한화투자증권

2025년 10월 15일
산업분석

보험 (Positive)

3Q25 Preview: 3개 분기 내내 비슷한 내용

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

분석종목

종목명(의견)	목표주가(원)
삼성화재(Hold, 유지)	440,000(유지)
DB 손해보험(Buy, 유지)	175,000(유지)
현대해상(Buy, 유지)	38,000(유지)
한화손해보험(Buy, 유지)	6,500(유지)

손보사 실적의 내용이 올들어 3 개 분기 내내 유사합니다. 장기 보험금이 늘어나 예실차가 악화되고, 자동차 보험료가 감소해 PAA 손익이 크게 줄어들었습니다. 업황은 부진합니다. 그러므로 손보주에 투자한다면 제반환경의 개선과 그에 따른 수혜에 주목해야 할 것으로 판단합니다.

3Q25 합산 실적 1.2조원(-10% YoY)으로 부진

한화투자증권 커버리지 손해보험주의 3Q25 합산 이익은 1조 1,802억원(-10% YoY, -17% QoQ)으로 컨센서스를 하회하면서 전년 동기보다 부진한 수준을 기록할 전망. 실적 부진의 주 원인은 또다시 보험손익 감소인데, 장기 보험금 예실차와 자동차 수익성의 악화가 3개 분기 연속으로 이어짐. 당사는 지난 분기를 기점으로 주요 보험사의 (장기) 실제보험금 증가를 단기적인 문제가 아니라고 판단하고 있음. 자동차의 경우 합산비율이 전년 동기보다 3%p 상승한 상반기와 달리, 7월에는 9%p가 상승하면서 악화 폭이 확대됨. 손보업종의 7월 누적 자동차 보험금은 2% YoY 증가에 그침. 손익 악화의 원인은 연이은 요율 인하로 인해 동기간 3% 감소한 보험료에 있음

한편 삼성화재, DB손보는 기중 예정이율 인하로 보험료를 인상해 전분기보다 신계약 물량은 감소했으나 마진배수가 개선됨. 현대해상과 한화손보는 신계약 물량이 증가하면서 신계약 CSM이 증가. 평기 수준의 경험조정을 적용하면 CSM잔액은 2~3% QoQ 증가할 것으로 추정

펀더멘털은 부진, 제반환경을 기대

올들어 손보사의 실적 preview는 매분기 내용이 거의 동일함. '예실차가 나빠지고, 자동차 손익이 감소한다.' 미래서비스를 내포한 CSM은 성장하고 있으므로 향후 질적인 개선을 도모할 수 있지만, 단기적으로 펀더멘털을 기대할 업황은 아님. 따라서 손보주에 투자한다면 제반환경의 개선, 그에 따른 수혜에 주목해야 할 것으로 판단. 당사는 시장금리 상승과 건보의 관리급여 신설, 할인율 로드맵 일정의 완화 등에 집중하고 있음. Top picks로는 여전히 valuation 및 배당수익률 측면에서 상대적인 매력을 확보하고 있는 DB손보와, 전술한 제반환경 개선에 따른 수혜가 가장 크게 기대되는 현대해상을 유지함

손해보험 3Q25 실적 Preview

한화투자증권 커버리지 손보사의 3Q25 합산 이익은 1조 1,802억원(-10% YoY, -17% QoQ)으로 시장 기대치를 하회하면서 전년 동기보다 부진한 수준을 기록할 전망이다.

보험손익이 17~30% YoY 감소할 것으로 추정된다. 손해율에는 계절성이 있다. 통상 2분기가 가장 온건한 시기이므로, 3분기의 QoQ 감익은 이상하지 않다. 그러나 계절성을 감안해 전년 동기와 비교해도 올들어 매분기 보험손익이 감소하고 상황이다. 장기(일반모형)에서 부진의 원인은 여전히 실제보험금 증가에 의한 예실차 악화에 있다. 현대해상을 제외한 3사 모두 전년 동기와 비교해 예실차가 적자 전환되거나, 적자 폭이 확대될 것으로 예상된다. CSM 상각익은 전분기보다 2~5% 증가하며 양호한 흐름이고 손실계약비용도 일회성 없이 경상적인 신계약 영향이 이어질 것으로 가정하였다. PAA손익 또한 자동차보험의 수익성 악화가 이어질 전망이다. DB손보 외의 3사 모두 보험손익 악화에 있어 장기보다 PAA손익이 더 큰 영향을 미쳤다. 7월 손보업종의 자보 합산비율은 108%로 9%p YoY 상승했다. 1H25 합산비율이 전년 동기보다 3%p 상승했던 것과 비교해 악화의 정도가 강해졌다. 보험금 증가보다는 3번 연속 보험료를 인하하면서 원수보험료가 감소한 점이 원인이다. 요율 정상화 전까지 실적 개선을 기대하기는 어려울 것으로 예상된다.

CSM은 양호하다. 신계약 CSM은 DB손보가 -3% QoQ, 그외 3사 모두 전분기보다 증가할 것으로 추정하였다. 평기 수준의 경험조정을 가정하면 CSM 잔액은 2~3% QoQ 증가할 전망이다.

투자는 본질 손익(이자+배당+보험금융손익)의 소폭 증가에 더해 전반적으로 양호한 매매/평가익을 가정하였다. 다만 환 효과는 전분기 (+)에서 (-)로 전환될 것이다.

분기 말 금리는 국채 10Y 2.94%(+13bp QoQ), 국채 30Y 2.83%(+8bp QoQ)로 상승했다. 이에 금리기간구조(부채 할인율 커브)는 전분기보다 관찰만기 이전 구간에서 평균 11bp, 이후 구간에서 평균 2bp 상승하였다. 이는 보험사들의 자본비율 및 듀레이션 갭에 긍정적으로 작용할 것이다.

