

보험주 해설서

INDUSTRY

| 2025년 6월 12일 |

보험 (Positive)

은행/보험 김도하
doha.kim@hanwha.com
3772-7479

보험손익
투자손익
보험부채
실전응용



한화투자증권

| C o n t e n t s |

I. 들어가며	03
II. 기본의 기본의 기본	04
III. 관전 포인트	06
1. 보험손익	09
(1) 중요도 및 복잡성: 장기 상품(일반모형) > 단기 상품(PAA모형)	09
(2) 이상과 현실의 차이를 조정	16
2. 투자손익	19
(1) 버릴 것을 버리면 의외로 단순한 구조	19
(2) 당기손익인식 vs 기타포괄손익인식	22
3. 보험부채	24
4. 실전 응용	32
IV. 투자의견	40
V. 기업분석	45
1. DB손해보험 (005830)	46
2. 현대해상 (001450)	50

I. 들어가며

보험사의 재무 데이터를 모두가 해석 및 판단할 수 있게 되는 것이 자료의 목적

본 자료는 새 회계기준(IFRS17) 도입 이후 실적 및 재무상태의 해석을 어려워하는 투자자들을 위해 작성되었다. 보험업은 국내에서 기업 수로 다수를 차지하는 제조업, 유통업 등과는 실무도, 재무 데이터도 그 형태가 크게 다르다. 그래서 과거에도 생소하고 어려운 섹터였다. 여기에 새로운 회계기준이 적용되며 가정과 조정과 규제의 변동이 뒤섞인 근 2년 간에는 많은 투자자들이 보험에 대한 이해를 포기한 것처럼 보이기에까지 한다. 해당 산업을 분석하는 자로서 가장 경계되는 것은 주가의 하락이 아니라, 시장의 흥미를 잃는 것이다.

보험사의 실적과 방향성에 대해 올바른 해석이 용이하게끔, 스스로 투자 결정을 할 수 있게끔 돕는 것이 자료의 목적이다. 봐야 할 지표가 무엇이고 바른 해석이 어떤 것인지 는 부끄럽게도 순전히 필자의 주관에 따른다. 보험사의 숫자를 해석하는 데 더 많은 고만을 했던 이의 주관이니 전적으로 믿으시라는 말밖에 할 수 없다.

혹여 읽기에 앞서 위험보험료, 저축보험료, 부가보험료, 이로부터 창출되는 삼원차이의 등의 개념이 생소하다면, CSM이나 할인율, 시간가치가 불쑥 언급되는 것이 편하지 않다면 보험업종에 대한 다지기를 선행한 후에 본 자료를 읽는 것을 권장한다. 이것은 기초 세미나 자료가 아니기 때문에, 기본 개념의 학습이 일부 필요할 수 있다. 한편 본 자료는 계약이나 포트폴리오 단위에 대해, 보험회계에 대해 명확한 용어를 사용하거나 원리를 이론적으로 설명하는 것보다는 독자가 이해하기 쉽도록 개념을 단순화하는 것을 우선한다. 따라서 고의적으로 정식 용어가 아닌 것을 택하거나 정답이라기보단 비유에 가까운 표현을 할 수 있음을 밝힌다. 산업 종사자나 전문가가 아닌, 보험업종의 핵심을 알고자 하는 투자자를 위한 자료이기 때문이다.

이러한 취지이니 가급적 핵심만 적고 싶지만, 그렇다고 원리나 근거를 온전히 생략할 수는 없다. 심화(?)과정이라 생각되는 구구절절한 설명은 회색 음영으로 처리했으니 이 부분은 가볍게 읽고 있어도 좋다. (하지만 건너편 곳도 언젠가는 읽히기를 바란다...) 한편 동 자료의 여러 파트에서 같은 설명을 반복하는 것이 거슬린다면, 독자에게는 그 개념이 완전히 익숙하다는 의미이며 이는 매우 좋은 일이다. 다만 아직 익숙하지 않은 자를 우선해야 하므로, 안내심을 부탁드립니다.

마지막으로, 궁극적으로는 보험업종에 대해 투자자와 이견을 나누는 날이 오기를 꿈꾼다.

II. 기본의 기본의 기본

하나의 보험상품에서
현금흐름은
어떻게 나타나는가

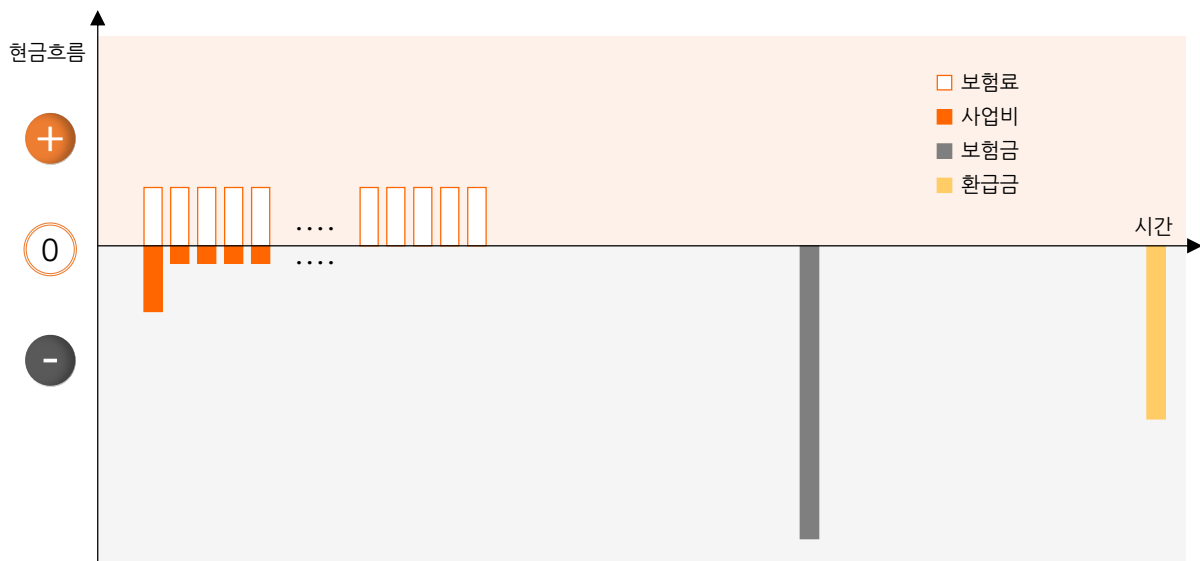
회계기준에 앞서, 우선 보험서비스가 제공되는 생애주기를 살펴보는 것이 필요하다. 가상의 보장성 건강담보 계약을 상상해보면 그림1과 같다.

우선 체결시점부터 보험료 납입이 시작된다. 보험료는 10년납, 15년납, 전기납 등 다양한 형태로 납입되는데, 이 보험료 막대는 평균적으로 생애주기의 앞쪽에 위치할 것이다. 사업비의 경우 신계약비 집행은 초기에 집중되는데, 첫 해에는 연간 보험료에 준하고 이후 유지비는 얇게 분산된다고 가정하자. 보험금은 보험사고의 확률에 따르므로 발생할 수도, 만기까지 발생하지 않을 수도 있다. 이 가상의 계약 한 건에서는 생애 중후반에 보험금 막대가 발생할 것으로 가정해보자. 마지막으로 환급금막대는 만기 시점이든 중도 해지시점이든 계약의 종결시점에 발생할 것이다.

한편 시점별로 현재화를 위한 할인(시간가치)이 부여되어야 한다. 할인율이 연 $a\%$ 라 할 때, 10년 뒤의 막대는 $(1+a\%)^{10}$ 만큼, 20년 뒤의 막대는 $(1+a\%)^{20}$ 만큼 할인된다. 따라서 할인율이 변동하면 10년 뒤의 막대보다 20년 뒤의 막대에서 현재의 변화가 더 크게 발생할 것이다. 당연한 설명들이지만, 이 구조가 익숙해야 회계기준의 이해도 쉬워진다.

‘막대’는 보험료, 보험금, 사업비, 환급금 등에 대한 계리적 가정의 결과다. 만일 수익성 지표의 계리적 가정을 변경한다면, 이 막대들의 크기가 바뀔 것이다. 이 막대를 현재 가치로 환산하는 데 중요한 변수는 ‘할인율’이다. 이는 시장금리를 기반으로 금융감독원에서 기간구조의 형태로써 매일 제공한다.

[그림1] 보험상품의 생애주기: 1 계약



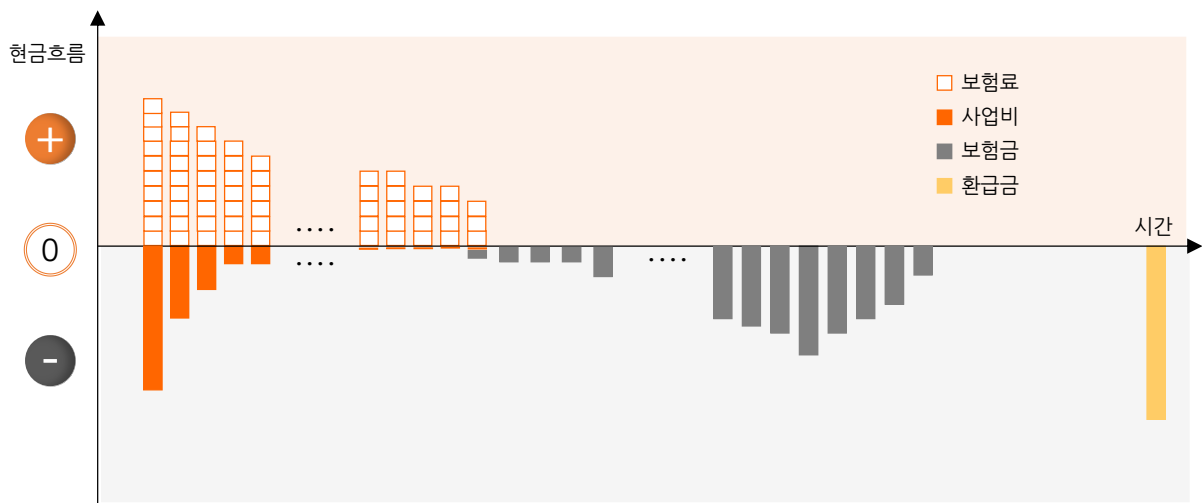
자료: 한화투자증권 리서치센터

포트폴리오 단위가 되면
유지율 가정이 중요해진다

하나의 상품이 아니라 상품 포트폴리오 단위를 상상한다면, 각 시점마다 이러한 막대들이 여러 토막으로 쌓일 것이다. 그림1의 계약이 1만 건 판매되어 그림2와 같이 포트폴리오를 형성하였다고 가정하자. 13회차 유지율이 100%라면 13번째 막대는 1만 토막 쌓인다. 25회차 유지율이 80%라면 25번째 막대는 8천 토막 쌓인다. 이렇게 토막의 개수를 결정짓는 것은 ‘유지율’이다. 손해율이 크게 낮아지면서 개별 막대의 크기가 개선되어도, 해지 가정이 악화되면 막대의 개수 자체가 급감하므로 정작 포트폴리오의 가치는 떨어질 수 있는 셈이다. 또한 포트폴리오 단위에서는 앞서 확률적 사고 여부로 결정되었던 보험금 막대도 보다 통계적인 분포가 가능해진다.

즉 보험서비스 결과에서 중요한 변수는 막대의 크기(손해율, 사업비율, 예정이율 등)와 할인율(국채금리, 유동성프리미엄, 금감원 제공사항 등), 막대의 개수(유지율)로 요약된다. 이것을 이해해야 재무상태와 손익의 흐름이 보일 것이다.

[그림2] 보험상품의 생애주기: 포트폴리오



자료: 한화투자증권 리서치센터

III. 관전 포인트

>> Summary

보험사는 보험서비스 제공과
투자로 돈을 벌니다.

보험사의 영업이익은 보험손익과 투자손익으로 구분된다. IFRS17 도입 후의 최근 2개년의 추이를 참고하건대, 특이요인이 없다면 영업이익의 2/3 정도는 보험 부문, 1/3 수준은 투자 부문에서 발생하는 것으로 보인다.

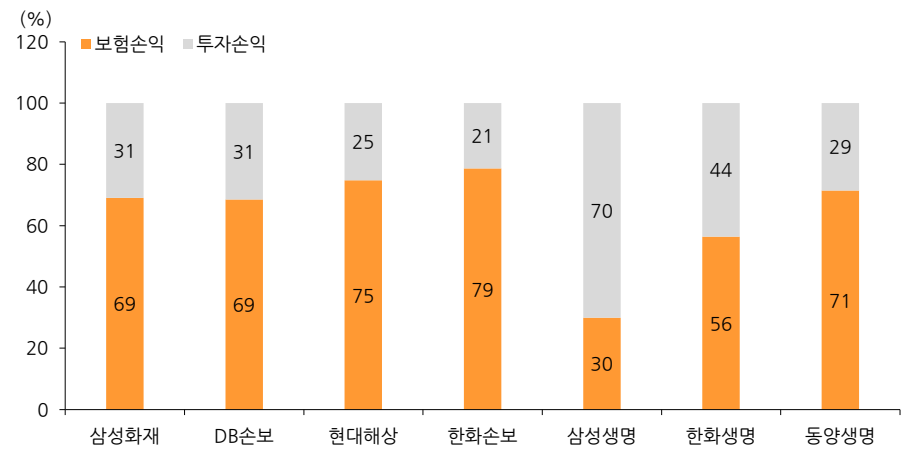
보험손익에서는 많은 가정이 포함되는 장기 보험상품 포트폴리오의 성과를 판단하기 위해 예실차, CSM 상각익, 손실계약비용을 보면 된다. 단기 보험상품의 성과인 PAA손익은 보다 즉각적이다. 생보사는 단기 상품을 취급하지 않는다. 상장 손보사들은 PAA모형에 포함되는 일반보험과 자동차보험의 성과를 별도로 제공하니 이를 관찰하면 되겠다. 단기 물적 담보의 경우 회계기준 변경 전과의 차이가 적은 편이다. 장기 상품만 이해하면 된다.

투자손익은 운용자산의 성과인 투자서비스손익과 보험부채의 조달 대가인 보험금융손익으로 나뉜다. 생보의 경우 특별계정을 제외한 일반계정의 손익만 관찰하도록 한다. 투자서비스손익은 이자/배당/기타(매각손익, 평가손익, 외환파생, 손상차손 등)로 구분하면 편리하다. 이자+배당은 제법 꾸준(해야)하고, 보험금융손익도 꾸준하다. 또한 이들은 상호 매칭 관계이므로, ‘(이자+배당)+보험금융’을 이자손익의 개념으로 확인하고, ‘기타’가 변동성 팩터로 가해진다고 보면 된다.

즉 보험에서는 장기 보험의 예실차, CSM 상각익, 손실계약비용과 단기 보험의 PAA손익을, 투자에서는 본질 손익(이자+배당+보험금융손익)과 기타를 나누어 보면 된다. 단 순화하면 보험사의 영업이익은 이게 끝이다.

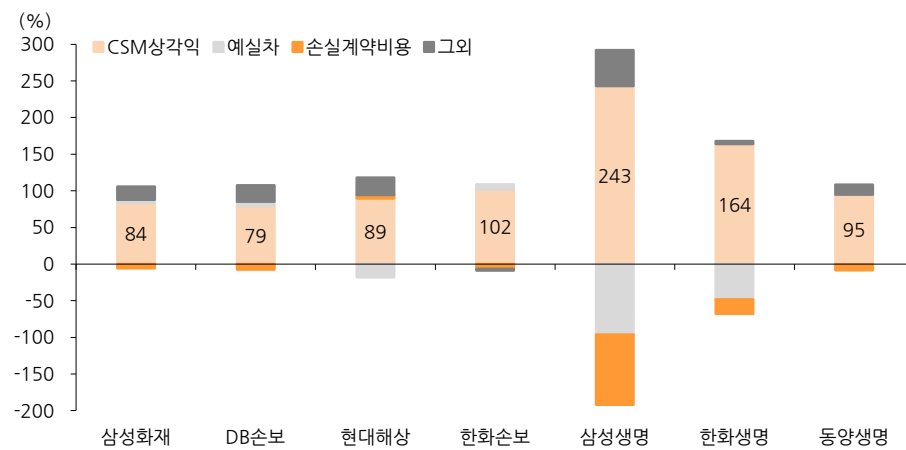
‘1. 보험손익’과 ‘2. 투자손익’에서는 상기 항목들을 핵심만 설명하고자 한다. ‘3. 보험부채’에서는 비록 어렵지만 뚫려야 뚫 수 없는 부채 항목을 설명한다. 사실 손익을 알려면 부채를 알아야 한다. 이후 ‘4. 실전 응용’을 통해 실제 보험사 실적을 보고 풀이해 보는 순서다.

[그림3] 보험사별 2024년 영업이익 구성



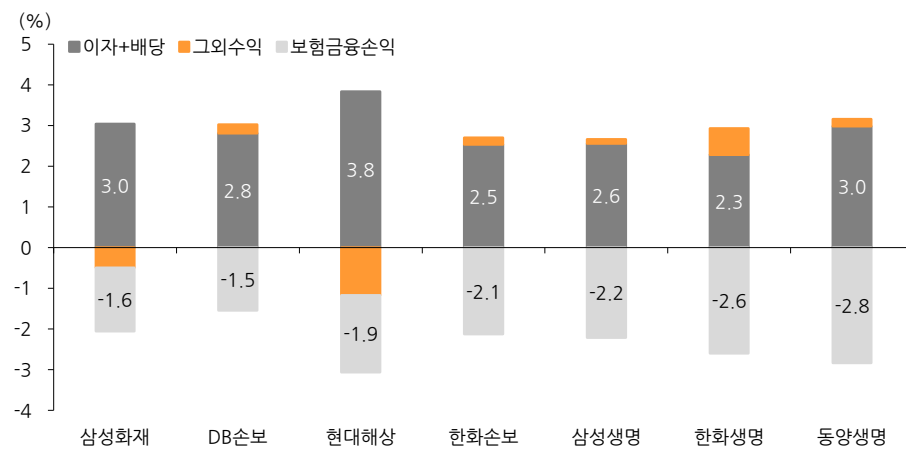
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 보험사별 2024년 보험손익 구성



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 보험사별 2024년 투자손익 구성 (운용자산 대비)



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 보험사별 2024년 주요 손익 및 수익성 지표

(단위: 십억 원, %, 배)

	삼성화재	DB손보	현대해상	한화손보	삼성생명	한화생명	동양생명
보험+재보험손익	1,889	1,619	1,043	398	542	506	274
일반/VFA 모형	1,717	1,420	910	484	602	657	303
예실차*	78	94	-186	28	-523	-245	-2
보험금*	153	106	-183	42	-390	-254	-8
사업비	-75	-12	-3	-14	-133	9	7
RA 변동	152	132	132	76	312	137	47
CSM 상각	1,579	1,287	933	406	1,317	829	260
손실계약관련	-108	-119	52	-26	-519	-100	-21
기타	16	26	-22	0	15	35	19
PAA 모형	333	310	188	86	0	-5	0
보험수익	8,443	6,352	6,234	1,345	0	17	0
발생순보험금	5,751	4,260	4,100	853	0	0	0
보험취득 비용	650	814	608	139	0	0	0
손실계약관련	-4	-1	10	-3	2	0	0
재보험비용	1,068	767	989	286	0	0	0
기타	-639	-200	-359	22	-2	-22	0
기타사업비	160	110	55	171	60	146	34
투자손익	845	744	352	108	1,264	391	110
일반계정					1,170	331	107
특별계정					95	60	3
보험금융손익	-1,337	-770	-856	-397	-6,157	-3,040	-947
일반계정					-5,410	-2,728	-964
특별계정					-747	-313	17
투자서비스손익	2,183	1,514	1,208	505	7,422	3,431	1,056
일반계정					6,580	3,059	1,070
특별계정					842	372	-14
영업이익	2,735	2,363	1,395	506	1,806	897	384
영업외이익	10	3	-29	-1	15	8	-2
세전이익	2,745	2,366	1,366	505	1,821	905	382
당기순이익	2,077	1,772	1,031	382	1,487	721	310
AUM	83,836	49,627	45,787	18,827	243,299	105,018	32,314
투자서비스손익	2,183	1,514	1,208	505	6,580	3,059	1,070
Yield	2.7	3.3	2.8	2.9	2.7	3.1	3.4
CSM (보유 순부채)	13,765	12,335	8,248	3,725	12,139	8,898	2,672
CSM 상각	1,579	1,287	933	406	1,317	829	260
단순상각률	11.7	10.5	10.8	10.6	11.1	9.2	9.8
신계약 CSM (원수)	3,451	3,078	1,821	741	3,261	2,123	732
신계약 보험료**	228	179	142	73	3,859	3,856	983
단순마진 배수	15.2	17.2	12.8	10.2	10.1	6.6	8.9

주: *보험료 경험조정 포함, **손보는 장기 월납환산 신계약 보험료, 생보는 신계약 연납화 보험료(APE)

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

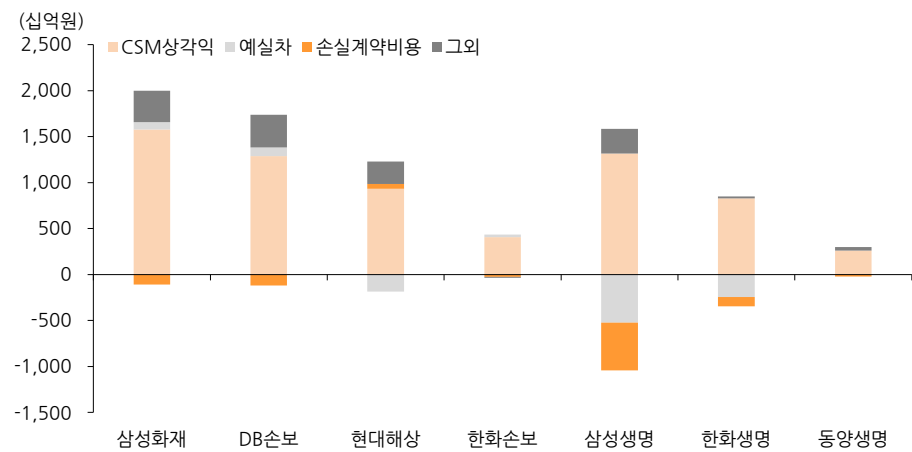
1. 보험손익

>> (1) 중요도 및 복잡성: 장기 상품(일반모형) > 단기 상품(PAA 모형)

일반모형: 만기가 긴
장기 상품에 대한 손익

IFRS17에서 만기가 긴 장기 상품은 일반모형으로 분류되고, 생애주기가 길기 때문에 미래에 대한 추정이 포함된다. 본디 보험은 리스크에 대한 예측에서 출발하는 비즈니스로써, 예상손해율, 예상사업비용, 예상부담이율 등의 기대비용이 먼저 가정되어야 보험료를 산출할 수 있다. 이러한 비용의 예측을 실무가 아닌 회계적으로도 활용하는 것이 IFRS17의 주된 특성이다. 가정이 포함된 일반모형에서 살펴볼 것은 전술한 대로 예실차와 CSM 상각익, 손실계약관련비용이다.

