

보험 (Positive)

보험손익 반격의 서막

신계약



목 차

- 03 Summary
- 04 보험금 예실차: 보험손익 개선 기대
- 14 신계약 경쟁 완화: 선순환
- 22 장기금리의 상승: 순자산과 투자손익에 긍정적
- 33 기업분석
삼성화재, DB손해보험, 현대해상, 한화손해보험

Summary

2위권 손보사에 대한 투자를 추천합니다. 주된 근거는 (1)관리급여 적용에 따른 손해율 개선, (2)신계약 경쟁 위축에 따른 선순환입니다.

1. 보험금 예실차: 보험손익 개선 기대

- ❖ 커버리지 손보사의 보험손익은 26E +37% YoY, 27E +2% YoY(비경상 제외시 각각 +22%, +15%)로 추정된다. 예실차 개선이 주 원인이다.
- ❖ 손보 4사의 합산 보험금 예실차는 4Q24 이래 6개 분기간 1.3조원 적자를 기록했다. 그러나 2026년 들어 YoY 악화가 멈추었다. 실제보험금 증가세의 기저효과와 CSM을 희생한 예상보험금 증가가 더해진 결과이다. CSM 조정의 대가는 3Q26에 한 번 더 나타날 것이다.
- ❖ 한편 2026년 하반기부터 관리급여가 적용되면서 도수치료의 단가와 횟수가 제한되었다. 해당 보험금은 대형 3사 기준 연 800억원 내외 감소할 전망이다. 물론 풍선효과에 대한 모니터링은 필요하나, 아직 그 규모는 유의하지 않다.

2. 신계약 경쟁 위축: 선순환

- ❖ 경쟁을 통한 신계약 과속 성장의 부작용은 (1)단위 신계약비 상승, (2)손해율 상승, (3)CSM 마진배수 하락, (4)해지 증가, (5)해약준비금 부담 확대, (6)자본적정성 저하 등이 서로 연계되며 발생한다. 나아가 이런 현상이 지속될 경우, 일부사는 기본자본 차감으로 연결될 수 있다.
- ❖ 반대로 요율 인상과 판매수수료 규제 강화에 의한 매출 경쟁 위축은 신계약 마진배수의 상승과 CSM 기중 (-) 조정의 감소, 해약준비금 부담 축소를 야기하면서 보험사의 기본자본 여력과 배당여력, CSM 성장에 긍정적으로 기여할 전망이다. 신계약 감소는 우려할 요인이 아니라, 기다렸던 일이다.

3. 장기금리의 상승: 순자산(즉각적)과 투자손익(중기적)에 긍정적

- ❖ 장기물 중심으로 상승한 시장금리는 자산 및 부채의 기준가격으로써 보험사의 순자산에 즉각 영향을 미치고, 이자 spread 확대에 기여하면서 투자손익에 완만한 속도로 영향을 준다. 두 경로의 시차는 있으나, 결과적으로 자본적정성과 수익성에 모두 긍정적이다.

4. Top picks: DB손해보험, 한화손해보험 / 관심종목: 현대해상

- ❖ 관리급여의 수혜는 현대해상과 한화손보 > DB손보 순, 신계약 경쟁 위축의 수혜는 DB손보 > 한화손보 > 현대해상 순으로 기대된다. 이 가운데 배당 가능성 대두와 valuation, 인수합병에 의한 증익, 상승여력 등을 고려해 보험업종 내 top picks로 DB손보와 한화손보를, 관심종목으로 현대해상을 제시한다.

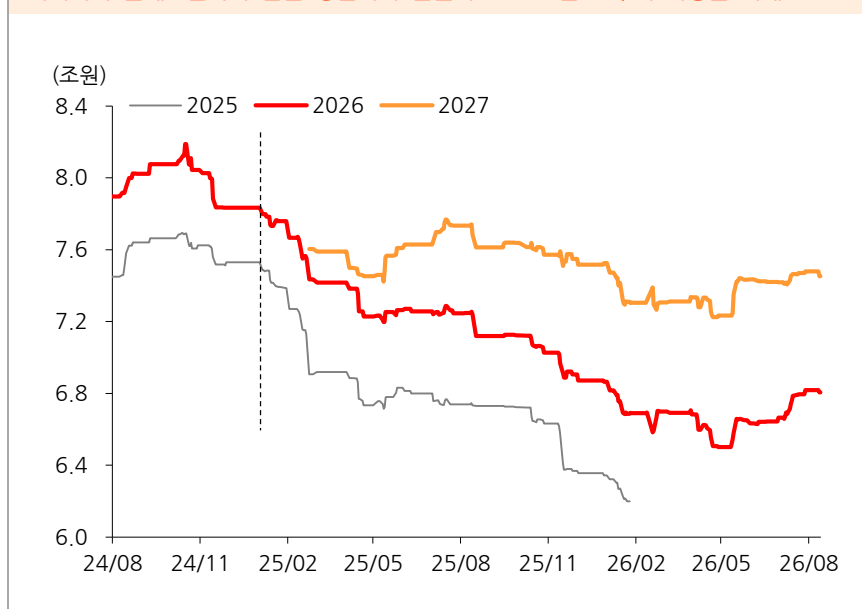


보험금 예실차 보험손익 개선 기대

[한화리서치센터]

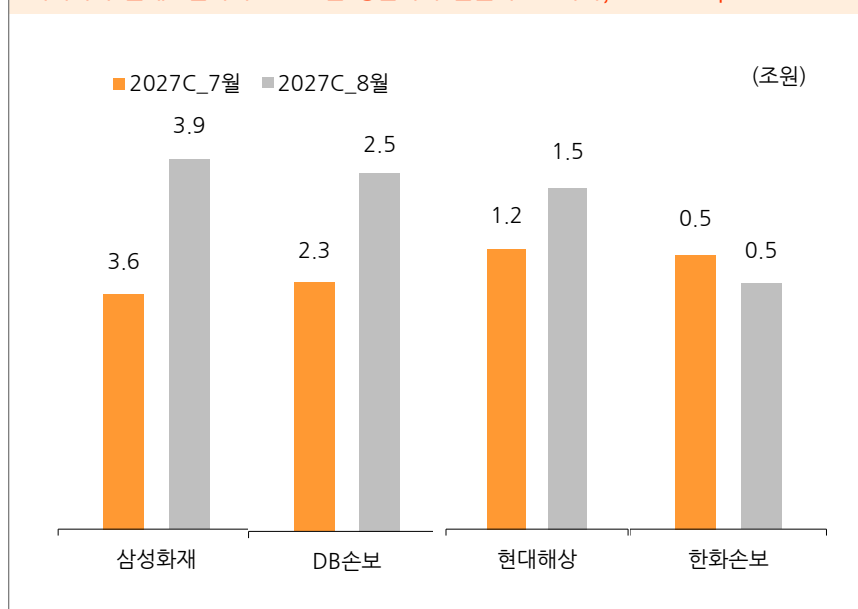
- ❖ 한화투자증권 커버리지 손해보험 4사(삼성/DB/현대/한화)의 실적에 대한 기대는 4Q24 실적에 대한 프리뷰 시기인 2025년 초부터 본격적으로 하향 조정되었다.
- ❖ 추정치 하향의 원인은 주로 보험금 예실차의 악화였다. 보험업종 전반적으로 4Q24부터 발생보험금 증가에 의해 보험금 예실차가 적자를 나타냈기 때문이다.
- ❖ 한편 2027년 영업이익에 대한 컨센서스는 2Q26 실적발표 후 다시 상향 조정되고 있다.

커버리지 손해보험사의 합산 영업이익 컨센서스: '25년 초부터 하향된 기대



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

커버리지 손해보험사의 2027년 영업이익 컨센서스: 다시, Level up



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

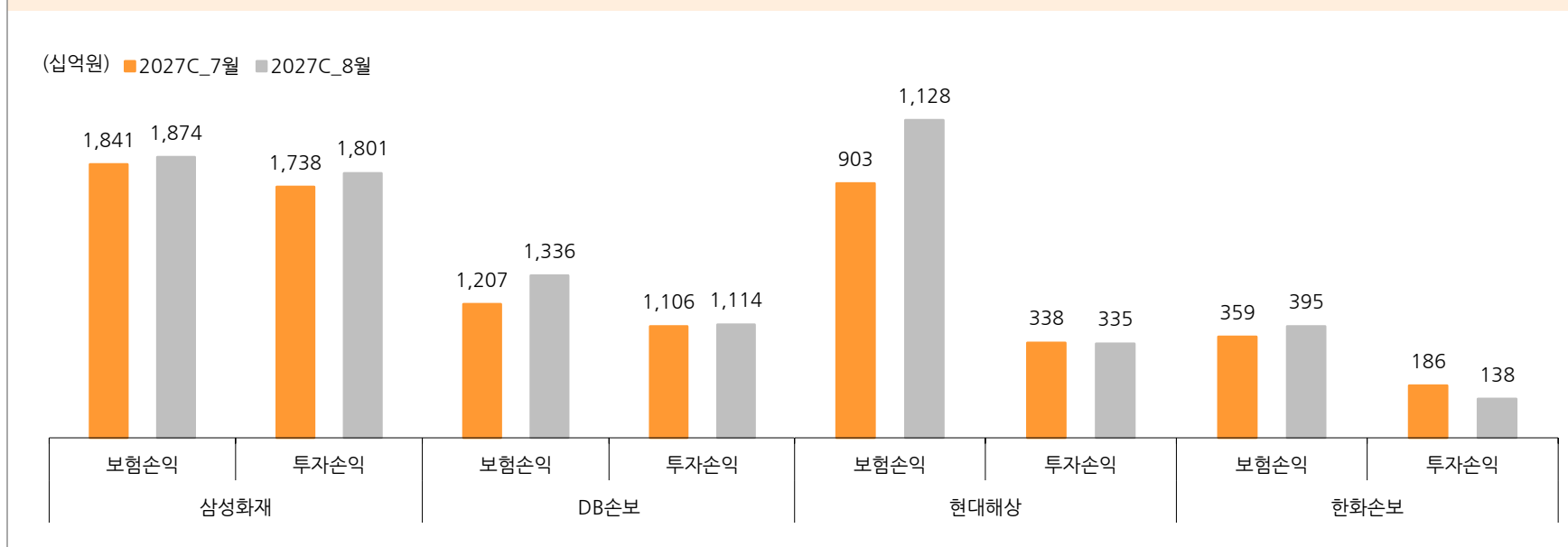


보험금 예실차 보험손익 개선 기대

[한화리서치센터]

- ❖ 2027년 실적에 대한 기대치 상향은 주로 보험손익에 의한 변동이다.
- ❖ Preview 시즌이었던 7월과 비교해 2Q26 잠정실적이 발표된 직후 변경된 이익 추정치는 손보 4사 합산 기준으로 보험손익이 4,250억원, 투자손익이 200억원 상향되었다.
- ❖ 예상보험금 증가와 실손 손해율 개선에 따라 예실차는 점차 정상화될 것으로 기대되며, ‘보험손익 개선’은 보험주 투자의 핵심 키워드가 될 것으로 전망한다.

커버리지 손해보험사의 2027년 보험손익 및 투자손익 컨센서스: 이익 기대치에 대한 상향은 주로 보험손익에 의한 것



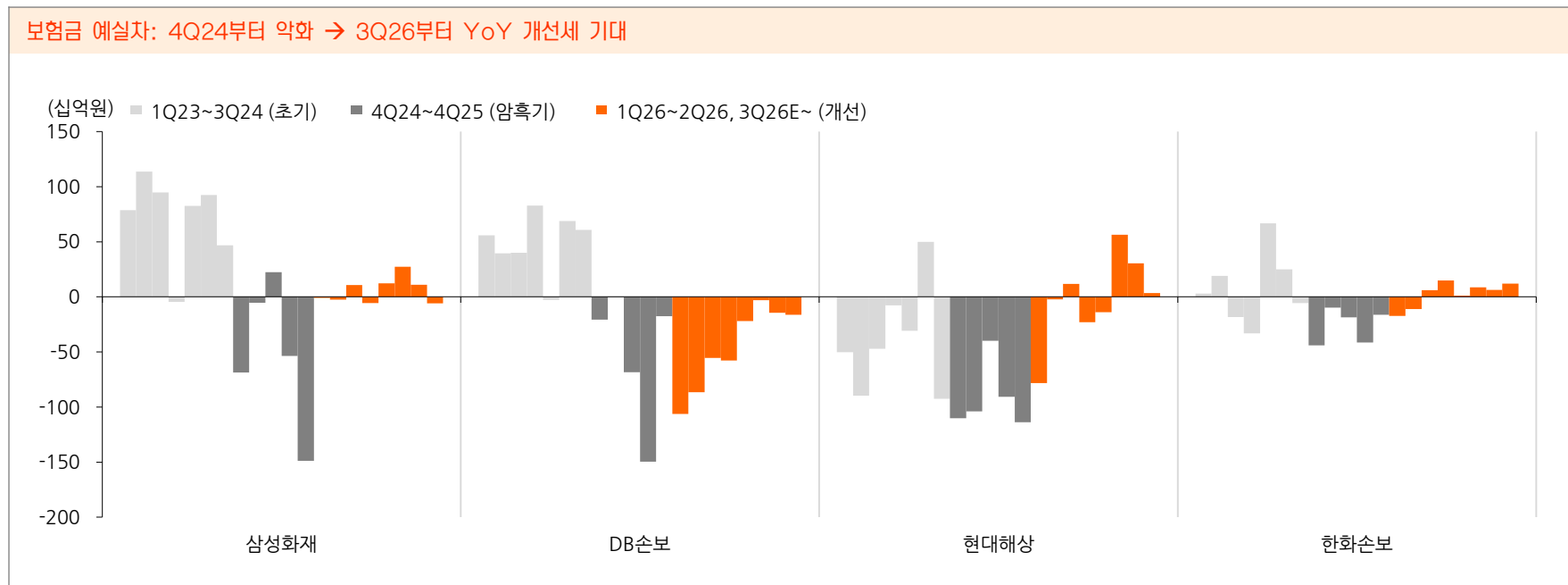
자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터



보험금 예실차 보험손익 개선 기대

[한화리서치센터]

- ❖ IFRS17 도입 직후의 초기에는 보험금 예실차가 비교적 양호한 수준으로 나타났다. 그러나 4Q24부터 보험금 예실차가 적자로 전환되거나 적자폭이 확대되는 등 본격적으로 악화되기 시작했다. 이에 의해 대형 손보사의 2025년 보험손익은 2023년보다 평균 27% 감소하였다.
- ❖ 그러나 전년 동기와 비교해 악화되어 온 보험금 예실차는 2026년 들어 유사하거나 소폭 개선되었다. 상반기 중 예실차 악화가 일단락된 원인은 CSM 회생을 대가로 한 예상보험금의 증가와 실제보험금 증가세의 기저효과라고 판단된다.
- ❖ 상반기가 악화의 중단이라면, 하반기 및 2027년은 YoY 개선의 국면이 될 것으로 전망한다. 추가적인 예상보험금 증가와 관리급여 도입의 효과가 기대되기 때문이다.



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

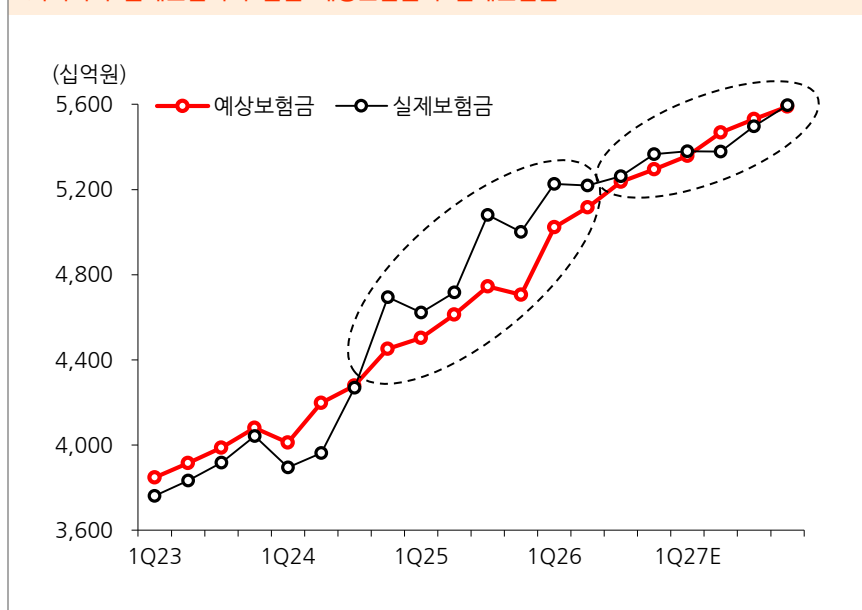


보험금 예실차 예상보험금 증가

[한화리서치센터]

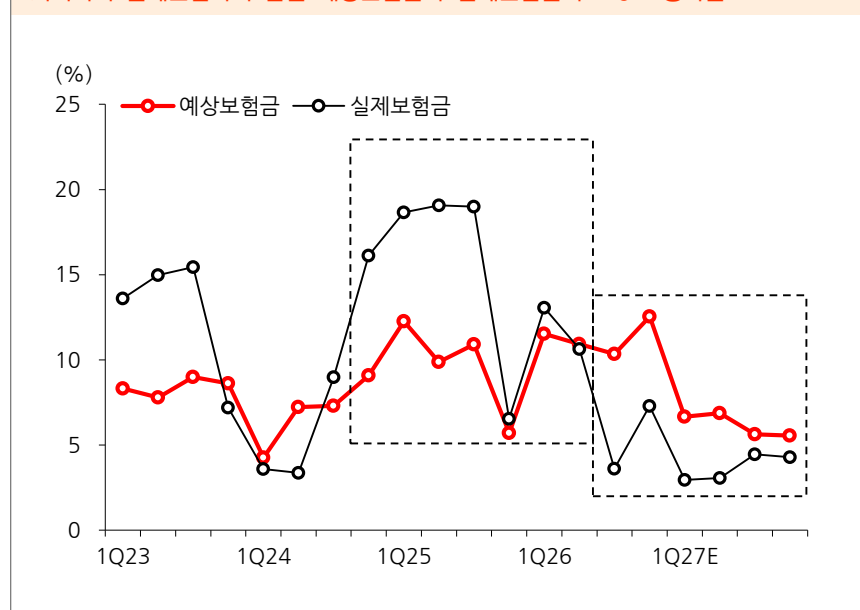
- ❖ 손해보험 4사 합산 기준으로 4Q24부터 실제보험금이 예상보험금을 상회했다. YoY 비교로는 3Q24 보험금 예실차가 처음 감소하여 4Q24부터 적자 전환되었고, 1Q26까지 적자폭이 확대되는 양상을 보였다. 그리고, 2Q26 중 예상보험금 증가율과 실제보험금 증가율은 일치했다. 추가 악화의 중단이다.
- ❖ 미래현금흐름을 회계적으로 반영하는 IFRS17 특성상, 실제보험금이 기대 이상으로 증가하면 이에 연동하여 시차를 두고 예상보험금이 증가한다. 동시에 기저효과에 의해 발생보험금 증가율이 하락하면서 예상과 실제의 gap이 축소된 것으로 해석된다.
- ❖ 추세에 따른 예실차 개선에 더하여, 2Q26 말 적용된 계리감독 가이드라인의 영향으로 3Q26부터는 예상보험금 증가율이 소폭 더 상승할 것으로 추정된다. 이 또한 CSM이 희생된 대가이다. 더불어 관리급여 도입에 의해 지급보험금 부담이 완화될 것을 추가로 반영하였다.

커버리지 손해보험사의 합산 예상보험금과 실제보험금



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

커버리지 손해보험사의 합산 예상보험금과 실제보험금의 YoY 증가율



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

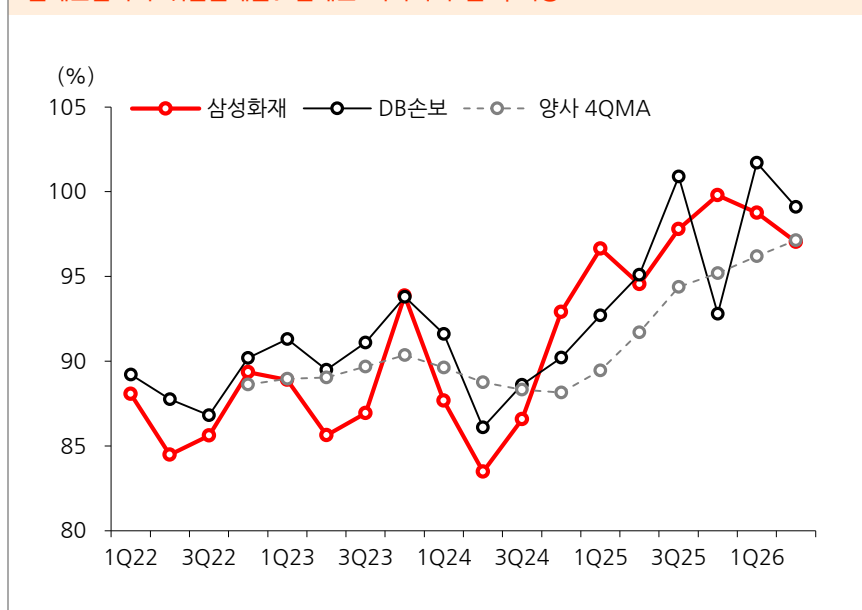


보험금 예실차 미래가치보다 현재 손익이 가깝다

[한화리서치센터]

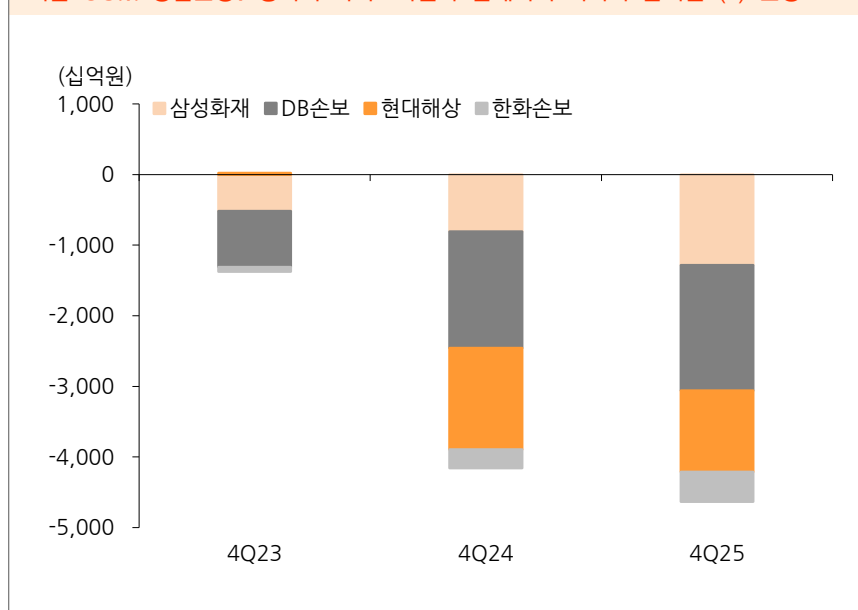
- ❖ 그간의 예실차 악화는 실제보험금의 증가가 원인이었다. 실제로 주요 보험사의 장기 위험손해율은 4Q24를 기점으로 유의하게 상승하였다.
- ❖ 예상을 벗어나는 수익성 악화는 미래 가정을 악화시킨다. 가파른 위험손해율 상승은 미래현금흐름의 악화를 야기했다. 과거의 보험 수익성 부진을 미래 추정에 반영하면서 주요 보험사들은 음(-)의 CSM 경험조정을 나타냈고, 그 대가로 예상보험금이 증가하였다. 단기 수익의 증가(예상보험금 증가)와 미래 수익의 감소(CSM 잔액 감소)를 맞바꾼 셈이다.
- ❖ 이는 2026년 들어 예실차의 추가적인 악화가 제한된 배경이다. 미래현금흐름 추정에 직전 5개년 손해율이 활용되는 만큼 당분간은 CSM (-) 경험조정이 이어질 수 있으나, 그 폭은 축소될 것으로 가정하였다.