(회사별 상세 실적 추정은 6~9page 참조)

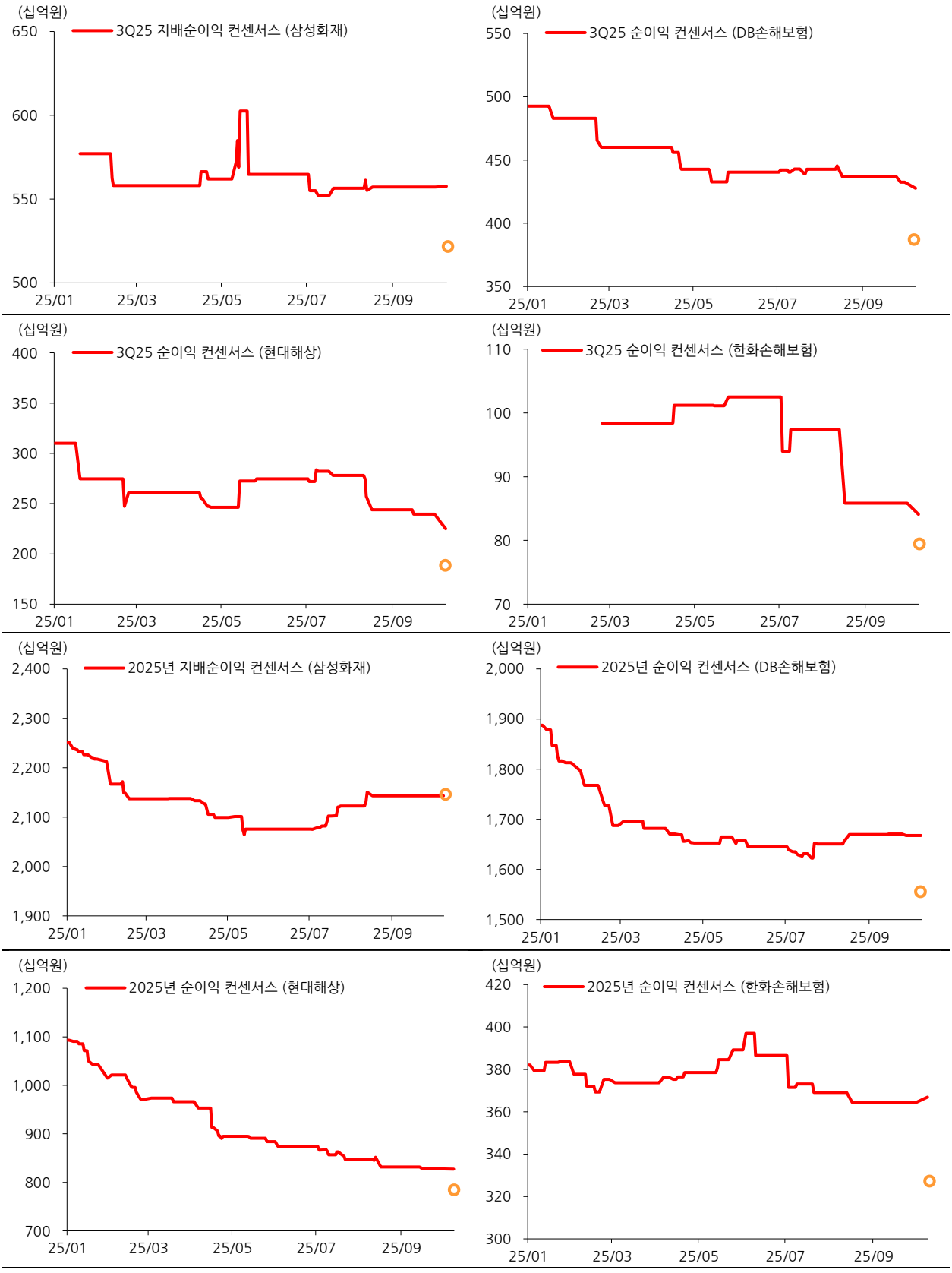
[표1] 커버리지 손해보험사의 3Q25 이익 전망치 및 컨센서스 비교 (단위: 십억 원, %, %p)

(십억원)	3Q25E	3Q24	YoY	2Q25	QoQ	컨센서스	차이
삼성화재*	522.3	554.1	-5.7	637.5	-18.1	557.6	-6.3
DB손해보험	388.8	453.9	-14.3	459.9	-15.5	427.7	-9.1
현대해상	189.6	213.4	-11.1	247.8	-23.5	225.0	-15.7
한화손해보험	79.5	91.0	-12.7	79.9	-0.6	84.1	-5.5
손해보험 4사	1,180.2	1,312.4	-10.1	1,425.1	-17.2	1,294.4	-8.8

주: *삼성화재는 연결 지배주주 순이익, 그 외 별도 실적 기준

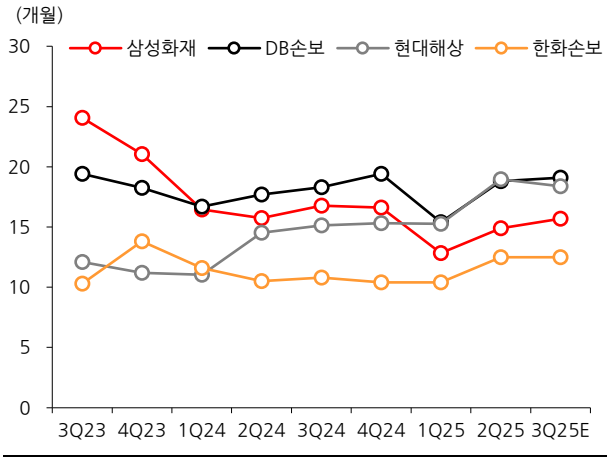
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 커버리지 손해보험주의 이익 컨센서스



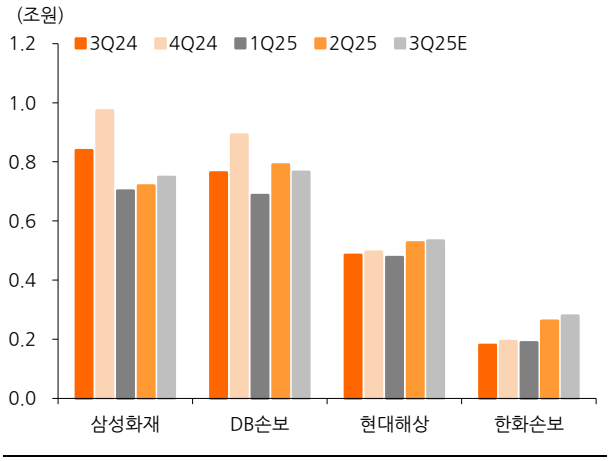
주: 황색 원은 당사 추정치, 삼성화재는 연결 지배주주 순이익, 그 외 별도 실적 기준
자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 신계약 마진배수 추이



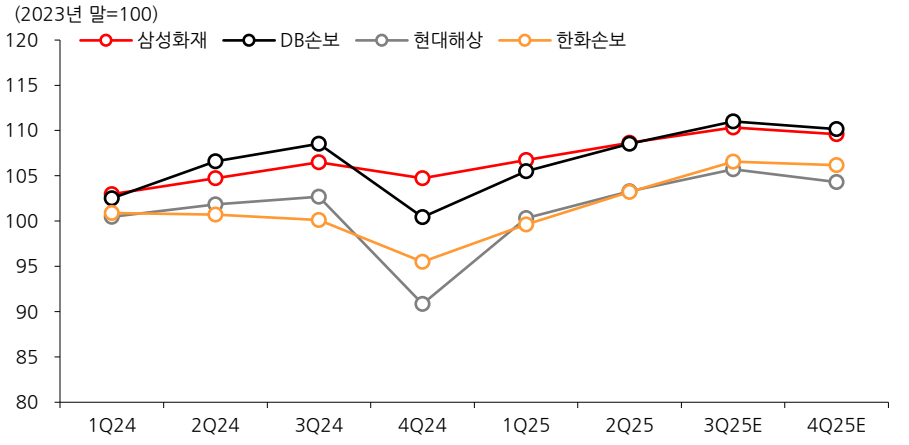
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 신계약 CSM 추이



