DB 손해보험 (005830)

GOAT (Greatest of All Time)

2026년 2월 23일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	283,000 원 (상향)
✓ 상승여력	47.2%	✓ 현재주가 (2 월 20 일)	192,300 원

[손해보험]
임희연 연구위원
✉ heeyeon.lim@shinhan.com

신한생각 우수한 펀더멘털, 주주환원 확대, 부담없는 밸류에이션

포테그라 인수 완료 시 주주환원 확대 기대. 3차 상법 개정안 법사위 소위 통과에 따라 자사주(14.5%) 소각에 따른 기계적인 주가 상승 예상. 우수한 펀더멘털과 부담없는 밸류에이션은 덤. 보험업종 Top Pick 유지

4Q25P 순이익 3,350억원(+72.4% YoY), 기대치 부합

당사 추정치 3,275억원 vs. 컨센서스 2,795억원

[CSM] 월평균 보장성 신계약 142억원(-8.8%, 이하 YoY), CSM 전환배수 16.7x(-2.5x), 신계약 CSM 7,091억원(-20.9%) 기록. 운전자보험 절판으로 12월 보장성 월납신규는 전월대비 52.4% 증가

[예실차 및 기타] 예실차 -40억원, 보험금예실차 -337억원(적지, +430억원), 사업비예실차 -63억원(적지, +173억원)으로 개선. 언더라이팅 강화 및 두 차례 요율 인상 등 영향. 기타 손실 315억원

[자동차/일반] 합산비율 자동차 107.5%(+6.6%p), 일반 83.8%(-8.4%p)

[주주환원] 상반기 중 미국 스페셜티 보험사 포테그라 인수 완료 시 연결 기준 주주환원율 및 주주가치 제고 계획 업데이트 예정

Valuation & Risk: 목표주가 283,000원으로 상향

멀티플 변경 및 자사주 소각 선반영해 목표주가를 28.3만원으로 상향. 참고로 현재 별도 기준으로 실적 추정 및 밸류에이션 산정 중이나, 포테그라 인수 후 연결 기준으로 변경 예정. 추후 재평가 요인으로 작용 예상

2026년 예상 ROE 16.4%, PBR 1.3x로 밸류에이션 부담 제한적. 현 시점에서 2028년 결산 시점까지 누적될 배당수익률은 최소 19.8% 추정

12월 결산	보험손익 (십억원)	투자손익 (십억원)	영업이익 (십억원)	당기순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	DY (%)
2023	1,550.0	466.8	2,016.8	1,536.7	3.9	17.7	0.7	6.3
2024	1,619.1	743.6	2,362.7	1,772.2	4.1	21.1	0.9	5.2
2025P	1,035.9	1,077.7	2,113.7	1,534.9	6.0	15.6	0.9	5.1
2026F	1,207.0	1,089.3	2,296.2	1,662.5	8.1	16.4	1.1	4.3
2027F	1,249.3	1,167.6	2,416.9	1,758.5	7.7	14.8	1.0	4.9

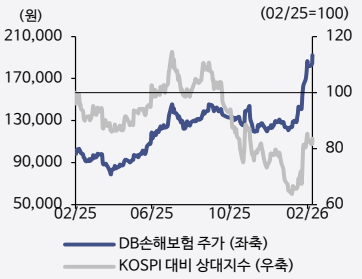
자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	상향

시가총액	13,342.5 십억원
발행주식수(유동비율)	69.4 백만주(61.4%)
52 주 최고가/최저가	192,300 원/78,900 원
일평균 거래액 (60 일)	28,930.8 백만원
외국인 지분율	44.0%
주요주주 (%)	
김남호 외 14 인	26.0
국민연금공단	7.4

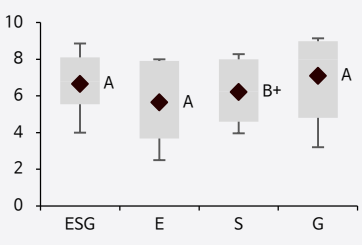
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	49.2	60.1	90.8	50.5
상대	25.5	10.4	(12.8)	11.6

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



4Q25 컨퍼런스콜 요약

2025년 주요 성과

2025년을 돌아보면 세계적으로는 미관세 정책에 따른 패권 경쟁 및 자국 이기주의 확산, 국내는 대통령 탄핵과 신정부 출범 등 대내외적으로 정치 경제 환경이 급변하면서 변동성이 심화되었던 한 해였음

정치 및 경제 환경의 변동성 증대된 상황에서 보험 산업은 인구 구조 변화, 보험시장 포화, GA 채널 확대 등 업계 외형 경쟁이 더욱 심화되었고 수익성 측면에서도 업계 전반에 걸친 손해율 상승으로 많은 어려움을 겪었던 한 해였음. 당사도 보종별 손해율이 악화되면서 손익 측면에서는 다소 아쉬운 부분도 있었음. 외형 측면에서는 전 보정에서 지속적인 성장성은 유지하고 있음

보험영업수익과 투자영업수익의 합산인 매출액은 20조 663억원(+6.6% 이하 YoY) 기록. 보험손익은 장기자동차 손해율 악화 영향으로 1조 359억원(-36%), 투자손익은 대체투자 및 주식평가 이익 증가로 1조 777억원(+44.9%) 기록

그 결과 당기순이익은 2,373억원 감소한 1조 5,349억원(-13.4%) 기록

장기보험

장기보험 손익은 전년대비 2,698억 감소한 1조 758억원 시현. 장기보험 손익이 전년대비 감소한 주된 요인은 의료파업 종료에 따른 장기요양 손해율 상승 및 보험금 예실차 손실 확대이며, 이는 업계 전반적으로 유사한 사항. 외형 측면에서는 장기보험 보장성 신규는 간편, 종합, 운전자 보험 등 수익 상품 중심의 마케팅으로 월평균 143억원(+0.5%) 시현

