보험 Initiation

터널의 끝을 향해

2026.04.29
고연수 yeonsookoh@hanafn.com

하나증권

2026년 4월 29일 | Equity Research

보험 Overweight

터널의 끝을 향해

Summary

- ✓ 단기적으로 업황 개선은 기대하기 어려우나 회계처리 관련 불확실성은 해소되는 중
- ✓ 배당 재개 시점은 불확실하나 제도 개선의 방향성은 명확
- ✓ 미래 성장 동력을 확보한 기업들에 주목할 시기

Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(4월28일)
삼성생명(032830)	BUY	302,000원	252,000원
한화생명(088350)	BUY	7,300원	4,975원
삼성화재(000810)	BUY	670,000원	483,000원
DB손해보험(005830)	BUY	243,000원	173,500원
현대해상(001450)	BUY	42,000원	30,850원
한화손해보험(000370)	BUY	10,500원	6,760원

목차

Summary 3

1. 보험산업의 이해 4

1) 보험시장은 소수 회사가 시장을 선도하는 과점적 구조 형성 4

2) 보험손익 변동성 확대의 주원인은 계리적 가정 변경에 기인 8

3) 실적 변동성은 이어질 전망이나 예실차 개선을 기대 18

2. 결국에는 주주환원 20

1) 보험주 주가는 실적, 자본비율 및 주주환원에 연동 20

2) 중장기적으로 규제 개선에 대한 기대감은 유효 22

3. Valuation 및 Top Picks

기업분석 29

삼성생명(032830) 30

한화생명(088350) 35

삼성화재(000810) 42

DB손해보험(005830) 47

현대해상(001450) 54

한화손해보험(000370) 69

2026년 04월 29일 I 산업분석_Industry In-depth

보험

터널의 끝을 향해

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2026년 04월 28일

삼성생명(032830)
BUY I TP 302,000원 I CP 252,000원

한화생명(088350)
BUY I TP 7,300원 I CP 4,975원

삼성화재(000810)
BUY I TP 670,000원 I CP 483,000원

DB손해보험(005830)
BUY I TP 243,000원 I CP 173,500원

현대해상(001450)
BUY I TP 42,000원 I CP 30,850원

한화손해보험(000370)
BUY I TP 10,500원 I CP 6,760원

Analyst 고연수 yeonsookoh@hanafn.com

보험업종 투자의견 'Overweight'으로 커버리지 개시

보험업종에 대해 투자의견 'Overweight'을 제시하며 커버리지를 개시한다. IFRS17 도입 이후 복합적인 요인으로 보험사들의 보험손익은 YoY 감소세가 이어졌으나, 2026년을 저점으로 순이익은 반등할 것으로 기대한다. 1) 2026년부터 실손보험 개혁 제도, GA 1,200% 룰 도입 등 제도 변화가 본격화되며, 그간 악화되어온 손해율은 점진적으로 하락할 것으로 예상한다. 2) 한편, 보험사들은 물량 중심에서 수익성 중심으로 영업 전략을 전환하는 국면에 진입했다. 규제 정비에 따른 경쟁 완화 환경이 조성된 측면도 있으나, 근본적으로는 IFRS17 도입 이후 신계약 판매 확대에도 불구하고 계리적 가정 변경에 따른 예실차 악화 및 손실부담계약 비용 인식으로 인해 손익 변동성이 확대되었기 때문이다. 3) 최근에는 회계처리 관련 불확실성을 최소화하기 위해 최적가정을 보수적으로 설정하는 경향이 나타나고 있다. 이를 감안 시 중장기적으로 실적 변동성은 점차 완화될 전망이다.

중장기적으로 배당 확대/개시에 대한 기대는 유효

다만 보험사의 실적 성장이 곧바로 배당가능이익 확대로 이어지지는 않는다. 신계약 확대에 따라 CSM이 증가하는 동시에 해약환급금준비금 적립 부담도 확대되기 때문이다. 커버리지 보험사 기준 이익잉여금 내 해약환급금준비금 비중은 30~90% 수준에 근접해 있으며, 이에 따라 현행 제도가 유지되는 한 배당 개시 및 확대 시점은 지연될 가능성이 높다. 다만 정부의 밸류업 정책 강화 기조 하에서 저PBR 기업을 중심으로 자사주 소각 및 배당 확대 요구는 지속될 것으로 예상한다. 특히 일부 보험사의 경우 해약환급금준비금이 이익잉여금 내 비정상적으로 높은 수준을 차지하고 있는 만큼, 관련 규제 개선에 대한 필요성은 지속 제기될 것으로 판단한다.

Top Pick 삼성화재 제시, 관심종목 한화생명 제시

보험업종 최선호주로 삼성화재, 관심종목으로 한화생명을 제시한다. 삼성화재는 삼성전자 지분 1.5%를 보유하고 있으며, 최근 전자 지분 처분(25년 413억원)에도 불구하고 DPS 증가 폭이 제한적이었다는 점은 다소 아쉬웠다. 다만 2028년 총주주환원율 50% 달성 목표를 제시하며 업계 내 최고 수준의 주주환원 정책은 이어질 전망이며, 2026년 P/B 0.8배로 여전히 밸류에이션 매력도는 높다.

한화생명은 P/B 0.3배 수준의 낮은 밸류에이션으로 주가 하방 압력은 제한적인 반면, 인도네시아 은행, 미국 증권사 등의 지분 취득을 통해 사업 포트폴리오 다각화가 기대된다. 2025년 기준 해외법인의 이익 기여도는 10% 수준이나, 해외사업 부문 성과가 가시화될 경우, 연결기준 밸류에이션 재평가 가능성이 존재한다는 점도 긍정적이다.

Summary

보험업종에 대해 투자의견 'Overweight'을 제시한다. IFRS17 도입 이후 보험손익은 계리적 가정 변경과 신계약 경쟁 심화 영향으로 YoY 감소세를 이어왔으나, 2025년을 저점으로 순이익은 반등할 것으로 전망한다.

핵심은 **1) 손해율 하락, 2) 계리적 가정의 보수적 적용에 따른 손익 변동성 완화, 3) 수익성 중심 전략 전환**이다. 2026년부터 실손보험 개혁 및 자동차보험 제도 개선을 통해 손해율은 점진적으로 하락할 것으로 예상되며, GA 규제 강화 등을 통해 과도한 경쟁은 지양하게 됨에 따라 사업비는 점차 안정화될 전망이다. GA 규제 강화는 단기적으로 신계약 판매 둔화를 야기할 수 있으나, 중장기적으로는 업계 내 건전한 스카우트 문화 장착에 따른 긍정적 효과를 기대한다.

이러한 제도 변화는 보험사의 수익성 중심 전략 전환과도 맞물린다. 신계약 판매 확대에도 불구하고 연말 계리적 가정 변경에 따라 손익 변동성은 확대되는 흐름이 반복되었는데, 고수익성 중심의 상품 판매와 최적가정의 보수적 적용을 통해 CSM 변동성은 축소되고 예실차는 개선될 것으로 판단한다.

다만 실적이 개선된다고 해도 곧바로 배당 확대로 이어지지는 않는다. 신계약 판매 증가로 인해 CSM이 증가하는 동시에 해약환급금준비금 적립 부담도 확대되고 있기 때문이다. 예로 한화생명의 경우, 2025년 말 기준 이익잉여금 내 해약환급금준비금 비중은 92%에 달해 배당에 제약이 있는 상황이다. 다만 정부의 밸류업 정책 추진에 따라 저PBR 기업에 대한 주주환원 확대 요구가 지속되고 있어, 관련 제도 개선 논의는 중장기적으로 이어질 가능성이 높다.

보험업종 주가는 **실적뿐만 아니라 자본비율과 주주환원**에 연동된다. 배당 가시성 부족으로 업종 전반의 디스카운트가 지속되고 있으나, 손해율 개선과 함께 실적 회복이 가시화되는 2027년부터는 밸류에이션 리레이팅을 기대한다.

Top Pick으로 삼성화재를 제시한다. 손해보험 업종 특성상 실손보험 개혁 등 제도 변화에 따른 실적 개선 가시성이 높으며, 높은 K-ICS 비율을 기반으로 기발표한 기업가치 제고 계획을 안정적으로 이행할 것으로 전망한다. 2026년 기대배당수익률은 5.4% 수준으로 업종 내 최고 수준이며, 영국 보험사 Canopius 추가지분 취득은 미래 성장동력 확보 및 언더라이팅 역량 강화 측면에서도 긍정적으로 판단한다.

관심종목으로 한화생명을 제시한다. 2026년 P/B 0.3배 수준으로 극단적인 저평가 구간에 위치해 있으며, 인도네시아 Nobu 은행, 미국 Velocity 증권사 등 해외 지분 투자를 통해 사업 포트폴리오를 확대하고 있어 기업가치 평가 기준이 연결로 전환될 경우, 밸류에이션 리레이팅 가능성이 높다.

1. 보험산업의 이해

1) 보험시장은 소수 회사가 시장을 선도하는 과점적 구조가 형성

생명보험은 상위 4개사 (삼성,한화,교보,신한) 합산 점유율 64%, 손해보험은 상위 6개사 (삼성,DB,현대,KB,메리츠,한화) 합산 점유율 81%

보험산업은 계약자로부터 위험을 인수하고, 해당 위험과 사업비를 반영한 보험료를 수취한 후 보험금 지급 전까지 자산을 운용해 수익을 창출하는 구조다. 이를 위해 보험사는 전국 단위의 영업 및 보상 조직을 구축하고, 다수의 계약자를 기반으로 위험을 분산한다.

보험상품의 초기 가격 설정에 일부 오차가 존재하더라도, 지속적인 신계약 유입을 통해 포트폴리오를 보완할 수 있다는 점 역시 산업의 특징이다. 다만, 이러한 구조는 일정 수준 이상의 영업 규모를 전제로 하며, 결과적으로 시장은 상위 보험사 중심의 과점 구조로 형성되어 있다.

보험수익(재보험 제외) 기준 시장점유율을 살펴보면, 생명보험은 **삼성생명 27.6%(23년대비 +0.4%p), 한화생명 14.9%(+0.6%p),** 손해보험은 **삼성화재 20.4%(+0.3%p), DB손해보험 17.0%(+0.5%p), 현대해상 15.8%(-0.5%p), 한화손보 5.9%(+0.5%p)**로 나타난다. 최근 3년간의 시장점유율은 큰 변동 없이 유사한 흐름이 이어지고 있다.

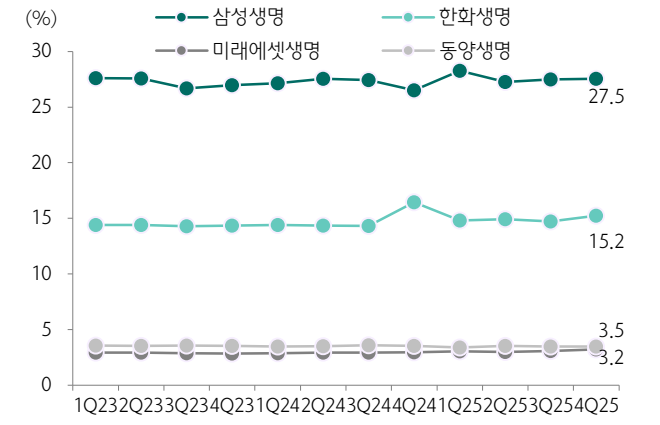
시장점유율이 높을수록 손익 변동성은 관리 용이하나, IFRS17 도입 이후 CSM 조정과 보험손익 변동성은 확대

대수의 법칙과 규모의 경제가 작동하는 산업 특성상, 시장점유율이 높은 보험사일수록 보험손익 변동성을 안정적으로 관리할 수 있는 구조를 갖춘 것으로 판단한다. **다만, IFRS17 도입 이후에는 계리적 가정 변경 영향으로 보험손익 변동성은 확대되고 CSM(보험계약마진) 조정이 반복되는 흐름이 나타나고 있다.**

보험손익 자체도 중요하지만, 미래 수익성을 나타내는 CSM도 핵심 지표다. **IFRS17 하에서는 보험계약에서 발생하는 미래 이익이 보험계약부채 내 CSM으로 인식되며, 해당 CSM은 보험기간에 걸쳐 점진적으로 상각되며 이익으로 반영된다.** 이에 따라 보험사의 이익은 단순한 보험료 수익이 아니라, 보유 CSM 규모와 상각 패턴에 의해 결정되는 구조로 변화했다.

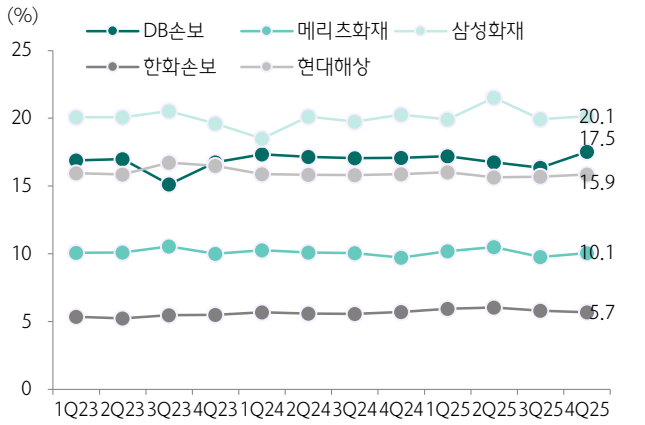
이러한 환경에서 외형 지표만으로는 보험사의 수익성과 지속가능성을 판단하기 어렵다. 따라서, 보험본업의 수익성을 직관적으로 평가하기 위해 보험손익 대비 보험수익도 함께 살펴보았다. 보험손익에는 CSM 상각액, 현금유출입 요인의 예정과 실제 차이, 손실계약손익 등이 포함되어 있어, 해당 비율을 통해 보험영업의 수익성을 파악할 수 있다.

도표 1. 분기별 생명보험사 보험수익(재보험 제외) 기준 시장점유율



자료: FISIS, 하나증권

도표 2. 분기별 손해보험사 보험수익(재보험 제외) 기준 시장점유율



자료: FISIS, 하나증권

생명보험은 연말에 유배당연금 관련 손실부담계약 비용이 크게 반영

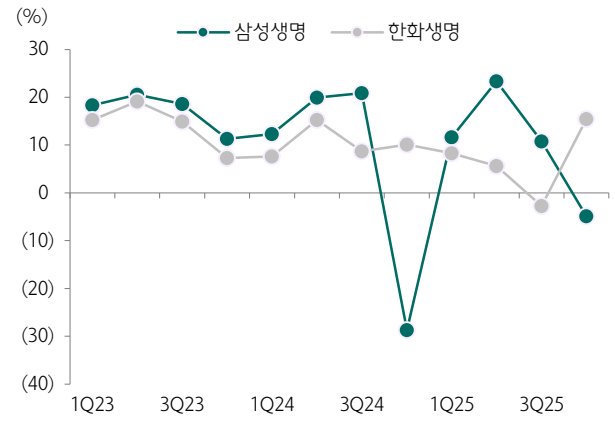
생명보험의 경우, 전반적으로 보험손익 대비 보험수익 비율이 2023년대비 하락하는 흐름을 보였다. 삼성생명은 2023년 17.2%에서 2025년 10.1%까지 하락했으며, 한화생명은 동기간 14.1%에서 6.7%까지 하락했다. 특히 삼성생명은 유배당연금 관련 손실부담계약비용이 매년 4분기에 대규모로 반영되었는데(4Q24 -3,000억원, 4Q25 -2,300억원), 이에 해당 분기 보험손익도 적자를 시현했다.

손해보험은 2025년 자동차보험 모두 적전 기록, 현대해상은 특히 보험금 예실차 부문 부진

손해보험 또한 보험손익 대비 보험수익 비율이 2023년대비 하락하는 추세가 나타났으나, 하락 폭은 생명보험 대비 제한적이었다. 삼성화재는 2023년 11.9%에서 2025년 8.3%, 동기간 DB손해보험은 11.1%에서 6.8%, 현대해상은 4.0%에서 2.8%, 한화손해보험은 6.5%에서 5.6%까지 하락하는 모습이 나타났다.

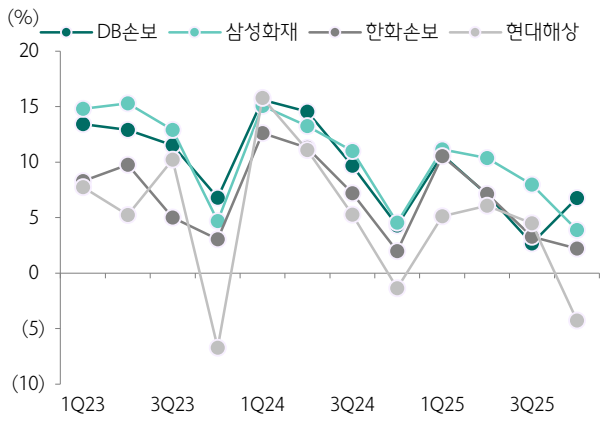
현대해상의 수익성이 경쟁사대비 낮은 이유는 보험금 예실차 악화에 있다. 2023~2024년 보험금 예실차는 연간 -2,000억원 수준이었으며, 2025년에는 -3,500억원으로 커버리지사 평균(-1,600억원)대비로도 규모가 특히 컸다. 어린이보험 시장에서의 높은 M/S(40%)와 손해율 부담이 큰 1·2세대 실손보험 판매 비중이 커, 실손보험 관련 손익 부담이 수익성에 큰 영향을 미친 것으로 파악된다.

도표 3. 분기별 생명보험사 보험손익/보험수익 비율



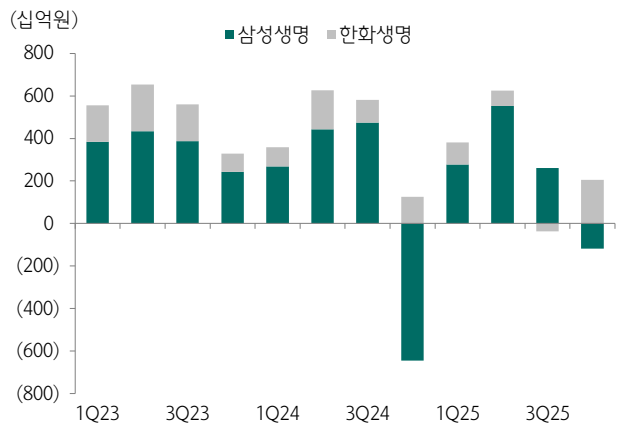
자료: FISIS, 하나증권

도표 4. 분기별 손해보험사 보험손익/보험수익 비율



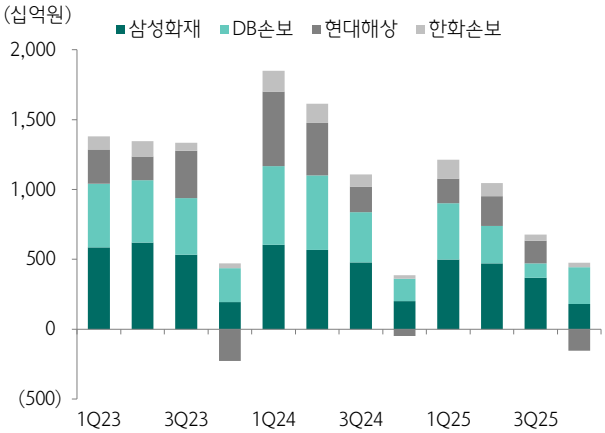
자료: FISIS, 하나증권

도표 5. 분기별 생명보험사 보험손익



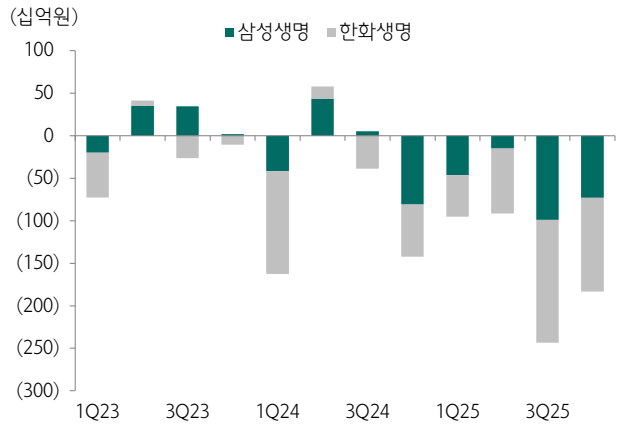
자료: 각 사, 하나증권

도표 6. 분기별 손해보험사 보험손익



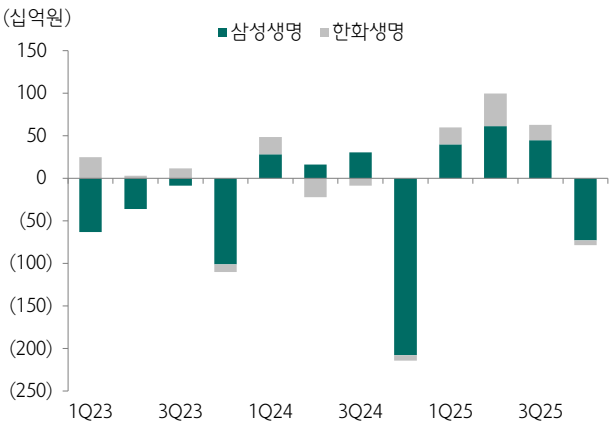
자료: 각 사, 하나증권

도표 7. 분기별 생명보험사 보험금 예실차



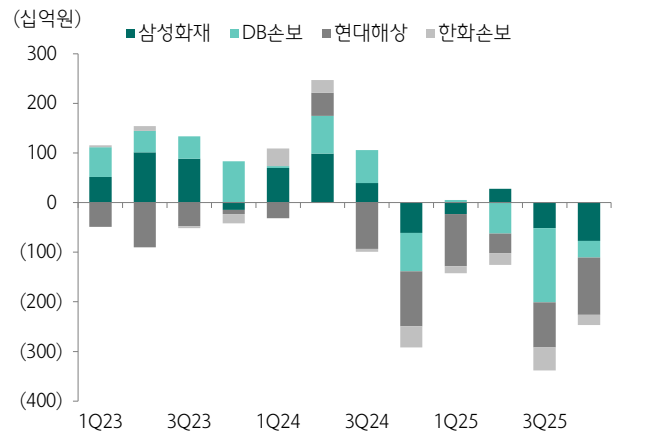
자료: 각 사, 하나증권

도표 8. 분기별 생명보험사 사업비 예실차



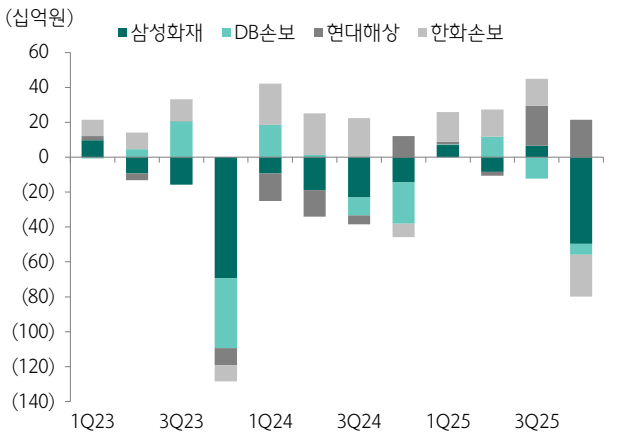
자료: 각 사, 하나증권

도표 9. 분기별 손해보험사 보험금 예실차



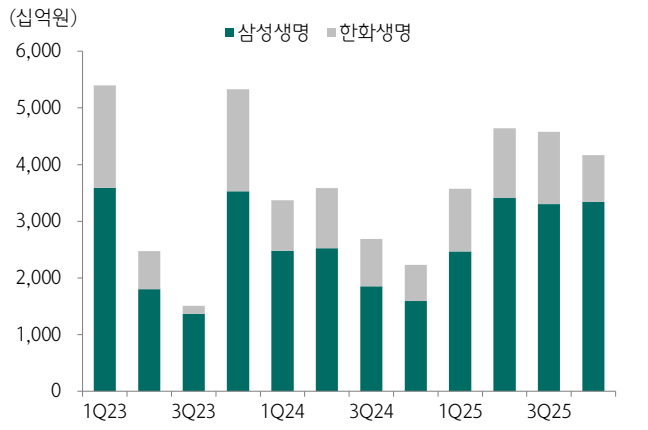
자료: 각 사, 하나증권

도표 10. 분기별 손해보험사 사업비 예실차



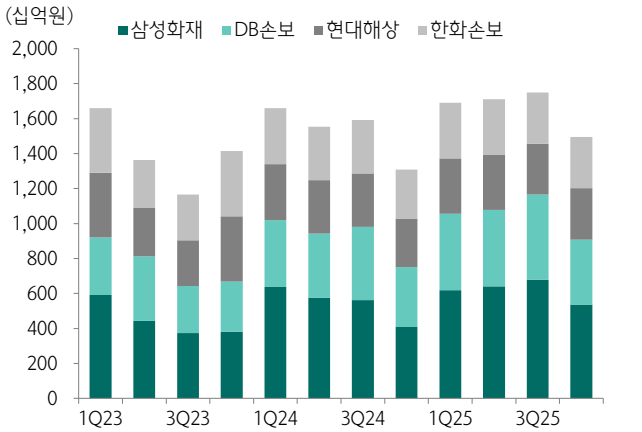
자료: 각 사, 하나증권

도표 11. 분기별 생명보험사 운용손익(보험금융손익 제외)



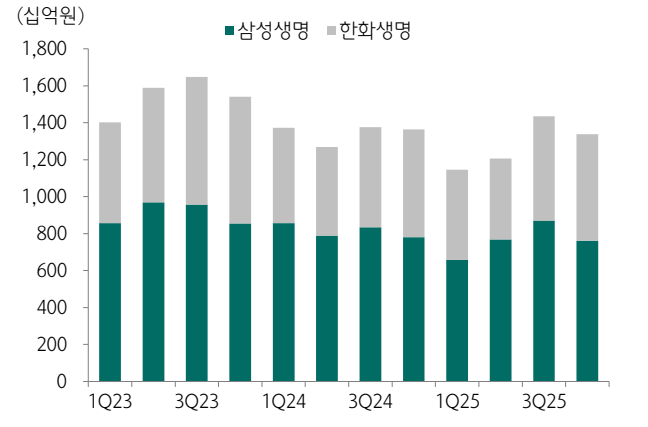
자료: 각 사, 하나증권

도표 12. 분기별 손해보험사 운용손익(보험금융손익 제외)



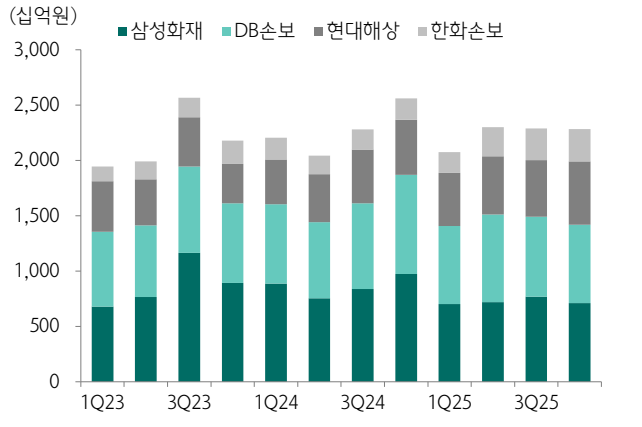
자료: 각 사, 하나증권

도표 13. 분기별 생명보험사 신계약 CSM



자료: 각 사, 하나증권

도표 14. 분기별 손해보험사 신계약 CSM



자료: 각 사, 하나증권

2) 보험손익 변동성 확대의 주 원인은 계리적 가정에 기인

(1) 보험금 예실차: 전반적으로 전년대비 (-)폭 확대

CSM 변동요인과 가정의 보수성에 대한 점검이 필요

결국 신계약을 통해 CSM이 지속적으로 유입되더라도, 최적가정 변화에 따른 예실차 악화와 CSM 조정이 반복되는 한 보험손익 변동성은 확대될 수 밖에 없다. IFRS17 하에서는 할인율, 해지율, 손해율 등 주요 가정이 변경될 경우 CSM이 재산정되며, 그 영향은 주로 4분기에 반영된다. 특히 금융당국의 계리적 가정 가이드라인(무·저해지 상품 해지율, 연령대별 손해율 등) 변경과 회사의 자의적인 가정 변경이 반복되면서, 보험사의 실적은 본질적인 영업성과보다도 외부 변수에 의해 좌우되는 모습이 이어졌다.

이에 따라 단순히 신계약 성장이나 보험수익 증가만으로는 실적의 질을 판단하기 어려워졌으며, **CSM 변동 요인과 가정의 보수성에 대한 점검이 병행될 필요**가 있다.

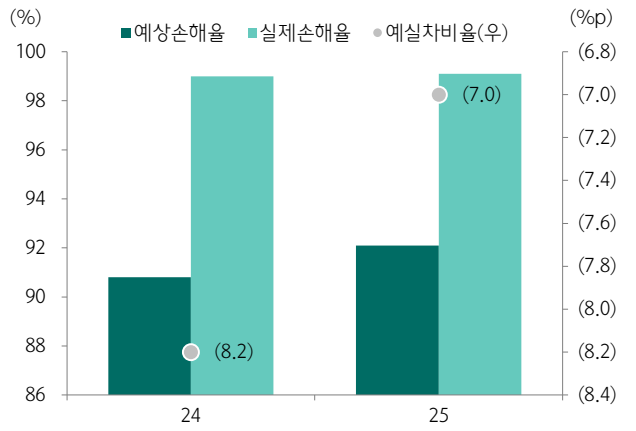
업종과 무관하게 보험사의 예실차비율은 2024년대비 악화되는 모습

2025년도 사업보고서를 기준으로 커버리지사의 보험금 예실차비율(실제손해율-예상손해율)을 2024년과 비교한 결과, 생명보험과 손해보험 모두 2년 연속 예상손해율대비 실제손해율이 높았으며, 예실차비율은 전년대비 약 3%p~8%p 악화되는 모습이 나타났다. 이는 코로나19 이후 의료 이용 증가와 비급여 확대 등으로 보험금 지급 규모가 예상보다 빠르게 증가한 데 기인한다. 또한 손해율 가정은 통상 최근 5개년 경험 데이터를 기반으로 설정되는 만큼, 최근 손해율 상승 추이가 즉각적으로 반영되지 못한 점도 영향을 미쳤다.

생명보험의 경우, 삼성생명은 보험금 예실차비율이 전년대비 1.2%p 개선되었으나 여전히 실제손해율은 예상손해율대비 약 7.0%p 높은 수준 기록했다. 한화생명은 보험금 예실차비율이 전년대비 5.5%p 악화되었으며, 2025년 실제손해율은 예상손해율대비 약 13.2%p 높았다.

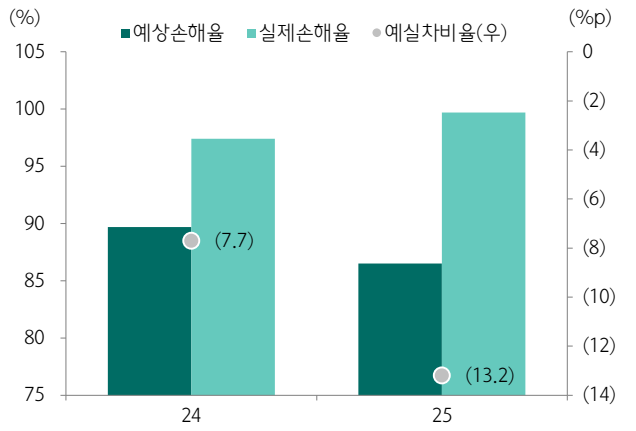
손해보험 또한 전반적으로 악화되는 흐름이 확인되었다. 2024년에는 현대해상을 제외하고 예실차비율이 (+)를 기록했으나, 2025년에는 커버리지 전 종목의 예실차비율이 (-)로 전환되었다. 삼성화재, DB손해보험, 현대해상, 한화손해보험의 예살치비율은 전년대비 각각 5.1%p, 8.0%p, 3.0%p, 4.2%p 악화되었다. 특히 현대해상은 2025년 실제손해율이 예상손해율 대비 6.6%p 높은 수준을 기록하며, 커버리지 종목 내 가장 큰 괴리를 보였다.

