

2024.11.19.(화) 증권사리포트

농심

동 트기 전 새벽이 가장 어둡다

[출처] DS투자증권 장지혜 애널리스트

3Q24Re: 외형 감소 및 비용 증가에 따른 실적 부진

농심의 3분기 실적은 연결 매출액 8,504억원(-0.6% YoY), 영업이익 376억원(32% YoY, OPM 4.4%)으로 시장기대치(OP 529억원)를 하회했다. 법인별 매출액은 해외 2,326억원(-1% YoY), 국내(수출 포함) 6,177억원(-0.4% YoY)을 기록했고 수출을 포함한 해외 실적 비중은 35%로 확대됐다. 1)국내(OP 176억원)는 내수 소비 부진으로 라면과 스낵이 각각 전년비 -1%, -7% 감소하며 고정비 부담이 증가했고 장기근속 관련 복리후생비 부담이 반영되며 수익성 하락이 두드러졌다. 2)해외(OP 168억원)는 일본과 호주, 베트남의 매출 성장에도 주력 법인인 중국과 북미가 각각 전년비 -21%, -1% 감소하며 부진했다. 다만 북미 중 미국은 매출이 +1.4% 증가했으며 생산량 기준 +3%이상 성장하며 23년 하반기~24년 상반기까지 부진에서 반전했다. 중국은 오프라인 직접영업은 호조였으나 온라인 유통 파트너사의 이관작업이 늦어지며 부진했다.

4분기 미국을 시작으로 실적 반등 전망

농심은 4분기부터 25년 순차적인 실적 회복이 기대된다. 4분기 미국은 월마트 메인 매대 입점과 2공장 내 라인 추가 가동, 신라면 톨바 등 신제품 출시로 외형 성장률이 +10% YoY로 상승할 전망이다. 중국은 온라인 판매 정상화에 따른 실적 회복이 기대된다. 4분기 실적 반등 이후 25년은 전년도 낮은 기저 부담과 북미, 중국, 유럽으로 이어지는 해외 실적 확대가 기대된다. 농심의 25년 실적은 연결 매출액 3조 6,798억원(+6% YoY), 영업이익 2,155억원(+14% YoY, OPM 5.9%)으로 전망한다. 최근 동사의 국내 법인 수출은 3분기 누적 매출액 3,452억원(+30% YoY)을 기록했고 이중 유럽향 수출은 940억원으로 성장을 견인했다. 유럽은 판매 법인 설립, 26년 4월 국내 공장 추가에 따른 실적 성장이 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 54만원 유지

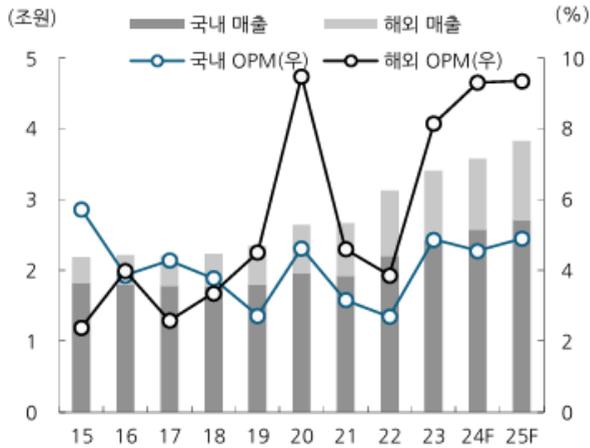
농심의 현재 주가는 25년 실적의 PER 10배에 불과하다. 경쟁사 삼양식품 대비 낮은 해외 비중과 실적 부진으로 주가 큰 폭으로 하락했으나 3분기 실적을 바탕으로 실적 및 주가 반등이 기대된다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,663	3,129	3,411	3,478	3,680
영업이익	106	112	212	188	216
영업이익률(%)	4.0	3.6	6.2	5.4	5.9
세전이익	137	156	230	225	252
지배주주지분순이익	100	116	172	165	189
EPS(원)	16,412	19,091	28,261	27,079	31,012
증감률(%)	-32.8	16.3	48.0	-4.2	14.5
ROE(%)	4.7	5.2	7.3	6.6	7.2
PER(배)	19.4	18.7	14.4	12.0	10.5
PBR(배)	0.9	0.9	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	7.8	7.6	5.6	4.1	3.6

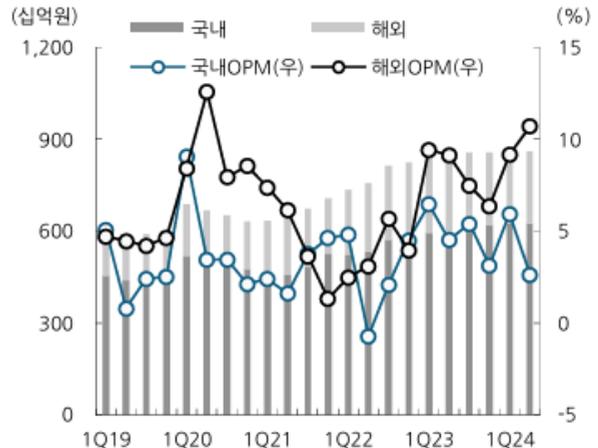
자료: 농심, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 농심 연간 실적 추이 및 전망



