



삼성화재 (000810)

자본 및 손익 안정성에서의 우위 증명

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479

Buy (유지)

목표주가(유지): 320,000원

현재 주가(11/13)	251,500원
상승여력	▲27.2%
시가총액	119,148억원
발행주식수	47,375천주
52 주 최고가 / 최저가	269,000 / 193,500원
90 일 일평균 거래대금	210.06억원
외국인 지분율	53.3%

주주 구성	
삼성생명보험 (외 7 인)	18.5%
자사주 (외 1 인)	15.9%
국민연금공단 (외 1 인)	7.5%

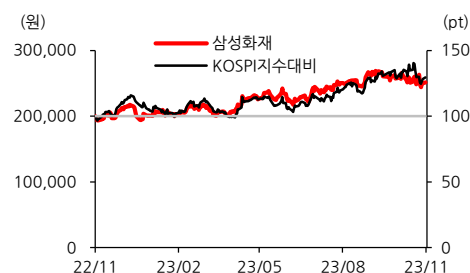
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.5	0.4	11.5	25.4
상대수익률(KOSPI)	-0.4	7.6	14.4	28.6

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	n/a	2,281	2,269	2,397
투자손익	n/a	551	804	854
영업이익	n/a	2,832	3,073	3,251
지배순이익	n/a	2,109	2,269	2,401
CSM (*)	12,201	13,657	14,944	16,229
수정 EPS	27,728	51,989	55,893	59,093
수정 BPS	279,786	566,038	591,220	617,364
수정 PER	6.2	4.8	4.5	4.3
수정 PBR	0.4	0.4	0.4	0.4
수정 ROE	8.4	8.6	9.1	9.2
배당성향	45.8	31.4	31.8	32.6

* 원수 보험부채 기준

주가 추이



삼성화재의 3Q23 지배 순이익은 4,282억원으로, PAA 손익 부진과 매각손에 의해 기대를 하회했습니다. IFRS17 가이드라인 적용 영향은 예상보다 적어, 자본 및 손익 안정성에서 업종 내 우위를 증명했다는 판단입니다.

3Q23 지배 순이익 4,282억원(+26% YoY), 기대치 11% 하회
삼성화재의 3Q23 연결 지배 순이익은 4,282억원(+26% YoY, -29% QoQ)(단, 전년 동기 IFRS17 적용 & IFRS9 미적용)으로 시장 컨센서스를 11% 하회. 단기 계약(PAA)에서의 보험금 증가와 저리 채권 교체매매에 따른 매각손실이 실적 부진의 원인. IFRS17 가이드라인 중 실손 가정 변경에 따른 영향은 CSM 1,430억원 감소, 손실 100억원(CSM 상각익 감소 및 손실계약비용 발생) 등 예상보다 적은 수준에 그침. **3Q23 보험 손익은 5,598억원(+36% YoY, -13% QoQ)**을 기록. 예상차(보유)는 711억원으로 22% QoQ 축소되었는데, 주로 계절적인 지급보험금 증가 및 신계약 확대에 따른 실제사업비 소요에 의한 것으로 추정. **투자 수익률(보험금융손익 제외)은 1.9%, 금융상품 처분손실 1,560억원** 제외 시 2.7%를 기록. **신계약은 인보험을 중심으로 18% QoQ** 증가함

CSM movement

삼성화재의 3Q23 말 CSM(원수, 보험부채)은 13.3조원으로 5% QoQ 증가. 신계약 CSM은 1조 1,642억원(+52% QoQ)으로, 마진 개선(17개월 → 22개월)에 의해 신계약 판매액 증가율을 크게 상회함. 3분기까지의 경험조정 추세를 감안해 향후 분기별 -1,000억원 수준의 조정을 가정함. 주요 가이드라인의 적용을 완료한 현 시점에서 CSM 잔액은 2023년 말 12%, 2024년 말 9%, 2025년 말 9% 증가할 것으로 추정

배당성향 31% 가정 시, 기대 DY 6.2%

삼성화재의 2023년 배당성향을 31%, 배당수익률을 보통주 6.2%, 우선주 8.4%로 추정함. 과잉 자본 수준의 K-ICS비율(263%)에도 불구하고 뚜렷한 배당정책의 제시가 없는 가운데, 전년대 동일한 DPS 상승폭(+1,800원)을 가정하였음. 이후에는 DPS 및 배당성향 상승폭을 함께 고려했으며, 2024년 배당수익률은 보통주 6.8%, 우선주 9.2%로 기대. 자본 및 손익의 안정성 측면에서 여전히 업종 내 우위를 보유한 것으로 판단

