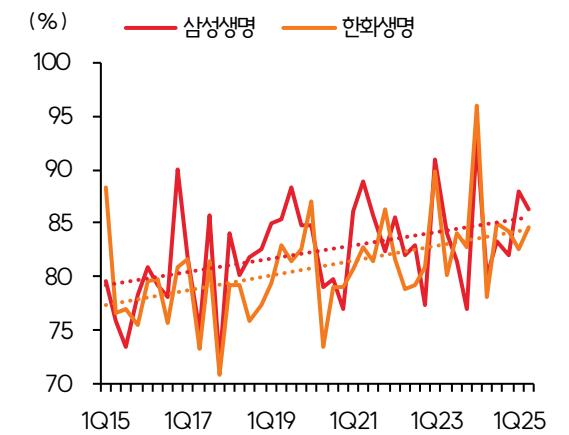
자료: 각사, SK 증권

손해보험 – 위험손해율 추이



자료: 각사, SK 증권; 주: IBNR 포함

생명보험 – 위험손해율 추이



자료: 각사, SK 증권; 주: IBNR 포함

(3) 높은 신계약 판매 필요성만큼 높아진 불확실성

신계약 경쟁에 따라 완화된
언더라이팅, 가정의 적정성 여부
등 불확실성 높아질 전망

계속되는 신계약 CSM 확보 필요성으로 인해 생/손보를 가리지 않고 높은 CSM 배수가 기대되는 건강보험 등 상품 중심 판매 확대 추세가 나타나고 있다. 다만 전반적인 신계약 확대 과정에서 1) 상대적으로 완화된 언더라이팅이 적용되었을 것으로 예상되며 2) 최근 판매가 확대된 담보의 가정에 대한 적정성 여부 등 전반적인 가정에 대한 불확실성은 이전보다 높아질 수밖에 없을 것으로 예상된다. 실제로 과거 2018년~2019년 중 나타난 메리츠화재 중심 손보사들의 보장성 인보험 경쟁 이후 업계 전체적인 위험손해율이 악화된 모습이 나타났던 것을 확인할 수 있다.

예를 들어 간편보험의 경우 현재
마진 양호하나 최근 유병자실손
등 손해율 빠른 속도로 악화 중

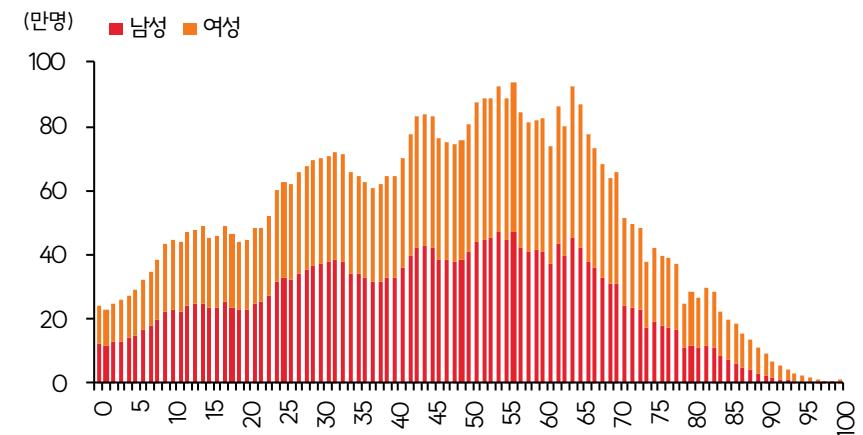
예를 들어 최근 손보사 신계약 내 비중이 높아진 간편보험(유병자보험)의 경우 건강체 대비 높은 보험료 등 영향으로 상대적으로 양호한 손해율을 기록하는 모습이 나타났다. 다만 최근 유병자 실손보험의 손해율 추세를 살펴보면 여전히 일반 실손보험 대비 낮은 손해율을 기록하고 있으나 빠른 속도로 손해율이 악화되고 있는 점을 확인할 수 있다. 전체적으로 빨라진 고령화 추세 등을 감안했을 때 과거 경험통계 대비 높은 손해율 등 가정 변동성이 나타날 수 있는 만큼 향후 예실차 및 CSM 조정 등에 대한 불확실성은 이전보다 현저히 높아질 수밖에 없다고 판단한다.