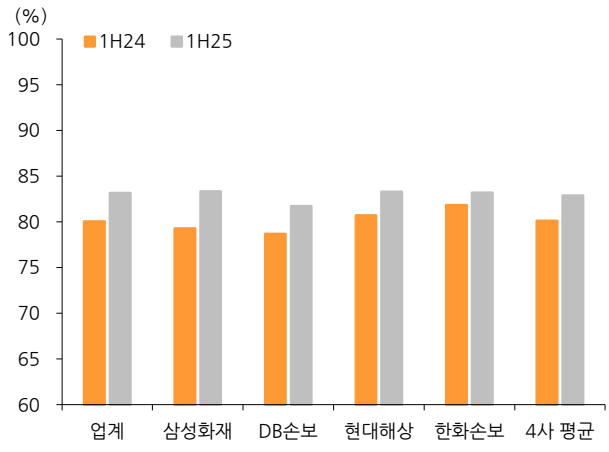
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] CSM 잔액의 상대 비교



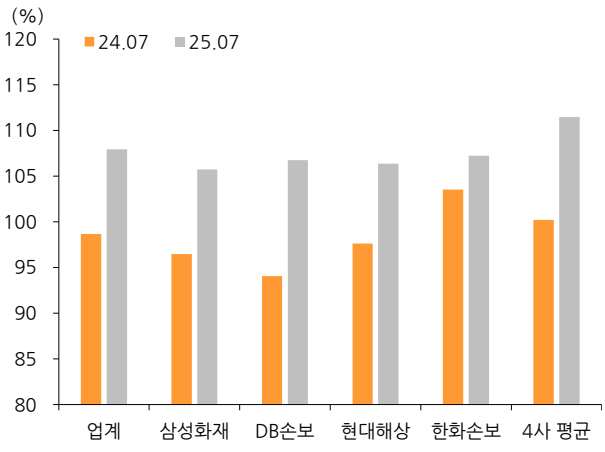
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 자동차보험 합산비율 비교 I: 상반기



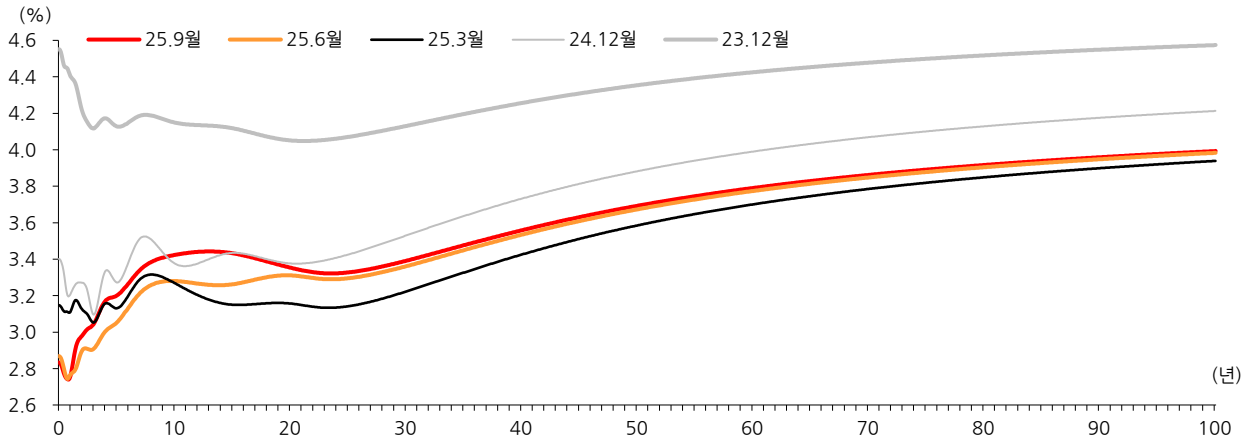
자료: 보험개발원, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 자동차보험 합산비율 비교 II: 7 월



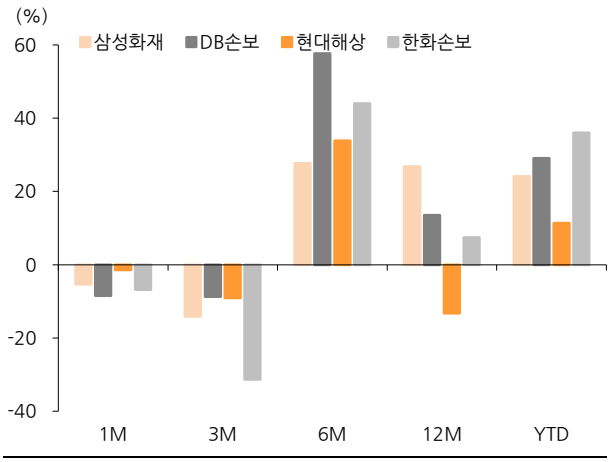
자료: 보험개발원, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 금융감독원이 제공하는 금리기간구조 (보험부채 할인율) 보험부채 할인율 커브(금리기간구조)



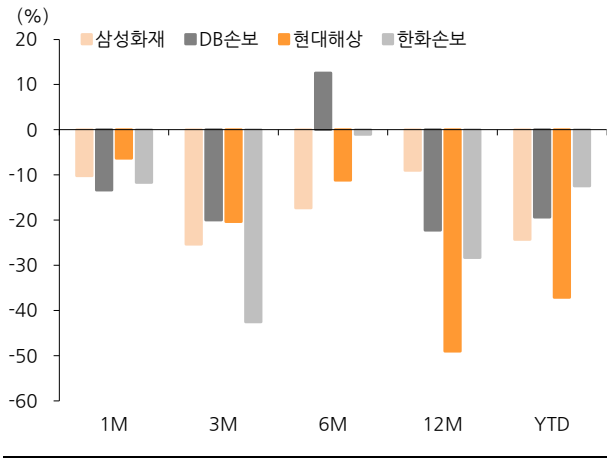
주: 조정 무위험 금리기간구조, LP, Spot 기준
자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 손보주의 절대수익률



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 손보주의 상대수익률



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

삼성화재 (000810) (Hold / 440,000 원)

