



삼성화재 (000810)

길어지는 기다림

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

Hold (유지)

목표주가(유지): 360,000원

현재 주가(8/14)	336,500원
상승여력	▲7.0%
시가총액	159,416억원
발행주식수	47,375천주
52 주 최고가 / 최저가	389,000 / 231,500원
90 일 일평균 거래대금	351.13억원
외국인 지분율	54.1%

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

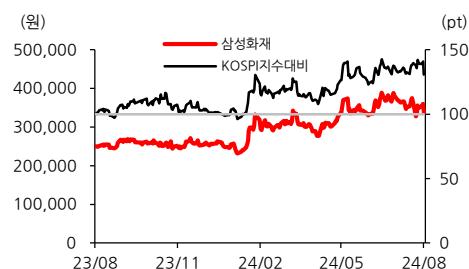
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-11.9	0.0	13.9	34.3
상대수익률(KOSPI)	-4.5	3.1	13.0	31.5

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	1,695	2,013	1,936	2,099
투자손익	483	419	908	898
영업이익	2,178	2,427	2,843	2,997
지배순이익	1,623	1,817	2,144	2,214
CSM (*)	12,156	13,143	14,398	15,756
수정 EPS	27,728	44,532	52,495	54,102
수정 BPS	279,786	541,577	558,586	588,853
수정 PER	7.2	5.9	6.4	6.2
수정 PBR	0.7	0.5	0.6	0.6
수정 ROE	8.4	8.3	8.9	8.8
배당수익률	6.9	5.2	5.9	6.5

* 보유 순부채 기준

주가 추이



삼성화재는 컨센서스를 9% 상회하는 양호한 실적을 기록했습니다. 다만 주주환원책은 연내 발표 여부마저 특정되지 않았습니다. 7개월째 기대감만이 반영되고 정책은 부재한 이상 상승여력은 제한적이라 판단합니다.

2Q24 지배 순이익 6,114억원(+2% YoY), 컨센서스 상회

삼성화재의 2Q24 연결 지배 순이익은 6,114억원(+2% YoY)으로 당사 추정에 부합하고 컨센서스를 9% 상회하는 양호한 실적을 기록. 당사 추정과 비교하면 배당수익과 자산 매매평가이익이 호조를 보임. 2Q24 보험손익은 5,775억원(-11% YoY)을 기록. 예상치는 예상 이상이었으나 PAA 모형의 순보험금이 10% YoY 증가하는 등 단기보험 손익이 기대를 하회함. 2Q24 투자손익은 2,264억원(+104% YoY)으로 매매평가이익(264억원, vs. 2Q23 -247억원)뿐 아니라 이자수익, 배당수익, 외환파생 등 부문 전반의 손익이 개선됨. 투자수익률은 2.8%로 55bp YoY 상승. 신계약은 인보험을 중심으로 11% QoQ 감소. 동시에 마진배수가 1개월치 하락하면서 신계약 CSM은 15% QoQ 감소, 주로 해약 증가에 의해 인해 CSM 가중 조정이 -2,250억원 발생하면서 CSM 잔액은 2% QoQ 증가에 그침

길어지는 기다림

직전 실적발표에서 8월 이후 발표할 것으로 밝혔던 주주환원책 공유는 아직 없었음. 구체적인 시점이나 연내 발표 여부마저도 공유되지 않음. 동사의 K-ICS비율은 280% 내외로, 적정 수준으로 제시했던 220%를 크게 상회하며 5.5조원의 초과자본을 보유한 셈. 따라서 자본정책 결정이 늦어지는 것은 능력의 문제가 아닌 이해관계의 문제라고 판단됨. 당사는 삼성화재가 소각을 전제로 한 자사주 매입을 이행할 가능성은 낮다고 예상. 중장기 주주환원을 목표로 밝혔던 50%를 배당으로만 구성한다는 전제 하에 배당성향의 점진적인 우상향을 가정하면, 보통주 배당수익률은 2024년 5.9%, 향후 3개년 평균 6.6% 등으로 기대됨. 연초 증시에 밸류업 기대가 불거지면서 보험주 중 압도적인 초과자본을 보유한 동사의 주가는 지난 1월 22일 이후 이번 실적발표까지 54% 상승했으나, 자본정책 공유가 여전히 요원한 것이 확인되자 전일 8% 하락 마감함. 7개월째 기대감만으로 상승한 주가를 지지할 만한 정책이 발표되기 전까지는 상승여력은 제한적이라고 판단함

