EARNINGS REVIEW

14 Nov. 2025

김지원

금융 | jiwonkim@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

삼성화재 (000810)

안정성은 여전하나, 알파가 필요

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	590,000	540,000	상향
Earnings			유지

Stock Information	
현재가 (11/13)	500,000원
예상 주가상승률	18.0%
시가총액	230,056억원
비중(KOSPI내)	0.67%
발행주식수	46,011천주
52주 최저가 / 최고가	327,500 - 522,000원
3개월 일평균거래대금	438억원
외국인 지분율	56.4%
주요주주지분율(%)	
삼성생명보험 (외 7인)	19.1
자사주 (외 1인)	13.4
국민연금공단 (외 1인)	7.0

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	8.7	10.4	9.8
PBR(배)	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	N/A
배당수익률(%)	5.3	4.4	4.8

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	11.1	32.5	48.8	39.5
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(5.2)	(27.4)	(23.7)	(34.3)

Issue

3Q25 Review

Pitch

투자의견 BUY, 적정주가 590,000원으로 상향

Rationale

- 3Q25P 연결기준 영업이익 7,022억원(YoY -5.2%, QoQ -15.9%), 지배순이익 5,380억원(YoY -2.9%, QoQ -15.6%)으로 컨센서스를 +3% 상회했고, 당사 추정치를 -6% 하회
- [CSM] CSM 잔액 15.0조원으로, 상각 전 CSM 잔액 변화율 5.8%. (+) 신계약 CSM 증가(QoQ +6.6%). (1) 월납환산초회보험료(QoQ -1.7%)는 소폭 감소. 업권 내 경쟁강도 심화 외에도, 요율조정 및 언더라이팅 강화 영향으로 해석. 다만, (2) 보장성 CSM 환산배수(보장성 인보험 기준 15.7배) 개선 등 수익성 확보 영향이 보다 크게 작용. 사측은 수익성 개선 노력 지속 및 고수익성 종합건강보험 매출 비중 확대 예정 언급. 향후 수익성 추가 개선 기대하며 추정치 수정. (-) CSM 조정액 축소(QoQ -76.0%). 위험손해율 상승보다, 계약 유지율 개선 영향
- [손익] 보험손익 3,701억원(YoY -22.4%, QoQ -23.0%). 장기보험 예실차(-) 전환. 기존 예상과 차이. 과거 판매계약들 중심으로 장기위험손해율 상승. 자동차보험 손익도 적자 전환. 지속된 요율 인하 영향 외에도 금분기 계절적 청구 증가 영향. 향후치료비 모럴해저드 관련 제도 개선 주목. 요율 관리는 검토 중이나, 현실화 시 점진적 개선 기대. 투자손익 3,321억원(YoY +25.8%, QoQ -6.3%). 전분기 수익증권 매각익 기저에도, 채권교체매매이익 증가로 일부 상쇄
- 예상 K-ICS비율 275.9%. 전자 주가 상승 등 OCI누계액 큰 폭 증가에 가용자본 증가 영향. 1년 미만 듀레이션 갭과 업종 최고수준 자본적정성 지속 긍정적
- 적정주가는 상향. 안정성 프리미엄 부여 지속과 자본 증가에 따른 선행 BPS 큰 폭 상승. 다만, 역으로 선행 ROE 또한 하락하여 상승 효과 일부 상쇄. 자본효율성 제고를 위한 알파 필요 판단

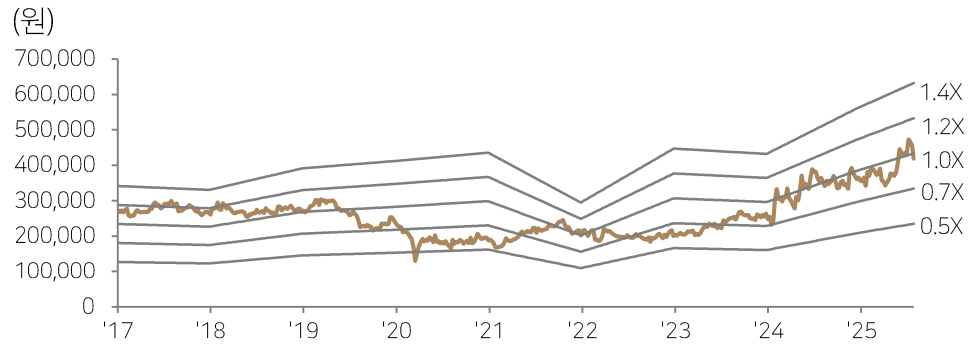
삼성화재 3Q25 Review

(단위: 십억원, %)

