

2018/08/10

은행/증권/보험 강승건

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

은행/증권/보험 최영수

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

# 삼성화재(000810)

## 성장과 수익성을 유지하려는 동사의 의지 확인

### ■ 투자의견 Buy, 목표주가 360,000원 유지

- 삼성화재에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 360,000원을 유지
- 투자의견을 Buy로 유지하는 이유는 1) 지난해 크게 상승한 배당성향 44.5%를 유지하려는 의지(보유주식 매각이익 포함)가 재확인되었고 2) 자동차보험 원가 상승분의 보험료 반영, 그리고 합산비율 100% 이하를 유지하기 위한 추가 보험료 조정에 대한 의지 확인과 3) 상반기 인담보 신계약 성장 24.2%에 이어 하반기도 성장에 대한 의지가 확인되었기 때문임
- 아직 장기위험 및 자동차보험 손해를 측면에서는 기대치를 충족시키고 있지 못하지만 경쟁사 대비 높은 배당성향 유지 능력 및 2위권 손보사를 능가하는 성장을 시현하고 있다는 점을 긍정적으로 평가함
- 경쟁사 대비 많은 횡수의 자동차보험료 인하에도 불구하고 큰 폭의 M/S 확보는 이루어지지 못했지만 동사의 자보 포트폴리오의 Mix가 개선되고 있다는 점에서 의미는 있었다고 평가함
- 목표주가 360,000원은 2018년 예상 BPS 300,623원 및 EVPS 470,774원 Target multiple 1.0배, 0.9배를 적용하여 산출하였음

### ■ 2018년 2분기 순이익 3,645억원, 전년동기대비 31.7% 증가

- 2분기 순이익이 크게 증가한 이유는 1) 보유중인 삼성전자 지분 매각에 따른 처분이익 1,920억원/삼성물산 손상차손 236억원 반영으로 투자부분의 이익 기여도가 크게 확대되었기 때문임
- 2분기 순이익은 우리 전망치를 하회하였음. 이는 자동차 보험의 건당 손해액이 증가하며 손해율이 4.4%p 상승(당사전망 3.5%p)하였고 일반보험에 고액 사고 반영으로 손해율이 9.7%p(당사전망 -2.0%p) 상승하였기 때문임. 또한 신계약 판매 관련 비용 증가로 사업비율이 1.6%p(당사전망 0.9%p) 상승하였음
- 인담보 신계약은 336억원 판매되며 전년동기대비 37.6% 성장 하였음. 과거 2위권 손보사 대비 낮은 성장률은 시현하였지만 최근 변화된 모습이 확인됨
- 투자수익률은 4.1%로 대규모 처분이익이 반영되었기 때문임
- 2분기 실적이 우리 전망치에 미달하였지만 비교적 양호한 실적으로 평가하며 하반기 판매비 축소 및 장기 위험손해를 개선 기대감을 유지함.

Buy (Maintain)

목표주가(12M) 360,000원

종가(2018/08/09) 279,000원

#### Stock Indicator

자본금	27십억원
발행주식수	5,057만주
시가총액	13,816십억원
외국인지분율	50.6%
배당금(2017)	10,000원
EPS(2018E)	26,166원
BPS(2018E)	300,623원
ROE(2018E)	8.7%
52주 주가	250,500~298,000원
60일평균거래량	67,026주
60일평균거래대금	17.8십억원

#### Price Trend



(단위: 십억원, %)

	2Q17	1Q18	확정치	2Q18			3Q18 (F)		
				YoY	QoQ	컨센서스	당사추정	YoY	QoQ
경과보험료	4,435	4,394	4,402	-0.8	0.2	4,472	4,520	1.1	2.7
영업이익	371	432	512	38.3	18.6	509	371	26.3	-27.6
별도 순이익	277	301	365	31.7	21.1	376	251	11.5	-31.3

