

삼성화재 (000810)

보험



정태준 CFA

02 3770 5585
taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	280,000원 (M)
현재주가 (8/11)	174,500원
상승여력	60%

시가총액	86,659억원
총발행주식수	50,566,837주
60일 평균 거래대금	233억원
60일 평균 거래량	126,465주
52주 고	253,000원
52주 저	126,000원
외인지분율	46.76%
주요주주	삼성생명보험 외 6 인 18.50%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.0)	(6.2)	(28.8)
상대	(12.8)	(24.9)	(42.9)
절대(달러환산)	(0.4)	(3.4)	(27.3)

'삼성생명법'은 단기 투자 매력 상승 요인 (2)

투자의견 BUY, 목표주가 280,000원 유지

지난 6월 16일 박용진 더불어민주당 의원 등 10명이 발의한 일명 보험업법 일부개정법률안, 일명 '삼성생명법'은 현재 보험업법에서 규제하고 있는 '3% 룰'의 기준을 취득원가에서 시가 평가로 바꾸자는 내용. 결론적으로 달라지는 점은 당장 배당이 늘어나는 것뿐이라고 판단하기 때문에 단기 투자 매력 상승 요인으로 판단. 투자의견 BUY와 목표주가 280,000원 유지.

현재 보험사는 타사 주식을 취득원가 기준으로 기준 자산(= 별도 자산 - 특별계정자산 - 미상각신계약비)의 3% 이하 한도 내에서 보유할 수 있는데, 이를 시가평가 기준으로 바꾸게 되면 동사가 보유한 삼성전자 지분 비중이 급증해 매각해야하는 초과 보유 지분이 발생. 당사가 1Q20말 주가 기준으로 계산한 바로는 동사가 매각해야하는 삼성전자 지분은 약 2.0조원으로, 당시 삼성전자 시가총액 대비 0.7% 수준.

해당 법안이 아직 통과된 것은 아니지만 통과가 된다고 가정했을 때 회사가 취할 수 있는 최악의 수는 1) 필요 매각금액 전량을 일시 매각 및 2) 그 매각액에 대한 즉시 배당. 이 때 RBC비율과 주당배당금(DPS)에 어떤 변화가 생기는가에 대해 1Q20말 기준 수치로 계산해보면 RBC비율은 큰 변화가 없고 DPS는 증가. 이는 현금 배당으로 가용자본이 하락해도 위험액 감소로 요구자본도 하락하기 때문.

장기적으로는 지분 매각 이후 삼성전자를 대신할 수 있는 투자자산을 찾는 것이 중요. 삼성전자 지분은 평가익과 배당수익률이 꾸준히 동반 상승한 우량한 투자자산이기 때문. 신계약 감소에 따른 운용자산 성장 둔화와 금리 하락에 따른 보유이원 하락이 보험업 전체의 문제인 만큼 현재 삼성전자를 대체할 만한 좋은 투자자산을 찾기가 어려운데, 이를 어떻게 해결하는가가 향후 중요한 과제로 떠오를 전망.

한편 이로 인한 그룹 내 지배구조가 개편된다고 해서 손해보험업 내 동사의 위상은 크게 변하지 않을 것으로 전망. 기본적으로 자본과 자산의 규모가 타사대비 압도적으로 크고 우수한 인력과 방대한 데이터를 보유하고 있어 타사와 차별화되는 자본적정성과 시장점유율을 보이고 있기 때문.

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	2Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
원수보험료	4,764	0.5	-2.0	4,865	-2.1
경과보험료	4,512	0.5	-1.0	4,613	-2.2
영업이익	329	15.8	30.4	350	-6.1
세전이익	309	17.6	34.4	326	-5.2
당기순이익	223.9	14.7	36.5	244	-8.1

