

보험 (Positive)

자본비율 규제: 본질에 집중할 것

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



| C o n t e n t s |

I. 핵심 요약.....	03
II. 주요 도표.....	04
III. 자본비율 규제: 본질에 집중할 것.....	05
1. 기본자본 K-ICS비율: 패러다임의 전환	05
2. 할인을 현실화: 일부 항목의 기한 연장 기대.....	15
3. 자산-부채관리 강화: 가장 어려운 지속 과제.....	18
Appendix. 금리 민감도.....	22
IV. 기업분석	23
1. DB손해보험 (005830).....	24
2. 현대해상 (001450).....	28

I. 핵심 요약

New paradigm
- 기본자본
- 할인을 제도 완화
- ALM 강화

보험업계 회계기준과 함께 감독기준도 변경된 지 3년차, 아직도 제도 변화들이 이어지고 있다. 변화는 새로운 적응을 요구하기에 피곤한 일이지만, 투자자에게는 기회를 제공하는 법이다. 다만 제도가 바뀔 때에는 단일 건 하나하나의 의미보다 총체적인 흐름을 읽을 필요가 있다. 큰 맥락에서 감독당국은 단기적인 대응을 반복하는 보험사들에게 본질에 집중할 것을 유도하는 중이다.

보험사들이 순도 높은 자본력 강화 대신 채권(신종자본증권, 후순위채 등) 발행을 통해 자본을 확충하는 기조가 심화되자 금융감독원은 K-ICS비율 기준치를 하향하며 채권 조달의 필요를 낮추는 대신, 기본자본비율을 규제 도구로 신설하려 하고 있다. 보험사들의 부담과 현실적인 시장 한계를 고려해 이미 공표된 보험부채 할인을 현실화 일정을 완화하는 대신, 확보된 여유를 오용하지 않도록 듀레이션 갭에 대한 규제를 신설하려 하고 있다. 공통적으로 요구되는 것은 하나, 정도(正道)다.

기본자본 규제 도입을 대비해 보험사들은 질 높은 순자산의 증대를 도모해야 한다. 상장사로써 최후순위의 선택지가 될 유상증자, 자사주 처분 등은 배제하고, 자의적으로 조절하기 어려운 순이익 창출이나 AOCI 평가의 확대를 제외하면, 남은 방법은 적격 자본증권 발행뿐이다. 그러나 대부분은 이를 발행할 요건이 되지 않거나, 발행할 필요가 없다. 따라서 단기적인 기본자본 확충을 기대해선 안된다. AOCI 변동성을 최소화하면서 지속가능한 이익을 창출하는 긴 호흡 속에서, 적극적인 리스크 출채 등을 통한 요구자본 관리가 반드시 필요할 것이다.

현재의 규제 흐름은 보험업의 본질을 악화시키는, ‘승환계약을 통한 신계약 매출 경쟁’의 억제에도 기여할 것으로 기대된다. 별 효과가 없다면, 치킨게임이 일상화된 업계에 자정작용을 촉구할 수는 없으니, 해지 증가에 대한 패널티를 부과하는 것도 방법이다.

한편 2023년, 2024년과 같이 계리가정을 감독당국에서 일률적으로 제공하는 극단적인 규제는 제한될 것으로 예상된다. 대신 보험부채를 평가하는 기준과 방법론에 대한 가이드라인을 제공할 예정이다. 최근 보험상품의 목표 손해율에 대한 가이드라인 초안이 제시된 것으로 알려져 있는데, 방향성의 계도가 아닌 직접적 개입일 경우에는 부작용이 따를 것으로 예상된다.

당국의 방침은 시장이 기대하는 만큼 단순하지 않다. 강화인지 완화인지, 호재인지 악재인지 매번 딱 떨어질 수만은 없는 법이다. 그럼에도 분명한 건 현재는 과거보다 규제의 강도가 약화되는 구간에 속하며, 보험사 자신에게도 부정적일 수 있는 근시안적인 행위에 대해 제동을 걸리고 있다는 점이다. 따라서 외부환경은 우호적이라고 판단한다.

Top picks 유지:
DB손해보험
현대해상

보험업종 top picks로는 DB손해보험과 현대해상을 유지한다. DB손보는 자본, 수익성, 배당 등 모든 지표가 양호한 보험주 중 가장 낮은 valuation(12mf PER 기준)으로 유일하게 상승여력을 보유하고 있다. 현대해상은 기대 요소가 많다. 실현되는 데까지 기다림이 필요하지만, 12mf PER 2.1배에서의 기다림은 리스크는 제한되고 상방은 열려 있다.

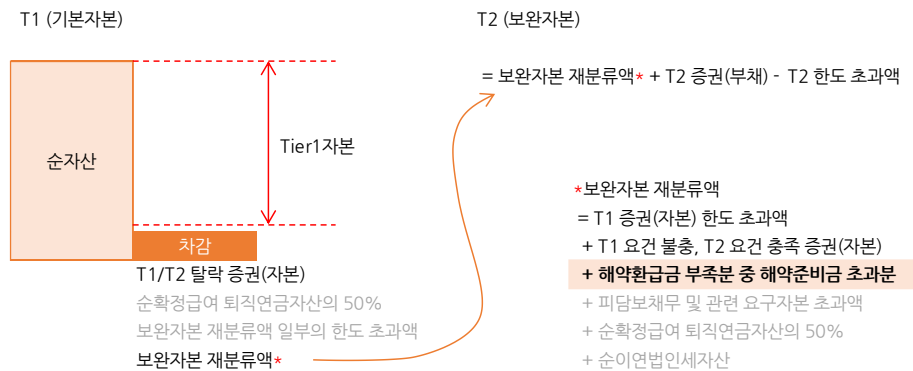
II. 주요 도표

[표1] 포커스 1: 보험업 관련 감독규제 흐름

시기	항목	영향
2025.3	보험업권 자본규제 고도화 방안 발표 - 각종 인허가 요인의 기준선을 K-ICS 150% → 130%로 하향 - 기본자본 K-ICS비율 규제 수준을 마련 - 계리감독 선진화 로드맵 추진 - 비상위험준비금(일반손보 대상) 적립한도 축소	- 전체 자본비율 규제의 완화 (완료) - 채권 발행 일변도의 자본비율 제고 방지 → 본질적인 강화 - 내용 미정, 계리지표 산정방식의 엄격화 예상 - 준비금 부담 완화 (완료)
2025.6	건전성 제도개선 TF 운영 계획 발표	- 기본자본 도입 방안, '26~'27년 할인을 현실화 등 검토 계획
2025.7	보험산업 건전성 TF 1차 회의 - 할인을 현실화 중 최종관찰만기(LoT) 확대 계획을 재검토 - 자산-부채 관리를 강화하는 규제 도입 검토	- 8월 중 확정할 것으로 밝혔으나 내용 미발표, 시행 일정의 장기화(=완화) 예상 - 8월 중 확정할 것으로 밝혔으나 내용 미발표, 갭 규제의 신설(=강화) 예상
2025.7	금융감독원-보험협회 MOU 체결 - 자산-부채 듀레이션 관리 강화를 위한 MOU	언론 보도 - ALM 미흡 시 패널티 예상

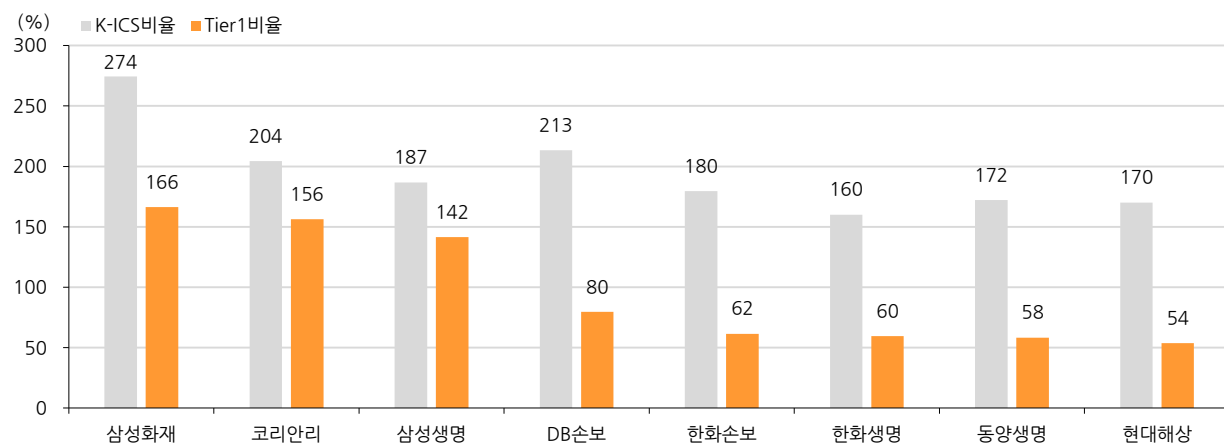
자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 포커스 2: K-ICS에서의 기본자본 및 보완자본 구성



자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 포커스 3: 주요 보험사의 K-ICS 비율



자료: 손해보험협회, 생명보험협회, 한화투자증권 리서치센터

III. 자본비율 규제: 본질에 집중할 것

1. 기본자본 K-ICS 비율: 패러다임의 전환

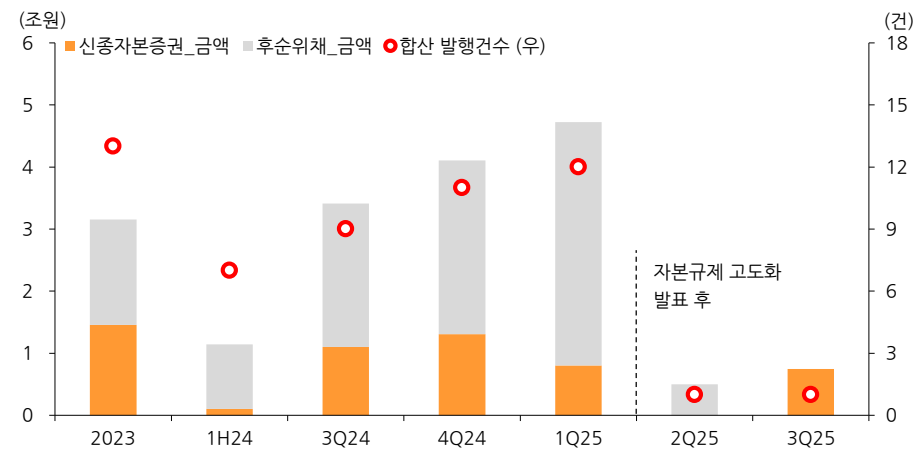
자본다운 자본을
늘려야 할 때

금융감독원은 지난 3월 '보험업권 자본규제 고도화 방안'을 통해 기본자본 K-ICS비율 (이하 Tier1비율)의 규제 수준을 마련하고, 다양한 요건에 적용되던 전체 K-ICS비율의 요구수준을 150%에서 130%로 하향하겠다고 밝힌 바 있다. 이 중 요구수준의 하향은 지난 6월 감독규정 개정을 통해 적용되었다.

이러한 제도 변경의 함의는 보험사의 부담을 낮춰주기 위함이 아니라, 조달을 통한 자본비율 방어가 심화되면서 채권 발행이 크게 증가한 것을 자제시키기 위함이었다고 판단한다. 이러한 현상이 지속된다면 채권시장에도 영향을 주고, 자본의 질이 저하될 것이라는 우려가 배경이다.

실제로 보험업종의 채권은 3Q24 중 3.4조원 이상 발행되며 분기에 2023년 연간 규모 (3.15조원)를 추월했고, 이후 매 분기 증가해 1Q25에는 4.7조원을 상회했다. 금융당국이 전체 자본비율 허들을 낮추고 채권으로는 채울 수 없는 기본자본의 중요성을 역설하면서, 3월 말 이후 채권 발행은 단 두 건, 1.2조원에 그쳤다.

[그림3] 보험업계의 신종자본증권 및 후순위채 발행 규모



자료: 예탁결제원, 한화투자증권 리서치센터

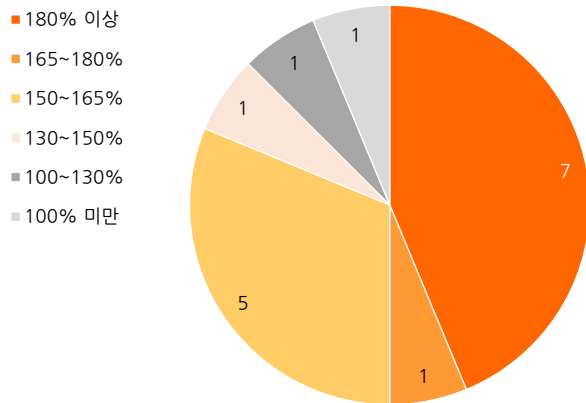
150~165% 구간에서
절실했던 채권 발행

2024년 말 기준 K-ICS비율 180%를 넘는 우량한 회사의 비중이 40%를 넘지만, 당시 암묵적 기준선이었던 150%를 하회하는 회사도 26%(생보 31%, 손보 19%)나 되었다.

한편 채권 조달이 폭발했던 3Q24부터의 현재까지 34건의 발행 중 14건이 K-ICS비율 150~165% 구간에 속하는 회사에서 이루어졌다. 발등에 불이 떨어진 곳들이 최빈값을 구성한 셈이다. K-ICS비율 150% 미만의 회사가 발행한 건수도 11건이었다. 채권 발행은 자본확충이 필요한 회사일수록 우선적으로 고려하게 되는 선택지였다.

