

Neutral  
(Maintain)보험/증권 Analyst 안영준  
yj.ahn@kiwoom.com

## 보험

## 2Q25 Review: 보험손익 악화. 중요한 건 규제



- 커버리지 6개 보험사의 합산 순이익은 -12% (YoY), 컨센서스 대비 +2%
- 2분기 실적 감소 원인은 전반적인 손해율 상승 기조와 보험금예실차 악화
- 최근 주가 상승으로 배당수익률 매력도는 낮아진 상황, 배당 증가 외 추가적인 주가 상승 동력은 제한적. 업종 투자 의견 Neutral 및 최선호주 삼성생명 유지

## &gt;&gt;&gt; 합산 순이익은 12% (YoY) 감소한 2조 2,417억원

2025년 2분기 커버리지 보험사(삼성생명, 한화생명, 삼성화재, DB손해보험, 현대해상, 한화손해보험)의 합산 순이익은 +4% (QoQ), -12% (YoY) 변동한 2조 2,417억원을 기록하여 컨센서스에 부합했다. 다만 보험사 개별 실적은 보유계약의 손실전환에 따른 비용 발생 및 보험금예실차 악화 정도에 따라 달라지는 모습이었다.

## &gt;&gt;&gt; 2Q - 전반적인 손해율 상승 기조, 금리 하락세 소폭 둔화

커버리지 보험사의 합산 보험손익은 +5% (QoQ), -25% (YoY) 변동한 1조 6,719억원을 기록했다. 2분기 보험이익의 부진 원인은 의료파업 정상화 및 의료 이용률 상승에 따른 보험금예실차 악화가 주요했으며, 손해보험사의 경우 누적된 요율 인하에 따른 자동차보험 수익성 악화, 화재 등 고액사고 발생으로 일반보험 실적 악화 등의 영향도 있었다.

커버리지 보험사의 합산 투자손익은 -2% (QoQ), +19% (YoY) 변동한 1조 2,186억원을 기록했다. 보유자산 증가에 따른 이자손익 증가와 증시 상승 등의 우호적인 영향도 있었으나, 보험금융손익은 차별화되는 양상을 보였다. 조정이 크게 발생하지 않으면서 대부분 보험사의 CSM은 전분기말대비 순증했으며, K-ICS 비율은 금리 하락세 둔화(2Q 국고채 3년물/10년물 각각 -12bp / +3bp vs. 1Q -3bp / -8bp)와 CSM 증가 및 자본증권 발행 등의 영향으로 대체로 상승하는 모습이었다.

## &gt;&gt;&gt; 실적보다는 배당세제 개편 및 자본 규제 완화가 중요

손해율 상승에 따른 보험금예실차 악화 및 신계약 판매 경쟁 심화에 따른 손실계약 전환 비용 발생 등 부정적 요인은 남아있으나, 이전보다 계리적 가정 변경에 따른 영향은 적어져 회계적 안정성은 높아진 것으로 판단한다. 증시 호조로 보험주 역시 주가가 상승하면서 배당수익률의 매력도는 낮아진 상황인 바 주가 상승을 위해서는 추가적인 동력이 필요한 상황이다. 향후 기대해볼 수 있는 것은 배당 세제 개편으로 실질 배당수익률 향상 혹은 자본 관련 규제(보험부채 할인을 현실화/해약준비금 등) 완화에 따른 배당재원 증가인데, 보험사의 보수적인 자본 정책을 감안한다면 DPS의 비약적인 증가를 기대하기는 어렵다. 업종 투자 의견 Neutral을 유지하고, 배당 외 추가 모멘텀이 있을 것으로 예상되는 삼성생명을 최선호주로 유지한다.

## Compliance Notice

- 당사는 8월 14일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석서는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

### 커버리지 보험사 2분기 실적

| (십억원)  | 1Q24    | 2Q24    | 3Q24    | 4Q24   | 1Q25    | 2Q25P   | QoQ  | YoY  | 컨센서스    | 과리율  |
|--------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|------|------|---------|------|
| 삼성생명   | 622.1   | 746.4   | 673.6   | 64.7   | 635.3   | 758.9   | 19%  | 2%   | 696.2   | 9%   |
| 한화생명   | 175.5   | 172.3   | 236.8   | 136.0  | 122.0   | 57.7    | -53% | -67% | 96.2    | -40% |
| 삼성화재   | 701.0   | 611.4   | 554.1   | 207.1  | 608.1   | 637.5   | 5%   | 4%   | 607.1   | 5%   |
| DB손해보험 | 583.4   | 540.7   | 453.9   | 194.3  | 447.0   | 459.9   | 3%   | -15% | 450.9   | 2%   |
| 현대해상   | 477.3   | 355.7   | 213.4   | (15.7) | 203.2   | 247.8   | 22%  | -30% | 269.3   | -8%  |
| 한화손해보험 | 124.9   | 129.9   | 91.0    | 36.5   | 142.7   | 79.9    | -44% | -38% | 88.8    | -10% |
| 합계     | 2,684.1 | 2,556.4 | 2,222.8 | 622.8  | 2,158.2 | 2,241.7 | 4%   | -12% | 2,208.6 | 2%   |

자료: 키움증권 리서치센터.

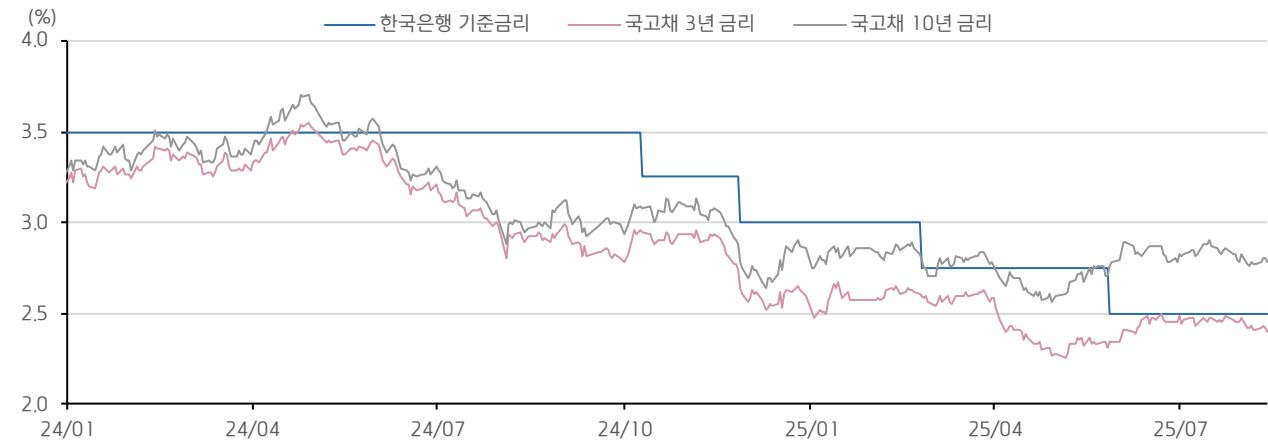
### 보험사 Valuation Table 및 주요 지표

|                 |          | 삼성생명    | 한화생명       | 삼성화재    | DB손해보험  | 현대해상       | 한화손해보험     |
|-----------------|----------|---------|------------|---------|---------|------------|------------|
| Valuation Table | 투자의견     | BUY     | Outperform | BUY     | BUY     | Outperform | Outperform |
|                 | 목표주가 (원) | 160,000 | 3,500      | 530,000 | 160,000 | 31,000     | 6,500      |
|                 | 현재주가 (원) | 128,500 | 3,125      | 441,000 | 128,900 | 27,800     | 5,760      |
|                 | 상승여력 (%) | 25%     | 12%        | 20%     | 24%     | 12%        | 13%        |
|                 | 시총 (십억원) | 25,700  | 2,714      | 20,291  | 9,126   | 2,485      | 672        |
|                 | PBR (배)  | 0.78    | 0.23       | 1.28    | 1.13    | 0.54       | 0.21       |
|                 | PER (배)  | 10.6    | 5.2        | 9.1     | 5.2     | 2.7        | 1.7        |
| 순이익 (십억원)       | 2023     | 1,895   | 758        | 1,818   | 1,537   | 806        | 291        |
|                 | 2024     | 2,106   | 720        | 2,073   | 1,772   | 1,030      | 382        |
|                 | 2025F    | 2,362   | 557        | 2,228   | 1,729   | 906        | 385        |
| ROE (%)         | 2023     | 4.4     | 5.5        | 6.3     | 17.2    | 10.3       | 17.1       |
|                 | 2024     | 5.5     | 6.6        | 13.1    | 20.7    | 18.7       | 11.8       |
|                 | 2025F    | 7.3     | 4.9        | 14.2    | 21.1    | 19.1       | 12.3       |
| DPS (원)         | 2022     | 3,000   | 0          | 3,800   | 4,600   | 1,965      | 0          |
|                 | 2023     | 3,700   | 150        | 6,000   | 5,300   | 2,063      | 200        |
|                 | 2024     | 4,500   | 0          | 19,000  | 6,800   | 0          | 0          |
|                 | 2025F    | 5,200   | 0          | 22,000  | 7,500   | 0          | 0          |
| 자기주식소각액 (십억원)   | 2023     | 0.0     | 0.0        | 0.0     | 0.0     | 0.0        | 0.0        |
|                 | 2024     | 0.0     | 0.0        | 0.0     | 0.0     | 0.0        | 0.0        |
|                 | 2025F    | 0.0     | 0.0        | 596.4   | 0.0     | 0.0        | 0.0        |
| 배당성향 (%)        | 2023     | 35.1    | 14.9       | 35.0    | 20.7    | 20.9       | 8.0        |
|                 | 2024     | 38.4    | 0.0        | 36.5    | 23.0    | 0.0        | 0.0        |
|                 | 2025F    | 39.5    | 0.0        | 39.3    | 26.0    | 0.0        | 0.0        |
| 배당수익률 (%)       | 2022     | 2.9     | 0.0        | 3.9     | 4.0     | 6.5        | 0.0        |
|                 | 2023     | 4.8     | 4.6        | 5.1     | 5.4     | 5.8        | 4.9        |
|                 | 2024     | 4.3     | 0.0        | 4.5     | 5.6     | 0.0        | 0.0        |
|                 | 2025F    | 3.6     | 0.0        | 5.0     | 4.9     | 0.0        | 0.0        |
| 주주환원수익률(%)      | 2022     | 2.9     | 0.0        | 3.9     | 4.0     | 6.5        | 0.0        |
|                 | 2023     | 4.8     | 4.6        | 5.1     | 5.4     | 5.8        | 4.9        |
|                 | 2024     | 4.3     | 0.0        | 4.5     | 5.6     | 0.0        | 0.0        |
|                 | 2025F    | 3.6     | 0.0        | 7.3     | 4.9     | 0.0        | 0.0        |

주: 주주환원수익률은 배당과 자사주 소각액을 포함하여 계산

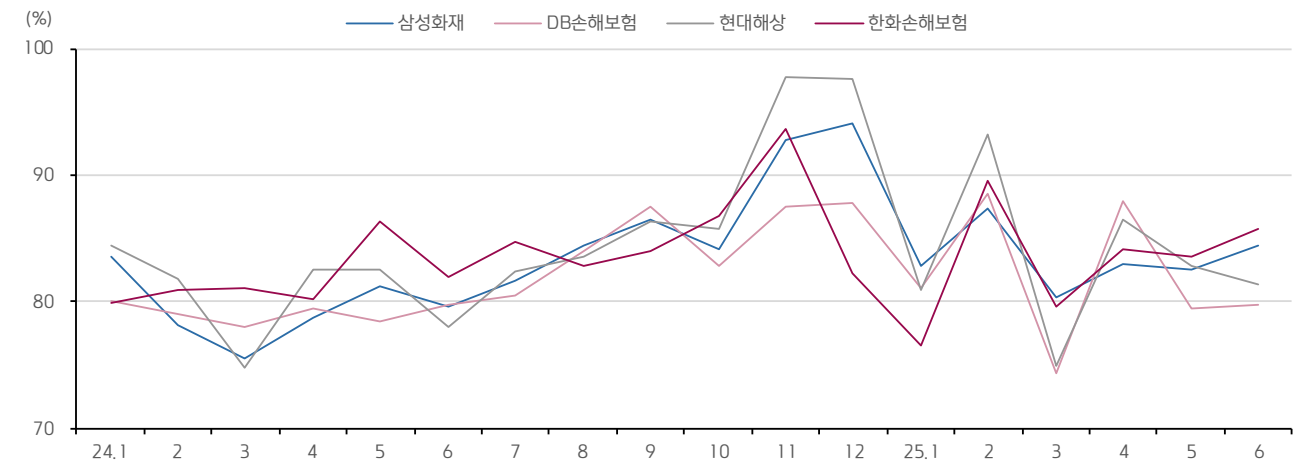
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