삼성화재의 3Q25 지배주주 순이익은 5,223억원(-6% YoY, -18% QoQ)으로 시장 컨센서스를 6% 하회하는 부진한 실적이 예상된다. 보험에서 일반모형과 PAA모형 공히 수익성이 악화된 것이 원인이다.

vs. 3Q24(YoY): 보험손익이 17% 감소할 것으로 예상된다. 일반모형(장기)에서 예실차가 적자 전환되고, PAA모형에서 자동차보험의 적자 전환과 일반보험의 계절적 호우 피해 등이 예상된다. 특히 자동차 합산비율이 105%로 6%p 상승할 것으로 가정했는데, 동사의 자동차 경과보험료가 분기 1.4조원 규모이므로 이는 손익에 -900억원의 효과로 나타난다. 투자손익은 18% 증가할 전망이다. 전년 동기에 저리채 교체매매에 따른 손실이 700억원 수준 발생했던 기저효과가 대부분이다.
vs. 2Q25(QoQ): 계절적으로 수익성이 가장 좋은 2분기보다 보험손익이 18% 감소할 전망이다. 투자손익은 12% 감소하는데, 전분기에 일회성 손익 1,000억원이 발생했던 기저효과이다.

CSM: 신계약 물량은 전분기와 유사(-1%)한 가운데 기중 보험료 인상에 따라 마진배수가 개선되면서 신계약 CSM이 4% QoQ 증가할 것으로 추정된다. 이때 평기 수준의 경험조정을 가정하면 CSM잔액(14.5조원)은 2% QoQ 증가한다.

[표2] 삼성화재의 분기별 주요 손익 및 추정치 (단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	620	577	477	215	525	480	396	248	-17.6	-17.0
일반/VFA 모형	469	500	459	289	437	458	429	376	-6.2	-6.5
예실차	64	75	30	-90	-1	23	-18	-36	적전	적전
RA 변동	31	40	40	40	40	43	41	42	-4.5	2.8
CSM 상각	389	396	402	391	394	395	409	413	3.6	1.6
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	-14	-11	-13	-70	0	-3	-3	-43	적지	적지
기타	-1	0	0	17	3	0	0	0	n/a	n/a
PAA 모형	173	131	47	-19	111	80	-1	-71	적전	적전
기타사업비	22	53	30	55	24	57	33	57	-43.2	10.0
투자손익	293	226	264	62	291	355	311	263	-12.2	18.0
투자서비스손익	636	575	562	409	619	641	639	580	-0.3	13.7
보험금융손익	-343	-349	-298	-347	-327	-287	-328	-317	적지	적지
영업이익	913	804	741	277	816	835	707	511	-15.3	-4.5
영업외이익	5	2	3	0	6	8	0	0	n/a	n/a
세전이익	918	806	744	277	822	843	707	511	-16.1	-4.9
지배주주순이익	701	611	554	207	608	637	522	377	-18.1	-5.7
CSM (보유 순부채)	13,533	13,765	13,994	13,765	14,028	14,281	14,499	14,401	1.5	3.6

주: 연결 기준, QoQ 및 YoY는 3Q25E 기준
자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

DB 손해보험 (005830) (Buy / 175,000 원)

DB손해보험의 3Q25 당기순이익은 3,888억원(-14% YoY, -15% QoQ)으로 시장 컨센서스를 9% 하회하는 부진한 실적이 예상된다.

vs. 3Q24(YoY): 보험손익이 23% 감소할 것으로 예상된다. 보험금 예실차가 적자로 전환된 점이 주 원인이다. PAA모형에서 자동차 합산비율이 106%로 7%p 상승할 것으로 추정하였고, 일반에서 300억원 수준의 고액사고가 발생하였다. 다만 전년 동기에도 해외 고액사고의 후속으로 재보험료 정산이 500억원 발생한 바 있어, YoY로는 장기보험의 감소가 더 큰 영향을 미칠 전망이다.
vs. 2Q25(QoQ): 계절적 악화에도 불구하고, 전분기 발생사고요소조정이 컸던 점(1,093억원 vs. 직전 4개분기 평균 -338억원)을 감안해 예실차의 개선을 가정하였다. 반면 투자손익은 평분기 수준의 실적이지만, 전분기 환 효과 등으로 보험금융손익이 평기보다 1,000억원 수준 개선된 바 있어 기저효과로 인해 28% 감소할 것으로 예상된다.

CSM: 보험료 인상으로 인해 신계약 물량은 전분기보다 감소(-5%)하고 마진배수는 소폭 개선될 것으로 가정하였다. 이에 신계약 CSM은 전분기보다 3% 감소할 것으로 추정된다. 평기 수준의 경험조정을 가정하면 CSM잔액(13.5조원)은 2% QoQ 증가한다.

DB손해보험은 최근 미국 보험사 포르테그라 지분 100%를 2.3조원에 취득하였다. 추산컨대 2030년에는 해당 회사의 손익이 DB손보 손익의 10% 이상을 차지할 것으로 보이며, 매출 및 이익의 성장성과 ROE를 고려 시 이번 M&A를 긍정적으로 평가한다.

[표3] DB 손해보험의 분기별 주요 손익 및 추정치 (단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	563	534	361	160	403	268	277	137	3.5	-23.3
일반/VFA 모형	463	413	379	164	416	279	294	239	5.0	-22.6
예실차	4	63	61	-34	-5	-73	-44	-82	적지	적전
RA 변동	20	36	40	36	37	37	40	41	9.0	1.3
CSM 상각	327	336	342	282	323	327	332	340	1.6	-2.8
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	94	-36	-59	-118	46	-35	-35	-60	적지	적지
기타	18	14	-4	-2	14	23	0	0	n/a	n/a
PAA 모형	122	151	9	28	20	22	13	-67	-38.8	45.0
기타사업비	22	29	27	31	33	33	30	34	-11.4	10.0
투자손익	204	171	245	124	244	345	248	227	-28.1	1.2
투자서비스손익	384	368	420	342	438	436	445	420	2.1	6.1
보험금융손익	-180	-197	-175	-218	-194	-92	-198	-193	적지	적지
영업이익	767	705	606	285	647	612	525	365	-14.3	-13.4
영업외이익	-4	13	-3	-2	-3	5	0	0	n/a	n/a
세전이익	762	718	603	283	643	617	525	365	-14.9	-12.9
당기순이익	583	541	454	194	447	460	389	270	-15.5	-14.3
CSM (보유 순부채)	12,493	12,991	13,225	12,240	12,857	13,228	13,527	13,422	2.3	2.3

주: 별도 기준, QoQ 및 YoY는 3Q25E 기준
자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

현대해상 (001450) (Buy / 38,000 원)

