



# 삼성화재 (000810)

1Q20 Preview: 기대감 대비 다소 초라할 듯

▶ Analyst 성용훈 yonghoon.sung@hanwha.com 3772-7659

**Buy (유지)**

목표주가(하향): 220,000원

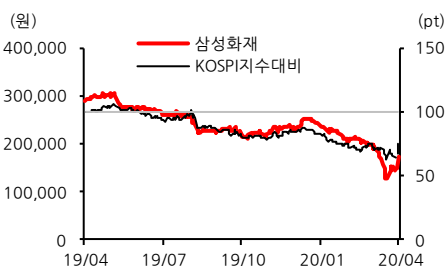
|                |                    |
|----------------|--------------------|
| 현재 주가(4/3)     | 170,000원           |
| 상승여력           | ▲ 29.4%            |
| 시가총액           | 80,537억원           |
| 발행주식수          | 47,375천주           |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 307,500 / 126,000원 |
| 90 일 일평균 거래대금  | 285.27억원           |
| 외국인 지분율        | 47.4%              |
| 주주 구성          |                    |
| 삼성생명보험 (외 6인)  | 18.5%              |
| 자사주 (외 1인)     | 15.9%              |
| 국민연금공단 (외 1인)  | 9.2%               |

| 주가수익률(%)     | 1개월   | 3개월   | 6개월   | 12개월  |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 절대수익률        | -13.5 | -28.3 | -23.1 | -41.7 |
| 상대수익률(KOSPI) | 0.8   | -7.5  | -8.0  | -20.0 |

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

| 재무정보  | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|-------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액   | 18,003  | 18,297  | 18,405  | 18,507  |
| 총영업이익 | 914     | 1,128   | 1,248   | 1,371   |
| 당기순이익 | 609     | 776     | 848     | 952     |
| BPS   | 334,216 | 343,972 | 355,010 | 367,453 |
| EPS   | 12,048  | 15,348  | 16,761  | 18,825  |
| DPS   | 6,800   | 8,900   | 9,950   | 11,150  |
| PBR   | 0.73    | 0.49    | 0.48    | 0.46    |
| PER   | 20.2    | 11.1    | 10.1    | 9.0     |
| 배당수익률 | 2.8     | 5.2     | 5.9     | 6.6     |
| ROA   | 0.75    | 0.90    | 0.95    | 1.03    |
| ROE   | 4.6     | 5.4     | 5.7     | 6.2     |

주가 추이



올해 이익 반등률 1위 치고는 다소 초라한 1Q20 실적을 예상합니다.

1Q20 당기순이익 1,878억 원 전망, 컨센서스 수준

삼성화재의 1Q20 당기순이익은 1,878억 원을 기록할 것으로 전망한다. 코로나19 수해에도 불구하고 전년 대비 18.6% 감소한 수치인데, 이는 하기 두 가지 요인 때문이다.

첫째, 경쟁사에 비해 '20.1월 車보험 손해율이 다소 높았다는 점이다. 언론보도를 통해 알려진 동사의 '20.1월 車보험 손해율은 96%로 2위권사 대비 약 6%p 높았다. 동사의 '20.2월 車보험 손해율은 타사 대비 큰 폭으로 하락하여 업계 평균 수준으로 키를 맞췄다. (참고로 동사의 '20.1월 車보험 손해율이 2위권사 수준이었을 경우, 동사의 1분기 이익 감소폭은 7.3%p 축소될 수 있었다.) 오차 범위 이내라고 할 수 있지만, '20.2월 車보험 손해율도 업계 대비 다소 높다.

둘째, 1Q20에도 경쟁사 대비 사업비 집행이 높았다는 부분이다. 동사의 시책비는 '20.2월에도 업계 최고 수준임을 우리는 언론보도를 통해 확인할 수 있었다. 자체적으로는 꾸준히 시책을 줄여왔다고는 하나, 업계 대비는 높았다는 것이다. 이에 우리는 동사의 사업비율이 YoY 개선이 아닌, 전년도 하반기 수준에 머무를 수밖에 없다고 생각한다.

