

다시 돌아온 배당 매력

장기적으로 삼성화재 중심의 압축 유효

Top pick: 삼성화재

**12**  
Monthly

월간 리서치 [보험]

# 위기는 기회다



## I. Investment Summary

### 삼성화재 최선호주 유지

최근 일련의 정치적인 불안 요소가 불거지며 보험업은 물론, 금융업종 전반에 큰 폭의 주가 하락이 나타났다. 다만 당사는 이렇게 산업 외적인 변수가 주가에 충격을 줄 때를 오히려 매수 기회로 삼아야한다고 판단한다. 특히 보험업은 자사주 매입·소각이나 분기배당 없이 연간 1회의 현금 배당이 전부이기 때문에, 배당 지급을 앞둔 지금과 같은 시기에는 예상 배당수익률이 높은 종목을 중심의 대응도 가능하다. 장기적으로는 삼성화재에 대한 최선호 의견을 유지한다. 삼성화재 역시 4분기 예상 배당수익률이 5.4%로 경쟁력 있기도 하다.

다만 예상 배당수익률에 영향을 줄 수 있는 변수가 존재한다. 가장 큰 변수는 무·저해지 보험의 해약률 가정 변경에 따른 CSM 감소로, 주로 2위권사를 중심으로 영향을 크게 받을 전망이다. 삼성화재와 삼성생명에게는 영향이 상대적으로 적을 전망이고, 메리츠금융지주와 코리안리에게는 영향이 미미할 것으로 예상된다.

삼성생명에 국한된 변수로는 삼성전자 주가 및 시장금리의 하락을 들 수 있다. 두 변수 모두 동사의 자본비율을 떨어뜨리기 때문이다. 동사가 적절한 배당 확대를 위해 상회하겠다고 제시한 자본비율은 '글로벌 주요 경쟁사 수준'으로, 대략 180% 이상일 것으로 판단한다. 그러나 동사의 K-ICS비율은 삼성전자 주가와 시장금리의 동반 약세로 4분기에는 190% 전후까지 하락할 전망이다. 2025년부터는 경제적 가정 변경 영향으로 180%대에 진입할 것으로 예상된다. 공격적인 배당 확대를 추진할만큼 자본력에 여유가 있지는 않은 것이다.

한편 2위권 손해보험사들에게 화재로 작용할 전망이었던 '실손보험 제도 개선 방안'은 정치적 불확실성 확대 영향으로 표류하는 양상이다. 원래는 이달 중 발표 예정이었으나, 최근 사태로 이를 진행하던 의료개혁특위에서 의료계가 이탈했기 때문이다. 지난 상반기 실손보험 계리적 가정 소급 적용으로 CSM과 이익, 자본이 모두 감소한 2위권 손해보험사들에게는 특히 아쉬운 일이다.

반면 삼성화재는 1) 무·저해지 보험의 해약률 가정 변경에 대한 영향이 제한적이고 2) 삼성전자 주가나 금리의 하락이 자본비율에 미치는 영향도 미미하며, 3) 과거 실손보험 계리적 가정 변경으로 인한 영향도 크지 않았다는 점에서 이익 성장이나 주주환원 확대에 변수가 발생할 가능성도 낮다. 당사는 삼성화재가 2025년에 가장 큰 이익 성장률을 보일 것으로 예상하며, 이에 따라 주주환원금액 증가율도 가장 높을 것으로 판단한다. 코리안리를 제외한 모든 배당이 가능한 보험사들이 주주환원을 개선을 목표로하고는 있으나, 결국에는 모수인 이익의 성장률이 높아야 환원 금액 증가율도 높아지는 것이기 때문이다.

더욱이 삼성화재는 압도적인 자본력을 바탕으로 업계에서 홀로 가격 경쟁력 중심의 전략을 주도하며 점유율을 빠르게 확장하고 있다. 이는 동사의 이익 성장 우위를 지속적으로 이끌어갈 수 있는 전략이라고 판단한다. 보험업 최선호주로 삼성화재를 유지하며, 장기적으로 삼성화재 중심의 압축이 유효할 것으로 예상된다.

