Issue Comment

삼성화재 (000810)

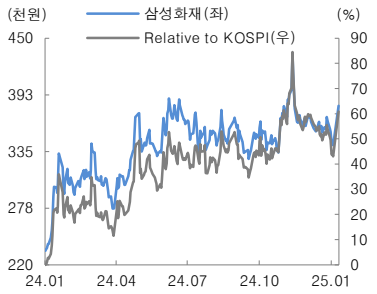
총 환원율 50%에 대한 공식적인 입장 제시

박혜진 hyejin.park@daishin.com

투자의견	Buy 매수, 유지
6개월 목표주가	490,000 상향
현재주가 (25.01.31)	381,500 보험업종

KOSPI	2,517.37
시가총액	18,982십억원
시가총액비중	0.88%
자본금(보통주)	25십억원
52주 최고/최저	435,000원 / 264,000원
120일 평균거래대금	381억원
외국인지분율	53.67%
주요주주	삼성생명보험 외 6 인 18.50% 국민연금공단 6.80%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.4	13.4	2.4	44.5
상대수익률	1.4	15.1	12.7	43.3



- 1월 31일 밸류업 공시, 장기보험 MS 확대, K-ICS비율 220% 관리 목표
- '28년까지 환원율 50% 제시, 자사주 10% 이상 소각 예정
- 사측 PBR 1배 여전히 저평가 판단, 여유 자본 활용이 앞으로 중요

드디어 기업가치 제고 계획 발표

동사는 지난 31일 밸류업 정책을 발표. 주목할 점은 장기보험 부문에서 GA채널을 활성화하여 시장 점유율을 확대한다는 점. K-ICS비율은 220% 이상 관리 목표, 타겟 ROE는 11~13% 제시(3년 평균 12.5%). 우리는 '24년말 동사의 K-ICS비율을 260.9%로 예상하는데, 관리 수준인 220% 감안하면 3.8조원 이상의 자본 여력 있는 것으로 추정

배당 정책 측면에서 2028년까지 주주환원율 50%를 목표로 설정. 이익 변동성에 따른 유연한 배당성향 조정도 계획하고 있으며, 보유 자사주의 단계적 소각을 통해 주주 가치를 높일 예정. 2028년까지 매년 발행 주식의 2.5~3% 수준을 소각할 계획. 밸류업 기대감으로 PBR 1.0x까지 회복했으나 사측은 글로벌 보험사들과 비교하면 저평가로 판단, 1배 이상으로 끌어올릴 방법을 검토 중

새로운 내용은 없음. 220% 상회하는 여유 자본 활용 방식이 중요할 것

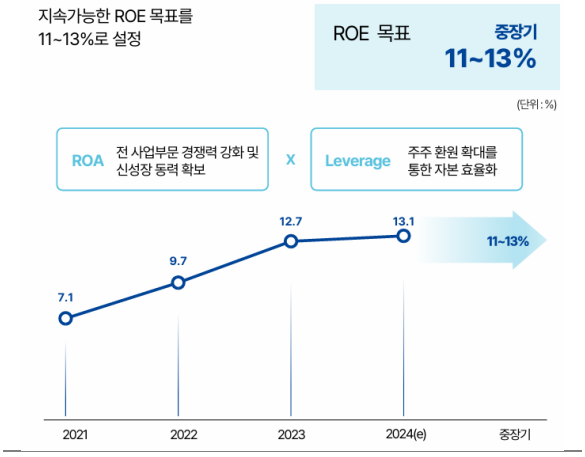
2024년 DPS 기존 당사 추정은 20,000원이었으나 사측이 전망치로 제시한 레인지는 18,500-19,000원인데, 4분기 실적 변동성이 워낙 큰 상황이기 때문에 속단은 이르지만 다소 실망스러운 수준. 19,000원 가정 했을 시 배당성향은 39.1% 배당수익률 5.1% 예상. 총환원율 50%가 2028년까지의 목표이기 때문에 매년 점진적으로 2~3% 배당성향 높여갈 것으로 전망. 자사주 매각도 마찬가지. 현 주가 수준 가정 시 2028년 DPS 26,000원(배당수익률 7%)까지 증가할 수 있을 것으로 전망

