

SK COMPANY Analysis



Analyst
김도하
doha.kim@sk.com
02-3773-8876

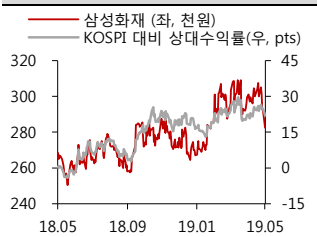
Company Data

자본금	26 십억원
발행주식수	5,057 만주
자사주	806 만주
액면가	500 원
시가총액	13,383 십억원
주요주주	
삼성생명보험(주)(외5)	18.50%
삼성화재 자사주	15.92%
외국인지분율	50.82%
배당수익률	4.28%

Stock Data

주가(19/05/14)	282,500 원
KOSPI	2,081.8 pt
52주 Beta	0.37
52주 최고가	309,000 원
52주 최저가	250,500 원
60일 평균 거래대금	28 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.7%	1.1%
6개월	-0.9%	-1.6%
12개월	5.2%	21.1%

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

자본력의 힘이 발휘되는 중

삼성화재의 1Q19 당기순이익은 2,308 억원 (-23% YoY)으로 시장 전망치를 7% 하회하나 SK증권 추정치에 부합하는 실적을 기록. 동사 추정치 대비 장기 손해율은 양호했으나 사업비는 추가 소요됨. 손보업종의 신계약 경쟁이 1년 이상 지속되는 상황에서 1Q19 실적을 되돌아해보면 손해율 및 자본력에서의 '여력'이 경쟁 지속 여부를 갈라놓았다는 판단. 업종 전반적으로 시장 경쟁 지속보다는 계약의 질적 관리가 필요한 시점이 다가오고 있는 것으로 보임. 삼성화재의 상대적 우위를 고려해 업종 내 top pick 의견을 유지함

1Q19 당기순이익 2,308 억원 (-23% YoY)으로 컨센서스 7% 상회

삼성화재의 1Q19 당기순이익은 2,308억원 (-23% YoY)으로 시장 전망치를 7% 하회하나 SK증권 추정치에 부합하는 실적을 기록. 동사 추정치 대비 장기 손해율은 양호했으나 사업비는 추가 소요됨. 삼성화재의 1Q19 경과손해율은 82.4% (+1.0%p YoY)로 자동차 손해율이 3.6%p YoY 악화되었으나 장기 손해율은 0.7%p YoY 개선됨 (장기 위험손해율 +1.7%p YoY). 사업비용은 수익-비용 미스매칭 구조 하에서 신계약 매출 확대에 따른 판매비 증가가 반영되며 21.1% (+0.8%p YoY)로 상승. 1Q19 보장성 인보험 신계약은 414억원 (+20% YoY, +20% QoQ)으로 증가해 1Q13(4FQ12) 이후 최고치를 기록. 1Q19 투자수익률은 2.9% (-0.3%p YoY)로 시장 환경 부진에 따른 매도가능증권 처분손실 및 손상차손 발생으로 부진한 수준을 나타냄

회계제도 변경 및 신계약 경쟁 확대 환경에서 자본력의 힘이 발휘되는 중

손해보험업종의 신계약 경쟁은 2018년에 이어 1년 이상 지속되고 있음. 이때 손해율 및 자본력에서의 '여력'이 경쟁 지속 여부를 갈라놓았다는 판단. 동사의 경우 보수적인 underwriting을 기반으로 한 손해율 우위와 압도적인 자본여력 (1Q19 solvency II ratio 200% 상회)으로 신계약 점유율 1위를 유지하고 있음. 다만 손해율 악화 및 자본력 부족으로 신계약 성장이 둔화된 회사와 매출 고성장을 지속하지만 사업비 소요가 큰 회사로 나뉘는 상황에서 업종 전반적으로 시장 경쟁 지속보다는 계약의 질적 관리가 필요한 시점이 다가오고 있다는 판단. 동사의 상대적 우위를 고려해 손해보험업종 내 top pick 의견을 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
경과보험료	십억원	17,406	17,690	17,702	17,928	18,303	18,732
YoY	%	2.7	1.6	0.1	1.3	2.1	2.3
보험손익	십억원	-568	-511	-616	-632	-581	-558
투자손익	십억원	1,688	2,001	2,137	2,031	2,122	2,196
합산비용	%	103.3	102.9	103.5	103.5	103.2	103.0
투자수익률	%	3.1	3.3	3.3	3.0	3.0	3.0
영업이익	십억원	1,120	1,491	1,521	1,399	1,541	1,637
YoY	%	4.6	33.0	2.0	-8.0	10.1	6.3
세전이익	십억원	1,094	1,412	1,440	1,283	1,405	1,501
순이익	십억원	841	1,043	1,057	941	1,029	1,098
YoY	%	7.4	24.0	1.4	-11.0	9.3	6.8
EPS	원	20,702	25,511	25,766	22,924	25,030	26,704
BPS	원	255,966	280,460	289,043	317,374	331,070	345,109
PER	배	13.0	10.5	10.4	12.3	11.3	10.6
PBR	배	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
ROE	%	8.1	9.1	8.7	7.3	7.5	7.6
보통주배당수익률	%	2.3	3.7	4.3	3.7	4.2	4.6

