

2018/05/15

삼성화재(000810)

전략적 행보의 결과는 아직 가시화되지 못했음

■ 투자의견 Buy, 목표주가 360,000원 유지

- 삼성화재에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 360,000원을 유지
- 투자의견을 Buy로 유지하는 이유는 1) 온라인 자동차보험 시장에서 주도권을 유지하고 있어 자동차보험 합산비율 관리가 경쟁사 대비 유리할 것으로 판단되며 2) 배당성향 상향, 성장전략 추진 등 변화를 추구하고 있기 때문임
- 1분기 실적은 신계약 성장 전략에도 불구하고 우리 전망치 2,625억원을 상회하였음. 장기보험 손해율 및 투자수익률이 우리 예상치를 상회하였기 때문
- 하지만 지난해에 이어 장기 위험손해율이 1분기에 전년동기대비 1.2%p 상승하였고 자동차보험 손해율 역시 5.1%p 상승하며 주요 손해율 지표는 예상보다 부진하였다고 판단됨. 또한 성장 전략 시행에도 불구하고 성장률은 2위권을 압도하지 못했음
- 우리는 동사의 전략적 행보에 대해 긍정적으로 평가하고 있지만 1분기 실적에는 이런 변화의 결과가 충분히 반영되지 못했다고 판단됨. 그럼에도 불구하고 동사의 높은 자본력은 전략 시행의 지속성을 담보해 줄 것으로 생각하고 있으며 2분기에는 일정부분의 성과가 가시화될 수 있을 것으로 전망됨
- 목표주가 360,000원은 2018년 예상 BPS 302,751원 및 EVPS 473,022원 Target multiple 0.9배, 0.9배를 적용하여 산출하였음

■ 2018년 1분기 순이익 3,011억원, 전년동기대비 40.1% 감소

- 1분기 순이익이 전년동기대비 크게 감소한 이유는 지난해 1분기 반영된 본사건물 매각이익(2,614억원)의 기저효과 때문임
- 1분기 합산비율은 전년동기와 동일한 101.8%를 시현하였음. 인담보 신계약 판매가 14.8% 증가하였지만 사업비율이 0.2%p 개선되었고 자동차보험 손해율 5.1%p 상승, 장기 위험손해율 1.2%p 상승 등 핵심 손해율이 상승하였지만 장기 보험손해율이 1.1%p 개선되며 손해율 상승 부담을 완화하였기 때문임
- 신계약 성장에도 불구하고 사업비율이 개선된 이유는 지난해 일회성 이익(건물매각이익) 시현으로 성과급 재원 약 400억원이 적립되었고 이에 따른 기저효과 때문임
- 1분기 투자수익률은 3.8%로 삼성전자 배당 400억원과 처분이익 462억원이 반영되었음

은행/증권/보험 강승건

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

은행/증권/보험 최영수

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

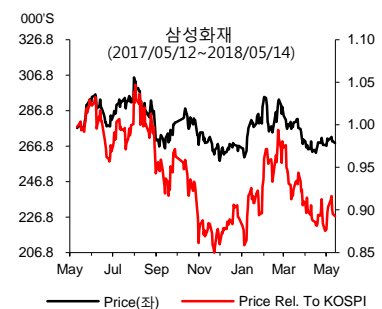
Buy(Maintain)

목표주가(12M)	360,000원
종가(2018/05/14)	268,500원

Stock Indicator

자본금	27십억원
발행주식수	5,057만주
시가총액	13,296십억원
외국인지분율	51.3%
배당금(2017)	10,000원
EPS(2018E)	24,935원
BPS(2018E)	302,751원
ROE(2018E)	8.3%
52주 주가	258,500~305,500원
60일평균거래량	64,086주
60일평균거래대금	17.6십억원

Price Trend



(단위: 십억원, %)

	1Q17	4Q17	1Q18				2Q18 (F)		
			확정치	YoY	QoQ	컨센서스	당사추정	YoY	QoQ
경과보험료	4,409	4,373	4,394	-0.3	0.5	4,448	4,421	-0.3	0.6
영업이익	654	171	432	-33.9	152.7	426	431	16.2	-0.4
별도 순이익	503	38	301	-40.1	684.6	297	295	6.6	-2.0

