SECTOR
UPDATE

2026. 3. 31.

금융/소비재팀

정민기 Analyst
mingi1.jeong@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

보험 (OVERWEIGHT)

'25년 사업보고서 업데이트 – 금리 상승기 수혜를 찾아서

- 보험사 '25년 사업보고서 공시로 세부 항목 업데이트
- 보험사별 계리 가정, CSM 변동 요인, 금리 위험 민감도 등 확인 가능
- 언더라이팅 효율성 변화가 관찰되고, 금리 상승에 민감한 현대해상 탑픽으로 추천

▶ 종목 정보

삼성생명 (032830 KS, 219,500)		
목표주가	253,000원	15.3%
BUY		
한화생명 (088350 KS, 4,560)		
목표주가	4,400원	-3.5%
HOLD		
삼성화재 (000810 KS, 445,500)		
목표주가	610,000원	36.9%
BUY		
현대해상 (001450 KS, 31,100)		
목표주가	42,000원	35.0%
BUY		
DB손해보험 (005830 KS, 164,200)		
목표주가	220,000원	34.0%
BUY		
메리츠금융지주 (138040 KS, 113,900)		
목표주가	150,000원	31.7%
BUY		

WHAT'S THE STORY?

'25년 보험사 사업보고서 공시 – 세부 가정 및 CSM 변동 요인 추적 가능: 당사는 '25.4월 'FY24 사업보고서 상세 공시 항목 분석'을 통해 보험사별 1) 최적 가정, 2) CSM 조정, 3) 매크로 민감도 등을 분석. 금번 보고서에서는 '25년도 기준 데이터가 업데이트. 이를 통해 1) 실제 손해율 변동과 최적 가정 손해율 변동 간 정합성 여부, 2) 최적 가정 변동과 CSM 경험조정 간 정합성 여부, 3) 회사별 순자산 금리 민감도 변화 여부 등을 확인할 수 있을 것으로 기대.

- **공시 업데이트 사항 ① – 보험사별 최적 가정 공시:** '25년 실제 손해율 상승에도 불구하고 보험사별 미래 손해율 가정 변동 방향성은 상이. 손보사 중 삼성화재만 기존 대비 손해율 가정 악화된 반면, DB·메리츠는 손해율 곡선 하락. 현대해상은 구간별 상승과 하락이 혼재된 (상대적) 중립적 조정. 반면, 사업비율의 경우 삼성화재, 현대해상의 가정이 크게 개선된 반면, DB·메리츠는 사업비율 가정 곡선이 상승(악화).
- **공시 업데이트 사항 ② – CSM 경험조정 분해:** 보험사 전반적으로 해지율 요인에 따른 경험조정 폭은 축소되었으나 손해율 요인에 따른 조정이 증가하며, 경험조정 폭은 전년과 유사한 수준. 다만, 현대해상의 경우 손해율 요인을 제외한 해지율, 사업비율, 물량 차이 요소에서 모두 개선세를 보이며, (-)경험조정 폭이 크게 축소.
- **공시 업데이트 사항 ③ – 금리 위험 민감도 공시:** 최근 매크로 상황 고려 시 금리 상승 관점에서 분석이 타당. 금리 100bp 상승 시 긍정적 자본 영향은 현대해상(+8%), 삼성생명(+6%), 한화생명(+5%), DB손보(-1%), 삼성화재(-4%), 메리츠화재(-10%) 순으로 나타나는 것으로 관찰.

현대해상을 금리 상승기 Top pick으로 추천: 동사는 특정 담보(어린이보험, 호흡기 질환 등)에서 발생한 예실차 및 손실부담계약 비용 등이 기존 경쟁사 대비 부담 요인. 다만 최근 강도 높은 수익성 전략의 결과가 지표로 관찰. 작년 계약 Quality 개선을 통해 '25년 CSM 순증 비율은 7.9%로 커버리지 내 최고 수준을 기록. 또한, 금리 상승에 높은 민감도 및, 2) 듀레이션 갭 축소 등 회사 자구 노력이 더해지며 자본 부담이 유의미하게 완화. 4Q25 K-ICS 비율은 190%를 기록하며 연초 157% 대비 30%p 이상 상승. 단기간 내 자력 배당 재개 여부가 불투명하다는 점은 여전히 핵심 불확실성 요인이나, 펀더멘털 개선을 감안 시 업종 평균 대비 과도한 저평가는 일부 해소될 수 있는 국면으로 판단 (업종 '26E PBR, PER 0.8배, 8.5배 vs 현대해상 0.5배, 3.0배).

(다음 페이지에 계속)

보험사 사업보고서 공시 업데이트

세부 계리 가정 및 CSM 변동 요인 업데이트

`25년 보험사 사업보고서 공시 – 세부 가정 및 CSM 변동 요인 추적 가능

최근 보험사들의 2025년도 사업보고서가 공시가 완료되면서, 지난해(2024)에 이어 두 번째로 IFRS17 기반 세부 계리 공시 데이터가 업데이트됐다. 24년 말 변경된 시행세칙에 따라, 투자자들은 작년 초 사업보고서를 통해 최초로 회사별 세부 최적 가정(손해율·사업비율), CSM 경험조정 분해, 금리·보험 위험 민감도를 확인할 수 있게 된 원년이었다. 나아가 금번 2025년도 공시로 동일 항목의 두 번째 데이터가 생성되면서, 회사별 시계열 가정 변동 추이를 추적할 수 있는 분석 인프라가 갖춰졌다.

투자자 입장에서 1) 최적 가정, 2) CSM 조정, 3) 매크로 변화 민감도 등 공시로 업데이트 가능해진 상황

당사는 '25년 4월 발간된 리포트 'FY24 사업보고서 상세 공시 항목 분석'을 통해 보험사별 1) 최적 가정, 2) CSM 조정, 3) 매크로 변화 민감도 등을 정리·분석한 바 있다.

금번 보고서에서는 해당 수치들의 '25년도 기준 업데이트와 더불어, 시계열 데이터를 정리하여 수록. 이에 따라 투자자들은 1) 회사별 실제 손해율 변동 및 이와 연동된 미래 최적 가정 손해율 변동의 정합성 여부, 2) 회사별 미래 최적 가정 변동 및 이와 연동된 CSM 경험조정의 정합성 여부, 3) 회사별 순자산 금리 민감도의 변화 여부 등을 확인할 수 있을 것으로 기대.

IFRS17 재무 정보 공시 확대 주요 내용 (2024.11.04 – 4차 보험개혁회의)

항목	주요 내용
1. 재무 정보 요약 사항 기술	당해 결산기의 이익·자본 변화 및 비경상적인 손익 및 자본 변동 분석 결과 제공
2. 회계 모형별, 포트폴리오별 보험 부채 현황	일반/VFA/PAA 회계 모형별 및 포트폴리오별 보험 부채 세부 내역(BEL, RA, CSM)
3. 보험 부채 변동 내역(계리적 가정, CSM 상각)	가정 변경으로 인한 CSM 등 변동 영향, 기간별 CSM 상각 예정 금액
4. 최적 가정(손해율, 사업비율)	경과 기간별 결산 최적 가정 및 예실차
5. 가정 민감도(보험·금리 위험)	보험·금리 위험 민감도 분석 기준 제시

자료: 금융위원회

공시 업데이트 사항 ① – 보험사별 최적 가정 공시

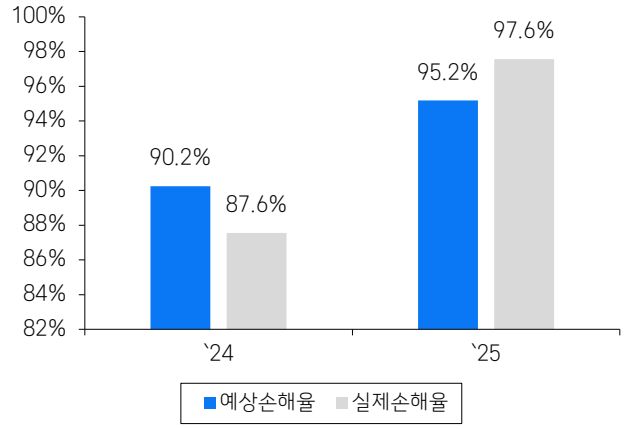
2025년 사업보고서 공시로 확인된 회사별 최적 가정은 손해율과 사업비율 양 측면에서 전년비 유의미한 변화가 관찰되며, 특히 가정 변화의 방향성과 폭이 회사별로 크게 차별화되는 양상이다.

손해율 가정 — 삼성화재 악화, 나머지 3사 개선 또는 중립적 영향

`25년도 보험사들의 실제 손해율은 모두 전년비 3~10%p가량 상승하였다. 이는 1) 의료 파업 효과 소멸에 따른 청구 수요 증가 및, 2) 언더라이팅 담보 경쟁에 따른 손해액 증가 등 요인으로 파악된다.

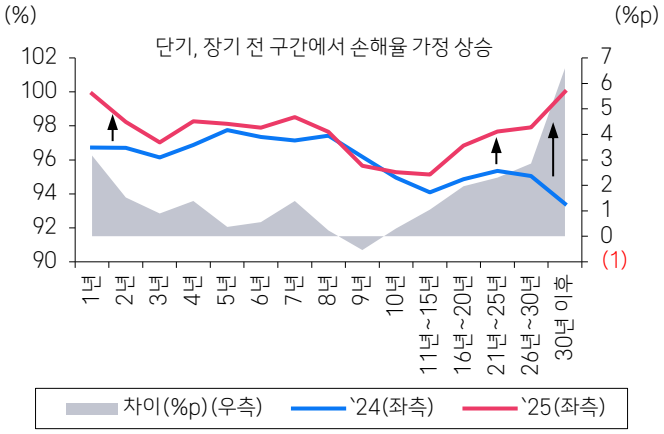
그러나, '25년 위험 손해율 가정(위험 보험료 대비 예상 보험금에 대한 가정)의 전년비 변화는 실제 손해율 과 달리 회사별 편차가 뚜렷하다. 1) 삼성화재는 전 경과 기간에 걸쳐 전년 대비 손해율 가정이 상향(악화)되었으며, 특히 장기(15년 이후~)로 갈수록 상향 폭이 두드러졌다. 2) 반면, DB손보와 메리츠화재는 실제 손해율이 전년비 상승했음에도 불구하고, 전 경과 기간에 걸쳐 손해율 가정이 하향(개선)되었다. 3) 마지막으로 현대해상은 단기 악화·장기 개선이 혼재하는 상대적으로 중립적인 변동 폭을 시현하였다.

