



2018년 8월 9일 | Equity Research

삼성화재 (000810)

예상에 부합한 실적. 여전한 배당수익률 매력

대체로 컨센서스에 부합한 2분기 실적

삼성화재의 2분기 순익은 3,645억원(YoY +31.7%)으로 시장 컨센서스 및 당사 추정치에 부합했다. 합산비율은 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. 손해율 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 불구 압도적인 자본적정성 우위를 바탕으로 주가 불확실성은 제한적인 상황이다. 현 배당수익률은 4.1%로 안정적 비즈니스 모델을 고려시 충분히 매력적이다. RBC비율은 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

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

| Key Data | | Consensus Data | |
|------------------|-----------------|----------------|-------------------|
| | | 2018 | 2019 |
| KOSPI 지수 (pt) | 2,303.71 | | |
| 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 | | |
| 18년 배당금(예상,원) | 11,500 | | |
| 18년 배당수익률(예상,%) | 4.1 | | |
| 외국인지분율(%) | 50.61 | | |
| 주요주주 지분율(%) | | | |
| 삼성생명보험 외 5 인 | 18.51 | | |
| 국민연금 | 8.10 | | |
| 주가상승률 | 1M 6M 12M | | |
| 절대 | 1.3 1.5 (6.4) | | |
| 상대 | 0.5 4.1 (3.7) | | |

| Stock Price | |
|-------------|---------|
| (천원) | |
| 325 | 삼성화재(작) |
| 305 | 상대지수(우) |
| 285 | |
| 265 | |
| 245 | |
| 225 | |
| 205 | |
| 185 | |
| 165 | |
| 145 | |
| 125 | |
| 105 | |
| 85 | |
| 65 | |

| 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
02-3771-7532
jw.oh@hanafn.com

RA 박은규
02-3771-8532
ek.p@hanafn.com

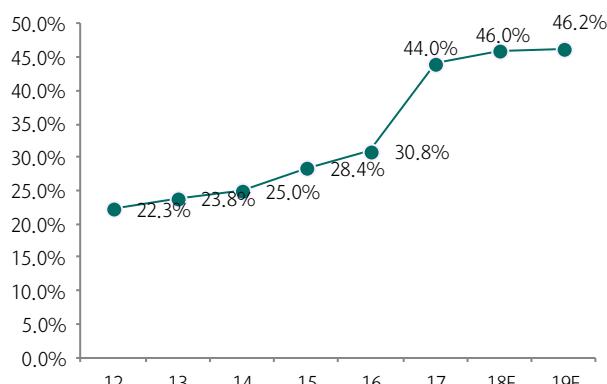
표 1. 삼성화재 분기별 실적

| (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

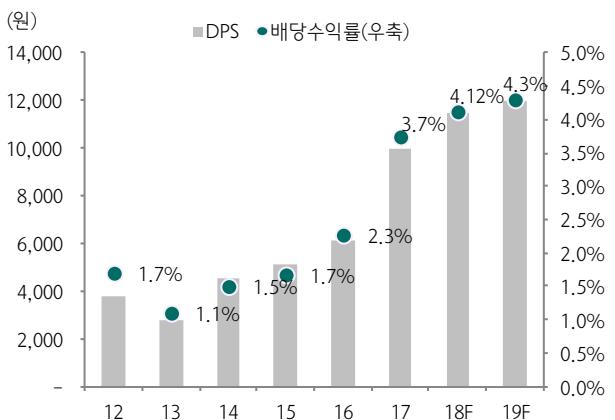
그림 1. 삼성화재 연도별 배당성향 추이



주: 4Q17 미국 재보험 관련 회계 변경 이전 수치

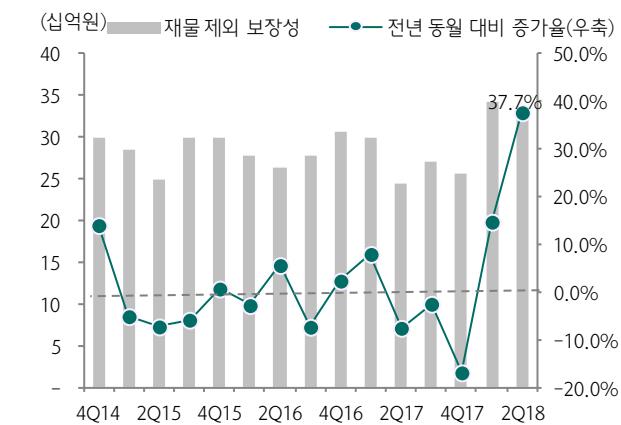
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 2. 삼성화재 연도별 배당수익률 및 DPS 추이