손해보험사의 위험손해율: 실제로 악화되어 온 수익성



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

기말 CSM 경험조정: 당국의 가이드라인과 실제치의 악화가 합쳐진 (-) 조정



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



보험금 예실차 드디어 도입된 관리급여

[한화리서치센터]

- ❖ 정상적인 예실차 악화의 마무리에 더하여, 실손 손해를 개선에 의한 손익 개선이 기대된다. 관리급여 때문이다.
- ❖ 보건복지부는 관리급여 제도를 신설했다. 이는 과잉진료의 부작용이 큰 일부 비급여 항목을 관리급여 대상으로 전환하고, 진료기준과 수가 등을 설정할 수 있도록 관리하는 제도이다. 급여 항목과 같이 건강보험공단이 컨트롤하지만, 급여 항목과 달리 건보의 보장률이 낮다.
- ❖ 2025년 초부터 추진되었던 관리급여 제도가 지난 7월부터 도입되었다. 관리급여로 지정된 항목은 도수치료, 경피적 경막외강 신경성형술, 방사선 온열치료 등 세 가지다. 체외충격파의 경우 관리급여로 지정하는 대신, 연 치료 횟수를 제한(12회)하는 의료계의 자율 규제안을 수용했다.

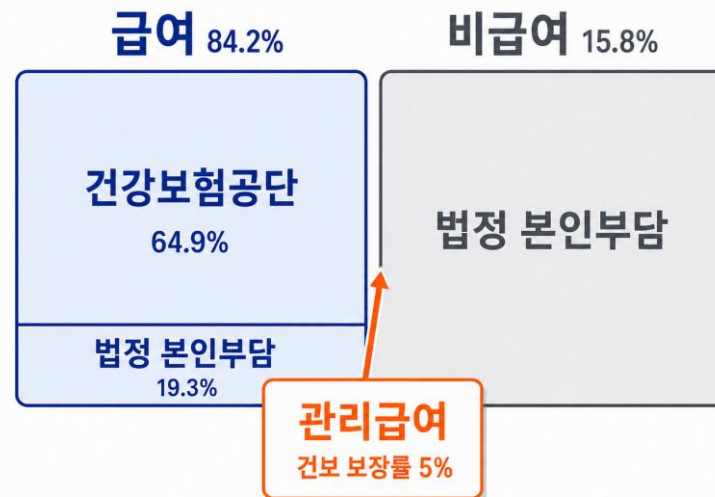
의료개혁 실행방안 내용 중: 의료개혁의 일환으로 추진된 관리급여 신설

2 과잉 우려 큰 비급여에 대한 가격·진료기준 등 적정 관리체계 신설

- (원칙) 의료계 참여를 통해 의료체계 왜곡 및 환자 안전에 문제가 야기될 수 있는 과잉 우려 큰 비급여 항목 선정·관리
 - 가격 + 진료기준(적용증, 실시 횟수 등) 설정 ⇨ 적정 이용·공급 유도
- (방식) 과잉 우려가 큰 비급여에 대해 선별급여 내 '관리급여'로 전환하여 진료기준(적용증, 횟수 등), 가격 등 설정하여 관리
 - 일반 급여와 달리 본인부담률 95% 설정, 한시(예: 5년) 운영 후 평가 통해 항목별 지속 적용 여부 등 결정

자료: 보건복지부, 한화투자증권 리서치센터

의료비의 부담 주체별 구성: 제3의 개념으로 새로이 등장한 관리급여



주: 급여와 비급여의 의료비 비중은 2024년 진료비 실태조사 기준
자료: 국민건강보험공단, 한화투자증권 리서치센터

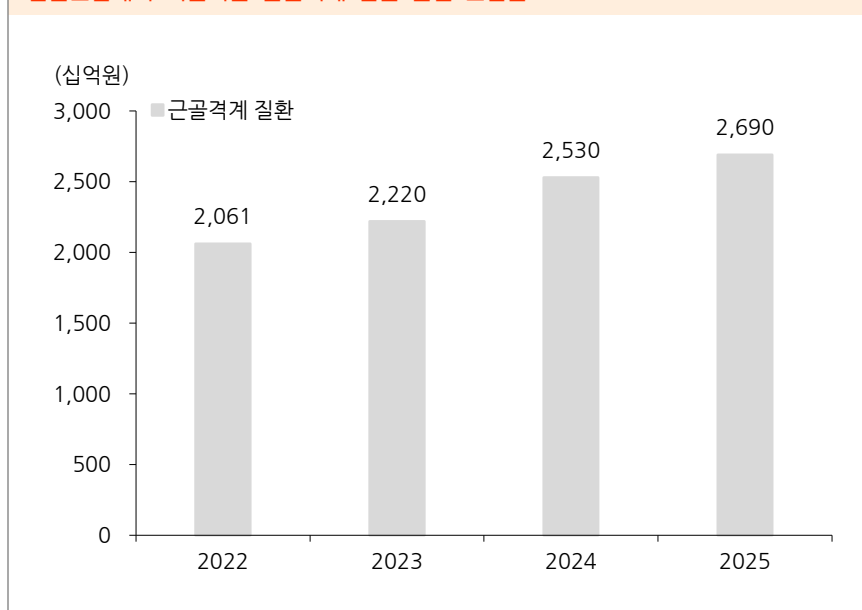


보험금 예실차 도수치료 중심으로 보험금 부담의 완화를 기대

[한화리서치센터]

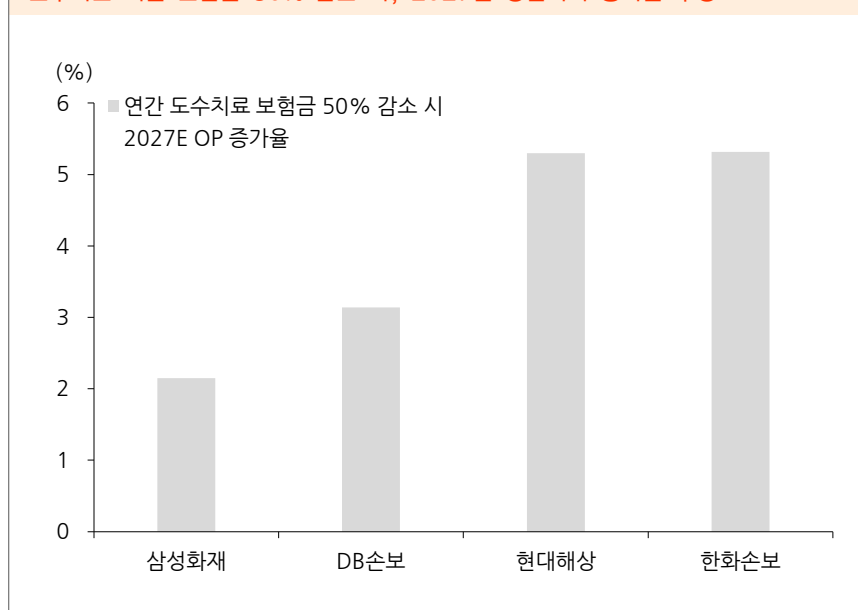
- ❖ 관리급여 지정의 효과가 가장 기대되는 것은 도수치료다. 근골격계 질환(도수치료, 체외충격파 등)의 실손 손해액은 2025년 2.7조원으로 전체의 15%를 차지하였다. 이 중 도수치료에 대한 실손 보험금 데이터는 2022년 자료가 마지막인데, 당시 기준 1.1조원 수준으로 추산된다. 이러한 도수치료의 전국 평균 수가는 비급여 당시 10만원 초반이었으나, 관리급여 하에서는 4.4만원으로 낮아졌다.
- ❖ 마찬가지로 2022년에 단절된 회사별 실손 보험료 및 손해액 데이터와 회사별 전망을 함께 고려할 때, 도수치료에 대한 연간 실손 지급보험금은 대형 3사 800억원, 한화손보 200억원 수준 감소할 것으로 추정된다. 이에 따른 영업이익 개선 효과는 현대해상과 한화손보 > DB손보 > 삼성화재 순으로 나타난다.
- ❖ 과잉 진료의 원인이 모를 해저드인 만큼, 풍선효과도 별도로 고려해야 한다. 대체 비급여 항목(신장분사치료, 체외충격파)의 보험금 증가액은 추세가 관찰되고 있어 지속적인 모니터링은 필요할 것이다. 다만 아직 유의한 규모가 아니다.

실손보험에서 지급되는 근골격계 질환 관련 보험금



자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

도수치료 지급 보험금 50% 감소 시, 2027년 영업이익 증가율 추정



주: 2027년 예상 영업이익은 기존 추정치 기준
자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

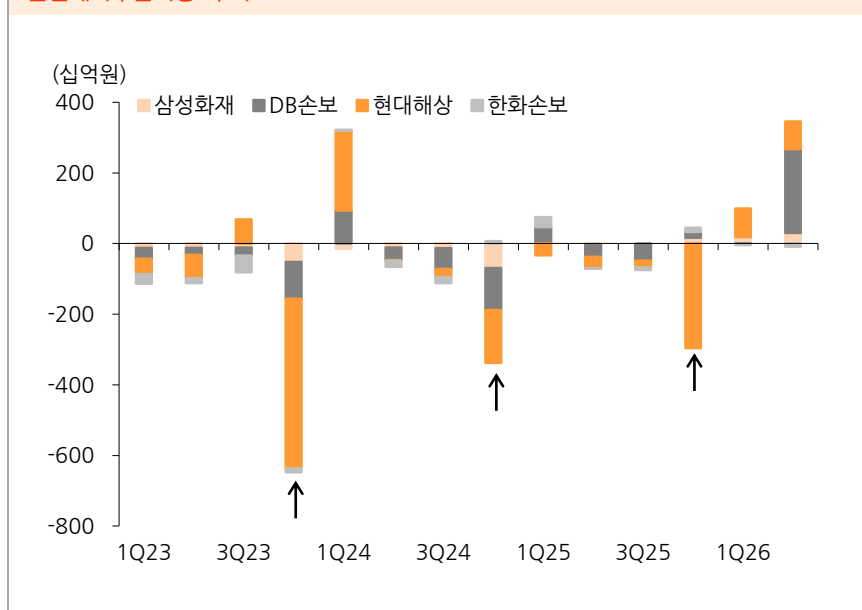


보험금 예실차 예실차 개선과 손실계약비용 환입 예상

[한화리서치센터]

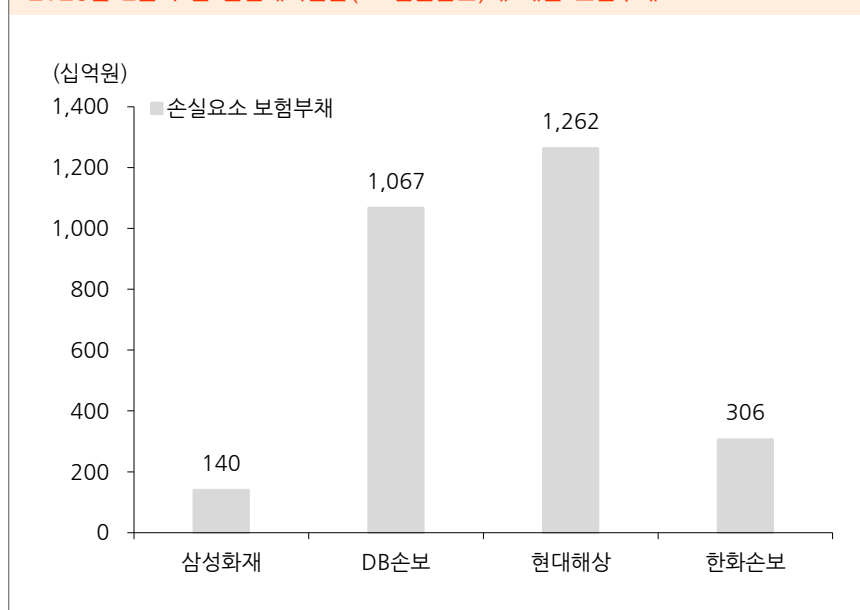
- ❖ 관리급여 시행에 의한 수가 및 회수 억제로 지급보험금이 감소한다면, 이는 실제보험금 감소로써 예실차에 즉각 반영된다. 더불어 이것이 실손 손해율의 개선 추세로 이어지면, 연말 경험조정을 통해 해당 담보에 대한 추정치가 개선될 것이다.
- ❖ 미래 부담의 현가를 계상한 손실계약집합 보험부채의 규모는 회사별로 상이하다. 보험회계는 미래현금흐름을 통해 추정 손익을 재무상태표에 반영하는 방식을 취하고 있다. 따라서 당기 보험금의 감소뿐 아니라 미래 구간에 대해 예측해 두었던 보험금의 감소도 가능하다.
- ❖ 손해율 개선에 따른 경험조정으로 해당 손실계약 부채의 추정치가 감소하면(=예상 적자폭이 감소하면), 이는 고스란히 보험손익 내 손실계약부담비용의 환입으로 연결된다. 결국 당기 비용 감소는 매분기 예실차의 개선, 미래손실에 대한 축소는 연말 손실계약부담비용 환입으로 보험손익 증가에 기여할 것이다. 당사는 관리급여의 예실차 영향은 추정치에 반영하였으나, 손실계약비용의 환입은 아직 반영하지 않았다.

손실계약부담비용 추이



주: 화살표는 보유계약 경험조정의 효과가 크게 나타나는 연말을 가리킴
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

2026년 2분기 말 손실계약집합(즉 실손담보)에 대한 보험부채



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터



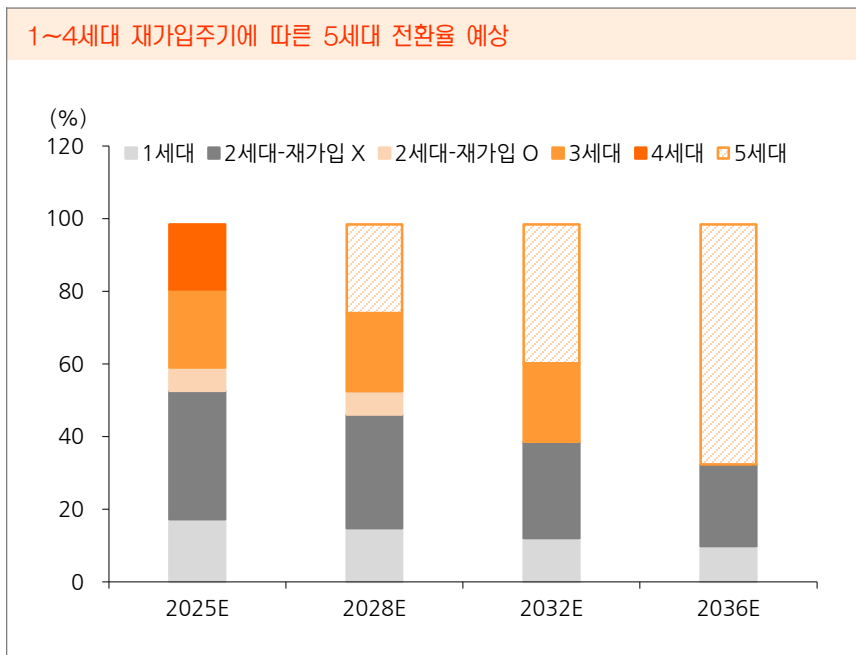
보험금 예상차 5세대 실손은 시너지지만, 중기적인 기대

[한화리서치센터]

- ❖ 5세대 실손이 더해지면 관리급여와의 시너지 효과가 예상된다. 다만 유의한 영향을 기대하기에는 아직 이르다는 판단이다.
- ❖ 새로 출시될 5세대 실손은 보장 대상을 중증과 비중증으로 나누고, 비중증 비급여 진료비에 대한 보장을 축소한 것이 특징이다. 특히 비중증 진료의 보험금 미지급 대상이 확대되었는데, 도수치료나 체외충격파, 비타민제 등은 시행세칙을 통해 지급 대상에서 제외하였다.
- ❖ 5세대 실손에 대한 신규 가입을 통한 확대보다는 재가입주기 도래 시의 전환이 나타날 전망이다. 재가입주기가 없는 상품은 최근 3년 간의 계약 감소율이 지속될 것으로, 재가입주기가 있는 상품은 주기 도래시점에 5세대로 전환될 것을 가정하면, 5세대의 점유율은 2028년 24%, 2036년 66%로 추정된다. 유의한 효과가 기대되는 건 2030년 이후이다.
- ❖ 5세대 실손이 기대대로 작동한다면, 중기적인 관점에서 실손보험 수익성은 정상화 추세로 진전될 전망이다.

5세대 상품의 특성: 중증은 기존과 동일, 비중증·비급여 의료비를 중심으로 강화			
	4세대	5세대	
		중증	비중증
자기부담: 급여			
입원	20%	20%	
외래	max(20%, 1~2만원)	max(건보 본인부담률, 20%, 1~2만원)	
자기부담: 비급여			
입원	30%	30%	50%
외래	max(30%, 3만원)	max(30%, 3만원)	max(50%, 5만원)
자기부담한도	없음	상급/종합 500만원	없음
미지급 대상	미용, 성형 등	미용, 성형 등	미용, 성형, 미등재 新 의료기술, 일부 비급여*
보상한도	연간 5,000만원 통원 회당 20만원 입원 한도 없음	연간 5,000만원 통원 회당 20만원 입원 한도 없음	연간 1,000만원 통원 일당 20만원 입원 회당 300만원

주: *보상하지 않는 보장종목을 보험업감독업무시행세칙을 통해 명기
자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터



자료: 한화투자증권 리서치센터

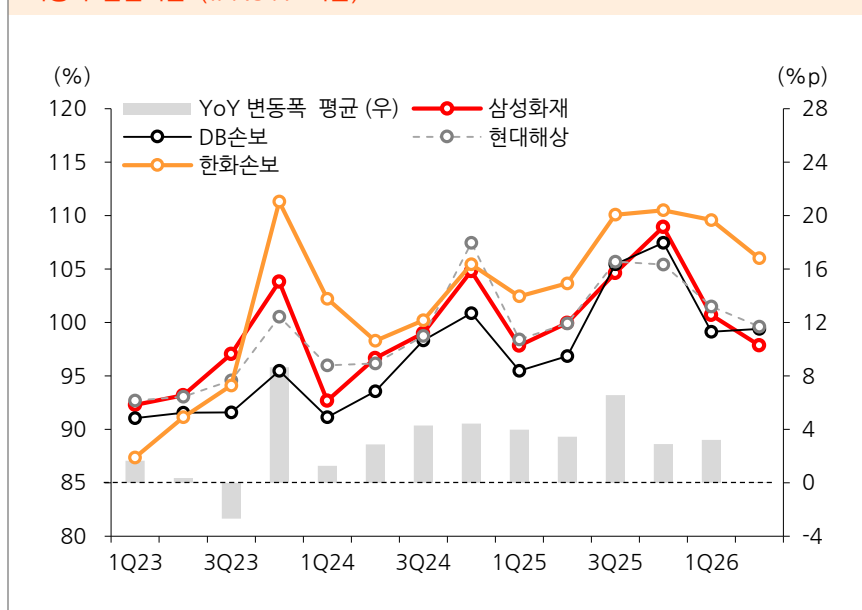


보험금 예실차 미래가치보다 현재 손익이 가깝다

[한화리서치센터]

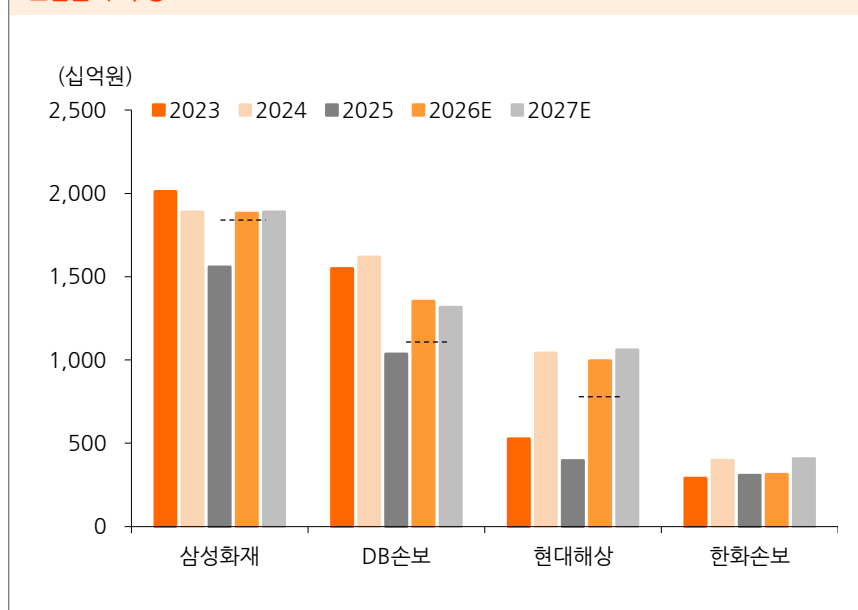
- ❖ 연간 적자를 기록하던 자동차보험은 2026년 초 소폭의 요율 인상을 통해 수익성의 악화 폭이 축소되었다. 오는 9월 중 경상환자가 8주를 초과해 치료를 받을 시 필요성을 심사하는 '8주룰'이 적용된다. 동시에 향후치료비의 지급 기준 개선도 추진될 전망이므로 이르면 4Q26, 온기로는 2027년부터 자동차 손해율 하락이 기대된다.
- ❖ (1)CSM 조정의 대가로 나타나는 예상보험금 증가와 (2)관리급여 도입에 따른 발생보험금 부담 축소, (3)자동차보험의 손해율 개선을 총괄하면, 2026년 하반기부터 보험손익은 최악의 구간을 벗어나 다시 전년 동기 대비 증가할 것으로 기대된다.
- ❖ 예실차가 안정화된 후에는 보험손익의 대부분을 차지(해야)하는 CSM 상각익의 자연 증가가 실적 증대를 견인하는 보통의 흐름을 기대한다.

