

SK COMPANY Analysis



Analyst
김도하
dohakim@sk.com
02-3773-8876

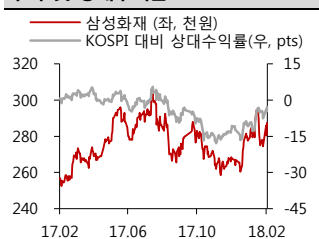
Company Data

자본금	26 십억원
발행주식수	5,057 만주
자사주	806 만주
액면가	500 원
시가총액	13,620 십억원
주요주주	
삼성생명보험(주)(외4)	18.50%
삼성화재 자사주	15.92%
외국인지분율	50.63%
배당수익률	2.27%

Stock Data

주가(18/02/21)	287,500 원
KOSPI	2,429.7 pt
52주 Beta	0.51
52주 최고가	305,500 원
52주 최저가	252,500 원
60일 평균 거래대금	25 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.4%	7.0%
6개월	1.2%	-1.9%
12개월	11.9%	-3.7%

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

4Q17 Review: 업계 선도사의 시장지배력 회복 선언

삼성화재는 4Q17 480 억원의 당기순손실을 기록해 당사 추정치와 컨센서스를 크게 하회. 일회성 비용이 총 2,300 억원 수준 발생한 것이 실적 부진의 원인. '17년 보유계약가치는 시장금리 상승으로 20% YoY 증가함. 동사는 '18년 목표로 시장지위 회복을 제시. 경쟁 초기 사업비 증가는 불가피하겠으나, 선도사 프리미엄 고려 시 신계약 규모 회복 가능성은 높다고 판단되며 '18년 신계약가치 증가에 긍정적으로 기여할 전망

4Q17 당기순손실 480 억원 (적전 YoY)으로 컨센서스 하회

삼성화재는 4Q17 480 억원 (적자전환 YoY)의 당기순손실을 기록해 SK 증권 추정 순이익 598 억원 및 컨센서스 418 억원을 크게 하회. 분기 중 비경상적 비용이 2,300 억원 수준 발생한 것이 실적 부진의 원인 (세부항목은 4p 참조). 4Q17 경과손해율은 88.1% (+0.6%p YoY)로 계약 정리에 따른 일반 손해를 악화로 상승했고, 사업비용은 21.1% (+1.2%p YoY)로 당사 추정(19.6%)보다 부진했으나 복지기금 출연비용을 제외하면 예상에 부합하는 수준을 기록

삼성화재의 2017년 내재가치 (EV)는 17.2 조원으로 9.3% YoY 증가. 특히 시장금리 상승으로 보유계약의 미래이익 현가가 증가해 보유계약가치 (VIF)가 6.1 조원 (+19.7% YoY)으로 크게 증가함. 할인을 상승 및 신계약 규모 감소로 미래보험료 현가가 4.0% YoY 감소했음에도 신계약가치 (VNB)는 7,297 억원 (+2.5% YoY)으로 증가함

2018년 목표는 시장지배력 회복

삼성화재는 2018년 목표로 상품 개발 및 신계약 확대를 통한 시장지배력 회복을 제시. 실제로 연초 이후 동사의 차아보험 출시, GA 채널 시책 업계 수준으로 상향 및 상품 가입기준 완화 등은 여러 차례 언론 보도된 바 있음. 수익성을 강조하는 보수적인 경영기조는 동사의 특징이나, 2013년 이후 지속된 신계약 감소로 2위권사와의 격차가 좁아진 데 따라 성장성 회복을 택한 것으로 판단. 경쟁 초기 사업비는 증가는 불가피하겠으나, 선도사 프리미엄을 고려하면 경쟁사 수준의 시책에서 동사의 신계약 규모 회복 가능성은 높다고 판단되며 이는 2018년 신계약가치 증가에 긍정적으로 기여할 전망

