

# 삼성화재 (000810/KS)

안정적인 실적과 ALM에 기반한 자본력

SK증권 리서치센터

## 매수(유지)

목표주가: 430,000 원(유지)  
 현재주가: 370,000 원  
 상승여력: 16.2%



Analyst  
**설용진**

s.dragon@sk.com  
 3773-8610

### Company Data

발행주식수	4,737 만주
시가총액	17,529 십억원
주요주주	
삼성생명보험(외6)	18.50%
자사주	15.93%

### Stock Data

주가(24/07/16)	370,000 원
KOSPI	2,866.09 pt
52주 최고가	389,000 원
52주 최저가	231,500 원
60일 평균 거래대금	34 십억원

### 주가 및 상대수익률



## 경상 이익체력 중심으로 안정적인 실적 전망

삼성화재의 2Q24E 별도 기준 순이익은 5,882억원(-2.8% YoY)으로 컨센서스를 상회하는 실적을 기록할 것으로 예상된다. 보험손익 중 장기보험의 경우 CSM 잔액 증가, 의료파업 등 영향으로 인한 안정적인 예실차 손익 등을 바탕으로 4,479억원(+1.3% YoY)의 견조한 이익 개선 추세가 지속될 것으로 예상되지만 일반보험은 2Q23 중 양호한 합산비율을 기록한 기저효과로 감익이 나타날 것으로 보이며 자동차보험 역시 요율 인하로 이익 수준이 위축될 것으로 예상되는 만큼 전체 보험손익은 5,690억원(-8.5% YoY)으로 전년 동기 대비 소폭 감소하는 모습이 나타날 전망이다. 신계약은 보장성 인보험 기준 월평균 약 151억원(-14.5% QoQ)으로 1Q24 절판 기저효과에 따라 전분기 대비 소폭 감소하겠지만 과거 대비해서는 현저히 높은 수준이 지속될 것으로 전망한다. 환산배수는 유병자보험 판매 확대 등 믹스 변화 영향으로 1Q24 보다 소폭 낮아질 것으로 예상되지만 견조한 물량을 바탕으로 안정적으로 신계약 CSM 증가 추세는 지속될 전망이다. 투자손익은 1) 교체매매에 따른 보유이원 개선, 2) FVPL 자산의 평가손익 개선 등을 바탕으로 전년 대비 크게 증가한 2,153억원(+54% YoY)의 양호한 이익을 시현할 것으로 예상된다.

## 양호한 ALM으로 자본 관련 부담 제한적. 향후 핵심 관건은 자본 정책

전반적인 보험업종의 경우 자산보다 부채 듀레이션이 길어 금리 하락기에 순자산가치 하락이 나타날 수 있다는 우려가 존재한다. 다만 삼성화재의 경우 최근 금리 하락에도 불구하고 여전히 자산 듀레이션이 부채보다 긴 것으로 추정되는 만큼 최근 시장금리 하락에도 전반적인 자본 측면의 부담은 거의 없을 것으로 예상된다. 전반적인 이익체력과 자본력 모두 안정성이 높다는 점에서 업종 내 다른 회사 대비 높은 프리미엄은 충분히 정당화될 수 있다고 판단하며 중장기적 관점에서 긍정적으로 접근해볼 수 있을 것으로 예상된다. 다만 24년 YTD로 주가가 큰 폭 상승함에 따라 24E 예상 배당수익률이 6%를 하회(별도 배당성향 약 40% 적용 시 24E 예상 보통주 DPS 21,000원 기준)하는 점 등을 감안했을 때 단기적으로는 밸류에이션 측면의 부담이 일부 존재한다고 판단하며 8월 이후 구체적으로 제시될 자본 정책의 세부적인 내용이 추가적인 Upside를 위한 핵심 관건이 될 전망이다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			1,933	1,968	2,064	2,183
투자손익	십억원			409	885	862	877
영업이익	십억원			2,342	2,854	2,926	3,061
당기순이익	십억원			1,755	2,154	2,184	2,284
EPS	원			34,715	42,604	43,200	45,164
PER	배			7.6	8.7	8.6	8.2
PBR	배			0.84	1.07	1.00	0.93
ROE	%			12.5	12.9	12.0	11.7

