

SK COMPANY Analysis



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

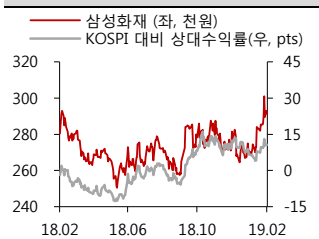
Company Data

자본금	27 십억원
발행주식수	5,057 만주
자사주	806 만주
액면가	500 원
시가총액	13,786 십억원
주요주주	
삼성생명보험(주)(외5)	18.50%
삼성화재 자사주	15.92%
외국인지분율	50.08%
배당수익률	3.75%

Stock Data

주가(19/02/20)	291,000 원
KOSPI	2,229.8 pt
52주 Beta	0.30
52주 최고가	301,000 원
52주 최저가	250,500 원
60일 평균 거래대금	20 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.6%	2.6%
6개월	6.8%	7.6%
12개월	3.7%	11.4%

삼성화재 (000810/KS | 매수(유지) | T.P 350,000 원(유지))

삼성화재라서 가능한 배당정책 → 프리미엄의 정당화

삼성화재의 4Q18 당기순이익은 1,543 억원 (+301% YoY)으로 컨센서스를 대폭 상회. 업종 전반의 분기 손해를 부진에도 불구하고, 장기 손해율의 하락폭 확대로 언더라이팅이 오히려 개선되면서 견조한 실적을 기록. 동사는 2021년까지 배당성향을 50%로 확대하겠다고 밝혔는데, 이러한 가이던스 제시는 자본확충 없이도 업계 최고 수준의 RBC 비율을 나타내는 삼성화재이기 때문에 가능한 일임. 향후 3년 평균 기대 배당수익률은 보통주 4.2%, 우선주 6.8%로 높은 수준, 업종 내 차선후주로 제시

4Q18 당기순이익 1,543 억원 (+301% YoY)으로 컨센서스 대폭 상회

삼성화재의 4Q18 당기순이익은 1,543억원 (+301% YoY)으로 SK증권 추정치 및 시장 전망치를 50% 이상 상회. 업종 전반의 분기 손해를 부진에도 불구하고, 동사는 장기 손해율의 하락폭 확대로 언더라이팅이 오히려 개선되면서 견조한 실적을 기록함. 삼성화재의 4Q18 경과손해율은 84.8% (-1.0%p YoY)로 자동차 손해율이 2.7%p YoY 악화에 그쳤고 장기 손해율은 1.8%p YoY 개선됨. 사업비율은 신계약 매출 확대에 따른 판매비 증가로 20.7% (+0.2%p YoY)로 상승. 4Q18 보장성 인보험 신계약은 345억원 (+35% YoY, +7% QoQ)으로 증가했고, 투자수익률은 2.9%로 546억원의 손상차손에도 불구하고 견조한 이자수익 증가로 0.1%p YoY 상승함

회계제도 변경을 앞두고 배당성향 확대를 약속하는 클래스

삼성화재는 공정공사를 통해 2021년까지 배당성향을 50%로 단계적 확대하겠다는 계획을 밝힘. 2022년 보험업 회계기준 변경 직전까지 배당성향을 확대하는 가이던스 제시는, 우회적 자본확충(후순위채, hybrid, 증자 등) 없이도 업계 최고 수준의 RBC 비율을 나타내는 삼성화재이기 때문에 가능한 일임 (2018년 RBC 비율 335%, +10%p YTD). 기존 도입에 따른 불확실성은 존재하나, 동사의 경우 2022년 이후에도 고배당 정책을 지속할 가능성이 높다고 판단. 매년 배당성향 1.3%p 상승 시, 3년 평균 기대 배당수익률은 보통주 4.2%, 우선주 6.8%로 높음. 특히 우선주는 최근 보통주와의 주가 괴리율이 40% 내외로 2016년 초 이후 최고 수준까지 확대돼 배당과 주가 수준 모두 매력도가 높다는 판단. 명확한 배당정책 제시와 이를 뒷받침하는 자본력을 감안해 삼성화재의 valuation premium을 기존 5%에서 10%로 상향함에 따라 목표주가를 350,000 원으로 6% 상향 조정하며, 업종 내 차선후주로 제시함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018P	2019E	2020E
경과보험료	십억원	16,956	17,406	17,690	17,702	17,889	18,262
YoY	%	2.4	2.7	1.6	0.1	1.1	2.1
보험손익	십억원	-606	-568	-511	-616	-583	-585
투자손익	십억원	1,677	1,688	2,001	2,137	2,077	2,171
합산비율	%	103.6	103.3	102.9	103.5	103.3	103.2
투자수익률	%	3.3	3.1	3.3	3.3	3.1	3.1
영업이익	십억원	1,071	1,120	1,491	1,521	1,494	1,585
YoY	%	-1.8	4.6	33.0	2.0	-1.7	6.1
세전이익	십억원	1,034	1,094	1,412	1,440	1,362	1,449
순이익	십억원	783	841	1,043	1,057	998	1,061
YoY	%	-1.7	7.4	24.0	1.4	-5.6	6.3
EPS	원	18,835	20,702	25,511	25,766	24,298	25,811
BPS	원	232,111	255,966	280,460	289,043	301,011	314,811
PER	배	16.3	13.0	10.5	10.4	12.0	11.3
PBR	배	1.3	1.0	1.0	0.9	1.0	0.9
ROE	%	8.1	8.1	9.1	8.7	8.0	8.1
보통주배당수익률	%	1.7	2.3	3.7	4.3	3.8	4.2

