



삼성화재 (000810)

경기 방어 업종의 방어주

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479

Hold (유지)

목표주가(유지): 360,000원

현재 주가(5/14)	378,000원
상승여력	▼4.8%
시가총액	179,077억원
발행주식수	47,375천주
52 주 최고가 / 최저가	435,000 / 327,500원
90 일 일평균 거래대금	313.74억원
외국인 지분율	53.8%
주주 구성	
삼성생명보험 (외 7인)	18.5%
자사주 (외 1인)	15.9%
국민연금공단 (외 1인)	6.8%

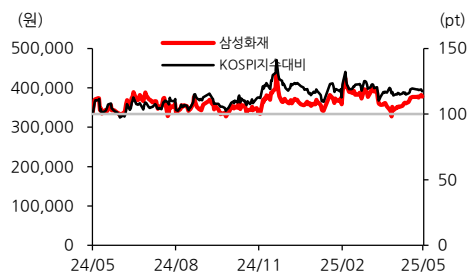
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	10.2	5.3	12.4	12.5
상대수익률(KOSPI)	3.0	4.3	4.4	16.9

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
보험손익	2,013	1,889	1,926	2,015
투자손익	419	845	1,080	1,112
영업이익	2,427	2,735	3,002	3,128
지배순이익	1,817	2,074	2,222	2,310
CSM (*)	13,143	13,765	14,821	16,096
수정 EPS	44,532	50,783	54,317	56,343
수정 BPS	542,519	518,572	538,894	558,651
수정 PER	5.9	7.1	7.0	6.7
수정 PBR	0.5	0.7	0.7	0.7
수정 ROE	8.3	9.0	9.6	9.6
배당수익률	5.2	5.3	5.8	6.5

* 보유 순부채 기준

주가 추이



삼성화재는 낮아진 컨센서스에 부합하는 실적을 기록했습니다. 타사들과 비교해 할인을 인하여 의한 자본 손상이 적었습니다. 한편 손해율 가이드 및 요율 인상에 따른 개선폭도 적었습니다. 명실상부한 방어주입니다.

1Q25 지배 순이익 6,081억원(-13% YoY), 기대치 부합

삼성화재의 1Q25 연결 지배 순이익은 6,081억원(-13% YoY)으로 낮아진 시장 전망치에 부합하는 실적을 기록. 당사 추정과 비교하면 보험 손익에서 손실계약관련비용이 처음으로 환입을 나타내고 기타사업비가 억제되는 등 비용 측면에서 양호한 성과를 나타냄. 1Q25 보험손익은 5,249억원(-15% YoY)을 기록. 장기 예설차와 PAA(일반, 자동차) 모두 전년 동기보다 부진했는데, 공통적으로 보험금 증가가 가팔랐기 때문. 계절성과 일회성 사고 영향을 고려하면 연중 보험 수익성은 당분기보다 개선될 전망. 한편 실손 요율 인상으로 미래가치가 개선되면서 손실계약비용은 처음으로 환입을 나타냄. 1Q25 투자손익은 2,957억원(+1% YoY)으로 특이요인 없이 예상 수준을 기록. 신계약은 절판 효과가 강했던 전분기보다 6% 감소. 동시에 전년 말 무저해지 보험에 대한 금감원 가이드라인(→계리적 가정 약화) 영향으로 신계약 마진이 전분기보다 4개월치 하락해 다른 손보사들보다 크게 약화됨. 이에 신계약 CSM은 28% QoQ 감소. 다만 같은 이유로 2분기 들어 무저해지 보험의 요율이 인상되었기 때문에 수익성은 일부 회복될 전망. CSM 잔액(보유)은 2% QoQ 증가. 기준 가정 변경 영향은 -1,590억원으로 평가(1Q~3Q24 평균)보다 900억원 개선되었는데, 유지율 악화가 진정되고 실손 요율이 인상된 점이 영향을 미쳤을 것으로 보임

