

2025. 2. 3



▲ 금융

Analyst 조아해

02. 6454-4870

like.cho@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** **450,000 원****현재주가 (1.31)** **381,500 원****상승여력** **18.0%**

KOSPI 2,517.37pt

시가총액 180,735 억원

발행주식수 4,737 만주

유동주식비율 65.57%

외국인비중 53.77%

52주 최고/최저가 435,000 원/264,000 원

평균거래대금 404.2 억원

주요주주(%)

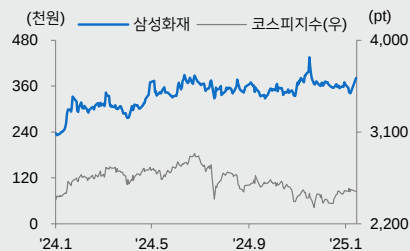
삼성생명보험 외 6 인 18.50

국민연금공단 6.80

주가상승률(%)

1개월 6.4 6개월 2.4 12개월 44.5

절대주가 1.4 12.7 43.3

주가그래프

삼성화재 000810

구체화된 주주환원정책

- ✓ 4Q24 지배주주순이익 1,989억원 (+13.6% YoY): 컨센서스를 하회 전망
- ✓ 28년 주주환원을 50% (보유 자사주 소각 미포함), 보유 자사주 소각 (15.9% → 28년 5% 미만) vs. 삼성금융계열사의 지분율 변동 고려 필요
- ✓ 중장기 K-ICS비율 220%: 초과 자본 활용 기대감 유효 (약 4조원)
- ✓ 투자 의견 BUY 유지, 적정주가 450,000원 상향

타사대비 적을 변동성

4Q24 지배주주순이익은 1,989억원 (+13.6% YoY, -64.1% QoQ)으로 컨센서스를 23.8% 하회할 것으로 전망한다. 다만 계리적 가정 관련 영향은 타사대비 적을 것으로 예상한다. 보험손익은 장기보험 예상차 악화, 자동차 손해율 상승 등 계절성 요인과 계리적 가정 변경으로 부진할 것으로 예상한다 (별도 -2.0% YoY 추정). 투자손익은 채권교체매매, 해외부동산 손상차손 등 예상되나, 금리 하락 기반 FVPL 손익 회복이 이를 상쇄할 것으로 예상한다 (별도 +236.6% YoY 추정).

주주환원정책 공시, 이후의 살펴볼 사안

기업가치 제고계획을 통해 1) 보유 자사주 소각 (15.9% → 28년 5% 미만), 2) 28년 주주환원을 50% (보유 자사주 소각 미포함), 3) 중장기 K-ICS비율 220% (vs. 3Q24 281%)를 제시했다. 공시된 2024년 DPS는 아쉬우나 (18,500 ~19,000원 vs. 당사 기존 추정 20,000원), 초과 자본 활용 및 보유 자사주 소각에 따른 주주환원수익률 제고는 긍정적이다 (25E 균등 보유 자사주 소각 진행 시 7.9% 추정). 한편 보유 자사주 소각에 따른 삼성생명의 삼성화재 지분율 변동을 고려해야 한다 (현재 14.98% → 자사주 5% 외 소각 시 16.9%). 삼성화재가 삼성생명의 자회사 편입 이슈가 발생하기 때문이다 (보험업법 제2조제18호).

자본활용 기대감

동사에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고 적정주가를 450,000원으로 상향한다. 주주환원정책 공시 이후 확인할 사안이 있으나, 구체적인 주주환원정책 기반 1) 초과 자본 활용 기대감 (약 4조원), 2) 보유 자사주 소각 효과 및 배당 중심 주주환원을 제고를 반영하였다. 중장기적으로 자본 우위 활용 계획에 주목할 필요가 있다.

