

2025. 5. 14



▲ 금융

Analyst **조아해**  
02. 6454-4870  
like.cho@meritz.co.kr

**Buy** (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

**적정주가 (12개월)** 450,000 원

**현재주가 (5.14)** 378,000 원

**상승여력** 19.0%

KOSPI	2,640.57pt
시가총액	179,077 억원
발행주식수	4,601 만주
유동주식비율	65.57%
외국인비중	53.81%
52주 최고/최저가	435,000 원/327,500 원
평균거래대금	313.7 억원

**주요주주(%)**

삼성생명보험 외 6 인	18.50
국민연금공단	6.80

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.5	12.7	12.3
상대주가	0.9	3.2	16.2

**주가그래프**



# 삼성화재 000810

## 1Q25 Review: 상대적 안정성

- ✓ 1Q25 지배주주순이익 6,081억원 (-13.2% YoY, +193.6% QoQ): 컨센서스 소폭 상회
- ✓ 보험손익 -17.4% YoY: 장기보험 -6.0%, 일반/자동차 -49.6% YoY
- ✓ CSM 14.3조원 (+1.8% QoQ): 신계약CSM -28.0% vs. CSM조정 -6,500억원 QoQ
- ✓ K-ICS비율 267% (+2%p QoQ): 거시지표 및 실적 +3.2%p vs. 제도 -1.1%p
- ✓ 투자의견 BUY, 적정주가 450,000원, 최선호주 의견 유지

### 1Q25 지배주주순이익 6,081억원: 컨센서스 상회

삼성화재 1Q 지배주주순이익은 6,081억원 (-13.2% YoY, +193.6% QoQ)으로 컨센서스를 2.1% 소폭 상회했다. 비우호적인 영업환경에도 불구하고, 양호한 실적을 달성했다.

**[보험손익]** 전년동기대비 17.4% 감소하며 부진했다 (별도 기준). 1) 장기보험은 전년 대비 6.0% 감소했다. CSM 잔액 순증 (+4.5% YoY) 기반 CSM 상각익은 양호했다 (+2.4% YoY). 다만 예상차가 청구 증가, 대형 재해 발생 등으로 적자전환되었다. 2) 일반보험/자동차보험손익은 자동차보험의 누적된 요율 인하, 일반보험의 국내 고액 사고 발생으로 (손해율 +2%p YoY)으로 부진했다 (-49.6% YoY).

**[CSM Movement]** CSM은 14.3조원 (+1.8% QoQ)을 기록했다. 1) 신계약CSM은 해 지율 가이드라인 적용 등 연말가정 조정 (CSM배수 -4배 QoQ)으로 부진했으나 (-28.0% QoQ), 2) CSM 조정은 보험계약 질적 제고로 예상대비 양호하게 축소되었다.

**[투자손익]** 보험금융손익 제외 기준 전년과 유사했다. 금융시장 변동성 확대에도 불구하고, 보유이원 상승 (+10bp YoY) 기반 양호하게 방어되었다.

**[K-ICS비율]** 267% (+2.1%p QoQ)으로 양호하다. 제도 변경에도 불구하고 (-1.1%p), 거시 지표 (+1.5%p) 및 양호한 실적 (+1.7%p)에 기인한다.

### 최선호주 의견 유지

투자의견 Buy, 적정주가 450,000원, 업종 내 최선호주 의견을 유지한다. 1) 2Q 이후 보험료 인상 효과, 추후 보장 어카운트 (동사 예상 CSM배수 17배 언급) 신상품 출시 등 반영됨에 따라 CSM 성장이 지속될 것으로 예상된다. 한편 2) 보유 자사 주 소각이 진행되고 있으며 (4월 보통주 136만주 소각), 초과 자본 활용 기대감 (당사 K-ICS비율 관리 목표 220% 제시)은 여전히 유효하다.