도표 15. 삼성생명 보험금 예실차비율에 대한 공시



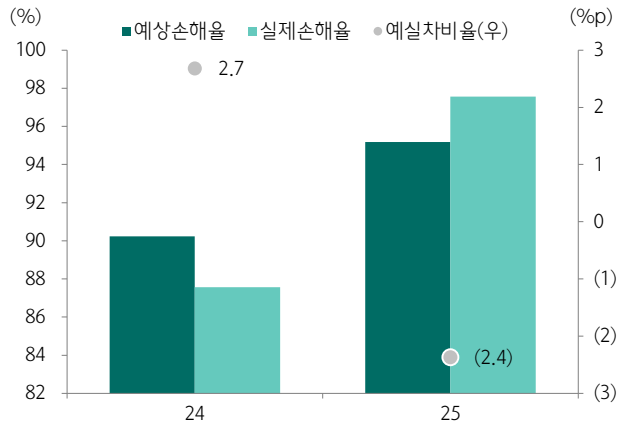
자료: Dart, 하나증권

도표 16. 한화생명 보험금 예실차비율에 대한 공시



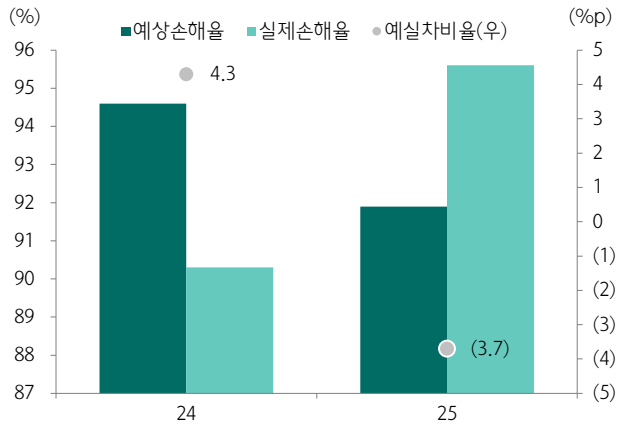
자료: Dart, 하나증권

도표 17. 삼성화재 보험금 예실차비율에 대한 공시



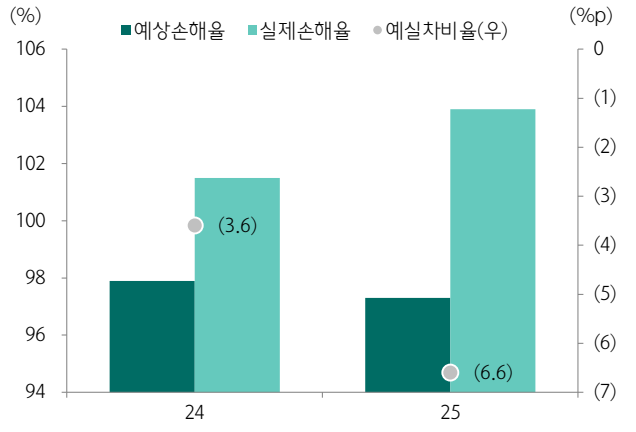
자료: Dart, 하나증권

도표 18. DB손해보험 보험금 예실차비율에 대한 공시



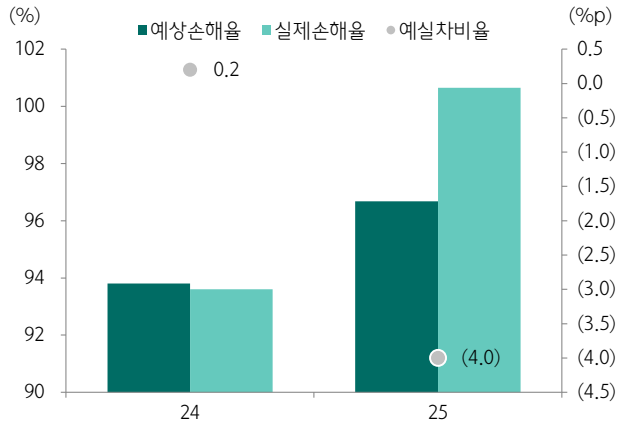
자료: Dart, 하나증권

도표 19. 현대해상 보험금 예실차비율에 대한 공시



자료: Dart, 하나증권

도표 20. 한화손해보험 보험금 예실차비율에 대한 공시



자료: Dart, 하나증권

(2) 손해율 가정: 전반적으로 보수적으로 설정된 모습

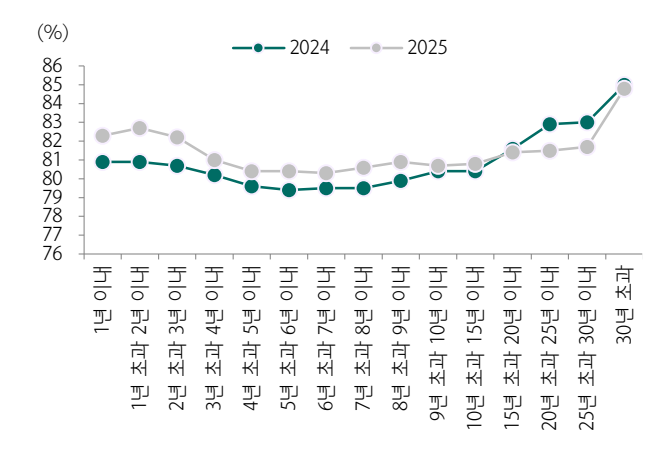
한화생명은 전 계약 구간에 대해 손해율 가정을 보수적으로 설정한 반면, DB손해보험은 손해율 가정이 전반적으로 완화되는 모습

예실차비율이 악화됨에 따라 전반적으로 손해율 가정이 상향조정(예상손해율 상승)되며 보다 보수적으로 설정되는 흐름이 나타났다. 이는 회사별 위험보험료 대비 예상보험금에 대한 공시를 통해 확인 가능하며, 2024년과 2025년에 대한 가정을 대조해보았다. 다만 계약 경과기간별 손해율은 회사별로 상이한 흐름을 보이고 있어, 특정 구간만으로 가정의 보수성 여부를 판단하기는 어렵다. 또한 계약기간 후반부로 갈수록, 표본 특성 및 계약 유지 구조에 따른 영향은 회사별로 편차가 있을 수 있어 해석에 유의할 필요가 있다.

생명보험의 경우, 삼성생명은 15년 이내 계약 구간에서 손해율 가정을 상향조정하며 보수적으로 접근했다. 반면 한화생명은 전 계약 구간에 걸쳐 기존대비 보수적인 가정을 적용한 것으로 파악된다.

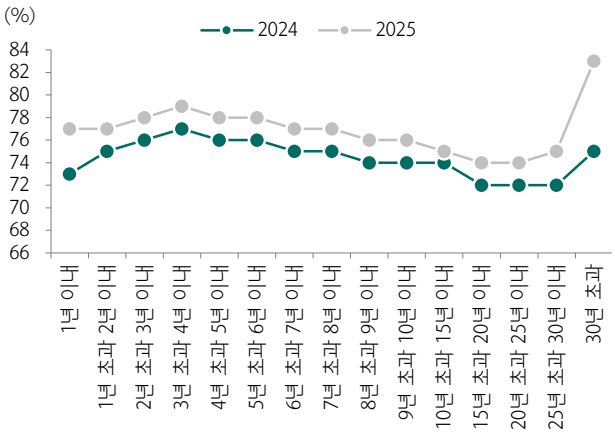
손해보험은 DB손해보험을 제외한 전 커버리지사가 계약 초기 구간을 중심으로 손해율 가정을 보수적으로 조정하는 모습이 나타났다. 반면 DB손해보험은 앞서 언급한 바와 같이 예실차비율이 +4.3%p에서 -3.7%p로 악화되었음에도 불구하고, 전 구간에서 손해율 가정이 완화되었는데, 이는 그동안 예실차 조정이 보험금이 아닌 사업비에서 크게 나타난 데 기인한다.

도표 21. 삼성생명 위험보험료 대비 예상보험금에 대한 공시



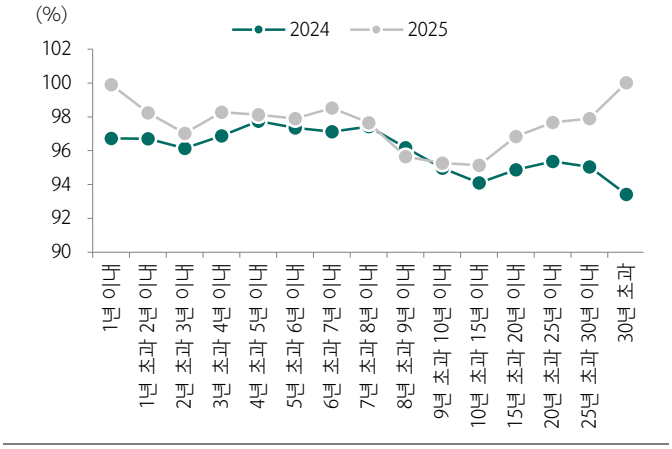
자료: Dart, 하나증권

도표 22. 한화생명 위험보험료 대비 예상보험금에 대한 공시



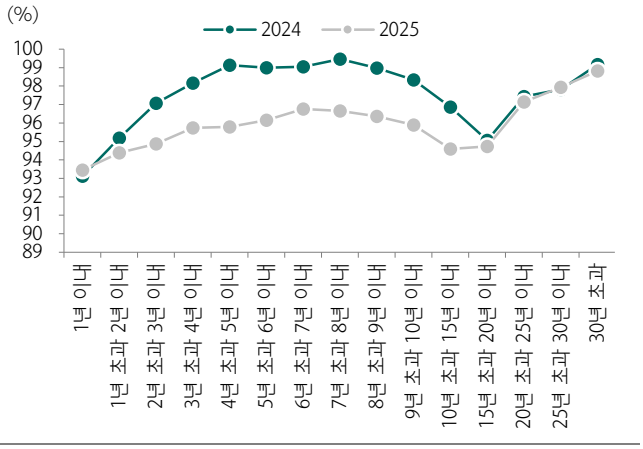
자료: Dart, 하나증권

도표 23. 삼성화재 위험보험료 대비 예상보험금에 대한 공시



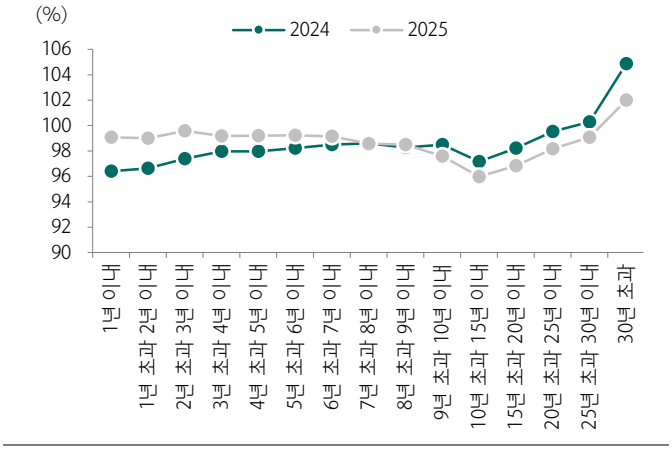
자료: Dart, 하나증권

도표 24. DB손해보험 위험보험료 대비 예상보험금에 대한 공시



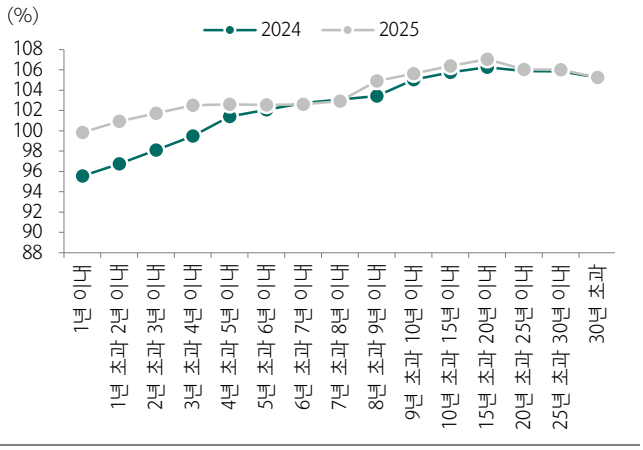
자료: Dart, 하나증권

도표 25. 현대해상 위험보험료 대비 예상보험금에 대한 공시



자료: Dart, 하나증권

도표 26. 한화손해보험 위험보험료 대비 예상보험금에 대한 공시



자료: Dart, 하나증권

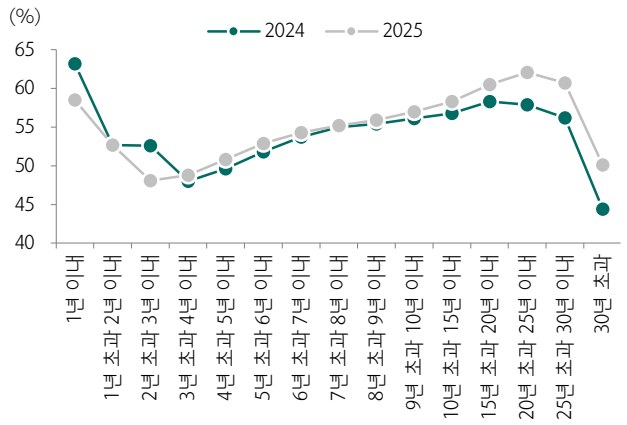
(3) 사업비율 가정: 수익성 중심 전략으로의 전환

사업비율 가정은 각 사의 보험상품 판매 전략에 기인

한편 사업비 가정은 회사별로 편차는 존재하나, 전반적으로 물량보다도 수익성 중심의 신계약 판매 전략에 연동되는 흐름이 나타났다. 생명보험의 경우, **삼성생명은 전년과 유사한 수준**이 이어진 반면, **한화생명은 전반적으로 사업비율 가정을 하향조정(예상사업비율 하락)**했다.

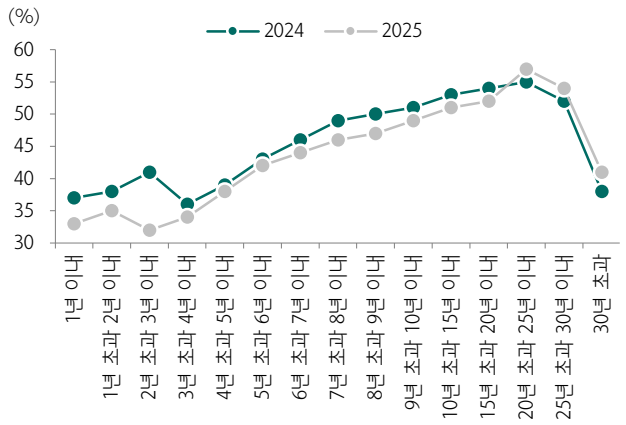
손해보험 또한 유사한 흐름이 나타났다. **삼성화재, 현대해상, 한화손해보험은 전반적으로 사업비율 가정을 하향조정**한 반면, **DB손해보험은 전 구간에서 사업비율 가정을 상향조정**했다. DB손해보험의 경우, 2025년 사업비율 악화에 따른 CSM 조정(24년 -0.0조원 vs. 25년 -1.1조원)이 크게 나타나 기존대비 보수적인 스탠스를 취한 것으로 보여진다.

도표 27. 삼성생명 예정유지비 대비 예상유지비에 대한 공시



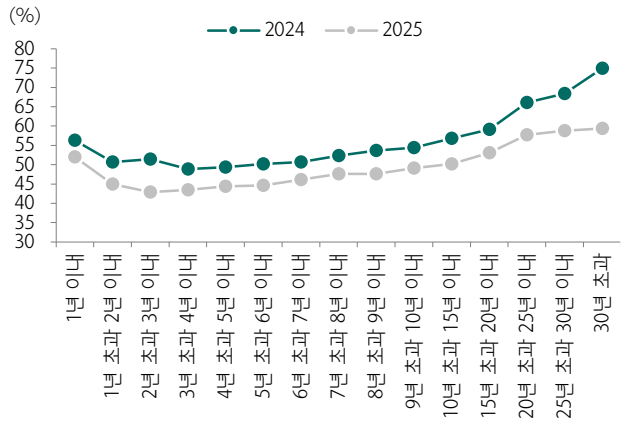
자료: Dart, 하나증권

도표 28. 한화생명 예정유지비 대비 예상유지비에 대한 공시



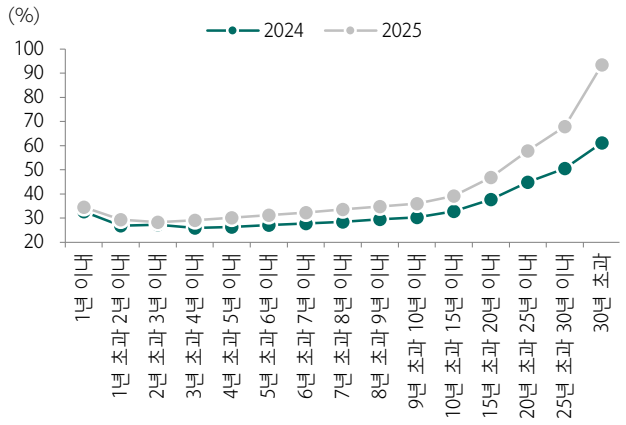
자료: Dart, 하나증권

도표 29. 삼성화재 예정유지비 대비 예상유지비에 대한 공시



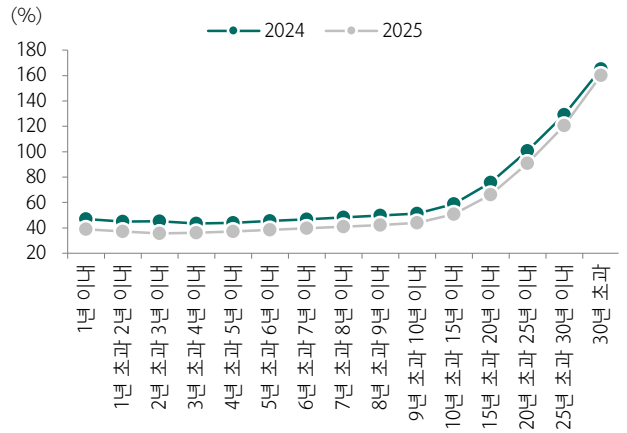
자료: Dart, 하나증권

도표 30. DB손해보험 예정유지비 대비 예상유지비에 대한 공시



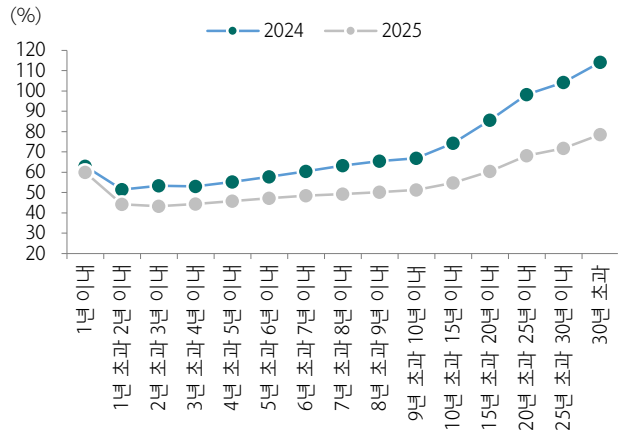
자료: Dart, 하나증권

도표 31. 현대해상 예정유지비 대비 예상유지비에 대한 공시



자료: Dart, 하나증권

도표 32. 한화손해보험 예정유지비 대비 예상유지비에 대한 공시



자료: Dart, 하나증권

(4) CSM 조정: 가정별 영향은 회사마다 편차 존재

CSM 경험조정은 크게 1) 해지율, 2) 위험률, 3) 사업비율, 4) 물량차이 및 투자요소예실차, 5) 손실요소로 구분

손해율·사업비율 가정 검토에 이어 CSM 조정 내역을 2024년과 비교해 본 결과, 전반적으로 전년과 유사한 흐름이 나타났다. 다만, 가정별 영향(위험률·해지율·사업비율)은 회사마다 편차가 컸다.

CSM 조정은 크게 1) 해지율, 2) 위험률, 3) 사업비율, 4) 물량차이 및 투자요소예실차, 5) 손실요소로 구분된다. 생명보험의 경우, 물량차이 및 투자요소예실차 부문의 부진이 지속되며 전반적인 CSM 조정 규모가 소폭 확대되었다. 이는 저축성/연금 상품 중심의 해지율 상승 및 해지환급금 증가 등에 따른 영향으로 추측된다.

생명보험은 공통적으로 4)에서 부진한 흐름 지속

삼성생명은 CSM 조정이 2024년 1.7조원에서 2025년 1.8조원으로 소폭 증가했다. **사업비율 상승에 따른 (-)조정**이 나타났으나(24년 +1.8조원 → 25년 -0.5조원), 해지율 및 위험률 관련 (-)조정이 축소되며 이를 일부 상쇄했다. 신계약 유입에 따라 보유 CSM은 12.2조원에서 13.2조원까지 확대되었다.

반면, **한화생명**은 CSM 조정이 1.8조원에서 2.0조원으로 증가했는데, 물량차이 부진에 더해 **위험률 상승에 따른 (-)조정폭 확대**가 주요 요인으로 작용했다. 이에 보유 CSM은 9.2조원에서 8.7조원까지 감소했다.

손해보험은 회사별 CSM 조정 양상이 다르게 나타나

삼성화재·현대해상·한화손보는 위험률 상승, DB손보는 사업비율 상승에 따른 (-)조정폭 확대

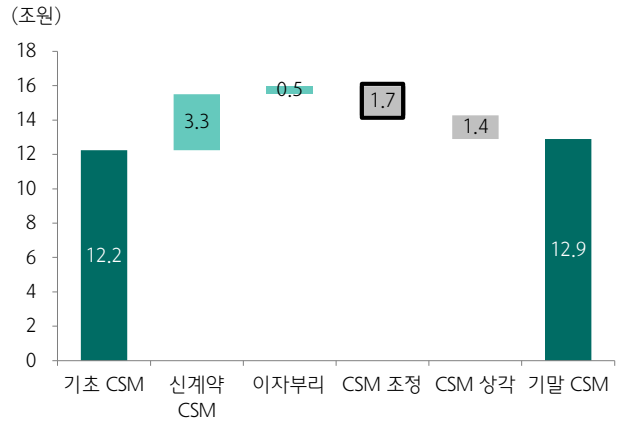
손해보험의 경우, 회사별로 CSM 조정 양상이 다르게 나타났다. 삼성화재와 DB손해보험은 CSM 조정 규모가 소폭 확대된 반면, 현대해상과 한화손해보험은 CSM 조정 규모가 축소되는 흐름을 보였다. **삼성화재는 위험률 상승에 따른 (-)조정이, DB손해보험은 사업비율 상승에 따른 (-)조정이 확대된 영향**이 컸으며, **현대해상과 한화손해보험은 위험률 상승에 따른 (-)조정에도 불구하고, 해지율, 사업비율, 물량차이 등 전 요소에서 개선**되는 모습이 나타났다.

삼성화재는 CSM 조정이 2024년 1.6조원에서 2025년 1.7조원으로 소폭 증가했다. 위험률 상승에 따른 (-)조정이 확대되었으나(24년 -0.2조원 → 25년 -1.2조원), 해지율, 사업비율 및 물량차이 부문에서의 개선이 이를 일부 상쇄하며 전체 (-)조정폭은 축소되었다. 보유 CSM은 13.3조원에서 14.2조원까지 증가했다.

DB손해보험은 CSM 조정이 2.0조원에서 2.1조원으로 소폭 증가했다. 사업비율 상승에도 불구하고(24년 -0.0조원 → 25년 -1.1조원), 해지율 가정 변경에 따른 (-)조정폭이 크게 축소되며(24년 -1.7조원 → 25년 -0.4조원), 보유 CSM은 12.2조원을 유지했다.

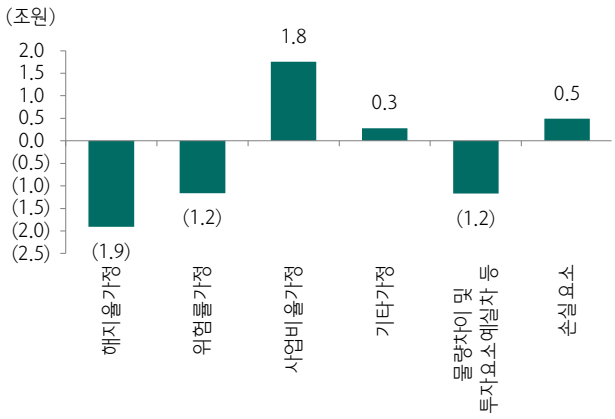
반면 **현대해상**과 **한화손해보험**은 CSM 조정 부담이 완화되는 흐름을 보였다. 현대해상은 CSM 조정이 2.0조원에서 0.8조원으로 감소했으며, 위험률 상승에도 불구하고, 해지율 및 사업비율, 물량차이 등 전 부문이 개선되며 조정폭이 축소되었다. 다만 보유CSM은 9.1조원에서 8.9조원으로 소폭 감소했다. 한화손해보험 역시 CSM 조정이 0.9조원에서 0.5조원으로 감소했으며, 위험률 상승에도 불구하고, 해지율, 사업비율, 물량차이 등 전 부문이 개선되며 이를 상쇄했다. 보유CSM은 3.9조원에서 4.1조원으로 증가했다. 수익성 중심의 포트폴리오 전환과 요율 인상 효과가 반영되기 시작한 것으로 보여진다.

도표 33. 삼성생명 CSM Movement (2024년)



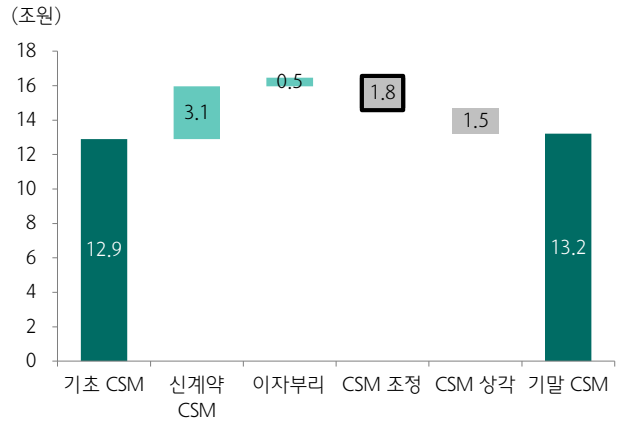
자료: Dart, 하나증권

도표 34. 삼성생명 CSM 조정 세부 내역(2024년)



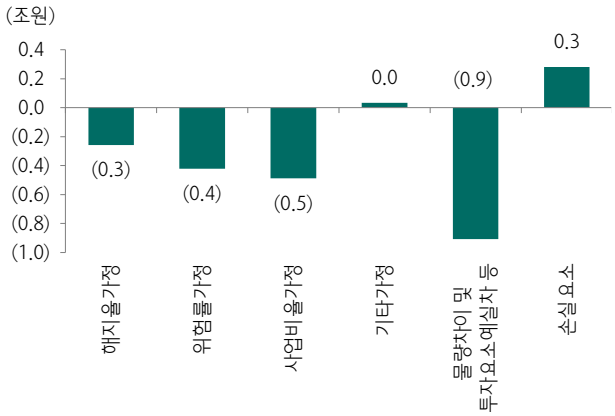
자료: Dart, 하나증권

도표 35. 삼성생명 CSM Movement(2025년)



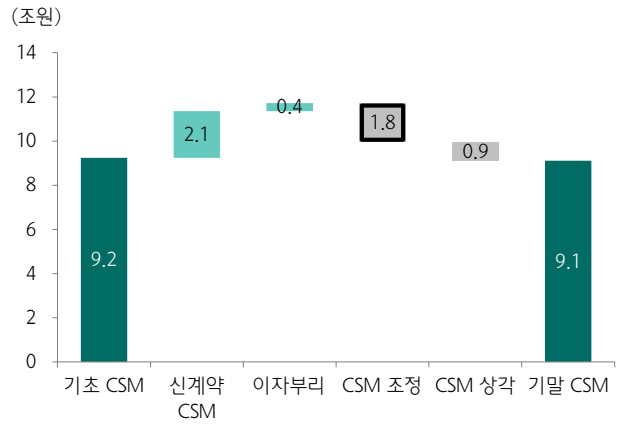
자료: Dart, 하나증권

도표 36. 삼성생명 CSM 조정 세부 내역(2025년)



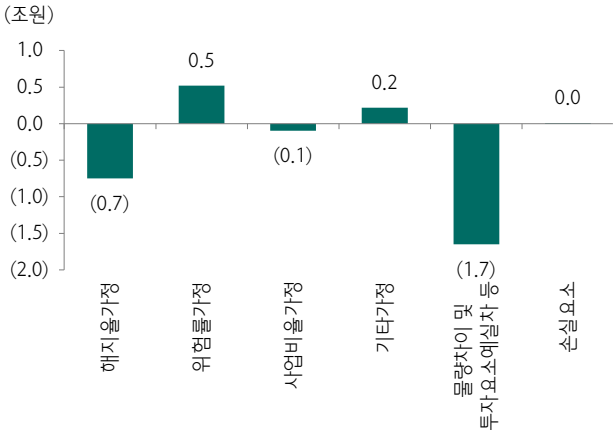
자료: Dart, 하나증권

도표 37. 한화생명 CSM Movement(2024년)



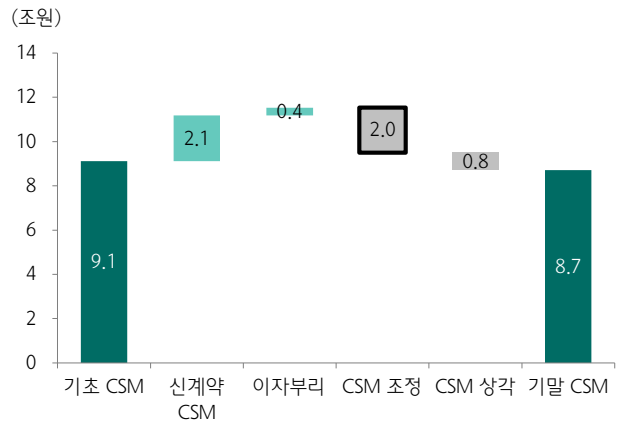
자료: Dart, 하나증권

도표 38. 한화생명 CSM 조정 세부 내역(2024년)



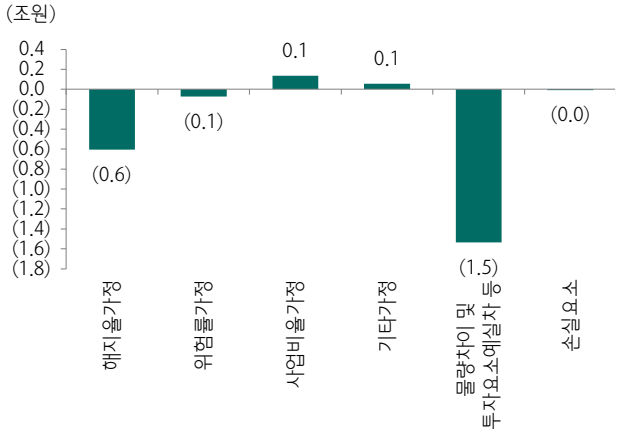
자료: Dart, 하나증권

도표 39. 한화생명 CSM Movement(2025년)



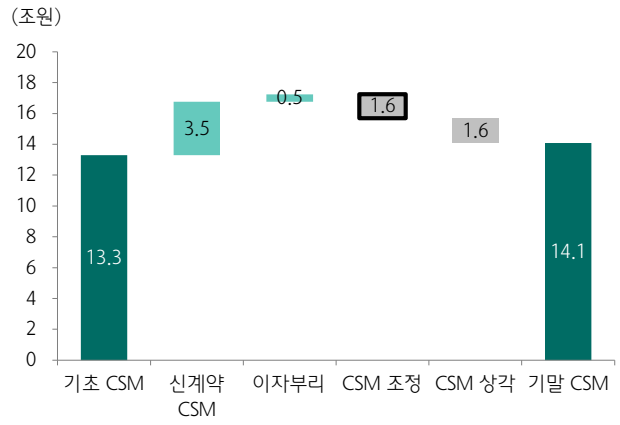
자료: Dart, 하나증권

도표 40. 한화생명 CSM 조정 세부 내역(2025년)



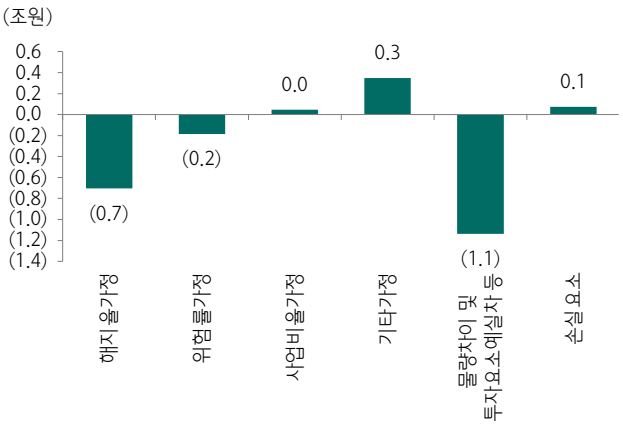
자료: Dart, 하나증권

도표 41. 삼성화재 CSM Movement(2024년)