삼성화재: 예상 vs 실제 손해율 추이 (`24 vs `25)



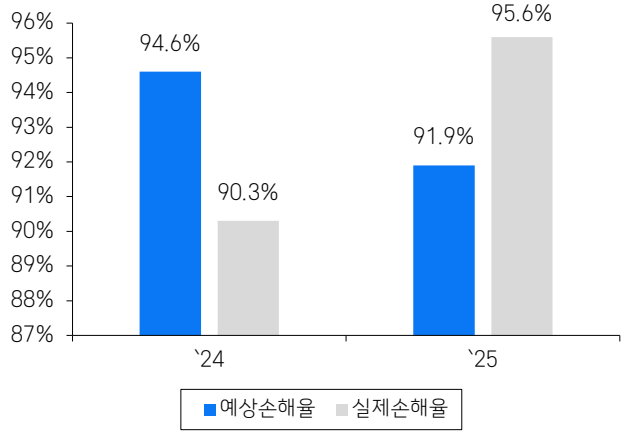
자료: 각 사 사업보고서, 삼성증권 정리

삼성화재: 위험 손해율 최적 가정 변화 (`24 vs `25)



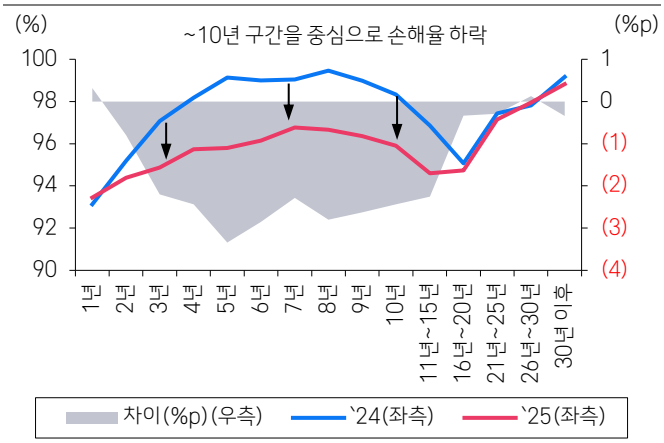
자료: 각 사 사업보고서, 삼성증권 정리

DB손보: 예상 vs 실제 손해율 추이 (`24 vs `25)



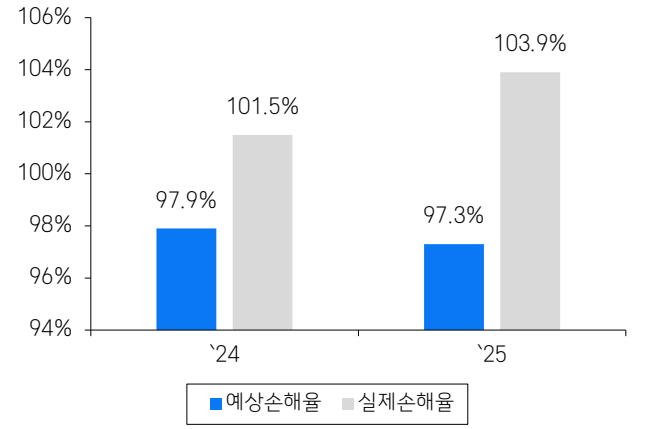
자료: 각 사 사업보고서, 삼성증권 정리

DB손보: 위험 손해율 최적 가정 변화 (`24 vs `25)



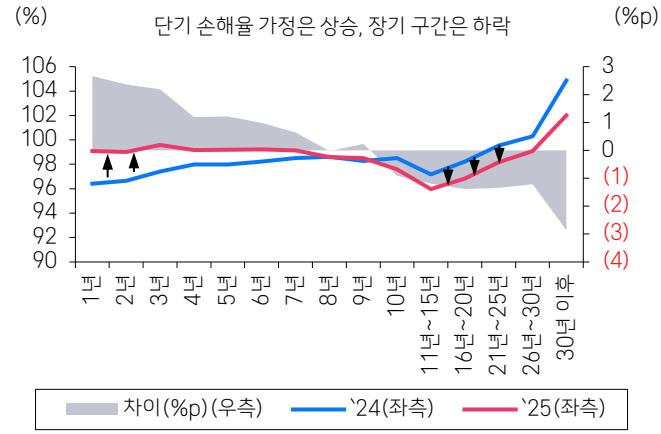
자료: 각 사 사업보고서, 삼성증권 정리

현대해상: 예상 vs 실제 손해율 추이 (`24 vs `25)



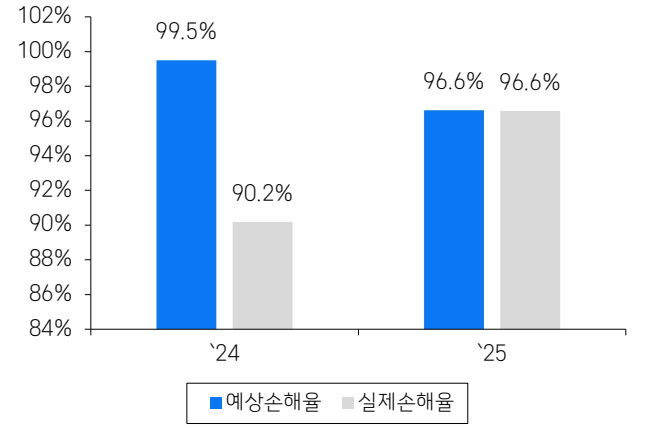
자료: 각 사 사업보고서, 삼성증권 정리

현대해상: 위험 손해율 최적 가정 변화 (`24 vs `25)



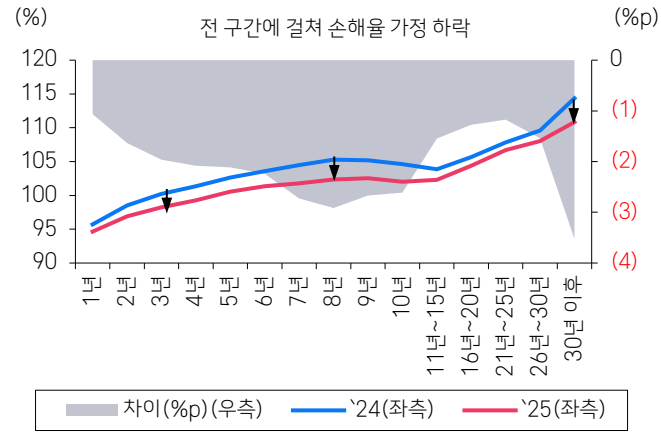
자료: 각 사 사업보고서, 삼성증권 정리

메리츠화재: 예상 vs 실제 손해율 추이 (`24 vs `25)



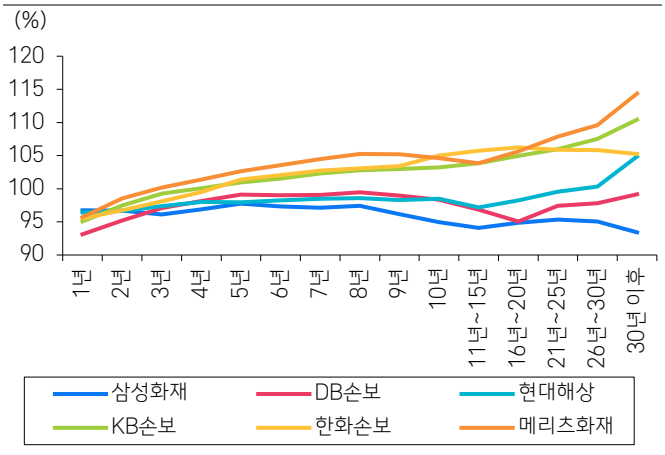
자료: 각 사 사업보고서, 삼성증권 정리

메리츠화재: 위험 손해율 최적 가정 변화 (`24 vs `25)



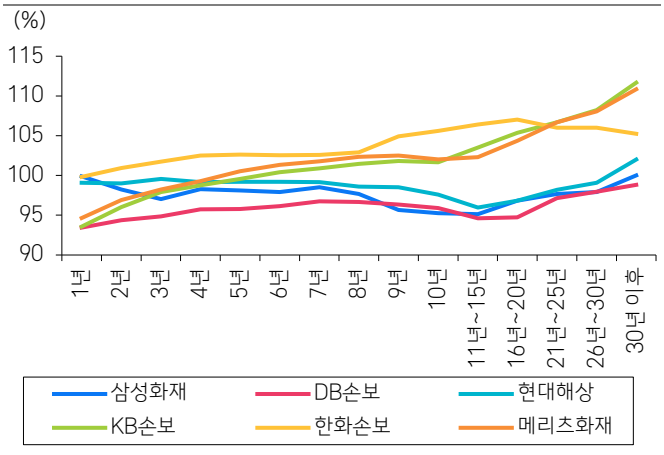
자료: 각 사 사업보고서, 삼성증권 정리

손해보험사 위험 손해율 최적 가정 (`24년 말 기준)



자료: 각 사 사업보고서, 삼성증권 정리

손해보험사 위험 손해율 최적 가정 (`25년 말 기준)



자료: 각 사 사업보고서, 삼성증권 정리

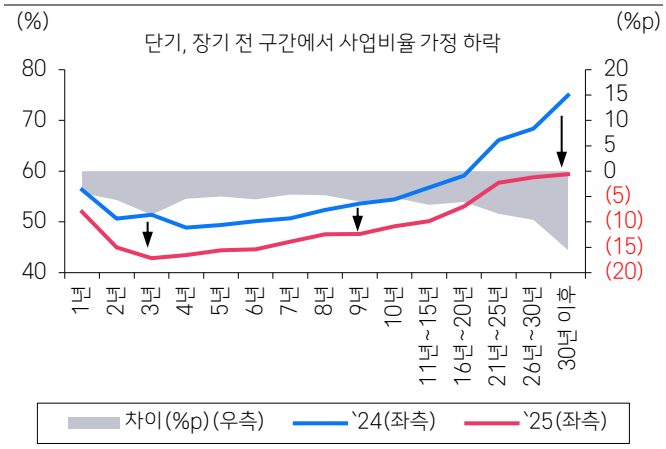
사업비 가정 — 삼성·현대 개선, DB·메리츠 악화

사업비(예상 유지비/예정 유지비) 가정의 전년비 변화는 손해율과 정반대의 구도로 나타났다. 삼성화재와 현대해상은 전 구간에서 사업비 가정의 뚜렷한 하락(개선)이 나타난 반면, DB손보와 메리츠화재의 사업비 가정은 전 구간에서, 특히 장기 구간으로 갈수록 상승(악화) 폭이 확대되는 모습으로 나타났다.

사업비율 가정의 차이는 회사별 '25년도 신계약 매출 전략 차이에서 비롯된 것으로 추정된다. 수익성 관리를 위해 신계약 속도 조절 전략을 택한 회사일수록 사업비율 가정 개선 폭이 두드러졌는데, 실제로 1) 사업비율 가정이 개선된 현대, 삼성화재의 경우 '25년 연간 월납 신계약 매출은 각각 -8.1%, -6.0% 감소한 반면, 2) 가정이 악화된 DB, 메리츠의 경우, DB는 매출 감소폭이 제한적(-0.7%)이었으며, 메리츠는 매출 증가폭이 5.8%로 높았기 때문이다.

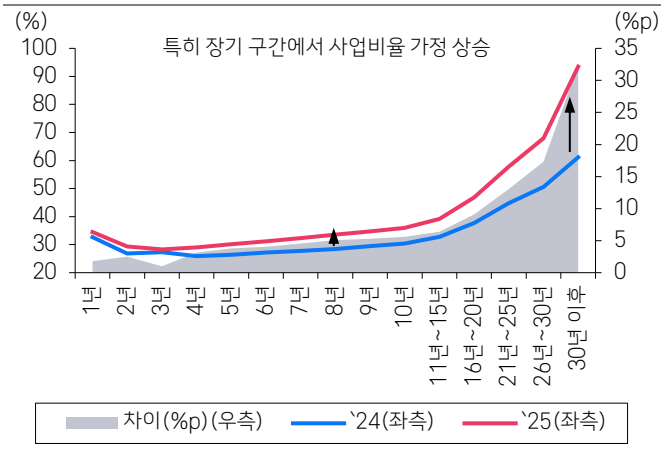
한편, 사업비 가정의 경우 물가 상승률 반영, 공통비 분배 등 금융 당국 가이드라인 선적용 여부에 따른 변동성이 추가로 회사별 차이에 기여했을 것으로 추정된다.

