

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

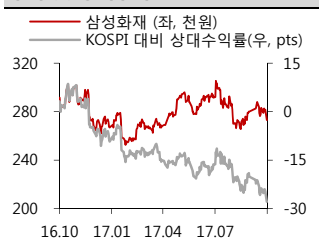
Company Data

자본금	27 십억원
발행주식수	5,057 만주
자사주	806 만주
액면가	500 원
시가총액	12,933 십억원
주요주주	
삼성생명보험(주)(외5)	18.50%
삼성화재 자사주	15.92%
외국인지분율	49.16%
배당수익률	2.27%

Stock Data

주가(17/10/31)	273,000 원
KOSPI	2,523.4 pt
52주 Beta	0.35
52주 최고가	305,500 원
52주 최저가	252,500 원
60일 평균 거래대금	21 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.5%	-7.9%
6개월	1.9%	-12.6%
12개월	-6.4%	-32.0%

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

일회성을 반영해도 연간 순이익 1 조원 상회할 전망

삼성화재의 3Q17 당기순이익은 2,246 억원 (-6.4% YoY)으로 시장 전망치에 부합. 동사는 미국지점의 보험부채 이전과 관련해 연내 1,200 억원의 손실 가능성이 있음을 공시. 이 중 1,100 억원은 향후 순차적인 환입이 예상되나 비용과 환입 사이의 시차는 불가피할 전망이다. 삼성전자 배당수익 확대를 함께 고려해 2017 년 및 2018 년 연간 순이익을 각각 -8.9%, +4.1% 조정했으나, ROE 및 BPS 등의 유의한 변동이 없으므로 삼성화재에 대한 목표주가 353,000 원과 투자 의견 BUY 를 유지함

3Q17 당기순이익 2,246 억원 (-6.4% YoY)으로 컨센서스에 부합

삼성화재의 3Q17 당기순이익은 2,246 억원 (-6.4% YoY)으로 컨센서스 (2,195 억원)에 부합했으나 SK 증권 추정치 (2,402 억원) 대비 부진한 수준을 기록. 동사 추정치를 하회한 것은 예상 대비 높은 사업비용 (19.5%, +0.4%p YoY)과 낮은 투자수익률 (2.8%, +0.3%p YoY)에 주로 기인한 것으로 판단

삼성화재는 실적과 함께 기타경영공시를 통해 일회성 요인을 밝혔는데, 공시에 따르면 미국지점의 보험부채 이전을 위한 재보험 계약과 관련해 연내 재보험자산감액손실 1,200 억원을 인식할 것으로 예상됨. 향후 수년에 걸쳐 1,100 억원 수준의 지급보험금 환입이 예상되나, 비용과 환입 사이의 시차는 불가피할 전망이다. 이에 따라 동사의 4Q17 손해액 추정치에서 1,200 억원을 일시에 반영하고, 통상 3 년 내 50% 수준의 환입이 가능함을 고려해 2018 년 이후 분기당 50 억원 수준의 준비금 환입을 가정함

또한 삼성전자의 배당 확대에 따른 수혜도 일부 예상됨. 삼성화재의 삼성전자 배당수익은 2018 년 1,040 억원, 2019 년 1,310 억원으로 예상돼 SK 증권 기존 추정치 대비 각각 483 억원, 735 억원 증가할 전망이다

