



## ▲ 보험

Analyst 김고은  
02. 6098-6670  
goenkim@meritz.co.kr

## Buy

|                            |                     |
|----------------------------|---------------------|
| 적정주가 (12개월)                | 350,000 원           |
| 현재주가 (2.15)                | 273,500 원           |
| 상승여력                       | 28.0%               |
| KOSPI                      | 2,083.86pt          |
| 시가총액                       | 129,570억원           |
| 발행주식수                      | 4,737만주             |
| 유동주식비율                     | 65.56%              |
| 외국인비중                      | 46.64%              |
| 52주 최고/최저가                 | 317,500원 / 254,500원 |
| 평균거래대금                     | 210.0억원             |
| 주요주주(%)                    |                     |
| 삼성생명보험 외 5인                | 18.51               |
| 국민연금공단                     | 9.11                |
| Genesis Asset Managers,LLP | 6.21                |
| 주가상승률(%)                   | 1개월 6개월 12개월        |
| 절대주가                       | 2.05 -1.80 -13.17   |
| 상대주가                       | 2.40 -4.21 -18.72   |
| 주가그래프                      |                     |



| (십억원) | 경과보험료  | 영업이익  | 순이익 | EPS<br>(원) | 증감율<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | ROE<br>(%) | 배당수익률<br>(%) |
|-------|--------|-------|-----|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| 2014  | 16,556 | 1,090 | 797 | 19,201     | 55.7       | 213,937    | 14.7       | 1.3        | 9.2        | 1.6          |
| 2015  | 16,956 | 1,071 | 783 | 19,434     | 1.2        | 232,111    | 15.8       | 1.3        | 8.1        | 1.7          |
| 2016P | 17,406 | 1,120 | 841 | 21,113     | 8.6        | 255,966    | 13.4       | 1.1        | 8.1        | 2.2          |
| 2017E | 18,000 | 1,367 | 954 | 23,947     | 13.4       | 274,236    | 11.6       | 1.0        | 8.5        | 2.6          |
| 2018E | 18,492 | 1,347 | 921 | 23,134     | -3.4       | 292,076    | 12.0       | 0.9        | 7.7        | 2.5          |

## 삼성화재 000810

## 4Q16 Review:

## 자동차 부문은 기대, 투자수익률은 우려

- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 350,000원 유지
- ✓ 부동산 매각익 제외 시 투자수익률 하락 속도 빠른 점 우려
- ✓ 자동차 보험의 온라인 채널 경쟁력 독보적, 자보 인하로 MS 확대 기대

## 4Q16 당기순이익 853 억원(-64.4% QoQ, +16.9% YoY)

4Q16 당기순이익 853 억원(-64.4% QoQ, +16.9% YoY)을 시현했다. 당사 추정치 및 컨센서스 대비 각각 -20.7%, -48.0% 하회하는 실적이다. 일반 부문 고액사고로 손해율이 100.8%(+41.9%p QoQ, +31.5%p YoY)로 상승했다. 12월 중 약 320 억원의 고액사고가 발생(전자 창고 화재사고, 울산 선박 침몰사고, 위성 관련 통신두절 사고 등)했다. 투자수익률은 2.9%(+0.5%p QoQ, -0.1%p YoY)로 양호하다. 대전사옥 매각 손실 및 삼성물산 관련 손상차손 발생했으나 삼성증권 매각익이 상쇄했기 때문이다. 그 외 계절적 효과로 자동차 및 장기위험손해율이 상승했으나 전년 동기 대비 양호한 수준이다.

## 2017년 순이익 가이던스 9,300 억원 제시

동사는 2017년 순이익 가이던스로 9,300억원을 제시했다. 이는 컨센서스를 하회하는 수준이다. 전자 관련 배당금 및 본사 사옥 매각익 감안 시 경상적 투자수익률 목표는 2% 중반으로 추정된다. 이에 대해 지방 사옥 중 비효율적인 부동산 매각을 계획하고 있으며 ERP 관련 비용 약 500억원 반영을 감안한 수치라고 설명했다.

