

EARNINGS REVIEW

18 Aug. 2026

김지원

금융 | jiwonkim@daolfn.com

보험 (Overweight)

DAOL 다올투자증권

CSM 이상의 가치 인정 지속

Issue

보험업 2Q26 Review

Pitch

보험업 투자의견 Overweight 유지

Top-pick 삼성화재, 관심종목 현대해상

Rationale

- 2Q26 실적도 대체로 컨센서스 상회. 계리가정 선진화 가이드라인 작용에 의한 실적 눈높이가 낮아졌던 영향 가능성
- CSM은 성장보다 당분간 방어 여부가 중요해질 전망
(1) 신계약 성장력은 추가 확인 필요하고, (2) 각종 차감 요인들의 영향 최소화가 미래 이익가치의 질을 결정
- 이에 보험업종 주가는 CSM 이상의 프리미엄 요인들이 부각
(1) 이익성장력, (2) 주주환원 모멘텀
- 대기 중인 재료들 산적. 현실화되면 밸류에이션 리레이팅 근거화 가능
각 재료에 따라 종목별 선별적 접근 유효

(단위: 원, 십억원, %, %p)

		회사 잠정	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
		2026.06(P)	2026.06(E)	vs Chg	2026.06(E)	vs Con	2025.06(A)	YoY	2026.03(A)	QoQ
삼성화재(000810) BUY 820,000원(상향)	보험손익	563					480	17	551	2
	투자손익	426					355	20	362	17
	영업이익	989	946	5	887	12	835	18	914	8
	당기순이익	738	692	7	655	13	637	16	635	16
DB손해보험(005830) BUY 260,000원	보험손익	562					268	110	227	148
	투자손익	402					345	17	236	70
	영업이익	964	539	79	661	46	612	57	463	108
	당기순이익	711	398	79	487	46	460	55	269	165
현대해상(001450) BUY 56,000원(상향)	보험손익	404					213	90	302	34
	투자손익	100					129	-23	6	1,541
	영업이익	503	402	25	389	29	342	47	308	63
	당기순이익	392	293	34	282	39	248	58	223	76
삼성생명(032830) BUY 400,000원(상향)	보험손익	271					561	-52	251	8
	투자손익	351					355	-1	1,107	-68
	영업이익	623	1,174	-47	938	-34	915	-32	1,358	-54
	당기순이익	690	979	-30	758	-9	759	-9	1,204	-43
한화생명(088350) BUY 7,000원(상향)	보험손익	223					72	210	62	258
	투자손익	113					-4	흑전	242	-53
	영업이익	336	195	72	210	60	68	395	304	10
	당기순이익	262	148	78	156	68	58	355	248	6

Note: K-IFRS 연결 및 별도
Source: 다올투자증권

Fig. 1: 커버리지 보험사 실적비교표

(십억원, %)

		2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	YoY	QoQ
보험손익	삼성화재	480	370	184	551	563	17%	2%
	DB 손해보험	268	102	263	227	562	110%	148%
	현대해상	213	161	-154	302	404	90%	34%
	삼성생명	561	268	-126	251	271	-52%	8%
	한화생명	72	-37	205	62	223	210%	258%
투자손익	삼성화재	355	332	235	362	426	20%	17%
	DB 손해보험	345	301	188	236	402	17%	70%
	현대해상	129	89	4	6	100	-23%	1541%
	삼성생명	355	547	221	1,107	351	-1%	-68%
	한화생명	-4	215	-169	242	113	흑전	-53%
영업이익	삼성화재	835	702	420	914	989	18%	8%
	DB 손해보험	612	403	451	463	964	57%	108%
	현대해상	342	251	-149	308	503	47%	63%
	삼성생명	915	816	95	1358	623	-32%	-54%
	한화생명	68	179	36	304	336	395%	10%
신계약 CSM	삼성화재	720	767	710	627	616	-14%	-2%
	DB 손해보험	793	724	709	625	586	-26%	-6%
	현대해상	526	514	571	470	480	-9%	2%
	삼성생명	769	871	762	849	869	13%	2%
	한화생명	437	564	576	611	689	58%	13%
CSM 조정액	삼성화재	-194	-47	-1287	-44	-208	7%	369%
	DB 손해보험	-216	-274	-1775	213	-404	87%	(-)전환
	현대해상	-97	-97	-1149	-40	424	(+)조정	(+)조정
	삼성생명	-67	-321	-1364	-179	-540	711%	203%
	한화생명	-362	-231	-817	-301	-592	63%	97%
상각 전 CSM 잔액 상승률	삼성화재	5%	6%	-3%	5%	4%	-1%p	-1%p
	DB 손해보험	5%	4%	-7%	8%	2%	-3%p	-5%p
	현대해상	6%	5%	-5%	6%	11%	5%p	5%p
	삼성생명	6%	5%	-3%	6%	3%	-3%p	-3%p
	한화생명	2%	5%	-2%	5%	2%	0%p	-2%p

Source: 다올투자증권

I. 2Q26 Review

I-1. [CSM] CSM Movement: 잠재 미실현이익 방어가 중요

2Q26 기준 커버리지 보험사별 CSM 동향

[삼성화재] 상각 전 CSM 잔액 14.6조원(기초 잔액 대비 +3.7%)

[DB 손보] 상각 전 CSM 잔액 12.8조원(기초 잔액 대비 +2.2%)

[현대해상] 상각 전 CSM 잔액 9.9조원 (기초 잔액 대비 +10.7%)

[삼성생명] 상각 전 CSM 잔액 13.7조원(기초 잔액 대비 +3.4%)

[한화생명] 상각 전 CSM 잔액 8.9조원(기초 잔액 대비 +2.1%)

보험사들의 잠재 미실현이익 가치 확인. 변동 요인 확인 위해 상각 전 CSM 잔액 기준 비교.

상각 전 CSM 잔액 성장률이 다소 둔화되었다.

신계약 CSM 방어 여부에 일회성 조정 변동 영향 때문이다.

(1) 주된 이유는 CSM (-)조정 확대이다. 계리가정 선진화 가이드라인 적용 영향 때문이다.

신규담보 손해를, 비실손 갱신형 담보 손해를 / 물가상승률 반영한 사업비 가정 변경 건이다.

손해보험사들은 대체로 2Q26에 반영했다. 신규담보 손해를 가정 변경 영향이 특히 부각되었다.

장기 보장성 인보험 중 경험통계가 부족한 간편보험 비중 높을수록 CSM 차감폭 확대로 해석한다.

오히려 (+)조정인 경우는 기존에 보수적으로 손실계약 분류된 담보들의 손실요소 축소 영향이다.

생명보험사들은 2Q26 뿐만 아니라 4Q26에도 반영될 예정이다.

2Q26에는 사업비 가정 변경 영향이다. 물가상승률 반영 후 사업비 PV 상승에 따른 조정이다.

4Q26에는 신규담보 손해를 가정 변경 관련 조정이 예상된다. CSM 추가 차감 가능성이 있다.

또한, 유지율도 최근 일부 변동이 있어 연말 조정 관련 추이 확인이 필요하다.

(2) 신계약 CSM 방어에는 수익성이 중요했다. 매출 감소 가운데, 회사별 차별화가 나타났다.

현대해상 및 커버리지 생명보험사들은 실손 혹은 중장기납 종신보험 등 주요 상품 중심으로 수익성

방어 및 개선세를 보였다. 7월 관리급여 제도 시행, 추가 요율 인상 및 언더라이팅 강화 기조 등을

고려할 때, 하반기에도 수익성 회복 및 개선세가 이어질 전망이다.

I-2. 자본여력과 배당가능이익 확대 지속

커버리지 보험사들의 2Q26 예상 K-ICS비율은 비교적 flat하다. 삼성화재만 크게 개선되었다.

- (1) 요구자본 변동성이 있었다. (a) 시장리스크가 증가했다. 분기중 금리 및 환율 변동성 확대 영향이다. (b) 보험리스크가 증가했다. 해외 보험사 인수 혹은 거래가정 선진화 가이드라인 반영 후 장기 및 일반보험 리스크가 증가했다. DB손해보험의 Fortegra 인수 관련 영향은 -23%p 정도이다.
- (2) 가용자본 증가세는 다행히 지속 중이다. (a) 이익잉여금이 축적되고 있다. 보험사들의 상반기 순이익 증가 누적이다. (b) 기타포괄손익누계액이 지속적으로 개선 중이다. 금리 상승에 따른 부채 시가평가액 축소 또는 전자 주가 상승에 따른 지분가치 평가의 증가 영향이다.

커버리지 보험사들의 배당가능이익은 보다 확대되거나 (-)폭이 축소되고 있다.

2026년 해약환급금준비금 적립률 완화기준 160% 상회하는 여전히 충족 중이다. 배당 가능 보험사들의 배당가능이익은 보다 확대되었다. 배당 가능 여력 부족으로 판단하는 보험사들의 배당가능이익 (-)폭도 축소되고 있다. 순자산 증가에 따른 2Q26 자본기준 배당가능이익 증가가 지속 중이다. 커버리지 합산기준 134.7조원(vs. 1Q26 76.8조원 vs. 25년말 60.4조원)이다.

I-3. 투자전략: 보험업종 Overweight 유지

CSM은 당분간 방어 여부가 중요해질 전망이다.

- (1) 신계약 성장력은 추가 확인이 필요하고, (2) 각종 차감 요인들의 영향을 얼마나 최소화하는지가 미래 이익가치의 질을 결정할 것으로 보이기 때문이다. 장기 이익가치의 성장성 근거는 아직이다.

CSM 이상의 프리미엄 요인들이 부각되는 국면이 지속 중이다.

P/CSM 기준으로도 현재 보험사들의 밸류는 CSM 이상의 프리미엄이 결정하고 있다.

첫째, 이익성장력이다. 본업적으로는 예상치 안정화를 통한 이익변동성 축소가 있다. 본업 외적으로는 연결 자회사 및 계열사 지분법 이익 확대를 통한 순이익 레버리지가 있다. ROE 추가 상향 가능성, 또는 배당성향이 유지된다면 이익 증가에 평균 DPS 추가 상승도 기대할 수 있다.

둘째, 주주환원 모멘텀이다. 회사의 주주환원 정책 변화 혹은 신규 제시 기대가 존재한다. 그리고 해약환급금준비금 적립률 추가 완화 관련 정책 현실화에 대한 기대도 존재한다.

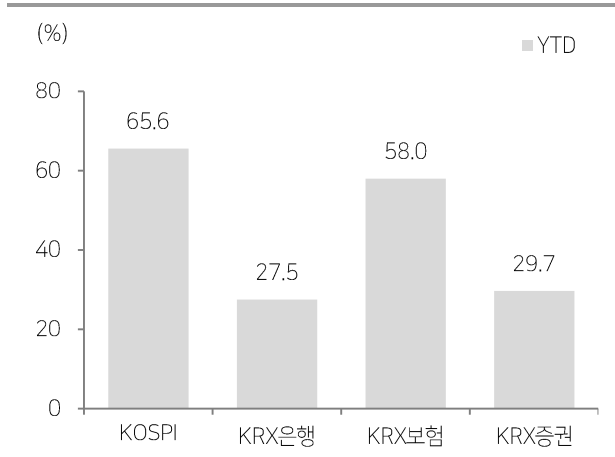
보험업종은 대기 중인 프리미엄 재료들이 산적해 있다. 현실화되면 밸류에이션 리레이팅 근거로 작용할 수 있다고 생각한다. 각 재료에 따라 종목별 선별적 접근이 유효하겠다.

따라서 보험업종 투자의견 Overweight을 유지한다.

Top-pick 삼성화재 유지한다. 경쟁사 대비 본업 안정성이 확인되고 있다. 여기에 연결 해외 자회사 이익 기여와 전자 지분 특별배당 확보에 따른 증익 가능성이 전망된다.

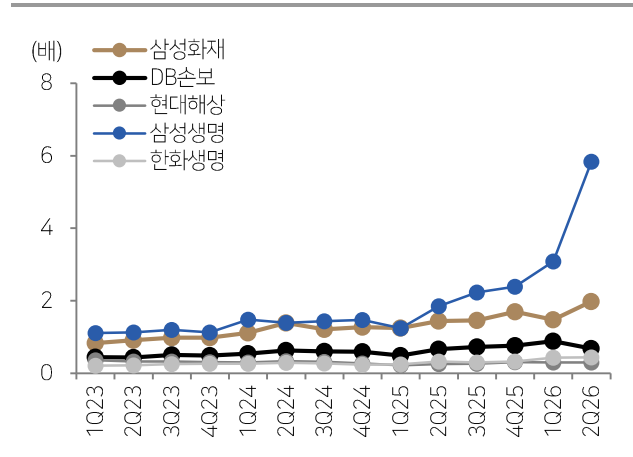
관심종목으로 현대해상을 제시한다. CSM 안정성과 보험이익 개선 가시성 등 본업 가치가 높아지고 있으며, 향후 해약환급금준비금 적립률 추가 완화가 현실화되면 주가 탄력성이 클 것으로 판단한다.

