



# 삼성화재 (000810)

할인율 제거하며 목표주가 상향, 투자의견 유지

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

## Hold (유지)

목표주가(상향): 440,000원

현재 주가(8/12)	440,500원
상승여력	▼9.2%
시가총액	202,679억원
발행주식수	46,011천주
52 주 최고가 / 최저가	518,000 / 327,500원
90 일 일평균 거래대금	491.05억원
외국인 지분율	55.7%

주주 구성	
삼성생명보험 (외 7인)	19.1%
자사주 (외 1인)	13.4%
국민연금공단 (외 1인)	7.0%

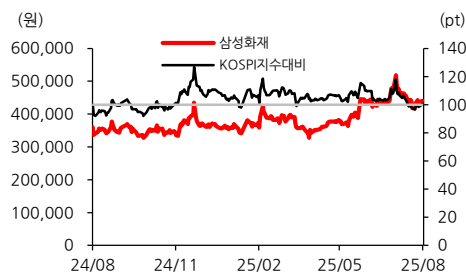
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.9	15.3	17.9	24.3
상대수익률(KOSPI)	-7.3	-7.0	-7.2	2.4

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보				
	2023	2024	2025E	2026E
보험손익	2,013	1,889	1,752	1,881
투자손익	419	845	1,184	1,227
영업이익	2,427	2,735	2,935	3,108
지배순이익	1,817	2,074	2,194	2,295
CSM (*)	13,143	13,765	14,533	15,717
수정 EPS	44,532	50,783	53,642	56,014
수정 BPS	542,519	518,572	557,345	574,945
수정 PER	5.9	7.1	8.2	7.9
수정 PBR	0.5	0.7	0.8	0.8
수정 ROE	8.3	9.0	9.3	9.3
배당수익률	5.2	5.3	4.9	5.4

\* 보유 순부채 기준

### 주가 추이



삼성화재는 시장 기대에 부합하는 실적을 기록했습니다. 동사의 implied COE가 회복된 점을 감안해 목표 PBR에 부여되던 할인율을 제거하면서 목표주가를 상향하나, 상승여력 제한으로 투자의견 Hold를 유지합니다.

### 2Q25 지배 순이익 6,375억원(+4% YoY), 기대치 부합

삼성화재의 2Q25 연결 지배 순이익은 6,375억원(+4% YoY)으로 당사 및 시장 전망치에 부합하는 실적을 기록. 당사 추정과 비교하면 PAA 손익이 140억원 부진한 대신 투자손익이 140억원 양호하게 나타나 영업이익이 기대치를 달성. 2Q25 보험손익은 4,804억원(-17% YoY)으로 감소, 일반/자동차보험(PAA모형)의 순보험금이 크게 증가한 것이 원인. 장기보험(일반모형)의 예실차는 무난했으나 예상보험금과 실제보험금이 각각 기대보다 가파른 증가를 나타낸 결과. 회사는 특정 담보보다는 실손, 건강, 재물 등에서 고른 손해를 상승이 있었던 것으로 설명. 당분간 업종 전반적으로 가장 눈여겨 봐야 할 실적지표는 발생보험금 추이라고 판단됨. 2Q25 투자손익은 3,545억원(+57% YoY)으로 증가. 일회성 요인들이 순 +1,000억원 수준 발생했고, 보험금융손익에서 환율 하락에 따라 +200억원 영향이 있었을 것으로 추정됨. 신계약은 인보험 매출 감소(-12% QoQ)에도 불구하고, 무저해지 보험의 요율 인상, 금리 상승 등으로 마진이 전분기보다 2개월 개선되면서 신계약 CSM이 3% QoQ 증가. 3Q25 중 예정이율 인하에 따른 마진 개선이 더해지면 연간 신계약 CSM은 목표치인 3조원에 근접할 수 있을 전망. CSM 잔액(보유)은 2% QoQ 증가. 기중 조정은 -1,940억원 발생

