

# 삼성화재 (000810/KS)

## 투자손익 기저효과로 반등 기대

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 330,000 원(유지)

현재주가: 250,000 원

상승여력: 32.0%

### 투자손익이 움츠린 것은 추진력을 얻기 위함이다

삼성화재는 3Q23 부터 운용자산의 보유이원 제고 등을 위한 교체매매를 단행하고 있으며 4Q23 에도 이로 인한 채권처분손실 등을 추가적으로 인식할 전망이다. 단기적으로는 3Q23~4Q23 에 걸친 처분손실 발생으로 투자손익 부진이 불가피하지만 2024년부터는 보유이원 개선에 기반한 경상 투자손익 증가 등 전반적인 이익 체력의 Level up 을 확인할 수 있을 것으로 예상된다

### 보험손익 측면의 높은 안정성

처분손실 등 영향에도 전반적으로 견조한 실적이 지속된 것은 보험손익 측면에서 안정적인 이익을 기록하며 관련 충격을 상쇄할 수 있었기 때문이라고 판단한다. 2023년 중 동사의 신계약 물량 및 가치배수는 세만기 상품/무저해지 상품 중심 판매 전략을 바탕으로 업계 최상위권 수준을 기록했으며 4Q23 에도 3Q23 중 나타난 절판 등 기저효과를 감안하면 전반적으로 안정적 흐름이 이어진 것으로 분석된다. 예상차의 경우에도 보수적 가정을 바탕으로 2023 년 중 실손 가이드라인 등 규제 불확실성에도 상대적으로 양호한 실적을 꾸준히 기록했던 만큼 전반적인 실적의 안정성이 높다고 판단한다.



Analyst  
설용진

s.dragon@sk.com  
3773-8610

### Company Data

발행주식수	4,737 만주
시가총액	11,844 십억원
주요주주	
삼성생명보험(외5)	18.50%
자사주	15.93%

### Stock Data

주가(23/01/16)	250,000 원
KOSPI	2,497.59 pt
52주 최고가	271,000 원
52주 최저가	199,900 원
60일 평균 거래대금	18 십억원

### 주가 및 상대수익률



### 4Q23 순이익 2,607 억원 전망

삼성화재의 4Q23 예상 순이익은 2,607 억원으로 이전 대비 부진한 실적을 기록할 전망이다. 장기보험손익은 1) 계절적 영향으로 상반기 대비 낮아진 예상차 손익 및 2) 계리적 가정 조정 등에 따른 손실계약비용 등 영향으로 약 2,638 억원이 예상되며 자동차보험도 계절적 요인으로 다소 부진이 예상된다. 일반손해보험도 고액 사고 등 영향으로 이전 분기 대비 다소 부진한 수준의 이익을 전망한다. 전체 보험손익은 약 3,033 억원을 예상한다. 투자손익은 교체매매로 인한 처분손실 영향으로 3Q 대비 소폭 상승한 339 억원이 예상된다. 2023E 연간 당기순이익은 약 1조8,485 억원을 전망한다. 배당성향은 K-ICS 등 제도 불확실성을 감안하여 보수적으로 약 34%(우선주 포함)를 전망하며 보통주 기준 DPS는 약 15,000 원을 예상한다. 동사의 안정적 가정 관리 및 최상위 수준의 자본력을 감안했을 때 주주 환원의 점진적인 확대를 기대한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익	십억원				2,042	2,044	2,177
투자손익	십억원				420	740	757
영업이익	십억원				2,463	2,784	2,934
당기순이익	십억원				1,848	2,121	2,235
EPS	원				36,555	41,943	44,191
PER	배				7.2	6.0	5.7
PBR	배				0.93	0.81	0.74
ROE	%				14.0	14.2	13.7

