



삼성화재 (000810)

우선주 접근은 유효할 것

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479 / RA 권지우 Jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

Hold (유지)

목표주가(유지): 360,000원

현재 주가(2/11)	367,500원
상승여력	▼2.0%
시가총액	174,103억원
발행주식수	47,375천주
52 주 최고가 / 최저가	435,000 / 277,000원
90 일 일평균 거래대금	419.9억원
외국인 지분율	53.6%

주주 구성	
삼성생명보험 (외 7 인)	18.5%
자사주 (외 1 인)	15.9%
국민연금공단 (외 1 인)	6.8%

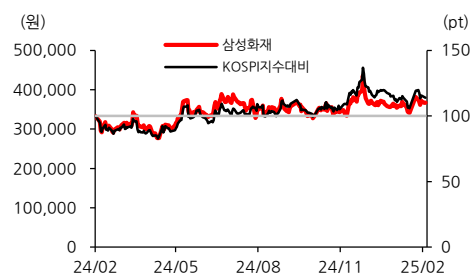
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	3.7	5.5	4.7	10.4
상대수익률(KOSPI)	2.7	5.2	6.6	13.5

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2023	2024P	2025E	2026E
보험손익	2,013	1,889	1,982	2,148
투자손익	419	845	1,110	1,141
영업이익	2,427	2,735	3,092	3,289
지배순이익	1,817	2,074	2,284	2,428
CSM (*)	13,143	13,765	15,048	16,381
수정 EPS	44,532	50,783	55,854	59,287
수정 BPS	542,519	518,572	545,186	571,378
수정 PER	5.9	7.1	6.6	6.2
수정 PBR	0.5	0.7	0.7	0.6
수정 ROE	8.3	9.0	9.8	9.9
배당수익률	5.2	5.2	6.0	6.8

* 보유 순부채 기준

주가 추이



삼성화재는 낮아진 컨센서스를 하회하는 실적을 기록했습니다. 주가 상승 여력은 제한적이나 배당수익을 감안 시 우선주 접근은 유효하다고 판단됩니다. 보유자사주 소각은 오는 4월 이내 진행될 것으로 기대됩니다.

4Q24 지배 순이익 2,071억원(+18% YoY), 기대치 하회

삼성화재의 4Q24 연결 지배 순이익은 2,071억원(+18% YoY)으로 당사 추정과 시장 컨센서스를 각각 20%, 6% 하회. 당사 추정과 비교하면 발생보험금과 손실계약비용, 충당금 인식 등에 의해 부진하게 나타남. 4Q24 보험손익은 2,150억원(+12% YoY)을 기록. 일반모형(장기)에서 발생보험금이 12% QoQ 증가하는 등 계절성을 감안해도 청구가 크게 증가함. 4Q24 투자손익은 620억원(+75% YoY)으로 교체매매에 따른 매각손(1,500억원)이 연이어 발생했고, 해외 부동산 관련 자산의 손상이 800억원 인식되면서 평기보다 부진했음. 신계약은 인보험을 중심으로 17% QoQ 증가해 보장성 기준으로 역대 최대 매출을 기록. 이에 신계약 CSM도 16% QoQ 증가. 다만 CSM 잔액(보유)은, 금감원의 가이드라인 적용에 따른 영향이 상대적으로 적었음에도 불구하고, 주로 자체적인 계리가정 변경으로 인해 경험조정이 -8,000억원 발생하면서 2% QoQ 감소했으며 연간으로는 5% 증가에 그침. 2025년에도 견조한 신계약 CSM이 보유계약 해지에 의한 기중 (-) 조정으로 상쇄되면서 CSM 잔액은 9% 증가할 것으로 예상됨. 동시에 금감원 가이드라인으로 상각률이 하락하고 마진배수가 1Q25 중 약화되면서, 2025년 CSM 상각익은 기존 예상보다 4% 감소할 것으로 추정됨

