

# 삼성화재 (000810)

## 보험의 제왕, 전향적 주주환원으로 노선 변경 중

2024년 5월 16일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	440,000 원 (상향)
✓ 상승여력	30.8%	✓ 현재주가 (5월 14일)	336,500 원

### [손해보험]

임희연 수석연구원  
 ✉ heeyeon.lim@shinhan.com

김민중 연구원  
 ✉ minjongkim@shinhan.com

### 신한생각 주주환원 확대를 통한 자본 효율성 제고 기대

2027년까지 주주환원을 50% 목표 제시. 현금배당 뿐만 아니라 자사주 매입·소각 검토 중. 기존 대비 상당히 전향적인 주주환원 정책으로 노선 변경 중. 연내 FY24부터 시작할 중기 주주환원 정책 가이드라인 제공 예정. 상장 보험사 중 가장 우수한 펀더멘털 보유. 조정 시 적극 매수 권고

### 1Q24 Review: 지배주주 순이익 7,020억원(+14% YoY), 여닝 서프

OP 9,131억원(+7%, 이하 YoY), NP 7,020억원(+14%, 컨센 6,149억원)

[장기 신계약 및 CSM] 월평균 보장성 신계약 193억원(+32%), 1인실업원 일당/암주요치료비 판매 호조. CSM 전환배수 15.2x(flat), GA 인보험 신계약 증가(+100%, GA 신계약 비중 39%)와 소액 적자 계약 인수로 인한 수익성 악화를 세반기 비중확대로 상쇄. 기말 CSM 13.7조원(+3% YTD)

[예실차 및 기타] 예실차 +606억원(-1%), 보험금 698억원(+181억원), 사업비 -93억원(적전). 기타 -451억원 기록, 손실부담계약관련비용 157억원

[자동차/일반] 자동차 1,025억원(-4%), 일반 551억원(-4%). 해외 손해를 급등했으나 비중 적어 일반손해를 영향 제한적

[자산운용] 투자영업이익률 3.13%. 교체매매 처분손실 190억원 발생, 주식/채권/대체 등 평가이익 460억원 발생

[자본정책] K-ICS 277.4%(+4.4%p). 220% 초과 자본을 주주환원, 국내 사업 리스크 및 글로벌 사업 확대 등에 활용 예정, 구체적 안 추후 공개

### Revision

실적추정치	상향
Valuation	상향

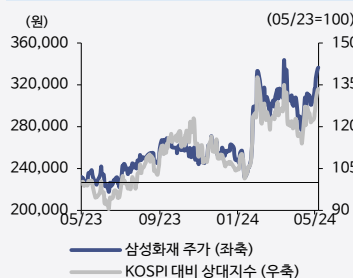
시가총액	15,941.6십억원
발행주식수(유동비율)	47.4백만주(65.6%)
52주 최고가/최저가	343,000 원/217,500 원
일평균 거래액 (60일)	34,540백만원
외국인 지분율	53.9%

### 주요주주 (%)

삼성생명보험 외 6인	18.5
국민연금공단	6.8

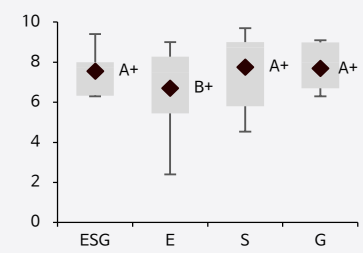
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	16.6	13.9	49.2	29.4
상대	14.6	20.7	35.3	26.5

### 주가



### ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



### Valuation

Multiple 상승 반영해 목표주가 44만원으로 상향

12월 결산	보험손익 (십억원)	투자손익 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	DY (%)
2022	-	-	-	-	-	-	-	-
2023	1,932.1	418.6	2,428.9	1,821.6	6.8	11.3	0.8	6.1
2024F	2,077.3	761.7	2,883.6	2,193.9	7.3	12.9	0.9	5.9
2025F	2,086.7	766.1	2,893.7	2,199.8	7.2	12.1	0.9	6.8
2026F	2,192.6	780.1	3,013.4	2,290.4	7.0	11.8	0.8	7.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 컨퍼런스콜 주요 Q&A 요약