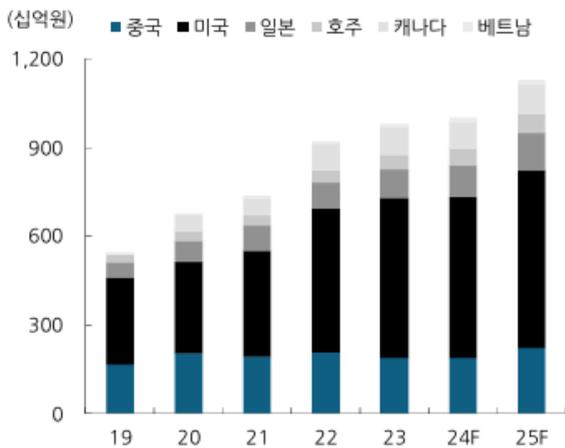
자료: 농심, DS투자증권 리서치센터

그림2 농심 분기 실적 추이



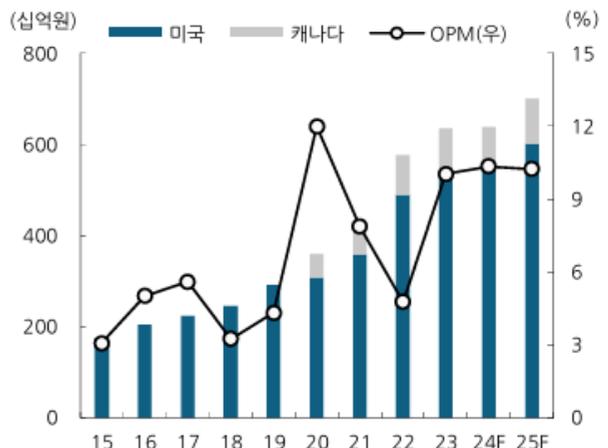
자료: 농심, DS투자증권 리서치센터

그림3 농심 해외 법인 실적 추이



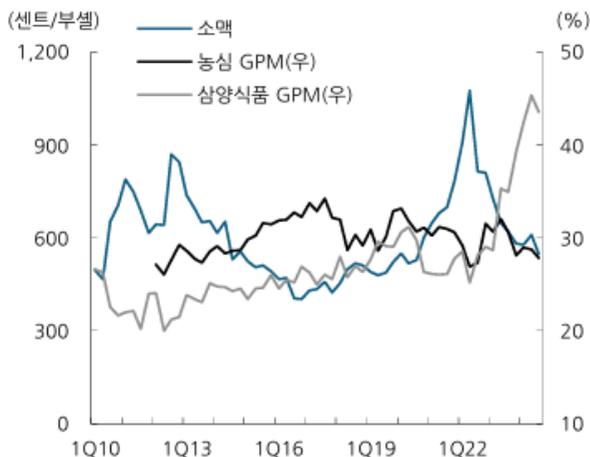
자료: 농심, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 농심 북미 실적 추이 및 전망



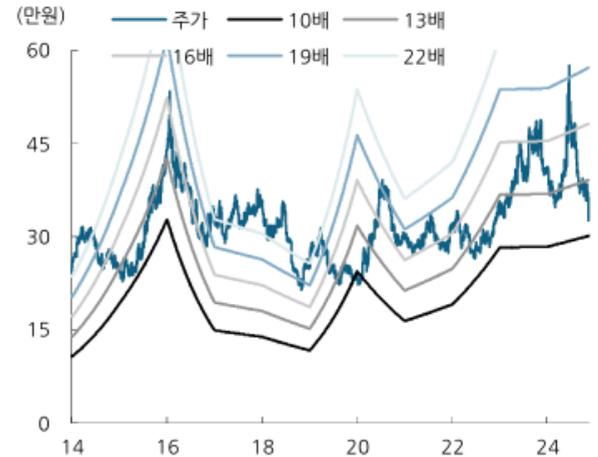
자료: 산업 자료, DS투자증권 리서치센터

그림5 글로벌 소맥가격과 라면 업체 GPM 추이



자료: Bloomberg, 삼양식품, 농심, DS투자증권 리서치센터

그림6 농심 PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터



두산테스나
 고객사 구조조정 영향으로 동사 실적 성장도 둔화 전망
 [출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트
 기대치 하회한 3Q24 실적

연결 기준 3Q24 매출액과 영업이익은 987억원(-1%QoQ, 11%YoY), 110억원(-35%QoQ, -37%YoY)으로 컨센서스 대비 각각 3%, 38% 하회했다. 별도 기준 매출액은 962억원(-2%QoQ, 8%YoY), 영업이익은 125억원(-33%QoQ, -28%YoY)로 우리 예상치를 각각 5%, 37% 하회했다. 모바일 수요 감소로 SoC 가동률이 5%pt 이상 낮아졌고, CIS는 G사향 수요증가로 가동률이 6~7%pt 상승하기는 했지만 기대보다는 매출이 적었다. 수익성 면에서는 성과급 충당금 추가 반영이 있었고, 증설된 차량용 SoC에 대한 감가상각비가 3Q24부터 온전히 반영되었다. 별도기준 OPM이 13%였으나, 증가된 비용을 제외하면 수정 OPM은 18% 대인 것으로 추정된다.