현대해상의 3Q25 당기순이익은 1,896억원(-11% YoY, -23% QoQ)으로 시장 컨센서스를 16% 하회하는 어닝 쇼크가 예상된다. 장기 예실차와 자동차 합산비율이 함께 영향을 미쳤다.

vs. 3Q24(YoY): 보험손익이 30% 감소할 것으로 예상된다. 장기보험은 예실차가 오히려 개선되지만, 자동차에서 보험료 감소에 따른 합산비율 악화(+7%p)가 주된 영향을 미칠 것으로 추정된다. 현대해상의 분기 자동차 경과보험료는 1조원에 가깝다. 이는 DB손보와 유사한 규모인데 양사의 영업이익 규모는 2배가량 차이가 난다. 즉 동사의 실적이 자동차 수익성에 더 민감할 수밖에 없다. 투자손익은 특이요인 없이 이자수익의 체력 증대를 중심으로 16% 증가할 전망이다.
vs. 2Q25(QoQ): 계절적으로 양호한 2분기보다는 40% 감소할 전망이다. 마찬가지로, 장기 예실차와 자동차 손익 악화가 원인이다.

CSM: 선행적으로 경험위험률을 조정했기 때문에 당분기 요율 인상은 없었다. 신계약 물량은 전분기보다 증가(+4%)하고 마진배수는 역대 최고였던 전분기보다 하락할 것으로 가정하였다. 이에 신계약 CSM은 1% QoQ 증가할 것으로 추정된다. 평기 수준의 경험조정을 가정하면 CSM잔액(9.6조원)은 2% QoQ 증가한다.

[표4] 현대해상의 분기별 주요 손익 및 추정치 (단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	533	376	182	-48	176	213	128	65	-39.9	-29.8
일반/VFA 모형	454	302	152	2	129	198	175	176	-11.4	15.2
예실차	-40	44	-92	-98	-98	-37	-76	-53	적지	적지
RA 변동	35	32	32	34	31	33	42	42	27.2	30.4
CSM 상각	239	237	240	216	234	240	247	252	3.0	2.7
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	226	-2	-22	-150	-33	-33	-33	-60	적지	적지
기타	-7	-9	-6	0	-4	-5	-5	-5	적지	적지
PAA 모형	91	87	44	-35	69	40	-21	-85	적전	적전
기타사업비	12	13	14	15	23	25	26	27	3.2	80.0
투자손익	108	96	109	39	107	129	127	132	-2.2	16.0
투자서비스손익	320	305	305	278	317	316	342	344	8.2	12.2
보험금융손익	-212	-209	-196	-240	-210	-187	-216	-212	적지	적지
영업이익	641	472	291	-9	283	342	254	197	-25.6	-12.6
영업외이익	-9	-6	-5	-9	-11	-10	0	0	n/a	n/a
세전이익	632	466	286	-17	272	333	254	197	-23.5	-11.0
당기순이익	477	356	213	-16	203	248	190	147	-23.5	-11.1
CSM (보유 순부채)	9,120	9,244	9,321	8,248	9,108	9,376	9,598	9,468	2.4	3.0

주: 별도 기준, QoQ 및 YoY는 3Q25E 기준
자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

한화손해보험 (000370) (Buy / 6,500 원)

한화손해보험의 3Q25 당기순이익은 795억원(-13% YoY, -1% QoQ)으로 시장 컨센서스를 5% 하회하는 부진한 실적이 예상된다. 장기 보험금 예실차와 자동차 수익성의 악화가 원인이다.

vs. 3Q24(YoY): 보험손익이 22% 감소할 것으로 예상된다. 장기 예실차가 악화되지만 손실계약비용의 적자폭이 크게 축소되면서 일반모형 손익은 7% 감소에 그칠 전망이다. 다만 자동차 합산비율이 10%p 이상 상승할 것으로 추정되고 일반보험에서 일부 사고가 반영되면서 PAA손익이 적자로 전환될 것으로 예상된다. 투자손익은 유사한 수준으로 가정하였다.
vs. 2Q25(QoQ): 이자/배당수익을 중심으로 투자손익이 증가하고 장기보험 손익이 4% 감소에 그치지만, PAA손익의 악화가 영업이익 감소를 견인하였다.

CSM: GA채널, 여성보험 및 SI보험을 중심으로 신계약 매출이 호조를 이어갈 전망이다. 신계약 물량이 사상 최대를 기록했던 전분기보다 7% 증가하면서 신계약 CSM도 7% 증가할 것으로 추정된다. 이때 평기 수준의 경험조정을 가정하면 CSM잔액(4.1조원)은 3% QoQ 증가한다.

[표5] 한화손해보험의 분기별 주요 손익 및 추정치 (단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	149	136	88	25	135	94	68	1	-27.4	-22.4
일반/VFA 모형	178	140	106	59	141	103	99	65	-3.6	-7.0
예실차	73	23	-7	-61	-12	-19	-27	-59	적지	적지
RA 변동	18	19	19	20	19	19	18	19	-2.3	-4.0
CSM 상각	102	102	101	101	102	103	108	111	5.2	7.6
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	2	-17	-17	6	28	0	-1	-5	적지	적지
기타	-17	14	11	-8	3	0	0	0	0.0	-99.4
PAA 모형	11	40	17	17	23	21	-5	-27	적전	적전
기타사업비	40	45	36	51	29	30	26	37	-13.5	-28.0
투자손익	23	28	38	19	52	24	36	26	54.1	-4.1
투자서비스손익	123	126	140	116	159	130	144	134	10.0	2.8
보험금융손익	-101	-97	-102	-98	-107	-107	-107	-108	적지	적지
영업이익	172	164	126	43	188	118	105	27	-11.1	-16.9
영업외이익	1	-4	3	-1	0	-3	0	0	n/a	n/a
세전이익	173	161	129	43	187	115	105	27	-9.1	-18.5
당기순이익	125	130	91	37	143	80	79	21	-0.6	-12.7
CSM (보유 순부채)	3,934	3,927	3,903	3,725	3,884	4,025	4,136	4,121	2.8	6.0