우선주 접근은 유효할 것

삼성화재는 삼성전자의 자사주 매입 종료가 가까워짐에 따라 최근 초과지분(0.01%) 매각을 공시. 이에 따른 매각익은 405억원으로 추정. 삼성전자의 남은 자사주 매입이 모두 종료되면 현 주가 기준으로 연간 1,300억원대의 매각익이 예상되며, 이는 손익계산서를 거치지 않고 이익잉여금으로 바로 대체됨. 매각익의 절반을 배당 재원으로 활용한다고 가정하면 2025년 배당수익률은 보통주 6.0%, 우선주 7.9%로 기대됨. 현재 valuation에서 주가의 상승여력은 제한적이나 리스크 요인이 적어 하방 또한 제한된 것으로 판단되는 가운데, 다시금 높아진 배당수익률을 고려하면 우선주에 대한 접근은 유효할 것으로 판단함

[표1] 삼성화재의 4Q24 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	4Q24P	4Q23	YoY	3Q24	QoQ	4Q24E	차이	컨센서스	차이
보험손익	215.0	192.1	11.9	476.7	-54.9	229.1	-6.2	n/a	n/a
투자손익	62.0	35.4	75.0	264.0	-76.5	120.4	-48.5	n/a	n/a
영업이익	276.9	227.6	21.7	740.7	-62.6	349.5	-20.8	287.9	-3.8
당기순이익	207.9	175.5	18.4	554.6	-62.5	258.4	-19.6	209.0	-0.6
지배주주 순이익	207.1	175.2	18.2	554.1	-62.6	258.2	-19.8	220.4	-6.0

자료: 삼성화재, Quantivise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 삼성화재의 연결 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

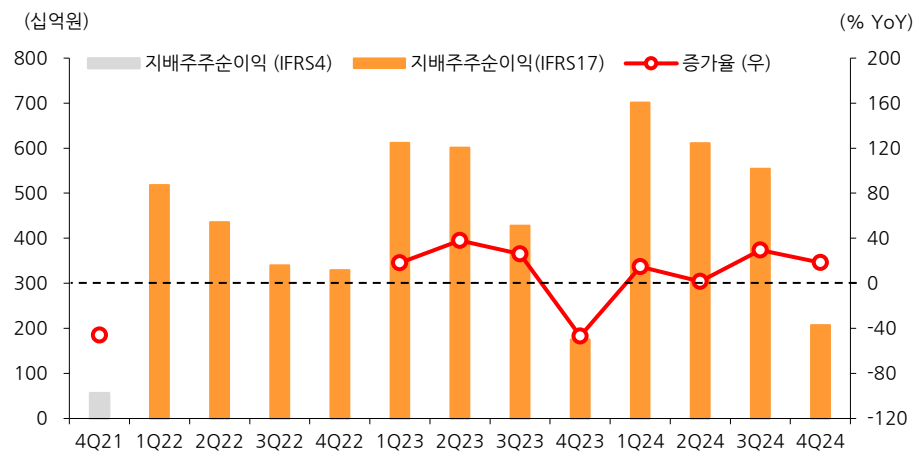
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	QoQ	YoY
AUM	78,140	78,045	77,536	81,667	81,672	82,440	82,282	83,836	1.9	2.7
투자서비스손익	592	441	376	381	636	575	562	409	-27.2	7.4
Yield	3.1	2.3	1.9	1.9	3.1	2.8	2.7	2.0	-0.8	0.1
CSM (보유 순부채)	12,313	12,622	13,195	13,143	13,533	13,765	13,994	13,765	-1.6	4.7
CSM 상각	372	379	392	378	389	396	402	391	-2.9	3.4
단순상각률	12.1	12.0	11.9	11.5	11.5	11.5	11.5	11.4	-0.1	-0.1
신계약 CSM (원수)	678	764	1,164	893	886	753	839	974	16.2	9.1
월납 신계약 보험료	44.6	44.5	52.5	46.3	58.3	52.1	54.1	63.1	16.7	36.5
단순마진 (개월)	15.2	17.2	22.2	19.3	15.2	14.5	15.5	15.4	-0.1	-3.9
보험+재보험손익	613	647	560	192	620	577	477	215	-54.9	11.9
일반/VFA 모형	463	499	486	306	469	500	459	289	-37.2	-5.8
예실차	73	97	71	-71	64	75	30	-90	적전	적지
보험금*	79	114	95	-5	83	93	47	-69	적전	적지
사입비	-5	-17	-24	-66	-19	-18	-17	-21	적지	적지
RA 변동	29	36	35	39	31	40	40	40	0.8	3.0
CSM 상각	372	379	392	378	389	396	402	391	-2.9	3.4
손실계약관련비용	-12	-13	-11	-52	-14	-11	-13	-70	적지	적지
기타	0	0	0	12	-1	0	-0	17	흑전	37.8
PAA 모형	222	244	152	-44	173	131	47	-19	적전	적지
보험수익	1,961	2,034	2,090	2,104	2,080	2,100	2,117	2,147	1.4	2.0
발생순보험금	1,143	1,171	1,294	1,358	1,217	1,289	1,382	1,401	1.4	3.2
발생순손사비	94	94	98	154	103	99	112	145	30.0	-5.5
손실계약관련비용	0	1	-0	11	-3	3	0	-3	적전	적전
재보험비용	215	243	261	281	267	258	260	283	8.8	0.6
기타	-286	-284	-284	-366	-317	-326	-316	-333	적지	적지
기타사업비	72	95	79	70	22	53	30	55	85.2	-22.0
투자손익	239	111	34	35	293	226	264	62	-76.5	75.0
보험금융손익	-353	-331	-342	-345	-343	-349	-298	-347	적지	적지
투자서비스손익	592	441	376	381	636	575	562	409	-27.2	7.4
영업이익	852	758	589	228	913	804	741	277	-62.6	21.7
영업외이익	6	10	3	-1	5	2	3	0	-98.9	흑전
세전이익	858	768	592	226	918	806	744	277	-62.8	22.5
당기순이익	612	602	430	176	702	612	555	208	-62.5	18.4
지배주주 순이익	612	601	428	175	701	611	554	207	-62.6	18.2

