

**BUY**

목표주가(12M) 300,000원
현재주가(11.13) 251,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,403.76
52주 최고/최저(원)	269,000/193,500
시가총액(십억원)	11,914.8
시가총액비중(%)	0.62
발행주식수(천주)	47,374.8
60일 평균 거래량(천주)	81.5
60일 평균 거래대금(십억원)	20.9
외국인지분율(%)	53.30
주요주주 지분율(%)	
삼성생명보험 외 6 인	18.51
국민연금공단	7.50

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	19,116	-
영업이익(십억원)	1,717	-
순이익(십억원)	1,240	-
EPS(원)	24,194	-
BPS(원)	271,407	-

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2019	2020	2021	2022
보험손익	(1,076.5)	(820.2)	(545.6)	(409.1)
투자손익	1,990.9	1,952.3	2,095.8	2,081.1
영업이익	914.4	1,132.1	1,550.2	1,672.1
당기순이익	609.2	766.8	1,092.6	1,141.4
자배순이익	643.0	755.0	1,122.2	1,280.1
증감률	(40)	17	49	14
DPS	8,500	8,800	12,000	13,800
P/E	14.8	11.3	9.5	8.8
P/B	0.7	0.5	0.5	0.7
ROA	0.79	0.86	1.21	1.42
ROE	4.85	4.96	7.09	9.77
배당수익률	4.7	4.5	4.4	6.0



Analyst 안영준 yjahn@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2023년 11월 14일 | 기업분석

삼성화재 (000810)

3Q23 Re: 새삼 대단하게 느껴지는 신계약 CSM

계리적 가정 가이드라인 적용 우려에도 안정적인 실적 시현

삼성화재에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 30만원을 유지한다. 3분기 실적은 보험손익에서는 계리적 가정 가이드라인이 반영되었고, 투자손익에서는 채권 교체매매에 따른 처분손실이 발생하는 등의 이익 훼손 요소가 있었음에도 불구하고 양호했다. 영업 측면에서도 월초 보험료와 CSM 배수가 모두 성장하면서 신계약 CSM은 1조 1,642억원으로 전분기대비 큰 폭으로 증가하여 실적의 규모와 내용 모두 긍정적인 모습이었다.

3분기 순이익은 4,282억원(-29% (QoQ), +26% (YoY)) 기록

3분기 지배주주순이익은 4,282억원(-29% (QoQ), +26% (YoY))을 기록했는데(2022년 3Q는 IFRS17/IAS39 적용 기준), 보험이익과 투자이익이 각각 +36%/-39% (YoY) 변동한 5,598억원/293억원이었다. 보험이익 중 장기보험이익은 24% (YoY) 증가했는데, 전년대비 CSM 규모가 크게 증가하면서 CSM 상각액도 늘어났기 때문이다. 신계약 CSM은 월초보험료와 CSM 배수가 동시에 성장하면서 52% (QoQ) 증가한 1조 1,642억원을 기록했는데, 월초보험료는 18% (QoQ) 증가했고 CSM 배수는 세만기/무해지 상품 비중 상승에 힘입어 전분기대비 5.0배 상승한 22.2배를 기록했다. 신계약 CSM 성장에 힘입어 기말 CSM은 5% (QoQ) 증가한 13조 2,593억원이었다. 자동차보험이익은 손해율이 81.7%를 기록하며 상반기 대비로는 높은 수준이었으나 전년 낮은 기저로 189% (YoY) 증가했고, 일반보험이익은 전년대비 손해율이 개선되면서 123% (YoY) 증가했다. 투자이익률은 보유이원 상승에 따른 이차이익 증가로 0.57%p (YoY) 상승한 2.95%를 기록했지만 채권 교체매매에 따른 처분손실이 약 1,500억원 반영되었다.

