



BUY

목표주가(12M) 350,000원(상향)
현재주가(2.22) 301,000원

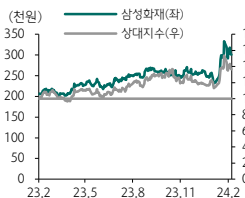
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,664.27
52주 최고/최저(원)	333,000/200,500
시가총액(십억원)	14,259.8
시가총액비중(%)	0.66
발행주식수(천주)	47,374.8
60일 평균 거래량(천주)	92.0
60일 평균 거래대금(십억원)	25.2
외국인지분율(%)	53.74
주요주주 지분율(%)	
삼성생명보험 외 5인	18.50
국민연금공단	7.50

Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)		N/A
영업이익(십억원)	2,449	
순이익(십억원)	1,844	
EPS(원)	36,469	
BPS(원)	335,084	

Stock Price



Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
보험손익		1,933.4	1,729.9	
투자손익		418.8	251.0	
영업이익		2,428.9	1,981.0	
당기순이익		1,821.6	1,544.0	
지배순이익		1,818.4	1,540.8	
증감률		42%	-15%	
DPS		16,000	18,000	
P/E		6.85	9.25	
P/B		0.77	0.81	
ROA		2.2	1.8	
ROE		14.5	9.5	
배당수익률		6.1%	6.0%	



Analyst 안영준 yjahn@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 2월 23일 | 기업분석

삼성화재 (000810)

4Q23 Re: 이미 최근 4년간 DPS CAGR +16% 기록

안정적인 실적 흐름 지속, 목표주가 상향

삼성화재에 대한 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 기존 30만원에서 35만원으로 17% 상향조정한다. 목표주가를 상향조정하는 이유는 예상을 뛰어넘는 배당 성장(2023년 DPS 16,000원)과 견조한 실적을 기록하면서 향후에도 자본과 배당이 안정적으로 증가할 것으로 기대되기 때문이다. 4분기 실적은 손실부담계약 비용과 채권 교체매매에 따른 처분손실 등 비경상적 요인이 있었음에도 상대적으로 양호했으며, 특히 신계약 CSM의 호조를 이어가면서 가정 변경에 따른 조정에도 불구하고 연말 CSM 잔액은 전년말대비 9% 증가했다.

4분기 순이익은 1,752억원(-59% (QoQ), -47% (YoY)) 기록

4분기 지배주주순이익은 1,752억원(-59% (QoQ), -47% (YoY))을 기록했는데(2022년 4Q는 IFRS17/IAS39 적용 기준), 보험이익과 투자이익이 각각 -66%/+21% (QoQ) 변동한 1,921억원/354억원이었다. 보험이익 중 장기보험이익은 46% (QoQ) 감소했는데, CSM 상각액 등은 양호했으나 사업비예실차와 손실부담계약 비용 발생으로 부진했다. 신계약 CSM은 전분기 높았던 기저로 월초보험료와 CSM 배수가 모두 감소하면서 23% (QoQ) 감소한 8,927억원을 기록했다. 신계약 CSM에 힘입어 연간 가정 변경 등에 따라 CSM 조정액이 5,188억원 발생했음에도 불구하고 기말 CSM은 전분기대비 1% 증가한 13조 3,570억원을 기록하며 업계 최고 수준을 유지했다. 자동차보험이익은 전년동기대비 손해율은 개선되었으나 계절적인 요인으로 적자를 기록했으며, 일반보험이익은 손해율이 소폭 상승하며 전분기대비 82% 감소한 94억원을 기록했다. 투자이익은 4분기 시중금리 하락에도 채권 교체매매에 따른 처분손실이 약 800억원이 있었고 해외부동산 관련 평가손실이 약 1,200억원 반영되며 부진했다. 연말 예상 K-ICS 비율은 전년말대비 19%p 상승한 272%로 당국 권고 수준인 150%를 크게 상회하며 업계 최고 수준을 유지하고 있다.

견조한 실적으로 Top pick 유지, 주주환원 확대로까지 이어진다면 금상첨화

가정 변경 등으로 인한 우려에도 불구하고 신계약을 포함하여 양호한 실적을 기록하며 높은 안정성을 선보였다. 다만 업종 내 가장 높은 자본여력에도 주주환원 확대에 대한 새로운 아이디어를 제시하지 않은 점은 아쉬운데, 기존 주주환원 정책만 하더라도 2019년 이후 DPS가 CAGR 16% 성장(2019년 8,500원 vs. 2023년 16,000원)해왔다는 점에 주목할 필요가 있다. 동기간 주가 흐름은 금리 하락기 시장에서 소외되며 부진했지만, 최근 기업 밸류업 프로그램 기대감에 힘입어 최근 그 가치를 인정받기 시작했다. 향후 안정적인 실적 성장이 주주환원 확대로까지 이어진다면 밸류에이션 멀티플의 추가 상승을 기대해볼 수 있다. 업종 내 Top pick으로 유지한다.