유병자 실손 손해율 추이

분류	회사	2022	2023	2024
손해보험	메리츠화재	49.0	60.8	73.4
	한화손보	49.3	58.5	69.0
	롯데손보	37.1	43.8	46.7
	MG 손보	22.8	41.0	65.7
	흥국화재	43.6	52.2	60.7
	삼성화재	56.4	66.0	72.8
	현대해상	49.7	58.9	67.9
	KB 손보	49.7	57.8	59.9
	DB 손보	48.4	58.2	61.2
	신한 EZ 손보			20.7
생명보험	농협손보	57.4	72.5	73.8
	한화생명	46.2	53.2	61.5
	삼성생명	46.3	56.9	63.1
	농협생명	42.0	45.5	52.6

자료: 손해보험협회, SK증권

인구 통계 – 높아지는 고령인구 비중 추세



자료: 통계청, SK 증권

2Q25 까지 간병인 사용일당 보장 확대를 통한 신계약 확보 노력

최근 판매가 크게 늘어났던 간병인 사용일당 특약 등의 경우에도 유사하게 우려가 높다고 판단한다. 24년 하반기부터 간병인 사용일당 보장 한도가 20만원으로 확대되었으며 일부 회사의 경우 2Q25 까지도 보장 한도를 유지하며 신계약 확보 노력 을 지속하는 모습이 나타났다.

고령화 등 감안 시 이전 경험통계 대비 높은 손해율 변동 등 발생할 수 있는 점은 부담 요인

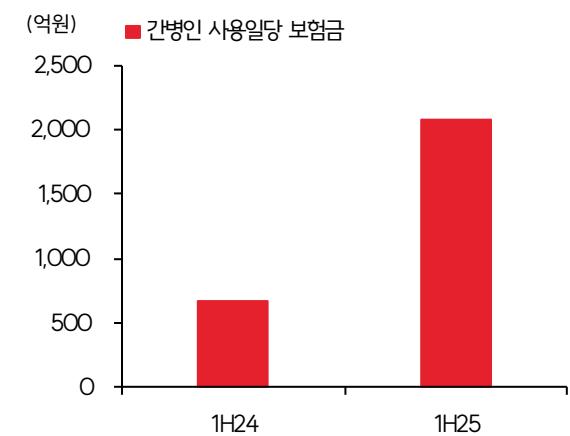
다만 지속적으로 간병인 사용일당 담보의 손해율이 악화되는 모습을 보이는 가운데 고령화 등 영향으로 질병입원율 등이 본격적으로 높아지는 60 대 이상 인구가 지속적으로 증가하는 등 이전 경험통계 대비 높은 손해율 변동 등이 나타날 가능성이 높은 점은 다소 부담요인이라고 판단한다.

장기보험 순참조요율 예시 – 질병입원율(1일이상 180 일 한도)

연령	남자	여자
0세	3.664744	4.388319
10 세	0.276394	0.304980
20 세	0.446516	0.387364
30 세	0.402254	0.504312
40 세	0.727696	0.934549
50 세	1.279489	1.966879
60 세	2.529219	3.276503
70 세	4.626935	5.442847
80 세	8.646292	10.597399

