삼성화재 (000810)

체질 업그레이드 중

2026년 2월 23일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	850,000 원 (상향)
✓ 상승여력	37.5%	✓ 현재주가 (2 월 20 일)	618,000 원

[손해보험]
임희연 연구위원
✉ heeyeon.lim@shinhan.com

신한생각 삼성전자 지분가치 변동에 따른 주가 변동성 확대 구간

초격차를 목표했으나 수익성·건전성 중심 보수적 전략으로 선회. 회사 규모 대비 의사결정과 전략 수정 속도 인상적. 단 이러한 체질 개선과 자본 효율화 노력에도 불구 당분간 주가는 삼성전자 지분가치 변동에 연동 예상

4Q25P 지배주주순이익 2,347억원(+13.3% YoY), 기대치 부합

[CSM] 월평균 보장성 신계약 169억원(-19.3%, 이하 YoY), CSM 전환배수 13.9x(-1.5x), 신계약 CSM 7,102억원 기록. CSM 조정 -1.3조원 중 교육세 관련 -0.3조원 및 연말 계리적 가정 변경 영향 반영

[예실차 및 기타] 예실차 -1,269억원(적지, -513억원), 보험금예실차 -773억원, 사업비예실차 -496억원. 손해율 상승 및 상여금 지급에 따라 보험금 예실차와 사업비예실차 모두 확대. 기타손실 297억원(적지, +961억원)

[자동차/일반] 자동차합산비율 108.9%(+4.1%p), 적자 장기화. 일반 합산비율 96.8%(+2.8%p), 특이 요인 제한적

Valuation & Risk: 멀티플 변경 반영해 목표주가 85만원으로 상향

구조적 ROE 개선 위해서는 보다 적극적인 자본 효율화 정책 필요. 2025년말 K-ICS 263%, 배당성향 41.4%, ROE 10.9%(-2.2%p) 기록. 외형 확장보다는 내실 강화 기조에 접어든 만큼 중장기 해외 사업 확대 및 자산운용 포트폴리오 다각화 등 병행될 가능성 높다고 판단

멀티플 변경 반영해 목표주가를 85만원으로 31% 상향. 참고로 1Q27 중 보유 삼성전자지분으로부터 수취할 배당금액은 기존 대비 약 2,000억원 증가 예상. 이에 목표주가 산정 기준을 2027년 예상치로 적용해 산출

12월 결산	보험손익 (십억원)	투자손익 (십억원)	영업이익 (십억원)	당기순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	DY (%)
2023	1,932.1	418.6	2,428.9	1,818.4	6.9	11.3	0.8	6.1
2024	1,849.1	845.3	2,734.5	2,073.6	8.2	13.3	1.1	5.3
2025P	1,519.5	1,213.3	2,773.1	2,018.3	11.3	9.5	1.1	3.9
2026F	1,586.6	1,446.8	3,046.9	2,188.5	12.6	8.1	1.0	3.6
2027F	1,696.6	1,721.4	3,431.8	2,407.6	11.1	8.5	0.9	4.0

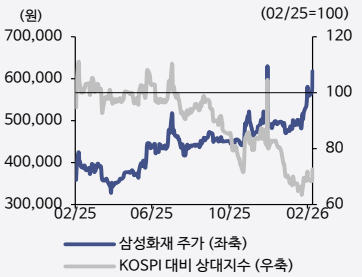
자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	상향

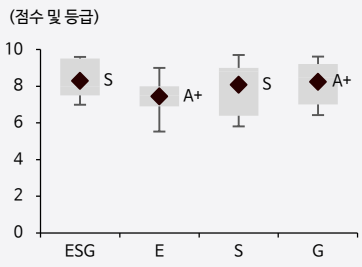
시가총액	28,434.9 십억원
발행주식수(유동비율)	46.0 백만주(67.5%)
52 주 최고가/최저가	630,000 원/327,500 원
일평균 거래액 (60 일)	47,939.9 백만원
외국인 지분율	56.3%
주요주주 (%)	
삼성생명보험 외 5 인	19.1
국민연금공단	7.0

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	23.4	32.3	56.1	24.3
상대	3.8	(8.8)	(28.7)	(7.7)

주가



ESG 컨센서스



4Q25 컨퍼런스콜 요약

2025년 주요 경영 실적

2025년 삼성화재는 시장 경쟁 심화와 급격한 환경 변화 가운데 보험손익 1조 5,598억원(-17.4% 이하 YoY), 투자손익은 1조 2,133억원(+43.5%)을 달성하여 연결 세전이익 2조 7,833억원(+1.4%) 시현

지배주주지분 순이익은 법인세 인상 등에 따른 일시적 조정 영향으로 2조 183억원을 기록하며 2년 연속 순이익 2조원대 견제. 이와 더불어 주주가치 제고를 목표로 발표한 밸류업 계획을 단계적으로 실행하며 의미 있는 성과를 거두었음

상반기에 보유 자사주 1차 소각을 완료하였고 하반기에는 캐노피우스 지분을 확대함으로써 단순한 지분법 수익을 넘어 일반 보험사업 포트폴리오와 지역 확장 및 실질적인 사업 시너지를 통한 미래 수익 기반을 확보하였음

사업 부문별 실적

장기보험

장기 보험은 하반기 수익성 중심 신계약 포트폴리오 전환으로 환산배수를 상반기 대비 1.7배 개선하며 안정적 신계약 CSM을 창출함으로써 연말 가정 업데이트 등에 따른 조정에도 CSM 총량을 14조 1,677억원으로 증대하였음

보험손익은 연간 안정적 시스템 성과계획 확보와 사업비 효율 관리에도 누적된 보험금 예실차 축소 영향으로 1조 5,077억원(-4.4%) 기록

자동차보험

자동차보험은 할인, 특약 확대 등 가격 중심의 시장 경쟁이 심화되는 중에도 온라인 채널 경쟁력 등을 기반으로 보험수익 5조 5,651억원을 기록하며 전년과 유사한 수준 견제