미국지점 관련 요인과 배당수익 증가를 함께 고려해 삼성화재의 연간 순이익 추정치를 2017 년 1 조 294 억원 (+22.4% YoY), 2018 년 1 조 638 억원 (+3.3% YoY)로 이전 대비 각각 -8.9%, +4.1% 조정함. 그럼에도 불구하고 향후 3 개년 평균 ROE (8.6%) 및 12m fwd. BPS (304,865 원)에 유의한 변동이 발생하지 않으므로 삼성화재에 대한 목표주가 353,000 원과 투자 의견 BUY 를 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
경과보험료	십억원	16,556	16,956	17,406	17,795	18,086	18,557
YoY	%	2.0	2.4	2.7	2.2	1.6	2.6
보험손익	십억원	-593	-606	-568	-584	-312	-279
투자손익	십억원	1,683	1,677	1,688	1,968	1,851	1,966
합산비용	%	103.6	103.6	103.3	103.3	101.7	101.5
투자수익률	%	3.8	3.3	3.1	3.3	2.9	2.9
영업이익	십억원	1,090	1,071	1,120	1,383	1,539	1,687
YoY	%	14.9	-1.8	4.6	23.5	11.3	9.6
세전이익	십억원	1,051	1,034	1,094	1,336	1,403	1,547
순이익	십억원	797	783	841	1,029	1,064	1,173
YoY	%	18.3	-1.7	7.4	22.4	3.3	10.2
EPS	원	18,763	18,835	20,702	25,328	26,171	28,848
BPS	원	213,937	232,111	255,966	290,427	307,753	327,336
PER	배	15.1	16.3	13.0	10.8	10.4	9.5
PBR	배	1.3	1.3	1.0	0.9	0.9	0.8
ROE	%	9.2	8.1	8.1	8.9	8.4	8.7
배당수익률	%	1.6	1.7	2.3	2.8	2.9	3.2

삼성화재 3Q17 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	3Q17	3Q16	YoY (%)	2Q17	QoQ (%)	3Q17E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(132.0)	(15.2)	적지	(26.3)	적지	(111.7)	n/a		
투자영업이익	425.6	346.1	23.0	396.6	7.3	435.5	(2.3)		
영업이익	293.6	330.9	(11.3)	370.3	(20.7)	323.9	(9.3)	288.3	1.8
순이익	224.6	240.0	(6.4)	276.8	(18.8)	240.2	(6.5)	219.5	2.3

자료: 삼성화재, FnGuide, SK 증권

삼성화재 월별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2016	2017							MoM	YoY	2016	2017	YoY
	9월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	(%, %p)	(%, %p)	(%, %p)	누적	누적	(%, %p)
원수보험료	1,487.2	1,553.4	1,525.8	1,538.6	1,521.1	1,594.2	1,538.7	(3.5)	3.5		13,650.0	13,837.1	1.4
일반	88.3	127.6	108.5	111.9	106.1	186.9	106.6	(43.0)	20.7		1,001.2	1,034.8	3.4
자동차	385.6	411.8	407.4	415.9	407.7	396.0	424.5	7.2	10.1		3,607.7	3,703.9	2.7
장기	1,013.2	1,014.1	1,009.9	1,010.8	1,007.3	1,011.2	1,007.6	(0.4)	(0.6)		9,041.2	9,098.4	0.6
경과보험료	1,473.9	1,473.5	1,489.0	1,472.6	1,519.3	1,487.1	1,466.2	(1.4)	(0.5)		12,993.7	13,317.0	2.5
일반	110.8	100.6	109.1	105.7	143.5	110.7	107.9	(2.5)	(2.6)		905.8	973.2	7.4
자동차	370.4	380.6	392.5	378.9	391.7	390.3	375.8	(3.7)	1.5		3,217.2	3,443.9	7.0
장기	992.7	992.3	987.4	988.1	984.1	986.1	982.5	(0.4)	(1.0)		8,870.7	8,899.9	0.3
순사업비	290.9	283.8	284.2	289.0	280.1	285.9	306.5	7.2	5.4		2,471.4	2,636.3	6.7
보험영업이익	0.4	(0.1)	(9.3)	(16.9)	(44.5)	(39.9)	(47.6)	적지	적전		(239.7)	(239.2)	적지
투자영업이익	66.6	145.7	133.7	117.2	163.1	136.4	126.1	(7.6)	89.4		1,265.5	1,556.7	23.0
영업이익	67.0	145.6	124.4	100.3	118.6	96.5	78.5	(18.7)	17.2		1,025.8	1,317.4	28.4
순이익	43.8	114.9	90.3	71.5	88.7	74.4	61.6	(17.2)	40.5		755.6	1,004.4	32.9
경과손해율 (%)	80.2	80.7	81.5	81.5	84.5	83.5	82.3	(1.1)	2.1		82.8	82.0	(0.8)
일반	57.9	63.0	73.5	65.4	84.4	78.7	69.2	(9.5)	11.2		64.7	69.7	5.0
자동차	76.2	74.7	75.8	78.0	80.4	79.4	81.7	2.3	5.5		78.5	77.7	(0.8)
장기	84.2	84.9	84.7	84.6	86.1	85.6	84.0	(1.6)	(0.2)		86.2	85.0	(1.2)
위험손해율*	71.3	75.4	76.7	78.5	85.2	82.7	77.8	(4.9)	6.4		78.8	79.4	0.7
순사업비율 (%)	19.7	19.3	19.1	19.6	18.4	19.2	20.9	1.7	1.2		19.0	19.8	0.8
합산비율 (%)	100.0	100.0	100.6	101.1	102.9	102.7	103.2	0.6	3.3		101.8	101.8	(0.0)
순투자수익률 (%)	1.4	2.9	2.7	2.3	3.2	2.7	2.4	(0.2)	1.1		3.0	3.4	0.4
장기월납환산	13.7	12.6	13.3	13.0	13.3	14.3	13.8	(2.9)	0.7		124.4	123.6	(0.7)
저축성	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	(22.9)	(21.6)		4.3	3.4	(21.0)
보장성	13.4	12.2	12.9	12.7	13.0	13.9	13.6	(2.4)	1.2		120.1	120.2	0.1
인보험	9.8	8.0	8.2	8.2	8.5	9.7	8.8	(8.9)	(9.5)		81.8	81.4	(0.5)