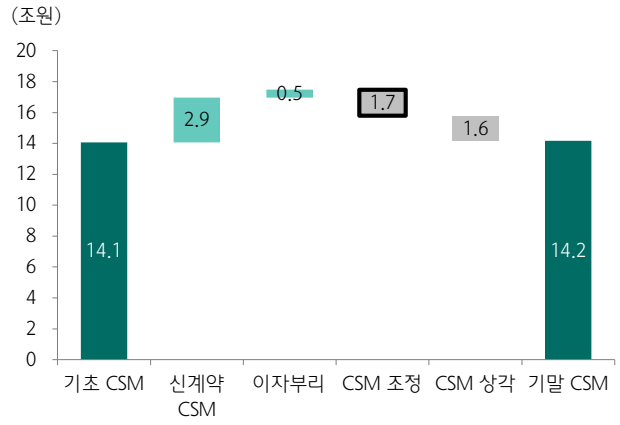
자료: Dart, 하나증권

도표 42. 삼성화재 CSM 조정 세부 내역(2024년)



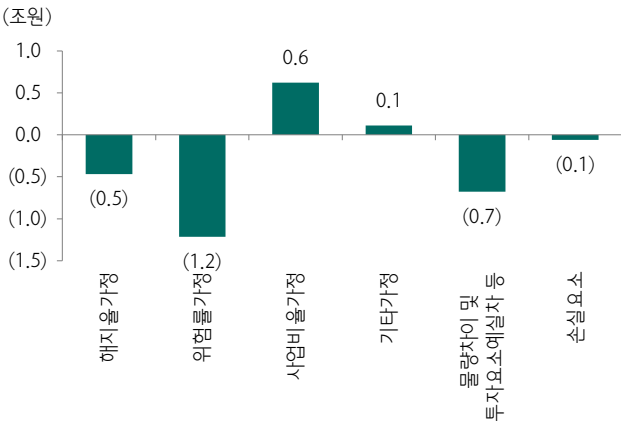
자료: Dart, 하나증권

도표 43. 삼성화재 CSM Movement(2025년)



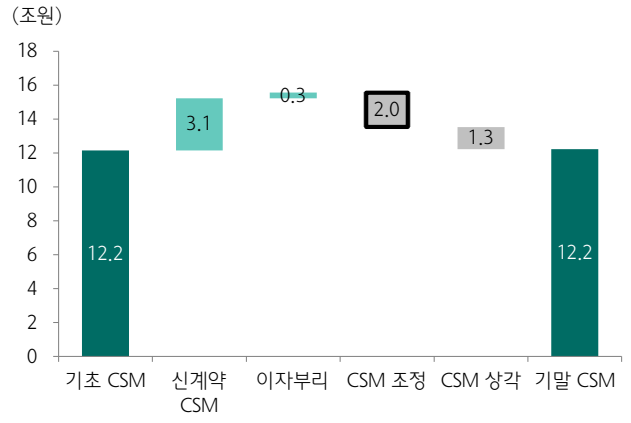
자료: Dart, 하나증권

도표 44. 삼성화재 CSM 조정 세부 내역(2025년)



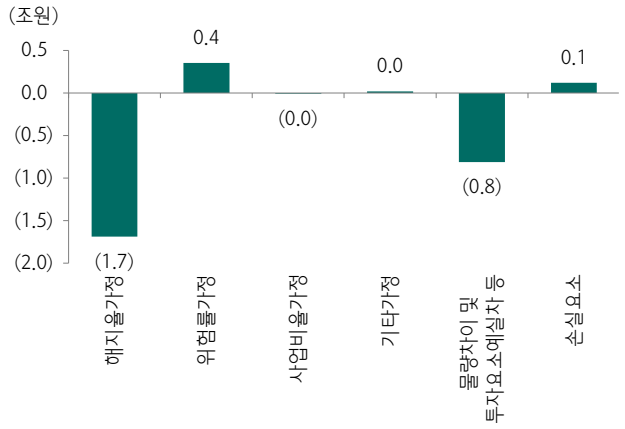
자료: Dart, 하나증권

도표 45. DB손해보험 CSM Movement(2024년)



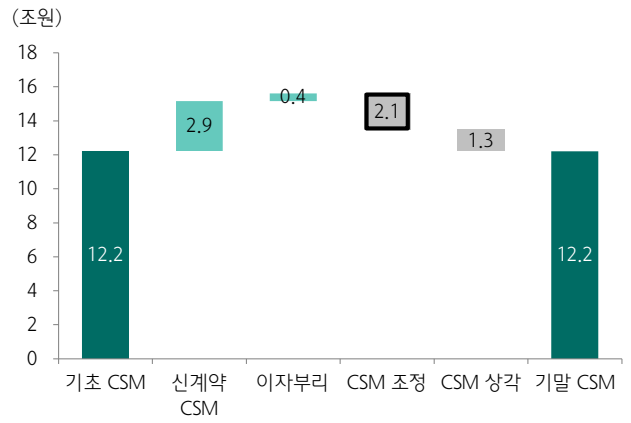
자료: Dart, 하나증권

도표 46. DB손해보험 CSM 조정 세부 내역(2024년)



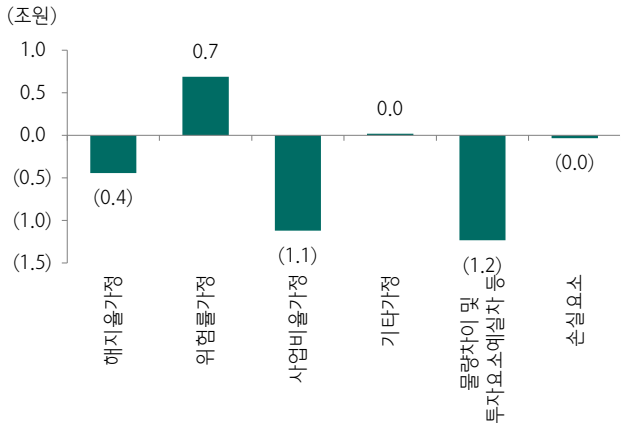
자료: Dart, 하나증권

도표 47. DB손해보험 CSM Movement(2025년)



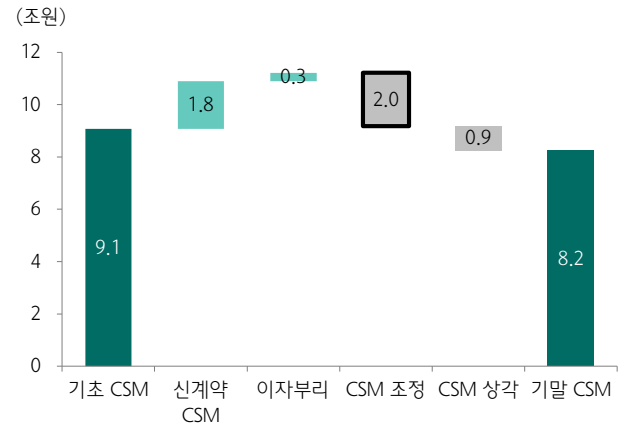
자료: Dart, 하나증권

도표 48. DB손해보험 CSM 조정 세부 내역(2025년)



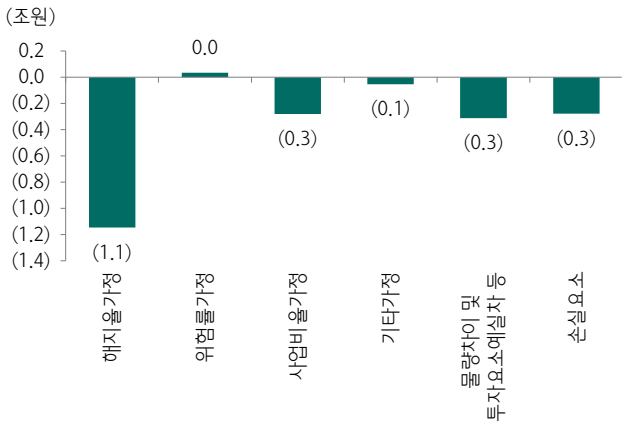
자료: Dart, 하나증권

도표 49. 현대해상 CSM Movement(2024년)



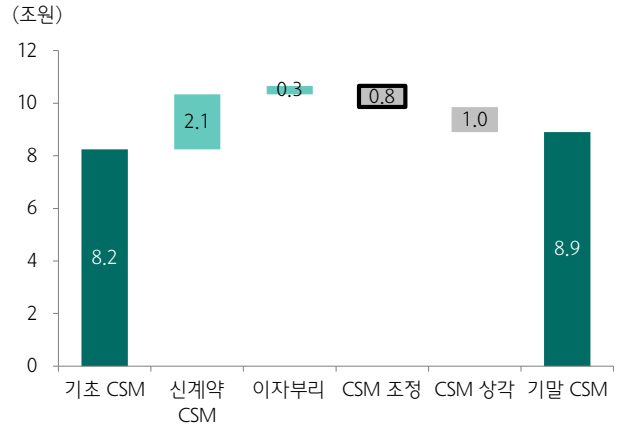
자료: Dart, 하나증권

도표 50. 현대해상 CSM 조정 세부 내역(2024년)



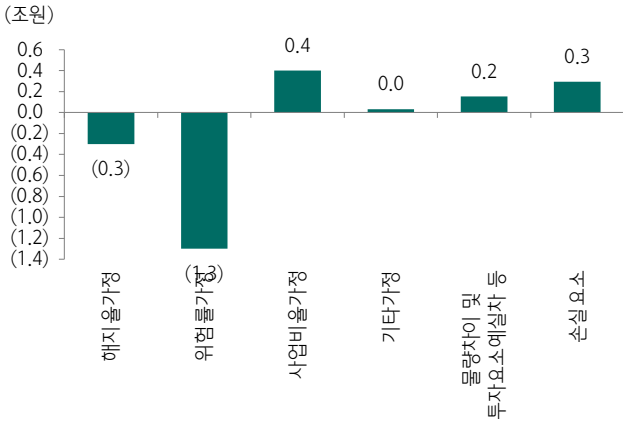
자료: Dart, 하나증권

도표 51. 현대해상 CSM Movement(2025년)



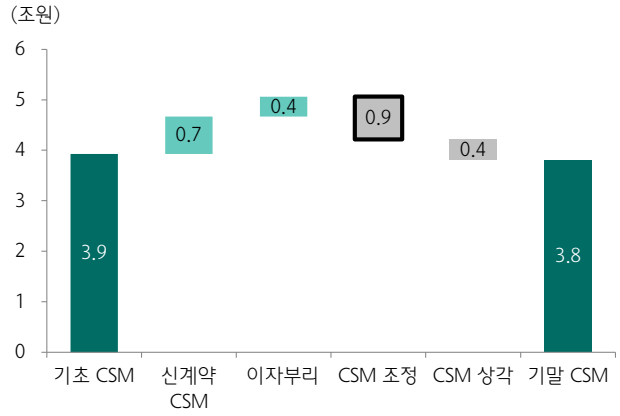
자료: Dart, 하나증권

도표 52. 현대해상 CSM 조정 세부 내역(2025년)



자료: Dart, 하나증권

도표 53. 한화손해보험 CSM Movement(2024년)

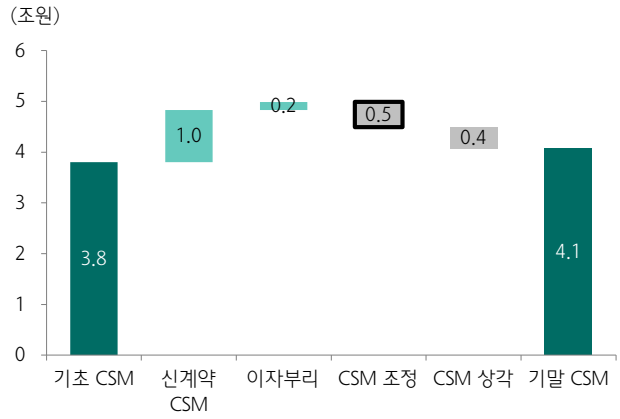


자료: Dart, 하나증권

도표 54. 한화손해보험 CSM 조정 세부 내역(2024년)

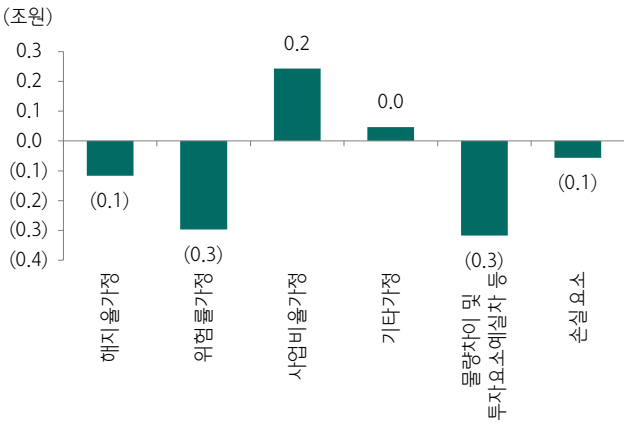
자료: Dart, 하나증권

도표 55. 한화손해보험 CSM Movement(2025년)



자료: Dart, 하나증권

도표 56. 한화손해보험 CSM 조정 세부 내역(2025년)



자료: Dart, 하나증권

3) 시사점: 중장기 관점에서 예실차는 개선될 전망

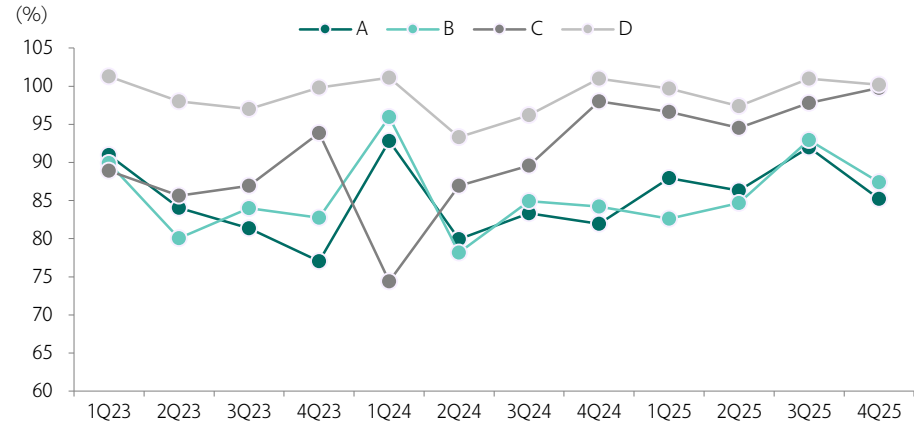
2/4분기 손해율 및 사업비 가정 현실화 적용에 따라 예실차는 단기적으로 확대되나, 보수적 적용으로 중장기적 관점에서 긍정적

종합적으로 IFRS17 도입 이후 보험사의 보험손익은 최적가정 변화에 따라 변동성이 확대되는 구조로 변화했다. 최근 보험금 예실차 악화가 지속되면서 손해율 가정이 상향조정되는 흐름이 나타나고는 있으나, 경험통계가 최근 5년 데이터를 기반으로 산출된다는 점 감안 시 단기적으로는 실손·비실손 담보의 손해율 악화가 반영되며 CSM (-)조정 흐름이 이어질 가능성이 높다.

또한, 금융당국은 손해율 및 사업비 가이드라인의 세부사항을 담은 실무표준을 2026년 2분기 결산부터 적용하게 할 예정이다. 주요 내용은 1) 경험통계가 충분히 축적되지 않은(5년 이내) 신규 담보 및 비실손 갱신 담보에 대해 일괄적으로 90% 이상의 손해율을 적용하고, 2) 사업비 가정에 물가상승률을 반영하도록 하는 것이다. 현재 보험사의 위험손해율 추이를 감안하면 CSM (-)조정에 기여할 것으로 판단한다. 다만, 최적가정 관련 공시 의무가 강화됨에 따라 가정의 적정성에 대한 검증이 용이해지고, 보험사 간 비교 가능성도 제고될 수 있어 긍정적인 사안으로 판단한다.

더하여 생명보험에서는 한화생명, 손해보험에서는 삼성화재가 상대적으로 보수적인 손해율 가정을 적용하기 시작함에 따라 대형사를 중심으로 보험금 예실차 변동폭은 축소될 가능성이 높다고 판단한다.

도표 57. 주요 보험사 위험손해율 추이



자료: 각 사, 하나증권

도표 58. 2026년 계리가정 가이드라인 변경내용

	구분	현행	개선
손해율 가정 가이드라인	1) 신규담보에 보수적 손해율 가정 적용	• 경험통계 5년 미만 신규담보에 유사담보 혹은 임의 손해율을 적용 • 보험부채 과소평가 우려, 신규담보 통한 과도한 판매경쟁	• 신규담보 손해율 가정을 보수적 손해율(90%)과 상위담보 실적 손해율 중 더 높은 값으로 설정
	2) 非실손 보험료 갱신가정 현실화	• 갱신형 상품은 목표손해율을 설정하고 보험료 갱신을 전제로 손해율 가정을 설정. 미래 보험료 인상을 전제로 보험부채 과소평가	• 목표손해율을 보수적 손해율(90%)과 실적 손해율 중 높은 값으로 설정
	3) 최종손해율 적용시점 합리화	• 모든 담보에 최종손해율 적용시점 일괄 적용 • 최종손해율 변동폭 임의 제한으로 손해율 영향 과소 반영	• 실제 통계량에 따라 담보별 최종손해율 적용시점 결정 • 관측된 손해율의 변동 의도적 축소 금지
	4) 손해율 산출단위 세분화	• 보험사별 손해율 산출단위 세분화 수준이 상이해 비교가능성 저해	• 통계적 충분성/유의성 요건 충족 시 손해율 산출단위를 세분화
사업비 가정 가이드라인	1) 사업비 가정에 물가상승률 반영	• 사업비 가정에 물가상승률을 반영하지 않아 보험부채 과소평가	• 사업비 가정 산출시 물가상승률 반영 • 장래 보험료 예측(갱신형)시 기반영한 경우 등 일부 예외
	2) 공통비 全보험계약 기간에 걸쳐 인식	• 보험사가 비용 발생기간 단축을 위해 비용항목 또는 발생요인 조정 시 보험부채 과소평가 소지 발생	• 공통비를 全보험계약 기간 걸쳐 인식

자료: 금융위원회, 하나증권

도표 59. 과제별 조치사항 및 추진계획

과제	조치사항	추진계획
1. 손해율 가정 가이드라인	**가이드라인 배포**	**2Q26 결산**
• 신규담보에 대해 보수적 손해율 가정 적용		
• 非실손 보험료 갱신 가정 현실화		
• 최종손해율 적용시점 합리화		
• 손해율 산출단위 세분화		
2. 사업비 가정 가이드라인	**가이드라인 배포**	**2Q26 결산**
• 사업비 가정에 물가상승률 반영		
• 全보험계약 기간에 걸쳐 공통비 인식		
3. 계리가정 관련 내부통제 강화	**감독규정 개정 등**	**2Q26 시행**
• 계리가정 관련 사항 문서화		
• 보험사 자체 점검·관리 강화		
4. 계리가정 관련 감독체계 정비	**감독규정 개정 등**	**2Q26 시행**
• '계리가정 보고서' 도입		
• 계리가정 관련 공시의무 강화		

자료: 금융위, 하나증권

2. 결국에는 주주환원

1) 보험주 주가는 실적, 자본비율 및 주주환원에 연동

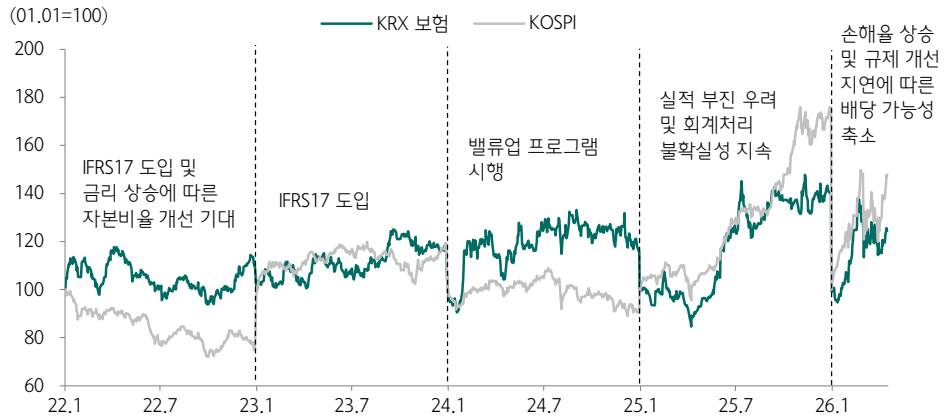
보험주 주가는 실적, 자본비율, 주주환원 등에 따라 등락을 반복

보험업종 주가는 IFRS17 도입 가시화 시점인 2022년부터 2024년까지 KOSPI를 아웃퍼폼했다. 2022년에는 금리 상승에 따른 자본비율 개선 기대가 반영되었으며, 2024년에는 기업 밸류업 프로그램 수혜 업종으로 부각되며 주주환원 확대를 통한 디스카운트 해소 기대가 주가 상승을 견인했다. 회계처리에 따른 불확실성이 지속되는 가운데서도 주가는 실적뿐 아니라 자본비율 및 주주환원 정책에 연동되며 등락을 반복하는 흐름을 보였고, 이에 따라 기업별 주가 차별화도 심화되는 양상이 나타났다.

최근 주가 또한 실적과 주주환원 정책에 연동되는 모습이다. 다만 2026년 1분기 시장금리가 가파르게 상승했음에도 불구하고 보험업종 주가는 KOSPI를 8.8%p 언더퍼폼했다. 이는 업황 둔화 우려와 함께 배당 재개 및 확대 시점에 대한 불확실성이 반영된 결과로 판단한다. 결국 투자자들의 관심은 단순한 실적 개선 여부를 넘어, 실제 배당이 가능한 시점으로 이동하고 있다.

보험업종은 '25년 하반기부터 언더퍼폼하기 시작, 손해율 악화 및 배당 개시 지연 시점 지연에 기인

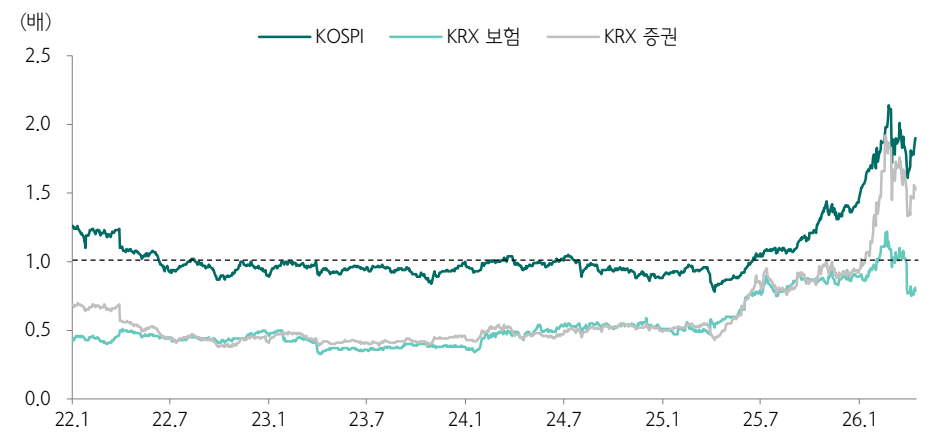
도표 60. 2022년 이후 KOSPI대비 보험업종 주가 추이



주: 매년 연초 주가를 100으로 설정
자료: 금융감독원, 하나증권

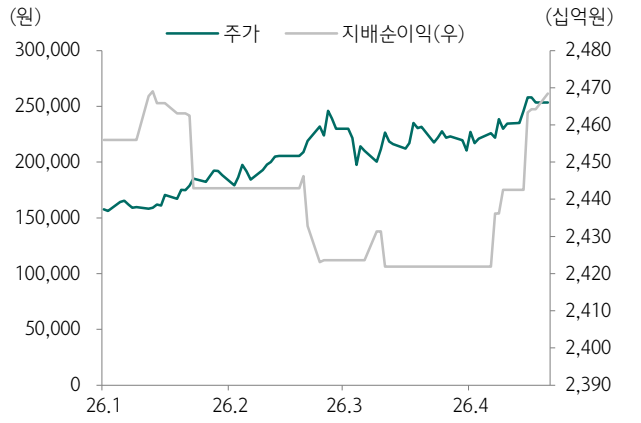
보험업종 PBR '26년 2월말 1.2배에서 재차 0.8배까지 하락

도표 61. 2022년 이후 KOSPI, 보험 및 증권 PBR 추이



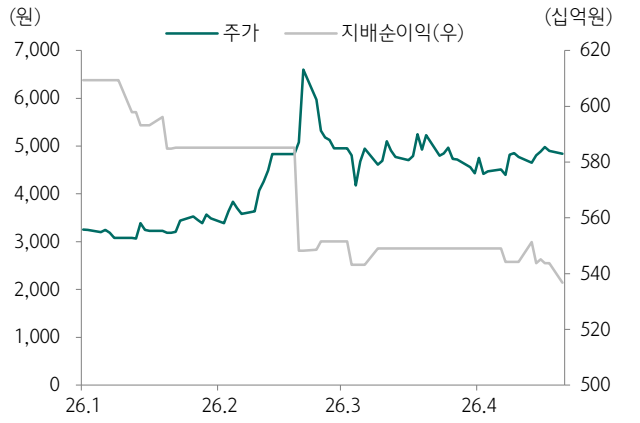
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 62. 2026년 삼성생명 주가 및 컨센서스(당기순이익) 추이



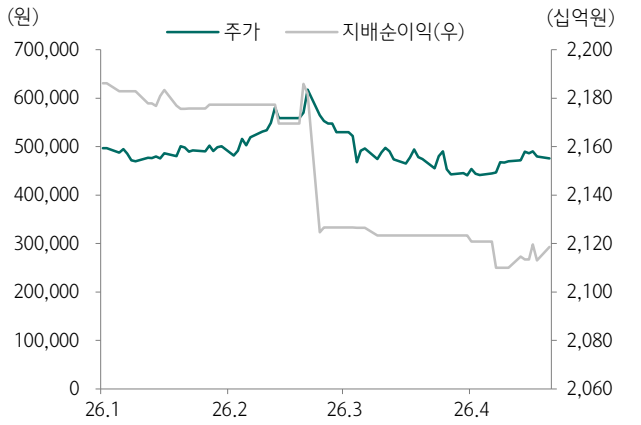
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 63. 2026년 한화생명 주가 및 컨센서스(당기순이익) 추이



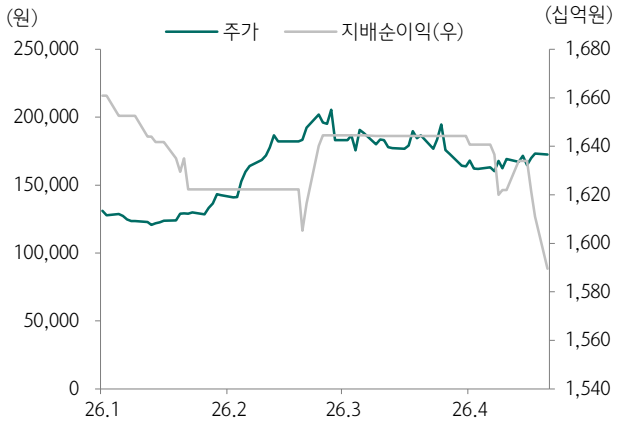
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 64. 2026년 삼성화재 주가 및 컨센서스(당기순이익) 추이



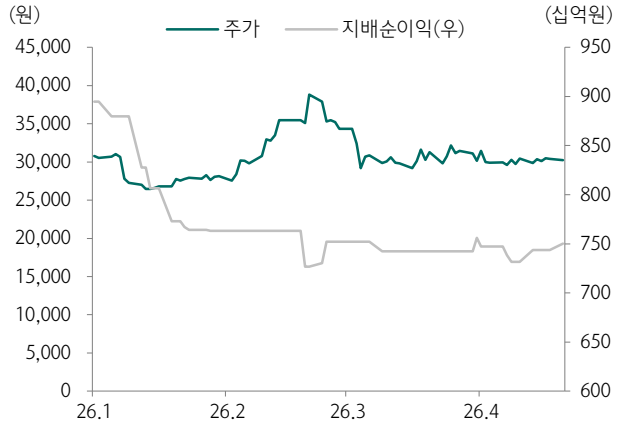
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 65. 2026년 DB손해보험 주가 및 컨센서스(당기순이익) 추이



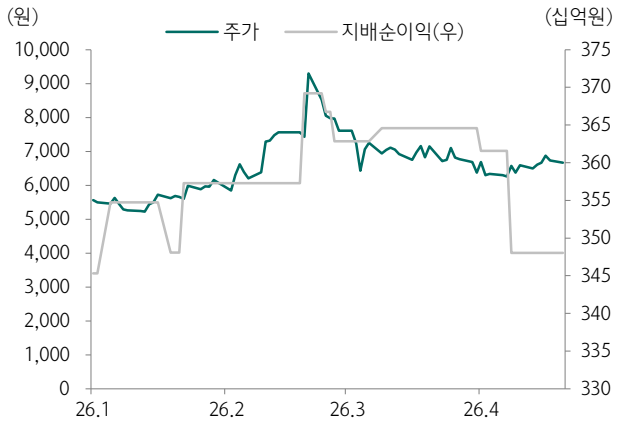
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 66. 2026년 현대해상 주가 및 컨센서스(당기순이익) 추이



자료: Quantiwise, 하나증권

도표 67. 2026년 한화손해보험 주가 및 컨센서스(당기순이익) 추이



자료: Quantiwise, 하나증권

2) 중장기적으로 규제 개선에 대한 기대감은 유효

배당가능이익
= 순자산
- 자본
- 자본준비금
- 이익준비금
- 자본조정 중 부가계정
- 기타포괄손익누계액
- 이익잉여금 내 미실현이익

다만 실적이 성장한다고 해서 곧바로 배당가능이익이 확대되거나 배당 재개 시점이 앞당겨지는 것은 아니다. 이는 해약환급금준비금 적립 규제로 인해 배당 재원이 제약되고 있기 때문이다. 최근 GA 1,200% 룰, 실손보험 개혁 등 제도 개선 논의가 진행되고 있으나, 배당 관점에서 가장 중요한 규제는 해약환급금준비금이다.

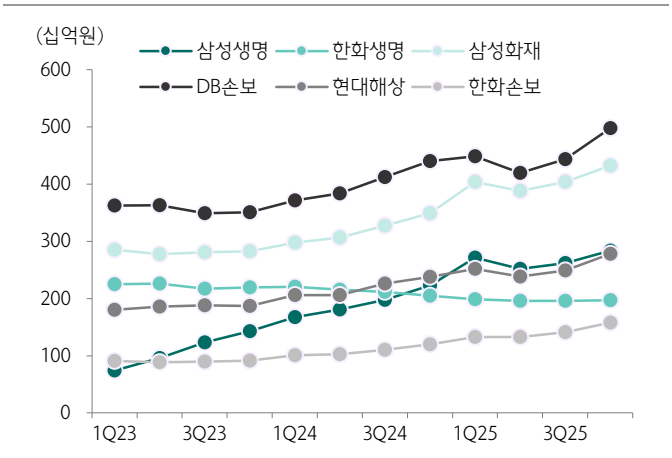
해약환급금준비금은 2023년 IFRS17 도입과 함께 신설된 계정으로, 보험부채를 시가로 평가하는 과정에서 IFRS4 대비 감소한 부채만큼을 별도로 적립한 것이다. 전환 당시 금리 상승으로 보험부채가 크게 감소하며 자본이 확대되었으나, 금융당국은 해당 증가분의 외부 유출을 방지하기 위해 이를 이익잉여금 내 법정준비금으로 적립하도록 했다. 법정준비금은 자본금 결손 보전 외에는 처분이 제한되기 때문에 배당 재원으로 활용할 수 없다.