삼성화재: *사업비율 최적 가정 변화 (`24 vs `25)



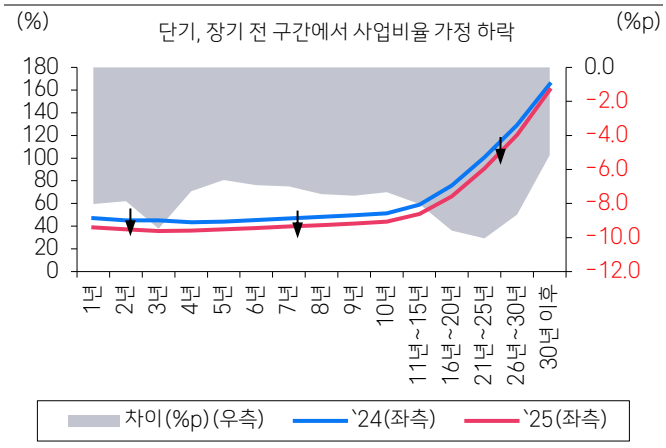
참고: *본 보고서 상 사업비율의 정의는 '예상 유지비 가정/예정 유지비 가정'
자료: 각 사 사업보고서, 삼성증권 정리

DB손보: 사업비율 최적 가정 변화 (`24 vs `25)



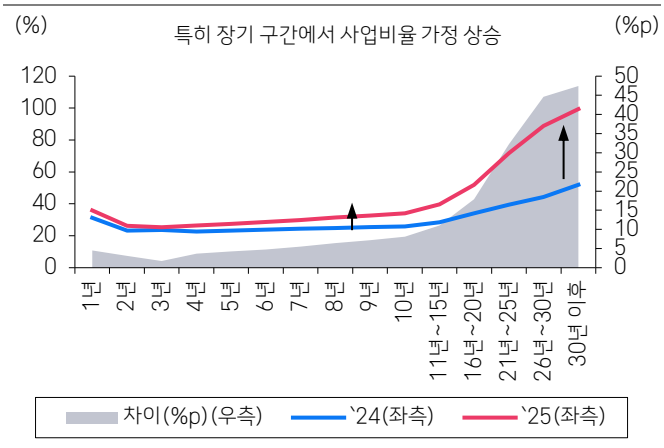
자료: 각 사 사업보고서, 삼성증권 정리

현대해상: 사업비율 최적 가정 변화 (`24 vs `25)



자료: 각 사 사업보고서, 삼성증권 정리

메리츠화재: 사업비율 최적 가정 변화 (`24 vs `25)



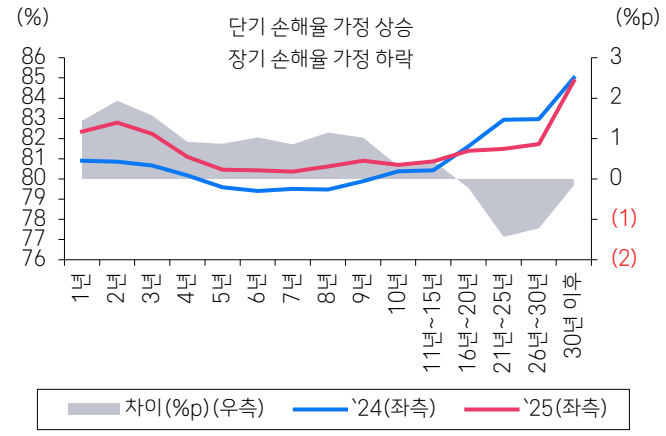
자료: 각 사 사업보고서, 삼성증권 정리

생보사 최적 가정 — 손해율 가정은 모두 상향, 사업비 가정 방향성은 상이

`25년도 생보사들의 손해율 가정은 모두 전년 대비 대부분 구간에서 상향 조정이 이루어진 것으로 관찰된다. 이는 생보사들 또한 손보사와 동일하게 보장성 담보 포트폴리오에서 손해율 악화를 겪고 있는 상황을 반영한다.

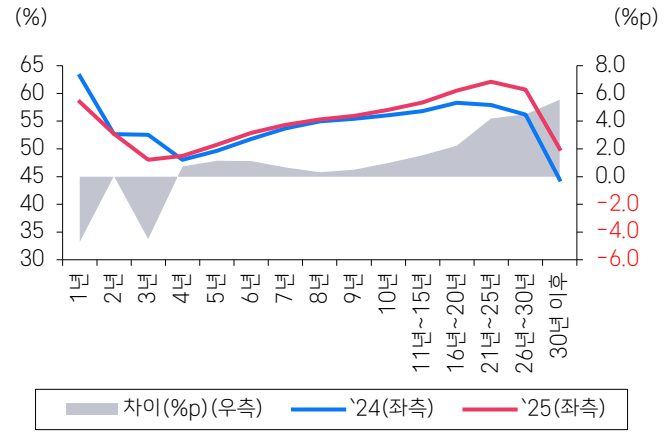
한편, 사업비 가정의 경우, 한화생명의 유의미한 가정 하향(개선)폭이 관찰되었는데, 이는 보장성 건강 보험에서의 전반적인 판매 경쟁 완화(월납 보험료 YoY -24.5% 감소)에 기인하는 것으로 추정된다.

삼성생명: 위험 손해율 최적 가정 변화 (`24 vs `25)



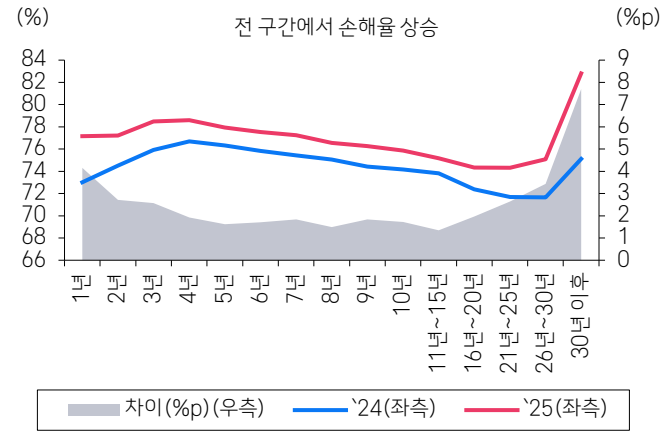
자료: 각 사 사업보고서, 삼성증권 정리

삼성생명: 사업비율 최적 가정 변화 (`24 vs `25)



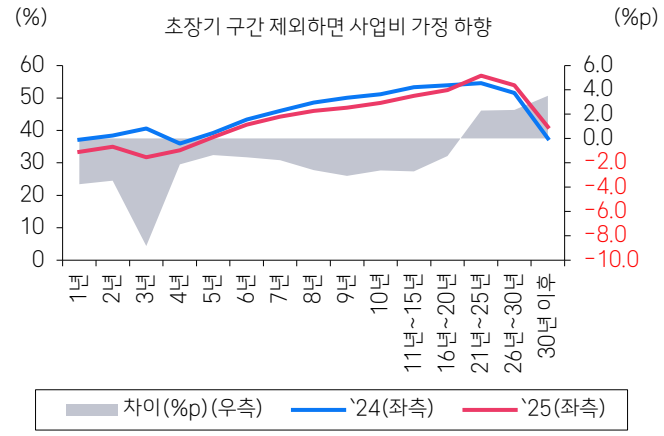
자료: 각 사 사업보고서, 삼성증권 정리

한화생명: 위험 손해율 최적 가정 변화 (`24 vs `25)



자료: 각 사 사업보고서, 삼성증권 정리

한화생명: 사업비율 최적 가정 변화 (`24 vs `25)



자료: 각 사 사업보고서, 삼성증권 정리

공시 업데이트 사항 ② - CSM 경험조정

손보사들의 `25년 합산 CSM 경험조정은 1) 해지율 가정 개선에 따른 조정 요인 축소에도 불구하고, 2) 위험률 가정 상승에 따른 조정 요인 증가가 이를 상쇄하며, `24년도와 유사한 수준을 기록하였다.

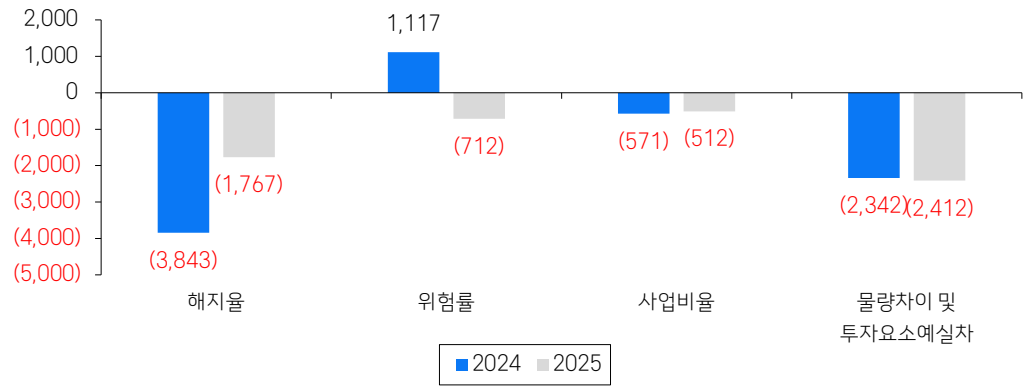
경험조정 발생 요인은 회사별로 차이가 극명했다. 1) 삼성화재와 DB손보는 `24년과 유사한 수준의 경험조정을 기록했는데, 삼성화재는 위험률 상승을 사업비율 하락이 상쇄하며, 반대로 DB는 사업비율 상승을 위험률 하락이 상쇄하는 양상을 보였다. 2) 메리츠화재의 경우 전년비 경험조정 폭이 확대(1.0조원) 되었는데, 주로 해지율 가정 및 물량 차이 등 경쟁 확대 요인에 기인하는 것으로 판단된다.

마지막으로 3) 현대해상은 (-)경험조정 폭이 전년 대비 크게 축소(1.2조원)되면서 가장 긍정적인 흐름을 보였다. 위험률 상승에도 불구하고 해지율, 사업비율, 물량 차이 등 전 요소에서 개선세를 보인 점이 주효하였는데, 올해 강도 높은 요율 인상 등 수익성 중심 포트폴리오 전환 효과가 연말에 반영된 것으로 판단한다. 이에 따라 동사의 기중 CSM 잔액 순증가 또한 9.4%로 커버리지 내 가장 높은 수준을 기록하였다.

한편, 생보사의 경우, `24년도 삼성생명의 일회성 사업비 증가 요인을 제외하면, 전반적으로 모든 지표에서 경험조정 요소가 개선되는 흐름이 관찰되었다.

커버리지 손보 4사(삼성, DB, 현대, 메리츠) – CSM 경험조정 요인 분해

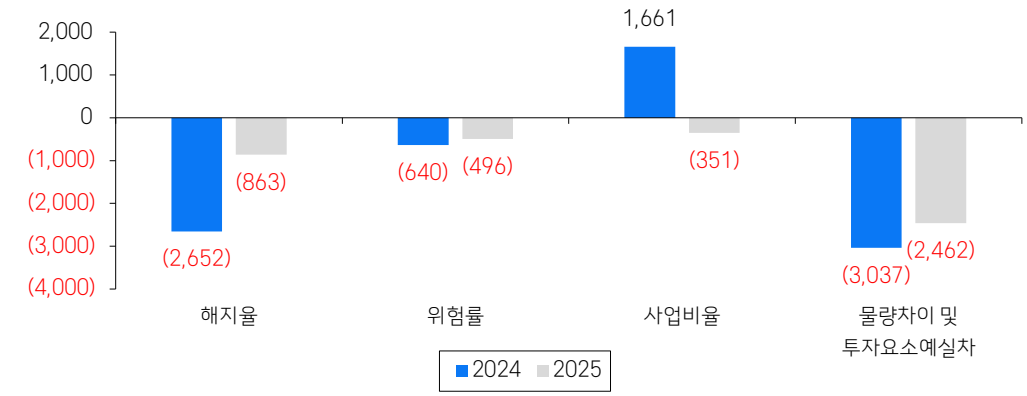
(십억원)



자료: 각 사 사업보고서, 삼성증권 정리

커버리지 생보 2사(삼성, 한화) – CSM 경험조정 요인 분해

(십억원)



자료: 각 사 사업보고서, 삼성증권 정리

회사별 CSM Movement

(십억원)	삼성화재			DB손보			현대해상		
	2024	2025	증감(십억원, %)	2024	2025	증감(십억원, %)	2024	2025	증감(십억원, %)
기시CSM	13,303	14,074		12,152	12,232		9,079	8,248	
신계약CSM	3,451	2,898	(553)	3,078	2,933	(145)	1,821	2,088	267
CSM 상각	(1,529)	(1,621)	(91)	(1,298)	(1,285)	12	(933)	(951)	(18)
경험조정	**(1,558)**	**(1,686)**	**(128)**	**(2,023)**	**(2,117)**	**(94)**	**(2,035)**	**(800)**	**1,235**
가정 변경	(494)	(947)	(453)	(1,328)	(853)	475	(1,444)	(1,166)	279
해지율	(703)	(467)	236	(1,690)	(443)	1,247	(1,146)	(300)	846
위험률	(187)	(1,215)	(1,028)	354	689	335	35	(1,299)	(1,334)
사업비율	47	624	577	(10)	(1,119)	(1,109)	(280)	401	681
기타 가정 변경	350	111	(238)	19	20	1	(53)	32	85
물량 차이 및 투자요소 예실차	(1,138)	(679)	460	(814)	(1,232)	(417)	(312)	153	466
손실 요소	74	(61)	(134)	119	(33)	(151)	(278)	293	572
기타(이자 부리 등)	408	502	95	322	443	121	316	316	0
기말 CSM	**14,074**	**14,168**	**+0.7%**	**12,232**	**12,205**	**-0.2%**	**8,248**	**8,902**	**+7.9%**

