



보험 (Positive)

4Q25 Preview: 부정적인 것들을 털어내는 연말

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

분석종목

종목명(의견)	목표주가(원)
삼성화재(Hold, 유지)	440,000(유지)
DB손해보험(Buy, 유지)	175,000(유지)
현대해상(Buy, 유지)	38,000(유지)
한화손해보험(Buy, 유지)	7,800(유지)

CSM이 대규모 (-) 조정을 인식하고, 손실계약비용이 크게 나타날 전망입니다. 좋다고 할 수 없는 업황이지만, 연말에 많은 비용 요소를 반영하면서 ‘나뻐던 것에서 좋아지는’ 수준에 집중할 필요가 있습니다.

4Q25 합산 실적 6,993억원(+66% YoY) 예상

한화투자증권 커버리지 손해보험 4사의 4Q25 합산 이익은 6,993억원(+66% YoY, -36% QoQ)으로, 적자 전환이 예상되는 현대해상과 법인세 환급이 예상되는 한화손보 외에는 컨센서스와 유사하거나 양호한 수준을 기록할 전망. 공통적인 비경상적 요인으로 연말 계리가정 조정 및 교육세 인상 효과 반영(CSM -), 실손의 가정 변경(보험손의 -) 등이 부정적인 영향을 미칠 것

연중 보험손의 악화의 주범이었던 예실차는 영업일수 감소로 인해 대부분 전분기보다 개선될 것으로 예상. 실손보험의 미래 추정치 악화가 연말 손실계약비용 부담으로 작용. 계절성과 자동차보험 수익성의 악화로 PAA손익은 대부분 전분기보다 부진할 전망

이익 계약의 수익성 악화와 교육세 인상에 따른 예상사업비 증가로 인해 CSM 조정이 -2,000~-9,000억원으로 크게 악화되면서 CSM잔액은 2~6% QoQ 감소할 것으로 추정. 신계약 CSM은 평분기 수준으로 가정함

부정적인 것들을 털어내는 연말

2023년, 2024년과 달리 2025년 말에는 감독당국의 가정 개입을 반영하지 않았음에도, 그간의 실적 악화가 미래 추정치에 반영되면서 CSM이 대규모 (-) 조정을 인식할 전망. 다만 이로 인해 예상비용이 증가하면서 2026년 예실차는 보다 개선될 것으로 기대됨. 실손 또한 악화된 손해율로 인해 연말에 큰 손실을 인식하지만, 이로 인해 예상비용이 증가하는 동시에 추후 관리급여의 정상적인 시행이 이루어지면 실제비용의 개선을 기대할 수 있을 것. 좋다고 할 수 없는 업황이지만 연말에 많은 비용 요소를 반영하면서 미래 부담이 낮아지고, 시장금리의 상승과 준비금 부담 축소의 가능성 등 ‘나뻐던 것에서 좋아지는’ 수준에 집중할 필요가 있음. 해당 관점에서 가장 큰 수혜가 예상되는 현대해상을 최선호주로 유지함

손해보험 4Q25 실적 Preview

한화투자증권 커버리지 손보 4사의 4Q25 합산 이익은 6,993억원(+66% YoY, -36% QoQ)으로 예상된다. 적자 전환이 예상되는 현대해상은 어닝 쇼크, 법인세 환급이 예상되는 한화손보는 대폭 서프라이즈, 이외는 컨센서스와 유사하거나 양호한 수준을 기록할 전망이다.

보험손익은 여전히 부진하다. 이번에는 주로 연말 가정 변경에 의한다. 우선 실손보험의 경우 손해액 증가에 따른 미래유출액의 증가와 다가올 보험료 인상에 따른 미래유입액의 증가가 함께 미래현금흐름에 영향을 미치는데, 손해액의 영향이 더 클 것으로 예상된다. 이익 계약의 경우 가정 변경의 결과가 CSM에 반영되지만 손실 계약은 손익(손실계약비용)에 반영된다. 반면 연중 보험손익 악화의 주범이었던 예실차는 대부분 전분기보다 개선될 것으로 예상된다. 4Q25 영업일수가 59일로 전분기보다 9% 감소하기 때문이다. 일당 손해액은 증가할 것으로 가정했으나, 대형 보험사 기준 분기 발생보험금이 1조 원대 중반이므로 일수 감소 영향이 작지는 않다. 보험 내 PAA손익은 일반보험의 계절적 악화와 자동차 손해율의 계절적/추세적 악화로 대부분 보험사에서 전분기보다 부진할 것으로 가정하였다.

CSM도 연말 가정 변경에 의해 전분기보다 1~6% 감소할 것으로 추정된다. 이익 계약의 수익성 악화와 교육세 인상에 따른 예상사업비 증가가 (-) 조정으로 작용한 데 따른다. 특히 보험금 예실차 악화는 4Q24부터 본격화되었는데, 전년 하반기~당해 상반기를 손해율 가정 구간으로 잡는다면 영향이 커질 것이다(그림5). 악화된 수익성으로 인해 요율이 한 차례 더 인상될 가능성도 있겠다. 신계약 CSM은 평분기 수준으로 가정하였다. 2026년부터의 신계약 마진배수는 계리가정 악화와 시장금리 상승이 함께 반영될 텐데, 이 또한 악화의 영향이 더 클 것으로 예상해 소폭 하향하였다.

투자는 정상적인 본질 손익(이자+배당+보험금융손익)에 더해 회사별로 처분익과 기말장부가 평가의 손상 영향이 갇힐 것으로 예상된다.

분기 중 시장금리의 상승으로 금리기간구조(부채 할인을 커브)의 관찰만기 구간 할인율이 유의하게 상승하였다(그림6). 2026년 초에는 LTFR 인하나 관찰만기 연장이 없을 예정이다. 이는 대부분 보험사의 자본비율 및 듀레이션 갭에 긍정적이다.