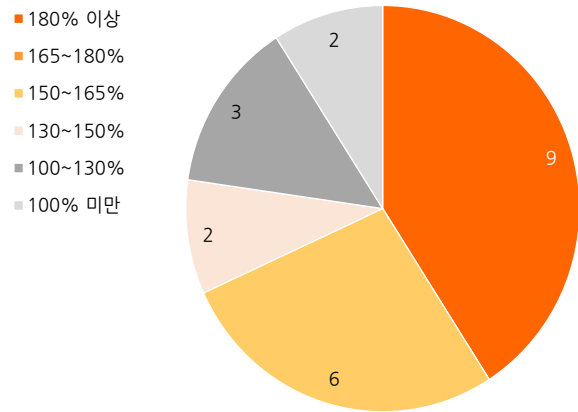
하지만 이는 어디까지나 보완적 성격에 불과하다. 영구채라 해도 자본으로써의 질적인 순도가 높다고 볼 수는 없을뿐더러, 자본안정성이 떨어지는 회사가 이자 부담까지 지고 가는 악순환의 구조로 빠질 수 있다.

[그림4] K-ICS 비율 구간별 개체수: 손해보험 (2024)



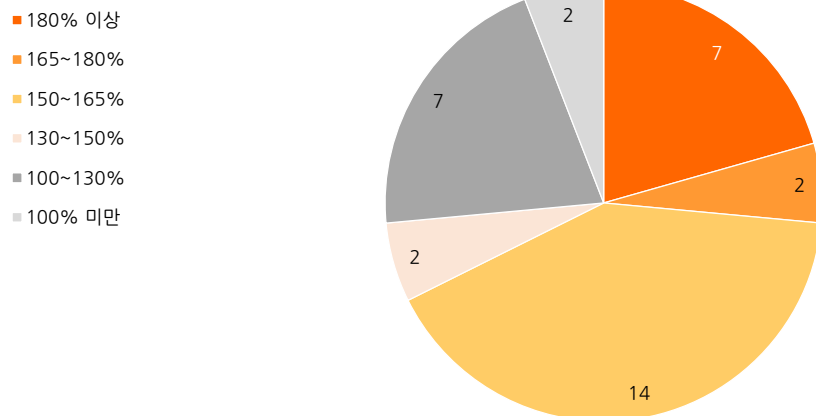
주: 외국계손보사는 제외
자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] K-ICS 비율 구간별 개체수: 생명보험 (2024)



자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] '24년 7월 이래 채권을 발행한 보험사들의 K-ICS 비율 구간별 개체수 (2024)



주: 2건 이상 발행한 회사도 중복 계상함
자료: 금융감독원, 예탁결제원, 한화투자증권 리서치센터

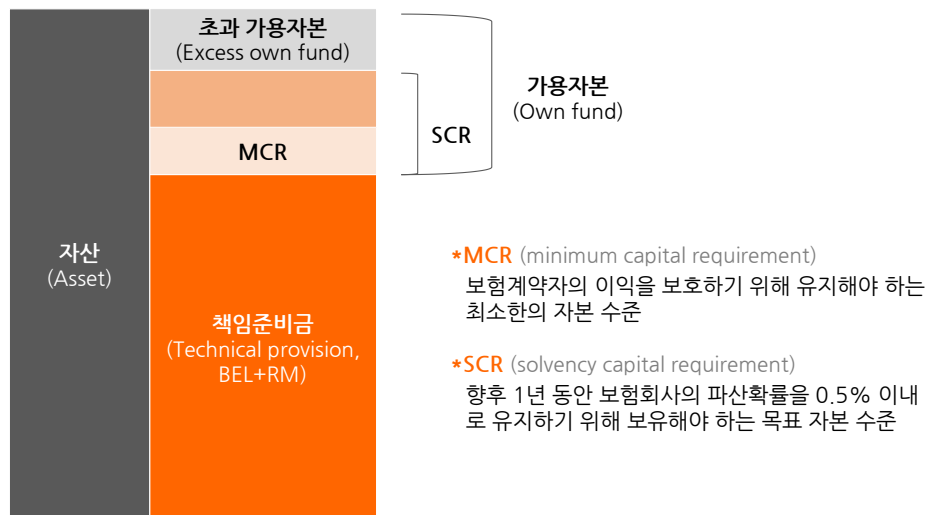
유럽에서는
T1 ≥ 0.5 SCR 요구

그래서 채권 발행의 필요성을 줄이기 위해 K-ICS비율 요구수준을 낮추는 동시에 등장한 것이 기본자본(Tier1) 규제였다. K-ICS상 지급여력금액(=가용자본)은 기본자본과 보완자본으로 나뉜다. 원래도 기본자본비율은 존재했다. 마땅한 규제 수준이 씌워지지 않았을 뿐이다. 이제 채권 조달의 의존도는 낮추면서 자본안정성 관리의 본질을 유지하기 위해, 일정 수준 이상의 Tier1비율이 요구될 것이다.

우리나라는 RBC제도에서 K-ICS제도로 변화하는 과정에서 유럽의 Solvency II를 상당 부분 참고하였다. 계약서비스마진(CSM, Contractual Service Margin)을 부채로 계상하는 IFRS17 과는 달리, 이행현금흐름에 따른 현행추정부채(BEL, Best Estimate Liability)와 위험마진(RM, Risk Margin)을 제외한 나머지를 자본으로 인정하는 방식도 Sol II에서 기원하였다.

이러한 Sol II 제도에서 기본자본과 관련한 규제로 차용할 만한 부분은 SCR(Solvency Capital Requirement)이라는 자본 요구치에 비해 Tier1 자본이 50% 이상이어야 한다는 것이다. 이를 K-ICS에서의 요구자본(Required Capital)에 비해 Tier1 자본이 50% 이상이어야 한다는 것으로 그대로 적용하면, 기본자본(Tier1)비율은 50% 선으로 볼 수 있다. 다만 K-ICS에서의 요구자본 산출식이 Sol II와 같지 않으므로 둘의 기준은 엄밀히 다르며, 한국 감독당국의 방침은 아직 발표되지 않았다.

[그림7] Solvency II 하에서의 자산 및 부채, 자본 분류



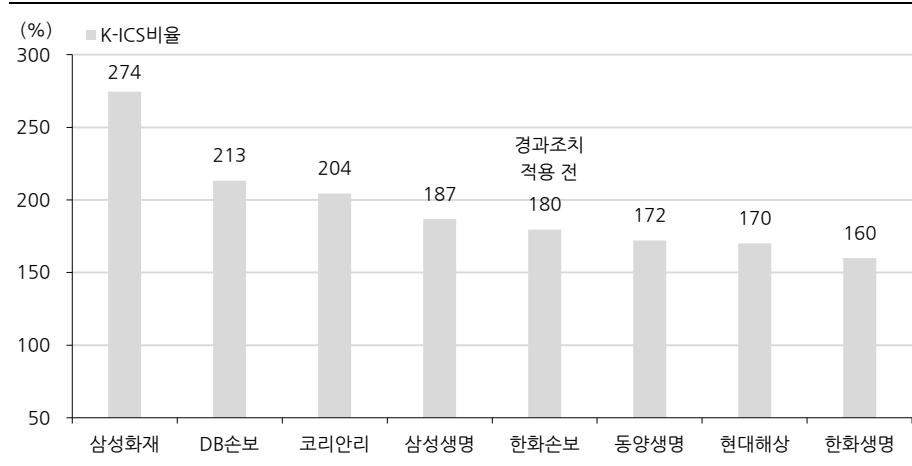
자료: 보험연구원, 한화투자증권 리서치센터

T1비율 50~60%대는
보다 타이트한 관리가
필요할 것

한화투자증권 커버리지 보험사의 2Q25 말 K-ICS비율은 그림8, Tier1비율은 그림9와 같다. 내림차순의 순위가 조금 다르다. 삼성생명의 K-ICS비율은 187%로 200%를 하회하며 한화손보와 유사한 수준이지만, Tier1비율은 여타 보험사들보다 두 배가량 높다. 삼성화재와 삼성생명은 채권이 없기 때문에 보완자본으로 새어나가는 부분이 적으며, 이들의 가용자본 내 Tier1자본의 비중은 각각 60%, 76%이다. 한편 코리안리는 보완자본으로 재분류되는 신종자본증권이 일부 있음에도, *후술할 해약준비금 관련 이슈가 발생하지 않기 때문에* 기본자본이 훼손되지 않는다. 때문에 코리안리도 가용자본 내 Tier1자본의 비중이 76%에 달한다. 그외 보험사들은 모두 해당 비중이 30%대밖에 되지 않는다. Tier2자본으로 차감되는 게 많으니, Tier1비율이 높을 수가 없다.

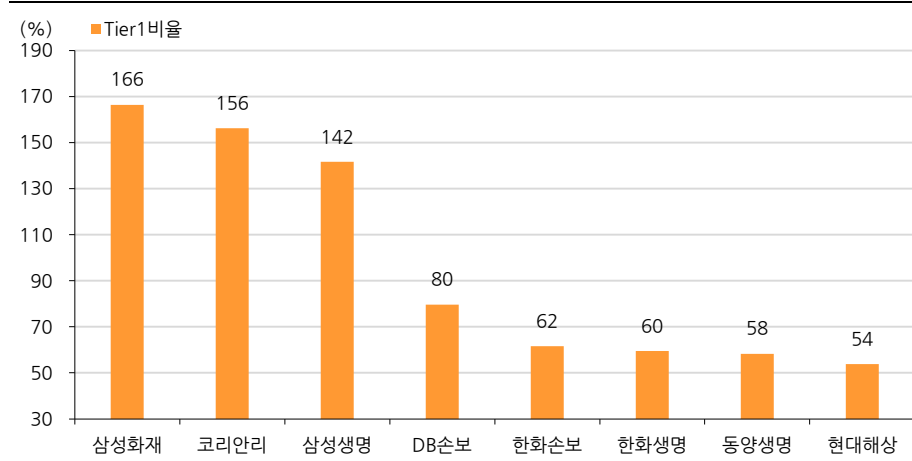
2Q25 말 기준으로 모든 커버리지사의 Tier1비율은 50%를 상회하고 있다. 감독기준이 어느 수준으로 제시될지, 가용자본과 요구자본의 산출식을 그대로 유지할지 등은 아직 알 수 없으나, 현재 판단 가능한 선에서는 50~60% 선에 위치한 회사들은 강도 높은 자본비율 관리가 필요할 것으로 보인다.

[그림8] 커버리지 보험사의 2Q25 말 K-ICS 비율



자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 커버리지 보험사의 2Q25 말 기본자본(Tier1)비율

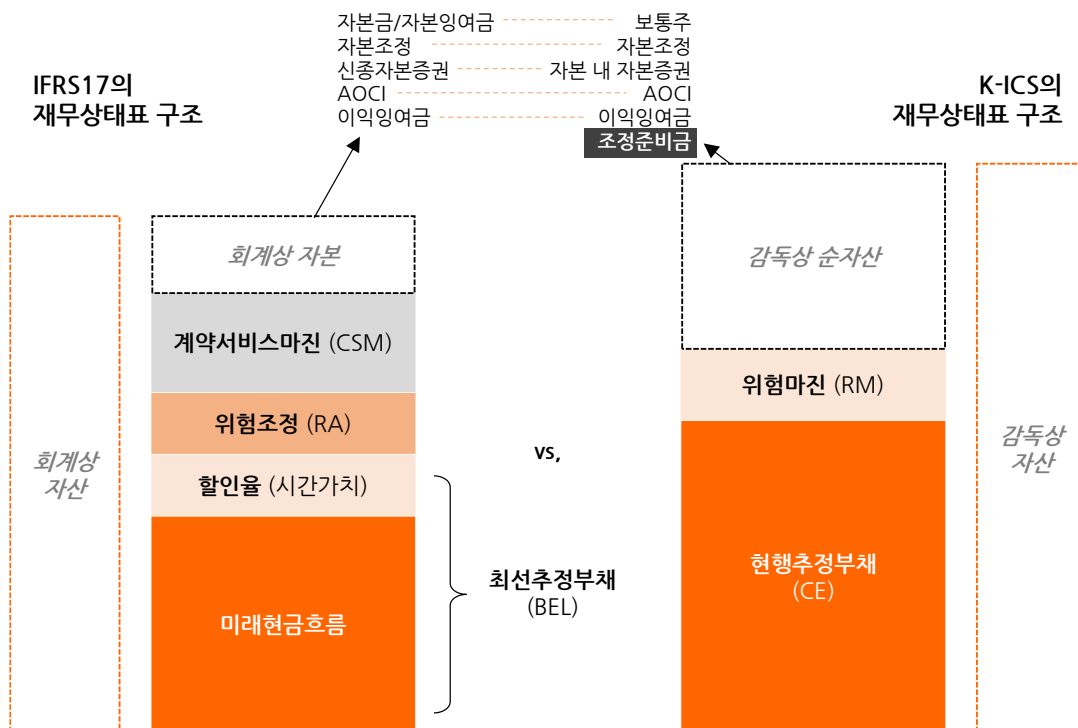


자료: 손해보험협회, 생명보험협회, 한화투자증권 리서치센터

가용자본 = 순자산 + 가산 - 차감
 보다 구체적으로 감독기준상 가용자본이란 무엇인지, 기본자본과 보완자본은 어떻게 나뉘는지 알고 갈 필요가 있다.

