

삼성화재 (000810/KS)

경상 이익 체력으로 회귀

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 340,000 원(상향)
현재주가: 289,500 원
상승여력: 17.4%

목표주가 340,000 원으로 상향

삼성화재의 목표주가를 1) Equity Risk Premium 업데이트 및 2) 실적 추정치 조정을 반영하여 340,000 원으로 상향한다. 목표주가는 Target PBR 1.0 배에 24E BVPS 339,583 원을 적용하여 산출했다. 투자 리스크로는 1) 손해율 악화 등에 따른 계리적 가정 변화로 인한 CSM 감소 및 손실계약비용 발생 가능성 및 2) 자동차 보험 및 일반 손해보험의 손해율 악화 우려 등을 제시한다.

공격적인 신계약 성장

삼성화재는 1Q24 중 공격적인 신계약 성장을 추진하는 모습이 나타날 전망이다. 기존 전속채널 중심의 강점이 지속되는 가운데 GA 채널의 강화가 나타날 것으로 예상되며 1 인실 입원일당, 암 치료비 등 특약에 기반한 간편보험 중심 성장이 나타난 것으로 추정된다. 환산배수는 4Q23 보수적 계리적 가정 반영 및 경쟁 심화에 따른 시책 강화 등 영향으로 이전 대비 다소 낮아질 것으로 예상되나 물량 강화에 따라 신계약 CSM 은 견조한 흐름을 유지할 전망이다.

1Q24E 별도 기준 순이익 6,061억원(+4.5% YoY)

삼성화재의 1Q24 예상 순이익은 6,061억원(+4.5% YoY)로 컨센서스와 유사한 수준을 전망한다. 보험손익은 세부적으로 1) 장기보험 부문에서는 4Q23 중 계리적 가정 조정에 따른 예상차 손익 감소 영향을 CSM 및 RA 상각이익 증가가 상쇄하며 안정적인 이익 증가 추세가 나타날 것으로 예상되지만 2) 자동차보험의 경우 요율 인하 등에 따른 손해율 악화가 나타난 점을 감안할 때 이전 대비 다소 부진한 손익을 기록할 전망이다. 전체 약 5,798억원(-0.9% YoY)의 보험손익을 기록할 전망이다. 투자손익은 1) 23년 하반기 중 나타난 교체매매에 따른 보유이원 개선 및 2) 주식 및 대체투자 관련 평가처분손익 개선으로 FVPL 평가손익 부진을 상쇄하며 약 2,347억원(+4.7% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. K-ICS는 대량해지위험 관련 계수 조정 및 삼성전자 주가 개선 등 요인으로 할인을 조정 관련 영향을 상쇄할 것으로 예상되며 전년 말과 유사한 270% 내외 수준을 전망한다.



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
3773-8610

Company Data

발행주식수	4,737 만주
시가총액	13,715 십억원
주요주주	
삼성생명보험(외6)	18.50%
자사주	15.93%

Stock Data

주가(24/04/15)	289,500 원
KOSPI	2,670.43 pt
52주 최고가	343,000 원
52주 최저가	206,500 원
60일 평균 거래대금	38 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			1,933	1,893	2,035	2,177
투자손익	십억원			409	852	831	839
영업이익	십억원			2,342	2,745	2,866	3,016
당기순이익	십억원			1,755	2,043	2,132	2,243
EPS	원			34,714	40,411	42,168	44,363
PER	배			7.6	7.2	6.9	6.5
PBR	배			0.8	0.85	0.79	0.74
ROE	%			12.5	12.4	12.0	11.7

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2024E ~2026F ROE 평균	12.0%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준	9.0%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 비율 250% 상회하는 경우 25% 할인을 적용	25%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.00
목표주가	2024F BPS 339,583 원에 Target PBR 적용	340,000
현재가		289,500
Upside / Downside 투자의견		17.4% 매수

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		45%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	13.0%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준	9.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-15.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	1.23
목표주가(Bull case)	2024F BPS 339,583 원에 Target PBR 적용	418,500
Downside case		-6%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	11.0%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준	9.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-35.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.80
목표주가(Bear case)	2024F BPS 339,583 원에 Target PBR 적용	270,800

자료: SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	1,933	1,893	2,035	2,177
	수정 전		1,956	2,073	2,218
	증감률(%)		-3.2%	-1.8%	-1.8%
투자손익	수정 후	409	852	831	839
	수정 전		796	804	812
	증감률(%)		7.1%	3.4%	3.4%
세전이익	수정 후	2,361	2,747	2,867	3,017
	수정 전		2,753	2,879	3,030
	증감률(%)		-0.2%	-0.4%	-0.4%
당기순이익	수정 후	1,755	2,043	2,132	2,243
	수정 전		2,048	2,141	2,252
	증감률(%)		-0.2%	-0.4%	-0.4%

