

2019. 02. 21



▲ 보험/증권

Analysts 김고은

02-6098-6670

goenkim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 370,000 원

현재주가 (2.20) 291,000 원

상승여력 27.1%

KOSPI 2,229.76pt

시가총액 137,861억원

발행주식수 4,737만주

유동주식비율 65.56%

외국인비중 50.08%

52주 최고/최저가 301,000원 /250,500원

평균거래대금 199.9억원

주요주주(%)

삼성생명보험 외 5 인 18.51

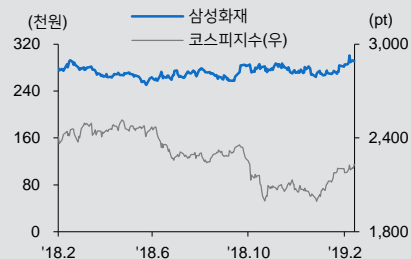
국민연금공단 8.10

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 7.6 6.8 3.7

상대주가 2.5 7.7 12.4

주가그래프



삼성화재 000810

배당성향 50%로 확대, 자신감의 표현

- ✓ 4Q18 당기순이익 1,543억원(-34.9% QoQ, +203.2% YoY)
- ✓ 2021년까지 배당성향 50%로 단계적 확대
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 370,000원으로 5.7% 상향. 업종 내 Top pick

4Q18 당기순이익 1,543억원(-34.9% QoQ, +203.2% YoY)

4Q18 당기순이익 1,543억원(-34.9% QoQ, +203.2% YoY)을 시현했다. 당사 추정치 및 컨센서스 대비 각각 62.6%, 63.3% 상회하는 실적이다. 자동차 손해를 악화되었으나 시장 우려 및 당사 추정 대비 양호했던 점이 주요 원인이다. 보장성 인보험 345억원으로 +5.2% QoQ, +35.3% YoY 성장에도 양호한 사업비율 시현했다. 장기 위험손해를 및 유지율 안정적인 모습을 보이고 있어 수익성 위주의 질적인 성장 이어가고 있다.

2021년 까지 배당성향 50%로 단계적 확대

2019~2021년까지 배당성향을 50%까지 단계적으로 확대할 계획이다. 2018년 전자 매각익을 배당 재원으로 포함했듯이 향후 이런 기초가 유지됨을 명확히 했다. 이는 동사의 IFRS17 및 K-ICS 도입에 대한 자신감을 보여준다고 판단된다. 최근 주가 상승에도 시가배당을 약 4.0%가 예상되어 주가 하방이 견고하다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 370,000원으로 5.7% 상향. 업종 내 Top pick

투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 370,000원으로 5.7% 상향한다. 19E BPS 321,299원에 적정 PBR 1.15배를 적용했다. 손해를 악화사이클은 회사별 UW 경쟁력이 돋보이는 시기다. 동사의 우량 계약 보유, 채널 및 브랜드 경쟁력이 드러나는 계기가 될 전망이다. 과거에도 삼성화재는 2위권사와 ROE 격차가 축소되는 시기에 premium 을 부여 받았다. 물가 상승 및 보장성 강화정책 풍선효과에 대해 우려하고 있어 보수적인 영업전략을 가져가는 삼성화재를 업종 내 Top pick으로 제시한다.

(십억원)	경과보험료	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	17,406	1,120	841	20,702	8.8	255,966	13.0	1.0	8.1	2.3
2017	17,561	1,372	1,055	25,823	24.7	278,571	10.8	1.0	9.3	3.6
2018P	17,702	1,524	1,057	25,766	-0.2	289,043	10.4	0.9	8.8	4.3
2019E	17,714	1,453	993	24,026	-6.8	321,299	12.1	0.9	7.7	3.9
2020E	18,336	1,530	1,050	25,340	5.5	336,546	11.5	0.9	7.5	4.4

표1 4Q18 실적 Review

(십억원)	4Q18	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
원수보험료	4,538.5	4,393.2	3.3	4,557.5	-0.4	4,471	1.5	4,381.1	3.6
보험영업이익	-244.4	-390.4	적지	-155.6	적지			-332.0	적지
투자영업이익	475.0	444.8	6.8	501.0	-5.2			485.8	-2.2
영업이익	230.7	54.4	324.2	345.4	-33.2	165	40.1	153.8	50.0
당기순이익	154.3	50.9	203.2	237.1	-34.9	94	63.3	94.9	62.6

