보험/기타금융 | 홍예란 yeran.hong@koreainvestment.com

보험

수비형 미드필더의 시대

현대해상(001450) 메리츠금융지주(138040)

true friend 한국투자증권

Contents

I. Summary & Valuation 2

1. Executive Summary
2. Valuation

II. 상반기 주가 및 실적 점검 5

1. 약화된 주가 상승 탄력
2. 부진한 보험손익
3. 선방한 투자손익

III. 이제부터는 대응의 영역 12

1. 장기보험: 수익성과 물량 사이의 저울질
2. 자동차보험: 모로 가도 서울만 가면 된다
3. 실손보험: 가야만 하는 길

IV. 자본규제 점검 28

용어해설 31

기업분석 33

현대해상(001450)
메리츠금융지주(138040)

리포트 작성 목적

- 손해보험 업종에 대한 비중확대 의견 유지. 2026년 실적 개선에 주목
- 보종별 상승 모멘텀 점검. 자동차보험과 실손보험이 핵심
- 업종 탑픽: DB손해보험. 자본규제 관련 불확실성도 고려할 필요

I. Summary & Valuation

1. Executive Summary

손해보험 업종 '비중확대' 의견 유지

손해보험 업종에 대해 비중확대 의견을 유지한다. 2025년의 예상된 부진이 아닌 2026년의 중첩된 모멘텀에 집중하자는 의견이다. 2025년 상반기 손해보험사들의 보험손익 실적은 전년동기대비 33% 감소하며 부진했다. 장기보험, 자동차보험, 일반보험 전 항목에 걸쳐 감익이 나타났다. 다만 이는 이미 예상했던 수준으로 추후 손익을 방어하기 위한 대응이 더 중요한 시점이다. 장기보험의 경우 양호한 CSM 순증이 예실차 악화를 일부 방어할 것이다. 2025년 커버리지 손해보험사 합산 신계약 CSM이 9.8조원 증가하며 견조한 흐름을 이어가기 때문이다. 당분간 삼성화재와 DB손해보험은 수익성(배수) 유지에, 현대해상과 메리츠화재는 물량 확대에 초점을 맞출 것으로 예상된다. 한정된 시장 내에서 회사 별로 상이한 전략을 취함으로써 신계약 CSM의 동반 성장이 가능한 점이 긍정적이다.

2026년 장기·자동차보험의 실적 개선 본격화

장기보험에서의 방어력을 바탕으로 2026년은 실적 턴어라운드가 가시화될 것이다. 근거는 자동차보험과 실손보험이다. 특히 자동차보험의 경우 보험료 증가와 보험금 감소가 동시에 가능한 시기다. 전자는 자동차보험료율 인상, 후자는 경상환자 제도 개선 때문이다. 보수적인 관점에서 자동차보험료율 동결을 가정하더라도 커버리지 손해보험사 합산 2026년 자동차보험손익은 2,891억원으로 2025년 -1,153억원 대비 대폭 개선될 것이다. 한편 실손보험은 장기보험손익의 중장기 개선요인이다. 예상했던대로 2026년 상반기 내에 5세대 실손과 관리급여가 도입된다면 현대해상, DB손해보험, 메리츠화재, 삼성화재 순으로 잔여보장부채 내 손실 요소 환입에 따른 수혜가 예상된다.

자본규제 모니터링 필요. 종목 탑픽 DB손해보험 유지

자본규제 완화 기조도 지속되고 있다. 우려 요인이었던 기본자본 K-ICS 비율은 연착륙 가능한 방식으로 도입될 것이며 2025년 내 최종관찰만기 확대 방안이 발표될 것이다. 다만 궁극적으로는 해약환급금준비금 제도 자체의 개선이 필요한데 해당 이슈에 대한 공감대 형성에도 불구하고 여부와 시기에 관련한 불확실성이 잔존한다. 이러한 점을 종합적으로 고려해 업종 탑픽으로 DB손해보험을 유지한다. 2026년 실적 모멘텀이 강한 회사는 현대해상과 DB손해보험이다. 자동차보험과 실손보험의 비중이 높기 때문이다. 다만 자본규제 완화와 관련해 불확실성이 남아있는 점을 고려할 필요가 있다. 아직까지는 '수비형' 미드필더의 시대다.

<표 1> 커버리지 손해보험사 밸류에이션 테이블

		삼성화재 A000810	DB손해보험 A005830	현대해상 A001450	손해보험 3개사 합산	메리츠금융지주 A138040
목표주가(원)		530,000	165,000	33,000	-	148,000
현재 주가(원)	2025.9.15	470,000	144,700	28,300	-	126,200
상승 여력		13%	14%	17%	-	17%
1주일 수익률		2.2%	4.0%	2.4%	5.2%	3.1%
1개월 수익률		6.6%	12.3%	1.8%	11.9%	4.5%
YTD 수익률		31.1%	40.8%	14.6%	42.7%	21.4%
발행주식수(천 주)		46,011	70,800	89,400	-	180,014
자기주식수(천 주)		6,183	10,757	10,986	-	5,011
시가총액(십억원)		21,625	10,245	2,530	34,400	22,113
PBR	2024A	0.92	0.73	0.39	0.77	2.03
(배)	**2025F**	**1.08**	**0.98**	**0.45**	**0.95**	**2.13**
	2026F	1.00	0.82	0.37	0.84	1.59
PER	2024A	7.1	3.5	1.9	4.6	8.2
(배)	**2025F**	**9.2**	**5.1**	**2.8**	**6.5**	**8.6**
	2026F	8.4	4.6	2.2	5.7	7.8
ROE	2024A	12.8	20.7	18.6	16.3	23.0
(%)	**2025F**	**12.8**	**20.4**	**16.6**	**15.3**	**23.2**
	2026F	12.8	19.7	18.4	15.7	19.3
ROA	2024A	2.42	3.54	2.28	2.67	2.03
(%)	**2025F**	**2.37**	**3.06**	**1.58**	**2.38**	**1.96**
	2026F	2.50	3.29	1.91	2.58	1.95
BPS	2024A	390,812	140,165	62,835	-	51,191
(원)	2025F	434,847	147,347	62,617	-	59,363
	2026F	470,548	175,651	76,314	-	79,237
EPS	2024A	50,783	29,516	13,144	-	12,612
(원)	2025F	51,353	28,179	10,023	-	14,750
	2026F	55,825	31,654	12,848	-	16,135
보통주 DPS	2024A	19,000	6,800	0	-	1,350
(원)	2025F	20,300	7,300	0	-	500
	2026F	23,000	9,200	0	-	500
배당성향	2024A	36.5	23.0	0.0	23.9	10.5
(%)	**2025F**	**38.5**	**25.9**	**0.0**	**27.2**	**3.3**
	2026F	40.1	29.1	0.0	28.3	3.0
배당수익률	2024A	5.3	6.6	0.0	5.2	1.3
(%)	**2025F**	**4.3**	**5.0**	**0.0**	**4.2**	**0.4**
	2026F	4.9	6.4	0.0	5.0	0.4
순이익	2024A	2,074	1,772	1,031	4,876	2,306
(십억원)	2025F	2,100	1,692	786	4,578	2,473
	2026F	2,285	1,901	1,007	5,193	2,528
자기자본	2023A	16,114	8,676	6,117	30,907	9,582
(십억원)	2024A	15,567	8,416	4,927	28,910	10,094
	2025F	17,321	8,847	4,910	31,078	10,751
	2026F	18,743	10,547	5,984	35,274	13,178
총자산	2023A	85,019	48,514	43,758	177,291	102,236
(십억원)	2024A	87,268	52,859	47,978	188,105	115,578
	2025F	89,415	56,244	50,847	196,506	127,125
	2026F	93,331	58,951	53,740	206,021	130,752
보통주 배당금액	2024A	757	408	0	1,165	241
(십억원)	2025F	809	438	0	1,247	82
	2026F	916	552	0	1,468	77

주: 삼성화재와 메리츠금융지주는 연결 기준, DB손해보험과 현대해상은 별도 기준
자료: Quantiwise, 각 사, 한국투자증권

2. Valuation

ROE-PBR 관계에 기초해 목표주가 도출

목표주가 산출에는 보험주 가치평가 방법인 ROE-PBR 관계에 기초한 1단계 RIM을 활용했다. 보험사를 포함한 금융사의 가치는 결국 성장과 주주환원을 통해 자본을 얼마나 효율적으로 활용하느냐에 따라 좌우되고 자본 규제에 따라 회사가 감당 가능한 사업 규모와 리스크 수준이 결정된다. 특히 보험사의 자산만 시가평가 됐던 과거와는 달리 IFRS17에서는 부채 역시 시가평가됨에 따라 ROE-PBR 평가의 적합성이 더욱 높아졌다.

목표주가 산출에 사용된 2개사 평균 ROE 21.1%

목표주가 산출 과정은 다음과 같다. 무위험수익률은 국고채 10년물 평균금리를 사용했으며, 베타는 보수적으로 1에 수렴한다는 가정 아래 조정 베타를 사용했다. 시장 리스크 프리미엄은 KOSPI의 역사적 리스크 프리미엄, 시장 이익수익률, 내재 리스크 프리미엄 등을 가중평균해 6.8%로 산출했다. 기타 리스크 프리미엄은 종목마다 사업구조·자본비율 등 할증 및 할인요인을 자기자본비용에 반영하고자 추가했다.

<표 2> 신규 커버리지 기업 목표주가 산출 내역

	산식	현대해상	메리츠금융지주
		A001450	A138040
투자의견	-	매수	매수
목표주가(원)	L	33,000	148,000
9/15 주가(원)	M	28,300	126,200
(상승여력)	N=L/M	17%	17%
목표 PBR(배)	O=L/J	0.55	2.81
목표주가 산출 내역			
지속가능 ROE	A	18.1%	22.6%
자기자본비용	B	31.4%	9.3%
무위험수익률	E	2.8%	2.8%
조정 베타	I=(2/3)F+(1/3)	0.74	0.80
베타	F	0.62	0.70
시장 리스크 프리미엄	G	6.8%	6.8%
기업 리스크 프리미엄	H	23.5%	1.1%
영구성장률	C	2.0%	2.0%
목표 PBR(배)	D=(A-C)/(B-C)	0.55	2.81
2Q25A BPS(원)	J	60,408	52,769
목표주가(원)	K=DxJ	33,000	148,000

자료: Quantiwise, Bloomberg, 각 사, 한국투자증권

II. 상반기 주가 및 실적 점검

1. 약화된 주가 상승 탄력

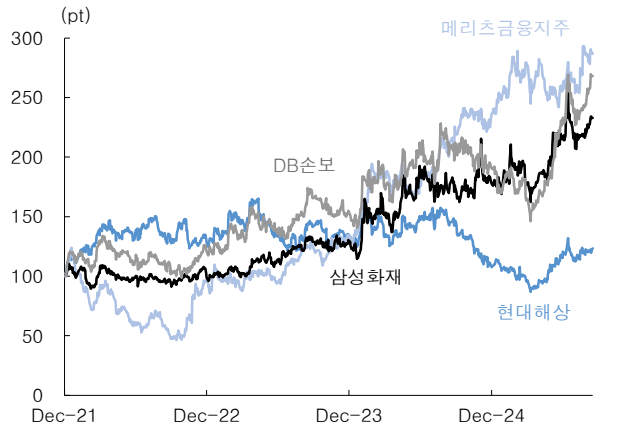
2분기 시장 아웃퍼폼.
자본규제 완화 기대가 주효

2025년 상반기 보험업 지수(KRX 보험)는 24% 상승하며 코스피를 4%p 언더퍼폼했다. 다만 분기별 흐름은 상이했다. 1분기에는 실적 및 성장성 둔화 우려, 자본비율 하락 등이 반영되며 보험업 지수는 7% 하락했다. 동기간 코스피가 3% 상승한 점을 감안하면 상대적 부진이 두드러졌다. 반면 2분기에는 보험업 지수가 33% 상승하며 24% 상승한 코스피 수익률을 크게 상회했다. 금융당국의 자본 규제 완화 움직임과 지배구조 개선 기대감, 우려대비 양호한 실적 등이 맞물린 결과다.

3분기 상승 탄력 둔화세.
실적 및 규제 환경 점검

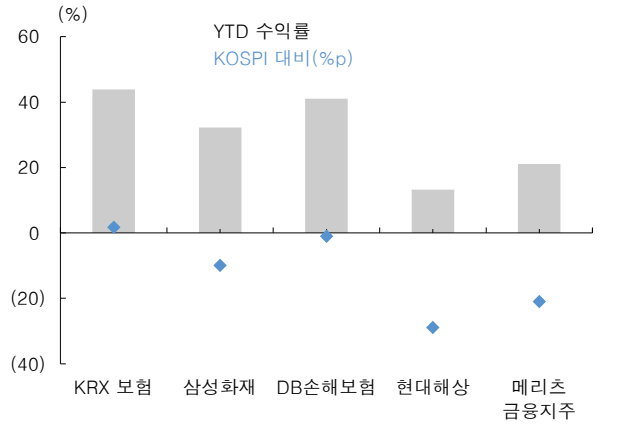
3분기에도 양호한 흐름은 지속되고 있다. 9월 15일 기준, 보험업 지수는 15% 상승하며 코스피를 4%p 아웃퍼폼 중이다. 다만 2분기 실적발표 이후 업종 상승 탄력 자체는 다소 둔화되는 모습이다. 실적에서 확인 가능한 변화가 제한적인 가운데 시장이 기대하고 있는 자본규제 완화 등에 대한 구체적인 내용 발표는 지연되고 있기 때문이다. 이에 상반기 실적 등을 점검함으로써 추후 주가에 유의미한 영향을 미칠 수 있는 요소를 파악하고 이를 바탕으로 하반기 추가 상승 여력을 점검하고자 한다.

[그림 1] 커버리지 손해보험주 절대주가



주: 2021년 말 100pt 기준 절대주가
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 2] 연초 대비 보험업 수익률



주: 2025년 9월 15일 종가 기준
자료: Quantiwise, 한국투자증권

2. 부진한 보험손익

상반기 순이익 전년대비 감익. 보험손익 부진이 원인

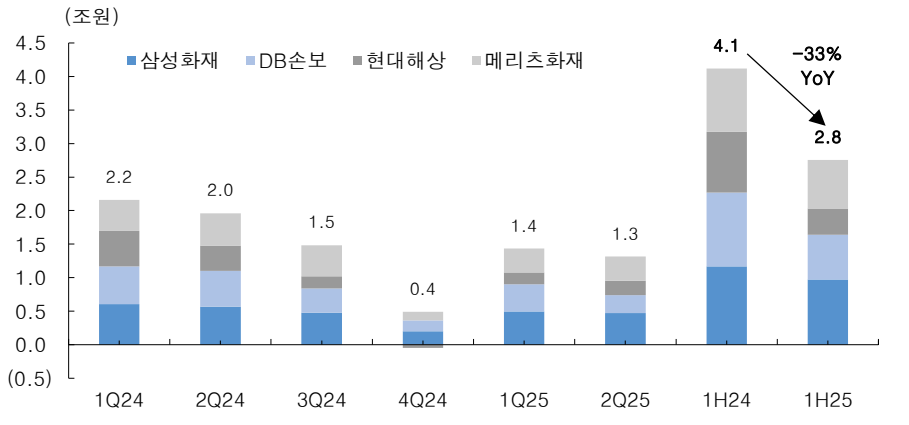
2025년 상반기 손해보험사 4개사 합산 순이익은 3.6조원으로 전년동기대비 15.9% 감소했다. 보험손익이 2.8조원으로 전년동기대비 33.1% 감소했으나 투자손익이 2.1조원을 기록하며 동기간 38.9% 증가했다. 4개사 모두 부진한 보험손익을 투자손익이 만회하는 모습이었다. 보험손익 세부 항목별로 장기·자동차·일반보험 모두 전년대비 부진했다. 이 중 절대 규모가 큰 장기보험손익의 감소 폭이 -8,665억원으로 가장 컸으며, 자동차보험손익은 전년대비 -71.2%의 감소하며 가장 높은 비율적 악화를 보였다. 보험사의 장기적인 이익 창출 기반이 보험손익에 있다는 점에서 최근 보험손익 부진에 대한 점검이 필요하다.

<표 3> 손해보험사 4개사 합산 실적 (단위: 십억원)

	1Q25A		2Q25A		1H25		2025F	
		YoY		YoY		YoY		YoY
보험손익	**1,437**	**-33.4%**	**1,317**	**-32.8%**	**2,754**	**-33.1%**	**4,925**	**-18.5%**
장기	1,296	-26.5%	1,186	-25.1%	2,482	-25.9%	4,755	-9.7%
CSM상각	1,251	0.0%	1,260	-0.4%	2,511	-0.2%	5,119	2.8%
RA해제	156	20.0%	162	7.2%	318	13.1%	639	8.7%
예실차	(94)	적전	(50)	적전	(143)	적전	(417)	적전
기타	(17)	적전	(186)	적지	(203)	적전	(585)	적지
자동차	84	-65.6%	33	-79.7%	117	-71.2%	(156)	적전
일반	56	-61.7%	98	-54.3%	154	-57.3%	325	-35.5%
투자손익	**904**	**12.0%**	**1,171**	**70.6%**	**2,076**	**38.9%**	**3,737**	**38.3%**
운용손익	1,797	4.6%	1,893	17.4%	3,691	10.8%	7,173	12.8%
보험금융손익	(893)	적지	(722)	적지	(1,615)	적지	(3,436)	적지
영업이익	2,368	-20.6%	2,496	-6.1%	4,864	-13.7%	8,727	-0.7%
영업외이익	(6)	-30.9%	3	-66.7%	(3)	적전	(3)	적지
세전이익	2,362	-20.6%	2,500	-6.3%	4,861	-13.8%	8,724	-0.6%
순이익	**1,721**	**-23.6%**	**1,870**	**-7.2%**	**3,591**	**-15.9%**	**6,471**	**-1.8%**

주: 4개사는 삼성화재(연결), DB손해보험(별도), 현대해상(별도), 메리츠화재(별도) 합산 기준
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 3] 손해보험사 4개사 합산 보험손익

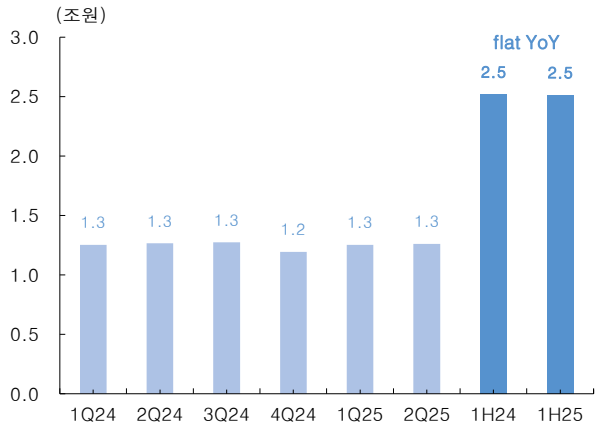


자료: 각 사, 한국투자증권

CSM 상각익은 양호한 모습

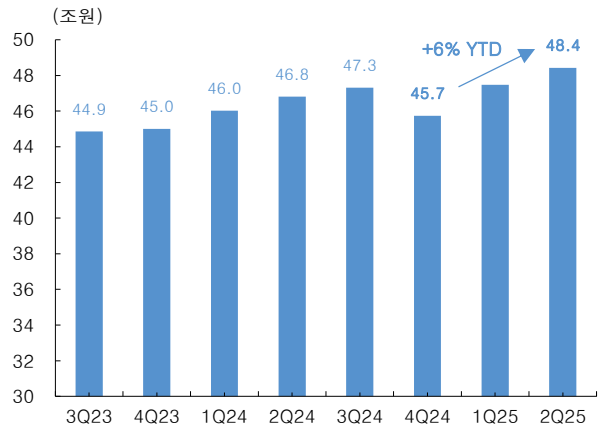
장기보험손익을 설명하는 두가지 핵심 요소는 CSM상각과 예실차다. 상반기 4개사 합산 CSM 상각익은 2.5조원으로 전년동기 수준을 유지했다. 2024년 4분기 무·저해지 가이드라인 및 연말 계리적 가정 조정으로 45.7조원까지 하락했던 보유 CSM은 연중 양호한 신계약 성장 등에 힘입어 2025년 2분기 48.4조원까지 확대됐다. 보유 CSM 순증에 따라 상각익 역시 비교적 견조한 흐름을 이어갔다.