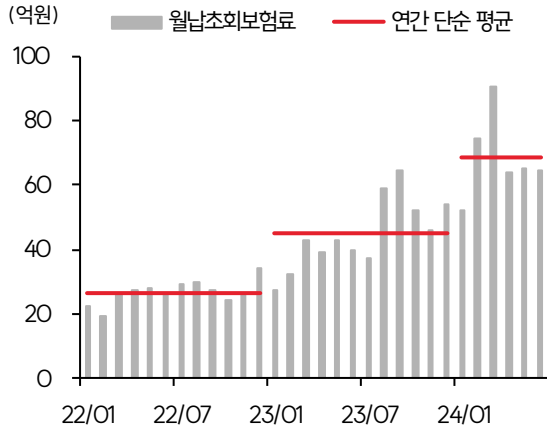
삼성화재 - 분기별 실적 추이 및 전망										
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	584	622	534	194	604	569.0	490	305	-5.8	-8.5
장기보험	420	442	439	239	446	447.9	428	342	0.4	1.3
CSM 상각	372	381	392	378	389	390.4	398	406	0.3	2.4
RA 해제	29	36	35	39	31	32.2	33	34	2.4	-10.0
예실차	61	92	73	-84	61	64.1	29	-22	5.8	-30.0
손실계약비용	-13	-13	-11	-63	-16	-15.7	-16	-55	적지	적지
기타사업비 및 재보험 손익	-30	-54	-49	-31	-19	-23.1	-17	-21	적지	적지
일반손해보험	58	84	53	9	55	60.3	29	14	9.4	-28.6
자동차보험	107	95	42	-54	102	60.8	33	-51	-40.6	-36.2
투자손익	225	140	22	22	286	215.3	191	193	-24.8	54.2
자산운용손익	581	468	366	366	629	555.2	533	536	-11.8	18.7
평가처분손익	57	-13	-151	-118	85	25.0	0	0	-70.7	흑전
보험금융손익	-357	-328	-343	-344	-343	-339.9	-342	-344	적지	적지
영업이익	808	761	556	216	890	784.3	682	498	-11.9	3.0
영업외손익	7	10	3	-1	5	6.9	3	3	47.2	-33.6
세전이익	815	772	559	216	895	791.3	685	500	-11.6	2.5
당기순이익	579	605	403	168	684	588.2	510	373	-14.0	-2.8
월납보험료(보장성 인보험)	12.8	12.8	15.8	13.7	17.7	15.1	15.3	15.4	-14.5	17.8
자산총계	80,131	79,968	79,348	83,617	83,714	84,126	85,253	85,863	0.5	5.2
운용자산	77,056	76,899	76,352	80,508	80,453	80,826	81,336	81,804	0.5	5.1
비운용자산	3,007	3,000	2,927	3,036	3,178	3,107	3,142	3,125	-2.2	3.6
부채총계	67,103	65,566	64,726	67,712	67,683	67,507	68,124	68,362	-0.3	3.0
책임준비금	63,148	61,757	60,889	63,540	62,561	62,856	63,238	63,592	0.5	1.8
장기보험 CSM 잔액	12,350	12,655	13,259	13,303	13,712	13,981	14,251	14,273	2.0	10.5
자본총계	13,028	14,402	14,621	15,905	16,031	16,619	17,128	17,501	3.7	15.4
해약환급금준비금	259	557	917	1,180	1,420	1,594	1,744	1,872	12.3	186.4
ROE (%)	18.3	17.7	11.1	4.4	17.1	14.4	12.1	8.6	-2.7%p	-3.2%p

자료: 삼성화재, SK 증권 추정

실적 추정치 변경		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	1,933	1,968	2,064	2,183
	수정 전		2,079	2,224	2,370
	증감률(%)		-5.3%	-7.2%	-7.9%
투자손익	수정 후	409	885	862	877
	수정 전		812	732	745
	증감률(%)		9.0%	17.7%	17.8%
세전이익	수정 후	2,361	2,871	2,938	3,072
	수정 전		2,903	2,968	3,126
	증감률(%)		-1.1%	-1.0%	-1.7%
당기순이익	수정 후	1,755	2,154	2,184	2,284
	수정 전		2,178	2,207	2,324
	증감률(%)		-1.1%	-1.0%	-1.7%