경기 방어 업종의 방어주

여타 보험사들과 비교해 자기자본 방어가 현저히 좋았음. 연초 금감원의 제도 강화(LTFR, LoT 등 부채 할인을 인하)에도 불구하고, 동사의 순자산가치 영향은 -3,000억원대에 그침(삼성전자 자본 효과 제외). 동시에 연령별 손해율 가이드 적용이나 실손 요율 인상에 따른 긍정적인 영향도 여타 보험사들보다 적었음. 업황이 좋을 때와 나쁠 때, 경상 실적과의 변동이 가장 적은 보험사로서 방어주 역할에 더욱 적합함. 현재 valuation에서 주가의 상승여력은 제한적이나 리스크 요인도 적어 하방 또한 제한적이라고 판단. 투자의견 및 목표주가를 유지함

[표1] 삼성화재의 1Q25 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	1Q25P	1Q24	YoY	4Q24	QoQ	1Q25E	차이	컨센서스	차이
보험손익	524.9	620.1	-15.4	215.0	144.2	492.8	6.5	n/a	n/a
투자손익	295.7	293.0	0.9	62.0	377.1	298.0	-0.8	n/a	n/a
영업이익	816.3	913.1	-10.6	276.9	194.7	790.7	3.2	800.3	2.0
당기순이익	609.0	702.0	-13.2	207.9	193.0	584.5	4.2	629.0	-3.2
지배주주 순이익	608.1	701.0	-13.2	207.1	193.6	584.0	4.1	595.7	2.1

자료: 삼성화재, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 삼성화재의 연결 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

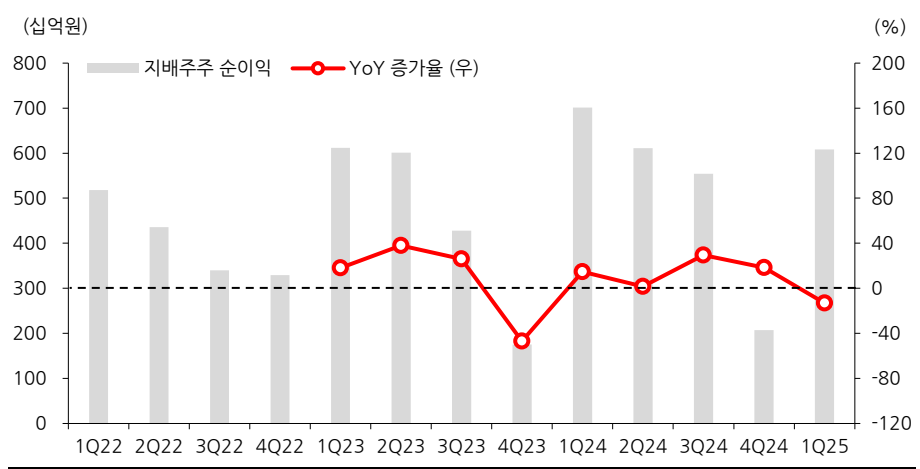
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	QoQ	YoY
보험+재보험손익	620	577	477	215	525	144.2	-15.4
일반/VFA 모형	469	500	459	289	437	51.6	-6.8
예실차	64	75	30	-90	-1	적지	적전
보험금*	83	93	47	-69	-5	적지	적전
사업비	-19	-18	-17	-21	4	흑전	흑전
RA 변동	31	40	40	40	40	0.1	28.6
CSM 상각	389	396	402	391	394	0.9	1.3
손실계약관련	-14	-11	-13	-70	0	흑전	흑전
기타	-1	0	-0	17	3	-80.1	흑전
PAA 모형	173	131	47	-19	111	흑전	-35.8
보험수익	2,080	2,100	2,117	2,147	2,095	-2.4	0.7
발생순보험금	1,217	1,289	1,382	1,401	1,303	-7.0	7.1
발생순손사비	103	99	112	145	108	-26.0	4.7
손실계약관련	-3	3	0	-3	1	흑전	흑전
재보험비용	267	258	260	283	264	-6.7	-1.1
기타	-317	-326	-316	-333	-310	적지	적지
기타사업비	22	53	30	55	24	-56.9	5.7
투자손익	293	226	264	62	296	377.1	0.9
보험금융손익	-343	-349	-298	-347	-327	적지	적지
투자서비스손익	636	575	562	409	623	52.3	-2.1
영업이익	913	804	741	277	816	194.7	-10.6
영업외이익	5	2	3	0	6	17,413.1	29.9
세전이익	918	806	744	277	822	196.9	-10.4
당기순이익	702	612	555	208	609	193.0	-13.2
지배주주 순이익	701	611	554	207	608	193.6	-13.2
AUM	81,672	82,440	82,282	83,836	84,807	1.2	3.8
투자서비스손익	636	575	562	409	623	52.3	-2.1
Yield	3.1	2.8	2.7	2.0	3.0	1.0	-0.2
CSM (보유 순부채)	13,533	13,765	13,994	13,765	14,028	1.9	3.7
CSM 상각	389	396	402	391	394	0.9	1.3
단순상각률	11.7	11.6	11.6	11.3	11.2	-0.0	-0.4
신계약 CSM (원수)	886	753	839	974	702	-28.0	-20.8
월납 신계약 보험료	58.3	52.1	54.1	63.1	59.2	-6.2	1.5
단순마진 (개월)	15.2	14.5	15.5	15.4	11.8	-3.6	-3.3