Q. 자본비용의 요구자본 변동 내역에 대해 자세한 언급 부탁. 대량해지, 기초가정 변경 등 굵직한 부분 하이라이트 부탁.

A. 요구자본은 대량해지 충격, 기초가정 신설 등 두가지 위험이 있었음. 보험리스크 중 해지율 리스크에 해당되는 대량해지 충격에 대해 보장과 저축으로 구분하면서 플러스 요인으로 K-ICS비율 +10%p 상승. 기초가정 위험액은 운영리스크로서 사업비에 대한 예상차 부분이 신설돼 반영. 이에 K-ICS비율 마이너스 영향 -10%p. 대량해지 충격과 기초가정 신설에 대한 부분은 거의 상쇄됨

Q. 부동산 PF 익스포저는 본PF, 브릿지론 나눠서 어느정도인지? 해외 CRE 익스포저는? 이미 누적해서 적립한 총당금이 각각 얼마인지? 연내 추가 인식할 부분은 어느 정도?

A. 현재 당사가 보유한 부동산 PF 익스포저는 2.6조원, 모든 자산이 본PF에 해당. 건전성에 아무 이슈 없음. 총당금은 올 초 감독원 가이드라인에 따라 101억 원 추가 적립

해외 부동산 자산은 1.3조원 보유 중. 해외 부동산 자산은 대부분 펀드 형태로 보유, 평가 손익 형태로 반영. 작년 실적에 이미 해외 부동산 관련 손실 1,400억 원 가량 반영. 올해는 훨씬 적은 3~400억원 반영될 것으로 예상

Q. 현재 자본관리 계획 상 220% 넘어가는 K-ICS 비율에 대해 초과 자본으로 당사는 인식하는 것 같음. 그리고 조정 K-ICS 비율과 실제 보유자본 기준 K-ICS 보여줬음. 많은 국가에서 CSM을 자본에 그대로 반영하는게 아니라 적게 반영하는 경우가 있는데, 향후에 K-ICS 제도 변화 시 적정 자본에 대한 220% 비율 조정될 수 있을지?

A. 조정 K-ICS 비율을 장표에 표시는 했지만, 오피셜한 숫자는 아님. 이것을 의사 결정 판단 기준으로 삼지는 않음. 변동성 이슈 때문에 금감원이 권고하는 200%에 20%p를 추가 버퍼로 생각하는 것 뿐. 금감원에서 관련 기준 수정한다면 그에 따라 K-ICS 비율은 변동될 수 있음

Q. 자본 분배 관련, 신계약이 두자릿수로 성장하는 모습 보여주는데, 향후 한국 시장에 두자릿 수 신계약이 얼마나 지속될 수 있을지? 한국이 다른 아시아 국가나 선진국에 비해 성장이 월등히 높게 지속된다면 향후 국내 보험 비즈니스에 더 많은 자본을 할당할 수 있을지?

A. 두자릿수 성장 예측은 솔직히 언제까지일지 알기는 힘들. 단, 국내 건강보험 시장에서 인구 고령화가 오히려 건강보험 시장에 부정적인 이슈만은 아닌 것으로 검증되고 있음

작년에는 장기보험 포트폴리오 집중하며 CSM 멀티플 개선세가 확실했지만, 올해 들어서는 15x 수준으로 떨어진 상태로 유지 중. 15x 수준의 멀티플에서 회사의 장기보험 전략을 어떻게 가져갈지 고민하고 있음

Q. 신계약 수익성 관련, 멀티플이 많이 하락했는데 이정도면 작년 1분기 수준으로 돌아간 것으로 보임. 계획했다고는 하지만 작년 4Q에 비해서도 많이 떨어졌는데 이러한 원인이 무엇이라고 생각하는지? 예를 들어, 할인율이 변경된 것도 영향 있을 것이라고 보고, 상품 포트폴리오 변경 등의 이유가 있을 것이라고 생각. QoQ로 봤을 때 지난 분기가 너무 좋았지만 이번에는 그 차이가 너무 큰 편.