삼성화재 1Q19 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	1Q19	1Q18	YoY (%)	4Q18	QoQ (%)	1Q19E	차이 (%)	컨센서스	YoY (%)
보험영업이익	(158.2)	(80.8)	적지	(244.4)	적지	(137.8)	n/a	n/a	n/a
투자영업이익	489.0	512.7	(4.6)	475.0	2.9	497.8	(1.8)	n/a	n/a
영업이익	330.8	431.9	(23.4)	230.7	43.4	360.0	(8.1)	364.8	(9.3)
순이익	230.8	301.1	(23.3)	154.3	49.6	239.5	(3.6)	249.0	(7.3)

자료: 삼성화재, FnGuide, SK 증권

삼성화재 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2018				2019	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q		
원수보험료	4,546.0	4,592.0	4,557.5	4,538.5	4,591.7	1.2	1.0
일반	325.9	370.5	378.1	330.2	310.2	(6.1)	(4.8)
자동차	1,209.3	1,204.4	1,140.7	1,178.2	1,256.8	6.7	3.9
장기	3,010.8	3,017.1	3,038.7	3,030.1	3,024.7	(0.2)	0.5
경과보험료	4,394.3	4,401.9	4,458.0	4,447.7	4,404.7	(1.0)	0.2
일반	345.7	341.9	359.8	366.1	351.1	(4.1)	1.6
자동차	1,111.2	1,120.4	1,138.2	1,137.1	1,123.9	(1.2)	1.1
장기	2,937.3	2,939.5	2,960.0	2,944.4	2,929.6	(0.5)	(0.3)
순사업비	895.2	919.6	873.7	920.3	931.4	1.2	4.0
보험영업이익	(80.8)	(135.3)	(155.6)	(244.4)	(158.2)	적지	적지
투자영업이익	512.7	648.0	501.0	475.0	489.0	2.9	(4.6)
영업이익	431.9	512.7	345.4	230.7	330.8	43.4	(23.4)
순이익	301.1	364.5	237.1	154.3	230.8	49.6	(23.3)
경과손해율 (%)	81.5	82.2	83.9	84.8	82.4	(2.4)	1.0
일반	60.2	77.1	76.0	74.1	67.3	(6.8)	7.1
자동차	81.4	80.5	86.9	92.0	85.1	(6.9)	3.6
장기	84.0	83.4	83.7	83.4	83.3	(0.1)	(0.7)
위험손해율*	80.7	77.1	79.4	78.9	82.4	3.5	1.7
순사업비율 (%)	20.4	20.9	19.6	20.7	21.1	0.5	0.8
합산비율 (%)	101.8	103.1	103.5	105.5	103.6	(1.9)	1.8
순투자수익률 (%)	3.2	4.1	3.1	2.9	2.9	0.0	(0.3)
장기월납환산	44.2	43.7	41.8	43.4	51.7	19.0	16.8
저축성	0.9	0.9	0.7	0.4	1.0	128.1	5.2
보장성	43.3	42.9	41.1	43.0	50.7	18.0	17.0
인보험	34.3	33.6	32.3	34.5	41.4	19.8	20.4