## 투자의견 Buy 및 적정주가 350,000 원 유지

투자의견 Buy 및 적정주가 350,000원을 유지한다. 온라인 채널의 자동차 보험 경쟁력이 독보적이고 최근 보험료 인하 결정으로 MS 확대를 통한 수익 확대가 가능할 전망이다. 다만, 부동산 매각익을 제외한 투자수익률이 빠르게 하락하고 있는 점이 우려된다.

표1 삼성화재 분기 실적 Review

| (십억원)  | 4Q16  | 4Q15  | (% YoY) | 3Q16  | (% QoQ) | 메리츠   | (% diff.) | 컨센서스  | (% diff.) |
|--------|-------|-------|---------|-------|---------|-------|-----------|-------|-----------|
| 원수보험료  | 4,533 | 4,520 | 0.3     | 4,618 | -1.8    | 4,605 | -1.6      | 4,382 | 3.5       |
| 보험영업이익 | -328  | -268  | 적지      | -15   | 적지      | -271  | 적지        |       |           |
| 투자영업이익 | 423   | 397   | 6.6     | 346   | 22.2    | 424   | -0.3      |       |           |
| 영업이익   | 95    | 129   | -26.4   | 331   | -71.4   | 153   | -38.2     | 235   | -59.8     |
| 당기순이익  | 85    | 73    | 16.9    | 240   | -64.4   | 108   | -20.7     | 164   | -48.0     |

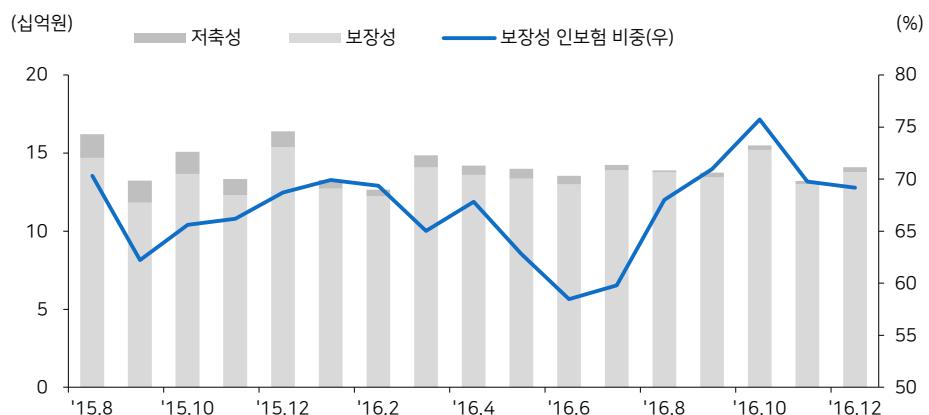
자료: 삼성화재, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 삼성화재 월별 실적