## II. 다시 돌아온 배당 매력

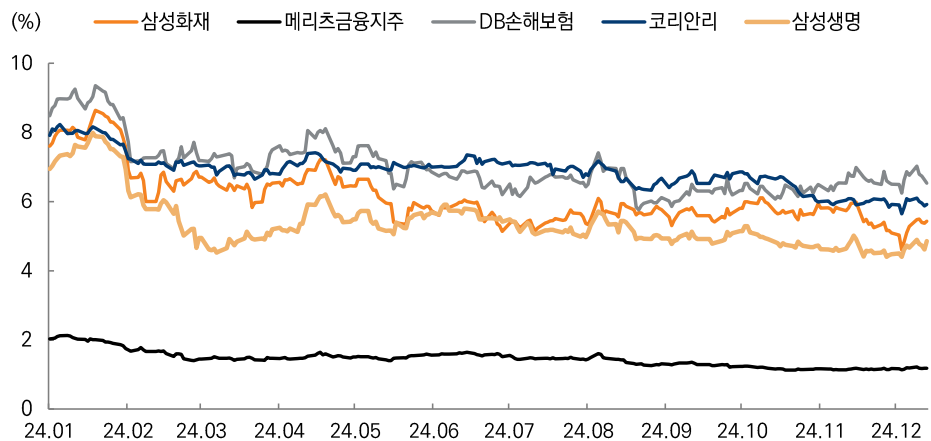
### 외생 변수가 제공하는 매수 기회

최근 일련의 정치적인 불안 요소가 불거지며 보험업은 물론, 금융업종 전반에 큰 폭의 주가 하락이 나타났다. 다만 당사는 이렇게 산업 외적인 변수가 주가에 충격을 줄 때를 오히려 매수 기회로 삼아야한다고 판단한다. 특히 보험업은 자사주 매입·소각이나 분기배당 없이 연간 1회의 현금 배당이 전부이기 때문에, 배당 지급을 앞둔 지금과 같은 시기에는 예상 배당수익률이 높은 종목을 중심의 대응도 가능하다. 장기적으로는 삼성화재에 대한 최선호 의견을 유지한다. 삼성화재 역시 4분기 예상 배당수익률이 5.4%로 경쟁력 있기도 하다.

한편 11월에는 삼성전자가 자사주 매입·소각을 발표하면서 삼성생명과 삼성화재 중심의 주가 급등이 나타났다. 이는 주로 양사 모두 삼성전자 주식을 보유 한도에 근접한 수준으로 가지고 있기 때문에 자사주 소각에 따른 지분을 상승으로 초과분을 매각할 경우, 특별배당이 가능하다는 기대에 기인한 것으로 판단한다. 다만 이는 회계제도에 대한 오해에서 비롯된 것으로, 2018년과 달리 지금은 금융자산에 대한 회계제도가 바뀌어서 특별 배당을 기대하기 어려운 전망이다.

2022년까지 보험사의 금융자산은 IAS39에 따라 단기매매증권, 매도가능증권, 만기보유증권으로 구분했으며, 삼성전자 지분은 이 중 매도가능증권에 해당했다. 매도가능증권은 매각시 처분이익이 발생하며, 이는 순이익 증가 요인이기 때문에 특별배당으로 지급되었다. 그러나 2023년 IFRS17을 도입하면서 IAS39도 IFRS9으로 전환되었는데, IFRS9에서는 금융자산을 FVPL, FVOCI, AC로 구분함에 따라 삼성전자 지분도 매도가능증권에서 FVOCI로 재분류되었다. 그런데 FVOCI는 매각을 하더라도 기타포괄손익 계정이 이익잉여금 계정으로 재분류되는 것일 뿐, 순이익이나 자본은 늘어나지 않는다. 다시 말해, 향후 양사의 삼성전자 지분 매각이 특별배당의 근거로 작용하지는 않는 것이다.

