삼성화재 (000810)

EARNINGS REVIEW Company Analysis | 보험 | 2025. 11. 14

CSM 15조원 안착

투자손익 호조가 실적을 방어

3분기 순이익은 5,380억원으로 시장예상에 부합. 보험손익은 3,701억원으로 전분기와 전년동기대비 약 23% 감소했는데, CSM 상각익 확대에도 예실차가 -449억원으로 크게 악화된데다 자동차손익이 -648억원 적자로 전환한데 기인. 하지만 투자손익의 경우 주식 및 대체투자 관련 평가이익 증대에 입어 3,321억원을 기록해 전년동기대비 26% 증가하며 실적을 방어. 9월말 CSM 잔액은 15.0조원으로 6월말 대비 0.4조원 크게 증가했는데, CSM 조정요인이 465억원에 그쳐 1~2분기 대비 1,000억원 이상 감소한 영향. 이는 유지율 상승과 함께 연금 계약이전, 가정변경 등 특이요인이 함께 작용한 결과이며, 4분기 중에는 손해율 악화를 반영해 큰 폭의 CSM 조정이 예상됨

보유 CSM 견조한 순증. 보험손익 반전에는 시간이 필요

3분기 중 위험손해율이 97.8%까지 상승. 실손, 생존, 재물 등 담보 전반에 걸친 손해액 증가 영향이며 언더라이팅 강화와 보험료 인상을 통해 대응 중. 실제로 CSM 배수는 14.9배로 전분기대비 1.2배 개선되면서 신계약 수익성은 회복추세를 보이고 있음. 이에 보장성 신계약 4.7% 감소에도 신계약 CSM은 상반기 대비 확대됨. 자동차보험의 경우 누적 합산비율이 100%를 상회함에 따라 내년 자보료 인상을 검토. 장기보험과 자동차보험 모두 요율조정 등의 효과가 가시화되기까지는 상당 기간 소요가 불가피해 당장의 보험손익 반전을 기대하기는 쉽지 않아 보임. 다만 신계약 CSM 확대와 유지율 개선이 병행되고 있어 보유 CSM의 견조한 순증기조는 이어질 것. 또한 9월말 킥스비율은 275.9%를 기록했으며 연말 배당과 해외투자 등 하락 요인 감안해도 차별적 수준 지속 예상.

배당소득 분리과세 수혜. 기존의견 유지

기존 목표주가 49만원과 보유의견을 유지함. 최근 배당소득 분리과세 최고세율 인하가 유력해지면서 주가가 PBR 1배를 상회. 지난해 배당성향이 39%이고 총주주환원율 50% 목표를 설정하고 있어 직접적 수혜가 예상됨

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	2,010	1,889	1,670	1,817	2,021
투자손익	419	845	1,089	1,079	1,002
당기순이익	1,818	2,074	2,085	2,142	2,235
CSM	13,303	14,074	15,031	16,080	17,117
EPS (원)	42,777	48,779	49,045	52,069	56,187
증감률 (%)		14.0	0.5	6.2	7.9
BPS (원)	379,073	366,202	446,922	492,755	542,310
ROE (%)	12.7	13.1	12.1	10.9	10.7
PER (x)	5.5	6.8	10.2	9.6	8.9
PBR (x)	0.62	0.91	1.12	1.01	0.92

주: IFRS 연결 기준
자료: 삼성화재, LS증권 리서치센터

Analyst 전배승
bsjun@ls-sec.co.kr

Hold (유지)

목표주가 (유지)	490,000 원
현재주가	500,000 원
상승여력	-2.0%

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSPI (11/13)	4,150.39 pt
시가총액	240,178 억원
발행주식수	46,011 천주
52 주 최고가/최저가	522,000 / 327,500 원
90 일 일평균거래대금	431.65 억원
외국인 지분율	56.5%
배당수익률(25.12E)	4.1%
BPS(25.12E)	446,922 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 0.7%
	6 개월 -22.5%
	12 개월 -15.4%
주주구성	삼성생명보험 (외 7 인) 19.1%
	자사주 (외 1 인) 13.4%
	국민연금공단 (외 1 인) 7.0%

