

SK COMPANY Analysis



Analyst
김도하
dohakim@sk.com
02-3773-8876

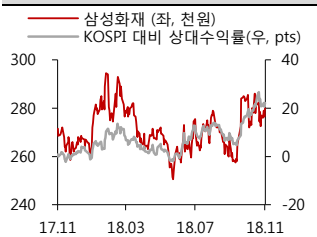
Company Data

자본금	27 십억원
발행주식수	5,057 만주
자사주	806 만주
액면가	500 원
시가총액	13,502 십억원
주요주주	
삼성생명보험(주)(외5)	18.50%
삼성화재 자사주	15.92%
외국인지분률	50.20%
배당수익률	3.75%

Stock Data

주가(18/11/14)	285,000 원
KOSPI	2,068.1 pt
52주 Beta	0.38
52주 최고가	294,500 원
52주 최저가	250,500 원
60일 평균 거래대금	20 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.8%	9.1%
6개월	6.2%	22.6%
12개월	5.8%	23.9%

삼성화재 (000810/KS | 매수(유지) | T.P 343,000 원(유지))

3Q18 Review: 실제판매비 축소로 비용 효율성 개선 확인

삼성화재의 3Q18 당기순이익은 2,371 억원 (+6% YoY)으로 컨센서스 상회. 3Q18 신계약이 20% YoY 증가해 견조한 성장률이 이어졌음에도, 실제판매비가 0.7% YoY 감소해 비용 효율성 개선이 나타난 점을 긍정적으로 평가. 2년 연속 1 조원을 상회하는 연간 순이익이 기대되는 가운데, 전년 수준의 배당성향을 지속하겠다는 기조도 유지되고 있음. 이때 배당수익률은 보통주 4.0%, 우선주 6.2% 수준으로 기대에 실적 안정성과 배당매력을 모두 갖춘 것으로 판단. 업종 내 top pick 의견을 유지함

3Q18 당기순이익 2,371 억원 (+5.6% YoY)으로 컨센서스에 부합

삼성화재의 3Q18 별도 당기순이익은 2,371억원 (+5.6% YoY)으로 SK증권 추정치 및 시장 전망치를 6% 상회. 의미있는 일회성 손익은 없었으며, 신계약의 견조한 성장에도 불구하고 사업비율이 전년 수준을 회복했다는 점을 긍정적으로 평가함. 삼성화재의 3Q18 경과손해율은 83.9% (+0.4%p YoY)로 장기 손해율의 개선에도 불구하고 계절성이 부재했던 전년동기대비 자동차 손해율이 6.4%p 상승하면서 소폭 악화. 사업비율은 19.6%로 0.1%p YoY 상승에 그쳤는데, 신계약의 단위비용 감소가 원인이라고 판단. 동사의 3Q18 보장성 인보험 신계약은 323억원 (+20% YoY, -4% QoQ)으로 증가. 투자 수익률은 3.1% (+0.4%p YoY)로 금융자산처분익 및 배당수익이 500억원 증가하면서 개선됨

실제판매비 축소로 비용 효율성 개선 확인

삼성화재는 3Q18에도 신계약 성장을 지속했음에도 실제판매비(*)가 4,600억원 수준으로 0.7% YoY 감소해 비용 효율성 개선을 나타냄. 판매시점에 이윤이 결정되지 않고, 과거 판매분으로부터 수익이 지속 인식되는 보험상품의 특성을 고려할 때 무리한 판매비용 집행을 통한 공격적 성장보다는 비용 효율성과 적정 성장을 동시에 관리하는 동사의 전략이 유효하다고 판단. 한편 2년 연속 1 조원을 상회하는 연간 순이익이 기대되는 가운데, 전년 수준의 배당성향(45%)을 지속하겠다는 동사의 주주환원 기조도 유지되고 있음. 이때 배당수익률은 보통주 4.0%, 우선주 6.2% 수준으로 실적 안정성과 배당매력을 모두 갖춘 것으로 판단. 삼성화재에 대한 투자 의견 매수, 목표주가 343,000원과 업종 내 top pick 의견을 유지함

