

# 삼성화재 (000810/KS)

업종 내에서는 가장 무난한 선택지

SK증권 리서치센터

## 매수(유지)

목표주가: 474,000 원(유지)

현재주가: 378,000 원

상승여력: 25.4%



Analyst  
설용진

s.dragon@sks.co.kr  
3773-8610

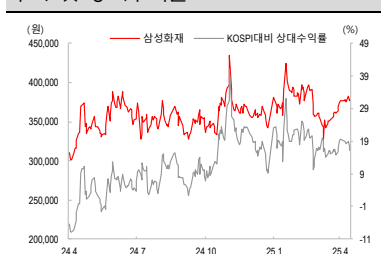
### Company Data

|            |            |
|------------|------------|
| 발행주식수      | 4,601 만주   |
| 시가총액       | 17,908 십억원 |
| 주요주주       |            |
| 삼성생명보험(외6) | 18.50%     |
| 자사주        | 15.93%     |

### Stock Data

|              |             |
|--------------|-------------|
| 주가(25/05/14) | 378,000 원   |
| KOSPI        | 2,640.57 pt |
| 52주 최고가      | 435,000 원   |
| 52주 최저가      | 327,500 원   |
| 60일 평균 거래대금  | 31 십억원      |

### 주가 및 상대수익률



## 1Q25 별도 순이익 5,556 억원(-18.8% YoY) 기록

삼성화재의 1Q25 별도 순이익은 5,556 억원(-18.8% YoY)로 당사 추정치를 약 6% 하회했으며 연결 지배순이익은 6,081 억원(-13.2% YoY)로 컨센서스를 하회하는 실적을 기록했다. 보장성 인보험 신계약은 월평균 196 억원(-7.4% QoQ, +1.5% YoY)로 절판 효과로 높은 규모가 이어졌다. 다만 무/저해지 가이드라인 등 가정 조정으로 환산배수가 큰 폭으로 하락하며 신계약 CSM 은 7,015 억원(-20.8% YoY)로 큰 폭 감소했다. 4 월 보험료 인상으로 배수는 다시 14 배 수준으로 회복될 것으로 예상되며 사측에서는 연간 약 3 조원 수준의 신계약 CSM 의 가이드를 제시하는 모습이 나타났다. 전체 장기보험 손익은 실손 요율 인상 등에 따른 손실계약비용 환입이 일부 발생했음에도 보험금 예실차가 실손 청구 증가, 일회성 요인 등 영향으로 크게 감소함에 따라 4,194 억원(-6% YoY)로 소폭 하락했다. 자동차보험은 요율 인하 누적 및 건당 손해액 증가 영향으로 299 억원(-70.9% YoY)로 큰 폭으로 감소하는 모습이 나타났다, 전반적인 계절성 등을 감안했을 때 연간 적자 전환이 나타날 것으로 추정된다. 투자손익은 2,515 억원(-12.1% YoY)으로 전년 동기 대비 감소했으나 FVPL 자산 평가손익, 금융상품처분손익 등을 제외한 경상손익은 안정적인 개선세가 이어지고 있는 것으로 추정된다. K-ICS 비율은 266.6%(+2.1%p QoQ)로 할인을 조정 등 영향에도 안정적인 ALM 매칭 등을 바탕으로 견조하게 방어되는 모습이 나타났다.

## 업종 내에서는 가장 무난한 선택지

대내외 불확실성 확대 구간에서 동사의 높은 안정성이 부각되고 있다고 판단한다. 배당 가능이익이 충분하고 K-ICS 비율 측면의 여력이 충분한 만큼 기업가치 제고 방안을 통해 제시한 1) 28년 주주환원을 50% 달성 및 2) 보유 자사주 소각이 차질없이 이행되며 주주가치의 점진적인 개선을 기대할 수 있을 전망이다. 최근 출시된 보장 여카운트의 예상 환산배수가 17 배로 기존 계약 대비 높은 수준이 예상되며 경쟁구도에서도 타사 대비 우위가 기대되는 점을 감안했을 때 시장 점유율 확대도 추가적으로 나타날 것으로 예상된다. 전반적인 이익 체력, 영업력 및 자본력 감안했을 때 보험업종에 한정할 경우 가장 안정성이 높은 선택지가 될 수 있다고 판단한다. 금융섹터 내 상대적인 매력은 어느정도 제한적일 것으로 예상된다.

