

2023. 11. 14



Company Analysis | 보험

Analyst 전배승

02 3779 8978 _ bsjun@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (상향)	290,000 원
현재주가	251,500 원
상승여력	15.3 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSPI (11/13)	2,403.76 pt
시가총액	119,148 억원
발행주식수	47,375 천주
52 주 최고가/최저가	269,000 / 193,500
90 일 일평균거래대금	210.06 억원
외국인 지분율	53.3%
배당수익률(23.12E)	5.9%
BPS(23.12E)	361,965 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -0.4%
	6개월 14.4%
	12개월 28.6%
주주구성	삼성생명보험 (외 6인) 18.5%
	자사주 (외 1인) 15.9%
	국민연금공단 (외 1인) 7.5%

Stock Price



삼성화재 (000810)

이익 모멘텀 약화에도 큰 폭의 CSM 증가

이익 모멘텀 약화

2023년 3분기 지배순이익은 4,282억원으로 전년동기대비 26% 증가했으나 1~2분기 대비로는 30% 내외 감소. 장기보험 손익 정체와 자동차 및 일반보험 손익 감소로 전분기 대비 보험손익이 13% 감소했으며, 투자손익의 경우 채권교차매매 과정에서 1,500억원의 매각손실이 발생해 2분기 대비 75% 급감. 참고로 실손 가이드라인 변경 영향으로 3분기 중 CSM 조정이 -1,430억원 발생했으나, 손익영향은 -100억원 수준으로 크지 않았음

고성장과 마진상승으로 CSM 증가 폭 확대

신계약 성장이 크게 나타난데다 새만기와 무해지 등 고수익성 상품 위주 매출확대로 신계약 CSM 배수가 22.2배까지 상승하며 3분기 중 신계약 CSM이 1.16조원으로 크게 증가(1~2분기 합산 신계약 CSM 1.44조원). 이에 CSM잔액이 13.3조원으로 2분기 대비 6,045억원 크게 증가해 상반기 전체 증가 폭(+4,535억원)을 상회. 상반기에 이어 CSM 상각규모는 지속 확대되었으나 장기위험손해율이 1.3%p 상승한 영향으로 예상치가 2분기 대비 200억원 가량 감소하며 장기보험 손익 정체. 자동차 및 일반보험 손익 또한 감소하며 보험손익 규모가 상반기 대비 10% 가량 축소. 4분기에도 계절적 손해를 상승흐름이 이어질 것으로 보여 보험손익 정체흐름이 예상됨. 투자수익의 경우 3분기 중 대규모 채권매각손실 영향이 소멸되고 최근 시장금리가 안정흐름을 보이고 있어 개선이 가능할 전망

목표주가 290,000원으로 4% 상향, 매수 의견 유지

실적 추정치 변경을 반영해 목표주가를 기존 28만원에서 29만원으로 4% 상향하며 매수 의견을 유지함. 우수한 효율성 지표를 바탕으로 안정적 수익 흐름과 높은 배당가시성 이어질 전망

Financial Data

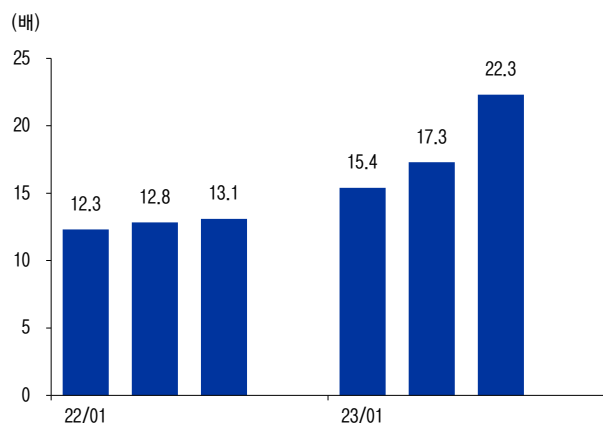
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익			2,470	2,562	2,629
투자손익			473	442	448
당기순이익			2,189	2,210	2,264
CSM잔액		12,201	13,442	14,383	15,337
EPS (원)			51,491	51,991	53,251
증감률 (%)			-	1.0	2.4
BPS (원, adj.)			361,965	398,712	436,242
ROE (%)			15.7	13.7	12.8
PER (x)			5.0	5.0	4.9
PBR (x)			0.72	0.65	0.60

