



BUY (Maintain)

목표주가: 750,000 원 (상향)

주가(2/20): 618,000 원

시가총액: 284,349 억원



보험/증권 Analyst 안영준  
yj.ahn@kiwoom.com

Stock Data

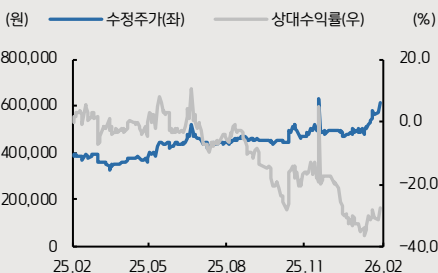
KOSPI	5,808.53pt		
시가총액	284,349억 원		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	630,000 원	327,500 원	
최고/최저가대비 등락율	-1.90%	88.70%	
수익률	절대	상대	
	1M	25.6%	20.6%
	6M	40.5%	115.5%
	1Y	59.3%	190.5%

Company Data

발행주식수	50,567 천주
일평균 거래량(3M)	108 천주
외국인 지분율	54.58%
배당수익률(25E)	3.2%
BPS(25E)	462,729 원
주요 주주	삼성생명 외 6인 19.05%

(십억원, 배)	2024	2025E	2026E
보험이익	1,849.1	1,519.5	1,632.5
투자이익	844.3	802.5	899.4
영업이익	2,693.4	2,322.0	2,532.0
세전이익	2,704.1	2,333.5	2,513.8
당기순이익	2,047.8	1,690.9	1,885.4
ROE	13.1	10.9	8.3
ROA	2.4	2.2	2.1
EPS	43,225	36,746	42,221
BPS	329,335	462,729	629,456
PER	8.2	14.1	13.5
PBR	1.1	1.3	1.0
DPS	19,000	19,500	22,000
배당수익률 (%)	5.3	3.2	3.6

Price Trend



# 삼성화재 (000810)

## 4Q25 Re: 기대치 하회했으나 자본이 급증



- 4 분기 지배주주순이익은 13% (YoY) 증가한 2,347 억원, 시장 기대치 하회
- 견조한 투자이익에도 예실차와 자동차보험손익 악화, 그리고 법인세 상승 영향
- 목표주가 75 만원으로 상향. 삼성전자 지분가치 상승으로 자본 급증, 추가 현금흐름 유입 기대감도 배당 외 주가 모멘텀으로 작용할 것으로 전망

### >>> 4Q25 지배순이익 +13% (YoY), 컨센서스 14% 하회

2025 년 4 분기 지배주주순이익은 13% (YoY) 증가한 2,347 억원으로 시장 기대치를 14% 하회했다. 투자이익은 견조했으나 전년동기대비 예실차와 자동차보험손익 악화 등이 부정적으로 작용했다. 법인세율 인상에 따른 비용 증가 등의 영향도 있었다. 연간 지배순이익은 전년대비 3% 감소한 2 조 183 억원을 기록했다.

### >>> 보험 업황 부진 지속, 견조한 투자손익이 이를 상쇄

삼성화재 보험이익은 11% (YoY) 감소했는데, 장기보험/자동차보험/일반보험 각각 +19%/적자지속/-45% 변동했다. 장기보험손익은 CSM 상각률 하락으로 상각액이 소폭 감소했으며, 손해율 상승으로 보험금예실차가 악화되었다(4Q24 -611 억원 → 4Q25 -773 억원). 신계약 CSM 은 27% (YoY) 감소한 7,102 억원이었는데, 전년대비 물량과 배수가 모두 축소되었다. CSM 배수는 1 분기 11.8 배/2 분기 13.7 배/3 분기 14.9 배/4 분기 13.9 배를 기록했다. 자동차보험손익은 누적된 요율 인하 및 손해율 상승세 지속 등으로 -1,249 억원을 기록했으며, 연간으로는 -1,589 억원(vs. 24 년 958 억원)을 기록했다. 일반보험은 전년동기대비 외형 성장에도 손해율이 소폭 상승하면서 전년동기대비 45% 감소했다. 연결 기준 투자이익은 전년동기대비 280% 증가했는데, 전년 채권 교체매매에 따른 처분손실과 해외부동산 관련 비용 등이 반영된 낮은 기저의 영향으로 경상적인 수준인 것으로 판단한다.