일회성 제외 시, '20년 업종 내 이익 반등률 1위 전망

'20년 동사에 대한 투자 포인트는 '이익 반등률 1위'라는 점이다. 작년 실적 악화 사이클 상에서 이익 방어를 위한 일회성 매각익을 실현하지 않았기 때문이다. 당시 거의 모든 다른 손보사들은 이익 감소 폭을 줄이기 위해 일회성 매각익을 실현했다. 이 탓에 '19년 감익 폭은 타사 대비 심했지만, 자연스럽게 올해 이익 반등 폭은 가파를 것이다.

목표주가 220,000원으로 하향

삼성화재에 대한 목표주가를 220,000원으로 하향한다. 기존 목표주가 247,000원 대비 10.9% 낮은 값이다. 지속가능 ROE를 종전보다 조금 더 낮췄(기존 6.0% → 변경 5.5%)다. 목표주가를 하향하지만, 상승여력은 30%에 육박하는 상황이다. 이에 동사에 대한 투자여건은 종전의 Buy를 유지한다.

[표1] 삼성화재 이익 전망치 비교: 당사 vs 컨센

(단위: 십억 원, %)

| 구분       | 2020E |       | 2021E | 2022E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
|          |       | 1Q20E |       |       |
| 당사       | 187.8 | 776.1 | 847.5 | 951.9 |
| 컨센서스     | 190.8 | 732.6 | 821.6 | 821.6 |
| Var. (%) | -1.6  | +5.9  | +3.2  | +15.9 |

자료: WiseFN, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 삼성화재 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

| 구분     | 1Q19  | 2Q19  | 3Q19  | 4Q19  | 1Q20E | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E  | 2019   | 2020E  |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 원수보험료  | 4,592 | 4,741 | 4,779 | 4,728 | 4,641 | 4,786 | 4,811 | 4,760  | 18,839 | 18,998 |
| 경과보험료  | 4,405 | 4,490 | 4,551 | 4,558 | 4,466 | 4,560 | 4,627 | 4,643  | 18,003 | 18,297 |
| 일반     | 351   | 384   | 402   | 401   | 342   | 373   | 403   | 388    | 1,538  | 1,506  |
| 자동차    | 1,124 | 1,144 | 1,179 | 1,196 | 1,167 | 1,194 | 1,227 | 1,264  | 4,642  | 4,852  |
| 장기     | 2,930 | 2,962 | 2,971 | 2,961 | 2,958 | 2,992 | 2,998 | 2,991  | 11,823 | 11,938 |
| 총손해액   | 3,632 | 3,807 | 3,843 | 3,983 | 3,761 | 3,788 | 3,895 | 3,904  | 15,266 | 15,348 |
| 순사업비   | 931   | 931   | 961   | 990   | 956   | 941   | 972   | 998    | 3,814  | 3,867  |
| 보험영업이익 | -158  | -249  | -254  | -416  | -251  | -169  | -240  | -259   | -1,077 | -919   |
| 투자영업이익 | 489   | 533   | 498   | 471   | 527   | 544   | 504   | 471    | 1,991  | 2,047  |
| 세전이익   | 314   | 263   | 221   | 22    | 256   | 363   | 240   | 198    | 819    | 1,056  |
| 당기순이익  | 230.8 | 195.3 | 159.8 | 23.4  | 187.8 | 266.5 | 176.5 | 145.3  | 609.2  | 776.1  |
| %YoY   | -23.3 | -46.4 | -32.6 | -84.9 | -18.6 | +36.5 | +10.4 | +521.9 | -42.4  | +27.4  |

자료: 금감원, 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

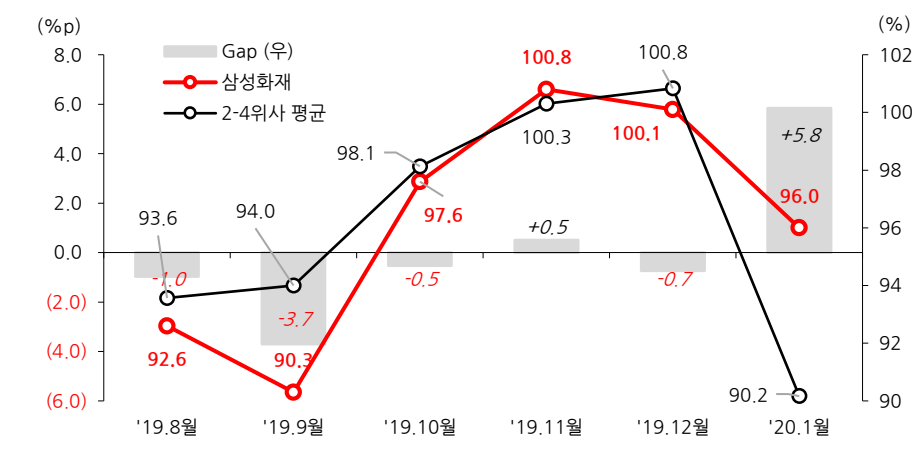
[표3] 삼성화재 분기별 주요 지표 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

