

2024. 5. 16



▲ 금융

Analyst 조아해

02. 6454-4870

like.cho@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 380,000 원**현재주가 (5.14)** 336,500 원**상승여력** 12.9%

KOSPI 2,730.34pt

시가총액 159,416억원

발행주식수 4,737만주

유동주식비율 65.57%

외국인비중 53.93%

52주 최고/최저가 343,000원/217,500원

평균거래대금 345.4억원

주요주주(%)

삼성생명보험 외 5 인 18.50

국민연금공단 6.80

주가상승률(%)**1개월** 16.6 **6개월** 35.4 **12개월** 49.2**절대주가** 16.6 **상대주가** 14.6 **20.7** 35.3**주가그래프**

삼성화재 000810

1Q24 Review: 탄탄한 본업, 든든한 변화

- ✓ 1Q24 지배주주순이익 7,010억원(+14.6% YoY, +300.2% QoQ): 컨센서스 상회
- ✓ 보험손익 6,038억원 (+3.4% YoY): 장기보험 4,462억원 (+6.3% YoY)
- ✓ 보험금융손익 제외 투자손익 6,292억원 (흑전 YoY): 평가이익 확대
- ✓ K-ICS비율 277% (+4.3%p QoQ): 적정자본 수준 220% 수준 제시
- ✓ 투자의견 BUY 유지, 적정주가 380,000원 상향

1Q24 지배주주순이익 7,010억원: 컨센서스 상회

삼성화재 1Q 지배주주순이익은 7,010억원(+14.6% YoY, +300.2% QoQ)으로 컨센서스를 14.0% 상회했다. 양호한 보험손익 및 투자손익의 평가이익 확대에 기인한다.

[보험손익] 6,038억원 (+3.4% YoY)을 기록했다(별도 기준). 1) 장기보험은 4,462억원(+6.3% YoY)으로 양호했다. CSM 잔액 순증 기반 CSM 상각액의 건조한 흐름이 지속되고 있다 (+5.8% YoY). 2) 일반보험/자동차보험손익은 해외 고액사고 영향, 요율 인하 등에도 불구하고, 전년동기대비 4% 감소에 그쳤다.

[CSM Movement] CSM은 13.7조원(+3.1% QoQ)으로 증가세가 지속되고 있다. 신계약 CSM은 상품 개정, GA채널 확대(+10%p YoY)로 환산배수가 하락했으나 (15.2배 vs. 4Q23 19.3배), 판매량 증가에 힘입어 전분기와 유사한 수준을 이어가고 있다.

[투자손익] 보험금융손익 제외한 투자손익은 6,292억원 (흑전 YoY)으로 큰 폭으로 개선되었다 (별도 기준). 증시 호조에 따른 주식관련 평가이익 호조, 대체투자 관련 평가이익 506억원 등에 기인한다.

[자본정책] 적정자본 수준 220% (vs. 1Q24 277%; +4.3%p QoQ) 및 초과분에 대해 주주환원 (중장기 주주환원을 50% 제시) 및 자본투자를 진행할 것임을 발표했다.

우위 활용의 구체화

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 380,000원(12m Fwd 수정 BPS 600,117원에 Target 0.6배 적용)으로 상향한다. 주주환원정책의 구체화가 시작되었다. 현 압도적으로 높은 K-ICS비율 및 적은 해약환급금준비금 규모(자본대비 9%) 고려 시, 주주환원을 기대할 여력은 충분하다.

(십억원)	보험손익	투자손익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (배)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2023	1,933	409	1,817	42,754	n/a	379,783	6.2	0.7	11.3	2.1	6.1
2024E	2,096	641	2,107	49,556	15.9	401,261	6.8	0.8	12.4	2.4	5.5
2025E	2,301	653	2,230	52,461	5.9	437,937	6.4	0.8	12.0	2.5	5.8
2026E	2,494	796	2,466	58,002	10.6	478,062	5.8	0.7	12.1	2.7	6.4

표1 삼성화재 1Q24 실적 요약

(십억원)	1Q24P	(% YoY)	(% QoQ)	당사예상치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
보험손익	603.8	3.4	210.7	680.0			
투자손익	286.3	27.5	1,197.1	100.4			
영업이익	913.1	7.2	301.2	817.4			
당기순이익	701.0	14.6	300.2	595.4	17.7	614.9	14.0