Fig. 2: KRX 업종별 YTD 수익률



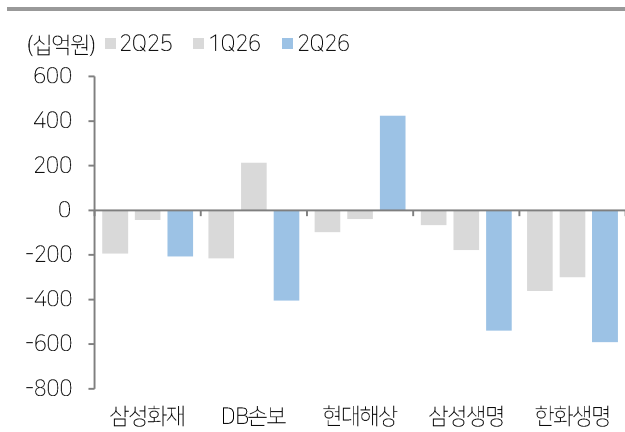
Source: KRX, 다올투자증권

Fig. 3: P/CSM 배수 산출값 동향



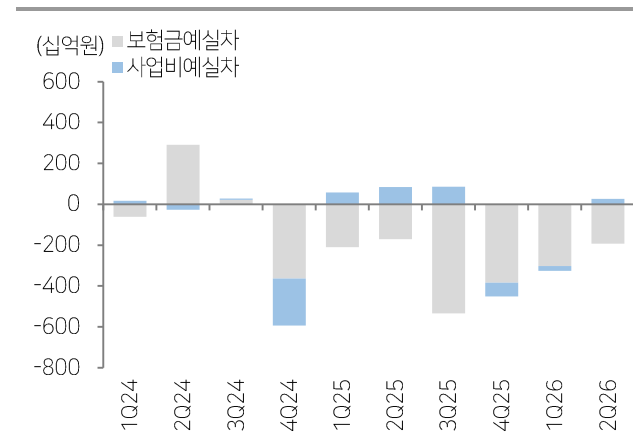
Source: 다올투자증권 추정

Fig. 4: (CSM 조정) 커버리지 보험사 개별 비교



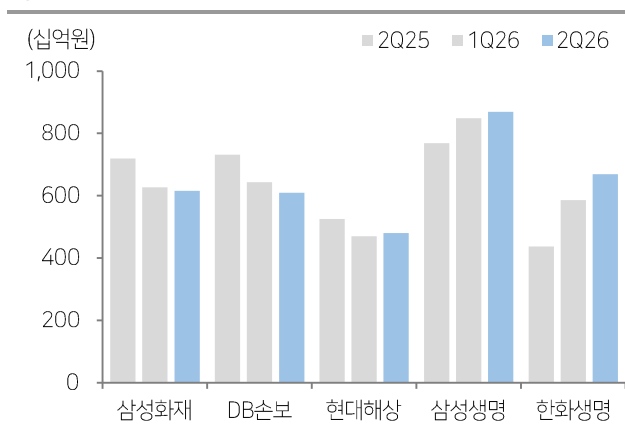
Source: 각 사, 다올투자증권

Fig. 5: (PL 예실차) 커버리지 보험사 개별 비교



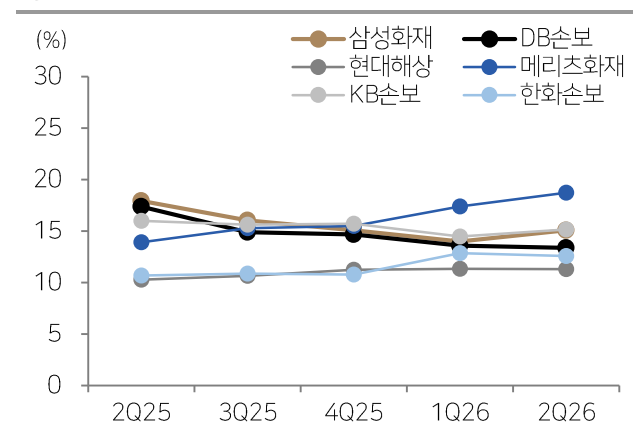
Source: 각 사, 다올투자증권

Fig. 6: (신계약 CSM) 커버리지 보험사 개별 비교



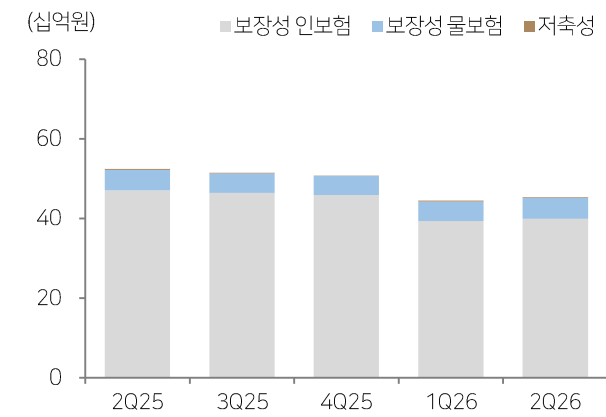
Source: 각 사, 다올투자증권

Fig. 7: (신계약 CSM) 손해보험 GA채널 신계약 점유율



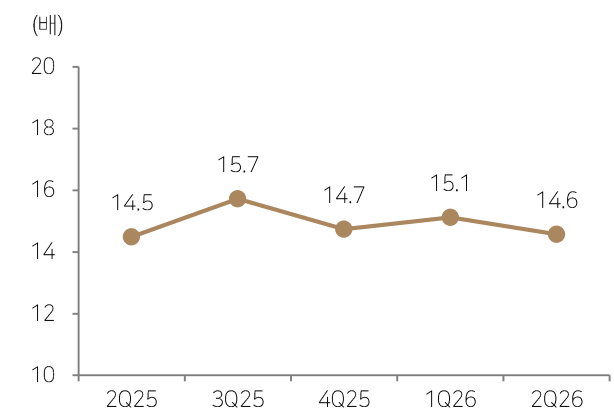
Source: 더좋은지에이연구소, 다올투자증권 추정

Fig. 8: 2Q26 보험료 추이: 삼성화재



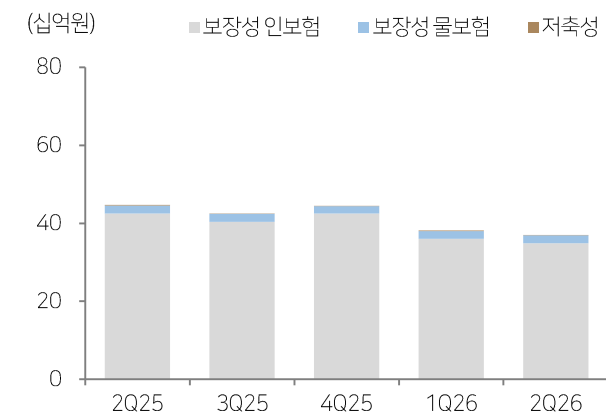
Note: 월납환산초회보험료 기준
Source: 삼성화재, 다올투자증권

Fig. 9: 2Q26 CSM 환산배수 추이: 삼성화재



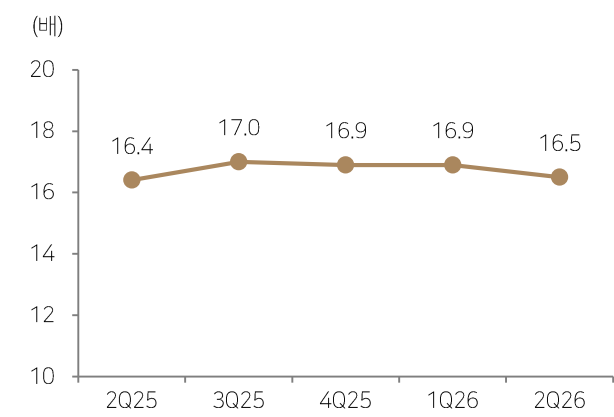
Note: 보장성 인보험 기준
Source: 삼성화재, 다올투자증권

Fig. 10: 2Q26 보험료 추이: DB손해보험



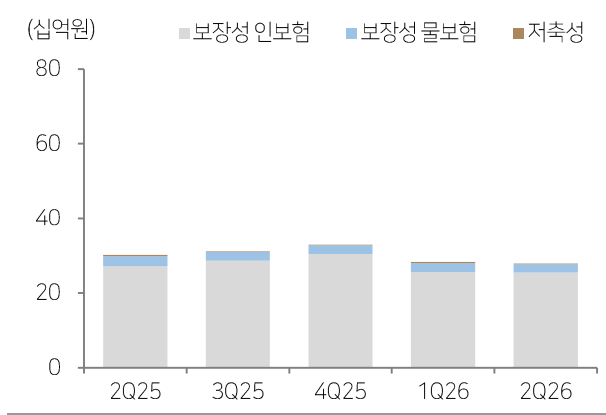
Note: 월납환산초회보험료 기준
Source: DB손해보험, 다올투자증권

Fig. 11: 2Q26 CSM 환산배수 추이: DB손해보험



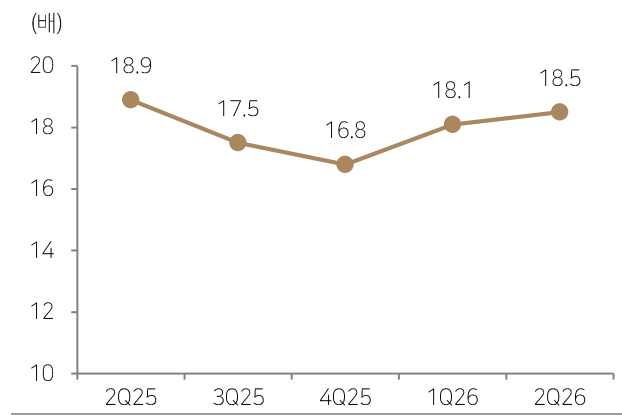
Note: 보장성 인보험 기준
Source: DB손해보험, 다올투자증권

Fig. 12: 2Q26 보험료 추이: 현대해상



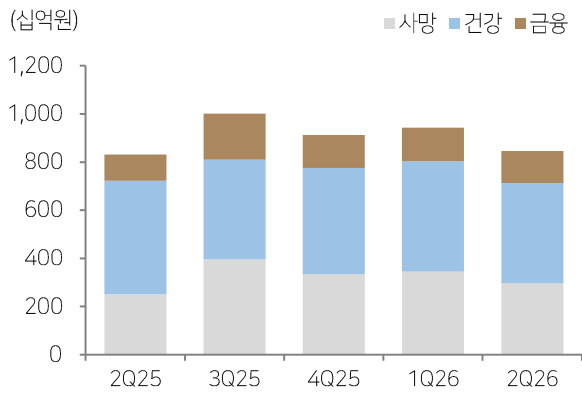
Note: 월납환산초회보험료 기준
Source: 현대해상, 다올투자증권

Fig. 13: 2Q26 CSM 환산배수 추이: 현대해상



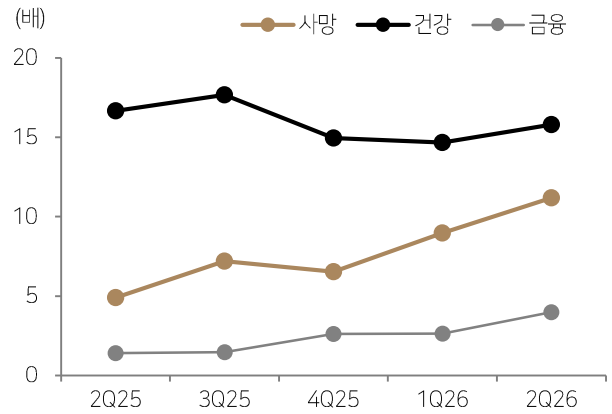
Note: 보장성 인보험 기준
Source: 현대해상, 다올투자증권

Fig. 14: 2Q26 보험료 추이: 삼성생명



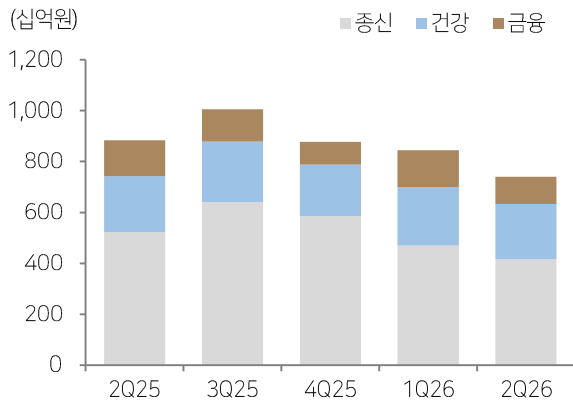
Note: APE 기준
Source: 삼성생명, 다올투자증권

Fig. 15: 2Q26 CSM 환산배수 추이: 삼성생명



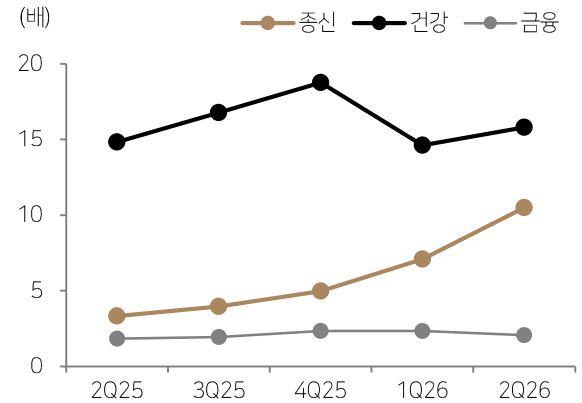
Source: 삼성생명, 다올투자증권

Fig. 16: 2Q26 보험료 추이: 한화생명

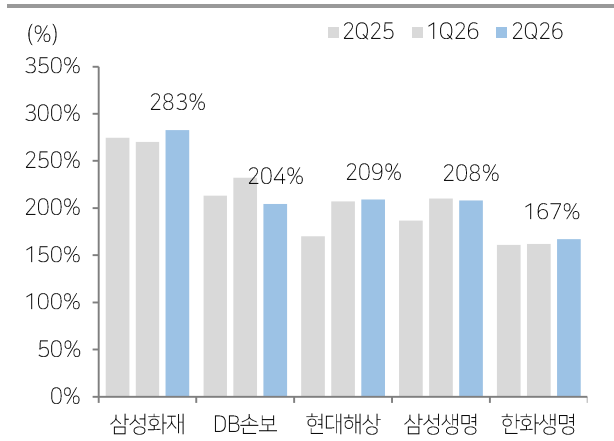


Note: APE 기준
Source: 삼성생명, 다올투자증권

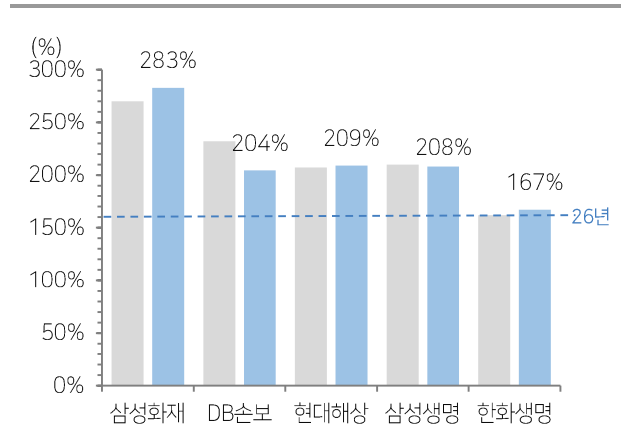
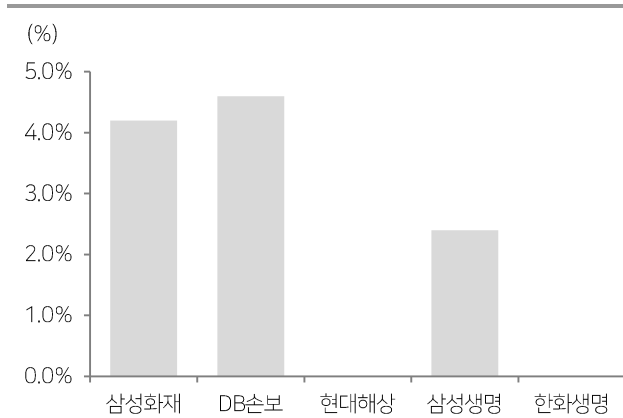
Fig. 17: 2Q26 CSM 환산배수 추이: 한화생명