CSM 조정이 약 1.3 조원 반영되며 CSM 잔액은 전분기말대비 6% 감소한 14 조 1,676 억원을 기록했는데, CSM 조정은 실손보험 관련 가정 변경과 교육세 인상 등이 반영된 영향이다. 2025 년말 예상 K-ICS/기본자본비율은 전분기대비 각각 13%p/2%p 감소한 262.9%/170.7%이다

### >>> 목표가 상향. 자본 급증 및 추가 현금흐름 유입 기대

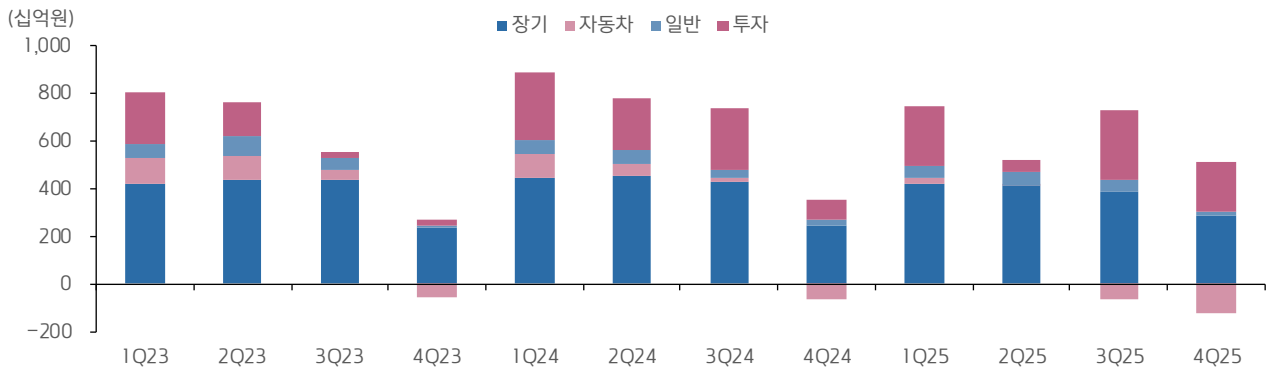
삼성화재에 대한 투자 의견 BUY 를 유지하고, 목표주가는 자본 증가 등을 반영하여 기존 610,000 원에서 750,000 원으로 23% 상향조정한다. 주가 상승으로 배당수익률은 전보다 하락했으나, 보유주식(삼성전자 1.49% 보유 중) 가치 상승 등으로 전년대비 자본이 37% 증가했다. 올해 추가적인 주가 상승을 고려한다면 자본은 이미 추가로 30% 이상 증가했을 것으로 추정된다. 자본 증가와 더불어 삼성전자의 2024~2026 년 주주환원정책에 따른 추가 현금흐름 유입도 기대해볼 수 있으며, 배당 외 추가적인 주가 모멘텀으로 작용할 것으로 예상된다.

삼성화재 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	2024	2025P
보험이익	603.8	566.8	477.0	215.0	498.8	472.0	369.0	179.7	1,849.1	1,519.5
(YoY)	3%	-8%	-11%	11%	-17%	-17%	-23%	-11%	-4%	-18%
일반/VFA	446.2	458.6	429.2	243.7	419.4	414.0	383.9	290.5	1,577.6	1,507.8
CSM 상각	396.5	403.9	410.6	401.4	406.0	406.4	416.2	392.1	1,612.3	1,620.8
RA 해제	34.2	43.7	44.1	43.5	44.8	47.0	52.2	54.9	165.5	198.9
예실차	60.6	79.7	15.9	(75.5)	(16.4)	19.0	(44.9)	(126.9)	80.7	(169.1)
보험금예실차	69.8	98.6	39.1	(61.1)	(23.4)	27.5	(51.5)	(77.3)	146.4	(124.7)
사업비에실차	(9.3)	(18.9)	(23.2)	(14.4)	7.0	(8.4)	6.6	(49.6)	(65.7)	(44.4)
기타	(45.1)	(68.7)	(41.4)	(125.7)	(15.1)	(58.5)	(39.6)	(29.7)	(280.9)	(142.8)
PAA	157.6	108.2	47.8	(28.7)	79.6	58.0	(14.9)	(110.8)	271.5	11.9
자동차보험손익	102.5	46.8	14.2	(67.7)	29.9	0.8	(64.8)	(124.9)	95.8	(158.9)
일반보험손익	55.1	61.4	33.6	25.6	49.7	57.2	49.9	14.1	175.7	170.9
투자이익	286.3	210.7	265.5	81.8	251.5	45.9	297.8	207.3	844.3	802.5
(YoY)	28%	50%	1119%	271%	-12%	-78%	12%	153%	107%	-5%
보험금융손익	(342.9)	(349.3)	(300.8)	(347.3)	(326.0)	(285.7)	(344.4)	(298.5)	(1,340.2)	(1,254.6)
투자서비스손익	629.2	560.0	566.3	429.1	577.5	331.5	642.2	505.8	2,184.5	2,057.0
영업이익	890.0	777.5	742.5	296.8	750.4	517.9	666.7	387.0	2,693.4	2,322.0
(YoY)	10%	2%	33%	37%	-16%	-33%	-10%	37%	15%	-14%
영업외손익	4.7	2.3	3.5	0.2	4.6	3.8	2.7	0.4	10.7	11.5
세전이익	894.7	779.8	746.0	297.0	755.0	521.6	669.4	387.4	2,704.1	2,333.5
법인세비용	210.9	186.4	188.8	70.2	199.3	123.4	160.1	159.7	656.3	642.6
당기순이익	683.9	593.3	557.2	226.8	555.6	398.2	509.3	227.7	2,047.8	1,690.9
(YoY)	18%	-2%	38%	35%	-19%	-33%	-9%	7%	17%	-17%
연결당기순이익	702.0	612.4	554.6	207.9	609.0	638.4	538.5	234.4	2,076.8	2,020.3
지배주주순이익	701.0	611.4	554.1	207.1	608.1	637.5	538.0	234.7	2,073.6	2,018.3
(YoY)	15%	2%	29%	18%	-13%	4%	-3%	13%	14%	-3%

