

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

Company Data

자본금	27 십억원
발행주식수	5,057 만주
자사주	806 만주
액면가	500 원
시가총액	13,739 십억원
주요주주	
삼성생명보험(주)(외5)	18.50%
삼성화재 자사주	15.92%
외국인지분율	46.70%
배당수익률	2.10%

Stock Data

주가(17/05/26)	290,000 원
KOSPI	2355.3 pt
52주 Beta	0.62
52주 최고가	302,000 원
52주 최저가	252,500 원
60일 평균 거래대금	26 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.8%	1.1%
6개월	-3.2%	-18.8%
12개월	4.9%	-12.9%

삼성화재 (000810/KS | 매수(신규편입) | T.P 364,000 원(신규편입))

높은 자본안정성을 바탕으로 한 적극적인 주주친화 정책 기대

2016년 12월 삼성화재의 자동차보험료 인하 발표에 따라 경쟁심화 우려가 대두되었으나, 연초 이후 삼성화재는 시장점유율 회복과 수익성 개선을 동시에 나타내고 있다. 손해 보험사 최초로 1 조원대의 순이익 유지가 전망되는 가운데, 높은 자본안정성을 바탕으로 한 적극적인 주주친화 정책이 기대된다.

자동차보험 시장점유율 회복과 견조한 수익성 개선

2016년 12월 삼성화재의 자동차보험료 인하 발표 당일, 대형 손보 3사의 주가는 평균 7.2% 하락했다. 자동차보험의 경쟁심화 우려가 주가 하락을 야기했으나, 삼성화재는 가격민감도가 높고 수익성이 우량한 온라인 채널 중심으로 시장점유율을 회복하고 예상보다 견조한 자동차손해를 개선(2월 -3.7%p YoY, 3월 -8.0% YoY)을 기록하고 있다. 최근 상위사의 자동차보험 마진이 개선되는 추세이긴 하나, 3Q 및 4Q의 계절적인 자동차 손해를 악화를 앞둔 현 시점에서 직접적인 요율 인하를 통해 경쟁에 나설 가능성은 당분간 낮다고 판단한다.

높은 자본안정성을 바탕으로 한 적극적인 주주친화 정책 기대

삼성화재의 1Q17 말 RBC 비율은 344%로 업종 최고 수준을 유지해왔다. 계열사 지분 평가익을 제거해도 RBC 비율이 230% 상회해 높은 자본안정성을 보유한 것으로 판단한다. 이러한 자본안정성을 바탕으로 삼성화재는 향후 30% 이상의 배당성향을 유지할 계획이라고 밝혔으며, 4분기 중 자사주 매입을 검토하고 있어 적극적인 주주친화 정책이 기대된다. 2017년 가이던스 순이익 9,250 억원(+10% YoY)은 ERP 시스템의 감가상각 및 연중 예정된 부동산 처분손을 감안하더라도 지나치게 보수적인 수준이라고 판단하며, 1 조 1,065 억원(+31.6% YoY)의 순이익을 기록할 것으로 전망한다. 이때 2017년 배당성향 30.4%를 가정하면 배당수익률은 보통주 2.7%, 우선주 4.3%로 기대된다.

삼성화재에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 364,000 원으로 커버리지를 개시하며, 보험 업종 내 top pick 으로 추천한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
경과보험료	십억원	16,556	16,956	17,406	17,856	18,372	18,954
YoY	%		24	2.7	2.6	2.9	3.2
보험손익	십억원	-593	-606	-568	-531	-462	-443
투자손익	십억원	1,683	1,677	1,688	1,992	1,840	1,949
합산비율	%	103.6	103.6	103.3	103.0	102.5	102.3
투자수익률	%	3.8	3.3	3.1	3.4	2.9	2.9
영업이익	십억원	1,090	1,071	1,120	1,462	1,378	1,506
YoY	%		-1.8	4.7	30.5	-5.7	9.3
세전이익	십억원	1,051	1,034	1,094	1,432	1,346	1,470
순이익	십억원	797	783	841	1,106	1,020	1,114
YoY	%		-1.7	7.4	31.6	-7.8	9.2
EPS	원	18,763	18,835	20,702	27,249	25,124	27,434
BPS	원	213,937	232,111	255,966	279,968	296,068	314,976
PER	배	15.1	16.3	13.0	10.6	11.5	10.6
PBR	배	1.3	1.3	1.1	1.0	1.0	0.9
ROE	%	9.2	8.1	8.1	9.7	8.3	8.6
배당수익률	%	1.6	1.7	2.3	2.7	2.5	2.8