자동차 합산비율 (IFRS17 기준)



주: 캐롯손보 합병으로 인한 연속성 단절을 감안하여, YoY 변동폭은 대형 3사 평균으로 표기
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

보험손익 추정



주: 점선은 일회성 환입을 제외한 기준
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

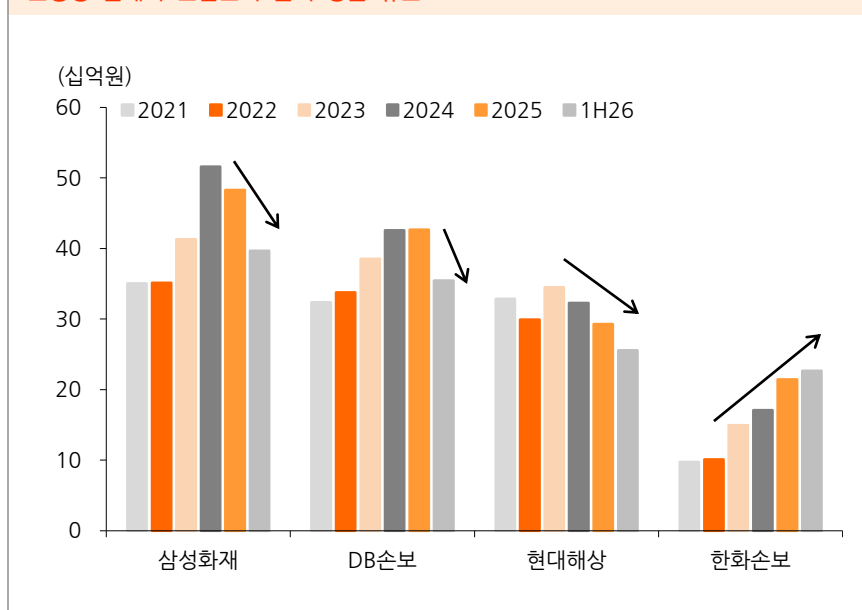


신계약 경쟁 완화 물량 감소를 정상화로 판단

[한화리서치센터]

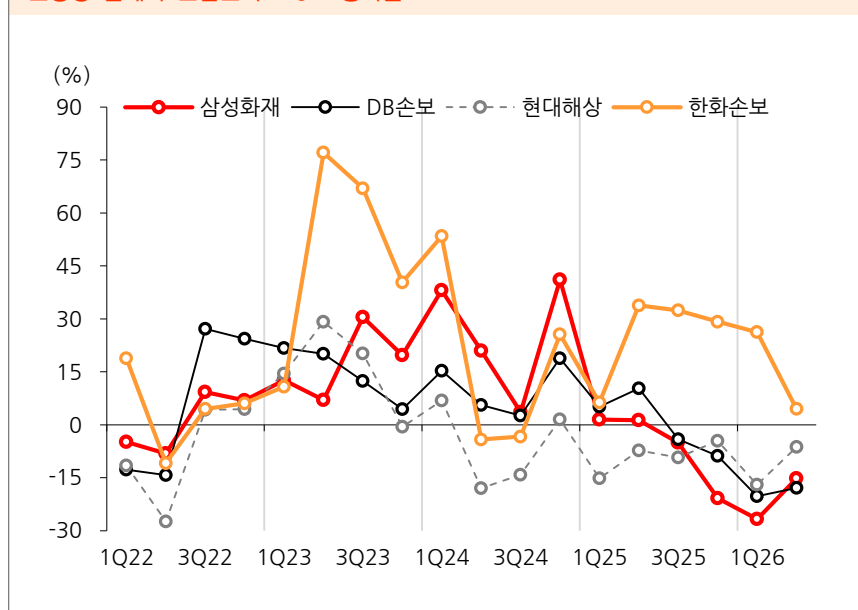
- ❖ 보장성 신계약 매출은 2026년 들어 대형사 중심으로 감소하였다. 원인은 복합적인데, 수익성 회복을 위한 요율 인상이 주요했다고 보인다.
(1)**삼성화재**는 2024년까지 가팔랐던 성장의 반대급부로 2025년 하반기부터 YoY 감소세가 강해졌고, (2)**DB손보**는 커버리지사 중 유일하게 2018년부터 꾸준한 성장 기조를 보였으나 2026년은 감소 전환할 것으로 예상된다. (3)**현대해상**은 2Q24 중 선제적으로 보험료를 인상한 영향으로 2024년부터 이른 감소를 기록했다. (4)특화 상품을 기반으로 2023년부터 고속 성장을 보인 **한화손보**는 울들어 적정 판매 수준을 제한하면서 하반기에는 신계약 규모가 감소할 전망이다.
- ❖ 신계약 성장은 IFRS17 도입시점인 2023년부터 본격적으로 나타났다. 보유계약가치를 대변하는 CSM을 확보하기 위해 판매 경쟁이 있었을 것으로 유추된다. 경쟁은 적정 속도의 초과를 유발하고, 과속 성장은 한계(marginal) 가치의 질적인 훼손을 야기하기 쉽다.
- ❖ 당사는 물량 경쟁을 부정적으로 봤던 만큼 신계약 감소를 정상화라고 판단하며 긍정적으로 평가한다. 물론 마진 개선이 동반되어야 한다.

보장성 신계약 보험료의 분기 평균 규모



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

보장성 신계약 보험료의 YoY 증가율



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

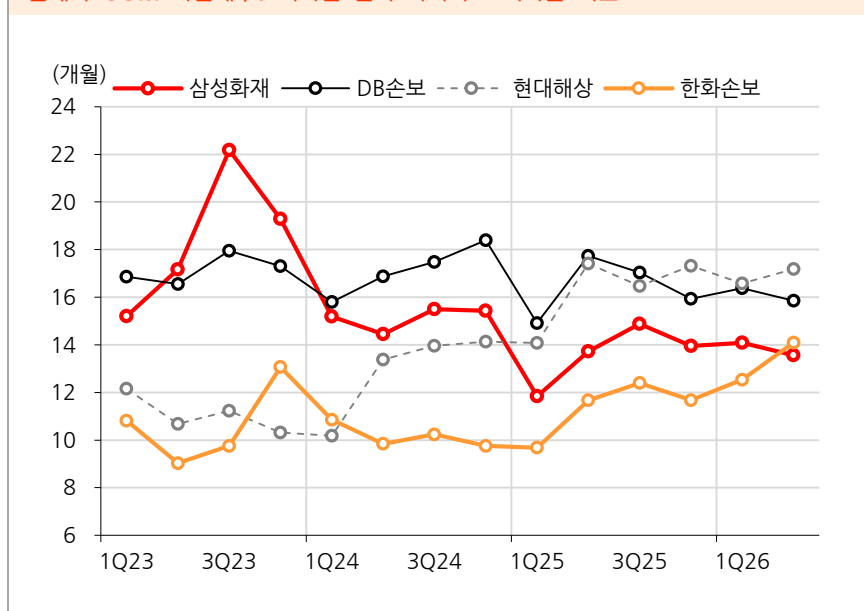


신계약 경쟁 완화 신계약의 질은 개선될 전망

[한화리서치센터]

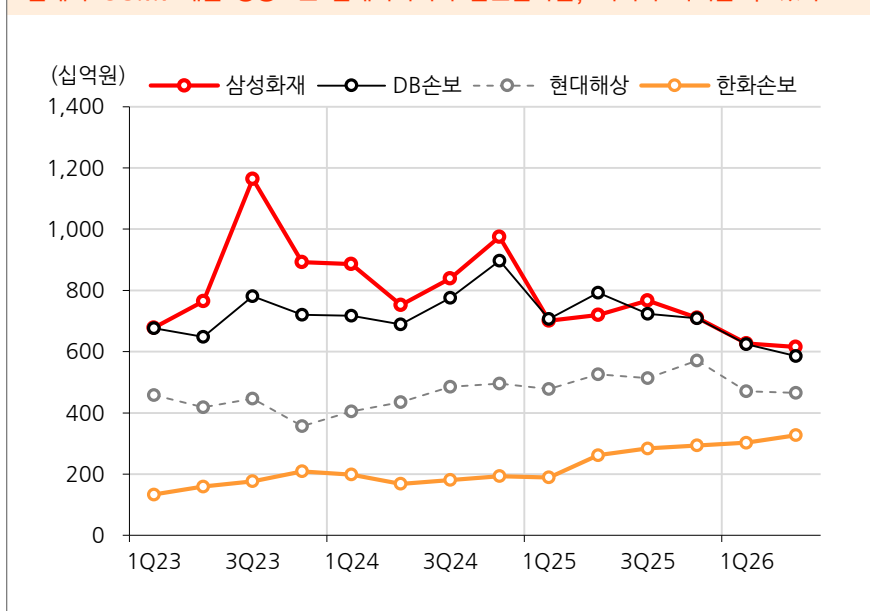
- ❖ 신계약의 질은 마진배수로 대변된다. 이 마진배수는 회사별 전략에 따라 상이한 흐름을 보였다.
 - (1) **삼성화재**는 2023년 최고의 마진배수를 기록했으나 이후 하락 추세를 나타냈고, (2) **DB손보**의 분기 평균 마진배수는 완만하게 하락하였다.
 - (3) 반면 **현대해상**은 2Q24 보험료 인상에 따라 신계약 매출이 감소한 대신 마진배수가 상승했고, 포트폴리오 개선 등을 통해 2026년 들어 커버리지사 중 최고의 마진배수를 보이고 있다. (4) 특화 상품으로 영업력을 확대한 **한화손보**는 유일하게 매출 성장과 마진 개선이 함께 나타났다.
- ❖ 결과적으로 신계약 CSM은 삼성화재가 2023년을 정점으로 감소하면서 DB손보와 유사한 수준이 되었고, 이들과 현대해상의 격차는 축소되었다. 양적, 질적 성장을 동반한 한화손보는 유일하게 추세적인 신계약 CSM 증가를 나타내고 있다.
- ❖ 당초 신계약 매출 경쟁의 목적은 CSM 확보에 있었다. 신계약 CSM 감소를 동반한다면, 외형 성장의 의미가 일부 퇴색될 수 있다. 물량 경쟁의 위축과 시장금리 상승, 요율 인상 등이 맞물린 현재 국면에서는 신계약의 질이 개선될 전망이다.

신계약 CSM 마진배수: 회사별 전략 차이가 드러나는 지표



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

신계약 CSM: 매출 경쟁으로 신계약가치가 감소한다면, 의미가 퇴색될 수 있다



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

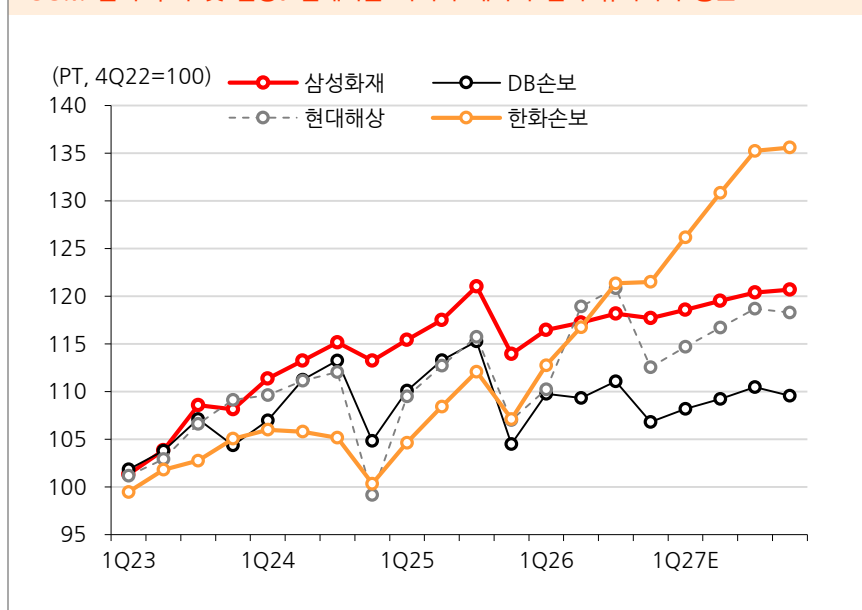


신계약 경쟁 완화 경쟁으로 증가한 해약도 개선되어야

[한화리서치센터]

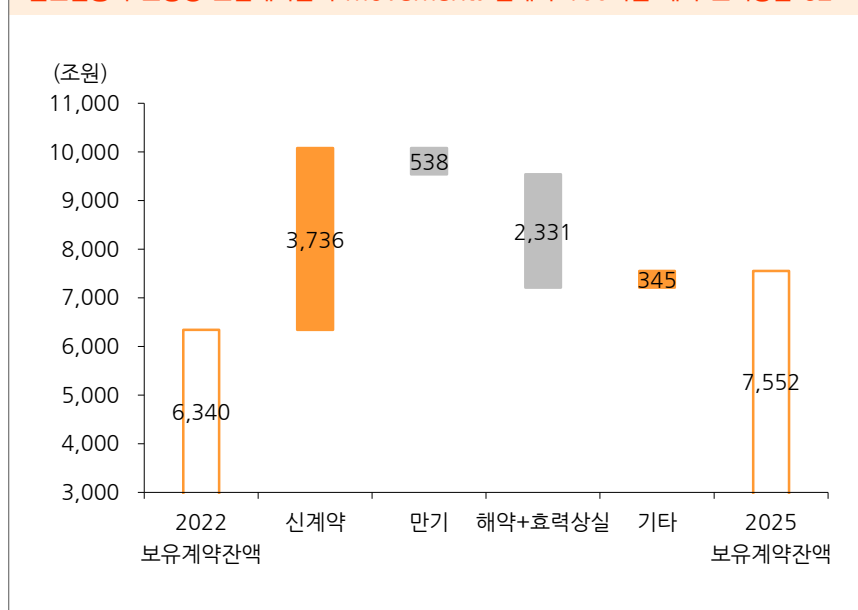
- ❖ 매출, 경쟁, 마진 등의 모든 결과는 보유계약가치, CSM(계약서비스마진) 잔액으로 드러난다.
 - (1) **삼성화재**는 신계약 CSM이 감소했지만 보유계약을 비교적 잘 지켜냈고, 경험조정에 의한 감소율이 낮게 관리되면서 건전한 성장세를 나타냈다.
 - (2) **DB손보**와 **현대해상**은 신계약에 의한 성장과 경험조정에 의한 대폭 감소를 반복하면서, 도입시점 이래 양사간 유사한 흐름을 보이고 있다.
 - (3) **한화손보**는 신계약 가치 창출을 통해 미래 성장성이 가장 가파를 것으로 기대된다.
- ❖ 이들은 수익성 악화에 따른 기말 경험조정뿐 아니라, 해약 증가를 반영하는 기중 (-) 조정도 겪어왔다. 일례로 손보업종의 보장성 보험계약잔액은 신계약을 통해 증가하는 동시에, 해약 및 효력상실에 의한 보유계약 감소가 함께 나타나고 있다. 이는 승환계약의 부작용이다.
- ❖ 결국 신계약 매출은 회사가치를 구성하는 요소 중 하나일 뿐, 그 계약의 질과 유지력이 중요하다는 것을 알 수 있다. 물량 경쟁의 위축은 마진배수의 상승(질적 개선)과 함께 해약의 감소(유지력 개선)로도 이어질 것으로 기대된다.

CSM 잔액 추이 및 전망: 신계약뿐 아니라 계약의 질과 유지력이 중요



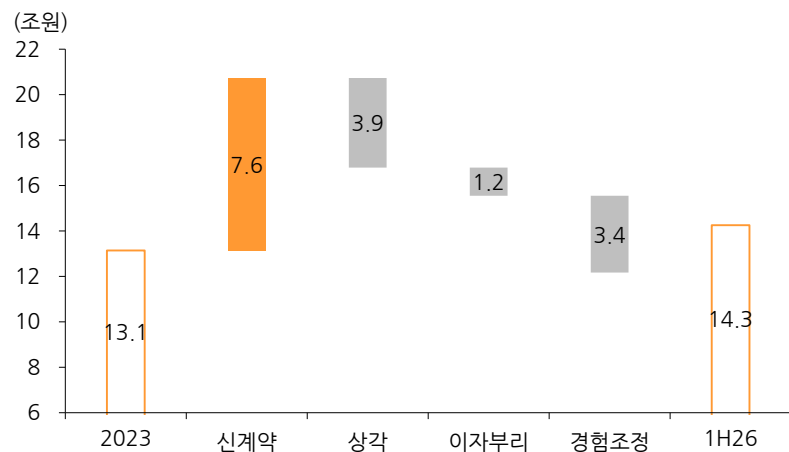
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

손보업종의 보장성 보험계약잔액 movement: 신계약 100이면 해약+효력상실 62

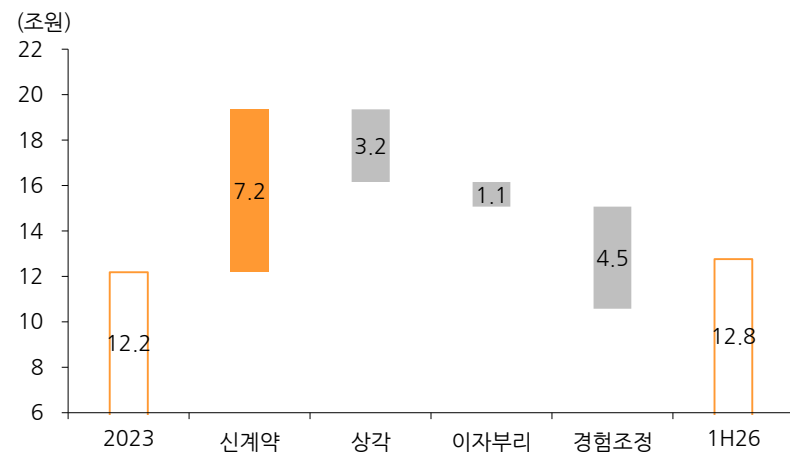


자료: 보험개발원, 한화투자증권 리서치센터

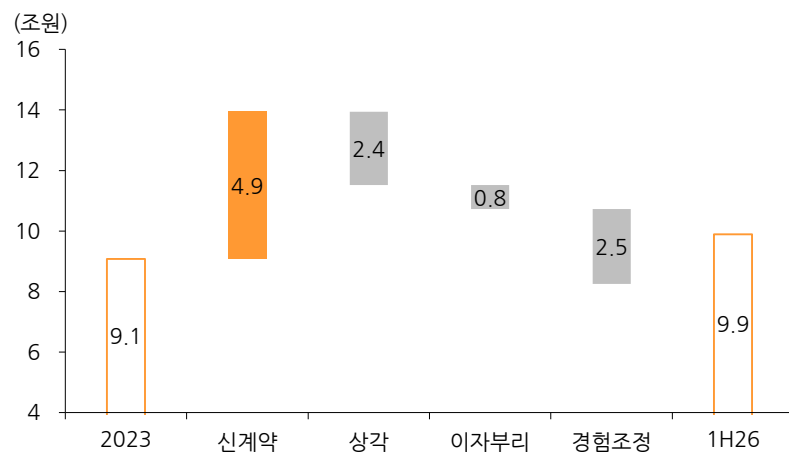
삼성화재의 CSM movement



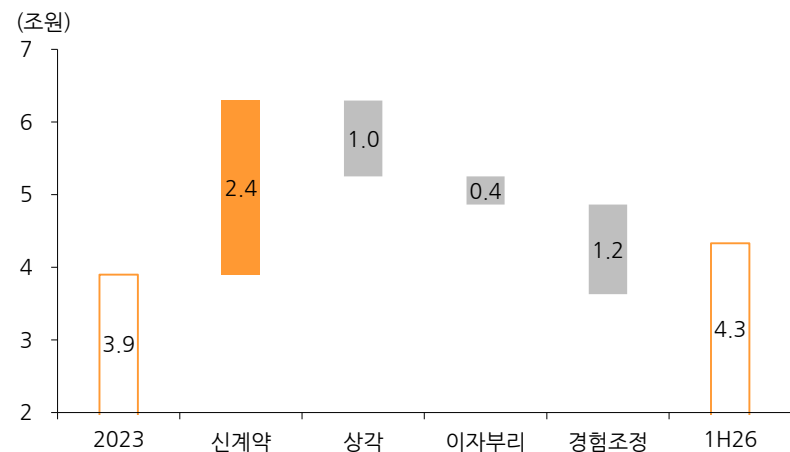
DB손해보험의 CSM movement



현대해상의 CSM movement



한화손해보험의 CSM movement



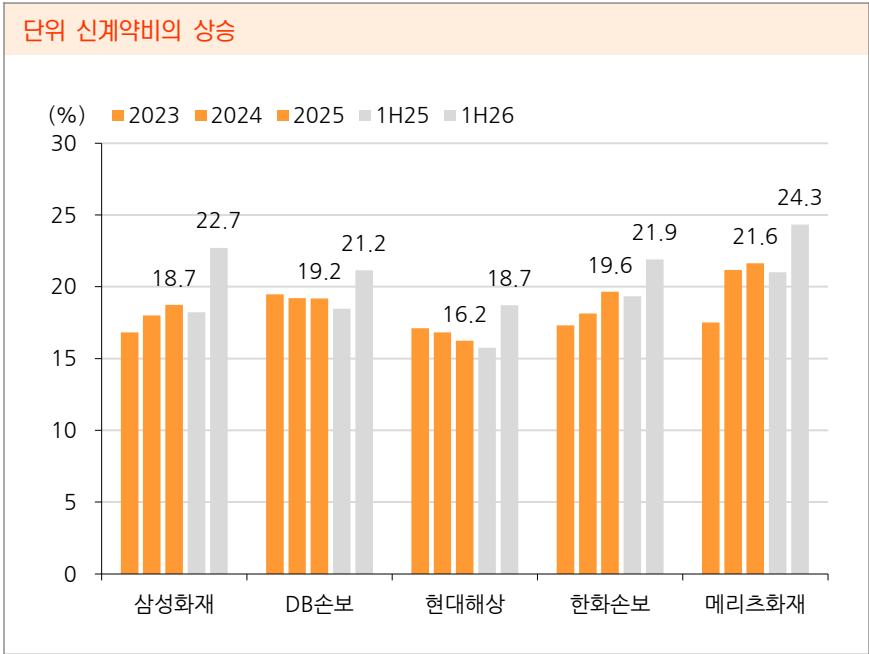
자료: 각 사, 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터



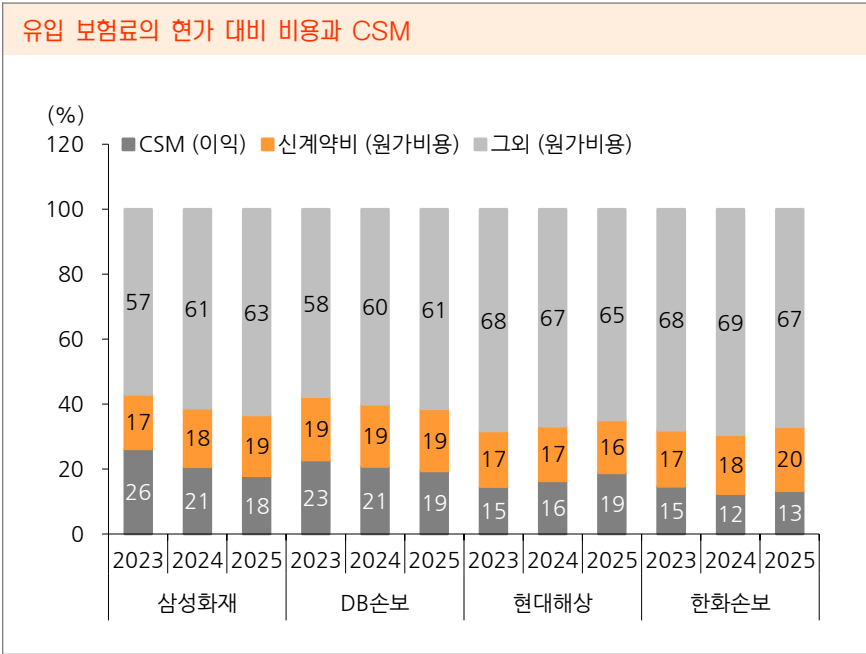
신계약 경쟁 완화 경쟁 과정에서 상승한 단위 비용

[한화리서치센터]

- ❖ 물량 경쟁의 또다른 부작용은 사업비 집행에 있다. 주요 보험사의 보험취득현금흐름(IACF, ≡신계약비)은 현대해상을 제외하면 2025년까지 YoY 증가율이 평균 22%로 나타났다. (2023년 대비 2025년 IACF: 한화 +89%, 메리츠 +58%, 삼성 +35%, DB +20%, 현대 -9%)
- ❖ 매출이 늘면 신계약비 집행이 늘어나는 것은 당연하다. 문제는 단위 신계약비도 높아졌다는 것이다. 미래 현금유입액의 추정 현재가치(≡유입 보험료의 기대 현가) 대비 신계약비, 즉 단위 신계약비는 2023년 이래 DB손보가 유지, 현대해상이 하락했고 나머지 주요사는 2~4%p 상승했다.
- ❖ 현대해상을 제외한 대형 보험사의 신계약 수익성은 신계약비 증가를 제외해도 상승하지 못했다. 수익성이 하락하는 국면에서 보다 많은 단위 비용을 지출하며 매출 경쟁을 일으킨 셈이다.
- ❖ 물량 경쟁의 위축과 GA채널 설계사의 초년도 수수료 감소 기조에 따라, 단위 신계약비도 점차 정상화될 것으로 예상된다.