자료: 삼성화재, SK 증권

주: *K-GAAP 기준

삼성화재 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2016		2017			MoM (%, %p)	YoY (%, %p)
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q		
원수보험료	4,617.6	4,533.0	4,565.5	4,617.7	4,654.0	0.8	0.8
일반	381.3	301.5	287.2	347.9	399.7	14.9	4.8
자동차	1,203.4	1,195.9	1,240.6	1,235.1	1,228.2	(0.6)	2.1
장기	3,033.0	3,035.6	3,037.7	3,034.7	3,026.1	(0.3)	(0.2)
경과보험료	4,418.5	4,412.1	4,409.2	4,435.1	4,472.6	0.8	1.2
일반	323.4	302.1	295.7	315.4	362.1	14.8	12.0
자동차	1,126.4	1,146.9	1,134.0	1,152.0	1,157.9	0.5	2.8
장기	2,968.7	2,963.1	2,979.5	2,967.8	2,952.6	(0.5)	(0.5)
순사업비	842.4	876.1	906.8	857.0	872.5	1.8	3.6
보험영업이익	(15.2)	(328.2)	(80.9)	(26.3)	(132.0)	적지	적지
투자영업이익	346.1	422.9	734.4	396.6	425.6	7.3	23.0
영업이익	330.9	94.7	653.5	370.3	293.6	(20.7)	(11.3)
순이익	240.0	85.3	503.0	276.8	224.6	(18.8)	(6.4)
경과손해율 (%)	81.3	87.6	81.3	81.3	83.4	2.2	2.2
일반	58.9	100.8	61.8	67.4	78.1	10.7	19.2
자동차	76.0	87.4	76.4	76.2	80.5	4.3	4.5
장기	85.7	86.3	85.1	84.7	85.3	0.5	(0.5)
위험손해율*	76.7	79.7	79.5	76.9	81.9	5.0	5.2
순사업비율 (%)	19.1	19.9	20.6	19.3	19.5	0.2	0.4
합산비율 (%)	100.3	107.4	101.8	100.6	103.0	2.4	2.6
순투자수익률 (%)	2.4	2.9	5.0	2.6	2.8	0.1	0.3
장기월납환산	41.9	42.8	43.4	38.8	41.4	6.5	(1.2)
저축성	0.8	0.8	1.6	1.0	0.8	(16.4)	3.5
보장성	41.1	42.0	41.8	37.8	40.5	7.1	(1.3)
인보험	27.7	30.7	29.9	24.4	27.1	10.9	(2.4)

