



2018년 5월 15일 | Equity Research

# 삼성화재 (000810)

## 컨센서스 부합. 차별적인 배당성향 상향 전망

### 1Q18 순익 3,011억원(YoY -40.1%) 컨센서스 부합

1Q18 순익은 3,011억원으로 전년 동기 대비 40.1% 감소하였으나 낮아진 시장 기대치에는 부합했다. 전년 동기 대비 감익은 1Q17 을지로 본사 매각익의 영향으로 이를 제외한 세전의 기준 비교시 11.0% 증가했다. 경과 손해율은 0.2%p 상승한 81.3%를 기록하였으나 사업비율이 0.2%p 개선되며 이를 상쇄하였다. 보종별 손해율을 살펴보면 차보험 손해율이 폭설 및 한파의 영향으로 5.1%p 상승, 장기위험 손해율 역시 기록적 한파의 영향으로 1.2%p 악화되었다. 차보험 내 온라인 비중은 40%대까지 상승하며 사업비율 개선요인으로 작용하였다. 사측은 온라인 비중 10% 상승시 사업비율 0.2%p 개선요인이라 밝혔다.

### 신계약 증가 속도는 기대 대비 더디나, 회사 가이던스에 부합하는 견조한 성장 중

1Q18 보장성 인보험(재물보험 제외)은 전년 동기 대비 14.7% 증가한 343억원을 기록했다. 3월 고성장을 시현한 2위권 손보사들과 비교하면 다소 주춤한 성장이지만, '12년 이후 추세적인 M/S 하락을 기록한 삼성화재 입장에서는 실로 오랜만에 확인되는 성장이다. 소폭이나마 GA채널 M/S 역시 상승한 것으로 확인된다. 사측은 컨퍼런스콜을 통해서 과다한 시책 경쟁을 통한 경쟁보다는 차별화된 담보 및 신상품 출시를 통한 매출 증대를 꾀하겠다고 밝혔다. 업계 타사 대비 시책 과다 경쟁을 지향할 의지가 높지 않고 차보험 내 온라인보험 비중 증대의 영향으로 업계 대비 사업비율 악화 폭은 제한적일 것으로 추정된다.

### 투자의견 BUY, 목표가 36만원 유지

### 배당성향 상향에 따른 배당수익률 매력 부각될 전망

기존 투자의견 BUY와 목표주가 36만원을 유지한다. 손보업체와 마찬가지로 삼성화재 또한 전년 대비 증익 가능성이 제한적이거나, 압도적인 자본적정성 우위를 바탕으로 한 점진적인 배당성향을 가정시 4%대 이상의 배당수익률이 가능할 것으로 추정된다.

### Earnings Review

**BUY**

| TP(12M): 360,000원 | CP(5월 14일): 268,500원

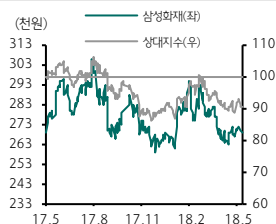
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,476.11
52주 최고/최저(원)	305,500/258,500
시가총액(십억원)	12,720.1
시가총액비중(%)	1.06
발행주식수(천주)	47,374.8
60일 평균 거래량(천주)	64.1
60일 평균 거래대금(십억원)	17.6
18년 배당금(예상, 원)	10,500
18년 배당수익률(예상, %)	3.9
외국인지분율(%)	51.29
주요주주 지분율(%)	
삼성생명보험 외 5인	18.51
국민연금	8.10
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.5 (0.4) (3.1)
상대	0.6 1.7 (10.5)

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	18,157.3	18,502.0
영업이익(십억원)	1,434.6	1,535.4
순이익(십억원)	1,010.5	1,093.3
EPS(원)	19,984	21,620
BPS(원)	293,465	309,197