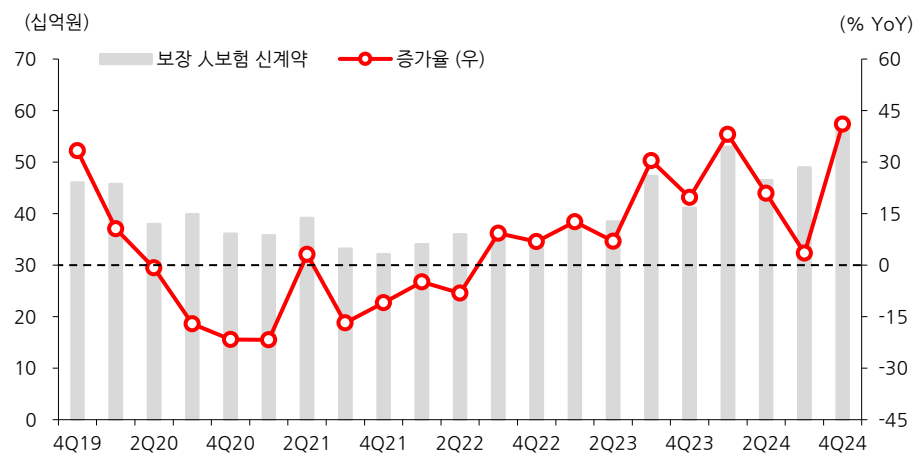
주: *보험료 경험조정 포함

자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

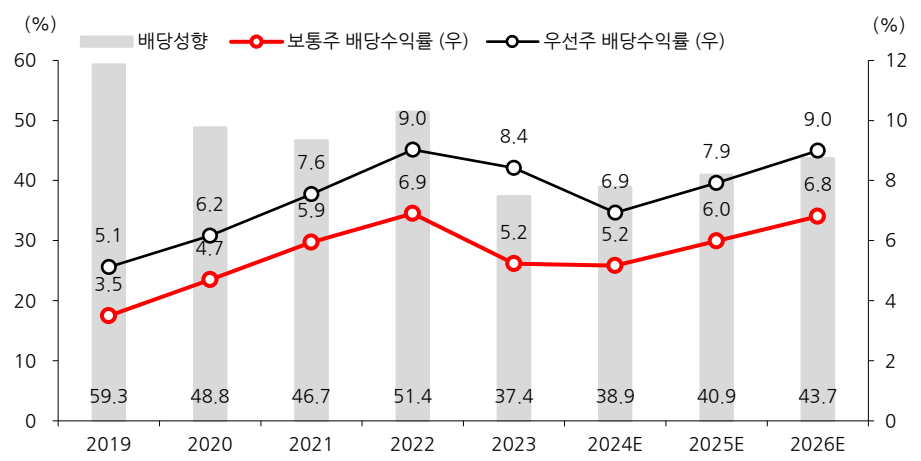
[그림1] 삼성화재의 분기별 지배주주 순이익 및 증가율



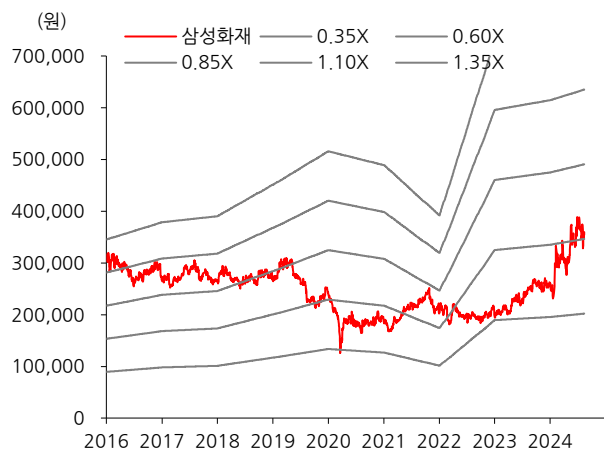
[그림2] 삼성화재의 보장성 인보험 신계약 금액 및 증가율



[그림3] 삼성화재의 배당지표 추이 및 전망

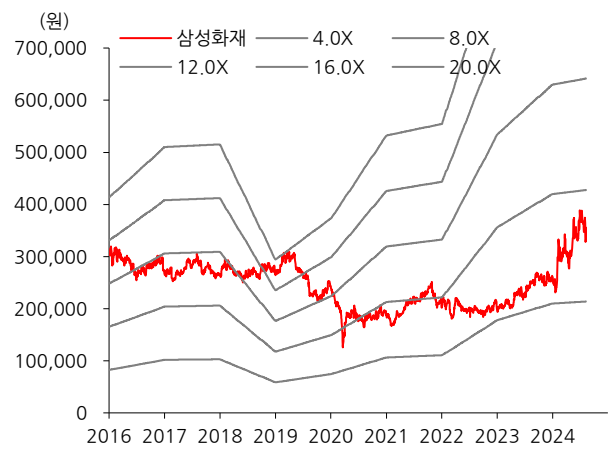


[그림4] 삼성화재 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 삼성화재 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024P	2025E	2026E
운용자산	81,667	83,836	84,931	86,211
현금및예치금	1,738	3,103	2,407	2,447
유가증권	50,351	50,826	52,247	53,036
FVPL	10,281	11,374	11,367	11,505
FVOCI	37,733	37,025	38,386	39,008
AC	1,732	1,725	1,793	1,822
대출채권	27,822	27,068	27,340	27,738
부동산	1,755	2,840	2,937	2,991
비운용자산	3,279	3,342	3,765	4,226
특별계정자산	73	91	94	98
자산총계	85,019	87,268	88,791	90,535
책임준비금	63,697	65,327	65,428	65,806
BEL	32,465	31,408	29,992	28,803
RA	1,660	1,942	2,070	2,198
CSM	13,303	14,074	15,368	16,714
PAA	4,349	4,363	4,185	4,001
투자계약부채	11,920	13,540	13,812	14,091
기타부채	5,104	6,247	6,211	6,176
후순위채	0	0	0	0
특별계정부채	74	92	95	99
부채총계	68,875	71,666	71,734	72,081
자본금	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	12,279	13,670	15,189	16,684
해약환급금준비금	1,180	2,213	3,757	5,300
자본조정	-1,487	-1,487	-1,487	-1,487
기타포괄손익누계	4,357	2,418	2,390	2,291
자본총계	16,144	15,602	17,057	18,454

