

보험

작은 것들을 위한 시

SK증권 리서치센터


Analyst
설용진

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

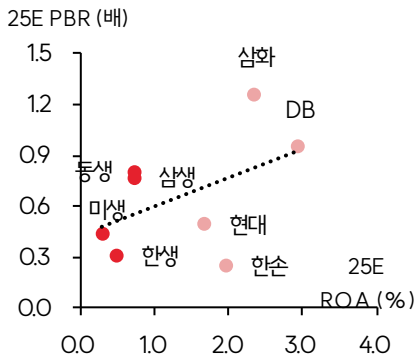
보험업종에서 뚜렷하게 심화된 상위사-중하위사 격차

밸류업 프로그램 이후 금융업종 전반적으로 양호한 주가 흐름이 나타났으나 업종별로는 은행/증권과 달리 보험업에 있어 상위사-중하위사 격차가 벌어지는 모습이 나타났다. 해약환급금준비금, 금리 하락/할인을 제도 강화에 따른 자본 감소/K-ICS 비율 하락으로 일부 대형사를 제외하면 주주환원에 대한 가시성이 낮아진데 기인한다. 대선 이후 저 PBR 종목에 대한 관심이 높아지고 있으나 제도 측면의 불확실성이 해소되기 전까지는 상위사-중/하위사 격차 축소를 기대하기는 쉽지 않을 것으로 예상하며 궁극적으로 유의미한 제도 개선 등이 나타나는 시점이 관건이라고 판단한다.

제도 완화 여부 및 자본 여력 모두 확인 필요할 전망

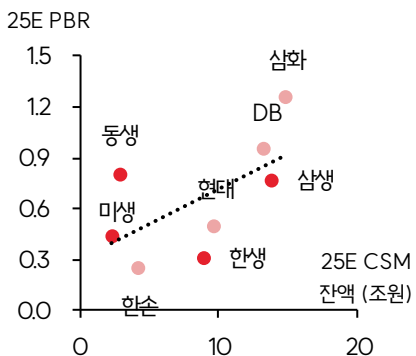
현재 배당이 불가능한 회사 중 매각 등 이슈가 있는 일부 회사를 제외하면 제도 개선에 따른 수혜를 기대할 수 있는 회사는 한화생명, 현대해상, 한화손보 3 개사이다. 제도 개선의 핵심은 해약환급금준비금으로 대내외 요인을 감안했을 때 향후 해당 제도의 개편 가능성은 충분히 높다고 판단한다. 설령 제도 개편이 없더라도 27 년부터 도입되는 판매수수료 분급 체계 적용 시 신계약 판매 시 현재보다 적은 해약환급금준비금이 적립될 것으로 예상되는 만큼 중장기적으로 관련 부담은 축소될 전망이다. 최근 K-ICS 권고 수준 완화에 따라 해약환급금준비금 적립 비율 80% 적용 기준도 170%로 낮아지겠지만 해당 적립 비율 적용에도 배당가능이익은 결손상태일 것으로 예상하며 보다 큰 폭의 제도 개선이 필요할 전망이다. 한편 해약환급금준비금 제도가 완화되더라도 향후 도입될 기본자본 K-ICS 비율 관리 방안 등을 감안했을 때 충분한 자본력이 확보되지 못할 경우 배당 재개 가능성은 제한적이라고 판단한다. 향후 도입될 기본자본 K-ICS 등 도입을 감안했을 때 충분한 자본 여력을 보유한 회사일수록 잠재적인 제도 개편에 따른 민감도가 높을 것으로 전망한다.

ROA-PBR Matrix



자료: 각사, SK 증권 추정

CSM 잔액-PBR Matrix



자료: 각사, SK 증권 추정

기본적으로 보수적 관점의 접근 유지 필요

대선 이후 상법 개정 등 기대감 영향으로 보험업종 주가는 양호한 흐름을 보였으나 궁극적으로 주주환원 재개를 위한 제도 개편에 앞서 계약자 보호를 위한 손실흡수 여력 등이 충분히 확보될 필요가 있다고 판단한다. 삼성생명/화재, DB 손보 등 높은 자본력과 이익체력을 보유한 대형사를 여전히 선호하며 중하위사에 대해서는 제도 개편에 대한 불확실성을 감안하여 긴 호흡의 접근이 필요할 전망이다. 1) 자본력이나 제도 개편 민감도, 2) 배당 외의 수익성/Valuation 요소를 모두 고려했을 때 중하위 3 사 중에서는 한화손해보험의 매력력이 가장 높다고 판단하나 우선주 배당 및 경과조치 감안 시 보통주 기준 배당에 대한 기대감은 다소 제한적이라 판단한다.

Contents

1. 보험업종에서 뚜렷하게 심화된 상위사-중하위사 격차	3pg
2. 제도 완화 여부 및 자본 여력 모두 확인 필요할 전망	10pg
3. 기본적으로 보수적 관점의 접근 유지 필요	16pg

<Company Analysis>

한화손해보험(A000370)

Compliance Notice

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

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

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

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 06월 13일 기준)

매수	96.79%	중립	3.21%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

1. 보험업종에서 뚜렷하게 심화된 상위사-중하위사 격차

(1) 은행: 상위사-중하위사 간 격차 있으나 대체로 유사한 방향성 지속

밸류업 이후 금융업종 양호한
주가 상승 나타났으나 업종별로는
다른 양상

24년 중 시행된 밸류업 프로그램 이후 금융업종 전반적으로 양호한 주가 흐름이 나타났다. 다만 세부 업종별로 살펴보면 상위사와 중하위사 간 주가 움직임에 있어 다소 다른 양상이 나타났던 것을 확인할 수 있다.

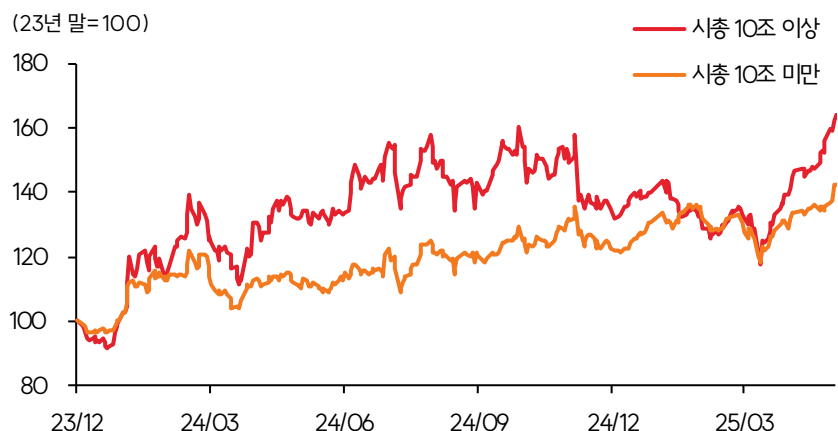
은행: 초기 상위사와 중하위사
격차 벌어졌으나 적극적인 밸류업
공시 등 바탕으로 격차 축소

먼저 은행업종의 경우 초창기에는 상위사와 중하위사 간 격차가 다소 벌어지는 모습이 나타났다. 이는 시중은행 등 대형사가 상대적으로 높은 이익 안정성과 자본적정성을 보유함에 따라 상대적으로 주주환원 등에 대한 예측가능성이 높았으며 부동산 시장 침체 영향으로 상대적으로 PF 익스포저가 높은 지방은행 중심으로 건전성 관련 우려가 높아진 영향으로 추정한다. 다만 기본적으로 업종 전반적으로 충분한 CET1 비율을 갖추고 있는 만큼 업종 전반적으로 적극적으로 밸류업 공시를 발표하고 투자자와의 소통을 확대하는 모습이 나타났으며 관련 불확실성이 완화에 따라 격차가 전반적으로 축소되는 모습이 나타났다.

경기 침체, 규제 리스크 심화되지
않는 한 전반적인 밸류에이션
제고 추세 지속 전망

지방은행 등을 중심으로 경기 악화에 따른 건전성 악화 등 우려 존재하지만 1) 업종 전반적인 밸류업 공시 참여, 2) 상대적으로 안정적인 이익체력 등 요인으로 향후 경기 침체가 심화되거나 Regulation risk가 확대되는 등 추가적인 불확실성 요인이 없다면 업종 전반적인 밸류에이션 제고 추세가 이어질 것으로 전망한다.

