

2024. 11. 14



▲ 금융

Analyst 조아해

02. 6454-4870

like.cho@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 430,000 원

현재주가 (11.14) 335,500 원

상승여력 28.2%

KOSPI 2,418.86pt

시가총액 158,943 억원

발행주식수 4,737 만주

유동주식비율 65.57%

외국인비중 53.97%

52주 최고/최저가 389,000 원/231,500 원

평균거래대금 353.4 억원

주요주주(%)

삼성생명보험 외 6 인 18.50

국민연금공단 6.80

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -4.4 -0.3 35.0

상대주가 3.7 12.5 35.8

주가그래프



삼성화재 000810

3Q24 Review: 앞으로도 양호할 흐름

- ✓ 3Q24 지배주주순이익 5,541억원(+29.4% YoY, -9.4% QoQ): 컨센서스 상회
- ✓ 보험손익 -10.4% YoY (별도 기준): 장기보험 -1.9%, 일반/자동차 -49.5% YoY
- ✓ 투자손익 2,655억원 vs. 3Q23 228억원 (별도 기준): 기저효과 존재
- ✓ K-ICS비율 281% (+1.7%p QoQ): 거시 -0.5%p vs. 제도변경 +1.2%p, 실적 +1.0%p
- ✓ 투자의견 BUY, 적정주가 430,000원, 업종 내 최선호주 의견 유지

3Q24 지배주주순이익 5,541억원: 컨센서스 상회

삼성화재 3Q 지배주주순이익은 5,541억원 (+29.4% YoY, -9.4% QoQ)으로 컨센서스를 2.7% 상회했다. 보험손익은 일회적 사고로 부진했으나, 투자손익은 양호했다.

[보험손익] 전년동기대비 10.4% 감소했다 (별도 기준). 1) 장기보험은 전년동기대비 1.9% 감소했다. CSM 잔액 순증 (+7.4% YoY) 기반 CSM 상각익은 양호했으나 (+4.1% YoY), 예상차는 장기 재물보험의 화재 등 일시적 고액사고로 부진했다 (-78.0% YoY). 2) 일반보험/자동차보험손익은 자동차보험의 효율 인하 및 집중 호우 영향, 일반보험의 손해율 상승 (+6.0%p YoY) 등으로 부진했다 (-49.5% YoY).

[CSM Movement] CSM은 14.2조원 (+1.6% QoQ)으로 증가세가 지속되고 있다. 1) CSM 조정은 사업비의 제도적 변화로 확대되었으나 (-1,030억원 QoQ), 2) 신계약 CSM은 환산배수 회복으로 (15.5배 vs. 2Q24 14.5배) 양호했다 (+11.4% QoQ).

[투자손익] 큰 폭으로 회복되었다 (별도 기준: 2,655억원 vs. 3Q23 228억원). 채권교체매매 처분손실 (1,500억원) 기저효과 및 보유이원 상승 (+18bp QoQ)에 기인한다.

[K-ICS비율] 281% (+1.7%p QoQ)으로 개선되었다. 거시지표 변동에도 불구하고 (-0.5%p), 할인율 제도 영향 일부 소멸 (+1.2%p) 및 CSM 증가 (+1.0%p)에 기인한다.

가장 안정적인 구조

동사에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 430,000원, 업종 내 최선호주 의견을 유지한다. 배당가능이익 확보에 가장 안정적이다. 1) 무저해지 가정 변경 관련 영향이 제한적이며 (K-ICS비율 -1~2%p 예상), 2) 듀레이션 구조 상 금리 하락기에 K-ICS비율 방어력이 높고, 3) 해약환급금준비금 규모도 제한적이다 (자본대비 14%).

