

삼성화재 (000810/KS)

선도적인 자본 정책 제시

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 430,000 원(상향)

현재주가: 373,500 원

상승여력: 15.1%

목표주가 430,000 원으로 상향

삼성화재의 목표주가를 자본 정책 발표에 따른 주주 환원 확대 기대감 및 추가적인 ROE 제고 가능성 등을 종합적으로 반영하여 430,000 원으로 상향한다. 목표주가는 24E BVPS 346,572 원에 Target PBR 1.2 배를 적용하여 산출했다. 투자 리스크로는 할인율 및 가정 관련 불확실성 등을 제시한다.

괄목할만한 신계약 물량과 적극적인 자본 정책 검토안

삼성화재의 1Q24 실적에서 가장 괄목할만한 점으로는 가파른 신계약 성장 및 자본 정책 검토안의 제시를 들 수 있다. 동사의 1Q24 보장성 인보험은 월평균 177 억원 (+38.1% YoY)로 큰 폭 상승했는데 기존 전속 채널에 더해 적극적으로 GA 채널을 활용한 데 기인한다. 경쟁 심화 및 예정이율 상승 등 영향으로 신계약 배수는 보장성 인보험 기준 16.2배로 다소 크게 하락했으나 신계약 CSM은 여전히 업계 최상위 수준을 유지하는 모습이 나타났다. 판매 채널 측면의 M/S 확대를 바탕으로 견조한 CSM 성장 추세가 지속될 것으로 예상되며 향후 관건은 통상적으로 신계약 경쟁에 수반되는 손해율/해지율 등 악화 여부에 대한 안정적인 관리가 될 것으로 전망한다. 또한 동사는 실적 발표를 통해 자본 정책 검토안을 발표하며 전반적인 잉여 자본 산출 방법, 중장기 주주 환원 목표 등을 제시했다. 1) 동사가 업계 내 가장 높은 수준의 K-ICS 비율을 보유하고 있으며 2) 약 50% 수준의 중장기 주주 환원 목표를 언급한 점을 감안했을 때 향후 적극적인 주주 환원 확대 등을 통한 잉여자본 해소 등 자본 활용의 효율성이 제고 될 것으로 예상된다.



Analyst
설용진

s.dragon@sks.co.kr
3773-8610

Company Data

발행주식수	4,737 만주
시가총액	17,695 십억원
주요주주	
삼성생명보험(외6)	18.50%
자사주	15.93%

Stock Data

주가(24/05/20)	373,500 원
KOSPI	2,742.14 pt
52주 최고가	373,500 원
52주 최저가	217,500 원
60일 평균 거래대금	36 십억원

주가 및 상대수익률



24E 순이익 2 조 1,782 억원(+24.1% YoY) 전망

삼성화재의 24E 순이익으로 2 조 1,782 억원(+24.1% YoY)억원을 전망한다. 신계약 수익성은 다소 낮아졌으나 판매 채널 측면의 강점 등을 바탕으로 견조한 신계약 CSM 이 예상되며 투자손익도 2H23 교체매매 기저효과를 감안했을 때 안정적인 이익 체력 개선세가 지속될 전망이다. 밸류에이션 관점에서 24E PER 8.7 배, PBR 1.08 배로 2 위 권사와의 격차가 다소 벌어진 점은 일부 부담 요인으로 작용할 것으로 예상되나 안정적인 이익 체력에 기반한 프리미엄을 감안하면 영향은 제한적이라고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			1,933	2,079	2,224	2,370
투자손익	십억원			409	812	732	745
영업이익	십억원			2,342	2,891	2,956	3,115
당기순이익	십억원			1,755	2,178	2,207	2,324
EPS	원			34,715	43,075	43,642	45,954
PER	배			7.6	8.7	8.6	8.1
PBR	배			0.84	1.08	1.00	0.93
ROE	%			12.5	13.0	12.1	11.8

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2024E ~2026F ROE 평균	12.3%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준	9.0%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 비율 250% 상회 시 25% 할인을 적용. 자본 정책 제시한 점 반영하여 추가로 15% 차감	10%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.24
목표주가	2024F BPS 346,572 원에 Target PBR 적용	430,000
현재가		373,500
Upside / Downside 투자의견		15.1% 매수