(회사별 상세 실적 추정은 5~8page 참조)

[표1] 커버리지 손해보험사의 4Q25 이익 전망치 및 컨센서스 비교

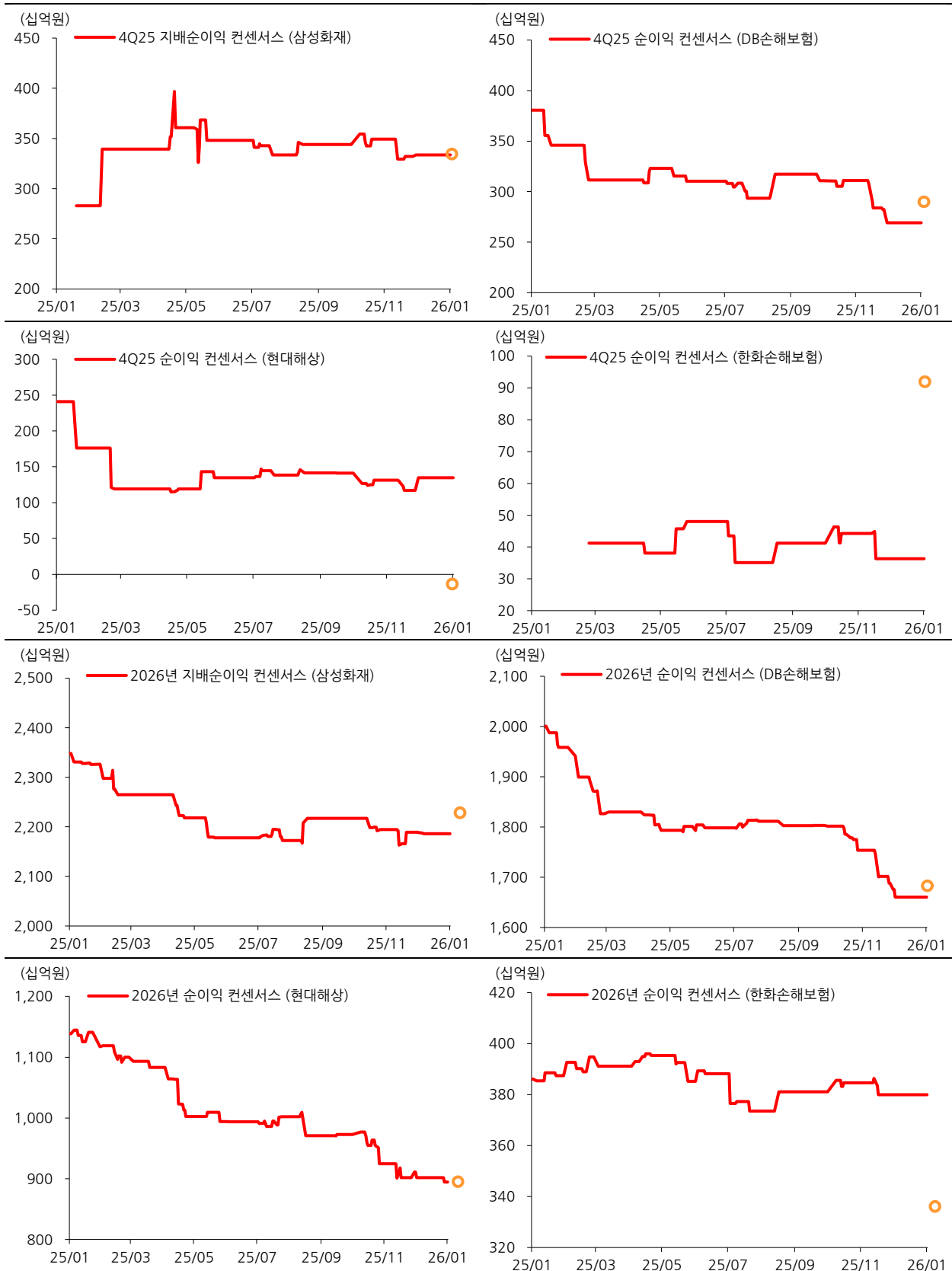
(단위: 십억 원, %, %p)

(십억원)	4Q25E	4Q24	YoY	3Q25	QoQ	컨센서스	차이
삼성화재*	333.6	207.1	61.1	538.0	-38.0	333.5	0.0
DB손해보험	287.8	194.3	48.1	293.0	-1.8	269.1	7.0
현대해상	-13.6	-15.7	적지	183.2	적전	134.7	적전
한화손해보험	91.5	36.5	150.5	71.6	27.8	36.3	151.9
손해보험 4사	699.3	422.2	65.6	1,085.8	-35.6	773.6	-9.6

주: *삼성화재는 연결 지배주주 순이익, 그 외 별도 실적 기준

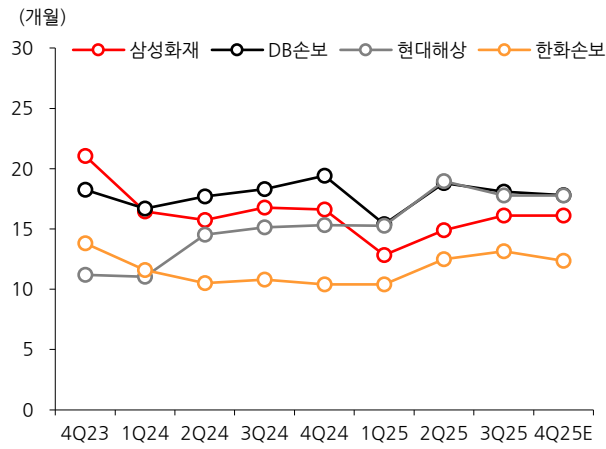
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 커버리지 손해보험주의 이익 컨센서스



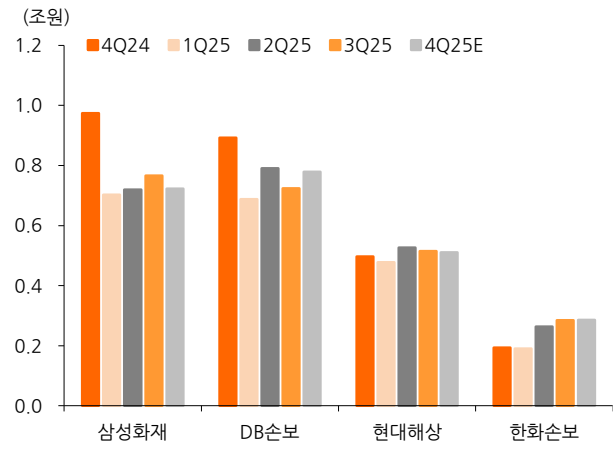
주: 황색 원은 당사 추정치, 삼성화재는 연결 지배주주 순이익, 그 외 별도 실적 기준
 자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 신계약 마진배수 추이