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

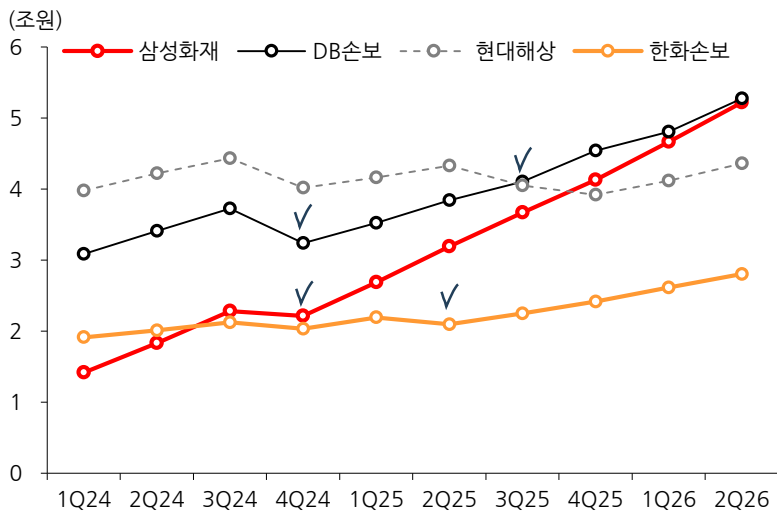


신계약 경쟁 완화 경쟁의 부작용은 비용뿐 아니라...

[한화리서치센터]

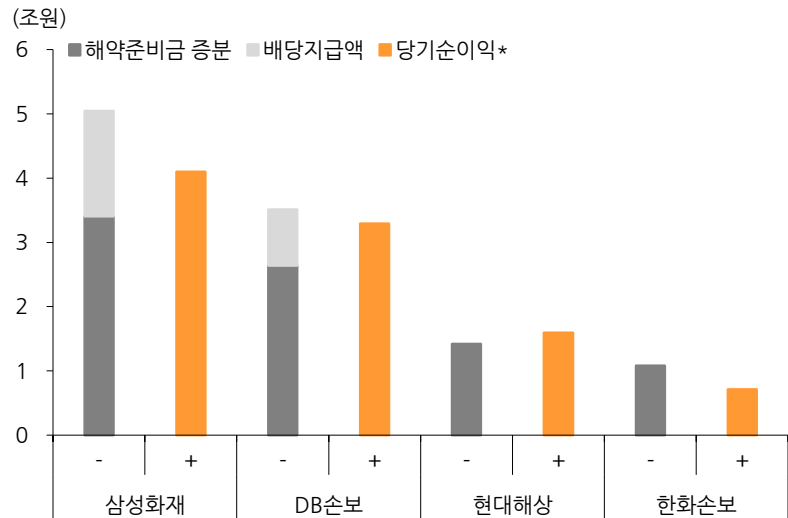
- ❖ 신계약비용의 집행이 증가하고 신계약 가치는 늘지 못하는 흐름은 해약환급금준비금(이하 해약준비금)의 적립 부담을 심화 시킨다. 해당 구조는 IFRS17상 보험부채를 축소시켜 원가부채와의 차이를 확대하기 때문이다. 현재 커버리지 손보사는 모두 해약준비금 적립률을 80%로 인하 받고 있음에도, 준비금 증가 속도는 인하 전과 유사하거나 더 가파르다.
- ❖ 배당가능이익의 증감을 결정하는 변수에서 기타포괄손익누계액(AOCI)과 같은 외생변수나 상장사에게 상수로 여겨지는 자본금 등을 제외 하면, 주된 변동성 요인은 우측 그래프와 같다. 커버리지 손보사의 최근 2개년 배당재원에서 해약준비금 증분(유출)과 배당 지급액(유출)이 당기순이익(유입)을 상회하였다. 배당재원이 감소하는 것은 준비금 증가 속도가 빠르기 때문이고, 준비금 증가 속도가 빠른 원인 중 하나는 신계약 경쟁이었다.
- ❖ 역으로 단위 신계약비가 낮아지고 마진배수를 통해 신계약 CSM이 증가하는 국면에서는 배당가능이익의 감소 압력이 줄어들 것이다.

해약환급금준비금 잔액: 적립률 인하를 반영해도 증가하는 부담



주: 표시는 준비금 적립률 80%를 적용 받은 시점
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

최근 2개년 배당재원 변동: 유입(손익)보다 유출(차감, 지급)이 더 크다



주: 2024년 및 2025년 합산, *2개년 당기순이익에서 동기간 신종자본증권 이자를 차감
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

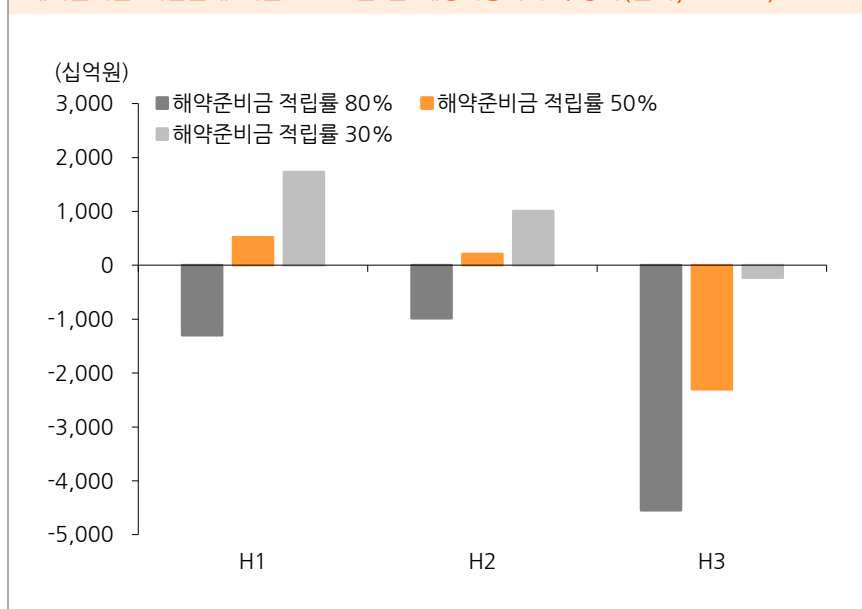


신계약 경쟁 완화 *부록: 해약준비금 산출식 변경에 대한 기대

[한화리서치센터]

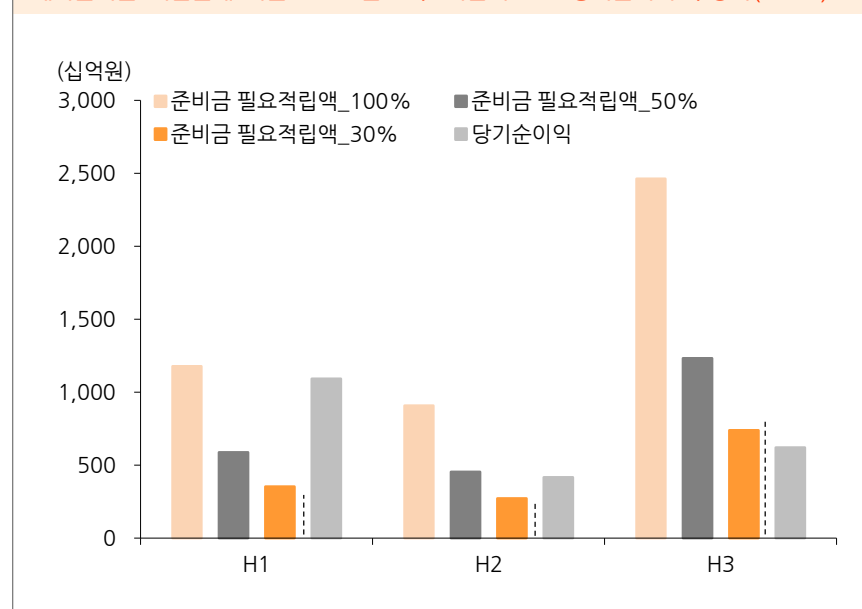
- ❖ 신계약 감소와 더불어 해약준비금 산출식 자체의 변화로 적립 부담이 완화될 가능성도 있다.
- ❖ 2027년 기본자본(T1)비율 규제의 도입을 앞두고, 후술할 미처분잉여금의 소진으로 인해 일부 보험사의 기본자본이 차감될 수 있다. 따라서 규제 도입과 발맞춰 해약환급식 보험부채의 산출 방식을 변경함으로써 자본적정성의 훼손을 막는 방안이 검토될 여지는 충분하다.
- ❖ 이 경우, 현 시점 미배당 보험사의 배당 가능 여부를 판단하기 위해서는 두 가지를 동시에 살펴봐야 한다. (1)제도 변화로 배당가능이익이 양수(+)로 전환되는가(stock), (2)이후 배당가능이익의 유출과 유입에서 재원이 지속적으로 확보될 수 있는가(flow) 등이다.
- ❖ 다시 피어난 해약준비금 완화에 대한 기대는 그 당위성을 고려할 때, 기본자본 규제가 적용되는 2027년일 것으로 예상된다. 제도 변화의 내용을 알 수는 없으나, 어떤 내용이든 배당가능이익 확보의 가능성이 가장 높은 것은 현대해상이다.

해약준비금 적립률에 따른 2026년 말 배당가능이익 추정치(잔액, stock)



자료: 한화투자증권 리서치센터

해약준비금 적립률에 따른 2027년 요구 적립액 vs. 당기순이익 추정치(flow)



자료: 한화투자증권 리서치센터

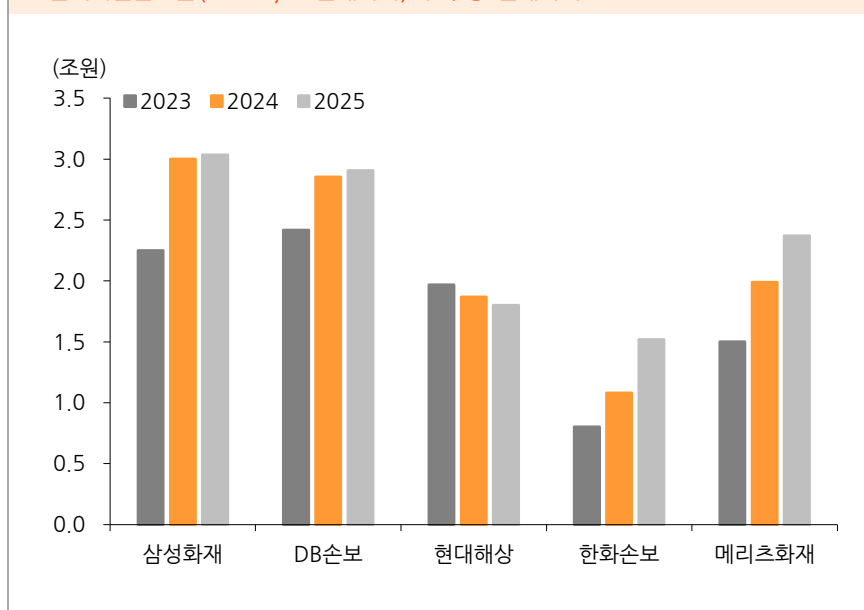


신계약 경쟁 완화 당분간은 이어질 준비금 부담

[한화리서치센터]

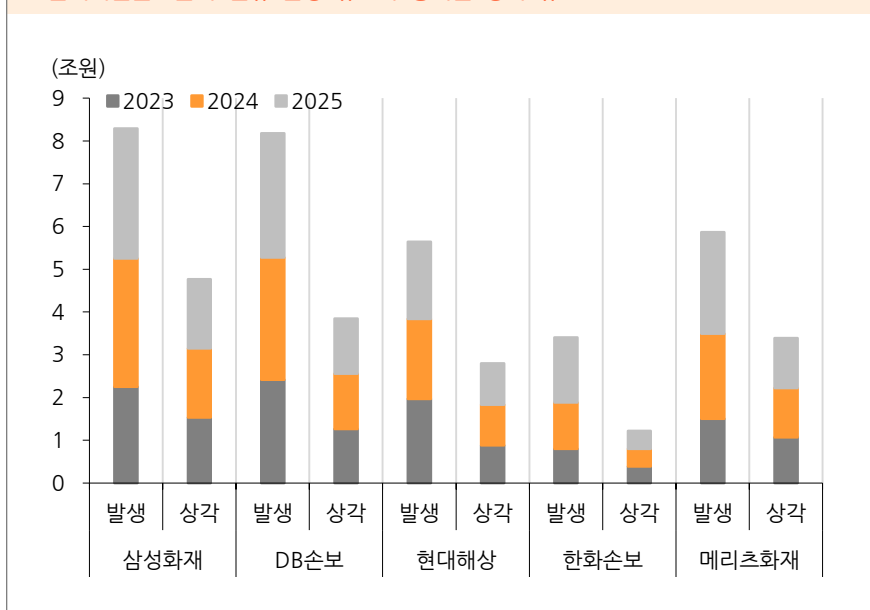
- ❖ 정리하자면 신계약 경쟁의 완화로 승환 계약과 신계약비 집행이 감소할 경우, (1)신계약 마진배수가 상승하고 (2)CSM (-) 조정이 감소하면서 CSM 잔액이 성장하고, (3)해약준비금 적립 부담이 감소하면서 배당가능이익 확보에 기여할 수 있다. 2026년 GA채널 1,200%를, 2027년 판매수수료 분급 등의 정책은 이를 더욱 뒷받침할 것으로 기대된다.
- ❖ 다만 시간이 필요하다. 최근 3년간 보험부채에 신규로 인식된 신계약비의 현재가치 규모에 비해, 해당 비용의 상각 규모는 절반 수준에 그친다. 지금부터 신규 발생하는 규모가 감소하더라도, 기존 발생분의 부담은 보다 완만하게 감소할 것이다.
- ❖ 해약준비금 적립 부담을 완화하는 별도의 제도 변화가 동반되지 않는 한, 현재 속도로는 3년내 자력으로 배당이 가능해질 미배당 보험사는 없는 것으로 추정된다. 다만, 방향성(신계약 축소)은 옳다는 판단이다.

보험취득현금흐름(IACF, 즉신계약비)의 추정 현재가치



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

보험취득현금흐름의 신규 발생 규모와 동기간 상각 규모



자료: 각 사, 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

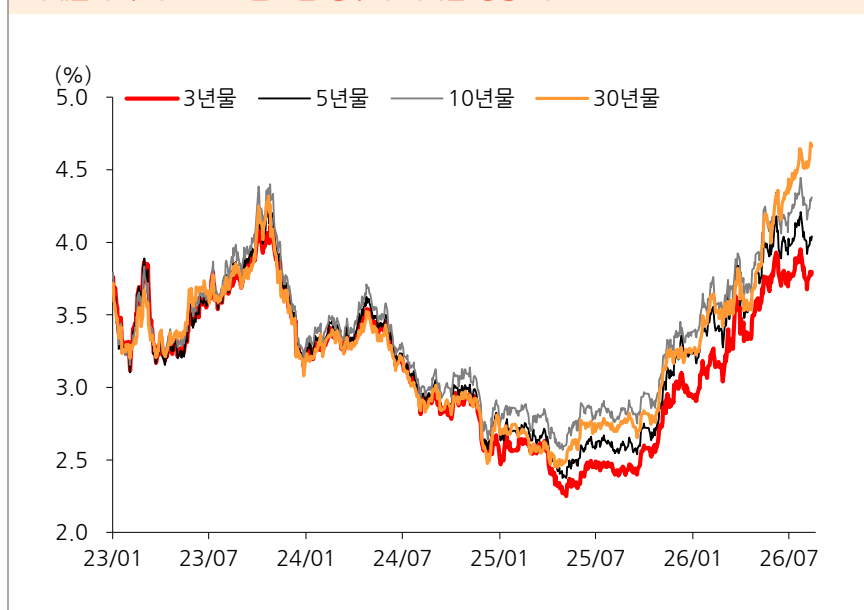


장기금리의 상승 IFRS17 도입 이래 가장 높은 시장금리

[한화리서치센터]

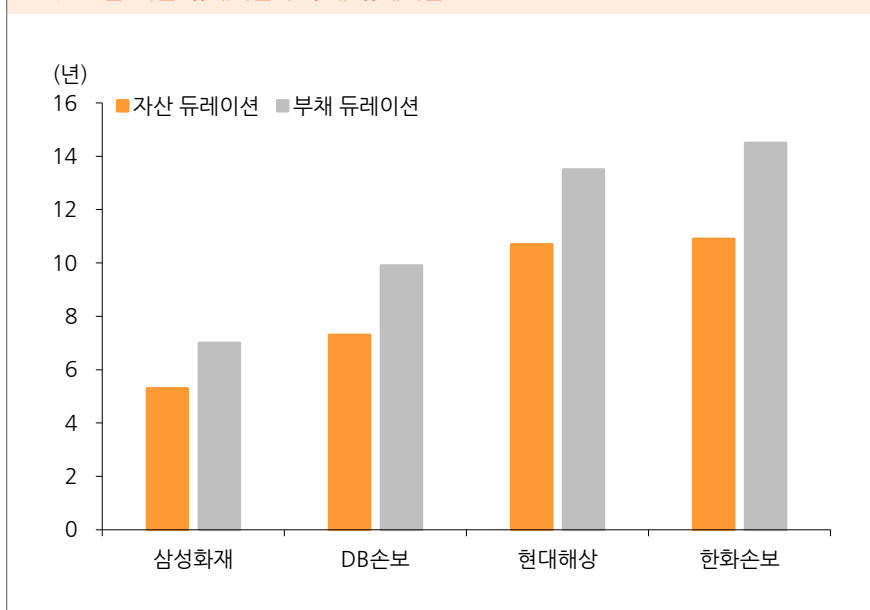
- ❖ 한국 국채금리는 2025년 9월 중부터 상승하였다. 2026년 초 이후로는 단만기 및 중만기보다 30년물의 상승폭이 50bp 이상 더 높았다.
- ❖ 금리 변동에 의한 단기적인 변화는 자본에서 먼저 나타난다. 이때 금리는 보험사의 book에서 대부분을 차지하는 이자부자산과 이자부부채의 가격으로써 기능하며 매 기말 평가액에 즉각적으로 반영된다.
- ❖ 회사별 영향은 듀레이션 갭에 따라 달라진다. 금리 상승 시 부채 듀레이션이 더 길다면(=듀레이션 갭 음수(-)) 자본이 증가하고, 자산 듀레이션이 더 길다면(=듀레이션 갭 양수(+)) 자본이 오히려 감소할 것이다. 최근 가파른 금리 상승에 의해 대부분 보험사의 듀레이션 갭은 (+)로 전환되었다.
- ❖ 그럼에도 장기금리의 상승은 대부분 보험사의 자본적정성에 유리하게 작용할 것으로 판단된다.

