2025. 11. 13

삼성화재 000810

3Q25 Review: 투자손익으로 방어

▲ 금융
Analyst 조아해
02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

RA 공건희
02. 6454-4905
kunhee.kong@meritz.co.kr

- ✓ 3Q25 지배주주순이익 5,380억원 (-2.9% YoY, -15.6% QoQ): 컨센서스 상회
- ✓ 보험손익 -22.6% YoY (별도): 장기보험 -10.6%, 자동차 적자전환 YoY
- ✓ CSM 15.0조원 (+3.0% QoQ): 신계약CSM +6.6% (CSM배수 +1배 QoQ)
- ✓ K-ICS비율 275.9% (+1.4%p QoQ): 거시지표 +4.4%p, 실적 -3.0%p
- ✓ 투자의견 BUY 및 적정주가 580,000원 상향

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	580,000 원
현재주가 (11.13)	500,000 원
상승여력	16.0%
KOSPI	4,170.63pt
시가총액	230,056 억원
발행주식수	4,601 만주
유동주식비율	67.51%
외국인비중	56.48%
52주 최고/최저가	522,000 원/327,500 원
평균거래대금	439.3 억원
주요주주(%)	
삼성생명보험 외 6 인	19.05
국민연금공단	7.00
Capital Group International, Inc.	5.12

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.1	32.5	48.8
상대주가	-4.5	-17.2	-13.8

주가그래프

3Q25 지배주주순이익 5,380억원: 컨센서스 상회

삼성화재 3Q 지배주주순이익은 5,380억원 (-2.9% YoY, -15.6% QoQ)으로 컨센서스를 3% 상회했다. 보험손익은 부진하나, 투자손익이 예상대비 양호했다.

[보험손익] 전년동기대비 22.6% 감소하며 부진했다 (별도 기준). 1) 장기보험은 전년대비 10.6% 감소했다. 보험금 예실차가 청구 증가로 부진했다 (적전 YoY; 손해율 97.8% vs. 3Q24 89.6%). 2) 자동차보험손익은 연속된 요율 인하 영향, 자연재해에 따른 사고 증가 (합산비율 1-3Q25 100.8% vs. 1-3Q24 96.1%) 등으로 부진했다 (-648억원 vs. 3Q24 142억원).

[CSM Movement] CSM 잔액은 15.0조원 (+3.0% QoQ)을 기록했다. 1) 신계약CSM은 보험료 인상 지속 (CSM배수 +1배 QoQ) 기반 양호했으며 (+6.6% QoQ), 2) CSM 조정은 BEL축소 외에도 유지율 개선으로 큰 폭으로 개선되었다 (-76% QoQ).

[투자손익] 전년동기대비 25.8% 증가했다 (연결 기준). 양호한 금융시장 환경에 따른 투자이익률 증가 (주식 3%; +1%p YoY), 보유이원 상승 등에 기인한다.

[K-ICS비율] 275.9% (+1.4%p QoQ)로 개선되었다. 주로 거시 지표 (+4.4%p; 삼성전자 주가 +10,000원에 +2.7%p)에 기인한다 (vs. 실적 -3.0%p).

변함없는 펀더멘털

투자의견 Buy를 유지하고, 적정주가를 580,000원으로 상향한다. 순자산 증가폭을 반영했다 (기타포괄손익누계액 4.5조원; +2조원 QoQ). 1) 보험업 업황 부진에도 불구, 투자손익 기반 안정적인 이익을 창출하고 있으며, 2) 본질적인 이익 체력인 CSM 잔액은 증가세가 지속되고 있다. 한편 3) 현 K-ICS비율 수준 상 추가적인 자본 활용 기대감 (당사 K-ICS비율 관리 목표 220% 제시)은 여전히 유효하다.

(십억원)	보험손익	투자손익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (배)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2023	1,933	409	1,819	42,799	n/a	379,783	6.1	0.7	11.3	2.1	6.1
2024	1,849	844	2,074	48,779	14.0	367,029	7.3	1.0	13.3	2.4	5.3
2025E	1,573	804	2,138	50,306	3.1	423,197	9.9	1.2	11.9	2.4	4.2
2026E	1,719	860	2,061	48,476	-3.6	449,894	10.3	1.1	10.8	2.2	4.4
2027E	1,848	852	2,166	50,943	5.1	478,918	9.8	1.0	10.6	2.3	5.0

