



BUY(Maintain)

목표주가: 340,000원
주가(11/14): 285,000원

시가총액: 140,812억원

보험/증권

Analyst 김태현
02) 3787-4904
thkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(11/14)	2,068.05pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	294,500원	250,500원
등락률	-3.23%	13.77%
수익률	절대	상대
1M	4.8%	9.5%
6M	6.1%	27.1%
1Y	5.8%	29.2%

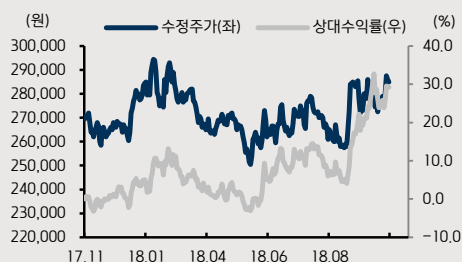
Company Data

발행주식수	50,567천주	
일평균 거래량(3M)	74천주	
외국인 지분율	49.70%	
배당수익률(18E)	3.7%	
BPS(18E)	285,111원	
주요 주주	삼성생명보험 외 5인	18.51%
	삼성화재 자사주	15.93%

투자지표

(십억원, IFRS 별도)	2016	2017	2018E	2019E
원수보험료	18,182	18,229	18,159	18,471
보험영업이익	-568	-511	-687	-708
투자영업이익	1,688	2,001	2,167	2,148
영업이익	1,120	1,491	1,480	1,441
세전이익	1,094	1,412	1,406	1,499
순이익	841	1,043	1,031	1,094
EPS(원)	21,113	26,184	25,875	27,468
증감률(%YoY)	9.7	24.0	(1.2)	6.2
PER(배)	12.7	10.2	11.0	10.4
BPS(원)	269,808	283,006	285,111	310,406
PBR(배)	1.0	0.9	1.0	0.9
합산비율(%)	103.3	102.9	103.9	103.9
운용수익률(%)	3.0	3.3	3.3	3.2
ROE(%)	8.1	9.2	8.7	8.8

Price Trend



실적 Review

삼성화재 (000810)

자본활용도가 점차 중요해질 전망



삼성화재의 3분기 순이익은 2,371억원으로 시장 컨센서스에 부합했습니다. 단기적으로는 3.7%의 배당수익률과 자보료 인상 기대가 주가에 하방 경직성을 제공해 줄 수 있습니다. 중기적으로는 넉넉한 자본여력 활용 방안이 중요할 전망입니다.

>>> 3분기 순이익 2,371억원으로 시장 컨센서스 부합

삼성화재의 3분기 원수보험료는 4조 5,575억원(-2.1%YoY), 당기순이익은 2,371억원(+5.6%YoY, -35%QoQ)를 기록했다. 시장 컨센서스와 부합했으나, 당사 추정치를 7% 하회하는 실적이다.

전년동기 대비 6% 증가한 순이익은 투자영업이익 18% 증가에 기인한다. 동사의 3분기 투자수익률은 3.1%로 전년동기 대비 36bp 상승했으며, 이원차스프레드도 39bp로 작년말 대비 1bp 상승했다.

업계와 같이 자동차보험 손해율이 급등하며 보험영업이익은 부진한 모습이다. 동사의 3분기 자동차보험 손해율은 86.9%로 전년동기비 6.4%p 악화되었다. 보장성인보험 신계약이 19.5% 성장하며 사업비율은 0.1%pYoY 상승했으나, 상반기 대비해서는 안정적인 흐름을 보여줬다. 장기위험손해율은 2.3%pYoY 개선된 79.4%를 기록했다.

>>> 넉넉한 자본 활용도가 중요해지는 시점

삼성화재에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 340,000원을 유지한다. 목표주가는 Sum of Parts로 산출했으며, 계열사 지분가치 73,000원에 영업가치 270,500원을 더했다.