[표1] 삼성화재의 2Q24 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	2Q24P	2Q23	YoY	1Q24	QoQ	2Q24E	차이	컨센서스	차이
보험손익	577.5	647.2	-10.8	620.1	-6.9	596.4	-3.2	n/a	n/a
투자손익	226.4	110.9	104.1	293.0	-22.7	200.3	13.0	n/a	n/a
영업이익	803.8	758.1	6.0	913.1	-12.0	796.7	0.9	777.3	3.4
당기순이익	612.4	602.3	1.7	702.0	-12.8	589.1	4.0	587.5	4.2
지배주주 순이익	611.4	601.4	1.7	701.0	-12.8	588.7	3.9	561.9	8.8

자료: 삼성화재, Quantivise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 삼성화재의 연결 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

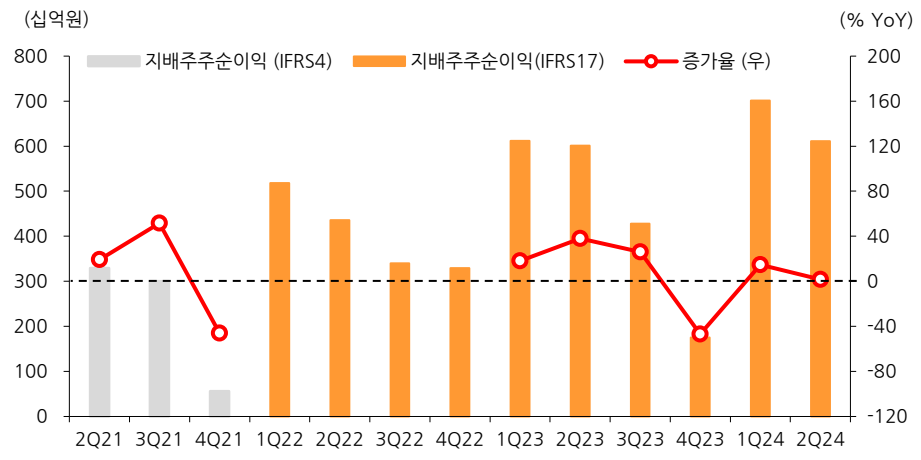
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	QoQ	YoY
AUM	78,140	78,045	77,536	81,667	81,672	82,440	0.9	5.6
투자서비스손익	592	441	376	381	636	575	-9.6	30.3
Yield	3.1	2.3	1.9	1.9	3.1	2.8	-0.3	0.5
CSM (보유 순부채)	12,313	12,622	13,195	13,143	13,533	13,826	2.2	9.5
CSM 상각	372	379	392	378	389	396	1.8	4.7
단순상각률	12.1	12.0	11.9	11.5	11.5	11.5	-0.0	-0.5
신계약 CSM (원수)	678	764	1,164	893	886	753	-15.0	-1.5
월납 신계약 보험료	44.6	44.5	52.5	46.3	58.3	52.1	-10.7	16.9
단순마진 (개월)	15.2	17.2	22.2	19.3	15.2	14.5	-0.7	-2.7
보험+재보험손익	613	647	560	192	620	577	-6.9	-10.8
일반/VFA 모형	463	499	486	306	469	500	6.5	0.2
예실차	73	97	71	-71	64	75	17.7	-22.7
보험금*	79	114	95	-5	83	93	12.0	-18.7
사업비	-5	-17	-24	-66	-19	-18	적지	적지
RA 변동	29	36	35	39	31	40	25.7	10.5
CSM 상각	372	379	392	378	389	396	1.8	4.7
손실계약관련비용	-12	-13	-11	-52	-14	-11	적지	적지
기타	0	0	0	12	-1	0	n/a	n/a
PAA 모형	222	244	152	-44	173	131	-24.6	-46.3
보험수익	1,961	2,034	2,090	2,104	2,080	2,100	0.9	3.2
발생순보험금	1,143	1,171	1,294	1,358	1,217	1,289	5.9	10.1
발생순손사비	94	94	98	154	103	99	-3.9	4.7
손실계약관련비용	0	1	-0	11	-3	3	흑전	288.1
재보험비용	215	243	261	281	267	258	-3.3	6.4
기타	-286	-284	-284	-366	-317	-326	적지	적지
기타사업비	72	95	79	70	22	53	136.0	-44.3
투자손익	239	111	34	35	293	226	-22.7	104.1
보험금융손익	-353	-331	-342	-345	-343	-349	적지	적지
투자서비스손익	592	441	376	381	636	575	-9.6	30.3
영업이익	852	758	589	228	913	804	-12.0	6.0
영업외이익	6	10	3	-1	5	2	-52.9	-78.6
세전이익	858	768	592	226	918	806	-12.2	4.9
당기순이익	612	602	430	176	702	612	-12.8	1.7
지배주주 순이익	612	601	428	175	701	611	-12.8	1.7