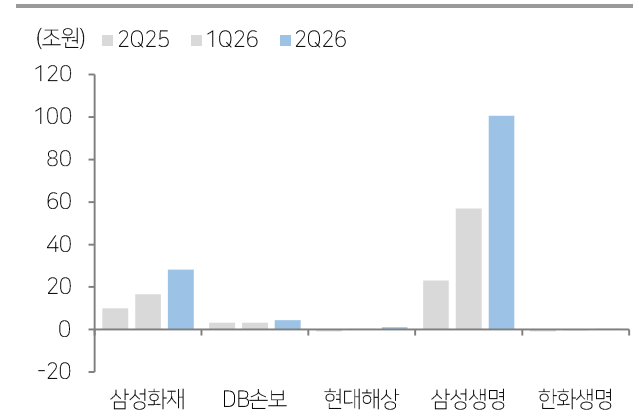
Source: 삼성생명, 다올투자증권

Fig. 18: (자본적정성) 커버리지 예상 K-ICS비율 비교

Source: 각 사, 다올투자증권

Fig. 19: (자본적정성) 해약환급금준비금 적립률 완화기준 대비Note: '26년은 K-ICS비율 160% 이상이면, 적립률 80% 적용
Source: 각 사, 다올투자증권**Fig. 20:** (주주환원) 커버리지 보험주 2026E 배당수익률

Source: 다올투자증권 추정

Fig. 21: (주주환원) 커버리지 보험사 배당가능이익 추정Note: 2Q26 자본 기준
Source: 각 사, 다올투자증권

삼성화재 (000810)

2Q26 Review: 본업 안정성 바탕에 밸류 상승 잠재력이 차별화

Investment Point

- 2Q26P 연결기준 영업이익 9,887억원(YoY+18.4%, QoQ+8.2%), 지배순이익 7,377억원(YoY+15.7%, QoQ+16.2%). 컨센서스와 당사 추정치를 각각 +12.7%, +6.6% 상회하는 양호한 실적 시현
- [CSM] 기말 CSM 잔액 14.6조원. 상각전 CSM 변화율은 감소(QoQ+3.7%) 전분기대비 신계약 CSM 다소 감소하고, CSM (-)조정폭 확대되었기 때문
(1) 신계약 CSM 다소 감소(QoQ-1.8%). 월납환산 기준 454억원(QoQ+2.0%). 금분기 초경증 간편보험 판매 확대에 따른 영향. 손보업계 신계약 매출 성장률 둔화 현황 고려할 때, 신계약 매출 방어와 동사 시장점유율 상승 긍정적 해석. 한편으로 이러한 매출 확대는 기존 간편보험 대비 낮은 보험료 경쟁력이 작용했을 가능성. 이에 보장성 인보험 중심으로 동사 환산배수 하락(13.6배 vs. 1Q26 14.2배). 금분기 변화는 매출 방어를 위한 일시적인 단기 드라이브였을 가능성. 하반기 원가 반영 및 수익성 중심 전략으로 연내 정상화를 언급했기 때문. 따라서 수익성 회복 가정 반영
(2) CSM (-)조정폭 확대. 전분기 RA 조정에 따른 축소 기저와 금분기 계리가정 선진화 가이드라인 반영 영향. 일부 상쇄작용 있으나 신규담보 손해를 가정 변경 영향이 부담. 유지율 등 지표 확인 필요. 하반기 정상화 기대
- [PL] 보험손익 5,632억원(YoY+17.2%, QoQ+2.1%). 장기보험은 상각의 증가한 가운데 예실차와 손실부담계약비용이 추가 개선. 생존담보 중심 손해를 안정화. 또한, 25년말 이후 경험통계 반영하며 예상보험금 상승. 하반기에도 예실차 변동 안정화 기대
자동차보험이 흑자 전환. 기존 예상보다 달성 시점이 빨랐음. 연초 보험료 인상과 운행량 축소로 손해를 하락 지속. 하반기 계절성 감안해도 개선 기대
투자손익 4,255억원(YoY+20.0%, QoQ+17.4%). 연결 자회사 관련 이익 반영 때문. Canopus 보유 자회사 매각의 389억원 반영, Fortuna Topco 지분을 확대해 Canopus 이익 추가 반영 효과 684억원. 언더라이팅 강화로 합산비율 개선되며 Canopus 증익. 연결 지분법 회사들의 기여도 향후 확인 필요
- 26E DPS 25,700원, 배당수익률 4.2% 전망. 동사 기업가치제고계획 따름
- 예상 K-ICS비율 282.8%(QoQ+12.7%p). 시장리스크로 인한 요구자본 증가에도, 전자 지분가치 상승에 따른 OCI 평가의 증가로 가용자본 보다 확대
- 적정주가 상향. 실적 반영 후 선행 ROE 상향
동사 Valuation에 연결 지분법 회사들의 기여도 가시화되는 중. 보험 본업 안정화 바탕되면, 추가 ROE 또는 BPS 상승 가능성이 경쟁사 대비 차별점으로 작용 가능. 보험업종 Top-pick 유지

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	유지
적정주가	820,000	800,000	상향
Earnings			상향

Stock Information

현재가(8/14)	615,000원
예상 주가상승률	33.3%
시가총액	274,582억원
외국인 지분율	58.0%
주요주주지분율(%)	
삼성생명보험 (외 6인)	19.6
자사주 (외 1인)	10.8
국민연금공단 (외 1인)	7.2

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	12.1	11.5	9.0
PBR(배)	1.1	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	N/A
배당수익률(%)	3.9	4.2	5.5

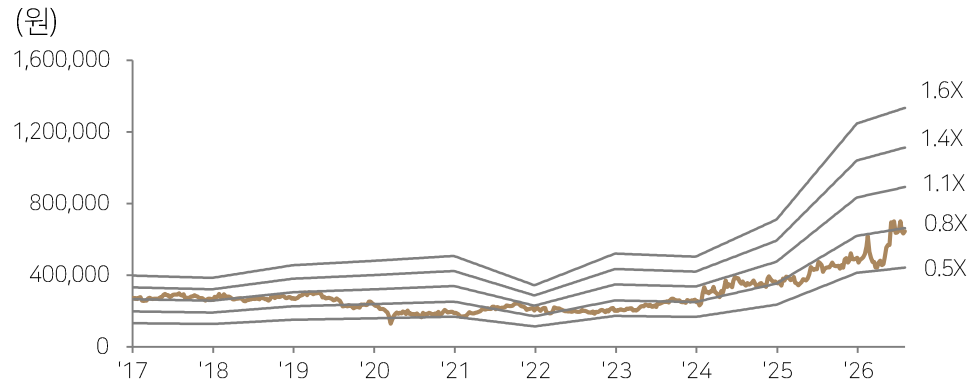
Fig. 1: 삼성화재 2Q26 Review

(단위: 십억원, %)

	회사 잠정 2026.06(P)	당사 예상 2026.06(E)		시장 컨센서스 2026.06(E)		전년 동기 2025.06(A)		전분기 2026.03(A)	
			vs Chg		vs Con		YoY		QoQ
보험손익	563					480	17	551	2
투자손익	426					355	20	362	17
영업이익	989	946	5	887	12	835	18	914	8
당기순이익	738	692	7	655	13	637	16	635	16

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 2: 삼성화재 PBR Bandchart



Source: 다올투자증권

Fig. 3: Valuation 및 적정주가 변경

	삼성화재	비고
Forward ROE	8.5	5 개년 평균 Forward ROE
Growth Rate	1.0	금융및보험업 GDP CAGR
adj.CoE	9.8	국채 10년, KOSPI 기반 CAPM CoE +자본적정성, 배당가능이익 등 질적요소 기반 할인율 반영
적정 PBR	1.0	
Forward BPS	806,858	5 개년 평균 Forward BPS
적정주가	820,000	
상승여력	33.3%	8 월 14 일 증가 기준

Source: 다올투자증권

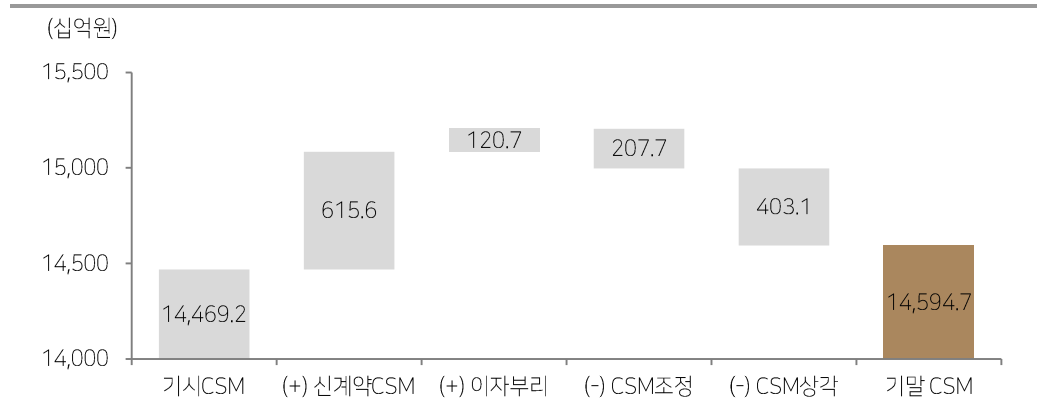
Fig. 4: 삼성화재 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	25	26E	27E
보험손익	525	480	370	184	551	563	448	390	1,560	1,952	2,098
장기	437	458	418	315	475	487	459	435	1,628	1,856	1,931
CSM상각	406	406	416	392	400	403	408	399	1,621	1,610	1,641
RA변동	45	47	52	55	54	59	60	58	199	231	241
예실차	-19	28	-33	-83	10	25	-13	-27	-107	-6	30
기타	6	-23	-18	-49	12	0	4	4	-85	20	20
손실부담계약비용	1	-3	0	17	18	36	18	18	14	91	74
자동차	30	1	-65	-125	-10	30	-33	-74	-159	-87	-11
일반	50	57	50	14	105	83	61	60	171	309	282
연결손익 및 기타사업비	8	-35	-32	-20	-18	-36	-40	-31	-80	-125	-105
투자손익	291	355	332	235	362	426	454	213	1,213	1,455	2,099
영업이익	816	835	702	420	914	989	902	603	2,773	3,407	4,197
영업외손익	6	8	5	-9	-56	4	-11	-13	10	-77	-91
지배순이익	608	637	538	235	635	738	659	436	2,018	2,467	3,037