효율 측면에서 2025년 연간 IBNR 제외 장기위험 손해율은 의료파업 정상화에 따른 의료 이용량 증가 및 질환부분 손해율 약화로 92.4%(+4.6%p) 기록. 장기보험 손해율 상승이 일시적인 이유에 그치지 않을 가능성이 높기 때문에 당사는 적극적인 조치를 시행하고 있으며, 2025년에도 3회에 걸쳐 보험료를 인상하였음

보험료 인상 외에도 신계약 수익성 제고를 위한 우량 상품 및 담보 확대, 마케팅 전략 연계, 언더라이팅 강화 조치 등 손해율 개선 조치를 적극적으로 시행하고 강화해 나갈 예정

유지율은 13회차 88.5%, 25회차 72.6% 기록. 이는 전년대비 소폭 개선된 수준

장기보장성 상품별 실적 및 CSM

장기보장성 월납 신규는 월평균 133억원을 달성하였으며 주력 상품인 질병, 운전자 보험이 전반적으로 증가하였음. 특히 질병 보험은 시장 니즈가 큰 간편 보험 중심으로 성장하고 있음

당사는 질병, 상해, 운전자 등 다양한 포트폴리오에 기반한 균형 잡힌 채널 포트폴리오를 보유하고 있으며 채널별로도 전속 채널인 PA와 전속인 GA 채널 외에도 TM 채널을 적극적으로 운영하고 있음. 특정 채널에 치우치지 않아 가장 변동성이 적고 리스크를 최소화한 채널 운영을 하고 있음

무조건적인 규모 확대보다는 수익성과 효율 중심의 신계약 확보에 집중하고 있으며 이는 업계 최고 수준인 CSM에서도 나타나고 있음. 다만 2025년 말 CSM은 사업비 가정 가이드라인 반영 및 교육세 인상에 따른 일시적인 가정 변동 영향으로 전년 말 대비 265억원 감소한 12.2조원 기록

앞으로도 수익성과 효율에 기반한 장기보험 성장 전략을 수립 시행할 계획이며 이를 통해 안정적인 수익 구조 확보와 지속적인 CSM 성장을 추진해 나갈 예정

자동차 및 일반보험

자동차보험 원수보험료는 4조 3,952억원(-1.4%) 기록. 원수보험료의 감소는 보험료 인하 및 할인 특약 확대로 인한 배당 보험료 감소가 주 원인이며 이는 업계의 공통적인 상황

손익 측면에서는 배당 경과 보험료 감소되고 보험료 원가 상승에 따라 손해율이 86.5%(+4.8%p) 시현하였으며, 손익은 547억원의 적자 기록. 당사는 수익성 개선을 위해 기본 보험료 인상 조치를 시행하였고, 보험료 인상 외에도 고위험 계약에 대한 언더라이팅 강화, 채널별 수익성 관리 등 적극적인 조치를 통해 올해는 다시 흑자 전환을 할 계획을 세우고 있다는 점을 말씀드림

일반보험의 경우 외형은 원수보험료 2조 4,321억원(+6.0%)을 기록하였고, 손익은 149억원 소폭 흑자 시현

자동차보험과 달리 일반보험은 대부분 대사고로 인한 손익이 감소되었으며, 국내에서는 금호타이어 및 국가정보자원관리원 등 대형 화재 사고 발생, 해외에서는 LA 산불의 영향이 컸음. 대상으로 인한 손실이긴 하지만 이런 상황이 재발하지 않도록 내부적으로는 상품 포트폴리오와 업무 프로세스를 재점검하는 계기로 삼고 있으며, 앞으로는 일반 보험에서도 확실한 수익성을 실지로 관리해 나갈 계획

자산운용

2025년 말 운용자산은 56조 761억원(+13%)으로 성장하였으며, 투자 포트폴리오는 국채, 고등급 회사채, 우량 대출 등 구조적 수익 중심으로 구성되어 있음. 보유이원은 금리 하락에도 불구하고 안정적 대체투자 확대를 통해 전년도와 유사한 3.96% 수준을 유지 중

이러한 안정적인 구조적 수익 기반을 더해 퇴직연금에서 큰 폭으로 개선되면서 순투자이익률 4.05%를 시현하였음. 글로벌 금융 시장에 대한 불확실성이 지속되고 있지만 당사는 기존 포트폴리오를 효율화하고 구조적 이익 중심으로 포트폴리오를 확대해 금년에도 안정적으로 투자 손익을 증대해 나갈 예정

자본건전성

2025년 말 연결 기준 K-ICS 비율 제도 변경 및 2025년 1분기 제도 변경 및 2025년 말 가정 변경 영향에 따라 217.9%(-8.6%p)를 기록하였으나 200%를 크게 상회하는 업계에서 우려한 수준을 유지하고 있음

금융당국의 자본건전성 관리 강조 권위에 따라 회사는 ALM 매출 및 장기 보험 신계약 포트폴리오 관리 강화, 보험료 수익성 제고 등을 통해 안정적인 K-ICS 비율을 유지하도록 노력해 나갈 예정

주주환원정책

당사는 손해율 상승에 따른 수익성 둔화 등 업황 악화에도 불구하고 적극적인 기업가치 제고 계획 이행 및 주주환원 제고를 위해 올해 주당배당금을 전년대비 11.8%, 금액으로는 800원 상승한 7,600원으로 결정하였음

참고로 배당 투자 강화를 위해 2023년부터 선 배당액 결정 후 배당 기준일 공시로 변경하여 운영하고 있으며, 이번 배당 기준을 2026년 3월 27일로 공시하였음

