

삼성화재 (000810/KS)

안정적인 이익과 주주환원은 충분히 긍정적

SK증권 리서치센터

중립(하향)

목표주가: 474,000 원(유지)

현재주가: 438,500 원

상승여력: 8.1%



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
3773-8610

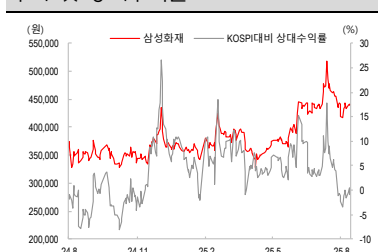
Company Data

발행주식수	4,601 만주
시가총액	20,176 십억원
주요주주	
삼성생명보험(외6)	19.05%
자사주	13.44%

Stock Data

주가(25/08/13)	438,500 원
KOSPI	3,224.37 pt
52주 최고가	518,000 원
52주 최저가	327,500 원
60일 평균 거래대금	51 십억원

주가 및 상대수익률



2Q25 연결 지배순이익 6,375 억원(+4.3% YoY) 기록

삼성화재의 2Q25 지배순이익은 6,375 억원(+4.3% YoY)로 안정적인 실적을 기록했으나 별도 순이익 3,982 억원(-32.9% YoY)와는 다소 큰 폭으로 차이가 나타났는데 부동산 등 수익성증권 처분이익이 주로 연결로 반영된데 기인한다. 별도 기준 보험손익은 4,720 억원(-16.7% YoY)로 다소 부진했는데 전년도 의료 파업 등 기저효과 영향으로 예상치 손익이 보험금 예상치 중심으로 큰 폭으로 감소했으며 자동차보험도 누적된 요율 인하 영향으로 이익이 8 억원(-98.3% YoY)으로 대폭 감소한데 기인한다. 별도 기준 투자손익의 경우 건조한 이자이익/배당손익 등에도 평가처분손실 등 영향으로 459 억원(-78.2% YoY)로 부진한 실적을 기록했다. 연결 기준으로는 부동산 및 펀드 매각이익 등 영향으로 투자손익이 3,545 억원(+56.6% YoY)으로 대거 개선되며 보험손익 감소 폭을 상쇄하는 모습이 나타났다. 신계약은 보장성 인보험 기준 월 평균 157 억원(-12.3% QoQ)으로 3 월 절판 이후 전체적인 물량이 감소했으나 4 월 보험료 인상 영향으로 전체적인 배수가 개선되며 신계약 CSM 은 7,197 억원(+2.6% QoQ)으로 물량 감소에도 안정적으로 규모가 유지되었다. 8 월 중 예정이율 인하에 따라 보험료가 인상된 만큼 하반기 신계약 CSM 배수는 보장성 인보험 기준 약 14 배 수준으로 개선될 전망이다. 2Q25 기준 K-ICS 비율은 274.5%(+7.9% QoQ)로 업종 내 최상위 수준을 지속하는 모습이 나타났다.

안정적인 이익과 주주환원은 충분히 긍정적이나 제한적 Upside 전망

삼성화재의 가장 큰 강점은 1) 전반적인 이익 측면의 안정성이 지속되고 있으며 2) 높은 자본 여력으로 신계약, 투자 및 주주환원 측면의 불확실성이 낮다는 점을 제시할 수 있다. 이러한 요인으로 동사의 밸류에이션은 25E PER 약 9.7 배, PBR 1.28 배 수준으로 다른 손보사 대비 높은 밸류에이션에서 거래되는 모습이 나타났다. 다만 최근 전반적인 주가 상승 영향으로 전체적인 밸류에이션 측면의 부담이 높아졌으며 25E 배당수익률도 보통주 기준 약 20,000 원의 DPS 기준 약 4.5% 수준이 예상되는 등 이전 보다 매력력이 낮아졌다는 점에서 전반적으로 적정 주가 수준에 접어들었다고 판단한다. 이에 목표주가를 유지하되 투자의견은 중립으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	십억원		1,933	1,849	1,663	1,705	1,761
투자손익	십억원		409	844	793	1,027	1,012
영업이익	십억원		2,342	2,693	2,457	2,732	2,773
당기순이익	십억원		1,755	2,048	1,860	2,080	2,111
EPS	원		43,199	50,407	45,561	50,933	51,577
PER	배		6.1	7.1	9.7	8.6	8.5
PBR	배		0.8	1.2	1.3	1.2	1.1
ROE	%		12.5	13.1	11.5	11.9	11.3

