

삼성화재(000810)

하회 **부합** 상회

순이익의 컨센서스 대비를 의미

실적 안정성과 배당주 포지셔닝

예상 수준의 실적
 2018년 배당수익률 3.6%, 2019년 배당수익률 4.0% 예상
 실적 안정성과 배당주 포지셔닝

Facts : 예상 수준의 실적

3분기 순이익은 2,371억원(+5.6% YoY, -35.0% QoQ)으로 컨센서스에 부합했다. 작년 을지로 본사 처분 이익, 올해 전자 지분 처분이익 등 일회성 요인을 제거하면 전년과 유사하다. 폭염, 폭우 영향으로 자본손해율은 86.9%(+6.4%p YoY, +6.4%p QoQ)로 상승, 위험손해율은 79.4%(-2.5%p YoY, +2.3%p QoQ)를 실현했다. 사업비율은 19.7%(+0.3%p YoY, -0.8%p QoQ)로 전분기 대비 하락했는데, 자동차보험의 인터넷채널 확대의 영향이다.

Pros & cons : 2018년 배당수익률 3.6%, 2019년 배당수익률 4.0%

올해 예상 순이익 9,937억원(-4.7% YoY), 배당성향 44.1%에 근거한 주당배당금은 10,300원, 배당수익률은 3.6%이다. 그러나 삼성화재는 과거 여러번 컨퍼런스콜에서 점진적인 배당 증가를 약속한 바 있기에 추정치를 상회할 가능성도 있다(2017년 DPS 10,900원). 2019년 순이익 1.1조원, 배당성향 41.1%를 기준시 주당배당금은 11,500원, 배당수익률은 4.0%이다.

Action : 실적 안정성과 배당주 포지셔닝

삼성화재는 안정적인 손해율을 유지 중이기에 요율 인상 후 실적 개선폭은 경쟁사 대비 미진하다. 그러나 삼성화재의 주요 투자포인트는 실적 안정성과 배당매력이 다. 스튜어드십 코드 도입, 패시브 자금 증가 등을 고려하면 중장기 자본정책과 꾸준한 고배당 여부가 종목 선택의 주요 기준으로 부상할 것으로 판단한다. 상기 기준에서는 실적 안정성과 고배당 성향을 갖춘 삼성화재가 부합하다. 투자 의견 매수, 목표주가 326,000원을 유지한다. 목표주가는 3년 평균 ROE 8.8%, 조정 CoE 7.7%, 12MF BPS 278,051원을 적용해서 산출한 적정 PBR 1.18배를 적용했다.

매수(유지)

목표주가: 326,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(11/14)	2,068
주가(11/14)	285,000
시가총액(십억원)	14,081
발행주식수(백만)	47
52주 최고/최저(원)	294,500/250,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	19,033
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.6/50.2
주요주주(%)	삼성생명보험 외 5인 18.5
	국민연금 8.1

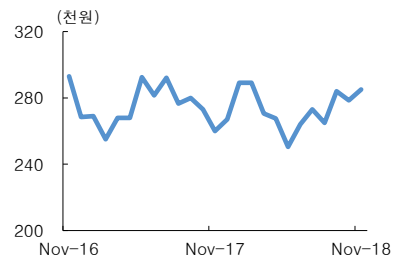
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	12.9	14.5	13.0
PBR(x)	1.0	1.1	1.0
ROE(%)	9.1	8.3	8.9
DY(%)	4.1	3.6	4.0
EPS(원)	20,624	19,651	21,840
BPS(원)	265,108	266,479	281,325

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.8	6.1	5.8
KOSPI 대비(%p)	9.1	22.6	23.9