(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	1,842	833	2,065	48,586	13.7	369,160	7.9	1.0	13.2	2.4	5.0
2025E	2,039	916	2,180	51,293	5.6	402,910	7.4	0.9	12.7	2.4	5.5
2026E	2,204	934	2,312	54,384	6.0	436,551	7.0	0.9	12.5	2.5	6.3

표1 삼성화재 4Q24 실적 Preview

(십억원)	4Q24E	4Q23	(% YoY)	3Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
보험손익	194.1	198.1	(2.0)	477.0	(59.3)		
투자손익	70.8	21.0	236.6	265.5	(73.3)		
영업이익	276.5	227.6	21.5	740.7	(62.7)		
당기순이익	198.9	175.2	13.6	554.1	(64.1)	260.9	(23.8)

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	2,065	2,180	2,174	2,252	(5.0)	(3.2)

자료: 메리츠증권 리서치센터

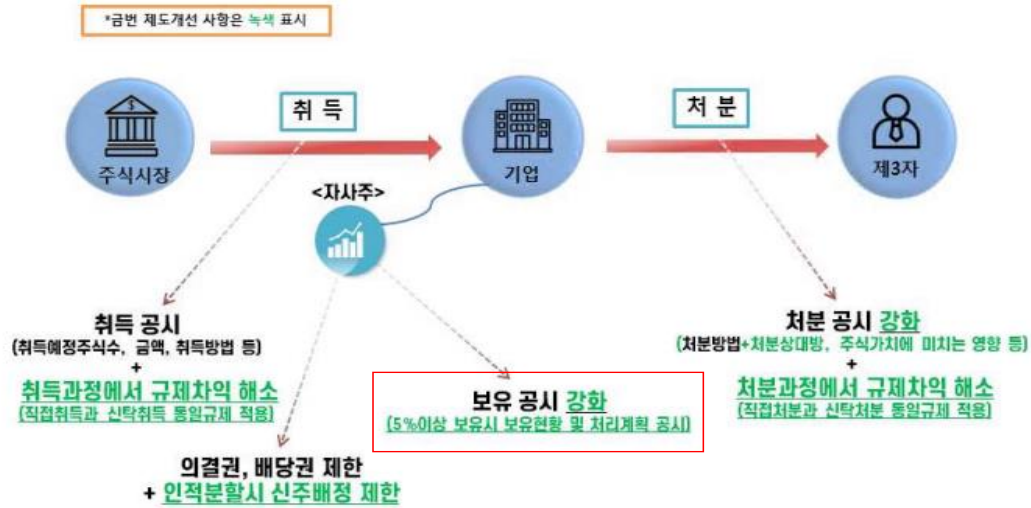
표3 삼성화재 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E	2026E
보험손익	532.3	198.1	603.8	566.8	477.0	194.1	1,841.6	2,038.7	2,204.2
일반/변동수수료모형(VFA)	493.7	281.5	475.5	514.8	456.5	296.8	1,743.6	1,850.5	1,933.9
CSM상각	394.4	387.6	396.5	403.9	410.6	420.9	1,631.8	1,715.8	1,794.5
RA환입	37.9	40.9	34.2	43.7	44.1	44.1	166.0	181.0	181.0
예실차 및 기타	61.4	(147.1)	44.8	67.3	1.9	(168.2)	(54.3)	(46.3)	(41.6)
보험료배분(PPA)	306.1	122.2	270.8	308.6	205.7	123.4	908.6	917.7	926.9
재보험손익	(184.9)	(130.9)	(116.5)	(199.4)	(151.5)	(144.0)	(611.3)	(550.2)	(495.2)
기타사업비	(82.6)	(74.6)	(26.1)	(57.3)	(33.8)	(82.1)	(199.3)	(179.3)	(161.4)
투자손익	22.8	21.0	286.3	210.7	265.5	70.8	833.3	915.8	933.9
보험금융손익	(342.7)	(345.3)	(342.9)	(349.3)	(300.8)	(360.0)	(1,352.9)	(1,391.4)	(1,400.1)
투자서비스손익	365.5	366.4	629.2	560.0	566.3	430.8	2,186.2	2,307.3	2,334.0
영업이익	589.2	227.6	913.1	803.8	740.7	276.5	2,734.1	3,001.6	3,182.8
영업외이익	2.6	(1.4)	4.7	2.2	3.1	(1.4)	8.6	8.8	8.8
세전이익	591.8	226.2	917.7	806.0	743.8	275.1	2,742.6	3,010.3	3,191.6
법인세비용	(162.3)	(50.6)	(215.8)	(193.6)	(189.2)	(75.6)	(674.3)	(827.8)	(877.7)
당기순이익	429.5	175.5	702.0	612.4	554.6	199.4	2,068.3	2,182.5	2,313.9
지배주주 순이익	428.2	175.2	701.0	611.4	554.1	198.9	2,065.4	2,180.5	2,311.9

