

삼성화재  
(000810)

박혜진 hyejin.park@daishin.com

투자의견 **Buy**  
매수, 유지

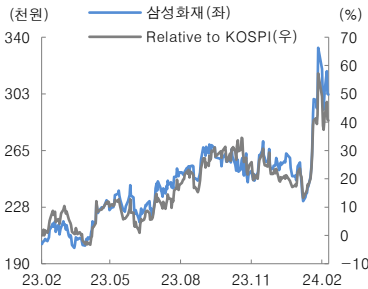
6개월  
목표주가 **340,000**  
유지

현재주가 **298,000**  
(24.02.22)

보험업종

KOSPI	2,653.31
시가총액	15,032십억원
시가총액비중	0.78%
자본금(보통주)	25십억원
52주 최고/최저	333,000원 / 200,500원
120일 평균거래대금	232억원
외국인지분율	53.74%
주요주주	삼성생명보험 외 6 인 18.50% 국민연금공단 7.5%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	30.5	21.5	19.1	46.6
상대수익률	21.6	15.0	12.6	35.9



월등한 펀더멘털 증명,  
배당 정책은 아직...

- 4분기 실적 장기/일반/자동차/투자 전 부문 수익 감소하며 컨센 하회
- 2023 신계약CSM 3.5조원, 기말CSM 13.3조원, K-ICS비율 272% 달성
- 압도적 펀더멘털 유지하는 것은 알겠으나 배당 정책 구체화 필요

투자의견 매수, 목표주가 340,000원 유지

2023년 연간 신계약 CSM 3.5조원, 기말 CSM 13.3조원, K-ICS비율 272% 달성하며 업계 1위사 다운 면모를 과시. DPS 16,000원 결의하였으며 배당기준일은 3월 27일로 변경

신계약, CSM, 자본비율 등 월등한 펀더멘털 유지하는 점 고무적이거나 그에 비해 자본 정책에 대한 회사의 스탠스는 다소 소극적. DPS 지속적 우 상향(회사 이익이 증가한다는 전제 하) 및 자사주 매입/소각 검토가 사측의 공식적인 의견. K-ICS비율이 어느 수준을 상회하는 것은 사실상 자본효율성이 떨어지는 것인데, 자본 잉여를 해소할 만한 전략적 방향성이 필요. 그것이 주주환원이면 더할 나위 없겠으나 배당성향 레인지조차도 제시하지 않은 점은 아쉬움

4Q23 지배주주 기준 순이익 1,752억원(QoQ -59.1%, YoY -46.8%) 기록

4분기 순이익은 컨센서스 1,913억원을 -8.4% 하회. 장기, 일반, 자동차 전 부문에 걸쳐 계절성에 따라 수익성 감소했으며 손상차손, 매각손 반영으로 투자 이익도 부진한 데 기인

장기보험손익 2,388억원(QoQ-45.6%, YoY -30.6%) 크게 감소. 신계약 CSM 견조하여 상각액은 양호했으나 연말 보험금 청구 증가 및 비용 집행으로 예상 차 적자폭 크게 확대. 또한 손실계약부담비용 628억원 반영  
자동차보험손익 -539억원 전자 전환, 발생손해액 및 사업비 증가에 기인

투자손익은 354억원(QoQ +20.8%, YoY -81.9%)으로 3분기에 이어 부진. 해외 부동산 손상차손 1,200억원, 채권 교차매매에 따른 매각손실 430억원 반영됨

신계약 CSM 8,930억원(QoQ -23.3%, YoY +67.8%) 상당히 높은 수준 유지되었으며 연말 가정변경(유지율, 해지율 등) 조정액 4,000억원 반영되어 CSM 조정액 -5,190억원으로 감소폭 확대, 이에 따라 기말 CSM 13.3조원(QoQ +0.3%, YoY +9.5%) 소폭 증가

신계약 CSM배수 19.3배로 3분기 대비 수익성 감소, 인보험 배수 20.9배로 역시 하락했는데 건강보험 경쟁심화에 따라 업계 전반적으로 인보험 배수는 하락하는 것으로 파악

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021	2022	2023P	2024E	2025E
보험손익	-546	-409	1,933	2,407	2,389
투자손익	2,096	2,081	419	444	458
순이익	1,093	1,141	1,818	2,043	2,052
YoY	42.5%	4.5%	59.3%	12.4%	0.4%
기말 CSM			13,303	13,712	14,112
ROE	6.91	8.71	11.28	13.06	11.09
PBR	0.52	0.74	0.64	0.76	0.64
PER	7.36	6.98	5.68	5.78	5.76
DPS	12,000	13,800	16,000	18,400	21,160