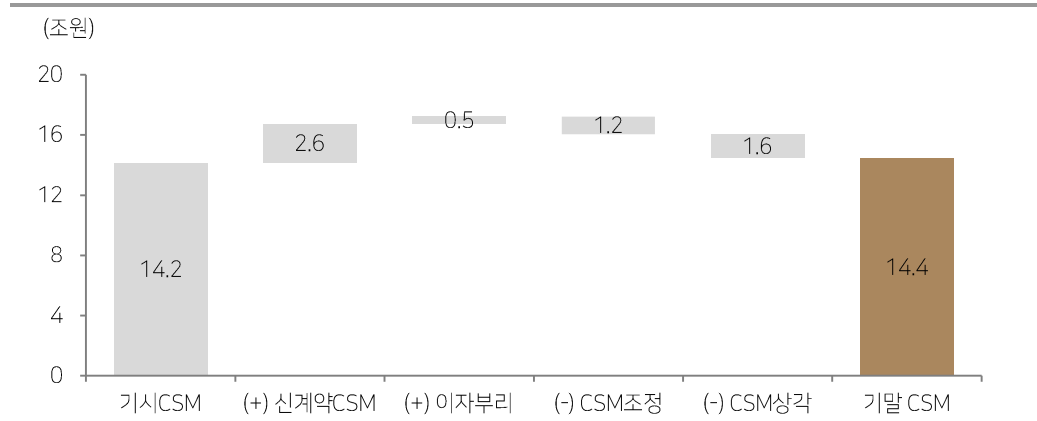
Source: 다올투자증권

Fig. 5: 삼성화재 2Q26 CSM Movement



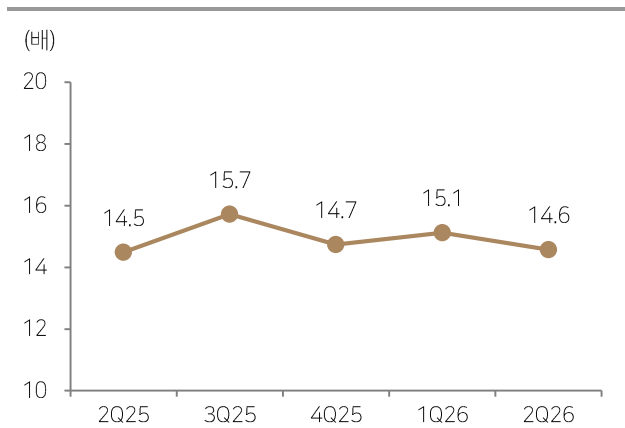
Source: 동양생명, 다올투자증권

Fig. 6: 삼성화재 2026E CSM Movement 전망



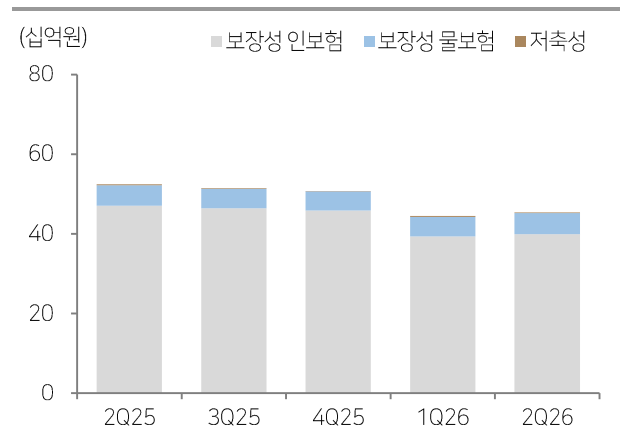
Source: 다올투자증권 추정

Fig. 7: 신계약 CSM 환산배수 추이



Note: 보장성 인보험 기준
 Source: 삼성화재, 다올투자증권

Fig. 8: 월납환산초회보험료 추이



Source: 삼성화재, 다올투자증권

삼성화재 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	92,487	113,004	121,430	130,867
현금및예치금	3,410	2,675	2,875	3,098
유가증권	58,880	80,121	86,095	92,786
대출금	27,758	27,711	29,777	32,091
부동산	2,438	2,497	2,683	2,892
비운용자산	3,827	4,275	4,449	4,629
특별계정자산	136	228	237	247
자산총계	96,450	117,507	126,116	135,743
책임준비금	66,540	67,202	72,926	79,419
CSM	14,168	14,447	14,962	15,474
기타부채	8,480	14,875	14,875	15,024
특별계정부채	138	225	225	225
부채총계	75,158	82,302	88,025	94,668
자본금	26	26	26	26
신종자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	939	939	939	939
이익잉여금	14,643	13,118	13,927	14,694
자본조정	-1,219	-951	-951	-951
기타포괄손익누계액	6,868	22,037	24,114	26,331
비지배지분	35	35	35	35
자본총계	21,292	35,205	38,091	41,076

손익계산서

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
장기보험	1,628	1,856	1,931	2,007
CSM상각	1,621	1,610	1,641	1,691
RA변동	199	231	241	248
예실차	-107	-6	30	57
손실부담계약비용	14	91	74	76
기타	-99	-71	-54	-66
자동차보험	-159	-87	-11	71
일반보험	171	309	282	279
연결손익 및 기타사업비	-80	-125	-105	-80
보험손익	1,560	1,952	2,098	2,277
보험금융손익	-1,261	-1,342	-1,349	-1,391
기타투자손익	2,474	2,797	3,448	3,029
투자손익	1,213	1,455	2,099	1,639
영업이익	2,773	3,407	4,197	3,916
증가율 (Y-Y,%)	1%	23%	23%	-7%
영업외손익	10	-77	-91	-76
세전이익	2,783	3,331	4,106	3,839
법인세비용	763	862	1,068	998
당기순이익	2,020	2,469	3,039	2,841
증가율 (Y-Y,%)	-3%	22%	23%	-6%
지배주주순이익	2,018	2,467	3,037	2,839

주요투자지표1

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
신계약 수익성				
월납한산보험료	214	183	213	222
신계약 CSM	2,898	2,560	2,993	3,120
CSM Movement				
기시 CSM	14,074	14,168	14,447	14,962
신계약 CSM	2,898	2,560	2,993	3,120
상각	-1,621	-1,610	-1,641	-1,691
이자부리	502	485	495	511
CSM 조정	-1,686	-1,156	-1,333	-1,427
기말 CSM	14,168	14,447	14,962	15,474

자료: 다올투자증권

주요투자지표2

(단위: 원, 배)	2025	2026E	2027E	2028E
재무비율(%)				
ROA	2.2	2.3	2.5	2.2
ROE	11.0	8.7	8.3	7.2
Per share Data				
EPS	41,228	53,585	68,100	65,823
BPS	434,944	764,640	854,262	952,221
DPS(보통주)	19,500	25,700	33,800	33,600
배당성향(%)	41	44	47	50
Multiples(x,%)				
PER	12.1	11.5	9.0	9.3
PBR	1.1	0.8	0.7	0.6

DB손해보험 (005830)

2Q26 Review: 성장력과 리스크 부담 이겨낼 모멘텀 재료 주목

Investment Point

- 2Q26P 별도기준 영업이익 9,639억원(YoY+57.4%, QoQ+108.3%), 지배순이익 7,111억원(YoY+54.6%, QoQ+164.8%). 어닝 서프라이즈 기록
- [CSM] 기말 CSM 잔액 12.8조원. 상각전 CSM 변화율 감소(QoQ+2.2%)
전분기대비 신계약 CSM 감소했고, CSM 조정 (-) 전환되었기 때문
(1) 신계약 CSM 감소(QoQ-6.2%). 월납환산 기준 370억원(QoQ-3.3%). 질병
담보 간편보험 중심 손보업계 신계약 매출 감소 영향. 수익성도 flat(환산배수
기준 16.5배 vs. 1Q26 16.9배). 매출 방어보다 언더라이팅 강화 및 수익성 관리
전략을 지속 중인 것으로 해석. 연간 신계약 CSM 목표가 2조원. 추정하는 26E
신계약 CSM 2.4조원으로, 가이드라인 목표는 달성 가능
(2) CSM 조정 (-) 전환. 계리가정 선진화 가이드라인 반영 영향. 마찬가지로
신규담보 손해를 가정 변경 영향이 부담. 관련해 잔여보장부채 변동으로 보임.
다행히 유지율은 개선. 변동성 점진적 완화를 기대
- [PL] 보험손익 5,618억원(YoY+109.9%, QoQ+148.0%).
장기보험은 현금흐름 축소에 따른 상각의 감소 가운데 큰 폭의 손실부담계약비용
환입분이 기여. 계리가정 선진화 가이드라인 반영한 일회성 환입분 2,525억원.
비실손 갹신형 손해를 및 사업비 가정 변경에 따른 영향. 하반기 보험손익
변동성 축소에는 예상치가 관건. 25년말 이후 경험통계 반영하며 예상보험금
수준은 높아진만큼, 향후 손해를 동향이 중요할 것으로 생각
자동차보험은 흑자 지속. 일반보험 흑자 전환 긍정적. 인천 물류센터 화재 관련
손실은 130억원. 재보험 출재구조 개편 및 손해를 안정화 결과
투자손익 4,021억원(YoY+16.7%, QoQ+70.3%). 전분기 일부 PL자산 유가증권
평가손 기저 영향
- 예상 K-ICS비율 204.3%(QoQ-27.8%p). 보험리스크 확대에 따른 요구자본
증가. 계리가정 선진화 가이드라인상 사업비 가정 변경, Fortegra 편입에 따른
일반보험 리스크 증가. 향후 재보험 출재 등 관리 수단 검토 예정으로 소통
- OCI평가손 축소 긍정적인 가운데, 향후 요구자본 관리가 중요. K-ICS비율
200% 미만일 때 배당정책 영향 가능성 암시. 다가올 신규 밸류업계획 중요
- 향후 모멘텀 재료들은 충분. 신규 밸류업계획과 함께, 연결 반영될 Fortegra
이익 더해지며 ROE 추가 개선 기대. 현재로서는 적정주가 유지

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	260,000	260,000	유지
Earnings			유지

Stock Information

현재가(8/14)	176,800원
예상 추가상승률	47.1%
시가총액	115,805억원
외국인 지분율	44.5%
주요주주지분율(%)	
김남호 (외 15인)	27.6
자사주 (외 1인)	8.3
국민연금공단 (외 1인)	7.4

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	6.0	7.0	7.7
PBR(배)	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	N/A
배당수익률(%)	5.8	4.6	4.6

Fig. 9: DB손해보험 2Q26 Review

(단위: 십억원, %)

	회사 잠정	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2026.06(P)	2026.06(E)	vs Chg	2026.06(E)	vs Con	2025.06(A)	YoY	2026.03(A)	QoQ
보험손익	562					268	110	227	148
투자손익	402					345	17	236	70
영업이익	964	539	79	661	46	612	57	463	108
당기순이익	711	398	79	487	46	460	55	269	165

Note: K-IFRS 별도 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 10: DB손해보험 PBR Bandchart

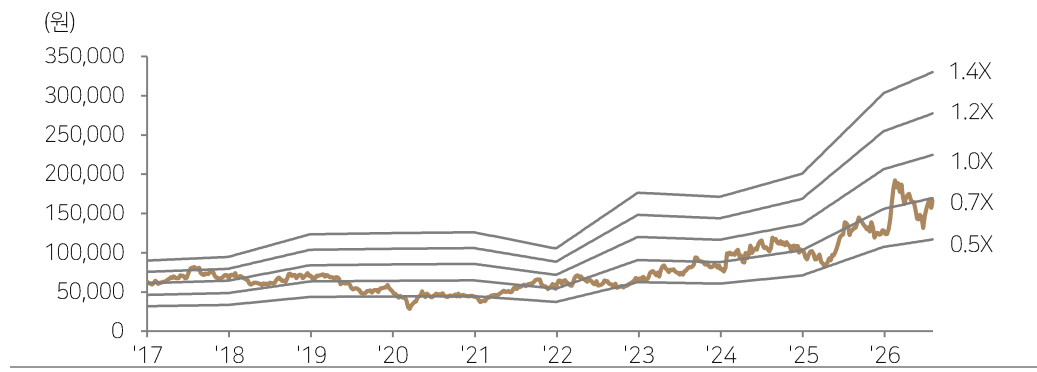


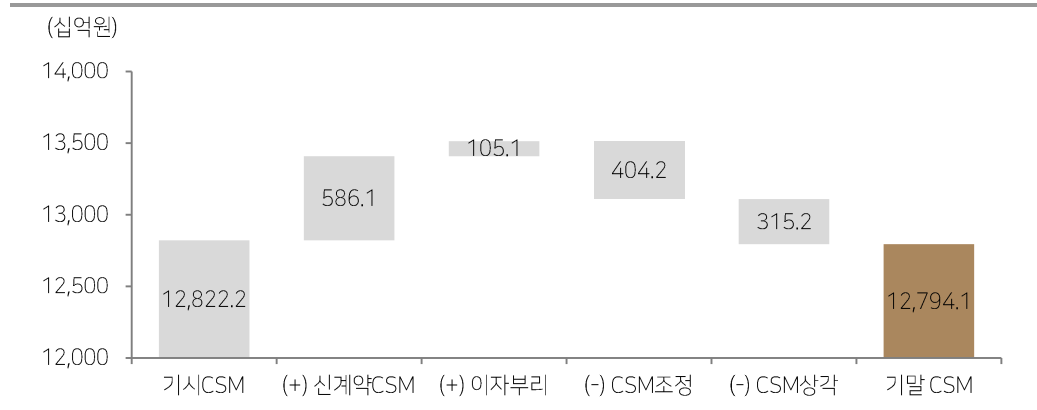
Fig. 11: DB손해보험 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	25	26E	27E
보험손익	403	268	102	263	227	562	208	167	1,036	1,163	856
장기	425	273	162	366	280	546	297	279	1,226	1,402	1,166
CSM상각	323	326	330	306	322	315	319	300	1,285	1,255	1,247
RA변동	38	38	41	42	44	48	48	45	159	185	189
예실차	9	-71	-156	-12	-94	-85	-76	-72	-230	-326	-294
기타	46	-14	-48	6	12	256	1	-10	-10	259	-10
손실부담계약비용	50	-36	-49	27	-1	252	1	1	-8	254	7
자동차	46	32	-56	-77	9	6	-46	-55	-55	-87	-99
일반	-37	-21	9	65	-48	45	15	14	15	27	32
기타사업비	-22	-22	-18	-67	-18	-24	-53	-55	-17	-15	-20
투자손익	244	345	301	188	236	402	336	211	1,078	1,186	1,176
영업이익	647	612	403	451	463	964	544	378	2,114	2,349	2,033
영업외손익	-3	5	-6	-1	-3	4	-4	-1	-6	-4	-6
당기순이익	447	460	293	335	269	711	400	279	1,535	1,659	1,500