도표 1. 삼성화재의 실적 추이

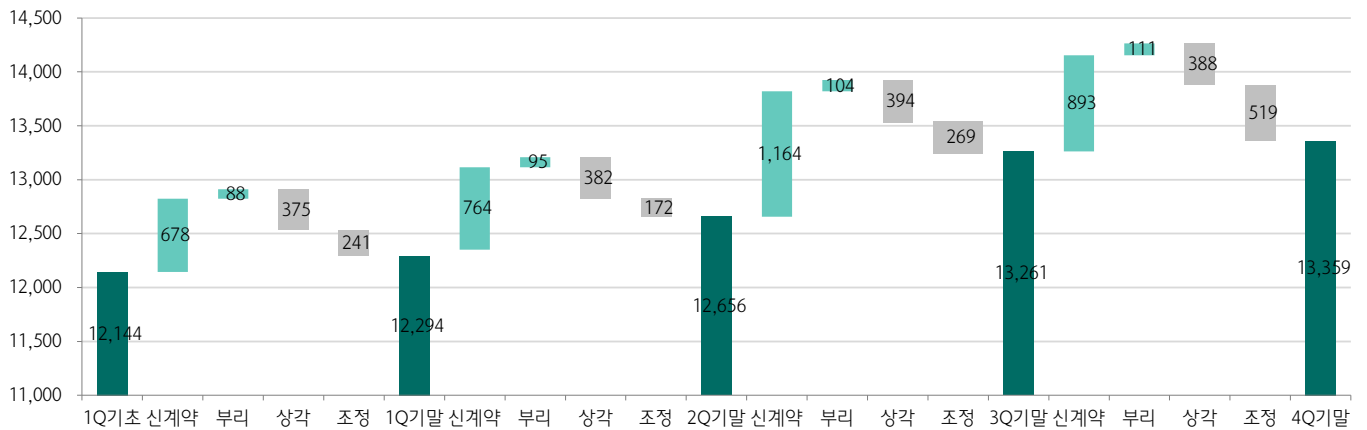
(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	QoQ	2023P
별도보험이익	585.0	620.5	533.5	194.3	-64%	1,933.4
장기	420.9	440.6	438.9	238.8	-46%	1,539.3
CSM상각	376.0	383.1	395.7	383.7	-3%	1,538.5
RA상각	33.1	39.0	37.9	40.9	8%	150.8
예실차	61.4	91.6	72.6	(84.3)	적전	141.3
보험금	51.7	101.0	88.5	(15.0)	적전	226.1
사업비	9.7	(9.4)	(15.8)	(69.3)	적지	(84.8)
기타	(49.6)	(73.0)	(67.3)	(101.5)	적지	(291.5)
자동차	106.5	95.4	41.9	(53.9)	적전	189.9
일반	57.6	84.5	52.7	9.4	-82%	204.2
연결조정	29.2	23.3	26.3	(2.2)	적전	76.7
연결보험이익	614.3	643.8	559.8	192.1	-66%	2,010.1
투자이익	238.8	115.2	29.3	35.4	21%	418.8
투자서비스손익	592.2	444.1	372.8	380.7	2%	1,789.9
보험금융손익	(353.4)	(328.9)	(343.5)	(345.3)	적지	(1,371.1)
영업이익	853.1	759.1	589.2	227.6	-61%	2,428.9
영업외손익	6.2	10.3	2.6	(1.4)	적전	17.7
세전이익	859.3	769.3	591.8	226.2	-62%	2,446.6
당기순이익	613.3	603.2	429.5	175.5	-59%	1,821.6
지배주주순이익	612.7	602.3	428.2	175.2	-59%	1,818.4

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

도표 2. 삼성화재의 CSM Movement

(십억원)