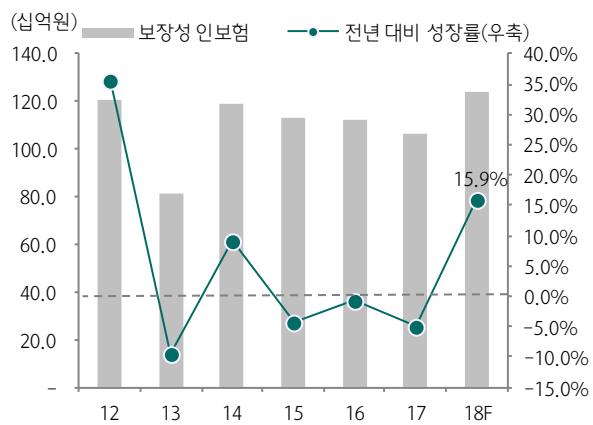
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 3. 삼성화재 분기별 보장성인보험 추이



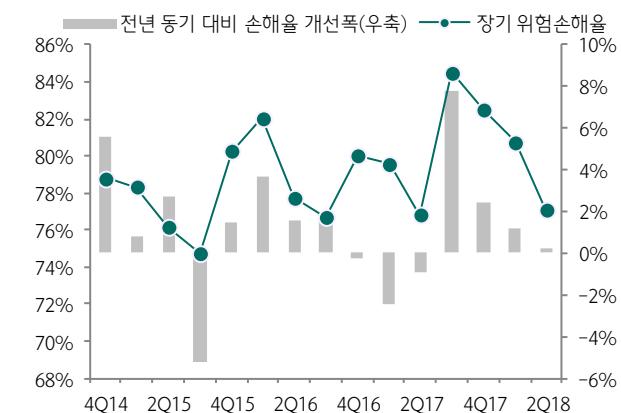
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 4. 삼성화재 연도별 보장성인보험 추이



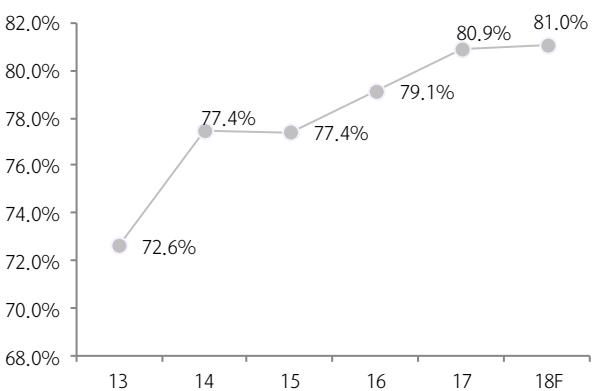
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 5. 삼성화재 분기별 장기위험 손해율 추이



자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 6. 삼성화재 연도별 장기위험 손해율 추이



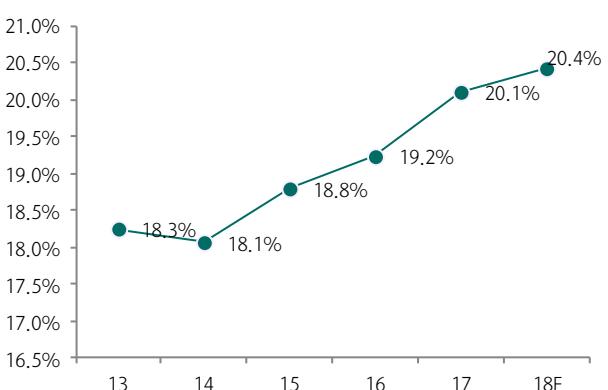
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 7. 삼성화재 연도별 차보험 손해율 추이



