



삼성화재 (000810)

투자포인트를 제시하기 애매한 구간

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479

Hold (하향)

목표주가(상향): 360,000원

현재 주가(5/14)	336,500원
상승여력	▲7.0%
시가총액	159,416억원
발행주식수	47,375천주
52 주 최고가 / 최저가	343,000 / 217,500원
90 일 일평균 거래대금	348.37억원
외국인 지분율	54.0%
주주 구성	
삼성생명보험 (외 7 인)	18.5%
자사주 (외 1 인)	15.9%
국민연금공단 (외 1 인)	6.8%

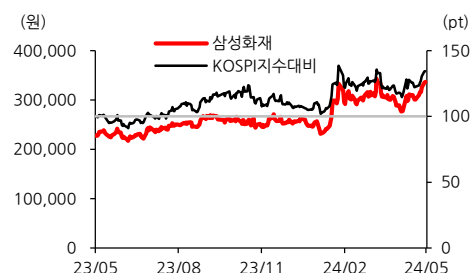
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	16.6	13.9	35.4	49.2
상대수익률(KOSPI)	14.8	9.7	23.2	38.9

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	1,695	2,009	2,121	2,278
투자손익	483	419	794	746
영업이익	2,178	2,428	2,914	3,024
지배순이익	1,623	1,817	2,179	2,233
CSM (*)	12,156	13,143	14,708	16,374
수정 EPS	27,728	44,555	53,464	54,690
수정 BPS	279,786	541,577	582,001	625,543
수정 PER	7.2	5.9	6.3	6.2
수정 PBR	0.7	0.5	0.6	0.5
수정 ROE	8.4	8.3	8.9	8.5
배당수익률	6.9	5.2	5.5	6.1

* 보유 순부채 기준

주가 추이



삼성화재는 컨센서스를 14% 상회하는 양호한 실적을 기록했습니다. 중장기 환원율 50%를 목표로 한 주주환원책을 오는 8월 이후 발표할 예정이나 현재 주어진 재료로는 투자포인트를 제시하기 어렵다는 판단입니다.

1Q24 지배 순이익 7,010억원(+15% YoY), 컨센서스 상회

삼성화재의 1Q24 연결 지배 순이익은 7,010억원(+15% YoY)으로 당사 추정과 시장 컨센서스를 각각 16%, 14% 상회하는 양호한 실적을 기록. 주로 투자손익 호조가 영향을 미침. 1Q24 보험손익은 6,201억원(+1% YoY)을 기록. 예실차와 CSM 상각익이 모두 예상보다 소폭 양호했고, PAA손익은 기대보다 부진했으나 간접사업비가 크게 감소하면서 전체 보험손익은 추정을 6% 상회함. 1Q24 투자손익은 2,930억원(+23% YoY)으로, 주로 FVPL손익 및 외환파생손익에서 예상치를 상회하면서 투자수익률 3.1%를 기록. 신계약은 인보험을 중심으로 26% QoQ 증가했는데, 예정이율 인상 및 채널 mix 변화 등에 의해 마진배수가 4개월치 하락하면서 신계약 CSM은 1% QoQ 감소, 가정보다 악화된 유자율로 인해 CSM 가중 조정이 -1,960억원 발생했으나, 신계약 CSM이 조정과 상각을 상회하므로 CSM 잔액은 3% QoQ 증가함

아직 기대 DY는 5%대

삼성화재는 1Q24 실적발표를 통해 적정 K-ICS비율을 220%로 제시하고 초과자본은 채투자 또는 주주환원에 활용할 것이라고 밝힘. 또한 중장기 주주환원율을 50%로 제시했으며, 현금배당, 자사주 등의 구체적인 방안은 오는 8월 이후 발표할 것으로 밝힘. 현재 동사의 K-ICS 비율은 270%로, 5조원대의 자본여력이 존재함. DPS의 강건성을 확보하기 위해서는 자사주 정책을 동반하는 것이 효율적일 것이며, 새 회계기준에서의 손익이 안정화되면 분기 배당 등 지급 빈도를 높이는 것도 충분히 가능할 것으로 기대. 아직 정책이 발표되지 않았으므로 배당 추정치만을 소폭 상향하였으며, 2024년 배당성향을 35%로 가정하면 배당수익률은 보통주 5.5%, 우선주 7.3%로 기대됨. 실적 호조에 따른 이익 추정치 상향으로 목표주가를 6% 상향하나, 현 주가 대비 상승여력을 고려해 투자의견은 Hold로 하향함. 주주환원책 발표 예고는 반갑지만 금융주 내에서 배당수익률 5%로는 투자 포인트를 제시하기 어렵다고 판단됨