(십억원)	메리츠화재			삼성생명			한화생명		
	2024	2025	증감(십억원, %)	2024	2025	증감(십억원, %)	2024	2025	증감(십억원, %)
기시CSM	10,419	11,188		12,247	12,902		9,238	9,109	
신계약CSM	1,380	1,588	209	3,261	3,059	(201)	2,123	2,066	(57)
CSM 상각	(1,150)	(1,167)	(17)	(1,370)	(1,480)	(110)	(852)	(787)	65
경험조정	**152**	**(867)**	**(1,019)**	**(1,705)**	**(1,750)**	**(45)**	**(1,751)**	**(2,013)**	**(263)**
가정 변경	272	136	(136)	(1,031)	(1,106)	(75)	110	(486)	(597)
해지율	(305)	(557)	(252)	(1,905)	(258)	1,647	(748)	(605)	142
위험률	916	1,112	197	(1,160)	(422)	739	520	(74)	(594)
사업비율	(328)	(417)	(89)	1,757	(488)	(2,245)	(96)	137	233
기타 가정 변경	(11)	(2)	8	277	62	(215)	434	56	(378)
물량 차이 및 투자요소 예실차	(77)	(655)	(578)	(1,168)	(925)	243	(1,869)	(1,536)	332
손실 요소	(43)	(348)	(305)	494	281	(213)	8	10	2
기타(이자 부리 등)	327	362	34	468	494	25	350	358	8
기말 CSM	**11,127**	**11,104**	**-0.2%**	**12,902**	**13,218**	**+2.4%**	**9,109**	**8,714**	**-4.3%**

자료: 각 사 사업보고서, 삼성증권 정리

공시 업데이트 사항 ③ - 금리 변동에 따른 민감도 공시

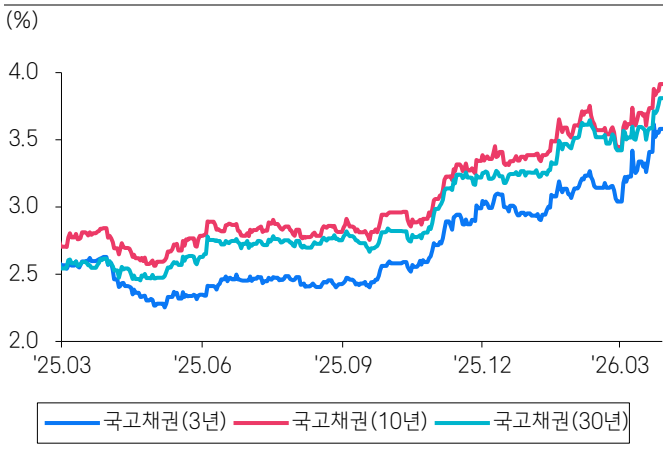
사업보고서 공시에 따라 투자자들이 추가로 업데이트가 가능해진 정보는 회사별 보험·시장 위험 변동에 따른 이익 및 자본 영향이 공시된다는 점이다. 이에 따라 동일한 매크로 지표 변화(금리, 환율 손해율, 해지율, 사업비율 등)에 따른 회사별 이익 및 자본 영향에 대한 Simulation을 사업보고서 공시를 통해서 확인할 수 있다는 점에서 의의가 있다.

모든 보험주는 금리 상승에 수혜? 진짜 수혜주를 찾아라!

최근 인플레이션, 환율 등 매크로 변동성 확대에 따라, 금리 상승에 따른 시장 충격 우려가 확대되고 있는 상황이다. 그러나, 보험 업종의 경우 1) 금리 인상기 유리한 사업 구조(신규 이원 이자율 상승+보험부채 시가평가 부담 경감) 및, 2) 내수 중심 사업 구조라는 점에서, 금리 상승 발 증시 변동성 확대 시 전통적으로 방어주 성격이 부각되곤 한다.

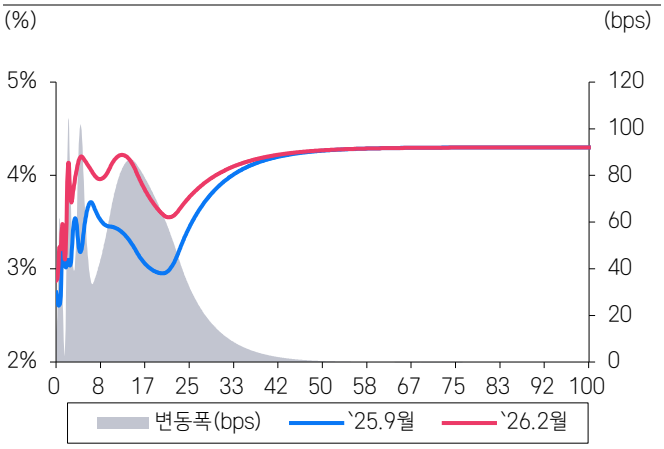
당사는 보험주 투자의 출발점 아이디어가 금리 상승에 기초할 경우, 종목 선정에 있어서도 회사별 차별화된 영향도에 주목할 필요가 있다고 판단한다. '25년도 사업보고서 공시에 따르면, ('25년 말 대비) 금리 100bp 상승 시 자본 대비 영향도는 현대해상(+8%) 〉 삼성생명(+6%) 〉 한화생명(+5%) 〉 DB손보(-1%) 〉 삼성화재(-4%) 〉 메리츠화재(-10%) 순으로 나타나는 것으로 관찰된다.

국고채 금리 추이



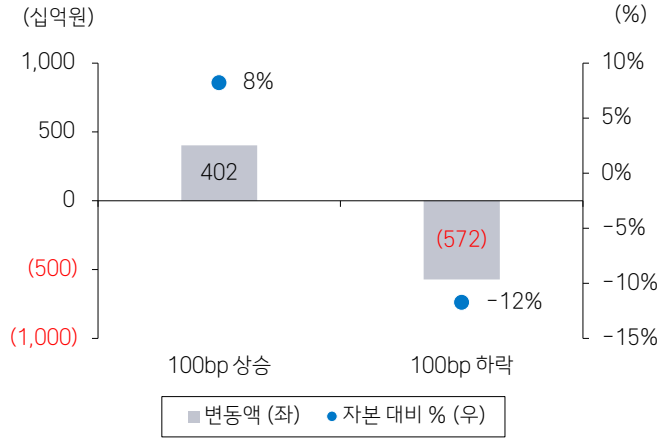
자료: WiseFn, 삼성증권

K-ICS 금리 기간 구조 변화 추이



자료: 금융감독원, 삼성증권

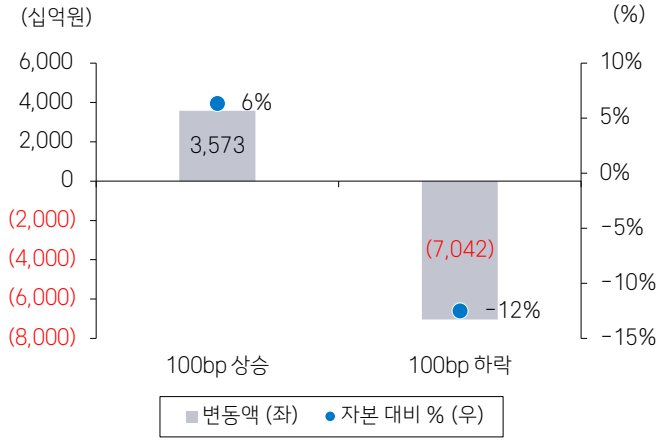
현대해상: 금리 100bp 변동 시 자본 영향



참고: 25년 말 기준, 사업보고서 상 1bp 기준으로 제시되었으나, 이를 100배로 단순 치환

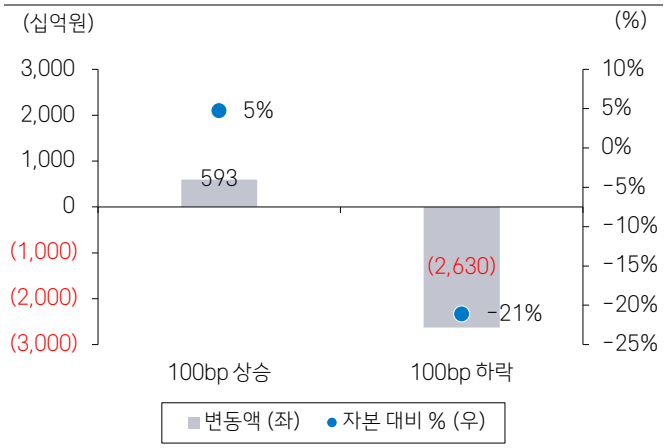
자료: 각 사 사업보고서, 삼성증권 정리

삼성생명: 금리 100bp 변동 시 자본 영향



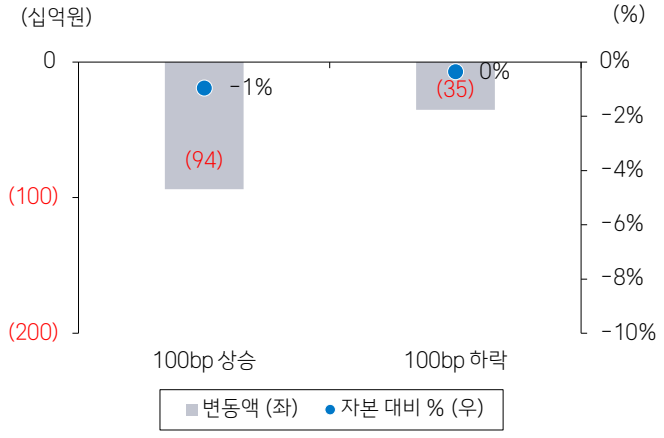
자료: 각 사 사업보고서, 삼성증권 정리

한화생명: 금리 100bp 변동 시 자본 영향



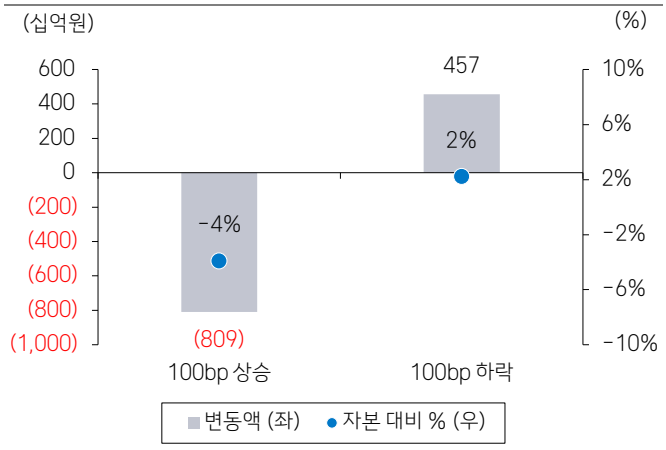
자료: 각 사 사업보고서, 삼성증권 정리

DB손보: 금리 100bp 변동 시 자본 영향



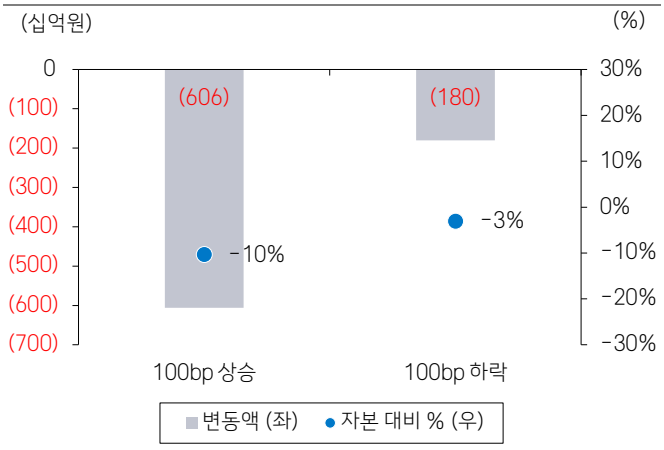
자료: 각 사 사업보고서, 삼성증권 정리

삼성화재: 금리 100bp 변동 시 자본 영향



자료: 각 사 사업보고서, 삼성증권 정리

메리츠화재: 금리 100bp 변동 시 자본 영향



자료: 각 사 사업보고서, 삼성증권 정리

투자전략: 언더라이팅 안정화 + 금리 상승 테마 - 현대해상을 Top pick으로 추천

보험 업종에 대한 Overweight 투자 의견을 유지한다. 증시 상승 국면에서 상대적으로 소외되었던 보험 업종은 금리 상승 및 증시 변동성 확대 구간에서 상대적 선호도가 높아질 것으로 기대된다.