자료, fnguide, 삼성화재, 하이투자증권 리서치센터

삼성화재 세부 실적

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	YoY	QoQ
원수보험료	4,618	4,654	4,393	4,546	4,592	-0.6	1.0
보유보험료	4,489	4,491	4,249	4,418	4,483	-0.1	1.5
경과보험료	4,435	4,473	4,373	4,394	4,402	-0.8	0.2
발생손해액	3,604	3,732	3,750	3,580	3,618	0.4	1.1
순사업비	857	873	894	895	920	7.3	2.7
요약손익							
보험영업이익	-26	-132	-274	-81	-135	N/A	N/A
투자영업이익	397	426	445	513	648	63.4	26.4
총영업이익	370	294	171	432	513	38.5	18.7
영업외손익	3	1	-63	-21	-13	적전	N/A
세전이익	373	295	108	410	499	33.9	21.7
당기순이익	277	225	38	301	365	31.7	21.1
일반	348	400	295	326	370	6.5	13.7
원수보험료 (성장지표)							
자동차	1,235	1,228	1,100	1,209	1,204	-2.5	-0.4
장기	3,035	3,026	2,999	3,011	3,017	-0.6	0.2
장기위험	733	748	753	774	784	6.9	1.2
보험영업 (수익지표)							
손해율	81.3	83.4	85.8	81.5	82.2	0.9	0.7
사업비율	19.3	19.5	20.4	20.4	20.9	1.6	0.5
합산비율	100.6	103.0	106.2	101.8	103.1	2.5	1.2
보종별 (손해율) (수익지표)							
일반	67.4	78.1	78.1	60.2	77.1	9.7	16.9
자동차	76.2	80.5	89.2	81.4	80.5	4.4	-0.9
장기	84.7	85.3	85.2	84.0	83.4	-1.3	-0.6
장기위험	76.9	81.9	82.5	80.7	77.1	0.2	-3.6
보종별 (사업비율) (수익지표)							
일반	22.0	19.3	29.2	19.2	22.7	0.7	3.5
자동차	18.5	17.9	16.5	18.3	18.3	-0.3	-0.1
장기	19.3	20.1	21.1	21.3	21.7	2.3	0.4
투자부문							
운용자산	61,367	62,173	64,419	62,727	63,605	3.6	1.4
투자수익률	2.6	2.8	2.8	3.2	4.1	1.5	0.9
평가/처분이익	-5	2	7	46	193	흑전	321.4
투자지표							
ROE	9.5	7.4	1.3	10.4	12.7	3.3	2.4
자기자본	12,092	12,321	11,842	11,387	11,525	-4.7	1.2
신계약 (월납환산)	39	41	37	44	44	12.6	-1.2
신계약							
보장성	38	41	37	43	43	13.3	-1.1
인담보	24	27	26	34	34	37.6	-2.2

자료: 삼성화재, 하이투자증권

## 컨퍼런스콜 Q&amp;A

**Q. [자동차] 정비수가, 최저임금 등으로 원가 상승부담이 있는데, 자동차보험료 조정 방향은? 감독당국과 어떻게 조율해나갈 예정인지?**

- 정비요금, 최저임금 등 관련해 인상요인이 있음. 정비요금 인상분에 대해서는 보험료에 충분히 반영할 것임.
- 8월말에 정비사와의 계약 체결을 예상하고 있기 때문에 보험료에는 10월말~11월 초 반영될 것으로 생각됨
- 기타 다른 요인에 대해서는 보장 효율성을 강화하기 위해 노력할 예정임. 특히 폭염으로 인해서 올라간 손해율 부문은 점차 안정화될 것으로 생각되며, 추후 지켜보면서 보험료 조정을 고려할 계획임.
- 금융당국이 보험료의 급격한 인상에 대해 우려하고 있는 부분에 대해서는 당국과의 대화를 통해 조율해나갈 것임.

**Q. [채널] 상반기에는 시책 경쟁이 치열했는데 감독이 강화된 이후의 최근 동향은? 또한 이로 인한 삼성화재에의 예상 영향은?**

- 7월에 금융당국의 GA 사업비를 검사가 진행된 이후, 당국에서 시책 경쟁을 자제해달라는 요청이 있었음. 이에 따라 8월부터는 시책경쟁을 자제하는 분위기이며 당사도 시책률을 인하여서 운영할 계획임.
- 당사는 상품 경쟁력, 언더라이팅 경쟁력, 업무 편의성 등을 통해 GA 시장에서의 경쟁력을 유지할 예정임.
- 시책이 축소되면 이에 비례해 시장이 축소될 것으로 예상됨. 다만 경쟁력 강화를 통해 2분기 MS는 유지가능할 것으로 생각함.

**Q. [장기] 장기 위험손해율 전망은? 내년 1월에 보험료 인상 가능할 지?**

- 장기 위험손해율의 경우 작년 대비 조건이 좋지 않음. 위험손해율이 0.7%p 상승하였음. 손해율 상승 원인은 실손 부문에서의 손해율 상승 및 작년보다 늘어난 고액사고의 영향으로 생각됨. 상반기 실손 손해율은 전년대비 0.9%p 증가하였고 실손이 위험보험료에서 차지하는 비중이 32%이라는 점을 감안 시 실손이 장기 위험손해율에 0.3%p 상승 영향을 미쳤다고 볼 수 있음.
- 당사는 효율화 및 우량계약 중심의 포트폴리오에 집중을 통해 개선해나갈 것.
- 장기 위험손해율이 작년(80.2%) 이하가 될 수 있도록 노력할 것임.
- 올해 보험료를 9.9% 인상할 계획이었지만 문케어 영향을 선반영하여 동결한 바 있음. 문케어 영향 관련 KDI 연구용역 진행이 마무리 단계이며 전반적인 영향이 산정 되면 금융당국과 조율할 것. 올해는 동결했기 때문에 내년 인상 요인이 있을 수 있다고 생각함.