Auto를 제외한 CIS, AP,컨트롤러 수요 감소로 4Q24 실적 부진 전망

4Q24에도 차량용 SoC 가동률이 80% 수준을 유지할 것으로 보이나, 그 외 AP, 컨트롤러 칩 수요는 감소 예상된다. 연말에 나타나던 플래그쉽 모델 향 Exynos AP 물량 증가 효과도 올해는 부진할 전망이다. CIS 또한 전략 고객의 수요 감소로 4Q24에 매출 감소가 예상된다. 가동률 하락으로 별도기준 4Q24 매출액은 904억원(-6%QoQ), 영업이익은 102억원(-19%QoQ),

OPM 11.2%(-1.8%pt QoQ)로 예상된다. 연결 기준으로는 매출액 929억원, 영업이익 89억원으로 시장 기대치를 하회할 전망이다.

목표주가 41,000원으로 하향조정, 투자의견 '매수' 유지

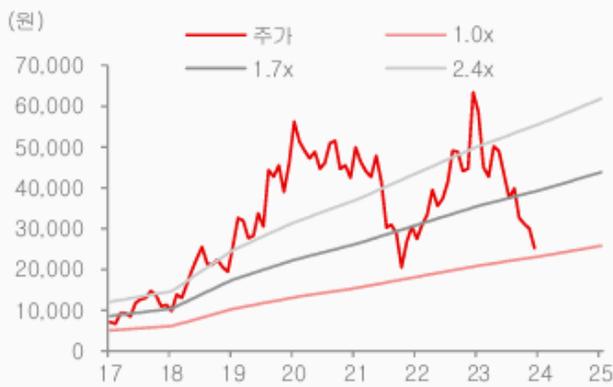
고객사 비메모리 구조조정 영향으로, 동사 실적 성장 둔화도 불가피해 보이며, 동사도 내년 보수적으로 설비투자를 할 것으로 전망된다. 내년 EPS 36% 하향조정과 주가 괴리도를 고려하여, 목표주가를 41,000원으로 하향조정한다. 그러나 현 주가는 역사적 Valuation 바닥 수준이며, 장기적으로 다시 성장궤도에 진입할 것으로 예상하며, '매수' 의견을 유지한다.

Fig. 1: 두산테스나 별도재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	278	339	373	393	456
영업이익	67	61	54	58	75
세전이익	61	45	42	50	69
순이익[지배]	52	49	47	50	69
EPS(원)	3,064	2,839	2,425	2,582	3,596
증감률(%)	11.0	-7.3	-14.6	6.5	39.3
PER(배)	9.0	20.6	10.4	9.8	7.0
PBR	1.5	2.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	3.6	5.4	2.4	1.5	0.7
ROE(%)	18.3	13.8	11.0	10.6	13.1
배당수익률	0.6	0.3	0.7	0.7	0.7

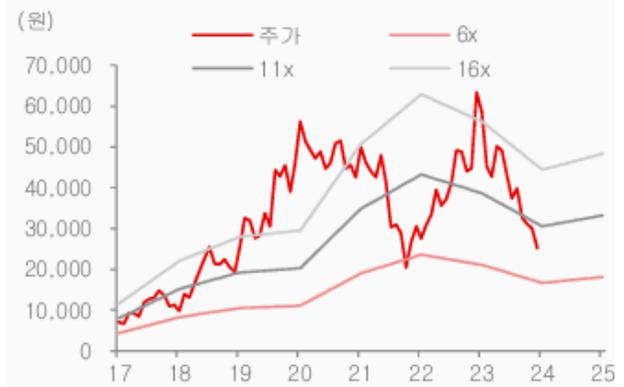
자료: 두산테스나, BNK투자증권 / 주:K-IFRS 별도

Fig. 2: 두산테스나 P/B 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 3: 두산테스나 P/EBIT 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권





에스에프에이

4Q24 실적은 다시 정상 회복, 향후 수주 성장 불확실성은 남아

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

노스볼트 관련 총당금 반영, 3Q24 연결영업적자 -1,496억원 기록

연결 기준 3Q24 매출액과 영업이익은 각각 4,505억원(-19%QoQ, 18%YoY), -1,496억원(적전 QoQ, YoY)을 기록하여 기대치를 크게 하회했다. 노스볼트 프로젝트 관련 2,119억원(본사 1,693억원, CIS 426억원)의 총당금 설정(대손상각비, 재고평가손실 등) 때문이다. 일회성비용 요인을 제외하면, 수정된 연결 영업이익은 623억원(OPM 13%), 별도 영업이익은 219억원(OPM 11.1%)이었다. 별도 기준 신규 수주는 1,519억원(누적 5,047억원), 수주잔고는 1.09조원(남은 노스볼트 PJ 제외 시 0.9조원)이다.

