

# 삼성화재 (000810)

박혜진 hyejin.park@daishin.com

투자의견

Buy

매수, 유지

6개월

목표주가

340,000

유지

현재주가

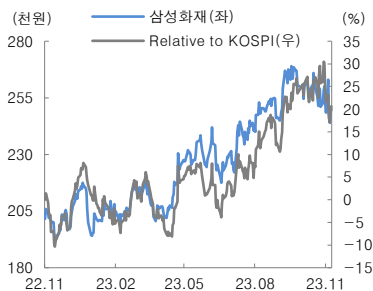
(23.11.10)

250,000

보험업종

KOSPI	2,409.66
시가총액	12,431십억원
시가총액비중	0.65%
자본금(보통주)	25십억원
52주 최고/최저	269,000원 / 193,500원
120일 평균거래대금	199억원
외국인지분율	53.30%
주요주주	삼성생명보험 외 6 인 18.51% 국민연금공단 7.5%

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.8	0.8	8.2	24.4
상대수익률	-5.0	8.8	12.1	24.0



## 매 분기 경신되는 지표, 이제 시선은 배당으로

- 매 분기 증가하는 신계약 CSM, 당 분기 1.2조원 육박하며 최고 경신
- 기말 CSM은 13.3조원으로 업계 최고, 다소 아쉬운 투자이익
- 9부 능선을 넘은 제도 변화, 이제 시선은 연말 배당으로

### 투자의견 매수, 목표주가 340,000원 유지

3분기 월 평균 신계약 174억원(QoQ +18.1%, YoY +22.5%)으로 절대적인 규모도 증가했으나 건강/세만기 상품 위주 포트폴리오 믹스가 지속적으로 개선되며 CSM배수 22.3배(QoQ +5, YoY +9.2)로 상당히 개선되며 업계 최고 수준 기록, 이에 따라 신계약 CSM이 한 분기 만에 1.2조원 가까이 증가하여 기말 CSM 역시 업계에서 가장 높은 규모 달성. 채권 교체매매에 따른 채권 손실액 반영 등으로 이익은 다소 부진했으나 CSM관련 지표가 매우 우수. 실손보험 계리적 가정 변경 관련 전진법 적용으로 CSM 1,430억원 감소, BEL 2,154억원 증가. 제도적 변경은 9부 능선을 넘었기 때문에 월등한 펀더멘탈을 꾸준히 증명하고 있어 이제 시선은 연말 배당에 대한 기대로 쏠릴 수 밖에 없음

### 3Q23 지배주주 기준 순이익 4,282억원(QoQ -28.9%, YoY +26%) 기록

3분기 실적은 우리의 추정 및 컨센서스를 -11%, -14% 하회

[장기보험손익] 4,389억원(QoQ -0.4%, YoY +24.1%) 기록. 건강, 질병, 세 만기 등 마진 높은 상품 신계약이 상당히 호조, CSM배수가 22.3배까지 상승하여 CSM상각액은 3,957억원(QoQ +3.3%, YoY +33.1%)으로 증가했으나 보험금 및 사업비 예산차 감소하여 전체 장기보험손익은 2분기 대비 감소

[CSM] 마진 높은 상품 위주 판매 증가하며 신계약 CSM 1.16조원 유입되었는데 이는 2분기 대비 무려 52.3% 증가한 수준. 상각액 -3,960억원, 실손보험 계리적 가정 변경액 -1,430억원 반영되어 조정액은 -2,690억원으로 차감폭 확대. 이에 따른 기말 CSM은 13.3조원(QoQ +4.8%, YoY +49.4%) 기록

[자동차/일반보험손익] 추석 등 휴일 많아 통행량 증가로 사고율 상승 등 자동차 및 일반보험 손익은 2분기 대비 감소. 각각 419억원(QoQ -56%, YoY +189%), 527억원(QoQ -37.6%, YoY +123%) 기록

