

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

dohakim@sk.com

02-3773-8876

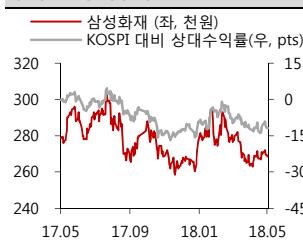
Company Data

자본금	26 십억원
발행주식수	5,057 만주
자사주	806 만주
액면가	500 원
시가총액	12,720 십억원
주요주주	
삼성생명보험(주)(외5)	18.50%
삼성화재 자사주	15.92%
외국인지분율	51.29%
배당수익률	3.75%

Stock Data

주가(18/05/14)	268,500 원
KOSPI	2,476.1 pt
52주 Beta	0.37
52주 최고가	305,500 원
52주 최저가	258,500 원
60일 평균 거래대금	18 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.5%	0.1%
6개월	-0.4%	2.2%
12개월	-3.1%	-11.0%

삼성화재 (000810/KS | 매수(유지) | T.P 343,000 원(하향))

1Q18 Review: 군계일학 (群鶴一鶴)

삼성화재의 1Q18 당기순이익은 3,011 억원 (-40% YoY)으로 컨센서스에 부합. 1Q17 본사 매각의 제외 시 세전이익 11% YoY 증가. 사업비율은 20.4%로 0.2%p YoY 개선돼 타 손보사와 다른 방향을 나타냈는데, 전년 본사 매각익을 사업비에 분배했던 기저효과이며 이는 연중 영향을 미칠 전망. 한편 동사의 1Q18 실제 판매비는 400 억원 중반 YoY 증가해 규모가 작은 다른 상장사들보다 오히려 적은 수준으로 추정됨. 양호한 실적 방어에 더해 배당 매력도가 높은 점을 긍정적으로 판단해 투자의견 매수 유지함

1Q18 당기순이익 3,011 억원 (-40.1% YoY)으로 컨센서스에 부합

삼성화재의 1Q18 별도 당기순이익은 3,011억원 (-40.1% YoY)으로 SK증권 추정치 및 컨센서스에 부합함. 1Q17 본사 매각익 2,650억원을 제외하면 세전이익이 11% YoY 증가한 수준. 삼성화재의 1Q18 경과손해율은 81.5% (+0.2%p YoY)로 상승했는데, 자동차손해율 (81.4%, +5.1%p YoY) 및 장기 위험손해율 (80.7%, +1.2%p YoY) 악화가 원인. 1Q18 사업비율은 20.4%로 0.2%p YoY 개선돼 타 손보사와 다른 방향을 나타냈는데, 이는 신계약 경쟁으로 인한 판매비 증가에도 불구하고 전년동기 본사 매각익을 사업비에 분배했던 데 따른 기저효과임. 동사의 1Q18 보장성 인보험 신계약은 343억원으로 14.8% YoY 증가해 5년내 최고치를 기록. 1Q18 투자수익률은 3.2% (-1.8%p YoY, 본사 매각의 제외 시 전년과 동일)을 기록

양호한 실적 방어에, 배당 매력도도 높다!

삼성화재는 10~30%의 YoY 이익 감소를 나타낸 여타 상장 손보사와 달리 11%의 세전이익 증가를 시현. 회계적 이슈를 배제한 삼성화재의 1Q18 실제 판매비(*)는 전년동기대비 400억원 중반 증가한 것으로 추정되며, 이는 동사보다 규모가 작은 다른 상장사들보다 오히려 적은 수준. 전술한 사업비 기저효과로 인해 연간 사업비율이 0.1%p YoY 상승에 그칠 전망인 점도 타사 대비 실적 부담을 덜어주는 요인임. 다만 채권 평가손에 따른 BPS 감소를 반영해 목표주가를 343,000원 (목표 PBR 1.17X)으로 이전 대비 1% 하향 조정함. 그럼에도 견조한 배당성향 의지와 이를 뒷받침하는 자본력으로 2018년 기대 배당수익률은 보통주 4.2%, 우선주 6.2%로 매력도가 높아 긍정적으로 판단하며, 투자의견 매수를 유지함

