

# 삼성화재 (000810)

## 안정적인 본업

### 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 630,000원으로 상향

삼성화재의 목표주가를 1) 업황 부진에도 불구하고 안정적 손익을 시현하고 있음을 반영하여 이익 추정치를 조정하는 가운데 2) 보유 중인 삼성전자 주식의 주가 상승에 따른 BVPS 상승 등을 종합적으로 반영하여 630,000원으로 상향한다. 목표주가는 Target PBR 0.77배에 26E BVPS 811,454원을 반영하여 산출했다. 투자 리스크로는 전자 주가 지분가치 상승으로 인한 낮은 ROE 및 과잉자본 관련 부담을 제시한다.

### 1Q26 연결 지배순이익 6,347억원(+4.4% YoY) 기록

삼성화재의 1Q26 별도 순이익은 6,347억원(+4.4% YoY)로 컨센서스에 부합했다.

**[장기보험/신계약]** 별도 기준 장기보험 손익은 4,400억원(+4.9% YoY)으로 CSM 상각 및 RA 해제 손익이 견조한 가운데 25년 말 가정 조정에 따른 예상보험금 증대 및 생존담보 손해액 개선 영향이 나타나며 보험금 예실차가 24억원(흑자 전환 YoY)으로 개선되었으며 실손 관련 제도 변경에 따른 RA 조정 영향으로 손실계약부담 환입이 약 250억원 환입이 발생한데 기인한다. 가정 조정으로 인한 CSM 감소는 약 443억원으로 이전보다 큰 폭 축소되었는데 1) 실손 제도 개선 등에 따른 RA 조정 영향 및 자체적인 유지율 개선 효과가 약 0.11조원 수준 반영된 영향이다. 이를 감안한 경상 해지차는 이전과 유사한 수준이 지속되고 있다고 판단한다. 보장성 인보험 신계약은 월평균 131억원(-14.3% QoQ)로 줄어들었으며 배수가 14.1배(+0.1배 QoQ) 증가했음에도 신계약 CSM은 물량 감소로 6,267억원(-10.7% YoY)을 기록했다.

**[자동차/일반]** 자동차보험 손익은 -96억원(적자 전환 YoY)으로 대당 경과보험료 개선에도 불구하고 누적된 요율 인하 영향이 반영되며 부진한 실적을 기록했다. 다만 일반보험의 경우 1,047억원(+111% YoY)으로 이익이 큰 폭 개선되었는데 저수익 섹터 중심으로 요율 체계를 정교화한 가운데 대형 사고가 감소하며 전반적인 손익이 개선된데 기인한다.

**[투자손익]** 투자손익은 약 2,956억원(+17.5% YoY)을 기록했다. 주된 특이요인으로는 삼성전자 특별 배당에 따른 배당손익 증가로 특별배당에 따라 배당이익이 500억원으로 전년 동기 약 320억원 대비 큰 폭 늘어났다. 그 외에도 전반적인 이원 개선 효과에 힘입어 경상적인 투자손익이 안정적으로 높은 수준을 기록하고 있다.

**[K-ICS비율]** K-ICS비율은 270.1%(+7.2%p QoQ)를 기록했다. 금리 및 전자 주가 상승에 따른 자본 증가 등 영향으로 견조한 자본비율이 지속되고 있으며 회사는 연말까지 약 260% 수준에서 관리할 것으로 예상하고 있다. 대체투자, 해외 투자 등 중심으로 요구자본을 소진하며 전반적인 자본 효율성을 제고할 계획이다.

**[배당]** 동사의 경우 생명과 동일하게 보유 전자지분과 관련한 일회성 이익(지분 처분, 특별배당)에 따른 이익이 예상되고 있으며 관련 이익의 주주환원 포함 여부에 대한 투자자들의 관심이 높아지고 있는 상황이다. 회사측에서는 기본적으로 1) 2028년까지 배당성향으로 50%까지 확대하겠다는 원칙을 지속적으로 유지하는 가운데 2) 전자 지분 처분이익, 특별배당금 등에 관련해서는 전체 배당 재원에 별도로 포함하여 산정할 계획임을 언급하는 모습이 나타났다. 이를 감안하여 DPS는 점진적인 우상향 추세를 기록할 것으로 예상하며 26E 보통주 DPS 21,500원, 배당수익률 4%를 전망한다