[그림 4] 손해보험사 4개사 합산 CSM 상각익



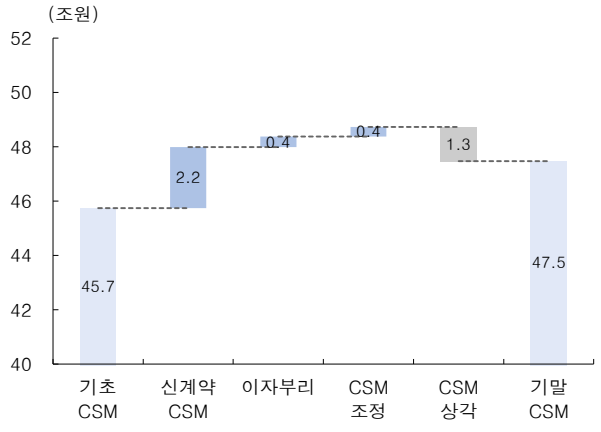
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 5] 손해보험사 4개사 합산 보유 CSM



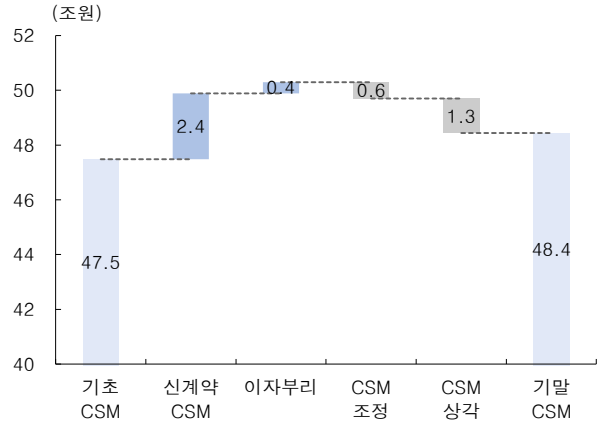
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 6] 1Q25 손해보험사 4개사 합산 CSM Movement



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 7] 2Q25 손해보험사 4개사 합산 CSM Movement

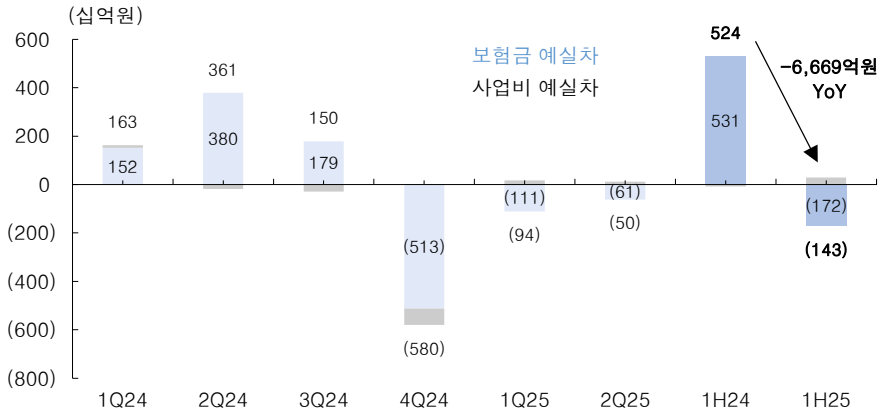


자료: 각 사, 한국투자증권

의료 이용 증가에 따라 보험금 예실차 악화

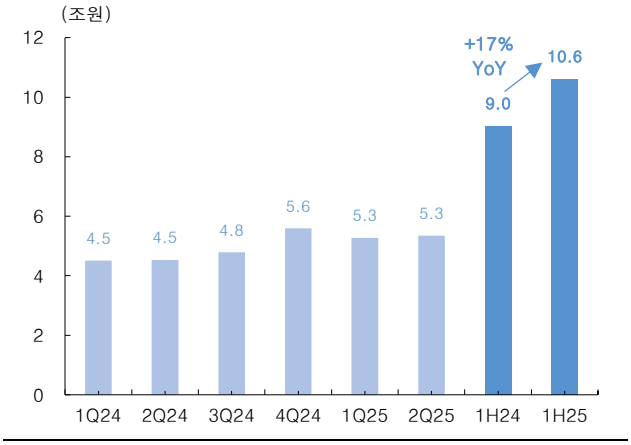
현재로써 장기보험손익 실적 부진의 가장 큰 원인은 예실차 악화다. 특히 2024년 4분기를 제외하고 분기 흑자를 유지하던 보험금 예실차가 2025년을 기점으로 분기 적자전환했다. 의료 이용 증가에 따른 보험금 증가의 영향으로 손해율이 상승하고 있기 때문이다. 이에 2024년 상반기 5,314억원에 달했던 손해보험사 4개사 합산 보험금 예실차는 2025년 상반기 -1,723억원을 기록하며 빠르게 악화됐다. 의료파업 영향 소멸은 일시적인 현상이 아니므로 보험금 예실차 악화 추세는 당분간 지속될 것으로 예상한다. 이에 악화 폭을 방어하는 것이 단기적으로 가장 중요한 과제다.

[그림 8] 손해보험사 4개사 합산 분기 예실차



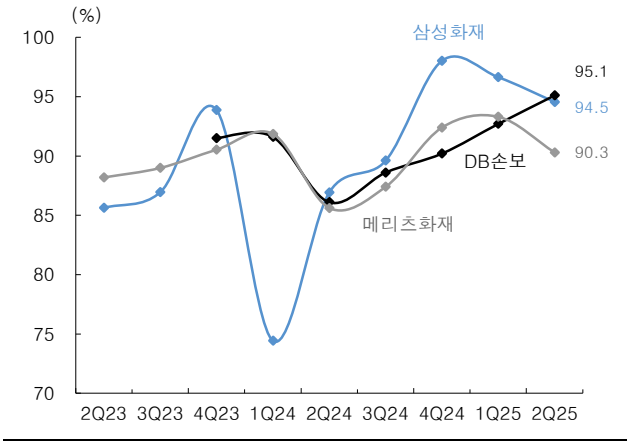
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 9] 손해보험사 4개사 합산 분기 발생손해액



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 10] 주요 손해보험사 위험손해율 추이

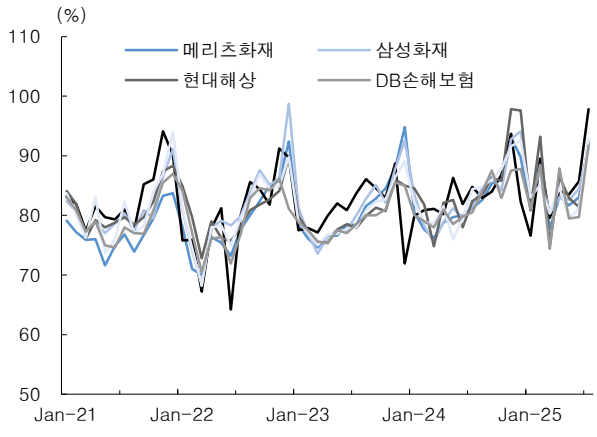


자료: 각 사, 한국투자증권

자동차보험손익 악화 추세 지속. 하반기 적자전환 불가피

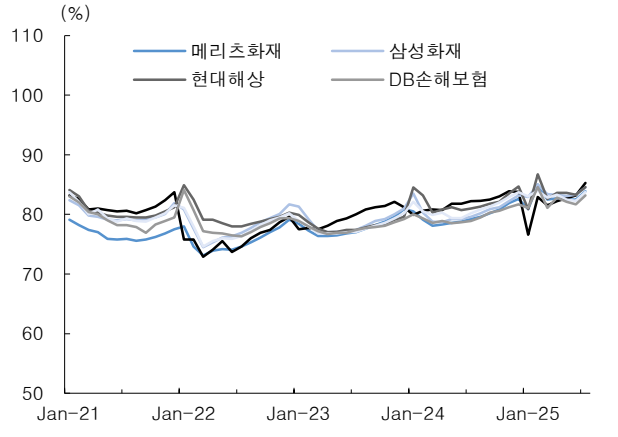
자동차보험손익 역시 우려 대비로는 선방했으나 악화 추세가 지속되고 있다. 대당 경과보험료 감소에 따라 손해율이 상승했기 때문이다. 자동차보험 손해율의 경우 기상 조건 악화 등으로 사고 발생 빈도와 평균 손해액이 동시에 늘어나는 겨울철에 유의미하게 높아지는 패턴이 나타나는데, 실제로 주요 손해보험사 자동차보험의 월별 손해율을 살펴보면 11~12월의 수치가 90%를 상회하며 눈에 띄게 높다. 반면 올해의 경우 주요 손해보험사의 월별 손해율은 7월 들어 이미 90%를 돌파했다. 7월 누계 손해율 역시 전년 11~12월 누계와 비슷한 80%대 중반 수준까지 상승했다. 위와 같은 추세를 고려할 때 2025년 상반기 1,174억원을 기록하며 우려 대비로는 선방한 자동차보험손익은 하반기 적자전환이 불가피하다.

[그림 11] 주요 손해보험사 자동차보험 월별 손해율



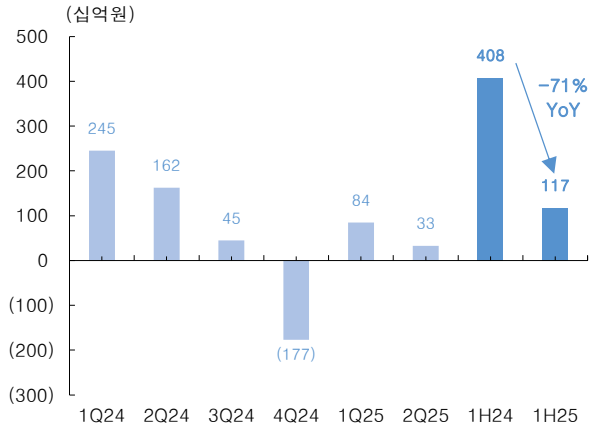
자료: 언론보도, 한국투자증권

[그림 12] 주요 손해보험사 자동차보험 연간 누계 손해율



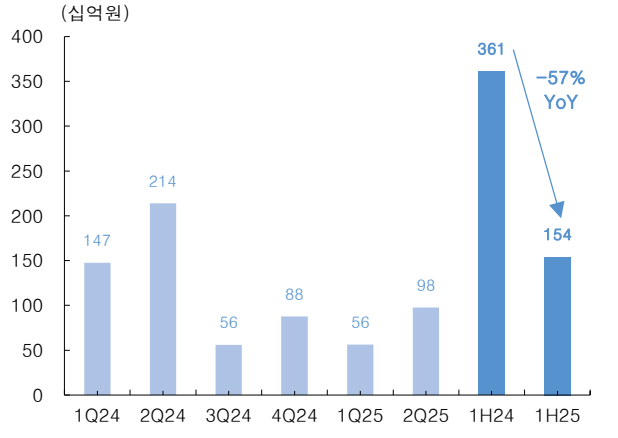
자료: 언론보도, 한국투자증권

[그림 13] 손해보험사 4개사 합산 분기 자동차보험손익



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 14] 손해보험사 4개사 합산 분기 일반보험손익



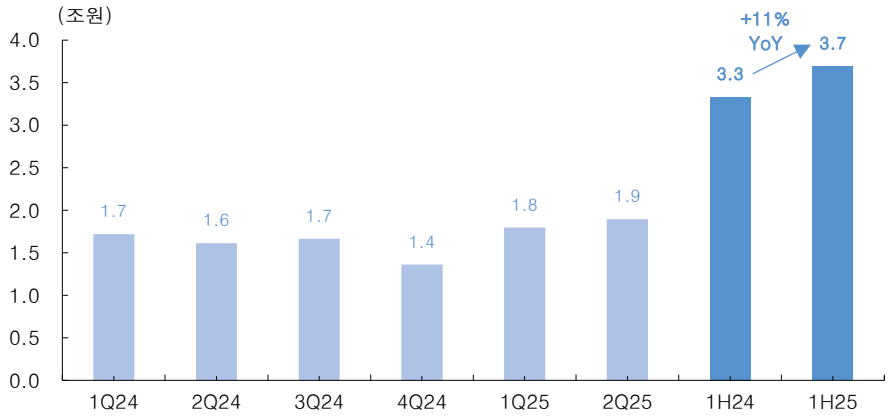
자료: 각 사, 한국투자증권

3. 선방한 투자손익

투자손익은 견조. 평가손 확대 등으로 운용손익 호조

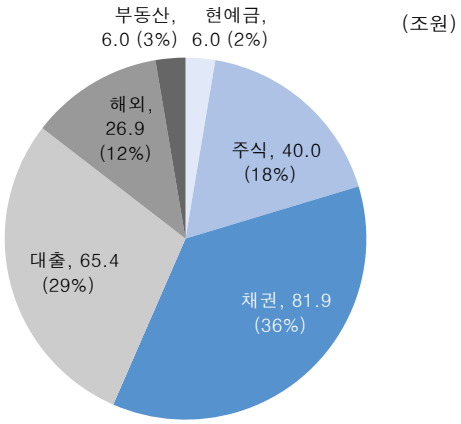
보험손익과 달리 투자손익은 견조한 흐름을 이어갔다. 상반기 4개사 합산 투자손익은 2.1조원으로 전년동기대비 38.9% 증가했다. 보험사들의 자산운용 성과를 보여주는 운용손익이 동기간 10.8% 증가한 3.7조원을 기록한 점이 고무적이다. 금리 하락 기조가 유지되며 2024년 상반기 437억원에 불과했던 FVPL 평가손익이 2025년 상반기 2,037억원까지 확대된 점이 주효했다. 장기채 비중 확대와 보유 이원 제고를 위한 교체매매 등에 따라 이자손익 역시 6.3% 증가한 2.5조원을 기록했다. 한편 개별 기업 단에서는 메리츠화재의 약진이 돋보였다. 적극적인 채권 교체매매에 따라 2025년 상반기 이자손익은 전년동기대비 11.9% 증가한 6,092억원을 기록했다.

[그림 15] 손해보험사 4개사 합산 운용손익



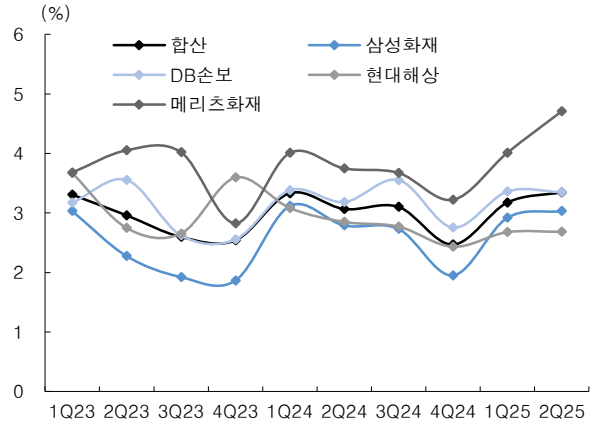
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 16] 손해보험사 4개사 합산 운용자산(6월 말 기준)



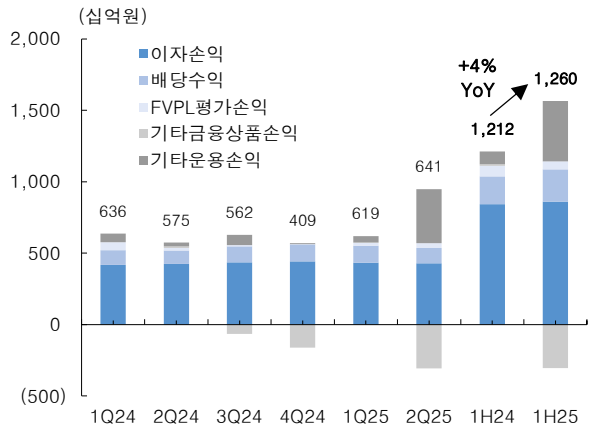
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 17] 손해보험사 4개사 운용자산이익률



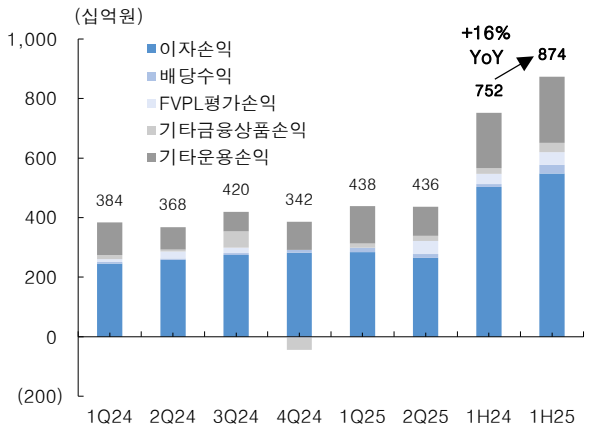
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 18] 삼성화재 운용손익



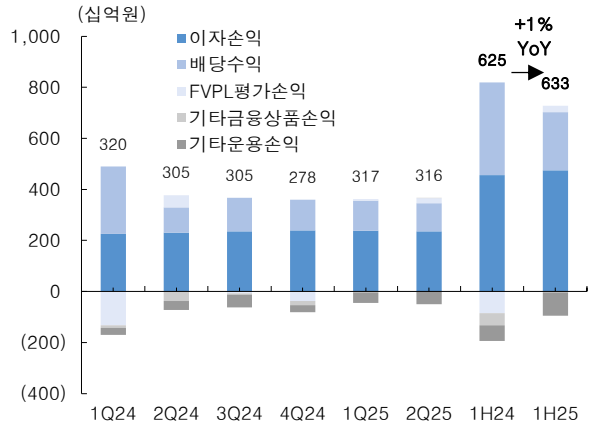
자료: 삼성화재, 한국투자증권

[그림 19] DB손해보험 운용손익



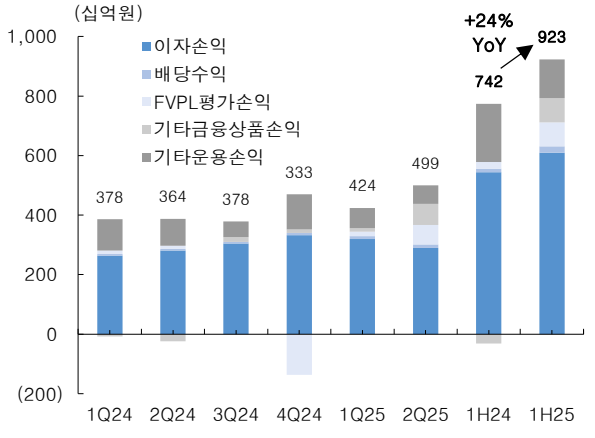
자료: DB손해보험, 한국투자증권

[그림 20] 현대해상 운용손익



자료: 현대해상, 한국투자증권

[그림 21] 메리츠화재 운용손익



자료: 메리츠금융지주, 한국투자증권

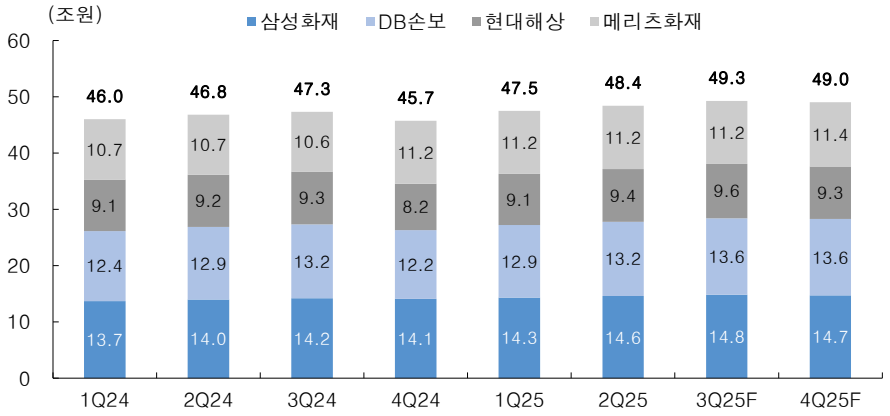
III. 이제부터는 대응의 영역

1. 장기보험: 수익성과 물량 사이의 저울질

장기보험손익 관리를 위해 CSM 성장 전략 중요성 부각될 것

업종 전반적으로 보험손익 악화가 현실화된 시점에서, 이제부터는 대응의 영역이다. 앞서 언급한대로 관건은 크게 두가지다. CSM 관리와 보험금 예실차 악화 폭 방어다. 다만 보험금 예실차의 경우 보험금 지급 증가, 궁극적으로는 계약자의 청구 증가에 좌우된다. 보험사 입장에서는 허위·과당 청구 조사 등을 강화함으로써 일부 대응이 가능하나 통제 가능성은 비교적 낮다. 따라서 CSM 관련 전략의 중요성이 더욱 부각될 것이다.

[그림 22] 손해보험사 4개사 합산 기말 CSM



자료: 각 사, 한국투자증권

최근 신계약 CSM 전략은 회사별로 차별화되는 모습

특히 물량 확대와 수익성 관리 관점에서 신계약 CSM을 둘러싼 전략이 회사별로 차별화되고 있다. 물론 큰 틀에서 수익성 제고를 위한 노력은 지속되고 있으나 그 형태는 상이하다. 삼성화재의 경우 CSM 배수가 17배 내외인 보장 어카운트 상품을 주력으로 판매하는 한편, 4월 보험료율 인상을 통해 2분기 CSM배수를 전 분기대비 1.9배수 상승시켰다. DB손해보험 역시 보험료 인상 및 포트폴리오 조정을 통해 1분기 무·저해지 가이드라인 영향으로 크게 하락했던 CSM 배수를 2분기 17.7배까지 회복시켰다.

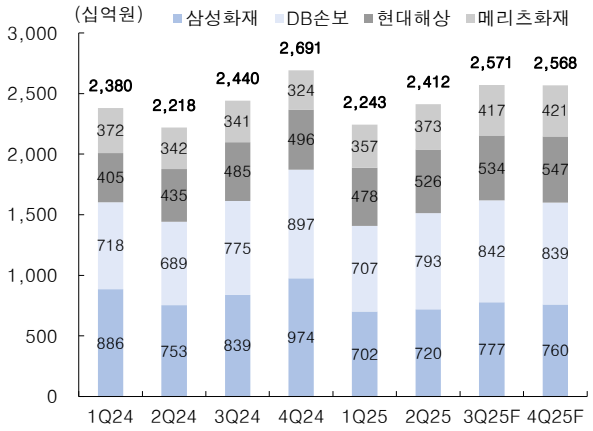
CSM 배수 전반적으로 상승

한편 현대해상의 경우 GA 판매 비중 확대는 자제하되 치료 담보와 같은 고수익성 상품에 시책을 부과함으로써 2024년 4분기 14.1배에 불과했던 CSM 배수를 2025년 2분기 17.4배까지 끌어올렸다. 무·저해지 영향이 적어 타사와 달리 1분기에도 CSM 배수 상승이 있었던 메리츠화재 역시 수익성이 양호한 담보로만 성장한다는 전략 하에 CSM 배수가 꾸준히 높아지고 있다.

수익성과 물량 우선순위에 따라 하반기 전략도 상이

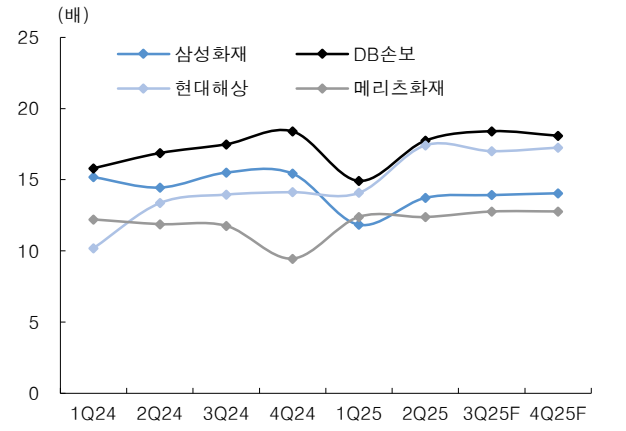
하반기 전략도 회사별로 상이하다. 먼저 삼성화재와 DB손해보험, 메리츠화재는 8월 예정이율 인하를 단행했다. 상품 가격을 높여 신계약 수요가 일부 감소하더라도 수익성을 우선적으로 확보하겠다는 전략으로 해석된다. 반면 현대해상은 타사와 달리 연내 예정이율을 인하하지 않겠다고 밝혔다. 이미 2분기 보장성 인보험 기준 CSM 배수가 18.9배까지 상승한 만큼, 향후 수익성을 일부 양보하더라도 가격 경쟁력을 강화해 시장 점유율 확대를 노릴 것으로 보인다.

