

삼성화재 (000810)

보험/증권



정태준 CFA

02 3770 5585
taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	280,000원 (I)
현재주가 (9/20)	227,000원
상승여력	23%

시가총액	112,712억원
총발행주식수	50,566,837주
60일 평균 거래대금	239억원
60일 평균 거래량	98,362주
52주 고	309,000원
52주 저	223,500원
외인지분율	49.58%
주요주주	삼성생명보험 외 5 인 18.51%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.3)	(15.9)	(12.0)
상대	(7.5)	(14.3)	(2.3)
절대(달러환산)	(0.1)	(18.1)	(17.4)

독보적이다

투자의견 BUY, 목표주가 280,000원으로 커버리지 개시

삼성화재 투자의견 BUY, 목표주가 280,000원으로 커버리지를 개시한다. 동사의 투자포인트는 1) 최근 장기보험 판매 경쟁에 적극적으로 참여하지 않아 사업비율이 크게 오르지 않은 가운데 2) 강한 점유율과 언더라이팅 역량으로 손해율도 낮게 관리하고 있어 합산비율이 가장 양호할 전망이다.

투자포인트 1 아직도 낮은 사업비율 동사는 최근 가속된 장기보험 판매 경쟁에서 주도적인 위치에 있지 않았기 때문에 장기보험 사업비율 상승 속도가 타사대비 낮다. 게다가 자동차보험에서는 CM채널의 선두주자이기 때문에 일찍이 사업비율을 낮게 가져가고 있다. 비용이 덜 들어간다는 점도 긍정적이지만 중요한 점은 그럼에도 불구하고 점유율이 계속 오른다는 것이다.

투자포인트 2 그럼에도 높은 점유율과 낮은 손해율 한 가지 더 주목할 점은 점유율 상승 뿐만 아니라 손해율도 낮다는 것이다. 타사 대비 효율이 오히려 낮은 편임에도 불구하고 손해율이 낮은 것은 그만큼 보유 데이터를 활용한 언더라이팅 역량이 차이나기 때문으로 판단한다. 이는 선순환 구조를 이루는데, 점유율이 높아 데이터를 많이 확보해서 손해율이 낮아지면 효율을 높일 필요가 적어지고 효율 경쟁력 상승은 추가 점유율 확대에 이어지기 때문이다.

중장기 전망: 가장 뚜렷한 증익 추세

보험영업이익 올해는 불충분한 효율 인상과 과도한 손해액 증가로 보험영업이익이 악화되었으나, 내년에는 1) 충분한 효율 인상과 2) 손해액 진정으로 개선될 전망이다. 특히 장기보험 합산비율이 타사 대비 낮기 때문에 자동차보험 손해율 개선 효과가 더 두드러질 것으로 판단한다.

투자영업이익 투자영업이익률과 운용자산 성장률 둔화로 투자영업이익은 감소할 전망이다. 그러나 1) 보험영업이익이 회복되기 때문에 무리해서 자산을 매각할 필요가 없으며 2) 무리한 자산 매각은 장기 투자영업이익률 하락으로 이어지기 때문에 지양해야 한다. 경영진도 이 같은 입장을 표명했기 때문에 보유이원의 급락은 우려하지 않아도 될 것으로 판단한다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
원수보험료	4,603	1.0	-2.9	4,770	-3.5
경과보험료	4,502	1.0	0.3	4,594	-2.0
영업이익	301	-12.9	5.9	320	-6.1
세전이익	281	-12.6	6.9	299	-6.2
당기순이익	204	-14.2	4.2	224	-9.0

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(십억원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019E	2020E
원수보험료	18,230	18,234	18,519	18,611
영업이익	1,502	1,521	1,190	1,366
지배순이익	1,055	1,057	814	932
PER (배)	10.2	10.2	13.2	11.5
PBR (배)	0.90	0.88	0.79	0.77
ROE (%)	9.2	8.7	6.3	6.8
ROA (%)	1.47	1.37	1.01	1.12

자료: 유안타증권

[표1] Valuation table

(단위: 원, %, 배)

2019E BPS	320,868
2020E ROE	6.8
COE	7.8
Risk-free rate	1.6
Risk premium	15.4
Beta	0.4
Growth rate	0.0
목표주가	280,000