안정적인 연간 이익 및 배당 증가 예상

3분기 금융당국의 계리적 가정 가이드라인 반영이 예고되면서 우려가 컸으나 실적과 자본 비율 모두 안정적인 모습을 보이고 있다. 4분기 계절성으로 인한 손해율 상승으로 이익에 대한 눈높이는 소폭 낮춰야겠지만, 늘어난 CSM과 채권 교체매매를 통한 이원 상승으로 안정적인 실적을 기록할 수 있을 것으로 기대된다. 배당가능이익 수준과 자본비율 등을 고려해봤을 때 전년대비 DPS 증가에는 큰 무리가 없을 것으로 판단되며, 보수적으로 보더라도 15,000원 이상의 DPS(vs. 2022년 DPS 13,800원)가 예상된다. 높은 안정성을 보이는 동시에 CSM 증가로 이익 성장도 기대된다. 업종 내 최선호주로 유지한다.

도표 1. 삼성화재의 실적 추이

(단위: 십억원)

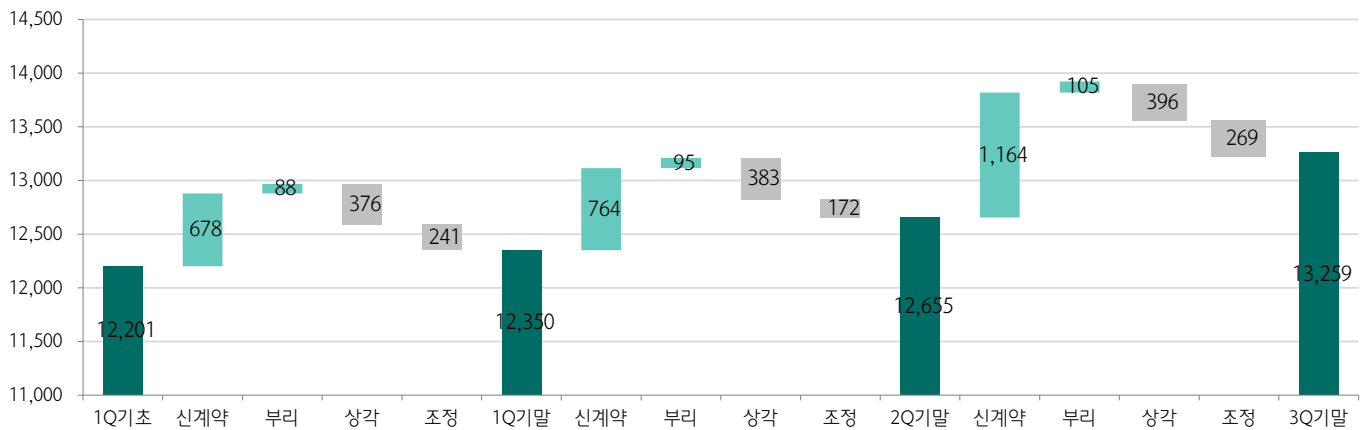
	1Q23	2Q23	3Q23	QoQ
별도보험이익	585.0	620.5	533.5	-14%
장기	420.9	440.6	438.9	0%
CSM상각	376.0	383.1	395.7	3%
RA상각	33.1	39.0	37.9	-3%
예실차	61.4	91.6	72.6	-21%
보험금	51.7	101.0	88.5	-12%
사업비	9.7	(9.4)	(15.8)	68%
기타	(49.6)	(73.0)	(67.3)	-8%
자동차	106.5	95.4	41.9	-56%
일반	57.6	84.5	52.7	-38%
연결조정	585.0	620.5	533.5	
연결보험이익	614.3	643.8	559.8	-13%
투자이익	238.8	115.2	29.3	-75%
투자서비스손익	592.2	444.1	372.8	-16%
보험금융손익	(353.4)	(328.9)	(343.5)	적지
영업이익	853.1	759.1	589.2	-22%
영업외손익	6.2	10.3	2.6	-74%
세전이익	859.3	769.3	591.8	-23%
당기순이익	613.3	603.2	429.5	-29%
지배주주순이익	612.7	602.3	428.2	-29%