앞으로도 견고한 이익 창출력, 안정적 K-ICS 비율 등을 바탕으로 점진적 주당배당금 상향 및 배당성향 확대를 적극적으로 추진할 예정이며, 이를 통해 지속적으로 주주가치를 제고해 나갈 계획

2026년 경영 전망

현재 보험업계는 경제 저성장 기조 하에 성장성, 수익성, 건전성 측면에 삼중고에 직면해 있음. 우선 경제 환경 측면에서 저출산과 고령화로 국내 잠재 성장률이 하락하고 있으며 세계 주요국보다 낮은 성장세가 예상된 상황으로 보험업계 역시 저성장이 지속될 것으로 보임

보험 산업 측면에서는 손해율 상승으로 수익성은 하락하고 신계약 확대를 위한 경쟁이 심화됨에 따라 질적 성장이 한층 중요해지고 있음. 제도 변화와 규제 측면에서는 판매 수수료 분급 확대 등 소비자 중심의 제도 시행이 예정되어 있고 기본자본비율 및 듀레이션 갭 관리 제도 도입으로 건전성 관리 부담은 가중되고 있으며 5세대 실손보험 도입과 향후 치료비 관련 제도 개선이 예고되어 있어 경영 환경의 불확실성은 지속될 것으로 보임

이러한 환경 하에서 당사는 2026년 전략 방향을 경영효율 우위 기반의 글로벌 보험사 도약으로 설정하고 두 가지 핵심 축을 중심으로 세부 전략을 추진해 나갈 예정. 1) 견고한 수익 구조 기반을 확립하겠음. 신계약 수익성 제고 및 손해율 개선 등을 통해 수익성 경쟁 우위를 확대하고 금융시장 변동성에 적극 대응함으로써 수익성과 건전성을 철저히 관리해 나가겠음

2) 사업 구조 혁신을 지속하고 글로벌 경쟁력을 확보하겠음. 사업비 효율화와 AI를 활용한 업무 생산성 증대를 지속 추진하고 성공적 해외 M&A 안착 등 글로벌 보험사 도약을 위한 지속 가능 성장 기반을 구축해 나갈 것

장기보험

수익구조 강화를 위해 상품 및 언더라이팅의 전략적 운영에 집중할 것. 경험위험률 기반 요율 조정과 상품 구조 개선을 통해 수익성을 제고한 상품 전략을 전개하겠으며, 사전 수익성 분석 체계를 정교화하겠음. 또한 고손해율 고객 및 영업조직에 대한 언더라이팅을 강화하여 최적의 언더라이팅 전략 체계를 운영하겠음

신계약 CSM 측면에서는 리스크 관점의 신계약 포트폴리오 개선을 지속하겠음. 손실부담계약 근접 계약에 대한 관리 기준을 상향하고, 신규 시스템 관리 지표를 도입하여 현장의 변화 관리를 강화해 나가겠음

보유 CSM 측면에서는 해지 및 수환 계약에 대한 체계적 관리 강화를 통해 유지율을 개선하고, 안정적인 CSM 증대를 모색해 나가겠음

자동차보험

고보장 특약 확대 등 적정 보험료 확보 정책을 지속하여 수익성 경쟁 우위를 이어가겠음. 또한 향후 치료비 제도 개선 등 긍정적 제도 변화에 기민하게 대응하고 현장 손해 절감 활동을 확대하겠음. 아울러 고수익 채널 중심의 마케팅 전략을 통해 채널별 균형 성장을 추진하겠음

일반보험

수익성 중심의 요율 체계를 운영하고 인수 기준을 강화하여 구조적 수익성을 개선해 나가겠음. 이익 기여도가 높은 보험 종목을 중심으로 신시장을 공략하고 수익성 관점의 언더라이팅 고도화 및 재보험 구조 최적화를 통해 안정적인 보유이익 기반을 확충하겠음

자산운용

신용, 시장위험 등 위험자본 효율을 고려한 자산 배분을 실시하고 리스크 대비 수익 효율이 우수한 자산 비중을 확대하여 운용자산 포트폴리오의 효율을 제고하겠음. 또한 금리 및 환율 환경을 고려한 기민한 시장 대응과 저효율 자산 축소를 위한 선별적 리밸런싱 상시와·이슈 자산에 대한 밀착 관리 등을 통해 손익 변동성을 능동적으로 제어하고 선제적 리스크 관리에 만전을 기하겠음

사업 구조 혁신과 글로벌 전략

채널별 판매비 운영 효율화와 비용·효율 관리 강화를 통해 지속가능경영 관점에서 비용 구조 재설계를 추진해 나가겠음. 전사 AI 거버넌스 체계를 구축하여 신속하고 혁신적인 AI 전환을 위한 AI 임팩트 전략을 추진하겠으며 AI 기반 업무 영역 확대를 통해 실질적인 생산성 증대를 이끌어 나가겠음

해외사업에서는 포테그라 M&A를 성공적으로 마무리하고 현지 자율성과 당사 정책 간 균형을 고려한 거버넌스 체계를 구축하여 통합 리스크 관점의 관리 체계를 선제적으로 수립해 나가겠음

미주 지점에서는 상품별 수익성 검증을 고도화하고 안정적인 상품 구조를 확보하여 손익 변동성을 완화하는 등 내실 있는 성장을 지속하겠음

Q&A

Q1) 업권 전반에 해당되는 사안으로 상반기 중 계리적 가정 가이드라인이 재차 변경되면서 손해율 및 사업비율 관련 가정 변경이 예정되어 있는 것으로 알고 있음. 당사에 미칠 영향에 대해 현재까지 파악된 수준이 있다면 공유 부탁

