



BUY (Maintain)

목표주가: 480,000 원

주가(5/14): 378,000 원

시가총액: 179,077 억원



보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

Stock Data

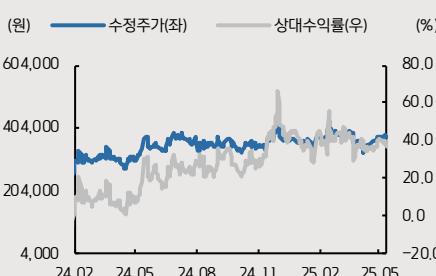
KOSPI	2,640.57pt
시가총액	179,077 억 원
52 주 주가동향	최고가 435,000 원 최저가 327,500 원
최고/최저가대비 등락율	-13.10% 15.42%
수익률	절대 상대 1M 7.7% 6M 13.2% 1Y 12.3%
	7.1% 10.5% -3.7%

Company Data

발행주식수	50,567 천주
일평균 거래량(3M)	96 천주
외국인 지분율	52.15%
배당수익률(24E)	5.3%
BPS(24E)	340,780 원
주요 주주	삼성생명 외 6 인
	18.50%

(십억원, 배)	2023	2024	2025E
보험이익	1,933.4	1,849.1	1,776.8
투자이익	408.6	844.3	908.8
영업이익	2,342.0	2,693.4	2,685.6
세전이익	2,361.1	2,704.1	2,675.6
당기순이익	1,755.4	2,047.8	1,996.1
ROE	6.3	13.1	13.4
ROA	1.0	2.4	2.5
EPS	37,053	43,225	43,380
BPS	340,780	329,335	340,953
PER	6.9	8.2	8.3
PBR	0.8	1.1	1.1
DPS	16,000	19,000	20,000
배당수익률 (%)	6.1	5.3	5.3

Price Trend



삼성화재 (000810)

좋았지만 높았던 기저



1분기 지배주주순이익은 13% (YoY) 감소한 6,081억원을 기록하며 컨센서스 부합. 수년간 보험료 인하가 누적된 자동차보험을 제외하면 견조한 실적을 기록했으며, CSM과 K-ICS 비율 등에 대한 안정감도 높음. 다만 자동차보험손익의 다운사이클 진입에 대한 우려로 연간 이익 모멘텀은 다소 약화될 가능성. 투자의견 BUY, 목표주가 480,000 원 유지

>>> 1Q25 지배순이익 -13% (YoY), 컨센서스 부합

2025년 1분기 지배주주순이익은 13% (YoY) 감소한 6,081억원으로 컨센서스 부합, 추정치는 9% 상회했다. 2023년 IFRS17이 적용된 이후 실적은 다양한 회계적 요인 등으로 변동성이 컸으나, 2년에 걸친 시행착오 끝에 대부분 마무리된 것으로 보인다. 손해율 상승으로 자동차보험손익은 부진했으나, 전체적으로 견조한 실적을 기록한 것으로 판단한다.

>>> (자동차보험 빼면) 실적도, CSM 도, K-ICS 도 모두 양호

삼성화재의 보험이익은 17% (YoY) 감소했는데, 장기보험/자동차보험/일반보험의 각각 6%/71%/10% 감소했다. 장기보험은 CSM 상각액은 2% (YoY) 증가했음에도 전년동기 보험금예실차가 높았던 기저(1Q24 698 억원 → 1Q25 -234 억원)의 영향으로 감소했다. 신계약 CSM은 21% (YoY) 감소한 7,015 억원이었는데, 신계약 보험료는 2% 증가했음에도 해지율 가이드라인 적용 등에 따라 CSM 환산배수가 전년동기 15.2 배에서 11.8 배로 낮아졌기 때문이다. 자동차보험은 수년간 누적된 요율 인하의 영향 등으로 손해율이 상승하며 부진했으며, 일반보험은 외형 성장에도 고액사고 발생 등의 영향으로 감소했다. 투자이익은 12% (YoY) 감소했는데, 이자/배당손익은 7% 증가했지만 1분기 증시 변동성 확대에 따른 평가손익의 감소의 영향이다. 신계약 CSM은 경상적인 수준보다 낮았음에도 불구하고 전분기대비 CSM 조정이 큰 폭으로 감소하면서(4Q24 -8,095 억원 → 1Q25 -1,591 억원) CSM 잔액은 전년말대비 2% 증가한 14조 3,328 억원을 기록했고, K-ICS 비율과 기본자본비율은 할인율 제도 변경에도 불구하고 전년말과 유사한 266.6%/158.6%를 기록했다.