### 한국은행 기준금리, 국고채 3년물/10년물 금리 추이



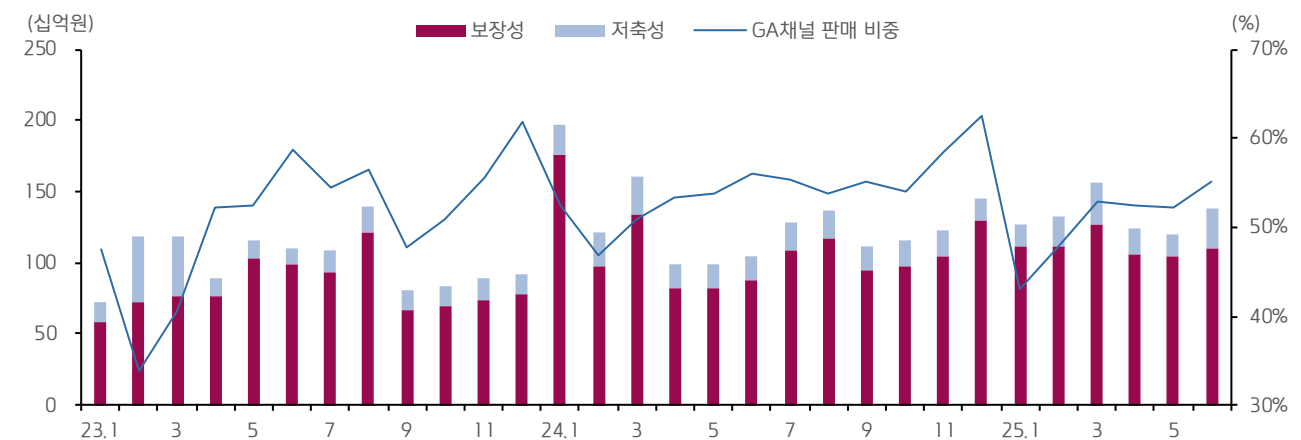
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

### 커버리지 손해보험사 자동차보험 손해율 추이



자료: 대한금융신문, 키움증권 리서치센터

### 월간 생명보험사 보증별 판매 금액 및 GA채널 판매 비중 추이



주: 월납환산초회보험료 기준, 일시납 및 퇴직연금 등은 제외

자료: 생명보험협회, 키움증권 리서치센터

삼성생명 2Q25  
컨센서스 9% 상회

투자의견 Buy,  
목표주가 160,000원 유지

삼성생명의 보험손익은 25% (YoY) 증가했다. CSM 성장세가 이어짐에 따라 CSM 상각익은 7% (YoY) 증가했으며, 예금보험료 요율 인하에 따른 사업비 가정 변경 및 보유계약 데이터 업데이트 등의 일회성 요인이 약 900억원 더해졌다. 신계약 CSM은 3% (YoY) 감소한 7,686억원이었는데, 건강 상품 판매 비중이 꾸준히 상승하면서 양호한 흐름을 이어가고 있다. 연결 투자손익은 경상적인 실적 증가에도 불구하고 자회사 손익 감소의 영향으로 17% (YoY) 감소했다. CSM 잔액은 전분기말대비 3.3% 증가한 13조 7,460억원을 기록하며 견조한 증가세를 이어갔는데, 비용 환입과 더불어 CSM 조정에도 긍정적인 영향을 미치면서 경상적인 CSM 조정액을 일부 상쇄한 영향이다. 분기말 기준 예상 K-ICS/기본자본비율은 1분기말대비 각각 10%p/1%p 상승한 187%/142%이다. K-ICS 비율의 민감도는 국채금리 10bp당 2~3%p, 전자 주가 1만원 변동 시 6%p 수준이다.

투자의견 BUY와 목표주가 160,000원을 유지한다. 자본비율 상승으로 관련 우려는 해소되었으며, 업종 내에서 높은 CSM 증가율을 기록하고 있다. 연간 두 자릿수 이상의 DPS 증가가 예상되며 그 외 모멘텀도 기대할 수 있다.

삼성생명 분기실적 추이

| (십억원)   | 1Q24      | 2Q24      | 3Q24      | 4Q24    | 1Q25      | 2Q25P     | 3Q25E     | 4Q25E     | 2024      | 2025E     |
|---------|-----------|-----------|-----------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 보험이익    | 268.2     | 443.6     | 475.2     | (645.1) | 277.9     | 553.5     | 461.4     | 138.1     | 536.6     | 1,438.1   |
| (YoY)   | -30%      | 2%        | 23%       | 적전      | 4%        | 25%       | -3%       | 흑전        | -63%      | 168%      |
| 일반/VFA  | 268.2     | 443.6     | 475.2     | (645.1) | 277.9     | 553.5     | 459.5     | 143.2     | 542.0     | 1,434.0   |
| CSM 상각  | 350.9     | 357.3     | 360.6     | 300.8   | 361.1     | 382.6     | 395.1     | 399.8     | 1,369.5   | 1,538.6   |
| RA 해제   | 80.4      | 79.7      | 82.1      | 79.7    | 85.2      | 83.8      | 85.7      | 85.7      | 321.8     | 340.5     |
| 예실차     | (13.7)    | 59.6      | 35.2      | (289.1) | (6.4)     | 45.9      | 40.1      | (27.2)    | (207.9)   | 52.4      |
| 보험금예실차  | (41.8)    | 43.5      | 4.9       | (81.0)  | (46.2)    | (15.3)    | (34.2)    | 23.0      | (74.4)    | (72.7)    |
| 사업비예실차  | 28.1      | 16.2      | 30.3      | (208.1) | 39.9      | 61.2      | 74.3      | (50.3)    | (133.6)   | 125.1     |
| 기타      | (149.3)   | (53.0)    | (2.7)     | (736.4) | (162.0)   | 41.1      | (61.5)    | (315.1)   | (941.5)   | (497.6)   |
| 투자이익    | 221.3     | 110.1     | 100.0     | 569.6   | 199.1     | 90.0      | 91.0      | 136.2     | 1,000.9   | 516.3     |
| (YoY)   | -26%      | 흑전        | 흑전        | 485%    | -10%      | -18%      | -9%       | -76%      | 흑전        | -48%      |
| 보험금융손익  | (1,923.4) | (1,980.5) | (1,441.2) | (863.3) | (1,915.0) | (2,962.2) | (1,876.4) | (2,056.3) | (6,208.4) | (8,809.9) |
| 투자서비스손익 | 2,144.6   | 2,090.6   | 1,541.2   | 1,432.9 | 2,114.1   | 3,052.2   | 1,967.4   | 2,192.5   | 7,209.4   | 9,326.3   |
| 영업이익    | 489.5     | 553.7     | 575.2     | (75.5)  | 476.9     | 643.5     | 552.5     | 274.3     | 1,542.9   | 1,947.2   |
| (YoY)   | -28%      | 697%      | 73%       | 적전      | -3%       | 16%       | -4%       | 흑전        | 8%        | 26%       |
| 영업외손익   | 271.7     | 15.9      | 3.3       | (12.6)  | 331.5     | 10.6      | (5.0)     | (12.3)    | 278.4     | 324.8     |
| 세전이익    | 761.3     | 569.6     | 578.5     | (88.1)  | 808.5     | 654.0     | 547.5     | 262.0     | 1,821.3   | 2,272.0   |
| 법인세비용   | 109.9     | 131.0     | 117.7     | (24.2)  | 104.7     | 157.3     | 113.6     | 54.5      | 334.4     | 430.0     |
| 당기순이익   | 651.3     | 438.6     | 460.8     | (63.9)  | 703.7     | 496.8     | 433.9     | 207.6     | 1,486.9   | 1,842.0   |
| (YoY)   | -18%      | 595%      | 72%       | 적전      | 8%        | 13%       | -6%       | 흑전        | 8%        | 24%       |
| 연결당기순이익 | 663.3     | 788.8     | 713.8     | 94.3    | 677.5     | 793.6     | 653.8     | 359.0     | 2,260.3   | 2,483.9   |
| 지배주주순이익 | 622.1     | 746.4     | 673.6     | 64.7    | 635.3     | 758.9     | 625.2     | 343.3     | 2,106.8   | 2,362.7   |
| (YoY)   | -12%      | 179%      | 42%       | -85%    | 2%        | 2%        | -7%       | 431%      | 11%       | 12%       |

자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산              | 2022A | 2023A     | 2024A     | 2025F     | 2026F     |
|---------------------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>보험이익</b>         |       | 1,448.2   | 536.6     | 1,092.0   | 1,327.2   |
| 일반/VFA              |       | 1,448.5   | 542.0     | 1,097.3   | 1,332.8   |
| CSM 상각              |       | 1,367.7   | 1,369.5   | 1,487.5   | 1,535.1   |
| RA 해제               |       | 467.5     | 321.8     | 339.6     | 339.1     |
| 예실차                 |       | (158.2)   | (207.9)   | (124.7)   | (99.3)    |
| 보험금예실차              |       | 51.1      | (74.4)    | (122.1)   | (75.7)    |
| 사업비예실차              |       | (209.4)   | (133.6)   | (2.6)     | (23.6)    |
| 기타                  |       | (228.4)   | (941.5)   | (605.1)   | (442.1)   |
| PAA                 |       | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 자동차보험손익             |       | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 일반보험손익              |       | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| <b>투자이익</b>         |       | (23.7)    | 1,000.9   | 698.0     | 622.7     |
| 보험금융손익              |       | (9,189.0) | (6,208.4) | (7,074.3) | (7,015.1) |
| 투자서비스손익             |       | 9,165.3   | 7,209.4   | 7,772.3   | 7,637.9   |
| <b>영업이익</b>         |       | 1,424.8   | 1,542.9   | 1,790.2   | 1,950.0   |
| 영업외손익               |       | 256.3     | 278.4     | 314.0     | 325.9     |
| <b>세전이익</b>         |       | 1,681.2   | 1,821.3   | 2,104.1   | 2,275.9   |
| 법인세비용               |       | 298.3     | 334.4     | 353.3     | 451.6     |
| <b>당기순이익</b>        |       | 1,382.9   | 1,486.9   | 1,750.9   | 1,824.2   |
| <b>연결당기순이익</b>      |       | 2,033.7   | 2,260.3   | 2,396.4   | 2,520.4   |
| <b>지배주주순이익</b>      |       | 1,895.3   | 2,106.8   | 2,247.0   | 2,363.3   |
| <b>CSM Movement</b> |       |           |           |           |           |
| 기시                  |       | 10,749    | 12,247    | 12,902    | 13,582    |
| 신계약                 |       | 856       | 780       | 655       | 604       |
| 이자부리                |       | 105       | 125       | 122       | 124       |
| 상각                  |       | 381       | 301       | 378       | 386       |
| 조정                  |       | 41        | 666       | 335       | 303       |
| 기말                  |       | 12,247    | 12,902    | 13,582    | 13,845    |
| CSM 증감 (YoY, %)     |       | 14        | 5         | 5         | 2         |
| 순증액                 |       | 1,499     | 655       | 680       | 263       |
| <b>K-ICS 비율</b>     |       | 218.8     | 185.0     | 181.2     | 188.1     |
| 지급여력금액              |       | 53,373    | 45,418    | 43,152    | 46,549.9  |
| 지급여력기준금액            |       | 24,390    | 25,188    | 23,810    | 24,747.1  |

투자지표 (I)

|                    | 2022A | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>운용자산 비중 (%)</b> |       |       |       |       |       |
| FVPL               |       | 14.3  | 14.9  | 14.9  | 14.6  |
| FVOCI              |       | 54.0  | 53.4  | 54.5  | 54.9  |
| AC                 |       | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 대출채권               |       | 25.2  | 25.4  | 24.7  | 24.7  |
| 부동산                |       | 2.1   | 2.2   | 2.1   | 2.1   |
| <b>주요비율 (% 배)</b>  |       |       |       |       |       |
| ROA                |       | 0.6   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| ROE                |       | 4.4   | 5.5   | 7.0   | 7.2   |
| P/E                |       | 7.3   | 9.0   | 7.5   | 7.1   |
| P/B                |       | 0.31  | 0.58  | 0.54  | 0.49  |

