

삼성화재(000810)

높아진 배당성향과 전략적 행보에 주목

■ 투자 의견 Buy, 목표주가 360,000원으로 커버리지 개시

- 투자 의견을 Buy로 제시하는 이유는 1) 높은 지급여력의 경쟁력이 높은 배당성향으로 연결되기 시작하였고 2) 높은 시장 지배력을 이용한 다양한 전략을 시행하며 차별화된 마진을 확보하고 있기 때문이다.
- 목표주가 360,000원은 2018년 예상 BPS 313,025원과 예상 EVPS 473,283원에 Target multiple 0.9배와 0.9배를 적용한 목표주가를 산술평균하여 산출하였다.

■ 투자 포인트: RBC에 부합하는 배당성향, 다양한 전략 추진

- 동사의 2017년말 RBC 비율은 324.8%로 손해보험사 중 가장 높은 수준으로 ROE 제고에 대한 투자자들의 요구가 큰 상황이었다. 과거 배당성향은 25~28% 수준이었지만 2017년 배당성향을 44.4%수준까지 확대하며 투자자들의 요구수준을 상당부분 충족시켰다고 판단된다.
- 동사는 자동차 및 장기보험 부분에서 시장 지배력 방어 및 확대를 위한 전략들을 시행하고 있다. 자동차보험에서는 시장 규모가 확대되고 있는 CM(온라인)채널에서의 지배력을 유지하기 위하여 예정사업비 인하를 통해 가격 경쟁력을 확보하고 있으며 장기보험에서는 G.A 채널에 공급하는 상품의 라인업을 확대하며 오랜만에 성장에 집중하는 전략이 시행되고 있다고 판단된다.
- 2위권 손보사의 특약 할인율 확대 전략, G.A 채널에서의 시책 경쟁 등으로 단기 간에 동사 전략의 효과가 확인되기는 어렵지만 방향성은 긍정적이라고 판단된다.
- 추가적으로 동사가 보유하고 있는 삼성전자 지분의 일부 및 삼성물산 지분의 처분 가능성도 존재하여 경쟁사와 달리 비경상 수익의 기여가 확대될 여지가 있다고 생각한다.

■ 18년 1분기 별도순이익 2,625억원으로 컨센서스 하회 전망

- 1분기 별도순이익은 전년동기대비 47.8% 감소할 것으로 전망된다. 이유는 1) 자동차 및 일반보험 손해율 상승과 2) 지난해 인식한 본사 건물 매각이익 2,614억원의 기저효과 때문이다.
- 1분기 손해율은 82.4%로 전년동기대비 1.1%p 상승할 것으로 전망된다. 장기보험 손해율은 0.5%p 개선되었지만 자동차 및 일반보험 손해율의 5.6%p, 1.0%p 상승할 것으로 예상되기 때문이다.
- 사업비율은 지난해 성과급 재원 적립의 기저효과로 0.5%p 하락 전망된다.

은행/보험/증권 강승건

(2122-9181) neo.cygun@hi-ib.com

은행/보험/증권 최영수

(2122-9213) yschoi@hi-ib.com

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	360,000원
종가(2018/04/12)	263,500원

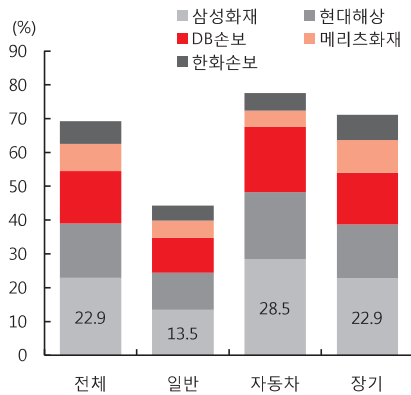
Stock Indicator

자본금	26십억원
발행주식수	5,057만주
시가총액	13,064십억원
외국인지분율	51.0%
배당금(2017)	10,000원
EPS(2018E)	24,881원
BPS(2018E)	313,025원
ROE(2018E)	8.1%
52주 주가	258,500~305,500원
60일평균거래량	75,934주
60일평균거래대금	21.3십억원