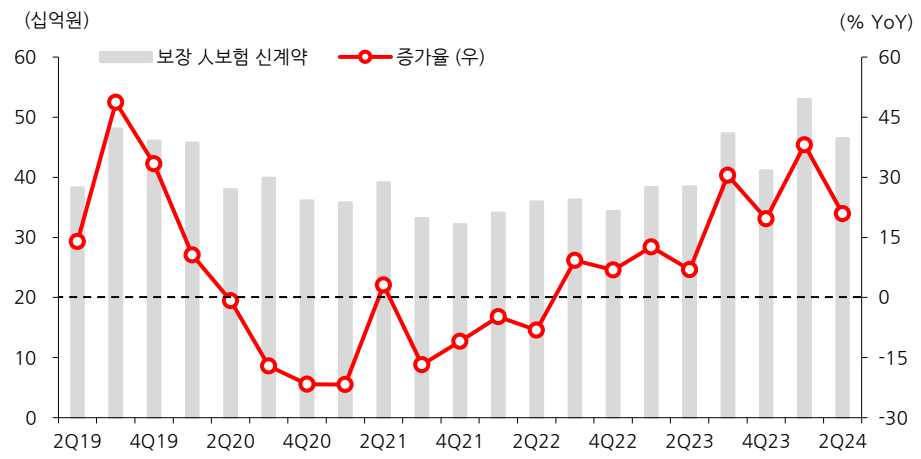
주: *보험료 경험조정 포함

자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

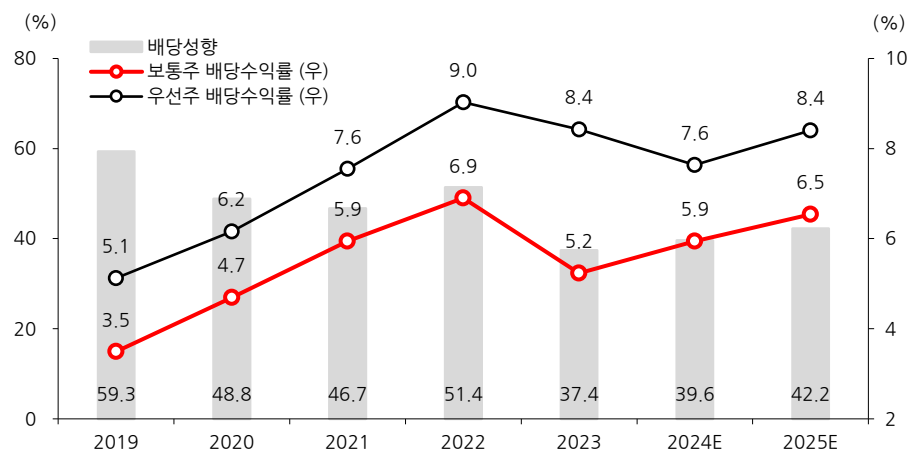
[그림1] 삼성화재의 분기별 지배주주 순이익 및 증가율



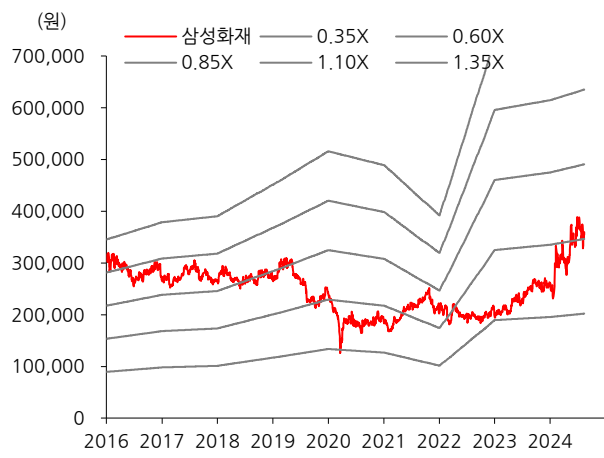
[그림2] 삼성화재의 보장성 인보험 신계약 금액 및 증가율



[그림3] 삼성화재의 배당지표 추이 및 전망

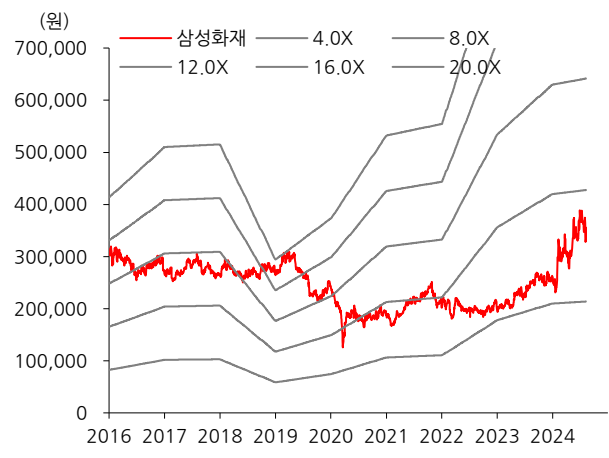


[그림4] 삼성화재 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 삼성화재 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
운용자산	77,316	81,667	83,018	84,270
현금및예치금	1,512	1,738	1,846	1,881
유가증권	47,282	50,351	53,251	53,907
FVPL	3,020	10,281	11,037	11,195
FVOCI	36,995	37,733	39,704	40,191
AC	6,700	1,732	1,857	1,867
대출채권	26,749	27,822	26,141	26,675
부동산	1,772	1,755	1,780	1,807
비운용자산	3,417	3,279	3,084	2,944
특별계정자산	64	73	90	93
자산총계	80,796	85,019	86,192	87,307
책임준비금	64,276	63,697	63,328	63,214
BEL	33,808	32,465	31,283	30,205
RA	1,581	1,660	1,799	1,909
CSM	12,144	13,303	14,526	15,883
PAA	4,205	4,349	4,182	3,910
투자계약부채	12,539	11,920	11,537	11,308
기타부채	3,932	5,104	5,770	5,734
후순위채	0	0	0	0
특별계정부채	64	74	90	94
부채총계	68,273	68,875	69,188	69,042
자본금	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	11,045	12,279	13,744	15,110
해약환급금준비금	0	1,180	2,431	3,565
자본조정	-1,487	-1,487	-1,487	-1,487
기타포괄손익누계	1,972	4,357	3,782	3,677
자본총계	12,523	16,144	17,004	18,265

