

삼성화재 (000810)

전자 지분가치 반영에 대한 고민

2Q26 연결 지배순이익 6,856억원(+7.5% YoY) 전망

삼성화재의 2Q26 연결 지배순이익은 6,856억원(+7.5% YoY)으로 컨센서스를 상회하는 실적을 시현할 것으로 전망한다. 컨센서스를 상회할 것으로 예상하는 요인으로는 우려보다 양호한 보험손익을 제시한다.

[신계약] 보장성 인보험 신계약은 월평균 130억원(-1.0% QoQ)을 전망한다. 신계약 경쟁 완화에도 전속 중심으로 1Q26 수준의 물량을 전망하며 신계약 CSM 배수는 보장성 인보험 기준 약 15배 수준이 지속될 전망이다. 계리 가정 선진화 반영에 따라 하반기 중 배수가 일부 낮아질 것으로 예상된다.

[장기보험] 별도 장기보험 손익은 4,455억원(+7.6% YoY)을 전망한다. 보험금예실차는 1Q26 대비 개선된 흐름을 예상하나 상대적으로 실적이 양호했던 전년 대비로는 부진할 것으로 예상된다. 타사와 달리 전이암에 대한 보험금 기준 변경 영향은 제한적일 것으로 전망한다. 계리 가정 선진화 영향으로 가정 조정에 따른 손실계약환입이 일부 발생할 것으로 예상된다. 7월 이후로는 관리급여 도입에 따른 영향이 일부 예상되나 타사 대비 상대적 실적 개선 민감도는 낮을 것으로 전망한다.

[자동차/일반] 별도 기준 자동차보험 손익은 8억원(-0.8% YoY)을 전망한다. 6월 중 상대적으로 강수량이 적어 누적된 요율 인하에도 안정적인 이익이 지속될 것으로 전망한다. 일반보험손익의 경우 757억원(+32.4% YoY)을 예상하는데 전년도와 달리 대규모 사고가 없었던 만큼 견조한 이익이 지속될 전망이다. 동사가 지분 투자를 단행한 해외 보험사 캐노피우스 또한 대형 재해 손실이 크지 않을 것으로 예상되는 만큼 지분법손익도 양호하게 반영될 것으로 전망한다.

[투자손익] 연결 기준 투자손익은 3,017억원(-14.9% YoY)을 전망한다. 경상 이자이익 등 이익체력은 적극적인 교체매매, 보험계약담보대출 증가 등 영향으로 견조한 흐름을 전망하나 전년도 수익증권 매각이익 약 1,500억원 기저효과 및 금리 상승에 따른 보험금융손익 증가 등 요인으로 전년 대비 부진한 실적을 기록할 것으로 전망한다.

[K-ICS] K-ICS비율은 264%(-6%p QoQ)을 전망한다. 상대적으로 자산 듀레이션이 부채 듀레이션보다 길어 금리 상승 등에 따라 가용자본이 축소될 것으로 예상되는데 기인한다. 전자 추가 상승 영향이 일부 있겠으나 요구자본 측면의 증가 효과를 상쇄하는 수준에 그칠 것으로 예상된다.

이제는 간과하기 어려워진 전자 지분 가치

동사가 보유한 삼성전자 지분은 약 1.5% 수준으로 삼성생명 보유분 대비 규모가 작아 삼성생명과 달리 전자 추가에 연동되는 모습이 상대적으로 크지 않았다. 다만 1) 전자 추가 상승으로 1Q26 자기자본이 24.1조원(+13.6% QoQ)으로 증가했으며 2Q26에는 30조원을 상회하는 수준이 예상되고 2) 대규모 배당에 기반한 투자손익 전망 등 전자 영향이 BPS와 ROE에 지속적으로 반영될 것으로 예상된다. 이를 반영하여 삼성화재의 밸류에이션 방법을 기존 PBR-ROE에서 삼성생명과 동일하게 본업가치와 전자 지분가치를 합산하는 형태로 변경했으며 목표주가는 배당 및 전자 지분을 차감하고 Target PBR을 활용하여 도출한 본업가치 450,000원과 보유 전자 지분가치 290,000원을 합산한 740,000원으로 제시한다. 삼성생명과 달리 1) 유배당 계약 고려가 불필요하며 2) 지분가치 대비 본업가치의 비중이 높아 양호한 본업 중심으로 전자 지분에 기반한 추가 Upside를 기대할 수 있는 차별적 매력을 전망한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