자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

표 1. 삼성화재 분기실적 상세 (단위: 십억원)

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	QoQ	YOY
장기 보험손익	344	421	440.6	438.9	238.8	-45.6%	-30.6%
CSM 상각	368	376	383.1	395.7	383.7	-3.0%	4.3%
신계약 CSM 상각	0	11	12.8	21.0			
보유계약 CSM 상각	0	365	370.3	374.8			
RA 변동	36	33	39.0	37.9	40.9	8.0%	13.2%
보험금 예실차	95	52	101.0	88.5	-15.0	-116.9%	-115.8%
사업비 예실차	-86	10	-9.4	-15.8	-69.3	337.5%	-19.7%
기타 보험손익	-68	-50	-73.0	-67.3	-101.5	50.7%	48.4%
일반 보험손익	-56	58	84.5	52.7	9.4	-82.2%	-116.9%
자동차 보험손익	-65	107	95.4	41.9	-53.9	-228.6%	-17.2%
보험손익	223	585	620.5	533.5	194.3	-63.6%	-12.9%
투자영업수익	428	1253	858.6	1002.4	774.7	-22.7%	80.9%
투자영업비용	233	1014	743.4	973.1	739.3	-24.0%	217.2%
투자손익	195	239	115.2	29.3	35.4	20.8%	-81.9%
영업이익	424	853	759.1	589.2	227.6	-61.4%	-46.4%
당기순이익	330	613	603.2	429.5	175.5	-59.1%	-46.8%
지배주주지분순이익	329	613	602.3	428.2	175.2	-59.1%	-46.8%

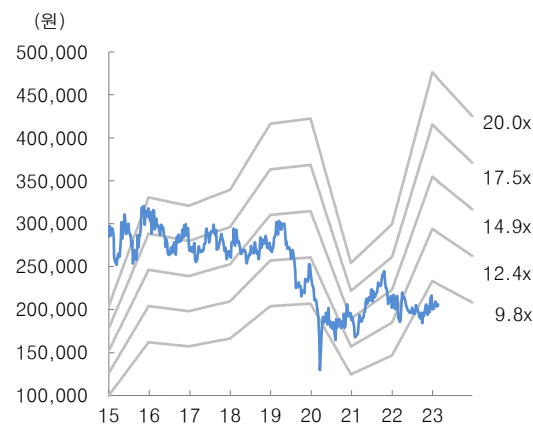
자료: 삼성화재, 대신증권 Research&Strategy 본부

표 2. 삼성화재 CSM 관련 주요 지표 (단위: 십억원 배, %)

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	QoQ	YOY
기초 CSM	8,816	12,201	12,350	12,655	13,205	4.3%	49.8%
신계약 CSM	532	678	764	1,164	893	-23.3%	67.8%
이자부리	56	88	95	105	111	6.5%	98.6%
부리아이율	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	2.1%	32.6%
CSM 상각	-372	-376	-383	-396	-388		
CSM 조정	3,112	-241	-172	-269	-519		
기말 CSM	12,144	12,350	12,655	13,259	13,303	0.3%	9.5%
신계약 CSM							
보장성	532	678	764	1,164	893	-23.3%	67.8%
인보험	494	644	724	1,129	859	-23.9%	73.9%
물보험	38	34	40	35	34	-3.2%	-10.8%
저축성	0	0	0	0	0	88.7%	#DIV/0!
합계	532	678	764	1,164	893	-23.3%	67.8%
신계약 CSM 배수							
보장성	13.2	15.4	17.3	22.3	19.4	-2.9	6.2
인보험	14.4	16.8	18.8	23.9	20.9	-3.0	6.5
물보험	6.3	5.9	7.0	7.2	6.9	-0.3	0.7
저축성	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
합계	13.1	15.2	17.2	22.2	19.3	-2.9	6.2

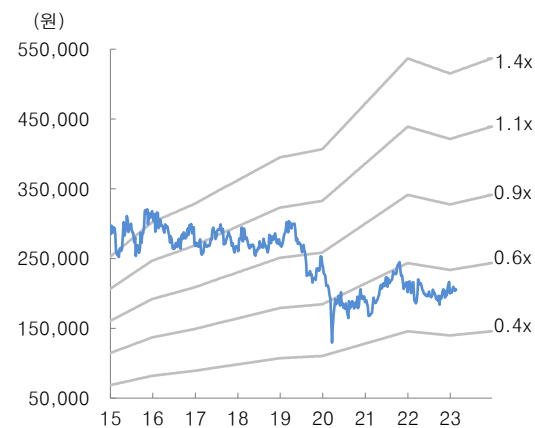
자료: 삼성화재, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 1. 삼성화재 PER 밴드