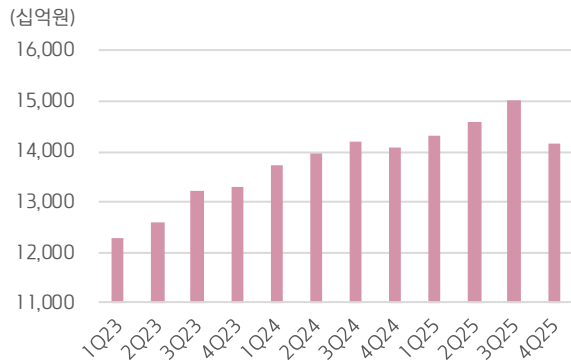
자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

삼성화재의 부문별 이익 추이



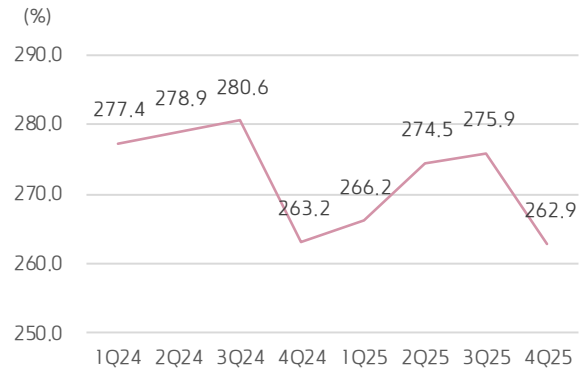
자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터.

### CSM 기말 잔액 추이



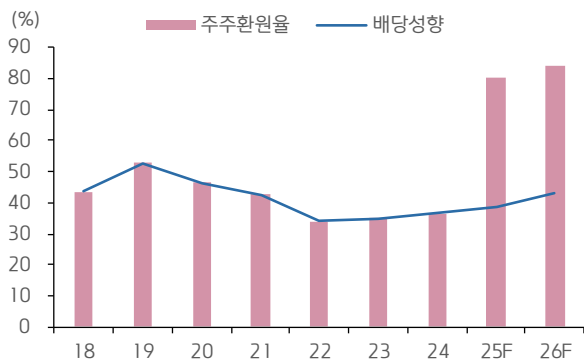
자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

### K-ICS 비율 추이



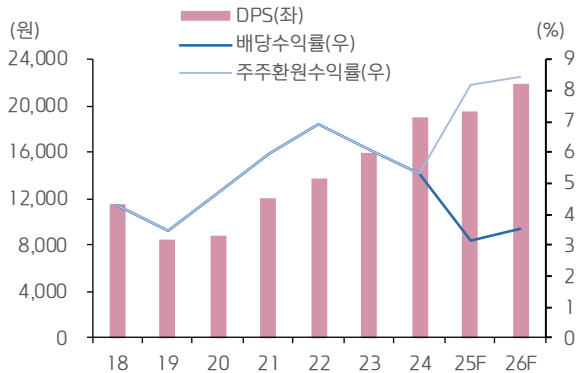
자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