| (십억원, %)   | 15.12  | 16.01  | 16.02  | 16.03  | 16.04  | 16.05  | 16.06  | 16.07  | 16.08  | 16.09  | 16.10  | 16.11  | 16.12  | MoM   | YoY   |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 원수보험료      | 1,562  | 1,444  | 1,431  | 1,557  | 1,523  | 1,531  | 1,546  | 1,525  | 1,606  | 1,487  | 1,496  | 1,485  | 1,552  | 4.5   | -0.7  |
| 일반         | 123    | 88     | 79     | 108    | 118    | 110    | 117    | 98     | 195    | 88     | 100    | 91     | 111    | 21.7  | -10.2 |
| 자동차        | 422    | 367    | 358    | 439    | 404    | 414    | 421    | 419    | 398    | 386    | 388    | 386    | 421    | 9.0   | -0.2  |
| 장기         | 1,017  | 989    | 994    | 1,011  | 1,000  | 1,006  | 1,008  | 1,007  | 1,013  | 1,013  | 1,008  | 1,008  | 1,020  | 1.2   | 0.3   |
| 경과보험료      | 1,422  | 1,414  | 1,394  | 1,441  | 1,426  | 1,457  | 1,445  | 1,470  | 1,474  | 1,474  | 1,476  | 1,459  | 1,476  | 1.2   | 3.9   |
| 보험영업이익     | -170   | -25    | -24    | -47    | -31    | -56    | -42    | 8      | -23    | 0      | -61    | -56    | -211   | 적지    | 적지    |
| 투자영업이익     | 132    | 142    | 129    | 207    | 148    | 176    | 118    | 145    | 135    | 67     | 238    | 107    | 78     | -27.2 | -41.2 |
| 당기순이익      | -43    | 91     | 82     | 111    | 87     | 95     | 50     | 112    | 84     | 44     | 140    | 37     | -92    | 적전    | 적지    |
| 투자영업이익률(%) | 3.0    | 3.2    | 2.9    | 4.6    | 3.3    | 3.8    | 2.5    | 3.1    | 2.8    | 1.4    | 4.9    | 2.2    | 1.6    | -0.6  | -1.4  |
| 운용자산       | 53,408 | 53,409 | 54,247 | 54,363 | 54,629 | 55,283 | 56,591 | 57,343 | 57,630 | 58,134 | 58,092 | 57,578 | 58,238 | 1.1   | 9.0   |
| 손해율(%)     | 90.5   | 83.8   | 83.5   | 83.1   | 83.5   | 84.3   | 83.6   | 80.5   | 83.1   | 80.2   | 85.6   | 84.7   | 92.5   | 7.8   | 2.0   |
| 일반         | 88.2   | 62.4   | 68.5   | 55.2   | 60.1   | 85.1   | 75.1   | 48.5   | 71.0   | 57.9   | 88.0   | 85.2   | 129.9  | 44.7  | 41.8  |
| 자동차        | 93.2   | 81.1   | 79.0   | 77.2   | 82.6   | 79.9   | 79.3   | 74.9   | 76.9   | 76.2   | 85.4   | 85.2   | 91.5   | 6.3   | -1.7  |
| 장기         | 89.8   | 86.8   | 86.4   | 87.9   | 86.1   | 85.9   | 86.0   | 86.2   | 86.7   | 84.2   | 85.4   | 84.4   | 89.1   | 4.7   | -0.7  |
| 장기위험손해율    | 90.9   | 79.7   | 82.2   | 84.1   | 77.7   | 77.4   | 78.1   | 77.1   | 81.7   | 71.3   | 75.5   | 73.8   | 89.7   | 15.9  | -1.2  |
| 사업비율       | 21.4   | 18.0   | 18.2   | 20.2   | 18.7   | 19.5   | 19.3   | 19.0   | 18.5   | 19.7   | 18.5   | 19.2   | 21.8   | 2.6   | 0.4   |
| 합산비율       | 111.9  | 101.8  | 101.7  | 103.2  | 102.2  | 103.8  | 102.9  | 99.5   | 101.6  | 100.0  | 104.1  | 103.9  | 114.3  | 10.4  | 2.4   |
| 장기신계약(월납)  | 16.4   | 13.3   | 12.7   | 14.9   | 14.2   | 14.0   | 13.5   | 14.3   | 13.9   | 13.7   | 15.5   | 13.2   | 14.1   | 6.7   | -14.0 |
| 보장성        | 15.4   | 12.7   | 12.3   | 14.1   | 13.6   | 13.4   | 13.0   | 13.9   | 13.8   | 13.4   | 15.2   | 13.0   | 13.8   | 6.0   | -10.3 |
| 보장성 인보험    | 11.3   | 9.3    | 8.8    | 9.7    | 9.6    | 8.8    | 7.9    | 8.5    | 9.5    | 9.8    | 11.7   | 9.2    | 9.8    | 5.8   | -13.4 |
| ROE(%)     | -5.2   | 11.0   | 9.7    | 12.9   | 10.0   | 10.9   | 5.5    | 11.6   | 8.6    | 4.4    | 14.3   | 4.0    | -10.2  | -14.2 | -5.0  |

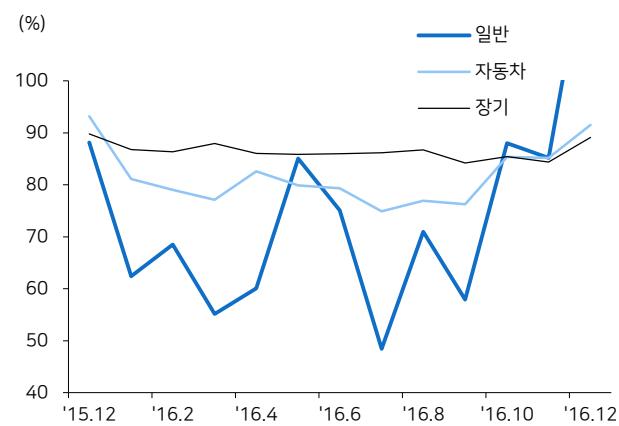
자료: 삼성화재, 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 장기보험 신계약 추이