주: 보험손익, 투자손익 별도 기준

자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

표2 삼성화재 연간이익 전망 변경

(십억원)	New		Old		차이	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
당기순이익	2,107	2,230	1,992	2,228	5.8	0.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 삼성화재 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2024E	2025E	2026E
보험손익	583.7	621.8	533.5	194.3	603.8	2,096.3	2,301.1	2,494.2
일반/변동수수료모형(VFA)	456.5	502.0	495.0	277.5	475.5	1,821.0	1,932.7	2,040.9
CSM상각	374.7	384.4	395.7	383.7	396.5	1,645.6	1,747.2	1,851.8
RA환입	33.1	39.0	37.9	40.9	34.2	134.4	132.2	128.0
예실차 및 기타	48.7	78.6	61.4	(147.1)	44.8	41.0	53.3	61.0
보험료배분(PPA)	337.8	400.7	306.1	122.2	270.8	1,096.3	1,107.3	1,118.4
재보험손익	(135.4)	(183.3)	(185.0)	(130.8)	(116.5)	(565.6)	(509.1)	(458.1)
기타사업비	(75.1)	(97.7)	(82.6)	(74.6)	(26.1)	(255.5)	(229.9)	(206.9)
투자손익	224.5	139.6	22.5	22.1	286.3	641.1	653.0	795.7
보험금융손익	662.1	(1,346.8)	(343.1)	(344.2)	(342.9)	(1,372.1)	(1,388.4)	(1,400.2)
투자서비스손익	(437.6)	1,486.4	365.5	366.3	629.2	2,013.3	2,041.4	2,195.9
영업이익	852.1	759.1	589.2	227.6	913.1	2,842.1	3,062.8	3,387.8
영업외이익	6.2	10.3	2.6	(1.4)	4.7	18.6	18.6	18.6
세전이익	858.3	769.3	591.8	226.2	917.7	2,860.7	3,081.4	3,406.4
법인세비용	(245.9)	(166.1)	(162.3)	(50.6)	(215.8)	(750.1)	(847.4)	(936.7)
당기순이익	612.4	603.2	429.5	175.5	702.0	2,110.6	2,234.0	2,469.6
지배주주 순이익	611.8	602.3	428.2	175.2	701.0	2,106.6	2,230.1	2,465.6

주: 보험손익, 투자손익 별도 기준

자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

표4 삼성화재 Valuation

	단위	삼성화재
3개년 평균 수정 ROE [A]	%	8.3
Cost of Equity [B]	%	7.1
할증폭 [C]	%	8.6
조정 COE [E=B+C]	%	15.6
Eternal Growth [D]	%	0
Adj. Fair PBR (이론적 PBR) [F=(A-D)/(E-D)]	배	0.5
Premium/Discount [G]	%	20
Target PBR [H=F*(1+G)]	배	0.6
12M Fwd 수정 BPS [I]	원	600,117
적정주가 [J=H*I]	원	380,000
현재가 (5/14) [K]	원	336,500
Upside Potential [L=(J-K)/K]	%	12.9

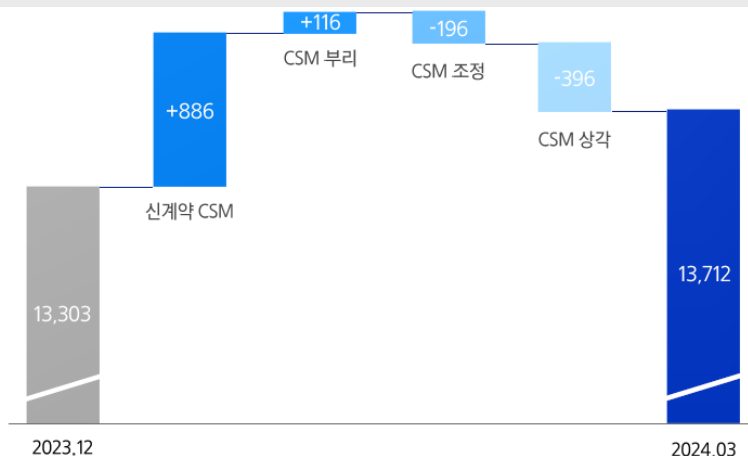
주: Premium = 보험사별 K-ICS비율 기반 주주환원성향 확대 여력 프리미엄을 차등화하여 반영
 자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