자료: 삼성화재 SK 증권

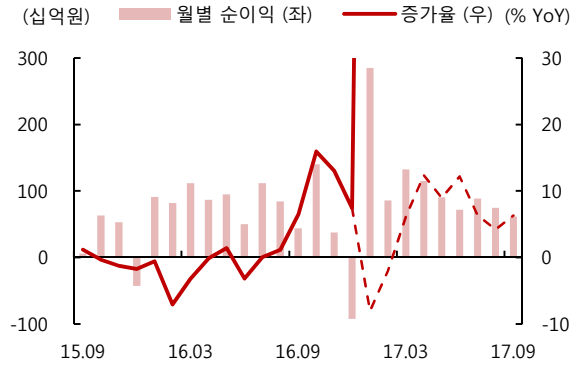
주: *K-GAAP 기준

삼성화재 운용자산 현황

(단위: 십억원)	16년 9월	16년 12월	17년 6월	17년 9월	구성비 (%)	QoQ (%)	YTD (%)	YoY (%)
운용자산	58,134	58,238	61,367	62,173	100.0	1.3	6.8	6.9
현금및예치금	855	1,049	1,032	902	1.5	(12.6)	(14.0)	5.5
유가증권	39,312	38,127	40,340	40,912	65.8	1.4	7.3	4.1
주식	3,769	3,840	4,127	5,276	8.5	27.8	37.4	40.0
채권	29,423	28,115	28,725	29,061	46.7	1.2	3.4	(1.2)
수익증권	2,027	2,098	2,533	2,406	3.9	(5.0)	14.7	18.7
외화유가증권	2,732	2,849	2,800	2,805	4.5	0.2	(1.5)	2.7
기타유가증권	820	723	780	743	1.2	(4.8)	2.7	(9.5)
관계사 지분	541	502	534	621	1.0	16.3	23.7	14.8
대출채권	16,753	17,878	19,133	19,536	31.4	2.1	9.3	16.6
부동산	1,214	1,184	862	823	1.3	(4.5)	(30.5)	(32.2)