삼성화재 4Q18 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	4Q18P	4Q17	YoY (%)	3Q18	QoQ (%)	4Q18E	차이 (%)	컨센서스*	차이 (%)
보험영업이익	(244.4)	(271.7)	적지	(155.6)	적지	(303.3)	n/a	n/a	n/a
투자영업이익	475.0	444.8	6.8	501.0	(5.2)	463.7	2.4	n/a	n/a
영업이익	230.7	173.1	33.2	345.4	(33.2)	160.4	43.8	192.7	19.7
순이익	154.3	38.5	301.3	237.1	(34.9)	92.6	66.7	100.8	53.1

자료: 삼성화재, FnGuide, SK 증권

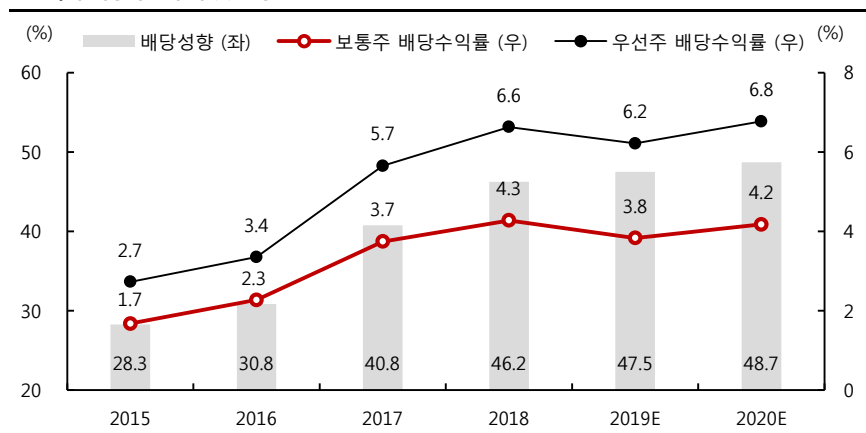
주: *매출액변동공시 직전일 컨센서스

삼성화재의 목표주가 산출식

항목	삼성화재	비고
자기자본비용 (%)	8.1	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.9	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	10.1	(c): Rm-(b) (Bloomberg KOSPI Rm 적용)
Beta (β)	0.6	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE (%)	8.1	(e): 회사별 2019~2021년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.00	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	10.0	(h): 업종 내 압도적인 자본안정성 및 적극적 주주환원책 반영
목표 PBR (X)	1.10	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	317,249	(j): 회사별 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	350,000	(k): (i)*(j)
조정률 (%)	6.1	직전 목표주가 대비 조정률
현 주가 (2/20, 원)	291,000	
상승여력 (%)	20.3	