분기별 실적 추정 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E
보험손익	585	621	534	303.3	594	593	501	356	2,042	2,044
장기보험	421	441	439	263.8	427	431	430	321	1,564	1,610
CSM 상각	374	380	392	398	399	408	417	427	1,543	1,652
RA 해제	29	36	35	34	34	34	34	34	133	135
예실차	61	92	73	9	56	56	44	21	234	177
손실계약비용	-13	-13	-11	-125	-15	-15	-15	-110	-162	-155
기타사업비 및 재보험 손익	-30	-54	-49	-52	-47	-52	-50	-51	-185	-200
일반손해보험	58	84	53	11	61	77	50	27	206	215
자동차보험	107	95	42	28	105	85	21	7	272	218
투자손익	224	140	22	33.9	184	184	185	187	420	740
자산운용손익	581	468	366	378	530	532	535	538	1,792	2,135
평가차분손익	57	-13	-151	-120	0	0	0	0	-226	0
보험금융손익	-357	-328	-343	-344	-346	-348	-349	-352	-1,372	-1,395
영업이익	809	760	556	337	778	777	687	542	2,463	2,784
영업외손익	7	10	3	7	5	6	5	5	26	21
세전이익	816	771	559	344	782	783	692	548	2,489	2,805
당기순이익	580	604	403	260.7	592	592	523	414	1,848	2,121
월납보험료(보장성 인보험)	12.8	12.8	15.8	13.4	13.7	13.9	14.2	14.5	13.7	14.1
자산총계	80,131	79,968	79,348	79,379	80,248	81,106	81,996	82,083	79,379	82,083
운용자산	77,056	76,899	76,352	76,904	77,233	77,561	78,034	78,573	76,904	78,573
비운용자산	3,007	3,000	2,927	2,964	2,946	2,955	2,950	2,952	2,964	2,952
부채총계	67,103	65,566	64,726	65,127	65,405	65,671	66,037	66,444	65,127	66,444
책임준비금	63,148	61,757	60,889	61,305	61,575	61,845	62,209	62,617	61,305	62,617
장기보험 CSM 잔액	12,350	12,655	13,259	13,291	13,587	13,892	14,206	14,329	13,291	14,329
자본총계	13,028	14,402	14,621	14,252	14,844	15,435	15,959	15,638	14,252	15,638
해약환급금준비금	259	557	917	1,177	1,403	1,598	1,768	1,915	1,177	1,915
ROE (%)	18.4	17.6	11.1	7.2	16.3	15.6	13.3	10.5	14.0	14.2

자료: 삼성화재, SK증권 추정

실적 추정치 변경

		2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	수정 후		2,042	2,044	2,177
	수정 전		2,220	2,299	2,476
	증감률(%)		-8.0%	-11.1%	-12.1%
투자손익	수정 후		420	740	757
	수정 전		416	417	415
	증감률(%)		1.2%	77.6%	82.4%
세전이익	수정 후		2,489	2,805	2,955
	수정 전		2,662	2,737	2,912
	증감률(%)		-6.5%	2.5%	1.5%
당기순이익	수정 후		1,848	2,121	2,235
	수정 전		1,972	2,031	2,160
	증감률(%)		-6.2%	4.5%	3.4%

자료: 삼성화재, SK증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>운용자산</b>			<b>76,904</b>	<b>78,573</b>	<b>80,382</b>
현금및예치금			957	1,063	1,177
유가증권			48,291	49,271	50,335
대출금			26,969	27,554	28,188
부동산			687	685	682
<b>비운용자산</b>			<b>2,964</b>	<b>2,952</b>	<b>2,952</b>
특별계정자산			68	68	68
<b>자산총계</b>			<b>79,379</b>	<b>82,083</b>	<b>84,950</b>
<b>책임준비금</b>			<b>61,305</b>	<b>62,617</b>	<b>64,027</b>
CSM잔액(원수)			13,291	14,329	15,722
기타부채			3,754	3,759	3,759
특별계정부채			68	68	68
<b>부채총계</b>			<b>65,127</b>	<b>66,444</b>	<b>67,854</b>
<b>자본금</b>			<b>26</b>	<b>26</b>	<b>26</b>
신종자본증권			0	0	0
자본잉여금			939	939	939
이익잉여금			11,495	12,881	14,339
해약환급금준비금			1,177	1,915	2,332
자본조정			-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계액			3,275	3,275	3,275
<b>자본총계</b>			<b>14,252</b>	<b>15,638</b>	<b>17,096</b>

