



보험 (Positive)

2Q25 Preview: 당기 지표는 부진, 미래 지표는 개선

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

분석종목

종목명(의견)	목표주가(원)
삼성화재(Hold, 유지)	400,000(상향)
DB손해보험(Buy, 유지)	152,000(상향)
현대해상(Buy, 유지)	38,000(유지)
한화손해보험(Buy, 유지)	6,500(상향)

보험주의 2Q25 실적은 장기보험(일반보험)과 PAA 모형 모두 부진한 손익이 지속될 전망입니다. 당기서비스 요소는 부정적이지만 미래서비스 요소인 CSM 마진이 개선된 점은 긍정적입니다.

2Q25 합산 실적 1.4조원(-15% YoY)으로 부진

한화투자증권 커버리지 손해보험주의 2Q25 합산 이익은 1조 3,986억 원(-15% YoY, -0% QoQ)으로, 전년 동기보다 부진하고 전분기와 유사한 수준을 기록할 전망. 컨센서스와 비교하면 삼성화재, DB손보가 유사한 가운데 현대해상과 한화손보는 쇼크가 예상됨. 계절성을 감안한 전년 동기 대비로 모두 보험손익이 부진한데, 장기 실세보험금 증가(→예실차 악화)와 자동차 손해를 상승이 공통적인 원인으로 작용. 특히 자동차의 경우 3번 연속 보험료를 인하한 데 따라 올들어 원수보험료의 역성장이나 나타나고 있어 효율 정상화 전까지 실적 개선을 기대하기는 어려울 것으로 예상

한편 무저해지 보험의 효율 인상 및 믹스 개선에 의해 모든 손보사의 신계약 마진 배수가 전분기보다 개선됨. 이에 따라 신계약 CSM은 전분기보다 증가하며 특히 2위권사 및 한화손보는 두 자릿수 증가율을 나타낼 전망. 일반적인 수준의 경험조정을 적용해도 CSM 잔액은 1~3% QoQ 증가할 것으로 추정

당기 지표는 부진, 미래 지표는 개선

당기서비스 제공에 해당하는 예실차, PAA손익은 부진. 그러나 신계약 마진이 제고되며 미래서비스를 가늠하는 CSM 체력은 개선된 것으로 판단. 간병 담보의 손해율이 관리 범주를 이탈하지 않고, 감독당국의 인위적인 조정이 추가되지 않는다면 주요 손보사의 이익 체력은 점차 제고될 것으로 기대됨

직전 자료(6/12일, 보험주 해설서)와 마찬가지로 외부 환경의 개선과 제도 정비의 가능성이 높아진 점을 고려해 회사별 목표 PBR 할인율을 하향 조정하함. 삼성화재의 할인율을 10%p 낮추면서 직전에 5%p만 낮추었던 DB손보도 5%p를 추가 조정하였고, 한화손보는 직전 현대해상의 조정을 동일하게 적용함. Top picks로는 peer 대비 가치 절하가 과도한 DB손보와, 제도 개선 시 시 수혜가 클 현대해상을 유지함

커버리지 손해보험 2Q25 실적 Preview

한화투자증권 커버리지 보험주의 2Q25 합산 이익은 1조 3,986억원(-15% YoY, -0% QoQ)으로 전년 동기보다 부진하고 전분기와 유사한 수준을 기록할 전망이다. 기존 컨센서스와 비교하면 삼성화재, DB손보가 유사한 가운데 현대해상과 한화손보는 쇼크가 예상돼 양극화가 나타난다.

지난 분기와 마찬가지로 보험손익 부진이 이어진다. 장기에서는 실제보험금 증가에 따른 예실차 악화가 연속되는데, 계절성을 감안하면 전분기보다 개선되지만 기존 추정치보다는 낮아진 수준이다. CSM 상각익은 양호하고, 손실계약비용도 일회성 없이 정상적인 신계약 효과가 이어질 것으로 가정하였다. PAA손익 부진도 두드러지는데, 자동차보험은 4월 기준으로 업종 합산비율이 100%를 상회(=적자)한 것으로 나타나 예년의 2분기에 비해 수익성이 좋지 않다. 3번 연속 보험료를 인하한 데 따라 올들어 원수보험료의 역성장이 나타나고 있어 요율 정상화 전까지 실적 개선을 기대하기는 어려울 것으로 예상된다. 일반보험에서는 금호타이어 공장 화재 영향과 일부사의 고액사고 건으로 이 또한 손익이 기존 추정치보다 낮아질 전망이다.

CSM은 양호하다. 무저해지 보험의 요율 인상 및 믹스 개선에 의해 모든 손보사의 신계약 마진 배수가 전분기보다 개선되었다. 이에 따라 신계약 CSM은 전분기보다 증가하며 2위권사 및 한화손보는 두 자릿수 증가율을 나타낼 전망이다. 이 경우 일반적인 수준의 경험조정을 적용해도 CSM 잔액은 1~3% QoQ 증가할 것으로 추정된다.

투자는 삼성화재의 일부 매각익을 제외하면 별다른 일회성 요인 없이 본질 손익(이자+배당+보험금융손익)이 소폭 증가할 것으로 가정하였다.

지난 5월 말 금리기간구조(부채 할인을 커브)의 10년 이상 구간은 3월 말과 유사하거나 약간 높았다. 6월 말 시장금리가 소폭 상승한 점을 고려하면 자본 우려는 잠시 접어들어도 될 것으로 보인다.

(회사별 상세 실적 추정은 6~9page 참조)

