

삼성화재 (000810)

박혜진

권용수RA

hyejin.park@daishin.com

yongsu.kwon@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월

목표주가

620,000

상향

현재주가

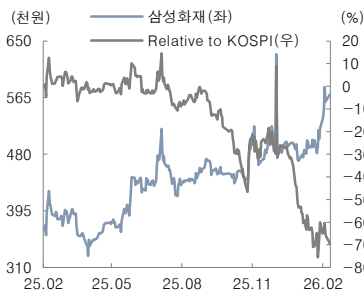
570,000

(26.02.19)

보험업종

KOSPI	5,677.25
시가총액	27,562십억원
시가총액비중	0.83%
자본금(보통주)	25십억원
52주 최고/최저	630,000원 / 327,500원
120일 평균거래대금	454억원
외국인지분율	56.32%
주요주주	삼성생명보험 외 5인 19.05% 국민연금공단 7.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.6	21.5	28.7	41.4
상대수익률	2.5	-15.9	-28.6	-33.4



주주가치 제고, 바랍니다.

- 4분기 순이익 컨센서스 하회, 예실차, 자동차보험 손실에 기인
- 매출과 마진 모두 부진, 교육세 등 영향으로 대규모 CSM조정 발생
- 미흡한 배당, 그러나 위험손해를 안정화 추세 파악, 목표주가 상향

목표주가 620,000원으로 26.5% 상향하나 투자의견 시장수익률 유지

‘25년 보통주 DPS 19,500원, 배당성향 41% 기록하여 배당소득분리과세 요건을 최소한으로 충족. 260%를 상회하는 K-ICS비율을 감안하면 다소 미흡한 수준. 사측은 2028년 배당성향 50% 달성을 목표로 하고 있기 때문에 ‘26년부터 속도감 있는 DPS상향이 이뤄져야함

우리는 동사의 목표주가를 상향하는데, 이는 2026년 BPS적용과 더불어 PBR 멀티플을 1.2x로 상향 조정하였기 때문. 미흡한 배당에도 불구하고 멀티플을 상향조정한 이유는 1) ‘25년 4분기를 고점으로 손해율이 안정화될 것으로 예상하고 2) 유지를 상승폭이 커버리지 중 가장 높은데, 이는 곧 계약 퀄리티를 방증하기 때문이며, 3) 어쨌든 배당을 늘릴 수 있는 여력이 가장 많기 때문. 동사의 지속가능한 ROE를 감안했을 때 적정 PBR은 1.2x로 판단되며 투자자의 견을 유지한 이유는 최근 순환매에 따른 단기적인 주가 급등에 기인

4Q25 지배주주 순이익 2,347억원(QoQ -56.4%, YoY +13.3%) 기록

4분기 순이익은 당사추정을 10.7% 상회하고 컨센서스를 22%하회. 실적부진은 이미 예견되어 있었는데, 예실차 및 자동차보험 손실 악화에 기인. 보험금/사업비 예실차 손실은 각각 -773억원, -496억원 기록. 그럼에도 위험손해율은 97.2%로 3분기 대비 -0.6%p 하락하였는데, 이는 3, 4세대 실손보험 손해율 개선 영향인 것으로 파악. 따라서 예실차 악화는 손해율보다는 IBNR효과가 컸던 것으로 보임. 실제로 IBNR제외한 손해율은 92.6%를 기록. 전술한 실손보험 영향으로 기타보험손익 중 손실부담비용에서 173억원의 환입이 발생. 자동차보험은 1,249억원 손실 기록. 요율 인하 누적과 원가 상승 부담 지속되어 불가피한 결과. 일반보험손익은 141억원(QoQ -71.8%, YoY -45%)으로 다소 부진하였는데, 말레이시아, 라오스 등 해외법인 중형사고 발생 영향