Price Trend

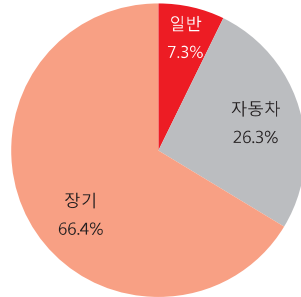


〈그림1〉 보종별 시장점유율



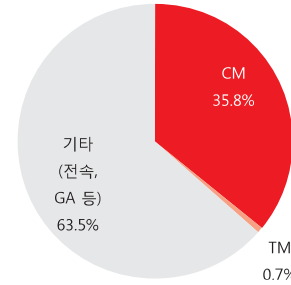
자료: 각 사, 하이투자증권
주: 2017년 원수보험료 기준

〈그림2〉 원수보험료 내 보종별 비중



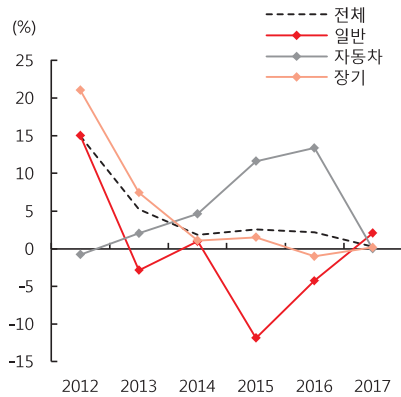
자료: 삼성화재, 하이투자증권
주: 2017년 원수보험료 기준

〈그림3〉 자동차보험 다이렉트 채널 비중



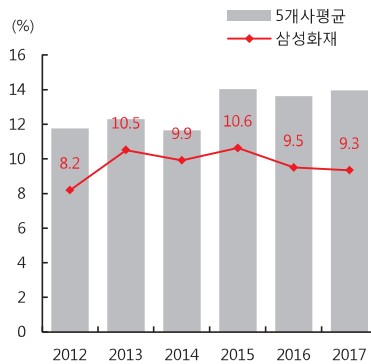
자료: 삼성화재, 하이투자증권
주: 2017년 기준

〈그림4〉 보종별 원수보험료 증가율



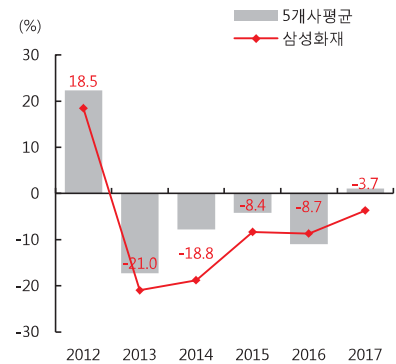
자료: 각 사, 하이투자증권
주: 수입보험료(일반+변액) 기준

〈그림5〉 위험보험료 증가율



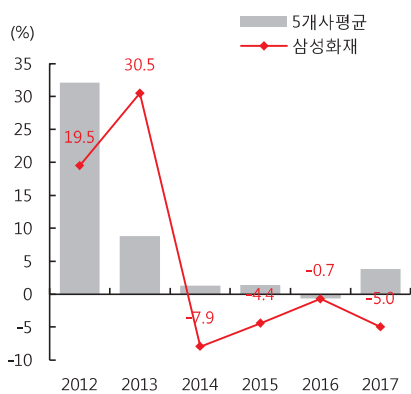
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림6〉 신계약 성장률



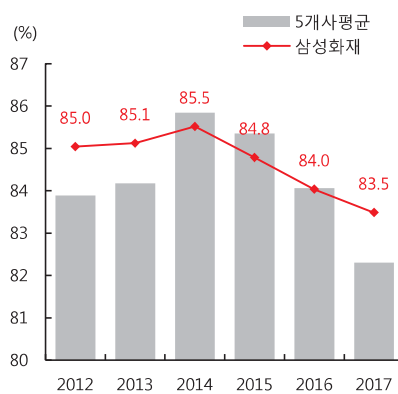
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림7〉 인담보 신계약 성장률