Stock Price

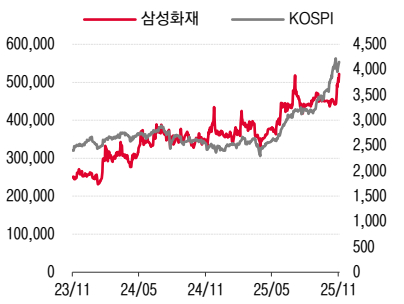
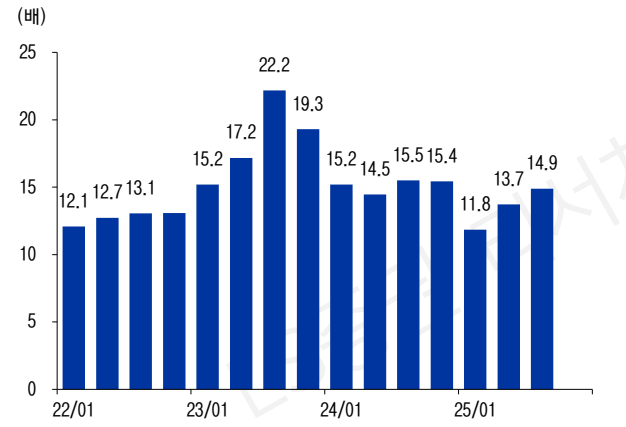


표1 **삼성화재 분기실적**

(단위: 십억원,%)	2024			2025					2024	2025
	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	YoY(%,%p)	QoQ(%,%p)	연간	연간E
보험손익	577	477	215	525	480	370	-22.4	-23.0	1,889	1,670
장기	459	429	244	419	414	384	-10.6	-7.3	1,578	1,572
CSM상각	404	411	401	406	406	416	1.4	2.4	1,612	1,645
RA변동	44	44	44	45	47	52	18.4	11.0	165	197
예실차	80	16	-76	-16	19	-45	-	-	81	-117
기타	-69	-41	-126	-15	-58	-40	-	-	-281	-153
손실부담계약	-12	-14	-70	1	-3	-0	-	-	-112	-3
자동차	47	14	-68	30	1	-65	-	-	96	-121
일반	61	34	26	50	57	50	48.6	-12.8	176	182
투자손익	226	264	62	291	355	332	25.8	-6.3	845	1,089
보험금융손익	-349	-298	-347	-327	-287	-347	-	-	-1,337	-1,272
기타투자손익	575	562	409	619	641	679	20.8	5.9	2,183	2,361
영업이익	804	741	277	816	835	702	-5.2	-15.9	2,735	2,759
세전이익	806	744	277	822	843	708	-4.9	-16.0	2,745	2,783
지배주주순이익	611	554	207	608	637	538	-2.9	-15.6	2,074	2,085
운용자산	82,440	82,282	83,836	84,807	84,581	86,905	5.6	2.7	83,836	87,514
책임준비금	63,111	63,548	65,327	65,903	65,645	64,897	2.1	-1.1	65,327	65,119
CSM	13,955	14,181	14,074	14,333	14,578	15,008	5.8	3.0	14,074	15,031
자본총계	16,743	16,201	15,602	15,432	16,648	18,731	15.6	12.5	15,602	19,033
신계약	52	54	63	59	52	52	-4.8	-1.7	228	221
신계약CSM	753	839	974	702	720	767	-8.5	6.6	3,451	3,010
CSM배수(배)	14.5	15.5	15.4	11.8	13.7	14.9	-	-	15.2	13.6
ROE	14.9	13.4	5.2	15.9	16.0	12.1	-	-	13.1	12.1
투자수익률	2.8	2.7	2.0	2.9	3.0	3.2	0.4	0.1	2.6	2.8
부채부담이율	3.5	3.0	3.5	3.3	2.9	3.6	0.6	0.7	3.4	3.3