자료: 삼성화재 SK 증권

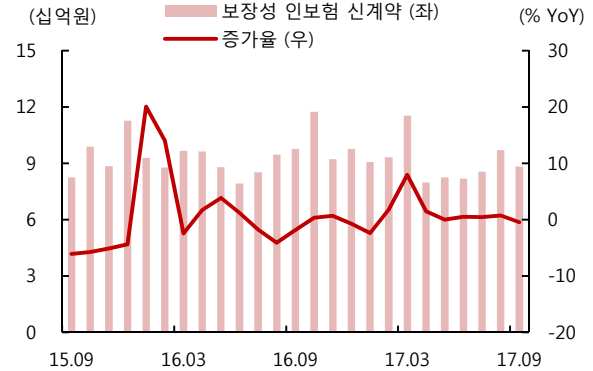
삼성화재의 월별 순이익 및 증가율



자료: 삼성화재, SK 증권

주: 증가율은 FYTD 기준, 점선은 본사 매각익 제외 기준

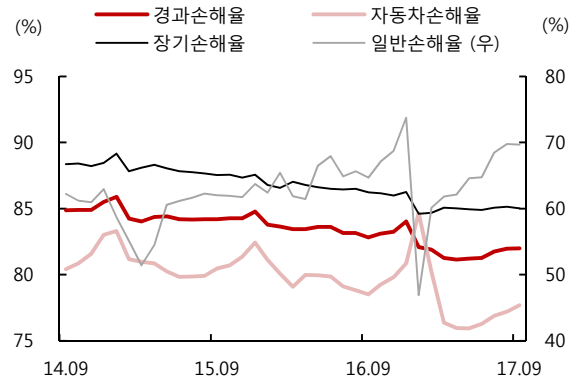
삼성화재의 보장성 인보험 신계약 및 증가율



자료: 삼성화재, SK 증권

주: 증가율은 FYTD 기준

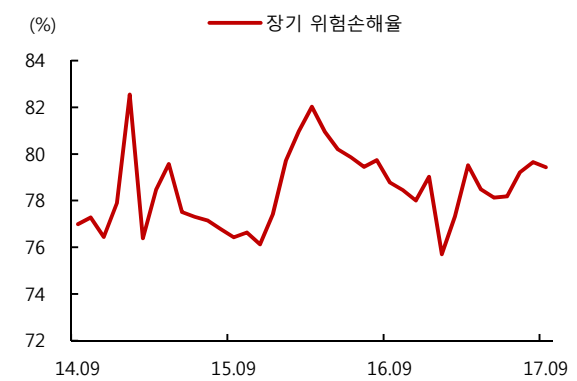
삼성화재의 보증별 경과손해율



자료: 삼성화재, SK 증권

주: FYTD 기준

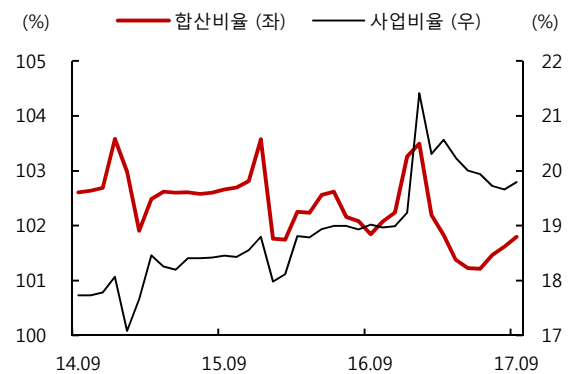
삼성화재의 장기 위험손해율



자료: 삼성화재, SK 증권

주: FYTD 기준

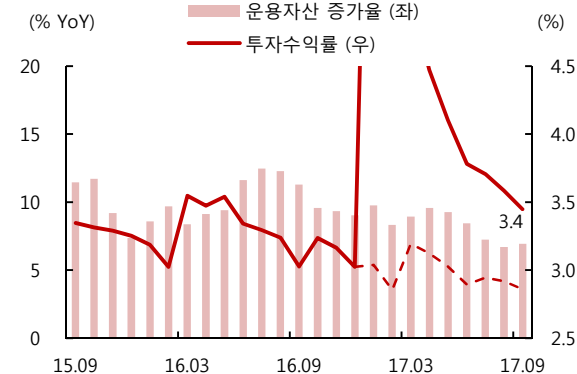
삼성화재의 합산비율 및 사업비율



자료: 삼성화재, SK 증권

주: FYTD 기준

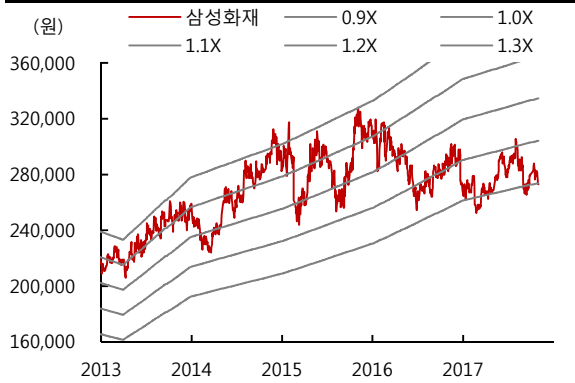
삼성화재의 운용자산 증가율 및 투자수익률



자료: 삼성화재, SK 증권