[그림6] 보험사별 2024년 보험손익



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

예실차는
당기서비스에 대한
경험조정

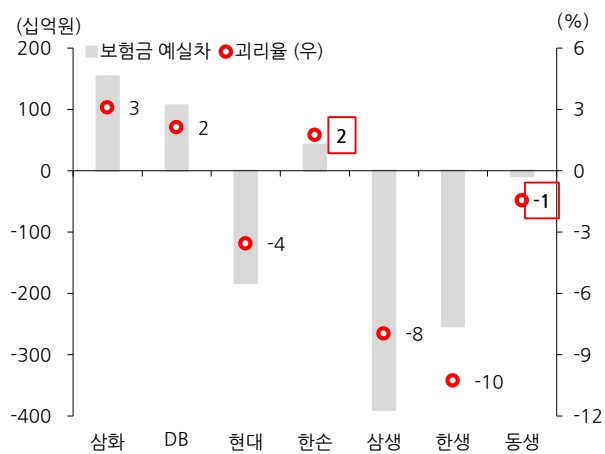
그. 예실차: 모든 것이 장기 시계열에 대한 가정(예상)으로 이뤄진 IFRS17 세계관에서
이상과 현실의 차이를 조정하는 것이 예실차다. 이는 당기에 대한 가정을 얼마나 잘했
는가의 척도이고, 틀린 부분을 잡아주는 보정이다.

2024년 예실차를 기준으로 보험금 부문에서 예상을 잘 한 것은 동양생명과 한화손보이
다. 이들의 예실차 괴리율은 1%대밖에 되지 않는다. 사업비 부문에서는 현대해상과 한
화생명이 예측을 잘했다. 이들은 괴리율이 2%에 미달한다. 당기서비스에 대한 대가인
예실차는 이처럼 절댓값이 작을수록 이상적일 것이다. 예실차가 크다는 건 추정을 보수
적으로 했다는 뜻이 아니라, 추정을 그만치 틀렸다는 의미다.

한편 예실차에는 계절성이 존재한다. 일반적으로 손해율에는 계절성(2Q<3Q<1Q~4Q)이
있는데, 대부분의 회사에서 예상비용을 연 단위로 산출하여 기간 배분하기 때문에 예상
보험금에는 계절성이 반영되어있지 않다. 실제보험금에는 계절성이 있으니, 예상보험금
에 계절성을 포함하지 않았다면 예실차에서 분기별 변동성이 나타나는 것은 불가피하다.

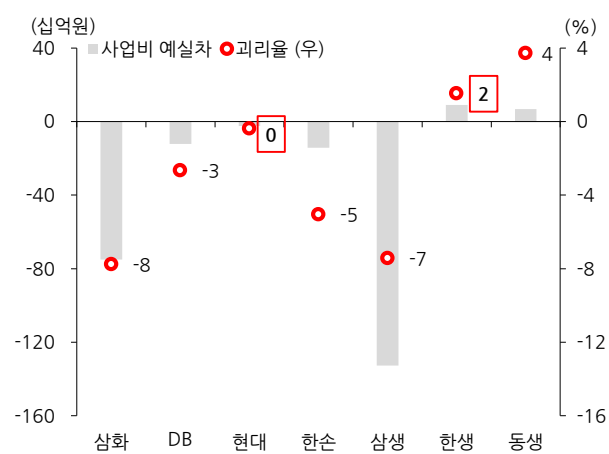
또 한 가지 주의할 점은 회사마다 예실차의 정의(定義)가 다르다는 것이다. 회사에서 제
시하는 예실차는 그 세부 항목의 구성이 회사마다 다르므로 동일 기준이 아니다. 당사는
자체적인 판단으로 기준을 통일하여 회사별로 비교 가능한 예실차를 기재하고 있으니,
사별 비교에 참고해도 좋을 듯하다. (→ 당사의 예실차가 회사가 제공하는 숫자와 다른 경우는 이때
문이다.)

[그림7] 2024년 보험금 예실차와 괴리율



주: 괴리율은 예상보험금 대비 보험금 예실차로 산출
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

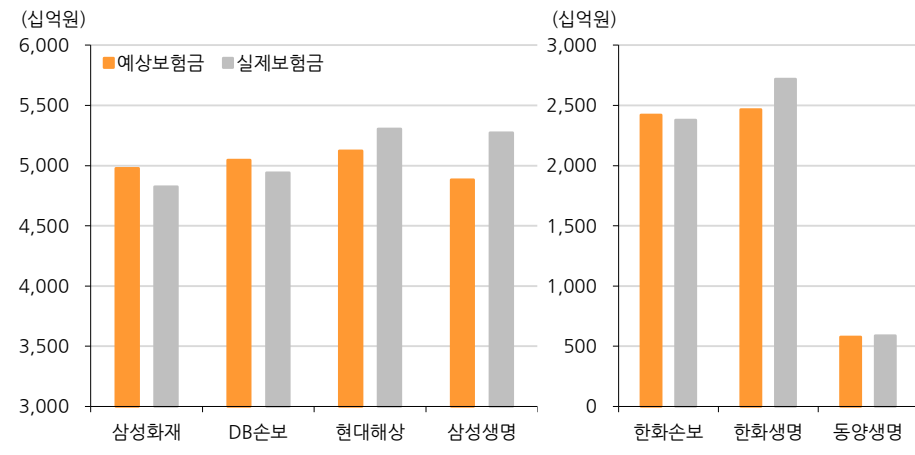
[그림8] 2024년 사업비 예실차와 괴리율



주: 괴리율은 예상사업비 대비 사업비 예실차로 산출
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

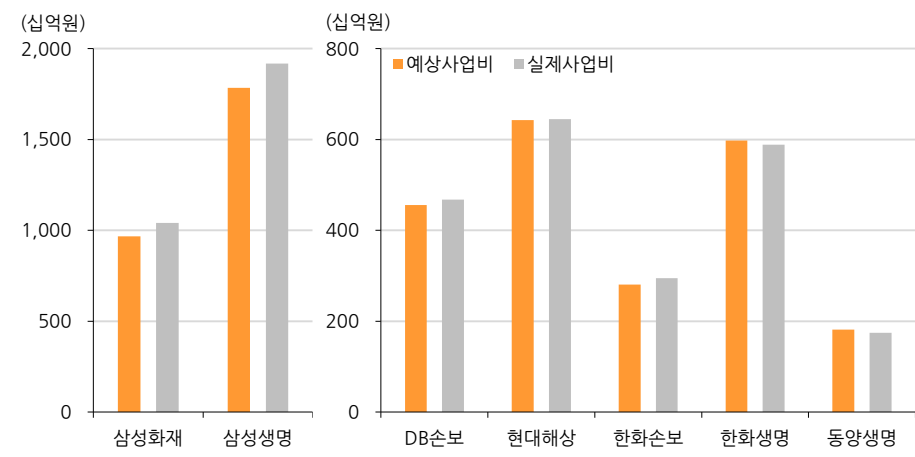
ㄷ

[그림9] 예상보험금과 실제보험금



주: 재보험손익 포함, 실제보험금에 발생사고요소조정 포함
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 예상사업비와 실제사업비



주: 재보험손익 포함, 실제보험금에 발생사고요소조정 포함
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

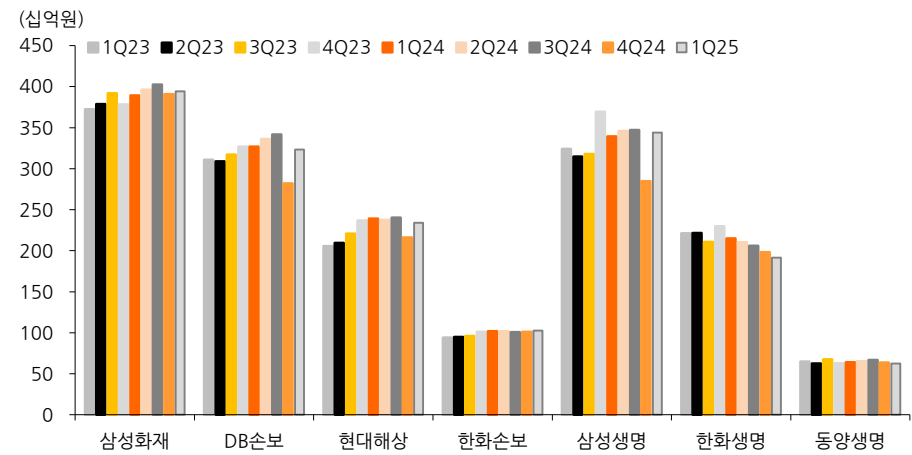
CSM 상각익은 서비스 제공 기간에 맞춰 수익을 인식하는 발생주의

ㄴ. CSM 상각익: 보험부채의 하나인 CSM(계약서비스마진)은 계약으로부터 얻을 수 있는 미래총이익의 현가를 나타내며 선수수익과 그 개념이 유사하다. 모든 보험계약은 수익과 비용의 예측에서 출발하므로, 그 예측의 타당성과 무관하게 회사는 이미 계약의 예상손익을 시계열로 보유하고 있다. 이를 현가화해 계상한 CSM을 인식(수익화)하는 것은 응당 서비스 제공기간에 맞추어 이뤄져야 할 일이다. 보험부채에 계상된 미래이익, 즉 CSM을 이번 기에 제공된 분만큼 상각하는 것이 CSM 상각익이다.

이는 보험손익에서 가장 중요한 항목이다. CSM 상각은 보험서비스 제공이라는 보험사의 사업 본질에 대한 대가를 수취하는 것이기 때문이다. 실제로 CSM 상각익은 보험손익의 대부분을 차지하고 있다. 더불어, 여러 이유로 지난 2년간 실현되지는 않았지만, CSM 상각익은 저량(stock)지표를 기반으로 한 수익이므로 유량(flow)보다 변동성이 낮은 것이 정상이다. 새 회계기준이 잘 안착된다면, 보험사의 보험손익은 예측성이 무척 뛰어난 항목이 될 것이다.

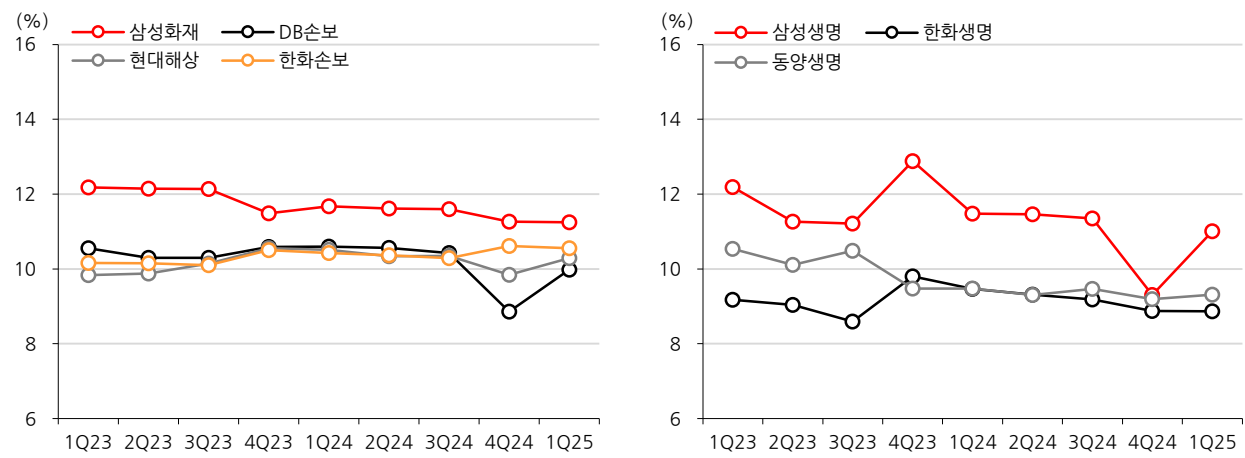
중요하긴 하지만 CSM 상각익 자체는 대단하게 분석할 것이 없다. 상각 기간과 상각률은 서로 반비례하는데(계약기간이 길면 천천히 상각되고, 짧으면 빨리 상각되니), 단순 상각률은 보통 10% 내외로 나타나고 있다. 어렵잡아 10년간량의 먹거리인 셈이다. CSM 상각익은 그저 스케줄대로 상각될 뿐, 분석하고 추정해야 하는 것은 상각 대상인 CSM 잔액이다. 부채로써의 CSM에 대한 보다 상세한 설명은 '3. 보험부채' 파트에서 다룬다.

[그림11] CSM 상각익



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] CSM 상각률



주: 상각률 = 당분기 CSM 상각액 / 기간 CSM 평균 으로 단순산출

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

미래 예상이 적자라면
즉시 비용으로 인식

㉔. 손실부담계약비용: CSM은 이익 계약만을 취급한다. 손실 계약을 CSM처럼 재무상태에 계상하고 분할 인식하는 것은 보수적인 회계처리 원칙에 걸맞지 않다. 따라서 손실 계약은 인식된 즉시 비용으로 처리해 그 대가를 치른다. 그것이 보험손익 내 손실부담계약비용이다.

손실 계약에 관한 처리에는 4가지 경우의 수가 있다. (a)신계약 체결 시점부터 손실 계약인 경우, (b)보유 손실 계약이 계속 손실 계약인 경우, (c)이익 계약이 손실 계약으로 전환된 경우, (d)손실 계약이 이익 계약으로 전환된 경우 등이다.

(a)신계약 손실은 바로 예상 총손실의 현가를 손실계약비용으로 인식한다.

예시: 미래 총손실의 현가가 100인 신계약을 판매

손실계약비용(비용) 100 / BEL(부채+) 100

(b)보유계약은 예상 총손실이 기존보다 더 커졌다면 그 증가분을 비용으로, 줄어 들었다면 그 감소분을 환입으로 인식한다.

예시: 보유계약의 미래 총손실의 현가가 전기 120 → 당기 90

BEL(부채-) 30 / 손실계약비용의 환입(수익) 30

(c)이익 계약에서 손실 계약으로 전환되었다면, 기존에 이익으로 예상했던 분만큼 존재했을 CSM을 모두 소멸시키고, 전환된 손실분만큼 손실계약비용으로 인식된다.

예시: 보유계약의 미래 총손실의 현가가 전기 50 → 당기 미래 총이익 30으로 전환

BEL(부채-) 80 / 손실계약비용의 환입(수익) 50, CSM(부채+) 30

(d)손실 계약이 이익 계약으로 전환되었다면 (c)와 반대로 기존에 손실로 예상돼 비용 처리해 왔던 예상 총손실을 환입하고, 전환된 이익분만큼 CSM이 발생한다.

예시: 보유계약의 미래 총이익의 현가가 전기 100 → 당기 미래 총손실 40으로 전환

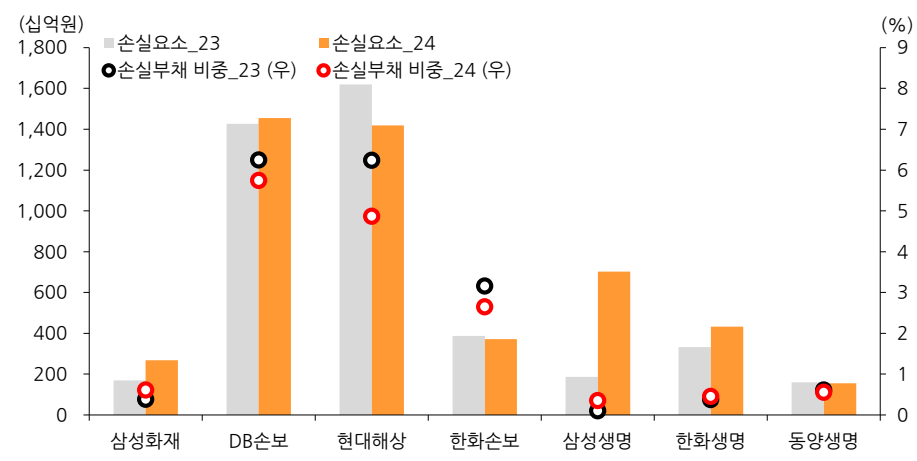
CSM(부채-) 100, 손실계약비용(비용) 40 / BEL(부채+) 140

보험사의 장기부채에서 손실요소부채가 차지하는 비중은 그림13과 같다. 예컨대 현대해상은 보유한 손실 계약으로부터 평생 인식할 손실의 현가가 2024년 말 기준 1.4조원이고, 이는 장기 부채(29.2조원)의 5%를 차지한다. 주로 2위권 손보사가 높은 비중의 손실요소를 갖는 것은 실손보험 때문이고, 부채 내에서의 비중이 축소된 것은 적자 상태인 실손의 요율 인상이 누적되면서 미래 예상손실이 감소했기 때문으로 보인다. 반면 삼성생명은 여전히 낮은 손실 비중을 갖고 있지만 그 규모는 눈에 띄게 증가했는데, 연금보험에서 손실 계약으로 전환된 블록들이 발생하면서 4Q24 중 예상손실이 4,500억원대 증가한 것이 주 원인이다.

손실 계약 비용의 주요 변수는 손보에게는 실손, 생보에게는 금리가 될 것으로 예상된다.

그 외 일반모형(장기보험) 손익의 항목인 RA 변동은 CSM과 마찬가지로 RA(위험조정)라는 부채를 당기분만큼 상각하면서 발생한 이익이다. RA는 변동성에 대비한 버퍼로 적립하는 부채이니, 충당금의 환입과 유사한 개념으로 이해하고 넘어가도 좋다.

[그림13] 장기 보험부채 중 손실요소 비중



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

PAA모형: 만기가 짧은
단기 상품에 대한 손익

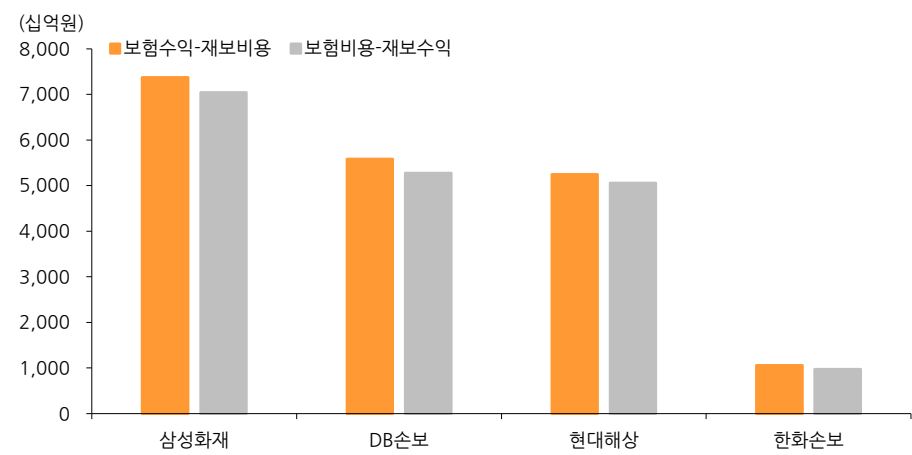
PAA(보험료배분접근법)모형은 최초 인식시점에서 보험계약 보장기간이 1년 이하인 계약을 다룬다. 단기 계약이므로 일반모형처럼 미래 가정을 매번 재조정하거나 현금로 물고 오는 등의 복잡한 과정을 거치지 않는다. 수취한 보험료를 매 보험계약서비스 기간에 배분하면서 수익을 인식하는 비교적 단순한 방법이니 이전 회계기준(IFRS4)과 크게 다르지 않다. 일반모형에 비하면 말이다.

이러한 단기 계약은 거의 손보사의 몫이다. 일반(기업성, 물적담보)보험과 자동차보험이 여기에 속한다. 일반보험의 특성상 보유율이 절반 수준밖에 되지 않기 때문에(=출재를 많이 하므로), 당사는 PAA손익을 보유 기준으로 보려고 한다. 수익 측면은 보험수익-재보험비용, 비용 측면은 보험비용-재보험수익으로 분류하는데, 수익은 원수보험료로부터 출재에 따른 대가를 제거하여 순(net)개념으로 만들고, 비용 또한 집행되었어야 할 보험금에서 재보험금을 상쇄하여 순 개념으로 보는 게 적합하다고 판단하기 때문이다.

예전과 같이 일반보험에서 고액사고가 발생했는지(ex. 자연재해, 공장 화재, 선박이나 여객기 사고 등), 자동차보험 손해율이 어떠할지(변수: 요율 인상/인하, 예년 대비 폭우/침수/빙판 사고의 심도 및 빈도 등), 그로 인해 향후 재보험비용이 증가할지 감소할지 정도를 확인하면 되겠다. 만기가 짧고 반응이 즉각적이니, (비교적)단순하다.

이상의 '1-(1)'은 보험을 철저히 당기 손익 관점에서 중요하고 굵직한 항목만 다룬 것이다. '1-(2)'는 당기가 아닌 미래서비스 관점에서의 조정을, '3. 보험부채'는 보험손익의 뿌리가 되는 부채를 설명한다.

[그림14] 보험수익-보험비용, 재보험수익-재보험비용



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

>> (2) 이상과 현실의 차이를 조정

당기 오차는 예실차로 조정
미래 오차는 CSM으로 조정

(이하 심화 내용)

앞서 본 대로 장기 상품을 다루는 일반모형 손익은 가정의 산물이다. 이러한 가정이 실제와 일치하지 않을 때, 그 불일치에 대한 당기의 경험조정은 예실차로 즉각 이뤄진다. 다만 이는 이미 벌어진 당기 오차에 대한 후속적인 조정일 뿐, 본질적으로는 미래에 대한 가정 자체를 선제적으로 재조정하는 작업이 필요할 것이다. 이러한 미래서비스에 대한 변동은 매 기말마다 CSM 잔액의 조정으로 나타난다.