A) 금감원에서 2분기까지 반영하도록 안내한 가정 변경 사항은 사업비 및 손해율 가정임. 당사의 경우 사업비에 영향을 미치는 드라이빙 factor 변경 및 물가상승률 반영 요소를 이미 2025년 말 가정 변경 시 선반영하였음. 회사별로 차이는 있을 수 있으나 당사는 가이드라인이 공개된 내용을 바탕으로 선제적으로 반영하였으며 그 영향으로 CSM이 약 5천억원 감소하는 영향이 있었음. 따라서 4분기 CSM 감소 폭이 타사 대비 상대적으로 크게 보일 수 있음

추가로 손해율 가정의 경우 아직 세부 내용이 확정되지 않은 부분이 있음. 당사에 유리한 요인과 불리한 요인이 혼재되어 있어 구체적 내용이 확정되는 대로 영향도를 정리해 다시 말씀드리겠음

Q2) 4분기 보험손익을 보면 적자 폭이 상당 부분 축소되며 긍정적인 흐름이 나타난 것으로 판단됨. 특히 보험금 예실차가 많이 감소했고 실제 지급보험금이 3분기 대비 4분기에 QoQ 기준으로 감소한 점이 인상적임

3분기에 일시적으로 보험금 지급이 증가했던 기저효과인지, 아니면 4분기 들어 클레임 관리가 잘 된 영향인지 지급보험금 감소의 주요 요인에 대해 설명 부탁

A) 4분기 보험금 감소와 관련해 인위적인 클레임 컨트롤 여부를 문의하셨는데 별도의 인위적 통제는 없었음. 당사는 2020년에는 팬데믹, 2024년에는 의료파업 변화에 따른 손해율 부담을 개선하고자 2025년부터 언더라이팅 관점의 개선 방안을 시행하였음

두 차례 가격 인상과 더불어 모집자 및 고객 단위 언더라이팅을 연초부터 강화하였고 효과가 문제 담보 중심으로 연말에 점진적으로 나타난 것으로 판단함. 경쟁사 대비 2025년 및 2026년 목표 손해율 수준은 유사할 것으로 추정하고 있음

Q3) 2025년에 이미 주주환원율 30%를 달성한 상황. 이에 따라 2028년 35% 목표에 조기 도달할 가능성도 있다고 판단되는데 금년 중 해당 계획을 업데이트할 의향이 있는지?

A) 당사는 올해 포테그라 인수라는 중요한 이벤트를 앞두고 있으며 상반기 중 마무리될 예정임. 해당 인수가 완료되면 연결 기준 주주환원율 및 주주가치 제고 계획을 재검토 후 업데이트할 계획임. 적극적으로 검토하여 시장과 소통하겠음

Q4) K-ICS 비율 관련 관리 전략을 잘 설명해 주셨는데 기본자본비율 기준으로 어떤 수준에서 보다 적극적인 주주환원을 추진할 수 있다고 판단하시는지 내부적으로 고려 중인 레벨이 있다면 공유 부탁

A) 기본자본비율 목표 수준 설정 여부에 대해 문의하셨는데 기본자본비율 규제는 2027년 1분기부터 적용 예정임. 현재 일부 제도는 확정되었으나 세부 기준은 아직 확정되지 않은 상황

관련 세부 기준이 확정되고 당사 내부 검토가 충분히 이뤄진 이후, 기본자본비율의 타깃 수준을 설정하여 말씀드릴 수 있도록 하겠음

Q5) 아까 포테그라 관련해 말씀 주셨는데 2024년 순이익이 약 2천억원 수준으로 알고 있음. 스페셜티 보험 특성상 실적 변동성이 어느 정도 있는지 궁금하고 2025년도 순이익 수준에 대해서도 공유 가능하신지?

A) 포테그라의 2024년도 실적은 달러 기준 순이익 1억 4천만 달러였음. 2025년도에는 순이익이 전년대비 약 16% 증가한 1억 6천만 달러 수준을 시현하였음

합산비율 측면에서 보면 2024년은 90.0%, 2025년은 88.1%로 개선되었으며, 현재까지는 변동성이 크지 않은 것으로 판단하고 있음

Q6) 당사가 2월 6일 자로 자본 배치 및 거버넌스 관련 공개 서한을 보내드렸고 3월 6일까지 이에 대한 답변과 해당 내용을 반영한 밸류업 플랜 발표를 요청드린 바 있음. 이에 대해 회사 차원에서 검토 후 발표할 계획이 있는지?

A) 먼저 회사는 얼라인파트너스의 주주 제안을 긍정적으로 검토하고 있음. 제안주신 총 8가지 사항, 즉 자본 배치 관련 2가지와 기업 거버넌스 관련 6가지 사항에 대해 현재 담당 부서에서 충분한 검토를 진행 중임. 각 부서의 최종 검토가 완료되는 대로 말씀하신 일정인 3월 6일에 공개 서한에 대한 공식 답변을 드릴 예정이며 해당 내용은 회사 홈페이지 등을 통해 공시할 계획임

또한 앞서 경영관리 파트장이 말씀드린 바와 같이 현재 포테그라 인수가 상반기 중 완료될 것으로 예상됨에 따라 하반기에는 연결 기준의 새로운 밸류업 계획을 발표할 예정임. 해당 계획에는 온라인에서 제안해 주신 주당 지표 등 정량적으로 평가 가능한 지표들을 포함한 구체적인 방안을 담을 계획

Q7) 금일 3차 상법 개정안이 법사소위에서 논의된 것으로 알고 있음. 회사가 과거 상당 규모의 자사주를 보유하고 있는 가운데, 작년 말이나 올해 초 관련 입장이 발표될 수 있다는 시장 기대가 있었으나 현재까지 별도 언급은 없는 상황임. 자사주 보유와 관련해 새로운 입장 발표 계획이 있는지?

