



2018년 6월 5일 | Equity Research

삼성화재 (000810)

52주 신저가 다시보기. 올해 순익 및 배당 증가 전망

업황 악화 우려로 52주 신저가까지 주가 하락.

삼성화재 펀더멘탈 변화 대비 과다

손보업계 전반적인 차보험 손해율 악화 사이클 진입, GA채널 중심의 사업비 시책 경쟁 심화 우려로 인해 연초 이후 주가는 지독한 부진을 나타냈다. 삼성화재 또한 52주 신저가를 기록하였으나, 동사는 차보험 내 40%에 달하는 온라인 비중으로 인해 실질 합산비율 악화는 제한적이다. 또한 신계약비 추가 상각에 따른 사업비율 변동 부담도 2위권사 대비 작아 실질적인 순익 변동은 크지 않을 것으로 예상된다. 이와 더불어 삼성전자 매각 차익 또한 2분기에 반영된다는 점에서 전년 대비 순익 증가가 예상된다.

GA채널 시책 경쟁 심화에도, 이익체력은 견고한 상황

2Q18 순익은 전년 동기 대비 22.6% 증가한 3,395억원이 예상된다. 1분기 대비 사업비율 부담 완화, 차보험 손해율 개선 뿐만 아니라, 5월 삼성전자 매각차익 약 1,400억원 반영 또한 예상된다. 2분기에도 보장성 인보험 매출은 두자리수 이상 성장하며 회사 가이던스에 부합하는 양상이다. 업계 내 보장성보험 경쟁 심화 우려가 높은 한편, 금융위는 올해 중 보장성보험의 신계약비 인하 방안 추진을 언급했다. 동 제도의 시행 시점을 예단하기는 어렵겠으나 업계 전반으로 확산된 GA채널 시책 경쟁은 현재 최정점을 지나는 중이라 판단된다. 올해를 기점으로 사업비 경쟁 추가 악화 여지는 제한적이고, 이러한 상황에서도 삼성화재의 이익 체력은 견고하게 유지되고 있다.

투자 의견 BUY, 목표가 36만원 유지

업황 둔화 가정에도 배당 지속 증가 전망

투자 의견 BUY 및 목표가 36만원을 유지한다. 1Q18 지급여력비율은 321.5%로 차별화된 자본적정성 우위를 갖고 있다. 이를 바탕으로 사측은 배당성향의 지속적인 상향을 언급한 바 있으며, 지난 2분기 전자 매각차익 1,400억원대를 고려시 '18년 증익과 동시에, 배당성향 상향으로 배당수익률은 4.6%로 추정된다. RBC상 여유를 고려할 때, 매년 배당의 지속적 증가가 예상된다.

Update

BUY

| TP(12M): 360,000원 | CP(6월 4일): 261,000원

Key Data		Consensus Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,447.76	2018	2019
52주 최고/최저(원)	305,500/250,500	매출액(십억원)	17,836.0 18,245.1
시가총액(십억원)	12,364.8	영업이익(십억원)	1,455.9 1,541.6
시가총액비중(%)	1.03	순이익(십억원)	1,017.0 1,079.0
발행주식수(천주)	47,374.8	EPS(원)	20,112 21,339
60일 평균 거래량(천주)	62.7	BPS(원)	285,464 301,800
60일 평균 거래대금(십억원)	16.8	Stock Price	
18년 배당금(예상, 원)	12,000		
18년 배당수익률(예상, %)	4.6		
외국인지분율(%)	51.08		
주요주주 지분율(%)			
삼성생명보험 외 5인	18.51		
국민연금	8.10		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(3.3) (1.7) (11.4)		
상대	(2.8) 0.5 (14.1)		

Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
경과보험료	십억원	17,406	17,561	17,618	18,357	18,647
영업이익	십억원	1,120	1,372	1,574	1,648	1,740
순이익	십억원	841	956	1,093	1,142	1,208
EPS	원	19,782	22,499	25,701	26,874	28,427
증감율	%	9.1	13.7	14.2	4.6	5.8
PER	배	13.6	11.9	10.2	9.7	9.2
PBR	배	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
ROE	%	8.1	8.4	9.1	9.1	9.2
BPS	원	255,965	278,571	286,484	301,358	316,785
DPS	원	6,100	10,000	12,000	13,000	14,000