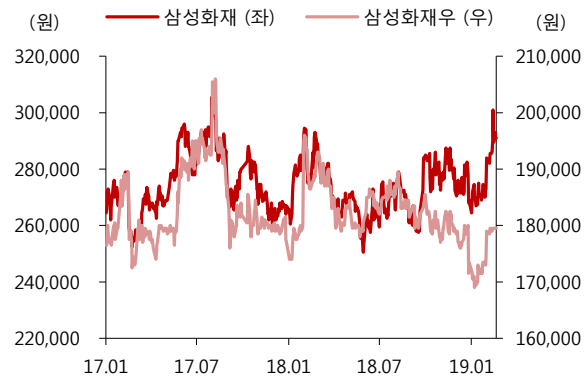
자료: SK 증권

삼성화재 배당지표 추이 및 전망



자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재 보통주와 우선주 주가 추이



자료: WiseFn, SK 증권

우선주 괴리율 확대된 상태, 배당매력 고려하면 투자 기회로 판단



자료: WiseFn, SK 증권

삼성화재 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2017	2018				QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	2017	2018	YoY (%, %p)
	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			연간	연간	
원수보험료	4,393.2	4,546.0	4,592.0	4,557.5	4,538.5	(0.4)	3.3	18,230.3	18,234.0	0.0
일반	294.6	325.9	370.5	378.1	330.2	(12.7)	12.1	1,329.4	1,404.7	5.7
자동차	1,099.7	1,209.3	1,204.4	1,140.7	1,178.2	3.3	7.1	4,803.6	4,732.6	(1.5)
장기	2,998.9	3,010.8	3,017.1	3,038.7	3,030.1	(0.3)	1.0	12,097.3	12,096.7	(0.0)
경과보험료	4,361.0	4,394.3	4,401.9	4,458.0	4,447.7	(0.2)	2.0	17,677.9	17,701.8	0.1
일반	293.6	345.7	341.9	359.8	366.1	1.8	24.7	1,266.8	1,413.6	11.6
자동차	1,147.8	1,111.2	1,120.4	1,138.2	1,137.1	(0.1)	(0.9)	4,591.6	4,507.0	(1.8)
장기	2,919.6	2,937.3	2,939.5	2,960.0	2,944.4	(0.5)	0.9	11,819.5	11,781.3	(0.3)
순사업비	894.3	895.2	919.6	873.7	920.3	5.3	2.9	3,530.6	3,608.8	2.2
보험영업이익	(271.7)	(80.8)	(135.3)	(155.6)	(244.4)	적지	적지	(510.9)	(616.1)	적지
투자영업이익	444.8	512.7	648.0	501.0	475.0	(5.2)	6.8	2,001.5	2,136.7	6.8
영업이익	173.1	431.9	512.7	345.4	230.7	(33.2)	33.2	1,490.6	1,520.6	2.0
순이익	38.5	301.1	364.5	237.1	154.3	(34.9)	301.3	1,042.9	1,057.1	1.4
경과손해율 (%)	85.8	81.5	82.2	83.9	84.8	0.9	(1.0)	82.9	83.1	0.2
일반	77.8	60.2	77.1	76.0	74.1	(1.9)	(3.7)	71.6	71.9	0.3
자동차	89.2	81.4	80.5	86.9	92.0	5.0	2.7	80.6	85.3	4.7
장기	85.2	84.0	83.4	83.7	83.4	(0.3)	(1.8)	85.1	83.6	(1.5)
위험손해율*	82.5	80.7	77.1	79.4	78.9	(0.5)	(3.7)	80.2	79.0	(1.2)
순사업비율 (%)	20.5	20.4	20.9	19.6	20.7	1.1	0.2	20.0	20.4	0.4
합산비율 (%)	106.3	101.8	103.1	103.5	105.5	2.0	(0.8)	102.9	103.5	0.6
순투자수익률 (%)	2.8	3.2	4.1	3.1	2.9	(0.2)	0.1	3.3	3.3	(0.0)
장기월납환산	37.5	44.2	43.7	41.8	43.4	3.8	15.9	161.1	173.2	7.5
저축성	0.7	0.9	0.9	0.7	0.4	(37.6)	(35.7)	4.1	2.9	(28.9)
보장성	36.8	43.3	42.9	41.1	43.0	4.5	16.8	157.0	170.3	8.5
인보험	25.5	34.3	33.6	32.3	34.5	6.8	35.3	106.9	134.8	26.0

