



# 삼성화재 (000810)

고르게 양호한 실적, ROE 개선은 과제

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

**Buy** (유지)

목표주가(상향): 650,000원

현재 주가(5/13)	498,000원
상승여력	▲30.5%
시가총액	222,344억원
발행주식수	44,647천주
52 주 최고가 / 최저가	630,000 / 363,500원
90 일 일평균 거래대금	752.04억원
외국인 지분율	57.5%

주주 구성	
삼성생명보험 (외 6인)	19.6%
자사주 (외 1인)	10.8%
국민연금공단 (외 1인)	7.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.6	-10.9	-0.4	31.9
상대수익률(KOSPI)	-29.4	-53.3	-88.5	-168.8

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
보험손익	1,889	1,560	1,722	1,829
투자손익	845	1,213	1,383	1,458
영업이익	2,735	2,773	3,105	3,287
지배순이익	2,074	2,018	2,229	2,391
CSM (*)	13,765	13,847	14,545	15,321
수정 EPS	50,783	49,362	54,284	58,230
수정 BPS	518,572	623,624	893,674	914,398
수정 PER	7.1	10.1	9.2	8.6
수정 PBR	0.7	0.8	0.6	0.5
수정 ROE	9.0	8.1	6.7	6.0
배당수익률	5.3	4.4	5.0	5.3

\* 보유 순부채 기준

주가 추이



삼성화재는 컨센서스에 부합하는 실적을 기록했습니다. 고르게 양호한 실적은 긍정적이나, 과잉 자본으로써 ROE 개선은 중요한 당면 과제입니다. 업종 내 수익성 방어와 주가 열위를 감안해 차선호주로 제시합니다.

**1Q26 지배 순이익 6,347억원(+4% YoY), 컨센서스 부합**

삼성화재의 1Q26 연결 지배 순이익은 6,347억원(+4% YoY)으로 당사 추정치를 8% 상회하고 컨센서스에 부합하는 실적을 기록. 1Q26 보험손익은 5,513억원(+5% YoY)으로 증가. 장기 예실차와 PAA손익, 간접사 업비에서 각각 추정치를 100억원 상회함. 보험금은 실제와 예상이 모두 기대보다 크게 증가했는데, 예상보험금의 증가 속도를 반영하면서 연간 예실차 적자폭 추정치를 축소하였음. 1Q26 투자손익은 3,624억원(+24% YoY)으로 증가. 보유이원의 개선(+7bp QoQ) 및 배당수익 증가와 부담이자 증가가 동반되면서 본질 스프레드가 전년 동기보다 소폭 상승함. 신계약 CSM은 인보험 매출 감소(-14% QoQ)와 전분기 수준의 신계약 마진(+0.1개월 QoQ)의 조합으로 12% QoQ 감소. 그럼에도 RA 산출기준 변경에 따른 환입이 반영되면서 기중 조정의 (-)이 1,000억원 수준 축소되어 CSM 잔액(보유)은 2% QoQ 증가

**ROE 개선은 과제**

삼성화재의 분기 실적은 당사 추정과 비교하면 보험과 투자가 고르게 양호했고 일회성 요인보다는 본질 요소가 원인이었으며 이를 긍정적으로 평가. 다만 가파르게 악화되었던 초년도 손해율은 개선되었지만 전체 위험손해율은 여전히 부정적인 추세이고, 신계약비 부담이 해약준비금 적립에서 드러나는 점이 이익 체력의 한계 요인으로 작용. 더불어 중기적인 이익 증가가 예상됨에도 불구하고 보유 지분가치의 증가로 ROE가 지속 하락할 것으로 추정되는 것은 중요한 당면 과제라고 판단. 과잉 자본 상태에도 불구하고 주주환원 정책의 조기 달성이나 전자 지분 매각의 온전한 배당재원 포함 여부를 결정하지 못하는 것에는 마땅한 근거가 필요할 것. 연간 이익 추정치의 상향 조정과 낮아진 베타(β)를 감안해 목표주가를 이전보다 8% 상향한 65만원으로 제시하며 투자의견 매수를 유지함. 또한 부진한 업황에서 상대적인 수익성 방어에도 불구하고 peer 대비 열위인 주가 수익률을 감안해 업종 내 차선호주로 추천함