주: 보험손익, 투자손익 별도 기준

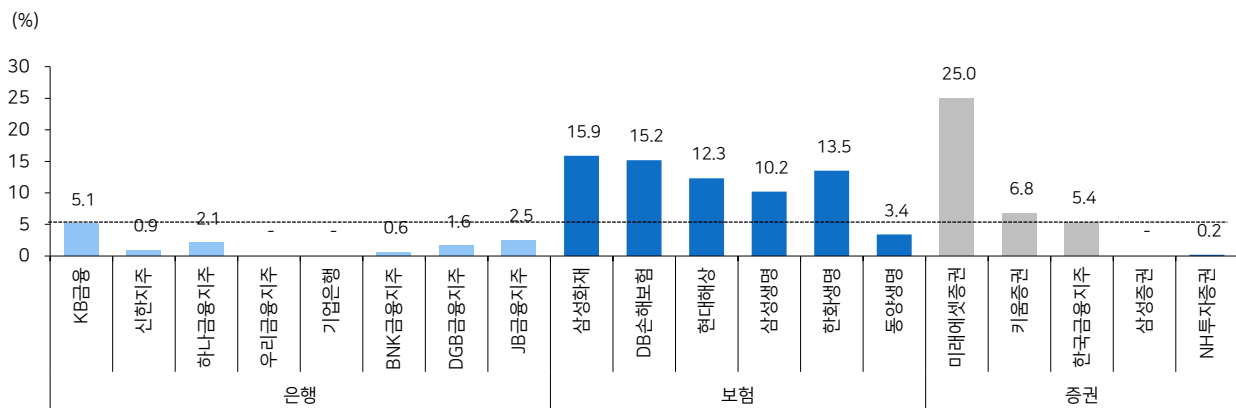
자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림1 상장법인 자기주식 제도개선 주요내용 (24.12.24 시행)