보험손익은 요율 인하 영향 누적, 보험원가 상승 부담 지속 1,590억원 적자 전환

일반보험

일반 보험은 특정 보험 포트폴리오 솔루션 확대 등으로 국내와 해외 사업이 동반 성장하며 보험수익은 전년대비 6.1% 증가하였으나 국내 중소형 사고 증가 영향으로 손해율이 0.9%p 상승함으로써 연간 보험손익은 1,708억원(-2.8%) 기록

자산운용

자산운용은 보유이원 제고 및 고수익 자산 중심의 투자 전략을 통해 이자 수익과 대체 투자 등 평가액을 확대함으로써 투자이익률 3.4%(+0.22%p), 운영 자산 기준 투자이익 2조 9,813억원(+13.8%) 시현

2026년 주요 경영 전략

올해 시장 환경은 지난해 경쟁 심화에 따른 영향과 보험금 상승 등의 불확실성이 이어지며 업계 전반의 수익성 부담 지속될 것. 당사는 기존 경쟁 구조 속에서 시장에 단순히 대응하는 수준을 넘어 보다 확고하고 일관된 수익성 중심의 경영 기조하에 사업 구조의 근본적인 혁신으로 보험 본업의 core 경쟁력을 강화할 것

회사 매출과 이익의 근간인 장기보험은 미래가치 중심의 경영으로 전환하여 확고한 우위에 CSM 지속 창출을 위한 체계를 확립하겠음. 신계약의 단순 확대에서 벗어나 고부가가치 상품과 계약별 가치기반 언더라이팅을 통해 신계약의 질을 높이고 보상 자동화 및 품질을 확대함과 더불어 효율 지표의 평가 지원 관리 체계를 수익성 중심으로 재편하겠음

이를 통해 CSM 조정 변동성과 예실차를 안정화해 나감으로써 실질적 성장을 위한 보험손익 관리 역량을 한층 강화하겠음

자동차보험은 보험료 정상화를 위한 pricing 체계를 정비하고 고도화된 데이터 분석 기반으로 고객 가치를 재정리하여 맞춤형 상품과 마케팅을 통해 수익성 중심 포트폴리오로 전환할 것. 아울러 보상 현장의 실행력 강화와 Tech 기반 효율 혁신을 통해 시장이 흔들리지 않는 흑자 사업 구조를 정착해 나갈 것

일반보험은 손해보험 대표 사업임에도 국내 사업 성장이 정체된 상황으로 사업의 자생력을 재정비하고 저수익 섹터에 대한 과감한 조정을 단행하는 포트폴리오 재편을 통해 수익성을 회복해 나갈 계획. 동시에 신규 비즈니스 발굴로 성장 기반 또한 확대해 나갈 것

해외 시장에서는 캐노피우스와 삼성Re를 중심으로 안정적 수익을 창출하는 한편 새로운 성장 기회를 확보하여 사업 구조를 더욱 강화해 나가겠음. 이를 통해 일반보험의 전사 손익 기여도를 증대하겠음

자산운용은 보다 액티브한 투자 전략을 기반으로 투자이익률을 지속적으로 제고해 나갈 것. 리스크 관리하에 신규 고수익 자산을 발굴하고 이자 소득 자산의 질적 개선을 통해 전사 이익 기여도를 확대해 나가겠음

Leading 회사로서 급변하는 환경 가운데 보다 빠르고 과감한 변화를 실행하여 차별화된 신성장 동력을 끊임없이 발굴해 나갈 것. 글로벌 사업은 전사의 성장을 견인하는 핵심 엔진으로 역할을 확대 확대할 계획. 캐노피우스를 통해 손익 기여도를 제고하는 한편, 협업 모델 본격화로 북미, 유럽 지역의 사업을 확장하는 등 미래 시장 개척을 위한 전략적 베이스 캠프로 활용하겠음

삼성Re는 신규 보험 종목 발굴과 권역 확대로 사업 포트폴리오를 다변화하고 리스크 관리 역량 강화를 통해 손익 기반을 안정화함으로써 아시아 지역에서의 존재감을 확고히 해나갈 계획. 또한 회사는 보험산업의 전통적인 영업 방식을 넘어서 시장에 보다 밀접하게 대응하는 혁신적이고 과감한 영업 기반 재구축을 추진하고 있음

조직 성장과 마케팅 역량을 구분하여 조직 성장 부분에서는 전속 조직의 도입 다변화로 규모를 확대하고 육성 체계 혁신을 통해 판매력을 강화하여 업계 최고 수준의 전속 조직을 구축할 것이며, 마케팅 부문에서는 우량 계약 위주의 매출 확대와 보유 계약 관리 강화를 통해 사업 효율성을 제고해 나갈 예정

신사업 확장과 전사 프로세스 혁신을 통해 성장 기반 또한 공고화할 예정. 헬스케어, 모빌리티, 기업 안전 영역에서 새롭게 등장한 위험을 선제적으로 감지하고 이를 통해 보험회사의 본연의 사회안전망 역할을 강화함과 동시에 새로운 수익 기회를 창출해 나가겠음

아울러 산업 전반의 변화를 가속화하고 있는 AI를 본업 프로세스에 적극 도입함으로써 업무 생산성을 혁신적으로 제공하는 변화를 주도하겠음. 특히 자동차보험 및 장기보험의 보상 end to end 프로세스 전반에 AI 적용 범위를 확대하여 업무의 효율성 제고와 동시에 서비스 품질 또한 한 단계 끌어올리겠음