먼저 K-ICS비율의 분자가 되는 '가용자본'이란 감독기준상의 개념으로써, 회계기준상의 자본과는 다소 차이가 있다. 감독기준상 순자산을 토대로, 가산항목(주로 후순위채)과 차감항목을 가감한 것이 가용자본이다. 이때 감독기준상의 '자산'과 '부채'를 정의하는 항목에 계약서비스마진이라는 단어는 전혀 등장하지 않는다. 즉, 자산에서 부채를 제거할 때 차감되는 대상이 아니다. 으레 "부채인 CSM(의 일부)이 K-ICS에서는 자본에 포함된다"라고 하지만 사실 이는 설명의 간소화를 위한 표현이고, 엄밀히는 계약서비스마진 일부가 포함되는 것이 아니라 빼야 할 부채에 처음부터 존재하지 않았던 것이다. 이러한 차액은 감독기준 순자산에서 보통주자본, 자본증권, 이익잉여금, 자본조정, AOCI를 제외한 잔여분을 일컫는 '조정준비금'에 속한다.

[그림10] 감독기준과 회계기준의 재무제표 차이: BEL+RA+CSM vs. CE + RM



자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

T1자본 확충 방법
(1)순자산 증가

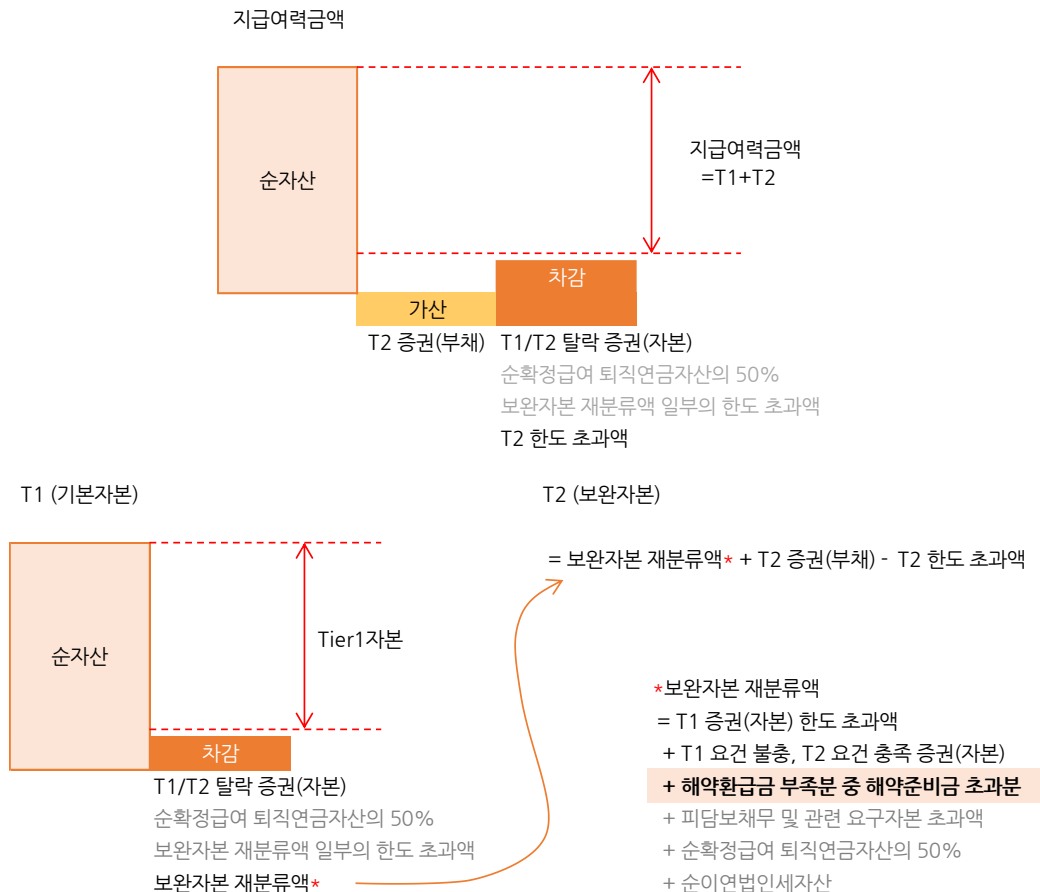
비교적 단순하게 산출되는 가용자본 내에서 기본자본과 보완자본은 어떻게 나뉘는가?

기본자본과 보완자본을 각각 구성해 합산한 것을 순자산으로 보기보다는, 순자산 내에서 기본자본의 자격이 없는 부분을 숨아낸 잔여분을 보완자본으로 보는 접근을 권한다. 그게 더 쉽다. 관련하여 시행세칙의 내용을 약식으로 정리하면 그림11과 같다.

이와 같이 'Tier1자본=순자산-차감항목'인 구조에서 Tier1자본을 늘리려면 순자산을 증가(요건 미충족 자본증권이 아닌 수단으로)시키거나, 차감항목(보완자본으로 재분류되는 규모)을 축소해야 한다.

순자산을 증가시키는 방법은 이를 구성하는 (1)보통주자본, (2)자본증권, (3)이익잉여금, (4)자본조정, (5)AOCI를 증가시키는 것이다. 이는 각각 (1)유상증자, (2)적격 신종자본증권(불리한 조건으로의 보통주 전환 또는 step-up 조항이 없을 것)의 발행, (3)순이익 창출, (4)자기주식 처분, (5)자산-부채 평가의 확대 등으로 달성할 수 있다. 한편 이익 계약을 신규로 인식하는 것도 감독상 순자산에 포함되는 조정준비금을 증가시킬 수 있다. 회계기준에서 이익 신계약은 BEL 감소와 CSM 증가로 부채 내에서만 반영되지만, 감독기준에서는 현행추정부채(CE) 감소 효과만 반영되기 때문이다(RM을 무시하면...). 리스크량이 비례하여 증가하지 않는다면 이는 자본비율 제고에 기여할 것이다.

[그림11] K-ICS에서의 지급여력금액 구성



[표2] 보험사별 2Q25 말 가용자본 구성

(단위: 십억 원, %)

	삼성화재	DB손보	현대해상	한화손보	삼성생명	한화생명	동양생명	코리안리
지급여력금액	26,341	20,919	13,837	5,980	47,794	22,181	4,166	4,490
기본자본 (I-II-III)	15,969	7,813	4,378	2,050	36,236	8,251	1,412	3,431
보완자본	10,372	13,106	9,459	3,930	11,558	13,930	2,754	1,060
(보완자본 한도)*	4,798	4,904	4,070	1,666	12,796	6,931	1,211	1,098
지급여력기준금액	9,597	9,808	8,139	3,332	25,593	13,861	2,421	2,196
K-ICS비율	274	213	170	180	187	160	172	204
Tier1 (기본자본)비율	166	80	54	62	142	60	58	156
I. 감독기준 순자산	26,407	19,472	10,773	4,871	44,063	21,348	3,300	4,490
보통주	613	35	158	652	226	4,829	1,271	237
이익잉여금	13,869	12,623	7,574	2,644	20,167	8,530	1,588	2,392
자본조정	-1,219	-153	-68	-142	-2,117	-846	-60	-135
AOCI	2,999	-3,646	-3,084	-888	13,357	-2,680	-1,494	194
조정준비금	10,105	10,251	6,193	2,181	10,505	4,825	1,651	994
II. 불인정항목	66	192	0	4	1,423	3,092	119	0
III. 보완자본 재분류액	10,372	11,467	6,395	2,817	6,404	10,087	1,888	1,060
해약환급금 부족분 중								
해약준비금 초과분*	10,145	11,288	5,757	2,578	6,357	7,000	1,544	0

주: * 해약환급금 부족분 중 해약준비금 초과분은 보완자본으로 분류되지만 보완자본 한도(=지급여력기준금액의 50%)에는 포함되지 않음

자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

T1자본 확충 방법
(2)차감항목 축소(?)

한편 기본자본을 증대시키기 위한 또 한 가지 방법인 차감항목을 축소하는 것은 실행하기가 어렵다.

Tier1자본의 차감항목인 보완자본 재분류액의 대부분은 '해약환급금 부족분 중 해약준비금 초과분'으로 구성되어있다. (이것도 원명을 줄여서 쓴 것이다...) 여기서 '해약환급금 부족분'은 '해약환급금(≡IFRS4 부채)'에서 'CE(중 일부), RM(≡K-ICS 부채)'을 제거한 금액이다. '해약준비금'은 말 그대로 보험사가 적립한 해약준비금인데, 이는 '해약환급금(≡IFRS4 부채)'에서 'BEL, RA, CSM(≡IFRS17 부채)'를 제거한 금액이다.

즉 '해약환급금 부족분 중 해약준비금 초과분'(이하 해약준비금 초과분)이란 '{해약환급금-(CE+RM)}-{(해약환급금-(BEL+RA+CSM))}'이므로, 'IFRS17 부채'-K-ICS 부채'와 유사하다. 감독기준보다 회계기준의 해약준비금이 과다하게 잡힐 때 그 일부를 보완자본으로는 인정하겠다는 취지로도 볼 수 있다.

결국 Tier1자본을 증가시키기 위해 차감항목을 감소시킨다는 것은 IFRS17 부채와 K-ICS 부채의 차이를 좁힌다는 의미인데, 그림10을 참고한다면 이 둘의 차이는 대부분 CSM이라는 걸 알 수 있다. 문제가 복잡해진다.

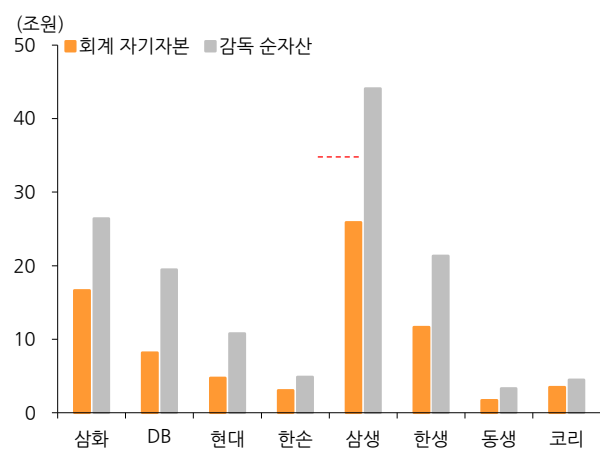
T1비율에는
신계약이 능사가 아니다

이익 신계약을 적극적으로 판매할 경우 IFRS17 부채는 (+), (-)가 일부 상쇄되지만 K-ICS 부채는 감소하므로, 이 둘의 차이로 약식화한 ‘해약준비금 초과분’은 증가한다. 이익 신계약은 조정준비금을 확대해 가용자본을 증가시키지만, 그걸 다시 보완자본으로 분류하는 차감항목도 증가시킨다는 의미이다. 실제로 회사별 조정준비금 규모와 해약준비금 초과분의 규모는 유사하다. 결국 신계약 창출은 전체 가용자본을 증가시킬 수 있어도 Tier1자본에 기여하는 바는 제한된다. 그간 비상장사를 포함한 보험업권에서 신계약 창출의 목적에는 자본비율 상승도 포함되어 있었다. 그러나 신계약으로 Tier1자본은 증가하지 못하는 반면 보유 리스크량(요구자본)은 증가할 수 있다. 이 경우 K-ICS비율에는 도움이 되어도 Tier1비율에는 되려 부정적일 수 있을 것이다.

은행의 경우 자본비율의 위계가 BIS자기자본비율, Tier1비율, CET1비율로 나뉜다. 이때 상위 항목인 BIS비율, T1비율을 궁금해하는 사람은 많지 않다. 최소집합인 CET1비율의 요건 충족 난이도가 상위 항목보다 높기 때문에, CET1비율이 충분하면 상위 항목은 이슈가 되지 않는 것이다. 마찬가지로 보완자본의 확충이 비교적 쉬운 구조를 고려하면 보험업종에 Tier1비율 규제가 신설될 경우 K-ICS비율보다는 Tier1비율 충족이 우선시 될 것으로 예상된다. 이때 신계약 증대는 능사가 아니게 될 것이다.

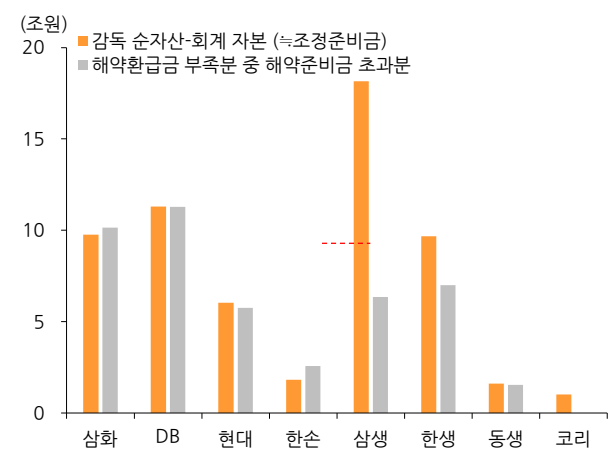
물론 이익 신계약의 꾸준한 창출은 종국에 이익잉여금을 증대시키면서 근본적인 자본 확충에 기여하겠지만, 이는 중기적인 방법으로써 당장의 해결책이 필요한 회사에게는 우선적인 대안이라고 보기 어렵다. 이제는 보험사에게도 자본여력에 걸맞는 성장 전략이 필요하다.