국채금리 추이: 2025년 9월 중부터 이어진 상승 기조



자료: 금융투자협회, 한화투자증권 리서치센터

2Q26 말 자산 듀레이션과 부채 듀레이션



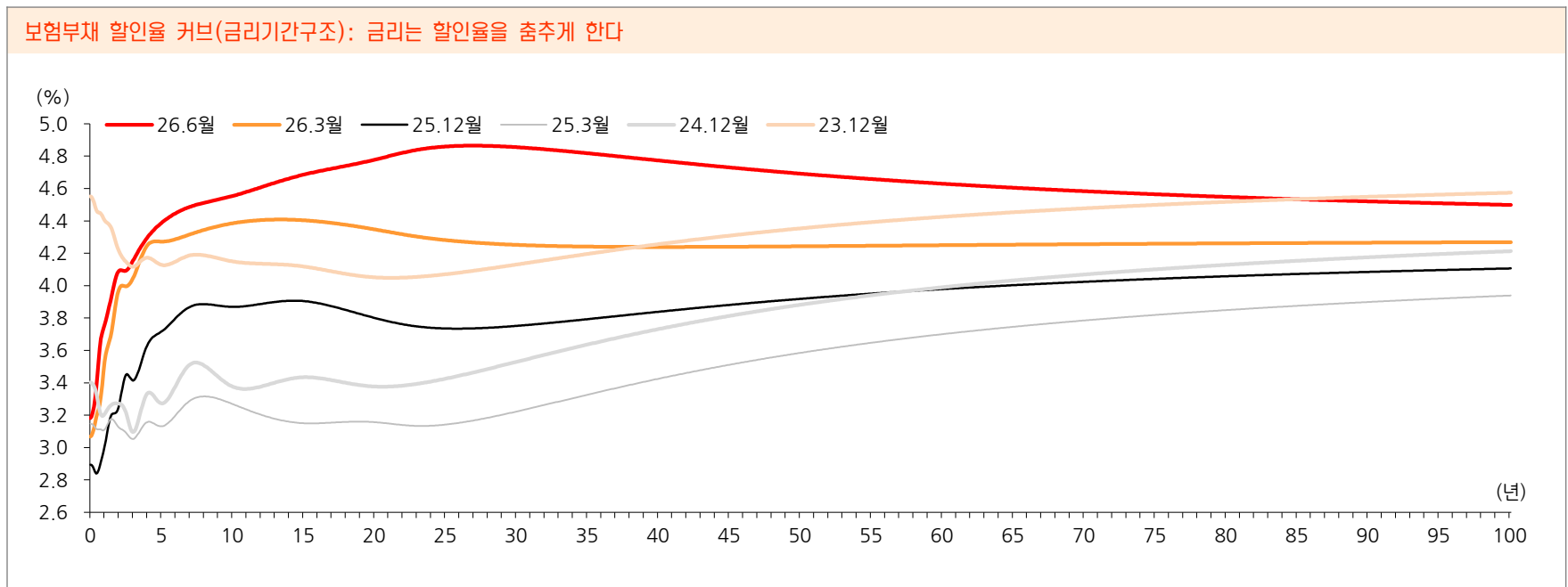
주: 삼성화재와 현대해상의 부채 듀레이션은 이자부자산과 이자부부채의 비율로 역산한 추정치
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



장기금리의 상승 단기 변화: 부채 할인율의 상승

[한화리서치센터]

- ❖ 시장금리, 특히 장기금리 상승으로 인해 보험부채에 적용하는 할인율 커브는 더 높아졌다.
- ❖ 2023년 말 대비 현재 국채금리는 1년물 유사, 3년물 +65bp, 5년물 +89bp, 10년물 +114bp, 30년물 +158bp 등 장기 구간일수록 더 높은 상승폭을 나타냈다.
- ❖ 이에 대부분의 관측구간 할인율은 K-ICS 도입 이래 가장 높은 수준까지 상승했다. 다만 2023년부터 지속된 자본 규제 강화로 인해, 시장금리 상승에도 불구하고 수렴구간의 장기 시점 할인율은 2023년 말보다 낮아져 있다.
- ❖ 그래도 대부분의 구간에서 할인율이 과거 대비 높아진 상태이다. 이는 시가평가를 통한 보험부채 감소로 이어진다



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

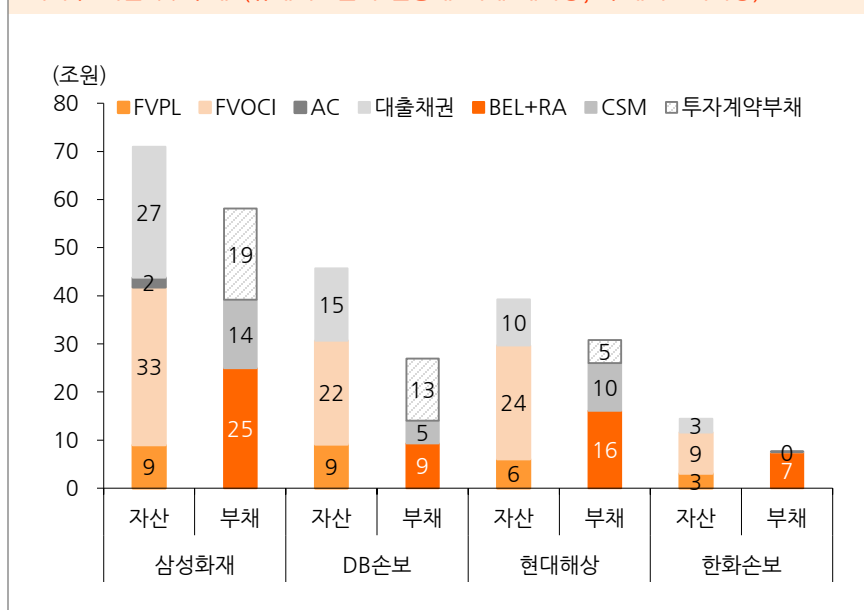


장기금리의 상승 단기 변화: 자본 변동

[한화리서치센터]

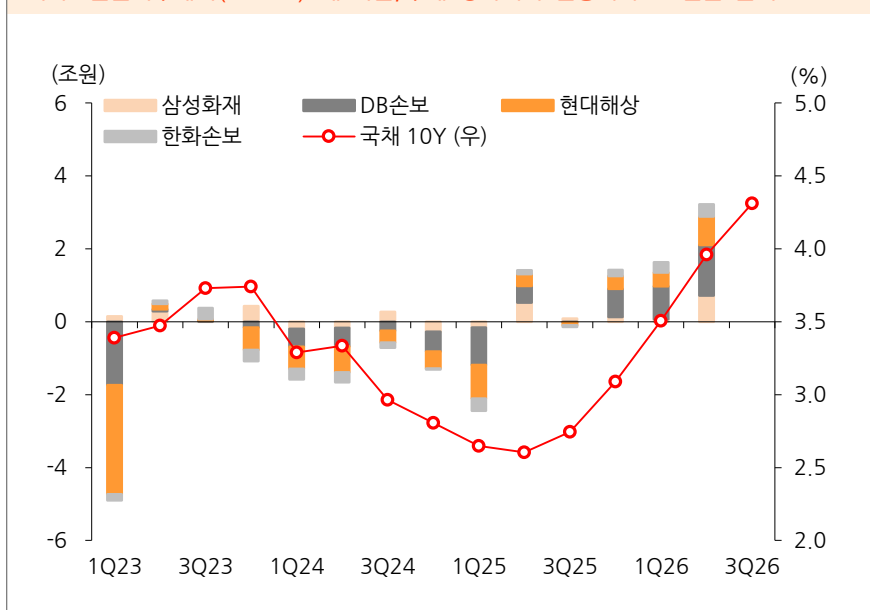
- ❖ 시가평가의 영향은 부채의 경우 기타포괄손익누계액(이하 AOCI)에 반영되고, 자산의 경우 증권 분류에 따라 이익잉여금(FVPL 분류, 투자손익)과 AOCI(FVOCI 분류)에서 나누어 반영된다.
- ❖ 금리 변동에 의해 재측정(약식 표현으로는 시가평가)되는 자산 규모가 부채보다 더 큰 만큼, 갭이 매칭되어 있다면 자산 듀레이션보다 부채 듀레이션이 더 길 것이다. 이때 '장기금리'의 상승은 현금흐름이 보다 장기 구간에 분포한 부채의 평가액을 더 크게 감소시켜 순자산 증가에 유리하게 작용할 가능성이 높다.
- ❖ 실제로 대부분의 보험사는 시장금리가 전분기 대비 상승할 때 AOCI에서 (+) 효과를 경험하였다. 한편 듀레이션 매칭이 비교적 잘 이루어진 삼성화재는 그 변동폭이 작게 나타나고, 듀레이션 갭(-)의 연매칭이 가장 컸던 현대해상이 가장 민감한 자본 변동을 나타내었다.

이자부 자산 및 부채 (유채색: 금리 변동에 의해 재측정, 무채색: 미측정)



주: FVPL/FVOCI/AC는 각 분류 내 채권, 수익증권, 외화유가증권만 합산하였고 수익증권은 임의로 70%를 적용
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

기타포괄손익누계액(AOCI) 내 자산/부채 평가액의 변동폭과 10년물 금리



주: 삼성화재는 삼성전자 지분가치 변동을 제외함
자료: 각 사, 금융투자협회, 한화투자증권 리서치센터



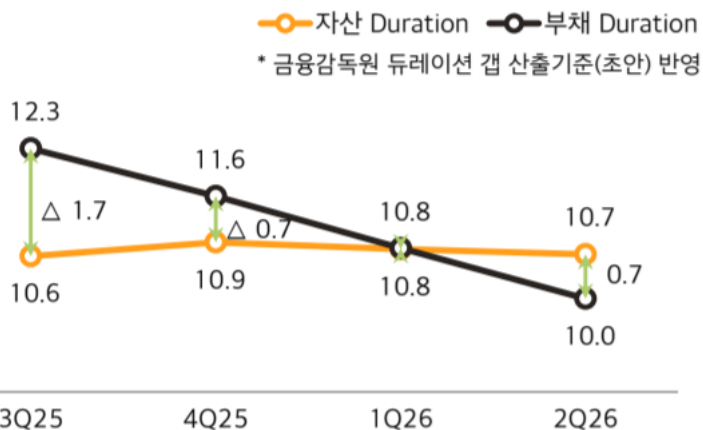
장기금리의 상승 단기 변화: 현대해상의 수혜

[한화리서치센터]

- ❖ 이번 시장금리 상승 국면에서 가장 큰 수혜를 받은 보험사는 현대해상이다. 음(-)의 듀레이션 갭인 동시에 그 절대값이 컸던 동사는 갱신형 담보의 비중 확대, 저축성 보험 판매 등으로 부채의 금리민감도를 낮추기 위해 노력해 왔다.
- ❖ 이때 2025년 하반기부터 시장금리가 장기물을 중심으로 가파르게 상승하면서 부채 듀레이션이 더 민감하게 축소되었고, 지난 1Q26 말을 기점으로 듀레이션 매칭을 이루게 되었다.
- ❖ (-) 갭에서의 금리 상승으로 자본이 증가한 것도 수혜지만, 갭이 매칭에 가까워지면서 금리리스크가 감소한 것이 주효했다. 현대해상의 요구자본 내 금리리스크 규모는 듀레이션 연매칭과 외형 확대로 인해 2024년 말 1.5조원까지 증가했으나, 주로 시장금리 상승에 의해 2025년 말 3,000억원 대로 감소하였다.

현대해상의 자산 및 부채 듀레이션 추이

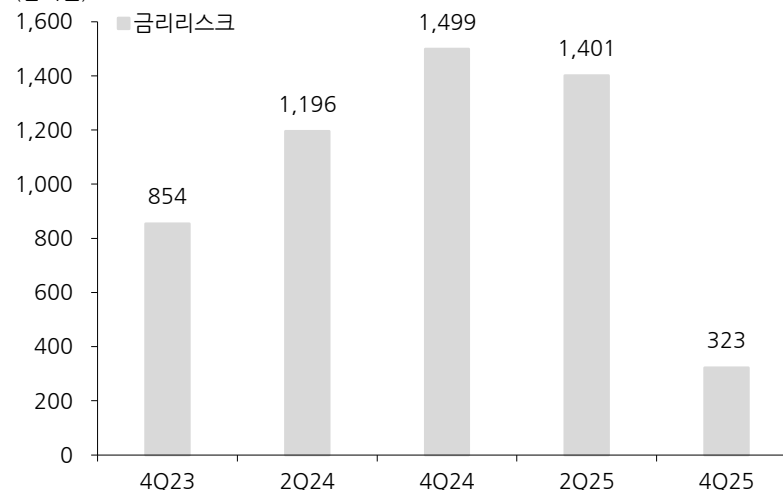
듀레이션갭 (년)



자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

현대해상의 금리리스크

(십억원)



자료: 손해보험협회, 한화투자증권 리서치센터

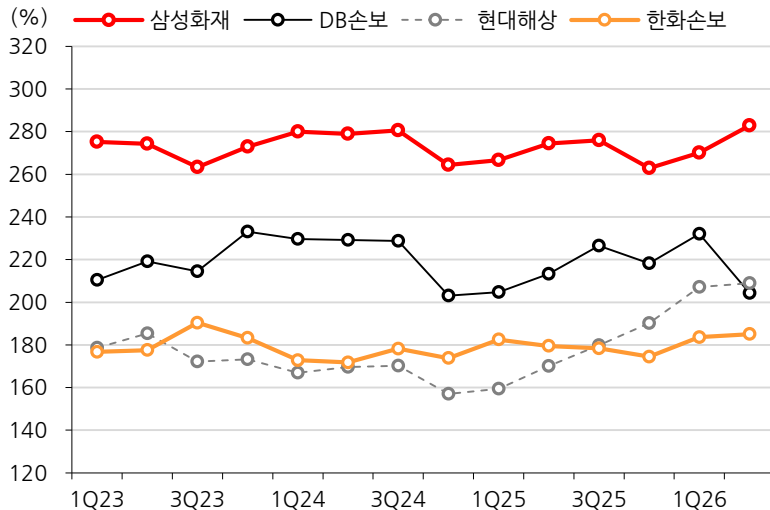


장기금리의 상승 단기 변화: 자본비율

[한화리서치센터]

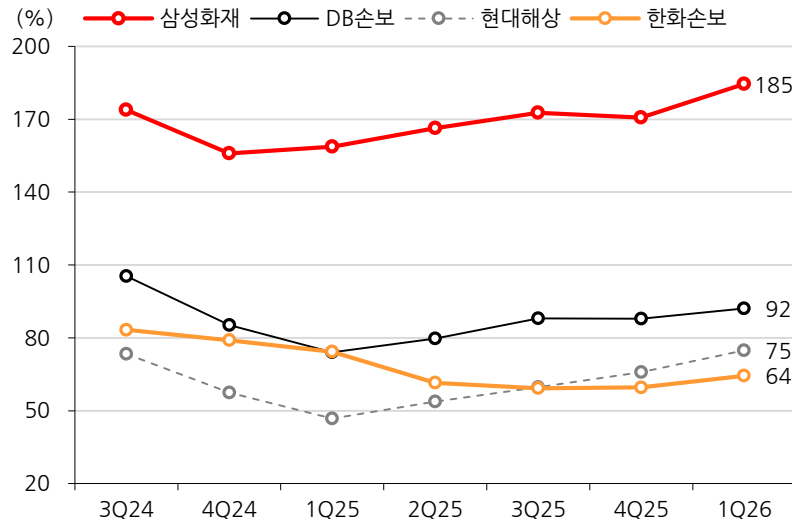
- ❖ 커버리지 손보사의 K-ICS비율은 유지되거나 상승세를 나타내고 있다. 영업 확대에 따른 리스크량 증가와 자본 규제 강화로 인한 AOCI 감소에도 불구하고, 시장금리 상승 및 CSM 증가 등으로 자본비율을 방어한 셈이다. 특히 전술한 대로 금리 상승에 의한 자본 증가와 듀레이션 매칭에 따른 금리리스크 축소를 동시에 겪은 현대해상은 K-ICS비율이 1년 만에 160%대 → 200%대로 상승하였다.
- ❖ 한편 시장의 관심은 2027년부터 규제 대상이 될 기본자본(Tier1)비율로 옮겨져야 한다. 1Q26 말 기준, 삼성화재는 과잉자본을 우려해야 할 만큼 T1비율이 높고, DB손보는 금감원이 제시한 우량 비율(80%)을 상회했다. 반면 현대해상과 한화손보는 80% 미만이었다.
- ❖ 향후 해약준비금 전액을 T1자본으로 인정 받으면 자본비율은 10%p 내외 상승할 전망이다. 하지만 이연된 자본 규제 강화안이 순차적으로 적용되면 자본비율은 자연 하락할 것이다. 그 외에도 T1자본 차감 요인이 대기 중이다. 미처분잉여금 소진 후의 이슈다.

K-ICS비율



주: 한화손해보험은 경과조치 전 기준
자료: 금융감독원, 각 사, 한화투자증권 리서치센터

기본자본(T1)비율



주: 한화손해보험은 경과조치 전 기준
자료: 손해보험협회, 한화투자증권 리서치센터

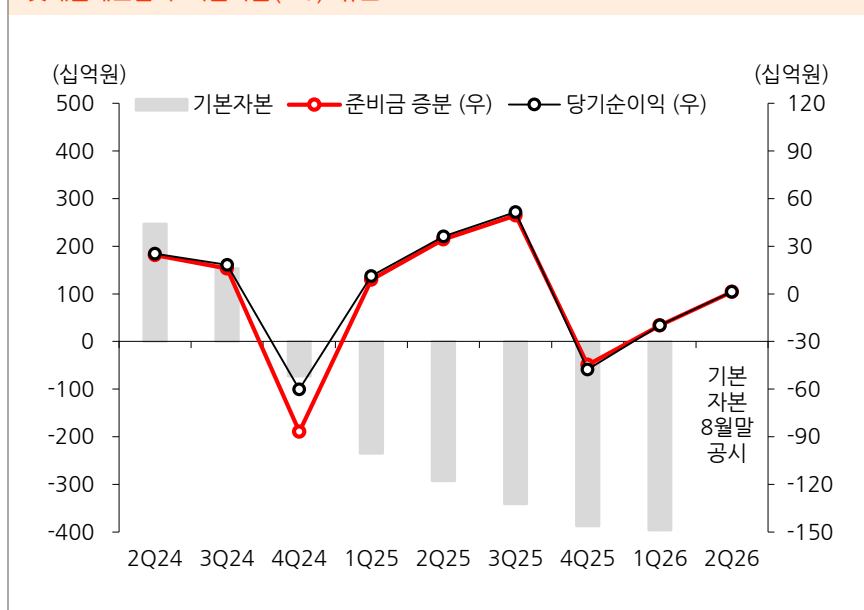


장기금리의 상승 *부록: 해약준비금 산출식 변경에 대한 기대

[한화리서치센터]

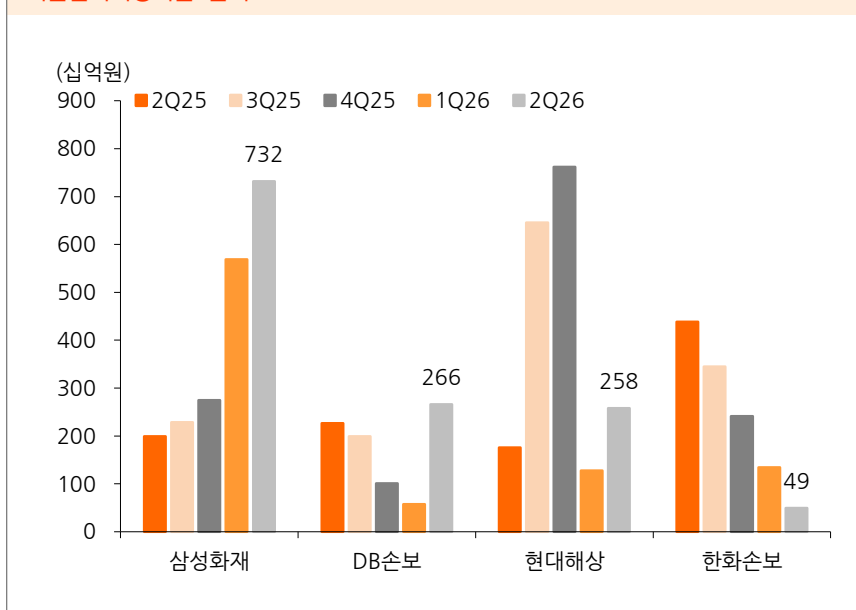
- ❖ 해약준비금은 이익잉여금 하위 항목이다. 본래 매 기 당기순이익이 미처분잉여금에 쌓여야 하나, 각종 준비금이 이를 차감하며 적립된다. 그러나 미처분잉여금이 차감되다 못해 0이 된다면, 해약준비금은 순이익만큼만 적립된다. 이처럼 해약준비금 잔액이 필요 잔액에 미달할 때(=미처분잉여금 0), 순이익이 미달액보다도 작다면 그 차액은 기본자본 차감의 원인이 된다.
- ❖ 대표적으로 롯데손보의 사례를 볼 수 있다. 당사는 회계적으로 자본잠식이 아님에도 기본자본은 음수이다. 해약준비금 요구 적립액이 당기순이익을 지속 초과하면서 해약준비금이 필요 잔액보다 낮게 계상되었으며, 동시에 당기 미달액이 순이익을 초과했을 것으로 보인다.
- ❖ 한편 일부 상장사의 미처분잉여금도 턱걸이지 않다. 배당 및 각종 준비금 적립으로 이것이 소진된 후에는 T1 차감 사이클에 갇힐 수 있다. 해약준비금 적립률을 추가 인하하거나 대량해지율 가정을 낮추는 등의 제도 완화가 동반되지 않으면, 배당 여부에 앞서 T1비율의 하락 압력이 발생할 수 있다. 당사는 해약준비금 제도의 완화 가능성을 매우 높게 보고 있다. 다만 시점은 T1 규제와 궤를 함께하는 2027년으로 예상한다.

롯데손해보험의 기본자본(T1) 규모



자료: 손해보험협회, 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

처분전이익잉여금 잔액



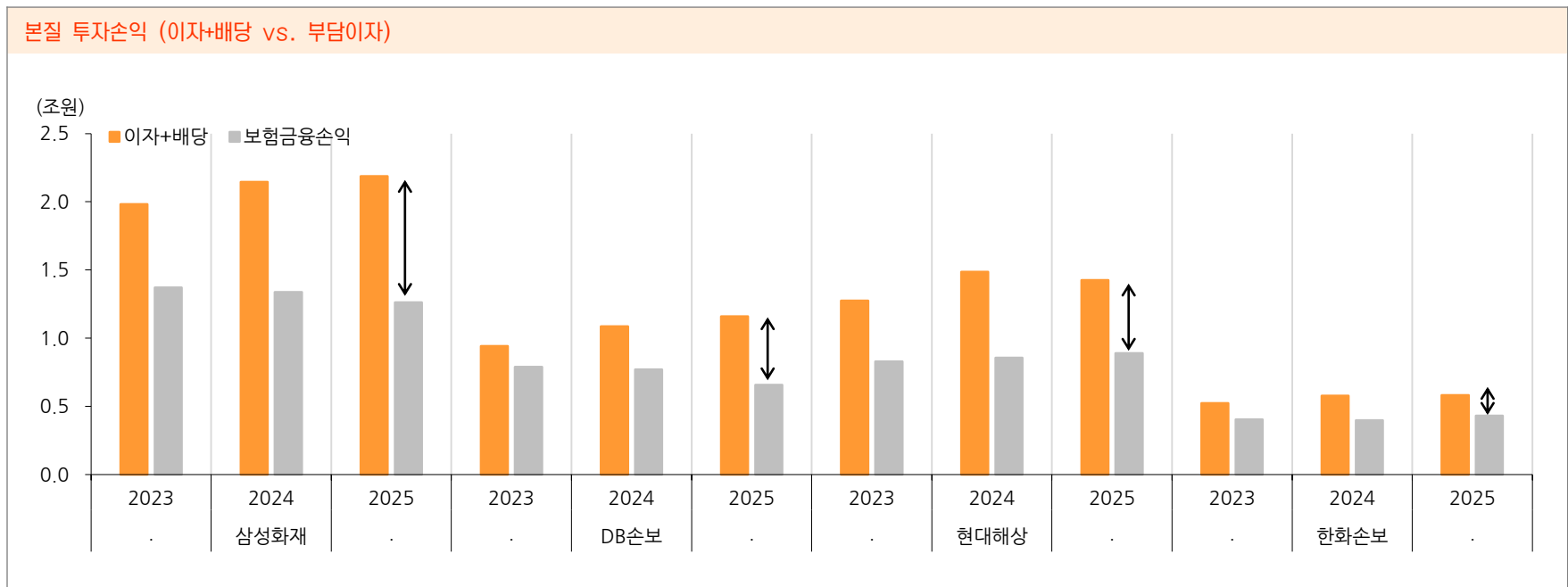
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



장기금리의 상승 중기 변화: 이차 spread 개선 기대

[한화리서치센터]

- ❖ 금리 변동에 의한 중기적인 변화는 손익에서 나타난다. 이차 spread 개선에 따른 투자손익 증대가 완만하게 기대된다.
- ❖ 보험사의 운용자산은 이자부자산이 90% 내외로 구성되어 있고, 보험부채는 시간가치의 unwinding 과정에서 부담이자를 인식한다.
- ❖ 커버리지 손보사의 이자손익은 보유이원의 상승 및 이자부자산의 증가로 꾸준히 증가해 왔다. 물론 자산 듀레이션이 긴 만큼 이자율 변동이 장기간에 걸쳐 이자수익률에 배분될 것이다.
- ❖ 계속보험료의 신규 투자 및 교체 매매를 통한 보유이원 제고가 가능하고 배당 및 변동금리가 혼용되는 자산과 달리, 부채의 손익계산서상 이자비용은 주로 최초인식 할인율에 기초하면서 부담이자 증가 속도가 상대적으로 더딘 것으로 판단된다.