A) 자사주 소각에 대한 주주 요구에 대해서는 경영진도 충분히 공감하고 있음. 회사는 작년 말 일부 자사주 소각을 완료하였으며 상법 개정안 통과 이전에 선제적으로 추진하는 방안도 긍정적으로 검토 중임

상법 개정안이 통과되면 관련 법령에 따라 회사의 의무를 성실히 이행할 예정

Q8) 아까 기준 조정과 관련해 2분기 적용 예정인 사업비 요소 반영에 대해서는 설명해 주셨는데 4분기 CSM 기준 조정이 약 1.6조 원 수준으로 나타난 부분에 대해 보다 세부적인 설명을 부탁드리고자 함. 특히 가정 변경 영향 중 해지율과 손해율 등을 구분하여 설명해 주시면 좋겠음

또한 올해 전망과 관련해 신계약 CSM에 대한 언급은 많지 않았던 것으로 보임. 4분기만 놓고 보면 신계약 마진 배수가 QoQ로 다소 하락한 것으로 보이는데, 금리 상승 등의 영향이 있었던 것으로 추정됨. 이러한 환경을 감안할 때 올해 신계약 CSM에 대한 타깃 수준을 어떻게 보고 계신지?

2분기 적용 예정인 사업비 요소 반영에 대해서는 설명해 주셨으나, 그 외 교육세, 계리 가정 변경 등 요소별로 구분하여 CSM 기준 조정 내역을 설명 부탁

A) 2025년 4분기 가정 변경에 따른 CSM 조정액 중, 앞서 경영관리 파트장이 말씀드린 사업비율 관련 영향은 약 9천억원. 이 중 교육세 영향이 약 4천억원, 가이드라인 변경 영향이 약 5천억원이었음. 또한 해지율 및 손해율 가정 변경에 따라 약 6천억원의 영향이 있었음

아울러 2026년 CSM 배수에 대해 말씀드리겠음. 앞서 경영계획에서 설명드린 바와 같이 안정적인 CSM 증대를 위해 수익성 관리 강화를 추진하고 있음. 연초 보험료 인상을 시행하였고 우량 포트폴리오 확대 및 적정 요율 확보를 통해 보장성 CSM 배수를 17배 이상 유지하는 것을 목표로 하고 있음

가치분석 파트장이 말씀드린 손해율 및 해지율 가정 변경 효과는 연말 기준 가정 변경 효과를 설명드린 것임. 이를 세부적으로 나누면 해지율 가정 변경에 따른 영향은 약 4,500억원 마이너스, 손해율 가정 변경에 따른 영향은 약 3,000억원 플러스 효과가 있었음

신계약 CSM 목표에 대해 말씀드리겠음. 신계약 CSM 총량은 2조 8천억원 수준으로 전년과 유사한 수준을 목표로 하고 있음. CSM 배수는 17배 수준으로, 전년 대비 0.1배 개선을 타깃으로 하고 있음

Q9) 포테그라 관련해 해외 실적에 대한 예산 또는 가이던스 수준 공유 부탁

A) 포테그라의 2026년도 경영계획은 매출이 2025년 36억달러에서 2026년 약 40억달러 수준으로 약 10% 성장하는 것을 목표로 하고 있음. 당기순이익은 2025년 1억 6천만달러에서 2026년 1억 7천만달러 수준으로, 전년 대비 약 5% 이상 성장할 것으로 계획. 합산비율은 90% 내외 수준을 목표로 관리할 예정

Q10) 이번 분기 K-ICS 비율이 QoQ로 하락했는데, 이에 대한 상세한 변동 요인을 요소별로 브레이크다운 부탁. 또한 2025년 말 기준 기본자본비율이 얼마였는지도 함께 부탁

아울러 2026년 상반기 중 포테그라 인수 완료 시점에서의 K-ICS 비율과 기본자본비율 전망이 궁금함. 더 나아가 2026년 말 또는 중장기적으로 지속 가능한 기본자본비율 수준을 어느 정도로 보고 계신지?

A) 4분기 K-ICS 비율은 217.9%(-8.6% QoQ). 주요 하락 요인은 연말 계리적 가정 변경 및 배당 예정액 반영으로 약 4.6%p 감소한 영향. 반면 긍정적인 요인으로는 당기순이익 반영과 신계약 영향 등으로 약 3-4%p 상승 요인이 있었음. 종합하면 전체적으로 8.6%p 하락. 작년 말 기준 기본자본비율은 88.3%

포테그라 인수 이후 연결 기준 K-ICS 비율에 대해서는 정확한 영향 수치를 말씀드리기 어려움. 가장 보수적인 가정할 경우, 인수 완료 후 연결 시점인 2026년 6월 기준으로 K-ICS 비율은 210% 이상을 유지할 것으로 전망하고 있음

기본자본비율 관련해서 80% 이상을 유지할 걸로 유지하는 것으로 설정하고 있는데 앞서 말씀드렸던 것처럼 제도가 내년 1분기에 도입이 되기 때문에 세부 확정되는 기준을 보고 또 확정되는 내용 대로 다시 공지 드릴 수 있도록 하겠음

Q11) 4분기 위험손해율이 크게 개선된 모습을 보임. 3분기에 IDNR 이슈가 있었음을 감안하더라도 상당히 선전한 것으로 보이는데, 손해율 하락 요인은?