주: *보험료 경험조정 포함

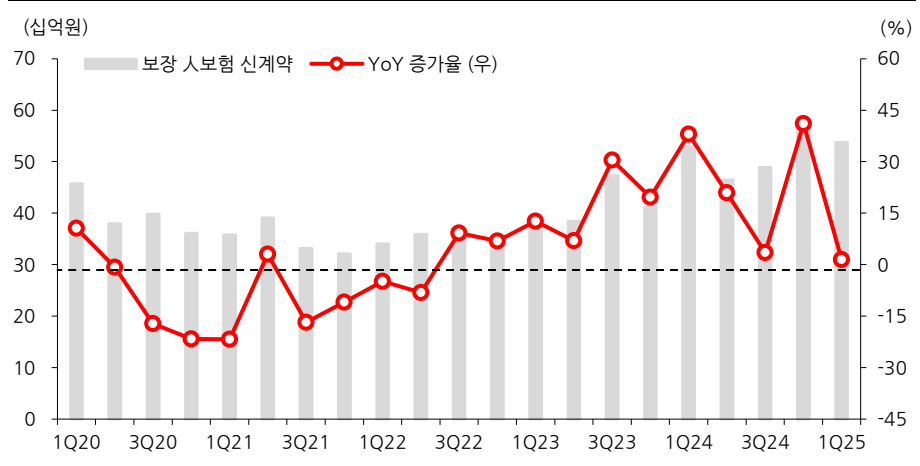
자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 삼성화재의 분기별 지배주주 순이익 및 증가율



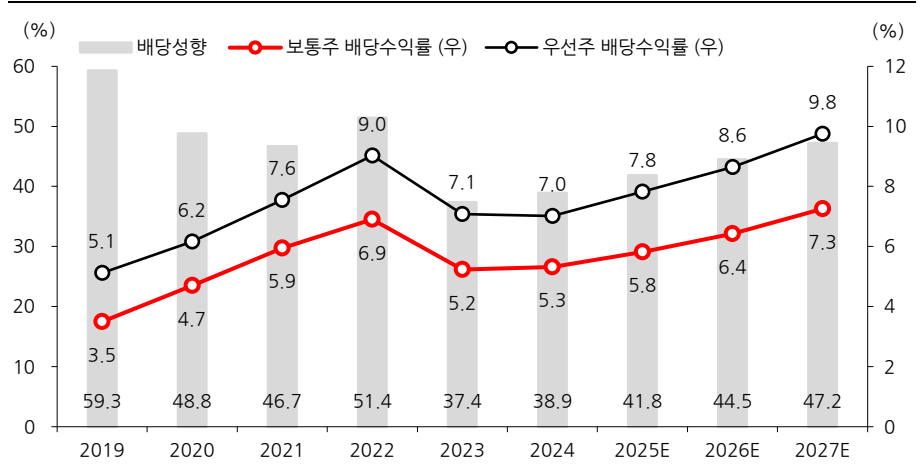
자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼성화재의 보장성 인보험 신계약 금액 및 증가율