은행업종 - 23년 말 이후 상위사-중하위사 주가 움직임



자료: FnGuide, SK 증권

주: 23년 말 기준 시총 10조원을 기준으로 임의적으로 상위사와 중하위사 구분

은행업종 - 밸류업 공시 현황(1)

	PBR 개선	주주환원	자사주/배당 세부 내용	ROE/RWA Target	CET1비율 Target
KB 금융	수익성 및 총 주주환원의 지속적인 개선가능성에 대한 시장 우려로 저평가 지속 > 주주환원 강화, 자본비용 개선 및 수익창출 역량 강화로 ROE 개선 > 지배구조 개선, 주주 등 소통 강화 등을 바탕으로 PER 개선	연말 CET1비율 13% 초과 자본을 차년도 주주환원에 활용 > 연간 현금배당 총액+상반기 자사주 매입/소각 2Q 기준 CET1비율 13.5% 초과 자본을 하반기 주주환원에 추가적으로 활용 > 하반기 자사주 매입/소각 시행을 통해 연간 2회 자사주 매입 > Target PBR 1배 도달까지 연평균 1천만주 이상 자사주 매입/소각 실시할 계획 총액 기준 분기 균등배당 지속 시행	자사주 및 배당 결정 근거: 1) ROE vs 이익수익률(PER 의 역수) 비교하여 자사주 매입/소각 결정 2) 배당수익률과 시장금리 감안하여 배당 총액 규모 점진적 증가 자사주 및 배당 결정 세부 방법론 - 전년 말 CET1비율 13% 초과분: 연간 현금배당 총액+상반기 자사주 결정 - 2Q 말 CET1비율 13.5% 초과분: 하반기 자사주 결정	ROE: 10% RWA: 명목 GDP 성장률 등 System growth 수준의 성장	13% 이상 연중 CET1비율 13% 중반 유지
신한지주	PBR 개선 위해서는 1) ROE 제고, 2) CoE 축소 및 3) 영구성장을 기대 확보 필요 - 수익성 제고, 비용 효율화 및 주주환원을 통한 자본효율화로 ROE 제고 - 성과 변동성 축소를 통한 CoE 축소 노력 - 핵심 사업의 안정적 수익 및 미래 전략적 투자를 통한 미래 성장 기대 창출	기존 주주환원 정책의 일관된 추진 > 지속적인 주주환원을 확대, 분기 균등배당, 자사주 병행 및 DPS 및 현금배당 규모 지속적 확대 PBR 레벨에 따른 탄력적인 주주환원 정책 > PBR 0.8배 이하 구간에서 자사주 소각 중심 주주환원 계획 27년 총 주주환원을 50% 및 총 주식수 4.5억주 Target > 24년 말 총 주식수 5억주 미만으로 Target	- 기존 분기 균등배당, 자사주 소각 병행, 주주환원을 지속 개선 및 규모 확대 등 정책 지속 - 지속적인 자사주 매입/소각을 통해 24년 말 500만주 미만, 27년 말 450만주 목표로 지속적으로 자사주 매입/소각 진행 예정 - PBR 0.8배까지는 자사주 소각 중심 주주환원, 1배 이상에서는 DPS 및 현금배당 성장 점진적 상향 등 보다 유연하게 대응할 계획	ROE: 10% RWA: PBR 단계 별 탄력적 성장 등 언급. 25년은 약 5%수준 목표	13% 이상 유지
하나금융 지주	PER 저평가 상태 지속 - 상대적으로 낮은 주주환원율, 보수적인 자본관리 정책 및 환율 변동 등으로 인한 CET1비율의 높은 변동성 등 요인으로 PER 저평가 RO도 CoE 대비 낮은 수준 - 그룹 CoE 기준으로 약 10% 이상의 ROE 유지 필요 주주환원을 제고, 보통주 자본비용 개선 및 ROE 유지 등을 통해 저평가 해소 추진할 계획	Target CET1비율 유지하는 가운데 27년 총 주주환원을 50%까지 지속적으로 주주환원을 확대할 계획 - RWA 성장률 타이트하게 관리함으로써 적정 CET1비율 유지 및 계획 수준의 총 주주환원을 달성 목표	연말 CET1비율 13~13.5% 구간에서 CET1비율 상승/하락 여부와 관계없이 안정적으로 주주환원을 확대 추진할 계획 - 분기 균등배당 시행 및 자사주 매입/소각 비중 확대 통해 27년 중 총 주주환원 중 약 절반 수준을 자사주 매입/소각을 통해 시행할 계획 - 자사주는 2회 예상, 4Q 말 CET1비율 기준 연간 배당 및 상반기 자사주 시행할 계획이며 2Q 혹은 3Q 말 CET1비율 기준으로 하반기 중 추가 자사주 단행할 계획	ROE: 10% RWA: 명목 GDP 성장률(약 4~5% 수준)	13~13.5% 적정 수준으로 Target
우리금융 지주	Financial: 지속가능 ROE 제고 및 CET1비율 제고를 통해 주주환원 확대 추진 Non-financial: M&A를 통한 비은행 경쟁력 강화, ESG 등 > ROE와 PER 개선을 통해 글로벌 평균 이상의 PBR 확보	CET1비율 구간 별 총 주주환원을 Target 설정 > CET1비율 11.5%~12.5% 구간에서 총 주주환원을 ~35% > CET1비율 12.5%~13% 구간에서 총 주주환원을 ~40% > CET1비율 13% 이상 구간에서 총 주주환원을 ~50%	기본적으로 배당성장 30% 기준으로 자사주 병행하여 시행 - 총 주주환원을 40% 이내에서는 배당성장 30%/초과분은 모두 자사주로 시행 - 총 주주환원을 40% 초과 시 배당성장도 30% 이상으로 확대하며 자사주/배당 모두 균등하게 확대할 계획	ROE: 10% RWA: 명목 경제성장률 수준 이내 목표	25년 12.5%, 중장기 13% Target

자료: 각사, SK 증권

은행업종 - 밸류업 공시 현황(2)

	PBR 개선	주주환원	자사주/배당 세부 내용	ROE/RWA Target	CET1비율 Target
BNK 금융 지주	해외사 대비 성장에 대한 기대감이 낮아 PER 저조하며 수익성 부진에 따라 PBR 낮은 상황 질적인 성장을 통해 CoE 이상의 ROE 달성 목표	RWA 성장을 4% 이내로 관리함으로써 주주환원을 50% 이상 달성 계획 DPS 안정적으로 확대하는 범위 내에서 자사주 매입/소각 비중 최대화할 계획	저평가 구간에서 자사주 매입/소각 비중 확대할 것 세부 내용은 이사회 결의 등 통해 결정할 계획	ROE: 27년까지 10% 이상 달성 RWA: 4% 이내로 관리	12.5% Target 지속적으로 12% 이상 유지할 계획
iM 금융 지주	CET1비율 자본 규제 비율 수준을 상회하고 있으나 동종 업계 평균 대비 낮은 수준에 머물러 있음 - 주주환원을 등 열세하며 주가도 경쟁사 대비 열위한 수준 지속 내실 성장을 통해 수익성 제고하고 단계적으로 자본비용/주주환원을 개선해 나갈 것	CET1비율 구간 별 총 주주환원을 Target 설정 > CET1비율 ~11.5% 구간에서 총 주주환원을 ~30% > CET1비율 11.5%~12.3% 구간에서 총 주주환원을 ~40% > CET1비율 12.3%~13% 구간에서 총 주주환원을 ~50% 자사주는 3년간 1,500억원 매입/소각 예정이며 이전에 매입했던 200 억원은 별개	PBR 수준에 따라 자사주 매입/소각 비중 확대 현재 PBR 수준에서는 자본여력 되는대로 자사주 매입/소각 비중 높여야 할 당위성 존재 기본적으로는 매년 500 억원 이상 Target	ROE: 27년까지 9% Target. 중장기적으로 10% 목표 RWA: 연간 4% 수준 관리	27년까지 12.3% 타겟 중장기적으로 13% 목표 자본비용 등 예상보다 빠르게 목표 달성 시 이행공시 등 통해 추가 소통 추진
JB 금융 지주	업종 평균 대비 높은 PBR은 현재 ROE 높음에 기인 - 기업가치 상승 위해 지속가능한 ROE 제고 및 PER 지표 개선 필요 - CAPM으로 산정한 이론상 CoE와 주가에 내포된 Implied CoE의 격차 축소 27년 이후 PBR1배 미달 시 RWA 성장률, 주주환원 등 전면 재검토	PER 제고를 위해 총 주주환원을 및 자사주 매입/소각 비중 확대 > 26년 45% 목표하고 있으며 장기적으로 50% 수준 Target > 26년까지 현금배당성장 28% 고정, 자사주 매입/소각 비중 확대할 계획이며 총 주주환원 내 자사주 매입/소각 비중 Target은 40% > ROE 대비 높은 Implied CoE 감안하여 배당성장보다 자사주 매입/소각 비중 확대	총 주주환원을 장기 Target: 50%. 26년 기준 45% 달성 계획 현금배당: 26년까지 현금배당성장 28% 고정. 총 주주환원을 중 28% 초과분은 모두 자사주 매입/소각으로 처리할 계획 자사주 매입/소각: ROE와 주가에 내포된 Implied CoE 비교하여 ROE 대비 Implied CoE가 높은 경우 비중 확대	ROE: 중장기 15% Target - 26년 13% +@ 목표	12~13% 수준에서 CET1비율 관리. 13% 초과 시 적극적으로 주주환원 재원 활용
카카오 뱅크	현재 PBR 수준이 1배를 상회하고 있어 PBR 제고, CoE 등에 대한 특별한 언급 없었음	2024~2026년 기준 > BIS 비율이 직전연도 주요 시중은행(KB, 신한, 하나, 우리) 평균 상회할 경우 주주환원을 현행 20%에서 50%로 확대 2027년 이후 > BIS 비율이 직전연도 주요 시중은행 평균 상회 시 DPS 기준 주주환원정책 전환 > 최소 직전연도 DPS 유지 or 점진적 상향 목표	주주환원 방식(배당, 자사주 등)은 주주가치 제고에 가장 효과적인 방향으로 결정	ROE: 2030년까지 15% Target RWA: 기업대출 비중 3%에서 18%까지 확대하여 BIS 비율 18% 수준까지 제고할 계획	2030년 BIS 비율 18% 목표

자료: 각사, SK증권

(2) 증권: 밸류업 공시와 관계없이 상위사/하위사 간 격차 크지 않음

증권: 밸류업 공시/소통 등
미진하며 성장과 주주환원에 대한
명확한 기준 제시 어려움

증권업종의 경우 메리츠금융지주를 제외하고 살펴봤을 때 시총 상위사와 중하위사 간 격차가 다소 크게 벌어지지 않는 모습이 나타났다. 기본적으로 은행업종 등에 비해 상대적으로 밸류업 공시가 미진하고 투자자와의 소통 등에 있어서도 상대적으로 부족한 모습이 나타났으며 밸류업 공시를 발표한 대형사의 경우에도 현 NCR 제도 특성상 실질적인 자본적정성 수준을 확인하기 어려웠던 만큼 성장과 주주환원에 대해 명확한 기준을 제시하지 못한 만큼 상위사와 중하위사 간 격차가 크지 않았다고 판단한다.

