NH투자증권

삼성화재 (000810.KS)

1분기에도 안정적인 실적 지속 예상

삼성화재는 2024년 1분기 양호한 투자이익을 바탕으로 전년 동기보다 이익이 증가할 전망

Analyst 정준섭
02)768-7835, junsup@nhqv.com
RA 임문현
02)768-7709, lim950404@nhqv.com

주주환원 확대 기대감 지속

삼성화재 투자의견 Buy, 목표주가 371,000원 유지. 삼성화재는 견조한 이익 체력(연 1.9~2조원 수준의 지배순이익)과 압도적인 자본 여력(2023년말 K-ICS 비율 271.9%)을 보유하고 있음. 아직은 자본정책이 구체화되지 않았지만, 정부의 밸류업 프로그램 정책 진행 속도에 따라 동사의 주주환원에 대한 기대감도 지속될 전망

1Q24 지배순이익 6,385억원 예상

삼성화재의 2024년 1분기 지배순이익은 6,385억원(+4.2% y-y)으로 시장 컨센서스 상회 전망. 무난한 보험손익, 양호한 투자손익 예상

[보험손익] 6,030억원(-1.8% y-y) 예상. 장기보험 예실차는 양호했던 전년 동기보다 감소하겠지만 양(+)의 흐름은 지속. 신계약(월납 551억원, +23.3% y-y) 은 4월 경험위험률 조정을 앞두고 인보험 중심으로 큰 폭의 판매 증가가 예상되며, 전속채널뿐만 아니라 GA채널 통해서도 판매 증가. 일반보험과 자동차보험은 전년 동기보다 소폭 부진 예상

[투자손익] 2,565억원(+7.4% y-y) 예상. 대체투자와 주식형 자산에서 양호한 운용 성과 시현. 이번 1분기는 시장금리 상승에 따른 채권 평가손실이 예상되는 시기지만, 동사는 운용자산에서 FVPL 비중이 낮아(13%) 금리 영향은 크지 않았음

삼성화재 1분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E					2Q24F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
보험손익	614	644	560	192	603	-1.8	213.8	562	-	580
투자손익	239	115	29	35	257	7.4	624.3	185	-	118
세전이익	859	769	592	226	864	0.5	282.0	751	785	702
지배순이익	613	602	428	175	639	4.2	264.6	555	587	519

자료: 삼성화재, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	**371,000원 (유지)**
현재가 ('24/04/23)	**308,000원**
업종	보험업
KOSPI / KOSDAQ	2,623.02 / 845.44
시가총액(보통주)	14,591.4십억원
발행주식수(보통주)	47.4백만주
52주 최고가 ('24/03/21)	343,000원
최저가 ('23/04/21)	216,500원
평균거래대금(60일)	38.9십억원
배당수익률(2024E)	5.68%
외국인지분율	53.8%
주요주주	
삼성생명보험 외 5 인	18.5%
국민연금공단	7.5%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	30.5	20.5	42.3
상대수익률 (%p)	23.3	8.3	38.0

	2023	2024E	2025F	2026F
보험손익	2,010	2,007	1,947	1,936
장기	1,539	1,612	1,566	1,558
일반, 자동차	394	313	305	303
투자손익	419	547	671	702
당기순이익	1,818	1,896	1,943	1,957
증감률	-	*4.3*	*2.5*	*0.7*
EPS	42,778	44,603	45,711	46,044
PER	6.1	6.9	6.7	6.7
PBR	0.7	0.8	0.7	0.7
ROA	2.2	2.2	2.2	2.1
ROE	12.7	11.3	10.9	10.3
DPS	16,000	17,500	19,000	20,500
배당성향	37.4	39.2	41.6	44.5

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

삼성화재는 1952년 1월에 설립. 최대주주는 삼성생명(15.0%)이며, 삼성전자 지분(1.5%)을 보유하고 있음. 2021년 원수보험료 기준 시장점유율 21.3%를 차지하는 국내 최대 손해보험사로, 강력한 대면 전속채널을 중심으로 한 멀티채널 운용과 보상원가 관리능력, 안정적인 자산운용, 선제적 리스크 관리에 강점을 갖고 있음. 2018년부터 점진적으로 배당성향을 50%까지 상향하는 점도 투자포인트