자료, fnguide, 삼성화재, 하이투자증권 리서치센터

삼성화재 세부 실적

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	YoY	QoQ
원수보험료	4,565	4,618	4,654	4,393	4,546	-0.4	3.5
보유보험료	4,426	4,489	4,491	4,249	4,418	-0.2	4.0
경과보험료	4,409	4,435	4,473	4,373	4,394	-0.3	0.5
발생손해액	3,583	3,604	3,732	3,750	3,580	-0.1	-4.5
순사업비	907	857	873	894	895	-1.3	0.1
요약손익							
보험영업이익	-81	-26	-132	-274	-81	N/A	N/A
투자영업이익	734	397	426	445	599	-18.4	34.7
총영업이익	654	370	294	171	432	-33.9	152.5
영업외손익	-18	3	1	-63	-21	N/A	N/A
세전이익	635	373	295	108	410	-35.4	280.7
당기순이익	503	277	225	38	301	-40.1	684.6
일반	287	348	400	295	326	13.5	10.6
원수보험료 (성장지표)							
자동차	1,241	1,235	1,228	1,100	1,209	-2.5	10.0
장기	3,038	3,035	3,026	2,999	3,011	-0.9	0.4
장기위험	715	733	748	753	774	8.2	2.8
보험영업 (수익지표)							
손해율	81.3	81.3	83.4	85.8	81.5	0.2	-4.3
사업비율	20.6	19.3	19.5	20.4	20.4	-0.2	-0.1
합산비율	101.8	100.6	103.0	106.2	101.8	0.0	-4.4
보종별 (손해율) (수익지표)							
일반	61.8	67.4	78.1	78.1	60.2	-1.6	-17.9
자동차	76.4	76.2	80.5	89.2	81.4	5.1	-7.8
장기	85.1	84.7	85.3	85.2	84.0	-1.1	-1.2
장기위험	79.5	76.9	81.9	82.5	80.7	1.2	-1.8
보종별 (사업비율) (수익지표)							
일반	24.8	22.0	19.3	29.2	19.2	-5.6	-10.1
자동차	19.6	18.5	17.9	16.5	18.3	-1.3	1.9
장기	20.5	19.3	20.1	21.1	21.3	0.8	0.2
운용자산	59,221	61,367	62,173	64,419	62,727	5.9	-2.6
투자부문							
투자수익률	5.0	2.6	2.8	2.8	3.8	-1.2	1.0
평가/처분이익	280	-5	2	13	46	-83.5	256.5
투자지표							
ROE	18.1	9.5	7.4	1.3	10.4	-7.8	9.1
자기자본	11,298	12,092	12,321	11,842	11,387	0.8	-3.8
신계약(월납환산)	43	39	41	37	44	2.0	18.1
신계약							
보장성	42	38	41	37	43	3.6	17.7
인담보	30	24	27	26	34	14.8	34.5

자료: 삼성화재, 하이투자증권

컨퍼런스콜 Q&A

Q [장기/자동차] 장기보험 시장 내 경쟁이 심화되고 있음. 경쟁심화에도 불구하고 충분한 마진을 확보할 수 있는지? 치아, 당뇨 등 신상품의 경험통계가 충분한 것인지(가격 적정성 및 리스크 관리 측면)? 자동차 시장에서는 추가 요율 조정이 있을 수 있는지?

- 손해보험 인보험 시장의 경쟁이 과열된 부분 있는 것은 사실임. 특히 과거에는 상품위주의 경쟁구도였다면, 이번에는 담보, 언더라이팅의 운영, 시책 등의 프로모션 등을 통한 경쟁임.
- 당사의 최우선 전략은 신상품을 통해 대응하는 것임. 올해 1분기 치아, 당뇨 보험 출시도 그러한 취지임. 치아보험의 경우 5년 간의 관찰기간을 두고 먼저 진출했던 회사들의 판매, 고객 통계 등을 확인하였음. 당뇨 관련 상품의 경우 건강 증진형 서비스를 부가하여 수익성과 시장 창출을 동시에 노리고 있음. 2분기 이후에도 같은 기조 하에 신상품 공급으로 신수요 개척을 위해 노력할 예정임.
- 자동차는 인터넷 중심의 전략을 지속하는 중임. 규모의 경제로 사업비용 감축효과를 누리고 있기 때문이며 당분간은 이러한 효과 지속될 것이라고 생각하고 있음.
- 자동차보험의 요율 조정에 대해서는 지금 답변하기 어려움. 다만 요율 조정은 수익성 기반 하에 판단하고 있으며 상황에 따라 진행될 예정임.

Q [배당] 미국 지점 회계처리 변경 이슈 관련해서 올해 배당 성향 어떻게 예측해야 할지?