밸류업 등 공시보다는 금리 하락,
증시 환경 등 영향이 업종 전반에
걸쳐 반영되었다고 판단

밸류업 등 기업가치 제고 계획 영향보다는 금리 하락 기조, 양호한 증시 환경 등 영향이 업종 전반에 걸쳐 반영된 것으로 추정된다. NCR 제도 등 측면의 변화가 없다면 업종 전반적으로 금리나 경기 등 매크로 환경과 이익 흐름 등에 따른 유사한 방향성이 지속적으로 나타날 것으로 예상된다.

증권업종 - 23년 말 이후 상위사-중하위사 주가 움직임



자료: FnGuide, SK 증권

주: 23년 말 기준 시총 2 조원을 기준으로 임의적으로 상위사와 중하위사 구분

증권업종 - 밸류업 공시 현황

	PBR 개선	주주환원	ROE Target
미래에셋증권	- ROE 목표를 이론적 CoE 인 10%이상으로 설정. 해외법인 ROE 증대 등을 통해 이를 달성할 계획 - 자기주식 매입/소각을 통해 자기자본 관리 - 주주환원 및 소통 강화를 통해 디스카운트 요인 해소 - 자기주식 소각을 통해 발행주식 수 감축하여 BPS 제고	- 2024~2026 년 중 주주환원성향 목표 35% 제시. 매년 보통주 1,500 만주, 2우선주 100 만주 이상 소각 추진 - 2030 년까지 자기주식 1억주 이상 소각하여 BPS 제고	- 단기적(2024~2026)으로 ROE 10%이상 목표 - 중장기적으로 글로벌 세전이익 5 천억원 이상 안정적으로 달성 목표
한국금융지주	- 자기자본 지속적인 증가에도 시가총액 증가율이 이에 못미침 - 이익 증가 및 ROE 상승을 통해 배당/주가를 상승시켜 기업가치 제고할 계획	- 특별한 언급 없음	- 2030 년 기준 ROE 15% 이상, 자기자본 규모 15 조원 이상 달성 목표
NH투자증권	- 업계 최고수준의 주주환원 시행하고 있으나 시장 요구수익률 대비 낮은 수익성으로 저평가된 상황이라고 판단 - 지속가능한 ROE 12% 달성을 통해 수익성을 제고하고 주주환원정책의 예측가능성을 높여 PBR 1배 달성 추진	- 주주환원은 최소 기본배당금 500 원을 보장. 사업 성과 등을 통해 추가 배당을 지급하여 업계 최고 수준의 주주환원 추진할 계획 - ROE < CoE 일 경우 자사주 매입/소각 병행하여 자본 활용의 효율성 제고	- CoE 약 10% 수준으로 판단하고 있으며 1) 핵심 사업(IB/WM/운용) 중심으로 CoE(10%)를 달성 - 추가적으로 2) 신사업/기존사업(WS/신사업/OCIO)을 통해 초과수익을 달성하여 지속가능한 ROE 12% 목표
삼성증권	- 밸류업 공시 전	- IMA 등 고려하여 점진적 상향 추진하되 자기자본 8 조 달성 이후 50% 수준까지 적극적으로 확대할 계획	- 밸류업 공시 전
키움증권	- 실적 변동성, 낮은 성장성, 자본 효율성 저하, 저조한 주주환원으로 미래 가치에 대한 시장 평가가 주주자본 하회 - Target ROE 제시를 통해 성장성 우려 불식하고 목표 주주환원을 제시를 통해 주주 기대수익률에 대한 가시성 제고	- 별도 기준 30%의 주주환원을 제시 > ROE > CoE 의 경우 내부 유보를 통한 성장 추진 > ROE < CoE 의 경우 주주환원 강화를 통한 기업가치 제고 추진 - WM, S&T, 기업금융 등 실적 변동성 작은 경상 이익을 배당 재원으로 활용하고 경상 이익 초과분을 자기주식 매입에 활용	- Target ROE 15% 제시 > RAROC 기준으로 효율적으로 Book 배분 > IB/운용 간 시너지 확대 등을 통해 자산 회전을 제고 - 비대면 서비스 강화, 업무 프로세스 개선 등 비용 효율화 추진
메리츠금융지주	- 높은 ROE 레벨에도 해외 금융사 대비 현저히 낮은 PER 로 해외 금융사 등 대비 낮은 PBR 수준 지속 - TSR 을 바탕으로 선도적인 중기 주주환원 정책을 시행하고 경영진 중심으로 분기 IR 을 적극적으로 시행하는 등 소통을 강화하여 기업가치 제고 추진	- 현재 저평가 상태를 고려하여 50% 이상의 총 주주환원을 목표 설정(2023~2025) - 이론적 CoE 와 요구수익률(PER 의 역수)을 비교하여 CoE 대비 요구수익률이 높은 경우 자사주 매입을 확대하고 CoE 대비 요구수익률이 낮은 경우 현금배당 비중 확대	- ROE Target 은 설정하지 않으나 효율적인 자본 배분을 통해 주주가치 제고를 위한 노력 지속할 계획

자료: 각사, SK 증권

주: 아직 기업가치 제고 계획 발표하지 않은 경우 음영처리

(3) 보험: 뚜렷하게 벌어진 상위사-중하위사 간 주가 격차

보험: 일부 대형사 제외하면
주주환원 불확실성 높아지며 격차
확대

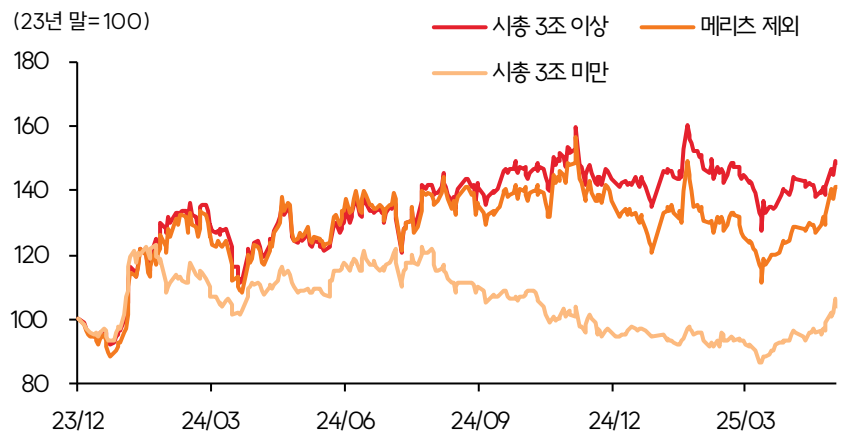
반면 보험업종의 경우 시총 상위사와 중하위사 간 격차가 크게 벌어지는 모습이 나타났다. 이는 해약환급금준비금으로 인한 배당가능이익 축소, 금리 하락/할인을 제도 강화에 따른 자본 감소 및 K-ICS 비율 부담 강화에 따라 이익체력/자본여력이 충분한 일부 대형사를 제외하면 주주환원을 둘러싼 불확실성이 다소 높아진데 기인하는 것으로 추정한다.

경영진의 의지와 관계없이 제도
측면의 이슈 해소 전까지는
배당가능이익 확보 어려움

대선 이후 상법개정안 등이 부각되며 저 PBR 종목에 대한 관심이 높아지고 있으나 경영진의 기업가치 제고에 대한 의지와는 별개로 IFRS17 회계기준 도입 이후 지속되는 제도 측면의 이슈가 해소되기 전까지는 배당가능이익 확보 자체가 어려운 점을 감안했을 때 궁극적으로는 제도 측면의 불확실성이 해소되기 전까지는 상위사와 중/하위사 간 유의미한 격차 축소를 기대하기는 쉽지 않을 것으로 예상된다.

따라서 현재 시총 기준 중하위 보험사에 있어 핵심적인 투자 관건은 궁극적으로 제도 완화로 인해 배당 등을 둘러싼 불확실성이 해소되는 시점이 도래하는 시기가 언제로 결정될 것인지 여부가 된다고 판단한다.