주가추이



자료: FnGuide

윤대호

taeho3123@truefriend.com

차주영

jooyoung.cha@truefriend.com

컨퍼런스콜 Q&A 요약

1. 위험손해율 가이드نس
 - 현재 추세 고려시 연말 약 79%대의 손해율 예상됨
2. 배당정책
 - 현금배당 중심의 배당정책 아직 유효하나 정확한 숫자는 공개 어려움
3. 자동차보험 요율 인상 추진 시기 및 내년 자보손해율 안정화 여부
 - 자보 원가 상승 요인 많음. 하반기부터 요율 인상 여부 검토했고 작업 완료되어 요율 인상 임박.
 - 이번주에서 늦으면 다음주 요율 인상 계획을 개발원에 제출 예정
 - 손해율 상승 대책은 감독당국 역시 검토 중이고, 이번 인상 효과는 내년 하반기 이후부터 손해율 안정화로 가시화
4. 기본 요율 외 특약 요율 적용도 검증/금감원 협의가 필요한지
 - 이번 검증 받는 것은 기본 요율 인상에 관한 것
 - 특약 요율 조정은 자체적으로 가능
5. 여유 자본을 자산 운용 등에 반영할 계획이 있는지
 - K-ICS 도입 후에도 RBC 비율은 250% 정도로 글로벌 현지사와 비슷한 수준(알리안츠는 230%)
 - 경쟁력을 차별화 할 수 있는 방안을 다양한 각도에서 고민 중(M&A 및 인슈어테크 관한 투자)
6. 현재 금리 고려해서 앞으로의 투자 환경 방향
 - 내년 미국 기준금리 인상 지속되겠지만 장기채 금리는 올해처럼 큰 폭 상승은 힘들어 보임
 - 국내 금리는 미국 금리처럼 상승하기는 힘들 것으로 예상

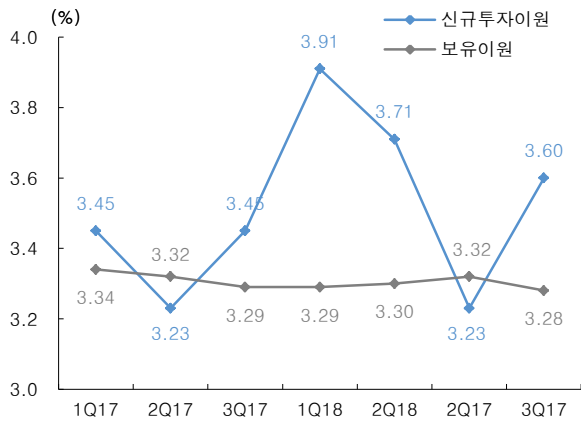
<표 1> 3분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ	YoY	컨센서스
경과보험료	4,473	4,373	4,394	4,402	4,458	1.3	(0.3)	4,476
보험영업이익	(132)	(272)	(81)	(135)	(156)	NM	NM	(163)
합산비용	103.0	106.2	101.8	103.1	103.5	0.4	0.5	-
투자영업이익	426	445	513	648	501	(22.7)	17.7	492
당기순이익	225	38	301	365	237	(35.0)	5.6	228

