



하나금융그룹

2018년 11월 15일 | Equity Research

삼성화재 (000810)

3분기에도 안정적인 실적체력 증명

컨센서스 부합한 3분기 순익

삼성화재의 3분기 순익은 2,371억원(YoY +5.6%)으로 시장 컨센서스에 부합했다. 경과사업비율이 19.6%로 전년 동기 대비 10bp 상승했고 차보험 손해율이 6.4%p 상승한 86.9%로 부진했다. 장기 위험손해율은 79.4%로 전년 동기 대비 5.1%p 개선되었는데 영업일수 3일 감소 영향 또한 기여했다. 보장성 인보험은 3분기 323억원을 기록하며 전년 대비 고성장 흐름(YoY +11.7%)을 이어갔다. 업계 전반적으로 차보험 손해율 급등과 GA 채널 경쟁 심화에 따른 사업비율 악화 부담이 순익을 크게 악화시킨 반면, 삼성화재는 40%에 육박한 온라인 자동차보험 비중에 기인한 사업비율 개선 효과가 지속되어 합산비율 악화폭이 상대적으로 적었다.

자동차보험료 인상 임박. 2019년 하반기 이후 차보험 손해율 개선될 전망

삼성화재는 컨퍼런스콜을 통해서 차보험료 인상에 대한 의지를 내비쳤다. 손보업계 전반적으로 연말 이전 3%대 보험료 인상을 예상하는데 정비수가 인상으로 인해 약 6%대 원가 상승요인이 발생함을 감안하면 특약 조정 등을 통해 보험료 추가 인상 노력을 병행할 것으로 보인다. 정비수가 인상 부담을 고려할 때 올 4분기 실적 또한 차보험 손해율 악화 부담에서 벗어나기 어려우나, 보험료 인상 효과가 반영될 '19년 하반기 이후 점진적인 손해율 개선 흐름을 예상한다. 삼성화재는 상대적으로 2위권 손보사 대비 양호한 장기 위험손해율 레벨을 나타내고 있다는 점에서 '19년 실손보험 갱신에 따른 이익 증가 효과는 제한적일 전망이다.

투자의견 BUY, 목표가 36만원 유지 견고한 펀더멘탈 유지될 전망

투자의견 BUY 및 목표가 36만원을 유지한다. 자동차보험 손해율 악화 및 신계약 경쟁 심화로 '18년 손보업계 전반의 이익 변동성이 확대되었으나, 전속채널 우위와 온라인 차보험 선도 사업자 지위를 기반으로 상대적으로 안정적인 이익흐름을 나타냈다. '19년 타사 대비 이익 증가 여력은 제한적이나 '19년 배당수익률은 4.2%에 달한다는 점에서 투자매력이 존재한다. 연말 예정된 RBC비율 규제 강화 요인을 반영해도 지급여력비율은 310%를 상회할 것으로 추정된다.

Earnings Review

BUY

TP(12M): 360,000원 | CP(11월 14일): 285,000원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,068.05		
52주 최고/최저(원)	294,500/250,500	매출액(십억원)	17,747.3 17,984.8
시가총액(십억원)	13,501.8	영업이익(십억원)	1,481.3 1,512.3
시가총액비중(%)	1.12	순이익(십억원)	1,025.1 1,049.9
발행주식수(천주)	47,374.8	EPS(원)	20,271 20,763
60일 평균 거래량(천주)	73.7	BPS(원)	292,396 311,092
60일 평균 거래대금(십억원)	20.1		
18년 배당금(예상,원)	11,500		
18년 배당수익률(예상,%)	4.04		
외국인지분율(%)	50.18		
주요주주 지분율(%)			
삼성생명보험 외 5 인	18.51		
국민연금	8.10		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	4.8 6.1 5.8		
상대	9.5 27.1 29.2		

Stock Price	
(천원)	삼성화재(작) 상대지수(우)

Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
경과보험료	십억원	17,406	17,561	17,730	18,346	18,628
영업이익	십억원	1,120	1,372	1,533	1,585	1,768
순이익	십억원	841	956	1,039	1,072	1,209
EPS	원	19,782	22,499	24,434	25,212	28,451
증감율	%	9.1	13.7	8.6	3.2	12.9
PER	배	13.6	11.9	11.7	11.3	10.0
PBR	배	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
ROE	%	8.1	8.4	8.6	8.6	9.2
BPS	원	255,965	278,571	287,451	301,162	317,613
DPS	원	6,100	10,000	11,500	12,000	13,500