	회사 잠정	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2025.09(P)	2025.09(E)	vs Chg	2025.09(E)	vs Con	2024.09(A)	YoY	2025.06(A)	QoQ
보험손익	370					477	-22%	480	-23%
투자손익	332					264	26%	355	-6%
영업이익	702	755	-7%	701	0%	741	-5%	835	-16%
당기순이익	538	574	-6%	525	3%	554	-3%	637	-16%

Note: K-IFRS 별도 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 1: 삼성화재 PBR Bandchart



Source: 다올투자증권

Valuation 및 적정주가 변경

	삼성화재	비고
Forward ROE	9.8	5 개년 평균 Forward ROE
Growth Rate	1.0	금융및보험업 GDP CAGR
adj.CoE	11.0	국채 10 년, KOSPI 기반 CAPM CoE +자본적정성, 배당가능이익 등 질적요소 기반 할인율 반영
적정 PBR	1.0	
Forward BPS	583,455	5 개년 평균 Forward BPS
적정주가	590,000	
상승여력	18.0%	11 월 13 일 종가 기준

Source: 다올투자증권

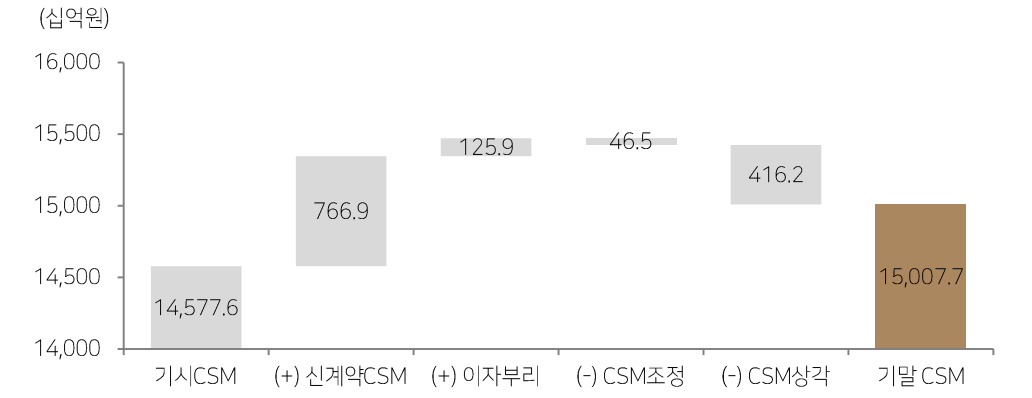
삼성화재 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	24	25E	26E
보험손익	620	577	477	215	525	480	370	297	1889	1673	1770
장기	469	500	459	289	437	458	418	385	1716	1698	1726
CSM상각	396	404	411	401	406	406	416	408	1612	1636	1681
RA변동	34	44	44	44	45	47	52	51	165	195	211
예실차	51	81	22	-82	-19	28	-33	-36	71	-61	-72
기타	-12	-29	-17	-74	6	-23	-18	-38	-133	-73	-94
손실부담계약비용	-16	-12	-14	-70	1	-3	0	-30	-112	-33	-42
자동차	103	47	14	-68	30	1	-65	-81	96	-115	-61
일반	55	61	34	26	50	57	50	45	176	202	221
연결손익 및 기타사업비	-7	-30	-30	-31	8	-35	-32	-52	-99	-112	-117
투자손익	293	226	264	62	291	355	332	152	845	1130	1093
영업이익	913	804	741	277	816	835	702	449	2734	2802	2863
영업외손익	5	2	3	0	6	8	5	2	10	21	20
지배순이익	701	610	554	207	608	637	538	342	2073	2126	2191