주: 투자이익률은 퇴직계정을 포함한 별도 기준이며, 보험관련 금융손익을 제외한 수치

자료: 삼성화재, 하나증권

도표 2. 삼성화재의 CSM Movement

(십억원)



자료: 삼성화재, 하나증권

삼성화재 3Q23 실적 발표 컨퍼런스콜

Q) 보험료 조정 관련 자동차 보험 조정 및 실손보험료 인상 등에 대해 목표치가 있는지?

A) 구체적으로 요율 인하 수준이 결정된 것은 없음. 동절기는 통상적으로 손해율이 큰폭으로 상승하는 측면이 있고 내년 정비수가 협상도 타결이 안된 상태이기 때문에 이런 부분들을 고려해서 합리적으로 당국과 협의할 계획임. 실손보험료 조정과 관련해서는 구체적인 숫자를 제시할 수는 없는 단계임. 실손 1세대는 손해율이 여전히 100%보다 높지만 지급보험금을 고려하면 인하 여력이 있음. 2~3세대는 인상 요인이 있음

Q) UFR, LLP 등의 할인을 인상에 따른 K-ICS 영향은?

A) 금융감독원은 지난 7월 부채 할인율에 대한 가이드라인을 발표함. 당사의 경우 부채 할인율 하락 시 가용자본이 일부 감소하기는 하나 듀레이션 오버매치 상황으로 금리리스크는 감소하여 영향은 크지 않을 것으로 예상됨

Q) 이익이 많이 늘어났는데, 배당이 전년대비 두자릿수 이상 증가가 가능할지?

A) 4분기 자연재해 등 계절적인 이익 감소 우려가 있어서 4분기 실적을 봐야 하며, 금감원 가이드라인이 4분기 조정을 통해 반영되는 부분도 있기 때문에 아직 말하기는 어려우며 최대한 증가하는 방향으로 검토할 것

Q) 신계약 CSM을 앞으로도 유지할 수 있을 것으로 보는지?

A) 양적인 측면에서 고객세분화상품 제공을 통해 신계약 확대를 추진할 계획이며, 내년도 신계약 양적 확대를 이어갈 계획임. 질적인 측면을 의미하는 환산배수에 있어서는 지속적인 포트폴리오 개선을 통해 3분기까지만큼은 아니지만 내년도에 올해 못지 않은 수준의 환산배수를 성장시키도록 노력할 것임. 양에 대한 기본적인 증대와 함께 질도 성장시킬 계획임

Q) 4분기 발생사고부채와 성과급을 현금흐름에 반영하는 등에 대해 CSM 영향은?

A) 발생사고부채 영향은 플러스 영향으로 반영될 것으로 예상됨. 반영된다면 향후 예실차는 축소될 수 있을 것으로 예상 중임. 성과급 등 그 외 일부 논의되는 사항에 대해서는 4분기 다른 조정 요인과 같이 내부적으로 검토 중에 있음

Q) 현금흐름에 향후 보험료 변동이 반영되어 있는 것으로 알고 있는데, 보험료가 인하된다면 CSM 조정으로 이어질지?

A) 실손보험에서는 1세대에서는 인하, 2~3세대에서는 인상 요인이 실적에서 나오고 있음. 이 부분은 내부적으로 검토 중이며 향후 분석되는 대로 상세히 말씀드리겠지만 큰 영향은 없을 것으로 예상됨

Q) CSM 조정의 이유가 내년 전망은?

A) 3분기 CSM 조정의 확대 이유는 실손 가이드라인 적용의 영향임. 1,430억원의 CSM 조정이 가이드라인 전진법 적용에 따라 반영됨. 이를 제외 시 조정은 1,250억원 수준으로 전분기대비 낮아진 금액임. 일회성 가이드라인 제외 시 조정이 감소한 것처럼 추후에도 지속적으로 CSM 조정을 축소할 계획임

Q) 채권 교체매매 영향과 향후 금리 전망은?