자료: 삼성화재, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 삼성화재 주요 지표

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	YoY(%)	QoQ(%)
손해율(%)	81.3	81.3	83.4	88.1	81.5	82.2	83.9	84.8	-3.3	0.9
일반	61.8	67.4	78.1	77.8	60.2	77.1	76.0	74.1	-3.7	-1.9
자동차	76.4	76.2	80.5	89.2	81.4	80.5	86.9	92.0	2.7	5.0
장기	85.1	84.7	85.3	85.2	84.0	83.4	83.7	83.4	-1.8	-0.3
장기위험손해율	75.7	77.3	77.8	77.8	80.7	77.1	79.4	78.9	1.1	-0.5
사업비율	20.6	19.3	19.5	21.1	20.3	20.9	19.6	20.7	-0.4	1.1
합산비율	101.8	100.6	103.0	109.2	101.8	103.1	103.5	105.5	-3.7	2.0
유지율 13회차	84.0	84.5	84.2	83.4	84.3	82.8	81.1	80.4	-3.0	-0.7
유지율 25회차	68.9	71.8	70.7	65.8	67.9	65.8	63.7	67.3	1.5	3.6
장기신계약(월납)	43.4	38.8	41.4	37.5	44.2	43.7	43.2	43.4	15.9	0.5
보장성	41.8	37.8	40.5	36.8	43.3	42.9	42.4	43.0	16.8	1.4
보장성 인보험	29.9	24.4	27.1	25.5	34.3	33.6	32.8	34.5	35.3	5.2
보장성 인보험 비중	69.0	62.8	65.4	68.2	77.6	76.8	75.9	79.5	11.4	3.6
투자수익률	5.00	2.63	2.76	2.81	3.23	4.10	3.11	2.88	0.1	-0.2
운용자산	59,221	61,367	62,173	64,419	62,727	63,605	65,079	66,733	3.6	2.5

자료: 삼성화재, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 Valuation table

적정주가	370,000원
이론주가	368,446원
2019 BPS	321,299원
적정 PBR	1.15배
PBR Discount	-30.0%
이론 PBR	1.64배
19년 ROE	7.7%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	5.1%
Beta	0.44
Risk F ee Rate	1.9%
Risk Premium	7.2%

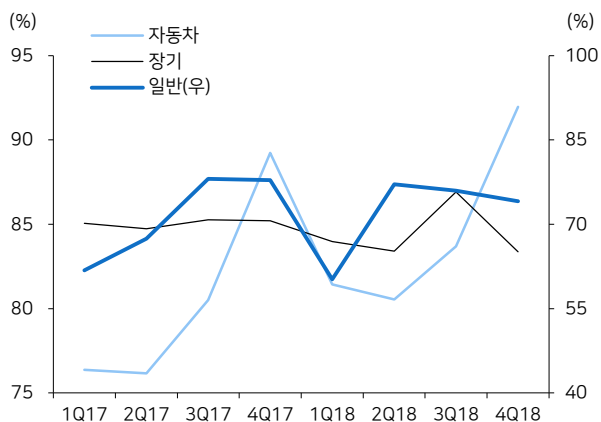
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 실적 추정 변경

	수정전		수정후		변화율 (%)	
(십억원)	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
순이익	943.2	1,005.1	993.4	1,049.9	5.3	4.5
EPS (원)	22,885	24,387	24,026	25,340	5.0	3.9
BPS(원)	278,541	294,778	321,299	336,546	15.4	14.2
ROE (%)	8.2	8.2	7.7	7.5	-0.6	-0.7

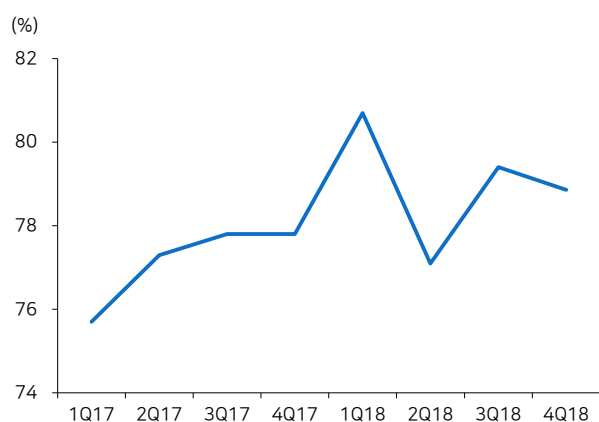
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 보종별 손해율