3분기에는 배상책임 및 대물담보 쪽에서 손해율이 상승했고 보험료를 인상했다고 하셨음. 보험료 인상 효과가 4분기에 반영된 것인지? 2026년 위험손해율 흐름을 어떻게 전망하고 계신지? 추가로 연초 보험료 조정 실시에 대한 설명 부탁

A) 3분기 대비 4분기 손해율 개선 요인은 인위적인 클레임 컨트롤은 아님. 당사는 2024년부터 경험위험률 조정을 시작했고 2025년까지 총 2회 실시함. 가격 측면에서는 손해율 개선을 위한 조치를 시행하였고 2025년부터는 클레임 관리 및 언더라이팅 전략을 병행하여 추진하였음. 그 효과가 연말 기준으로 점진적으로 나타난 것이며 초년도 손해율에서도 개선 효과가 확인되었음

이에 따라 2025년 손해율은 IBNR 포함 기준 92.3%이며 2026년도 역시 유사한 수준을 목표로 관리하고 있음. 3분기까지 손해율 상승 폭이 높았던 것은 IBNR 포함 손해율 상승 폭이 기존대비 가팔랐기 때문. 손해율이 급격히 상승하면 IBNR 적립액이 급증하는 경향이 있어 3분기까지 IBNR 적립 부담이 컸고 4분기에는 완화되면서 손해율 상승 폭이 둔화된 영향도 있었음

장기 위험손해율의 상승 추세는 업계 공통 현상이나 당사는 장기보험 수익성 관점에서 언더라이팅 정책 및 보험료 정책을 체계적으로 추진하고 있음. 이를 통해 손해율 상승 폭을 완화하고 타사 대비 장기보험 부문에서 수익성을 강화하겠음

4Q25 실적 요약

(십억원,%)	4Q25P	3Q25	4Q24	% QoQ	% YoY	컨센서스	% Gap	신한 추정치	% Gap
보험손익	263.4	102.1	160.5	157.9	64.2			273.5	(3.7)
투자손익	188.0	301.1	124.1	(37.5)	51.5			176.7	6.4
영업이익	451.5	403.2	284.6	12.0	58.7	407.1	10.9	450.2	0.3
지배주주순이익	335.0	293.0	194.3	14.3	72.4	279.5	19.8	327.5	2.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

실적 전망 변경

	변경전		변경후		% Change	
(십억원, %)	2025P	2026F	2025P	2026F	2025P	2026F
보험손익	1,046.1	1,234.2	1,035.9	1,207.0	(1.0)	(2.2)
투자손익	1,066.4	1,104.7	1,077.7	1,089.3	1.1	(1.4)
영업이익	2,112.5	2,338.9	2,113.7	2,296.2	0.1	(1.8)
지배주주순이익	1,527.4	1,686.7	1,534.9	1,662.5	0.5	(1.4)

자료: 신한투자증권 추정

분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025P	2026F	증감률
보험손익	402.7	267.7	102.1	263.4	380.1	330.0	261.5	235.4	1,035.9	1,207.0	16.5
장기	394.0	257.0	149.4	275.3	314.6	260.9	259.7	240.4	1,075.8	1,075.6	(0.0)
자동차	45.8	31.9	(55.8)	(76.6)	25.0	11.7	(46.4)	(60.6)	(54.7)	(70.4)	적지
일반	(37.0)	(21.3)	8.5	64.6	40.5	57.3	48.2	55.7	14.9	201.7	1,256.9
투자손익	244.0	344.6	301.1	188.0	291.3	293.1	297.9	207.0	1,077.7	1,089.3	1.1
운용손익	437.5	436.4	487.3	372.5	470.4	474.3	477.7	385.2	1,733.6	1,807.6	4.3
보험금융손익	(193.6)	(91.7)	(186.2)	(184.4)	(179.1)	(181.2)	(179.8)	(178.2)	(655.9)	(718.3)	적지
영업이익	646.7	612.3	403.2	451.5	671.4	623.1	559.4	442.4	2,113.7	2,296.2	8.6
영업외손익	(3.4)	4.5	(5.9)	(1.0)	(3.4)	(2.2)	(2.8)	(2.5)	(5.7)	(11.0)	적지
세전이익	643.3	616.9	397.3	450.5	667.9	620.9	556.6	439.9	2,108.0	2,285.3	8.4
지배주주순이익	447.0	459.9	293.0	335.0	485.5	448.6	405.5	322.9	1,534.9	1,662.5	8.3
월평균 보장성 신계약	15.1	14.2	13.5	14.2	14.5	16.0	13.0	13.5	14.2	14.3	0.2
CSM 전환배수	15.6	18.7	17.9	16.7	17.0	16.0	16.5	17.0	17.2	16.6	(3.4)
CSM 상각률	2.6	2.5	2.5	2.3	2.4	2.3	2.4	2.3	10.5	9.3	(11.9)
신계약 CSM	707.0	792.8	723.8	709.1	739.5	768.0	643.5	688.5	2,932.7	2,839.5	(3.2)
기말 CSM	12,869.3	13,231.4	13,463.6	12,205.3	12,194.9	11,915.9	11,685.2	11,118.5	12,205.3	11,118.5	(8.9)
투자영업이익률	3.5	3.4	3.7	2.7	3.4	3.4	3.4	2.7	3.3	3.3	(0.1)
ROE (평잔)	23.9	22.5	14.0	13.6	20.5	18.1	15.7	12.7	16.8	16.6	(0.2)
ROA (%)	3.2	3.3	2.0	2.3	3.3	3.0	2.7	2.1	2.6	2.8	0.2

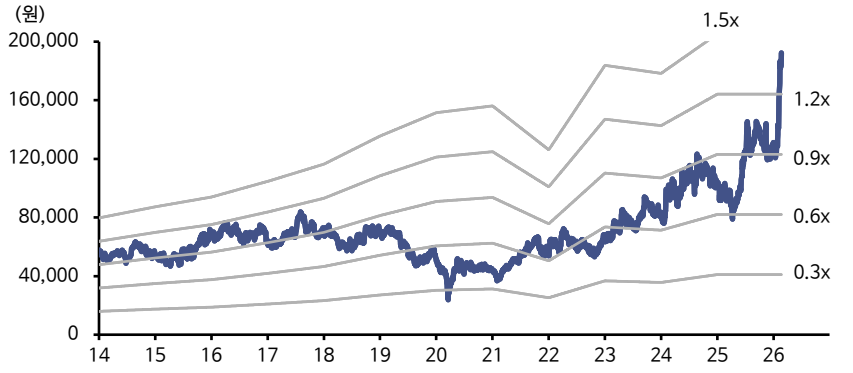
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