동사 보유한 자사주는 750만주 가량으로 비중은 15.9%인데, 같은 기간까지 이 비중을 5% 미만으로 줄여나갈 계획. 소각할 자사주 금액은 2.2조원으로 예상되며 매년 4,500억원 내외로 소각할 것으로 추정. 자사주 소각은 삼성생명의 자회사 편입 금융위 승인이 이뤄진 후 진행될 것. 사측이 PBR 1배가 여전히 저평가 상태임을 인지하고 있어 전술한 3.8조원의 여유 자본을 어떻게 활용할 지가 귀추. 이것이 향후 주가 상승의 Key

투자의견 Buy, 목표주가 490,000원으로 +16.7% 상향

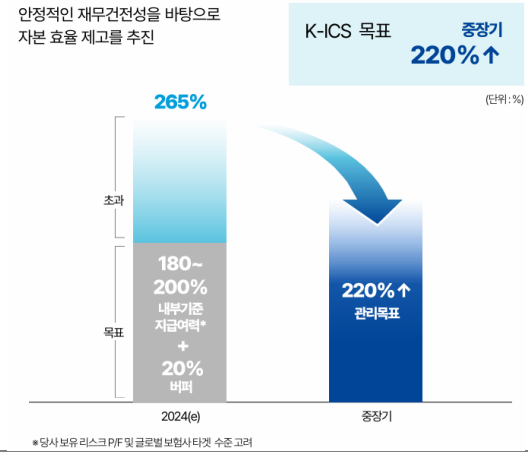
지금까지 CSM 축적을 위해 모든 회사가 신계약 경쟁에 뛰어들었으나 내년에는 양상이 달라질 것. 1) 무/저해지 보험 해지율 가정 변경으로 마진 하락하여 보험료 인상이 불가피하고, 2) 사업비 수지차 공개, GA차익 거래 금지 등으로 시책비용을 지금처럼 남발할 수 없기 때문. 결국 돈(자본)이 많은 회사가 유리할 수 밖에 없는 상황. 이런 가운데 삼성화재는 내년 파격적 행보를 보여줄 것으로 예상. 이와 더불어 총환원율 50%에 대한 의지를 공식적으로 드러낸 바, 업종 내 독보적 지위를 확보했다고 판단. 이에 따라 목표주가를 상향하며, Target PBR 1.2x 적용하였는데, 사측이 1배가 저평가 됐다고 판단하여 주가 상승을 위해 잉여자본 해소 등 다양한 방법을 강구할 것으로 예상하여 1배 이상의 프리미엄을 부여할 수 있다고 판단하였음

그림 1. 삼성화재 ROE 목표



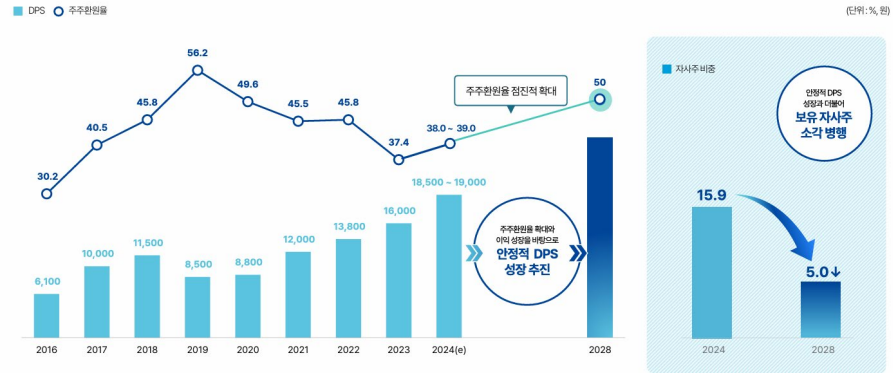
자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