2020년 제도 변경(IFRS17 및 9도입, K-ICS도입)을 앞두고 동사의 넉넉한 자본비율은 전략 수립에 유리하게 작용할 수 있다. K-ICS도입 시에도 동사의 지급여력비율은 250% 내외로 글로벌 선진사와 대등한 수준을 유지할 수 있다고 한다.

이와 같은 동사만의 경쟁력을 활용한 전략이 점차 중요해지는 시점이다. 적극적인 주주환원정책과 더불어 장기 성장을 위한 전략적 판단이 동사 주가의 중기 방향을 좌우할 전망이다.

단기적으로는 자보료 인상에 따른 이익 개선 기대와 3.7%의 배당수익률이 주가의 하방경직성을 제공해 줄 수 있다.

삼성화재 3Q18 실적 Review (단위: 십억원, %, %p)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	%YoY	%QoQ	컨센서스
원수보험료	4,654.0	4,393.2	4,546.0	4,592.0	4,557.5	-2.1%	-0.8%	4,651
경과보험료	4,472.6	4,243.8	4,394.3	4,401.9	4,458.0	-0.3%	1.3%	4,504
발생손해액	3,732.1	3,740.1	3,579.8	3,617.6	3,739.9	0.2%	3.4%	3,779
순사업비	872.5	894.1	895.2	919.6	873.7	0.1%	-5.0%	879
보험영업이익	-132.0	-390.4	-80.8	-135.3	-155.6			-155
투자영업이익	425.6	444.8	512.7	648.0	501.0	17.7%	-22.7%	510
영업이익	293.6	54.4	431.9	512.7	345.4	17.6%	-32.6%	356
세전이익	294.9	-8.9	410.4	499.4	321.2	8.9%	-35.7%	351
당기순이익	224.6	-48.0	301.1	364.5	237.1	5.6%	-35.0%	256
합산비율(%)	103.0	109.2	101.8	103.1	103.5	0.5	0.4	103.4
손해율	83.4	88.1	81.5	82.2	83.9	0.4	1.7	83.9
장기	85.3	85.2	84.0	83.4	83.7	(1.6)	0.3	84.4
장기위험	81.7	82.5	80.7	77.1	79.4	(2.3)	2.3	
자동차	80.5	89.2	81.4	80.5	86.9	6.4	6.4	85.9
일반	78.1	129.6	60.2	77.1	76.0	(2.1)	(1.2)	73.8
사업비율	19.5	21.1	20.4	20.9	19.6	0.1	(1.3)	19.5
운용자산이익률(%)	2.8	2.8	3.2	4.1	3.1	0.4	(1.0)	3.2
ROE (%)	7.4	(1.6)	10.4	12.7	8.0	0.7	(4.7)	8.8

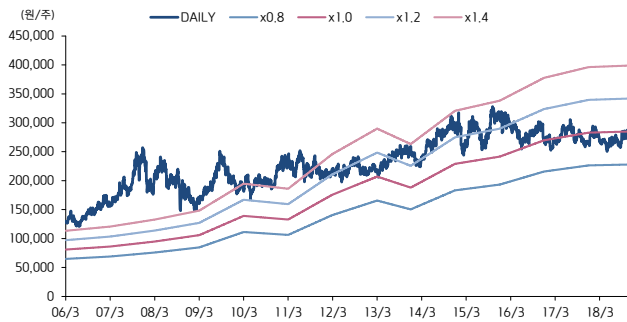
주: 4Q17 실적은 미국지점 부채 이전 회계처리 방법 변경 전 기준, 자료: 삼성화재, 키움증권

