

# 삼성화재 (000810/KS)

Show me the money

SK증권 리서치센터

## 매수(유지)

목표주가: 474,000 원(상향)  
현재주가: 359,500 원  
상승여력: 31.8%

## 목표주가 474,000 원으로 상향

삼성화재의 목표주가를 높은 자본력에 기반한 1) 안정적인 주주환원 확대 기대감, 2) 시장 점유율 확대 및 3) 투자손익 개선 등을 종합적으로 반영하여 474,000 원으로 상향한다. 목표주가는 25E BVPS 344,478 원에 Target PBR 1.38 배를 적용하여 산출했다. 투자 리스크로는 1) 지속되는 제도 관련 불확실성, 2) 자본 정책에 대한 검토안 제시 이후 전반적으로 지연되는 밸류업 본공시 등을 제시한다.

## 높은 자본력을 바탕으로 시장 점유율과 투자수익률 모두 개선 기대

삼성화재의 자본력은 업계 최상위 수준에 달하는데 보유계약 중 상대적으로 연만기/갱신형 상품 비중이 높아 위험액이 상대적으로 작게 산출되는데 기인하는 것으로 추정된다. 자산보다 부채 듀레이션이 짧아 상대적으로 금리 하락기에 유리한 구조에 있는 만큼 향후 금리 하락에도 우려는 제한적일 전망이다. 동사가 보유한 높은 자본력을 감안했을 때 1) 적극적인 신계약 확대 및 2) 고수익 자산 투자 등 추가적인 Risk taking 여력이 높다는 점을 감안할 때 향후 동사가 Target 하는 K-ICS 비율 250%까지 자본 효율성 제고를 통한 ROE 상승 효과를 기대할 수 있을 전망이며 주주환원을 확대 및 이익체력 개선에 따른 DPS 증가를 전망한다.



Analyst  
설용진

s.dragon@sk.com  
3773-8610

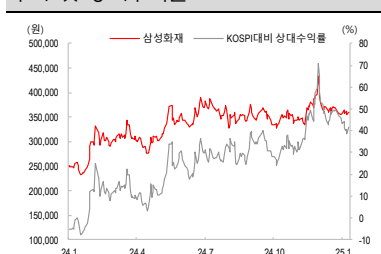
### Company Data

|            |            |
|------------|------------|
| 발행주식수      | 4,737 만주   |
| 시가총액       | 16,794 십억원 |
| 주요주주       |            |
| 삼성생명보험(외6) | 18.50%     |
| 자사주        | 15.93%     |

### Stock Data

|              |             |
|--------------|-------------|
| 주가(25/01/13) | 359,500 원   |
| KOSPI        | 2,489.56 pt |
| 52주 최고가      | 435,000 원   |
| 52주 최저가      | 231,500 원   |
| 60일 평균 거래대금  | 42 십억원      |

### 주가 및 상대수익률



## 4Q24 순이익 2,931억원(+74.8% YoY) 전망

삼성화재의 4Q24 순이익은 2,931억원(+74.8% YoY)억원으로 컨센서스 수준의 실적을 기록할 전망이다. 보험손익은 계절적인 예실차 손익, 자동차/일반보험 손익 부진, 가정 조정에 따른 손실계약비용 등 영향에도 안정적인 CSM 상각이익을 중심으로 2,190억원(+12.7% YoY)을 예상하며 투자손익은 교체매매로 인한 일부 처분손실에도 전년 동기 중 나타난 대규모 교체매매 기저효과로 큰 폭 개선될 전망이다. 신계약은 GA/전속 모두 적극적으로 점유율을 확대함에 따라 보장성 인보험 기준 월평균 196억원(+20% QoQ)을 전망한다. 무/저해지 관련 영향은 CSM 약 1천억원 감소를 예상하나 최적 해지율 조정에 따른 영향이 추가적으로 예상된다. 지속적으로 업계 내 가장 높은 수준의 K-ICS 비율 유지될 것으로 전망하며 24E 결산배당은 21,000원, 배당수익률 5.9%를 예상한다.