2026년 삼성화재는 전 사업 부문이 과감한 변화를 실행하여 본업 펀더멘털을 견고히 하고 시장의 판을 바꾸는 도전을 통해 새로운 성장 기반을 구축해 나감으로써 오랜 기간 함께해 주신 주주와 고객, 그리고 사회로부터 신뢰받는 회사로 남을 수 있도록 지속적으로 노력하겠음

Q&A

Q1) 연말 기준 회사의 K-ICS 비율은 260% 수준으로 선방을 했고 기본자본비율 역시 170%까지 개선된 것으로 보임. 이러한 상황에서 자본의 효율적 배분에 대한 고민이 더욱 커질 수밖에 없다고 생각함

현재 회사가 제시하고 있는 220% 수준의 목표 K-ICS 비율을 향후에도 유지할 계획이신지 궁금함. 또한 해당 목표 수준을 core capital 기준으로 전환해 해석할 경우 어느 정도 수준으로 이해해야 하는지도 설명 부탁. 아울러 목표치를 상회하는 잉여자본 중 성장 투자에 대한 계획도 말씀해 주셨는데 이 가운데 소액주주에게 배분될 수 있는 규모를 어느 정도로 보고 계신지?

A) 말씀하신 대로 전년말 기준 K-ICS 비율은 263%이며 2027년부터 시행될 기본자본비율은 171% 수준으로 파악. 당초 기존 K-ICS 비율 220%를 중장기 목표로 설정한 것은 회사의 보유 리스크 포트폴리오와 신용등급 유지를 종합적으로 고려한 결과. 최근 주식 비율 권고치 하향과 관련해 중장기 목표를 조정할 가능성이 있는지에 대한 질문을 많이 받았으나 신용평가사의 자본적정성 평가는 감독 기준상의 규제 비율과는 별도로 개별 회사의 리스크 구조 및 경영 전략을 반영해 산정되는 만큼 현재로서는 목표를 변경할 계획은 없음. 기본자본비율에 대한 중장기 목표는 2027년 제도 시행에 맞춰 준비해야 할 사항으로 보고 있음

아울러 주주환원과 관련해 말씀드리면, 소액주주를 포함한 전체 주주에 대한 환원 계획은 2025년 1월 밸류업 공시를 통해 2028년까지 주주환원율을 50%까지 확대하겠다고 밝힌 바 있으며 큰 틀에서 해당 범위 내에서 운영해 나갈 계획

Q2) 현재 97% 수준의 장기손해율은 전년대비 뿐만 아니라 회사의 과거 추세와 비교하더라도 상당히 악화된 수치로 보임. 특히 회사 이익의 기반이 장기보험이라는 점에서 우려 존재. 향후 2~3년을 전망할 때 장기손해율이 어느 수준까지 개선될 수 있을지?

A) 2025년 장기손해율은 97.2%로 전년대비 9.5%p 상승했으나 이는 2024년 1분기 IBNR 제도 변경에 따른 기저효과 영향. IBNR 제도 변경 효과를 제외할 경우 손해율은 92.6%로, 전년 대비 4.8%p 상승한 수준

손해율 상승은 실손보험 영향과 연초 영남권 산불 등 고액사고 발생에 따른 영향. 다만 2분기부터 수익성 중심 전략으로 전환해 일부 고손해율 담보 영업을 중단하고 고수익 상품 중심으로 포트폴리오를 재편하며 효율 관리에 집중한 결과, 하반기에는 손해율 상승 폭이 안정화되고 있음

2026년 이후에는 우량 담보 확대 및 요율 개정을 통해 신계약 유입이 이루어지면서 손해율 개선이 가능할 것으로 예상하고 있음. 또한 2026년 1월 경험위험률 조정을 통해 보험료를 인상했으며 2025년부터 주요 과잉청구에 대한 관리 조치를 시행하고 있어 연간 손해율은 2025년을 고점으로 점차 하락할 전망

Q3) 전년대비 DPS는 2.6% 증가에 그쳤고 배당성향 상승에 따라 기대했던 효과도 약 5.4% 수준으로 다소 아쉬웠던 것으로 판단됨. 2028년 주주환원율 50%를 제시하셨는데 해당 목표 시점이 추정 3개년 내로 들어와 있는 상황. 이를 단순 계산하면 배당성향 상향만으로도 연간 약 6.9% 수준의 DPS 증가를 기대해야 되는 상황. 동시에 캐노피우스 지분법 이익이나 삼성전자 배당금 증가 등을 감안하면 순이익 감소를 전제로 할 상황은 아닌 것으로 보임

이러한 전제하에서 2028년 당기순이익이 현재 수준을 유지한다고 전제하여도 24,000원 이상의 DPS를 기대하는 것이 합리적이라고 생각됨. 결론적으로 향후 3년간 CAGR 약 7% 수준의 DPS 성장 또는 그 이상의 증가를 기대하고 추정에 반영하는 것이 타당한지?

A) 작년 1월 기업가치 제고 계획에서 공유드린 바와 같이 2028년 배당성향 50% 목표에는 변함이 없음. 올해는 당기순이익이 역성장했음에도 불구하고 배당성향을 확대했고 DPS 역시 증가했다는 점을 말씀드리고 싶음

장기적으로 연 7% 수준의 배당 성장을 기대할 수 있는지에 대해 질문을 주셨는데 당사는 배당성향을 중심으로 밸류업 계획을 말씀드린 바 있음. 다만 DPS 24,000원 수준을 달성하기 위해서는 기본적으로 당기순이익이 확대된다는 전제가 필요할 것으로 보임

이에 대해 확답을 드리기는 어렵지만 캐노피우스 지분법 이익 증가와 본업 경쟁력 강화를 통해 당기순이익의 우상향을 지속적으로 보여드리도록 하겠음. 또한 배당성향 역시 50%를 향해 점진적으로 상향하는 방향으로 내년, 내후년 계획을 수립하고 있음