보험업종 - 23년 말 이후 상위사-중하위사 주가 움직임



자료: FnGuide, SK 증권

주: 23년 말 기준 시총 3조원을 기준으로 임의적으로 상위사와 중하위사 구분

보험업종 - 밸류업 공시 현황

	PBR 개선	주주환원	ROE Target	K-ICS 비율 Target
삼성화재	- 현재 PBR 1배 수준의 밸류에이션이나 글로벌 보험사 대비 여전히 저평가 상태 - 저평가 원인을 1) 중장기 주주환원에 대한 낮은 예측가능성, 2) 과도한 초과자본, 3) 중장기 이익 성장에 대한 불확실성으로 제시 - CoE에 대해 명시된 내용은 없었으나 컨퍼런스 콜 당시 약 10% 수준을 언급	- 2028년까지 50%의 총 주주환원을 달성 목표 - 보유 자사주는 약 4년간 소각 통해 지분을 5% 미만으로 축소할 계획	- 중장기적으로 10~11% 수준의 ROE를 지속가능한 ROE 레벨로 제시	- 내부 기준 180~200%에 20% 버퍼 합쳐서 220%로 관리할 계획
DB 손해보험	- 국내 주요 Peer(삼성화재) 대비 주주환원 정책이 열위하며 미래 성장성에 대한 불확실성이 상존함에 따라 기업가치 전반적으로 저평가된 상황이라고 파악 - 안정적인 K-ICS 관리를 통해 초과자본을 적극적으로 활용하여 주주가치 제고할 계획	- 중장기적으로 약 28년까지 35% 수준의 총 주주환원을 목표 제시 - 적정 K-ICS 비율에 해당하는 200~220%를 초과하는 자본에 대해서는 배당성향 확대 등 주주환원 및 신규사업 진출, 고이원 자산 확대 등에 활용할 계획	n/a	- 200~220% 수준 목표 - 220%: 연도별 K-ICS 비율 개선, 제도 변경, 가정 악화 등 영향 반영한 최대 수준 - 200%: 감독규정 등 고려한 최소 방어 수준
현대해상				
한화 손해보험	- 밸류업 공시 미시행 - 주주환원정책 수립 관련 공시만 24년 4월 중 발표한 상황	- 24~26년 3년간 주당배당금 연 10% 내외 지속적으로 상향하는 내용 목표 제시(24년 4월) - 다만 이후로 금리 빠르게 하락함에 따라 배당가능이익 확보되지 못하고 있어 실현 불가한 상황 - 배당 재개 위한 노력 지속 중	- 주주가치 제고를 위한 주주환원정책 수립 공시에서 약 10%의 사업 목표 정도 언급	- 관련 내용 없음
삼성생명	- 밸류업 공시 시행 계획 아직 구체적으로 언급 어려움	- 향후 3~4년에 걸쳐 50%까지 총 주주환원을 확대할 계획	n/a	- 아직 공시는 없으나 실적발표 Conference Call 등을 통해 180% 수준 언급 - 향후 180% 언더로 K-ICS 하락하더라도 150% 상회할 경우 기 발표한 주주환원 정책 이행할 것
한화생명		- 배당 재개 위한 노력 지속 중		
동양생명				
미래에셋생명				
코리안리		- IR 미팅 등을 통해 약 30% 수준의 배당성향 및 지속적인 무상증자 언급 - 30%의 경우 기준에는 IFRS4 였으나 향후 IFRS17 기준으로 변경할 계획 정도만 언급	n/a	- 구체적인 언급은 없음 - 다만 S&P 신용등급 상향 등을 위해 K-ICS 비율은 180% 수준 이상에서 관리하기 위해 노력하고 있다고 언급

자료: 각사, SK 증권

주: 아직 기업가치 제고 계획 발표하지 않은 경우 음영처리

2. 제도 완화 여부 및 자본 여력 모두 확인 필요할 전망

(1) 제도 완화 시 Upside 기대 가능한 3 개사

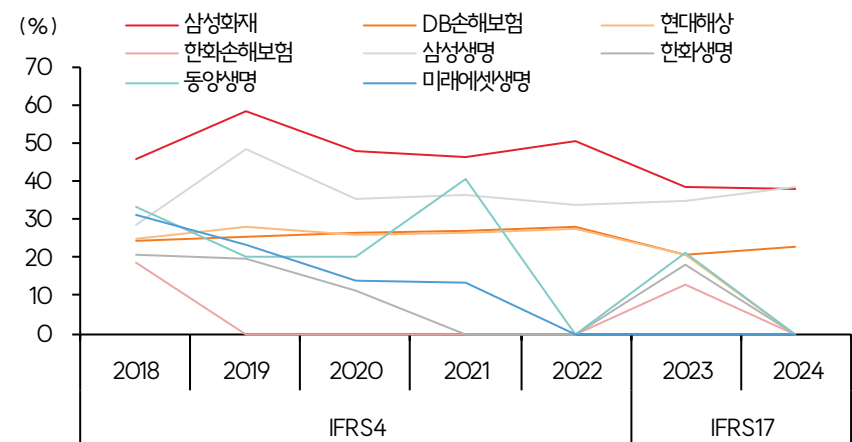
배당 가시성 높은 회사는 삼화, 삼성, DB, 코리안리 4개사에 불과

현재 제도 및 매크로 환경 속에서 커버리지 보험사 9 개사(메리츠금융지주 제외) 중 충분한 배당가능이익이 확보되고 있어 주주환원에 대한 가시성이 높은 회사는 삼성화재, 삼성생명, DB 손해보험, 코리안리 총 4 개사 정도에 불과한 상황이다.

기타 이슈 제외하면 제도 완화에 따른 Upside 기대 가능한 회사는 한생, 현대, 한손 3 개사

나머지 5 개사 중 1) 우리금융지주 인수 이슈가 있는 동양생명, 2) 최대주주 등의 지분 매입 이슈가 지속되고 있는 미래에셋생명과 같이 본질적인 이익체력 등 요인 이외의 이슈가 남아있는 회사들을 제외하면 향후 제도 완화 등에 따라 펀더멘털에 기반한 Upside를 기대할 수 있는 회사는 한화생명, 현대해상, 한화손해보험 등 3개사가 될 것으로 전망한다.

커버리지 보험사 배당성향 추이



자료: 각사, SK 증권
주: 삼성생명 외 별도 기준

(2) 해약환급금준비금 제도 완화 여부가 배당 재개에 있어 핵심 관건

핵심은 해약환급금준비금 제도
개편 여부

현재 배당가능이익 측면의 부담이 가중되고 있는 핵심 요인은 해약환급금준비금으로 향후 중하위 보험사에 대한 접근에 있어 해당 제도의 개선 여부가 관건이 될 것으로 전망한다.

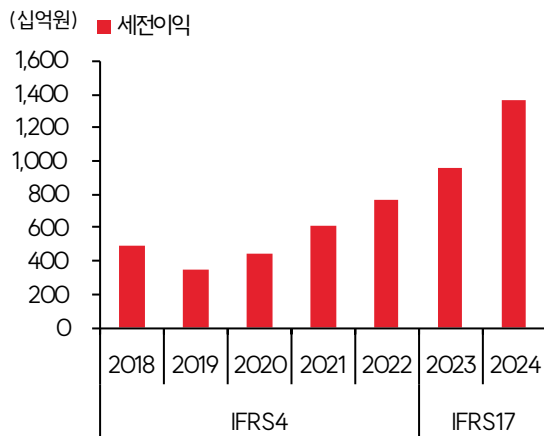
해외에 없는 제도, 세수 확보
관점에서 중장기적으로
없어지거나 축소되는 그림 전망

향후 해약환급금준비금 제도 자체는 중장기적으로 없어지거나 축소되는 그림이 나타날 것으로 예상한다. 1) 해당 항목이 유럽 Solvency II 등 해외 지급여력제도에 존재하지 않는 국내에만 존재하는 제도이며 2) 세수 확보 측면에서도 해약환급금준비금이 높아 이전보다 증가한 이익에도 법인세가 늘어나지 않고 있는 점을 감안했을 때 제도의 지속에 있어 부담 요인이 상존하고 있다고 판단하기 때문이다.

계약자 보호 취지도 향후
기본자본 K-ICS로 손실흡수여력
관리하는 만큼 부담 해소될 전망

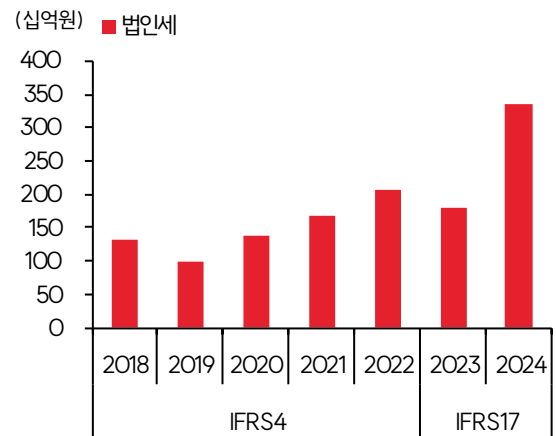
해약환급금준비금 제도가 도입된 배경에 있어서도 3) 계약자 보호 등을 목적으로 자본의 과도한 사외 유출을 방지하기 위함이 목적이라는 점을 고려하면 향후 기본자본 중심 K-ICS 비율을 관리하며 관련 요인에 대한 부담은 해소될 것으로 예상한다. 실질적인 손실흡수여력이 높은 기본자본 중심 확충 구조로 전환함에 따라 배당 등을 통한 자본의 사외 유출이 조정될 것으로 예상되는 만큼 제도 유지의 필요성이 점진적으로 축소될 것으로 전망한다.

현대해상 - 세전이익 추이



자료: 각사, SK 증권

현대해상 - 법인세 추이



자료: 각사, SK 증권

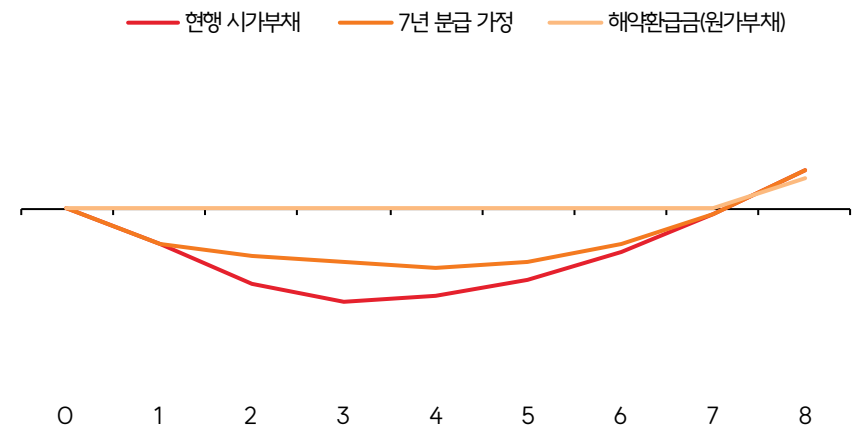
최근 판매수수료 제도 개편 시
중장기적으로 해약환급금준비금
부담 완화 전망

또한 최근 발표된 판매수수료 제도 개편 방안을 고려했을 때 특별한 제도 개편이 없더라도 중장기적으로 해약환급금준비금 부담이 완화될 것으로 예상된다. 현재 계약 초기 약 2 년에 집중된 판매수수료체계가 점진적으로 분급(27 년~28 년 4 년 분급, 29 년~ 7 년 분급)되는 형태로 변화될 것으로 예상되는 만큼 시가부채의 Time line 에 따른 변화도 나타날 전망이다. 판매수수료제도 개편에 따라 계약 초기에 집중된 신계약비 부담이 최대 7 년에 걸쳐 분급되는 구조로 변화할 경우 계약 초기 발생하는 -BEL 규모가 줄어드는 모습이 나타날 전망이다. 원가 기준 보험부채인 해약환급금이 신계약비 7년 상각 기준으로 최저 0 수준을 설정하고 있음을 감안하면 자연스럽게 해약환급금준비금 증가 폭이 이전보다 감소하는 그림이 나타날 전망이다. 다만 제도가 27 년부터 4 년분급하는 형태로 시작되어 29 년 이후에나 7 년 분급되는 구조로 변화할 것으로 예상되고 있는 점을 감안하면 실질적으로 제도 변경에 따른 영향이 나타나기까지는 다소 시간이 오래 걸릴 것으로 예상된다.