주: 별도 기준, QoQ 및 YoY는 3Q25E 기준
자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표: 삼성화재]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
운용자산	83,836	86,190	87,486	88,804
현금및예치금	3,103	2,545	2,574	2,583
유가증권	50,826	53,138	53,978	54,824
FVPL	11,374	11,139	11,354	11,534
FVOCI	37,025	39,329	39,899	40,533
AC	1,725	1,857	1,913	1,944
대출채권	27,068	27,735	28,152	28,578
부동산	2,840	2,772	2,781	2,819
비운용자산	3,342	3,634	3,385	3,309
특별계정자산	91	108	112	117
자산총계	87,268	89,931	90,984	92,229
책임준비금	65,327	64,748	64,465	64,177
BEL	31,408	29,193	27,677	26,195
RA	1,942	2,090	2,176	2,260
CSM	14,074	14,693	15,843	16,961
PAA	4,363	4,118	3,819	3,511
투자계약부채	13,540	14,654	14,949	15,250
기타부채	6,247	6,094	6,017	5,979
후순위채	0	0	0	0
특별계정부채	92	109	113	118
부채총계	71,666	70,950	70,596	70,274
자본금	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	13,670	14,770	16,131	17,542
해약환급금준비금	2,213	4,202	6,223	8,243
자본조정	-1,487	-1,219	-949	-679
기타포괄손익누계	2,418	4,465	4,240	4,127
자본총계	15,602	18,982	20,388	21,955

성장률

(단위: %)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
자산총계	2.6	3.1	1.2	1.4
운용자산	2.7	2.8	1.5	1.5
부채총계	4.1	-1.0	-0.5	-0.5
CSM	5.8	4.4	7.8	7.1
자본총계	-3.4	21.7	7.4	7.7
보험손익	-6.1	-12.7	8.8	9.7
투자손익	101.8	44.3	5.3	2.9
영업이익	12.7	4.9	7.3	6.8
순이익	14.2	3.5	6.0	6.8

주: IFRS 연결 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	1,889	1,649	1,794	1,968
일반 및 변동수수료모형	1,717	1,701	1,803	1,963
CSM 상각	1,579	1,611	1,687	1,812
RA 변동	152	166	171	178
예상과실제차이	76	-35	-3	24
손실계약	-108	-48	-51	-51
기타	18	6	0	0
보험료배분접근법모형	333	119	170	194
간접사업비	160	171	180	189
투자손익	845	1,220	1,284	1,321
보험금융손익	-1,337	-1,259	-1,232	-1,225
이자수익	2,179	2,292	2,347	2,372
배당수익	427	431	438	447
FVPL 평가손익	85	85	0	0
기타	-508	-329	-269	-272
영업이익	2,735	2,869	3,079	3,289
영업외이익	10	14	0	0
세전이익	2,745	2,883	3,079	3,289
법인세비용	668	735	803	858
당기순이익	2,077	2,148	2,276	2,431
지배주주 순이익	2,074	2,145	2,273	2,428

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2024	2025E	2026E	2027E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	228	218	219	226
신계약 CSM	3,452	2,958	3,108	3,159
투자수익률	2.7	2.9	2.9	2.9
수정 Book Value	22,044	24,348	25,050	25,889
수익성				
수정 ROE	9.0	9.0	8.9	9.3
수정 ROA	2.3	2.4	2.4	2.6
주당 지표				
수정 EPS	50,783	52,411	55,465	59,155
수정 BPS	518,572	572,763	589,273	609,025
보통주 DPS	19,000	21,500	24,000	27,000
Valuation 및 배당				
수정 PER	7.1	8.5	8.0	7.5
수정 PBR	0.7	0.8	0.8	0.7
배당성향	38.9	42.6	44.8	47.2
보통주 배당수익률	5.3	4.8	5.4	6.1

[재무제표: DB손해보험]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
운용자산	49,627	53,019	54,627	56,284
현금및예치금	750	801	839	868
유가증권	34,652	36,326	37,440	38,575
FVPL	11,407	12,844	13,255	13,666
FVOCI	22,226	22,428	23,131	23,855
AC	0	0	0	0
대출채권	13,022	14,669	15,078	15,532
부동산	1,203	1,223	1,269	1,309
비운용자산	3,219	3,651	4,079	4,308
특별계정자산	13	16	17	18
자산총계	52,859	56,687	58,723	60,610
책임준비금	41,063	44,207	45,573	46,396
BEL	15,468	15,041	14,160	12,513
RA	1,884	2,093	2,245	2,396
CSM	11,515	12,767	13,969	15,332
PAA	3,071	3,272	3,717	4,208
투자계약부채	9,125	11,033	11,481	11,947
기타부채	3,366	3,606	3,440	3,357
후순위채	668	1,466	1,466	1,466
특별계정부채	13	17	17	18
부채총계	44,443	47,830	49,030	49,771
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	10,105	11,262	12,632	14,044
해약환급금준비금	3,239	4,476	5,746	7,016
자본조정	-152	-152	-152	-152
기타포괄손익누계	-1,609	-2,326	-2,860	-3,126
자본총계	8,416	8,857	9,693	10,838

성장률

(단위: %)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
자산총계	9.0	7.2	3.6	3.2
운용자산	10.4	6.8	3.0	3.0
부채총계	11.6	7.6	2.5	1.5
CSM	1.4	10.9	9.4	9.8
자본총계	-3.0	5.2	9.4	11.8
보험손익	4.5	-33.0	36.7	10.5
투자손익	59.3	43.0	-12.1	3.5
영업이익	17.2	-9.1	12.6	7.8
순이익	15.3	-11.7	14.3	7.8

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	1,619	1,085	1,483	1,640
일반 및 변동수수료모형	1,420	1,228	1,442	1,599
CSM 상각	1,287	1,322	1,389	1,472
RA 변동	132	156	171	178
예상과실제차이	92	-206	2	69
손실계약	-119	-84	-120	-120
기타	28	39	0	0
보험료배분접근법모형	310	-12	185	199
간접사업비	110	131	144	158
투자손익	744	1,064	935	967
보험금융손익	-770	-676	-764	-764
이자수익	1,383	1,514	1,547	1,579
배당수익	26	53	52	52
FVPL 평가손익	48	73	0	0
기타	57	99	100	100
영업이익	2,363	2,149	2,418	2,607
영업외이익	3	1	0	0
세전이익	2,366	2,150	2,418	2,607
법인세비용	594	584	629	678
당기순이익	1,772	1,566	1,790	1,929

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2024	2025E	2026E	2027E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	179	180	182	187
신계약 CSM	3,045	3,062	3,267	3,327
투자수익률	3.2	3.4	3.2	3.1
수정 Book Value	13,853	14,143	14,809	15,905
수익성				
수정 ROE	12.4	11.2	12.4	12.6
수정 ROA	3.5	2.9	3.1	3.2
주당 지표				
수정 EPS	29,516	26,007	29,810	32,123
수정 BPS	230,723	235,549	246,643	264,899
보통주 DPS	6,800	7,000	8,600	10,300
Valuation 및 배당				
수정 PER	3.5	5.1	4.4	4.1
수정 PBR	0.4	0.6	0.5	0.5
배당성향	23.0	26.8	28.8	32.1
보통주 배당수익률	7.2	5.3	6.5	7.8

