



보험 (Positive)

자본규제 고도화 방안: 호재는 맞고, 배당시점은 아직 모른다

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479 / RA 권지우 Jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

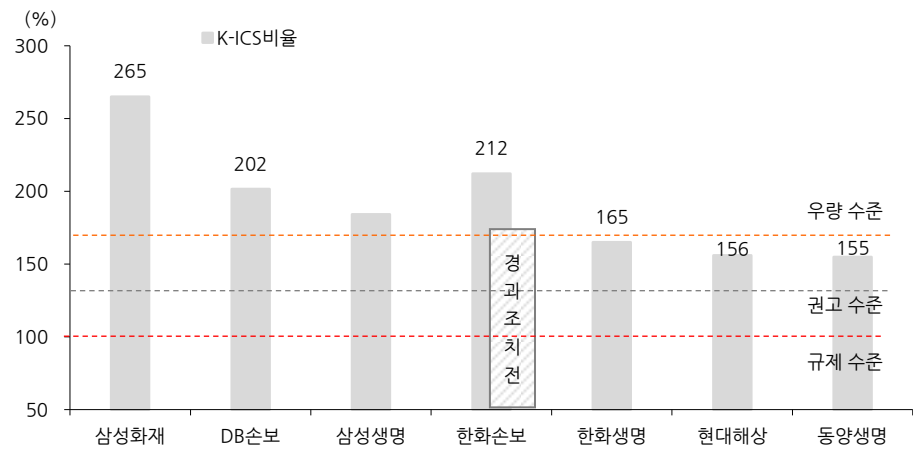
허들의 하향 조정은 호재가 맞다

- 금융당국이 전일 '보험업권 자본규제 고도화 방안'을 발표, 회계기준(IFRS17) 및 감독기준(K-ICS)이 변경되고 만 2년 이 경과한 데 따라, 구(舊)제도 기반으로 짜여졌던 일부 규제를 정비한다는 취지
- 당국은 주요 감독 규제가 K-ICS비율을 기준으로 설정되어 있기 때문에, 보험업종이 기본자본(*) K-ICS비율을 올리기 보다는 보완자본인 채권(후순위채, 신종자본증권 등) 발행으로 자본비율을 충족시키는 경향이 강해졌음을 지적
(*위계상 보다 손실흡수성이 강한 자본, 예컨대 자본금, 자본잉여금, 이익잉여금 등. 은행 자본비율은 위계별로 BIS비율, Tier1비율, CET1비율 등으로 분리 규제되고 있음)
- 이에 기본자본 K-ICS비율에 대한 규제 수준을 마련하는 대신, 후순위채 조기상환이나 종목 라이선스 추가, 주식 감소 등 여러 사안에 제시되는 최소 K-ICS비율 요건을 150%보다 10~20%p 수준 낮출 것으로 밝힘
- 시장의 관심은 이러한 요건 하향을 지난 10월 발표된 '해약환급금준비금(이하 해약준비금) 개선안'에도 적용한다는 데 집중됨. 본래 해약준비금 개선안은 두 가지 허들을 지니는데, 첫 번째 허들이 낮아질 전망
 - 허들 (80%): 2025년 기준 K-ICS비율 190%(150%+40%) 이상이면 해약준비금을 산출식의 80%만 적립 → 이 허들을 예컨대 170%(130%+40%)로 낮출 수 있음
(허들 (1)은 매년 10%p씩 하향. 예: (기준) '24년 200% → '25년 190% → '26년 180% ... (완화) '25년 170% → '26년 160% ...)
 - 허들 (90%, 경과규정): 허들 (1)에 미달해도 K-ICS비율 150% 이상이면 해약준비금을 산출식의 90%만 적립
- 더불어 일반손해보험 종목을 대상으로 적립해왔던 비상위험준비금도 적립한도를 낮추어 준비금 감소를 유도하겠다고 밝힘. 준비금 적립액은 1.6조원 감소할 것으로 예상된다고 기재됨
- 두 가지 준비금 모두 배당가능이익의 차감 요소이므로, 적립 부담 감소는 배당가능이익 확대에 연결됨. 이에 배당재원 소멸로 valuation 대폭 할인을 받았던 현대해상, 한화손보, 한화생명의 주가는 전일 각각 11%, 7%, 5% 상승
- 기존 제도에서는 배당가능이익 확보 시점이 회사별로 2~3년 뒤이거나 오지 않을 것으로 예상되었으므로, 재원 증대에 기여하는 제도 개선은 호재라고 판단