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

RA 박은규
02-3771-8532
ek.p@hanafn.com

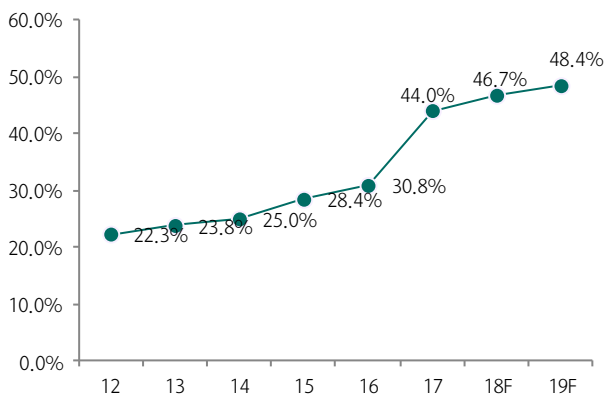
표 1. 삼성화재 분기별 실적

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
원수보험료	4,565	4,618	4,654	4,393	4,546	4,649	4,628	4,661
경과보험료	4,409	4,435	4,473	4,244	4,394	4,416	4,348	4,460
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	3,019	2,996	3,045
발생손해액	1,593	1,644	1,803	1,885	1,706	1,590	1,566	1,757
순사업비	907	857	873	894	895	896	861	928
보험영업이익	-81	-26	-132	-390	-81	-150	-101	-230
투자영업이익	734	397	426	445	513	619	505	500
세전이익	635	373	295	-9	410	468	393	230
순이익	503	277	225	-48	301	339.5	285	167
원수보험 성장률	3.0%	0.4%	0.8%	-3.1%	-0.4%	0.7%	-0.6%	6.1%
경과보험 성장률	3.8%	2.5%	1.2%	-3.8%	-0.3%	-0.4%	-2.8%	5.1%
경과손해율	81.3%	81.3%	83.4%	88.1%	81.5%	83.1%	82.5%	84.3%
경과사업비율	20.6%	19.3%	19.5%	21.1%	20.4%	20.3%	19.8%	20.8%
운용자산 이익률	5.0%	2.6%	2.8%	2.8%	3.2%	3.9%	3.1%	3.0%
보장성신계약 성장률	6.9%	-5.5%	-1.5%	-12.4%	14.6%	6.3%	14.1%	-7.8%
보장성인보험 성장률	7.9%	-7.6%	-2.5%	-16.9%	14.7%	16.0%	3.0%	10.0%

주: 4Q17 미국 재보험 관련 회계 변경 이전 수치

자료: 삼성화재, 하나금융투자

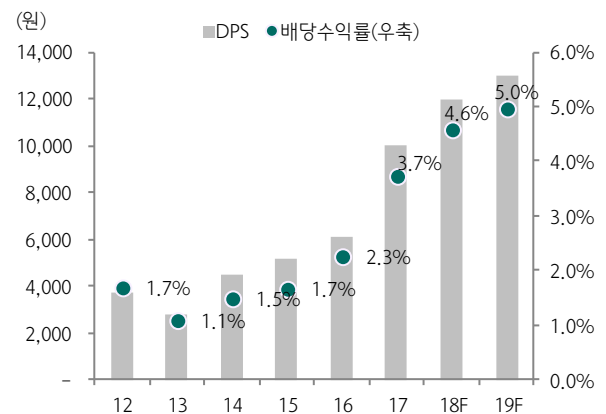
그림 1. 삼성화재 연도별 배당성향 추이



주: 4Q17 미국 재보험 관련 회계 변경 이전 수치

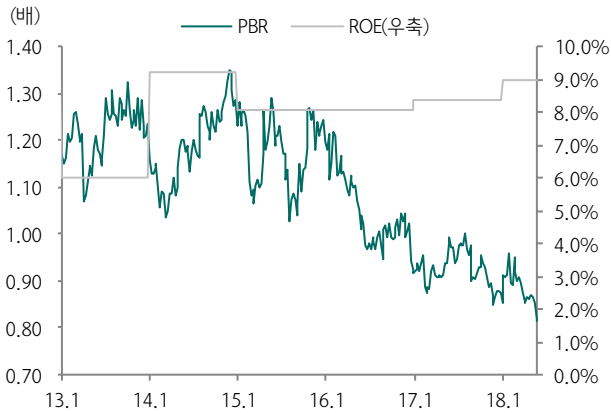
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 2. 삼성화재 연도별 배당수익률 및 DPS 추이



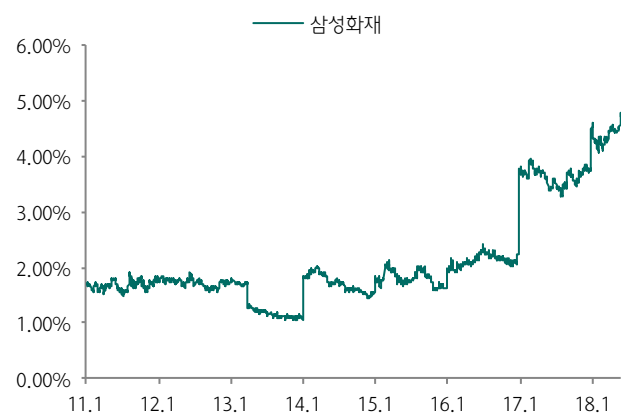
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 3. 삼성화재 P/B 및 ROE 추이



