

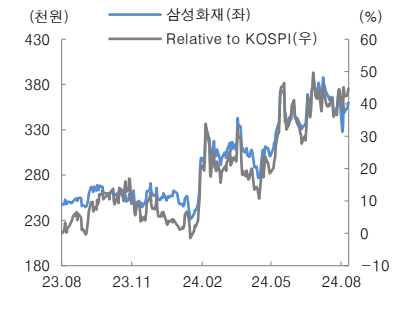
삼성화재
(000810)

박혜진 hyejin.park@daishin.com

투자의견 **Buy**
매수, 유지
6개월
목표주가 **420,000**
유지
현재주가 **360,000**
(24.08.13)
보험업종

KOSPI	2621.50
시가총액	17,912십억원
시가총액비중	0.78%
자본금(보통주)	26십억원
52주 최고/최저	389,000원 / 231,500원
120일 평균거래대금	347억원
외국인지분율	54.18%
주요주주	삼성생명보험 외 6 인 18.50% 국민연금공단 6.80%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.8	7.3	12.9	43.7
상대수익률	2.7	11.6	14.1	42.1



상당 부분 반영된 자본 정책 기대,
빠르고 명확한 결단 필요

- 2분기 추정과 컨센서스 +9.3%, +11.8% 상회하는 양호한 실적 기록
- 다만 CSM배수와 신계약 매출은 모두 하락, 다소 부진한 신계약 CSM
- 자본 정책 변화 없으며 발표 시기는 지연, 빠른 결단 필요

투자의견 매수, 목표주가 420,000원, 업종 내 최선호주 유지

당 분기 보장성 보험 CSM배수 하락과 더불어 신계약 판매까지 감소하여 신계약 CSM은 다소 부진하였음. 앞으로는 마진 관리가 필요할 것인데 감독당국이 GA과당경쟁에 대해 CSM배수율(무/저해지 상품)이나 상각율을 조정할 가능성이 커 제도가 발표되면 자연스럽게 마진 관리에 중점을 둘 것으로 예상. 과당 경쟁 방지되면 GA비중 낮은 동사에게 오히려 기회가 될 것으로 판단
주주환원을 비롯한 자본정책에 대해서는 스탠스 변한 것 없으나 다만 밸류업 공시는 늦어지고 있음. 본업에 독보적인 위치를 가지고 있기 하지만 0.9배에 육박하는 PBR에는 자본 정책에 대한 기대감이 상당부분 반영되어 있기 때문에 사측의 빠르고 명확한 결단이 필요

2Q24 지배주주 기준 순이익 6,114억원(QoQ -12.8%, YoY +1.5%) 기록

2분기 순이익은 당사 추정과 컨센서스를 각각 +9.3%, +11.8% 상회하는 양호한 실적을 기록. 올 들어 2개 분기 연속 어닝서프라이즈 달성 중. 견조한 장기 보험손익이 유지되고 있고 FVPL평가의 반영됨에 따라 투자이익도 양호하였음

신계약 CSM은 7,527억원(QoQ -15%, YoY -1.5%)으로 다소 부진. 보장성 인보험 배수 15.6배로 전 분기 대비 -0.6배 하락하였고 신계약 매출도 155억원으로 전 분기 대비 감소한 데 기인. CSM조정액은 -2,250억원으로 적자폭이 확대, 이에 따른 기말 CSM은 13.96조원(QoQ +1.8%, YoY +10.3%) 기록. CSM배수 하락은 일부 상품 개정, GA채널 매출 확대에 기인

꾸준히 누적되는 CSM으로 CSM상각액 4,039억원(QoQ +1.9%, YoY +5.4%), 보험금 예실차 +986억원으로 흑자 지속하며 장기보험손익 4,586억원(QoQ +2.8%, YoY +4.1%) 기록. 일반보험 손익 614억원(QoQ +11.3%, YoY -27.3%), 자동차보험손익 468억원(QoQ -54.3%, YoY -50.9%), 전체 보험손익 5,668억원(QoQ -6.1%, YoY -8.7%) 기록

투자손익 2,264억원(QoQ -22.7%, YoY +96.4%), 가용자본 늘어나며 K-ICSB이율 전 분기 대비 상승한 278.9% 기록

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021	2022	2023P	2024E	2025E
보험손익	-546	-409	1,933	2,069	2,205
투자손익	2,096	2,081	419	752	971
순이익	1,093	1,141	1,818	2,122	2,291
YoY	42.5%	4.5%	59.3%	16.7%	7.9%
기말 CSM			13,303	14,165	14,902
ROE	6.91	8.71	11.28	12.73	12.78
PBR	0.52	0.74	0.64	0.86	0.80
PER	7.36	6.98	5.68	6.75	6.25
DPS	12,000	13,800	16,000	18,400	21,160