### 영업실적 및 투자지표

| 구분    | 단위  | 2021A | 2022A | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------|-----|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 보험손익  | 십억원 |       |       | 1,933  | 1,867  | 1,936  | 2,007  |
| 투자손익  | 십억원 |       |       | 409    | 936    | 1,046  | 1,054  |
| 영업이익  | 십억원 |       |       | 2,342  | 2,802  | 2,982  | 3,062  |
| 당기순이익 | 십억원 |       |       | 1,755  | 2,128  | 2,222  | 2,280  |
| EPS   | 원   |       |       | 34,715 | 42,073 | 43,933 | 45,093 |
| PER   | 배   |       |       | 7.6    | 8.5    | 8.2    | 8.0    |
| PBR   | 배   |       |       | 0.8    | 1.13   | 1.04   | 0.97   |
| ROE   | %   |       |       | 12.5   | 13.3   | 13.3   | 12.6   |

목표주가 산정 Table

| 항목                        | 비고   | 내용          |
|---------------------------|--|-------------|
| Sustainable ROE (a)       | 2025E ~2027F ROE 평균                          | 12.7%       |
| Cost of Equity (b)        | 무위험수익률 3.4%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준          | 8.3%        |
| Growth (c)                | 보수적으로 0% 가정                                  | 0.0%        |
| Discount (d)              | 업계 내 가장 높은 K-ICS 비율에 대한 프리미엄 반영하여 할인율 10% 적용 | 10.0%       |
| Target PBR                | $(a-c)/(b-c) \times (1-d)$                   | 1.38        |
| 목표주가                      | 2025F BPS 344,478 원에 Target PBR 적용           | 474,000     |
| 현재가                       |  | 359,500     |
| Upside / Downside<br>투자의견 |  | 31.8%<br>매수 |

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

| 항목               | 비고                                  | 내용      |
|------------------|-------------------------------------|---------|
| Upside case      |                                     | 58%     |
| Sustainable ROE  | 예실차 축소, 투자손익 개선 등                   | 13.7%   |
| COE              | 무위험수익률 3.4%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준 | 8.3%    |
| Growth           | 보수적으로 0% 가정                         | 0.0%    |
| Premium/Discount | 글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소                | 0.0%    |
| Target PBR       | $(a-c)/(b-c) \times (1-d)$          | 1.65    |
| 목표주가(Bull case)  | 2025F BPS 344,478 원에 Target PBR 적용  | 567,800 |
| Downside case    |                                     | 8%      |
| Sustainable ROE  | 예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등    | 11.7%   |
| COE              | 무위험수익률 3.4%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준 | 8.3%    |
| Growth           | 보수적으로 0% 가정                         | 0.0%    |
| Premium/Discount | 글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화                | -20.0%  |
| Target PBR       | $(a-c)/(b-c) \times (1-d)$          | 1.13    |
| 목표주가(Bear case)  | 2025F BPS 344,478 원에 Target PBR 적용  | 387,900 |

자료: SK 증권 추정

실적 추정치 변경

|       |        | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 보험손익  | 수정 후   | 1,933 | 1,867 | 1,936 | 2,007 |
|       | 수정 전   |       | 1,895 | 1,967 | 2,102 |
|       | 증감률(%) |       | -1.5% | -1.6% | -4.5% |
| 투자손익  | 수정 후   | 409   | 936   | 1,046 | 1,054 |
|       | 수정 전   |       | 985   | 1,045 | 1,052 |
|       | 증감률(%) |       | -5.0% | 0.1%  | 0.2%  |
| 세전이익  | 수정 후   | 2,361 | 2,813 | 2,988 | 3,067 |
|       | 수정 전   |       | 2,891 | 3,019 | 3,159 |
|       | 증감률(%) |       | -2.7% | -1.0% | -2.9% |
| 당기순이익 | 수정 후   | 1,755 | 2,128 | 2,222 | 2,280 |
|       | 수정 전   |       | 2,185 | 2,244 | 2,348 |
|       | 증감률(%) |       | -2.6% | -1.0% | -2.9% |

