

관리급여 시행

준비금 완화

보험 (Positive)

먼 기대 가까운 기대

해약환급금준비금 | 관리급여와 실손 | CSM | Valuation



Summary

보험업종 투자 의견을 Positive로 유지. 조금 먼 요인으로 준비금 완화, 가까운 요인으로 관리급여 시행을 기대할 수 있을 전망

1. 해약환급금준비금: 제도 완화의 양면성

- ❖ 준비금 제도 완화를 위해 (1)개선의 당위성 및 세수 확보의 필요성이라는 앞면과, (2)신계약 경쟁을 촉발할 수 있다는 뒷면을 고려해야 할 것. 현재는 보험산업의 자정(自淨)이 우선되는 상황으로 보임. 준비금 완화 시 배당가능이익 소멸 회사 중 일부는 배당 재개가 가능해질 전망

2. 관리급여와 실손: 비정상적 정상화

- ❖ 관리급여 시행 시, 모럴 해저드로 인해 비정상적으로 증가한 비급여 항목의 적정 진료수가 설정으로써 보험금 누수를 억제하는 데 기여할 전망
- ❖ 5세대 실손은 비중증 의료비에 대한 보험금 지급을 제한하므로 보다 근본적인 방법. 다만 당장의 효과보다는 중기에 걸친 영향을 기대해야 할 것

3. CSM: 허와 실

- ❖ 회계기준 변경 후 보험사의 PER 하락한 주 원인은 IFRS17 이익에 대한 신뢰 저하에 있음. 그 근간은 결국 CSM에 대한 불신. 1, 2차년도 말에는 당국의 가이드라인에 의해 인위적인 CSM (-) 조정이 있었다면, 2025년 말에는 각 사의 자체적인 계리가정만으로도 CSM이 대폭 (-) 조정됨
- ❖ 직전 5개년 통계를 활용하는 특성상, 4Q24부터 본격화된 실제보험금 증가 흐름은 당분간 계리가정 악화에 영향을 줄 수 있을 것. 다만 그 기울기의 둔화를 예상해 매년 CSM (-) 조정폭은 감소할 것으로 추정하며, CSM 감소의 대가로 예실차가 개선되면서 보험손익은 증가할 전망

4. Valuation: 시장수익률(Rm) 변경에 따른 목표주가 상향

- ❖ Valuation에 활용하는 지표의 근거를 변경함. CAPM 이론은 사용하되, 자기자본비용을 산출하기 위한 시장 수익률을 Bloomberg 수치 대신 KOSPI 시장의 최근 3개년 평균 forward PER의 역수로 적용. 이에 맞춰 무위험수익률도 국제 3년 금리의 평균 산출구간을 최근 3개년으로 조정
- ❖ 결과적으로 모든 커버리지 원수보험사에 대한 목표주가를 상향 조정함
- ❖ 업종 내 top pick으로는 DB손해보험을 제시. 미국 보험사의 실적 편입을 앞두고 제시된 주주제안을 긍정적으로 평가. 현 주가에서 기대되는 향후 3개년 배당수익률은 5.3%인데, 상향 조정의 여지가 높을 것으로 전망



해약환급금준비금 제도 완화의 양면성

[한화리서치센터]

- ❖ 해약환급금준비금이란 회계제도 변경 과정에서 계약자 보호를 위해 우리나라에만 금융감독원이 적용한 개념. 이전 회계기준(IFRS4)으로 산출한 보험부채보다 현 회계기준(IFRS17)으로 보험부채가 작을 경우, 그 차액을 해약준비금으로 적립하는 형태. 이익잉여금으로 인정하되 부채 차액분은 사외유출을 할 수 없도록 방어하는 의미
- ❖ 커버리지 보험사의 이익잉여금에서 해약준비금이 차지하는 비중은 28%~92%로 다양함. 삼성생명의 경우 2025년 말 처음으로 해약준비금이 발생했는데, 2026년 말에는 구성비가 20%대를 나타낼 것으로 추정됨
- ❖ 현재 구조에서는 손익이 발생함에도 잉여가 구축되는 현상이 지속될 것

2025년 말 이익잉여금 구성												
	삼성화재		DB손보		현대해상		한화손보		삼성생명		한화생명	
	금액	구성비	금액	구성비	금액	구성비	금액	구성비	금액	구성비	금액	구성비
이익잉여금	14,643	100	11,201	100	7,953	100	2,991	100	15,063	100	7,085	100
이익준비금	13	0	18	0	22	0	8	0	50	0	140	2
기타법정적립금	2	0	3	0	0	0	0	0	2	0	0	0
대손준비금	165	1	103	1	71	1	28	1	299	2	71	1
임의적립금	7,397	51	4,704	42	1,825	23	0	0	0	0	0	0
미처분잉여금	274	2	101	1	762	10	241	8	13,879	92	129	2
해약환급식준비금	4,130	28	4,541	41	3,917	49	2,416	81	832	6	6,508	92
보증준비금	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	237	3
비상위험준비금	2,662	18	1,731	15	1,356	17	296	10	0	0	0	0

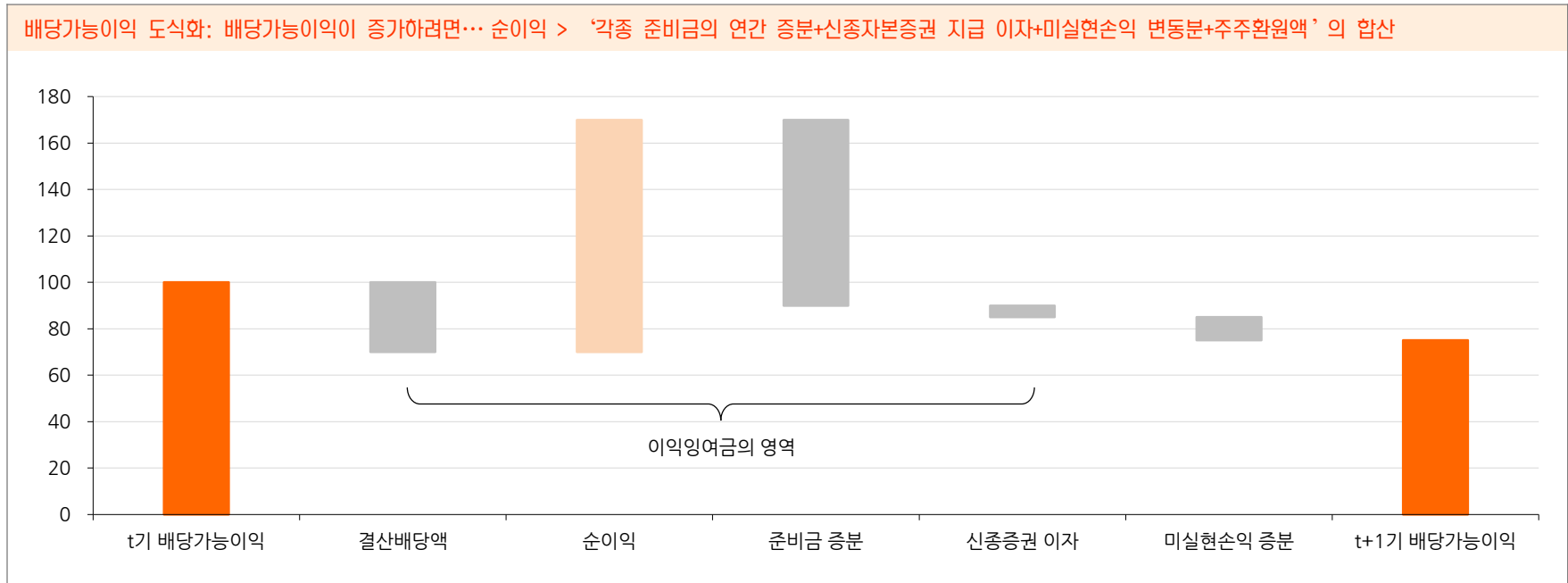
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



해약환급금준비금 제도 완화의 양면성

[한화리서치센터]

- ❖ 상법상 배당가능이익은 순자산에서 사외유출 제한 항목을 제거하는 방식으로 산출. 배당가능이익의 흐름은 단순화하면 이익잉여금의 변동과 각종 준비금의 변동, 미실현이익의 변동 등으로 구성
- ❖ 이익잉여금은 연간 순이익이 더해지고 배당지급액과 신종자본증권 이자, 자사주 매입액이 차감되는 형태. 여기에 잉여금이지만 사외유출 제한으로 분류되는 각종 준비금의 증분을 차감
- ❖ 미실현이익은 AOCI 변동으로 추측할 수 있으나 내부 상계요인을 명확히 알 수 없고, 관리 차원 밖의 외부 요인으로 인지하므로 추정에는 반영하지 않음
- ❖ 결론적으로, 배당가능이익의 건강한 움직임을 위해서는 순이익이 준비금 증분과 신종 이자액, 배당지급액보다 유사하거나 커야 함



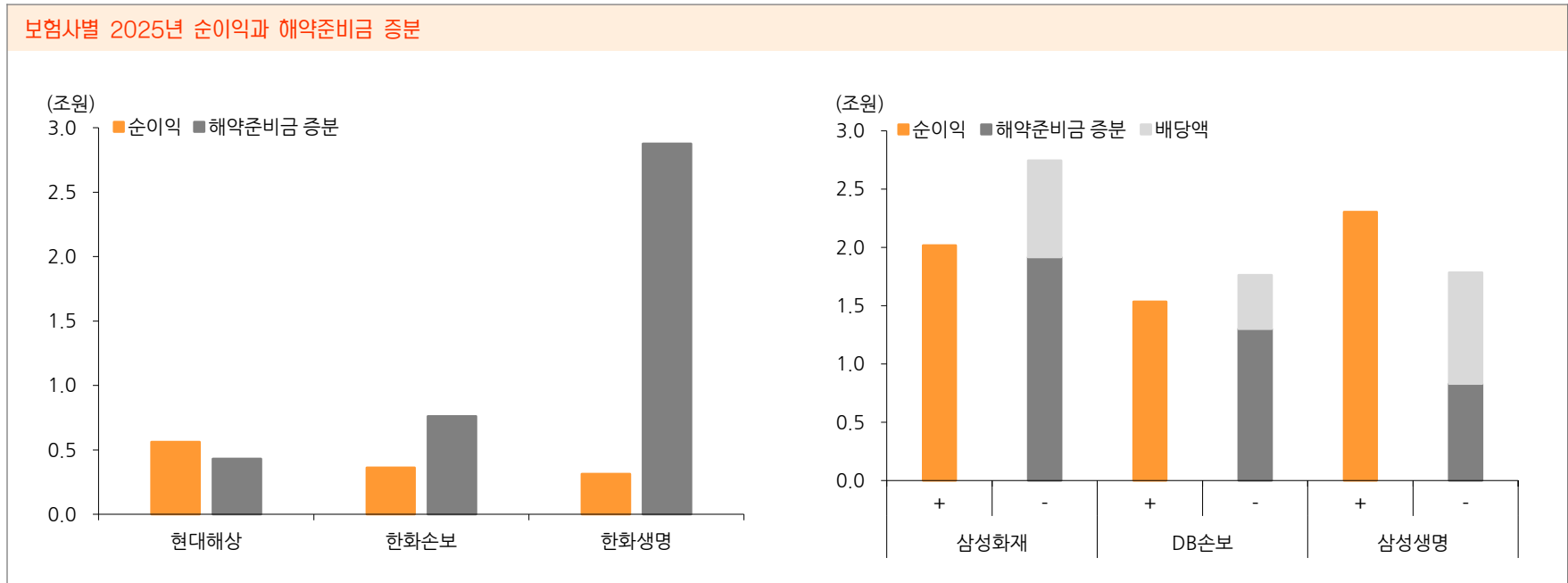
자료: 한화투자증권 리서치센터



해약환급금준비금 제도 완화의 양면성

[한화리서치센터]

- ❖ 현재 배당가능이익이 음수로 전환된 보험사들은 연간 이익이 해약준비금 증분에도 미치지 못하거나 이에 준하는 상황. 여타 준비금이나 신종 이자 등을 고려하면 그 차이는 더 커질 것. 이는 흑자 영업을 지속해도, 미실현손익 효과를 제외하면, 음(-)의 배당가능이익의 절대값이 더욱 커지는 구조임을 의미
- ❖ 배당이 가능한 회사들도 해약준비금 증분과 배당액까지만 고려해도 연간 이익을 넘어서고 있음. 삼성생명도 건강보험 판매 증가에 따라 4Q25부터 해약준비금 발생한 바, 2026년에는 연간 준비금이 순이익 규모를 상회할 것으로 추정됨
- ❖ 현재 구조에서는 배당가능이익이 줄어드는 추세가 불가피하다고 판단. 영구한 배당을 장담할 수 있는 회사가 없다는 것은 분명한 제도 개선의 당위성을 제공함. 해당 준비금의 존재가 급진적인 기준 변경에 따른 ‘과도기적 장치’ 로써의 기능임을 고려하면, 언젠가는 소멸되어야 할 것으로 사료됨
- ❖ 다만 이러한 구조적인 문제는 근본적인 당위성을 의미할 뿐, 그 제도 개선의 시점을 결정짓는 요소는 아닐 것



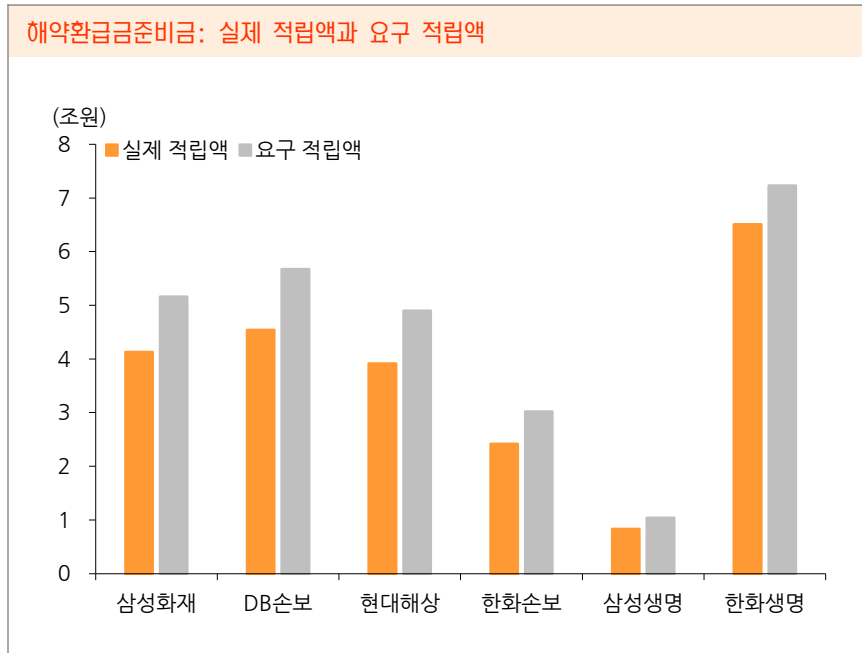
주: 삼성화재 및 삼성생명 순이익은 연결 지배주주, 그 외 별도 기준
 자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



해약환급금준비금 제도 완화의 양면성

[한화리서치센터]

- ❖ 참고로 현재 커버리지 보험사들은 모두 산출식상 요구되는 준비금 적립액보다 더 작은 규모를 허용받고 있음. 금융감독원은 2024년 10월 제3차 보험개혁회의를 통해 일정 K-ICS 비율을 상회할 경우 해약준비금 적립률을 낮춰줄 것으로 발표. 이 일정 K-ICS비율의 허들은 매년 10%p씩 낮아지며, 2025년 중에는 일시적으로 한 번에 20%p가 낮아짐
- ❖ 이에 한화생명(2025P K-ICS 157%)은 90%, 그 외 5개사는 80%를 적립하고 있음. 그럼에도 준비금 증분이 순이익을 증가하는 상황
- ❖ 한편 해약준비금의 요구 적립액 대비 실제 적립액이 작을 경우, 이익잉여금 하위항목임에도 기본자본(Tier1)으로는 인정받지 못하는 문제가 있었으나 지난 12월 금융감독원이 요구 적립액을 기준으로 전액 인정하겠다고 밝힘
- ❖ 이에 해약준비금 할인을 적용 받았던 주요 보험사들의 Tier1비율은 mid~high-single 수준 상승할 전망



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

기간별/K-ICS비율별 해약환급금준비금 적립률

K-ICS 요건	4Q24	1Q25	2Q25	1Q26	1Q27	1Q28	1Q29
200% 이상	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
190%대	90%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
170%대/180%대	90%	90%	80%	80%	80%	80%	80%
160%대	90%	90%	90%	80%	80%	80%	80%
150%대	90%	90%	90%	90%	80%	80%	80%
140%대	100%	100%	90%	90%	90%	80%	80%
130%대	100%	100%	90%	90%	90%	90%	80%
130% 미만	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

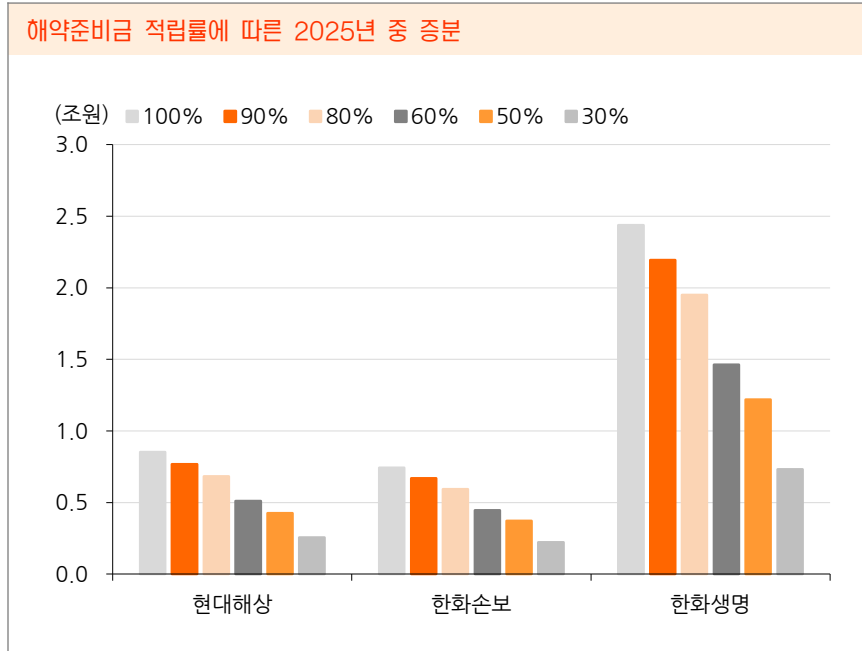
자료: 법령정보센터, 한화투자증권 리서치센터



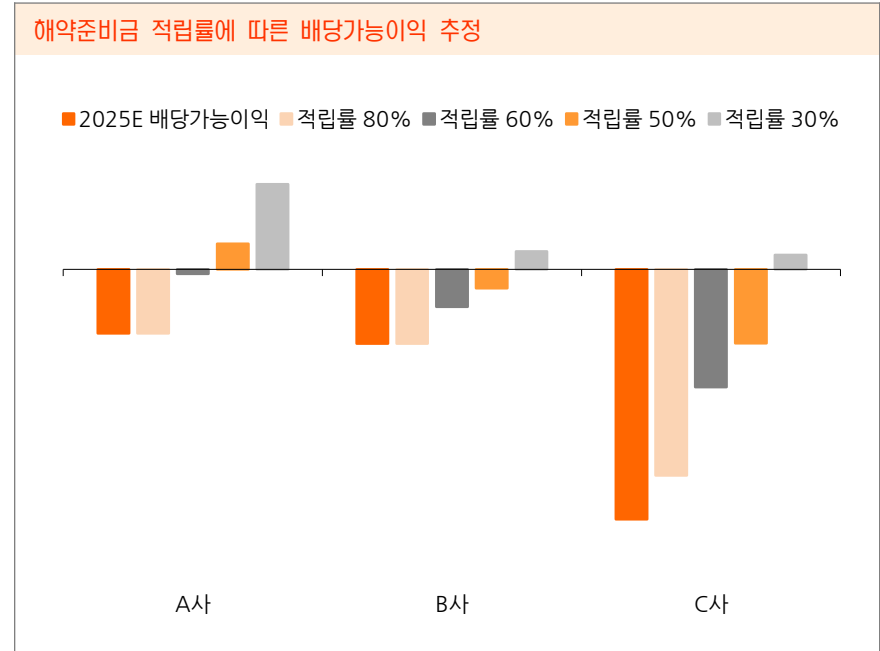
해약환급금준비금 제도 완화의 양면성

[한화리서치센터]

- ❖ 현재의 완화안(K-ICS비율에 따른 적립률 80~90%)으로는 준비금이 이익을 추월하는 현상을 해결할 수 없음. 이에 지속적으로 해약준비금 제도의 추가적인 완화가 요구되고 있는 상황
- ❖ 배당가능이익이 음수로 전환된 보험사들의 경우, 해약준비금 적립 부담이 완화된다면 그 정도에 따라 배당 재개가 가능해질 전망
- ❖ 가장 단순하게 적립률을 80~90%보다 더 낮은 수준으로 완화할 경우, 좌측 그래프에서의 막대별 차액만큼 배당재원이 증가할 수 있음. 물론 그럼에도 여전히 음수일 수 있다는 점도 고려해야 함
- ❖ 회계상 AOCI로는 미실현손익을 알 수 없으므로 배당가능이익을 정확하게 산출할 수는 없지만, 미배당 회사들도 해약준비금 적립률 30~50% 범위에서는 배당가능이익이 양수로 전환될 것으로 추정됨



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



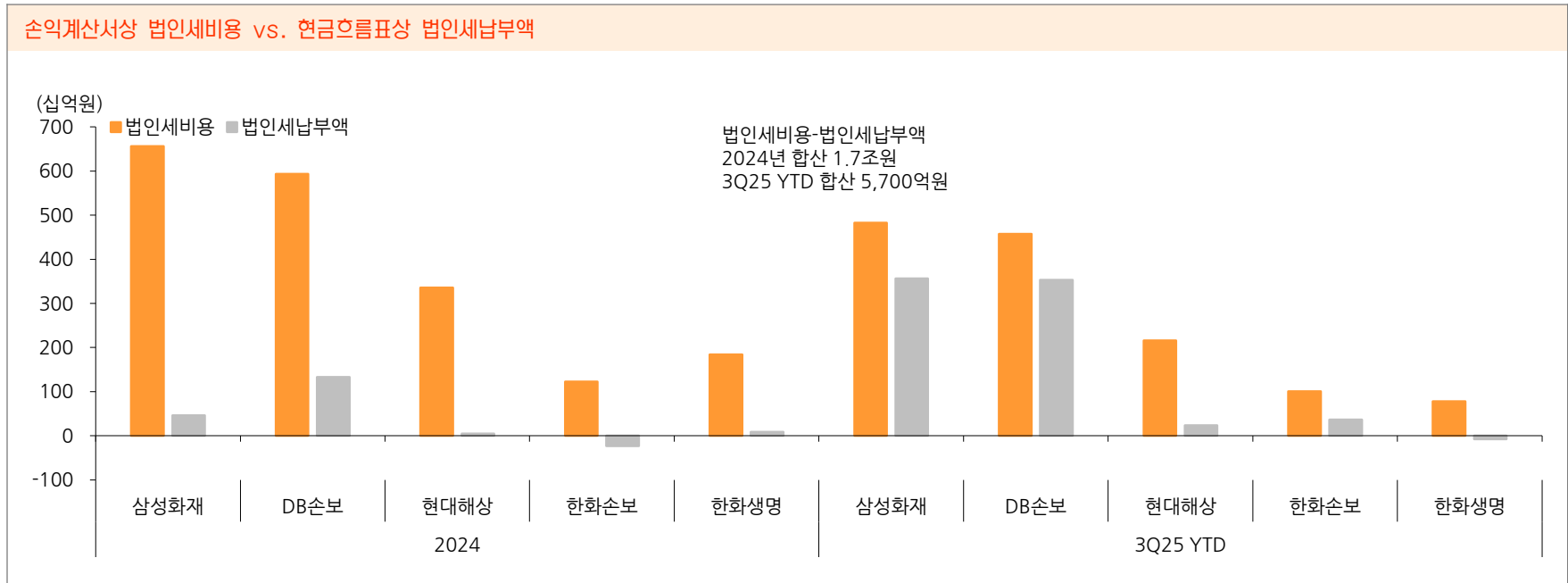
자료: 한화투자증권 리서치센터



해약환급금준비금 제도 완화의 양면성

[한화리서치센터]