A. CSM 전환배수는 1월 예정 이율 인상 등 상품 개정을 한 부분으로 인해 일부 하락. GA 채널 중심으로 1분기 매출 비중 확대에 따라 매출 포트폴리오 변경으로 인한 멀티플 감소. 할인율 영향은 거의 없었음. GA 매출 비중 확대에 따른 수익성 하락은 불량 계약이나 세밀한 고객 관리를 바탕으로 계약 이탈 최소화 하는 식으로 효율 개선해 중장기적으로 CSM 배수를 성장시켜나갈 계획

Q. 중장기 자본정책 관련, 시행 시점과 추가적으로 발표할 수 있는 시점이 중요하다고 생각. 현재 변경되고 있는 할인율 관련이나, 언급되고 있는 사안들이 여기에 검토된 것인지? 주주 입장에서 어느 시점에 액션이 취해지는지 중요하기 때문에 타임 테이블 설명 부탁.

A. 변동성 버퍼 20%p를 가져간 것에 대해, 금융위가 주도한 보험개혁회의에서 논의될 어떤 제도 변경 효과가 반영되었느냐는 질문으로 이해됨. 사실 특정한 제도 변경에 대한 방향성을 알고 있지 못하는 상황이므로 러프하게 20%로 잡은 것. 보험개혁회의에서 회계제도 관련 구체적 방안이 나오면 별도로 대응할 것

장표에서 주주환원 위한 기준, 중장기 ROE 타겟이나 지급여력 타겟을 정한 부분, 주주환원을 어떤 방식으로 할지에 대해서 부연 설명 드리자면, 과거 현금배당 중심이었다면 이제는 현금배당을 포함해 자사주 매입 소각과 같은 다양한 옵션을 검토할 것. 타임라인을 명확히 하면 좋겠지만, 제도 변경 가능성이 남아있어 확실하게 몇월에 발표하겠다고 말하긴 어려움. 다만 이번 주주환원은 24년 결산을 목표로 하고 있기 때문에 24년도 결산 이후에 주주환원에는 반영될 것

Q. 자본정책 관련해 초과자본은 주주환원, 추가 리스크 테이킹, 글로벌 사업 확대에 활용한다고 했는데 구체적으로 설명 부탁. 예를 들어, 주주환원과 글로벌 사업 확대 등 초과 자본에 대한 비중 배분을 어느정도 할 것인지?

A. 국내 사업의 경우, 보험 사업과 자산운용에 관련된 부분은 초과 자본을 어떻게 할지에 대한 세부 활용 계획을 수립해 사업 부문별로 수요 파악을 하고 검토하고 있음. 크게 보면 국내외 자산운용의 확대, 국내 건강보험 추가 리스크 테이킹으로 보편 될 것. 글로벌 사업의 경우 in-organic은 확정되지 않았음. 확정된 부분은 싱가포르 삼성화재 이외에 추가적으로 1,600억원의 증가. 그 이외에 지분을 갖고 있는 캐노피우스의 추가 지분 확대는 상대방의 추가지분을 사달라는 요청이 있었기 때문에 아직 검토 중인 상황

Q. 주주환원을 현금배당 뿐만 아니라 자사주 매입 소각까지 검토한다 했는데 지난번 실발에는 삼성생명 자회사 편입 이슈도 있다고 했는데, 해결된 것인지?

A. 지난번 실적발표에서는 생명 자회사 편입 이슈를 언급했었음. 다만, 지금 상황이 바뀐 부분은, 전체적으로 생명이 가지고 있는 화재 주식, 화재 보유 자사주 등을 화재에 대한 지배구조 안정성 측면에서 지분율을 유지하고 필요 시 확대까지 검토중인 상황. 자사주 매입·소각을 검토하고 있는데, 시장에서 매입·소각하는 방식이 유력할 것으로 봄. 아직 검토 단계라 확실하게 말은 못하겠지만 향후 공식적으로는 확실하게 말씀드릴 것

Q. 투자이익 일회성 요인은?

작년 대비 올해 1분기 투자이익은 860억원 가량 증가. 대부분은 이자수익과 배당수익으로 투자이익이 증가. FVPL 자산들이 회계 정책 변화로 확대되어 평가이익에 대해 질문한 것으로 보임. 장표에 보시다시피 채권과 주식 관련된 부분도 있고, 대체 투자에 관한 부분도 있음. 이 중 주식관련 평가이익은 1Q 주가가 상승했기 때문이고, 채권 관련해서는 MMF나 단기성 펀드로 평가이익으로 평가되지만 사실상 이자수익으로 분류됨. 대체투자 관련된 평가이익 506억원은 기업금융 펀드와 PEF에서 발생한 것이고, 지분성 자산과 FVPL이 섞여있음. 따라서 이 부분에 대해서는 지분성 펀드에 대한 언더라인 가치가 상승한 영향과 함께 해외 금리 변화에 대한 부분이 섞여있다고 말씀드릴 수 있음. 평가손익의 변화를 제외하고는 1분기 특이요인이라고 말할 일회성 요인은 없음.

