

삼성화재 (000810)

예상에 부합한 실적. 여전한 배당수익률 매력

대체로 컨센서스에 부합한 2분기 실적

삼성화재의 2분기 순이익은 3,645억원(YoY +31.7%)으로 시장 컨센서스 및 당사 추정치에 부합했다. 합산비용은 상승한 반면, 삼성전자 지분 매각에 따른 투자이익률 상승이 전년 대비 증익을 견인했다. 1분기 급상승을 나타냈던 차보험 손해율은 2분기 80.5%로 1분기 대비 0.9%p 개선되었으나 전년 동기 대비 4.4% 상승하며 전년 대비 악화기조를 이어갔다. 전년도 하반기 차보험료의 인하와 더불어 정비수가 인상, 최저임금 인상, 폭염 등 다양한 원가 상승 요인이 반영된 영향으로 판단된다. 위험손해율 또한 77.1%로 1분기 대비 개선되었으나 전년 동기 대비로는 0.3%p 상승했다. 이는 고액사고 증가와 실손보험 손해율의 상승 영향이다. 손해를 관점에서 전년 대비 개선을 기대하기는 어려우나, 상반기 두드러졌던 GA채널 시책 경쟁의 둔화가 3분기 이후 관찰되고 있어 사업비율의 점진적 안정화가 예상된다.

보장성 인보험 MS 상승은 더디나, 장기보험 신계약 매출 성장 전환 긍정적

2Q18 보장성 인보험(재물 제외) 신계약은 336억원으로 전년 동기 대비 37.7% 증가했다. 1분기 14.7% 증가에서 그 증가율이 보다 확대되었으며 GA채널 인보험 M/S(사측 추정치) 또한 '17년 상반기 5.9%에서 '18년 상반기 7.9%로 상승했다. 물론 GA채널 전략 변경 대비 M/S 상승 추세는 다소 더디나, '12년 이후 정체되었던 보장성 인보험의 성장 전환은 중장기 실적 체력 보강 차원에서 긍정적이다. 또한 3분기 이후 금융당국의 GA채널 시책 경쟁 자체 요청으로 인해, 삼성화재의 지속적인 신상품 출시 및 브랜드 강점은 보다 빛을 발할 것으로 예상된다.

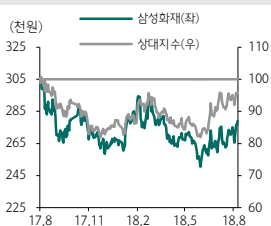
투자의견 BUY, 목표가 36만원 유지 여전한 배당수익률 매력

투자의견 BUY 및 목표가 36만원을 유지한다. 손보업계 업황 변화에도 불구하고 압도적인 자본적정성 우위를 바탕으로 주가 불확실성은 제한적인 상황이다. 현 배당수익률은 4.1%로 안정적 비즈니스 모델을 고려시 충분히 매력적이다. RBC비용은 320%로 하락하였는데 금리 상승에 따른 가용자본 감소, 퇴직계정 리스크 반영에 따른 요구자본 증가의 영향이다. 업계 대비 단연 높은 자본적정성 임에는 변함이 없다.

Earnings Review

BUY

! TP(12M): 360,000원 | CP(8월 9일): 279,000원

Key Data		Consensus Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,303.71	2018	2019
52주 최고/최저(원)	298,000/250,500	매출액(십억원)	18,157.3 18,502.0
시가총액(십억원)	13,217.6	영업이익(십억원)	1,434.6 1,535.4
시가총액비중(%)	1.10	순이익(십억원)	1,010.5 1,093.3
발행주식수(천주)	47,374.8	EPS(원)	19,984 21,620
60일 평균 거래량(천주)	67.0	BPS(원)	293,465 309,197
60일 평균 거래대금(십억원)	17.8	Stock Price	
18년 배당금(예상, 원)	11,500		
18년 배당수익률(예상, %)	4.1		
외국인지분율(%)	50.61		
주요주주 지분율(%)			
삼성생명보험 외 5인	18.51		
국민연금	8.10		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	1.3 1.5 (6.4)		
상대	0.5 4.1 (3.7)		

Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
경과보험료	십억원	17,406	17,561	17,648	18,350	18,635
영업이익	십억원	1,120	1,372	1,543	1,604	1,748
순이익	십억원	841	956	1,063	1,103	1,209
EPS	원	19,782	22,499	25,011	25,948	28,437
증감율	%	9.1	13.7	11.2	3.7	9.6
PER	배	13.6	11.9	11.2	10.8	9.8
PBR	배	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
ROE	%	8.1	8.4	8.9	9.0	9.4
BPS	원	255,965	278,571	280,472	294,920	311,356
DPS	원	6,100	10,000	11,500	12,000	13,500