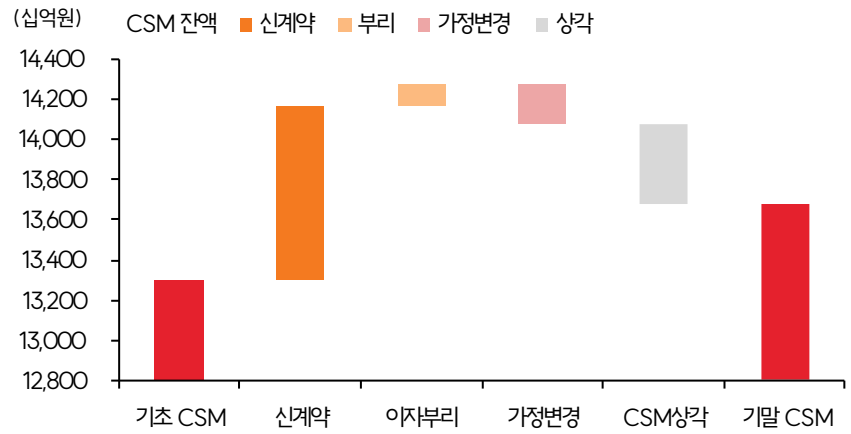
자료: 삼성화재, SK 증권 추정

삼성화재 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	585	621	534	194	579.8	580	470	263	198.4	-0.9
장기보험	421	441	439	239	435.4	424	409	319	82.3	3.4
CSM 상각	374	380	392	378	391.1	402	413	424	3.4	4.6
RA 해제	29	36	35	39	38.9	39	39	38	-0.9	34.7
예실차	61	92	73	-84	66.6	40	11	-41	흑전	8.5
손실계약비용	-13	-13	-11	-63	-10.0	-10	-10	-55	적지	적지
기타사업비 및 재보험 손익	-30	-54	-49	-31	-51.2	-46	-43	-47	적지	적지
일반손해보험	58	84	53	9	56.2	74	46	12	497.8	-2.4
자동차보험	107	95	42	-54	88.2	82	15	-69	흑전	-17.3
투자손익	224	140	22	22	234.7	205	206	207	963.7	4.7
자산운용손익	581	468	366	366	584.0	555	557	559	59.4	0.5
평가처분손익	57	-13	-151	-118	30.0	0	0	0	흑전	-47.8
보험금융손익	-357	-328	-343	-344	-349.3	-350	-351	-352	적지	적지
영업이익	809	760	556	216	814.5	786	676	470	276.5	0.7
영업외손익	7	10	3	-1	1.0	0	1	0	흑전	-85.5
세전이익	816	771	559	216	815.5	786	676	470	278.4	0.0
당기순이익	580	604	403	168	606.1	584	503	350	261.5	4.5
월납보험료(보장성 인보험)	12.8	12.8	15.8	13.7	16.8	15.1	15.3	15.4	22.5	31.3
자산총계	80,131	79,968	79,348	83,617	84,216	85,046	85,790	85,617	0.7	5.1
운용자산	77,056	76,899	76,352	80,508	80,660	80,823	81,168	81,437	0.2	4.7
비운용자산	3,007	3,000	2,927	3,036	2,982	3,009	2,995	3,002	-1.8	-0.8
부채총계	67,103	65,566	64,726	67,712	67,705	67,951	68,191	68,445	0.0	0.9
책임준비금	63,148	61,757	60,889	63,540	63,697	63,861	64,143	64,376	0.2	0.9
장기보험 CSM 잔액	12,350	12,655	13,259	13,303	13,683	14,063	14,444	14,525	2.9	10.8
자본총계	13,028	14,402	14,621	15,905	16,511	17,095	17,598	17,172	3.8	26.7
해약환급금준비금	259	557	917	1,180	1,454	1,664	1,844	1,998	23.2	461.1
ROE (%)	18.4	17.6	11.1	4.4	15.0	13.9	11.6	8.1	10.6%p	-3.4%p