*대리점수수료+이연신계약비+추가상각(추정)으로 추산

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
경과보험료	십억원	16,956	17,406	17,690	17,645	17,910	18,327
YoY	%	2.4	2.7	1.6	-0.3	1.5	2.3
보험손익	십억원	-606	-568	-511	-610	-510	-514
투자손익	십억원	1,677	1,688	2,001	2,150	2,110	2,218
합산비용	%	103.6	103.3	102.9	103.5	102.8	102.8
투자수익률	%	3.3	3.1	3.3	3.3	3.1	3.1
영업이익	십억원	1,071	1,120	1,491	1,540	1,600	1,704
YoY	%	-1.8	4.6	33.0	3.3	3.9	6.5
세전이익	십억원	1,034	1,094	1,412	1,447	1,505	1,609
순이익	십억원	783	841	1,043	1,061	1,101	1,176
YoY	%	-1.7	7.4	24.0	1.7	3.8	6.8
EPS	원	18,835	20,702	25,511	25,877	26,848	28,682
BPS	원	232,111	255,966	280,460	287,975	302,571	318,489
PER	배	16.3	13.0	10.5	11.0	10.6	9.9
PBR	배	1.3	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
ROE	%	8.1	8.1	9.1	8.8	8.8	8.9
보통주배당수익률	%	1.7	2.3	3.7	4.0	4.1	4.4

삼성화재 3Q18 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	3Q18P	3Q17	YoY (%)	2Q18	QoQ (%)	3Q18E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(155.6)	(132.0)	적지	(135.3)	적지	(164.0)	n/a	n/a	n/a
투자영업이익	501.0	425.6	17.7	648.0	(22.7)	503.4	(0.5)	n/a	n/a
영업이익	345.4	293.6	17.6	512.7	(32.6)	339.4	1.8	338.2	2.1
순이익	237.1	224.6	5.6	364.5	(35.0)	223.5	6.1	224.6	5.6

자료: 삼성화재, FnGuide, SK 증권

삼성화재 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2017		2018			QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q		
원수보험료	4,654.0	4,393.2	4,546.0	4,592.0	4,557.5	(0.8)	(2.1)
일반	399.7	294.6	325.9	370.5	378.1	2.1	(5.4)
자동차	1,228.2	1,099.7	1,209.3	1,204.4	1,140.7	(5.3)	(7.1)
장기	3,026.1	2,998.9	3,010.8	3,017.1	3,038.7	0.7	0.4
경과보험료	4,472.6	4,361.0	4,394.3	4,401.9	4,458.0	1.3	(0.3)
일반	362.1	293.6	345.7	341.9	359.8	5.2	(0.6)
자동차	1,157.9	1,147.8	1,111.2	1,120.4	1,138.2	1.6	(1.7)
장기	2,952.6	2,919.6	2,937.3	2,939.5	2,960.0	0.7	0.3
순사업비	872.5	894.3	895.2	919.6	873.7	(5.0)	0.1
보험영업이익	(132.0)	(271.7)	(80.8)	(135.3)	(155.6)	적지	적지
투자영업이익	425.6	444.8	512.7	648.0	501.0	(22.7)	17.7
영업이익	293.6	173.1	431.9	512.7	345.4	(32.6)	17.6
순이익	224.6	38.5	301.1	364.5	237.1	(35.0)	5.6
경과손해율 (%)	83.4	85.8	81.5	82.2	83.9	1.7	0.4
일반	78.1	77.8	60.2	77.1	76.0	(1.2)	(2.1)
자동차	80.5	89.2	81.4	80.5	86.9	6.4	6.4
장기	85.3	85.2	84.0	83.4	83.7	0.3	(1.6)
위험손해율*	81.9	82.5	80.7	77.1	79.4	2.3	(2.5)
순사업비율 (%)	19.5	20.5	20.4	20.9	19.6	(1.3)	0.1
합산비율 (%)	103.0	106.3	101.8	103.1	103.5	0.4	0.5
순투자수익률 (%)	2.8	2.8	3.2	4.1	3.1	(1.0)	0.4
장기월납환산	41.4	37.5	44.2	43.7	41.8	(4.3)	1.1
저축성	0.8	0.7	0.9	0.9	0.7	(20.8)	(19.0)
보장성	40.5	36.8	43.3	42.9	41.1	(4.0)	1.5
인보험	27.1	25.5	34.3	33.6	32.3	(3.7)	19.5