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2022A | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   |
|-----------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| <b>자산총계</b>     |       | 314,696 | 312,219 | 317,740 | 322,609 |
| 운용자산            |       | 310,586 | 307,236 | 312,792 | 317,585 |
| FVPL            |       | 44,552  | 45,753  | 46,711  | 46,486  |
| FVOCI           |       | 167,665 | 164,154 | 170,347 | 174,345 |
| AC              |       | 39      | 61      | 83      | 85      |
| 대출채권            |       | 78,220  | 78,118  | 77,169  | 78,352  |
| 부동산             |       | 6,549   | 6,612   | 6,545   | 6,645   |
| 비운용자산           |       | 4,110   | 4,983   | 4,947   | 5,023   |
| <b>부채총계</b>     |       | 270,378 | 279,481 | 285,658 | 286,380 |
| 책임준비금           |       | 190,261 | 203,097 | 208,543 | 209,258 |
| 보험계약부채          |       | 190,261 | 203,097 | 208,543 | 209,258 |
| 잔여보장요소          |       | 185,824 | 198,197 | 203,509 | 204,264 |
| 최선추정            |       | 170,586 | 182,157 | 186,248 | 186,248 |
| 위험조정            |       | 2,846   | 2,959   | 3,015   | 3,015   |
| 보험계약마진          |       | 12,393  | 13,081  | 14,246  | 15,000  |
| 보험료배분접근법        |       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 발생사고요소          |       | 4,437   | 4,901   | 5,034   | 4,994   |
| 최선추정            |       | 4,321   | 4,790   | 5,016   | 4,976   |
| 위험조정            |       | 27      | 21      | 18      | 18      |
| 재보험계약부채         |       | 521     | 592     | 1,067   | 1,059   |
| 투자계약부채          |       | 29,308  | 30,298  | 29,818  | 29,734  |
| 기타부채            |       | 80,117  | 76,383  | 77,115  | 77,122  |
| <b>자본총계</b>     |       | 44,319  | 32,738  | 32,082  | 36,229  |
| 자본금             |       | 100     | 100     | 100     | 100     |
| 자본잉여금           |       | 125     | 125     | 125     | 125     |
| 신종자본증권          |       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 이익잉여금           |       | 17,978  | 19,420  | 20,249  | 22,712  |
| 해약환급금준비금        |       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 자본조정            |       | (2,117) | (2,117) | (2,117) | (2,117) |
| 기타포괄손익누계액       |       | 26,333  | 13,205  | 11,727  | 13,410  |
| 비지배지분           |       | 1,900   | 2,005   | 1,998   | 1,998   |

투자지표 (II)

|               | 2022A | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   |
|---------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| <b>주주환원지표</b> |       |         |         |         |         |
| DPS (원)       |       | 3,700   | 4,500   | 5,200   | 6,000   |
| 증가율(YoY, %)   |       | 23      | 22      | 16      | 15      |
| 배당성향 (%)      |       | 35.1    | 38.4    | 39.5    | 43.2    |
| 배당수익률 (%)     |       | 5.4     | 4.7     | 4.2     | 4.8     |
| 현금배당액 (십억원)   |       | 664.4   | 808.1   | 933.8   | 1,077.4 |
| 자기주식수 (천주)    |       | 20,425  | 20,425  | 20,425  | 20,425  |
| 발행주식수 (천주)    |       | 200,000 | 200,000 | 200,000 | 200,000 |
| 자기주식 비중 (%)   |       | 10.2    | 10.2    | 10.2    | 10.2    |
| 자기주식 소각액      |       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 총주주환원율 (%)    |       | 35.1    | 38.4    | 39.5    | 43.2    |

## 한화생명 2Q25 컨센서스 40% 하회

## 투자의견 Outperform, 목표주가 3,500원 상향

한화생명의 보험손익은 61% (YoY) 감소했다. CSM 감소세가 이어지면서 CSM 상각익이 9% (YoY) 감소했으며, 청구액 증가로 보험금예실차가 악화(2Q24 160억원 vs. 2Q25 -978억원)된 영향이다. 손실부담계약비용 역시 전년동기 186억원 대비 893억원으로 상대적으로 큰 폭으로 증가하는 모습이었다. 신계약 CSM은 9% (YoY) 감소한 4,373억원이었는데, 신계약 APE(연납화보험료)는 9% (YoY) 증가했으나 종신 비중 상승으로 CSM 배수는 소폭 하락한 것으로 보인다. CSM 잔액은 전분기말대비 0.4% 감소한 8조 8,331억원을 기록했다. 투자손익은 보험금융비용 증가 등으로 전년동기대비 적자전환한 -40억원이었다. 분기말 예상 K-ICS 비율은 신계약 CSM 유입 및 신종자본증권 발행 등에 힘입어 전분기말대비 7%p 상승한 161%이다.

투자의견 Outperform을 유지하고, 목표주가는 자본 증가를 반영하여 기존 3,200원에서 3,500원으로 상향조정한다. 밸류에이션 매력도는 높으나 해약환급금준비금 증가 등으로 주주환원 관련 불확실성은 아직 남아있으며, CSM 조정으로 감액이 이어지고 있다는 점도 아쉬운 요인이다.

## 한화생명 분기실적 추이

| (십억원)   | 1Q24    | 2Q24      | 3Q24    | 4Q24    | 1Q25      | 2Q25P     | 3Q25E     | 4Q25E     | 2024      | 2025E     |
|---------|---------|-----------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 보험이익    | 90.8    | 183.7     | 106.8   | 124.9   | 104.2     | 71.8      | 179.4     | 130.5     | 506.3     | 485.9     |
| (YoY)   | -47%    | -16%      | -38%    | 45%     | 15%       | -61%      | 68%       | 4%        | -22%      | -4%       |
| 일반/VFA  | 90.8    | 183.7     | 106.8   | 124.9   | 104.2     | 71.8      | 179.4     | 130.5     | 506.3     | 485.9     |
| CSM 상각  | 220.3   | 215.5     | 211.5   | 204.7   | 198.6     | 195.8     | 195.1     | 195.6     | 851.9     | 785.2     |
| RA 해제   | 28.0    | 35.7      | 37.2    | 37.2    | 38.9      | 37.2      | 42.9      | 42.9      | 138.1     | 161.9     |
| 예실차     | (17.5)  | 8.0       | (9.1)   | (63.7)  | (79.5)    | (68.8)    | 28.6      | (27.4)    | (82.2)    | (147.1)   |
| 보험금예실차  | (30.1)  | 16.0      | (4.4)   | (59.7)  | (96.6)    | (97.8)    | (4.5)     | (61.9)    | (78.2)    | (260.9)   |
| 사업비예실차  | 12.7    | (8.0)     | (4.7)   | (3.9)   | 17.1      | 29.0      | 33.2      | 34.5      | (4.0)     | 113.8     |
| 기타      | (140.0) | (75.5)    | (132.8) | (53.3)  | (53.8)    | (92.4)    | (87.2)    | (80.7)    | (401.5)   | (314.1)   |
| 투자이익    | 129.3   | 30.4      | 173.8   | 57.2    | 44.5      | (4.0)     | 184.7     | 1.7       | 390.7     | 226.9     |
| (YoY)   | -70%    | 흑전        | 흑전      | 흑전      | -66%      | 적전        | 6%        | -97%      | 332%      | -42%      |
| 보험금융손익  | (762.2) | (1,030.4) | (665.4) | (582.3) | (1,060.4) | (1,234.4) | (1,216.6) | (1,234.4) | (3,040.5) | (4,745.8) |
| 투자서비스손익 | 891.5   | 1,060.9   | 839.2   | 639.6   | 1,104.9   | 1,230.4   | 1,401.2   | 1,236.1   | 3,431.1   | 4,972.7   |
| 영업이익    | 220.1   | 214.1     | 280.6   | 182.1   | 148.7     | 67.8      | 364.1     | 132.2     | 897.0     | 712.8     |
| (YoY)   | -64%    | 55%       | 흑전      | 134%    | -32%      | -68%      | 30%       | -27%      | 21%       | -21%      |
| 영업외손익   | (0.5)   | (2.6)     | 10.1    | 1.0     | 3.4       | 3.5       | 4.5       | 3.1       | 8.0       | 14.5      |
| 세전이익    | 219.6   | 211.5     | 290.7   | 183.1   | 152.1     | 71.3      | 368.6     | 135.3     | 904.9     | 727.3     |
| 법인세비용   | 44.1    | 39.2      | 53.9    | 47.1    | 30.1      | 13.6      | 92.1      | 33.8      | 184.4     | 169.7     |
| 당기순이익   | 175.5   | 172.3     | 236.8   | 136.0   | 122.0     | 57.7      | 276.4     | 101.5     | 720.6     | 557.6     |
| (YoY)   | -63%    | 17%       | 흑전      | 254%    | -31%      | -67%      | 17%       | -25%      | 17%       | -23%      |

자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산              | 2022A | 2023A     | 2024A     | 2025F     | 2026F     |
|---------------------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>보험이익</b>         |       | 650.9     | 506.3     | 485.9     | 507.9     |
| 일반/VFA              |       | 650.9     | 506.3     | 485.9     | 507.9     |
| CSM 상각              |       | 887.7     | 851.9     | 785.2     | 792.7     |
| RA 해제               |       | 117.7     | 138.1     | 161.9     | 171.7     |
| 예실차                 |       | (39.4)    | (82.2)    | (147.1)   | (91.8)    |
| 보험금예실차              |       | (13.8)    | (78.2)    | (260.9)   | (270.3)   |
| 사업비예실차              |       | (25.6)    | (4.0)     | 113.8     | 178.5     |
| 기타                  |       | (315.1)   | (401.5)   | (314.1)   | (364.7)   |
| PAA                 |       | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 자동차보험손익             |       | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 일반보험손익              |       | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| <b>투자이익</b>         |       | 90.4      | 390.7     | 226.9     | 363.8     |
| 보험금융손익              |       | (4,326.1) | (3,040.5) | (4,745.8) | (5,223.3) |
| 투자서비스손익             |       | 4,416.5   | 3,431.1   | 4,972.7   | 5,587.1   |
| <b>영업이익</b>         |       | 741.3     | 897.0     | 712.8     | 871.7     |
| 영업외손익               |       | 12.1      | 8.0       | 14.5      | 14.5      |
| <b>세전이익</b>         |       | 753.4     | 904.9     | 727.3     | 886.2     |
| 법인세비용               |       | 137.2     | 184.4     | 169.7     | 221.6     |
| <b>당기순이익</b>        |       | 616.3     | 720.6     | 557.6     | 664.7     |
| <b>CSM Movement</b> |       |           |           |           |           |
| 기시                  |       | 9,799     | 9,130     | 8,854     | 9,103     |
| 신계약                 |       | 2,541     | 2,123     | 1,942     | 1,963     |
| 이자부리                |       | 353       | 350       | 353       | 358       |
| 상각                  |       | 888       | 852       | 785       | 793       |
| 조정                  |       | 2,531     | 1,751     | 1,740     | 1,179     |
| 기말                  |       | 9,238     | 9,109     | 8,880     | 9,228     |
| CSM 증감 (YoY, %)     |       |           | (1)       | (3)       | 4         |
| 순증액                 |       | (561)     | (21)      | 25        | 125       |
| <b>K-ICS 비율</b>     |       | 183.8     | 165.0     | 165.8     | 170.2     |
| 지급여력금액              |       | 20,979    | 21,528    | 22,766    | 24,201.6  |
| 지급여력기준금액            |       | 11,414    | 13,049    | 13,732    | 14,217.6  |

투자지표 (I)

|                    | 2022A | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>운용자산 비중 (%)</b> |       |       |       |       |       |
| FVPL               |       | 21.8  | 23.8  | 23.8  | 23.3  |
| FVOCI              |       | 40.7  | 43.2  | 45.6  | 46.0  |
| AC                 |       | 11.8  | 11.0  | 9.8   | 9.8   |
| 대출채권               |       | 16.9  | 14.4  | 13.7  | 13.7  |
| 부동산                |       | 2.9   | 2.1   | 2.0   | 2.0   |
| <b>주요비율 (% 배)</b>  |       |       |       |       |       |
| ROA                |       | 0.3   | 0.6   | 0.4   | 0.5   |
| ROE                |       | 4.5   | 6.6   | 4.9   | 5.1   |
| P/E                |       | 4.0   | 3.0   | 5.2   | 4.4   |
| P/B                |       | 0.22  | 0.21  | 0.23  | 0.21  |

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2022A | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   |
|-----------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| <b>자산총계</b>     |       | 114,793 | 122,135 | 127,103 | 128,595 |
| 운용자산            |       | 97,010  | 105,018 | 108,856 | 110,133 |
| FVPL            |       | 21,134  | 25,014  | 25,874  | 25,658  |
| FVOCI           |       | 39,462  | 45,320  | 49,641  | 50,627  |
| AC              |       | 11,408  | 11,543  | 10,722  | 10,848  |
| 대출채권            |       | 16,378  | 15,156  | 14,938  | 15,113  |
| 부동산             |       | 2,780   | 2,233   | 2,230   | 2,257   |
| 비운용자산           |       | 17,783  | 17,117  | 18,248  | 18,462  |
| <b>부채총계</b>     |       | 103,406 | 111,800 | 114,778 | 115,071 |
| 책임준비금           |       | 83,364  | 92,335  | 95,402  | 95,723  |
| 보험계약부채          |       | 74,287  | 83,046  | 86,139  | 86,466  |
| 잔여보장요소          |       | 71,583  | 80,183  | 83,350  | 83,698  |
| 최선추정            |       | 60,719  | 69,202  | 72,567  | 72,567  |
| 위험조정            |       | 1,621   | 1,868   | 1,903   | 1,903   |
| 보험계약마진          |       | 9,238   | 9,109   | 8,880   | 9,228   |
| 보험료배분접근법        |       | 4       | 4       | 0       | 0       |
| 발생사고요소          |       | 2,704   | 2,863   | 2,790   | 2,767   |
| 최선추정            |       | 2,682   | 2,832   | 2,766   | 2,744   |
| 위험조정            |       | 22      | 31      | 24      | 23      |
| 재보험계약부채         |       | 28      | 34      | 100     | 100     |
| 투자계약부채          |       | 9,049   | 9,254   | 9,262   | 9,258   |
| 기타부채            |       | 20,042  | 19,465  | 19,376  | 19,348  |
| <b>자본총계</b>     |       | 11,387  | 10,335  | 12,326  | 13,524  |
| 자본금             |       | 4,343   | 4,343   | 4,343   | 4,343   |
| 자본잉여금           |       | 485     | 485     | 485     | 485     |
| 신종자본증권          |       | 498     | 1,097   | 3,068   | 3,068   |
| 이익잉여금           |       | 6,307   | 6,886   | 7,790   | 9,162   |
| 해약환급금준비금        |       | 2,505   | 3,631   | 5,275   | 6,191   |
| 자본조정            |       | (1,119) | (1,114) | (1,107) | (1,107) |
| 기타포괄손익누계액       |       | 873     | (1,363) | (2,254) | (2,427) |
| 비지배지분           |       | 0       | 0       | 0       | 0       |