주: IFRS 연결 기준

자료: 삼성화재, 이베스트투자증권 리서치센터

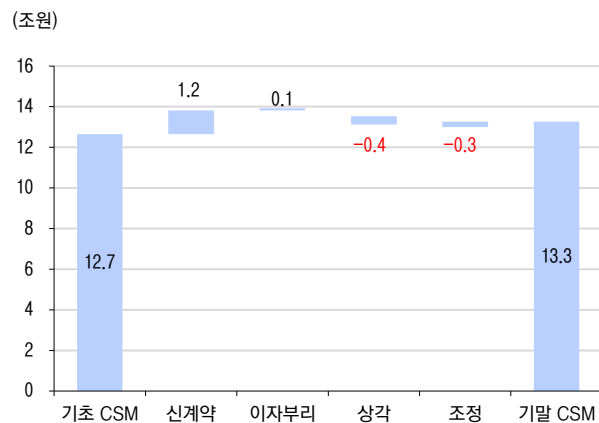
(단위: 십억원,%)	2022 3Q	1Q	2Q	2023E 3QP	YoY(% , %p)	QoQ(% , %p)	2023 연간E
보험손익	413	614	644	560	35.5	-13.0	2,470
장기	354	421	441	439	24.1	-0.4	1,777
CSM상각	297	376	383	396	33.1	3.3	1,561
RA변동	38	33	39	38	-1.1	-2.8	148
예실차	69	61	92	73	5.4	-20.7	325
기타	-51	-50	-73	-67	32.2	-7.8	-257
자동차	15	107	95	42	188.6	-56.0	308
일반	24	58	84	53	122.9	-37.6	279
투자손익	48	239	115	29	-39.4	-74.6	473
보험금융손익	-447	-353	-329	-343	-23.2	4.5	-1,344
기타투자손익	496	592	444	373	-24.8	-16.1	1,817
영업이익	461	853	759	589	27.7	-22.4	2,943
세전이익	464	859	769	592	27.6	-23.1	2,964
당기순이익	340	613	602	428	26.0	-28.9	2,189
운용자산		78,140	78,045	77,536		-0.7	77,768
책임준비금		63,317	61,928	61,062		-1.4	60,645
CSM	8,874	12,350	12,655	13,259	49.4	4.8	13,442
자본총계		13,226	14,626	14,871		1.7	15,419
신계약	43	45	45	53	22.8	17.9	186
신계약CSM	558	678	764	1,164	108.6	52.3	3,363
CSM 배수(배)	13.1	15.2	17.2	22.2	-	-	18.1
CSM 상각률	13.1	11.7	11.7	11.5	-	-	11.6
투자수익률	-	3.0	2.3	1.9		-0.4	2.3
부채부담이율	20.6	3.3	2.9	3.3	-17.3	0.4	3.4

그림1 CSM 환산배수



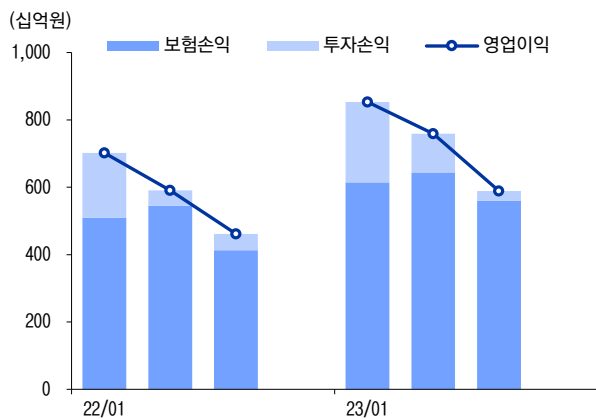
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 CSM Movement (23.3Q)



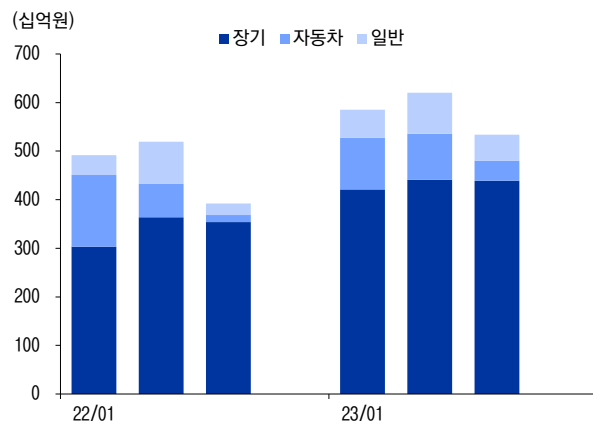
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 보험손익과 투자손익 추이