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
경과보험료	십억원	16,556	16,956	17,406	17,561	17,794	18,201
YoY	%	2.0	2.4	2.7	0.9	1.3	2.3
보험손익	십억원	-593	-606	-568	-630	-414	-412
투자손익	십억원	1,683	1,677	1,688	2,001	1,999	2,116
합산비용	%	103.6	103.6	103.3	103.6	102.3	102.3
투자수익률	%	3.8	3.3	3.1	3.3	3.0	3.0
영업이익	십억원	1,090	1,071	1,120	1,372	1,586	1,704
YoY	%	14.9	-1.8	4.6	22.4	15.6	7.4
세전이익	십억원	1,051	1,034	1,094	1,294	1,450	1,564
순이익	십억원	797	783	841	956	1,061	1,144
YoY	%	18.3	-1.7	7.4	13.7	10.9	7.8
EPS	원	18,763	18,835	20,702	23,340	25,881	27,886
BPS	원	213,937	232,111	255,966	278,571	293,529	309,182
PER	배	15.1	16.3	13.0	11.4	11.1	10.3
PBR	배	1.3	1.3	1.0	1.0	1.0	0.9
ROE	%	9.2	8.1	8.1	8.4	8.7	8.9
배당수익률	%	1.6	1.7	2.3	3.7	3.9	4.3

삼성화재 4Q17 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	4Q17P	4Q16	YoY (%)	3Q17	QoQ (%)	4Q17E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(390.4)	(328.2)	적지	(132.0)	적지	(321.2)	n/a	n/a	n/a
투자영업이익	444.8	422.9	5.2	425.6	4.5	433.1	2.7	n/a	n/a
영업이익	54.4	94.7	(42.6)	293.6	(81.5)	111.9	(51.4)	94.3	(42.3)
순이익	(48.0)	85.3	적전	224.6	적전	59.8	적전	41.8	적전

자료: 삼성화재, FnGuide, SK 증권

주: 결산 실적을 공시한 1 월 30 일 FnGuide 컨센서스 기준

삼성화재 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2016	2017				QoQ	YoY	2016	2017	YoY
	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	(%, %p)	(%, %p)	연간	연간	(%, %p)
원수보험료	4,533.0	4,565.5	4,617.7	4,654.0	4,393.2	(5.6)	(3.1)	18,183.0	18,230.3	0.3
일반	301.5	287.2	347.9	399.7	294.6	(26.3)	(2.3)	1,302.7	1,329.4	2.0
자동차	1,195.9	1,240.6	1,235.1	1,228.2	1,099.7	(10.5)	(8.0)	4,803.5	4,803.6	0.0
장기	3,035.6	3,037.7	3,034.7	3,026.1	2,998.9	(0.9)	(1.2)	12,076.8	12,097.3	0.2
경과보험료	4,412.1	4,409.2	4,435.1	4,472.6	4,243.8	(5.1)	(3.8)	17,405.8	17,560.7	0.9
일반	302.1	295.7	315.4	362.1	176.4	(51.3)	(41.6)	1,207.9	1,149.6	(4.8)
자동차	1,146.9	1,134.0	1,152.0	1,157.9	1,147.8	(0.9)	0.1	4,364.1	4,591.6	5.2
장기	2,963.1	2,979.5	2,967.8	2,952.6	2,919.6	(1.1)	(1.5)	11,833.8	11,819.5	(0.1)
순사업비	876.1	906.8	857.0	872.5	894.1	2.5	2.1	3,347.5	3,530.3	5.5
보험영업이익	(328.2)	(80.9)	(26.3)	(132.0)	(390.4)	적지	적지	(567.9)	(629.7)	적지
투자영업이익	422.9	734.4	396.6	425.6	444.8	4.5	5.2	1,688.3	2,001.5	18.5
영업이익	94.7	653.5	370.3	293.6	54.4	(81.5)	(42.6)	1,120.5	1,371.8	22.4
순이익	85.3	503.0	276.8	224.6	(48.0)	적전	적전	840.9	956.4	13.7
경과손해율 (%)	87.6	81.3	81.3	83.4	88.1	4.7	0.6	84.0	83.5	(0.5)
일반	100.8	61.8	67.4	78.1	129.6	51.5	28.8	73.7	78.9	5.2
자동차	87.4	76.4	76.2	80.5	89.2	8.7	1.8	80.9	80.6	(0.3)
장기	86.3	85.1	84.7	85.3	85.2	(0.1)	(1.1)	86.3	85.1	(1.2)
위험손해율*	79.7	79.5	76.9	81.9	76.6	(5.2)	(3.1)	79.0	78.9	(0.1)
순사업비율 (%)	19.9	20.6	19.3	19.5	21.1	1.6	1.2	19.2	20.1	0.9
합산비율 (%)	107.4	101.8	100.6	103.0	109.2	6.2	1.8	103.3	103.6	0.3
순투자수익률 (%)	2.9	5.0	2.6	2.8	2.8	0.1	(0.1)	3.0	3.3	0.2
장기월납환산	42.8	43.4	38.8	41.4	37.5	(9.5)	(12.5)	167.3	161.1	(3.7)
저축성	0.8	1.6	1.0	0.8	0.7	(21.3)	(19.4)	5.2	4.1	(20.7)
보장성	42.0	41.8	37.8	40.5	36.8	(9.2)	(12.4)	162.1	157.0	(3.2)
인보험	30.7	29.9	24.4	27.1	25.5	(5.7)	(16.9)	112.5	106.9	(5.0)