판매수수료 개편 예시									
	(%)	1차년도	2차년도	3차년도	4차년도	5차년도	6차년도	7차년도	총 지급률
현행	선지급수수료	1150	850						2000
	유지수수료								0
	당기	1150	850						2000
	누계	1150	2000	2000	2000	2000	2000	2000	
7년 분급	선지급수수료	970	280						1250
	공통비	60	60	60	60	60			300
	유지수수료	120	120	120	120	120	120	120	840
	장기유지수수료						60	60	120
	유지 보너스					15	15	15	45
	당기	1150	460	180	180	195	195	195	2555
	누계	1150	1610	1790	1970	2165	2360	2555	

자료: 보험저널, SK 증권; 주: 월납초회보험료 대비 % 기준

시나리오 테스트 - 7년 분급 적용 시 시가 기준 보험부채 계약 초기 Timeline 변화 추정



자료: SK 증권 추정; 주: 경험생명표 등 바탕으로 임의의 보험계약 대략적으로 추정하여 산정

해약환급금준비금 적립 비율 80%
적용 기준 낮아졌으나 여전히
배당가능이익 결손 상태

최근 금융당국이 제시한 감독규정 개정사항 및 건전성 TF 운영 계획을 살펴보면 K-ICS 지급여력비율 권고 수준을 150%에서 130%로 완화했으며 해약환급금준비금 적립에 있어 원가부채-시가부채 간 차액의 80% 적립율을 적용하는 기준도 170% (130%+40%p) 이상으로 낮아지게 된 상황이다. 다만 1Q25 기준 중하위 3사 중 K-ICS 비율이 170%를 넘는 회사는 한화손해보험밖에 없으며 이미 24년 말 기준 K-ICS 비율이 150%~200% 구간에 위치한 회사의 경우 90% 적립율이 적용되고 있었던 만큼 적립비율 추가 10%p 하락에도 배당가능이익은 여전히 결손상태일 것으로 예상된다. K-ICS 비율이 더욱 낮은 현재 배당이 어려운 2 위권사의 경우에는 현재 약 1조원 이상의 배당가능이익 결손이 존재하는 것으로 추정된다. 보다 큰 폭의 해약환급금준비금 부담 완화에 대한 제도가 필요할 것으로 예상된다.

K-ICS 기준 완화보다 향후 나올
기본자본 K-ICS, 할인을 제도 등
TF 결과가 중요할 전망

해당 제도의 내용은 지급여력비율 유지를 위한 과도한 자본성증권 발행 등 부담을 덜어주는 내용으로 보는 것이 적합하다고 판단하며 해당 내용보다는 기본자본 K-ICS 도입 방안 및 26~27년 할인을 제도 현실화 계획, 건전성 기준상 계리 가정 등에 대한 검토 등 TF 운영에 따른 세부 내용이 주주환원 가시성 관점에서 더욱 중요한 이슈라고 판단한다.

기본자본 K-ICS 도입 시 연착륙
추진 예상. 다만 버퍼가 확실하지
않을 경우 배당 재개 제약 예상

기본자본 K-ICS 도입에 있어서는 경과기간을 부여하거나 요구자본 산출 기준 완화 등을 통해 업계 전반적으로 연착륙할 수 있는 방안이 제시될 것으로 예상된다. 다만 자본 측면의 버퍼가 확실하게 확보되지 않은 회사에 대해서는 여전히 배당 재개에 대한 제약이 존재할 것으로 전망한다. 현재 기본자본 K-ICS 비율 측면의 버퍼가 충분한 회사일 수록 자본 측면의 버퍼가 상대적으로 높다고 판단하며 향후 주주환원 재개 측면의 불확실성이 상대적으로 낮다고 판단한다.

24년 및 1Q25 - 실질적으로 주주에게 귀속되는 자본 증감 폭 추정

회사	항목	2023	2024	1Q25	24년 증감	1Q25 증감
한화생명	이익잉여금	6,307	6,886	6,995	580	108
	해약환급금준비금	2,505	3,631	3,934	1,126	303
	기타포괄손익누계액	873	-1,363	-2,242	-2,236	-879
	이익잉여금 증가분에서 해약환급금준비금 및 OCI 변동폭 차감				-2,783	-1,073
현대해상	이익잉여금	6,553	7,391	7,595	839	203
	해약환급금준비금	3,422	4,018	4,161	596	143
	기타포괄손익누계액	-524	-2,554	-3,472	-2,031	-918
	이익잉여금 증가분에서 해약환급금준비금 및 OCI 변동폭 차감				-1,788	-857
한화손해보험	이익잉여금	2,313	2,642	2,782	329	141
	해약환급금준비금	1,790	2,034	2,191	244	157
	기타포괄손익누계액	19	-634	-893	-653	-259
	이익잉여금 증가분에서 해약환급금준비금 및 OCI 변동폭 차감				-568	-276

자료: 각사, SK증권 추정

1Q25 - 손해보험 K-ICS 비율 및 기본자본 K-ICS 비율 현황

(십억원, %)	삼성화재	DB 손보	현대해상	KB 손보	메리츠화재	한화손보	롯데손보	코리안리
가용자본	24,913.5	20,032.7	13,102.6	11,570.1	13,244.1	6,024.4	2,389.4	4,362.2
기본자본	14,824.0	7,245.9	3,839.5	4,942.6	4,326.4	2,452.5	-355.3	3,153.6
보완자본	10,089.5	12,786.8	9,263.1	6,627.5	8,917.7	3,571.8	2,744.7	1,208.6
요구자본	9,344.6	9,788.3	8,218.6	6,351.5	5,543.4	3,301.3	2,351.7	2,229.4
생명/장기손해보험위험액	6,936.2	8,988.3	7,882.8	5,960.3	5,607.9	3,333.8	1,831.5	1,267.6
일반손해보험위험액	2,050.7	1,443.8	1,210.7	995.1	838.0	448.9	68.1	1,468.4
시장위험액	6,082.2	4,124.9	3,636.9	3,197.8	1,744.8	1,243.0	808.9	1,015.0
신용위험액	2,234.2	2,731.8	1,432.0	1,229.3	1,557.9	385.3	380.5	295.2
운영위험액	740.5	681.7	739.7	465.4	423.9	246.1	171.6	240.1
분산효과	-5,536.2	-5,092.4	-3,938.2	-3,282.3	-2,704.1	-1,370.2	-756.3	-1,434.2
법인세효과	-3,242.9	-3,210.9	-2,765.4	-2,229.5	-1,930.1	-985.6	-152.6	-632.2
기타 요구자본	79.9	121.1	20.1	15.4	5.1	0.0	0.0	9.5
K-ICS 비율	266.6	204.7	159.4	182.2	238.9	182.5	101.6	195.7
기본자본 기준	158.6	74.0	46.7	77.8	78.0	74.3	-15.1	141.5

자료: 각사, SK 증권

1Q25 - 생명보험 K-ICS 비율 및 기본자본 K-ICS 비율 현황

(십억원, %)	삼성생명	한화생명	교보생명	신한라이프	동양생명	미래에셋생명
가용자본	45,193.5	21,074.5	13,086.8	9,210.1	3,386.1	3,451.1
기본자본	36,076.8	8,849.3	9,016.4	4,771.8	1,184.8	2,393.1
보완자본	9,116.7	12,225.2	4,070.4	4,438.3	2,201.3	1,058.0
요구자본	25,508.6	13,676.5	8,973.3	4,865.6	2,662.7	1,882.9
생명/장기손해보험위험액	11,178.2	10,285.5	5,495.3	5,047.5	1,955.9	1,585.8
일반손해보험위험액	0.0	448.9	0.0	0.0	0.0	0.0
시장위험액	22,556.2	6,996.1	4,422.9	2,382.2	1,219.7	916.3
신용위험액	4,418.5	2,450.6	2,520.7	656.1	627.8	438.7
운영위험액	996.6	1,019.3	460.3	242.3	151.6	114.9
분산효과	-8,932.1	-5,341.3	-3,451.8	-1,758.8	-993.3	-744.9
법인세효과	-7,292.2	-2,625.7	-661.6	-1,703.7	-299.0	-427.9
기타 요구자본	2,583.4	443.1	187.5	0.0	0.0	0.0
K-ICS 비율	177.2	154.1	145.8	189.3	127.2	183.3
기본자본 기준	141.4	64.7	100.5	98.1	44.5	127.1

자료: 각사, SK 증권

해약환급금준비금 제도 완화 시
중하위 3사 배당 재개 기대감
증가 전망

향후 해약환급금준비금 제도가 완화될 경우 한화생명, 현대해상, 한화손해보험 3개사의 배당 재개에 대한 기대감이 높아질 것으로 예상된다. 3개사 중에서는 상대적으로 현재 이익잉여금 대비 해약환급금준비금 비중이 높은 회사일 수록 해약환급금준비금 축소에 따른 배당가능이익 개선 기대감이 높을 전망이다.