신계약 관련 사업비는 부채(-) 요인으로 신계약 판매 확대 전략은 해약환급금준비금 증가를 동반

해약환급금준비금 관련 제도 개선은 단기간 내 현실화되기 쉽지 않을 것으로 보인다. 건강보험 시장을 중심으로 업권 간 경쟁이 심화되며 사업비 부담은 확대되는 흐름이 나타나고 있다. 신계약 체결 비용 증가는 전체 사업비 상승을 견인하고 있으며, 이는 불완전판매 및 유지율 하락 등 소비자 피해로 이어질 가능성이 존재한다. 이러한 환경 하에서 준비금 적립 부담이 완화될 경우, 일부 보험사를 중심으로 영업 경쟁이 재차 심화될 가능성을 배제하기 어렵다.

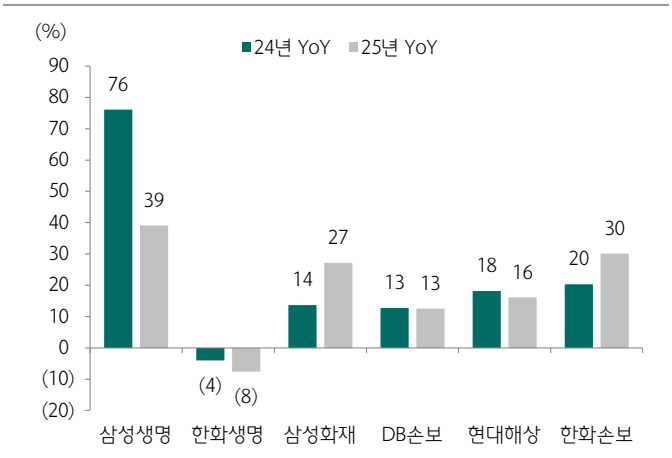
한편, 최근 커버리지사의 보험취득현금흐름 상각액은 분기 및 연간 기준 증가세를 보이고 있다. 분기 기준으로는 2025년 2분기를 제외할 경우 증가 흐름이 이어졌으며, 연간 기준으로도 한화생명을 제외한 대부분의 보험사에서 YoY 증가세가 나타났다. 즉 CSM이 확보되는 동시에, 해약환급금준비금도 동반 증가할 수밖에 없는 구조가 지속되고 있다.

도표 68. 분기별 커버리지사 보험취득현금흐름 상각액



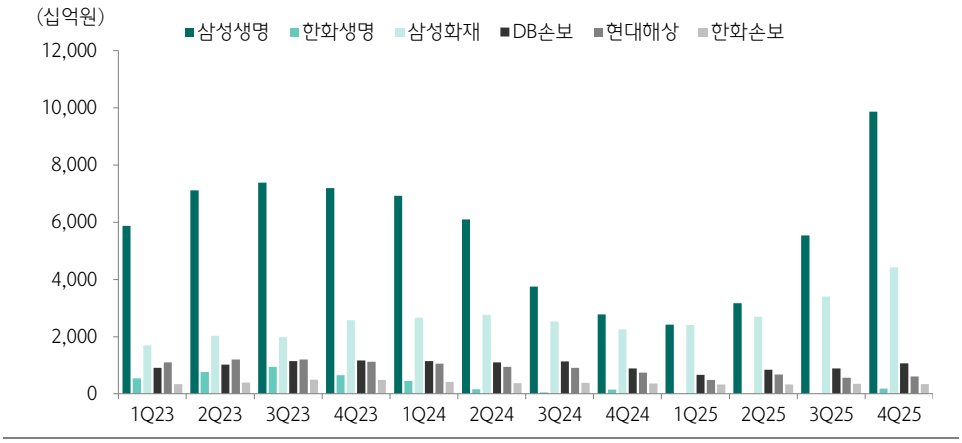
자료: 각 사, 하나증권

도표 69. 분기별 커버리지사 보험취득현금흐름 상각액 YoY 증감률



자료: 각 사, 하나증권

도표 70. 커버리지 보험사 분기별 이연법인세부채 규모



자료: FISIS, 하나증권

규제 개선을 기대하는 요인: 1) 배당여력 확대, 2) 세제 비효율 해소

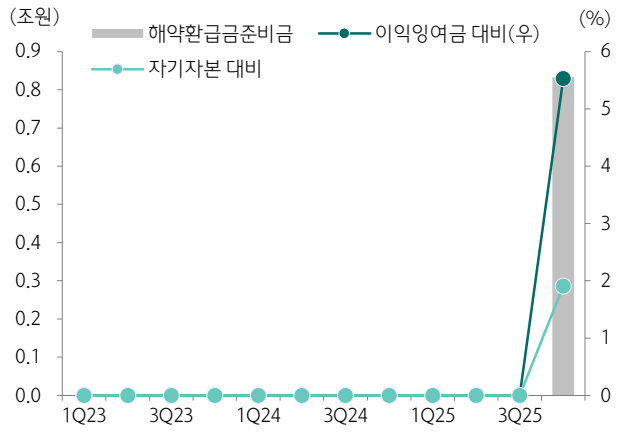
다만 해약환급금준비금 제도 개선의 필요성은 여전히 존재한다. 해약환급금준비금은 세법상 손금으로 인정됨에 따라 법인세 절감 효과를 유발하며, 관련 세금은 이연법인세 부채에 계상되어 있다. 이에 따라 배당뿐 아니라 납세 측면에서도 비효율이 발생하고 있어 제도 개선에 대한 논의는 지속될 것으로 전망한다.

현재 커버리지 내 한화생명, 현대해상, 한화손해보험은 배당가능이익이 마이너스 상태에 머물러 있어 배당 지급이 불가능한 상황이다. 2025년 4분기말 기준 해약환급금준비금 규모를 살펴보면, 생명보험은 **삼성생명 0.8조원(이익잉여금 대비 5.5%), 한화생명 6.5조원(91.8%),** 손해보험은 **삼성화재 4.1조원(29.3%), DB손해보험 4.5조원(40.5%), 현대해상 3.9조원(49.2%), 한화손해보험 2.4조원(80.8%)** 수준이다. 현대해상을 제외한 대부분 보험사에서 해약환급금준비금은 YoY 19~87% 수준으로 증가하며 부담이 지속 확대되고 있다.

제도 개선은 시기의 문제일 뿐, 방향성은 명확

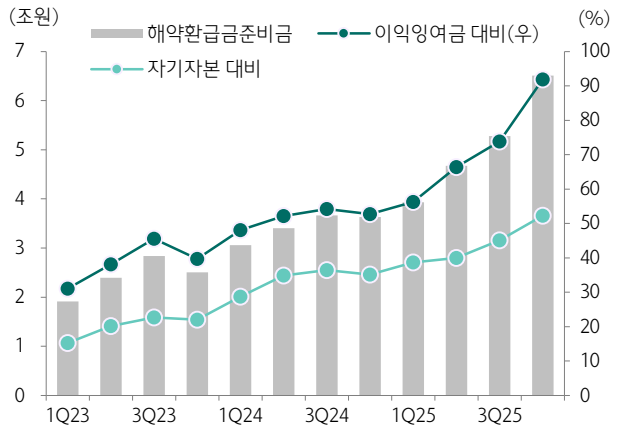
2025년 4월 금융당국은 이를 반영해 적립비율 기준을 일부 완화했다. 직전 분기말 K-ICS 비율이 170% 이상인 경우 적립비율을 80%로 낮췄으며, 해당 기준은 매년 10%p씩 하향 조정되어 2026년 160%, 2027년 150%, 2028년 140%, 2029년 130%까지 단계적으로 완화될 예정이다. 향후 적립비율 추가 완화 여부가 핵심 변수이며, 적립비율이 50% 수준까지 하향될 경우 일부 보험사는 배당가능이익이 (+)로 전환될 것으로 기대된다. 배당 및 납세 구조를 감안할 때 제도 개선은 시기의 문제일 뿐, 방향성은 명확하다.

도표 71. 삼성생명 해약환급금준비금 규모 및 자본대비 비율



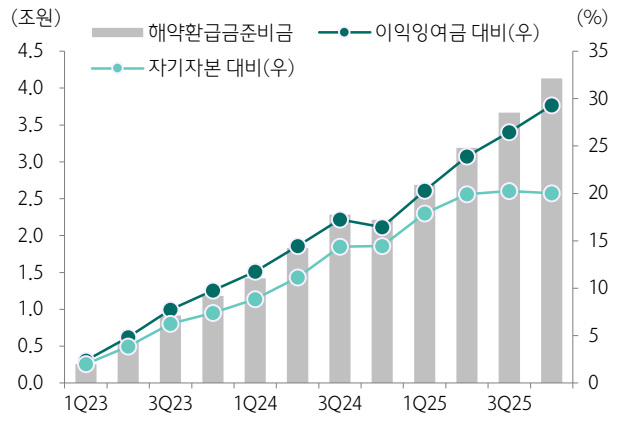
자료: FISIS, 하나증권

도표 72. 한화생명 해약환급금준비금 규모 및 자본대비 비율



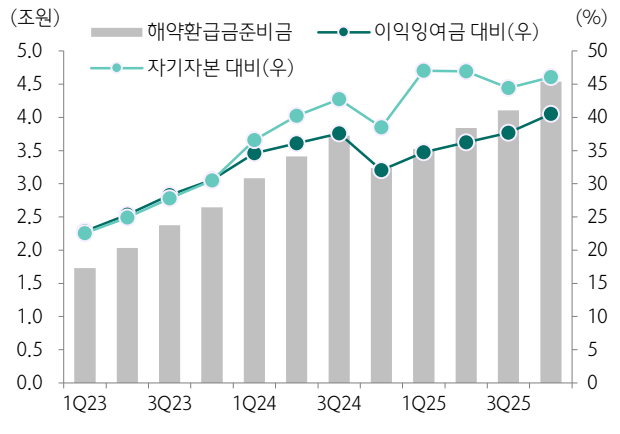
자료: FISIS, 하나증권

도표 73. 삼성화재 해약환급금준비금 규모 및 자본대비 비율



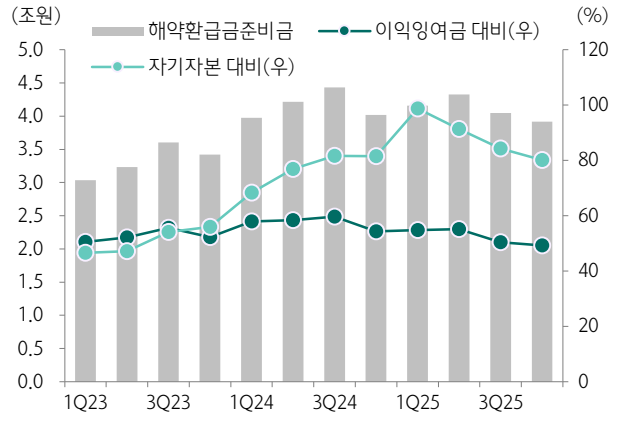
자료: FISIS, 하나증권

도표 74. DB손해보험 해약환급금준비금 규모 및 자본대비 비율



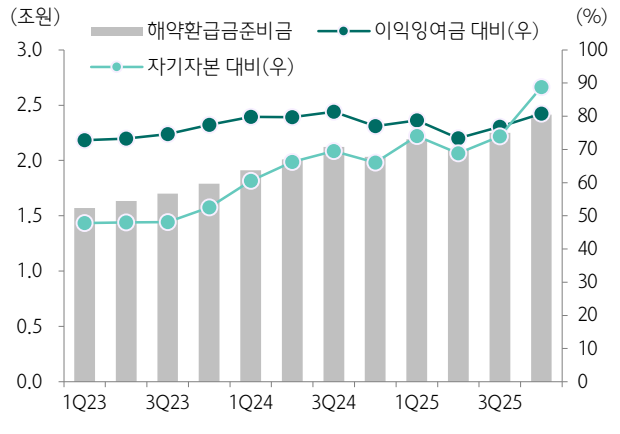
자료: FISIS, 하나증권

도표 75. 현대해상 해약환급금준비금 규모 및 자본대비 비율



자료: FISIS, 하나증권

도표 76. 한화손해보험 해약환급금준비금 규모 및 자본대비 비율



자료: FISIS, 하나증권

3. Valuation 및 Top Picks

1) 올해보다는 내년이 더 맑음

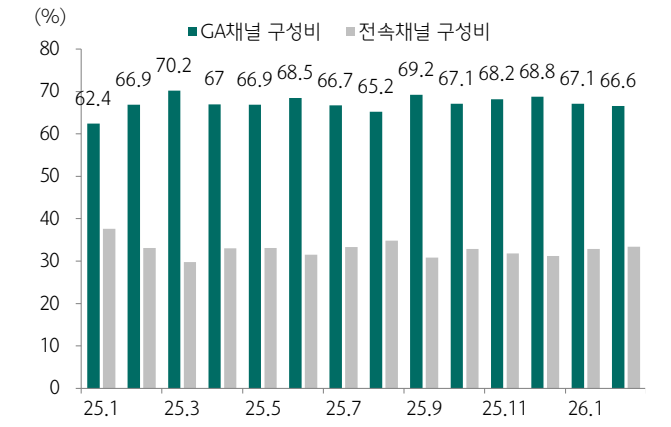
신계약 물량은 감소하나 수익성 중심 기조 하에 신계약 CSM은 전년과 유사한 수준을 전망

업계 전반적으로 주주환원에 대한 부담이 확대되는 가운데, 2026년 신계약 물량은 생명보험과 손해보험 모두 둔화될 것으로 전망한다. 이는 하반기부터 시행될 GA 제도 개편 영향에 기인한다. 2026년 7월부터 GA 소속 설계사에 대해 1,200% 룰이 적용되며, 2027~2028년에는 판매수수료 4년 분급, 2029년 이후에는 7년 분급이 단계적으로 도입될 예정이다. 보험저널에 따르면 4년 분급 적용 시 익월 수수료는 기존 대비 약 23% 감소하는 것으로 추산된다. 이에 설계사의 초기 소득 감소는 불가피하며, 단기적으로 인력 이탈에 따라 신계약 판매는 다소 둔화될 것으로 예상한다.

이를 반영해 2026년 커버리지 생명보험사의 연간 보장성 신계약 APE는 전년대비 0.5% 감소한 6.14조원, 손해보험사의 연간 보장성 신계약 월초보험료는 전년대비 7.5% 감소한 5,850억원으로 추정한다.

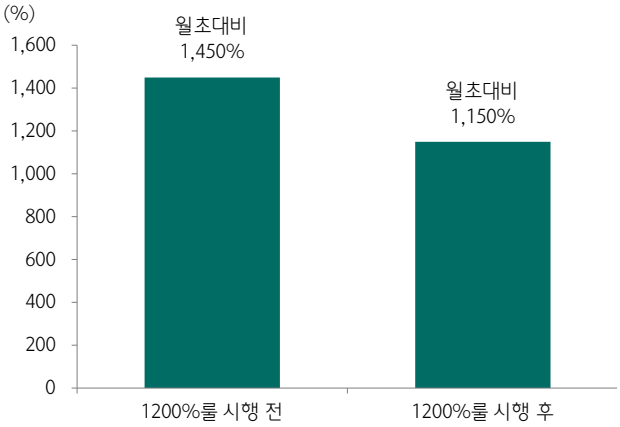
다만 이는 제도 전환 과정에서 나타나는 일시적인 영향으로 판단한다. 중장기적으로는 과도한 선지급 경쟁이 완화되고 수수료 지급 구조가 정상화되면서 모집 채널의 효율성이 개선될 것으로 기대한다. 또한 물량 확대 중심에서 수익성 중심으로의 영업 전략 전환이 이루어짐에 따라 신계약 CSM의 질적 성장도 기대 가능하다.

도표 77. 생보사 전속설계사 vs. GA 채널 신계약 보험료 비중



자료: 보험저널 더좋은보험지에이연구소, 하나증권

도표 78. GA설계사 '1,200%룰' 시행전후 초년도 수수료/시책 비교



자료: 보험저널 더좋은보험지에이연구소, 하나증권

2) 보험사의 P/B는 실적뿐만 아니라 배당에 연동

업황 개선을 기대하기 어려운 상황에서 주가의 Key Factor는 실적보다 배당

단기적으로는 업황 개선이 제한적인 만큼, 보험사 밸류에이션은 주주환원 정책에 연동되는 흐름이 이어질 것으로 판단한다. 현재 배당성향이 30% 이상인 삼성생명, 삼성화재, DB손해보험의 P/B는 ROE 수준과 무관하게 1배 수준에 근접해 있다. 삼성생명과 삼성화재의 경우 삼성전자 처분이익에 따른 특별배당 기대가 반영된 영향도 존재하나, 전반적으로 주가는 배당 확대 가능성과 높은 상관관계를 보이고 있다.

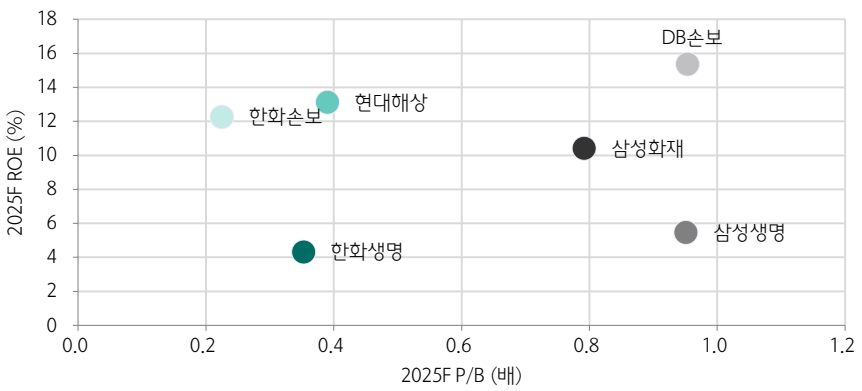
기업들의 밸류업 계획과 이익 체력을 감안할 때 2026년 배당성향은 삼성생명 44.8%, 삼성화재 43.7%(보통주 40.9%), DB손해보험 31.5%로 추정한다. 반면 한화생명, 현대해상, 한화손해보험은 해약환급금준비금 부담으로 배당가능이익 확보가 제한적이다. 이에 따라 커버리지 보험사의 2026년 배당수익률은 2.0~5.0% 범위에서 형성될 것으로 예상한다.

최선호주 삼성화재, 관심종목 한화생명

종합적으로 업종 내 최선호주로 삼성화재를 제시한다. 1) 손해보험 업종 특성상 실손보험 개혁 등 제도 변화에 따른 실적 개선 가시성이 높고, 2) 삼성전자 관련 특별배당 기대가 유효한 가운데, 3) 높은 K-ICS 비율을 바탕으로 기발표한 기업가치 제고 계획을 안정적으로 이행할 것으로 전망한다. 2026년 기대배당수익률은 5.4% 수준으로 업종 내 최고 수준이며, 영국 보험사 Canopius 추가 지분 취득은 미래 성장동력 확보 및 언더라이팅 역량 강화 측면에서 긍정적이다.

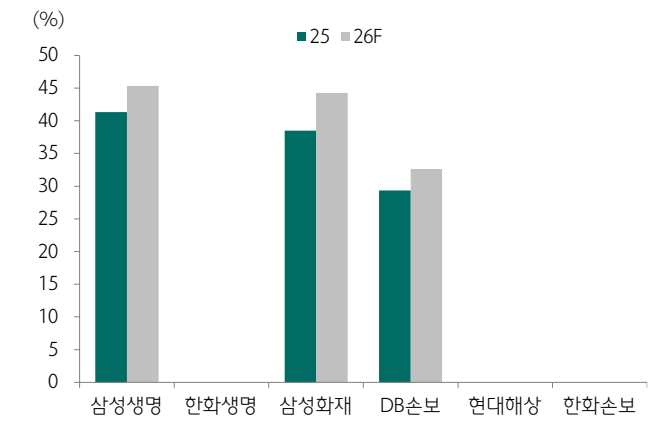
관심 종목으로는 한화생명을 제시한다. 2026년 P/B 0.3배 수준으로 극단적인 저평가 구간에 위치해 있으며, 인도네시아 Nobu 은행, 미국 Velocity 증권사 등 해외 지분 투자를 통해 사업 포트폴리오를 확대하고 있다. 2025년 해외법인의 연결 기준 순이익 기여도는 약 10% 수준으로, 향후 포트폴리오 다각화에 따른 실적 성장 가능할 것으로 전망한다. 현재 별도 기준으로 기업가치가 평가되고 있으나, 향후 연결 기준으로 전환 시 밸류에이션 재평가 여지도 충분하다.

도표 79. 커버리지 보험사 PBR-ROE Matrix



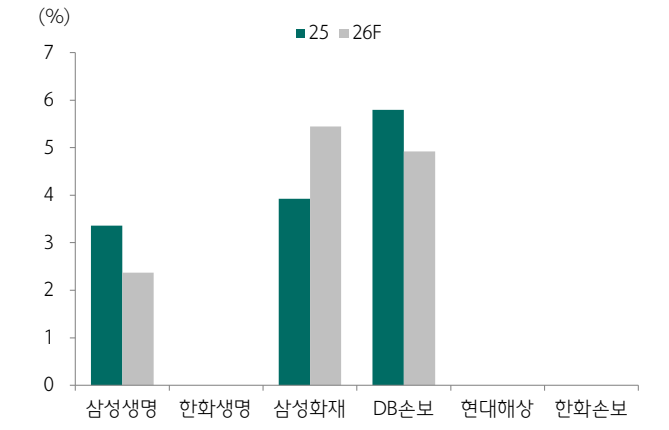
자료: 하나증권

도표 80. 커버리지사 보험사 배당성향 비교



자료: 하나증권

도표 81. 커버리지 보험사 배당수익률 비교



자료: 하나증권

도표 82. 커버리지사의 주주환원정책 정리

기업명	내용
삼성생명	- 중장기 글로벌 선진사 수준 주주환원율(배당성향) 50% 목표
한화생명	-
삼성화재	- 자본비율 중장기 K-ICS 목표 220% 이상, 자본효율성 지속가능 ROE 11~13% - 2028년 주주환원율 50% 목표(현금배당 기준). 보유 자사주 소각(28년까지 5% 수준으로 자사주 비중 축소)
DB손해보험	- K-ICS 최소 200%~220% 내에서 관리. 220% 초과시 주주환원정책 및 사업확장 검토 - 2028년 주주환원율 35% 목표 - 2025년 12월 보유 자사주 2% 소각, 2026년 3월 보유 자사주 6% 소각 완료
현대해상	-
한화손해보험	- 2024~2026년 보통주 주당배당금을 연 10%내외로 지속 상향할 계획 - 2027년 별도 기준 조정순자산(자기자본+CSM) 10조원, ROE 10% 목표

자료: 금융위원회, 금융감독원, 하나증권

도표 83. 커버리지 보험사 Valuation Table

		삼성생명	한화생명	삼성화재	DB손해보험	현대해상	한화손해보험
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가		302,000	7,100	670,000	243,000	42,000	10,500
현재주가		252,000	4,965	483,000	173,500	30,850	6,760
상승여력		20%	43%	39%	40%	36%	55%
보유 CSM	2024	12,902	9,109	14,074	12,232	8,248	3,803
	2025	13,218	8,714	14,168	12,205	8,902	4,069
	2026F	13,601	8,912	14,498	12,159	8,973	4,353
	2027F	14,076	9,195	14,817	12,332	9,148	4,636
자기자본	2024	32,738	10,335	15,602	8,416	4,927	3,079
	2025	64,835	12,461	21,292	9,855	4,883	2,720
	2026F	66,703	13,630	22,765	11,024	6,053	3,889
	2027F	67,722	14,948	24,303	12,342	7,371	5,208
지배순이익	2024	2,107	721	2,074	1,772	1,031	382
	2025	2,303	313	2,018	1,535	561	361
	2026F	2,486	537	2,209	1,512	638	333
	2027F	2,386	579	2,425	1,702	889	380
PER	2024	8.1	2.6	7.1	3.5	1.9	1.3
	2025	12.3	7.8	10.1	5.1	4.3	1.8
	2026F	18.2	6.9	8.6	6.5	3.8	2.3
	2027F	19.0	6.4	7.9	5.8	2.7	2.1
PBR	2024	0.55	0.20	0.92	0.73	0.39	0.18
	2025	0.63	0.26	0.93	0.86	0.49	0.28
	2026F	0.98	0.35	0.82	0.97	0.40	0.23
	2027F	0.96	0.31	0.77	0.86	0.33	0.16
EPS	2024	11,732	959	50,783	29,516	13,144	3,169
	2025	12,824	417	49,362	25,915	7,156	3,123
	2026F	13,842	715	55,839	26,639	8,131	2,881
	2027F	13,286	771	61,169	29,981	11,342	3,284
DPS	2024	4,500	0	19,000	6,800	0	0
	2025	5,300	0	19,500	7,600	0	0
	2026F	6,200	0	23,500	8,400	0	0
	2027F	6,400	0	28,000	9,300	0	0
ROE	2024	5.0	6.3	12.9	20.4	16.8	11.2
	2025	7.5	3.0	13.0	18.2	11.4	11.7
	2026F	5.4	4.3	10.4	15.3	13.1	12.2
	2027F	5.1	4.2	10.7	15.4	14.7	9.8
배당성향	2024	38.4	0.0	36.5	23.0	0.0	0.0
	2025	41.3	0.0	38.5	29.3	0.0	0.0
	2026F	44.8	0.0	40.9	31.5	0.0	0.0
	2027F	48.2	0.0	44.4	31.0	0.0	0.0
배당수익률	2024	4.7	0.0	5.3	6.6	0.0	0.0
	2025	3.4	0.0	3.9	5.8	0.0	0.0
	2026F	2.5	0.0	4.9	4.8	0.0	0.0
	2027F	2.5	0.0	5.8	5.4	0.0	0.0

주: DPS는 보통주 기준
자료: 하나증권

기업분석

삼성생명(032830) 30

한화생명(088350) 35

삼성화재(000810) 42

DB손해보험(005830) 47

현대해상(001450) 54

한화손해보험(000370) 60

2026년 04월 29일 | 기업분석_Update

삼성생명(032830)

업계 내 가장 높은 주주환원율은 긍정적

BUY (신규)

목표주가(12M)	302,000원
현재주가(4.28)	252,000원

Key Data

KOSPI 지수(pt)	6,641.02
52주최고/최저(원)	258,000/83,200
시가총액(십억원)	50,400.0
시가총액비중(%)	0.93
발행주식수(천주)	200,000.0
60일 평균거래량(천주)	398.4
60일 평균거래대금(십억원)	89
외국인 지분율(%)	23.41
주요주주 지분율(%)	
삼성물산 외 7 인	43.56
신세계 외 1 인	8.07

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)		
영업이익(십억원)	2,966	3,209
순이익(십억원)	2,595	2,719
EPS(원)	12,374	13,270
BPS(원)	431,468	419,921

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
영업이익	2,500	2,580	3,326	3,118
증가율	22.9	3.2	28.9	(6.2)
보험손익	542	975	1,485	1,352
순이익	2,107	2,303	2,486	2,386
EPS	11,732	12,824	13,842	13,286
증가율	52.3	9.3	7.9	(4.0)
PER	8.1	12.3	18.2	19.0
PBR	0.55	0.63	0.98	0.96
ROA	0.67	0.74	0.71	0.69
ROE	5.0	7.5	5.4	5.1
DY	4.7	3.4	2.5	2.5
배당성향	38.4	41.3	44.8	48.2

Analyst 고연수
yeonsookoh@hanafn.com

투자의견 'BUY', 목표주가 302,000원 제시

삼성생명에 대해 투자의견 'BUY', 목표주가 290,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd BVPS 256,973원(계약자지분조정 제외)에 Target P/B 1.1배를 적용해 산출했다. 기존 부채 항목이었던 계약자지분조정 17.6조원이 자본(기타포괄손익누계액 12.8조원, 이연법인세부채 4.8조원)으로 재분류됨에 따라, 이를 제외한 기준으로 ROE 및 BVPS를 산출했다. Target P/B에 내재된 ROE와 COE는 각각 5.0%, 4.4%다.

삼성생명의 경우, 본업의 성장보다 삼성전자 주식 처분에 따른 특별배당 기대감이 주가에 크게 반영되고 있다. 2026년 1분기 삼성전자 처분이익은 1.2조원(세후 기준 8,830억원)으로, 2026년 배당성향 45% 가정 시 DPS 증가분은 약 2,210원으로 추산된다(처분이익 미포함 DPS 6,200원). 이를 반영한 기대배당수익률은 3.4% 수준으로, 현 주가에는 특별배당에 대한 기대가 어느정도 반영된 것으로 판단된다. 다만 특별배당은 삼성전자 FCF 및 배당정책에 연동되는 구조인 만큼, 주가는 관련 추정치 흐름에 따라 긍정적인 흐름 지속될 전망이다.

2026년 1분기 실적은 컨센서스 부합할 전망

1분기 지배주주순이익은 7,415억원(YoY +16.7%, QoQ +299.3%)으로 컨센서스에 부합할 것으로 전망한다. 보험손익은 손실계약비용 축소에 따라 전년동기대비 34.7% 증가할 것으로 예상되며, 예실차는 청구건수 증가 영향으로 전년동기대비 약 450억원 악화될 것으로 추정한다. 투자손익은 삼성전자 특별배당 1,000억원 반영되며 전년동기대비 26.9% 증가할 전망이다. 한편 즉시연금 소송 관련 승소에 따른 4,000억원 환입은 2분기 실적에 반영될 것으로 예상한다.

1분기 신계약 CSM은 전년동기대비 20.8% 증가한 것으로 추정한다. 신계약 CSM 내 건강비중은 70% 수준까지 낮아졌으나, 금리 상승에 따른 단기납 종신보험 판매 확대 영향으로 예상대비 견조한 수준 유지할 것으로 추정한다.

2028년 총주주환원율 50%로 업종 내 가장 높은 주주환원율 유지할 것

2026년 지배주주순이익은 전년대비 7.9% 증가한 2.48조원 전망한다. 2분기 손해율·사업비 가정 현실화 적용에 따라 사업비 예실차(-) 폭이 확대될 것으로 예상되나, 즉시연금 소송 관련 환입 등 일회성 이익 반영되며 보험손익은 예상대비 양호할 전망이다.

한편, 삼성전자 주식 처분이익 발생에도 불구하고 유배당연금 계약 관련 손실 발생 등으로 특별배당을 단기적으로 기대하기는 쉽지 않은 상황이다. 다만, 2028년까지 총주주환원율 50% 달성 목표를 제시했으며, 해약환급금준비금 적립으로 인해 배당지급이 불가한 일부 보험사들과 달리 점진적인 DPS 상향이 그려지는 점은 여전히 긍정적인 요소로 판단한다.

