

SK COMPANY Analysis



Analyst
김도하

doha.kim@sk.com
02-3773-8876

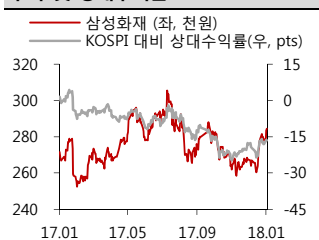
Company Data

자본금	26 십억원
발행주식수	5,057 만주
자사주	806 만주
액면가	500 원
시가총액	13,478 십억원
주요주주	
삼성생명보험(주)(외)	18.50%
삼성화재 자사주	15.92%
외국인지분율	49.98%
배당수익률	2.27%

Stock Data

주가(18/01/24)	284,500 원
KOSPI	2,538.0 pt
52주 Beta	0.39
52주 최고가	305,500 원
52주 최저가	252,500 원
60일 평균 거래대금	24 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.4%	2.4%
6개월	-2.9%	-6.4%
12개월	4.8%	-18.1%

삼성화재 (000810/KS | 매수(유지) | T.P 348,000 원(하향))

4Q17 순이익 598 억원 (-29.9% YoY) 전망

삼성화재의 4Q17 순이익은 598 억원 (-29.9% YoY)으로 전망돼 컨센서스 463 억원 대비 높으나 법인세 조정 반영 시 격차는 축소, 미국지점 보험계약 이전 관련 손해액 1,180 억원 및 ERP 시스템 감가상각비 260 억원 반영이 예상됨. 동사의 4Q17 경과손해율은 87.7% (+0.1%p YoY)로 상승하나 미국지점 요인 제외 시 85.1%로 양호한 수준이 예상되며, 사업비율은 19.6% (-0.3%p YoY)로 하락할 전망. 투자수익률은 삼성전자 배당에도 불구하고 2.8% (-0.1%p YoY)의 낮은 수준을 예상

4Q17 순이익 598 억원 (-29.9% YoY) 전망

삼성화재의 4Q17 순이익은 598 억원 (-29.9% YoY, -73.4% QoQ)으로 전망돼 시장 컨센서스 463 억원 대비 높으나, 법인세 조정을 반영하면 격차는 축소된다. 4Q17 실적 추정치에는 미국지점의 보험계약 이전과 관련한 재보험자산감액손실 1,180 억원이 반영되었는데, 향후 보험금 지급에 따라 분기별 50 억원의 순차적 환입이 발생할 것으로 가정하였다. 또한 신규 도입한 ERP 시스템의 감가상각비가 4Q17 부터 분기 260 억원 인식될 전망이다.

삼성화재의 4Q17 경과손해율은 87.7% (+0.1%p YoY)로 상승하나 미국지점 요인 제외 시 85.1%로 경망적인 수준은 양호한 것으로 예상된다. 사업비율은 19.6% (-0.3%p YoY)로 하락하겠으나, 전속채널 중심의 영업에서 최근 GA 채널 비중 확대의 기조를 나타내 향후 경망적인 비용률 증가는 불가피할 전망이다. 미국지점 이슈를 제외하면 동사의 4Q17 합산비율은 2.8%p YoY 개선이 예상된다. 삼성화재의 4Q17 투자수익률은 삼성전자의 분기배당 수취에도 불구하고 보수적인 운용에 따라 2.8% (-0.1%p YoY)의 낮은 수준을 기록할 전망이다.

목표주가 348,000 원으로 1.4% 하향 조정, 투자의견 매수 유지

BPS의 증가에도 불구하고 향후 3개년 기대 ROE의 하락을 반영해 삼성화재의 목표주가를 348,000 원으로 1.4% 하향 조정한다. 다만 현 주가 대비 상승여력은 충분하다고 판단해 투자의견 매수를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
경과보험료	십억원	16,556	16,956	17,406	17,730	17,800	18,159
YoY	%	2.0	2.4	2.7	1.9	0.4	2.0
보험손익	십억원	-593	-606	-568	-560	-322	-331
투자손익	십억원	1,683	1,677	1,688	1,990	1,885	2,010
합산비율	%	103.6	103.6	103.3	103.2	101.8	101.8
투자수익률	%	3.8	3.3	3.1	3.3	2.9	2.9
영업이익	십억원	1,090	1,071	1,120	1,429	1,563	1,679
YoY	%	14.9	-1.8	4.6	27.6	9.3	7.4
세전이익	십억원	1,051	1,034	1,094	1,382	1,427	1,539
순이익	십억원	797	783	841	1,064	1,044	1,126
YoY	%	18.3	-1.7	7.4	26.6	-1.9	7.8
EPS	원	18,763	18,835	20,702	26,199	25,701	27,690
BPS	원	213,937	232,111	255,966	291,246	308,065	326,795
PER	배	15.1	16.3	13.0	10.2	11.1	10.3
PBR	배	1.3	1.3	1.0	0.9	0.9	0.9
ROE	%	9.2	8.1	8.1	9.2	8.2	8.3
배당수익률	%	1.6	1.7	2.3	2.9	2.7	3.0