[그림12] 회계기준상 자기자본 < 감독기준상 순자산



주: 붉은선은 삼성생명의 회계상 계약자지분조정을 원칙대로 자본 표기했을 경우
자료: 각 사, 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 조정준비금에 준하는 규모가 기본자본에서 차감된다



주: 붉은선은 삼성생명의 회계상 계약자지분조정을 원칙대로 자본 표기했을 경우
자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

채권 발행의 니즈는
당분간 크지 않을 것

Tier1자본을 확충하기 위한 두 가지 방법, 순자산 증가와 차감항목 감소 중 후자는 어려운 일임을 확인하였다. 그렇다면 순자산 증가가 필요하다. 10page에서 언급한 수단 중 유상증자, 자사주 처분 등 상장사에게 최후순위일 선택지를 제외하면, 적격 자본증권 발행, 순이익 창출, AOCI 평가의 확대가 남아있다. 순이익 창출은 모범적이지만 선택지라기보다는 종속변수이자 기간을 갖고 추구해야 할 방향성에 가깝다. 자산-부채 평가익은 대부분 금리에 연동된 바, 금리가 일방향으로만 움직이는 것이 아닌 이상 ‘증가시키는’ 것보다 ‘변동성을 축소하는’ 것이 정론이다. 따라서 회사가 선택할 수 있는 것은 적격 자본증권 발행이다.

보험사들이 발행한 자본증권 중 T1으로 인정받는 것은, 제도 변경 이전인 2022년 말까지의 발행분 이외에는, 최근 DB손해보험이 발행한 적격 신종자본증권뿐이다. 해당 증권은 step-up 조항이 없고(지속성 요건) 상법상 배당가능이익 내에서 배당을 지급(기타 제한의 부재 요건)하도록 되어있어 T1으로 인정받을 수 있었다. 즉 적격 신종자본증권을 발행할 수 있는 것은 배당가능이익이 존재하는 회사뿐인데, 기본자본 확충이 필요한 회사들의 상당수는 정작 배당가능이익이 없어 발행이 쉽지 않다. 상각형, 전환형 등의 조건부자본증권이 아닐 것으로 가정한다면, 삼성화재, 삼성생명이 적격 자본증권을 통해 T1비율을 10%p 제고시킬 수 있지만 이미 여력이 과다해 발행할 필요가 없다. 적격 자본증권을 기발행한 DB손보는 추가 발행한도가 2%p에 불과하다. 결국 순자산 증대의 유효한 수단인 적격 자본증권은 발행할 여건이 안되거나, 발행할 필요가 없는 게 현실이다.

보완자본 한도상 추가적으로 인정 가능한 후순위채 발행 규모는 삼성화재, DB손보, 삼성생명이 3조원 이상, 현대해상 및 한화손보가 3,000억원대, 그 외 한도가 없거나 무의미한 것으로 추정된다. 후순위채는 잔존만기 5년 이내 시 여명에 따라 가용자본으로 인정받는 금액이 차감되기 때문에 차환 성격의 발행은 있을 수 있겠으나, 그 외의 추가 발행은 필요성이 높지 않은 것으로 판단된다.

[표3] 신종자본증권 및 후순위채의 자본 인정 규모

(단위: 십억 원, %p)

	삼성화재	DB손보*	현대해상	한화손보	삼성생명	한화생명	동양생명	코리안리
신종자본증권 잔액	0	747	0	234	0	1,695	345	808
(23년 이전 발행분)	0	0	0	234	0	0	345	329
기본자본(T1) 인정금액	0	747	0	234	0	0	345	329
보완자본(T2) 재분류액	0	0	0	0	0	1,695	0	479
T1 증권 추가 발행 한도**	960	234	814	99	2,559	1,386	-102	-110
발행시 T1비율 개선폭	10	2	10	3	10	10	0	0
후순위채 잔액	0	1,769	3,353	1,100	0	2,717	299	0
보완자본(T2) 인정금액	0	1,633	2,997	1,100	0	2,717	299	0
보완자본(T2) 한도	4,798	4,904	4,070	1,666	12,796	6,931	1,211	1,098
한도 소진분	227	1,818	3,702	1,352	5,201	6,931	1,211	1,060
T2 증권 추가 발행 한도	4,571	3,086	368	314	7,595	0	0	38
발행시 K-ICS비율 개선폭	48	31	5	9	30	0	0	2

주: 2Q25 기준, * 3Q25 중 발행한 적격 신종자본증권 7,470억원을 포함함, ** 상각형/전환형 등의 조건부가 아닌 적격 자본증권 발행을 가경(이 경우, 한도는 요구자본의 10%)

자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 후순위채 발행 내역

(단위: 백만 원)

발행사	발행일	만기상환일	잔존만기	당분기말	자본인정액
DB손해보험 (DB생명)	2017-05-25	2027-05-25	1년 8개월	170,000	34,000
	2021-06-10	2031-06-10	5년 9개월	499,000	499,000
	2025-02-14	2035-02-14	9년 5개월	300,000	300,000
	2025-02-20	2035-02-20	9년 5개월	800,000	800,000
현대해상	2015-10-21	2025-10-21	0년 1개월	170,000	0
	2017-05-26	2027-05-26	1년 8개월	233,000	46,600
	2021-05-04	2031-05-04	5년 8개월	350,000	350,000
	2024-06-03	2034-06-03	8년 9개월	500,000	500,000
	2024-11-04	2034-11-04	9년 2개월	400,000	400,000
	2024-12-30	2034-12-30	9년 4개월	900,000	900,000
	2025-03-27	2035-03-27	9년 6개월	800,000	800,000
한화손해보험	2022-03-07	2032-03-07	6년 6개월	250,000	250,000
	2024-08-29	2034-08-29	8년 12개월	350,000	350,000
	2025-01-31	2035-01-31	9년 5개월	500,000	500,000
한화생명	2022-02-04	2032-02-04	6년 5개월	1,016,640	1,016,640
	2022-06-17	2032-06-17	6년 9개월	400,000	400,000
	2023-08-02	2033-08-02	7년 11개월	500,000	500,000
	2024-12-12	2034-12-12	9년 3개월	800,000	800,000
동양생명	2024-10-07	2034-10-07	9년 1개월	299,099	299,099

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

T1 규제 본격화 구간에서
재보험 수요 확대 전망

이렇듯 단기적으로 Tier1자본을 늘리는 것은 쉽지 않다. 그러나 Tier1비율을 개선하기 위한 방법은 한 가지 더 존재한다. 요구자본을 억제하는 것이다. 분자로 안된다면, 분모를 관리해야 한다.

이는 듀레이션 갭 축소, 안전자산 비중 확대, 리스크 출채(재보험) 등을 통해 달성할 수 있다. 다만 듀레이션 갭은 일순간 조절할 수 있는 것이 아니다. 기본자본 증가의 방법에서 순이익 창출을 선택지라고 보기 어렵듯이, ALM 관리는 선택지라기보다는 대부분 보험사들의 중장기적인 과제로써 계속해서 지향해야 할 목표이다. 따라서 보험사가 임의로 활용할 수 있는 수단은 리스크 출채다. Tier1비율 규제가 본격화되는 구간에서 재보험에 대한 수요는 더욱 확대될 것이다.

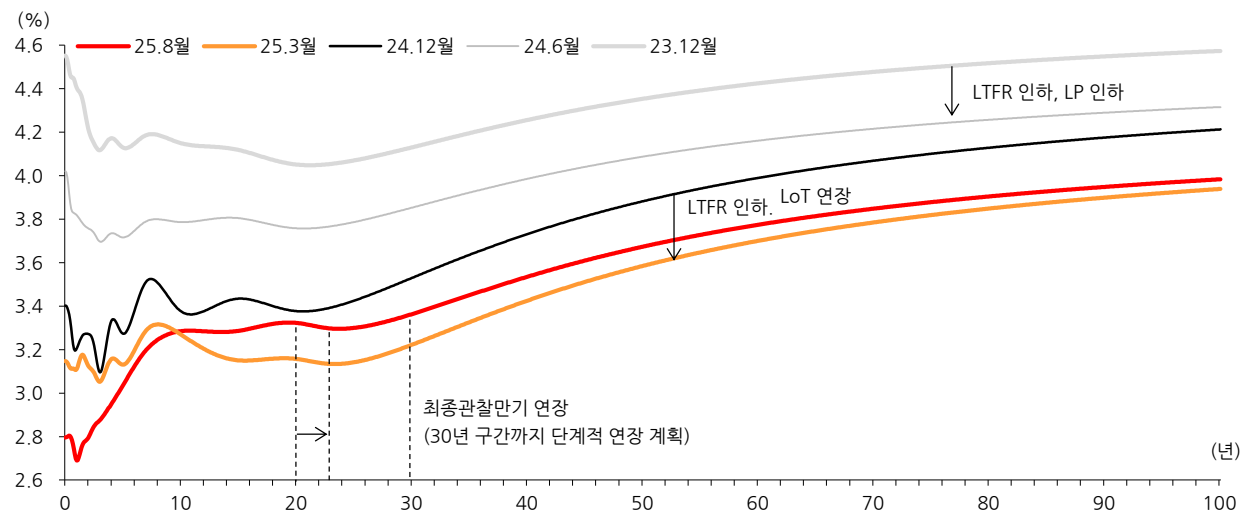
2. 할인을 현실화: 일부 항목의 기한 연장 기대

할인을 현실화에 따른
자본 감소는 불가피

보험부채 시가평가가 핵심인 IFRS17 제도 하에서 부채 할인율은 매우 주요한 변수가 된다. 부채 평가에 활용되는 할인율은 2023년 제도 변경 당시 급격한 변화에 따른 부작용을 감안해 비교적 높은 수준으로 주어졌고, 이를 점차 낮추며 현실화하는 방향으로 설계되었다. 이에 따라 보험업계는 부채 할인율이 시장금리 변동폭보다 더 크게 하락하는 상황을 매년 겪고 있으며, 이로 인한 자본(기타포괄손익누계액) 감소는 불가피하다. 이때, 현재 남아있는 할인율 현실화 일정 중 가장 큰 영향을 줄 것으로 예상되는 항목(최종관찰만기)의 시행기간이 연장될 것으로 기대된다.

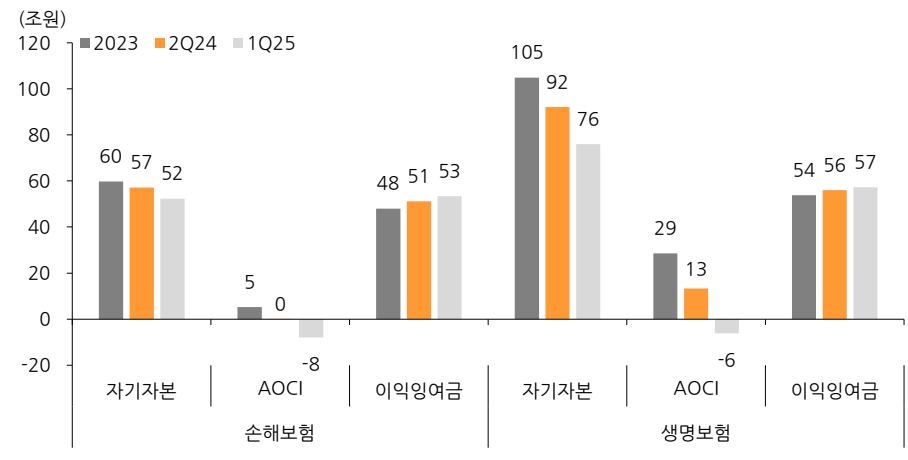
2024년 중 장기선도금리의 인하와 두 차례의 유동성 프리미엄의 축소, 2025년 초 장기선도금리의 인하와 최종관찰만기의 연장을 겪으면서, 보험업종의 자기자본은 2023년 말 165조원에서 2Q24 말 149조원, 1Q25 말 128조원으로 감소했다. 2023년 말~1Q25 말 동안 이익잉여금이 9조원 증가했음에도 기타포괄손익누계액(AOCI) 48조원 감소한 것이 주 원인이다. 해당 기간 자본 감소율은 22%에 달한다. 이러한 영향은 손해보험업보다 생명보험업에서 더 두드러지게 나타났다.

[그림14] 금융감독원이 제공하는 금리기간구조 (보험부채 할인율)



주: 조정 무위험 금리기간구조, LP, Spot 기준
자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 보험업종의 자기자본 변화: 자산-부채 평가손 확대에 의한 자본 감소



주: 손해보험업종은 외국계 손보사를 제외하고 산출

자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

LoT 연장을 장기화할 가능성이 높다고 판단

앞으로 남은 할인을 현실화 일정은 표5와 같다. 이 중 화두가 되는 것은 최종관찰만기 (LoT)를 30년까지 연장하는 부분이다. 본래 2025년 초에 LoT를 20년 → 30년으로 연장할 계획이었으나, 국채시장 환경을 고려해 2025년~2027년, 3년에 걸쳐 연장하는 것으로 2024년 11월 중 정정 발표하였다. 그럼에도 불구하고 예정대로 진행 시 업종의 건전성 지표 변동성이 과도하게 확대될 것을 경계하여, 지난 7월에 잔존한 시행 일정을 더 장기화하는 방안이 논의되었다.

해당 논의의 결과는 지난 8월 중 확정될 예정이었으나, 그 발표가 연기되고 있는 상황이다. 다만 제반환경을 고려하면 LoT 연장을 장기화하는 방안이 채택될 가능성은 높다고 판단된다.

