Company Brief

2018-11-15

삼성화재(000810)

예상치를 상회한 양호한 실적

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	360,000 원(유지)
종가(2018/11/14)	285,000 원

Stock Indicator	
자본금	27 십억원
발행주식수	5,057 만주
시가총액	14,081 십억원
외국인지분율	50.2%
52 주 주가	250,500~294,500 원
60 일평균거래량	73,666 주
60 일평균거래대금	20.1 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.8	4.6	6.1	5.8
상대수익률	9.1	13.0	22.6	23.9

Price Trend

FY (십억원)	2017	2018F	2019F	2020F
경과보험료	17,789	17,624	17,656	18,020
보험영업이익	-487	-583	-614	-540
투자영업이익	1,880	2,121	2,021	2,120
세전순이익	1,314	1,434	1,288	1,460
총당기순이익	969	1,001	942	1,067
지배지분순이익	966	999	940	1,065
EPS(원)	24,261	25,079	23,598	26,737
PER(배)	11.0	11.4	12.1	10.7
BPS(원)	299,057	299,535	312,059	328,415
PBR(배)	0.9	1.0	0.9	0.9
ROE(%)	8.4	8.4	7.7	8.3
배당수익률(%)	3.7	3.6	3.3	3.9

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[은행/증권/보험] 강승건
(2122-9181) neo.cygun@hi-ib.com

투자의견 Buy, 목표주가 360,000 원 유지

- 삼성화재에 대한 투자의견 매수와 목표주가 360,000 원을 유지함
- 3 분기 순이익은 우리의 예상치 및 컨센서스를 상회하였으며 그 원인은 사업비율이 우리의 예상보다 크게 개선되었기 때문임
- 동사에 대한 투자의견을 매수로 유지하는 이유는 1) 컨퍼런스 콜에서 조만간 자동차보험료 인상과 관련된 요율 검증을 보험개발원에 신청할 예정이며 추가적인 원가 인상분에 대해서는 향후 특약보험료 등을 조정할 예정이라고 발표하였음. 이에 따라 2019 년 3 분기 이후 자동차보험 손해율 개선 사이클에 대한 신뢰도가 확보되었다고 판단되며 2) 장기 위험손해율의 개선 및 위험보험료 증가를 바탕으로 한 사차마진 역시 안정적인 증가세를 이어갈 것으로 예상됨. 또한 3) 지난해 확대된 배당성향과 관련하여 2019 년에도 지속적인 추진이 확인됨에 따라 자본정책에 대한 긍정적 시각을 유지함
- 목표주가 360,000 원은 2019 년 예상 BPS 311,231 원에 Target multiple 0.9 배를 적용한 목표주가와 예상 EVPS 504,813 원에 Target multiple0.9 배를 적용한 목표주가를 산출평균하여 산출하였음
- 동사도 2019~2020 년 자동차 및 장기보험 손해율 개선 사이클에 진입할 것으로 예상됨. 다만 위험손해율이 2 위권 손보사 대비 낮다는 점에서 개선폭이 적다는 약점은 존재하지만 2018 년 이후 인담보 신계약 성장이 개선되고 있어 중기적 흐름에 대해 긍정적인 시각을 유지함

2018 년 3 분기 순이익 2,371 억원, 전년동기대비 5.6% 증가

- 3 분기 순이익은 2,371 억원으로 우리 전망치 2,122 억원을 상회하였음
- 그 원인은 사업비율이 우리 전망치 대비 크게 개선되었기 때문임. 우리는 전분기대비 0.4%p 개선을 예상하였지만 실제로는 1.3%p 개선되었음. 인담보 신계약이 3.7% 감소하였다는 점을 감안하여도 큰 폭의 개선이며 이는 시책 경쟁 완화에 있다고 판단됨
- 자동차보험 손해율은 7~8 월 폭염/폭우의 영향으로 심도가 크게 상승하며 전년동기대비 6.4%p 상승하였으며 장기보험 손해율은 영업일수 감소효과가 반영되며 전년동기대비 1.6%p 개선되었음. 장기 위험손해율 역시 전년동기대비 2.5%p 개선되며 누계기준으로 0.4%p 개선되었음
- 투자영업이익은 전년동기대비 17.7% 증가하였음. 듀레이션 확대를 위해 만기가 얼마 남지 않은 채권을 매각하는 과정에서 채권처분이익이 발생하였으며 이로 인하여 투자수익률이 전년동기대비 36bp 상승하였기 때문임
- 우리는 동사의 3 분기 실적에 대해 긍정적으로 평가함. 인담보 신계약의 성장이 지속되고 있으며 사업비율 관리가 이루어졌기 때문임