- 지난해 결산 실적 발표시점에서는 미국 지점 부채매각 손실이 반영된 상황이었고 그 당시의 순이익 기준으로 배당성향 44.5%의 배당성향을 발표하였음. 연초 회계처리 방식 변경으로 지난해 이익이 증가하였고 새로운 이익 기준으로는 배당성향이 40.8% 수준으로 하락하지만 우리는 기존의 배당성향 중심으로 2018년 배당성향을 검토할 예정임.

Q [장기] 인보험 시장에서 경쟁 심화로 인해 MS 유지 힘들 것으로 보이는데, 앞으로의 전략은?

- 보통 3월에는 4월 제도 개정 전 절판 영업 중심으로 시장이 형성됨. 그러나 올해 3월에는 제도개정 이슈가 단독실손 뿐으로 절판으로 인한 효과는 크지 않았고 언더라이팅 기준 완화를 통해서 고(高)리스크 담보를 늘린 회사들이 많았음. 고리스크 시장이 전체 중 20% 정도 차지할 정도로 확대되었으며 당사의 건실 경영 전략에는 맞지 않다고 판단하였음. 따라서 3월 경쟁에는 적극적으로 참여하지 않았음
- 3월과 같이 고리스크 담보를 계속해 판매하는 것은 업계 전체적으로 부담이기 때문에 추후 안정될 것으로 생각함.
- 당사의 GA시장내 인보험 MS는 소폭이나마 개선되는 추세이기 때문에 크게 걱정할 일은 아니라고 생각함.
- 시책(추가판매비) 재원은 신계약비 재원 내에서 활용하는 것으로 당사는 GA비중이 타사 대비 작기 때문에 시책 여력은 상대적으로 높음. 시책을 높여 업계 경쟁을 촉발하는 것은 지양하려 하고 있으며, 현재보다 더 높아지진 않을 것으로 생각. 시장 상황에 따라 대응할 것.

Q [자동차] 2분기 자동차 손해율에 대한 예측은?

- 2분기 자동차 손해율 환경은 우호적인 것은 아님. 1분기와 달리 폭설, 한파 등은 없어 사고율은 낮겠지만, 대당 보험료 하락추세는 지속될 것으로 판단. 다만, 손해율 부담은 경쟁사에 더 클 것으로 생각함. 우리는 대당 보험료 하락 문제를 온라인 채널을 통한 사업비용 하락으로 상쇄할 수 있을 것으로 생각하고 있음.
- 다만 4월 보험료 인하로 인하여 하반기부터는 대당 보험료 하락 부담이 커질 수 있다고 판단하고 있으며 이에 대비해 2분기부터는 손해율 악화에 대해 대응할 계획임

Q [사업비] 지난해 신계약비 추가상각비 규모는 얼마이고 올해 성장전략을 감안한 신계약비 추가상각 규모는?

- 지난해 신계약비 추가상각비 규모는 약 2,227억원이었으며 올해에는 약 3,000억원을 예상하고 있음

Q [사업비] 자동차 보험의 온라인 채널비중이 얼마나 확대될 수 있고, 이때 사업비율이 어느 정도 수준까지 하락할 수 있을지?

- 우리의 자동차보험료에서 온라인이 차지하는 비중이 10% 상승(현재 40%이기 때문에 4%p를 의미)하면 자동차보험 사업비율이 0.2%p 하락하는 효과가 있음. 현재 온라인 비중은 40% 수준이며 지속적으로 확대될 것으로 생각하고 있음

Q [투자] 해외투자자산의 환헤지 비용 증가 부담을 어떻게 상쇄해 나가고 있는지?

- 환프리미엄 악화된 것은 사실이며 특히 달러자산에 대한 우려 커지고 있는 상황임. 다만 경쟁사는 환헤지 기간이 보통 1년인 반면 당사는 3년으로 환프리미엄 악화로 인한 악 영향이 적었을 것으로 생각함. 또한 환헤지 기간을 1~7년으로 분산하고 있음. 환프리미엄이 과거 평균수준으로 회귀된다고 하여도 원화채권보다는 yield가 높을 때 투자하는 것을 원칙으로 환리스크에 대응하고 있음

Q [장기] 2017년에도 경쟁사와 달리 장기 위험손해율이 상승하였고 2018년 1분기도 유사한 상황임. 원인은?