[투자손익] 293억원(QoQ -74.6%, YoY 39.4%)로 부진. 저이원채권 교체에 따른 평가손실 1,500억원 반영에 기인

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	-546	-409	2,317	2,525	2,577
투자손익	2,096	2,081	662	1,218	1,137
순이익	1,093	1,141	2,256	2,689	2,680
YoY	42.5%	4.5%	97.7%	19.2%	-0.3%
기말 CSM			13,647	14,121	14,607
ROE	6.91	8.71	16.00	17.60	16.09
PBR	0.52	0.74	0.73	0.68	0.62
PER	7.36	6.98	4.58	3.85	3.86
DPS	12,000	13,800	17,940	23,322	30,319

자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

표 1. 삼성화재 분기실적 상세 (단위: 십억원)

	2Q22	3Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	QoQ	YOY
장기 보험손익	441	354	421	440.6	438.9	-0.4%	24.1%
CSM 상각	383	297	376	383.1	395.7	3.3%	33.1%
신계약 CSM 상각	13	11	11	12.8	21.0	63.8%	98.3%
보유계약 CSM 상각	370	287	365	370.3	374.8	1.2%	30.7%
RA 변동	39	38	33	39.0	37.9	-2.8%	-1.1%
보험금 예실차	101	106	52	101.0	88.5	-12.4%	-16.5%
사업비 예실차	-9	-37	10	-9.4	-15.8		
기타 보험손익	-73	-51	-50	-73.0	-67.3		
일반 보험손익	84	24	58	84.5	52.7	-37.6%	122.9%
자동차 보험손익	95	15	107	95.4	41.9	-56.0%	188.6%
보험손익	621	392	585	620.5	533.5	-14.0%	36.1%
투자영업수익	1028	1379	1253	858.6	1002.4	16.7%	-27.3%
투자영업비용	982	1330	1014	743.4	973.1	30.9%	-26.8%
투자손익	46	48	239	115.2	29.3	-74.6%	-39.4%
영업이익	591	461	853	759.1	589.2	-22.4%	27.7%
당기순이익	430	341	613	603.2	429.5	-28.8%	26.0%
지배주주지분순이익	429	340	613	602.3	428.2	-28.9%	26.0%

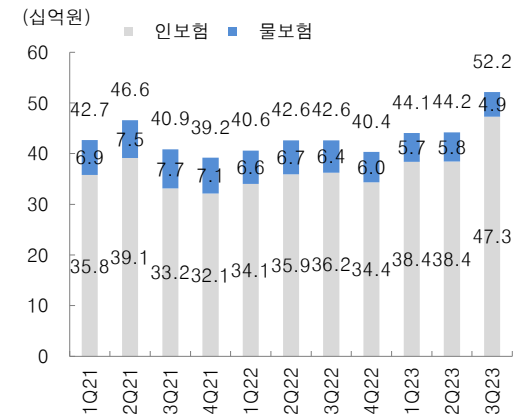
자료: 삼성화재, 대신증권 Research&Strategy 본부

표 2. 삼성화재 CSM 관련 주요 지표 (단위: 십억원 배, %)

	2Q22	3Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	QoQ	YOY
기초 CSM	8,159	8,531	12,201	12,350	12,655	2.5%	48.3%
신계약 CSM	546	558	678	764	1,164	52.3%	108.6%
이자부리	46	49	88	95	105	10.0%	112.9%
부리이율	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	7.4%	43.6%
CSM 상각	-287	-297	-376	-383	-396		
CSM 조정	67	33	-241	-172	-269		
기말 CSM	8,531	8,874	12,350	12,655	13,259	4.8%	49.4%
신계약 CSM							
보장성	546	558	678	764	1,164	52.3%	108.6%
인보험	512	525	644	724	1,129	55.9%	114.8%
물보험	34	33	34	40	35	-11.9%	8.0%
저축성	0	0	0	0	0		
합계	546	558	678	764	1,164	52.3%	108.6%
신계약 CSM 배수							
보장성	12.8	13.1	15.4	17.3	22.3	5.0	9.2
인보험	14.3	14.4	16.8	18.8	23.9	5.0	9.4
물보험	5.1	5.2	5.9	7.0	7.2	0.2	2.0
저축성	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
합계	12.7	13.0	15.2	17.2	22.2	5.0	9.2

