

Overweight
(Maintain)



보험/증권 Analyst 안영준
yj.ahn@kiwoom.com

보험

삼성화재의 밸류업 공시와 이후 시나리오



삼성화재가 1월 31일 기업가치 제고 계획을 공시. 핵심 지표로 K-ICS 비율 220% 이상, 지속가능성 ROE 11~13% 제시. 주주환원 정책으로는 2028년 주주환원을 50% 목표, 자기주식 약 10.9% 소각 계획을 제시함. 주주환원을 향상이 예상되는 동시에 향후 지배구조 개편에 대한 기대감도 가질 수 있을 것으로 보임

>>> 삼성화재, 기업가치 제고 계획 공시

삼성화재가 1월 31일 삼성 계열사 중 처음으로 기업가치 제고 계획을 공시했다. 주주환원 확대/본업 경쟁력 강화/신성장 동력 확보/사회적 가치 제고 등을 주주가치 향상 로드맵으로 제시하였으며, 밸류업 핵심 지표로는 K-ICS 비율 중장기 220% 이상(2024년 예상은 265%)과 11~13%의 지속가능한 ROE 목표를 선정했다.

>>> 2028년 주주환원을 50% 목표, 자기주식 소각 계획 발표

주주환원 정책으로는 2028년 50%를 목표로 주주환원율을 점진적으로 확대하며, 보유 중인 15.9% 자기주식을 2028년 5.0% 비중을 목표로 소각할 계획이다. 매년 균일한 주주환원 확대를 가정하면 연간 2.8~3.0%의 주주환원을 상향과 동시에 2.5~3.0%의 자기주식 소각을 기대해볼 수 있다. 자기주식 소각은 주주환원을 목표에 포함되지 않아 실질적인 주주환원율은 목표치보다 더욱 높아질 것으로 예상된다.

>>> 생각보다 큰 변화의 시발점일 수도 있다

시장 기대치보다 올해 DPS를 낮게 제시한 점과 이전보다 주주환원을 상향 속도를 소폭 늦췄다는 점은 아쉽게 느껴질 수 있으나, 이번 자기주식 소각 발표는 지배구조 관점에서 본다면 단순한 주주환원 확대 이상의 의미가 있을 수 있다. 삼성화재가 자기주식을 5%까지 소각할 경우 발생하는 1차적인 문제는 모회사인 삼성생명의 지분율이 기존 14.98%에서 16.93%로 상승하는데, 현행법상 금융사의 지분 15% 이상을 보유하면 금융위의 승인을 받아 자회사로 편입해야 한다. 따라서 삼성생명은 1) 삼성화재 지분을 일정 부분 처분하거나, 2) 삼성화재를 자회사로 편입시키는 두 가지 선택지가 있다. 첫 번째 선택지는 삼성화재의 경영권과 삼성화재가 보유 중인 삼성전자 지분 1.49%의 지분이 희석되는 동시에 미래에 수취하는 배당도 줄어들게 된다. 다른 이점이 없다면 가능성은 크지 않을 것으로 보인다.

두 번째 선택지인 자회사 편입은 연결재무제표 작성 및 이에 따른 실적과 주주환원 규모의 대폭 확대로 이어진다. 최대주주 및 특수관계인의 지분이 44%에 달하고 자기주식도 10% 가량 보유 중인 점을 고려하면 유인이 더 큰 선택지로 보인다. 다만, 지배구조와 금산분리 등의 리스크 요인은 여전히 있다.

Compliance Notice

- 당사는 1월 31일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 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.

컨퍼런스 콜에서는 삼성화재의 이번 밸류업 공시가 독립적으로 시행된 것임을 강조했지만, 결과적으로 삼성생명으로의 자회사 편입 여부가 걸려있는 만큼 지배구조 개편에 대한 기대감이 다시금 부각될 것으로 예상된다. 과거 유력했던 지배구조 개편 대안은 금융지주를 설립하는 것이었는데, 정부의 지주회사 전환 촉진 정책의 일환인 지주회사 과세이연 특례(조세특례제한법 제38조의2)는 2023년말 일몰될 예정이었으나 2026년 말까지로 연장된 상황이다. 물론 아직은 모든 가능성이 열려 있는 상황이지만, 연이은 자기주식 소각 계획 발표로 삼성그룹 계열사의 지분율이 빠르게 변동될 것임은 분명한 상황이다.