자료: SK 증권 추정

항목	비고	내용
Upside case		38%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	13.3%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준	9.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	0.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.49
목표주가(Bull case)	2024F BPS 346,572 원에 Target PBR 적용	515,100
Downside case		-6%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	11.3%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준	9.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-20.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.01
목표주가(Bear case)	2024F BPS 346,572 원에 Target PBR 적용	350,300

자료: SK 증권 추정

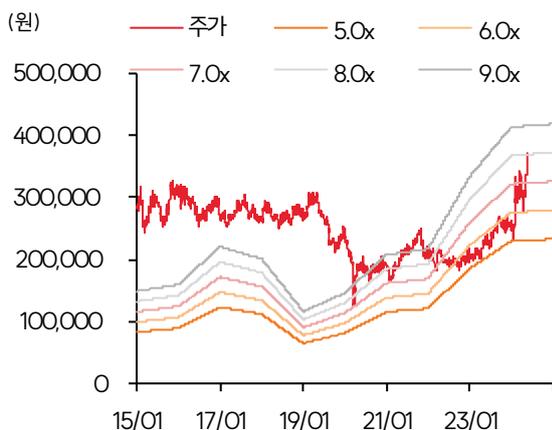
		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	1,933	2,079	2,224	2,370
	수정 전		2,079	2,224	2,370
	증감률(%)		0.0%	0.0%	0.0%
투자손익	수정 후	409	812	732	745
	수정 전		812	732	745
	증감률(%)		0.0%	0.0%	0.0%
세전이익	수정 후	2,361	2,903	2,968	3,126
	수정 전		2,903	2,968	3,126
	증감률(%)		0.0%	0.0%	0.0%
당기순이익	수정 후	1,755	2,178	2,207	2,324
	수정 전		2,178	2,207	2,324
	증감률(%)		0.0%	0.0%	0.0%

자료: 삼성화재, SK 증권 추정

삼성화재 - 분기별 실적 추이 및 전망										
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	584	622	534	194	603.8	630	518	328	210.7	3.4
장기보험	420	442	439	239	446.2	462	439	357	86.8	6.3
CSM 상각	372	381	392	378	389.2	392	402	411	2.9	4.5
RA 해제	29	36	35	39	31.5	32	33	34	-19.8	9.0
예실차	61	92	73	-84	60.6	64	29	-22	흑전	-1.3
손실계약비용	-13	-13	-11	-63	-15.7	-16	-16	-55	적지	적지
기타사업비 및 재보험 손익	-30	-54	-49	-31	-19.4	-11	-9	-12	적지	적지
일반손해보험	58	84	53	9	55.1	80	53	22	486.5	-4.2
자동차보험	107	95	42	-54	102.5	89	26	-51	흑전	-3.8
투자손익	225	140	22	22	286.3	184	185	156	1,197.1	27.5
자산운용손익	581	468	366	366	629.2	524	526	499	71.8	8.2
평가처분손익	57	-13	-151	-118	85.4	0	0	-30	흑전	48.5
보험금융손익	-357	-328	-343	-344	-342.9	-340	-341	-343	적지	적지
영업이익	808	761	556	216	890.0	814	703	484	311.3	10.1
영업외손익	7	10	3	-1	4.7	2	3	3	흑전	-29.2
세전이익	815	772	559	216	894.7	816	706	486	315.1	9.8
당기순이익	579	605	403	168	683.9	607	525	363	307.9	18.1
월납보험료(보장성 인보험)	12.8	12.8	15.8	13.7	17.7	15.9	16.0	16.2	28.8	38.1
자산총계	80,131	79,968	79,348	83,617	83,714	84,096	85,220	85,808	0.1	4.5
운용자산	77,056	76,899	76,352	80,508	80,453	80,749	81,231	81,680	-0.1	4.4
비운용자산	3,007	3,000	2,927	3,036	3,178	3,107	3,142	3,125	4.7	5.7
부채총계	67,103	65,566	64,726	67,712	67,683	67,459	68,057	68,283	0.0	0.9
책임준비금	63,148	61,757	60,889	63,540	62,561	62,807	63,170	63,514	-1.5	-0.9
장기보험 CSM 잔액	12,350	12,655	13,259	13,303	13,712	14,045	14,379	14,465	3.1	11.0
자본총계	13,028	14,402	14,621	15,905	16,031	16,637	17,162	17,525	0.8	23.0
해약환급금준비금	259	557	917	1,180	1,420	1,603	1,760	1,896	20.3	447.9
ROE (%)	18.3	17.7	11.1	4.4	17.1	14.9	12.4	8.4	12.7%p	-1.2%p