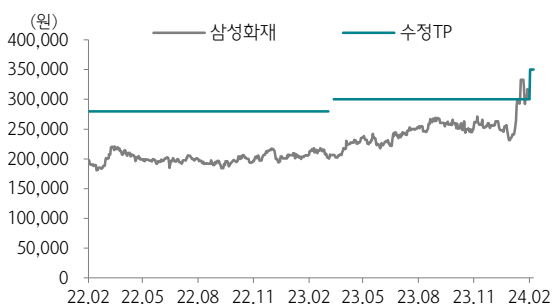
자료: 삼성화재, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서						(단위: 십억원)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
보험이익			1,933.4	1,729.9	1,884.9	자산총계			85,019.0	87,523.3	90,121.6
장기보험			1,539.3	1,638.3	1,745.9	운용자산			81,666.5	84,072.1	86,567.9
CSM상각액			1,538.5	1,535.9	1,550.6	FVPL			10,281.3	10,167.1	10,056.4
RA상각액			150.8	158.9	173.5	FVOCI			37,733.0	39,234.4	40,804.6
예실차			141.3	138.5	123.5	AC			1,732.3	1,783.4	1,836.3
보험금예실차			226.1	180.9	144.7	대출채권			27,822.0	28,641.5	29,491.8
사업비예실차			(84.8)	(42.4)	(21.2)	부동산			1,755.0	1,806.6	1,860.3
기타			(291.5)	(195.0)	(101.8)	비운용자산			3,279.3	3,378.4	3,481.1
자동차보험이익			189.9	(117.8)	(87.9)	특별계정자산			73.2	72.9	72.6
일반보험이익			204.2	209.4	227.0	부채총계			68,874.6	69,838.1	70,737.7
연결조정			76.7	50.9	46.2	책임준비금			63,696.6	64,555.8	65,348.9
연결보험이익			2,010.1	1,729.9	1,884.9	보험계약부채			51,776.9	52,872.6	53,897.6
투자이익			418.8	251.0	301.8	잔여보장요소			45,816.6	47,030.7	48,171.6
투자서비스손익			1,789.9	1,639.2	1,701.1	최선추정			26,716.9	26,503.8	26,292.4
보험금융손익			(1,371.1)	(1,388.2)	(1,399.3)	위험조정			1,448.1	1,436.6	1,425.1
영업이익			2,428.9	1,981.0	2,186.7	보험계약마진			13,302.8	14,653.9	15,928.3
영업외손익			17.7	8.4	6.1	보험료배분접근법			4,348.8	4,436.4	4,525.8
세전이익			2,446.6	1,989.4	2,192.8	발생사고요소			5,960.3	5,842.0	5,726.0
당기순이익			1,821.6	1,544.0	1,701.8	최선추정			5,748.5	5,634.3	5,522.5
지배주주순이익			1,818.4	1,540.8	1,698.7	위험조정			211.8	207.6	203.5
						재보험계약부채			0.0	0.0	0.0
CSM Movement						투자계약부채			11,919.8	11,683.1	11,451.2
기시			12,201.3	13,357.0	14,653.9	기타부채			5,103.7	5,206.6	5,311.5
신계약			3,499.5	3,821.7	3,829.0	특별계정부채			74.3	75.8	77.3
이자부리			399.0	465.8	508.5	자본총계			16,144.4	17,685.2	19,383.9
상각			1,538.5	1,535.9	1,550.6	자본금			26.5	26.5	26.5
조정			1,200.3	1,454.7	1,512.5	자본잉여금			939.2	939.2	939.2
기말			13,357.0	14,653.9	15,928.3	신종자본증권			0.0	0.0	0.0
						이익잉여금			12,279.2	13,820.0	15,518.7
K-ICS 비율			271.9	291.3	272.9	해약환급금준비금			1,180.0	2,274.3	3,368.4
						자본조정			(1,487.2)	(1,487.2)	(1,487.2)
재무비율						기타포괄손익누계액			4,356.5	4,356.5	4,356.5
ROA			2.2	1.8	1.9	비지배지분			30.2	33.1	36.2
ROE			14.5	9.5	9.6	투자지표					
P/E			6.85	9.25	8.39	운용자산 비중					
P/B			0.77	0.81	0.74	현금 및 예치금			2%	2%	2%
배당지표						주식 및 출자금			9%	9%	9%
DPS	12,000	13,800	16,000	18,000	20,000	채권			34%	34%	34%
(YoY)	36%	15%	16%	13%	11%	대출			34%	34%	34%
배당성향			35%	47%	47%	수익증권			8%	8%	8%
기말총가	202,000	200,000	263,000	301,000	301,000	해외			9%	9%	9%
배당수익률	5.9%	6.9%	6.1%	6.0%	6.6%	부동산			2%	2%	2%
						기타			1%	1%	1%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성화재



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.2.23	BUY	350,000		
23.4.4	BUY	300,000	-17.57%	11.00%
22.5.31	담당자 변경		-	-
22.2.21	BUY	280,000	-27.91%	-21.25%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(안영준)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 2월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(안영준)는 2024년 2월 23일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 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 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 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	93.46%	6.07%	0.47%	100%

* 기준일: 2024년 02월 20일