[표1] 삼성화재의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

항목	삼성화재	비고
자기자본비용	11.7	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	3.4	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	10.3	(c): Market Risk Premium (Bloomberg)
Beta (β)	0.8	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE	8.5	(e): 회사별 향후 3개년 수정 ROE 평균
영구성장률	0.0	(f)
이론적 PBR	0.73	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율)	-18.0	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR	0.60	(i): (g)*(h)
수정 BPS	600,143	(j): 회사별 12개월 forward 수정 BPS
목표주가	360,000	(k): (i)*(j)
조정률	5.9	직전 목표주가 대비 조정률
현주가	336,500	
상승여력	7.0	

자료: 한화투자증권 리서치센터

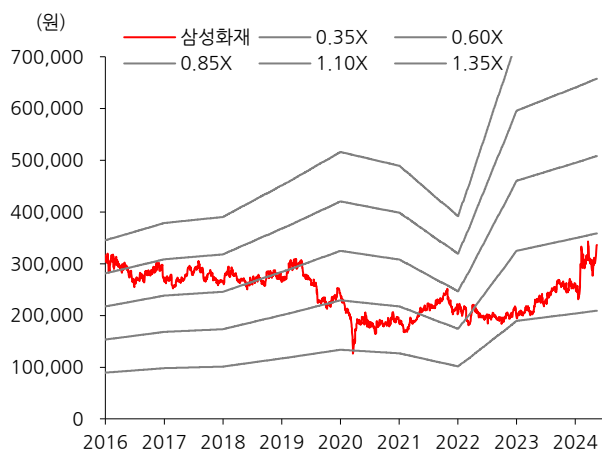
[표2] 주요 투자지표 추정치 변동

(단위: 십억 원, 원, %, %p)

	변경 후		변경 전		변화율(%)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
지배주주 순이익	2,179	2,233	2,078	2,205	4.9	1.3
수정 EPS	53,464	54,690	50,941	54,056	5.0	1.2
수정 BPS	582,001	625,543	581,986	622,931	0.0	0.4
수정 ROE	8.9	8.5	8.5	8.4	0.4	0.1

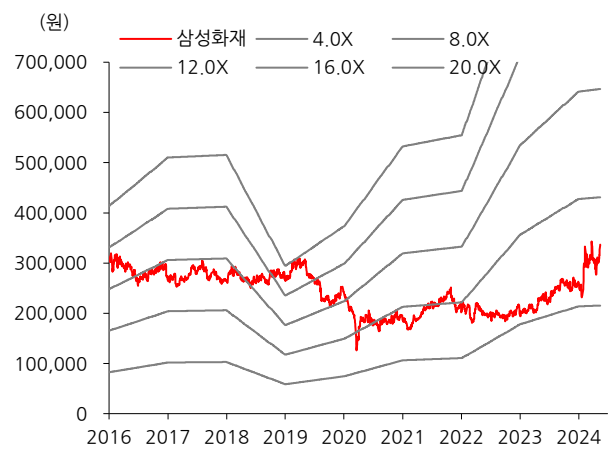
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 삼성화재 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼성화재 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 삼성화재의 1Q24 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	1Q24P	1Q23	YoY	4Q23	QoQ	1Q24E	차이	컨센서스	차이
보험손익	620.1	613.5	1.1	192.1	222.7	587.0	5.6	n/a	n/a
투자손익	293.0	238.7	22.8	35.4	727.2	231.7	26.5	n/a	n/a
영업이익	913.1	852.1	7.2	227.6	301.2	818.7	11.5	800.5	14.1
당기순이익	702.0	612.4	14.6	175.5	299.9	605.4	15.9	630.0	11.4
지배주주 순이익	701.0	611.8	14.6	175.2	300.2	604.8	15.9	616.4	13.7

