



BUY (Maintain)

목표주가: 480,000 원

주가(2/12): 373,500 원

시가총액: 176,945 억원



보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI	2,548.39pt
시가총액	176,945 억 원
52 주 주가동향	최고가 최저가 435,000 원 277,000 원 -14.14% 34.84%
최고/최저가대비 등락율	절대 상대 4.2% 2.1% 9.5% -6.0% 26.4% -3.5%
수익률	
1M	
6M	
1Y	

## Company Data

발행주식수	50,567 천주
일평균 거래량(3M)	125 천주
외국인 지분율	52.03%
배당수익률(24E)	5.3%
BPS(24E)	340,780 원
주요 주주	삼성생명 외 6 인
	18.50%

(십억원, 배)	2023	2024	2025E
보험이익	1,933.4	1,862.5	1,812.3
투자이익	408.6	844.3	988.2
영업이익	2,342.0	2,706.8	2,800.5
세전이익	2,361.1	2,717.5	2,778.4
당기순이익	1,755.4	2,061.2	2,083.8
ROE	6.3	12.8	12.7
ROA	1.0	2.4	2.5
EPS	37,053	43,509	45,286
BPS	340,780	340,780	363,929
PER	6.9	8.2	8.1
PBR	0.8	1.1	1.0
DPS	16,000	19,000	20,000
배당수익률 (%)	6.1	5.3	5.4

## Price Trend



## 삼성화재 (000810)

우려는 적고 기대할 건 많다



4 분기 지배순이익은 18% (YoY) 증가한 2,071 억원을 기록하며 컨센서스와 추정치를 하회. 연간 계리적 가정 변경에 따른 비용과 투자이익에서의 일회성 비용 등이 반영된 영향. 보유 중인 자기주식을 매년 약 5,000 억원 소각 예정인 동시에 안정적인 실적 및 주주환원을 상향 전망. 목표주가 48 만원 및 손보 업종 최선호주 유지

## &gt;&gt;&gt; 연간 지배주주순이익 14% (YoY) 증가

2024년 4분기 지배주주순이익은 18% (YoY) 증가한 2,071억원으로 추정치를 21% 하회, 낮아진 컨센서스를 6% 하회했다. 연간 지배주주순이익은 14% (YoY) 증가한 2 조 736 억원을 기록했다.

## &gt;&gt;&gt; 보험이익과 투자이익 모두 일회성 비용 반영 영향

삼성화재의 보험이익은 11% (YoY) 증가했는데, 손해율 상승에 따른 보험금예실차 부진 계리적 가정 변경 및 가이드라인 적용에 따른 비용이 있었음에도 CSM 상각액 증가와 전년 사업비예실차가 낮았던 기저의 영향이다. 가정 변경의 영향은 손실부담계약비용이 701 억원(vs. 4Q23 628 억원)이 반영되었으며, CSM 조정으로 8,095 억원(vs. 4Q23 5,188 억원)이 반영되었다. 자동차보험손익은 손해율 상승으로 전년동기대비 적자폭이 확대되었으며, 일반보험손익은 해외 수재 증가의 영향으로 172% (YoY) 증가했다. 투자이익은 전년 낮은 기저로 271% (YoY) 증가했는데, 채권 교체매매에 따른 처분손실 약 1,500 억원, 해외부동산 관련 비용 약 800 억원이 반영되었다.

신계약 CSM은 CSM 배수 하락에도 불구하고 보장성보험 물량 증가에 힘입어 9% (YoY) 증가한 9,744 억원을 기록했으나, 조정이 커던 영향으로 기말 CSM은 6% (YoY) 성장한 14 조 739 억원을 기록했다. 예상 K-ICS 비율은 전분기말 대비 15%p 하락한 265.4%이다.

## &gt;&gt;&gt; 실적 안정성과 주주환원 모두 최상위. 손보 최선호주 유지

손해보험 업종 최선호주로 유지한다. 1) 2025년 실적은 업종 내 가장 안정적일 것으로 예상되며, 2) 2028년까지 매년 자기주식 136 만주(전일 종가 기준 약 5,000 억원)를 소각할 계획이며, 3) 매년 약 3%p의 주주환원율 상승을 계획 중이고, 4) 보유 중인 삼성전자 지분 추가 매각 시 주주환원 재원 증가가 기대되기 때문이다(금일 공시분 매각대금 400 억원).