Valuation

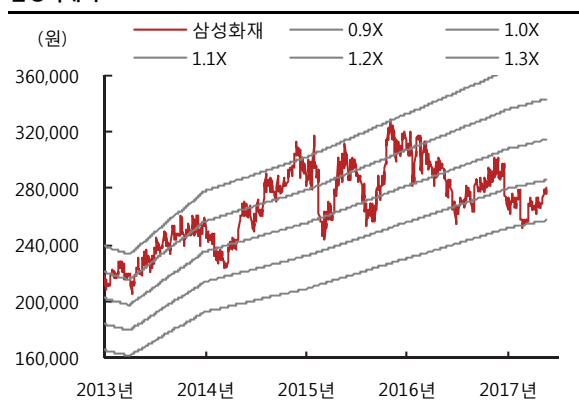
SK 증권은 삼성화재의 12개월 forward BPS 286,676 원에 목표 PBR 1.27X 를 적용한 364,000 원을 목표주가로 제시한다. 목표 PBR 은 향후 3 개년 기대 ROE 평균 8.9%를 COE 로 할인하여 산출한 이론적 PBR 1.15X 에 손해보험업종 선도사로서의 프리미엄 을 10% 부여하였다.

삼성화재의 목표주가 산출식

항목	삼성화재	비고
자기자본비용 (%)	7.7	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.3	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.6	(d): 삼성화재의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	8.9	(e): 삼성화재의 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.15	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	10.0	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	1.27	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	286,676	(j): 삼성화재의 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	364,000	(k): (i)*(j)
현재가 (05/26, 원)	290,000	
상승여력 (%)	25.5	