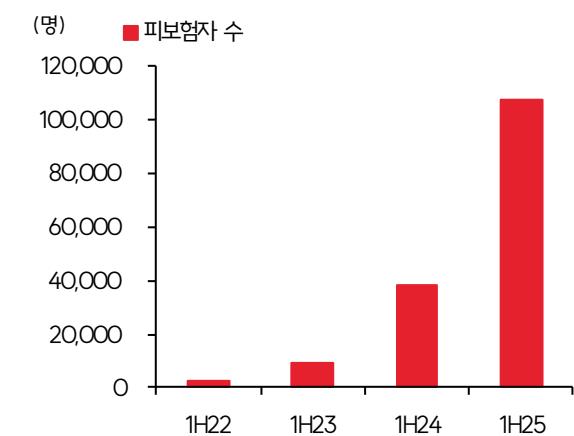
자료: 보험개발원, SK 증권

상반기 기준 – 간병인 보험 보험금 추이



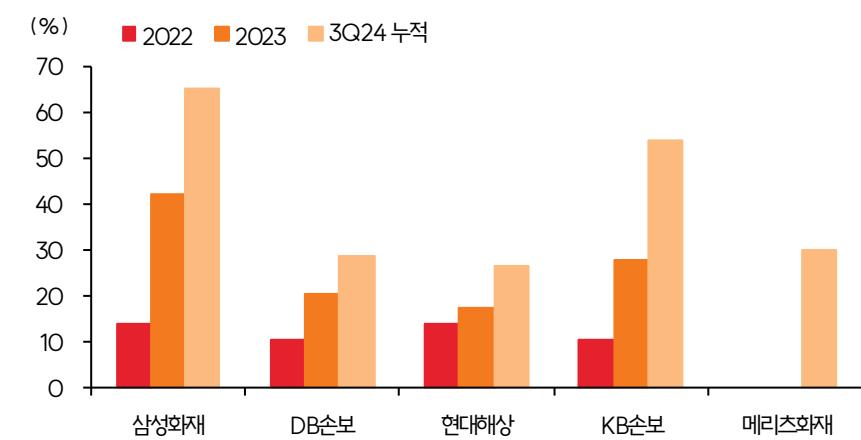
자료: 언론보도, SK 증권

상반기 기준 – 간병인 보험 피보험자 수



자료: 언론보도, SK 증권

간병인 사용일당 – 손해율 추이



자료: 언론보도, SK 증권

신계약 확보 필요성 지속되는
가운데 대내외 환경 영향
감안하면 불확실성 높아질 전망

CSM 확보 및 이익 규모 유지를 위한 신계약 확보에 대한 필요성이 지속되는 가운데 이전보다 심화된 고령화 등 대내외 환경 측면의 영향을 감안하면 과거보다 가정을 둘러싼 불확실성 및 변동성은 높아질 것으로 예상한다.

금융당국의 가정 적정성 제고
움직임도 이러한 영향에 기인하는
것으로 추정

언론 보도에 따르면 금융당국에서도 담보별 손해율 산정에 대한 산출 근거를 파악하는 등 전체적인 가정의 적정성을 제고하기 위한 움직임을 보이고 있는 것으로 알려져 있는데 최근 이러한 동향에 기인하는 것으로 추정된다. 직접적으로 표준손해율 등 가이드라인을 제시하지 않더라도 이러한 조치 영향으로 전체적으로 계리적 가정 적용이 보수적으로 변할 수 있는 만큼 관련 조정으로 인한 보유 계약 CSM 조정, 보험료 인상, 보장 범위 조정 등 다양한 변동성이 수반될 전망이다.