[표1] 삼성화재의 3Q23 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	3Q23P	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	컨센서스	차이
보험손익	560	413	35.5	643	-13.0	n/a	n/a
투자손익	29	48	-39.4	116	-74.7	n/a	n/a
영업이익	589	461	27.7	759	-22.4	643	-8.3
지배주주 순이익	428	340	26.0	602	-28.9	481	-11.0

자료: 삼성화재, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 삼성화재의 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

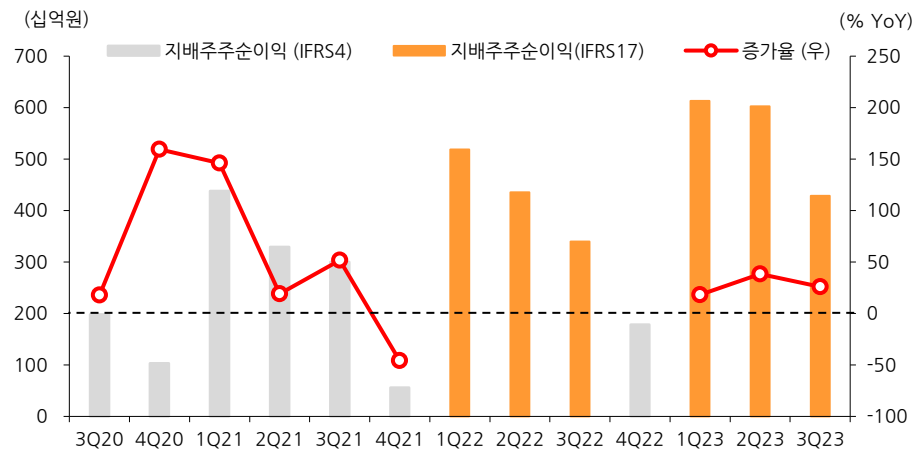
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	QoQ	YoY
AUM				77,316	78,140	78,045	77,536	-0.7	n/a
투자서비스손익	535	451	496		592	445	373	-16.1	-24.8
Yield (%)					3.1	2.3	1.9	-0.4	1.9
CSM (원수 부채)	8,159	8,531	8,874	12,201	12,350	12,655	13,259	4.8	49.4
CSM 상각	279	289	298		374	380	392	3.1	31.6
단순상각률 (%)	13.7	13.5	13.4		12.1	12.0	11.8	-0.2	-1.6
신계약 CSM (원수)	501	546	558		678	764	1,164	52.3	108.6
월납 신계약 보험료	41.4	42.9	42.9	40.7	44.6	44.5	52.5	17.9	22.3
단순마진 (개월)	12.1	12.7	13.0		15.2	17.2	22.2	5.0	9.2
보험+재보험손익	509	544	413		615	643	560	-13.0	35.5
일반/VFA 모형	356	412	410		459	494	486	-1.5	18.7
예실차	61	118	86		69	91	71	-21.9	-17.4
보험금*	58	124	101		74	108	95	-12.1	-6.2
사업비	3	-6	-15		-5	-17	-24	적지	적지
RA 변동	39	34	35		29	36	35	-3.2	-0.0
CSM 상각	279	289	298		374	380	392	3.1	31.6
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	-10	-10	-8		-12	-13	-11	적지	적지
기타	-14	-20	0		0	0	0	n/a	n/a
PAA 모형	101	183	88		227	244	152	-37.6	73.5
보험수익	1,872	1,984	2,033		1,961	2,034	2,090	2.8	2.8
발생순보험금			1,333		1,143	1,172	1,294	10.4	-2.9
발생순손사비			112		94	97	98	0.4	-12.7
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)			2		0	1	-0	적전	적전
재보험비용			213		215	243	261	7.7	22.7
기타			-290		-282	-278	-284	적지	적지
기타사업비			85		72	95	79	-16.9	-6.9
투자손익	179	60	48		238	116	29	-74.7	-39.4
보험금융손익	-356	-391	-447		-353	-329	-343	적지	적지
투자서비스손익	535	451	496		592	445	373	-16.1	-24.8
영업이익	689	604	461		853	759	589	-22.4	27.7
영업외이익	17	-6	2		6	10	3	-74.2	15.3
세전이익	705	596	464		859	769	592	-23.1	27.6
당기순이익	526	430	341		613	603	430	-28.8	26.0
지배주주순이익	518	436	340		613	602	428	-28.9	26.0