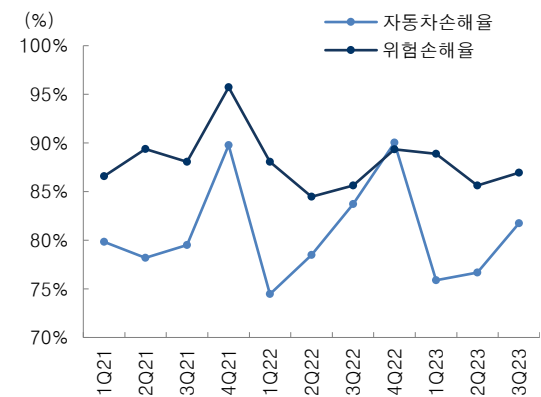
자료: 삼성화재, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 1. 삼성화재 보장성보험 신계약 월납 환산



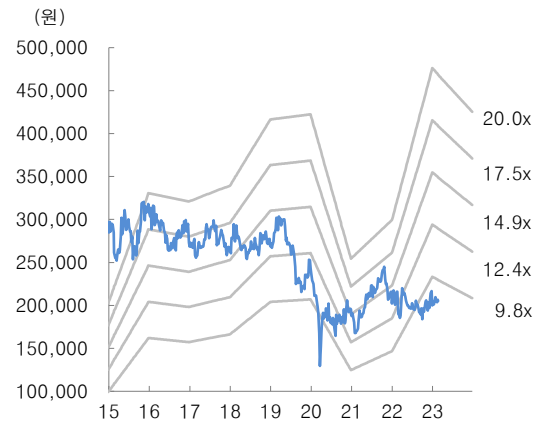
자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center \*분기 합산 기준

그림 2. 삼성화재 보증별 손해율 추이



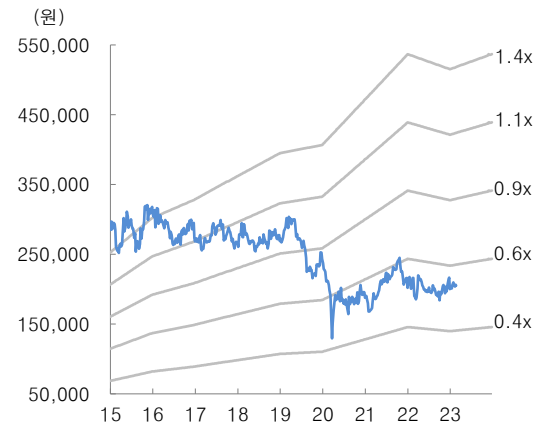
자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

그림 3. 삼성화재 PER 밴드



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 4. 삼성화재 PBR 밴드



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

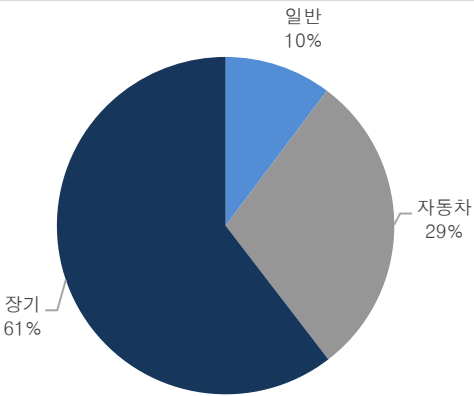
- 화재, 해상, 자동차, 상해, 배상책임, 장기손해, 개인연금 등 다양한 보험상품을 제공하는 국내 1위 규모 손해보험사
- 홍원학 대표이사 사장 (2021.12~)
- 자산 86.8조, 부채 76.0조, 자본 10.8조(2023년 3월 기준)  
(발행주식 수: 47,374,837 / 자기주식수: 7,546,541)