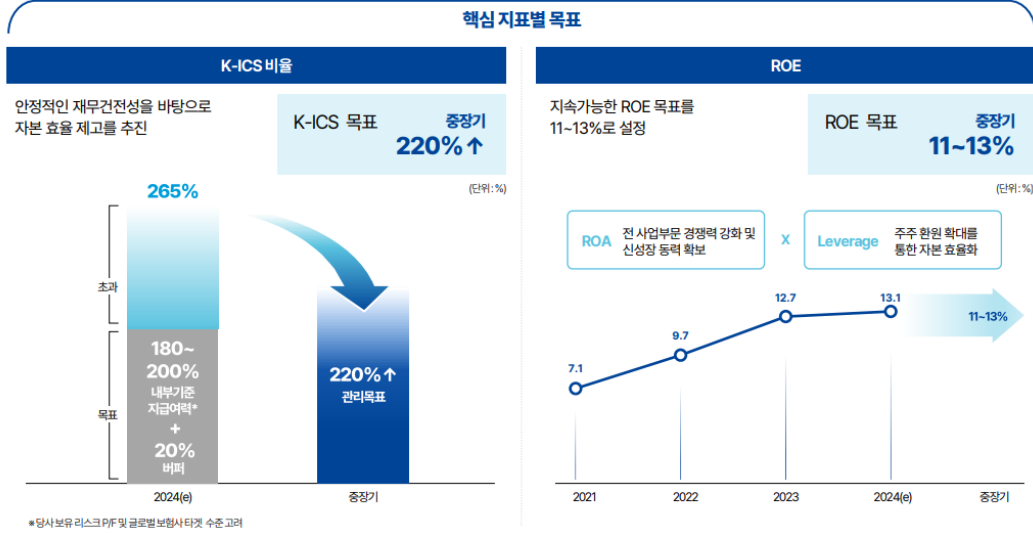
지배구조 개편이 이루어질 경우 핵심은 삼성생명이 보유한 삼성전자 지분의 처분이 될 것으로 보이는 바 해당 부분을 주의 깊게 지켜볼 필요가 있다. 2월 17일 삼성전자의 3조 원 자기주식 취득이 완료되며 전량 소각이 예정되어 있는데, 이에 대한 삼성생명과 삼성화재의 지분율 관리가 어떻게 이루어질 지도 관심을 가질 필요가 있다. 삼성전자의 일부 지분을 매각할 계획으로 알려졌으나, 금융산업구조개선법 제24조에 따르면 동일계열 금융기관의 타 회사 주식 보유 역시 금융위의 승인 대상이다.

단편적인 밸류업 공시일지, 지배구조 개편이 동반될 지는 아직 알 수 없으나, 단기간 모멘텀으로 작용할 여지는 충분할 것으로 보인다.

삼성화재의 밸류업 핵심 지표

삼성화재의 Value-up을 주도할 핵심 지표

삼성화재는 기업가치 제고를 위해 K-ICS 비율 및 ROE를 핵심지표로 선정하고, 구체화된 목표를 설정하여 중장기적으로 자본 효율화 및 ROE 제고를 추진할 계획입니다.

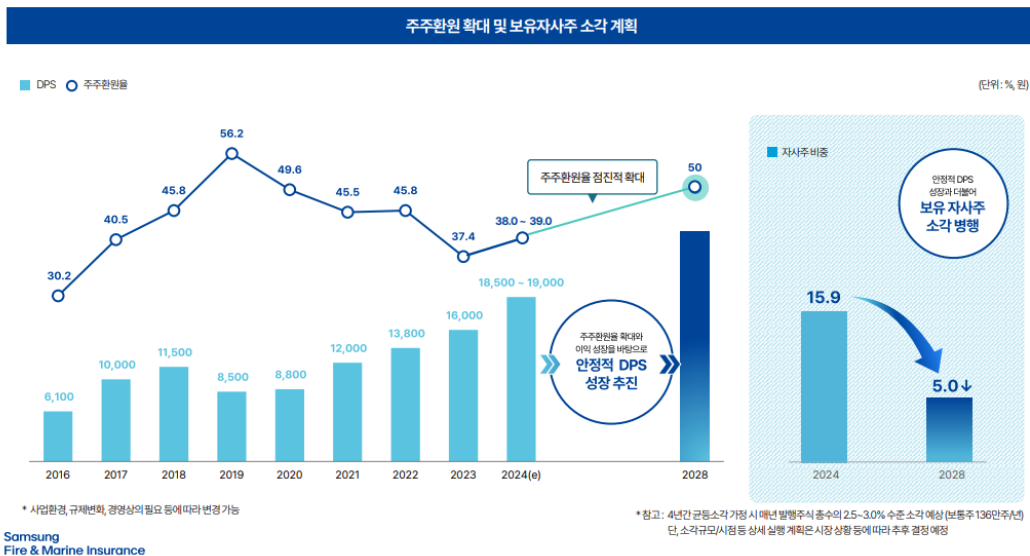


자료: 삼성화재

삼성화재의 주주환원 확대로드맵

주주가치 향상을 위한 삼성화재 Roadmap

주주환원 확대 2028년 50%를 목표로 주주환원을 점진적으로 확대하고, 보유자사주를 소각하는 등 명확하고 일관된 목표 하에 주주환원 정책의 지속가능성과 예측가능성을 제고하겠습니다.



자료: 삼성화재

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 일체의 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.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2024/01/01~2024/12/31)

매수	중립	매도
96.37%	3.63%	0.00%