>>> 자동차보험 다운사이클은 우려되나 안정감은 높음

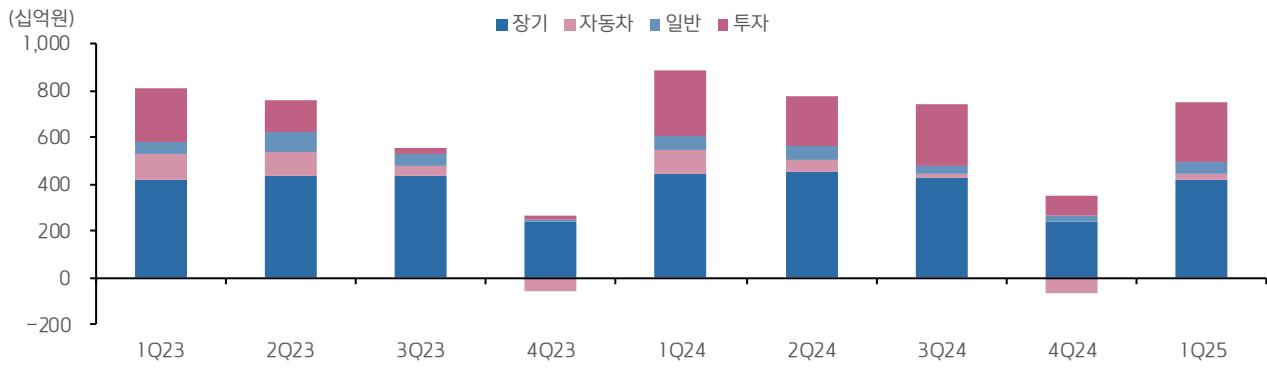
신계약 CSM 배수 하락과 자동차보험손익 감소는 아쉽지만, 4월 요율 인상 시 CSM 배수는 재차 상승할 것으로 기대 중이다. 연말 목표 K-ICS 비율은 250% 후반인데, 아직까지는 자본 활용에 다소 보수적인 모습이다. 연간 예상 DPS는 20,000 원, 배당수익률은 5% 초중반 수준이다. 자동차보험손익의 사이클 약화에 따른 연간 이익 모멘텀 약화 가능성은 있으나, 안정적인 주주환원이 예상되는 바 투자의견 BUY 와 목표주가는 480,000 원을 유지한다.

삼성화재 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
보험이익	603.8	566.8	477.0	215.0	498.8	534.3	465.8	277.9	1,849.1	1,776.8
(YoY)	3%	-8%	-11%	11%	-17%	-6%	-2%	38%	-4%	-4%
일반/VFA	446.2	458.6	429.2	243.7	419.4	471.5	456.9	346.0	1,577.6	1,693.8
CSM 상각	396.5	403.9	410.6	401.4	406.0	413.5	417.8	421.4	1,612.3	1,658.7
RA 해제	34.2	43.7	44.1	43.5	44.8	46.5	46.4	46.4	165.5	184.2
예실차	60.6	79.7	15.9	(75.5)	(16.4)	46.6	19.8	(97.4)	80.7	(47.4)
보험금예실차	69.8	98.6	39.1	(61.1)	(23.4)	49.6	27.1	(99.9)	146.4	(46.6)
사업비예실차	(9.3)	(18.9)	(23.2)	(14.4)	7.0	(3.0)	(7.3)	2.5	(65.7)	(0.8)
기타	(45.1)	(68.7)	(41.4)	(125.7)	(15.1)	(35.1)	(27.1)	(24.4)	(280.9)	(101.6)
PAA	157.6	108.2	47.8	(28.7)	79.6	62.7	9.0	(68.2)	271.5	83.1
자동차보험손익	102.5	46.8	14.2	(67.7)	29.9	20.4	(33.0)	(111.6)	95.8	(94.3)
일반보험손익	55.1	61.4	33.6	25.6	49.7	42.3	42.0	43.5	175.7	177.4
투자이익	286.3	210.7	265.5	81.8	251.5	189.5	256.4	211.4	844.3	908.8
(YoY)	28%	50%	1119%	271%	-12%	-10%	-3%	158%	107%	8%
보험금융손익	(342.9)	(349.3)	(300.8)	(347.3)	(326.0)	(327.6)	(329.3)	(330.9)	(1,340.2)	(1,313.8)
투자서비스손익	629.2	560.0	566.3	429.1	577.5	517.1	585.7	542.3	2,184.5	2,222.6
영업이익	890.0	777.5	742.5	296.8	750.4	723.7	722.3	489.3	2,693.4	2,685.6
(YoY)	10%	2%	33%	37%	-16%	-7%	-3%	73%	15%	0%
영업외손익	4.7	2.3	3.5	0.2	4.6	(4.6)	(4.7)	(5.2)	10.7	(10.0)
세전이익	894.7	779.8	746.0	297.0	755.0	719.1	717.5	484.0	2,704.1	2,675.6
법인세비용	210.9	186.4	188.8	70.2	199.3	179.8	179.4	121.0	656.3	679.5
당기순이익	683.9	593.3	557.2	226.8	555.6	539.3	538.2	363.0	2,047.8	1,996.1
(YoY)	18%	-2%	38%	35%	-19%	-9%	-3%	70%	17%	-3%
연결당기순이익	702.0	612.4	554.6	207.9	609.0	555.9	531.6	401.7	2,076.8	2,098.3
지배주주순이익	701.0	611.4	554.1	207.1	608.1	555.1	530.9	401.1	2,073.6	2,095.3
(YoY)	15%	2%	29%	18%	-13%	-9%	-4%	94%	14%	1%