주가 변동요인

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

자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

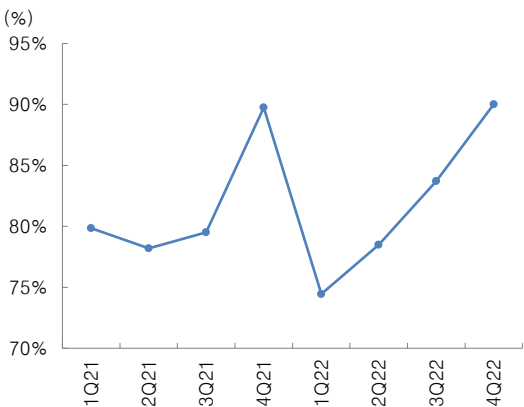
원수보험료 비중



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

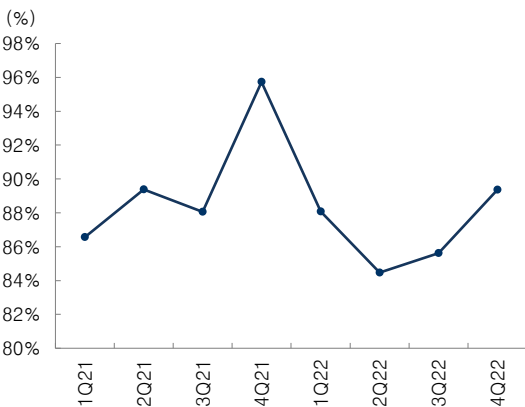
Earnings Driver

그림 1. 삼성화재 자동차보험 손해율 추이



자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

그림 2. 삼성화재 위험손해율 추이



자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

재무제표

PL						BS					
(단위: 십억원)						(단위: 십억원)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
장기 보험손익			1,772	1,998	2,053	운용자산	77,141	70,432	78,380	81,562	84,874
CSM 상각			1,570	1,710	1,769	현예금			1,474	1,534	1,596
RA 변동			148	152	152	유가증권			47,428	49,354	51,358
예실차			254	178	174	당기손익공정가치측정			9,570	9,958	10,363
일반 보험손익			251	231	231	기타포괄손익공정가치측정			35,533	36,975	38,477
보험료배분접근법 수익			1,486	1,575	1,607	상각후원가측정			1,748	1,819	1,893
발생손해액			871	969	988	지분법적용투자주식			577	601	625
사업비			363	375	387	대출채권			27,631	28,752	29,920
자동차 보험손익			294	295	293	부동산			1,778	1,850	1,926
보험료배분접근법 수익			5,624	5,905	6,201	비운용자산			2,375	3,071	3,952
발생손해액			4,421	4,701	4,998	특별계정자산			69	72	75
사업비			910	910	910	총자산			80,823	84,705	88,901
보험손익			2,317	2,525	2,577	부채총계			66,700	69,409	72,227
투자영업수익			4,126	4,363	4,581	책임준비금			53,706	43,641	45,226
보험금융수익			284	390	490	보험계약부채			42,107	43,641	45,226
기타투자수익			3,842	3,973	4,091	최선추정			25,562	26,600	27,680
투자영업비용			3,464	3,145	3,444	위험조정			1,414	1,414	1,414
보험금융비용			1,605	1,495	1,553	보험계약마진			13,647	14,121	14,607
기타투자비용			1,859	1,650	1,891	보험료배분접근법적용			1,485	1,506	1,525
투자손익			662	1,218	1,137	재보험계약부채			0	0	0
영업이익			3,058	3,742	3,714	투자계약부채			11,599	0	0
영업외손익			9	-30	-14	기타부채			12,994	25,768	27,001
세전이익			3,067	3,712	3,700	특별계정부채			68	68	68
지배기업주주지분순이익	1,093	1,141	2,256	2,689	2,680	자본총계	15,400	10,815	14,123	15,296	16,674
Valuation						자본금			26	26	26
BPS	386,665	271,544	354,596	384,056	418,641	연결자본잉여금			939	939	939
EPS	27,432	28,658	56,735	67,579	67,350	연결이익잉여금			11,917	13,626	15,037
ROE	6.91	8.71	16.0	17.6	16.1	해약환급금준비금			917	917	917
PBR	0.52	0.74	0.73	0.68	0.62	비상위험준비금			2,631	2,631	2,631
PER	7.36	6.98	4.58	3.85	3.86	연결자본조정			-1,487	-1,487	-1,487
DPS	12,000	13,800	17,940	23,322	30,319	연결기타포괄손익누계액			2,727	2,191	2,158
현금배당	510	587	715	929	1208	비지배자본			31	31	31
배당성향	43.7	48.2	31.6	34.5	45.0	부채 및 자본총계			80,823	84,705	88,901
증가율											
장기보험손익				12.8%	2.7%						
보험손익				9.0%	2.1%						
순이익	42.5%	4.5%	17.0%	19.2%	-0.3%						
운용자산	-0.3%	-8.7%	4.4%	4.1%	4.1%						
CSM				3.5%	3.4%						
자본총계	-5.2%	-29.8%	3.3%	8.3%	9.0%						