(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	42,732	n/a	379,783	6.2	0.7	11.3	2.1	6.1
2024E	1,887	933	2,174	51,133	19.7	370,673	6.6	0.9	13.8	2.5	6.0
2025E	2,135	914	2,252	52,979	3.6	404,807	6.3	0.8	13.1	2.5	6.9
2026E	2,330	930	2,403	56,524	6.7	438,900	5.9	0.8	12.9	2.6	7.7

표1 삼성화재 3Q24 실적 요약

(십억원)	3Q24P	(% YoY)	(% QoQ)	당사예상치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
보험손익	477.0	(11.0)	(15.8)	494.7			
투자손익	265.5	1,118.8	26.0	222.6			
영업이익	740.7	25.7	(7.9)	742.0			
당기순이익	554.1	29.4	(9.4)	538.6	2.9	539.6	2.7

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	2,174	2,252	2,147	2,233	1.3	0.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

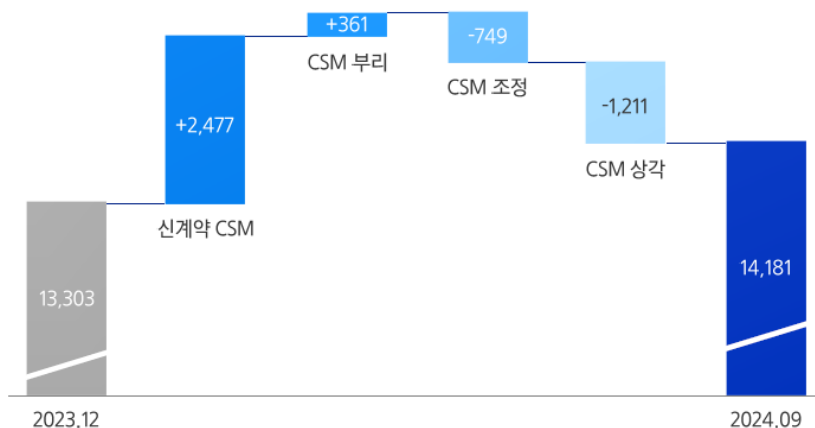
표3 삼성화재 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	2024E	2025E	2026E
보험손익	619.2	532.3	198.1	603.8	566.8	477.0	1,886.5	2,135.5	2,330.1
일반/변동수수료모형(VFA)	499.4	493.7	281.5	475.5	514.8	456.5	1,747.4	1,910.3	2,026.5
CSM상각	381.8	394.4	387.6	396.5	403.9	410.6	1,631.8	1,721.3	1,811.1
RA환입	39.0	37.9	40.9	34.2	43.7	44.1	166.0	181.0	181.0
예실차 및 기타	78.6	61.4	(147.1)	44.8	67.3	1.9	(50.5)	8.1	34.4
보험료배분(PPA)	400.7	306.1	122.2	270.8	308.6	205.7	908.6	917.7	926.9
재보험손익	(183.3)	(184.9)	(130.9)	(116.5)	(199.4)	(151.5)	(585.1)	(526.6)	(474.0)
기타사업비	(97.7)	(82.6)	(74.6)	(26.1)	(57.3)	(33.8)	(184.3)	(165.9)	(149.3)
투자손익	140.3	22.8	21.0	286.3	210.7	265.5	933.3	914.1	929.7
보험금융손익	(1,346.2)	(342.7)	(345.3)	(342.9)	(349.3)	(300.8)	(1,353.0)	(1,393.2)	(1,404.5)
투자서비스손익	1,486.4	365.5	366.4	629.2	560.0	566.3	2,286.2	2,307.3	2,334.2
영업이익	759.1	589.2	227.6	913.1	803.8	740.7	2,878.9	3,096.7	3,304.5
영업외이익	10.3	2.6	(1.4)	4.7	2.2	3.1	13.1	12.5	12.5
세전이익	769.3	591.8	226.2	917.7	806.0	743.8	2,892.0	3,109.2	3,317.0
법인세비용	(167.1)	(162.3)	(50.6)	(215.8)	(193.6)	(189.2)	(715.4)	(855.0)	(912.2)
당기순이익	602.3	429.5	175.5	702.0	612.4	554.6	2,176.6	2,254.1	2,404.8
지배주주 순이익	601.4	428.2	175.2	701.0	611.4	554.1	2,173.6	2,252.1	2,402.8