자료: 삼성화재, SK 증권

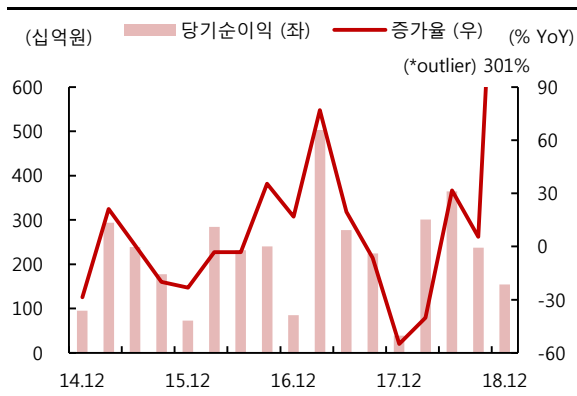
주: *K-GAAP 기준

삼성화재 운용자산 현황

(단위: 십억원)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	구성비 (%)	QoQ (%)	YTD (%)
운용자산	64,419	62,727	63,605	65,079	66,733	100.0	2.5	3.6
현금및예치금	1,342	830	920	959	1,648	2.5	71.9	22.8
유가증권	40,868	39,874	39,990	41,034	41,755	62.6	1.8	2.2
주식	5,228	5,120	4,595	4,270	3,634	5.4	(14.9)	(30.5)
채권	29,319	28,136	28,382	29,365	30,767	46.1	4.8	4.9
수익증권	2,317	2,155	2,262	2,530	2,339	3.5	(7.5)	1.0
외화유가증권	2,610	2,964	3,247	3,257	3,353	5.0	2.9	28.5
기타유가증권	675	660	666	757	809	1.2	6.9	19.8
관계사 지분	718	839	838	854	854	1.3	(0.0)	18.9
대출채권	21,393	21,211	21,888	22,283	22,531	33.8	1.1	5.3
부동산	815	812	807	802	799	1.2	(0.5)	(2.1)

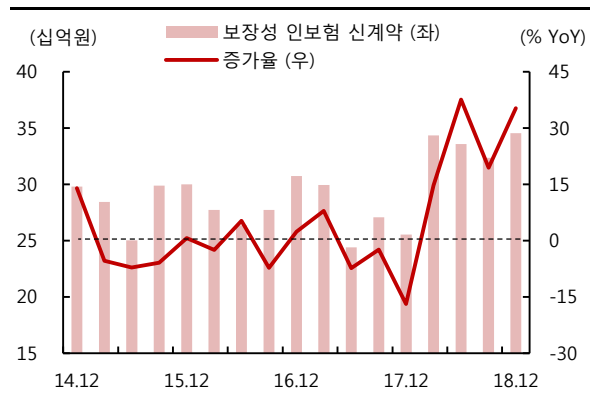
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 분기별 순이익 및 증가율



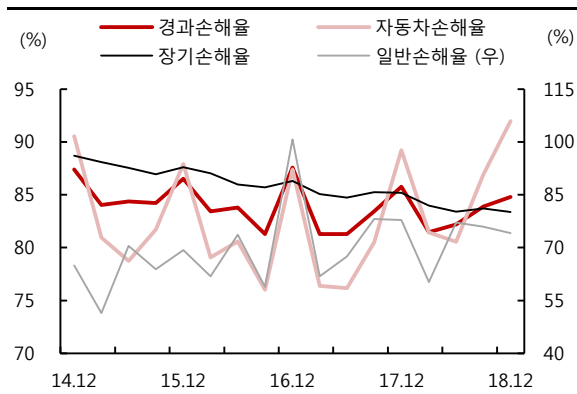
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 보장성 인보험 신계약 및 증가율



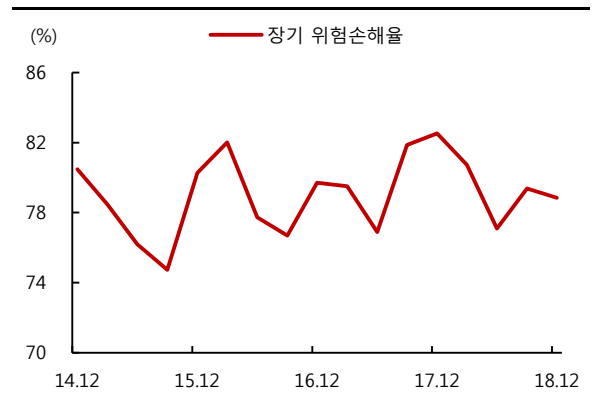
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 보종별 경과손해율