Q4) 2025년을 고점으로 연간 손해율이 점차 낮아질 것이라는 전망에 대해서는 일정 부분 납득이 됨. 다만 손해율 예실차와 관련해서는 다소 다른 측면이 있다고 생각함. 이전 설명을 기준으로 보면 손해율 관점에서 최근 체결된 UY 계약에서 손해율 부담이 상당 부분 발생한 것으로 보이며 해당 부분이 CSM 조정을 통해 충분히 반영되기에는 아직 이르지 않았을 가능성도 있다고 판단됨

따라서 UY별 손해율을 생각했을 때 손해율 예실차 절대금액은 다소 감소하더라도 올해나 내년에도 일정 규모의 손해율 예실차가 발생할 가능성이 있다고 보는데, 이에 대해 회사가 경영계획에 어느 수준까지 반영하고 있는지?

A) 2025년에는 실손 및 재물보험 등의 손해액 증가로 예실차가 감소했음. UY별로 보면 최근 계약과 과거 계약이 예실차 감소에 미친 영향은 각각 절반 수준

2026년에는 적정 원가 반영과 치료비 대표 상품인 '마이핏' 중심의 상품 전략을 강화하고 실손 제도 개선 효과에 힘입어 손해율의 구조적 개선이 점진적으로 나타날 것으로 기대하고 있음. 특히 2026년 1월 요율 개정을 통해 예실차는 점진적 개선이 가속화될 전망

Q5) 신계약 CSM과 관련해 말씀드리면 안정적인 성장을 위해서는 신계약 CSM이 매우 중요하다고 생각함. 그동안 회사에서는 연간 3조원 수준의 가이던스를 지속적으로 제시해주셨는데 올해는 해당 수준을 다소 하회한 것으로 보임. 그 주요 원인이 무엇인지 그리고 올해에는 다시 3조원을 목표로 하고 계신지, 올해 신계약 CSM 목표 수준이 어느 정도인지?

A) 신계약 CSM과 관련해 말씀드리면 2025년 상반기에는 CSM배수 악화와 하반기 신계약 매출 정체 영향으로 2025년 연간 신계약 CSM이 2024년 대비 감소했음. 다만 2분기부터 수익성 중심 전략으로 전환한 이후 CSM 배수 개선에 힘입어 점진적인 회복 흐름을 보였음

2026년에는 미래가치 중심의 경영 기조 하에 우량 신계약 기반의 안정적인 CSM 창출을 추진할 계획. 손해율 상승과 CSM 훼손이 우려되는 고손해·경증 담보 중심의 경쟁은 지양하고, CSM이 높은 상품과 손해율이 우량한 중증 담보 중심으로 판매력을 강화해 전년 수준의 신계약 CSM을 확보할 계획

Q6) 손실부담계약과 관련해 4분기 수치가 궁금함. 과거 2년간의 분기별 손실부담계약 수치를 보면 일정한 방향성이 있었던 것으로 보이는데 이번 4분기 수치는 과거 흐름과는 다소 다른 모습으로 보임. 분기마다 신계약 손실이 있었고 손해율도 올라가고 그리고 분기 손실도 비슷한 수준인데 이번 4분기 손실부담계약 손실 폭이 상당히 떨어졌음. 과거와 비교해 어떤 요인이 달랐는지?

A) 4분기 손실비용은 173억원 환입이 발생했으며 전년대비 감소함. 이는 실손요율 조정 효과가 반영되면서 해당 분기에 환입이 발생한 영향으로 보시면 될 것

Q7) 당국에서 상반기까지 손해율과 사업비율 가이드라인 적용할 계획인데 예상하시는 CSM 조정 등의 영향에 개량적인 가이던스가 있으신지?

A) 계리가정과 관련해 손해율 및 사업비 가이드라인 보도자료가 발표되었음. 손해율 측면에서는 신담보 및 비실손 갱신 담보의 손해율을 90%로 적용하는 내용이며 사업비 측면에서는 전체 사업비에 물가상승률을 반영하고 보험기간 전체에 걸친 공통비를 인식하도록 하는 내용

두 가지 기준 모두 가정 산출의 기초 통계부터 전반적인 가정 변경이 필요한 사안으로 작업 범위가 상당히 큰 상황. 현재 시뮬레이션을 진행 중이며 실무 표준이 배포된 이후 보다 정밀한 분석을 통해 구체적인 영향을 말씀드릴 수 있을 것으로 보이지만 손해율과 사업비 측면 모두 일부 영향이 혼재되어 발생할 것으로 예상하고 있음

Q8) 이번 4분기에 여러 비경상적 요인이 반영된 것으로 이해하고 있음. 교육세 인상에 따른 CSM 영향과 간접사업비 영향 규모, 법인세율 인상 반영에 따라 추가로 인식한 법인세 금액, 그리고 이번에 반영된 대규모 CSM 조정의 세부 내역에 대해 보다 구체적으로 설명 부탁

A) 2025년 CSM 조정 규모는 약 1.7조원으로 전년 1.6조원 대비 약 0.1조원 증가했음. 4분기에는 교육세 인상에 따른 약 3천억원 수준의 일회성 조정과 연말 가정 변경 영향이 반영되면서 CSM 조정 폭이 확대되었음. 다만 이러한 일회성 요인을 제외할 경우 CSM 조정 규모는 전년대비 안정화되는 추세에 있음

Q9) 이번 배당은 시장 기대치 대비 다소 적은 수준으로 결정된 것으로 판단됨. 이와 관련해 삼성전자 지분 처분 시 발생한 처분이익이 배당에 어느 정도 기여했는지?