Q. 4분기 유지율, 해지율 가정 변경 후 적용 되었을텐데 CSM 조정액이 여전히 마이너스가 큰 상황. 올해 적자 폭 줄인다고 했는데 전망 금금?

A. CSM 조정 금액은 YoY 450억원 개선. 장기 예실차와 단기 예실차, 유지율 관리를 지속적으로 하고 있고, 계약 체결부터 관리하고 있기 때문에 하반기부터는 개선될 것으로 전망

Q. 저번보다 자본 정책에 대해 전향적으로 말하고 있는데, 저번 분기 컨퍼런스콜에서 상반기중 발표한다고 했던 것과 다르게 이번에는 24년 결산 기준으로 말했는데, 결산 이후에나 주주환원에 대해 확인할 수 있는 것인지?

A. 2024년 결산 실적을 기준으로 자본정책 적용하겠다는 의미는 내년 3월에 자본 정책 오픈하겠다는 뜻은 아님. 올해 안에 모든 것이 결정나고 오픈이 되어야 투자자들의 혼동이 없을 것이므로, 만약 상반기라고 하면 8월에 실적이 나올텐데, 그렇게 봤을 때 8월 이후에 오픈된다는 것이므로 오해하지 않았으면 좋겠음

Q. 신계약 CSM에서 GA 기여도가 어느정도이고 타겟 비중이 얼마나 되는지?

A. 신계약 CSM에서 24년 1분기 비중이 전체 CSM의 30%로 성장. 작년 매출 비중과 비교하면 GA 매출 비중이 10% 정도 성장한 수준. GA 시장에서 기본적으로 상품 측면 경쟁력을 강화하고 시장 내 지위를 확보한 상황이라 현 수준 이상으로 유지할 것으로 전망

Q. 단순 계산했을 때 작년 규모의 신계약 CSM 유지하려면 CSM 전환배수 15x 기준 앞으로 매월 신계약을 180억 이상 창출해야 하는데, 1분기의 경우 상급종합병원 1인실 특약이 잘 팔렸지만 앞으로도 이런 신계약 수치가 가능할지 의문. 앞으로 어떤 상품 라인업들이 있을지? 현재 구상하는 상품 라인업 설명 부탁

A. 상반기 특정 이슈로 시장 확대 부분 있었는데, 앞으로도 신상품 준비 중에 있고, 시장 내 인프라 격차를 활용해서도 M/S를 일정 수준 이상 유지할 것으로 기대. 수익성 부분에 있어서는 포트폴리오 관리나 효율 관리를 통해 수익성 개선을 병행하여 매출 총량에 대한 부담 줄여나가는 방향으로 지속 관리 중

Q. 자본 관련, 당장 자본비율 초과분 50%p에 해당되는 부분을 집행할 수 있을 것 같진 않은데, 어느정도의 기간을 보고 초과 자본을 활용할 수 있을지 기간 예측할 수 있게 가이드라인 부탁. 아울러 순차통역보다는 동시통역으로 진행해주시면 감사하겠습니다

