



# 삼성화재 (000810)

보험/증권



정태준 CFA

02 3770 5585

taejoon.jeong@yuantakorea.com

|              |                     |
|--------------|---------------------|
| 투자의견         | <b>BUY (M)</b>      |
| 목표주가         | <b>280,000원 (M)</b> |
| 현재주가 (11/19) | <b>233,500원</b>     |
| 상승여력         | <b>20%</b>          |

|             |                        |
|-------------|------------------------|
| 시기총액        | 115,698억원              |
| 총발행주식수      | 50,566,837주            |
| 60일 평균 거래대금 | 234억원                  |
| 60일 평균 거래량  | 103,552주               |
| 52주 고       | 309,000원               |
| 52주 저       | 213,000원               |
| 외인지분율       | 48.32%                 |
| 주요주주        | 삼성생명보험 외 5 인<br>18.51% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월   | 12개월   |
|----------|-----|-------|--------|
| 절대       | 5.0 | 3.6   | (18.5) |
| 상대       | 0.1 | (7.6) | (21.1) |
| 절대(달력환산) | 6.5 | 7.7   | (21.1) |

## [손해보험 최선호주] 차별화된 경쟁력 지속

### 투자의견 BUY, 목표주가 280,000원 유지

내년 이익은 올해 대비 17.9% 성장한 8,741억원 예상. 1) 전 부문 고른 손해율 개선과 2) 사업 비율 증가 속도 완화가 예상되는 가운데 3) 2위권사와 달리 올해 이익 방어를 위한 채권매각이 없었던 만큼 투자영업이익 감소 폭은 제한적일 전망이기 때문

손해율은 올해 대비 1.3%pt 개선될 전망. 1) 실손 청구액 증가 속도 완화를 예상하는 만큼 장기 보험 손해율 개선(-0.7%pt YoY)을 예상하는 가운데 2) 자동차보험 손해율도 올해 요율 인상 효과로 하락(-2.5%pt YoY)할 전망이기 때문.

사업비율은 올해 대비 0.1%pt 상승(vs. 2019E +0.6%pt YoY)에 그칠 것으로 예상. GA채널에서 전속채널로 초점이 옮겨지고 있기 때문에 사업비 증가 속도가 완화될 것으로 판단. 합산비율은 올해 대비 1.2%pt 개선될 전망.

투자영업이익은 올해 이익 방어를 위한 채권매각이 없었기 때문에 올해 대비 1.0% 감소에 그칠 전망. 자산 드레이션 확대 압력 잔존으로 경상적 투자영업이익률 약보합이 예상되는 만큼 증가는 어려울 것으로 예상.

동사의 높은 점유율과 수익성은 여전히 유효하다는 판단. 투자의견 BUY와 목표주가 280,000원 및 손해보험 최선호주 유지.

### 손해보험에 차선호주가 없는 이유

한편 손해보험업에는 별도로 차선호주를 선정하지 않았는데, 1) 이는 2위권사는 올해 채권매각을 통해 이익을 방어하여 투자영업이익의 큰 폭 감소가 예상되고 2) 손해율 관리 능력도 삼성화재 대비 크게 떨어진다고 판단하기 때문.

향후 실손보험요율 인상이 기대 이상으로 이루어질 경우 손해보험업 전반의 re-rating이 가능하지만 일단은 확인이 필요하다는 판단.

### Quarterly earning Forecasts

|       | 4Q19E | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스  | 컨센서스대비 |
|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 원수보험료 | 4,584 | 1.0    | -4.1  | 4,690 | -2.3   |
| 경과보험료 | 4,492 | 1.0    | -1.3  | 4,589 | -2.1   |
| 영업이익  | 235   | 1.8    | -4.0  | 210   | 11.6   |
| 세전이익  | 215   | 2.7    | -2.7  | 195   | 10.3   |
| 당기순이익 | 156   | 0.9    | -2.5  | 135   | 15.1   |

자료: 유안타증권

### Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

| 결산 (12월) | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 원수보험료    | 18,230 | 18,234 | 18,519 | 18,611 |
| 영업이익     | 1,502  | 1,521  | 1,148  | 1,382  |
| 지배순이익    | 1,055  | 1,057  | 784    | 944    |
| PER (배)  | 10.5   | 10.4   | 14.9   | 12.6   |
| PBR (배)  | 0.93   | 0.90   | 0.78   | 0.77   |
| ROE (%)  | 9.2    | 8.7    | 6.1    | 6.8    |
| ROA (%)  | 1.47   | 1.37   | 0.97   | 1.14   |