- ❖ 제도의 타당성 요소를 제외하고도, 결정 주체 입장에서 해약준비금을 완화할 수 있는 유인은 바로 세수 확보에 있음
- ❖ 준비금은 사외유출 제한 항목임과 동시에, 세법상 손금산입 대상으로써 실제 납부하는 법인세 부담을 낮춰주기도 함
- ❖ 회사별 손익계산서상 법인세비용과 현금흐름표상 법인세납부액의 차이로 이를 가늠할 수 있을 것. 6개 보험사를 합산한 회계적 법인세 대비 법인세 납부액의 차이는 2024년 1.7조원에 달했고, 2025년에는 3개 분기 간 5,700억원으로 나타남
- ❖ 보험 회계상 원래 불일치가 클 수 있고 이 차이가 모두 해약준비금에서 유발된 것은 아니나, 분명한 것은 현재 대형 보험사 한 곳당 연간 조 단위로 적립 되는 해약준비금이 완화될수록 실제 세수에 기여하는 바가 클 것이라는 점임



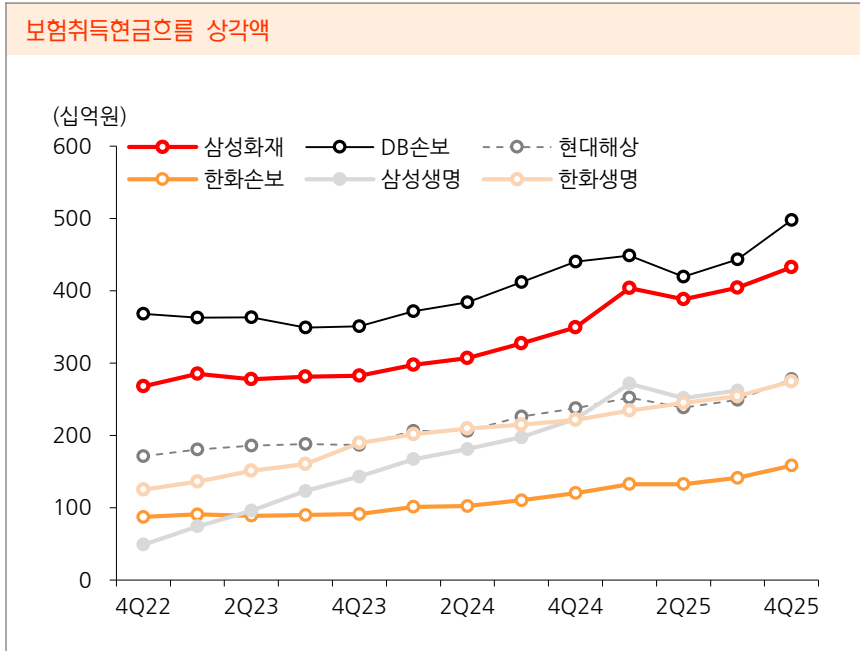
자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터



해약환급금준비금 제도 완화의 양면성

[한화리서치센터]

- ❖ 반면 해약준비금 완화를 막는 걸림돌도 존재. 제도 개선의 당위성 및 세수 확보의 필요성과 대비되는, 신계약 경쟁을 촉발할 수 있다는 우려는 준비금 완화의 뒷면에 해당
- ❖ 현재는 높은 초기 설계사 수수료를 감내하며 신계약을 확대할 경우, 해약준비금의 적립 부담이 일종의 제동 장치로 작용. 과도한 판매 경쟁으로 생산성 없는 양적 성장이 보험산업의 가장 큰 취약점인 만큼 감독당국 입장에서는 이 제동 장치마저 약화하는 것에 거부감이 들 수 있는 상황
- ❖ 실제로 보험사별 2025년 분기 평균 보험취득현금흐름 상각액은 전년 대비 13~36% 증가. 같은 기간 모든 보험사의 신계약 증가율은 보험취득현금흐름 상각액의 증가 속도를 하회. 이렇게 증가한 신계약이 보유계약가치 증대에 비용 대비의 효익을 가져오는지 의구심이 커지고 있음
- ❖ 신계약 경쟁 강도가 약화될 경우 (1)사업비 소요의 안정화, (2)해지를 개선에 따른 CSM 증가, (3)분기별 해약준비금 증가액 완화 등이 기대되며 이에 따른 산업 정상화는 해약준비금 완화의 당위성을 주장하기 위한 선결과제가 될 것



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

사업비 관련 규제	
내용	시행시기
<p>'25.6월: '보험 판매수수료 개편 방안'</p> <p>판매수수료의 과도한 선지급으로 인한 설계사의 계약 유지·관리 유인 부족, 잦은 계약승환과 설계사 이직, 이로 인한 낮은 보험계약 유지율 등을 문제로 지적</p> <p>*25개월차 계약유지율(%): (한) 69.2 vs. (성) 96.5 (일) 90.9, (대만) 90.0, (미) 89.4</p>	
<p>선지급 수수료: 상품 설계사 정해진 계약체결비용 한도로 지급</p> <p>유지관리수수료(신설): 계약 유지기간 동안 매월 안분하여 지급</p> <p>→ 유지관리수수료는 계약 유지기간이 길수록 총수령액 증가, 특히 계약체결 5~7년차에는 장기유지수수료를 추가 지급</p>	'27.1월 시행 (~'28년 4년 분급, '29년~ 7년 분급)
<p>판매수수료 총액은 설계사 보수와 그 외 부대비용(공통비)으로 구분</p> <p>사업비 항목별로 계약체결비용의 일정 비율을 초과할 수 없게 한도 규정</p> <p>→ 선지급수수료는 100% 이내, 유지관리수수료는 7년간 매월 계약체결비용의 0.8% 이내, 공통비는 계약체결비용의 19% 이내</p>	'27.1월 시행
<p>보험회사-보험대리점(GA)간 규제차익 해소를 위하여 GA가 소속 설계사에 지급하는 수수료에 대해서도 1,200% 규칙을 확대 적용</p>	'26.7월 시행
<p>'26.1월: '보험업권 관리감독 선진화 방안' 발표</p>	
<p>사업비 가정에 물가상승률 반영</p>	2Q26 결산 반영
<p>간접비 성격의 공통비는 보험계약 전기간에 걸쳐 인식</p>	2Q26 결산 반영

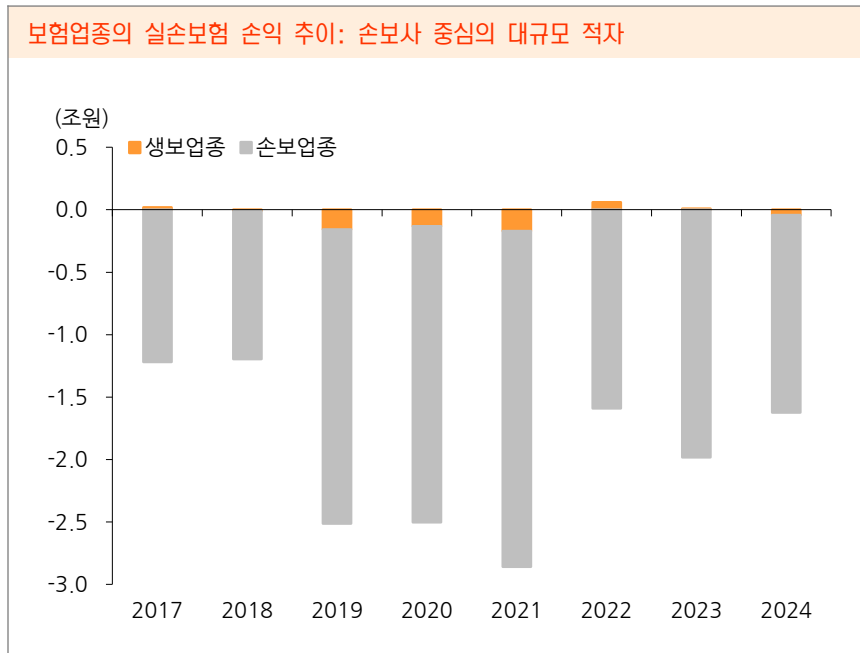
자료: 금융위원회, 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터



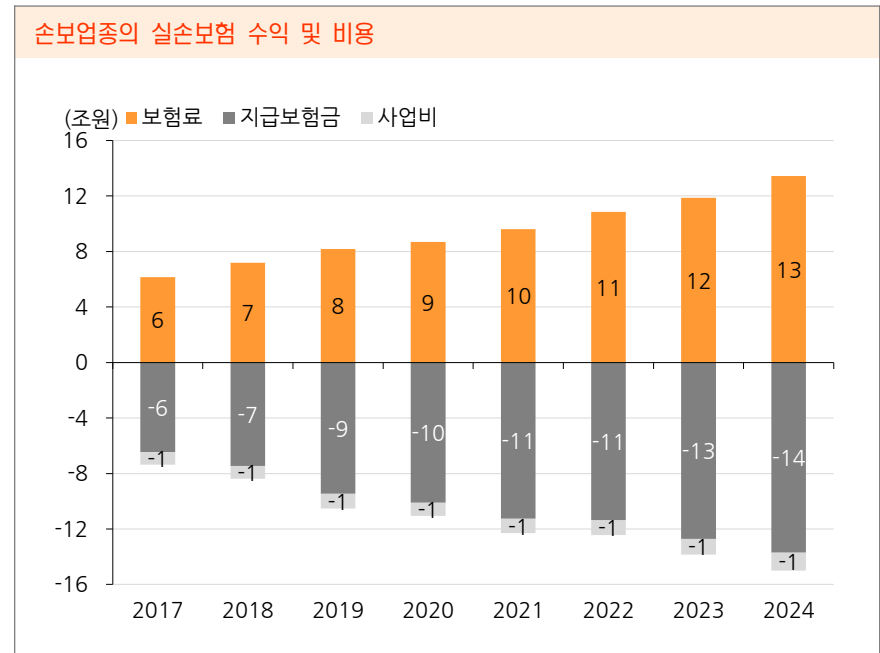
관리급여와 실손 비정상의 정상화

[한화리서치센터]

- ❖ 보험업종의 실손보험 손익은 연간 적자를 지속하고 있음
- ❖ 이는 주로 손보업종에게 해당하는 이슈로, 이들의 실손 적자는 2017년~2024년 평균 1.9조원에 달함
- ❖ 2018년을 제외하면 지속적으로 보험료를 인상했음에도 불구하고, 이를 상회하는 보험금 증가가 적자의 주된 원인



자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터



자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

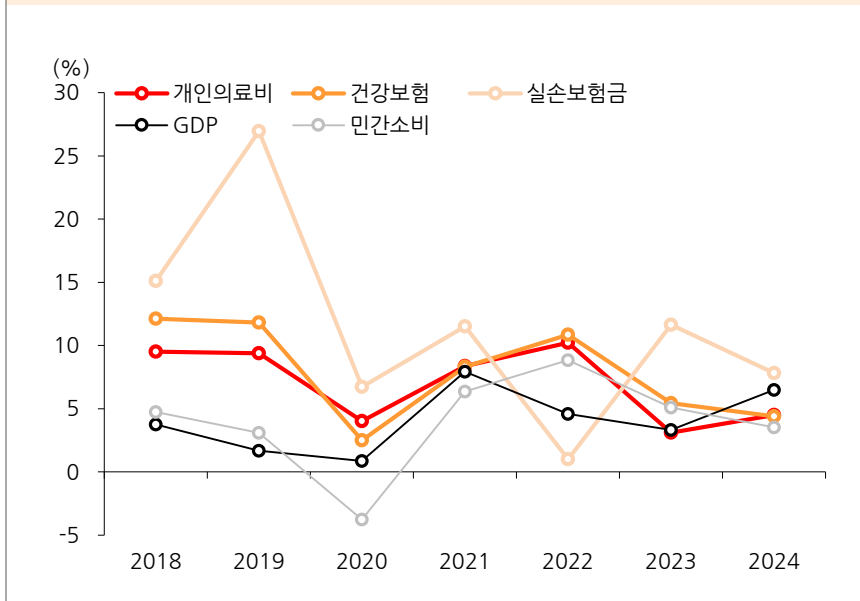


관리급여와 실손 비정상의 정상화

[한화리서치센터]

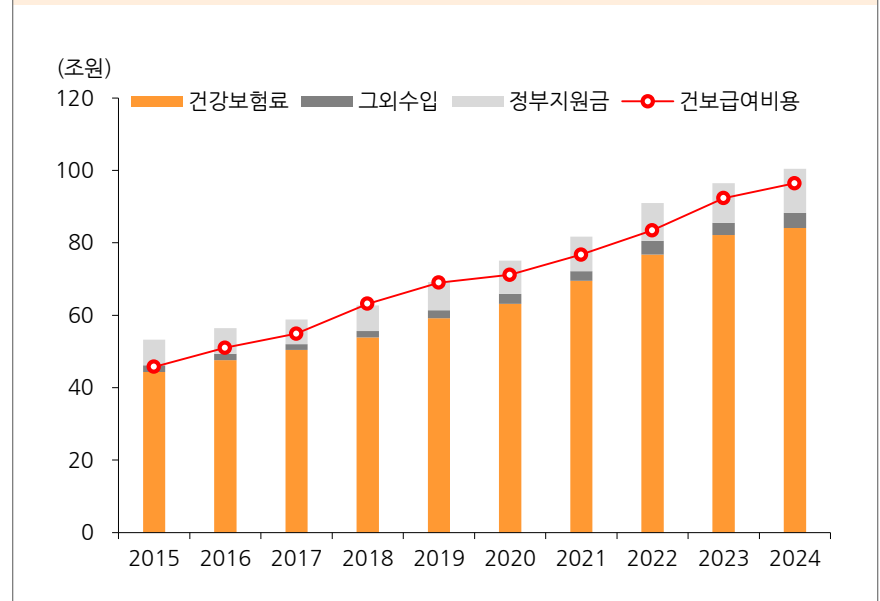
- ❖ 개인 의료비의 증가율은 추세적으로 국내 경제 규모나 민간소비 증가율을 상회하고 있음
- ❖ 건강보험의 보험료 및 기타수입과 지급된 보험급여비용 간의 수지차는 2015년 0.4조원에서 2024년 -8.2조원까지 역전된 상황
- ❖ 이에 보건복지부는 2025년 초부터 관리급여 제도의 신설을 추진. 2025년 1월 공청회를 거쳐 3월 보도자료를 통해 관리급여 신설을 공시화 하고, 5월 비급여관리정책협의체를 구성해 제도 시행을 위한 논의를 시작함
- ❖ 현재 관리급여에 편입할 비급여 5항목 중 3항목(도수치료, 경피적 경막외강 신경성형술, 방사선 온열치료 등)을 결정하였으며, 체외충격파와 언어치료는 3월 중 추가 논의될 것으로 알려짐. 현재 보건복지부는 시행령 일부 개정안을 통해 관리급여 도입의 법적 근거를 마련
- ❖ 추후 5항목의 선정을 완료하고 진료수가를 결정하는 과정이 필요하며, 절차를 고려하면 빠르면 상반기, 늦어도 연내 시행될 것으로 예상됨

경제 및 소비 증가율을 상회하는 보험금 증가율



자료: 통계청, 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

국민건강보험의 건강보험 수익비용: 건보료와 점점 더 벌어지는 보험급여비용



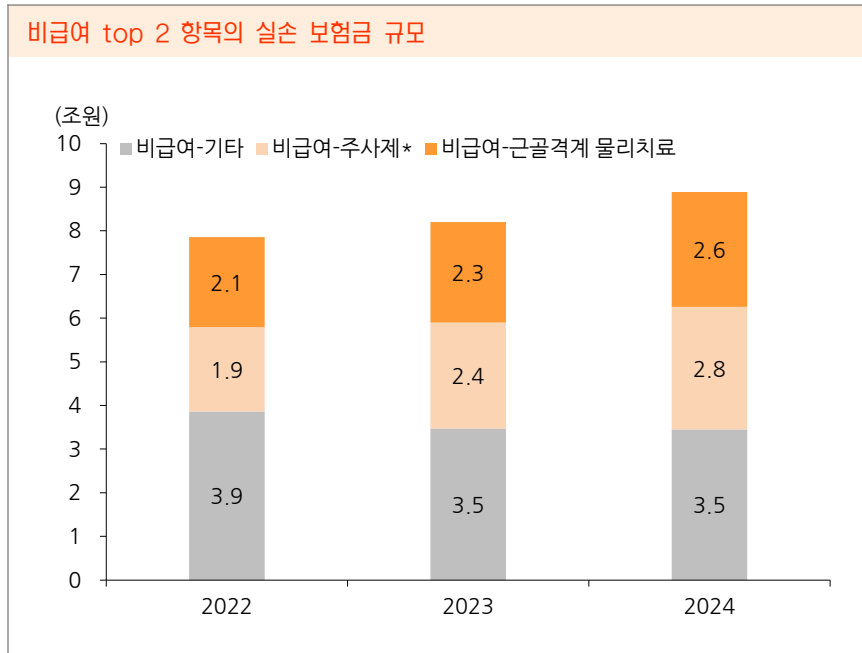
자료: 국민건강보험, 한화투자증권 리서치센터



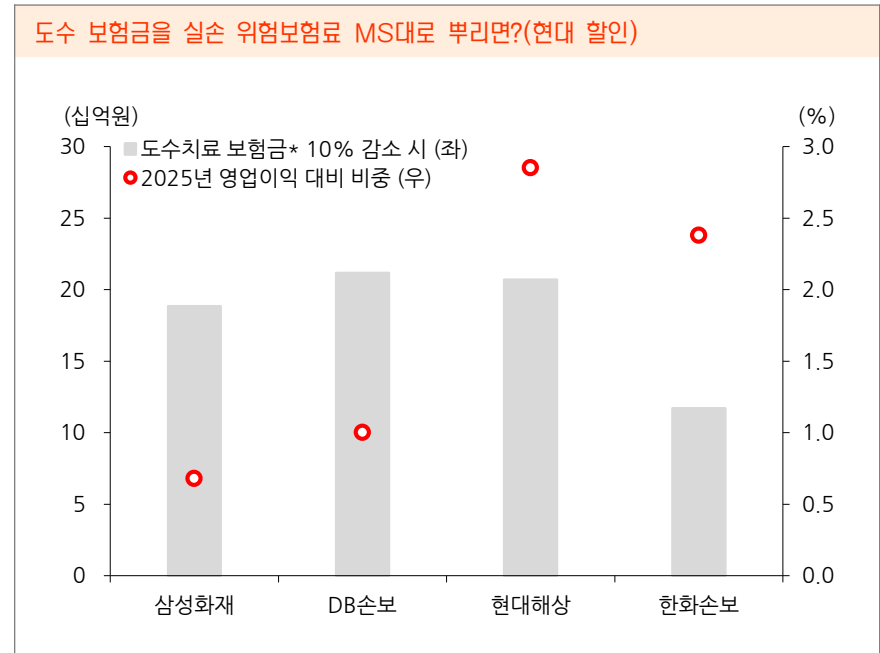
관리급여와 실손 비정상의 정상화

[한화리서치센터]

- ❖ 실손 보험금이 지급된 비급여 항목 중 비용이 가장 높은 top 2는 도수치료를 포함한 근골격계 질환과 비급여 주사제로, 수년간 동일. 이들은 최근 2년간 각각 연평균 13%, 20% 증가하며 전체 비급여 실손 보험금의 60%를 차지
- ❖ 도수치료 보험금 감소에 따른 회사별 손익 효과를 추정하기 위해 (1)근골격계 물리치료의 50%가 도수치료라고 가정하고, (2)회사별 보험금 부담은 업종의 보험금을 마지막 통계(2022년)를 기준으로 실손 위험보험료의 시장점유율만큼 배분하였음
- ❖ 이때 연간 도수치료 보험금 10% 감소 시 비용 감소 효과는 삼성화재, DB손보, 현대해상이 200억원 내외, 한화손보가 100억원대 초반으로 나타나며 2025년 영업이익에 비하면 1~3% 수준의 개선이 예상됨
- ❖ 도수치료 진료수가가 전국 중앙값 수준으로 결정될 경우, 보험금 감소 효과는 수십 %가 될 것으로 기대



주: *비급여 주사료가 고액 청구된 건, 종합, 암 관련 진단 또는 상급종합병원 입통원한 경우 제외
 자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터



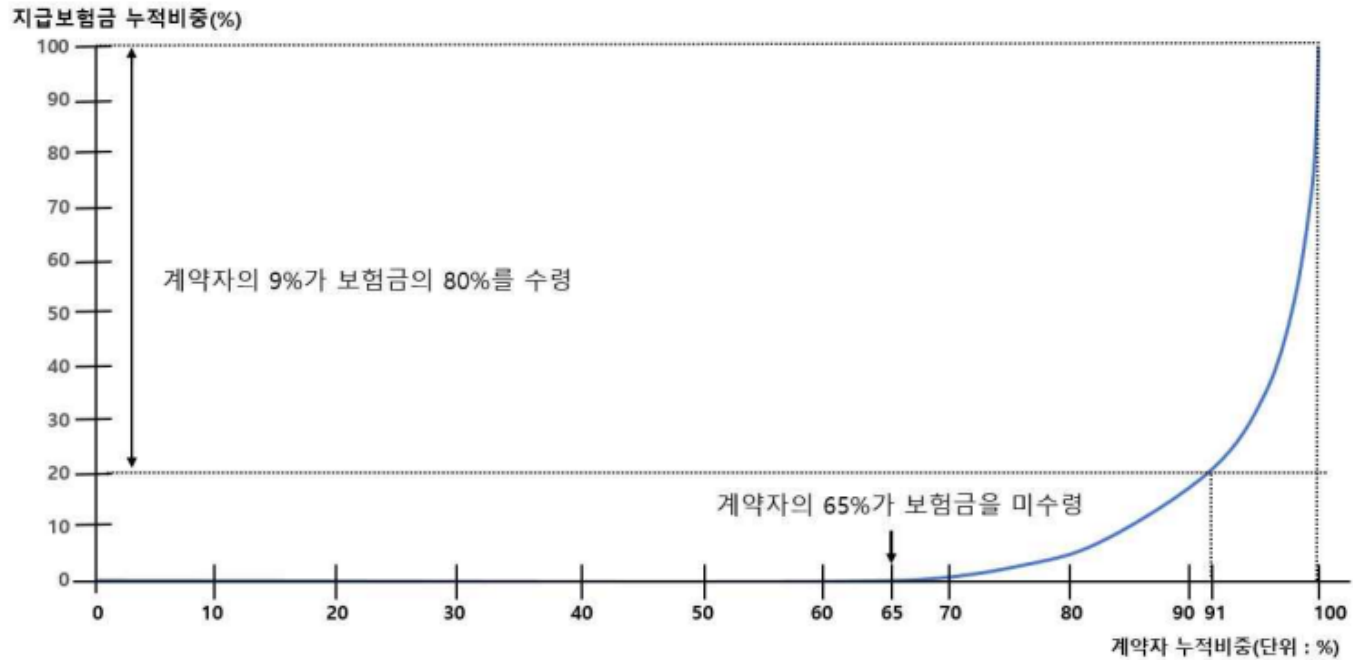
주: *근골격계 물리치료에 지급된 실손 보험금의 50%가 도수치료라고 가정
 자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터