Share price drivers/Earnings Momentum

- 풍부한 자본 여력과 높은 주주환원 기대감
- 신계약 성장과 안정적 사업비 관리
- 삼성전자 지분 매각시 매각차익 발생

Downside Risk

- 주주환원 정책 불확실성
- 실손, 자동차 보험료 규제 리스크
- 신계약 경쟁 심화에 따른 사업비 지출 증가

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
DB 손해보험	3.7	3.5	0.6	0.6	17.1	16.1
한화손해보험	2.1	2.0	0.2	0.2	8.5	8.4
현대해상	2.5	2.3	0.3	0.3	13.6	13.3
PingAn Insurance	6.0	5.4	0.7	0.7	12.4	12.7
Tokio Marine	14.2	13.9	2.1	1.9	14.6	13.9

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	-	6.1	6.9	6.7	6.7
PBR	-	0.7	0.8	0.7	0.7
ROA	-	2.2	2.2	2.2	2.1
ROE	-	12.7	11.3	10.9	10.3
Payout ratio	-	37.4	39.2	41.6	44.5

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

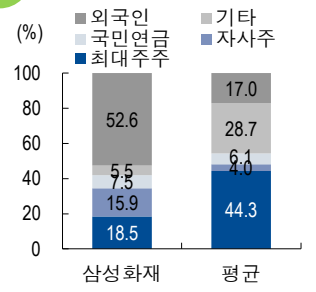
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
원수보험료	**17,358**	**17,800**	**18,183**	**18,230**	**18,234**	**18,839**	**19,549**	**19,650**	**20,013**
보험영업이익	**-593**	**-606**	**-568**	**-393**	**-616**	**-1,077**	**-820**	**-546**	**-409**
손해율(%)	*85.5*	*84.8*	*84.0*	*82.4*	*83.1*	*84.8*	*83.4*	*82.2*	*81.0*
사업비율(%)	*18.1*	*18.8*	*19.2*	*19.8*	*20.4*	*21.2*	*21.1*	*20.7*	*21.2*
합산비율(%)	*103.6*	*103.6*	*103.3*	*102.2*	*103.5*	*106.0*	*104.4*	*102.9*	*102.2*
투자영업이익	**1,683**	**1,677**	**1,688**	**2,001**	**2,137**	**1,991**	**1,952**	**2,096**	**2,081**
투자이익률(%)	*3.7*	*3.3*	*3.0*	*3.3*	*3.3*	*2.9*	*2.6*	*2.7*	*2.8*
세전이익	**1,051**	**1,034**	**1,094**	**1,530**	**1,440**	**819**	**1,049**	**1,474**	**1,537**
당기순이익	**797**	**783**	**841**	**1,043**	**1,057**	**609**	**767**	**1,093**	**1,141**
EPS(원)	18,036	18,221	19,782	24,538	24,866	14,332	18,039	25,702	26,850
BPS(원)	213,940	232,111	255,966	278,571	289,043	334,216	381,979	362,277	254,417
DPS(원)	4,500	5,150	6,100	10,000	11,500	8,500	8,800	12,000	13,800
ROE(%)	9.2	8.1	8.1	9.2	8.8	4.6	5.0	6.9	8.7
ROA(%)	1.5	1.3	1.3	1.5	1.4	0.7	0.9	1.2	1.3
배당성향(%)	25.0	28.3	30.8	40.8	46.2	59.3	48.8	46.7	51.4
배당수익률(%)	1.6	1.7	2.3	3.7	4.3	3.5	4.7	5.9	6.9