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

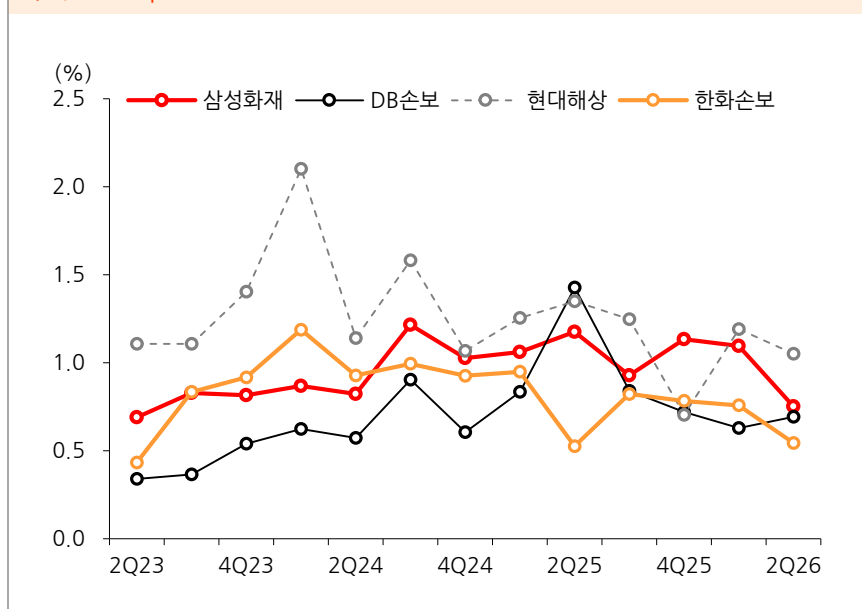


장기금리의 상승 중기 변화: 이차 spread 개선 기대

[한화리서치센터]

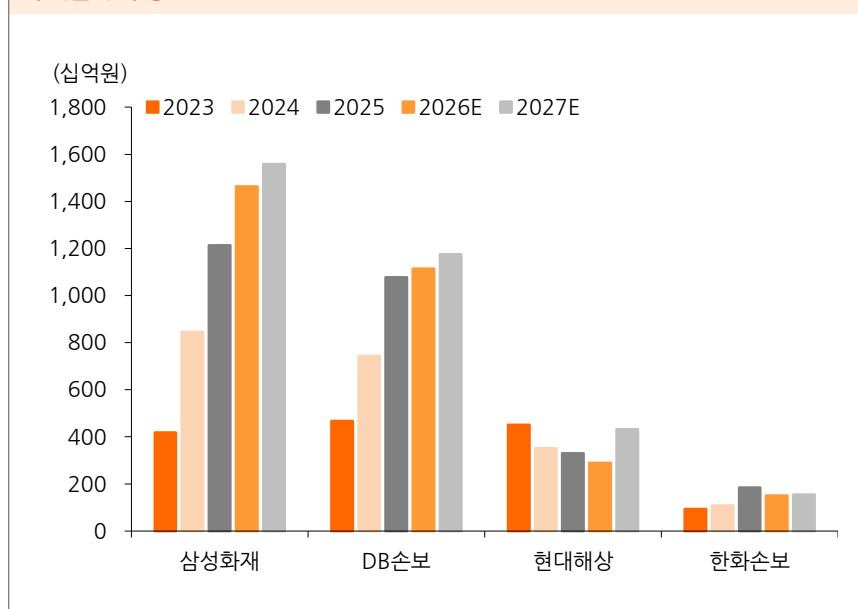
- ❖ 결과적으로 이자부자산과 이자부부채의 이자 인식 구조상 시장금리 상승은 보험사의 이차 spread에 긍정적으로 기여할 것으로 기대된다. 다만 자산 및 부채 듀레이션이 10년 내외인 만큼, 반영되는 속도는 완만할 것이다.
- ❖ 커버리지 손보사의 투자손익을 2026년 +8% YoY, 2027년 +10% YoY로 추정한다. 주로 보유이원 상승과 보험부채보다 가파른 운용 자산 성장성을 가정한 결과이다.

투자 Net spread



주: 운용자산 대비 이자+배당-부담이자로 산출
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

투자손익 추정



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



Valuation 목표주가 조정

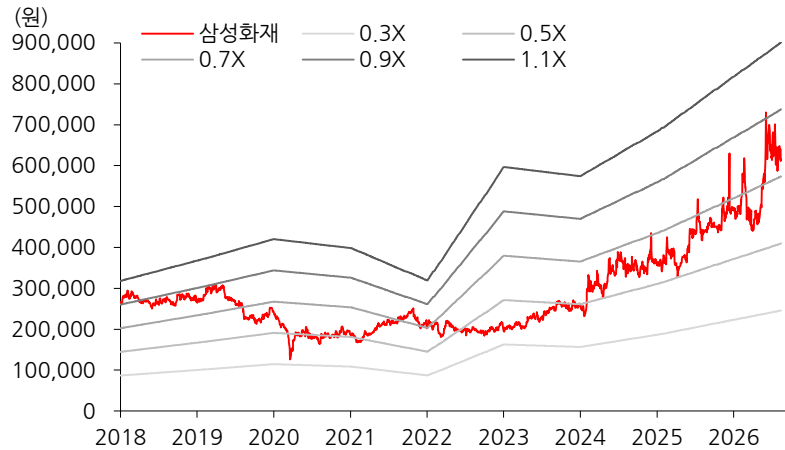
[한화리서치센터]

- ❖ 주로 보험손익 개선에 의한 이익 추정치 상향으로 인해, 커버리지 손보사의 목표주가를 상향 조정하였다.
- ❖ 특히 현대해상의 경우 경상적인 예실차 증가와 관리급여 영향, 자동차 손익에 대한 민감도가 모두 높은 만큼, 향후 3개년 평균 ROE가 1.5%p 상향되면서 목표주가를 33% 상향 조정하였다.
- ❖ 기본자본 규제와 궤적을 함께하며 해약환급금준비금 제도가 완화된다면, 그 정도에 따라 현대해상과 한화손보의 배당이 재개될 가능성을 충분히 기대할 수 있다. 다만 구체화된 일정이나 내용의 언급이 부재한 만큼, 해당 기대를 valuation discount에 반영하지는 않았다.
- ❖ 만일 2027년 배당이 가능하다면, 현 주가에서 배당성향 10%당 기대 배당수익률은 현대해상 3.0%, 한화손보 3.8%로 추정된다.
- ❖ 현 주가 대비 상승여력과 수혜 강도를 고려하여, 업종 내 top picks로 DB손보와 한화손보를, 관심종목으로 현대해상을 제시한다.

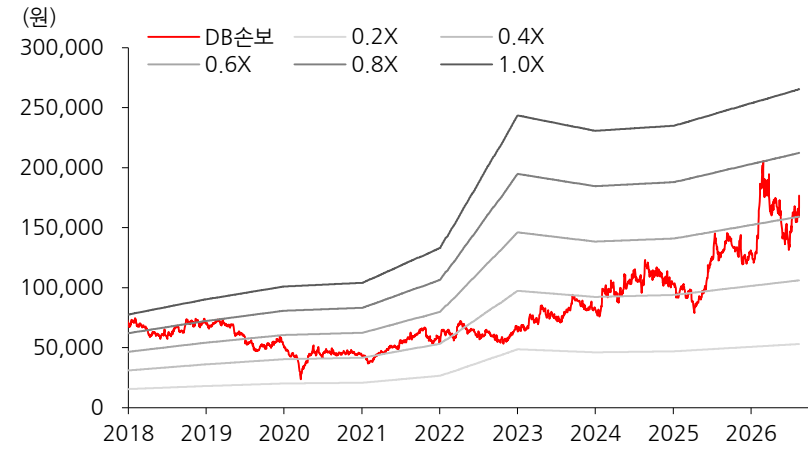
커버리지 손해보험사의 목표주가 산출식					(단위: %, 배, 원)
항목	삼성화재	DB손해보험	현대해상	한화손해보험	비고
자기자본비용	8.0	9.2	9.8	11.6	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	3.1	3.1	3.1	3.1	(b): 최근 3년간 국고채 3년물 금리의 일평균
Risk Premium	7.0	7.0	7.0	7.0	(c): 최근 3년간 시장 fwd PER 역수의 일평균
Beta (β)	0.7	0.9	1.0	1.2	(d): Bloomberg
Average ROE	6.8	10.8	11.8	9.7	(e): 향후 3개년 평균 수정 ROE
영구성장률	0.0	0.0	0.0	0.0	(f)
이론적 PBR	0.85	1.18	1.20	0.83	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율)	-10.0	-20.0	-60.0	-55.0	(h): Valuation premium (discount)
목표 PBR	0.76	0.94	0.48	0.37	(i): (g)*(h)
수정 BPS	900,956	275,779	117,733	27,303	(j): 12개월 forward BPS
목표주가	685,000	260,000	57,000	10,200	(k): (i)*(j)
조정률	5.4	1.6	32.6	7.4	이전 목표주가 대비 조정률
현 주가	615,000	176,800	45,350	6,990	
상승여력	11.4	47.1	25.7	45.9	

자료: 한화투자증권 리서치센터

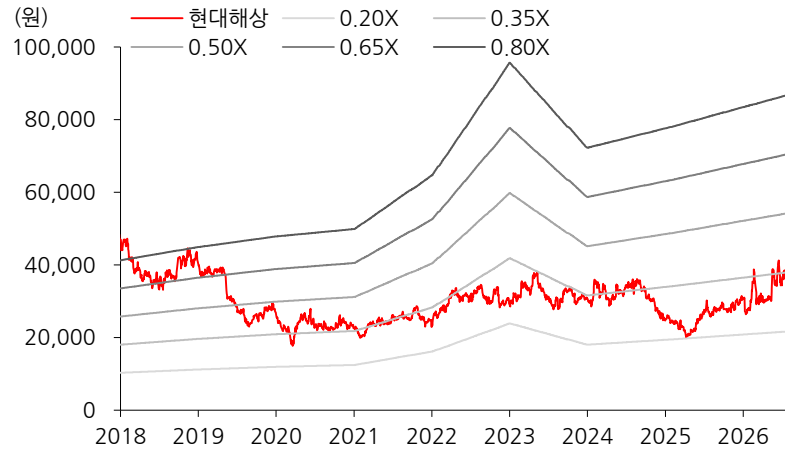
삼성화재의 12m forward PBR band



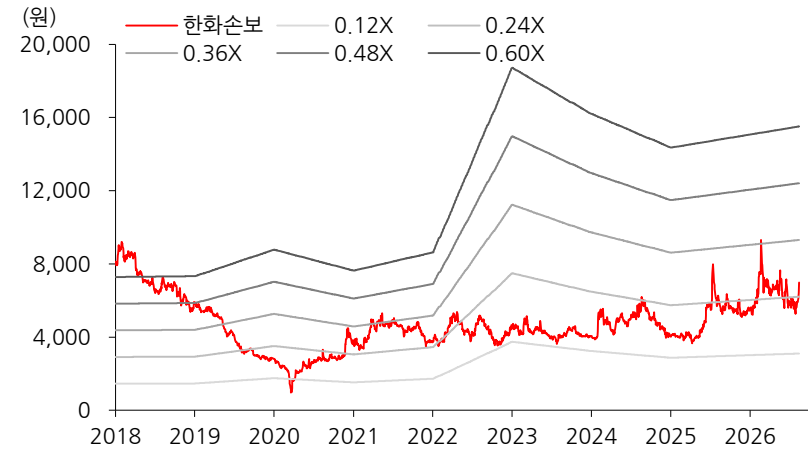
DB손해보험의 12m forward PBR band



현대해상의 12m forward PBR band

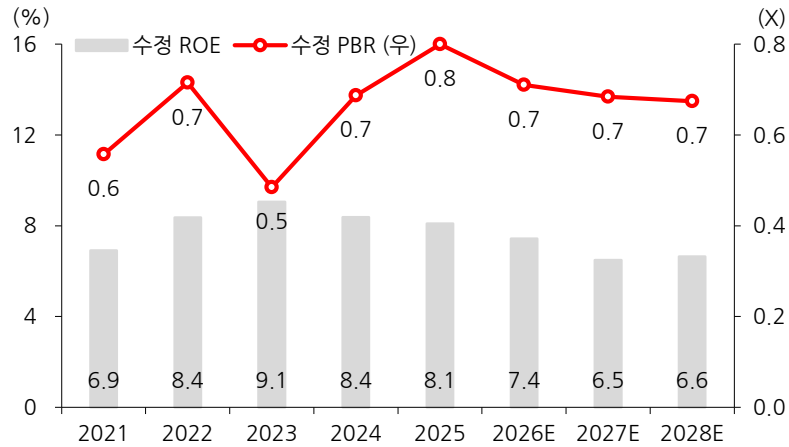


한화손해보험의 12m forward PBR band

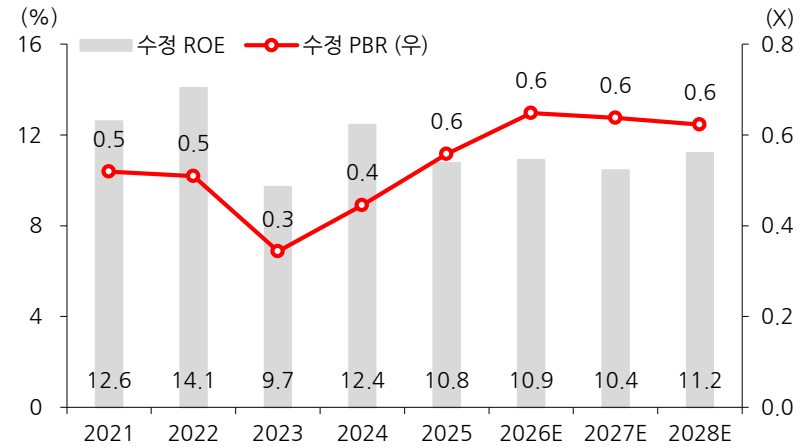


자료: 한화투자증권 리서치센터

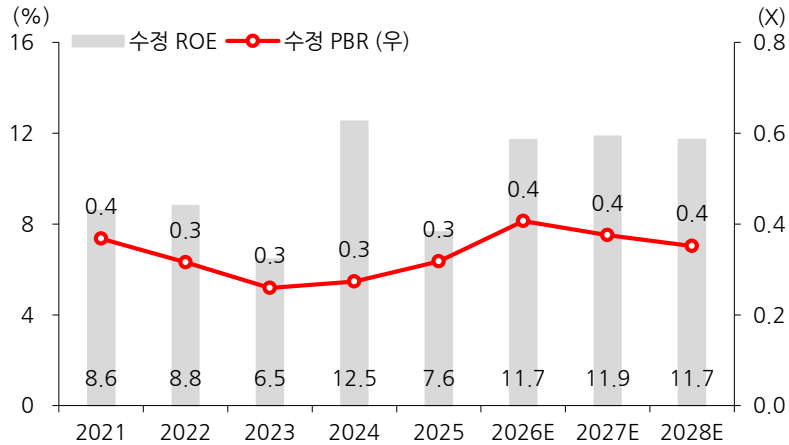
삼성화재의 PBR 및 ROE



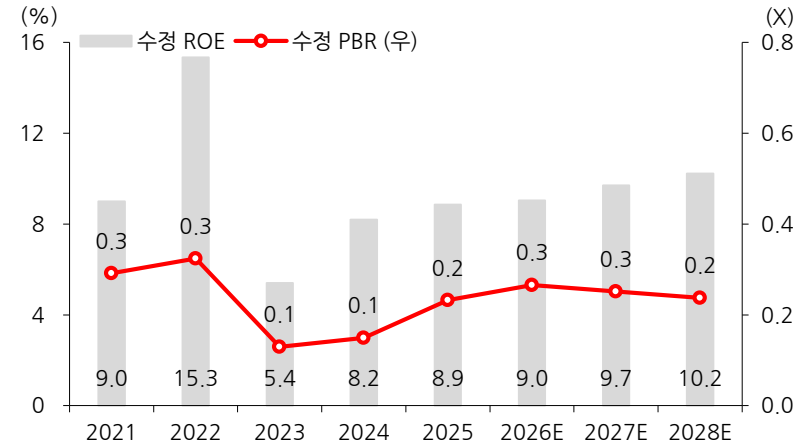
DB손해보험의 PBR 및 ROE



현대해상의 PBR 및 ROE



한화손해보험의 PBR 및 ROE



자료: 한화투자증권 리서치센터



기업분석

삼성화재
DB손해보험
현대해상
한화손해보험



삼성화재 (000810) 명실상부한 우량주

[한화리서치센터]

Hold (하향)

목표주가(상향): 685,000원

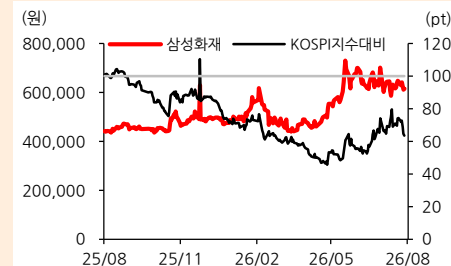
Stock Data

현재 주가(8/14) 615,000원
 상승여력 ▲ 11.4%
 시가총액 274,582억원
 발행주식수 44,647천주
 52주 최고가 / 최저가 730,000 / 436,500원
 90일 일평균 거래대금 1,004.62억원
 외국인 지분율 58.0%

주주 구성

삼성생명보험 (외 6인) 19.6%
 자사주 (외 1인) 10.8%
 국민연금공단 (외 1인) 7.2%

Stock Price



2Q26 실적: 보험과 투자의 고른 호조로 컨센서스 13% 상회

- 삼성화재의 2Q26 연결 지배 순이익은 7,377억원(+16% YoY)으로, 보험과 투자가 고르게 기대를 상회하며 컨센서스를 13% 상회
- 보험손익(+17% YoY)은 예상자가 연속 흑자를 기록하고 손실부채 환입이 400억원대 발생하면서 장기보험에서 6% YoY 증가. 자동차보험의 손해액이 감소하고 일반보험의 낮은 합산비가 이어지면서 PAA손익도 55% YoY 증가함
- 투자손익(+20% YoY)은 캐노피우스의 매각익으로 지분법이익이 증가하고, 이외 FVPL평가이익이 호조를 나타내면서 기대를 상회
- 아울러 보장성 신계약 매출이 감소한 상태에서 분기중 포트폴리오 변화에 의해 마진배수가 하락하면서 신계약 CSM은 2% QoQ 감소. 계리감독 가이드 반영 영향은 제한적이었으나 해지 증가에 의한 기중 조정이 반영되며 CSM 잔액은 1% QoQ 증가에 그침

명실상부한 우량주

- 삼성화재는 자체적인 실적 개선과 낮은 CSM 조정률, 풍부한 배당재원, 낮은 자본비율 변동성 등을 통해 상장 보험사 중 펀더멘털이 가장 우수하다는 것을 증명. Peer 내 valuation premium이 정당한 구간이라고 판단됨
- 다만 관리급여 도입, 해약준비금 완화 가능성, 관계사의 대규모 배당 등 업종에 기대되는 외생변수에 대한 민감도는 낮음. 이익 창출력의 제고를 반영해 목표주가를 상향하나, 현 주가 대비 상승여력은 제한되는 점을 감안해 투자 의견은 Hold로 하향함

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	1,889	1,560	1,881	1,890	1,880
투자손익	845	1,213	1,464	1,559	1,751
영업이익	2,735	2,773	3,345	3,449	3,631
지배주주 순이익	2,074	2,018	2,421	2,508	2,639
보유 CSM	13,765	13,847	14,304	14,668	15,143
수정 EPS	47,564	49,362	58,979	61,080	64,184
수정 BPS	522,074	621,350	878,935	911,966	924,497
수정 PER	7.5	10.1	10.4	10.1	9.6
수정 PBR	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7
수정 ROE	8.4	8.1	7.4	6.4	6.5
배당수익률	5.3	4.4	4.4	4.6	5.0

주: 연결 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터



삼성화재 (000810) 명실상부한 우량주

[한화리서치센터]

실적 추정: 삼성화재									(단위: 십억 원)		
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
보험손익	524.9	480.4	370.1	184.3	551.3	563.2	450.8	315.8	1,889.3	1,559.8	1,881.1
일반/VFA모형	437.4	457.8	417.6	315.3	474.7	486.7	454.7	419.0	1,716.5	1,628.1	1,835.0
예실차	-66.3	26.7	-28.7	-102.3	1.5	18.4	22.1	-17.5	35.0	-170.7	24.6
보험금	-70.6	26.3	-47.2	-97.0	-5.6	7.5	10.6	-5.7	110.1	-188.4	6.8
사업비	4.3	0.3	18.4	-5.3	7.1	11.0	11.5	-11.8	-75.1	17.7	17.8
RA 변동	40.5	43.2	48.4	60.7	53.1	55.2	47.6	48.1	151.6	192.7	204.0
CSM 상각	394.3	394.7	404.8	380.0	387.6	391.4	393.0	396.4	1,578.7	1,573.8	1,568.4
손실계약관련	0.2	-2.8	-0.4	17.1	18.2	30.4	-8.0	-8.0	-107.9	14.1	32.6
기타	68.7	-4.0	-6.5	-40.1	14.2	-8.8	0.0	0.0	59.1	18.1	5.5
PAA모형	111.2	80.1	-13.6	-113.4	112.3	124.0	31.7	-68.1	64.3	199.9	229.1
기타사업비	23.7	57.5	33.9	17.6	35.7	47.5	35.6	35.1	132.6	153.8	157.9
투자손익	291.3	354.5	332.1	235.3	362.4	425.5	331.5	344.5	1,213.3	1,463.9	1,558.7
보험금융손익	-327.4	-286.6	-346.6	-300.4	-349.6	-328.7	-315.1	-312.1	-1,261.1	-1,305.4	-1,248.2
투자서비스손익	618.8	641.1	678.7	535.8	712.0	754.2	646.6	656.5	2,474.4	2,769.3	2,806.9
영업이익	816.3	835.0	702.2	419.7	913.8	988.7	782.3	660.2	2,773.1	3,345.0	3,448.8
영업외이익	6.0	7.7	5.4	-8.9	-56.1	4.4	0.0	0.0	10.2	-51.7	0.0
세전이익	822.3	842.6	707.6	410.8	857.7	993.1	782.3	660.2	2,783.3	3,293.3	3,448.8
지배주주 순이익	608.1	637.5	538.0	234.7	634.7	737.7	569.0	480.2	2,018.3	2,421.4	2,507.8
AUM	84,807	84,581	86,905	92,487	96,568	111,101	106,102	106,314	92,487	106,314	108,023
CSM (보유 순부채)	14,028	14,281	14,711	13,847	14,153	14,251	14,361	14,304	13,847	14,304	14,668
신계약 CSM (원수)	703	720	766	710	627	616	579	614	2,899	2,434	2,352

주: 연결 기준

자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터





삼성화재 재무제표

[한화리서치센터]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	83,836	92,487	106,314	108,023	109,322
현금및예치금	3,103	3,410	2,502	2,566	2,596
유가증권	50,826	58,880	74,595	75,968	76,901
FVPL	11,374	11,614	11,726	11,815	11,947
FVOCI	37,025	43,448	58,787	60,038	60,813
AC	1,725	2,096	2,163	2,196	2,223
대출채권	27,068	27,758	26,921	27,152	27,459
부동산	2,840	2,438	2,296	2,337	2,366
비운용자산	3,342	3,827	3,922	2,922	1,276
특별계정자산	91	136	228	237	247
자산총계	87,268	96,450	110,464	111,183	110,846
책임준비금	65,327	66,540	63,309	61,386	59,468
BEL	31,408	28,495	23,031	20,500	17,863
RA	1,942	2,111	1,992	2,064	2,135
CSM	14,074	14,168	14,603	14,956	15,417
PAA	4,363	4,276	4,198	3,989	3,775
투자계약부채	13,540	17,490	19,485	19,877	20,278
기타부채	6,247	8,480	13,467	13,471	13,438
후순위채	0	0	0	0	0
특별계정부채	92	138	229	239	248
부채총계	71,666	75,158	77,006	75,095	73,154
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
신종자본증권	0	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0	0
이익잉여금	13,670	14,643	16,127	18,490	19,941
해약환급금준비금	2,213	4,130	6,266	8,258	10,151
자본조정	-1,487	-1,219	-951	-681	-411
기타포괄손익누계	2,418	6,868	17,316	17,313	17,196
자본총계	15,602	21,292	33,458	36,087	37,692