### 할인율 제거하며 목표주가 상향, 투자의견 유지

삼성화재의 잠정 K-ICS비율은 274%로 8%p QoQ 상승. 삼성전자 지분가치를 제외해도 자산과 부채 평가익이 모두 증가한 것이 +4%p 영향을 미침. 회사는 과잉자본에 대해 기말 배당 및 캐노피우스 인수로 인해 연말까지 15%p 수준의 하락 요인이 발생할 것으로 밝힘. IFRS17 적용 과정에서 확대되었던 implied COE가 다시 과거 수준으로 회귀한 점을 고려해, 동사에게 부여했던 valuation 할인율을 제거하면서 목표주가를 직전 대비 10% 상향한 440,000원으로 제시. 다만 현 주가가 적정 가치를 충분히 반영하여 상승여력이 제한적인 점을 감안해 투자의견은 Hold로 유지함

[표1] 삼성화재의 2Q25 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	2Q25P	2Q24	YoY	1Q25	QoQ	2Q25E	차이	컨센서스	차이
보험손익	480.4	577.5	-16.8	524.9	-8.5	493.2	-2.6	n/a	n/a
투자손익	354.5	226.4	56.6	291.3	21.7	340.7	4.0	n/a	n/a
영업이익	835.0	803.8	3.9	816.3	2.3	834.0	0.1	822.0	1.6
당기순이익	638.4	612.4	4.2	609.0	4.8	616.6	3.5	601.1	6.2
지배주주 순이익	637.5	611.4	4.3	608.1	4.8	616.0	3.5	609.7	4.6

자료: 삼성화재, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 삼성화재의 연결 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

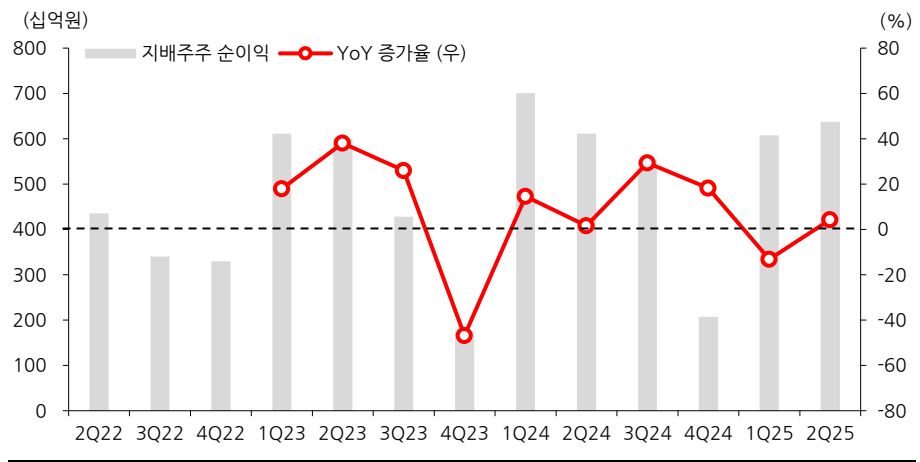
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	QoQ	YoY
보험+재보험손익	620	577	477	215	525	480	-8.5	-16.8
일반/VFA 모형	469	500	459	289	437	458	4.7	-8.4
예실차	64	75	30	-90	-1	23	흑전	-69.7
보험금*	83	93	47	-69	-5	22	흑전	-75.8
사업비	-19	-18	-17	-21	4	0	-92.8	흑전
RA 변동	31	40	40	40	40	43	6.7	9.1
CSM 상각	389	396	402	391	394	395	0.1	-0.4
손실계약관련	-14	-11	-13	-70	0	-3	적전	적지
기타	-1	0	-0	17	3	0	-100.0	n/a
PAA 모형	173	131	47	-19	111	80	-28.0	-38.7
보험수익	2,080	2,100	2,117	2,147	2,095	2,140	2.1	1.9
발생순보험금	1,320	1,389	1,496	1,545	1,412	1,473	4.3	6.0
발생순손사비	158	165	163	165	159	166	4.8	0.8
손실계약관련	-3	3	0	-3	1	2	19.9	-35.5
재보험비용	267	258	260	283	264	268	1.4	3.7
기타	-158	-159	-152	-169	-150	-155	적지	적지
기타사업비	22	53	30	55	24	57	142.9	8.7
투자손익	293	226	264	62	291	355	21.7	56.6
보험금융손익	-343	-349	-298	-347	-327	-287	적지	적지
투자서비스손익	636	575	562	409	619	641	3.6	11.5
영업이익	913	804	741	277	816	835	2.3	3.9
영업외이익	5	2	3	0	6	8	26.9	249.8
세전이익	918	806	744	277	822	843	2.5	4.5
당기순이익	702	612	555	208	609	638	4.8	4.2
지배주주 순이익	701	611	554	207	608	637	4.8	4.3
AUM	81,672	82,440	82,282	83,836	84,807	84,581	-0.3	2.6
투자서비스손익	636	575	562	409	619	641	3.6	11.5
Yield	3.1	2.8	2.7	2.0	2.9	3.0	0.1	0.2
CSM (보유 순부채)	13,533	13,765	13,994	13,765	14,028	14,281	1.8	3.7
CSM 상각	389	396	402	391	394	395	0.1	-0.4
단순상각률	11.7	11.6	11.6	11.3	11.2	11.1	-0.2	-0.6
신계약 CSM (원수)	886	753	839	974	702	720	2.6	-4.4
월납 신계약 보험료	58.3	52.1	54.1	63.1	59.2	52.4	-11.5	0.7
단순마진 (개월)	15.2	14.5	15.5	15.4	11.8	13.7	1.9	-0.7