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
경과보험료	십억원	17,406	17,561	17,615	18,349	18,630
영업이익	십억원	1,120	1,372	1,331	1,423	1,494
순이익	십억원	841	956	920	990	1,035
EPS	원	19,782	22,499	21,644	23,298	24,345
증감율	%	9.1	13.7	- 3.8	7.6	4.5
PER	배	13.6	11.9	12.4	11.5	11.0
PBR	배	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
ROE	%	8.1	8.4	7.7	8.1	8.1
BPS	원	255,965	278,571	282,427	295,225	308,070
DPS	원	6,100	10,000	10,500	11,500	12,000



Analyst 오진원

02-3771-7525  
jw.oh@hanafn.com

RA 박은규

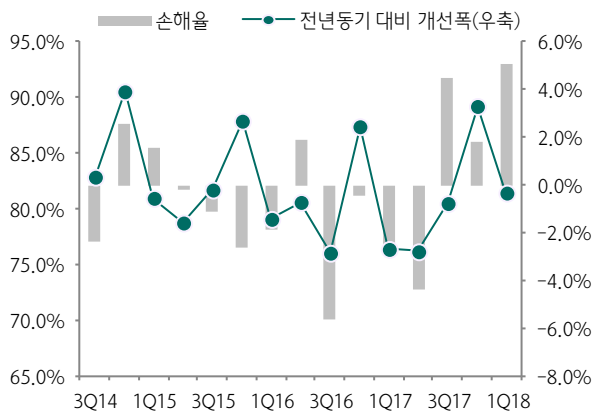
02-3771-8532  
ek.p@hanafn.com

표 1. 삼성화재 분기별 실적

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
원수보험료	4,565	4,618	4,654	4,393	4,546	4,647	4,627	4,660
경과보험료	4,409	4,435	4,473	4,244	4,394	4,414	4,347	4,459
일반	296	315	362	176	346	296	236	297
자동차	1,134	1,152	1,158	1,148	1,111	1,100	1,116	1,118
장기	2,979	2,968	2,953	2,920	2,937	3,017	2,995	3,044
발생손해액	1,593	1,644	1,803	1,885	1,706	1,579	1,566	1,746
순사업비	907	857	873	894	895	890	858	926
보험영업이익	-81	-26	-132	-390	-81	-136	-99	-256
투자영업이익	734	397	426	445	513	469	464	457
세전이익	635	373	295	-9	410	323	355	176
<b>순이익</b>	<b>503</b>	<b>277</b>	<b>225</b>	<b>-48</b>	<b>301.1</b>	<b>234</b>	<b>257</b>	<b>128</b>
원수보험 성장률	3.0%	0.4%	0.8%	-3.1%	-0.4%	0.6%	-0.6%	6.1%
경과보험 성장률	3.8%	2.5%	1.2%	-3.8%	-0.3%	-0.5%	-2.8%	5.1%
경과손해율	81.3%	81.3%	83.4%	88.1%	81.5%	82.9%	82.5%	85.0%
경과사업비율	20.6%	19.3%	19.5%	21.1%	20.4%	20.2%	19.7%	20.8%
운용자산 이익률	5.0%	2.6%	2.8%	2.8%	3.2%	3.0%	2.9%	2.8%
보장성신계약 성장률	6.9%	-5.5%	-1.5%	-12.4%	14.6%	1.0%	14.1%	-7.8%
보장성인보험 성장률	7.9%	-7.6%	-2.5%	-16.9%	14.7%	10.0%	3.0%	10.0%

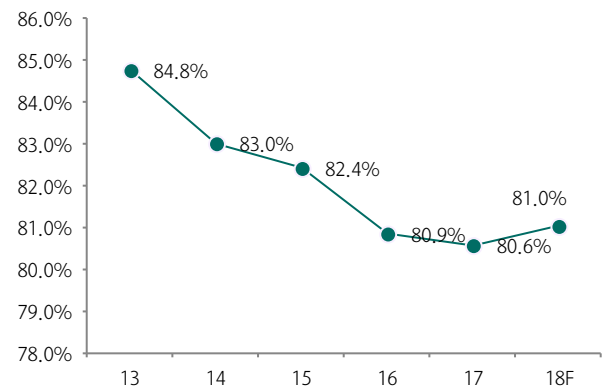
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 1. 분기별 차보험 손해율 추이