자료: 삼성화재, SK 증권

주: *K-GAAP 기준

삼성화재 월별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2016	2017						MoM	YoY	2016	2017	YoY
	12월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	(%, %p)	(%, %p)	누적	누적	(%, %p)
원수보험료	1,551.7	1,521.1	1,594.2	1,538.7	1,389.9	1,484.5	1,518.7	2.3	(2.1)	18,183.0	18,230.3	0.3
일반	110.8	106.1	186.9	106.6	89.0	88.7	116.8	31.6	5.4	1,302.7	1,329.4	2.0
자동차	421.2	407.7	396.0	424.5	309.9	391.4	398.4	1.8	(5.4)	4,803.5	4,803.6	0.0
장기	1,019.7	1,007.3	1,011.2	1,007.6	990.9	1,004.4	1,003.6	(0.1)	(1.6)	12,076.8	12,097.3	0.2
경과보험료	1,476.4	1,519.3	1,487.1	1,466.2	1,457.1	1,460.6	1,326.1	(9.2)	(10.2)	17,405.8	17,560.7	0.9
일반	98.4	143.5	110.7	107.9	103.9	104.5	(32.1)	적전	적전	1,207.9	1,149.6	(4.8)
자동차	389.1	391.7	390.3	375.8	390.6	376.4	380.8	1.2	(2.1)	4,364.1	4,591.6	5.2
장기	988.9	984.1	986.1	982.5	962.5	979.7	977.3	(0.2)	(1.2)	11,833.8	11,819.5	(0.1)
순사업비	322.5	280.1	285.9	306.5	254.1	288.0	351.9	22.2	9.1	3,347.5	3,530.3	5.5
보험영업이익	(211.1)	(44.5)	(39.9)	(47.6)	(3.9)	(53.1)	(333.5)	적지	적지	(567.9)	(629.7)	적지
투자영업이익	77.8	163.1	136.4	126.1	158.7	137.9	148.2	7.5	90.5	1,688.3	2,001.5	18.5
영업이익	(133.3)	118.6	96.5	78.5	154.8	84.8	(185.3)	적전	적지	1,120.5	1,371.8	22.4
순이익	(92.3)	88.7	74.4	61.6	109.0	40.1	(197.1)	적전	적지	840.9	956.4	13.7
경과손해율 (%)	92.5	84.5	83.5	82.3	82.8	83.9	98.6	14.7	6.2	84.0	83.5	(0.5)
일반	129.9	84.4	78.7	69.2	81.4	65.9	(233.8)	(299.8)	(363.7)	73.7	78.9	5.2
자동차	91.5	80.4	79.4	81.7	81.7	91.0	95.2	4.1	3.7	80.9	80.6	(0.3)
장기	89.1	86.1	85.6	84.0	83.4	83.1	89.0	6.0	(0.0)	86.3	85.1	(1.2)
위험손해율*	89.7	85.2	82.7	77.8	70.3	82.9	94.3	11.4	4.6	79.0	78.9	(0.1)
순사업비율 (%)	21.8	18.4	19.2	20.9	17.4	19.7	26.5	6.8	4.7	19.2	20.1	0.9
합산비율 (%)	114.3	102.9	102.7	103.2	100.3	103.6	125.1	21.5	10.8	103.3	103.6	0.3
순투자수익률 (%)	1.6	3.2	2.7	2.4	3.1	2.6	2.8	0.2	1.2	3.0	3.3	0.2
장기월납환산	14.1	13.3	14.3	13.8	11.7	12.8	13.0	2.1	(7.6)	167.3	161.1	(3.7)
저축성	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2	(10.3)	(23.4)	5.2	4.1	(20.7)
보장성	13.8	13.0	13.9	13.6	11.5	12.5	12.8	2.3	(7.2)	162.1	157.0	(3.2)
인보험	9.8	8.5	9.7	8.8	7.8	8.6	9.1	5.8	(6.8)	112.5	106.9	(5.0)