[표1] 커버리지 손해보험사의 2Q25 이익 전망치 및 컨센서스 비교

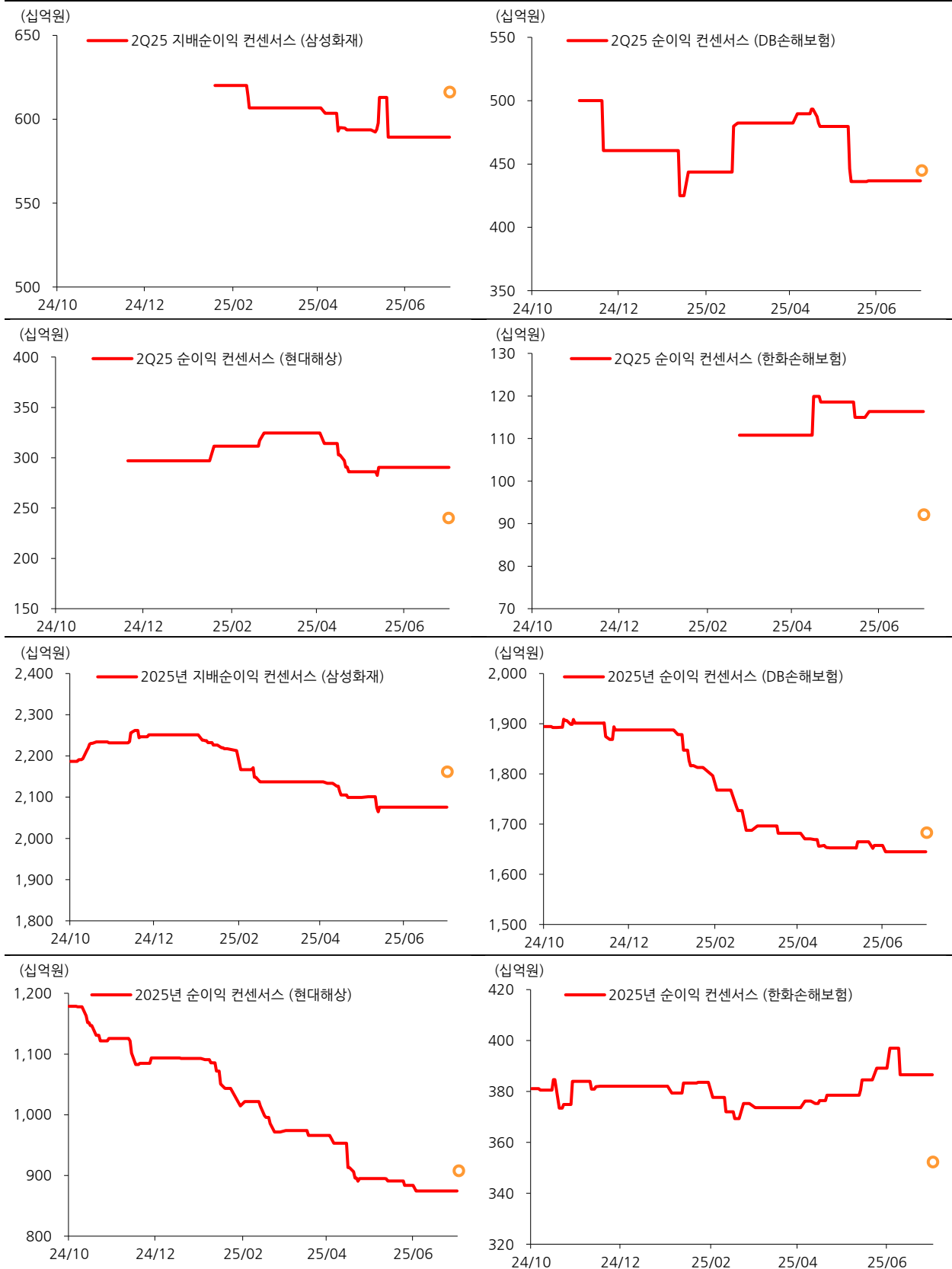
(단위: 십억 원, %, %p)

(십억원)	2Q25E	2Q24	YoY	1Q25	QoQ	컨센서스	차이
삼성화재*	616.0	611.4	0.7	608.1	1.3	589.4	4.5
DB손해보험	444.6	540.7	-17.8	447.0	-0.5	436.8	1.8
현대해상	246.4	355.7	-30.7	203.2	21.3	290.5	-15.2
한화손해보험	91.6	129.9	-29.4	142.7	-35.8	116.3	-21.2
손해보험 4사	1,398.6	1,637.7	-14.6	1,401.0	-0.2	843.6	65.8

주: *삼성화재는 연결 지배주주 순이익, 그 외 별도 실적 기준

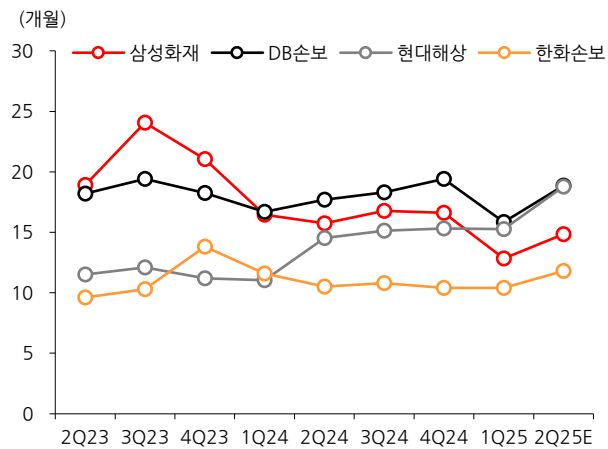
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 커버리지 손해보험주의 이익 컨센서스



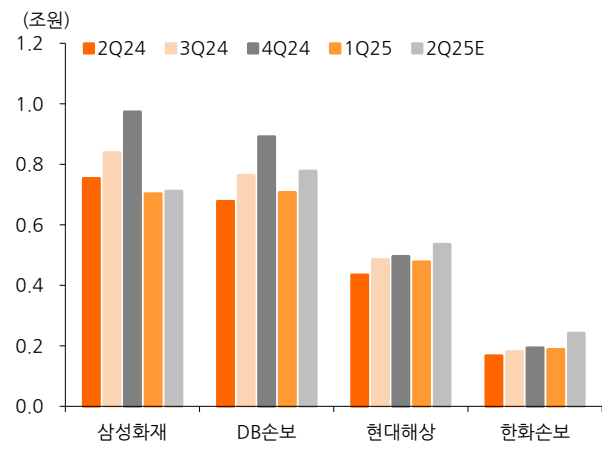
주: 황색 원은 당사 추정치, 삼성화재는 연결 지배주주 순이익, 그 외 별도 실적 기준
 자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 신계약 마진배수 추이