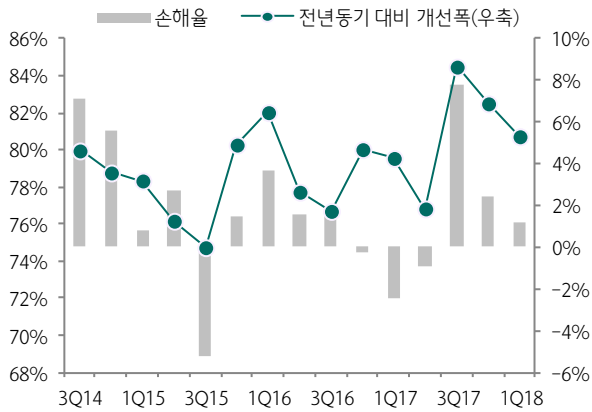
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 2. 연도별 차보험 손해율 추이



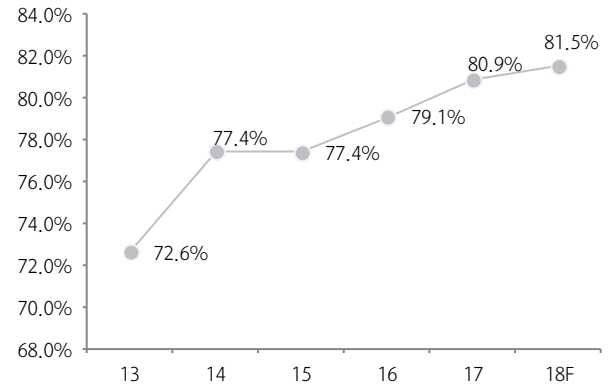
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 3. 분기별 장기위험 손해를 추이



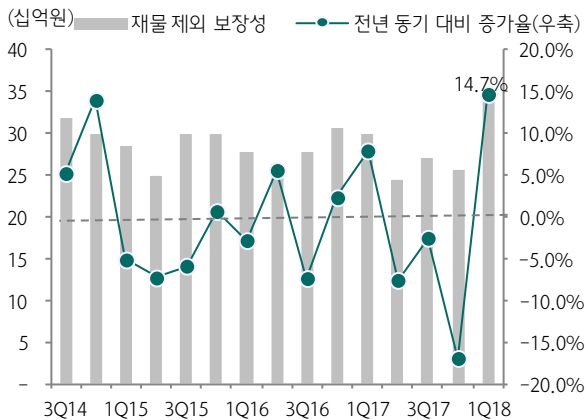
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 4. 연도별 장기위험 손해를 추이



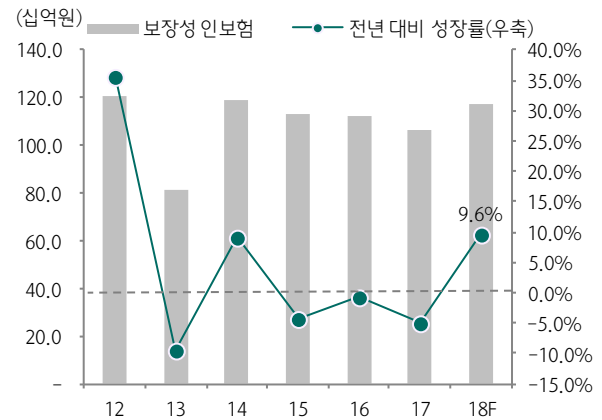
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 5. 삼성화재 분기별 보장성 인보험 추이