자료: 유안타증권 리서치센터

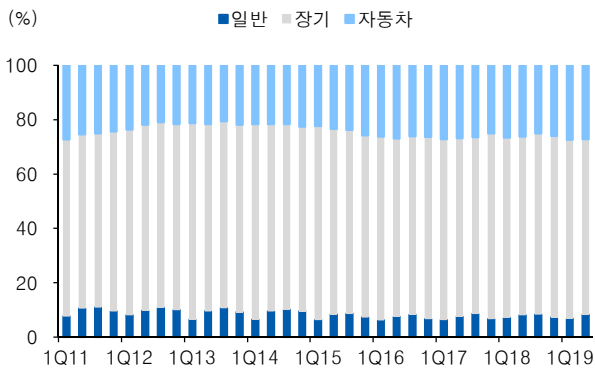
[표2] 분기별 이익 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
원수보험료	4,592	4,741	4,603	4,584	18,234	18,519	18,611
일반	310	388	382	334	1,405	1,414	1,421
장기	3,025	3,066	3,023	3,013	12,097	12,127	11,863
자동차	1,257	1,286	1,198	1,237	4,733	4,978	5,326
경과보험료	4,405	4,490	4,502	4,492	17,702	17,889	17,977
일반	351	384	363	370	1,414	1,468	1,475
장기	2,930	2,962	2,945	2,928	11,781	11,765	11,509
자동차	1,124	1,144	1,195	1,194	4,507	4,657	4,983
발생손해액	3,632	3,807	3,802	3,751	14,709	14,991	14,836
일반	236	320	267	233	1,016	1,057	995
장기	2,439	2,470	2,495	2,460	9,850	9,863	9,581
자동차	956	1,018	1,040	1,057	3,842	4,072	4,261
순사업비	931	931	896	946	3,609	3,705	3,723
일반	71	82	66	94	297	313	314
장기	671	654	636	660	2,512	2,621	2,668
자동차	190	195	195	192	793	772	741
보험영업이익	-158	-249	-196	-205	-616	-807	-582
투자영업이익	489	533	496	479	2,137	1,997	1,948
영업이익	331	284	301	274	1,521	1,190	1,366
세전이익	314	263	281	254	1,440	1,111	1,286
당기순이익	231	195	204	184	1,057	814	932
손해율	82.4	84.8	84.4	83.5	83.1	83.8	82.5
일반	67.3	83.3	73.6	63.1	71.9	72.0	67.4
장기	83.3	83.4	84.7	84.0	83.6	83.8	83.2
자동차	85.1	89.0	87.0	88.6	85.3	87.4	85.5
사업비율	21.1	20.7	19.9	21.1	20.4	20.7	20.7
합산비율	103.6	105.5	104.3	104.6	103.5	104.5	103.2
투자영업이익률	2.9	3.1	2.8	2.8	3.2	2.9	2.8

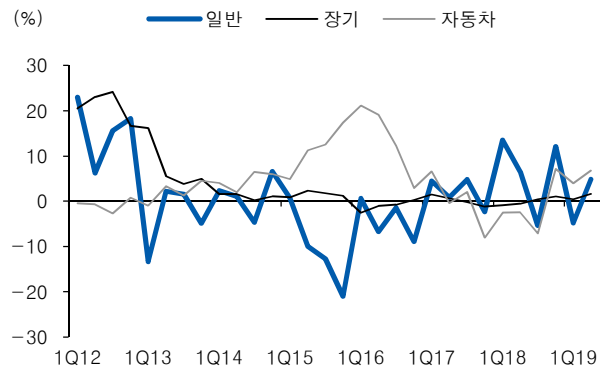
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 원수보험료 구성



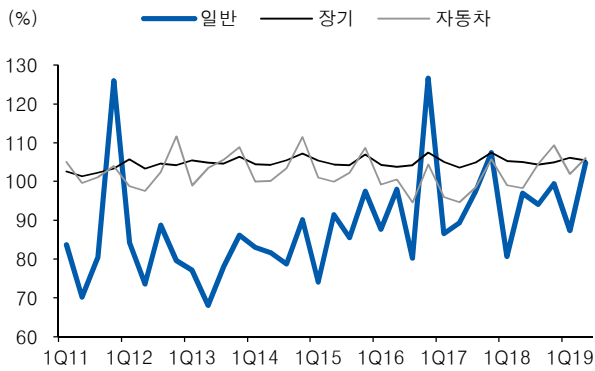
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 보증별 원수보험료 YoY 성장률 추이