도표 1. 삼성생명 Valuation

항목	수치	단위	비고
자기자본비용	4.4	%	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.7	%	(b): 국고채 3년 수익률
시장위험프리미엄	7.3	%	(c): 한국시장 위험 프리미엄
종목베타	0.8		(d) 3Y 조정베타
예상 ROE	5.4	%	(e): 12M Fwd ROE
목표 P/B	1.1	배	(f): (e)/(a)
예상 BPS	256,973	원	(g): 12M Fwd BPS
적정주가	301,598	원	(h): (f)*(g)
목표주가	**302,000**	**원**	
현재주가	252,000	원	2026년 4월 28일 종가 기준
상승여력	20	%	

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 삼성생명 2026년 1분기 추정치 상세내역

(단위: 십억원, %)

구분	1Q26F	1Q25	YoY	4Q25	QoQ
보험손익	**374**	**278**	**35**	**(118)**	**흑전**
CSM 상각	352	361	(2)	358	(1)
RA 상각	89	85	4	87	2
예실차	(51)	(6)	적지	(146)	적지
기타	(16)	(162)	적지	(417)	적지
투자손익	**717**	**565**	**27**	**309**	**132**
운용손익	3,459	2,468	40	3,342	4
보험금융손익	(2,742)	(1,904)	적지	(3,033)	적지
영업이익	1,004	754	33	95	954
영업외손익	81	81	0	88	(7)
세전이익	1,086	842	29	191	470
당기순이익	299	165	81	(29)	흑전
지배주주순이익	**787**	**677**	**16**	**219**	**259**

주: 연결 기준
자료: 삼성생명, 하나증권

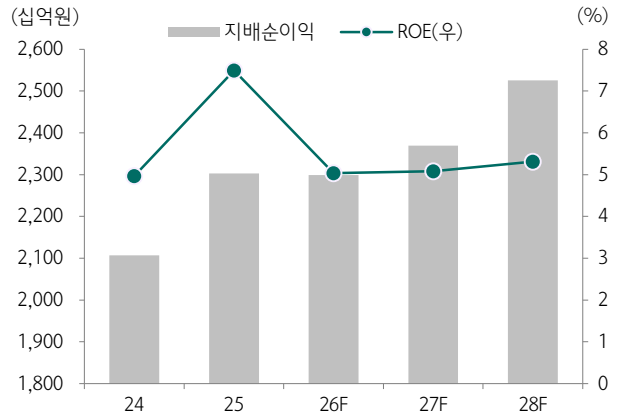
도표 3. 삼성생명 분기별 실적

(단위: 십억원)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F
손익계산서										
보험손익	278	553	262	(118)	374	646	405	60	975	1,100
CSM 상각	361	383	378	358	352	368	375	385	1,480	1,480
RA 상각	85	84	89	87	89	88	87	87	346	350
예실차	(6)	46	(54)	(146)	(51)	(197)	20	(95)	(161)	(140)
기타	(162)	41	(152)	(417)	(16)	388	(77)	(317)	(690)	(590)
투자손익	565	456	692	309	717	528	536	425	2,022	2,204
운용손익	2,468	3,408	3,305	3,342	3,459	3,336	3,039	2,903	12,523	12,729
보험금융손익	(1,904)	(2,952)	(2,613)	(3,033)	(2,742)	(2,808)	(2,503)	(2,478)	(10,502)	(10,525)
영업이익	754	915	816	95	1,004	1,083	823	415	2,580	2,939
영업외손익	81.3	84.4	127.8	87.9	81.5	79.7	109.6	55.8	381.5	326.6
세전이익	842	1,010	954	191	1,086	1,163	933	471	2,996	3,265
법인세비용	165	216	193	(29)	299	320	257	129	545	816
당기순이익	677	794	761	219	787	843	676	341	2,452	2,449
지배주주순이익	635	759	723	186	741	794	632	318	2,303	2,299
주요지표										
기초 CSM	12,902	13,309	13,746	14,047	13,218	13,632	14,022	14,409	12,902	13,218
신계약 CSM	658	769	871	762	795	760	758	740	3,059	3,053
기말 CSM	13,309	13,746	14,047	13,218	13,632	14,022	14,409	13,601	13,218	13,601
CSM 전환배수(배)	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
ROE(%)	8.4	10.3	9.1	1.9	6.7	7.2	5.6	2.8	7.5	5.4
ROA(%)	0.83	0.95	0.90	0.22	0.86	0.91	0.72	0.36	0.74	0.71
K-ICS 비율(%)	177	187	193	198	201	203	205	207	198	207

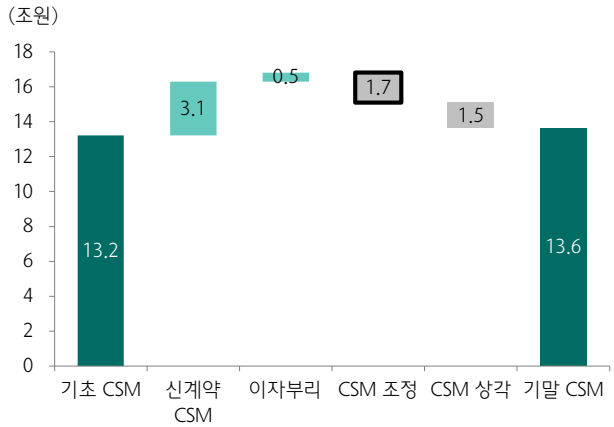
주: 연결 기준
자료: 삼성생명, 하나증권

도표 4. 삼성생명 연간 연결 지배순이익 및 ROE



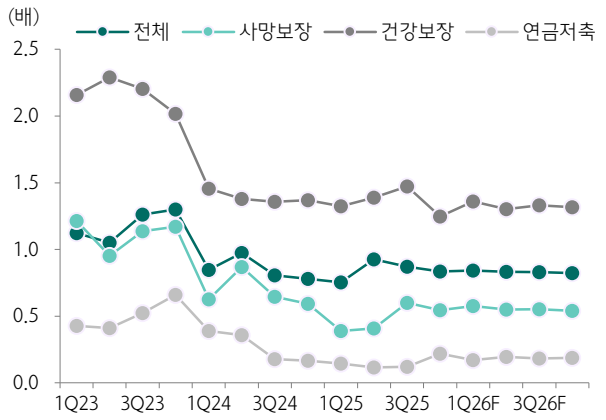
자료: 삼성생명, 하나증권

도표 5. 삼성생명 2026F CSM Movement



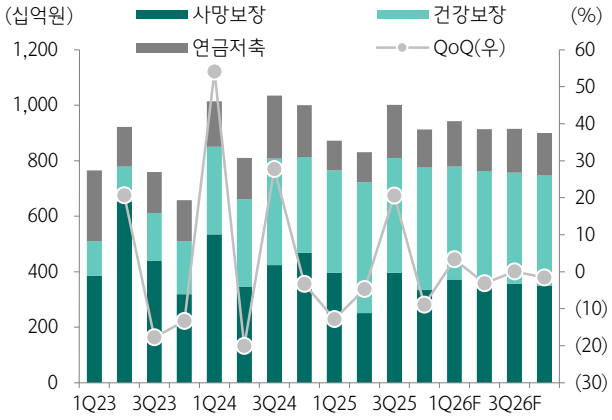
자료: 삼성생명, 하나증권

도표 6. 삼성생명 CSM 배수



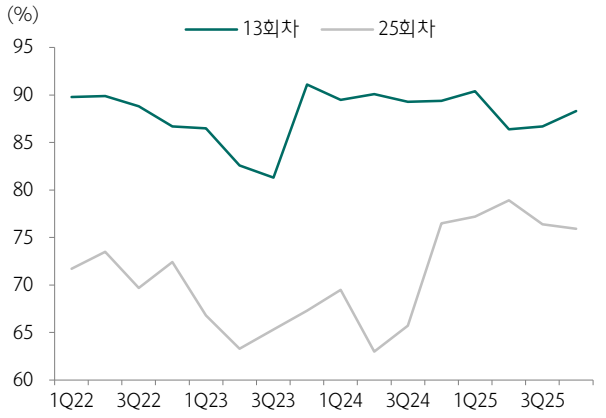
주: 상품별 APE 기준
자료: 삼성생명, 하나증권

도표 7. 삼성생명 분기별 상품별 APE



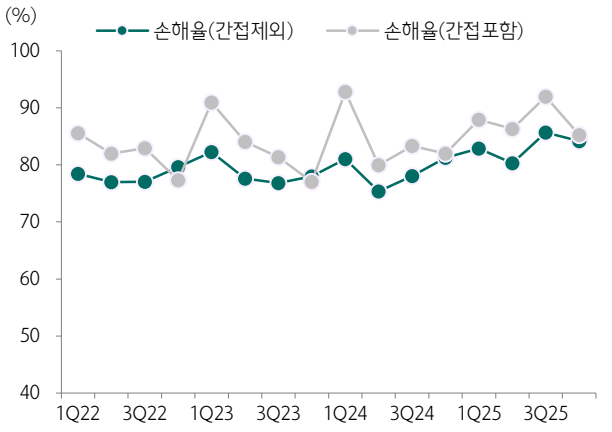
자료: 삼성생명, 하나증권

도표 8. 삼성생명 분기별 유지율



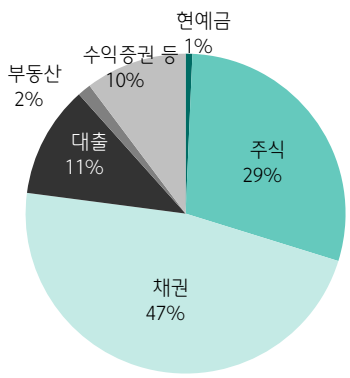
자료: 삼성생명, 하나증권

도표 9. 삼성생명 분기별 위험손해율



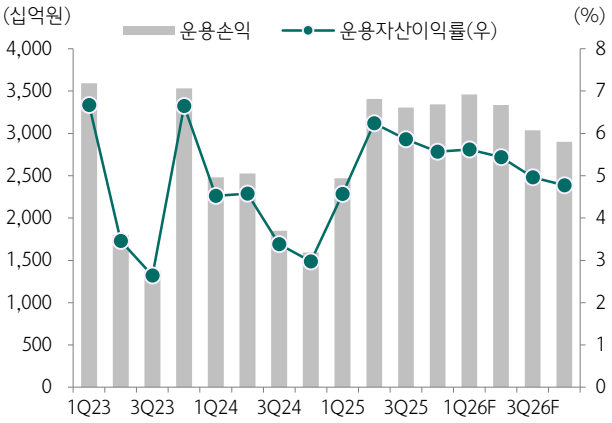
주: 간접보험금 = 재보, IBNR 등 제외
자료: 삼성생명, 하나증권

도표 10. 삼성생명 운용자산 포트폴리오(247조원)



자료: 삼성생명, 하나증권

도표 11. 삼성생명 운용손익 및 운용자산이익률



자료: 삼성생명, 하나증권

추정 재무제표

재무상태표 (단위: 십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
총자산	312,219	350,686	346,010	341,735	337,065
운용자산	213,790	247,285	242,222	238,099	233,529
현금 및 예치금	1,629	1,690	1,697	1,704	1,710
유가증권	175,652	214,240	209,851	206,320	202,366
대출채권	32,595	27,983	27,302	26,703	26,081
부동산	3,915	3,372	3,372	3,372	3,372
비운용자산	5,908	5,196	5,584	5,432	5,332
특별계정자산	92,521	98,204	98,204	98,204	98,204
총부채	279,481	285,850	279,307	274,012	268,369
책임준비금	233,988	231,747	226,109	221,146	215,994
보험계약부채	203,097	202,007	195,416	189,632	183,646
BEL	186,948	185,286	178,695	172,576	166,128
RA	2,980	3,179	3,033	2,896	2,752
CSM	13,081	13,453	13,601	14,076	14,685
기타	(0)	0	0	0	0
재보험계약부채	592	574	574	574	574
투자계약부채	30,298	29,166	30,119	30,941	31,774
기타부채	45,493	54,104	53,198	52,866	52,375
특별계정부채 등	45,493	54,104	53,198	52,866	52,375
자기자본	32,738	64,835	66,703	67,722	68,696
지배자기자본	30,733	62,724	63,746	64,796	65,724
자본금	100	100	100	100	100
보통주자본금	100	100	100	100	100
신종자본증권	0	0	0	0	0
자본잉여금	125	125	125	125	125
자본조정	(2,117)	(2,117)	(2,117)	(2,117)	(2,117)
기타포괄손익누계액	13,205	43,531	43,531	43,531	43,531
이익잉여금	19,420	21,085	22,107	23,157	24,085
해약환급금준비금	0	832	832	832	832

손익계산서 (단위: 십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
보험손익	542	975	1,485	1,352	1,618
CSM상각	1,370	1,480	1,480	1,519	1,572
사망보장	549	522	560	574	594
건강보장	692	819	920	945	978
연금/저축	129	139	144	146	151
RA상각	322	346	351	357	364
예실차	(208)	(161)	(324)	(250)	(210)
보험금	(74)	(234)	5	(39)	2
사업비	(134)	73	(329)	(211)	(212)
기타	(941)	(690)	(22)	(274)	(108)
투자손익	2,272	2,022	2,206	2,157	2,241
운용손익	8,451	12,523	12,737	11,886	11,675
보험금융손익	(6,179)	(10,502)	(10,531)	(9,729)	(9,435)
영업이익	2,500	2,580	3,326	3,118	3,480
영업외이익	271.7	381.5	326.6	354.0	340.3
세전이익	2,814	2,996	3,652	3,473	3,821
법인세비용	553	545	1,004	955	1,051
실효세율(%)	19.7	18.2	27.5	27.5	27.5
계속사업이익	2,260	2,452	2,648	2,518	2,770
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,260	2,452	2,648	2,518	2,770
지배순이익	2,107	2,303	2,486	2,386	2,643
비지배순이익	153	149	162	132	127
기초 CSM	12,247	12,902	13,218	13,601	14,076
신계약 CSM	3,261	3,059	3,053	3,069	3,158
이자부리	468	494	526	539	558
CSM 조정	(1,705)	(1,758)	(1,715)	(1,614)	(1,535)
CSM 상각	(1,370)	(1,480)	(1,480)	(1,519)	(1,572)
기말 CSM	12,902	13,218	13,601	14,076	14,685

주요 투자 지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
수익성 지표					
CSM 전환배수(배)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
사망보장	0.7	0.5	0.6	0.5	0.5
건강보장	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3
연금/저축	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
CSM 상각률(%)	10.2	10.4	10.2	10.2	10.2
사망보장	4.1	3.7	3.8	3.8	3.8
건강보장	5.2	5.7	6.3	6.3	6.3
연금/저축	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
자본적정성					
K-ICS 비율(%)	185	198	207	215	223
지급여력금액	44,336	65,740	67,433	68,688	70,016
지급여력기준금액	23,981	33,208	32,528	31,974	31,360

Valuation (단위: 십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당 지표(원)					
BPS	171,141	251,284	256,973	262,822	267,988
EPS	11,732	12,824	13,842	13,286	14,718
(증가율, %)	52.3	9.3	7.9	(4.0)	10.8
DPS	4,500	5,300	6,200	6,400	7,400
주가 지표(배)					
PBR	0.55	0.63	0.98	0.96	0.94
PER	8.1	12.3	18.2	19.0	17.1
배당수익률(%)	4.7	3.4	2.5	2.5	2.9
배당성향(%)	38.4	41.3	44.8	48.2	50.3
수익성(%)					
ROE	5.0	7.5	5.4	5.1	5.6
ROA	0.67	0.74	0.71	0.69	0.77

자료: 하나증권

2026년 04월 29일 | 기업분석_Update

한화생명(088350)

해외 사업 확장을 통한 실적 성장을 기대

BUY (신규)

목표주가(12M)	7,300원
현재주가(4.28)	4,975원

Key Data

KOSPI 지수(pt)	6,641.02
52주최고/최저(원)	6,600/2,535
시가총액(십억원)	4,320.9
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	868,530.0
60일 평균거래량(천주)	13,181.9
60일 평균거래대금(십억원)	69
외국인 지분율(%)	6.41
주요주주 지분율(%)	
한화 외 5 인	45.05
예금보험공사	10.00

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)		
영업이익(십억원)	725	802
순이익(십억원)	531	592
EPS(원)	611	682
BPS(원)	17,899	18,241

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
영업이익	897	431	765	830
증가율	21.0	(51.9)	77.4	8.5
보험손익	506	344	446	500
순이익	721	313	551	593
EPS	959	417	733	789
증가율	24.6	(56.5)	75.8	7.6
PER	2.6	7.8	6.8	6.3
PBR	0.20	0.26	0.35	0.31
ROA	0.63	0.26	0.44	0.53
ROE	6.3	3.0	4.4	4.4
DY	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0

Analyst 고연수
yeonsookoh@hanafn.com

투자의견 'BUY', 목표주가 7,100원 제시

한화생명에 대해 투자의견 'BUY', 목표주가 7,100원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd BVPS 14,056원에 Target P/B 0.5배를 적용해 산출했다. Target P/B에 내재된 ROE와 COE는 각각 4.3%, 8.5%다. IFRS17 도입 이후 보험손익은 예실차 및 손실부담계약비용 반영으로 변동성이 확대되고 있으며(24년 5,063억 → 25년 3,444억), 투자손익 또한 대체투자 평가손실 및 변액헷지손실 영향 등으로 분기별 편차가 확대되고 있다(24년 3,907억 → 25년 868억). 다만 동사는 GA 업계 내 압도적인 설계사 수를 바탕으로 2025년 보장성보험 APE는 삼성생명과 유사한 수준인 3.1조원 기록했으며, 2026년 2분기 및 4분기 손해율·사업비 가정 현실화가 적용됨에 따라 보험손익 실적 변동성은 점진적으로 축소될 것으로 예상한다. 2026년 별도 순이익은 전년대비 75.8% 증가한 5,580억원으로 추정한다.

2026년 1분기 실적은 컨센서스에 부합할 전망

2026년 1분기 별도 당기순이익은 1,769억원(YoY +45.0%, QoQ 흑전)으로 컨센서스를 소폭 상회할 전망이다. 보험손익은 예실차가 전년동기대비 570억원 악화되며 852억원(YoY -18.2%, QoQ -58.4%) 기록할 것으로 예상한다. 투자손익은 양호한 이자수익에 더불어 대체투자 관련 평가이익이 반영되며 1,573억원(YoY +253.5%, QoQ 흑전) 기록할 것으로 추정한다. 1분기 보장성보험 APE는 전년동기대비 1.1%, 전분기대비 0.8% 감소할 것으로 예상되나, CSM 전환배수는 전분기와 유사한 수준을 유지할 것으로 판단한다. 이에 따라 신계약 CSM은 전분기대비 1.8% 감소, 보유 CSM은 1.9% 증가한 8.9조원으로 추정한다.

P/B 0.3배로 주가 하방 압력은 제한적, 업종 내 관심 종목으로 제시

국내 보험시장의 성장률이 둔화되는 가운데, 동사는 해외법인 인수를 통해 미래 성장 동력을 확보해 나가고 있다. 이에 별도와 연결 간 실적 괴리는 확대되고 있으며(25년 별도 3,133억 vs 연결 6,431억), 향후 기업가치 평가 방식이 연결 기준으로 전환될 경우, 밸류에이션 재평가 가능성은 존재한다. 다만 배당 여력 확대 여부는 추가적인 확인이 필요하다. 해약환급금준비금 적립 부담으로 이익잉여금 활용이 제한되고 있기 때문이다. 동사의 이익잉여금 내 해약환급금준비금 비중은 2023년 40%에서 2025년 92%까지 확대되었다.

그럼에도 불구하고 중장기 투자 매력도는 높다고 판단한다. 규제 개선은 시기의 문제일 뿐 방향성은 명확하며, 동사는 해외 시장 진출을 통해 보험뿐만 아니라 비보험 부문까지 사업 영역을 확장하며 포트폴리오 다각화를 지속하고 있다. 단기적으로 배당을 기대하기는 어려우나, 2026년 P/B 0.3배로 주가 하방 압력은 제한적이다. 업종 내 관심종목으로 제시한다.

중장기적으로 해외법인의 이익 기여도는 상승할 것

중장기적으로 해외법인의 이익 기여도는 상승할 것으로 전망한다. 한화생명은 국내 보험시장 성장 둔화에 대응해 해외 사업 확대를 본격화하고 있으며, 이를 통해 보험 중심 사업 구조에서 벗어나 비보험 부문까지 사업 영역을 확장하고 있다. 2025년 6월 인도네시아 Nobu 은행 지분 40%(취득금액 3,200억원)에 이어, 7월에는 미국 금융지주사 Nexus Clearing 지분 75%(2,500억원)를 인수하며 사업 포트폴리오 다각화를 추진 중이다.

(1) 인도네시아의 경우, 금융 접근성이 은행 중심으로 형성되어 있어 방카슈랑스가 핵심 판매 채널로 자리잡고 있다. 저축성 및 장기보험 중심의 상품 구조는 은행 판매에 적합하며, 은행에 대한 높은 신뢰도 역시 보험 가입 장벽을 낮추는 요인으로 작용한다. Nobu 은행의 시장점유율은 높은 수준은 아니나, 현지 은행 지분 확보를 통해 방카슈랑스 채널을 내재화했다는 점에서 전략적 의미가 크다. 특히 Lippo Group 계열 은행으로서 금융·유통·헬스케어 등 그룹 내 다양한 고객 접점을 활용할 수 있어 중장기적으로 시너지 창출 가능할 것으로 판단한다. 2025년 연간 당기순이익은 216억원을 기록했다.

(2) 미국 시장에서는 Nexus Clearing 지분 인수를 통해 증권사 Velocity, VCT Holdings 등을 손자회사로 편입했다. Nexus Clearing은 거래대금에 연동되는 수수료 기반의 안정적인 수익 구조를 구축한 기업이며, 이를 통해 주식 거래부터, 결제 및 청산까지 이어지는 밸류체인을 확보했다. 또한 디지털 자산 관련 신사업 확장도 병행 중인 것으로 파악되며, 보험 중심의 사업구조를 유지하는 가운데 비보험 부문의 수익 다변화가 기대된다. 2025년 연간 당기순이익은 473억원 기록했다.

2025년 기준 해외 법인의 합산 당기순이익은 약 840억원으로, 연결 기준 이익 기여도는 10% 수준이다. 단기적으로 배당 재개 시점은 지연될 수 있으나, 해외 사업의 중요도는 점차 부각될 것으로 예상한다.

도표 1. 한화생명 Valuation

항목	수치	단위	비고
자기자본비용	8.5	%	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.7	%	(b): 국고채 3년 수익률
시장위험프리미엄	7.3	%	(c): 한국시장 위험 프리미엄
종목베타	0.8		(d) 3Y 조정베타
예상 ROE	4.4	%	(e): 12M Fwd ROE
목표 P/B	0.5	배	(f): (e)/(a)
예상 BPS	14,056	원	(g): 12M Fwd BPS
적정주가	7,326	원	(h): (f)*(g)
목표주가	7,300	**원**	
현재주가	4,975	원	2026년 4월 28일 종가 기준
상승여력	47	%	

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 주요 계열사 연간 당기순이익

(단위: 십억원)

회사	지분율	2023	2024	2025	비고
한화손해보험	63.3%	290.7	382.4	361.1	
한화생명금융서비스	100.0%	68.9	151.9	117.1	
한화자산운용	100.0%	28.3	66.7	48.9	- 한화투자증권 지분 45% 보유
한화저축은행	100.0%	-	-	(14.9)	
베트남 해외법인	100.0%	47.1	44.7	43.0	
인도네시아 해외법인	99.61%	(6.9)	(6.4)	(4.5)	
Lippo 손해보험	74.4%	14.9	5.0	10.6	• 23.3월 자회사(PT Lippo Life Assurance) 매각 • 23.07월 한화생명 인도네시아 법인(59.5%) 및 한화손보 인수 (14.9%), 지분율 74.4% • 25.12월 한화생명 인도네시아 법인(12.9%) 및 한화손보(61.5%), 총 지분율 74.4% • 인도네시아 보험업법에 의해 허락된 지역에 준비금 및 자본금 투자 및 운용. 기금관리(Fund Management) 서비스 제공
Nobu 은행	40.0%	-	-	21.6	• 25.06월 인수 • 은행업과 관련된 서비스 및 자산관리 상품(투자 및 방카슈랑스) 관련 사업 활동 • 은행업과 관련된 디지털 서비스 제공
한화생명 US Investment	100.0%	-	-	21.6	• VCT Holdings 지분 75% 보유 • 유가증권 중개업자로서 증권 대차 거래, 주식 거래 및 청산, 환매조건부채권 거래 중개를 주력사업으로 영위
Nexus Clearing	75.0%			47.3	• 증권청산업
VCT Holdings	100.0%			74.7	• 지주회사
Velocity Clearing	100.0%			87.4	• 증권업과 관련된 서비스 제공. 유가증권 중개업자로서 자본시장에서 증권 대차 거래, 주식 거래 및 청산, 환매조건부채권 거래 중개를 주력 사업으로 영위
VCT Technologies	100.0%			(3.5)	• IT서비스 제공
Tor Brokerage	100.0%			(0.2)	• 증권업과 관련된 서비스 제공

주: 회색 칸은 인도네시아, 초록색 칸은 미국법인
자료: Dart, 하나증권

도표 3. 한화생명 분기별 실적

(단위: 십억원)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F
손익계산서										
보험손익	104	72	(37)	205	85	120	41	201	344	446
CSM 상각	199	196	196	197	196	196	201	203	787	797
RA 상각	39	37	40	40	44	44	44	44	156	175
예실차	(29)	(38)	(126)	(116)	(86)	(29)	(84)	(64)	(310)	(263)
기타	(104)	(123)	(146)	84	(68)	(91)	(120)	17	(289)	(263)
투자손익	45	(4)	215	(169)	157	141	196	(175)	87	319
운용손익	1,105	1,230	1,275	826	1,147	1,125	1,168	807	4,437	4,247
보험금융손익	(1,060)	(1,234)	(1,060)	(995)	(989)	(984)	(972)	(982)	(4,350)	(3,928)
영업이익	149	68	179	36	243	260	237	26	431	765
영업외손익	3	3	(8)	(17)	1	0	1	(8)	(18.6)	(5.3)
세전이익	152	71	170	19	244	261	238	17	413	760
법인세비용	30	14	34	21	67	72	65	5	99	209
당기순이익	122	58	136	(2)	177	189	172	13	313	551
지배주주순이익	122	58	136	(2)	177	189	172	13	313	551
주요지표										
기초 CSM	9,109	8,866	8,833	9,059	8,714	8,881	9,022	9,172	9,109	8,714
신계약 CSM	488	437	564	576	566	571	569	570	2,066	2,276
기말 CSM	8,866	8,833	9,059	8,714	8,881	9,022	9,172	8,929	8,714	8,929
CSM 전환배수(배)	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7
ROE(%)	4.8	3.5	4.1	3.0	5.8	5.9	5.8	4.4	3.0	4.4
ROA(%)	0.41	0.30	0.35	0.26	0.57	0.59	0.57	0.44	0.26	0.44
K-ICS 비율(%)	154	161	158	158	156	159	164	165	158	165

주: 별도 기준
자료: 한화생명, 하나증권

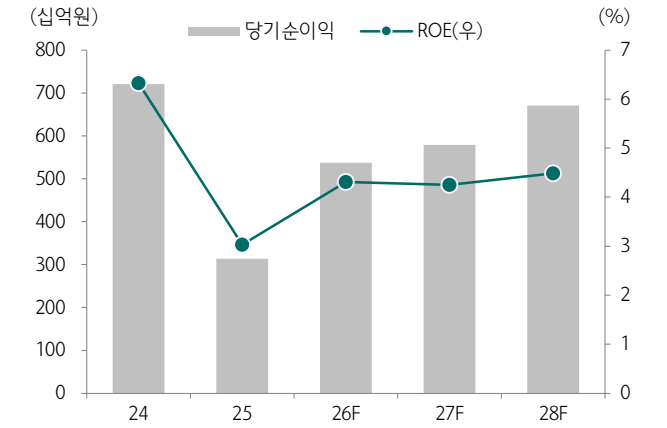
도표 4. 한화생명 2026년 1분기 추정치 상세내역

(단위: 십억원, %)

구분	1Q26F	1Q25	YoY	4Q25	QoQ
보험손익	**85**	**104**	**(18)**	**205**	**(58)**
CSM 상각	196	199	(1)	197	(0)
RA 상각	44	39	12	40	9
예실차	(86)	(29)	적지	(116)	적지
기타	(68)	(104)	적지	84	적전
투자손익	**157**	**45**	**254**	**(169)**	**흑전**
운용손익	1,147	1,105	4	826	39
보험금융손익	(989)	(1,060)	적지	(995)	적지
영업이익	243	149	63	36	569
영업외손익	1	3	(57)	(17)	흑전
세전이익	244	152	60	19	1,192
당기순이익	67	30	123	21	214
지배주주순이익	**177**	**122**	**45**	**(2)**	**흑전**

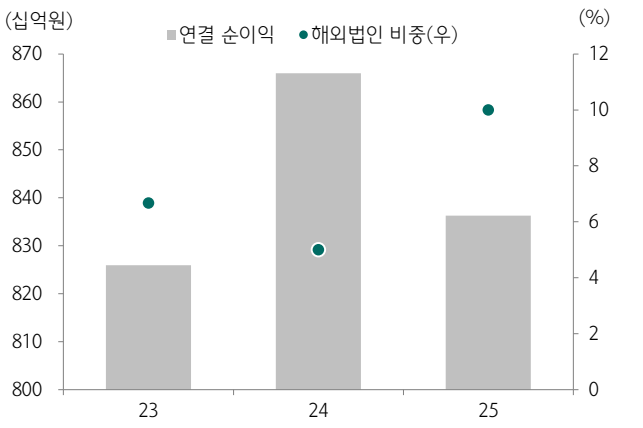
주: 별도 기준
자료: 한화생명, 하나증권

도표 5. 한화생명 연간 별도 당기순이익 및 ROE



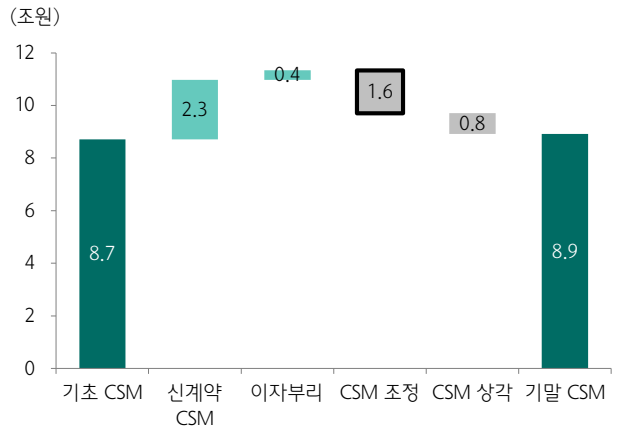
자료: 한화생명, 하나증권

도표 6. 한화생명 연간 연결 순이익 및 해외법인 비중



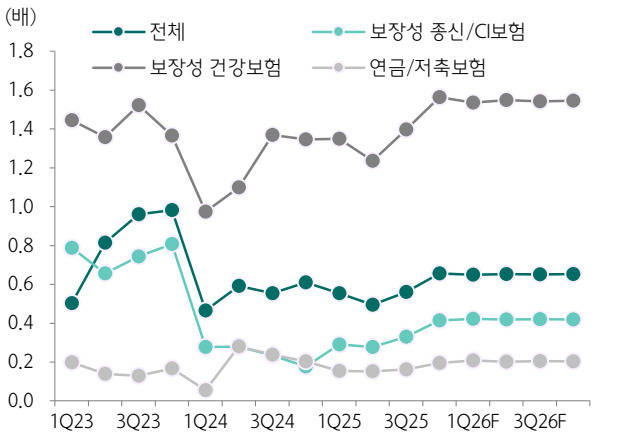
주: 2025년 하반기에 인수한 Nobu, Nexus는 단순 연환산 기준으로 반영
자료: 한화생명, 하나증권

도표 7. 한화생명 2026F CSM Movement



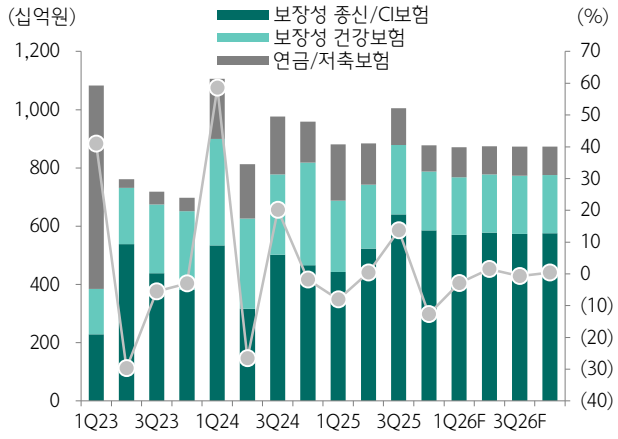
자료: 하나증권

도표 8. 한화생명 CSM 배수



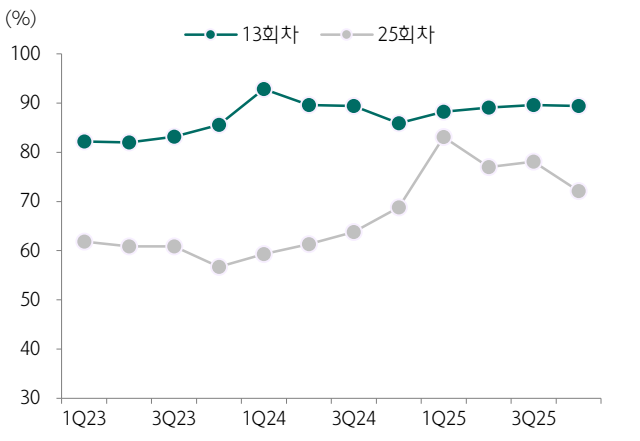
자료: 한화생명, 하나증권

도표 9. 한화생명 분기별 상품별 APE



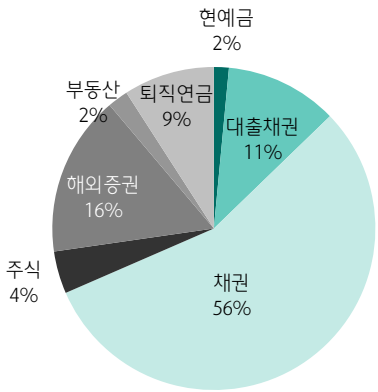
자료: 한화생명, 하나증권

도표 10. 한화생명 분기별 유지율



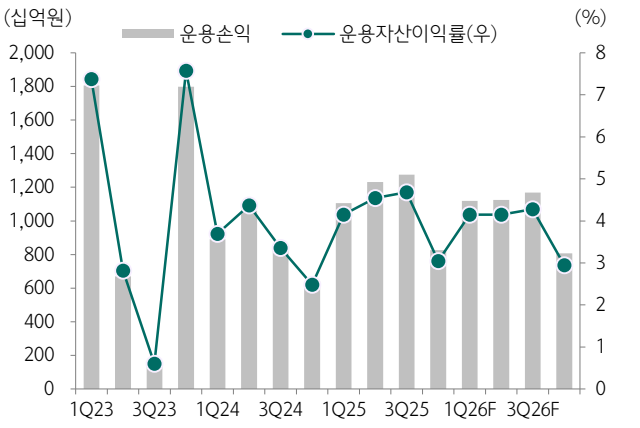
자료: 한화생명, 하나증권

도표 11. 한화생명 운용자산 포트폴리오(108조원)