비정상적인 청구 구조

- ① **[지급보험금]** 다수 가입자(65%)는 보험금 지급 없이 보험료만 납부하며, 상위 9%에게 전체 보험금의 약 80% 지급

< 실손보험 지급보험금 구간별 현황 >



주) 대형 손해보험 4개사, 1~4세대 개인실손보험, '24년 상반기 기준

자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터



관리급여와 실손 비정상의 정상화

[한화리서치센터]

- ❖ 실손상품은 판매 시기에 따라 다소 상이한 성격을 지님. 2009년 9월 이전까지 판매된 1세대(舊실손)의 경우 상대적으로 자기부담률이 낮고 갱신주기가 길며 재가입주기 또한 없음. 다만 당시에는 상품 구조가 표준화되지 않아 1세대 내에서도 약간의 차이가 존재
- ❖ 한편 높은 손해율이 문제시 되면서 출시된 2세대(표준화)부터는 세대별 상품의 특성이 통일되기 시작했으며, 최근 상품일수록 비교적 자기부담률이 높고 갱신주기가 짧고 재가입주기가 설정되며 더 짧아지는 경향성을 보임
- ❖ 그럼에도 불구하고 보험금 증가 추이가 개선되지 않는 데 따라, 또다시 처방이 필요해짐. 이제는 5세대 실손이 출시될 예정

실손보험 판매시기별 상품 성격 및 현황						
구분	1세대 (구실손)	2세대 (표준화)			3세대 (신실손)	4세대
		선택형 I	표준형	선택형 II		
판매시기	~ '09.9월	'09.9월~ '15.8월	'13.1월~ '17.3월	'15.9월~ '17.3월	'17.4월~ '21.6월	'21.7월~
자기부담률	손보 0% 생보 20%	10%	20%	급여 10% 비급여 20%	급여 10%~20% 비급여 20% 특약 30%	급여 20% 비급여 30%
갱신주기	1~5년 or 비갱신	3년	1년	1년	1년	1년
재가입주기	없음	없음	15년	15년	15년	5년
비중*	19.1%	38.9%	0.3%	6.1%	23.1%	10.5%

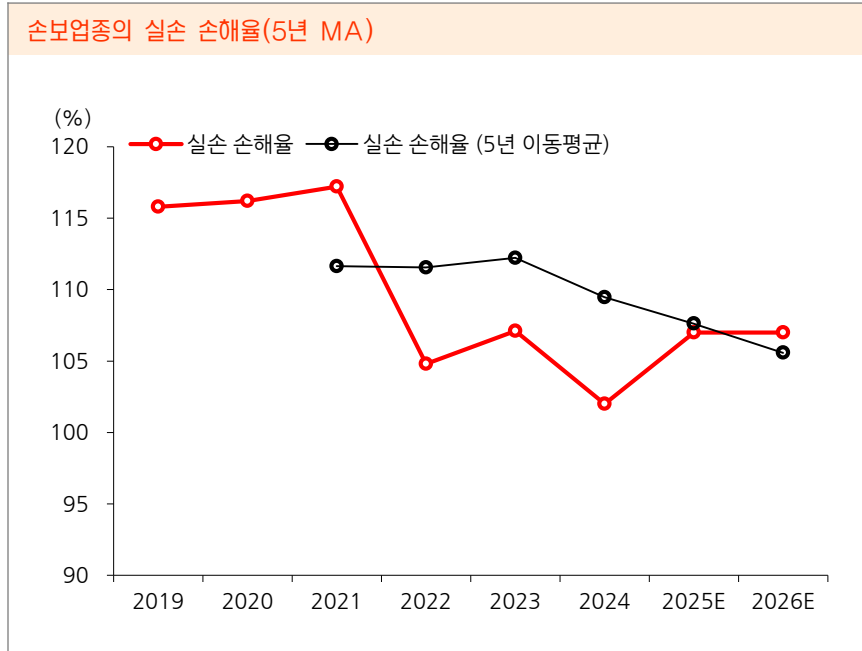
주: *세대별 비중은 2023년 기준
자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터



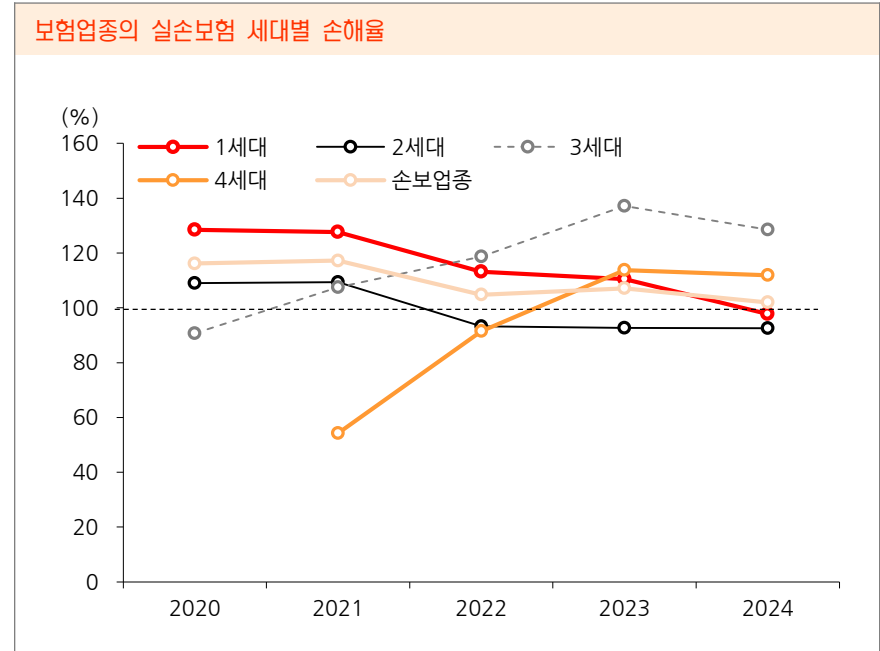
관리급여와 실손 비정상의 정상화

[한화리서치센터]

- ❖ 손보업종의 실손 경과손해율은 2021년까지의 수준보다 개선되었으나 여전히 100%대를 기록. 5년 이동평균으로 비교하면 새로 산입되는 구간과 제거되는 구간의 격차가 긍정적으로 나타남
- ❖ 좌측 그래프와 같이 업종의 실손 경과손해율을 2025년 +5%p YoY, 2026년 flat YoY로 가정하면 5년 이동평균 손해율은 점차 개선
- ❖ 다만 세대별로는 상황이 다름. 과거에 판매된 상품일수록 보장 내용이 양호한 만큼 손해율이 높은 경향이 있었으나, 보험료 인상이 연속되면서 세대(구 실손), 2세대(표준화) 상품의 수익성은 개선된 반면, 비교적 최근에 판매된 3세대 및 4세대의 손해율이 크게 악화됨



주: 2025년은 +5%p YoY, 2026년은 flat YoY 가정
 자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터



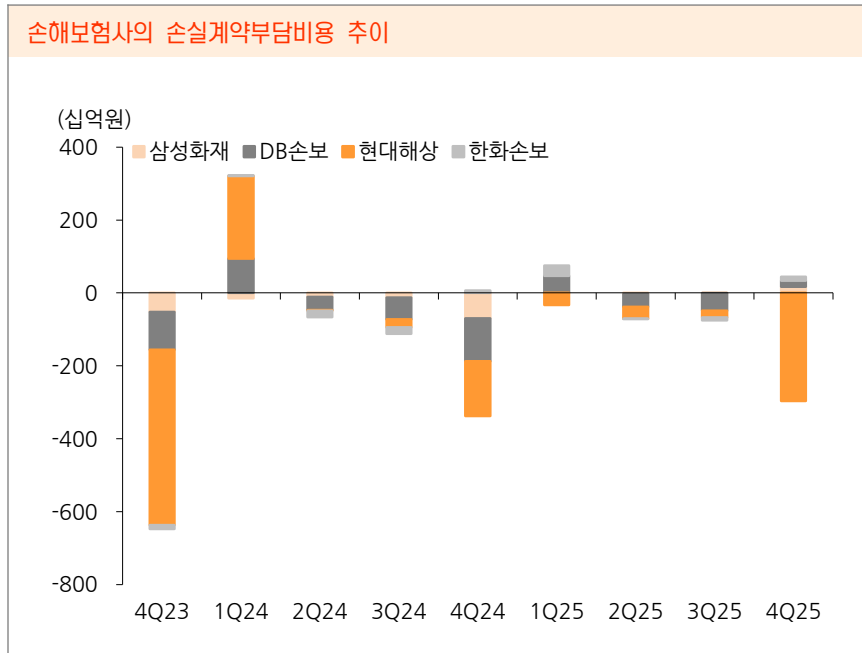
자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터



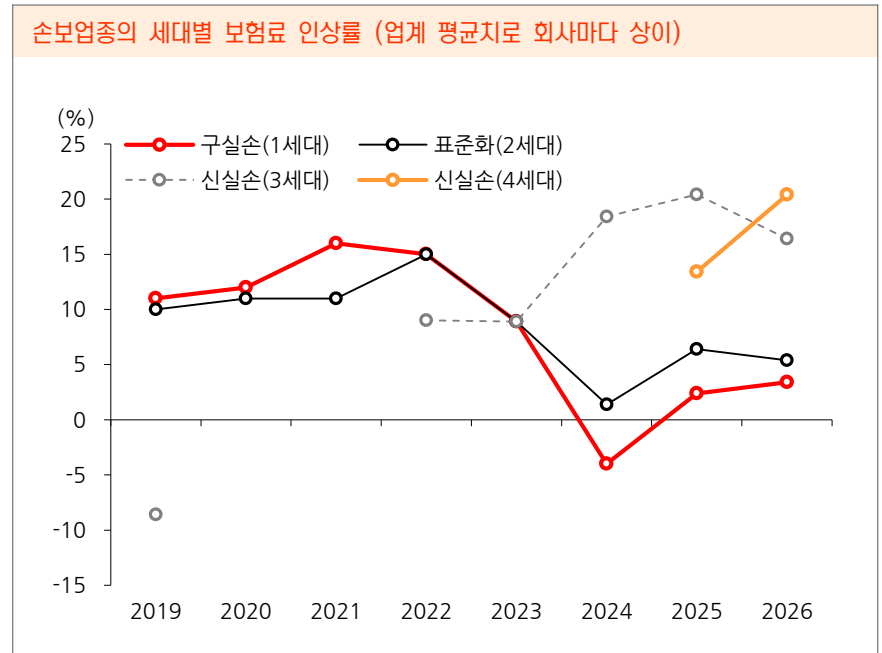
관리급여와 실손 비정상의 정상화

[한화리서치센터]

- ❖ 특약 형태로 체결된 과거 세대 상품의 일부 블록은 이익계약 집합으로 인식(CSM 증감의 영역)되는 반면, 신실손 상품들은 손실계약 집합으로 인식(보험 손익 증감의 영역)되는 상황에서 적자 폭이 확대되고 있는 바, 신실손에서의 지표 악화가 손실계약부담비용을 통해 손익에 부정적인 영향을 미치고 있음
- ❖ 현대해상의 경우 어린이(태아)보험에서의 높은 점유율이 아동 실손 가입자의 비중을 확대 시키면서 상대적으로 신실손 손해를 악화에 더 큰 영향을 받고 있는 것으로 분석됨
- ❖ 이에 따라 2019년부터 매년 실손 요율의 인상이 반복되어 왔으나, 이는 후차적인 대응이며 모럴 해저드의 비용이 모든 가입자에게 전이되는 문제와 손익 개선의 한계가 존재
- ❖ 보험금 단에서의 불필요한 누수를 막는 관리급여 체제와 동반하여 이와 궤를 함께하는 새로운 실손 상품의 출시가 필요했던 상황



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



자료: 언론 보도 취합, 한화투자증권 리서치센터



관리급여와 실손 비정상의 정상화

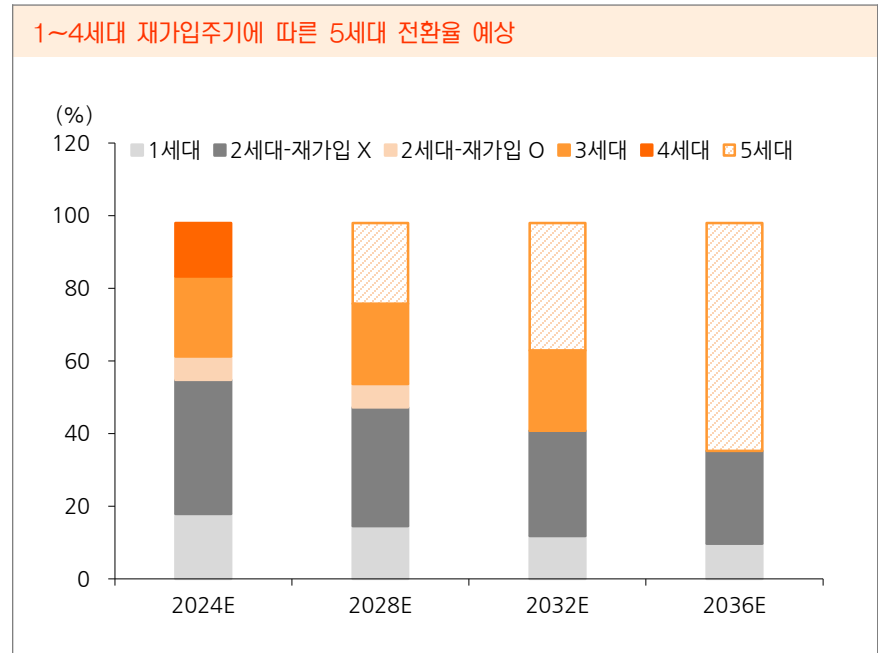
[한화리서치센터]

- ❖ 새로 출시될 5세대 실손은 보장 대상을 중증과 비중증으로 나누고, 비중증 비급여 진료비에 대한 보장을 축소할 것이 특징. 도수치료, 비급여 주사제 등은 시행세칙을 통해 지급 대상에서 제외할 예정. 또한 비중증 비급여 항목에 한해 과다 이용 가능성을 억제하기 위한 할인/할증 제도를 적용할 전망
- ❖ 시간이 지나면서 재가입주기가 있는 상품(일부 2세대와 3, 4세대)은 5세대로 전환될 것. 재가입주기가 없는 1세대 및 일부 2세대는 최근 3년간 연 평균 6.8%, 4.8%씩 감소했던 점을 감안해, 향후 연 5%, 3%의 자연감소를 가정하고, 재가입주기가 있는 상품은 자연감소 없이 주기 도래시점에 5세대로 전환되는 것을 가정하면, 5세대의 점유율은 2028년 22%, 2036년 63%로 추정됨
- ❖ 재가입주기가 없는 실손 상품에는 계약 재매입을 통한 유인을 제공하는 방법이 검토됨. 이용량이 많은 고객들이 재매입에 응하지 않고 잔류하는 역선택이 발생할 수 있으나, 이는 요율 조정의 당위성을 높이는 근거가 될 것. 실손 손익은 정상화 추세로 진전될 것으로 기대됨

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

자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터



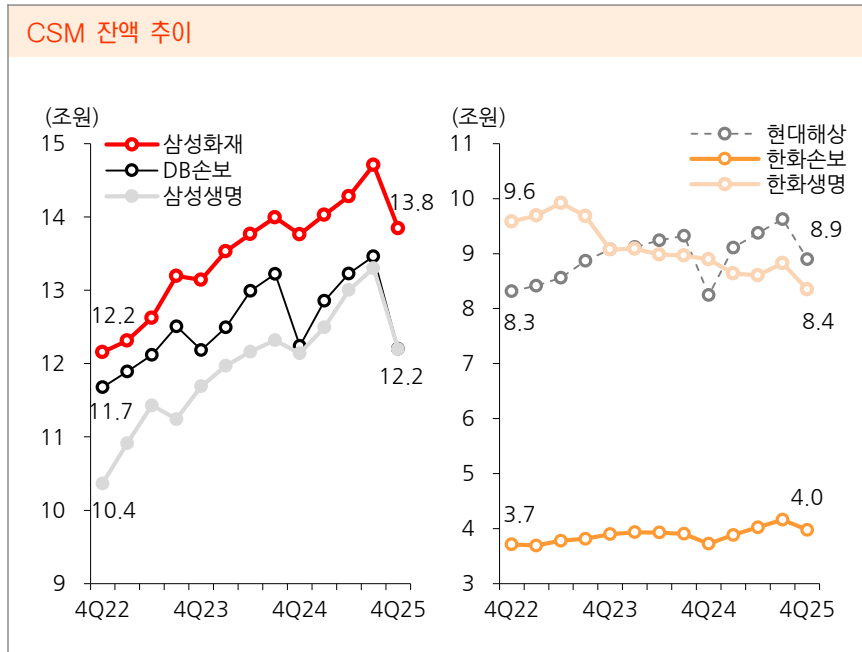
자료: 한화투자증권 리서치센터



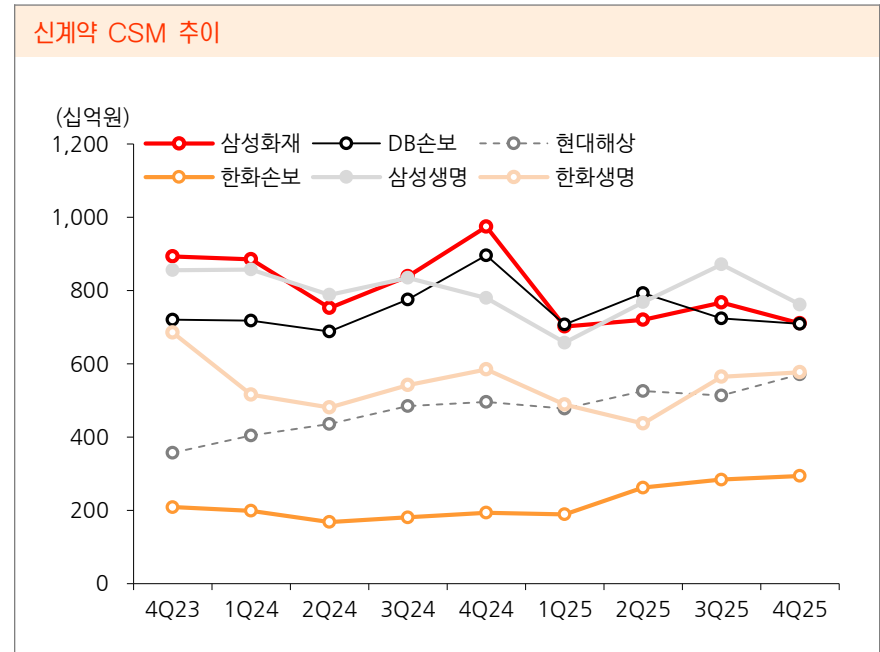
CSM 보유계약의 가치 증대에 집중해야

[한화리서치센터]

- ❖ 회계기준 변경 후, 보험사의 PER은 이전 대비 하락. 미래 예상을 기반으로 한 IFRS17 이익에 대해 신뢰가 낮았던 것이 원인으로, 근간은 결국 CSM에 대한 불신이라고 할 수 있음. 실제로 CSM의 손상이 매년 반복되어 나타남
- ❖ IFRS17 도입 후 3년간 CSM 잔액의 증가율은 삼성생명 21%, 삼성화재 14%, 그외 손보 4~7%, 한화생명 -13%였으며, 연 평균(CAGR) 증가율은 삼성생명 6%, 삼성화재 4%, 그 외 손보 1~2%, 한화생명 -4%를 기록
- ❖ 동기간 더해진 신계약 CSM이 2022년 말잔 대비 66~93%, 상각익으로 소멸된 분이 26~39%였음을 고려하면 잔액이 크게 손상되었음을 의미



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



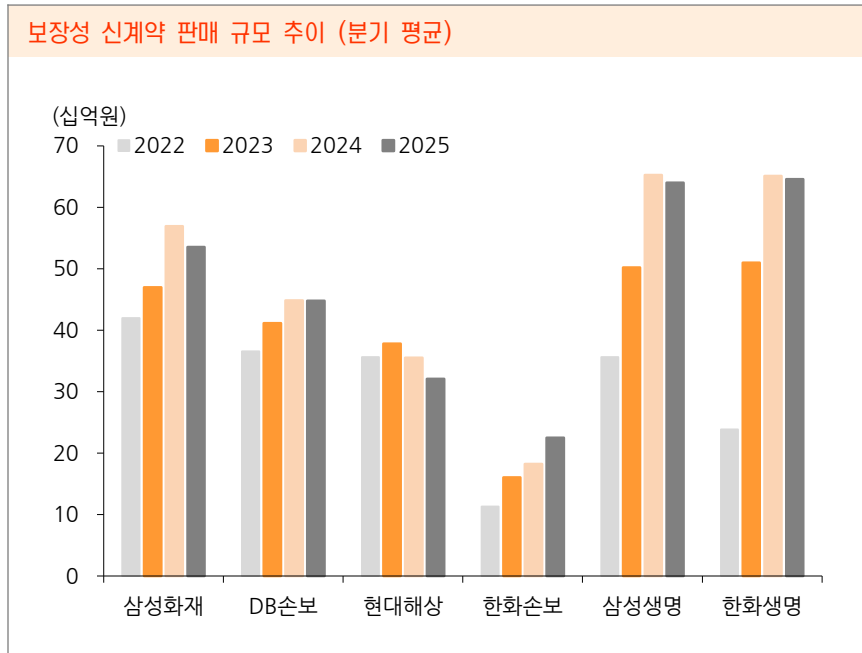
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