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 2. 삼성화재 PBR 밴드



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

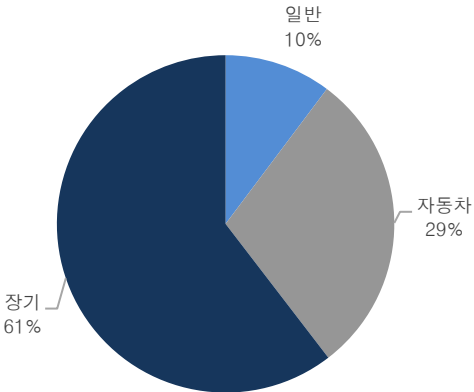
- 화재, 해상, 자동차, 상해, 배상책임, 장기손해, 개인연금 등 다양한 보험상품을 제공하는 국내 1위 규모 손해보험사
- 홍원학 대표이사 사장 (2021.12~)
- 자산 86,8조, 부채 76,0조, 자본 10,8조(2023년 3월 기준)  
(발행주식 수: 47,374,837 / 자기주식수: 7,546,541)

주가 변동요인

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

자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

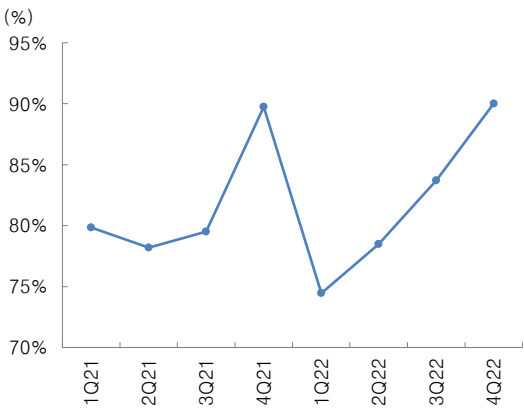
원수보험료 비중



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

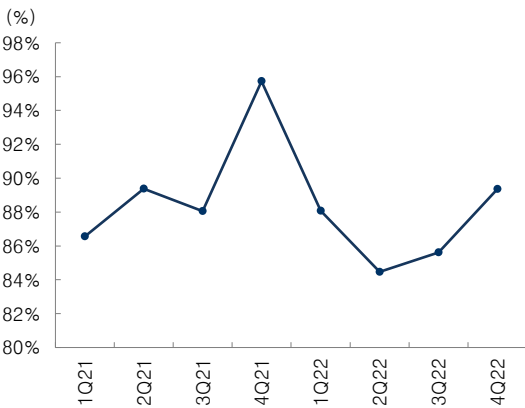
Earnings Driver

그림 1. 삼성화재 자동차보험 손해율 추이



자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

그림 2. 삼성화재 위험손해율 추이



자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

재무제표

PL	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
장기 보험손익		1,559	1,539	1,967	1,980
CSM 상각		1,424	1,539	1,620	1,668
RA 변동		146	151	164	164
예실차		230	141	327	292
일반 보험손익		110	204	264	256
보험료배분접근법 수익		1,438	1,485	1,571	1,603
발생손해액		197	906	920	939
사업비		354	375	387	408
자동차 보험손익		151	190	176	153
보험료배분접근법 수익		5,606	5,614	5,674	5,697
발생손해액		4,535	4,514	4,589	4,636
사업비		919	910	909	908
보험손익		1,820	1,933	2,407	2,389
투자영업수익		3,693	3,888	3,539	3,574
보험금융수익		396	284	562	508
기타투자수익		3,467	3,605	2,977	3,066
투자영업비용		3,527	3,470	3,095	3,116
보험금융비용		1,960	1,655	1,543	1,601
기타투자비용		1,568	1,815	1,552	1,515
투자손익		336	419	444	458
영업이익		2,165	2,429	2,851	2,847
영업외손익		26	18	-30	-14
세전이익		2,191	2,447	2,821	2,833
지배기업주주지분순이익	1,093	1,623	1,818	2,043	2,052
Valuation					
BPS	386,665	314,437	405,350	393,306	465,018
EPS	27,432	40,843	45,737	51,357	51,573
ROE	6.91	13.0	11.3	13.1	11.1
PBR	0.52	0.64	0.64	0.76	0.64
PER	7.36	4.90	5.68	5.78	5.76
DPS	12,000	13,800	16,000	18,400	21,160
현금배당	510	550	637	733	843
배당성향	43.7	33.8	35.0	35.8	41.0