A) 3분기 채권처분손실 1,500억원이 발생했고 이는 1~2분기 대비 3분기 금리 상승을 고려해서 과거 저금리 채권을 매도하고 고금리의 만기가 소폭 긴 채권으로 교체매매한 것임. 향후 얼마나 교체매매를 더 할지 여부는 시장상황에 달려있음. 시장상황 못지않게 전체적인 손익 상황도 고려하여 실시할 예정임

Q) 신계약 트렌드 관련, 3분기 보장성 보험 판매에 큰 영향을 준 것이 생보사의 단기납 종신보험 판매였던 것 같은데, 7~9월 신계약 매출이 어느 정도였고 포트폴리오 변화가 어땠으며 10월에는 어땠는지?

A) 신계약은 생보사의 경우 단기납종신이 5~7월 집중판매되었으나 손보사의 경우 7~8월에는 자녀보험의 연령제한 이슈와 간병보험 판매 확대 등으로 생보사와 다른 양상을 보임. 7~9월에는 자녀보험 판매 증가로 CSM이 증가함. 10월 또한 자녀보험 상품 규제로 매출은 감소하였으나 포트폴리오 측면에서 유지되고 있음

Q) 가이드라인을 전진 반영하면서 CSM에 1,430억원의 영향이 있었다고 했는데, 세대별 영향 구분이 가능한지?

A) 1~2세대는 특약으로, 3세대는 별도 상품으로 운영되고 있어 정확히 말하기는 어려움. 당분기 약 100억원의 손실비용이 발생했으나 일회적인 요인으로 볼 수 있음

Q) 61회차 유지율이 낮은 이유는 무엇인지?

A) 17년 이전 계약으로 과거 경쟁이 있었기 때문에 유지율이 낮음. 지속적으로 보유계약에 대한 효율관리를 하고 있고 37회차 유지율은 지속적으로 전년대비 개선되고 있음. IFRS17 개념에서는 CSM 환산배수로 반영되고 있음. 유지율이 CSM에 영향을 주는 부분이 크기 때문에 질적으로 CSM 성장을 위해 계속해서 관리를 해 나갈 것임

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
보험영업이익	(616)	(1,077)	(820)	(546)	(409)
원수보험료	18,234	18,839	19,549	19,650	20,013
경과보험료	17,702	18,003	18,440	18,539	18,685
장기	11,781	11,823	11,720	11,528	11,508
자동차	4,507	4,642	5,157	5,486	5,601
일반	1,414	1,538	1,563	1,525	1,577
지급보험료	766	842	1,010	1,223	1,671
발생손해액	7,248	8,053	8,595	8,849	9,197
보험환급금	4,952	5,521	6,205	5,902	6,331
보험료적립금증가액	2,435	1,612	495	418	(432)
계약차배당준비금증가액	74	80	76	79	37
순사업비	3,609	3,814	3,890	3,837	3,960
보험료적립금증가액	2,435	1,612	495	418	(432)
계약차배당준비금증가액	74	80	76	79	37
투자손익	2,001	2,137	1,991	1,952	2,096
투자영업수익	2,567	2,542	2,446	2,569	2,708
투자영업비용	566	405	455	617	612
영업이익	1,491	1,521	914	1,132	1,550
영업외손익	64	78	85	98	80
세전이익	1,412	1,440	819	1,049	1,474
법인세비용	369	383	210	282	382
당기순이익(별도)	1,043	1,057	609	767	1,093
당기순이익(연결)	1,055	1,071	646	757	1,125
비지배지분순이익	3	3	3	2	2
지배지분순이익	1,053	1,068	643	755	1,122

투자지표 (I)