삼성화재 - 별도 기준 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	% QoQ	% YoY
보험손익	604	567	477	202	499	472.0	419	274	-5.4	-16.7
장기보험	446	459	429	244	419	414.0	412	335	-1.3	-9.7
CSM 상각	389	396	402	391	394	394.7	402	408	0.1	-0.4
RA 해제	31	40	40	40	40	43.2	43	44	6.7	9.1
예실차	61	80	16	-76	-16	19.0	11	-30	흑전	-76.1
손실계약비용	-16	-12	-14	-70	1	-3.4	-5	-50	적전	적지
기타사업비 및 재보험 손익	-19	-44	-15	-42	0	-39.5	-38	-37	적전	적지
일반손해보험	55	61	34	26	50	57.2	35	32	15.3	-6.8
자동차보험	102	47	14	-68	30	0.8	-28	-93	-97.3	-98.3
투자손익	286	211	266	82	252	45.9	248	248	-81.8	-78.2
자산운용손익	629	560	566	429	578	331.5	567	568	-42.6	-40.8
평가차분손익	85	43	-48	-168	14	-625.0	0	0	적전	적전
보험금융손익	-343	-349	-301	-347	-326	-285.7	-320	-320	적지	적지
영업이익	890	777	743	283	750	517.9	666	522	-31.0	-33.4
영업외손익	5	2	3	0	5	3.8	4	4	-18.1	64.4
세전이익	895	780	746	284	755	521.6	671	526	-30.9	-33.1
당기순이익	684	593	557	213	556	398.2	508	398	-28.3	-32.9
월납보험료(보장성 인보험)	17.7	15.5	16.3	19.3	17.9	15.7	16.0	15.2	-12.3	1.3
신계약 CSM	885.6	752.7	838.5	974.4	701.5	719.7	733.6	698.9	2.6	-4.4
자산총계	83,714	84,327	83,687	85,224	86,372	86,078	87,317	87,433	-0.3	2.1
운용자산	80,453	81,148	80,499	81,941	82,791	82,430	82,633	82,489	-0.4	1.6
비운용자산	3,178	3,091	3,098	3,192	3,485	3,542	3,513	3,528	1.7	14.6
부채총계	67,683	67,884	67,801	69,928	71,349	70,054	70,785	70,503	-1.8	3.2
책임준비금	62,561	62,949	63,395	65,149	65,715	65,477	65,675	65,659	-0.4	4.0
장기보험 CSM 잔액	13,712	13,955	14,181	14,074	14,333	14,578	14,831	14,640	1.7	4.5
자본총계	16,031	16,443	15,887	15,296	15,023	16,024	16,532	16,930	6.7	-2.5
해약환급금준비금	1,420	1,834	2,284	2,213	2,687	3,192	3,656	4,052	18.8	74.0
ROE (%)	17.1	14.6	13.8	5.5	14.7	10.3	12.5	9.5	-4.4%p	-4.4%p
K-ICS 비율(%)	277.4	278.9	280.6	264.5	266.6	274.5	275.3	274.8	7.9%p	-4.4%p

자료: 삼성화재, SK 증권 추정

별도 기준 실적 추정치 변경

		2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	수정 후	1,849	1,663	1,705	1,761
	수정 전		1,809	1,884	1,959
	증감률(%)		-8.0%	-9.5%	-10.1%
투자손익	수정 후	844	793	1,027	1,012
	수정 전		907	938	961
	증감률(%)		-12.6%	9.5%	5.3%
세전이익	수정 후	2,704	2,473	2,748	2,789
	수정 전		2,729	2,834	2,933
	증감률(%)		-9.4%	-3.0%	-4.9%
당기순이익	수정 후	2,048	1,860	2,080	2,111
	수정 전		2,033	2,120	2,193
	증감률(%)		-8.5%	-1.9%	-3.7%

자료: 삼성화재, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
운용자산	80,508	81,941	82,489	82,635	82,683
현금및예치금	1,211	2,284	2,035	2,080	2,120
유가증권	51,382	52,209	52,869	52,925	52,919
대출금	27,231	26,831	26,974	27,022	27,037
부동산	685	616	611	609	606
비운용자산	3,036	3,192	3,528	3,523	3,523
특별계정자산	73	91	106	106	106
자산총계	83,617	85,224	87,433	89,139	90,639
책임준비금	63,540	65,149	65,659	66,044	66,375
CSM잔액(원수)	13,303	14,074	14,640	15,213	15,676
기타부채	4,098	4,687	4,737	4,821	4,826
특별계정부채	74	92	106	106	106
부채총계	67,712	69,928	70,503	70,972	71,307
자본금	26	26	26	26	26
신종자본증권	0	0	0	0	0
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	12,079	13,445	14,259	15,497	16,661
해약환급금준비금	1,180	2,213	4,052	5,361	6,200
자본조정	-1,484	-1,484	-1,215	-1,215	-1,215
기타포괄손익누계액	4,343	2,368	2,921	2,921	2,921
자본총계	15,905	15,296	16,930	18,168	19,332