표5 적정주가 변경내역

	New	Old	차이 (%)	현재가 (5/14)	Upside Potential
삼성화재	380,000	360,000	5.6	336,500	12.9

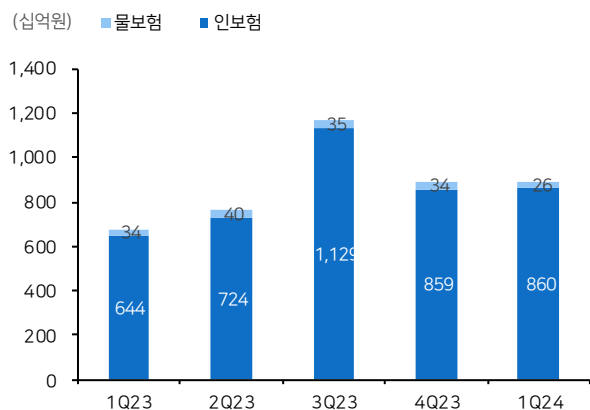
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 CSM Movement



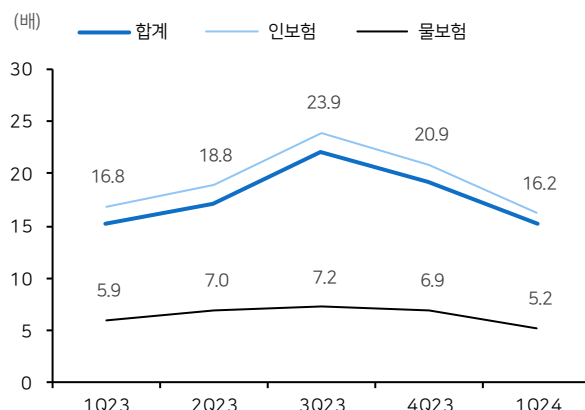
자료: 삼성화재

그림2 신계약 CSM 추이



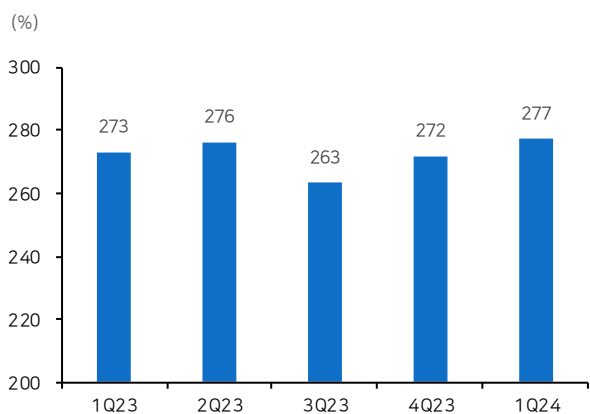
자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림3 신계약 CSM 배수 추이



자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림4 K-ICS비율 추이



자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

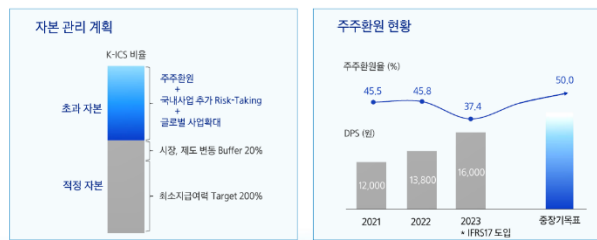
그림5 중장기 자본정책 (검토안)

- 초과 자본의 효율성 제고 및 기업 가치 극대화 방향으로 자본정책 수립

자본정책 방향 ✓ 중장기 ROE, 지급여력(K-ICS) 타겟 설정

- ✓ 초과자본 활용 계획(주주환원, 자본 투자 등) 및 가이드라인 수립

- ① 주주 환원: 주주환원을 확대 기조로 현금배당, 자사주 매입/소각 등 다양한 옵션 검토
- ② 자본 투자: 수익성(최소 요구 수익률), 성장성, 시너지 감안 효율적 자본 배분