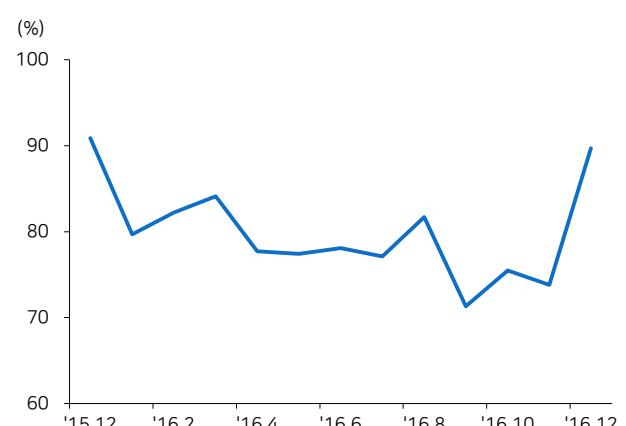
자료: 삼성화재, 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 경과손해율 추이



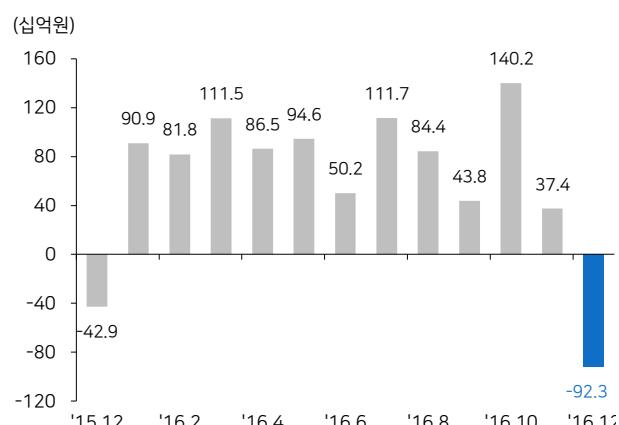
자료: 삼성화재

그림3 장기위험손해율 추이



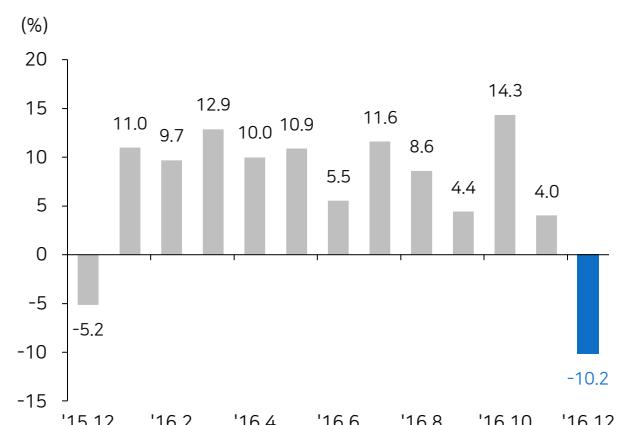
자료: 삼성화재

그림4 당기순이익 추이



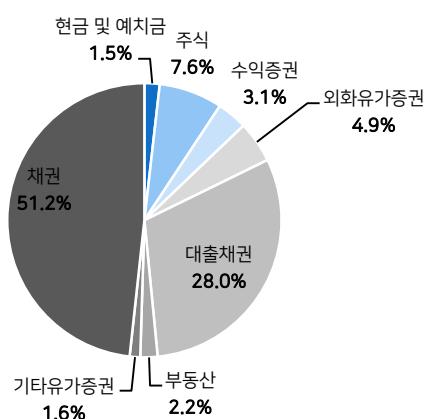
자료: 삼성화재

그림5 ROE



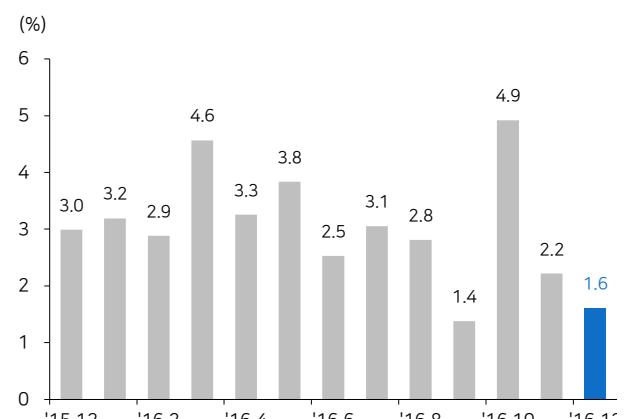
자료: 삼성화재

그림6 운용자산 비중



자료: 삼성화재

그림7 투자수익률 추이



자료: 삼성화재

## 삼성화재 (000810)

## Income Statement

| (십억원)  | 2014     | 2015     | 2016P    | 2017E    | 2018E    |
|--------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 원수보험료  | 17,358.1 | 17,799.5 | 18,183.0 | 18,715.3 | 19,202.2 |
| 일반     | 1,543.6  | 1,360.6  | 1,302.7  | 1,300.2  | 1,334.0  |
| 자동차    | 3,796.3  | 4,237.6  | 4,803.5  | 5,051.1  | 5,182.5  |
| 장기     | 12,018.2 | 12,201.3 | 12,076.8 | 12,364.0 | 12,685.7 |
| 보유보험료  | 16,686.7 | 17,165.8 | 17,656.7 | 18,292.2 | 18,735.1 |
| 경과보험료  | 16,555.7 | 16,956.3 | 17,405.8 | 18,000.0 | 18,491.8 |