주: 보험손익, 투자손익 별도 기준

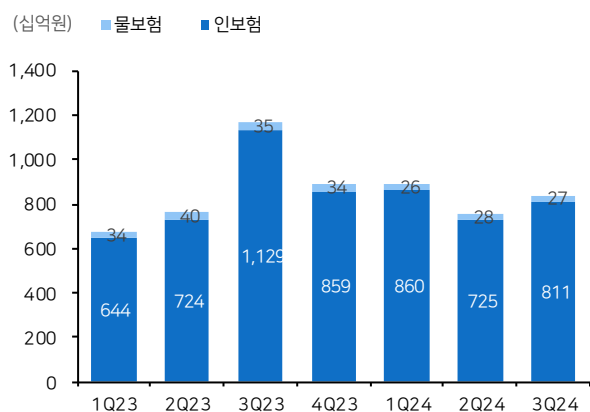
자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림1 CSM Movement



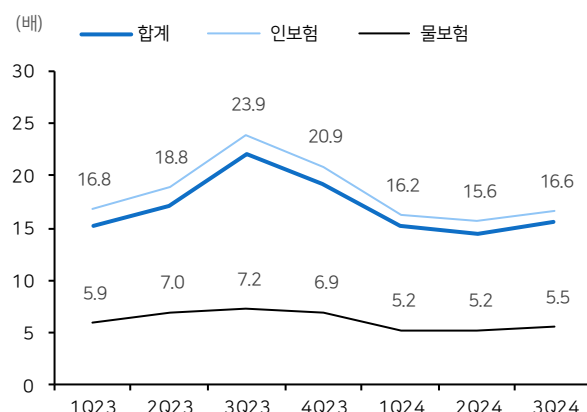
자료: 삼성화재

그림2 신계약 CSM 추이



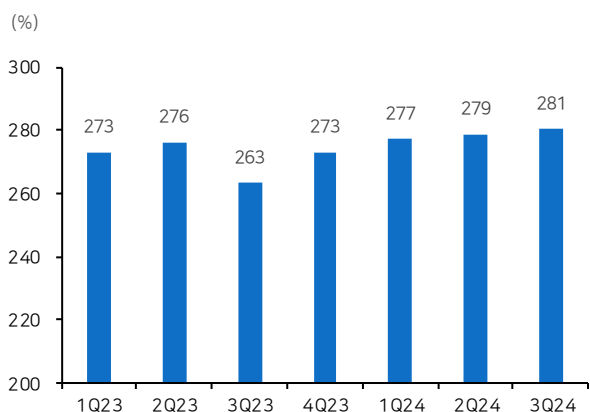
자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림3 신계약 CSM 배수 추이



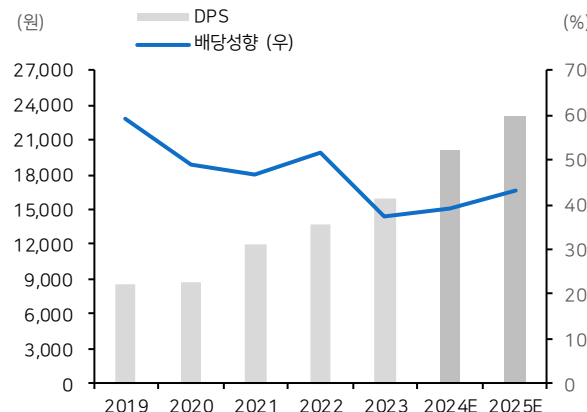
자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림4 K-ICS비율 추이



자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림5 DPS, 배당성향 추이 및 전망



자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

삼성화재(000810)