삼성화재의 목표주가 산출식

항목	삼성화재	비고
자기자본비용 (%)	8.1	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.1	(b): 국제 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.0	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.7	(d): 삼성화재의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	8.3	(e): 삼성화재의 2018~2020년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.02	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율) (%)	10.0	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	1.13	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	309,625	(j): 삼성화재의 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	348,000	(k): (i)*(j)
현주가 (01/24, 원)	284,500	
상승여력 (%)	22.3	

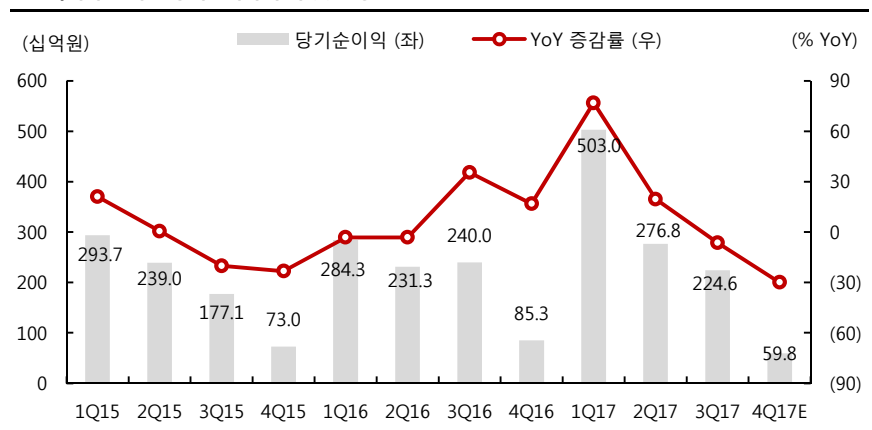
자료: SK 증권

삼성화재 4Q17 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	4Q17E	3Q17	QoQ (%)	4Q16	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(321.2)	(132.0)	적확	(328.2)	적축	n/a	n/a
투자영업이익	433.1	425.6	1.8	422.9	2.4	n/a	n/a
영업이익	111.9	293.6	(61.9)	94.7	18.2	92.3	21.2
당기순이익	59.8	224.6	(73.4)	85.3	(29.9)	46.3	29.1
(단위: %)	4Q17E	3Q17	QoQ (%p)	4Q16	YoY (%p)		
경과손해율	87.7	83.4	4.3	87.6	0.1		
일반	110.0	78.1	31.9	100.8	9.2		
자동차	87.8	80.5	7.3	87.4	0.4		
장기	85.3	85.3	0.1	86.3	(1.0)		
사업비율	19.6	19.5	0.0	19.9	(0.3)		
투자수익률	2.8	2.8	0.0	2.9	(0.1)		

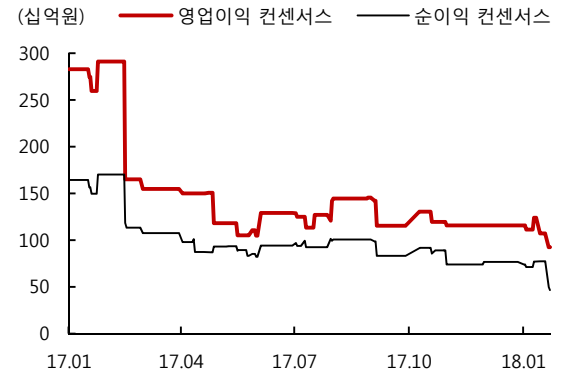
자료: FnGuide, SK 증권

삼성화재의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



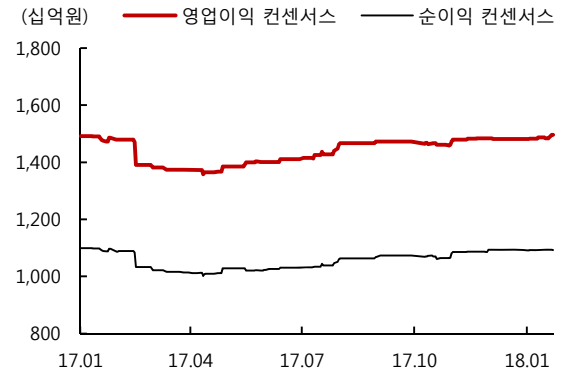
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 4Q17 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