[표5] 보험부채 할인을 현실화의 단계적 적용방안

	최종관찰만기 (LoT)	장기선도금리 (LTFR)	유동성 프리미엄 및 변동성 조정 (LP, VA)
2023년	20년	4.80%	
2024년	20년	4.55%	개인대출: 매핑 대신 신규 금리로 LP 직접 산출 특수금융: 자산평가와 부채평가의 위험스프레드 산출방식 일치
2025년	23년	4.30%	
2026년	26년 (→ 23년?)	4.05%(e)	자산부채 간 현금흐름 mismatch을 LP 조정비율에 반영
2027년	30년 (→ 24년?)	3.80% (e)	신용위험스프레드에 예상외 신용손실 포함

자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

2025년 초 적용된 할인율 현실화(LoT 23년으로 연장, LTFR 25bp 인하)로 인해 보험사의 AOCI가 감소하면서 나타난 자본 감소율은 그림16과 같다. 시장금리 하락과 LTFR 인하, LoT 연장 등의 영향을 나누어 추정하면 LTFR보다 LoT의 영향이 2배 수준 컸을 것으로 산출된다. 할인율 현실화의 조정 내용은 아직 확정되지 않았지만, 업계의 건의가 참작된다면 2026년까지는 LoT의 현 수준이 유지되고 2027년부터 만기를 1년씩 확대하는 방식도 가능하다. 강한 영향력을 가진 LoT 연장이 기존 예상보다 오랜 기간에 걸쳐 적용된다면, 보험사의 부담은 유의하게 완화될 것으로 전망한다.

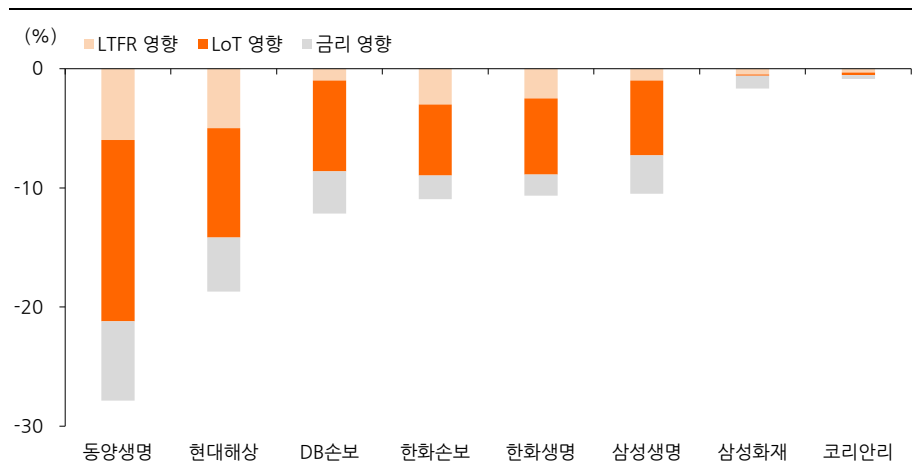
참고로 AOCI는 기본자본에 포함되므로, 할인율 하락으로 인한 충격은 K-ICS비율과 Tier1비율에 동일한 수준의 영향을 준다. 즉, 이는 기본자본 규제에도 다행인 내용이다.

[표6] K-ICS 비율 민감도

	삼성화재	코리안리	DB손보	한화생명	한화손보	현대해상	동양생명	삼성생명
LTFR 25bp 인하 시	-0.5%p	-0%p	-1%p	-2~3%p	-3%p	-5%p	-6%p	-1%p
금리 50bp 하락 시	+2%p	+1%p	-6%p	-7%p	-8%p	-12%p	-12%p	-13%p

자료: 각 사, 손해보험협회, 생명보험협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 1Q25 기타포괄손익누계액(AOCI)에 의한 자본 감소율(QoQ): 요소별 breakdown (추정)



주: 삼성생명, 삼성화재의 삼성전자 지분가치 변화는 제거함

자료: 각 사, 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

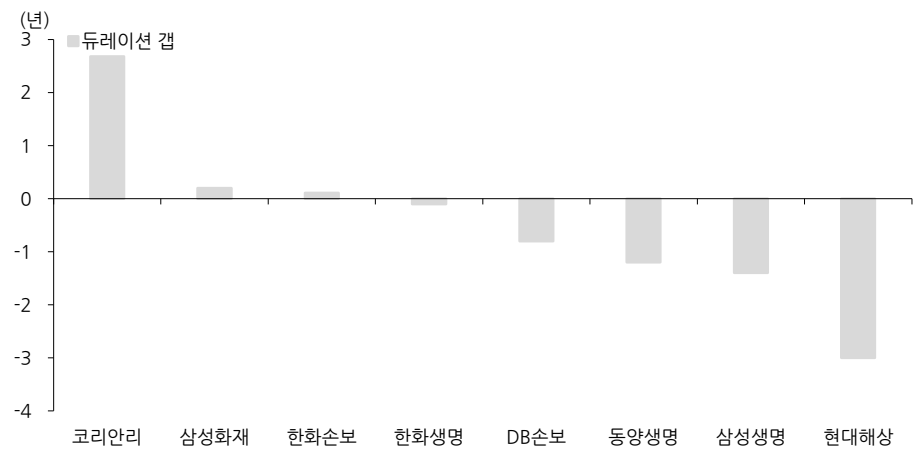
3. 자산-부채관리 강화: 가장 어려운 지속 과제

ALM 강화가
요구될 것

K-ICS비율의 요구치를 하향하는 대신 본질을 강화하기 위해 기본자본 규제를 도입할 예정이듯이, 할인을 현실화 일정을 완화하는 대신 견제 장치로써 자산-부채관리(ALM) 강화가 요구될 예정이다. 이 또한 8월에 함께 발표될 예정이었으나, 마찬가지로 연기되고 있다.

보험사별 자산-부채 듀레이션 갭은 그림17과 같다. 연이은 할인을 하락과 부채 증가로 인해 부채 민감도가 높아지면서 많은 보험사의 듀레이션 갭이 음수(-)를 나타내고 있다. 듀레이션 갭의 절댓값이 클수록 금리 변동이 보험사의 자본안정성에 더 큰 영향을 미칠 수 있다. 물론 금리 상승기에는 그만큼 자본이 증가하며 직전 분기 말보다 장기금리가 상승한 현 시점에서는 유리하게 작용하겠으나, 시장 환경이라는 변수에 자본안정성이 노출되는 위험을 줄이기 위해서는 갭 축소가 필요한 것이 사실이다.

[그림17] 커버리지 보험사별 2Q25 듀레이션 갭

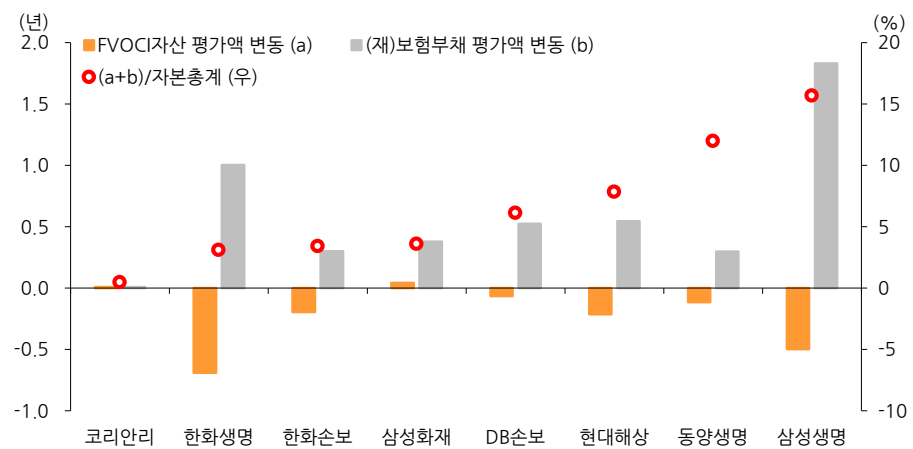


자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

자본안정성을 위해
듀레이션 갭 축소가 필요

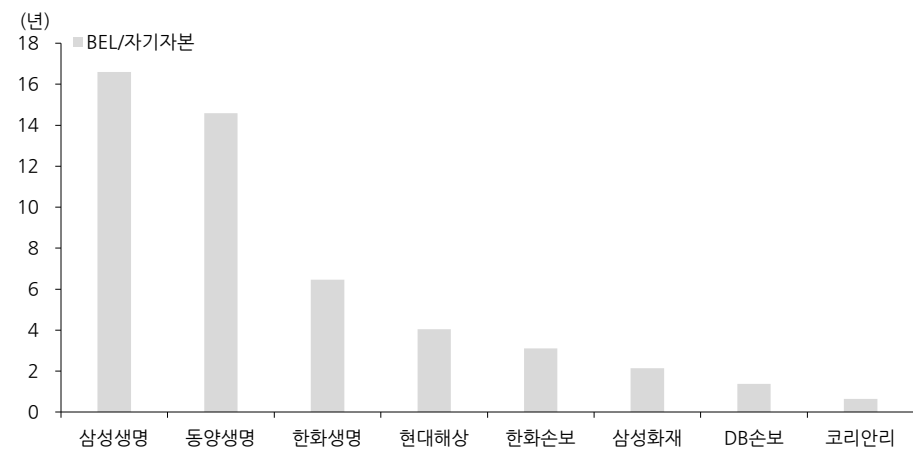
실제로 시장금리가 상승하고 당국의 할인을 조정이 별도로 없었던 2Q25에는 그림18과 같이 AOCI의 증가가 나타났다. 자본 민감도를 결정하는 변수는 듀레이션 갭과 금리의 영향을 받는 exposure의 자기자본 대비 규모, 두 가지다. 갭의 절댓값은 현대해상이 가장 크지만, 금리의 영향을 받는 부채의 규모는 생보사가 큰 편이다. 이에 결과적으로 삼성생명, 동양생명의 자본 민감도가 현대해상보다 높게 나타났다. 코리안리의 경우 듀레이션 갭은 크지만 장기/생명의 BEL이 자기자본보다 작은 유일한 커버리지사인 만큼 금리에 대한 영향도가 매우 낮았는데, 원수사들에게 이런 구조를 기대할 수는 없다. 결국 필요한 건 ALM을 통한 듀레이션 갭 축소다.

[그림18] 2Q25 AOCI에 의한 자본 증가율(QoQ): 듀레이션 갭과 궤를 같이 하는 자본 민감도



주: 삼성생명, 삼성화재의 삼성전자 지분가치는 제거함
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 2Q25 말 자기자본 대비 BEL의 규모

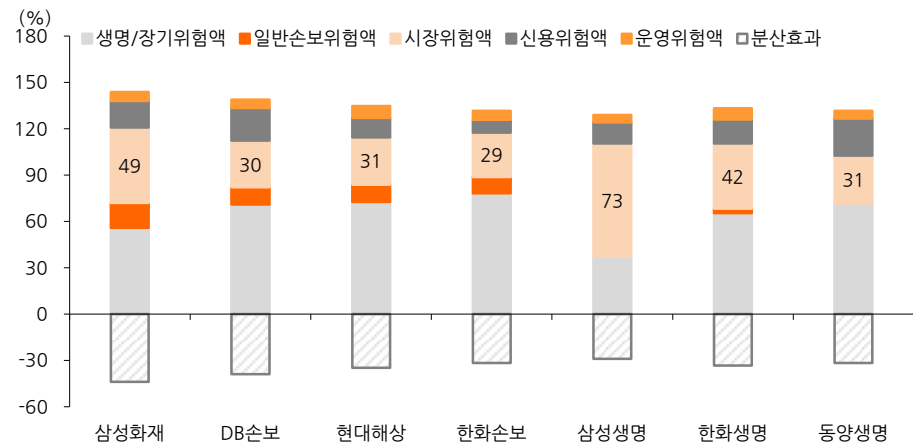


주: 보험료접근배분법 외 계약의 BEL로 계산, 삼성생명, 삼성화재의 삼성전자 지분가치는 제거함
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

ALM은 요구자본
축소에도 기여
→ 자본비율에 긍정적

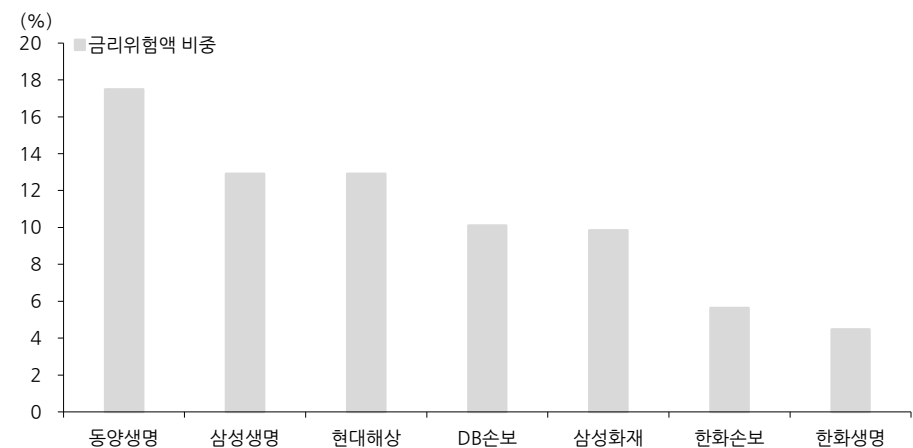
적절한 ALM은 자본의 변동성을 낮추는 것뿐 아니라 요구자본을 관리하는 데도 도움이 될 것으로 기대된다. 금리 변동에 대한 위험을 포함하는 시장리스크는 커버리지 보험사 요구자본의 30~50%를 차지한다. 이 중 금리리스크가 전체 요구자본에서 차지하는 비중은, 듀레이션 매칭이 잘 된 한화손보와 한화생명을 제외하면, 10% 이상으로 나타난다. 금리리스크는 금리 충격(상승/하락/flattening /steepening 등)이 가해졌을 때 예상되는 순자산 감소액으로 측정된다. 이 역시 금리부자산과 부채의 규모도 변수지만, 듀레이션 갭이 좁아질수록 리스크량이 줄어드는 것이 근본적인 관리 방법이다. 결국 ALM 강화는 자본 변동성 축소와 리스크 축소 양측에 기여하면서 자본비율에 긍정적으로 작용할 것이다.

