



삼성화재

| Bloomberg Code (000810 KS) | Reuters Code (000810.KS)

2024년 2월 23일

[손해보험]

자사주보다는 현금배당 중심의 주주환원 정책 예상

임희연 수석연구원

☎ 02-3772-3498

✉ heeyeon.lim@shinhan.com

김민중 연구원

☎ 02-3772-1584

✉ minjongkim@shinhan.com



매수
(유지)



현재주가 (2월 22일)

301,000 원



목표주가

340,000 원 (유지)



상승여력

13.0%

- ◆ 4Q23P 지배주주 순이익 1,755억원(-59.1% QoQ), 기대치 부합
- ◆ 밸류업 프로그램 세부 내용 발표 시 주주환원 정책 공개 예정
- ◆ 자사주보다는 현금배당을 활용한 주주환원 이루어질 가능성 높음



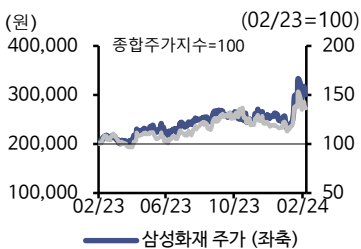
신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com



신한투자증권 기업분석부

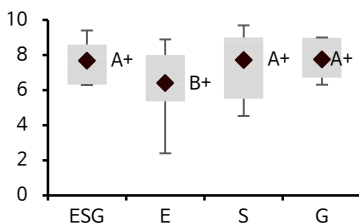
시가총액	14,259.8십억원
발행주식수	47.4백만주
유동주식수	31.1 백만주(65.6%)
52 주 최고가/최저가	333,000 원/200,500 원
일평균 거래량 (60 일)	91,969 주
일평균 거래액 (60 일)	25,188 백만원
외국인 지분율	53.74%
주요주주	
삼성생명보험 외 5 인	18.50%
국민연금공단	7.50%
절대수익률	
3개월	18.5%
6개월	19.2%
12개월	45.1%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	11.7%
6개월	12.6%
12개월	31.6%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



4Q23P 지배주주 순이익 1,755억원(-59.1% QoQ), 기대치 부합

4Q23P 영업이익 2,276억원(-61.4%, 이하 QoQ), 지배주주 순이익 1,755억원(-59.1%)으로 당사 추정치(순이익 1,653억원)에 부합하는 양호한 실적을 기록했다. 일회성 요인으로 계리적 가정 변경에 따른 손실계약부담비용이 인식됐다.

보험손익은 1,943억원(-63.6%)으로 감소했다. 계절성에 따른 장기/일반보험 부진과 자동차보험의 적자 영향이다. 장기보험 부진은 1) 전분기 절판에 따른 보장성 신계약 감소(-11.8%)와 CSM 전환배수의 하락(-2.9x)에 따라 CSM 상각손익이 전분기 대비 3% 감소, 2) 예실차는 -843억원으로 적자 전환, 3) 기타손익은 -1,015억원으로 평분기 대비 적자가 약 400억원 증가한 것에 기인한다. 신계약 CSM은 8,927억원(-23.3%)에 그쳤다. 계리적 가정 변경에 따른 CSM 조정을 반영해 기말 CSM은 13.3조원(+0.7%)을 기록했다. 투자손익은 354억원(+20.8%)으로 해외 대체자산 관련 FVPL 평가손실 1,200억원과 채권 교체매매 과정에서 발생한 처분손실이 반영된 것으로 추정된다.

2024년 지배주주 순이익 1.9조원(+5.2% YoY) 전망

2024년 영업이익 2.6조원(+5.0%, 이하 YoY) 지배주주 순이익 1.9조원(+5.2%)이 전망된다. 신계약 CSM은 3.4조원으로 전년 대비 1.7% 하락이 예상된다. 신계약 CSM 목표치는 23년도 수준이다. 작년 고마진 상품 판매에 따른 역기저효과와 경기 및 경쟁 상황을 고려하면 CSM 전환배수는 작년 대비 소폭 하락할 가능성이 높다. 신계약 총량 증가(+2.3%)를 통해 신계약 CSM 변동을 방어할 전망이다. 간편보험과 운전자보험 시장이 주 타겟이다. 투자손익은 7,205억원(+72.0%)이 예상된다. 작년 일회성 해외 부동산 평가손실 약 1,500억원과 채권처분손실 약 2,700억원이 소멸됨에 따라 개선될 전망이다.