[그림 23] 손해보험사 4개사 합산 분기 신계약 CSM



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 24] 손해보험사 4개사 CSM 배수



자료: 각 사, 한국투자증권

현대해상과 메리츠화재는 하반기 물량 확대 예상

물량 측면의 전략에서는 현대해상과 메리츠화재의 변화가 눈에 띈다. 현대해상의 월평균 신계약은 2023년 3분기 133억원을 기점으로 2025년 2분기 101억원까지 꾸준히 감소했다. 수익성이 낮은 GA 채널 영업을 의도적으로 축소해온 영향이 크다. 다만 앞서 언급한대로 CSM 배수가 고무적으로 개선된 2분기 이후부터는 시장 점유율을 점진적으로 확대할 것으로 보인다. 실제로 보험저널을 통해 매달 발표되는 손해보험사 GA채널 장기인보험 실적을 살펴보면 2분기 현대해상의 장기인보험 GA 판매는 월평균 40억원 수준이었으나 7월과 8월에 각각 45억원, 40억원을 기록한 것을 알 수 있다. 이에 전속 채널까지 고려한 월평균 신계약은 3분기 105억원, 4분기 106억원으로 점진적으로 확대될 것이다.

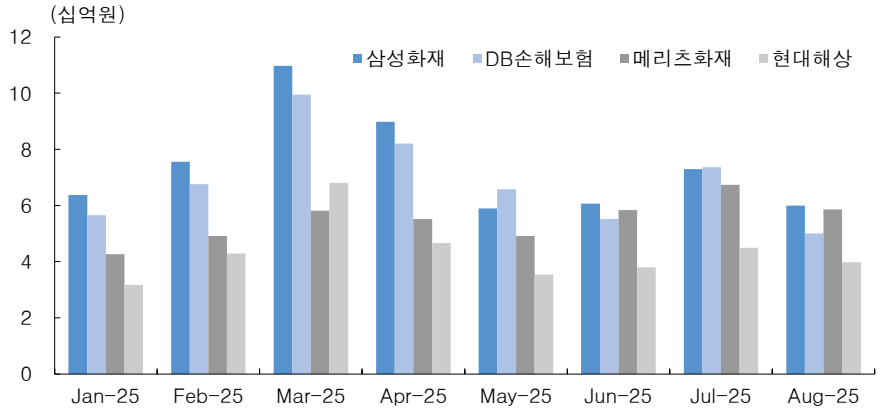
매출 극대화에 우선순위

메리츠화재 역시 시장 경쟁에 본격적으로 참여할 것임을 밝혔다. 무·저해지 보험을 중심으로 펼쳐졌던 역마진 출혈 경쟁이 무·저해지 가이드라인이 수립된 4월 이후 일부 정상화됐다는 것이 근거다. 최근 가격 인하가 아닌 상품 보장 강화 중심으로 경쟁 방식이 전환되고 있다고 판단해 매출 극대화에 대한 의지를 보이고 있는 것이다. 마찬가지로 손해보험사 GA채널 장기인보험 실적을 살펴보면 2분기 메리츠화재의 장기인보험 GA 판매는 월평균 54억원 수준이었으나 7월과 8월에 각각 67억원과 59억원까지 증가했다. 특히 메리츠화재의 경우 GA 채널이 판매의 핵심 축인 만큼 증가 폭이 더 크게 나타난 것으로 보인다.

삼성화재와 DB손해보험은 수익성 관리에 집중

반면 삼성화재와 DB손해보험의 경우 현 수준의 물량을 유지하되 수익성을 우선순위에 두는 전략을 택할 것으로 예상한다. 실제로 삼성화재와 DB손해보험의 장기인보험 GA 판매 실적은 2분기 월평균 수치와 비교했을 때 8월에 크게 감소하는 모습이 나타났다. 삼성화재의 경우 2분기 월평균 70억원이었던 장기인보험 GA 판매는 8월 60억원까지 하락했고 DB손해보험 역시 월평균 68억원을 기록했던 2분기와 달리 8월에는 50억원을 기록하며 크게 축소됐다. 예정이율 인하가 유의미한 영향을 미친 것으로 판단한다.

[그림 25] 2025년 월별 손해보험사 장기인보험 GA 판매 실적



자료: 언론보도, 한국투자증권

변화된 기조는 당분간 지속

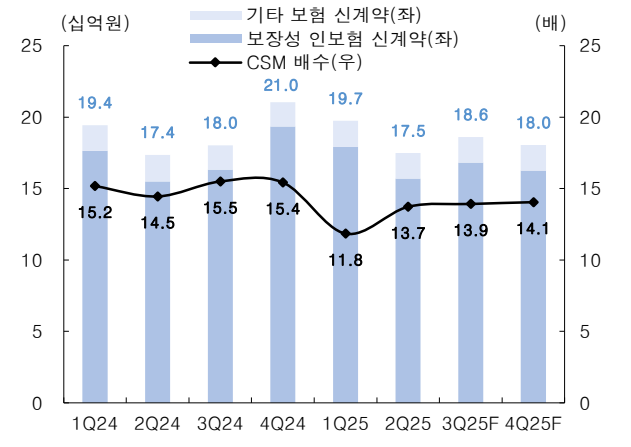
시장 환경과 2분기 실적발표 컨퍼런스 콜을 통해 회사들이 밝힌 전략적 방향성을 종합적으로 고려하면 당분간은 변화된 기조가 유지될 것이다. 이를 바탕으로 향후 예상되는 수익성과 물량에 대한 각 사의 대응 전략을 정리하면 다음과 같다.

<표 4> 회사별 향후 예상 전략 정리

회사	전략
삼성화재	(수익성) 2025F CSM 배수 13.4배: 2분기 대비 상승한 수준의 CSM 배수 유지
	(물량) 2025F 월평균 신계약 185억원: 1~2분기 평균 수준의 월평균 신계약 유지
DB손해보험	(수익성) 2025F CSM 배수 17.3배: 2분기 대비 상승한 수준의 CSM 배수 유지
	(물량) 2025F 월평균 신계약 154억원: 1~2분기 평균 대비 소폭 상승한 수준의 월평균 신계약 유지
현대해상	(수익성) 2025F CSM 배수 16.4배: 2분기 단기 피크로 CSM 배수 하락 예상
	(물량) 2025F 월평균 신계약 106억원: 하반기 전반적으로 2분기 물량 대비 상승 전망
메리츠화재	(수익성) 2025F CSM 배수 12.6배: 2분기 대비 상승한 수준의 CSM 배수 유지
	(물량) 2025F 월평균 신계약 104억원: 하반기 전반적으로 2분기 물량 대비 상승 전망

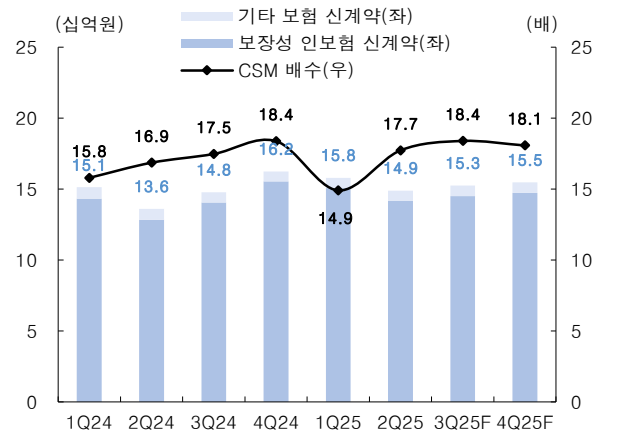
자료: 한국투자증권

[그림 26] 삼성화재 CSM 배수 및 월평균 신계약



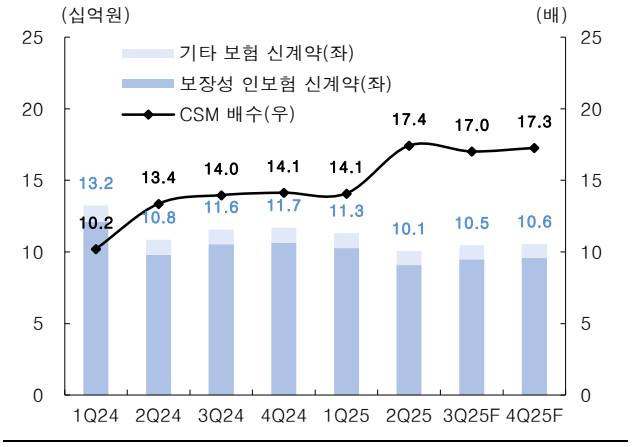
자료: 삼성화재, 한국투자증권

[그림 27] DB손해보험 CSM 배수 및 월평균 신계약



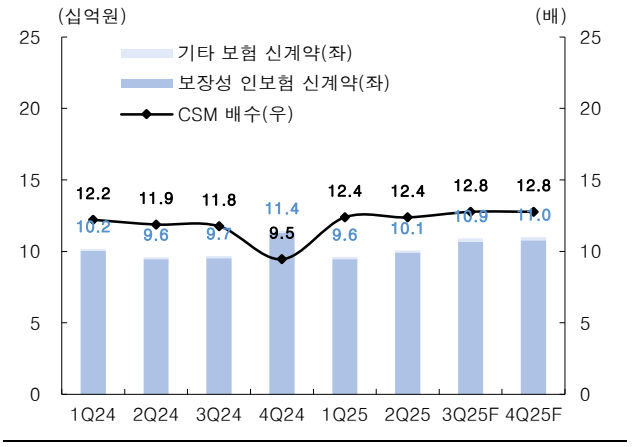
자료: DB손해보험, 한국투자증권

[그림 28] 현대해상 CSM 배수 및 월평균 신계약



자료: 현대해상, 한국투자증권

[그림 29] 메리츠화재 CSM 배수 및 월평균 신계약

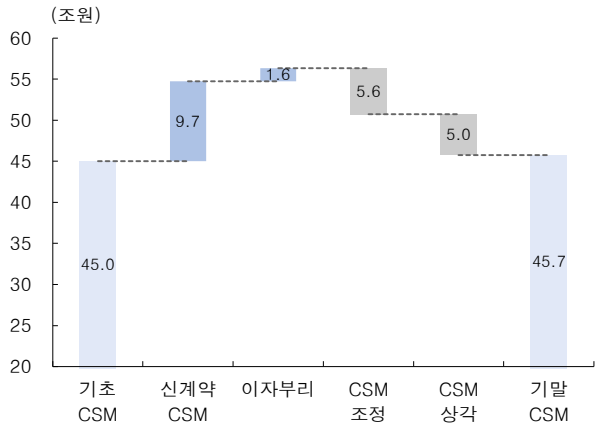


자료: 메리츠금융지주, 한국투자증권

적극적인 대응으로 시장 성장 둔화에도 불구하고 CSM 성장 지속될 것

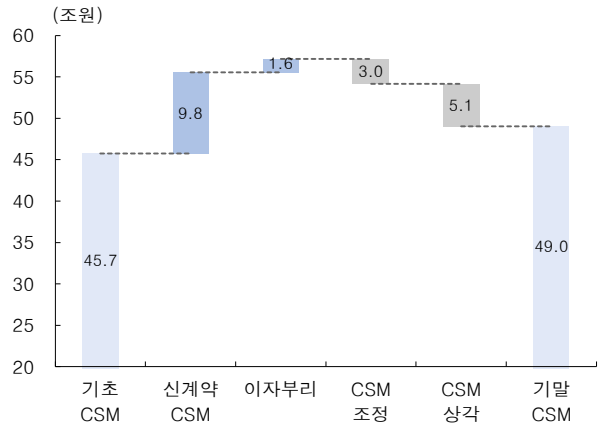
결론적으로 세부적인 방식에는 차이가 있으나 각 사는 상품 및 채널 전략 등 다양한 요소를 종합적으로 고려해 시장 성장 둔화에 적극적으로 대응하고 있다. 이에 2025년 손해보험사 4개사 합산 기말 CSM은 49.0조원으로 전년 말 45.7조원 대비 7.2% 성장할 것이다. 특히 역성장에 대한 우려가 있었던 신계약 CSM이 9.8조원을 기록하며 전년 9.7조원 대비 소폭 증가할 점이 긍정적이다.

[그림 30] 2024A 손해보험사 4개사 합산 CSM Movement



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 31] 2025F 손해보험사 4개사 합산 CSM Movement



자료: 각 사, 한국투자증권

2. 자동차보험: 모로 가도 서울만 가면 된다

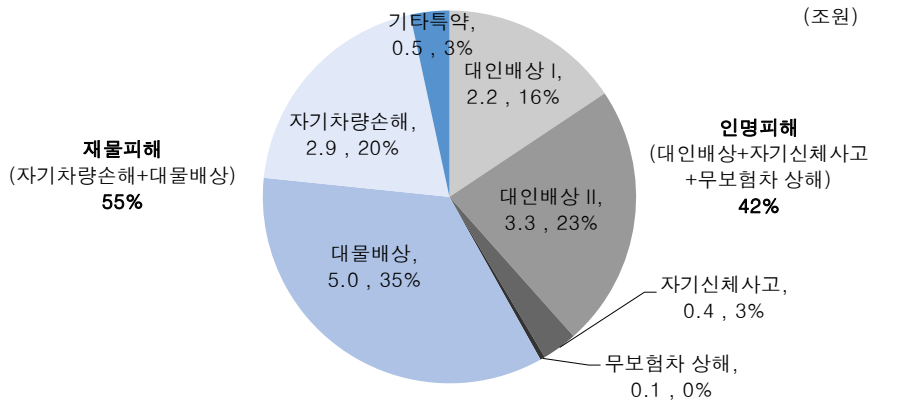
자동차보험손익 개선 기대

장기보험손익이 일정 수준 방어되고 안정적인 성장을 이어간다면, 손익 개선의 여지가 있는 곳에 주목해 볼 필요가 있다. 현재 자동차보험손익의 적자는 보험료 감소와 보험금 증가가 동시에 작용한 결과로 이 중 어느 한 쪽에서라도 유의미한 개선이 나타날 경우 탄력적인 손익 회복이 가능하다.

자동차보험금은 대인배상, 대물배상, 자차손해로 구성

먼저 자동차 보험금은 보상 범위에 따라 크게 대인배상, 대물배상, 자기차량손해로 나뉜다. 국토교통부에 따르면 2019년 기준 자동차 보험금 14.3조원 내 대인배상 비중은 41.9%, 대물배상 비중은 34.7%, 자기차량손해 비중은 20.0%(기타 특약 3.4% 등)다. 이 때 대인배상 제도의 경우 부상인원과 정도, 대물배상과 자기차량손해의 경우 차량 수리비용 등에 영향을 받게 된다.

[그림 32] 2019년 자동차 보험금 현황



자료: 국토교통부, 한국투자증권

대물배상과 자기차량손해액 증가는 인플레이션에 연동

대물배상과 자기차량손해의 경우 인플레이션의 영향을 크게 받는다. 대물배상과 자기차량손해 건당 손해액의 대부분은 차량 수리비인데 차량 수리비는 다시 부품비, 도장비, 공임비로 나뉜다. 간단하게 나타내면 '총수리비=부품비+도장비(도장작업시간×시간당 공임+재료·소모품)+공임비(작업시간×시간당 공임)'이다. 보험연구원에 따르면 2014년부터 2023년까지 총수리비에서 부품비와 도장비, 공임비가 차지하는 비중은 각각 48.2%, 28.5%, 23.3%이다. 특히 최근 수익 측면에서의 보험료 인하 기조에 더해, 비용 측면에서 시간당 공임이 꾸준히 상승해온 점이 부담 요인이다. 시간당 공임은 도장비와 공임비에 공통적으로 영향을 미치기 때문이다. 2021년부터는 시간당 공임을 자동차보험정비협의회에서 정비업계와 보험업계, 공익위원들의 협의를 통해 결정해왔는데 매년 2~5%의 범위에서 상승했다. 해당 부문의 경우 물가와 최저임금에 연동된 구조적 특성이 있어 보험금 상승이 불가피하며 일정 수준의 인상은 합리적이라고 본다.

<표 5> 자동차 보험금 차량 수리비 관련 지표

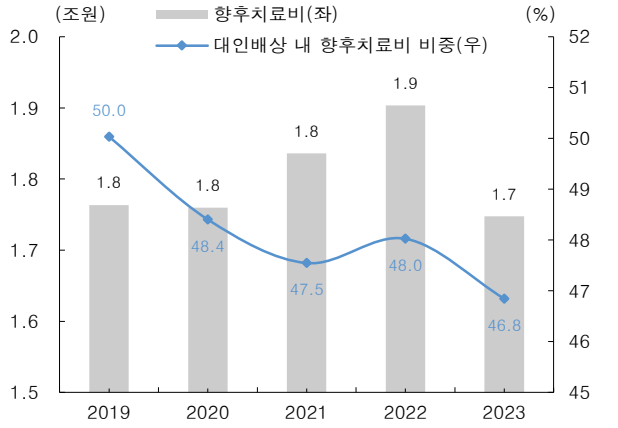
	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년
보험료 관련 요소					
보험료 인상률	동결	-1.2%	-1.9%	-2.5%	-0.8%
보험금 관련 요소					
부품비 상승률	+1.6%	+2.1%	+1.2%	+2.0%	-
공임비 상승률	+4.5%	+4.5%	+2.4%	+3.5%	+2.7%
(참고) 소비자물가 상승률	+2.5%	+5.1%	+3.6%	+2.3%	-

주: 1. 부품비 상승률은 생산자물가지수 가운데 자동차부품 물가지수 상승률
2. 공임비 상승률은 2022년부터 자동차보험 보험정비협의회 협의하여 결정한 인상률
자료: 한국은행, 언론보도, 한국투자증권

대인배상 관련 경상환자 제도 개선으로 보험금 절감 기대

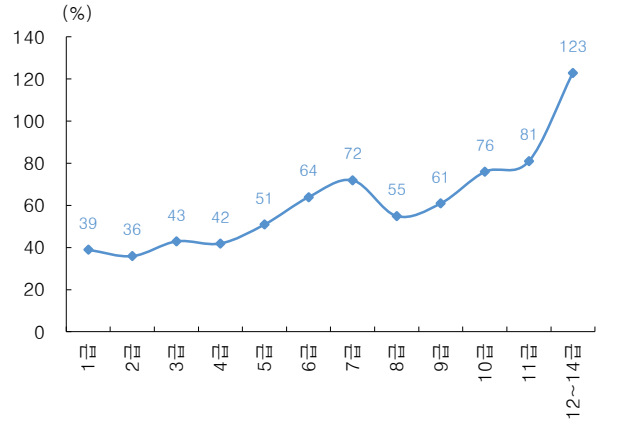
대인배상의 경우 보험사 입장에서 보험금 절감을 기대할 수 있는 부분이 있다. 경상환자 관련 제도다. 경상환자는 과잉 진료 및 장기 치료에 따라 자동차 보험 누수의 고질적인 문제로 지적되어 왔다. 금융위원회에 따르면 관절·근육의 긴장·염좌 등 진단을 받은 경상환자 증가율은 9%로 최근 6년간 중상환자의 증가율보다 2.5배 이상 높았고, 2023년에만 약 1.29조원의 치료비가 발생했다. 또한 2023년 경상환자의 향후치료비(치료 종결 이후 장래 발생이 예상되는 추가 치료에 대해 사전 지급하는 치료비) 규모 역시 약 1.43조원에 달했다.

[그림 33] 자동차보험 향후치료비



자료: 보험연구원, 한국투자증권

[그림 34] 2023년 자동차보험 상해급수별 향후치료비 비율



주: 1. 치료비 대비 향후치료비 비율, 2. 2023년 1월부터 2023년 10월까지 합의 기준
자료: 보험연구원, 한국투자증권

여러 차례에 걸쳐 경상환자 제도 개선 중

이러한 문제를 해결하기 위해 금융당국은 여러 차례에 걸쳐 제도를 개선했다. 상해급수 개정, 기준치료기간 도입 등이 대표적인 예시다. 특히 2023년 1월 시행된 기준치료기간 4주 도입 및 과실책임주의 도입에 따라 대인배상 보험금과 향후치료비가 소폭 감소하는 효과가 나타났다. 경상환자 향후치료비는 2022년 1.48조원에서 2023년 1.43조원으로 감소했고 1인당 보험금 역시 2022년 193만원에서 2023년 185만원까지 하락했다.

<표 6> 경상환자 관련 제도개선

일시	대책	내용
2012년 8월	자동차사고 환자 입원 기준	- 허위 및 부재 환자 관리 - 뇌진탕, 경상환자 통원치료 원칙
2013년 7월	자동차보험 진료비 심사 분리	- 건강보험심사평가원으로 자동차보험 환자 진료비 심사 이관
2014년 4월	상해급수 개정	- 염좌 좌상 등 경상환자 상해급수를 9급에서 12급, 14급으로 이동하는 등 상해급수 조정
2016년 4월	상해급수 개정	- 개정된 상해급수의 책임보험 한도금액 조정
2023년 1월	경상환자 대책	- 기준치료기간 4주 도입, 4주 이상 추가 치료 시 2주 단위 진단서 제출 - 경상환자 치료비 책임보험 한도금액 초과 시 과실책임주의 도입
2025년 발표	자동차보험 부정수급 개선 대책	- 경상환자 8주 초과 치료 시 공적심의기구 심사 - 경상환자에 대한 향후치료비 지급 기준 마련

자료: 보험연구원, 언론보도, 한국투자증권

2025년 자동차보험 부정수급 개선 대책 발표

다만 2023년부터 시행된 경상환자 대책 역시 2주 단위로 진단서를 제출할 경우 기간 제한 없이 치료를 받을 수 있다는 점에서 실효성이 점차 약화되고 있다. 이에 금융위원회는 2025년 2월 자동차보험 부정수급 개선 대책을 발표했다. 핵심 내용은 상해등급 12~14급에 해당하는 경상환자에 대해서는 8주를 초과하는 장기 치료를 희망하는 경우 공적기구에 심의를 요청하고 심의 결과에 따라 추가적인 치료 여부가 결정된다. 해당 건은 6월 20일 「자동차손해배상 보장법 시행규칙」 일부개정안 입법예고를 완료한 상황인데 이르면 올해 하반기 시행할 수 있을 것으로 보인다.

제도 개선 시 4,000억원의 효과 예상

아직 제도 시행 전이므로 구체적인 효과를 파악하기는 어렵다. 다만 2023년 발생한 경상환자 치료비 1.29조원과 향후치료비 1.43조원 중 일부가 축소된다고 가정하고 보험금 지급 감소 효과를 추산했다. 상세한 논리는 다음과 같다. 보험개발원에 따르면 2023년 기준 경상환자 합의 기간이 8주를 넘어가는 비중은 약 15%다. 따라서 2023년 경상환자 보험금 2.72조원(1.29조원과 1.43조원 합산) 기준 약 15%인 4,000억원의 보험금 지급 감소가 가능하다.