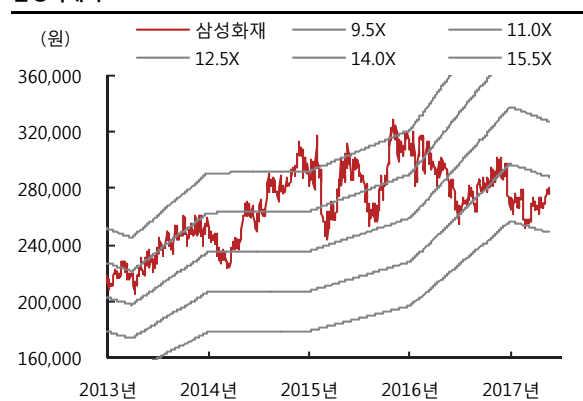
자료: SK 증권

삼성화재의 PBR Band chart



자료: SK 증권

삼성화재의 PER Band chart



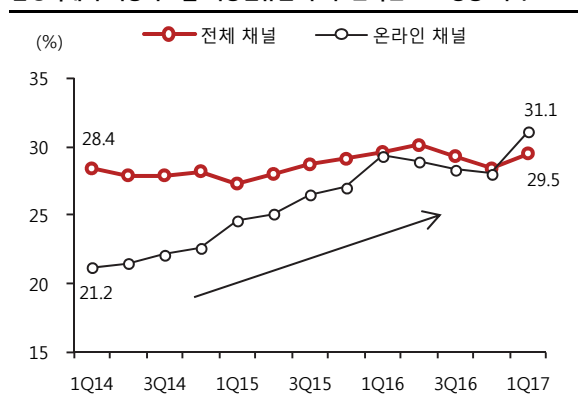
자료: SK 증권

분기별/연도별 삼성화재 실적추정

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
원수보험료	4,433	4,600	4,618	4,533	4,565	4,690	4,755	4,675	18,183	18,685	19,171
일반	275	345	381	302	287	355	374	311	1,303	1,327	1,380
자동차	1,164	1,240	1,203	1,196	1,241	1,290	1,288	1,268	4,804	5,086	5,289
장기	2,994	3,014	3,033	3,036	3,038	3,045	3,094	3,096	12,077	12,272	12,502
경과보험료	4,248	4,327	4,418	4,412	4,409	4,402	4,529	4,515	17,406	17,856	18,372
일반	285	298	323	302	296	313	323	311	1,208	1,243	1,305
자동차	1,019	1,072	1,126	1,147	1,134	1,102	1,178	1,181	4,364	4,596	4,824
장기	2,944	2,958	2,969	2,963	2,979	2,987	3,028	3,022	11,834	12,017	12,243
경과손해율 (%)	83.4	83.8	81.3	87.6	81.3	82.7	82.5	85.1	84.0	82.9	82.6
일반	61.9	73.7	58.9	100.8	61.8	69.0	69.0	69.0	73.7	67.3	68.0
자동차	79.1	80.6	76.0	87.4	76.4	78.6	79.0	87.1	80.9	80.3	80.1
장기	87.0	86.0	85.7	86.3	85.1	85.7	85.3	86.0	86.3	85.5	85.1
순사업비	799	830	842	876	907	866	886	924	3,347	3,583	3,662
사업비율 (%)	18.8	19.2	19.1	19.9	20.6	19.7	19.6	20.5	19.2	20.1	19.9
보험영업이익	(96)	(129)	(15)	(328)	(81)	(106)	(94)	(250)	(568)	(531)	(462)
합산비율 (%)	102.3	103.0	100.3	107.4	101.8	102.4	102.1	105.5	103.3	103.0	102.5
투자영업이익	478	441	346	423	734	442	427	389	1,688	1,992	1,840
투자이익률 (%)	3.6	3.2	2.4	2.9	5.0	3.0	2.8	2.5	3.1	3.4	2.9
영업이익	382	313	331	95	654	337	333	138	1,120	1,462	1,378
당기순이익	284	231	240	85	503	252	249	102	841	1,106	1,020
ROE (%)	11.1	8.5	8.2	3.0	18.1	8.8	8.5	3.4	8.1	9.7	8.3

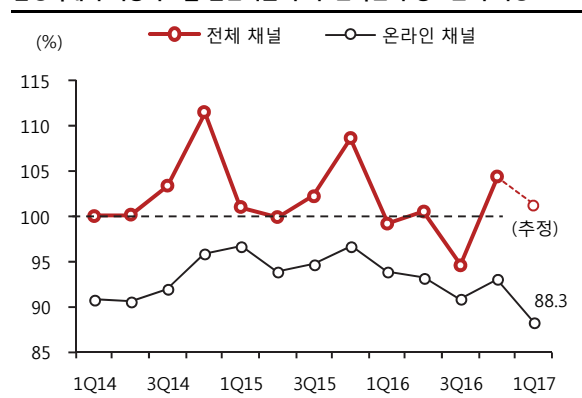
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 자동차보험 시장점유율 추이: 온라인 MS 상승 지속



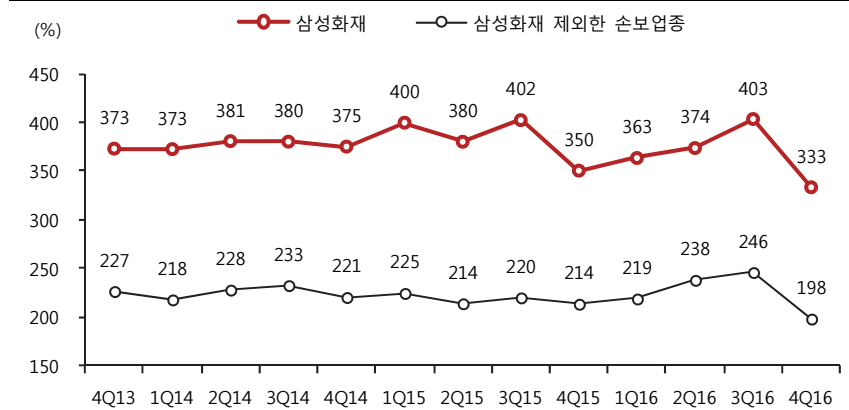
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 자동차보험 합산비율 추이: 온라인의 양호한 수익성