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

RA 박은규
02-3771-8532
ek.p@hanafn.com

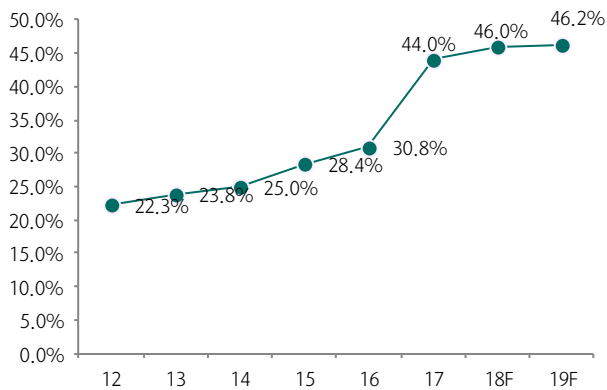
표 1. 삼성화재 분기별 실적

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F
원수보험료	4,565	4,618	4,654	4,393	4,546	4,592	4,658	4,692
경과보험료	4,409	4,435	4,473	4,244	4,394	4,402	4,367	4,485
일반	296	315	362	176	346	342	256	322
자동차	1,134	1,152	1,158	1,148	1,111	1,120	1,116	1,118
장기	2,979	2,968	2,953	2,920	2,937	2,940	2,996	3,045
발생손해액	1,593	1,644	1,803	1,885	1,706	1,746	1,590	1,790
순사업비	907	857	873	894	895	920	861	929
보험영업이익	-81	-26	-132	-390	-81	-135	-103	-209
투자영업이익	734	397	426	445	513	648	449	463
세전이익	635	373	295	-9	410	499	345	203
순이익	503	277	225	-48	301	364.5	250	147
원수보험 성장률	3.0%	0.4%	0.8%	-3.1%	-0.4%	-0.6%	0.1%	6.8%
경과보험 성장률	3.8%	2.5%	1.2%	-3.8%	-0.3%	-0.7%	-2.4%	5.7%
경과손해율	81.3%	81.3%	83.4%	88.1%	81.5%	82.2%	82.7%	84.0%
경과사업비율	20.6%	19.3%	19.5%	21.1%	20.4%	20.9%	19.7%	20.7%
운용자산 이익률	5.0%	2.6%	2.8%	2.8%	3.2%	4.1%	2.8%	2.8%
보장성신계약 성장률	6.9%	-5.5%	-1.5%	-12.4%	14.6%	5.9%	14.1%	-7.8%
보장성인보험 성장률	7.9%	-7.6%	-2.5%	-16.9%	14.7%	37.7%	3.0%	10.0%

주: 4Q17 미국 재보험 관련 회계 변경 이전 수치

자료: 삼성화재, 하나금융투자

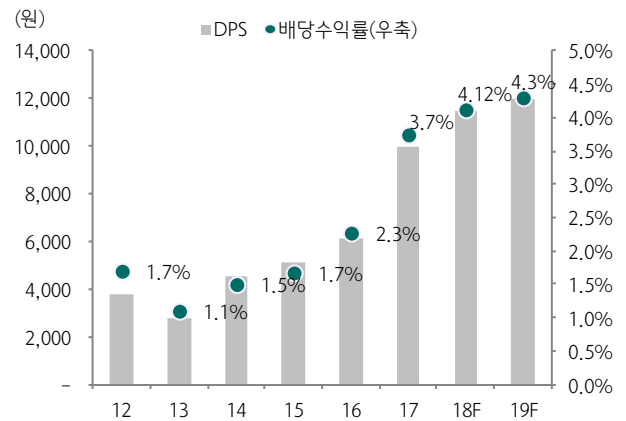
그림 1. 삼성화재 연도별 배당성장 추이



주: 4Q17 미국 재보험 관련 회계 변경 이전 수치

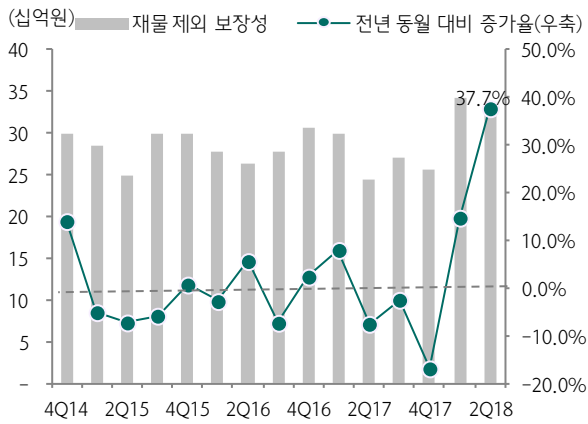
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 2. 삼성화재 연도별 배당수익률 및 DPS 추이