4Q24는 다시 실적 개선, 그러나 향후 신규수주 불확실성은 남아

4Q24 연결기준 매출액과 영업이익은 4,930억원(9%QoQ), 462억원(흑전QoQ), OPM 9.4%, 그리고 별도 기준 매출액과 영업이익은 각각 2,331억원(40%QoQ), 256억원(흑전QoQ), OPM 11%로 다시 정상회복 예상된다. 그러나 별도 기준 올해 수주액은 0.7조원에 그쳐 작년 절반 수준에 그칠 전망이다. 3Q24말 이차전지 수주잔고는 0.6조원(노스볼트건 제외 시 0.4조원 미만)에 그친다. 글로벌 EV 수요 둔화와 트럼프 행정부의 정책 변화를 고려할 때, 향후 수주 성장에 대한 불확실성은 여전히 남는다. IT 경기도 하향 추세여서 내년 신규수주 추이를 지켜 볼 필요가 있다.

목표주가 27,000원으로 하향조정, 투자의견 '매수' 유지

일회성 비용 반영 후 4Q24 실적은 다시 정상회복 예상되나, 수주 성장에 대한 불확실성이 여전히 남아 있어 내년 실적 전망을 낮출 필요가 있어 보인다. 내년 매출과 영업이익을 각각 22%, 31% 하향조정하며, 목표주가를 27,000원(최근 평균 P/B 0.8x 적용)으로 하향조정한다. 그럼에도 현재 주가는 과매도 상태로 판단된다.

Fig. 1: 에스에프에이 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	1,684	1,881	2,073	1,921	2,076
영업이익	161	85	6	161	178
세전이익	152	59	-6	145	172
순이익[지배]	77	40	18	76	90
EPS(원)	2,149	1,113	513	2,127	2,514
증감률(%)	-34.0	-48.2	-53.9	314.6	18.2
PER(배)	16.9	27.3	34.8	8.4	7.1
PBR	1.1	1.0	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.3	10.3	12.6	4.1	3.7
ROE(%)	7.0	3.8	1.8	7.1	8.0
배당수익률	2.4	0.9	1.5	1.5	1.5