표1 삼성화재 3Q25P 분기 지배주주순이익, 컨센서스 3% 상회 기록

(십억원)	3Q25P	3Q24	(% YoY)	2Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	기존 추정치	(% diff.)
보험손익	369.0	477.0	(22.6)	472.0	(21.8)				
투자손익	297.8	265.5	12.1	45.9	549.3				
영업이익	702.2	740.7	(5.2)	835.0	(15.9)	707.6	(0.8)	692.8	1.4
당기순이익	538.0	554.1	(2.9)	637.5	(15.6)	524.5	2.6	506.9	6.1
신계약 CSM	767	839	(8.5)	720	6.6				
CSM 잔액	15,008	14,181	5.8	14,578	3.0				
K-ICS비율 (%)	276	281	(4.6)	274	1.4				

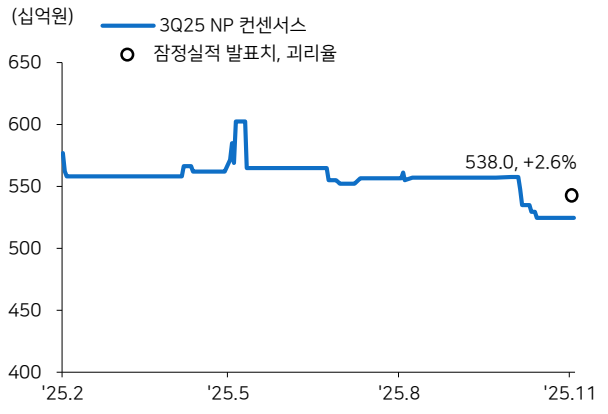
주: 보험손익, 투자손익 별도 기준
자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

표2 삼성화재, 2025년 · 2026년 연간 지배주주순이익, 컨센서스 1% 상회, 6% 하회 전망

	2025E			2026E		
(십억원)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
영업이익	2,838	2,851	(0.4)	2,824	2,881	(2.0)
지배주주순이익	2,138	2,125	0.7	2,061	2,107	(2.2)

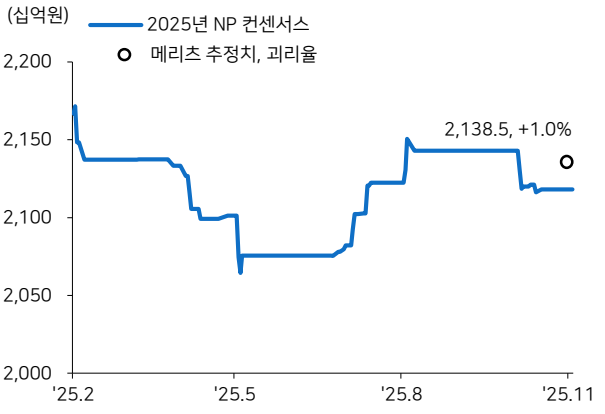
자료: QuantiWise, 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q25 지배주주 순이익, 컨센서스 +2.6% 상회



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 지배주주 순이익, 컨센서스 +1.0% 상회 전망



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표3 삼성화재 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
보험손익	**498.8**	**472.0**	**369.0**	**233.2**	**493.9**	**507.1**	**429.5**	**288.9**	**1,849.1**	**1,573.0**	**1,719.3**
일반/변동수수료모형(VFA)	435.4	469.1	423.1	320.4	446.0	486.0	459.4	343.2	1,746.1	1,647.9	1,734.7
CSM상각	406.0	406.4	416.2	425.0	415.8	424.5	432.1	438.4	1,612.3	1,653.7	1,710.8
RA환입	44.8	47.0	52.2	45.6	45.8	45.6	45.4	45.3	165.5	189.6	182.1
예실차 및 기타	(15.5)	15.6	(45.3)	(150.2)	(15.6)	15.9	(18.1)	(140.5)	(31.6)	(195.3)	(158.3)
보험료배분(PPA)	0.1	222.2	174.4	141.5	189.6	177.8	156.9	142.9	962.0	538.2	667.2
재보험손익	91.8	(156.9)	(187.5)	(171.8)	(104.8)	(125.5)	(150.0)	(146.0)	(682.1)	(424.3)	(526.3)
기타사업비	(28.5)	(62.4)	(41.0)	(56.9)	(36.9)	(31.2)	(36.9)	(51.2)	(177.1)	(188.8)	(156.2)
투자손익	**251.5**	**45.9**	**297.8**	**209.1**	**211.1**	**213.4**	**215.7**	**219.8**	**844.3**	**804.3**	**860.0**
보험금융손익	(326.0)	(285.7)	(344.4)	(342.6)	(345.0)	(346.9)	(348.8)	(348.3)	(1,340.2)	(1,298.7)	(1,388.9)
투자서비스손익	577.5	331.5	642.2	551.8	556.1	560.3	564.5	568.1	2,184.5	2,103.0	2,249.0
영업이익	**816.3**	**835.0**	**702.2**	**484.9**	**785.7**	**762.7**	**712.7**	**562.7**	**3,198.3**	**2,838.3**	**2,823.7**
영업외이익	6.0	7.7	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	10.0	24.5	21.5
세전이익	822.3	842.6	707.6	490.3	791.1	768.1	718.1	568.1	3,208.3	2,862.8	2,845.2
법인세비용	(213.3)	(204.2)	(169.1)	(134.8)	(217.5)	(211.2)	(197.5)	(156.2)	(1,131.5)	(721.4)	(782.4)
당기순이익	609.0	638.4	538.5	355.5	573.5	556.8	520.6	411.8	2,076.8	2,141.4	2,062.8
지배주주 순이익	**608.1**	**637.5**	**538.0**	**354.9**	**573.0**	**556.3**	**520.1**	**411.3**	**2,073.6**	**2,138.5**	**2,060.7**