### 주주환원율과 배당성향



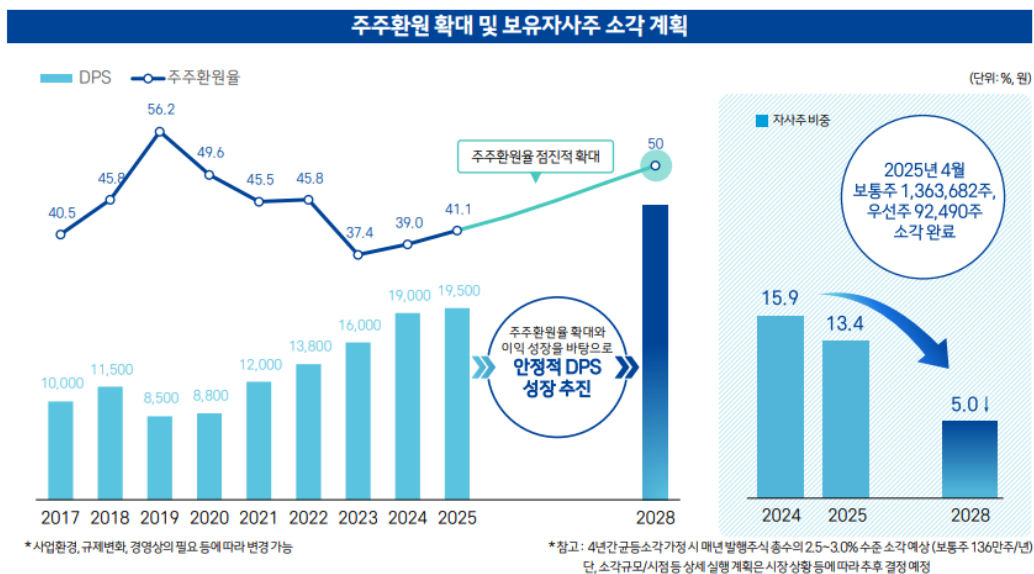
주: 보유 자기주식 소각분을 주주환원율에 포함  
자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터.

### DPS, 배당수익률, 주주환원수익률



주: 주주환원수익률은 자기주식 매입소각을 주주환원 규모에 포함  
자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터.

### 삼성화재의 주주환원 계획



자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터.

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>보험이익</b>		1,933.4	1,849.1	1,519.5	1,632.5
일반/VFA		1,539.3	1,577.6	1,507.8	1,605.6
CSM 상각		1,538.5	1,612.3	1,620.8	1,587.5
RA 해제		150.8	165.5	198.9	223.0
예실차		141.3	80.7	(169.1)	(95.1)
보험금예실차		226.1	146.4	(124.7)	(56.3)
사업비예실차		(84.8)	(65.7)	(44.4)	(38.9)
기타		(291.5)	(280.9)	(142.8)	(109.6)
PAA		394.1	271.5	11.9	26.9
자동차보험손익		189.9	95.8	(158.9)	(185.9)
일반보험손익		258.6	175.7	170.9	212.8
<b>투자이익</b>		408.6	844.3	802.5	899.4
보험금융손익		(1,372.1)	(1,340.2)	(1,254.6)	(1,209.0)
투자서비스손익		1,780.7	2,184.5	2,057.0	2,108.4
<b>영업이익</b>		2,342.0	2,693.4	2,322.0	2,532.0
영업외손익		19.0	10.7	11.5	(18.1)
<b>세전이익</b>		2,361.1	2,704.1	2,333.5	2,513.8
법인세비용		605.7	656.3	642.6	628.5
<b>당기순이익</b>		1,755.4	2,047.8	1,690.9	1,885.4
<b>연결당기순이익</b>		1,821.6	2,076.8	2,020.3	2,041.2
<b>지배주주순이익</b>		1,818.4	2,073.6	2,018.3	2,044.2
<b>CSM Movement</b>					
기시		12,144	13,303	14,074	14,168
신계약		893	974	710	728
이자부리		111	129	129	123
상각		384	401	392	394
조정		519	810	1,287	611
기말		13,307	14,074	14,168	14,229
CSM 증감 (YoY, %)		10	6	1	0
순증액		1,163	771	94	62
<b>K-ICS 비율</b>		273.0	263.6	262.9	259.3
지급여력금액		23,762	24,164	28,937	30,782.9
지급여력기준금액		8,704	9,137	10,902	11,621.9