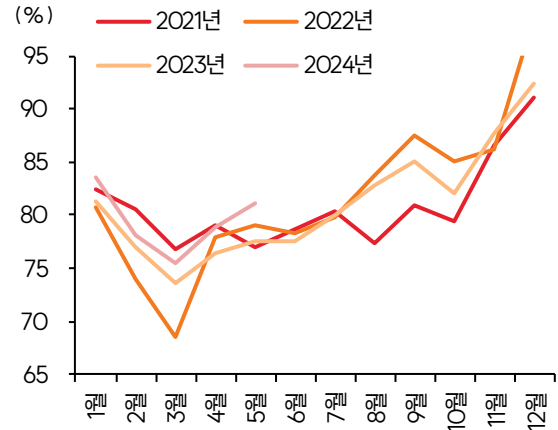
자료: 삼성화재, SK 증권 추정

삼성화재 - 보장성 인보험 GA 실적 추이



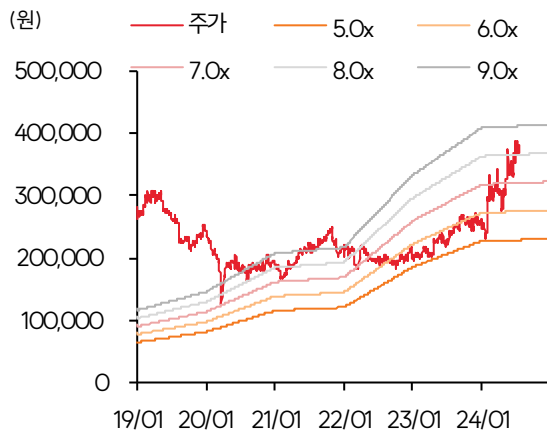
자료: 보험저널, SK 증권  
 주: 한화생명금융서비스 등 자회사형 GA 제외 기준

삼성화재 - 자동차보험 손해율 추이



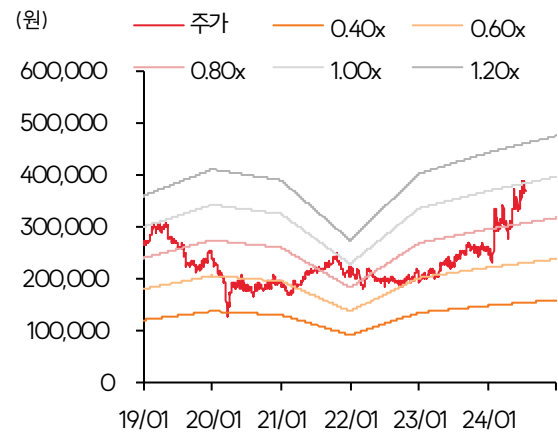
자료: 언론 보도, SK 증권

삼성화재 - PER Band 차트



자료: FnGuide, SK 증권 추정

삼성화재 - PBR Band 차트



자료: FnGuide, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>운용자산</b>		80,508	81,804	83,432	84,921
현금및예치금		1,211	1,410	1,525	1,634
유가증권		51,382	53,221	54,210	55,110
대출금		27,231	26,493	27,020	27,502
부동산		685	680	677	675
<b>비운용자산</b>		3,036	3,125	3,130	3,131
특별계정자산		73	83	83	83
<b>자산총계</b>		83,617	85,863	88,471	90,933
<b>책임준비금</b>		63,540	63,592	64,861	66,046
CSM잔액(원수)		13,303	14,273	15,212	16,199
기타부채		4,098	4,686	4,722	4,725
특별계정부채		74	84	84	84
<b>부채총계</b>		67,712	68,362	69,667	70,854
<b>자본금</b>		26	26	26	26
신종자본증권		0	0	0	0
자본잉여금		939	939	939	939
이익잉여금		12,079	13,554	14,856	16,132
해약환급금준비금		1,180	1,872	2,228	2,421
자본조정		-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계액		4,343	4,465	4,465	4,465
<b>자본총계</b>		15,905	17,501	18,804	20,080