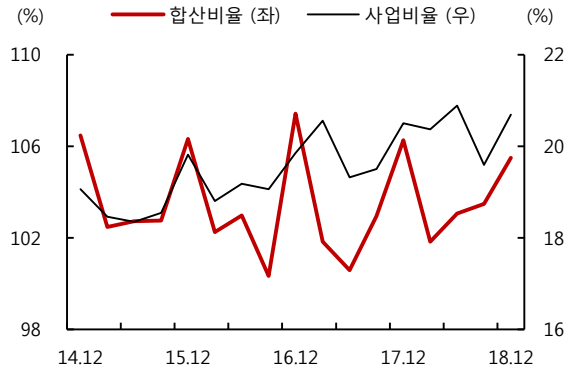
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 장기 위험손해율



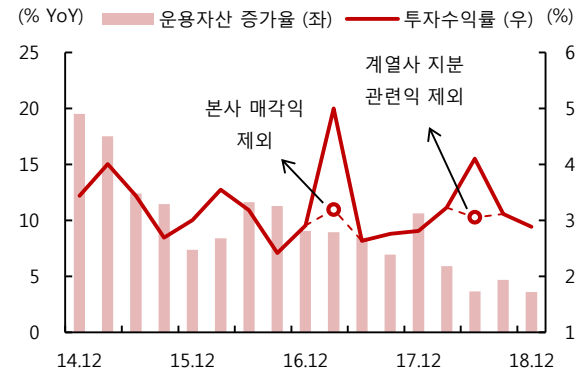
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 합산비율 및 사업비율



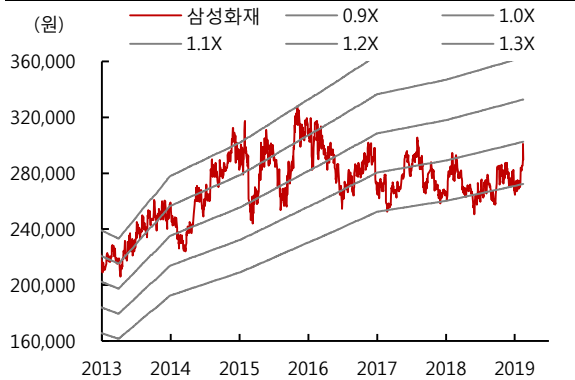
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 운용자산 증가율 및 투자수익률



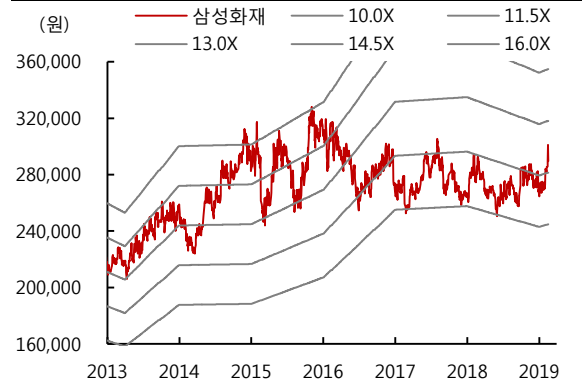
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 12개월 forward PBR band



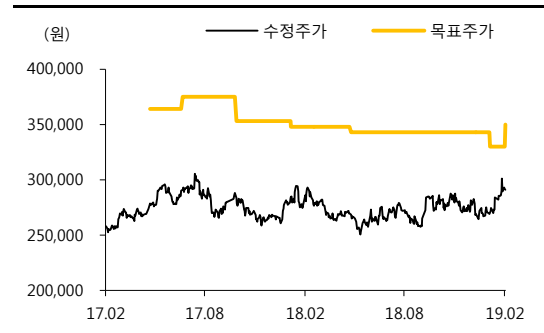
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 12개월 forward PER band



자료: 삼성화재, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2019.02.21	매수	350,000원	6개월		
2019.01.28	매수	330,000원	6개월	-13.95%	-8.79%
2018.11.15	매수	343,000원	6개월	-21.04%	-16.18%
2018.10.19	매수	343,000원	6개월	-21.45%	-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%



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 기관투자가 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 (2019년 2월 21일 기준)