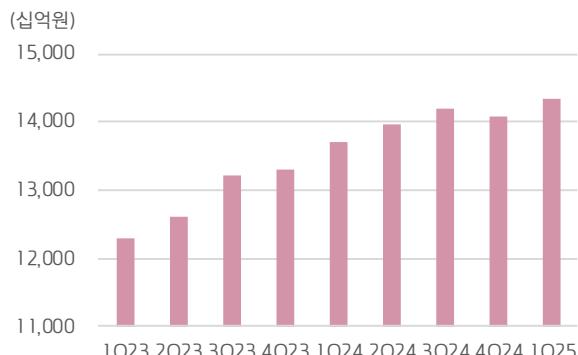
자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

삼성화재의 부문별 이익 추이



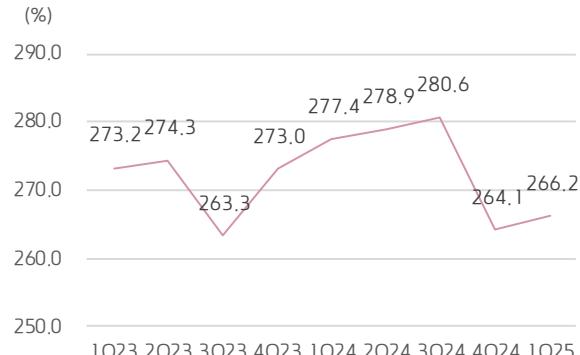
자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터.

CSM 기말 잔액 추이



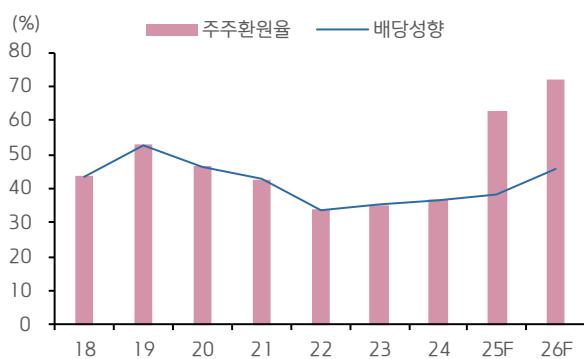
자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

K-ICS 비율 추이



자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

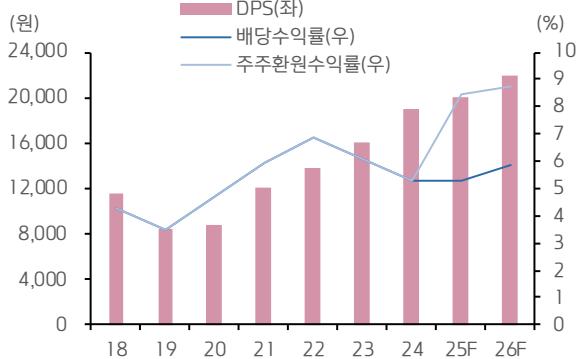
주주환원율과 배당성향



주: 보유 자기주식 소각분을 주주환원율에 포함

자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터.