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>신계약 수익성</b>					
신계약보험료(월납)		188	215	215	223
신계약 CSM		3,500	3,149	3,119	3,243
신계약 CSM 배수		18.6	14.7	14.5	14.6
<b>CSM 관련 지표</b>					
기초CSM		12,144	13,303	14,273	15,212
CSM 조정 가정 변경		-1,200	-1,046	-985	-985
신계약 CSM(원수)		3,500	3,149	3,119	3,243
CSM 이자부리		398	479	508	540
상각 전 CSM		14,841	15,885	16,915	18,010
CSM상각액		1,539	1,612	1,703	1,811
CSM상각률(%)		10.4	10.1	10.1	10.1
CSM 순증액		1,159	970	939	987
<b>투자이익 관련 지표</b>					
총 운용수익률		2.3	2.8	2.7	2.7
평가차분손익 제외 수익률		2.6	2.6	2.6	2.6
<b>손익구성</b>					
보험손익		82.6	69.0	70.5	71.3
CSM상각		65.0	55.5	57.2	58.2
투자손익		17.4	31.0	29.5	28.7
<b>자본적정성</b>					
지급여력비율(K-ICS)		273.0	278.2	280.5	282.3

자료: 삼성화재, SK증권 추정

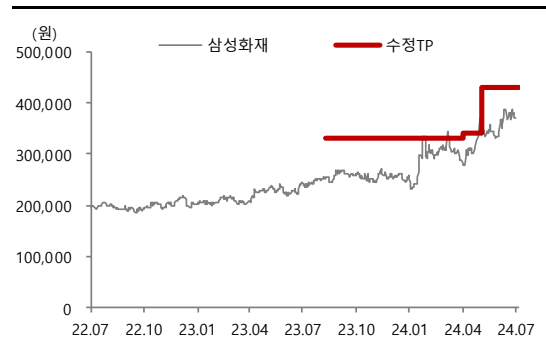
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>보험손익</b>		1,933	1,968	2,064	2,183
장기보험		1,539	1,664	1,773	1,892
CSM 상각		1,523	1,583	1,674	1,782
RA해제		139	131	146	160
예실차		141	132	126	125
손실계약비용		-100	-102	-85	-85
기타사업비 및 재보험 손익		-164	-80	-88	-91
<b>일반손해보험</b>		204	159	160	160
합산비율(IFRS17)		86	90	90	90
<b>자동차보험</b>		190	145	131	131
합산비율(IFRS17)		97	97	98	98
<b>투자손익</b>		409	885	862	877
자산운용손익		1,781	2,254	2,227	2,268
평가차분손익		-225	110	40	40
보험금융손익		-1,372	-1,368	-1,365	-1,391
<b>영업이익</b>		2,342	2,854	2,926	3,061
영업외손익		19	18	12	11
<b>세전이익</b>		2,361	2,871	2,938	3,072
법인세비용		606	717	753	788
법인세율(%)		25.7	25.0	25.6	25.7
<b>당기순이익</b>		1,755	2,154	2,184	2,284

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>성장성지표 (%)</b>					
운용자산증가율			1.6	2.0	1.8
CSM증가율			7.3	6.6	6.5
BPS증가율			10.0	7.4	6.8
보험손익증가율			1.8	4.9	5.7
투자손익증가율			116.7	-2.7	1.8
영업이익증가율			21.8	2.5	4.6
세전이익증가율			21.6	2.3	4.6
당기순이익증가율			22.7	1.4	4.5
<b>주당지표(원)</b>					
EPS		34,715	42,604	43,200	45,164
BPS		314,538	346,101	371,859	397,089
EV(BV+CSM)		616,530	670,689	718,011	765,775
보통주 DPS		16,000	21,000	24,000	27,800
보통주 배당수익률(%)		6.1	5.7	6.5	7.5
<b>Valuation 지표</b>					
PER(배)		7.6	8.7	8.6	8.2
PBR(배)		0.84	1.07	1.00	0.93
P/EV(배)		0.43	0.55	0.52	0.48
ROE(%)		12.5	12.9	12.0	11.7
ROA(%)		2.2	2.5	2.5	2.5
배당성장률(%)		38.3	40.9	46.1	51.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.05.21	매수	430,000원	6개월		
2024.04.17	매수	340,000원	6개월	-6.65%	9.85%
2023.08.24	매수	330,000원	6개월	-17.84%	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 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 07월 17일 기준)**

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------