당 분기 건강보험보다 마진이 상대적으로 낮은 운전자보험 절판영향으로 CSM배수는 하락, 보장성 인보험 배수 14.7배(QoQ -1x, YoY -1.6x) 기록하여 전반적인 신계약 CSM은 7,102억원(QoQ -7.4%, YoY -27.1%)으로 부진하였음. 무엇보다 4분기 논란은 CSM조정이었음. 조정액 -1.29조원 발생하여 기말 CSM잔액은 14.2조원(QoQ -5.6%, YoY 0.7%)으로 분기 대비 감소하였음. 교육세를 인상효과 3,000억원을 비롯하여 손해를 계리적 가정 변경으로 대규모 조정액 발생. 법인세율 인상 영향도 4분기 이연법인세 비용으로 780억원 가량 반영된 것으로 추정됨

구분	4Q24	3Q25	4Q25P		1Q26E					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
순이익	207.1	538.0	212.0	234.7	13.3%	-56.4%	273.7	537.6	-11.6%	129.0%

자료: 삼성화재, FInGuide, 대신증권 Research Center

표 1. 삼성화재 분기실적 상세 (단위: 십억원)

	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	QoQ	YOY
장기 보험손익	243.7	419.4	414.0	383.9	290.5	-24.3%	19.2%
CSM 상각	401.4	406.0	406.4	416.2	392.1	-5.8%	-2.3%
신계약 CSM 상각	11.6	11.1	9.4	11.1	8.0	-27.8%	-30.6%
보유계약 CSM 상각	389.8	394.9	397.0	405.1	384.1	-5.2%	-1.5%
RA 변동	43.5	44.8	47.0	52.2	54.9	5.2%	26.1%
보험금 예실차	-61.1	-23.4	27.5	-51.5	-77.3	적지	적지
사업비 예실차	-14.4	7.0	-8.4	6.6	-49.6	적전	적지
기타 보험손익	-125.7	-15.1	-58.5	-39.6	-29.7	적지	적지
일반 보험손익	25.6	49.6	57.2	49.9	14.1	-71.8%	-45.0%
자동차 보험손익	-67.7	29.9	0.8	-64.8	-124.9	적지	적지
보험손익	201.5	498.8	472.0	369.0	179.7	-51.3%	-10.8%
투자영업수익	1758.1	1201.3	2103.4	906.5	1160.0	28.0%	-34.0%
투자영업비용	1696.1	909.9	1748.8	574.4	924.7	61.0%	-45.5%
투자손익	62.0	291.3	354.5	332.1	235.3	-29.1%	279.7%
영업이익	276.9	816.3	835.0	702.2	419.7	-40.2%	51.5%
당기순이익	207.9	609.0	638.4	538.5	234.4	-56.5%	12.8%
지배주주지분순이익	207.1	608.1	637.5	538.0	234.7	-56.4%	13.3%

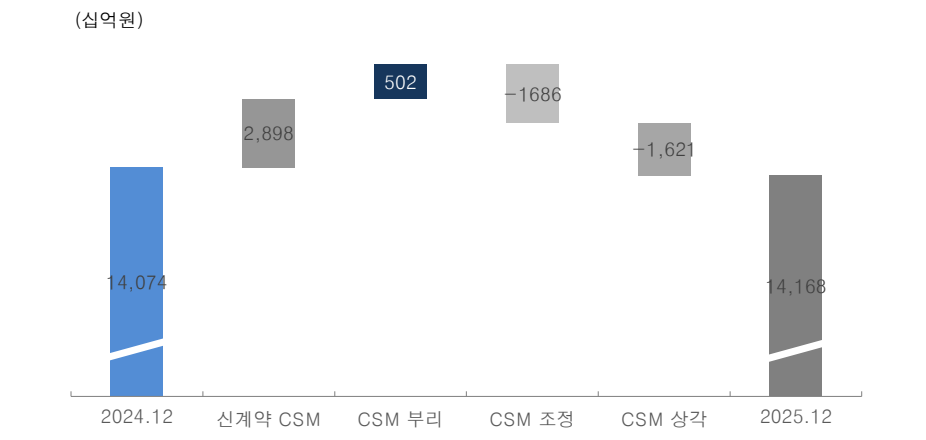
자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

표 2. 삼성화재 CSM 관련 주요 지표 (단위: 십억원, 배, %)