그림 2. 삼성화재 K-ICS 목표



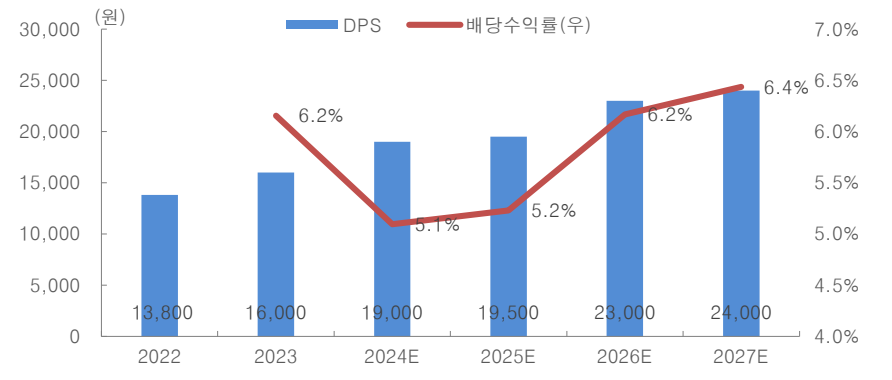
자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

그림 3. 삼성화재 주주환원 확대 및 보유자사주 소각 계획



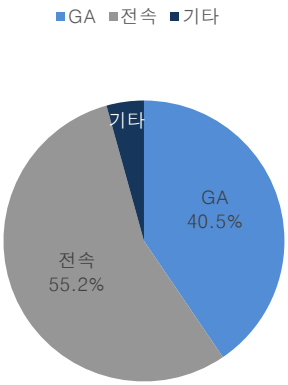
자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

그림 4. 삼성화재 DPS 및 배당수익률 전망



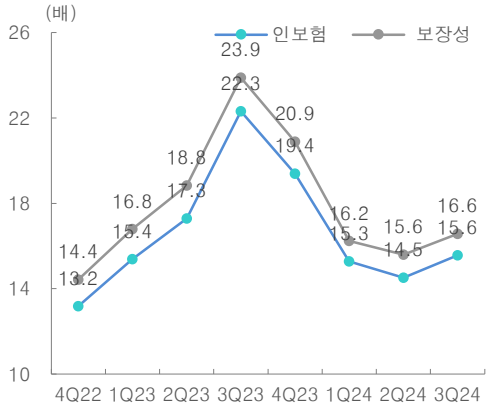
자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

그림 5. 인보험 신계약 채널 비중



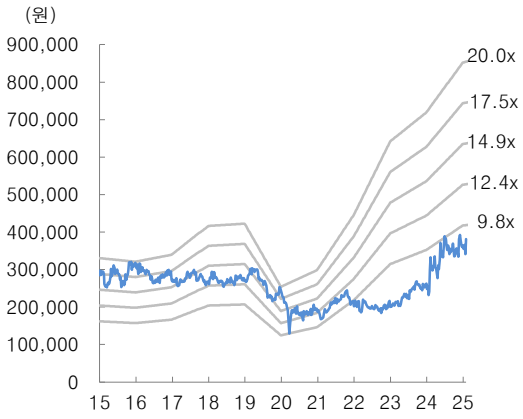
자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

그림 6. 삼성화재 CSM 배수 추이



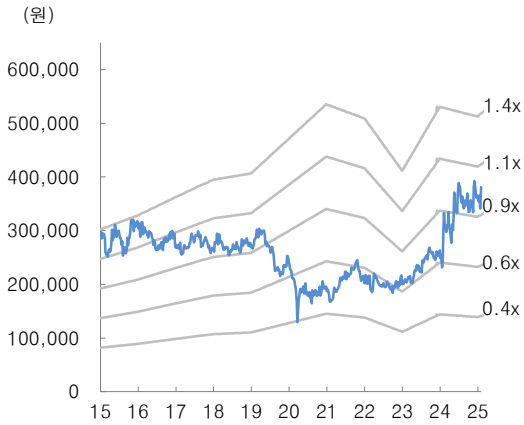
자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