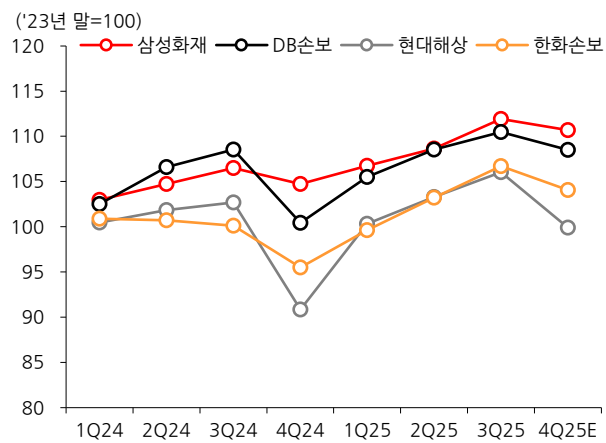
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 신계약 CSM 추이



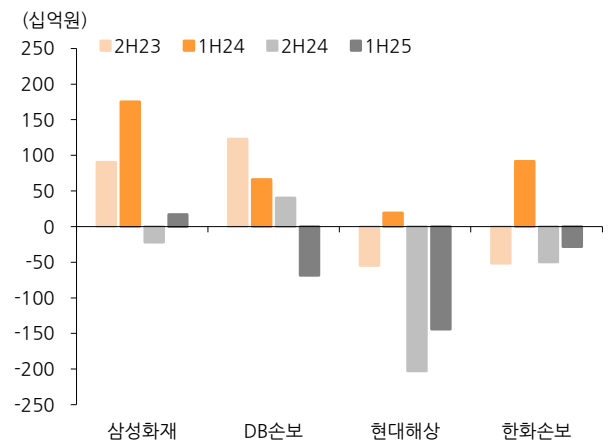
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] CSM 잔액의 상대 비교



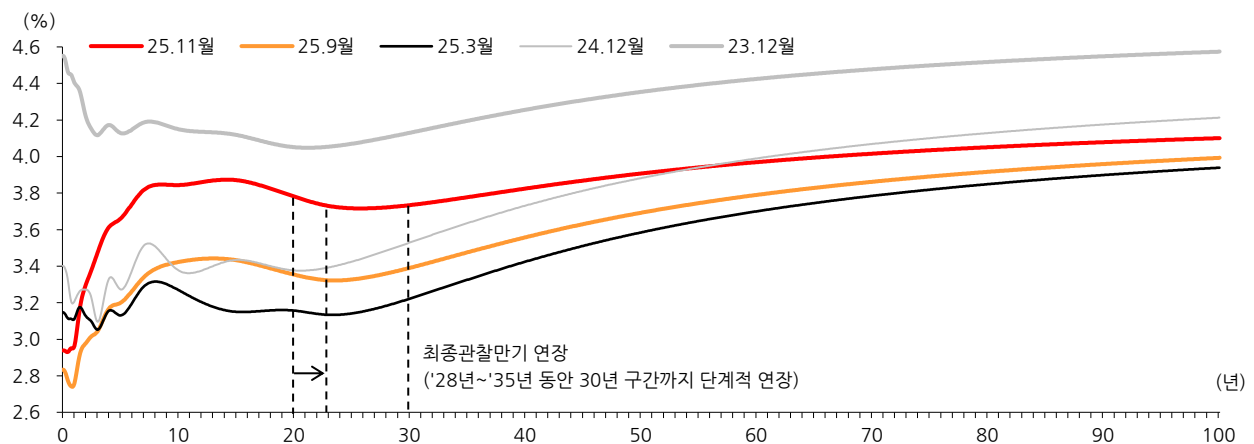
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 반기별 보험금 예실차 추이



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 금융감독원이 제공하는 금리기간구조 (보험부채 할인율) 보험부채 할인율 커브(금리기간구조)



주: 조정 무위험 금리기간구조, LP, Spot 기준

자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

삼성화재 (000810) (Hold / 440,000 원)

삼성화재의 4Q25 지배주주 순이익은 3,336억원(+61% YoY, -38% QoQ)으로 시장 컨센서스 수준의 실적이 예상된다.

vs. 4Q24(YoY): 보험손익이 20% 증가할 것으로 예상된다. 기저가 낮은 탓이다. 발생보험금의 급증이 나타났던 전년 동기보다는 보험금 예실차의 적자폭이 축소될 것으로 가정하였다. 전년에는 사업비 예실차도 분기별 -200억원 수준이었으나, 2025년 예상사업비 증가로 사업비 예실차 부담도 낮아졌다. PAA손익은 일반에서 개선, 자동차에서 악화가 나타날 것으로 가정했는데 결과적으로는 적자폭이 확대될 것으로 보인다. 투자손익은 212% 증가할 전망이다. 이 또한 전년 동기에 저리채 교체 매매에 따른 처분손(1,500억원)과 해외 부동산 충당금(800억원) 등이 발생했던 터라 기저가 낮은 것이 원인이다.

vs. 3Q25(QoQ): 영업일수 감소에 따라 보험금 예실차가 280억원 개선되고, 연말 계절성으로 사업비 예실차는 210억원 악화될 것으로 가정하였다. 연말 손실계약(실손)에 대한 가정 악화가 예상돼 손실계약비용을 600억원 반영하였다. 투자손익은 연말 장부가 평가에 따른 손상차손 가능성을 고려해 평기보다 부진한 수준으로 추정하였다.

CSM: 신계약 물량이 6% QoQ 감소하면서 신계약 CSM도 동일한 감소율을 나타낼 전망이다. CSM잔액(14.4조원)은 2% QoQ 감소할 것으로 추정된다. 교육세 인상에 따른 미래 사업비 증가 영향을 -3,000억원대, 기말 계리가정 조정을 -3,000억원대 반영한 결과다.

[표2] 삼성화재의 분기별 주요 손익 및 추정치

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	620	577	477	215	525	480	370	258	-30.3	20.0
일반/VFA 모형	469	500	459	289	437	458	418	374	-10.4	29.7
예실차	64	75	30	-90	-1	23	-35	-22	적지	적지
RA 변동	31	40	40	40	40	43	48	41	-14.5	2.3
CSM 상각	389	396	402	391	394	395	405	415	2.5	6.2
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	-14	-11	-13	-70	0	-3	0	-60	적지	적지
기타	-1	0	0	17	3	0	0	0	n/a	n/a
PAA 모형	173	131	47	-19	111	80	-14	-59	적지	적지
기타사업비	22	53	30	55	24	57	34	57	68.9	4.0
투자손익	293	226	264	62	291	355	332	194	-41.7	212.3
투자서비스손익	636	575	562	409	619	641	679	528	-22.3	29.0
보험금융손익	-343	-349	-298	-347	-327	-287	-347	-334	적지	적지
영업이익	913	804	741	277	816	835	702	452	-35.7	63.1
영업외이익	5	2	3	0	6	8	5	0	n/a	n/a
세전이익	918	806	744	277	822	843	708	452	-36.2	63.1
지배주주순이익	701	611	554	207	608	637	538	334	-38.0	61.1
CSM (보유 순부채)	13,533	13,765	13,994	13,765	14,028	14,281	14,711	14,448	-1.8	5.0