자료: 삼성화재, SK 증권

주: *K-GAAP 기준

삼성화재 운용자산 현황

(단위: 십억원)	16년 12월	17년 3월	17년 6월	17년 9월	17년 12월	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	58,238	59,221	61,367	62,173	64,419	100.0	3.6	10.6
현금및예치금	1,049	820	1,032	902	1,342	2.1	48.8	28.0
유가증권	38,127	38,554	40,340	40,912	40,868	63.4	(0.1)	7.2
주식	3,840	4,320	4,127	5,276	5,228	8.1	(0.9)	36.2
채권	28,115	28,103	28,725	29,061	29,319	45.5	0.9	4.3
수익증권	2,098	2,246	2,533	2,406	2,317	3.6	(3.7)	10.4
외화유가증권	2,849	2,673	2,800	2,805	2,610	4.1	(7.0)	(8.4)
기타유가증권	723	709	780	743	675	1.0	(9.0)	(6.5)
관계사 지분	502	502	534	621	718	1.1	15.6	42.9
대출채권	17,878	18,832	19,133	19,536	21,393	33.2	9.5	19.7
부동산	1,184	1,015	862	823	815	1.3	(0.9)	(31.1)

자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재 4Q17 실적 특이요인 정리

항목	내용	금액 (십억원)
발생손해액 (일반)	미국 지점 보험계약 이전에 따른 재보험자산감액손실 발생	118.0
순사업비	사내복지기금 출연 (→ 향후 성과급 미리 지출)	50.0
영업외비용	기존 ERP시스템 일시 상각 처리에 따른 무형자산상각비 발생	19.6
법인세비용	이연법인세 조정 비용	42.9 (추정)