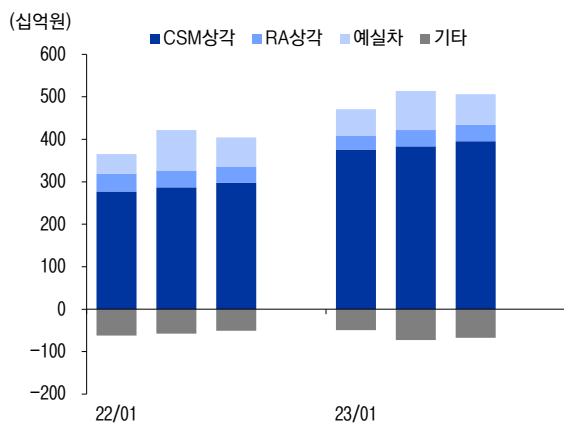
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 보증별 손익



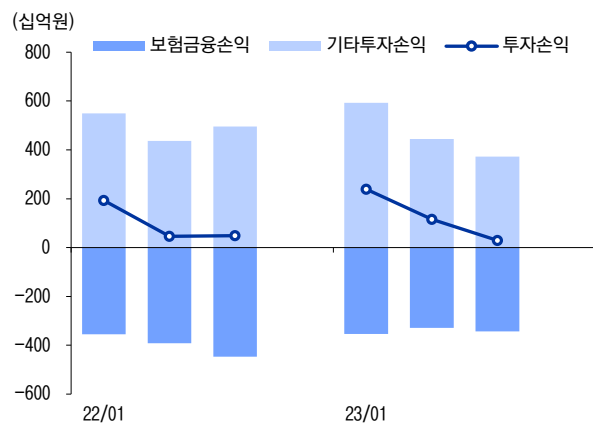
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 장기보험 세부손익



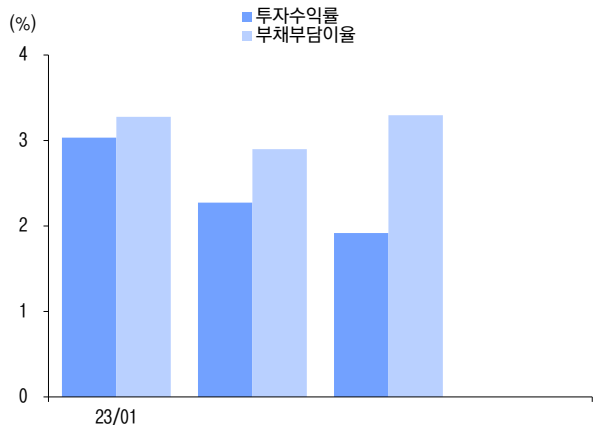
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 투자손익 추이



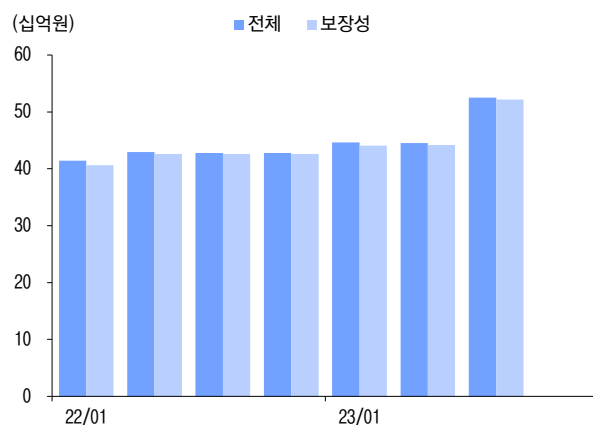
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 투자수익률과 부채부담이율



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 신계약 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

삼성화재(000810)

손익계산서 (단위:십억원)					
(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익			2,470	2,562	2,629
장기			1,777	1,920	2,055
CSM상각			1,561	1,692	1,806
RA변동			148	154	157
예실차			325	343	361
기타			-257	-269	-269
자동차			308	289	271
일반			279	247	198
연결조정			105	105	105
투자손익			473	442	448
보험금융손익			-1,344	-1,279	-1,294
기타투자손익			1,817	1,721	1,742
영업이익			2,943	3,004	3,076
영업외이익			22	11	11
세전이익			2,964	3,014	3,087
법인세비용			772	799	818
당기순이익			2,193	2,215	2,269
지배주주순이익			2,189	2,210	2,264