삼성화재 분기별 실적 추이 (단위: 십억원, %, %p)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	FY17	FY18E	FY19E
원수보험료	4,565	4,617	4,654	4,393	4,546	4,592	4,558	4,464	18,229	18,159	18,471
영업이익	654	370	294	173	432	513	345	190	1,491	1,480	1,441
당기순이익	503	277	225	38	301	365	237	128	1,043	1,031	1,094
합산비율(%)	101.8	100.6	103.0	106.2	101.8	103.1	103.5	107.1	102.9	103.9	103.9
투자수익률(%)	5.0	2.6	2.8	2.8	3.2	4.1	3.1	3.2	3.3	3.3	3.2
ROE(%)	18.1	9.5	7.4	1.3	10.4	12.7	8.0	4.2	9.2	8.7	8.8

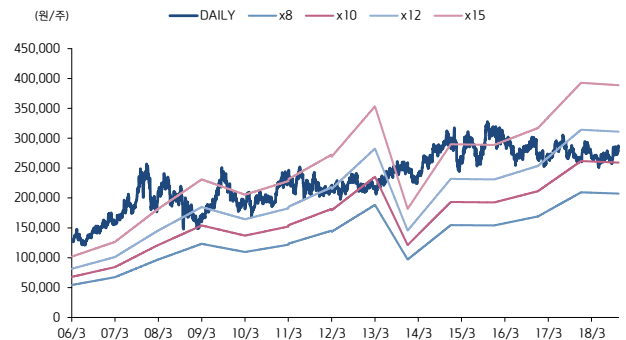
자료: 삼성화재, 키움증권

삼성화재 PBR Band Chart



자료: Dataguide, 키움증권

삼성화재 PER Band Chart



자료: Dataguide, 키움증권

삼성화재 분기별 실적 상세 내역 (십억원, %p)