### 영업실적 및 투자지표

| 구분    | 단위  | 2022A | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------|-----|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 보험손익  | 십억원 |       | 1,933  | 1,849  | 1,809  | 1,884  | 1,959  |
| 투자손익  | 십억원 |       | 409    | 844    | 907    | 938    | 961    |
| 영업이익  | 십억원 |       | 2,342  | 2,693  | 2,716  | 2,822  | 2,920  |
| 당기순이익 | 십억원 |       | 1,755  | 2,048  | 2,033  | 2,120  | 2,193  |
| EPS   | 원   |       | 43,199 | 50,407 | 49,941 | 51,984 | 53,676 |
| PER   | 배   |       | 6.1    | 7.1    | 7.6    | 7.3    | 7.0    |
| PBR   | 배   |       | 0.8    | 1.2    | 1.1    | 1.0    | 0.9    |
| ROE   | %   |       | 12.5   | 13.1   | 12.8   | 12.4   | 11.9   |

| 삼성화재 - 분기별 실적 추이 및 전망 |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| (십억원, %)              | 1Q24   | 2Q24   | 3Q24   | 4Q24   | 1Q25   | 2Q25E  | 3Q25E  | 4Q25E  | % QoQ   | % YoY   |
| 보험손익                  | 604    | 567    | 477    | 202    | 498.8  | 532    | 477    | 301    | 147.5   | -17.4   |
| 장기보험                  | 446    | 459    | 429    | 244    | 419.4  | 432    | 437    | 346    | 72.1    | -6.0    |
| CSM 상각                | 389    | 396    | 402    | 391    | 394.3  | 396    | 404    | 410    | 0.9     | 1.3     |
| RA 해제                 | 31     | 40     | 40     | 40     | 40.5   | 41     | 42     | 43     | 0.1     | 28.6    |
| 예실차                   | 61     | 80     | 16     | -76    | -16.4  | 30     | 26     | -35    | 적지      | 적전      |
| 손실계약비용                | -16    | -12    | -14    | -70    | 0.9    | -10    | -10    | -50    | 흑전      | 흑전      |
| 기타사업비 및 재보험 손익        | -19    | -44    | -15    | -42    | 0.0    | -26    | -25    | -22    | 흑전      | 흑전      |
| 일반손해보험                | 55     | 61     | 34     | 26     | 49.6   | 59     | 33     | 30     | 93.7    | -10.0   |
| 자동차보험                 | 102    | 47     | 14     | -68    | 29.9   | 42     | 7      | -76    | 흑전      | -70.9   |
| 투자손익                  | 286    | 211    | 266    | 82     | 251.5  | 234    | 235    | 186    | 207.4   | -12.1   |
| 자산운용손익                | 629    | 560    | 566    | 429    | 577.5  | 560    | 563    | 515    | 34.6    | -8.2    |
| 평가처분손익                | 85     | 43     | -48    | -168   | 13.9   | 0      | 0      | -50    | 흑전      | -83.7   |
| 보험금융손익                | -343   | -349   | -301   | -347   | -326.0 | -326   | -328   | -329   | 적지      | 적지      |
| 영업이익                  | 890    | 777    | 743    | 283    | 750.4  | 766    | 712    | 487    | 164.8   | -15.7   |
| 영업외손익                 | 5      | 2      | 3      | 0      | 4.6    | 2      | 4      | 3      | 1,939.8 | -2.5    |
| 세전이익                  | 895    | 780    | 746    | 284    | 755.0  | 769    | 716    | 490    | 166.2   | -15.6   |
| 당기순이익                 | 684    | 593    | 557    | 213    | 555.6  | 575    | 535    | 367    | 160.4   | -18.8   |
| 월납보험료(보장성 인보험)        | 17.7   | 15.5   | 16.3   | 19.3   | 17.9   | 16.1   | 16.4   | 15.6   | -7.4    | 1.5     |
| 신계약 CSM               | 885.6  | 752.7  | 838.5  | 974.4  | 701.5  | 761.2  | 775.9  | 739.1  | -28.0   | -20.8   |
| 자산총계                  | 83,714 | 84,327 | 83,687 | 85,224 | 86,372 | 86,819 | 87,922 | 88,360 | 1.3     | 3.2     |
| 운용자산                  | 80,453 | 81,148 | 80,499 | 81,941 | 82,791 | 83,154 | 83,610 | 83,782 | 1.0     | 2.9     |
| 비운용자산                 | 3,178  | 3,091  | 3,098  | 3,192  | 3,485  | 3,338  | 3,411  | 3,375  | 9.2     | 9.6     |
| 부채총계                  | 67,683 | 67,884 | 67,801 | 69,928 | 71,349 | 71,221 | 71,789 | 71,860 | 2.0     | 5.4     |
| 책임준비금                 | 62,561 | 62,949 | 63,395 | 65,149 | 65,715 | 66,012 | 66,368 | 66,545 | 0.9     | 5.0     |
| 장기보험 CSM 잔액           | 13,712 | 13,955 | 14,181 | 14,074 | 14,333 | 14,609 | 14,895 | 14,739 | 1.8     | 4.5     |
| 자본총계                  | 16,031 | 16,443 | 15,887 | 15,296 | 15,023 | 15,597 | 16,133 | 16,500 | -1.8    | -6.3    |
| 해약환급금준비금              | 1,420  | 1,834  | 2,284  | 2,213  | 2,687  | 3,049  | 3,363  | 3,617  | 21.4    | 89.3    |
| ROE (%)               | 17.1   | 14.6   | 13.8   | 5.5    | 14.7   | 15.0   | 13.5   | 9.0    | 9.2%p   | -2.5%p  |
| K-ICS 비율 (%)          | 277.4  | 278.9  | 280.6  | 264.5  | 266.6  | 259.8  | 262.7  | 261.3  | 2.1%p   | -10.7%p |

