

2023. 11. 14



▲ 금융

Analyst **조아해**
02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

RA **조혜빈**
02. 6454-4905
hevin.cho@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **340,000 원**

현재주가 (11.13) **251,500 원**

상승여력 **35.2%**

KOSPI	2,403.76pt
시가총액	119,148억원
발행주식수	4,737만주
유동주식비율	65.56%
외국인비중	53.30%
52주 최고/최저가	269,000원/193,500원
평균거래대금	208.9억원

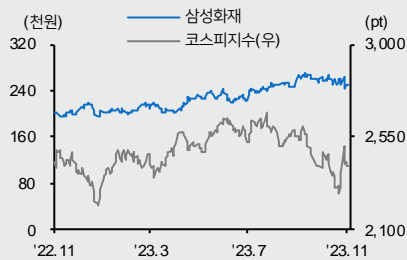
주요주주(%)

삼성생명보험 외 6 인	18.51
국민연금공단	7.50

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.5	11.5	25.4
상대주가	-0.4	14.9	29.6

주가그래프



삼성화재 000810

3Q23 Review: 지속되는 이익 개선세

- ✓ 3Q23 지배주주순이익 4,282억원(-28.9% QoQ): 투자손익 부진 영향
- ✓ CSM 13.3조원(+4.8% QoQ vs. 2Q +2.5% QoQ): 신계약 CSM 1.2조원(+52.3% QoQ)
- ✓ 보험금융손익 제외 투자손익 3,655억원(-21.8% QoQ): 저이원 채권 교체매매 손실
- ✓ K-ICS비율 263.2%(-13.2%p QoQ): 업종 내 높은 수준
- ✓ 투자의견 BUY, 적정주가 340,000원 유지

3Q23 지배주주순이익 4,282억원: 긍정적인 신계약 CSM

삼성화재 3Q 지배주주순이익은 4,282억원(-28.9% QoQ)으로 컨센서스를 11.0% 하회하였다. 다만 높은 수익성 기반 신계약 CSM 흐름은 긍정적이다.

[보험손익] 5,335억원(-14.0% QoQ)을 기록했다(별도 기준). 장기보험은 4,390억원(-0.4% QoQ)으로 양호한 수준이다. CSM 상각(보험손익 기여도 90%)이 신계약 CSM 증가로 전분기대비 3.3% 증가했다. 일반보험/자동차보험손익은 946억원(-47.4% QoQ)이다. 계절성 요인으로 인한 손해를 상승(일반보험 +8.4%p QoQ, 자동차보험 +5.0%p QoQ)에 기인한다. **[CSM Movement]** 3Q CSM은 13.3조원으로 전분기대비 4.8% 증가(vs. 2Q +2.5% QoQ)했다. 1) CSM조정폭은 실손 가이드라인 적용(1,430억원)으로 전분기대비 확대(2,685억원 vs. 2Q 1,716억원)되었으나, 2) 신계약 CSM이 수익성 높은 상품 판매량 증가로 1.2조원(+52.3% QoQ)을 달성하였다. **[투자손익]** 보험금융손익 제외한 투자손익은 3,655억원(-21.8% QoQ)으로 기록했다(별도 기준). 저이원 채권 교체매매 손실 1,500억원 발생에 기인한다. **[키스비율]** 3Q 263.2%(-13.2%p QoQ)이다. 시장 금리 상승, 가이드라인 영향으로 요구자본이 증가했으나, 여전히 업종 내 높은 수준이다.

가시화될 주주환원정책

동사에 대해 투자의견 Buy와 적정주가 340,000원을 유지한다. 1) 신계약CSM배수의 상승세 지속(1Q 15.2배 → 2Q 17.2배 → 3Q 22.2배) 및 2) 높은 자본비율 수준을 유지하고 있다. 듀레이션 매칭률이 113%인 점 고려 시, 안정적인 K-ICS비율 관리가 가능하다. 4Q 중 계절성 요인 영향이 잔존하나, 현 우수한 지표 고려 시 적극적인 주주환원정책을 기대할 수 있다.

(십억원)	보험손익	투자손익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (배)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2023E	2,243	460	2,087	49,085	n/a	371,464	5.1	0.7	13.2	2.6	6.0
2024E	2,286	550	2,155	50,685	3.3	400,574	5.0	0.6	12.7	2.7	6.4
2025E	2,431	697	2,367	55,675	9.8	432,240	4.5	0.6	12.9	3.0	7.2

표1 삼성화재 3Q23 실적 요약

(십억원)	3Q23P	(% YoY)	(% QoQ)	당사예상치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
보험손익	533.5	n/a	(14.0)	518.0			
투자손익	22.5	n/a	(83.9)	131.5			
영업이익	589.2	n/a	(22.4)	670.8			
당기순이익	428.2	n/a	(28.9)	492.9	(13.1)	481.3	(11.0)

자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

표2 삼성화재 연간이익 전망 변경

(십억원)	New		Old		차이	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
당기순이익	2,087	2,155	2,247	2,375	(7.1)	(9.3)