[표1] 삼성화재의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

항목	삼성화재	비고
자기자본비용	7.9	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	3.07	(b): 최근 3년간 국고채 3년물 금리의 일평균
Risk Premium	6.9	(c): 최근 3년간 시장 fwd PER 역수의 일평균
Beta (β)	0.7	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE	6.3	(e): 회사별 향후 3개년 수정 ROE 평균
영구성장률	0.0	(f)
이론적 PBR	0.80	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율)	-10.0	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR	<b>0.72</b>	(i): (g)*(h)
수정 BPS	902,649	(j): 회사별 12개월 forward 수정 BPS
목표주가	<b>650,000</b>	<b>(k): (i)*(j)</b>
조정률	8.3	직전 목표주가 대비 조정률
현주가	498,000	
상승여력	30.5	

자료: 한화투자증권 리서치센터

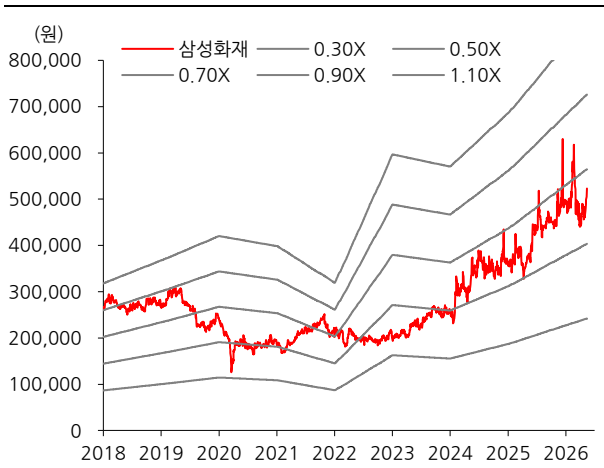
[표2] 주요 투자지표 추정치 변동

(단위: 십억 원, 원, %, %p)

	변경 후		변경 전		변화율(%)	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
지배주주 순이익	2,239	2,401	2,143	2,361	4.5	1.7
수정 EPS	54,541	58,497	52,187	57,502	4.5	1.7
수정 BPS	893,910	914,885	735,510	777,070	21.5	17.7
수정 ROE	6.7	6.1	7.2	7.1	-0.5	-1.1

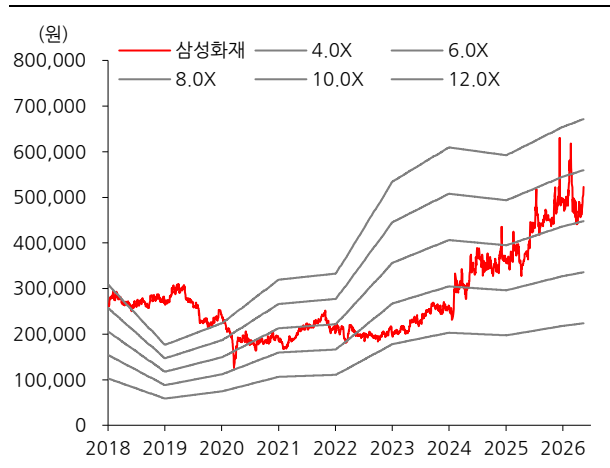
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 삼성화재 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼성화재 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 삼성화재의 1Q26 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	1Q26P	1Q25	YoY	4Q25	QoQ	1Q26E	차이	컨센서스	차이
보험손익	551.3	524.9	5.0	184.3	199.1	519.8	6.1	n/a	n/a
투자손익	362.4	291.3	24.4	235.3	54.0	340.2	6.5	n/a	n/a
영업이익	913.8	816.3	11.9	419.7	117.7	860.0	6.2	846.6	7.9
당기순이익	635.2	609.0	4.3	234.4	171.0	590.0	7.7	622.5	2.0
지배주주 순이익	634.7	608.1	4.4	234.7	170.4	589.4	7.7	617.9	2.7