	2018	2019	2020	2021	2022
성장률(YoY, %)					
보험손익	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속
투자손익	43	8	-5	4	-53
영업이익	2	-40	24	37	8
세전이익	2	-43	28	41	4
별도순이익	1	-42	26	42	4
연결순이익	1	-40	17	49	14
지배순이익	1	-40	17	49	14
자산총계	5	7	9	2	-7
부채총계	5	5	7	3	-2
자본총계	3	16	14	-5	-30
주요사업지표(%)					
손해율	82.9	84.6	83.2	82.0	80.9
사업비율	20.3	20.8	20.6	20.5	21.1
지급여력비율	334	307	301	305	285

자료: 하나증권

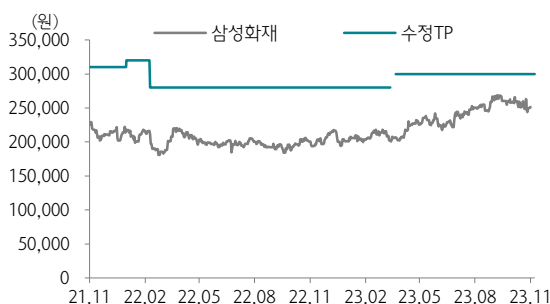
재무상태표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
자산총계	78,962	84,437	91,721	93,385	86,857
운용자산	66,733	71,391	77,375	77,141	70,432
현금과예치금	1,648	1,299	1,667	1,346	1,062
유가증권	41,755	45,874	49,157	48,391	42,163
주식	3,559	5,110	7,281	7,021	5,030
채권	30,767	30,722	30,557	28,559	23,270
외화유가증권	3,353	4,469	4,861	5,656	4,782
대출채권	22,532	23,457	25,831	26,698	26,514
부동산	799	761	721	707	693
비운용자산	5,084	4,956	5,075	5,299	6,111
미상각신계약비	2,041	2,006	2,024	2,137	2,222
특별계정자산	7,145	8,089	9,271	10,945	10,314
부채총계	66,675	70,230	75,483	77,985	76,042
책임준비금	55,461	57,866	59,566	60,797	61,428
보험료적립금	47,440	49,078	49,602	50,018	49,602
계약자지분조정	490	535	591	622	649
기타부채	3,276	4,037	4,739	4,819	3,186
특별계정부채	7,939	8,326	11,178	12,368	11,428
자본총계	12,287	14,207	16,238	15,400	10,815
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
신종자본증권	0	0	0	0	0
이익잉여금	8,830	8,950	9,355	10,074	10,705
자본조정	(1,484)	(1,484)	(1,484)	(1,484)	(1,484)
기타포괄손익누계액	3,975	5,775	7,400	5,844	628

투자지표 (II)

	2018	2019	2020	2021	2022
운용자산 비중 (%)					
현금 및 예치금	2	2	2	2	2
유가증권	63	64	64	63	60
대출채권	34	33	33	35	38
부동산	1	1	1	1	1
투자지표 (% 배)					
ROA	1.38	0.79	0.86	1.21	1.42
ROE	8.82	4.85	4.96	7.09	9.77
P/E	12.84	14.79	11.34	9.5	8.77
P/B	0.89	0.71	0.52	0.53	0.71
배당 지표					
DPS	11,500	8,500	8,800	12,000	13,800
증가율(YoY, %)	15	(26)	4	36	15
배당성향 (%)	43	53	46	43	43
배당수익률 (%)	3.7	4.7	4.5	4.4	6.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성화재



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.4.4	BUY	300,000	-	-
22.5.31	담당자 변경			
22.2.21	BUY	280,000	-27.91%	-21.25%
22.1.13	BUY	320,000	-33.89%	-31.88%
21.10.6	BUY	310,000	-28.36%	-18.87%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(안영준)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2023년 11월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(안영준)는 2023년 11월 14일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.14%	5.41%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 11월 11일