## Company Brief

### Buy (Maintain)

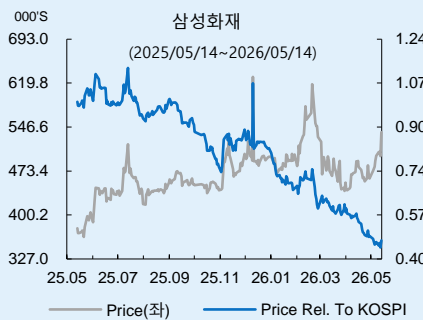
목표주가(12M)	630,000원(상향)
증가(2026.05.14)	538,000원
상승여력	17.1%

#### Stock Indicator

자본금	26십억원
발행주식수	4,465만주
시가총액	24,020십억원
외국인지분율	57.5%
52주 주가	363,500~630,000원
60일평균거래량	149,819주
60일평균거래대금	76.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.9	-3.8	8.8	42.3
상대수익률	-23.8	-48.7	-90.2	-159.9

#### Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(별도)	1,520	1,618	1,626	1,672
투자손익(별도)	802	1,152	1,191	1,135
영업이익(별도)	2,322	2,770	2,817	2,807
연결당기순이익	2,018	2,146	2,218	2,209
EPS(원)	49,566	52,596	54,276	53,917
BPS(원)	505,041	811,454	839,272	864,662
PER(배)	10.0	10.2	9.9	10.0
PBR(배)	1.0	0.7	0.6	0.6
ROE(%)	11.0	7.7	6.4	6.1
배당수익률(%)	3.9	4.0	4.4	4.9

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

#### [금융]

설용진 2122-9159 s.dragon@imfnsec.com

표1. 목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2026E ~ 2028F ROE 평균	6.7%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 비율 및 현재 배당가능이익 등 반영하여 할인율 차등 적용	15.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.77
목표주가	2026F BPS 811,454 원에 Target PBR 적용	630,000
현재가		538,000
Upside / Downside		17.1%
투자의견		매수

자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		50%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	7.7%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-5.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.99
목표주가(Bull case)	2026F BPS 811,454 원에 Target PBR 적용	804,500
Downside case		-12%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	5.7%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-25.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.58
목표주가(Bear case)	2026F BPS 811,454 원에 Target PBR 적용	471,200

자료: iM증권 리서치본부 추정

표3. 실적 추정치 변경

(십억원)		2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	수정 후	1,520	1,618	1,626	1,672
	수정 전		1,549	1,603	1,669
	증감률(%)		4.5%	1.4%	0.2%
투자손익	수정 후	802	1,152	1,191	1,135
	수정 전		1,061	1,160	1,158
	증감률(%)		8.6%	2.7%	-2.0%
세전이익	수정 후	2,333	2,718	2,821	2,811
	수정 전		2,615	2,768	2,832
	증감률(%)		3.9%	1.9%	-0.7%
연결 지배순이익	수정 후	2,018	2,146	2,218	2,209
	수정 전		2,041	2,160	2,209
	증감률(%)		5.1%	2.7%	0.0%