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	%YoY	%QoQ	2017.1-9	2018.1-9	%YoY
손익계산서	원수보험료	4,565.5	4,617.7	4,654.0	4,393.2	4,546.0	4,592.0	4,557.5	-2.1%	-0.8%	13,837.1	13,695.5	-1.0%
	경과보험료	4,409.2	4,435.1	4,472.6	4,243.8	4,394.3	4,401.9	4,458.0	-0.3%	1.3%	13,317.0	13,254.2	-0.5%
	발생손해액	3,583.4	3,604.5	3,732.1	3,740.1	3,579.8	3,617.6	3,739.9	0.2%	3.4%	10,920.0	10,937.3	0.2%
	사업비	906.8	857.0	872.5	894.1	895.2	919.6	873.7	0.1%	-5.0%	2,636.3	2,688.5	2.0%
	보험영업이익	-80.9	-26.3	-132.0	-390.4	-80.8	-135.3	-155.6			-239.2	-371.7	
	투자영업이익	734.4	396.6	425.6	444.8	512.7	648.0	501.0	17.7%	-22.7%	1,556.7	1,661.7	6.7%
	총영업이익	653.5	370.3	293.6	54.4	431.9	512.7	345.4	17.6%	-32.6%	1,317.4	1,290.0	-2.1%
	세전이익	635.4	373.1	294.9	-8.9	410.4	499.4	321.2	8.9%	-35.7%	1,303.3	1,231.0	-5.6%
	순이익	503.0	276.8	224.6	-48.0	301.1	364.5	237.1	5.6%	-35.0%	1,004.4	902.7	-10.1%
	ROE	18.1	9.5	7.4	(1.6)	10.4	12.7	8.0	0.7	(4.7)	11.5	10.3	(1.3)
매출	원수보험료	4,565.5	4,617.7	4,654.0	4,393.2	4,546.0	4,592.0	4,557.5	-2.1%	-0.8%	13,837.1	13,695.5	-1.0%
	장기	3,037.7	3,034.7	3,026.1	2,998.9	3,010.8	3,017.1	3,038.7	0.4%	0.7%	9,098.4	9,066.6	-0.3%
	자동차	1,240.6	1,235.1	1,228.2	1,099.7	1,209.3	1,204.4	1,140.7	-7.1%	-5.3%	3,703.9	3,554.4	-4.0%
	일반	287.2	347.9	399.7	294.6	325.9	370.5	378.1	-5.4%	2.1%	1,034.8	1,074.5	3.8%
	장기신계약	43.4	38.8	41.4	37.5	44.2	43.7	41.8	1.1%	-4.3%	123.6	129.8	5.0%
	보장성	41.8	37.8	40.5	36.8	43.3	42.9	41.1	1.5%	-4.0%	120.2	127.3	5.9%
	인보험	29.9	24.4	27.1	25.5	34.3	33.6	32.3	19.5%	-3.7%	81.4	100.3	23.2%
	재물보험	11.9	13.4	13.5	11.3	9.0	9.3	8.8	-34.6%	-5.2%	38.8	27.1	-30.2%
	저축성	1.6	1.0	0.8	0.7	0.9	0.9	0.7	-19.0%	-20.8%	3.4	2.5	-27.6%
	효율(%)	합산비율(당월)	101.8	100.6	103.0	109.2	101.8	103.1	103.5	0.5	0.4	101.8	102.7
손해율	81.3	81.3	83.4	88.1	81.5	82.2	83.9	0.4	1.7	82.0	82.5	0.5	
	장기보험	85.1	84.7	85.3	85.2	84.0	83.4	83.7	(1.6)	0.3	85.0	83.7	(1.3)
	장기위험	79.5	76.9	81.7	82.5	80.7	77.1	79.4	(2.3)	2.3	79.4	79.1	(0.3)
	자동차보험	76.4	76.2	80.5	89.2	81.4	80.5	86.9	6.4	6.4	77.7	83.0	5.3
	일반보험	61.8	67.4	78.1	129.6	60.2	77.1	76.0	(2.1)	(1.2)	69.7	71.1	1.4
	사업비율	20.6	19.3	19.5	21.1	20.4	20.9	19.6	0.1	(1.3)	19.8	20.2	0.4
투자	운용자산	59,221	61,367	62,173	64,419	62,727	63,605	65,079	4.7%	2.3%	62,173	65,079	4.7%
	비중(%)												
	현예금	1.4	1.7	1.5	2.1	1.3	1.4	1.5	0.0	0.0	1.5	1.5	0.0
	주식	8.2	9.0	9.5	9.2	9.5	8.5	7.9	(1.6)	(0.7)	9.5	7.9	(1.6)
	채권	48.7	48.1	47.9	46.6	45.9	45.7	46.3	(1.6)	0.6	47.9	46.3	(1.6)
	수익증권	3.8	4.1	3.9	3.6	3.4	3.6	3.9	0.0	0.3	3.9	3.9	0.0
	외화유가증권	4.5	4.6	4.5	4.1	4.7	5.1	5.0	0.5	(0.1)	4.5	5.0	0.5
	대출채권	31.8	31.2	31.4	33.2	33.8	34.4	34.2	2.8	(0.2)	31.4	34.2	2.8
	부동산	1.7	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	(0.1)	(0.0)	1.3	1.2	(0.1)
	투자수익	734	397	426	445	513	648	501	17.7%	-22.7%	1,557	1,662	6.7%
금융자산처분손익	6	(3)	28	0	54	225	43			31	322	938.5%	
부동산처분손익	266	1	(6)	(1)	0	0	0			261	0		
투자수익률(%)당분기	5.0	2.6	2.8	2.8	3.2	4.1	3.1	0.4	(1.0)	2.8	3.1	0.4	
보험료적립금	42,740	43,582	44,258	44,982	45,592	46,242	46,873	5.9%	1.4%	44,258	46,873	5.9%	
부담이율	3.03	3.00	2.92	2.93	2.93	2.93	2.92	(0.0)	(0.0)	2.93	2.90	(0.0)	
RBC 비율	344.1	359.2	360.8	324.5	321.6	319.6	337.7	(23.1)	18.1	360.8	337.7	(23.1)	