해약환급금준비금 외에도
미실현손익 등 감안하여 자본
안정성까지 추가적으로 고려 필요

한편 해약환급금준비금 비중이 다소 낮더라도 배당을 하지 못하는 회사의 경우 미실현손익 등 추가적인 배당가능이익 차감 요인까지 고려할 필요가 있다고 판단하며 배당 재개 등에 있어 금리 등 매크로 환경에 따른 자본 안정성까지 추가로 고려해야 할 것으로 예상된다. 실제로 2 위권 보험사를 기준으로 비교해보면 현재 배당가능이익이 확보되고 있는 DB 손해보험과 한화생명/현대해상을 비교해보면 후자의 금리 100bp 하락에 따른 민감도가 훨씬 높은 모습을 확인할 수 있다.

제도 완화되더라도 기본자본 K-ICS 비율 등 자본 여력 부족할 경우 배당 재개 가능성 제한적

이러한 요인을 감안했을 때 해약환급금준비금 제도가 완화되더라도 향후 금융당국이 도입할 기본자본 K-ICS 비율 관리 방안 등 자본 측면에서 충분한 안정성과 버퍼를 확보할 수 없는 경우 배당 재개 가능성은 제한적이라고 판단한다.

1Q25 - 자본 및 해약환급금준비금 현황

(십억원)	한화생명	현대해상	한화손해보험
이익잉여금	6,995	7,595	2,782
해약환급금준비금	3,934	4,161	2,191
이익잉여금 대비 해약환급금준비금 비중	56.2%	54.8%	78.8%
자본조정	-1,110	-68	-5
기타포괄손익누계액	-2,242	-3,472	-893
이익잉여금+자본조정+OCI	3,643	4,055	1,884

자료: 각사, SK 증권

금리 하락 민감도 - 상대적으로 안정적인 자본력 보유한 회사 유리

연도	2023			2024		
기말 국고채 10년물(%)	3.183%			2.859%		
금리 100bp 하락 영향(십억원)	DB 손보	한화생명	현대해상	DB 손보	한화생명	현대해상
금융자산	2,232	5,465	2,912	2,736	6,442	3,549
보험계약	-2,814	-6,806	-3,868	-4,070	-9,058	-4,669
출재계약	13	0	3	38	0	3
OCI 변동	-569	-1,341	-952	-1,296	-2,616	-1,118
전체 자본	8,676	11,387	6,117	8,416	10,335	4,927
신종자본증권	0	498	0	0	1,097	0
신종자본증권 제외 자본 총계	8,676	10,889	6,117	8,416	9,238	4,927
자본 총계 대비 OCI 변동	-6.6%	-12.3%	-15.6%	-15.4%	-28.3%	-22.7%

자료: 각사, SK 증권

3. 기본적으로 보수적 관점의 접근 유지 필요

(1) 자본력과 배당가능이익을 모두 고려한 보수적 접근 유지 필요

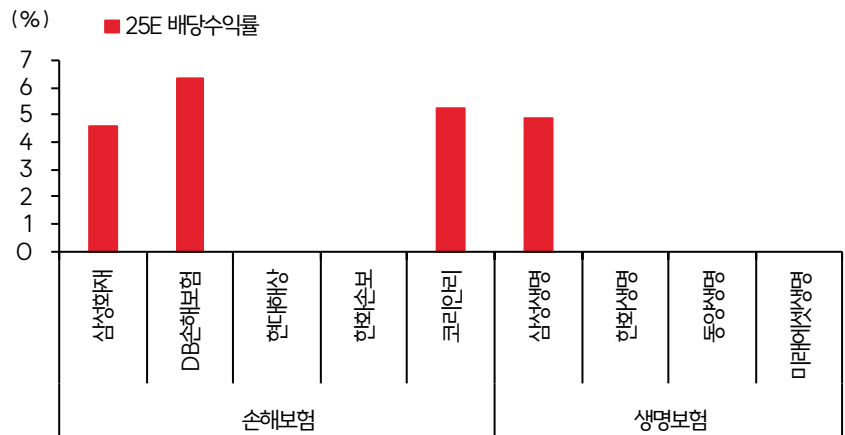
최근 보험업종 관심 높아졌으나
유의미한 제도 변화 나타나기 전
까지는 보수적 접근 필요

대선 이후 상법 개정 등 저 PBR 종목에 대한 관심이 높아지고 있으며 대규모 추경
예상에 따라 국고채 장기물 금리 하락 폭이 축소되는 등 영향으로 최근 보험업종 주
가는 양호한 흐름을 보였다. 다만 여전히 이전보다 금리 레벨이 낮아진 상황에서 기
준금리 추가 인하 등이 예상되는 등 대내외 환경의 불확실성이 높아진 점을 감안했
을 때 상법 개정 등 주주환원 확대를 촉진하는 정책에도 불구하고 해약환급금준비금
등 보험업종에 대한 유의미한 제도 변화가 나타나기 전까지는 보험업종의 자본력과
배당가능이익에 있어 보수적인 접근이 필요할 전망이다.

향후 긍정적 제도 개편 흐름 일부
기대 가능하나 중하위사는 자본력
등 명확한 버퍼 확인 필요할 전망

향후 긍정적인 제도 개편 흐름을 일부 기대할 수 있을 것으로 예상되나 여전히 중하
위사가 배당을 재개하기 위해서는 자본력 등 측면에서 보다 명확한 버퍼가 확보될
필요가 있다고 판단하며 상위사가 제도 개편에 따른 수혜를 더욱 크게 볼 것으로 예
상한다. 한편 최근 주가 상승으로 배당여력이 확보된 상위사의 배당수익률도 DB 손
해보험 등을 제외하면 대체로 5%내외 수준까지 낮아진 만큼 지배구조 등 여타 이
슈를 제외하면 이익체력 기준 전반적인 밸류에이션 매력은 제한적이라고 판단한다.
현재까지 나온 제도 완화 내용을 감안했을 때 현재 배당이 가능한 상위사가 더욱 유
리하다고 판단하며 중하위 보험사는 여전히 배당 재개에 대한 가시성이 제한적이라
고 판단한다. 여전히 상위사인 삼성생명, 삼성화재, DB 손해보험 등 대형사의 배당수
익률 중심 접근이 유효하다고 판단한다.

보험업종 - 25E 배당수익률 전망



자료: SK 증권 추정

(2) 제도 개선 시 민감도, 자본력, 수익성 등 감안 시 중하위사 중에서는 한화손보가 상대적으로 유리하다고 판단

제도 등에 대한 윤곽 드러날 것으로 예상되는 25년~26년부터 중하위사 본격적으로 접근 추천

종합적인 요인을 감안했을 때 여전히 대형사를 선호하며 중하위 3개사에 대해서는 보다 제도 등에 대한 윤곽이 드러날 것으로 예상되는 25년 말~26년 정도부터 본격적으로 접근해볼 수 있다고 판단한다.

제도 민감도 및 자본력 감안하면 한화손보 손해가 클 것으로 예상. 우선주 및 경과조치 고려 필요

해약환급금준비금 축소나 할인을 제도 강화 속도 조절 등 제도 개편에 따른 영향은 1) 현재 상대적으로 해약환급금준비금 비중이 높아 축소에 따른 민감도가 높고 2) 현재 기본자본 K-ICS 비율 등 측면의 여력이 어느정도 확보되어 있는 한화손해보험이 가장 크게 나타날 것으로 예상한다. 다만 경과조치 적용에 따라 배당성향이 제한되어 있으며 우선주에 대한 배당 영향으로 보통주 기준 배당 재개에 대한 기대감은 여전히 보수적으로 접근할 필요가 있다고 판단한다.

현대해상/한화생명 K-ICS 비율 측면의 여력 다소 제한적인 만큼 할인을 제도/매크로 등 고려 필요

현대해상과 한화생명의 경우에도 해약환급금준비금 제도 개편에 따른 긍정적 영향을 충분히 기대해볼 수 있다고 판단한다. 다만 상대적으로 낮은 기본자본 K-ICS 비율(1Q25 한화손보 74.3% vs 현대해상 46.7%, 한화생명 64.7%) 등을 감안했을 때 배당 재개 등에 있어 할인을 제도 강화 속도 완하나 매크로 환경 등 변수에 대한 고려가 추가적으로 필요할 전망이다.

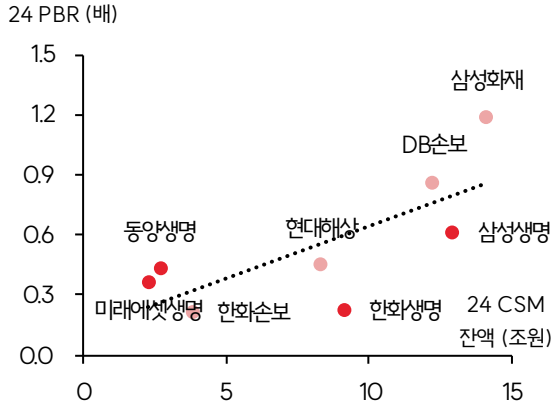
주주환원 재개에 앞서 계약자 보호를 위한 손실흡수능력 확보 중요하다고 판단

궁극적으로 주주환원 재개를 위한 제도 개편에 앞서 계약자 보호 등을 위한 손실흡수능력 등이 충분히 확보될 필요가 있다고 판단하며 현재 상대적으로 자본력 및 배당가능이익이 부족한 중하위사의 경우 보다 긴 호흡으로 접근할 것을 추천한다.