자료: 삼성화재

삼성화재(000810)

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
운용자산	81,667	83,636	86,330	89,110
현금및예치금	1,738	1,903	1,958	2,014
유가증권	50,351	52,634	54,351	56,125
FVPL	10,281	11,102	11,437	11,783
FVOCI	37,733	39,110	40,377	41,684
AC	1,732	1,772	1,828	1,887
대출채권	27,822	27,317	28,194	29,099
부동산	1,755	1,782	1,827	1,872
비운용자산	3,279	3,127	2,584	1,950
특별계정자산	73	83	83	83
자산총계	85,019	86,764	88,914	91,060
책임준비금	63,697	63,574	64,165	64,606
보험계약부채	51,777	52,116	52,593	52,917
최선추정(BEL)	32,465	31,784	31,224	30,466
위험조정(RA)	1,660	1,631	1,597	1,551
보험계약마진(CSM)	13,303	14,233	15,128	16,074
보험료배분접근법(PAA)	4,349	4,467	4,643	4,826
투자계약부채	11,920	11,458	11,573	11,689
기타부채	5,104	6,048	6,048	6,048
특별계정부채	74	84	84	84
부채총계	68,875	69,706	70,298	70,738
자본금	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939
이익잉여금	12,279	12,993	14,511	16,188
해약환급금준비금	1,180	1,866	2,482	3,105
자본조정	(1,487)	(1,487)	(1,487)	(1,487)
기타포괄손익누계액	4,357	4,554	4,596	4,624
비지배지분	30	32	32	32
자본총계	16,144	17,057	18,616	20,322

Key Financial Data I

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표 (원)				
EPS	42,754	49,556	52,461	58,002
BPS	379,783	401,261	437,937	478,062
수정 BPS	578,904	600,117	637,568	679,157
보통주 DPS	16,000	18,500	19,600	21,700
Valuation (배, %)				
PER	6.2	6.8	6.4	5.8
PBR	0.7	0.8	0.8	0.7
수정 PBR	0.6	0.6	0.5	0.5
배당성향	37.4	37.4	37.4	37.4
보통주 배당수익률	6.1	5.5	5.8	5.8
재무비율 (%)				
ROA	2.1	2.4	2.5	2.7
ROE	11.3	12.4	12.0	12.1
수정 ROE	7.4	8.3	8.2	8.5

Income Statement

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	1,933	2,096	2,301	2,494
일반/변동수수료모형(VFA)	1,731	1,821	1,933	2,041
CSM 상각	1,539	1,646	1,747	1,852
RA 환입	151	134	132	128
예상차 및 기타	42	41	53	61
보험료배분(PPA)	1,167	1,096	1,107	1,118
재보험손익	(634)	(566)	(509)	(458)
기타사업비	(330)	(255)	(230)	(207)
투자손익	409	641	653	796
보험금융손익	(1,372)	(1,372)	(1,388)	(1,400)
투자서비스손익	1,781	2,013	2,041	2,196
FVPL 평가손익	2	266	225	227
기타	1,778	1,747	1,816	1,969
영업이익	2,428	2,842	3,063	3,388
영업외이익	18	19	19	19
세전이익	2,446	2,861	3,081	3,406
법인세비용	(625)	(750)	(847)	(937)
당기순이익	1,821	2,111	2,234	2,470
지배주주 순이익	1,817	2,107	2,230	2,466

주: 보험손익, 투자손익 별도기준

Key Financial Data II

	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익				
신계약 CSM	3,499	3,116	3,079	3,116
CSM 배수 (배, 개월)	18.6	15.4	15.6	15.6
CSM 상각률 (%)	9.8	10.0	10.1	10.2
CSM Movement				
기초 CSM	12,144	13,303	14,233	15,128
신계약 CSM	3,500	3,116	3,079	3,116
이자부리	398	458	462	490
CSM 조정	(1,200)	(999)	(899)	(809)
CSM 상각	(1,539)	(1,646)	(1,747)	(1,852)
기말 CSM	13,303	14,233	15,128	16,074
투자손익				
투자서비스 수익률	2.2	2.4	2.4	2.5
FVPL 제외 투자서비스	2.2	2.1	2.1	2.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성화재 (000810) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