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>신계약 수익성</b>					
신계약보험료(월납)		168	187	190	205
신계약 CSM			3,385	3,264	3,525
신계약 CSM 배수			18.1	17.2	17.2
<b>CSM 관련 지표</b>					
기초CSM			12,201	13,291	14,329
CSM 조정 가점 변경			-1,131	-1,000	-800
신계약 CSM(원수)			3,385	3,264	3,525
CSM 이자부리			394	441	478
상각 전 CSM			14,848	15,997	17,532
CSM상각액			1,557	1,668	1,810
CSM상각률(%)			10.5	10.4	10.3
CSM 순증액			1,090	1,037	1,393
<b>투자이익 관련 지표</b>					
총 운용수익률			2.4	2.7	2.7
평가치분손익 제외 수익률			2.7	2.7	2.7
<b>손익구성</b>					
보험손익			82.9	73.4	74.2
CSM상각			62.7	59.3	61.1
투자손익			17.1	26.6	25.8
<b>자본적정성</b>					
지급여력비율(K-ICS)			259.5	262.3	264.2

자료: 삼성화재, SK증권 추정

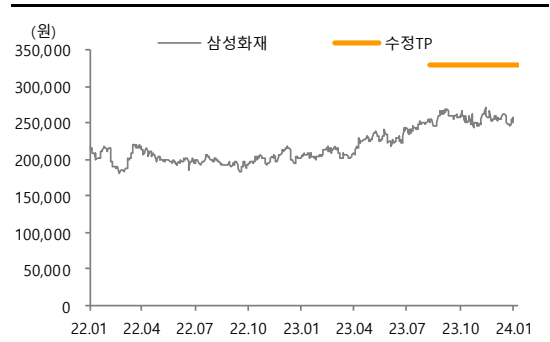
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>보험손익</b>			<b>2,042</b>	<b>2,044</b>	<b>2,177</b>
장기보험			1,564	1,610	1,742
CSM 상각			1,543	1,652	1,794
RA해제			133	135	137
예실차			234	177	178
손실계약비용			-162	-155	-155
기타사업비 및 재보험 손익			-185	-200	-211
일반손해보험			206	215	216
합산비율(IFRS17)			86	86	86
자동차보험			272	218	219
합산비율(IFRS17)			95	96	96
<b>투자손익</b>			<b>420</b>	<b>740</b>	<b>757</b>
자산운용손익			1,792	2,135	2,183
평가치분손익			-226	0	0
보험금융손익			-1,372	-1,395	-1,426
<b>영업이익</b>			<b>2,463</b>	<b>2,784</b>	<b>2,934</b>
영업외손익			26	21	21
<b>세전이익</b>			<b>2,489</b>	<b>2,805</b>	<b>2,955</b>
법인세비용			641	684	721
법인세율(%)			25.7	24.4	24.4
<b>당기순이익</b>			<b>1,848</b>	<b>2,121</b>	<b>2,235</b>

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>성장성지표 (%)</b>					
운용자산증가율				2.2	2.3
CSM증가율				7.8	9.7
BPS증가율				9.7	9.3
보험손익증가율				0.1	6.5
투자손익증가율				76.0	2.2
영업이익증가율				13.0	5.4
세전이익증가율				12.7	5.4
당기순이익증가율				14.7	5.4
<b>주당지표(원)</b>					
EPS			36,555	41,943	44,191
BPS			281,849	309,257	338,083
EV(BV+CSM)			581,397	632,548	692,727
보통주 DPS		13,800	15,000	17,500	18,500
보통주 배당수익률(%)		6.9	5.7	7.0	7.4
<b>Valuation 지표</b>					
PER(배)			7.2	6.0	5.7
PBR(배)			0.93	0.81	0.74
P/EV(배)			0.45	0.40	0.36
ROE(%)			14.0	14.2	13.7
ROA(%)			2.3	2.6	2.7
배당성향(%)			34.1	34.7	34.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.08.24	매수	330,000원	6개월		



**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 기관투자가 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 01월 17일 기준)**

매수	93.89%	중립	6.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------