자료: 에스에프에이, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결





토비스

2024년, 2025년 EPS 성장이 돋보일 것

[출처] 하나증권 김성호 애널리스트

분기별 실적 성장 지속 중

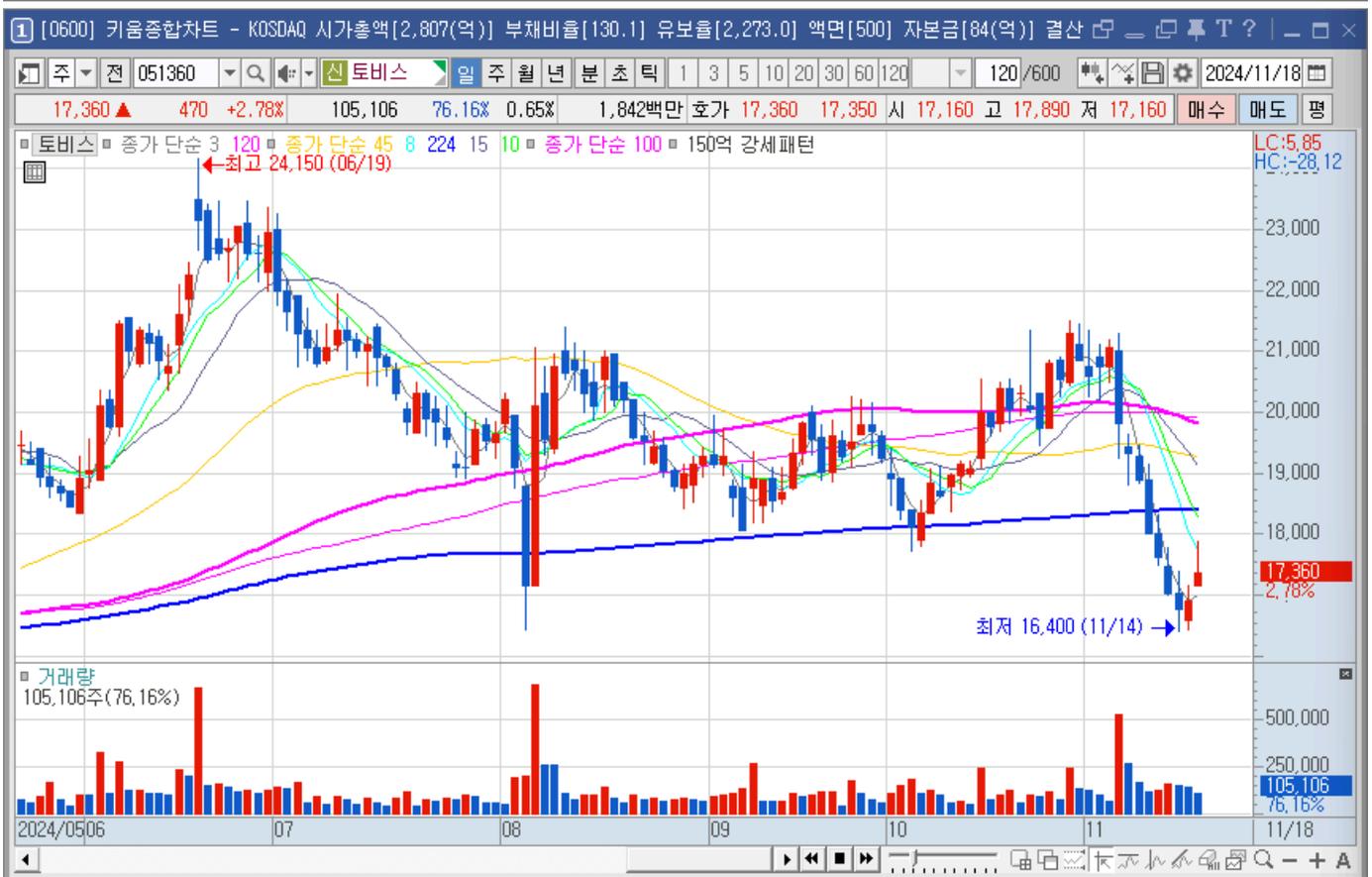
토비스의 3Q24 연결 실적은 매출액 1,631억원(YoY +27.5%), 영업이익 177억원(YoY +80.6%)을 시현하며 분기별 실적 성장이 지속되었다. 특히 전년 동기 대비 OPM이 3Q23 7.6%에서 3Q24 10.9%로 수익성 개선이 긍정적인데, 이는 고수익성인 카지노 향 매출이 견조했으며 올해 1분기부터 흑자 턴어라운드 후 수익성을 유지 중인 전장사업부 영향에 따른 것으로 판단된다. 사업별 매출액은 산업용모니터(카지노)가 730억원으로 분기 최대 실적을 경신했다. 계절성에 따라 1Q24 637억원 → 2Q24 676억원 → 3Q24 730억원으로 QoQ 실적 성장을 지속 중이며 4분기에도 유사한 흐름이 이어질 것으로 기대된다. 동남아시아와 일본 카지노 합법화 진행에 따라 카지노 슬롯머신에 대한 수요가 이어지고 있으며 기존 슬롯머신에 대한 교체 물량 및 신제품 출시에 따른 수혜는 토비스 실적에 지속 반영 중이다. 한편 전장사업부 매출액은 821억원으로 전년 동기 대비 성장을 시현했으나 2Q24 875억원 대비 소폭 하회하였다. 중국 내수 소비 부진에 따라 대련공장 물량이 기대 대비 저조했던 것으로 파악된다. 그러나 국내 서천공장 물량은 납품 차종 다변화에 따라 증가 추세를 유지 중이며 고객사 다변화도 기대되는 상황이다. 전장사업부 3Q24 누적 매출액 2,389억원으로 전체 CAPA 5,000억원 대비 가동률 48% 수준으로 4분기에도 유사한 흐름이 이어지고 있는 상황이기에 연간 가동률 50% 충분히 상회할 수 있겠다. 한편 자회사 글로쿼드텍은 전기차 충전 사업 진행에 따라 매출액 40억원을 시현하였으며 배터리 화재방지 충전기 사업이 본격화됨에 따라 오는 4분기에도 QoQ 실적 성장이 가능할 전망이다.

꾸준한 성장을 보여주는 카지노, 해외 매출이 본격화되는 2025년

카지노 슬롯머신 향 게이밍 디스플레이 산업은 토비스를 비롯한 소수 업체의 과점 시장이다. 토비스는 글로벌 Top-tier 고객사 향 점유율과 레퍼런스를 지속 확보해왔기에 코로나 이후 지속적인 호실적을 시

현했으며 이러한 기조는 전방 투자 집행에 따라 지속될 전망이다. 2025년 기대 포인트는 전장사업부이다. 국내 완성차 업체에 국한되지 않고 해외 완성차 업체 고객사 확보를 지속 진행하였다. 컨티넨탈 완성차 향 양산은 25년 하반기 본격화될 전망이며 스텔란티스 향 납품도 기대되는 상황이기에 해당 물량 또한 25년 실적에 반영된다면 전장사업부의 해외 매출 비중은 큰 폭으로 증가할 것이다. 중국 대련공장 또한 수요 점진적 회복 시 토비스의 CAPA 가동률 상승에 따른 실적 성장이 가능할 전망이다. 2024년 매출액 6,304억원(YoY +40.9%), 영업이익 593억원(YoY +130.7%)와 2025년 매출액 7,472억원(YoY +18.5%), 영업이익 738억원(YoY +24.5%) 예상한다. 4분기 신규 고객사 향 양산 및 기타비용 감안하였으나, 대련공장 회복 속도에 따라 추가 실적 성장 가능성 존재하며 2025년 해외 매출 확대 시에는 카지노 사업과 함께 OPM 성장에 따른 EPS 상승이 본격화될 전망이다.