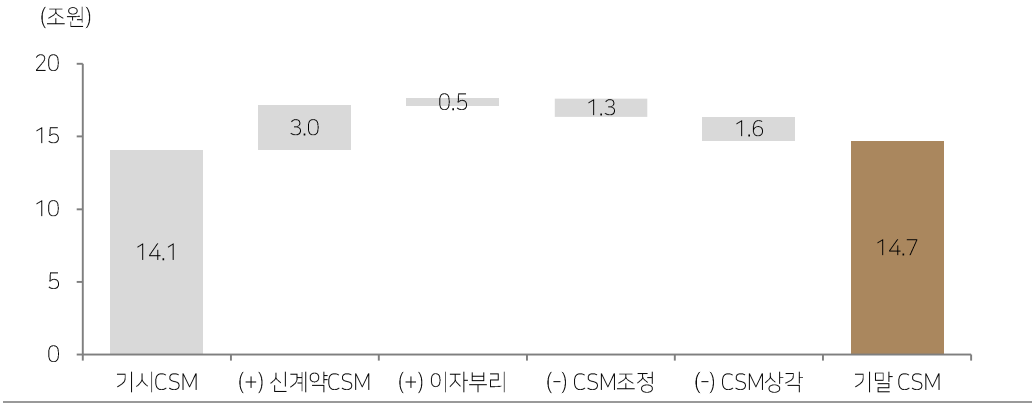
Source: 다올투자증권

Fig. 2: 삼성화재 3Q25 CSM Movement



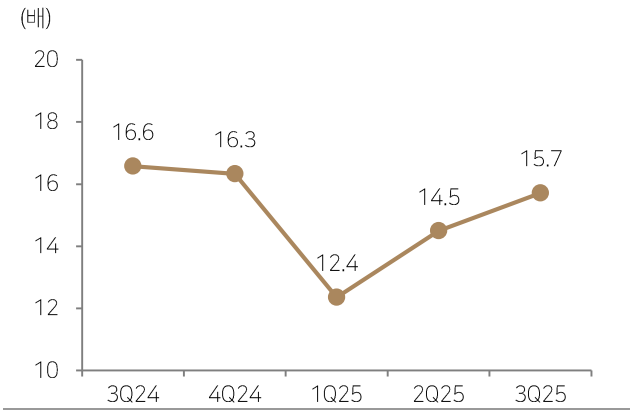
Source: 동양생명, 다올투자증권

Fig. 3: 삼성화재 2025E CSM Movement 전망



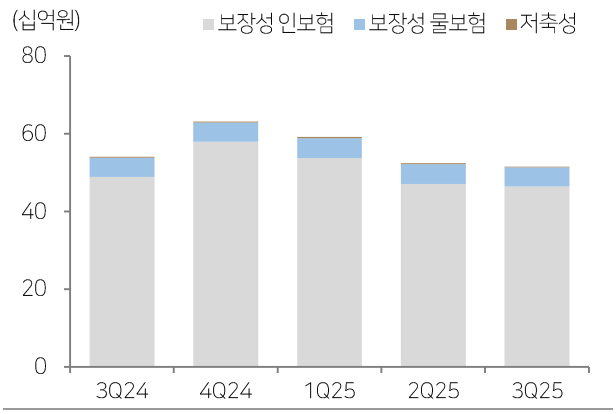
Source: 다올투자증권 추정

Fig. 4: 신계약 CSM 환산배수 추이



Note: 보장성 인보험 기준
Source: 삼성화재, 다올투자증권

Fig. 5: 월납환산초회보험료 추이



Source: 삼성화재, 다올투자증권

삼성화재 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
운용자산	83,836	87,543	93,019	98,358
현금및예치금	3,103	2,243	2,383	2,520
유가증권	50,826	55,802	59,293	62,697
대출금	27,068	27,057	28,750	30,400
부동산	2,840	2,440	2,593	2,742
비운용자산	3,343	3,550	3,694	3,844
특별계정자산	91	118	122	127
자산총계	87,269	91,210	96,835	102,330
책임준비금	65,327	64,544	66,833	68,617
CSM	14,074	14,699	15,219	15,590
기타부채	6,248	6,791	6,791	6,791
특별계정부채	92	117	117	117
부채총계	71,667	71,452	73,741	75,525
자본금	27	26	26	26
신종자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	939	939	939	939
이익잉여금	13,670	14,956	16,268	17,834
자본조정	-1,487	-1,219	-1,219	-1,219
기타포괄손익누계액	2,418	5,021	7,045	9,189
비지배지분	35	35	34	34
자본총계	15,602	19,758	23,094	26,804

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
장기보험	1,716	1,698	1,726	1,858
CSM상각	1,612	1,636	1,681	1,723
RA변동	165	195	211	216
예실차	71	-61	-72	21
손실부담계약비용	-112	-33	-42	-46
기타	-20	-40	-52	-57
자동차보험	96	-115	-61	25
일반보험	176	202	221	224
연결손익 및 기타사업비	-99	-112	-117	-93
보험손익	1,889	1,673	1,770	2,014
보험금융손익	-1,337	-1,301	-1,337	-1,378
기타투자손익	2,183	2,431	2,430	2,542
투자손익	845	1,130	1,093	1,164
영업이익	2,734	2,802	2,863	3,177
증가율 (Y-Y,%)	13%	2%	2%	11%
영업외손익	10	21	20	22
세전이익	2,745	2,823	2,884	3,200
법인세비용	668	694	689	765
당기순이익	2,077	2,129	2,195	2,435