자료: 삼성화재, SK 증권

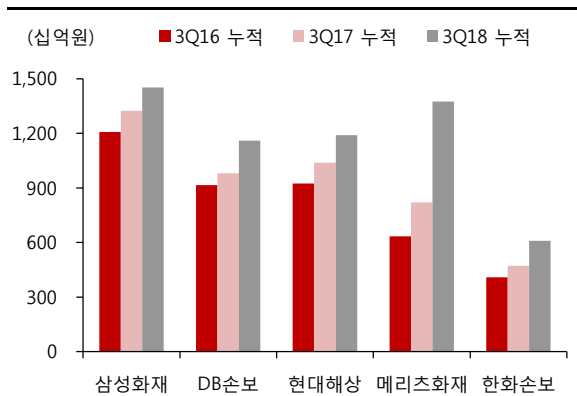
주: *K-GAAP 기준

삼성화재 운용자산 현황

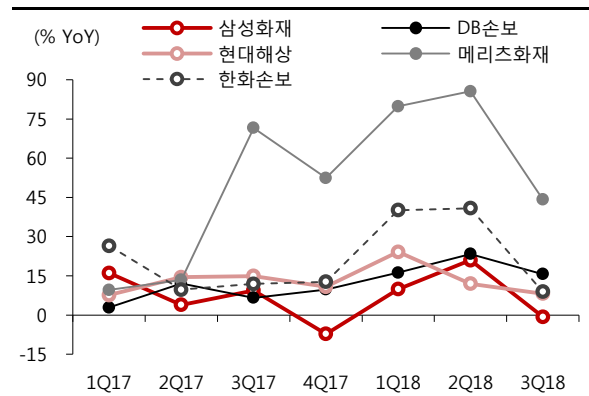
(단위: 십억원)	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	62,173	64,419	62,727	63,605	65,079	100.0	2.3	4.7
현금및예치금	902	1,342	830	920	959	1.5	4.2	6.3
유가증권	40,912	40,868	39,874	39,990	41,034	63.1	2.6	0.3
주식	5,276	5,228	5,120	4,595	4,270	6.6	(7.1)	(19.1)
채권	29,061	29,319	28,136	28,382	29,365	45.1	3.5	1.0
수익증권	2,406	2,317	2,155	2,262	2,530	3.9	11.8	5.1
외화유가증권	2,805	2,610	2,964	3,247	3,257	5.0	0.3	16.1
기타유가증권	743	675	660	666	757	1.2	13.8	2.0
관계사 지분	621	718	839	838	854	1.3	1.9	37.5
대출채권	19,536	21,393	21,211	21,888	22,283	34.2	1.8	14.1
부동산	823	815	812	807	802	1.2	(0.6)	(2.5)