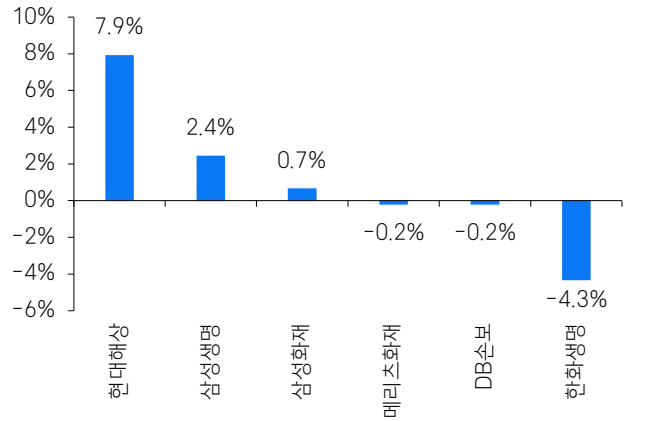
현대해상을 보험 업종 내 금리 상승기 대응 관점에서 탑픽으로 추천한다. 동사는 현재 1) 높은 언더라이팅 이익 변동성(예실차, 손실계약 비용 등), 2) 절대적 수준에서의 K-ICS 열위 및, 3) 근본적인 배당 관련 불확실성 등 할인 요인에 따라 업종 대비 유의미한 수준의 Discount에서 거래되고 있는 상황이다(업종 평균 '26E PBR, PER 0.8배, 8.5배 vs 현대해상 0.5배, 3.0배).

다만, 언더라이팅 이익 변동성 요인의 경우 이미 점진적인 개선세의 조짐이 관찰되고 있다. 동사는 과거 특정 담보(어린이보험, 호흡기 질환 등)에서 발생한 예실차 및 손실부담계약 비용 등이 경쟁사 대비 이익 변동성 확대 요인이었다. 다만 최근 1) 손해율 상승을 최적 가정에 반영하며 올해 예실차 등 가정 차이에 의한 손실은 축소가 예상되며, 2) '25년부터 진행된 강도 높은 수익성 위주 전략의 결과가 지표를 통해 관찰되고 있다. 실제로 동사는 올해 신계약 물량 조절, 보유 계약관리 등 Quality 개선을 통해 경쟁사 대비 CSM 조정을 최소화(마이너스 경험조정 폭 y-y 1.2조 감소)하며, '25년 CSM 순증 비율이 7.9%로 업계 내 최고 수준을 기록하기도 하였다.

한편, 금리 상승에 따른 높은 민감도 또한 동사에 대한 단기 선호도를 높이는 요인으로 작용할 전망이다. 동사는 그동안 상대적으로 높은 부채 금리 민감도로, 금리 하락 시기 가용 자본 감소, 요구 자본 상승(금리리스크)에 따른 K-ICS 하락 부담이 가중되었다. 그러나 1) 최근 가파른 시장 금리 상승과 더불어, 2) 듀레이션 갭 축소, 보험리스크 경감 등 회사 자구 노력이 더해지며 자본 부담이 유의미하게 완화되고 있는 상황이라 판단한다. 실제로 동사의 4Q25 K-ICS 비율은 190%를 기록하며 연초 157% 대비 30%p 이상 상승한 상황이다.

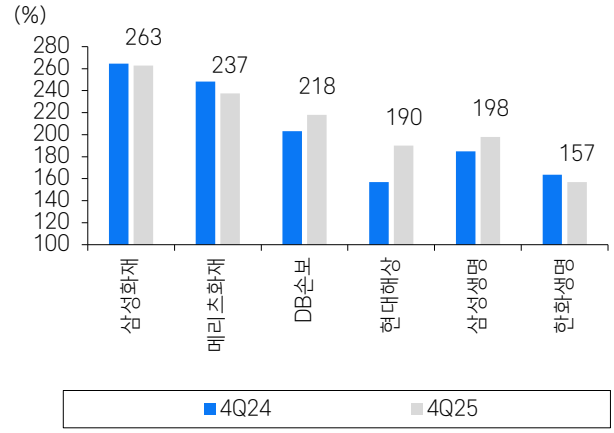
물론 이러한 펀더멘털 변화에도 불구하고 동사가 단기간 내 자력으로 배당 재개 여부가 불투명하다는 점은 여전히 동사 주가에 핵심 불확실성 요인이다. 관건인 해약환급금준비금 제도 개선은 필요성에 대한 업계 차원의 논의가 지속되고 있으나, 실제 시행 시기는 지속적으로 불확실하다는 점에서 주의가 필요하다.

커버리지 보험사: `25년 CSM 증감률



자료: 각 사, 삼성증권

보험사: K-ICS 비율 추이



자료: 각 사, 삼성증권

목표주가 valuation

보험사들의 목표주가를 조정한다.

삼성화재, DB손보, 메리츠금융지주의 경우 금리 상승에 따른 '요구(적정) 주주 환원 수익률' 상승 및 BPS 일부 감소 등을 반영하여 목표주가를 기존 대비 4~15% 수준 하향한다.

현대해상, 한화생명의 경우 FY25 결산 실적 반영에 따른 BPS 증가 및 Target 주주 환원 수익률이 반영되는 할인 요인을 하향(40% → 30%)하면서, 목표주가를 기존 대비 각각 20%, 26% 상향한다.

Valuation 및 목표주가 변경

		삼성생명	한화생명	삼성화재	DB손해보험	현대해상	메리츠금융지주
A.적정 PB-ROE 방식							
Forward ROA (%)		0.8	0.6	2.2	2.8	1.8	1.8
총자산/총자본 (배)		4.6	9.8	4.6	5.8	9.6	12.6
지속 가능 ROE (Sustainable ROE, %)	(a)	6.8	5.8	10.0	11.6	11.5	16.5
자본비용(Cost of capital, %)	(b)	6.90	7.99	7.77	7.71	8.66	8.51
영구 성장률 (Long-term growth, %)	(c)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Target P/B (x)	(d=[a-c]/[b-c])	1.0	0.5	1.3	1.5	0.9	1.9
Forward BVPS (원)	(e)	335,811	15,095	542,672	170,644	63,704	72,803
적정 주가 (원)	**(f=d*e)**	**332,804**	**7,611**	**732,632**	**274,843**	**59,185**	**154,271**
B. 적정 주주 환원 수익률 방식							
금융 업종 Target 총 주주 환원 수익률 (%)		4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
할인/할증* (%)		20%	-30%	0%	0%	-30%	0%
종목 Target 총 주주 환원 수익률 (%)		3.6	5.9	4.5	4.5	5.9	4.5
총 주주 환원액 (십억원)		1,066.3	46.3	909.9	496.0	66.8	1,168.1
예상 총 주주 환원율 (%)		46.3	14.8	45.1	32.3	11.9	50.8
Target 시가총액 (십억원)		31,679.3	1,164.8	21,427.5	11,737.5	2,206.4	26,806.5
적정 주가 (원)	**(g)**	**176,413**	**1,550**	**537,998**	**195,484**	**28,138**	**156,403**
C. 목표주가							
적정 주가 (원)	(f=g)/2	254,608	4,581	635,315	235,163	43,662	155,337
목표주가 (원)		**253,000**	**4,400**	**610,000**	**220,000**	**42,000**	**150,000**
현재 주가** (원)		219,500	4,560	445,500	164,200	31,100	113,900
Upside (%)		**15.3%**	**-3.5%**	**36.9%**	**34.0%**	**35.0%**	**31.7%**
직전 목표주가		253,000	3,500	720,000	230,000	35,000	160,000
Diff (%)		0.0%	25.7%	-15.3%	-4.3%	20.0%	-6.3%

참고: *적정 주주 환원 수익률 방식의 할인율은 1) 자본 정책 보유 여부 및, 2) 자본 여력(K-ICS비율), 3) 미래 배당수익 기대감 등에 따라 차등화
** 현재 주가는 3/30 종가 기준
자료: 각 사, 삼성증권 추정

Valuation table

Company		삼성생명	한화생명	삼성화재	현대해상	DB손해보험	메리츠금융지주	Sector
종목코드		032830 KS	088350 KS	000810 KS	001450 KS	005830 KS	138040 KS	-
시가총액 (십억원)		43,900	3,960	20,498	2,780	11,393	19,249	101,780
투자의견		BUY	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	OVERWEIGHT
목표주가 (원)		**253,000**	**4,400**	**610,000**	**42,000**	**220,000**	**150,000**	**-**
현재 주가 (원)		219,500	4,560	445,500	31,100	164,200	113,900	-
상승여력 (%)		**15.3**	**(3.5)**	**36.9**	**35.0**	**34.0**	**31.7**	**-**
P/E (배)	FY25	17.9	12.6	10.2	5.0	6.4	8.4	10.1
	FY26E	15.2	5.2	9.1	3.0	5.9	7.4	7.6
	FY27E	14.7	4.1	8.2	2.5	5.5	6.6	6.9
P/B (배)	FY25	0.6	0.3	0.8	0.6	1.0	1.9	0.9
	FY26E	0.6	0.3	0.8	0.5	1.0	1.6	0.8
	FY27E	0.5	0.3	0.8	0.4	0.8	1.3	0.7
EPS (원))	FY25	12,258	361	43,468	6,276	25,563	13,494	
	FY26E	14,439	878	48,693	10,307	27,851	15,330	
	FY27E	14,943	1,100	54,497	12,523	29,842	17,209	
BPS (원)	FY25	361,049	14,347	534,604	54,625	164,129	60,553	
	FY26E	395,072	15,095	542,672	63,704	170,644	72,803	
	FY27E	404,715	16,195	593,627	76,228	193,299	85,960	
ROA (%)	FY25	0.7	0.3	2.2	1.2	2.8	1.8	1.5
	FY26E	0.8	0.6	2.2	1.8	2.8	1.8	1.7
	FY27E	0.8	0.8	2.3	2.1	3.0	1.8	1.8
ROE (%)	FY25	4.9	2.7	10.9	11.4	16.8	22.5	11.57
	FY26E	3.7	6.0	10.1	17.4	16.6	22.4	12.72
	FY27E	3.6	7.0	10.4	17.9	16.4	21.1	12.75
DPS (보통주, 원)	FY25	5,300	0	19,500	0	7,600	0	
	FY26E	6,300	150	23,000	1,400	9,000	1,601	
	FY27E	7,000	150	26,000	2,000	10,000	2,101	
배당수익률	FY25	2.4	0.0	4.4	0.0	4.6	0.0	1.9
(보통주, %)	FY26E	2.9	3.3	5.2	4.5	5.5	1.4	3.8
	FY27E	3.2	3.3	5.8	6.4	6.1	1.8	4.4
총주주 환원 수익률	FY25	2.4	0.0	4.4	0.0	4.7	7.5	3.2
(보통주, %)	FY26E	2.9	3.3	5.2	4.5	5.5	6.8	4.7
	FY27E	3.2	3.3	5.8	4.5	6.1	7.6	5.1
현금배당성향 (%)	FY25	41.3	0.0	41.1	0.0	30.0	0.0	18.7
	FY26E	46.3	14.8	45.1	11.9	32.3	10.4	26.8
	FY27E	49.7	11.8	47.0	14.0	33.5	12.2	28.0
총주주 환원율 (%)	FY25	41.4	0.0	41.1	0.0	30.0	63.0	29.3
	FY26E	46.3	14.8	45.1	11.9	32.3	50.8	33.5
	FY27E	49.7	11.8	47.0	14.0	33.5	50.2	34.4
총자산 (십억원)	FY25	350,686	125,777	96,450	49,574	57,424	135,458	
	FY26E	369,245	125,606	100,270	51,587	59,955	142,472	
	FY27E	389,613	127,407	105,094	52,626	60,766	151,949	
총자기자본 (십억원)	FY25	64,835	12,461	21,292	4,883	9,855	11,261	
	FY26E	70,945	13,110	21,614	5,695	10,246	12,710	
	FY27E	72,677	14,066	23,643	6,815	11,606	14,083	
순이익* (십억원)	FY25	2,303	313	2,016	561	1,535	2,300	
	FY26E	2,443	763	2,166	921	1,672	2,479	
	FY27E	2,529	955	2,351	1,120	1,792	2,631	