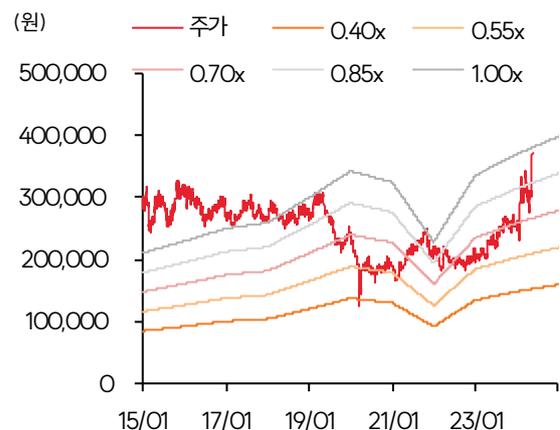
자료: 삼성화재, SK 증권 추정

삼성화재 - PER 밴드 차트



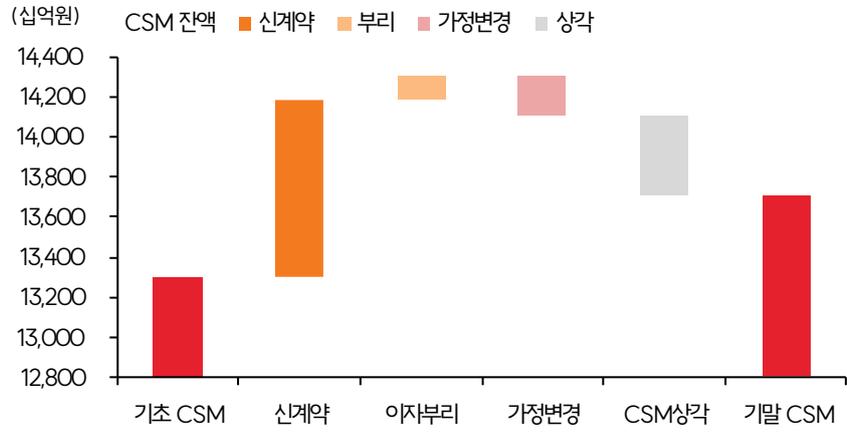
자료: 삼성화재, FnGuide, SK 증권 추정

삼성화재 - PBR 밴드 차트



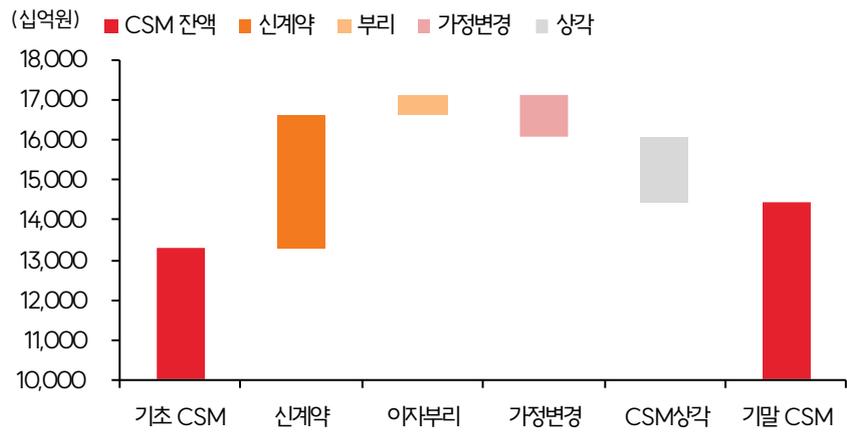
자료: 삼성화재, FnGuide, SK 증권 추정

삼성화재 - 1Q24 CSM Movement



자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재 - 2024E CSM Movement



자료: 삼성화재, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		80,508	81,680	83,134	84,420
현금및예치금		1,211	1,404	1,511	1,610
유가증권		51,382	53,142	54,022	54,795
대출금		27,231	26,453	26,924	27,340
부동산		685	680	677	675
비운용자산		3,036	3,125	3,130	3,131
특별계정자산		73	83	83	83
자산총계		83,617	85,808	88,370	90,869
책임준비금		63,540	63,514	64,672	65,727
CSM잔액(원수)		13,303	14,465	15,658	16,890
기타부채		4,098	4,686	4,722	4,725
특별계정부채		74	84	84	84
부채총계		67,712	68,283	69,478	70,536
자본금		26	26	26	26
신종자본증권		0	0	0	0
자본잉여금		939	939	939	939
이익잉여금		12,079	13,577	14,944	16,386
해약환급금준비금		1,180	1,896	2,270	2,474
자본조정		-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계액		4,343	4,465	4,465	4,465
자본총계		15,905	17,525	18,892	20,334