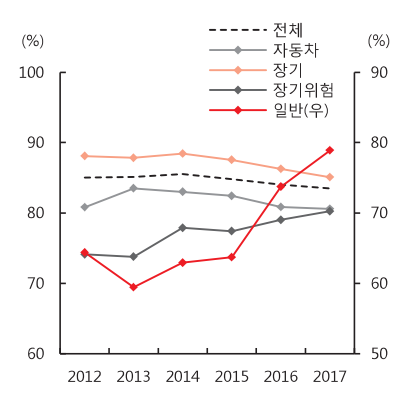
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림8〉 손해율



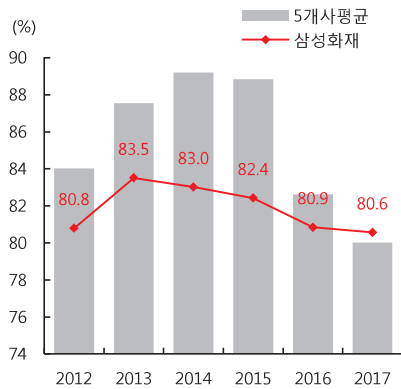
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림9〉 보종별 손해율



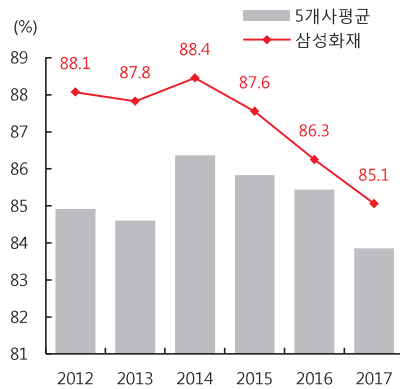
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림10〉 자동차 손해율



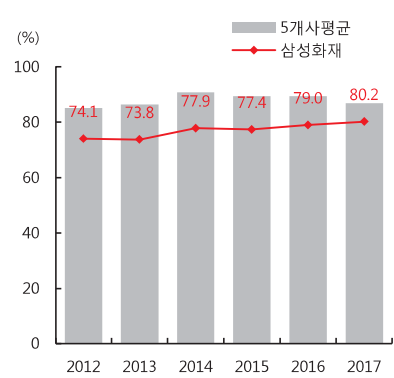
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림11〉 장기손해율



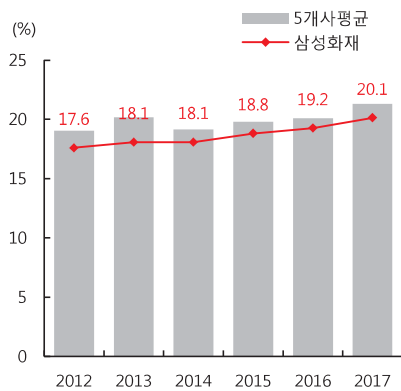
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림12〉 장기 위험손해율



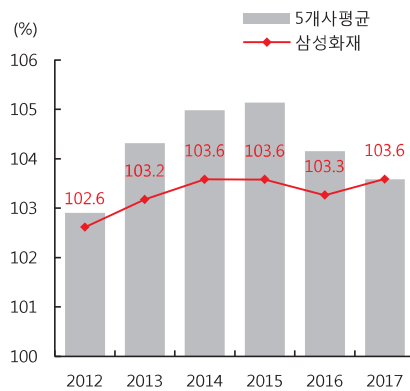
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림13〉 사업비용