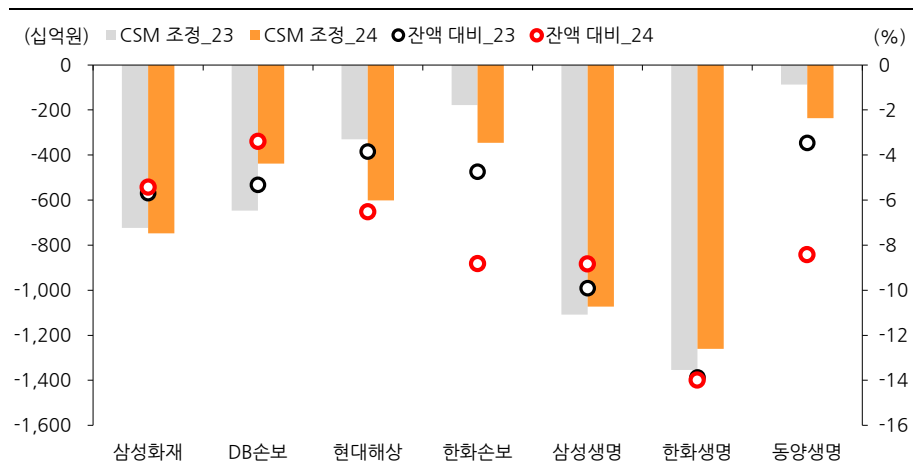
(어? 이번 막대 틀렸다 → 예실차 / 이거 뒤의 막대도 다 바꿔야겠다 → CSM 조정)

경험통계에 의해 미래서비스에 대한 추정치를 변경할 때 손해율, 사업비율 등의 수익성 가정이 변화한다면 시점별 막대의 크기가 변할 것이다. 해지율 가정이 변화한다면 포트폴리오 단위에서 막대를 쌓은 개수가 변화할 것이다.

대대적인 추정치 변동은 특히 연말에 이루어지고, 직전 5개년 평균의 계리적 수치를 활용한다. 연간의 단위를 calander year(1~12월) 기준으로 하는 경우뿐 아니라, 2개년도에 걸친 두 개 반기(직전년도 하반기~당해년도 상반기)를 기준으로 하는 회사도 있음을 참고하자.

IFRS17 도입 이래 가정 변경에 의한 기중 CSM의 조정은 대부분 (-)로 나타났다. 추정치가 나빠져왔다는 의미이다. 외부요인을 배제하기 위해 연도별 1Q~3Q의 변동만 놓고 보면 그림 15와 같다. 추정치의 악화가 당연한 일은 아니니 기중 조정이 반드시 (-)일 필요는 없다. 그럼에도 모든 커버리지사가 이토록 꾸준히 CSM 잔액을 깎아낸 공통 원인은 해지율 가정의 악화였다. 손해율, 사업비율 등 수익성 추정이 개선되어도 해지가 예상보다 늘어나는 행태가 반복되면 먹거리의 물량이 감소하니 CSM이 줄어든 것이다. 신계약 판매를 위해 기존 계약이 해지되는 것을 경상적, 심지어 실적 효과라고 여기는 회사들의 인식이 바뀌지 않는 한, 앞으로도 해지 증가에 따른 (-) 조정은 계속 발생할 것으로 보인다.

[그림15] CSM을 조정하는 추정치 변동 규모 및 비율 (평분기 기준)



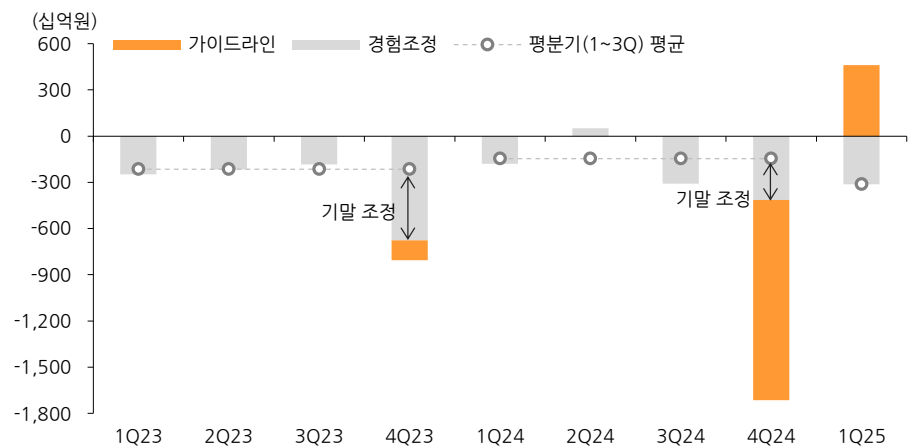
주: 금감원 가이드라인 영향을 배제하기 위해 1Q~3Q 평균으로 산출

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

한편 IFRS17 도입 후 맞이했던 두 차례의 연말 모두 보험사들은 금융감독원이 제시한 계리가정 가이드라인을 일괄적으로 반영했다. 따라서 지난 두 해의 4Q 조정에는 회사들의 가정 변경과 금감원 가이드라인에 의한 영향이 섞여있으므로 연말의 대대적인 추정치 변동이 어느 정도인지 별도로 파악하기는 어려워 보인다. 다만 DB손해보험의 사례를 참고하면, 추정치 조정의 CSM 영향이 2023년 1~3분기 평균 -2,000억원 초반대이었으나 4분기에는 회사의 조정과 가이드라인 영향이 합쳐져 -8,000억원을 조정했다. 2024년에는 1~3분기 평균 -1,500억원 조정되었으나 4분기에는 가이드라인을 제외하고 -4,000억원 조정된 것으로 보인다.

이러한 미래서비스에 대한 추정치 변동은 (손실 계약이 아니라면)부채 내에서 상쇄되므로 당기손익에 영향을 주지는 않으나, 결국 미래이익의 현재인 CSM을 조정하므로 향후의 상각익에 영향을 준다는 점에서 살펴볼 필요가 있다.

[그림16] DB 손해보험의 CSM(보유) 조정 추이 사례



자료: DB손해보험, 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

2. 투자손익

>> (1) 버릴 것을 버리면 의외로 단순한 구조

본질 투자손익
=이자+배당+보험금융손익

투자손익은 투자서비스손익과 보험금융손익으로 나뉜다. 투자서비스손익은 운용자산의 성과를, 보험금융손익은 보험부채의 비용을 나타낸다. 각각 자산 수익과 부채 비용으로 이해하면 간단하다.

항목명이 전혀 직관적이지 않은 투자서비스손익은 이전 회계기준(IFRS4)의 투자영업이익과 동일하게 이자, 배당, 매매평가익, 손상차손, 외환파생손익 등, 말 그대로 운용의 결과물을 나타낸 것이므로 한결 익숙한 개념이다.

보험금융손익은 보험부채에 이율을 곱한 부담이자로 보면 편하다. 모든 보험부채는 현재가화되어있으므로 한 기(期)가 경과하면 할인율만큼 unwinding된다. 예컨대 't+30기'의 막대는 $(1+\text{할인율})^{30}$ 으로 할인되었을 터다. 한 기가 경과했을 때 이 막대는 $(1+\text{할인율})^{29}$ 로 할인되어야 한다. 모든 막대가 이처럼 할인율을 한 번 덜 적용해야 하니, 막대 전체에 $(1+\text{할인율})$ 을 곱하면 될 일이다. 그러므로 막대의 합이 할인율만큼 늘어난다. 당사는 BEL, RA(optional), CSM에 일정 이율을 곱해 보험금융손익의 할인을 효과를 추정한다. 이해를 돕기 위해 부연하자면, 당사는 이것을 이자비용=시간가치=기회비용으로 설명한다. 은행이 예금과 은행채로 자금을 조달하듯이, 보험사는 보험계약에서 수취한 보험료로 운용의 원천을 조달한다. 즉 사업을 영위하기 위해 필요한 조달의 대가이므로 부담이자비용이라고 할 수 있는 동시에, 시간이 경과한 만큼의 할인이 풀려나온 것이므로 시간가치로도 볼 수 있겠고, 미래의 cash outflow 막대에 대비한 적립부채에서 발생하는 비용이므로 기회비용이라 여길 수도 있겠다. 보험금융손익에는 할인율뿐 아니라 환율 효과도 있지만, 이는 보통 투자서비스손익에서 상쇄되니 무시해도 될 것 같다.

당사는 투자손익을 분석 및 추정하기 위해 (자산, 수익)투자서비스손익의 이자, 배당과 (부채, 비용)보험금융손익을 매칭한다. '이자+배당+보험금융손익'은 부채 부담이자와 그에 매칭한 inflow 자산의 수확물이기 때문에, 본질적이고 추정 가능한 성질이라고 판단한다. 따라서 이를 순이자스프레드, 예전 용어에 빗대면 이자익의 관점으로 이해하고 있다. 이외 항목인 자산 처분손익, 평가손익, 외환/파생손익, 손상차손 등은 개연성이 낮아 비정상 손익에 가깝다. 본질적인 이차익에 당시 시장 상황이나 회사별 특성에 따라 매매평가익이나 외환손익 등을 가감하는 형태로 분석 또는 추정할 수 있겠다.

최근 흐름을 살펴보면 이러한 이차이익은 손보사가 100bp대, 생보사가 BEP 내외 수준인 것으로 나타났다.

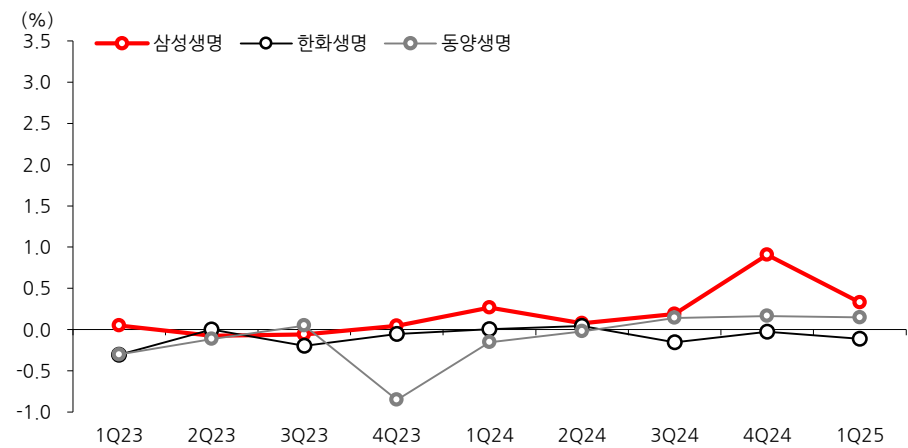
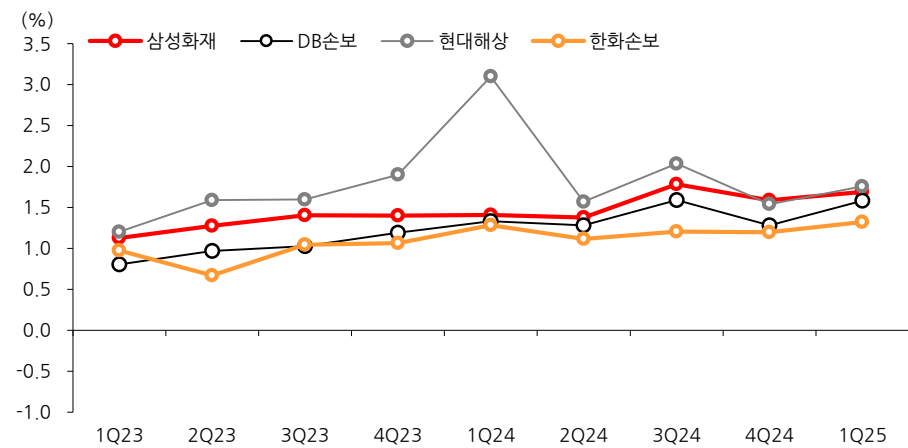
[표2] 삼성화재의 투자손익 구성 사례: 본질(이자, 배당, 보험금융손익) + 그외(매평, 외환, 기타 등등)

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
투자서비스손익	592	441	376	381	636	575	562	409	623
이자수익 (a)	491	502	515	528	528	539	551	560	566
배당수익 (b)	81	78	100	96	103	93	114	117	118
매매평가익	57	-25	-177	-137	64	26	-55	-142	28
외환파생손익	7	-4	7	-17	13	7	-28	47	-3
기타투자손익	-45	-109	-69	-89	-72	-90	-20	-173	-85
보험금융손익 (c)	-353	-331	-342	-345	-343	-349	-298	-347	-327
(a+b+c)	219	249	273	279	288	283	367	330	356

자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 보험사별 본질 투자이익률... 이자스프레드... 이차이익률... (명칭 추천 받습니다...)



주: 운용자산 대비 이자+배당+보험금융손익, Net yield 개념으로 접근, 생보사는 일반계정만 고려

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

참고로 생명보험사의 특별계정은 주로 실적배당형 변액보험을 분리하는 별도의 주머니 역할을 한다. 특별계정 투자서비스손익과 특별계정 보험금융손익을 각각 보면 변동성이 상당히 크지만, 둘의 합계는 상쇄되는 것이 상식적이다. IFRS17 도입 초기에는 흐름이 불안정했으나 이제는 안정적으로 상쇄되고 있다. 그러니 생명보험은 일반계정 투자손익만 관찰하면 된다.

[표3] 생명보험사의 투자손익 구성 사례: 특별계정은 변동성이 크지만 손익에서 결국 상쇄 → 일반계정만 관찰하자 (단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
삼성생명									
투자손익	550	-357	-68	98	487	108	119	551	534
일반계정	410	-237	-116	112	436	95	97	542	523
특별계정	140	-120	48	-14	51	14	21	9	12
보험금융손익	-3,003	-1,857	-1,105	-3,217	-1,914	-1,970	-1,428	-845	-1,898
일반계정	-1,569	-1,527	-1,521	-1,522	-1,463	-1,465	-1,416	-1,066	-1,435
특별계정	-1,434	-330	416	-1,695	-451	-505	-12	220	-462
투자서비스손익	3,553	1,500	1,036	3,315	2,400	2,079	1,547	1,396	2,432
일반계정	1,979	1,290	1,405	1,634	1,899	1,560	1,514	1,607	1,958
특별계정	1,574	210	-369	1,681	501	518	33	-211	474
한화생명									
투자손익	433	-81	-253	-9	129	30	174	57	45
일반계정	246	58	-216	9	139	46	88	58	-21
특별계정	187	-139	-37	-18	-9	-16	85	-0	65
보험금융손익	-1,373	-752	-393	-1,808	-762	-1,030	-665	-582	-1,060
일반계정	-687	-656	-678	-690	-679	-676	-693	-681	-673
특별계정	-686	-95	285	-1,118	-84	-355	27	98	-387
투자서비스손익	1,806	670	141	1,799	891	1,061	839	640	1,105
일반계정	933	714	462	699	817	722	781	738	653
특별계정	873	-44	-321	1,100	74	339	58	-99	452
동양생명									
투자손익	135	2	-46	36	52	35	18	4	50
일반계정	135	12	-34	46	38	33	15	21	46
특별계정	-0	-10	-12	-10	14	3	3	-17	4
보험금융손익	-305	-261	-188	-310	-248	-273	-200	-226	-267
일반계정	-245	-237	-235	-241	-245	-243	-241	-235	-235
특별계정	-61	-24	47	-70	-3	-30	41	9	-32
투자서비스손익	440	263	142	346	300	308	218	230	317
일반계정	933	250	201	286	282	276	256	256	282
특별계정	-493	14	-59	60	18	32	-38	-26	36

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

>> (2) 당기손익인식 vs 기타포괄손익인식

자산-부채의
회계적 연매칭은 불가피

(이하 심화 내용)

투자손익에서 한 가지 염두해야 할 것은, 운용자산은 유가증권 분류에 따라 평가손익을 반영하는 방식이 달라지지만 보험부채는 그렇지 않다는 것이다. 자산-부채 매칭을 잘 시켜놓아도 어쩔 수가 없다.

보유한 자산과 부채의 변동은 크게 (1)시간가치, (2)평가, (3)처분에 의해 발생한다. 이자부자산의 시간가치는 이자수익으로 나타나고, 보험부채의 시간가치는 보험금융손익에 포함되므로 서로 손익에서 매칭된다. 처분에 따른 손익은 당연히 투자손익에 계상된다. 그러나 평가에 따른 변동의 경우, 이자부자산은 분류에 따라 당기손익(FVPL), 기타포괄손익(FVOCI), 미평가(AC)로 나누어지지만 보험부채는 모두 기타포괄손익에 반영된다. 따라서 완벽한 자산-부채 매칭이 되어있는 보험사라고 해도, 금리 하락 시 자산의 가치 증대는 AC를 제외한 부분에서 이익과 자본 증가로 분할 인식되지만 부채의 가치 증대는 모두 자본 감소로 이어지기 때문에 빈틈이 발생하는 것이다.

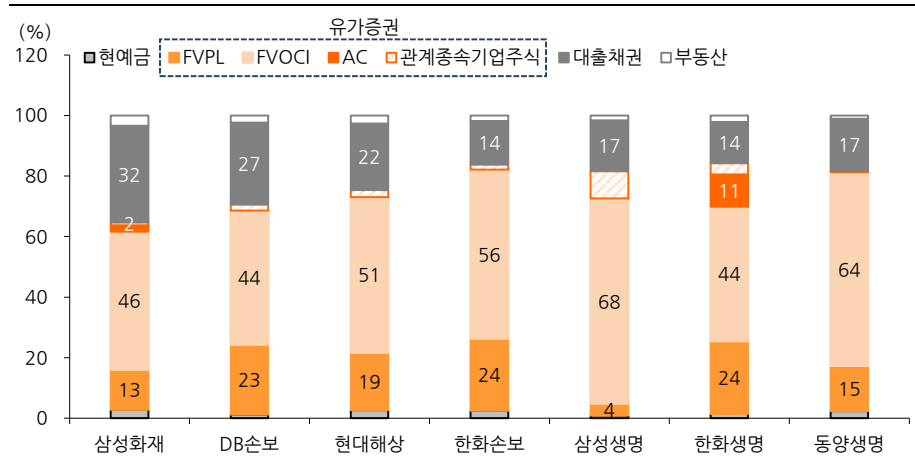
결국 당기손익인식 투자손익과 기타포괄손익인식 투자손익 사이에 큰 차이가 발생한다. 손익은 궁극적으로 자본(이익잉여금)을 증대시키는 것에 그 가치가 있는데, 손익계산서 상의 투자손익이 견조해도 기타포괄손익으로 분류된 투자손익이 부진하다면 그 가치는 폄훼될 수밖에 없다. 다행히 이는 회계상 자본의 미스매칭일 뿐, 감독기준(K-ICS)에서는 유가증권 분류를 나누지 않으므로 자본비율에서는 해당 빈틈이 조율된다.

[표4] 유가증권 분류별 평가 및 처분 시의 인식

	FVPL (당기손익-공정가치측정)	FVOCI (기타포괄손익-공정가치측정)	AC (상각후원가측정)
평가손익	(PL)투자손익 (→ (E)이익잉여금)	(E)기타포괄손익누계액	기중 평가하지 않음
처분손익	(PL)투자손익 (→ (E)이익잉여금)	(PL)투자손익 (→ (E)이익잉여금)	(PL)투자손익 (→ (E)이익잉여금)

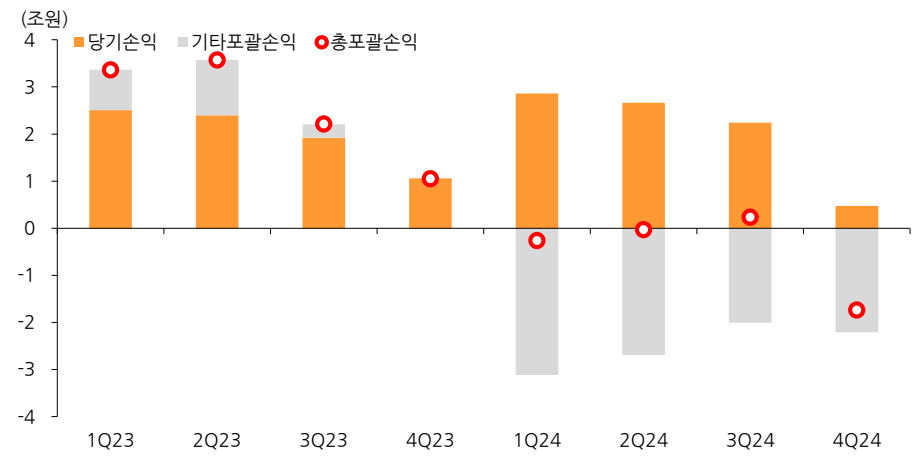
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 보험사별 운용자산(AUM) 구성 비중

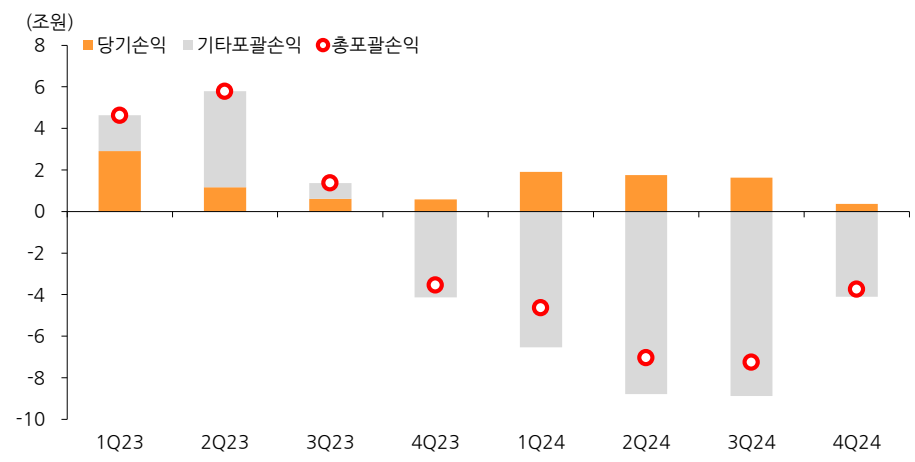


자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 손보업종의 손익: 자산-부채 평가액에 의한 변동성 확대



[그림20] 생보업종의 손익: 자산-부채 평가액에 의한 변동성 확대



3. 보험부채

>> 보험부채의 진주인공은 BEL

사실 CSM은 BEL의 부산물이다

해당 자료의 독자들이 손익에 더 관심이 많을 것 같아서 이를 먼저 설명했다. 더불어 손익 파트에서도 CSM을 강조했다. 하지만 사실 보험사에게 중요한 것은 손익보다 재무상태(특히 부채)이고, 그 부채에서는 CSM이 아니라 BEL이 주인공이다. 다소 극단적으로 표현하면 CSM은 BEL의 부산물일 뿐이다. 애당초 시작부터 BEL의 '반대급부'에서 탄생하고 향후에도 BEL의 경험조정을 수동적으로 받아가는 대상에 불과하기 때문이다. BEL이 있는데 CSM이 없을 수는 있어도, BEL 없이 CSM이 탄생할 수는 없다. 이들의 생애주기를 보면 무슨 말인지 금방 알 수 있다. 토대가 되는 BEL을 먼저 보자.