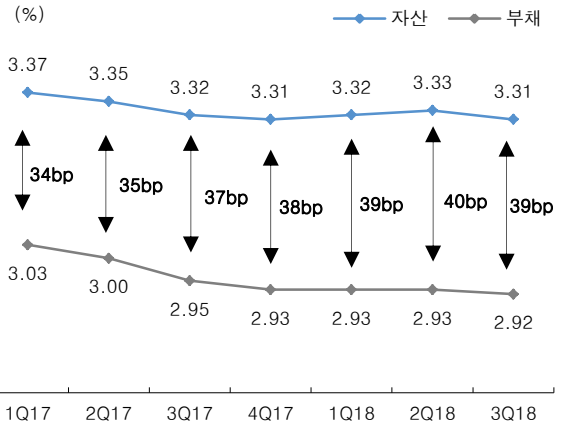
주: 당기순이익은 지배주주순이익
자료: 삼성화재, 한국투자증권

[그림 1] 신규투자이원



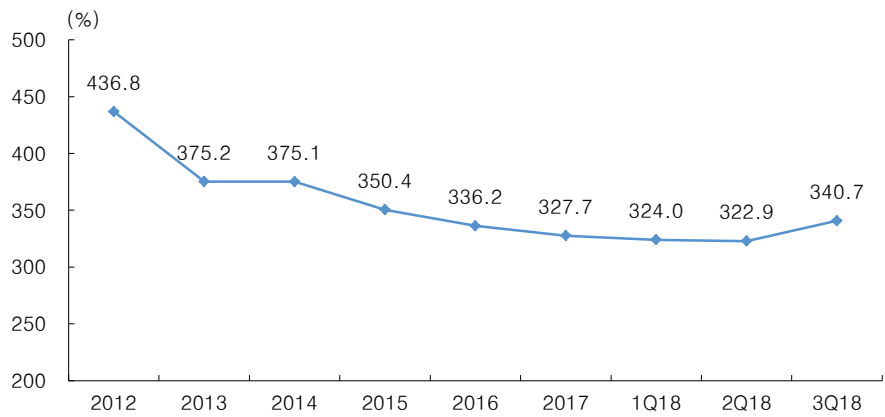
자료: 삼성화재, 한국투자증권

[그림 2] 이차 스프레드



자료: 삼성화재, 한국투자증권

[그림 3] RBC 비율 추이



자료: 삼성화재, 한국투자증권

<표 2> 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	FY17		FY18(변경 후)					FY18(변경 전)		Review		FY19F	
	3Q	연간	1Q	2Q	3QP	4QF	FY18F	3QF	FY18F	YoY	전망 대비	변경 후	변경 전
원수보험료	4,654	18,230	4,546	4,592	4,558	4,966	18,662	4,964	19,068	(2.1)	(8.2)	20,139	20,139
경과보험료	4,473	17,690	4,394	4,402	4,458	4,792	18,046	4,795	18,385	(0.3)	(7.0)	19,431	19,458
보험영업이익	(132)	(511)	(81)	(135)	(156)	(373)	(745)	(128)	(698)	적지	적지	(613)	(561)
투자영업이익	426	2,001	513	648	501	514	2,176	499	2,158	17.7	0.5	2,191	2,157
총영업이익	294	1,491	432	513	345	141	1,431	370	1,460	17.6	(6.7)	1,578	1,596
당기순이익	225	1,043	301	365	237	91	994	258	1,017	5.6	(8.0)	1,104	1,110
운용자산	62,173	64,419	62,727	63,605	65,079	64,513	64,513	62,301	63,830	4.7	4.5	68,699	67,642
(투자이익률)	2.9	3.3	3.2	4.1	3.1	3.2	3.4	3.2	3.4	8.7	(0.1)	3.3	3.3
자기자본	12,321	11,922	11,387	11,525	12,083	11,992	11,992	11,387	11,576	(1.9)	6.1	12,742	12,259
adj.BPS (원)	272,992	265,108	254,521	257,256	268,297	266,479	266,479	254,523	258,259	(1.7)	5.4	281,325	271,775
손해율(K-IFRS)	83.4	82.9	81.5	82.2	83.9	85.5	83.3	83.1	83.1	0.4	0.8	82.5	82.5
일반	82.2	80.8	66.7	83.9	87.4	93.6	80.1	85.7	80.1	5.1	1.7	76.0	73.3
자동차	80.5	80.6	81.4	80.5	86.9	86.5	83.5	83.0	82.5	6.4	3.9	83.0	83.2
장기(연금 포함)	84.7	85.0	83.2	82.6	83.7	84.7	83.6	82.9	83.6	(1.1)	0.8	83.0	83.1
사업비율(K-IFRS)	19.5	20.0	20.4	20.9	19.6	22.3	20.8	19.6	20.7	0.1	(0.0)	20.6	20.4
합산비율(K-IFRS)	103.0	102.9	101.8	103.1	103.5	107.8	104.1	102.7	103.8	0.5	0.8	103.2	102.9
경과보험료	4,473	17,690	4,394	4,402	4,458	4,792	18,046	4,795	18,385	(0.3)	(7.0)	19,431	19,458
일반	362	1,150	346	342	360	359	1,406	297	1,333	(0.6)	21.2	1,320	1,280
자동차	1,158	4,592	1,111	1,120	1,138	1,130	4,500	1,166	4,539	(1.7)	(2.4)	4,602	4,660
장기(연금 제외)	2,953	11,820	2,937	2,939	2,960	3,304	12,140	3,332	12,514	0.3	(11.2)	13,509	13,518