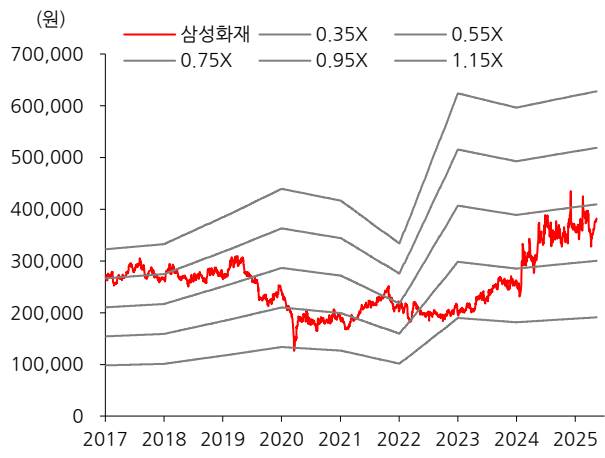
자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 삼성화재의 배당지표 추이 및 전망



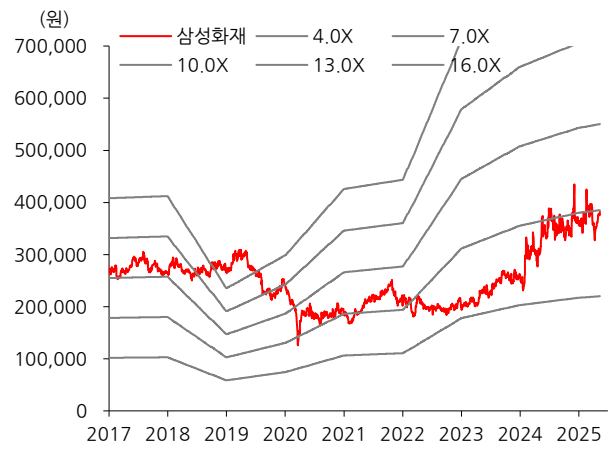
자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 삼성화재 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 삼성화재 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E
운용자산	81,667	83,836	86,427	87,992
현금및예치금	1,738	3,103	2,467	2,516
유가증권	50,351	50,826	53,281	54,252
FVPL	10,281	11,374	11,546	11,721
FVOCI	37,733	37,025	39,124	39,885
AC	1,732	1,725	1,824	1,859
대출채권	27,822	27,068	27,737	28,221
부동산	1,755	2,840	2,942	3,003
비운용자산	3,279	3,342	3,337	3,064
특별계정자산	73	91	100	104
자산총계	85,019	87,268	89,864	91,160
책임준비금	63,697	65,327	65,655	65,867
BEL	32,465	31,408	30,294	29,066
RA	1,660	1,942	2,084	2,186
CSM	13,303	14,074	15,120	16,395
PAA	4,349	4,363	4,197	3,978
투자계약부채	11,920	13,540	13,961	14,242
기타부채	5,104	6,247	7,104	7,032
후순위채	0	0	0	0
특별계정부채	74	92	100	104
부채총계	68,875	71,666	72,859	73,003
자본금	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	12,279	13,670	14,614	15,995
해약환급금준비금	1,180	2,213	3,838	5,373
자본조정	-1,487	-1,487	-975	-975
기타포괄손익누계	4,357	2,418	2,399	2,170
자본총계	16,144	15,602	17,004	18,156