자료: 삼성화재, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

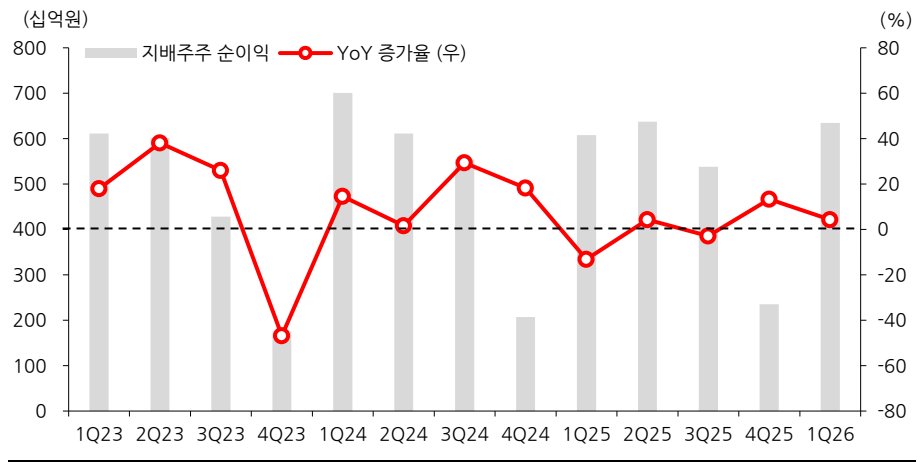
[표4] 삼성화재의 연결 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

(단위: 십억 원, %, %p)

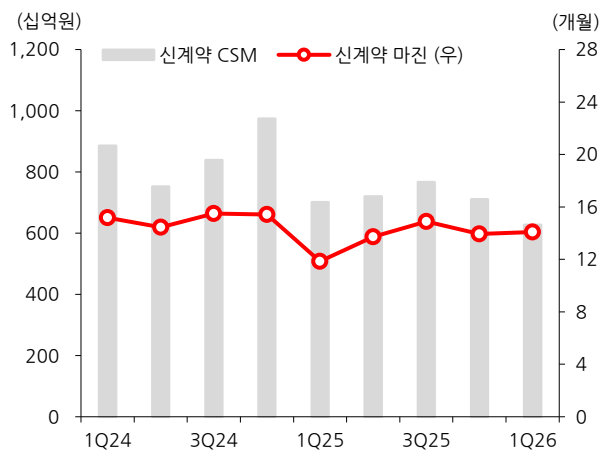
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	QoQ	YoY
보험+재보험손익	525	480	370	184	551	199.1	5.0
일반/VFA 모형	437	458	418	315	475	50.5	8.5
예실차	-66	27	-29	-102	6	흑전	흑전
보험금	-71	26	-47	-97	-1	적지	적지
사업비	4	0	18	-5	7	흑전	67.6
RA 변동	40	43	48	61	53	-12.4	31.3
CSM 상각	394	395	405	380	388	2.0	-1.7
손실계약관련	0	-3	-0	17	18	6.3	7,809.3
기타	69	-4	-6	-40	10	흑전	-86.0
PAA 모형	111	80	-14	-113	112	흑전	1.0
보험수익	2,095	2,140	2,176	2,205	2,153	-2.3	2.8
발생순보험금	1,412	1,473	1,612	1,695	1,460	-13.9	3.4
발생순손사비	159	166	158	165	158	-4.5	-0.5
손실계약관련	1	2	1	-3	2	흑전	80.9
재보험비용	264	268	276	297	272	-8.3	3.1
기타	-150	-155	-146	-159	-153	적지	적지
기타사업비	24	57	34	18	36	103.1	50.7
투자손익	291	355	332	235	362	54.0	24.4
보험금융손익	-327	-287	-347	-300	-350	적지	적지
투자서비스손익	619	641	679	536	712	32.9	15.1
영업이익	816	835	702	420	914	117.7	11.9
영업외이익	6	8	5	-9	-56	적지	적전
세전이익	822	843	708	411	858	108.8	4.3
당기순이익	609	638	538	234	635	171.0	4.3
지배주주 순이익	608	637	538	235	635	170.4	4.4
AUM	84,807	84,581	86,905	92,487	96,568	4.4	13.9
투자서비스손익	619	641	679	536	712	32.9	15.1
Yield	2.9	3.0	3.2	2.4	3.0	0.6	0.1
CSM (보유 순부채)	14,028	14,281	14,711	13,847	14,153	2.2	0.9
CSM 상각	394	395	405	380	388	2.0	-1.7
단순상각률	11.2	11.1	11.0	11.0	11.0	-0.0	-0.3
신계약 CSM (원수)	702	720	767	710	627	-11.8	-10.7
월납 신계약 보험료	59.2	52.4	51.5	50.9	44.5	-12.6	-24.8
단순마진 (개월)	11.8	13.7	14.9	13.9	14.1	0.1	2.2