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 삼성화재 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23P	2023E	2024E
보험손익	585.0	620.5	533.5	2,243.4	2,286.0
일반/변동수수료모형(VFA)	228.4	730.1	495.0	1,914.9	1,947.4
CSM상각	376.0	383.1	395.7	1,568.1	1,735.3
RA환입	33.1	39.0	37.9	146.3	131.1
예실차 및 기타	(180.7)	308.0	61.4	200.5	81.0
보험료배분(PPA)	567.2	171.3	306.1	1,352.2	1,252.2
재보험손익	(135.4)	(183.2)	(185.0)	(684.9)	(571.7)
기타사업비	(75.1)	(97.7)	(82.6)	(338.7)	(341.9)
투자손익	224.2	139.9	22.5	459.7	549.9
보험금융손익	(357.1)	(327.7)	(343.1)	(1,365.7)	(1,299.5)
투자서비스손익	581.3	467.6	365.5	1,825.4	1,849.4
FVPL 평가손익	34.5	9.3	(9.9)	33.8	32.6
기타	546.8	458.3	375.5	1,791.6	1,816.8
영업이익	853.1	759.1	589.2	2,811.9	2,968.5
영업외이익	6.2	10.3	2.6	21.7	10.6
세전이익	859.3	769.3	591.8	2,833.7	2,979.1
법인세비용	(245.9)	(166.1)	(162.3)	(743.0)	(819.3)
당기순이익	613.3	603.2	429.5	2,090.7	2,159.9
지배주주 순이익	612.7	602.3	428.2	2,086.6	2,154.6

주: 보험손익, 투자손익 별도 기준

자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

삼성화재(000810)

Balance Sheet

(십억원)	2023E	2024E	2025E
운용자산	78,120	80,636	83,233
현금및예치금	1,981	2,032	2,085
유가증권	47,343	48,888	50,484
FVPL	9,377	9,660	9,951
FVOCI	35,460	36,609	37,794
AC	1,750	1,806	1,864
대출채권	27,550	28,436	29,350
부동산	1,247	1,280	1,315
비운용자산	2,927	(1,186)	(5,540)
특별계정자산	68	68	68
자산총계	81,047	79,450	77,693
책임준비금	60,307	57,473	54,370
보험계약부채	49,239	46,184	42,967
최선추정(BEL)	29,920	26,050	22,064
위험조정(RA)	1,548	1,331	1,109
보험계약마진(CSM)	13,537	14,576	15,569
보험료배분접근법(PAA)	4,234	4,226	4,226
투자계약부채	11,068	11,289	11,402
기타부채	4,880	4,880	4,880
특별계정부채	68	68	68
부채총계	65,256	62,422	59,318
자본금	26	26	26
자본잉여금	939	939	939
이익잉여금	11,884	13,392	15,024
해약환급금준비금	1,083	1,757	2,445
자본조정	(1,487)	(1,487)	(1,487)
기타포괄손익누계액	4,398	4,127	3,841
비지배지분	31	31	31
자본총계	15,791	17,028	18,374

Key Financial Data I

(십억원)	2023E	2024E	2025E
주당지표 (원)			
EPS	49,085	50,685	55,675
BPS	371,464	400,574	432,240
수정 BPS	576,866	607,840	640,262
보통주 DPS	15,000	16,000	18,000
Valuation (배, %)			
PER	5.1	5.0	4.5
PBR	0.7	0.6	0.6
수정 PBR	0.4	0.4	0.4
배당성향	30.0	31.0	32.0
보통주 배당수익률	6.0	6.4	7.2
재무비율 (%)			
ROA	2.6	2.7	3.0
ROE	13.2	12.7	12.9
수정 ROE	8.5	8.3	8.7

Income Statement

(십억원)	2023E	2024E	2025E
보험손익	2,243	2,286	2,431
일반/변동수수료모형(VFA)	1,915	1,947	2,012
CSM 상각	1,568	1,735	1,859
RA 환입	146	131	108
예상차 및 기타	200	81	46
보험료배분(PPA)	1,352	1,252	1,277
재보험손익	(685)	(572)	(503)
기타사업비	(339)	(342)	(356)
투자손익	460	550	697
보험금융손익	(1,366)	(1,300)	(1,213)
투자서비스손익	1,825	1,849	1,910
FVPL 평가손익	34	33	34
기타	1,792	1,817	1,876
영업이익	2,812	2,969	3,261
영업외이익	22	11	11
세전이익	2,834	2,979	3,272
법인세비용	(743)	(819)	(900)
당기순이익	2,091	2,160	2,372
지배주주 순이익	2,087	2,155	2,367

주: 보험손익, 투자손익 별도기준

Key Financial Data II

	2023E	2024E	2025E
보험손익			
신계약 CSM	3,437	3,371	3,439
CSM 배수 (배, 개월)	18.4	18.5	18.5
CSM 상각률 (%)	10.0	10.3	10.3
CSM Movement			
기초 CSM	12,201	13,537	14,576
신계약 CSM	3,437	3,371	3,439
이자부리	390	409	416
CSM 조정	(923)	(1,005)	(1,003)
CSM 상각	(1,568)	(1,735)	(1,859)
기말 CSM	13,537	14,576	15,569
투자손익			
투자서비스 수익률	2.4	2.3	2.3
FVPL 제외 투자서비스	2.3	2.3	2.3

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

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 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성화재 (000810) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