(십억원)	보험손익	투자손익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (배)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2023	1,933	409	1,819	42,799	n/a	379,783	6.1	0.7	11.3	2.1	6.1
2024	1,849	844	2,074	48,779	14.0	367,029	7.3	1.0	13.3	2.4	5.3
2025E	1,820	949	2,117	49,799	2.1	378,694	7.6	1.0	13.2	2.4	5.6
2026E	1,956	932	2,191	51,553	3.5	399,499	7.3	0.9	12.9	2.4	6.1
2027E	2,116	937	2,311	54,375	5.5	420,270	7.0	0.9	12.9	2.4	6.9

표1 1Q25P Review 테이블

(십억원)	1Q25P	1Q24	(% YoY)	4Q24	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	498.8	603.8	(17.4)	201.5	147.5				
투자손익	251.5	286.3	(12.1)	81.8	207.4				
영업이익	816.3	913.1	(10.6)	740.7	10.2	909.4	(10.2)	800.3	2.0
당기순이익	608.1	701.0	(13.2)	207.1	193.6	660.1	(7.9)	595.7	2.1
신계약 CSM	702	886	(20.8)	974	(28.0)				
CSM 잔액	14,333	13,712	4.5	14,074	1.8				
K-ICS비율 (%)	267	277	(10.7)	264	2.1				

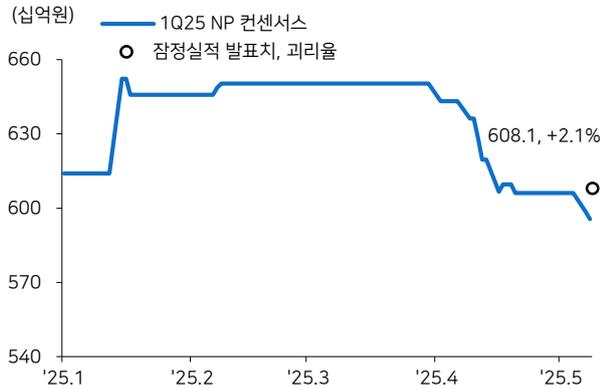
주: 보험손익, 투자손익 별도 기준  
 자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(%diff)	컨센서스	(% diff.)
영업이익	2,882.9	3,198.3	(9.9)	2,974.4	(3.1)	2,792.1	3.3
지배주주순이익	2,116.9	2,073.6	2.1	2,159.8	(2.0)	2,074.4	2.0

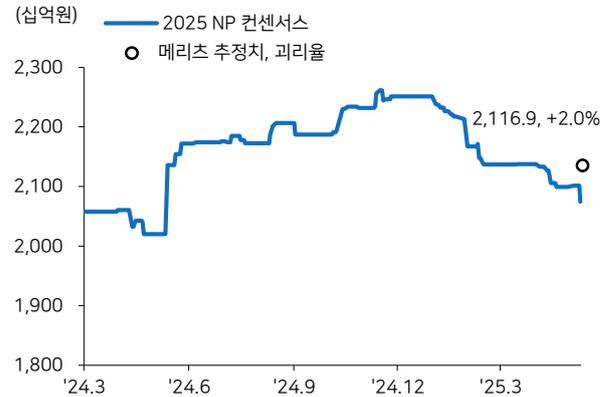
자료: Quantiwise, 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q25 지배주주 순이익, 컨센서스 +2.1% 상회