자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재 및 그 외 손보사의 RBC 비율 추이: 업종 합산을 크게 상회하는 자본안정성



자료: 금융감독원 SK 증권

삼성화재의 주주환원책: 2015년까지 연간 순이익의 60~90% 이상을 주주친화정책에 활용

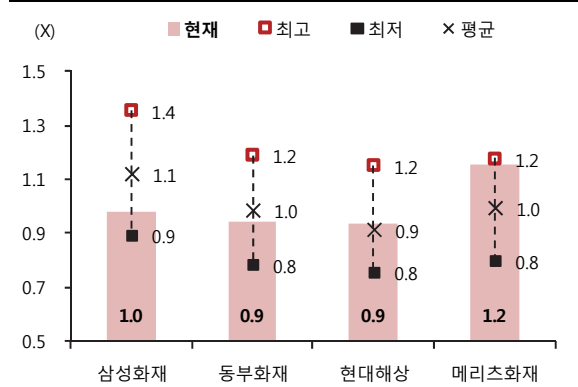
자기주식 매입	취득기간	취득지분율* (%)	취득금액 (십억원)	순이익 대비 (%)
FY2012	2012-07 ~ 2012-09	3.0	321.2	42.2
FY2013	2013-09 ~ 2013-12	3.0	362.2	71.7
2014	2014-09 ~ 2014-12	3.0	415.5	52.2
2015	2015-10 ~ 2016-01	3.5	515.7	65.9
2016	-	-	-	-

현금배당	주당 배당금* (원)	배당수익률* (%)	배당금총액 (십억원)	배당성향 (%)
FY2012	3,750	1.7	169.5	22.3
FY2013	2,750	1.4	120.2	23.8
2014	4,500	1.6	198.8	25.0
2015	5,150	1.7	221.2	28.3
2016	6,100	2.3	259.3	30.8

자료: 전자공시시스템 SK 증권

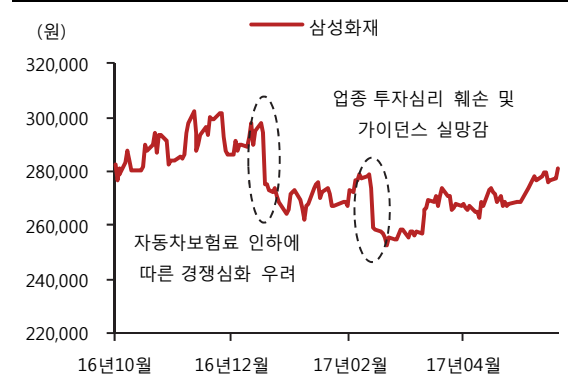
주: *지분율 및 DPS, 배당수익률은 보통주 기준, 그 외 보통주와 우선주 합산