<표 7> 2023년 경상환자 합의 기간 및 1인당 치료비 및 향후치료비 (단위: 천원)

합의 기간	비중	1인당 치료비	1인당 향후치료비
4주	69%	163	721
6주	79%	457	831
8주	**85%**	**587**	**861**
10주	90%	791	926
12주	93%	983	1,012
14주	94%	1,128	1,081
16주	96%	1,271	1,147
18주	96%	1,394	1,163

주: 2023년 1월부터 2023년 10월까지의 데이터 기준
자료: 보험개발원, 보험연구원, 한국투자증권

기간에 비례해 보험금 늘어나는 점 감안할 때 예상 규모 합리적

물론 현실적으로 15%의 경상환자 전체에 대해 보험금 지급이 감소하는 것은 아니다. 다만 치료 또는 합의 기간이 길어질수록 1인당 보험금 지급이 더욱 크다는 사실을 감안하면 해당 가정은 크게 무리가 없는 것으로 판단한다. 한편 2025년 상반기 자동차보험 사업실적의 회사별 원수보험료 비중을 기준으로, 총 4,000억원에 대한 각 사별 효과를 동일한 비율로 배분해 산출했다.

<표 8> 손해보험사 경상환자 보험금 지급 감소 금액 (단위: 십억원)

	삼성화재	DB손해보험	현대해상	KB손해보험	메리츠화재	한화손해보험
원수 보험료	2,972	2,199	2,025	1,519	837	347
원수 보험료 비중(A)	28%	21%	19%	14%	8%	3%
경상환자 보험금 지급 감소 효과(A×4,000억원)	**111**	**83**	**76**	**57**	**31**	**13**
	악사손해보험	**캐롯손해보험**	**하나손해보험**	**롯데손해보험**	**흥국화재**	**MG손해보험**
원수 보험료	285	220	122	66	65	6
원수 보험료 비중(A)	3%	2%	1%	1%	1%	0%
경상환자 보험금 지급 감소 효과(A×4,000억원)	**11**	**8**	**5**	**2**	**2**	**0**

자료: 금융감독원, 한국투자증권

수혜 정도는 현대해상이 가장 높음

위의 방식으로 추산한 커버리지 손해보험사의 보험금 지급 감소 규모는 삼성화재 1,115억원, DB손해보험 825억원, 현대해상 760억원, 메리츠화재 314억원이다. 자동차보험비용 내 해당 금액이 감소할 경우 자동차보험손익은 기존대비 삼성화재 116%, DB손해보험 48%, 현대해상 395% 증가하고 메리츠화재는 흑자전환한다. 보험손익 내 자동차보험손익의 비중을 동시에 감안(삼성화재 5~10%, DB손해보험 10~15%, 현대해상 5~10%, 메리츠화재 3% 미만)하면 현대해상의 수혜 정도가 가장 크고 DB손해보험과 삼성화재는 비슷한 수준으로 보인다.

<표 9> 손해보험사 경상환자 보험금 지급 감소 효과(2024년 기준) (단위: 십억원)

	삼성화재	DB손해보험	현대해상	메리츠화재
자동차보험손익	96	171	19	(11)
자동차보험수익	5,619	4,212	4,172	740
자동차보험비용	5,524	4,041	4,152	751
보험금	4,639	3,418	3,497	611
사업비	884	624	655	140
보험금 지급 감소 가정				
자동차보험손익	207	253	95	21
자동차보험수익	5,619	4,212	4,172	740
자동차보험비용	5,412	3,959	4,076	719
보험금	4,528	3,335	3,421	579
사업비	884	624	655	140
손익 변동분	**111**	**83**	**76**	**31**
손익 증가율	**116%**	**48%**	**395%**	**흑자전환**

자료: 각 사, 한국투자증권

내년 자동차보험료 추가 인하 가능성은 낮음

물론 현재 손해보험사 자동차보험손익 악화의 가장 직접적인 원인은 지난 4년간 누적된 보험료 인하 효과다. 이에 따라 자동차 보험료 인상 필요성은 올해 초부터 꾸준히 제기되고 있다. 앞서 언급한대로 주요 손해보험사의 7월 누계 손해율이 이미 80%대 중반까지 상승한 점, 국정위가 자동차보험 손해율이 높아 일정 부분 인상이 필요하다는데 공감한 것으로 전해진다는 언론보도 등을 종합적으로 고려할 때, 최소한 보험료의 추가 인하 가능성은 낮다고 판단한다.

제도 개선 고려 시 자동차 보험손익은 2025년이 저점

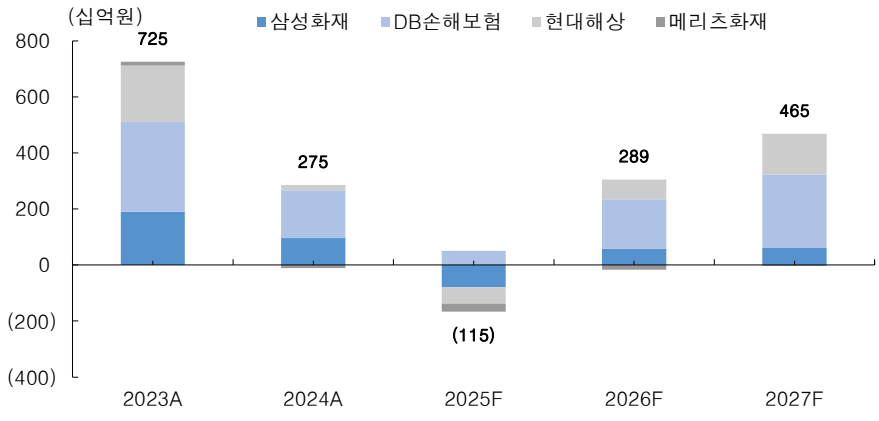
경상환자 보험금 지급 감소와 보험료 인상이 함께 현실화될 경우 기대효과는 더욱 크다. 현재 할인형 특약 축소와 보장성 특약 확대 등을 통해 대당 경과보험료를 증가시키려는 노력도 지속 중이다. 이에 손해보험사들의 자동차보험 합산 손익은 2025년 -1,153억원을 저점으로 반등할 것이다.

<표 10> 손해보험사 자동차보험료율 인상 효과 단순 추정 (단위: 십억원)

	삼성화재	DB손해보험	현대해상	메리츠화재
자동차보험손익	(23)	86	(47)	(32)
자동차보험수익	5,588	4,121	4,030	737
자동차보험비용	5,610	4,034	4,077	769
보험금	4,734	3,408	3,445	623
사업비	876	626	632	147
보험료 1% 인상(보험수익 1% 증가) 단순 가정				
자동차보험손익	33	128	(6)	(25)
자동차보험수익	5,644	4,162	4,070	745
손익 변동분	**56**	**41**	**40**	**7**
보험료 3% 인상(보험수익 3% 증가) 단순 가정				
자동차보험손익	145	210	74	(10)
자동차보험수익	5,755	4,244	4,151	760
손익 변동분	**168**	**124**	**121**	**22**

주: 1. 손익은 2024년 하반기와 2025년 상반기 합산 기준, 2. 지급 보험금 변화는 고려하지 않은 단순 추정치
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 35] 손해보험사 4개사 합산 자동차보험손익



자료: 각 사, 한국투자증권

3. 실손보험: 가야만 하는 길

실손보험의 특징은 높은 가입률과 세대별 관리

실손의료보험(이하 실손보험)은 피보험자가 부담한 의료비의 일정 금액을 보상하는 상품으로 국민건강보험의 보완형으로 도입됐다. 2024년 말 기준 계약 건수는 3,596만건에 달해 가입률이 매우 높다. 실손보험은 판매 시기에 따라 세대별로 관리된다. 도입 초기인 1세대와 2세대 상품의 경우 자기부담률이 없거나 낮고, 보장범위는 넓으며 약관에 재가입 주기가 없어 만기(80세/100세)까지 별도의 약관변경 없이 상품을 유지할 수 있다. 반면 최근 세대일수록 자기부담률이 높고, 짧은 재가입 주기를 설정하고 있다. 후기 2세대부터는 급여·비급여 항목에 따라 자기부담률이 다르게 책정되고 약관에 재가입 규정이 명시되어 있어 15년 또는 5년 주기로 새상품으로 재가입해야 한다.

<표 11> 세대별 실손보험 정리

	1세대 (구실손)	2세대(표준화실손) (선택형 Ⅰ)	2세대(표준화실손) (표준형)	2세대(표준화실손) (선택형 Ⅱ)
판매시기	(03.10월)~09.9월	09.10월~15.08월	13.1월~17.3월	15.9월~17.3월
특징		- 보험 표준약관 도입 - 보장내용 표준화	- 보험 표준약관 도입 - 보장내용 표준화	- 보험 표준약관 도입 - 보장내용 표준화
담보	- 상해/질병 입·통원 (급여&비급여 통합)	- 상해/질병 입·통원 (급여&비급여 통합)	- 상해/질병 입·통원 (급여&비급여 통합)	- 상해/질병 입·통원 (급여&비급여)
자기부담	- 손보 0% - 생보 20% - 공제: 외래+처방 5천원~1만원	- 입원: 10% - 통원: 공제 외래 1~2만원 - 통원: 약제 8천원	- 입원: 20% - 외래: Max [20%, 1만/2만원] - 약제: Max [20%, 8천원]	- 입원: 급여 10%, 비급여 20% - 통원(급여) : Max [10%, 외래 1/2만 or 약제 8천원] - 통원(비급여) : Max [20%, 외래 1/2만 or 약제 8천원]
갱신	1~5년	3년	1년	1년
재가입	없음	없음	15년	15년
할인/할증	-	-	-	-

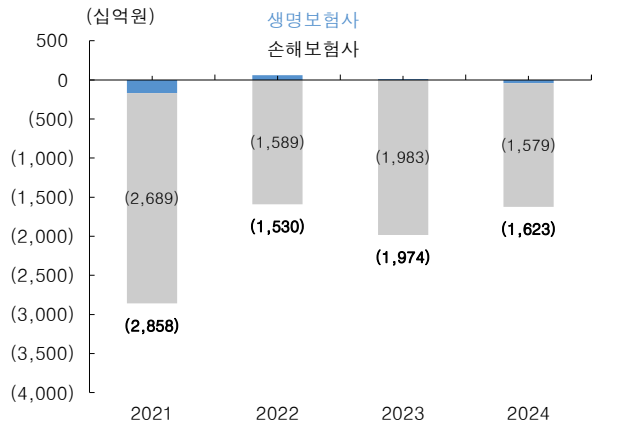
	3세대(신실손) (표준형)	3세대(신실손) (선택형 Ⅱ)	4세대	5세대 실손(논의 중)
판매시기	17.4월~21.6월	17.4월~21.6월	21.7월~	시기 미정
특징	- 상품구조 개편(기본형+특약) - 단독형 상품 판매	- 상품구조 개편(기본형+특약) - 단독형 상품 판매	- 상품구조 개편(급여+비급여) - 24.7월 비급여 보험료 차등제	- 임신·출산 급여의료비 신규 보장
담보	- 기본: 상해/질병 입·통원 (급여&비급여) - 특약: 3대 비급여	- 기본: 상해/질병 입·통원 (급여&비급여) - 특약: 3대 비급여	- 주계약: 급여 - 특약: 비급여 전체	- 주계약: 급여 - 특약1: 중증 비급여 - 특약2: 비중증 비급여
자기부담	- 입원: 20% - 외래: Max [20%, 1/2만원] - 약제: Max [20%, 8천원] - 특약: Max [30%, 2만원]	- 입원: 급여 10%, 비급여 20% - 통원(급여) : Max [10%, 외래 1/2만 or 약제 8천원] - 통원(비급여) : Max [20%, 외래 1/2만 or 약제 8천원] - 특약: Max [30%, 2만원]	- 주계약: 입원 20% - 주계약 : 통원 Max [20%, 1만/2만원] - 특약: 입원 30% - 특약: 통원 Max [30%, 3만원]	- 주계약(일반): 입원 20% - 주계약(일반) : 통원 Max [건보 본인부담률, 20%, 1만/2만원] - 주계약(중증): 4세대와 동일 - 특약1: 4세대와 동일 (단, 연간 자기부담한도 500만원 도입) - 특약2: 대상, 한도, 부담 등 수정
갱신	1년	1년	1년	-
재가입	15년	15년	5년	-
할인/할증	2년 무사고 10%	2년 무사고 10%	2년 무사고 10% 비급여 개별 할인/할증	-

자료: 금융감독원, 언론보도, 한국투자증권

10대 비급여 보험금 증가 등으로 실손보험 손실 지속

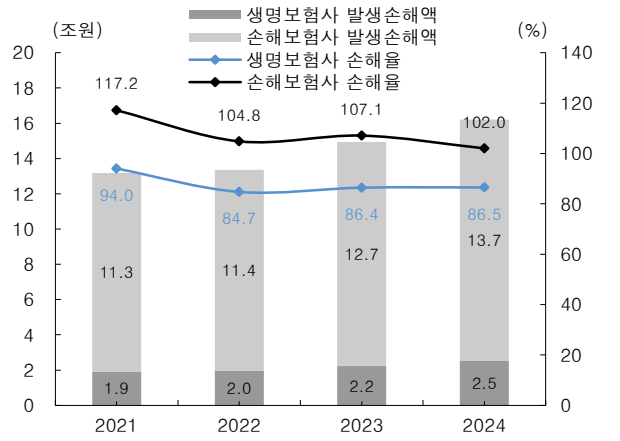
금융감독원에 따르면 연간 실손보험 보험료수익에서 발생손해액과 실제사업비를 차감한 보험손실은 매년 2조원 내외다. 손해율 역시 2022년 101.3%, 2023년 103.4%, 2025년 99.3%을 기록하며 100% 내외의 높은 수준이 지속되고 있다. 가장 큰 원인은 비급여 지급보험금 증가다. 특히 실손 청구가 가장 빈번한 10대 비급여의 경우 매년 전체 지급보험금 내 30% 내외의 비중을 차지하고 있는 것으로 추산된다. 예를 들어 2023년 도수치료를 포함한 물리치료의 지급보험금은 2조원을 상회했으며, 호흡기 질환 증가 및 미용 목적의 주사제 처방이 늘어나면서 비급여 주사제 청구 역시 전년대비 54.3% 증가했다.

[그림 36] 실손보험 보험손익



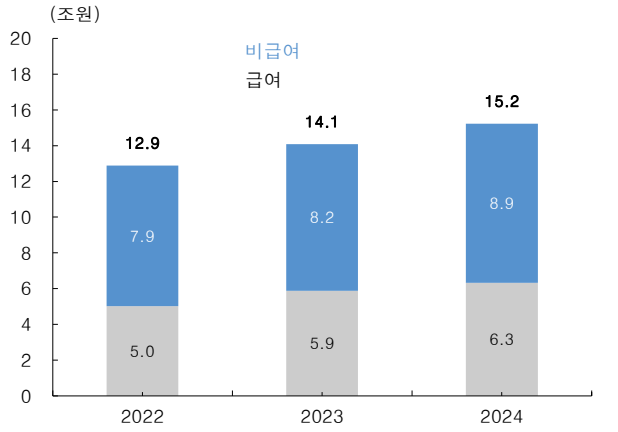
주: 보험손익은 보험료수익에서 발생손해액과 실제사업비를 차감한 값
자료: 금융감독원, 한국투자증권

[그림 37] 실손보험 발생손해액 및 경과손해율



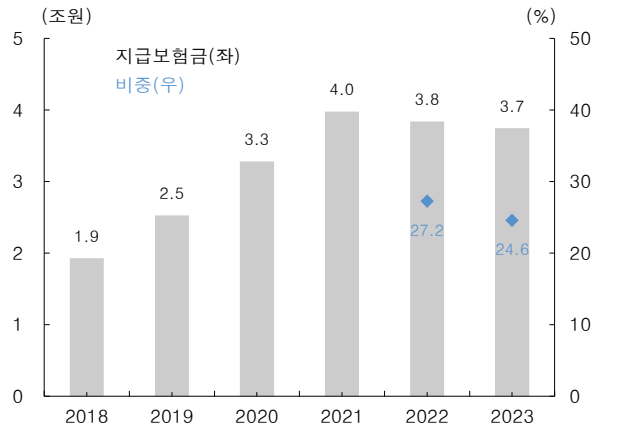
주: 경과손해율은 보험료수익 대비 발생손해액의 비율
자료: 금융감독원, 한국투자증권

[그림 38] 실손보험 지급보험금



자료: 금융감독원, 한국투자증권

[그림 39] 주요 손해보험사 10대 비급여 지급보험금



주: 1. 14개 손해보험사 합산 기준, 2. 2022년과 2023년 비중은 전체 지급보험금 내 비중
자료: 보험연구원, 금융감독원, 한국투자증권

비급여 관리 개선 및 실손보험 개혁방안 발표. 관리급여와 5세대 실손이 핵심

비급여 과잉진료와 도덕적 해이 등 고착화된 문제를 해결하고, 건강보험 재정의 지속가능성 제고와 적정 의료 이용을 유도하기 위한 일환으로 정부는 2025년 1월 '비급여 관리 개선 및 실손보험 개혁방안'을 발표했다. 주요 내용은 1) 관리급여 신설과 비급여 표준화, 2) 급여 자기부담률 인상과 비급여 상품 세분화 등이다. 1)은 비급여 관리 개선, 2)는 실손보험 개혁과 관련된 내용이다. 관리급여와 5세대 실손보험(특히 급여 자기부담률 인상)이 동시에 도입될 경우 현재 문제로 지적되고 있는 비급여 진료비 억제 효과가 유의미하게 나타날 것으로 예상한다.

<표 12> 급여 관련 4세대와 개선상품(안) 비교

	현행(4세대)	개선(안)	
		일반질환자	중증질환자
자기부담	(입원) 20% (통원) Max [20%, 1만/2만원]	(입원) Max [**건보 본인부담률**, 20%] (통원) Max [**건보 본인부담률**, 20%, 1만/2만원]	현행(4세대)과 동일
임신·출산	보장대상 제외	급여의료비 신규 보장	-

자료: 금융위원회, 한국투자증권

<표 13> 비급여 관련 4세대와 개선상품(안) 비교

	현행(4세대)	개선(안)	
		특약1(안)	특약2(안)
대상	제한 없음	중증 질병·상해	비중증 질병·상해
한도	연 5천만원 (통원) 회당 20만원 (입원) 회당 한도 X	좌동	**보장한도 축소** 예: 연 1천만원 (통원) 일당 20만원 (입원) 입원 회당 3백만원
본인 부담	(입원) 30% (통원) Max[30%, 3만원]	좌동	**본인부담 상향** 예: (입원) 50% (통원) Max[50%, 5만원]
미지급	미용 및 성형 등	좌동	**보험금 미지급 사유 확대** 예: 신규 비등재 비급여 3대 비급여(근골격계 치료, 주사, MRI 등)
심사 기준	치료목적성 심사	좌동	심사기준 강화 예: 좌동+주요 비급여 분쟁조정기준 신설
할인/할증	이용량에 따라 할인/할증 단, 중증질환 제외	좌동 (제외)	비급여 이용량에 따른 할인/할증제 유지

자료: 금융위원회, 한국투자증권

현재 도수치료 등 주요 비급여에 대한 보험사의 부담 과중

사례를 통해 설명하면 다음과 같다. 도수치료에 대해 수가 10만원의 치료를 받은 상황을 가정한다. 현재(4세대 가정) 도수치료는 비급여 항목이며, 관리급여 신설과 5세대 실손보험 도입 시 급여 항목으로 분류될 수 있다. 4세대 실손 기준으로 도수치료는 비급여 항목이므로 본인부담금이 100%(공단부담금 0%)다. 즉, 계약자가 10만원을 의료기관에 지불하게 된다. 이후 4세대 실손보험에서 비급여 항목의 본인부담금은 Max[30%, 3만원]이므로 본인부담금 3만원을 제외한 7만원을 보험사에서 계약자에게 지급하게 된다.

관리급여 분류 시 개인 부담금 크게 증가

한편 5세대 실손보험에서 도수치료가 관리급여 항목으로 분류될 경우 공단부담금(5%), 본인부담금(95%)에 따라 계약자가 의료기관에 지불하는 비용은 9.5만원이다. 이 때 보험사가 계약자에게 보험금으로 지급해야 할 금액은 자기부담을 제외한 금액이다. 5세대 실손 도입 시 본인부담금은 Max[95%(건강보험 본인부담률), 20%, 1만원(병·의원 가정)]이므로 9.5만원의 95%인 90,250원이다. 즉, 차액 4,750원을 보험사가 계약자에게 지급하게 되는 것이다. 제도 개편 시 보험사가 지급해야하는 보험금은 7만원에서 4,750원으로 크게 줄어드는 반면 개인이 부담해야 하는 금액은 3만원에서 90,250원으로 크게 늘어나는 셈이다.

<표 14> 도수치료 가정 시 4세대와 개선상품(안) 자기부담 및 보험금 비교

	산식	4세대(비급여)	5세대(관리급여)
의료 수가	A	100,000원	100,000원
공단부담금(부담률)	B	0원(0%)	5,000원(5%)
본인부담금	C=A-B	100,000원	95,000원
보험 계약 내 자기부담	**D**	**30,000원**	**90,250원**
		↑Max[30%, 3만원]	↑Max[95%, 20%, 1만원]
보험 계약 내 보험사 부담	**E=C-D**	**70,000원**	**4,750원**

자료: 한국투자증권

한동안 제도 추진 실효성에 대한 우려 존재

위와 같은 논의를 바탕으로 2025년 3월 정부는 제8차 의료개혁특별위원회를 개최하고 '의료개혁 2차 실행방안'을 심의·의결했다. 과잉 진료 우려가 큰 비급여에 대해 논의 기구를 통해 선별급여 내 관리급여(본인부담률 95%, 한시 운영 후 지속 여부 결정)를 적용하고 비급여 표준화 및 등록·보고 제도를 포함한 통합적 관리 체계를 확립할 예정이다. 관련해 관리급여 관리 정책 논의의 경우 2025년 5월 출범한 '비급여관리정책협의체'에서 이뤄진다. 다만 5월 출범 이후 뚜렷한 성과나 진행 상황이 보이지 않아 제도 추진 실효성에 대한 우려가 제기됐다.

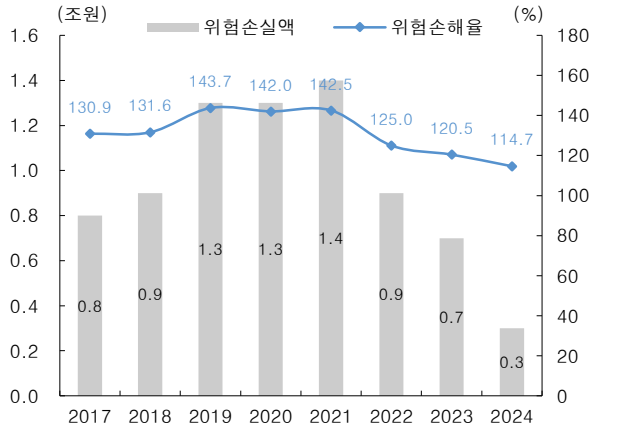
2026년 상반기 내에는 관리급여 항목 결정될 것

언론보도에 따르면 9월 내 협의체 2차 회의가 진행될 예정이다. 이에 이르면 2025년 연말, 늦어도 2026년 상반기 내에는 관리급여 항목이 결정될 것으로 보인다. 2021년 7월부터 판매를 시작한 4세대 실손보험의 재가입 주기가 5년이므로 5세대 실손보험 판매가 2026년 7월에 맞물리는 경우 정책 효과가 극대화될 수 있기 때문이다.