자료 삼성화재, SK 증권

주요 손해보험사 실제판매비(*) 비교



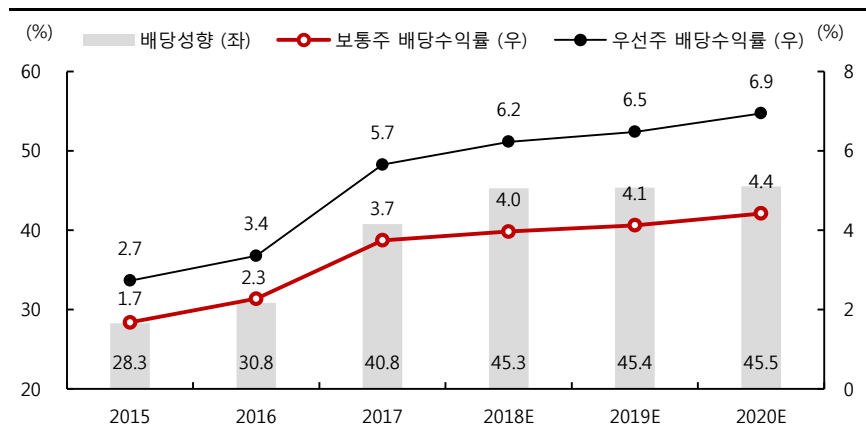
주요 손해보험사 실제판매비(*) YoY 증가율



자료: 각 사, SK 증권

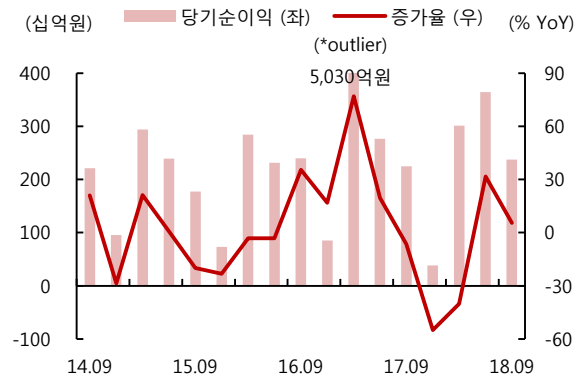
주: *실제판매비는 회계적 비용을 제거하기 위해 '대리점수수료+이연신계약비+추가상각(추정)'의 합으로 추산

삼성화재 배당지표 추이 및 전망



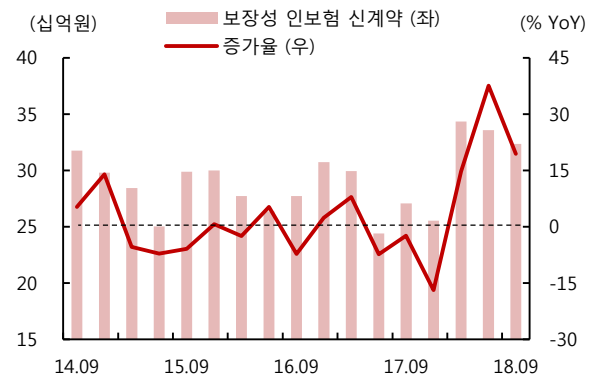
자료 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 분기별 순이익 및 증가율



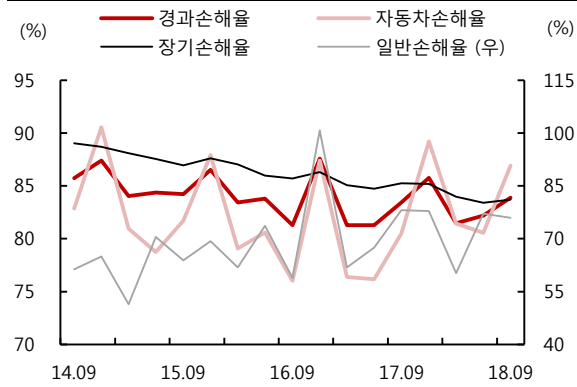
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 보장성 인보험 신계약 및 증가율



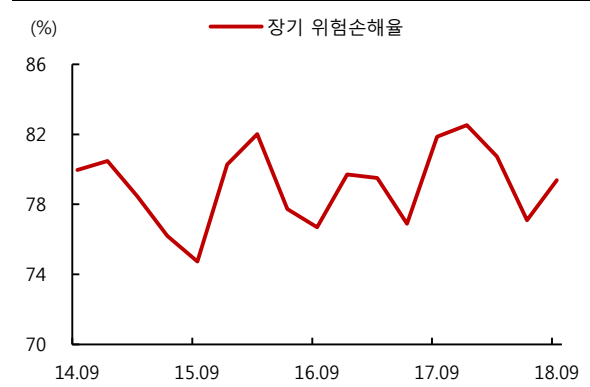
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 보증별 경과손해율



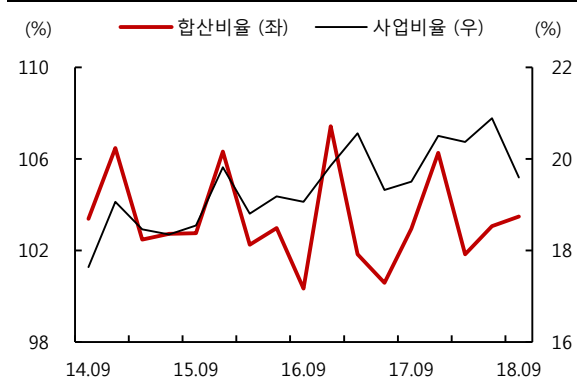
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 장기 위험손해율