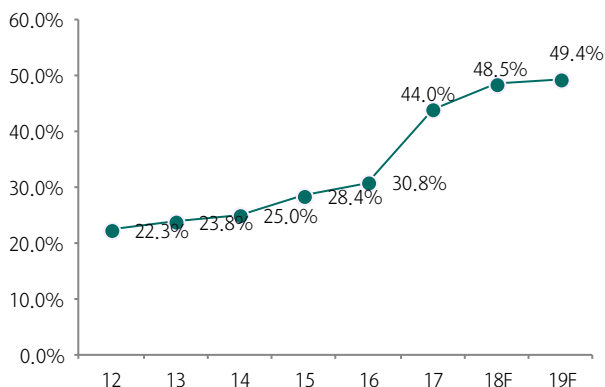
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 6. 삼성화재 연도별 보장성 인보험 추이



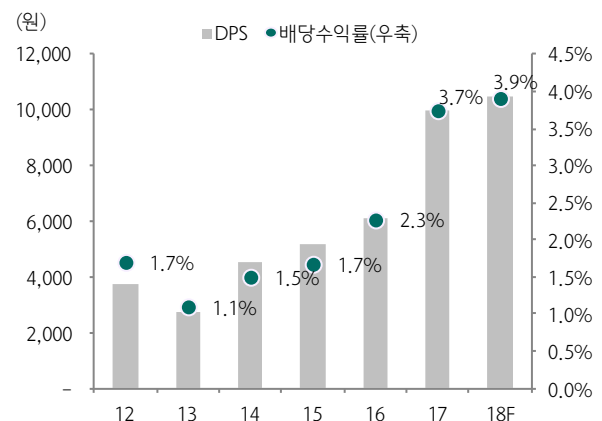
자료: 각사, 삼성화재, 하나금융투자

그림 7. 삼성화재 연도별 배당성향 추이



자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 8. 삼성화재 연도별 배당수익률 및 DPS 추이



자료: 삼성화재, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
원수보험료	18,183	18,230	18,480	19,308	19,589
경과보험료	17,406	17,561	17,615	18,349	18,630
장기보험	11,834	11,820	11,994	12,175	1,765
자동차보험	4,364	4,592	4,445	4,507	1,765
일반보험	1,208	1,150	1,176	1,666	12,269
발생손해액	14,626	14,660	14,617	15,288	15,608
장기보험	10,207	10,054	10,252	10,497	10,665
자동차보험	3,528	3,700	3,602	3,656	3,734
일반보험	891	907	762	1,135	1,209
순사업비	3,347	3,530	3,570	3,681	3,758
보험영업이익	-568	-630	-572	-620	-736
투자영업이익	1,688	2,001	1,903	2,043	2,230
영업이익	1,120	1,372	1,331	1,423	1,494
영업외손익	-27	-77	-66	-57	-67
세전이익	1,094	1,294	1,264	1,366	1,427
법인세	253	338	344	376	393
순이익	841	956	920	990	1,035

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
총자산	67,898	75,413	79,595	84,300	89,007
운용자산	58,238	64,419	66,204	70,388	74,657
현금예금	1,049	1,342	1,443	271	- 354
유가증권	38,127	40,868	41,082	44,033	46,274
대출	17,878	21,393	22,842	25,213	27,831
기타	1,184	815	837	871	906
비운용자산	5,136	5,366	5,503	5,703	5,808
특별계정자산	4,524	5,629	7,889	8,209	8,542
부채	57,017	63,571	67,589	71,751	75,912
보험계약준비금	49,416	52,872	56,214	59,913	63,593
기타부채	2,996	3,167	3,473	3,614	3,761
특별계정부채	4,605	7,532	7,902	8,223	8,557
자본총계	10,881	11,842	12,006	12,550	13,096
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	7,414	8,111	8,693	9,237	9,783
기타 자본조정	2,501	2,765	2,347	2,347	2,347