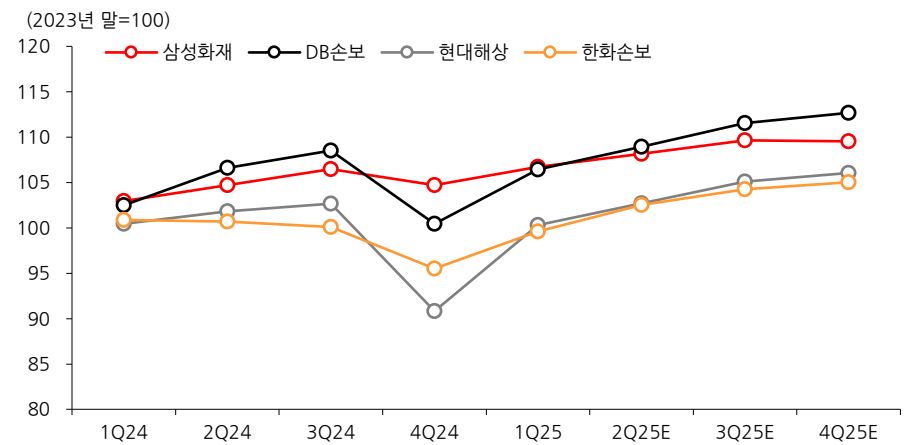
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 신계약 CSM 추이



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] CSM 잔액의 상대 비교



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

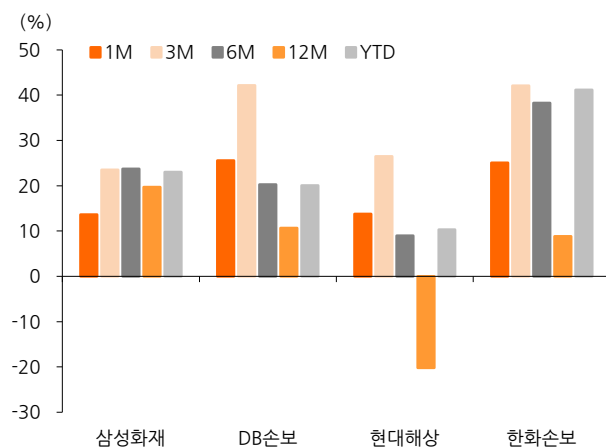
[표2] 커버리지 보험사별 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

구분	삼성화재	DB손보	한화손보	설명
자기자본비용 (CoE)	12.2	13.1	16.0	
무위험수익률	2.4	2.4	2.4	
Risk Premium	11.2	11.2	11.2	Bloomberg Rm
Beta (β)	0.87	0.95	1.21	Bloomberg β를 조정하여 활용
Average ROE	9.6	12.3	8.4	회사별 향후 3개년 수정 ROE 평균
영구성장률	0.0	0.0	0.0	
이론적 PBR	0.79	0.94	0.52	
할증률 (할인율)	-8.0	-35.0	-55.0	Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR	0.73	0.61	0.24	
수정 BPS	545,799	247,519	27,588	회사별 12개월 forward 수정 BPS
목표주가	400,000	152,000	6,500	
조정률	11.1	8.6	16.1	
현 주가 (4/16 일)	441,000	123,400	5,690	
상승여력	-9.3	23.2	14.2	

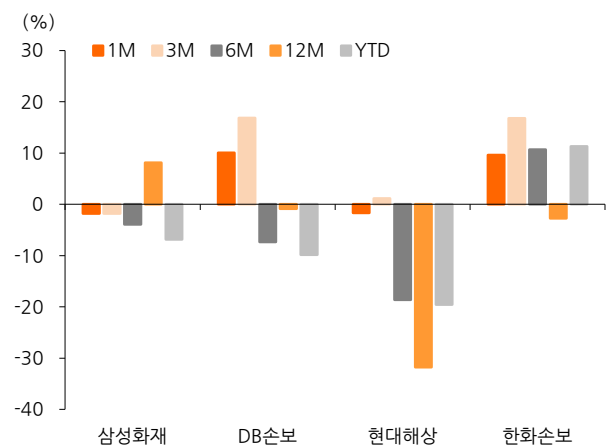
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 손보주의 절대수익률



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 손보주의 상대수익률



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

삼성화재 (000810) (Hold / 400,000 원)

삼성화재의 2Q25 지배주주 순이익은 6,160억원(+1% YoY, +1% QoQ)으로 시장 컨센서스에 부합할 것으로 예상된다. 보험손익은 부진하지만 대체투자 처분익이 이를 상쇄한다.

vs. 2Q24(YoY): 보험손익이 15% 감소한다. 장기(일반모형)와 단기(PAA)에서 각각 400억원대의 감익이 예상된다. 예실차 부진이 단기적인 이슈라고 예상했으나 실제보험금 증가가 여전히 예상보험금 증가율을 상회한다. 자동차 합산비율이 4%p 악화되면서 BEP에 가까울 것으로 가정하면서 PAA손익도 감소할 전망이다. 투자 부문은 전년 하반기의 교체매매로 인해 보유이원이 개선되면서 본질 실적이 증가한 것을 중심으로 매각익이 더해질 것으로 추정된다.

vs. 1Q25(QoQ): 계절적으로 수익성이 가장 좋은 분기인 만큼 전분기보다는 장기 불며 손익이 개선된다. 하지만 자동차 손익은 감소할 것으로 추정하였다.

보험: 예실차는 흑자지만 2분기 치고는 적다. 자동차를 중심으로 PAA도 부진하다.

투자: 대체투자 처분익을 500억원 수준으로 가정해 보험손익 부진을 상쇄하였다.

신계약: 절판 효과가 강했던 전분기보다 신계약 매출은 감소하지만 마진 배수는 개선되면서 신계약 CSM은 전분기보다 소폭 증가할 것으로 예상된다.

[표3] 삼성화재의 분기별 주요 손익 및 추정치

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	620	577	477	215	525	493	492	246	-6.0	-14.6
일반/VFA 모형	469	500	459	289	437	453	454	326	3.6	-9.3
예실차	64	75	30	-90	-1	23	19	-72	흑전	-69.7
RA 변동	31	40	40	40	40	40	40	41	-0.6	1.7
CSM 상각	389	396	402	391	394	400	404	408	1.5	1.0
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	-14	-11	-13	-70	0	-10	-10	-50	적전	적지
기타	-1	0	0	17	3	0	0	0	n/a	n/a
PAA 모형	173	131	47	-19	111	94	71	-23	-15.1	-27.8
기타사업비	22	53	30	55	24	54	33	57	130.1	3.0
투자손익	293	226	264	62	296	341	281	247	15.2	50.5
투자서비스손익	636	575	562	409	623	650	603	580	4.4	13.1
보험금융손익	-343	-349	-298	-347	-327	-310	-322	-333	적지	적지
영업이익	913	804	741	277	816	834	773	493	2.2	3.7
영업외이익	5	2	3	0	6	0	0	0	n/a	n/a
세전이익	918	806	744	277	822	834	773	493	1.4	3.5
지배주주순이익	701	611	554	207	608	616	571	364	1.3	0.7
CSM (보유 순부채)	13,533	13,765	13,994	13,765	14,028	14,216	14,412	14,398	1.3	3.3