- 지난해 당사의 손해율이 경쟁사와 달리 상승한 이유는 1) 재물 부분에서의 고액사고 반영과 2) 휴유장에 관련 손해액 부담이 확대되었기 때문임. 2위권 손보사와의 손해율 격차 축소는 2016년 실손보험료 인상률의 차이 때문으로 판단됨
- 2018년 1분기 손해율에도 재물 관련 고액사고가 반영되며 위험손해율이 당사의 목표수준에 이르지 못하고 있음. 다만 재물관련 고액사고는 비경상적 요소가 강한 것으로 2분기 이후 안정화될 것으로 생각하고 있음. 다만 연초 실손보험료 인상을 하지 못했기 때문에 손해율 개선 추세는 완만할 것으로 생각함
- 또한 손해율이 불량할 것으로 예상했던 생존담보의 손해율이 업계 전반적으로 안정화되고 있으며 당사도 이러한 긍정적 영향을 받을 수 있을 것으로 판단됨

Q [자동차] 보험료 인하 등을 감안했을 때, 자동차보험 합산비율 100% 이하로 유지할 수 있을지?

- 올해 계절성에도 불구하고 1분기 자동차 합산비율은 100 이하로 유지되었음. 사업비율 하락을 감안하면 소폭 이익 실현 가능 할 것으로 생각

Q [자동차] 이번 분기 인터넷 채널 자동차 손해율이 91%로 높았는데 특히 요인이 있었는지? 해당 채널의 경상적 손해율은 어느 정도로 생각하고 있는지? 인터넷 채널 및 전체 MS 에 대한 예상은?

- 1분기 손해율 높았던 이유는 차량 단독사고가 많았기 때문임. 당사는 자기차량 담보 비중 높고, 외제차 등 고가차 비중 높아 미끄러짐 등 차량 단독사고로 인한 지급보험금이 컸던 것으로 판단.
- 경쟁 심화된 상황에서도 31% MS 유지하고 있음. 다만 GA채널 MS는 낮은 수준임. 그 이유는 손익관리 측면에서 GA채널을 억제해왔기 때문이며 경쟁사의 장기보험과 연계한 시책 등의 경쟁도 존재하기 때문임. 현재는 우량물건 중심으로 GA 확대하려는 전략 추진하고 있으며 실제 효과가 일부 나타나고 있다고 생각함.
- 올해 MS는 목표는 전체 29% 온라인 31%임
- 자동차손해율은 3월 73%(GAAP 기준). 4월도 비슷한 수준으로 안정적 추세 이어가고 있음.

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
운용자산	58,238	64,419	65,233	67,316	69,148
현금 및 예금	1,049	1,342	863	891	915
유가증권	38,127	40,868	41,467	42,791	43,956
당기손익증권	1,004	899	821	847	870
매도가능증권	36,480	39,110	39,652	40,945	42,083
만기보유증권	141	141	154	159	163
관계기업투자주식	502	718	839	839	839
대출채권	17,878	21,393	22,059	22,763	23,382
부동산	1,184	815	845	872	895
비운용자산	5,136	5,473	5,797	6,007	6,205
특별계정자산	4,524	5,629	7,906	8,134	8,320
별도자산총계	67,898	75,521	78,936	81,456	83,674
책임준비금	49,416	52,872	55,589	57,192	58,504
지급준비금	3,731	4,174	4,150	4,202	4,282
보험료적립금	41,941	44,982	47,696	49,226	50,426
미경과보험료 적립금	3,240	3,161	3,148	3,081	3,007
기타준비금	504	555	596	683	790
기타부채	2,996	3,194	3,358	3,455	3,535
특별계정부채	4,605	7,532	7,919	8,148	8,335
별도부채총계	57,017	63,599	66,867	68,795	70,373
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	7,414	8,198	8,756	9,348	9,987
자본조정	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계	3,985	4,242	3,831	3,831	3,831
별도자본총계	10,881	11,922	12,069	12,661	13,300

손익계산서(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	18,183	18,230	18,206	18,469	18,863
일반	1,303	1,329	1,343	1,410	1,481
자동차	4,804	4,804	4,766	4,771	4,873
장기	12,077	12,097	12,097	12,287	12,509
경과보험료	17,406	17,690	17,635	17,955	18,335
일반	1,208	1,279	1,357	1,420	1,492
자동차	4,364	4,592	4,484	4,564	4,666
장기	11,834	11,820	11,793	11,970	12,177
경과손해액	14,626	14,670	14,533	14,875	15,211
보험금	5,539	5,913	6,436	6,541	6,727
환급금/연금/배당	5,004	4,660	5,006	5,409	5,566
준비금 증가액	3,600	3,463	2,582	2,394	2,386
손해조사비	494	524	526	532	532
순사업비	3,347	3,530	3,517	3,484	3,511
일반	293	302	295	309	324
자동차	823	832	806	789	796
장기	2,232	2,396	2,416	2,386	2,391
보험영업이익	-559	-512	-416	-404	-387
투자영업이익	1,688	2,001	1,880	1,959	2,038
총영업이익	1,129	1,489	1,464	1,555	1,651
영업외손익	-27	-77	-121	-136	-136
법인세차감전순이익	1,102	1,412	1,343	1,419	1,515
법인세	253	371	360	381	408
세율	23.1	26.2	26.8	26.9	26.9
별도당기순이익	841	1,043	984	1,038	1,107