주: 회색 음영 부분은 데이터 부재, *보험료 경험조정 포함

자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

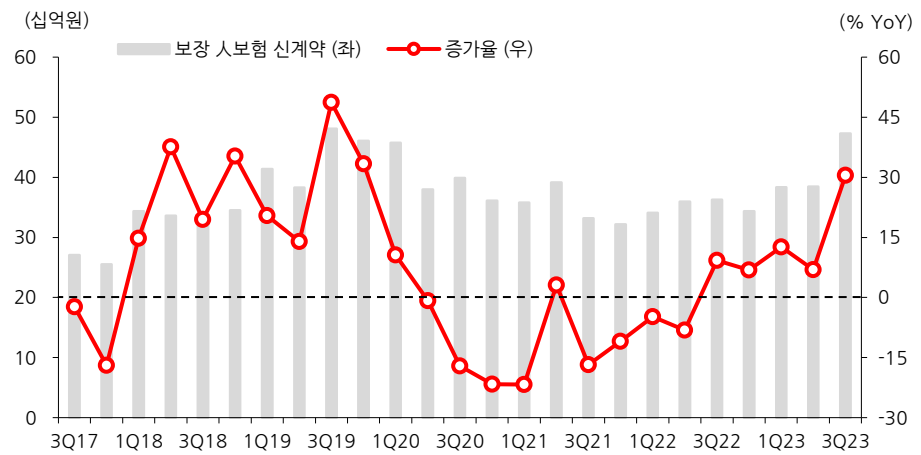
[그림1] 삼성화재의 분기별 지배주주 순이익 및 증가율



주: 1Q22~3Q22는 IFRS17 & IAS39 기준, 1Q23~3Q23은 IFRS17 & IFRS9 기준

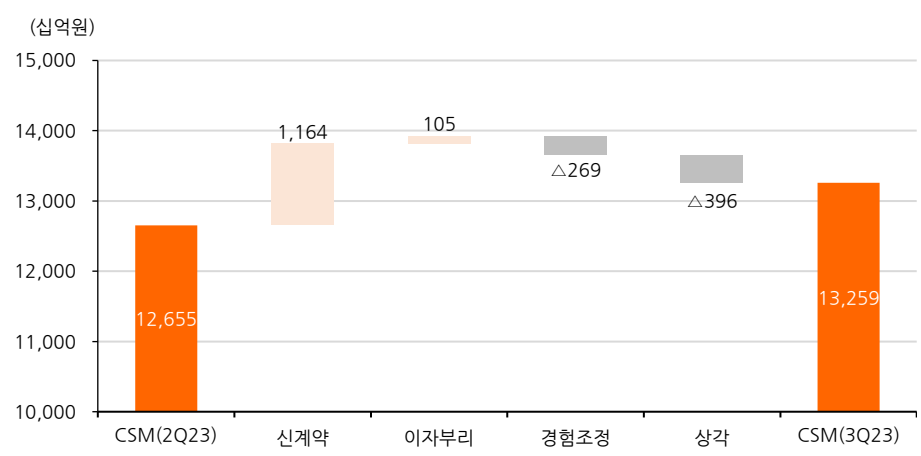
자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼성화재의 보장성 인보험 신계약 금액 및 증가율