증가율					
장기보험손익			-1.3%	27.8%	0.7%
보험손익			6.2%	24.5%	-0.8%
순이익	42.5%	4.5%	12.0%	12.4%	0.4%
운용자산	-0.3%	-8.7%	5.6%	4.2%	4.1%
CSM			9.5%	3.1%	2.9%
자본총계	-5.2%	-29.8%	28.9%	-3.0%	18.2%

자료: 삼성화재, 대신증권 Research Center

BS	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
운용자산	77,141	77,316	81,667	85,059	88,512
현예금		1,512	1,738	1,809	1,882
유가증권		47,282	50,351	52,396	54,523
당기손익공정가치측정		3,020	10,281	10,699	11,133
기타포괄손익공정가치측정		36,995	37,733	39,265	40,859
상각후원가측정		6,700	1,732	1,803	1,876
지분법적용투자주식		567	605	629	655
대출채권		26,749	27,822	28,952	30,127
부동산		1,772	1,755	1,826	1,900
비운용자산		3,417	3,279	2,201	4,511
특별계정자산		64	73	76	79
총자산		80,796	85,019	87,336	93,102
부채총계		68,273	68,875	71,671	74,581
책임준비금		64,276	63,697	44,439	45,987
보험계약부채		51,738	51,777	44,439	45,987
최선추정		28,107	26,717	27,802	28,931
위험조정		1,391	1,448	1,448	1,448
보험계약마진		12,144	13,303	13,712	14,112
보험료배분접근법적용		4,205	4,349	1,478	1,497
재보험계약부채		0	0	0	0
투자계약부채		12,539	11,920	0	0
기타부채		3,932	5,104	27,232	28,594
특별계정부채		64	74	74	74
자본총계	15,400	12,523	16,144	15,665	18,521
자본금		26	26	26	26
연결자본잉여금		939	939	939	939
연결이익잉여금		11,045	12,279	13,538	14,686
해약환급금준비금		0	1,180	1,180	1,180
비상위험준비금		2,572	2,669	2,669	2,669
연결자본조정		-1,487	-1,487	-1,487	-1,487
연결기타포괄손익누계액		1,972	4,357	2,648	4,357
비지배지분		28	30	30	30
부채 및 자본총계		80,796	85,019	87,336	93,102

[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

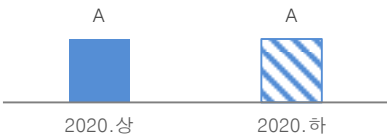
최근 2평가 기간

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 인용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.

[Compliance Notice]

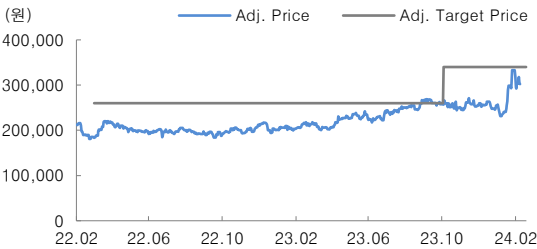
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

삼성화재(000810) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.02.22	24.02.02	24.01.26	23.12.02	23.11.13	23.10.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000
과리율(평균%)		(23.32)	(25.25)	(25.61)	(24.95)	(25.06)
과리율(최대/최소%)		(2.06)	(12.06)	(20.29)	(20.29)	(21.76)
제시일자	23.09.14	23.08.14	23.05.15	23.05.11	23.05.05	23.02.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	260,000	260,000	260,000	260,000	260,000	260,000
과리율(평균%)	(6.62)	(8.20)	(10.06)	(13.27)	(11.20)	(20.32)
과리율(최대/최소%)	(16.35)	2.69	(2.69)	(13.27)	(10.77)	(11.35)
제시일자	22.12.21	22.12.02	22.11.11	22.11.05	22.09.15	22.09.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	260,000	260,000	260,000	260,000	260,000	260,000
과리율(평균%)	(21.68)	(22.01)	(23.22)	(22.16)	(25.14)	(22.86)
과리율(최대/최소%)	(16.35)	(16.92)	(20.96)	(21.54)	(20.77)	(15.19)
제시일자	22.08.12	22.07.13	22.05.30	22.05.12	22.04.06	22.04.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	260,000	260,000	260,000	260,000	260,000	260,000
과리율(평균%)	(22.69)	(22.45)	(22.16)	(20.93)	(20.25)	(21.99)
과리율(최대/최소%)	(15.19)	(15.19)	(15.19)	(15.19)	(15.19)	(15.38)

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