자료: 삼성화재, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

삼성화재는 1952년 1월 26일 한국안보화재해상재보험주식회사로 설립하였음. 현재 국내에서 가장 규모가 큰 손해보험사로, 보험업법에서 규정하는 손해보험업과 제3보험업을 핵심사업으로 영위하고 있고, 그 외 관계법령에 의거하여 개인연금, 퇴직연금, 신탁 등 다양한 금융상품을 판매하고 있음. 연결대상에 포함된 종속회사들은 국내 3개(삼성화재에니카손해사정, 삼성화재서비스손해사정, 삼성화재금융서비스보험대리점), 해외 8개(중국, 인도네시아, 베트남, 유럽, 브라질, 미국, 싱가포르, 두바이).

- 손해율: 발생손해액을 보험료수익(원수 및 경과보험료 별 손해율 산출 상이)으로 나눈 비율
- 사업비율: 사업비를 보험료수익으로 나눠준 비율
- 합산비율: 손해율과 사업비율의 합
- 신계약: 새로이 체결된 보험계약. 보통 월·년 단위의 기간을 기준으로 하여 그 기간 중에 새로 체결된 계약을 의미
- APE: Annualized premiums equivalent의 약자로서 통상적으로 보험 신계약을 연납화하는 개념(월납보험료 + 일시납보험료 x 1/10)
- 신계약비: 신계약 획득을 위하여 소요되는 비용
- 즉시연금: 계약이 체결된 해당연도부터 바로 연금의 지급이 개시되는 보험 상품
- 공시이율: 시중의 지표금리에 연동하여 예정이율을 적용 할 수 있도록 일정기간마다 공표되는 변동이율체계
- 예정이율: 보험사에 납입되는 보험료의 일부는 장래의 보험금 지급에 대비해서 적립되어 운영되는데 회사에서는 미리 일정한 수익을 예측하며, 그 금액만큼 보험료를 할인. 이 할인에 적용하는 이율

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
총자산	67,898	75,521	77,463	82,313	86,768
운용자산	58,238	64,419	64,513	68,699	72,454
현예금	1,049	1,342	950	1,012	1,067
주식	4,080	5,494	4,497	4,788	5,050
채권	28,115	29,319	29,110	30,999	32,693
국공채	9,540	10,187	10,344	11,015	11,617
특수채	12,310	12,875	12,687	13,510	14,249
회사채	6,264	6,258	6,079	6,474	6,828
수익증권 / 기타	3,083	1,198	3,842	4,091	4,315
해외 / 신종	2,849	2,610	3,229	3,439	3,627
대출	17,878	21,393	22,090	23,523	24,809
부동산	1,184	815	795	847	893
비운용자산	9,660	11,102	12,951	13,614	14,314
특별계정자산	4,524	5,629	5,857	6,176	6,862
부채총계	57,017	63,599	65,472	69,571	73,336
보험계약준비금	49,416	52,872	55,445	58,655	61,771
책임준비금	49,416	52,872	55,445	58,655	61,771
자본총계	10,881	11,922	11,992	12,742	13,432
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	7,414	8,198	8,801	9,607	10,460
자본조정	(1,484)	(1,484)	(1,484)	(1,484)	(1,484)
기타포괄손익누계	3,931	4,243	3,681	3,625	3,463

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
총자산성장률	8.0	11.2	2.6	6.3	5.4
원수보험료성장률	2.2	0.3	2.4	7.9	2.6
자동차	13.4	0.0	(1.6)	2.5	3.1
장기	(1.0)	0.2	3.0	11.3	2.6
일반	(4.3)	2.0	11.2	(3.2)	1.2
당기순이익	7.4	24.0	(4.7)	11.1	8.6
운용자산증가율	9.0	10.6	0.1	6.5	5.5
운용이익증가율	0.7	18.5	8.7	0.7	11.0
보험영업효율					
손해율	84.0	82.9	83.3	82.5	82.7
사업비율	19.2	20.0	20.8	20.6	21.0
합산비율	103.3	102.9	104.1	103.2	103.7
장기손해율	86.1	85.0	83.6	83.0	83.1
자동차손해율	80.9	80.6	83.5	83.0	83.4
일반손해율	75.4	80.8	80.1	76.0	76.2
경과보험료 기준 매출비중(%)					
자동차보험	25.1	26.0	24.9	23.7	23.8
일반보험	6.9	66.8	67.3	69.5	69.5
장기보험	68.0	6.5	7.8	6.8	6.7