주주환원 재개 시 저평가 해소가 기대되나 ROA/CSM 대비 Valuation Upside는 제한적

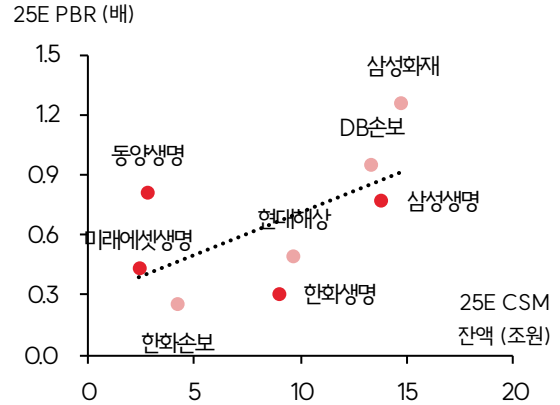
향후 주주환원 재개 시 저평가 해소가 일부 기대되나 현재 ROA(ROE의 경우 금리/할인을 제도 강화에 따른 변동성이 심해 실질적인 수익성을 확인하기 부적절한 지표라고 판단) 수준 대비 밸류에이션 레벨이나 CSM 잔액 수준 대비 밸류에이션 수준을 감안한 Upside 수준은 다소 제한적이라고 판단한다. 배당 재개 여부 등을 제외하고 기본적인 수익성과 밸류에이션 수준 기반으로 살펴봤을 때 중하위사 중에서는 가장 지표가 양호한 한화손해보험의 Upside가 높다고 판단한다.

CSM 잔액 대비 PBR 레벨 (2024)



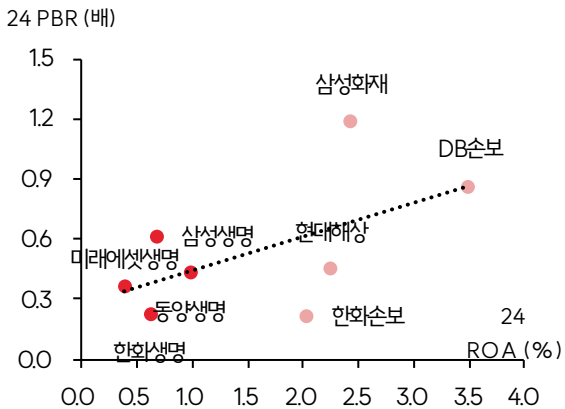
자료: 각사, SK 증권

CSM 잔액 대비 PBR 레벨 (2025E)



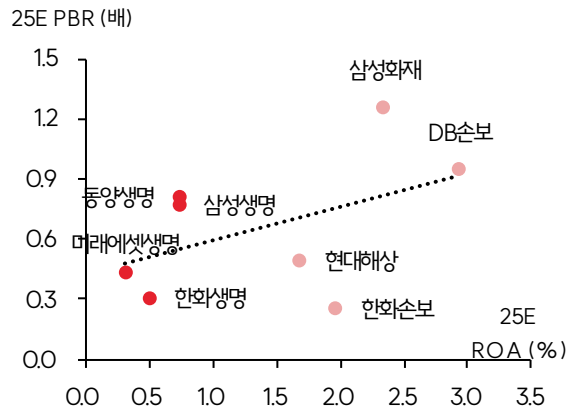
자료: 각사, SK 증권 추정

ROA-PBR Matrix (2024)



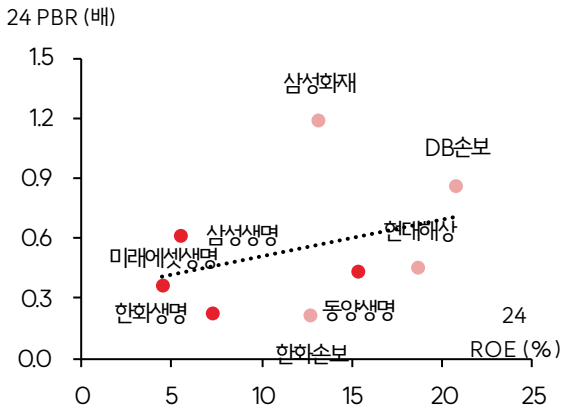
자료: 각사, SK 증권

ROA-PBR Matrix (2025E)



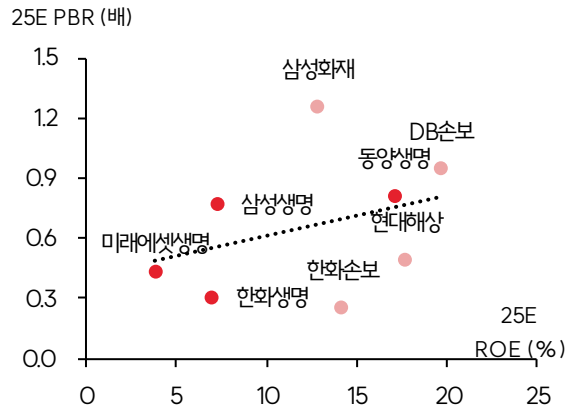
자료: 각사, SK 증권 추정

ROE-PBR Matrix (2024)



자료: 각사, SK 증권

ROE-PBR Matrix (2025E)



자료: 각사, SK 증권 추정

Company Analysis

한화손해보험 (000370/KS)

배당만 빼면 대체로 안정적인 지표

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 6,500 원(상향)

현재주가: 5,600 원

상승여력: 16.1%

목표주가 6,500 원으로 상향

한화손해보험의 목표주가를 1) 무위험수익률 조정, 2) 양호한 지표 등에 따른 할인율 조정 등을 바탕으로 6,500 원으로 상향한다. 목표주가는 Target PBR 0.34 배에 25E BVPS 18,894 원을 적용하여 산정했다. 투자 리스크로는 1) 제도 개선 및 배당 재개 시점 지연, 2) 캐럿손보 인수로 인한 실적 악화, 3) 실손 보험료 감소 등을 제시한다.

배당가능이익 제외하면 전반적으로 양호한 지표

보험업종의 핵심 지표로 1) 장기 신계약/신계약 CSM, 2) 가정 관리를 통한 CSM 가 정조정 및 예실차 손익, 3) 투자수익률, 4) 자본비율 버퍼 등을 제시할 수 있다. 동사의 장기 인보험 신계약 월초보험료는 23 년 48.2%, 24 년 14.5%, 1Q25 -3.1% QoQ 성장하며 업계 평균(커버리지 5 개사 평균 23 년 14.7%, 24 년 11.4%, 1Q25 -6.8% QoQ)을 크게 상회했으며 CSM 도 양호한 증가세를 보였다. 24 년 예실차 손익은 4Q 에는 다소 부진했으나 1~3Q 기준으로는 대체로 안정적으로 관리되었으며 가정 조정 으로 인한 CSM 감소도 구세대 실손 갱신(23~24 년), 무/저해지 가정 조정 등 굵직한 이슈가 마무리된 만큼 개선세를 전망한다. 기본자본 K-ICS 비율도 1Q25 74.3% (경 과조치 미적용)로 DB, KB, 메리츠 등 2 위권사 수준을 기록하는 등 다른 중하위사 대 비 양호한 지표에도 25E PBR 은 0.30 배로 경영관리조치가 적용된 20 년~21 년 평균 0.32 배 보다 낮다. 배당을 하지 못하는 점은 동일함에도 당시 대비 높아진 성장성, 이 익 및 양호한 자본력을 감안하면 현재 주가는 과도한 저평가 상태라고 판단한다.



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
3773-8610

Company Data

발행주식수	11,674 만주
시가총액	654 십억원
주요주주	
한화생명보험(외3)	51.50%
자사주	0.96%

Stock Data

주가(25/06/12)	5,600 원
KOSPI	2,920.03 pt
52주 최고가	6,190 원
52주 최저가	3,665 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

주가 및 상대수익률



배당 등에 대해 보수적 관점 유지하되 잠재적인 Upside 에 주목

제도 불확실성, 우선주 배당, 경과조치 적용 등을 종합적으로 감안했을 때 동사의 배당 재개에 대해서는 제도 개선 여부와 무관하게 보수적으로 27 년 이후를 전망한다. 향후 캐럿손보 인수로 인한 자동차보험 이익 부담도 고려할 필요가 있다고 판단하며 최근 관리급여 도입 등 비급여 관리 추진에도 실손보험료 인하 여부가 논의되는 등 불확실 성이 상존하는 점은 부담요인이다. 그러나 절판 이후로도 4~5 월에 걸쳐 지속적으로 높은 성장세가 이어지는 등 CSM 등 이익기반이 안정적으로 확충되고 있는 만큼 중장 기 관점의 잠재적인 Upside 는 중하위사 중 가장 높다고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2026E
보험손익	십억원		292	398	393	402	437
투자손익	십억원		94	108	132	111	118
영업이익	십억원		386	506	525	512	555
당기순이익	십억원		291	382	407	386	418
EPS	원		2,379	3,292	3,517	3,337	3,614
PER	배		1.7	1.2	1.6	1.7	1.5
PBR	배		0.20	0.22	0.30	0.29	0.27
ROE	%		9.7	12.7	14.1	12.9	13.4

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2025E ~ 2027F ROE 평균	13.5%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	7.9%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	주주환원 불확실성 및 경과조치 반영하여 할인율 80% 적용	80.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.34
목표주가	2025F BPS 18,894 원에 Target PBR 적용	6,500
현재가		5,600
Upside / Downside 투자익전		16.1% 매수

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		86%
Sustainable ROE	예상차 축소, 투자손익 개선 등	14.5%
COE	무위험수익률 3%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	7.9%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-70.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.55
목표주가(Bull case)	2025F BPS 18,894 원에 Target PBR 적용	10,400
Downside case		-46%
Sustainable ROE	예상차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	12.5%
COE	무위험수익률 3%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	7.9%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-90.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.16
목표주가(Bear case)	2025F BPS 18,894 원에 Target PBR 적용	3,000