투자지표 (II)

|               | 2022A | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   |
|---------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| <b>주주환원지표</b> |       |         |         |         |         |
| DPS (원)       |       | 150     | 0       | 0       | 0       |
| 증가율(YoY, %)   |       |         | (100)   |         |         |
| 배당성향 (%)      |       | 14.9    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 배당수익률 (%)     |       | 5.3     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 현금배당액 (십억원)   |       | 112.7   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 자기주식수 (천주)    |       | 117,140 | 117,140 | 117,140 | 117,140 |
| 발행주식수 (천주)    |       | 868,530 | 868,530 | 868,530 | 868,530 |
| 자기주식 비중 (%)   |       | 13.5    | 13.5    | 13.5    | 13.5    |
| 자기주식 소각액      |       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 총주주환원율 (%)    |       | 14.9    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |



삼성화재 2Q25  
컨센서스 5% 상회

투자의견 Buy,  
목표주가 530,000원 유지

삼성화재의 보험이익은 17% (YoY) 감소했는데, 장기보험/자동차보험/일반보험이 각각 10%/98%/7% 감소했다. 장기보험은 CSM상각액은 견조했으나 전년동기 보험금예실차가 높았던 기저(2Q24 986억원 → 2Q25 275억원)의 영향으로 감소했다. 신계약 CSM은 4% (YoY) 감소한 7,197억원이었는데, 1분기 해지율 가이드라인 적용으로 낮아졌던 CSM 배수가 2분기 요율 인상에 힘입어 어느정도 회복되었다는 점은 긍정적이다. CSM 배수는 1분기 11.8배에서 2분기 13.7배로 1.9배 상승했다. 연결 기준 투자이익은 57% (YoY) 증가했는데, 안정적인 이자손익과 더불어 부동산 수익증권 처분이익 등이 약 1,500억원 반영된 영향이다.

양호한 신계약과 조정 등에 힘입어 CSM 잔액은 전분기말대비 1.7% 증가한 14조 5,776억원을 기록하여 상대적으로 높은 증가세를 이어가고 있으며, 분기말 예상 K-ICS/기본자본비율은 모두 전분기대비 8%p 상승한 274.5%/166.4%이다.

투자의견 Buy를 유지 및 실적 발표 이후 상향조정한 목표주가 530,000원을 유지한다. 높은 자본비율을 기반으로 추가적인 자본 활용에 따른 주주가치 제고를 기대해볼 수 있다.

삼성화재 분기실적 추이

| (단위: 십억원) | 1Q24    | 2Q24    | 3Q24    | 4Q24    | 1Q25    | 2Q25P   | 3Q25E   | 4Q25E   | 2024      | 2025E     |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
| 보험이익      | 603.8   | 566.8   | 477.0   | 215.0   | 498.8   | 472.0   | 397.5   | 284.4   | 1,849.1   | 1,776.8   |
| (YoY)     | 3%      | -8%     | -11%    | 11%     | -17%    | -17%    | -17%    | 41%     | -4%       | -4%       |
| 일반/VFA    | 446.2   | 458.6   | 429.2   | 243.7   | 419.4   | 414.0   | 388.5   | 352.6   | 1,577.6   | 1,693.8   |
| CSM 상각    | 396.5   | 403.9   | 410.6   | 401.4   | 406.0   | 406.4   | 413.4   | 417.6   | 1,612.3   | 1,658.7   |
| RA 해제     | 34.2    | 43.7    | 44.1    | 43.5    | 44.8    | 47.0    | 47.9    | 47.8    | 165.5     | 184.2     |
| 예실차       | 60.6    | 79.7    | 15.9    | (75.5)  | (16.4)  | 19.0    | 8.6     | (42.7)  | 80.7      | (47.4)    |
| 보험금예실차    | 69.8    | 98.6    | 39.1    | (61.1)  | (23.4)  | 27.5    | 21.5    | (39.5)  | 146.4     | (46.6)    |
| 사업비예실차    | (9.3)   | (18.9)  | (23.2)  | (14.4)  | 7.0     | (8.4)   | (12.8)  | (3.2)   | (65.7)    | (0.8)     |
| 기타        | (45.1)  | (68.7)  | (41.4)  | (125.7) | (15.1)  | (58.5)  | (81.4)  | (70.2)  | (280.9)   | (101.6)   |
| PAA       | 157.6   | 108.2   | 47.8    | (28.7)  | 79.6    | 58.0    | 9.0     | (68.2)  | 271.5     | 83.1      |
| 자동차보험손익   | 102.5   | 46.8    | 14.2    | (67.7)  | 29.9    | 0.8     | (33.0)  | (111.6) | 95.8      | (94.3)    |
| 일반보험손익    | 55.1    | 61.4    | 33.6    | 25.6    | 49.7    | 57.2    | 42.0    | 43.5    | 175.7     | 177.4     |
| 투자이익      | 286.3   | 210.7   | 265.5   | 81.8    | 251.5   | 45.9    | 211.3   | 153.6   | 844.3     | 908.8     |
| (YoY)     | 28%     | 50%     | 1119%   | 271%    | -12%    | -78%    | -20%    | 88%     | 107%      | 8%        |
| 보험금융손익    | (342.9) | (349.3) | (300.8) | (347.3) | (326.0) | (285.7) | (287.1) | (288.5) | (1,340.2) | (1,313.8) |
| 투자서비스손익   | 629.2   | 560.0   | 566.3   | 429.1   | 577.5   | 331.5   | 498.4   | 442.2   | 2,184.5   | 2,222.6   |
| 영업이익      | 890.0   | 777.5   | 742.5   | 296.8   | 750.4   | 517.9   | 608.8   | 438.0   | 2,693.4   | 2,685.6   |
| (YoY)     | 10%     | 2%      | 33%     | 37%     | -16%    | -33%    | -18%    | 55%     | 15%       | 0%        |
| 영업외손익     | 4.7     | 2.3     | 3.5     | 0.2     | 4.6     | 3.8     | (4.2)   | (4.5)   | 10.7      | (10.0)    |
| 세전이익      | 894.7   | 779.8   | 746.0   | 297.0   | 755.0   | 521.6   | 604.6   | 433.5   | 2,704.1   | 2,675.6   |
| 법인세비용     | 210.9   | 186.4   | 188.8   | 70.2    | 199.3   | 123.4   | 151.2   | 108.4   | 656.3     | 679.5     |
| 당기순이익     | 683.9   | 593.3   | 557.2   | 226.8   | 555.6   | 398.2   | 453.5   | 325.1   | 2,047.8   | 1,996.1   |
| (YoY)     | 18%     | -2%     | 38%     | 35%     | -19%    | -33%    | -19%    | 52%     | 17%       | -3%       |
| 연결당기순이익   | 702.0   | 612.4   | 554.6   | 207.9   | 609.0   | 638.4   | 524.0   | 460.2   | 2,076.8   | 2,098.3   |
| 지배주주순이익   | 701.0   | 611.4   | 554.1   | 207.1   | 608.1   | 637.5   | 523.3   | 459.5   | 2,073.6   | 2,095.3   |
| (YoY)     | 15%     | 2%      | 29%     | 18%     | -13%    | 4%      | -6%     | 122%    | 14%       | 1%        |

자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터



포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산              | 2022A | 2023A     | 2024A     | 2025F     | 2026F     |
|---------------------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>보험이익</b>         |       | 1,933.4   | 1,849.1   | 1,652.7   | 1,730.0   |
| 일반/VFA              |       | 1,539.3   | 1,577.6   | 1,574.5   | 1,672.4   |
| CSM 상각              |       | 1,538.5   | 1,612.3   | 1,643.4   | 1,715.1   |
| RA 해제               |       | 150.8     | 165.5     | 187.6     | 191.3     |
| 예실차                 |       | 141.3     | 80.7      | (31.4)    | (16.2)    |
| 보험금예실차              |       | 226.1     | 146.4     | (13.9)    | 153.7     |
| 사업비예실차              |       | (84.8)    | (65.7)    | (17.5)    | (169.9)   |
| 기타                  |       | (291.5)   | (280.9)   | (225.1)   | (217.8)   |
| PAA                 |       | 394.1     | 271.5     | 78.4      | 57.6      |
| 자동차보험손익             |       | 189.9     | 95.8      | (113.9)   | (116.0)   |
| 일반보험손익              |       | 258.6     | 175.7     | 192.3     | 173.6     |
| <b>투자이익</b>         |       | 408.6     | 844.3     | 662.3     | 782.1     |
| 보험금융손익              |       | (1,372.1) | (1,340.2) | (1,187.3) | (1,168.6) |
| 투자서비스손익             |       | 1,780.7   | 2,184.5   | 1,849.6   | 1,950.7   |
| <b>영업이익</b>         |       | 2,342.0   | 2,693.4   | 2,315.0   | 2,512.1   |
| 영업외손익               |       | 19.0      | 10.7      | (0.3)     | (14.4)    |
| <b>세전이익</b>         |       | 2,361.1   | 2,704.1   | 2,314.7   | 2,497.7   |
| 법인세비용               |       | 605.7     | 656.3     | 582.3     | 624.4     |
| <b>당기순이익</b>        |       | 1,755.4   | 2,047.8   | 1,732.4   | 1,873.3   |
| <b>연결당기순이익</b>      |       | 1,821.6   | 2,076.8   | 2,231.6   | 2,381.9   |
| <b>지배주주순이익</b>      |       | 1,818.4   | 2,073.6   | 2,228.4   | 2,378.4   |
| <b>CSM Movement</b> |       |           |           |           |           |
| 기시                  |       | 12,144    | 13,303    | 14,074    | 14,855    |
| 신계약                 |       | 893       | 974       | 800       | 780       |
| 이자부리                |       | 111       | 129       | 129       | 134       |
| 상각                  |       | 384       | 401       | 418       | 436       |
| 조정                  |       | 519       | 810       | 384       | 326       |
| 기말                  |       | 13,307    | 14,074    | 14,855    | 15,521    |
| CSM 증감 (YoY, %)     |       | 10        | 6         | 6         | 4         |
| 순증액                 |       | 1,163     | 771       | 781       | 666       |
| <b>K-ICS 비율</b>     |       | 273.0     | 263.6     | 260.8     | 248.2     |
| 지급여력금액              |       | 23,762    | 24,164    | 25,462    | 25,759.0  |
| 지급여력기준금액            |       | 8,704     | 9,137     | 9,764     | 9,876.1   |

투자지표 (I)

|                    | 2022A | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>운용자산 비중 (%)</b> |       |       |       |       |       |
| FVPL               |       |       | 13.6  | 12.7  | 12.5  |
| FVOCI              |       |       | 44.2  | 45.8  | 46.2  |
| AC                 |       |       | 2.1   | 2.3   | 2.3   |
| 대출채권               |       |       | 32.3  | 32.3  | 32.3  |
| 부동산                |       |       | 3.4   | 2.9   | 2.9   |
| <b>주요비율 (% 배)</b>  |       |       |       |       |       |
| ROA                |       | 1.0   | 2.4   | 2.6   | 2.9   |
| ROE                |       | 6.3   | 13.1  | 14.2  | 15.3  |
| P/E                |       | 6.9   | 8.2   | 9.1   | 8.2   |
| P/B                |       | 0.77  | 1.09  | 1.28  | 1.28  |

