

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

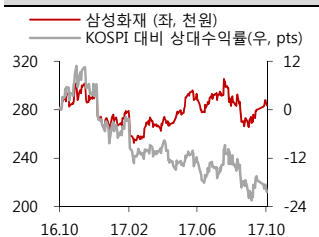
Company Data

자본금	26 십억원
발행주식수	5,057 만주
자사주	806 만주
액면가	500 원
시가총액	13,431 십억원
주요주주	
삼성생명보험(주)(외5)	18.50%
삼성화재 자사주	15.92%
외국인지분율	49.11%
배당수익률	2.27%

Stock Data

주가(17/10/16)	283,500 원
KOSPI	2,480.1 pt
52주 Beta	0.38
52주 최고가	305,500 원
52주 최저가	252,500 원
60일 평균 거래대금	21 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.4%	0.5%
6개월	6.0%	-10.2%
12개월	1.1%	-21.5%

삼성화재 (000810/KS | 매수(유지) | T.P 353,000 원(하향))

실적 전망치는 하향하나, 적극적인 주주환원책 기대는 여전

삼성화재의 3Q17 순이익은 2,402 억원 (+0.1% YoY)으로 컨센서스를 11.8% 상회할 전망. 보험영업 및 투자영업 수익성이 기존 추정치 대비 악화될 것으로 전망돼 2017 년 및 2018 년 순이익 추정치를 각각 1.0%, 2.5% 하향했으며, 목표주가를 353,000 원으로 하향 조정함. 다만 2018 년부터 정상적인 순이익 1 조원대가 가능할 것이라는 전망을 유지하며, 적극적인 주주환원책이 기대되므로 투자의견 BUY 를 유지함

3Q17 순이익 2,402 억원 (+0.1% YoY) 기록할 전망

삼성화재의 3Q17 순이익은 2,402 억원 (+0.1% YoY, -13.2% QoQ)으로 시장 컨센서스를 11.8% 상회할 전망이다. 전년동기 계열사 지분 등의 손상차손 757 억원을 인식했음을 고려하면 다소 부진한 이익 증가율인데, 3Q17 합산비용이 예상 대비 악화된 것이 주된 원인으로 판단된다. 삼성화재의 3Q17 경과손해율은 83.3%로 계절적 재해가 거의 부재했던 전년동기대비 2.0%p YoY 상승할 전망이나, 사업비용은 19.2% (+0.1%p YoY)로 타사대비 제한적인 상승폭을 나타낼 것으로 예상된다. 삼성화재의 3Q17 투자수익률은 삼성전자의 중간배당 인식에도 불구하고 보수적인 운용에 따라 2.8% (+0.4%p YoY)의 낮은 수준을 기록할 전망이다.

2017 년 연간 순이익 추정치 1.0% 하향 조정

삼성화재의 경과손해율 전망치를 이전 대비 소폭 상향하고 투자수익률을 하향함에 따라 연간 순이익 추정치를 2017 년 1 조 1,306 억원 (+34.5% YoY), 2018 년 1 조 221 억원 (-9.6% YoY)으로 각각 1.0%, 2.5% 하향 조정하였다.

목표주가 353,000 원으로 하향 조정, 투자의견 BUY 유지

삼성화재의 목표주가를 353,000 원으로 하향 조정한다. 자기자본비용이 상승한 가운데 기대 ROE 가 하락한 것이 주된 원인이다. 다만 2017 년 대규모 매각익에 따라 순이익 1.1 조원을 기록한 후 2018 년부터는 정상적인 순이익 1 조원대가 가능할 것이라는 전망을 유지하며, 적극적인 주주환원책(배당성장 30% 상회하면서 기대 배당수익률 보통주 2.9%, 우선주 4.5%, 자기주식 매입 등)이 기대되므로 투자의견을 BUY 로 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
경과보험료	십억원	16,556	16,956	17,406	17,801	18,058	18,527
YoY	%	2.0	2.4	2.7	2.3	1.4	2.6
보험손익	십억원	-593	-606	-568	-450	-335	-303
투자손익	십억원	1,683	1,677	1,688	1,977	1,819	1,912
합산비용	%	103.6	103.6	103.3	102.5	101.9	101.6
투자수익률	%	3.8	3.3	3.1	3.3	2.9	2.8
영업이익	십억원	1,090	1,071	1,120	1,527	1,484	1,609
YoY	%	14.9	-1.8	4.6	36.2	-2.8	8.4
세전이익	십억원	1,051	1,034	1,094	1,471	1,348	1,469
순이익	십억원	797	783	841	1,131	1,022	1,114
YoY	%	18.3	-1.7	7.4	34.5	-9.6	9.0
EPS	원	18,763	18,835	20,702	27,835	25,153	27,408
BPS	원	213,937	232,111	255,966	292,708	308,551	327,198
PER	배	15.1	16.3	13.0	10.2	11.3	10.3
PBR	배	1.3	1.3	1.0	1.0	0.9	0.9
ROE	%	9.2	8.1	8.1	9.7	8.0	8.2
배당수익률	%	1.6	1.7	2.3	2.9	2.7	2.9