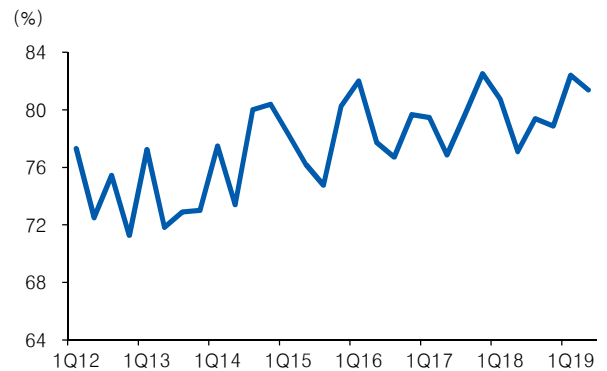
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 보증별 합산비율 추이



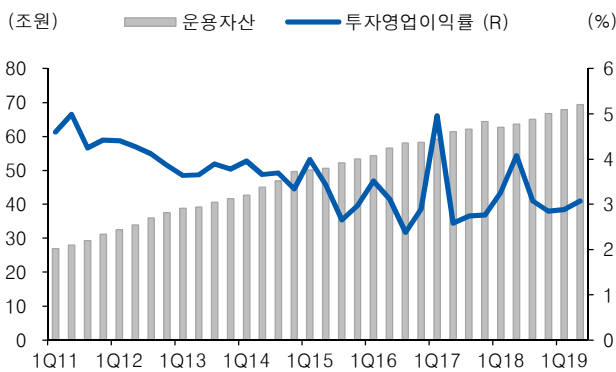
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 장기위험손해를 추이



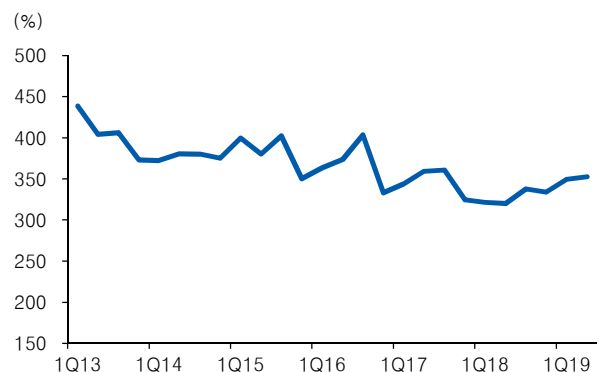
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 운용자산 vs. 투자영업이익률 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] RBC비율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

삼성화재 (000810) 추정재무제표 (K-IFRS)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	18,230	18,234	18,519	18,611	18,633
일반	1,329	1,405	1,414	1,421	1,423
장기	12,097	12,097	12,127	11,863	11,618
자동차	4,804	4,733	4,978	5,326	5,593
경과보험료	17,690	17,702	17,889	17,977	18,000
일반	1,279	1,414	1,468	1,475	1,477
장기	11,820	11,781	11,765	11,509	11,271
자동차	4,592	4,507	4,657	4,983	5,232
발생손해액	14,659	14,709	14,991	14,836	14,781
일반	917	1,016	1,057	995	996
장기	10,042	9,850	9,863	9,581	9,320
자동차	3,700	3,842	4,072	4,261	4,465
손사업비	3,531	3,609	3,705	3,723	3,629
일반	302	297	313	314	315
장기	2,396	2,512	2,621	2,668	2,604
자동차	832	793	772	741	711
보험영업이익	-499	-616	-807	-582	-411
투자영업이익	2,001	2,137	1,997	1,948	1,918
영업이익	1,502	1,521	1,190	1,366	1,507
세전이익	1,423	1,440	1,111	1,286	1,427
당기순이익	1,055	1,057	814	932	1,035