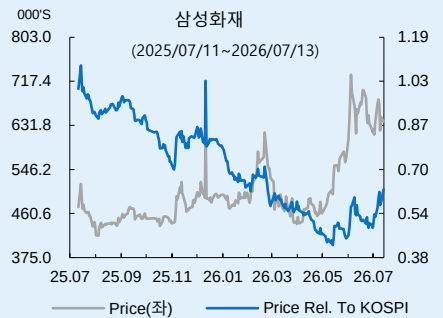
목표주가(12M)	740,000원(상향)
증가(2026.07.13)	639,000원
상승여력	15.8 %

Stock Indicator

자본금	26십억원
발행주식수	4,465만주
시가총액	28,530십억원
외국인지분율	58.3%
52주 주가	417,500~730,000원
60일평균거래량	186,697주
60일평균거래대금	109.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.3	35.5	34.1	35.1
상대수익률	13.9	18.3	-11.0	-79.2

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(십억원)	1,520	1,669	1,653	1,685
투자손익(십억원)	802	1,157	1,646	1,463
영업이익(십억원)	2,322	2,827	3,299	3,148
연결당기순이익	2,018	2,291	2,730	2,605
EPS(원)	49,566	56,248	67,132	63,850
BPS(원)	505,041	789,219	826,308	858,433
PER(배)	10.0	11.5	9.7	10.1
PBR(배)	1.0	0.8	0.8	0.8
ROE(%)	11.0	8.4	8.0	7.3
배당수익률(%)	3.9	3.3	3.7	4.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[금융]

설용진 2122-9159 s.dragon@imfnsec.com

표1. 목표주가 산정 Table

구분	항목	비고	내용
본업 기업가치	Sustainable ROE (a)	2026E ~ 2028F ROE 평균	14.2%
	Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 7%, 베타 1 기준	9.6%
	Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
	Discount (d)	K-ICS 등 감안하여 차등적으로 적용	15.0%
	Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.26
	EV per Share	2026F Adj. BPS 356,747원에 Target PBR 적용	450,000
삼성전자 지분가치 (십억원)	SEC Equity Value	7/13 종가 기준	22,057
	Adjusted Value (e)	법인세효과 등 반영	16,234
	Discount (f)		25%
	EV per Share	$(e) \times (1-f) / \text{주식 수}$. 주식 수는 보통주-자기주식 기준으로 산정	290,000
목표주가			740,000
현재가			639,000
Upside / Downside			15.8%
투자이견			매수

자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		30%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	15.2%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 7%, 베타 1 기준	9.6%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력의 뚜렷한 개선	-5.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.51
본업가치(Bull case)	2026F Adj. BPS 356,747원에 Target PBR 적용	539,000
전자 지분가치(Bull case)	주가 15% 상승	334,000
전체 목표주가(Bull case)		829,000
Downside case		-3%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	13.2%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 7%, 베타 1 기준	9.6%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력 부진세	-25.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.04
목표주가(Bear case)	2026F Adj. BPS 356,747원에 Target PBR 적용	370,000
전자 지분가치(Bear case)	주가 15% 하락	247,000
전체 목표주가(Bear case)		617,000

자료: iM증권 리서치본부 추정

표3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	% QoQ	% YoY
보험손익	499	472	369	180	535	522	395	224	-2.5	10.6
장기보험	419	414	384	291	440	445	394	296	1.2	7.6
CSM 상각	394	395	405	380	388	396	404	407	2.1	0.2
RA 해제	40	43	48	61	53	43	43	43	-18.7	0.1
예실차	-16	19	-45	-127	-9	7	-28	-108	흑전	-64.3
손실계약비용	1	-3	0	17	18	15	-10	-35	-18.1	흑전
기타사업비/재보험 손익	0	-40	-24	-41	-10	-15	-14	-11	적지	적지
일반손해보험	50	57	50	14	105	76	68	54	-27.7	32.4
자동차보험	30	1	-65	-125	-10	1	-67	-126	흑전	-1.9
투자손익	252	46	298	207	296	302	282	274	2.0	557.8
자산운용손익	578	332	642	506	644	647	622	611	0.4	95.1
평가처분손익	14	-625	79	-48	24	20	0	0	-16.4	흑전
보험금융손익	-326	-286	-344	-298	-348	-345	-341	-336	적지	적지
영업이익	750	518	667	387	831	824	676	499	-0.9	59.0
영업외손익	5	4	3	0	-56	6	1	1	흑전	59.4
세전이익	755	522	669	387	775	830	677	500	7.0	59.0
순이익	608	637	538	235	635	686	560	413	8.0	7.5
월납보험료(보장성 인보험)	17.9	15.7	15.5	15.3	13.1	13.0	13.8	14.3	-1.0	-17.3
신계약 CSM	701.5	719.7	766.9	710.2	626.7	620.9	630.6	633.2	-0.9	-13.7
자산총계	88,577	88,437	90,536	96,450	100,840	110,726	105,959	105,592	9.8	25.2
운용자산	82,791	82,430	84,706	90,152	93,974	95,216	92,688	91,648	1.3	15.5
비운용자산	3,485	3,542	3,326	3,520	3,743	3,632	3,687	3,660	-3.0	2.5
부채총계	73,145	71,789	71,806	75,158	76,659	75,056	75,019	74,273	-2.1	4.6
책임준비금	65,715	65,477	64,684	66,225	65,064	64,723	64,078	63,658	-0.5	-1.2
장기보험 CSM 잔액	14,333	14,578	15,008	14,168	14,469	14,754	14,892	14,480	2.0	1.2
자본총계	15,432	16,648	18,731	21,292	24,181	35,670	30,941	31,319	47.5	114.3
해약환급금준비금	2,687	3,192	3,668	4,130	4,665	5,062	5,481	5,915	8.5	58.6
ROE (%)	15.7	15.9	12.2	4.7	11.2	9.2	6.7	5.3	-2%p	-6.8%p
K-ICS 비율(%)	266.6	274.5	275.9	262.9	270.1	264.1	253.1	255.7	-6%p	-10.4%p