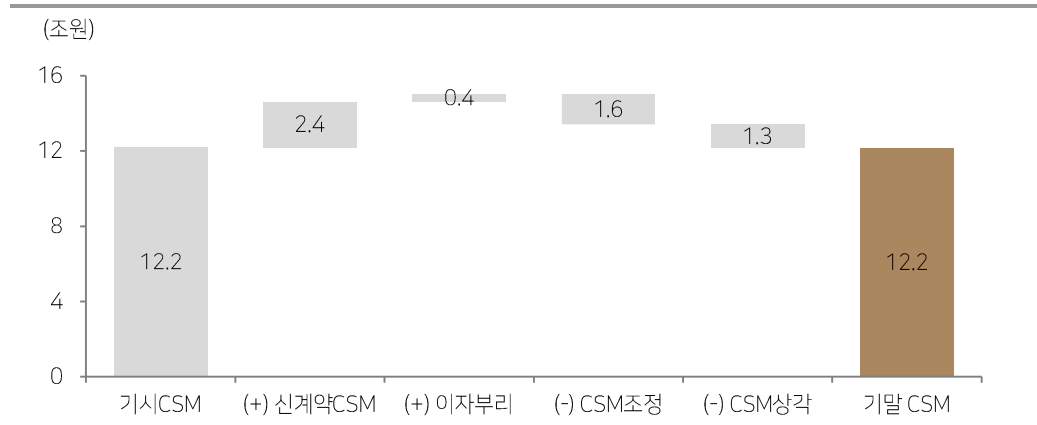
Source: 다올투자증권

Fig. 12: DB손해보험 2Q26 CSM Movement



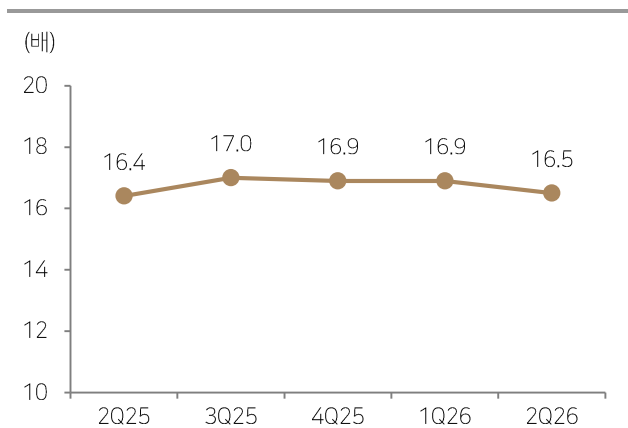
Source: DB손해보험, 다올투자증권

Fig. 13: DB손해보험 2026E CSM Movement 전망



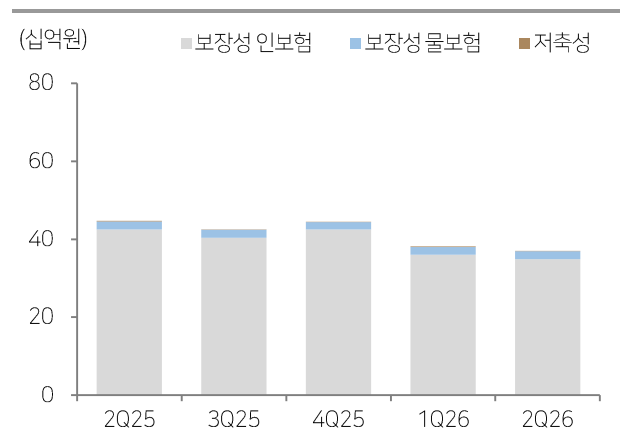
Source: 다올투자증권 추정

Fig. 14: 보장성 신계약 CSM 배수 추이



Source: DB손해보험, 다올투자증권

Fig. 15: 상품별 APE 추이



Source: DB손해보험, 다올투자증권

DB손해보험 재무제표 (K-IFRS 별도)

대차대조표

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	56,076	56,807	60,558	64,539
현금및예치금	1,112	574	612	652
유가증권	38,915	39,698	42,320	45,102
대출금	14,807	15,208	16,212	17,278
부동산	1,242	1,326	1,414	1,507
비운용자산	3,315	3,940	4,100	4,267
특별계정자산	17	25	26	27
자산총계	59,409	60,772	64,685	68,833
책임준비금	44,530	39,990	41,582	43,402
CSM	11,537	8,342	8,646	9,024
기타부채	5,006	6,962	7,245	7,539
특별계정부채	18	26	27	28
부채총계	49,554	46,978	48,854	50,969
자본금	35	35	35	35
신종자본증권	865	1,745	1,745	1,745
자본잉여금	107	88	88	88
이익잉여금	11,201	12,632	13,722	14,749
자본조정	-124	-69	-69	-69
기타포괄손익누계액	-2,229	-637	308	1,315
자본총계	9,855	13,795	15,831	17,864

손익계산서

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
장기보험	1,226	1,402	1,166	1,218
CSM상각	1,285	1,255	1,247	1,300
RA변동	159	185	189	197
예실차	-230	-326	-294	-305
손실부담계약비용	-8	254	7	7
기타	-1	5	-17	-20
자동차보험	-55	-87	-99	-108
일반보험	15	27	32	19
기타사업비	-150	-179	-243	-273
보험손익	1,036	1,163	856	855
보험금융손익	-656	-808	-808	-842
기타투자손익	1,734	1,994	1,984	2,105
투자손익	1,078	1,186	1,176	1,263
영업이익	2,114	2,349	2,033	2,118
증가율 (Y-Y,%)	-11%	11%	-13%	4%
영업외손익	-6	-4	-6	-6
세전이익	2,108	2,345	2,026	2,112
법인세비용	573	686	527	549
당기순이익	1,535	1,659	1,500	1,563
증가율 (Y-Y,%)	-13%	8%	-10%	4%

주요투자지표1

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
신계약 수익성				
월납한산보험료	179	149	172	185
신계약 CSM	2,933	2,408	2,802	3,012
CSM Movement				
기시 CSM	12,232	12,205	12,167	12,610
신계약 CSM	2,933	2,408	2,802	3,012
상각	-1,285	-1,255	-1,247	-1,300
이자부리	443	417	416	433
CSM 조정	-2,117	-1,609	-1,528	-1,593
기말 CSM	12,205	12,167	12,610	13,161

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2025	2026E	2027E	2028E
재무비율(%)				
ROA	2.7	2.8	2.4	2.3
ROE	16.8	14.0	10.1	9.3
Per share Data				
EPS	21,679	25,321	22,893	23,857
BPS	139,194	210,607	241,693	272,738
DPS(보통주)	7,600	8,200	8,200	9,000
배당성향(%)	30	30	33	35
Multiples(x,%)				
PER	6.0	7.0	7.7	7.4
PBR	0.9	0.8	0.7	0.6

현대해상 (001450)

2Q26 Review: 본업 가치 방어 그리고 개선 모멘텀 기대

Investment Point

- 2Q26P 별도기준 영업이익 5,034억원(YoY+47.1%, QoQ+63.4%), 지배순이익 3,918억원(YoY+58.2%, QoQ+75.5%). 어닝 서프라이즈 기록
- [CSM] 기말 CSM 잔액 9.9조원. 상각전 CSM 변화율 상승(QoQ+10.7%).
전분기대비 신계약 CSM 증가했고, CSM (+)조정 발생. 경쟁사와 차별점 경쟁사들과 달리 변동성 축소하며 CSM 잔액 방어되고 있다는 점 긍정적 평가
(1) 신계약 CSM 증가 (QoQ+2.0%). 월납환산 기준 279억원(QoQ-1.5%). 손보업계 신계약 매출 성장률 둔화 영향으로 해석. 그러나 수익성은 오히려 개선. 보장성 인보험 기준 동사 환산배수 방어(18.5배 vs. 1Q26 18.1배). 요율 인상 등으로 높아진 수익성이 이어지고 있음. 무해지 비중 확대 중인 한편, 유지율 개선 흐름 지속
(2) CSM (+)조정 전환. 계리가정 선진화 가이드라인 적용에 의한 일회성 부분. 신규담보 손해를 가정 변경에 따른 4,000억원 (+)조정 발생. 연말 조정상 손해를 흐름 동향 확인이 필요하겠으나, 일회성 제외해도 예년대비 조정폭 변동 축소 긍정적
- [PL] 보험손익 4,037억원(YoY+89.8%, QoQ+33.7%).
장기보험은 상각의 증가한 가운데 예실차 변동 축소와 손실부담계약비용 개선. 연초 요율 인상 후 예상보험금 상승에 최근 3세대 중심 실손 손해를 개선 흐름에 따라 동사 예실차 (-)폭이 상반기에 지속 축소되었다고 해석. 하반기 계절적 보험금 지급 규모 변동 확인 필요하나, 7월 관리급여 등 제도 적용 효과까지 고려할 때 예실차 변동은 예년대비 축소를 기대. 자동차보험 흑자 전환. 연초 요율 인상 후 보험료수익 누적 지속 영향으로 해석
투자손익 997억원. 전년동기비 채권 평가익 다소 축소 외 특이점 부재
- 예상 K-ICS비율 209.0%(QoQ+1.8%p). 계리가정 선진화 가이드라인 적용 후 보험리스크 확대 그리고 요구자본 증가. 그럼에도 금리 상승에 따른 OCI누계액 (-)폭 축소와 이익잉여금 증가 영향 때문. 현재 추이 지속된다면, 기본자본 체력 강화로 K-ICS비율 절대 수준 외에도 질적 개선 가능성. 향후 동향 확인 필요
- 순자산 증가에 배당가능이익 (-)폭 축소. 해약환급금준비금 적립률 추가 완화 여부 화두. 관련 이벤트 드리븐 유효 가능성. 논의 본격화 시점 기대
- 적정주가 상향. CSM 방어와 보험이익 개선 기대. ROE와 BPS 상향 근거

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	유지
적정주가	56,000	47,000	상향
Earnings			상향

Stock Information

현재가(8/14)	45,350원
예상 주가상승률	23.5%
시가총액	38,660억원
외국인 지분율	38.7%
주요주주지분율(%)	
정몽윤 (외 7인)	24.0
자사주 (외 1인)	10.2
국민연금공단 (외 1인)	7.0

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	4.9	3.9	4.0
PBR(배)	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	N/A
배당수익률(%)	0.0	0.0	6.6

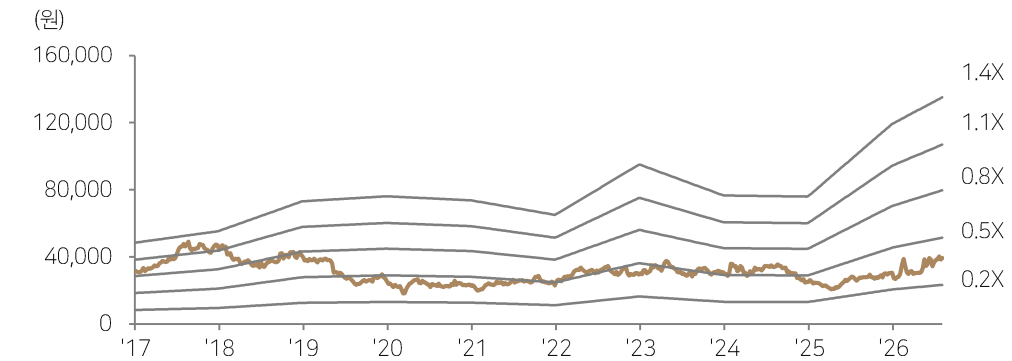
Fig. 16: 현대해상 2Q26 Review

(단위: 십억원, %)

	회사 잠정	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2026.06(P)	2026.06(E)	vs Chg	2026.06(E)	vs Con	2025.06(A)	YoY	2026.03(A)	QoQ
보험손익	404					213	90	302	34
투자손익	100					129	-23	6	1,541
영업이익	503	402	25	389	29	342	47	308	63
당기순이익	392	293	34	282	39	248	58	223	76

Note: K-IFRS 별도 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 17: 현대해상 PBR Bandchart



Source: 다올투자증권

Fig. 18: Valuation 및 적정주가 변경

	현대해상	비고
Forward ROE	13.1	5 개년 평균 Forward ROE
Growth Rate	1.0	금융및보험업 GDP CAGR
adj.CoE	13.6	국채 10 년, KOSPI 기반 CAPM CoE +자본적정성, 배당가능이익 등 질적요소 기반 할인율 반영
적정 PBR	0.6	
Forward BPS	96,289	5 개년 평균 Forward BPS
적정주가	56,000	
상승여력	23.5%	8 월 14 일 종가 기준

Source: 다올투자증권

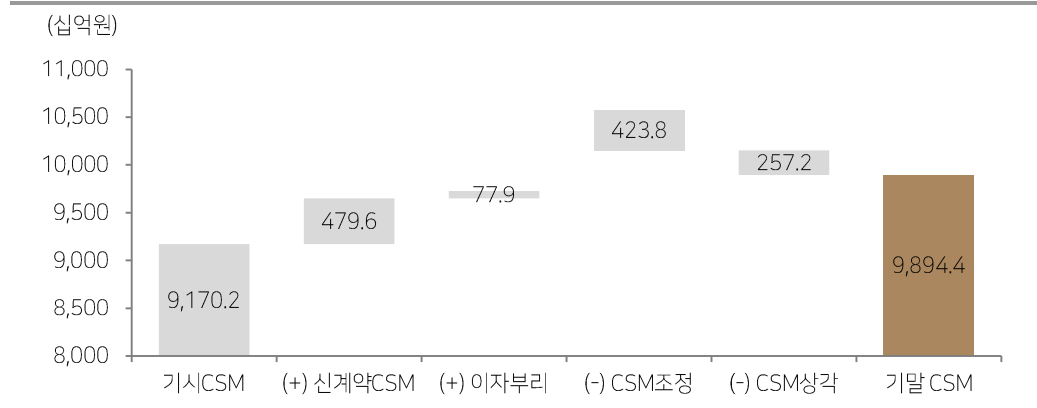
Fig. 19: 현대해상 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	25	26E	27E
보험손익	176	213	161	-154	302	404	231	140	396	1,077	1,107
장기	117	183	182	-137	274	347	234	136	345	991	1,011
CSM상각	234	240	246	231	238	257	262	259	951	1,015	1,090
RA변동	31	33	37	36	38	42	48	48	136	176	201
예실차	-103	-41	-68	-94	-75	-19	-23	-129	-306	-246	-205
기타	-47	-47	-33	-316	65	67	-52	-41	-443	39	-73
손실부담계약비용	-33	-33	-19	-296	81	78	-41	-24	-381	94	-23
자동차	16	1	-55	-52	-14	4	-50	-46	-91	-105	-107
일반	46	28	35	40	50	52	46	50	149	198	201
투자손익	107	129	89	4	6	100	86	47	330	239	220
영업이익	283	342	251	-149	308	503	316	188	726	1,315	1,327
영업외손익	-11	-10	-6	-6	-9	-10	-5	-3	-32	-27	-20
당기순이익	203	248	183	-73	223	392	230	137	561	982	967