주: 보험손익, 투자손익 별도 기준
자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

표4 삼성화재 적정주가 변경 내역

(원)	New	Old	차이 (%)	현재가 (11/13)	Upside Potential
삼성화재	**580,000**	551,000	5.3	500,000	16.0

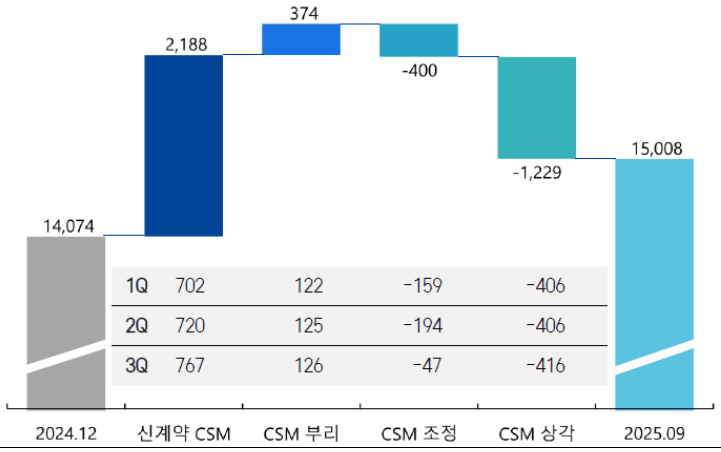
자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

표5 삼성화재 적정주가 산출

	단위	삼성화재
3개년 평균 ROE [A]	%	8.2
Cost of Equity [B]	%	5.8
할증폭 [C]		5.4
조정 COE [E=B+C]		11.2
Eternal Growth [D]	%	0
Adj. Fair PBR (이론적 PBR) [F=(A-D)/(E-D)]		0.7
Premium/Discount [G]	%	30
Target PBR [H=F*(1+G)]	**배**	**1.0**
12M Fwd 수정 BPS [I]	원	604,719
적정주가 [J=H*I]	**원**	**580,000**
현재가 (11/13) [K]	원	500,000
Upside Potential [L=(J-K)/K]	**%**	**16.0**

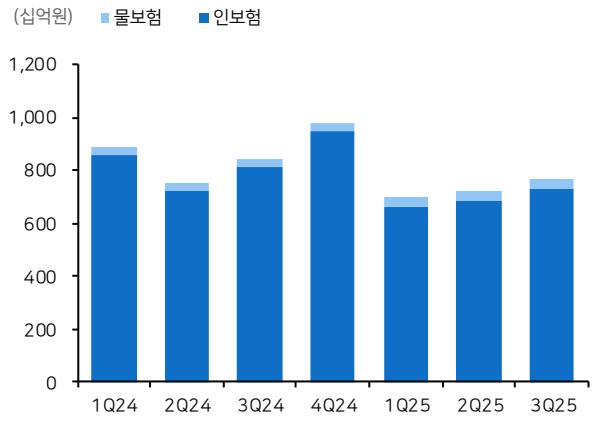
주: Premium/Discount = 각 보험사별 K-ICS비율, 해약환급금준비금 기반한 주주환원율 확대 여력을 차등화하여 반영
수정 BPS = 자기자본+CSM규모-해약환급금준비금
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림3 CSM Movement