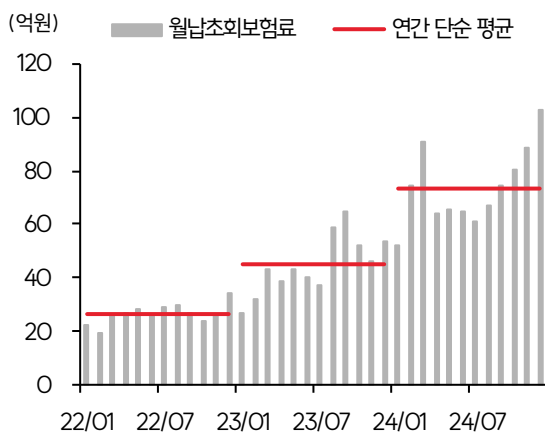
자료: SK 증권 추정

## 삼성화재 – 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억원, %)       | 1Q23   | 2Q23   | 3Q23    | 4Q23   | 1Q24   | 2Q24   | 3Q24   | 4Q24E  | % QoQ  | % YoY |
|----------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 보험손익           | 584    | 619    | 536     | 194    | 604    | 567    | 477    | 219.0  | -54.1  | 12.7  |
| 장기보험           | 420    | 439    | 442     | 239    | 446    | 459    | 429    | 298.4  | -30.5  | 24.9  |
| CSM 상각         | 372    | 379    | 394     | 378    | 389    | 396    | 402    | 411.4  | 2.2    | 8.8   |
| RA 해제          | 29     | 36     | 35      | 39     | 31     | 40     | 40     | 42.6   | 6.1    | 8.4   |
| 예실차            | 61     | 92     | 73      | -84    | 61     | 80     | 16     | -37.8  | 적전     | 적지    |
| 손실계약비용         | -13    | -13    | -11     | -63    | -16    | -12    | -14    | -75.0  | 적지     | 적지    |
| 기타사업비 및 재보험 손익 | -30    | -54    | -49     | -31    | -19    | -44    | -15    | -42.8  | 적지     | 적지    |
| 일반손해보험         | 58     | 84     | 53      | 9      | 55     | 61     | 34     | 4.0    | -87.9  | -57.0 |
| 자동차보험          | 107    | 95     | 42      | -54    | 102    | 47     | 14     | -83.5  | 적전     | 적지    |
| 투자손익           | 225    | 140    | 22      | 22     | 286    | 211    | 266    | 173.2  | -34.8  | 684.6 |
| 자산운용손익         | 581    | 468    | 366     | 366    | 629    | 560    | 566    | 476.2  | -15.9  | 30.0  |
| 평가차분손익         | 57     | -13    | -151    | -118   | 85     | 43     | -48    | -70.0  | 적지     | 적지    |
| 보험금융손익         | -357   | -327   | -344    | -344   | -343   | -349   | -301   | -303.0 | 적지     | 적지    |
| 영업이익           | 808    | 759    | 558     | 216    | 890    | 777    | 743    | 392.1  | -47.2  | 81.2  |
| 영업외손익          | 7      | 10     | 3       | -1     | 5      | 2      | 3      | 0.4    | -89.1  | 흑전    |
| 세전이익           | 815    | 770    | 561     | 216    | 895    | 780    | 746    | 392.5  | -47.4  | 82.1  |
| 당기순이익          | 579    | 603    | 405     | 168    | 684    | 593    | 557    | 293.1  | -47.4  | 74.8  |
| 월납보험료(보장성 인보험) | 12.8   | 12.8   | 15.8    | 13.7   | 17.7   | 15.5   | 16.3   | 19.6   | 20.0   | 42.8  |
| 신계약 CSM        | 678.3  | 764.3  | 1,164.2 | 892.7  | 885.6  | 752.7  | 838.5  | 937.3  | 11.8   | 5.0   |
| 자산총계           | 80,131 | 79,968 | 79,348  | 83,617 | 83,714 | 84,327 | 83,687 | 84,746 | 1.3    | 1.3   |
| 운용자산           | 77,056 | 76,899 | 76,352  | 80,508 | 80,453 | 81,148 | 80,499 | 81,342 | 1.0    | 1.0   |
| 비운용자산          | 3,007  | 3,000  | 2,927   | 3,036  | 3,178  | 3,091  | 3,098  | 3,095  | -0.1   | 1.9   |
| 부채총계           | 67,103 | 65,566 | 64,726  | 67,712 | 67,683 | 67,884 | 67,801 | 68,666 | 1.3    | 1.4   |
| 책임준비금          | 63,148 | 61,757 | 60,889  | 63,540 | 62,561 | 62,949 | 63,395 | 63,995 | 0.9    | 0.7   |
| 장기보험 CSM 잔액    | 12,350 | 12,655 | 13,259  | 13,303 | 13,712 | 13,955 | 14,181 | 14,328 | 1.0    | 7.7   |
| 자본총계           | 13,028 | 14,402 | 14,621  | 15,905 | 16,031 | 16,443 | 15,887 | 16,080 | 1.2    | 1.1   |
| 해약환급금준비금       | 259    | 557    | 917     | 1,180  | 1,420  | 1,834  | 2,284  | 2,743  | 20.1   | 132.5 |
| ROE (%)        | 18.3   | 17.6   | 11.2    | 4.4    | 17.1   | 14.6   | 13.8   | 7.3    | -6.5%p | 2.9%p |
| K-ICS 비율 (%)   | 273.2  | 276.4  | 263.2   | 273.0  | 277.4  | 278.9  | 280.6  | 278.3  | -2.3%p | 5.3%p |