주요 손해보험사별 PBR valuation 비교



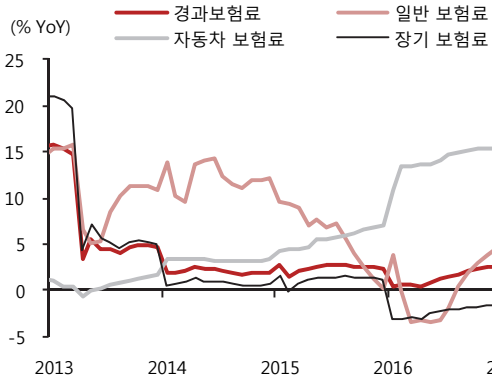
자료: SK 증권

4Q16부터 삼성화재의 주가 추이



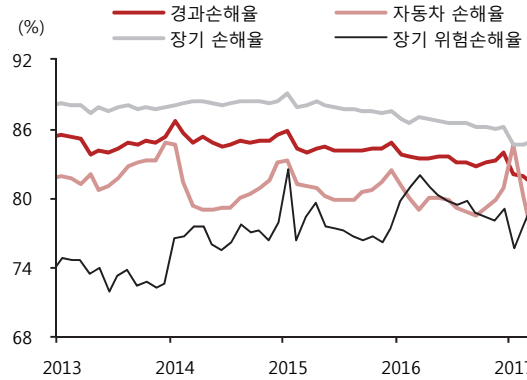
자료: FnGuide, SK 증권

삼성화재의 보종별 경과보험료 증가율



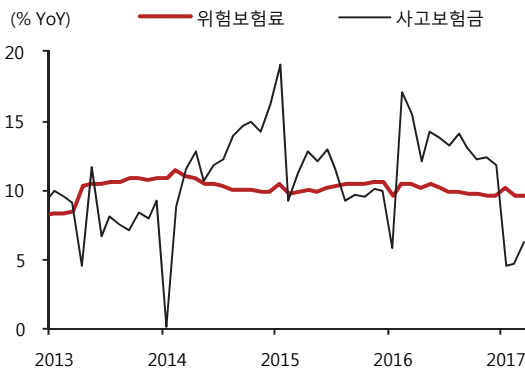
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 보종별 경과손해율



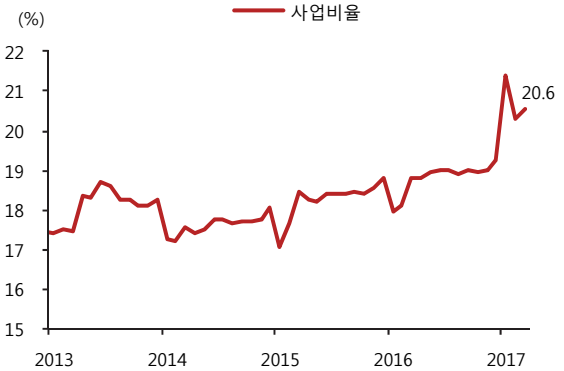
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 장기 위험보험료 및 사고보험금 증가율



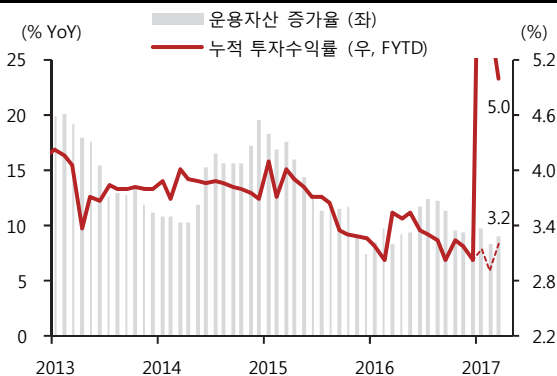
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 사업비율



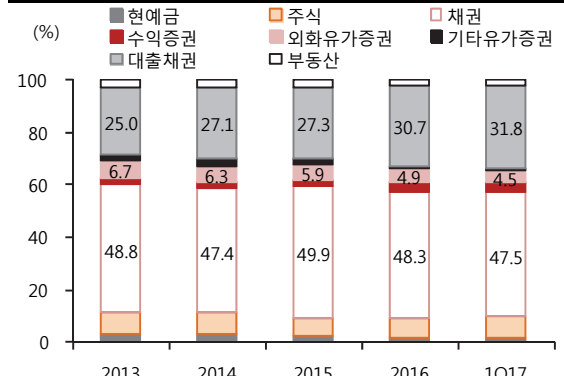
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 운용자산 증가율 및 투자수익률