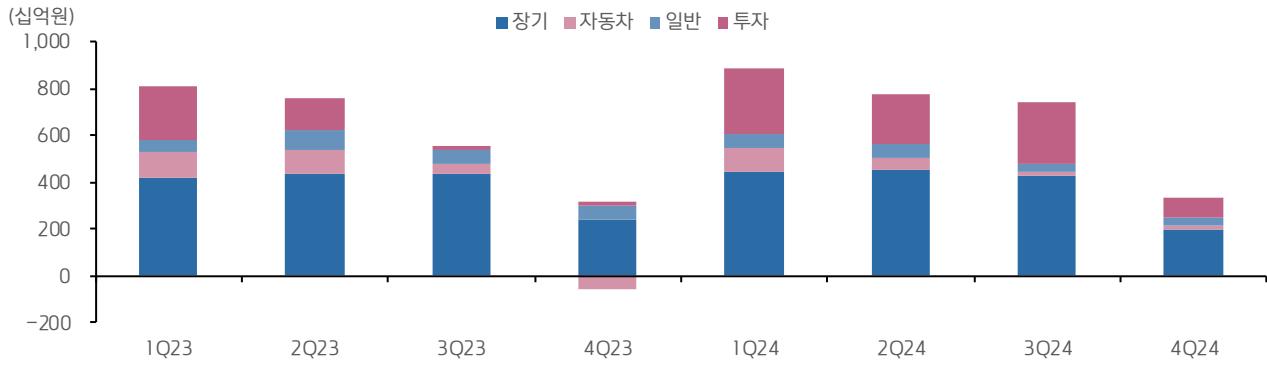
신규 매입은 아니지만 보유 중인 자기주식 소각액을 주주환원에 포함시킬 경우 연간 기대되는 주주환원수익률은 8.5%, 주주환원율은 63%에 달하며 이는 역대 최고 수준이다. PBR 1 배 수준으로 타 보험사 대비 높지만, 주주환원 관점으로는 정당한 프리미엄으로 판단한다.

## 삼성화재 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2023	2024P
보험이익 (YoY)	583.7	619.2	536.1	194.3	603.8	566.8	477.0	215.0	1,933.4	1,862.5
일반/VFA	420.9	440.6	438.9	238.8	446.2	458.6	429.2	243.7	1,539.3	1,535.5
CSM 상각	374.7	381.8	398.4	383.7	396.5	403.9	410.6	401.4	1,538.5	1,612.3
RA 해제	33.1	39.0	37.9	40.9	34.2	43.7	44.1	43.5	150.8	165.5
예실차	61.4	91.6	72.6	(84.3)	60.6	79.7	15.9	(75.5)	141.3	80.7
보험금예실차	51.7	101.0	88.5	(15.0)	69.8	98.6	39.1	(61.1)	226.1	146.4
사업비예실차	9.7	(9.4)	(15.8)	(69.3)	(9.3)	(18.9)	(23.2)	(14.4)	(84.8)	(65.7)
기타	(48.2)	(71.7)	(70.0)	(101.5)	(45.1)	(68.7)	(41.4)	(125.7)	(291.5)	(323.0)
PAA	162.8	178.6	97.2	(44.5)	157.6	108.2	47.8	(28.7)	394.1	327.0
자동차보험손익	106.5	95.4	41.9	(53.9)	102.5	46.8	14.2	(67.7)	189.9	177.7
일반보험손익	57.6	84.5	52.7	9.4	55.1	61.4	33.6	25.6	258.6	183.7
투자이익 (YoY)	224.5	140.3	21.8	22.1	286.3	210.7	265.5	81.8	408.6	844.3
보험금융손익	(356.7)	(327.3)	(343.8)	(344.2)	(342.9)	(349.3)	(300.8)	(347.3)	(1,372.1)	(1,340.2)
투자서비스손익	581.3	467.6	365.5	366.3	629.2	560.0	566.3	429.1	1,780.7	2,184.5
영업이익 (YoY)	808.2	759.5	557.9	216.4	890.0	777.5	742.5	296.8	2,342.0	2,706.8
영업외손익	6.7	10.4	2.8	(0.8)	4.7	2.3	3.5	0.2	19.0	10.7
세전이익	814.9	769.9	560.7	215.5	894.7	779.8	746.0	297.0	2,361.1	2,717.5
법인세비용	235.7	166.5	155.6	47.9	210.9	186.4	188.8	70.2	605.7	656.3
당기순이익 (YoY)	579.2	603.4	405.1	167.6	683.9	593.3	557.2	226.8	1,755.4	2,061.2
연결당기순이익	612.4	602.3	431.4	175.5	702.0	612.4	554.6	207.9	1,821.6	2,076.8
지배주주순이익 (YoY)	611.8	601.4	430.1	175.2	701.0	611.4	554.1	207.1	1,818.4	2,073.6