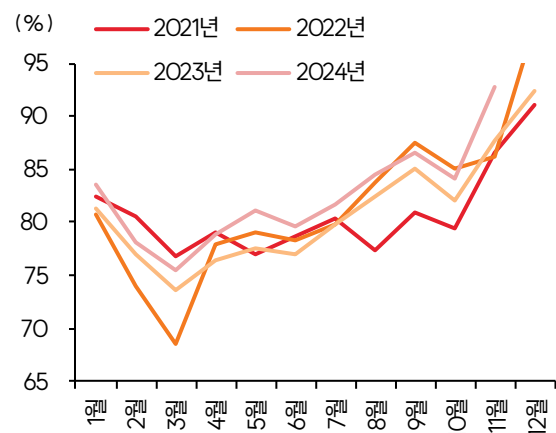
자료: 삼성화재, SK 증권 추정

## 삼성화재 – GA 실적 추이



자료: 보험저널, SK 증권

## 삼성화재 – 자동차보험 손해율 추이



자료: 언론보도, SK 증권

재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2022A | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 운용자산        |       | 80,508 | 81,342 | 84,176 | 86,931 |
| 현금및예치금      |       | 1,211  | 1,487  | 1,658  | 1,828  |
| 유가증권        |       | 51,382 | 52,754 | 54,497 | 56,187 |
| 대출금         |       | 27,231 | 26,481 | 27,404 | 28,300 |
| 부동산         |       | 685    | 620    | 618    | 615    |
| 비운용자산       |       | 3,036  | 3,095  | 3,096  | 3,096  |
| 특별계정자산      |       | 73     | 90     | 90     | 90     |
| 자산총계        |       | 83,617 | 84,746 | 88,057 | 91,395 |
| 책임준비금       |       | 63,540 | 63,995 | 66,049 | 68,058 |
| 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 | 68,666 | 70,638 | 72,641 |
| 자본금         |       | 26     | 26     | 26     | 26     |
| 신종자본증권      |       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 자본잉여금       |       | 939    | 939    | 939    | 939    |
| 이익잉여금       |       | 12,079 | 13,527 | 14,866 | 16,202 |
| 해약환급금준비금    |       | 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 | 16,080 | 17,419 | 18,754 |

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    | 2.8    | 2.7    | 2.7    |
| 평가처분손익 제외 수익률 |       | 2.6    | 2.7    | 2.6    | 2.6    |
| 손익구성          |       |        |        |        |        |
| 보험손익          |       | 82.6   | 66.6   | 64.9   | 65.6   |
| CSM상각         |       | 65.0   | 57.1   | 56.6   | 57.3   |
| 투자손익          |       | 17.4   | 33.4   | 35.1   | 34.4   |
| 자본적정성         |       |        |        |        |        |
| 지급여력비율(K-ICS) |       | 273.0  | 278.3  | 275.4  | 271.9  |