*추가상각비+이연신계약비+신계약비+대리점수수료로 추산

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
경과보험료	십억원	16,956	17,406	17,795	17,597	17,993	18,402
YoY	%	2.4	2.7	2.2	-1.1	2.2	2.3
보험손익	십억원	-606	-568	-395	-428	-380	-389
투자손익	십억원	1,677	1,688	2,001	2,007	2,104	2,212
합산비율	%	103.6	103.3	102.2	102.4	102.1	102.1
투자수익률	%	3.3	3.1	3.3	3.1	3.0	3.0
영업이익	십억원	1,071	1,120	1,606	1,578	1,724	1,822
YoY	%	-1.8	4.6	43.4	-1.7	9.3	5.7
세전이익	십억원	1,034	1,094	1,412	1,455	1,584	1,682
순이익	십억원	783	841	1,043	1,065	1,159	1,230
YoY	%	-1.7	7.4	24.0	2.2	8.8	6.1
EPS	원	18,835	20,702	25,511	25,990	28,260	29,986
BPS	원	232,111	255,966	280,460	285,844	301,847	318,474
PER	배	16.3	13.0	10.5	10.3	9.5	9.0
PBR	배	1.3	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
ROE	%	8.1	8.1	9.1	8.9	9.3	9.3
배당수익률	%	1.7	2.3	3.7	4.2	4.6	4.9

삼성화재 1Q18 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	1Q18P	1Q17	YoY (%)	4Q17	QoQ (%)	1Q18E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(808)	(809)	적지	(390.4)	적지	(96.8)	n/a	n/a	n/a
투자영업이익	512.7	734.4	(30.2)	444.8	15.3	542.7	(5.5)	n/a	n/a
영업이익	431.9	653.5	(33.9)	54.4	694.2	445.9	(3.1)	426.4	1.3
순이익	301.1	503.0	(40.1)	(48.0)	흑전	301.4	(0.1)	296.8	1.5

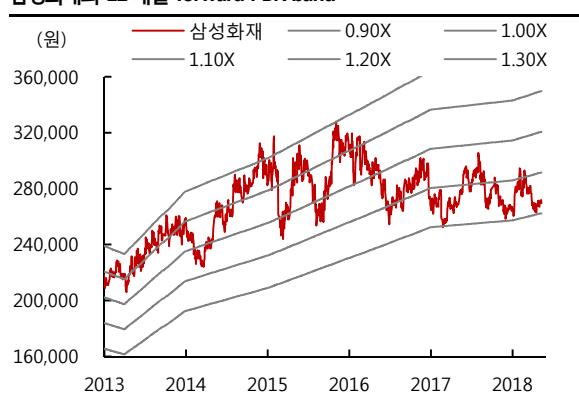
자료: 삼성화재, FnGuide, SK 증권

삼성화재의 목표주가 산출식

항목	삼성화재	비고
자기자본비율 (%)	8.6	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.3	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.8	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.7	(d): 삼성화재의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	9.2	(e): 삼성화재의 2018~2020년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.07	(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)	292,512	(j): 삼성화재의 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	343,000	(k): (i)*(j)
현주가 (05/14, 원)	268,500	
상승여력 (%)	27.7	

자료 SK 증권

삼성화재의 12 개월 forward PBR band



자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 12 개월 forward PER band



자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재 별도 기준 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)
원수보험료	3,120.8	3,216.1	3,274.5	3,214.7	3,201.8	(0.4)	2.6
일반	254.4	287.9	241.4	297.1	259.4	(12.7)	2.0
자동차	781.5	832.5	887.4	827.7	837.4	1.2	7.1
장기	2,084.9	2,095.6	2,145.7	2,089.9	2,105.0	0.7	1.0
경과보험료	2,830.2	2,850.9	2,953.8	2,898.0	2,891.4	(0.2)	2.2
일반	109.1	112.8	111.4	117.6	110.7	(5.9)	1.4
자동차	720.1	737.2	760.2	773.7	766.1	(1.0)	6.4
장기	2,001.0	2,000.9	2,082.3	2,006.6	2,014.7	0.4	0.7
순사업비	552.3	560.3	591.9	632.3	613.8	(29)	11.1
보험영업이익	(81.6)	(330)	(102.8)	(162.7)	(133.6)	적지	적지
투자영업이익	245.8	252.7	268.7	252.9	283.2	12.0	15.2
영업이익	164.3	219.7	165.9	90.2	149.5	65.7	(9.0)
순이익	115.5	166.7	123.9	66.8	106.0	58.8	(8.2)
경과손해율 (%)	83.4	81.5	83.4	83.8	83.4	(0.4)	0.0
일반	60.3	56.9	75.1	71.2	56.6	(14.5)	(3.7)
자동차	77.8	77.0	78.8	84.3	80.4	(3.9)	2.6
장기	86.6	84.5	85.6	84.4	86.0	1.7	(0.6)
위험손해율*	92.7	84.1	87.7	83.6	91.4	7.8	(1.3)
순사업비율 (%)	19.5	19.7	20.0	21.8	21.2	(0.6)	1.7
합산비율 (%)	102.9	101.2	103.5	105.6	104.6	(1.0)	1.7
순투자수익률 (%)	3.3	3.3	3.4	3.1	3.5	0.3	0.2
장기월납환산	27.7	23.1	29.8	24.6	29.7	20.9	7.5
저축성	2.7	1.7	5.8	1.7	1.4	(17.8)	(50.1)
보장성	24.9	21.4	24.0	22.9	28.4	23.7	13.9
인보험	21.6	17.2	19.6	19.0	24.7	29.8	14.4