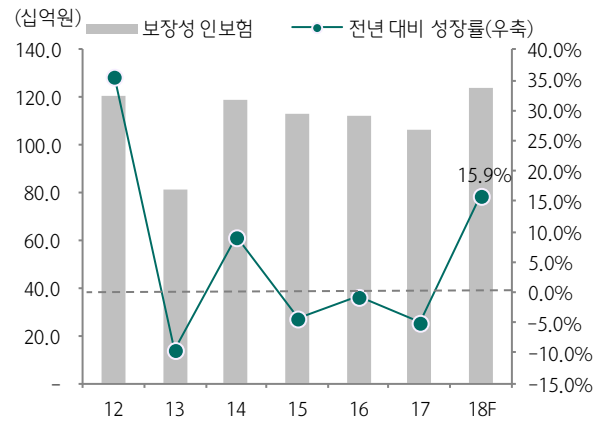
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 3. 삼성화재 분기별 보장성인보험 추이



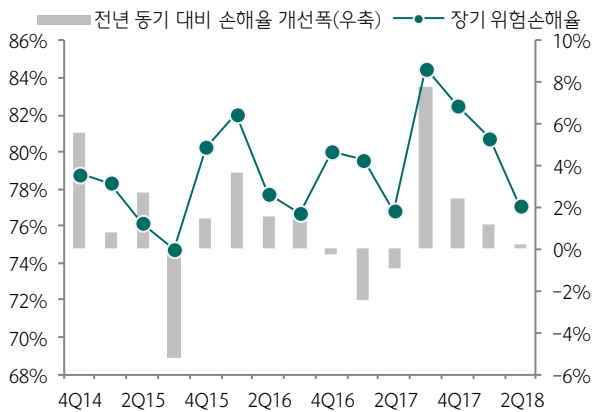
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 4. 삼성화재 연도별 보장성인보험 추이



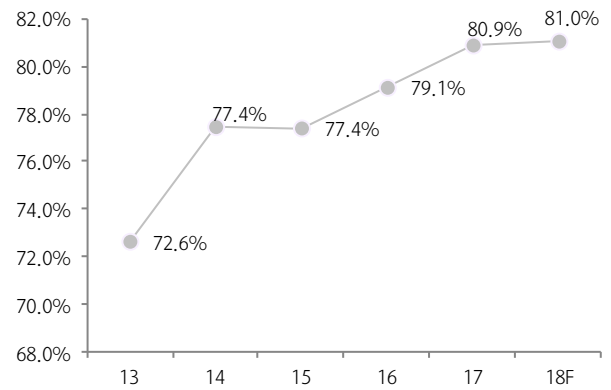
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 5. 삼성화재 분기별 장기위험 손해율 추이



자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 6. 삼성화재 연도별 장기위험 손해율 추이



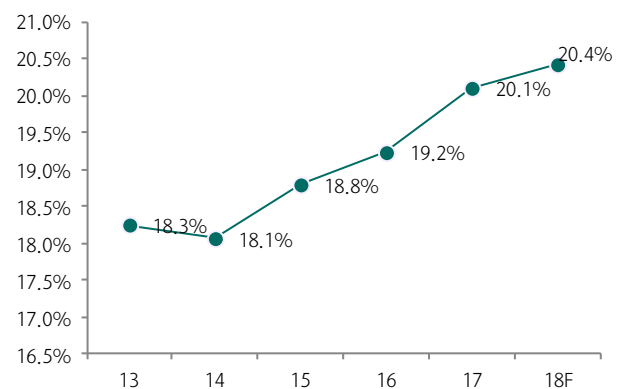
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 7. 삼성화재 연도별 차보험 손해율 추이



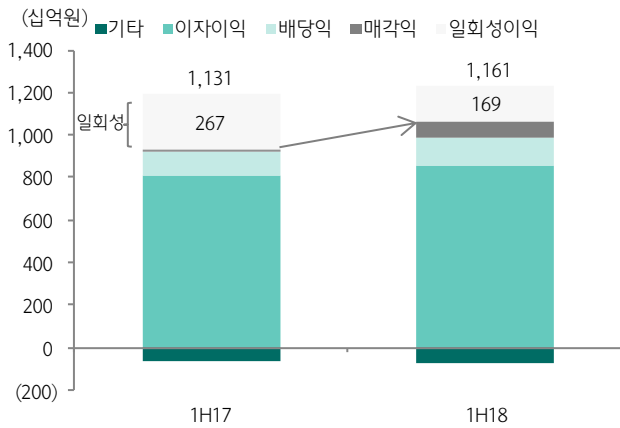
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 8. 삼성화재 연도별 사업비율 추이