투자지표 (I)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>운용자산 비중 (%)</b>					
FVPL			13.6	12.6	12.3
FVOCI			44.2	47.0	47.4
AC			2.1	2.3	2.3
대출채권			32.3	30.0	30.0
부동산			3.4	2.6	2.6
<b>주요비율 (% 배)</b>					
ROA		1.0	2.4	2.2	2.2
ROE		6.3	13.1	10.9	9.7
P/E		6.9	8.2	11.3	10.9
P/B		0.77	1.09	1.07	1.06

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>자산총계</b>		85,019	87,269	96,450	96,440
운용자산		81,667	83,836	92,487	92,477
FVPL		10,281	11,374	11,614	11,382
FVOCI		37,733	37,025	43,448	43,792
AC		1,732	1,725	2,096	2,096
대출채권		27,822	27,068	27,758	27,755
부동산		1,755	2,840	2,438	2,438
비운용자산		3,279	3,343	3,827	3,963
<b>부채총계</b>		68,875	71,667	75,158	68,332
책임준비금		63,697	65,327	66,540	60,690
보험계약부채		51,777	51,788	49,050	44,784
잔여보장요소		45,817	45,511	42,263	38,051
최선추정		26,717	25,345	21,974	21,976
위험조정		1,448	1,728	1,845	1,845
보험계약마진		13,303	14,074	14,168	14,229
보험료배분접근법		4,349	4,363	4,276	4,257
발생사고요소		5,960	6,277	6,787	6,733
최선추정		5,748	6,062	6,521	6,469
위험조정		212	215	266	264
재보험계약부채		0	0	0	0
투자계약부채		11,920	13,540	17,490	15,907
기타부채		5,178	6,340	8,618	7,641
<b>자본총계</b>		16,144	15,602	21,292	28,108
자본금		26	26	26	26
자본잉여금		939	939	939	939
신종자본증권		0	0	0	0
이익잉여금		12,279	13,670	14,643	14,556
해약환급금준비금		1,180	2,213	4,130	5,093
자본조정		(1,487)	(1,487)	(1,219)	(1,219)
기타포괄손익누계액		4,357	2,418	6,868	13,771
비지배지분		30	35	35	34

투자지표 (II)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>주주환원지표</b>					
DPS (원)		16,000	19,000	19,500	22,000
증가율(YoY, %)		16	19	3	13
배당성향 (%)		35.0	36.5	38.5	42.9
배당수익률 (%)		6.1	5.3	3.2	3.6
현금배당액 (십억원)		637.3	756.7	776.7	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	840.5	840.5
총주주환원율 (%)		35.0	36.5	80.1	84.0

Compliance Notice

- 당사는 2월 20일 현재 '삼성화재(000810)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 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

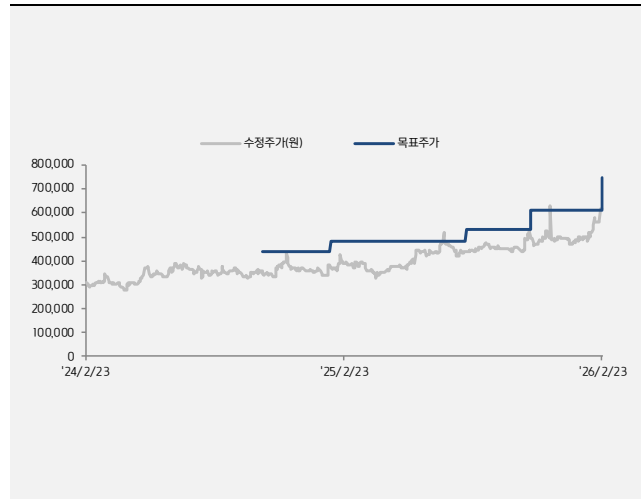
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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(2 개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 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	-17.69	-1.14
	2025-02-03	Buy(Maintain)	480,000 원	6개월	-23.03	-22.19
	2025-02-13	Buy(Maintain)	480,000 원	6개월	-22.35	-11.46
	2025-05-15	Buy(Maintain)	480,000 원	6개월	-16.95	7.92
	2025-08-14	Buy(Maintain)	530,000 원	6개월	-16.79	-16.79
	2025-08-18	Buy(Maintain)	530,000 원	6개월	-14.13	-1.51
	2025-11-14	Buy(Maintain)	610,000 원	6개월	-17.54	3.28
	2026-02-23	Buy(Maintain)	750,000 원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2 개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6 개월)
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(6 개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2025/01/01~2025/12/31)

매수	중립	매도
96.39%	3.61%	0.00%