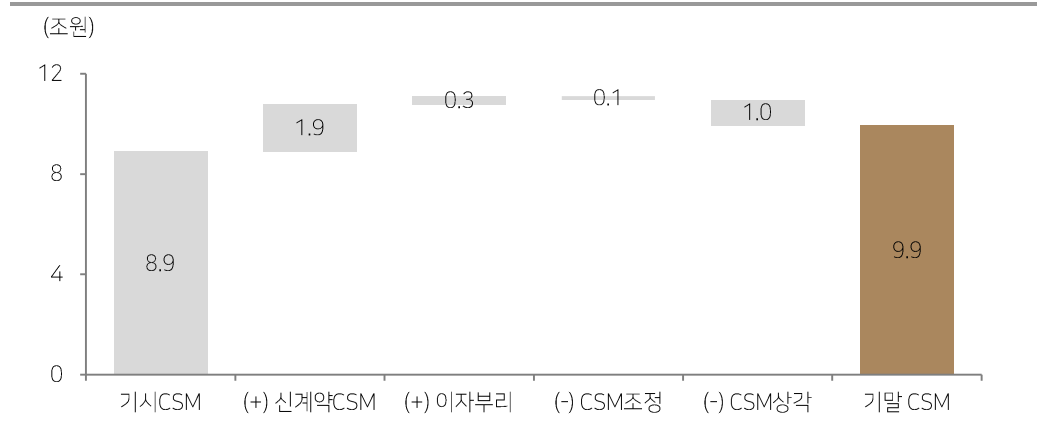
Source: 다올투자증권

Fig. 20: 현대해상 2Q26 CSM Movement



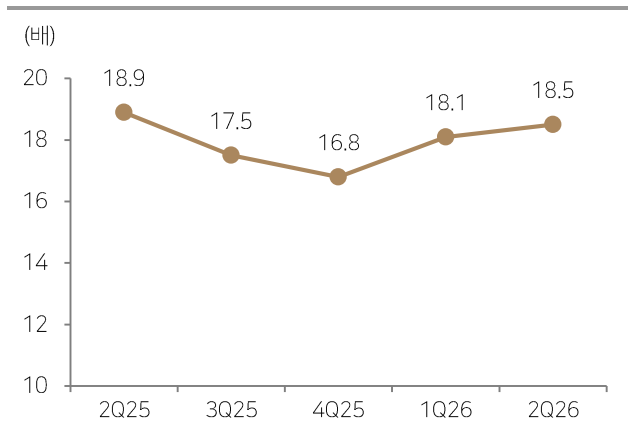
Source: 현대해상, 다올투자증권

Fig. 21: 현대해상 2026E CSM Movement 전망



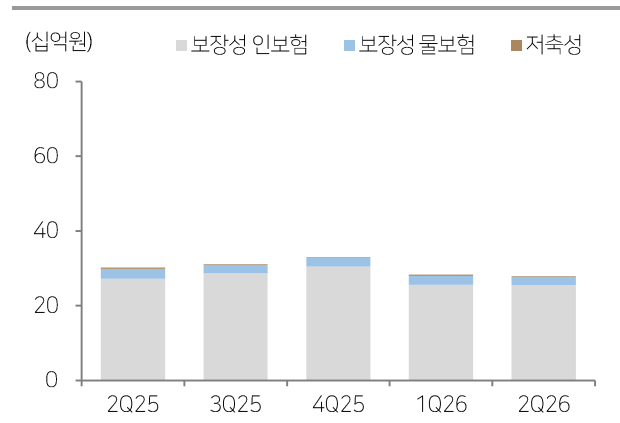
Source: 다올투자증권 추정

Fig. 22: 보장성 인보험 신계약 CSM 배수 추이



Source: 현대해상, 다올투자증권

Fig. 23: 상품별 월납환산보험료 추이



Source: 현대해상, 다올투자증권

현대해상 재무제표 (K-IFRS 별도)

대차대조표

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	47,016	46,079	49,766	53,947
현금및예치금	1,647	1,816	1,961	2,126
유가증권	34,596	33,312	35,977	38,999
대출금	9,568	9,721	10,499	11,381
부동산	1,205	1,230	1,329	1,440
비운용자산	2,596	2,712	2,823	2,937
특별계정자산	34	61	63	66
자산총계	49,646	48,852	52,652	56,950
책임준비금	39,452	36,153	38,263	40,643
CSM	8,978	10,005	10,649	11,363
기타부채	5,276	5,329	5,382	5,436
특별계정부채	35	61	64	66
부채총계	44,762	41,542	43,708	46,145
자본금	45	45	45	45
신종자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	113	60	60	60
이익잉여금	7,953	9,238	9,878	10,665
자본조정	-68	-37	-37	-37
기타포괄손익누계액	-3,159	-1,996	-1,003	72
자본총계	4,883	7,310	8,944	10,805

손익계산서

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
장기보험	345	991	1,011	1,116
CSM상각	951	1,015	1,090	1,163
RA변동	136	176	201	214
예실차	-306	-246	-205	-177
손실부담계약비용	-381	94	-23	-44
기타	-62	-55	-50	-38
자동차보험	-91	-105	-107	-113
일반보험	149	198	201	208
기타	-7	-7	2	2
보험손익	396	1,077	1,107	1,213
보험금융손익	-888	-948	-1,014	-1,082
기타투자손익	1,218	1,186	1,234	1,337
투자손익	330	239	220	256
영업이익	726	1,315	1,327	1,469
증가율 (Y-Y,%)	-48%	81%	1%	11%
영업외손익	-32	-27	-20	-22
세전이익	694	1,288	1,307	1,447
법인세비용	133	306	340	376
당기순이익	561	982	967	1,071
증가율 (Y-Y,%)	-46%	75%	-2%	11%

주요투자지표1

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
신계약 수익성				
월납한산보험료	128	110	126	135
신계약 CSM	2,088	1,882	2,164	2,329
CSM Movement				
기시 CSM	8,248	8,902	9,945	10,593
신계약 CSM	2,088	1,882	2,164	2,329
상각	-951	-1,015	-1,090	-1,163
이자부리	316	323	351	374
CSM 조정	-800	-146	-778	-830
기말 CSM	8,902	9,945	10,593	11,305

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2025	2026E	2027E	2028E
재무비율(%)				
ROA	1.1	2.0	1.9	2.0
ROE	11.4	16.1	11.9	10.8
Per share Data				
EPS	6,276	11,523	11,343	12,559
BPS	54,625	85,749	104,916	126,745
DPS(보통주)	0	0	3,000	3,000
배당성향(%)	0	0	27	27
Multiples(x,%)				
PER	4.9	3.9	4.0	3.6
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4

삼성생명 (032830)

2Q26 Review: 증가하는 자본여력, 성장투자과 배당 배분 방향

Investment Point

- 2Q26P 연결기준 영업이익 6,226억원(YoY-32.0%, QoQ-54.1%), 지배순이익 6,899억원(YoY-9.1%, QoQ-42.7%). 당사 추정치 대비 하회. 기존 예상치보다 보험금융손익 변동성 확대
- [CSM] 기말 CSM 잔액 13.7조원. 상각전 CSM 변화율 감소(QoQ+3.4%)
신계약 CSM 성장력 견조하나, CSM (-)조정 확대된 영향
(1) 신계약 CSM 성장 지속(QoQ+2.3%)
신계약 APE 기준 매출 8,465억원(QoQ-10.3%). 중장기납 종신보험 중심의 계속보험료 증가는 지속. 수익성 또한 종신보험 중심 개선세. 전속채널 규모 및 비중 확대도 영향
(2) 다만, CSM (-)조정폭 확대. 계리가정 선진화 가이드라인 적용 영향. 금분기에는 사업비 가정 변경. 4Q26에 신규담보 손해를 가정 변경 예정. 연말 (-)조정 추가 예상
- [PL] 보험손익 2,714억원(YoY-51.6%, QoQ+8.0%)
전년동기 좋았던 실적 기저가 있지만, 전분기대비로는 사업비 예실차 개선 전자 소송 결과에 따른 퇴직충당금 반영했으나 사업비 지출이 크지 않았고, 사업비 가정 변경에 따른 예상사업비 상승 영향으로 해석. 특이점 없는 실적
투자손익 3,512억원(YoY-1.0%, QoQ-68.3%). 금리 및 주가 변동성 확대에 따른 변액 최저보증유선 관련 해지비용과 부채 평가액 확대에 따른 보험금융비용 증가 영향으로 해석. 해지비용은 약 850억원 반영. 보험금융비용은 하반기 금리 및 주가 동향 확인 후 변경 가능성. 그 외 전분기 기저효과도 컸음. 전자 배당금 증가, 빌딩 처분익, 즉시연금 소송 총당부채 환입 등 각종 요인들이 기여했던 전분기
- 예상 K-ICS비율 208.2%(QoQ-1.7%p). 전자 지분가치 상승과 금리 상승에 따른 OCI누계액 증가로 가용자본 증가했으나, 시장리스크 확대로 요구자본 급증. 1Q27E 예상되는 전자 특별배당 포함 배당금 확대 반영 후 순이익 증분까지 반영하면 동사 자본여력은 충분한 수준. 산출 배당가능이익도 충분.
- 그러나 동사 자본활용 정책 방향은 확인 필요. 당사 담당자 추정 26E FCF 275.8조원으로 확대되며 생명 수령 예상 배당금 규모 추정치 변경. 우선 3년 분급 가정하여 27E DPS부터 반영 수정. 관련해 변수가 많다는 점이 어려움.
(1) 전자 주주환원 정책 방향, (2) 최근 KDB생명 인수 검토 등 성장력 확보를 위한 지분투자자들도 활용 가능성을 보여줌. 자본 활용의 방향성 확인 필요
- 적정주가는 상향. 선행 BPS 상승에 따른 결과

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	400,000	390,000	상향
Earning			유지

Stock Information

현재가(8/14)	301,000원
예상 주가상승률	32.9%
시가총액	602,000억원
외국인 지분율	23.4%
주요주주지분율(%)	
삼성물산 (외 8인)	43.6
자사주 (외 1인)	10.2
신세계 (외 2인)	8.1

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	13.7	20.9	11.4
PBR(배)	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	N/A
배당수익률(%)	3.4	2.4	4.0

Fig. 24: 삼성생명 2Q26 Review

(단위: 십억원, %)

	회사 잠정	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2026.06(P)	2026.06(E)	vs Chg	2026.06(E)	vs Con	2025.06(A)	YoY	2026.03(A)	QoQ
보험손익	271					561	-52	251	8
투자손익	351					355	-1	1,107	-68
영업이익	623	1,174	-47	938	-34	915	-32	1,358	-54
지배주주순이익	690	979	-30	758	-9	759	-9	1,204	-43

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 25: 전자 주주환원 확대 가능성: FCF 기반 잔여자원 추정

(조원)	FCF	잔여자원 추정
24년	19.9	(환원풀) 9.95 조원 - (정규배당) 9.8 조원 = (잔여자원) 0.15 조원
25년	36.5	(환원풀) 18.25 조원 - (정규배당) 9.8 조원 = (잔여자원) 8.45 조원

*(참고) 잔여자원 중 (1) 특별배당 1.3 조원, (2) 주주환원목적 자사주매입 5.3 조원

*(참고) 25년 배당규모
 = (1Q) 2.45 조원 + (2Q) 2.45 조원 + (3Q) 2.45 조원 + (4Q) 2.45 조원 (+) 특별배당 1.3 조원

*(참고) 25년 자사주매입 = 5.3 조원
 (24년 11월) 3.0 조원 (25년 2월 전량소각)
 (25년 2월) 3.0 조원 (2.5 조원(주주환원목적) + 0.5 조원(임직원상여))
 (25년 7월) 3.9 조원 (2.8 조원(주주환원목적) + 1.1 조원(임직원상여))

26년 (변경)	275.8	(환원풀) 137.91 조원 - (정규배당) 9.8 조원 = (잔여자원) 128.11 조원
----------	-------	--

Source: 다올투자증권 추정

Fig. 26: Valuation 및 적정주가 변경

	삼성생명	비고
Forward ROE	3.9	5개년 평균 Forward ROE
Growth Rate	1.0	금융및보험업 GDP CAGR
adj.CoE	5.8	국채 10년, KOSPI 기반 CAPM CoE +자본적정성, 배당가능이익 등 질적요소 기반 할인율 반영
적정 PBR	0.7	
Forward BPS	545,999	5개년 평균 Forward BPS
적정주가	400,000	
상승여력	32.9%	8월 14일 종가 기준