특히 2026년 배당을 추정하는 과정에서 이익에는 잡히지 않는 삼성전자 지분 처분이익이 배당 재원에 어느 정도 포함되는지를 고려해야 할 것으로 보임. 다만 2025년의 경우 삼성전자 지분 처분이익에 따른 배당 반영이 충분히 이루어지지 않은 것이 아닌지 의구심이 있음. 만약 그렇다면, 과거에 삼성전자 지분 관련 순이익을 배당 재원으로 활용하겠다고 하신 전제에 변화가 있는 것인지 여부에 대해서도 재차 확인 부탁

A) 삼성전자 주식 매각과 관련해 말씀드리면 매각 손익은 당기손익으로 인식되지 않고 이익잉여금에 직접 반영되는 구조. 올해 배당을 산정할 때 해당 이익잉여금을 배당 재원으로 고려해 DPS를 산정했기 때문에 관련 효과는 자연스럽게 반영되었다고 보시면 됨. 향후에도 전자 주식 매각이 발생할 경우 동일한 메커니즘을 통해 배당에 반영될 예정

추가로 법인세와 관련해 말씀드리면 지난해 연결 기준 세전이익은 2조 7,445억원이었고 올해는 2조 7,833억원으로 세전이익 기준으로는 성장했음. 다만 당기순이익 기준에서는 다소 역성장하는 모습이 나타났는데 이는 이번 법인세율 인상분이 반영된 영향으로 보시면 될 것 같음

Q10) 앞서 실손하고 장기재물 손해율 상승 요인에 대해 설명해 주셨는데 그 외에도 비실손 건강 담보의 손해율이 최근 몇 년간 가파르게 상승해 온 것이 아닌지 추정하고 있음. 실제로 이러한 흐름이 확인되고 있는지, 그렇다면 그 원인이 무엇인지 부연 설명 부탁

또한 작년과 재작년을 기준으로 손해율 상승분 중 비실손 건강 담보가 어느 정도 기여했는지도 함께 말씀해 주시면 감사하겠음. 아울러 2026년을 전망할 때 비실손 건강 담보 측면에서도 손해율 개선 여지가 있는지, 있다면 그 근거에 대해서도 설명 부탁

A) 총 손해율은 전년대비 약 5% 상승. 비실손 생존 담보의 손해율 역시 특별히 더 큰 폭으로 증가한 것은 아니며 전체 손해율과 유사한 수준으로 상승. 원인으로는 향후 원가 확보가 필요한 요율 부족 요인을 들 수 있음. 전반적으로는 실손뿐만 아니라 비실손 생존 담보의 손해율 관리를 위해 AI 기반 Moral Hazard 탐지 시스템을 구축하고 보험금 청구와 관련한 계약 관리도 병행하고 있음

Q11) 이번 4분기 법인세율이 3분기 대비 상당히 상승한 것으로 보이는데 교육세 관련 이슈 영향으로 일시적으로 높아진 것인지 확인 부탁. 아울러 교육세와 관련된 부분이 향후 회계적으로 어떻게 처리될 예정인지?

A) 말씀드린 대로 법인세율 인상분이 반영되었음. 최고 법인세율이 기존 24%에서 25%로 인상 확정, 이에 따른 영향이 회계적으로 세후이익에 반영되었음

교육세는 법인세와는 별도임. 교육세는 과세표준의 기존 0.5%에서 1%로 인상되었음. 이로인해 세전이익 기준에서 사업비 증가 요인으로 반영되었으며 해당 영향은 반영된 상태. 2026년 손익에도 동일하게 사업비 증가 요인으로 반영될 예정

Q12) 한국 보험업을 볼 때 신계약 CSM과 CSM adjustment을 합친 것을 기준으로 주로 판단하고 있음. 신계약 CSM은 비용이 반영된 성과라고 볼 수 있고 여기에 CSM adjustment를 더하면 실제로 어떤 성과를 거두었는지 보다 명확히 볼 수 있다고 생각함. 다만 2023년 이후 Net CSM Sale가 2.3조원에서 올해 2.1~2.2조원 수준으로 감소한 것으로 보임

IFRS17 도입 취지는 회계 투명성 제고와 이익의 질 개선에 있다고 이해하고 있는데 오히려 CSM adjustment 영향이 확대되면서 이익의 가시성이 더 낮아진 측면도 있다고 생각함. 이에 대해 경영진께서는 CSM adjustment을 축소하기 위한 별도의 경영 전략을 가지고 계신지 그리고 이를 주요 KPI로 관리하고 계신지 궁금함. 동일한 Net Value라 하더라도 CSM adjustment가 적은 CSM이 보다 질 높은 이익이라고 판단하고 있는데 이에 대한 경영진의 생각을 듣고 싶음

A) 당사는 IFRS17 시행 이후 내실 있는 성장을 위해 상품 및 채널 등 전반적인 전략을 수익성 확보 중심으로 전환해 운영하고 있음. 2026년에도 CSM 순증 극대화를 목표로 밸류체인 전반을 재정비할 계획. 외형 성장보다는 근본적인 체질 개선에 집중해 우량 신계약을 확보하고 해지율 및 사업비 등 효율 지표를 개선함으로써 가정 변경에 따른 CSM 조정을 안정화하고 CSM 총량을 지속적으로 확대해 나갈 계획

Q13) 화재가 그룹 내에서 선제적으로 밸류업을 선언하며 시장의 기대를 모았던 것으로 알고 있음. 다만 최근 다른 삼성 계열사들이 계획을 발표하는 것과 비교하면 현재 화재의 속도는 다소 느린 것이 아닌가 하는 생각도 듦

배당성향도 중요하지만 회사가 제시한 220% K-ICS 비율 목표를 언제 달성할 것인지에 대한 타임라인 제시가 중요하다고 생각함. 2025년 말 기준 약 270%에 가까운 K-ICS 비율을 기록했고 캐노피우스 지분 취득에 따른 6-7%p 감소 효과를 감안하더라도 core 기준 자본비율은 상승한 것으로 보임. 그렇다면 구체적으로 어떤 일정과 경로로 220% 목표를 맞추실 계획인지 보다 투명한 가이던스는?