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2022A | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   |
|-----------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| <b>자산총계</b>     |       | 85,019  | 87,269  | 83,222  | 83,437  |
| 운용자산            |       | 81,667  | 83,836  | 79,593  | 79,799  |
| FVPL            |       | 10,281  | 11,374  | 10,123  | 9,947   |
| FVOCI           |       | 37,733  | 37,025  | 36,449  | 36,837  |
| AC              |       | 1,732   | 1,725   | 1,814   | 1,818   |
| 대출채권            |       | 27,822  | 27,068  | 25,704  | 25,771  |
| 부동산             |       | 1,755   | 2,840   | 2,286   | 2,292   |
| 비운용자산           |       | 3,279   | 3,343   | 3,629   | 3,638   |
| <b>부채총계</b>     |       | 68,875  | 71,667  | 67,470  | 68,083  |
| 책임준비금           |       | 63,697  | 65,327  | 60,935  | 61,576  |
| 보험계약부채          |       | 51,777  | 51,788  | 47,131  | 47,746  |
| 잔여보장요소          |       | 45,817  | 45,511  | 40,724  | 41,390  |
| 최선추정            |       | 26,717  | 25,345  | 24,047  | 24,047  |
| 위험조정            |       | 1,448   | 1,728   | 1,822   | 1,822   |
| 보험계약마진          |       | 13,303  | 14,074  | 14,855  | 15,521  |
| 보험료배분접근법        |       | 4,349   | 4,363   | 4,320   | 4,320   |
| 발생사고요소          |       | 5,960   | 6,277   | 6,407   | 6,356   |
| 최선추정            |       | 5,748   | 6,062   | 6,182   | 6,133   |
| 위험조정            |       | 212     | 215     | 226     | 224     |
| 재보험계약부채         |       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 투자계약부채          |       | 11,920  | 13,540  | 13,804  | 13,830  |
| 기타부채            |       | 5,178   | 6,340   | 6,535   | 6,506   |
| <b>자본총계</b>     |       | 16,144  | 15,602  | 15,751  | 15,354  |
| 자본금             |       | 26      | 26      | 26      | 26      |
| 자본잉여금           |       | 939     | 939     | 939     | 939     |
| 신종자본증권          |       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 이익잉여금           |       | 12,279  | 13,670  | 13,646  | 14,403  |
| 해약환급금준비금        |       | 1,180   | 2,213   | 3,637   | 4,640   |
| 자본조정            |       | (1,487) | (1,487) | (1,219) | (1,219) |
| 기타포괄손익누계액       |       | 4,357   | 2,418   | 2,324   | 1,170   |
| 비지배지분           |       | 30      | 35      | 35      | 34      |

투자지표 (II)

|               | 2022A | 2023A  | 2024A  | 2025F  | 2026F  |
|---------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주주환원지표</b> |       |        |        |        |        |
| DPS (원)       |       | 16,000 | 19,000 | 22,000 | 24,000 |
| 증가율(YoY, %)   |       | 16     | 19     | 16     | 9      |
| 배당성향 (%)      |       | 35.0   | 36.5   | 39.3   | 40.2   |
| 배당수익률 (%)     |       | 6.1    | 5.3    | 5.0    | 5.5    |
| 현금배당액 (십억원)   |       | 637.3  | 756.7  | 876.2  | 955.9  |
| 자기주식수 (천주)    |       | 7,547  | 7,547  | 6,187  | 4,827  |
| 발행주식수 (천주)    |       | 47,375 | 47,375 | 46,015 | 44,655 |
| 자기주식 비중 (%)   |       | 15.9   | 15.9   | 13.4   | 10.8   |
| 자기주식 소각액      |       | 0      | -      | 596.4  | 596.4  |
| 총주주환원율 (%)    |       | 35.0   | 36.5   | 66.1   | 65.3   |

DB손해보험 2Q25  
컨센서스 2% 상회투자의견 Buy,  
목표주가 160,000원 상향

DB손해보험의 보험이익은 50% (YoY) 감소했는데, 장기보험/자동차보험/일반보험이 각각 35%/53%/적전 감소했다. 장기보험은 CSM상각액은 견조했으나 의료파업 정상화 등의 영향으로 보험금예실차가 부진(2Q24 890억원 → 2Q25 -671억원)했다. 자동차보험은 누적된 요율 인하의 영향으로 부진했으며, 일반보험 역시 산불 및 금호타이어 공장 화재 등의 영향으로 적자전환하는 모습이었다. 신계약 CSM은 15% (YoY) 증가한 7,928억원이었는데, 신계약보험료가 전년동기대비 10% 증가한 동시에 CSM 배수도 향상되었다. 신계약 CSM의 호조에 힘입어 CSM 잔액은 전분기말대비 2.8% 증가한 13조 2,314억원을 기록했다. 투자이익은 102% (YoY) 증가했는데, 우호적인 투자 환경과 동시에 보험금융손익이 큰 폭으로 개선된 영향이다. 분기말 예상 K-ICS 비율은 전분기대비 8.6%p 상승한 213.3%이다.

투자의견 Buy를 유지하고, CSM 증가세를 감안하여 목표주가를 160,000원으로 상향조정한다. 높은 CSM 배수로 높은 수익성 유지 및 주주환원 확대를 기대할 수 있다. 3분기 중 추가 자본 확대가 예정되어 있는데, 향후 K-ICS 비율 220% 초과 시 추가적인 자본 활용처를 검토할 계획이다.

## DB손해보험 분기실적 추이

| (십억원)   | 1Q24    | 2Q24    | 3Q24    | 4Q24    | 1Q25    | 2Q25P  | 3Q25E  | 4Q25E   | 2024    | 2025E   |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 보험이익    | 562.9   | 534.4   | 361.3   | 160.5   | 402.7   | 267.7  | 338.1  | 218.0   | 1,619.1 | 1,226.5 |
| (YoY)   | 23%     | 20%     | -11%    | -34%    | -28%    | -50%   | -6%    | 36%     | 4%      | -24%    |
| 일반/VFA  | 448.4   | 393.2   | 361.0   | 143.1   | 394.0   | 257.0  | 330.7  | 227.5   | 1,345.6 | 1,209.2 |
| CSM 상각  | 322.4   | 331.6   | 336.4   | 307.2   | 322.6   | 326.3  | 335.5  | 345.4   | 1,297.5 | 1,329.8 |
| RA 해제   | 21.1    | 36.5    | 40.9    | 37.4    | 38.0    | 38.2   | 39.1   | 39.1    | 135.9   | 154.4   |
| 예실차     | 71.2    | 83.2    | 77.3    | (58.0)  | 9.1     | (71.2) | (7.4)  | (102.6) | 173.6   | (172.1) |
| 보험금예실차  | 64.4    | 89.0    | 77.2    | (44.7)  | 14.2    | (67.1) | (9.6)  | (90.7)  | 185.8   | (153.3) |
| 사업비예실차  | 6.8     | (5.8)   | 0.1     | (13.2)  | (5.1)   | (4.1)  | 2.2    | (11.8)  | (12.2)  | (18.8)  |
| 기타      | 33.7    | (58.0)  | (93.6)  | (143.5) | 24.3    | (36.3) | (36.5) | (54.4)  | (261.4) | (102.9) |
| PAA     | 114.5   | 141.1   | 0.4     | 17.4    | 8.7     | 10.6   | 7.4    | (9.4)   | 273.5   | 17.4    |
| 자동차보험손익 | 94.2    | 68.0    | 17.7    | (9.0)   | 45.8    | 31.9   | 2.8    | (14.2)  | 170.9   | 66.2    |
| 일반보험손익  | 20.3    | 73.1    | (17.3)  | 26.4    | (37.0)  | (21.3) | 4.6    | 4.8     | 102.5   | (48.9)  |
| 투자이익    | 203.7   | 171.0   | 244.8   | 124.1   | 244.0   | 344.6  | 278.7  | 289.9   | 743.6   | 1,157.3 |
| (YoY)   | 56%     | -2%     | 256%    | 34%     | 20%     | 102%   | 14%    | 134%    | 59%     | 56%     |
| 보험금융손익  | (180.2) | (197.0) | (175.1) | (217.9) | (193.6) | (91.7) | (92.2) | (92.6)  | (770.2) | (470.1) |
| 투자서비스손익 | 383.9   | 368.0   | 419.9   | 341.9   | 437.5   | 436.4  | 370.9  | 382.6   | 1,513.8 | 1,627.4 |
| 영업이익    | 766.6   | 705.4   | 606.1   | 284.6   | 646.7   | 612.3  | 616.8  | 508.0   | 2,362.7 | 2,383.8 |
| (YoY)   | 31%     | 14%     | 28%     | -15%    | -16%    | -13%   | 2%     | 79%     | 17%     | 1%      |
| 영업외손익   | (4.4)   | 12.5    | (3.2)   | (1.8)   | (3.4)   | 4.5    | (13.6) | (14.7)  | 3.2     | (27.2)  |
| 세전이익    | 762.2   | 717.9   | 602.9   | 282.8   | 643.3   | 616.9  | 603.2  | 493.2   | 2,365.8 | 2,356.6 |
| 법인세비용   | 178.8   | 177.3   | 149.1   | 88.5    | 196.3   | 156.9  | 150.8  | 123.3   | 593.6   | 627.4   |
| 당기순이익   | 583.4   | 540.7   | 453.9   | 194.3   | 447.0   | 459.9  | 452.4  | 369.9   | 1,772.2 | 1,729.2 |
| (YoY)   | 30%     | 16%     | 25%     | -26%    | -23%    | -15%   | 0%     | 90%     | 15%     | -2%     |

자료: DB손해보험, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산              | 2022A | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F    |
|---------------------|-------|---------|---------|---------|----------|
| <b>보험이익</b>         |       | 1,550.0 | 1,619.1 | 1,226.5 | 1,470.8  |
| 일반/VFA              |       | 1,351.3 | 1,345.6 | 1,209.2 | 1,311.6  |
| CSM 상각              |       | 1,261.9 | 1,297.5 | 1,329.8 | 1,430.8  |
| RA 해제               |       | 114.2   | 135.9   | 154.4   | 156.2    |
| 예실차                 |       | 255.0   | 173.6   | (172.1) | (133.4)  |
| 보험금예실차              |       | 258.3   | 185.8   | (153.3) | (142.1)  |
| 사업비예실차              |       | (3.3)   | (12.2)  | (18.8)  | 8.7      |
| 기타                  |       | (279.9) | (261.4) | (102.9) | (141.9)  |
| PAA                 |       | 198.7   | 273.5   | 17.4    | 159.2    |
| 자동차보험손익             |       | 321.1   | 170.9   | 66.2    | 138.8    |
| 일반보험손익              |       | (122.4) | 102.5   | (48.9)  | 20.3     |
| <b>투자이익</b>         |       | 466.8   | 743.6   | 1,157.3 | 1,019.9  |
| 보험금융손익              |       | (788.8) | (770.2) | (470.1) | (375.2)  |
| 투자서비스손익             |       | 1,255.6 | 1,513.8 | 1,627.4 | 1,395.2  |
| <b>영업이익</b>         |       | 2,016.8 | 2,362.7 | 2,383.8 | 2,490.7  |
| 영업외손익               |       | 8.5     | 3.2     | (27.2)  | (58.3)   |
| <b>세전이익</b>         |       | 2,025.3 | 2,365.8 | 2,356.6 | 2,432.4  |
| 법인세비용               |       | 488.5   | 593.6   | 627.4   | 608.1    |
| <b>당기순이익</b>        |       | 1,536.7 | 1,772.2 | 1,729.2 | 1,824.3  |
| <b>CSM Movement</b> |       |         |         |         |          |
| 기시                  |       | 11,643  | 12,152  | 12,232  | 13,631   |
| 신계약                 |       | 720     | 897     | 816     | 832      |
| 이자부리                |       | 99      | 117     | 118     | 126      |
| 상각                  |       | 326     | 307     | 345     | 369      |
| 조정                  |       | 794     | 1,650   | 577     | 637      |
| 기말                  |       | 12,152  | 12,232  | 13,631  | 14,488   |
| CSM 증감 (YoY, %)     |       | 4       | 1       | 11      | 6        |
| 순증액                 |       | 509     | 79      | 1,399   | 857      |
| <b>K-ICS 비율</b>     |       | 233.1   | 203.2   | 218.6   | 220.8    |
| 지급여력금액              |       | 19,575  | 19,100  | 22,005  | 23,204.6 |
| 지급여력기준금액            |       | 8,396   | 9,400   | 10,065  | 10,507.9 |

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산      | 2022A | 2023A  | 2024A   | 2025F   | 2026F   |
|-------------|-------|--------|---------|---------|---------|
| <b>자산총계</b> |       | 48,514 | 52,859  | 55,364  | 57,222  |
| 운용자산        |       | 44,932 | 49,627  | 51,593  | 53,325  |
| FVPL        |       | 11,174 | 11,407  | 12,606  | 12,770  |
| FVOCI       |       | 19,545 | 22,226  | 21,285  | 22,176  |
| AC          |       | 0      | 0       | 0       | 0       |
| 대출채권        |       | 11,177 | 13,022  | 14,396  | 14,879  |
| 부동산         |       | 1,181  | 1,203   | 1,207   | 1,248   |
| 비운용자산       |       | 3,571  | 3,219   | 3,771   | 3,897   |
| <b>부채총계</b> |       | 39,838 | 44,443  | 47,384  | 48,346  |
| 책임준비금       |       | 36,769 | 41,063  | 43,683  | 44,652  |
| 보험계약부채      |       | 29,395 | 31,937  | 33,750  | 34,571  |
| 잔여보장요소      |       | 24,596 | 27,185  | 28,650  | 29,512  |
| 최선추정        |       | 8,857  | 10,922  | 10,792  | 10,792  |
| 위험조정        |       | 1,351  | 1,675   | 1,782   | 1,782   |
| 보험계약마진      |       | 11,351 | 11,516  | 12,974  | 13,831  |
| 보험료배분접근법    |       | 3,037  | 3,071   | 3,102   | 3,107   |
| 발생사고요소      |       | 4,799  | 4,753   | 5,100   | 5,059   |
| 최선추정        |       | 4,575  | 4,544   | 4,867   | 4,828   |
| 위험조정        |       | 224    | 208     | 233     | 231     |
| 재보험계약부채     |       | 1      | 1       | 1       | 1       |
| 투자계약부채      |       | 7,372  | 9,125   | 9,933   | 10,081  |
| 기타부채        |       | 3,069  | 3,379   | 3,701   | 3,694   |
| <b>자본총계</b> |       | 8,676  | 8,416   | 7,980   | 8,876   |
| 자본금         |       | 35     | 35      | 35      | 35      |
| 자본잉여금       |       | 38     | 38      | 38      | 38      |
| 신종자본증권      |       | 0      | 0       | 0       | 0       |
| 이익잉여금       |       | 8,651  | 10,105  | 10,662  | 12,002  |
| 해약환급금준비금    |       | 2,646  | 3,239   | 4,176   | 4,963   |
| 자본조정        |       | (152)  | (152)   | (152)   | (152)   |
| 기타포괄손익누계액   |       | 104    | (1,609) | (2,603) | (3,047) |
| 비지배지분       |       | 0      | 0       | 0       | 0       |