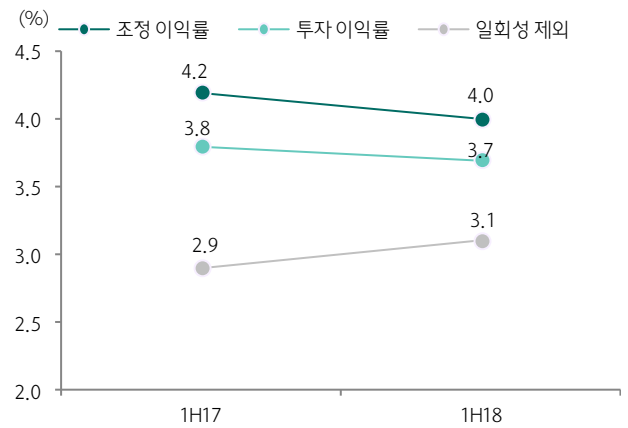
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 9. 자산운용 투자이익 상세



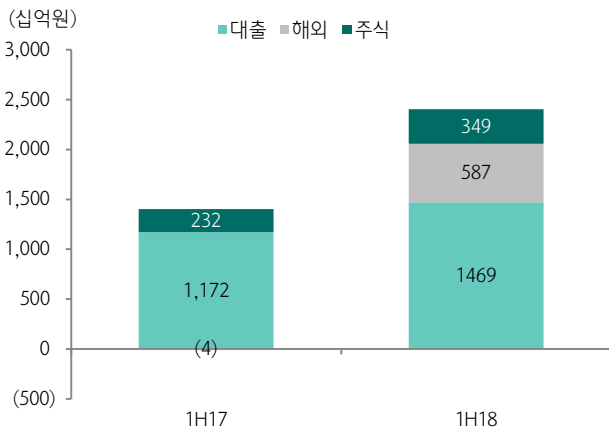
주: 1Q17 부동산 매각익, 2Q18 삼성전자 지분 매각익 및 삼성물산 감액손 반영
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 10. 1H17과 1H18 투자이익률 비교



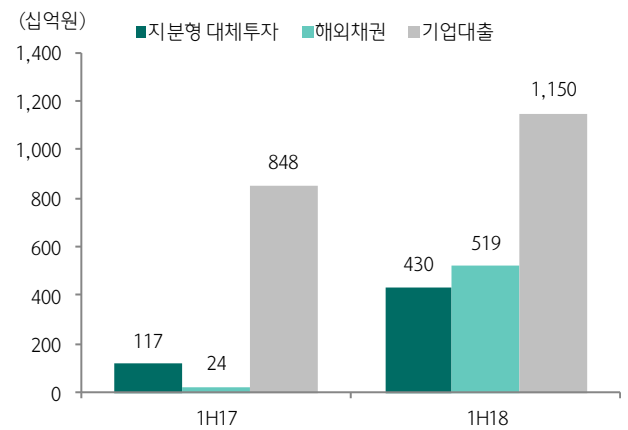
주: 조정이익률은 운용자산 내 매도가능평가손 차감후 기준
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 11. 운용자산 매 대출 및 해외자산 순증 뚜렷



자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 12. 대체투자, 해외채권, 기업대출 중심 운용자산 증가



자료: 삼성화재, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
원수보험료	18,183	18,230	18,487	19,315	19,603
경과보험료	17,406	17,561	17,648	18,350	18,635
장기보험	11,834	11,820	11,917	12,177	1,765
자동차보험	4,364	4,592	4,465	4,507	1,765
일반보험	1,208	1,150	1,266	1,666	12,275
발생손해액	14,626	14,660	14,573	15,084	15,375
장기보험	10,207	10,054	10,024	10,224	10,371
자동차보험	3,528	3,700	3,683	3,707	3,767
일반보험	891	907	865	1,154	1,237
순사업비	3,347	3,530	3,604	3,675	3,743
보험영업이익	-568	-630	-529	-410	-483
투자영업이익	1,688	2,001	2,072	2,014	2,231
영업이익	1,120	1,372	1,543	1,604	1,748
영업외손익	-27	-77	-85	-82	-81
세전이익	1,094	1,294	1,458	1,521	1,667
법인세	253	338	395	418	459
순이익	841	956	1,063	1,103	1,209

