

# 삼성화재 (000810)

## 이익 안정성 및 자본 강점 부각될 전망

### 컨센서스를 소폭 하회한 1분기 순익

1분기 순익은 2,308억원으로 전년동기 대비 23.3% 감소하며 중시 컨센서스를 소폭 하회했다. 경과 손해율은 0.9%p 상승한 82.4%를 기록했고 사업비율은 0.7%p 악화된 21.1%를 시현했다. 손보업계 전반적으로 부진했던 장기 위험손해율은 82.4%로 1.7%p 악화되었는데 보종별로 살펴보면 살피보았을 때 실손 손해율은 악화된 반면, 사망 및 재물 담보 손해율은 개선되며 악화폭을 축소시켰다. 보장성 인보험은 전년 동기 대비 20.4% 증가한 414억원을 기록했는데 전속/ GA채널 양 측면의 M/S 상승을 기록했다.

### 이익 안정성 및 자본 강점 부각될 올해

차보험에 이어 손보업계 전반적인 장기 위험손해율 악화 우려가 확산되었다. 반면, 삼성화재는 장기 보험 내 실손보험 이외의 사망 및 재물 담보 비중이 가장 높아 상대적으로 안정적인 손해율 흐름이 예상된다. 컨퍼런스 콜을 통해서도 2분기 이후 위험손해율은 1분기 이내로 관리 가능하다 자신감을 내비쳤다. 실제 2018년 보유보험료 기준 사망 담보와 재물 담보 합산 비중은 32.3%로 삼성화재 제외 커머리지 손보 4사 합산 22.2% 대비 10%p 이상의 담보 구성비 차이가 존재한다. 고성장을 기록한 보장성 인보험 관련 2분기에는 전년 수준의 매출을 예상했고 그 이유로 수수료 체계 개편 등을 이유로 들었다. 또한 GA채널에 대한 공격적 대응을 계획하고 있지 않다고 밝혔다. 손보업계 실적 불확실성이 부각되는 국면에서 상대적으로 안정적인 실적 흐름이 예상된다.

### 투자 의견 BUY, 목표가 36만원 유지

기존 투자 의견 BUY와 목표주가 36만원을 유지한다. 올 1분기 RBC비율은 349.6%로 업계와의 큰 폭 격차가 유지되고 있다. 향후 예정된 K-ICS 도입을 가정하더라도 업계와의 자본 적정성 격차는 지속될 것으로 예상된다. 사측은 2021년까지 배당성향 50%로의 상향을 공시하였으며, 올해 순익의 감소를 가정해도 배당성향 상향을 통해서 전년과의 DPS 차이는 미미할 것으로 예상된다. 2020년에는 차보험 손익 개선과 배당성향 상향이 맞물리며 역대 최대 배당액이 예상된다. 보험업종 최선호주로 유지한다.

### Earnings Review

**BUY**

| TP(12M): 360,000원 | CP(5월 14일): 282,500원

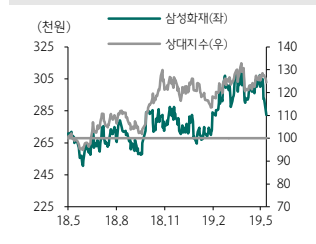
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,081.84
52주 최고/최저(원)	309,000/250,500
시가총액(십억원)	13,383.4
시가총액비중(%)	1.11
발행주식수(천주)	47,374.8
60일 평균 거래량(천주)	93.9
60일 평균 거래대금(십억원)	27.9
19년 배당금(예상, 원)	11,000
19년 배당수익률(예상, %)	3.89
외국인지분율(%)	50.83
주요주주 지분율(%)	
삼성생명보험 외 5인	18.51
국민연금	8.10
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(5.7) (0.9) 5.2
상대	1.2 (1.5) 25.1

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	18,158.9	18,555.2
영업이익(십억원)	1,479.6	1,584.5
순이익(십억원)	1,025.5	1,110.9
EPS(원)	20,281	21,969
BPS(원)	305,410	323,504