주: 연결 기준, QoQ 및 YoY는 2Q25E 기준

자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

DB 손해보험 (005830) (Buy / 152,000 원)

DB손해보험의 2Q25 당기순이익은 4,446억원(-18% YoY, -1% QoQ)으로 시장 컨센서스에 부합할 전망이다.

vs. 2Q24(YoY): 보험손익이 27% 감소한다. 장기(일반모형)보다 단기(PAA)의 악화가 더 클 것으로 예상된다. 자동차보험에서 통상 업종 내에서 가장 낮은 합산비율을 나타내는 동사가 4월 적자를 기록한 동시에, 금호타이어 공장 화재의 주간사였던 탓에 일반보험도 손익이 악화되었기 때문이다. 예실차도 실제보험금 증가로 인해 전년 2분기보다는 크게 악화될 것으로 예상된다.

vs. 1Q25(QoQ): 계절성에 의해 예실차가 개선되지만 기대 수준보다는 부진하다. PAA 손익도 LA 산불이 반영된 전분기보다는 개선되지만 역시 기존의 기대보다는 부진하다.

보험: 일반, 자동차, 장기 모두 보험금이 기존 예상보다 크게 증가하였다.

투자: 별도의 평가/매매손익은 가정하지 않았다.

신계약: 절판 효과가 강했던 전분기보다 신계약 매출은 감소하지만 마진 배수는 4개월 수준 개선되면서 신계약 CSM은 전분기보다 10% 증가할 것으로 예상된다.

[표4] DB 손해보험의 분기별 주요 손익 및 추정치

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	563	534	361	160	403	389	435	240	-3.5	-27.3
일반/VFA 모형	463	413	379	164	416	358	386	292	-13.8	-13.3
예실차	4	63	61	-34	-5	10	28	-59	흑전	-84.8
RA 변동	20	36	40	36	37	41	42	42	10.6	15.2
CSM 상각	327	336	342	282	323	332	340	348	2.8	-1.2
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	94	-36	-59	-118	46	-25	-25	-40	적전	적지
기타	18	14	-4	-2	14	0	0	0	n/a	n/a
PAA 모형	122	151	9	28	20	63	80	-17	212.9	-58.5
기타사업비	22	29	27	31	33	32	30	34	-1.9	10.0
투자손익	204	171	245	124	244	212	206	182	-13.1	24.0
투자서비스손익	384	368	420	342	438	398	400	383	-8.9	8.3
보험금융손익	-180	-197	-175	-218	-194	-186	-194	-201	적지	적지
영업이익	767	705	606	285	647	601	641	422	-7.1	-14.9
영업외이익	-4	13	-3	-2	-3	0	0	0	n/a	n/a
세전이익	762	718	603	283	643	601	641	422	-6.7	-16.4
당기순이익	583	541	454	194	447	445	475	313	-0.5	-17.8
CSM (보유 순부채)	12,493	12,991	13,225	12,240	12,971	13,278	13,596	13,730	2.4	2.2

주: 별도 기준, QoQ 및 YoY는 1Q25E 기준

자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

현대해상 (001450) (Buy / 38,000 원)

현대해상의 2Q25 당기순이익은 2,464억원(-31% YoY, +21% QoQ)으로 시장 컨센서스를 15% 하회하는 어닝 쇼크가 예상된다. 보험손익 악화에 기인한다.

vs. 2Q24(YoY): 예실차가 전년 동기 흑자를 보였던 것과 달리 여전히 적자를 지속할 전망이다. 실제보험금이 두 자릿수 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 자동차 손익도 BEP 수준으로 악화될 것으로 전망되는 동시에 고액사고가 동반되며 일반보험 손해율이 상승한 점도 보험손익에 부담으로 작용하였다. 다만 투자손익은 본질 실적의 개선과 전년 동기의 해외 부동산 처분손실 360억원이 소멸되며 증가한다.

vs. 1Q25(QoQ): 그래도 계절성이 있기에 예실차의 적자폭이 절반 수준으로 축소될 전망이다. 전술한 자동차 손해율 악화와 일반 고액사고로 PAA손익 또한 감소한다.

보험: 장기 실제보험금이 전년보다 두 자릿수 증가하는 가운데 자동차 손익이 BEP 내외를 기록할 것으로 추정된다.

투자: 본질 실적이 3개 분기 연속으로 증가할 것으로 기대된다.

신계약: 전년 동기의 보험료 인상 이후 양적 성장보다는 질적 개선이다. 신계약 매출이 절판 효과가 강했던 전분기보다 감소하지만 마진 배수가 3개월 수준 개선되며 처음으로 5,000억원대의 신계약 CSM(+12% QoQ)을 기록할 것으로 예상된다.

[표5] 현대해상의 분기별 주요 손익 및 추정치

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	533	376	182	-48	176	208	246	128	18.0	-44.8
일반/VFA 모형	454	302	152	2	129	209	233	212	61.7	-30.6
예실차	-40	44	-92	-98	-98	-44	-27	-17	적지	적전
RA 변동	35	32	32	34	31	42	42	43	35.9	31.8
CSM 상각	239	237	240	216	234	240	245	251	2.4	1.0
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	226	-2	-22	-150	-33	-23	-23	-60	적지	적지
기타	-7	-9	-6	0	-4	-5	-5	-5	적지	적지
PAA 모형	91	87	44	-35	69	22	40	-58	-68.7	-75.1
기타사업비	12	13	14	15	23	24	26	27	2.7	80.0
투자손익	108	96	109	39	107	124	125	114	15.5	28.9
투자서비스손익	320	305	305	278	317	330	343	343	4.1	8.2
보험금융손익	-212	-209	-196	-240	-210	-206	-218	-229	적지	적지
영업이익	641	472	291	-9	283	331	371	242	17.0	-29.8
영업외이익	-9	-6	-5	-9	-11	0	0	0	n/a	n/a
세전이익	632	466	286	-17	272	331	371	242	21.6	-28.9
당기순이익	477	356	213	-16	203	246	276	180	21.3	-30.7
CSM (보유 순부채)	9,120	9,244	9,321	8,248	9,108	9,326	9,544	9,629	2.4	0.9

주: 별도 기준, QoQ 및 YoY는 2Q25E 기준

자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

한화손해보험 (000370) (Buy / 6,500 원)

한화손해보험의 2Q25 당기순이익은 916억원(-29% YoY, -36% QoQ)으로 시장 컨센서스를 20% 하회하는 어닝 쇼크가 예상된다.

vs. 2Q24(YoY): 보험손익이 34% 감소한다. 예실차가 적자로 전환되고 자동차보험 손익이 악화된 것이 주 원인이다.

vs. 1Q25(QoQ): 전분기 장기 보험의 손실계약비용에서 환입이 380억원 있었고, 투자에서 FVPL 평가이익이 180억원 발생했다. 이를 당기 추정에서 소멸시킨 데 따른 기저효과가 감익의 대부분을 차지한다.