주: 연결 기준, QoQ 및 YoY는 4Q25E 기준

자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

DB 손해보험 (005830) (Buy / 175,000 원)

DB손해보험의 4Q25 당기순이익은 2,878억원(+48% YoY, -2% QoQ)으로 시장 컨센서스보다 7% 높은 이익이 예상된다.

vs. 4Q24(YoY): 보험손익이 27% 감소할 것으로 예상된다. 보험금 예실차 적자폭이 140억원 확대되고, 전년 동기 발생했던 재보험비용의 일시적 환입(+570억원)이 소멸되는 것이 주 원인이다. PAA모형에서 자동차 합산비율은 4%p 상승하고 일반은 1%p 개선될 것으로 가정했는데, 결과적으로는 적자로 예상한다. 투자손익은 손상자손(430억원)과 보험금융손익에서 환 효과(-)를 크게 겪었던 전년 동기보다 118% 증가할 것으로 추정된다.

vs. 3Q25(QoQ): 보험금 예실차의 개선을 타 손보사 대비 큰 폭으로 가정하였다. 영업일수 감소에 더해, 직전 2개 분기에 1,000억원 단위로 인식한 발생사고요소조정 규모가 안정화될 것으로 기대하기 때문이다. 투자손익은 평분기 수준으로 반영하였다.

CSM: 운전자보험의 절판 등으로 신계약 물량이 10% QoQ 증가할 것으로 추정한다. 포트폴리오 효과로 마진배수가 소폭 하락하면서 신계약 CSM은 8% 증가할 것으로 추정된다. 교육세 인상에 따른 미래 사업비 증가 영향을 -2,000억원대, 기말 처리가정 조정을 -5,000억원대로 반영한 데 따라 CSM잔액(13.2조원)은 2% QoQ 감소할 것으로 예상된다.

[표3] DB 손해보험의 분기별 주요 손익 및 추정치

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	563	534	361	160	403	268	102	118	15.2	-26.7
일반/VFA 모형	463	413	379	164	416	279	167	189	12.9	15.3
예실차	4	63	61	-34	-5	-73	-157	-106	적지	적지
RA 변동	20	36	40	36	37	37	40	40	0.8	10.9
CSM 상각	327	336	342	282	323	327	330	334	1.2	18.7
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	94	-36	-59	-118	46	-35	-48	-80	적지	적지
기타	18	14	-4	-2	14	23	2	0	n/a	n/a
PAA 모형	122	151	9	28	20	22	-38	-37	적지	적전
기타사업비	22	29	27	31	33	33	28	34	24.8	10.0
투자손익	204	171	245	124	244	345	301	271	-10.1	118.3
투자서비스손익	384	368	420	342	438	436	487	470	-3.5	37.5
보험금융손익	-180	-197	-175	-218	-194	-92	-186	-199	적지	적지
영업이익	767	705	606	285	647	612	403	388	-3.7	36.5
영업외이익	-4	13	-3	-2	-3	5	-6	0	n/a	n/a
세전이익	762	718	603	283	643	617	397	388	-2.2	37.4
당기순이익	583	541	454	194	447	460	293	288	-1.8	48.1
CSM (보유 순부채)	12,493	12,991	13,225	12,240	12,857	13,228	13,462	13,222	-1.8	8.0

주: 별도 기준, QoQ 및 YoY는 4Q25E 기준

자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

현대해상 (001450) (Buy / 38,000 원)

현대해상의 4Q25 당기순손실은 136억원(적자전환 YoY, QoQ)으로 시장 컨센서스를 크게 하회하는 어닝 쇼크가 예상된다. 미래비용의 증가를 반영하는 선불의 대가이다.

vs. 4Q24(YoY): 보험손익이 적자를 지속할 전망이다. 전년 하반기~당해 상반기의 예상 차 악화가 가장 두드러진 데 따라 미래 전망이 크게 악화되기 때문이다. 특히 손실계약(실손)의 손해율 악화에 따라 미래 예상비용이 더 가파르게 증가한 데 따라, 손실계약비용이 전년 동기보다 큰 규모로 발생할 것으로 예상된다. 보험금 예상차는 210억원 개선될 것으로 가정하였다. 투자손익은 전년 동기 중 비경상 요인으로 보험금융손익이 악화되고 평가손이 400억원 발생했던 데 따른 기저효과로 115% 개선될 전망이다.

vs. 3Q25(QoQ): 보험손익이 적자로 전환되고, 투자손익이 소폭 감소할 전망이다. 호흡기 질환의 민감도가 높은 것으로 보여, 영업일수 감소에도 불구하고 전분기와 유사한 보험금 예상차를 가정했다. 연말 장부가 평가에 의한 손상차손을 임의로 일부 가정하였다.

CSM: 신계약 물량과 마진배수가 모두 전분기와 유사한 수준을 보일 것으로 가정하면서 신계약 CSM도 전분기 수준으로 기대된다. 전술한 미래 전망의 악화는 당연히 이익 계약에도 영향을 미친다. 교육세 인상에 따른 미래 사업비 증가 영향을 -2,000억원대, 기말 계리가정 조정을 -6,000억원대로 가정하면서 CSM잔액(9.1조원)이 6% QoQ 감소할 것으로 추정하였다.