자료: 삼성화재, SK 증권

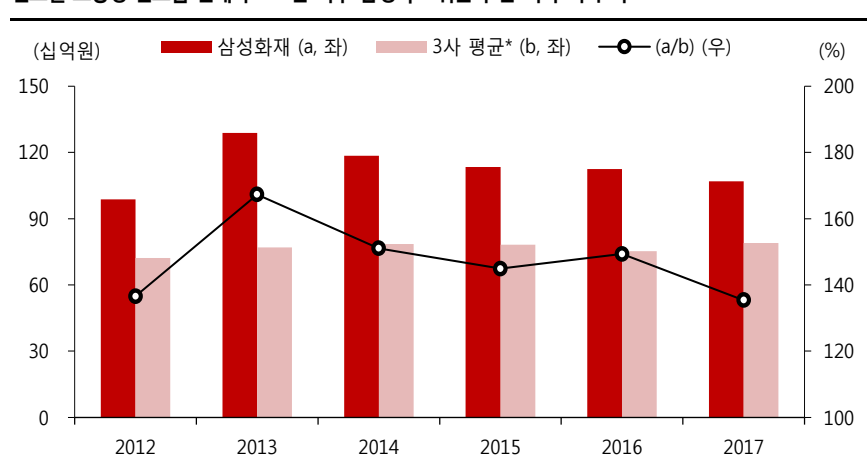
삼성화재 연간 내재가치

(단위: 십억원)	2017	2016	YoY (% , %p)
내재가치 (EV)	17,173	15,707	9.3
조정순자산가치 (ANW)	11,058	10,600	4.3
보유계약가치 (VIF)	6,115	5,107	19.7
신계약가치 (VNB)	730	712	2.5
신계약마진율* (%)	8.3	7.8	0.5

자료: 삼성화재, SK 증권

주: *미래보험료현가 기준

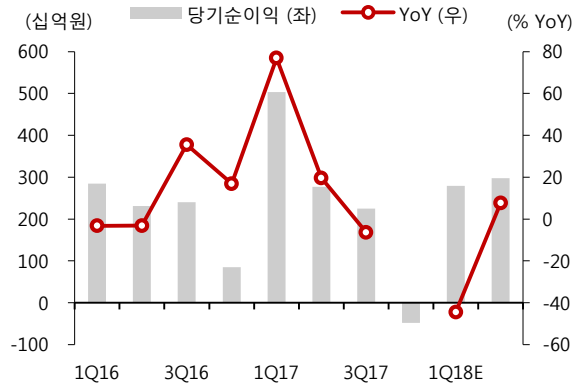
연도별 보장성 인보험 신계약: '13년 이후 삼성과 2위권사 간 격차 지속 축소



자료: 삼성화재, SK 증권

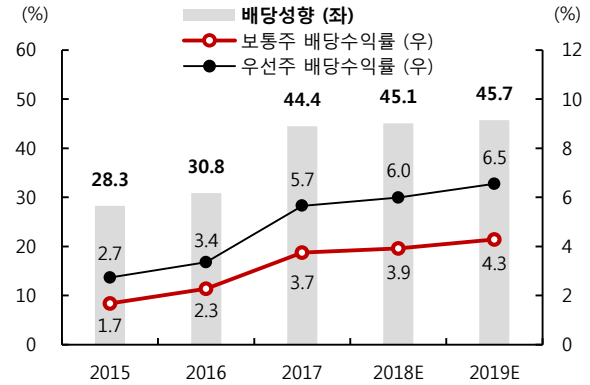
주: *DB 손보, 현대해상, 메리츠화재 3사 기준

삼성화재 당기순이익 추이 및 전망



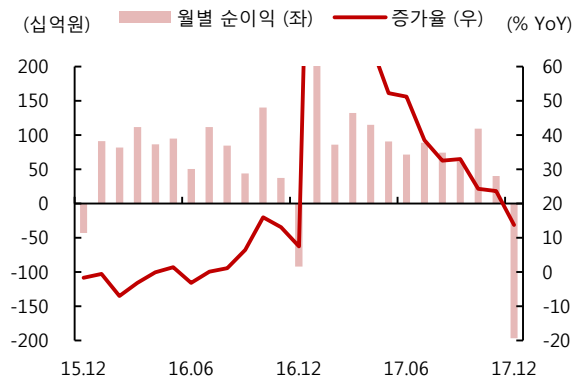
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재 배당지표 추이 및 전망