BEL의 생애주기

BEL은 계약 포트폴리오로부터 예상되는 미래순현금유출액의 현가를 보여준다. 최초 인식시점에 보험료(+) 현가와 예상비용(-) 현가의 합이 +100인 계약은 이익 계약이다. 이것의 순현금유출액은 -100이니 BEL은 음수에서 출발한다. 인식시점의 순현금유출액 현가가 +200인 손실 계약이라면 BEL이 그대로 +200에서 출발할 것이다.

이렇게 태어난 BEL은 시간의 경과, 가정의 변경, 할인율 변동 등 크게 3가지에 의하 점차 변화한다.

- 시간 경과 (1)(+/-): 한 기가 경과하면서 해당 기에 대한 예상(막대)이 현재 시점에 실현되었으므로, 더 이상 '미래'가 아니게 된 이 막대들은 소멸된다. 현금흐름상의 당기 수취보험료는 BEL 증가(·:미래순현금유출액의 (-) 요인이 소멸됨, 당기 보험서비스비용은 BEL 감소(·:미래순현금유출액의 (+) 요인이 소멸)로 이어진다.

- 시간 경과 (2)(+): 한 기가 경과하면서 나타나는 또다른 현상은 모든 시점별 막대에 적용되었던 할인율의 지수가 하나씩 줄어드는 것이다. 정상적인 상황에서 할인율은 양수(+)이므로, 한 기분만큼의 unwinding은 BEL의 증가(+)로 이어진다(a.k.a 이자부리). 이는 동시에 차변에서 보험금융손익(-)으로 인식된다. 18page 투자손익에서 '보험부채에 이율을 곱한 부담이자(=시간가치=기회비용)'로 표현한 것이 이것이다.

(ex. 계리적/경제적 변동이 없을 때, 2030년 막대를 2024년에 $(1+\text{할인율})^6$ 으로 나누었다면 2025년에는 $(1+\text{할인율})^5$ 로 나누어야 한다. 이를 모든 막대에 적용하면 전체에 $(1+\text{할인율})$ 을 곱하는 것과 같다. 따라서 부채는 할인율만큼 증가한다. $\rightarrow \text{막대}_{25} = \text{막대}_{24} * (1+\text{할인율}) = \text{막대}_{24} + \text{막대}_{24} * \text{할인율}$)

- 가정 변경(+/-): 16page에서는 CSM으로만 언급했는데, 사실 미래에 대한 가정(계리적, 물량, 공시이율 등)을 조정하는 것은 CSM이 아니라 BEL이다. 어떤 포트폴리오의 손해를 가정이 악화되어 미래 보험금의 현가가 기존 1,000억원에서 1,500억원으로 늘어났다면, BEL이 500억원 증가하는 것이 먼저다. 이것이 이익 계약이고 CSM이 800억원이었다면 300억원으로 감소한다. 만일 손실 계약이었다면 보험손익의 손실계약비용이 500억원 발생할 것이다. 계속 강조하지만, 시작은 BEL이다. 이를 습득했다면 13page를 다시 보자. 회색 음영 친 부분은 쉬운 내용이라는 걸 알 수 있다.

- 가치평가(+/-): IFRS17의 특징 중 가장 많이 언급된 것이 "보험부채 시가평가"였다. 시장금리가 하락(상승)할 때 채권 평가익(손)이 발생하듯이, 이제 보험부채도 할인율에 따라 평가액이 변동한다. 할인율을 구성하는 요소는 시장금리, 유동성 프리미엄(LP) 또는 변동성 조정(VA), 금감원이 제시하는 장기선도금리(LTFR) 등이다. 금융감독원은 IFRS17 도입 이래 LP 축소, LTFR 인하 등을 통해 할인율을 시장금리 변동폭 이상으로 낮추고 있으며 이는 2027년까지 지속될 전망이다. 그런 시기에는 부채 변동폭이 자산 변동폭보다 커서 자본이 감소하는 것이 불가피한 상황이다. 매칭이 잘된 삼성화재조차도 어쩔 수 없다.

자산과 부채를 둘 다 시가평가하므로 듀레이션 매칭은 더욱 중요해졌다. 그러나 공교롭게도 삼성화재를 제외하면 모든 커버리지 보험사의 듀레이션 갭은 음수이며, 규제 강화 과정에서 그 절댓값이 더 확대된 것으로 추정된다. 장기채 매입과 본드포워드를 활용하려는 수요는 당분간 줄어들기 어려울 것이다.

CSM의 생애주기

CSM은 보험계약으로부터 예상되는 기대 현금순유입액의 현재가다. 최초 인식시점부터 미실현이익을 일시에 인식하는 것을 막기 위해 선수수익과 같은 개념이 탄생한 것이다. 예컨대 일시납으로 수취한 보험료는 당장의 큰 현금유입이지만, 아직 보험서비스 제공의 의무가 경과되지 않았으므로 수익으로 인식되어서는 안될 것이다.

BEL과 반대되는 정의(定義)에 걸맞게, 시작부터 BEL의 반대급부로 탄생한다. 어떤 계약의 최초 인식시점에 모든 예상 막대를 현재로 끌고 왔을 때 미래현금유출액의 현재가는 1,800억원, 미래현금유입액의 현재가는 2,200억원이라면, BEL -400과 CSM 400이 동시에 계상된다.

이후 CSM이 변화하는 요소는 시간의 경과, 가정의 변경, 상각이 전부다.

- 시간 경과(+): BEL의 '시간 경과 (2)'인 이자부리에 해당한다. CSM도 미래를 현재화해 탄생했으므로, 기간 경과에 따라 할인율을 한 번 풀어야 한다. 이러한 이자부리는 BEL과 마찬가지로 CSM을 늘리는 동시에 보험금융손익(-)으로 인식된다.

- 가정 변경(+/-): 한 기가 경과하면 모든 막대의 구성요소를 재점검하면서 BEL이 조정된다. 그 조정의 반대급부를 CSM이 군말없이 받아간다. CSM을 다시 계산하는 것이 아니다. 이익 계약에서 BEL이 가정 변동으로 2,000억원 증가했다면 CSM이 2,000억원 감소한다.

- 상각(-): CSM은 서비스 제공에 따른 의무 이행과 수익 인식의 시점을 일치시키기 위해 태어났다. 그러니 이번 기가 잘 경과했다면 그에 준하는 서비스 이전 대가를 수취해야 한다. 이러한 상각은 부채 감소의 대척점에서 보험손익(+)으로 인식된다.

[표5] 미래서비스와 관련한 부채 변동 내역 (2024년): 무저해지 가이드라인 영향이 포함되어있는 게 맹점이지만...

(단위: 십억 원)

삼성화재				DB손해보험			
구분	최선추정	위험조정	보험계약마진	구분	최선추정	위험조정	보험계약마진
신계약	-3,725	313	3,451	신계약	-3,314	299	3,078
신계약 외의 변동	1,499	132	-1,558	신계약 외의 변동	2,022	175	-2,142
가정변경효과	494	-	-494	가정변경효과	1,130	-	-1,328
해지율 가정 변경	703	-	-703	해지율 가정 변경	1,734	-	-1,690
위험률 가정 변경	187	-	-187	위험률 가정 변경	-576	-	354
사업비율 가정 변경	-47	-	47	사업비율 가정 변경	4	-	-10
기타가정 변경	-350	-	350	기타가정 변경	-32	-	19
물량차이 및 투자요소 예실차	1,006	132	-1,138	물량차이 및 투자요소 예실차	892	175	-814
손실요소	-	-	74	손실요소	-	-	119
현대해상				한화손해보험			
구분	최선추정	위험조정	보험계약마진	구분	최선추정	위험조정	보험계약마진
신계약	-1,822	221	1,828	신계약	-824	141	741
신계약 외의 변동	1,523	234	-2,035	신계약 외의 변동	686	-113	-605
가정변경효과	1,444	-	-1,444	가정변경효과	271	-	-271
해지율 가정 변경	1,146	-	-1,146	해지율 가정 변경	481	-	-481
위험률 가정 변경	-35	-	35	위험률 가정 변경	-333	-	333
사업비율 가정 변경	280	-	-280	사업비율 가정 변경	155	-	-155
기타가정 변경	53	-	-53	기타가정 변경	-33	-	33
물량차이 및 투자요소 예실차	78	234	-312	물량차이 및 투자요소 예실차	415	-113	-302
손실요소	-	-	-278	손실요소	-	-	-33
삼성생명				한화생명			
구분	최선추정	위험조정	보험계약마진	구분	최선추정	위험조정	보험계약마진
신계약	-3,519	285	3,261	신계약	-2,278	248	2,123
신계약 외의 변동	2,109	91	-1,705	신계약 외의 변동	1,621	137	-1,751
가정변경효과	1,031	-	-1,031	가정변경효과	-110	-	110
해지율 가정 변경	1,905	-	-1,905	해지율 가정 변경	748	-	-748
위험률 가정 변경	1,160	-	-1,160	위험률 가정 변경	-520	-	520
사업비율 가정 변경	-1,757	-	1,757	사업비율 가정 변경	96	-	-96
기타가정 변경	-277	-	277	기타가정 변경	-434	-	434
물량차이 및 투자요소 예실차	1,077	91	-1,168	물량차이 및 투자요소 예실차	1,731	137	-1,869
손실요소	-	-	494	손실요소	-	-	8
동양생명				해지율 가정 변경 및 물량차이에 의한 CSM 조정률 (2024년)			
구분	최선추정	위험조정	보험계약마진	(십억원) ■ 해지 가정 (a) ■ 물량차이 (b) ● CSM 조정률 by (a), (b) (우)(%)			
신계약	-800	73	732				
신계약 외의 변동	477	-4	-456				
가정변경효과	265	-	-265				
해지율 가정 변경	615	-	-615				
위험률 가정 변경	-272	-	272				
사업비율 가정 변경	-24	-	24				
기타가정 변경	-54	-	54				
물량차이 및 투자요소 예실차	211	-4	-195				
손실요소	-	-	4				

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 현대해상의 1Q25 장기 원수부채 변동

(단위: 십억 원)

	BEL	RA	CSM	설명
기초순보험계약부채 (ㄱ)	18,900	1,957	8,305	
보험손익 (a)	-953	31	786	
미래서비스와 관련된 변동	-1,054	63	1,024	
보험계약마진을 조정하는 변동	-547	2	545	가정 변경 (이익 계약)
보험계약마진을 조정하지 않는 변동	11	1	-	가정 변경 (손실 계약)
신계약효과	-518	60	479	
손실부담계약을 제외한 계약집합	-536	57	479	신계약 인식 (이익 계약)
손실부담계약집합	18	3	-	신계약 인식 (손실 계약)
당기서비스와 관련된 변동	132	-14	-238	
보험계약마진상각	-	-	-238	서비스 제공의 대가
위험조정변동	-	-31	-	서비스 제공의 대가
위험조정변동_실제발생보험금	-	17	-	
경험조정	132	-	-	
과거서비스와 관련된 변동	-31	-19	-	
발생사고부채 이행현금흐름 변동	-31	-19	-	
보험금융손익 (b)	1,903	-	73	이자부리 (RA는 optional)
현금흐름 (c)	103	-	-	
수취한 보험료	2,831	-	-	미래현금유출액의 증가 (BEL +)
보험취득현금흐름	-464	-	-	미래현금유출액의 감소 (BEL -)
보험금 및 보험서비스비용	-2,301	-	-	미래현금유출액의 감소 (BEL -)
기타	38	-	-	
당분기말 보험계약순부채 (ㄱ+a+b+c)	19,953	1,987	9,165	

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

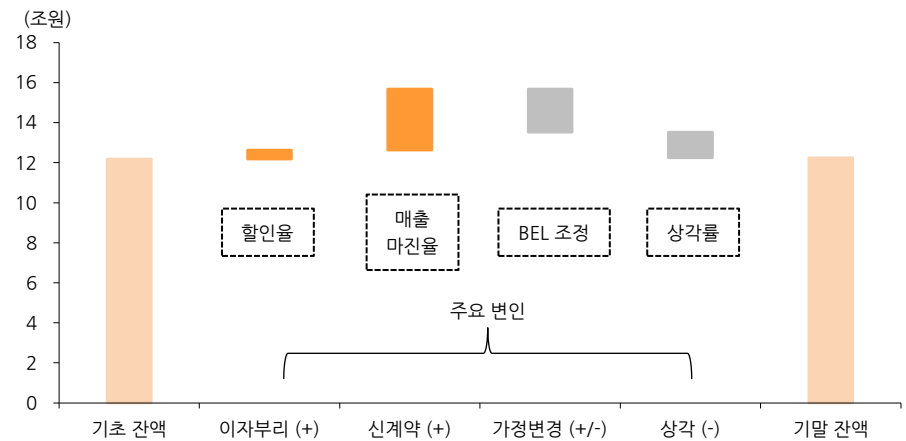
>> 하나만 본다면, ‘CSM 증가율’

그래도 제일 중요한 건
CSM이 맞다

CSM은 BEL을 받아가는 객체일 뿐이라고 앞서 강조하였다. 하지만 역시 제일 중요한 건 CSM이다. 보험사는 보험계약으로부터 이익을 창출하는 것이 본질인데, 보유한 계약의 총이익을 대변하는 CSM이 회사가치와 가장 밀접하다고 판단된다.

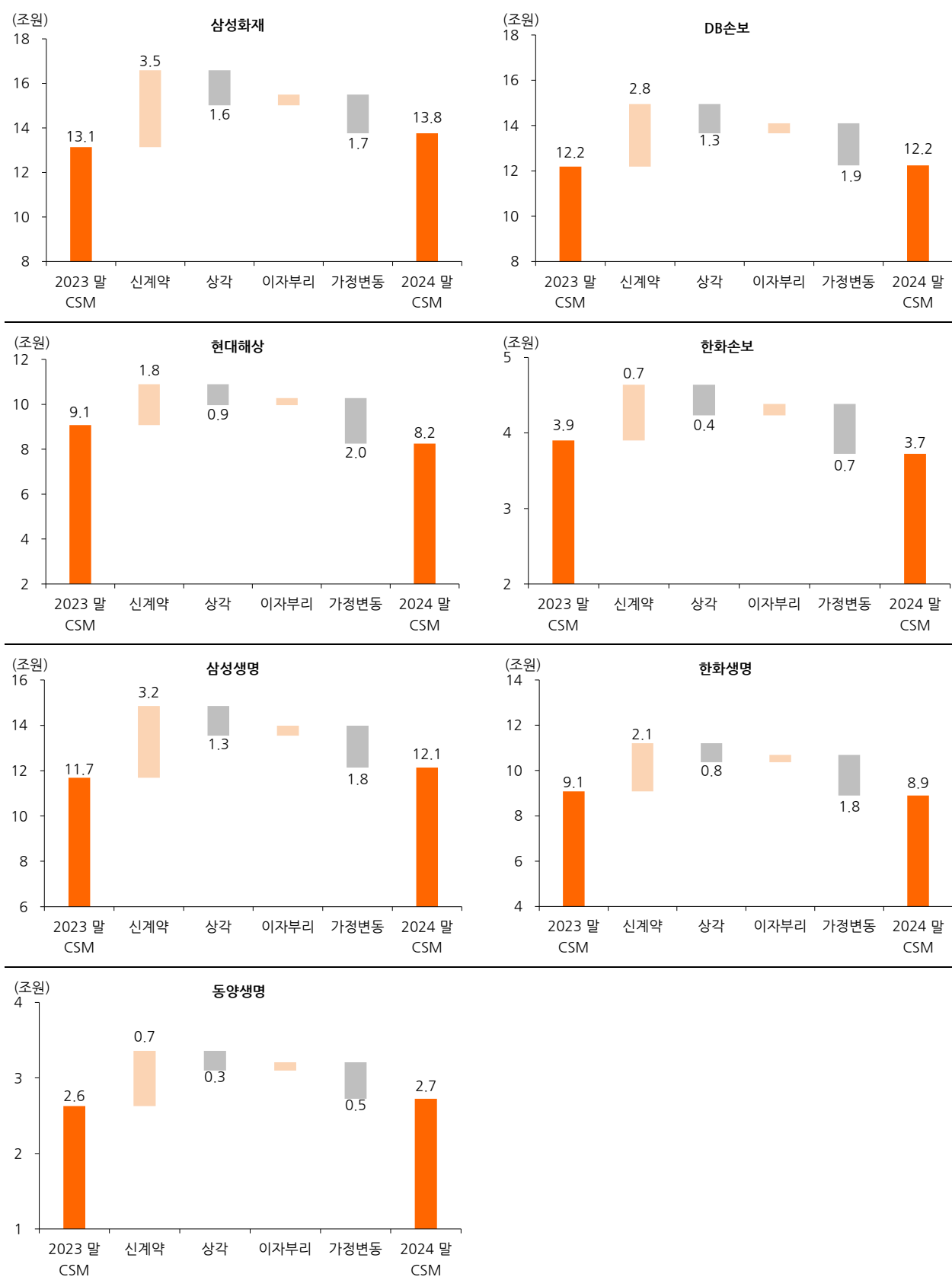
CSM을 분석하는 데 있어 한 가지 지표만 따진다면, 단연코 CSM 증가율을 볼 것을 권하고 싶다. CSM은 보유계약 분이 당기 서비스 제공량만큼 상각(수익화)되고, 가정 변동에 의해 정정되고, 당기의 신계약 분만큼 더해지는 흐름(movement)을 갖는다. 여기서 보험사의 노력으로 통제 가능한 변수는 신계약 CSM뿐이니 이를 중시하는 것도 당연하다. 그러나 신계약 CSM을 분석하기 위해 신계약 판매 규모를, 담보/보종별 마진배수를, 신계약 내 mix를 전부 따져보는 복잡한 작업을 완수한들, 그렇게 일궈낸 새로운 매출의 반대급부로써 해약이 증가해 뒷단에서 기중 조정을 (-)로 받으면 그 신계약 CSM의 가치는 상쇄된다. 얼마나 공격적으로 새 것을 더했는지만큼이나, 얼마나 효율 좋게 기존의 가치를 지켜냈는지도 중요한 것이다. 이 모든 것을 포함하는 지표는 CSM 증가율이다. 해지 증가, 물량 변동에 의한 CSM 훼손을 경상적이라고 생각하며 계약을 자르고 새로 더하고 자르고 새로 더하는 보험사들의 업태가 자정되기 전까지는, 신계약만 보는 건 의미가 매우 떨어진다는 판단이다.

[그림21] CSM movement



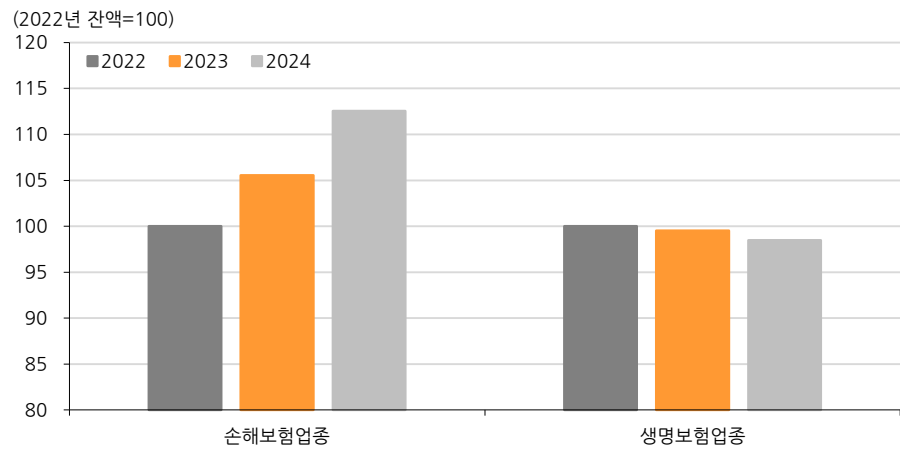
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림22] CSM movement: 회사별 2024 년 실례



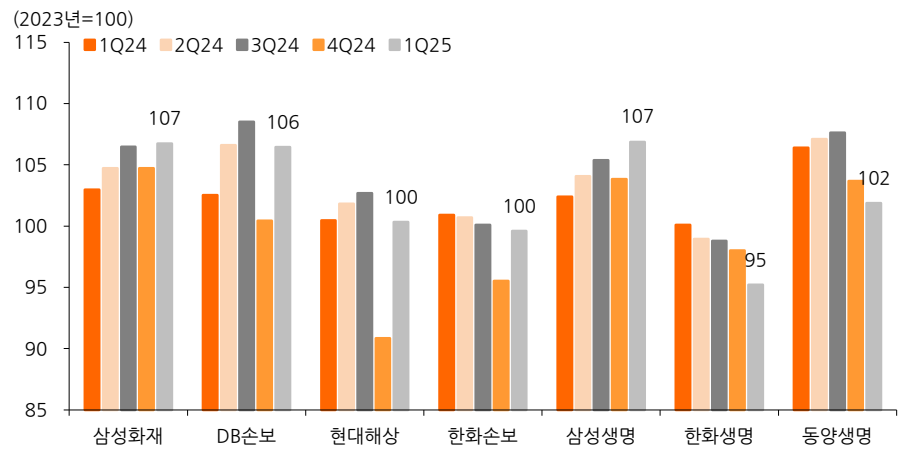
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 보험업종의 보유 보험계약금액: 성장했는가?



자료: 보험개발원, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] CSM 잔액의 증가 속도



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

신계약 마진 분석: 신계약 CSM을 분석한다면 전술한 대로 신계약 매출 규모와 각각의 마진배수, mix를 Q, 마진, mix 고려 고려해야 한다.