자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

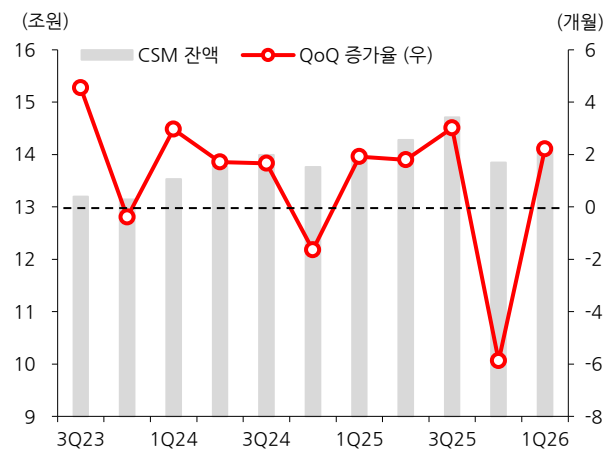
[그림3] 삼성화재의 분기별 지배주주 순이익 및 증가율



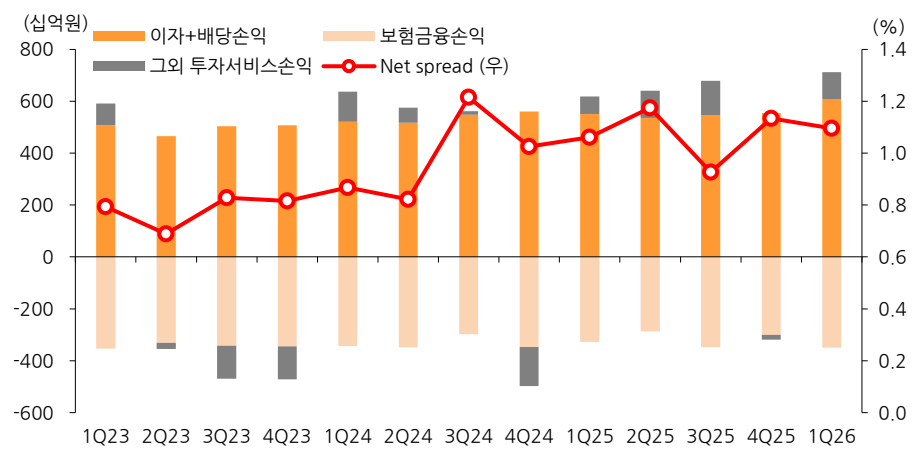
[그림4] 삼성화재의 신계약 CSM 및 마진배수



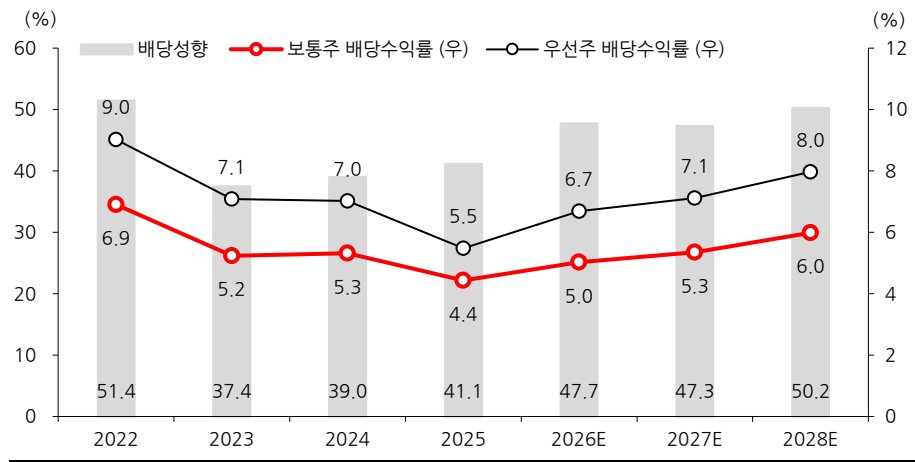
[그림5] 삼성화재의 CSM 잔액 및 증가율



[그림6] 삼성화재의 투자손익과 이차 스프레드



[그림7] 삼성화재의 배당지표 추이 및 전망



자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E
운용자산	83,836	92,487	107,942	109,677
현금및예치금	3,103	3,410	2,486	2,537
유가증권	50,826	58,880	75,408	76,716
FVPL	11,374	11,614	12,197	12,432
FVOCI	37,025	43,448	59,249	60,294
AC	1,725	2,096	2,113	2,141
대출채권	27,068	27,758	27,606	27,940
부동산	2,840	2,438	2,441	2,484
비운용자산	3,342	3,827	3,003	2,807
특별계정자산	91	136	170	177
<b>자산총계</b>	<b>87,268</b>	<b>96,450</b>	<b>111,114</b>	<b>112,661</b>
책임준비금	65,327	66,540	66,072	65,818
