

SK COMPANY Analysis



Analyst
김도하
dohakim@sk.com
02-3773-8876

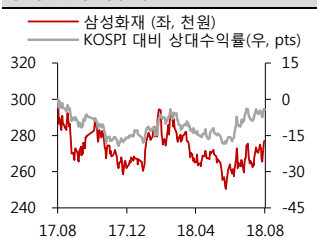
Company Data

자본금	27 십억원
발행주식수	5,057 만주
자사주	806 만주
액면가	500 원
시가총액	13,218 십억원
주요주주	
삼성생명보험(주)(외5)	18.50%
삼성화재 자사주	15.92%
외국인지분률	50.61%
배당수익률	3.75%

Stock Data

주가(18/08/09)	279,000 원
KOSPI	2,303.7 pt
52주 Beta	0.35
52주 최고가	294,500 원
52주 최저가	250,500 원
60일 평균 거래대금	18 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.3%	0.5%
6개월	1.5%	4.0%
12개월	-6.4%	-3.7%

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

2Q18 Review: 가장 양호한 이익 방어와 높은 배당수익률 기대

삼성화재의 2Q18 당기순이익은 3,645 억원 (+32% YoY)으로 컨센서스에 부합. 계열사 지분 관련 손익 제외 시, 판매비 증가로 인해 세전 10% YoY 감소한 수준. 상반기 실적 부진의 원인으로 작용한 GA 시책 경쟁이 하반기 둔화되면서 업종의 이익 회복이 기대됨. 1) 판매비용 효율성을 통해 가장 양호한 연간 이익 방어가 예상되고, 2) 기대 배당수익률이 보통주 4.3%, 우선주 6.4%로 높은 삼성화재를 업종 내 top pick으로 유지함

2Q18 당기순이익 3,645 억원 (+31.7% YoY)으로 컨센서스에 부합

삼성화재의 2Q18 별도 당기순이익은 3,645억원 (+31.7% YoY)으로 SK증권 추정치를 10% 하회했지만 시장 전망치에 부합. 계열사 지분 매각익 및 손상차손 제외 시 10% YoY 감소한 수준. 삼성화재의 2Q18 경과손해율은 고액사고로 인한 일반 손해를 상승(+9.7%p YoY) 및 사고심도 확대에 따른 자동차 손해를 상승(+4.3%p YoY)으로 악화됨. 사업비율은 20.9%로 0.5%p QoQ 상승했는데, 실제판매비가 4.6% QoQ 증가한 것이 원인으로 추정됨. 동사의 2Q18 보장성 인보험 신계약은 336억원으로 +37.6% YoY, -2.2% QoQ를 기록. 투자수익률은 4.1% (+1.5%p YoY)인데 삼성전자 지분 매각익 제외 시 2.8%, 삼성물산 손상차손 제외 시 3.1%를 기록

몇 가지 우려에 대한 답변을 긍정적으로 평가

자동차: 정비비가 인상에 따른 원가 상승으로 10월경 자동차보험료 인상은 가능할 전망. 원가 상승요인 외에도 사고율 및 사고심도 악화로 수익성이 악화됐을 때, 자체적인 리스크 관리나 비용 통제에 대응하기 어려울 경우 간접적인 요율 인상이 가능함을 시사

신계약: 감독당국이 보험사들의 GA 시책 경쟁 자제를 권고한 데 따라 시책은 상반기 대비 하락할 전망. SK증권은 판매시점에 이윤이 결정되지 않는 보험 특성상 비용 경쟁을 통한 MS 확보에 의미가 없다고 판단하므로, 경쟁 강도 완화를 긍정적으로 평가함

위험손해율(실손): 2018년 초 건강보험 보장성 강화(=문재인케어) 시행을 앞두고 실손요율 인상이 지연된 바 있음. 이는 상반기 위험손해율의 상승 요인(0.3%p)으로 작용. 8월 중 문재인 케어 영향에 대한 한국개발연구원의 연구결과가 발표될 것으로 예상되며 결과에 따라 2019년 초 요율 인상 여부가 가늠될 전망