그림 1. 주요 보험사 배당수익률 비교



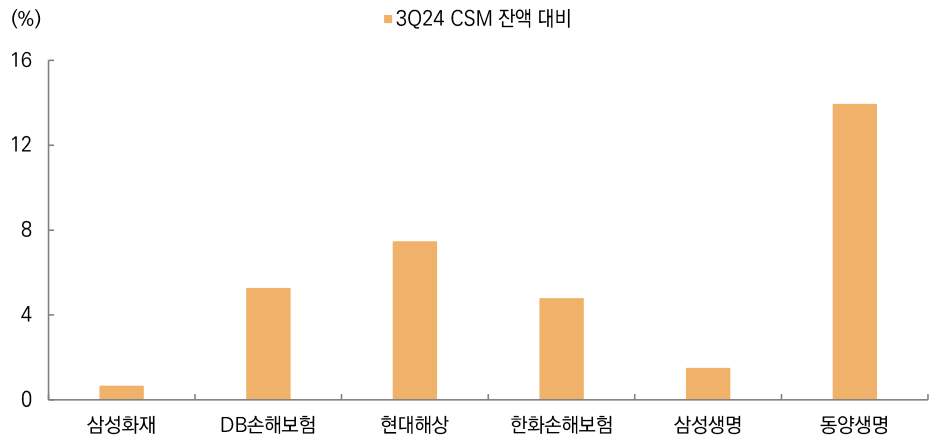
자료: 미래에셋증권 리서치센터

### 배당에 영향을 줄 수 있는 변수

다만 예상 배당수익률에 영향을 줄 수 있는 변수가 존재한다. 가장 큰 변수는 무·저해지 보험의 해약률 가정 변경에 따른 CSM 감소로, 주로 2위권사를 중심으로 영향을 크게 받을 전망이다. 삼성화재와 삼성생명에게는 영향이 상대적으로 적을 전망이고, 메리츠금융지주와 코리안리에게는 영향이 미미할 것으로 예상된다.

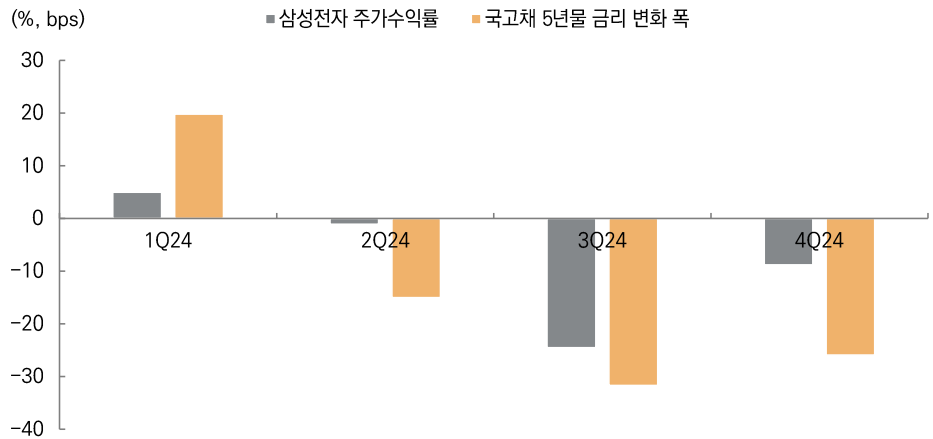
삼성생명에 국한된 변수로는 삼성전자 주가 및 시장금리의 하락을 들 수 있다. 두 변수 모두 동사의 자본비율을 떨어뜨리기 때문이다. 동사가 적절한 배당 확대를 위해 상회하겠다고 제시한 자본비율은 ‘글로벌 주요 경쟁사 수준’으로, 대략 180% 이상일 것으로 판단한다. 그러나 동사의 K-ICS비율은 삼성전자 주가와 시장금리의 동반 약세로 4분기에는 190% 전후까지 하락할 전망이며, 2025년부터는 경제적 가정 변경 영향으로 180%대에 진입할 것으로 예상된다. 공격적인 배당 확대를 추진할만큼 자본력에 여유가 있지는 않은 것이다.