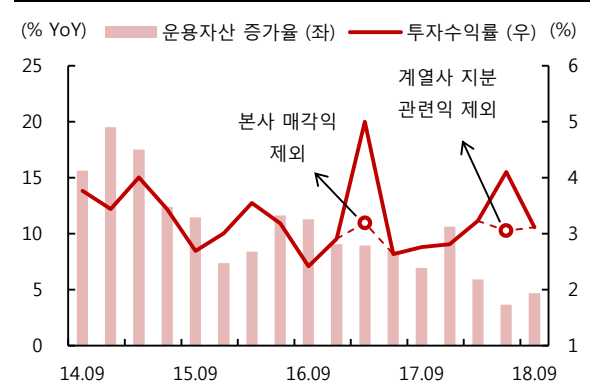
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 합산비율 및 사업비율



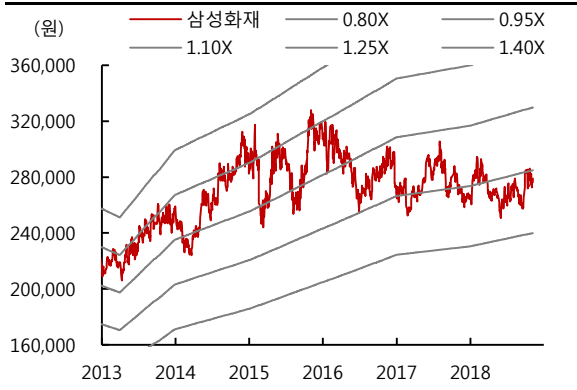
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 운용자산 증가율 및 투자수익률



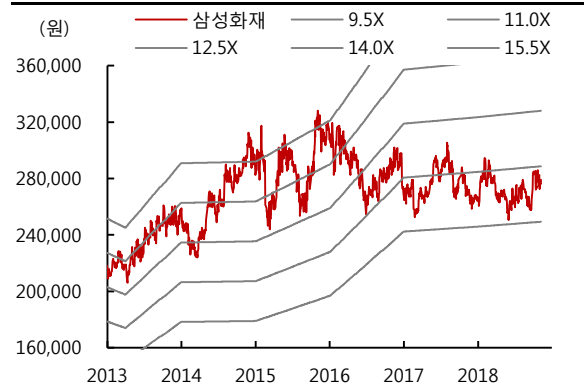
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 12개월 forward PBR band



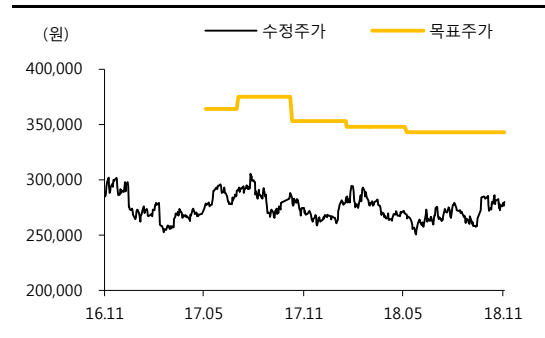
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 12개월 forward PER band



자료: 삼성화재, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2018.11.15	매수	343,000원	6개월		
2018.10.19	매수	343,000원	6개월	-21.49%	-16.18%
2018.08.10	매수	343,000원	6개월	-22.02%	-16.76%
2018.07.12	매수	343,000원	6개월	-22.55%	-18.66%
2018.05.15	매수	343,000원	6개월	-23.26%	-19.68%
2018.02.22	매수	348,000원	6개월	-20.68%	-15.37%
2018.01.25	매수	348,000원	6개월	-18.51%	-15.37%
2017.12.01	매수	353,000원	6개월	-23.32%	-19.41%
2017.11.01	매수	353,000원	6개월	-22.97%	-19.83%
2017.10.17	매수	353,000원	6개월	-21.04%	-19.83%
2017.07.12	매수	375,000원	6개월	-24.22%	-18.53%
2017.05.29	매수	364,000원	6개월	-21.07%	-18.68%



Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 11월 15일 기준)