투자의견 '매수', 목표주가 34만원 유지

밸류업 프로그램 세부 내용 발표 시 연계된 주주환원 정책을 공개할 예정이다. 자사주 소각 시 보험업법 상 삼성생명의 자회사로 편입되는 이슈가 있어 주주환원은 자사주 보다는 현금배당을 중점적으로 활용할 가능성이 높다. '매수' 관점을 유지한다.

12월 결산	보험손익 (십억원)	투자손익 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	DPS (원)	배당수익률 (%)
2021	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2023P	1,933.4	418.8	2,428.9	1,821.6	6.8	0.8	11.3	2.1	16,000	6.1
2024F	1,797.6	720.5	2,550.4	1,915.5	7.4	0.8	10.9	2.2	16,500	5.5
2025F	1,776.8	759.8	2,566.1	1,931.8	7.4	0.8	10.2	2.2	17,000	5.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

4Q23P 실적 요약

(십억원, %)	4Q23P	3Q23	4Q22	% QoQ	% YoY	컨센서스	% Gap	신한 추정치	% Gap
보험손익	194.3	533.5	-	(63.6)	-			162.6	19.5
투자손익	35.4	29.3	-	20.8	-			29.1	21.8
영업이익	227.6	589.2	-	(61.4)	-	265.7	(14.4)	216.5	5.1
지배주주순이익	175.5	429.5	-	(59.1)	-	191.3	(8.2)	165.3	6.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		% Change	
	2023P	2024F	2023P	2024F	2023P	2024F
보험손익	1,901.7	1,938.3	1,933.4	1,797.6	1.7	(7.3)
투자손익	412.5	696.0	418.8	720.5	1.5	3.5
영업이익	2,417.9	2,735.8	2,428.9	2,550.4	0.5	(6.8)
지배주주순이익	1,811.4	2,044.7	1,821.6	1,915.5	0.6	(6.3)

자료: 신한투자증권 추정

분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023P	2024F	증감률
보험손익	585.0	620.5	533.5	194.3	523.2	531.7	471.8	270.8	1,933.4	1,797.6	(7.0)
장기	420.9	440.6	438.9	238.8	422.2	420.1	418.0	348.8	1,539.3	1,609.0	4.5
자동차	106.5	95.4	41.9	(53.9)	35.7	48.5	9.6	(78.0)	189.9	15.8	(91.7)
일반	57.6	84.5	52.7	9.4	65.3	63.2	44.3	0.0	204.2	172.8	(15.4)
투자손익	238.8	115.2	29.3	35.4	179.3	181.0	190.0	170.3	418.8	720.5	72.0
운용손익	592.2	444.1	372.8	380.7	531.8	537.2	550.1	534.9	1,789.9	2,154.1	20.3
보험금융손익	(353.4)	(328.9)	(343.5)	(345.3)	(352.5)	(356.2)	(360.2)	(364.6)	(1,371.1)	(1,433.5)	적지
영업이익	853.1	759.1	589.2	227.6	714.5	717.7	670.3	447.9	2,428.9	2,550.4	5.0
영업외손익	6.2	10.3	2.6	(1.4)	0.6	(0.4)	0.1	(0.1)	17.7	0.2	(98.6)
세전이익	859.3	769.3	591.8	226.2	715.2	717.3	670.4	447.8	2,446.6	2,550.7	4.3
지배주주순이익	613.3	603.2	429.5	175.5	536.3	537.9	502.8	338.5	1,821.6	1,915.5	5.2
월평균 보장성 신계약	14.7	14.7	17.4	15.3	15.8	16.3	16.5	15.0	15.5	15.9	2.3
CSM 가치배수	15.2	17.2	22.2	19.3	19.0	18.1	17.6	17.4	18.8	18.0	(3.9)
CSM 상각률	2.9	3.0	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	12.7	12.4	(2.4)
신계약 CSM	678.3	764.3	1,164.2	892.7	901.2	887.4	869.9	781.2	3,499.5	3,439.6	(1.7)
기말 CSM	12,294.0	12,599.7	13,205.1	13,302.8	13,687.2	14,057.7	14,399.6	14,557.6	13,302.8	14,557.6	9.4
투자영업이익률	6.1	2.3	1.9	1.9	2.6	2.6	2.7	2.6	2.2	2.6	0.4
ROE (평균)	18.5	16.5	11.6	4.3	12.9	12.5	11.4	7.7	12.7	11.4	(1.3)
ROA (%)	3.0	3.0	2.1	0.8	2.5	2.5	2.3	1.6	2.1	2.2	0.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