**Q. [배당] 올해 배당에 대한 경영진의 생각은? 배당성향을 올릴 가능성이 있는지?**

- 배당정책에 대해 언급하기에는 시기가 이르다고 생각. 추후 시장과의 소통을 통해 결정할 것임.
- 현금 중심의 배당정책을 하겠다고 언급한 부문에 대해서는 유효함
- 현금 배당성향의 급격한 변화는 없을 것으로 생각되지만 지속적으로 우상향 가능하도록 노력할 예정임

**Q. [인보험] 향후 지속가능한 인보험 신계약 성장을 수준은?**

- GA 채널 및 신상품의 영향으로 상반기에는 신계약 성장을 양호했음. 하반기에도 신상품 출시 계획하고 있어 상반기 수준의 성장을 유지할 수 있을 것으로 생각하고 있음.

**Q. [RBC] RBC 비율 하락 원인은?**

- 요구자본 증가요인: 1) K-ICS도입 이전 RBC제도가 강화되며 그 전에는 반영되지 않던 퇴직 계정의 신용, 시장 리스크가 점진적으로 반영되고 있음. 올해 6월에는 해당 리스크의 35%가 반영되었고(-5%p 영향), 내년 6월 70%, 2020년 100% 반영될 예정임.
- 가용자본 감소요인: 2) 전년동기대비 금리가 상승하였음. 국고 10년 기준 작년 2.2%에서 올해 2.7%로 상승하였음 (-15%p 영향), 3) 법인세 인상 (-3%p 영향), 4) 관계사 추가 하락 (-5%p 영향), 5) 연말 주주배당 (-10%p 영향)
- 즉 RBC 하락분 39%p 중 23%p(RBC 강화, 금리상승, 법인세 인상)는 업계 공통 이슈임.

**Q. [자동차] 내년 정비수가 인상 등으로 합산비율 100% 이상을 달성하기 어려워지는 상황에서 보험료 가능성이 있는지?**

- 보험료 인하로 인해 합산비율이 100% 달성이 어려운 것은 사실이며 이러한 기조는 내년에도 이어질 것임.
- 정비수가 관련 인상은 먼저 추진하고, 이 외에는 언더라이팅 강화, 업무 효율화 통한 사업비 절감과 같은 자구노력 시행할 것임.
- 이후에 충분하지 않을 경우 특약보험료 인상등을 통해 대응할 계획임.

**Q. [전망] 내년에 어떤 부문에서 증익 가능할 지? 회사의 전략은?**

- 구체적으로 각 부문 전략 방향 세팅이 되어있지 않음.
- 큰 방향성 측면에서는 장기보험 수익중심의 건실경영을 계속해서 이어나가고, 자동차 부문은 원가 상승 반영 및 내부 효율화를 통한 사업비율 축소로 100% 언더 달성을 위해 노력할 것임. 일반보험은 신규 상품으로의 영역 확대를 적극 추진할 것임
- 자산운용은 ALM 유지 기조 하에서 올해와 마찬가지로 보유이원 강화(기업 금융 등)를 위해 노력 할 예정임

**Q. [자동차] 자동차 MS v. 수익성. 합산비율이 100% 이상 상승하더라도 MS 확대를 위해 노력할 수 있을 지?**

- MS를 확대하더라도 수익성에 영향이 없는 선에서 진행해야 한다고 생각. 또한 보험료 인상을 하는 경우 시장이 따라올 것이기 때문에 MS가 크게 하락하지 않을 것으로 생각함.

**Q. [RBC] 퇴직 계정의 리스크 반영으로 인한 차후 영향은? 차후 RBC비율에 영향을 주는 규제 요인 및 영향 수준은?**

- 당국은 RBC 제도 강화를 추진 중이며, 주요내용은 1) 퇴직계정의 리스크 추가 반영, 2) 현재 RBC상의 금리리스크를 강화하는 것임
- 2021년까지 퇴직 리스크 반영 및 금리리스크 강화가 각각 -8%p, -27%p 영향을 미칠 전망. 따라서 RBC 비율은 현재 323%에서 2021년까지 35%p 하락할 것으로 예상.