보험: 계절성에도 불구하고 장기 실제보험금이 전분기 수준으로 높다. 자동차 손익 또한 적자로 예상되며 일반에서의 사고도 동반되며 부문별 보험손익이 모두 부진할 전망이다.

투자: 별도의 평가/매매손익은 가정하지 않았다.

신계약: 전분기의 절판 이슈에도 불구하고, 담보 업그레이드 등을 통해 오히려 두 자릿수의 매출 증가가 기대된다. 동시에 무저해지 요율 인상에 따른 마진 배수 개선 효과로 신계약 CSM은 28% QoQ 증가하며 역대 최대 수준을 나타낼 것으로 추정된다.

[표6] 한화손해보험의 분기별 주요 손익 및 추정치

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	149	136	88	25	135	89	88	-1	-33.9	-34.3
일반/VFA 모형	178	140	106	59	141	95	107	69	-32.6	-32.3
예실차	73	23	-7	-61	-12	-8	-2	-41	적지	적전
RA 변동	18	19	19	20	19	19	19	19	-2.4	-2.1
CSM 상각	102	102	101	101	102	106	108	110	3.4	4.1
손실계약관련(+ 환입, - 비용)	2	-17	-17	6	28	-15	-12	-12	적전	적지
기타	-17	14	11	-8	3	-7	-7	-7	적전	적전
PAA 모형	11	40	17	17	23	28	8	-32	21.4	-30.9
기타사업비	40	45	36	51	29	33	27	38	16.5	-25.0
투자손익	23	28	38	19	52	32	34	34	-39.6	11.4
투자서비스손익	123	126	140	116	159	137	141	143	-13.7	9.3
보험금융손익	-101	-97	-102	-98	-107	-106	-107	-109	적지	적지
영업이익	172	164	126	43	188	121	122	34	-35.5	-26.4
영업외이익	1	-4	3	-1	0	0	0	0	n/a	n/a
세전이익	173	161	129	43	187	121	122	34	-35.4	-24.6
당기순이익	125	130	91	37	143	92	93	26	-35.8	-29.4
CSM (보유 순부채)	3,934	3,927	3,903	3,725	3,884	3,999	4,066	4,096	2.9	1.8

주: 별도 기준, QoQ 및 YoY는 2Q25E 기준

자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표: 삼성화재]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E
운용자산	81,667	83,836	86,170	87,380
현금및예치금	1,738	3,103	2,459	2,464
유가증권	50,351	50,826	53,123	53,909
FVPL	10,281	11,374	11,512	11,640
FVOCI	37,733	37,025	39,006	39,631
AC	1,732	1,725	1,818	1,851
대출채권	27,822	27,068	27,654	28,025
부동산	1,755	2,840	2,933	2,982
비운용자산	3,279	3,342	3,515	3,580
특별계정자산	73	91	100	104
자산총계	85,019	87,268	89,784	91,063
책임준비금	63,697	65,327	65,185	65,101
BEL	32,465	31,408	30,237	28,953
RA	1,660	1,942	2,069	2,150
CSM	13,303	14,074	14,696	15,739
PAA	4,349	4,363	4,222	4,017
투자계약부채	11,920	13,540	13,961	14,242
기타부채	5,104	6,247	7,162	7,090
후순위채	0	0	0	0
특별계정부채	74	92	100	104
부채총계	68,875	71,666	72,447	72,295
자본금	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	12,279	13,670	14,797	16,188
해약환급금준비금	1,180	2,213	4,048	5,863
자본조정	-1,487	-1,487	-1,217	-947
기타포괄손익누계	4,357	2,418	2,791	2,562
자본총계	16,144	15,602	17,337	18,768

성장률

(단위: %)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E
자산총계	5.2	2.6	2.9	1.4
운용자산	5.6	2.7	2.8	1.4
부채총계	0.9	4.1	1.1	-0.2
CSM	9.5	5.8	4.4	7.1
자본총계	28.9	-3.4	11.1	8.3
보험손익	18.7	-6.1	-6.7	10.6
투자손익	-13.3	101.8	37.7	-1.0
영업이익	11.4	12.7	6.8	6.1
순이익	11.9	14.2	4.3	5.8

주: IFRS 연결 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E
보험손익	2,013	1,889	1,762	1,948
일반 및 변동수수료모형	1,754	1,717	1,676	1,769
CSM 상각	1,521	1,579	1,606	1,667
RA 변동	139	152	162	167
예상과실계차이	168	76	-29	14
손실계약	-88	-108	-69	-79
기타	14	18	6	0
보험료배분접근법모형	574	333	254	355
간접사업비	316	160	168	176
투자손익	419	845	1,164	1,152
보험금융손익	-1,371	-1,337	-1,292	-1,263
이자수익	2,036	2,179	2,275	2,294
배당수익	355	427	420	423
FVPL 평가손익	-85	85	21	0
기타	-516	-508	-260	-302
영업이익	2,427	2,735	2,921	3,100
영업외이익	18	10	6	0
세전이익	2,445	2,745	2,927	3,100
법인세비용	625	668	762	809
당기순이익	1,820	2,077	2,165	2,292
지배주주 순이익	1,817	2,074	2,163	2,289

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2023	2024	2025E	2026E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	188	228	220	221
신계약 CSM	3,500	3,452	2,901	2,981
투자수익률	2.3	2.7	2.9	2.8
수정 Book Value	23,062	22,044	22,774	23,518
수익성				
수정 ROE	8.3	9.0	9.4	9.6
수정 ROA	2.1	2.3	2.4	2.5
주당 지표				
수정 EPS	44,532	50,783	52,879	55,863
수정 BPS	542,519	518,572	535,732	553,239
보통주 DPS	16,000	19,000	21,200	24,000
Valuation 및 배당				
수정 PER	5.9	7.1	8.3	7.9
수정 PBR	0.5	0.7	0.8	0.8
배당성향	37.4	38.9	41.6	44.5
보통주 배당수익률	5.2	5.3	4.8	5.4