투자지표 (I)

|                    | 2022A | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>운용자산 비중 (%)</b> |       |       |       |       |       |
| FVPL               |       | 24.9  | 22.8  | 22.4  | 22.4  |
| FVOCI              |       | 43.5  | 46.7  | 47.1  | 47.1  |
| AC                 |       | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 대출채권               |       | 24.9  | 24.7  | 24.7  | 24.7  |
| 부동산                |       | 2.6   | 2.5   | 2.5   | 2.5   |
| <b>주요비율 (% 배)</b>  |       |       |       |       |       |
| ROA                |       | 0.9   | 3.5   | 3.2   | 3.2   |
| ROE                |       | 17.2  | 20.7  | 21.1  | 21.6  |
| P/E                |       | 3.9   | 4.1   | 5.2   | 5.0   |
| P/B                |       | 0.68  | 0.86  | 1.13  | 1.02  |

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표 (II)

|               | 2022A | 2023A  | 2024A  | 2025F  | 2026F  |
|---------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주주환원지표</b> |       |        |        |        |        |
| DPS (원)       |       | 5,300  | 6,800  | 7,500  | 8,500  |
| 증가율(YoY, %)   |       | 15     | 28     | 10     | 13     |
| 배당성향 (%)      |       | 20.7   | 23.0   | 26.0   | 28.0   |
| 배당수익률 (%)     |       | 6.3    | 6.6    | 5.9    | 6.6    |
| 현금배당액 (십억원)   |       | 318.2  | 408.3  | 450.3  | 510.4  |
| 자기주식수 (천주)    |       | 10,757 | 10,757 | 10,757 | 10,757 |
| 발행주식수 (천주)    |       | 70,800 | 70,800 | 70,800 | 70,800 |
| 자기주식 비중 (%)   |       | 15.2   | 15.2   | 15.2   | 15.2   |
| 자기주식 소각액      |       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 총주주환원율 (%)    |       | 20.7   | 23.0   | 26.0   | 28.0   |

현대해상 2Q25  
컨센서스 8% 하회

투자의견 Outperform,  
목표주가 31,000원 상향

현대해상의 보험손익은 43% (YoY) 감소했는데, 장기보험/자동차보험/일반보험이 각각 37%/98%/39% 감소했다. 장기보험은 CSM상각액은 견조했으나 전년동기 보험금예실차가 크게 감소(2Q24 468억원 → 2Q25 -838억원)하며 부진했다. 신계약 CSM은 21% (YoY) 증가한 5,257억원이었는데, 요율 인상 등에 힘입어 CSM 배수가 상승했기 때문이다. CSM 배수는 전년동기 14.5배에서 17.4배로 2.9배 상승했는데, 상대적으로 낮은 요율 인상의 효과가 점차 반영되고 있다. 신계약 CSM 호조에 힘입어 CSM 잔액은 전분기말대비 2.9% 증가한 9조 3,769억원을 기록했다. 투자손익은 이자수익 증가 등에 힘입어 35% (YoY) 증가했다. 분기말 예상 K-ICS 비율은 전분기대비 11%p 상승한 170%이다.

투자의견 Outperform을 유지하고, 목표주가는 기존 26,000원에서 31,000원으로 상향조정한다. 주주환원은 여전히 불확실하나 수익성 중심의 상품 전략으로 CSM 배수 및 잔액이 향상되고 있는 바 점진적으로 펀더멘털 개선이 이루어질 것으로 예상된다.

현대해상 분기실적 추이

| (십억원)   | 1Q24    | 2Q24    | 3Q24    | 4Q24    | 1Q25    | 2Q25P   | 3Q25E   | 4Q25E   | 2024    | 2025E   |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 보험이익    | 532.9   | 375.9   | 182.0   | (47.8)  | 175.9   | 212.7   | 275.2   | 77.2    | 1,043.1 | 741.0   |
| (YoY)   | 117%    | 122%    | -46%    | 적지      | -67%    | -43%    | 51%     | 흑전      | 98%     | -29%    |
| 일반/VFA  | 443.6   | 290.2   | 141.9   | (10.4)  | 114.3   | 184.1   | 218.7   | 109.7   | 865.3   | 626.8   |
| CSM 상각  | 239.1   | 237.4   | 240.1   | 216.2   | 234.2   | 239.6   | 246.6   | 255.4   | 932.8   | 975.8   |
| RA 해제   | 34.7    | 31.8    | 32.0    | 33.9    | 30.8    | 32.8    | 33.0    | 33.0    | 132.5   | 129.7   |
| 예실차     | (47.0)  | 31.6    | (98.5)  | (98.5)  | (155.5) | (81.2)  | (58.2)  | (137.0) | (212.4) | (431.9) |
| 보험금예실차  | (31.3)  | 46.8    | (93.3)  | (110.6) | (157.0) | (83.8)  | (70.7)  | (166.2) | (188.3) | (477.6) |
| 사업비예실차  | (15.8)  | (15.2)  | (5.2)   | 12.1    | 1.5     | 2.6     | 12.5    | 29.1    | (24.1)  | 45.7    |
| 기타      | 216.8   | (10.6)  | (31.8)  | (162.0) | 4.8     | (7.1)   | (2.8)   | (41.8)  | 12.4    | (46.8)  |
| PAA     | 89.3    | 85.8    | 40.1    | (37.4)  | 61.6    | 28.5    | 56.5    | (32.5)  | 177.8   | 114.2   |
| 자동차보험손익 | 42.4    | 40.1    | 13.2    | (76.5)  | 15.7    | 0.9     | 7.5     | (81.7)  | 19.2    | (57.7)  |
| 일반보험손익  | 46.9    | 45.7    | 27.0    | 39.1    | 45.9    | 27.6    | 49.0    | 49.2    | 158.6   | 171.8   |
| 투자이익    | 108.2   | 95.9    | 109.1   | 38.8    | 107.0   | 129.5   | 128.1   | 127.6   | 352.1   | 492.2   |
| (YoY)   | -38%    | 18%     | 94%     | -72%    | -1%     | 35%     | 17%     | 229%    | -22%    | 40%     |
| 보험금융손익  | (211.6) | (209.1) | (196.0) | (239.6) | (210.0) | (186.9) | (187.8) | (188.8) | (856.4) | (773.5) |
| 투자서비스손익 | 319.9   | 305.0   | 305.1   | 278.4   | 317.0   | 316.4   | 316.0   | 316.4   | 1,208.4 | 1,265.7 |
| 영업이익    | 641.1   | 471.8   | 291.2   | (9.0)   | 282.9   | 342.1   | 403.3   | 204.8   | 1,395.2 | 1,233.1 |
| (YoY)   | 53%     | 88%     | -26%    | 적지      | -56%    | -27%    | 39%     | 흑전      | 43%     | -12%    |
| 영업외손익   | (9.1)   | (5.8)   | (5.2)   | (8.5)   | (10.6)  | (9.5)   | 0.0     | 0.0     | (28.7)  | (20.1)  |
| 세전이익    | 632.0   | 466.0   | 285.9   | (17.5)  | 272.3   | 332.6   | 403.3   | 204.8   | 1,366.4 | 1,213.0 |
| 법인세비용   | 154.7   | 110.3   | 72.5    | (1.8)   | 69.1    | 84.8    | 100.8   | 51.2    | 335.8   | 305.9   |
| 당기순이익   | 477.3   | 355.7   | 213.4   | (15.7)  | 203.2   | 247.8   | 302.5   | 153.6   | 1,030.7 | 907.1   |
| (YoY)   | 51%     | 96%     | -26%    | 적지      | -57%    | -30%    | 42%     | 흑전      | 33%     | -12%    |

자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산              | 2022A | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F    |
|---------------------|-------|---------|---------|---------|----------|
| <b>보험이익</b>         |       | 526.5   | 1,043.1 | 741.0   | 977.4    |
| 일반/VFA              |       | 248.8   | 865.3   | 626.8   | 894.6    |
| CSM 상각              |       | 872.9   | 932.8   | 975.8   | 1,129.0  |
| RA 해제               |       | 130.0   | 132.5   | 129.7   | 132.1    |
| 예실차                 |       | (205.7) | (212.4) | (431.9) | (299.1)  |
| 보험금예실차              |       | (194.6) | (188.3) | (477.6) | (355.8)  |
| 사업비예실차              |       | (11.1)  | (24.1)  | 45.7    | 56.7     |
| 기타                  |       | (548.4) | 12.4    | (46.8)  | (67.4)   |
| PAA                 |       | 277.7   | 177.8   | 114.2   | 82.8     |
| 자동차보험손익             |       | 201.2   | 19.2    | (57.7)  | (61.1)   |
| 일반보험손익              |       | 76.4    | 158.6   | 171.8   | 144.0    |
| <b>투자이익</b>         |       | 450.8   | 352.1   | 492.2   | 499.9    |
| 보험금융손익              |       | (828.3) | (856.4) | (773.5) | (764.6)  |
| 투자서비스손익             |       | 1,279.1 | 1,208.4 | 1,265.7 | 1,264.4  |
| <b>영업이익</b>         |       | 977.3   | 1,395.2 | 1,233.1 | 1,477.2  |
| 영업외손익               |       | (24.4)  | (28.7)  | (20.1)  | 0.0      |
| <b>세전이익</b>         |       | 952.9   | 1,366.4 | 1,213.0 | 1,477.2  |
| 법인세비용               |       | 180.6   | 335.8   | 305.9   | 369.3    |
| <b>당기순이익</b>        |       | 772.3   | 1,030.7 | 907.1   | 1,107.9  |
| <b>CSM Movement</b> |       |         |         |         |          |
| 기시                  |       | 8,319   | 9,079   | 8,248   | 10,108   |
| 신계약                 |       | 357     | 496     | 516     | 535      |
| 이자부리                |       | 70      | 83      | 85      | 99       |
| 상각                  |       | 237     | 216     | 255     | 298      |
| 조정                  |       | (21)    | 1,436   | (50)    | (58)     |
| 기말                  |       | 9,079   | 8,248   | 10,108  | 11,710   |
| CSM 증감 (YoY, %)     |       | 9       | (9)     | 23      | 16       |
| 순증액                 |       | 759     | (831)   | 1,860   | 1,602    |
| <b>K-ICS 비율</b>     |       | 173.2   | 155.8   | 169.0   | 169.0    |
| 지급여력금액              |       | 12,074  | 11,984  | 12,774  | 12,916.3 |
| 지급여력기준금액            |       | 6,972   | 7,442   | 7,790   | 8,123.2  |

투자지표 (I)

|                    | 2022A | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>운용자산 비중 (%)</b> |       |       |       |       |       |
| FVPL               |       | 19.6  | 18.5  | 18.1  | 17.7  |
| FVOCI              |       | 47.0  | 49.5  | 49.9  | 50.3  |
| AC                 |       | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 대출채권               |       | 25.1  | 22.4  | 25.3  | 26.1  |
| 부동산                |       | 2.6   | 2.7   | 2.7   | 2.7   |
| <b>주요비율 (% 배)</b>  |       |       |       |       |       |
| ROA                |       | 0.5   | 2.2   | 1.9   | 2.3   |
| ROE                |       | 9.9   | 18.7  | 19.1  | 24.2  |
| P/E                |       | 3.6   | 2.4   | 2.7   | 2.2   |
| P/B                |       | 0.45  | 0.50  | 0.54  | 0.54  |