참고: 3/30 종가 기준; *삼성생명, 삼성화재, 메리츠금융지주는 연결 지배 순이익 기준; 이외는 별도 당기순이익 기준
자료: 각 사, 삼성증권 추정

삼성화재

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
자산총계	**85,019**	**87,268**	**96,450**	**100,270**	**105,094**
운용자산	**81,667**	**83,836**	**92,487**	**94,351**	**96,252**
현금및예치금	1,738	3,103	3,410	3,479	3,549
주식	12,972	10,869	18,191	18,558	18,932
채권	29,898	30,247	28,780	29,360	29,952
대출	27,822	9,710	11,909	12,149	12,394
해외	7,482	27,068	27,758	28,317	28,888
부동산	1,755	2,840	2,438	2,487	2,537
기타(수익증권 등)	0	0	0	0	0
기타자산	3,352	3,432	3,963	5,920	8,842
부채총계	**68,875**	**71,666**	**75,158**	**78,657**	**81,450**
책임준비금	63,697	65,327	66,540	67,885	69,527
보험계약부채	51,777	51,788	49,050	50,042	51,251
보험계약마진(CSM)	**13,303**	**14,074**	**14,168**	**14,538**	**14,989**
최선추정부채(BEL)	26,717	25,345	21,974	22,547	23,247
위험조정(RA)	1,448	1,728	1,845	1,893	1,952
기타부채	5,104	6,247	8,480	10,633	11,786
특별계정부채	74	92	138	138	138
자본총계	**16,144**	**15,602**	**21,292**	**21,614**	**23,643**
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	12,279	13,670	14,643	14,862	16,243
해약환급금준비금	1,180	2,213	4,130	4,192	4,581
자본조정	-1,487	-1,487	-1,219	-1,219	-1,219
기타포괄손익누계	4,357	2,418	6,868	6,971	7,619
신종자본증권	0	0	0	0	0
비지배지분	30	35	35	35	35

배당 및 주당지표

12월 31일 기준 (원, %)	2023	2024	2025	2026E	2027E
EPS (원)	36,939	43,044	43,468	48,693	54,497
BPS (원)	340,780	391,737	534,604	542,672	593,627
PER (x)	7.1	8.3	10.2	9.1	8.2
PBR (x)	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
ROA (%)	2.2	2.4	2.2	2.2	2.3
ROE (%)	12.7	13.1	10.9	10.1	10.4
DPS (원)	16,000	19,000	19,500	23,000	26,000
배당수익률 (%)	6.1	5.3	4.4	5.2	5.8
배당성향 (%)	37.4	39.0	41.1	45.1	47.0
총주주 환원율 (%)	37.4	39.0	41.1	45.1	47.0

참고: 보험영업이익, 투자영업이익은 별도 재무제표 기준, 이외는 연결 재무제표 기준
자료: 삼성화재, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
보험영업이익	**1,933**	**1,849**	**1,520**	**1,692**	**1,860**
장기보험손익	1,538	1,578	1,508	1,548	1,642
예실차	141	81	-169	-129	-89
CSM 상각이익	1,537	1,612	1,621	1,623	1,670
RA 환입	151	165	199	221	228
기타 (손실요소배분, 재보손익 등)	-291	-281	-143	-167	-167
자동차	190	96	-159	-116	-33
일반	204	176	171	260	251
투자영업이익	**409**	**844**	**802**	**1,057**	**1,122**
기타투자손익	1,781	2,185	2,057	2,165	2,150
보험금융손익	-1,372	-1,340	-1,255	-1,108	-1,028
영업이익	**2,357**	**2,697**	**2,773**	**2,895**	**3,141**
영업외수익	35	29	25	0	0
영업외비용	17	19	15	0	0
세전이익	**2,375**	**2,707**	**2,783**	**2,895**	**3,141**
법인세비용	625	668	763	721	782
연결 지배주주 순이익	**1,818**	**2,074**	**2,016**	**2,166**	**2,351**

주요 가정

12월 31일 기준	2023	2024	2025	2026E	2027E
보험영업 수익성 (%)					
CSM 상각률	11.6	11.5	11.4	11.2	11.1
RA 상각률	10.4	9.6	10.8	11.7	11.7
합산 비율(자동차)	96.6	98.3	102.9	102.1	100.6
합산 비율(일반)	86.2	89.3	90.2	86.1	86.6
투자영업 수익성 (%)					
투자영업수익률	2.2	2.6	2.2	2.3	2.2
부채부담이율	3.4	3.4	3.5	3.0	2.7
CSM 변동 (십억원)					
기시 CSM	12,144	13,303	14,074	14,168	14,538
신계약 CSM	3,500	3,451	2,898	2,936	3,051
CSM 상각	-1,539	-1,529	-1,621	-1,623	-1,670
CSM 이자부리	398	491	502	490	504
CSM 경험조정	-1,200	-1,641	-1,686	-1,433	-1,433
기말 CSM	13,303	14,074	14,168	14,538	14,989

DB손해보험

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
자산총계	**48,514**	**52,859**	**57,424**	**59,955**	**60,766**
운용자산	**44,932**	**49,627**	**56,076**	**58,353**	**60,722**
현금및예치금	994	750	1,112	1,157	1,204
주식	149	122	115	119	124
채권	13,358	14,401	12,787	13,306	13,846
대출	11,177	13,022	14,807	15,408	16,034
해외	7,379	8,397	10,015	10,421	10,844
부동산	1,181	1,203	1,242	1,292	1,345
기타(수익증권 등)	10,694	11,733	15,999	16,649	17,325
기타자산	3,581	3,231	3,333	1,602	44
부채총계	**39,838**	**44,443**	**49,554**	**49,709**	**49,160**
책임준비금	36,769	41,063	44,530	44,685	44,136
보험계약부채	29,395	31,937	31,580	31,690	31,301
보험계약마진(CSM)	**11,351**	**11,516**	**11,537**	**11,647**	**11,258**
최선추정부채(BEL)	8,857	10,922	10,015	10,015	10,015
위험조정(RA)	1,351	1,675	1,777	1,777	1,777
기타부채	3,059	3,366	5,006	5,006	5,006
특별계정부채	11	13	18	18	18
자본총계	**8,676**	**8,416**	**9,855**	**10,246**	**11,606**
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	107	107	107
이익잉여금	8,651	10,105	11,201	12,333	14,125
해약환급금준비금	2,646	3,239	4,541	5,000	5,727
자본조정	-152	-152	-124	-124	-124
기타포괄손익누계	104	-1,609	-2,229	-2,970	-3,402
신종자본증권	0	0	865	865	865
비지배지분	0	0	0	0	0

배당 및 주당지표

12월 31일 기준 (원, %)	2023	2024	2025	2026E	2027E
EPS (원)	25,594	29,516	25,563	27,851	29,842
BPS (원)	144,488	140,165	164,129	170,644	193,299
PER (x)	3.3	3.5	6.4	5.9	5.5
PBR (x)	0.6	0.7	1.0	1.0	0.8
ROA (%)	3.3	3.5	2.8	2.8	3.0
ROE (%)	17.2	20.7	16.8	16.6	16.4
DPS (원)	5,300	6,800	7,600	9,000	10,000
배당수익률 (%)	6.3	6.6	4.6	5.5	6.1
배당성향 (%)	20.7	23.0	30.0	32.3	33.5
총주주 환원율 (%)	20.7	23.0	30.0	32.3	33.5

참고: 별도 재무제표 기준
자료: DB손해보험, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
보험영업이익	**1,550**	**1,619**	**1,036**	**1,250**	**1,268**
장기보험손익	1,351	1,346	1,076	1,217	1,214
예실차	226	55	-247	-127	-102
CSM 상각이익	1,264	1,287	1,287	1,281	1,243
RA 환입	111	132	155	159	159
기타 (손실요소배분, 재보손익 등)	-249	-128	-119	-95	-85
자동차	321	171	-55	-23	-2
일반	-122	103	15	56	56
투자영업이익	**467**	**744**	**1,078**	**999**	**1,142**
기타투자손익	1,256	1,514	1,734	1,744	1,873
보험금융손익	-789	-770	-656	-745	-731
영업이익	**2,017**	**2,363**	**2,114**	**2,249**	**2,410**
영업외수익	45	59	40	0	0
영업외비용	36	55	46	0	0
세전이익	**2,025**	**2,366**	**2,108**	**2,249**	**2,410**
법인세비용	489	594	573	577	618
당기순이익	**1,537**	**1,772**	**1,535**	**1,672**	**1,792**

주요 가정

12월 31일 기준	2023	2024	2025	2026E	2027E
보험영업 수익성 (%)					
CSM 상각률	11.1	11.2	11.2	11.0	11.0
RA 상각률	8.2	7.9	8.7	8.9	8.9
합산 비율(자동차)	92.4	95.9	101.3	100.6	100.1
합산 비율(일반)	109.5	92.5	99.0	96.5	96.5
투자영업 수익성 (%)					
투자영업수익률	2.8	3.1	3.1	3.0	3.1
부채부담이율	3.9	3.4	3.0	3.4	3.4
CSM 변동 (십억원)					
기시 CSM	11,643	12,152	12,232	12,205	11,647
신계약 CSM	2,826	3,078	2,933	2,957	2,841
CSM 상각	-1,262	-1,298	-1,285	-1,281	-1,243
CSM 이자부리	364	441	443	412	395
CSM 경험조정	-1,420	-2,142	-2,117	-2,647	-2,382
기말 CSM	12,152	12,232	12,205	11,647	11,258

현대해상

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
자산총계	**43,758**	**47,978**	**49,574**	**51,587**	**52,626**
운용자산	**41,500**	**45,787**	**47,016**	**48,925**	**49,911**
현금및예치금	1,350	2,119	1,242	1,293	1,319
주식	1,620	1,626	1,366	1,422	1,450
채권	14,538	17,555	20,267	21,090	21,515
대출	10,397	10,246	9,354	9,734	9,930
해외	6,767	6,965	6,852	7,130	7,274
부동산	1,092	1,234	1,195	1,243	1,268
기타(수익증권 등)	5,735	6,043	6,739	7,013	7,154
기타자산	2,259	2,191	2,558	2,662	2,716
부채총계	**37,641**	**43,051**	**44,762**	**45,892**	**45,812**
책임준비금	34,817	38,302	39,452	41,470	43,569
보험계약부채	31,527	34,802	34,853	36,871	38,970
보험계약마진(CSM)	**9,142**	**8,305**	**8,978**	**9,664**	**10,379**
최선추정부채(BEL)	12,970	16,462	15,522	16,709	17,944
위험조정(RA)	1,586	1,908	1,888	2,032	2,183
기타부채	2,811	4,727	5,276	4,387	2,208
특별계정부채	13	22	35	35	35
자본총계	**6,117**	**4,927**	**4,883**	**5,695**	**6,815**
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	113	113	113	113	113
이익잉여금	6,553	7,391	7,953	8,764	9,884
해약환급금준비금	3,422	4,018	3,917	4,316	4,868
자본조정	-69	-68	-68	-68	-68
기타포괄손익누계	-524	-2,554	-3,159	-3,159	-3,159
신종자본증권	0	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0

배당 및 주당지표

12월 31일 기준 (원, %)	2023	2024	2025	2026E	2027E
EPS (원)	8,639	11,529	6,276	10,307	12,523
BPS (원)	68,424	55,114	54,625	63,704	76,228
PER (x)	3.6	2.1	5.0	3.0	2.5
PBR (x)	0.5	0.4	0.6	0.5	0.4
ROA (%)	1.7	2.2	1.2	1.8	2.1
ROE (%)	10.0	18.7	11.4	17.4	17.9
DPS (원)	2,063	0	0	1,400	2,000
배당수익률 (%)	6.7	0.0	0.0	4.5	6.4
배당성향 (%)	20.9	0.0	0.0	11.9	14.0
총주주 환원율 (%)	20.9	0.0	0.0	11.9	14.0