[표4] 현대해상의 분기별 주요 손익 및 추정치

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	533	376	182	-48	176	213	161	-102	적전	적지
일반/VFA 모형	454	302	152	2	129	198	196	-12	적전	적전
예실차	-40	44	-92	-98	-98	-37	-72	-79	적지	적지
RA 변동	35	32	32	34	31	33	37	41	12.6	21.3
CSM 상각	239	237	240	216	234	240	246	250	1.9	15.8
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	226	-2	-22	-150	-33	-33	-19	-220	적지	적지
기타	-7	-9	-6	0	-4	-5	5	-5	적전	적지
PAA 모형	91	87	44	-35	69	40	-10	-63	적지	적지
기타사업비	12	13	14	15	23	25	25	27	7.0	80.0
투자손익	108	96	109	39	107	129	89	83	-6.6	115.2
투자서비스손익	320	305	305	278	317	316	292	296	1.6	6.4
보험금융손익	-212	-209	-196	-240	-210	-187	-202	-213	적지	적지
영업이익	641	472	291	-9	283	342	251	-18	적전	적지
영업외이익	-9	-6	-5	-9	-11	-10	-6	0	n/a	n/a
세전이익	632	466	286	-17	272	333	245	-18	적전	적지
당기순이익	477	356	213	-16	203	248	183	-14	적전	적지
CSM (보유 순부채)	9,120	9,244	9,321	8,248	9,108	9,376	9,628	9,071	-5.8	10.0

주: 별도 기준, QoQ 및 YoY는 4Q25E 기준

자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

한화손해보험 (000370) (Buy / 7,800 원)

한화손해보험의 4Q25 당기순이익은 915억원(+150% YoY, +28% QoQ)으로 시장 컨센서스를 152% 상회할 전망이다. 캐롯손해보험 합병에 따른 차손으로 법인세를 감면(400억원) 받게 된 것이 주된 원인이다. 이는 이후 5년에 걸쳐 법인세를 추가 납부(연간 약 70억원)하면서 상쇄될 예정이다. 한편 법인세 효과를 제외한 영업이익도 컨센서스를 46% 상회할 것으로 예상된다. 예실차가 크게 나쁘지 않고, 투자 성과가 좋다.

vs. 4Q24(YoY): 보험손익은 61% 감소할 것으로 예상된다. PAA손익의 악화 때문이다. 보험금 예실차가 140억원 개선되지만 손실계약비용이 적자로 전환될 전망이다. PAA모형에서는 일반에서 이랜드 물류센터 화재 영향(80억원)으로 적자를 나타내고, 자동차 합산비용이 4%p 악화될 것으로 가정하였다. 더불어 4Q25부터 온기로 캐롯손해보험을 합병한 영향이 반영된다. 투자손익은 평가손이 170억원 발생했던 전년 동기와 반대로, 증시 호조에 따라 주식 매매이익이 300억원 발생하면서 호조를 나타낼 것으로 기대된다.

vs. 3Q25(QoQ): 예실차는 보험금의 개선을 사업비의 악화가 상쇄하면서 전분기와 유사한 수준으로 가정하였다. 실손에 대한 가정 악화가 비용으로 일부 반영되고 PAA손익이 악화되면서 보험손익이 전분기보다 부진할 전망이다

CSM: 신계약 매출은 사상 최대를 기록했던 전분기보다 7% 증가할 전망이다. 다만 포트폴리오 효과로 마진배수가 하락하면서 신계약 CSM은 전분기 수준으로 추정된다. 교육세 인상에 따른 미래 사업비 증가 영향을 -1,000억원, 기말 계리가정 조정을 -2,000억원대로 가정하면서 CSM잔액(4.1조원)이 2% QoQ 감소할 것으로 추정하였다.

[표5] 한화손해보험의 분기별 주요 손익 및 추정치

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	149	136	88	25	135	94	45	9	-78.7	-61.4
일반/VFA 모형	178	140	106	59	141	103	77	67	-12.8	14.1
예실차	73	23	-7	-61	-12	-19	-41	-43	적지	적지
RA 변동	18	19	19	20	19	19	20	18	-10.0	-7.5
CSM 상각	102	102	101	101	102	103	106	110	3.8	8.6
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	2	-17	-17	6	28	0	-8	-18	적지	적전
기타	-17	14	11	-8	3	0	0	0	적지	적지
PAA 모형	11	40	17	17	23	21	-4	-21	적지	적전
기타사업비	40	45	36	51	29	30	29	37	28.6	-28.0
투자손익	23	28	38	19	52	24	50	59	18.2	212.6
투자서비스손익	123	126	140	116	159	130	156	167	6.8	43.0
보험금융손익	-101	-97	-102	-98	-107	-107	-106	-108	적지	적지
영업이익	172	164	126	43	188	118	94	68	-27.7	57.2
영업외이익	1	-4	3	-1	0	-3	-2	0	n/a	n/a
세전이익	173	161	129	43	187	115	92	68	-26.4	59.7
당기순이익	125	130	91	37	143	80	72	92	27.8	150.5
CSM (보유 순부채)	3,934	3,927	3,903	3,725	3,884	4,025	4,161	4,058	-2.5	8.9

주: 별도 기준, QoQ 및 YoY는 4Q25E 기준

자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표: 삼성화재]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
운용자산	83,836	89,947	90,755	91,844
현금및예치금	3,103	2,283	2,387	2,393
유가증권	50,826	58,382	57,917	58,517
FVPL	11,374	11,721	11,825	11,968
FVOCI	37,025	43,941	43,278	43,697
AC	1,725	1,922	2,017	2,055
대출채권	27,068	26,857	27,899	28,341
부동산	2,840	2,426	2,552	2,593
비운용자산	3,342	2,968	2,855	3,005
특별계정자산	91	118	122	127
자산총계	87,268	93,032	93,732	94,977
책임준비금	65,327	63,792	62,909	62,503
BEL	31,408	28,258	26,487	25,116
RA	1,942	2,107	2,235	2,363
CSM	14,074	14,741	15,555	16,462
PAA	4,363	4,037	3,688	3,316
투자계약부채	13,540	14,649	14,944	15,245
기타부채	6,247	7,933	7,933	7,933
후순위채	0	0	0	0
특별계정부채	92	118	123	128
부채총계	71,666	71,843	70,965	70,564
자본금	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	13,670	14,742	16,053	17,430
해약환급금준비금	2,213	4,144	6,049	7,954
자본조정	-1,487	-1,219	-949	-679
기타포괄손익누계	2,418	6,700	6,698	6,696
자본총계	15,602	21,189	22,767	24,413

성장률

(단위: %)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
자산총계	2.6	6.6	0.8	1.3
운용자산	2.7	7.3	0.9	1.2
부채총계	4.1	0.2	-1.2	-0.6
CSM	5.8	4.7	5.5	5.8
자본총계	-3.4	35.8	7.5	7.2
보험손익	-6.1	-13.5	5.1	9.8
투자손익	101.8	38.6	10.4	1.6
영업이익	12.7	2.6	7.3	6.3
순이익	14.2	2.1	5.0	6.2