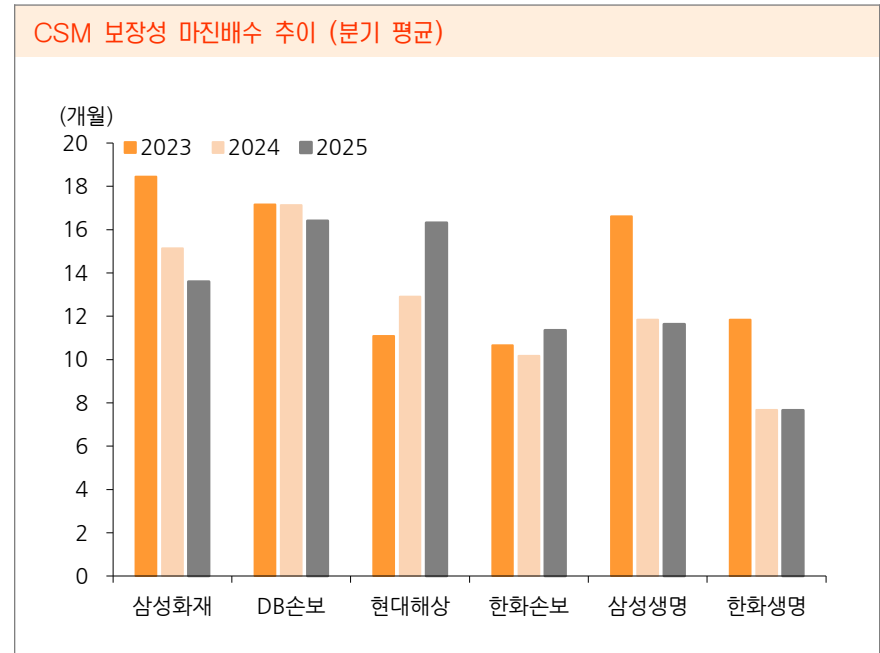
CSM 보유계약의 가치 증대에 집중해야

[한화리서치센터]

- ❖ 보험사들이 주로 집중하는 보장성 신계약 규모는, 현대해상을 제외하면, 회계기준 변경 이전보다 증가함. 보장성 신계약 판매의 보험료 규모는 2022년 대비 2023~2025년 평균으로 DB손보 19%, 삼성화재 25%, 한화손보 및 삼성생명 67%, 한화생명 152% 증가. 현대해상은 1% 감소함
- ❖ 한편 CSM의 가치지표인 마진배수는 현대해상만 상승하는 추이를 나타냈고, DB손보와 한화손보가 유지, 삼성화재, 삼성생명, 한화생명은 하락하는 모습을 나타냄. 계리가정의 개선(악화)과 시장금리 상승(하락)은 일반적으로 마진배수에 긍정적(부정적)인 요인
- ❖ 연중 도입될 예정인 사업비 관련 규제 등의 효과로, 신계약의 양적 규모는 줄거나 성장 둔화를 나타낼 것으로 기대됨



주: 생보사는 APE를 월 환산함
 자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



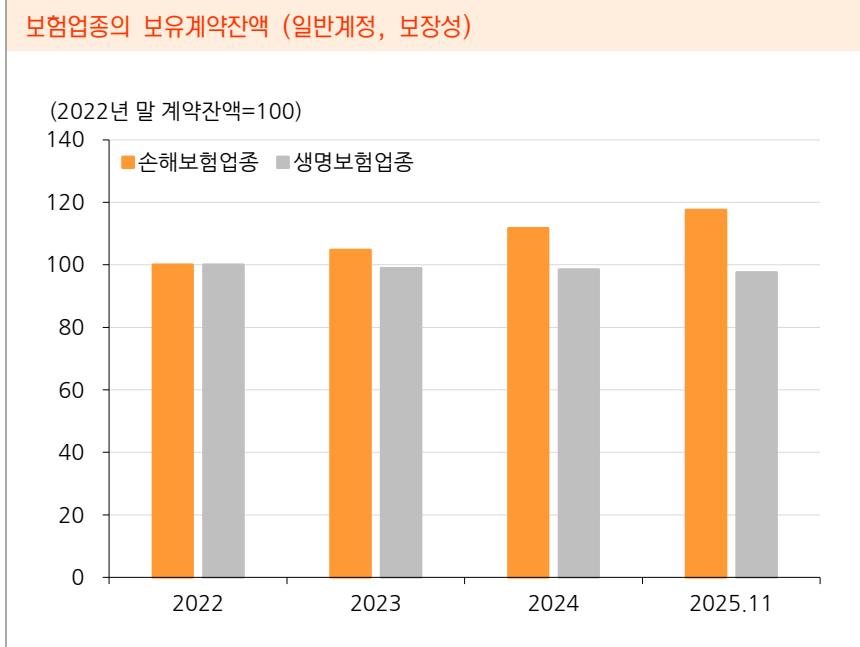
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



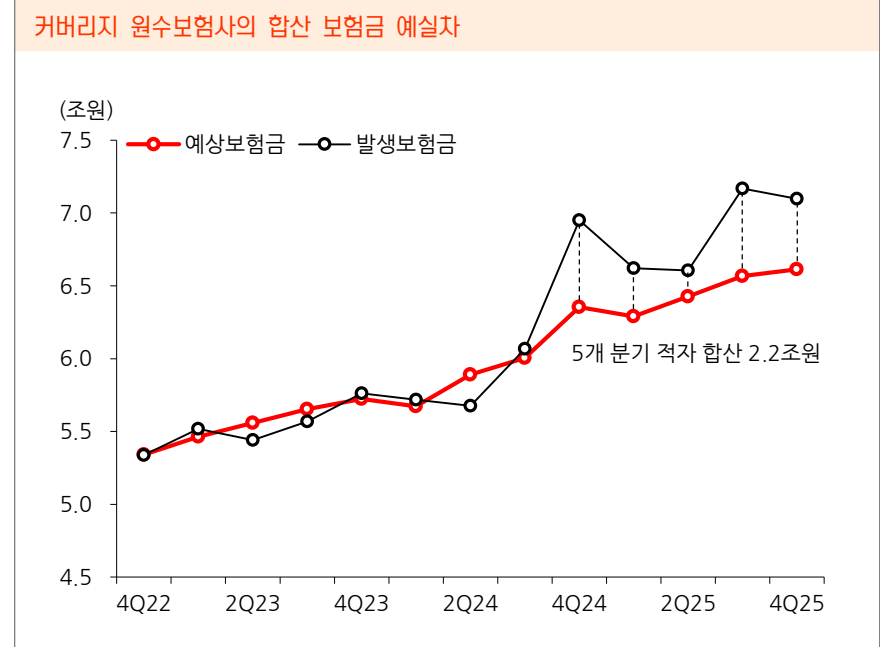
CSM 보유계약의 가치 증대에 집중해야

[한화리서치센터]

- ❖ 신계약의 성장 둔화를 우려할 필요는 없다는 판단. 그간의 신계약이 보유계약잔액의 증대에 기여했는지 의문스럽기 때문
- ❖ 물가상승률을 크게 상회하는 신계약 판매량 증가에도 불구하고, 해약이 동반되면서 보유계약잔액의 순증은 그에 미치지 못하였음. 특히 생명보험업종의 보장성 계약잔액은 2022년 말 대비 매년 감소하고 있음. 생보업종의 2025년 11월 누적 신계약을 100으로 보면, 감소 요인인 만기 도래분은 19, 효력상실은 35, 해약분은 57로 나타남
- ❖ 원인을 단일화할 수는 없지만, 복수의 회사는 예실차 악화에 대해 최근 신계약과 과거 계약의 기여도가 유사한 수준이라고 설명
- ❖ 영업상의, 외형상의, 기간 언매칭의 여러 가지 현실적인 문제들은 단기적으로 옳지만 장기적으로 해가 되는 선택지로 보험사를 인도함. 정답이 아닌 선택지들을 자체적으로 택할 수 있다는 것을 반복적으로 증명하는 한, 규제는 피할 수 없을 것



자료: 보험개발원, 한화투자증권 리서치센터



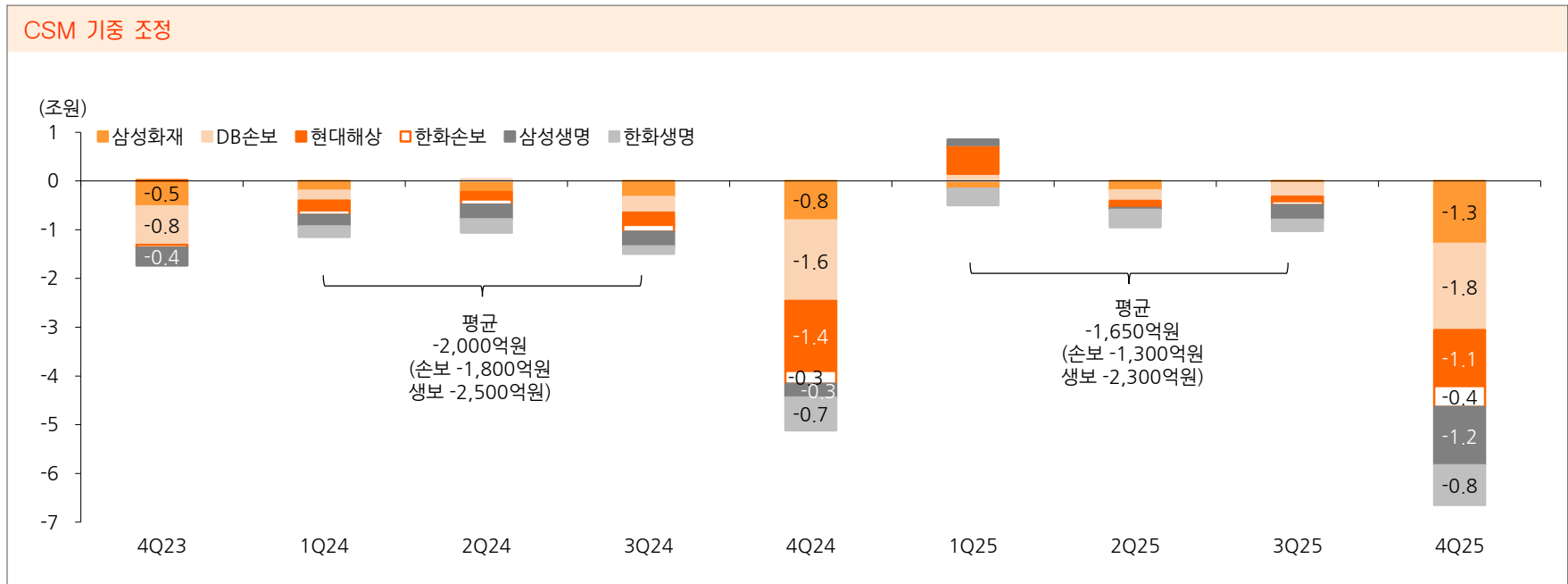
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



CSM 보유계약의 가치 증대에 집중해야

[한화리서치센터]

- ❖ 보험사들의 CSM 잔액은 연말마다 감소하는 원인은 계리가정의 악화에 있음
- ❖ 2023년 말에는 실손 담보, 2024년 말에는 무처해지 담보에 대해 감독당국이 일률적으로 보수적인 가이드라인을 제공하면서 외부요인이 추가됨
- ❖ 그러나 2025년 말에는 각 사의 자체적인 계리가정만으로도 CSM이 대폭 (-) 조정된 상황
- ❖ 4Q25 중 비경상적으로는 교육세 영향이 -1,000억원대~-4,000억원 반영되었고 DB손보와 한화생명미 2Q26 예정된 계리가정 가이드라인 내용 중 일부를 선반영한 것으로 알려짐. 이를 제외해도 대형사 기준 -1조원 수준의 가정 조정이 나타난 것으로 해석
- ❖ 이러한 계리가정 악화에 따른 CSM 경험조정(-)은 회사들의 CSM 잔액 성장을 막는 가장 큰 요인임

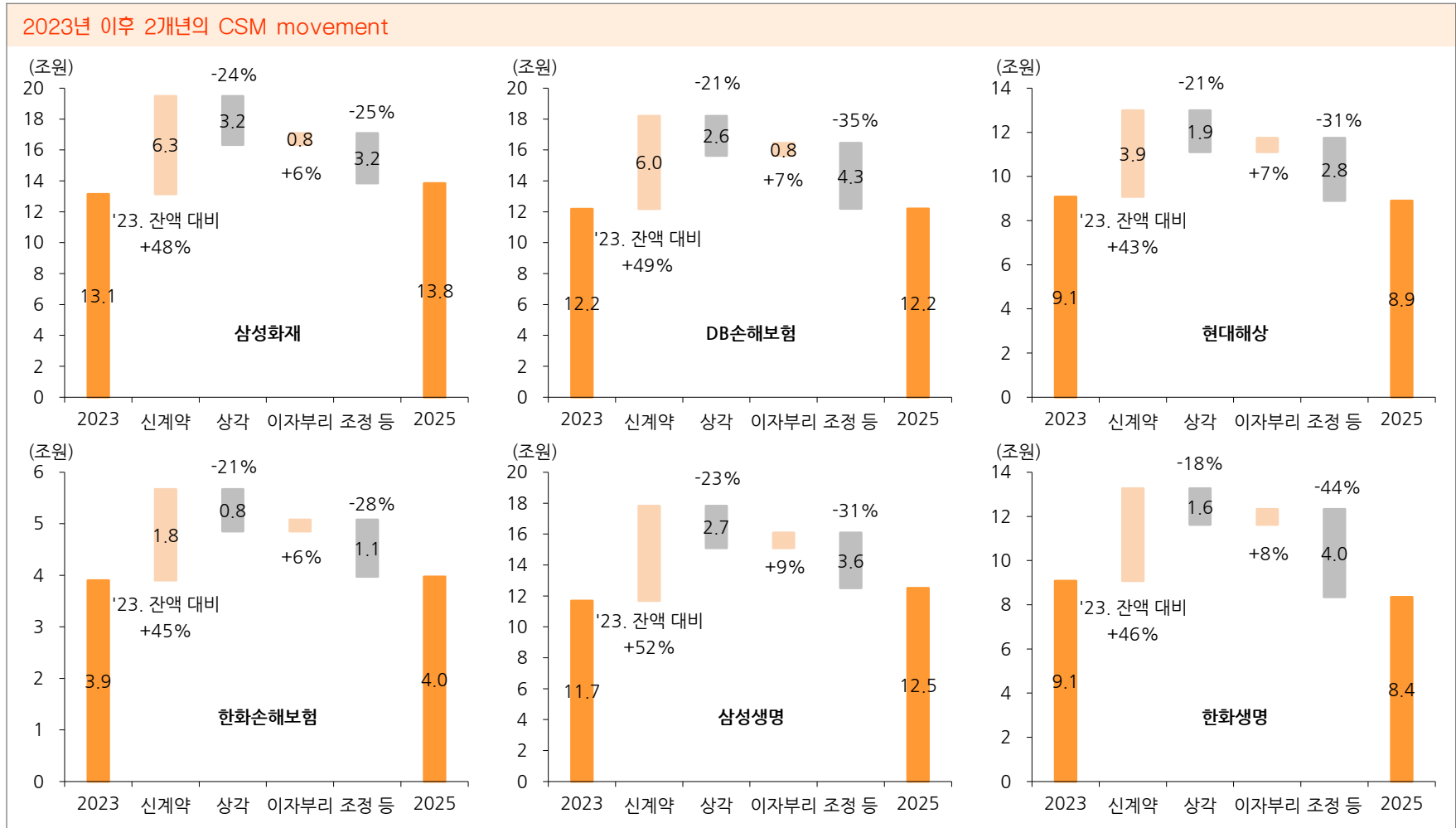


자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



CSM 보유계약의 가치 증대에 집중해야

[한화리서치센터]



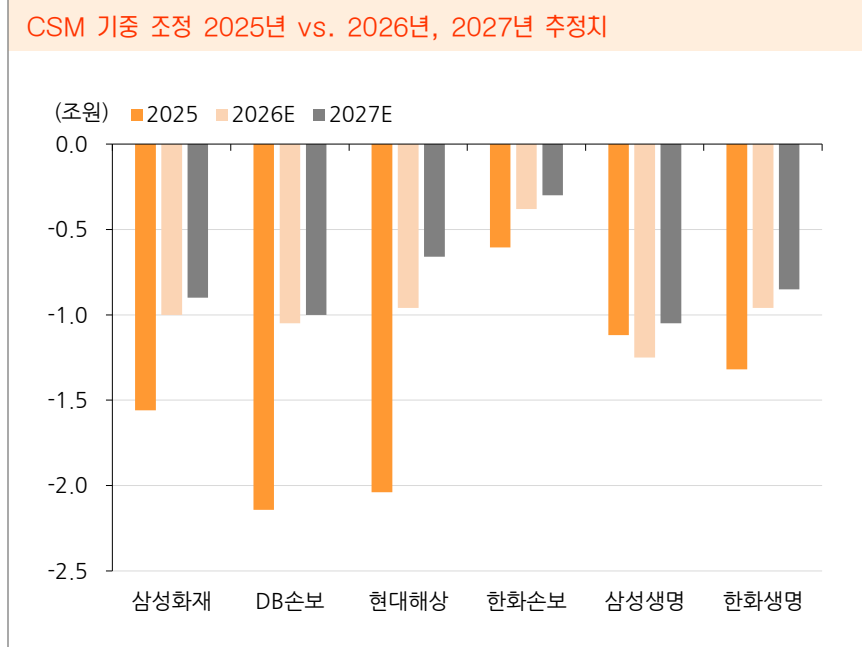
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



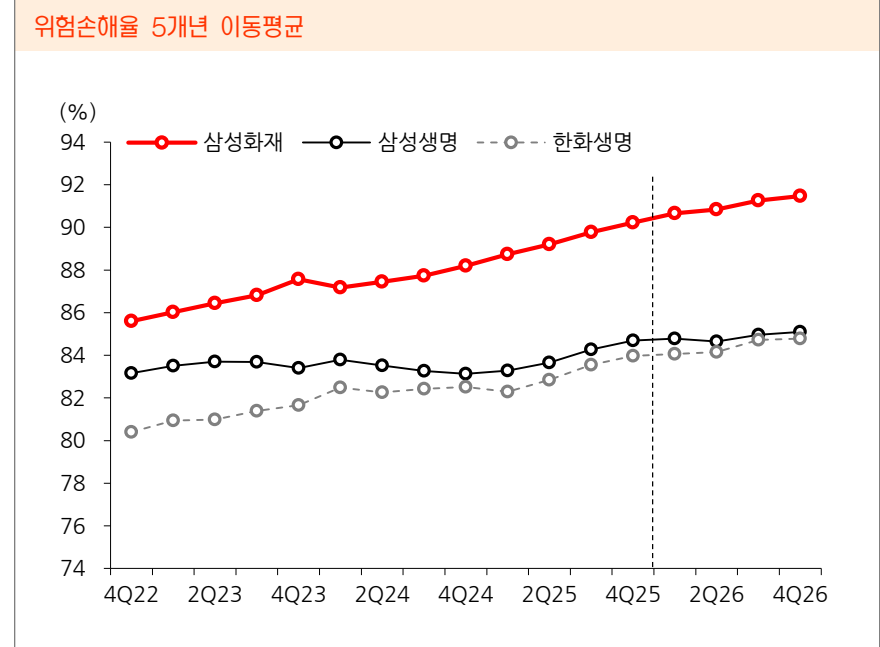
CSM 보유계약의 가치 증대에 집중해야

[한화리서치센터]

- ❖ IFRS17에서 계리 지표의 악화는 당기손익과 미래손익을 동반 악화시켜 그 효과가 더 크게 나타남. 당장의 지표 악화는 예상치에서 드러나고, 그로 인해 악화된 경험통계는 CSM (-) 조정을 야기하면서 이후의 CSM 상각익을 낮추거나 손실계약부담비용에 즉시 반영되며 당기손익을 훼손
- ❖ 한편 계리 지표가 영원히 나빠질 수는 없음. 해지율, 손해율이 개선 사이클에 접어들게 된다면, 이는 당장의 예상치에서 (+)로 드러나고 뒤이어 계리가정 이 개선되면서 CSM 조정을 통한 CSM 상각익 증가와 손실계약부담비용 환입으로 보험손익을 끌어올릴 것
- ❖ 직전 5개년 통계를 활용하는 특성상, 4Q24부터 본격화된 실제보험금 증가 흐름을 고려하면 계리가정 악화는 당분간 이어질 전망. 이에 향후에도 CSM 의 (-) 조정을 가정하지만 기율기의 둔화를 예상해 조정폭은 감소할 것으로 추정하며, CSM 감소의 대가로 예상치가 개선되면서 보험손익은 증가할 전망
- ❖ 만일 과도한 신계약 경쟁이 지양되면 해지율 지표의 개선을 통한 CSM (+) 조정도 가능할 것으로 기대



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



Valuation 목표주가 조정

[한화리서치센터]

- ❖ Valuation에 활용하는 지표의 근거를 변경함. CAPM 이론은 사용하되, 자기자본비용(COE)를 산출하기 위한 시장 수익률(Rm)을 Bloomberg 수치 대신 KOSPI 시장의 최근 3개년 forward PEP의 역수를 평균 내어 적용. Bloomberg의 Rm에는 최근 증시 상승에 기여한 이익 전망치의 증가가 기대 수익으로 포함되는 바, 왜곡을 최소화하기 위해 교체하였음
- ❖ 이에 맞춰 무위험수익률(Rf)도 국채 3년물 금리의 평균 산출구간을 최근 3개년으로 조정
- ❖ 이미 경험조정을 (-)로 가정하고 있음에도 지속적으로 CSM 잔액이 추정을 하회하는 바, 모든 보험사의 이론적 PBR에 valuation discount를 부여. 할인폭은 배당 여부와 기대 배당수익률, 손익의 변동계수, 목표 PBR의 절댓값 등을 고려해 산정

커버리지 보험사의 목표주가 산출식							(단위: %, 배, 원)
항목	삼성화재	DB손해보험	현대해상	한화손해보험	한화생명	비고	
자기자본비용	8.1	9.0	10.3	11.4	10.7	(a): (b)+(c)*(d)	
무위험수익률	3.05	3.05	3.05	3.05	3.05	(b): 최근 3년간 국고채 3년물 금리의 일평균	
Risk Premium	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	(c): 최근 3년간 시장 fwd PEP 역수의 일평균	
Beta (β)	0.7	0.9	1.0	1.2	1.1	(d): Bloomberg	
Average ROE	6.7	11.7	10.3	9.4	3.8	(e): 향후 3개년 평균 수정 ROE	
영구성장률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(f)	
이론적 PBR	0.83	1.29	1.00	0.83	0.35	(g): (e-f)/(a-f)	
할증률 (할인율)	-10.0	-25.0	-60.0	-55.0	-10.0	(h): Valuation premium (discount)	
목표 PBR	0.74	0.97	0.40	0.37	0.32	(i): (g)*(h)	
수정 BPS	802,215	248,783	107,311	25,638	17,748	(j): 12개월 forward BPS	
목표주가	600,000	256,000	43,000	9,500	5,800	(k): (i)*(j)	
조정률	36.4	46.3	13.2	21.8	61.1	이전 목표주가 대비 조정률	
현 주가	496,500	188,400	30,850	7,250	4,950		
상승여력	20.8	35.9	39.4	31.0	17.2		

자료: 한화투자증권 리서치센터



Valuation 목표주가 조정

[한화리서치센터]