자료: 삼성화재, SK 증권

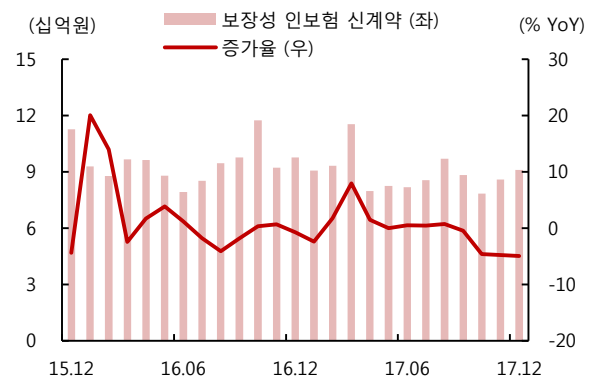
삼성화재의 월별 순이익 및 증가율



자료: 삼성화재, SK 증권

주: 증가율은 YTD 누적 기준

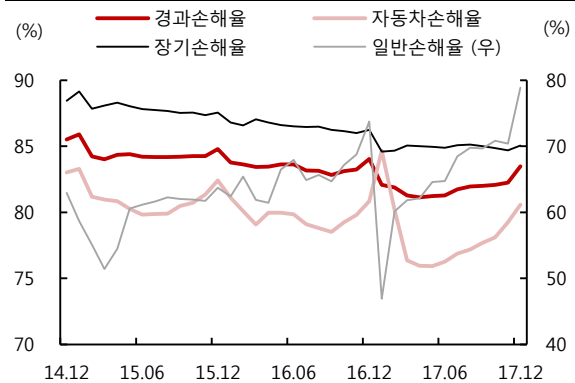
삼성화재의 보장성 인보험 신계약 및 증가율



자료: 삼성화재, SK 증권

주: 증가율은 YTD 누적 기준

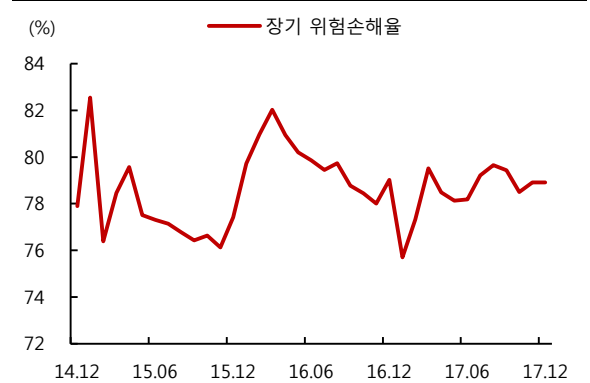
삼성화재의 보증별 경과손해율



자료: 삼성화재, SK 증권

주: YTD 누적 기준

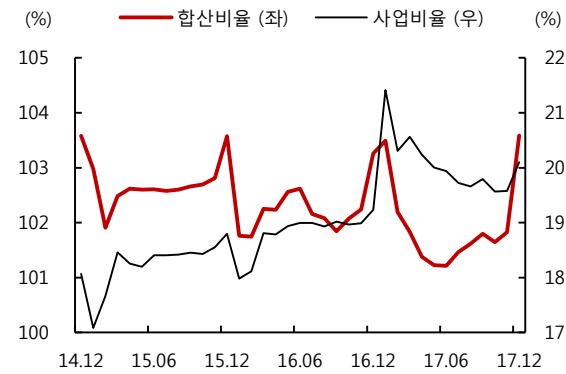
삼성화재의 장기 위험손해율



자료: 삼성화재, SK 증권

주: YTD 누적 기준

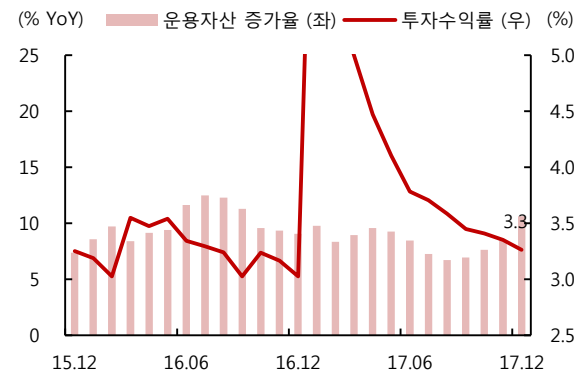
삼성화재의 합산비율 및 사업비율



자료: 삼성화재, SK 증권

주: YTD 누적 기준

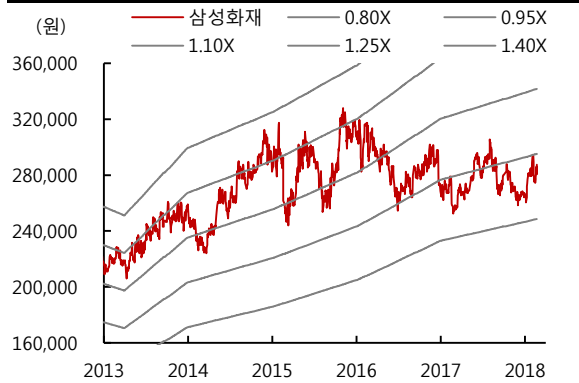