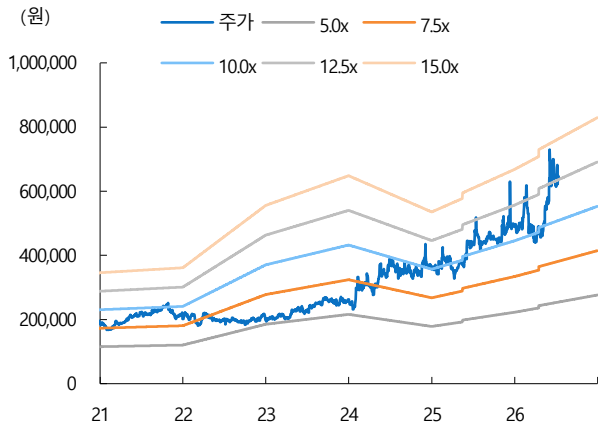
자료: iM증권 리서치본부 추정

표4. 실적 추정치 변경

항목	분류	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	수정 후	1,520	1,676	1,718	1,751
	수정 전		1,618	1,626	1,672
	증감률(%)		3.6%	5.6%	4.7%
투자손익	수정 후	802	1,153	1,636	1,451
	수정 전		1,152	1,191	1,135
	증감률(%)		0.1%	37.3%	27.9%
세전이익	수정 후	2,333	2,782	3,357	3,206
	수정 전		2,718	2,821	2,811
	증감률(%)		2.4%	19.0%	14.1%
연결 지배손이익	수정 후	2,018	2,293	2,774	2,650
	수정 전		2,146	2,218	2,209
	증감률(%)		6.9%	25.1%	19.9%

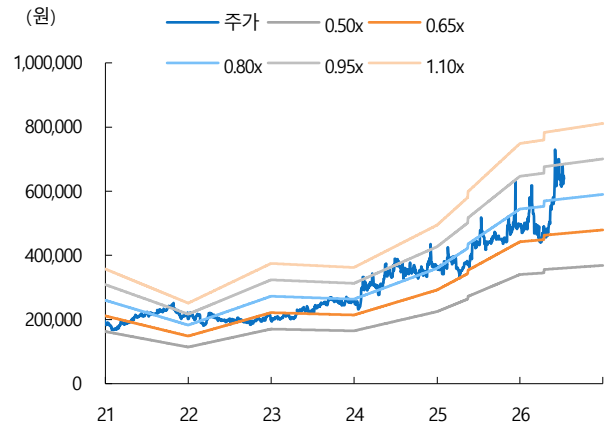
자료: 삼성화재, iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



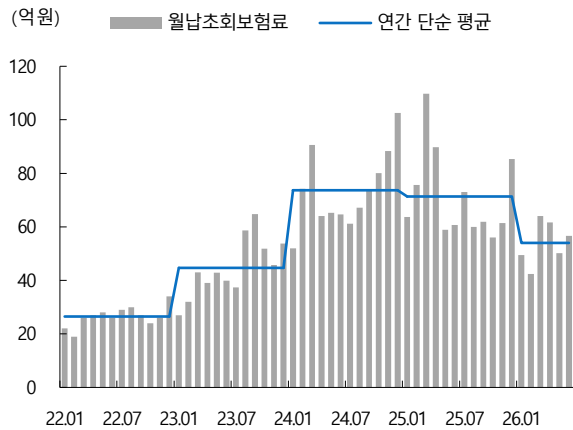
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림1. PBR 밴드 추이