주: \*보험료 경험조정 포함

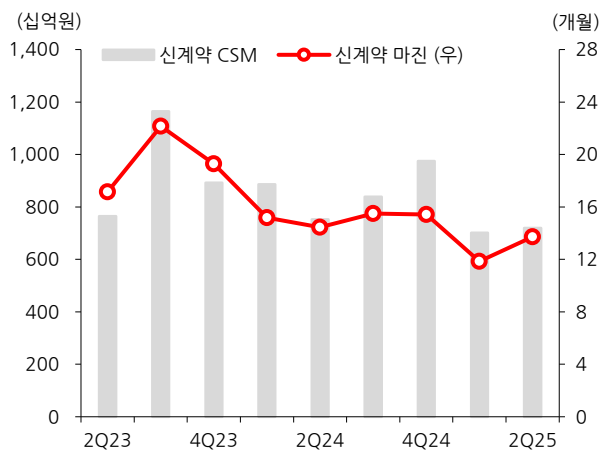
자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 삼성화재의 분기별 지배주주 순이익 및 증가율



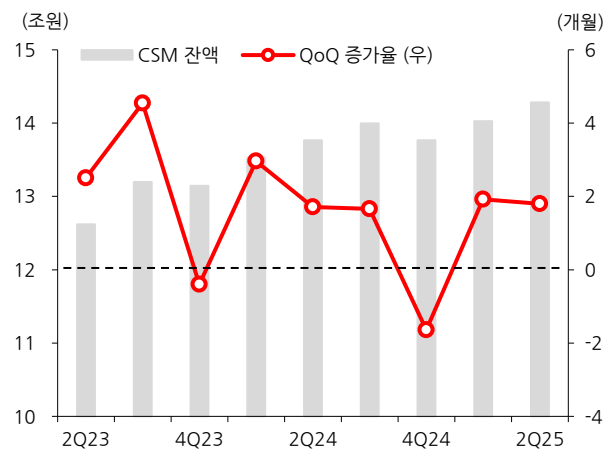
자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼성화재의 신계약 CSM 및 마진배수



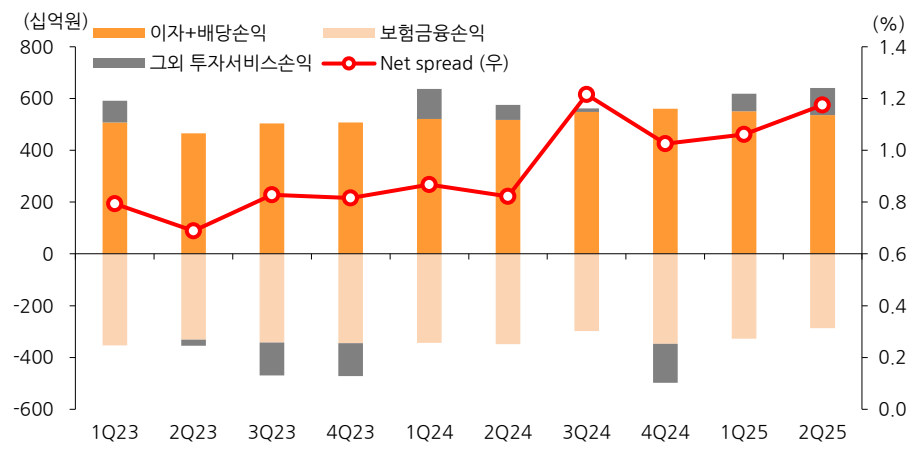
자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 삼성화재의 CSM 잔액 및 증가율