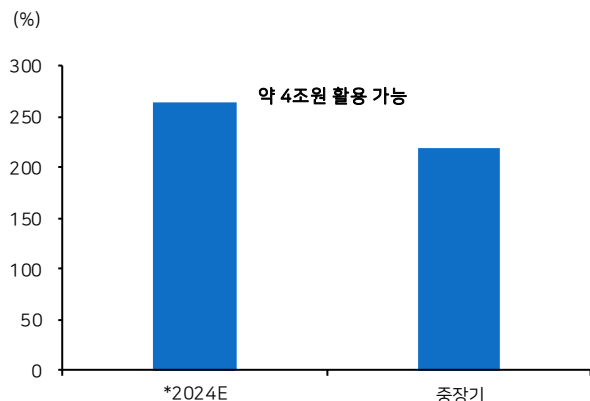
자료: 금융위원회

그림2 커버리지 금융사 자사주 보유 현황



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

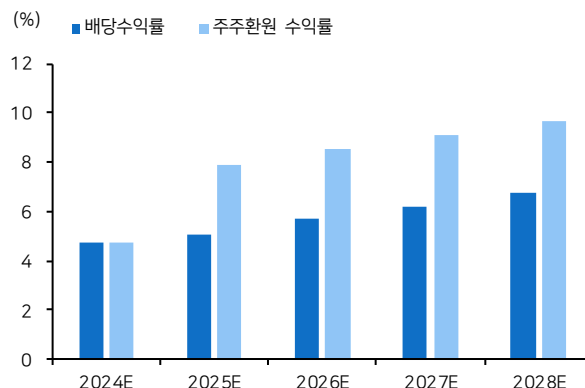
그림3 삼성화재 K-ICS비율 관리 목표



주: *삼성화재 기업가치제고계획 기준

자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림4 삼성화재 주주환원수익률 추정



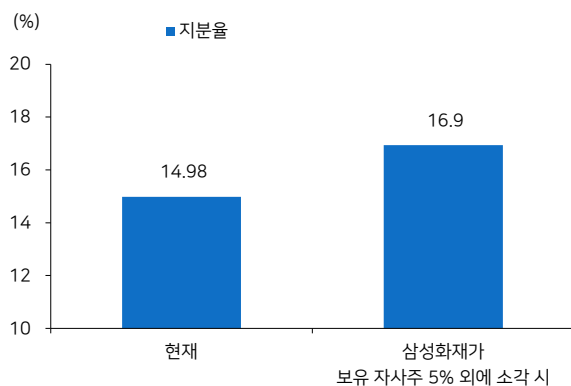
주: 27~28년 순이익 +3% YoY 단순 가정 기준

25년부터 보통주 136만주 소각 가정 (1월 31일 기준 약 5,000억원)

24년은 24년 12월말 증가 기준, 이 외 1월 31일 증가 기준

자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림5 삼성생명의 삼성화재 지분율



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표4 보험업법 제2조제18호

보험업법

제2조제18호

“자회사”란 보험회사가 다른 회사(“민법” 또는 특별법에 따른 조합을 포함한다)의 의결권 있는 발행주식(출자지분을 포함한다) 총수의 100분의 15를 초과하여 소유하는 경우의 그 다른 회사를 말한다.

자료: 국가법령정보센터

표5 주식회사 등의 외부감사에 관한 법률 시행령 (외부감사법 시행령)

제26조(관계회사의 범위 등) ① 법 제21조제1항 전단에서 “해당 회사의 주식 또는 지분을 일정 비율 이상 소유하고 있는 등 대통령령으로 정하는 관계에 있는 회사”란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 회사를 말한다.

1. 제3조제1항에 따른 지배·종속의 관계에 있는 종속회사
2. 회계처리기준에 따른 관계기업(종속회사는 아니지만 투자자가 일정한 영향력을 보유하는 기업을 말한다)
3. 회계처리기준에 따른 공동기업(둘 이상의 투자자가 공동으로 지배하는 기업을 말한다)
4. 그 밖에 해당 회사와 이해관계가 있는 것으로 금융위원회가 정하는 회사

② 법 제21조에 따라 감사인이 제출 요구 또는 협조 요청을 할 수 있는 자료는 장부, 서류 및 전자문서(회사 경영 과정에서 발생하는 정보를 전산처리하는 시스템에 축적된 전자파일 등을 포함한다) 등 그 형태에 관계없이 감사인이 감사업무를 수행하는 데 필요한 정보를 효과적으로 제공할 수 있는 매체로 한다.

외부감사 및 회계 등에 관한 규정

제21조(관계회사의 범위) 영 제26조제1항제4호에서 “그 밖에 해당 회사와 이해관계가 있는 것으로 금융위원회가 정하는 회사”란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 회사를 말한다.

1. 해당 회사의 발행주식총수 또는 출자지분의 100분의 20 이상을 소유하고 있는 회사 또는 해당 회사가 발행주식총수 또는 출자지분의 100분의 20 이상을 소유하고 있는 회사
2. 동일인이 해당 회사를 포함한 둘 이상의 회사의 각 발행주식총수 또는 출자지분의 100분의 30 이상을 소유하고 있는 경우 해당 회사 외의 회사
3. 그 밖에 해당 회사와 이해관계가 있다고 인정되는 회사