그림 2. 무·저해지 보험의 해약률 가정 변경에 따른 CSM 영향



주: 3Q24 잔액 대비 추정 감소 폭, 메리츠금융지주와 코리안리는 영향이 미미할 전망이라 제외  
 자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 삼성전자 주가수익률 vs. 국고채 5년물 금리 변화 폭



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

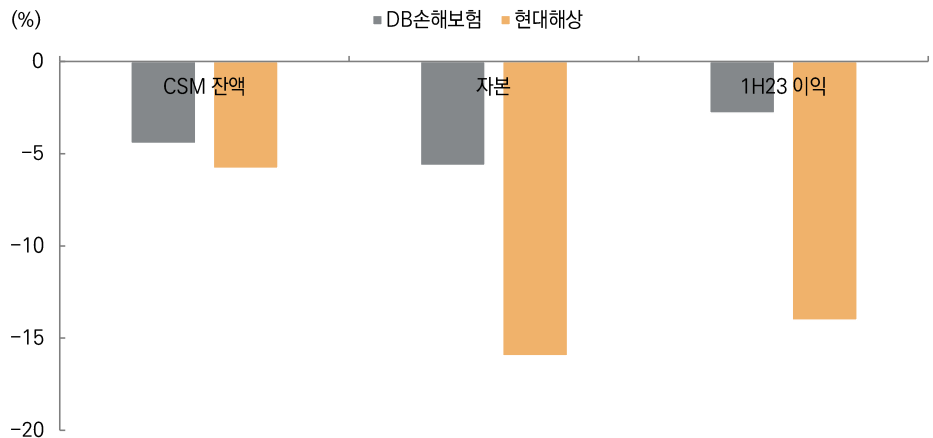
### III. 장기적으로 삼성화재 중심의 압축 유효

#### 2위권사 화재의 소멸

한편 2위권 손해보험사들에게 화재로 작용할 전망이었던 '실손보험 제도 개선 방안'은 정치적 불확실성 확대 영향으로 표류하는 양상이다. 원래는 이달 중 발표 예정이었으나, 최근 사태로 이를 진행하던 의료개혁특위에서 의료계가 이탈했기 때문이다. 지난 상반기 실손보험 거리적 가정 소급 적용으로 CSM과 이익, 자본이 모두 감소한 2위권 손해보험사들에게는 특히 아쉬운 일이다.

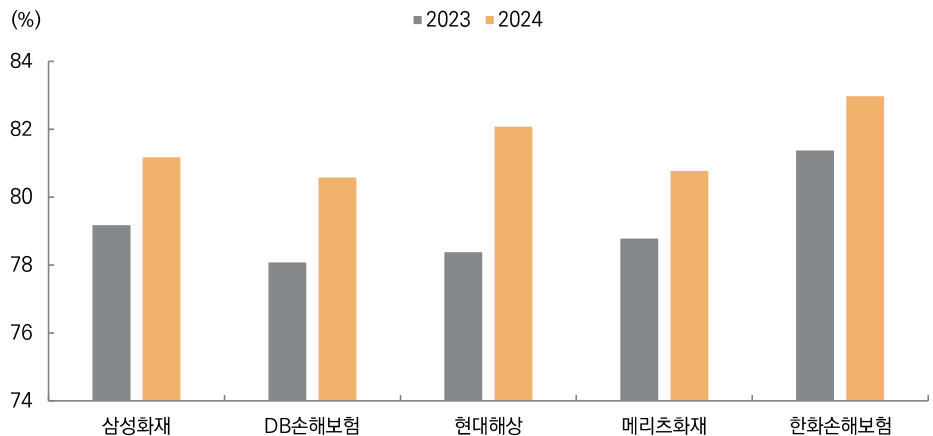
이를 상쇄할만한 다른 화재도 특별히 없는 상황이다. 일례로 자동차보험을 들 수 있다. 손해율은 전 업권에 걸쳐 빠르게 상승하고 있지만 보험료 인상 논의는 전혀 진행되고 있지 않기 때문이다.