자료: 삼성화재, NH투자증권 리서치본부

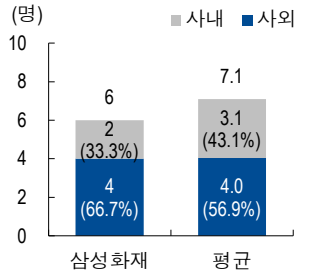
ESG Index & Event

G

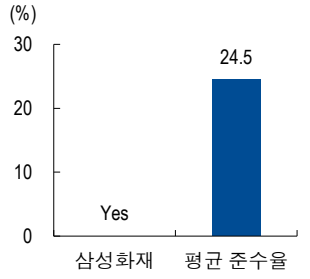
주주 구성



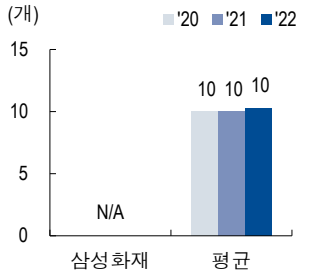
이사회 구성



이사회 의장과 대표이사 분리 여부



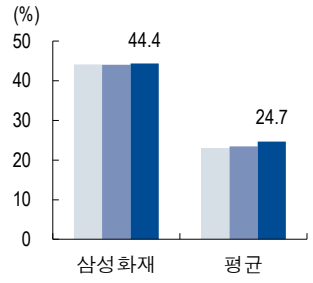
기업지배구조 핵심지표 준수



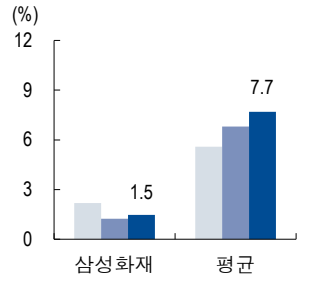
주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 삼성화재, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

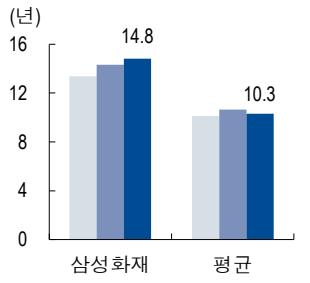
여성 임직원 비율



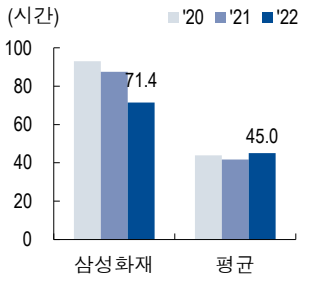
계약직 비율



근속연수



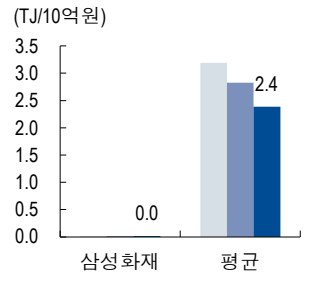
인당 교육시간



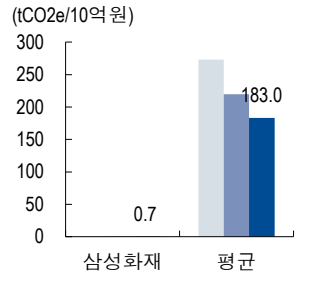
주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 삼성화재, NH투자증권 리서치본부

E

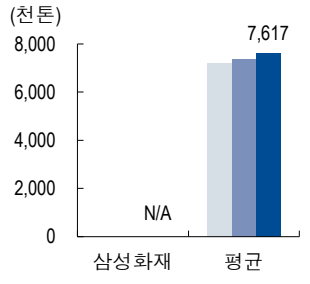
에너지 사용량



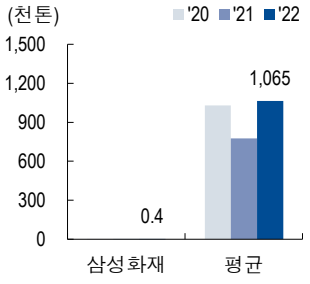
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 삼성화재, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2018.12	- 신재생에너지, 수처리 관련 환경투자 잔고 1.2조원 달성
S	2019.5~	- 삼성화재 및 일부 손보사, 맘모톰 및 페인 스크램블러 시술 의료기관에 보험금 반환 소송 제기하며 분쟁 본격화
G	2018.5	- 금산법 및 보험업법 위반 리스크 해소 차원에서 1,958억원 가량의 삼성전자 일부 보유지분 매각
	2020.6	- 21대 국회서 '보험업법 개정안 재발의'로 지배구조 이슈 부각