| 구분    | 1Q19  | 2Q19  | 3Q19  | 4Q19  | 1Q20E | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E | 2019  | 2020E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 합산비율  | 103.6 | 105.5 | 105.6 | 109.1 | 105.6 | 103.7 | 105.2 | 105.6 | 106.0 | 105.0 |
| 손해율   | 82.4  | 84.8  | 84.5  | 87.4  | 84.2  | 83.1  | 84.2  | 84.1  | 84.8  | 83.9  |
| 일반    | 67.3  | 83.3  | 73.3  | 72.3  | 72.0  | 72.0  | 77.0  | 75.0  | 74.2  | 74.1  |
| 자동차   | 85.1  | 89.0  | 90.2  | 100.8 | 90.0  | 86.0  | 88.0  | 88.0  | 91.4  | 88.0  |
| 장기    | 83.3  | 83.4  | 83.7  | 84.0  | 83.4  | 83.3  | 83.6  | 83.6  | 83.6  | 83.5  |
| 사업비율  | 21.1  | 20.7  | 21.1  | 21.7  | 21.4  | 20.6  | 21.0  | 21.5  | 21.2  | 21.1  |
| 투자이익률 | 2.92  | 3.12  | 2.85  | 2.66  | 2.98  | 3.08  | 2.81  | 2.60  | 2.92  | 2.87  |

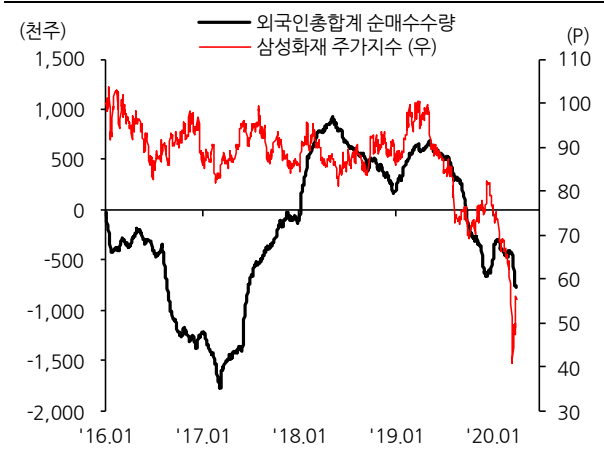
자료: 금감원, 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 삼성화재 월별 車보험 손해율 추이



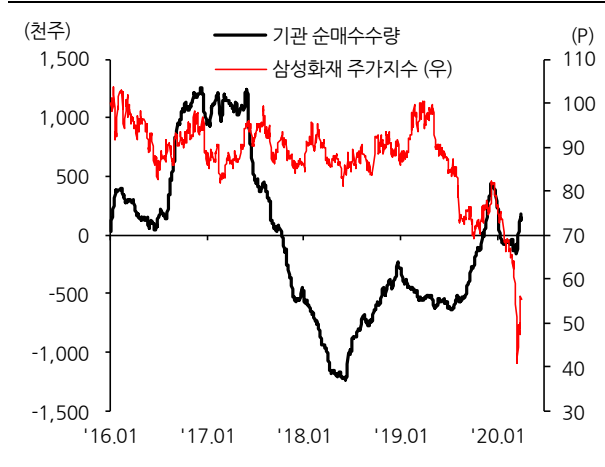
주1: 2-4위사는 현대해상, DB손해보험, KB손해보험  
 주2: 월별 車보험 손해율은 언론 상에 보도된 가마감치  
 자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼성화재 외국인 순매수 추이