자료: 삼성화재, SK 증권 추정

| 실적 추정치 변경 |        | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 보험손익      | 수정 후   | 1,849 | 1,809 | 1,884 | 1,959 |
|           | 수정 전   |       | 1,733 | 1,869 | 2,007 |
|           | 증감률(%) |       | 4.4%  | 0.8%  | -2.4% |
| 투자손익      | 수정 후   | 844   | 907   | 938   | 961   |
|           | 수정 전   |       | 954   | 997   | 986   |
|           | 증감률(%) |       | -5.0% | -6.0% | -2.5% |
| 세전이익      | 수정 후   | 2,704 | 2,729 | 2,834 | 2,933 |
|           | 수정 전   |       | 2,693 | 2,871 | 2,999 |
|           | 증감률(%) |       | 1.3%  | -1.3% | -2.2% |
| 당기순이익     | 수정 후   | 2,048 | 2,033 | 2,120 | 2,193 |
|           | 수정 전   |       | 2,005 | 2,136 | 2,231 |
|           | 증감률(%) |       | 1.4%  | -0.8% | -1.7% |

자료: 삼성화재, SK 증권 추정

## 재무상태표

| 12월 결산(십억원)  | 2023A         | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>운용자산</b>  | <b>80,508</b> | <b>81,941</b> | <b>83,782</b> | <b>85,081</b> | <b>86,274</b> |
| 현금및예치금       | 1,211         | 2,284         | 1,689         | 1,791         | 1,888         |
| 유가증권         | 51,382        | 52,209        | 54,298        | 55,076        | 55,787        |
| 대출금          | 27,231        | 26,831        | 27,185        | 27,606        | 27,993        |
| 부동산          | 685           | 616           | 610           | 608           | 605           |
| <b>비운용자산</b> | <b>3,036</b>  | <b>3,192</b>  | <b>3,375</b>  | <b>3,386</b>  | <b>3,387</b>  |
| 특별계정자산       | 73            | 91            | 97            | 97            | 97            |
| <b>자산총계</b>  | <b>83,617</b> | <b>85,224</b> | <b>88,360</b> | <b>90,769</b> | <b>93,055</b> |
| <b>책임준비금</b> | <b>63,540</b> | <b>65,149</b> | <b>66,545</b> | <b>67,642</b> | <b>68,677</b> |
| CSM잔액(원수)    | 13,303        | 14,074        | 14,739        | 15,455        | 16,047        |
| 기타부채         | 4,098         | 4,687         | 5,218         | 5,251         | 5,253         |
| 특별계정부채       | 74            | 92            | 97            | 97            | 97            |
| <b>부채총계</b>  | <b>67,712</b> | <b>69,928</b> | <b>71,860</b> | <b>72,990</b> | <b>74,028</b> |
| <b>자본금</b>   | <b>26</b>     | <b>26</b>     | <b>26</b>     | <b>26</b>     | <b>26</b>     |
| 신종자본증권       | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 자본잉여금        | 939           | 939           | 939           | 939           | 939           |
| 이익잉여금        | 12,079        | 13,445        | 14,710        | 15,990        | 17,237        |
| 해약환급금준비금     | 1,180         | 2,213         | 3,617         | 4,352         | 4,727         |
| 자본조정         | -1,484        | -1,484        | -1,484        | -1,484        | -1,484        |
| 기타포괄손익누계액    | 4,343         | 2,368         | 2,307         | 2,307         | 2,307         |
| <b>자본총계</b>  | <b>15,905</b> | <b>15,296</b> | <b>16,500</b> | <b>17,779</b> | <b>19,027</b> |