자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

[ESG 평가 등급체계]

\* 대신지배구조연구소에서 ESG 등급을 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

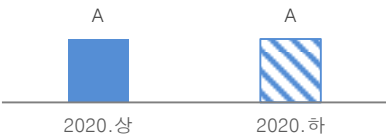
최근 2평가 기간

기준일: 2020.12.31

A

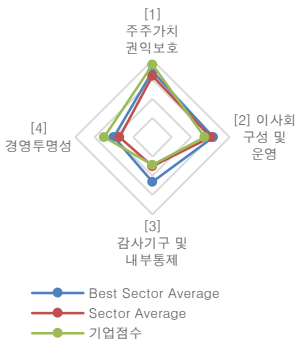
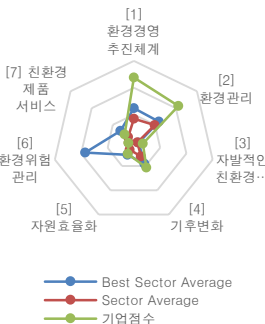
- 삼성화재는 대신지배구조연구소의 ESG 평가 결과 등급은 A, 20년 상반기 대비 등급이 동일합니다
- ESG 전체 영역 중 E 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 S 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 G 영역에서 점수가 상승하였습니다

(최근 2평가 기간)



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	■	보건의안	■■■		
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 적합하지 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 발간물

에 수록된 모든 정보의 지적재산권은 대신재배구조연구소의 소유입니다. 따라서 대신재배구조연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인 용, 변경 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.

[Compliance Notice]

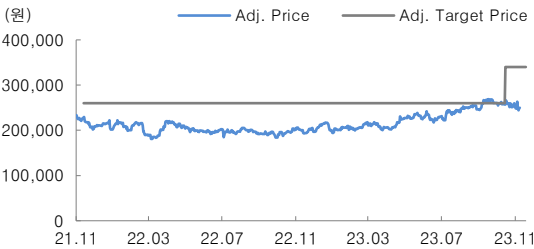
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	23.11.13	23.10.17	23.05.15	22.11.15	22.05.15	21.11.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	340,000	340,000	260,000	260,000	260,000	260,000
과리율(평균%)		(25.01)	(6.45)	(19.76)	(24.31)	(20.13)
과리율(최대/최소%)		(21.76)	3.46	(10.77)	(20.77)	(11.92)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:230510)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.1%	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 추가 상승 예상
  - Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
  - Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상