주: K-IFRS (별도) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	18,183	18,230	18,662	20,139	20,669
자동차	4,804	4,804	4,728	4,848	4,998
장기	12,077	12,097	12,456	13,860	14,222
일반	1,303	1,329	1,478	1,431	1,449
경과보험료	17,406	17,690	18,046	19,431	19,945
자동차	4,364	4,592	4,500	4,602	4,751
장기	11,834	11,820	12,140	13,509	13,862
일반	1,208	1,150	1,406	1,320	1,332
발생손해액	14,626	14,670	15,033	16,035	16,497
자동차	3,528	3,700	3,757	3,819	3,964
장기	10,187	10,042	10,149	11,212	11,518
일반	911	929	1,127	1,004	1,015
순사업비	3,347	3,531	3,758	4,009	4,185
자동차	823	832	800	824	865
장기	2,232	2,396	2,617	2,833	2,955
일반	293	302	343	353	365
보험영업이익	(568)	(511)	(745)	(613)	(737)
투자영업이익	1,688	2,001	2,176	2,191	2,433
수정영업이익	1,120	1,491	1,431	1,578	1,695
영업외이익	(27)	(79)	(77)	(82)	(71)
당기순이익	841	1,043	994	1,104	1,199
수정순이익	841	1,043	994	1,104	1,199

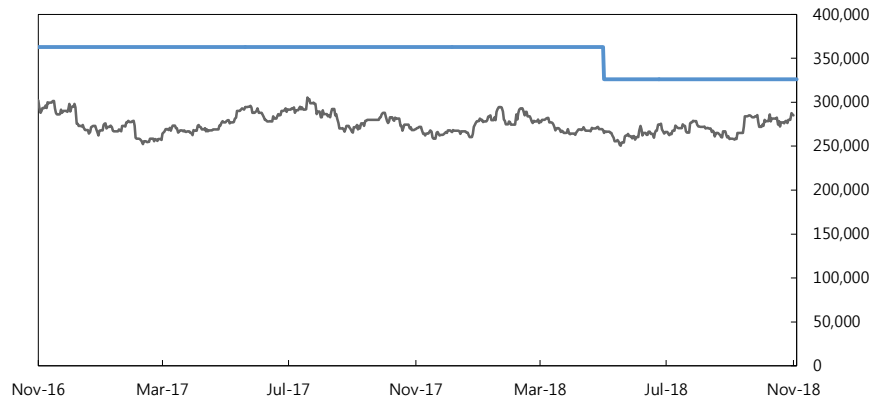
주요투자지표

(단위: 원, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	16,630	20,624	19,651	21,840	23,711
BPS	215,179	235,771	237,142	251,988	265,627
수정BPS	244,517	265,108	266,479	281,325	294,964
DPS	6,100	10,900	10,300	11,500	12,400
배당수익률	2.3	4.1	3.6	4.0	4.4
배당성향	30.8	44.4	44.4	44.4	44.4
수익성지표					
영업이익률	16.1	19.7	20.0	19.4	20.7
ROA	1.3	1.5	1.3	1.4	1.4
ROE	8.1	9.1	8.3	8.9	9.2
투자영업지표					
총자산대비 투자영업이익률	2.6	2.8	2.9	2.8	2.9
운용자산수익률	3.1	3.3	3.4	3.3	3.5
투자영업이익률(주식제외)	3.0	3.2	3.3	3.3	3.4
총자산/총자본	6.2	6.3	6.5	6.5	6.5
운용자산/총자산	85.8	85.3	83.3	83.5	83.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성화재 (000810)	2016.05.01	매수	363,000원	-23.9	-16.8
	2017.05.01	1년경과		-23.3	-15.8
	2018.05.01	1년경과		-25.7	-25.1
	2018.05.15	매수	326,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 11월 14일 현재 삼성화재 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성화재 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.