자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

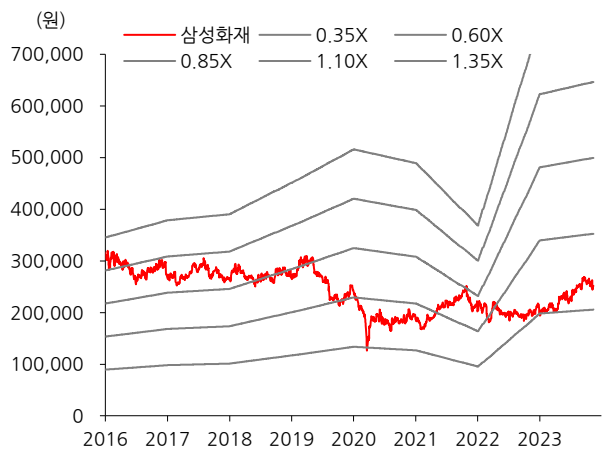
[그림3] 삼성화재의 3Q23 CSM Movement



주: 원수 보험계약부채 기준

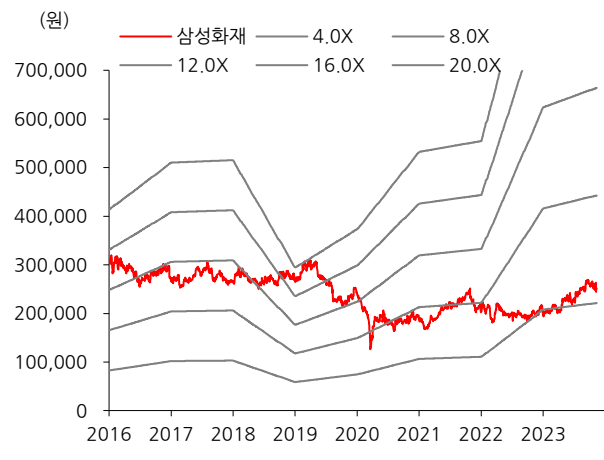
자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 삼성화재 12m forward PBR Band



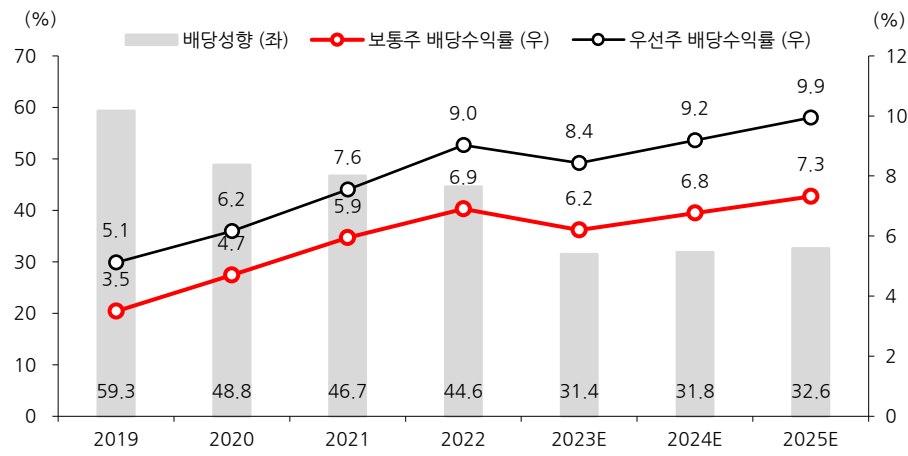
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 삼성화재 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 삼성화재의 배당지표 추이 및 전망



자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E
운용자산	77,316	78,311	81,168	84,130
현금및예치금	n/a	1,351	1,478	1,544
유가증권	n/a	47,473	49,377	51,194
FVPL	n/a	9,492	9,806	10,166
FVOCI	n/a	35,634	37,168	38,551
AC	n/a	1,776	1,832	1,905
대출채권	n/a	27,709	28,472	29,485
부동산	n/a	1,778	1,840	1,907
비운용자산	n/a	3,299	3,953	4,370
특별계정자산	n/a	69	72	75
자산총계	80,789	81,678	85,193	88,575
책임준비금	64,334	61,389	63,303	65,002
BEL	33,808	30,824	30,962	30,917
RA	1,581	1,647	1,914	2,177
CSM	12,201	13,657	14,944	16,229
PAA	4,205	4,138	4,136	4,103
투자계약부채	12,539	11,123	11,347	11,576
기타부채	3,928	4,909	4,909	4,909
후순위채	n/a	0	0	0
특별계정부채	n/a	69	72	75
부채총계	68,327	66,368	68,284	69,986
자본금	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	10,985	12,529	14,137	15,818
해약환급금준비금	0	1,348	2,823	4,339
자본조정	-1,487	-1,487	-1,487	-1,487
기타포괄손익누계	1,972	3,303	3,293	3,293
자본총계	12,463	15,311	16,909	18,589