초기 효과는 3·4세대 위주로 집중될 것

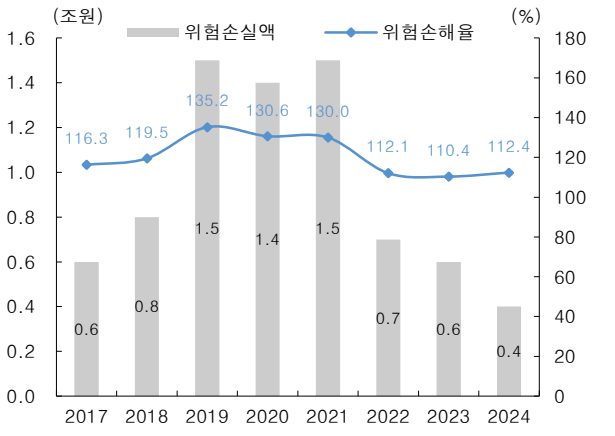
5세대 실손 도입 초기 실질적인 효과는 3·4세대 위주로 나타날 가능성이 높다. 2013년 이전에 가입한 1세대와 2세대 중 일부 실손보험의 경우 재가입 조건이 없어 기존 약관이 계약 만기까지 유지된다. 앞서 언급한대로 최근 세대일수록 보장 범위가 축소되고 자기부담금 비율은 상승하기 때문에 초기 세대일수록 5세대 실손으로의 재매입 유인이 낮다. 다만 최근 요율 인상 등에 따라 1·2세대의 손해율은 점진적으로 하락하는 반면 3·4세대의 손해율은 지속 상승하는 추세인 점을 감안하면 3·4세대의 전환만으로도 손해율 안정화에 기여할 수 있을 것이다. 참고로 2024년 말 기준 실손보험 보유계약 내 세대별 비중은 1세대 17.8%, 2세대 43.2%, 3세대 22.3%, 4세대 14.6%다.

[그림 40] 실손보험 1세대 손해율



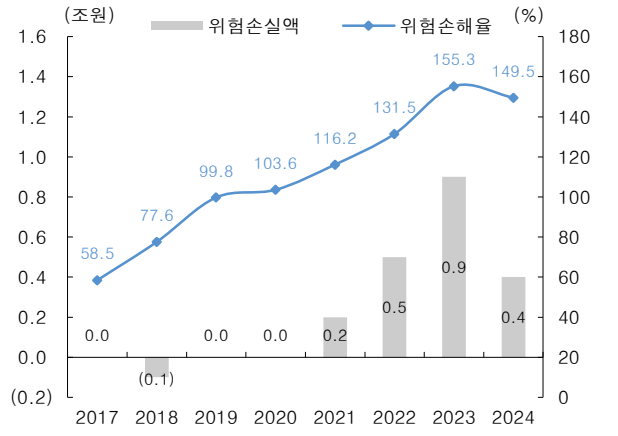
주: 2024년은 상반기 누적 기준
자료: 보험연구원, 한국투자증권

[그림 41] 실손보험 2세대 손해율



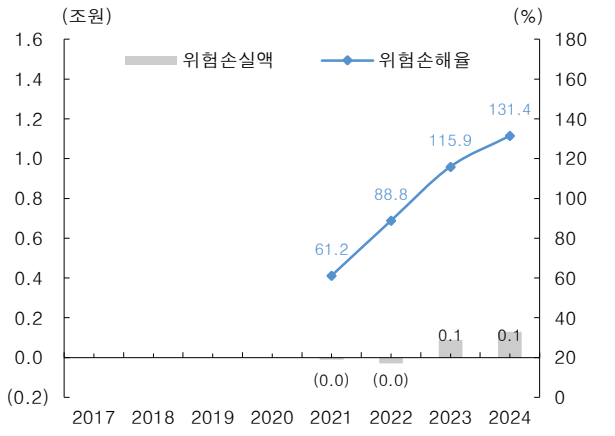
주: 2024년은 상반기 누적 기준
자료: 보험연구원, 한국투자증권

[그림 42] 실손보험 3세대 손해율



주: 2024년은 상반기 누적 기준
자료: 보험연구원, 한국투자증권

[그림 43] 실손보험 4세대 손해율

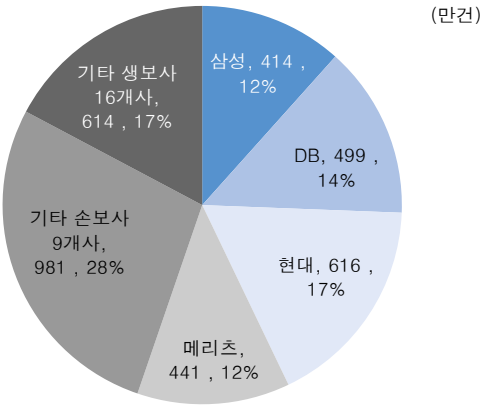


주: 2024년은 상반기 누적 기준
자료: 보험연구원, 한국투자증권

현대, DB, 메리츠, 삼성 순으로 긍정적인 영향

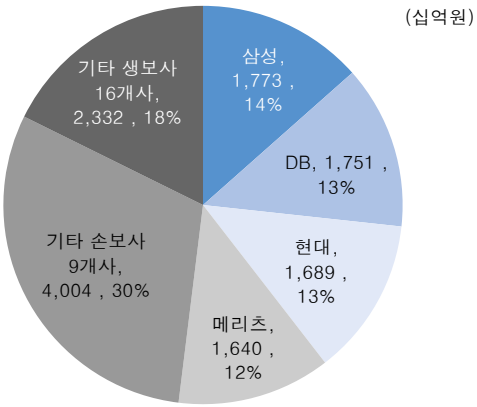
5세대 실손보험과 관련해 보험료 등 구체적인 내용이 확정되지 않았고 기업별 공시된 데이터가 부재하기 때문에 재무적인 영향을 정밀하게 산출하기는 어렵다. 다만 위험보험료 내 실손보험 비중을 통해 상대적인 영향도를 가늠할 수 있다. 손해보험사의 위험보험료 내 실손보험 비중은 대략 20~40% 수준으로 알려져 있다. 가장 최신의 위험보험료 및 보험료수익 규모, 회사별 실손보험 판매 정책 등을 종합적으로 고려했을 때 상대적인 비중은 현대해상이 가장 높고 뒤이어 DB손해보험, 메리츠화재, 삼성화재 순으로 예상한다. 실제로 2025년 2분기 말 기준 잔여보장부채 내 손실 요소가 현대해상 1.39조원, DB손해보험 1.32조원, 메리츠화재 0.96조원, 삼성화재 0.25조원인 점은 이러한 추정을 뒷받침한다. 결론적으로 5세대 실손보험 도입에 따른 손해율 하락으로 잔여보장부채 내 손실 요소 중 일부가 점진적으로 환입되면서 최선추정부채가 감소할 것이며, 손해보험사 내 현대해상과 DB손해보험의 수혜가 가장 클 것으로 판단한다.

[그림 44] 2022년 실손보험 보유계약



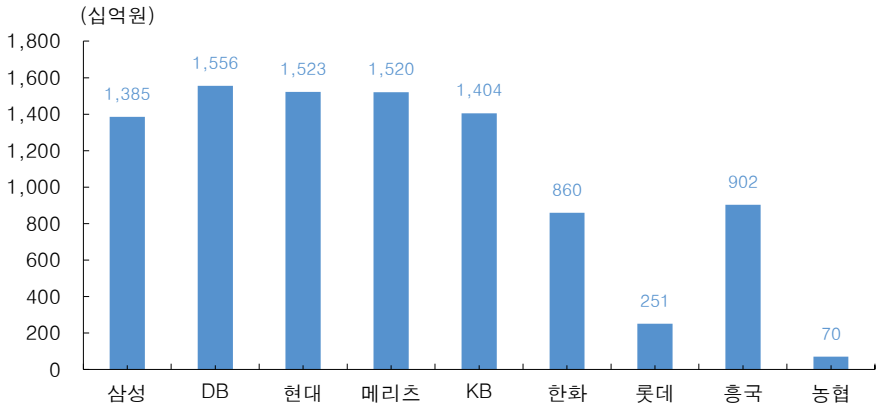
자료: 금융감독원, 한국투자증권

[그림 45] 2022년 실손보험 보험료수익



자료: 금융감독원, 한국투자증권

[그림 46] 2022년 실손보험 위험보험료



자료: 금융감독원, 한국투자증권

IV. 자본규제 점검

최근 자본규제 완화와 관련한 모멘텀 소강 상태

2025년 2분기 보험업 지수가 코스피를 아웃퍼폼한 가장 큰 이유는 자본규제 완화 기대감이다. K-ICS 비율 감독기준 130% 하향 조정, 보험부채 할인율 현실화 시행계획 논의 등을 포함한 건전성 TF 운영 계획 등이 순차적으로 발표되며 업종 투자심리에 긍정적인 영향을 미쳤다. 다만 세부방안 발표가 지연되면서 3분기 들어서 자본규제 완화 관련 모멘텀은 다소 소강 상태에 접어든 것으로 보인다. 현재 자본규제와 관련해 논의되고 있는 내용은 크게 기본자본 K-ICS 비율 도입, 보험부채 할인율 현실화 속도 조절(최종관찰만기)이다.

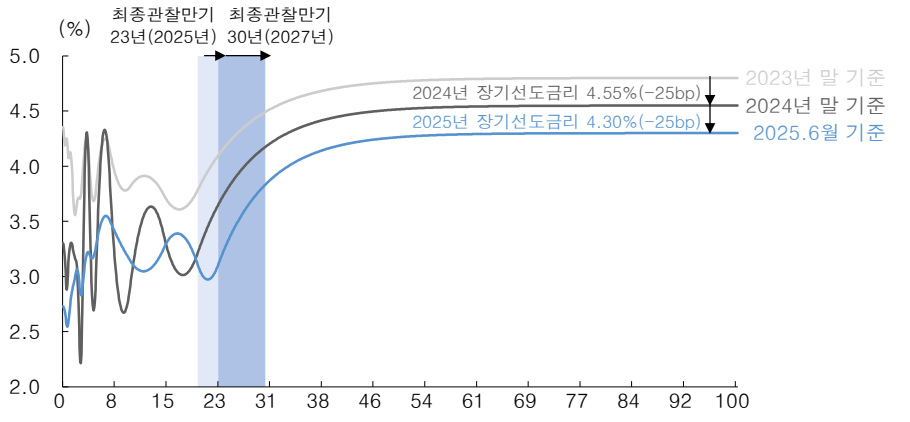
기본자본 K-ICS 비율은 연착륙 가능한 방식으로 도입될 것

우려 요인이었던 기본자본 K-ICS 비율 도입이 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단한다. 2025년 9월 1일 개최된 금감원장-보험회사 CEO 간담회에서 금융감독원장은 '금리리스크 관리 기조를 지속하되, 도입 추진 중인 기본자본 K-ICS 비율 규제와 관련해서는 충분한 준비기간을 부여하는 등 연착륙 방안을 검토할 계획'임을 밝혔다. 2025년 6월 말 기준 예상 규제 수준(50%)를 하회하는 보험사가 8개사에 달하는 만큼 즉각적인 도입은 무리가 있다고 판단한 것으로 보인다.

연중 기대되는 이벤트는 보험부채 할인율 현실화 속도 조절 방안 발표

보험부채 할인율 현실화 속도 조절 관련 세부 방안은 연중 발표가 예상된다. 2025년 7월 보험산업 건전성 T/F 1차 회의에서 금융당국은 '보험사의 건전성 관리 부담이 증가하고 있는 상황임을 감안하여 강화되는 건전성 제도에 안정적으로 적응할 수 있도록 적절한 이행 속도를 유지할 계획'을 언급했다. 최종관찰만기 30년 확대라는 큰 틀 아래 시행 속도를 유연하게 조정할 수 있다는 의미다. 당시 언급된 방안은 크게 세가지로 1) 현행 유지, 2) 매년 금융당국의 논의를 통해 확대 여부 결정, 3) 확대 계획 사전 확정 및 시행 일정 장기화이다. 해당 논의가 건전성 부담을 경감시키기 위한 목적이라는 점을 감안하면 1) 보다는 2), 3)의 가능성이 높다고 판단한다. 다만 일각에서 규제가 여러 차례 바뀌면서 예측 가능성이 낮아졌다는 비판이 제기되고 있어 현행이 유지될 가능성도 배제할 수는 없다.

[그림 47] 무위험 (선도)금리기간구조



자료: 금융감독원, 한국투자증권

<표 15> 보험부채 할인율 적용 방안

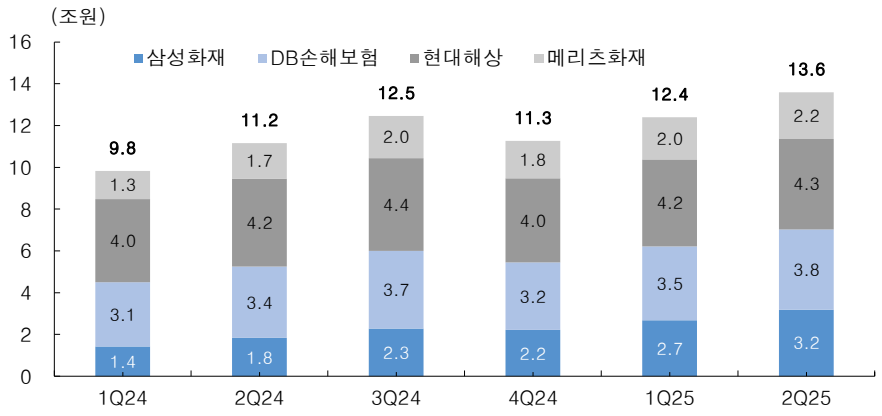
보험부채 할인율 현실화 연착륙 방안(2024년 11월 4차 보험개혁 회의 발표)
장기선도금리(LTFR, 2024년 기시행) [장기평균 실질이자율(CD금리-소비자물가상승률)과 기대 물가상승률 합산한 장기선도기준금리 기초로 조정]
(문제점) 2024년 장기선도금리(4.65%)가 실질 금리(4.20%)보다 높은 수준으로 산출
(개선점) 매년 조정 폭 한도를 (15bp→)25bp로 확대. 2025년 장기선도금리는 4.30%(-0.25%p YoY)
최종관찰만기(LOT, 2025년부터 단계적 시행)
(문제점) 최종관찰만기 차이에 따라 자산·부채의 할인율 곡선이 상이해 ALM이 효과적으로 이뤄지지 않음
(개선점) **실제 국고채 수익률 활용구간 (20년→)30년**으로 확대. 단 **3년간 단계적 적용**으로 2025년은 23년을 최종관찰만기로 설정
유동성프리미엄(2024년~2027년에 걸쳐 시행)
1) 개인대출(2024년 기시행)
(문제점) 개인대출 위험스프레드 안정적인 측면 있으나 회사채 등급으로 매핑해 변동성 심화
(개선점) 채권신용등급 차용하는 방식 대신 신규 대출금리 이용해 유동성 프리미엄 직접 산출
2) 특수금융(2024년 기시행)
(문제점) 자산평가와 부채평가 시의 위험스프레드 산출방식 불일치
(개선점) 유동성프리미엄의 위험스프레드를 자산평가 시 적용한 위험스프레드 산출방식과 일치
3) 조정비율(2026년 시행 예정)
(문제점) 자산-부채 간 현금흐름 불일치를 고려하지 않고 자산에서 관찰된 유동성프리미엄을 모두 부채로 이전
(개선점) 자산-부채 간 현금흐름 미스매칭 특성을 유동성 프리미엄 조정비율에 반영
4) 위험스프레드(2027년 시행 예정)
(문제점) 최근 신용경색에 따라 위험스프레드 증가하였으나 신용위험스프레드 불변으로 투자실패가 부채축소로 연결
(개선점) 신용위험스프레드에 예상외 신용손실 포함(채권시장 신용경색 등 외부 요인은 개별채권 유동성프리미엄에 제외되도록 신용위험스프레드 산출방식 개선)
보험부채 할인율 현실화 계획 이행방안(2025년 7월 보험산업 건전성 T/F 1차 회의 발표)
(문제점) 시장금리 하락 지속에 따라 보험사의 건전성 관리 부담 커짐. 할인율 현실화 등 제도적 효과 중첩될 경우 건전성 지표의 변동성 과도하게 확대될 우려
최종관찰만기 30년 확대하는 등 부채평가 할인율 현실화한다는 기본방향 하에서 시행 속도 유연하게 조정 가능할 것
(개선점) 일정 조정 대안 세가지 제시 ① 현행 유지, ② 매년 금융위-금감원 논의를 통해 확대 여부 결정, ③ 계획 사전 확정 및 시행 일정 현재보다 장기화

자료: 금융위원회, 한국투자증권

해약환급금준비금 제도의 근본적인 개선 필요

궁극적으로는 해약환급금준비금 제도 개선이 필요하다는데 공감대가 형성되고 있다. 신계약에 비례해 증가하는 현행 해약환급금준비금 제도 상에서는 일부 회사를 제외하고는 배당가능이익 확보가 어렵다. 예를 들어 현대해상의 해약환급금준비금은 2022년 말 3.4조원에서 2025년 6월 말 4.3조원까지 증가했다. 2025년 말 기준 K-ICS 비율이 170%를 상회해 해약환급금준비금 적립비율이 10%p(90% → 80%) 완화될 경우 배당가능이익에 미치는 영향은 약 4,807억원이다. 현재 현대해상의 배당가능이익 적자 폭이 그보다 크다는 점을 감안할 때 적립 비율 완화만으로는 주주환원이 불가능한 것이다.

[그림 48] 손해보험사 4개사 해약환급금준비금 추이



자료: 각 사, 한국투자증권

<표 16> 해약환급금준비금 제도 개선 방안

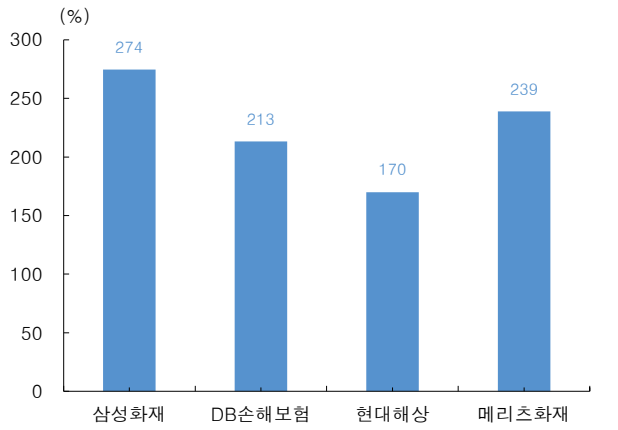
해약환급금준비금 제도개선방안(2024년 9월 3차 보험개혁회의 발표)
(문제점) 해약환급금준비금 적립액 급증으로 주주 배당 및 세금납부액 제한
(개선점) **해약환급금준비금 적립비율 80%로 조정***(단 K-ICS 기준 충족 시에만 허용. 2024년 200%[매년 10%p씩 하향] → 2029년 150%[기준 재수정 예정])*
자본규제 고도화 방안(2025년 3월 7차 보험개혁회의 발표)
1) 기본자본 강화: 기본자본 K-ICS 비율 의무 준수기준 도입 및 공시 강화
2) K-ICS 비율 기준 합리화: **최소 K-ICS 비율 요건 150%에서 10~20%p 하향 조정**[이 경우, **해약환급금준비금 적립비율 기준도 2025년 190%→170%** 조정]
3) 비상위험준비금(일반손해보험 종목 대상) 제도개선: 적립한도 및 환입요건 개선을 통한 준비금 감소 유도

자료: 금융위원회, 금융감독원, 한국투자증권

제도 개선이 현실화되더라도 시기는 연말 이후로 예상

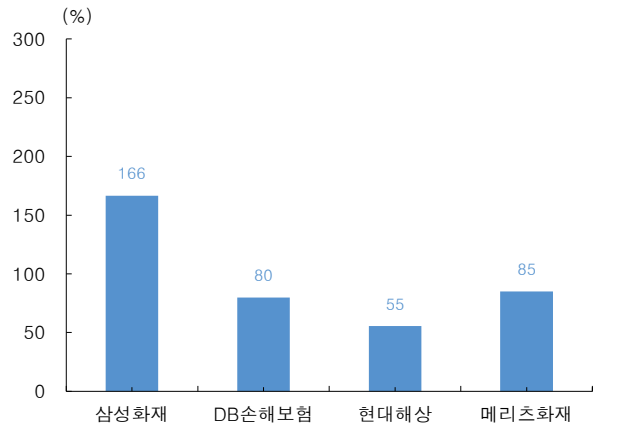
현행 해약환급금준비금 제도의 낮은 지속가능성에 따라 보험업계는 신계약 적립액 개선 등 합리적인 방안을 마련해 꾸준히 제도 개선을 요구하고 있는 것으로 파악된다. 다만 금융당국이 해당 사안과 관련해 공식적인 입장을 발표하지 않았다는 점을 감안하면 제도 개선이 현실화되더라도 가장 이른 시점은 2025년 연말 배당이 결정되는 2026년 1분기가 될 것으로 예상한다. 이미 2025년 2분기 자본규제 완화 기대감이 한차례 주가에 크게 반영된 점을 고려하면 2025년 하반기에는 자본과 주주환원 관련 우려가 적은 종목 위주의 대응이 유효하다고 판단한다.