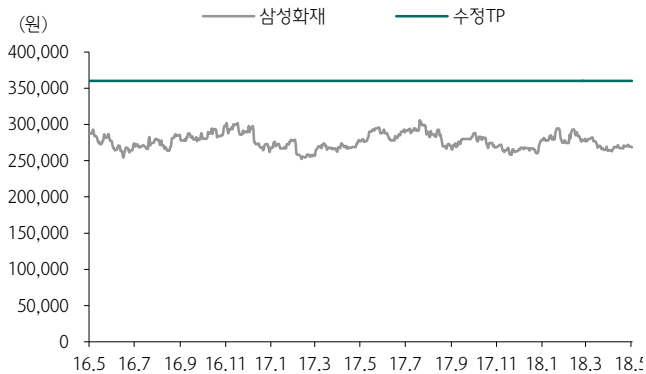
주요 성장성 및 수익성 지표	(단위: 십억원, %)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>성장률(전년대비, %)</b>					
원수보험료	2.2	0.3	1.4	4.5	1.5
경과보험료	2.7	0.9	0.3	4.2	1.5
장기보험	-1.8	-0.1	1.5	1.5	- 85.5
자동차보험	15.3	5.2	-3.2	1.4	- 60.8
일반보험	4.5	-4.8	2.3	41.7	636.3
영업이익	4.6	22.5	-3.0	6.9	5.0
순이익	7.4	13.7	-3.8	7.6	4.5
총자산	8.0	11.1	5.5	5.9	5.6
운용자산	9.0	10.6	2.8	6.3	6.1
<b>매출구성(경과보험료, %)</b>					
장기보험	68.0	67.3	68.1	66.4	9.5
자동차보험	25.1	26.1	25.2	24.6	9.5
일반보험	6.9	6.5	6.7	9.1	65.9
<b>수익성(%)</b>					
손해율	84.0	83.5	83.0	83.3	83.8
장기보험	86.3	85.1	85.5	86.2	86.9
자동차보험	80.9	80.6	81.0	81.1	81.3
일반보험	73.7	78.9	64.8	68.1	68.5
사업비율	19.2	20.1	20.3	20.1	20.2
합산비율	103.3	103.6	103.2	103.4	104.0
운용자산이익률	3.0	3.3	2.9	3.0	3.1
<b>안정성(%)</b>					
지급여력비율	336.2	291.9	277.3	249.5	291.9
총자산/자기자본	624.0	636.8	663.0	671.7	679.7

자료: 하나금융투자

주요 밸류에이션 지표	(단위: 십억원, 원, 배, %)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS	19,782	22,499	21,644	23,298	24,345
BPS	255,965	278,571	282,427	295,225	308,070
P/E (배)	13.57	11.9	12.4	11.5	11.0
P/B (배)	1.05	0.96	1.0	0.9	0.9
ROE	8.1	8.4	7.7	8.1	8.1
ROA	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
DPS					
보통주	6,100	10,000	10,500	11,500	12,000
우선주	6,105	10,005	10,505	11,505	12,005
배당성향	30.8	44.0	48.5	49.4	49.3
배당수익률					
보통주	2.3	3.7	3.9	4.3	4.5
우선주	3.2	5.6	5.8	6.4	6.7
내재가치(EV)	15,707	17,173	18,418	19,716	20,701
조정순자산가치	10,600	11,058	11,453	11,954	12,552
보유계약가치	5,107	6,115	6,965	7,761	8,149
신계약가치	712	730	799	807	815
ROEV (%)	9.0	12.0	9.8	9.7	7.8
EV per Share	359,679	393,242	421,749	451,471	474,045
VNB per Share	16,491	16,903	18,517	18,703	18,890
P/EV (배)	0.75	0.68	0.64	0.59	0.57
EV 주요 경제적 가정					
투자이익률	3.0	3.3	3.3	3.3	3.3
할인율	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
인플레이션율	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

### 삼성화재



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.5.16	1년 경과			
16.5.15	BUY	360,000	-23.48%	-16.11%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2018년 05월 15일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2018년 05월 15일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.