

삼성화재 (000810/KS)

기존 내용의 재확인+@, 그리고 불확실성

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 474,000 원(유지)

현재주가: 381,500 원

상승여력: 24.2%

기존 내용의 재확인+@

전주 금요일 삼성화재의 밸류업 공시 관련 Conference Call 에서는 기존과 동일한 1) K-ICS 타겟 220%, 2) 현금배당 중심으로 중장기 주주환원율 50% 달성하는 내용에 추가적으로 3) 중장기 ROE 목표 11~13%, 4) 기 보유 자사주 중 5%를 초과하는 부분(우선주 포함)에 대한 소각을 발표하는 모습이 나타났다. 기 보유 자사주 소각은 주주환원율 50%에 포함되지 않는 점을 감안하면 동사의 2028 년 총 주주환원율은 약 60~70%에 육박할 것으로 추정된다. 다만 기존 3 년으로 소통되던 중장기 주주환원율 50% 달성 시점이 2028 년으로 기대보다 지연된 점은 소폭 아쉽다고 판단한다.

관건은 결국 삼성생명의 행보에 달려있음

다만 현재 동사의 최대주주인 삼성생명의 보유지분이 약 14.98%인 점을 감안했을 때 자사주 소각으로 생명 보유지분이 15%를 초과할 경우 보험업법 제 109 조, 제 115 조에 따라 금융위 승인을 거쳐 자회사로 편입되어야 하는 이슈가 존재한다. 만약 1) 생명이 동사를 자회사로 편입하지 않을 경우 15% 초과 지분을 처분하며 오버행이 발생할 가능성이 존재하며 2) 반대로 동사를 자회사로 편입할 경우 생명 연결재무제표에 화재 실적이 반영되며 손익 등 변동이 나타나는 만큼 삼성생명의 주주환원 정책 등에 있어 상당한 변화가 수반될 전망이다. 동사가 해당 내용에 있어 명확한 언급을 하지 않았던 만큼 자사주 소각 시점이나 영향에 대해서는 여전히 불확실성이 존재한다.



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com.kr
3773-8610

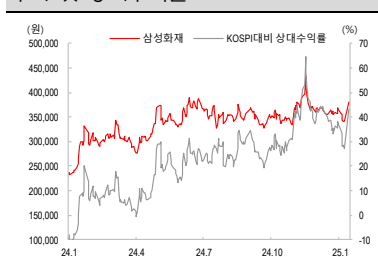
Company Data

발행주식수	4,737 만주
시가총액	18,074 십억원
주요주주	
삼성생명보험(외6)	18.50%
자사주	15.93%

Stock Data

주가(25/01/31)	381,500 원
KOSPI	2,517.37 pt
52주 최고가	435,000 원
52주 최저가	264,000 원
60일 평균 거래대금	40 십억원

주가 및 상대수익률



밸류업 공시 내용 긍정적이나 불확실성 감안하여 목표주가 유지

동사가 발표한 밸류업 공시는 1) 기존 내용의 재확인, 2) 기 보유 자사주 소각을 통한 주당 가치 제고 및 3) 밸류업 지수 편출 우려 축소 등 측면에서 상당히 긍정적이다. 다만 1) 자사주 소각의 시점 및 최종적인 영향이 동사가 아닌 생명의 결정에 달려있는 점, 2) 이전과 동일하게 초과자본 활용 방안에 대한 구체적인 내용이 부재한 점 등은 다소 아쉽다고 판단하며 향후 그룹 지배구조 등 복합적인 내용에 대한 확인이 필요할 전망이다. 목표주가는 1) 밸류업 공시 이전부터 언급했던 총 주주환원율 50% 확대 가정을 추정치 및 할인율에 이미 반영한 점, 2) 밸류업 공시에서 제시된 자사주 소각의 구체적 시기 등에 대한 불확실성이 남아있는 점 등을 감안하여 이전 수준을 유지한다.