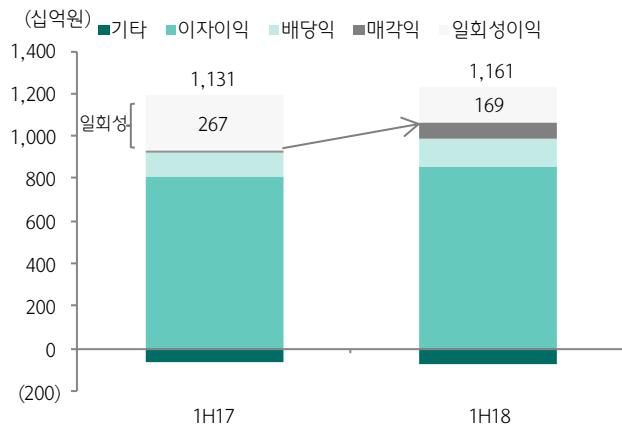
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 8. 삼성화재 연도별 사업비율 추이



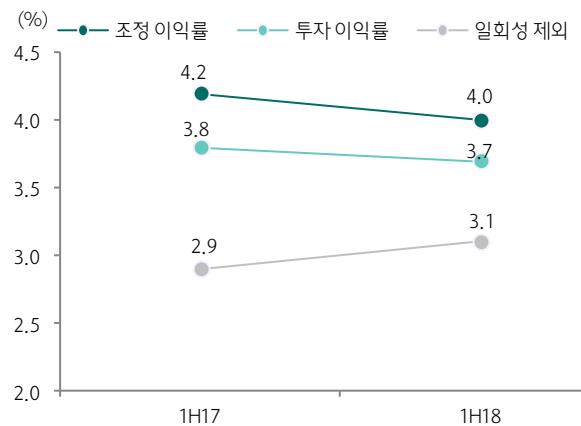
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 9. 자산운용 투자이익 상세



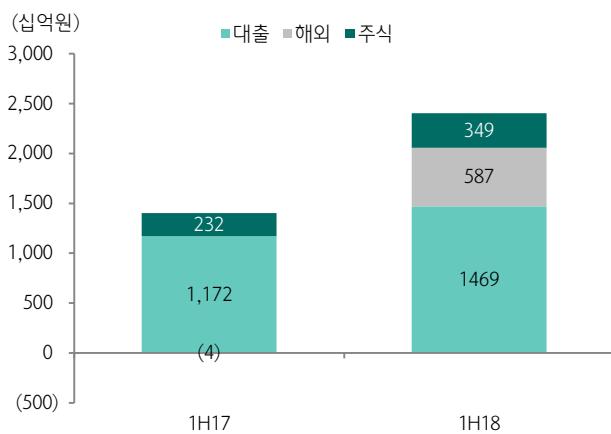
주: 1Q17 부동산 매각익, 2Q18 삼성전자 지분 매각익 및 삼성물산 감액손 반영
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 10. 1H17과 1H18 투자이익률 비교



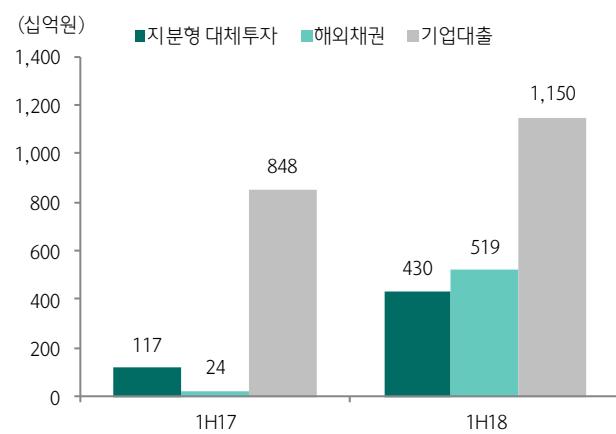
주: 조정이익률은 운용자산 내 매도가능평가손 차감후 기준
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 11. 운용자산 매 대출 및 해외자산 순증 뜻



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

| 주요밸류에이션 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) | 15,707 | 17,173 | 18,415 | 19,741 | 20,728 |
| 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 과리율

삼성화재



| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 과리율 | |
|---------|-------|---------|---------|---------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 17.9.23 | 1년 경과 | | | |
| 16.9.22 | BUY | 360,000 | -22.33% | -15.14% |

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 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: 2000년 0월 0일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 08월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2018년 08월 10일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 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.