자료: 유안타증권

## 2020년 실적 YoY 비교

(단위: 십억원, %, %pt)

|         | 2019E  | 2020E  | YoY  | 비고                            |
|---------|--------|--------|------|-------------------------------|
| 원수보험료   | 18,695 | 18,787 | 0.5  |                               |
| 일반      | 1,457  | 1,464  | 0.5  |                               |
| 장기      | 12,176 | 11,907 | -2.2 | 마진 위주의 질적 성장                  |
| 자동차     | 5,061  | 5,416  | 7.0  | 올해 요율 인상 효과 및 견고한 M/S         |
| 경과보험료   | 17,938 | 18,026 | 0.5  |                               |
| 일반      | 1,506  | 1,514  | 0.5  |                               |
| 장기      | 11,790 | 11,530 | -2.2 |                               |
| 자동차     | 4,641  | 4,966  | 7.0  |                               |
| 발생손해액   | 15,075 | 14,923 | -1.0 |                               |
| 일반      | 1,095  | 1,073  | -2.0 |                               |
| 장기      | 9,845  | 9,549  | -3.0 | 성장 둔화의 시기에 언더라이팅 역량이 드러날 것    |
| 자동차     | 4,136  | 4,301  | 4.0  |                               |
| 순사업비    | 3,773  | 3,802  | 0.8  |                               |
| 일반      | 324    | 326    | 0.5  |                               |
| 장기      | 2,682  | 2,741  | 2.2  | 증가 속도는 완화 예상(2019E +6.8% YoY) |
| 자동차     | 766    | 736    | -4.0 |                               |
| 보험영업이익  | -910   | -699   | N/A  |                               |
| 투자영업이익  | 2,004  | 1,985  | -1.0 | 올해 비경상적 채권매각이 없어 감소 제한적       |
| 영업이익    | 1,094  | 1,286  | 17.5 |                               |
| 세전이익    | 1,012  | 1,206  | 19.1 |                               |
| 당기순이익   | 742    | 874    | 17.9 |                               |
| 손해율     | 84.0   | 82.8   | -1.3 | 전 부문 고르게 손해율 개선 예상            |
| 일반      | 72.7   | 70.9   | -1.8 |                               |
| 장기      | 83.5   | 82.8   | -0.7 |                               |
| 자동차     | 89.1   | 86.6   | -2.5 |                               |
| 사업비율    | 21.0   | 21.1   | 0.1  |                               |
| 합산비율    | 105.1  | 103.9  | -1.2 |                               |
| 투자영업이익률 | 2.9    | 2.8    | 0.0  | 경상적 투자영업이익률 유지                |

자료: 유안타증권 리서치센터

## 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

|        | 1Q20E | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 보험영업이익 | -101  | -165  | -226  | -206  | -910  | -699  | -547  |
| 투자영업이익 | 491   | 513   | 506   | 475   | 2,004 | 1,985 | 1,949 |
| 영업이익   | 389   | 348   | 279   | 269   | 1,094 | 1,286 | 1,402 |
| 세전이익   | 369   | 328   | 259   | 249   | 1,012 | 1,206 | 1,322 |
| 당기순이익  | 268   | 238   | 188   | 181   | 742   | 874   | 959   |

자료: 유안타증권 리서치센터

## 삼성화재 (000810) 추정재무제표 (K-IFRS)

| 포괄손익계산서 |  | (단위: 십억원) |        |        |        |        |
|---------|--|-----------|--------|--------|--------|--------|
|         |  | 2017      | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| 원수보험료   |  | 18,230    | 18,234 | 18,695 | 18,787 | 18,810 |
| 일반      |  | 1,329     | 1,405  | 1,457  | 1,464  | 1,466  |
| 장기      |  | 12,097    | 12,097 | 12,176 | 11,907 | 11,658 |
| 자동차     |  | 4,804     | 4,733  | 5,061  | 5,416  | 5,687  |
| 경과보험료   |  | 17,690    | 17,702 | 17,938 | 18,026 | 18,048 |
| 일반      |  | 1,279     | 1,414  | 1,506  | 1,514  | 1,516  |
| 장기      |  | 11,820    | 11,781 | 11,790 | 11,530 | 11,288 |
| 자동차     |  | 4,592     | 4,507  | 4,641  | 4,966  | 5,214  |
| 발생손해액   |  | 14,659    | 14,709 | 15,075 | 14,923 | 14,823 |
| 일반      |  | 917       | 1,016  | 1,095  | 1,073  | 1,074  |
| 장기      |  | 10,042    | 9,850  | 9,845  | 9,549  | 9,276  |
| 자동차     |  | 3,700     | 3,842  | 4,136  | 4,301  | 4,473  |
| 순사업비    |  | 3,531     | 3,609  | 3,773  | 3,802  | 3,773  |
| 일반      |  | 302       | 297    | 324    | 326    | 326    |
| 장기      |  | 2,396     | 2,512  | 2,682  | 2,741  | 2,740  |
| 자동차     |  | 832       | 793    | 766    | 736    | 706    |
| 보험영업이익  |  | -499      | -616   | -910   | -699   | -547   |
| 투자영업이익  |  | 2,001     | 2,137  | 2,004  | 1,985  | 1,949  |
| 영업이익    |  | 1,502     | 1,521  | 1,094  | 1,286  | 1,402  |
| 세전이익    |  | 1,423     | 1,440  | 1,012  | 1,206  | 1,322  |
| 당기순이익   |  | 1,055     | 1,057  | 742    | 874    | 959    |