주: IFRS 연결 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	1,889	1,634	1,716	1,884
일반 및 변동수수료모형	1,717	1,687	1,725	1,880
CSM 상각	1,579	1,609	1,673	1,760
RA 변동	152	173	172	184
예상과실제차이	76	-39	-40	16
손실계약	-108	-63	-80	-80
기타	18	6	0	0
보험료배분접근법모형	333	119	172	194
간접사업비	160	172	181	190
투자손익	845	1,172	1,293	1,314
보험금융손익	-1,337	-1,295	-1,289	-1,296
이자수익	2,179	2,293	2,434	2,456
배당수익	427	443	453	462
FVPL 평가손익	85	89	0	0
기타	-508	-358	-304	-308
영업이익	2,735	2,805	3,009	3,198
영업외이익	10	19	0	0
세전이익	2,745	2,824	3,009	3,198
법인세비용	668	704	785	834
당기순이익	2,077	2,120	2,225	2,364
지배주주 순이익	2,074	2,117	2,223	2,361

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2024	2025E	2026E	2027E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	228	212	204	210
신계약 CSM	3,452	2,912	2,966	3,016
투자수익률	2.7	2.9	2.9	2.9
수정 Book Value	22,044	26,608	27,270	28,068
수익성				
수정 ROE	9.0	8.5	8.0	8.3
수정 ROA	2.3	2.3	2.3	2.4
주당 지표				
수정 EPS	50,783	51,710	54,243	57,527
수정 BPS	518,572	625,929	641,512	660,280
보통주 DPS	19,000	21,500	23,200	26,200
Valuation 및 배당				
수정 PER	7.1	9.6	9.2	8.6
수정 PBR	0.7	0.8	0.8	0.8
배당성향	38.9	43.1	44.3	47.1
보통주 배당수익률	5.3	4.3	4.7	5.3

[재무제표: DB손해보험]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
운용자산	49,627	53,978	56,169	58,739
현금및예치금	750	816	863	906
유가증권	34,652	37,360	38,795	40,561
FVPL	11,407	15,095	15,674	16,422
FVOCI	22,226	21,206	22,061	23,080
AC	0	0	0	0
대출채권	13,022	14,568	15,221	15,923
부동산	1,203	1,235	1,290	1,349
비운용자산	3,219	3,623	3,904	3,638
특별계정자산	13	17	18	18
자산총계	52,859	57,619	60,091	62,395
책임준비금	41,063	44,006	45,252	46,254
BEL	15,468	15,197	14,412	13,267
RA	1,884	2,069	2,194	2,317
CSM	11,515	12,573	13,594	14,666
PAA	3,071	3,240	3,682	4,171
투자계약부채	9,125	10,926	11,370	11,832
기타부채	3,366	4,012	4,012	4,012
후순위채	668	1,466	1,466	1,466
특별계정부채	13	17	18	19
부채총계	44,443	48,035	49,282	50,284
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38
신종자본증권	0	865	865	865
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	10,105	11,174	12,398	13,700
해약환급금준비금	3,239	4,369	5,424	6,479
자본조정	-152	-152	-152	-152
기타포괄손익누계	-1,609	-2,375	-2,375	-2,375
자본총계	8,416	9,584	10,809	12,111

성장률

(단위: %)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
자산총계	9.0	9.0	4.3	3.8
운용자산	10.4	8.8	4.1	4.6
부채총계	11.6	8.1	2.6	2.0
CSM	1.4	9.2	8.1	7.9
자본총계	-3.0	13.9	12.8	12.0
보험손익	4.5	-45.0	46.8	10.4
투자손익	59.3	56.1	-16.9	5.4
영업이익	17.2	-13.2	10.8	8.3
순이익	15.3	-16.1	13.1	8.2

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	1,619	890	1,307	1,443
일반 및 변동수수료모형	1,420	1,052	1,291	1,434
CSM 상각	1,287	1,315	1,344	1,421
RA 변동	132	154	166	173
예상과실제차이	92	-342	-120	-60
손실계약	-119	-117	-100	-100
기타	28	42	0	0
보험료배분접근법모형	310	-33	158	164
간접사업비	110	129	141	156
투자손익	744	1,161	965	1,017
보험금융손익	-770	-671	-772	-787
이자수익	1,383	1,532	1,573	1,638
배당수익	26	56	56	57
FVPL 평가손익	48	121	0	0
기타	57	122	109	109
영업이익	2,363	2,051	2,272	2,460
영업외이익	3	-5	0	0
세전이익	2,366	2,046	2,272	2,460
법인세비용	594	558	590	639
당기순이익	1,772	1,488	1,682	1,820

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2024	2025E	2026E	2027E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	179	181	178	183
신계약 CSM	3,045	2,980	2,951	3,002
투자수익률	3.2	3.6	3.2	3.2
수정 Book Value	13,853	14,813	15,911	17,126
수익성				
수정 ROE	12.4	10.2	10.7	10.8
수정 ROA	3.5	2.7	2.8	2.9
주당 지표				
수정 EPS	29,516	24,414	27,374	29,667
수정 BPS	230,723	244,261	262,367	282,397
보통주 DPS	6,800	7,000	8,000	9,500
Valuation 및 배당				
수정 PER	3.5	5.4	4.7	4.3
수정 PBR	0.4	0.5	0.5	0.5
배당성향	23.0	28.5	28.8	31.7
보통주 배당수익률	7.2	5.5	6.3	7.4

[재무제표: 현대해상]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
운용자산	45,787	46,672	48,230	49,890
현금및예치금	2,119	1,220	1,260	1,303
유가증권	32,189	34,954	36,125	37,392
FVPL	8,453	9,009	9,339	9,640
FVOCI	22,671	25,168	26,010	26,976
AC	0	0	0	0
대출채권	10,246	9,281	9,597	9,905
부동산	1,234	1,217	1,249	1,290
비운용자산	2,168	2,749	2,810	2,937
특별계정자산	23	29	30	31
자산총계	47,978	49,449	51,070	52,858
책임준비금	38,302	38,988	39,713	40,515
BEL	20,913	20,343	20,126	19,756
RA	2,093	2,146	2,237	2,329
CSM	8,305	9,113	9,768	10,661
PAA	3,490	3,497	3,535	3,559
투자계약부채	3,500	3,890	4,048	4,212
기타부채	4,727	5,276	5,276	5,276
후순위채	2,547	3,345	3,345	3,345
특별계정부채	22	29	30	31
부채총계	43,051	44,293	45,019	45,823
자본금	45	45	45	45
자본잉여금	113	113	113	113
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	7,391	8,012	8,907	9,892
해약환급금준비금	4,018	4,253	5,068	5,883
자본조정	-68	-68	-68	-68
기타포괄손익누계	-2,554	-2,946	-2,946	-2,946
자본총계	4,927	5,156	6,051	7,035