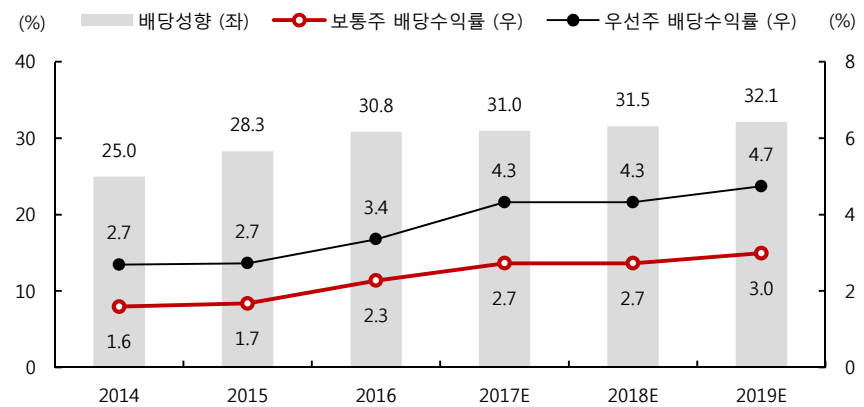
자료: FnGuide, SK 증권

삼성화재의 2018년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



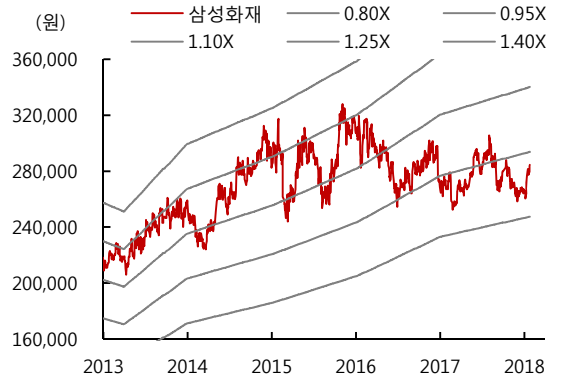
자료: FnGuide, SK 증권

삼성화재의 배당지표 추이 및 전망



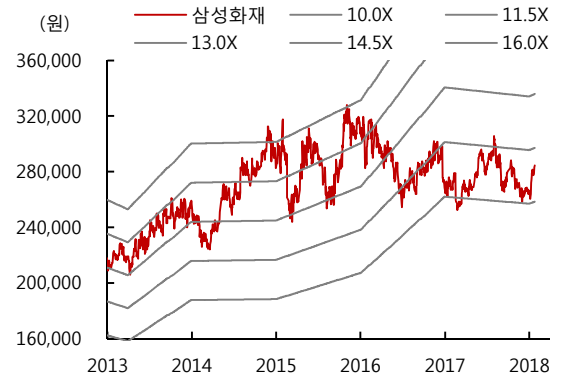
자료: WiseFn, SK 증권

삼성화재의 12개월 forward PBR 추이



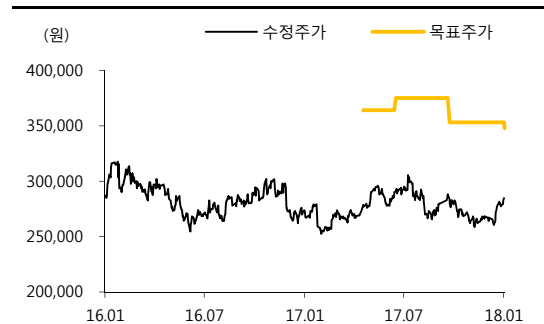
자료: SK 증권

삼성화재의 12개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.01.25	매수	348,000원	6개월		
2017.12.01	매수	353,000원	6개월	-23.37%	-19.69%
2017.11.01	매수	353,000원	6개월	-22.97%	-19.83%
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 기관투자가 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 (2018년 1월 25일 기준)