A. 내부적으로 검토하는 방향은 3년 정도의 타임라인을 갖고 주주환원비율을 확대하겠다는 것. 3년 정도의 타임라인은 새로운 투자 수요도 있기 때문에 매년 롤 오버 되며 50% 정도의 주주환원을 타겟을 검토하고 있음

Q. 보험금 예실차가 YoY로 잘 나오고 있는데 실손보험 리프라이싱 영향인건지? 앞으로 보험금 예실차 전망은?

A. 예실차는 IFRS 기준에서 앞으로 1Q와 유사한 수준에서 발생할 것으로 예상. 4분기에는 일반적으로 지급보험금 증가하는 패턴이 있어 예실차가 줄어들겠지만, 1분기 수준으로 연간 예실차 발생할 것으로 예상

Q. 중장기 자본정책과 연관해, 정부 제시 밸류업 관련 공시 중에 당사도 준비하는 것이 있는지?

A. 정부의 밸류업 2차 가이드라인 나왔는데, 핵심은 다양한 항목 자율 공시, 이사회 책임을 포함한 자율공시. 추가적으로 나오면 이러한 자율 공시에 대해서는 적극적으로 대응할 것

Q. 주주환원을 50%까지 확대하는 것은 우선주를 포함하는 것인지? 우선주 관련해 주주환원, 자본정책 관련 고려하는 옵션이 있는지?

A. 주주환원에는 우선주 관련한 주주환원도 포함되고 있음

Q. 자본정책 관련, K-ICS 비율 측면 버퍼가 많음. 해약환급금 준비금 쌓이는 속도를 봤을 때 배당가능이익 순증 규모에 제약이 있을 것 같은데, 중장기적으로 이러한 부분까지 다 감안한 것인지?

해약환급금 준비금 이슈는 당사의 경우 해당사항 크지 않음. 작년말 기준 감안하더라도 배당가능이익의 5조원 이상이기 때문에 중장기적으로 영향을 미칠 것이라고 생각하지 않고 있음

1Q24P 실적 요약

(십억원,%)	1Q24P	4Q23	1Q23	% QoQ	% YoY	컨센서스	% Gap	신한 추정치	% Gap
보험손익	603.8	194.3	583.7	210.7	3.4			560.3	7.7
투자손익	293.0	35.4	238.7	727.2	22.8			230.6	27.0
영업이익	913.1	227.6	853.1	301.2	7.0	800.5	14.1	803.0	13.7
지배주주순이익	702.0	175.5	613.3	299.9	14.4	614.9	14.2	602.7	16.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		% Change	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
보험손익	1,895.5	1,825.5	2,077.3	2,086.7	9.6	14.3
투자손익	777.6	779.0	761.7	766.1	(2.1)	(1.7)
영업이익	2,705.5	2,634.1	2,883.6	2,893.7	6.6	9.9
지배주주순이익	2,031.8	1,983.0	2,193.9	2,199.8	8.0	10.9

자료: 신한투자증권 추정

분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	증감률
보험손익	583.7	620.5	533.5	194.3	603.8	617.5	562.8	293.2	1,932.1	2,077.3	7.5
장기	419.6	440.6	438.9	238.8	446.2	453.5	443.1	371.2	1,538.0	1,713.9	11.4
자동차	106.5	95.4	41.9	(53.9)	102.5	88.1	65.4	(78.0)	189.9	178.0	(6.3)
일반	57.6	84.5	52.7	9.4	55.1	76.0	54.3	0.0	204.2	185.5	(9.2)
투자손익	238.7	115.2	29.3	35.4	293.0	157.1	166.1	145.6	418.6	761.7	81.9
운용손익	591.7	444.1	372.8	380.7	636.4	506.6	519.4	503.9	1,789.4	2,166.3	21.1
보험금융손익	(353.1)	(328.9)	(343.5)	(345.3)	(343.4)	(349.5)	(353.4)	(358.3)	(1,370.7)	(1,404.6)	적지
영업이익	853.1	759.1	589.2	227.6	913.1	781.7	740.6	448.2	2,428.9	2,883.6	18.7
영업외손익	6.2	10.3	2.6	(1.4)	4.7	1.6	3.1	2.4	17.7	11.8	(33.2)
세전이익	859.3	769.3	591.8	226.2	917.7	783.3	743.7	450.6	2,446.6	2,895.4	18.3
지배주주순이익	613.3	603.2	429.5	175.5	702.0	589.8	560.0	342.2	1,821.6	2,193.9	20.4
월평균 보장성 신계약	14.7	14.7	17.4	15.3	19.3	17.5	18.0	18.5	15.5	18.3	17.9
CSM 전환배수	15.2	17.2	22.2	19.3	15.2	15.0	16.0	16.5	18.8	15.7	(16.3)
CSM 상각률	2.9	3.0	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	12.7	12.3	(2.9)
신계약 CSM	678.3	764.3	1,164.2	892.7	885.6	787.5	864.0	915.8	3,499.5	3,452.8	(1.3)
기말 CSM	12,294.0	12,599.7	13,205.1	13,302.8	13,712.0	14,017.4	14,390.2	14,685.8	13,302.8	14,685.8	10.4
투자영업이익률	6.1	2.3	1.9	1.9	3.1	2.5	2.5	2.4	2.2	2.7	0.4
ROE (평균)	18.5	16.5	11.6	4.3	17.2	14.0	12.9	8.1	12.7	13.3	0.5
ROA (%)	3.0	3.0	2.1	0.8	3.3	2.8	2.6	1.6	2.1	2.5	0.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