목표주가 산출 테이블

FAIR PRICE BASED ON PBR	DB손해보험
ROE (%)	16.4
Adj. Cost of capital (%)	9.8
Risk free rate (%)	3.5
Beta	0.7
Market return (%)	8.9
Adjustment (%)	-
Long-term growth (%)	0.0
Fair P/ B (x)	1.7
Discount/Premium	0.0
Adj. Fair P/B (x)	1.7
BPS (원)	169,251
Target Price (won)	283,000
Upside (%)	47.2

자료: 신한투자증권 추정

12개월 선행 PBR 밴드 차트



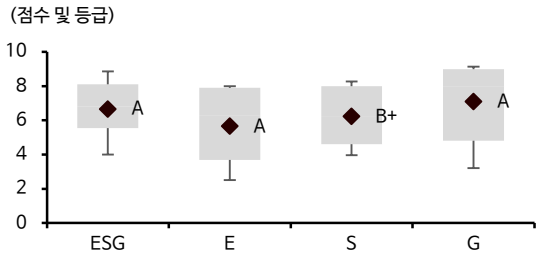
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권 추정

ESG Insight

Analyst Comment

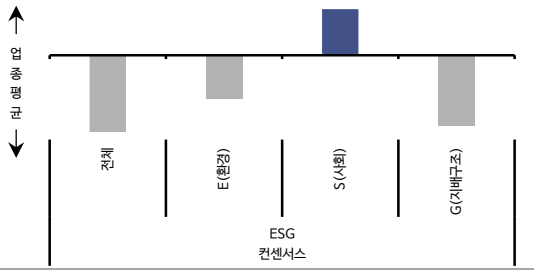
- E: 경영 뿐 아니라 구매와 조달, 협력사 관리, 상품 기획 등 다양한 영역에서 환경경영과 관련 인식 제고
- S: 이해관계자의 인권 존중을 위해 교육 실시, 고충처리 메커니즘과 정기 인권영향평가를 통해 인권침해 리스크 대응
- G: 주주환원 관련 사항을 홈페이지 상 공개하여 주주의 알 권리 보장. 배당금 총액은 꾸준히 증가 중

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

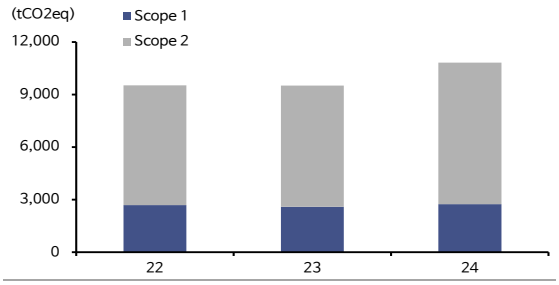
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