**Q. [자산운용] 외화유가증권 투자 비중 작지만 빠르게 늘어나고 있는데, 자산군 및 국가? 헷지 비용 및 헷지 전략은?**

- 상반기 외화유가증권 투자 5천억원 정도 증가했음. 달러 채권은 환프리미엄이 -200bp 정도 악화되어있지만, 스웨덴 코로나 및 유로는 +100bp 정도 우호적인 상황으로 이 쪽 통화 중심으로 해외채권투자 확대했음.
- 타사 대비 긴 롤오버 기간(5년 수준)을 가져가고 있음. 또한 달러 이외 통화로 다변화된 투자를 통해 리스크 관리를 해나가고 있으며 달러 이외 통화투자 비중이 현재 30%인데, 더 늘려나갈 예정임.

**Q. [자산운용] 대출 부문에서 보수적인 전략을 유지하고 있는데 차후 대출 수익성을 강화시킬 가능성이 있는지?**

- 가계대출 부문은 정부 규제로 인하여 물량을 더 늘리기는 어려움.
- 기업금융 부문으로 대출을 늘렸음. 국내 시장규모가 작기 때문에 수익성을 강화하기 위해서는 리스크가 커지는 것이 부담임. 따라서 해외 쪽으로 대출 확대시켰음. 향후에는 대체투자부문에 있어 배당형 자산 쪽으로 투자를 확대하여 이원을 개선해나갈 것임
- 환헤지 전략 관련해서는 간접투자를 통해 대출을 확대해나가고 있기 때문에 운용사의 전략에 따라 영향을 받게 됨. 다만 통화 관련해서는 달러 이외 통화에 대한 노출을 늘리려 노력하고 있음.
- 차후 강화되는 규제 하에서는 지분투자 및 PF 등에 대해 높은 리스크 계수를 부과하고 있는 것은 사실임. 다만 삼성화재는 타사 대비 높은 재무안정성을 유지하고 있기 때문에 여유 부분을 활용하여 보유이원을 강화할 수 있을 것으로 생각함.

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
운용자산	58,238	64,419	65,350	67,304	69,125
현금 및 예금	1,049	1,342	945	973	999
유가증권	38,127	40,868	41,087	42,316	43,461
당기손익증권	1,004	899	708	729	749
매도가능증권	36,480	39,110	39,374	40,577	41,697
만기보유증권	141	141	167	172	177
관계기업투자주식	502	718	838	838	838
대출채권	17,878	21,393	22,488	23,161	23,787
부동산	1,184	815	829	854	877
비운용자산	5,136	5,473	5,294	5,477	5,668
특별계정자산	4,524	5,629	7,897	8,108	8,285
별도자산총계	67,898	75,521	78,541	80,890	83,079
책임준비금	49,416	52,872	55,405	56,885	58,126
지급준비금	3,731	4,174	4,119	4,183	4,263
보험료적립금	41,941	44,982	47,308	48,282	48,978
미경과보험료 적립금	3,240	3,161	3,380	3,735	4,093
기타준비금	504	555	599	686	793
기타부채	2,996	3,194	3,347	3,437	3,512
특별계정부채	4,605	7,532	7,893	8,104	8,281
별도부채총계	57,017	63,599	66,645	68,425	69,919
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	7,414	8,198	8,809	9,378	10,073
자본조정	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계	3,985	4,242	3,605	3,605	3,605
별도자본총계	10,881	11,922	11,896	12,465	13,160

손익계산서(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	18,183	18,230	18,235	18,518	18,913
일반	1,303	1,329	1,349	1,417	1,488
자동차	4,804	4,804	4,790	4,823	4,926
장기	12,077	12,097	12,095	12,278	12,499
경과보험료	17,406	17,690	17,637	18,006	18,390
일반	1,208	1,279	1,360	1,445	1,520
자동차	4,364	4,492	4,491	4,606	4,708
장기	11,834	11,820	11,786	11,954	12,161
경과손해액	14,626	14,670	14,583	14,865	15,127
보험금	5,539	5,913	6,451	6,651	6,842
환급금/연금/배당	5,004	4,660	4,969	5,341	5,438
준비금 증가액	3,600	3,463	2,678	2,349	2,322
손해조사비	494	524	520	524	525
순사업비	3,347	3,530	3,629	3,599	3,629
일반	293	302	337	351	368
자동차	823	832	808	795	802
장기	2,232	2,396	2,484	2,453	2,459
보험영업이익	-559	-512	-574	-458	-367
투자영업이익	1,688	2,001	2,098	2,014	2,086
총영업이익	1,129	1,489	1,523	1,556	1,720
영업외손익	-27	-77	-107	-122	-122
법인세차감전순이익	1,102	1,412	1,417	1,435	1,598
법인세	253	371	380	386	430
세율	23.1	26.2	26.8	26.9	26.9
별도당기순이익	841	1,043	1,036	1,049	1,167