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 지배주주 순이익, 컨센서스 +2.0% 상회 전망



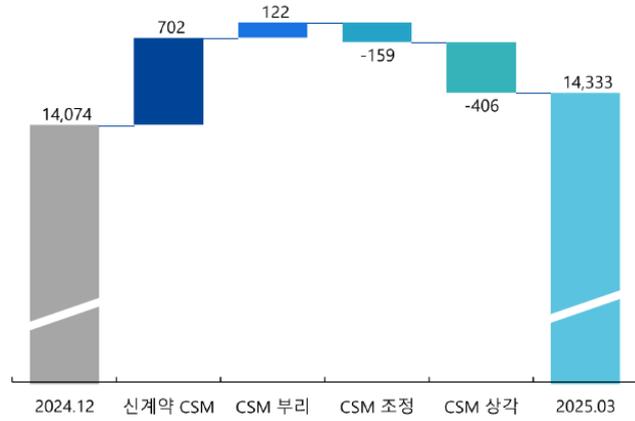
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표3 삼성화재 분기 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
<b>보험손익</b>	<b>603.8</b>	<b>566.8</b>	<b>477.0</b>	<b>201.5</b>	<b>498.8</b>	<b>584.7</b>	<b>488.3</b>	<b>247.9</b>	<b>1,849.1</b>	<b>1,819.8</b>	<b>1,955.9</b>
일반/변동수수료모형(VFA)	475.5	514.8	456.5	299.3	435.4	504.0	447.3	316.5	1,746.1	1,703.2	1,745.1
CSM상각	396.5	403.9	410.6	401.4	406.0	410.6	413.8	422.3	1,612.3	1,652.7	1,722.4
RA환입	34.2	43.7	44.1	43.5	44.8	44.8	44.7	44.4	165.5	178.7	175.8
예실차 및 기타	44.8	67.3	1.9	(145.6)	(15.5)	48.6	(11.2)	(150.2)	(31.6)	(128.3)	(153.0)
보험료배분(PPA)	270.8	308.6	205.7	176.8	0.1	311.7	207.8	178.6	962.0	698.3	921.8
재보험손익	(116.5)	(199.4)	(151.5)	(214.7)	91.8	(179.5)	(136.3)	(193.3)	(682.1)	(417.2)	(562.9)
기타사업비	(26.1)	(57.3)	(33.8)	(59.9)	(28.5)	(51.6)	(30.4)	(53.9)	(177.1)	(164.4)	(148.0)
<b>투자손익</b>	<b>286.3</b>	<b>210.7</b>	<b>265.5</b>	<b>81.8</b>	<b>251.5</b>	<b>228.9</b>	<b>231.8</b>	<b>237.0</b>	<b>844.3</b>	<b>949.2</b>	<b>932.4</b>
보험금융손익	(342.9)	(349.3)	(300.8)	(347.3)	(326.0)	(311.2)	(312.7)	(311.7)	(1,340.2)	(1,261.5)	(1,262.3)
투자서비스손익	629.2	560.0	566.3	429.1	577.5	540.1	544.4	548.6	2,184.5	2,210.7	2,194.6
<b>영업이익</b>	<b>913.1</b>	<b>803.8</b>	<b>740.7</b>	<b>740.7</b>	<b>816.3</b>	<b>826.9</b>	<b>735.9</b>	<b>503.9</b>	<b>3,198.3</b>	<b>2,882.9</b>	<b>3,003.5</b>
영업외이익	4.7	2.2	3.1	0.0	6.0	6.0	6.0	6.0	10.0	24.2	24.2
세전이익	917.7	806.0	743.8	740.7	822.3	832.9	742.0	509.9	3,208.3	2,907.1	3,027.7
법인세비용	(215.8)	(193.6)	(189.2)	(532.8)	(213.3)	(229.0)	(204.0)	(140.2)	(1,131.5)	(786.6)	(832.6)
당기순이익	702.0	612.4	554.6	207.9	609.0	603.9	537.9	369.7	2,076.8	2,120.5	2,195.1
<b>지배주주 순이익</b>	<b>701.0</b>	<b>611.4</b>	<b>554.1</b>	<b>207.1</b>	<b>608.1</b>	<b>603.0</b>	<b>537.0</b>	<b>368.8</b>	<b>2,073.6</b>	<b>2,116.9</b>	<b>2,191.5</b>

주: 보험손익, 투자손익 별도 기준

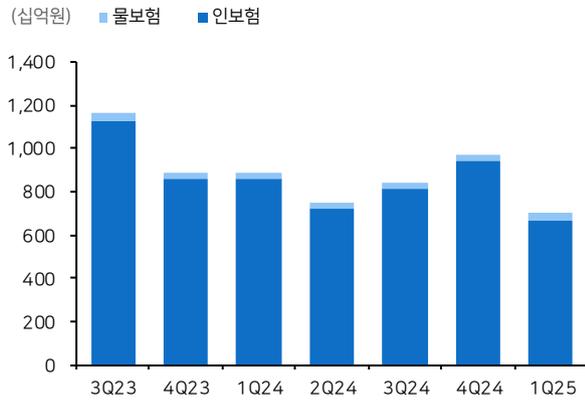
자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림3 CSM Movement