삼성화재의 운용자산 증가율 및 투자수익률



자료: 삼성화재, SK 증권

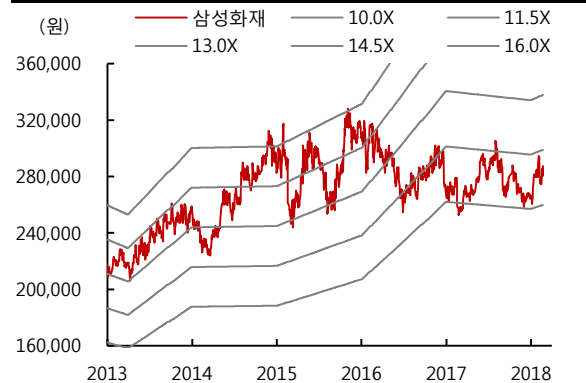
주: 투자수익률은 YTD 누적 기준

삼성화재의 12개월 forward PBR band



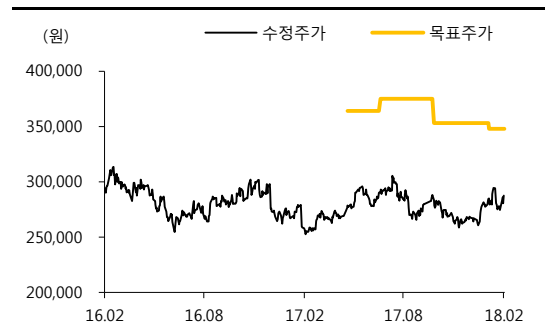
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 12개월 forward PER band



자료: 삼성화재, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2018.02.22	매수	348,000원	6개월		
2018.01.25	매수	348,000원	6개월	-18.51%	-15.37%
2017.12.01	매수	353,000원	6개월	-23.32%	-19.41%
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 2월 22일 기준)