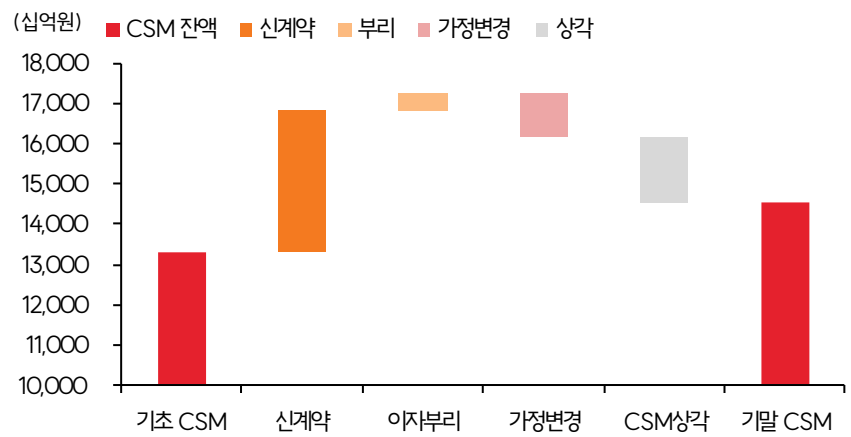
자료: 삼성화재, SK 증권 추정

CSM Movement - 1Q24 전망



자료: 삼성화재, SK 증권 추정

CSM Movement - 2024 전망



자료: 삼성화재, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		80,508	81,437	82,278	82,956
현금및예치금		1,211	1,288	1,363	1,431
유가증권		51,382	51,921	52,405	52,789
대출금		27,231	27,545	27,830	28,059
부동산		685	682	679	677
비운용자산		3,036	3,002	3,000	3,000
특별계정자산		73	73	73	73
자산총계		83,617	85,617	87,708	89,774
책임준비금		63,540	64,376	65,160	65,845
CSM잔액(원수)		13,303	14,525	15,834	17,179
기타부채		4,098	3,995	3,989	3,988
특별계정부채		74	74	74	74
부채총계		67,712	68,445	69,223	69,907
자본금		26	26	26	26
신종자본증권		0	0	0	0
자본잉여금		939	939	939	939
이익잉여금		12,079	13,346	14,659	16,042
해약환급금준비금		1,180	1,998	2,427	2,659
자본조정		-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계액		4,343	4,343	4,343	4,343
자본총계		15,905	17,172	18,485	19,867

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)		188	209	211	219
신계약 CSM		3,500	3,508	3,647	3,792
신계약 CSM 배수		18.6	16.8	17.3	17.3
CSM 관련 지표					
기초CSM		12,144	13,303	14,525	15,834
CSM 조정 가점 변경		-1,200	-1,100	-1,050	-1,050
신계약 CSM(원수)		3,500	3,508	3,647	3,792
CSM 이자부리		398	466	507	549
상각 전 CSM		14,841	16,177	17,628	19,125
CSM상각액		1,539	1,652	1,794	1,946
CSM상각률(%)		10.4	10.2	10.2	10.2
CSM 순증액		1,159	1,222	1,309	1,345
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률		2.3	2.8	2.7	2.7
평가차분손익 제외 수익률		2.6	2.7	2.7	2.7
손익구성					
보험손익		82.6	69.0	71.0	72.2
CSM상각		65.0	59.4	61.8	63.8
투자손익		17.4	31.0	29.0	27.8
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		271.9	268.2	270.4	272.4

자료: 삼성화재, SK증권 추정

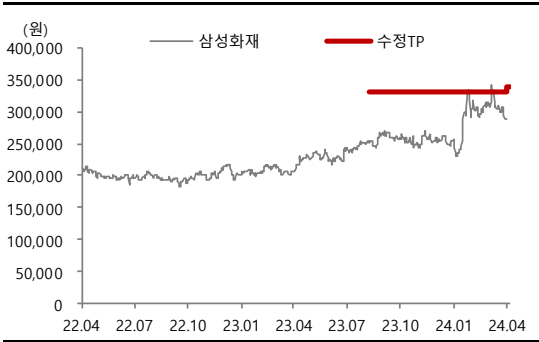
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		1,933	1,893	2,035	2,177
장기보험		1,539	1,588	1,720	1,861
CSM 상각		1,523	1,630	1,772	1,924
RA해제		139	154	151	149
예상차		141	77	74	70
손실계약비용		-100	-85	-85	-85
기타사업비 및 재보험 손익		-164	-188	-192	-197
일반손해보험		204	188	193	193
합산비용(IFRS17)		86	89	89	89
자동차보험		190	117	122	123
합산비용(IFRS17)		97	98	98	98
투자손익		409	852	831	839
자산운용손익		1,781	2,255	2,248	2,269
평가차분손익		-225	30	0	0
보험금융손익		-1,372	-1,403	-1,417	-1,431
영업이익		2,342	2,745	2,866	3,016
영업외손익		19	2	1	1
세전이익		2,361	2,747	2,867	3,017
법인세비용		606	704	735	774
법인세율(%)		25.7	25.6	25.6	25.7
당기순이익		1,755	2,043	2,132	2,243

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			1.2	1.0	0.8
CSM증가율			9.2	9.0	8.5
BPS증가율			8.0	7.6	7.5
보험손익증가율			-2.1	7.5	7.0
투자손익증가율			108.6	-2.5	0.9
영업이익증가율			17.2	4.4	5.2
세전이익증가율			16.4	4.4	5.2
당기순이익증가율			16.4	4.3	5.2
주당지표(원)					
EPS		34,714	40,411	42,168	44,363
BPS		314,538	339,583	365,555	392,891
EV(BV+CSM)		616,530	669,064	724,416	781,982
보통주 DPS	13,800	16,000	18,500	19,500	20,500
보통주 배당수익률(%)	6.9	6.1	6.4	6.7	7.1
Valuation 지표					
PER(배)		7.6	7.2	6.9	6.5
PBR(배)		0.84	0.85	0.79	0.74
P/EV(배)		0.43	0.43	0.40	0.37
ROE(%)		12.5	12.4	12.0	11.7
ROA(%)		2.2	2.4	2.5	2.5
배당성향(%)		38.3	38.0	38.4	38.4

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.04.17	매수	340,000원	6개월		
2023.08.24	매수	330,000원	6개월	-17.86%	3.94%



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 04월 17일 기준)

매수	96.55%	중립	3.45%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------