Source: 다올투자증권

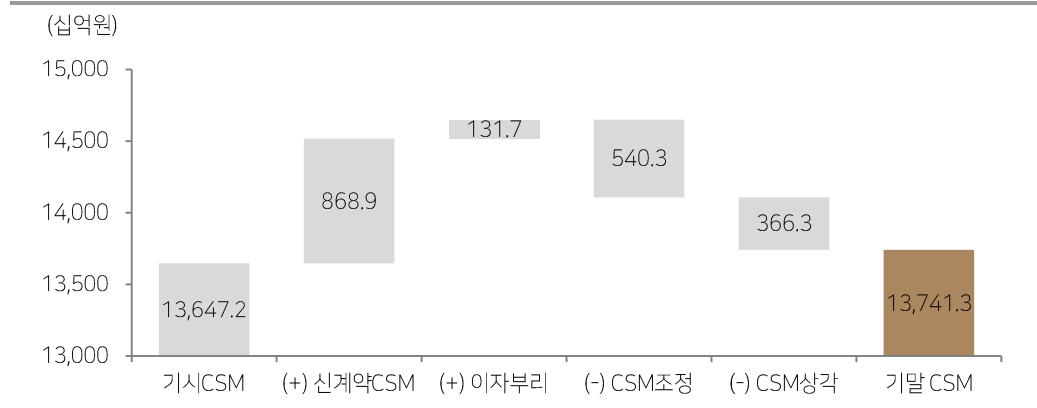
Fig. 27: 삼성생명 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	25	26E	27E
보험손익	278	561	268	-126	251	271	266	220	981	1,008	1,132
CSM상각	368	390	387	367	377	376	379	382	1,512	1,513	1,609
RA변동	86	84	90	88	88	89	90	91	348	357	382
예실차	-7	46	-55	-147	-81	-31	-60	-93	-162	-265	-241
기타	-169	41	-154	-434	-132	-162	-143	-160	-716	-597	-618
투자손익	476	355	547	221	1,107	351	577	208	1,599	2,243	5,261
영업이익	754	915	816	95	1,358	623	843	428	2,580	3,251	6,393
영업외손익	88	94	138	95	172	239	93	47	416	550	703
지배순이익	635	759	723	186	1,204	690	700	288	2,303	2,881	5,270

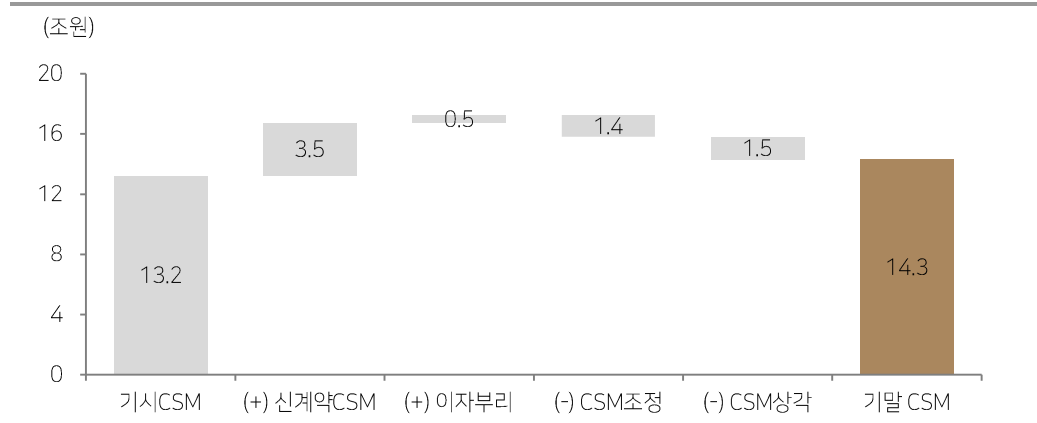
Source: 다올투자증권

Fig. 28: 삼성생명 2Q26 CSM Movement



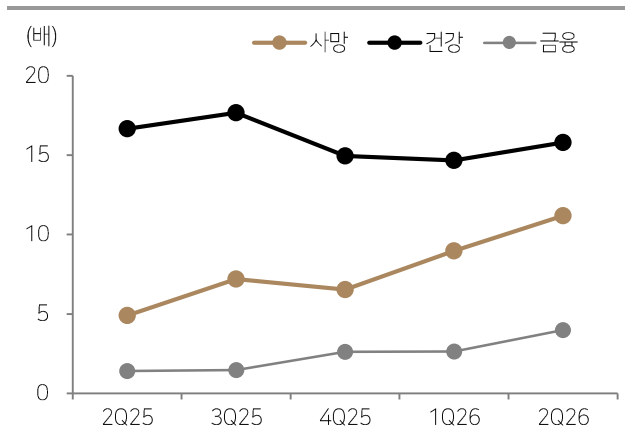
Source: 삼성생명, 다올투자증권

Fig. 29: 삼성생명 2026E CSM Movement 전망



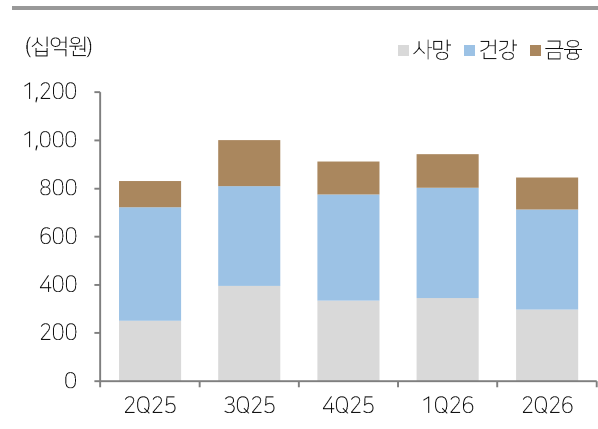
Source: 다올투자증권 추정

Fig. 30: 신계약 CSM 환산배수 추이



Note: 월초 premium 대비
Source: 삼성생명, 다올투자증권

Fig. 31: 상품별 APE 추이



Source: 삼성생명, 다올투자증권

삼성생명 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	346,112	456,967	506,661	556,238
현금및예치금	4,538	4,804	5,326	5,848
유가증권	254,215	362,942	402,411	441,787
대출금	80,522	82,469	91,437	100,384
부동산	6,837	6,752	7,486	8,219
비운용자산	2,197	1,949	2,028	2,111
특별계정자산	2,377	2,164	2,252	2,343
자산총계	350,686	461,080	510,941	560,692
책임준비금	231,747	230,105	247,233	261,340
CSM	13,453	14,570	15,727	16,662
기타부채	54,104	102,338	126,778	157,056
특별계정부채	0	0	0	0
부채총계	285,850	332,443	374,011	418,396
자본금	100	100	100	100
신종자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	125	125	125	125
이익잉여금	21,085	24,299	28,104	28,532
자본조정	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117
기타포괄손익누계액	43,531	104,131	108,619	113,557
비지배지분	2,111	2,099	2,099	2,099
자본총계	64,835	128,637	136,930	142,296

손익계산서

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
CSM상각	1,512	1,513	1,609	1,709
RA변동	348	357	382	406
예실차	-162	-265	-241	-226
손실부담계약비용	-364	-268	-286	-304
기타	-352	-329	-331	-360
보험손익	981	1,008	1,132	1,225
보험금융손익	-10,502	-18,740	-12,816	-13,618
기타투자손익	12,101	20,983	18,077	16,188
투자손익	1,599	2,243	5,261	2,571
영업이익	2,580	3,251	6,393	3,796
증가율 (Y-Y,%)	3%	26%	97%	-41%
영업외손익	416	550	703	418
세전이익	2,996	3,802	7,096	4,213
법인세비용	545	720	1,490	885
당기순이익	2,452	3,082	5,606	3,329
증가율 (Y-Y,%)	8%	26%	82%	-41%
지배주주순이익	2,303	2,881	5,270	3,065

주요투자지표1

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
신계약 수익성				
월납한산보험료	3,617	3,696	3,523	3,434
신계약 CSM	3,060	3,507	3,307	3,223
CSM Movement				
기시 CSM	12,902	13,218	14,316	15,453
신계약 CSM	3,060	3,507	3,307	3,223
상각	-1,480	-1,494	-1,609	-1,709
이자부리	494	528	567	603
CSM 조정	-1,758	-1,443	-1,128	-1,198
기말 CSM	13,218	14,316	15,453	16,372

자료: 다올투자증권

주요투자지표2

(단위: 원, 배)	2025	2026E	2027E	2028E
재무비율(%)				
ROA	0.7	0.8	1.2	0.6
ROE	5.0	3.2	4.2	2.4
Per share Data				
EPS	11,514	14,404	26,352	15,324
BPS	324,177	643,186	684,648	711,478
DPS(보통주)	5,300	7,100	12,000	12,000
Multiples(x,%)				
PER	13.7	20.9	11.4	19.6
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4

한화생명 (088350)

2Q26 Review: 본업 손익변동성 완화 확인

Investment Point

- 2Q26P 별도기준 영업이익 3,358억원(YoY+395.2%, QoQ+10.4%), 지배순이익 2,624억원(YoY+354.6%, QoQ+5.9%). 어닝 서프라이즈
- [CSM] 기말 CSM 잔액 8.9조원. 상각전 CSM 변화율 감소(QoQ+2.1%).
(1) 신계약 CSM 증가(QoQ+12.8%).
신계약 APE 7,402억원(YoY-16.3%, QoQ-12.4%). 그간 건강보험 중심의 상품 믹스 전략 추진해오며, 연금보험 판매 축소만큼 보장성 보험 판매 확대로 방어해왔음. 금분기에는 생보업권 공통적으로 건강보험 판매실적 축소에 따라 동사 역시 보장성 신계약 중심으로 매출은 감소. 그러나 수익성은 전분기에 이어 개선세 지속. 특히 중장기납 종신보험 중심 큰 폭의 수익성 개선
(2) CSM (-)조정폭 확대. 전분기대비 약 2,913억원 (-)조정 발생. 계리가정 선진화 가이드라인 적용 영향으로 해석. 사업비 가정 변경 반영. 경쟁 생보사와 마찬가지로, 4Q26에 신규담보 손해를 가정 관련 추가 반영 예정
- [PL] 보험손익 2,229억원(YoY+210.5%, QoQ+257.7%).
예실차 변동성 완화 흐름이 지속 중. 요율 인상 이후 예상보험금 증가와 보험금 예실차 (-)폭 축소. 7월 이후 추가 요율 변경 가능성. 하반기 보험금 지급 계절성 감안해도 작년대비 보험금 예실차 변동성 완화를 기대.
또한, 기대치와 차이가 있었던 요인인 손실부담계약비용 일회성 환입 발생. 변액보험 사업비 가정 변경으로 손실요소의 이익전환에 따름
투자손익 1,129억원(YoY 흑전, QoQ-53.3%). 전분기 미국 및 유럽 AI와 태양광 관련 펀드 평가의 인식 기저 작용. 그 외 특이점은 부채
- 예상 K-ICS비율 167.0%(QoQ+4.9%p). 금리 상승으로 OCI누계액 (+)전환과 이익잉여금 누적에 따른 가용자본 증가. 현재 추이 지속 시, 순자산 규모 확대와 배당가능이익 (-)폭 축소 기대
- 적정주가 상향. PL 변동성 축소 기대 반영 후 연간 이익추정치 변경. 선행 ROE 상향. 그리고 순자산 증가에 따른 선행 BPS도 상승 반영

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	7,000	6,300	상향
Earnings			상향

Stock Information

현재가(8/14)	5,630원
예상 주가상승률	24.3%
시가총액	48,898억원
외국인 지분율	8.6%
주요주주지분율(%)	
한화 (외 6인)	45.1
자사주 (외 1인)	13.5
예금보험공사 (외 1인)	10.0

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	9.0	6.7	8.9
PBR(배)	0.2	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	N/A
배당수익률(%)	0.0	0.0	2.3

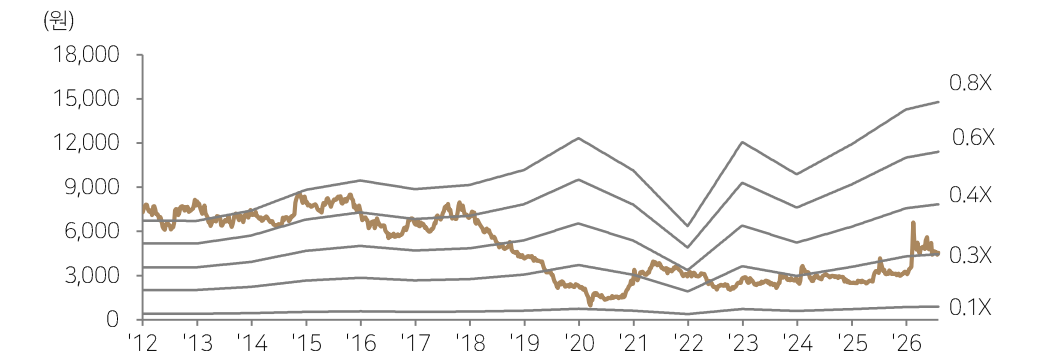
Fig. 32: 한화생명 2Q26 Review

(단위: 십억원, %)

	회사 잠정 2026.06(P)	당사 예상 2026.06(E)		시장 컨센서스 2026.06(E)		전년 동기 2025.06(A)		전분기 2026.03(A)	
			vs Chg		vs Con		YoY		QoQ
보험손익	223					72	210	62	258
투자손익	113					-4	흑전	242	-53
영업이익	336	195	72	210	60	68	395	304	10
지배주주순이익	262	148	78	156	68	58	355	248	6

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 33: 한화생명 PBR Bandchart



Source: 다올투자증권

Fig. 34: Valuation 및 적정주가 변경

	한화생명	비고
Forward ROE	4.6	5 개년 평균 Forward ROE
Growth Rate	1.0	금융및보험업 GDP CAGR
adj.CoE	6.0	국채 10 년, KOSPI 기반 CAPM CoE +자본적정성, 배당가능이익 등 질적요소 기반 할인율 반영
적정 PBR	0.4	
Forward BPS	15,486	5 개년 평균 Forward BPS
적정주가	7,000	
상승여력	24.3%	8 월 14 일 종가 기준