BEL	31,408	28,495	25,487	24,396
RA	1,942	2,111	2,036	2,172
CSM	14,074	14,168	14,859	15,634
PAA	4,363	4,276	3,972	3,501
투자계약부채	13,540	17,490	19,718	20,116
기타부채	6,247	8,480	11,051	11,051
후순위채	0	0	0	0
특별계정부채	92	138	171	178
<b>부채총계</b>	<b>71,666</b>	<b>75,158</b>	<b>77,294</b>	<b>77,046</b>
자본금	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	13,670	14,643	15,931	17,462
해약환급금준비금	2,213	4,130	6,270	8,410
자본조정	-1,487	-1,219	-681	-411
기타포괄손익누계	2,418	6,868	17,604	17,599
<b>자본총계</b>	<b>15,602</b>	<b>21,292</b>	<b>33,820</b>	<b>35,615</b>

성장률

(단위: %)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E
자산총계	2.6	10.5	15.2	1.4
운용자산	2.7	10.3	16.7	1.6
부채총계	4.1	4.9	2.8	-0.3
CSM	5.8	0.7	4.9	5.2
자본총계	-3.4	36.5	58.8	5.3
보험손익	-6.1	-17.4	10.4	6.2
투자손익	101.8	43.5	14.0	5.4
영업이익	12.7	1.4	12.0	5.8
순이익	14.2	-2.7	10.4	7.2