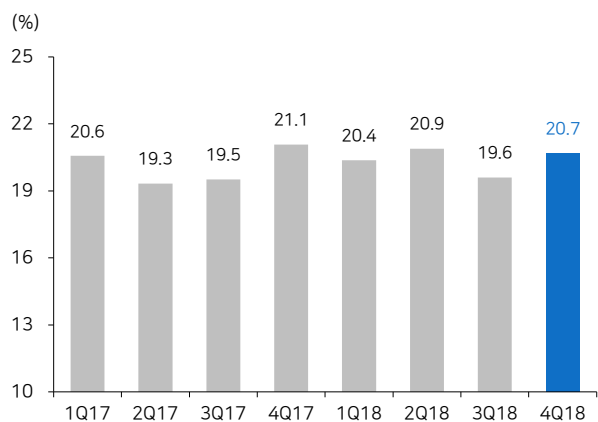
자료: 삼성화재, 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 장기위험손해율



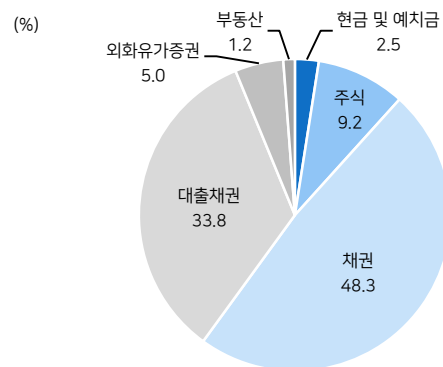
자료: 삼성화재, 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 사업비율



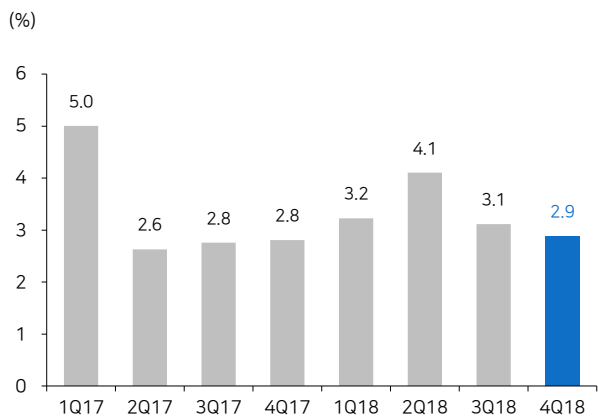
자료: 삼성화재, 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 운용자산 비중



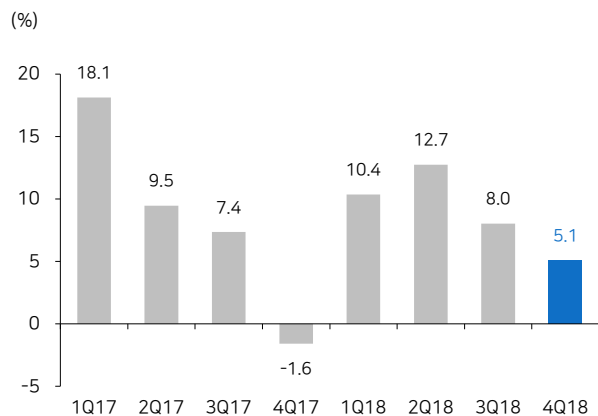
자료: 삼성화재, 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 투자수익률



자료: 삼성화재, 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 ROE



자료: 삼성화재, 메리츠종금증권 리서치센터

삼성화재 (000810)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
원수보험료	18,183.0	18,230.3	18,234.0	18,159.8	18,786.6
일반	1,302.7	1,329.4	1,404.7	1,285.8	1,333.7
자동차	4,803.5	4,803.6	4,732.6	4,654.6	4,826.1
장기	12,076.8	12,097.3	12,096.7	12,219.5	12,626.8
보유보험료	17,656.7	17,525.9	17,748.3	17,689.0	18,305.7
경과보험료	17,405.8	17,560.7	17,701.8	17,714.1	18,336.1
일반	1,207.9	1,266.8	1,413.6	1,310.8	1,367.8
자동차	4,364.1	4,591.6	4,507.0	4,513.0	4,683.2
장기	11,833.8	11,819.5	11,781.3	11,890.2	12,285.2
경과손해액	14,626.2	14,660.1	14,709.1	14,654.6	15,149.8
일반	890.6	906.9	1,016.5	931.8	970.5
자동차	3,528.4	3,699.6	3,842.4	3,918.5	3,994.9
장기	10,207.2	10,053.6	9,850.3	9,804.3	10,184.5
순사업비	3,347.5	3,530.3	3,605.6	3,642.0	3,799.6
보험영업이익	-567.9	-629.7	-612.9	-582.5	-613.3
투자영업이익	1,688.3	2,001.5	2,136.7	2,035.5	2,143.4
영업이익	1,120.5	1,371.8	1,523.8	1,453.0	1,530.2
영업외손익	-26.8	-77.3	-80.5	-96.8	-96.8
세전순이익	1,093.7	1,294.4	1,443.3	1,356.2	1,433.4
법인세비용	252.8	709.3	383.1	362.8	383.4
당기순이익	840.9	1,055.3	1,057.1	993.4	1,049.9