[재무제표: 현대해상]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
운용자산	45,787	47,779	49,867	52,355
현금및예치금	2,119	1,316	1,392	1,465
유가증권	32,189	35,058	36,545	38,388
FVPL	8,453	8,650	9,012	9,457
FVOCI	22,671	25,325	26,450	27,848
AC	0	0	0	0
대출채권	10,246	10,143	10,615	11,121
부동산	1,234	1,262	1,315	1,381
비운용자산	2,168	2,278	2,477	2,540
특별계정자산	23	25	26	27
자산총계	47,978	50,082	52,369	54,921
책임준비금	38,302	39,972	41,885	43,589
BEL	20,913	21,066	21,739	22,065
RA	2,093	2,186	2,289	2,393
CSM	8,305	9,515	10,387	11,389
PAA	3,490	3,447	3,557	3,671
투자계약부채	3,500	3,760	3,912	4,071
기타부채	4,727	4,951	4,792	4,713
후순위채	2,547	3,345	3,345	3,345
특별계정부채	22	25	26	27
부채총계	43,051	44,948	46,702	48,329
자본금	45	45	45	45
자본잉여금	113	113	113	113
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	7,391	8,178	9,252	10,449
해약환급금준비금	4,018	4,657	5,319	5,981
자본조정	-68	-68	-68	-68
기타포괄손익누계	-2,554	-3,134	-3,675	-3,947
자본총계	4,927	5,134	5,667	6,593

성장률

(단위: %)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
자산총계	9.6	4.4	4.6	4.9
운용자산	10.3	4.4	4.4	5.0
부채총계	14.4	4.4	3.9	3.5
CSM	-9.2	14.6	9.2	9.6
자본총계	-19.5	4.2	10.4	16.3
보험손익	98.1	-44.3	57.9	14.9
투자손익	-21.9	40.6	6.7	5.9
영업이익	42.8	-22.9	34.3	11.6
순이익	33.4	-23.6	36.4	11.5

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	1,043	581	917	1,054
일반 및 변동수수료모형	910	679	940	1,077
CSM 상각	933	973	1,028	1,106
RA 변동	132	148	173	179
예상과실제차이	-186	-264	-120	-68
손실계약	51.9	-158	-120	-120
기타	-21	-19	-20	-20
보험료배분접근법모형	188	3	86	95
간접사업비	55	101	109	118
투자손익	352	495	528	559
보험금융손익	-856	-824	-863	-904
이자수익	1,122	1,226	1,285	1,352
배당수익	615	469	485	501
FVPL 평가손익	-129	25	0	0
기타	-400	-402	-380	-390
영업이익	1,395	1,076	1,445	1,613
영업외이익	-29	-20	0	0
세전이익	1,366	1,056	1,445	1,613
법인세비용	336	269	372	416
당기순이익	1,031	787	1,074	1,197

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2024	2025E	2026E	2027E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	142	127	128	131
신계약 CSM	1,821	2,075	2,199	2,249
투자수익률	2.8	2.8	2.9	2.9
수정 Book Value	7,082	7,696	8,343	9,486
수익성				
수정 ROE	12.5	10.7	13.4	13.4
수정 ROA	2.2	1.6	2.1	2.2
주당 지표				
수정 EPS	13,144	10,038	13,692	15,266
수정 BPS	90,311	98,141	106,400	120,975
보통주 DPS	0	0	0	0
Valuation 및 배당				
수정 PER	1.9	2.7	2.0	1.8
수정 PBR	0.3	0.3	0.3	0.2
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0
보통주 배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0

[재무제표: 한화손해보험]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
운용자산	18,827	20,141	21,166	22,244
현금및예치금	517	534	562	591
유가증권	15,042	16,228	17,063	17,931
FVPL	4,377	4,692	4,924	5,173
FVOCI	10,346	11,012	11,614	12,233
AC	0	0	0	0
대출채권	2,918	3,017	3,162	3,324
부동산	350	362	379	398
비운용자산	926	879	919	1,038
특별계정자산	0	0	0	0
자산총계	19,753	21,019	22,085	23,282
책임준비금	15,271	15,859	16,879	17,836
BEL	9,771	9,810	10,228	10,517
RA	980	1,070	1,162	1,252
CSM	3,803	4,220	4,691	5,233
PAA	644	688	729	766
투자계약부채	72	71	69	68
기타부채	1,402	1,941	1,860	1,820
후순위채	598	1,097	1,097	1,097
특별계정부채	0	0	0	0
부채총계	16,673	17,799	18,739	19,656
자본금	774	774	774	774
자본잉여금	69	70	70	70
신종자본증권	234	234	234	234
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	2,642	2,952	3,298	3,688
해약환급금준비금	2,034	2,391	2,980	3,569
자본조정	-5	-5	-5	-5
기타포괄손익누계	-634	-805	-1,025	-1,134
자본총계	3,079	3,220	3,346	3,626

성장률

(단위: %)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
자산총계	9.8	6.4	5.1	5.4
운용자산	10.6	7.0	5.1	5.1
부채총계	14.3	6.8	5.3	4.9
CSM	-3.1	11.0	11.2	11.6
자본총계	-9.6	4.6	3.9	8.4
보험손익	36.4	-24.9	14.1	20.4
투자손익	15.3	28.1	-3.2	-6.2
영업이익	31.2	-13.6	8.7	12.9
순이익	31.5	-15.6	11.4	12.5

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	398	299	342	411
일반 및 변동수수료모형	484	408	432	502
CSM 상각	406	424	462	513
RA 변동	76	75	80	87
예상과실제차이	28	-117	-82	-62
손실계약	-26	22	-24	-28
기타	0	3	-4	-8
보험료배분접근법모형	86	12	36	42
간접사업비	171	121	127	133
투자손익	108	138	134	125
보험금융손익	-397	-429	-442	-467
이자수익	404	432	453	463
배당수익	207	220	239	245
FVPL 평가손익	-4	1	0	0
기타	-102	-85	-116	-116
영업이익	506	437	475	536
영업외이익	-1	-3	0	0
세전이익	505	435	475	536
법인세비용	123	112	116	132
당기순이익	382	323	360	405

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2024	2025E	2026E	2027E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	73	87	89	91
신계약 CSM	740	986	1,028	1,058
투자수익률	2.8	2.9	2.8	2.7
수정 Book Value	4,149	4,299	4,306	4,522
수익성				
수정 ROE	8.2	7.3	8.0	8.8
수정 ROA	1.9	1.5	1.6	1.7
주당 지표				
수정 EPS	3,173	2,667	2,987	3,376
수정 BPS	27,008	27,985	28,031	29,434
보통주 DPS	0	0	0	0
Valuation 및 배당				
수정 PER	1.3	2.1	1.8	1.6
수정 PBR	0.1	0.2	0.2	0.2
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0
보통주 배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0