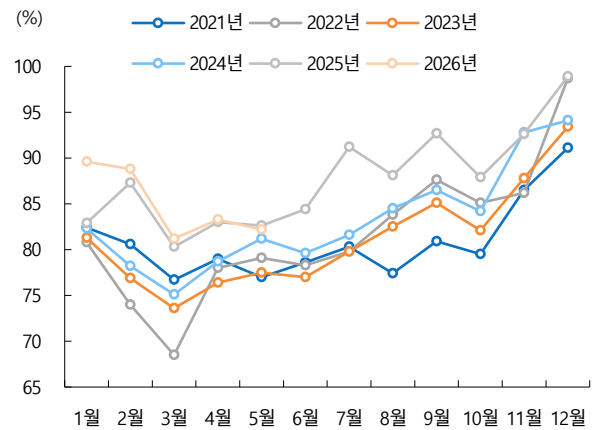
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. 삼성화재 GA 보장성 인보험 실적



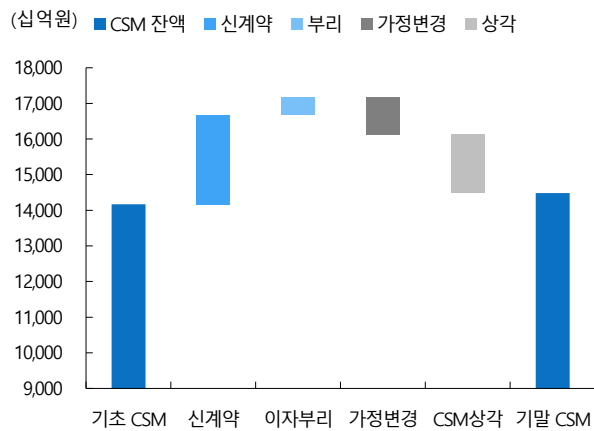
자료: 보험저널, iM증권 리서치본부

그림3. 삼성화재 자동차보험 손해율 추이



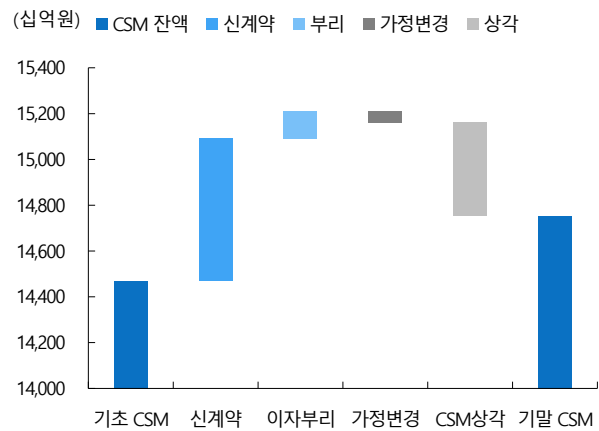
자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림4. CSM Movement(연간 추정)



자료: iM증권 리서치본부 추정

그림5. CSM Movement(분기)



자료: iM증권 리서치본부 추정

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	90,152	91,648	88,718	88,124
현금 및 예치금	2,806	1,823	1,693	1,669
유가증권	59,298	62,837	60,882	60,486
대출금	27,421	26,338	25,496	25,325
부동산	626	649	647	644
비운용자산	3,520	3,660	3,668	3,669
특별계정자산	136	165	165	165
자산총계	96,450	105,592	106,196	107,692
책임준비금	66,225	63,658	62,587	62,675
CSM잔액(원수)	14,168	14,480	14,431	14,447
기타부채	6,818	8,339	8,434	8,439
특별계정부채	138	166	166	166
부채총계	75,158	74,273	73,269	73,366
자본금	26	26	26	26
신종자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	939	939	939	939
이익잉여금	14,090	15,196	16,758	18,116
해약환급금준비금	4,130	5,915	7,610	9,350
자본조정	-1,215	-947	-947	-947
기타포괄손익누계액	6,788	15,118	15,118	15,118
자본총계	21,292	31,319	32,927	34,326