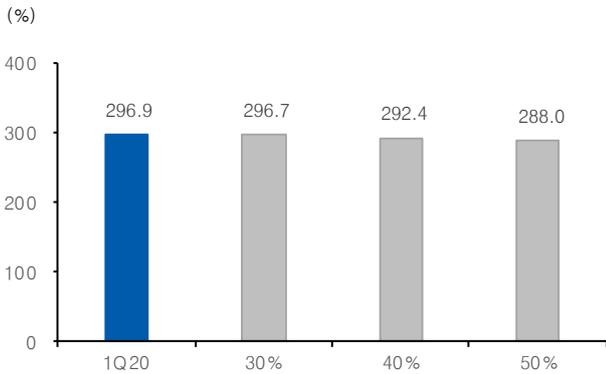
자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도) (십억원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020E	2021E
원수보험료	18,234	18,839	19,179	19,202
영업이익	1,521	914	1,053	1,168
지배순이익	1,057	609	701	789
PER (배)	7.8	13.6	11.8	10.5
PBR (배)	0.67	0.58	0.60	0.59
ROE (%)	8.7	4.6	5.0	5.7
ROA (%)	1.37	0.75	0.83	0.92

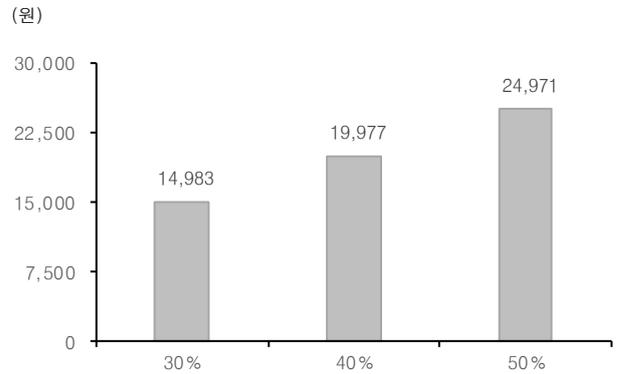
자료: 유안타증권

[그림 69] 일시 매각 후 즉시 배당 시 배당성향별 삼성화재 RBC 비율 추정



주: 2020E 기준, 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 70] 일시 매각 후 즉시 배당 시 배당성향별 삼성화재 DPS 변화 추정



주: 2020E 기준, 자료: 유안타증권 리서치센터

[표 24] 삼성화재 배당성향 30% 가정 시 RBC비율 변화 계산

(단위: 십억원, %)

	금액	비고
가용자본 변화		
보유지분	4,247	1Q20말 기준 시가총액의 8.51%
기준 자산	74,042	별도 자산 - 특별계정자산 - 미상각신계약비
비중	5.7	
필요 매각금액	2,026	3.0% 초과 분
취득원가	77	
매각차익	1,989	
현금배당	597	매각차익 30% 배당 가정
기존 가용자본	14,188	(a)
신규 총위험액	13,591	(b), (a)에서 현금배당 차감
총위험액 변화		
기존 총위험액	4,779	(c)
신용위험 차감 금액	243	필요 매각금액 x 12%
시장위험 차감 금액	324	필요 매각금액 x 16%
차감 총위험액	199	(d), $\sqrt{\text{신용위험 차감금액} \times \text{시장위험 차감금액} \times \text{상관계수}(0.5)}$
신규 총위험액	4,581	(e), (c) - (d)
RBC 비율 변화		
기존 RBC 비율	296.9	(a)/(c)
신규 RBC 비율	296.7	(b)/(e)

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성화재 (000810) 추정재무제표 (K-IFRS)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
원수보험료	18,234	18,839	19,179	19,202	19,438
일반	1,405	1,463	1,529	1,531	1,550
장기	12,097	12,239	12,087	11,831	11,756
자동차	4,733	5,137	5,562	5,840	6,132
경과보험료	17,702	18,003	18,221	18,244	18,467
일반	1,414	1,538	1,576	1,578	1,598
장기	11,781	11,823	11,637	11,390	11,318
자동차	4,507	4,642	4,991	5,241	5,503
발생손해액	14,709	15,266	15,125	14,926	14,753
일반	1,016	1,140	1,150	1,108	1,121
장기	9,850	9,882	9,612	9,281	8,912
자동차	3,842	4,243	4,364	4,538	4,720
순사업비	3,609	3,814	4,005	4,053	4,093
일반	297	308	307	308	311
장기	2,512	2,749	2,945	2,997	3,038
자동차	793	758	753	749	744
보험영업이익	-616	-1,077	-910	-736	-379
투자영업이익	2,137	1,991	1,963	1,904	1,897
영업이익	1,521	914	1,053	1,168	1,518
세전이익	1,440	819	970	1,088	1,448
당기순이익	1,057	609	701	789	1,050