자료: 국가법령정보센터

표6 삼성화재 Valuation

	단위	삼성화재
3개년 평균 수정 ROE [A]	%	8.8
Cost of Equity [B]	%	7.1
할증폭 [C]	%	7.6
조정 COE [E=B+C]	%	14.7
Eternal Growth [D]	%	0
Adj. Fair PBR (이론적 PBR) [F=(A-D)/(E-D)]	배	0.6
Premium/Discount [G]	%	30
Target PBR [H=F*(1+G)]	배	0.8
12M Fwd 수정 BPS [I]	원	582,878
적정주가 [J=H*I]	원	450,000
현재가 (1/31) [K]	원	381,500
Upside Potential [L=(J-K)/K]	%	18.0

주: Premium = 보험사별 K-ICS비율 기반 주주환원성향 확대 여력 프리미엄을 차등화하여 반영

자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

표7 적정주가 변경내역

	New	Old	차이 (%)	현재가 (1/31)	Upside Potential
삼성화재	450,000	430,000	4.7	381,500	18.0

자료: 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	3,564	3,625	3,271
특별계정자산	73	90	90	90
자산총계	85,019	86,499	89,224	91,620
책임준비금	63,697	64,879	66,170	67,135
보험계약부채	51,777	53,021	54,193	55,039
최선추정(BEL)	32,465	32,940	33,233	33,207
위험조정(RA)	1,660	1,817	1,832	1,826
보험계약마진(CSM)	13,303	14,060	14,754	15,456
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	70,806	72,097	73,062
자본금	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939
이익잉여금	12,279	12,875	14,237	15,615
해약환급금준비금	1,180	2,435	3,047	3,666
자본조정	(1,487)	(1,487)	(1,487)	(1,487)
기타포괄손익누계액	4,357	3,307	3,380	3,432
비지배지분	30	32	32	32
자본총계	16,144	15,693	17,128	18,558

Key Financial Data I

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표 (원)				
EPS	42,732	48,586	51,293	54,384
BPS	379,783	369,160	402,910	436,551
수정 BPS	578,904	551,688	582,878	613,918
보통주 DPS	16,000	19,000	21,000	24,000
Valuation (배, %)				
PER	6.2	7.9	7.4	7.0
PBR	0.7	1.0	0.9	0.9
수정 PBR	0.5	0.7	0.7	0.6
배당성향	37.4	38.9	41.7	44.5
보통주 배당수익률	6.1	5.0	5.5	6.3
재무비율 (%)				
ROA	2.1	2.4	2.4	2.5
ROE	11.3	13.2	12.7	12.5
수정 ROE	7.4	8.8	8.8	8.9

Income Statement

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	1,933	1,842	2,039	2,204
일반/변동수수료모형(VFA)	1,731	1,744	1,850	1,934
CSM 상각	1,539	1,632	1,716	1,795
RA 환입	151	166	181	181
예실차 및 기타	42	(54)	(46)	(42)
보험료배분(PPA)	1,167	909	918	927
재보험손익	(634)	(611)	(550)	(495)
기타사업비	(330)	(199)	(179)	(161)
투자손익	409	833	916	934
보험금융손익	(1,372)	(1,353)	(1,391)	(1,400)
투자서비스손익	1,781	2,186	2,307	2,334
FVPL 평가손익	2	145	56	57
기타	1,778	2,041	2,251	2,277
영업이익	2,489	2,734	3,002	3,183
영업외이익	18	9	9	9
세전이익	2,507	2,743	3,010	3,192
법인세비용	(687)	(674)	(828)	(878)
당기순이익	1,820	2,068	2,182	2,314
지배주주 순이익	1,817	2,065	2,180	2,312

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	14,060	14,754
신계약 CSM	3,500	3,230	3,060	3,097
이자부리	398	479	480	502
CSM 조정	(1,200)	(1,319)	(1,130)	(1,103)
CSM 상각	(1,539)	(1,632)	(1,716)	(1,795)
기말 CSM	13,303	14,060	14,754	15,456
투자손익				
투자서비스 수익률	2.2	2.7	2.8	2.7
FVPL 제외 투자서비스 수익률	2.2	2.5	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)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

2024년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성화재 (000810) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-16.8	1.2	
2025.02.03	기업브리프	Buy	450,000	조아해	-	-	