매수	90.07%	중립	9.93%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	53,408	58,238	62,565	67,116	71,748
현금 및 예치금	1,358	1,049	480	871	1,032
유가증권	36,118	38,127	41,504	44,247	47,229
주식	3,642	4,342	6,004	6,304	6,626
채권	26,625	28,115	29,642	31,798	34,088
수익증권	1,458	2,098	2,266	2,408	2,574
외화유가증권	3,132	2,849	2,906	3,051	3,234
기타유가증권	1,261	723	687	687	707
대출채권	14,599	17,878	19,785	21,224	22,688
부동산	1,334	1,184	797	774	799
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	72,496	77,426	82,488
책임준비금	45,773	49,416	52,689	56,208	59,825
지급준비금	3,435	3,731	3,881	4,036	4,197
보험료적립금	38,794	41,941	45,058	48,335	51,671
미경과보험료적립금	3,090	3,240	3,201	3,239	3,310
기타부채	2,884	2,996	2,545	2,899	3,182
특별계정부채	4,243	4,605	4,881	5,223	5,589
부채총계	52,900	57,017	60,116	64,331	68,596
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	6,795	7,414	8,219	8,934	9,730
비상위험준비금	1,692	1,817	1,888	1,899	1,941
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	12,381	13,096	13,892
부채와자본총계	62,871	67,898	72,496	77,426	82,488

성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	9.1	8.0	6.8	6.8	6.5
운용자산	7.4	9.0	7.4	7.3	6.9
부채	9.8	7.8	5.4	7.0	6.6
책임준비금	10.3	8.0	6.6	6.7	6.4
자본	5.5	9.1	13.8	5.8	6.1
경과보험료	2.4	2.7	1.9	0.4	2.0
일반	0.3	4.5	6.6	4.0	3.0
자동차	7.1	15.3	5.6	-1.0	2.3
장기	1.2	-1.5	0.0	0.6	1.8
순사업비	6.6	5.0	4.5	-1.4	2.4
투자영업이익	-0.3	0.7	17.9	-5.3	6.6
영업이익	-1.8	4.7	27.6	9.3	7.4
순이익	-1.7	7.4	26.6	-1.9	7.8

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	17,800	18,183	18,286	18,465	18,860
일반	1,361	1,303	1,327	1,367	1,408
자동차	4,238	4,804	4,840	4,888	4,998
장기	12,201	12,077	12,119	12,210	12,454
보유보험료	17,166	17,657	17,739	17,930	18,332
경과보험료	16,956	17,406	17,730	17,800	18,159
일반	1,156	1,208	1,287	1,339	1,379
자동차	3,785	4,364	4,609	4,563	4,668
장기	12,015	11,834	11,833	11,898	12,113
경과손해액	14,376	14,626	14,791	14,671	14,958
일반	736	891	1,024	890	917
자동차	3,120	3,528	3,698	3,677	3,771
장기	10,520	10,207	10,069	10,103	10,270
순사업비	3,187	3,347	3,499	3,451	3,532
보험영업이익	-606	-568	-560	-322	-331
투자영업이익	1,677	1,688	1,990	1,885	2,010
영업이익	1,071	1,120	1,429	1,563	1,679
영업외이익	-37	-27	-47	-136	-140
세전이익	1,034	1,094	1,382	1,427	1,539
법인세비용	251	253	318	382	413
당기순이익	783	841	1,064	1,044	1,126

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.8	84.0	83.4	82.4	82.4
일반	63.7	73.7	79.5	66.5	66.5
자동차	82.4	80.9	80.2	80.6	80.8
장기	87.6	86.3	85.1	84.9	84.8
사업비율	18.8	19.2	19.7	19.4	19.5
투자이익률	3.3	3.1	3.3	2.9	2.9
수익성 (%)					
ROE	8.1	8.1	9.2	8.2	8.3
ROA	1.3	1.3	1.5	1.4	1.4
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	18,835	20,702	26,199	25,701	27,690
보통주 BPS	232,111	255,966	291,246	308,065	326,795
보통주 DPS	5,150	6,100	7,750	7,750	8,500
기타 지표					
보통주 PER (X)	16.3	13.0	10.2	11.1	10.3
보통주 PBR (X)	1.3	1.0	0.9	0.9	0.9
배당성향 (%)	26.5	28.9	29.0	29.6	30.1
보통주 배당수익률 (%)	1.7	2.3	2.9	2.7	3.0

자료 : SK증권 추정