	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	QoQ	YOY
기초 CSM	14,181	14,074	14,333	14,578	15,008	3.0%	5.8%
신계약 CSM	974	702	720	767	710	-7.4%	-27.1%
이자부리	129	122	125	126	129	2.1%	-0.5%
부리이율	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	-0.8%	-5.9%
CSM 상각	-401	-406	-406	-416	-392		
CSM 조정	-810	-159	-194	-47	-1,287		
기말 CSM	14,074	14,333	14,578	15,008	14,168	-5.6%	0.7%
신계약 CSM							
보장성	974.4	701.5	719.7	766.9	710.2	-7.4%	-27.1%
인보험	947	664	683	730	676	-7.4%	-28.6%
물보험	27	37	37	37	34	-7.1%	24.7%
저축성	0	0	0	0	0		
합계	974	702	720	767	710	-7.4%	-27.1%
신계약 CSM 배수							
보장성	15.5	11.9	13.8	14.9	14.0	-0.9	-1.5
인보험	16.3	12.4	14.5	15.7	14.7	-1.0	-1.6
물보험	5.5	7.2	7.2	7.5	7.0	-0.5	1.5
저축성							
합계	15.4	11.8	13.7	14.9	13.9	-0.9	-1.5

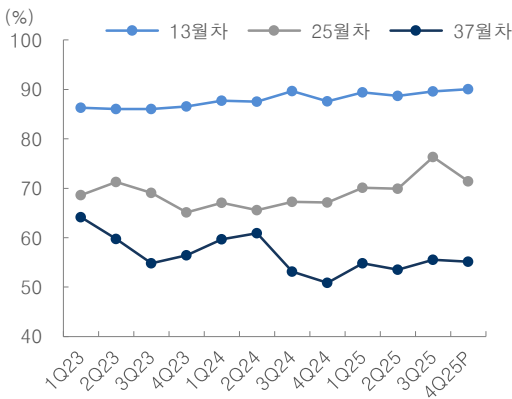
자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

그림 1. 2025년 삼성화재 CSM Movement



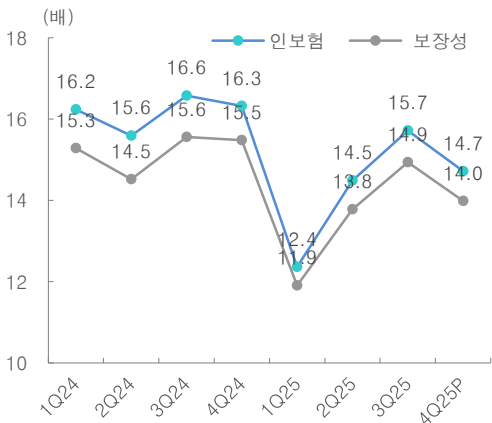
자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

그림 2. 삼성화재 보장성보험 유지율 추이



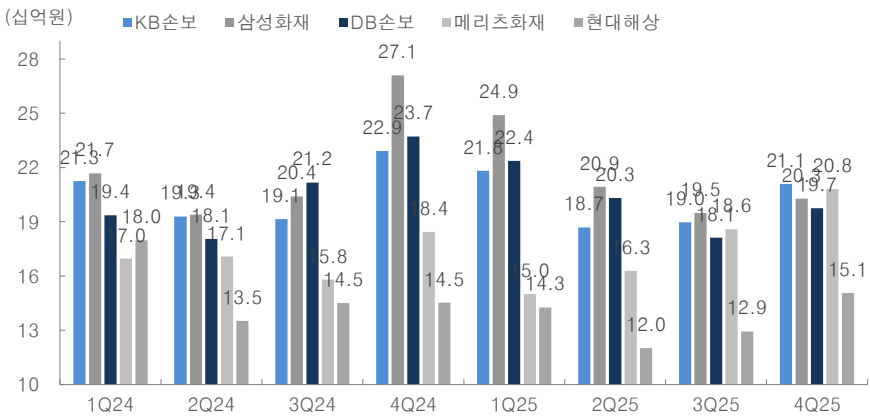
자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