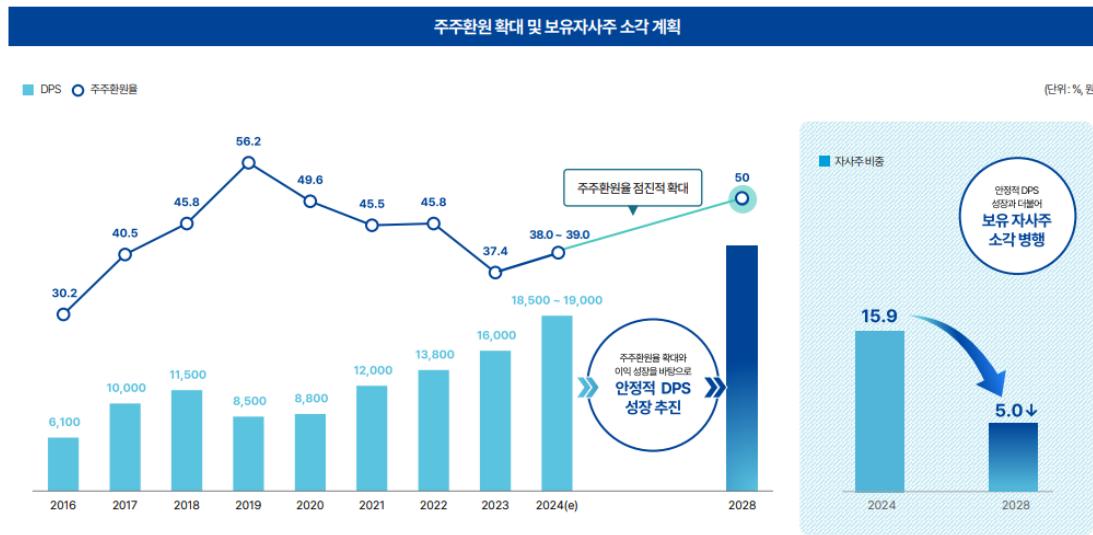
DPS, 배당수익률, 주주환원수익률



주: 주주환원수익률은 자기주식 매입소각을 주주환원 규모에 포함

자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터.

삼성화재의 주주환원 계획



자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터.

포괄손익계산서

12 월 결산	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
보험이익	1,933.4	1,849.1	1,776.8	1,431.5	
일반/VFA	1,539.3	1,577.6	1,693.8	1,363.0	
CSM 상각	1,538.5	1,612.3	1,658.7	1,719.9	
RA 해제	150.8	165.5	184.2	185.6	
예실차	141.3	80.7	(47.4)	(437.0)	
보험금예실차	226.1	146.4	(46.6)	(286.4)	
사업비예실차	(84.8)	(65.7)	(0.8)	(150.6)	
기타	(291.5)	(280.9)	(101.6)	(105.6)	
PAA	394.1	271.5	83.1	68.5	
자동차보험손익	189.9	95.8	(94.3)	(103.6)	
일반보험손익	258.6	175.7	177.4	172.1	
투자이익	408.6	844.3	908.8	1,042.8	
보험금융손익	(1,372.1)	(1,340.2)	(1,313.8)	(1,340.3)	
투자서비스손익	1,780.7	2,184.5	2,222.6	2,383.1	
영업이익	2,342.0	2,693.4	2,685.6	2,474.3	
영업외손익	19.0	10.7	(10.0)	(18.1)	
세전이익	2,361.1	2,704.1	2,675.6	2,456.2	
법인세비용	605.7	656.3	679.5	614.0	
당기순이익	1,755.4	2,047.8	1,996.1	1,842.1	
연결당기순이익	1,821.6	2,076.8	2,098.3	1,931.9	
지배주주순이익	1,818.4	2,073.6	2,095.3	1,929.0	
CSM Movement					
기시	12,144	13,303	14,074	14,700	
신계약	893	974	831	818	
이자부리	111	129	127	131	
상각	384	401	421	435	
조정	519	810	442	398	
기말	13,307	14,074	14,700	15,208	
CSM 증감 (YoY, %)	10	6	4	3	
순증액	1,163	771	626	508	
K-ICS 비율	273.0	264.5	260.1	262.1	
지급여력금액	23,762	24,500	25,398	25,880.9	
지급여력기준금액	8,704	9,230	9,764	9,876.1	