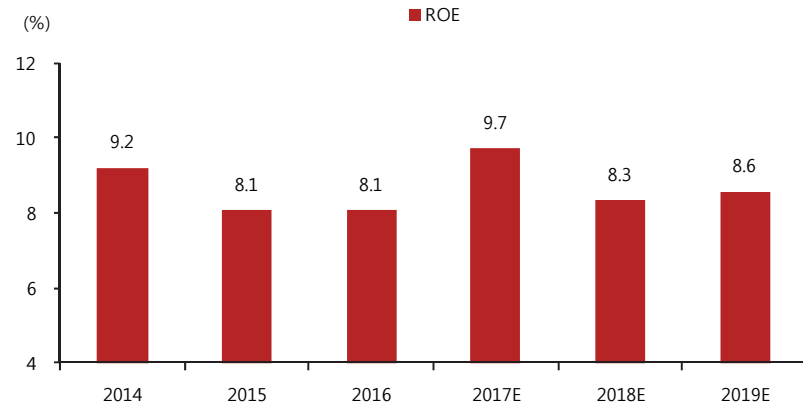
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 운용자산 구성비



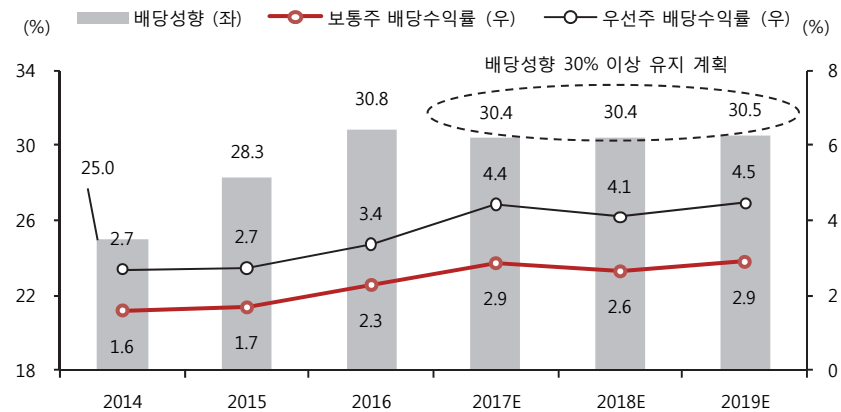
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 연도별 ROE



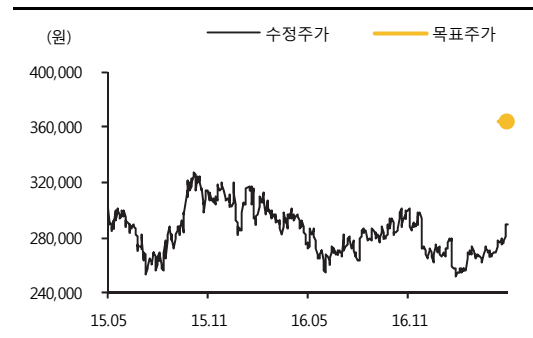
자료 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 배당성향 및 배당수익률 전망



자료 WiseFn, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.29	매수	364,000원



Compliance Notice

- 작성자(검도하는) 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 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 29일 기준)

매수	93.88%	중립	6.12%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	53,408	58,238	62,172	66,533	70,978
현금 및 예치금	1,358	1,049	1,075	748	1,787
유가증권	36,118	38,127	41,534	44,265	46,972
주식	3,642	4,342	5,145	5,413	5,599
채권	26,625	28,115	30,436	32,571	34,747
수익증권	1,458	2,098	2,203	2,313	2,429
외화유가증권	3,132	2,849	2,991	3,171	3,361
기타유가증권	1,261	723	759	797	837
대출채권	14,599	17,878	18,652	20,625	21,293
부동산	1,334	1,184	911	895	926
비운용자산	5,412	5,136	5,058	5,000	4,955
특별계정자산	4,051	4,524	4,796	5,179	5,594
자산총계	62,871	67,898	72,025	76,712	81,526
책임준비금	45,773	49,416	52,896	56,599	60,405
지급준비금	3,435	3,731	3,881	4,036	4,197
보험료적립금	38,794	41,941	45,194	48,589	52,079
미경과보험료적립금	3,090	3,240	3,275	3,383	3,496
기타부채	2,884	2,996	2,346	2,255	2,038
특별계정부채	4,243	4,605	4,881	5,272	5,694
부채총계	52,900	57,017	60,124	64,126	68,137
지배주주지분					
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	6,795	7,414	8,261	8,946	9,749
비상위험준비금	1,692	1,817	1,886	1,936	2,001
자본조정	-1,348	-1,484	-1,484	-1,484	-1,484
기타포괄손익누계	3,558	3,985	4,158	4,158	4,158
자본총계	9,971	10,881	11,901	12,586	13,389
부채와자본총계	62,871	67,898	72,025	76,712	81,526