자료: 삼성화재, SK 증권

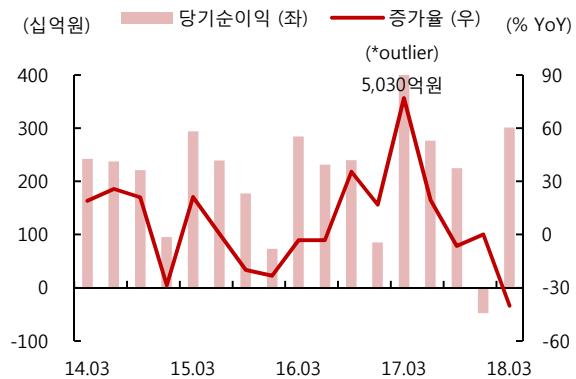
주: *K-GAAP기준

삼성화재 운용자산 현황

(단위: 십억원)	17년 3월	17년 6월	17년 9월	17년 12월	18년 3월	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	29,734	31,350	32,106	32,448	32,704	100.0	0.8	10.0
현금및예치금	1,067	1,058	1,334	854	849	2.6	(0.6)	(204)
유기증권	18,817	20,188	20,672	21,083	21,128	64.6	0.2	12.3
주식	664	678	643	702	713	2.2	1.5	7.3
채권	10,539	10,750	10,978	11,207	11,195	34.2	(0.1)	6.2
수익증권	2,477	3,054	3,114	3,227	3,289	10.1	1.9	32.8
외화유가증권	4,276	4,740	5,063	5,112	5,170	15.8	1.1	20.9
기타유가증권	313	293	228	185	241	0.7	29.7	(23.0)
관계사 지분	549	674	646	649	520	1.6	(19.8)	(5.3)
대출채권	8,839	9,096	9,092	9,505	9,723	29.7	2.3	10.0
부동산	1,011	1,009	1,007	1,006	1,004	3.1	(0.2)	(0.7)

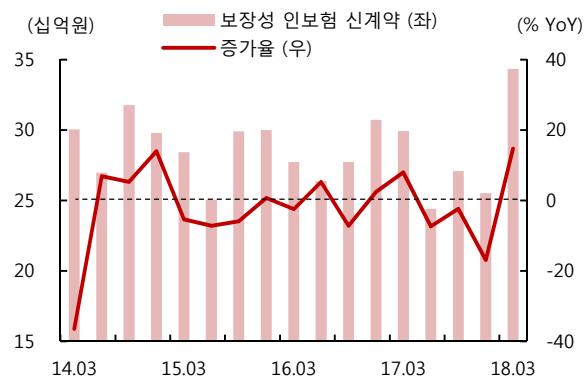
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 분기별 순이익 및 증가율



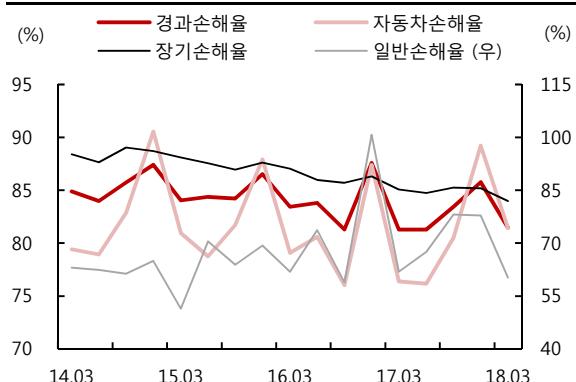
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 보장성 인보험 신계약 및 증가율