재무상태표

12 월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계	85,019	87,269	83,679	84,449	
운용자산	81,667	83,836	80,117	80,855	
FVPL	10,281	11,374	10,510	10,396	
FVOCI	37,733	37,025	36,737	37,373	
AC	1,732	1,725	1,711	1,727	
대출채권	27,822	27,068	25,595	25,831	
부동산	1,755	2,840	2,675	2,699	
비운용자산	3,279	3,343	3,561	3,594	
부채총계	68,875	71,667	67,990	68,326	
책임준비금	63,697	65,327	61,383	61,730	
보험계약부채	51,777	51,788	48,144	48,601	
잔여보장요소	45,817	45,511	41,798	42,306	
최선추정	26,717	25,345	25,312	25,312	
위험조정	1,448	1,728	1,786	1,786	
보험계약마진	13,303	14,074	14,700	15,208	
보험료배분분기법	4,349	4,363	4,333	4,336	
발생사고요소	5,960	6,277	6,346	6,295	
최선추정	5,748	6,062	6,121	6,072	
위험조정	212	215	225	223	
재보험계약부채	0	0	0	0	
투자계약부채	11,920	13,540	13,239	13,129	
기타부채	5,178	6,340	6,607	6,595	
자본총계	16,144	15,602	15,689	16,124	
자본금	26	26	26	26	
자본잉여금	939	939	939	939	
신종자본증권	0	0	0	0	
이익잉여금	12,279	13,670	13,777	14,213	
해약환급금준비금	1,180	2,213	3,451	4,269	
자본조정	(1,487)	(1,487)	(1,487)	(1,487)	
기타포괄손익누계액	4,357	2,418	2,399	2,397	
비지배지분	30	35	35	34	

투자지표 (I)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
운용자산 비중 (%)					
FVPL		13.6	13.1	12.9	
FVOCI		44.2	45.9	46.2	
AC		2.1	2.1	2.1	
대출채권		32.3	31.9	31.9	
부동산		3.4	3.3	3.3	
주요비율 (%، 배)					
ROA	1.0	2.4	2.5	2.3	
ROE	6.3	13.1	13.9	12.2	
P/E	6.9	8.2	8.0	8.7	
P/B	0.77	1.09	1.11	1.05	

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표 (II)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주주환원지표					
DPS (원)	16,000	19,000	20,000	22,000	
증가율(YoY, %)	16	19	5	10	
배당성향 (%)	35.0	36.5	38.0	45.4	
배당수익률 (%)	6.1	5.3	5.3	5.8	
현금배당액 (십억원)	637.3	756.7	796.6	876.2	
자기주식수 (천주)	7,547	7,547	6,187	4,827	
발행주식수 (천주)	47,375	47,375	46,015	44,655	
자기주식 비중 (%)	15.9	15.9	13.4	10.8	
자기주식 소각액	0	0	513.4	513.4	
총주주환원율 (%)	35.0	36.5	62.5	72.0	

Compliance Notice

- 당사는 5월 14일 현재 '삼성화재(000810)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

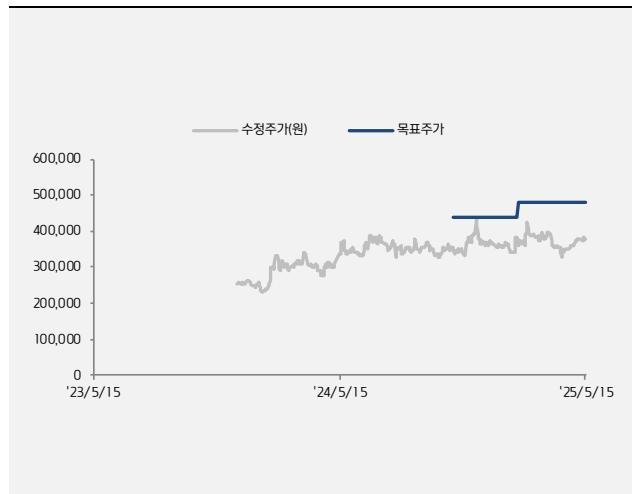
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
삼성화재 (000810)	2024-10-30	Buy(initiate)	440,000 원	6개월	-21.91	-20.11
	2024-11-15	Buy(Maintain)	440,000 원	6개월	-21.95	-16.14
	2024-11-19	Buy(Maintain)	440,000 원	6개월	-17.35	-1.14
	2025-02-03	Buy(Maintain)	480,000 원	6개월	-23.03	-22.19
	2025-02-13	Buy(Maintain)	480,000 원	6개월	-22.29	-11.46
	2025-05-15	Buy(Maintain)	480,000 원	6개월		

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비증확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비증축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/04/01~2025/03/31)

매수	중립	매도
95.90%	4.10%	0.00%