[재무제표: DB손해보험]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E
운용자산	44,932	49,627	54,223	56,872
현금및예치금	994	750	668	677
유가증권	31,580	34,652	37,523	39,478
FVPL	11,174	11,407	12,456	13,081
FVOCI	19,545	22,226	24,013	25,343
AC	0	0	0	0
대출채권	11,177	13,022	14,771	15,382
부동산	1,181	1,203	1,262	1,336
비운용자산	3,571	3,219	2,767	2,104
특별계정자산	10	13	14	15
자산총계	48,514	52,859	57,005	58,991
책임준비금	36,769	41,063	43,890	45,162
BEL	13,433	15,468	15,243	14,142
RA	1,575	1,884	2,082	2,233
CSM	11,351	11,515	12,967	14,312
PAA	3,037	3,071	3,443	3,908
투자계약부채	7,372	9,125	10,156	10,568
기타부채	3,059	3,366	4,370	4,207
후순위채	870	668	1,466	1,466
특별계정부채	11	13	15	15
부채총계	39,838	44,443	48,275	49,385
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	8,651	10,105	11,375	12,789
해약환급금준비금	2,646	3,239	4,379	5,518
자본조정	-152	-152	-152	-152
기타포괄손익누계	104	-1,609	-2,567	-3,103
자본총계	8,676	8,416	8,729	9,606

성장률

(단위: %)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E
자산총계	7.5	9.0	7.8	3.5
운용자산	6.1	10.4	9.3	4.9
부채총계	11.0	11.6	8.6	2.3
CSM	29.1	1.4	12.6	10.4
자본총계	-5.9	-3.0	3.7	10.0
보험손익	-22.7	4.5	-9.4	8.3
투자손익	-18.8	59.3	13.5	9.2
영업이익	-21.8	17.2	-2.2	8.7
순이익	-21.1	15.3	-5.3	10.7

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E
보험손익	1,550	1,619	1,467	1,589
일반 및 변동수수료모형	1,419	1,420	1,451	1,486
CSM 상각	1,264	1,287	1,345	1,430
RA 변동	111	132	162	173
예상과실계차이	211	92	-28	-2
손실계약	-179	-119	-43	-115
기타	12	28	16	0
보험료배분접근법모형	238	310	145	245
간접사업비	107	110	130	142
투자손익	467	744	844	922
보험금융손익	-789	-770	-775	-771
이자수익	1,193	1,383	1,537	1,572
배당수익	16	26	48	47
FVPL 평가손익	70	48	-0	0
기타	-23	57	34	74
영업이익	2,017	2,363	2,311	2,511
영업외이익	9	3	-3	0
세전이익	2,025	2,366	2,307	2,511
법인세비용	489	594	628	653
당기순이익	1,537	1,772	1,679	1,858

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2023	2024	2025E	2026E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	164	179	183	189
신계약 CSM	2,860	3,045	3,094	3,292
투자수익률	2.9	3.2	3.1	3.1
수정 Book Value	14,622	13,853	14,323	15,247
수익성				
수정 ROE	9.7	12.4	11.9	12.6
수정 ROA	3.3	3.5	3.0	3.2
주당 지표				
수정 EPS	25,594	29,516	27,891	30,939
수정 BPS	243,523	230,723	238,545	253,928
보통주 DPS	5,300	6,800	7,400	9,200
Valuation 및 배당				
수정 PER	3.3	3.5	4.4	4.0
수정 PBR	0.3	0.4	0.5	0.5
배당성향	20.7	23.0	26.5	29.7
보통주 배당수익률	5.6	7.2	6.0	7.5

[재무제표: 현대해상]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E
운용자산	41,500	45,787	49,173	51,270
현금및예치금	1,350	2,119	1,715	1,717
유가증권	28,660	32,189	35,080	36,611
FVPL	8,130	8,453	9,365	9,812
FVOCI	19,515	22,671	24,644	25,729
AC	0	0	0	0
대출채권	10,397	10,246	11,070	11,578
부동산	1,092	1,234	1,309	1,365
비운용자산	2,241	2,168	1,869	2,264
특별계정자산	18	23	24	25
자산총계	43,758	47,978	51,066	53,559
책임준비금	34,817	38,302	40,898	42,997
BEL	17,105	20,913	21,845	22,673
RA	1,752	2,093	2,199	2,301
CSM	9,142	8,305	9,687	10,580
PAA	3,527	3,490	3,631	3,763
투자계약부채	3,290	3,500	3,536	3,679
기타부채	2,811	4,727	5,203	5,053
후순위채	945	2,547	3,345	3,345
특별계정부채	13	22	23	24
부채총계	37,641	43,051	46,124	48,074
자본금	45	45	45	45
자본잉여금	113	113	113	113
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	6,553	7,391	8,297	9,390
해약환급금준비금	3,422	4,018	4,589	5,160
자본조정	-69	-68	-68	-68
기타포괄손익누계	-524	-2,554	-3,445	-3,995
자본총계	6,117	4,927	4,942	5,485

성장률

(단위: %)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E
자산총계	-4.1	9.6	6.4	4.9
운용자산	-3.8	10.3	7.4	4.3
부채총계	3.6	14.4	7.1	4.2
CSM	9.5	-9.2	16.6	9.2
자본총계	-34.3	-19.5	0.3	11.0
보험손익	-61.2	98.1	-27.4	33.1
투자손익	8.7	-21.9	33.3	-1.2
영업이익	-44.9	42.8	-12.1	19.9
순이익	-39.7	33.4	-12.1	20.7

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E
보험손익	526	1,043	758	1,008
일반 및 변동수수료모형	275	910	784	1,031
CSM 상각	873	933	971	1,038
RA 변동	130	132	158	175
예상과실계차이	-186	-186	-187	-62
손실계약	-522.1	51.9	-139	-100.0
기타	-19	-21	-19	-20
보험료배분접근법모형	290	188	73	85
간접사업비	38	55	99	107
투자손익	451	352	469	464
보험금융손익	-828	-856	-863	-894
이자수익	1,023	1,122	1,221	1,249
배당수익	440	615	482	499
FVPL 평가손익	117	-129	4	0
기타	-302	-400	-374	-391
영업이익	977	1,395	1,227	1,472
영업외이익	-24	-29	-11	0
세전이익	953	1,366	1,216	1,472
법인세비용	181	336	311	379
당기순이익	772	1,031	906	1,093