시점은 아직 모른다

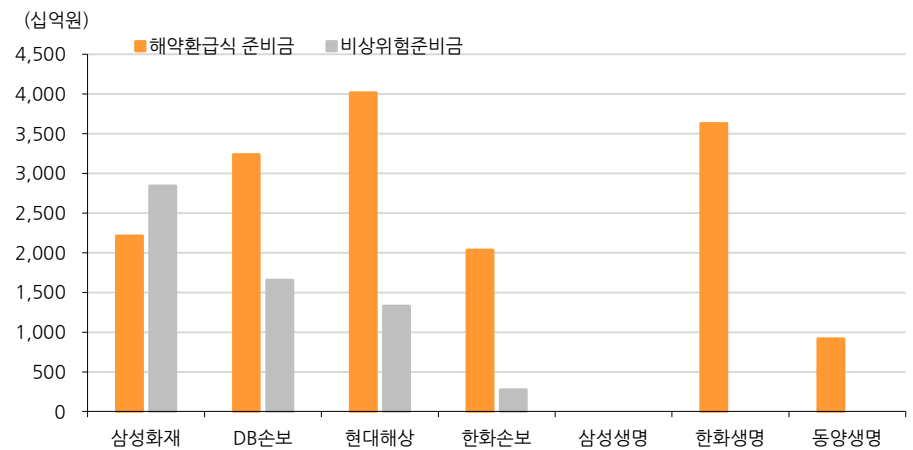
- 다만 회사별 배당 재개 여부를 가늠하기 위해서는 고려해야 할 사항이 두 가지 있음. (1)해약준비금 K-ICS비율 허들 (80%)이 낮아지면, 이를 상회할 수 있는가? (2)해약준비금이 감소하면, 배당가능이익이 양수(+)로 전환되는가?
- 배당을 미지급한 커버리지 보험사 중 2024년 말 K-ICS비율이 170%를 상회한 것은 한화손해보험. 2025년 중 비정상적인 변동 요인은 (1)보험부채 할인을 인하(-)(1월 적용), (2)예상보험금 현가 반영(+)(논의 중) 등이며, 이를 고려하면 3사의 해약준비금 개선안(80%) 적용 여부는 2025년은 미지수, 2026년은 가능할 것으로 전망
- 한편 해약준비금 부담이 지금보다 11% 감소(적립률 90%→80%)하고 비상위험준비금 적립액이 줄어들 경우, 3사의 배당가능이익이 유의하게 확보되는 것은 회사별로 2026년 또는 그 이후일 것으로 추정됨
- 배당 재개가 불투명했던 기존보다 상황이 개선된 것은 분명하며, 3사 평균 12mf PBR(수정) 0.16배의 절대적인 저평가 상태에서 주가가 호재에 반응하는 것은 합리적. 다만 이 개선이 실리로 이어지는 시점을 고려하면 중기적인 접근이 필요하다고 판단됨

[그림1] 2024년 말 K-ICS 비율 (잠정)



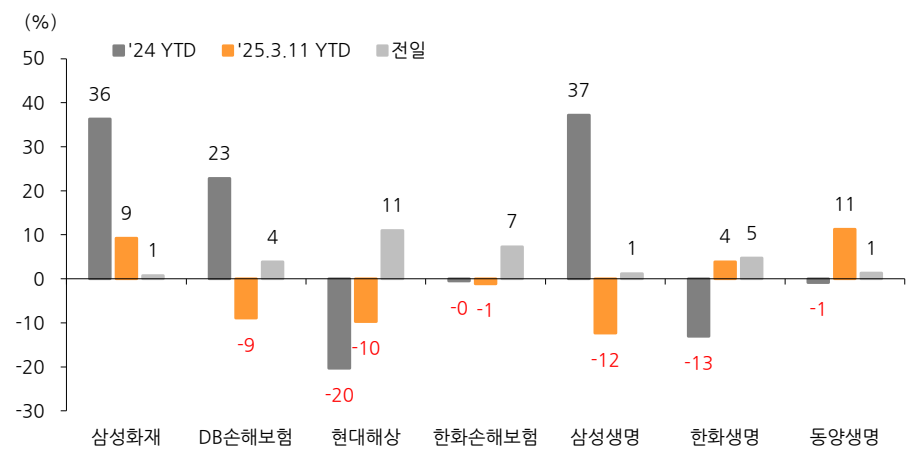
자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 2024년 말 주요 준비금 잔액



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 기간별 추가 수익률



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2025년 3월 13일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하, 권지우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

상기 '한화손해보험', '한화생명'은 당사와 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률"에서 규정하는 계열회사의 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%