자료: 삼성화재, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 삼성화재의 연결 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

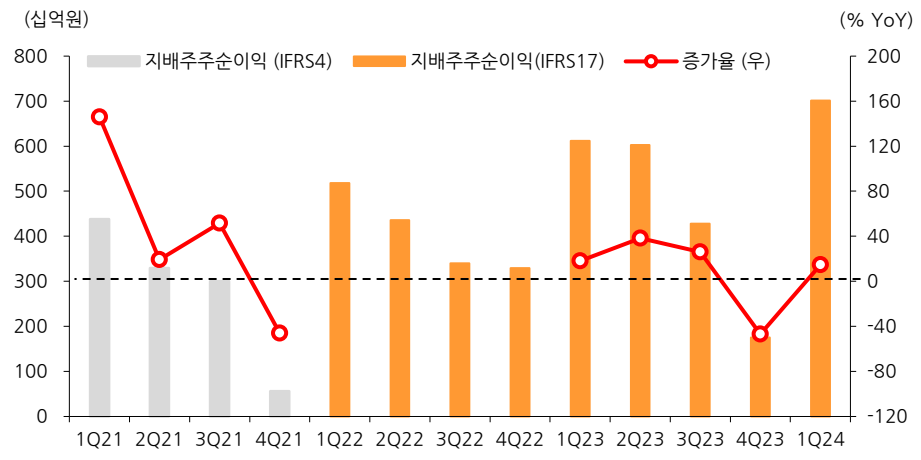
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	QoQ	YoY
AUM	78,140	78,045	77,536	81,667	81,672	0.0	4.5
투자서비스손익	592	445	373	381	636	67.2	7.6
Yield	3.1	2.3	1.9	1.9	3.1	1.2	0.1
CSM (보유 순부채)	12,313	12,622	13,195	13,143	13,533	3.0	9.9
CSM 상각	372	380	392	378	389	2.9	4.5
단순상각률	12.1	12.0	11.9	11.5	11.5	-0.0	-0.6
신계약 CSM (원수)	678	764	1,164	893	886	-0.8	30.6
월납 신계약 보험료	44.6	44.5	52.5	46.3	58.3	26.0	30.7
단순마진 (개월)	15.2	17.2	22.2	19.3	15.2	-4.1	-0.0
보험+재보험손익	613	643	560	192	620	222.7	1.1
일반VFA 모형	463	494	486	306	469	53.1	1.4
예실차	73	91	71	-71	64	흑전	-13.2
보험금*	79	108	95	-5	83	흑전	5.0
사업비	-5	-17	-24	-66	-19	적지	적지
RA 변동	29	36	35	39	31	-19.8	9.0
CSM 상각	372	380	392	378	389	2.9	4.5
손실계약관련비용	-12	-13	-11	-52	-14	적지	적지
기타	0	0	0	12	-1	적전	n/a
PAA 모형	222	244	152	-44	173	흑전	-22.0
보험수익	1,961	2,034	2,090	2,104	2,080	-1.2	6.1
발생순보험금	1,143	1,172	1,294	1,358	1,217	-10.4	6.5
발생순손사비	94	97	98	154	103	-33.2	9.0
손실계약관련비용	0	1	-0	11	-3	적전	적전
재보험비용	215	243	261	281	267	-5.2	23.8
기타	-286	-278	-284	-366	-317	적지	적지
기타사업비	72	95	79	70	22	-68.2	-68.7
투자손익	239	116	29	35	293	727.2	22.8
보험금융손익	-353	-329	-343	-345	-343	적지	적지
투자서비스손익	592	445	373	381	636	67.2	7.6
영업이익	852	759	589	228	913	301.2	7.2
영업외이익	6	10	3	-1	5	흑전	-24.5
세전이익	858	769	592	226	918	305.8	6.9
당기순이익	612	603	430	176	702	299.9	14.6
지배주주 순이익	612	602	428	175	701	300.2	14.6