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
자산총계	n/a	5.2	1.4	1.3
운용자산	n/a	5.6	1.7	1.5
부채총계	n/a	0.9	0.5	-0.2
CSM	n/a	9.5	9.2	9.3
자본총계	n/a	28.9	5.3	7.4
보험손익	n/a	18.7	-3.8	8.4
투자손익	n/a	-13.3	116.7	-1.0
영업이익	n/a	11.4	17.2	5.4
순이익	n/a	11.9	18.1	3.2

주: IFRS 별도 기준, 2022년 수정 지표들은 자본총계(OCI)를 보정함

2022년 수치는 IFRS17 & IAS39 적용, 2023년 이후 수치는 IFRS17 & IFRS9 적용

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	1,695	2,013	1,936	2,099
일반 및 변동수수료모형	1,553	1,754	1,802	1,904
CSM 상각	1,233	1,521	1,580	1,681
RA 변동	141	139	141	145
예상과실계차이	238	168	127	143
손실계약	-40	-88	-47	-64
기타	-19	14	2	0
보험료배분접근법모형	253	574	313	407
간접사업비	113	316	179	213
투자손익	483	419	908	898
보험금융손익	-1,528	-1,371	-1,380	-1,402
이자수익	1,920	2,036	2,168	2,232
배당수익	334	355	379	394
FVPL 평가손익	-4	-85	73	0
기타	-239	-516	-332	-325
영업이익	2,178	2,427	2,843	2,997
영업외이익	16	18	7	0
세전이익	2,191	2,445	2,850	2,997
법인세비용	565	625	703	781
당기순이익	1,627	1,820	2,147	2,216
지배주주 순이익	1,623	1,817	2,144	2,214

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023	2024E	2025E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	168	188	210	211
신계약 CSM	2,137	3,500	3,099	3,094
투자수익률	2.7	2.3	2.8	2.8
수정 Book Value	19,620	23,022	23,745	25,032
수익성				
수정 ROE	8.4	8.3	8.9	8.8
수정 ROA	1.3	2.1	2.4	2.5
주당 지표				
수정 EPS	27,728	44,532	52,495	54,102
수정 BPS	279,786	541,577	558,586	588,853
보통주 DPS	13,800	16,000	20,000	22,000
Valuation 및 배당				
수정 PER	7.2	5.9	6.4	6.2
수정 PBR	0.7	0.5	0.6	0.6
배당성향	51.4	37.4	39.6	42.2
보통주 배당수익률	6.9	5.2	5.9	6.5

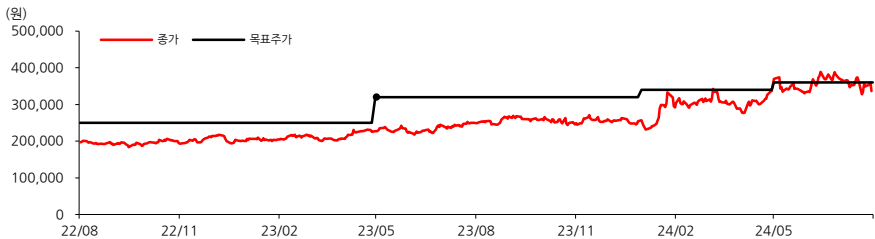
[Compliance Notice]

(공표일: 2024년 8월 16일)

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 종목의 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 책임소계에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[삼성화재 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.09.26	2022.11.11	2023.02.22	2023.05.14	2023.06.14
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		250,000	250,000	250,000	320,000	320,000
일 시	2023.08.16	2023.09.01	2023.11.14	2024.01.15	2024.02.23	2024.05.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold
목표가격	320,000	320,000	320,000	340,000	340,000	360,000
일 시	2024.06.17	2024.07.08	2024.08.16			
투자의견	Hold	Hold	Hold			
목표가격	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 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%