밸류업의 핵심은 구조적인 ROE 개선이라고 생각함. 회사가 정의한 액티브 Capital을 어떻게 활용해 ROE를 제고할 것인지 구체적인 설명 부탁

A) 업계 전반적으로 수익성과 core KPI 도입에 따라 업계 내에서 구조적 격차가 확대되는 가운데 당사의 자본 활용 전략에 대한 시장의 관심이 높다는 점에 대해 공감하고 있음. 작년 1월 기업가치 제고를 위한 밸류업 계획을 시장에 발표했으나 이후 충분히 시장과 소통하지 못한 부분이 있었던 점도 인지하고 있음

현재 사업 부문별 ROE를 보다 정교하게 측정하고 각 부문별 목표 달성을 위한 자본 배분 체계를 준비하고 있음. 해당 체계가 구체화되는 시점에 시장과 적극적으로 소통할 계획임. 당사는 자본 효율성 제고를 통해 주주가치를 지속적으로 높여 나가는 것을 최우선 과제로 삼고 있음

4Q25 실적 요약

(십억원,%)	4Q25P	3Q25	4Q24	% QoQ	% YoY	컨센서스	% Gap	신한 추정치	% Gap
보험손익	179.7	369.0	201.5	(51.3)	(10.8)			137.2	31.0
투자손익	235.3	332.1	62.0	(29.1)	279.7			248.3	(5.2)
영업이익	419.7	702.2	276.9	(40.2)	51.5	406.0	3.4	390.3	7.5
지배주주순이익	234.7	538.0	207.1	(56.4)	13.3	273.7	(14.2)	242.8	(3.3)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

실적 전망 변경

	변경전		변경후		% Change	
(십억원, %)	2025P	2026F	2025P	2026F	2025P	2026F
보험손익	1,477.0	1,670.2	1,519.5	1,586.6	2.9	(5.0)
투자손익	1,226.3	1,902.2	1,213.3	1,902.2	(1.1)	0.0
영업이익	2,743.7	1,903.2	2,773.1	1,903.2	1.1	0.0
지배주주순이익	2,026.4	2,185.7	2,018.3	2,188.5	(0.4)	0.1

자료: 신한투자증권 추정

분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025P	2026F	증감률
보험손익	498.8	472.0	369.0	179.7	466.2	444.9	421.8	253.6	1,519.5	1,586.6	4.4
장기	419.4	414.0	383.9	290.5	407.6	413.2	423.4	302.1	1,507.7	1,546.3	2.6
자동차	29.9	0.8	(64.8)	(124.9)	14.8	(13.1)	(50.8)	(94.0)	(159.0)	(143.1)	적지
일반	49.6	57.2	49.9	14.1	43.8	44.8	49.3	45.5	170.8	183.4	7.4
투자손익	291.3	354.5	332.1	235.3	372.3	419.6	391.3	263.7	1,213.3	1,446.8	19.2
운용손익	618.8	641.1	678.7	535.8	681.2	694.7	734.3	568.1	2,474.4	2,678.3	8.2
보험금융손익	(327.4)	(286.6)	(346.6)	(300.5)	(308.9)	(275.1)	(343.1)	(304.4)	(1,261.1)	(1,231.5)	적지
영업이익	816.3	835.0	702.2	419.7	841.3	868.3	816.4	520.9	2,773.1	3,046.9	9.9
영업외손익	6.0	7.7	5.4	(8.9)	3.3	2.2	2.7	2.5	10.2	10.6	4.0
세전이익	822.3	842.6	707.6	410.8	844.6	870.5	819.2	523.3	2,783.3	3,057.5	9.9
지배주주순이익	608.1	637.5	538.0	234.7	609.9	625.0	583.5	370.2	2,018.3	2,188.5	8.4
월평균 보장성 신계약	19.6	17.4	17.1	16.9	14.3	19.0	14.0	14.0	17.8	15.3	(13.8)
CSM 전환배수	11.8	13.7	14.9	13.9	14.4	14.2	14.3	14.2	13.6	14.3	5.1
CSM 상각률	2.7	2.7	2.7	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6	11.5	11.1	(3.9)
신계약 CSM	701.5	719.7	766.9	710.2	618.5	808.4	600.6	598.1	2,898.4	2,625.7	(9.4)
기말 CSM	14,333	14,578	15,008	14,168	14,394	14,788	15,012	14,357	14,168	14,357	1.3
투자영업이익률	2.9	3.0	3.2	2.4	2.9	3.0	3.1	2.4	2.8	2.9	0.0
ROE (평잔)	15.8	15.3	11.5	4.4	9.3	9.3	8.5	5.5	10.9	9.1	(1.9)
ROA (%)	2.7	2.9	2.4	1.0	2.5	2.6	2.4	1.5	2.1	2.2	0.1

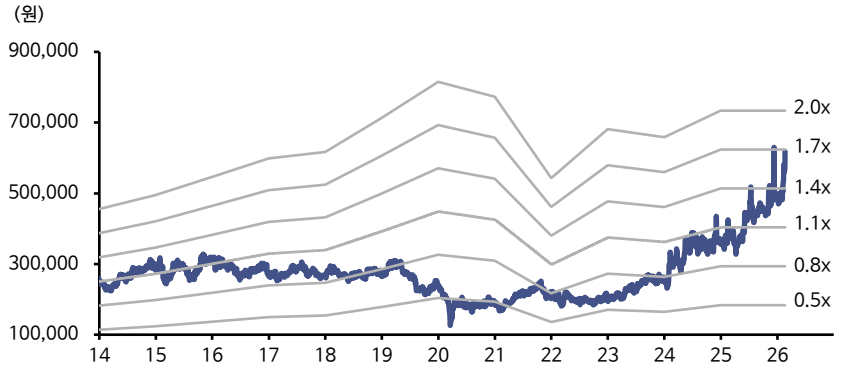
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정
주1: 연결 기준
주2: 보험손익은 별도기준