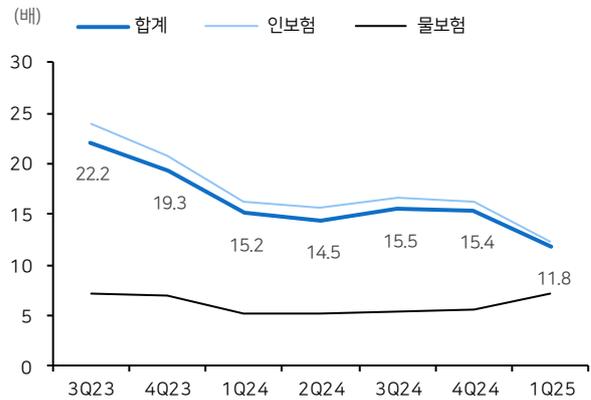
자료: 삼성화재

그림4 신계약 CSM 추이



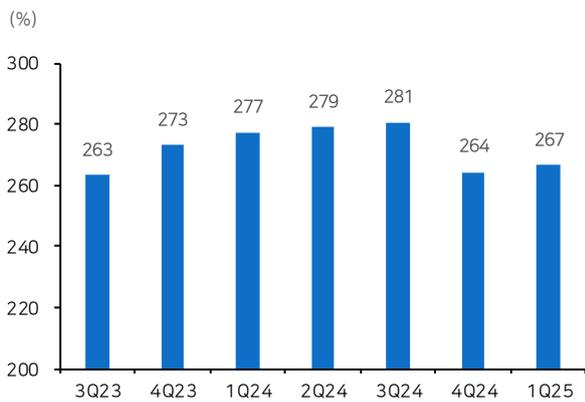
자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림5 신계약 CSM 배수 추이



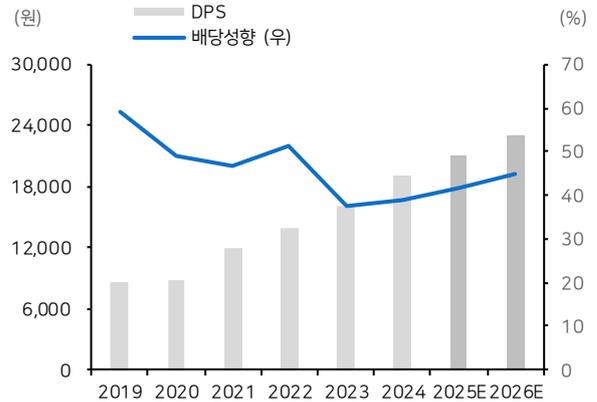
자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림6 K-ICS비율 추이



자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림7 DPS, 배당성향 추이 및 전망



자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

삼성화재(000810)

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
운용자산	81,667	83,836	86,841	89,628	92,505
현금및예치금	1,738	3,103	2,384	2,453	2,523
유가증권	50,351	50,826	53,830	55,587	57,402
FVPL	10,281	11,374	11,547	11,895	12,254
FVOCI	37,733	37,025	39,574	40,855	42,178
AC	1,732	1,725	1,854	1,912	1,973
대출채권	27,822	27,068	27,747	28,643	29,567
부동산	1,755	2,840	2,880	2,945	3,013
비운용자산	3,279	3,342	3,149	2,560	2,091
특별계정자산	73	91	97	97	97
<b>자산총계</b>	<b>85,019</b>	<b>87,268</b>	<b>89,989</b>	<b>92,188</b>	<b>94,596</b>
책임준비금	63,697	65,327	66,649	67,963	69,488
보험계약부채	51,777	51,788	52,478	53,218	54,143
최선추정(BEL)	32,465	31,408	31,320	31,203	31,115
위험조정(RA)	1,660	1,942	1,993	1,962	2,022
보험계약마진(CSM)	13,303	14,074	14,702	15,410	16,179
보험료배분접근법(PAA)	4,349	4,363	4,464	4,642	4,828
투자계약부채	11,920	13,540	14,170	14,746	15,344
기타부채	5,104	6,247	7,145	7,145	7,145
특별계정부채	74	92	97	97	97
<b>부채총계</b>	<b>68,875</b>	<b>71,666</b>	<b>73,891</b>	<b>75,206</b>	<b>76,730</b>
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	12,279	13,670	14,163	15,409	16,659
해약환급금준비금	1,180	2,213	3,151	3,789	4,459
자본조정	(1,487)	(1,487)	(1,487)	(1,487)	(1,487)
기타포괄손익누계액	4,357	2,418	2,422	2,060	1,693
비지배지분	30	35	36	36	36
<b>자본총계</b>	<b>16,144</b>	<b>15,602</b>	<b>16,098</b>	<b>16,982</b>	<b>17,865</b>