주1: 연결 기준

주2: 보험손익은 별도기준



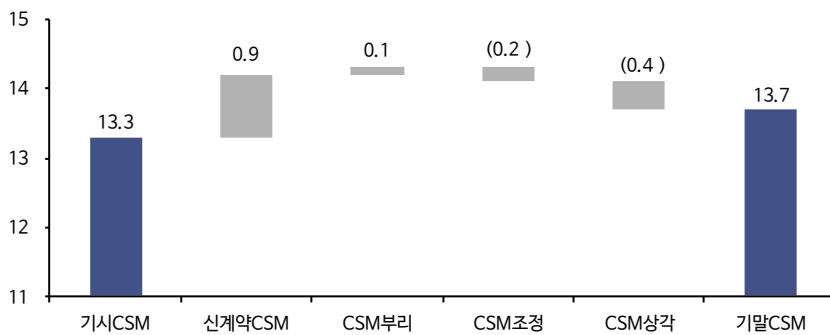
### 목표주가 산출 테이블

FAIR PRICE BASED ON PBR	삼성화재
ROE (%)	12.9
Adj. Cost of capital (%)	8.3
Risk free rate (%)	3.8
Beta	0.4
Market return (%)	10.0
Adjustment (%)	
Long-term growth (%)	0.0
Fair P/ B (x)	1.6
Discount/Premium	(20.0)
Adj. Fair P/B (x)	1.3
BPS (원)	357,851
Target Price (won)	440,000
Upside (%)	30.8

자료: 신한투자증권 추정

### 1Q24P CSM Movement

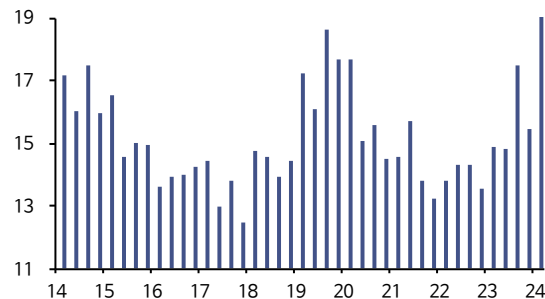
(조원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 월평균 신계약 추이

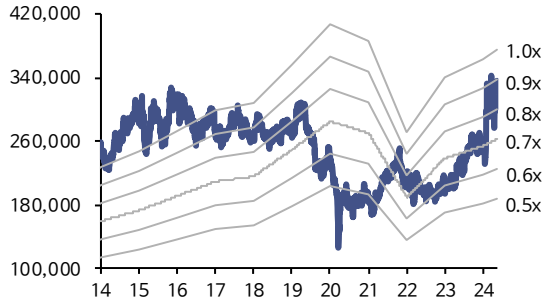
(십억원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 1yr fwd PBR Band Chart

(원)



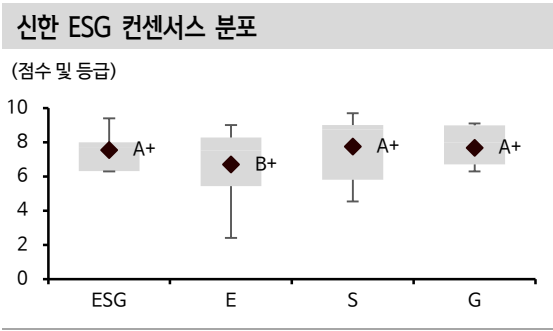
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정