성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	9.1	8.0	6.1	6.5	6.3
운용자산	7.4	9.0	6.8	7.0	6.7
부채	9.8	7.8	5.5	6.7	6.3
책임준비금	10.3	8.0	7.0	7.0	6.7
자본	5.5	9.1	9.4	5.8	6.4
경과보험료	2.4	2.7	2.6	2.9	3.2
일반	0.3	4.5	2.9	5.0	4.0
자동차	7.1	15.3	5.3	5.0	4.0
장기	1.2	-1.5	1.6	1.9	2.8
순사업비	6.6	5.0	7.0	2.2	2.9
투자영업이익	-0.3	0.7	18.0	-7.7	5.9
영업이익	-1.8	4.7	30.5	-5.7	9.3
순이익	-1.7	7.4	31.6	-7.8	9.2

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	17,800	18,183	18,685	19,171	19,782
일반	1,361	1,303	1,327	1,380	1,435
자동차	4,238	4,804	5,086	5,289	5,501
장기	12,201	12,077	12,272	12,502	12,847
보유보험료	17,166	17,657	18,197	18,689	19,303
경과보험료	16,956	17,406	17,856	18,372	18,954
일반	1,156	1,208	1,243	1,305	1,357
자동차	3,785	4,364	4,596	4,824	5,017
장기	12,015	11,834	12,017	12,243	12,580
경과손해액	14,376	14,626	14,804	15,172	15,629
일반	736	891	836	887	923
자동차	3,120	3,528	3,692	3,863	4,022
장기	10,520	10,207	10,275	10,422	10,684
순사업비	3,187	3,347	3,583	3,662	3,768
보험영업이익	-606	-568	-531	-462	-443
투자영업이익	1,677	1,688	1,992	1,840	1,949
영업이익	1,071	1,120	1,462	1,378	1,506
영업외이익	-37	-27	-30	-32	-36
세전이익	1,034	1,094	1,432	1,346	1,470
법인세비용	251	253	325	326	356
당기순이익	783	841	1,106	1,020	1,114
지배주주 순이익	783	841	1,106	1,020	1,114

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.8	84.0	82.9	82.6	82.5
일반	63.7	73.7	67.3	68.0	68.0
자동차	82.4	80.9	80.3	80.1	80.2
장기	87.6	86.3	85.5	85.1	84.9
사업비율	18.8	19.2	20.1	19.9	19.9
투자이익률	3.3	3.1	3.4	2.9	2.9
수익성 (%)					
ROE	8.1	8.1	9.7	8.3	8.6
ROA	1.3	1.3	1.6	1.4	1.4
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	18,835	20,702	27,249	25,124	27,434
보통주 BPS	232,111	255,966	279,968	296,068	314,976
보통주 DPS	5,150	6,100	7,900	7,300	8,000
기타 지표					
보통주 PER (X)	16.3	13.0	10.6	11.5	10.6
보통주 PBR (X)	1.3	1.1	1.0	1.0	0.9
배당성장률 (%)	28.3	30.8	30.4	30.4	30.5
보통주 배당수익률 (%)	1.7	2.3	2.7	2.5	2.8

자료 : SK증권 추정