자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

표 1. 삼성화재 분기실적 상세 (단위: 십억원)

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	QoQ	YOY
장기 보험손익	440.6	438.9	238.8	446.2	458.6	2.8%	4.1%
CSM 상각	383.1	395.7	383.7	396.5	403.9	1.9%	5.4%
신계약 CSM 상각	12.8	21.0		12.8	11.0	-14.6%	-14.4%
보유계약 CSM 상각	370.3	374.8		383.6	392.9	2.4%	6.1%
RA 변동	39.0	37.9	40.9	34.2	43.7	27.8%	12.1%
보험금 예실차	101.0	88.5	-15.0	69.8	98.6	41.1%	-2.4%
사업비 예실차	-9.4	-15.8	-69.3	-9.3	-18.9	103.6%	100.4%
기타 보험손익	-73.0	-67.3	-101.5	-45.1	-68.7	52.4%	-5.9%
일반 보험손익	84.5	52.7	9.4	55.1	61.4	11.3%	-27.3%
자동차 보험손익	95.4	41.9	-53.9	102.5	46.8	-54.3%	-50.9%
보험손익	620.5	533.5	194.3	603.8	566.8	-6.1%	-8.7%
투자영업수익	858.6	1002.4	774.7	1255.4	1133.8	-9.7%	32.0%
투자영업비용	743.4	973.1	739.3	962.4	907.4	-5.7%	22.1%
투자손익	115.2	29.3	35.4	293.0	226.4	-22.7%	96.4%
영업이익	759.1	589.2	227.6	913.1	803.8	-12.0%	5.9%
당기순이익	603.2	429.5	175.5	702.0	612.4	-12.8%	1.5%
지배주주지분순이익	602.3	428.2	175.2	701.0	611.4	-12.8%	1.5%

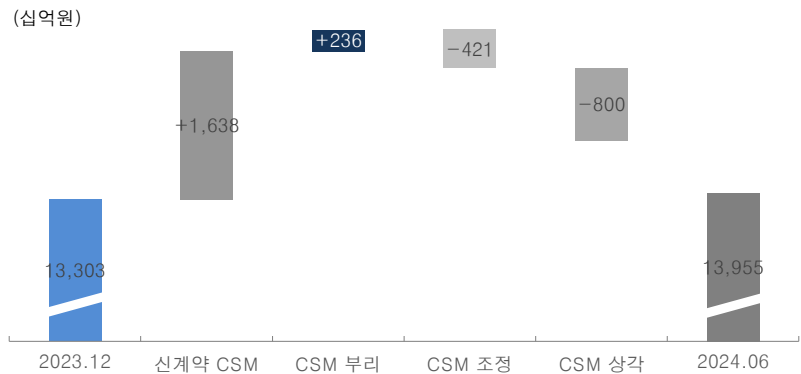
자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

표 2. 삼성화재 CSM 관련 주요 지표 (단위: 십억원, 배, %)

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	QoQ	YOY
기초 CSM	12,350	12,655	13,205	13,303	13,712	3.1%	11.0%
신계약 CSM	764	1,164	893	886	753	-15.0%	-1.5%
이자부리	95	105	111	116	119	2.6%	25.6%
부리아이율	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	-0.4%	13.1%
CSM 상각	-383	-396	-388	-396	-404		
CSM 조정	-172	-269	-519	-196	-225		
기말 CSM	12,655	13,259	13,303	13,712	13,955	1.8%	10.3%
신계약 CSM							
보장성	764	1,164	893	886	753	-15.0%	-1.5%
인보험	724	1,129	859	860	725	-15.7%	0.1%
물보험	40	35	34	26	28	7.1%	-30.9%
저축성	0	0	0	0	0		
합계	764	1,164	893	886	753	-15.0%	-1.5%
신계약 CSM 배수							
보장성	17.3	22.3	19.4	15.3	14.5	-0.8	-2.8
인보험	18.8	23.9	20.9	16.2	15.6	-0.6	-3.2
물보험	7.0	7.2	6.9	5.2	5.2	0.0	-1.8
저축성							
합계	17.2	22.2	19.3	15.2	14.5	-0.7	-2.7