주: 손해율, 사업비율, 합산비율은 경과보험료 기준

성장성지표(별도)	(단위:%)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	2.2	0.3	-0.1	1.4	2.1
일반	-4.3	2.0	1.0	5.0	5.0
자동차	13.4	0.0	-0.8	0.1	2.1
장기	-1.0	0.2	0.0	1.6	1.8
장기위험	9.5	9.3	8.9	8.9	8.5
경과보험료	2.7	1.6	-0.3	1.8	2.1
투자영업이익	0.7	18.5	-6.1	4.2	4.0
총영업이익	4.8	31.9	-1.7	6.2	6.2
별도당기순이익	7.4	24.0	-5.7	5.5	6.7
운용자산	9.0	10.6	1.3	3.2	2.7
책임준비금	8.0	7.0	5.1	2.9	2.3
별도자본총계	9.1	9.6	1.2	4.9	5.1

수익성 지표(별도)	(단위:%)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
손해율	84.0	82.9	82.4	82.8	83.0
일반	73.7	71.7	68.3	68.7	69.7
자동차	80.9	80.6	82.5	84.0	83.9
장기	86.3	85.1	84.0	84.1	84.2
장기위험	79.0	80.2	79.3	77.9	77.7
사업비율	19.2	20.0	19.9	19.4	19.2
합산비율	103.3	102.9	102.4	102.2	102.1
투자수익률	3.0	3.3	2.9	3.0	3.0

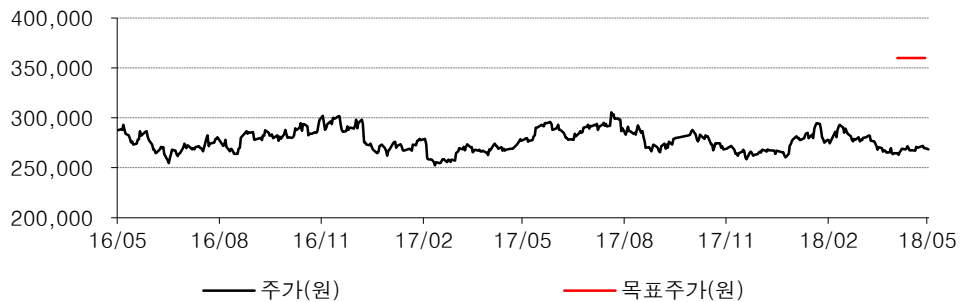
재무제표(연결)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
연결 자산총계	68,218	75,908	79,323	81,843	84,060
연결부채총계	57,209	63,980	67,248	69,176	70,754
지배기업소유지분	10,991	11,911	12,058	12,650	13,289
비지배지분	17	17	17	17	17
연결자본총계	11,008	11,928	12,075	12,667	13,306
법인세차감전 순이익	1,120	1,314	1,359	1,435	1,531
법인세	259	345	364	385	412
세율	23.1	26.2	26.8	26.8	26.9
연결순이익	861	969	996	1,050	1,119
지배주주지분순이익	858	966	993	1,047	1,117
비지배지분순이익	3	3	2	2	2

투자지표(별도)	(단위: 십억원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	8.1	9.1	8.2	8.4	8.5
ROA	1.3	1.5	1.3	1.3	1.3
EPS(원)	21,113	26,182	24,695	26,059	27,797
BPS(원)	273,197	299,340	303,033	317,885	333,941

투자지표(연결)	(단위: 십억원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	8.1	8.4	8.3	8.5	8.6
ROA	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
EPS(원)	21,542	24,261	24,935	26,300	28,038
BPS(원)	275,954	299,057	302,751	317,602	333,658
DPS(원)	6,100	10,000	10,500	11,000	11,500
P/E	12.5	11.0	10.8	10.2	9.6
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
배당수익률	2.3	3.7	3.9	4.1	4.3
RBC	333	325	295	286	281
Embedded Value	15,707	17,173	18,840	20,304	21,776
RoEV	9.0	12.0	9.7	7.8	7.3
EVPS(원)	394,368	431,168	473,022	509,793	546,759
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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 강승건\)](#)

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 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자자의견은 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 %	-