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
경과보험료	십억원	17,690	17,702	18,133	18,568	18,874
영업이익	십억원	1,491	1,521	1,363	1,616	1,691
순이익	십억원	1,043	1,057	948	1,108	1,174
EPS	원	24,533	24,866	22,292	26,072	27,624
증감율	%	24.0	1.4	-10.4	17.0	6.0
PER	배	10.9	10.8	12.7	10.8	10.2
PBR	배	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
ROE	%	9.1	8.7	7.4	8.0	8.0
BPS	원	280,460	289,043	317,525	332,597	360,222
DPS	원	10,000	11,500	11,000	13,000	13,700



Analyst 오진원  
02-3771-7525  
jvw.oh@hanafn.com

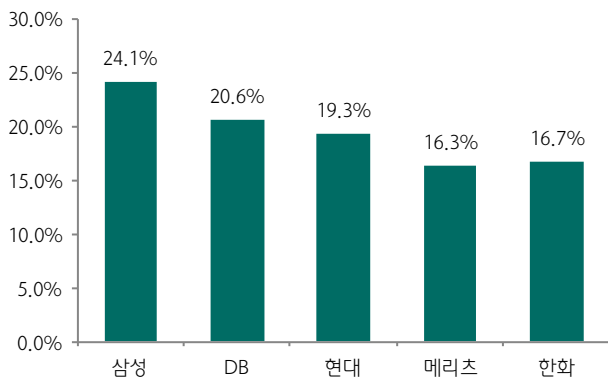
RA 박은규  
02-3771-8532  
ek.p@hanafn.com

표 1. 삼성화재 분기별 실적

(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
원수보험료	4,546	4,592	4,558	4,539	4,592	4,795	4,881	4,846
경과보험료	4,394	4,402	4,458	4,448	4,405	4,547	4,547	4,635
일반	346	342	360	366	351	451	377	457
자동차	1,111	1,120	1,138	1,137	1,124	1,122	1,180	1,190
장기	2,937	2,940	2,960	2,944	2,930	2,973	2,991	2,988
발생손해액	1,706	1,746	1,872	1,923	1,822	1,778	1,830	1,974
순사업비	895	920	874	920	931	949	915	929
보험영업이익	-81	-135	-156	-245	-158	-130	-164	-230
투자영업이익	513	648	501	475	489	509	518	529
세전이익	410	499	321	209	314	366	344	279
<b>순이익</b>	<b>301</b>	<b>365</b>	<b>237</b>	<b>154</b>	<b>230.8</b>	<b>266</b>	<b>249</b>	<b>202</b>
원수보험 성장률	-0.4%	-0.6%	-2.1%	3.3%	1.0%	4.4%	7.1%	6.8%
경과보험 성장률	-0.3%	-0.7%	-0.3%	1.7%	0.2%	3.3%	2.0%	4.2%
순이익 증가율	-40.1%	31.7%	5.6%	301.3%	-23.3%	-27.1%	5.0%	31.0%
경과손해율	81.5%	82.2%	83.9%	84.8%	82.4%	82.0%	83.5%	84.9%
경과사업비율	20.4%	20.9%	19.6%	20.7%	21.1%	20.9%	20.1%	20.0%
운용자산 이익률	3.2%	4.1%	3.1%	2.9%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
보장성신계약 성장률	3.6%	13.5%	1.5%	16.8%	17.0%	5.0%	5.0%	2.3%
보장성인보험 성장률	14.8%	37.7%	19.6%	35.3%	20.4%	5.0%	5.0%	2.0%

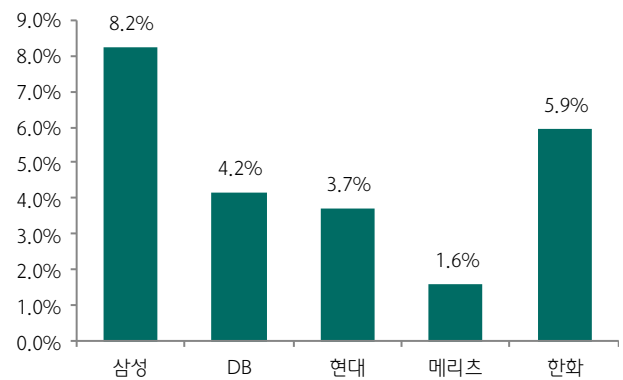
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 1. 2018년 보유보험료 기준 장기보험 내 사망후유장애 담보 비중