GA 시책 경쟁이 하반기 둔화되면서 손보 업종의 이익 회복이 기대되는데, 1) 판매비용 효율성을 통해 가장 양호한 연간 이익 방어가 예상되고, 2) 기대 배당수익률이 보통주 4.3%, 우선주 6.4%로 높은 삼성화재를 업종 내 top pick으로 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
경과보험료	십억원	16,956	17,406	17,690	17,656	18,057	18,468
YoY	%	2.4	2.7	1.6	-0.2	2.3	2.3
보험손익	십억원	-606	-568	-511	-520	-410	-420
투자손익	십억원	1,677	1,688	2,001	2,161	2,088	2,196
합산비용	%	103.6	103.3	102.9	102.9	102.3	102.3
투자수익률	%	3.3	3.1	3.3	3.3	3.0	3.0
영업이익	십억원	1,071	1,120	1,491	1,641	1,678	1,776
YoY	%	-1.8	4.6	33.0	10.1	2.3	5.8
세전이익	십억원	1,034	1,094	1,412	1,538	1,538	1,636
순이익	십억원	783	841	1,043	1,125	1,125	1,196
YoY	%	-1.7	7.4	24.0	7.9	-0.0	6.3
EPS	원	18,835	20,702	25,511	27,440	27,432	29,167
BPS	원	232,111	255,966	280,460	281,928	296,390	312,474
PER	배	16.3	13.0	10.5	10.2	10.2	9.6
PBR	배	1.3	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
ROE	%	8.1	8.1	9.1	9.4	9.2	9.2
배당수익률	%	1.7	2.3	3.7	4.3	4.3	4.6

삼성화재 2Q18 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	2Q18P	2Q17	YoY (%)	1Q18	QoQ (%)	2Q18E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(135.3)	(26.3)	적지	(80.8)	적지	(64.0)	n/a	n/a	n/a
투자영업이익	648.0	396.6	63.4	512.7	26.4	648.8	(0.1)	n/a	n/a
영업이익	512.7	370.3	38.5	431.9	18.7	584.8	(12.3)	508.6	0.8
순이익	364.5	276.8	31.7	301.1	21.1	402.7	(9.5)	375.5	(2.9)

자료: 삼성화재, FnGuide, SK 증권

삼성화재 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2017			2018		QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)
	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q		
원수보험료	4,617.7	4,654.0	4,393.2	4,546.0	4,592.0	1.0	(0.6)
일반	347.9	399.7	294.6	325.9	370.5	13.7	6.5
자동차	1,235.1	1,228.2	1,099.7	1,209.3	1,204.4	(0.4)	(2.5)
장기	3,034.7	3,026.1	2,998.9	3,010.8	3,017.1	0.2	(0.6)
경과보험료	4,435.1	4,472.6	4,361.0	4,394.3	4,401.9	0.2	(0.8)
일반	315.4	362.1	293.6	345.7	341.9	(1.1)	8.4
자동차	1,152.0	1,157.9	1,147.8	1,111.2	1,120.4	0.8	(2.7)
장기	2,967.8	2,952.6	2,919.6	2,937.3	2,939.5	0.1	(1.0)
순사업비	857.0	872.5	894.3	895.2	919.6	2.7	7.3
보험영업이익	(26.3)	(132.0)	(271.7)	(80.8)	(135.3)	적지	적지
투자영업이익	396.6	425.6	444.8	512.7	648.0	26.4	63.4
영업이익	370.3	293.6	173.1	431.9	512.7	18.7	38.5
순이익	276.8	224.6	38.5	301.1	364.5	21.1	31.7
경과손해율 (%)	81.3	83.4	85.8	81.5	82.2	0.7	0.9
일반	67.4	78.1	77.8	60.2	77.1	16.9	9.7
자동차	76.2	80.5	89.2	81.4	80.5	(0.9)	4.4
장기	84.7	85.3	85.2	84.0	83.4	(0.6)	(1.3)
위험손해율*	76.9	81.9	82.5	80.7	77.1	(3.6)	0.2
순사업비율 (%)	19.3	19.5	20.5	20.4	20.9	0.5	1.6
합산비율 (%)	100.6	103.0	106.3	101.8	103.1	1.2	2.5
순투자수익률 (%)	2.6	2.8	2.8	3.2	4.1	0.9	1.5
장기월납환산	38.8	41.4	37.5	44.2	43.7	(1.2)	12.6
저축성	1.0	0.8	0.7	0.9	0.9	(6.7)	(14.5)
보장성	37.8	40.5	36.8	43.3	42.9	(1.1)	13.3
인보험	24.4	27.1	25.5	34.3	33.6	(2.2)	37.6