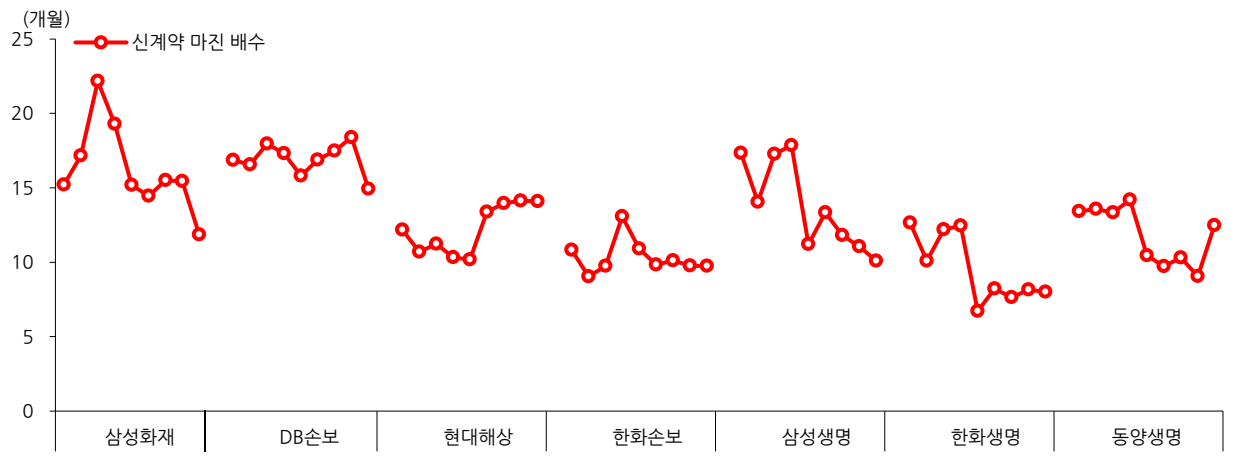
신계약 매출은 평균 규모에서 완만한 변동을 가정하되, 판매채널 변화(GA 비중 확대, 설계사 수 추이 등)나 절판 이벤트(주로 요율 인상 직전, 담보 혜택 축소 직전, 세제 등의 제도 개편 직전 등), 특정 담보의 드라이브 이슈 등을 감안해 가감할 수 있다.

보종별 마진배수는 계리적 가정과 금리에 영향을 받는다. CSM 산출(실은 BEL 산출)에 막대(계리가정)와 시간가치(할인율)가 절대적인 변수였음을 기억하자. 같은 담보의 계리가정이 매 기마다 좋아진다면, 직전 기에 판매했던 계약의 마진배수보다 이번 기에 판매한 계약의 마진배수가 더 높을 것이다. 한편 모든 가정이 그대로여도 금리가 하락하면 CSM 마진배수는 하락할 것이다. 동일한 보험서비스 제공에 대해 기대이익이 줄어든다는 의미이다. 원인은 시계열 뒷단의 예상 현금유출액에 대해 할인 효과가 약해지기 때문이라고 이해하고 있다.

마지막으로 mix는 생명보험사에게 더 민감한 변수로 나타나고 있다. 손보사는 저축성, 연금의 판매가 급격히 축소되면서 대부분의 신계약이 보장성으로 구성되어 있으므로 뭘 많이 팔았는지에 따른 마진 변화가 *비교적* 크지 않다. 그러나 생보사는 금융형(저축 및 연금) 판매량이 높은 변동성을 보이는데, 보장성 상품이 통상 10개월 이상의 마진배수를 나타내는 데 반해 금융형 상품은 1~5개월치 내외에 그치는 경우가 많기 때문에 금융형의 판매 비중이 높은 분기에는 마진배수가 낮아지는 착시효과가 나타난다(→ 그림27, 한화생명의 1Q23 사례). 하여 금융형을 비정상 변수로 취급하고 보장성만 보려 해도 건강 담보와 종신의 간극도 크다. 상장 생보사들의 건강 담보 마진배수는 15~20개월 수준이나 종신은 3~5개월에 불과하다(이마저도 단기납 종신이 얼마나 섞였냐에 따라 달라진다).

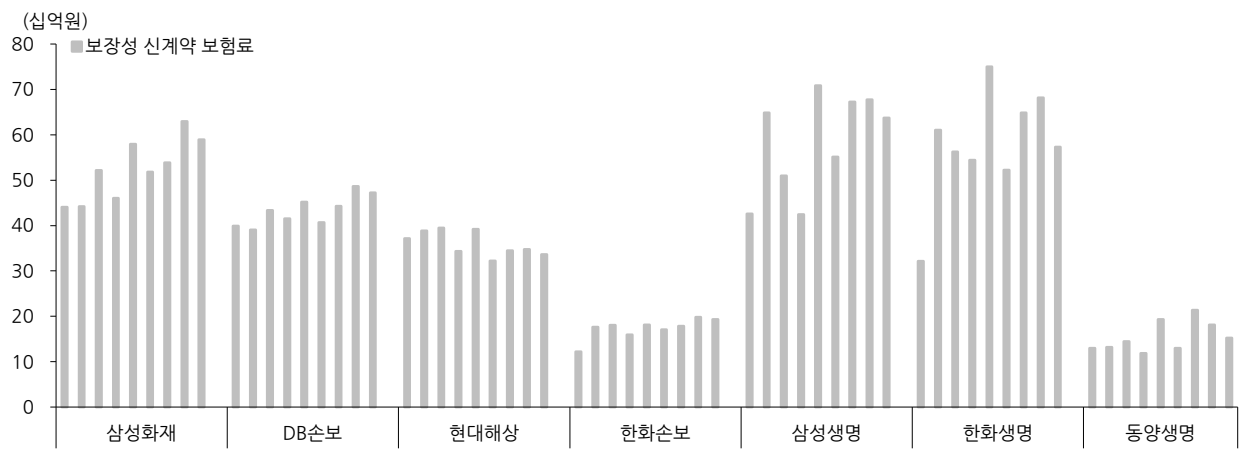
알고 봐야 할 변수가 많다. 그래서 투자자 입장에서는 신계약 CSM을 보다 큰 흐름으로 접근할 것을 권하고 싶다.

[그림25] 신계약 CSM 마진배수



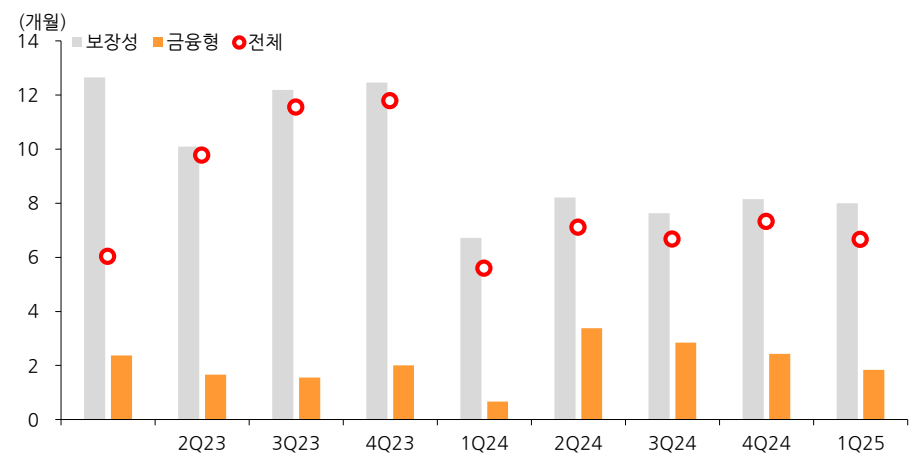
주: 생보사는 보장성 마진만 기재
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 신계약 보험료 매출



주: 손보사는 월납 환산, 생보사는 APE를 12개월로 나누어 단순 환산
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 한화생명의 보종별 신계약 마진배수



자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

4. 실전 응용

>> 보험손익

지금까지 설명했던 내용들을 실제 사례에 적용해 숫자를 읽어보자.

(1) 예실차

아래는 대형 손보 3사의 과거 2개년 예실차 흐름이다. 분기별로는 예상 비용이 제법 선형적으로 분포된 모습이다. 여기에 주로 실제보험금에서 발생하는 계절성에 따라 예실차의 변동성이 나타난다. 예실차가 흑자라는 것은 실제비용보다 예상비용을 더 보수적으로 잡았다는 의미, 적자라는 것은 예상보다 실제비용이 더 나왔다는 의미다.

한편 연간 예실차의 절댓값은 대부분 축소되었는데, 당기서비스의 오차를 조정하는 예실차의 호조/부진은 미래서비스에 대한 가정 변동을 긍정적/부정적으로 이끄는 원인 중 하나가 되므로 이후의 예상비용이 이를 반영하면서 실제비용과의 격차가 줄어드는 것이 이론적인 흐름일 것이다.

물론 한 해의 예실차가 미래의 유일한 척도는 아니므로 이 또한 흐름으로만 참고하자. 25page의 표를 참고하면, 2024년 보험금 예실차가 양수인 삼성화재와 DB손보의 '미래 위험률(보험금 가정)'은 각각 악화와 개선으로 희비가 나뉘었다.

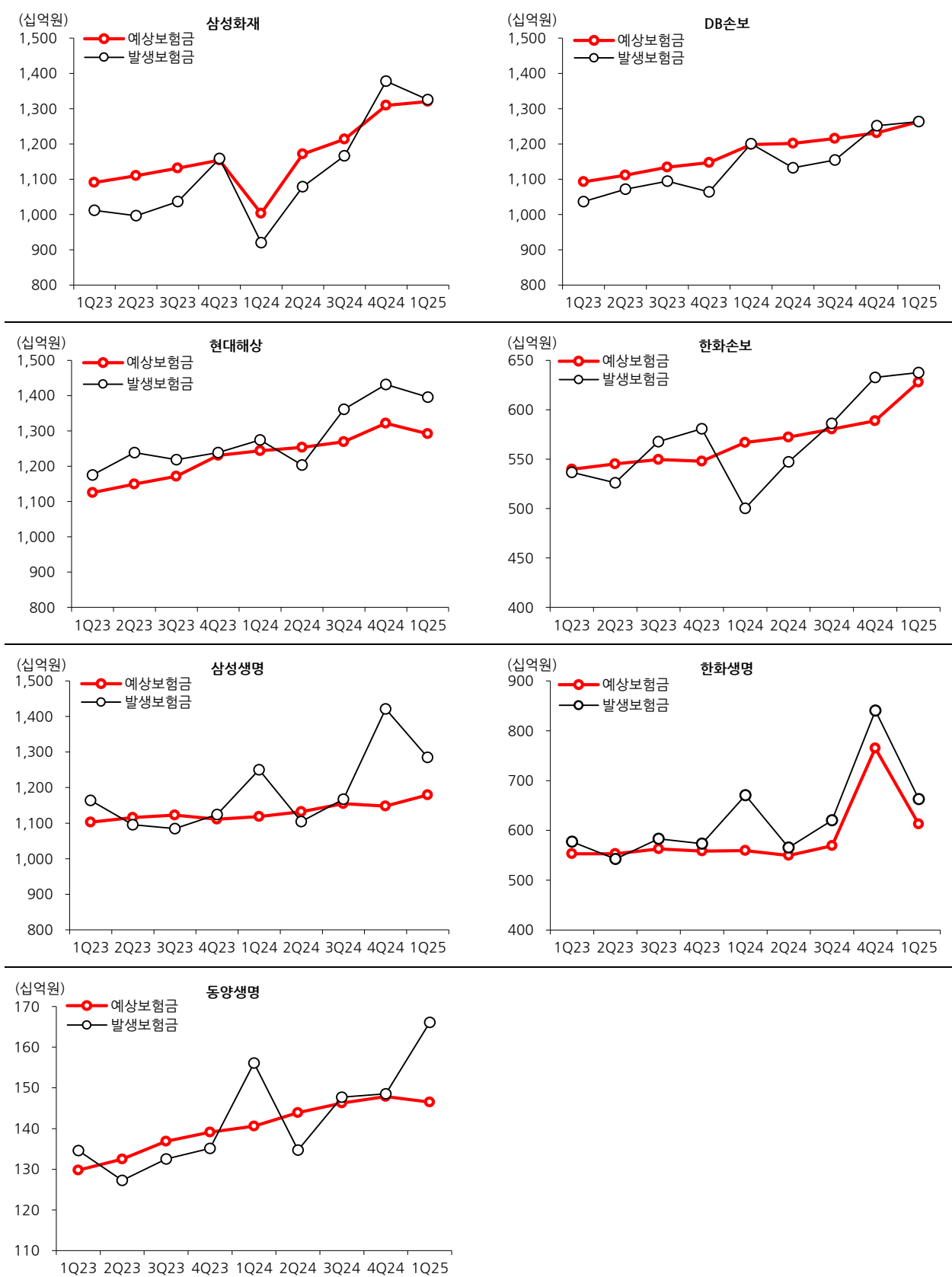
[표7] 손해보험 3사의 예실차 사례

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024
삼성화재										
보험금 예실차	79	114	95	-5	83	93	47	-69	283	153
예상보험금	1,090	1,110	1,131	1,154	1,003	1,171	1,213	1,309	4,486	4,696
발생보험금	1,012	996	1,036	1,159	920	1,078	1,166	1,378	4,203	4,542
사업비 예실차	-5	-17	-24	-66	-19	-18	-17	-21	-112	-75
예상사업비	208	209	210	212	236	239	243	248	838	966
발생사업비	213	226	233	278	255	257	260	269	951	1,042
DB 손해보험										
보험금 예실차	56	40	40	83	-3	69	61	-21	218	106
예상보험금	1,093	1,111	1,134	1,147	1,198	1,201	1,215	1,231	4,485	4,846
발생보험금	1,037	1,072	1,094	1,064	1,201	1,132	1,155	1,252	4,267	4,740
사업비 예실차	2	-2	7	-10	7	-6	0	-13	-3	-12
예상사업비	100	101	104	106	111	113	115	117	411	455
발생사업비	98	103	97	116	104	119	115	130	414	468
현대해상										
보험금 예실차	-50	-90	-47	-8	-31	50	-92	-110	-194	-183
예상보험금	1,125	1,149	1,171	1,231	1,244	1,253	1,269	1,322	4,677	5,089
발생보험금	1,175	1,239	1,219	1,239	1,274	1,203	1,362	1,432	4,871	5,272
사업비 예실차	10	0	3	-3	-9	-6	0	12	10	-3
예상사업비	153	156	158	159	158	159	162	164	626	643
발생사업비	143	156	155	162	168	164	161	152	616	645

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 보험금 예상치: 예상과 실제의 회사별 실례



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

(2) CSM 상각익

당연하게도 CSM 잔액이 증가세인 경우 CSM 상각익도 증가하는 추세, CSM 잔액이 감소세인 경우 CSM 상각익도 감소하는 추세가 나타난다. CSM 상각익은 쌓여있는 선 수수익을 당기분만큼 수익화하는 게 전부이므로, 상각률 정도만 살펴보면 되겠다. 보험 계약의 서비스 제공 기간이 길수록 상각률은 낮고(더 조금씩, 더 오래 상각하므로), 그 반대도 마찬가지다.

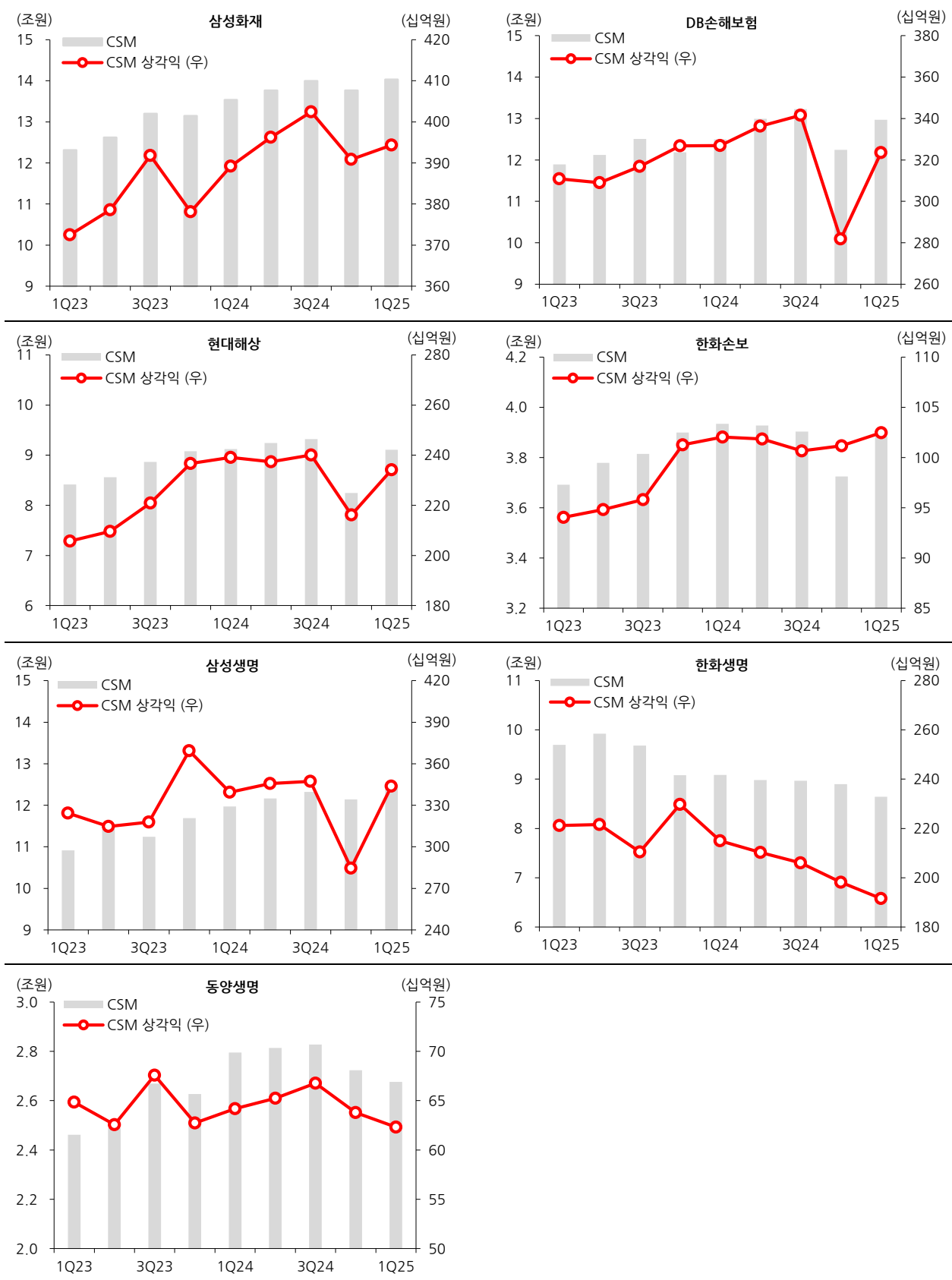
[표8] 커버리지 원수사의 CSM 상각 지표

(단위: 십억 원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
삼성화재									
CSM	12,313	12,622	13,195	13,143	13,533	13,765	13,994	13,765	14,028
CSM 상각익	372	379	392	378	389	396	402	391	394
단순 상각률	12	12	12	11	12	12	12	11	11
DB손해보험									
CSM	11,892	12,121	12,507	12,186	12,493	12,991	13,225	12,240	12,971
CSM 상각익	311	309	317	327	327	336	342	282	323
단순 상각률	11	10	10	11	11	11	10	9	10
현대해상									
CSM	8,415	8,560	8,867	9,079	9,120	9,244	9,321	8,248	9,108
CSM 상각익	206	210	221	237	239	237	240	216	234
단순 상각률	10	10	10	11	11	10	10	10	11
한화손해보험									
CSM	3,692	3,779	3,814	3,900	3,934	3,927	3,903	3,725	3,884
CSM 상각익	94	95	96	101	102	102	101	101	102
단순 상각률	10	10	10	11	10	10	10	11	11
삼성생명									
CSM	10,913	11,432	11,243	11,691	11,970	12,165	12,320	12,139	12,494
CSM 상각익	324	315	318	369	339	346	347	285	344
단순 상각률	12	11	11	13	11	11	11	9	11
한화생명									
CSM	9,694	9,919	9,681	9,078	9,087	8,983	8,969	8,898	8,642
CSM 상각익	221	222	210	230	215	210	206	198	192
단순 상각률	9	9	9	10	9	9	9	9	9
동양생명									
CSM	2,462	2,488	2,669	2,627	2,795	2,813	2,827	2,724	2,676
CSM 상각익	65	63	68	63	64	65	67	64	62
단순 상각률	11	10	10	9	9	9	9	9	9

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] CSM 상각익: 잔액과 상각익의 회사별 실례



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

(3) 손실계약비용

손실계약비용은 미래총이익의 현가가 적자로 예상되는 계약에 대한 인식이다. 적자 계약을 새로이 팔았거나 기존 계약의 평가가 바뀐 경우(흑자 ↔ 적자, 또는 적자 규모 변동)를 반영하므로, 최근에는 편의상 신계약분과 보유계약분으로 나누어 파악한다.

흑자 계약에서 BEL과 CSM이 상호 작용하는 관계라면, 적자 계약은 BEL과 손실계약 비용이 상호 작용하며 *미레/가치* 변동을 흡수한다. 대대적인 가정 변동이 연말에 이뤄지고 BEL이 평분기보다 크게 변동하듯이 손실계약비용도 그렇다.

손보의 경우 손실 계약의 대부분이 실손보험이다. 표9를 참고하면 4Q23에는 실손에 대한 금감원 가이드라인을 적용해 가정이 악화되면서 보유 실손의 손실 규모가 확대되었고, 1Q24에는 반대로 실손에 대한 시행세칙 개정이 긍정적인 영향을 미치며 보유 실손의 가정이 개선돼 환입이 나타났다.

최근에는 신계약 손실분이 분기별 100~300억원 인식되고(-), 보유계약 손실분은 실손 요율 인상에 따른 가정 개선으로 환입(+)이 나타나고 있다. 추후 비급여 의료비 개혁이 추진되면서 실손 손해율이 정상화될 경우, 예실차(→당분기 실제보험금 감소 반영)뿐 아니라 손실계약비용에서의 환입(→미래 보험금 가정 개선 반영)이 의미있게 기대된다.