증가율 (Y-Y,%)	14%	3%	3%	11%
지배주주순이익	2,073	2,126	2,191	2,431

주요투자지표1

(단위: 십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
신계약 수익성				
월납환산보험료	228	218	201	199
신계약 CSM	974	842	788	760
CSM Movement				
기시 CSM	13,303	14,074	14,699	15,219
신계약 CSM	3,451	3,030	3,087	3,052
상각	-1,612	-1,636	-1,681	-1,723
이자부리	491	504	519	532
CSM 조정	-1,558	-1,272	-1,405	-1,490
기말 CSM	14,074	14,699	15,219	15,590

자료: 다올투자증권

주요투자지표2

(단위: 원, 배)	2024	2025E	2026E	2027E
재무비율(%)				
ROA	2.4	2.4	2.3	2.4
ROE	13.1	12.0	10.2	9.8
Per share Data				
EPS	40,986	43,345	46,126	52,796
BPS	308,546	402,846	486,168	582,074
DPS(보통주)	19,000	20,000	21,700	25,800
배당성향(%)	39	40	42	45
Multiples(x,%)				
PER	8.7	10.4	9.8	8.6
PBR	1.2	1.1	0.9	0.8

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 89.4%	HOLD : 10.6%	SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

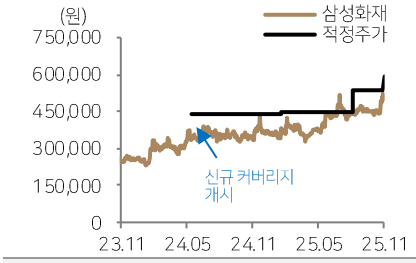
아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.
.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

삼성화재 (000810)



일자	커버리지 개시	2024.05.28	2024.11.15	2025.02.03	2025.07.09	2025.08.18
투자의견		BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY
적정주가		430,000원	440,000원	450,000원	450,000원	540,000원
일자	2025.11.14					
투자의견	BUY					
적정주가	590,000원					

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.05.28	439,000원	353,087원	389,000원	-19.6	-11.4
2024.11.15	440,000원	368,561원	435,000원	-16.2	-1.1
2025.02.03	450,000원	402,086원	518,000원	-10.7	15.1
2025.08.18	540,000원	456,388원	522,000원	-15.5	-3.3
2025.11.14	590,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2025년 11월 13일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가