| 주요 경영지표   |  | (단위: %) |       |       |       |       |
|-----------|--|---------|-------|-------|-------|-------|
|           |  | 2017    | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
| 원수보험료 구성  |  |         |       |       |       |       |
| 일반        |  | 7.3     | 7.7   | 7.8   | 7.8   | 7.8   |
| 장기        |  | 66.4    | 66.3  | 65.1  | 63.4  | 62.0  |
| 자동차       |  | 26.3    | 26.0  | 27.1  | 28.8  | 30.2  |
| 원수보험료 성장률 |  | 0.3     | 0.0   | 2.5   | 0.5   | 0.1   |
| 일반        |  | 2.0     | 5.7   | 3.7   | 0.5   | 0.1   |
| 장기        |  | 0.2     | 0.0   | 0.7   | -2.2  | -2.1  |
| 자동차       |  | 0.0     | -1.5  | 6.9   | 7.0   | 5.0   |
| 순해율       |  | 82.9    | 83.1  | 84.0  | 82.8  | 82.1  |
| 일반        |  | 71.7    | 71.9  | 72.7  | 70.9  | 70.9  |
| 장기        |  | 85.0    | 83.6  | 83.5  | 82.8  | 82.2  |
| 자동차       |  | 80.6    | 85.3  | 89.1  | 86.6  | 85.8  |
| 사업비율      |  | 20.0    | 20.4  | 21.0  | 21.1  | 20.9  |
| 일반        |  | 23.6    | 21.0  | 21.5  | 21.5  | 21.5  |
| 장기        |  | 20.3    | 21.3  | 22.7  | 23.8  | 24.3  |
| 자동차       |  | 18.1    | 17.6  | 16.5  | 14.8  | 13.5  |
| 합산비율      |  | 102.8   | 103.5 | 105.1 | 103.9 | 103.0 |
| 일반        |  | 95.3    | 92.9  | 94.2  | 92.4  | 92.4  |
| 장기        |  | 105.2   | 104.9 | 106.2 | 106.6 | 106.4 |
| 자동차       |  | 98.7    | 102.8 | 105.6 | 101.4 | 99.3  |
| 투자영업이익률   |  | 3.1     | 3.2   | 2.9   | 2.8   | 2.7   |