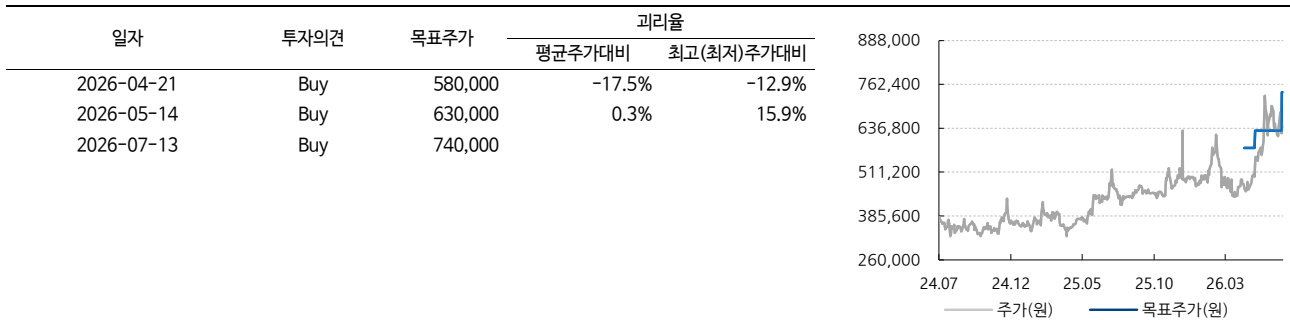
주요투자지표(1)				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
신계약 수익성				
월납보험료	214	183	188	193
신계약 CSM	2,898	2,511	2,471	2,535
신계약 CSM 배수	13.5	13.7	13.1	13.1
CSM 관련 지표				
기초CSM	14,074	14,168	14,480	14,431
CSM 조정 가정 변경	-1,686	-1,044	-1,350	-1,350
신계약 CSM(원수)	2,898	2,511	2,471	2,535
CSM 이자부리	502	488	481	481
상각 전 CSM	15,788	16,123	16,082	16,097
CSM상각액	1,621	1,643	1,650	1,650
CSM상각률(%)	10.3	10.2	10.3	10.2
CSM 순증액	94	313	-49	16
투자이익 관련 지표				
총 운용수익률	2.4	2.8	3.3	3.1
평가처분손익 제외 수익률	3.1	2.7	3.3	3.1
손익구성				
보험손익	65.4	59.2	51.2	54.7
CSM상각	67.8	56.3	47.8	50.0
투자손익	34.6	40.8	48.8	45.3
자본적정성				
지급여력비율(K-ICS)	262.9	255.7	258.4	258.1

자료: 삼성화재, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(별도)	1,520	1,676	1,718	1,751
장기보험	1,508	1,576	1,574	1,563
CSM 상각	1,574	1,594	1,602	1,601
RA해제	193	183	174	174
예실차	-169	-139	-73	-76
손실계약비용	14	-12	-65	-65
기타사업비/재보험손익	-104	-50	-64	-71
일반손해보험	171	302	318	335
합산비용(IFRS17)	90	83	83	83
자동차보험	-159	-202	-175	-147
합산비용(IFRS17)	103	104	103	102
투자손익(별도)	802	1,153	1,636	1,451
자산운용손익	2,057	2,524	2,951	2,741
평가처분손익	-580	44	0	0
보험금융손익	-1,255	-1,370	-1,316	-1,290
영업이익(별도)	2,322	2,830	3,353	3,202
영업외손익	11	-48	4	4
세전이익(별도)	2,333	2,782	3,357	3,206
법인세비용	643	733	888	848
법인세율(%)	27.5	26.3	26.5	26.5
당기순이익	2,018	2,293	2,774	2,650

주요투자지표(2)				
	2025	2026E	2027E	2028E
성장성지표(%)				
운용자산증가율	10.0	1.7	-3.2	-0.7
CSM증가율	0.7	2.2	-0.3	0.1
BPS증가율	36.3	46.8	5.1	4.2
보험손익증가율	-17.8	10.3	2.5	1.9
투자손익증가율	-5.0	43.7	41.8	-11.3
영업이익증가율	-13.8	21.9	18.5	-4.5
세전이익증가율	-13.7	19.2	20.7	-4.5
당기순이익증가율	-2.7	13.6	21.0	-4.5
주당지표(원)				
EPS	49,566	56,310	68,248	64,971
BPS	505,041	741,594	779,652	812,751
EV(BV+CSM)	756,239	1,003,707	1,070,199	1,137,689
보통주 DPS	19,500	21,500	23,700	26,100
보통주 배당수익률(%)	3.9	3.4	3.7	4.1
Valuation 지표				
PER(배)	10.0	11.3	9.4	9.8
PBR(배)	0.98	0.86	0.82	0.79
P/EV(배)	0.66	0.64	0.60	0.56
ROE(%)	11.0	8.7	8.6	7.9
ROA(%)	1.9	2.1	2.4	2.3
배당성향(%)	40.7	39.5	36.0	41.6

삼성화재 투자 의견 및 목표주가 변동추이



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-mail 등을 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. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-