주요재무지표

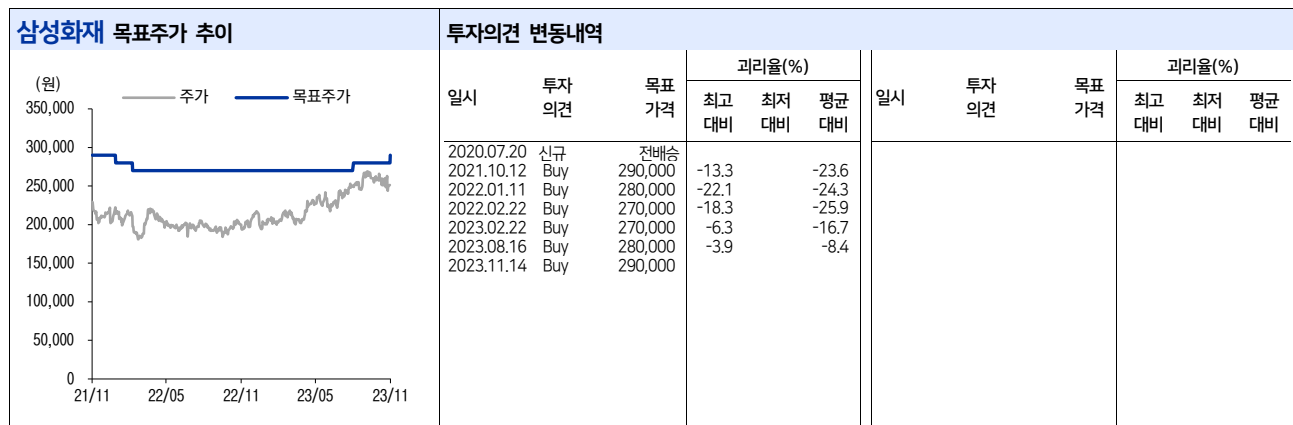
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
성장성/수익성(%)					
신계약(월납,십억원)			186	191	197
CSM배수(배)			18.1	17.2	17.2
CSM상각률			11.6	11.5	11.5
투자수익률			2.3	2.2	2.2
부채부담이율			3.4	3.3	3.3
CSM Movement					
기초 CSM			12,201	13,442	14,383
신계약 CSM			3,363	3,283	3,381
이자부리			390	424	454
CSM상각			-1,561	-1,692	-1,806
CSM조정			-950	-1,074	-1,074
기말 CSM			13,442	14,383	15,337

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

재무상태표 (단위:십억원)						
(십억원)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
총자산			80,789	81,154	82,132	83,122
총운용자산			77,316	77,768	78,706	79,654
현예금			1,512	1,464	1,482	1,500
유가증권			47,282	47,099	47,667	48,241
대출채권			26,749	27,439	27,770	28,105
부동산			1,772	1,766	1,787	1,809
기타자산			3,474	3,385	3,426	3,468
총부채			68,327	65,734	65,145	64,535
책임준비금			64,334	60,645	59,795	59,151
보험계약부채			51,795	49,955	50,491	51,053
최선추정부채(BEL)			28,107	25,182	24,682	24,192
위험조정(RA)			1,391	1,288	1,262	1,237
계약서비스마진(CSM)			12,201	13,442	14,383	15,337
기타			10,096	10,043	10,164	10,286
재보험/투자계약부채			12,539	10,690	9,304	8,098
기타부채			3,993	5,090	5,350	5,384
자본총계			12,463	15,419	16,987	18,587
자본금			26	26	26	26
자본잉여금			939	939	939	939
신종자본증권			0	0	0	0
이익잉여금			10,985	12,609	14,171	15,767
해약환급금준비금			0	917	917	917
기타자본			512	1,844	1,849	1,855

주요투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
주당지표(원)/Valuation						
EPS				51,491	51,991	53,251
BPS				361,965	398,712	436,242
DPS				15,400	15,900	16,300
ROA				2.7	2.7	2.7
ROE				15.7	13.7	12.8
PER				5.0	5.0	4.9
PBR				0.72	0.65	0.60
배당성향				29.8	30.5	30.5
배당수익률				5.9	6.1	6.3
안정성(%)						
총자산/자본총계				5.3	4.8	4.5
K-ICS비율				294.7	311.5	328.3



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 전배승).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기 -15% 이하 기대	91.4% 8.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기 준 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2022. 10. 1 ~ 2023. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)