주: 회색 음영 부분은 데이터 부재, *보험료 경험조정 포함

자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

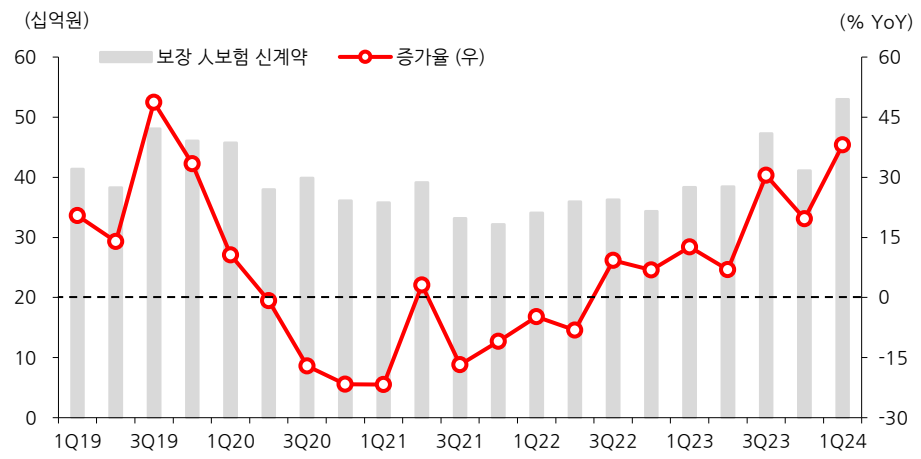
[그림3] 삼성화재의 분기별 지배주주 순이익 및 증가율



주: 2022년까지는 IAS39, 2023년부터는 IFRS9 기준

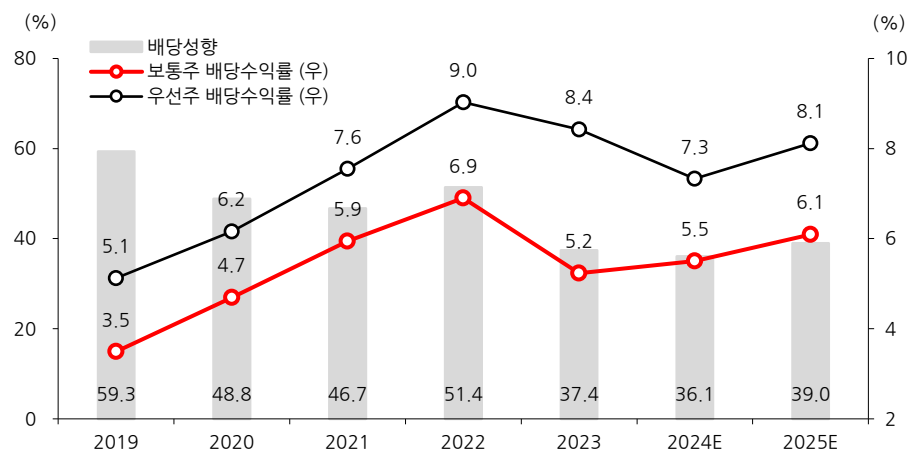
자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 삼성화재의 보장성 인보험 신계약 금액 및 증가율



자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 삼성화재의 배당지표 추이 및 전망



자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
운용자산	77,316	81,667	82,903	84,237
현금및예치금	1,512	1,738	1,774	1,792
유가증권	47,282	50,351	51,373	52,169
FVPL	3,020	10,281	10,576	10,730
FVOCI	36,995	37,733	38,410	39,013
AC	6,700	1,732	1,779	1,817
대출채권	26,749	27,822	27,955	28,440
부동산	1,772	1,755	1,801	1,836
비운용자산	3,417	3,279	3,212	2,819
특별계정자산	64	73	86	89
자산총계	80,796	85,019	86,201	87,145
책임준비금	64,276	63,697	62,591	62,084
BEL	33,808	32,465	30,360	28,413
RA	1,581	1,660	1,800	1,933
CSM	12,144	13,303	14,884	16,544
PAA	4,205	4,349	4,260	4,130
투자계약부채	12,539	11,920	11,287	11,063
기타부채	3,932	5,104	5,984	5,984
후순위채	0	0	0	0
특별계정부채	64	74	86	90
부채총계	68,273	68,875	68,661	68,157
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	13,779	15,228
해약환급금준비금	0	1,180	2,139	3,097
자본조정	-1,487	-1,487	-1,487	-1,487
기타포괄손익누계	1,972	4,357	4,282	4,282
자본총계	12,523	16,144	17,540	18,988