삼성화재의 목표주가 산출식

항목	삼성화재	비고
자기자본비용 (%)	8.2	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.8	(b): 국제 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.8	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.7	(d): 삼성화재의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	8.6	(e): 삼성화재의 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.06	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율 %)	10.0	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	1.17	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	305,910	(j): 삼성화재의 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	353,000	(k): (i)*(j)
현재가 (07/10, 원)	283,500	
상승여력 (%)	24.5	

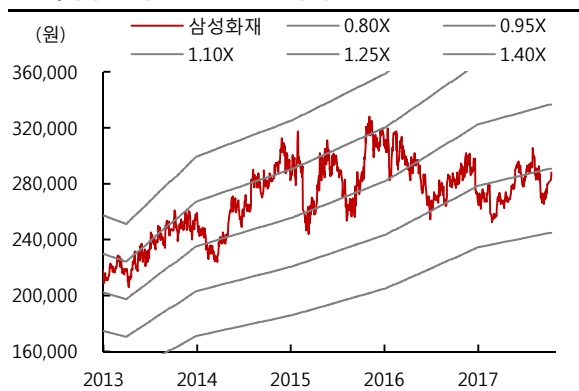
자료: SK 증권

삼성화재 연간 이익 추정치 변경 내역

	수정 후		수정 전		Chg (% , %p)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
당기순이익 (십억원)	1,131	1,022	1,142	1,048	(1.0)	(2.5)
ROE (%)	27,835	25,153	28,127	25,817	(1.0)	(2.6)
EPS (원)	292,708	308,551	280,804	297,363	4.2	3.8
BPS (원)	9.7	8.0	10.0	8.5	(0.3)	(0.5)

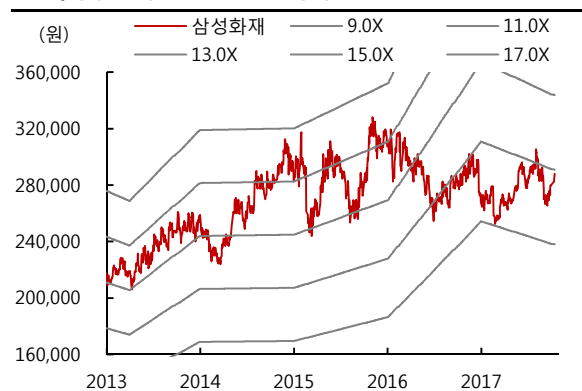
자료: SK 증권

삼성화재의 12 개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

삼성화재의 12 개월 forward PER 추이



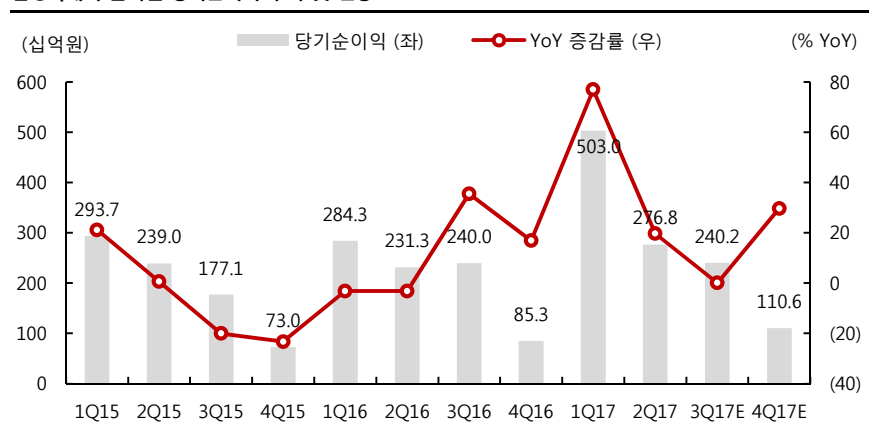
자료: SK 증권

삼성화재 3Q17 실적 preview 및 시장 컨센서스 변동 추이

(단위: 십억원)	3Q17E	2Q17	QoQ (%)	3Q16	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(111.7)	(26.3)	적축	(15.2)	적축	n/a	n/a
투자영업이익	435.5	396.6	9.8	346.1	25.8	n/a	n/a
영업이익	323.9	370.3	(12.5)	330.9	(2.1)	285.3	13.5
당기순이익	240.2	276.8	(13.2)	240.0	0.1	214.9	11.8
(단위: %)	3Q17E	2Q17	QoQ (%p)	3Q16	YoY (%p)		
경과손해율	83.3	81.3	2.1	81.3	2.0		
일반	76.0	67.4	8.6	58.9	17.1		
자동차	79.5	76.2	3.4	76.0	3.5		
장기	85.7	84.7	1.0	85.7	0.0		
사업비율	19.2	19.3	(0.2)	19.1	0.1		
투자수익률	2.8	2.6	0.2	2.4	0.4		