[표9] 커버리지 원수사의 손실부담계약비용

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
삼성화재	-12	-13	-11	-52	-14	-11	-13	-70	0
DB 손보	-31	-20	-23	-104	94	-36	-59	-118	46
현대해상	-43	-66	68	-481	226	-2	-22	-150	-33
한화손보	-27	-13	-46	-11	2	-17	-17	6	28
삼성생명	48	-5	-28	-79	-34	-12	44	-517	-63
한화생명	-11	10	-27	-118	-12	-18	-43	-27	-70
동양생명	-5	-19	-15	-20	-6	-4	19	-30	-54

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

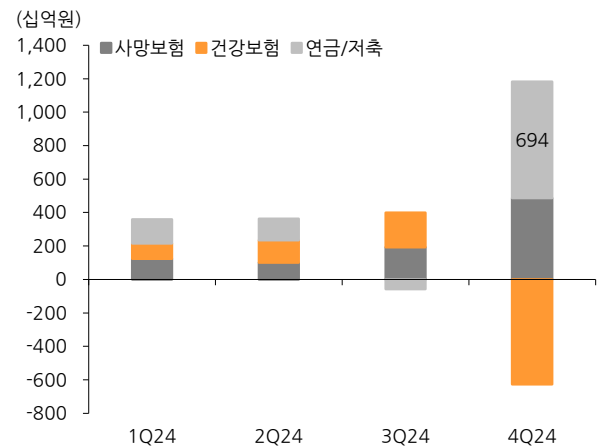
생보의 경우 그림13에서 보았듯이 부채 내에서 손실계약 비중은 상대적으로 낮은 편이나, 시장금리 및 부채 할인을 하락에 따라 보유계약의 적자 전환 가능성이 우려되고 있다. 예컨대 삼성생명은 4Q24에 대규모 손실계약비용을 반영하며 보험손익 적자를 기록했는데, 공시를 살펴보면 연금보험에서의 가정 악화가 원인이었음을 알 수 있다. 삼성생명은 이에 대해 연간 2,000억원대의 손실이 추가 반영될 수 있다고 설명한 바 있다.

- 그림31 및 그림32 해설

4Q24 중 가정 변동으로 인한 연금/저축보험의 BEL 증가분은 1.15조원이었는데, 이 중 7,000억원 수준은 CSM 차감으로(그림31), 4,560억원은 손실계약비용으로(그림32) 반영되었다. → 분개: CSM 6,940 (부채-), 손실계약비용 4,560 (비용) / (대) BEL 11,500 (부채+)

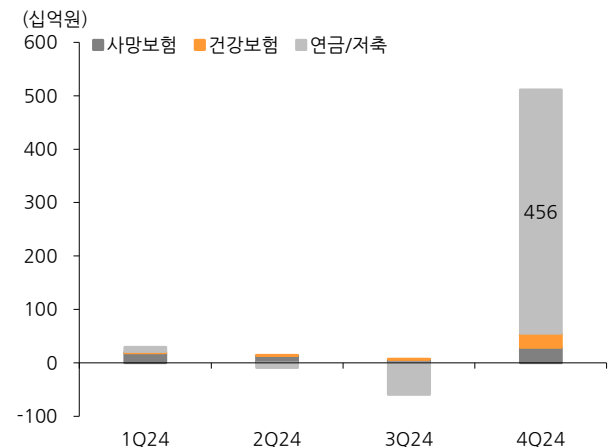
특정 유배당 연금 블록에 대한 미래이익의 현재 추정치가 이익 7,000억원대에서 손실 4,500억원으로 급격하게 조정된 것으로 보이며, 연중 하락한 금리 영향이 원인일 것으로 추정된다.

[그림30] 삼성생명의 이익 계약 BEL 변동



주: 양수는 가정 악화 및 CSM 차감, 음수는 가정 개선 및 CSM 증가를 의미
자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 삼성생명의 손실 계약 BEL 변동



주: 양수는 가정 악화 및 손실계약 비용, 음수는 가정 개선 및 손실계약 환입을 의미
자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

(4) PAA모형 손익

단기계약의 회계처리 편의성을 위한 만큼, 온갖 가정이니 할인이니 하는 일반모형보다는 확연히 직관적이다. 경과보험료가 보험수익으로 인식되고, 손해액과 신계약비 등이 보험서비스비용으로 인식된다. 손해보험사의 일반(기업성, 물적담보)보험과 자동차보험이 여기에 포함된다. 당사는 PAA손익을 크게 보험수익, 재보험비용, 순보험금으로 나누어 본다. 주요 손보사의 일반보험 출재율이 40~50%를 상회하는 특성상 재보험을 포함한 보유 기준으로 분석하는 것이 더 용이하다는 판단이다.

일반 및 자동차의 손해액 증감 요인과 자동차 요율 변동 요인이 가장 주된 실적 변수라고 판단된다. 이하의 표10을 참고해보자. 연이은 자동차 보험료 인하에 따라 손보업종 전반적으로 자동차 손해율은 악화 추세를 나타내고 있다. DB손보 또한 마찬가지였다. 여기에 2023년 하반기 중 광, 하와이의 재해사고와 2024년 3분기 LA 산불의 영향으로 일반보험 손해율이 비경상적인 상승을 나타낸 바 있다. 이에 보험금이 평분기보다 1,000억원 이상 증가하며 PAA손익의 부진을 나타내었다.

통상적으로 일반보험 손해율은 상저하고, 자동차보험 손해율은 2Q<3Q<1Q<4Q의 흐름을 나타낸다. 이것만 고려하면 PAA손익은 4Q<3Q≤1Q<2Q의 경향성을 보이기 쉬울 것이다. 물론 이 또한 PAA손익의 단일 변수는 아니므로 경상적인 흐름 정도만 인지하자.

[표10] DB 손해보험의 PAA 손익 구성

(단위: 십억 원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
PAA 모형	116	104	46	-28	122	151	9	28	20
보험수익	1,487	1,527	1,573	1,594	1,571	1,588	1,598	1,595	1,573
재보험비용	133	162	178	182	166	169	216	215	191
발생순보험금*	995	1,008	1,116	1,161	1,030	1,015	1,124	1,091	1,086
신계약비**	186	188	180	216	196	201	200	218	217
손실계약관련	2	1	1	-10	-8	-0	1	6	-4
기타	-58	-67	-53	-53	-49	-52	-51	-49	-55
자동차 손해율	69.2	69.9	71.6	79.2	77.5	78.6	83.4	85.1	80.4
일반 손해율	55.7	51.3	72.6	91.4	60.2	51.3	74.4	60.6	109.9

주: *보험금, 손사비, 발생사고요소조정을 합산, **보험취득현금흐름 즉시인식액 및 상각분을 합산

자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

>> 투자손익

앞서 투자손익을 보려면 이자부자산의 성과물인 투자서비스손익의 이자 및 배당수익과 보험부채의 조달비용인 보험금융손익(a.k.a 부담이자)을 매칭할 것을 권하였다. 삼성화재의 사례를 보자. 보수적인 성향을 가진 것으로 알려진 동사는 운용자산 규모에 비해 낮은 투자수익률을 기록해 왔으나, 2023년 하반기 및 4Q24 중 매각손을 감수하면서 저리 채권의 교체매매를 실행한 후 이자수익의 유의미한 개선을 나타내고 있다. 이에 따라 분기 2,000억원 초중반대였던 이차이익이 3,000억원 중반 수준까지 빠르게 개선된 모습이다. 매각익, 평가익, 외환파생손익, 손상차손 등의 기타요소와 달리 이자, 배당, 부담이자로 구성된 본질 이차이익은 경상적인 성격을 띠고 추정 가능한 범주에서 흘러간다.

회사별 외형 규모(AUM)을 고려한 스프레드는 그림32와 같다. 보험부채 부담이 상대적으로 작은 손보사는 두 막대 간의 차이가 100bp를 상회하는 반면 생보사는 BEP 수준을 유지하고 있다. 당사는 이를 경상 수준으로 놓고 향후 투자손익을 추정하고 있다.

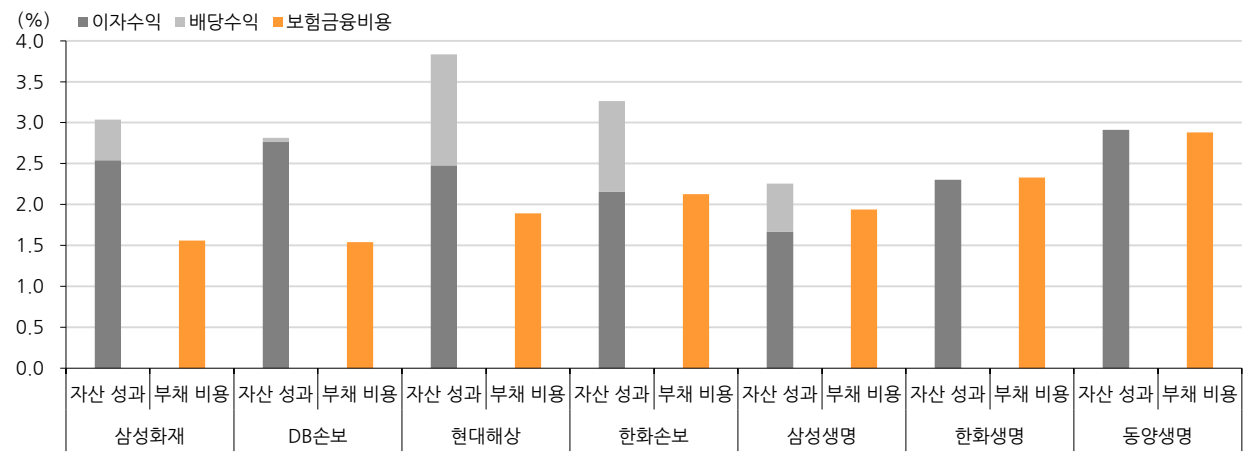
[표11] 삼성화재의 투자손익 구성

(단위: 십억 원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
투자손익	239	111	34	35	293	226	264	62	296
투자서비스손익	592	441	376	381	636	575	562	409	623
이자수익 (a)	491	502	515	528	528	539	551	560	566
배당수익 (b)	81	78	100	96	103	93	114	117	118
매매평가익	57	-25	-177	-137	64	26	-55	-142	28
외환파생	7	-4	7	-17	13	7	-28	47	-3
기타	-45	-109	-69	-89	-72	-90	-20	-173	-85
보험금융손익 (c)	-353	-331	-342	-345	-343	-349	-298	-347	-327
이자익 (a+b+c)	219	249	273	279	288	283	367	330	356

자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 2024년 투자손익의 본질 요인(spread로 표현)



주: 생보사는 일반계정 기준, 한화생명과 동양생명은 이자 및 배당수익을 합산하여 제공

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

IV. 투자의견

>> 최악의 구간은 통과

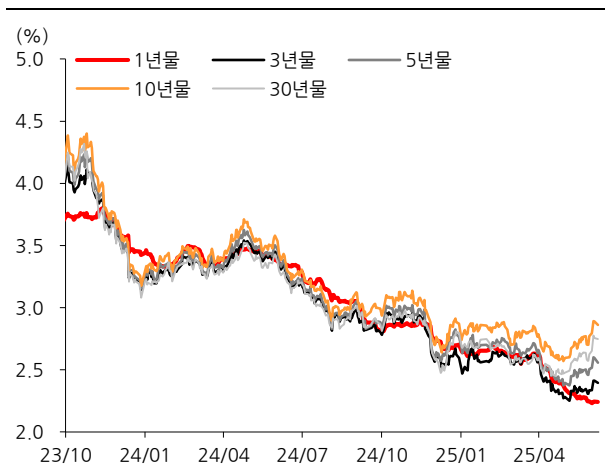
보험섹터에 대한
투자심리 개선을 기대

주요 보험사는 전반적으로 1Q25에 최악의 구간을 통과한 것으로 판단된다. 최악이라는 것에는 두 가지 의미가 공존한다. 정말 나쁘다는 의미와, 그래도 이것보다는 나아질 공간이 크다는 의미이다. 손익 측면에서는 (주로 대형 손보사의 경우)유행성 질환의 청구 증가가 1Q25에도 강하게 이어졌으나 계절성을 고려하면 2Q25 중 개선될 가능성이 높고, 자본 측면에서는 보험부채 할인을 인하로 인한 자본 충격이 있었으나 연초의 일회성 이벤트인 만큼 연중 자본비용은 개선될 것으로 전망되기 때문이다.

업황에 대한 관점은 크게 달라지지 않았다. 요율 인하에 따른 자동차 수익성 악화, 전년 대비 낮아진 금리로 인한 계약마진 하락, 신계약 성장 둔화 등의 전망은 그대로다. 다만 (1)가장 힘든 구간은 이미 지나친 가운데 (2)장기물 금리가 기대 이상의 회복을 나타낸 것에 더해 (3)외부요소로써 규제 변화의 흐름이 기대된다는 점에서 보험섹터에 대한 투자 심리가 보다 개선될 것으로 판단한다.

(3)에 해당하는 규제 변화는 크게 두 가지로 나뉜다. 첫 번째는 당사가 연초 보험업종 투자의견을 Neutral에서 Overweight으로 상향했던 원인, 비급여 의료비 개혁이다. 그 중에서도 관리급여의 신설을 기대하고 있는데, 현재는 보건복지부에서 관리급여 대상 선정과 관리 절차까지 수립한 상태다. 손보업종의 실손 순수실은 매년 1.6~2.0조원에 이르고 있다. 특히 보험금 부담은 특정 항목에 편중되고 있다. 도수치료와 비급여 주사제 항목에 각각 연간 2조원대의 실손 보험금이 지급되고 있는데, 이 두 가지 진료의 보험금 증가가 전체 실손 보험금 증가분의 60% 이상을 차지할 정도다. 문제 비급여가 관리급여로 선정되고 진료가격, 진료기준 등을 설정하면 비정상적인 보험금 누수는 유의하게 개선될 것으로 기대된다.

[그림33] 국채금리 추이



자료: 금융투자협회, 한화투자증권 리서치센터

[표12] 관리급여 관련 의료개혁 진행 현황

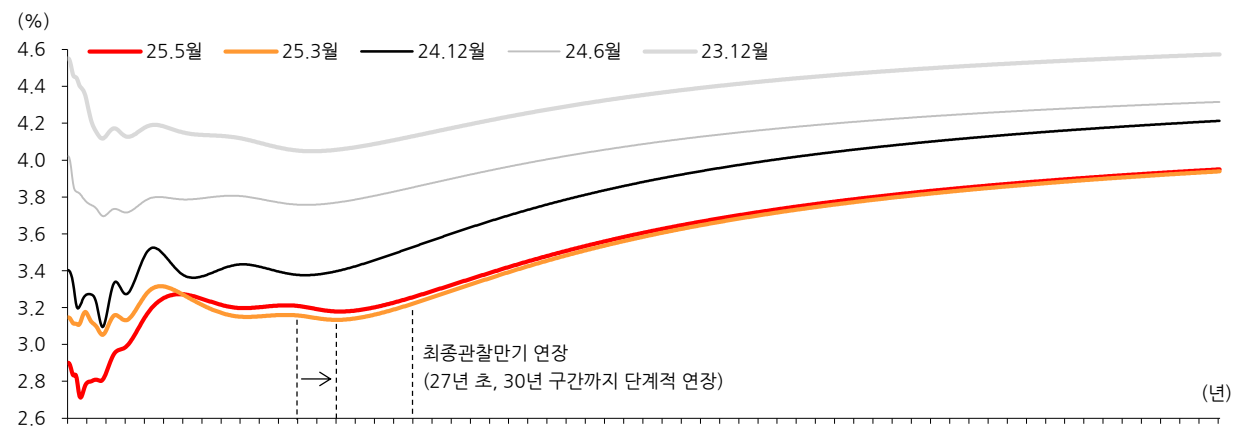
시기	내용
2024년 12월	의료개혁특별위원회, 의료개혁 2차 실행방안 발표 예정 → 무산
2025년 1월	의료개혁특별위원회, 비급여 관리 및 실손보험 개혁 방안 정책토론회 개최 → 정책 윤곽 공개
2025년 3월	의료개혁추진단, 의료개혁 2차 실행방안 발표 → 정책 내용 공식화
2025년 5월	건강보험정책심의회위원회, 관리급여 추진 계획 발표 → 관리급여 대상 선정 및 관리의 구체적인 절차 제시

자료: 정부, 한화투자증권 리서치센터

두 번째로 기대되는 규제 변화는 보험부채 할인을 현실화에 대한 것이다. 금융당국은 제도 변경시점에 이미 2027년까지의 할인을 제도 강화 일정을 예고한 바 있다. 이 중 최종관찰만기(LoT)를 기존 20년에서 30년으로 연장하는 것이 올해 초 예정되어 있었으나, 현실적인 한계를 고려해 이를 3년간 단계적으로 연장할 것으로 변경되었다. 당시의 변경 논리는 30년물 보유 주체의 60% 이상이 보험회사인 상황에서 LoT를 연장하면 악순환참조가 될 뿐이고, 제도 설계 당시보다 시장금리 수준이 급격하게 낮아지면서 할인을 인하의 영향이 convex로 커졌다는 점이었다.

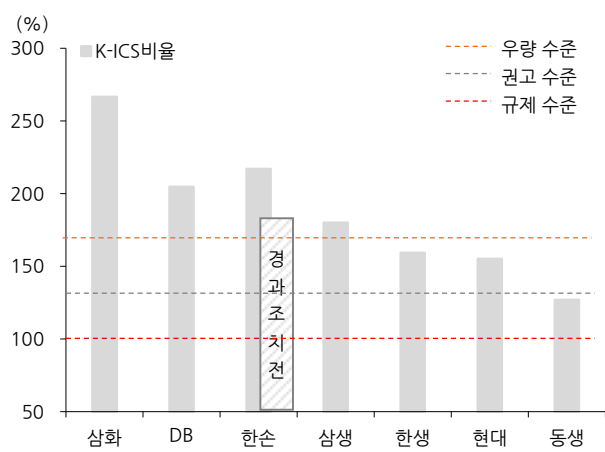
현 시점에 이 한계들이 개선되었는가? 아니다. 이러한 문제를 감독당국도 인지하고 있는가? 그렇다. 더불어 당국은 적극적인 소통을 통해 문제 인식을 공유하려는 제스처도 보여주었다. 마침 금융당국은 6월 정례회의에서 건전성 제도개선 TF를 가동하여 2026~2027년의 할인을 현실화 계획에 대해 검토하겠다고 발표하였다. 기존의 계획이 일부 완화되는 것은 충분히 가능하다는 판단이다.

[그림34] 금융감독원이 제공하는 금리기간구조 (보험부채 할인율): 시장금리 추이로 보건대 6월 할인을 커브는 상승할 것



자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 1Q25 K-ICS 비율 (잠정)



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[표13] 2027년까지의 할인을 단계적 현실화 방안

2023년	2024년	2025년	2026년	2027년
최종관찰만기				
20년	20년	23년	26년	30년
장기선도금리				
4.80%	4.55%	4.30%	4.05%(e)	3.80%(e)
유동성 프리미엄 및 변동성 조정 (LP, VA)				
대출채권 수익률 결정 방식 현실화				
LP 조정비를 변경				
예상 밖의 위험은 LP에서 제외				

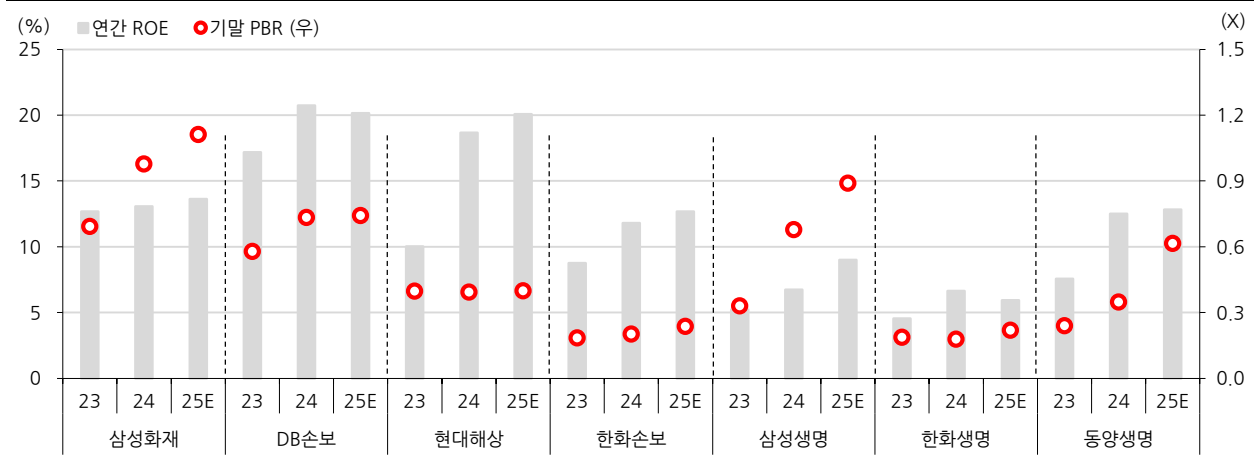
자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

>> Valuation 비교

보험주 사이의 valuation 격차는 어마어마하다. 대형 손보 3사는 ROE가 높을수록 PBR이 낮아지는 역의 방향성을 나타내고, 삼성생명의 ROE는 한화생명의 1.5배인데 PBR은 4배 높은 수준을 나타내고 있다.

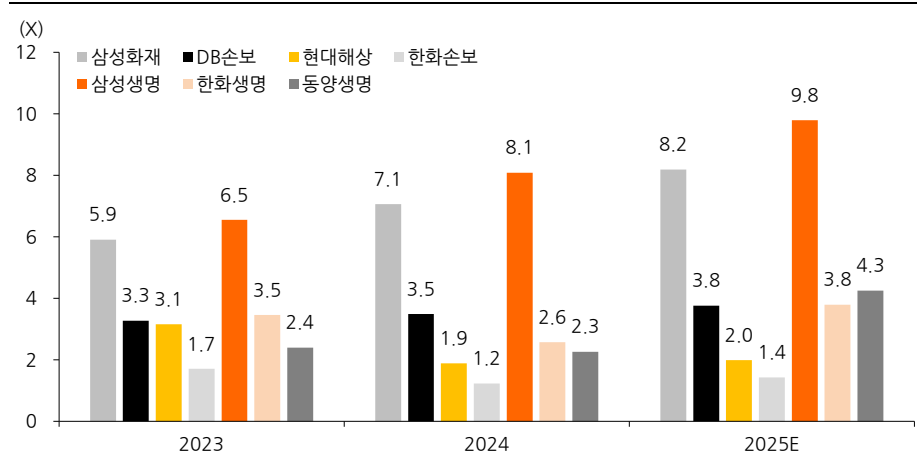
삼성화재와 삼성생명의 삼성 premium은 과거부터 존재했다. 그러나 그 차이가 이렇게 벌어진 적은 없었다. 그룹 premium에 더해 삼성화재에게는 압도적인 자본안정성이, 삼성생명에게는 지배구조 개편에 대한 막연한 기대감이 추가되면서 자본이익률로는 설명할 수 없는 자본가치가 형성된 것이다.