그림 3. 삼성화재 CSM 배수 추이



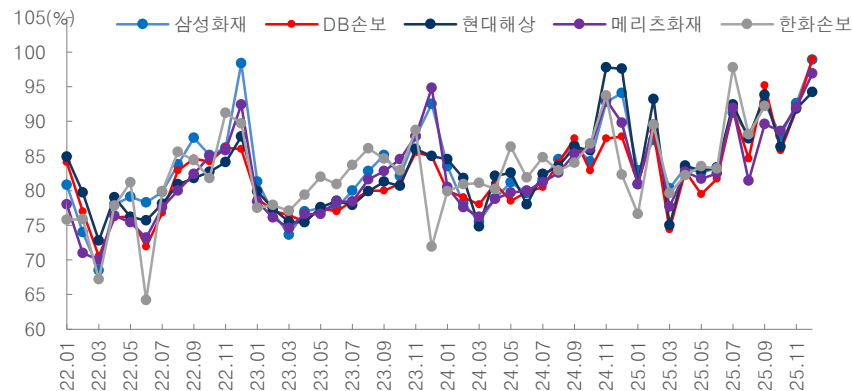
자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

그림 4. 주요 손해보험사 장기인보험 GA 실적 추이



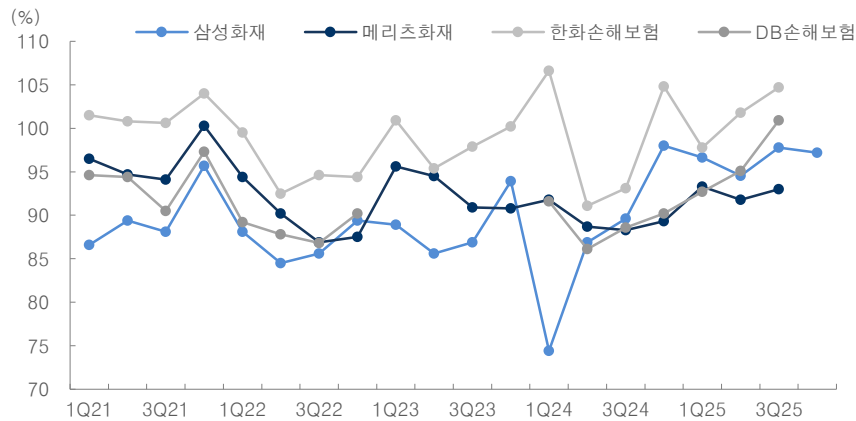
자료: 보험자널, 대신증권 Research Center

그림 5. 주요 손해보험사 자동차보험 손해율 추이



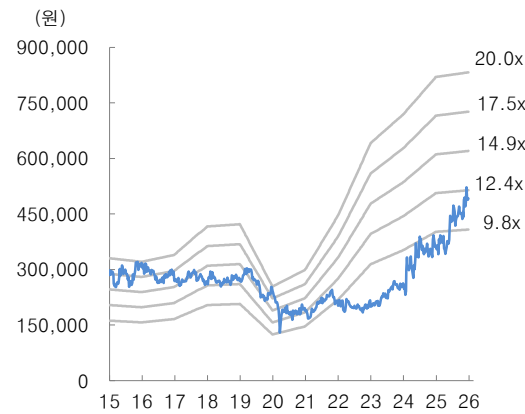
자료: 언론 보도, 대신증권 Research Center

그림 6. 주요 손해보험사 위험손해율 추이



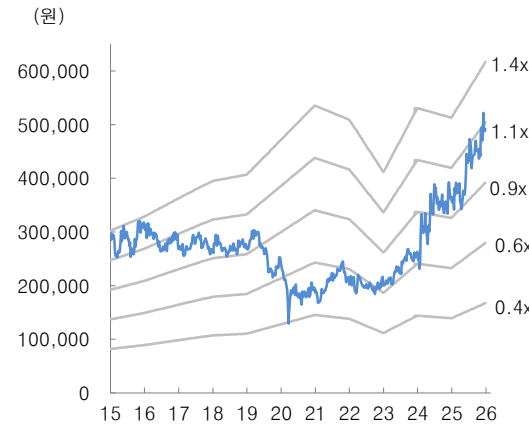
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