3분기 실적 당사 기존 추정치 및 컨센서스 (단위: 십억원, %)

	3Q17	2Q18	3Q18					4Q18 (F)	
			확정치	YoY	QoQ	컨센서스	당사추정	YoY	QoQ
경과보험료	4,473	4,402	4,458	-0.3	1.3	4,497	4,279	-2.2	-4.0
영업이익	294	513	345	17.5	-32.7	346	170	-0.3	-50.8
별도 순이익	225	365	237	5.6	-35.0	228	93	141.8	-60.9

자료, fnguide, 삼성화재, 하이투자증권 리서치센터

삼성화재 세부 실적 (단위: 십억원, %, %p)

		3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	YoY	QoQ	3Q17 누계	3Q18 누계	YoY
요약손익	원수보험료	4,654	4,393	4,546	4,592	4,558	-2.1	-0.8	13,837	13,696	-1.0
	보유보험료	4,491	4,249	4,418	4,483	4,433	-1.3	-1.1	13,407	13,334	-0.5
	경과보험료	4,473	4,373	4,394	4,402	4,458	-0.3	1.3	13,317	13,254	-0.5
	발생손해액	3,732	3,750	3,580	3,618	3,740	0.2	3.4	10,920	10,937	0.2
	순사업비	873	894	895	920	874	0.1	-5.0	2,636	2,688	2.0
	보험영업이익	-132	-274	-81	-135	-156	N/A	N/A	-239	-372	N/A
	투자영업이익	426	445	513	648	501	17.7	-22.7	1,557	1,662	6.7
	총영업이익	294	171	432	513	345	17.6	-32.6	1,317	1,290	-2.1
	영업외손익	1	-63	-21	-13	-24	적전	N/A	-14	-59	N/A
	세전이익	295	107	410	499	321	8.9	-35.7	1,303	1,231	-5.6
	당기순이익	225	38	301	365	237.1	5.6	-35.0	1,004	903	-10.1
원수보험료 (성장지표)	일반	400	295	326	370	378	-5.4	2.1	1,035	1,074	3.8
	자동차	1,228	1,100	1,209	1,204	1,141	-7.1	-5.3	3,704	3,554	-4.0
	장기	3,026	2,999	3,011	3,017	3,039	0.4	0.7	9,098	9,067	-0.3
	장기위험	748	753	774	784	795	6.4	1.5	2,196	2,353	7.2
보험영업 (수익지표)	손해율	83.4	85.8	81.5	82.2	83.9	0.4	1.7	82.0	82.5	0.5
	사업비율	19.5	20.4	20.4	20.9	19.6	0.1	-1.3	19.8	20.3	0.5
	합산비율	103.0	106.2	101.8	103.1	103.5	0.5	0.4	101.8	102.8	1.0
보종별 손해율 (수익지표)	일반	78.1	78.1	60.2	77.1	76.0	-2.1	-1.2	69.7	71.1	1.4
	자동차	80.5	89.2	81.4	80.5	86.9	6.4	6.4	77.7	83.0	5.3
	장기	85.3	85.2	84.0	83.4	83.7	-1.6	0.3	85.0	83.7	-1.3
	장기위험	81.9	82.5	80.7	77.1	79.4	-2.5	2.3	79.5	79.1	-0.4
보종별 사업비율 (수익지표)	일반	19.3	29.3	19.2	22.7	19.3	0.0	-3.4	21.8	20.4	-1.5
	자동차	17.9	16.5	18.3	18.3	16.9	-1.1	-1.4	18.7	17.8	-0.9
	장기	20.1	21.1	21.3	21.7	20.7	0.5	-1.0	20.0	21.2	1.2
투자부문	운용자산	62,173	64,419	62,727	63,605	65,079	4.7	2.3	62,173	65,079	4.7
	투자수익률	2.8	2.8	3.2	4.1	3.1	0.4	-1.0	3.5	3.5	0.0
	평가/처분이익	2	13	46	193	32	1,531.3	-83.3	276	270	-2.2
투자지표	ROE	7.4	1.3	10.4	12.7	8.0	0.7	-4.7	11.5	10.1	-1.5
	자기자본	12,321	11,842	11,387	11,525	12,083	-1.9	4.8	12,321	12,083	-1.9
신계약	신계약(월납환산)	41	37	44	44	42	1.1	-4.3	124	130	5.0
	보장성	41	37	43	43	41	1.5	-4.0	120	127	5.9
	인담보	27	26	34	34	32	19.5	-3.7	81	100	23.2