자료: KRX, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 삼성화재 기관 순매수 추이



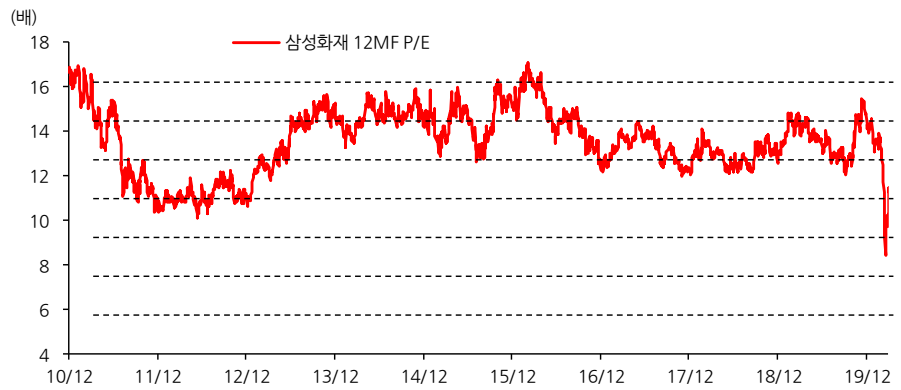
자료: KRX, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 삼성화재 12MF P/B 추이



자료: KRX, WiseFN, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 삼성화재 12MF P/E 추이



자료: KRX, WiseFN, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 삼성화재 목표주가 산출

| 종목명                  | 삼성화재      | 비고                     |
|----------------------|-----------|------------------------|
| 종목코드                 | 000810.KS |                        |
| 투자의견                 | Buy       | 유지                     |
| 목표주가 (원)             | 220,000   | (e) = (c) x (d)        |
| 현재가 (4월 3일, 원)       | 170,000   |                        |
| 상승여력                 | 29.4%     |                        |
| Target P/B (배)       | 0.64      | (c) = (1 + (b)%) x (a) |
| 할인/할증                | +10.0%    | (b)                    |
| Justified P/B (배)    | 0.58      | (a)                    |
| K <sub>e</sub> (%)   | 9.5       |                        |
| Sustainable ROE (%)  | 5.5       |                        |
| Perpetual growth (%) | 0.0       |                        |
| 12M Forward BPS (원)  | 346,700   | (d)                    |
| 12MF P/B (배)         | 0.49      |                        |

자료: 금감원, KRX, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

| 12월 결산   | 2018    | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|----------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 원수보험료    | 18,234  | 18,839 | 18,998 | 19,127 | 19,256 |
| 일반       | 1,405   | 1,463  | 1,478  | 1,493  | 1,508  |
| 자동차      | 4,733   | 5,137  | 5,220  | 5,272  | 5,325  |
| 장기       | 12,097  | 12,239 | 12,300 | 12,361 | 12,423 |
| 보유보험료    | 17,748  | 18,384 | 18,608 | 18,732 | 18,866 |
| 경과보험료    | 17,702  | 18,003 | 18,297 | 18,405 | 18,507 |
| 일반       | 1,414   | 1,538  | 1,506  | 1,531  | 1,551  |
| 자동차      | 4,507   | 4,642  | 4,852  | 4,885  | 4,914  |
| 장기       | 11,781  | 11,823 | 11,938 | 11,989 | 12,042 |
| 총손해액     | 14,709  | 15,266 | 15,348 | 15,409 | 15,459 |
| 순사업비     | 3,609   | 3,814  | 3,867  | 3,816  | 3,763  |
| 보험영업이익   | -616    | -1,077 | -919   | -821   | -716   |
| 투자영업이익   | 2,137   | 1,991  | 2,047  | 2,068  | 2,087  |
| 총영업이익    | 1,521   | 914    | 1,128  | 1,248  | 1,371  |
| 영업외손익    | -81     | -95    | -72    | -95    | -76    |
| 법인세처감전이익 | 1,440   | 819    | 1,056  | 1,153  | 1,295  |
| 법인세비용    | 383     | 210    | 280    | 306    | 343    |
| 당기순이익    | 1,057.1 | 609.2  | 776.1  | 847.5  | 951.9  |
| %YoY     |         |        |        |        |        |
| 원수보험료    | 0.0     | 3.3    | 0.8    | 0.7    | 0.7    |
| 경과보험료    | 0.1     | 1.7    | 1.6    | 0.6    | 0.6    |
| 총손해액     | 0.3     | 3.8    | 0.5    | 0.4    | 0.3    |
| 순사업비     | 2.2     | 5.7    | 1.4    | -1.3   | -1.4   |
| 총영업이익    | 2.0     | -39.9  | 23.3   | 10.7   | 9.9    |
| 당기순이익    | 1.4     | -42.4  | 27.4   | 9.2    | 12.3   |