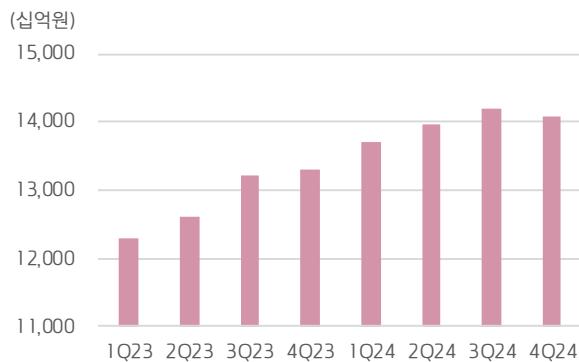
자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

## 삼성화재의 부문별 이익 추이



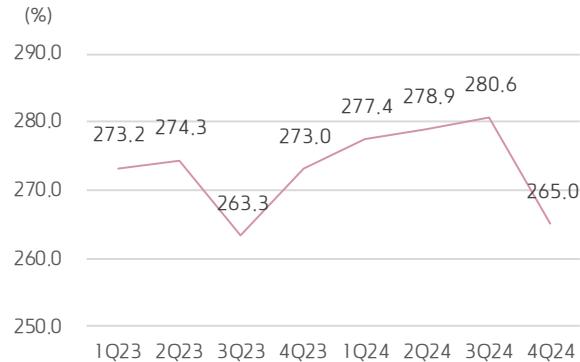
자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터.

## CSM 기말 잔액 추이



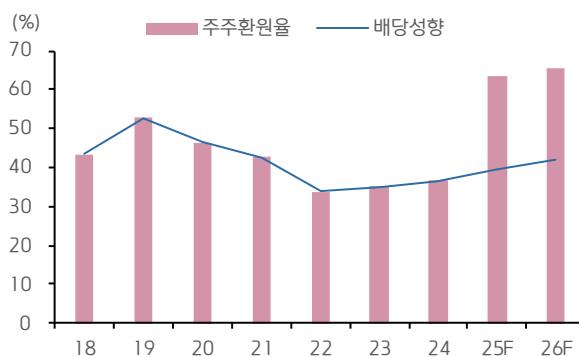
자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

## K-ICS 비율 추이



자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터

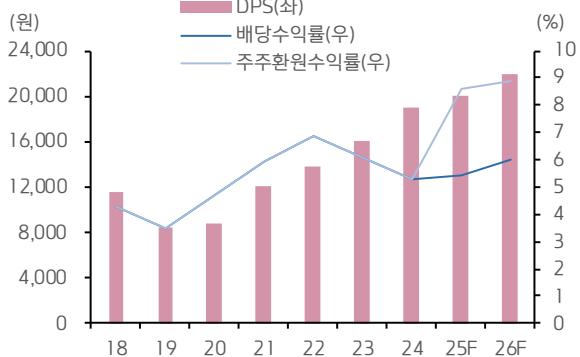
## 주주환원율과 배당성향



주: 보유 자기주식 소각분을 주주환원율에 포함

자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터.