자료: 언론보도, 삼성화재, NH투자증권 리서치본부

표1. 삼성화재 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024E	2025F	2026F
보험손익	- 수정 후	2,010	2,007	1,947	1,936
	- 수정 전		1,958	1,984	2,042
	- 변동률		2.5	-1.9	-5.2
세전이익	- 수정 후	2,447	2,567	2,630	2,649
	- 수정 전		2,568	2,669	2,761
	- 변동률		0.0	-1.5	-4.1
(지배지분)순이익		1,818	1,896	1,943	1,957
EPS	- 수정 후	42,778	44,603	45,711	46,044
	- 수정 전		44,622	46,394	47,998
	- 변동률		0.0	-1.5	-4.1
PER		6.1	6.9	6.7	6.7
PBR		0.7	0.8	0.7	0.7
ROE		12.7	11.3	10.9	10.3

주: EPS, PER, PBR, ROE는 연결 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 분기 및 연간 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24F	2023	2024E	2025F
보험손익	**614.3**	**643.8**	**559.8**	**192.1**	**603.0**	**579.7**	**2,010.1**	**2,006.7**	**1,947.1**
장기보험 손익	421	441	439	239	460	437	1,539	1,612	1,566
CSM 상각	376	383	396	384	416	418	1,539	1,673	1,704
RA 해제	33	39	38	41	39	40	151	162	166
예실차	61	92	73	-84	47	20	141	48	-27
일반보험 손익	58	84	53	9	44	57	204	150	151
자동차보험 손익	107	95	42	-54	70	67	190	163	154
투자손익	**239**	**115**	**29**	**35**	**257**	**118**	**419**	**547**	**671**
당기순이익	**613**	**602**	**428**	**175**	**639**	**519**	**1,818**	**1,896**	**1,943**
손해율(일반)	*83.0%*	*77.2%*	*86.4%*	*97.6%*	*87.5%*	*85.2%*	*86.2%*	*90.2%*	*90.5%*
손해율(자동차)	*92.3%*	*93.2%*	*97.0%*	*103.8%*	*94.9%*	*95.2%*	*96.6%*	*97.1%*	*97.3%*
투자이익률	*3.0%*	*2.3%*	*1.9%*	*1.9%*	*2.8%*	*2.2%*	*2.2%*	*2.2%*	*2.3%*
운용자산	78,140	78,045	77,536	81,667	81,315	83,044	81,667	85,963	87,486
보험계약부채	51,767	50,771	49,995	51,777	51,564	52,515	51,777	54,229	54,533
BEL	33,603	32,209	30,918	32,465	32,192	32,868	32,465	34,243	34,293
RA	1,643	1,647	1,604	1,660	1,659	1,688	1,660	1,743	1,753
CSM	12,350	12,655	13,259	13,303	13,516	13,647	13,303	13,849	14,052
CSM 변동	149	305	604	43	213	132	1,102	546	203
자본총계	13,196	14,596	14,840	16,114	16,034	16,559	16,114	17,310	18,452
신계약(월납환산)	44.6	44.5	52.5	46.3	55.1	42.7	188.0	187.1	175.8
신계약 CSM multiple	15.2	17.2	22.2	19.3	13.9	16.0	73.8	15.1	14.2