| 일반     | 1,152.8  | 1,156.1  | 1,207.9  | 1,198.1  | 1,237.6  |
| 자동차    | 3,533.8  | 3,785.1  | 4,364.1  | 4,709.4  | 4,849.6  |
| 장기     | 11,869.1 | 12,015.1 | 11,833.8 | 12,092.5 | 12,404.6 |
| 경과손해액  | 14,157.1 | 14,375.7 | 14,626.2 | 15,169.6 | 15,584.0 |
| 일반     | 725.4    | 736.4    | 890.6    | 845.9    | 857.2    |
| 자동차    | 2,933.6  | 3,119.7  | 3,528.4  | 3,824.3  | 3,950.6  |
| 장기     | 10,498.1 | 10,519.5 | 10,207.2 | 10,499.3 | 10,776.1 |
| 순사업비   | 2,991.2  | 3,186.9  | 3,347.5  | 3,428.4  | 3,480.8  |
| 보험영업이익 | -592.5   | -606.3   | -567.9   | -597.9   | -573.0   |
| 투자영업이익 | 1,682.8  | 1,677.0  | 1,688.3  | 1,965.1  | 1,920.0  |
| 영업이익   | 1,090.3  | 1,070.7  | 1,120.5  | 1,367.1  | 1,347.0  |
| 영업외손익  | -39.4    | -37.0    | -26.8    | -108.9   | -131.4   |
| 세전순이익  | 1,050.8  | 1,033.7  | 1,093.7  | 1,258.2  | 1,215.6  |
| 법인세비용  | 254.2    | 251.0    | 252.8    | 304.5    | 294.2    |
| 당기순이익  | 796.6    | 782.7    | 840.9    | 953.7    | 921.4    |