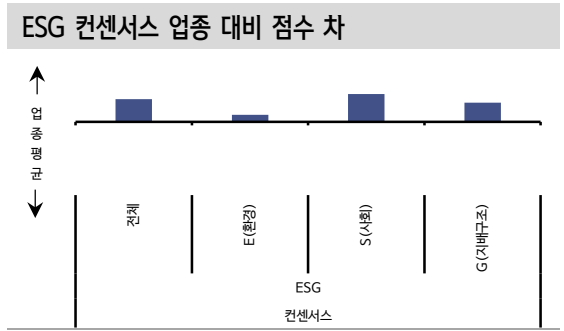
# ESG Insight

## Analyst Comment

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

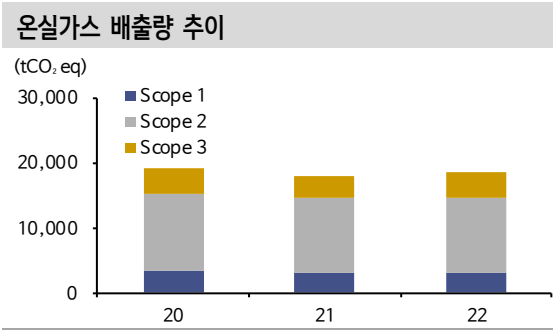


자료: 신한투자증권

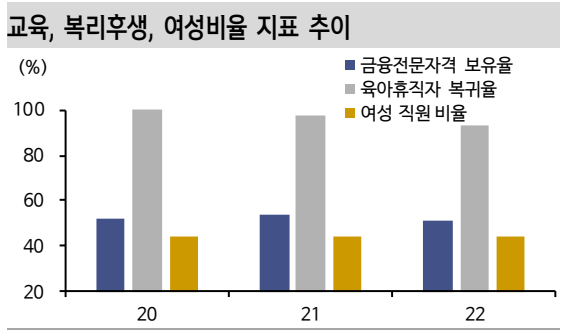


자료: 신한투자증권

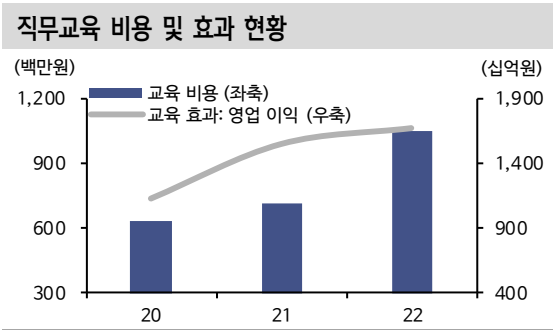
## Key Chart



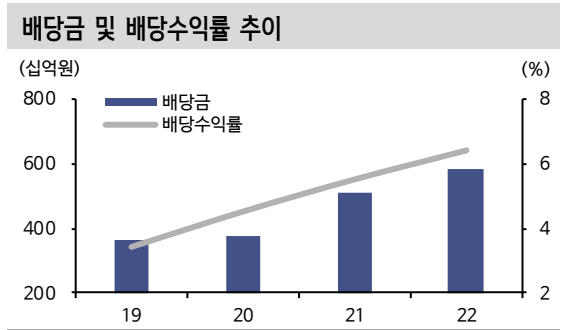
자료: 회사 자료, 신한투자증권



자료: 회사 자료, 신한투자증권



자료: 회사 자료, 신한투자증권



자료: 회사 자료, 신한투자증권

**연결재무상태보고서**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	-	85,019.0	86,830.2	89,477.9	92,191.6
운용자산	-	81,666.5	83,313.4	85,837.8	88,438.8
비운용자산	-	3,279.3	3,433.6	3,556.8	3,669.5
특별계정자산	-	73.2	83.3	83.3	83.3
<b>부채총계</b>	-	68,874.6	69,877.1	71,241.1	72,699.9
책임준비금	-	63,696.6	63,654.3	64,896.8	66,225.7
보험계약부채	-	51,776.9	53,080.1	55,897.0	58,697.1
일반모형	-	47,428.1	48,586.8	51,165.2	53,728.3
BEL	-	32,465.4	32,146.5	33,120.6	34,124.2
RA	-	1,659.9	1,754.4	1,826.1	1,900.9
CSM	-	13,302.8	14,685.8	16,218.5	17,703.2
보험료배분접근법적용	-	4,348.8	4,493.3	4,731.8	4,968.8
특별계정부채	-	74.3	83.6	83.6	83.6
<b>자본총계</b>	-	16,144.4	16,953.1	18,236.9	19,491.7
자본금	-	26.5	26.5	26.5	26.5
자본잉여금	-	939.2	939.2	939.2	939.2
신증자본증권	-	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	-	12,279.2	12,994.9	14,278.7	15,533.5
자본조정	-	(1,487.2)	(1,487.2)	(1,487.2)	(1,487.2)
기타포괄손익누계액	-	4,356.5	4,479.7	4,479.7	4,479.7