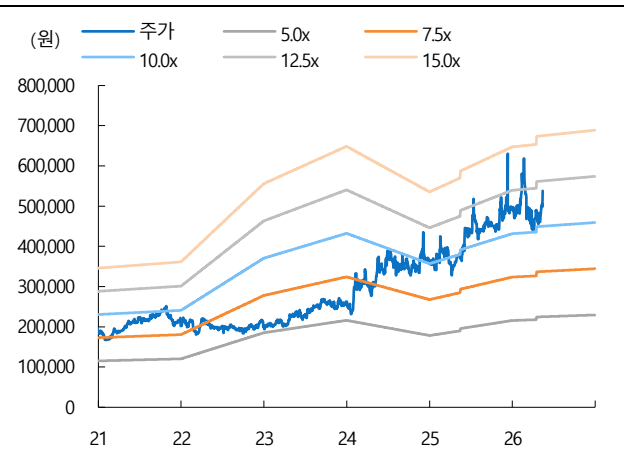
자료: iM증권 리서치본부 추정

표4. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	% QoQ	% YoY
보험손익	499	472	369	180	535	499	370	214	197.8	7.3
장기보험	419	414	384	291	440	428	398	302	51.5	4.9
CSM 상각	394	395	405	380	388	395	400	405	2.0	-1.7
RA 해제	40	43	48	61	53	43	43	43	-12.4	31.3
예실차	-16	19	-45	-127	-9	15	-21	-101	적지	적지
손실계약비용	1	-3	0	17	18	-10	-10	-35	5.6	1,908.0
기타사업비/재보험	0	-40	-24	-41	-10	-15	-14	-11	적지	적전
일반손해보험	50	57	50	14	105	76	68	54	643.1	111.0
자동차보험	30	1	-65	-125	-10	-5	-96	-141	적지	적전
투자손익	252	46	298	207	296	286	287	284	42.6	17.5
자산운용손익	578	332	642	506	644	625	622	614	27.3	11.5
평가처분손익	14	-625	79	-48	24	0	0	0	흑전	71.6
보험금융손익	-326	-286	-344	-298	-348	-339	-334	-330	적지	적지
영업이익	750	518	667	387	831	784	657	498	114.7	10.7
영업외손익	5	4	3	0	-56	1	1	1	적전	적전
세전이익	755	522	669	387	775	785	658	499	100.1	2.7
연결당기순이익	608	637	538	235	635	631	505	374	170.4	4.4
월납보험료(보장성 인보험)	17.9	15.7	15.5	15.3	13.1	12.9	13.6	14.2	-14.3	-26.7
신계약 CSM	701.5	719.7	766.9	710.2	626.7	615.0	650.1	675.0	-11.8	-10.7
연결 자산총계	88,577	88,437	90,536	96,450	100,840	108,319	108,799	108,436	4.6	13.8
운용자산	82,791	82,430	84,706	90,152	93,974	94,573	93,118	92,090	4.2	13.5
비운용자산	3,485	3,542	3,326	3,520	3,743	3,632	3,687	3,660	6.3	7.4
연결 부채총계	73,145	71,789	71,806	75,158	76,659	74,952	74,939	74,203	2.0	4.8
책임준비금	65,715	65,477	64,684	66,225	65,064	64,621	64,000	63,589	-1.8	-1.0
장기보험 CSM 잔액	14,333	14,578	15,008	14,168	14,469	14,598	14,758	14,390	2.1	1.0
연결 자본총계	15,432	16,648	18,731	21,292	24,181	33,367	33,860	34,233	13.6	56.7
해약환급금준비금	2,687	3,192	3,668	4,130	4,665	5,059	5,474	5,903	13.0	73.6
ROE (%)	15.7	15.9	12.2	4.7	11.2	8.8	6.0	4.4	6.5%p	-4.5%p
K-ICS 비율(%)	266.6	274.5	275.9	262.9	270.1	271.8	277.0	280.0	7.2%p	3.5%p

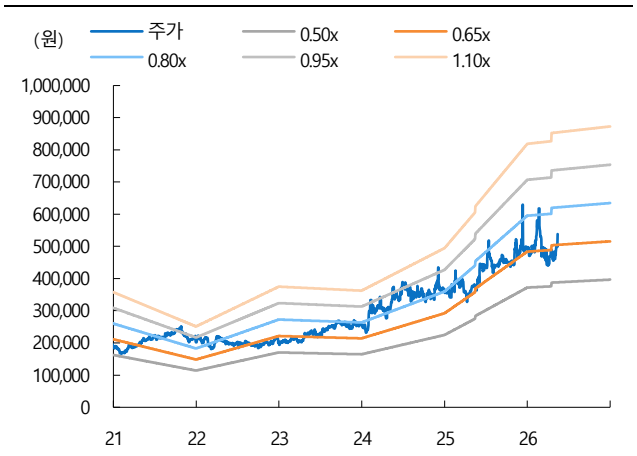
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