그림 7. 삼성화재 PER 밴드



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 8. 삼성화재 PBR 밴드



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

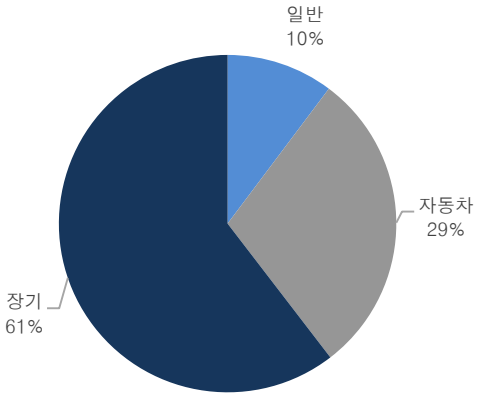
- 화재, 해상, 자동차, 상해, 배상책임, 장기손해, 개인연금 등 다양한 보험상품을 제공하는 국내 1위 규모 손해보험사
- 홍원학 대표이사 사장 (2021.12~)
- 자산 86.8조, 부채 76.0조, 자본 10.8조(2023년 3월 기준)
  (발행주식 수: 47,374,837 / 자기주식수: 7,546,541)

주가 변동요인

- 자동차보험료 추가인상 여부
- 실손보험료 요율 조정 수준
- 매출 경쟁 완화 여부
- 전향적 배당정책

자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

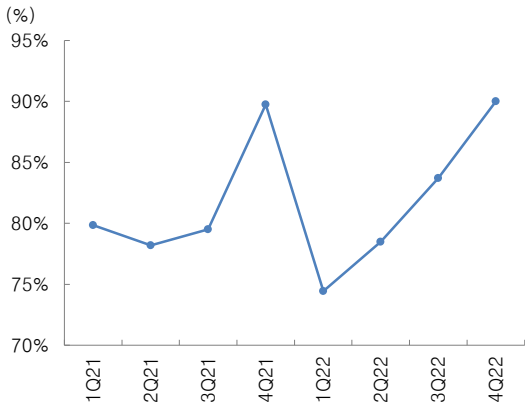
원수보험료 비중



주: 2023년 1분기 별도 매출 기준
자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

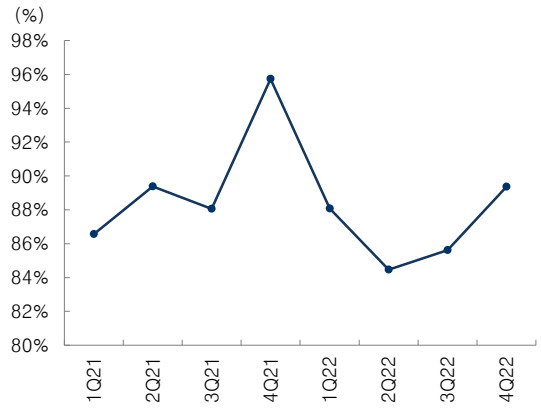
Earnings Driver

그림 9. 삼성화재 자동차보험 손해율 추이



자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

그림 10. 삼성화재 위험손해율 추이



자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

재무제표

PL (단위: 십억원)

	2021	2022	2023	2024E	2025E
장기 보험손익		1,559	1,539	1,598	1,635
CSM 상각		1,424	1,539	1,633	1,693
RA 변동		146	151	166	136
예실차		230	141	56	9
일반 보험손익		110	204	165	196
보험료배분접근법 수익		1,438	1,485	1,625	1,674
발생손해액		197	906	1,043	1,063
사업비		354	375	398	415
자동차 보험손익		151	190	71	40
보험료배분접근법 수익		5,606	5,614	5,625	5,674
발생손해액		4,535	4,514	4,622	4,690
사업비		919	910	900	899
보험손익		1,820	1,933	1,835	1,872
투자영업수익		3,693	3,888	3,949	3,851
보험금융수익		396	284	251	1,599
기타투자수익		3,467	3,605	3,699	2,252
투자영업비용		3,527	3,470	3,067	3,246
보험금융비용		1,960	1,655	1,546	1,564
기타투자비용		1,568	1,815	1,521	1,682
투자손익		336	419	875	785
영업이익		2,165	2,429	2,737	2,657
영업외손익		26	18	4	-14
세전이익		2,191	2,447	2,741	2,643
지배기업주주지분순이익		1,623	1,818	2,064	1,914