## Balance Sheet

| (십억원)       | 2014     | 2015     | 2016P    | 2017E    | 2018E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>자산총계</b> | 57,631.9 | 62,870.6 | 67,897.9 | 72,973.2 | 78,185.8 |
| 운용자산        | 49,748.0 | 53,408.3 | 58,237.6 | 62,920.7 | 67,725.1 |
| 현예금 및 예치금   | 1,646.3  | 1,357.5  | 1,048.9  | 1,133.3  | 1,219.8  |
| 유가증권        | 33,301.8 | 36,118.1 | 38,126.6 | 41,192.5 | 44,337.8 |
| 주식          | 4,781.1  | 4,631.1  | 5,379.0  | 5,811.6  | 6,255.3  |
| 채권          | 25,391.1 | 28,354.7 | 29,898.6 | 32,302.9 | 34,769.4 |
| 대출채권        | 13,465.8 | 14,598.5 | 17,878.2 | 19,315.8 | 20,790.7 |
| 부동산         | 1,334.1  | 1,334.1  | 1,183.9  | 1,279.1  | 1,376.8  |
| 비운용자산       | 3,835.1  | 5,219.3  | 5,055.2  | 5,260.5  | 5,474.1  |
| 특별계정자산      | 4,048.8  | 4,243.0  | 4,605.0  | 4,792.0  | 4,986.6  |
| <b>부채총계</b> | 48,182.4 | 52,900.0 | 57,016.9 | 61,315.6 | 65,769.8 |
| 보험계약준비금     | 41,483.1 | 45,773.5 | 49,416.1 | 53,406.1 | 57,539.2 |
| 책임준비금       | 41,483.1 | 45,773.5 | 49,416.1 | 53,406.1 | 57,539.2 |
| 기타부채        | 2,650.4  | 2,883.6  | 2,995.8  | 3,117.5  | 3,244.0  |
| 특별계정부채      | 4,048.8  | 4,243.0  | 4,605.0  | 4,792.0  | 4,986.6  |
| <b>자본총계</b> | 9,449.5  | 9,970.6  | 10,881.0 | 11,657.6 | 12,416.0 |
| 자본금         | 26.5     | 26.5     | 26.5     | 26.5     | 26.5     |
| 자본잉여금       | 939.2    | 939.2    | 939.2    | 939.2    | 939.2    |
| 이익잉여금       | 6,210.7  | 6,794.7  | 7,414.1  | 8,190.8  | 8,949.1  |
| 자본조정        | -967.4   | -1,348.1 | -1,483.5 | -1,483.5 | -1,483.5 |
| 기타포괄손익누계액   | 3,240.5  | 3,558.3  | 3,984.6  | 3,984.6  | 3,984.6  |

## Key Financial Data I

| (%)        | 2014  | 2015  | 2016P | 2017E | 2018E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>수익성</b> |       |       |       |       |       |
| 경과손해율      | 85.5  | 84.8  | 84.0  | 84.3  | 84.3  |
| 일반         | 62.9  | 63.7  | 73.7  | 70.6  | 69.3  |
| 자동차        | 83.0  | 82.4  | 80.9  | 81.2  | 81.5  |
| 장기         | 88.4  | 87.6  | 86.3  | 86.8  | 86.9  |
| 사업비율       | 18.1  | 18.8  | 19.2  | 19.0  | 18.8  |
| 합산비율       | 103.6 | 103.6 | 103.3 | 103.3 | 103.1 |
| 투자영업이익률    | 3.7   | 3.3   | 3.0   | 3.2   | 2.9   |
| <b>성장성</b> |       |       |       |       |       |
| 총자산        | 18.1  | 9.1   | 8.0   | 7.5   | 7.1   |
| 운용자산       | 19.5  | 7.4   | 9.0   | 8.0   | 7.6   |
| 자기자본       | 20.6  | 5.5   | 9.1   | 7.1   | 6.5   |
| 원수보험료      | N/A   | 2.5   | 2.2   | 2.9   | 2.6   |
| 경과보험료      | N/A   | 2.4   | 2.7   | 3.4   | 2.7   |
| 순이익        | N/A   | -1.7  | 7.4   | 13.4  | -3.4  |

## Key Financial Data II

| (%)              | 2014    | 2015    | 2016P   | 2017E   | 2018E   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>주당지표 (원)</b>  |         |         |         |         |         |
| EPS              | 19,201  | 19,434  | 21,113  | 23,947  | 23,134  |
| BPS              | 213,937 | 232,111 | 255,966 | 274,236 | 292,076 |
| DPS              | 4,500   | 5,150   | 6,100   | 7,158   | 6,915   |
| <b>밸류에이션 (배)</b> |         |         |         |         |         |
| PER              | 14.7    | 15.8    | 13.4    | 11.6    | 12.0    |
| PBR              | 1.3     | 1.3     | 1.1     | 1.0     | 0.9     |
| <b>수익성</b>       |         |         |         |         |         |
| ROE              | 9.2     | 8.1     | 8.1     | 8.5     | 7.7     |
| ROA              | 1.5     | 1.3     | 1.3     | 1.4     | 1.2     |
| <b>배당지표</b>      |         |         |         |         |         |
| 배당성향             | 25.0    | 28.3    | 30.8    | 32.3    | 32.3    |
| 배당수익률            | 1.6     | 1.7     | 2.2     | 2.6     | 2.5     |
| <b>안정성</b>       |         |         |         |         |         |
| 총자산/자기자본         | 610     | 631     | 624     | 626     | 630     |
| 보유보험료/자기자본       | 177     | 172     | 162     | 157     | 151     |