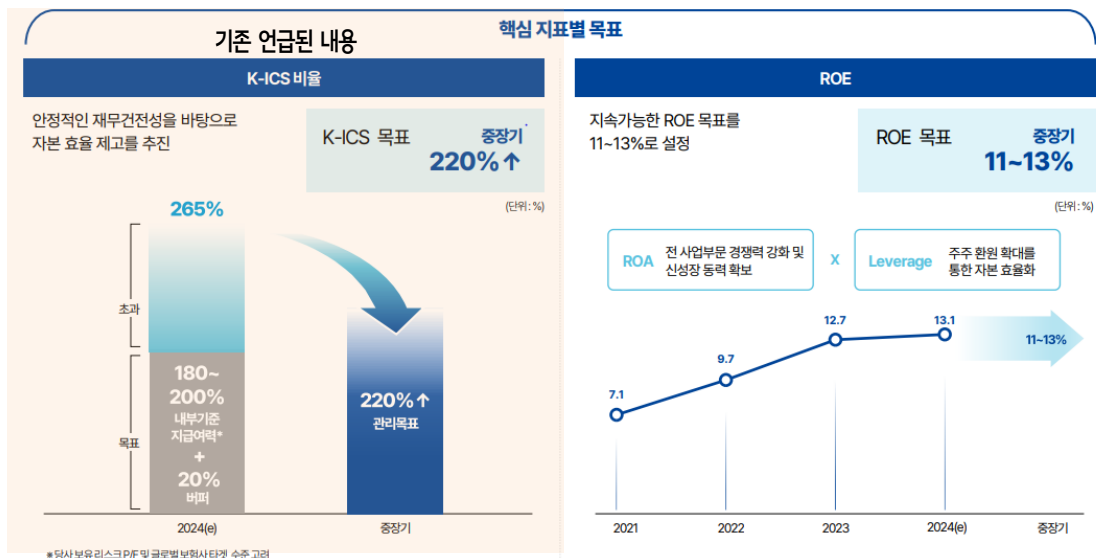
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			1,933	1,790	1,829	1,899
투자손익	십억원			409	920	1,030	1,014
영업이익	십억원			2,342	2,710	2,859	2,913
당기순이익	십억원			1,755	2,059	2,131	2,170
EPS	원			43,202	50,696	52,383	53,287
PER	배			6.1	7.1	7.3	7.2
PBR	배			0.8	1.1	1.1	1.0
ROE	%			12.5	12.9	12.8	12.0

삼성화재 - 밸류업 공시 주요 지표

삼성화재의 Value-up을 주도할 핵심 지표

삼성화재는 기업가치 제고를 위해 K-ICS 비율 및 ROE를 핵심지표로 선정하고, 구체화된 목표를 설정하여 중장기적으로 자본 효율화 및 ROE 제고를 추진할 계획입니다.

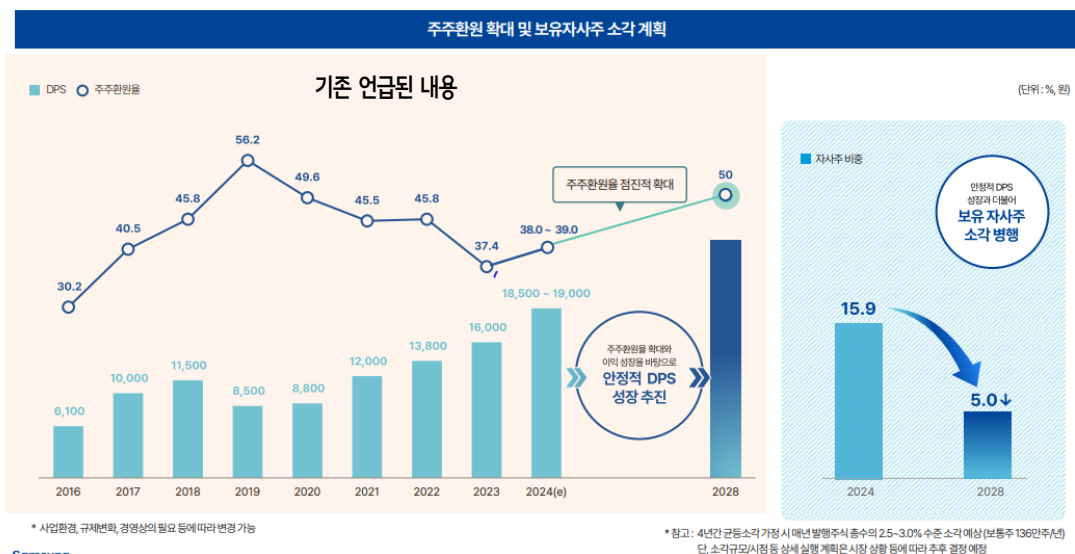


자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재 - 밸류업 공시 주요 지표

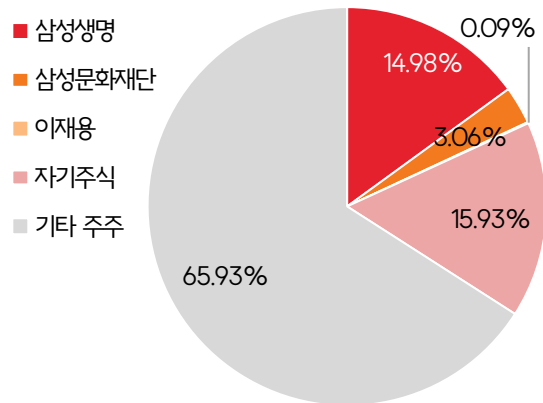
주주가치 향상을 위한 삼성화재 Roadmap

주주환원 확대 2028년 50%를 목표로 주주환원을 점진적으로 확대하고, 보유자사주를 소각하는 등 명확하고 일관된 목표 하에 주주환원 정책의 지속가능성과 예측가능성을 제고하겠습니다.