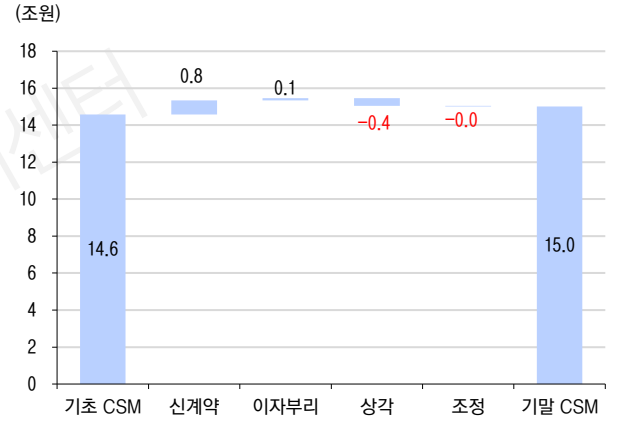
자료: LS증권 리서치센터

그림1 **CSM 배수 추이**



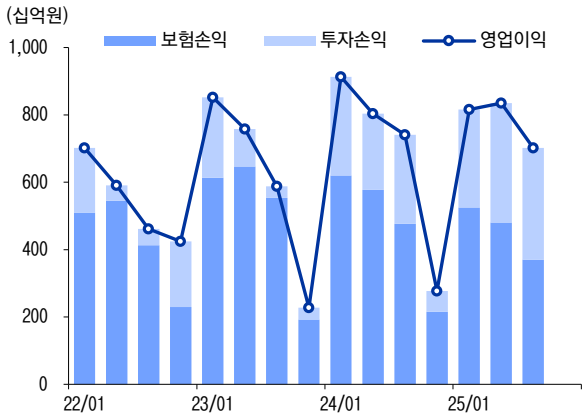
자료: LS증권 리서치센터

그림2 **CSM Movement (25.3Q)**



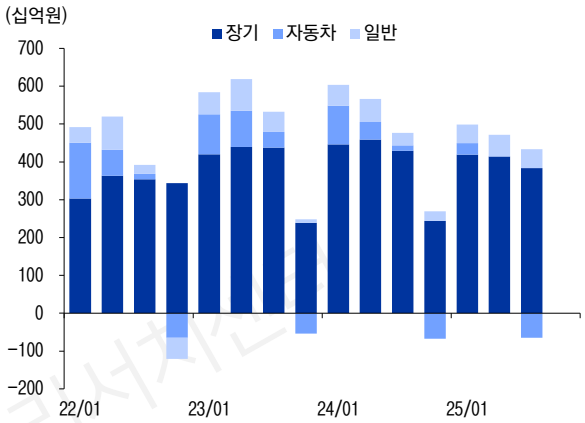
자료: LS증권 리서치센터

그림3 보험손익과 투자손익 추이



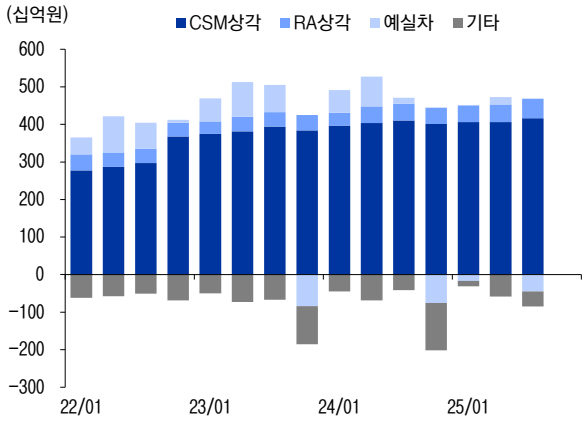
자료: LS증권 리서치센터

그림4 보종별 손익



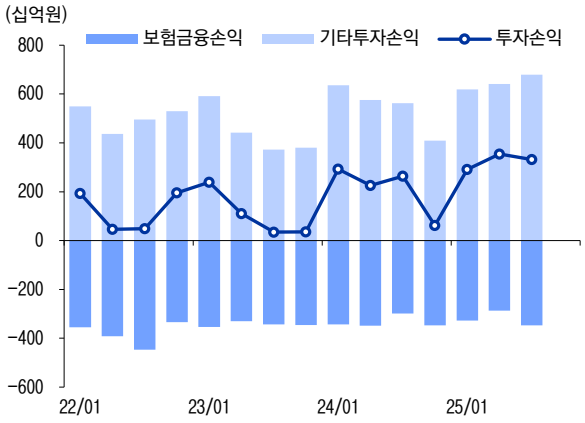
자료: LS증권 리서치센터

그림5 장기보험 세부손익



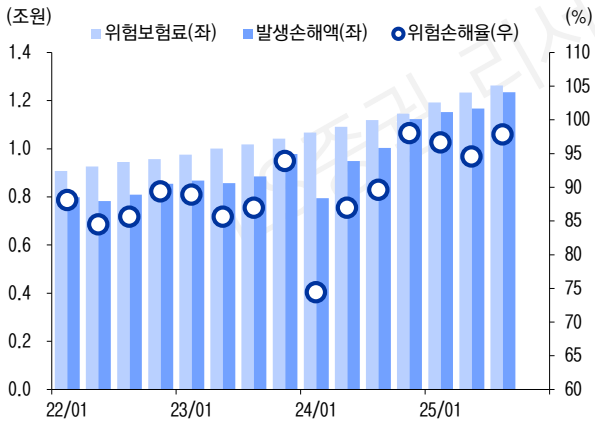
자료: LS증권 리서치센터

그림6 투자손익 추이



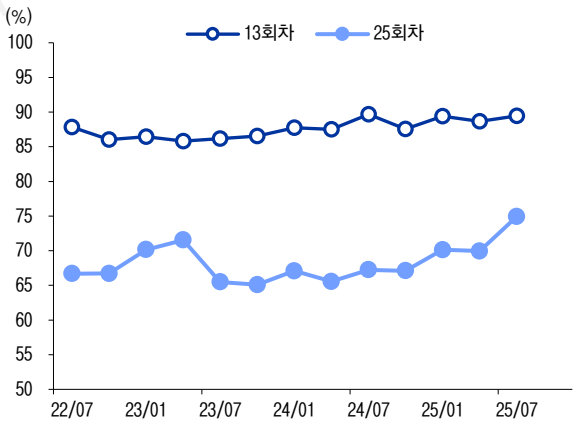
자료: LS증권 리서치센터

그림7 위험손해율 추이



자료: LS증권 리서치센터

그림8 유지율 추이



자료: LS증권 리서치센터

삼성화재 (000810)

손익계산서

(단위:십억원)

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	**2,010**	**1,889**	**1,670**	**1,817**	**2,021**
장기	1,539	1,578	1,572	1,677	1,815
CSM상각	1,539	1,612	1,645	1,694	1,789
RA변동	151	165	197	220	233
예실차	141	81	-117	-86	-65
기타	-291	-281	-153	-150	-143
손실부담계약	-100	-112	-3	-1	-1
자동차	190	96	-121	-52	9
일반	204	176	182	187	192
연결조정	77	40	37	5	5
투자손익	**419**	**845**	**1,089**	**1,079**	**1,002**
보험금융손익	-1,371	-1,337	-1,272	-1,261	-1,290
기타투자손익	1,790	2,183	2,361	2,341	2,292
영업이익	**2,429**	**2,735**	**2,759**	**2,896**	**3,023**
영업외이익	18	10	24	22	22
세전이익	2,447	2,745	2,783	2,918	3,044
법인세비용	625	668	695	773	807
당기순이익	1,822	2,077	2,088	2,145	2,237
지배주주순이익	**1,818**	**2,074**	**2,085**	**2,142**	**2,235**