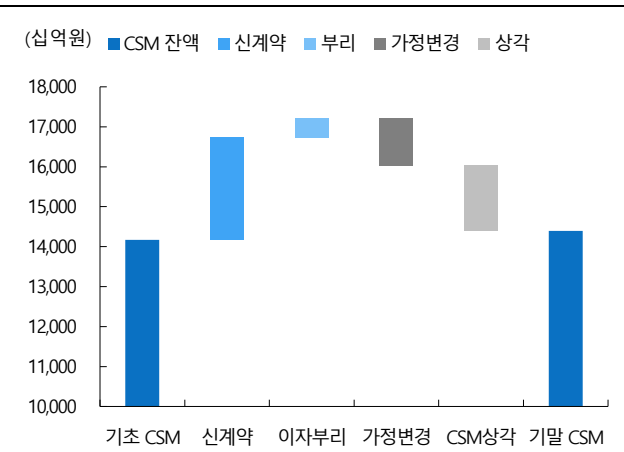
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. PBR 밴드 추이



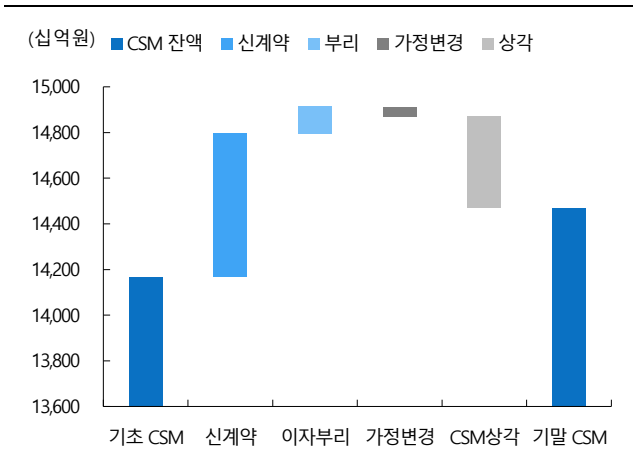
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림3. CSM Movement(연간 추정)



자료: iM증권 리서치본부 추정

그림4. CSM Movement(분기)



자료: iM증권 리서치본부 추정

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>운용자산</b>	<b>90,152</b>	<b>92,090</b>	<b>89,335</b>	<b>88,914</b>
현금 및 예치금	2,806	1,817	1,696	1,679
유가증권	59,298	63,326	61,481	61,200
대출금	27,421	26,298	25,511	25,391
부동산	626	649	647	644
<b>비운용자산</b>	<b>3,520</b>	<b>3,660</b>	<b>3,668</b>	<b>3,669</b>
특별계정자산	136	165	165	165
<b>자산총계</b>	<b>96,450</b>	<b>108,436</b>	<b>108,706</b>	<b>109,966</b>
<b>책임준비금</b>	<b>66,225</b>	<b>63,589</b>	<b>62,613</b>	<b>62,788</b>
CSM잔액(원수)	14,168	14,390	14,503	14,673
기타부채	6,818	8,339	8,434	8,439
특별계정부채	138	166	166	166
<b>부채총계</b>	<b>75,158</b>	<b>74,203</b>	<b>73,296</b>	<b>73,481</b>
자본금	26	26	26	26
신종자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	939	939	939	939
이익잉여금	14,090	15,132	16,275	17,317
해약환급금준비금	4,130	5,903	7,584	9,308
자본조정	-1,215	-947	-947	-947
기타포괄손익누계액	6,788	18,012	18,012	18,012
<b>자본총계</b>	<b>21,292</b>	<b>34,233</b>	<b>35,410</b>	<b>36,484</b>