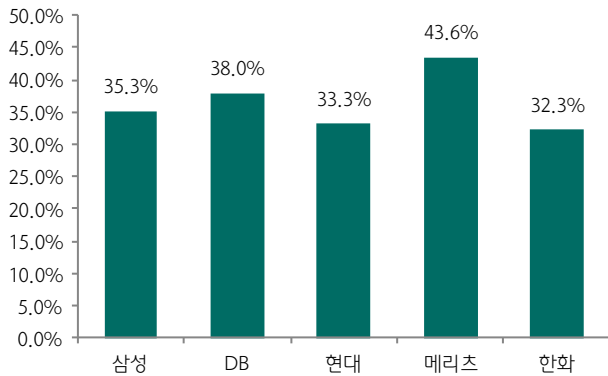
자료: 각사, 하나금융투자

그림 2. 2018년 보유보험료 기준 장기보험 내 재물 담보 비중



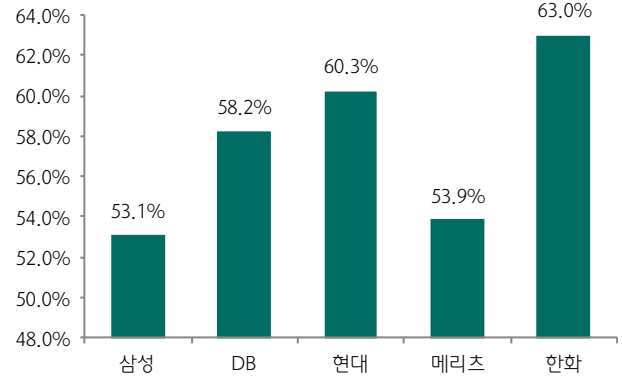
자료: 각사, 하나금융투자

그림 3. 2018년 보유보험료 기준 장기보험 내 실손 담보 비중



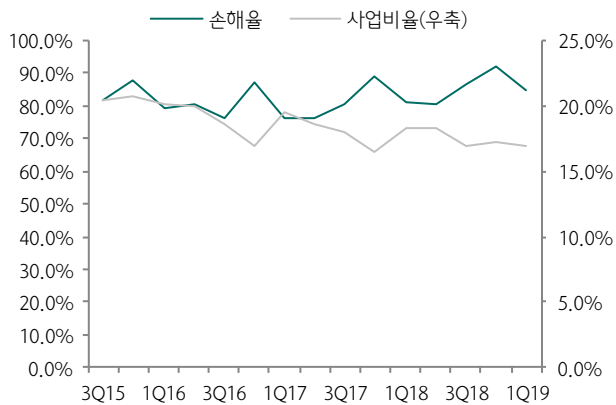
자료: 각사, 하나금융투자

그림 4. 2018년 보험가격 위험액 기준 장기보험 내 실손 담보 비중



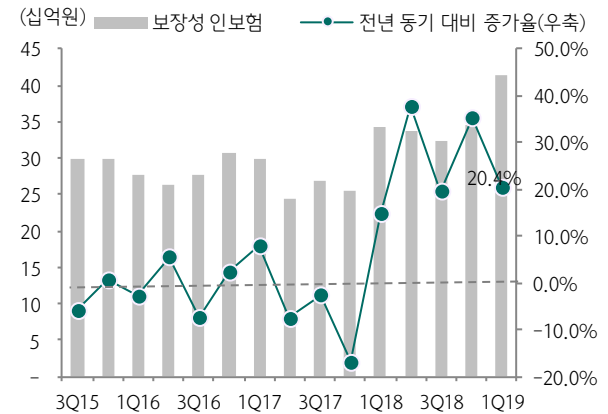
주: 지급여력비율 산정시 위험조정계수 적용 산출된 보험가격 위험액  
자료: 각사, 하나금융투자