[그림20] 지급여력기준금액(요구자본)의 리스크 종류별 구성비



자료: 손해보험협회, 생명보험협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 지급여력기준금액(요구자본) 중 금리리스크 비중



자료: 손해보험협회, 생명보험협회, 한화투자증권 리서치센터

한편 ALM 강화 규제의 구체적인 내용은 아직 발표되지 않았다. 도입을 예고했던 당국 보도자료에 따르면 듀레이션 갭 허용범위를 감독규정에서 정하고 준수 의무를 부과하는 방안, K-ICS 또는 경영실태평가에 ALM 항목을 도입 및 강화하는 방안 등이 언급되었다. 이후 언론에 따르면 감독당국은 보험사 CEO들과 MOU를 맺으며 월별로 듀레이션 현황을 점검하고 자체 점검한 듀레이션 갭이 유의적으로 악화된 경우 신계약 판매 전략에 영향을 주는 등 조치를 취할 것으로 알려졌다.

앞서 기본자본 파트에서 언급했듯이, CSM 일변도의 매출 경쟁이 아니라 자본 체력에 어울리는 성장 전략이 필요한 국면이다. 보험사들이 LoT 확대 기간의 연장을 자본비율 관리의 급한 불이 꺼졌다는 신호로 오해한다면 또다시 불필요한 경쟁이 야기될 수 있기 때문에, ALM을 기준으로 한 패널티를 제동 장치로 제시하는 것은 합리적이라는 판단이다.

계리가정에
계도가 아닌 개입 시
부작용 예상

더불어 계리감독에 대한 가이드라인도 추가될 전망이다. 당국이 지난 3월 발표한 '보험업권 자본규제 고도화 방안'에는 자본비율에 대한 내용뿐 아니라 계리감독 선진화 로드맵에 대한 설명도 포함되어 있었다. 보험부채 평가기준과 방법론의 주요 내용을 정비해 법규화하고, 계리감독 체계를 재정립하는 것이 그 골자로 보인다.

당국의 취지를 고려할 때 보험사별로 상이한 것이 당연할 가정 그 자체에 대한 직접적인 개입보다는 가정을 산출하는 방식에 대한 가이드라인이 주어질 것으로 예상했으나, 최근 언론 보도에 따르면 금융감독원이 비실손 갱신형 보험상품의 목표 손해율 '값'에 대한 가이드라인 초안을 만들고 보험업계의 의견을 수렴 중인 것으로 알려졌다. 방향성의 계도가 아닌 직접적 개입일 경우, 부작용이 예상된다.

Appendix. 금리 민감도

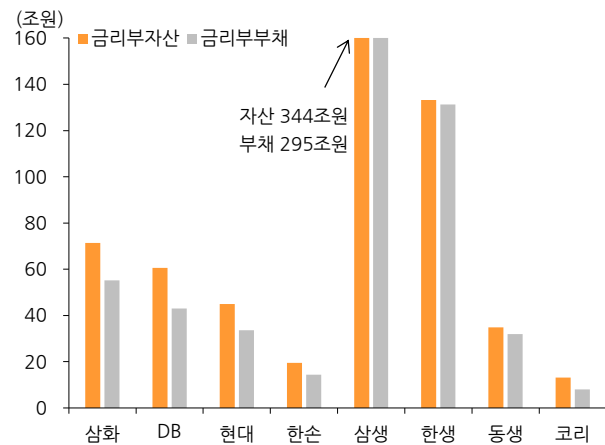
[표7] 금리 시나리오에 따른 순자산가치 변동

(단위: 십억 원)

발행사	순자산가치	금리 상승	금리 하락	금리 평탄	금리 경사
삼성화재	16,202	-1,272	780	-512	419
DB손해보험	17,606	436	-992	-1,159	1,163
현대해상	11,368	723	-1,307	-838	842
한화손해보험	5,140	20	-192	-202	161
삼성생명	48,588	2,391	-4,063	-1,286	1,132
한화생명	1,853	-453	-602	-702	612
동양생명	2,896	133	-488	-309	183
코리안리	5,117	-474	560	-41	56

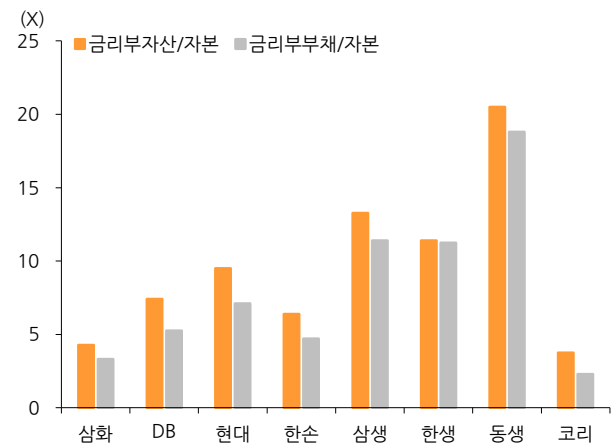
자료: 손해보험협회, 생명보험협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 금리위험 exposure



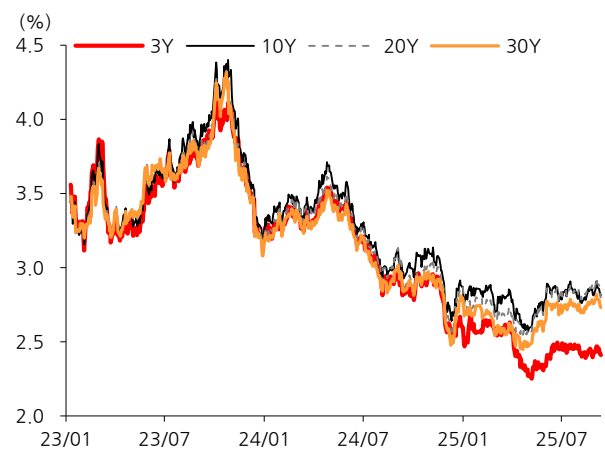
자료: 손해보험협회, 생명보험협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 자본 대비 금리위험 exposure



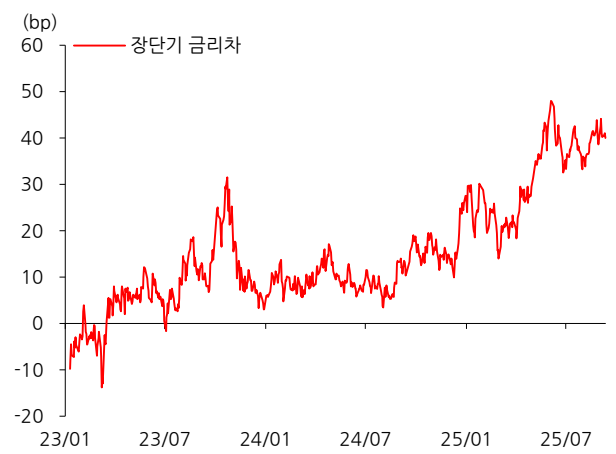
자료: 손해보험협회, 생명보험협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 국채금리 추이



자료: 금융투자협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 장단기 금리차



자료: 금융투자협회, 한화투자증권 리서치센터

보험 (Positive)

자본비율 규제: 본질에 집중할 것



IV.

기업분석

1. DB손해보험 (005830)
2. 현대해상 (001450)

DB손해보험 (005830)

양호한 보험주 중 유일하게 상승여력 보유



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

Buy (유지)

목표주가(상향): 175,000원

현재 주가(9/12)	145,000원
상승여력	▲ 20.7%
시가총액	102,660억원
발행주식수	70,800천주
52 주 최고가 / 최저가	145,500 / 78,900원
90 일 일평균 거래대금	272.16억원
외국인 지분율	44.2%

주주 구성	
김남호 (외 14 인)	24.1%
자사주 (외 1 인)	15.2%
국민연금공단 (외 1 인)	7.2%

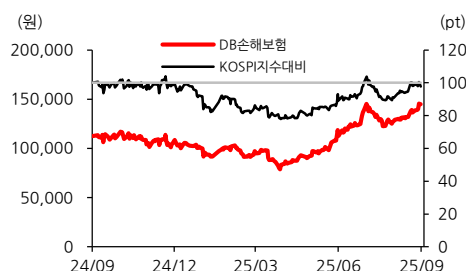
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	14.0	22.1	49.2	30.2
상대수익률(KOSPI)	7.5	5.8	17.3	-1.9

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	1,619	1,301	1,531	1,711
투자손익	744	1,003	921	926
영업이익	2,363	2,304	2,452	2,636
당기순이익	1,772	1,680	1,815	1,950
CSM (*)	12,240	13,707	15,197	16,686
수정 EPS	29,516	27,913	30,226	32,478
수정 BPS	230,723	240,641	255,992	276,079
수정 PER	3.5	5.2	4.8	4.5
수정 PBR	0.4	0.6	0.6	0.5
수정 ROE	12.4	11.8	12.2	12.2
배당수익률	7.2	5.1	6.2	7.4

* 보유 순부채 기준

주가 추이



투자 판단이 어려워진 보험섹터 내에서 대장주를 선택하는 경향이 강화되면서 벌어졌던 valuation gap이 축소되는 국면입니다. 관리급여 도입을 목전에 두고 수익성 격차는 더 벌어질 것으로 기대됩니다.

양호한 보험주 중 유일하게 상승여력 보유

DB손해보험의 목표주가를 175,000원으로 기존 대비 15% 상향한다. 자본안정성, 수익성, 배당 매력 등의 지표가 모두 양호한 보험주는 많지 않다. 이 중 유일하게 상승여력을 보유한 동사를 최선호주로 유지한다.

DB손해보험의 2Q25 말 K-ICS비율은 213%, Tier1비율은 80%(9월 발행한 적격 신종자본증권 포함 시 +8%p)로, 규제 강화 일정을 감안해도 충분히 건전하다. 누차 강조하지만, 자본을 기반으로 비즈니스를 영위하는 금융사에게 자본비율은 높을수록 좋은 것이 아니라 적정 수준일 때가 좋은 것이다. 자본이 감소 중인 보험업권의 현황을 고려해 ROE가 아닌 ROA로 비교할 때, ROA 3%대를 나타내는 것은 상장사 중 동사가 유일하다(여타 커버리지사 0.4~2.5%). 한편 동사는 2028년까지 주주환원율을 35%로 확대하는 내용의 Value up 정책을 공시한 바 있다. 업종 내 가장 높은 수익성과 지속적인 환원을 확대를 기반으로, 배당이 가능한 보험사 중 기대 수익률 또한 가장 높을 것으로 예상된다. (DY: 25E 5.1%, 향후 3개년 합산 18.7%)

양질의 지표에도 불구하고, 동사의 12m forward PBR은 0.58배, PER은 4.9배로, 아직도 배당이 가능한 보험사 중 가장 낮다(vs. 12mf PER: 삼성 8.6배, 삼성 12.6배, 코리 6.7배). 현재는 투자 판단이 어려워진 보험섹터 내에서 대장주를 선택하는 경향이 강화되면서 벌어졌던 valuation gap이 축소되는 국면이다. 이에 동사의 목표주가 산정 시 이론적 PBR에 부리는 할인율을 10% 축소하였다. 참고로 경쟁사의 목표주가는 할인율이 부여되어있지 않다. 관리급여 도입을 목전에 두고 수익성 격차는 더 벌어질 것으로 기대된다.