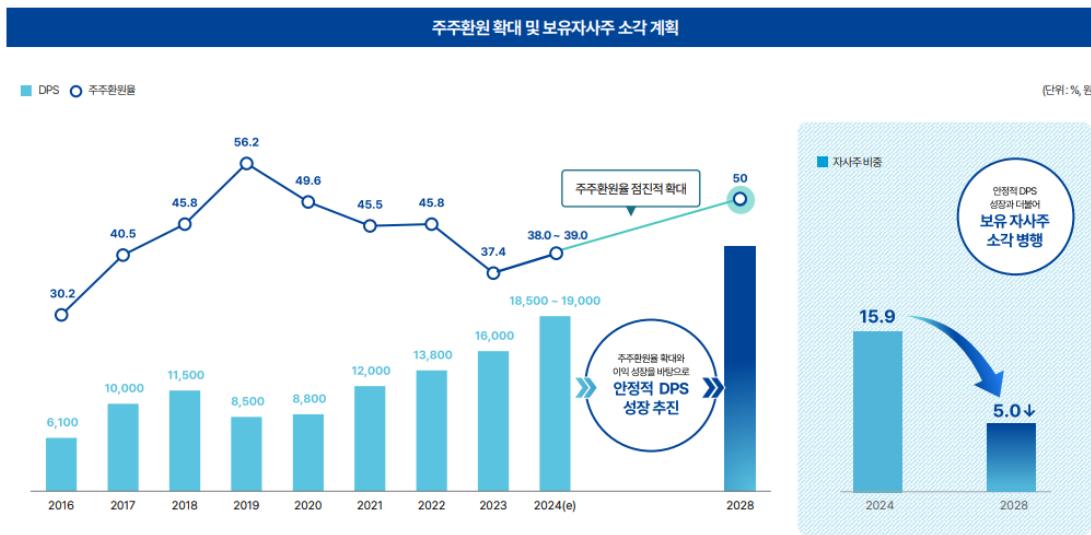
## DPS, 배당수익률, 주주환원수익률



주: 주주환원수익률은 자기주식 매입소각을 주주환원 규모에 포함

자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터.

## 삼성화재의 부문별 이익 추이



자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터.

## 포괄손익계산서

12 월 결산	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
<b>보험이익</b>	1,933.4	1,862.5	1,796.2	1,849.6	
일반/VFA	1,539.3	1,535.5	1,689.5	1,740.8	
CSM 상각	1,538.5	1,612.3	1,594.6	1,650.7	
RA 해제	150.8	165.5	159.0	158.8	
예실차	141.3	80.7	85.6	76.2	
보험금예실차	226.1	146.4	83.2	50.3	
사업비예실차	(84.8)	(65.7)	2.4	25.9	
기타	(291.5)	(323.0)	(149.7)	(145.0)	
PAA	394.1	327.0	106.7	108.8	
자동차보험손익	189.9	177.7	(60.4)	(61.6)	
일반보험손익	258.6	183.7	167.0	170.4	
<b>투자이익</b>	408.6	844.3	988.2	1,020.5	
보험금융손익	(1,372.1)	(1,340.2)	(1,406.6)	(1,434.9)	
투자서비스손익	1,780.7	2,184.5	2,394.8	2,455.4	
<b>영업이익</b>	2,342.0	2,706.8	2,784.4	2,870.1	
영업외손익	19.0	10.7	(22.1)	(22.9)	
<b>세전이익</b>	2,361.1	2,717.5	2,762.3	2,847.1	
법인세비용	605.7	656.3	690.6	711.8	
<b>당기순이익</b>	1,755.4	2,061.2	2,071.7	2,135.3	
<b>연결당기순이익</b>	1,821.6	2,076.8	2,077.7	2,131.7	
<b>지배주주순이익</b>	1,818.4	2,073.6	2,070.1	2,123.8	
<b>CSM Movement</b>					
기시	12,144	13,303	14,074	14,649	
신계약	893	974	895	884	
이자부리	111	129	133	137	
상각	384	401	405	418	
조정	519	810	532	492	
기말	13,307	14,074	14,649	15,133	
CSM 증감 (YoY, %)	10	6	4	3	
순증액	1,163	771	575	484	
<b>K-ICS 비율</b>	273.0	265.4	270.7	275.3	
지급여력금액	23,762	24,500	26,433	27,190.1	
지급여력기준금액	8,704	9,230	9,764	9,876.1	

## 투자지표 (I)

운용자산 비중 (%)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
FVPL			84.5	85.4	85.4
FVOCI			21.8	23.9	23.4
AC			40.7	43.0	43.3
대출채권			11.8	11.1	11.1
부동산			16.9	15.3	15.3
<b>주요비율 (%، 배)</b>					
ROA	1.0	2.4	2.5	2.6	
ROE	6.3	12.8	12.7	12.3	
P/E	6.9	8.2	8.1	7.7	
P/B	0.77	1.05	1.01	0.91	