매수	90.08%	중립	9.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
운용자산	58,238	64,419	66,733	69,195	72,681
현금 및 예치금	1,049	1,342	1,648	1,372	1,310
유가증권	38,127	40,868	41,755	43,493	45,962
주식	4,342	5,946	4,488	4,712	4,930
채권	28,115	29,319	30,767	31,902	33,668
수익증권	2,098	2,317	2,339	2,425	2,522
외화유가증권	2,849	2,610	3,353	3,621	3,983
기타유가증권	723	675	809	834	859
대출채권	17,878	21,393	22,531	23,639	24,830
부동산	1,184	815	799	690	579
비운용자산	5,136	5,473	5,084	5,282	5,437
특별계정자산	4,524	5,629	7,145	7,574	8,029
자산총계	67,898	75,521	78,962	82,051	86,146
책임준비금	49,416	52,872	55,461	58,274	61,092
지급준비금	3,731	4,174	4,198	4,408	4,584
보험료적립금	41,941	44,982	47,440	49,902	52,416
미경과보험료적립금	3,240	3,161	3,193	3,269	3,329
기타부채	2,996	3,194	3,276	2,566	2,751
특별계정부채	4,605	7,532	7,939	8,415	8,920
부채총계	57,017	63,599	66,675	69,256	72,764
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	7,414	8,198	8,830	9,338	9,925
비상위험준비금	1,817	1,938	2,078	2,107	2,155
자본조정	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계	3,985	4,242	3,975	3,975	3,975
자본총계	10,881	11,922	12,287	12,796	13,382
부채와자본총계	67,898	75,521	78,962	82,051	86,146

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
자산	8.0	11.2	4.6	3.9	5.0
운용자산	9.0	10.6	3.6	3.7	5.0
부채	7.8	11.5	4.8	3.9	5.1
책임준비금	8.0	7.0	4.9	5.1	4.8
자본	9.1	9.6	3.1	4.1	4.6
경과보험료	2.7	1.6	0.1	1.1	2.1
일반	4.5	4.9	11.6	3.3	2.3
자동차	15.3	5.2	-1.8	0.3	3.5
장기	-1.5	-0.1	-0.3	1.1	1.5
순사업비	5.0	5.5	2.2	-0.5	2.0
투자영업이익	0.7	18.5	6.8	-2.8	4.5
영업이익	4.7	33.0	2.0	-1.7	6.1
순이익	7.4	24.0	1.4	-5.6	6.3

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
원수보험료	18,183	18,230	18,234	18,514	18,935
일반	1,303	1,329	1,405	1,447	1,476
자동차	4,804	4,804	4,733	4,813	4,994
장기	12,077	12,097	12,097	12,254	12,465
보유보험료	17,657	17,655	17,748	18,039	18,449
경과보험료	17,406	17,690	17,702	17,889	18,262
일반	1,208	1,267	1,414	1,460	1,494
자동차	4,364	4,592	4,507	4,518	4,676
장기	11,834	11,820	11,781	11,911	12,092
경과손해액	14,626	14,670	14,709	14,883	15,188
일반	891	907	1,016	1,008	1,031
자동차	3,528	3,700	3,842	3,881	3,941
장기	10,207	10,054	9,850	9,994	10,216
순사업비	3,347	3,531	3,609	3,589	3,660
보험영업이익	-568	-511	-616	-583	-585
투자영업이익	1,688	2,001	2,137	2,077	2,171
영업이익	1,120	1,491	1,521	1,494	1,585
영업외이익	-27	-79	-81	-132	-136
세전이익	1,094	1,412	1,440	1,362	1,449
법인세비용	253	369	383	365	389
당기순이익	841	1,043	1,057	998	1,061

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.0	82.9	83.1	83.2	83.2
일반	73.7	71.6	71.9	69.0	69.0
자동차	80.9	80.6	85.3	85.9	84.3
장기	86.3	85.1	83.6	83.9	84.5
사업비율	19.2	20.0	20.4	20.1	20.0
투자이익률	3.1	3.3	3.3	3.1	3.1
수익성 (%)					
ROE	8.1	9.1	8.7	8.0	8.1
ROA	1.3	1.5	1.4	1.2	1.3
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	20,702	25,511	25,766	24,298	25,811
보통주 BPS	255,966	280,460	289,043	301,011	314,811
보통주 DPS	6,100	10,000	11,500	11,150	12,150
기타 지표					
보통주 PER (X)	13.0	10.5	10.4	12.0	11.3
보통주 PBR (X)	1.1	1.0	0.9	1.0	0.9
배당성향 (%)	30.8	40.8	46.2	47.5	45.6
보통주 배당수익률 (%)	2.3	3.7	4.3	3.8	4.2

자료: SK증권 추정