Analyst 오진원
02-3771-7525
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	3Q18	4Q18F
원수보험료	4,565	4,618	4,654	4,393	4,546	4,592	4,558	4,680
경과보험료	4,409	4,435	4,473	4,244	4,394	4,402	4,458	4,475
일반	296	315	362	176	346	342	360	313
자동차	1,134	1,152	1,158	1,148	1,111	1,120	1,138	1,118
장기	2,979	2,968	2,953	2,920	2,937	2,940	2,960	3,044
발생손해액	1,593	1,644	1,803	1,885	1,706	1,746	1,872	1,824
순사업비	907	857	873	894	895	920	874	934
보험영업이익	-81	-26	-132	-390	-81	-135	-156	-274
투자영업이익	734	397	426	445	513	648	501	516
세전이익	635	373	295	-9	410	499	321	188
순이익	503	277	225	-48	301	365	237.1	136
원수보험 성장률	3.0%	0.4%	0.8%	-3.1%	-0.4%	-0.6%	-2.1%	6.5%
경과보험 성장률	3.8%	2.5%	1.2%	-3.8%	-0.3%	-0.7%	-0.3%	5.5%
경과손해율	81.3%	81.3%	83.4%	88.1%	81.5%	82.2%	83.9%	85.3%
경과사업비율	20.6%	19.3%	19.5%	21.1%	20.4%	20.9%	19.6%	20.9%
운용자산 이익률	5.0%	2.6%	2.8%	2.8%	3.2%	4.1%	3.1%	3.2%
보장성신계약 성장률	6.9%	-5.5%	-1.5%	-12.4%	14.6%	5.9%	11.7%	-7.8%
보장성인보험 성장률	7.9%	-7.6%	-2.5%	-16.9%	14.7%	37.7%	19.6%	10.0%

주: 4Q17 미국 재보험 관련 회계 변경 이전 수치

자료: 삼성화재, 하나금융투자

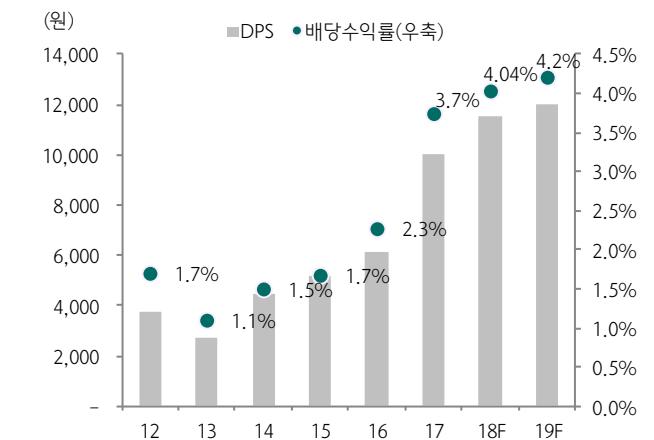
그림 1. 삼성화재 연도별 배당성향 추이



주: 4Q17 미국 재보험 관련 회계 변경 이전 수치

자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 2. 삼성화재 연도별 배당수익률 및 DPS 추이



자료: 삼성화재, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
원수보험료	18,183	18,230	18,376	19,312	19,596
경과보험료	17,406	17,561	17,730	18,346	18,628
장기보험	11,834	11,820	11,881	12,173	12,267
자동차보험	4,364	4,592	4,488	4,507	4,595
일반보험	1,208	1,150	1,360	1,666	1,765
발생손해액	14,626	14,660	14,752	15,294	15,583
장기보험	10,207	10,054	9,968	10,303	10,455
자동차보험	3,528	3,700	3,822	3,825	3,874
일반보험	891	907	963	1,166	1,253
순사업비	3,347	3,530	3,622	3,708	3,762
보험영업이익	-568	-630	-645	-655	-717
투자영업이익	1,688	2,001	2,178	2,241	2,485
영업이익	1,120	1,372	1,533	1,585	1,768
영업외손익	-27	-77	-114	-107	-100
세전이익	1,094	1,294	1,418	1,478	1,668
법인세	253	338	380	407	459
순이익	841	956	1,039	1,072	1,209