4. K-ICS 관련 불확실성도 당분간 지속될 전망

(1) 기발행 신종자본증권 경과조치 등 고려 필요

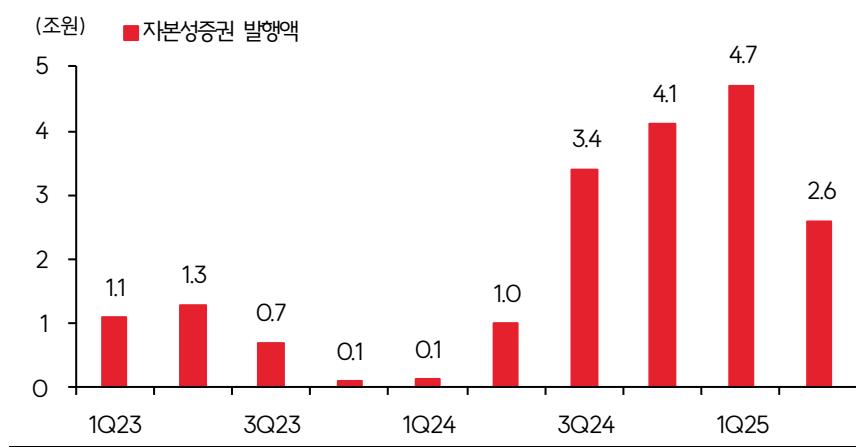
K-ICS 관련 부담은 이전보다
개선될 전망

K-ICS 비율 등 보험사 기본적정성에 대해서도 지속적으로 부담을 완화하기 위한 정책적 지원이 지속되고 있다. K-ICS 감독기준은 기존 150%에서 130%로 완화되었으며 보험사 기본력에 가장 부담이 크게 나타날 것으로 예상되었던 최종관찰만기의 경우에도 기존 3년(25년~27년)에 걸쳐 20년에서 30년까지 확대하는 방안에서 27년부터 매년 1년씩 약 7년에 걸쳐 확대하는 형태로 유예하는 방안이 제시되고 있는 만큼 이전보다 전체적인 K-ICS 비율 관리에 대한 부담은 완화될 전망이다.

자본성증권 발행 규모
둔화되었으나 여전히 일정 수준의
발행 수요 지속될 전망

이러한 영향으로 24년 하반기부터 금리 하락, 할인율 제도 강화 등에 따라 급격하게 증가한 후순위채, 신종자본증권 등 보험사의 자본성증권 발행 규모는 2Q25부터 이전보다 둔화된 모습이 나타났다. 다만 일부 우량한 회사를 제외하면 경과조치 적용 전 기준으로 낮아진 K-ICS 권고기준 130% 달성을 대한 불확실성이 높은 환경이 이어지고 있는 만큼 일정 수준의 발행 수요는 지속될 수밖에 없을 전망이다.

보험사 자본성증권 발행액 추이



자료: 한국기업평가, SK 증권

1Q23 기준 – 주요 생명보험사 K-ICS 비율 현황

(%)	경과조치 전	경과조치 후
삼성생명	177.2	
한화생명	154.1	
교보생명	145.8	186.8
신한라이프	189.3	
농협생명	253.9	431.1
KB 라이프	234.1	
미래에셋생명	183.3	
동양생명	126.8	
DB 생명	150.5	197.0
IBK 연금보험	125.0	223.6
하나생명	138.8	185.3
KDB 생명	40.6	164.0
iM 라이프	90.5	181.9
푸른현대생명	-23.8	145.5

자료: FSiS, SK 증권 추정

1Q23 기준 – 주요 손해보험사/보증보험사/재보험사 K-ICS 비율 현황

(%)	경과조치 전	경과조치 후
삼성화재	266.6	
DB 손해보험	204.7	
현대해상	159.4	
KB 손해보험	182.2	
메리츠화재	238.9	
한화손해보험	182.5	215.8
흥국화재	174.0	216.7
롯데손해보험	101.6	119.9
NH 농협손해보험	129.6	165.7
하나손해보험	150.1	
신한 EZ 손해보험	340.4	
캐롯손해보험	68.6	
카카오페이손해보험	283.2	
MG 손해보험	-15.4	-18.2
서울보증보험	414.4	
코리안리	195.7	

자료: FSiS, SK 증권 추정

**경과조치에 따라 기본자본으로
인정된 신종자본증권 콜옵션 기일
도래 중**

또한 기본자본 K-ICS 비율 도입이 예고된 상황에서 관련 불확실성은 지속될 것으로 예상된다. IFRS17 전환 시점에 금융당국은 제도 연착륙을 위해 경과조치를 통해 23년 제도 시행 전 발행된 신종자본증권의 경우 스텝업 조항 등 여부와 관계없이 자본증권 한도(총 요구자본의 15%) 내에서 기본자본으로 인정해주었다. 다만 해당 신종자본증권의 콜옵션 시점이 도래하고 있는 만큼 콜옵션 행사에 따른 기본자본 감소가 향후 지속적으로 발생할 수밖에 없을 것으로 예상된다.