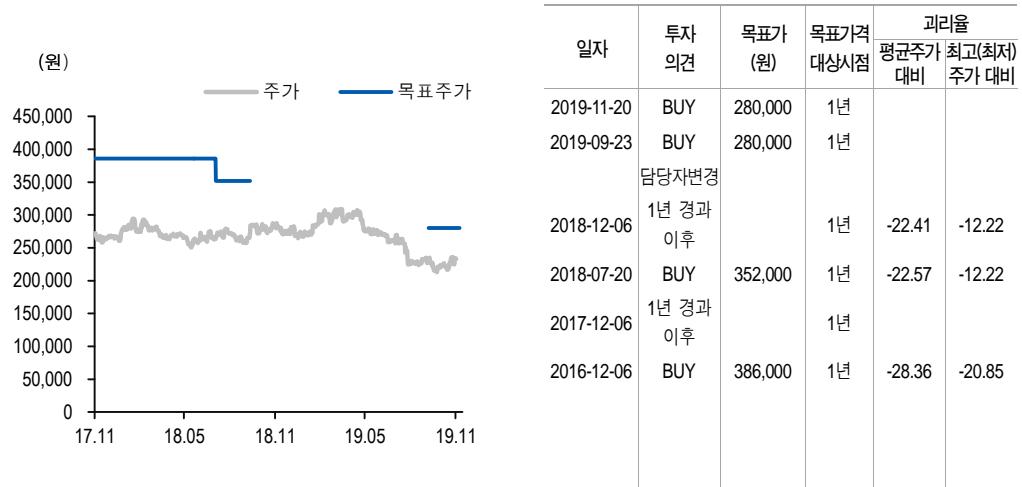
자료: 유안타증권

| 재무상태표     |  | (단위: 십억원) |        |        |        |        |
|-----------|--|-----------|--------|--------|--------|--------|
|           |  | 2017      | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| 자산        |  | 75,521    | 78,962 | 83,368 | 84,019 | 84,695 |
| 운용자산      |  | 64,419    | 66,733 | 69,936 | 70,426 | 70,919 |
| 현금 및 예치금  |  | 1,342     | 1,648  | 1,369  | 1,323  | 1,324  |
| 유가증권      |  | 40,868    | 41,755 | 44,739 | 45,270 | 45,629 |
| 대출채권      |  | 21,393    | 22,531 | 23,036 | 23,045 | 23,175 |
| 부동산       |  | 815       | 799    | 793    | 787    | 790    |
| 비운용자산     |  | 5,473     | 5,084  | 5,130  | 5,131  | 5,130  |
| 특별계정자산    |  | 5,629     | 7,145  | 8,301  | 8,462  | 8,646  |
| 부채        |  | 63,599    | 66,675 | 69,290 | 69,632 | 69,718 |
| 책임준비금     |  | 52,872    | 55,461 | 56,779 | 57,059 | 57,129 |
| 기타부채      |  | 3,194     | 3,276  | 3,900  | 4,008  | 4,025  |
| 특별계정부채    |  | 7,532     | 7,939  | 8,611  | 8,565  | 8,563  |
| 자본        |  | 11,922    | 12,287 | 14,078 | 14,387 | 14,977 |
| 자본금       |  | 26        | 26     | 26     | 26     | 26     |
| 자본잉여금     |  | 939       | 939    | 939    | 939    | 939    |
| 이익잉여금     |  | 8,198     | 8,830  | 8,721  | 9,149  | 9,597  |
| 자본조정      |  | -1,484    | -1,484 | -1,484 | -1,484 | -1,484 |
| 기타포괄손익누계액 |  | 4,242     | 3,975  | 5,875  | 5,756  | 5,898  |
| 신종자본증권    |  | 0         | 0      | 1      | 1      | 1      |

| 주요 투자지표   |  | (단위: 배, %, 원, 십억원) |         |         |         |         |
|-----------|--|--------------------|---------|---------|---------|---------|
|           |  | 2017               | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
| Valuation |  |                    |         |         |         |         |
| PER       |  | 10.5               | 10.4    | 14.9    | 12.6    | 11.5    |
| PBR       |  | 0.93               | 0.90    | 0.78    | 0.77    | 0.74    |
| 배당수익률     |  | 4.3                | 4.9     | 3.6     | 4.5     | 5.2     |
| 주당지표      |  |                    |         |         |         |         |
| EPS       |  | 24,808             | 24,866  | 17,445  | 20,563  | 22,548  |
| BPS       |  | 280,460            | 289,043 | 331,172 | 338,447 | 352,325 |
| DPS       |  | 10,000             | 11,500  | 8,500   | 10,500  | 12,000  |
| 수익성       |  |                    |         |         |         |         |
| ROE       |  | 9.2                | 8.7     | 5.6     | 6.1     | 6.5     |
| ROA       |  | 1.47               | 1.37    | 0.91    | 1.04    | 1.14    |
| 성장성       |  |                    |         |         |         |         |
| 자산 성장률    |  | 11.2               | 4.6     | 5.6     | 0.8     | 0.8     |
| 자본 성장률    |  | 9.6                | 3.1     | 14.6    | 2.2     | 4.1     |
| 운용자산 성장률  |  | 10.6               | 3.6     | 4.8     | 0.7     | 0.7     |
| 순이익 성장률   |  | 22.5               | 0.2     | -29.8   | 17.9    | 9.7     |
| 자본비율      |  |                    |         |         |         |         |
| RBC 비율    |  | 324.5              | 333.8   | 359.7   | 364.4   | 375.8   |
| 지급여력금액    |  | 11,729             | 12,210  | 14,651  | 14,960  | 15,550  |
| 지급여력기준금액  |  | 3,614              | 3,658   | 4,073   | 4,105   | 4,138   |
| 배당성향      |  | 37.8               | 43.3    | 45.7    | 47.8    | 49.9    |

자료: 유안타증권

## 삼성화재 (000810) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 괴리를  $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$ 

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분             | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0.6        |
| Buy(매수)        | 85.3       |
| Hold(중립)       | 14.1       |
| Sell(비중축소)     | 0.0        |
| 합계             | 100.0      |

주: 기준일 2019-11-17

※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 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 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.