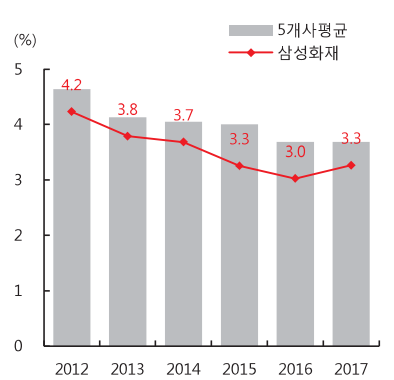
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림14〉 합산비용



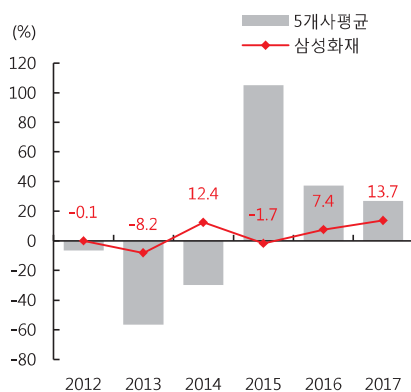
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림15〉 투자수익률



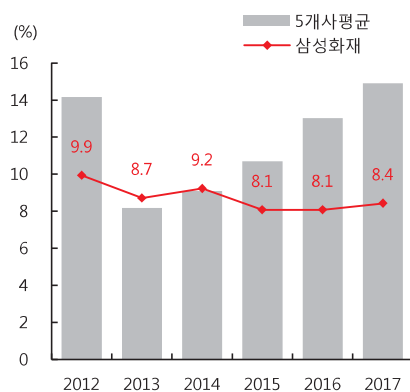
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림16〉 순이익 성장률



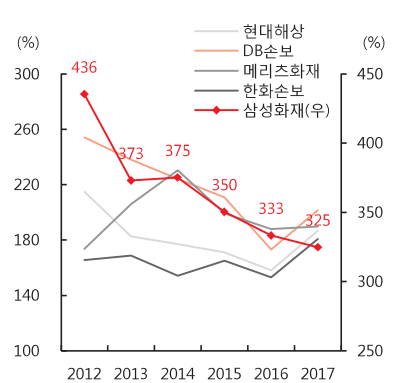
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림17〉 ROE



자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림18〉 RBC비율



자료: 각 사, 하이투자증권

삼성화재 1분기 실적 전망

		(단위: 십억원, %, %p)				
		2018 1QF	2017 4Q	QoQ	2017 1Q	YoY
요약손익	원수보험료	4,475	4,393	1.9	4,565	-2.0
	보유보험료	4,326	4,119	5.0	4,426	-2.3
	경과보험료	4,397	4,244	3.6	4,409	-0.3
	발생손해액	3,624	3,740	-3.1	3,583	1.1
	순사업비	880	894	-1.5	907	-2.9
	보험영업이익	-107	-393	N/A	-81	N/A
	투자영업이익	499	445	12.2	734	-32.0
	총영업이익	392	52	655.7	654	-40.1
	세전이익	359	-11	흑전	636	-43.6
	당기순이익	262	-48	흑전	503	-47.8
보험영업	손해율	82.4	88.1	-5.7	81.3	1.1
	사업비율	20.0	21.1	-1.0	20.6	-0.5
	합산비율	102.4	109.2	-6.8	101.8	0.6
원수보험료	자동차	1,108	1,100	0.7	1,241	-10.7
	장기	3,060	2,999	2.0	3,038	0.7
	일반	308	295	4.5	287	7.2
보종별손해율	자동차	82.0	89.2	-7.3	76.4	5.6
	장기	84.5	85.2	-0.7	85.1	-0.5
	일반	62.8	129.6	-66.7	61.8	1.0
투자부문	운용자산	62,551	64,419	-2.9	59,221	5.6
	투자수익률	3.1	2.8	0.3	5.0	-1.9
수익성	ROE	8.9	-1.6	10.5	18.1	-9.2
신계약	신계약(월납환산)	45	37	19.1	43	2.9
	인담보 신계약	33	26	27.8	30	9.0