그림 7. 삼성화재 PER 밴드



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 8. 삼성화재 PBR 밴드



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

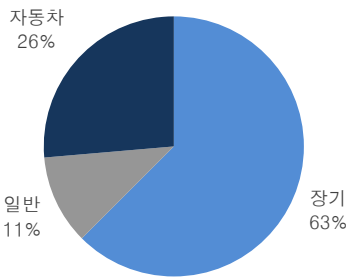
- 화재, 해상, 자동차, 상해, 배상책임, 장기손해, 개인연금 등 다양한 보험상품을 제공하는 국내 1위 규모 손해보험사
- 이문화 대표이사 사장 (2024.03~)
- 자산 88.4조, 부채 71.8조, 자본 16.6조(2025년 6월 기준)
(발행주식 수: 46,011,155 / 자기주식수: 6,182,859)

주가 변동요인

- 자동차보험료 추가인상 여부
- 실손보험료 요율 조정 수준
- 매출 경쟁 완화 여부
- 전향적 배당정책

자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

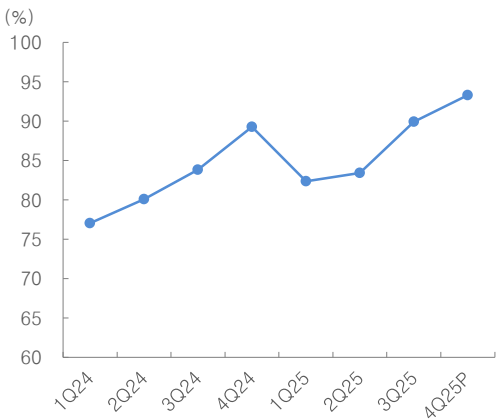
원수보험료 비중



주: 2025년말 기준
자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

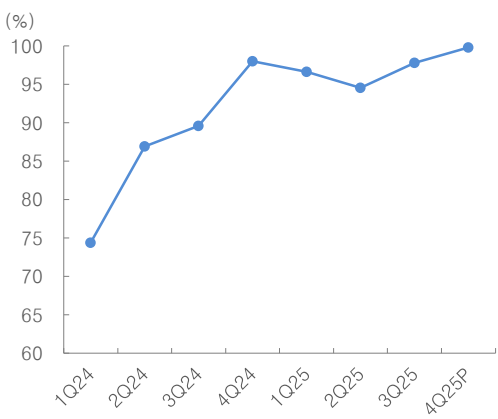
Earnings Driver

그림 9. 삼성화재 자동차보험 손해율 추이



자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

그림 10. 삼성화재 위험손해율 추이



자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

재무제표

PL						BS					
(단위: 십억원)						(단위: 십억원)					
	2023	2024	2025P	2026E	2027E		2023	2024	2025P	2026E	2027E
장기 보험손익	1,539	1,578	1,508	1,624	1,718	운용자산	81,667	83,836	92,487	96,384	100,298
CSM 상각	1,539	1,612	1,621	1,646	1,650	현예금	1,738	3,103	3,410	3,549	3,693
RA 변동	151	165	199	220	220	유가증권	50,351	50,826	58,880	61,271	63,759
예실차	141	81	-169	-108	-19	당기손익공정가치조정	10,281	11,374	11,614	12,086	12,576
일반 보험손익	204	176	171	213	213	기타포괄손익공정가치조정	37,733	37,025	43,448	45,212	47,048
보험료배분접근법 수익	1,485	1,638	1,738	1,796	1,832	상각후원가조정	1,732	1,725	2,096	2,182	2,270
발생손해액	906	1,055	1,134	1,259	1,284	지분법적용투자주식	605	701	1,722	1,792	1,865
사업비	375	407	433	449	470	대출채권	27,822	27,068	27,758	28,885	30,058
자동차 보험손익	190	96	-159	-237	8	부동산	1,755	2,840	2,438	2,537	2,640
보험료배분접근법 수익	5,614	5,619	5,565	5,843	6,136	비운용자산	3,279	3,343	3,827	3,773	3,925
발생손해액	4,514	4,639	4,857	5,158	5,478	특별계정자산	73	91	136	142	148
사업비	910	884	867	866	865	총자산	85,019	87,269	96,450	100,299	104,371
보험손익	1,933	1,849	1,520	1,600	1,939	부채총계	68,875	71,666	75,158	78,210	81,385
투자영업수익	3,888	4,925	5,371	4,757	4,950	책임준비금	63,697	65,327	66,540	58,190	59,260
보험금융수익	284	260	366	389	405	보험계약부채	51,777	51,788	49,050	40,630	41,630
기타투자수익	3,605	4,665	5,006	4,368	4,545	최선추정	26,717	25,345	21,974	22,866	23,794
투자영업비용	3,470	4,080	4,158	3,520	3,700	위험조정	1,448	1,728	1,845	1,845	1,845