목표주가 산출 테이블

FAIR PRICE BASED ON PBR	삼성화재
ROE (%)	8.5
Adj. Cost of capital (%)	6.4
Risk free rate (%)	3.5
Beta	0.7
Market return (%)	4.2
Adjustment (%)	-
Long-term growth (%)	0.0
Fair P/ B (x)	1.3
Discount/Premium	0.0
Adj. Fair P/B (x)	1.3
BPS (원)	657,386
Target Price (won)	850,000
Upside (%)	37.5

자료: 신한투자증권 추정

12개월 선행 PBR 밴드 차트



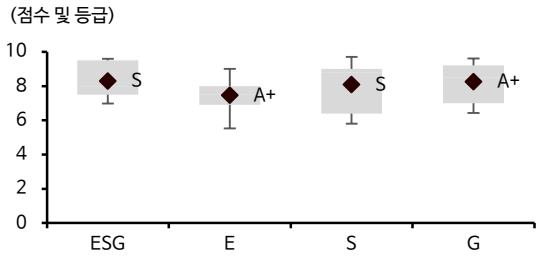
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권 추정

ESG Insight

Analyst Comment

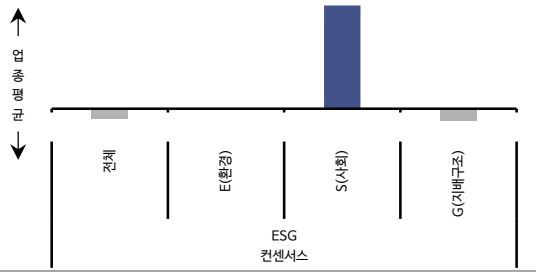
- E: 경영 뿐 아니라 구매와 조달, 협력사 관리, 상품 기획 등 다양한 영역에서 환경경영과 관련 인식 제고
- S: 이해관계자의 인권 존중을 위해 교육 실시, 고충처리 메커니즘과 정기 인권영향평가를 통해 인권침해 리스크 대응
- G: 주주환원 관련 사항을 홈페이지 상 공개하여 주주의 알 권리 보장. 배당금 총액은 꾸준히 증가 중

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

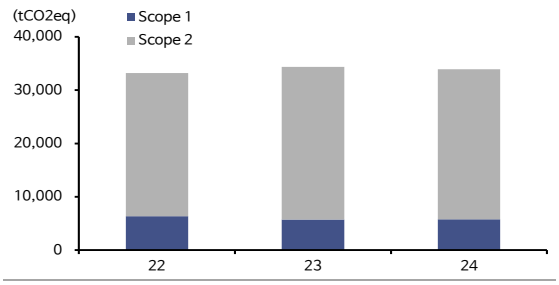
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