그림 4. DB손해보험·현대해상 1H23 실손보험 소급 적용에 따른 주요 항목 변화 폭



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 자동차보험 손해율 추이



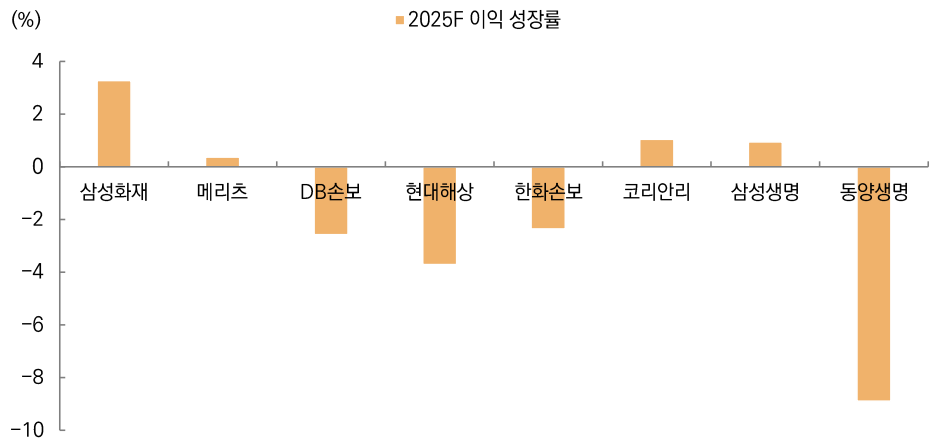
자료: 미래에셋증권 리서치센터

### 이익과 주주환원율의 동반 상승 기대

반면 삼성화재는 1) 무·저해지 보험의 해약률 가정 변경에 대한 영향이 제한적이고 2) 삼성전자 주가나 금리의 하락이 자본비율에 미치는 영향도 미미하며, 3) 과거 실손보험 계리적 가정 변경으로 인한 영향도 크지 않았다는 점에서 이익 성장이나 주주환원 확대에 변수가 발생할 가능성도 낮다. 당사는 삼성화재가 2025년에 가장 큰 이익 성장률을 보일 것으로 예상하며, 이에 따라 주주환원금액 증가율도 가장 높을 것으로 판단한다. 코리안리를 제외한 모든 배당이 가능한 보험사들이 주주환원을 개선을 목표하고는 있으나, 결국에는 모수인 이익의 성장률이 높아야 환원 금액 증가율도 높아지는 것이기 때문이다.

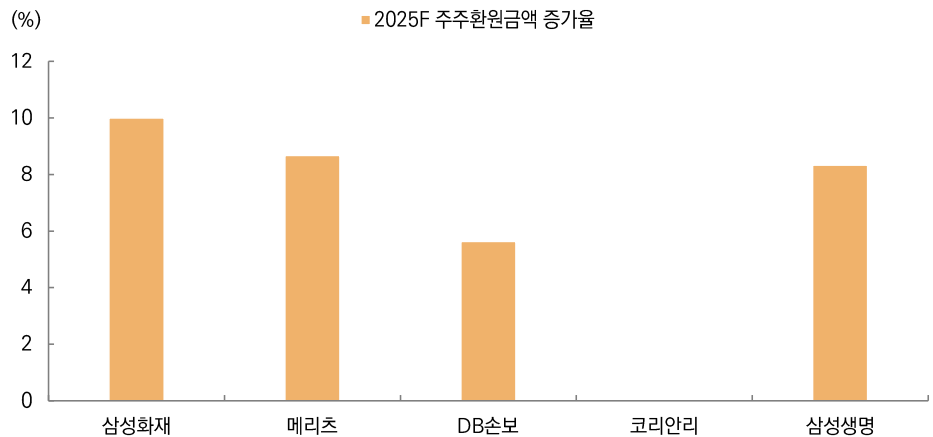
더욱이 삼성화재는 압도적인 자본력을 바탕으로 업계에서 홀로 가격 경쟁력 중심의 전략을 주도하며 점유율을 빠르게 확장하고 있다. 이는 동사의 이익 성장 우위를 지속적으로 이끌어갈 수 있는 전략이라고 판단한다. 보험업 최선호주로 삼성화재를 유지하며, 장기적으로 삼성화재 중심의 압축이 유효할 것으로 예상된다.