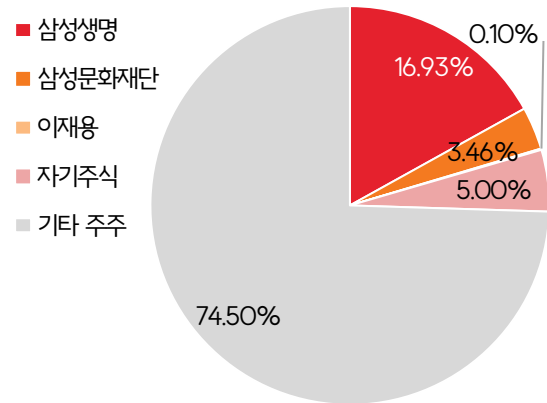
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재 - 주요주주 구성 현황(3Q24)



자료: Dart, SK 증권
주: 총 주식수 약 4,737만주

삼성화재 - 자사주 5% 남기고 소각하는 가정 적용 시



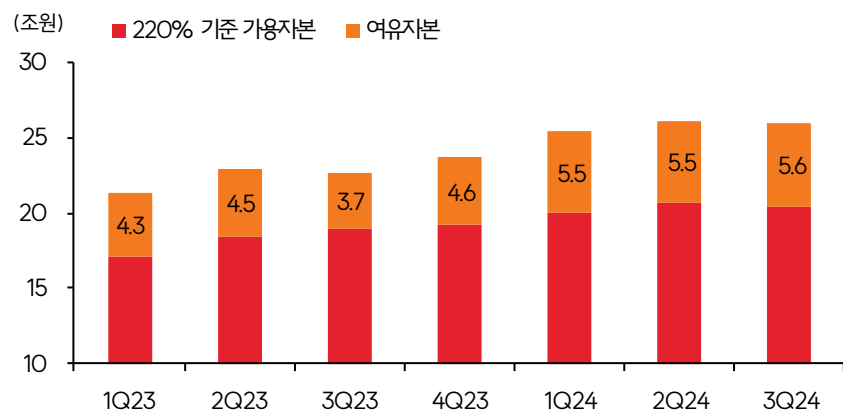
자료: Dart, SK 증권 추정
주: 총 주식수 약 4,192만주

삼성화재 - K-ICS 비율 세부 현황

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
가용자본	21,369.0	22,961.5	22,700.7	23,762.2	25,424.2	26,132.6	26,002.8
기본자본	12,621.0	13,585.5	13,784.5	14,698.9	15,878.4	16,333.4	16,106.4
보완자본	8,748.0	9,376.0	8,916.2	9,063.3	9,545.8	9,799.2	9,896.4
요구자본	7,763.6	8,370.7	8,622.8	8,703.8	9,078.1	9,370.0	9,267.9
생명/장기손해보험위험액	5,564.7	5,812.7	6,192.7	6,159.5	5,936.2	6,061.5	6,249.6
일반손해보험위험액	1,746.6	1,738.8	1,786.1	1,822.6	1,835.4	1,930.3	1,979.9
시장위험액	5,073.5	5,854.5	5,899.5	6,148.4	6,348.1	6,614.0	6,283.2
신용위험액	1,928.9	1,980.8	1,974.6	1,869.9	1,980.2	1,993.5	1,994.4
운영위험액	683.6	687.6	692.3	700.0	1,147.9	1,195.7	1,158.7
분산효과	-4,620.0	-4,880.0	-5,014.1	-5,031.8	-5,078.5	-5,233.8	-5,248.3
법인세효과	-2,659.4	-2,869.6	-2,955.8	-3,012.9	-3,142.0	-3,243.2	-3,206.1
기타 요구자본	45.7	45.9	47.5	48.1	50.8	52.0	56.5
K-ICS 비율	275.2	274.3	263.3	273.0	280.1	278.9	280.6