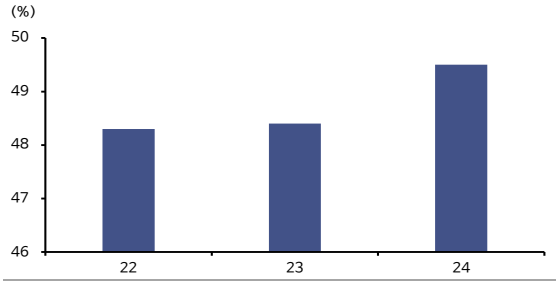
Key Chart

온실가스 배출량 추이



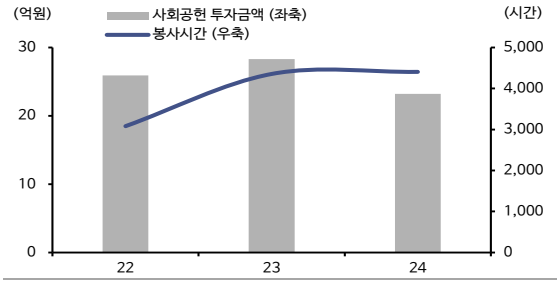
자료: 회사 자료, 신한투자증권

여성 임직원 비율 추이



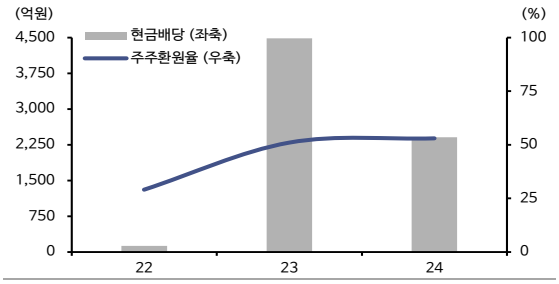
자료: 회사 자료, 신한투자증권

사회공헌 투자금액 및 봉사활동 시간



자료: 회사 자료, 신한투자증권

배당금 및 배당성향 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

개별재무상태보고서

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025P	2026F	2027F
자산총계	**48,513.5**	**52,858.9**	**59,408.8**	**60,406.0**	**61,164.0**
운용자산	44,932.4	49,627.5	56,076.1	56,806.8	57,489.7
비운용자산	3,570.6	3,218.6	3,315.2	3,581.7	3,656.9
특별계정자산	10.5	12.9	17.5	17.5	17.5
부채총계	**39,838.0**	**44,442.9**	**49,553.9**	**50,245.8**	**49,245.4**
책임준비금	36,768.6	41,063.4	44,530.1	45,151.8	44,252.8
보험계약부채	29,395.0	31,937.3	31,580.1	31,421.2	30,762.0
일반모형	26,358.4	28,866.2	28,492.5	28,349.1	27,754.4
BEL	13,432.1	15,466.6	14,985.6	15,180.9	15,363.3
RA	1,575.1	1,883.5	1,969.5	2,049.7	2,133.2
CSM	11,351.2	11,516.1	11,537.4	11,118.5	10,257.8
보험료배분접근법적용	3,036.6	3,071.1	3,087.6	3,072.0	3,007.6
특별계정부채	10.8	13.2	17.9	17.9	17.9
자본총계	**8,675.6**	**8,416.0**	**9,854.9**	**10,160.2**	**11,918.6**
자본금	35.4	35.4	35.4	35.4	35.4
자본잉여금	37.9	37.9	106.6	106.6	106.6
신종자본증권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	**8,650.6**	**10,104.6**	**11,201.1**	**12,371.4**	**14,129.9**
자본조정	(152.5)	(152.5)	(123.9)	(123.9)	(123.9)
기타포괄손익누계액	104.1	(1,609.5)	(2,229.3)	(2,229.3)	(2,229.3)

CSM Movement

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025P	2026F	2027F
기초 CSM	**11,643.5**	**12,152.4**	**12,231.8**	**12,205.3**	**11,118.5**
신계약 CSM	2,826.1	3,078.0	2,932.7	2,839.5	2,870.3
이자부리	364.4	440.7	443.4	417.8	380.2
CSM 조정	(1,419.7)	(2,141.9)	(2,117.5)	(3,214.6)	(3,086.9)
CSM 상각	(1,261.9)	(1,297.5)	(1,285.1)	(1,129.5)	(1,024.4)
신계약	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
보유계약	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기말 CSM	**12,152.4**	**12,231.8**	**12,205.3**	**11,118.5**	**10,257.8**
CSM 전환배수 (배)	18.3	18.1	17.2	16.6	17.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

개별손익보고서

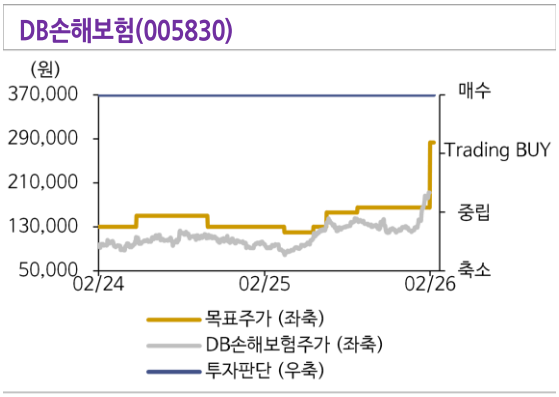
12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025P	2026F	2027F
보험손익	**1,550.0**	**1,619.1**	**1,035.9**	**1,207.0**	**1,249.3**
장기	1,351.3	1,345.6	1,075.8	1,075.6	1,014.9
CSM 상각	1,263.7	1,286.6	1,287.0	1,129.5	1,024.4
RA 변동	111.2	132.0	154.8	164.1	171.0
예실차	225.8	54.7	(247.5)	(91.9)	(90.0)
기타	(249.4)	(127.8)	(118.5)	(126.1)	(90.4)
자동차	321.1	170.9	(54.7)	(70.4)	(9.8)
일반	(122.4)	102.5	14.9	201.7	244.2
투자손익	**466.8**	**743.6**	**1,077.7**	**1,089.3**	**1,167.6**
운용손익	1,255.6	1,513.8	1,733.6	1,807.6	1,868.9
보험금융손익	(788.8)	(770.2)	(655.9)	(718.3)	(701.3)
영업이익	**2,016.8**	**2,362.7**	**2,113.7**	**2,296.2**	**2,416.9**
영업외손익	8.5	3.2	(5.7)	(11.0)	(10.5)
세전이익	2,025.3	2,365.8	2,108.0	2,285.3	2,406.5
법인세비용	488.5	593.6	573.1	622.8	648.0
당기순이익	**1,536.7**	**1,772.2**	**1,534.9**	**1,662.5**	**1,758.5**

Valuation Indicator

12월 결산	2023	2024	2025P	2026F	2027F
EPS (원)	21,705	25,032	21,869	23,687	25,054
BPS (원)	122,535	118,871	140,410	169,251	198,544
PER (배)	3.9	4.1	6.0	8.1	7.7
PBR (배)	0.68	0.86	0.93	1.14	0.97
ROE (%)	17.7	21.1	15.6	16.4	14.8
ROA (%)	3.2	3.4	2.6	2.8	2.9
배당성향 (%)	20.7	23.0	26.0	29.6	32.1
DPS (원)	5,300	6,800	6,650	8,200	9,400
배당수익률 (%)	6.3	5.1	5.1	4.3	4.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2023년 11월 14일	매수	130,000	(30.6)	(18.3)
2024년 05월 15일		6개월경과	(14.2)	(14.2)
2024년 05월 17일	매수	150,000	(27.1)	(17.9)
2024년 10월 21일	매수	130,000	(22.3)	(11.2)
2025년 04월 08일	매수	120,000	(22.6)	(9.8)
2025년 06월 11일	매수	130,000	(6.3)	2.6
2025년 07월 10일	매수	156,000	(14.2)	(6.7)
2025년 09월 16일	매수	165,000	(18.5)	16.5
2026년 02월 23일	매수	283,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 임희연)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 02월 20일 기준)

매수 (매수)	88.72%	Trading BUY (중립)	8.56%	중립 (중립)	2.72%	축소 (매도)	0.00%