주요투자지표(1)				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>신계약 수익성</b>				
월납보험료	214	182	187	192
신계약 CSM	2,898	2,567	2,634	2,702
신계약 CSM 배수	13.5	14.1	14.1	14.1
<b>CSM 관련 지표</b>				
기초CSM	14,074	14,168	14,390	14,503
CSM 조정 가정 변경	-1,686	-1,194	-1,350	-1,350
신계약 CSM(원수)	2,898	2,567	2,634	2,702
CSM 이자부리	502	487	481	486
상각 전 CSM	15,788	16,027	16,155	16,341
CSM상각액	1,621	1,637	1,652	1,668
CSM상각률(%)	10.3	10.2	10.2	10.2
CSM 순증액	94	222	113	170
<b>투자이익 관련 지표</b>				
총 운용수익률	2.4	2.7	2.7	2.7
평가처분손익 제외 수익률	3.1	2.7	2.7	2.7
<b>손익구성</b>				
보험손익	65.4	58.4	57.7	59.6
CSM상각	67.8	57.3	56.9	57.7
투자손익	34.6	41.6	42.3	40.4
<b>자본적정성</b>				
지급여력비율(K-ICS)	262.9	280.0	290.4	293.1

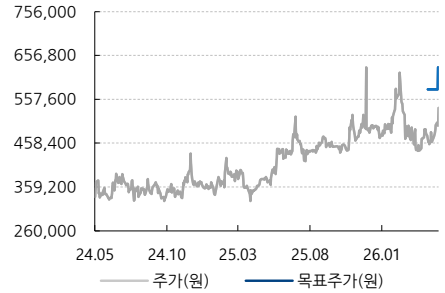
자료: 삼성화재, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>보험손익(별도)</b>	<b>1,520</b>	<b>1,618</b>	<b>1,626</b>	<b>1,672</b>
장기보험	1,508	1,568	1,549	1,555
CSM 상각	1,574	1,588	1,603	1,619
RA해제	193	183	174	174
예실차	-169	-116	-102	-105
손실계약비용	14	-37	-65	-65
기타사업비/재보험손익	-104	-50	-61	-68
<b>일반손해보험</b>	<b>171</b>	<b>302</b>	<b>318</b>	<b>335</b>
합산비율(IFRS17)	90	83	83	83
자동차보험	-159	-251	-241	-217
합산비율(IFRS17)	103	105	104	104
<b>투자손익(별도)</b>	<b>802</b>	<b>1,152</b>	<b>1,191</b>	<b>1,135</b>
자산운용손익	2,057	2,504	2,484	2,404
평가처분손익	-580	24	0	0
보험금융손익	-1,255	-1,351	-1,292	-1,269
<b>영업이익(별도)</b>	<b>2,322</b>	<b>2,770</b>	<b>2,817</b>	<b>2,807</b>
영업외손익	11	-53	4	4
<b>세전이익(별도)</b>	<b>2,333</b>	<b>2,718</b>	<b>2,821</b>	<b>2,811</b>
법인세비용	643	733	771	769
법인세율(%)	27.5	27.0	27.3	27.3
<b>당기순이익</b>	<b>2,018</b>	<b>2,146</b>	<b>2,218</b>	<b>2,209</b>

주요투자지표(2)				
(%)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>성장성지표(%)</b>				
운용자산증가율	10.0	2.1	-3.0	-0.5
CSM증가율	0.7	1.6	0.8	1.2
BPS증가율	36.3	60.7	3.4	3.0
보험손익증가율	-17.8	6.5	0.5	2.9
투자손익증가율	-5.0	43.6	3.4	-4.8
영업이익증가율	-13.8	19.3	1.7	-0.4
세전이익증가율	-13.7	16.5	3.8	-0.4
당기순이익증가율	-2.7	6.3	3.4	-0.4
<b>주당지표(원)</b>				
EPS	49,566	52,596	54,276	53,917
BPS	505,041	811,454	839,272	864,662
EV(BV+CSM)	756,239	1,098,510	1,164,103	1,233,023
보통주 DPS	19,500	21,500	23,700	26,100
보통주 배당수익률(%)	3.9	4.0	4.4	4.9
<b>Valuation 지표</b>				
PER(배)	10.0	10.2	9.9	10.0
PBR(배)	0.98	0.66	0.64	0.62
P/EV(배)	0.66	0.49	0.46	0.44
ROE(%)	11.0	7.7	6.4	6.1
ROA(%)	1.9	2.0	1.9	1.9
배당성향(%)	40.7	42.3	45.1	49.8

삼성화재 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-21	Buy	580,000	-17.5%	-12.9%
2026-05-14	Buy	630,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-