자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재 - 220% 기준 여유자본 추이 추정



자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		80,508	80,996	81,813	82,557
현금및예치금		1,211	1,471	1,548	1,621
유가증권		51,382	52,536	53,014	53,444
대출금		27,231	26,368	26,634	26,877
부동산		685	620	618	615
비운용자산		3,036	3,095	3,096	3,096
특별계정자산		73	90	90	90
자산총계		83,617	84,456	86,490	88,515
책임준비금		63,540	63,773	64,536	65,258
CSM잔액(원수)		13,303	14,328	14,998	15,656
기타부채		4,098	4,581	4,498	4,492
특별계정부채		74	91	91	91
부채총계		67,712	68,444	69,125	69,841
자본금		26	26	26	26
신종자본증권		0	0	0	0
자본잉여금		939	939	939	939
이익잉여금		12,079	13,459	14,812	16,122
해약완급금준비금		1,180	2,743	3,720	4,221
자본조정		-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계액		4,343	3,071	3,071	3,071
자본총계		15,905	16,011	17,365	18,674

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)		188	228	201	202
신계약 CSM		3,500	3,414	2,974	3,007
신계약 CSM 배수		18.6	15.0	14.8	14.9
CSM 관련 지표					
기초CSM		12,144	13,303	14,328	14,998
CSM 조정 가점 변경		-1,200	-1,249	-1,110	-1,110
신계약 CSM(원수)		3,500	3,414	2,974	3,007
CSM 이자부리		398	490	527	547
상각 전 CSM		14,841	15,958	16,718	17,442
CSM상각액		1,539	1,630	1,720	1,787
CSM상각률(%)		10.4	10.2	10.3	10.2
CSM 순증액		1,159	1,025	671	657
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률		2.3	2.7	2.7	2.7
평가차분손익 제외 수익률		2.6	2.7	2.6	2.6
손익구성					
보험손익		82.6	66.0	64.0	65.2
CSM상각		65.0	59.0	59.0	60.2
투자손익		17.4	34.0	36.0	34.8
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		273.0	264.5	257.7	249.9

자료: 삼성화재, SK증권 추정

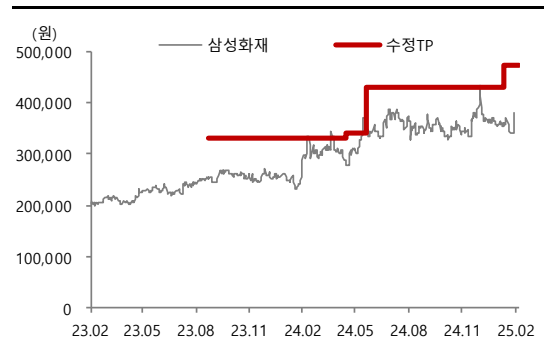
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		1,933	1,790	1,829	1,899
장기보험		1,539	1,558	1,662	1,731
CSM 상각		1,523	1,599	1,687	1,754
RA해제		139	154	172	173
예상차		141	93	49	48
손실계약비용		-100	-167	-95	-95
기타사업비 및 재보험 손익		-164	-120	-151	-150
일반손해보험		204	154	151	151
합산비율(IFRS17)		86	90	91	91
자동차보험		190	77	17	17
합산비율(IFRS17)		97	99	100	100
투자손익		409	920	1,030	1,014
자산운용손익		1,781	2,215	2,229	2,225
평가차분손익		-225	-4	75	50
보험금융손익		-1,372	-1,295	-1,199	-1,210
영업이익		2,342	2,710	2,859	2,913
영업외손익		19	11	6	6
세전이익		2,361	2,721	2,865	2,918
법인세비용		606	662	734	748
법인세율(%)		25.7	24.3	25.6	25.6
당기순이익		1,755	2,059	2,131	2,170

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			0.6	1.0	0.9
CSM증가율			7.7	4.7	4.4
BPS증가율			0.7	11.5	10.6
보험손익증가율			-7.4	2.2	3.8
투자손익증가율			125.2	11.9	-1.5
영업이익증가율			15.7	5.5	1.9
세전이익증가율			15.2	5.3	1.9
당기순이익증가율			17.3	3.5	1.8
주당지표(원)					
EPS		43,202	50,696	52,383	53,287
BPS		314,538	316,638	352,903	390,294
EV(BV+CSM)		616,530	640,403	703,328	768,786
보통주 DPS		16,000	18,500	20,500	22,000
보통주 배당수익률(%)		6.1	5.2	5.4	5.8
Valuation 지표					
PER(배)		6.1	7.1	7.3	7.2
PBR(배)		0.84	1.13	1.08	0.98
P/EV(배)		0.43	0.56	0.54	0.50
ROE(%)		12.5	12.9	12.8	12.0
ROA(%)		2.2	2.5	2.5	2.5
배당성향(%)		38.3	37.7	40.4	42.6

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.01.14	매수	474,000원	6개월		
2024.05.21	매수	430,000원	6개월	-16.90%	1.16%
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 기관투자자 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 (2025년 02월 03일 기준)

매수	97.45%	중립	2.55%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------