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)	188	228	216	216	211
신계약 CSM	3,500	3,451	2,854	2,960	2,898
신계약 CSM 배수	74.3	15.2	13.2	13.7	13.7
CSM 관련 지표					
기초CSM	12,144	13,303	14,074	14,640	15,213
CSM 조정 가점 변경	-1,200	-1,558	-1,147	-1,188	-1,188
신계약 CSM(원수)	3,500	3,451	2,854	2,960	2,898
CSM 이자부리	398	491	505	505	513
상각 전 CSM	14,841	15,686	16,285	16,918	17,437
CSM상각액	1,539	1,612	1,645	1,705	1,760
CSM상각률(%)	10.4	10.3	10.1	10.1	10.1
CSM 순증액	1,159	771	566	573	463
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률	2.3	2.7	2.5	2.8	2.7
평가치분손익 제외 수익률	2.6	2.8	3.2	2.7	2.7
손익구성					
보험손익	82.6	68.7	67.7	62.4	63.5
CSM상각	65.1	58.6	65.1	60.7	61.8
투자손익	17.4	31.3	32.3	37.6	36.5
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)	273.0	264.5	274.8	278.6	280.5

자료: 삼성화재, SK증권 추정

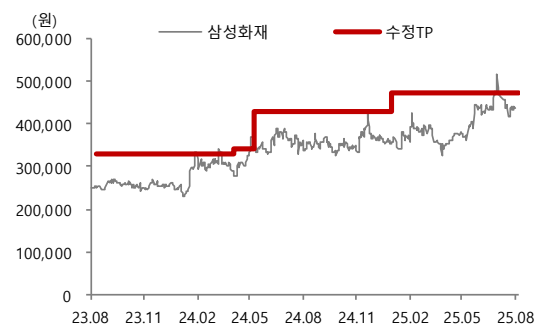
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	1,933	1,849	1,663	1,705	1,761
장기보험	1,539	1,578	1,580	1,606	1,660
CSM 상각	1,523	1,579	1,598	1,658	1,714
RA해제	139	152	170	184	197
예실차	141	81	-16	-10	-11
손실계약비용	-100	-112	-57	-65	-65
기타사업비 및 재보험 손익	-164	-121	-115	-161	-174
일반손해보험	204	176	174	186	188
합산비율(IFRS17)	86	89	90	90	90
자동차보험	190	96	-90	-88	-88
합산비율(IFRS17)	97	98	102	101	101
투자손익	409	844	793	1,027	1,012
자산운용손익	1,781	2,185	2,044	2,281	2,243
평가치분손익	-225	-87	-611	50	50
보험금융손익	-1,372	-1,340	-1,251	-1,255	-1,230
영업이익	2,342	2,693	2,457	2,732	2,773
영업외손익	19	11	17	16	16
세전이익	2,361	2,704	2,473	2,748	2,789
법인세비용	606	656	613	668	678
법인세율(%)	25.7	24.3	24.8	24.3	24.3
당기순이익	1,755	2,048	1,860	2,080	2,111

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율		1.8	0.7	0.2	0.1
CSM증가율		5.8	4.0	3.9	3.0
BPS증가율		-3.8	14.0	10.6	9.8
보험손익증가율		-4.4	-10.0	2.5	3.3
투자손익증가율		106.6	-6.1	29.5	-1.4
영업이익증가율		15.0	-8.8	11.2	1.5
세전이익증가율		14.5	-8.5	11.1	1.5
당기순이익증가율		16.7	-9.2	11.8	1.5
주당지표(원)					
EPS	43,199	50,407	45,561	50,933	51,577
BPS	314,538	302,488	344,735	381,213	418,387
EV(BV+CSM)	616,530	619,944	686,148	747,597	808,668
보통주 DPS	16,000	18,500	20,000	22,500	25,000
보통주 배당수익률(%)	6.1	5.2	4.5	5.1	5.7
Valuation 지표					
PER(배)	6.1	7.1	9.7	8.6	8.5
PBR(배)	0.84	1.19	1.28	1.16	1.05
P/EV(배)	0.43	0.58	0.64	0.59	0.54
ROE(%)	12.5	13.1	11.5	11.9	11.3
ROA(%)	2.2	2.4	2.2	2.4	2.3
배당성향(%)	38.3	37.9	45.3	45.5	49.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.08.14	중립	474,000원	6개월		
2025.01.14	매수	474,000원	6개월	-15.83%	9.28%
2024.05.21	매수	430,000원	6개월	-16.90%	1.16%
2024.04.17	매수	340,000원	6개월	-6.65%	9.85%
2023.08.24	매수	330,000원	6개월	-17.84%	3.94%



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 08월 14일 기준)

매수	94.23%	중립	5.77%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------