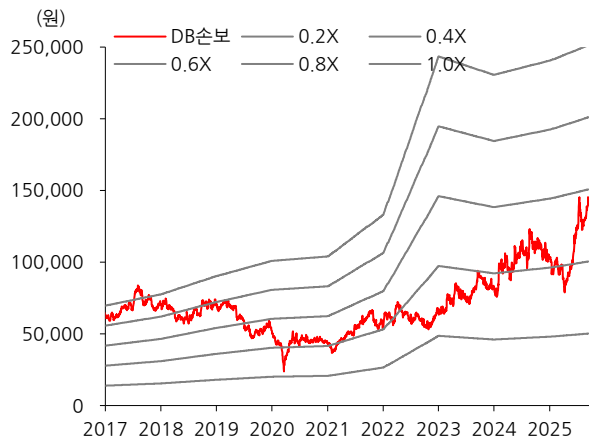
[표8] DB 손해보험의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

구분	DB손해보험	설명
자기자본비용 (CoE)	13.1	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.5	(b): 국고채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	11.2	(c)
Beta (β)	0.95	(d): Bloomberg
Average ROE	12.1	(e): 3개년 기대 ROE 평균
영구성장률	0.0	(f)
이론적 PBR	0.92	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율)	-25.0	(h): Valuation premium (discount)
목표 PBR	0.69	(i): (g)*(h)
수정 BPS	252,154	(j): 12개월 forward BPS
목표주가	175,000	(k): (i)*(j)
조정률	15.1	
현주가 (9/12)	145,000	
상승여력	20.7	

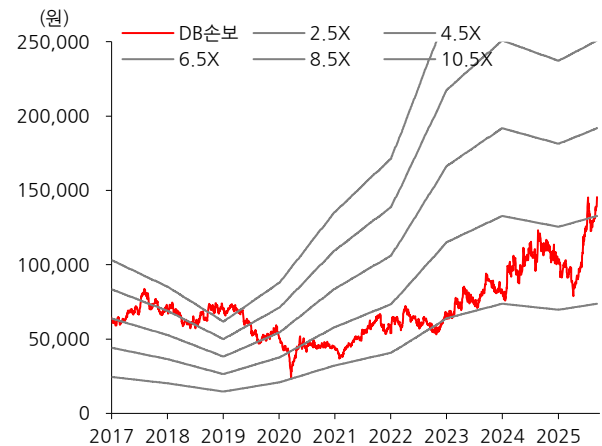
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림26] DB 손해보험 12m forward PBR Band



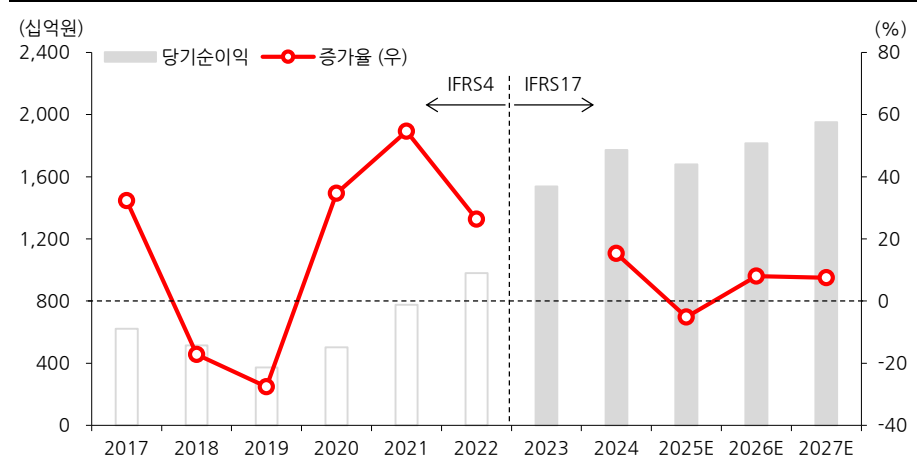
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림27] DB 손해보험 12m forward PER Band



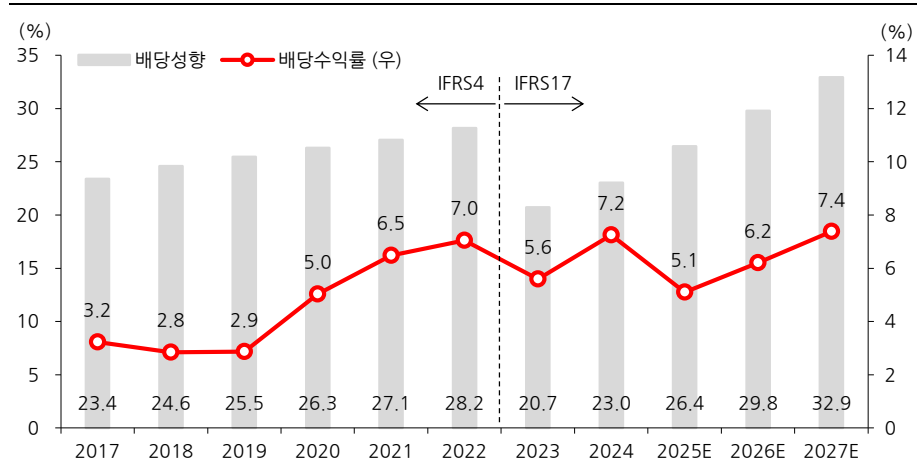
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림28] DB 손해보험의 당기순이익



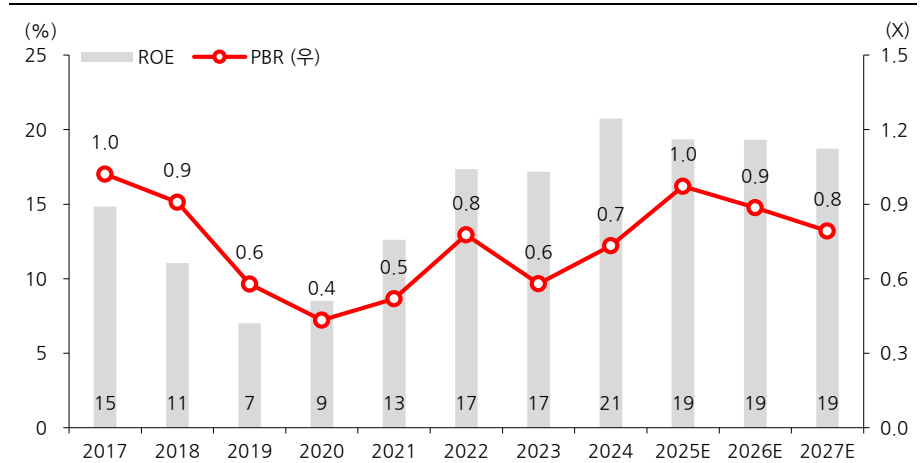
자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] DB 손해보험의 배당 지표



자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] DB 손해보험의 ROE 및 PBR 추이



자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
운용자산	49,627	53,283	55,886	58,848
현금및예치금	750	805	858	907
유가증권	34,652	36,507	38,303	40,333
FVPL	11,407	12,909	13,563	14,294
FVOCI	22,226	22,544	23,686	24,984
AC	0	0	0	0
대출채권	13,022	14,742	15,426	16,239
부동산	1,203	1,229	1,299	1,369
비운용자산	3,219	3,612	2,997	1,840
특별계정자산	13	16	17	18
자산총계	52,859	56,912	58,900	60,706
책임준비금	41,063	44,407	45,724	46,471
BEL	15,468	14,968	13,758	11,919
RA	1,884	2,102	2,269	2,433
CSM	11,515	13,052	14,543	16,031
PAA	3,071	3,252	3,673	4,139
투자계약부채	9,125	11,033	11,481	11,947
기타부채	3,366	3,533	3,328	3,225
후순위채	668	1,466	1,466	1,466
특별계정부채	13	17	17	18
부채총계	44,443	47,957	49,069	49,713
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	10,105	11,376	12,747	14,157
해약환급금준비금	3,239	4,476	5,746	7,016
자본조정	-152	-152	-152	-152
기타포괄손익누계	-1,609	-2,343	-2,838	-3,085
자본총계	8,416	8,954	9,830	10,993

성장률

(단위: %)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
자산총계	9.0	7.7	3.5	3.1
운용자산	10.4	7.4	4.9	5.3
부채총계	11.6	7.9	2.3	1.3
CSM	1.4	13.3	11.4	10.2
자본총계	-3.0	6.4	9.8	11.8
보험손익	4.5	-19.7	17.7	11.7
투자손익	59.3	34.8	-8.1	0.5
영업이익	17.2	-2.5	6.5	7.5
순이익	15.3	-5.2	8.0	7.5

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	1,619	1,301	1,531	1,711
일반 및 변동수수료모형	1,420	1,313	1,421	1,536
CSM 상각	1,287	1,325	1,424	1,533
RA 변동	132	156	172	180
예상과실계차이	92	-123	-41	-42
손실계약	-119	-84	-135	-135
기타	28	39	0	0
보험료배분접근법모형	310	118	254	332
간접사업비	110	131	144	158
투자손익	744	1,003	921	926
보험금융손익	-770	-672	-765	-763
이자수익	1,383	1,516	1,558	1,560
배당수익	26	53	52	52
FVPL 평가손익	48	43	0	0
기타	57	63	76	76
영업이익	2,363	2,304	2,452	2,636
영업외이익	3	1	0	0
세전이익	2,366	2,305	2,452	2,636
법인세비용	594	625	638	686
당기순이익	1,772	1,680	1,815	1,950

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2024	2025E	2026E	2027E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	179	182	187	193
신계약 CSM	3,045	3,172	3,429	3,493
투자수익률	3.2	3.3	3.1	3.0
수정 Book Value	13,853	14,449	15,371	16,577
수익성				
수정 ROE	12.4	11.8	12.2	12.2
수정 ROA	3.5	3.1	3.1	3.3
주당 지표				
수정 EPS	29,516	27,913	30,226	32,478
수정 BPS	230,723	240,641	255,992	276,079
보통주 DPS	6,800	7,400	9,000	10,700
Valuation 및 배당				
수정 PER	3.5	5.2	4.8	4.5
수정 PBR	0.4	0.6	0.6	0.5
배당성향	23.0	26.4	29.8	32.9
보통주 배당수익률	7.2	5.1	6.2	7.4

현대해상 (001450)

I'm waiting



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

Buy (유지)

목표주가(유지): 38,000원

현재 주가(9/12)	27,900원
상승여력	▲ 36.2%
시가총액	24,943억원
발행주식수	89,400천주
52 주 최고가 / 최저가	34,100 / 19,960원
90 일 일평균 거래대금	125.43억원
외국인 지분율	35.5%
주주 구성	
정몽윤 (외 4 인)	22.8%
자사주 (외 1 인)	12.3%
국민연금공단 (외 1 인)	8.4%

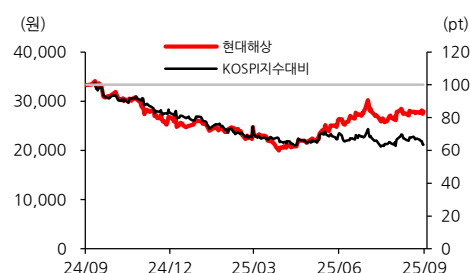
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	3.9	6.5	12.7	-14.8
상대수익률(KOSPI)	-2.5	-9.8	-19.1	-46.8

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	1,043	720	990	1,107
투자손익	352	483	488	518
영업이익	1,395	1,203	1,478	1,624
당기순이익	1,031	881	1,098	1,205
CSM (*)	8,248	9,647	10,604	11,554
수정 EPS	13,144	11,240	13,998	15,372
수정 BPS	90,311	100,214	109,630	123,832
수정 PER	1.9	2.5	2.0	1.8
수정 PBR	0.3	0.3	0.3	0.2
수정 ROE	12.5	11.8	13.3	13.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0

* 보유 순부채 기준

주가 추이



관리급여 신설, 할인을 현실화 일정의 완화 등 동사의 투자 포인트인 기대 요인들이 여전히 유효합니다. 실현되는 데까지 기다림이 필요하지만, 12mf PER 2.1 배에서의 기다림은 리스크는 제한되고 상방은 열려 있습니다.

기다리는 중

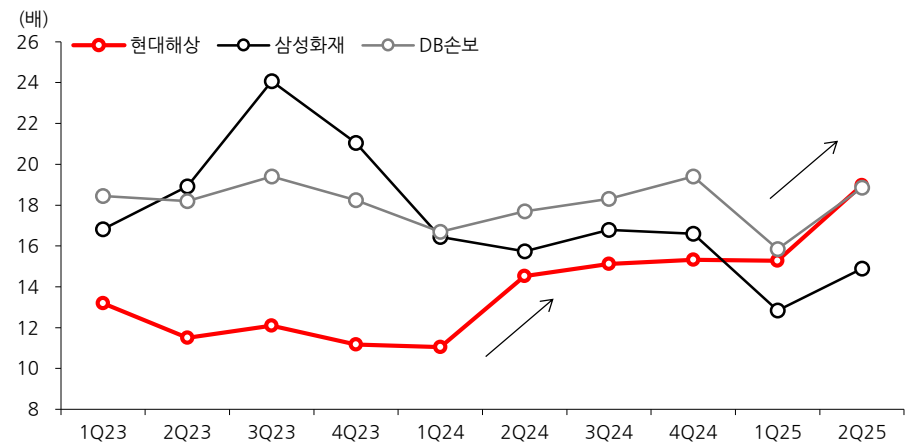
현대해상을 차선호주로 유지한다. 관리급여 신설, 할인을 현실화 일정의 완화 등 동사에 대한 기대 요인들이 여전히 유효하다.

관리급여는 이달 중 비급여관리정책협의체가 4개월 만에 열리면서 도입이 재개될 전망이며, 연내 신설 시 2026년부터 온기로 효과가 반영 될 것으로 기대된다. 관리급여는 무분별한 과잉 비급여 진료로 인한 실손보험 손실의 정상화에 기여할 것으로 예상되며, 이익 규모 대비 실손 적자의 부담이 가장 컸던 동사가 수혜 역시 가장 크게 입을 것으로 기대된다. 실손 손해를 개선 시, 실적에 예상차 및 손실계약비용 환입 등으로 기여할 수 있다.

자본비용은 중기적인 노력이 필요하다. 현대해상의 2Q25 말 K-ICS비용은 170%로 규제 수준을 한참 상회하지만, Tier1비용은 54%로 커버리지사 중 가장 낮다. 동시에 가장 크게 벌어져 있는 듀레이션 갭 관리가 절실하다. 약점이지만, 그렇기에 LoT 연장 시기의 조정에 따른 부담 완화도 더 크다. 동시에 2024년부터 무리한 양적 경쟁에서 일찌감치 벗어나 선제적인 효율 인상을 통해 수익성 관리 기조로 전환한 점을 긍정적으로 평가한다. 이는 판매 경쟁을 지양하고 자본안정성 관리를 우선할 것을 권고하는 감독당국의 규제 맥락과도 결이 같다. 덕분에 현대해상의 신계약 마진은 업계 최고수준까지 개선되었다.