Financial Data		(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2020	2021	2022	2023	
매출액	273	263	328	447	
영업이익	(6)	(1)	7	26	
세전이익	(6)	5	(2)	16	
순이익	(6)	1	(5)	12	
EPS	(383)	75	(302)	710	
증감율	적전	흑전	적전	흑전	
PER	(20.1)	114.3	(31.4)	23.1	
PBR	0.7	0.7	0.8	1.3	
EV/EBITDA	17.2	18.5	12.9	9.8	
ROE	(3.5)	0.7	(2.8)	6.1	
BPS	11,644	11,788	11,480	12,193	
DPS	0	100	100	160	



메디포스트

최근 카티스팀 임상 진행 상황

[출처] 상상인증권 하태기 애널리스트

제대혈, 줄기세포 중심 성장, 아직은 R&D 비용으로 영업적자

동사의 사업영역은 제대혈은행, 줄기세포치료제(카티스템), 건강기능식품이다. 2023년 연결기준 매출액은 686억원(YoY +6.9%), 영업적자 251억원이다. 매출 비중은 제대혈은행 47.7%, 줄기세포치료제 31.5%, 건강기능식품 14.0%이다.

제대혈은행 Cash Cow 담당, 카티스템 매출 성장 추진

동사의 주요 3가지 사업부별 영업현황을 보면 다음과 같다.

첫째, 제대혈은행(셀트리)은 국내 시장 점유율 1위, 2024년 2월 가족제대혈 보관건수 30만건 달성했다. 2024년 3분기 누적 매출액은 291억원으로 전년대비 21.3% 증가하며 동사의 Cash Cow 역할을 담당하고 있다. 신생아 수는 감소하지만 프리미엄 서비스를 통해서 비교적 높은 성장을 지속하고 있다.

둘째, 무릎 골관절염치료제 카티스템은 안정적으로 성장 중이다. 2024년 3분기 누적 매출액은 151억원으로 전년대비 6.8% 감소했다. 협소한 국내보다는 장기적으로 일본 미국 등 해외에서 임상을 진행하며, 높은 성장을 모색하고 있는 상황이다.

셋째, 건강기능식품(모비타)은 규모는 적지만 여성전용 제품 등 차별화 전략을 통해 안정적으로 매출이 발생 중이며, 2024년 3분기 누적 매출액은 68억원(YoY -6.8%)이다.

2025년 카티스템 일본 3상 중, 미국 임상 3상 IND 신청 추진 중

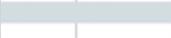
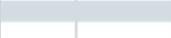
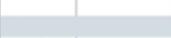
첫째, 카티스템은 미국 임상 1/2a상과 한국 임상 및 시판데이터를 근거로 2025년 중순쯤 미국 임상 3상 IND를 신청할 예정이다. 일본에서 임상 3상(투약이 마무리 단계)이 진행중이며, 2025년에 임상 3상 추적 결과 데이터가 발표될 예정이다. 둘째, 주사형 무릎관절염치료제 스몹셀(SMUP-ia-01)은 국내 임상 2상을 마치고 2년 추적관찰이 진행 중인데 2025년 1분기쯤 임상 결과가 나올 것이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	64	-17	3	157	83.6	-28.8	1.5	1.8	n/a
2023	69	-25	6	171	47.8	-11.8	1.0	2.4	n/a
2024E	71	-41	-30	-886	-8.2	-6.4	1.0	-10.2	n/a
2025E	77	-39	-28	-824	-8.8	-7.6	1.1	-10.6	n/a
2026E	83	-31	-23	-667	-10.9	-10.9	1.2	-9.5	n/a

자료: K-IFRS연결기준, 상상인증권, 영업이익 전망치는 임상비용 지출 정책에 따라 크게 유동적임

표 1, 신약 Pipeline 개발 현황

적응증	치료제	임상국가	전임상	Phase I	Phase II	Phase III	품목허가	In detail	
 무릎 골관절염	CARTISTEM®	한국						2012년 시장진출, 블록버스터 의약품	
		미국						임상 1/2상 종료 한국 임상 및 시판데이터를 근거로 임상 2상 생략 임상 3상 IND 준비 중	
		일본						임상 3상 진행중 한국 임상 및 시판데이터를 근거로 임상 1상, 2상 생략	
	SMUP-IA-01	한국							임상 2상 완료 현재 2년 추적관찰 중
		미국						Pre-IND 미팅 완료 한국 임상 결과를 근거로 1상 생략 및 임상 2상 가능	
 발목 골관절염	CARTISTEM®	한국						카티스렘 발목관절염 적응증 확장 임상 3상 종료 안전성 및 유효성 확인, 품목허가(BLA) 신청	
 기관지폐이형성증 (BPD)	PNEUMOSTEM®	한국						임상 2상 종료	
		미국							임상 1/2상 종료 미국 및 유럽 최귀의약품 지정 미국 Fast Track 지정