- ❖ 삼성생명 역시 CAPM 이론에서 시장 수익률(Rm)을 KOSPI 시장의 최근 3개년 forward PEF의 역수를 평균 내어 적용하고, 무위험수익률의 평균 산출구간을 최근 3개년으로 조정
- ❖ 삼성생명의 목표주가 산정 시, 사업가치와 지분가치를 분리 산출하여 합산
- ❖ 사업가치는 자본과 손익에서 삼성전자에 대한 평가의 및 배당수익 등을 제거하여 여타 보험사와 동일한 방식으로 산출
- ❖ 삼성전자 지분가치는 보유 지분의 세후 평가액(=주주 몫)과 향후 배당수익의 합산 가치에 할인율 55%를 적용
- ❖ 삼성생명에게는 예상 배당수익률과 PEF를 감안해 valuation discount를 부여. 목표주가 도달 시 동사의 2026E PEF은 17배, DY는 2.6%로 나타남

삼성생명의 목표주가 산출식 (단위: %, 배, 원)		
항목	삼성생명	비고
(a)~(j) → 보유 삼성전자 지분 영향(book, 배당수익 등) 제거		
자기자본비용	10.3	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	3.05	(b): 최근 3년간 국고채 3년물 금리의 일평균
Risk Premium	7.0	(c): 최근 3년간 시장 fwd PEF 역수의 일평균
Beta (β)	1.0	(d): Bloomberg
Average ROE	13.8	(e): 향후 3개년 평균 수정 ROE
영구성장률	0.0	(f)
이론적 PBR	1.34	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율)	-30.0	(h): Valuation premium (discount)
목표 PBR	0.94	(i): (g)*(h)
수정 BPS	105,219	(j): 12개월 forward BPS
보험 사업가치 (십억원)	19,783	목표 PBR*수정 BPS*발행주식수
전자 지분가치 (십억원)	26,227	세후 주주가치 및 예상 배당수익에 55% 할인 적용
적정 시가총액 (십억원)	46,011	사업가치+지분가치
목표주가	230,000	(k): (i)*(j)
조정률	30.7	이전 목표주가 대비 조정률
현 주가	210,000	
상승여력	9.5	

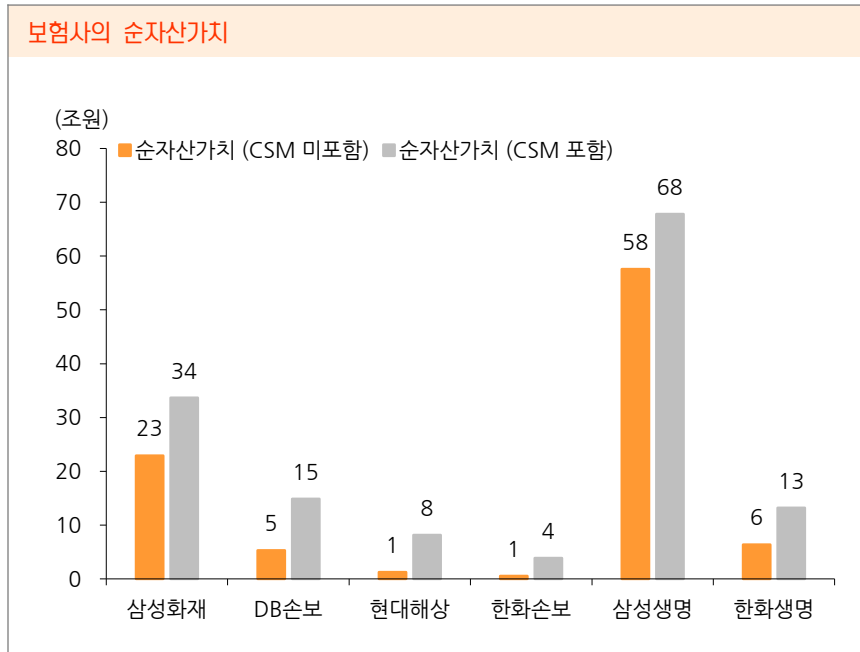
주: (a)~(h)는 사업가치 산정을 위해 보유 삼성전자 지분 영향 제거
 자료: 한화투자증권 리서치센터



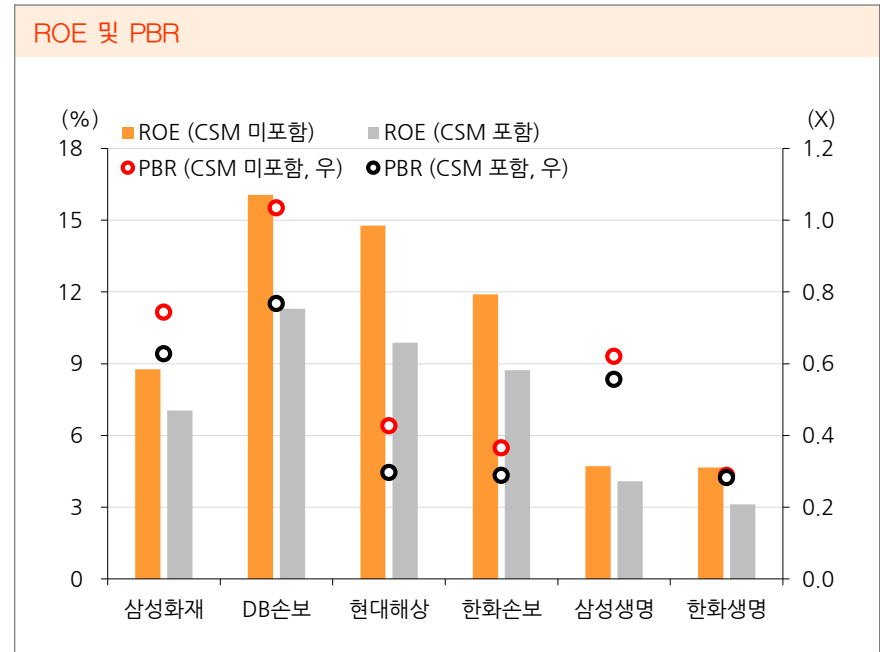
Valuation ROE 및 PBR

[한화리서치센터]

- ❖ 한화투자증권은 보험사의 순자산가치를 산정할 때 자본총계에서 해약준비금과 비상위험준비금을 제거하고 세후 CSM을 더하여 산출
- ❖ 이를 기준으로 한 2026E ROE는 DB손보 11%, 현대해상 10%, 한화손보 9%, 삼성화재 7%, 삼성생명 4%, 한화생명 3%로 나타나며, 2026E 기말 PBR은 DB손보 0.7배, 삼성화재 및 삼성생명 0.6배, 현대해상 및 한화손보 0.3배, 한화생명 0.2배로 나타남
- ❖ ROE 대비 PBR로 판단하면 배당이 가능한 회사들에 비해 미배당 회사들이 valuation discount를 받고 있는 것으로 해석



주: 순자산가치는 자본총계에서 해약환급준비금과 비상위험준비금을 제거하여 산출함
 자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



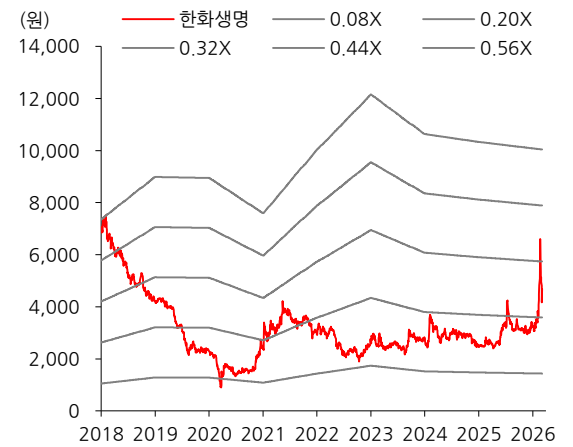
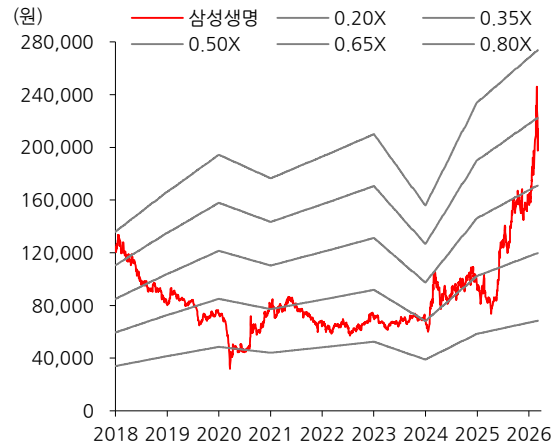
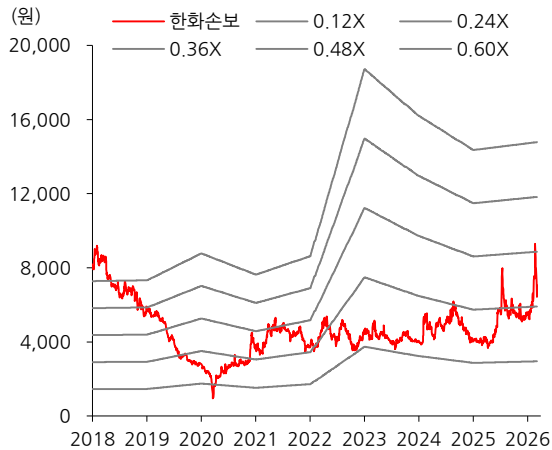
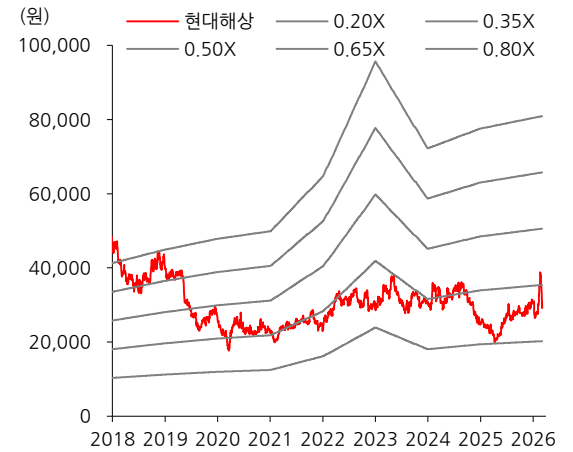
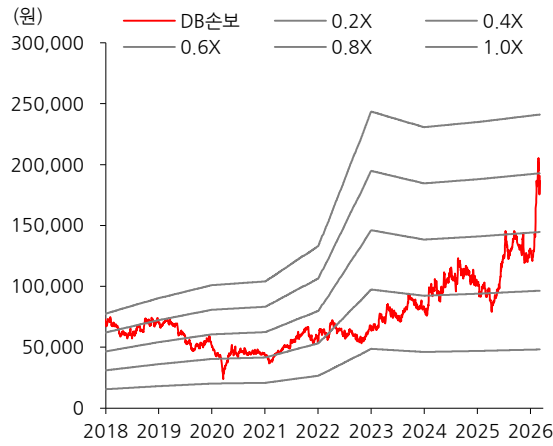
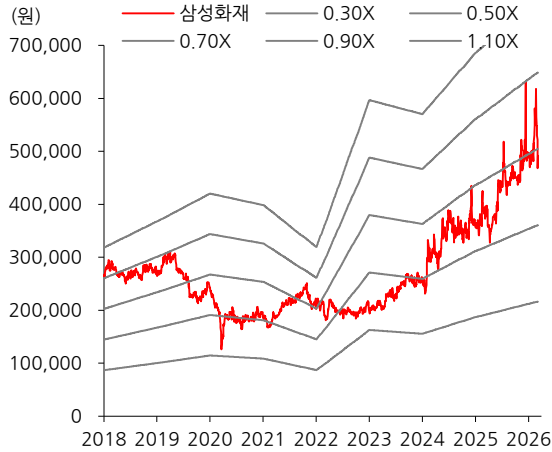
자료: 한화투자증권 리서치센터



Valuation 목표주가 조정

[한화리서치센터]

12m forward PBR band charts



자료: 한화투자증권 리서치센터



삼성화재 (000810) 자본 활용을 통한 ROE 제고가 필요

[한화리서치센터]

Buy (상향)

목표주가(상향): 600,000원

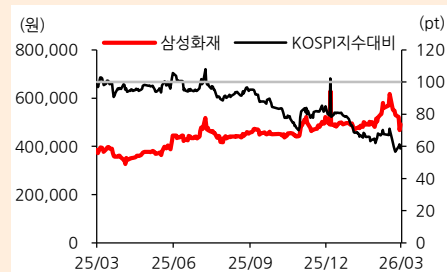
Stock Data

현재 주가(3/6)	496,500원
상승여력	▲ 20.8%
시가총액	228,445억원
발행주식수	46,011천주
52주 최고가/최저가	630,000/327,500원
90일 일평균 거래대금	550.94억원
외국인 지분율	55.7%

주주 구성

삼성생명보험 (외 6인)	19.1%
자사주 (외 1인)	13.4%
국민연금공단 (외 1인)	7.0%

Stock Price



2026E 영업이익 +8% YoY

- 삼성화재의 4Q25 지배 순이익은 2,347억원으로 당시 컨센서스를 14% 하회. 전적으로 보험금 예실자 악화에 기인. 기말 CSM 조정도 계리과정 악화에 따른 분이 -1조원 반영됨
- CSM 감소와 교환되는 예상보험금 증가로 예실자가 개선되고, 이자·배당수익이 증가하면서 2026년 영업이익은 8% 증가할 전망

자본 활용을 통한 ROE 제고가 필요

- 삼성화재에 대한 목표주가를 36% 상향한 60만원으로 제시하며 투자 의견을 Buy로 상향함
- 2028년 목표 주주환원율 50%까지, 자사주 매입 없이 배당성장만으로 선형적(linear) 상승을 가정하면 현 주가에서 향후 3개년 배당수익률은 보통주 5.2%, 우선주 6.6%로 기대대 상승여력을 일부 회복한 것으로 판단
- 동사의 K-ICS비율은 250%를, Tier1비율은 150%를 상회하는 수준. 자본력을 담보로 비즈니스를 영위하는 보험사에게 과잉자본은 기회비용을 의미. 수익성 자산 확대를 통한 ROE 제고 노력이 병행되어야 valuation premium을 부여할 수 있을 것으로 판단

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	1,889	1,560	1,616	1,814	1,896
투자손익	845	1,213	1,377	1,419	1,447
영업이익	2,735	2,773	2,993	3,233	3,343
지배주주 순이익	2,074	2,018	2,178	2,352	2,431
보유 CSM	13,765	13,847	14,765	15,773	16,862
수정 EPS	50,783	49,362	53,142	57,286	59,116
수정 BPS	518,572	623,624	791,380	834,718	864,975
수정 PER	7.1	10.1	9.3	8.7	8.4
수정 PBR	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6
수정 ROE	9.0	8.1	7.0	6.6	6.5
배당수익률	5.3	3.9	4.6	5.3	5.8

주: 연결 기준
자료: 한화투자증권 리서치센터



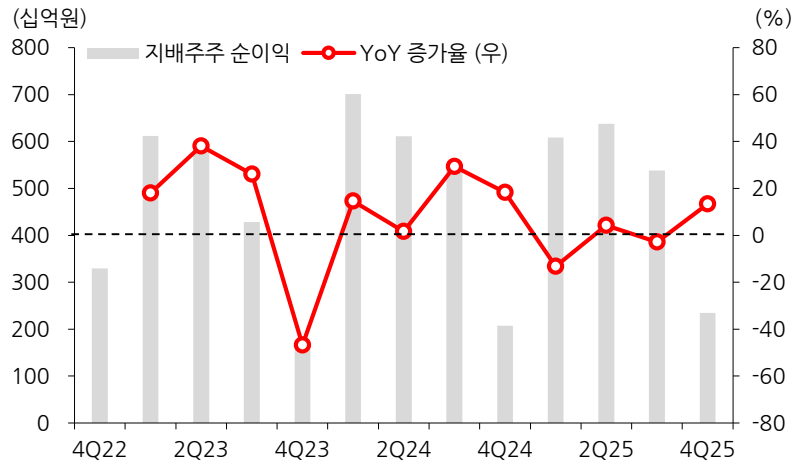
삼성화재 (000810) 자본 활용을 통한 ROE 제고가 필요

[한화리서치센터]

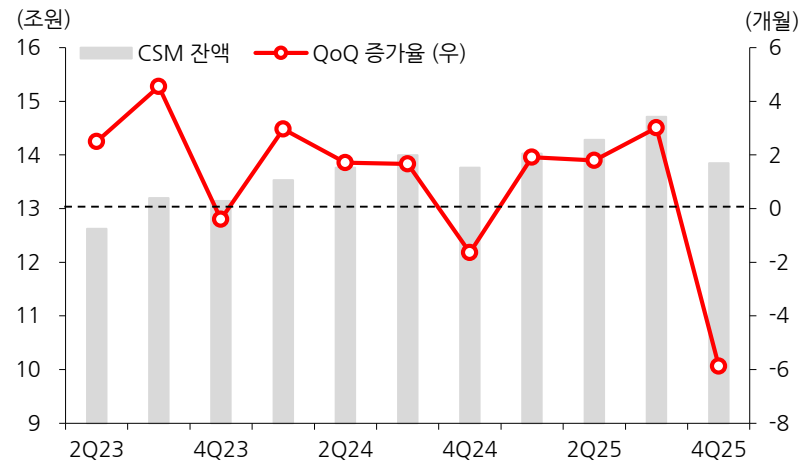
실적 추정: 삼성화재										(단위: 십억 원)	
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
보험손익	524.9	480.4	370.1	184.3	417.5	471.7	437.4	289.7	1,559.8	1,616.3	1,814.2
일반/VFA모형	437.4	457.8	417.6	315.3	373.2	457.5	434.7	378.9	1,628.1	1,644.4	1,806.5
예실차	-3.9	22.7	-35.2	-154.2	-36.6	39.6	9.1	-54.4	-170.6	-42.4	15.0
보험금	-6.6	22.4	-53.7	-148.9	-36.9	41.9	5.0	-46.3	-186.8	-36.3	21.2
사업비	2.7	0.3	18.4	-5.3	0.2	-2.3	4.1	-8.1	16.1	-6.1	-6.3
RA 변동	40.5	43.2	48.4	60.7	40.6	41.3	42.1	42.7	192.7	166.7	178.1
CSM 상각	394.3	394.7	404.8	380.0	379.3	386.5	393.6	400.6	1,573.8	1,560.0	1,653.4
손실계약관련	0.2	-2.8	-0.4	17.1	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	14.1	-40.0	-40.0
기타	6.3	0.0	-0.0	11.8	0.0	0.0	0.0	0.0	18.0	0.0	0.0
PAA모형	111.2	80.1	-13.6	-113.4	69.1	74.5	38.2	-70.7	64.3	111.2	153.9
기타사업비	23.7	57.5	33.9	17.6	24.9	60.4	35.6	18.4	26.1	139.2	146.2
투자손익	291.3	354.5	332.1	235.3	342.4	343.9	344.9	345.6	1,213.3	1,376.8	1,419.0
보험금융손익	-327.4	-286.6	-346.6	-300.4	-337.2	-336.9	-336.1	-335.6	-1,261.1	-1,345.8	-1,342.4
투자서비스손익	618.8	641.1	678.7	535.8	679.7	680.7	681.0	681.1	2,474.4	2,722.6	2,761.4
영업이익	816.3	835.0	702.2	419.7	759.9	815.5	782.3	635.3	2,773.1	2,993.1	3,233.2
영업외이익	6.0	7.7	5.4	-8.9	0.0	0.0	0.0	0.0	10.2	0.0	0.0
세전이익	822.3	842.6	707.6	410.8	759.9	815.5	782.3	635.3	2,783.3	2,993.1	3,233.2
지배주주 순이익	608.1	637.5	538.0	234.7	552.9	593.4	569.2	462.2	2,018.3	2,177.7	2,351.6
AUM	84,807	84,581	86,905	92,487	93,782	94,532	95,005	95,100	92,487	95,100	96,433
CSM (보유 순부채)	14,028	14,281	14,711	13,847	14,128	14,411	14,677	14,765	13,847	14,765	15,773
신계약 CSM (원수)	702	720	767	710	739	746	734	760	2,899	2,978	3,029

주: 연결 기준
 자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

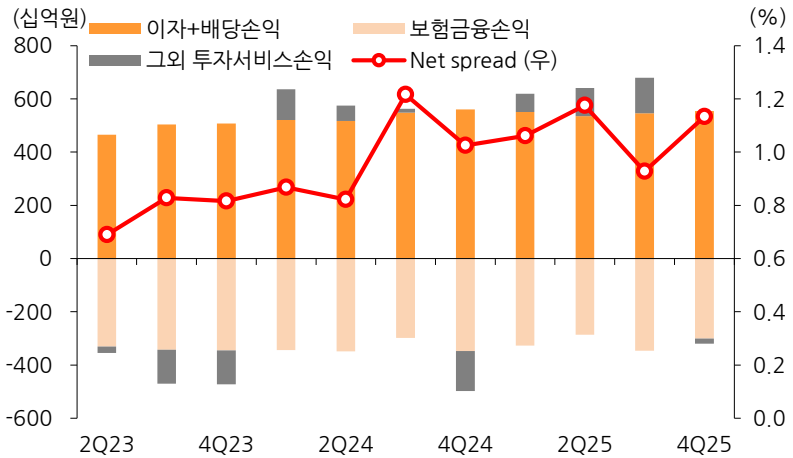
삼성화재의 순이익 및 증가율



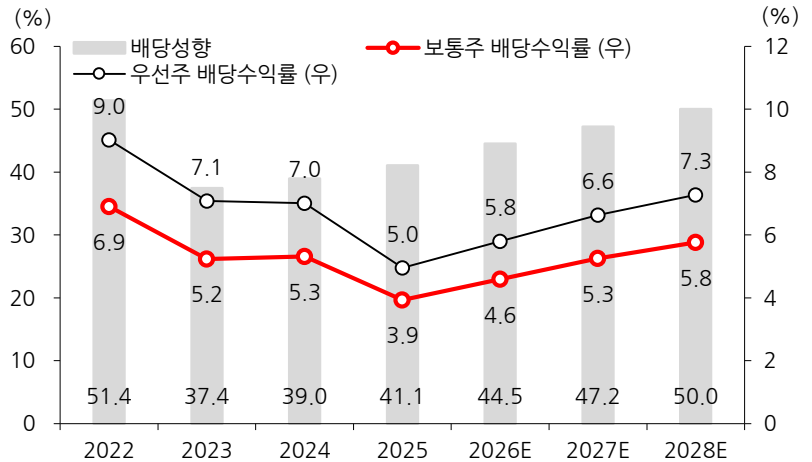
삼성화재의 CSM 및 증가율



삼성화재의 투자손익 (Net spread: 이자+배당+보험금융손익)



삼성화재의 배당지표



자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터



DB손해보험 (005830) 재료가 가장 많은 보험사

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(상향): 256,000원

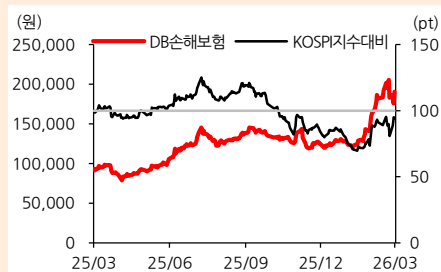
Stock Data

현재 주가(3/6)	188,400원
상승여력	▲ 35.9%
시가총액	130,719억원
발행주식수	69,384천주
52주 최고가/최저가	205,500/78,900원
90일 일평균 거래대금	395.72억원
외국인 지분율	43.3%