자료: 삼성화재, SK 증권

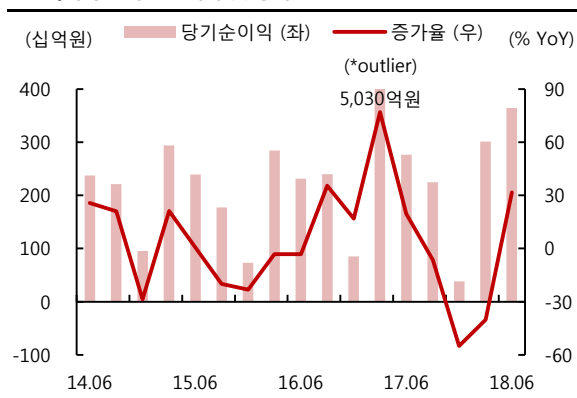
주: *K-GAAP 기준

삼성화재 운용자산 현황

(단위: 십억원)	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	61,367	62,173	64,419	62,727	63,605	100.0	1.4	3.6
현금및예치금	1,032	902	1,342	830	920	1.4	10.8	(10.9)
유가증권	40,340	40,912	40,868	39,874	39,990	62.9	0.3	(0.9)
주식	4,127	5,276	5,228	5,120	4,595	7.2	(10.2)	11.3
채권	28,725	29,061	29,319	28,136	28,382	44.6	0.9	(1.2)
수익증권	2,533	2,406	2,317	2,155	2,262	3.6	5.0	(10.7)
외화유가증권	2,800	2,805	2,610	2,964	3,247	5.1	9.6	16.0
기타유가증권	780	743	675	660	666	1.0	0.9	(14.6)
관계사 지분	534	621	718	839	838	1.3	(0.1)	56.9
대출채권	19,133	19,536	21,393	21,211	21,888	34.4	3.2	14.4
부동산	862	823	815	812	807	1.3	(0.6)	(6.3)

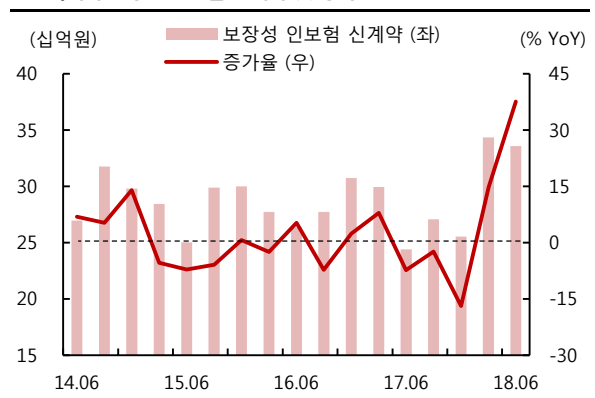
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 분기별 순이익 및 증가율