주: 손해율, 사업비율, 합산비율은 경과보험료 기준

성장성지표(별도)	(단위:%)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	2.2	0.3	0.0	1.6	2.1
일반	-4.3	2.0	1.5	5.0	5.0
자동차	13.4	0.0	-0.3	0.7	2.1
장기	-1.0	0.2	0.0	1.5	1.8
장기위험	9.5	9.3	8.5	8.9	8.5
경과보험료	2.7	1.6	-0.3	2.1	2.1
투자영업이익	0.7	18.5	4.8	-4.0	3.6
총영업이익	4.8	31.9	2.3	2.2	10.5
별도당기순이익	7.4	24.0	-0.6	1.2	11.3
운용자산	9.0	10.6	1.4	3.0	2.7
책임준비금	8.0	7.0	4.8	2.7	2.2
별도자본총계	9.1	9.6	-0.2	4.8	5.6

수익성 지표(별도)	(단위:%)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
손해율	84.0	82.9	82.7	82.6	82.3
일반	73.7	71.7	70.2	70.7	71.7
자동차	80.9	80.6	83.2	83.9	83.5
장기	86.3	85.1	83.9	83.5	83.1
장기위험	79.0	80.2	79.8	78.5	78.3
사업비율	19.2	20.0	20.6	20.0	19.7
합산비율	103.3	102.9	103.3	102.5	102.0
투자수익률	3.0	3.3	3.2	3.0	3.1

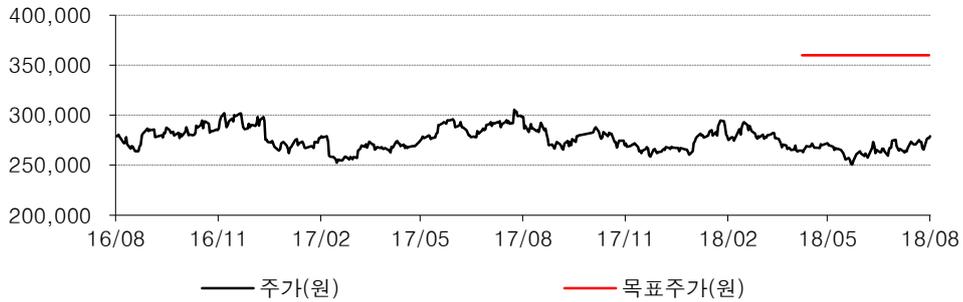
재무제표(연결)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
연결 자산총계	68,218	75,908	79,116	81,465	83,654
연결부채총계	57,209	63,980	67,125	68,906	70,399
지배기업소유지분	10,991	11,911	11,973	12,542	13,237
비지배지분	17	17	18	18	18
연결자본총계	11,008	11,928	11,991	12,559	13,255
법인세차감전 순이익	1,120	1,314	1,427	1,450	1,614
법인세	259	345	383	389	434
세율	23.1	26.2	26.8	26.8	26.9
연결순이익	861	969	1,045	1,061	1,179
지배주주지분순이익	858	966	1,042	1,059	1,177
비지배지분순이익	3	3	3	2	2

투자지표(별도)	(단위: 십억원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	8.1	9.1	8.7	8.6	9.1
ROA	1.3	1.5	1.3	1.3	1.4
EPS(원)	21,113	26,182	26,023	26,338	29,311
BPS(원)	273,197	299,340	298,682	312,959	330,422

투자지표(연결)	(단위: 십억원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	8.1	8.4	8.7	8.6	9.1
ROA	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4
EPS(원)	21,542	24,261	26,166	26,579	29,552
BPS(원)	275,954	299,057	300,623	314,900	332,363
DPS(원)	6,100	10,000	11,300	11,100	11,900
P/E	12.5	11.0	10.7	10.5	9.4
P/B	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
배당수익률	2.3	3.7	4.1	4.0	4.3
RBC	333	325	294	285	281
Embedded Value	15,707	17,173	18,750	20,253	21,737
RoEV	9.0	12.0	9.2	8.0	7.3
EVPS(원)	394,368	431,168	470,774	508,506	545,764
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	과리율	
				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) 종목투자의견은 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 투자비율 등급 공시 2018-06-30 기준**

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-