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2023	2024	2025E	2026E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	151	142	129	130
신계약 CSM	1,677	1,821	2,104	2,206
투자수익률	3.0	2.8	2.8	2.7
수정 Book Value	9,379	7,082	7,668	8,410
수익성				
수정 ROE	6.5	12.5	12.3	13.6
수정 ROA	1.7	2.2	1.8	2.1
주당 지표				
수정 EPS	9,849	13,144	11,551	13,941
수정 BPS	119,603	90,311	97,782	107,253
보통주 DPS	2,063	0	0	0
Valuation 및 배당				
수정 PER	3.1	1.9	2.4	2.0
수정 PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
배당성향	20.9	0.0	0.0	0.0
보통주 배당수익률	6.8	0.0	0.0	0.0

[재무제표: 한화손해보험]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E
운용자산	17,018	18,827	20,765	21,844
현금및예치금	391	517	538	564
유가증권	13,285	15,042	16,675	17,535
FVPL	4,746	4,377	5,022	5,328
FVOCI	8,215	10,346	11,334	11,888
AC	0	0	0	0
대출채권	3,089	2,918	3,171	3,343
부동산	252	350	381	401
비운용자산	980	926	817	862
특별계정자산	0	0	0	0
자산총계	17,998	19,753	21,582	22,705
책임준비금	13,510	15,271	16,496	17,575
BEL	7,816	9,771	10,478	11,049
RA	1,046	980	1,055	1,122
CSM	3,927	3,803	4,189	4,582
PAA	654	644	706	754
투자계약부채	67	72	69	68
기타부채	1,082	1,402	1,901	1,821
후순위채	249	598	1,097	1,097
특별계정부채	0	0	0	0
부채총계	14,592	16,673	18,397	19,396
자본금	774	774	774	774
자본잉여금	67	69	69	69
신종자본증권	234	234	234	234
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	2,313	2,642	2,980	3,325
해약환급금준비금	1,790	2,034	2,374	2,939
자본조정	-1	-5	-5	-5
기타포괄손익누계	19	-634	-867	-1,087
자본총계	3,406	3,079	3,185	3,309

성장률

(단위: %)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E
자산총계	5.7	9.8	9.3	5.2
운용자산	6.8	10.6	10.3	5.2
부채총계	5.8	14.3	10.3	5.4
CSM	5.3	-3.1	10.1	9.4
자본총계	5.5	-9.6	3.4	3.9
보험손익	0.9	36.4	-21.6	5.2
투자손익	27.8	15.3	41.3	-4.5
영업이익	6.3	31.2	-8.2	2.0
순이익	5.8	31.5	-7.8	1.8

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E
보험손익	292	398	312	328
일반 및 변동수수료모형	218	484	412	426
CSM 상각	386	406	427	461
RA 변동	75	76	76	80
예상과실계차이	-83	28	-63	-31
손실계약	-98	-26	-11	-52
기타	-62	0	-17	-31
보험료배분접근법모형	189	86	27	36
간접사업비	115	171	127	134
투자손익	94	108	152	145
보험금융손익	-404	-397	-429	-443
이자수익	374	404	434	457
배당수익	183	207	234	241
FVPL 평가손익	3	-4	18	0
기타	-64	-102	-105	-110
영업이익	386	506	464	474
영업외이익	-0	-1	-0	0
세전이익	385	505	464	474
법인세비용	95	123	112	115
당기순이익	291	382	352	359

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2023	2024	2025E	2026E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	64	73	80	81
신계약 CSM	670	740	847	882
투자수익률	3.0	2.8	2.9	2.8
수정 Book Value	4,825	4,149	4,257	4,224
수익성				
수정 ROE	5.4	8.2	8.0	8.1
수정 ROA	1.5	1.9	1.6	1.6
주당 지표				
수정 EPS	2,210	3,173	2,923	2,978
수정 BPS	31,202	27,008	27,711	27,500
보통주 DPS	200	0	0	0
Valuation 및 배당				
수정 PER	1.8	1.3	1.9	1.9
수정 PBR	0.1	0.1	0.2	0.2
배당성향	12.6	0.0	0.0	0.0
보통주 배당수익률	4.5	0.0	0.0	0.0

[Compliance Notice]

(공표일: 2025년 7월 4일)

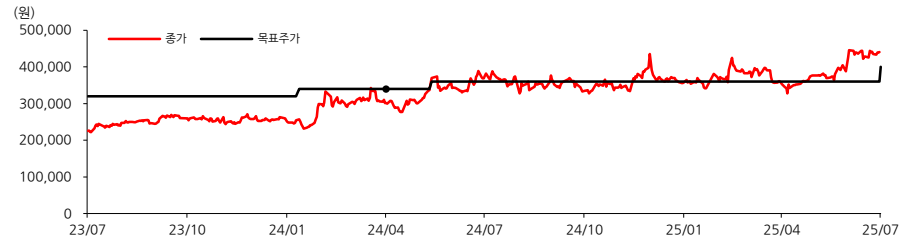
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

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

상기 '한화손해보험'은 당사와 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률'에서 규정하는 계열회사의 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[삼성화재 주가와 목표주가 추이]



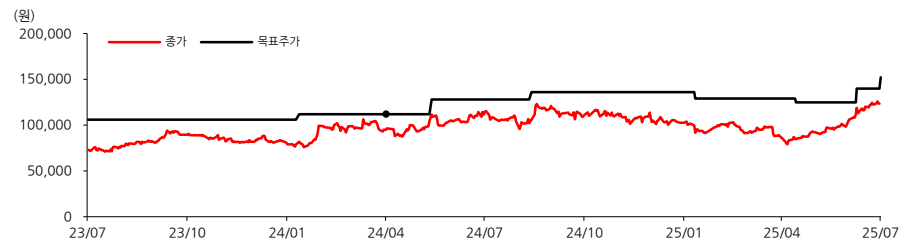
[투자 의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.08.16	2023.09.01	2023.11.14	2024.01.15	2024.02.23
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격		320,000	320,000	320,000	340,000	340,000
일 시	2024.05.16	2024.06.17	2024.07.08	2024.08.16	2024.10.08	2024.11.11
투자 의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표 가격	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2025.01.20	2025.02.03	2025.02.12	2025.02.25	2025.03.13	2025.03.20
투자 의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표 가격	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2025.04.17	2025.05.14	2025.07.04			
투자 의견	Hold	Hold	Hold			
목표 가격	360,000	360,000	400,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.15	Buy	340,000	-12.92	0.88
2024.05.16	Hold	360,000	0.60	20.83
2025.07.04	Hold	400,000		