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
총자산	67,898	75,413	79,191	83,773	88,503
운용자산	58,238	64,419	65,861	70,315	74,946
현금예금	1,049	1,342	765	-161	-443
유가증권	38,127	40,868	41,445	44,421	46,683
대출	17,878	21,393	22,840	25,212	27,829
기타	1,184	815	810	843	878
비운용자산	5,136	5,366	5,482	5,291	5,058
특별계정자산	4,524	5,629	7,848	8,167	8,498
부채	57,017	63,571	66,971	70,971	75,001
보험계약준비금	49,416	52,872	55,945	59,496	63,061
기타부채	2,996	3,167	3,179	3,308	3,443
특별계정부채	4,605	7,532	7,847	8,166	8,497
자본총계	10,881	11,842	12,219	12,802	13,502
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	7,414	8,111	8,811	9,394	10,093
기타 자본조정	2,501	2,765	2,442	2,442	2,442

주요 성장성 및 수익성 지표	(단위: 십억원, %)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
성장률(전년대비, %)					
원수보험료	2.2	0.3	0.8	5.1	1.5
경과보험료	2.7	0.9	1.0	3.5	1.5
장기보험	-1.8	-0.1	0.5	2.5	0.8
자동차보험	15.3	5.2	-2.3	0.4	2.0
일반보험	4.5	-4.8	18.3	22.5	5.9
영업이익	4.6	22.5	11.8	3.4	11.5
순이익	7.4	13.7	8.6	3.2	12.9
총자산	8.0	11.1	5.0	5.8	5.6
운용자산	9.0	10.6	2.2	6.8	6.6
매출구성(경과보험료, %)					
장기보험	68.0	67.3	67.0	66.4	65.9
자동차보험	25.1	26.1	25.3	24.6	24.7
일반보험	6.9	6.5	7.7	9.1	9.5
수익성(%)					
손해율	84.0	83.5	83.2	83.4	83.7
장기보험	86.3	85.1	83.9	84.6	85.2
자동차보험	80.9	80.6	85.2	84.9	84.3
일반보험	73.7	78.9	70.8	70.0	71.0
사업비율	19.2	20.1	20.4	20.2	20.2
합산비율	103.3	103.6	103.6	103.6	103.8
운용자산이익률	3.0	3.3	3.3	3.3	3.4
안정성(%)					
지급여력비율	336.2	327.7	317.8	308.3	299.1
총자산/자기자본	624.0	636.8	648.1	654.4	655.5

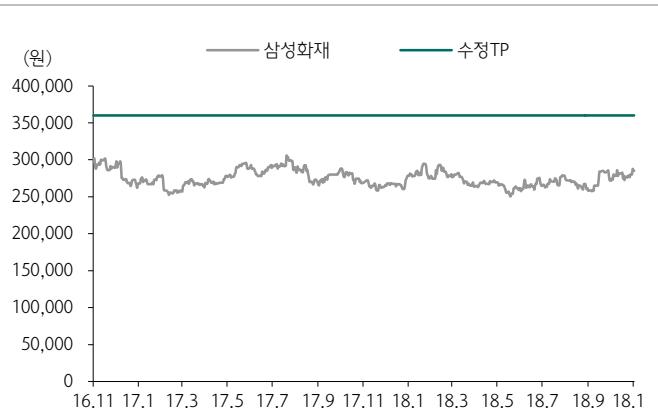
자료: 하나금융투자

주요밸류에이션 지표	(단위: 십억원, 원, 배, %)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS	19,782	22,499	24,434	25,212	28,451
BPS	255,965	278,571	287,451	301,162	317,613
P/E (배)	13.57	11.9	11.7	11.3	10.0
P/B (배)	1.05	0.96	1.0	0.9	0.9
ROE	8.1	8.4	8.6	8.6	9.2
ROA	1.3	1.3	1.3	1.3	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	47.1	47.6	47.5
배당수익률					
보통주	2.3	3.7	4.0	4.2	4.7
우선주	3.2	5.6	6.1	6.4	7.2
내재가치(EV)	15,707	17,173	18,436	19,768	20,756
조정순자산가치	10,600	11,058	11,624	12,186	12,795
보유계약가치	5,107	6,115	6,812	7,583	7,962
신계약가치	712	730	876	885	894
ROEV (%)	9.0	12.0	10.2	10.0	8.0
EV per Share	359,679	393,242	422,162	452,674	475,308
VNB per Share	16,491	16,903	20,298	20,501	20,706
P/EV (배)	0.75	0.68	0.64	0.59	0.56
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 고리율

삼성화재



날짜	투자의견	목표주가	고리율	
			평균	최고/최저
16.11.22	BUY	360,000		

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	93.7%	5.5%	0.9%	100.1%

* 기준일: 2018년 11월 14일

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 11월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2018년 11월 15일 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.