성장률

(단위: %)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
자산총계	9.6	3.1	3.3	3.5
운용자산	10.3	1.9	3.3	3.4
부채총계	14.4	2.9	1.6	1.8
CSM	-9.2	9.7	7.2	9.1
자본총계	-19.5	4.6	17.4	16.3
보험손익	98.1	-57.0	67.7	12.8
투자손익	-21.9	16.3	10.0	5.9
영업이익	42.8	-38.5	40.2	10.2
순이익	33.4	-39.8	44.2	10.1

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	1,043	448	752	848
일반 및 변동수수료모형	910	511	789	879
CSM 상각	933	970	972	1,028
RA 변동	132	141	167	173
예상과실제차이	-186	-286	-210	-182
손실계약	51.9	-304	-120	-120
기타	-21	-9	-20	-20
보험료배분접근법모형	188	37	70	86
간접사업비	55	100	108	116
투자손익	352	409	450	477
보험금융손익	-856	-812	-845	-872
이자수익	1,122	1,220	1,250	1,280
배당수익	615	707	483	499
FVPL 평가손익	-129	3	0	0
기타	-400	-709	-437	-429
영업이익	1,395	858	1,202	1,325
영업외이익	-29	-26	0	0
세전이익	1,366	831	1,202	1,325
법인세비용	336	211	307	340
당기순이익	1,031	621	895	985

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2024	2025E	2026E	2027E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	142	127	127	131
신계약 CSM	1,821	2,029	2,055	2,102
투자수익률	2.8	2.7	2.7	2.8
수정 Book Value	7,082	7,731	8,462	9,469
수익성				
수정 ROE	12.5	8.4	11.0	11.0
수정 ROA	2.2	1.3	1.8	1.9
주당 지표				
수정 EPS	13,144	7,914	11,408	12,560
수정 BPS	90,311	98,594	107,908	120,760
보통주 DPS	0	0	0	0
Valuation 및 배당				
수정 PER	1.9	3.9	2.7	2.4
수정 PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
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	19,273	20,255	21,286
현금및예치금	517	513	541	569
유가증권	15,042	15,600	16,396	17,231
FVPL	4,377	4,469	4,679	4,912
FVOCI	10,346	10,606	11,192	11,794
AC	0	0	0	0
대출채권	2,918	2,818	2,961	3,111
부동산	350	343	357	375
비운용자산	926	1,106	1,093	1,168
특별계정자산	0	0	0	0
자산총계	19,753	20,379	21,348	22,454
책임준비금	15,271	15,096	15,743	16,471
BEL	9,771	9,109	9,185	9,321
RA	980	1,062	1,153	1,240
CSM	3,803	4,158	4,565	5,021
PAA	644	694	769	819
투자계약부채	72	73	71	70
기타부채	1,402	2,174	2,174	2,174
후순위채	598	1,097	1,097	1,097
특별계정부채	0	0	0	0
부채총계	16,673	17,270	17,917	18,645
자본금	774	774	774	774
자본잉여금	69	70	70	70
신종자본증권	234	234	234	234
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	2,642	3,015	3,337	3,715
해약환급금준비금	2,034	2,402	2,982	3,562
자본조정	-5	-5	-5	-5
기타포괄손익누계	-634	-979	-979	-979
자본총계	3,079	3,109	3,431	3,809

성장률

(단위: %)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
자산총계	9.8	3.2	4.8	5.2
운용자산	10.6	2.4	5.1	5.1
부채총계	14.3	3.6	3.7	4.1
CSM	-3.1	9.3	9.8	10.0
자본총계	-9.6	1.0	10.3	11.0
보험손익	36.4	-28.8	-3.1	22.9
투자손익	15.3	70.6	-8.3	8.1
영업이익	31.2	-7.6	-5.2	17.3
순이익	31.5	0.9	-12.9	16.8

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	398	284	275	338
일반 및 변동수수료모형	484	388	453	491
CSM 상각	406	421	439	471
RA 변동	76	76	77	82
예상과실제차이	28	-115	-36	-27
손실계약	-26	3	-22	-26
기타	0	3	-5	-9
보험료배분접근법모형	86	19	-40	-8
간접사업비	171	124	138	145
투자손익	108	184	169	182
보험금융손익	-397	-428	-442	-466
이자수익	404	434	454	478
배당수익	207	231	235	249
FVPL 평가손익	-4	10	0	0
기타	-102	-62	-79	-79
영업이익	506	467	443	520
영업외이익	-1	-4	0	0
세전이익	505	463	443	520
법인세비용	123	77	107	127
당기순이익	382	386	336	392

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2024	2025E	2026E	2027E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	73	89	90	93
신계약 CSM	739	1,024	1,004	1,010
투자수익률	2.8	3.2	3.1	3.1
수정 Book Value	4,149	4,131	4,299	4,556
수익성				
수정 ROE	8.2	9.0	7.6	8.5
수정 ROA	1.9	1.9	1.5	1.7
주당 지표				
수정 EPS	3,173	3,212	2,783	3,270
수정 BPS	27,008	26,894	27,983	29,656
보통주 DPS	0	0	0	0
Valuation 및 배당				
수정 PER	1.3	1.7	2.0	1.7
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: 2026 년 01 월 05 일)

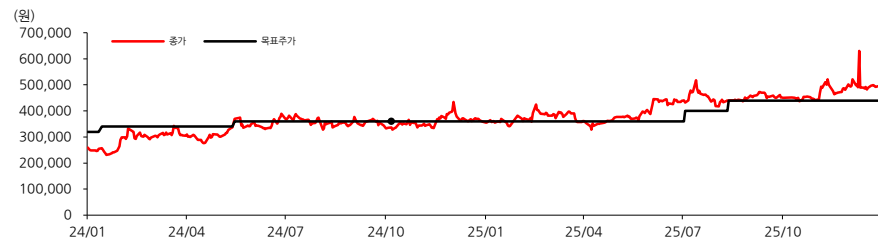
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 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]