Valuation					
BPS	386,665	314,437	405,350	390,661	415,039
EPS	27,432	40,843	45,737	51,901	48,107
ROE	6.91	13.0	11.3	13.3	11.6
PBR	0.52	0.64	0.64	0.95	0.90
PER	7.36	4.90	5.68	7.19	7.75
DPS	12,000	13,800	16,000	19,000	19,500
현금배당	510	550	637	757	777
배당성향	43.7	36.1	37.3	39.1	43.3

증가율					
장기보험손익			-1.3%	3.8%	2.3%
보험손익			6.2%	-5.1%	2.0%
순이익	42.5%	4.5%	12.0%	13.5%	-7.3%
운용자산	-0.3%	-8.7%	5.6%	1.9%	4.1%
CSM			9.5%	6.3%	5.1%
자본총계	-5.2%	-29.8%	28.9%	-3.6%	6.2%

BS (단위: 십억원)

	2021	2022	2023	2024E	2025E
운용자산	77,141	77,316	81,667	83,196	86,574
현예금		1,512	1,738	2,074	2,158
유가증권		47,282	50,351	51,374	53,460
당기손익공정가치측정		3,020	10,281	10,945	11,389
기타포괄손익공정가치측정		36,995	37,733	37,981	39,524
상각후원가측정		6,700	1,732	1,741	1,812
지분법적용투자주식		567	605	706	735
대출채권		26,749	27,822	26,782	27,869
부동산		1,772	1,755	2,876	2,993
비운용자산		3,417	3,279	2,442	2,880
특별계정자산		64	73	91	95
총자산		80,796	85,019	85,729	89,549
부채총계		68,273	68,875	70,170	73,019
책임준비금		64,276	63,697	55,019	56,484
보험계약부채		51,738	51,777	43,150	44,566
최선추정		28,107	26,717	25,810	26,526
위험조정		1,391	1,448	1,581	1,581
보험계약마진		12,144	13,303	14,146	14,865
보험료배분접근법적용		4,205	4,349	1,612	1,595
재보험계약부채		0	0	0	0
투자계약부채		12,539	11,920	11,870	11,917
기타부채		3,932	5,104	15,150	16,535
특별계정부채		64	74	91	91
자본총계	15,400	12,523	16,144	15,559	16,530
자본금		26	26	26	26
연결자본잉여금		939	939	939	939
연결이익잉여금		11,045	12,279	12,856	13,943
해약환급금준비금		0	1,180	2,284	2,496
비상위험준비금		2,572	2,669	2,798	2,798
연결자본조정		-1,487	-1,487	-1,487	-1,487
연결기타포괄손익누계액		1,972	4,357	3,225	3,109
비지배지분		28	30	30	30
부채 및 자본총계		80,796	85,019	85,729	89,549

자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

[ESG 평가 등급체계]

* 대신지배구조연구소에서 ESG등급을 평가하여 작성한 내용입니다

등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	양호	환경 및 사회, 지배구조의 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		환경, 사회, 지배구조 중 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG에 대한 사업기회를 가지고 있을 가능성 있음
Fair (B+,B)	보통	환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 정보공개가 부족한 경우 환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크 관리가 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음

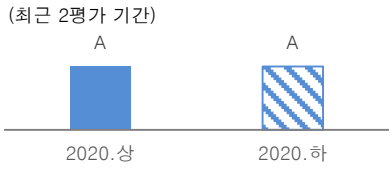
삼성화재 통합 ESG 등급

A

- 삼성화재는 대신지배구조연구소의 ESG 평가 결과 등급은 A, 20년 상반기 대비 등급이 동일합니다
- ESG 전체 영역 중 E 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 S 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 G 영역에서 점수가 상승하였습니다