주1: 연결 기준

주2: 보험손익은 별도기준

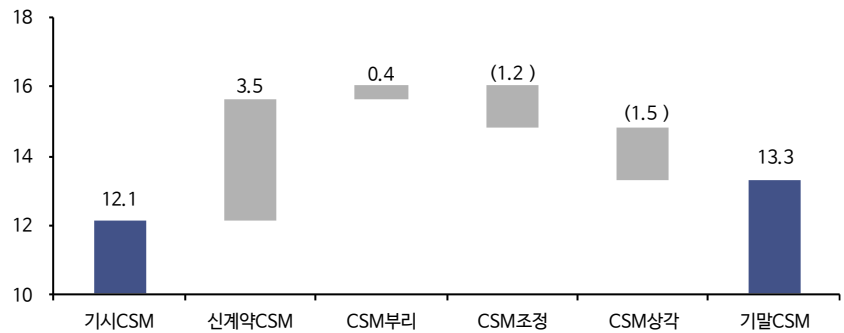
목표주가 산출 테이블

FAIR PRICE BASED ON PBR	삼성화재
ROE (%)	10.9
Adj. Cost of capital (%)	8.5
Risk free rate (%)	3.3
Beta	0.5
Market return (%)	10.1
Adjustment (%)	-
Long-term growth (%)	0.0
Fair P/ B (x)	1.3
Discount/Premium	(30.0)
Adj. Fair P/B (x)	0.9
BPS (원)	369,333
Target Price (won)	340,000
Upside (%)	13.0

자료: 신한투자증권 추정

2023P CSM Movement

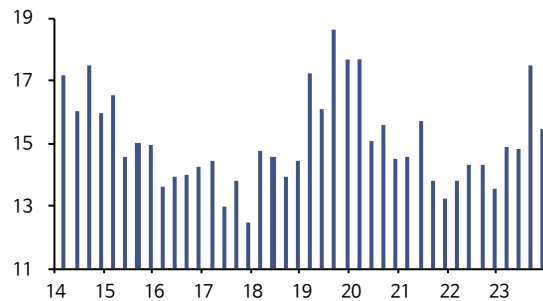
(십억원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

월평균 신계약 추이

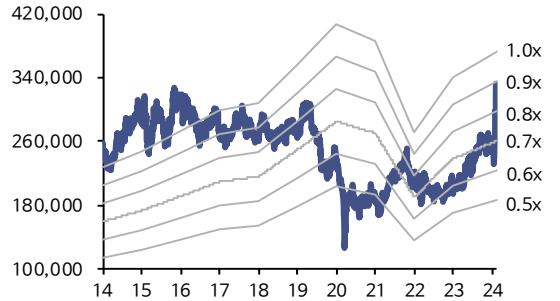
(십억원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

1yr fwd PBR Band Chart

(원)



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

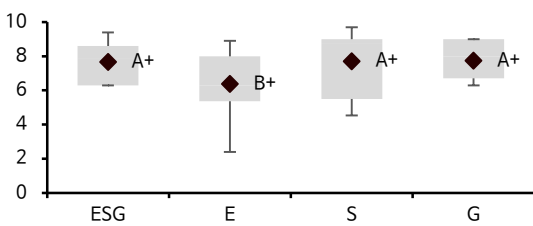
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ E: 내부 뿐만 아니라 운용자산에 대한 탄소배출량(Scope 3)까지 감축하러 노력
- ◆ S: 2025년 금융전문자격 보유율, 육아휴직자 복귀율, 여성 직원 비율 중장기 목표 설립
- ◆ G: 꾸준한 배당금, 배당수익률 상승 추이로 주주환원에 대한 의지 확인