자료: 한화생명, 하나증권

도표 12. 한화생명 운용손익 및 운용자산이익률



자료: 한화생명, 하나증권

추정 재무제표

재무상태표 (단위: 십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
총자산	122,135	125,777	112,268	114,589	116,925
운용자산	105,018	107,602	109,743	112,019	114,302
현금 및 예치금	1,799	2,482	2,492	2,502	2,512
유가증권	85,830	88,460	90,428	92,483	94,549
대출채권	15,156	14,442	14,605	14,815	15,023
부동산	2,233	2,218	2,218	2,218	2,218
비운용자산	2,511	2,472	2,525	2,570	2,624
특별계정자산	14,606	15,703	15,703	15,703	15,703
총부채	111,800	113,316	98,638	99,641	100,783
책임준비금	92,335	92,012	93,055	94,392	95,714
보험계약부채	83,046	81,760	82,794	83,873	84,914
BEL	72,034	71,046	71,845	72,589	73,259
RA	1,899	1,994	2,014	2,053	2,086
CSM	9,109	8,714	8,929	9,224	9,563
기타	4	6	6	6	6
재보험계약부채	34	33	33	33	33
투자계약부채	9,254	10,219	10,228	10,487	10,768
기타부채	4,822	5,567	(10,144)	(10,478)	(10,658)
특별계정부채 등	14,626	15,727	15,727	15,727	15,727
자기자본	10,335	12,461	13,630	14,948	16,142
지배자기자본	10,335	12,461	13,630	14,948	16,142
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
보통주자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
신종자본증권	1,097	3,068	3,068	3,068	3,068
자본잉여금	485	485	485	485	485
자본조정	(1,114)	(1,107)	(1,107)	(1,107)	(1,107)
기타포괄손익누계액	(1,363)	(1,414)	(1,414)	(1,414)	(1,414)
이익잉여금	6,886	7,085	8,254	9,573	10,767
해약환급금준비금	3,631	6,508	6,911	7,315	7,722

손익계산서 (단위: 십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
보험손익	506	344	446	500	605
CSM상각	852	787	797	815	839
보장성 종신/CI	-	-	-	-	-
보장성 건강	-	-	-	-	-
연금/저축	-	-	-	-	-
RA상각	138	156	175	181	187
예실차	(224)	(310)	(263)	(231)	(171)
보험금	(207)	(380)	(273)	(238)	(178)
사업비	(17)	70	9	7	7
기타	(260)	(289)	(263)	(265)	(251)
투자손익	391	87	319	330	346
운용손익	3,431	4,437	4,247	4,277	4,252
보험금융손익	(3,040)	(4,350)	(3,928)	(3,948)	(3,906)
영업이익	897	431	765	830	950
영업외이익	8	(19)	(5)	(12)	(9)
세전이익	905	413	760	818	942
법인세비용	184	99	209	225	259
실효세율(%)	20.4	24.1	27.5	27.5	27.5
계속사업이익	721	313	551	593	683
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	721	313	551	593	683
지배순이익	721	313	551	593	683
비지배순이익	0	0	0	0	0
기초 CSM	9,238	9,109	8,714	8,929	9,224
신계약 CSM	2,123	2,066	2,276	2,287	2,302
이자부리	350	358	364	374	386
CSM 조정	(1,751)	(2,032)	(1,629)	(1,550)	(1,509)
CSM 상각	(852)	(787)	(797)	(815)	(839)
기말 CSM	9,109	8,714	8,929	9,224	9,563

주요 투자 지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
수익성 지표					
CSM 전환배수(배)	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
보장성 종신/CI	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
보장성 건강	1.2	1.4	1.5	1.5	1.5
연금/저축	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
CSM 상각률(%)	8.8	8.3	8.4	8.4	8.4
보장성 종신	-	-	-	-	-
보장성 건강	-	-	-	-	-
연금/저축	-	-	-	-	-
자본적정성					
K-ICS 비율(%)	164	158	165	173	180
지급여력금액	21,332	22,901	24,398	26,144	27,802
지급여력기준금액	13,028	14,539	14,828	15,136	15,444

Valuation (단위: 십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당 지표(원)					
BPS	12,295	12,500	14,056	15,810	17,399
EPS	959	417	733	789	909
(증가율, %)	24.6	(56.5)	75.8	7.6	15.2
DPS	0	0	0	0	0
주가 지표(배)					
PBR	0.20	0.26	0.35	0.31	0.29
PER	2.6	7.8	6.8	6.3	5.5
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성(%)					
ROE	6.3	3.0	4.4	4.4	4.6
ROA	0.63	0.26	0.44	0.53	0.60

자료: 하나증권

2026년 04월 29일 | 기업분석_Update

삼성화재(000810)

안정적인 이익 성장을 기대

BUY (신규)

목표주가(12M)	670,000원
현재주가(4.28)	483,000원

Key Data

KOSPI 지수(pt)	6,641.02
52주최고/최저(원)	630,000/363,500
시가총액(십억원)	21,564.7
시가총액비중(%)	0.40
발행주식수(천주)	44,647.5
60일 평균거래량(천주)	133.0
60일 평균거래대금(십억원)	66
외국인 지분율(%)	57.10
주요주주 지분율(%)	
삼성생명보험 외 5 인	19.63
국민연금공단	7.22

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)		
영업이익(십억원)	2,911	3,132
순이익(십억원)	2,102	2,261
EPS(원)	43,954	47,427
BPS(원)	548,254	565,893

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
영업이익	2,735	2,773	2,935	3,223
증가율	12.6	1.4	5.8	9.8
보험손익	1,849	1,520	1,564	1,763
순이익	2,074	2,018	2,209	2,425
EPS	50,783	49,362	55,839	61,169
증가율	18.1	(2.8)	13.1	9.5
PER	7.1	10.1	8.4	7.7
PBR	0.92	0.93	0.79	0.74
ROA	2.44	2.31	2.29	2.40
ROE	12.9	13.0	10.4	10.7
DY	5.3	3.9	5.0	6.0
배당성향	36.5	38.5	40.9	44.4

Analyst 고연수
yeonsookoh@hanafn.com

투자의견 'BUY', 목표주가 670,000원 제시

삼성화재에 대해 투자의견 'BUY', 목표주가 670,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd BVPS 590,764원에 Target P/B 1.20배를 적용해 산출했다. Target P/B에 내재된 ROE와 COE는 각각 10.1%, 9.0%다. 삼성화재는 K-ICS 비율 260%를 상회하는 업종 내 최고 수준의 자본여력을 보유하고 있으며, 보험손익과 투자손익 또한 경쟁사대비 안정적인 흐름이 이어지고 있다.

삼성화재는 삼성전자 지분 1.5%를 보유 중이며, 금산분리 원칙에 따라 2026년 3월 삼성전자 지분 2,128억원을 매각했다. 2026년 배당성향 44% 가정 시 DPS 증가분은 약 2,400원으로 추산되며(처분이익 미포함 DPS 23,500원), **이를 반영한 기대배당수익률은 4.9% 수준으로 밸류에이션 매력도 여전히 높다.** 삼성생명과 마찬가지로 주주환원 정책의 일환으로 1) 2028년까지 배당성향 50%까지 확대하고, 2) 보유 자사주 중 매년 보통주 136만주 및 우선주 9만주 소각할 계획이다.

2026년 1분기 실적은 컨센서스에 부합할 전망

2026년 1분기 지배주주순이익은 6,124억원(YoY +0.7%, QoQ +160.9%)으로 컨센서스에 부합할 전망이다. 보험손익은 4,512억원(YoY -9.6%, QoQ +151.0%)으로 예상한다. 2025년 4분기 경험조정 이후 예실차가 점진적으로 개선되는 가운데, 일반보험 부문은 고액 사고 부재 영향으로 증가할 것으로 예상한다. 투자손익은 3,390억원(YoY +16.4%, QoQ +44.1%)으로 추정한다. 금리부자산의 FVPL 비중이 낮아 금리 상승에 따른 채권평가손실 규모가 상대적으로 적으며, 삼성전자로부터 특별배당 180억원이 반영될 전망이다.

수익성 중심 전략 전환에 따른 CSM 성장을 기대

보험업종 내 최선호주로 제시한다. 2025년에는 상반기 CSM 배수 하락과 하반기 신계약 성장 둔화 영향으로 신계약 CSM이 전년 대비 16% 감소했으나, 2025년 2분기 이후 수익성 중심 전략 전환에 따라 CSM 배수는 회복세를 보이고 있다. 2026년에는 우량 신계약을 기반으로 한 안정적인 CSM 창출이 가능할 전망이다. 동사는 고CSM 상품과 손해율이 우량한 중증 담보 중심으로 판매 전략을 강화하고 있으며, 2024년 수준의 신계약 CSM 확보를 목표로 하고 있다. 최근 5부제 등 요율 인하가 논의되고 있어 자동차보험 중심의 실적 변동성은 확대될 가능성이 있으나, 일반보험은 전년도 산불 등 기저효과로 실적 개선될 것으로 기대한다. 이에 2026년 연간 연결 순이익은 전년대비 9.4% 증가한 2.2조원을 전망한다.

한편 전체 보험료수익에서 해외법인 비중은 2% 내외로 아직 낮은 수준이다. 다만 2025년 6월 Canopius 지분을 추가 취득(최종 지분율 21.0%, 총 투자금액 5.8억달러)하며 해외 성장 동력을 확보하고 언더라이팅 역량을 강화하고 있다는 점 역시 긍정적으로 판단한다.

도표 1. 삼성화재 Valuation

항목	수치	단위	비고
자기자본비용	7.6	%	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.9	%	(b): 국고채 3년 수익률
시장위험프리미엄	7.1	%	(c): 한국시장 위험 프리미엄
종목베타	0.7		(d) 3Y 조정베타
예상 ROE	10.4	%	(e): 12M Fwd ROE
목표 P/B	1.1	배	(f): (e)/(a)
예상 BPS	590,764	원	(g): 12M Fwd BPS
적정주가	669,148	원	(h): (f)*(g)
목표주가	**670,000**	**원**	
현재주가	483,000	원	2026년 4월 28일 종가 기준
상승여력	39	%	

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 삼성화재 2026년 1분기 추정치 상세내역

(단위: 십억원)

구분	1Q26F	1Q25	YoY	4Q25	QoQ
보험손익	**451.6**	**498.8**	**(9.5)**	**179.7**	**151.2**
장기	414.7	419.4	(1.1)	290.5	42.8
CSM 상각	387.6	406.0	(4.5)	392.1	(1.2)
RA 상각	53.5	44.8	19.3	54.9	(2.5)
예실차	(14.3)	(16.4)	적지	(126.9)	적지
기타	(12.0)	(15.1)	적지	(29.7)	적지
자동차	(32.8)	29.9	적지	(124.9)	적지
일반	69.6	49.6	40.3	14.1	394.1
투자손익	**339.0**	**291.3**	**16.4**	**235.3**	**44.1**
운용손익	682.3	618.8	10.3	535.8	27.3
보험금융손익	(343.2)	(327.4)	적지	(300.5)	적지
영업이익	811.8	816.3	(0.5)	419.7	93.4
영업외손익	5.3	6.0	(11.5)	(8.9)	흑전
세전이익	817.2	822.3	(0.6)	410.8	98.9
당기순이익	224.7	213.3	5.4	176.4	27.4
지배주주순이익	**592.4**	**609.0**	**(2.7)**	**234.4**	**152.8**

주: 연결 기준
자료: 삼성화재, 하나증권

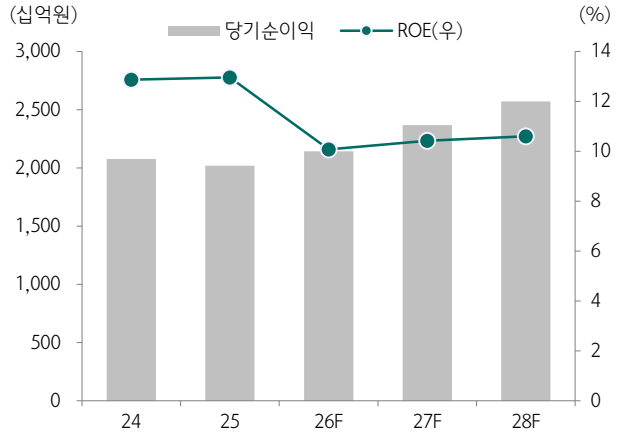
도표 3. 삼성화재 분기별 실적

(단위: 십억원)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F
손익계산서										
보험손익	**499**	**971**	**1,340**	**1,520**	**452**	**908**	**1,340**	**1,572**	**1,520**	**1,572**
장기	419	833	1,217	1,508	415	824	1,215	1,517	1,508	1,517
CSM 상각	406	812	1,229	1,621	388	790	1,212	1,637	1,621	1,637
RA 상각	45	92	144	199	54	108	163	219	199	219
예실차	(16)	3	(42)	(169)	(14)	2	(45)	(147)	(169)	(147)
기타	(15)	(74)	(113)	(143)	(12)	(75)	(115)	(192)	(143)	(192)
자동차	30	31	(34)	(159)	(33)	(46)	(69)	(154)	(159)	(154)
일반	50	107	157	171	70	130	194	209	171	209
투자손익	**291**	**646**	**978**	**1,213**	**339**	**704**	**1,085**	**1,331**	**1,213**	**1,331**
운용손익	619	1,260	1,939	2,474	682	1,373	2,086	2,665	2,474	2,665
보험금융손익	(327)	(614)	(961)	(1,261)	(343)	(670)	(1,000)	(1,334)	(1,261)	(1,334)
영업이익	816	1,651	2,353	2,773	812	1,643	2,457	2,943	2,773	2,943
영업외손익	6.0	13.7	19.1	10.2	5.3	10.3	14.5	10.1	10.2	10.1
세전이익	822	1,665	2,373	2,783	817	1,653	2,471	2,954	2,783	2,954
법인세비용	213	418	587	763	225	455	680	812	763	812
당기순이익	609	1,247	1,786	2,020	592	1,198	1,792	2,141	2,020	2,141
지배주주순이익	**608**	**1,246**	**1,784**	**2,018**	**592**	**1,198**	**1,792**	**2,141**	**2,018**	**2,141**
주요지표										
기초 CSM	14,074	14,333	14,578	15,008	14,168	14,462	14,766	15,072	14,074	14,168
신계약 CSM	702	720	767	710	731	722	741	732	2,898	2,926
기말 CSM	14,333	14,578	15,008	14,168	14,462	14,766	15,072	14,670	14,168	14,670
CSM 전환배수(배)	11.8	13.7	14.9	13.9	14.3	14.1	14.4	14.3	13.5	14.3
ROE(%)	15.8	16.6	12.8	5.0	11.3	11.5	10.8	6.2	13.0	10.1
ROA(%)	2.83	2.89	2.41	1.03	2.49	2.50	2.37	1.38	2.31	2.22
K-ICS 비율(%)	266.6	274.5	275.9	262.8	261.2	263.0	265.3	264.3	262.8	264.3

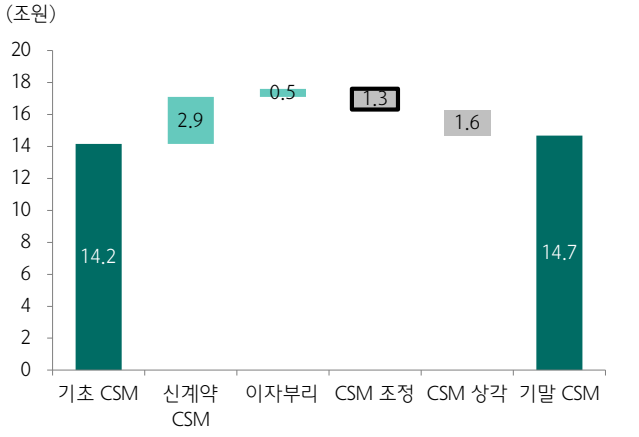
주: 연결 기준
자료: 삼성화재, 하나증권

도표 4. 삼성화재 연간 연결 당기순이익 및 ROE



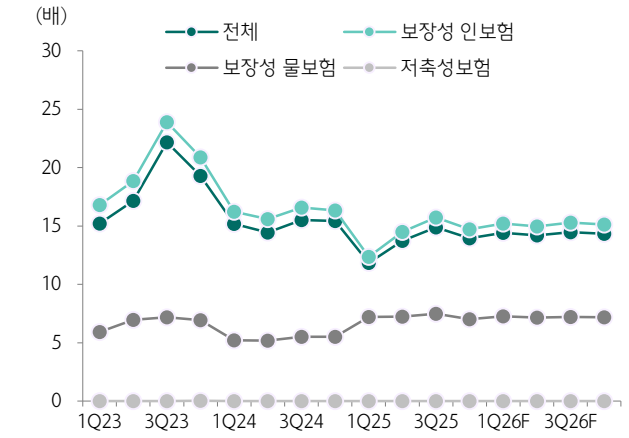
자료: 삼성화재, 하나증권

도표 5. 삼성화재 2026F CSM Movement



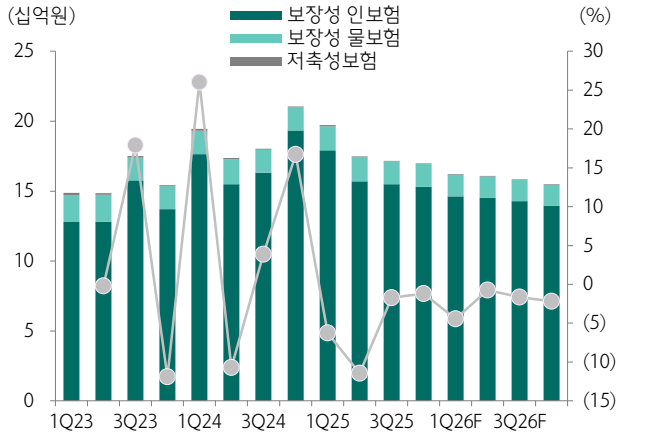
자료: 삼성화재, 하나증권

도표 6. 삼성화재 분기별 CSM 배수



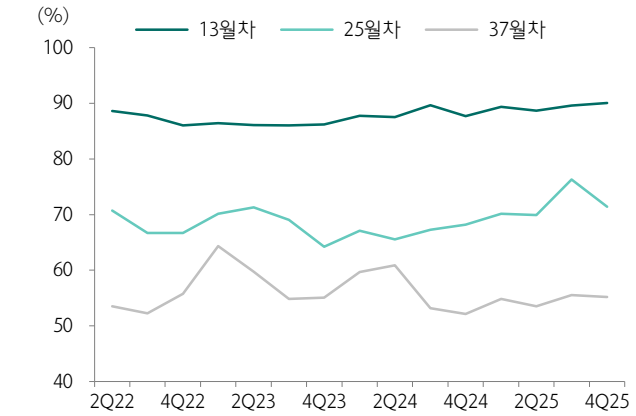
자료: 삼성화재, 하나증권

도표 7. 삼성화재 분기별 월납환산 신계약



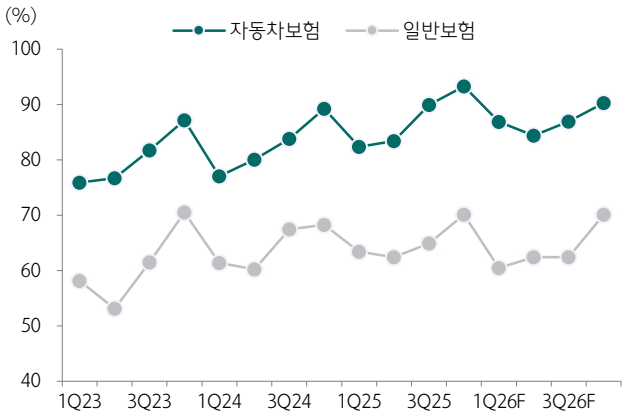
자료: 삼성화재, 하나증권

도표 8. 삼성화재 분기별 유지율



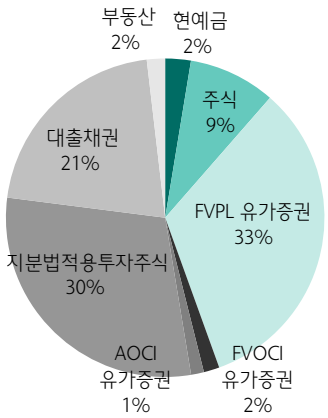
자료: 삼성화재, 하나증권

도표 9. 삼성화재 분기별 자동차보험 및 일반보험 손해율



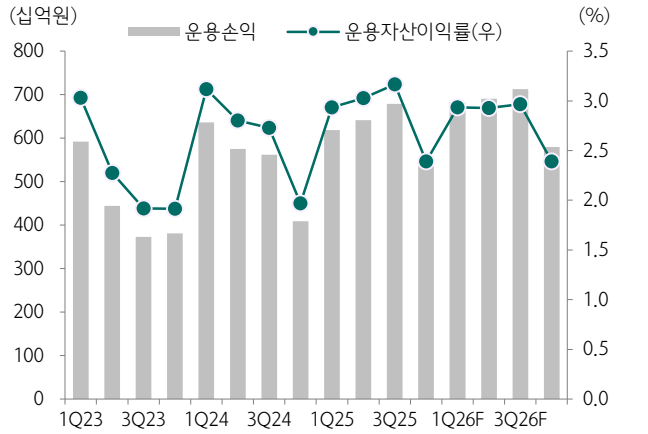
자료: 삼성화재, 하나증권

도표 10. 삼성화재 운용자산 포트폴리오



자료: 삼성화재, 하나증권

도표 11. 삼성화재 운용손익 및 운용자산이익률



자료: 삼성화재, 하나증권

추정 재무제표

재무상태표 (단위: 십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
총자산	87,268	96,450	101,174	105,666	109,759
운용자산	83,836	92,487	97,130	101,450	105,379
현금 및 예치금	3,103	3,410	3,424	3,438	3,451
유가증권	50,826	58,880	62,659	65,970	68,992
대출채권	27,068	27,758	28,608	29,605	30,497
부동산	2,840	2,438	2,438	2,438	2,438
비운용자산	3,342	3,827	4,044	4,215	4,380
특별계정자산	91	136	136	136	136
총부채	71,666	75,158	78,409	81,363	84,085
책임준비금	65,327	66,540	68,578	70,967	73,106
보험계약부채	51,788	49,050	51,520	53,507	55,181
BEL	31,408	28,495	30,427	31,931	33,147
RA	1,942	2,111	2,103	2,095	2,079
CSM	14,074	14,168	14,498	14,817	15,144
PAA	4,363	4,276	4,492	4,665	4,811
재보험계약부채	0	0	0	0	0
투자계약부채	13,540	17,490	17,058	17,460	17,926
기타부채	6,247	8,480	9,693	10,258	10,841
특별계정부채	92	138	138	138	138
자기자본	15,602	21,292	22,765	24,303	25,674
지배자기자본	15,567	21,258	22,725	24,260	25,629
자본금	26	26	26	26	26
보통주자본금	25	25	25	25	25
신종자본증권	0	0	0	0	0
자본잉여금	939	939	939	939	939
자본조정	(1,487)	(1,219)	(951)	(683)	(415)
기타포괄손익누계액	2,418	6,868	6,868	6,868	6,868
이익잉여금	13,670	14,643	15,843	17,110	18,211
해약환급금준비금	2,213	4,130	4,817	5,491	6,164

손익계산서 (단위: 십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
보험손익	1,849	1,520	1,564	1,763	1,894
장기	1,578	1,508	1,508	1,535	1,581
CSM상각	1,612	1,621	1,629	1,638	1,672
신계약	48	40	37	35	33
보유계약	1,564	1,581	1,592	1,603	1,639
RA상각	165	199	219	228	236
예실차	81	(169)	(147)	(139)	(135)
보험금	146	(125)	(26)	(6)	1
사업비	(66)	(44)	(121)	(132)	(137)
기타	(281)	(143)	(192)	(193)	(192)
자동차	96	(159)	(154)	17	103
자동차보험수익	5,619	5,565	5,670	5,718	5,722
자동차보험비용	5,524	5,724	5,824	5,701	5,620
일반	176	171	209	211	211
일반보험수익	1,638	1,738	1,860	1,875	1,877
일반보험비용	1,462	1,567	1,651	1,664	1,666
투자손익	845	1,213	1,331	1,420	1,551
운용손익	2,183	2,474	2,665	2,718	2,835
보험금융손익	(1,337)	(1,261)	(1,334)	(1,299)	(1,284)
영업이익	2,735	2,773	2,935	3,223	3,485
영업외이익	10.0	10.2	10.1	10.2	10.1
세전이익	2,745	2,783	2,945	3,233	3,495
법인세비용	668	763	736	808	874
실효세율(%)	24.3	27.4	25.0	25.0	25.0
계속사업이익	2,077	2,020	2,209	2,425	2,622
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,077	2,020	2,209	2,425	2,622
지배순이익	2,074	2,018	2,209	2,425	2,622
비지배순이익	3	2	(0)	(0)	(0)

주요 투자 지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
CSM Movement					
기초 CSM	13,303	14,074	14,168	14,498	14,817
신계약 CSM	3,451	2,898	2,740	2,700	2,704
이자부리	491	502	508	518	529
CSM 조정	(1,558)	(1,686)	(1,290)	(1,261)	(1,234)
CSM 상각	(1,612)	(1,621)	(1,629)	(1,638)	(1,672)
기말 CSM	14,074	14,168	14,498	14,817	15,144
CSM 전환배수(배)	15.2	13.5	14.4	14.4	14.4
CSM 상각률(%)	11.0	10.6	10.7	10.5	10.5
자본적정성					
K-ICS 비율(%)	264	263	263	264	266
지급여력금액	24,164	29,300	30,790	32,324	33,727
지급여력기준금액	9,137	11,148	11,708	12,229	12,702

Valuation (단위: 십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당 지표(원)					
BPS	390,812	533,694	590,764	630,664	666,253
EPS	50,783	49,362	55,839	61,169	66,014
(증가율, %)	18.1	(2.8)	13.1	9.5	7.9
DPS	19,000	19,500	23,500	28,000	32,000
주가 지표(배)					
PBR	0.92	0.93	0.82	0.77	0.72
PER	7.1	10.1	8.6	7.9	7.3
배당수익률(%)	5.3	3.9	4.9	5.8	6.6
배당성향(%)	36.5	38.5	40.9	44.4	46.9
수익성(%)					
ROE	12.9	13.0	10.4	10.7	10.8
ROA	2.44	2.31	2.29	2.40	2.48

자료: 하나증권

2026년 04월 29일 | 기업분석_Update

DB손해보험(005830)

해외 성장 동력 확보는 긍정적

BUY (신규)

목표주가(12M)	243,000원
현재주가(4.28)	173,500원

Key Data

KOSPI 지수(pt)	6,641.02
52주최고/최저(원)	205,500/87,500
시가총액(십억원)	11,364.3
시가총액비중(%)	0.21
발행주식수(천주)	65,500.3
60일 평균거래량(천주)	285.9
60일 평균거래대금(십억원)	51
외국인 지분율(%)	46.35
주요주주 지분율(%)	
김남호 외 15 인	27.50
국민연금공단	8.33

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)		
영업이익(십억원)	2,140	2,367
순이익(십억원)	1,569	2,393
EPS(원)	23,621	26,494
BPS(원)	176,623	200,817

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2063F	2027F
영업이익	2,363	2,114	2,087	2,351
증가율	17.2	(10.5)	(1.3)	12.6
보험손익	1,619	1,036	1,015	1,252
순이익	1,772	1,535	1,512	1,702
EPS	29,516	25,915	26,639	29,981
증가율	15.3	(12.2)	2.8	12.5
PER	3.5	5.1	6.5	5.8
PBR	0.73	0.86	0.97	0.86
ROA	3.65	2.90	2.55	2.69
ROE	20.4	18.2	15.3	15.4
DY	6.6	5.8	4.8	5.4
배당성향	23.0	29.3	31.5	31.0

Analyst 고연수
yeonsookoh@hanafn.com

투자의견 'BUY', 목표주가 235,000원 제시

DB손해보험에 대해 투자의견 'BUY', 목표주가 235,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd BVPS 178,893원에 Target P/B 1.3배를 적용해 산출했다(ROE 14.8%, COE 7.9%, 할인율 30%). 업계 내 높은 이익 체력을 바탕으로 주주환원 확대 기조는 지속될 전망이다. 2025년 감익에도 불구하고 DPS가 전년대비 12% 성장하며 별도 기준 배당성향 30% 기록했다. 2026년 상반기 Fortegra 인수 이후, 연결 기준 실적으로 전환될 경우 DPS 산정 기준 또한 별도에서 연결 기준으로 변경될 가능성이 높다. 연결 기준 순이익은 별도대비 10% 이상 높은 수준으로 추정되며, DPS의 추가 상승 여력 남아있는 것으로 판단한다.

2026년 1분기 실적은 컨센서스를 하회할 전망

2026년 1분기 별도 순이익은 3,252억원(YoY -27.3%, QoQ -2.9%)으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 보험손익은 1,788억원(YoY -55.7%, QoQ -32.1%)으로 큰 폭 감소할 것으로 예상한다. 이는 위험손해율 상승에 따른 보험금 예실차 악화와 손실부담계약 비용의 기저효과에 기인한다. 자동차보험 손익은 손해율이 전년동기대비 5%p 상승함에 따라 손익이 악화될 것으로 예상되며, 일반보험은 화재 관련 고액 사고 반영으로 부진할 것으로 판단한다. 반면 투자손익은 2,737억원(YoY +12.2%, QoQ +45.5%)으로 개선될 전망이다. 금리 상승에 따른 채권평가손실에도 불구하고 금리부자산 중심의 이자 및 배당수익 증가가 이를 상쇄할 것으로 보인다.

한편 신계약 물량은 자동차보험 절판효과 부재 등으로 전분기대비 11.6% 감소할 것으로 추산되며, 이에 따라 신계약 CSM은 전분기대비 6.2% 감소할 것으로 예상한다

손해율 악화에 따른 보험손익은 부진하나 실적 개선 가시성은 높음

2026년 별도 순이익은 전년대비 소폭 감소한 1.5조원으로 전망한다. 보험금 예실차 부진이 지속되며 장기 보험손익은 전년대비 8.9% 감소할 것으로 예상된다. 자동차보험은 손해율 악화 및 차량 5부제 시행에 따른 요율 인하 압박이 지속되며 적자폭 축소가 어려울 것으로 전망한다. 다만, 관리급여의 가격 체계 정비 및 자보 경증환자 치료 8주 제한 등 제도 개선이 병행되며 중장기적으로 실적 개선 가시성은 높다.

한편, 미국 스페셜티 보험사 Fortegra 인수는 외형 성장뿐 아니라 사업 포트폴리오 다변화 측면에서 긍정적이다. 국내 보험시장의 성장률 둔화되는 가운데, 빠른 해외 시장 침투를 통해 언더라이팅 역량도 강화될 것으로 기대한다.

미국 스페셜티 보험사 Fortegra Group 인수를 통해 중장기 성장 동력은 확보

2025년 9월 DB손해보험은 미국 스페셜티 보험사 Fortegra Group 지분 100%를 16.5억달러(2.3조원)에 인수했다. 스페셜티 보험은 일반 보험에서 보장되지 않는 위험을 보장하는 상품으로, 가격 경쟁보다 언더라이팅 역량이 중요하다. Fortegra는 미국을 비롯해 영국, 프라하, 부다페스트 등 유럽 8개국에 진출해 있으며, 최근 5년간 합산비율 90% 수준을 안정적으로 유지해왔다. 2024년 기준 당기순이익은 1.4억달러(YoY +16.7%), ROAE 26.0%(YoY +0.3%p)로 높은 수익성을 입증했으며, 연결 순이익의 약 9%에 해당한다.