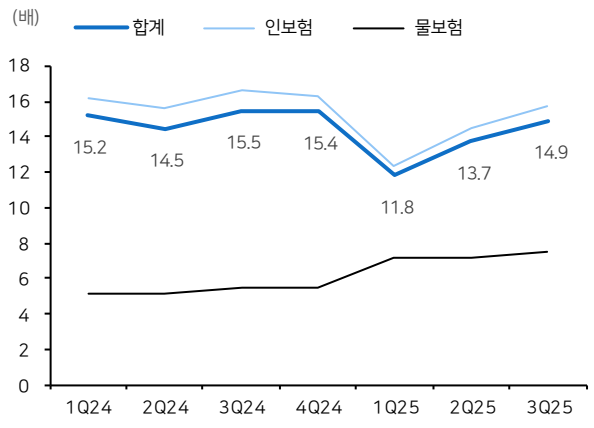
자료: 삼성화재

그림4 신계약 CSM 추이



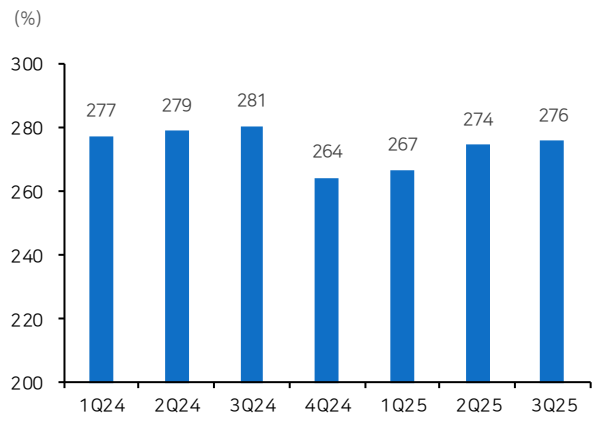
자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림5 신계약 CSM 배수 추이



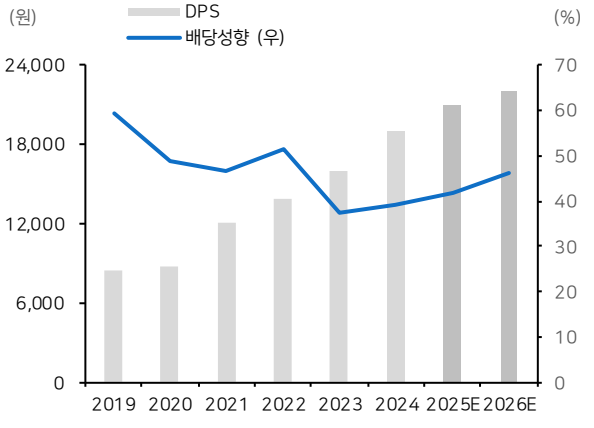
자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림6 K-ICS비율 추이



자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림7 DPS, 배당성향 추이 및 전망



자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

삼성화재(000810)

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
운용자산	**81,667**	**83,836**	**87,594**	**90,404**	**93,304**
현금및예치금	1,738	3,103	2,242	2,308	2,375
유가증권	50,351	50,826	55,841	57,656	59,531
FVPL	10,281	11,374	11,436	11,780	12,135
FVOCI	37,733	37,025	41,548	42,894	44,283
AC	1,732	1,725	2,027	2,088	2,151
대출채권	27,822	27,068	27,074	27,947	28,847
부동산	1,755	2,840	2,437	2,493	2,551
비운용자산	3,279	3,342	2,092	1,832	1,762
특별계정자산	73	91	116	116	116
자산총계	**85,019**	**87,268**	**89,686**	**92,236**	**95,066**
책임준비금	63,697	65,327	64,788	66,203	67,799
보험계약부채	51,777	51,788	50,067	50,884	51,858
최선추정(BEL)	32,465	31,408	29,309	29,469	29,682
위험조정(RA)	1,660	1,942	1,963	1,952	2,031
보험계약마진(CSM)	13,303	14,074	14,640	15,141	15,649
보험료배분접근법(PAA)	4,349	4,363	4,154	4,322	4,496
투자계약부채	11,920	13,540	14,722	15,319	15,941
기타부채	5,104	6,247	6,791	6,791	6,791
특별계정부채	74	92	117	117	117
부채총계	**68,875**	**71,666**	**71,696**	**73,111**	**74,707**
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	12,279	13,670	13,879	15,031	16,182
해약환급금준비금	1,180	2,213	3,808	4,396	4,996
자본조정	(1,487)	(1,487)	(1,219)	(1,219)	(1,219)
기타포괄손익누계액	4,357	2,418	4,330	4,313	4,396
비지배지분	30	35	34	34	34
자본총계	**16,144**	**15,602**	**17,990**	**19,125**	**20,359**