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	1,889	1,560	1,881	1,890	1,880
일반 및 변동수수료모형	1,717	1,628	1,835	1,819	1,854
CSM 상각	1,579	1,574	1,568	1,595	1,632
RA 변동	152	193	204	198	206
예상과실제차이	35	-171	25	58	48
손실계약	-108	14	33	-32	-32
기타	59	18	5	0	0
보험료배분점근법모형	333	64	200	229	192
간접사업비	160	133	154	158	166
투자손익	845	1,213	1,464	1,559	1,751
보험금융손익	-1,337	-1,261	-1,305	-1,248	-1,206
이자수익	2,179	2,305	2,474	2,588	2,674
배당수익	427	454	540	554	583
FVPL 평가손익	85	84	131	0	0
기타	-508	-368	-375	-336	-301
영업이익	2,735	2,773	3,345	3,449	3,631
영업외이익	10	10	-52	0	0
세전이익	2,745	2,783	3,293	3,449	3,631
법인세비용	668	763	869	939	989
당기순이익	2,077	2,020	2,424	2,510	2,642
지배주주 순이익	2,074	2,018	2,421	2,508	2,639



삼성화재 재무제표

[한화리서치센터]

성장률

(단위: %)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
자산총계	2.6	10.5	14.5	0.7	-0.3
운용자산	2.7	10.3	14.9	1.6	1.2
부채총계	4.1	4.9	2.5	-2.5	-2.6
CSM	5.8	0.7	3.1	2.4	3.1
자본총계	-3.4	36.5	57.1	7.9	4.4
보험손익	-6.1	-17.4	20.6	0.5	-0.5
투자손익	101.8	43.5	20.7	6.5	12.3
영업이익	12.7	1.4	20.6	3.1	5.3
순이익	14.2	-2.7	20.0	3.6	5.3

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주요 지표					
월납 신계약 보험료	228	214	182	187	193
신계약 CSM	3,452	2,899	2,434	2,352	2,387
투자수익률	2.7	2.8	2.8	2.6	2.7
수정 Book Value	22,193	26,413	37,363	38,767	39,300
수익성					
수정 ROE	8.4	8.1	7.4	6.4	6.5
수정 ROA	2.2	2.1	2.3	2.2	2.3
주당 지표					
수정 EPS	47,564	49,362	58,979	61,080	64,184
수정 BPS	522,074	621,350	878,935	911,966	924,497
보통주 DPS	19,000	19,500	27,000	28,000	31,000
Valuation 및 배당					
수정 PER	7.5	10.1	10.4	10.1	9.6
수정 PBR	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7
배당성향	39.0	41.1	47.4	47.5	49.9
보통주 배당수익률	5.3	4.4	4.4	4.6	5.0

주: IFRS 연결 기준



DB손해보험 (005830) New value up을 통한 환원 확대 기대

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(상향): 260,000원

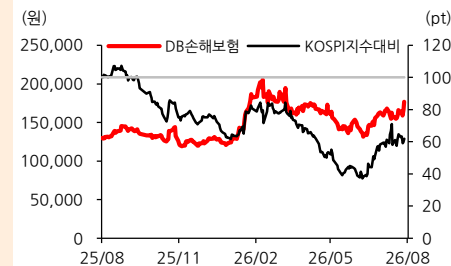
Stock Data

현재 주가(8/14) 176,800원
 상승여력 ▲ 47.1%
 시가총액 115,805억원
 발행주식수 65,500천주
 52주 최고가 / 최저가 205,500 / 119,300원
 90일 일평균 거래대금 380.08억원
 외국인 지분율 44.5%

주주 구성

김남호 (외 15인) 27.6%
 국민연금공단 (외 1인) 8.3%
 자사주 (외 1인) 7.4%

Stock Price



2Q26 실적: 대규모 일회성 이익으로 어닝 서프라이즈

- DB손보의 2Q26 별도 순이익은 7,111억원(+55% YoY)으로, 주로 일회성 이익에 의해 컨센서스를 46% 상회
- 보험손익(+110% YoY)은 손실부채에서 2,700억원의 환입이 발생하며 대폭 증가. 일반보험 손해율이 정상화되고 자동차 합산비 약 화폭이 축소되면서 PAA손익도 양호하게 나타남. 반면 높은 보험금 증가세가 유지되면서 예실차는 기대를 하회
- 투자손익(+17% YoY)은 자산시장 호조로 FVPL평가이익이 1,200억원대 발생하면서 호조를 나타냄
- 보장성 신계약 매출이 전분기 대비 추가 감소하고 마진배수가 소폭 하락하면서 신계약 CSM은 6% QoQ 감소. 계리감독 가이드 반영 영향 3,000억원과 해지 증가 등으로 기종 (-) 조정이 4,000억원 반영되며 CSM 잔액은 0%대 QoQ 감소함

New value up을 통한 환원 확대 기대

- 경상 예실차는 아쉬웠으나, 계리감독 가이드에 따른 CSM 조정으로 예상보험금이 증가하고 관리급여 도입으로 분기 200억원의 보험금 절감이 가능할 것으로 추정. 주로 BPS 추정치의 증가에 의해 동사의 목표주가를 2% 상향 조정함
- 전분기의 어닝 쇼크를 모두 만회하는 실적으로 배당 추정치가 다시 상향되면서, 현재의 value up 정책을 기준으로 동사의 배당수익률은 26년 5.5%, 향후 3개년 평균 6.2%로 기대됨. 기대수익률의 상향을 예상하며 업종 내 top pick으로 유지함

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	1,619	1,036	1,354	1,317	1,464
투자손익	744	1,078	1,115	1,175	1,257
영업이익	2,363	2,114	2,469	2,492	2,721
당기순이익	1,772	1,535	1,775	1,817	1,983
보유 CSM	12,240	12,201	12,471	12,792	13,237
수정 EPS	29,516	25,199	27,656	28,713	31,447
수정 BPS	230,723	234,915	272,613	277,362	283,729
수정 PER	3.5	5.2	6.4	6.2	5.6
수정 PBR	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
수정 ROE	12.4	10.8	10.9	10.4	11.2
배당수익률	7.2	4.6	5.2	5.7	6.4

주: 별도 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터



DB손해보험 (005830) New value up을 통한 환원 확대 기대

[한화리서치센터]

실적 추정: DB손해보험									(단위: 십억 원)		
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
보험손익	402.7	267.7	102.1	263.4	226.6	561.8	304.3	261.4	1,035.9	1,354.1	1,317.3
일반/VFA모형	415.7	279.5	167.4	342.1	283.5	534.0	304.9	302.9	1,204.7	1,425.4	1,351.6
예실차	-0.1	-66.4	-157.4	-43.1	-98.1	-87.0	-47.5	-55.6	-267.0	-288.1	-34.2
보험금	5.0	-62.3	-149.8	-33.7	-106.2	-89.2	-55.4	-57.8	-240.8	-308.7	-55.3
사업비	-5.1	-4.1	-7.6	-9.4	8.2	2.2	7.9	2.2	-26.2	20.6	21.2
RA 변동	37.0	37.1	40.0	40.7	43.3	46.6	37.9	38.3	154.8	166.1	155.7
CSM 상각	323.5	326.9	330.5	306.1	322.4	313.4	327.6	333.3	1,287.0	1,296.7	1,290.3
손실계약관련	46.4	-35.2	-48.5	16.3	-1.2	236.9	-13.1	-13.1	-21.0	209.6	-60.3
기타	9.0	17.0	2.8	22.1	17.0	24.0	0.0	0.0	50.9	41.0	0.0
PAA모형	20.0	21.6	-37.7	31.2	-30.1	63.2	29.8	-8.6	35.2	54.3	101.4
기타사업비	33.0	33.4	27.6	109.9	26.8	35.5	30.4	33.0	204.0	125.7	135.7
투자손익	244.0	344.6	301.1	188.0	236.1	402.1	271.0	205.6	1,077.7	1,114.7	1,175.2
보험금융손익	-193.6	-91.7	-186.2	-184.4	-203.2	-204.1	-196.3	-198.3	-655.9	-801.9	-817.4
투자서비스손익	437.5	436.4	487.3	372.5	439.3	606.2	467.3	403.8	1,733.6	1,916.6	1,992.6
영업이익	646.7	612.3	403.2	451.5	462.7	963.9	575.3	467.0	2,113.7	2,468.8	2,492.5
영업외이익	-3.4	4.5	-5.9	-1.0	-3.2	3.8	0.0	0.0	-5.7	0.7	0.0
세전이익	643.3	616.9	397.3	450.5	459.5	967.7	575.3	467.0	2,108.0	2,469.5	2,492.5
당기순이익	447.0	459.9	293.0	335.0	268.5	711.1	439.1	356.4	1,534.9	1,775.2	1,817.0
AUM	52,113	52,130	53,978	56,076	55,887	56,216	56,834	57,516	56,076	57,516	60,566
CSM (보유 순부채)	12,857	13,228	13,462	12,201	12,818	12,766	12,970	12,471	12,201	12,471	12,792
신계약 CSM (원수)	687	791	724	709	625	586	584	626	2,911	2,421	2,353

주: 별도 기준

자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터



DB손해보험 재무제표

[한화리서치센터]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	49,627	56,076	57,516	60,566	63,776
현금및예치금	750	1,112	786	776	811
유가증권	34,652	38,915	40,618	42,790	45,047
FVPL	11,407	17,707	15,469	16,129	17,039
FVOCI	22,226	20,121	21,523	23,036	24,381
AC	0	0	0	0	0
대출채권	13,022	14,807	14,807	15,618	16,463
부동산	1,203	1,242	1,305	1,381	1,455
비운용자산	3,219	3,315	3,890	3,392	3,000
특별계정자산	13	17	25	26	27
자산총계	52,859	59,409	61,431	63,984	66,804
책임준비금	41,063	44,530	41,478	42,846	44,723
BEL	15,468	14,986	14,984	15,304	16,004
RA	1,884	1,970	1,401	1,477	1,554
CSM	11,515	11,537	8,477	8,799	9,243
PAA	3,071	3,088	3,450	3,565	3,665
투자계약부채	9,125	12,950	13,166	13,700	14,257
기타부채	3,366	5,006	6,825	6,825	6,732
후순위채	668	1,466	968	968	968
특별계정부채	13	18	26	27	28
부채총계	44,443	49,554	48,328	49,697	51,483
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	38	107	88	88	88
신종자본증권	0	865	1,745	1,745	1,745
계약자지분조정	0	0	0	0	0
이익잉여금	10,105	11,201	12,397	13,581	14,872
해약환급금준비금	3,239	4,541	6,168	7,424	8,674
자본조정	-152	-124	-69	-69	-69
기타포괄손익누계	-1,609	-2,229	-1,094	-1,094	-1,351
자본총계	8,416	9,855	13,103	14,287	15,321

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	1,619	1,036	1,354	1,317	1,464
일반 및 변동수수료모형	1,420	1,205	1,425	1,352	1,497
CSM 상각	1,287	1,287	1,297	1,290	1,310
RA 변동	132	155	166	156	160
예상과실제차이	56	-267	-288	-34	87
손실계약	-119	-21	210	-60	-60
기타	63	51	41	0	0
보험료배분접근법모형	310	35	54	101	116
간접사업비	110	204	126	136	149
투자손익	744	1,078	1,115	1,175	1,257
보험금융손익	-770	-656	-802	-817	-842
이자수익	1,383	1,532	1,588	1,721	1,848
배당수익	26	57	71	72	71
FVPL 평가손익	48	28	121	0	0
기타	57	117	136	200	180
영업이익	2,363	2,114	2,469	2,492	2,721
영업외이익	3	-6	1	0	0
세전이익	2,366	2,108	2,469	2,492	2,721
법인세비용	594	573	694	676	738
당기순이익	1,772	1,535	1,775	1,817	1,983





DB손해보험 재무제표

[한화리서치센터]

성장률

(단위: %)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
자산총계	9.0	12.4	3.4	4.2	4.4
운용자산	10.4	13.0	2.6	5.3	5.3
부채총계	11.6	11.5	-2.5	2.8	3.6
CSM	1.4	0.2	-26.5	3.8	5.1
자본총계	-3.0	17.1	33.0	9.0	7.2
보험손익	4.5	-36.0	30.7	-2.7	11.1
투자손익	59.3	44.9	3.4	5.4	7.0
영업이익	17.2	-10.5	16.8	1.0	9.2
순이익	15.3	-13.4	15.7	2.4	9.1

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주요 지표					
월납 신계약 보험료	179	179	151	152	157
신계약 CSM	3,045	2,911	2,421	2,353	2,391
투자수익률	3.2	3.3	3.4	3.4	3.4
수정 Book Value	13,853	14,246	16,532	16,820	17,206
수익성					
수정 ROE	12.4	10.8	10.9	10.4	11.2
수정 ROA	3.5	2.7	2.8	2.8	2.9
주당 지표					
수정 EPS	29,516	25,199	27,656	28,713	31,447
수정 BPS	230,723	234,915	272,613	277,362	283,729
보통주 DPS	6,800	7,600	9,200	10,150	11,400
Valuation 및 배당					
수정 PER	3.5	5.2	6.4	6.2	5.6
수정 PBR	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
배당성향	23.0	30.0	31.4	33.9	34.9
보통주 배당수익률	7.2	4.6	5.2	5.7	6.4

주: IFRS 별도 기준



현대해상 (001450) 투자포인트의 교집합

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(상향): 57,000원

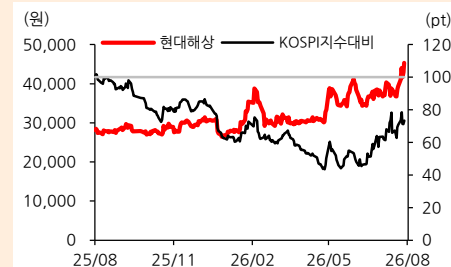
Stock Data

현재 주가(8/14) 45,350원
 상승여력 ▲ 25.7%
 시가총액 38,660억원
 발행주식수 85,248천주
 52주 최고가 / 최저가 45,350 / 26,450원
 90일 일평균 거래대금 259.5억원
 외국인 지분율 38.7%

주주 구성

정몽운 (외 7인) 24.0%
 국민연금공단 (외 1인) 10.2%
 자사주 (외 1인) 7.0%

Stock Price



2Q26 실적: 대규모 일회성 이익으로 어닝 서프라이즈

- 현대해상의 2Q26 별도 순이익은 3,918억원(+58% YoY)으로, 일회성 환입과 상각익 증가에 의해 컨센서스를 46% 상회
- 보험손익(+90% YoY)은 손실부채에서 900억원의 환입이 발생하고 보험금 예실차의 적자가 유의하게 축소되면서 대폭 증가. 전년 동기 고액사고의 기저효과와 자동차 합산비의 소폭 개선으로 PAA손익도 58% YoY 증가함
- 투자손익(-23% YoY)은 전년 동기 중 200억원대의 환차익이 발생했던 데 따른 기저효과로 감소했으나, 투자수익률은 최근 9개분 기내 최고 수준을 기록
- 보장성 신계약 매출이 전분기 대비 추가 감소한 반면 마진배수는 상승하면서 신계약 CSM은 2% QoQ 증가. 계리감독 가이드 반영 영향으로 손해를 추정치가 오히려 개선되면서 기중 조정이 +4,200억원대 반영되며 CSM 잔액은 8% QoQ 증가함

투자포인트의 교집합

- 금융당국이 해약준비금 산출식 변경을 검토 중이라는 언론 보도 이후 현대해상의 주가는 11% 상승. 배당가능이익 적자의 심도가 가장 낮은 동사가 배당재개 기대를 크게 반영하는 것은 합리적. 선제적인 요율 인상으로 신계약 경쟁에서 가장 먼저 이탈하면서 CSM 성장 궤도를 정 상화한 가운데, 관리급여 도입 및 자동차 수익성 개선, 배당 가능성 등 소보주에 대한 투자포인트에 민감도가 높은 종목이라고 판단
- 기대 ROE의 향상이 가장 크게 나타나 목표주가를 33% 상향하며, 업종 내 관심종목으로 제시함

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	1,043	396	997	1,062	1,121
투자손익	352	330	289	432	467
영업이익	1,395	726	1,286	1,494	1,588
당기순이익	1,031	561	963	1,093	1,162
보유 CSM	8,248	8,902	9,363	9,839	10,487
수정 EPS	13,144	7,156	12,179	13,782	14,646
수정 BPS	90,311	96,999	111,623	120,788	129,024
수정 PER	1.9	4.3	3.7	3.3	3.1
수정 PBR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
수정 ROE	12.5	7.6	11.7	11.9	11.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: 별도 기준
 자료: 한화투자증권 리서치센터



현대해상 (001450) 투자포인트의 교집합

[한화리서치센터]

실적 추정: 현대해상									(단위: 십억 원)		
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
보험손익	175.9	212.7	161.4	-153.9	302.1	403.7	260.7	30.5	396.1	997.0	1,062.2
일반/VFA모형	129.4	197.8	196.0	-121.3	275.9	362.2	283.5	123.0	402.0	1,044.7	1,077.5
예실차	-99.0	-36.7	-72.2	-93.8	-68.8	-2.5	27.3	-16.8	-301.7	-60.8	99.7
보험금	-104.8	-39.3	-90.5	-115.2	-72.5	-5.6	11.7	-23.0	-349.8	-89.4	76.3
사업비	5.8	2.6	18.4	21.3	3.7	3.2	15.6	6.2	48.1	28.6	23.5
RA 변동	30.8	32.8	36.5	36.0	37.9	42.4	37.8	38.0	136.2	156.1	156.2
CSM 상각	234.2	239.6	245.7	231.5	237.8	257.2	261.1	264.4	950.9	1,020.5	1,012.2
손실계약관련	-33.1	-32.7	-18.5	-296.3	81.3	77.8	-30.0	-150.0	-380.6	-20.9	-140.0
기타	-3.5	-5.2	4.5	1.4	-12.3	-12.7	-12.7	-12.7	-2.9	-50.3	-50.6
PAA모형	69.5	40.1	-9.7	-9.3	40.2	63.4	4.0	-67.2	90.6	40.4	90.0
기타사업비	23.0	25.3	24.9	23.4	14.1	21.9	26.9	25.3	96.5	88.1	105.3
투자손익	107.0	129.5	89.4	4.5	6.1	99.7	101.2	82.5	330.3	289.5	431.7
보험금융손익	-210.0	-186.9	-202.1	-289.0	-227.4	-235.6	-223.9	-225.0	-888.1	-912.0	-893.3
투자서비스손익	317.0	316.4	291.5	293.5	233.5	335.3	325.2	307.5	1,218.4	1,201.5	1,325.0
영업이익	282.9	342.1	250.8	-149.4	308.1	503.4	361.9	113.0	726.4	1,286.5	1,493.9
영업외이익	-10.6	-9.5	-6.0	-5.9	-8.9	-10.5	0.0	0.0	-32.1	-19.3	0.0
세전이익	272.3	332.6	244.8	-155.4	299.3	492.9	361.9	113.0	694.3	1,267.2	1,493.9
당기순이익	203.2	247.8	183.2	-73.0	223.3	391.8	265.2	82.8	561.1	963.2	1,093.0
AUM	47,353	47,164	47,382	47,016	46,107	45,594	45,822	46,051	47,016	46,051	48,492
CSM (보유 순부채)	9,108	9,376	9,628	8,902	9,170	9,894	10,051	9,363	8,902	9,363	9,839
신계약 CSM (원수)	478	527	514	571	470	480	454	491	2,090	1,894	1,865

주: 별도 기준

자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터





현대해상 재무제표

[한화리서치센터]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	45,787	47,016	46,051	48,492	50,912
현금및예치금	2,119	1,647	1,565	1,672	1,757
유가증권	32,189	34,596	33,553	35,280	37,044
FVPL	8,453	8,426	8,282	8,734	9,166
FVOCI	22,671	25,341	24,329	25,604	26,936
AC	0	0	0	0	0
대출채권	10,246	9,568	9,731	10,271	10,777
부동산	1,234	1,205	1,202	1,270	1,333
비운용자산	2,168	2,596	2,717	2,652	2,799
특별계정자산	23	34	61	63	66
자산총계	47,978	49,646	48,828	51,208	53,777
책임준비금	38,302	39,452	35,868	37,152	38,907
BEL	20,913	20,319	15,965	16,384	17,094
RA	2,093	2,079	1,987	2,066	2,146
CSM	8,305	8,978	9,375	9,850	10,499
PAA	3,490	3,477	3,674	3,787	3,897
투자계약부채	3,500	4,599	4,867	5,064	5,270
기타부채	4,727	5,276	6,346	6,346	6,268
후순위채	2,547	3,175	2,826	2,826	2,826
특별계정부채	22	35	61	64	66
부채총계	43,051	44,762	42,275	43,562	45,241
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	113	113	60	60	60
신종자본증권	0	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0	0
이익잉여금	7,391	7,953	8,959	10,052	11,214
해약환급금준비금	4,018	3,917	4,841	5,784	6,726
자본조정	-68	-68	-37	-37	-37
기타포괄손익누계	-2,554	-3,159	-2,475	-2,475	-2,747
자본총계	4,927	4,883	6,553	7,646	8,535

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	1,043	396	997	1,062	1,121
일반 및 변동수수료모형	910	402	1,045	1,078	1,161
CSM 상각	933	951	1,021	1,012	1,052
RA 변동	132	136	156	156	161
예상과실제차이	-191	-302	-61	100	98
손실계약	51.9	-381	-21	-140	-100
기타	-16	-3	-50	-51	-51
보험료배분점근법모형	188	91	40	90	74
간접사업비	55	97	88	105	114
투자손익	352	330	289	432	467
보험금융손익	-856	-888	-912	-893	-967
이자수익	1,122	1,232	1,318	1,391	1,496
배당수익	615	710	453	474	490
FVPL 평가손익	-129	-10	-59	0	0
기타	-400	-713	-510	-540	-552
영업이익	1,395	726	1,286	1,494	1,588
영업외이익	-29	-32	-19	0	0
세전이익	1,366	694	1,267	1,494	1,588
법인세비용	336	133	304	401	427
당기순이익	1,031	561	963	1,093	1,162





현대해상 재무제표

[한화리서치센터]

성장률

(단위: %)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
자산총계	9.6	3.5	-1.6	4.9	5.0
운용자산	10.3	2.7	-2.1	5.3	5.0
부채총계	14.4	4.0	-5.6	3.0	3.9
CSM	-9.2	8.1	4.4	5.1	6.6
자본총계	-19.5	-0.9	34.2	16.7	11.6
보험손익	98.1	-62.0	151.7	6.5	5.5
투자손익	-21.9	-6.2	-12.4	49.1	8.3
영업이익	42.8	-47.9	77.1	16.1	6.3
순이익	33.4	-45.6	71.7	13.5	6.3