참고: 별도 재무제표 기준
자료: 현대해상, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
보험영업이익	**527**	**1,043**	**396**	**842**	**1,107**
장기보험손익	249	865	338	733	848
예실차	-206	-212	-306	-184	-165
CSM 상각이익	873	933	951	1,027	1,101
RA 환입	130	132	136	156	167
기타 (손실요소배분, 재보손익 등)	-548	12	-443	-266	-255
자동차	201	19	-91	-45	81
일반	76	159	149	155	178
투자영업이익	**451**	**352**	**330**	**389**	**389**
기타투자손익	1,279	1,208	1,218	1,228	1,290
보험금융손익	-828	-856	-888	-839	-901
영업이익	**977**	**1,395**	**726**	**1,231**	**1,496**
영업외수익	3	6	6	0	0
영업외비용	28	35	38	0	0
세전이익	**953**	**1,366**	**694**	**1,231**	**1,496**
법인세비용	181	336	133	310	376
연결 지배주주 순이익	**772**	**1,031**	**561**	**921**	**1,120**

주요 가정

12월 31일 기준	2023	2024	2025	2026E	2027E
보험영업 수익성 (%)					
CSM 상각률	2.4	2.8	2.6	2.7	2.7
RA 상각률	2.1	1.7	1.8	1.9	1.9
합산 비율(자동차)	95.2	99.5	102.3	101.2	97.9
합산 비율(일반)	92.4	85.4	86.8	87.0	85.0
투자영업 수익성 (%)					
투자영업수익률	3.1	2.6	2.6	2.5	2.6
부채부담이율	3.7	3.5	3.6	3.2	3.2
CSM 변동 (십억원)					
기시 CSM	8,319	9,079	8,248	8,902	9,664
신계약 CSM	1,679	1,821	2,088	2,173	2,173
CSM 상각	-873	-933	-951	-1,027	-1,101
CSM 이자부리	262	319	316	336	362
CSM 경험조정	-310	-2,038	-800	-720	-720
기말 CSM	9,079	8,248	8,902	9,664	10,379

메리츠금융지주

손익계산서 (메리츠화재)

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
보험영업이익	**1,497**	**1,534**	**1,425**	**1,475**	**1,573**
장기보험손익	1,472	1,477	1,434	1,411	1,474
예실차	901	433	-15	0	0
CSM 상각이익	1,070	1,150	1,167	1,165	1,229
RA 환입	133	158	184	173	182
기타 (손실요소배분, 재보손익 등)	-632	-264	98	73	63
자동차	13	-11	-46	2	23
일반	12	68	38	63	76
투자영업이익	**609**	**762**	**862**	**920**	**954**
기타투자손익	1,258	1,453	1,504	1,539	1,614
보험금융손익	-648	-691	-642	-620	-660
영업이익	**2,107**	**2,295**	**2,288**	**2,395**	**2,527**
영업외수익	16	6	8	9	9
영업외비용	3	3	2	2	2
세전이익	**2,119**	**2,298**	**2,294**	**2,402**	**2,534**
법인세비용	553	588	613	625	660
연결 지배주주 순이익	**1,567**	**1,711**	**1,681**	**1,777**	**1,874**

재무상태표 (메리츠금융지주)

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
현금및예치금	4,928	5,000	9,292	9,774	10,424
유가증권	74,765	83,333	97,749	102,811	109,649
대출채권	14,634	16,720	19,081	20,069	21,404
고정자산	802	994	1,025	1,078	1,150
기타자산	7,106	9,532	8,311	8,741	9,322
자산총계	102,236	115,578	135,458	142,472	151,949
예수금	11,423	13,316	15,978	16,806	17,924
차입금	0	0	0	0	0
사채	52,830	59,772	66,999	70,468	75,155
기타부채	27,886	31,561	41,220	42,488	44,787
부채총계	92,139	104,648	124,197	129,762	137,866
지배기업의 소유주지분	9,582	10,094	10,323	11,772	13,144
비지배지분	515	836	939	939	939
자본총계	10,097	10,930	11,261	12,710	14,083

참고: 보험손익, 투자손익은 별도 재무제표 기준, 이외는 연결 재무제표 기준
자료: 삼성생명, 삼성증권 추정

손익계산서 (메리츠금융지주)

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
화재 순이익	1,567	1,711	1,681	1,777	1,874
증권 순이익	584	688	759	759	817
합산 순이익	2,151	2,399	2,440	2,535	2,692
금융지주 순이익	2,042	2,306	2,440	2,535	2,692
지배주주지분	1,958	2,306	2,300	2,479	2,631
비지배주주지분	84	27	50	57	60

참고: 메리츠화재의 보험영업이익, 투자영업이익은 별도 재무제표 기준, 이외는 연결 재무제표 기준
자료: 메리츠금융지주, 삼성증권 추정

손익계산서 (메리츠증권)

12월 31일 기준	2023	2024	2025	2026E	2027E
순수수료수익	473	408	602	847	881
수탁수수료	74	78	103	167	161
수익증권취급수수료	7	7	10	10	10
랩어카운트수수료	13	22	24	35	40
인수및주선수수료	11	21	25	34	44
기타수수료수익	457	376	612	820	853
순이자수익	986	926	928	699	727
순상품운용수익	-113	186	-250	-49	-31
기타이익	122	187	407	573	573
순영업수익	1,468	1,706	1,688	2,069	2,150
판매비와관리비	587	651	900	1,023	1,023
인건비	367	414	622	622	622
기타 판관비	220	237	278	401	401
영업이익	881	1,055	788	1,046	1,128
세전계속사업이익	764	919	965	1,046	1,128
법인세비용	174	223	199	288	310
당기순이익	584	688	759	759	817

성장성 및 수익성 지표 (메리츠금융지주)

12월 31일 기준 (원, %)	2023	2024	2025	2026E	2027E
성장성 (전년대비, %)					
CSM증가율 (메리츠화재)	6.9	-0.8	1.0	9.9	2.4
총자산증가율	13.1	17.2	5.2	6.7	1.2
자기자본증가율	8.2	3.0	12.9	10.8	4.6
순이익증가율	17.8	-0.2	7.8	6.2	5.8
EPS증가율	25.6	11.6	13.6	12.3	11.1
BPS증가율	12.3	14.4	20.2	18.1	10.1
수익성 (%)					
총자산수익률 (ROAA)	2.1	1.8	1.8	1.8	1.9
자기자본수익률 (ROAE)	23.4	22.5	22.4	21.1	18.8

배당 및 주당지표 (메리츠금융지주)

12월 31일 기준 (원, %)	2023	2024	2025	2026E	2027E
BPS	47,115	52,928	60,553	72,803	85,960
EPS	9,628	12,092	13,494	15,330	17,209
PBR	1.3	2.0	1.9	1.6	1.3
PER	6.1	8.6	8.4	7.4	6.6
ROA	1.9	2.1	1.8	1.8	1.8
ROE	20.4	23.4	22.5	22.4	21.1
DPS	2,360	1,350	0	1,601	2,101
현금배당수익률 (%)	4.0	1.3	0.0	1.4	1.8
현금배당성향 (%)	22.9	10.4	0.0	10.4	12.2
총 주주 환원율(%)	51.0	53.8	63.0	50.8	50.2

삼성생명

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
자산총계	**314,696**	**312,218**	**350,686**	**369,245**	**389,613**
운용자산	**310,637**	**307,236**	**345,285**	**352,242**	**359,340**
현금및예치금	5,494	4,178	4,538	4,629	4,723
주식	48,048	35,439	30,822	31,443	32,076
채권	114,562	116,704	47,937	48,903	49,889
대출	82,736	78,118	76,408	77,947	79,518
해외	31,204	38,165	15,550	15,863	16,183
부동산	6,549	6,612	6,009	6,130	6,254
기타(수익증권 등)	22,043	28,021	164,021	167,326	170,697
기타자산	4,060	4,982	5,401	17,003	30,273
부채총계	**270,378**	**279,480**	**285,850**	**298,300**	**316,936**
책임준비금	201,292	210,988	202,581	215,031	233,666
보험계약부채	190,261	203,097	202,007	214,457	233,093
보험계약마진(CSM)	**12,393**	**13,081**	**13,453**	**14,304**	**15,578**
최선추정부채(BEL)	170,586	182,157	180,204	191,603	208,666
위험조정(RA)	2,846	2,959	3,156	3,356	3,655
기타부채	69,086	68,492	83,268	83,268	83,268
특별계정부채	0	0	2	2	2
자본총계	**44,319**	**32,738**	**64,835**	**70,945**	**72,677**
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	125	125	125	125	125
이익잉여금	17,978	19,420	21,085	22,842	24,574
해약환급금준비금	0	0	832	902	970
자본조정	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117
기타포괄손익누계	26,333	13,205	43,531	47,884	47,884
신종자본증권	0	0	0	0	0
비지배지분	1,900	2,005	2,111	2,111	2,111

배당 및 주당지표

12월 31일 기준 (원, %)	2023	2024	2025	2026E	2027E
EPS (원)	10,167	11,307	12,258	14,439	14,943
BPS (원)	246,797	182,308	361,049	395,072	404,715
PER (x)	6.8	8.4	17.9	15.2	14.7
PBR (x)	0.3	0.5	0.6	0.6	0.5
ROA (%)	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
ROE (%)	4.6	5.8	4.9	3.7	3.6
DPS (원)	3,700	4,500	5,300	6,300	7,000
배당수익률 (%)	5.4	4.7	2.4	2.9	3.2
배당성향 (%)	35.1	38.4	41.3	46.3	49.7
총주주 환원율 (%)	35.1	38.4	41.3	46.3	49.7

참고: 보험손익, 투자손익은 별도 재무제표 기준, 이외는 연결 재무제표 기준
자료: 삼성생명, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
보험영업이익	**1,449**	**542**	**975**	**1,147**	**1,354**
예실차	-158	-208	-161	-129	-129
CSM 상각이익	1,368	1,370	1,480	1,489	1,607
RA 환입	468	321	346	375	405
기타(손실요소배분, 재보손익)	-229	-941	-690	-588	-529
투자영업이익	**-24**	**1,002**	**692**	**1,423**	**1,294**
일반보험 투자손익	-87	891	818	1,403	1,300
자산손익	6,052	6,301	6,534	7,187	7,587
부담이자	-6,139	-5,410	-5,716	-5,784	-6,286
변액보험 투자손익	12	190	-100	-100	-100
퇴직보험 투자손익	51	-79	-26	119	93
연결/지분법 배당 수익	974	1,107	746	760	774
영업이익	**2,398**	**2,501**	**2,580**	**3,319**	**3,409**
영업외수익	211	358	458	360	396
영업외비용	50	44	42	69	69
세전이익	**2,559**	**2,815**	**2,996**	**3,610**	**3,736**
법인세비용	525	553	545	722	747
연결 지배주주 순이익	**1,895**	**2,107**	**2,303**	**2,443**	**2,529**

주요 가정

12월 31일 기준	2023	2024	2025	2026E	2027E
보험영업 수익성 (%)					
CSM 상각률	11.0	10.5	11.0	10.4	10.3
RA 상각률	16.5	10.9	11.0	11.2	11.1
투자영업 수익성 (%)					
투자영업수익률	2.3	2.4	2.1	2.3	2.3
부채부담이율	3.4	2.8	3.0	2.8	2.8
CSM 변동 (십억원)					
기시 CSM	10,749	12,247	12,902	13,218	14,304
신계약 CSM	3,628	3,261	3,059	3,633	3,781
CSM 상각	-1,368	-1,370	-1,480	-1,489	-1,607
CSM 이자부리	400	468	494	524	524
CSM 경험조정	-1,162	-1,705	-1,758	-1,582	-1,424
기말 CSM	12,247	12,902	13,218	14,304	15,578