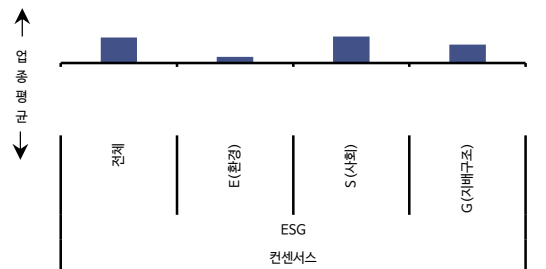
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

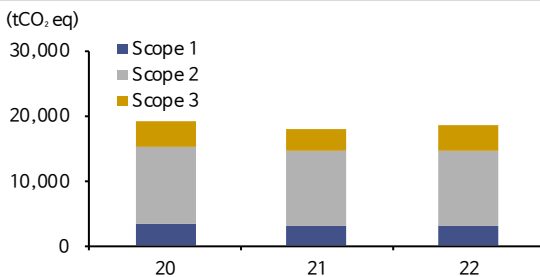
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

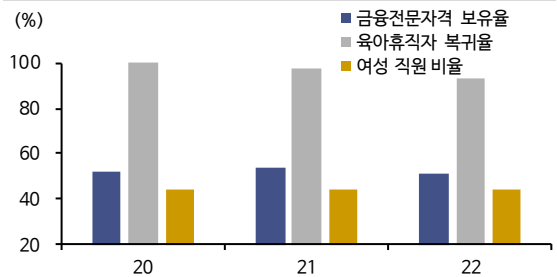
Key Chart

온실가스 배출량 추이



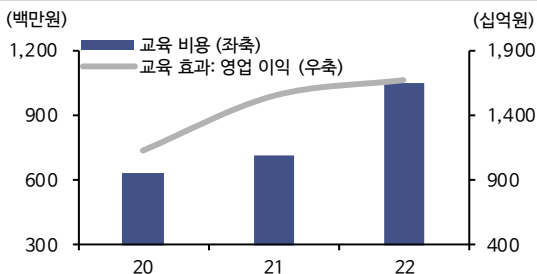
자료: 회사 자료, 신한투자증권

교육, 복리후생, 여성비율 지표 추이



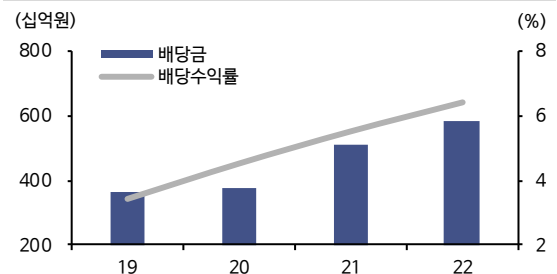
자료: 회사 자료, 신한투자증권

직무교육 비용 및 효과 현황



자료: 회사 자료, 신한투자증권

배당금 및 배당수익률 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

연결재무상태보고서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
자산총계	-	-	85,019.0	86,831.8	89,479.8
운용자산	-	-	81,666.5	83,308.0	85,832.4
비운용자산	-	-	3,279.3	3,450.6	3,574.3
특별계정자산	-	-	73.2	73.2	73.2
부채총계	-	-	68,874.6	69,334.7	70,599.7
책임준비금	-	-	63,696.6	64,122.1	65,292.0
보험계약부채	-	-	51,776.9	53,933.0	55,911.7
일반모형	-	-	47,428.1	49,403.2	51,215.7
BEL	-	-	32,465.4	33,117.9	34,121.4
RA	-	-	1,659.9	1,727.7	1,798.3
CSM	-	-	13,302.8	14,557.6	15,295.9
보험료배분접근법적용	-	-	4,348.8	4,529.8	4,696.0
특별계정부채	-	-	74.3	74.3	74.3
자본총계	-	-	16,144.4	17,497.1	18,880.2
자본금	-	-	26.5	26.5	26.5
자본잉여금	-	-	939.2	939.2	939.2
신종자본증권	-	-	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	-	-	12,279.2	13,662.1	15,045.1
자본조정	-	-	(1,487.2)	(1,487.2)	(1,487.2)
기타포괄손익누계액	-	-	4,356.5	4,356.5	4,356.5