자료: 삼성화재, NH투자증권 리서치본부

Appendix

분류	용어	설명
보험료 종류	수입보험료	보험회사가 일정기간 중 또는 한 회계연도 중에 받아들인 보험료
	원수보험료	재보험료에 대응되는 개념으로, 원수보험계약에서 보험자가 취득하는 보험료
	경과보험료	원수보험료 중 당해 회계연도에 속하는 보험료
보험료 구성	영업보험료	총 보험료를 말하며, 순보험료와 부가보험료로 구성
	순보험료	영업보험료 중 예정위험률과 예정이율에 의해 산출된 장래 보험금 지급의 재원이 되는 보험료. 위험보험료와 저축보험료로 구분
	위험보험료	사망보험금 / 입원 / 수술 / 장해 급여금 등의 지급재원이 되는 보험료
	저축보험료	만기보험금 / 중도급부금의 지급 재원이 되는 보험료
	부가보험료	순보험료 이외의 사업운영에 필요한 비용에 충당하는 보험료
주요 지표	신계약	월·년 단위의 일정한 기간을 기준으로 그 기간 중에 새로 체결된 계약을 의미
	손해율	=보험금/보험료, 높을수록 보험사 손익관리 측면에서 부정적
	사업비율	=사업비/보험료, 높을수록 보험사 손익관리 측면에서 부정적
	연납화보험료(APE)	신규 매출의 평가 지표. 월납 / 분기납 / 연납 / 일시납 등 모든 납입 형태의 보험료를 연간 기준으로 환산
	요율	기준 보험금액에 대한 보험료. 계약보험금액, 보험종류, 성별, 연령별로 산출
	유지율	보험계약이 효력상실되지 않고 계속되는 상황을 나타냄. 성립 계약에 대한 계속 계약의 비율
3이원	이차손익	자산운용에 의한 실제수익률과 예정이율의 차이에서 발생하는 손익
	비차손익	실제 사업비와 예정사업비의 차이에서 발생하는 손익
	사차손익	그 사업연도에 해당되는 위험보험료와 위험보험금의 차액에서 발생하는 손익
가입목적에 따른 분류	보장성보험	사람의 생명과 관련하여 보험사고가 발생했을 때 약속된 급부금을 제공하는 보험상품
	저축성보험	보장성 보험을 제외한 보험. 지급 보험금 합계액이 이미 납입한 보험료를 초과하는 보험
	변액보험	납입 보험료 중 저축보험료를 분리하여 주식 및 채권 등의 유가증권에 투자 후 수익을 보험계약자의 환급금에 반영하는 보험
생명보험 상품 분류	생존보험	피보험자가 보험기간 만료일까지 생존해 있을 때에 한하여 보험금이 지급되는 생명보험
	사망보험	피보험자의 사망을 보험사고로 해서 보험금을 지급하는 보험계약
	생사혼합보험	사망보험과 생존보험을 혼합한 형태의 생명보험
손해보험 상품 분류	일반보험	통상 만기 1년 이하의 보험을 통칭(자동차보험 제외)
	장기보험	적용이율을 적용하여 보험료를 산출하는 손해보험. 일반적으로 보험기간이 장기
	자동차보험	자동차 손해에 관한 보험. 의무적으로 가입하여야 하는 의무보험과 가입자가 가입여부를 결정할 수 있는 임의보험으로 구분
회계제도, 자본규제	IFRS9	금융회사 자산 관련 국제회계기준으로, 국내 보험사는 2023년부터 도입. 자산 성격(채무상품, 지분상품, 파생상품) 및 SPPI 충족 여부에 따라 AC, FVOCI, FVPL로 분류
	IFRS17	2023년부터 도입된 보험사 부채 관련 국제회계기준. 현금 유출입 기준 회계인 IFRS4에서 가정에 기반한 발생주의 기준 회계로 변경
	BEL	Best Estimated Liability. 최적추정부채. 보험기간동안 고객에 지급할 것으로 예상되는 금액의 현가. 손실 계약은 기존 부채보다 증가하며, 반대로 이익 계약은 기존 부채보다 감소
	CSM	Contractual Service Margin. 보험계약마진. 보험기간동안 기대하는 보유 계약 미래 이익의 현재가치 합계. CSM은 기본적으로 부채로 계상되며, 손실 계약의 CSM은 0이 됨
	예실차	예상과 실제 차이. 보험손익 구성 항목 중 하나로, 기존 가정에 의한 이익(CSM 상각이익)과 실제 이익과의 차이를 보정
	UFR(LTFR)	초장기선도금리. 60년 이상 만기 보험부채 할인율에 사용되는 금리로. 단일 수치(예: 4.95%)로 지정
	LLP	시장관측금리. 1~20년 만기 보험부채 할인율에 사용되는 금리로, 시장금리+유동성프리미엄 으로 구성
	K-ICS	Korean-Insurance Capital Standard. IFRS17과 함께 도입된 신지급여력제도
계약 관련	주계약	보험계약의 기본이 되는 중심적인 보장내용 부분
	특약	특별보험약관. 주계약에 계약자가 필요로 하는 보장을 추가하거나 편의를 도모하기 위한 방법을 추가하는 것을 말함
채널	FC / FP	보험설계사. 다양한 보험상품을 추천하고 판매하는 사람
	GA(General Agency)	법인보험대리점. 보험회사와 계약을 맺고 보험 판매를 전문으로 하는 대리점

자료: 생명보험협회, 손해보험협회, 언론 자료, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income