주주 구성

김남호 (외 15인)	26.0%
자사주 (외 1인)	12.6%
국민연금공단 (외 1인)	7.4%

Stock Price



2026E 영업이익 +9% YoY

- DB손해보험의 4Q25 순이익은 3,350억원으로 원수보험사 중 유일하게 당시 컨센서스를 상회(+20%). 손해율 악화 사이클에서 급증했던 IBNR 적립이 둔화되면서 보험금 예실차가 대폭 개선된 것이 원인. 기말 CSM 조정은 계리가정 악화 요인이 -6,000억원 반영됨
- 예상보험금 증가에 따른 예실차 개선과 PAA손익의 증가(주로 일반)를 주 원인으로 하여 2026년 영업이익은 9% 증가할 전망

재료가 가장 많은 보험사

- DB손해보험에 대한 목표주가를 46% 상향한 256,000원으로 제시하며, top pick으로 제시함
- 동사는 상반기 중 미국 보험사 포테그라의 인수를 완료할 예정. 편입 효과를 고려해 향후 별도가 아닌 연결 기준의 소통이 예상되며, 편입 시 동사의 별도 실적 대비 10%대의 증가 효과가 예상됨. 지난해 공시한 기업 가치 제고 계획은 별도 기준이므로 연결 기준의 재정립이 필요할 것으로 판단되는 시기에 행동주의 펀드의 주주제안이 제시된 점을 긍정적으로 판단
- 현 주가에서 동사의 향후 3개년 배당수익률은 5.3%로 기대되는데, 이는 상향 조정의 여지가 높은 것으로 전망

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	1,619	1,036	1,301	1,444	1,581
투자손익	744	1,078	1,001	1,046	1,109
영업이익	2,363	2,114	2,302	2,490	2,690
당기순이익	1,772	1,535	1,679	1,815	1,960
보유 CSM	12,240	12,201	13,166	14,180	15,188
수정 EPS	29,516	25,199	27,319	29,582	31,996
수정 BPS	230,723	234,915	245,462	258,747	268,864
수정 PER	3.5	5.2	6.9	6.4	5.9
수정 PBR	0.4	0.6	0.8	0.7	0.7
수정 ROE	12.4	10.8	11.3	11.7	12.0
배당수익률	7.2	4.0	4.7	5.3	6.0

주: 별도 기준
자료: 한화투자증권 리서치센터



DB손해보험 (005830) 재료가 가장 많은 보험사

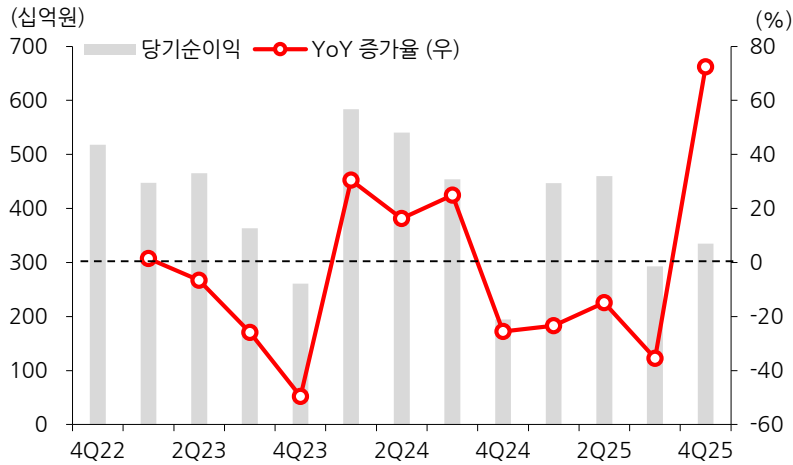
[한화리서치센터]

실적 추정: DB손해보험										(단위: 십억 원)	
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
보험손익	402.7	267.7	102.1	263.4	338.7	343.1	338.4	280.8	1,035.9	1,300.9	1,443.7
일반/VFA모형	415.7	279.5	167.4	342.1	311.7	312.3	313.7	313.1	1,204.7	1,250.8	1,393.6
예실차	-7.0	-72.6	-157.1	-27.0	-13.5	-16.4	-22.9	-31.2	-263.7	-84.1	-21.9
보험금	2.2	-68.5	-149.5	-17.6	-5.1	-13.3	-16.3	-22.7	-233.3	-57.4	5.6
사업비	-9.2	-4.1	-7.6	-9.4	-8.4	-3.1	-6.7	-8.5	-30.3	-26.7	-27.5
RA 변동	37.0	37.1	40.0	40.7	40.6	40.8	41.4	41.9	154.8	164.7	171.4
CSM 상각	323.5	326.9	330.5	306.1	309.6	312.9	320.3	327.4	1,287.0	1,270.2	1,344.1
손실계약관련	46.4	-35.2	-48.5	16.3	-25.0	-25.0	-25.0	-25.0	-21.0	-100.0	-100.0
기타	15.9	23.2	2.5	6.0	0.0	0.0	0.0	0.0	47.6	0.0	0.0
PAA모형	20.0	21.6	-37.7	31.2	63.3	67.6	55.1	0.7	35.2	186.6	200.2
기타사업비	33.0	33.4	27.6	109.9	36.3	36.8	30.4	33.0	39.9	136.5	150.1
투자손익	244.0	344.6	301.1	188.0	246.5	249.5	251.3	253.5	1,077.7	1,000.8	1,046.1
보험금융손익	-193.6	-91.7	-186.2	-184.4	-190.8	-192.6	-194.1	-194.8	-655.9	-772.3	-786.5
투자서비스손익	437.5	436.4	487.3	372.5	437.4	442.0	445.4	448.3	1,733.6	1,773.1	1,832.6
영업이익	646.7	612.3	403.2	451.5	585.2	592.5	589.7	534.3	2,113.7	2,301.7	2,489.8
영업외이익	-3.4	4.5	-5.9	-1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-5.7	0.0	0.0
세전이익	643.3	616.9	397.3	450.5	585.2	592.5	589.7	534.3	2,108.0	2,301.7	2,489.8
당기순이익	447.0	459.9	293.0	335.0	426.8	432.1	430.1	389.7	1,534.9	1,678.7	1,815.0
AUM	52,113	52,130	53,978	56,076	56,637	57,486	58,061	58,352	56,076	58,352	61,021
CSM (보유 순부채)	12,857	13,228	13,462	12,201	12,471	12,777	13,078	13,166	12,201	13,166	14,180
신계약 CSM (원수)	707	793	724	709	728	714	714	706	2,911	2,861	2,911

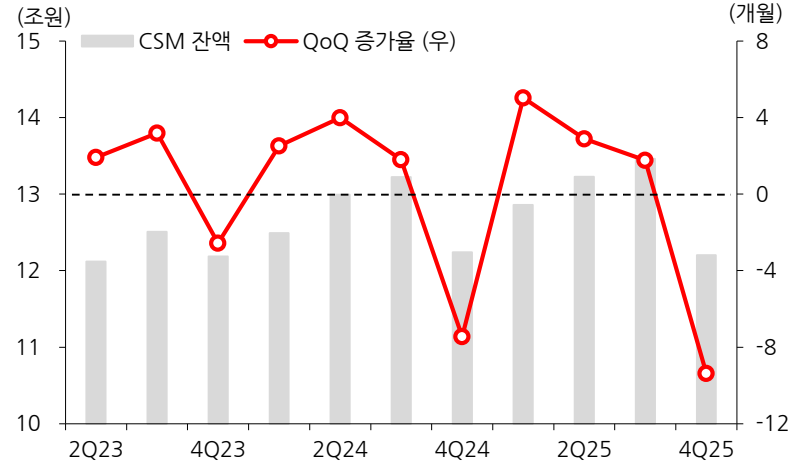
주: 별도 기준

자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터

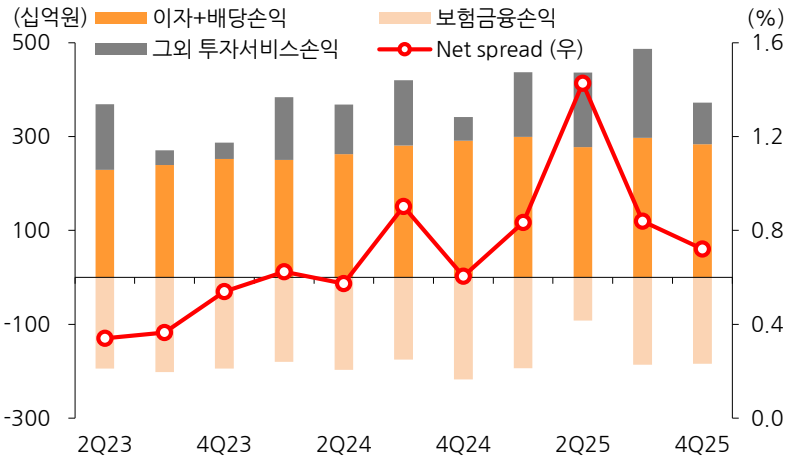
DB손해보험의 순이익 및 증가율



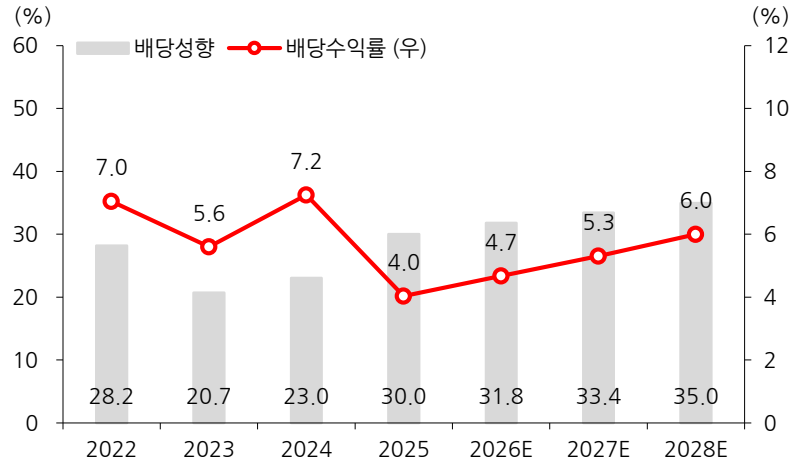
DB손해보험의 CSM 및 증가율



DB손해보험의 투자손익 (Net spread: 이자+배당+보험금융손익)



DB손해보험의 배당지표



자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터



현대해상 (001450) 높은 변동성에 노출

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(상향): 43,000원

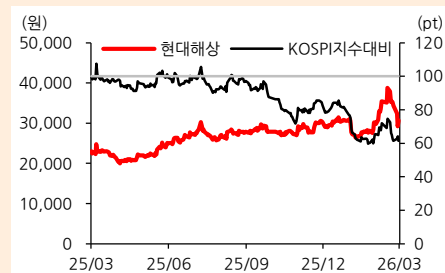
Stock Data

현재 주가(3/6)	30,850원
상승여력	▲ 39.4%
시가총액	27,580억원
발행주식수	89,400천주
52주 최고가/최저가	38,800/19,960원
90일 일평균 거래대금	212.39억원
외국인 지분율	34.5%

주주 구성

정몽윤 (외 4인)	22.8%
자사주 (외 1인)	12.3%
국민연금공단 (외 1인)	9.4%

Stock Price



2026E 영업이익 +46% YoY

- 현대해상은 4Q25 순손실 730억원을 기록해 당시 컨센서스 -784억원을 소폭 상회. 연금 블록의 배당 예상치 분류를 손익에서 OCI로 변경하면서 3년치 손익 인식분 800억원을 반납한 점을 제외하면 적자폭이 크게 축소됨. 다만 실손보험에서 인식한 손실계약부담 비용이 예상보다 1,000억원 가량 크게 나온 점은 부정적. 기말 CSM 조정은 계리가정 약화 요인이 -1조원 수준 반영됨
- 예상치 개선과 기말 손실계약비용의 절대값 축소, 이자·배당 손익의 증가를 반영하면 2026년 영업이익은 46% 증가할 전망

재료가 가장 많은 보험사

- 현대해상에 대한 목표주가를 13% 상향한 43,000원으로 제시함
- 관리급여 제도 실시 및 5세대 실손의 확장 시 비교적 큰 수혜가 기대되는 점이 긍정적. 해약환급금준비금 완화 시 배당 재개의 가능성이 가장 높다는 점 또한 긍정적이거나, 완화 논의의 여부에 연동되는 높은 주가 변동성을 감안해야 할 것
- 제도 완화 없이는 배당을 기대할 수 없고, 실적 변동성이 peer 대비 월등히 높은 점(최근 8개 분기 이익 변동계수 0.9 vs. 타 손보 3사 0.3대)을 고려해 상대적으로 높은 valuation discount를 부여. 목표주가 도달 시 2026E PER은 4.3배로 기대됨

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	1,043	396	610	769	877
투자손익	352	330	451	477	486
영업이익	1,395	726	1,061	1,246	1,362
당기순이익	1,031	561	779	913	998
보유 CSM	8,248	8,902	9,455	10,340	11,335
수정 EPS	13,144	7,156	9,933	11,646	12,722
수정 BPS	90,311	96,999	104,149	116,796	128,067
수정 PER	1.9	4.3	3.1	2.6	2.4
수정 PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
수정 ROE	12.5	7.6	9.9	10.5	10.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: 별도 기준
자료: 한화투자증권 리서치센터



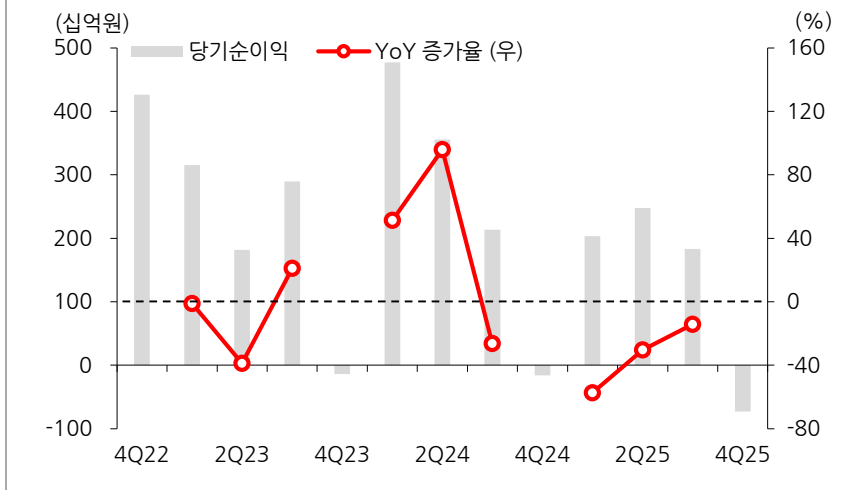
현대해상 (001450) 높은 변동성에 노출

[한화리서치센터]

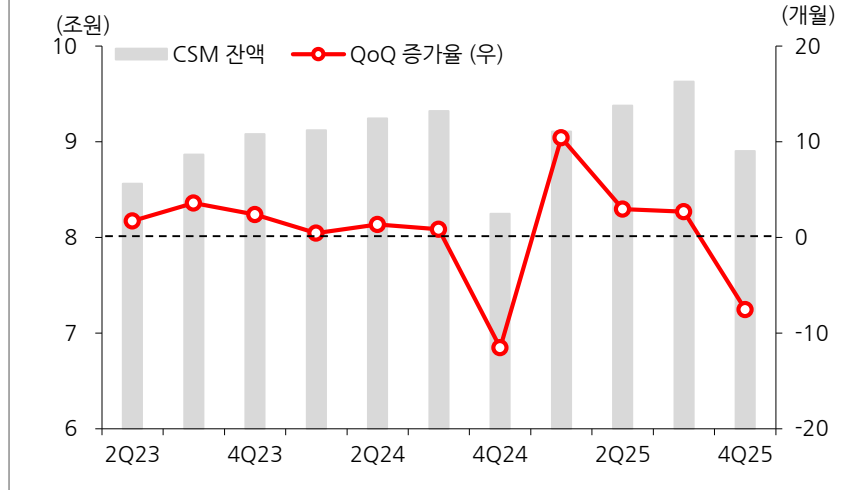
실적 추정: 현대해상										(단위: 십억 원)		
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	
보험손익	175.9	212.7	161.4	-153.9	239.3	233.8	208.2	-71.5	396.1	609.9	769.0	
일반/VFA모형	129.4	197.8	196.0	-121.3	172.0	218.3	232.2	18.2	402.0	640.7	784.5	
예실차	-98.4	-37.2	-72.2	-92.5	-67.1	-26.3	-17.7	-117.6	-300.3	-228.8	-202.3	
보험금	-103.9	-39.8	-90.6	-113.9	-71.2	-27.3	-30.4	-134.8	-348.2	-263.8	-231.8	
사업비	5.6	2.6	18.4	21.3	4.1	1.0	12.7	17.2	47.9	35.0	29.5	
RA 변동	30.8	32.8	36.5	36.0	40.5	40.9	41.2	41.5	136.2	164.1	169.7	
CSM 상각	234.2	239.6	245.7	231.5	233.6	238.7	243.8	249.4	950.9	965.4	1,007.1	
손실계약관련	-33.1	-32.7	-18.5	-296.3	-30.0	-30.0	-30.0	-150.0	-380.6	-240.0	-170.0	
기타	-4.1	-4.7	4.5	0.1	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-4.2	-20.0	-20.0	
PAA모형	69.5	40.1	-9.7	-9.3	92.2	42.8	2.9	-64.4	90.6	73.4	97.0	
기타사업비	23.0	25.3	24.9	23.4	24.8	27.3	26.9	25.3	26.8	104.2	112.6	
투자손익	107.0	129.5	89.4	4.5	116.5	115.8	119.8	98.8	330.3	450.8	477.0	
보험금융손익	-210.0	-186.9	-202.1	-289.0	-209.6	-210.7	-211.9	-213.3	-888.1	-845.4	-862.2	
투자서비스손익	317.0	316.4	291.5	293.5	326.0	326.4	331.7	312.1	1,218.4	1,296.3	1,339.2	
영업이익	282.9	342.1	250.8	-149.4	355.8	349.6	328.0	27.3	726.4	1,060.7	1,245.9	
영업외이익	-10.6	-9.5	-6.0	-5.9	0.0	0.0	0.0	0.0	-32.1	0.0	0.0	
세전이익	272.3	332.6	244.8	-155.4	355.8	349.6	328.0	27.3	694.3	1,060.7	1,245.9	
당기순이익	203.2	247.8	183.2	-73.0	261.3	256.7	240.8	20.1	561.1	778.9	913.2	
AUM	47,353	47,164	47,382	47,016	47,439	47,866	48,249	48,490	47,016	48,490	50,159	
CSM (보유 순부채)	9,108	9,376	9,628	8,902	9,166	9,400	9,653	9,455	8,902	9,455	10,340	
신계약 CSM (원수)	478	526	514	571	540	513	534	566	2,090	2,154	2,203	

주: 별도 기준
 자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

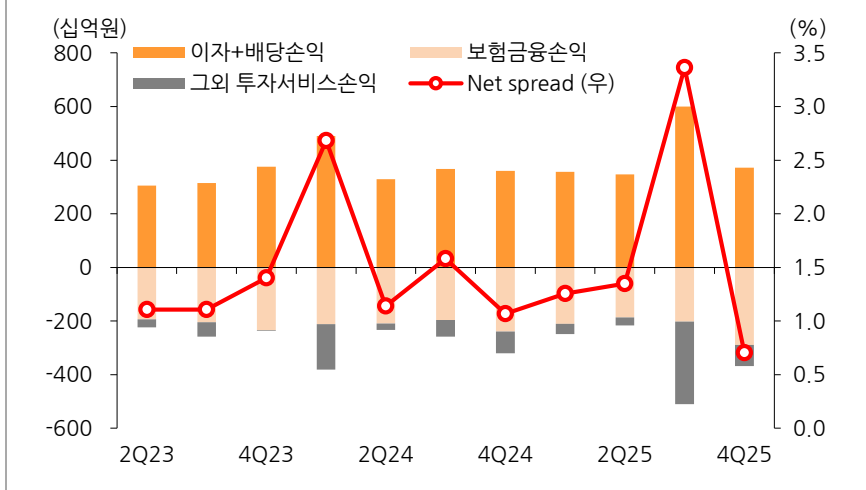
현대해상의 순이익 및 증가율



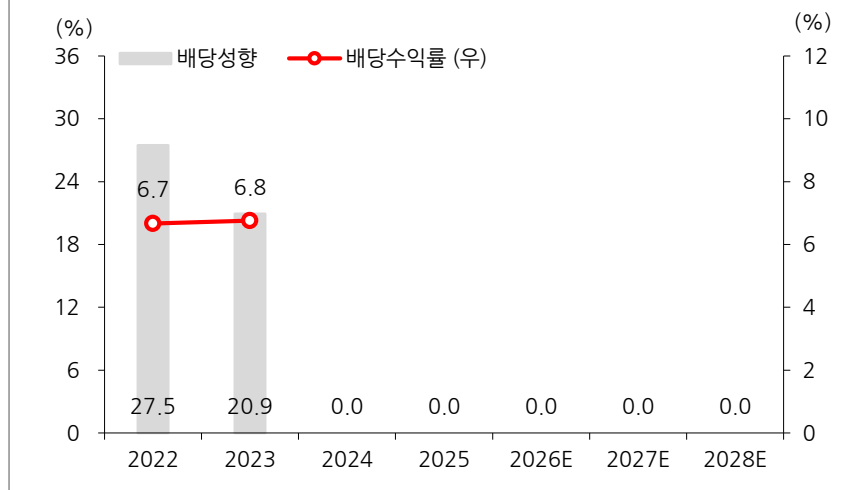
현대해상의 CSM 및 증가율



현대해상의 투자손익 (Net spread: 이자+배당+보험금융손익)



현대해상의 배당지표



자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터



한화손해보험 (000370) 잠시 이고 가야 할 짐

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(상향): 9,500원

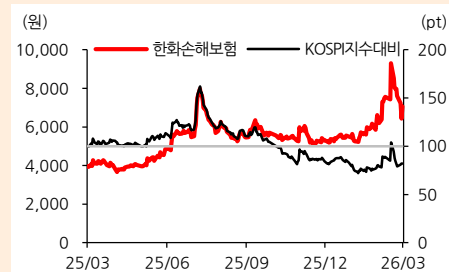
Stock Data

현재 주가(3/6)	7,250원
상승여력	▲ 31.0%
시가총액	8,464억원
발행주식수	116,739천주
52주 최고가/최저가	9,300/3,665원
90일 일평균 거래대금	132.98억원
외국인 지분율	12.1%

주주 구성

한화생명보험 (외 4인)	51.5%
한화손해보험우리사주 (외 1인)	1.7%
자사주 (외 1인)	1.0%

Stock Price



2026E 영업이익 -7% YoY

- 한화손해보험의 4Q25 순이익은 668억원으로 당시 컨센서스를 32% 하회. 다만 이는 기대했던 법인세 환급이 부재했기 때문으로, 영업이익은 보험손익의 방어로 인해 컨센서스를 19% 상회함. 기말 CSM 조정은 계리과정 약화 요인이 -3,000억원 반영됨
- 예상보험금 증가에 따른 예실자 개선에도 불구하고, 양호했던 4Q25 주식 평가액의 기저효과와 캐롯손보 합병에 의한 PAA손익 감소로 인해 2026년 영업이익은 7% 감소할 것으로 추정