자료: 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F	(단위: 십억원)	
						자산총계	부채총계
자산총계	85,019	87,268	82,142	83,988			
운용자산	81,667	83,836	78,912	80,685			
FVPL	10,281	11,374	10,493	10,516			
FVOCI	37,733	37,025	35,129	36,207			
AC	1,732	1,725	1,624	1,661			
대출채권	27,822	27,068	25,478	26,050			
부동산	1,755	2,840	2,673	2,733			
비운용자산	3,279	3,342	3,231	3,303			
<b>부채총계</b>	68,875	68,875	65,364	65,849			
책임준비금	63,697	63,697	59,772	60,198			
보험계약부채	51,777	51,777	47,959	48,396			
잔여보장요소	45,817	45,817	42,046	42,530			
최선추정	26,717	26,717	26,720	26,720			
위험조정	1,448	1,448	1,448	1,448			
보험계약마진	13,303	13,303	13,878	14,362			
보험료배분분기법	4,349	4,349	4,312	4,316			
발생사고요소	5,960	5,960	5,913	5,866			
최선추정	5,748	5,748	5,703	5,657			
위험조정	212	212	210	208			
재보험계약부채	0	0	0	0			
투자계약부채	11,920	11,920	11,813	11,802			
기타부채	5,178	5,178	5,591	5,651			
<b>자본총계</b>	16,144	16,144	16,779	18,139			
자본금	26	26	26	26			
자본잉여금	939	939	939	939			
신종자본증권	0	0	0	0			
이익잉여금	12,279	12,279	12,273	12,992			
해약환급금준비금	1,180	1,180	2,194	3,238			
자본조정	(1,487)	(1,487)	(1,487)	(1,487)			
기타포괄손익누계액	4,357	4,357	4,997	5,637			
비지배지분	30	30	31	31			

## 투자지표 (II)

주주환원지표	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F	(단위: 원)	
						DPS (원)	증가율(YoY, %)
DPS (원)	16,000	19,000	20,000	22,000			
증가율(YoY, %)	16	19	5	10			
배당성향 (%)	35.0	36.5	38.5	41.3			
배당수익률 (%)	6.1	5.3	5.4	5.9			
현금배당액 (십억원)	637.3	756.7	796.6	876.2			
자기주식수 (천주)	7,547	7,547	6,187	4,827			
발행주식수 (천주)	47,375	47,375	46,015	44,655			
자기주식 비중 (%)	15.9	15.9	13.4	10.8			
자기주식 소각액	0	0	508.0	508.0			
총주주환원율 (%)	35.0	36.5	63.0	65.2			

## Compliance Notice

- 당사는 2월 12일 현재 '삼성화재(000810)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지사항

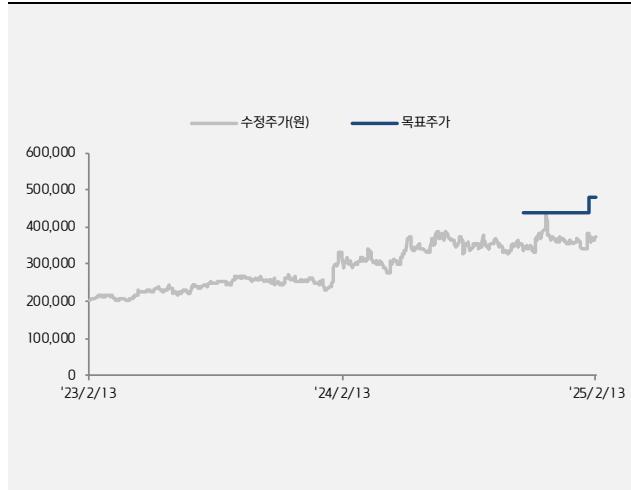
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
삼성화재 (000810)	2024-10-30	Buy(initiate)	440,000 원	6개월	-21.91	-20.11
	2024-11-15	Buy(Maintain)	440,000 원	6개월	-21.95	-16.14
	2024-11-19	Buy(Maintain)	440,000 원	6개월	-17.35	-1.14
	2025-02-03	Buy(Maintain)	480,000 원	6개월	-31.99	-9.38
	2025-02-13	Buy(Maintain)	480,000 원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2024/01/01~2024/12/31)

매수	증립	매도
96.37%	3.63%	0.00%