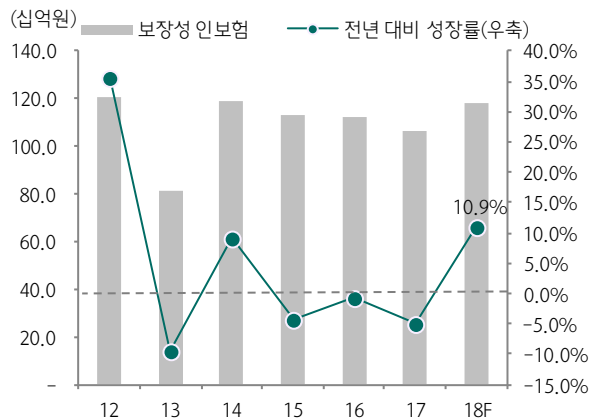
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 4 삼성화재 배당수익률 추이



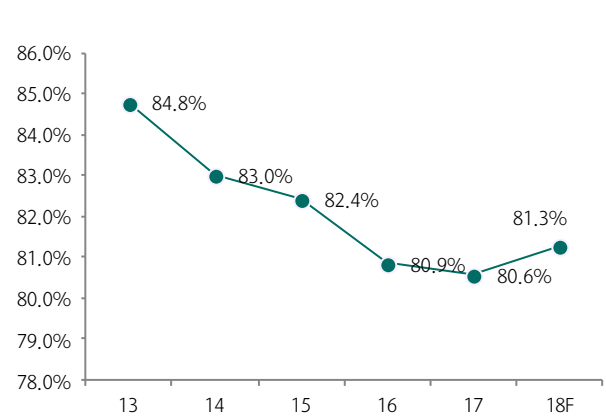
주: 연도별 당해년도 DPS 및 '18년 예상 DPS 기준
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 5 삼성화재 연도별 보장성 인보험 매출 추이



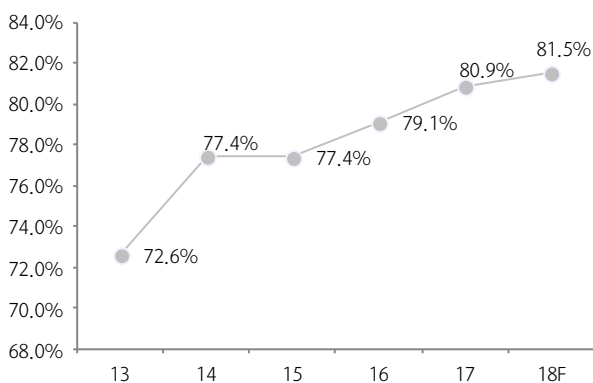
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 6 삼성화재 연도별 차보험 손해를 추이



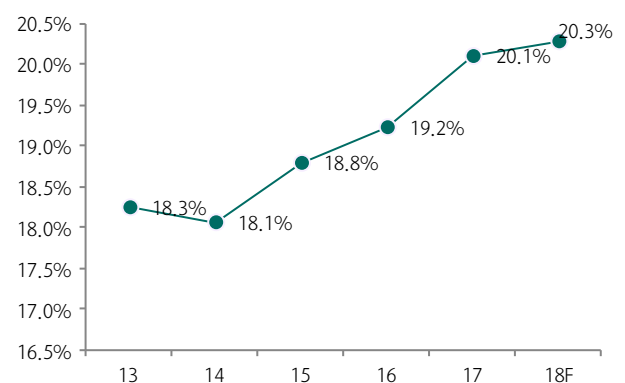
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 7 삼성화재 연도별 장기위험 손해율 추이



자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 8. 삼성화재 연도별 사업비율 추이



자료: 삼성화재, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
원수보험료	18,183	18,230	18,483	19,317	19,607
경과보험료	17,406	17,561	17,618	18,357	18,647
장기보험	11,834	11,820	11,997	12,184	12,286
자동차보험	4,364	4,592	4,445	4,507	4,595
일반보험	1,208	1,150	1,176	1,666	1,765
발생손해액	14,626	14,660	14,600	15,144	15,412
장기보험	10,207	10,054	10,215	10,308	10,429
자동차보험	3,528	3,700	3,613	3,696	3,767
일반보험	891	907	772	1,140	1,217
순사업비	3,347	3,530	3,580	3,693	3,771
보험영업이익	-568	-630	-562	-480	-536
투자영업이익	1,688	2,001	2,136	2,127	2,277
영업이익	1,120	1,372	1,574	1,648	1,740
영업외손익	-27	-77	-71	-72	-74
세전이익	1,094	1,294	1,502	1,576	1,667
법인세	253	338	409	433	458
순이익	841	956	1,093	1,142	1,208