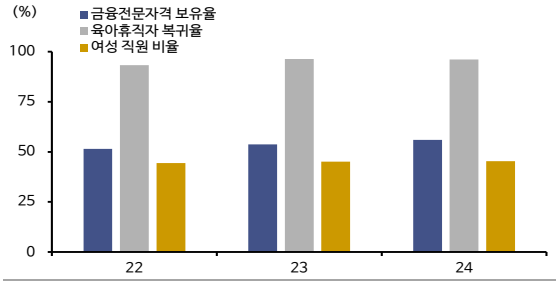
Key Chart

온실가스 배출량 추이



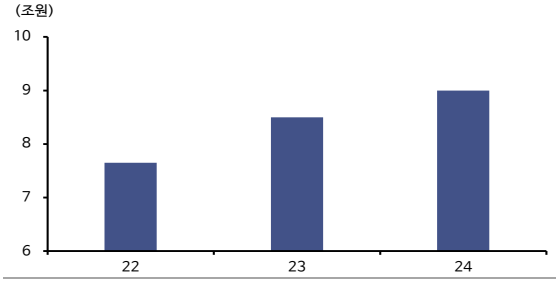
자료: 회사 자료, 신한투자증권

교육, 복리후생, 여성비율 지표 추이



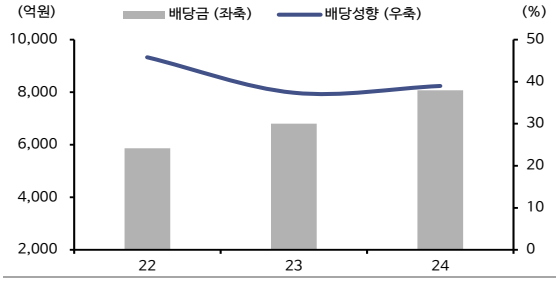
자료: 회사 자료, 신한투자증권

ESG 투자 금액 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

배당금 및 배당성향 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

개별재무상태보고서

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025P	2026F	2027F
자산총계	**85,019.0**	**87,268.5**	**96,450.4**	**99,409.2**	**102,422.8**
운용자산	81,666.5	83,836.1	92,487.0	95,289.4	98,176.8
비운용자산	3,279.3	3,341.6	3,826.9	3,983.2	4,109.5
특별계정자산	73.2	90.7	136.5	136.5	136.5
부채총계	**68,874.6**	**71,666.3**	**75,158.0**	**72,343.8**	**74,086.6**
책임준비금	63,696.6	65,327.3	66,540.1	64,048.6	65,591.5
보험계약부채	51,776.9	51,787.7	49,049.9	50,297.9	51,673.8
일반모형	47,428.1	47,424.2	44,773.5	45,912.7	47,168.6
BEL	32,465.4	31,407.9	28,494.5	29,358.0	30,247.5
RA	1,659.9	1,942.4	2,111.3	2,197.7	2,287.6
CSM	13,302.8	14,073.9	14,167.7	14,357.1	14,633.5
보험료배분접근법적용	4,348.8	4,363.5	4,276.4	4,385.2	4,505.2
특별계정부채	74.3	91.6	138.3	138.3	138.3
자본총계	**16,144.4**	**15,602.2**	**21,292.4**	**27,065.4**	**28,336.2**
자본금	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5
자본잉여금	939.2	939.2	939.2	939.2	939.2
신종자본증권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	12,279.2	13,670.4	14,643.2	15,950.7	17,221.5
자본조정	(1,487.2)	(1,487.2)	(1,219.1)	(1,219.1)	(1,219.1)
기타포괄손익누계액	4,356.5	2,418.2	6,868.1	11,368.1	11,368.1

CSM Movement

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025P	2026F	2027F
기초 CSM	**12,144.2**	**13,302.8**	**14,073.9**	**14,167.7**	**14,357.1**
신계약 CSM	3,499.5	3,451.2	2,898.4	2,625.7	2,567.2
이자부리	397.9	490.6	502.3	508.0	513.7
CSM 조정	(1,200.2)	(1,558.4)	(1,686.1)	(1,376.1)	(1,236.1)
CSM 상각	(1,538.5)	(1,612.3)	(1,620.8)	(1,568.1)	(1,568.4)
신계약	(58.1)	(48.0)	(39.7)	(28.5)	(15.8)
보유계약	(1,479.1)	(1,564.3)	(1,581.1)	(1,539.6)	(1,552.6)
기말 CSM	**13,302.8**	**14,073.9**	**14,167.7**	**14,357.1**	**14,633.5**
CSM 전환배수 (배)	18.8	15.2	13.6	14.3	14.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

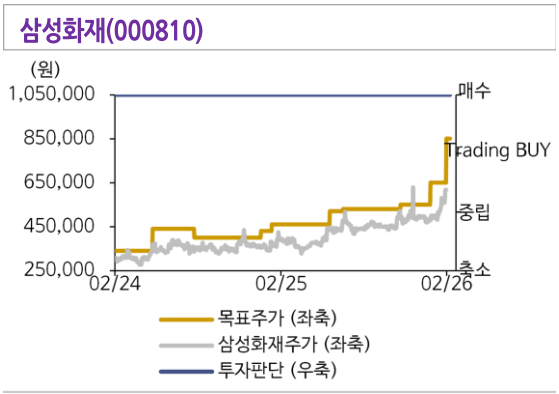
개별손익보고서

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025P	2026F	2027F
보험손익	**1,932.1**	**1,849.1**	**1,519.5**	**1,586.6**	**1,696.6**
장기	1,538.0	1,577.6	1,507.7	1,546.3	1,599.5
CSM 상각	1,537.2	1,612.3	1,620.8	1,568.1	1,568.4
RA 변동	150.8	165.5	198.9	222.3	231.6
예실차	141.3	80.7	(169.1)	(127.5)	(121.9)
기타	(291.4)	(280.9)	(142.9)	(116.6)	(78.6)
자동차	189.9	95.8	(159.0)	(143.1)	(51.2)
일반	204.2	175.7	170.8	183.4	148.2
투자손익	**418.6**	**845.3**	**1,213.3**	**1,446.8**	**1,721.4**
운용손익	1,789.4	2,182.7	2,474.4	2,678.3	2,983.2
보험금융손익	(1,370.7)	(1,337.4)	(1,261.1)	(1,231.5)	(1,261.8)
영업이익	**2,428.9**	**2,734.5**	**2,773.1**	**3,046.9**	**3,431.8**
영업외손익	17.7	10.0	10.2	10.6	10.2
세전이익	2,446.6	2,744.5	2,783.3	3,057.5	3,442.0
법인세비용	625.0	667.8	763.0	872.2	1,038.0
당기순이익	**1,818.4**	**2,073.6**	**2,018.3**	**2,188.5**	**2,407.6**

Valuation Indicator

12월 결산	2023	2024	2025P	2026F	2027F
EPS (원)	38,385	43,771	43,922	49,017	55,620
BPS (원)	340,790	329,346	463,368	605,780	657,386
PER (배)	6.9	8.2	11.3	12.6	11.1
PBR (배)	0.77	1.09	1.07	1.02	0.94
ROE (%)	11.3	13.3	9.5	8.1	8.5
ROA (%)	2.1	2.4	2.1	2.2	2.4
배당성향 (%)	37.8	39.0	41.4	44.0	44.4
DPS (원)	16,000	19,000	19,500	22,500	25,000
배당수익률 (%)	6.1	5.3	3.9	3.6	4.0

투자의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2023년 11월 14일	매수	340,000	(16.9)	0.9
2024년 05월 15일		6개월경과	-	-
2024년 05월 16일	매수	440,000	(18.9)	(11.6)
2024년 08월 16일	매수	400,000	(10.4)	8.7
2025년 01월 10일	매수	430,000	(16.8)	(11.3)
2025년 02월 03일	매수	460,000	(17.9)	(3.2)
2025년 06월 11일	매수	520,000	(15.4)	(8.0)
2025년 07월 10일	매수	530,000	(14.1)	(1.5)
2025년 11월 14일	매수	550,000	(10.9)	14.5
2026년 01월 19일	매수	650,000	(20.0)	(4.9)
2026년 02월 23일	매수	850,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 임희연)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 상기 회사 삼성화재를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 02월 20일 기준)

매수 (매수)	88.72%	Trading BUY (중립)	8.56%	중립 (중립)	2.72%	축소 (매도)	0.00%