잠시 이고 가야 할 짐

- 한화손해보험에 대한 목표주가를 22% 상향한 9,500원으로 제시함. 목표주가 도달 시 2026E P/E는 3.3배로 기대됨
- 장기 보험(일반모형)에서의 실적 개선과 이자·배당수익의 증가에도 불구하고, 캐롯손보 합병으로 자동차보험의 적자가 더해질 전망. 다만 규모의 경제를 통해 양사 단순 합산보다는 적자폭이 축소될 것으로 기대되는 바, 이를 시연해내는 속도에 따라 동사의 시장가치도 재평가받을 전망

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	398	308	286	352	397
투자손익	108	184	174	187	195
영업이익	506	492	460	540	592
당기순이익	382	361	343	401	439
보유 CSM	3,725	3,976	4,428	4,949	5,479
수정 EPS	3,173	2,998	2,843	3,346	3,675
수정 BPS	27,008	23,929	25,141	27,130	28,949
수정 PER	1.3	1.9	2.5	2.2	2.0
수정 PBR	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
수정 ROE	8.2	8.9	8.7	9.6	9.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: 별도 기준
자료: 한화투자증권 리서치센터



한화손해보험 (000370) 잠시 이고 가야 할 짐

[한화리서치센터]

실적 추정: 한화손해보험

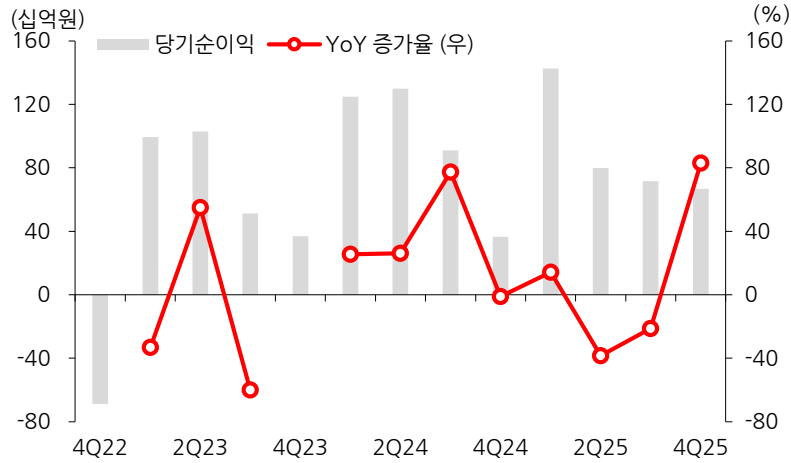
(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
보험손익	135.3	94.3	44.5	33.7	110.4	114.1	45.6	15.9	307.7	286.1	352.5
일반/VFA모형	141.1	102.6	77.1	77.0	122.9	119.1	105.8	83.6	397.8	431.4	474.3
예실차	-11.9	-19.0	-41.2	-44.7	5.5	-1.9	-18.6	-44.4	-116.8	-59.4	-51.8
보험금	-9.5	-18.5	-41.3	-16.2	8.0	-1.4	-18.0	-14.8	-85.6	-26.2	-20.4
사업비	-2.4	-0.5	0.2	-28.5	-2.5	-0.5	-0.6	-29.6	-31.2	-33.2	-31.4
RA 변동	19.0	18.8	20.4	21.0	18.3	18.7	19.1	19.5	79.1	75.5	81.6
CSM 상각	102.5	102.9	105.8	101.9	105.1	108.3	111.3	114.5	413.1	439.3	476.5
손실계약관련	28.2	-0.1	-7.6	11.1	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	31.6	-20.0	-24.0
기타	3.3	0.1	-0.3	-12.4	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-9.3	-4.0	-8.0
PAA모형	22.9	21.3	-4.0	-7.2	19.7	28.1	-28.2	-27.8	33.0	-8.2	22.3
기타사업비	28.7	29.6	28.6	36.1	32.2	33.1	32.0	39.9	33.8	137.2	144.1
투자손익	52.3	23.6	49.5	58.5	55.6	33.9	47.7	36.3	183.9	173.5	187.2
보험금융손익	-106.9	-106.9	-106.4	-109.3	-110.9	-112.5	-114.0	-115.1	-429.5	-452.6	-478.6
투자서비스손익	159.2	130.5	156.0	167.8	166.5	146.5	161.7	151.4	613.4	626.1	665.8
영업이익	187.6	117.8	94.0	92.2	166.0	148.1	93.3	52.2	491.6	459.6	539.7
영업외이익	-0.2	-2.5	-1.7	-3.6	0.0	0.0	0.0	0.0	-8.0	0.0	0.0
세전이익	187.4	115.3	92.4	88.5	166.0	148.1	93.3	52.2	483.6	459.6	539.7
당기순이익	142.7	79.9	71.6	66.8	123.9	110.6	69.6	39.0	361.1	343.1	401.2
AUM	19,917	19,744	19,869	18,931	19,215	19,503	19,738	19,895	18,931	19,895	20,971
CSM (보유 순부채)	3,884	4,025	4,161	3,976	4,134	4,274	4,416	4,428	3,976	4,428	4,949
신계약 CSM (원수)	189	262	284	294	282	266	271	281	1,032	1,101	1,109

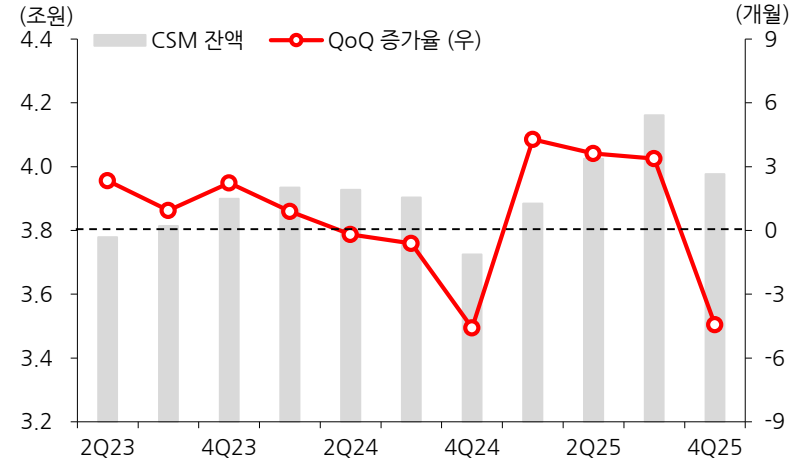
주: 별도 기준

자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터

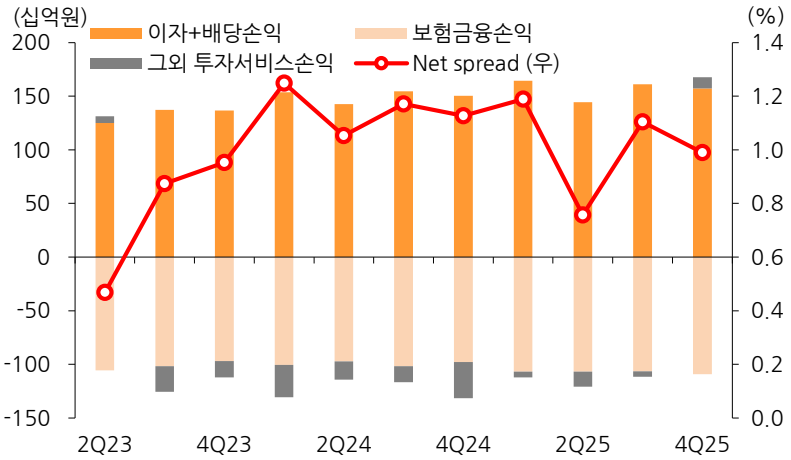
한화손해보험의 순이익 및 증가율



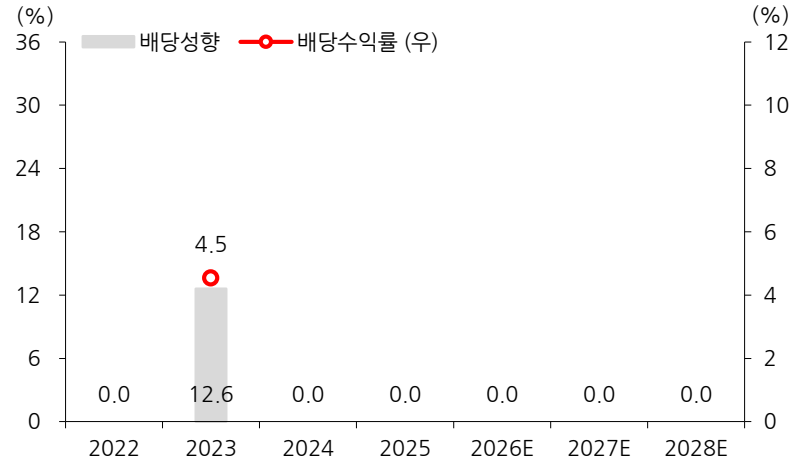
한화손해보험의 CSM 및 증가율



한화손해보험의 투자손익 (Net spread: 이자+배당+보험금융손익)



한화손해보험의 배당지표



자료: 한화손해보험, 한화투자증권 리서치센터



삼성생명 (032830) 가능성에 대한 막연한 의존

[한화리서치센터]

Hold (유지)

목표주가(상향): 230,000원

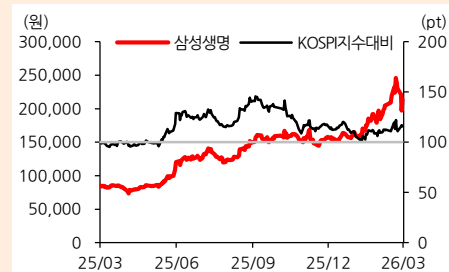
Stock Data

현재 주가(3/6)	210,000원
상승여력	▲ 9.5%
시가총액	420,000억원
발행주식수	200,000천주
52주 최고가/최저가	246,000/73,600원
90일 일평균 거래대금	693.02억원
외국인 지분율	22.8%

주주 구성

삼성물산 (외 8인)	43.6%
자사주 (외 1인)	10.2%
신세계 (외 2인)	8.1%

Stock Price



2026E 영업이익 +11% YoY

- 삼성생명의 4Q25 지배 순이익은 1,857억원으로 당시 컨센서스를 31% 하회. 별도 영업이익의 당사 추정치 하회폭이 보험금 예실차의 악화폭과 동일. 기말 CSM 조정은 계리가정 악화에 따른 분이 -6,000억원 반영됨
- 예실차 개선과 기말 손실계약비용의 절대값 축소를 반영하면 2026년 별도 영업이익은 11% 증가할 전망

자본 활용을 통한 ROE 제고가 필요

- 삼성생명에 대한 목표주가를 31% 상향한 23만원으로 제시함. 상승여력을 고려해 투자의견은 Hold를 유지
- 동사와 삼성전자의 주가가 항상 연동되는 것은 아니나, 현재는 보유한 삼성전자 지분으로부터 (1)2026년 특별배당, (2)분기 배당의 증가, (3)자사주 2차, 3차 소각시 발생할 매각익 증가 등이 기대 요인으로 작용. 분기 배당은 컨센서스를 추정치에 반영하였음
- 전자의 주주환원 계획이 공유되어 특별배당 및 매각익을 이익 추정에 반영하게 되더라도, 지난해 1차 자사주 소각 당시 발생한 매각익을 배당에 포함하지 않은 전력을 고려하면 일회성 이익의 배당 산입 여부는 투자자가 막연하게 기대해야 할 몫임
- 현 주가에서 동사의 향후 3개년 평균 배당수익률은 3.2%로 기대. 일회성 이익의 배당 가능성을 upside risk로 고려할 것

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	542	975	1,156	1,413	1,661
투자손익	1,264	1,049	1,090	1,000	1,061
영업이익	1,806	2,024	2,246	2,413	2,722
지배주주 순이익	2,107	2,303	2,455	2,513	2,741
보유 CSM	12,139	12,513	13,449	14,549	15,844
수정 EPS	11,732	12,824	13,672	13,994	15,262
수정 BPS	194,950	292,919	377,565	372,643	366,694
수정 PER	8.1	12.3	15.4	15.0	13.8
수정 PBR	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
수정 ROE	5.1	5.3	4.1	3.7	4.1
배당수익률	4.7	3.4	2.9	3.1	3.6

주: 지배주주 순이익 및 EPS, PER, ROE 외 별도 기준
 자료: 한화투자증권 리서치센터



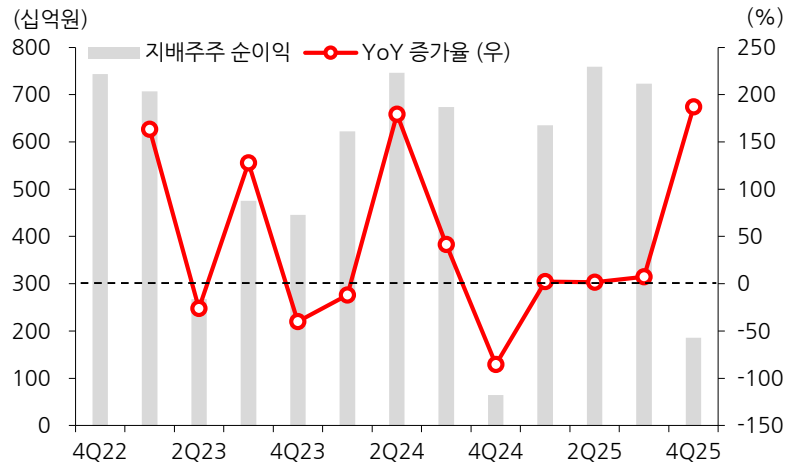
삼성생명 (032830) 가능성에 대한 막연한 의존

[한화리서치센터]

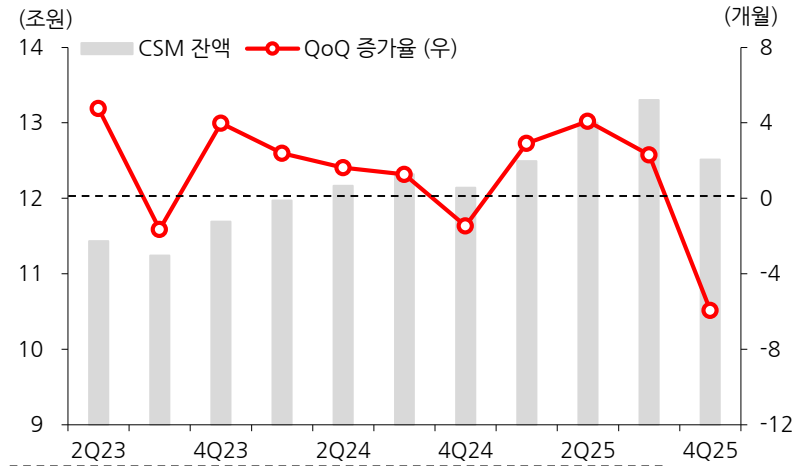
실적 추정: 삼성생명											
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
보험손익	277.9	553.5	261.6	-118.2	316.8	434.2	324.1	80.9	974.7	1,155.9	1,413.0
일반/VFA모형	299.7	582.6	295.7	-65.7	349.5	464.8	359.9	136.1	1,112.3	1,310.2	1,575.0
예실차	-89.5	35.2	-111.9	-205.3	-54.0	50.7	-63.0	-173.3	-371.4	-239.5	-175.5
보험금*	-105.5	-6.6	-131.5	-137.7	-70.5	7.6	-83.2	-103.6	-381.2	-249.7	-186.0
사업비	16.0	41.8	19.6	-67.6	16.5	43.1	20.2	-69.6	9.9	10.2	10.5
RA 변동	82.2	81.3	87.4	85.2	86.2	86.3	85.9	85.2	336.2	343.6	345.2
CSM 상각	343.9	367.0	362.6	342.3	347.2	357.9	366.9	374.1	1,415.9	1,446.2	1,545.4
손실계약관련	-63.2	75.3	-72.6	-297.1	-30.0	-30.0	-30.0	-150.0	-357.5	-240.0	-140.0
기타	26.2	23.8	30.1	9.1	0.0	0.0	0.0	0.0	89.2	0.0	0.0
PAA모형	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타사업비	21.8	29.2	34.1	52.6	32.7	30.6	35.8	55.2	34.3	154.3	162.0
투자손익	534.4	142.2	250.5	122.2	644.2	151.3	148.5	145.8	1,049.2	1,089.8	999.8
일반계정	522.6	132.9	297.9	204.7	644.2	151.3	148.5	145.8	1,158.1	1,089.8	999.8
보험금융손익	-1,897.5	-2,945.5	-2,606.2	-3,025.6	-1,435.1	-1,439.8	-1,444.9	-1,450.6	-10,474.8	-5,770.4	-5,952.3
일반계정	-1,435.2	-1,421.9	-1,429.9	-1,429.2	-1,435.1	-1,439.8	-1,444.9	-1,450.6	-5,716.2	-5,770.4	-5,952.3
투자서비스손익	2,431.9	3,087.7	2,856.7	3,147.7	2,079.3	1,591.1	1,593.5	1,596.4	11,524.1	6,860.3	6,952.1
일반계정	1,957.8	1,554.8	1,727.8	1,633.9	2,079.3	1,591.1	1,593.5	1,596.4	6,874.3	6,860.3	6,952.1
영업이익	812.3	695.6	512.1	3.9	961.0	585.5	472.6	226.7	2,024.0	2,245.8	2,412.8
영업외이익	-3.9	-41.6	11.0	17.5	0.0	0.0	0.0	0.0	-17.0	0.0	0.0
세전이익	808.5	654.0	523.1	21.4	961.0	585.5	472.6	226.7	2,007.0	2,245.8	2,412.8
당기순이익	703.7	496.8	409.4	89.9	787.5	444.4	358.7	172.0	1,699.8	1,762.7	1,894.5
연결 지배주주 순이익	635.3	758.9	723.0	185.7	715.7	751.6	660.5	327.3	2,302.8	2,455.1	2,513.0
AUM	247,993	247,654	262,019	275,326	306,988	308,523	309,757	310,996	275,326	310,996	316,317
CSM (보유 순부채)	12,494	13,004	13,304	12,513	12,909	13,303	13,703	13,449	12,513	13,449	14,549
신계약 CSM (원수)	189	262	284	294	773	778	788	788	3,059	3,127	3,148

주: 지배주주 순이익 외 별도 기준
 자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

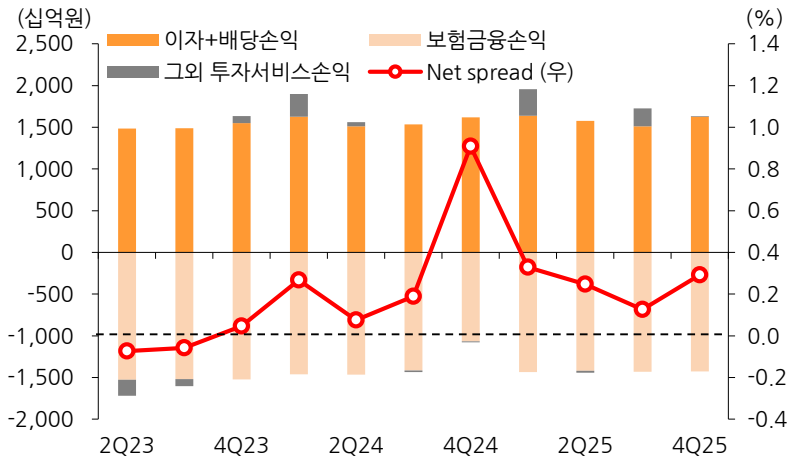
삼성생명의 순이익 및 증가율



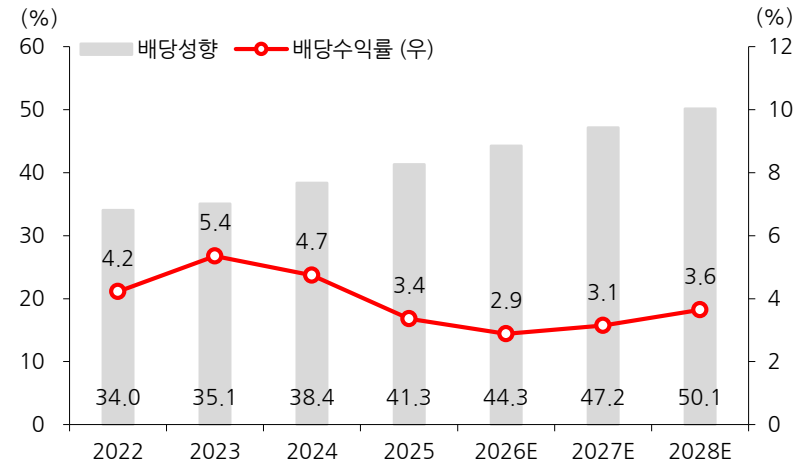
삼성생명의 CSM 및 증가율



삼성생명의 투자손익 (Net spread: 이자+배당+보험금융손익)



삼성생명의 배당지표



자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터



한화생명 (088350) 아직도 PBR 0.2배대

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(상향): 5,800원

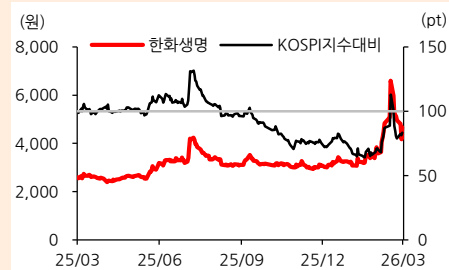
Stock Data

현재 주가(3/6)	4,950원
상승여력	▲ 17.2%
시가총액	42,992억원
발행주식수	868,530천주
52주 최고가/최저가	6,600/2,400원
90일 일평균 거래대금	569.9억원
외국인 지분율	6.7%

주주 구성

한화 (외 6인)	45.1%
자사주 (외 1인)	13.5%
예금보험공사 (외 1인)	10.0%

Stock Price



2026E 영업이익 +89% YoY

- 한화생명은 4Q25 순손실 25억원을 기록해 당시 컨센서스 +688억원을 대폭 하회. 특별계정 투자손익에서 1~3분기간 인식했던 일부 항목을 손익에서 CSM으로 변경하게 되면서 900억원 수준의 계정대체가 발생한 영향으로, 이를 제외한 영업이익은 컨센서스와 동일했음. 보험손익은 연중 손실로 인식했던 신규 담보가 이익 계약으로 전환돼 1,000억원대 환입이 나타나면서 추정치를 상회함. 기말 CSM 조정은 계리과정 악화 요인이 -6,000억원 반영됨
- 예상보험금 증가에 따른 예실차 개선과 상기의 계정대체에 따른 투자손익 기저효과로 2026년 영업이익은 89% 증가할 전망

아직도 PBR 0.2배대

- 한화생명에 대한 목표주가를 61% 상향한 5,800원으로 제시함
- 종신에서의 마진 정상화에 따른 수익성 체고로 신계약 CSM이 증가하면서 보유 CSM 잔액과 상각익이 전년보다 증가하는 첫 해가 될 것으로 기대
- 현 주가에서 2026E 수정 PBR은 0.28배에 불과. 절대적인 저PBR에 따른 상승여력을 감안해야 할 것으로 판단