매수	88.51%	중립	11.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	53,408	58,238	64,419	69,016	73,696
현금 및 예치금	1,358	1,049	1,342	2,126	1,878
유가증권	36,118	38,127	40,868	43,524	46,898
주식	3,642	4,342	5,946	6,243	6,563
채권	26,625	28,115	29,319	31,119	33,229
수익증권	1,458	2,098	2,317	2,459	2,626
외화유가증권	3,132	2,849	2,610	3,027	3,784
기타유가증권	1,261	723	675	675	696
대출채권	14,599	17,878	21,393	22,575	24,106
부동산	1,334	1,184	815	791	815
비운용자산	5,412	5,136	5,366	5,454	5,598
특별계정자산	4,051	4,524	5,629	7,599	8,131
자산총계	62,871	67,898	75,413	82,069	87,424
책임준비금	45,773	49,416	52,872	56,476	60,094
지급준비금	3,435	3,731	4,174	4,383	4,602
보험료적립금	38,794	41,941	44,982	48,192	51,460
미경과보험료적립금	3,090	3,240	3,161	3,294	3,375
기타부채	2,884	2,996	3,167	5,207	5,725
특별계정부채	4,243	4,605	7,532	7,908	8,462
부채총계	52,900	57,017	63,571	69,591	74,281
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	6,795	7,414	8,111	8,747	9,412
비상위험준비금	1,692	1,817	1,938	2,043	2,086
자본조정	-1,348	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계	3,558	3,985	4,248	4,248	4,248
자본총계	9,971	10,881	11,842	12,478	13,143
부채와자본총계	62,871	67,898	75,413	82,069	87,424

성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	9.1	8.0	11.1	8.8	6.5
운용자산	7.4	9.0	10.6	7.1	6.8
부채	9.8	7.8	11.5	9.5	6.7
책임준비금	10.3	8.0	7.0	6.8	6.4
자본	5.5	9.1	8.8	5.4	5.3
경과보험료	2.4	2.7	0.9	1.3	2.3
일반	0.3	4.5	-4.8	17.6	2.3
자동차	7.1	15.3	5.2	-2.0	3.6
장기	1.2	-1.5	-0.1	1.0	1.8
순사업비	6.5	5.0	5.5	0.9	2.6
투자영업이익	-0.3	0.7	18.5	-0.1	5.8
영업이익	-1.8	4.6	22.4	15.6	7.4
순이익	-1.7	7.4	13.7	10.9	7.8

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	17,800	18,183	18,230	18,453	18,871
일반	1,361	1,303	1,329	1,356	1,383
자동차	4,238	4,804	4,804	4,849	4,995
장기	12,201	12,077	12,097	12,248	12,493
보유보험료	17,166	17,657	17,526	17,915	18,339
경과보험료	16,956	17,406	17,561	17,794	18,201
일반	1,156	1,208	1,150	1,352	1,383
자동차	3,785	4,364	4,592	4,499	4,660
장기	12,015	11,834	11,820	11,943	12,158
경과손해액	14,376	14,626	14,660	14,664	14,959
일반	736	891	907	899	920
자동차	3,120	3,528	3,700	3,642	3,780
장기	10,520	10,207	10,054	10,105	10,259
순사업비	3,187	3,347	3,530	3,562	3,654
보험영업이익	-606	-568	-630	-414	-412
투자영업이익	1,677	1,688	2,001	1,999	2,116
영업이익	1,071	1,120	1,372	1,586	1,704
영업외이익	-37	-27	-77	-136	-140
세전이익	1,034	1,094	1,294	1,450	1,564
법인세비용	251	253	338	389	420
당기순이익	783	841	956	1,061	1,144

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.8	84.0	83.5	82.3	82.2
일반	63.7	73.7	78.9	66.5	66.5
자동차	82.4	80.9	80.6	80.9	81.1
장기	87.6	86.3	85.1	84.6	84.4
사업비율	18.8	19.2	20.1	20.0	20.1
투자이익률	3.3	3.1	3.3	3.0	3.0
수익성 (%)					
ROE	8.1	8.1	8.4	8.7	8.9
ROA	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	18,835	20,702	23,340	25,881	27,886
보통주 BPS	232,111	255,966	278,571	293,529	309,182
보통주 DPS	5,150	6,100	10,000	11,250	12,300
기타 지표					
보통주 PER (X)	16.3	13.0	11.4	11.1	10.3
보통주 PBR (X)	1.3	1.0	1.0	1.0	0.9
배당성향 (%)	28.3	30.8	44.4	45.1	45.7
보통주 배당수익률 (%)	1.7	2.3	3.7	3.9	4.3

자료 : SK증권 추정