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	**1,933**	**1,849**	**1,573**	**1,719**	**1,848**
일반/변동수수료모형(VFA)	1,731	1,746	1,648	1,735	1,815
CSM 상각	1,539	1,612	1,654	1,711	1,768
RA 환입	151	165	190	182	190
예실차 및 기타	42	(32)	(195)	(158)	(144)
보험료배분(PPA)	1,167	962	538	667	674
재보험손익	(634)	(682)	(424)	(526)	(500)
기타사업비	(330)	(177)	(189)	(156)	(141)
투자손익	**409**	**844**	**804**	**860**	**852**
보험금융손익	(1,372)	(1,340)	(1,299)	(1,389)	(1,457)
투자서비스손익	1,781	2,185	2,103	2,249	2,309
FVPL 평가손익	2	128	161	391	410
기타	1,778	2,057	1,942	1,858	1,899
영업이익	**2,492**	**3,198**	**2,838**	**2,824**	**2,968**
영업외이익	18	10	24	22	22
세전이익	2,509	3,208	2,863	2,845	2,990
법인세비용	(687)	(1,131)	(721)	(782)	(822)
당기순이익	1,823	2,077	2,141	2,063	2,168
지배주주 순이익	**1,819**	**2,074**	**2,138**	**2,061**	**2,166**

주: 보험손익, 투자손익 별도기준

Key Financial Data I

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표 (원)					
EPS	42,799	48,779	50,306	48,476	50,943
BPS	379,783	367,029	423,197	449,894	478,918
수정 BPS	578,904	554,998	583,311	604,719	628,295
보통주 DPS	16,000	19,000	21,000	22,000	25,000
Valuation (배, %)					
PER	6.1	7.3	9.9	10.3	9.8
PBR	0.7	1.0	0.8	1.1	1.0
수정 PBR	0.5	0.6	0.9	0.8	0.8
배당성향	37.4	39.0	41.7	46.0	48.8
보통주 배당수익률	6.1	5.3	4.2	4.4	5.0
재무비율 (%)					
ROA	2.1	2.4	2.4	2.2	2.3
ROE	11.3	13.3	11.9	10.8	10.6
수정 ROE	7.4	8.8	8.6	8.0	8.1

Key Financial Data II

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익					
신계약 CSM	3,499	3,451	2,885	2,941	3,000
CSM 배수 (배, 개월)	18.6	15.2	13.6	13.9	14.0
CSM 상각률 (%)	9.8	9.6	9.8	9.7	9.7
CSM Movement					
기초 CSM	12,144	13,303	14,074	14,640	15,141
신계약 CSM	3,500	3,451	2,885	2,941	3,000
이자부리	398	491	503	521	539
CSM 조정	(1,200)	(1,558)	(1,169)	(1,250)	(1,263)
CSM 상각	(1,539)	(1,612)	(1,654)	(1,711)	(1,768)
기말 CSM	13,303	14,074	14,640	15,141	15,649
투자손익					
투자서비스 수익률	2.2	2.6	2.5	2.6	2.5
FVPL 제외 투자서비스 수익률	2.2	2.5	2.3	2.1	2.1

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 –20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 –20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

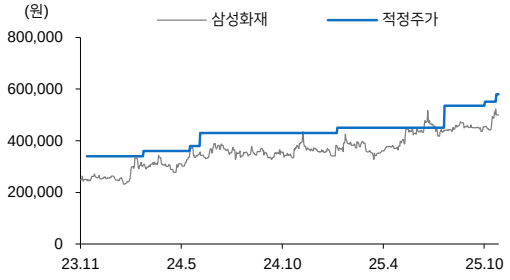
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	87.8%
중립	11.7%
매도	0.6%

2025 년 9 월 30 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성화재 (000810) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2023.11.14	기업브리프	Buy	340,000	조아해	-22.7	-2.1
2024.02.23	기업브리프	Buy	360,000	조아해	-14.8	-4.7
2024.05.16	기업브리프	Buy	380,000	조아해	-7.2	-1.6
2024.06.03	산업분석	Buy	430,000	조아해	-16.7	1.2
2025.02.03	기업브리프	Buy	450,000	조아해	-10.8	15.1
2025.08.13	기업브리프	Buy	535,000	조아해	-15.5	-11.6
2025.10.24	산업브리프	Buy	551,000	조아해	-14.9	-5.3
2025.11.13	기업브리프	Buy	580,000	조아해	-	-

주가 및 적정주가 변동추이