자료: 삼성화재, 하이투자증권

Conference Call Note 3Q18 삼성화재 (000810)

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

실적 주요사항

실적 주요사항

- 3분기 순이익은 2,371억원으로 전년동기대비 5.6% 증가, 누계 세전이익 기준으로 일회성 요인을 제외하면 전년과 유사한 수준임(17년 3분기 누계 1조420억원, 18년 3분기 누계 1조 480억원, yoy +0.6%)
- 3분기 인담보 신계약은 전년동기대비 20.0% 성장 하였음. 위험보험료는 누계기준으로 전년동기대비 7.1% 증가하였음
- 3분기 장기 위험손해율은 79.4%로 전년동기 81.8% 대비 개선되었음(-1.8%p), 누계기준으로는 79.1%로 전년대비 0.3%p 개선되었음
- 자동차보험의 경우의 3분기 누계 기준으로 손해율은 2017년 77.7%에서 2018년 83.0%로 상승하였지만 사업비율은 18.1%에서 17.6%로 하락하였음. 손해율 상승 내역은 사고율 상승이 +0.1%p이며 건당 손해액이 +3.1%p, 대당 경과보험료 감소 효과 +2.1%p 임
- 2018년 누계 투자수익률은 3.5%임. 이자부 자산의 보유이원은 3.28%이며 신규 투자이원은 3.6%임. 지난해 신규투자이원은 3.45%임
- 스프레드 마진은 2018 3분기 39bp로 2017년 대비 1bp 증가하였음. 자산-부채 메칭률은 87%임

전망 및 계획

- 장기보험: 인담보 신계약 성장을 지속할 예정임.
- 자동차보험: 자동차보험 요율 제고 및 인터넷 중심의 사업 확장을 지속
- 일반보험: 매출과 이익 성장을 추진, 잠재성장 시장에 적극적으로 대처할 예정임
- 장기: 인보험 신계약 성장을 지속적으로 이어나갈 예정임. 유병자 등 특화상품 경쟁력 및 채널 대응력을 강화해나갈 것임
- 투자부분: 배당형 투자자산 확대, 통화 및 투자지역 다변화, 금융시장 변동성에 대응할 예정임

Q&A

Q. 2019 년 위험보험료 성장률에 대한 가이던스는? 요율 변화를 감안하여 2018 년과 2019 년 장기위험손해율 전망은?

- 실손담보의 요율의 경우 2018년에는 동결하였음. 건강보험 보장성 강화의 영향으로 보험료를 6.15% 인하 해야 함.
- 인상/인하율을 확정적으로 이야기 하기 어렵다. 실손담보의 손해율이 0.5%p 상승하였다는 점을 감안할 때 일부 인상 요인은 존재한다고 생각함
- 2018년 위험손해율은 79% 수준으로 예상됨. 지난해 80.2%대비 소폭 하락할 것으로 전망됨
- 현재 포트폴리오 변화 추진 중, 저축→보장, 보장 → 인담보, 3분기 기준으로 위험보험료는 1,570억원 정도 증가하였음

Q. 배당에 대한 회사의 입장은

- 현금 배당 중심의 정책을 유지함

Q. 자동차보험료 인상에 대한 계획은, 그리고 2019 년에 자동차보험 손해율은 안정화될 수 있을지?

- 자동차보험료 인상이 임박한 상황임. 이미 요율 인상 검토가 마무리 되었음. 빠르면 이번주, 늦으면 다음주에 보험개발원에 요율검증을 신청할 예정임. 인상 폭은 아직 미공개임.
- 내년 하반기에는 보험료 인상효과가 반영될 예정이고 내년 초 감독당국의 보험료 억제 정책이 발표될 예정이기 때문에 손해율 안정화는 가능할 것으로 생각함

Q. 12 월에 부채 듀레이션 30 년 도입 예정임. 이에 따른 RBC 비율의 영향은?

- 부채 만기 30년 도입시 RBC 비율 7%p 하락이 예상됨. 그 외 퇴직연금 및 연동형 준비금 관련 제도 강화를 반영해도 310%가 넘을 것으로 생각함