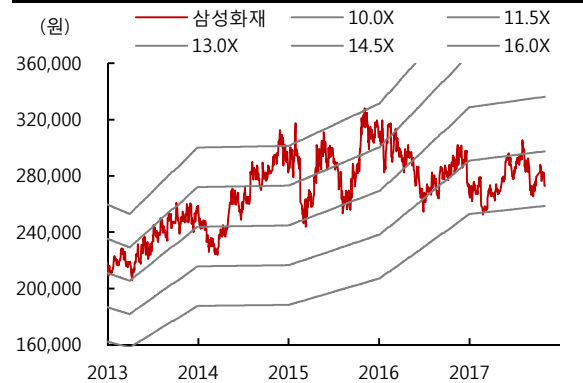
주: 투자수익률은 FYTD 기준, 점선은 본사 매각익 제외 기준

삼성화재의 12 개월 forward PBR Band chart



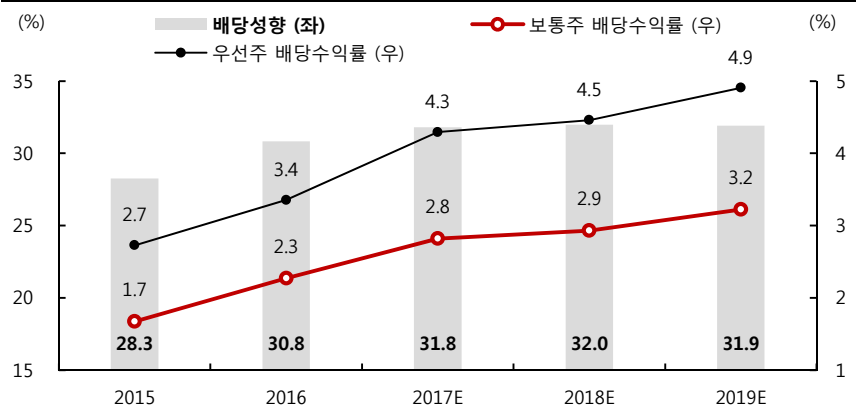
자료: SK 증권

삼성화재의 12 개월 forward PER Band chart



자료: SK 증권

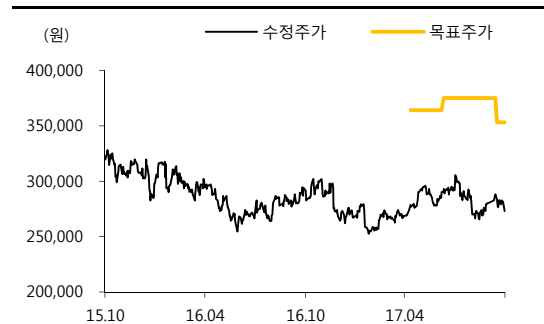
삼성화재 예상 배당지표



자료: 삼성화재, SK 증권

주: 배당성향은 보통주와 우선주 합산

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2017.11.01	매수	353,000원	6개월		
2017.10.17	매수	353,000원	6개월	-21.04%	-19.83%
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(김도하)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 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 11월 1일 기준)