경과조치 – 기본자본으로 인정되는 신종자본증권 현황

회사	발행액(십억원)	기본자본 K-ICS	Call옵션 시점	24년 배당 여부
교보생명	470.0	144.5	2026.09	O
동양생명	348.2	57.4	2025.09	X
코리안리	330.0	156.2	2027.05(2,300 억) 2027.10(1,000 억)	O
메리츠화재	285.0	83.2	2025.11(1,050 억) 2027.04(700 억) 2027.06(1,100 억)	O
농협생명	250.0	180	2027.09	X
흥국화재	120.0	55.2	2027.03(200 억) 2027.05(300 억) 2027.08(700 억)	X
한화손보	235.0	96.2	2027.05(1,500 억) 2027.09(850 억)	X
iM 라이프	95.0	12.1	2027.03	X
KB 라이프	50.0	159.9	2027.06	O
흥국생명	50.0	102.5	2027.03	X
롯데손보	46.0	-15.6	2026.12	X
푸본현대	40.0	36.6	2027.11	X

자료: 한국기업평가, SK 증권

배당가능이익 이슈로 일부 회사
외에는 차환 발행 쉽지 않을
것으로 전망

향후 기본자본 규제 도입에 있어
신중한 스텐스 불가피할 것으로
예상

다만 현재 일부 대형사를 제외하면 해약환급금준비금 등 영향으로 배당가능이익이 확보되지 못하고 있는 상황에서 콜옵션 시점 이후 기본자본으로 인정되는 자본성증권 발행은 쉽지 않을 것으로 예상된다. 현재 명확한 기본자본 K-ICS에 대한 내용은 없으나 해외 사례를 기준으로 약 50~70% 수준이 언급되고 있다.

상당수의 보험사들의 K-ICS 비율이 해당 수준을 미달하고 있는 상황에서 배당가능이익이 불충분하여 일부 대형사를 제외하면 차환 발행이 현실적으로 불가능한 상황임을 감안하면 자본성증권 관련 불확실성은 다소 높을 수밖에 없다고 판단한다. 이번에 발행된 DB 손해보험의 기본자본 신종자본증권 등 우량사 발행 물량 중심으로 지속적으로 높은 매력을 예상하며 향후 기본자본 규제 도입에 있어 다소 신중한 스텐스가 요구될 수밖에 없을 전망이다.

기본자본 및 보완자본 인정 요건

		보완자본 인정 요건	기본자본 인정요건
후순위성	변제순위	후순위	보완자본 요건 총족 자본증권 대비 후순위
지속성	만기 조기상환 Step-up	5년 이상 5년 이후(승인 필요) 요건 없음	30년 이상 5년 이후(승인 필요) 불가
이자 지급	지급재원 취소 여부	요건 없음 요건 없음	배당가능이익 재량
해당 자본성증권		후순위채, 신종자본증권(스텝업조항 등 포함)	신종자본증권(스텝업 등 조기상환 촉진 조항 미포함)

자료: 한국기업평가, SK 증권

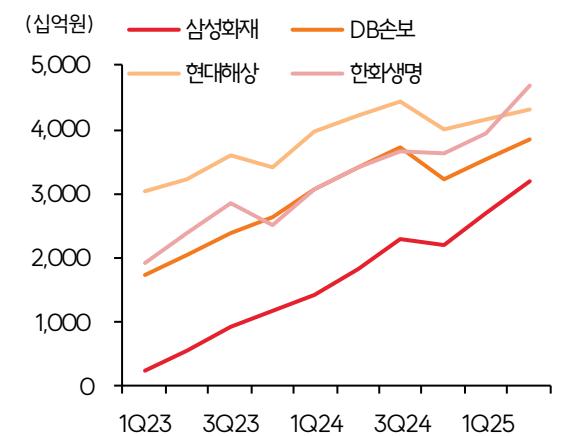
배당가능이익 확보를 위한
해약환급금준비금 제도 개편에
있어서도 신중한 스탠스 유지