그림 6. 2025F 이익 성장률



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 2025F 주주환원금액 증가율



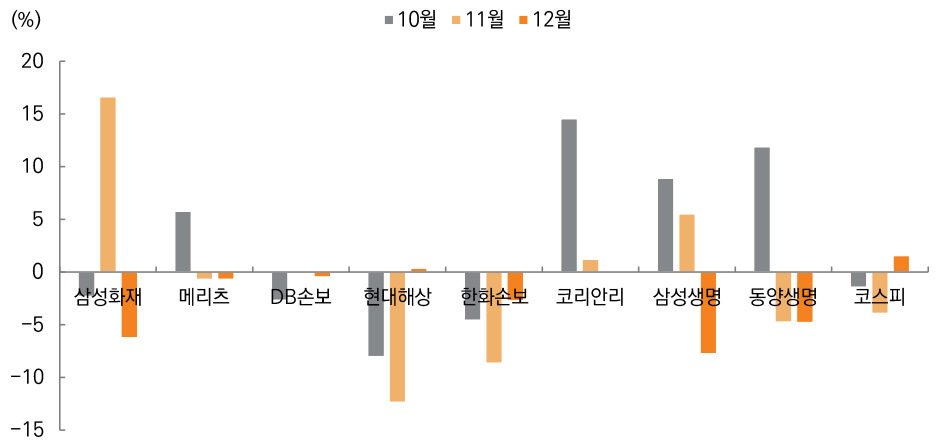
자료: 미래에셋증권 리서치센터

## IV. Monthly review

### 외국인이 돌아온다면 삼성화재부터일 것

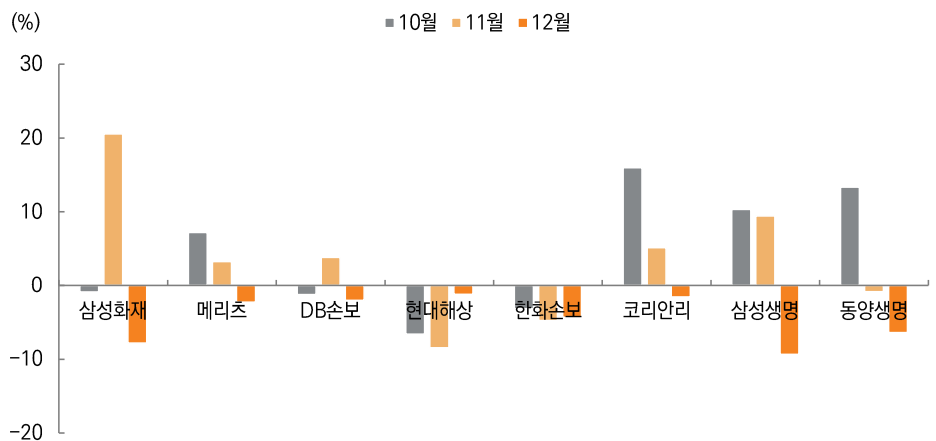
최근 삼성화재 주가는 삼성전자 자사주 매입·소각 발표 직후 급등했다가 12월에는 타 금융사와 마찬가지로 급락했다. 11월 급등은 특별 배당에 대한 기대가 급격하게 반영된 면도 있지만, 결국에는 펀더멘털이 가장 강한 삼성화재로의 압축이 나타나는 것으로도 해석할 수 있다. 더욱이 정치적 불확실성은 결국 해소되는 이슈라고 판단하기 때문에 결국 외국인들은 삼성화재를 중심으로 다시 돌아올 것으로 예상된다.

그림 8. 월별 주가수익률



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 코스피 대비 상대 주가수익률



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

## Valuation 비교

표 1. 보험업 valuation table

(원, %, 배)