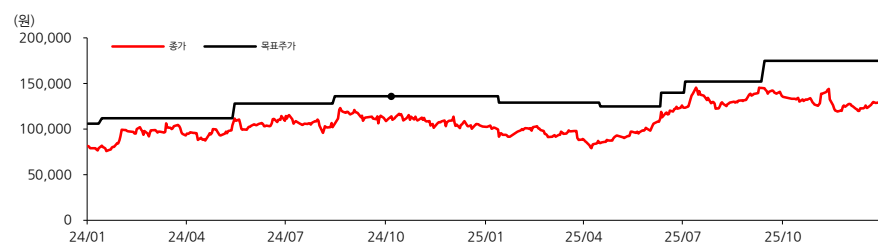
[투자 의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.01.15	2024.02.23	2024.05.16	2024.06.17	2024.07.08
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold
목표 가격		340,000	340,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2024.08.16	2024.10.08	2024.11.11	2025.01.20	2025.02.03	2025.02.12
투자 의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표 가격	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2025.02.25	2025.03.13	2025.03.20	2025.04.17	2025.05.14	2025.07.04
투자 의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표 가격	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	400,000
일 시	2025.08.13	2025.10.15	2026.01.05			
투자 의견	Hold	Hold	Hold			
목표 가격	440,000	440,000	440,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자 의견	목표 주가(원)	괴리율(%)	
			평균 주가 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]



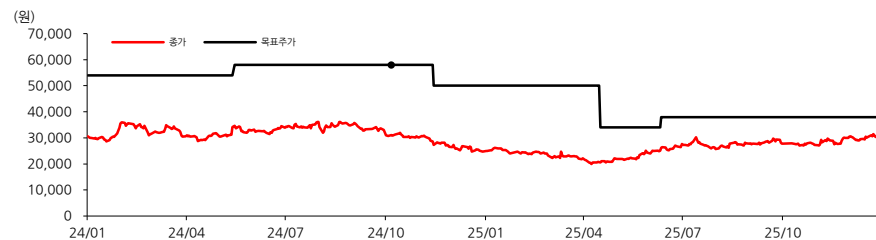
[투자의견 변동 내역]

일 시 투자의견 목표가격	2016.08.12 투자등급변경	2024.01.15 Buy 112,000	2024.02.23 Buy 112,000	2024.04.23 Buy 112,000	2024.05.16 Buy 128,000	2024.06.17 Buy 128,000
일 시 투자의견 목표가격	2024.07.08 Hold 128,000	2024.08.16 Buy 136,000	2024.08.30 Buy 136,000	2024.09.27 Buy 136,000	2024.10.08 Buy 136,000	2024.10.25 Buy 136,000
일 시 투자의견 목표가격	2024.11.01 Buy 136,000	2024.11.11 Buy 136,000	2024.11.15 Buy 136,000	2024.11.29 Buy 136,000	2024.12.27 Buy 136,000	2025.01.14 Buy 129,000
일 시 투자의견 목표가격	2025.01.20 Buy 129,000	2025.01.24 Buy 129,000	2025.02.24 Buy 129,000	2025.02.25 Buy 129,000	2025.02.28 Buy 129,000	2025.03.13 Buy 129,000
일 시 투자의견 목표가격	2025.03.20 Buy 129,000	2025.03.28 Buy 129,000	2025.04.17 Buy 125,000	2025.04.25 Buy 125,000	2025.05.15 Buy 125,000	2025.05.30 Buy 125,000
일 시 투자의견 목표가격	2025.06.12 Buy 140,000	2025.06.27 Buy 140,000	2025.07.04 Buy 152,000	2025.07.25 Buy 152,000	2025.08.18 Buy 152,000	2025.08.29 Buy 152,000
일 시 투자의견 목표가격	2025.09.15 Buy 175,000	2025.09.26 Buy 175,000	2025.10.15 Buy 175,000	2025.10.31 Buy 175,000	2026.01.05 Buy 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]



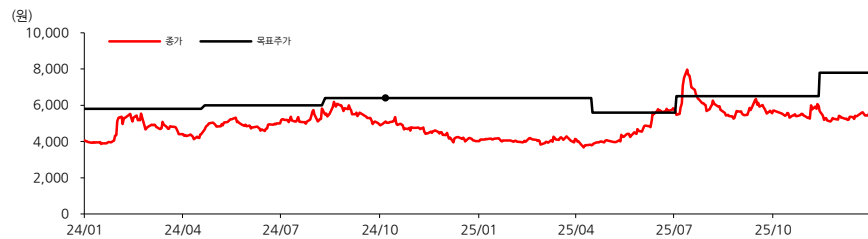
[투자의견 변동 내역]

일 시 투자의견 목표가격	2016.08.12 투자등급변경	2024.01.15 Buy	2024.01.26 Buy	2024.04.17 Buy	2024.05.16 Buy	2024.05.31 Buy
		54,000	54,000	54,000	58,000	58,000
일 시 투자의견 목표가격	2024.06.17 Buy	2024.06.28 Buy	2024.07.04 Buy	2024.07.26 Buy	2024.08.16 Buy	2024.08.30 Buy
	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000
일 시 투자의견 목표가격	2024.09.27 Buy	2024.10.08 Buy	2024.11.11 Buy	2024.11.15 Buy	2025.01.20 Buy	2025.02.25 Buy
	58,000	58,000	58,000	50,000	50,000	50,000
일 시 투자의견 목표가격	2025.03.13 Buy	2025.03.20 Buy	2025.03.28 Buy	2025.04.17 Buy	2025.04.25 Buy	2025.05.15 Buy
	50,000	50,000	50,000	34,000	34,000	34,000
일 시 투자의견 목표가격	2025.05.30 Buy	2025.06.12 Buy	2025.06.27 Buy	2025.07.04 Buy	2025.07.25 Buy	2025.08.14 Buy
	34,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000
일 시 투자의견 목표가격	2025.08.29 Buy	2025.09.15 Buy	2025.09.26 Buy	2025.10.15 Buy	2025.10.31 Buy	2025.11.28 Buy
	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000
일 시 투자의견 목표가격	2025.12.26 Buy	2026.01.05 Buy				
	38,000	38,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	2024.01.15 Buy	2024.02.23 Buy	2024.04.22 Buy	2024.05.02 Buy	2024.06.17 Buy
		5,800	5,800	6,000	6,000	6,000
일 시 투자의견 목표가격	2024.07.08 Buy	2024.08.12 Hold	2024.10.08 Buy	2024.11.11 Buy	2024.11.12 Buy	2025.01.20 Buy
	6,000	6,400	6,400	6,400	6,400	6,400
일 시 투자의견 목표가격	2025.02.25 Buy	2025.03.13 Buy	2025.03.20 Buy	2025.04.17 Buy	2025.05.15 Buy	2025.07.04 Buy
	6,400	6,400	6,400	5,600	5,600	6,500
일 시 투자의견 목표가격	2025.10.15 Buy	2025.11.14 Buy	2026.01.05 Buy			
	6,500	7,800	7,800			

[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	-9.49	22.77
2025.11.14	Buy	7,800		

[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: 2025년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0%	100.0%