주: 보유 순부채 기준  
자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 삼성화재의 투자손익과 이차 스프레드



주: Net spread는 이자+배당손익과 보험금융손익의 합계를 운용자산 평균으로 나누어 산출  
자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 삼성화재의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

항목	삼성화재	비고
자기자본비용	12.2	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.4	(b): 국제 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	11.2	(c): Market Risk Premium (Bloomberg)
Beta (β)	0.87	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE	9.4	(e): 회사별 향후 3개년 수정 ROE 평균
영구성장률	0.0	(f)
이론적 PBR	0.77	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율)	0.0	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR	0.77	(i): (g)*(h)
수정 BPS	566,011	(j): 회사별 12개월 forward 수정 BPS
<b>목표주가</b>	<b>440,000</b>	<b>(k): (i)*(j)</b>
조정률	10.0	직전 목표주가 대비 조정률
현주가	440,500	
상승여력	-0.1	

자료: 한화투자증권 리서치센터

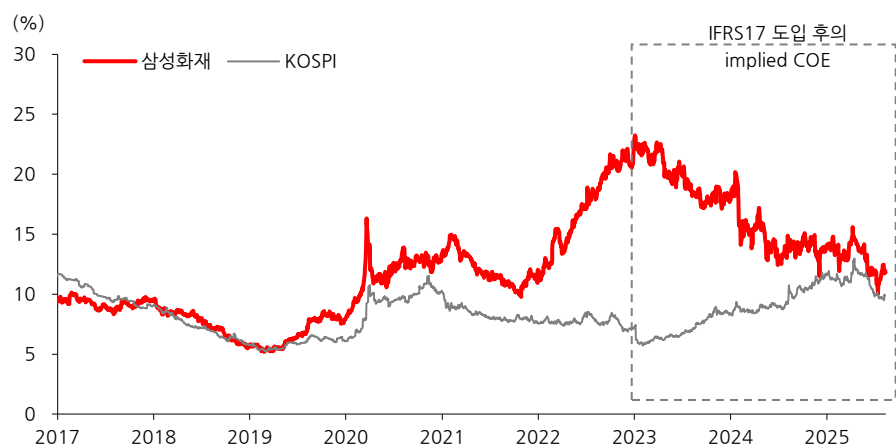
[표4] 주요 투자지표 추정치 변동

(단위: 십억 원, 원, %, %p)

	변경 후		변경 전		변화율(%)	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
당기순이익	2,193	2,284	2,163	2,289	1.4	-0.2
수정 EPS	53,601	55,702	52,879	55,863	1.4	-0.3
수정 BPS	556,043	570,995	535,732	553,239	3.8	3.2
수정 ROE	9.3	9.3	9.4	9.6	-0.1	-0.4

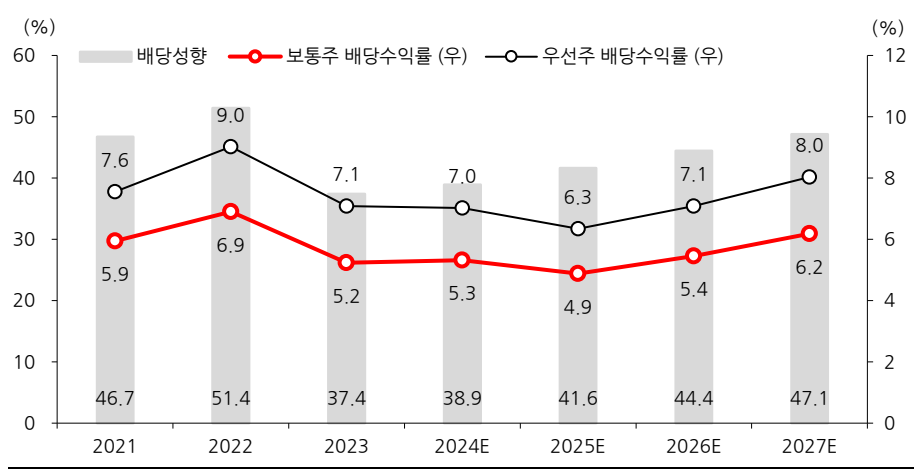
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 삼성화재의 implied COE