	2023	2024E	2025F	2026F
보험손익	**2,010**	**2,007**	**1,947**	**1,936**
장기	1,539	1,612	1,566	1,558
CSM 상각	1,539	1,673	1,704	1,730
RA 해제	151	162	166	167
예실차	141	48	-27	-49
일반, 자동차	394	313	305	303
투자손익	**419**	**547**	**671**	**702**
투자서비스손익	1,790	1,859	1,984	2,018
보험금융손익	-1,371	-1,313	-1,312	-1,316
영업이익	**2,429**	**2,553**	**2,618**	**2,638**
영업외손익	18	13	12	12
세전이익	**2,447**	**2,567**	**2,630**	**2,649**
법인세비용	625	667	684	689
당기순이익	**1,818**	**1,896**	**1,943**	**1,957**

Statement of Financial Position

	2023	2024E	2025F	2026F
자산총계	**85,019**	**89,446**	**90,992**	**92,588**
현금 및 예치금	1,738	1,829	1,861	1,894
AC	1,732	1,823	1,856	1,889
FVOCI	37,733	40,655	40,997	41,429
FVPL	10,281	9,678	10,312	10,867
부채총계	**68,875**	**72,136**	**72,540**	**73,043**
BEL	32,465	34,243	34,293	34,356
RA	1,660	1,743	1,753	1,766
CSM	13,303	13,849	14,052	14,313
자본총계	**16,114**	**17,310**	**18,452**	**19,545**
자본금	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939
이익잉여금	12,279	13,431	14,573	15,666
기타포괄손익누계액	4,357	4,400	4,400	4,400
신종자본증권	0	0	0	0

Statement of financial position

	2023	2024E	2025F	2026F
수익성 (%)				
신계약 CSM multiple	18.6	15.1	14.2	14.2
CSM 상각률	11.4	11.6	11.5	11.5
CSM 부리율	3.3	3.4	3.3	3.3
CSM 조정률	-9.9	-7.9	-7.6	-7.2
성장성 (%)				
CSM(잔액)	-	4.1	1.5	1.9
CSM(신계약)	-	-19.4	-11.2	1.4
당기순이익	-	4.3	2.5	0.7
자산총계	-	5.2	1.7	1.8
자기자본	-	7.4	6.6	5.9
신계약	12.0	-0.4	-6.0	1.8

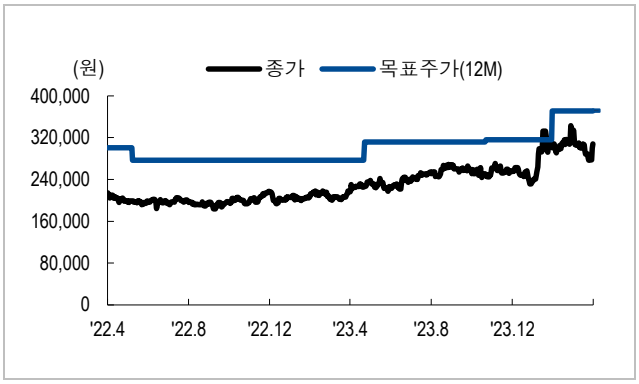
Valuation

	2023	2024E	2025F	2026F
Valuation				
EPS (원)	42,778	44,603	45,711	46,044
BPS (원)	379,078	407,206	434,069	459,774
DPS (원)	16,000	17,500	19,000	20,500
PER (배)	6.1	6.9	6.7	6.7
PBR (배)	0.7	0.8	0.7	0.7
ROE (%)	12.7	11.3	10.9	10.3
ROA (%)	2.2	2.2	2.2	2.1
배당성향 (%)	37.4	39.2	41.6	44.5
배당수익률 (%)	6.1	5.7	6.2	6.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.02.23	Buy	371,000원(12개월)	-	-
2023.11.14	Buy	316,000원(12개월)	-16.9%	5.4%
2023.05.15	Buy	312,000원(12개월)	-21.5%	-13.8%
2022.05.31	Buy	277,000원(12개월)	-26.8%	-16.2%
2021.10.27	Buy	301,000원(12개월)	-30.6%	-21.6%

삼성화재 (000810.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
   - Buy: 15% 초과
   - Hold: -15% ~ 15%
   - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2024년 3월 31일 기준)
   - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
82.4%	17.6%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '삼성화재'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 '삼성화재' 을(를) 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.