매수	92.42%	중립	7.58%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	58,238	64,419	66,888	70,642	74,485
현금 및 예치금	1,049	1,342	910	927	903
유가증권	38,127	40,868	42,284	44,832	47,494
주식	4,342	5,946	5,814	6,104	6,392
채권	28,115	29,319	30,150	31,993	33,893
수익증권	2,098	2,317	2,383	2,516	2,617
외화유가증권	2,849	2,610	3,262	3,523	3,876
기타유가증권	723	675	675	696	717
대출채권	17,878	21,393	22,870	24,153	25,467
부동산	1,184	815	825	730	620
비운용자산	5,136	5,473	5,673	6,003	6,363
특별계정자산	4,524	5,629	7,655	8,115	8,602
자산총계	67,898	75,521	80,217	84,760	89,449
책임준비금	49,416	52,872	55,802	58,823	61,872
지급준비금	3,731	4,174	4,383	4,602	4,786
보험료적립금	41,941	44,982	47,606	50,278	53,013
미경과보험료적립금	3,240	3,161	3,201	3,271	3,341
기타부채	2,996	3,194	4,189	4,611	5,068
특별계정부채	4,605	7,532	7,984	8,463	8,971
부채총계	57,017	63,599	67,975	71,897	75,910
지배주주지분					
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	7,414	8,198	8,834	9,454	10,131
비상위험준비금	1,817	1,938	2,012	2,057	2,106
자본조정	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계	3,985	4,242	3,926	3,926	3,926
자본총계	10,881	11,922	12,242	12,862	13,539
부채와자본총계	67,898	75,521	80,217	84,760	89,449

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	8.0	11.2	6.2	5.7	5.5
운용자산	9.0	10.6	3.8	5.6	5.4
부채	7.8	11.5	6.9	5.8	5.6
책임준비금	8.0	7.0	5.5	5.4	5.2
자본	9.1	9.6	2.7	5.1	5.3
경과보험료	2.7	1.6	-0.3	1.5	2.3
일반	4.5	4.9	8.2	2.3	2.3
자동차	15.3	5.2	-2.1	0.5	3.7
장기	-1.5	-0.1	-0.3	1.8	1.8
순사업비	5.0	5.5	1.1	-0.6	1.9
투자영업이익	0.7	18.5	7.4	-1.9	5.1
영업이익	4.6	33.0	3.3	3.9	6.5
순이익	7.4	24.0	1.7	3.8	6.8

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	18,183	18,230	18,169	18,578	19,034
일반	1,303	1,329	1,375	1,402	1,430
자동차	4,804	4,804	4,698	4,838	5,019
장기	12,077	12,097	12,095	12,337	12,584
보유보험료	17,657	17,655	17,631	18,045	18,488
경과보험료	17,406	17,690	17,645	17,910	18,327
일반	1,208	1,267	1,370	1,402	1,434
자동차	4,364	4,592	4,495	4,516	4,685
장기	11,834	11,820	11,780	11,992	12,208
경과손해액	14,626	14,670	14,686	14,873	15,226
일반	891	907	958	953	975
자동차	3,528	3,700	3,854	3,863	4,003
장기	10,207	10,054	9,874	10,057	10,248
순사업비	3,347	3,531	3,569	3,547	3,616
보험영업이익	-568	-511	-610	-510	-514
투자영업이익	1,688	2,001	2,150	2,110	2,218
영업이익	1,120	1,491	1,540	1,600	1,704
영업외이익	-27	-79	-93	-95	-95
세전이익	1,094	1,412	1,447	1,505	1,609
법인세비용	253	369	386	404	432
당기순이익	841	1,043	1,061	1,101	1,176

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.0	82.9	83.2	83.0	83.1
일반	73.7	71.6	69.9	68.0	68.0
자동차	80.9	80.6	85.7	85.5	85.4
장기	86.3	85.1	83.8	83.9	83.9
사업비율	19.2	20.0	20.2	19.8	19.7
투자이익률	3.1	3.3	3.3	3.1	3.1
수익성 (%)					
ROE	8.1	9.1	8.8	8.8	8.9
ROA	1.3	1.5	1.4	1.3	1.4
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	20,702	25,511	25,877	26,848	28,682
보통주 BPS	255,966	280,460	287,975	302,571	318,489
보통주 DPS	6,100	10,000	11,300	11,750	12,600
기타 지표					
보통주 PER (X)	13.0	10.5	11.0	10.6	9.9
보통주 PBR (X)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
배당성향 (%)	30.8	40.8	45.3	45.4	42.7
보통주 배당수익률 (%)	2.3	3.7	4.0	4.1	4.4

자료 : SK증권 추정