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산      | 2022A | 2023A  | 2024A   | 2025F   | 2026F   |
|-------------|-------|--------|---------|---------|---------|
| <b>자산총계</b> |       | 43,758 | 47,978  | 50,109  | 51,904  |
| 운용자산        |       | 41,500 | 45,787  | 47,625  | 49,331  |
| FVPL        |       | 8,130  | 8,453   | 8,485   | 8,615   |
| FVOCI       |       | 19,515 | 22,671  | 25,321  | 26,439  |
| AC          |       | 0      | 0       | 0       | 0       |
| 대출채권        |       | 10,397 | 10,246  | 10,019  | 10,059  |
| 부동산         |       | 1,092  | 1,234   | 1,237   | 1,281   |
| 비운용자산       |       | 2,241  | 2,168   | 2,484   | 2,573   |
| <b>부채총계</b> |       | 37,641 | 43,051  | 45,437  | 47,047  |
| 책임준비금       |       | 34,817 | 38,302  | 40,625  | 42,276  |
| 보험계약부채      |       | 31,527 | 34,802  | 37,082  | 38,717  |
| 잔여보장요소      |       | 27,226 | 30,166  | 32,280  | 33,953  |
| 최선추정        |       | 12,970 | 16,462  | 16,663  | 16,663  |
| 위험조정        |       | 1,586  | 1,908   | 1,941   | 1,941   |
| 보험계약마진      |       | 9,142  | 8,305   | 10,153  | 11,756  |
| 보험료배분접근법    |       | 3,527  | 3,490   | 3,523   | 3,594   |
| 발생사고요소      |       | 4,301  | 4,636   | 4,802   | 4,764   |
| 최선추정        |       | 4,134  | 4,451   | 4,609   | 4,572   |
| 위험조정        |       | 167    | 185     | 193     | 192     |
| 재보험계약부채     |       | 0      | 0       | 0       | 0       |
| 투자계약부채      |       | 3,290  | 3,500   | 3,543   | 3,560   |
| 기타부채        |       | 2,825  | 4,749   | 4,813   | 4,771   |
| <b>자본총계</b> |       | 6,117  | 4,927   | 4,672   | 4,857   |
| 자본금         |       | 45     | 45      | 45      | 45      |
| 자본잉여금       |       | 113    | 113     | 113     | 113     |
| 신종자본증권      |       | 0      | 0       | 0       | 0       |
| 이익잉여금       |       | 6,526  | 7,391   | 8,092   | 8,815   |
| 해약환급금준비금    |       | 3,422  | 4,018   | 4,458   | 4,816   |
| 자본조정        |       | (69)   | (68)    | (68)    | (68)    |
| 기타포괄손익누계액   |       | (498)  | (2,554) | (3,510) | (4,049) |
| 비지배지분       |       | 0      | 0       | 0       | 0       |

투자지표 (II)

|               | 2022A | 2023A  | 2024A  | 2025F  | 2026F  |
|---------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주주환원지표</b> |       |        |        |        |        |
| DPS (원)       |       | 2,063  | 0      | 0      | 0      |
| 증가율(YoY, %)   |       |        |        |        |        |
| 배당성향 (%)      |       | 20.1   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 배당수익률 (%)     |       | 6.7    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 현금배당액 (십억원)   |       | 161.8  | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 자기주식수 (천주)    |       | 10,986 | 10,986 | 10,986 | 10,986 |
| 발행주식수 (천주)    |       | 89,400 | 89,400 | 89,400 | 89,400 |
| 자기주식 비중 (%)   |       | 12.3   | 12.3   | 12.3   | 12.3   |
| 자기주식 소각액      |       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 총주주환원율 (%)    |       | 20.1   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |

### 한화손해보험 2Q25 컨센서스 10% 하회

### 투자의견 Outperform, 목표주가 6,500원 상향

한화손해보험의 2분기 보험이익은 31% (YoY) 감소했는데, CSM 상각액은 증가세를 이어 갔으나 의료이용률 상승 및 암진단 등 보험금 청구 증가로 인해 보험금예실차가 악화된 영향이다(2Q24 258억원 → 2Q25 -242억원). 자동차보험손익은 사고율 개선에도 누적된 요율 인하와 신계약비 증가 등으로 적자전환했으며, 일반보험손익은 매출 증가에도 일부 고액사고의 영향으로 전년동기대비 61% 감소했다. 투자이익은 전년동기대비 17% 감소 했으나 안정적인 흐름인 것으로 판단한다. 신계약 CSM은 56% (YoY) 증가한 2,619억원 이었는데, 신계약 보험료 및 CSM 배수가 모두 개선되며 업종 내 최고 수준의 증가세를 기록했다. 신계약 호조에 힘입어 CSM 잔액은 전분기대비 3.7% 증가한 4조 1,228억원을 기록했다. 2분기말 예상 K-ICS/기본자본 비율은 각각 전분기말대비 2%p/12%p 하락한 180%/62%인데, 캐롯손해보험 인수 등의 영향이다.

투자의견 Outperform을 유지하고, 목표주가는 6,500원으로 상향조정한다. 2분기 실적은 보험금예실차 부진으로 기대치를 하회했으나, 여성보험 강화 등 전략적인 판단이 높은 신 계약 CSM 증가율로 이어지고 있는 모습이다. 제도 개선이 이루어지지 않을 경우 배당 불확실성은 여전히 남아있으나 성장에 대한 기대감은 높아지고 있다.

### 한화손해보험 분기실적 추이

| (단위: 십억원) | 1Q24    | 2Q24   | 3Q24    | 4Q24   | 1Q25    | 2Q25P   | 3Q25E   | 4Q25E   | 2024    | 2025E   |
|-----------|---------|--------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 보험이익      | 149.4   | 136.0  | 88.2    | 24.5   | 135.3   | 94.3    | 99.7    | 81.5    | 398.2   | 410.7   |
| (YoY)     | 63%     | 25%    | 56%     | -30%   | -9%     | -31%    | 13%     | 232%    | 36%     | 3%      |
| 일반/VFA    | 137.3   | 117.0  | 89.7    | 33.2   | 133.4   | 93.8    | 95.8    | 80.7    | 377.2   | 403.7   |
| CSM 상각    | 102.7   | 102.6  | 101.4   | 103.1  | 104.7   | 105.5   | 109.4   | 110.8   | 409.7   | 430.4   |
| RA 해제     | 18.8    | 19.2   | 19.5    | 20.1   | 19.3    | 19.2    | 19.5    | 19.5    | 77.6    | 77.4    |
| 예실차       | 41.2    | 23.6   | (7.2)   | (59.4) | (16.7)  | (24.7)  | (26.0)  | (46.1)  | (1.9)   | (113.5) |
| 보험금예실차    | 34.9    | 25.8   | (5.9)   | (42.5) | (14.5)  | (24.2)  | (26.4)  | (30.2)  | 12.3    | (95.3)  |
| 사업비예실차    | 6.4     | (2.2)  | (1.3)   | (17.0) | (2.2)   | (0.5)   | 0.5     | (15.9)  | (14.2)  | (18.1)  |
| 기타        | (25.4)  | (28.4) | (24.0)  | (30.5) | 26.0    | (6.1)   | (7.1)   | (3.4)   | (108.3) | 9.4     |
| PAA       | 12.2    | 19.1   | (1.5)   | (8.7)  | 1.9     | 0.4     | 3.9     | 0.8     | 21.0    | 7.0     |
| 자동차보험손익   | (3.7)   | 2.8    | (0.3)   | (8.8)  | (3.9)   | (5.9)   | 0.3     | (2.8)   | (10.0)  | (12.3)  |
| 일반보험손익    | 15.9    | 16.2   | (1.2)   | 0.1    | 5.8     | 6.3     | 3.6     | 3.6     | 31.1    | 19.3    |
| 투자이익      | 22.9    | 28.3   | 37.9    | 18.7   | 52.3    | 23.6    | 23.3    | 20.0    | 107.8   | 119.2   |
| (YoY)     | -28%    | 10%    | 230%    | -23%   | 129%    | -17%    | -38%    | 7%      | 15%     | 11%     |
| 보험금융손익    | (100.5) | (97.4) | (101.8) | (97.7) | (106.9) | (106.9) | (107.4) | (108.0) | (397.4) | (429.2) |
| 투자서비스손익   | 123.4   | 125.7  | 139.7   | 116.5  | 159.2   | 130.5   | 130.7   | 128.0   | 505.2   | 548.4   |
| 영업이익      | 172.3   | 164.4  | 126.1   | 43.3   | 187.6   | 117.8   | 123.0   | 101.5   | 506.1   | 529.9   |
| (YoY)     | 40%     | 22%    | 85%     | -27%   | 9%      | -28%    | -2%     | 135%    | 31%     | 5%      |
| 영업외손익     | 1.1     | (3.8)  | 2.5     | (0.7)  | (0.2)   | (2.5)   | (3.3)   | (3.8)   | (0.9)   | (9.8)   |
| 세전이익      | 173.4   | 160.6  | 128.6   | 42.6   | 187.4   | 115.3   | 119.7   | 97.7    | 505.2   | 520.1   |
| 법인세비용     | 48.6    | 30.7   | 37.6    | 6.1    | 44.7    | 35.4    | 29.9    | 24.4    | 122.9   | 134.4   |
| 당기순이익     | 124.9   | 129.9  | 91.0    | 36.5   | 142.7   | 79.9    | 89.7    | 73.3    | 382.3   | 385.6   |
| (YoY)     | 25%     | 26%    | 77%     | -1%    | 14%     | -38%    | -1%     | 101%    | 32%     | 1%      |

자료: 한화손해보험, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산              | 2022A | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   |
|---------------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| <b>보험이익</b>         |       | 292.1   | 398.2   | 410.7   | 500.7   |
| 일반/VFA              |       | 282.6   | 377.2   | 403.7   | 485.2   |
| CSM 상각              |       | 388.0   | 409.7   | 430.4   | 469.7   |
| RA 해제               |       | 76.2    | 77.6    | 77.4    | 77.8    |
| 예실차                 |       | (61.6)  | (1.9)   | (113.5) | (60.5)  |
| 보험금예실차              |       | (8.4)   | 12.3    | (95.3)  | (39.7)  |
| 사업비예실차              |       | (53.1)  | (14.2)  | (18.1)  | (20.9)  |
| 기타                  |       | (120.0) | (108.3) | 9.4     | (1.8)   |
| PAA                 |       | 9.5     | 21.0    | 7.0     | 15.5    |
| 자동차보험손익             |       | 23.8    | (10.0)  | (12.3)  | 0.7     |
| 일반보험손익              |       | (14.3)  | 31.1    | 19.3    | 14.8    |
| <b>투자이익</b>         |       | 93.5    | 107.8   | 119.2   | 122.2   |
| 보험금융손익              |       | (403.7) | (397.4) | (429.2) | (437.3) |
| 투자서비스손익             |       | 497.2   | 505.2   | 548.4   | 559.5   |
| <b>영업이익</b>         |       | 385.6   | 506.1   | 529.9   | 622.9   |
| 영업외손익               |       | (0.1)   | (0.9)   | (9.8)   | (15.2)  |
| <b>세전이익</b>         |       | 385.5   | 505.2   | 520.1   | 607.7   |
| 법인세비용               |       | 94.8    | 122.9   | 134.4   | 151.9   |
| <b>당기순이익</b>        |       | 290.7   | 382.3   | 385.6   | 455.8   |
| <b>CSM Movement</b> |       |         |         |         |         |
| 기시                  |       | 3,728   | 3,927   | 3,803   | 4,241   |
| 신계약                 |       | 678     | 741     | 899     | 939     |
| 이자부리                |       | 137     | 150     | 156     | 172     |
| 상각                  |       | 388     | 410     | 430     | 470     |
| 조정                  |       | 228     | 605     | 187     | 188     |
| 기말                  |       | 3,927   | 3,803   | 4,241   | 4,695   |
| CSM 증감 (YoY, %)     |       | 5       | (3)     | 12      | 11      |
| 순증액                 |       | 200     | (124)   | 438     | 454     |
| <b>K-ICS 비율</b>     |       | 183.3   | 174.0   | 175.7   | 181.4   |
| 지급여력금액              |       | 5,506   | 5,419   | 5,763   | 6,185   |
| 지급여력기준금액            |       | 3,004   | 3,197   | 3,280   | 3,409   |

투자지표 (I)

|                     | 2022A | 2023A | 2024A | 2025F  | 2026F  |
|---------------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| <b>운용자산 비중 (%)</b>  |       |       |       |        |        |
| FVPL                |       | 27.9  | 23.2  | 22.8   | 22.3   |
| FVOCI               |       | 48.3  | 55.0  | 55.4   | 55.8   |
| AC                  |       | 0.0   | 0.0   | 0.0    | 0.0    |
| 대출채권                |       | 18.2  | 15.5  | 15.9   | 15.5   |
| 부동산                 |       | 1.5   | 1.9   | (14.2) | (13.7) |
| <b>주요비율 (% , 배)</b> |       |       |       |        |        |
| ROA                 |       | 0.2   | 2.0   | 1.9    | 2.1    |
| ROE                 |       | 17.1  | 11.8  | 12.3   | 13.5   |
| P/E                 |       | 1.6   | 1.8   | 1.7    | 1.5    |
| P/B                 |       | 0.14  | 0.22  | 0.21   | 0.19   |