Q. 자동차보험의 특약 요율 조정을 하기 위해 검증을 받아야 하는가?

- 자체적으로 결정할 수 있음. 따라서 기본보험료를 같이 고려하여 조정할 예정임

Q. K-ICS 기준으로도 지급여력이 충분할 것으로 생각함. 여유 자본을 활용할 방안은? 자본정책에 사용할 것인지 or 자산운용에 사용할 것인지?

- K-ICS 기준으로도 250% 수준임. 글로벌 대형보험사(알리안츠)와 유사한 수준임
- 높은 지급여력 비율로 발생한 자본여력을 인슈어테크 투자 및 M&A, 새로운 상품 개발 등에 사용할 것으로 검토하고 있음
- 자본정책도 포함해서 자본여유분 사용을 검토하고 있음

Q. 2019 년 금리와 관련된 투자 환경 전망은?, 자산포트폴리오 변화가 이루어지고 있는데 그 방향성은?

- 10월 주식시장 급락, 금리는 지속적으로 하락하고 있음. 미국과의 금리 차이가 지속적으로 확대되고 있음
- 한국의 장기금리는 크게 상승하지 못할 것임. Swap rate 역시 1년은 -180bp, 3년 -200bp로 해외투자 역시 쉽지 않을 것으로 생각함
- 이자부 자산투자가 쉽지 않은 환경이며 주식시장도 부진할 것으로 예상되어 향후 투자환경이 부정적일 것으로 생각함
- 국내 채권의 비중은 3% 축소하고 해외 채권 비중 0.8% 확대, 대출 중 기업대출(인프라, SOC)비중 2% 확대
- 자산 듀레이션이 0.2년 정도 증가하였는데 만기가 짧은 채권을 매각하고 장기 채권을 매입하면서 듀레이션을 관리하였음
- 이러한 자산운용 전략은 2021년까지 지속적으로 추진할 예정임

Q. 정비수가 인상과 기타 원가 인상분을 감안할 때 얼마의 자동차 보험료 인상이 필요한가?

- 정비소와의 계약 체결이 지연됨에 따라 원가 인상분 반영이 지연되고 있음. 최저임금과 상급병실 등의 원가 인상 분은 점진적으로 나타날 것으로 예상됨
- 비용 절감 노력을 감안하여도 6~7%의 인상 요인이 필요함. 따라서 처음에는 기본보험료를 인상하고 이후 특약 등을 조정하여 원가 인상분을 보험료에 반영하려고 함

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표(별도)

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
운용자산	58,238	64,419	65,432	68,139	70,691
현금 및 예금	1,049	1,342	964	1,004	1,041
유가증권	38,127	40,868	41,257	42,964	44,573
당기손익증권	1,004	899	779	811	841
매도가능증권	36,480	39,110	39,491	41,160	42,733
만기보유증권	141	141	134	139	144
관계기업투자주식	502	718	854	854	854
대출채권	17,878	21,393	22,405	23,331	24,205
부동산	1,184	815	807	840	872
비운용자산	5,136	5,473	5,294	5,512	5,740
특별계정자산	4,524	5,629	7,914	8,243	8,530
별도자산총계	67,898	75,521	78,640	81,893	84,960
책임준비금	49,416	52,872	55,521	57,826	59,840
지급준비금	3,731	4,174	4,303	4,281	4,374
보험료적립금	41,941	44,982	47,265	48,832	49,965
미경과보험료 적립금	3,240	3,161	3,353	4,020	4,697
기타준비금	504	555	600	692	804
기타부채	2,996	3,194	3,354	3,494	3,615
특별계정부채	4,605	7,532	7,910	8,238	8,525
별도부채총계	57,017	63,599	66,785	69,557	71,981
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	7,414	8,198	8,768	9,250	9,892
자본조정	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
신종자본증권	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계	3,985	4,242	3,605	3,605	3,605
별도자본총계	10,881	11,922	11,855	12,337	12,979

손익계산서(별도)