자료: 메디포스트



티앤엘

내년에도 믿고 보는 실적주

[출처] 유안타증권 손현정 애널리스트

3Q24 Review: 확산의 상고하고

동사의 3Q24 매출액은 487억원(YoY +62.3%), 영업이익 178억원(YoY 111.4%, OPM 36.6%)으로 큰 폭의 이익 성장세를 나타냈다. 당사 추정 매출액 490억원에 부합, 영업이익 150억원을 상회했다. 창상피복재 매출이 448억원(YoY +69.4%)을 기록하며 전사 실적의 고성장을 견인했다. 주요 제품 매출은 하이드로콜로이드 362억원, 마이크로니들 44억원으로 각 YoY +75.1%, YoY +60.8% 증가했다. 해외 매출액은 389억원(YoY +80.3%)으로, 미국 304억원(YoY +100.5%), 유럽 등 기타 85억원(YoY +32.3%)을 기록했다. 주력 고객사 C&D-HERO향 채널 확장에 기인한 것으로 판단된다.

4Q24 해외 창상피복재 수주잔고 3.5배 증가

4Q24에 반영될 수주잔고는 440억원으로 YoY +157.3% 증가했다. 특히 해외 창상피복재 수주잔고는 345억원으로 YoY +258.4% 급증하며, 주력 고객사의 견조한 수요를 확인할 수 있다. 미국뿐만 아니라, 유럽 신규 지역 확대로 4분기 매출 성장세가 지속될 전망이다. 미국향 수출액은 2020년 79억원 → 2021년 308억원 → 2022년 386억원 → 2023년 639억원 → 2024년 예상 1,038억원으로 CAGR +91% 이다.

2025년 고성장세 지속, PER은 8배

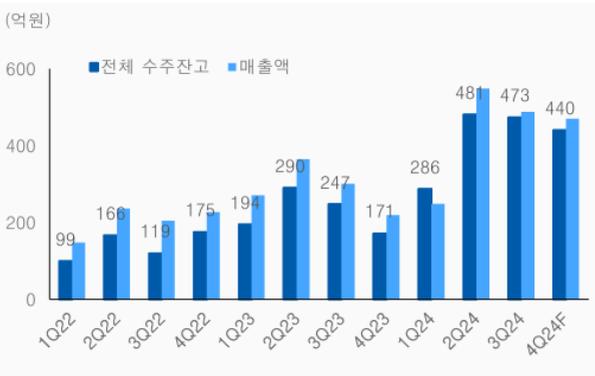
2025년 매출액은 2,320억원(YoY +32.0%), 영업이익 720억원(YoY +34.6%)을 예상한다. 내년에도 주력 고객사향 수출이 지속되며 고성장세를 이어갈 전망이다. 유럽 신규지역 판매 확대와 마이크로니들 패치 매출 비중 증가로 외형성장률과 수익성 개선이 기대된다. 추가적인 성장 모멘텀은 2H25부터 반영될 의료용 대마 패치이다. 2025년 실적 전망치는 신제품이 포함되지 않은 보수적인 추정치이며, 신사업 및 고환율 등 감안 시, 추가적인 상승 여지가 있다고 판단된다. 현재주가는 2025년 EPS 기준 PER 8배로 현저히 저평가되어 있다. 1)북미 및 유럽 채널 확장, 2)아마존 1등 제품 프리미엄 3)의료용 대마, 마이크로니들 패치 등 기대감 등에 따른 모멘텀이 유효한 만큼, 투자 의견 '매수', 목표주가 10만원을 유지한다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	816	1,155	1,757	2,320
영업이익	243	308	535	720
지배순이익	211	274	453	619
PER	14.4	13.6	11.3	8.3
PBR	2.9	2.9	3.0	2.2
EV/EBITDA	10.3	9.7	7.7	5.1
ROE	21.5	23.3	30.2	31.2

티앤엘 분기별 수주잔고 및 매출액 추이



자료: 티앤엘, 유안타증권 리서치센터

티앤엘 창상피복재 국내 및 해외 수주잔고



자료: 티앤엘, 유안타증권 리서치센터



삼성화재
높은 안정성 다시 증명, 남은 건 주주 환원 확대
[출처] 키움증권 안영준 애널리스트

투자이익 호조에 힘입어 기대치 부합

2024년 3분기 지배주주순이익은 29% (YoY) 증가한 5,541억원으로 컨센서스와 추정치에 부합했다. IFRS17 도입 이후 실적 변동성을 확대시키는 다양한 요인이 있었음에도 불구하고 꾸준히 안정적인 실적을 시현하고 있는 모습이다.

비경상적인 가정 조정 영향에도 양호한 실적 기록

삼성화재의 보험이익은 11% (YoY) 감소했는데, CSM과 RA 상각액은 잔액 증가에 힘입어 최고치를 기록했으나 예실차 감소와 자동차/일반보험이 상대적으로 부진했던 영향이다. 비경상적 요인인 사업비 가정 재조정의 영향이 반영되었으며, 손해율 상승과 고액사고 발생 등의 영향이다. 신계약 판매 실적과 배수 모두 상반기와 유사한 수준으로 신계약 CSM도 견조했으나 사업비 가정 조정의 영향으로 CSM 조정액은 경상적인 수준보다 높았다. 그럼에도 CSM 잔액은 전분기말 대비 1.6% 증가한 14조 1,813억원을 기록하며 증가세를 이어갔다. 투자이익은 1119% (YoY) 증가했는데, 전년동기 채권 교체매매 진행에 따른 낮은 기저의 영향이었다. 3분기말 기준 예상 KICS 비율은 전분기말 대비 1.7%p 상승한 280.6%이다.