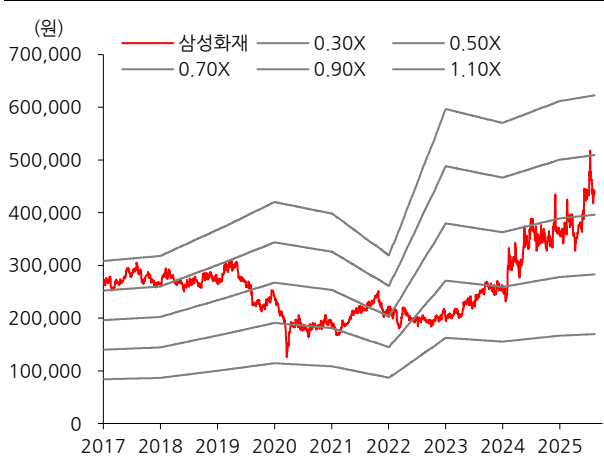
자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 삼성화재의 배당지표 추이 및 전망



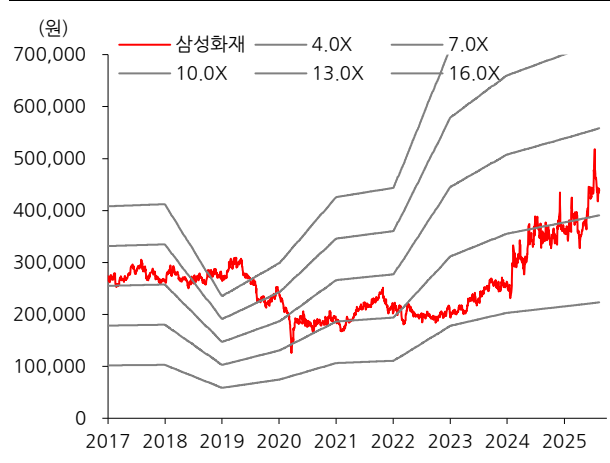
자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 삼성화재 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 삼성화재 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

**재무상태표**

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E
운용자산	81,667	83,836	85,682	86,885
현금및예치금	1,738	3,103	2,530	2,557
유가증권	50,351	50,826	52,825	53,607
FVPL	10,281	11,374	11,074	11,276
FVOCI	37,733	37,025	39,093	39,621
AC	1,732	1,725	1,845	1,899
대출채권	27,822	27,068	27,572	27,959
부동산	1,755	2,840	2,755	2,762
비운용자산	3,279	3,342	3,760	3,825
특별계정자산	73	91	108	112
<b>자산총계</b>	<b>85,019</b>	<b>87,268</b>	<b>89,549</b>	<b>90,822</b>
책임준비금	63,697	65,327	65,173	65,089
BEL	32,465	31,408	29,482	28,132
RA	1,660	1,942	2,093	2,184
CSM	13,303	14,074	14,826	16,009
PAA	4,349	4,363	4,118	3,816
투자계약부채	11,920	13,540	14,654	14,949
기타부채	5,104	6,247	6,038	5,962
후순위채	0	0	0	0
특별계정부채	74	92	109	113
<b>부채총계</b>	<b>68,875</b>	<b>71,666</b>	<b>71,319</b>	<b>71,164</b>
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	14,819	16,202
해약환급금준비금	1,180	2,213	4,202	6,223
자본조정	-1,487	-1,487	-1,219	-949
기타포괄손익누계	4,357	2,418	3,665	3,440
<b>자본총계</b>	<b>16,144</b>	<b>15,602</b>	<b>18,230</b>	<b>19,659</b>