CSM Movement

12월 결산 (%)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
기초 CSM	-	-	12,144.2	13,302.8	14,557.6
신계약 CSM	-	-	3,499.5	3,439.6	3,138.6
이자부리	-	-	397.9	459.5	492.5
CSM 조정	-	-	(1,200.2)	(1,000.2)	(1,143.4)
CSM 상각	-	-	(1,538.5)	(1,644.0)	(1,749.4)
신계약	-	-	(58.1)	(54.3)	(49.3)
보유계약	-	-	(1,480.4)	(1,589.7)	(1,700.2)
기말 CSM	-	-	13,302.8	14,557.6	15,295.9
CSM 가차배수	-	-	18.8	18.0	17.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

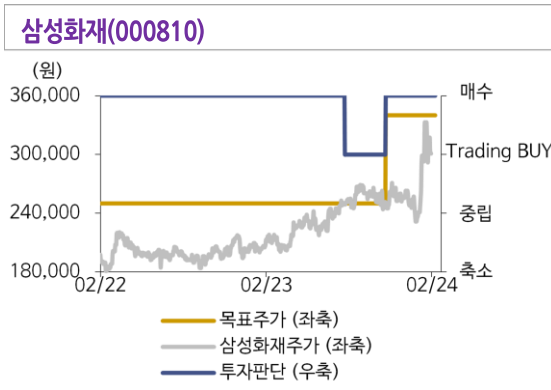
연결손익보고서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
보험손익	-	-	1,933.4	1,797.6	1,776.8
장기	-	-	1,539.3	1,609.0	1,673.8
CSM 상각	-	-	1,538.5	1,644.0	1,749.4
RA 변동	-	-	150.8	165.3	172.2
에실차	-	-	141.3	(8.4)	(43.5)
기타	-	-	(291.5)	(192.0)	(204.4)
자동차	-	-	189.9	15.8	(22.6)
일반	-	-	204.2	172.8	125.6
투자손익	-	-	418.8	720.5	759.8
운용손익	-	-	1,789.9	2,154.1	2,248.3
보험금융손익	-	-	(1,371.1)	(1,433.5)	(1,488.5)
영업이익	-	-	2,428.9	2,550.4	2,566.1
영업외손익	-	-	17.7	0.2	(0.2)
세전이익	-	-	2,446.6	2,550.7	2,565.9
법인세비용	-	-	625.0	635.1	634.1
지배주주순이익	-	-	1,821.6	1,915.5	1,931.8

Valuation Indicator

12월 결산	2021	2022	2023P	2024F	2025F
EPS (원)	-	-	38,451	40,434	40,778
BPS (원)	-	-	340,780	369,333	398,527
PER (배)	-	-	6.8	7.4	7.4
PBR (배)	-	-	0.77	0.81	0.76
ROE (%)	-	-	11.3	10.9	10.2
ROA (%)	-	-	2.1	2.2	2.2
배당성향 (%)	-	-	28.4	27.8	28.4
DPS (원)	-	-	16,000	16,500	17,000
배당수익률 (%)	-	-	6.1	5.5	5.6

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 02월 21일	매수	250,000	(20.0)	(11.8)
2022년 08월 22일		6개월경과	(20.0)	(13.0)
2023년 02월 23일		6개월경과	(10.0)	1.2
2023년 08월 16일	Trading BUY	250,000	2.6	7.6
2023년 11월 14일	매수	340,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 임희연, 김민중)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 삼성화재를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자 의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 02월 21일 기준)

매수 (매수)	92.68%	Trading BUY (중립)	5.69%	중립 (중립)	1.63%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------