보험금융비용	1,655	1,597	1,627	1,392	1,430	보험계약마진	13,303	14,074	14,168	14,205	14,256
기타투자비용	1,815	2,482	2,531	2,556	2,582	보험료배분접근법적용	4,349	4,363	4,276	1,714	1,735
투자손익	419	845	1,213	1,238	1,250	재보험계약부채	0	0	0	0	0
영업이익	2,429	2,735	2,773	2,837	3,189	투자계약부채	11,920	13,540	17,490	17,560	17,631
영업외손익	18	10	10	2	18	기타부채	5,104	6,247	8,480	20,020	22,125
세전이익	2,447	2,745	2,783	2,839	3,207	특별계정부채	74	92	138	138	138
지배기업주주지분순이익	1,818	2,074	2,018	2,056	2,323	자본총계	16,144	15,602	21,292	22,090	22,985
						자본금	26	26	26	26	26
Valuation	2023	2024	2025P	2026E	2027E	연결자본잉여금	939	939	939	939	939
BPS	379,783	367,029	500,885	519,641	540,709	연결이익잉여금	12,279	13,670	14,643	15,724	16,859
EPS	45,737	52,144	50,725	51,685	58,375	해약환급금준비금	1,180	2,213	4,130	4,298	4,472
ROE	11.3	13.3	9.5	9.3	10.1	비상위험준비금	2,669	2,841	2,662	2,662	2,662
PBR	0.68	1.02	1.02	1.16	1.11	연결자본조정	-1,487	-1,487	-1,219	-1,219	-1,219
PER	5.68	7.15	10.03	11.65	10.31	연결기타포괄손익누계액	4,357	2,418	6,868	6,619	6,380
DPS	16,000	19,000	19,500	23,000	28,000	비지배지분	30	30	30	30	30
현금배당	637	757	777	916	1115	부채 및 자본총계	85,019	87,268	96,450	100,299	104,371
배당성향	37.3	38.9	41.0	44.5	48.0						
증가율	2023	2024	2025P	2026E	2027E						
장기보험손익	-1.3%	2.5%	-4.4%	7.7%	5.8%						
보험손익	6.2%	-4.4%	-17.8%	5.3%	21.2%						
순이익	12.0%	14.0%	-2.7%	1.9%	12.9%						
운용자산	5.6%	2.7%	10.3%	4.2%	4.1%						
CSM	9.5%	5.8%	0.7%	0.3%	0.4%						
자본총계	28.9%	-3.4%	36.5%	3.7%	4.1%						

자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

[ESG 평가 등급체계]

* 대신지배구조연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	양호	환경 및 사회, 지배구조의 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		환경, 사회, 지배구조 중 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG에 대한 사업기회를 가지고 있을 가능성 있음
Fair (B+,B)	보통	환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재 함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 정보공개가 부족한 경우 환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크 관리가 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음

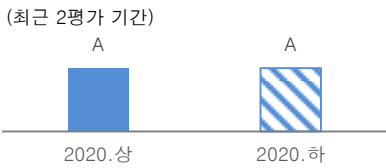
삼성화재 통합 ESG 등급

A

- 삼성화재는 대신지배구조연구소의 ESG 평가 결과 등급은 A, 20년 상반기 대비 등급이 동일합니다
- ESG 전체 영역 중 E 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 S 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 G 영역에서 점수가 상승하였습니다