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
자산총계	n/a	5.2	1.4	1.1
운용자산	n/a	5.6	1.5	1.6
부채총계	n/a	0.9	-0.3	-0.7
CSM	n/a	9.5	11.9	11.2
자본총계	n/a	28.9	8.6	8.3
보험손익	n/a	18.5	5.6	7.4
투자손익	n/a	-13.2	89.3	-6.1
영업이익	n/a	11.5	20.0	3.8
순이익	n/a	12.0	19.9	2.5

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	2,009	2,121	2,278
일반 및 변동수수료모형	1,553	1,750	1,790	1,933
CSM 상각	1,233	1,522	1,606	1,772
RA 변동	141	139	137	150
예상과실계차이	238	162	103	88
손실계약	-40	-88	-57	-77
기타	-19	14	2	0
보험료배분접근법모형	253	575	444	469
간접사업비	113	316	114	123
투자손익	483	419	794	746
보험금융손익	-1,528	-1,371	-1,434	-1,507
이자수익	1,920	2,021	2,138	2,176
배당수익	334	342	365	382
FVPL 평가손익	-4	-79	55	0
기타	-239	-494	-331	-305
영업이익	2,178	2,428	2,914	3,024
영업외이익	16	18	5	0
세전이익	2,191	2,446	2,919	3,024
법인세비용	565	625	737	788
당기순이익	1,627	1,821	2,181	2,235
지배주주 순이익	1,623	1,817	2,179	2,233

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023	2024E	2025E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	168	188	216	218
신계약 CSM	2,137	3,500	3,359	3,477
투자수익률	2.7	2.3	2.7	2.7
수정 Book Value	19,620	23,022	24,741	26,592
수익성				
수정 ROE	8.4	8.3	8.9	8.5
수정 ROA	1.3	2.1	2.5	2.5
주당 지표				
수정 EPS	27,728	44,555	53,464	54,690
수정 BPS	279,786	541,577	582,001	625,543
보통주 DPS	13,800	16,000	18,500	20,500
Valuation 및 배당				
수정 PER	7.2	5.9	6.3	6.2
수정 PBR	0.7	0.5	0.6	0.5
배당성향	51.4	37.4	36.1	39.0
보통주 배당수익률	6.9	5.2	5.5	6.1

[Compliance Notice]

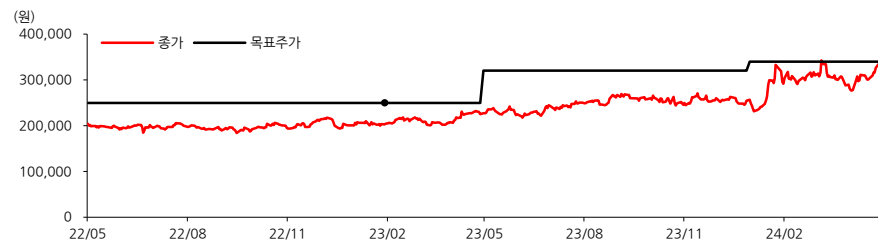
(공표일: 2024년 5월 16일)

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)

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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[삼성화재 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.07.11	2022.08.12	2022.09.26	2022.11.11	2023.02.22
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		250,000	250,000	250,000	250,000	250,000
일 시	2023.05.14	2023.06.14	2023.08.16	2023.09.01	2023.11.14	2024.01.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	320,000	320,000	320,000	320,000	320,000	340,000
일 시	2024.02.23	2024.05.16				
투자의견	Buy	Hold				
목표가격	340,000	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 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%