배당가능이익 확보를 위한 해약환급금준비금 제도 개편 등을 고민해볼 수 있겠으나 이에 대해서도 다소 보수적인 스탠스를 유지한다. 먼저 현재 K-ICS 비율 기준 해약환급금준비금은 기본자본으로 분류되고 있어 배당가능이익 확보를 위해 해약환급금준비금 적립 규모를 완화할 경우 기본자본비율 관리 측면의 부담이 더욱 커지는 상황이다.

신계약 확대에 대한 패널티 등을
감안할 때 경쟁 심화 등 우려
존재하는데 기인

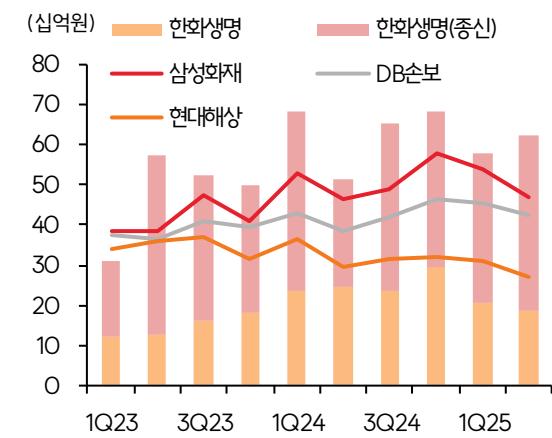
전체적인 적립 방법에 대한 개편 언급이 제시되고 있으나 IFRS17 이후 신계약비 반영 방법 등의 변화가 나타난 상황에서 현재 신계약 확대에 대한 실질적인 패널티가 해약환급금준비금으로 인한 배당가능이익 감소 등 밖에 없는 점을 감안했을 때 과도한 신계약 경쟁 등을 우려하는 금융당국 입장에서도 제도 개편에 대해 신중한 스탠스가 나타날 것으로 예상한다.

주요 보험사 – 해약환급금준비금 추이



자료: 각사, SK 증권

주요 보험사 – 보장성 신계약 추이



자료: 각사, SK 증권; 주: 보장성 인보험 기준이며 생보사의 경우 종신도 추가로 표시

5. 현재 줄 수 있는 것이 확실한 회사에 대한 가중치

(1) 메리츠금융지주, DB 손해보험, 코리안리를 관심종목으로 제시

가정 관련 불확실성, 자본 이슈 등
감안시 업종 기대감은 중장기적
관점에서 제한적으로 판단

실적과 CSM 잔액 확보 측면에서 신계약을 팔지 않을 수 없는 환경이 불가피한 상황이지만 최근 신계약 확대를 위해 판매된 계약의 손해율 등 가정 관련 불확실성이 지속되고 있으며 향후 가정 조정 등에 따른 변동성과 자본 측면의 이슈까지 종합적으로 감안했을 때 중장기적 관점에서 업종에 대한 기대감은 제한적으로 바라볼 필요가 있다고 판단한다.

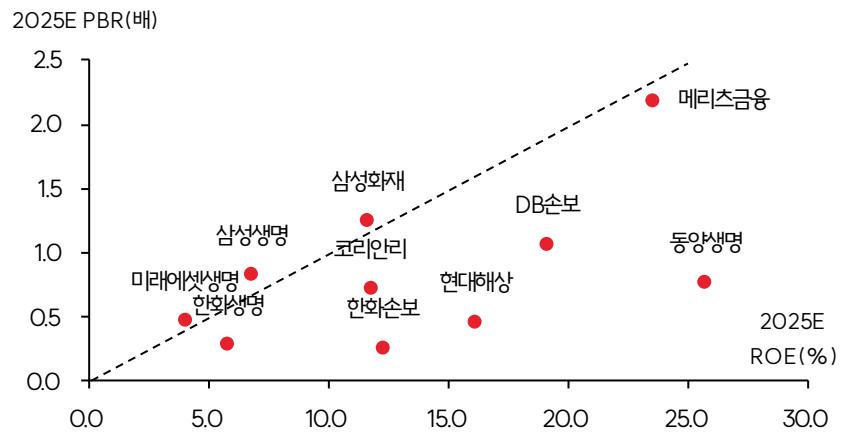
현재 규제/환경 속에서 이익 방어,
주주환원 가능한 회사 선호.
메리츠, DB, 코리안리 관심 종목