그림 5. 차보험 손해를 악화를 사업비율 개선으로 일부 상쇄



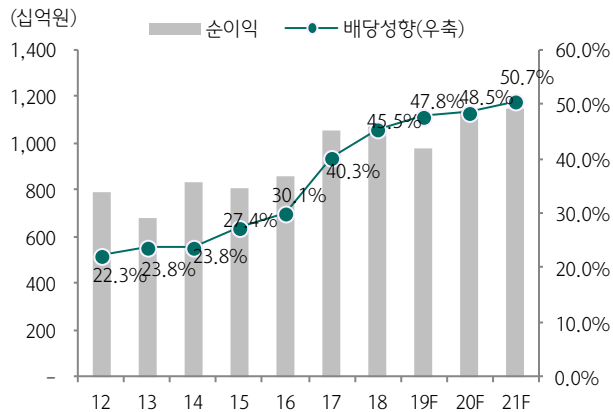
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 6. 삼성화재 분기별 보장성 인보험 매출 추이



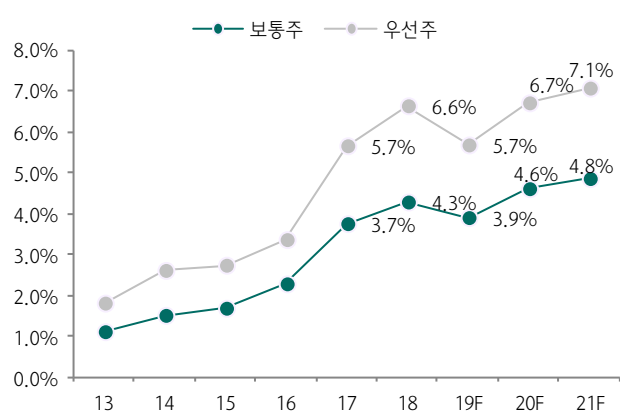
자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 7. 삼성화재 연도별 순이익 및 배당성향 추이



자료: 삼성화재, 하나금융투자

그림 8. 삼성화재 연도별 배당수익률 추이



자료: 삼성화재, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
원수보험료	18,230	18,234	19,114	19,578	19,950
경과보험료	17,690	17,702	18,133	18,568	18,874
장기보험	11,820	11,781	11,881	11,994	12,155
자동차보험	4,592	4,507	4,616	4,809	4,905
일반보험	1,279	1,414	1,636	1,765	1,815
발생손해액	14,670	14,709	15,091	15,389	15,659
장기보험	10,054	9,850	9,968	10,138	10,322
자동차보험	3,700	3,842	4,005	4,038	4,099
일반보험	917	1,016	1,117	1,213	1,238
순사업비	3,531	3,609	3,725	3,770	3,802
보험영업이익	-511	-616	-682	-591	-586
투자영업이익	2,001	2,137	2,045	2,207	2,277
영업이익	1,491	1,521	1,363	1,616	1,691
영업외손익	-79	-81	-60	-88	-71
세전이익	1,412	1,440	1,303	1,529	1,620
법인세	369	383	355	420	445
순이익	1,043	1,057.1	948	1,108	1,174

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
총자산	75,521	78,962	84,350	88,621	93,526
운용자산	64,419	66,733	70,228	74,338	78,563
현금예금	1,342	1,648	581	916	1,158
유가증권	40,868	41,755	45,583	47,904	51,853
대출	21,393	22,531	23,233	24,653	24,653
기타	815	799	831	865	900
비운용자산	5,473	5,084	6,127	5,964	6,305
특별계정자산	5,629	7,145	7,995	8,319	8,657
부채	63,599	66,675	70,852	74,483	78,213
보험계약준비금	52,872	55,461	58,514	61,644	64,853
기타부채	3,194	3,276	4,274	4,448	4,628
특별계정부채	7,532	7,939	8,063	8,391	8,732
자본총계	11,922	12,287	13,498	14,139	15,313
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	8,198	8,830	9,288	9,929	11,103
기타 자본조정	2,759	2,492	3,244	3,244	3,244