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	506	344	559	680	758
투자손익	391	87	241	225	304
영업이익	897	431	800	905	1,062
당기순이익	721	313	590	666	780
보유 CSM	8,898	8,352	9,265	10,337	11,520
수정 EPS	912	230	562	663	815
수정 BPS	18,990	18,448	17,560	18,310	18,260
수정 PER	2.7	14.2	8.8	7.5	6.1
수정 PBR	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
수정 ROE	4.5	1.2	3.1	3.7	4.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: 별도 기준
자료: 한화투자증권 리서치센터



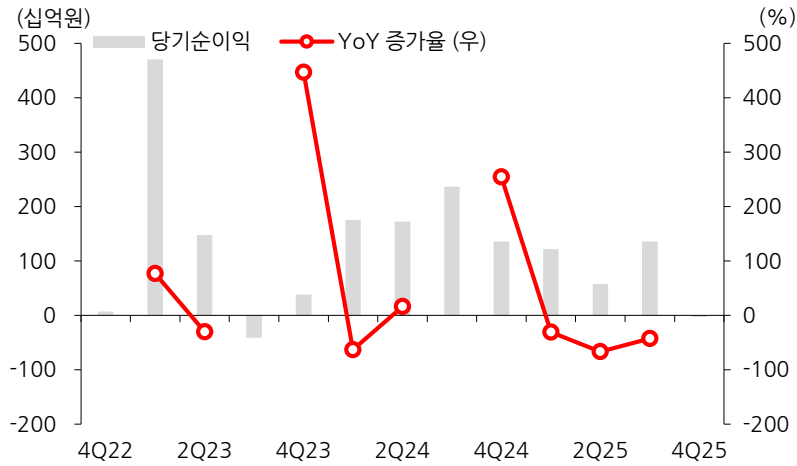
한화생명 (088350) 아직도 PBR 0.2배대

[한화리서치센터]

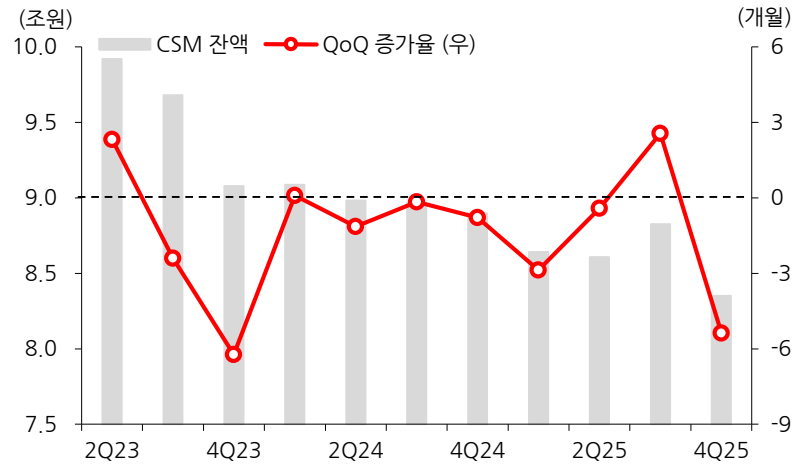
실적 추정: 한화생명										(단위: 십억 원)		
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	
보험손익	104.2	71.8	-36.6	205.0	126.3	172.2	121.5	139.2	344.4	559.2	679.8	
일반/VFA모형	133.1	103.7	24.1	232.4	165.4	214.3	163.6	171.9	493.3	715.2	843.2	
예실차	-33.7	-26.1	-113.9	-108.2	-32.9	7.7	-51.1	-49.3	-281.9	-125.6	-73.3	
보험금*	-50.4	-55.0	-120.5	-106.9	-47.3	-19.5	-56.3	-46.2	-332.8	-169.2	-112.0	
사업비	16.7	28.9	6.5	-1.3	14.4	27.2	5.1	-3.1	50.8	43.7	38.8	
RA 변동	38.6	36.9	39.2	39.7	42.1	42.8	43.5	44.0	154.4	172.4	181.5	
CSM 상각	191.6	188.6	188.4	187.2	190.5	198.1	205.6	211.6	755.8	805.8	872.4	
손실계약관련	-70.3	-89.1	-89.5	113.6	-36.4	-36.4	-36.4	-36.4	-135.3	-145.5	-145.5	
기타	7.0	-6.7	-0.0	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0	0.3	8.0	8.0	
PAA모형	-1.2	0.3	-0.8	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-2.0	-0.9	-0.5	
기타사업비	27.7	32.1	59.9	27.1	38.8	41.8	42.0	32.5	40.7	155.1	162.8	
투자손익	44.5	-4.0	215.1	-168.8	104.8	55.0	54.5	26.5	86.8	240.7	224.8	
일반계정	-20.9	15.9	247.2	-63.6	104.8	55.0	54.5	26.5	178.6	240.7	224.8	
보험금융손익	-1,060.4	-1,234.4	-1,060.3	-994.9	-701.8	-706.1	-710.4	-714.7	-4,350.1	-2,833.0	-2,942.9	
일반계정	-673.4	-687.6	-686.6	-678.6	-701.8	-706.1	-710.4	-714.7	-2,726.2	-2,833.0	-2,942.9	
투자서비스손익	1,104.9	1,230.4	1,275.4	826.2	806.6	761.1	764.9	741.2	4,436.9	3,073.8	3,167.7	
일반계정	652.5	703.5	933.8	615.0	806.6	761.1	764.9	741.2	2,904.8	3,073.8	3,167.7	
영업이익	148.7	67.8	178.5	36.2	231.1	227.2	175.9	165.7	431.3	799.9	904.7	
영업외이익	3.4	3.5	-8.2	-17.4	0.0	0.0	0.0	0.0	-18.6	0.0	0.0	
세전이익	152.1	71.3	170.3	18.9	231.1	227.2	175.9	165.7	412.7	799.9	904.7	
당기순이익	122.0	57.7	136.1	-2.5	170.4	167.5	129.7	122.2	313.3	589.8	665.8	
AUM	107,959	108,593	109,415	107,602	108,140	108,680	109,224	109,770	107,602	109,770	111,982	
CSM (보유 순부채)	8,642	8,606	8,826	8,352	8,711	9,063	9,418	9,265	8,352	9,265	10,337	
신계약 CSM (원수)	488	437	564	576	599	595	604	578	2,066	2,376	2,456	

주: 별도 기준
 자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

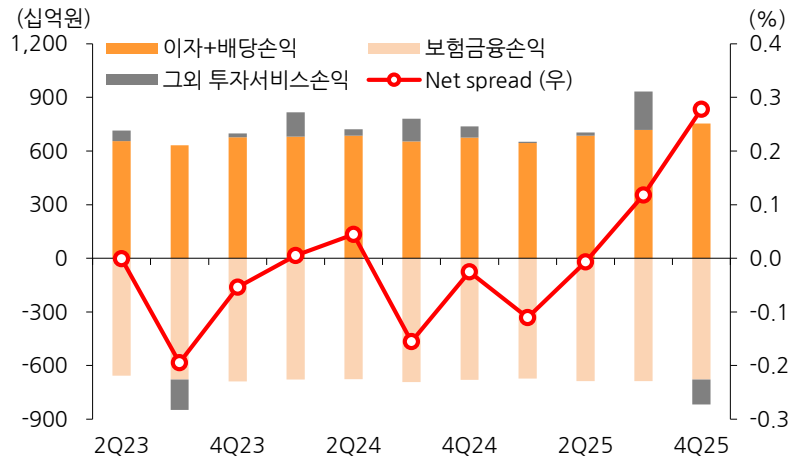
한화생명의 순이익 및 증가율



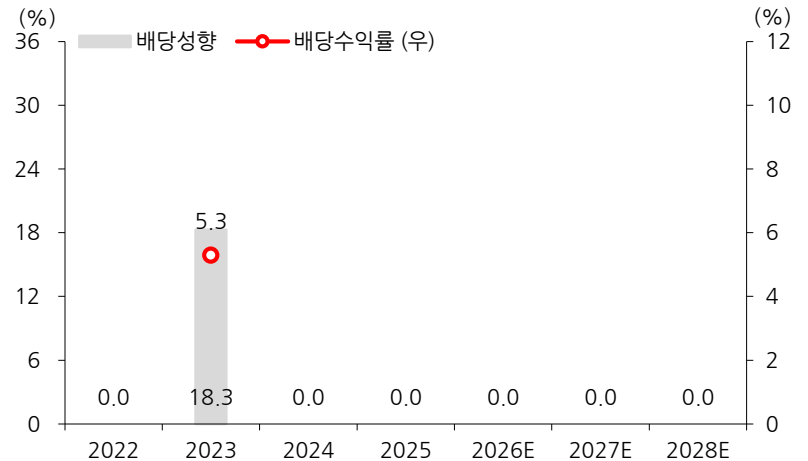
한화생명의 CSM 및 증가율



한화생명의 투자손익 (Net spread: 이자+배당+보험금융손익)



한화생명의 배당지표



자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

Compliance Notices

Compliance Notice

(공표일: 2026년 03월 06일)

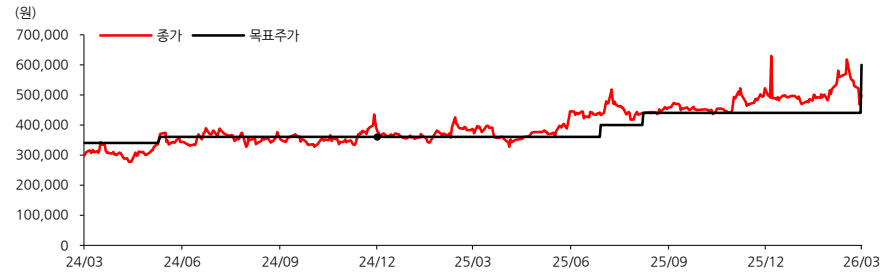
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

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

한화생명, 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)



투자이건 변동내역

일 시	2016.08.12	2024.05.16	2024.06.17	2024.07.08	2024.08.16	2024.10.08
투자이건	투자등급변경	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격		360,000	360,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2024.11.11	2025.01.20	2025.02.03	2025.02.12	2025.02.25	2025.03.13
투자이건	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2025.03.20	2025.04.17	2025.05.14	2025.07.04	2025.08.13	2025.10.15
투자이건	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	360,000	360,000	360,000	400,000	440,000	440,000
일 시	2026.01.05	2026.03.06				
투자이건	Hold	Buy				
목표가격	440,000	600,000				

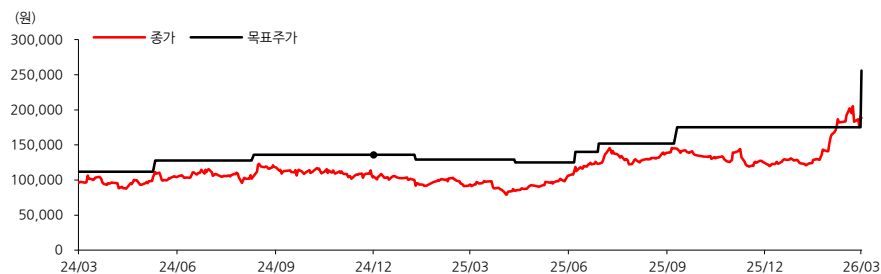
목표주가 변동 내역별 괴리율 (삼성화재)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자이건	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.05.16	Hold	360,000	0.60	20.83
2025.07.04	Hold	400,000	13.37	4.38
2025.08.13	Hold	440,000	9.49	-0.80
2026.03.06	Buy	600,000		

Compliance Notices

DB손해보험 (005830)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2024.04.23	2024.05.16	2024.06.17	2024.07.08	2024.08.16
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Hold	Buy
목표가격		112,000	128,000	128,000	128,000	136,000
일 시	2024.08.30	2024.09.27	2024.10.08	2024.10.25	2024.11.01	2024.11.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	136,000	136,000	136,000	136,000	136,000	136,000
일 시	2024.11.15	2024.11.29	2024.12.27	2025.01.14	2025.01.20	2025.01.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	136,000	136,000	136,000	129,000	129,000	129,000
일 시	2025.02.24	2025.02.25	2025.02.28	2025.03.13	2025.03.20	2025.03.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	129,000	129,000	129,000	129,000	129,000	129,000
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	125,000	125,000	125,000	125,000	140,000	140,000
일 시	2025.07.04	2025.07.25	2025.08.18	2025.08.29	2025.09.15	2025.09.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	152,000	152,000	152,000	152,000	175,000	175,000
일 시	2025.10.15	2025.10.31	2026.01.05	2026.02.27	2026.03.06	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	175,000	175,000	175,000	175,000	256,000	

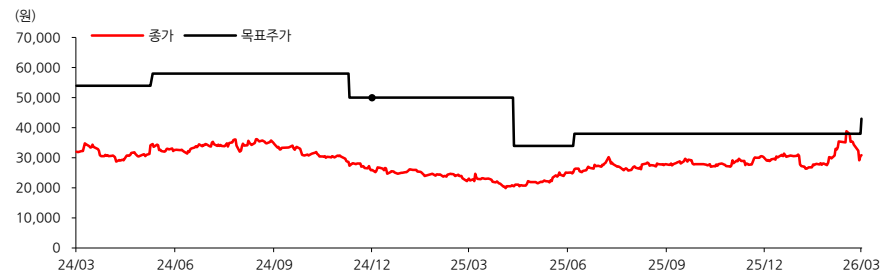
목표주가 변동 내역별 괴리율 (DB손해보험)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.05.16	Buy	128,000	-17.11	-9.77
2024.08.16	Buy	136,000	-19.21	-9.41
2025.01.14	Buy	129,000	-27.21	-20.00
2025.04.17	Buy	125,000	-23.99	-10.64
2025.06.12	Buy	140,000	-13.98	-10.14
2025.07.04	Buy	152,000	-12.42	-4.28
2025.09.15	Buy	175,000	-20.74	17.43
2026.03.06	Buy	256,000		

Compliance Notices

현대대상 (001450)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2024.04.17	2024.05.16	2024.05.31	2024.06.17	2024.06.28
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		54,000	58,000	58,000	58,000	58,000
일 시	2024.07.04	2024.07.26	2024.08.16	2024.08.30	2024.09.27	2024.10.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000
일 시	2024.11.11	2024.11.15	2025.01.20	2025.02.25	2025.03.13	2025.03.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	58,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
일 시	2025.03.28	2025.04.17	2025.04.25	2025.05.15	2025.05.30	2025.06.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	50,000	34,000	34,000	34,000	34,000	38,000
일 시	2025.06.27	2025.07.04	2025.07.25	2025.08.14	2025.08.29	2025.09.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000
일 시	2025.09.26	2025.10.15	2025.10.31	2025.11.28	2025.12.26	2026.01.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000
일 시	2026.01.30	2026.03.06				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	38,000	43,000				

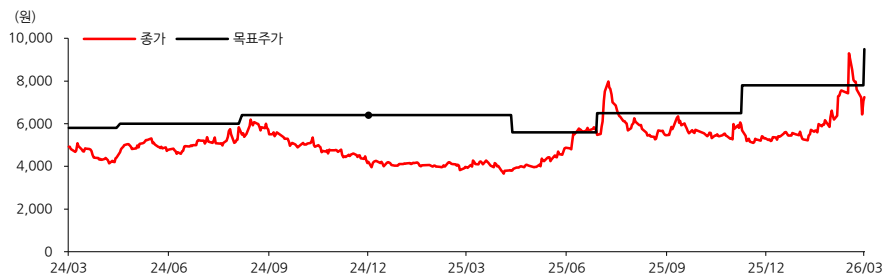
목표주가 변동 내역별 괴리율 (현대대상)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.05.16	Buy	58,000	-42.98	-37.67
2024.11.15	Buy	50,000	-51.08	-43.50
2025.04.17	Buy	34,000	-33.54	-26.03
2025.06.12	Buy	38,000	-24.81	2.11
2026.03.06	Buy	43,000		

Compliance Notices

한화손해보험 (000370)



투자의견 변동내역

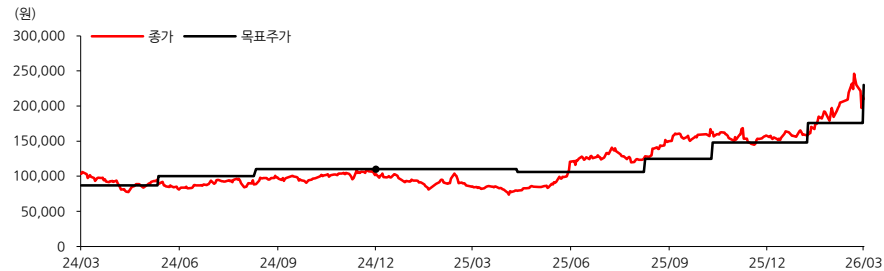
일 시	2016.08.12	2024.04.22	2024.05.02	2024.06.17	2024.07.08	2024.08.12
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold
목표가격		6,000	6,000	6,000	6,000	6,400
일 시	2024.10.08	2024.11.11	2024.11.12	2025.01.20	2025.02.25	2025.03.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	6,400	6,400	6,400	6,400	6,400	6,400
일 시	2025.03.20	2025.04.17	2025.05.15	2025.07.04	2025.10.15	2025.11.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	6,400	5,600	5,600	6,500	6,500	7,800
일 시	2026.01.05	2026.03.06				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	7,800	9,500				

목표주가 변동 내역별 괴리율 (한화손해보험)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.04.22	Buy	6,000	-15.95	-2.83
2024.08.12	Hold	6,400	-28.97	-3.28
2025.04.17	Buy	5,600	-15.52	4.29
2025.07.04	Buy	6,500	-9.49	22.77
2025.11.14	Buy	7,800	-23.73	19.23
2026.03.06	Buy	9,500		

삼성생명 (032830)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2024.05.17	2024.06.17	2024.07.10	2024.08.16	2024.10.08
투자의견	투자등급변경	Hold	Hold	Hold	Buy	Buy
목표가격		100,000	100,000	100,000	110,000	110,000
일 시	2024.11.11	2024.11.18	2025.01.20	2025.02.21	2025.03.13	2025.04.17
투자의견	Buy	Hold	Hold	Hold	Hold	Buy
목표가격	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000	106,000
일 시	2025.05.19	2025.08.14	2025.10.16	2026.01.13	2026.02.23	2026.03.06
투자의견	Buy	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	106,000	125,000	148,000	176,000	176,000	230,000
일 시						
투자의견						
목표가격						

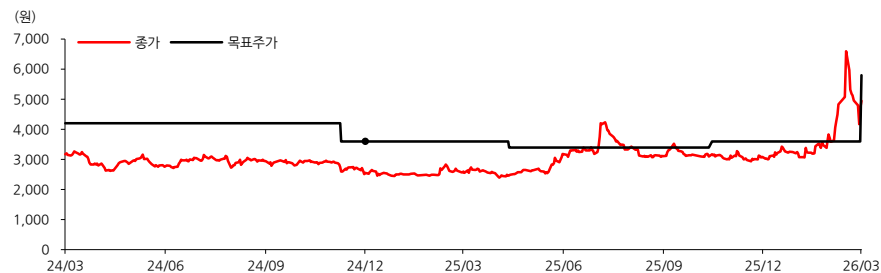
Compliance Notices

목표주가 변동 내역별 괴리율 (삼성생명)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.05.17	Hold	100,000	-11.22	-3.50
2024.08.16	Buy	110,000	-14.12	-0.91
2025.04.17	Buy	106,000	5.85	32.74
2025.08.14	Hold	125,000	20.11	2.00
2025.10.16	Hold	148,000	5.76	-2.16
2026.01.13	Hold	176,000	11.09	39.77
2026.03.06	Hold	230,000		

한화생명 (088350)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2024.05.17	2024.06.17	2024.07.10	2024.08.14	2024.10.08
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		4,200	4,200	4,200	4,200	4,200
일 시	2024.11.11	2024.11.14	2025.01.20	2025.02.21	2025.03.13	2025.04.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	4,200	3,600	3,600	3,600	3,600	3,400
일 시	2025.10.20	2026.01.13	2026.03.06			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	3,600	3,600	5,800			
일 시						
투자의견						
목표가격						

목표주가 변동 내역별 괴리율 (한화생명)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.14	Buy	3,600	-28.42	-21.25
2025.04.17	Buy	3,400	-6.76	24.71
2025.10.20	Buy	3,600	-3.91	83.33
2026.03.06	Buy	5,800		

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 투자의견

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: 2025년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자 상품의 비중	87.0%	13.0%	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	책임연구원	경제	3772-7720	choi.gh@hanwha.com
한시화	책임연구원	크레딧	3772-7737	shhan1229@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	3772-7638	jinhyeob.lee@hanwha.com
엄수진	연구위원	ESG	3772-7407	sujineom@hanwha.com
박수영	책임연구원	엔터/레저/운송	3772-7634	suyoung.park.0202@hanwha.com
이용욱	책임연구원	에너지/화학/2차전지	3772-7635	yw.lee@hanwha.com
배성조	책임연구원	조선/방산/우주/기계	3772-7611	seongjo.bae@hanwha.com
박준영	책임연구원	반도체	3772-7481	jyp94@hanwha.com
권지우	책임연구원	철강	3772-7689	jiwoo.kwon@hanwha.com
고예진	연구위원	반도체/에너지/화학/2차전지/음식료/화장품/엔터/레저/운송 RA	3772-7701	yejinko@hanwha.com
김나우	연구위원	인터넷/게임/미디어/유통/의류/방산/우주/기계/은행/보험 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
임해인	책임연구원	미국주식/자산배분	3772-7799	haein.lim@hanwha.com
박유진	책임연구원	중국주식	3772-8217	yujin.park@hanwha.com
박제인	연구위원	해외/중국/신흥국/미국주식 RA	3772-7380	jane8314@hanwha.com

[디지털자산리서치팀]

최윤영	팀장	디지털자산	3772-7402	yy.choy@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

본사	02) 3772-7000	영업부	02) 3775-0775
강남WM센터	02) 6975-2000	노원지점	02) 931-2711
갤러리아WM센터	02) 3445-8700	목동WM센터	02) 2654-2300
금영플라자63지점	02) 308-6363	송파WM센터	02) 449-3677
금영플라자시청지점	02) 2021-6900	강북WM센터	02) 743-7311

인천/경기

분당WM센터	031) 707-7114	일산지점	031) 929-1313
송도IFEZ지점	032) 851-7233	평촌지점	031) 381-6004
신갈지점	031) 285-7233	평택지점	031) 652-8668
안성지점	031) 677-0233		

부산/울산/경남

부산WM센터	051) 465-7533	울산WM센터	052) 265-0505
마린시티지점	055) 943-3000	언양지점	052) 262-9300
거제브랜치	055) 730-0400		

대구/경북

대구WM센터	053) 741-3211	영주지점	054) 633-8811
문경지점	054) 550-3500	영천지점	054) 331-5000
거창지점	051) 751-8321		

대전/충청

대전WM센터	042) 488-7233	청주지점	043) 224-3300
천안지점	041) 563-2001	홍성지점	041) 631-2200

광주/전라

광주WM센터	062) 713-5700	전주지점	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.