주: 4Q17 실적은 미국지점 부채 이전 회계처리 방법 변경 전 기준. 18년초 회계조정으로 손실 제외됨. 위험손해율은 K-GAAP 기준, RBC 비율은 연결 기준, 자료: 삼성화재, 키움증권

손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	18,182	18,229	18,159	18,471	18,631
장기보험	12,076	12,096	12,012	12,057	12,035
자동차보험	4,804	4,804	4,815	4,918	5,026
일반보험	1,303	1,329	1,425	1,497	1,571
보유보험료	17,657	17,655	17,626	17,766	17,909
경과보험료	17,406	17,690	17,702	18,081	18,208
발생손해액	14,626	14,670	14,755	15,192	15,301
장기보험	10,204	10,063	9,880	10,003	9,979
자동차보험	3,528	3,700	3,833	4,010	4,103
일반보험	891	907	1,044	1,180	1,219
손사업비	3,347	3,531	3,634	3,596	3,629
보험영업이익	-568	-511	-687	-708	-723
투자영업이익	1,688	2,001	2,167	2,148	2,227
총영업이익	1,120	1,491	1,480	1,441	1,504
세전이익	1,094	1,412	1,406	1,499	1,578
법인세비용	253	369	376	405	426
당기순이익	841	1,043	1,031	1,094	1,152

대차대조표

(단위: 십억원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	67,898	75,413	78,691	83,589	88,239
운용자산	58,238	64,419	65,031	68,201	70,948
현예금및예치금	1,049	1,342	1,045	1,053	1,091
유가증권	38,127	40,868	41,263	43,289	45,040
주식	3,919	5,337	5,220	5,434	5,647
채권	28,115	29,319	29,333	30,741	31,982
수익증권	2,360	2,769	2,844	2,993	3,116
기타	3,733	3,443	3,866	4,121	4,295
대출	17,878	21,393	21,891	22,986	23,908
부동산	1,184	815	832	874	909
비운용자산	5,136	5,366	5,526	6,603	7,805
특별계정자산	4,524	5,629	8,135	8,784	9,487
부채총계	57,017	63,571	66,801	70,604	74,103
책임준비금	49,416	52,872	55,567	58,552	61,200
장기저축성보험료적립금	41,941	44,982	47,738	50,573	53,152
지급준비금	3,731	4,174	4,210	4,388	4,366
미경과보험료적립금	3,240	3,161	3,029	2,935	2,960
기타부채	2,996	3,167	3,100	3,267	3,414
특별계정부채	4,605	7,532	8,135	8,786	9,488
자본총계	10,881	11,842	11,890	12,984	14,136
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	7,414	8,111	8,803	9,897	11,049

투자지표

(단위: %)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
원수보험료	2.1	0.3	-0.4	1.7	0.9
장기보험	-1.0	0.2	-0.7	0.4	-0.2
자동차보험	13.4	0.0	0.2	2.1	2.2
일반보험	-4.3	2.0	7.2	5.0	5.0
경과보험료	2.7	1.6	0.1	2.1	0.7
영업이익	4.6	33.0	-0.7	-2.7	4.4
당기순이익	7.4	24.0	-1.2	6.2	5.3
운용자산	9.0	10.6	1.0	4.9	4.0
자본총계	9.1	8.8	0.4	9.2	8.9
매출구성(%)					
장기보험	66.4	66.4	66.1	65.3	64.6
자동차보험	26.4	26.4	26.5	26.6	27.0
일반보험	7.2	7.3	7.8	8.1	8.4
수익성과효율성(%)					
손해율	84.0	82.9	83.4	84.0	84.0
장기보험	86.3	85.1	84.3	85.1	85.1
자동차보험	80.9	80.6	84.2	84.5	84.6
일반보험	73.7	70.9	70.3	74.5	74.6
사업비율	19.2	20.0	20.5	19.9	19.9
합산비율	103.3	102.9	103.9	103.9	104.0
운용자산이익률	3.0	3.3	3.3	3.2	3.2