주: 연결 기준

자료: 삼성화재, 하이투자증권

Valuation

투자의견	BUY
목표주가(원)	360,000
목표주가 P/B	1.2
목표주가 P/E	14.5
상승여력(%)	36.6
현재주가(원, 18.04.12)	263,500
P/B 기준	
Target Price I (원)	290,942
Target P/B(배)	0.9
2018년 예상 BPS(원)	313,025
Sustainable RoE(%)	8.4
Ke(%)	9.0
P/EV 기준	
Target Price II	425,955
Target P/EV	0.9
2018년 예상 EVPS	473,283
Sustainable RoEV	8.2

자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
운용자산	58,238	64,419	66,900	68,491	70,011
현금 및 예금	1,049	1,342	1,394	1,427	1,459
유가증권	38,127	40,868	42,442	43,451	44,416
당기손익증권	1,004	899	933	956	977
매도가능증권	36,480	39,110	40,644	41,628	42,568
만기보유증권	141	141	147	150	153
관계기업투자주식	502	718	718	718	718
대출채권	17,878	21,393	22,217	22,746	23,251
부동산	1,184	815	847	867	886
비운용자산	5,136	5,366	5,581	5,743	5,903
특별계정자산	4,524	5,629	5,837	5,946	6,046
별도자산총계	67,898	75,413	78,318	80,180	81,960
책임준비금	49,416	52,872	54,826	55,853	56,793
지급준비금	3,731	4,174	4,155	4,237	4,318
보험료적립금	41,941	44,982	46,982	47,890	48,703
미경과보험료 적립금	3,240	3,161	3,058	2,967	2,864
기타준비금	504	555	631	759	907
기타부채	2,996	3,167	3,284	3,346	3,402
특별계정부채	4,605	7,532	7,810	7,956	8,090
별도부채총계	57,017	63,571	65,920	67,155	68,285
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	7,414	8,111	8,668	9,295	9,944
자본조정	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계	3,985	4,248	4,248	4,248	4,248
별도자본총계	10,881	11,842	12,398	13,025	13,675

손익계산서(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	18,183	18,230	18,184	18,538	18,931
일반	1,303	1,329	1,282	1,347	1,414
자동차	4,804	4,804	4,664	4,771	4,873
장기	12,077	12,097	12,237	12,420	12,644
경과보험료	17,406	17,561	17,710	18,038	18,420
일반	1,208	1,150	1,290	1,372	1,443
자동차	4,364	4,592	4,485	4,563	4,664
장기	11,834	11,820	11,935	12,103	12,312
경과손해액	14,626	14,660	14,625	14,895	15,227
보험금	5,539	5,913	6,361	6,441	6,655
환급금/연금/배당	5,004	4,660	4,948	5,302	5,400
준비금 증가액	3,600	3,463	2,785	2,621	2,641
손해조사비	494	524	530	532	532
순사업비	3,347	3,530	3,495	3,498	3,551
일반	293	302	290	306	322
자동차	823	832	788	788	795
장기	2,232	2,396	2,417	2,404	2,434
보험영업이익	-559	-631	-409	-356	-357
투자영업이익	1,688	2,001	1,883	1,972	2,051
총영업이익	1,129	1,370	1,474	1,616	1,694
영업외손익	-27	-77	-132	-147	-147
법인세차감전순이익	1,102	1,293	1,341	1,468	1,546
법인세	253	338	360	395	417
세율	23.1	26.1	26.8	26.9	26.9
별도당기순이익	841	956	981	1,074	1,130