DB손해보험의 해외 수입보험료 비중은 5% 미만으로, 금번 인수를 통해 미국 뿐만 아니라 유럽 시장으로의 빠른 침투가 가능할 것으로 기대한다. **Fortegra 실적은 2026년 3분기부터 반영될 것으로 예상되며, 이에 따라 실적 기준 역시 연결로 변경될 예정**이다. 2025년 연간 수입보험료가 33억달러인 점을 감안해 하반기 약 16.5억달러가 반영된다고 가정하면, 약 2,500억원(원/달러 환율 1,480원 가정)의 수입보험료 증대 효과가 기대된다.

한편 DB손해보험은 2025년 배당성향을 별도 기준 30%까지 확대하며 부진한 업황에도 불구하고 주주환원 강화 기조를 유지하고 있다. 따라서 Fortegra의 이익 기여도에 따라 추가적인 주주환원을 기대할 수 있는 점도 긍정적이다.

도표 1. DB손해보험 Valuation

항목	수치	단위	비고
자기자본비용	7.9	%	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.7	%	(b): 국고채 3년 수익률
시장위험프리미엄	7.3	%	(c): 한국시장 위험 프리미엄
종목베타	0.7		(d) 3Y 조정베타
예상 ROE	15.3	%	(e): 12M Fwd ROE
목표 P/B	1.4	배	(f): (e)/(a), 할인율 30% 적용
예상 BPS	178,983	원	(g): 12M Fwd BPS
적정주가	242,629	원	(h): (f)*(g)
목표주가	**243,000**	**원**	
현재주가	173,500	원	2026년 4월 28일 종가 기준
상승여력	40	%	

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. Fortegra Group 분기별 실적

(단위:백만달러)

구분	2020	2021	2022	2023	2024	YoY(%)
Revenues						
Premium and Premium Equivalents	1,430	1,936	2,263	2,748	3,068	11.6
Net Written Premium	544	895	1,089	1,320	1,439	9.0
Net Earned Premium	478	686	905	1,128	1,472	30.5
Service Revenue	169	236	281	351	354	0.9
Net Investment Income	10	18	12	27	33	22.2
Net Realized and Unrealized Gains(Losses)	(12)	(2)	(20)	(4)	8	흑전
Other Revenue	46	46	71	91	107	17.6
Total Revenues	**691**	**984**	**1,249**	**1,593**	**1,974**	**23.9**
Expenses						
Net Losses and LAE incurred	178	253	362	483	722	49.5
Member Benefit Claims	59	74	91	119	119	0.0
Commission Expense	280	397	523	603	649	7.6
Other Operating Expense	132	172	185	232	271	16.8
Interest Expense	15	18	20	26	30	15.4
Total Expenses	664	914	1,181	1,463	1,791	22.4
Income(Loss) Before Tax						
Provision (Benefit) for Income Taxes	(4)	(18)	(21)	(28)	(43)	적확
Net Income(Loss)	**23**	**51**	**47**	**120**	**140**	**16.7**
Main Indicators(%, %p)						
ROAE	8.1	17.1	14.6	25.7	26.0	0.3
Loss Ratio	36.2	35.1	37.7	40.1	45.5	5.4
Acquisition and Expense Ratio	54.8	55.2	52.7	50.2	44.5	(5.7)
Combined Ratio	91.0	90.3	90.4	90.3	90.0	(0.3)

자료: DB손해보험, 하나증권

도표 3. DB손해보험 분기별 실적

(단위: 십억원)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F
손익계산서										
보험손익	**402.7**	**267.7**	**102.1**	**263.4**	**178.8**	**315.8**	**231.3**	**289.4**	**1,036**	**1,015**
장기	394.0	257.0	149.4	275.3	240.5	279.4	223.6	236.4	1,076	980
CSM 상각	323.5	326.9	330.5	306.1	291.3	304.9	310.4	320.8	1,287	1,227
RA 상각	37.0	37.1	40.0	40.7	42.2	44.5	45.8	47.1	155	180
예실차	5.3	(50.6)	(162.1)	(40.0)	(61.6)	(16.8)	(67.9)	(81.5)	(247)	(228)
기타	28.2	(56.3)	(58.9)	(31.5)	(31.5)	(53.3)	(64.7)	(50.0)	(119)	(199)
자동차	45.8	31.9	(55.8)	(76.6)	(14.7)	36.6	(30.7)	(58.1)	(55)	(67)
일반	(37.0)	(21.3)	8.5	64.6	(47.0)	(0.2)	38.4	111.1	15	102
투자손익	**244.0**	**344.6**	**301.1**	**188.0**	**273.6**	**266.8**	**315.5**	**215.6**	**1,078**	**1,072**
운용손익	437.5	436.4	487.3	372.5	454.9	454.8	507.7	407.9	1,734	1,825
보험금융손익	(193.6)	(91.7)	(186.2)	(184.4)	(181.3)	(187.9)	(192.3)	(192.3)	(656)	(754)
영업이익	646.7	612.3	403.2	451.5	452.4	582.7	546.8	505.1	2,114	2,087
영업외손익	(3.4)	4.5	(5.9)	(1.0)	(3.9)	8.5	(4.6)	(1.4)	(5.7)	(1.3)
세전이익	643.3	616.9	397.3	450.5	448.5	591.2	542.2	503.7	2,108	2,086
법인세비용	196.3	156.9	104.3	115.5	123.3	162.6	149.1	138.5	573	574
당기순이익	447.0	459.9	293.0	335.0	325.2	428.6	393.1	365.2	1,535	1,512
지배주주순이익	**447.0**	**459.9**	**293.0**	**335.0**	**325.2**	**428.6**	**393.1**	**365.2**	**1,535**	**1,512**
주요지표										
기초 CSM	12,232	12,869	13,231	13,464	12,205	12,516	12,886	13,255	12,232	12,205
신계약 CSM	707	793	724	709	665	677	675	680	2,933	2,698
기말 CSM	12,869	13,231	13,464	12,205	12,516	12,886	13,255	12,159	12,205	12,159
CSM 전환배수(배)	14.9	17.7	17.0	15.9	16.9	16.9	17.0	17.1	16.4	17.0
ROE(%)	21.5	21.7	19.1	18.2	13.4	15.4	15.6	15.3	18.2	15.3
ROA(%)	3.43	3.46	3.04	2.90	2.22	2.56	2.58	2.55	2.90	2.55
K-ICS 비율(%)	205	213	276	218	219	221	224	223	218	223

주: 별도 기준
자료: DB손해보험, 하나증권

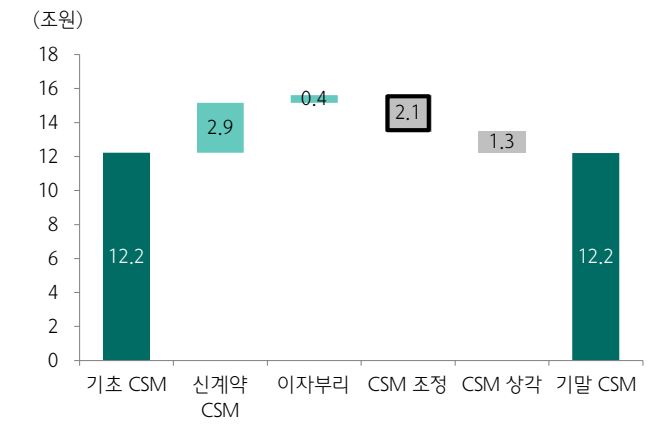
도표 4. DB손해보험 2026년 1분기 추정치 상세내역

(단위: 십억원, %)

구분	1Q26F	1Q25	YoY	4Q25	QoQ
보험손익	**178.8**	**402.7**	**(55.6)**	**263.4**	**(32.1)**
장기	240.5	394.0	(39.0)	275.3	(12.7)
CSM 상각	291.3	323.5	(9.9)	306.1	(4.8)
RA 상각	42.2	37.0	14.1	40.7	3.8
예실차	(61.6)	5.3	적전	(40.0)	적지
기타	(31.5)	28.2	적전	(31.5)	적지
자동차	(14.7)	45.8	적전	(76.6)	적지
일반	(47.0)	(37.0)	적지	64.6	적전
투자손익	**273.6**	**244.0**	**12.1**	**188.0**	**45.5**
운용손익	454.9	437.5	4.0	372.5	22.1
보험금융손익	(181.3)	(193.6)	적지	(184.4)	적지
영업이익	452.4	646.7	(30.0)	451.5	0.2
영업외손익	(3.9)	(3.4)	적지	(1.0)	적지
세전이익	448.5	643.3	(30.3)	450.5	(0.4)
당기순이익	123.3	196.3	(37.2)	115.5	6.8
지배주주순이익	**325.2**	**447.0**	**(27.3)**	**335.0**	**(2.9)**

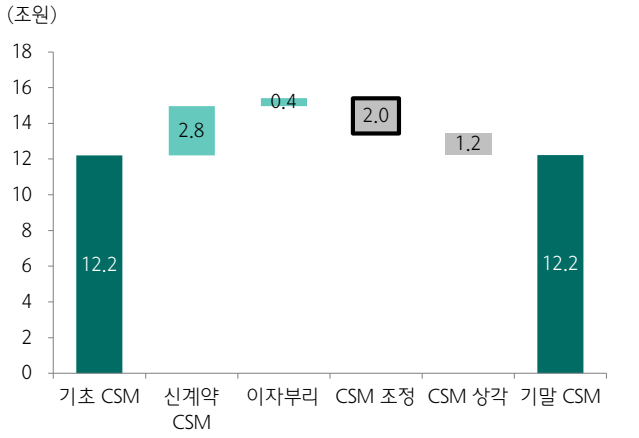
주: 별도 기준
자료: DB손해보험, 하나증권

도표 5. DB손해보험 2025 CSM Movement



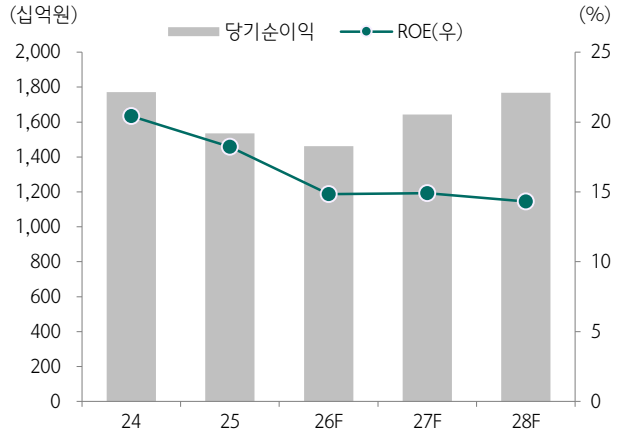
자료: DB손해보험, 하나증권

도표 6. DB손해보험 2026F CSM Movement



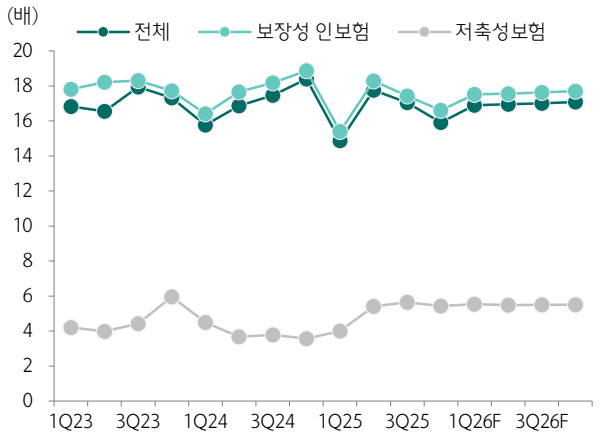
자료: DB손해보험, 하나증권

도표 7. DB손해보험 연간 별도 당기순이익 및 ROE



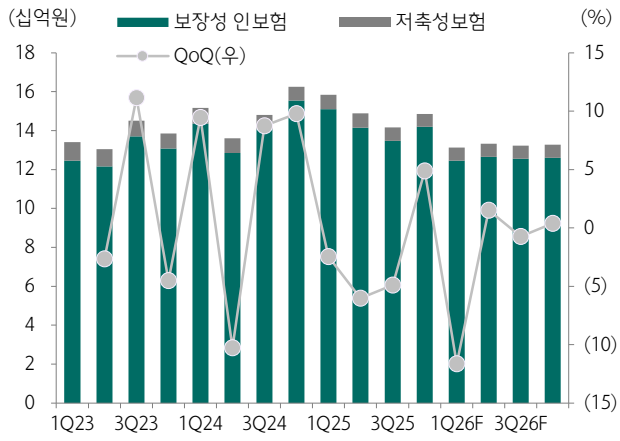
자료: DB손해보험, 하나증권

도표 8. DB손해보험 CSM 배수



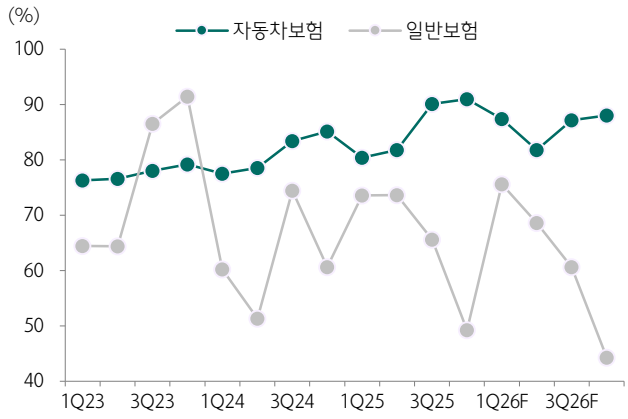
자료: DB손해보험, 하나증권

도표 9. DB손해보험 월납환산 신계약



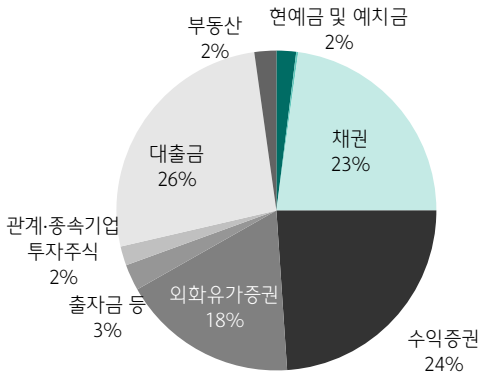
자료: DB손해보험, 하나증권

도표 10. DB손해보험 자동차보험 및 일반보험 손해율



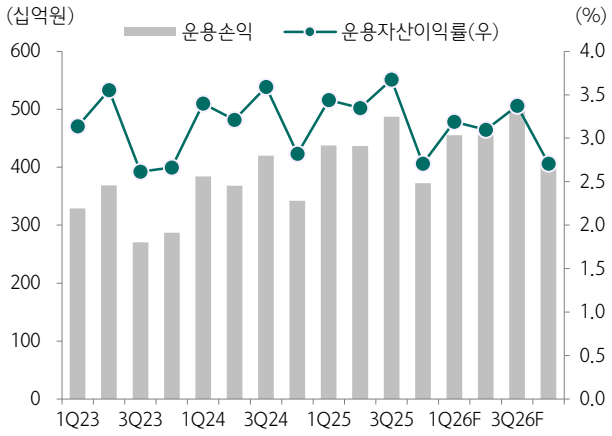
자료: DB손해보험, 하나증권

도표 11. DB손해보험 운용자산 포트폴리오



자료: DB손해보험, 하나증권

도표 12. DB손해보험 운용손익 및 운용자산이익률



자료: DB손해보험, 하나증권

추정 재무제표

재무상태표 (단위: 십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
총자산	52,859	59,409	63,321	66,992	71,166
운용자산	49,627	56,076	59,550	63,032	66,957
현금 및 예치금	750	1,112	1,116	1,121	1,125
유가증권	34,652	38,915	41,821	44,585	47,700
대출채권	13,022	14,807	15,371	16,085	16,890
부동산	1,203	1,242	1,242	1,242	1,242
비운용자산	3,219	3,315	3,772	3,960	4,209
특별계정자산	13	17	17	17	17
총부채	44,443	49,554	52,297	54,650	57,630
책임준비금	41,063	44,530	46,226	48,372	50,795
보험계약부채	31,937	31,580	33,588	35,435	37,513
BEL	15,467	14,986	16,121	17,584	18,685
RA	1,884	1,970	2,024	2,055	2,075
CSM	11,516	11,537	12,159	12,332	13,085
PAA	3,071	3,088	3,284	3,465	3,668
재보험계약부채	1	0	0	0	0
투자계약부채	9,125	12,950	12,638	12,937	13,282
기타부채	3,366	5,006	6,053	6,260	6,817
특별계정부채	13	18	18	18	18
자기자본	8,416	9,855	11,024	12,342	13,537
지배자기자본	8,416	9,855	11,024	12,342	13,537
자본금	35	35	35	35	35
보통주자본금	35	35	35	35	35
신종자본증권	0	865	865	865	865
자본잉여금	38	107	107	107	107
자본조정	(152)	(124)	(124)	(124)	(124)
기타포괄손익누계액	(1,609)	(2,229)	(2,229)	(2,229)	(2,229)
이익잉여금	10,105	11,201	12,370	13,689	14,883
해약환급금준비금	3,239	4,541	4,310	4,078	3,838

손익계산서 (단위: 십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
보험손익	1,619	1,036	1,015	1,252	1,369
장기	1,346	1,076	980	1,052	1,092
CSM상각	1,287	1,287	1,227	1,230	1,255
신계약	39	39	37	38	40
보유계약	1,248	1,248	1,190	1,192	1,215
RA상각	132	155	180	191	200
예실차	55	(247)	(228)	(204)	(199)
보험금	69	(241)	(195)	(168)	(161)
사업비	(14)	(7)	(32)	(36)	(39)
기타	(128)	(119)	(199)	(164)	(163)
자동차	171	(55)	(67)	84	140
자동차보험수익	4,212	4,078	4,730	5,390	5,449
자동차보험비용	4,041	4,133	4,797	5,306	5,309
일반	103	15	102	116	137
일반보험수익	1,373	1,532	1,860	2,120	2,143
일반보험비용	1,270	1,517	1,758	2,004	2,006
투자손익	744	1,078	1,072	1,099	1,141
운용손익	1,514	1,734	1,825	1,878	1,950
보험금융손익	(770)	(656)	(754)	(779)	(809)
영업이익	2,363	2,114	2,087	2,351	2,510
영업외이익	3.2	(5.7)	(1.3)	(3.5)	(2.4)
세전이익	2,366	2,108	2,086	2,347	2,507
법인세비용	594	573	574	645	690
실효세율(%)	25.1	27.2	27.5	27.5	27.5
계속사업이익	1,772	1,535	1,512	1,702	1,818
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,772	1,535	1,512	1,702	1,818
지배순이익	1,772	1,535	1,512	1,702	1,818
비지배순이익	0	0	0	0	0

주요 투자 지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
CSM Movement					
기초 CSM	12,152	12,232	12,205	12,159	12,332
신계약 CSM	3,078	2,933	2,698	2,750	2,914
이자부리	441	443	449	452	460
CSM 조정	(2,142)	(2,117)	(1,966)	(1,799)	(1,366)
CSM 상각	(1,298)	(1,285)	(1,227)	(1,230)	(1,255)
기말 CSM	12,232	12,205	12,159	12,332	13,085
CSM 전환배수(배)	17.2	16.4	17.0	17.3	17.7
CSM 상각률(%)	9.6	9.4	9.2	9.2	9.2
자본적정성					
K-ICS 비율(%)	203.1	218.2	222.7	223.9	227.4
지급여력금액	19,097	21,552	23,356	24,859	26,821
지급여력기준금액	9,403	9,876	10,488	11,102	11,793

Valuation (단위: 십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당 지표(원)					
BPS	140,165	151,786	178,983	202,209	223,248
EPS	29,516	25,915	26,639	29,981	32,028
(증가율, %)	15.3	(12.2)	2.8	12.5	6.8
DPS	6,800	7,600	8,400	9,300	10,300
주가 지표(배)					
PBR	0.73	0.86	0.97	0.86	0.78
PER	3.5	5.1	6.5	5.8	5.4
배당수익률(%)	6.6	5.8	4.8	5.4	5.9
배당성향(%)	23.0	29.3	31.5	31.0	32.2
수익성(%)					
ROE	20.4	18.2	15.3	15.4	14.7
ROA	3.65	2.90	2.55	2.69	2.71

자료: 하나증권

2026년 04월 29일 | 기업분석_Update

현대해상(001450)

기다림의 시기

BUY (신규)

목표주가(12M)	42,000원
현재주가(4.28)	30,850원

Key Data

KOSPI 지수(pt)	6,641.02
52주최고/최저(원)	38,800/20,800
시가총액(십억원)	2,629.9
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	85,248.3
60일 평균거래량(천주)	612.7
60일 평균거래대금(십억원)	20
외국인 지분율(%)	36.56
주요주주 지분율(%)	
정몽윤 외 6 인	23.97
국민연금공단	9.86

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)		
영업이익(십억원)	1,009	1,213
순이익(십억원)	716	850
EPS(원)	8,292	9,968
BPS(원)	70,308	79,779

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
영업이익	1,395	726	898	1,241
증가율	42.7	(47.9)	23.6	38.2
보험손익	1,043	396	665	863
순이익	1,031	561	638	889
EPS	13,144	7,156	8,131	11,342
증가율	34.8	(45.6)	13.6	39.5
PER	1.9	4.3	3.8	2.7
PBR	0.39	0.49	0.40	0.33
ROA	2.36	1.17	1.28	1.93
ROE	16.8	11.4	13.1	14.7
DY	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0

Analyst 고연수
yeonsookoh@hanafn.com

투자의견 'BUY', 목표주가 42,000원 제시

현대해상에 대해 투자의견 'BUY', 목표주가 42,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd BVPS 77,188원에 Target P/B 0.56배를 적용해 산출했다. Target PBR에 내재된 ROE와 COE는 각각 12.0%, 21.6%다. 관리급여 가격 체계 정비 및 자동차보험 경증환자 치료 8주 제한 등 제도 개편이 진행되는 가운데, 중장기적인 실적 개선 가시성은 높다고 판단한다. 다만 해약환급금준비금 관련 제도 개선 시점이 지연되며 배당 시점은 불확실하다. 이에 따라 2026년 배당은 부재할 것으로 가정했으며, 향후 해약환급금준비금 관련 제도 개선 시 가장 직접적인 수혜가 예상된다.

2026년 1분기 실적은 컨센서스를 하회할 전망

2026년 1분기 별도 순이익은 1,424억원(YoY -29.9%, QoQ 흑전)으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 보험손익은 1,846억원(YoY +5.0%, QoQ 흑전)으로 추정한다. CSM 상각익 증가와 보험금 예실차가 YoY/QoQ 개선된 영향에 기인한다. 자동차보험 손익은 -335억원(YoY 적전, QoQ 적축)으로 적자폭은 축소될 것으로 예상한다. 투자손익은 190억원(YoY -82.3%, QoQ +324.1%) 전망한다. 금리 상승 영향으로 FVPL 채권평가손실과 해외 대체투자 펀드에서의 대규모 평가손실을 반영했다. 손해보험 업계 공통적으로 신계약 CSM은 전분기대비 감소하겠으나 보유 CSM은 조정폭은 축소되며 9.1조원(YoY +0.3%, QoQ +2.6%) 기록할 것으로 전망한다.

실손보험 개혁 및 자동차보험 요율 인상 등 제도 개선 시 최대 수혜주

현대해상의 CSM 경험조정은 2024년 2.0조원에서 2025년 0.8조원까지 축소되며 업종 내에서 가장 큰 폭으로 개선되는 모습이 나타났다. 다만 IFRS17 도입 이후 신계약 물량은 점진적으로 감소했으나, 동기간 CSM 전환배수가 11.1배에서 16.3배까지 상승하며 신계약 CSM은 오히려 증가하는 모습이 나타났다. 고수익 상품 중심의 포트폴리오 재편을 통한 체질 개선이 반영된 결과다.

2026년 별도 지배순이익은 전년대비 13.6% 증가한 6,376억원을 전망한다. 구세대 실손 비중이 높아 가정 변경에 따른 CSM 조정은 리스크 요인이나, 관리급여 제도가 개편되어 주요 비급여 항목이 보장에서 제외될 경우, 보험금 예실차 개선을 기대할 수 있다. 또한 향후 자동차 보험 요율 인상 시 적자폭 축소될 수 있는 점도 긍정적이다.

도표 1. 현대해상 Valuation

항목	수치	단위	비고
자기자본비용	7.2	%	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.7	%	(b): 국고채 3년 수익률
시장위험프리미엄	7.3	%	(c): 한국시장 위험 프리미엄
종목베타	0.6		(d) 3Y 조정베타
예상 ROE	13.1	%	(e): 12M Fwd ROE
목표 P/B	0.5	배	(f): (e)/(a), 할인율 70% 적용
예상 BPS	77,188	원	(g): 12M Fwd BPS
적정주가	42,072	원	(h): (f)*(g)
목표주가	42,000	**원**	
현재주가	30,850	원	2026년 4월 28일 종가 기준
상승여력	36	%	

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 현대해상 2026년 1분기 추정치 상세내역

(단위: 십억원, %)

구분	1Q26F	1Q25	YoY	4Q25	QoQ
보험손익	**184.6**	**175.9**	**5.0**	**(153.9)**	**흑전**
장기	173.0	114.3	51.4	(141.9)	흑전
CSM 상각	239.0	234.2	2.1	231.5	3.3
RA 상각	34.6	30.8	12.2	36.0	(4.0)
예실차	(67.5)	(103.3)	적지	(93.7)	적지
기타	(33.1)	(47.4)	적지	(315.7)	적지
자동차	(33.5)	15.7	적전	(52.1)	적지
일반	45.1	45.9	(1.7)	40.1	12.6
투자손익	**19.0**	**107.0**	**(82.2)**	**4.5**	**327.3**
운용손익	290.8	317.0	(8.3)	293.5	(0.9)
보험금융손익	(271.8)	(210.0)	적지	(289.0)	적지
영업이익	203.7	282.9	(28.0)	(149.4)	흑전
영업외손익	(9.9)	(10.6)	적지	(5.9)	적지
세전이익	193.8	272.3	(28.8)	(155.4)	흑전
당기순이익	51.4	69.1	(25.7)	(82.3)	흑전
지배주주순이익	**142.4**	**203.2**	**(29.9)**	**(73.0)**	**흑전**

주: 별도 기준
자료: 현대해상, 하나증권

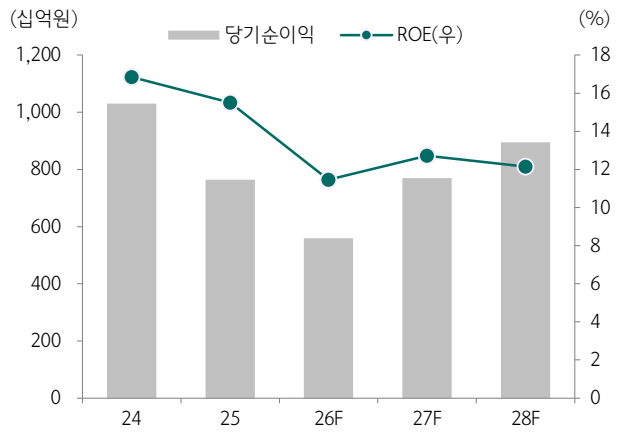
도표 3. 현대해상 분기별 실적

(단위: 십억원)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F
손익계산서										
보험손익	**176**	**213**	**161**	**(154)**	**185**	**302**	**166**	**13**	**396**	**665**
장기	114	184	182	(142)	173	253	166	7	338	599
CSM 상각	234	240	246	231	239	233	244	247	951	963
RA 상각	31	33	37	36	35	35	35	36	136	140
예실차	(103)	(41)	(68)	(94)	(68)	12	(84)	(96)	(306)	(235)
기타	(47)	(47)	(33)	(316)	(33)	(27)	(29)	(179)	(443)	(269)
자동차	16	1	(55)	(52)	(34)	21	(38)	(35)	(91)	(85)
일반	46	28	35	40	45	28	37	41	149	151
투자손익	**107**	**129**	**89**	**4**	**19**	**48**	**77**	**89**	**330**	**233**
운용손익	317	316	292	293	291	286	281	284	1,218	1,142
보험금융손익	(210)	(187)	(202)	(289)	(272)	(238)	(205)	(195)	(888)	(910)
영업이익	283	342	251	(149)	204	350	242	102	726	898
영업외손익	(11)	(10)	(6)	(6)	(10)	(8)	(6)	(7)	(32.1)	(30.4)
세전이익	272	333	245	(155)	194	342	237	95	694	867
법인세비용	69	85	62	(82)	51	91	63	25	133	230
당기순이익	203	248	183	(73)	142	251	174	70	561	638
지배주주순이익	**203**	**248**	**183**	**(73)**	**142**	**251**	**174**	**70**	**561**	**638**
주요지표										
기초 CSM	8,248	9,108	9,376	9,628	8,902	9,135	9,350	9,567	8,248	8,902
신계약 CSM	478	526	514	571	490	480	485	482	2,088	1,937
기말 CSM	9,108	9,376	9,628	8,902	9,135	9,350	9,567	8,973	8,902	8,973
CSM 전환배수(배)	14.1	17.4	16.5	17.3	16.1	15.9	16.0	15.9	16.3	16.0
ROE(%)	16.7	18.5	17.2	11.4	11.8	16.3	15.5	13.1	11.4	13.1
ROA(%)	1.72	1.90	1.77	1.17	1.16	1.60	1.53	1.28	1.17	1.28
K-ICS 비율(%)	159	170	180	190	197	214	223	222	190	222