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)		188	219	221	230
신계약 CSM		3,500	3,350	3,400	3,536
신계약 CSM 배수		18.6	15.3	15.4	15.4
CSM 관련 지표					
기초CSM		12,144	13,303	14,465	15,658
CSM 조정 가점 변경		-1,200	-1,046	-985	-985
신계약 CSM(원수)		3,500	3,350	3,400	3,536
CSM 이자부리		398	482	519	560
상각 전 CSM		14,841	16,088	17,400	18,768
CSM상각액		1,539	1,623	1,742	1,879
CSM상각률(%)		10.4	10.1	10.0	10.0
CSM 순증액		1,159	1,163	1,192	1,232
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률		2.3	2.7	2.6	2.6
평가처분손익 제외 수익률		2.6	2.6	2.6	2.6
손익구성					
보험손익		82.6	71.9	75.2	76.1
CSM상각		65.0	55.1	57.9	59.4
투자손익		17.4	28.1	24.8	23.9
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		273.0	280.5	285.9	291.4

자료: 삼성화재, SK증권 추정

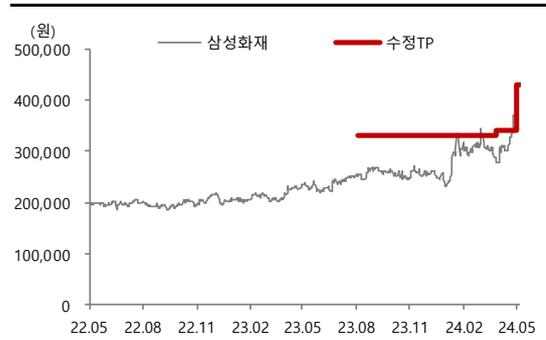
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		1,933	2,079	2,224	2,370
장기보험		1,539	1,704	1,850	1,995
CSM 상각		1,523	1,594	1,713	1,850
RA해제		139	131	146	160
예실차		141	132	126	124
손실계약비용		-100	-102	-85	-85
기타사업비 및 재보험 손익		-164	-51	-51	-53
일반손해보험		204	209	209	209
합산비용(IFRS17)		86	86	86	86
자동차보험		190	166	166	166
합산비용(IFRS17)		97	97	97	97
투자손익		409	812	732	745
자산운용손익		1,781	2,179	2,120	2,156
평가처분손익		-225	55	-20	-20
보험금융손익		-1,372	-1,367	-1,388	-1,411
영업이익		2,342	2,891	2,956	3,115
영업외손익		19	13	12	11
세전이익		2,361	2,903	2,968	3,126
법인세비용		606	725	761	802
법인세율(%)		25.7	25.0	25.6	25.7
당기순이익		1,755	2,178	2,207	2,324

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			1.5	1.8	1.5
CSM증가율			8.7	8.2	7.9
BPS증가율			10.2	7.8	7.6
보험손익증가율			7.5	7.0	6.5
투자손익증가율			98.6	-9.8	1.7
영업이익증가율			23.4	2.3	5.3
세전이익증가율			23.0	2.2	5.3
당기순이익증가율			24.1	1.3	5.3
주당지표(원)					
EPS		34,715	43,075	43,642	45,954
BPS		314,538	346,572	373,602	402,114
EV(BV+CSM)		616,530	675,261	729,281	785,722
보통주 DPS	13,800	16,000	20,000	21,000	22,500
보통주 배당수익률(%)	6.9	6.1	5.4	5.6	6.0
Valuation 지표					
PER(배)		7.6	8.7	8.6	8.1
PBR(배)		0.84	1.08	1.00	0.93
P/EV(배)		0.43	0.55	0.51	0.48
ROE(%)		12.5	13.0	12.1	11.8
ROA(%)		2.2	2.6	2.5	2.6
배당성향(%)		38.3	38.6	40.0	40.7

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.05.21	매수	430,000원	6개월		
2024.04.17	매수	340,000원	6개월	-6.65%	9.85%
2023.08.24	매수	330,000원	6개월	-17.84%	3.94%



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 05월 21일 기준)

매수	97.06%	중립	2.94%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------