한화생명

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
자산총계	**114,793**	**122,135**	**125,777**	**125,606**	**127,407**
운용자산	**97,010**	**105,018**	**107,602**	**109,770**	**111,982**
현금및예치금	1,871	1,064	1,607	1,639	1,672
주식	3,973	4,593	4,568	4,660	4,754
채권	54,068	60,386	59,944	61,152	62,384
대출	14,198	12,571	12,129	12,373	12,623
해외	12,119	14,643	17,337	17,686	18,042
부동산	2,780	2,233	2,218	2,263	2,309
기타(수익증권 등)	8,001	8,760	8,631	9,619	9,530
기타자산	17,783	17,117	18,175	15,836	15,425
부채총계	**103,406**	**111,800**	**113,316**	**112,496**	**113,341**
책임준비금	83,364	91,187	92,012	91,191	92,036
보험계약부채	74,287	81,898	81,760	80,939	81,785
보험계약마진(CSM)	**9,238**	**9,109**	**8,714**	**8,626**	**8,716**
최선추정부채(BEL)	63,400	72,034	71,046	70,334	71,068
위험조정(RA)	1,644	1,899	1,994	1,974	1,995
기타부채	20,042	20,613	21,304	21,304	21,304
특별계정부채	15,561	14,626	15,727	15,727	15,727
자본총계	**11,387**	**10,335**	**12,461**	**13,110**	**14,066**
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	6,307	6,886	7,085	7,735	8,691
해약환급금준비금	2,505	3,631	6,508	7,105	7,982
자본조정	-1,119	-1,114	-1,107	-1,107	-1,107
기타포괄손익누계	873	-1,363	-1,414	-1,414	-1,414
신종자본증권	498	1,097	3,068	3,068	3,068
비지배지분	0	0	0	0	0

배당 및 주당지표

12월 31일 기준 (원, %)	2023	2024	2025	2026E	2027E
EPS (원)	710	830	361	878	1,100
BPS (원)	13,111	11,899	14,347	15,095	16,195
PER (x)	4.0	3.0	12.6	5.2	4.1
PBR (x)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
ROA (%)	0.5	0.6	0.3	0.6	0.8
ROE (%)	4.5	6.6	2.7	6.0	7.0
DPS (원)	150	0	0	150	150
배당수익률 (%)	5.3	0.0	0.0	3.3	3.3
배당성향 (%)	18.3	0.0	0.0	14.8	11.8
총주주 환원율 (%)	18.3	0.0	0.0	14.8	11.8

참고: 별도 재무제표 기준
자료: 한화생명, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
보험영업이익	**651**	**506**	**344**	**545**	**688**
예실차	-54	-224	-310	-186	-111
CSM 상각이익	888	852	787	773	774
RA 환입	118	138	156	131	130
기타(손실요소배분, 재보손익)	-301	-260	-289	-173	-104
투자영업이익	**90**	**390**	**87**	**576**	**699**
일반보험 투자손익	97	330	179	599	717
자산손익	2,808	3,058	2,905	3,155	3,274
부담이자	-2,711	-2,728	-2,726	-2,557	-2,558
변액보험 투자손익	-14	123	10	8	7
퇴직보험 투자손익	7	-62	-102	-31	-25
연결/지분법 배당 수익	0	0	0	0	0
영업이익	**741**	**897**	**431**	**1,121**	**1,387**
영업외수익	19	27	12	-12	-12
영업외비용	7	19	30	57	57
세전이익	**753**	**905**	**413**	**1,052**	**1,318**
법인세비용	137	184	99	289	362
당기순이익	**616**	**720**	**313**	**763**	**955**

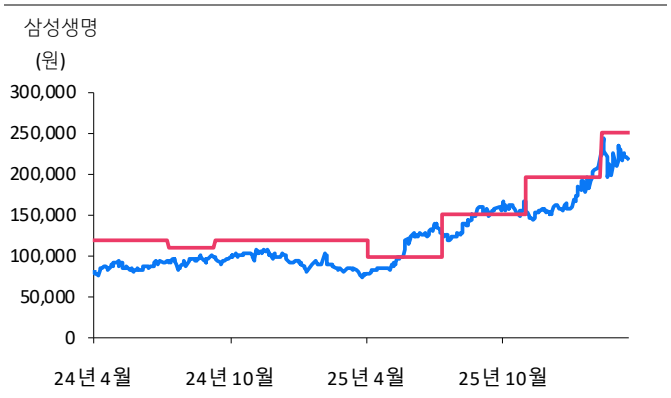
주요 가정

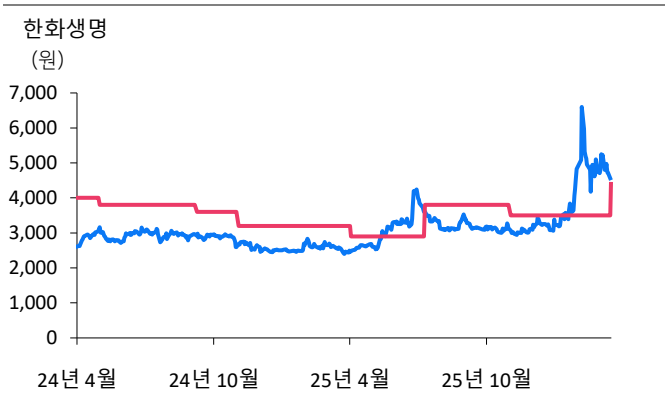
12월 31일 기준	2023	2024	2025	2026E	2027E
보험영업 수익성 (%)					
CSM 상각률	9.6	9.4	9.0	9.0	8.9
RA 상각률	7.2	7.3	7.8	6.6	6.5
투자영업 수익성 (%)					
투자영업수익률	2.9	2.9	2.7	2.9	2.9
부채부담이율	3.7	3.4	3.4	3.2	3.2
CSM 변동 (십억원)					
기시 CSM	9,763	9,238	9,109	8,714	8,626
신계약 CSM	2,541	2,123	2,066	2,165	2,343
CSM 상각	-888	-852	-787	-773	-774
CSM 이자부리	353	350	358	350	349
CSM 경험조정	-2,531	-1,751	-2,032	-1,829	-1,829
기말 CSM	9,238	9,109	8,714	8,626	8,716

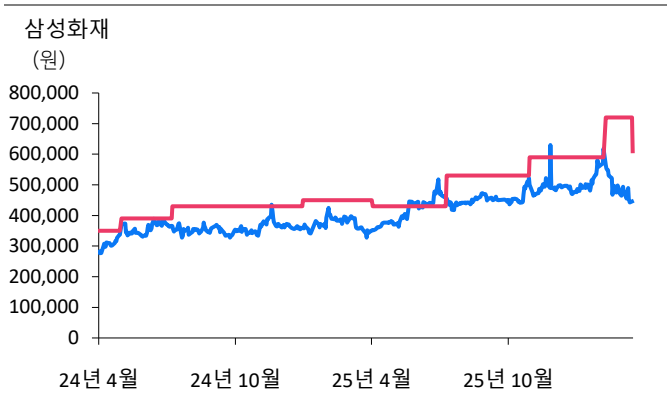
Compliance notice

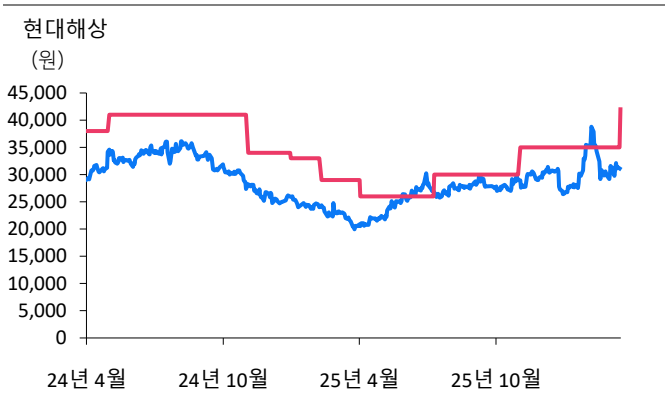
- 당사는 2026년 3월 30일 현재 삼성화재, 삼성생명와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 3월 30일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 3월 30일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

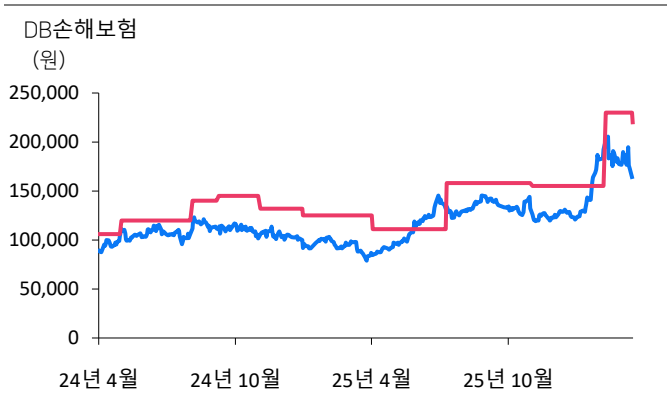
2년간 목표주가 변경 추이

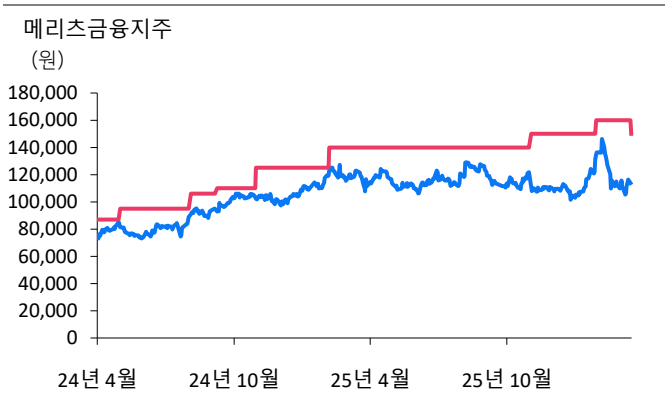












최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

삼성생명											
일 자	2024/3/5	7/23	9/23	2025/4/17	7/25	11/14	2026/2/23				
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY				
TP (원)	120000	110000	120000	100000	151000	197000	253000				
괴리율 (평균)	-25.18	-14.26	-21.61	10.10	-2.04	-14.74					
괴리율 (최대or최소)	-11.67	-8.64	-9.17	40.70	11.52	11.17					

한화생명											
일 자	2024/2/21	5/16	9/23	11/18	2025/4/17	7/25	11/17	2026/3/30			
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD			
TP (원)	4000	3800	3600	3200	2900	3800	3500	4400			
괴리율 (평균)	-25.36	-22.83	-19.84	-19.52	7.56	-15.74	8.78				
괴리율 (최대or최소)	-15.38	-17.11	-17.22	-11.41	46.21	-7.24	88.57				

삼성화재											
일 자	2024/2/23	5/16	7/23	2025/1/14	4/17	7/25	11/13	2026/2/23	3/30		
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY		
TP (원)	350000	390000	430000	450000	430000	530000	590000	720000	610000		
괴리율 (평균)	-12.40	-8.23	-16.87	-17.26	-3.14	-14.64	-15.31	-31.81			
괴리율 (최대or최소)	-2.00	-0.26	1.16	-5.56	20.47	-1.51	6.78	-23.19			

현대해상											
일 자	2023/8/16	2024/5/16	11/18	2025/1/14	2/24	4/17	7/25	11/17	2026/3/30		
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY		
TP (원)	38000	41000	34000	33000	29000	26000	30000	35000	42000		
괴리율 (평균)	-17.08	-19.48	-22.77	-25.55	-23.03	-4.68	-7.45	-13.82			
괴리율 (최대or최소)	-5.39	-11.83	-17.35	-21.21	-14.66	16.35	-0.83	10.86			

DB손해보험											
일 자	2024/2/23	5/16	8/19	9/23	11/18	2025/1/14	4/17	7/25	11/17	2026/2/23	3/30
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	106000	120000	140000	145000	132000	125000	111000	158000	155000	230000	220000
괴리율 (평균)	-8.86	-11.66	-16.55	-23.42	-20.50	-24.85	-0.25	-15.13	-13.52	-19.78	
괴리율 (최대or최소)	0.19	-3.75	-12.00	-19.38	-13.86	-17.44	30.99	-7.91	24.06	-10.65	

메리츠금융지주										
일 자	2024/2/23	5/16	8/19	9/23	11/14	2025/2/20	11/17	2026/2/12	3/30	
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	
TP (원)	87000	95000	106000	110000	125000	140000	150000	160000	150000	
괴리율 (평균)	-6.96	-16.61	-12.98	-7.23	-15.02	-16.47	-26.35	-25.42		
괴리율 (최대or최소)	-1.72	-6.53	-10.09	-3.55	-4.40	-7.86	-12.53	-8.63		

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외

SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

NEUTRAL (중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상

UNDERWEIGHT (비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2025.12.31 기준

매수(85.8%)·중립(14.2%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

NCSI KS-SQI KCSI KCPI 소비자중심 Best Korea Brands 2024
Member of Dow Jones Sustainability Indices Powered by the S&P Global CSA