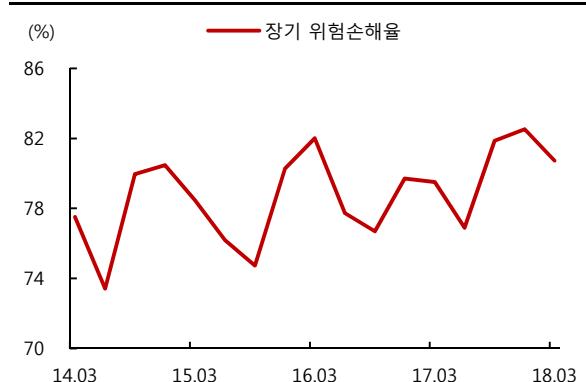
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 보증별 경과손해율



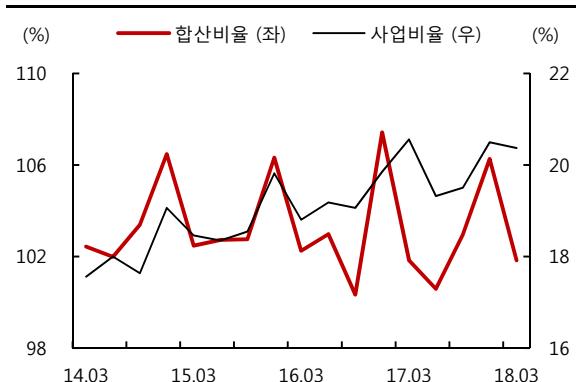
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 장기 위험손해율



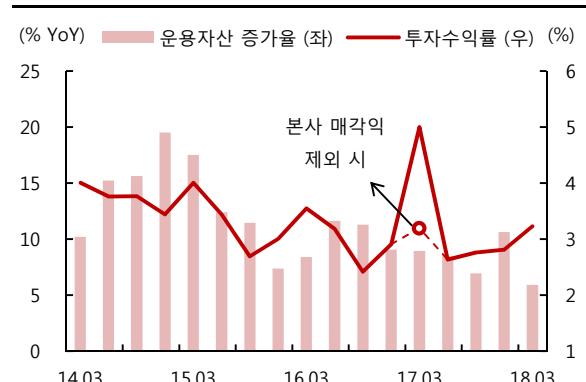
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 합산비율 및 사업비율

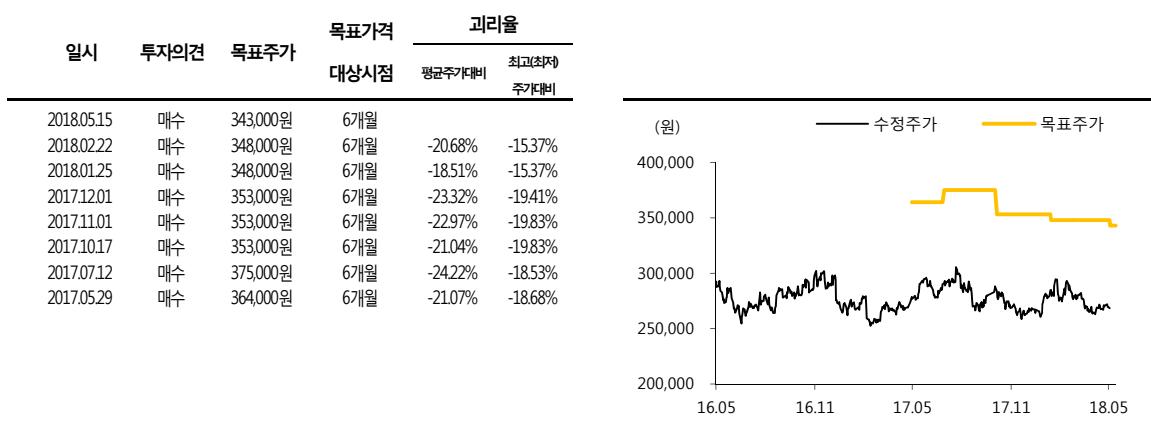


자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 운용자산 증가율 및 투자수익률



자료: 삼성화재, SK 증권



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 5월 15일 기준)