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
총자산	67,898	75,413	78,743	83,194	87,718
운용자산	58,238	64,419	66,011	70,192	74,496
현금예금	1,049	1,342	1,398	228	-363
유가증권	38,127	40,868	40,794	43,724	45,950
대출	17,878	21,393	22,996	25,383	28,018
기타	1,184	815	823	857	892
비운용자산	5,136	5,366	4,898	4,850	4,740
특별계정자산	4,524	5,629	7,833	8,151	8,482
부채	57,017	63,571	66,820	70,657	74,482
보험계약준비금	49,416	52,872	55,906	59,299	62,664
기타부채	2,996	3,167	3,086	3,211	3,341
특별계정부채	4,605	7,532	7,829	8,147	8,478
자본총계	10,881	11,842	11,923	12,537	13,236
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	7,414	8,111	8,836	9,450	10,149
기타 자본조정	2,501	2,765	2,121	2,121	2,121

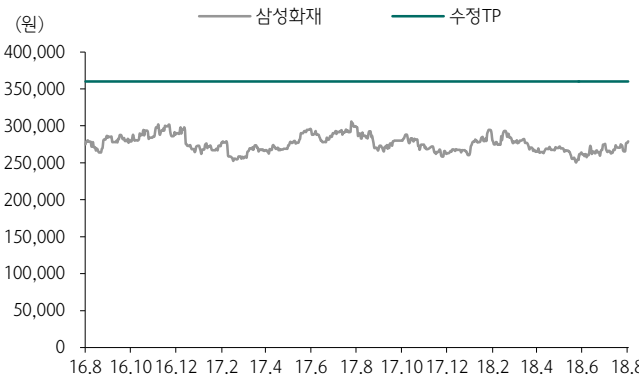
주요 성장성 및 수익성 지표	(단위: 십억원, %)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
성장률(전년대비, %)					
원수보험료	2.2	0.3	1.4	4.5	1.5
경과보험료	2.7	0.9	0.5	4.0	1.6
장기보험	-1.8	-0.1	0.8	2.2	-85.5
자동차보험	15.3	5.2	-2.8	0.9	-60.8
일반보험	4.5	-4.8	10.1	31.7	636.6
영업이익	4.6	22.5	12.5	3.9	9.0
순이익	7.4	13.7	11.2	3.7	9.6
총자산	8.0	11.1	4.4	5.7	5.4
운용자산	9.0	10.6	2.5	6.3	6.1
매출구성(경과보험료, %)					
장기보험	68.0	67.3	67.5	66.4	9.5
자동차보험	25.1	26.1	25.3	24.6	9.5
일반보험	6.9	6.5	7.2	9.1	65.9
수익성(%)					
손해율	84.0	83.5	82.6	82.2	82.5
장기보험	86.3	85.1	84.1	84.0	84.5
자동차보험	80.9	80.6	82.5	82.3	82.0
일반보험	73.7	78.9	68.3	69.2	70.1
사업비율	19.2	20.1	20.4	20.0	20.1
합산비율	103.3	103.6	103.0	102.2	102.6
운용자산이익률	3.0	3.3	3.2	3.0	3.1
안정성(%)					
지급여력비율	336.2	327.7	317.8	308.3	299.1
총자산/자기자본	624.0	636.8	660.4	663.6	662.7

자료: 하나금융투자

주요 밸류에이션 지표	(단위: 십억원, 원, 배, %)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS	19,782	22,499	25,011	25,948	28,437
BPS	255,965	278,571	280,472	294,920	311,356
P/E (배)	13.57	11.9	11.2	10.8	9.8
P/B (배)	1.05	0.96	1.0	0.9	0.9
ROE	8.1	8.4	8.9	9.0	9.4
ROA	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
DPS					
보통주	6,100	10,000	11,500	12,000	13,500
우선주	6,105	10,005	11,505	12,005	13,505
배당성향	30.8	44.0	46.0	46.2	47.5
배당수익률					
보통주	2.3	3.7	4.1	4.3	4.8
우선주	3.2	5.6	6.1	6.4	7.2
내재가치(EV)					
조정순자산가치	10,600	11,058	11,327	11,920	12,516
보유계약가치	5,107	6,115	7,087	7,820	8,211
신계약가치	712	730	846	854	863
ROEV (%)	9.0	12.0	10.1	10.0	8.0
EV per Share	359,679	393,242	421,680	452,045	474,647
VNB per Share	16,491	16,903	19,587	19,783	19,981
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
17.9.23	1년 경과			
16.9.22	BUY	360,000	-22.33%	-15.14%

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	93.6%	5.5%	0.9%	100.0%

* 기준일: 0000년 0월 0일

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 08월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2018년 08월 10일 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.