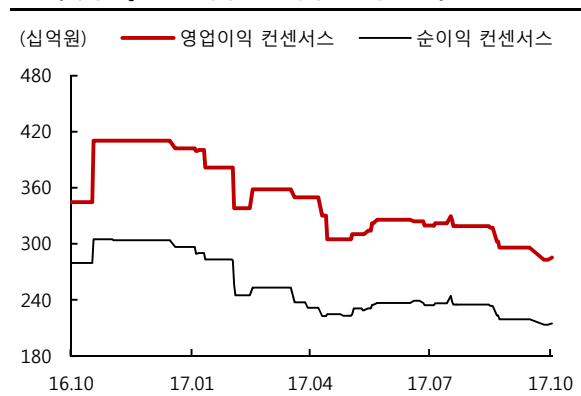
자료: FnGuide, SK 증권

삼성화재의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



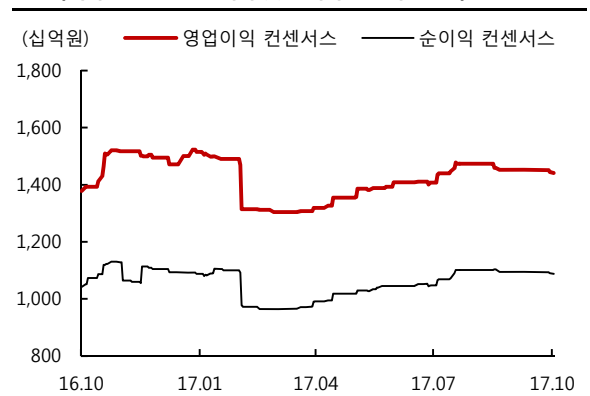
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 3Q17 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



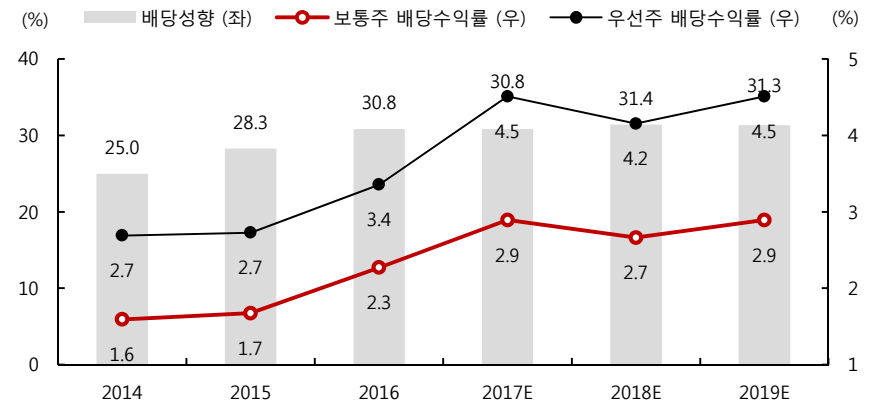
자료: FnGuide, SK 증권

삼성화재의 2017년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



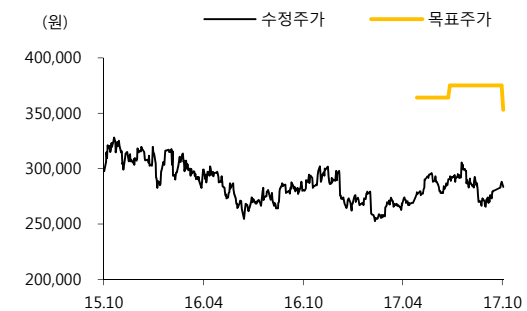
자료: FnGuide, SK 증권

삼성화재의 배당지표 추이 및 전망



자료: WiseFn, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2017.10.16	매수	353,000원	6개월		
2017.07.12	매수	375,000원	6개월	-24.22%	-18.53%
2017.05.29	매수	364,000원	6개월	-21.07%	-18.68%



Compliance Notice

- 작성자(검도하는) 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 10월 16일 기준)