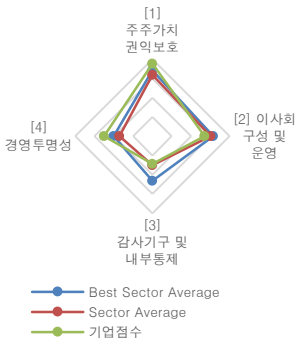
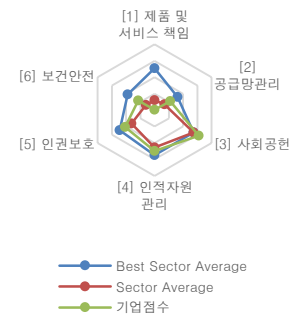
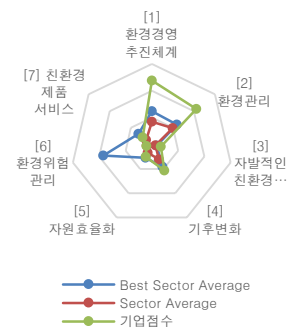
최근 2평가 기간

기준일: 2020.12.31



영역별 대분류 평가 결과

환경 (Environmental)		사회 (Social)		지배구조 (Governance)	
환경 대분류	평가기업 수준	사회 대분류	평가기업 수준	지배구조 대분류	평가기업 수준
환경경영 추진체계	■■■■■	제품 및 서비스 책임	■	주주가치 권익보호	■■■■■
환경관리	■■■■■	공급망관리	■■■	이사회 구성 및 운영	■■■
자발적인 친환경 활동	■■■	사회공헌	■■■■■	감사기구 및 내부통제	■■■
기후변화	■■■	인적자원 관리	■■■■■	경영투명성	■■■■■
자원효율화	■■■	인권보호	■■■		
환경위험 관리	■	보건안전	■■■		
친환경 제품 서비스	■■■				



* 영역별 대분류 평가기업 수준은 대신지배구조연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님

해당 ESG 등급 및 평가는 대신지배구조연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로서 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제시자료 및 공시자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성에 적합한지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하시는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자신이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한, 대신지배구조연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 지적재산권은 대신지배구조연구소의 소유입니다. 따라서 대신지배구조연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.

[Compliance Notice]

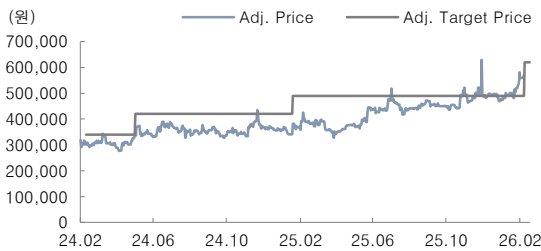
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박혜진, 권용수)

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 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

삼성화재(000810) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.02.20	26.01.26	26.01.22	26.01.19	25.12.02	25.12.01
투자의견	Marketperform	Marketperform	6개월 경과	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	620,000	490,000	490,000	490,000	490,000	490,000
과리율(평균%)		6.50	0.26	(4.60)	(4.77)	(6.79)
과리율(최대/최소%)		(1.73)	0.10	28.57	(14.80)	6.53
제시일자	25.11.28	25.11.13	25.10.28	25.10.16	25.08.14	25.07.27
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	490,000	490,000	490,000	490,000	490,000	490,000
과리율(평균%)	(6.90)	(6.96)	(7.63)	(8.35)	(8.38)	(10.26)
과리율(최대/최소%)	6.53	(14.80)	6.53	(3.47)	(3.47)	(5.51)
제시일자	25.07.22	25.06.27	25.05.14	25.04.24	25.03.18	25.02.16
투자의견	Marketperform	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	490,000	490,000	490,000	490,000	490,000	490,000
과리율(평균%)	(6.46)	(19.19)	(21.47)	(23.86)	(23.84)	(21.58)
과리율(최대/최소%)	(5.51)	5.71	(9.08)	(13.27)	(13.27)	(13.27)
제시일자	25.01.31	25.01.16	25.01.10	24.11.27	24.11.21	24.11.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	490,000	420,000	420,000	420,000	420,000	420,000
과리율(평균%)	(24.39)	(13.85)	(13.64)	(13.56)	(15.89)	(16.64)
과리율(최대/최소%)	(20.00)	3.57	3.57	3.57	(9.29)	(10.95)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:26.02.17)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.5%	10.5%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상