[그림36] 수익성 vs. 가치지표



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 연도별 PER 추이

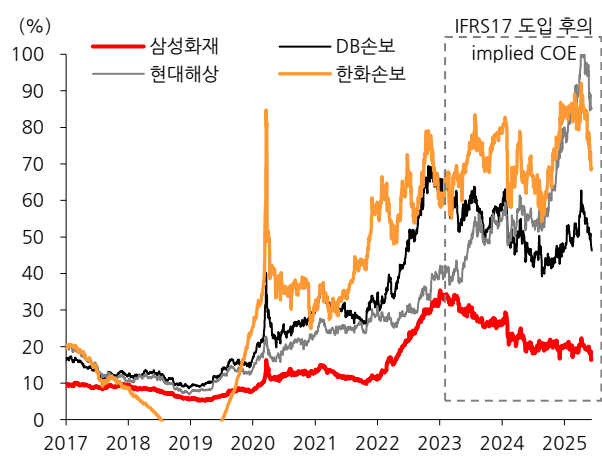


자료: 한화투자증권 리서치센터

보다 자세하게 풀어보면, 순자산의 정의를 바닥부터 바꿔버린 IFRS17 도입 후로부터 보험사별 implied COE는 극단적인 양상을 보였다. 삼성화재와 삼성생명의 COE는 큰 변동이 없거나 있었어도 정상화되는 과정을 보인 반면, 여타 보험사는 그나마 DB손보의 COE가 과거 수준으로 회귀하려는 양상을 보일 뿐(그마저도 삼화와의 차이는 더 벌어진 채...) 나머지는 비상식적인 수준을 나타내고 있다. COE가 50%라는 것은, ROE가 50%는 되어야 PBR 1배를 받을 수 있다는 의미다. 현재 현대해상과 한화손보는 60~70% 이상의 COE를 나타내고 있다. KOSPI의 COE는 역사적으로 10% 내외이다.

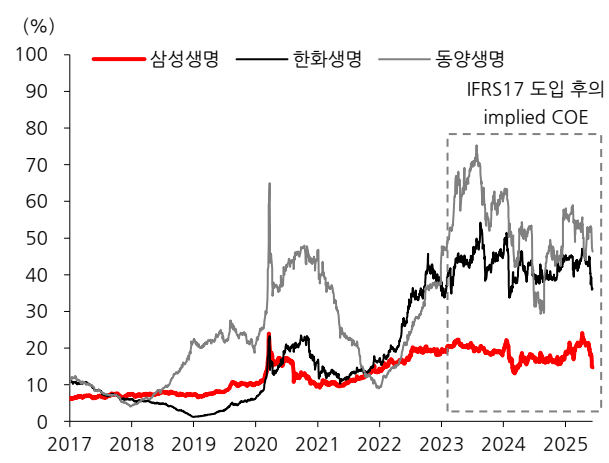
이 격차는 2024년 하반기부터 더욱 급격하게 벌어진 모습이다. 당시 투자자들은 해약환급금준비금 개선안을 통해 보험사들이 배당가능이익을 확보할 수 있을 것으로 기대했으나, 실제 10월 초 발표된 정책에서 개선안 적용 요건을 K-ICS비율 200%로 명시하면서 이에 들지 못한 보험사들의 미배당이 확실시되었다. 당사는 보험주 간의 극단적인 COE 격차는 배당 여부가 큰 영향을 미치는 것으로 판단한다. 그렇다면 배당가능이익이 확보될 경우 유의미한 gap 축소가 나타나리라 기대해도 될 것이다.

[그림38] 손해보험주의 implied COE (12mf ROE/12mf PBR)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 생명보험주의 implied COE (12mf ROE/12mf PBR)



자료: 한화투자증권 리서치센터

그럼 상당수 보험사의 배당가능이익은 왜 소멸되었을까?

상법상 배당가능이익은 자본총계에서 '사외유출 제한' 항목들을 차감하는 방식으로 산출되며, 차감항목에는 이익잉여금의 하위 항목인 각종 준비금도 포함된다. 준비금에는 이익준비금, 대손준비금, 손보사에게만 적립되는 비상위험준비금뿐 아니라 금융감독원이 IFRS17 도입과 함께 신설한 해약환급금준비금이 포함되는데, 이 해약준비금이 주된 원인이다. 회사별 자본총계에서 명확한 차감항목만을 제거한 것이 그림43의 회색 막대인데, 현재 배당이 불가능한 상장 보험사들의 경우 두 가지 준비금인 주황색 막대만 더 차감해도 이미 배당여력이 음수로 나타난다(회색<주황색). 미실현이익이나 다른 준비금은 아직 차감하지도 않았는데 말이다.

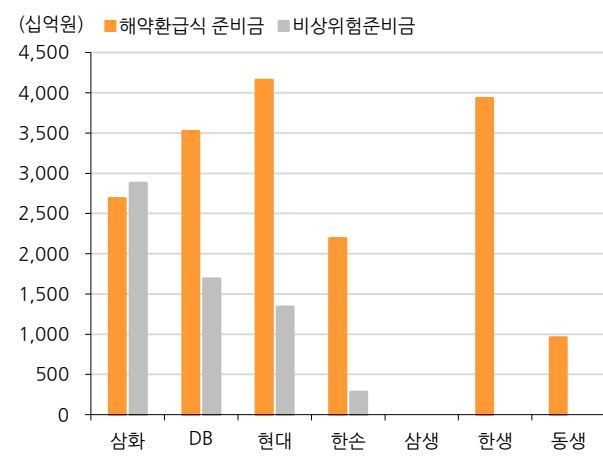
Top picks:
DB손해보험, 현대해상

다만 희망은 있다. 금융당국은 비상위험준비금의 적립 규모가 지속적으로 증가하며 그 취지에 비해 비대해진 점을 고려해 환입 요건을 완화하였다(6/11일 금융위원회 고시 즉시 시행). 즉 준비금 잔액이 감소할 것이다. 해약준비금은 지난해 개선안(=기존 대비 80%만 적립)이 발표되었는데, 그 개선안을 적용할 수 있는 K-ICS비를 자격도 발표 당시보다 20%p씩 하향 조정될 예정이며(25년 190% → 170%, 26년 180% → 160%, ... , 29년 150% → 130%), 설령 그에 미달하더라도 현재 130%를 넘으면 기존 대비 90%만 적립하는 일부 완화안을 적용받을 수 있는 상황이다. 이모저모 계약이 풀리는 기조임은 명확하다. 이에 대해 당사는 중기적으로 해약준비금 제도의 소멸까지 기대하고 있다. 이 준비금은 회계 기준 변경 과정에서 급변한 재무상태를 기반으로 사외유출이 선행될 것을 우려하며 계약자를 보호하기 위해 만들어진 과도기적 장치이기 때문이다. 새 회계기준이 안착된 뒤에는 과거의 부채를 기준 삼는 척도가 영구 존치되어야 할 명분이 떨어진다. 그 척도에 부작용이 많다면 더욱 그럴 것이다.

앞서 보험업종에 대한 투자심리 개선의 근거로 업황이 최악의 시기를 통과한 가운데 장기금리가 반등했으며, 비급여 및 자본 규제 개선이 기대된다는 점을 언급했다. 장기금리 반등은 듀레이션 언매칭이 심한 동양생명, 삼성생명, 현대해상에게 보다 유리하다. 관리 급여 도입은 현대해상, 한화손보, DB손보에게 긍정적이다. 배당여력 확보가 가시화된다면 현대해상, 한화손보, 한화생명, 동양생명의 re-rating을 기대할 수 있다.

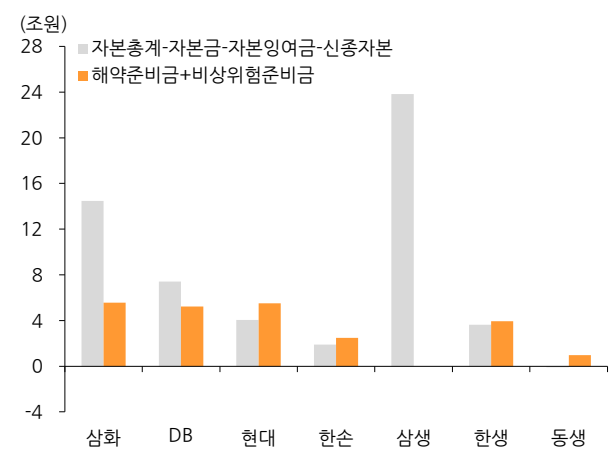
우량한 자본력과 높은 ROE, 높은 배당매력을 갖춘 DB손해보험을 최선호주, 투심 개선 시의 수혜가 집중되는 현대해상을 차선호주로 유지한다.

[그림40] 보험사의 주요 준비금



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 보험사별 배당여력 간접 비교



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

보험주 해설서

보험 (Positive)



보험손익
투자손익
보험부채
실전응용

V.

기업분석

1. DB손해보험 (005830)
2. 현대해상 (001450)

DB손해보험 (005830)

시장과 업종이 가까워지면 재평가 받을 것

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479

Buy (유지)

목표주가(상향): 140,000원

현재 주가(6/11)	111,700원
상승여력	▲ 25.3%
시가총액	79,084억원
발행주식수	70,800천주
52 주 최고가 / 최저가	123,200 / 78,900원
90 일 일평균 거래대금	179.12억원
외국인 지분율	46.4%

주주 구성	
김남호 (외 13 인)	23.3%
자사주 (외 1 인)	15.2%
국민연금공단 (외 1 인)	7.2%

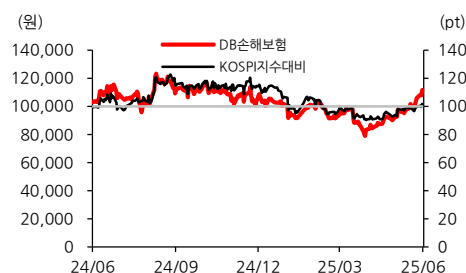
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	23.8	19.3	6.0	6.3
상대수익률(KOSPI)	11.0	4.8	-13.0	-1.2

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
보험손익	1,550	1,619	1,544	1,678
투자손익	467	744	837	881
영업이익	2,017	2,363	2,381	2,559
당기순이익	1,537	1,772	1,730	1,894
CSM (*)	12,186	12,240	13,850	15,087
수정 EPS	25,594	29,516	28,750	31,536
수정 BPS	243,523	230,723	240,612	255,149
수정 PER	3.3	3.5	3.9	3.5
수정 PBR	0.3	0.4	0.5	0.4
수정 ROE	9.7	12.4	12.2	12.7
배당수익률	5.6	7.2	6.8	8.3

* 보유 순부채 기준

주가 추이



커버리지사 최고의 ROA, 건전한 자본비율, 가장 높은 DY 에도 불구하고 나날이 경쟁사 대비 valuation discount 가 확대되고 있습니다. 원인은 ‘보험이 어려워져서’라고 판단합니다. 아는 자는 선택하지 않을 이유가 없습니다.

목표주가 상향하며 최선호주 추천 유지

DB손해보험에 대해 최선호주 추천을 유지한다. 근거는 단순하다. (1)커버리지 보험사 중 유일한 3%대의 ROA로 최고의 수익성을 유지하는 가운데 (2)여전히 200%를 상회하는 K-ICS비율로 자본적정성이 건전하다. 동시에 (3)자본여력을 바탕으로 점진적인 배당성향 상향이 가능할 것으로 예상돼 기대 배당수익률이 2025년 6.7%, 향후 3개년 평균 8.2%로 업종 내 가장 높다.

K-ICS비율을 더 엄격하게 살펴보면 전체 비율은 커버리지사 중 두 번째로 높지만 자본성 증권을 통한 조달(→보완자본)이 포함되었기 때문에 기본비율은 세 번째로 높다(1Q25E 75%). 채권 조달이 없었던 경쟁사는 기본비율만으로 100%대이니 그보다는 낮지만, 절대적으로는 염려할 수준이 아니다. ‘문제가 있는 경우’에는 그 문제가 얼마나 크고 작을지를 비교할 수 있지만 ‘문제가 없는 경우’에는 얼마나 더 없는지 따질 필요가 없다. 금융사에게 자본비율은 높을수록 좋은 것이 아니라는 것을 상기하자.

그럼에도 불구하고 동사의 12m forward PBR은 0.45배로 경쟁사 대비 44% 할인된 수준에 불과하다. ROE 우위에도 불구하고 PBR discount를 받는 것은 익숙하지만, 역사적으로 높은 할인율에 다다랐다. 당사는 이러한 valuation discount의 원인을 한층 더 접근하기 어려워진 보험 섹터 내에서 대장주를 선택하게 되는 경향이 강화되었기 때문이라고 해석하고 있다. 해석이 맞다면, 이는 시장과 업종이 보다 가까워지면 해결될 수 있는 요소라고 판단한다. 시간이 해결해 줄 문제라면 top pick으로 고르지 않을 이유가 없다.

관리급여 도입의 구체화 등 외부 환경의 개선과 경쟁사와의 valuation gap 축소를 기대하며 이론적 PBR에 대한 할인율을 5%p 낮추어 목표 주가를 기존 대비 12% 상향한 14만원으로 제시한다.

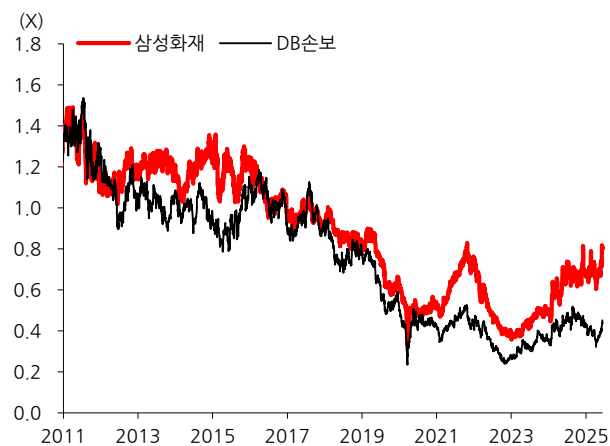
[표14] DB 손해보험의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

구분	DB손해보험	설명
자기자본비용 (CoE)	13.3	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.4	(b): 국고채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	11.2	(c)
Beta (β)	0.97	(d): Bloomberg
Average ROE	12.5	(e): 3개년 기대 ROE 평균
영구성장률	0.0	(f)
이론적 PBR	0.94	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율)	-40.0	(h): Valuation premium (discount)
목표 PBR	0.56	(i): (g)*(h)
수정 BPS	247,881	(j): 12개월 forward BPS
목표주가	140,000	(k): (i)*(j)
조정률	12.0	
현주가 (6/11)	111,700	
상승여력	25.3	

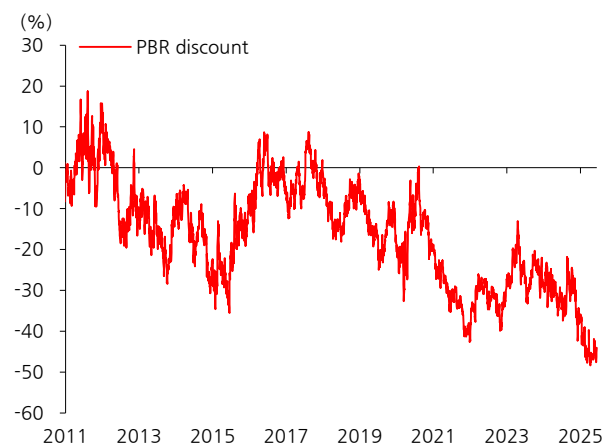
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림42] DB 손해보험과 삼성화재의 12m forward PBR



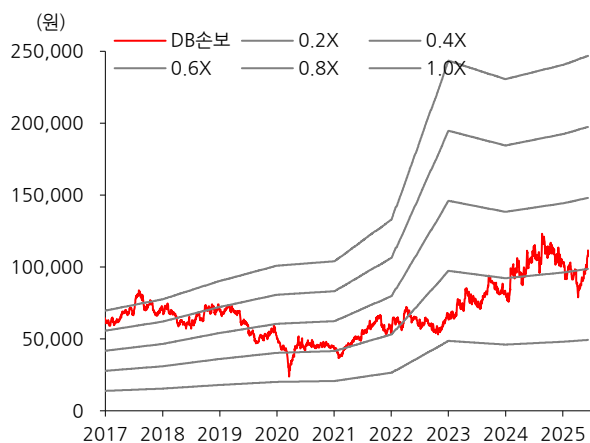
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 삼성화재 대비 DB 손해보험의 PBR discount



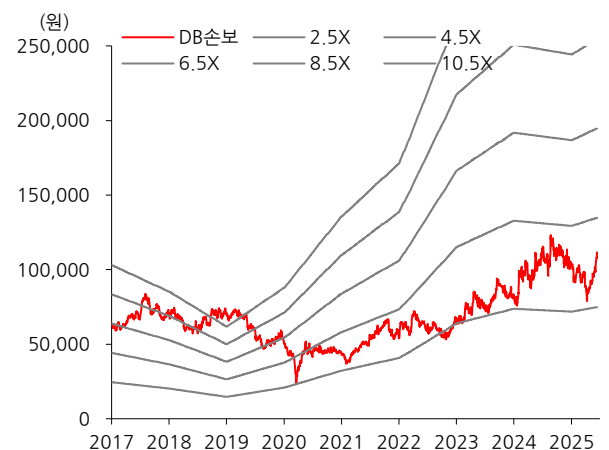
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림44] DB 손해보험 12m forward PBR Band



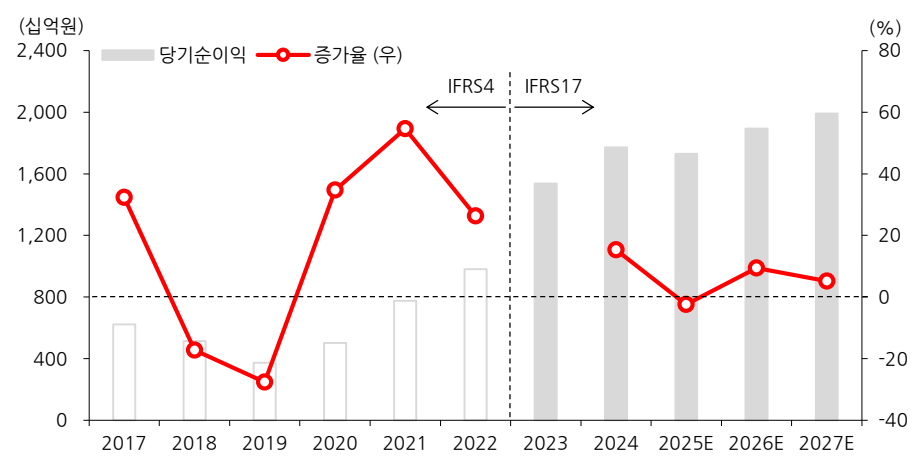
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림45] DB 손해보험 12m forward PER Band



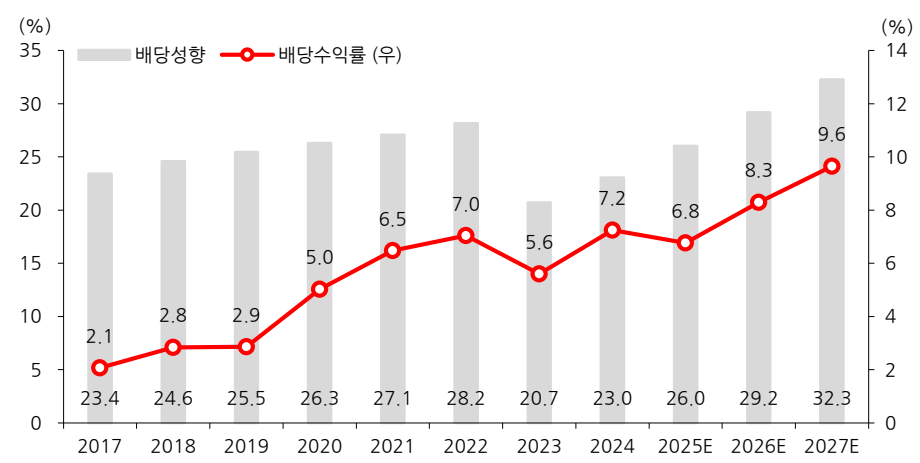
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림46] DB 손해보험의 당기순이익



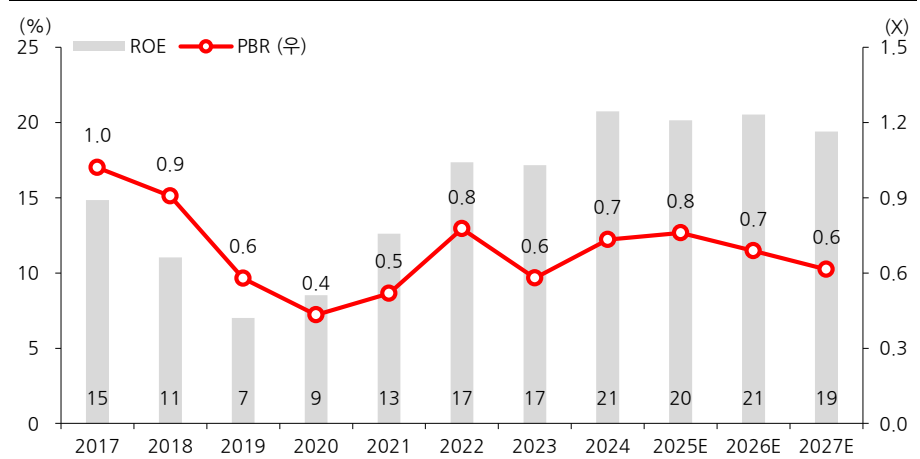
자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] DB 손해보험의 배당 지표