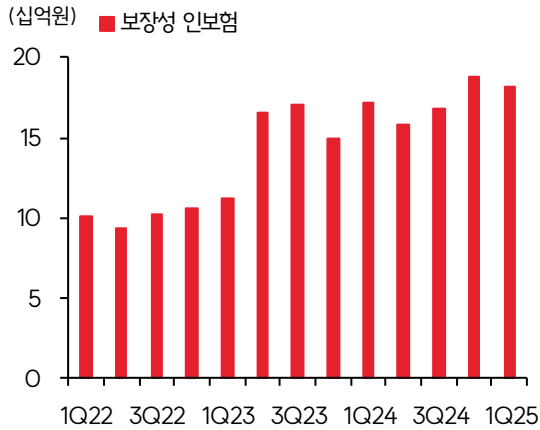
자료: SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	수정 후	398	393	402	437
	수정 전		400	420	450
	증감률(%)		-1.8%	-4.3%	-2.9%
투자손익	수정 후	108	132	111	118
	수정 전		127	106	113
	증감률(%)		3.8%	4.3%	4.4%
세전이익	수정 후	505	523	511	553
	수정 전		526	525	562
	증감률(%)		-0.5%	-2.7%	-1.5%
당기순이익	수정 후	382	407	386	418
	수정 전		408	396	424
	증감률(%)		-0.3%	-2.6%	-1.5%

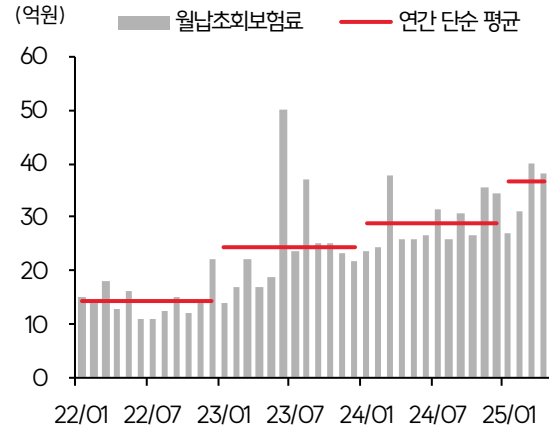
자료: SK 증권 추정

분기별 보장성 인보험 월초보험료 - 이전보다 높아진 신계약



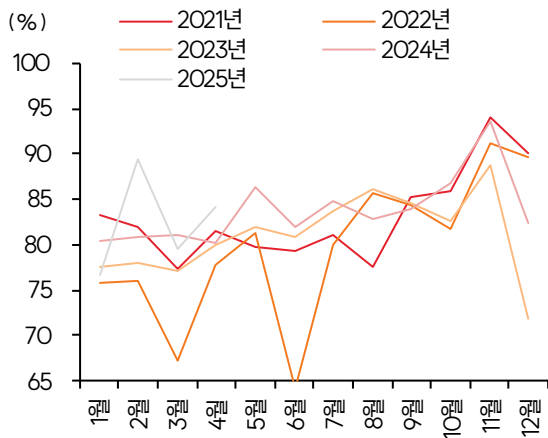
자료: 한화손해보험, SK 증권

월별 GA 실적 추이 - 절판 이후로도 양호한 성장세 지속



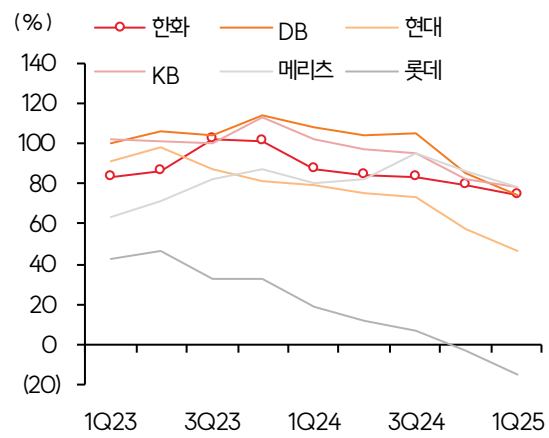
자료: 보험자널, SK 증권

자동차보험 손해율 추이



자료: 언론 보도, SK 증권

기본자본 기준 K-ICS 비율 추이



자료: 각사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
운용자산	17,018	18,827	21,066	22,437	23,832
현금및예치금	391	517	489	358	216
유가증권	13,285	15,042	17,175	18,448	19,751
대출금	3,089	2,918	3,055	3,285	3,521
부동산	252	350	348	346	345
비운용자산	980	926	974	974	972
특별계정자산	0	0	0	0	0
자산총계	17,998	19,753	21,907	23,323	24,786
책임준비금	13,510	15,271	17,051	18,333	19,646
CSM잔액(원수)	3,927	3,803	4,170	4,444	4,705
기타부채	1,082	1,402	1,698	1,716	1,718
특별계정부채	0	0	0	0	0
부채총계	14,592	16,673	18,749	20,049	21,364
자본금	774	774	774	774	774
신종자본증권	234	234	234	234	234
자본잉여금	67	69	69	69	69
이익잉여금	2,313	2,642	3,039	3,416	3,824
해약환급금준비금	1,790	2,034	2,570	2,920	3,151
자본조정	-1	-5	-5	-5	-5
기타포괄손익누계액	19	-634	-953	-1,213	-1,473
자본총계	3,406	3,079	3,158	3,274	3,423

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)	64	73	77	77	77
신계약 CSM	678	741	852	882	888
신계약 CSM 배수	0.0	10.2	11.1	11.5	11.5
CSM 관련 지표					
기초CSM	3,728	3,927	3,804	4,170	4,444
CSM 조정 가점 변경	-228	-605	-199	-300	-300
신계약 CSM(원수)	678	741	852	882	888
CSM 이자부리	137	150	156	168	178
상각 전 CSM	4,315	4,213	4,614	4,920	5,210
CSM상각액	388	410	443	476	505
CSM상각률(%)	9.0	9.7	9.6	9.7	9.7
CSM 순증액	200	-124	366	274	261
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률	3.0	2.8	2.8	2.6	2.6
평가치분손익 제외 수익률	2.8	2.8	2.7	2.6	2.6
손익구성					
보험손익	75.7	78.7	74.9	78.4	78.7
CSM상각	100.1	80.2	82.8	91.2	89.4
투자손익	24.3	21.3	25.1	21.6	21.3
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)	183.3	173.8	178.7	175.5	172.9

자료: 한화손해보험, SK증권 추정

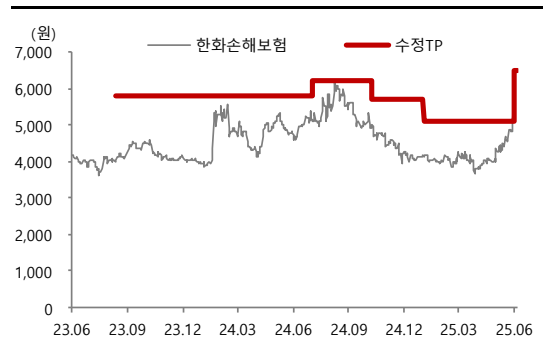
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	292	398	393	402	437
장기보험	283	377	410	434	463
CSM 상각	386	406	434	467	496
RA해제	75	76	80	87	93
예상차	-62	1	-76	-55	-60
손실계약비용	-98	-26	-7	-45	-45
기타사업비 및 재보험 손익	-19	-80	-21	-21	-22
일반손해보험	-14	31	13	13	14
합산비율(IFRS17)	103	95	98	98	98
자동차보험	24	-10	-30	-45	-40
합산비율(IFRS17)	97	102	105	107	106
투자손익	94	108	132	111	118
자산운용손익	497	505	567	569	601
평가치분손익	40	-3	24	0	0
보험금융손익	-404	-397	-435	-459	-483
영업이익	386	506	525	512	555
영업외손익	-0	-1	-1	-1	-1
세전이익	385	505	523	511	553
법인세비용	95	123	117	125	136
법인세율(%)	24.6	24.3	22.3	24.5	24.5
당기순이익	291	382	407	386	418

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율		10.6	11.9	6.5	6.2
CSM증가율		-3.1	9.6	6.6	5.9
BPS증가율		-10.3	2.8	4.0	4.9
보험손익증가율		36.4	-1.4	2.3	8.7
투자손익증가율		15.3	22.2	-16.1	6.7
영업이익증가율		31.2	3.7	-2.3	8.3
세전이익증가율		31.1	3.6	-2.4	8.3
당기순이익증가율		31.5	6.4	-5.1	8.3
주당지표(원)					
EPS	2,379	3,292	3,517	3,337	3,614
BPS	20,496	18,388	18,894	19,647	20,607
EV(BV+CSM)	61,039	57,626	60,766	64,109	67,620
보통주 DPS	200	0	0	0	0
보통주 배당수익률(%)	4.9	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation 지표					
PER(배)	1.7	1.2	1.6	1.7	1.5
PBR(배)	0.20	0.22	0.30	0.29	0.27
P/EV(배)	0.07	0.07	0.09	0.09	0.08
ROE(%)	9.7	12.7	14.1	12.9	13.4
ROA(%)	1.7	2.0	2.0	1.7	1.7
배당성향(%)	12.6	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.06.13	매수	6,500원	6개월		
2025.01.14	매수	5,100원	6개월	-18.74%	9.80%
2024.10.21	매수	5,700원	6개월	-22.76%	-13.33%
2024.07.15	매수	6,200원	6개월	-12.89%	-0.16%
2023.08.24	매수	5,800원	6개월	-21.92%	-4.31%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 06월 13일 기준)

매수	96.79%	중립	3.21%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------