중장기적 관점의 기대감보다는 현재 규제와 대내외 환경 속에서 확실하게 이익을 방어하고 주주환원을 제공해줄 수 있는 회사를 선호하며 커버리지 회사 중에서는 삼성화재, 삼성생명, DB 손해보험, 코리안리, 메리츠금융지주가 이에 부합한다고 판단한다. 이 중에서는 총 주주환원수익률이 높아 밸류에이션 측면의 매력이 유효한 회사의 매력이 높다고 판단하며 5% 이상의 총 주주환원수익률을 기대할 수 있는 메리츠금융지주, DB 손해보험, 코리안리를 관심종목으로 제시한다. 삼성화재의 경우 1) 높은 안정성과 2) 양호한 이익체력은 충분히 긍정적이라고 판단하나 밸류에이션 측면의 부담은 다소 높은 상황이라고 판단한다.

삼성생명 회계처리 관련 이슈는
무의미한 논쟁이라고 판단.
펀더멘털 중심 접근 필요할 전망

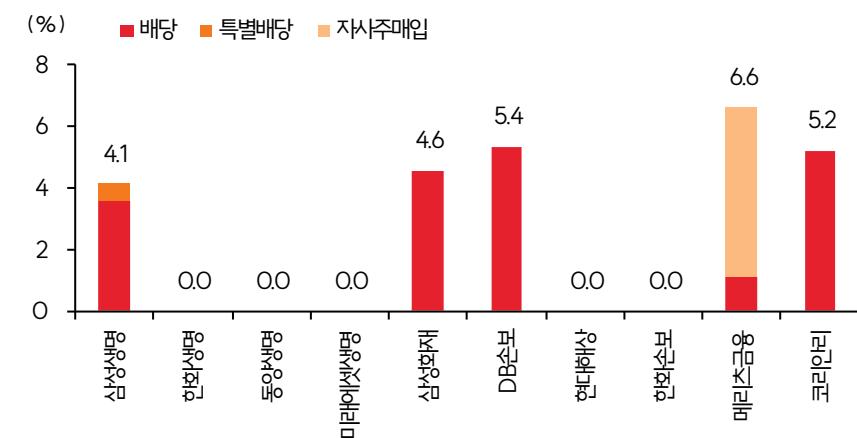
최근 회계처리 관련 이슈로 삼성생명의 주가 변동성이 크게 나타났으나 기본적으로 1) 과거 고금리로 판매된 유배당계약의 구조적 손실, 2) 급격한 IFRS17 전환에 따른 혼란 최소화를 위한 예외조항 적용 등을 감안할 때 단기적으로 크게 변화가 발생할 만한 크리티컬한 논쟁거리는 아니라고 판단한다. 단기적 노이즈에 기반한 변동성 보다는 회사의 이익체력과 직결된 신계약, 가정의 적정성 및 주주환원 등 실질적인 펀더멘털 중심의 접근이 필요할 전망이다.

보험사 25E PBR-ROE Valuation



자료: 각사, SK 증권 추정

보험사 25E 총 주주환원수익률 전망



자료: 각사, SK 증권 추정; 주: 기보유 자사주 소각은 제외하고 매입분 기준으로 산정

Compliance Notice

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

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

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

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 08월 27일 기준)

매수	91.72%	중립	8.28%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------