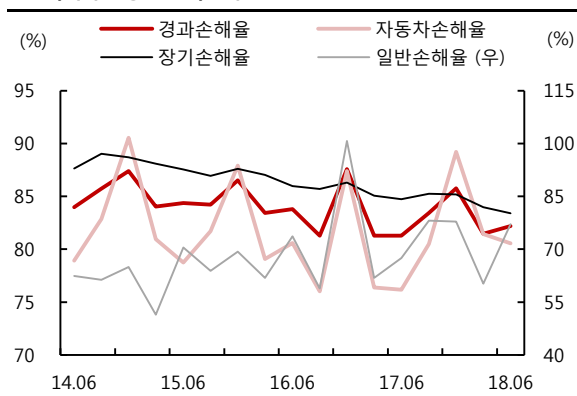
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 보장성 인보험 신계약 및 증가율



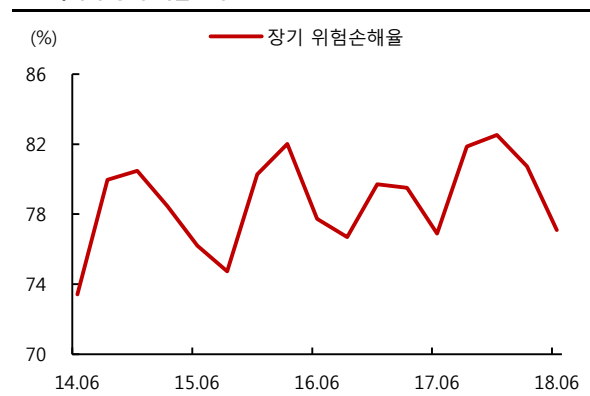
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 보종별 경과손해율



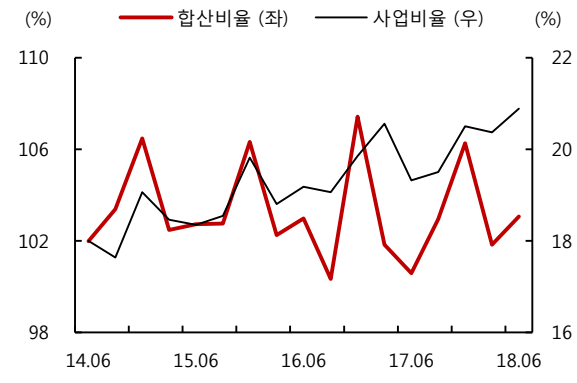
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 장기 위험손해율



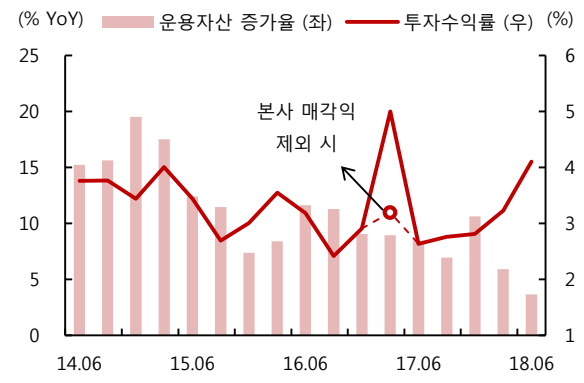
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 합산비율 및 사업비율



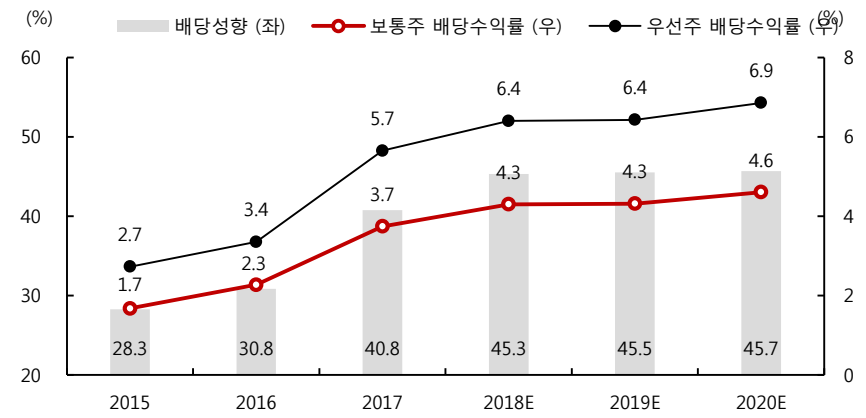
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 운용자산 증가율 및 투자수익률