주: 손해율, 사업비용, 합산비용은 경과보험료 기준

성장성지표(별도)	(단위:%)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	2.2	0.3	-0.3	1.9	2.1
일반	-4.3	2.0	-3.5	5.0	5.0
자동차	13.4	0.0	-2.9	2.3	2.1
장기	-1.0	0.2	1.2	1.5	1.8
장기위험	9.5	9.3	9.0	8.9	8.5
경과보험료	2.7	0.9	0.9	1.8	2.1
투자영업이익	0.7	18.5	-5.9	4.7	4.0
총영업이익	4.8	21.4	7.6	9.6	4.8
별도당기순이익	7.4	13.7	2.6	9.4	5.2
운용자산	9.0	10.6	3.9	2.4	2.2
책임준비금	8.0	7.0	3.7	1.9	1.7
별도자본총계	9.1	8.8	4.7	5.1	5.0

수익성 지표(별도)	(단위:%)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
손해율	84.0	83.5	82.6	82.6	82.7
일반	73.7	78.9	68.2	68.4	69.4
자동차	80.9	80.6	82.5	84.1	84.0
장기	86.3	85.1	84.2	83.6	83.7
장기위험	79.0	80.2	79.1	77.6	77.4
사업비용	19.2	20.1	19.7	19.4	19.3
합산비용	103.3	103.6	102.3	102.0	101.9
투자수익률	3.0	3.3	2.9	2.9	3.0

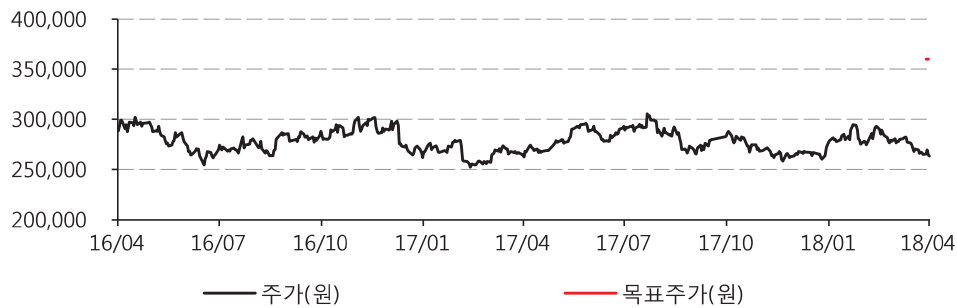
재무제표(연결)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
연결 자산총계	68,218	75,908	78,813	80,675	82,455
연결부채총계	57,209	63,980	66,328	67,563	68,694
지배기업소유지분	10,991	11,911	12,467	13,094	13,744
비지배지분	17	17	17	17	17
연결자본총계	11,008	11,928	12,484	13,112	13,761
법인세차감전 순이익	1,120	1,314	1,357	1,484	1,562
법인세	259	345	364	398	420
세율	23.1	26.2	26.8	26.8	26.9
연결순이익	861	969	993	1,086	1,142
지배주주지분순이익	858	966	991	1,083	1,139
비지배지분순이익	3	3	2	2	2

투자지표(별도)	(단위: 십억원, %, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	8.1	8.4	8.1	8.4	8.5
ROA	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4
EPS(원)	21,113	24,014	24,641	26,956	28,364
BPS(원)	273,197	297,325	311,292	327,041	343,344

투자지표(연결)	(단위: 십억원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	8.1	8.4	8.1	8.5	8.5
ROA	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4
EPS(원)	21,542	24,261	24,881	27,197	28,605
BPS(원)	275,954	299,057	313,025	328,773	345,077
DPS(원)	6,100	10,000	10,500	11,300	12,000
P/E	12.5	11.0	10.6	9.7	9.2
P/B	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
배당수익률	2.3	3.7	4.0	4.3	4.6
RBC	333	325	312	306	301
Embedded Value	15,707	17,173	18,850	20,294	21,767
RoEV	9.0	12.0	9.8	7.7	7.3
EVPS(원)	394,368	431,168	473,283	509,530	546,521
P/EV	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5

자료: 삼성화재, 하이투자증권

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이 (삼성화재)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018-04-16(담당자변경)	Buy	360,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자 : 강승건, 최영수)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-