매수	90.97%	중립	9.03%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	53,408	58,238	62,236	66,709	71,248
현금 및 예치금	1,358	1,049	702	747	796
유가증권	36,118	38,127	40,821	43,840	46,853
주식	3,642	4,342	5,337	5,615	5,907
채권	26,625	28,115	29,483	31,896	34,226
수익증권	1,458	2,098	2,308	2,451	2,617
외화유가증권	3,132	2,849	2,934	3,081	3,266
기타유가증권	1,261	723	759	797	837
대출채권	14,599	17,878	19,902	21,332	22,784
부동산	1,334	1,184	811	790	815
비운용자산	5,412	5,136	5,114	5,123	5,158
특별계정자산	4,051	4,524	4,796	5,131	5,491
자산총계	62,871	67,898	72,146	76,963	81,897
책임준비금	45,773	49,416	52,917	56,567	60,307
지급준비금	3,435	3,731	3,881	4,036	4,197
보험료적립금	38,794	41,941	45,240	48,627	52,081
미경과보험료적립금	3,090	3,240	3,249	3,308	3,388
기타부채	2,884	2,996	1,904	2,057	2,092
특별계정부채	4,243	4,605	4,881	5,223	5,589
부채총계	52,900	57,017	59,703	63,847	67,988
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	6,795	7,414	8,285	8,959	9,752
비상위험준비금	1,692	1,817	1,896	1,919	1,965
자본조정	-1,348	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계	3,558	3,985	4,675	4,675	4,675
자본총계	9,971	10,881	12,443	13,116	13,909
부채와자본총계	62,871	67,898	72,146	76,963	81,897

성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	9.1	8.0	6.3	6.7	6.4
운용자산	7.4	9.0	6.9	7.2	6.8
부채	9.8	7.8	4.7	6.9	6.5
책임준비금	10.3	8.0	7.1	6.9	6.6
자본	5.5	9.1	14.4	5.4	6.0
경과보험료	2.4	2.7	2.3	1.4	2.6
일반	0.3	4.5	7.6	4.7	4.0
자동차	7.1	15.3	6.1	1.0	3.7
장기	1.2	-1.5	0.3	1.3	2.0
순사업비	6.6	5.0	5.2	-0.8	2.1
투자영업이익	-0.3	0.7	17.1	-8.0	5.1
영업이익	-1.8	4.7	36.3	-2.8	8.4
순이익	-1.7	7.4	34.5	-9.6	9.0

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	17,800	18,183	18,392	18,731	19,184
일반	1,361	1,303	1,352	1,406	1,462
자동차	4,238	4,804	4,887	5,020	5,171
장기	12,201	12,077	12,153	12,305	12,551
보유보험료	17,166	17,657	17,842	18,189	18,647
경과보험료	16,956	17,406	17,801	18,058	18,527
일반	1,156	1,208	1,299	1,361	1,415
자동차	3,785	4,364	4,629	4,676	4,850
장기	12,015	11,834	11,873	12,022	12,262
경과손해액	14,376	14,626	14,731	14,900	15,265
일반	736	891	895	925	962
자동차	3,120	3,528	3,694	3,729	3,877
장기	10,520	10,207	10,143	10,245	10,426
순사업비	3,187	3,347	3,520	3,492	3,565
보험영업이익	-606	-568	-450	-335	-303
투자영업이익	1,677	1,688	1,977	1,819	1,912
영업이익	1,071	1,120	1,527	1,484	1,609
영업외이익	-37	-27	-55	-136	-140
세전이익	1,034	1,094	1,471	1,348	1,469
법인세비용	251	253	341	326	356
당기순이익	783	841	1,131	1,022	1,114

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.8	84.0	82.8	82.5	82.4
일반	63.7	73.7	68.9	68.0	68.0
자동차	82.4	80.9	79.8	79.8	79.9
장기	87.6	86.3	85.4	85.2	85.0
사업비율	18.8	19.2	19.8	19.3	19.2
투자이익률	3.3	3.1	3.3	2.9	2.8
수익성 (%)					
ROE	8.1	8.1	9.7	8.0	8.2
ROA	1.3	1.3	1.6	1.4	1.4
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	18,835	20,702	27,835	25,153	27,408
보통주 BPS	232,111	255,966	292,708	308,551	327,198
보통주 DPS	5,150	6,100	8,200	7,550	8,200
기타 지표					
보통주 PER (X)	16.3	13.0	10.2	11.3	10.3
보통주 PBR (X)	1.3	1.0	1.0	0.9	0.9
배당성향 (%)	26.5	28.9	28.9	29.4	29.3
보통주 배당수익률 (%)	1.7	2.3	2.9	2.7	2.9

자료: SK증권 추정