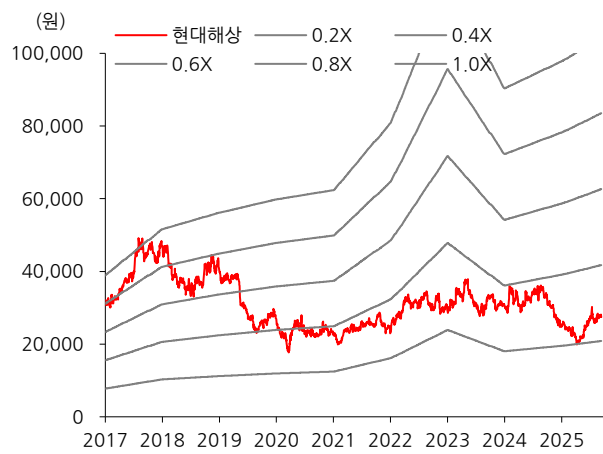
동사의 투자 포인트인 이러한 기대 요인들은 실현되는 데까지 시간이 걸리므로 기다림이 필요하다. 12m forward PER 2.1배에 불과한 주가에서의 기다림은 리스크 요인은 제한되고 상방은 열려 있다는 판단이다.

[그림31] 대형 손보 3사의 신계약 마진배수



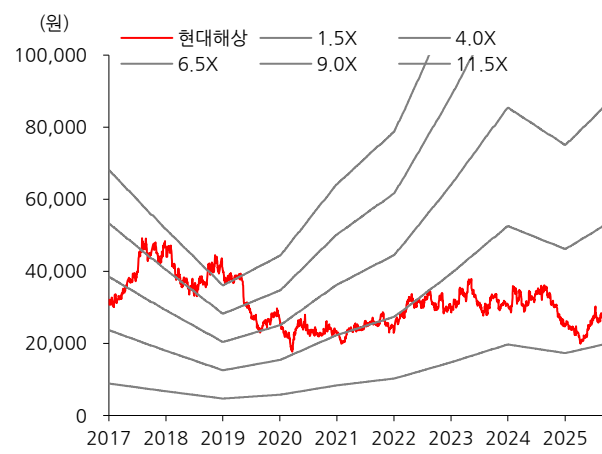
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 현대해상의 12m forward PBR Band



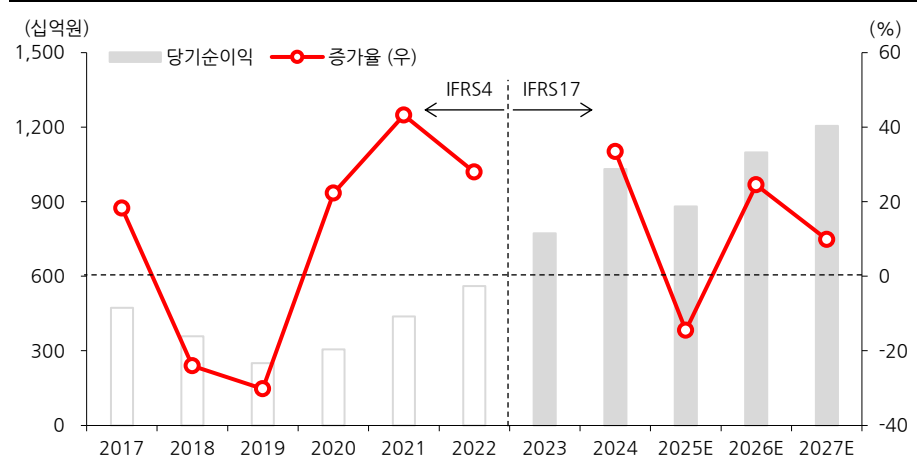
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 현대해상의 12m forward PER Band



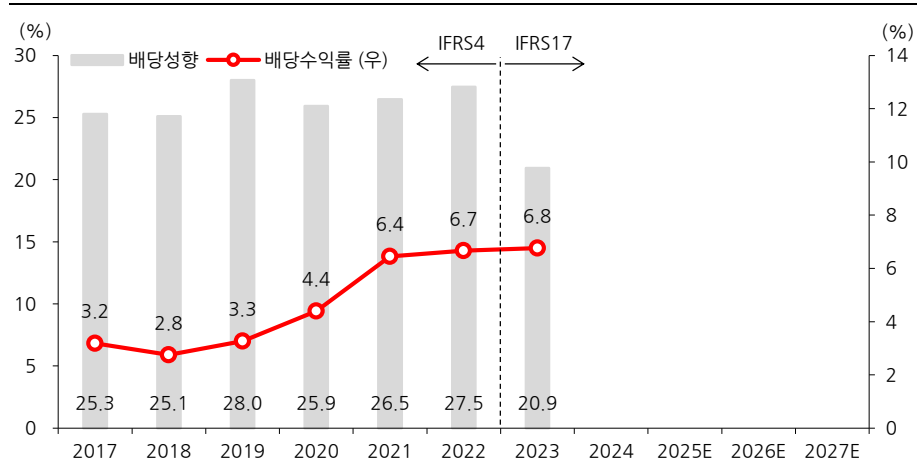
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 현대해상의 당기순이익



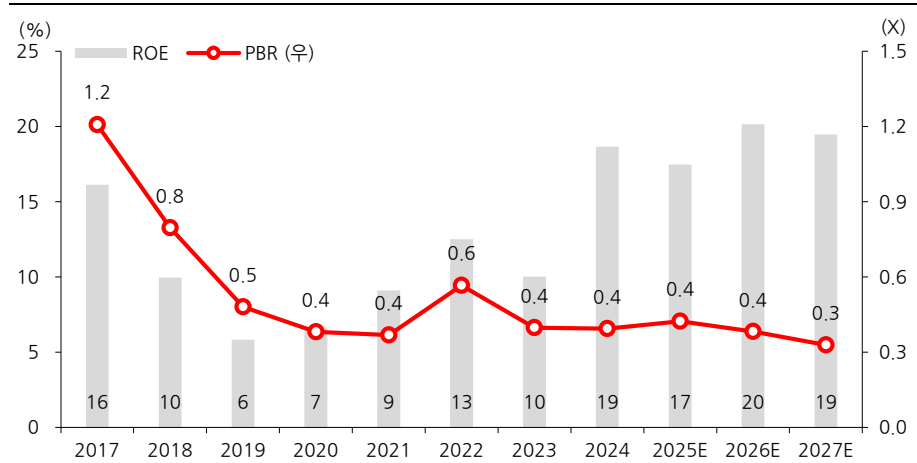
자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 현대해상의 배당 지표



자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 현대해상의 ROE 및 PBR 추이



자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
운용자산	45,787	48,017	50,164	52,719
현금및예치금	2,119	1,323	1,400	1,475
유가증권	32,189	35,233	36,763	38,655
FVPL	8,453	8,699	9,072	9,531
FVOCI	22,671	25,451	26,608	28,041
AC	0	0	0	0
대출채권	10,246	10,193	10,678	11,199
부동산	1,234	1,268	1,323	1,391
비운용자산	2,168	2,451	2,597	2,575
특별계정자산	23	25	26	27
자산총계	47,978	50,493	52,787	55,321
책임준비금	38,302	40,458	42,353	44,031
BEL	20,913	21,372	21,944	22,299
RA	2,093	2,187	2,288	2,387
CSM	8,305	9,694	10,652	11,603
PAA	3,490	3,447	3,557	3,671
투자계약부채	3,500	3,760	3,912	4,071
기타부채	4,727	4,842	4,684	4,605
후순위채	2,547	3,345	3,345	3,345
특별계정부채	22	25	26	27
부채총계	43,051	45,326	47,063	48,663
자본금	45	45	45	45
자본잉여금	113	113	113	113
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	7,391	8,273	9,370	10,576
해약환급금준비금	4,018	4,657	5,319	5,981
자본조정	-68	-68	-68	-68
기타포괄손익누계	-2,554	-3,196	-3,737	-4,008
자본총계	4,927	5,167	5,724	6,658

성장률

(단위: %)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
자산총계	9.6	5.2	4.5	4.8
운용자산	10.3	4.9	4.5	5.1
부채총계	14.4	5.3	3.8	3.4
CSM	-9.2	16.7	9.9	8.9
자본총계	-19.5	4.9	10.8	16.3
보험손익	98.1	-30.9	37.5	11.8
투자손익	-21.9	37.1	1.0	6.1
영업이익	42.8	-13.8	22.8	9.9
순이익	33.4	-14.5	24.5	9.8

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	1,043	720	990	1,107
일반 및 변동수수료모형	910	757	1,023	1,111
CSM 상각	933	973	1,044	1,129
RA 변동	132	148	173	179
예상과실계차이	-186	-187	-53	-57
손실계약	51.9	-158	-120	-120
기타	-21	-19	-20	-20
보험료배분접근법모형	188	65	76	113
간접사업비	55	101	109	118
투자손익	352	483	488	518
보험금융손익	-856	-824	-864	-906
이자수익	1,122	1,231	1,292	1,348
배당수익	615	469	485	501
FVPL 평가손익	-129	25	0	0
기타	-400	-420	-426	-426
영업이익	1,395	1,203	1,478	1,624
영업외이익	-29	-20	0	0
세전이익	1,366	1,183	1,478	1,624
법인세비용	336	302	380	419
당기순이익	1,031	881	1,098	1,205

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2024	2025E	2026E	2027E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	142	127	128	131
신계약 CSM	1,821	2,083	2,175	2,213
투자수익률	2.8	2.8	2.8	2.8
수정 Book Value	7,082	7,858	8,597	9,710
수익성				
수정 ROE	12.5	11.8	13.3	13.2
수정 ROA	2.2	1.8	2.1	2.2
주당 지표				
수정 EPS	13,144	11,240	13,998	15,372
수정 BPS	90,311	100,214	109,630	123,832
보통주 DPS	0	0	0	0
Valuation 및 배당				
수정 PER	1.9	2.5	2.0	1.8
수정 PBR	0.3	0.3	0.3	0.2
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0
보통주 배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0

[Compliance Notice]

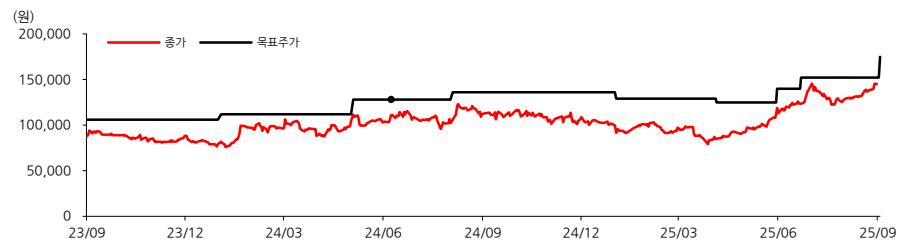
(공표일: 2025년 9월 15일)

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 추이]



[투자의견 변동 내역]

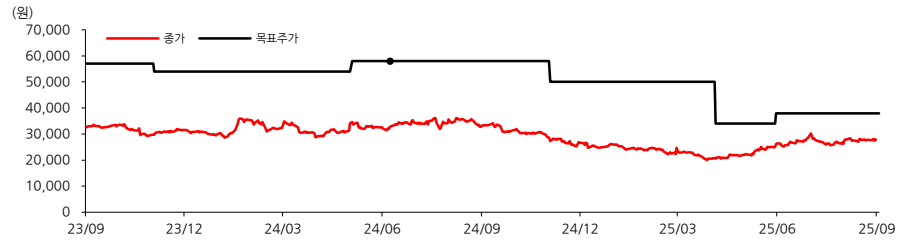
일 시	2016.08.12	2023.11.14	2024.01.15	2024.02.23	2024.04.23	2024.05.16
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		106,000	112,000	112,000	112,000	128,000
일 시	2024.06.17	2024.07.08	2024.08.16	2024.08.30	2024.09.27	2024.10.08
투자의견	Buy	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	128,000	128,000	136,000	136,000	136,000	136,000
일 시	2024.10.25	2024.11.01	2024.11.11	2024.11.15	2024.11.29	2024.12.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	136,000	136,000	136,000	136,000	136,000	136,000
일 시	2025.01.14	2025.01.20	2025.01.24	2025.02.24	2025.02.25	2025.02.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	129,000	129,000	129,000	129,000	129,000	129,000
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	129,000	129,000	129,000	125,000	125,000	125,000
일 시	2025.05.30	2025.06.12	2025.06.27	2025.07.04	2025.07.25	2025.08.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	125,000	140,000	140,000	152,000	152,000	152,000
일 시	2025.08.29	2025.09.15				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	152,000	175,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-13.98	-10.14
2025.07.04	Buy	152,000	-12.42	-4.28
2025.09.15	Buy	175,000		

[현대해상 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.11.15	2023.11.29	2023.12.28	2024.01.15	2024.01.26
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		54,000	54,000	54,000	54,000	54,000
일 시	2024.04.17	2024.05.16	2024.05.31	2024.06.17	2024.06.28	2024.07.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	54,000	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000
일 시	2024.07.26	2024.08.16	2024.08.30	2024.09.27	2024.10.08	2024.11.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000
일 시	2024.11.15	2025.01.20	2025.02.25	2025.03.13	2025.03.20	2025.03.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
일 시	2025.04.17	2025.04.25	2025.05.15	2025.05.30	2025.06.12	2025.06.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	34,000	34,000	34,000	34,000	38,000	38,000
일 시	2025.07.04	2025.07.25	2025.08.14	2025.08.29	2025.09.15	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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 종 목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정 적) 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 전 망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025 년 6 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%