매수	90.41%	중립	9.59%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	58,238	64,419	68,171	71,992	75,904
현금 및 예치금	1,049	1,342	1,189	745	594
유가증권	38,127	40,868	43,109	46,064	48,789
주식	4,342	5,946	6,243	6,563	6,899
채권	28,115	29,319	30,734	32,457	34,318
수익증권	2,098	2,317	2,429	2,565	2,693
외화유가증권	2,849	2,610	3,027	3,784	4,163
기타유가증권	723	675	675	696	717
대출채권	17,878	21,393	23,052	24,344	25,667
부동산	1,184	815	821	839	854
비운용자산	5,136	5,473	5,651	5,943	6,262
특별계정자산	4,524	5,629	7,599	8,131	8,700
자산총계	67,898	75,521	81,421	86,065	90,866
책임준비금	49,416	52,872	55,795	58,793	61,818
지급준비금	3,731	4,174	4,383	4,602	4,786
보험료적립금	41,941	44,982	47,603	50,270	53,002
미경과보험료적립금	3,240	3,161	3,201	3,260	3,318
기타부채	2,996	3,194	5,566	5,978	6,455
특별계정부채	4,605	7,532	7,909	8,462	9,055
부채총계	57,017	63,599	69,270	73,234	77,328
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	7,414	8,198	8,838	9,518	10,225
비상위험준비금	1,817	1,938	1,985	2,027	2,076
자본조정	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계	3,985	4,242	3,831	3,831	3,831
자본총계	10,881	11,922	12,151	12,831	13,538
부채와자본총계	67,898	75,521	81,421	86,065	90,866

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	8.0	11.2	7.8	5.7	5.6
운용자산	9.0	10.6	5.8	5.6	5.4
부채	7.8	11.5	8.9	5.7	5.6
책임준비금	8.0	7.0	5.5	5.4	5.1
자본	9.1	9.6	1.9	5.6	5.5
경과보험료	2.7	2.2	-11	22	23
일반	4.5	4.9	5.1	23	23
자동차	15.3	5.2	-33	34	35
장기	-1.5	-0.1	0.0	18	18
순사업비	5.0	5.5	0.1	-0.5	2.1
투자영업이익	0.7	18.5	0.3	4.9	5.1
영업이익	4.6	43.4	-1.7	9.3	5.7
순이익	7.4	24.0	2.2	8.8	6.1

자료 : SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	18,183	18,230	18,358	18,774	19,249
일반	1,303	1,329	1,389	1,417	1,445
자동차	4,804	4,804	4,833	4,978	5,177
장기	12,077	12,097	12,136	12,379	12,627
보우보험료	17,657	17,643	17,767	18,187	18,647
경과보험료	17,406	17,795	17,597	17,993	18,402
일반	1,208	1,267	1,332	1,362	1,394
자동차	4,364	4,592	4,441	4,594	4,755
장기	11,834	11,820	11,824	12,037	12,253
경과손해액	14,626	14,660	14,492	14,859	15,204
일반	891	907	859	926	948
자동차	3,528	3,700	3,676	3,811	3,940
장기	10,207	10,054	9,958	10,122	10,316
순사업비	3,347	3,530	3,533	3,514	3,587
보험영업이익	-568	-395	-428	-380	-389
투자영업이익	1,688	2,001	2,007	2,104	2,212
영업이익	1,120	1,606	1,578	1,724	1,822
영업외이익	-27	-77	-123	-140	-140
세전이익	1,094	1,412	1,455	1,584	1,682
법인세비용	253	369	389	426	453
당기순이익	841	1,043	1,065	1,159	1,230

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.0	82.4	82.4	82.6	82.6
일반	73.7	71.6	64.5	68.0	68.0
자동차	80.9	80.6	82.8	83.0	82.9
장기	86.3	85.1	84.2	84.1	84.2
사업비율	19.2	19.8	20.1	19.5	19.5
투자이익률	3.1	3.3	3.1	3.0	3.0
수익성 (%)					
ROE	8.1	9.1	8.9	9.3	9.3
ROA	1.3	1.5	1.4	1.4	1.4
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	20,702	25,511	25,990	28,260	29,986
보통주 BPS	255,966	280,460	285,844	301,847	318,474
보통주 DPS	6,100	10,000	11,250	12,300	13,200
기타 지표					
보통주 PER (X)	13.0	10.5	10.3	9.5	9.0
보통주 PBR (X)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
배당성향 (%)	30.8	40.8	44.9	45.1	42.8
보통주 배당수익률 (%)	2.3	3.7	4.2	4.6	4.9