## 주요투자지표 I

| 12월 결산(십억원)       | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>신계약 수익성</b>    |        |        |        |        |        |
| 신계약보험료(월납)        | 188    | 228    | 220    | 221    | 217    |
| 신계약 CSM           | 3,500  | 3,451  | 2,978  | 3,131  | 3,064  |
| 신계약 CSM 배수        | 74.3   | 15.2   | 13.5   | 14.1   | 14.1   |
| <b>CSM 관련 지표</b>  |        |        |        |        |        |
| 기초CSM             | 12,144 | 13,303 | 14,074 | 14,739 | 15,455 |
| CSM 조정 가점 변경      | -1,200 | -1,558 | -1,159 | -1,200 | -1,200 |
| 신계약 CSM(원수)       | 3,500  | 3,451  | 2,978  | 3,131  | 3,064  |
| CSM 이자부리          | 398    | 491    | 497    | 511    | 524    |
| 상각 전 CSM          | 14,841 | 15,686 | 16,390 | 17,181 | 17,843 |
| CSM상각액            | 1,539  | 1,612  | 1,651  | 1,726  | 1,796  |
| CSM상각률(%)         | 10.4   | 10.3   | 10.1   | 10.0   | 10.1   |
| CSM 순증액           | 1,159  | 771    | 665    | 716    | 592    |
| <b>투자이익 관련 지표</b> |        |        |        |        |        |
| 총 운용수익률           | 2.3    | 2.7    | 2.7    | 2.7    | 2.6    |
| 평가치분손익 제외 수익률     | 2.6    | 2.8    | 2.7    | 2.7    | 2.6    |
| <b>손익구성</b>       |        |        |        |        |        |
| 보험손익              | 82.6   | 68.7   | 66.6   | 66.8   | 67.1   |
| CSM상각             | 65.1   | 58.6   | 59.1   | 59.5   | 59.9   |
| 투자손익              | 17.4   | 31.3   | 33.4   | 33.2   | 32.9   |
| <b>자본적정성</b>      |        |        |        |        |        |
| 지급여력비율(K-ICS)     | 273.0  | 264.5  | 261.3  | 263.0  | 262.9  |