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Valuation지표					
EPS	21,113	26,184	25,875	27,468	28,919
EPSGrowth(%)	9.7	24.0	(1.2)	6.2	5.3
BPS	269,808	283,006	285,111	310,406	336,617
PER	12.7	10.2	11.0	10.4	9.9
PBR	1.0	0.9	1.0	0.9	0.8
ROA	1.3	1.5	1.3	1.3	1.3
ROE	8.1	9.2	8.7	8.8	8.5
DPS	6,100	10,000	10,548	11,197	11,788
배당성향	30.8	40.8	40.8	40.8	40.8
배당수익률	2.3	3.7	3.7	3.9	4.1
재무건전성지표					
보유보험료/자기자본	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3
총자산/자기자본	6.2	6.4	6.6	6.4	6.2
보험계약준비금/보유보험료	2.4	2.5	2.7	2.8	3.0

Compliance Notice

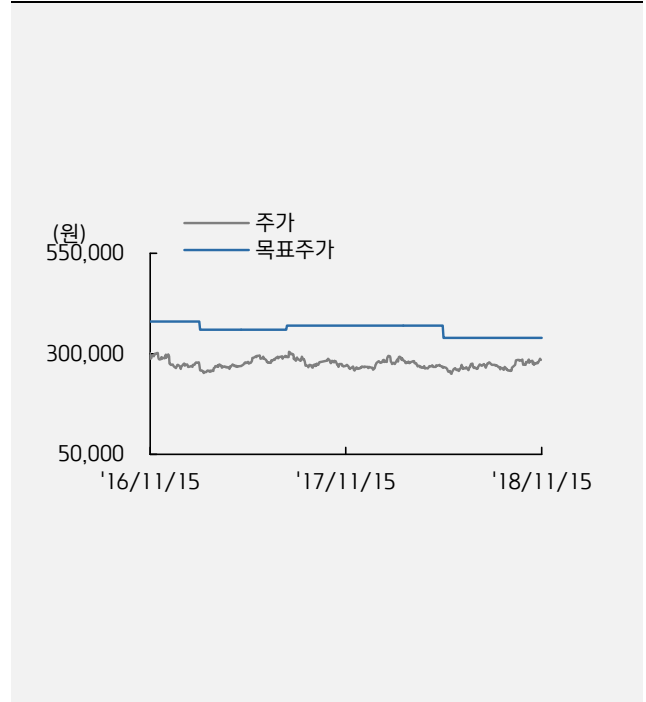
- 당사는 11월 14일 현재 '삼성화재(000810)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사항	과리율(%)	
					평균 증가대비	최고 증가대비
삼성화재 (000810)	2016/11/23	BUY(Maintain)	380,000원	6개월	-21.27	-20.66
	2016/12/01	BUY(Maintain)	380,000원	6개월	-24.52	-20.66
	2017/01/02	BUY(Maintain)	380,000원	6개월	-25.79	-20.66
	2017/01/17	BUY(Maintain)	380,000원	6개월	-26.66	-20.66
	2017/02/16	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-28.79	-27.92
	2017/03/02	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-27.16	-24.03
	2017/04/03	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-26.59	-23.89
	2017/04/28	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-25.51	-18.89
	2017/05/30	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-23.46	-17.78
	2017/07/28	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-21.18	-21.08
	2017/08/01	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-21.42	-17.43
	2017/09/01	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-23.84	-17.43
	2017/11/02	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-25.38	-17.43
	2018/01/02	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-25.43	-17.43
	2018/05/16	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-23.25	-21.47
	2018/05/31	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-22.59	-18.97
	2018/07/17	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-22.48	-18.97
	2018/07/24	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-22.18	-18.97
	2018/08/06	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-21.88	-17.94
	2018/08/13	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-21.19	-15.88
2018/10/23	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-20.76	-15.44	
2018/11/15	BUY(Maintain)	340,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 증가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 증가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 증가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 증가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 증가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%