[그림 49] 커버리지 손해보험사 K-ICS 비율



주: 2025년 6월 말 기준
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 50] 커버리지 손해보험사 기본자본 K-ICS 비율



주: 2025년 3월 말 기준
자료: 각 사, 한국투자증권

■ 용어해설

- 보험계약: 계약당사자 일방이 특정한 미래의 불확실한 사건으로 계약상대방에게 불리한 영향이 발생한 경우에 보험계약자에게 보상하기로 약정함으로써 보험계약자로부터 유의적 보험위험을 인수하는 계약
- 보험계약부채: 보험사가 계약자로부터 유의한 보험위험을 인수하는 계약으로 인해 부담하는 순계약상 의무
- 잔여보장요소: 아직 발생하지 않은 보험사고 및 지급사유가 발생하지 않은 투자요소와 관련된 순계약상 의무
- 발생사고요소: 이미 발생한 보험사고 및 지급사유가 발생한 투자요소와 관련된 순계약상 의무
- 최선추정부채(Best Estimate Liability, BEL): 보험계약집합 내 의무를 이행하는데 있어 예상되는 미래 현금흐름의 현재가치 추정
- 위험조정(Risk Adjustment, RA): 보험계약집합의 비금융위험에서 생기는 현금흐름의 금액과 시기에 대한 불확실성 감내를 위해 보험사가 요구하는 보상 금액
- 보험계약마진(Contractual Service Margin, CSM): 보험계약집합 내 보험계약에 따라 서비스를 제공하면서 인식하게 될 미래 이익의 현재가치
- 손실부담계약: 최초 인식시점에 미래예상현금유출액의 현가가 미래예상현금유입액의 현가 대비 높은 계약
- 할인율: 현금흐름과 관련된 화폐의 시간 가치와 금융위험이 반영되도록 미래현금흐름의 추정치를 조정하는 요소
- 일반모형(General Model/Building Block Approach, GM/BBA): PAA, VFA 모형 외 보험계약에 적용하는 기본 모형
- 보험료배분접근법(Premium Allocation Approach, PAA): 단기보험계약의 잔여보장부채를 측정하는 단순한 모형
- 변동수수료접근법(Variable Free Approach, VFA): 직접참가특성이 있는 보험계약에 적용하는 모형
- 생명보험: 생존보험과 사망보험 등 보험 보장 대상인 피보험자의 사망·장애·질병 등을 보장하는 보험
- 손해보험: 자동차보험, 화재보험 등 사고로 피보험자가 재산상의 손해를 입었을 때 이를 보상해주는 보험
- 제3보험: 사람의 질병과 상해, 간병을 보장하는 보험으로 생명보험과 손해보험의 성격을 모두 가짐
- 보장성보험: 사람의 생명과 관련하여 보험사고가 발생했을 때 약속된 급부금을 제공하는 보험상품
- 저축성보험: 보장성 보험을 제외한 보험. 지급 보험금 합계액이 납입한 보험료를 초과하는 보험
- 변액보험: 납입보험료 중 저축보험료를 분리하여 유가증권에 투자 후 수익을 환급금에 반영하는 보험
- 신지급여력제도(Korean-Insurance Capital Standard, K-ICS)
- 현행추정부채(Current Estimate liability, CE): 확률가중평균한 보험계약 장래 현금흐름의 현재가치
- 위험마진(Risk Margin, RM): 보험계약 관련 장래 현금흐름의 불확실성을 감안해 현행추정부채를 초과하여 추가 적립하는 부채
- 지급여력금액(가용자본): 경영상 직면한 손실위험을 보전할 목적으로 보험사가 실질적으로 보유하고 있는 자본
- 기본자본: 가용자본 중 손실흡수성이 높은 항목으로 순자산에서 손실 습수에 제한이 있는 일부 항목 차감해 산출
- 보완자본: 가용자본 중 손실흡수성에 제약이 있는 항목. 총요구자본의 50%를 한도로 가용자본으로 인정
- 지급여력기준금액(요구자본): 보험회사가 채무이행을 위해 보유해야하는 기준액으로 경험통계 및 위험도 등을 감안하여 합리적으로 산출한 금액
- 최종관찰만기: DLT(Deep, Liquid and Transparent) 평가기준을 충족하는 시장금리 중 만기가 가장 긴 시장금리의 발행만기
- 장기선도금리: 최종관찰만기 이후의 구간에 적용하는 선도금리

This page is left blank intentionally

기업분석

현대해상(001450)

메리츠금융지주(138040)

현대해상(001450)

매수(분석재개) / TP: 33,000원

주가(9/15, 원)	28,300
시가총액(십억원)	2,530
발행주식수(백만)	89
52주 최고/최저가(원)	34,100/19,960
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	10,483
유동주식비율(%)	64.9
외국인지분율(%)	35.5
주요주주(%) 정몽윤 외 3 인	22.8
국민연금	15.0

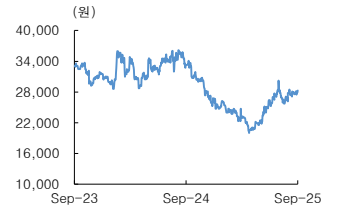
	영업이익 (십억원)	보험손익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (x)	PBR (x)	ROE (%)	ROA (%)	DY (%)
2023A	1,022	526	772	9,750	78,010	3.2	0.40	12.6	1.69	6.7
2024A	1,395	1,043	1,031	13,144	62,835	1.9	0.39	16.8	2.36	0.0
2025F	1,100	705	786	10,023	62,617	2.8	0.45	16.0	1.64	0.0
2026F	1,408	999	1,007	12,848	76,314	2.2	0.37	20.5	1.98	0.0
2027F	1,484	1,061	1,063	13,558	93,914	2.1	0.30	17.8	1.98	8.8

다음주 날씨는 맑음

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.8	23.3	(15.0)
상대주가(%p)	(3.8)	(9.5)	(47.3)

주가추이



목표주가 33,000원으로 분석 재개: 현대해상에 대해 투자의견 '매수'와 목표주가 33,000원으로 분석을 재개한다. 목표주가는 2분기 BPS에 목표 PBR 0.55배를 적용했다. 목표 PBR에 내재된 ROE와 자본비용은 각각 18.1%, 31.4%다. 질적 성장을 위한 회사의 노력이 구체적인 성과로 가시화되고 있는 가운데 비급여 관리 및 실손 개혁, 해약환급금준비금 제도 개선 시 가장 직접적인 수혜가 예상된다.

체질 개선 효과 본격화 국면: 고수익 상품 중심의 영업 전략에 따른 체질 개선이 돋보인다. 2024년 1분기 132억원까지 확대됐던 월평균 신계약은 2025년 2분기 101억원까지 꾸준히 감소했다. 저수익성 상품의 판매를 의도적으로 축소한 영향이다. 반면 수익성 지표는 꾸준히 개선됐는데 2023년 말 10.9배 수준이었던 보장성 인보험 CSM 배수는 2024년 말 15.3배, 2025년 6월 말 18.9배까지 상승했다. 이에 2025년 상반기 신계약 CSM은 1.0조원을 기록하며 업황 둔화에도 불구하고 전년동기대비 19.5% 증가했다. 한편 8월 예정이율 인하를 통해 보험료 인상을 단행한 타사들과는 달리, 동사는 연내 추가 보험료 조정 계획이 없음을 밝혔다. 가격 경쟁력을 감안하면 3분기부터 신계약 물량 역시 점차 확대될 것으로 보인다.

약점 보완은 지속: 금리 민감도 관리를 위해 1) 신계약 차원에서 연만기 상품 구성비를 지속적으로 높이고, 2) ALM 차원에서 적극적인 자산 리밸런싱을 실행하고 있다. 어린이 보험을 주력 상품으로 판매해 왔는데 2025년 상반기 월평균 신계약 97억원 내 어린이보험이 차지하는 비중은 18.6%로 타사대비 월등히 높다. 해당 상품의 경우 수익성은 높은 반면 만기가 긴 특성상 금리 민감도가 높다. 이에 연만기 신계약 비중을 50% 후반대로 관리한다는 방침이다. 자산-부채 듀레이션 갭이 -3.0년으로 여전히 높은 수준이나 적극적인 ALM 관리에 따라 전분기 대비로는 축소되는 모습이다. 2025년 6월 말 기준 채권 선도 잔액은 1.6조원으로 전년말대비 108% 증가했다. 향후에도 장기채 및 선도거래 비중 확대 등을 통해 금리 리스크를 점진적으로 경감시킬 것이다.

홍예란
yeran.hong@koreainvestment.com

준비된 자에게 올 기회: 경상환자 제도 개선, 자동차보험료율 인상 및 5세대 실손 도입으로 탄력적인 실적 개선이 예상된다. 2026년 상반기 경상환자 제도 개선에 따른 보험금 지급 감소 규모(손익 증가)는 760억원이다. 하반기에는 보험료율 인상 조정을 통한 손해율 추가 개선도 예상된다. 이에 2025년 -586억원을 기록하며 부진했던 자동차보험손익은 2026년 719억원으로 개선될 것이다. 5세대 실손 효과는 2026년 3분기부터 점진적으로 나타날 것으로 보이는데 보험금 예실차 적자 폭 감소와 잔여보장부채 내 손실 요소(2분기 말 기준 1.39조원) 환입이 예상된다. 결론적으로 2026년 순이익은 1.01조원으로 전년대비 28% 증가하며 커버리지 손해보험사 내 가장 높은 증가율을 기록할 것이다.

주가 상승의 마지막 열쇠: 해약환급금준비금 제도 개선 시 가장 큰 수혜가 예상된다. 2025년 6월 말 기준 4.3조원의 해약환급금준비금을 적립했다. 해약환급금준비금 제도 개선과 무방하게 배당이 가능할 것으로 예상되는 삼성화재와 DB손해보험과는 달리 제도 개선의 내용과 시기에 따라 배당 재개 시기가 결정될 것으로 보인다. IFRS4에서 IFRS17으로 전환되는 과정에서의 차이를 유보하고자 도입된 제도가 IFRS17 전환 이후에도 신계약에 비례해 과도하게 증가하고 있다는 주장의 합리성을 고려할 때 제도 개선 가능성은 크다고 판단한다.

듀레이션 갭 규제 수준은 모니터링 필요: 금융당국은 7월 보험산업 건전성 T/F 1차 회의와 9월 금감원장-보험회사 CEO 간담회를 통해 자본규제를 완화하는 한편 듀레이션 갭 규제 기준을 마련해 금리리스크 관리 기조를 지속할 예정임을 밝혔다. 현재 현대해상의 듀레이션 갭은 앞서 언급한대로 -3.0년인데 대략 1~2년 내의 절댓값 내에서 유지 중인 타 손해보험사 대비 높다. 해외 사례를 고려할 때 언급되는 규제 수준은 2년으로 현대해상 역시 2025년 2분기 실적발표 컨퍼런스콜을 통해 연말 -2.0년 수준까지 축소한 후 중장기적으로 절댓값 1.5~2.0년 수준에서 관리하겠다고 밝혔다. 해당 규제 도입과 연말까지의 듀레이션 갭 추이에 대한 모니터링이 필요하다.

낮은 밸류에이션 부담: 2025년과 2026년 예상 ROE가 각각 16.0%, 19.3%에 달하는데 반해 현재 PBR은 0.46배에 불과하다. 자본건전성 관련 우려가 일부 잔존하나 삼성화재와 DB손해보험의 PBR 1.17배, 1.01배와 비교할 때 과도하게 저평가됐다고 판단한다. 배당 불확실성을 감안하더라도 추가적인 주가 하락 가능성은 낮다.

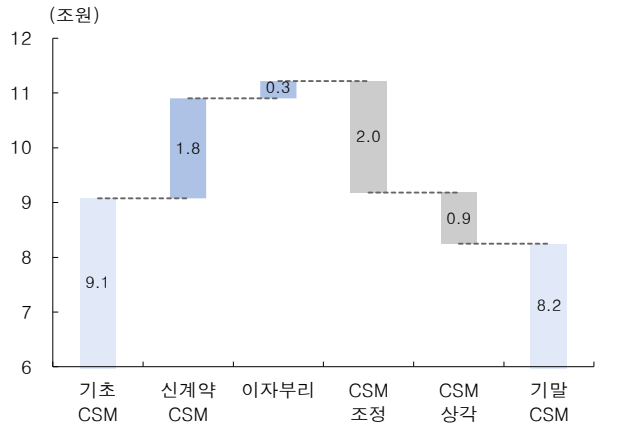
<표 17> 현대해상 실적 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024A	2025F	2026F
손익계산서															
보험손익	**533**	**376**	**182**	**(48)**	**176**	**213**	**157**	**159**	**229**	**292**	**234**	**244**	**1,043**	**705**	**999**
장기	444	290	142	(10)	114	184	149	177	148	241	190	208	865	625	786
CSM 상각	239	237	240	216	234	240	246	253	244	257	263	268	933	973	1,032
RA 상각	35	32	32	34	31	33	32	33	34	35	35	36	132	129	139
예실차	(47)	32	(98)	(99)	(103)	(41)	(83)	(62)	(83)	(4)	(62)	(49)	(212)	(289)	(197)
기타	217	(11)	(32)	(162)	(47)	(47)	(47)	(47)	(47)	(47)	(47)	(47)	12	(188)	(188)
자동차	42	40	13	(76)	16	1	(18)	(57)	35	23	18	(3)	19	(59)	72
일반	47	46	27	39	46	28	26	38	46	29	27	39	159	138	141
투자손익	**108**	**96**	**109**	**39**	**107**	**129**	**119**	**40**	**110**	**136**	**125**	**39**	**352**	**395**	**410**
운용손익	320	305	305	278	317	316	335	299	334	336	358	318	1,208	1,268	1,346
보험금융손익	(212)	(209)	(196)	(240)	(210)	(187)	(216)	(260)	(224)	(200)	(234)	(279)	(856)	(872)	(937)
영업이익	641	472	291	(9)	283	342	276	199	339	428	359	283	1,395	1,100	1,408
영업외손익	(9)	(6)	(5)	(9)	(11)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(29)	(40)	(40)
세전이익	632	466	286	(17)	272	333	266	189	329	418	349	273	1,366	1,060	1,369
법인세비용	155	110	73	(2)	69	85	70	50	87	110	92	72	336	274	361
당기순이익	**477**	**356**	**213**	**(16)**	**203**	**248**	**196**	**139**	**242**	**308**	**257**	**201**	**1,031**	**786**	**1,007**
주요지표															
기초 CSM	9,079	9,120	9,244	9,321	8,248	9,108	9,376	9,629	9,300	9,853	10,105	10,294	9,079	8,248	9,300
신계약 CSM	405	435	485	496	478	526	534	547	544	547	547	549	1,821	2,085	2,187
기말 CSM	9,120	9,244	9,321	8,248	9,108	9,376	9,629	9,300	9,853	10,105	10,294	9,593	8,248	9,300	9,593
CSM 전환배수(배)	10.2	13.4	14.0	14.1	14.1	17.4	17.0	17.3	17.1	17.2	17.2	17.2	12.8	16.4	17.2
운용자산이익률(%)	3.08	2.89	2.81	2.48	2.72	2.68	2.81	2.48	2.72	2.68	2.81	2.48	2.80	2.68	2.68
ROE(%)	31.4	24.6	15.5	(1.2)	16.7	23.6	16.4	11.4	20.0	23.9	18.5	13.8	16.8	16.0	20.5
ROA(%)	4.39	3.28	1.89	(0.14)	1.72	2.00	1.57	1.09	1.93	2.36	1.92	1.48	2.36	1.64	1.98
BPS(원)	74,154	69,997	69,251	62,835	53,725	60,408	61,888	62,617	65,920	70,057	73,543	76,314	62,835	62,617	76,314
PBR(배)	**0.41**	**0.49**	**0.48**	**0.39**	**0.41**	**0.44**	**0.46**	**0.45**	**0.43**	**0.40**	**0.38**	**0.37**	**0.39**	**0.45**	**0.37**

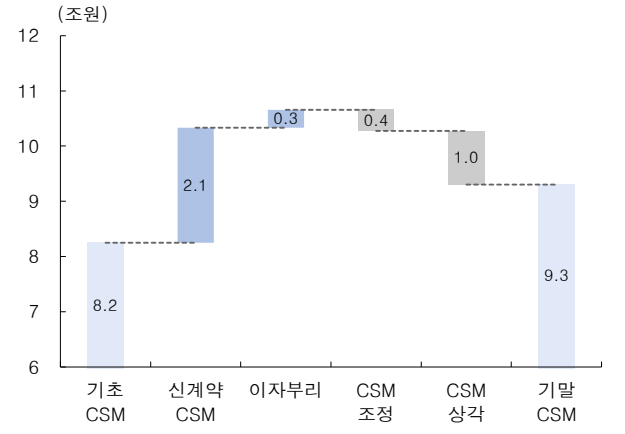
자료: Quantiwise, 현대해상, 한국투자증권

[그림 51] 현대해상 2024A CSM Movement



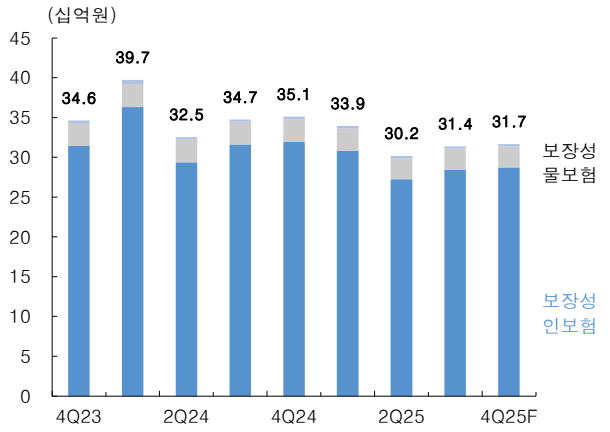
자료: 현대해상, 한국투자증권

[그림 52] 현대해상 2025F CSM Movement



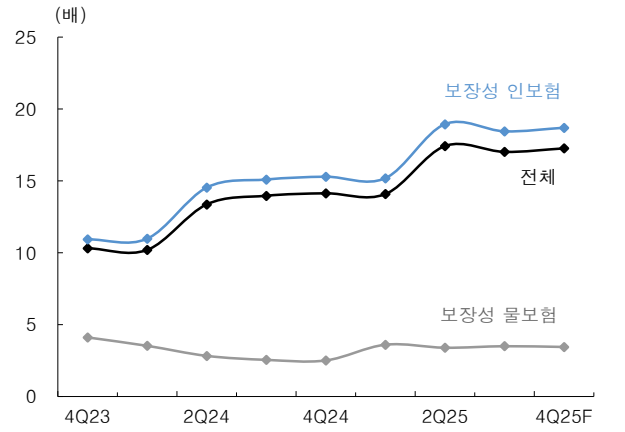
자료: 현대해상, 한국투자증권

[그림 53] 현대해상 월납환산 신계약



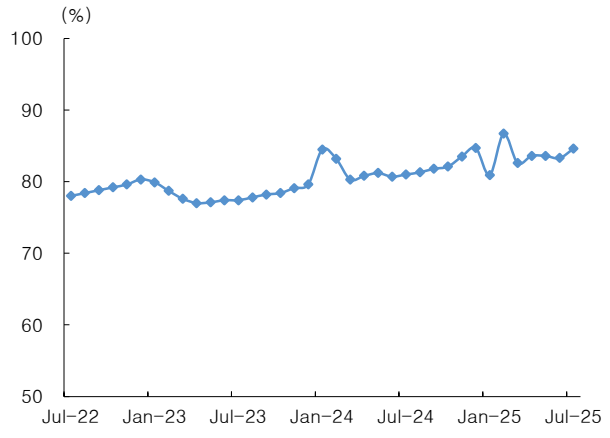
자료: 현대해상, 한국투자증권

[그림 54] 현대해상 CSM 배수



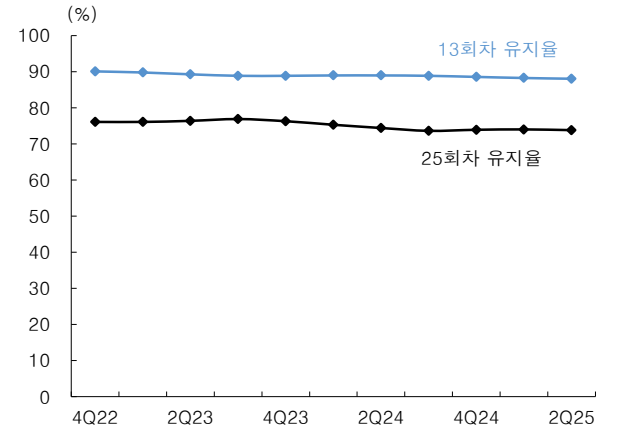
자료: 현대해상, 한국투자증권

[그림 55] 현대해상 자동차보험 누계 손해율



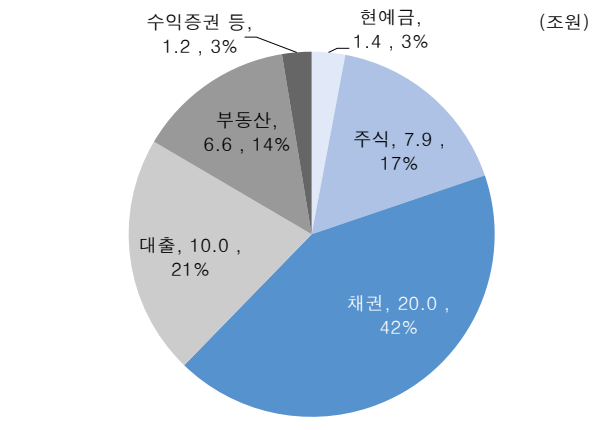
자료: 언론보도, 한국투자증권

[그림 56] 현대해상 유지율



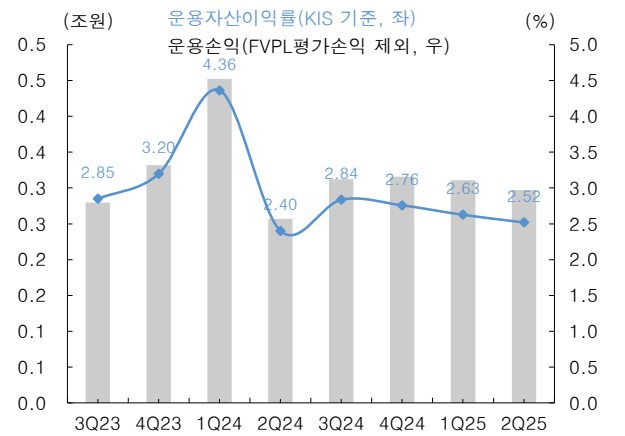
주: 장기보험 기준
자료: 현대해상, 한국투자증권

[그림 57] 현대해상 운용자산 포트폴리오(6월 말 기준)



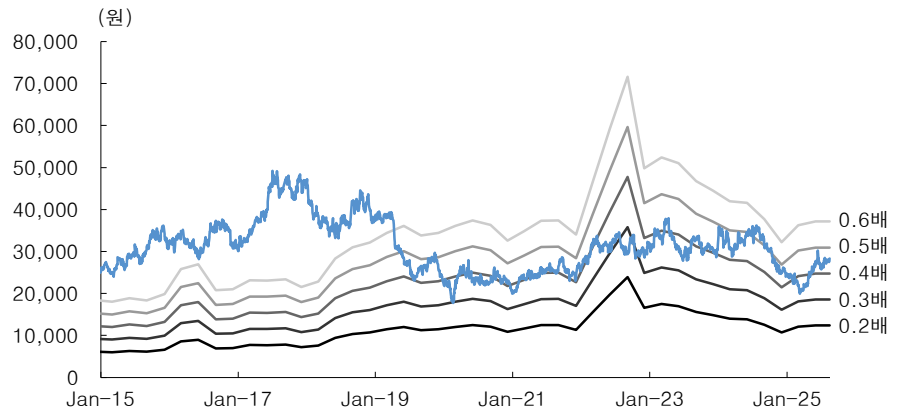
자료: 현대해상, 한국투자증권

[그림 58] 현대해상 운용손익 및 운용자산이익률



주: 운용손익은 FVPL 평가손익 제외 기준
자료: 현대해상, 한국투자증권

[그림 59] 현대해상 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

<표 18> 현대해상 목표주가 산출 내역

항목	산식	내용
ROE	A	18.1%
자기자본비용	B	31.4%
영구성장률	C	2.0%
목표 PBR(배)	D=(A-C)/(B-C)	0.55
2Q25A BPS(원)	E	60,408
목표주가(원)	DxE	33,000