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
원수보험료 구성					
일반	7.7	7.8	8.0	8.0	8.0
장기	66.3	65.0	63.0	61.6	60.5
자동차	26.0	27.3	29.0	30.4	31.5
원수보험료 성장률	0.0	3.3	1.8	0.1	1.2
일반	5.7	4.2	4.5	0.1	1.2
장기	0.0	1.2	-1.2	-2.1	-0.6
자동차	-1.5	8.5	8.3	5.0	5.0
손해율	83.1	84.8	83.0	81.8	79.9
일반	71.9	74.2	72.9	70.2	70.2
장기	83.6	83.6	82.6	81.5	78.7
자동차	85.3	91.4	87.4	86.6	85.8
사업비율	20.4	21.2	22.0	22.2	22.2
일반	21.0	20.0	19.5	19.5	19.5
장기	21.3	23.3	25.3	26.3	26.8
자동차	17.6	16.3	15.1	14.3	13.5
합산비율	103.5	106.0	105.0	104.0	102.1
일반	92.9	94.2	92.4	89.7	89.7
장기	104.9	106.8	107.9	107.8	105.6
자동차	102.8	107.7	102.5	100.9	99.3
투자영업이익률	3.2	2.8	2.7	2.7	2.6

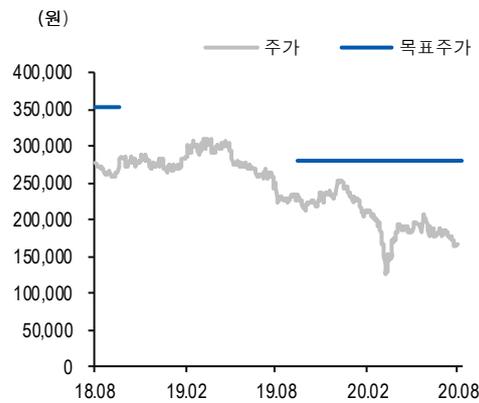
자료: 유안타증권

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산	78,962	84,437	85,324	85,744	87,079
운용자산	66,733	71,391	71,463	71,749	72,825
현금 및 예치금	1,648	1,299	1,261	1,264	1,283
유가증권	41,755	45,874	46,156	46,373	47,072
대출채권	22,531	23,457	23,284	23,346	23,692
부동산	799	761	762	766	778
비운용자산	5,084	4,956	5,033	5,045	5,046
특별계정자산	7,145	8,089	8,828	8,951	9,208
부채	66,675	70,229	71,535	71,623	72,501
책임준비금	55,461	57,866	58,556	58,628	59,347
기타부채	3,276	4,037	4,163	4,174	4,174
특별계정부채	7,939	8,326	8,815	8,821	8,980
자본	12,287	14,207	13,789	14,121	14,578
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	8,830	8,950	8,928	9,296	9,789
자본조정	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계액	3,975	5,775	5,379	5,343	5,307
신종자본증권	0	0	0	0	0

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Valuation					
PER	7.8	13.6	11.8	10.5	7.9
PBR	0.67	0.58	0.60	0.59	0.57
배당수익률	6.6	4.9	4.9	5.7	7.5
주당지표					
EPS	21,120	12,716	13,877	15,617	20,776
BPS	290,441	336,392	272,945	279,521	288,560
DPS	11,500	8,500	8,500	9,900	13,100
수익성					
ROE	8.7	4.6	5.0	5.7	7.3
ROA	1.37	0.75	0.83	0.92	1.21
성장성					
자산 성장률	4.6	6.9	1.1	0.5	1.6
자본 성장률	3.1	15.6	-2.9	2.4	3.2
운용자산 성장률	3.6	7.0	0.1	0.4	1.5
순이익 성장률	0.2	-42.4	15.1	12.5	33.0
자본비용					
RBC 비율	333.8	310.8	299.8	305.2	309.8
지급여력금액	12,210	14,478	14,434	14,767	15,223
지급여력기준금액	3,658	4,658	4,815	4,838	4,914
배당성향	43.3	55.6	48.3	50.0	49.7

자료: 유안타증권

삼성화재 (000810) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-08-12	BUY	280,000	1년		
2019-09-23	BUY	280,000	1년		
2019-07-20	1년 경과 이후		1년	-32.19	-25.14
2018-07-20	BUY	352,000	1년	-22.33	-12.22

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)	1.3
Buy(매수)	87.3
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-08-09

※ 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 기준 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 투자사결정은 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.