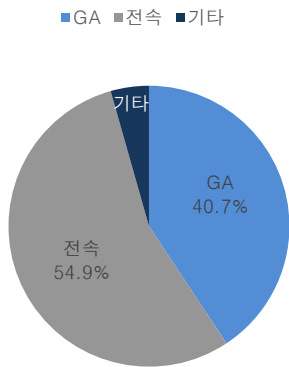
자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

그림 1. 2024 상반기 삼성화재 CSM Movement



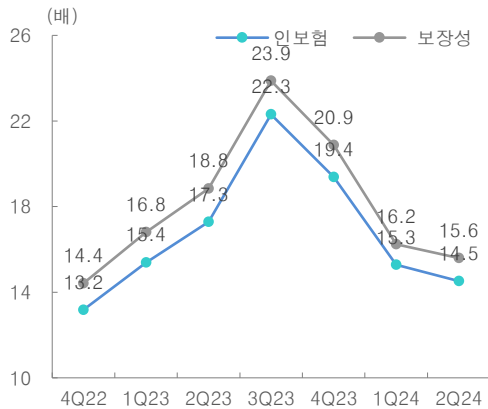
자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

그림 2. 인보험 신계약 채널 비중



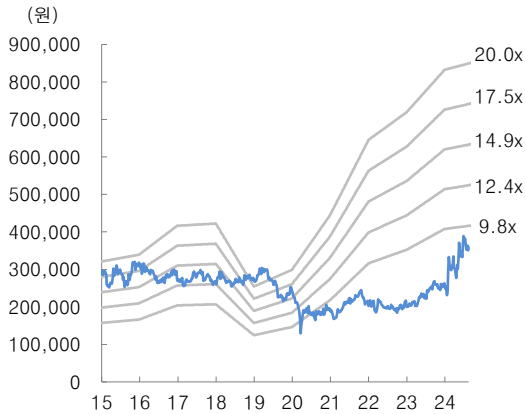
자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

그림 3. 삼성화재 CSM 배수 추이



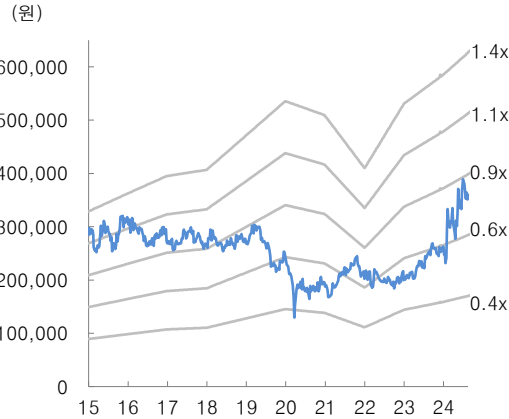
자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

그림 4. 삼성화재 PER 밴드



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 5. 삼성화재 PBR 밴드



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

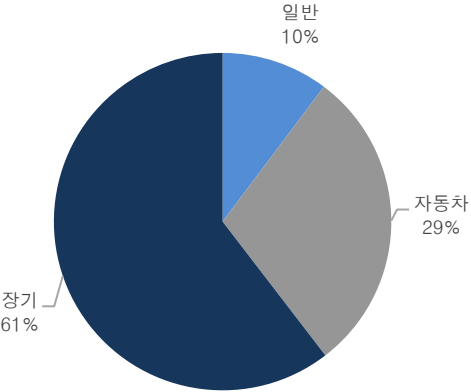
- 화재, 해상, 자동차, 상해, 배상책임, 장기손해, 개인연금 등 다양한 보험상품을 제공하는 국내 1위 규모 손해보험사
- 홍원학 대표이사 사장 (2021.12~)
- 자산 86.8조, 부채 76.0조, 자본 10.8조(2023년 3월 기준)
(발행주식 수: 47,374,837 / 자기주식수: 7,546,541)