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2022A | 2023A  | 2024A  | 2025F   | 2026F   |
|-----------------|-------|--------|--------|---------|---------|
| <b>자산총계</b>     |       | 17,998 | 19,753 | 20,770  | 21,660  |
| 운용자산            |       | 17,018 | 18,827 | 19,718  | 20,563  |
| FVPL            |       | 4,746  | 4,377  | 4,506   | 4,606   |
| FVOCI           |       | 8,215  | 10,346 | 10,869  | 11,426  |
| AC              |       | 0      | 0      | 0       | 0       |
| 대출채권            |       | 3,089  | 2,918  | 2,919   | 2,931   |
| 부동산             |       | 252    | 350    | (2,393) | (2,380) |
| 비운용자산           |       | 980    | 926    | 1,051   | 1,096   |
| <b>부채총계</b>     |       | 14,592 | 16,673 | 17,591  | 18,066  |
| 책임준비금           |       | 13,510 | 15,271 | 15,903  | 16,347  |
| 보험계약부채          |       | 13,443 | 15,198 | 15,903  | 16,347  |
| 잔여보장요소          |       | 11,692 | 13,464 | 14,130  | 14,588  |
| 최선추정            |       | 6,150  | 8,106  | 8,275   | 8,275   |
| 위험조정            |       | 961    | 911    | 943     | 943     |
| 보험계약마진          |       | 3,927  | 3,803  | 4,241   | 4,695   |
| 보험료배분접근법        |       | 654    | 644    | 670     | 674     |
| 발생사고요소          |       | 1,751  | 1,734  | 1,774   | 1,759   |
| 최선추정            |       | 1,666  | 1,664  | 1,700   | 1,686   |
| 위험조정            |       | 85     | 70     | 74      | 73      |
| 재보험계약부채         |       | 0      | 1      | 2       | 2       |
| 투자계약부채          |       | 67     | 72     | 71      | 71      |
| 기타부채            |       | 1,082  | 1,402  | 1,688   | 1,718   |
| <b>자본총계</b>     |       | 3,406  | 3,079  | 3,178   | 3,594   |
| 자본금             |       | 774    | 774    | 774     | 774     |
| 자본잉여금           |       | 67     | 69     | 70      | 70      |
| 신종자본증권          |       | 234    | 234    | 234     | 234     |
| 이익잉여금           |       | 2,313  | 2,642  | 3,000   | 3,430   |
| 해약환급금준비금        |       | 1,790  | 2,034  | 2,203   | 2,494   |
| 자본조정            |       | (1)    | (5)    | (5)     | (5)     |
| 기타포괄손익누계액       |       | 19     | (634)  | (894)   | (909)   |
| 비지배지분           |       | 0      | 0      | 0       | 0       |

투자지표 (II)

|               | 2022A | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   |
|---------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| <b>주주환원지표</b> |       |         |         |         |         |
| DPS (원)       |       | 200     | 0       | 0       | 0       |
| 증가율(YoY, %)   |       |         | (100)   |         |         |
| 배당성향 (%)      |       | 8.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 배당수익률 (%)     |       | 4.9     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 현금배당액 (십억원)   |       | 23.3    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 자기주식수 (천주)    |       | 118     | 1,118   | 1,118   | 1,118   |
| 발행주식수 (천주)    |       | 116,739 | 116,739 | 116,739 | 116,739 |
| 자기주식 비중 (%)   |       | 0.1     | 1.0     | 1.0     | 1.0     |
| 자기주식 소각액      |       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 총주주환원율 (%)    |       | 8.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |



투자 의견 변동내역 (2개년)

| 종목명              | 일자         | 투자 의견                    | 목표<br>주가 | 목표<br>가격<br>대상<br>시점 | 과리율(%)         |                |
|------------------|------------|--------------------------|----------|----------------------|----------------|----------------|
|                  |            |                          |          |                      | 평균<br>주가<br>대비 | 최고<br>주가<br>대비 |
| 삼성생명<br>(032830) | 2024-10-30 | Buy(Initiate)            | 140,000원 | 6개월                  | -27.18         | -25.07         |
|                  | 2024-11-18 | Buy(Maintain)            | 140,000원 | 6개월                  | -26.94         | -22.29         |
|                  | 2024-11-19 | Buy(Maintain)            | 140,000원 | 6개월                  | -36.24         | -24.29         |
|                  | 2024-01-09 | Buy(Maintain)            | 140,000원 | 6개월                  | -30.19         | -22.14         |
|                  | 2025-02-03 | Buy(Maintain)            | 140,000원 | 6개월                  | -34.25         | -22.14         |
|                  | 2025-05-26 | Buy(Maintain)            | 140,000원 | 6개월                  | -28.75         | -22.29         |
|                  | 2025-06-05 | Buy(Maintain)            | 160,000원 | 6개월                  | -20.55         | -12.06         |
|                  | 2025-08-14 | Buy(Maintain)            | 160,000원 | 6개월                  | -20.55         | -12.06         |
|                  | 2025-08-18 | Buy(Maintain)            | 160,000원 | 6개월                  |                |                |
| 한화생명<br>(088350) | 2024-10-30 | Outperform<br>(Initiate) | 3,500원   | 6개월                  | -17.20         | -15.43         |
|                  | 2024-11-14 | Outperform<br>(Maintain) | 3,200원   | 6개월                  | -19.86         | -11.41         |
|                  | 2025-02-21 | Outperform<br>(Maintain) | 3,200원   | 6개월                  | -19.57         | -11.41         |
|                  | 2025-08-18 | Outperform<br>(Maintain) | 3,500원   | 6개월                  |                |                |
| 삼성화재<br>(000810) | 2024-10-30 | Buy(Initiate)            | 440,000원 | 6개월                  | -21.91         | -20.11         |
|                  | 2024-11-15 | Buy(Maintain)            | 440,000원 | 6개월                  | -21.95         | -16.14         |
|                  | 2024-11-19 | Buy(Maintain)            | 440,000원 | 6개월                  | -17.69         | -1.14          |
|                  | 2025-02-03 | Buy(Maintain)            | 480,000원 | 6개월                  | -23.03         | -22.19         |
|                  | 2025-02-13 | Buy(Maintain)            | 480,000원 | 6개월                  | -22.35         | -11.46         |
|                  | 2025-05-15 | Buy(Maintain)            | 480,000원 | 6개월                  | -16.95         | 7.92           |
|                  | 2025-08-14 | Buy(Maintain)            | 530,000원 | 6개월                  | -16.79         | -16.79         |
|                  | 2025-08-18 | Buy(Maintain)            | 530,000원 | 6개월                  |                |                |

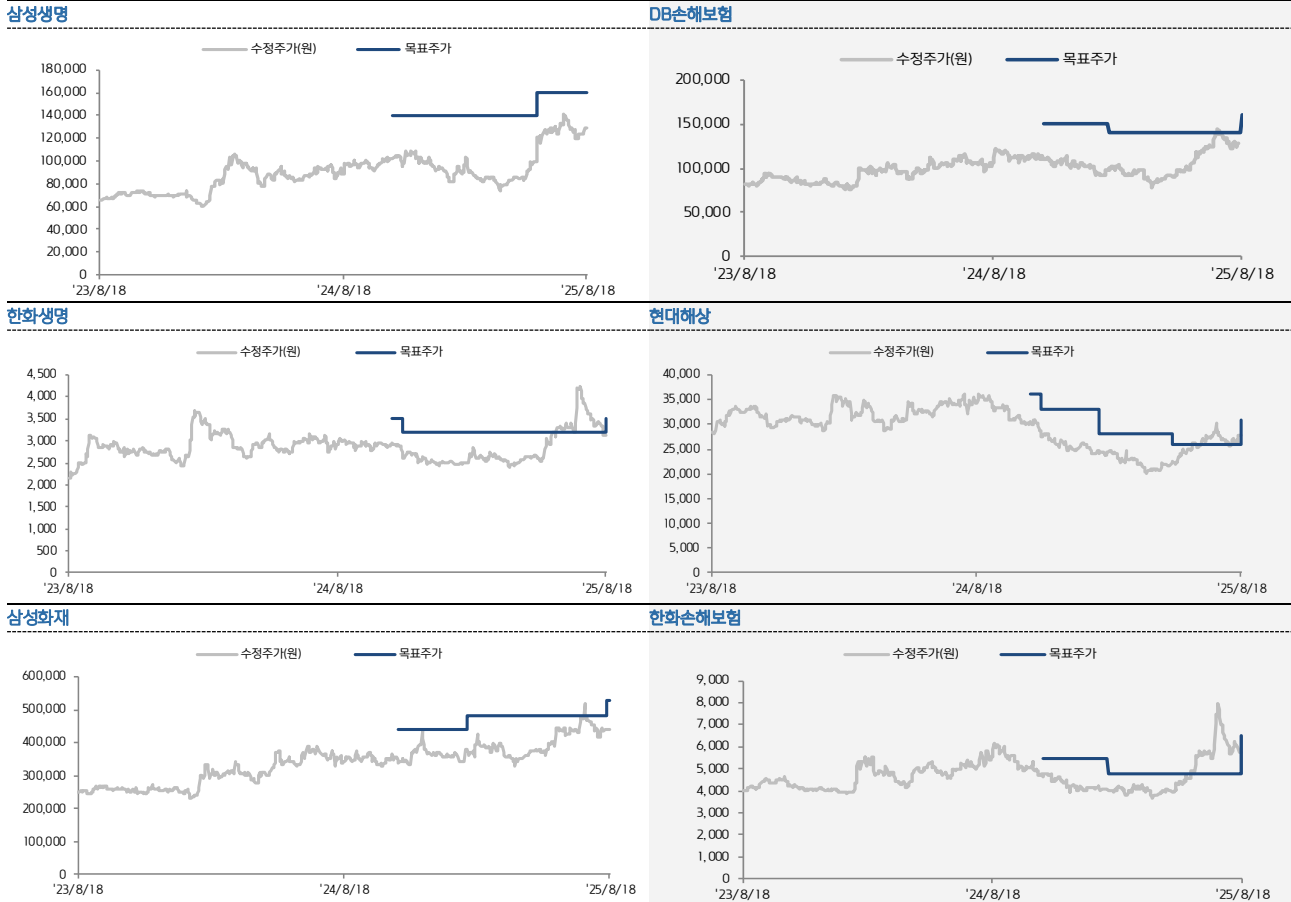
\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

| 종목명                | 일자         | 투자 의견                    | 목표<br>주가 | 목표<br>가격<br>대상<br>시점 | 과리율(%)         |                |
|--------------------|------------|--------------------------|----------|----------------------|----------------|----------------|
|                    |            |                          |          |                      | 평균<br>주가<br>대비 | 최고<br>주가<br>대비 |
| DB손해보험<br>(005830) | 2024-10-30 | Buy(Initiate)            | 150,000원 | 6개월                  | -27.34         | -25.00         |
|                    | 2024-11-15 | Buy(Maintain)            | 150,000원 | 6개월                  | -28.19         | -25.00         |
|                    | 2024-11-19 | Buy(Maintain)            | 150,000원 | 6개월                  | -31.29         | -24.20         |
|                    | 2025-02-03 | Buy(Maintain)            | 140,000원 | 6개월                  | -33.85         | -26.29         |
|                    | 2025-05-15 | Buy(Maintain)            | 140,000원 | 6개월                  | -25.82         | 3.86           |
|                    | 2025-08-18 | Buy(Maintain)            | 160,000원 | 6개월                  |                |                |
| 현대해상<br>(001450)   | 2024-10-30 | Outperform<br>(Initiate) | 36,000원  | 6개월                  | -16.59         | -14.44         |
|                    | 2024-11-15 | Outperform<br>(Maintain) | 33,000원  | 6개월                  | -21.61         | -14.39         |
|                    | 2025-02-03 | Outperform<br>(Maintain) | 28,000원  | 6개월                  | -19.65         | -11.61         |
|                    | 2025-05-15 | Outperform<br>(Maintain) | 26,000원  | 6개월                  | 0.04           | 16.35          |
|                    | 2025-08-18 | Outperform<br>(Maintain) | 31,000원  | 6개월                  |                |                |
| 한화손해보험<br>(005940) | 2024-10-30 | Outperform<br>(Initiate) | 5,500    |                      | -13.96         | -12.91         |
|                    | 2024-11-12 | Outperform<br>(Maintain) | 5,500    |                      | -22.03         | -12.91         |
|                    | 2025-02-03 | Outperform<br>(Maintain) | 4,800    |                      | -15.76         | -12.60         |
|                    | 2025-02-24 | Outperform<br>(Maintain) | 4,800    |                      | -1.74          | 66.25          |
|                    | 2025-08-18 | Outperform<br>(Maintain) | 6,500    |                      |                | -23.65         |

## 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 목표주가 추이 (2개월)



## 투자의견 및 적용기준

| 기업                     | 적용기준(6개월)              | 업종                 | 적용기준(6개월)            |
|------------------------|------------------------|--------------------|----------------------|
| Buy(매수)                | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상  | Overweight (비중확대)  | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Outperform(시장수익률 상회)   | 시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상 | Neutral (중립)       | 시장대비 +10~-10% 변동 예상  |
| Marketperform(시장수익률)   | 시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상 | Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상 |                    |                      |
| Sell(매도)               | 시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상  |                    |                      |

## 투자등급 비율 통계 (2024/07/01~2025/06/30)

| 매수     | 중립    | 매도    |
|--------|-------|-------|
| 96.48% | 3.52% | 0.00% |