Key Financial Data I

(%)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
수익성					
경과손해율	84.0	83.5	83.1	82.7	82.6
일반	73.7	71.6	71.9	71.1	71.0
자동차	80.9	80.6	85.3	86.8	85.3
장기	86.3	85.1	83.6	82.5	82.9
사업비율	19.2	20.1	20.4	20.6	20.7
합산비율	103.3	103.6	103.5	103.3	103.3
투자영업이익률	3.0	3.3	3.3	3.0	3.0
성장성					
총자산	8.0	11.1	4.7	5.4	4.3
운용자산	9.0	10.6	3.6	5.7	4.4
자기자본	9.1	8.8	3.8	11.2	4.7
원수보험료	2.2	0.3	0.0	-0.4	3.5
경과보험료	2.7	0.9	0.8	0.1	3.5
순이익	7.4	25.5	0.2	-6.0	5.7

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
자산총계	67,897.9	75,413.0	78,962.5	83,263.9	86,882.2
운용자산	58,237.6	64,418.7	66,733.1	70,538.0	73,639.6
현예금 및 예치금	1,048.9	1,342.3	1,647.7	1,741.7	1,818.3
유가증권	38,126.6	40,867.6	41,755.4	44,136.1	46,076.8
주식	5,379.0	7,350.4	6,159.9	6,511.1	6,797.4
채권	29,898.6	30,907.4	32,242.9	34,081.2	35,579.8
대출채권	17,878.2	21,393.4	22,531.5	23,816.1	24,863.4
부동산	1,183.9	815.4	798.5	844.0	881.2
비운용자산	5,055.2	3,462.5	4,290.5	4,464.7	4,646.0
특별계정자산	4,605.0	7,531.8	7,938.9	8,261.2	8,596.7
부채총계	57,016.9	63,571.1	66,675.4	69,605.6	72,575.8
보험계약준비금	49,416.1	52,872.3	55,460.8	57,935.7	60,432.1
책임준비금	49,416.1	52,872.3	55,460.8	57,935.7	60,432.1
기타부채	2,995.8	3,167.0	3,275.7	3,408.7	3,547.1
특별계정부채	4,605.0	7,531.8	7,938.9	8,261.2	8,596.7
자본총계	10,881.0	11,841.9	12,287.1	13,658.3	14,306.4
자본금	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5
자본잉여금	939.2	939.2	939.2	939.2	939.2
이익잉여금	7,414.1	8,111.2	8,829.6	9,472.6	10,120.8
자본조정	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5
기타포괄손익누계액	3,984.6	4,248.5	3,975.3	4,703.4	4,703.4

Key Financial Data II

(%)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
주당지표 (원)					
EPS	20,702	25,823	25,766	24,026	25,340
BPS	255,966	278,571	289,043	321,299	336,546
DPS	6,100	10,000	11,500	11,431	12,741
밸류에이션 (배)					
PER	13.0	10.8	10.4	12.1	11.5
PBR	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
수익성					
ROE	8.1	9.3	8.8	7.7	7.5
ROA	1.3	1.5	1.4	1.2	1.2
배당지표					
배당성향	28.9	37.7	43.3	45.8	48.3
배당수익률	2.3	3.6	4.3	3.9	4.4
안정성					
총자산/자기자본	624	637	643	610	607
보유보험료/자기자본	162	148	144	130	128

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 2월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 2월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 2월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김고은)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성화재 (000810) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.04.14	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-23.5	-17.1	
2017.05.29	산업분석	Buy	350,000	김고은	-22.9	-15.7	
2017.06.07	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-21.5	-15.4	
2017.07.18	산업분석	Buy	350,000	김고은	-20.5	-12.7	
2017.08.21	산업분석	Buy	350,000	김고은	-20.6	-12.7	
2017.10.16	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-20.8	-12.7	
2017.11.29	산업분석	Buy	350,000	김고은	-21.2	-12.7	
2018.01.22	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-21.1	-12.7	
2018.02.16	1년 경과				-21.2	-16.3	
2018.04.20	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-22.4	-16.3	
2018.06.04	산업분석	Buy	350,000	김고은	-22.6	-16.3	
2018.11.15	산업분석	Buy	350,000	김고은	-22.4	-16.3	
2019.01.21	산업브리프	Buy	350,000	김고은	-22.2	-14.0	
2019.02.16	1년 경과				-16.6	-16.3	
2019.02.21	기업브리프	Buy	370,000	김고은	-	-	