주가 변동요인

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

자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

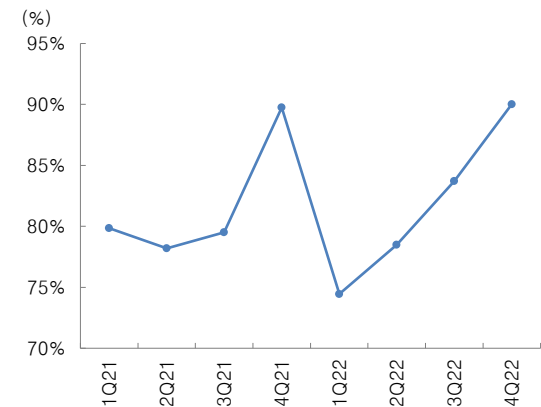
원수보험료 비중



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

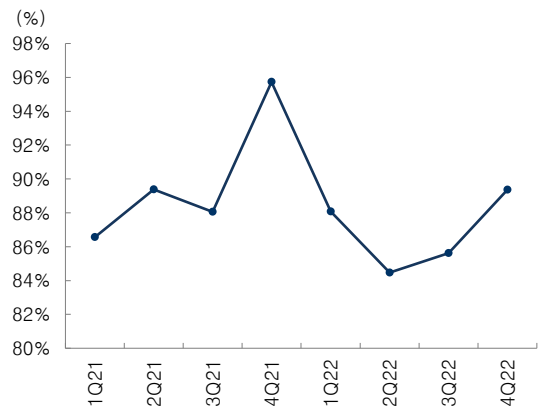
Earnings Driver

그림 6. 삼성화재 자동차보험 손해율 추이



자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

그림 7. 삼성화재 위험손해율 추이



자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

재무제표

PL	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023	2024E	2025E
장기 보험손익		1,559	1,539	1,710	1,820
CSM 상각		1,424	1,539	1,636	1,728
RA 변동		146	151	165	175
예실차		230	141	142	61
일반 보험손익		110	204	241	290
보험료배분접근법 수익		1,438	1,485	1,636	1,697
발생손해액		197	906	1,000	994
사업비		354	375	395	413
자동차 보험손익		151	190	118	95
보험료배분접근법 수익		5,606	5,614	5,597	5,617
발생손해액		4,535	4,514	4,576	4,620
사업비		919	910	903	902
보험손익		1,820	1,933	2,069	2,205
투자영업수익		3,693	3,888	4,184	4,226
보험금융수익		396	284	-371	-320
기타투자수익		3,467	3,605	4,555	4,546
투자영업비용		3,527	3,470	3,432	3,255
보험금융비용		1,960	1,655	1,538	1,573
기타투자비용		1,568	1,815	1,893	1,682
투자손익		336	419	752	971
영업이익		2,165	2,429	2,848	3,177
영업외손익		26	18	-6	-14
세전이익		2,191	2,447	2,842	3,163
지배기업주주지분순이익	1,093	1,623	1,818	2,122	2,291
Valuation					
BPS	386,665	314,437	405,350	419,314	450,611
EPS	27,432	40,843	45,737	53,359	57,568
ROE	6.91	13.0	11.3	12.7	12.8
PBR	0.52	0.64	0.64	0.86	0.80
PER	7.36	4.90	5.68	6.75	6.25
DPS	12,000	13,800	16,000	18,400	21,160
현금배당	510	550	637	733	843
배당성향	43.7	33.8	35.0	34.5	36.8

증가율					
장기보험손익			-1.3%	11.1%	6.5%
보험손익			6.2%	7.0%	6.6%
순이익	42.5%	4.5%	12.0%	16.7%	7.9%
운용자산	-0.3%	-8.7%	5.6%	3.1%	4.1%
CSM			9.5%	6.5%	5.2%
자본총계	-5.2%	-29.8%	28.9%	3.4%	7.5%

자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

BS	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023	2024E	2025E
운용자산	77,141	77,316	81,667	84,187	87,605
현예금		1,512	1,738	1,960	2,040
유가증권		47,282	50,351	53,772	55,955
당기손익공정가치측정		3,020	10,281	11,110	11,561
기타포괄손익공정가치측정		36,995	37,733	40,235	41,869
상각후원가측정		6,700	1,732	1,760	1,831
지분법적용투자주식		567	605	667	694
대출채권		26,749	27,822	26,587	27,667
부동산		1,772	1,755	1,778	1,850
비운용자산		3,417	3,279	2,908	3,595
특별계정자산		64	73	90	93
총자산		80,796	85,019	87,185	91,293
부채총계		68,273	68,875	70,484	73,346
책임준비금		64,276	63,697	43,501	45,279
보험계약부채		51,738	51,777	43,501	45,279
최선추정		28,107	26,717	26,229	27,294
위험조정		1,391	1,448	1,529	1,529
보험계약마진		12,144	13,303	14,165	14,902
보험료배분접근법적용		4,205	4,349	1,578	1,554
재보험계약부채		0	0	0	0
투자계약부채		12,539	11,920	0	0
기타부채		3,932	5,104	26,983	28,067
특별계정부채		64	74	89	89
자본총계	15,400	12,523	16,144	16,701	17,947
자본금		26	26	26	26
연결자본잉여금		939	939	939	939
연결이익잉여금		11,045	12,279	12,936	14,322
해약환급금준비금		0	1,180	1,834	1,834
비상위험준비금		2,572	2,669	2,757	2,757
연결자본조정		-1,487	-1,487	-1,487	-1,487
연결기타포괄손익누계액		1,972	4,357	4,286	4,147
비지배지분		28	30	30	30
부채 및 자본총계		80,796	85,019	87,185	91,293