매수	90.32%	중립	9.68%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	53,408	58,238	61,996	66,231	70,529
현금 및 예치금	1,358	1,049	897	922	950
유가증권	36,118	38,127	40,705	43,602	46,491
주식	3,642	4,342	5,337	5,615	5,907
채권	26,625	28,115	29,367	31,667	33,880
수익증권	1,458	2,098	2,308	2,442	2,601
외화유가증권	3,132	2,849	2,934	3,081	3,266
기타유가증권	1,261	723	759	797	837
대출채권	14,599	17,878	19,605	20,944	22,303
부동산	1,334	1,184	789	764	785
비운용자산	5,412	5,136	5,135	5,179	5,249
특별계정자산	4,051	4,524	4,796	5,131	5,491
자산총계	62,871	67,898	71,927	76,542	81,268
책임준비금	45,773	49,416	52,746	56,224	59,791
지급준비금	3,435	3,731	3,881	4,036	4,197
보험료적립금	38,794	41,941	45,067	48,281	51,559
미경과보험료적립금	3,090	3,240	3,249	3,308	3,388
기타부채	2,884	2,996	1,954	2,012	1,974
특별계정부채	4,243	4,605	4,881	5,223	5,589
부채총계	52,900	57,017	59,581	63,459	67,353
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	6,795	7,414	8,184	8,921	9,753
비상위험준비금	1,692	1,817	1,916	1,940	1,986
자본조정	-1,348	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계	3,558	3,985	4,679	4,679	4,679
자본총계	9,971	10,881	12,346	13,082	13,915
부채와자본총계	62,871	67,898	71,927	76,542	81,268

성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	9.1	8.0	5.9	6.4	6.2
운용자산	7.4	9.0	6.5	6.8	6.5
부채	9.8	7.8	4.5	6.5	6.1
책임준비금	10.3	8.0	6.7	6.6	6.3
자본	5.5	9.1	13.5	6.0	6.4
경과보험료	2.4	2.7	2.2	1.6	2.6
일반	0.3	4.5	8.1	4.7	4.0
자동차	7.1	15.3	5.9	1.8	3.7
장기	1.2	-1.5	0.3	1.2	2.0
순사업비	6.5	5.0	5.6	-0.9	2.1
투자영업이익	-0.3	0.7	16.6	-5.9	6.2
영업이익	-1.8	4.6	23.5	11.3	9.6
순이익	-1.7	7.4	22.4	3.3	10.2

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	17,800	18,183	18,424	18,765	19,219
일반	1,361	1,303	1,351	1,405	1,462
자동차	4,238	4,804	4,924	5,059	5,210
장기	12,201	12,077	12,149	12,301	12,547
보유보험료	17,166	17,657	17,873	18,222	18,681
경과보험료	16,956	17,406	17,795	18,086	18,557
일반	1,156	1,208	1,305	1,367	1,422
자동차	3,785	4,364	4,620	4,702	4,878
장기	12,015	11,834	11,869	12,017	12,258
경과손해액	14,376	14,626	14,845	14,896	15,262
일반	736	891	1,027	910	947
자동차	3,120	3,528	3,698	3,760	3,910
장기	10,520	10,207	10,120	10,225	10,405
순사업비	3,187	3,347	3,534	3,502	3,575
보험영업이익	-606	-568	-584	-312	-279
투자영업이익	1,677	1,688	1,968	1,851	1,966
영업이익	1,071	1,120	1,383	1,539	1,687
영업외이익	-37	-27	-47	-136	-140
세전이익	1,034	1,094	1,336	1,403	1,547
법인세비용	251	253	307	340	374
당기순이익	783	841	1,029	1,064	1,173

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.8	84.0	83.4	82.4	82.2
일반	63.7	73.7	78.7	66.6	66.6
자동차	82.4	80.9	80.0	80.0	80.2
장기	87.6	86.3	85.3	85.1	84.9
사업비율	18.8	19.2	19.9	19.4	19.3
투자이익률	3.3	3.1	3.3	2.9	2.9
수익성 (%)					
ROE	8.1	8.1	8.9	8.4	8.7
ROA	1.3	1.3	1.5	1.4	1.5
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	18,835	20,702	25,328	26,171	28,848
보통주 BPS	232,111	255,966	290,427	307,753	327,336
보통주 DPS	5,150	6,100	7,700	8,000	8,800
기타 지표					
보통주 PER (X)	16.3	13.0	10.8	10.4	9.5
보통주 PBR (X)	1.3	1.0	0.9	0.9	0.8
배당성향 (%)	26.5	28.9	29.8	30.0	29.9
보통주 배당수익률 (%)	1.7	2.3	2.8	2.9	3.2

자료 : SK증권 추정