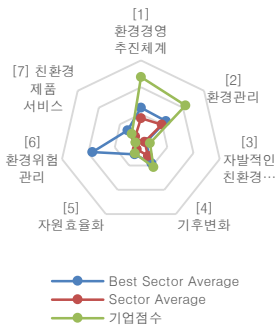
최근 2평가 기간

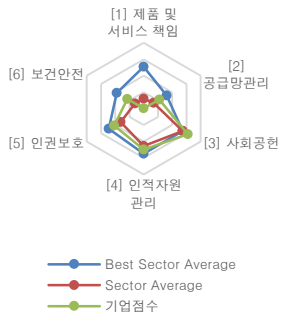
기준일: 2020.12.31

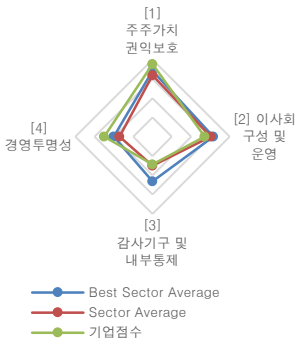


영역별 대분류 평가 결과

환경 (Environmental)		사회 (Social)		지배구조 (Governance)	
환경 대분류	평가기업 수준	사회 대분류	평가기업 수준	지배구조 대분류	평가기업 수준
환경경영 추진체계	■■■■■	제품 및 서비스 책임	■	주주가치 권익보호	■■■■
환경관리	■■■■■	공급망관리	■■	이사회 구성 및 운영	■■■
자발적인 친환경 활동	■■■	사회공헌	■■■■	감사기구 및 내부통제	■■
기후변화	■■■	인적자원 관리	■■■■	경영투명성	■■■■■
자원효율화	■■■	인권보호	■■■		
환경위험 관리	■	보건안전	■■		
친환경 제품 서비스	■■				







* 영역별 대분류 평가기업 수준은 대신지배구조연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님

해당 ESG 등급 및 평가는 대신지배구조연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로서 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제시자료 및 공시자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성에 적합한지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하시는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자신이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한, 대신지배구조연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 지적재산권은 대신지배구조연구소의 소유입니다. 따라서 대신지배구조연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.

[Compliance Notice]

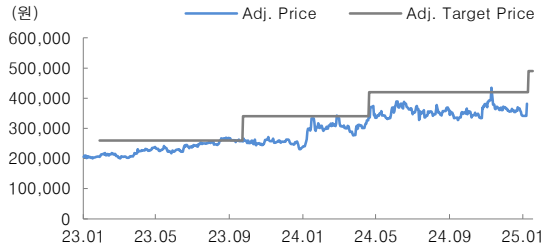
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박혜진)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

삼성화재(000810) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.02.03	25.01.16	25.01.10	24.11.27	24.11.21	24.11.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	490,000	420,000	420,000	420,000	420,000	420,000
괴리율(평균,%)			(11.51)	(11.25)	(10.94)	(11.96)
괴리율(최대/최소,%)			3.57	3.57	(7.74)	(10.95)
제시일자	24.11.14	24.10.14	24.10.03	24.09.25	24.09.24	24.09.05
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	420,000	420,000	420,000	420,000	420,000	420,000
괴리율(평균,%)	(20.48)	(15.87)	(15.59)	(15.32)	(15.20)	(15.22)
괴리율(최대/최소,%)	(20.48)	(7.38)	(7.38)	(7.38)	(7.38)	(7.38)
제시일자	24.08.14	24.07.16	24.07.01	24.06.14	24.06.07	24.05.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	420,000	420,000	420,000	420,000	420,000	420,000
괴리율(평균,%)	(15.18)	(14.92)	(14.97)	(16.44)	(17.20)	(16.26)
괴리율(최대/최소,%)	(7.38)	(7.38)	(7.38)	(7.38)	(10.95)	(10.95)
제시일자	24.05.14	24.04.16	24.04.01	24.03.12	24.02.22	24.02.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	420,000	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000
괴리율(평균,%)		(10.77)	(10.74)	(10.54)	(12.32)	(13.33)
괴리율(최대/최소,%)		0.88	0.88	0.88	(2.06)	(2.06)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:25.01.29)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상