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
총자산	67,898	75,413	79,721	84,288	88,819
운용자산	58,238	64,419	66,394	70,697	75,015
현금예금	1,049	1,342	1,633	1,439	1,351
유가증권	38,127	40,868	41,082	43,174	44,927
대출	17,878	21,393	22,842	25,213	27,831
기타	1,184	815	837	871	906
비운용자산	5,136	5,366	5,438	5,383	5,261
특별계정자산	4,524	5,629	7,889	8,209	8,542
부채	57,017	63,571	67,543	71,478	75,352
보험계약준비금	49,416	52,872	56,168	59,640	63,034
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	12,178	12,811	13,466
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	7,414	8,111	8,865	9,497	10,153
기타 자본조정	2,501	2,765	2,347	2,347	2,347

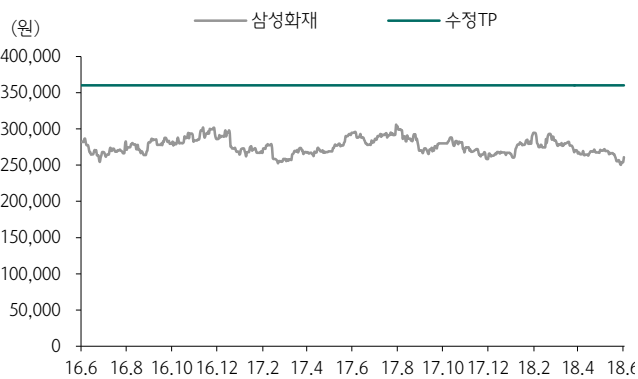
주요 성장성 및 수익성 지표	(단위: 십억원, %)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
성장률(전년대비, %)					
원수보험료	2.2	0.3	1.4	4.5	1.5
경과보험료	2.7	0.9	0.3	4.2	1.6
장기보험	-	1.8	-	0.1	1.5
자동차보험	15.3	5.2	-	3.2	1.4
일반보험	4.5	-	4.8	2.3	41.7
영업이익	4.6	22.5	14.7	4.7	5.6
순이익	7.4	13.7	14.2	4.6	5.8
총자산	8.0	11.1	5.7	5.7	5.4
운용자산	9.0	10.6	3.1	6.5	6.1
매출구성(경과보험료, %)					
장기보험	68.0	67.3	68.1	66.4	65.9
자동차보험	25.1	26.1	25.2	24.6	24.6
일반보험	6.9	6.5	6.7	9.1	9.5
수익성(%)					
손해율	84.0	83.5	82.9	82.5	82.7
장기보험	86.3	85.1	85.1	84.6	84.9
자동차보험	80.9	80.6	81.3	82.0	82.0
일반보험	73.7	78.9	65.7	68.4	68.9
사업비율	19.2	20.1	20.3	20.1	20.2
합산비율	103.3	103.6	103.2	102.6	102.9
운용자산이익률	3.0	3.3	3.3	3.1	3.1
안정성(%)					
지급여력비율	336.2	291.9	277.3	249.5	291.9
총자산/자기자본	624.0	636.8	654.6	658.0	659.6

자료: 하나금융투자

주요 밸류에이션 지표	(단위: 십억원, 원, 배, %)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS	19,782	22,499	25,701	26,874	28,427
BPS	255,965	278,571	286,484	301,358	316,785
P/E (배)	13.57	11.9	10.2	9.7	9.2
P/B (배)	1.05	0.96	0.9	0.9	0.8
ROE	8.1	8.4	9.1	9.1	9.2
ROA	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
DPS					
보통주	6,100	10,000	12,000	13,000	14,000
우선주	6,105	10,005	12,005	13,005	14,005
배당성향	30.8	44.0	46.7	48.4	49.2
배당수익률					
보통주	2.3	3.7	4.6	5.0	5.4
우선주	3.2	5.6	6.6	7.1	7.7
내재가치(EV)	15,707	17,173	18,362	19,592	20,572
조정순자산가치	10,600	11,058	11,562	12,151	12,759
보유계약가치	5,107	6,115	6,801	7,441	7,813
신계약가치	712	730	809	817	826
ROEV (%)	9.0	12.0	9.9	9.7	7.8
EV per Share	359,679	393,242	420,485	448,650	471,082
VNB per Share	16,491	16,903	18,749	18,937	19,126
P/EV (배)	0.75	0.68	0.64	0.60	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

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성화재



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.7.7	1년 경과			
16.7.6	BUY	360,000	-23.02%	-16.11%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	92.7%	6.7%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 6월 4일

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 06월 05일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2018년 06월 05일 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.