**성장률**

(단위: %)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E
자산총계	5.2	2.6	2.6	1.4
운용자산	5.6	2.7	2.2	1.4
부채총계	0.9	4.1	-0.5	-0.2
CSM	9.5	5.8	5.3	8.0
자본총계	28.9	-3.4	16.8	7.8
보험손익	18.7	-6.1	-7.3	7.4
투자손익	-13.3	101.8	40.0	3.7
영업이익	11.4	12.7	7.3	5.9
순이익	11.9	14.2	5.8	4.6

주: IFRS 연결 기준

**포괄손익계산서**

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E
<b>보험손익</b>	<b>2,013</b>	<b>1,889</b>	<b>1,752</b>	<b>1,881</b>
일반 및 변동수수료모형	1,754	1,717	1,688	1,795
CSM 상각	1,521	1,579	1,603	1,683
RA 변동	139	152	166	170
예상과실계차이	168	76	-38	-6
손실계약	-88	-108	-48	-51
기타	14	18	6	0
보험료배분접근법모형	574	333	235	266
간접사업비	316	160	171	180
<b>투자손익</b>	<b>419</b>	<b>845</b>	<b>1,184</b>	<b>1,227</b>
보험금융손익	-1,371	-1,337	-1,258	-1,244
이자수익	2,036	2,179	2,284	2,322
배당수익	355	427	431	438
FVPL 평가손익	-85	85	55	0
기타	-516	-508	-329	-289
<b>영업이익</b>	<b>2,427</b>	<b>2,735</b>	<b>2,935</b>	<b>3,108</b>
영업외이익	18	10	14	0
세전이익	2,445	2,745	2,949	3,108
법인세비용	625	668	752	811
당기순이익	1,820	2,077	2,197	2,298
<b>지배주주 순이익</b>	<b>1,817</b>	<b>2,074</b>	<b>2,194</b>	<b>2,295</b>

**주요 투자지표**

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2023	2024	2025E	2026E
<b>주요 지표</b>				
월납 신계약 보험료	188	228	220	221
신계약 CSM	3,500	3,452	2,980	3,130
투자수익률	2.3	2.7	2.9	2.9
수정 Book Value	23,062	22,044	23,692	24,441
<b>수익성</b>				
수정 ROE	8.3	9.0	9.3	9.3
수정 ROA	2.1	2.3	2.4	2.5
<b>주당 지표</b>				
수정 EPS	44,532	50,783	53,642	56,014
수정 BPS	542,519	518,572	557,345	574,945
보통주 DPS	16,000	19,000	21,500	24,000
<b>Valuation 및 배당</b>				
수정 PER	5.9	7.1	8.2	7.9
수정 PBR	0.5	0.7	0.8	0.8
배당성향	37.4	38.9	41.6	44.4
보통주 배당수익률	5.2	5.3	4.9	5.4

[ Compliance Notice ]

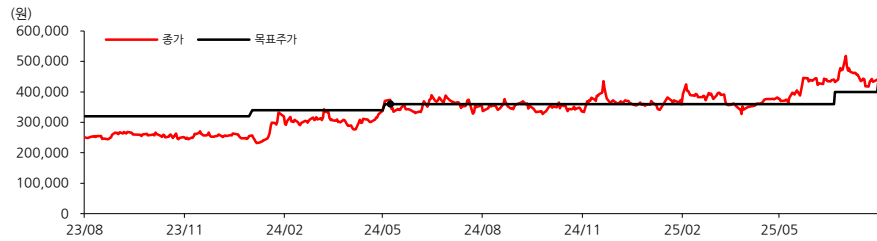
(공표일: 2025년 8월 13일)

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	2023.08.16	2023.09.01	2023.11.14	2024.01.15	2024.02.23
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		320,000	320,000	320,000	340,000	340,000
일 시	2024.05.16	2024.06.17	2024.07.08	2024.08.16	2024.10.08	2024.11.11
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2025.01.20	2025.02.03	2025.02.12	2025.02.25	2025.03.13	2025.03.20
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2025.04.17	2025.05.14	2025.07.04	2025.08.13		
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold		
목표가격	360,000	360,000	400,000	440,000		

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.15	Buy	340,000	-12.92	0.88
2024.05.16	Hold	360,000	0.60	20.83
2025.07.04	Hold	400,000	13.37	4.38
2025.08.13	Hold	440,000		

[ 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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자 의견 ]**

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 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%