자료: 삼성화재, SK 증권

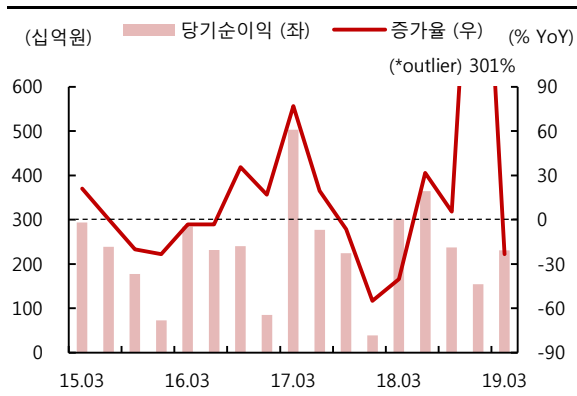
주: *K-GAAP 기준

삼성화재 운용자산 현황

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	구성비 (%)	QoQ (%)	YTD (%)
운용자산	62,727	63,605	65,079	66,733	67,849	100.0	1.7	8.2
현금및예치금	830	920	959	1,648	1,138	2.5	(30.9)	37.1
유가증권	39,874	39,990	41,034	41,755	43,379	62.6	3.9	8.8
주식	5,120	4,595	4,270	3,634	4,206	5.4	15.7	(17.9)
채권	28,136	28,382	29,365	30,767	30,268	46.1	(1.6)	7.6
수익증권	2,155	2,262	2,530	2,339	3,298	3.5	41.0	53.0
외화유가증권	2,964	3,247	3,257	3,353	3,862	5.0	15.2	30.3
기타유가증권	660	666	757	809	849	1.2	4.9	28.8
관계사 지분	839	838	854	854	896	1.3	4.9	6.7
대출채권	21,211	21,888	22,283	22,531	22,552	33.8	0.1	6.3
부동산	812	807	802	799	780	1.2	(2.4)	(4.0)

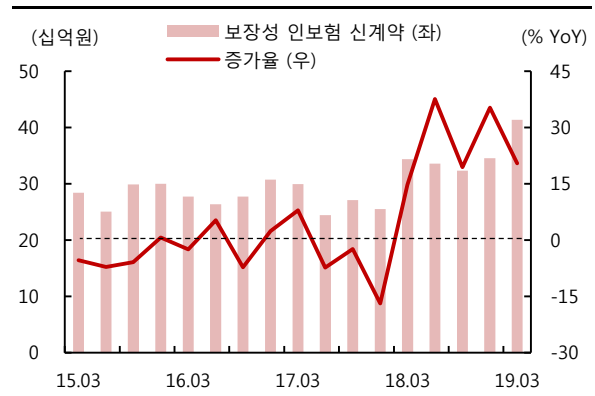
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 분기별 순이익 및 증가율



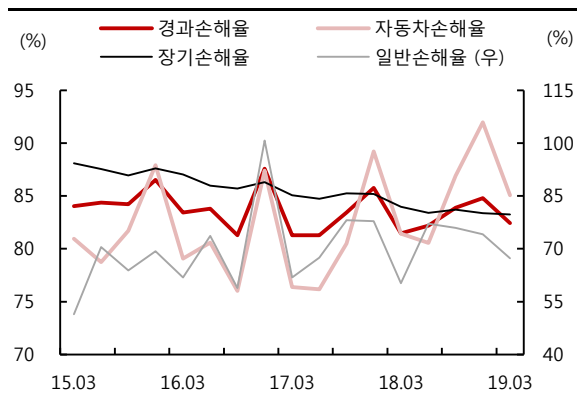
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 보장성 인보험 신계약 및 증가율



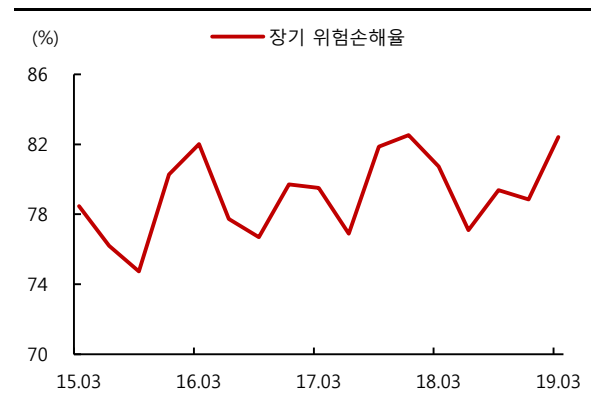
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 보종별 경과손해율



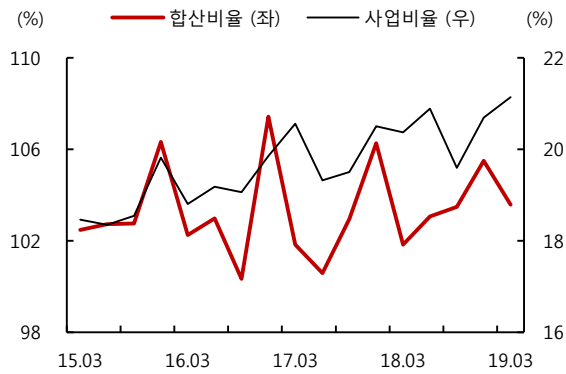
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 장기 위험손해율