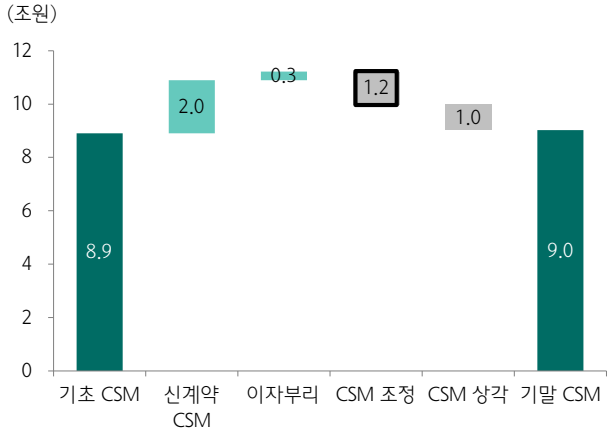
주: 별도 기준
자료: 현대해상, 하나증권

도표 4. 현대해상 연간 별도 당기순이익 및 ROE



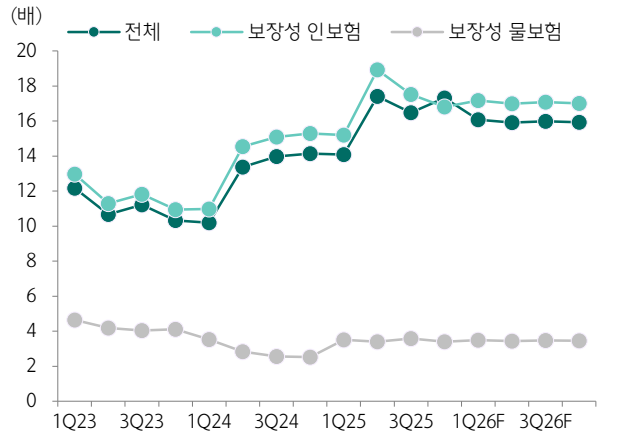
자료: 현대해상, 하나증권

도표 5. 현대해상 2026F CSM Movement



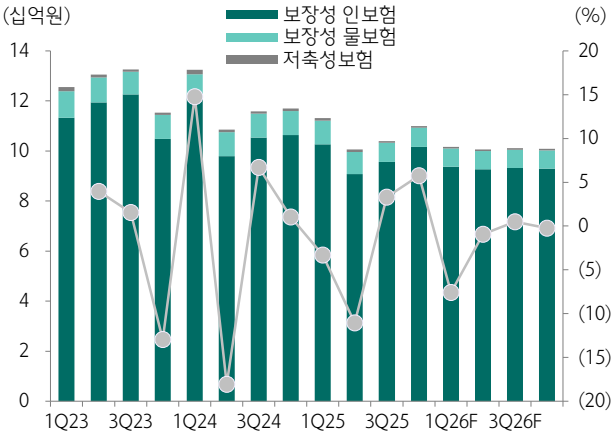
자료: 하나증권

도표 6. 현대해상 분기별 신계약 CSM 배수



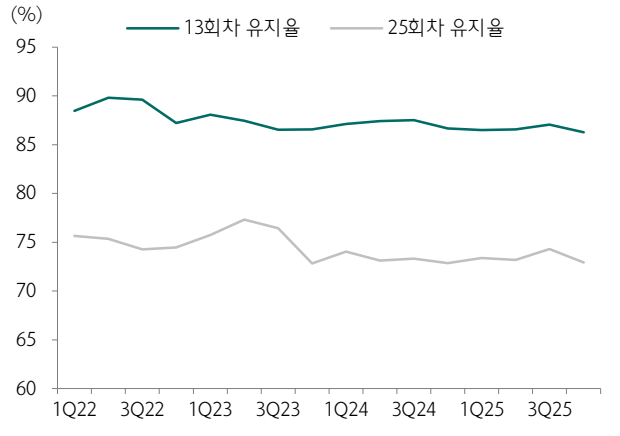
자료: 현대해상, 하나증권

도표 7. 현대해상 분기별 월납환산 신계약



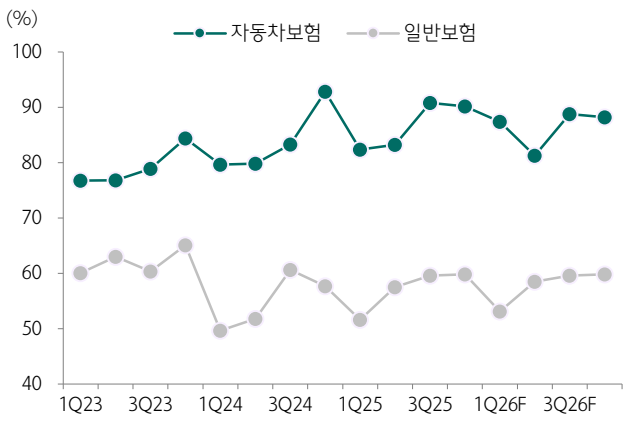
자료: 현대해상, 하나증권

도표 8. 현대해상 월별 유지율



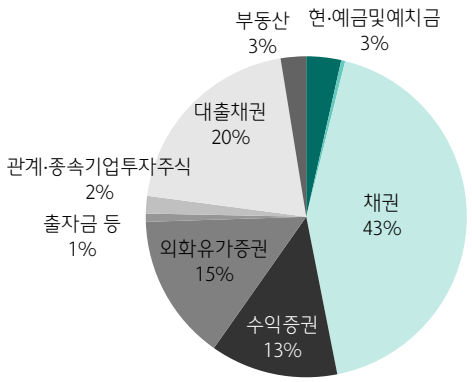
자료: 현대해상, 하나증권

도표 9. 현대해상 분기별 자동차보험 및 일반보험 손해율



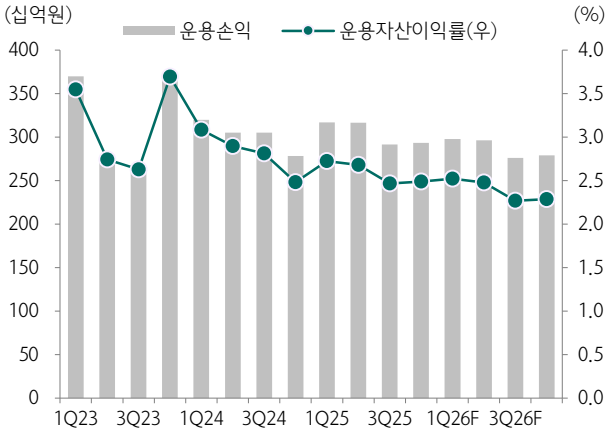
자료: 현대해상, 하나증권

도표 10. 2025년 4분기 현대해상 운용자산 포트폴리오



자료: 현대해상, 하나증권

도표 11. 현대해상 운용손익 및 운용자산이익률



자료: 현대해상, 하나증권

추정 재무제표

재무상태표 (단위: 십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
총자산	47,978	49,646	46,083	49,904	52,876
운용자산	45,787	47,016	43,721	47,340	50,159
현금 및 예치금	2,119	1,647	1,680	1,714	1,749
유가증권	32,189	34,596	32,034	35,001	37,334
대출채권	10,246	9,568	8,802	9,419	9,872
부동산	1,234	1,205	1,205	1,205	1,205
비운용자산	2,168	2,596	2,362	2,564	2,716
특별계정자산	23	34	34	34	34
총부채	43,051	44,762	40,031	42,533	44,311
책임준비금	38,302	39,452	36,294	38,838	40,706
보험계약부채	34,802	34,853	31,803	34,241	35,986
BEL	20,913	20,319	20,590	21,615	22,986
RA	2,093	2,079	2,160	2,237	2,308
CSM	8,305	8,978	8,973	9,148	9,387
PAA	3,490	3,477	80	1,241	1,304
재보험계약부채	0	0	0	0	0
투자계약부채	3,500	4,599	4,491	4,597	4,720
기타부채	4,727	5,276	3,702	3,660	3,570
특별계정부채	22	35	35	35	35
자기자본	4,927	4,883	6,053	7,371	8,565
지배자기자본	4,927	4,883	6,053	7,371	8,565
자본금	45	45	45	45	45
보통주자본금	45	45	45	45	45
신종자본증권	0	0	0	0	0
자본잉여금	113	113	113	113	113
자본조정	(68)	(68)	(68)	(68)	(68)
기타포괄손익누계액	(2,554)	(3,159)	(3,159)	(3,159)	(3,159)
이익잉여금	7,391	7,953	9,122	10,440	11,634
해약환급금준비금	4,018	3,917	3,574	3,224	2,874

손익계산서 (단위: 십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
보험손익	1,043	396	665	863	970
장기	865	338	599	671	735
CSM상각	933	951	963	993	1,009
신계약	33	34	30	30	30
보유계약	918	930	933	963	979
RA상각	132	136	140	143	149
예실차	(212)	(306)	(235)	(223)	(193)
보험금	(188)	(350)	(316)	(306)	(282)
사업비	(24)	44	80	83	89
기타	12	(443)	(269)	(242)	(230)
자동차	19	(91)	(85)	37	79
자동차보험수익	4,172	3,894	4,033	4,136	4,153
자동차보험비용	4,152	3,985	4,118	4,099	4,074
일반	159	149	151	155	156
일반보험수익	1,085	1,130	1,207	1,238	1,243
일반보험비용	927	981	1,056	1,083	1,087
투자손익	352	330	233	378	406
운용손익	1,208	1,218	1,142	1,189	1,257
보험금융손익	(856)	(888)	(910)	(811)	(851)
영업이익	1,395	726	898	1,241	1,376
영업외이익	(28.7)	(32.1)	(30.4)	(31.3)	(30.8)
세전이익	1,366	694	867	1,210	1,345
법인세비용	336	133	230	321	356
실효세율(%)	24.6	19.2	27.5	27.5	27.5
계속사업이익	1,031	561	638	889	988
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,031	561	638	889	988
지배순이익	1,031	561	638	889	988
비지배순이익	0	0	0	0	0

주요 투자 지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
CSM Movement					
기초 CSM	9,079	8,248	8,902	8,973	9,148
신계약 CSM	1,821	2,088	1,937	1,981	1,983
이자부리	319	316	326	328	334
CSM 조정	(2,038)	(800)	(1,229)	(1,140)	(1,068)
CSM 상각	(932)	(951)	(963)	(993)	(1,009)
기말 CSM	8,248	8,902	8,973	9,148	9,387
CSM 전환배수(배)	12.8	16.3	16.0	16.0	16.0
CSM 상각률(%)	9.7	9.9	9.9	10.1	10.1
자본적정성					
K-ICS 비율(%)	157	190	222	225	231
지급여력금액	12,403	13,959	15,131	16,635	18,078
지급여력기준금액	7,900	7,341	6,826	7,391	7,832

Valuation (단위: 십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당 지표(원)					
BPS	62,835	62,278	77,188	93,999	109,229
EPS	13,144	7,156	8,131	11,342	12,605
(증가율, %)	34.8	(45.6)	13.6	39.5	11.1
DPS	0	0	0	0	0
주가 지표(배)					
PBR	0.39	0.49	0.40	0.33	0.28
PER	1.9	4.3	3.8	2.7	2.4
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성(%)					
ROE	16.8	11.4	13.1	14.7	13.4
ROA	2.36	1.17	1.28	1.93	1.98

자료: 하나증권

2026년 04월 29일 | 기업분석_Update

한화손해보험(000370)

2026년 P/B 0.2배에 불과

BUY (신규)

목표주가(12M)	10,500원
현재주가(4.28)	6,760원

Key Data

KOSPI 지수(pt)	6,641.02
52주최고/최저(원)	9,300/3,955
시가총액(십억원)	789.2
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	116,738.9
60일 평균거래량(천주)	1,660.9
60일 평균거래대금(십억원)	13
외국인 지분율(%)	12.14
주요주주 지분율(%)	
한화생명보험 외 2 인	51.48

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)		
영업이익(십억원)	447	514
순이익(십억원)	342	377
EPS(원)	2,210	2,436
BPS(원)	19,652	21,981

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
영업이익	506	492	464	530
증가율	31.2	(2.9)	(5.6)	14.2
보험손익	398	308	339	380
순이익	382	361	333	380
EPS	3,169	3,123	2,881	3,284
증가율	43.9	(1.5)	(7.7)	14.0
PER	1.3	1.8	2.3	2.1
PBR	0.18	0.28	0.23	0.16
ROA	2.12	1.83	1.64	1.73
ROE	11.2	11.7	12.2	9.8
DY	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0

Analyst 고연수
yeonsookoh@hanafn.com

투자의견 'BUY', 목표주가 10,500원 제시

한화손해보험에 대해 투자의견 'BUY', 목표주가 10,500원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd BVPS 29,970원에 Target P/B 0.4배를 적용해 산출했다(ROE 12.34%, COE 8.74%, 할인율 75%). 2026년 별도 순이익은 3,332억원으로 전년대비 7.7% 감소할 것으로 예상되나, 실손보험 개혁 및 자보 경증환자 치료 8주 제한 등 제도 개편에 따라 중장기적으로 실적 개선 가시성은 높다고 판단한다.

2026년 1분기 실적은 컨센서스 부합할 전망

2026년 1분기 별도 순이익은 950억원(YoY -33.4%, QoQ +42.1%)으로 컨센서스에 부합할 전망이다. 보험손익은 940억원(YoY -30.5%, QoQ +179.1%)으로 추정한다. 보험금 예실차는 YoY/QoQ 모두 감소하나, 사업비 예실차가 전년동기대비 340억원 감소할 것으로 예상한다. 자동차보험 손익은 캐롯손보 인수 이후 계속 부진한 흐름이 이어지고 있으나, 계절적 요인으로 인해 전분기대비로는 180억원 개선될 것으로 추정한다.

투자손익은 366억원(YoY -30.0%, QoQ -37.5%) 기록할 전망이다. 금리 상승에 따라 FVPL 채권평가손실이 크게 반영되나, 주식 관련 평가이익이 반영되며 이를 일부 상쇄할 것으로 예상된다.

2026년 P/B 0.2배로 주가 하방 압력은 제한적, 자동차보험시장 M/S 상승에 주목

IFRS17 도입 이후 신계약 물량은 대폭 증가하는 흐름이 나타났으며, 동기간 CSM 전환배수는 10.6배에서 11.4배로 소폭 증가하는 흐름이 이어졌다. 이에 신계약 CSM은 1조원 이상 유지되고 있다. 다만 2026년부터 수익성 중심의 판매전략 기조로 인해 신계약 물량의 증가율은 둔화될 것으로 예상되나, CSM 전환배수가 견조하게 유지됨에 따라 신계약 CSM은 전년동기대비 4.6% 증가할 것으로 전망한다.

한편, 캐롯손해보험 인수 이후 자동차보험 손익은 적자가 지속되며 부진한 모습이 이어지고 있는데, 자동차보험시장 M/S는 상위사와 유사한 수준까지 상승한 점은 긍정적인 사안으로 판단한다. 또한, 2025년 기준 신계약 판매 확대로 해약환급금준비금이 큰 폭 증가하며 이익잉여금의 70% 수준에 달했는데, 향후 해약환급금준비금 관련 규제가 개선될 경우 배당에 대한 기대감이 재차 부각될 것으로 전망한다. 2026년 예상 PBR 0.2배에 그쳐 주가 하방 압력은 제한적으로 판단한다.

도표 1. 한화손해보험 Valuation

항목	수치	단위	비고
자기자본비용	8.7	%	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.7	%	(b): 국고채 3년 수익률
시장위험프리미엄	7.3	%	(c): 한국시장 위험 프리미엄
종목베타	0.8		(d) 3Y 조정베타
예상 ROE	12.2	%	(e): 12M Fwd ROE
목표 P/B	0.4	배	(f): (e)/(a), 할인율 75% 적용
예상 BPS	29,970	원	(g): 12M Fwd BPS
적정주가	10,500	원	(h): (f)*(g)
목표주가	**10,500**	**원**	
현재주가	6,760	원	2026년 4월 28일 종가 기준
상승여력	55	%	

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 한화손해보험 2026년 1분기 추정치 상세내역

(단위: 십억원, %)

구분	1Q26F	1Q25	YoY	4Q25	QoQ
보험손익	**94**	**135**	**(31)**	**34**	**179**
장기	92	133	(31)	68	36
CSM 상각	103	105	(1)	104	(1)
RA 상각	21	19	7	21	(3)
예실차	(23)	2	적전	(45)	적지
기타	(9)	7	적전	(13)	적지
자동차	(11)	(4)	적지	(29)	적지
일반	13	6	131	(5)	흑전
투자손익	**37**	**52**	**(30)**	**59**	**(37)**
운용손익	143	159	(10)	168	(14)
보험금융손익	(107)	(107)	적지	(109)	적지
영업이익	131	188	(30)	92	42
영업외손익	0	(0)	흑전	(4)	(112)
세전이익	131	187	(30)	89	48
당기순이익	36	45	(19)	22	66
지배주주순이익	**95**	**143**	**(33)**	**67**	**42**

자료: 한화손해보험, 하나증권

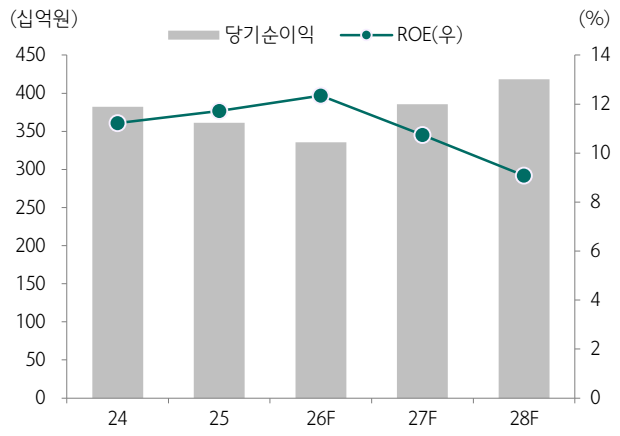
도표 3. 한화손해보험 분기별 실적

(단위: 십억원)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F
손익계산서										
보험손익	135.3	94.3	44.5	33.7	94.0	98.0	78.0	69.4	308	339
장기	133.4	93.8	67.4	67.6	91.7	103.5	92.7	85.6	362	374
CSM 상각	104.7	105.5	108.5	104.3	103.2	105.3	110.5	114.0	423	433
RA 상각	19.3	19.2	20.8	21.4	20.7	21.2	21.8	22.3	81	86
예실차	2.5	(8.6)	(31.2)	(45.0)	(23.1)	(7.7)	(16.0)	(32.1)	(82)	(79)
기타	6.9	(22.2)	(30.7)	(13.1)	(9.1)	(15.3)	(23.5)	(18.5)	(59)	(66)
자동차	(3.9)	(5.9)	(16.6)	(29.3)	(11.0)	(10.9)	(18.6)	(18.3)	(56)	(59)
일반	5.8	6.3	(6.3)	(4.6)	13.3	5.4	3.9	2.2	1	25
투자손익	52.3	23.6	49.5	58.5	36.6	24.1	30.5	33.5	184	125
운용손익	159.2	130.5	156.0	167.8	143.5	135.0	139.7	142.3	613	560
보험금융손익	(106.9)	(106.9)	(106.4)	(109.3)	(106.9)	(110.9)	(109.2)	(108.8)	(429)	(436)
영업이익	187.6	117.8	94.0	92.2	130.5	122.1	108.5	102.9	492	464
영업외손익	(0.2)	(2.5)	(1.7)	(3.6)	0.4	(3.2)	0.4	(2.2)	(8)	(4)
세전이익	187.4	115.3	92.4	88.5	131.0	118.9	108.9	100.7	484	460
법인세비용	44.7	35.4	20.7	21.7	36.0	32.7	30.0	27.7	123	126
당기순이익	142.7	79.9	71.6	66.8	95.0	86.2	79.0	73.0	361	333
지배주주순이익	142.7	79.9	71.6	66.8	95.0	86.2	79.0	73.0	361	333
주요지표										
기초 CSM	3,803	3,976	4,123	4,261	4,069	4,255	4,430	4,607	3,803	4,069
신계약 CSM	189	262	284	294	275	265	270	267	1,029	1,076
기말 CSM	3,976	4,123	4,261	4,069	4,255	4,430	4,607	4,353	4,069	4,353
CSM 전환배수(배)	9.7	11.7	12.4	11.7	12.0	11.8	11.9	11.8	11.4	11.9
ROE(%)	18.8	14.6	12.8	11.7	14.2	13.4	12.8	12.2	11.7	12.2
ROA(%)	2.93	2.27	1.99	1.83	1.90	1.80	1.72	1.64	1.83	1.64
K-ICS 비율(%)	182	180	178	174	169	178	192	194	174	194

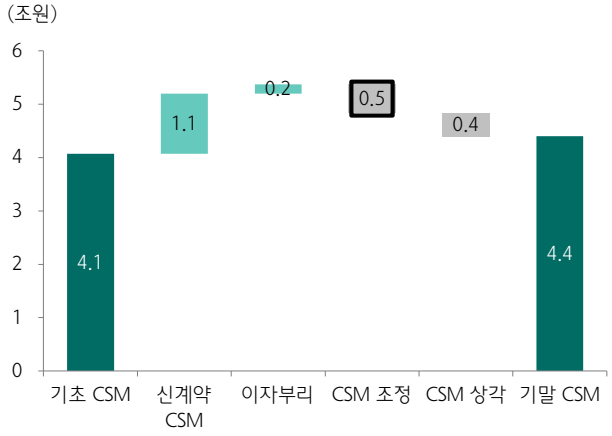
주: 별도 기준
자료: 한화손해보험, 하나증권

도표 4. 한화손해보험 연간 별도 당기순이익 및 ROE



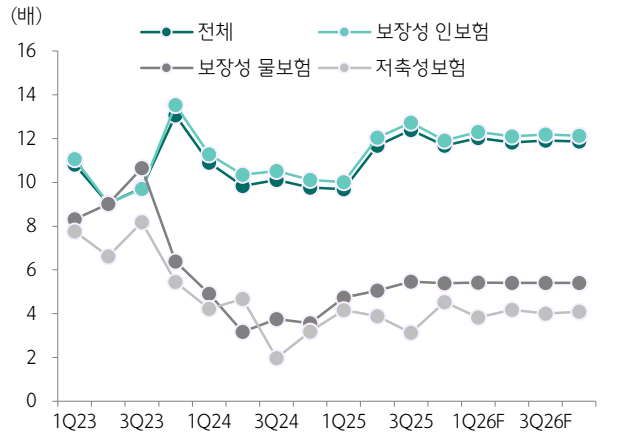
자료: 한화손해보험, 하나증권

도표 5. 한화손해보험 2026F CSM Movement



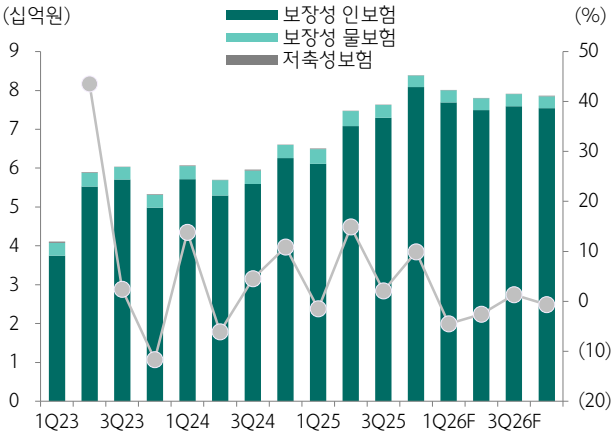
자료: 하나증권

도표 6. 한화손해보험 신계약 CSM 배수



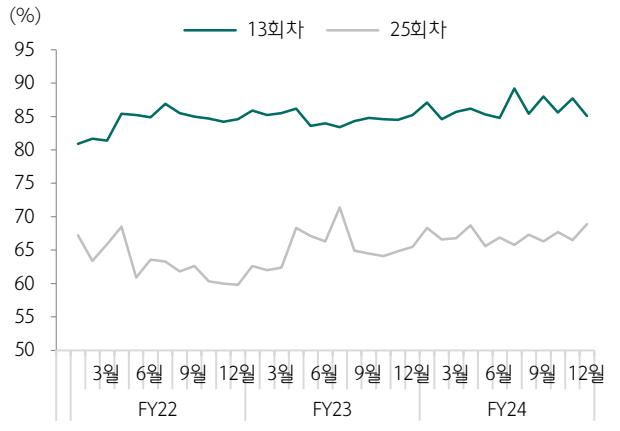
자료: 한화손해보험, 하나증권

도표 7. 한화손해보험 월납환산 신계약



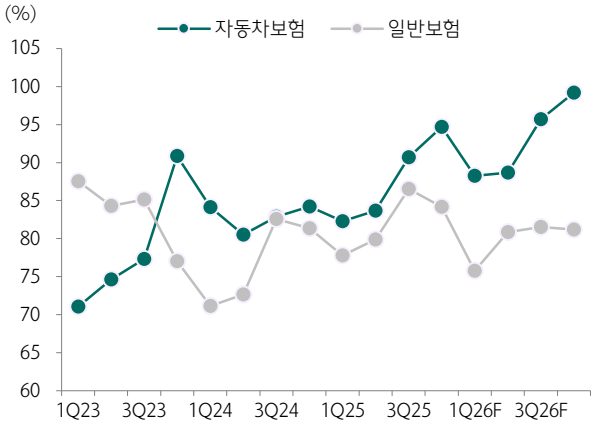
자료: 한화손해보험, 하나증권

도표 8. 한화손해보험 월별 유지율



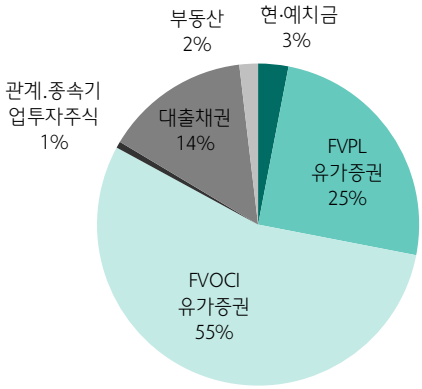
자료: 한화손해보험, 하나증권

도표 9. 한화손해보험 자동차보험 및 일반보험 손해율



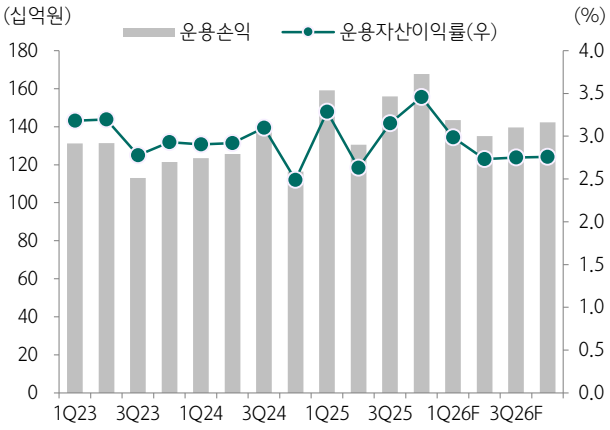
자료: 한화손해보험, 하나증권

도표 10. 2025년 4분기 한화손해보험 운용자산 포트폴리오



자료: 한화손해보험, 하나증권

도표 11. 한화손해보험 운용손익 및 운용자산이익률



자료: 한화손해보험, 하나증권

추정 재무제표

재무상태표 (단위: 십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
총자산	19,753	20,279	21,898	23,710	25,548
운용자산	18,827	18,931	20,646	22,337	24,069
현금 및 예치금	517	574	576	578	581
유가증권	15,042	15,250	16,735	18,207	19,720
대출채권	2,918	2,754	2,980	3,197	3,415
부동산	350	354	354	354	354
비운용자산	926	1,348	1,252	1,373	1,479
특별계정자산	0	0	0	0	0
총부채	16,673	17,559	18,008	18,502	19,147
책임준비금	15,271	15,416	16,683	17,899	19,117
보험계약부채	15,198	15,338	16,604	17,818	19,034
BEL	9,769	9,441	10,331	11,173	12,018
RA	980	1,048	1,077	1,104	1,126
CSM	3,803	4,069	4,353	4,636	4,922
PAA	644	780	844	906	968
재보험계약부채	1	2	2	2	2
투자계약부채	72	76	77	79	81
기타부채	1,402	2,143	1,325	603	30
특별계정부채	0	0	0	0	0
자기자본	3,079	2,720	3,889	5,208	6,402
지배자기자본	3,079	2,720	3,889	5,208	6,402
자본금	774	774	774	774	774
보통주자본금	584	584	584	584	584
신종자본증권	234	234	234	234	234
자본잉여금	69	70	70	70	70
자본조정	(5)	(349)	(349)	(349)	(349)
기타포괄손익누계액	(634)	(999)	(999)	(999)	(999)
이익잉여금	2,642	2,991	4,160	5,478	6,672
해약환급금준비금	2,034	2,416	2,497	2,578	2,659

손익계산서 (단위: 십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
보험손익	398	308	339	380	404
장기	377	362	374	406	431
CSM상각	410	423	433	457	483
신계약	43	34	31	31	31
보유계약	366	389	402	426	451
RA상각	78	81	86	92	98
예실차	75	(82)	(79)	(84)	(90)
보험금	13	(106)	16	22	21
사업비	62	24	(95)	(106)	(111)
기타	(185)	(59)	(66)	(60)	(60)
자동차	(10)	(56)	(59)	(50)	(50)
자동차보험수익	657	762	502	485	484
자동차보험비용	667	818	561	535	534
일반	31	1	25	24	23
일반보험수익	688	773	951	919	916
일반보험비용	656	772	926	895	893
투자손익	108	184	125	150	166
운용손익	505	613	560	608	656
보험금융손익	(397)	(429)	(436)	(458)	(489)
영업이익	506	492	464	530	571
영업외이익	(1)	(8)	(4)	(6)	(5)
세전이익	505	484	460	524	565
법인세비용	123	123	126	144	156
실효세율(%)	24.3	25.3	27.5	27.5	27.5
계속사업이익	382	361	333	380	410
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	382	361	333	380	410
지배순이익	382	361	333.2	380	410
비지배순이익	0	0	0	0	0

주요 투자 지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
CSM Movement					
기초 CSM	3,927	3,803	4,069	4,353	4,636
신계약 CSM	741	1,029	1,076	1,072	1,072
이자부리	150	158	172	182	193
CSM 조정	(605)	(498)	(532)	(514)	(495)
CSM 상각	(410)	(423)	(433)	(457)	(483)
기말 CSM	3,803	4,069	4,353	4,636	4,922
CSM 전환배수(배)	10.2	11.4	11.9	11.9	11.9
CSM 상각률(%)	9.9	9.8	9.4	9.4	9.4
자본적정성					
K-ICS 비율(%)	174	174	194	214	229
지급여력금액	5,515	5,895	7,156	8,546	9,832
지급여력기준금액	3,173	3,379	3,685	3,987	4,296

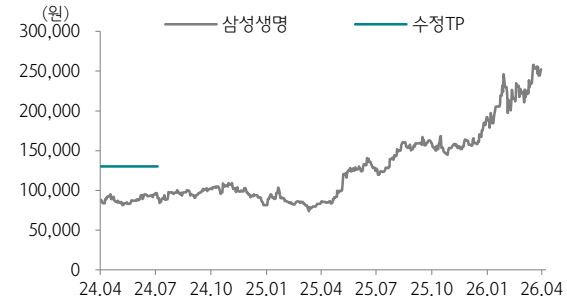
Valuation (단위: 십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당 지표(원)					
BPS	22,965	19,858	29,970	41,372	51,701
EPS	3,169	3,123	2,881	3,284	3,546
(증가율, %)	43.9	(1.5)	(7.7)	14.0	8.0
DPS	0	0	0	0	0
주가 지표(배)					
PBR	0.18	0.28	0.23	0.16	0.13
PER	1.3	1.8	2.3	2.1	1.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성(%)					
ROE	11.2	11.7	12.2	9.8	7.9
ROA	2.12	1.83	1.64	1.73	1.73

자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

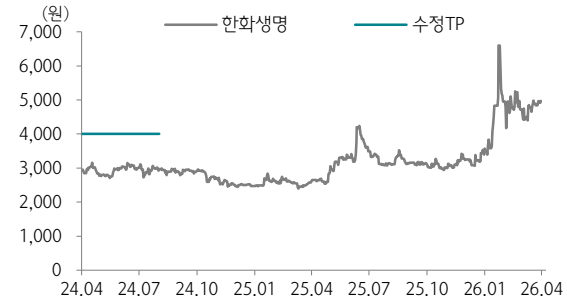
삼성생명



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.4.29	BUY	302,000		
24.3.27	BUY	130,000	-3.98%	98.46%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

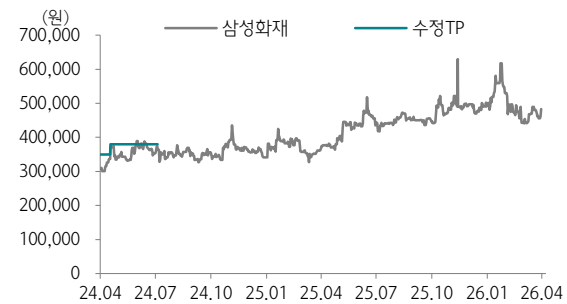
한화생명



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.4.29	BUY	7,300		
24.5.12	1년 경과		-	-
23.5.12	BUY	4,000	-31.11%	-7.75%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

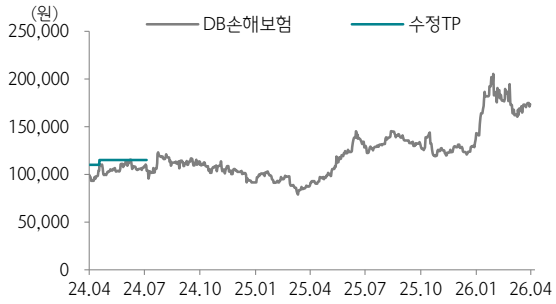
삼성화재



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.4.29	BUY	670,000		
24.5.16	BUY	380,000	8.89%	65.79%
24.2.23	BUY	350,000	-12.40%	-2.00%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

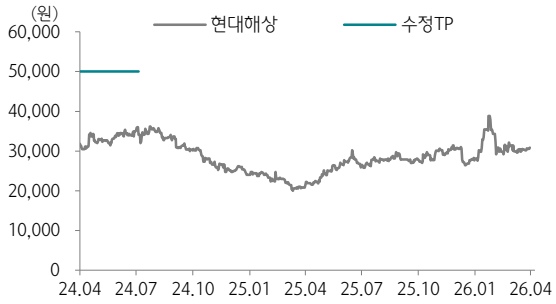
DB손해보험



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.4.29	BUY	243,000		
24.5.16	BUY	115,000	5.16%	78.70%
24.5.15	1 년 경과			
23.5.15	BUY	110,000	-22.30%	-3.45%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

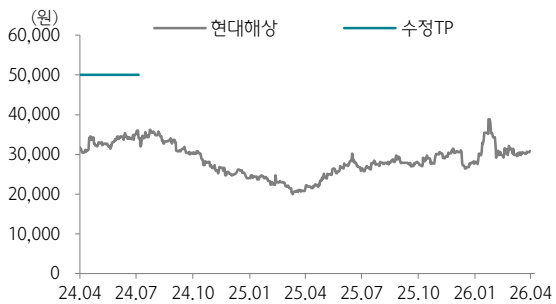
현대해상



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.4.29	BUY	42,000		
24.7.7	1 년 경과		-	-
23.7.7	BUY	50,000	-36.97%	-28.10%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

현대해상



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.4.29	BUY	42,000		
24.7.7	1 년 경과		-	-
23.7.7	BUY	50,000	-36.97%	-28.10%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 4월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(고연수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(고연수)는 2026년 4월 29일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	96.74%	3.26%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 04월 29일