투자의견 BUY, 목표주가 440,000원 유지

삼성화재에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 440,000원을 유지한다. 양호한 실적 및 신계약 흐름이 이어지고 있으며, 주주환원 정책으로 중장기 50%의 주주환원율을 목표로 제시한 바 실적 성장에 기반한 큰 폭의 주주환원 확대가 예상된다. 4분기 CSM 조정이 일부 있을 것으로 예상되나, 최근 이슈가 되고 있는 무/저해지 상품 관련 영향은 크지 않을 것으로 판단하고 있으며 K-ICS 비율도 적정 자본 수준으로 제시한 220%를 큰 폭으로 상회하고 있어 주주환원에 대한 안정성은 업종 내에서 가장 높다. 견조한 실적 및 주주환원을 바탕으로 연간 DPS는 31% (YoY) 증가한 21,000원으로 예상하며, 기대배당수익률은 6.3%이다. 향후 수년간 안정적인 실적과 이에 기반한 주주환원 증가가 예상된다.

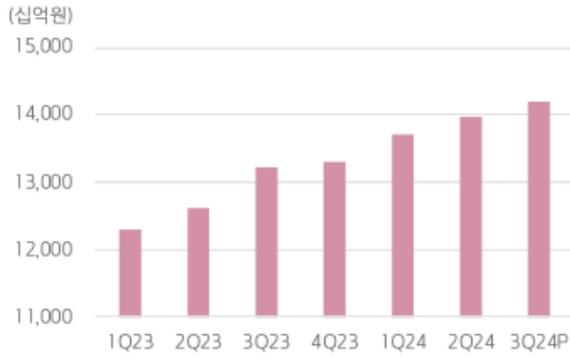
(십억원, 배)	2023	2024E	2025E
보험이익	1,933.4	1,950.9	2,234.3
투자이익	408.6	910.7	939.7
영업이익	2,342.0	2,861.6	3,174.0
세전이익	2,361.1	2,867.5	3,159.5
당기순이익	1,755.4	2,169.7	2,369.6
ROE	6.3	14.5	14.4
ROA	1.0	2.7	2.8
EPS	37,053	45,799	50,019
BPS	340,780	293,388	382,764
PER	6.9	7.6	7.2
PBR	0.8	1.2	0.9
DPS	16,000	21,000	23,000
배당수익률 (%)	6.1	6.0	6.6

삼성화재의 부문별 이익 추이



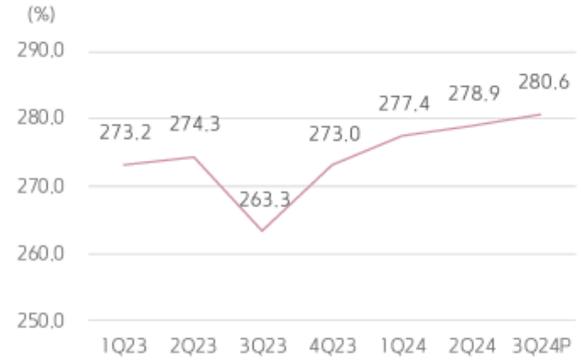
자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터.

CSM 기말 잔액 추이



자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터.

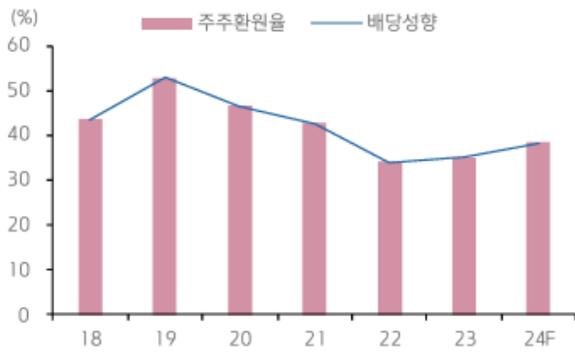
K-ICS 비율 추이



주: 3Q24는 예상치

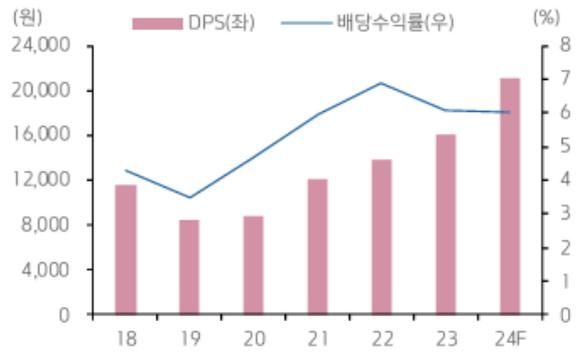
자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터.

주주환원율과 배당성향



자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터.

DPS와 배당수익률



자료: 삼성화재, 키움증권 리서치센터.