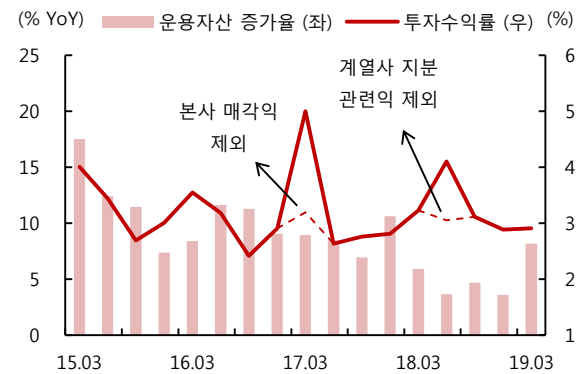
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 합산비율 및 사업비율



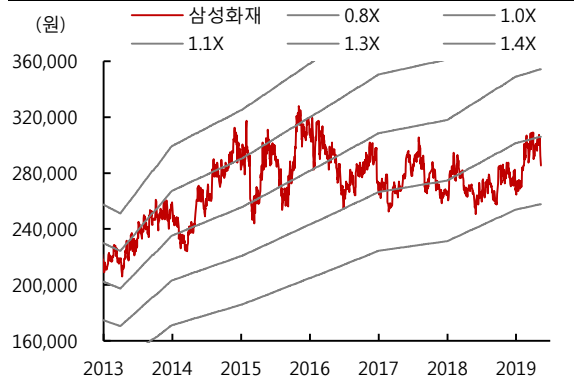
자료 삼성화재 SK 증권

삼성화재의 운용자산 증가율 및 투자수익률



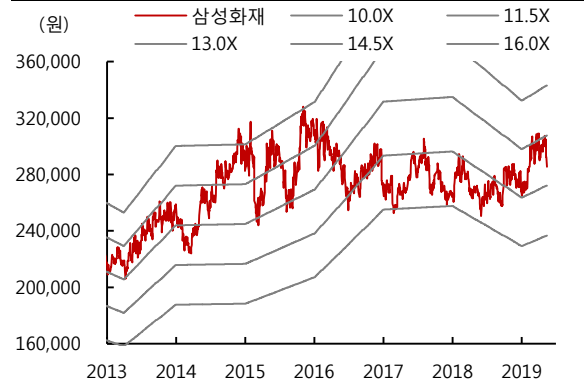
자료 삼성화재 SK 증권

삼성화재의 12개월 forward PBR band



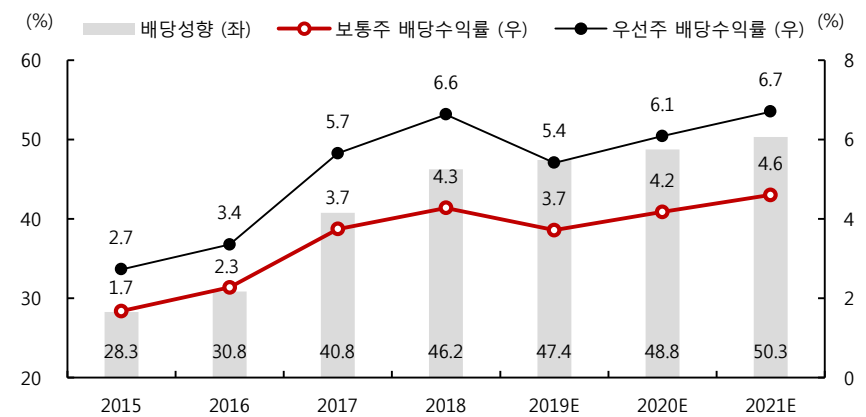
자료 삼성화재 SK 증권

삼성화재의 12개월 forward PER band



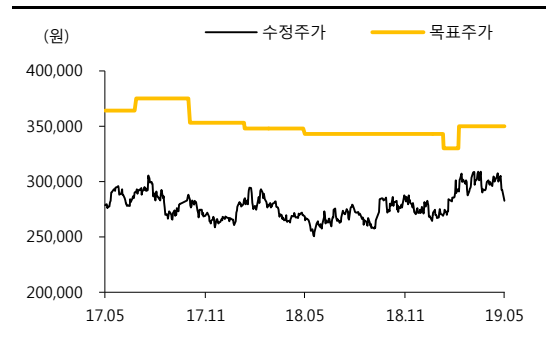
자료 삼성화재 SK 증권

삼성화재 배당지표 추이 및 전망



자료 삼성화재 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.05.15	매수	350,000원	6개월		
2019.02.21	매수	350,000원	6개월	-14.48%	-11.71%
2019.01.28	매수	330,000원	6개월	-13.81%	-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%



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 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 5월 15일 기준)