자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] DB 손해보험의 ROE 및 PBR 추이



자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E
운용자산	44,932	49,627	54,223	56,872
현금및예치금	994	750	668	677
유가증권	31,580	34,652	37,523	39,478
FVPL	11,174	11,407	12,456	13,081
FVOCI	19,545	22,226	24,013	25,343
AC	0	0	0	0
대출채권	11,177	13,022	14,771	15,382
부동산	1,181	1,203	1,262	1,336
비운용자산	3,571	3,219	3,278	3,150
특별계정자산	10	13	14	15
자산총계	48,514	52,859	57,516	60,037
책임준비금	36,769	41,063	44,445	46,223
BEL	13,433	15,468	15,672	15,167
RA	1,575	1,884	2,074	2,217
CSM	11,351	11,515	13,086	14,323
PAA	3,037	3,071	3,457	3,949
투자계약부채	7,372	9,125	10,156	10,568
기타부채	3,059	3,366	4,290	4,127
후순위채	870	668	1,466	1,466
특별계정부채	11	13	15	15
부채총계	39,838	44,443	48,750	50,365
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	8,651	10,105	11,427	12,870
해약환급금준비금	2,646	3,239	4,379	5,518
자본조정	-152	-152	-152	-152
기타포괄손익누계	104	-1,609	-2,582	-3,118
자본총계	8,676	8,416	8,766	9,672

성장률

(단위: %)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E
자산총계	7.5	9.0	8.8	4.4
운용자산	6.1	10.4	9.3	4.9
부채총계	11.0	11.6	9.7	3.3
CSM	29.1	1.4	13.6	9.4
자본총계	-5.9	-3.0	4.2	10.3
보험손익	-22.7	4.5	-4.6	8.7
투자손익	-18.8	59.3	12.5	5.3
영업이익	-21.8	17.2	0.8	7.5
순이익	-21.1	15.3	-2.4	9.4

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E
보험손익	1,550	1,619	1,544	1,678
일반 및 변동수수료모형	1,419	1,420	1,454	1,479
CSM 상각	1,264	1,287	1,321	1,406
RA 변동	111	132	159	169
예상과실계차이	211	92	0	18
손실계약	-179	-119	-43	-115
기타	12	28	16	0
보험료배분접근법모형	238	310	220	342
간접사업비	107	110	130	142
투자손익	467	744	837	881
보험금융손익	-789	-770	-776	-784
이자수익	1,193	1,383	1,533	1,554
배당수익	16	26	48	47
FVPL 평가손익	70	48	-2	0
기타	-23	57	34	64
영업이익	2,017	2,363	2,381	2,559
영업외이익	9	3	-3	0
세전이익	2,025	2,366	2,377	2,559
법인세비용	489	594	647	666
당기순이익	1,537	1,772	1,730	1,894

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2023	2024	2025E	2026E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	164	179	183	190
신계약 CSM	2,860	3,045	2,991	3,157
투자수익률	2.9	3.2	3.1	3.0
수정 Book Value	14,622	13,853	14,447	15,320
수익성				
수정 ROE	9.7	12.4	12.2	12.7
수정 ROA	3.3	3.5	3.1	3.2
주당 지표				
수정 EPS	25,594	29,516	28,750	31,536
수정 BPS	243,523	230,723	240,612	255,149
보통주 DPS	5,300	6,800	7,500	9,200
Valuation 및 배당				
수정 PER	3.3	3.5	3.9	3.5
수정 PBR	0.3	0.4	0.5	0.4
배당성향	20.7	23.0	26.0	29.2
보통주 배당수익률	5.6	7.2	6.8	8.3

현대해상 (001450)

Bottom fishing 수요에 가장 부합



▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479

Buy (유지)

목표주가(상향): 38,000원

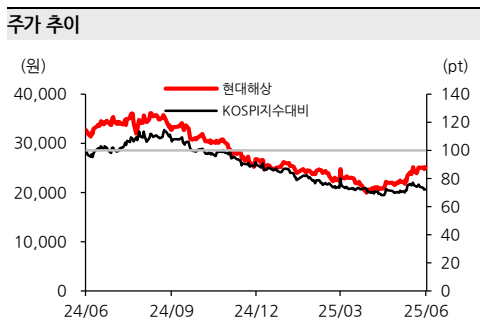
현재 주가(6/11)	25,150원
상승여력	▲ 51.1%
시가총액	22,484억원
발행주식수	89,400천주
52 주 최고가 / 최저가	36,150 / 19,960원
90 일 일평균 거래대금	82.74억원
외국인 지분율	35.0%
주주 구성	
정몽윤 (외 4 인)	22.8%
자사주 (외 1 인)	12.3%
국민연금공단 (외 1 인)	7.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	16.7	12.8	-6.2	-22.9
상대수익률(KOSPI)	3.9	-1.8	-25.2	-30.3

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
보험손익	526	1,043	862	1,049
투자손익	451	352	478	486
영업이익	977	1,395	1,340	1,535
당기순이익	772	1,031	989	1,140
CSM (*)	9,079	8,248	9,720	10,580
수정 EPS	9,849	13,144	12,615	14,534
수정 BPS	119,603	90,311	98,495	108,267
수정 PER	3.1	1.9	2.0	1.7
수정 PBR	0.3	0.3	0.3	0.2
수정 ROE	6.5	12.5	13.4	14.1
배당수익률	6.8	0.0	0.0	0.0

* 보유 순부채 기준



CSM의 질적 개선을 기반으로 동사의 수익성과 자본적정성이 점차 개선될 것으로 예상합니다. 외부 환경으로부터의 손해가 큰 회사인 동시에 낮은 상대수익률과 극단적으로 낮은 multiple은 바닥잡기 수요를 자극할 만합니다.

바닥잡기 수요를 자극할 만한 환경

현대해상을 차선호주로 유지한다. 자본과 이익 양 측면에서 가장 어려운 구간을 통과하면서, 동사의 수익성 및 자본적정성은 점차 개선될 것으로 예상된다. 근거는 주로 CSM 마진에 기인한다. 현대해상은 2Q24 부터 일찌감치 양적 성장 대신 질적 개선을 우선하면서 요율 인상 등을 통해 신계약 마진배수를 제고시켰다. 이 덕분에 커버리지 보험사 중 2024년 신계약 마진이 전년보다 개선된 곳은 현대해상이 유일하다. 2Q25 중 무저해지 가이드 적용에 따른 요율 인상이 더해지면서 보험 손익의 본질적인 증가가 기대된다.

동시에 외부 환경으로부터의 손해도 클 것으로 기대된다. 금융당국의 제도 정비에 일부 진행된 가운데(K-ICS 권고 수준 130%로 하향, 비상위험준비금 환입 요건 완화), 부채 할인율이나 해약준비금 등에 대한 제도가 기존보다 완화된다면 리스크 요인이 축소되기 때문이다. 또한 관리급여 제도가 시행될 경우 실손 민감도가 높은 만큼 가장 큰 개선(예실차든, 손실계약 환입이든)을 기대할 수 있다.

한편 환경의 개선을 앞두었음에도 불구하고, 단기간에 펼쳐진 증시 호황 속에서 상대수익률이 낮으며 절대적인 multiple도 극도로 낮은 수준이라는 점은 바닥잡기의 수요를 자극할 만하다고 판단된다.

여전히 ROA는 높지 않고, 배당 재개도 단기적으로는 어려우며, 이익과 조정준비금 증가를 통한 정석적인 자본비율 관리가 절실하다는 점은 그대로다. 그러나 실손 민감도가 가장 큰 대형 손보사이자 할인율 제도 개선의 가능성이 확대되고 있다는 점, 12m forward PER 2배라는 극단적인 valuation 등을 고려해 top pick으로 추천을 유지한다.

관리급여 도입의 구체화 등 외부 환경의 개선과 제도 정비의 가능성이 높아진 점을 고려해 이론적 PBR에 대한 할인율을 5%p 낮추며, 목표 주가를 기존 대비 12% 상향한 38,000원으로 제시한다.

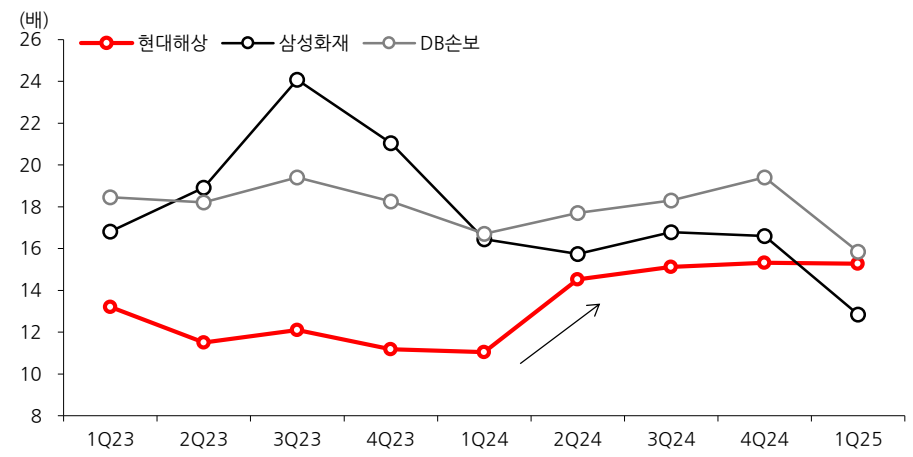
[표15] 현대해상의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

구분	현대해상	설명
자기자본비용 (CoE)	16.8	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.4	(b): 국고채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	11.2	(c)
Beta (β)	1.28	(d): Bloomberg
Average ROE	13.7	(e): 3개년 기대 ROE 평균
영구성장률	0.0	(f)
이론적 PBR	0.82	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율)	-55.0	(h): Valuation premium (discount)
목표 PBR	0.37	(i): (g)*(h)
수정 BPS	103,381	(j): 12개월 forward BPS
목표주가	38,000	(k): (i)*(j)
조정률	11.8	
현주가 (6/11)	25,150	
상승여력	51.1	

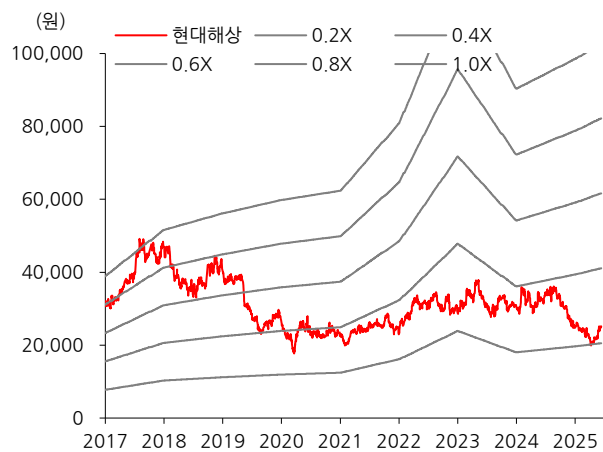
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 대형 손보 3사의 신계약 마진배수



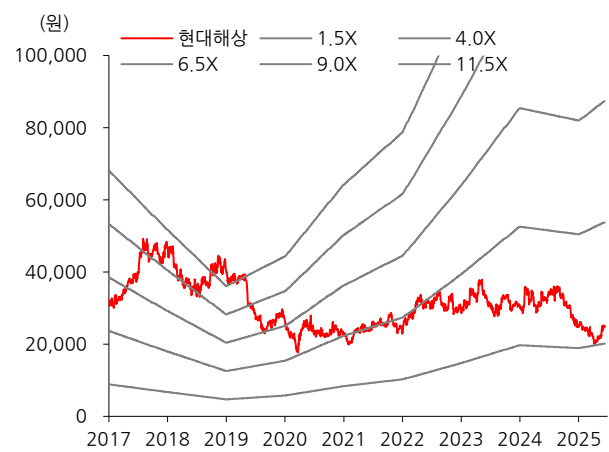
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 현대해상의 12m forward PBR Band



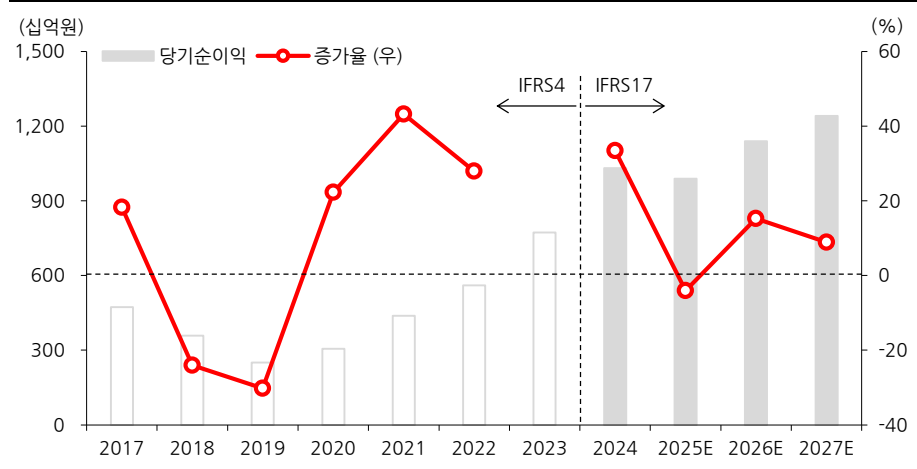
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 현대해상의 12m forward PER Band



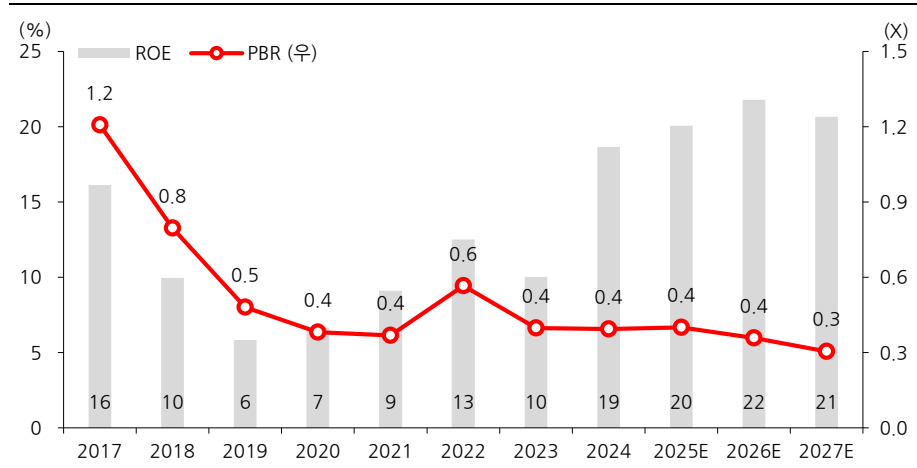
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 현대해상의 당기순이익



자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 현대해상의 ROE 및 PBR 추이



자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E
운용자산	41,500	45,787	49,173	51,270
현금및예치금	1,350	2,119	1,715	1,717
유가증권	28,660	32,189	35,080	36,611
FVPL	8,130	8,453	9,365	9,812
FVOCI	19,515	22,671	24,644	25,729
AC	0	0	0	0
대출채권	10,397	10,246	11,070	11,578
부동산	1,092	1,234	1,309	1,365
비운용자산	2,241	2,168	2,189	2,279
특별계정자산	18	23	24	25
자산총계	43,758	47,978	51,386	53,574
책임준비금	34,817	38,302	41,341	43,088
BEL	17,105	20,913	22,162	22,619
RA	1,752	2,093	2,194	2,293
CSM	9,142	8,305	9,778	10,639
PAA	3,527	3,490	3,671	3,858
투자계약부채	3,290	3,500	3,536	3,679
기타부채	2,811	4,727	5,090	4,940
후순위채	945	2,547	3,345	3,345
특별계정부채	13	22	23	24
부채총계	37,641	43,051	46,454	48,052
자본금	45	45	45	45
자본잉여금	113	113	113	113
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	6,553	7,391	8,381	9,520
해약환급금준비금	3,422	4,018	4,589	5,160
자본조정	-69	-68	-68	-68
기타포괄손익누계	-524	-2,554	-3,538	-4,088
자본총계	6,117	4,927	4,933	5,522

성장률

(단위: %)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E
자산총계	-4.1	9.6	7.1	4.3
운용자산	-3.8	10.3	7.4	4.3
부채총계	3.6	14.4	7.9	3.4
CSM	9.5	-9.2	17.7	8.8
자본총계	-34.3	-19.5	0.1	12.0
보험손익	-61.2	98.1	-17.3	21.7
투자손익	8.7	-21.9	35.7	1.6
영업이익	-44.9	42.8	-3.9	14.5
순이익	-39.7	33.4	-4.0	15.2

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E
보험손익	526	1,043	862	1,049
일반 및 변동수수료모형	275	910	823	1,021
CSM 상각	873	933	961	1,035
RA 변동	130	132	157	173
예상과실계차이	-186	-186	-117	-57
손실계약	-522.1	51.9	-159	-110.0
기타	-19	-21	-19	-20
보험료배분접근법모형	290	188	139	135
간접사업비	38	55	99	107
투자손익	451	352	478	486
보험금융손익	-828	-856	-859	-885
이자수익	1,023	1,122	1,217	1,232
배당수익	440	615	482	499
FVPL 평가손익	117	-129	12	0
기타	-302	-400	-374	-361
영업이익	977	1,395	1,340	1,535
영업외이익	-24	-29	-11	0
세전이익	953	1,366	1,329	1,535
법인세비용	181	336	340	395
당기순이익	772	1,031	989	1,140

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2023	2024	2025E	2026E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	151	142	133	136
신계약 CSM	1,677	1,821	2,046	2,168
투자수익률	3.0	2.8	2.8	2.7
수정 Book Value	9,379	7,082	7,723	8,490
수익성				
수정 ROE	6.5	12.5	13.4	14.1
수정 ROA	1.7	2.2	2.0	2.2
주당 지표				
수정 EPS	9,849	13,144	12,615	14,534
수정 BPS	119,603	90,311	98,495	108,267
보통주 DPS	2,063	0	0	0
Valuation 및 배당				
수정 PER	3.1	1.9	2.0	1.7
수정 PBR	0.3	0.3	0.3	0.2
배당성향	20.9	0.0	0.0	0.0
보통주 배당수익률	6.8	0.0	0.0	0.0

[Compliance Notice]

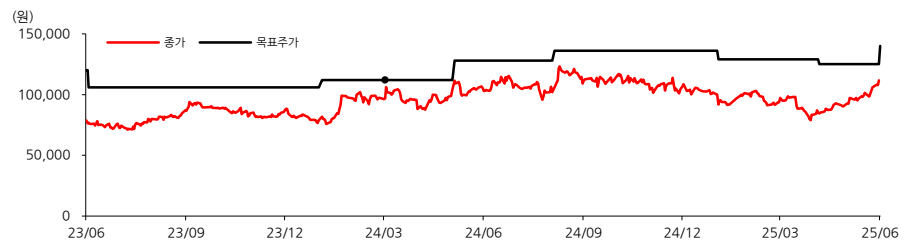
(공표일: 2025년 6월 12일)

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

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

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.

[DB손해보험 주가와 목표주가 차이]



[투자의견 변동 내역]

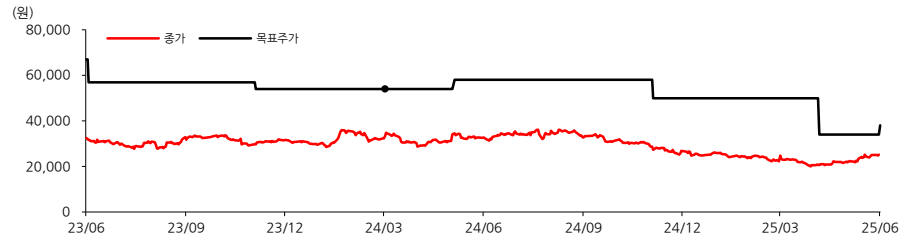
일 시	2016.08.12	2023.06.14	2023.08.16	2023.09.01	2023.11.14	2024.01.15
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		106,000	106,000	106,000	106,000	112,000
일 시	2024.02.23	2024.04.23	2024.05.16	2024.06.17	2024.07.08	2024.08.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	Buy
목표가격	112,000	112,000	128,000	128,000	128,000	136,000
일 시	2024.08.30	2024.09.27	2024.10.08	2024.10.25	2024.11.01	2024.11.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	136,000	136,000	136,000	136,000	136,000	136,000
일 시	2024.11.15	2024.11.29	2024.12.27	2025.01.14	2025.01.20	2025.01.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	136,000	136,000	136,000	129,000	129,000	129,000
일 시	2025.02.24	2025.02.25	2025.02.28	2025.03.13	2025.03.20	2025.03.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	129,000	129,000	129,000	129,000	129,000	129,000
일 시	2025.04.17	2025.04.25	2025.05.15	2025.05.30	2025.06.12	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	125,000	125,000	125,000	125,000	140,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.06.14	Buy	106,000	-23.01	-11.32
2024.01.15	Buy	112,000	-15.88	-5.18
2024.05.16	Buy	128,000	-17.11	-9.77
2024.08.16	Buy	136,000	-19.21	-9.41
2025.01.14	Buy	129,000	-27.21	-20.00
2025.04.17	Buy	125,000	-23.99	-10.64
2025.06.12	Buy	140,000		

[현대해상 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.06.14	2023.08.16	2023.09.01	2023.11.15	2023.11.29
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		57,000	57,000	57,000	54,000	54,000
일 시	2023.12.28	2024.01.15	2024.01.26	2024.04.17	2024.05.16	2024.05.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	54,000	54,000	54,000	54,000	58,000	58,000
일 시	2024.06.17	2024.06.28	2024.07.04	2024.07.26	2024.08.16	2024.08.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000
일 시	2024.09.27	2024.10.08	2024.11.11	2024.11.15	2025.01.20	2025.02.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	58,000	58,000	58,000	50,000	50,000	50,000
일 시	2025.03.13	2025.03.20	2025.03.28	2025.04.17	2025.04.25	2025.05.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	50,000	50,000	50,000	34,000	34,000	34,000
일 시	2025.05.30	2025.06.12				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	34,000	38,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.06.14	Buy	57,000	-45.99	-40.79
2023.11.15	Buy	54,000	-41.54	-33.43
2024.05.16	Buy	58,000	-42.98	-37.67
2024.11.15	Buy	50,000	-51.08	-43.50
2025.04.17	Buy	34,000	-33.54	-26.03
2025.06.12	Buy	38,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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. 밸류 에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2025 년 3 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%