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2023	2024P	2025E	2026E
자산총계	5.2	2.6	1.7	2.0
운용자산	5.6	2.7	1.3	1.5
부채총계	0.9	4.1	0.1	0.5
CSM	9.5	5.8	9.2	8.8
자본총계	28.9	-3.4	9.3	8.2
보험손익	18.7	-6.1	4.9	8.4
투자손익	-13.3	101.8	31.3	2.8
영업이익	11.4	12.7	13.1	6.4
순이익	11.9	14.2	10.1	6.3

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024P	2025E	2026E
보험손익	2,013	1,889	1,982	2,148
일반 및 변동수수료모형	1,754	1,717	1,798	1,946
CSM 상각	1,521	1,579	1,626	1,770
RA 변동	139	152	159	170
예상과실계차이	168	76	122	115
손실계약	-88	-108	-109	-109
기타	14	18	0	0
보험료배분접근법모형	574	333	380	409
간접사업비	316	160	197	206
투자손익	419	845	1,110	1,141
보험금융손익	-1,371	-1,337	-1,277	-1,323
이자수익	2,036	2,179	2,279	2,313
배당수익	355	427	436	459
FVPL 평가손익	-85	85	0	0
기타	-516	-508	-328	-308
영업이익	2,427	2,735	3,092	3,289
영업외이익	18	10	0	0
세전이익	2,445	2,745	3,092	3,289
법인세비용	625	668	806	858
당기순이익	1,820	2,077	2,286	2,431
지배주주 순이익	1,817	2,074	2,284	2,428

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2023	2024P	2025E	2026E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	188	228	221	228
신계약 CSM	3,500	3,452	3,367	3,481
투자수익률	2.3	2.7	2.8	2.9
수정 Book Value	23,062	22,044	23,176	24,289
수익성	13	13	14	14
수정 ROE	8.3	9.0	9.8	9.9
수정 ROA	2.1	2.3	2.5	2.6

주당 지표

수정 EPS	44,532	50,783	55,854	59,287
수정 BPS	542,519	518,572	545,186	571,378
보통주 DPS	16,000	19,000	22,000	25,000

Valuation 및 배당

수정 PER	5.9	7.1	6.6	6.2
수정 PBR	0.5	0.7	0.7	0.6
배당성향	37.4	38.9	40.9	43.7
보통주 배당수익률	5.2	5.2	6.0	6.8

[Compliance Notice]

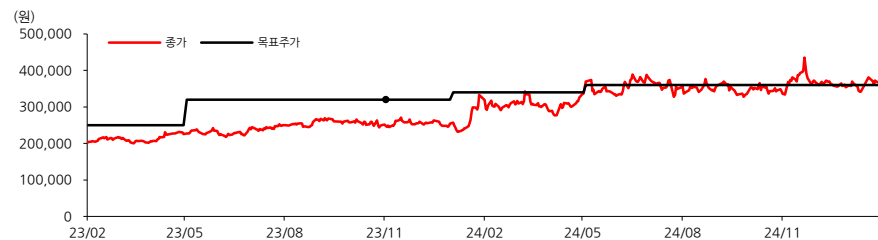
(공표일: 2025년 2월 12일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하, 권지우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[삼성화재 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.02.22	2023.05.14	2023.06.14	2023.08.16	2023.09.01
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		250,000	320,000	320,000	320,000	320,000
일 시	2023.11.14	2024.01.15	2024.02.23	2024.05.16	2024.06.17	2024.07.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold
목표가격	320,000	340,000	340,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2024.08.16	2024.10.08	2024.11.11	2025.01.20	2025.02.03	2025.02.12
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.05.14	Buy	320,000	-22.68	-15.31
2024.01.15	Buy	340,000	-12.92	0.88
2024.05.16	Hold	360,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%