재무상태표

(단위:십억원)

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
총자산	**85,019**	**87,269**	**91,170**	**93,750**	**96,402**
총운용자산	81,667	83,836	87,514	89,990	92,536
현예금	1,738	3,103	2,242	2,305	2,371
유가증권	50,351	50,826	55,784	57,362	58,985
대출채권	27,822	27,068	27,048	27,814	28,601
부동산	1,755	2,840	2,440	2,509	2,580
기타자산	3,352	3,433	3,656	3,760	3,866
총부채	**68,875**	**71,667**	**72,137**	**73,438**	**74,788**
책임준비금	63,697	65,327	65,119	68,289	71,767
보험계약부채	51,777	51,788	50,041	51,026	52,001
최선추정부채(BEL)	26,717	25,345	22,745	22,563	22,383
위험조정(RA)	1,448	1,728	1,550	1,538	1,526
계약서비스마진(CSM)	13,303	14,074	15,031	16,080	17,117
기타	10,309	10,641	10,716	10,845	10,976
재보험/투자계약부채	11,920	13,540	15,077	17,263	19,765
기타부채	5,178	6,340	7,018	5,149	3,022
자본총계	**16,144**	**15,602**	**19,033**	**20,312**	**21,614**
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
신종자본증권	0	0	0	0	0
이익잉여금	12,279	13,670	14,710	15,986	17,287
해약환급금준비금	1,180	2,213	3,852	4,682	5,691
기타자본	2,900	966	3,358	3,360	3,362

주요재무지표

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성/수익성(%)					
신계약(월납,십억원)	188	228	221	212	212
CSM배수(배)	18.6	15.2	13.6	14.3	14.3
CSM상각률	11.4	11.0	10.8	10.5	10.4
투자수익률	2.3	2.6	2.8	2.6	2.5
부채부담이율	3.4	3.4	3.3	3.3	3.3
CSM Movement					
기초 CSM	12,144	13,303	14,074	15,031	16,080
신계약 CSM	3,500	3,451	3,010	3,029	3,035
이자부리	398	491	503	533	570
CSM상각	-1,539	-1,612	-1,645	-1,694	-1,789
CSM조정	-1,200	-1,558	-911	-819	-778
기말 CSM	13,303	14,074	15,031	16,080	17,117

자료: LS증권 리서치센터

주요투자지표

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)/Valuation					
EPS	42,777	48,779	49,045	52,069	56,187
BPS	379,073	366,202	446,922	492,755	542,310
DPS	16,000	19,000	20,500	23,000	26,500
ROA	2.2	2.4	2.3	2.3	2.4
ROE	12.7	13.1	12.1	10.9	10.7
PER	5.5	6.8	10.2	9.6	8.9
PBR	0.62	0.91	1.12	1.01	0.92
배당성향	37.4	39.0	41.6	43.8	46.4
배당수익률	6.8	5.7	4.1	4.6	5.3
안정성(%)					
총자산/자본총계	5.3	5.6	4.8	4.6	4.5
K-ICS비율	273.0	264.5	263.4	253.7	253.2

LS증권 리서치센터

삼성화재 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2020.07.20	신규	전배승			
2024.11.26	Buy	430,000	1.2		-14.3
2025.01.31	Buy	420,000	-9.2		-9.2
2025.02.03	BUY	450,000	6.3		-13.2
2025.07.11	Hold	520,000	-0.4		-12.2
2025.08.06	Hold	500,000	-11.4		-12.3
2025.08.14	Hold	490,000			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 전배승).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	89.4%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15%	10.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2024. 10. 01 ~ 2025. 09. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)