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주요 지표					
월납 신계약 보험료	142	128	114	117	120
신계약 CSM	1,821	2,090	1,894	1,865	1,907
투자수익률	2.8	2.6	2.6	2.8	2.9
수정 Book Value	7,082	7,606	8,853	9,580	10,233
수익성					
수정 ROE	12.5	7.6	11.7	11.9	11.7
수정 ROA	2.2	1.1	2.0	2.2	2.2
주당 지표					
수정 EPS	13,144	7,156	12,179	13,782	14,646
수정 BPS	90,311	96,999	111,623	120,788	129,024
보통주 DPS	0	0	0	0	0
Valuation 및 배당					
수정 PER	1.9	4.3	3.7	3.3	3.1
수정 PBR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
보통주 배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: IFRS 별도 기준



한화손해보험 (000370) 보험손익의 개선세를 예상

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(상향): 10,200원

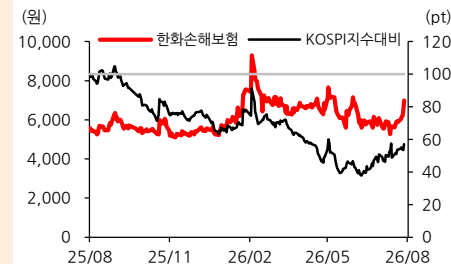
Stock Data

현재 주가(8/14) 6,990원
상승여력 ▲ 45.9%
시가총액 8,160억원
발행주식수 116,739천주
52주 최고가 / 최저가 9,300 / 5,100원
90일 일평균 거래대금 51.24억원
외국인 지분율 12.9%

주주 구성

한화생명보험 (외 3인) 51.5%
한화손해보험우리사주 (외 1인) 1.7%
자사주 (외 1인) 1.0%

Stock Price



2Q26 실적: 대규모 일회성 이익으로 어닝 서프라이즈

- 한화손보의 2Q26 별도 순이익은 1,164억원(+46% YoY)으로 낮은 유효세율로 컨센서스를 14% 상회, 영업이익은 기대치와 유사
- 보험손익(+8% YoY)은 예실차 개선과 CSM 상각의 증가로 장기보험이 25% YoY 증가하면서 개선됨. 캐럿손보 합병 영향으로 자동차 적자폭이 확대되었으나 이는 추정에 반영된 것으로, PAA손익이 예상보다는 양호하였음
- 투자손익(+46% YoY)은 본질 성과가 추정치와 유사한 가운데 자산의 매매/평가이익이 200억원 발생하면서 기대를 상회
- 보장성 신계약 매출은 전분기 대비 4% 감소했으나 그간 가파르게 확대되어 온 영업력으로 인해 전년 동기 대비로는 4% 증가. 지난 4월 요율 인상 효과로 인해 마진배수가 상승하면서 신계약 CSM은 8% QoQ 증가함. 계리감독 가이드를 4Q26분까지 일괄 반영하면서 CSM 조정 요인이 -2,750억원 발생했으나 요율 인상이 이를 일부 상쇄하면서 CSM 잔액은 4% QoQ 증가함

보험손익의 개선세를 예상

- 계리감독 가이드에 따른 CSM 조정으로 예상보험금이 증가하고 관리급여 도입으로 분기 50억원의 보험금 절감이 가능할 것으로 추정. 이를 반영한 이익 추정치 상향으로 동사의 목표주가를 7% 상향 조정함
- 기본자본 규제와 함께 해약준비금 완화안이 동반될 가능성을 고려하며, 그 수혜가 기대되는 동사를 업종 내 top pick으로 제시함

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	398	308	315	408	448
투자손익	108	184	151	154	178
영업이익	506	492	465	563	626
당기순이익	382	361	363	418	464
보유 CSM	3,725	3,976	4,510	5,033	5,606
수정 EPS	3,173	2,998	3,018	3,489	3,889
수정 BPS	27,008	23,929	26,308	27,800	29,432
수정 PER	1.3	1.9	2.3	2.0	1.8
수정 PBR	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2
수정 ROE	8.2	8.9	9.0	9.7	10.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: 별도 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터



한화손해보험 (000370) 보험손익의 개선세를 예상

[한화리서치센터]

실적 추정: 한화손해보험									(단위: 십억 원)		
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
보험손익	135.3	94.3	44.5	33.7	79.8	101.8	89.0	43.9	307.7	314.6	408.4
일반/VFA모형	141.1	102.6	77.1	77.0	105.4	128.2	141.5	126.6	397.8	501.7	566.9
예실차	-12.5	-19.8	-42.1	-48.4	-30.2	-4.6	13.1	-6.0	-122.8	-27.7	23.7
보험금	-10.3	-19.4	-42.2	-19.9	-21.4	-11.2	6.0	15.0	-91.8	-11.5	28.5
사업비	-2.2	-0.5	0.2	-28.5	-8.8	6.6	7.1	-21.0	-31.0	-16.2	-4.7
RA 변동	19.0	18.8	20.4	21.0	23.3	24.8	17.8	18.3	79.1	84.2	77.9
CSM 상각	102.5	102.9	105.8	101.9	107.2	111.8	114.4	118.1	413.1	451.7	492.6
손실계약관련	28.2	-0.1	-7.6	11.1	-3.0	-8.4	-8.4	-8.4	31.6	-28.3	-41.6
기타	3.9	0.9	0.6	-8.7	8.1	4.6	4.6	4.6	-3.3	21.7	14.2
PAA모형	22.9	21.3	-4.0	-7.2	11.6	8.6	-20.5	-42.9	33.0	-43.2	-12.8
기타사업비	28.7	29.6	28.6	36.1	37.1	35.0	32.0	39.9	123.0	144.0	145.6
투자손익	52.3	23.6	49.5	58.5	50.8	34.3	40.3	25.2	183.9	150.5	154.1
보험금융손익	-106.9	-106.9	-106.4	-109.3	-109.5	-110.9	-111.7	-113.1	-429.5	-445.2	-471.9
투자서비스손익	159.2	130.5	156.0	167.8	160.2	145.2	152.0	138.3	613.4	595.7	626.1
영업이익	187.6	117.8	94.0	92.2	130.6	136.2	129.3	69.1	491.6	465.1	562.5
영업외이익	-0.2	-2.5	-1.7	-3.6	-0.1	0.4	0.0	0.0	-8.0	0.4	0.0
세전이익	187.4	115.3	92.4	88.5	130.5	136.6	129.3	69.1	483.6	465.4	562.5
당기순이익	142.7	79.9	71.6	66.8	98.9	116.4	96.5	51.6	361.1	363.4	417.7
AUM	19,917	19,744	19,869	18,931	18,370	17,941	18,156	18,337	18,931	18,337	19,655
CSM (보유 순부채)	3,884	4,025	4,161	3,976	4,185	4,334	4,504	4,510	3,976	4,510	5,033
신계약 CSM (원수)	190	264	284	294	302	326	301	298	1,032	1,228	1,173

주: 별도 기준

자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터



한화손해보험 재무제표

[한화리서치센터]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	18,827	18,931	18,337	19,655	21,526
현금및예치금	517	574	586	634	695
유가증권	15,042	15,250	14,619	15,642	17,128
FVPL	4,377	4,736	4,639	4,974	5,446
FVOCI	10,346	10,391	9,857	10,546	11,559
AC	0	0	0	0	0
대출채권	2,918	2,754	2,781	3,001	3,289
부동산	350	354	352	378	414
비운용자산	926	1,348	1,683	1,756	1,736
특별계정자산	0	0	0	0	0
자산총계	19,753	20,279	20,020	21,411	23,261
책임준비금	15,271	15,416	13,953	14,941	16,441
BEL	9,771	9,440	9,713	10,031	10,824
RA	980	1,048	746	864	981
CSM	3,803	4,069	2,507	3,032	3,606
PAA	644	782	903	931	949
투자계약부채	72	76	84	83	81
기타부채	1,402	2,143	2,772	2,772	2,747
후순위채	598	1,097	1,097	1,097	1,097
특별계정부채	0	0	0	0	0
부채총계	16,673	17,559	16,725	17,713	19,188
자본금	774	774	774	774	774
자본잉여금	69	70	76	76	76
신종자본증권	234	234	234	234	234
계약자지분조정	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,642	2,991	3,340	3,743	4,193
해약환급금준비금	2,034	2,416	3,186	3,912	4,623
자본조정	-5	-349	-349	-349	-349
기타포괄손익누계	-634	-999	-779	-779	-854
자본총계	3,079	2,720	3,295	3,698	4,073

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	398	308	315	408	448
일반 및 변동수수료모형	484	398	502	567	592
CSM 상각	406	413	452	493	537
RA 변동	76	79	84	78	85
예상과실제차이	30	-123	-28	24	9
손실계약	-26	32	-28	-42	-50
기타	-2	-3	22	14	10
보험료배분점근법모형	86	33	-43	-13	10
간접사업비	171	123	144	146	153
투자손익	108	184	151	154	178
보험금융손익	-397	-429	-445	-472	-511
이자수익	404	436	455	499	552
배당수익	207	226	225	236	246
FVPL 평가손익	-4	-8	15	0	0
기타	-102	-41	-99	-109	-109
영업이익	506	492	465	563	626
영업외이익	-1	-8	0	0	0
세전이익	505	484	465	563	626
법인세비용	123	123	102	145	162
당기순이익	382	361	363	418	464





한화손해보험 재무제표

[한화리서치센터]

성장률

(단위: %)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
자산총계	9.8	2.7	-1.3	6.9	8.6
운용자산	10.6	0.6	-3.1	7.2	9.5
부채총계	14.3	5.3	-4.7	5.9	8.3
CSM	-3.1	7.0	-38.4	20.9	18.9
자본총계	-9.6	-11.7	21.1	12.2	10.1
보험손익	36.4	-22.7	2.2	29.8	9.8
투자손익	15.3	70.5	-18.2	2.4	15.6
영업이익	31.2	-2.9	-5.4	21.0	11.4
순이익	31.5	-5.6	0.6	15.0	11.1

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주요 지표					
월납 신계약 보험료	73	90	93	93	96
신계약 CSM	739	1,032	1,228	1,173	1,205
투자수익률	2.8	3.3	3.2	3.3	3.4
수정 Book Value	4,149	3,676	4,041	4,271	4,521
수익성					
수정 ROE	8.2	8.9	9.0	9.7	10.2
수정 ROA	1.9	1.7	1.7	1.9	2.0
주당 지표					
수정 EPS	3,173	2,998	3,018	3,489	3,889
수정 BPS	27,008	23,929	26,308	27,800	29,432
보통주 DPS	0	0	0	0	0
Valuation 및 배당					
수정 PER	1.3	1.9	2.3	2.0	1.8
수정 PBR	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
보통주 배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: IFRS 별도 기준

Compliance Notices

Compliance Notice

(공표일: 2026년 08월 18일)

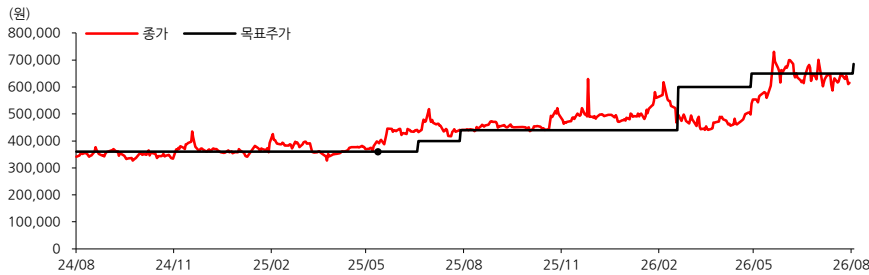
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

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

한화손해보험은 당사와 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률'에 따른 계열회사 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

삼성화재 (000810)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2024.08.16	2024.10.08	2024.11.11	2025.01.20	2025.02.03
투자의견	투자등급변경	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격		360,000	360,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2025.02.12	2025.02.25	2025.03.13	2025.03.20	2025.04.17	2025.05.14
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2025.07.04	2025.08.13	2025.10.15	2026.01.05	2026.03.06	2026.04.01
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Buy	Buy
목표가격	400,000	440,000	440,000	440,000	600,000	600,000
일 시	2026.04.24	2026.05.14	2026.05.29	2026.07.07	2026.08.18	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	
목표가격	600,000	650,000	650,000	650,000	685,000	

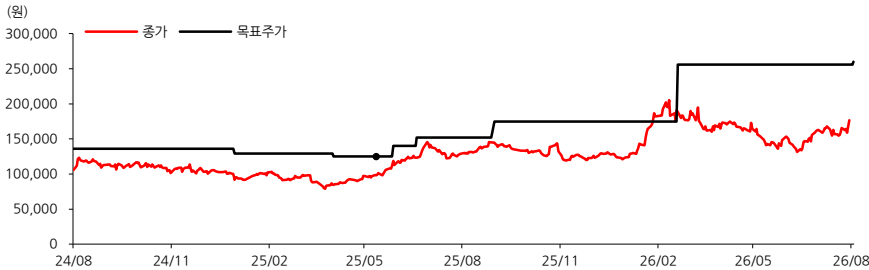
목표주가 변동 내역별 괴리율 (삼성화재)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.07.04	Hold	400,000	13.37	4.38
2025.08.13	Hold	440,000	9.49	-0.80
2026.03.06	Buy	600,000	-21.22	-15.83
2026.05.14	Buy	650,000	-3.06	12.31
2026.08.18	Hold	685,000		

Compliance Notices

DB손해보험 (005830)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2024.08.16	2024.08.30	2024.09.27	2024.10.08	2024.10.25
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		136,000	136,000	136,000	136,000	136,000
일 시	2024.11.01	2024.11.11	2024.11.15	2024.11.29	2024.12.27	2025.01.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	136,000	136,000	136,000	136,000	136,000	129,000
일 시	2025.01.20	2025.01.24	2025.02.24	2025.02.25	2025.02.28	2025.03.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	129,000	129,000	129,000	129,000	129,000	129,000
일 시	2025.03.20	2025.03.28	2025.04.17	2025.04.25	2025.05.15	2025.05.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	129,000	129,000	125,000	125,000	125,000	125,000
일 시	2025.06.12	2025.06.27	2025.07.04	2025.07.25	2025.08.18	2025.08.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	140,000	140,000	152,000	152,000	152,000	152,000
일 시	2025.09.15	2025.09.26	2025.10.15	2025.10.31	2026.01.05	2026.02.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	175,000	175,000	175,000	175,000	175,000	175,000
일 시	2026.03.06	2026.03.27	2026.04.01	2026.04.24	2026.05.15	2026.05.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	256,000	256,000	256,000	256,000	256,000	256,000
일 시	2026.06.26	2026.07.07	2026.07.31	2026.08.18		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	256,000	256,000	256,000	260,000		

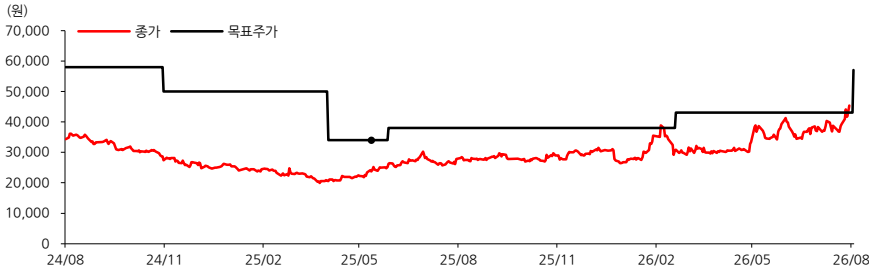
목표주가 변동 내역별 괴리율 (DB손해보험)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.01.14	Buy	129,000	-27.21	-20.00
2025.04.17	Buy	125,000	-23.99	-10.64
2025.06.12	Buy	140,000	-13.98	-10.14
2025.07.04	Buy	152,000	-12.42	-4.28
2025.09.15	Buy	175,000	-20.74	17.43
2026.03.06	Buy	256,000	-37.18	-23.95
2026.08.18	Buy	260,000		

Compliance Notices

현대해상 (001450)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2024.08.16	2024.08.30	2024.09.27	2024.10.08	2024.11.11
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		58,000	58,000	58,000	58,000	58,000
일 시	2024.11.15	2025.01.20	2025.02.25	2025.03.13	2025.03.20	2025.03.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
일 시	2025.04.17	2025.04.25	2025.05.15	2025.05.30	2025.06.12	2025.06.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	34,000	34,000	34,000	34,000	38,000	38,000
일 시	2025.07.04	2025.07.25	2025.08.14	2025.08.29	2025.09.15	2025.09.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000
일 시	2025.10.15	2025.10.31	2025.11.28	2025.12.26	2026.01.05	2026.01.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000
일 시	2026.03.06	2026.04.01	2026.05.18	2026.07.07	2026.08.18	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	43,000	43,000	43,000	43,000	57,000	

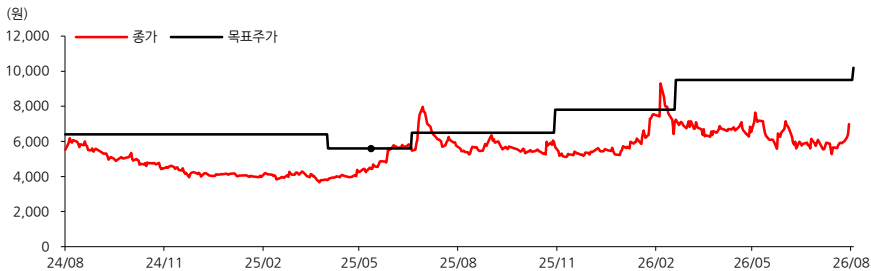
목표주가 변동 내역별 괴리율 (현대해상)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.15	Buy	50,000	-51.08	-43.50
2025.04.17	Buy	34,000	-33.54	-26.03
2025.06.12	Buy	38,000	-24.81	2.11
2026.03.06	Buy	43,000	-19.63	5.47
2026.08.18	Buy	57,000		

Compliance Notices

한화손해보험 (000370)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2024.10.08	2024.11.11	2024.11.12	2025.01.20	2025.02.25
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		6,400	6,400	6,400	6,400	6,400
일 시	2025.03.13	2025.03.20	2025.04.17	2025.05.15	2025.07.04	2025.10.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	6,400	6,400	5,600	5,600	6,500	6,500
일 시	2025.11.14	2026.01.05	2026.03.06	2026.04.01	2026.05.13	2026.07.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	7,800	7,800	9,500	9,500	9,500	9,500
일 시	2026.08.18					
투자의견	Buy					
목표가격	10,200					

목표주가 변동 내역별 괴리율 (한화손해보험)

•괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.04.17	Buy	5,600	-15.52	4.29
2025.07.04	Buy	6,500	-9.49	22.77
2025.11.14	Buy	7,800	-23.73	19.23
2026.03.06	Buy	9,500	-32.57	-19.47
2026.08.18	Buy	10,200		

Compliance Notices

종목 투자등급

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~-+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

산업 투자 의견

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석 대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중

(기준일: 2026년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자 상품의 비중	96.3%	3.7%	0.0%	100.0%

한화투자증권 리.서.치.센.터



리서치센터장

박영훈

Energy

02.3772.7614

houn0715@hanwha.com

[투자전략팀]

안현국	팀장	퀀트	3772-7646	hg.ahn@hanwha.com
임혜윤	연구위원	경제	3772-7728	hylim@hanwha.com
김성수	연구위원	채권	3772-7616	sungsoo.kim@hanwha.com
최규호	책임연구위원	경제	3772-7720	choi.gh@hanwha.com
한시화	책임연구위원	크레딧	3772-7737	shhan1229@hanwha.com
김민송	연구위원	투자전략 RA	3772-7385	minsong05@hanwha.com
임소연	연구위원	투자전략 RA	3772-7812	soyeon.lim@hanwha.com

[기업분석팀]

김소혜	팀장	인터넷/게임/미디어	3772-7404	sohye.kim@hanwha.com
김성래	수석연구위원	자동차/부품	3772-7751	sr.kim@hanwha.com
송유림	수석연구위원	건설/유틸리티	3772-7152	yurim.song@hanwha.com
박세연	수석연구위원	ESG	3772-7406	shannon@hanwha.com
김도하	수석연구위원	은행/보험	3772-7479	doha.kim@hanwha.com
한유정	연구위원	음식료/화장품	3772-7693	yujung.han@hanwha.com
이진협	연구위원	유통/의류/지주	3772-7638	jinhyeob.lee@hanwha.com
엄수진	연구위원	ESG	3772-7407	sujineom@hanwha.com
박수영	책임연구위원	엔터/레저/운송	3772-7634	suyoung.park.0202@hanwha.com
박준영	책임연구위원	반도체	3772-7481	jyp94@hanwha.com
권지우	책임연구위원	철강/비철금속	3772-7689	jiwoo.kwon@hanwha.com
채운샘	책임연구위원	방산/기계	3772-8419	unsam1@hanwha.com
김나우	연구위원	인터넷/게임/미디어/반도체 RA	3772-7710	now.kim@hanwha.com
김예인	연구위원	ESG/건설/유틸리티/자동차/부품 RA	3772-8420	yein.kim@hanwha.com

[글로벌리서치팀]

한상희, CFA	팀장	해외주식	3772-7695	sanghi.han@hanwha.com
박유진	책임연구위원	중국주식	3772-8217	yujin.park@hanwha.com
신승윤	연구위원	미국주식	3772-7428	seungyun.shin@hanwha.com
박제인	연구위원	해외주식 RA	3772-7380	jane8314@hanwha.com
심혜린	연구위원	미국주식 RA	3772-7374	hyerin.sihm@hanwha.com
박정현	연구위원	중국주식 RA	3772-7417	jeong.hyeon.park@hanwha.com

[디지털자산리서치팀]

최윤영	팀장	디지털자산	3772-7402	yy.choy@hanwha.com
박준영	연구위원	디지털자산 RA	3772-8206	junyeong.park@hanwha.com

본 · 지점망

본사 02)3772-7000(代)
서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)
고객지원센터 080-851-8282
주문전용 080-851-8200
ARS 080-852-1234

서울

본 사	02) 3772-7000	영 업 부	02) 3775-0775
강 남 W M 센 터	02) 6975-2000	목 동 W M 센 터	02) 2654-2300
갤러리아WM센터	02) 3445-8700	송 파 W M 센 터	02) 449-3677
금융플라자63지점	02) 308-6363	센트럴WM센터	02) 743-7311

인천/경기

분 당 W M 센 터	031) 707-7114	일 산 지 점	031) 929-1313
송 도 I F E Z 지 점	032) 851-7233	평 촌 지 점	031) 381-6004
신 갈 지 점	031) 285-7233	평 택 지 점	031) 652-8668
안 성 지 점	031) 677-0233		

부산/울산/경남

부 산 W M 센 터	051) 465-7533	울 산 W M 센 터	052) 265-0505
마 린 시 티 지 점	055) 943-3000	언 양 지 점	052) 262-9300
거 제 브 랜 치	055) 730-0400	거 창 지 점	051) 751-8321

대구/경북

대 구 W M 센 터	053) 741-3211	영 주 지 점	054) 633-8811
문 경 지 점	054) 550-3500	영 천 지 점	054) 331-5000

대전/충청

대 전 W M 센 터	042) 488-7233	청 주 지 점	043) 224-3300
천 안 지 점	041) 563-2001	홍 성 지 점	041) 631-2200

광주/전라

광 주 W M 센 터	062) 713-5700	전 주 지 점	063) 710-1000
-------------	---------------	---------	---------------

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보 출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.