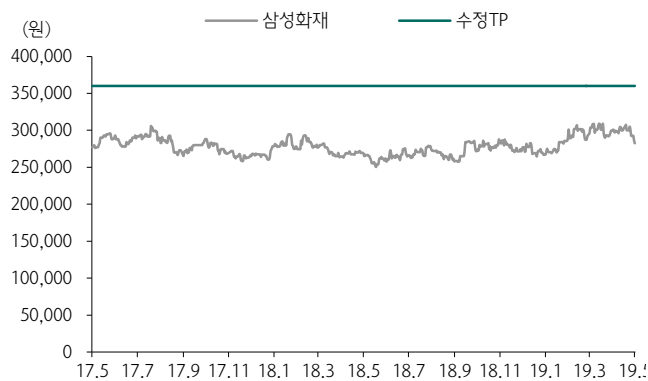
주요 성장성 및 수익성 지표	(단위: 십억원, %)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>성장률(전년대비, %)</b>					
원수보험료	0.3	0.0	4.8	2.4	1.9
경과보험료	1.6	0.1	2.4	2.4	1.7
장기보험	-	-	0.8	0.9	1.3
자동차보험	5.2	-1.8	2.4	4.2	2.0
일반보험	5.9	10.5	15.7	7.9	2.8
영업이익	33.1	2.0	-10.4	18.6	4.6
순이익	24.0	1.4	-10.4	17.0	6.0
총자산	11.2	4.6	6.8	5.1	5.5
운용자산	10.6	3.6	5.2	5.9	5.7
<b>매출구성(경과보험료, %)</b>					
장기보험	66.8	66.6	65.5	64.6	64.4
자동차보험	26.0	25.5	25.5	25.9	26.0
일반보험	7.2	8.0	9.0	9.5	9.6
<b>수익성(%)</b>					
손해율	82.9	83.1	83.2	82.9	83.0
장기보험	85.1	83.6	83.9	84.5	84.9
자동차보험	80.6	85.3	86.8	84.0	83.6
일반보험	71.7	71.9	68.3	68.7	68.2
사업비율	20.0	20.4	20.5	20.3	20.1
합산비율	102.9	103.5	103.8	103.2	103.1
운용자산이익률	3.26	3.26	2.99	3.05	2.95
<b>안정성(%)</b>					
지급여력비율	324.5	334.8	331.5	328.1	324.9
총자산/자기자본	633.4	642.6	624.9	626.8	610.8

자료: 하나금융투자

주요 밸류에이션 지표	(단위: 십억원, 원, 배, %)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS	24,533	24,866	22,292	26,072	27,624
BPS	280,460	289,043	317,525	332,597	360,222
P/E (배)	10.9	10.8	12.7	10.8	10.2
P/B (배)	0.95	0.9	0.9	0.8	0.8
ROE	9.1	8.7	7.4	8.0	8.0
ROA	1.5	1.4	1.2	1.3	1.3
DPS					
보통주	10,000	11,500	11,000	13,000	13,700
우선주	10,005	11,505	11,005	13,005	13,705
배당성향	40.3	45.5	47.8	48.5	50.7
배당수익률					
보통주	3.7	4.3	3.9	4.6	4.8
우선주	5.7	6.6	5.7	6.7	7.1
내재가치(EV)	17,173	18,485	19,976	20,975	22,023
조정순자산가치	11,058	11,692	12,924	13,570	14,248
보유계약가치	6,115	6,794	7,052	7,405	7,775
신계약가치	730	921	996	1,006	1,016
ROEV (%)	12.0	10.5	10.6	8.5	6.8
EV per Share	393,242	423,302	457,432	480,304	504,319
VNB per Share	16,903	21,325	23,066	23,297	23,530
P/EV (배)	0.68	0.63	0.59	0.56	0.53
<b>EV 주요 경제적 가정</b>					
투자이익률	3.3	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

## 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

### 삼성화재



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.5.20	BUY	360,000		

## 투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	91.7%	7.7%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 05월 14일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2019년 5월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2019년 5월 15일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 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.