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E
자산총계	n/a	1.1	4.3	4.0
운용자산	n/a	1.3	3.6	3.6
부채총계	n/a	-2.9	2.9	2.5
CSM	n/a	11.9	9.4	8.6
자본총계	n/a	22.9	10.4	9.9
보험손익	n/a	30.4	-0.5	5.6
투자손익	n/a	18.7	45.8	6.3
영업이익	n/a	55.5	8.5	5.8
순이익	n/a	61.3	7.6	5.8

주: IFRS 연결 기준, 2022년 수정 지표들은 자본총계(OCI)를 보정함

2022년 수치는 IFRS17 & IAS39 적용, 2023년 이후 수치는 IFRS17 & IFRS9 적용

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	n/a	2,281	2,269	2,397
일반 및 변동수수료모형	n/a	1,925	2,092	2,212
CSM 상각	n/a	1,562	1,718	1,848
RA 변동	n/a	145	151	172
예상과실계차이	n/a	235	263	233
손실계약	n/a	-47	-40	-40
기타	n/a	31	0	0
보험료배분접근법모형	n/a	1,470	1,318	1,385
재보험손익	n/a	-772	-785	-830
간접사업비	n/a	342	356	370
투자손익	n/a	551	804	854
보험금융손익	n/a	-1,380	-1,479	-1,582
이자수익	n/a	2,024	2,195	2,348
배당수익	n/a	341	341	361
FVPL 평가손익	n/a	-18	21	0
기타	n/a	-416	-274	-273
영업이익	n/a	2,832	3,073	3,251
영업외이익	n/a	19	0	0
세전이익	n/a	2,851	3,073	3,251
법인세비용	n/a	739	801	848
당기순이익	n/a	2,112	2,272	2,403
지배주주 순이익	n/a	2,109	2,269	2,401

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023E	2024E	2025E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	168	186	184	188
신계약 CSM	n/a	3,404	2,942	3,010
투자수익률	n/a	2.5	2.9	3.0
수정 Book Value	21,544	24,062	25,132	26,244
수익성				
수정 ROE	8.4	8.6	9.1	9.2
수정 ROA	1.3	2.5	2.7	2.7
주당 지표				
수정 EPS	27,728	51,989	55,893	59,093
수정 BPS	279,786	566,038	591,220	617,364
보통주 DPS	13,800	15,600	17,000	18,400
Valuation 및 배당				
수정 PER	6.2	4.8	4.5	4.3
수정 PBR	0.4	0.4	0.4	0.4
배당성향	45.8	31.4	31.8	32.6
보통주 배당수익률	6.9	6.2	6.8	7.3

[Compliance Notice]

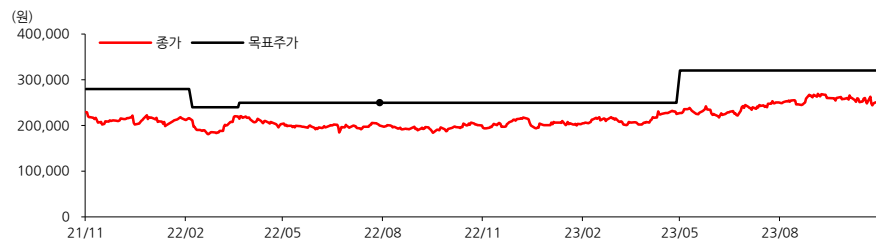
(공표일: 2023년 11월 14일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[삼성화재 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.01.21	2022.01.28	2022.02.21	2022.04.05	2022.05.12
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Hold	Hold	Buy
목표가격		280,000	280,000	240,000	250,000	250,000
일 시	2022.05.13	2022.07.11	2022.08.12	2022.09.26	2022.11.11	2023.02.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	250,000	250,000	250,000	250,000	250,000	250,000
일 시	2023.05.14	2023.06.14	2023.08.16	2023.09.01	2023.11.14	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	320,000	320,000	320,000	320,000	320,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.02.21	Hold	240,000	-18.48	-8.33
2022.04.05	Hold	250,000	-19.29	-11.80
2023.05.14	Buy	320,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2023년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.6%	3.8%	0.6%	100.0%