| 12월 결산            | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Growth (%)        |       |       |       |       |       |
| 총자산               | 4.7   | 6.9   | 3.6   | 3.5   | 3.4   |
| 운용자산              | 3.6   | 7.0   | 2.7   | 2.7   | 2.6   |
| 책임준비금             | 4.9   | 4.3   | 3.1   | 2.9   | 2.9   |
| 자본총계              | 3.8   | 15.6  | 2.9   | 3.2   | 3.5   |
| Profitability (%) |       |       |       |       |       |
| 합산비율              | 103.5 | 106.0 | 105.0 | 104.5 | 103.9 |
| 손해율               | 83.1  | 84.8  | 83.9  | 83.7  | 83.5  |
| 일반                | 71.9  | 74.2  | 74.1  | 74.1  | 74.1  |
| 자동차               | 85.3  | 91.4  | 88.0  | 87.5  | 87.0  |
| 장기                | 83.6  | 83.6  | 83.5  | 83.4  | 83.3  |
| 사업비율              | 20.4  | 21.2  | 21.1  | 20.7  | 20.3  |
| 투자이익률             | 3.3   | 2.9   | 2.9   | 2.8   | 2.8   |
| ROA               | 1.4   | 0.7   | 0.9   | 1.0   | 1.0   |
| ROE               | 8.8   | 4.6   | 5.4   | 5.7   | 6.2   |

주: IFRS 별도 기준

| 12월 결산    | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 자산총계      | 78,962 | 84,437 | 87,447 | 90,534 | 93,591 |
| (운용자산)    | 66,733 | 71,391 | 73,308 | 75,296 | 77,251 |
| 현금,예치금    | 1,648  | 1,299  | 1,334  | 1,370  | 1,406  |
| 유가증권      | 41,755 | 45,874 | 47,106 | 48,383 | 49,639 |
| 주식        | 3,721  | 5,255  | 5,396  | 5,543  | 5,687  |
| 채권        | 30,767 | 30,722 | 31,547 | 32,402 | 33,243 |
| 수익증권      | 2,339  | 3,277  | 3,365  | 3,456  | 3,546  |
| 해외유가증권    | 3,353  | 4,469  | 4,589  | 4,713  | 4,836  |
| 기타유가증권    | 1,576  | 2,151  | 2,209  | 2,269  | 2,328  |
| 대출채권      | 22,531 | 23,457 | 24,087 | 24,740 | 25,382 |
| 부동산       | 799    | 761    | 781    | 803    | 823    |
| (비운용자산)   | 5,084  | 4,956  | 5,107  | 5,262  | 5,421  |
| (특별계정자산)  | 7,145  | 8,089  | 9,032  | 9,976  | 10,919 |
| 부채총계      | 66,675 | 70,229 | 72,825 | 75,443 | 77,971 |
| 책임준비금     | 55,461 | 57,866 | 59,679 | 61,437 | 63,189 |
| 기타부채      | 3,276  | 4,037  | 4,433  | 4,905  | 5,295  |
| (특별계정부채)  | 7,939  | 8,326  | 8,713  | 9,100  | 9,487  |
| 자본총계      | 12,287 | 14,207 | 14,622 | 15,091 | 15,620 |
| 자본금       | 26     | 26     | 26     | 26     | 26     |
| 자본잉여금     | 939    | 939    | 939    | 939    | 939    |
| 신종자본증권    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 이익잉여금     | 8,830  | 8,950  | 9,365  | 9,834  | 10,363 |
| 자본조정      | -1,484 | -1,484 | -1,484 | -1,484 | -1,484 |
| 자기주식      | -1,484 | -1,484 | -1,484 | -1,484 | -1,484 |
| 기타포괄손익누계액 | 3,975  | 5,775  | 5,775  | 5,775  | 5,775  |