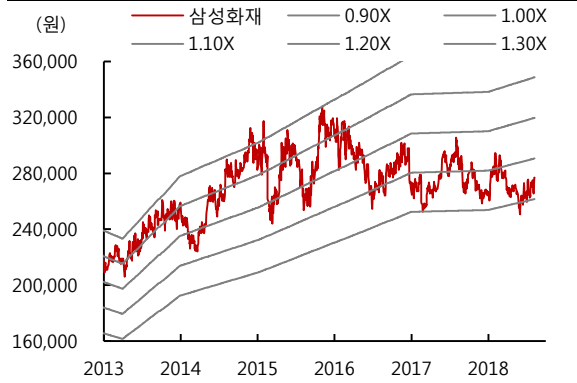
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재 배당지표 추이 및 전망



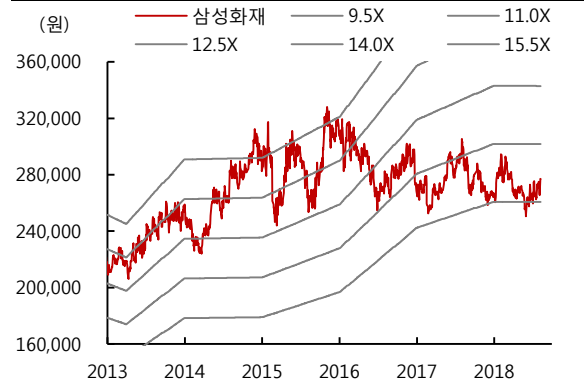
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 12개월 forward PBR band



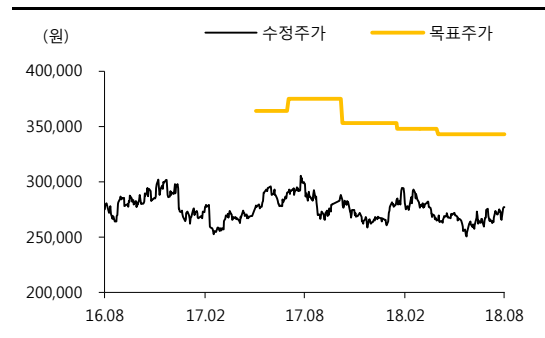
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 12개월 forward PER band



자료: 삼성화재, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2018.08.10	매수	343,000원	6개월		
2018.07.12	매수	343,000원	6개월	-22.62%	-19.24%
2018.05.15	매수	343,000원	6개월	-23.26%	-19.68%
2018.02.22	매수	348,000원	6개월	-20.68%	-15.37%
2018.01.25	매수	348,000원	6개월	-18.51%	-15.37%
2017.12.01	매수	353,000원	6개월	-23.32%	-19.41%
2017.11.01	매수	353,000원	6개월	-22.97%	-19.83%
2017.10.17	매수	353,000원	6개월	-21.04%	-19.83%
2017.07.12	매수	375,000원	6개월	-24.22%	-18.53%
2017.05.29	매수	364,000원	6개월	-21.07%	-18.68%



Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 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 (2018 년 8 월 10 일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	58,238	64,419	68,239	72,128	76,110
현금 및 예치금	1,049	1,342	789	333	172
유가증권	38,127	40,868	43,142	46,131	48,888
주식	4,342	5,946	6,243	6,563	6,899
채권	28,115	29,319	30,765	32,518	34,411
수익증권	2,098	2,317	2,431	2,570	2,698
외화유가증권	2,849	2,610	3,027	3,784	4,163
기타유가증권	723	675	675	696	717
대출채권	17,878	21,393	23,482	24,821	26,191
부동산	1,184	815	825	843	859
비운용자산	5,136	5,473	5,664	5,980	6,324
특별계정자산	4,524	5,629	7,599	8,131	8,700
자산총계	67,898	75,521	81,503	86,239	91,134
책임준비금	49,416	52,872	55,865	58,924	62,014
지급준비금	3,731	4,174	4,383	4,602	4,786
보험료적립금	41,941	44,982	47,650	50,365	53,146
미경과보험료적립금	3,240	3,161	3,222	3,290	3,360
기타부채	2,996	3,194	5,744	6,254	6,782
특별계정부채	4,605	7,532	7,909	8,462	9,055
부채총계	57,017	63,599	69,518	73,640	77,851
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	7,414	8,198	8,898	9,512	10,196
비상위험준비금	1,817	1,938	2,016	2,059	2,109
자본조정	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계	3,985	4,242	3,605	3,605	3,605
자본총계	10,881	11,922	11,985	12,599	13,283
부채와자본총계	67,898	75,521	81,503	86,239	91,134

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	8.0	11.2	7.9	5.8	5.7
운용자산	9.0	10.6	5.9	5.7	5.5
부채	7.8	11.5	9.3	5.9	5.7
책임준비금	8.0	7.0	5.7	5.5	5.2
자본	9.1	9.6	0.5	5.1	5.4
경과보험료	2.7	1.6	-0.2	2.3	2.3
일반	4.5	4.9	6.7	2.3	2.3
자동차	15.3	5.2	-2.2	3.5	3.5
장기	-1.5	-0.1	-0.1	1.8	1.8
순사업비	5.0	5.5	2.2	-1.2	2.1
투자영업이익	0.7	18.5	8.0	-3.4	5.2
영업이익	4.6	33.0	10.1	2.3	5.8
순이익	7.4	24.0	7.9	-0.0	6.3

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	18,183	18,230	18,363	18,778	19,253
일반	1,303	1,329	1,404	1,433	1,461
자동차	4,804	4,804	4,827	4,972	5,171
장기	12,077	12,097	12,131	12,374	12,621
보유보험료	17,657	17,655	17,783	18,204	18,664
경과보험료	17,406	17,690	17,656	18,057	18,468
일반	1,208	1,267	1,351	1,382	1,414
자동차	4,364	4,592	4,491	4,649	4,812
장기	11,834	11,820	11,813	12,026	12,242
경과손해액	14,626	14,670	14,567	14,902	15,249
일반	891	907	910	940	961
자동차	3,528	3,700	3,736	3,878	4,009
장기	10,207	10,054	9,921	10,085	10,279
순사업비	3,347	3,531	3,609	3,565	3,639
보험영업이익	-568	-511	-520	-410	-420
투자영업이익	1,688	2,001	2,161	2,088	2,196
영업이익	1,120	1,491	1,641	1,678	1,776
영업외이익	-27	-79	-103	-140	-140
세전이익	1,094	1,412	1,538	1,538	1,636
법인세비용	253	369	413	413	440
당기순이익	841	1,043	1,125	1,125	1,196

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.0	82.9	82.5	82.5	82.6
일반	73.7	71.6	67.3	68.0	68.0
자동차	80.9	80.6	83.2	83.4	83.3
장기	86.3	85.1	84.0	83.9	84.0
사업비율	19.2	20.0	20.4	19.7	19.7
투자이익률	3.1	3.3	3.3	3.0	3.0
수익성 (%)					
ROE	8.1	9.1	9.4	9.2	9.2
ROA	1.3	1.5	1.4	1.3	1.3
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	20,702	25,511	27,440	27,432	29,163
보통주 BPS	255,966	280,460	281,928	296,390	312,474
보통주 DPS	6,100	10,000	12,000	12,050	12,850
기타 지표					
보통주 PER (X)	13.0	10.5	10.2	10.2	9.6
보통주 PBR (X)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
배당성향 (%)	30.8	40.8	45.3	45.5	42.8
보통주 배당수익률 (%)	2.3	3.7	4.3	4.3	4.6

자료 : SK증권 추정