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	18,183	18,230	18,084	18,469	18,823
일반	1,303	1,329	1,286	1,325	1,404
자동차	4,804	4,804	4,725	4,971	5,099
장기	12,077	12,097	12,073	12,173	12,319
경과보험료	17,406	17,690	17,533	17,587	17,953
일반	1,208	1,279	1,257	1,289	1,367
자동차	4,364	4,592	4,511	4,446	4,600
장기	11,834	11,820	11,765	11,852	11,986
경과손해액	14,626	14,670	14,606	14,668	14,906
보험금	5,539	5,913	6,409	6,624	6,676
환급금/연금/배당	5,004	4,660	4,941	5,176	5,323
준비금 증가액	3,600	3,463	2,780	2,343	2,381
	494	524	521	524	525
순사업비	3,347	3,530	3,600	3,581	3,618
일반	293	302	280	292	311
자동차	823	832	804	804	818
장기	2,232	2,396	2,516	2,485	2,489
보험영업이익	-559	-513	-673	-662	-572
투자영업이익	1,688	2,001	2,133	2,028	2,122
총영업이익	1,129	1,489	1,461	1,366	1,550
영업외손익	-27	-77	-102	-117	-117
법인세차감전순이익	1,102	1,411	1,358	1,249	1,432
법인세	253	371	362	336	386
세율	23.1	26.2	26.7	26.9	26.9
별도당기순이익	841	1,043	996	913	1,047

주: 손해율, 사업비율, 합산비율은 경과보험료 기준

성장성지표(별도)

(단위:%)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	2.2	0.3	-0.8	2.1	1.9
일반	-4.3	2.0	-3.3	3.0	6.0
자동차	13.4	0.0	-1.6	5.2	2.6
장기	-1.0	0.2	-0.2	0.8	1.2
장기위험	9.5	9.3	7.1	6.9	6.9
경과보험료	2.7	1.6	-0.9	0.3	2.1
투자영업이익	0.7	18.5	6.6	-5.0	4.6
총영업이익	4.8	31.9	-1.9	-6.5	13.5
별도당기순이익	7.4	24.0	-4.5	-8.3	14.6
운용자산	9.0	10.6	1.6	4.1	3.7
책임준비금	8.0	7.0	5.0	4.2	3.5
별도자본총계	9.1	9.6	-0.6	4.1	5.2

수익성 지표(별도)

(단위:%)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
손해율	84.0	82.9	83.3	83.4	83.0
일반	73.7	71.7	71.5	69.8	69.3
자동차	80.9	80.6	85.3	86.2	84.6
장기	86.3	85.1	83.8	83.8	84.0
장기위험	79.0	80.2	79.8	79.5	79.2
사업비율	19.2	20.0	20.5	20.4	20.2
합산비율	103.3	102.9	103.8	103.8	103.2
투자수익률	3.0	3.3	3.3	3.0	3.1

재무제표(연결)

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
연결 자산총계	68,218	75,908	79,215	82,469	85,535
연결부채총계	57,209	63,980	67,266	70,037	72,461
지배기업소유지분	10,991	11,911	11,932	12,414	13,057
비지배지분	17	17	18	18	18
연결자본총계	11,008	11,928	11,950	12,431	13,074
법인세차감전 순이익	1,120	1,314	1,369	1,264	1,448
법인세	259	345	383	389	434
세율	23.1	26.2	26.7	26.8	26.9
연결순이익	861	969	1,004	925	1,059
지배주주지분순이익	858	966	1,001	923	1,056
비지배지분순이익	3	3	3	2	2

투자지표(별도)

(단위: 십억원, 배, %)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	8.1	9.1	8.4	7.5	8.3
ROA	1.3	1.5	1.3	1.1	1.3
EPS(원)	21,113	26,182	24,995	22,924	26,278
BPS(원)	273,197	299,340	297,654	309,745	325,883

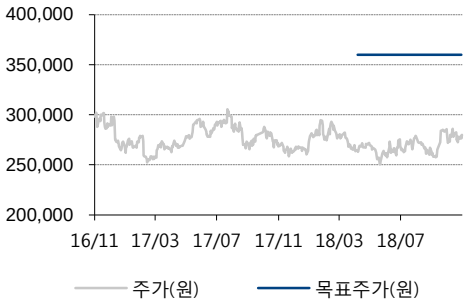
투자지표(연결)

(단위: 십억원, 배, %)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	8.1	8.4	8.4	7.6	8.3
ROA	1.3	1.3	1.3	1.1	1.3
EPS(원)	21,542	24,261	25,139	23,165	26,519
BPS(원)	275,954	299,057	299,595	311,686	327,824
DPS(원)	6,100	10,000	10,150	9,500	11,000
P/E	12.5	11.0	11.3	12.3	10.7
P/B	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9
배당수익률	2.3	3.7	3.6	3.3	3.9
RBC	333	325	314	294	285
Embeded Value	15,707	17,173	18,689	20,121	21,679
RoEV	9.0	12.0	8.8	7.7	7.7
EVPS(원)	394,368	431,168	469,231	505,195	544,300
P/EV	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5

자료: 삼성화재, 하이투자증권

삼성화재

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-