성장률

(단위: %)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E
자산총계	5.2	2.6	3.0	1.4
운용자산	5.6	2.7	3.1	1.8
부채총계	0.9	4.1	1.7	0.2
CSM	9.5	5.8	7.4	8.4
자본총계	28.9	-3.4	9.0	6.8
보험손익	18.7	-6.1	1.9	4.7
투자손익	-13.3	101.8	27.8	3.0
영업이익	11.4	12.7	9.8	4.2
순이익	11.9	14.2	7.2	3.9

주: IFRS 연결 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E
보험손익	2,013	1,889	1,926	2,015
일반 및 변동수수료모형	1,754	1,717	1,746	1,790
CSM 상각	1,521	1,579	1,615	1,730
RA 변동	139	152	162	169
예상과실제차이	168	76	32	-31
손실계약	-88	-108	-69	-79
기타	14	18	6	0
보험료배분접근법모형	574	333	348	402
간접사업비	316	160	168	176
투자손익	419	845	1,080	1,112
보험금융손익	-1,371	-1,337	-1,292	-1,276
이자수익	2,036	2,179	2,271	2,278
배당수익	355	427	420	423
FVPL 평가손익	-85	85	21	0
기타	-516	-508	-340	-312
영업이익	2,427	2,735	3,002	3,128
영업외이익	18	10	6	0
세전이익	2,445	2,745	3,008	3,128
법인세비용	625	668	783	816
당기순이익	1,820	2,077	2,225	2,312
지배주주 순이익	1,817	2,074	2,222	2,310

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2023	2024	2025E	2026E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	188	228	233	241
신계약 CSM	3,500	3,452	3,081	3,256
투자수익률	2.3	2.7	2.8	2.8
수정 Book Value	23,062	22,044	22,908	23,752
수익성				
수정 ROE	8.3	9.0	9.6	9.6
수정 ROA	2.1	2.3	2.4	2.5
주당 지표				
수정 EPS	44,532	50,783	54,324	56,363
수정 BPS	542,519	518,572	538,894	558,751
보통주 DPS	16,000	19,000	21,900	24,200
Valuation 및 배당				
수정 PER	5.9	7.1	7.0	6.7
수정 PBR	0.5	0.7	0.7	0.7
배당성향	37.4	38.9	41.8	44.5
보통주 배당수익률	5.2	5.3	5.8	6.4

[Compliance Notice]

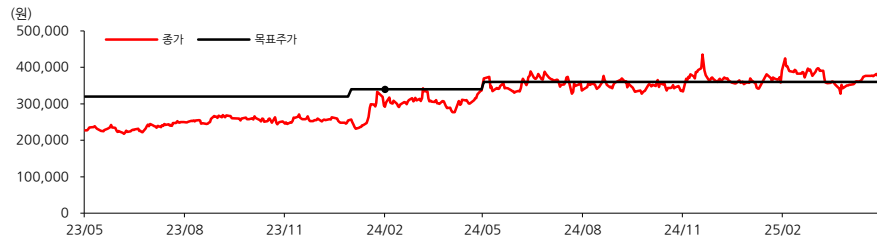
(공표일: 2025년 5월 14일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

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

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[삼성화재 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.05.14	2023.06.14	2023.08.16	2023.09.01	2023.11.14
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		320,000	320,000	320,000	320,000	320,000
일 시	2024.01.15	2024.02.23	2024.05.16	2024.06.17	2024.07.08	2024.08.16
투자의견	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	340,000	340,000	360,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2024.10.08	2024.11.11	2025.01.20	2025.02.03	2025.02.12	2025.02.25
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2025.03.13	2025.03.20	2025.04.17	2025.05.14		
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold		
목표가격	360,000	360,000	360,000	360,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.05.14	Buy	320,000	-22.68	-15.31
2024.01.15	Buy	340,000	-12.92	0.88
2024.05.16	Hold	360,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%