자료: Quantiwise, Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

1955년 해상보험 전업회사인 동방화재해상보험 설립. 1983년 현대그룹 계열사로 편입 이후 1989년 거래소 상장. 1999년 그룹에서 계열 분리되어 독립 경영 체제로 전환. 화재보험업 인가를 시작으로 해상보험, 자동차보험, 특종보험 등 다양한 손해보험 상품 및 서비스 제공. 자회사로 현대 C&R, 현대하이카손해사정 등을 보유 중

- 월납환산초회보험료: 납입주기가 월·3개월·6개월·연납인 계약의 초회보험료를 월단위 납입금액으로 환산한 보험료
- 위험손해율: 위험보험료에 대한 발생손해액 비율
- 유지율: 보험계약의 효력이 상실되지 않고 계속되는 상황을 나타내는 것으로 성립 계약에 대한 계속계약의 비율

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
총자산	43,758	47,978	50,847	53,740	57,029
운용자산	41,500	45,787	48,458	51,195	54,335
현금 및 예치금	1,350	2,119	1,407	1,436	1,465
유가증권	28,660	32,189	35,544	37,597	39,962
대출채권	10,397	10,246	10,282	10,938	11,683
부동산	1,092	1,234	1,225	1,225	1,225
비운용자산	2,241	2,168	2,364	2,520	2,670
특별계정자산	18	23	24	24	24
총부채	37,641	43,051	45,937	47,756	49,665
책임준비금	34,817	38,302	41,154	43,780	46,764
보험계약부채	31,527	34,802	37,567	40,119	43,041
BEL	15,184	18,900	20,407	22,558	24,718
RA	1,628	1,957	2,022	2,083	2,134
CSM	9,142	8,305	9,347	9,641	10,335
PAA	5,573	5,640	5,792	5,838	5,855
재보험계약부채	0	0	0	0	0
투자계약부채	3,290	3,500	3,587	3,660	3,722
기타부채	2,811	4,727	4,758	3,952	2,877
특별계정부채	13	22	25	25	25
자기자본	6,117	4,927	4,910	5,984	7,364
지배자기자본	-	-	-	-	-
자본금	45	45	45	45	45
보통주자본금	45	45	45	45	45
신종자본증권	0	0	0	0	0
자본잉여금	113	113	113	113	113
자본조정	(69)	(68)	(68)	(68)	(68)
기타포괄손익누계액	(524)	(2,554)	(3,357)	(3,291)	(2,974)
이익잉여금	6,553	7,391	8,177	9,185	10,248
해약환급금준비금	3,422	4,018	4,367	4,445	4,523

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
보험손익	526	1,043	705	999	1,061
장기	249	865	625	786	773
CSM상각	873	933	973	1,032	1,082
신계약	-	-	-	-	-
보유계약	-	-	-	-	-
RA상각	130	132	129	139	149
예실차	(206)	(212)	(289)	(197)	(270)
보험금	(195)	(188)	(287)	(182)	(261)
사업비	(11)	(24)	(2)	(15)	(9)
기타	(548)	12	(188)	(188)	(188)
자동차	201	19	(59)	72	146
자동차보험수익	4,234	4,172	3,962	4,044	4,067
자동차보험비용	4,032	4,152	4,021	3,972	3,920
일반	76	159	138	141	141
일반보험수익	1,005	1,085	1,091	1,110	1,116
일반보험비용	929	927	953	969	975
투자손익	496	352	395	410	423
운용손익	1,279	1,208	1,268	1,346	1,425
보험금융손익	(783)	(856)	(872)	(937)	(1,002)
영업이익	1,022	1,395	1,100	1,408	1,484
영업외이익	(24.4)	(28.7)	(40.0)	(39.6)	(39.6)
세전이익	953	1,366	1,060	1,369	1,445
법인세비용	181	336	274	361	381
실효세율(%)	19.0	24.6	25.9	26.4	26.4
계속사업이익	772	1,031	786	1,007	1,063
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	772	1,031	786	1,007	1,063
지배순이익	-	-	-	-	-
비지배순이익	-	-	-	-	-

주요 투자 지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
CSM Movement					
기초 CSM	8,319	9,079	8,248	9,300	9,593
신계약 CSM	1,679	1,821	2,085	2,187	2,205
이자부리	262	319	321	346	362
CSM 조정	(310)	(2,038)	(379)	(1,209)	(794)
CSM 상각	(874)	(932)	(973)	(1,032)	(1,082)
기말 CSM	9,079	8,248	9,300	9,593	10,283
CSM 전환배수(배)	11.1	12.8	16.4	17.2	17.2
CSM 상각률(%)	9.8	9.7	10.1	9.9	9.9
자본적정성					
K-ICS비율(%)	173.2	157.0	166.6	172.8	184.5
지급여력금액	12,074	12,403	13,932	15,269	17,296
지급여력기준금액	6,972	7,900	8,363	8,835	9,377

주: K-IFRS (별도) 기준

Valuation

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당 지표(원)					
BPS	78,010	62,835	62,617	76,314	93,914
EPS	9,750	13,144	10,023	12,848	13,558
(증가율, %)	(39.5)	34.8	(23.7)	28.2	5.5
DPS	2,063	0	0	0	2,500
주가 지표(배)					
PBR	0.40	0.39	0.45	0.37	0.30
PER	3.2	1.9	2.8	2.2	2.1
배당수익률(%)	6.7	0.0	0.0	0.0	8.8
배당성향(%)	20.9	0.0	0.0	0.0	18.4
수익성(%)					
ROE	12.6	16.8	16.0	20.5	17.8
ROA	1.69	2.36	1.64	1.98	1.98

메리츠금융지주(138040)

매수(신규) / TP: 148,000원

주가(9/15, 원)		126,200
시가총액(십억원)		22,113
발행주식수(백만)		175
52주 최고/최저가(원)		129,000/93,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)		33,329
유동주식비율(%)		42.1
외국인지분율(%)		16.2
주요주주(%)	조정호 외 9 인	56.1
	국민연금공단	7.4

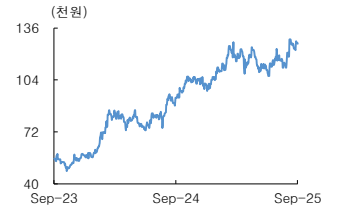
	순영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (x)	PBR (x)	ROE (%)	ROA (%)	DY (%)
2023A	3,564	2,934	2,042	10,612	47,333	5.6	1.25	21.3	2.00	4.0
2024A	3,932	3,189	2,306	12,612	51,191	8.2	2.03	22.8	2.00	1.3
2025F	4,026	3,150	2,473	14,750	59,363	8.6	2.13	23.0	1.95	0.4
2026F	4,321	3,319	2,528	16,135	79,237	7.8	1.59	19.2	1.93	0.4
2027F	4,444	3,410	2,609	17,904	103,592	7.0	1.22	16.5	1.94	0.4

자유자재 양발잡이

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.5	9.3	35.6
상대주가(%p)	(1.2)	(23.5)	3.3

주가추이



목표주가 148,000원으로 분석 개시: 메리츠금융지주에 대해 투자의견 '매수'와 목표주가 148,000원으로 분석을 개시한다. 목표주가는 2분기 BPS에 목표 PBR 2.81배를 적용했다. 목표 PBR에 내재된 ROE와 자본비용은 각각 22.6%, 9.3%다. 높은 프리미엄을 정당화하는 주요 근거는 1) 업종 내 차별적인 ROE, 2) 적극적인 주주환원정책이다.

20%를 상회하는 높은 ROE: 메리츠금융지주의 2025년 예상 ROE는 23.0%로 화재와 증권의 ROE는 각각 29.9%, 12.4%에 달한다. 2023년 포괄적 주식교환을 통해 화재와 증권을 완전 자회사로 편입함으로써 그룹 내 최적화된 자본 활용을 위한 기반을 마련했다. 특히 부동산금융에서의 구축한 독보적인 지위를 바탕으로 공동 투자 기회를 적극적으로 활용하고 있다. 지주의 의사결정 하에 증권의 우수한 딜 소싱 역량과 화재의 장기 투자 여력을 결합하는 방식이다. 이에 화재의 운용자산이익률은 4%를 상회하는데 일반적인 보험사의 운용자산이익률이 2~3%대인 점을 감안하면 뚜렷한 차별화 지점이다.

어려운 환경일수록 돋보이는 화재의 역량: 메리츠화재는 시장 환경 변화에 유연하고 기민하게 대응함으로써 안정적인 이익체력을 유지하고 있다. 2017년 이후 자동차보험 중심의 포트폴리오에서 벗어나 수익성을 강화하는 한편 건강보험 수요 확대에 대응하기 위해 보장성 인보험 시장을 본격적으로 공략했다. 이에 2016년 분기평균 160억원에 불과했던 보장성 인보험 월납환산 신계약은 2019년 3분기 465억원까지 꾸준히 증가했다. 반면 IFRS17 도입 이후 보장성 인보험을 둘러싼 시장 경쟁이 심화된 구간에서는 신계약 확대 경쟁에 참여하지 않고 수익성이 담보되는 상품위주로 영업을 전개했다. 이에 2023년 이후 보장성 인보험 월납환산 신계약은 분기 300억원 내외로 감소했다. 다만 향후에도 상대적으로 수익성이 양호한 암이나 중대 질환 등을 위주로 성장을 이어갈 것으로 보이며, 뛰어난 언더라이팅 역량과 보수적인 가정을 고려할 때 메리츠화재는 그룹 내 핵심 캐시카우 역할을 할 것이다.

홍예란
yeran.hong@koreainvestment.com

환경에 빠르게 적응 중인 증권: 2020년 이후 우발채무 등에 대한 규제 강화와 부동산PF 경기 저하로 부동산 외 기업금융 딜을 적극적으로 발굴하고 있다. 2023년 롯데건설 투자협약·KKR 인수금융·인카금융서비스 주식담보대출, 2024년 고려아연 사모사채·롯데케미칼 주가수익스왑 계약 등이 대표적인 예시다. 이에 순영업수익 내 기업금융 부문은 2022년 6,082억원을 기록하며 5년 연평균 7.4%의 성장을 이어갔다. 2023년의 경우 신규 딜 감소와 충당금 적립 및 손상인식(2,716억원)에 따라 2,828억원을 기록하며 일시적으로 부진했으나 2024년 5,515억원으로 딜 수익성 개선 및 충당금 환입 등에 따라 회복되는 모습이다. 기업금융 부문의 경우 사업 및 재무구조 개편에 대한 니즈가 있는 기업 고객을 발굴해 솔루션을 제공하는 딜을 성사시키고 전통 IB 딜을 추가로 수임함으로써 수익 확대를 지속해 나갈 것이다.

새로운 변화도 함께: 메리츠증권은 최근 경쟁사 대비 열위에 있었던 리테일 부문도 새로운 축으로 성장시킨다는 방침이다. 2024년 하반기 '슈퍼365' 계좌 출시를 통해 공격적인 프로모션을 시행하며 2023년 4분기 기준 0.8%에 불과하던 시장점유율을 2025년 2분기 기준 1.4%(NXT 제외 기준)까지 상승시켰다. 2025년 상반기 기준 순영업수익 내 리테일 비중은 여전히 7.6%에 불과해 탄력적인 성장이 가능할 것이다. 한편 2025년 7월 발행어음 본인가를 신청했으며 인가 시 리테일 고객 기반 강화에 시너지 효과를 낼 것으로 보인다.

부동산금융 관련 리스크는 제한적: 부동산금융 익스포저가 여전히 높은 점은 리스크 요인으로 지적된다. 2025년 6월 말 기준 그룹 부동산 익스포저는 약 27.5조원으로 국내 23.0조원, 해외 4.5조원에 달한다. 다만 선순위 대출 비중 90%, 평균 LTV 50% 이하 수준으로 관리하고 있는 점을 감안하면 부동산PF 시장 둔화에도 자산건전성이 추가로 급격하게 악화될 가능성은 제한적이다. 특히 그룹 차원에서의 통합적인 리스크 관리가 이뤄지고 있는데 실제로 2024년 6월에는 캐피탈의 부동산PF 자산 중 요주의이하여신 3,278억원을 증권에 이전한 바 있다.

실망시키지 않는 주주환원: FY25까지 연결 당기순이익의 50% 이상을 주주환원한다는 원칙 하에 자사주 매입·소각 수익률(포워드 PER의 역수)과 배당수익률(CoE)을 비교해 주주환원 내 자사주 매입·소각과 배당의 비중을 조정하고 있다. 현재 자사주 매입·소각 중심의 주주환원이 지속되고 있어 2025년 말 기준 유통주식수는 전년대비 8.4% 감소할 전망이다. 이에 동기간 조정 자기자본이 6.3% 증가하는데 반해 BPS는 16.0% 증가할 것이다. 자사주 매입·소각을 포함한 총주주환원율이 금융주 가치의 핵심으로 작용하고 있는 점을 고려할 때, 일관되고 적극적인 환원 기조는 밸류에이션 프리미엄의 핵심 요소다. 한편 11월 실적발표에서 중기 주주환원 정책을 발표할 예정이다. 관련해 주주환원 규모 감소(내부 투자수익률이 주주환원 수익률을 상회하는 경우)에 대한 우려가 일부 제기되지만 주주환원에 대한 경영진의 인식과 기조를 고려할 때 이러한 가능성은 제한적인 것으로 판단한다.

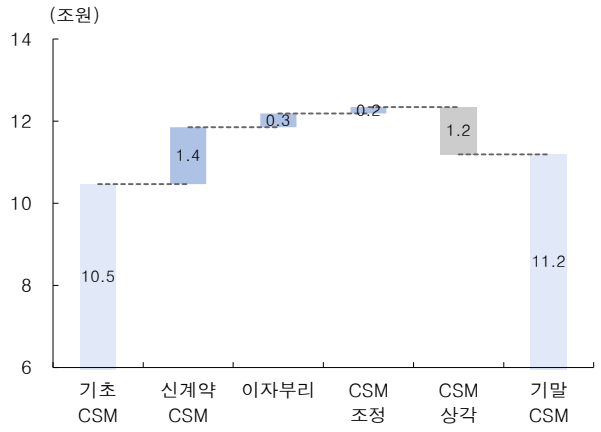
<표 19> 메리츠금융지주 실적 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024A	2025F	2026F
지주 손익계산서															
순영업수익	**955**	**1,209**	**1,134**	**634**	**930**	**1,199**	**1,105**	**791**	**1,124**	**1,173**	**1,208**	**817**	**3,932**	**4,026**	**4,321**
보험손익	288	318	295	(37)	205	213	290	(26)	255	297	336	(46)	864	683	843
이자손익	2,266	2,248	2,283	2,236	2,380	2,399	2,417	2,488	2,506	2,505	2,498	2,574	9,032	9,684	10,083
수수료손익	975	968	1,013	1,065	1,066	1,044	1,012	1,052	1,057	1,059	1,055	1,066	4,022	4,174	4,237
기타손익	468	460	508	542	508	506	491	510	512	513	511	517	1,977	2,014	2,054
판매관리비	184	203	233	123	208	250	284	134	246	274	321	161	743	876	1,002
영업이익	771	1,006	902	511	722	950	821	657	878	899	887	655	3,189	3,150	3,319
영업외손익	38	(18)	(41)	(27)	117	49	(19)	80	75	12	(21)	110	(48)	228	176
세전이익	809	987	860	484	839	999	803	737	953	911	866	765	3,141	3,378	3,495
법인세비용	218	251	204	134	218	261	204	187	255	244	232	205	808	871	936
당기순이익	591	736	656	350	621	738	599	550	698	667	634	560	2,333	2,507	2,559
지배순이익	**586**	**730**	**650**	**340**	**610**	**725**	**595**	**543**	**689**	**660**	**629**	**550**	**2,306**	**2,473**	**2,528**
주요지표															
ROE(%)	25.3	30.5	25.9	13.4	25.4	28.5	22.4	20.0	25.2	21.9	19.2	16.6	22.8	23.0	19.2
ROA(%)	2.29	2.80	2.31	1.17	2.07	2.34	1.89	1.69	2.18	2.06	1.94	1.67	2.00	1.95	1.93
BPS(원)	47,407	47,789	49,903	51,191	51,630	52,769	57,301	59,363	62,233	69,653	76,516	79,237	51,191	59,363	79,237
PBR(배)	**1.72**	**1.66**	**1.95**	**2.03**	**2.36**	**2.13**	**2.20**	**2.13**	**2.03**	**1.81**	**1.65**	**1.59**	**2.03**	**2.13**	**1.59**
화재 별도															
보험손익	**458**	**483**	**463**	**129**	**360**	**364**	**443**	**136**	**414**	**455**	**493**	**122**	**1,534**	**1,303**	**1,484**
장기	427	442	451	157	369	331	428	162	419	418	476	144	1,477	1,289	1,457
CSM 상각	289	287	282	292	288	287	290	290	295	300	301	302	1,150	1,154	1,198
RA 상각	41	40	40	38	43	45	44	44	46	46	46	46	158	177	184
예실차	127	172	176	(305)	21	23	105	(163)	84	111	156	(261)	170	(14)	89
기타	(30)	(57)	(46)	131	17	(24)	(11)	(9)	(6)	(39)	(27)	58	(2)	(27)	(14)
자동차	6	7	(1)	(24)	(7)	(1)	1	(22)	(3)	2	2	(19)	(11)	(29)	(17)
일반	25	34	13	(3)	(2)	34	14	(4)	(2)	35	15	(4)	68	43	43
투자손익	**203**	**193**	**204**	**162**	**262**	**343**	**333**	**343**	**344**	**346**	**344**	**347**	**762**	**1,280**	**1,380**
운용손익	378	364	378	333	424	499	493	504	509	511	509	514	1,453	1,920	2,042
보험금융손익	(175)	(171)	(174)	(171)	(162)	(157)	(160)	(161)	(165)	(165)	(165)	(167)	(691)	(640)	(662)
영업이익	661	676	667	291	622	707	775	479	757	801	836	469	2,295	2,583	2,863
영업외손익	0	0	1	2	2	0	1	1	1	1	1	1	3	5	4
세전이익	661	677	668	293	624	707	777	480	759	802	837	470	2,298	2,588	2,867
법인세비용	170	170	172	75	162	183	197	122	209	220	230	129	588	663	789
당기순이익	**491**	**507**	**495**	**218**	**463**	**525**	**579**	**358**	**550**	**581**	**607**	**341**	**1,711**	**1,925**	**2,079**
증권 별도															
순영업수익	**388**	**426**	**341**	**356**	**453**	**481**	**500**	**493**	**539**	**549**	**546**	**534**	**1,510**	**1,928**	**2,168**
순수수료이익	113	156	156	132	137	146	159	156	162	164	166	169	556	598	660
순이자이익	167	146	140	170	180	196	185	197	193	196	196	198	623	758	782
운용 및 기타	108	124	45	54	136	139	156	140	185	189	184	168	331	571	726
판매관리비	38	30	25	22	22	22	26	26	27	29	29	31	115	95	116
영업이익	158	203	205	179	217	199	205	173	216	221	217	201	744	794	855
영업외손익	180	178	95	139	197	244	252	276	276	278	279	281	593	969	1,114
세전이익	53	53	55	75	60	62	81	105	72	71	88	114	236	308	345
법인세비용	242	254	165	255	282	268	259	379	336	315	273	397	916	1,188	1,321
당기순이익	**240**	**258**	**165**	**137**	**280**	**269**	**258**	**379**	**336**	**314**	**272**	**397**	**799**	**1,185**	**1,319**