Key Financial Data I

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	42,799	48,779	49,799	51,553	54,375
BPS	379,783	367,029	378,694	399,499	420,270
수정 BPS	578,904	554,998	555,307	573,189	591,317
보통주 DPS	16,000	19,000	21,000	23,000	26,000
<b>Valuation (배, %)</b>					
PER	6.1	7.7	7.6	7.3	7.0
PBR	0.7	1.0	1.0	0.9	0.9
수정 PBR	0.5	0.7	0.7	0.7	0.6
배당성향	37.4	39.0	41.7	44.9	47.7
보통주 배당수익률	6.1	5.3	5.6	6.1	6.1
<b>재무비율 (%)</b>					
ROA	2.1	2.4	2.4	2.4	2.4
ROE	11.3	13.3	13.2	12.9	12.9
수정 ROE	7.4	8.8	9.0	9.0	9.2

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>보험손익</b>	<b>1,933</b>	<b>1,849</b>	<b>1,820</b>	<b>1,956</b>	<b>2,116</b>
일반/변동수수료모형(VFA)	1,731	1,746	1,703	1,745	1,825
CSM 상각	1,539	1,612	1,653	1,722	1,807
RA 환입	151	165	179	176	182
예실차 및 기타	42	(32)	(128)	(153)	(163)
보험료배분(PPA)	1,167	962	698	922	931
재보험손익	(634)	(682)	(417)	(563)	(507)
기타사업비	(330)	(177)	(164)	(148)	(133)
<b>투자손익</b>	<b>409</b>	<b>844</b>	<b>949</b>	<b>932</b>	<b>937</b>
보험금융손익	(1,372)	(1,340)	(1,261)	(1,262)	(1,284)
투자서비스손익	1,781	2,185	2,211	2,195	2,221
FVPL 평가손익	2	128	47	47	48
기타	1,778	2,057	2,163	2,147	2,172
<b>영업이익</b>	<b>2,492</b>	<b>3,198</b>	<b>2,883</b>	<b>3,004</b>	<b>3,169</b>
영업외이익	18	10	24	24	24
세전이익	2,509	3,208	2,907	3,028	3,193
법인세비용	(687)	(1,131)	(787)	(833)	(878)
당기순이익	1,823	2,077	2,121	2,195	2,315
<b>지배주주 순이익</b>	<b>1,819</b>	<b>2,074</b>	<b>2,117</b>	<b>2,191</b>	<b>2,311</b>

주: 보험손익, 투자손익 별도기준

Key Financial Data II

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>보험손익</b>					
신계약 CSM	3,499	3,451	3,023	3,188	3,349
CSM 배수 (배, 개월)	18.6	15.2	13.4	13.3	13.3
CSM 상각률 (%)	9.8	9.6	9.7	9.6	9.6
<b>CSM Movement</b>					
기초 CSM	12,144	13,303	14,074	14,702	15,410
신계약 CSM	3,500	3,451	3,023	3,188	3,349
이자부리	398	491	504	529	555
CSM 조정	(1,200)	(1,558)	(1,246)	(1,286)	(1,328)
CSM 상각	(1,539)	(1,612)	(1,653)	(1,722)	(1,807)
기말 CSM	13,303	14,074	14,702	15,410	16,179
<b>투자손익</b>					
투자서비스 수익률	2.2	2.6	2.6	2.5	2.5
FVPL 제외 투자서비스 수익률	2.2	2.5	2.6	2.5	2.4

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련된 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	85.7%
중립	13.7%
매도	0.6%

2025년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**삼성화재 (000810) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.10.11	산업분석	Buy	340,000	조아해	-23.2	-2.1	
2024.02.23	기업브리프	Buy	360,000	조아해	-14.8	-4.7	
2024.05.16	기업브리프	Buy	380,000	조아해	-7.2	-1.6	
2024.06.03	산업분석	Buy	430,000	조아해	-16.7	1.2	
2025.02.03	기업브리프	Buy	450,000	조아해	-	-	