Source: 다올투자증권

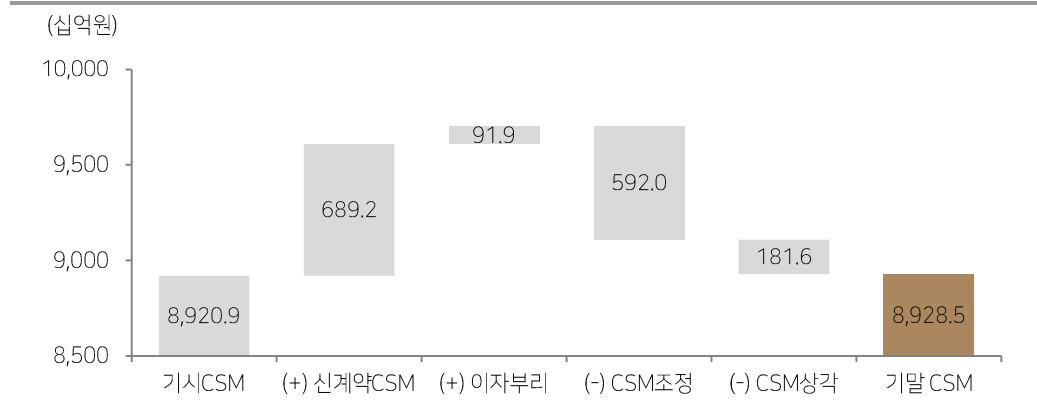
Fig. 35: 한화생명 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	25	26E	27E
보험손익	104	72	-37	205	62	223	96	113	344	494	639
CSM상각	199	196	196	197	191	182	189	192	787	754	791
RA변동	39	37	40	40	44	48	50	50	156	192	208
예실차	-32	-47	-138	-117	-85	-57	-122	-110	-335	-373	-313
기타	-101	-114	-134	85	-89	51	-20	-20	-264	-78	-46
투자손익	45	-4	215	-169	242	113	70	26	87	450	111
영업이익	149	68	179	36	304	336	166	139	431	945	750
영업외손익	3	3	-8	-17	4	-16	-10	-13	-19	-34	-40
당기순이익	122	58	136	-2	248	262	120	97	313	727	546

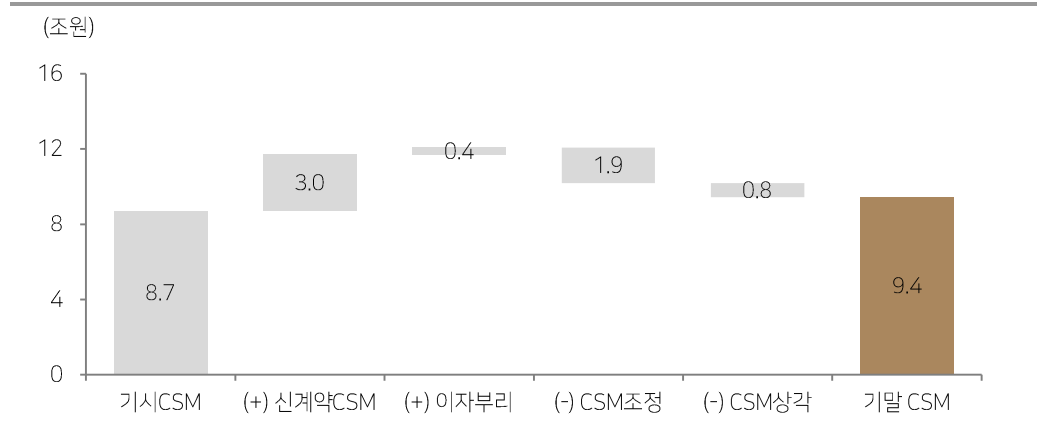
Source: 다올투자증권

Fig. 36: 한화생명 2Q26 CSM Movement



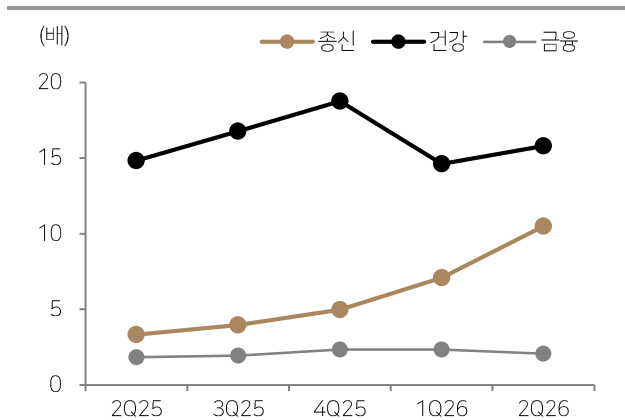
Source: 한화생명, 다올투자증권

Fig. 37: 한화생명 2026E CSM Movement 전망



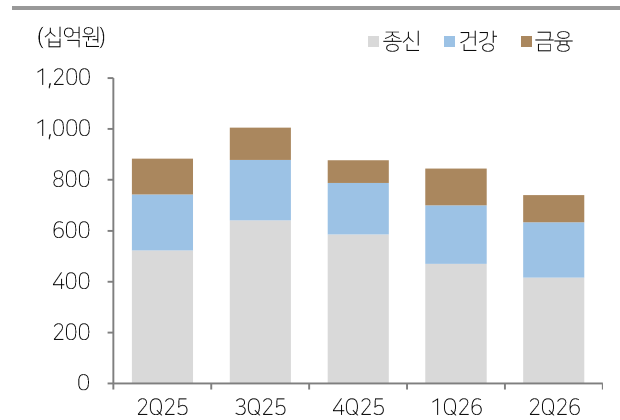
Source: 다올투자증권 추정

Fig. 38: 신계약 CSM 환산배수 추이



Note: 월초 premium 대비
Source: 한화생명, 다올투자증권

Fig. 39: 상품별 APE 추이



Source: 한화생명, 다올투자증권

한화생명 재무제표 (K-IFRS 별도)

대차대조표

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	107,602	105,164	110,358	110,233
현금및예치금	2,482	1,260	1,322	1,320
유가증권	88,460	86,817	91,105	91,002
대출금	14,442	14,725	15,452	15,435
부동산	2,218	2,362	2,479	2,476
비운용자산	2,472	2,515	2,618	2,724
특별계정자산	15,703	19,070	19,844	20,650
자산총계	125,777	126,749	132,820	133,607
책임준비금	92,012	87,124	91,465	93,572
CSM	8,714	9,440	9,921	10,128
기타부채	5,577	5,607	5,663	5,719
특별계정부채	15,727	19,072	19,847	20,653
부채총계	113,316	111,803	116,975	119,943
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343
신종자본증권	3,068	3,068	3,068	0
자본잉여금	485	485	485	485
이익잉여금	7,085	8,017	8,726	9,414
자본조정	-1,107	-1,084	-1,084	-1,084
기타포괄손익누계액	-1,414	116	307	506
자본총계	12,461	14,946	15,845	13,664

손익계산서

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
CSM상각	787	754	791	810
RA변동	156	192	208	213
예실차	-335	-373	-313	-265
손실부담계약비용	-136	-13	-111	-102
기타	-128	-65	64	85
보험손익	344	494	639	741
보험금융손익	-4,350	-5,510	-3,735	-3,824
기타투자손익	4,437	5,960	3,846	3,930
투자손익	87	450	111	105
영업이익	431	945	750	847
증가율 (Y-Y,%)	-54%	119%	-21%	13%
영업외손익	-19	-34	-40	-43
세전이익	413	910	710	804
법인세비용	99	183	163	185
당기순이익	313	727	546	619
증가율 (Y-Y,%)	-59%	132%	-25%	13%

주요투자지표1

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
신계약 수익성				
APE	3,650	3,686	3,478	3,203
신계약 CSM	2,066	2,987	2,794	2,573
CSM Movement				
기시 CSM	9,109	8,714	9,440	9,921
신계약 CSM	2,066	2,987	2,794	2,573
상각	-787	-754	-791	-810
이자부리	358	371	394	403
CSM 조정	-2,032	-1,878	-1,915	-1,960
기말 CSM	8,714	9,440	9,921	10,128

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2025	2026E	2027E	2028E
재무비율(%)				
ROA	0.3	0.6	0.4	0.5
ROE	2.7	5.3	3.5	4.2
Per share Data				
EPS	361	837	629	713
BPS	14,347	17,208	18,244	15,732
DPS(보통주)	0	0	130	150
배당성향(%)	0	0	18	18
Multiples(x,%)				
PER	9.0	6.7	8.9	7.9
PBR	0.2	0.3	0.3	0.4

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 DB손해보험이 의결권 있는 발행주식을 일부 보유하고 있습니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주권사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다.

투자등급 비율

BUY : 93.5% HOLD : 6.5% SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

아래 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미

- BUY: 추천기준일 증가대비 +15% 이상.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -15% 이상 ~ +15% 미만.
- SELL: 추천기준일 증가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자 의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자 의견과 다를 수 있음

· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우

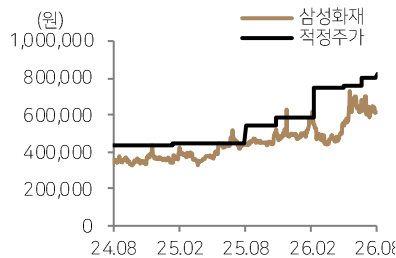
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우

· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상하는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

삼성화재 (000810)



일자	2024.11.15	2025.02.03	2025.07.09	2025.08.18	2025.11.14	2026.02.24
투자 의견	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY	BUY
적정주가	440,000원	450,000원	450,000원	540,000원	590,000원	750,000원

일자	2026.05.18	2026.07.09	2026.08.18
투자 의견	BUY	BUY	BUY
적정주가	760,000원	800,000원	820,000원

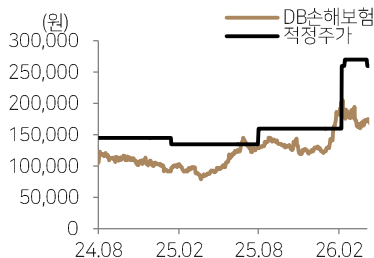
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.11.15	440,000원	368,561원	435,000원	-16.2	-1.1
2025.02.03	450,000원	402,086원	518,000원	-10.7	15.1
2025.08.18	540,000원	457,127원	522,000원	-15.4	-3.3
2025.11.14	590,000원	500,636원	630,000원	-15.2	6.8
2026.02.24	750,000원	481,563원	554,000원	-35.8	-26.1
2026.05.18	760,000원	633,972원	730,000원	-16.6	-4.0
2026.07.09	800,000원	631,269원	701,000원	-21.1	-12.4
2026.08.18	820,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 8월 14일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

DB손해보험 (005830)



일자	2025.02.03	2025.08.18	2026.02.24	2026.03.03	2026.04.23
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	135,000원	160,000원	260,000원	270,000원	260,000원

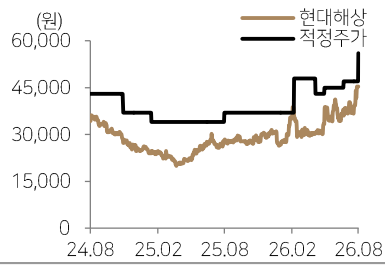
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2025.02.03	135,000원	105,889원	145,400원	-21.6	7.7
2025.08.18	160,000원	135,314원	202,000원	-15.4	26.3
2026.02.24	260,000원	194,950원	205,500원	-25.0	-21.0
2026.03.03	270,000원	174,843원	194,700원	-35.2	-27.9
2026.04.23	260,000원	154,997원	176,800원	-40.4	-32.0

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 8월 14일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

현대해상 (001450)



일자	2024.11.15	2025.02.03	2025.08.18	2026.02.24	2026.04.23	2026.05.18
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	37,000원	34,000원	37,000원	48,000원	43,000원	45,000원
일자	2026.07.09	2026.08.18				
투자의견	BUY	BUY				
적정주가	47,000원	56,000원				

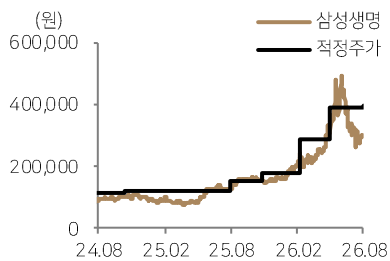
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.11.15	37,000원	26,098원	28,250원	-29.5	-23.7
2025.02.03	34,000원	24,219원	30,250원	-28.8	-11.0
2025.08.18	37,000원	28,920원	38,800원	-21.8	4.9
2026.02.24	48,000원	30,877원	35,450원	-35.7	-26.2
2026.04.23	43,000원	31,017원	33,350원	-27.9	-22.4
2026.05.18	45,000원	36,836원	41,250원	-18.1	-8.3
2026.07.09	47,000원	38,890원	45,350원	-17.3	-3.5
2026.08.18	56,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 8월 14일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

삼성생명 (032830)



일자	2024.10.30	2025.07.09	2025.08.18	2025.11.14	2025.11.17	2026.02.24
투자의견	BUY	HOLD	BUY	HOLD	BUY	BUY
적정주가	120,000원	120,000원	150,000원	180,000원	180,000원	290,000원
일자	2026.05.18	2026.08.18				
투자의견	BUY	BUY				
적정주가	390,000원	400,000원				

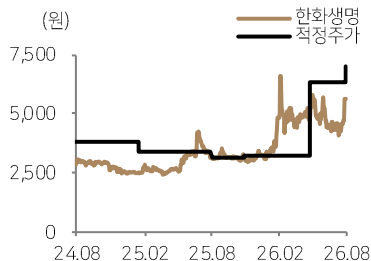
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.10.30	120,000원	101,231원	140,700원	-15.6	17.3
2025.08.18	150,000원	153,536원	168,400원	2.4	12.3
2025.11.14	180,000원	168,715원	232,000원	-6.3	28.9
2026.02.24	290,000원	242,018원	330,000원	-16.6	13.8
2026.05.18	390,000원	357,105원	497,000원	-8.4	27.4
2026.08.18	400,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 8월 14일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

한화생명 (088350)



일자	2025.02.03	2025.08.18	2025.11.17	2026.05.13	2026.08.18
투자의견	BUY	HOLD	HOLD	BUY	BUY
적정주가	3,400원	3,100원	3,200원	6,300원	7,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2025.02.03	3,400원	2,936원	4,240원	-13.7	24.7
2025.08.18	3,100원	3,160원	3,525원	1.9	13.7
2025.11.17	3,200원	4,053원	6,600원	26.7	106.3
2026.05.13	6,300원	4,784원	5,800원	-24.1	-7.9
2026.08.18	7,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 8월 14일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