[Compliance Notice] (공표일: 2025 년 10 월 15 일)

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 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

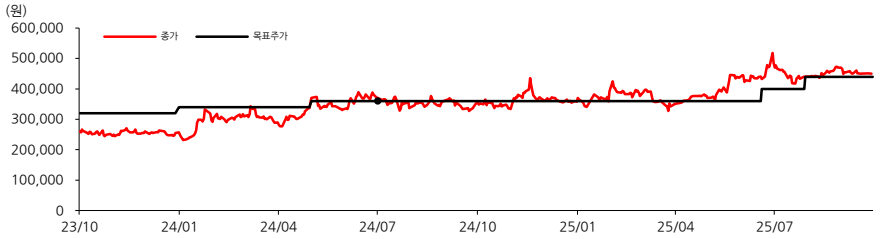
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

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

당사의 애널리스트(김도하)는 2025 년 09 월 18 일~19 일 기간에 삼성화재의 비용으로 기업 설명회에 참여한 사실이 있습니다.

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]



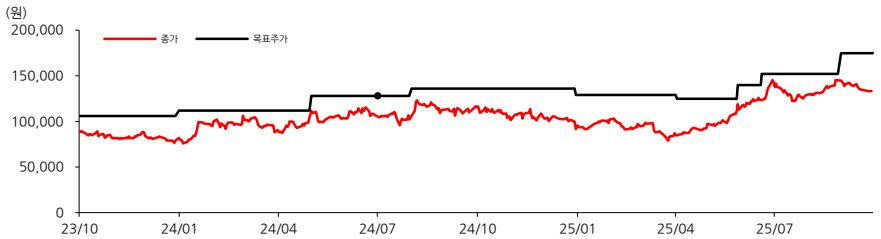
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.11.14	2024.01.15	2024.02.23	2024.05.16	2024.06.17
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold
목표가격		320,000	340,000	340,000	360,000	360,000
일 시	2024.07.08	2024.08.16	2024.10.08	2024.11.11	2025.01.20	2025.02.03
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2025.02.12	2025.02.25	2025.03.13	2025.03.20	2025.04.17	2025.05.14
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2025.07.04	2025.08.13	2025.10.15			
투자의견	Hold	Hold	Hold			
목표가격	400,000	440,000	440,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	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	13.37	4.38
2025.08.13	Hold	440,000		

[DB손해보험 주가와 목표주가 추이]



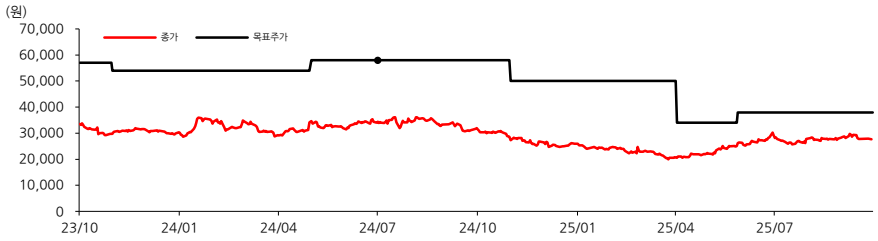
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.11.14	2024.01.15	2024.02.23	2024.04.23	2024.05.16
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		106,000	112,000	112,000	112,000	128,000
일 시	2024.06.17	2024.07.08	2024.08.16	2024.08.30	2024.09.27	2024.10.08
투자의견	Buy	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	128,000	128,000	136,000	136,000	136,000	136,000
일 시	2024.10.25	2024.11.01	2024.11.11	2024.11.15	2024.11.29	2024.12.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	136,000	136,000	136,000	136,000	136,000	136,000
일 시	2025.01.14	2025.01.20	2025.01.24	2025.02.24	2025.02.25	2025.02.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	129,000	129,000	129,000	129,000	129,000	129,000
일 시	2025.03.13	2025.03.20	2025.03.28	2025.04.17	2025.04.25	2025.05.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	129,000	129,000	129,000	125,000	125,000	125,000
일 시	2025.05.30	2025.06.12	2025.06.27	2025.07.04	2025.07.25	2025.08.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	125,000	140,000	140,000	152,000	152,000	152,000
일 시	2025.08.29	2025.09.15	2025.09.26	2025.10.15		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	152,000	175,000	175,000	175,000		

[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	-12.42	-4.28
2025.09.15	Buy	175,000		

[현대해상 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

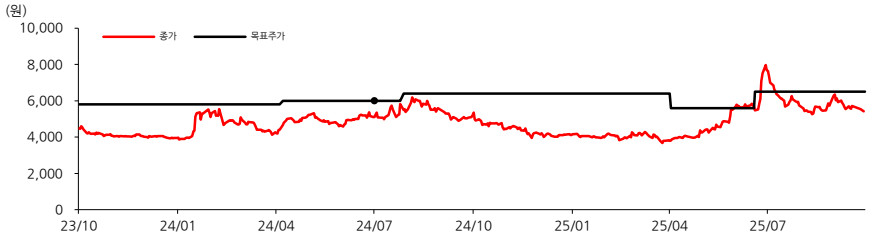
일 시	2016.08.12	2023.11.15	2023.11.29	2023.12.28	2024.01.15	2024.01.26
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		54,000	54,000	54,000	54,000	54,000
일 시	2024.04.17	2024.05.16	2024.05.31	2024.06.17	2024.06.28	2024.07.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	54,000	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000
일 시	2024.07.26	2024.08.16	2024.08.30	2024.09.27	2024.10.08	2024.11.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000
일 시	2024.11.15	2025.01.20	2025.02.25	2025.03.13	2025.03.20	2025.03.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000

일 시	2025.04.17	2025.04.25	2025.05.15	2025.05.30	2025.06.12	2025.06.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	34,000	34,000	34,000	34,000	38,000	38,000
일 시	2025.07.04	2025.07.25	2025.08.14	2025.08.29	2025.09.15	2025.09.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000
일 시	2025.10.15					
투자의견	Buy					
목표가격	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	2016.08.12	2023.11.14	2024.01.15	2024.02.23	2024.04.22	2024.05.02
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		5,800	5,800	5,800	6,000	6,000
일 시	2024.06.17	2024.07.08	2024.08.12	2024.10.08	2024.11.11	2024.11.12
투자의견	Buy	Buy	Hold	Buy	Buy	Buy
목표가격	6,000	6,000	6,400	6,400	6,400	6,400
일 시	2025.01.20	2025.02.25	2025.03.13	2025.03.20	2025.04.17	2025.05.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	6,400	6,400	6,400	6,400	5,600	5,600
일 시	2025.07.04	2025.10.15				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	6,500	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 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2025 년 9 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%