자료: 삼성화재, SK증권 추정

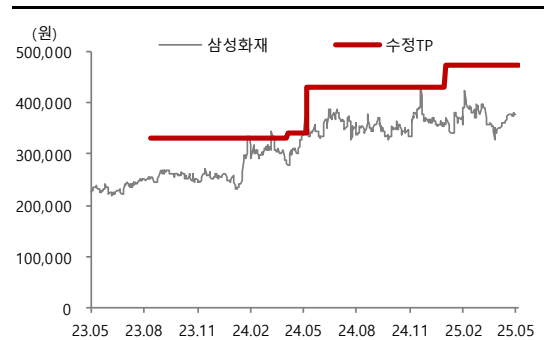
## 포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원)    | 2023A        | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>보험손익</b>    | <b>1,933</b> | <b>1,849</b> | <b>1,809</b> | <b>1,884</b> | <b>1,959</b> |
| 장기보험           | 1,539        | 1,578        | 1,634        | 1,708        | 1,782        |
| CSM 상각         | 1,523        | 1,579        | 1,604        | 1,679        | 1,750        |
| RA해제           | 139          | 152          | 166          | 176          | 184          |
| 예실차            | 141          | 81           | 5            | 28           | 28           |
| 손실계약비용         | -100         | -112         | -69          | -75          | -75          |
| 기타사업비 및 재보험 손익 | -164         | -121         | -72          | -100         | -105         |
| 일반손해보험         | 204          | 176          | 172          | 173          | 173          |
| 합산비율(IFRS17)   | 86           | 89           | 90           | 90           | 90           |
| 자동차보험          | 190          | 96           | 3            | 3            | 3            |
| 합산비율(IFRS17)   | 97           | 98           | 100          | 100          | 100          |
| <b>투자손익</b>    | <b>409</b>   | <b>844</b>   | <b>907</b>   | <b>938</b>   | <b>961</b>   |
| 자산운용손익         | 1,781        | 2,185        | 2,215        | 2,240        | 2,255        |
| 평가치분손익         | -225         | -87          | -36          | 0            | 0            |
| 보험금융손익         | -1,372       | -1,340       | -1,309       | -1,302       | -1,294       |
| <b>영업이익</b>    | <b>2,342</b> | <b>2,693</b> | <b>2,716</b> | <b>2,822</b> | <b>2,920</b> |
| 영업외손익          | 19           | 11           | 13           | 13           | 13           |
| <b>세전이익</b>    | <b>2,361</b> | <b>2,704</b> | <b>2,729</b> | <b>2,834</b> | <b>2,933</b> |
| 법인세비용          | 606          | 656          | 697          | 715          | 740          |
| 법인세율(%)        | 25.7         | 24.3         | 25.5         | 25.2         | 25.2         |
| <b>당기순이익</b>   | <b>1,755</b> | <b>2,048</b> | <b>2,033</b> | <b>2,120</b> | <b>2,193</b> |

## 주요투자지표 II

| 12월 결산(십억원)         | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>성장성지표 (%)</b>    |         |         |         |         |         |
| 운용자산증가율             |         | 1.8     | 2.2     | 1.6     | 1.4     |
| CSM증가율              |         | 5.8     | 4.7     | 4.9     | 3.8     |
| BPS증가율              |         | -3.8    | 11.1    | 11.0    | 10.4    |
| 보험손익증가율             |         | -4.4    | -2.2    | 4.2     | 4.0     |
| 투자손익증가율             |         | 106.6   | 7.4     | 3.4     | 2.5     |
| 영업이익증가율             |         | 15.0    | 0.8     | 3.9     | 3.5     |
| 세전이익증가율             |         | 14.5    | 0.9     | 3.9     | 3.5     |
| 당기순이익증가율            |         | 16.7    | -0.7    | 4.3     | 3.4     |
| <b>주당지표(원)</b>      |         |         |         |         |         |
| EPS                 | 43,199  | 50,407  | 49,941  | 51,984  | 53,676  |
| BPS                 | 314,538 | 302,488 | 335,943 | 373,027 | 411,748 |
| EV(BV+CSM)          | 616,530 | 619,944 | 678,874 | 744,244 | 810,106 |
| 보통주 DPS             | 16,000  | 18,500  | 20,000  | 22,500  | 25,000  |
| 보통주 배당수익률(%)        | 6.1     | 5.2     | 5.3     | 6.0     | 6.6     |
| <b>Valuation 지표</b> |         |         |         |         |         |
| PER(배)              | 6.1     | 7.1     | 7.6     | 7.3     | 7.0     |
| PBR(배)              | 0.84    | 1.19    | 1.12    | 1.01    | 0.92    |
| P/EV(배)             | 0.43    | 0.58    | 0.56    | 0.51    | 0.47    |
| ROE(%)              | 12.5    | 13.1    | 12.8    | 12.4    | 11.9    |
| ROA(%)              | 2.2     | 2.4     | 2.3     | 2.4     | 2.4     |
| 배당성향(%)             | 38.3    | 37.9    | 41.3    | 44.6    | 47.9    |

| 일시         | 투자의견 | 목표주가     | 목표가격 | 과리율     |             |
|------------|------|----------|------|---------|-------------|
|            |      |          | 대상시점 | 평균주가대비  | 최고(최저) 추가대비 |
| 2025.01.14 | 매수   | 474,000원 | 6개월  |         |             |
| 2024.05.21 | 매수   | 430,000원 | 6개월  | -16.90% | 1.16%       |
| 2024.04.17 | 매수   | 340,000원 | 6개월  | -6.65%  | 9.85%       |
| 2023.08.24 | 매수   | 330,000원 | 6개월  | -17.84% | 3.94%       |



## Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 05월 15일 기준)

|    |        |    |       |    |       |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 97.50% | 중립 | 2.50% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|