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
운용자산	81,667	82,935	85,599	88,349
현금및예치금	1,738	2,068	2,127	2,188
유가증권	50,351	51,276	52,954	54,686
FVPL	10,281	10,918	11,248	11,588
FVOCI	37,733	37,889	39,116	40,383
AC	1,732	1,738	1,793	1,851
대출채권	27,822	26,728	27,589	28,479
부동산	1,755	2,864	2,929	2,996
비운용자산	3,279	3,636	3,798	3,568
특별계정자산	73	90	90	90
자산총계	85,019	86,571	89,397	91,917
책임준비금	63,697	64,887	66,262	67,333
보험계약부채	51,777	53,029	54,286	55,236
최선추정(BEL)	32,465	32,940	33,233	33,207
위험조정(RA)	1,660	1,817	1,832	1,826
보험계약마진(CSM)	13,303	14,068	14,847	15,654
보험료배분접근법(PAA)	4,349	4,204	4,373	4,549
투자계약부채	11,920	11,858	11,977	12,096
기타부채	5,104	5,836	5,836	5,836
특별계정부채	74	91	91	91
부채총계	68,875	70,814	72,189	73,260
자본금	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939
이익잉여금	12,279	12,939	14,312	15,703
해약환급금준비금	1,180	2,435	3,047	3,666
자본조정	(1,487)	(1,487)	(1,487)	(1,487)
기타포괄손익누계액	4,357	3,308	3,385	3,444
비지배지분	30	32	32	32
자본총계	16,144	15,757	17,208	18,657

Key Financial Data I

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표 (원)				
EPS	42,732	51,133	52,979	56,524
BPS	379,783	370,673	404,807	438,900
수정 BPS	578,904	553,337	586,354	619,636
보통주 DPS	16,000	20,000	23,000	26,000
Valuation (배, %)				
PER	6.2	6.6	6.3	5.9
PBR	0.7	0.9	0.8	0.8
수정 PBR	0.5	0.6	0.6	0.5
배당성향	37.4	39.0	43.0	46.0
보통주 배당수익률	6.1	6.0	6.9	7.7
재무비율 (%)				
ROA	2.1	2.5	2.5	2.6
ROE	11.3	13.8	13.1	12.9
수정 ROE	7.4	9.2	9.0	9.1

Income Statement

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	1,933	1,887	2,135	2,330
일반/변동수수료모형(VFA)	1,731	1,747	1,910	2,027
CSM 상각	1,539	1,632	1,721	1,811
RA 환입	151	166	181	181
예실차 및 기타	42	(50)	8	34
보험료배분(PPA)	1,167	909	918	927
재보험손익	(634)	(585)	(527)	(474)
기타사업비	(330)	(184)	(166)	(149)
투자손익	409	933	914	930
보험금융손익	(1,372)	(1,353)	(1,393)	(1,405)
투자서비스손익	1,781	2,286	2,307	2,334
FVPL 평가손익	2	145	56	57
기타	1,778	2,141	2,251	2,277
영업이익	2,489	2,879	3,097	3,305
영업외이익	18	13	13	13
세전이익	2,507	2,892	3,109	3,317
법인세비용	(687)	(715)	(855)	(912)
당기순이익	1,820	2,177	2,254	2,405
지배주주 순이익	1,817	2,174	2,252	2,403

주: 보험손익, 투자손익 별도기준

Key Financial Data II

	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익				
신계약 CSM	3,499	3,230	3,060	3,097
CSM 배수 (배, 개월)	18.6	15.2	15.5	15.5
CSM 상각률 (%)	9.8	9.9	10.0	10.1
CSM Movement				
기초 CSM	12,144	13,303	14,068	14,847
신계약 CSM	3,500	3,230	3,060	3,097
이자부리	398	487	514	541
CSM 조정	(1,200)	(1,319)	(1,074)	(1,020)
CSM 상각	(1,539)	(1,632)	(1,721)	(1,811)
기말 CSM	13,303	14,068	14,847	15,654
투자손익				
투자서비스 수익률	2.2	2.8	2.8	2.7
FVPL 제외 투자서비스 수익률	2.2	2.6	2.7	2.6

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)

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	86.0%
중립	14.0%
매도	0.0%

2024년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성화재 (000810) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.05.30	Indepth	Hold	250,000	은경완	-18.4	-4.6	
2023.05.30	1년 경과				-2.6	7.6	
2023.10.11	산업분석	Buy	340,000	조아해	-23.2	-2.1	
2024.02.23	기업브리프	Buy	360,000	조아해	-14.8	-4.7	
2024.05.16	기업브리프	Buy	380,000	조아해	-7.2	-1.6	
2024.06.03	산업분석	Buy	430,000	조아해	-	-	