| 12월 결산                    | 2018     | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E    |
|---------------------------|----------|---------|---------|---------|----------|
| Valuation Items           |          |         |         |         |          |
| BPS (원)                   | 289,043  | 334,216 | 343,972 | 355,010 | 367,453  |
| EPS (원)                   | 20,904   | 12,048  | 15,348  | 16,761  | 18,825   |
| P/B (배)                   | 0.93     | 0.73    | 0.49    | 0.48    | 0.46     |
| P/E (배)                   | 12.9     | 20.2    | 11.1    | 10.1    | 9.0      |
| DPS (원)                   | 11,500.0 | 6,800.0 | 8,900.0 | 9,950.0 | 11,150.0 |
| 배당성향 (%)                  | 46.2     | 47.4    | 48.8    | 49.9    | 49.8     |
| 배당수익률 (%)                 | 4.3      | 2.8     | 5.2     | 5.9     | 6.6      |
| F/S, Stability Ratios (%) |          |         |         |         |          |
| 레버리지 (x)                  | 6.4      | 5.9     | 6.0     | 6.0     | 6.0      |
| 자산운용률                     | 84.5     | 84.6    | 83.8    | 83.2    | 82.5     |
| 운용자산/준비금                  | 120.3    | 123.4   | 122.8   | 122.6   | 122.3    |
| 준비금/보유보험료                 | 312.5    | 314.8   | 320.7   | 328.0   | 334.9    |
| 보유보험료/자기자본                | 1.4      | 1.3     | 1.3     | 1.2     | 1.2      |
| 매출순이익률                    | 6.0      | 3.4     | 4.2     | 4.6     | 5.1      |

[ Compliance Notice ]

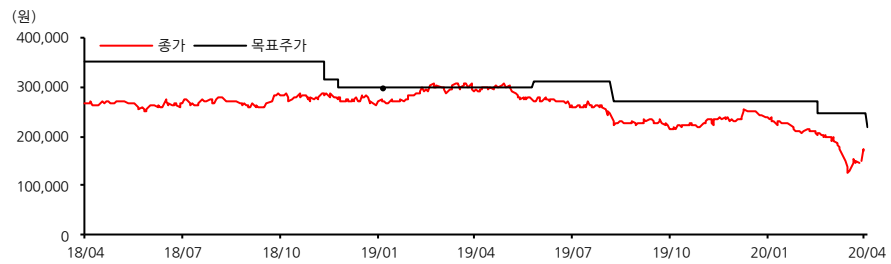
(공표일: 2020년 4월 6일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (성용훈)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 삼성화재 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

|      |            |            |            |            |            |            |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 일 시  | 2016.08.12 | 2018.04.26 | 2018.05.15 | 2018.06.18 | 2018.11.15 | 2018.11.28 |
| 투자의견 | 투자등급변경     | Buy        | Buy        | Buy        | Hold       | Hold       |
| 목표가격 |            | 350,000    | 350,000    | 350,000    | 315,000    | 300,000    |
| 일 시  | 2019.05.29 | 2019.08.12 | 2019.12.20 | 2020.02.20 | 2020.03.06 | 2020.03.19 |
| 투자의견 | Hold       | Hold       | Hold       | Buy        | Buy        | Buy        |
| 목표가격 | 310,000    | 270,000    | 270,000    | 247,000    | 247,000    | 247,000    |
| 일 시  | 2020.04.06 |            |            |            |            |            |
| 투자의견 | Buy        |            |            |            |            |            |
| 목표가격 | 220,000    |            |            |            |            |            |

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

| 일자         | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%)  |             |
|------------|------|---------|---------|-------------|
|            |      |         | 평균주가 대비 | 최고(최저)주가 대비 |
| 2018.11.15 | Hold | 315,000 | -10.55  | -8.73       |
| 2018.11.28 | Hold | 300,000 | -4.43   | 3.00        |
| 2019.05.29 | Hold | 310,000 | -14.51  | -10.16      |
| 2019.08.12 | Hold | 270,000 | -15.55  | -6.30       |
| 2020.02.20 | Buy  | 247,000 | -30.07  | -16.60      |
| 2020.04.06 | Buy  | 220,000 |         |             |

**[ 종목 투자등급 ]**

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자이견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자이견 ]**

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

**[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]**

(기준일: 2020년 03월 31일)

| 투자등급       | 매수    | 중립   | 매도   | 합계     |
|------------|-------|------|------|--------|
| 금융투자상품의 비중 | 93.4% | 6.6% | 0.0% | 100.0% |