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료 구성					
일반	7.3	7.7	7.6	7.6	7.6
장기	66.4	66.3	65.5	63.7	62.4
자동차	26.3	26.0	26.9	28.6	30.0
원수보험료 성장률					
일반	2.0	5.7	0.6	0.5	0.1
장기	0.2	0.0	0.3	-2.2	-2.1
자동차	0.0	-1.5	5.2	7.0	5.0
손해율					
일반	71.7	71.9	72.0	67.4	67.4
장기	85.0	83.6	83.8	83.2	82.7
자동차	80.6	85.3	87.4	85.5	85.3
사업비율					
일반	23.6	21.0	21.3	21.3	21.3
장기	20.3	21.3	22.3	23.2	23.1
자동차	18.1	17.6	16.6	14.9	13.6
합산비율					
일반	95.3	92.9	93.3	88.7	88.7
장기	105.2	104.9	106.1	106.4	105.8
자동차	98.7	102.8	104.0	100.4	98.9
투자영업이익률	3.1	3.2	2.9	2.8	2.7

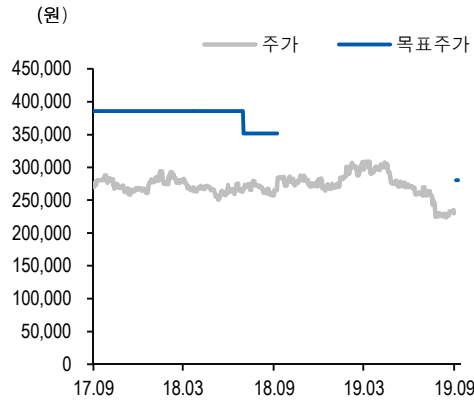
자료: 유안타증권

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산	75,521	78,962	82,756	83,444	84,152
운용자산	64,419	66,733	69,402	70,027	70,657
현금 및 예치금	1,342	1,648	1,375	1,339	1,345
유가증권	40,868	41,755	44,148	44,650	45,063
대출채권	21,393	22,531	23,078	23,232	23,437
부동산	815	799	803	806	813
비운용자산	5,473	5,084	5,149	5,159	5,160
특별계정자산	5,629	7,145	8,204	8,259	8,335
부채	63,599	66,675	69,116	69,457	69,543
책임준비금	52,872	55,461	56,866	57,147	57,217
기타부채	3,194	3,276	3,766	3,814	3,815
특별계정부채	7,532	7,939	8,484	8,496	8,511
자본	11,922	12,287	13,640	13,987	14,610
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	8,198	8,830	8,763	9,228	9,710
자본조정	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계액	4,242	3,975	5,394	5,277	5,417
신종자본증권	0	0	0	0	0

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Valuation					
PER	10.2	10.2	13.2	11.5	10.4
PBR	0.90	0.88	0.79	0.77	0.74
배당수익률	4.4	5.1	4.1	4.8	5.7
주당지표					
EPS	24,808	24,866	19,143	21,934	24,345
BPS	280,460	289,043	320,868	329,034	343,686
DPS	10,000	11,500	9,200	11,000	13,000
수익성					
ROE	9.2	8.7	6.3	6.8	7.2
ROA	1.47	1.37	1.01	1.12	1.23
성장성					
자산 성장률	11.2	4.6	4.8	0.8	0.8
자본 성장률	9.6	3.1	11.0	2.5	4.5
운용자산 성장률	10.6	3.6	4.0	0.9	0.9
순이익 성장률	22.5	0.2	-23.0	14.6	11.0
자본비율					
RBC 비율	324.5	333.8	352.0	357.6	369.8
지급여력금액	11,729	12,210	14,164	14,511	15,134
지급여력기준금액	3,614	3,658	4,024	4,058	4,092
배당성향	37.8	43.3	45.0	47.0	50.0

자료: 유안타증권

삼성화재 (000810) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-09-23	BUY	280,000	1년		
	담당자변경				
2018-12-06	1년 경과 이후		1년	-22.41	-12.22
2018-07-20	BUY	352,000	1년	-22.57	-12.22
2017-12-06	1년 경과 이후		1년		
2016-12-06	BUY	386,000	1년	-28.36	-20.85

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.0
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-09-18

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 정태준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.