매수	89.74%	중립	10.26%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
운용자산	64,419	66,733	70,053	72,793	75,605
현금 및 예치금	1,342	1,648	2,149	1,969	1,750
유가증권	40,868	41,755	43,919	46,047	48,272
주식	5,946	4,488	4,712	4,930	5,158
채권	29,319	30,767	32,297	33,722	35,193
수익증권	2,317	2,339	2,455	2,554	2,656
외화유가증권	2,610	3,353	3,621	3,983	4,381
기타유가증권	675	809	834	859	884
대출채권	21,393	22,531	23,284	24,195	25,130
부동산	815	799	700	582	453
비운용자산	5,473	5,084	5,231	5,298	5,465
특별계정자산	5,629	7,145	7,574	8,029	8,510
자산총계	75,521	78,962	82,858	86,120	89,581
책임준비금	52,872	55,461	57,701	59,939	62,244
지급준비금	4,174	4,198	4,408	4,584	4,768
보험료적립금	44,982	47,440	49,326	51,255	53,235
미경과보험료적립금	3,161	3,193	3,269	3,329	3,403
기타부채	3,194	3,276	3,250	3,187	3,211
특별계정부채	7,532	7,939	8,415	8,920	9,455
부채총계	63,599	66,675	69,366	72,046	74,910
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	8,198	8,830	9,282	9,864	10,461
비상위험준비금	1,938	2,078	2,164	2,213	2,266
자본조정	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계	4,242	3,975	4,727	4,727	4,727
자본총계	11,922	12,287	13,491	14,074	14,670
부채와자본총계	75,521	78,962	82,858	86,120	89,581

성장률

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산	11.2	4.6	4.9	3.9	4.0
운용자산	10.6	3.6	5.0	3.9	3.9
부채	11.5	4.8	4.0	3.9	4.0
책임준비금	7.0	4.9	4.0	3.9	3.8
자본	9.6	3.1	9.8	4.3	4.2
경과보험료	1.6	0.1	1.3	2.1	2.3
일반	4.9	11.6	2.9	2.3	2.3
자동차	5.2	-1.8	2.1	3.5	3.7
장기	-0.1	-0.3	0.8	1.5	1.8
순사업비	5.5	2.2	2.0	1.7	2.3
투자영업이익	18.5	6.8	-4.9	4.5	3.5
영업이익	33.0	2.0	-8.0	10.1	6.3
순이익	24.0	1.4	-11.0	9.3	6.8

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	18,230	18,234	18,526	18,948	19,415
일반	1,329	1,405	1,421	1,450	1,479
자동차	4,804	4,733	4,873	5,055	5,244
장기	12,097	12,097	12,232	12,443	12,692
보유보험료	17,655	17,748	18,050	18,461	18,916
경과보험료	17,690	17,702	17,928	18,303	18,732
일반	1,267	1,414	1,454	1,488	1,522
자동차	4,592	4,507	4,600	4,760	4,938
장기	11,820	11,781	11,874	12,055	12,272
경과손해액	14,670	14,709	14,880	15,140	15,459
일반	907	1,016	997	1,026	1,050
자동차	3,700	3,842	3,979	4,035	4,170
장기	10,054	9,850	9,903	10,078	10,238
순사업비	3,531	3,609	3,680	3,744	3,832
보험영업이익	-511	-616	-632	-581	-558
투자영업이익	2,001	2,137	2,031	2,122	2,196
영업이익	1,491	1,521	1,399	1,541	1,637
영업외이익	-79	-81	-116	-136	-136
세전이익	1,412	1,440	1,283	1,405	1,501
법인세비용	369	383	342	376	403
당기순이익	1,043	1,057	941	1,029	1,098

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업지표 (%)					
경과손해율	82.9	83.1	83.0	82.7	82.5
일반	71.6	71.9	68.6	69.0	69.0
자동차	80.6	85.3	86.5	84.8	84.4
장기	85.1	83.6	83.4	83.6	83.4
사업비율	20.0	20.4	20.5	20.5	20.5
투자이익률	3.3	3.3	3.0	3.0	3.0
수익성 (%)					
ROE	9.1	8.7	7.3	7.5	7.6
ROA	1.5	1.4	1.2	1.2	1.3
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	25,511	25,766	22,924	25,030	26,704
보통주 BPS	280,460	289,043	317,374	331,070	345,109
보통주 DPS	10,000	11,500	10,500	11,800	13,000
기타 지표					
보통주 PER (X)	10.5	10.4	12.3	11.3	10.6
보통주 PBR (X)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
배당성향 (%)	40.8	46.2	47.4	48.8	50.3
보통주 배당수익률 (%)	3.7	4.3	3.7	4.2	4.6

자료 : SK증권 추정