[DB손해보험 주가와 목표주가 추이]



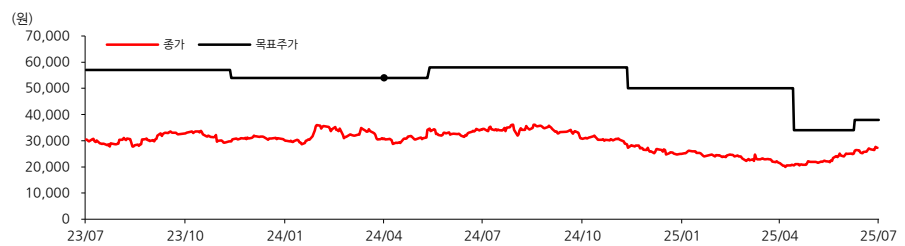
[투자의견 변동 내역]

일 시 투자의견 목표가격	2016.08.12 투자등급변경	2023.08.16 Buy	2023.09.01 Buy	2023.11.14 Buy	2024.01.15 Buy	2024.02.23 Buy
		106,000	106,000	106,000	112,000	112,000
일 시 투자의견 목표가격	2024.04.23 Buy	2024.05.16 Buy	2024.06.17 Buy	2024.07.08 Hold	2024.08.16 Buy	2024.08.30 Buy
	112,000	128,000	128,000	128,000	136,000	136,000
일 시 투자의견 목표가격	2024.09.27 Buy	2024.10.08 Buy	2024.10.25 Buy	2024.11.01 Buy	2024.11.11 Buy	2024.11.15 Buy
	136,000	136,000	136,000	136,000	136,000	136,000
일 시 투자의견 목표가격	2024.11.29 Buy	2024.12.27 Buy	2025.01.14 Buy	2025.01.20 Buy	2025.01.24 Buy	2025.02.24 Buy
	136,000	136,000	129,000	129,000	129,000	129,000
일 시 투자의견 목표가격	2025.02.25 Buy	2025.02.28 Buy	2025.03.13 Buy	2025.03.20 Buy	2025.03.28 Buy	2025.04.17 Buy
	129,000	129,000	129,000	129,000	129,000	125,000
일 시 투자의견 목표가격	2025.04.25 Buy	2025.05.15 Buy	2025.05.30 Buy	2025.06.12 Buy	2025.06.27 Buy	2025.07.04 Buy
	125,000	125,000	125,000	140,000	140,000	152,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.15	Buy	112,000	-15.88	-5.18
2024.05.16	Buy	128,000	-17.11	-9.77
2024.08.16	Buy	136,000	-19.21	-9.41
2025.01.14	Buy	129,000	-27.21	-20.00
2025.04.17	Buy	125,000	-23.99	-10.64
2025.06.12	Buy	140,000	-13.98	-10.14
2025.07.04	Buy	152,000		

[현대해상 주가와 목표주가 추이]



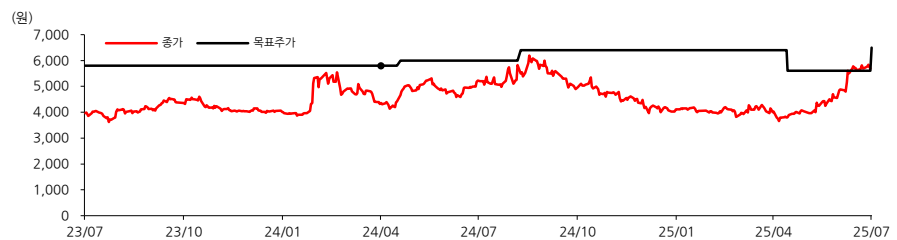
[투자의견 변동 내역]

일 시 투자의견 목표가격	2016.08.12 투자등급변경	2023.08.16 Buy	2023.09.01 Buy	2023.11.15 Buy	2023.11.29 Buy	2023.12.28 Buy
		57,000	57,000	54,000	54,000	54,000
일 시 투자의견 목표가격	2024.01.15 Buy	2024.01.26 Buy	2024.04.17 Buy	2024.05.16 Buy	2024.05.31 Buy	2024.06.17 Buy
	54,000	54,000	54,000	58,000	58,000	58,000
일 시 투자의견 목표가격	2024.06.28 Buy	2024.07.04 Buy	2024.07.26 Buy	2024.08.16 Buy	2024.08.30 Buy	2024.09.27 Buy
	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000
일 시 투자의견 목표가격	2024.10.08 Buy	2024.11.11 Buy	2024.11.15 Buy	2025.01.20 Buy	2025.02.25 Buy	2025.03.13 Buy
	58,000	58,000	50,000	50,000	50,000	50,000
일 시 투자의견 목표가격	2025.03.20 Buy	2025.03.28 Buy	2025.04.17 Buy	2025.04.25 Buy	2025.05.15 Buy	2025.05.30 Buy
	50,000	50,000	34,000	34,000	34,000	34,000
일 시 투자의견 목표가격	2025.06.12 Buy	2025.06.27 Buy	2025.07.04 Buy			
	38,000	38,000	38,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

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

[한화손해보험 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시 투자의견 목표가격	2016.08.12 투자등급변경	2023.08.07 Buy	2023.09.01 Buy	2023.11.14 Buy	2024.01.15 Buy	2024.02.23 Buy
		5,800	5,800	5,800	5,800	5,800
일 시 투자의견 목표가격	2024.04.22 Buy	2024.05.02 Buy	2024.06.17 Buy	2024.07.08 Buy	2024.08.12 Hold	2024.10.08 Buy
	6,000	6,000	6,000	6,000	6,400	6,400
일 시 투자의견 목표가격	2024.11.11 Buy	2024.11.12 Buy	2025.01.20 Buy	2025.02.25 Buy	2025.03.13 Buy	2025.03.20 Buy
	6,400	6,400	6,400	6,400	6,400	6,400
일 시 투자의견 목표가격	2025.04.17 Buy	2025.05.15 Buy	2025.07.04 Buy			
	5,600	5,600	6,500			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.04.22	Buy	6,000	-15.95	-2.83
2024.08.12	Hold	6,400	-28.97	-3.28
2025.04.17	Buy	5,600	-15.52	4.29
2025.07.04	Buy	6,500		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 6월 30 일)

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