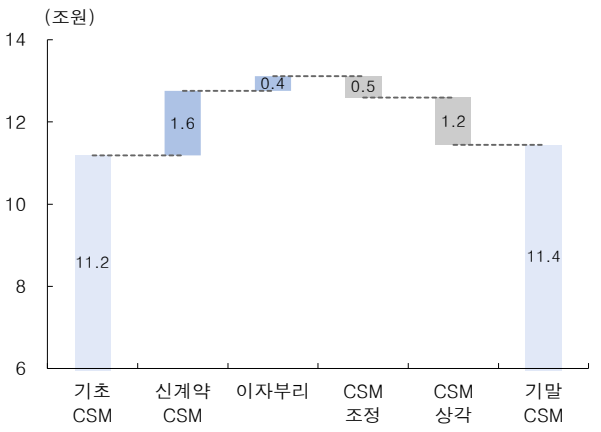
자료: Quantiwise, 메리츠금융지주, 한국투자증권

[그림 60] 메리츠화재 2024A CSM Movement



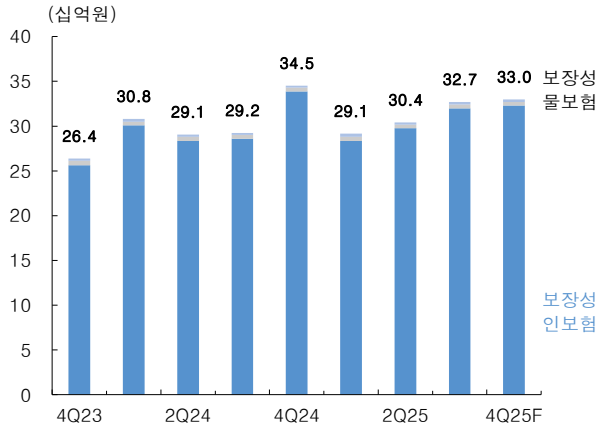
자료: 메리츠금융지주, 한국투자증권

[그림 61] 메리츠화재 2025F CSM Movement



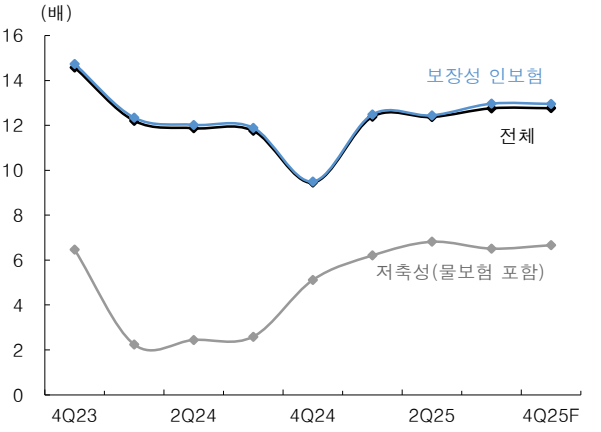
자료: 메리츠금융지주, 한국투자증권

[그림 62] 메리츠화재 월납환산 신계약



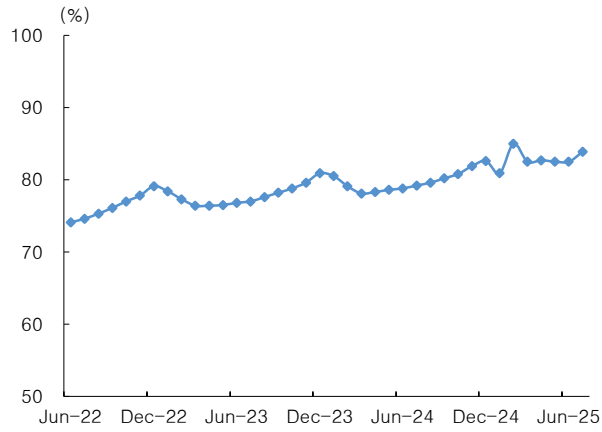
자료: 메리츠금융지주, 한국투자증권

[그림 63] 메리츠화재 CSM 배수



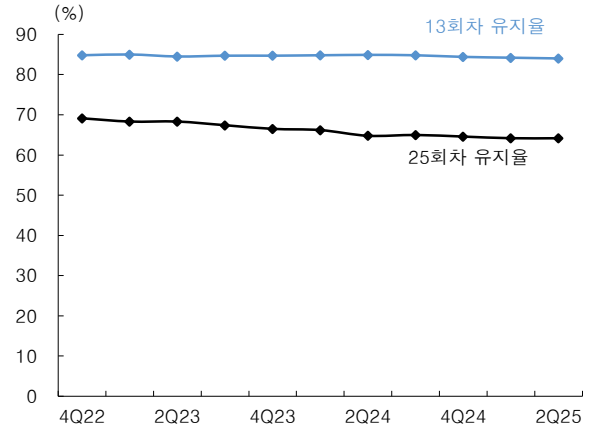
자료: 메리츠금융지주, 한국투자증권

[그림 64] 메리츠화재 자동차보험 누계 손해율



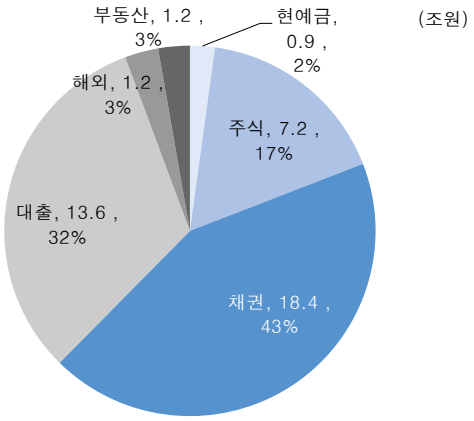
자료: 언론보도, 한국투자증권

[그림 65] 메리츠화재 유지율



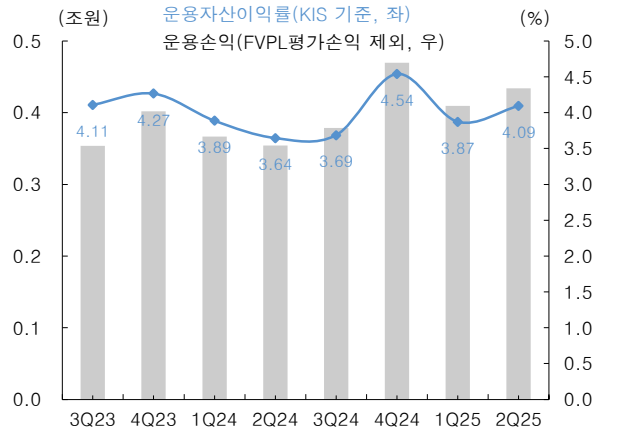
주: 장기보험 기준
자료: 메리츠금융지주, 한국투자증권

[그림 66] 메리츠화재 운용자산 포트폴리오(6월 말 기준)



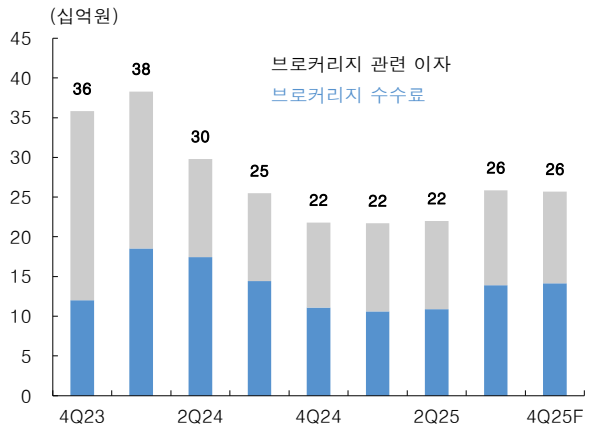
자료: 메리츠금융지주, 한국투자증권

[그림 67] 메리츠화재 운용손익 및 운용자산이익률



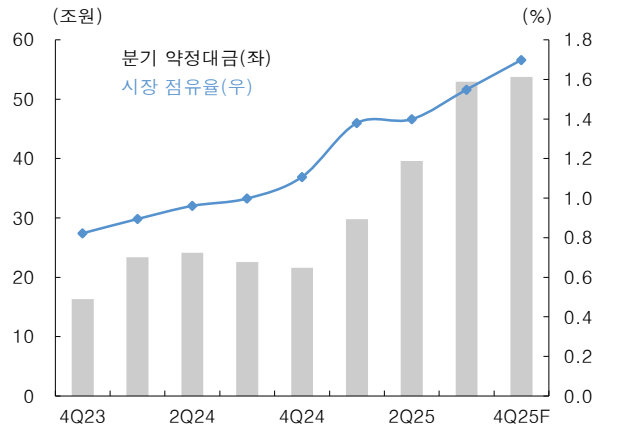
주: 운용손익은 FVPL 평가손익 제외 기준
자료: 메리츠금융지주, 한국투자증권

[그림 68] 메리츠증권 브로커리지 손익 추정



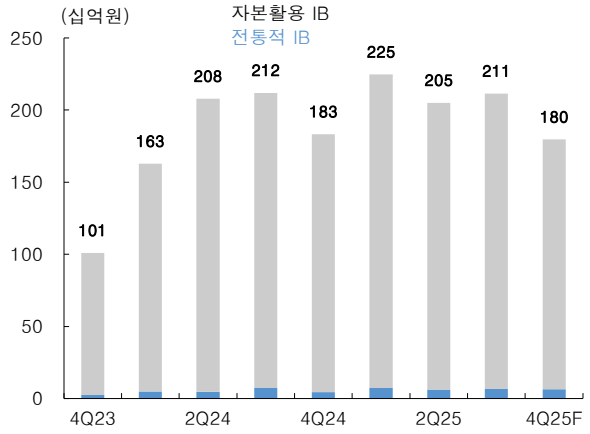
주: KIS 기준 부문별 순수익 추정치
자료: Quantiwise, 메리츠금융지주, 한국투자증권

[그림 69] 메리츠증권 분기 약정대금 및 시장 점유율



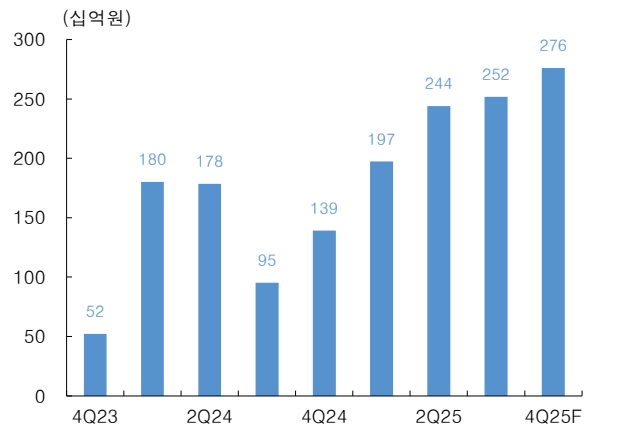
자료: Check, 메리츠금융지주, 한국투자증권

[그림 70] 메리츠증권 IB 손익



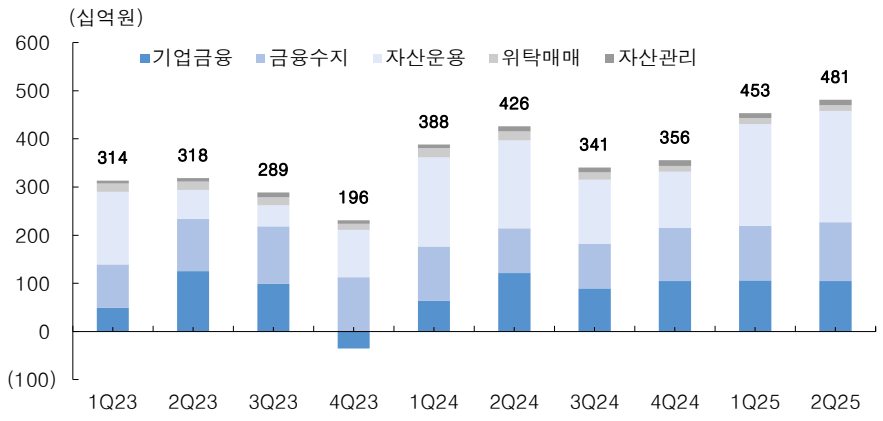
주: KIS 기준 부문별 순수익 추정치
자료: Quantiwise, 메리츠금융지주, 한국투자증권

[그림 71] 메리츠증권 운용 합산 손익



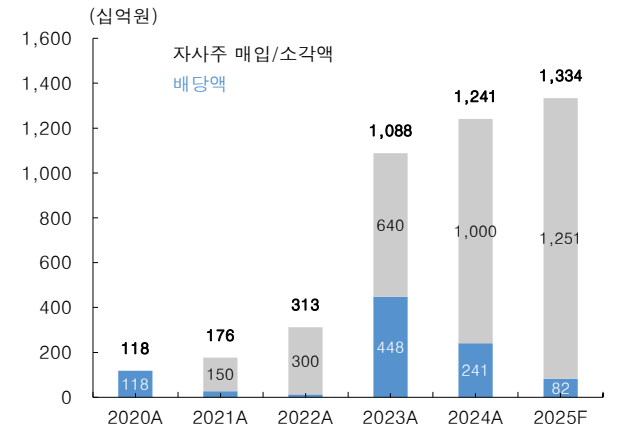
주: KIS 기준 부문별 순수익 추정치
자료: Quantiwise, 메리츠금융지주, 한국투자증권

[그림 72] 메리츠증권 부문별 분기 순영업수익



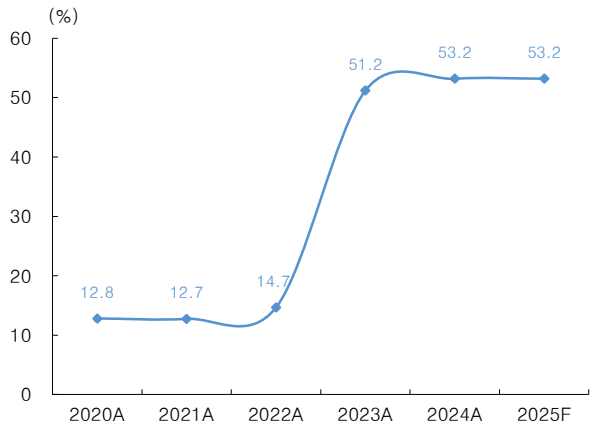
주: IR 기준 부문별 순수익
자료: Quantiwise, 메리츠금융지주, 한국투자증권

[그림 73] 메리츠금융지주 주주환원 규모



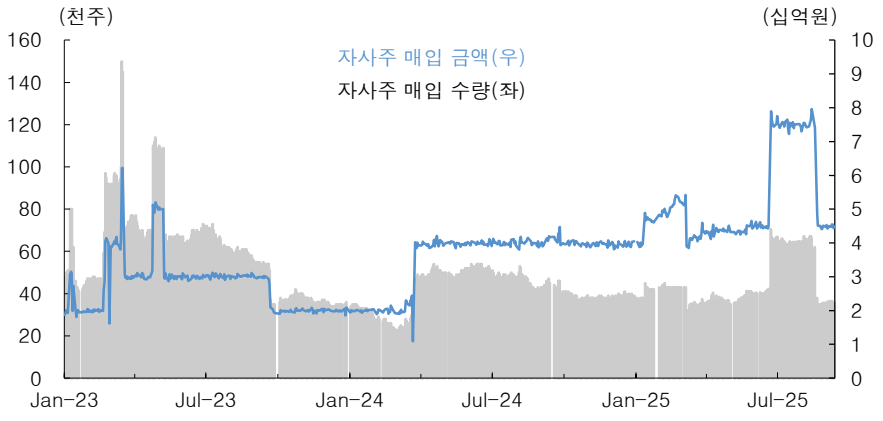
자료: Quantiwise, 메리츠금융지주, 한국투자증권

[그림 74] 메리츠금융지주 총주주환원율



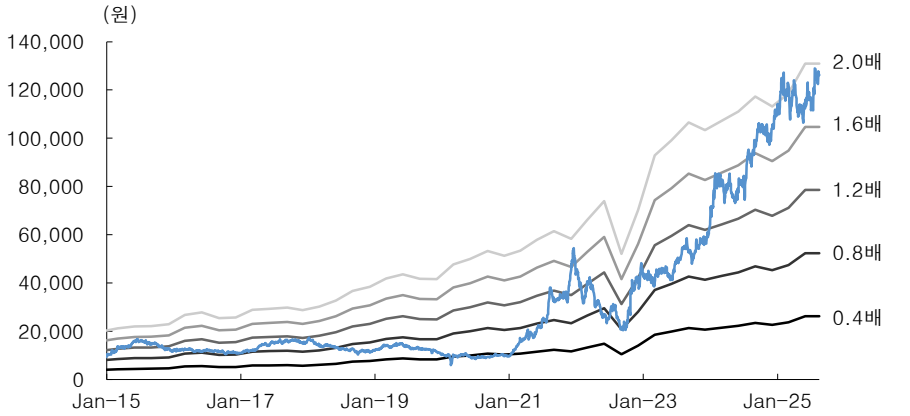
자료: Quantiwise, 메리츠금융지주, 한국투자증권

[그림 75] 메리츠금융지주 자사주 매입 수량 및 금액



주: 매입 금액의 경우 체결수량 등을 통해 추산한 수치
자료: Quantiwise, KIND, 한국투자증권

[그림 76] 메리츠금융지주 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

<표 20> 메리츠금융지주 목표주가 산출 내역

항목	산식	내용
ROE	A	22.6%
자기자본비용	B	9.3%
영구성장률	C	2.0%
목표 PBR(배)	D=(A-C)/(B-C)	2.81
2Q25A BPS(원)	E	52,769
목표주가(원)	DxE	148,000

자료: Quantiwise, Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

2011년 설립. 순수지주회사로 독자적인 사업을 영위하지 않고 주식의 소유를 통해 자회사를 지배하는 것을 주된 사업으로 함. 메리츠화재와 메리츠증권은 각각 2023년 1월, 2023년 4월에 포괄적 주식교환 완료하며 완전자회사로 변경. 주요 자회사는 손해보험업, 금융투자업, 여전업 등을 영위

- 월납환산초회보험료: 납입주기가 월·3개월·6개월·연납인 계약의 초회보험료를 월단위 납입금액으로 환산한 보험료
- 위험손해율: 위험보험료에 대한 발생손해액 비율
- 유지율: 보험계약의 효력이 상실되지 않고 계속되는 상황을 나타내는 것으로 성립 계약에 대한 계속계약의 비율
- 브로커리지: 주식, 선물, 옵션 관련 위탁거래를 중개하는 사업부문
- IB: Investment Bank의 약자. 주로 직접금융 시장에서 효율적 자금중개를 수행하는 투자은행을 가리킴
- ECM: Equity Capital Market의 약자. IPO, 유상증자 등 주식 관련 IB 업무
- DCM: Debt Capital Market의 약자. 채권 관련 IB 업무
- WM: Wealth Management의 약자. 자산관리(AM, Asset Management)와 혼용해서 쓰임
- S&T: Sales & Trading의 약자. 자기자금 및 타인자금을 활용한 ELS, 프랍 등 다양한 트레이딩 업무를 포괄
- 발행어음: 증권사가 자기신용으로 발행하는 1년 이내 단기어음. 주로 기업금융을 수행하기 위한 자금조달 수단
- PI: Principal Investment의 약자. 자기자본의 직접투자

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
총자산	102,236	115,578	127,125	130,752	134,186
현금 및 예치금	4,928	5,000	5,825	5,943	6,062
유가증권	75,842	85,332	89,463	92,250	94,900
대출채권	14,634	16,720	18,425	18,796	19,126
부동산	690	770	697	697	697
보험계약자산	963	980	1,089	1,108	1,129
기타자산	5,180	6,776	11,626	11,957	12,271
총부채	92,139	104,648	115,229	116,169	116,680
보험계약부채	21,577	24,377	26,441	27,358	28,130
예수부채	11,423	13,316	14,668	16,656	17,612
FVPL금융부채	19,862	20,178	19,999	20,811	21,656
파생금융부채	1,277	1,189	1,369	1,411	1,454
차입부채	32,968	39,594	42,689	44,422	46,226
사채	12,707	15,024	17,978	18,708	19,468
기타부채	5,032	5,995	10,062	5,512	1,603
자기자본	10,097	10,930	11,896	14,582	17,506
지배자기자본	9,582	10,094	10,751	13,178	15,820
자본금	113	113	113	113	113
보통주자본금	113	113	113	113	113
신종자본증권	593	892	973	973	973
자본잉여금	125	125	125	125	125
자본조정	587	307	89	42	72
기타포괄손익누계액	553	(133)	(523)	(453)	(329)
이익잉여금	7,611	8,791	9,974	12,377	14,866

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
순영업수익	3,564	3,932	4,026	4,321	4,444
보험손익	878	864	683	843	851
보험수익	8,734	9,032	9,684	10,083	10,412
보험비용	7,856	8,168	9,001	9,241	9,561
이자손익	2,050	2,044	2,160	2,184	2,233
이자수익	3,904	4,022	4,174	4,237	4,333
이자비용	1,853	1,977	2,014	2,054	2,100
수수료손익	583	497	505	569	586
수수료수익	679	598	670	756	778
수수료비용	97	101	165	187	192
기타손익	53	527	678	726	774
기타수익	45,241	32,922	21,043	21,472	21,499
기타비용	45,188	32,396	20,366	20,746	20,725
판매관리비	630	743	876	1,002	1,035
영업이익	2,934	3,189	3,150	3,319	3,410
영업외이익	(89.6)	(47.7)	228.1	176.1	199.0
세전이익	2,844	3,141	3,378	3,495	3,609
법인세비용	719	808	871	936	966
실효세율(%)	25.3	25.7	25.8	26.8	26.8
계속사업이익	2,125	2,333	2,507	2,559	2,642
중단사업이익	1	0	0	0	0
당기순이익	2,125	2,333	2,507	2,559	2,642
지배순이익	2,042	2,306	2,473	2,528	2,609
비지배순이익	84	27	35	31	33

화재 및 증권 별도 손익계산서

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
화재					
보험손익	1,497	1,534	1,303	1,484	1,514
장기	1,472	1,477	1,289	1,457	1,474
자동차	13	(11)	(29)	(17)	(4)
일반	12	68	43	43	44
투자손익	609	762	1,280	1,380	1,404
운용손익	1,258	1,453	1,920	2,042	2,088
보험금융손익	(648)	(691)	(640)	(662)	(684)
영업이익	2,107	2,295	2,583	2,863	2,918
당기순이익	1,567	1,711	1,925	2,079	2,119
증권					
순영업수익	1,116	1,510	1,928	2,168	2,253
순수수료이익	493	556	598	660	679
순이자이익	654	623	758	782	800
운용 및 기타	(31)	331	571	726	774
판관비	499	594	740	847	874
영업이익	618	916	1,188	1,321	1,379
당기순이익	424	630	904	956	998

주: K-IFRS (연결) 기준

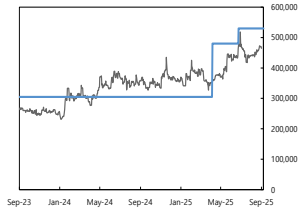
Valuation

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당 지표(원)					
유통주식수(천주)	189,903	179,767	164,711	154,030	143,322
BPS	47,333	51,191	59,363	79,237	103,592
EPS	10,612	12,612	14,750	16,135	17,904
(증가율, %)	(6.0)	18.9	16.9	9.4	11.0
DPS	2,360	1,350	500	500	500
주가 지표(배)					
PBR	1.25	2.03	2.13	1.59	1.22
PER	5.6	8.2	8.6	7.8	7.0
배당수익률(%)	4.0	1.3	0.4	0.4	0.4
배당성향(%)	22.0	10.5	3.3	3.0	2.7
수익성(%)					
ROE	21.3	22.8	23.0	19.2	16.5
ROE(화재)	28.6	29.8	29.9	26.3	22.4
ROE(증권)	7.5	10.0	12.4	12.3	12.1
ROA	2.00	2.00	1.95	1.93	1.94
ROA(화재)	3.98	3.95	4.21	4.44	4.44
ROA(증권)	0.83	1.07	1.36	1.40	1.42

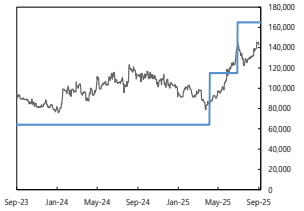
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
삼성화재(000810)	2025.04.21	매수	480,000원	-15.5	-3.5		2025.07.14	매수	165,000원	-	-
	2025.07.09	매수	530,000원	-	-	현대해상(001450)	2025.09.16	매수	33,000원	-	-
DB손해보험 (005830)	2025.04.21	매수	115,000원	-6.9	20.7	메리츠금융지주 (138040)	2025.09.16	매수	148,000원	-	-

삼성화재(000810)



DB손해보험(005830)



현대해상(001450)

메리츠금융지주(138040)

■ Compliance notice

- 당사는 2025년 9월 16일 현재 삼성화재, 현대해상, DB손해보험, 메리츠금융지주 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 9월 16일 현재 메리츠금융지주 발행주식의 자사주매매(신탁포함) 위탁 증권사입니다.
- 당사는 삼성화재 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2025. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.9%	22.1%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.