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 2월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 2월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 2월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김고은)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

| 기업                           | 향후 12개월간 주전기준일 직전 1개월간 평균종가대비 주전종목의 예상 목표수익률을 의미 |                                       |
|------------------------------|--|---------------------------------------|
| 추천기준일<br>직전 1개월간<br>종가대비 4등급 | Buy  | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상          |
|                              | Trading Buy                                      | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 |
|                              | Hold   | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 |
|                              | Sell   | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만          |
| 산업                           | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천                  |                                       |
| 추천기준일<br>시장지수대비 3등급          | Overweight (비중확대)                                |                                       |
|                              | Neutral (중립)                                     |                                       |
|                              | Underweight (비중축소)                               |                                       |

**투자의견 비율**

| 투자의견                                   | 비율   |
|--|------|
| 매수                                     | 92.7 |
| 중립                                     | 7.3  |
| 매도                                     | 0.0  |
| 2016년 12월 31 기준으로                      |      |
| 최근 1년간 금융투자상품에 대하여<br>공표한 최근일 투자등급의 비율 |      |

**삼성화재(000810) 투자등급변경 내용**

| 추천확정일자     | 자료형식  | 투자의견 | 적정주가(원) | 담당자 | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|------|---------|-----|----------------|
| 2015.05.12 | 산업분석  | Buy  | 390,000 | 김고은 |                |
| 2015.10.01 | 기업브리프 | Buy  | 390,000 | 김고은 |                |
| 2015.10.14 | 산업브리프 | Buy  | 350,000 | 김고은 |                |
| 2015.10.19 | 산업브리프 | Buy  | 350,000 | 김고은 |                |
| 2015.10.28 | 기업브리프 | Buy  | 350,000 | 김고은 |                |
| 2015.11.19 | 산업브리프 | Buy  | 350,000 | 김고은 |                |
| 2015.12.01 | 기업브리프 | Buy  | 350,000 | 김고은 |                |
| 2015.12.07 | 산업분석  | Buy  | 350,000 | 김고은 |                |
| 2016.01.19 | 산업브리프 | Buy  | 350,000 | 김고은 |                |
| 2016.02.12 | 산업브리프 | Buy  | 350,000 | 김고은 |                |
| 2016.02.19 | 기업브리프 | Buy  | 350,000 | 김고은 |                |
| 2016.03.17 | 산업브리프 | Buy  | 350,000 | 김고은 |                |
| 2016.04.01 | 산업브리프 | Buy  | 350,000 | 김고은 |                |
| 2016.04.14 | 산업브리프 | Buy  | 350,000 | 김고은 |                |
| 2016.04.15 | 산업브리프 | Buy  | 350,000 | 김고은 |                |
| 2016.05.02 | 기업브리프 | Buy  | 350,000 | 김고은 |                |
| 2016.06.01 | 산업브리프 | Buy  | 350,000 | 김고은 |                |
| 2016.07.01 | 산업브리프 | Buy  | 350,000 | 김고은 |                |
| 2016.07.21 | 산업브리프 | Buy  | 350,000 | 김고은 |                |
| 2016.08.01 | 기업브리프 | Buy  | 350,000 | 김고은 |                |
| 2016.11.01 | 기업브리프 | Buy  | 350,000 | 김고은 |                |
| 2016.11.21 | 산업분석  | Buy  | 350,000 | 김고은 |                |
| 2016.12.21 | 산업브리프 | Buy  | 350,000 | 김고은 |                |
| 2017.01.18 | 산업브리프 | Buy  | 350,000 | 김고은 |                |
| 2017.02.16 | 기업브리프 | Buy  | 350,000 | 김고은 |                |