자료: 삼성화재, SK증권 추정

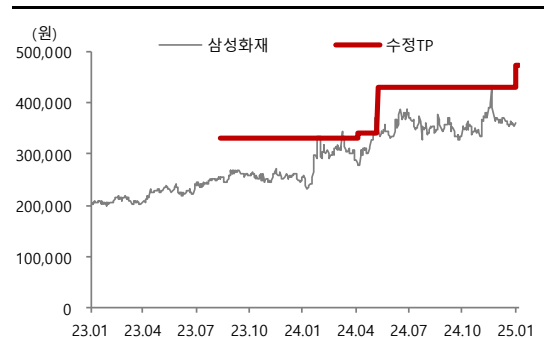
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원)    | 2022A | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 보험손익           |       | 1,933  | 1,867  | 1,936  | 2,007  |
| 장기보험           |       | 1,539  | 1,632  | 1,708  | 1,779  |
| CSM 상각         |       | 1,523  | 1,599  | 1,687  | 1,754  |
| RA해제           |       | 139    | 154    | 172    | 173    |
| 예실차            |       | 141    | 118    | 98     | 101    |
| 손실계약비용         |       | -100   | -117   | -95    | -95    |
| 기타사업비 및 재보험 손익 |       | -164   | -122   | -154   | -154   |
| 일반손해보험         |       | 204    | 154    | 151    | 151    |
| 합산비율(IFRS17)   |       | 86     | 90     | 91     | 91     |
| 자동차보험          |       | 190    | 80     | 77     | 77     |
| 합산비율(IFRS17)   |       | 97     | 99     | 99     | 99     |
| 투자손익           |       | 409    | 936    | 1,046  | 1,054  |
| 자산운용손익         |       | 1,781  | 2,232  | 2,265  | 2,314  |
| 평가처분손익         |       | -225   | 11     | 75     | 50     |
| 보험금융손익         |       | -1,372 | -1,296 | -1,219 | -1,260 |
| 영업이익           |       | 2,342  | 2,802  | 2,982  | 3,062  |
| 영업외손익          |       | 19     | 11     | 6      | 6      |
| 세전이익           |       | 2,361  | 2,813  | 2,988  | 3,067  |
| 법인세비용          |       | 606    | 685    | 766    | 787    |
| 법인세율(%)        |       | 25.7   | 24.4   | 25.6   | 25.7   |
| 당기순이익          |       | 1,755  | 2,128  | 2,222  | 2,280  |

주요투자지표 II

| 12월 결산(십억원)  | 2022A | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|--------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 성장성지표 (%)    |       |         |         |         |         |
| 운용자산증가율      |       |         | 1.0     | 3.5     | 3.3     |
| CSM증가율       |       |         | 7.7     | 4.7     | 4.4     |
| BPS증가율       |       |         | 1.1     | 8.3     | 7.7     |
| 보험손익증가율      |       |         | -3.5    | 3.7     | 3.7     |
| 투자손익증가율      |       |         | 129.0   | 118     | 0.8     |
| 영업이익증가율      |       |         | 19.6    | 6.4     | 2.7     |
| 세전이익증가율      |       |         | 19.1    | 6.2     | 2.7     |
| 당기순이익증가율     |       |         | 21.2    | 4.4     | 2.6     |
| 주당지표(원)      |       |         |         |         |         |
| EPS          |       | 34,715  | 42,073  | 43,933  | 45,093  |
| BPS          |       | 314,538 | 317,988 | 344,478 | 370,883 |
| EV(BV+CSM)   |       | 616,530 | 641,843 | 684,276 | 726,336 |
| 보통주 DPS      |       | 16,000  | 21,000  | 22,500  | 23,500  |
| 보통주 배당수익률(%) |       | 6.1     | 5.9     | 6.3     | 6.5     |
| Valuation 지표 |       |         |         |         |         |
| PER(배)       |       | 7.6     | 8.5     | 8.2     | 8.0     |
| PBR(배)       |       | 0.84    | 1.13    | 1.04    | 0.97    |
| P/EV(배)      |       | 0.43    | 0.56    | 0.53    | 0.49    |
| ROE(%)       |       | 12.5    | 13.3    | 13.3    | 12.6    |
| ROA(%)       |       | 2.2     | 2.5     | 2.6     | 2.5     |
| 배당성향(%)      |       | 38.3    | 41.5    | 42.5    | 43.3    |

| 일시         | 투자의견 | 목표주가     | 목표가격<br>대상시점 | 과리율     |                |
|------------|------|----------|--------------|---------|----------------|
|            |      |          |              | 평균주가대비  | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 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 01월 14일 기준)

|    |        |    |       |    |       |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 96.89% | 중립 | 3.11% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|