주: IFRS 연결 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E
<b>보험손익</b>	<b>1,889</b>	<b>1,560</b>	<b>1,722</b>	<b>1,829</b>
일반 및 변동수수료모형	1,717	1,628	1,778	1,842
CSM 상각	1,579	1,574	1,613	1,677
RA 변동	152	193	170	166
예상과실계차이	35	-171	-14	31
손실계약	-108	14	-6	-32
기타	59	18	14	0
보험료배분접근법모형	333	64	111	144
간접사업비	160	133	167	157
<b>투자손익</b>	<b>845</b>	<b>1,213</b>	<b>1,383</b>	<b>1,458</b>
보험금융손익	-1,337	-1,261	-1,325	-1,315
이자수익	2,179	2,305	2,461	2,560
배당수익	427	454	559	576
FVPL 평가손익	85	84	12	0
기타	-508	-368	-324	-364
<b>영업이익</b>	<b>2,735</b>	<b>2,773</b>	<b>3,105</b>	<b>3,287</b>
영업외이익	10	10	-56	0
세전이익	2,745	2,783	3,049	3,287
법인세비용	668	763	818	894
당기순이익	2,077	2,020	2,231	2,393
<b>지배주주 순이익</b>	<b>2,074</b>	<b>2,018</b>	<b>2,229</b>	<b>2,391</b>

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2024	2025	2026E	2027E
<b>주요 지표</b>				
월납 신계약 보험료	228	214	197	203
신계약 CSM	3,452	2,899	2,786	2,832
투자수익률	2.7	2.8	2.7	2.6
수정 Book Value	22,044	26,510	37,990	38,871
<b>수익성</b>				
수정 ROE	9.0	8.1	6.7	6.0
수정 ROA	2.3	2.1	2.1	2.1
<b>주당 지표</b>				
수정 EPS	50,783	49,362	54,284	58,230
수정 BPS	518,572	623,624	893,674	914,398
보통주 DPS	19,000	19,500	25,000	26,600
<b>Valuation 및 배당</b>				
수정 PER	7.1	10.1	9.2	8.6
수정 PBR	0.7	0.8	0.6	0.5
배당성향	39.0	41.1	47.7	47.3
보통주 배당수익률	5.3	4.4	5.0	5.3

[ Compliance Notice ]

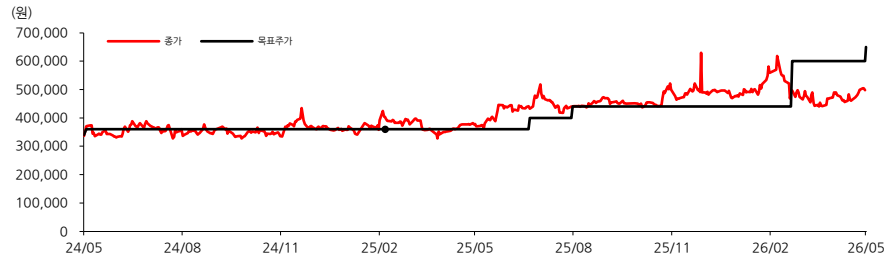
(공표일: 2026년 5월 14일)

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

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 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	2024.05.16	2024.06.17	2024.07.08	2024.08.16	2024.10.08
투자의견	투자등급변경	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격		360,000	360,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2024.11.11	2025.01.20	2025.02.03	2025.02.12	2025.02.25	2025.03.13
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2025.03.20	2025.04.17	2025.05.14	2025.07.04	2025.08.13	2025.10.15
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	360,000	360,000	360,000	400,000	440,000	440,000
일 시	2026.01.05	2026.03.06	2026.04.01	2026.04.24	2026.05.14	
투자의견	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	440,000	600,000	600,000	600,000	650,000	

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	9.49	-0.80
2026.03.06	Buy	600,000	-21.22	-15.83
2026.05.14	Buy	650,000		

**[ 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 투자 의견 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: 2026년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%