**CSM Movement**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>기초 CSM</b>	-	12,144.2	13,302.8	14,685.8	16,218.5
신계약 CSM	-	3,499.5	3,452.8	3,623.1	3,625.8
이자부리	-	397.9	475.8	523.0	574.4
CSM 조정	-	(1,200.2)	(909.3)	(811.0)	(741.0)
CSM 상각	-	(1,538.5)	(1,636.3)	(1,802.5)	(1,974.4)
신계약	-	(58.1)	(50.1)	(52.5)	(52.6)
보유계약	-	(1,479.1)	(1,586.2)	(1,750.0)	(1,921.8)
<b>기말 CSM</b>	-	13,302.8	14,685.8	16,218.5	17,703.2
CSM 전환배수 (배)	-	18.8	15.7	16.3	16.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

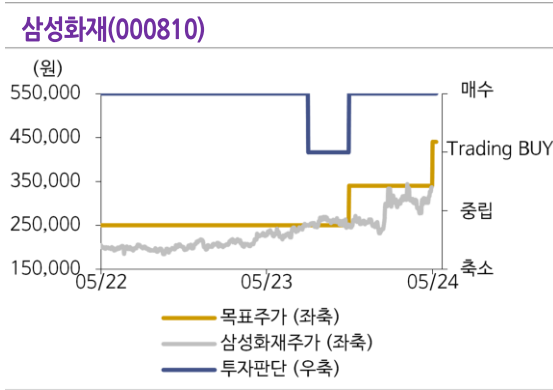
**연결손익보고서**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>보험손익</b>	-	1,932.1	2,077.3	2,086.7	2,192.6
장기	-	1,538.0	1,713.9	1,806.4	1,938.0
CSM 상각	-	1,537.2	1,636.3	1,802.5	1,974.4
RA 변동	-	150.8	147.8	155.4	161.8
매실차	-	141.3	126.1	56.5	13.6
기타	-	(291.4)	(196.3)	(208.0)	(211.9)
자동차	-	189.9	178.0	116.0	79.6
일반	-	204.2	185.5	164.3	175.0
<b>투자손익</b>	-	418.6	761.7	766.1	780.1
운용손익	-	1,789.4	2,166.3	2,236.6	2,326.1
보험금융손익	-	(1,370.7)	(1,404.6)	(1,470.5)	(1,546.0)
<b>영업이익</b>	-	2,428.9	2,883.6	2,893.7	3,013.4
영업외손익	-	17.7	11.8	10.6	10.5
세전이익	-	2,446.6	2,895.4	2,904.4	3,023.9
법인세비용	-	625.0	701.5	704.6	733.5
<b>지배주주순이익</b>	-	1,821.6	2,193.9	2,199.8	2,290.4

**Valuation Indicator**

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (원)	-	38,452	46,309	46,434	48,346
BPS (원)	-	340,790	357,851	384,948	411,436
PER (배)	-	6.8	7.3	7.2	7.0
PBR (배)	-	0.77	0.94	0.87	0.82
ROE (%)	-	11.3	12.9	12.1	11.8
ROA (%)	-	2.1	2.5	2.5	2.5
배당성향 (%)	-	35.0	36.3	41.6	45.2
DPS (원)	-	16,000	20,000	23,000	26,000
배당수익률 (%)	-	6.1	5.9	6.8	7.7

## 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	(16.9)	0.9
2024년 05월 15일		6개월경과	-	-
2024년 05월 16일	매수	440,000	-	-

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 주권사로 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 주식관련사채에 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 실적차와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대어, 재배포 될 수 없습니다.

### 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상</li> <li>◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%</li> <li>◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%</li> <li>◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하</li> </ul>	섹터	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우</li> <li>◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우</li> <li>◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우</li> </ul>
----	---	----	--

### 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 05월 14일 기준)

매수 (매수)	94.21%	Trading BUY (중립)	3.72%	중립 (중립)	2.07%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------