	삼성화재	메리츠금융	DB손해보험	현대해상	한화손해보험	코리안리	삼성생명	동양생명
P/E								
2023	7.3	5.4	3.4	4.6	2.5	4.2	5.6	2.7
2024F	8.6	8.1	3.7	2.5	2.1	4.9	8.5	3.0
2025F	8.3	7.5	3.6	2.4	2.2	5.7	8.4	3.3
P/B								
2023	0.69	1.17	0.49	0.40	0.19	0.32	0.29	0.24
2024F	1.00	1.72	0.66	0.36	0.21	0.43	0.55	0.41
2025F	0.94	1.46	0.58	0.29	0.19	0.41	0.56	0.37
ROE								
2023	12.4	28.2	18.7	12.3	8.5	8.9	4.6	9.5
2024F	13.7	23.8	21.8	17.7	11.6	8.3	6.2	12.6
2025F	13.9	21.6	19.8	15.4	10.9	8.1	7.3	12.9
ROA								
2023	2.21	2.14	3.39	1.89	1.66	2.57	0.63	0.93
2024F	2.54	2.22	3.77	2.35	2.07	2.24	0.74	0.97
2025F	2.54	2.11	3.45	2.12	1.88	2.14	0.75	0.85
배당수익률								
2023	6.1	4.0	6.3	6.7	4.9	7.6	5.4	8.8
2024F	5.4	1.2	6.5	0.0	0.0	5.9	4.9	0.0
2025F	6.0	1.2	6.9	0.0	0.0	5.9	5.3	0.0
배당성향								
2023	35.0	21.9	20.7	20.1	8.0	27.7	35.1	21.1
2024F	36.7	8.9	22.7	0.0	0.0	30.5	37.1	0.0
2025F	39.1	8.8	24.6	0.0	0.0	30.2	39.8	0.0
주주환원수익률								
2023	6.1	6.7	6.3	6.7	4.9	7.6	5.4	8.8
2024F	5.4	6.2	6.5	0.0	0.0	5.9	4.9	0.0
2025F	6.0	7.1	6.9	0.0	0.0	5.9	5.3	0.0
주주환원율								
2023	35.0	36.5	20.7	20.1	8.0	27.7	35.1	21.1
2024F	36.7	46.4	22.7	0.0	0.0	30.5	37.1	0.0
2025F	39.1	50.3	24.6	0.0	0.0	30.2	39.8	0.0

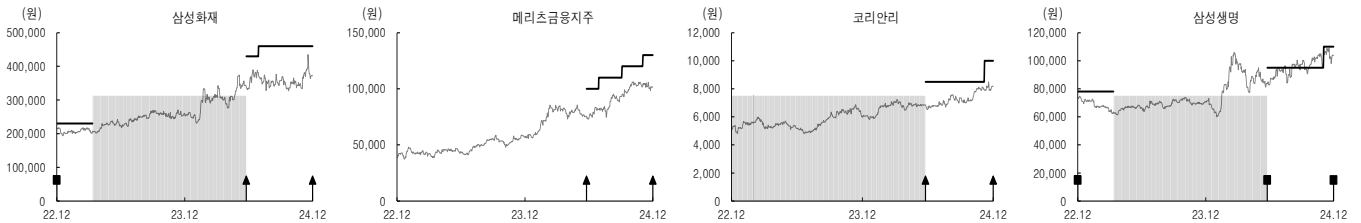
주: 보통주, 자사주 소각 기준, 코리안리는 미래 무상증자 영향 제거 기준  
 자료: 미래에셋증권 리서치센터



투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성화재 (000810)					2024.06.10				
2024.07.15	매수	460,000	-	-	매수	100,000	-22.03	-16.60	
2024.06.10	매수	430,000	-15.97	-9.53	코리안리 (003690)				
2023.03.30	분석 대상 제외	-	-	-	2024.11.22	매수	10,000	-	-
2022.09.23	Trading Buy	230,000	-11.63	-5.22	2024.06.10	매수	8,487	-15.06	-4.21
메리츠금융지주 (138040)					삼성생명 (032830)				
2024.11.18	매수	130,000	-	-	2024.11.18	Trading Buy	110,000	-	-
2024.09.19	매수	120,000	-15.31	-11.58	2024.06.10	Trading Buy	95,000	-0.40	10.42
2024.07.15	매수	110,000	-21.38	-13.36	2023.03.30	분석 대상 제외	-	-	-
					2022.11.26	1년 경과 이후	-	-	-

\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익의 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익의 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(□)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

\* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성화재, 삼성생명 을(을) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급지(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.