[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

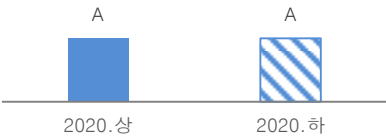
최근 2평가 기간

기준일: 2020.12.31

A

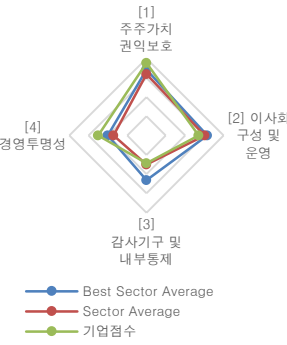
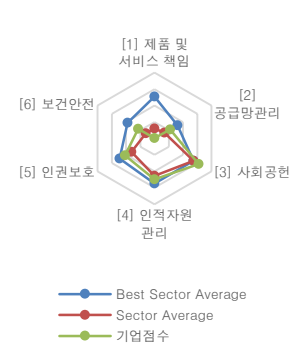
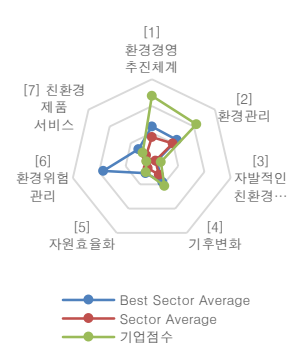
- 삼성화재는 대신지배구조연구소의 ESG 평가 결과 등급은 A, 20년 상반기 대비 등급이 동일합니다
- ESG 전체 영역 중 E 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 S 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 G 영역에서 점수가 상승하였습니다

(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	■	보건안전	■■■		
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 적합한지 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 발간물에 수록된 모든 정보의 지적재산권은 대신지배구조연구소의 소유입니다. 따라서 대신지배구조연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인 용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.

[Compliance Notice]

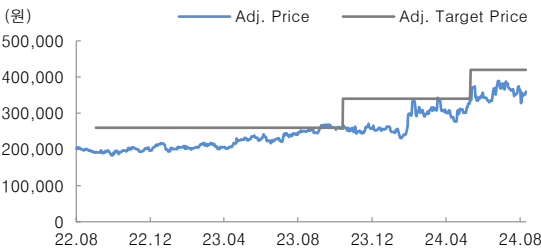
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	24.08.14	24.07.16	24.07.01	24.06.14	24.06.07	24.05.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	420,000	420,000	420,000	420,000	420,000	420,000
과리율(평균%)		(14.92)	(14.90)	(16.28)	(17.36)	(16.39)
과리율(최대/최소%)		(7.38)	(7.38)	(7.38)	(10.95)	(10.95)
제시일자	24.05.14	24.04.17	24.04.16	24.04.01	24.03.12	24.02.22
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	420,000	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000
과리율(평균%)	(11.90)	(9.46)	(19.24)	(19.27)	(19.95)	(21.81)
과리율(최대/최소%)	(11.90)	(1.03)	0.88	0.88	0.88	(2.06)
제시일자	24.02.02	24.01.26	23.12.02	23.11.13	23.10.17	23.09.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000	260,000
과리율(평균%)	(23.32)	(25.43)	(25.55)	(24.95)	(25.01)	(6.50)
과리율(최대/최소%)	(2.06)	(14.85)	(20.29)	(20.29)	(21.76)	(16.35)
제시일자	23.08.14	23.05.15	23.05.11	23.05.11	23.02.21	22.12.21
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	260,000	260,000	260,000	260,000	260,000	260,000
과리율(평균%)	(8.09)	(9.97)	(12.88)	(19.95)	(20.01)	(21.64)
과리율(최대/최소%)	2.69	(2.69)	(12.50)	(10.77)	(10.77)	(16.35)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:24.08.12)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.9%	6.1%	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