

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

dohakim@sk.com

02-3773-8876

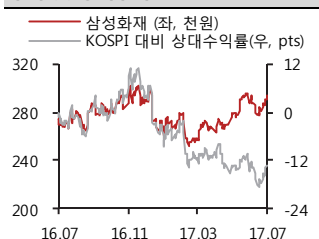
Company Data

자본금	26 십억원
발행주식수	5,057 만주
자사주	806 만주
액면가	500 원
시가총액	13,881 십억원
주요주주	
삼성생명보험(주)(외5)	18.50%
삼성화재 자사주	15.92%
외국인지분율	48.28%
배당수익률	2.27%

Stock Data

주가(17/07/11)	293,000 원
KOSPI	2,396.0 pt
52주 Beta	0.47
52주 최고가	302,000 원
52주 최저가	252,500 원
60일 평균 거래대금	27 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.7%	1.1%
6개월	11.8%	-3.6%
12개월	8.5%	-12.0%

삼성화재 (000810/KS | 매수(유지) | T.P 375,000 원(상향))

상반기 순이익이 연간 가이드언스를 84% 상회할 전망

삼성화재의 2Q17 순이익은 2,738 억원 (+18.4% YoY)으로 컨센서스를 7.4% 상회할 전망. 자동차보험 중심의 손해를 개선이 기대치 상회의 원인으로 판단. 동사의 상반기 누적 순이익은 연간 가이드언스의 83.5%(7,768 억원)로 예상됨. 높은 연간 이익 증가율이 기대되는 가운데, 압도적인 자본안정성을 바탕으로 적극적인 주주환원책이 가능한 삼성화재에 대해 목표주가를 375,000 원으로 상향 조정하며 업종 내 top pick 의견을 유지

2Q17 순이익 2,738 억원 (+18.4% YoY) 기록할 전망

삼성화재의 2Q17 순이익은 2,738 억원 (+18.4% YoY, -45.6% QoQ)으로 시장 컨센서스를 7.4% 상회할 전망. 전분기의 대규모 일회성 이익 (본사 매각익 2,600 억원대)에 따른 기저효과로 QoQ 감소를 보이지만, 자동차보험 중심의 경과손해를 개선이 컨센서스 상회의 주된 원인으로 판단. 2Q17 경과손해율은 81.6%로 2.2% YoY 하락하며, 특히 자동차 손해율은 연초의 보험료 인하에도 불구하고 CM 물량 비중 확대에 따라 75.8% (-4.8%p YoY)로 하락할 전망. 2Q17 투자수익률은 삼성전자의 중간배당 인식에도 불구하고 보수적인 운용에 따라 2.7%의 저조한 수준을 기록하고, 전년동기 역삼빌딩 매각익에 따른 기저효과도 반영돼 0.5%p YoY 하락할 것으로 예상됨

목표주가 375,000 원으로 상향 조정, 투자의견 BUY 및 top pick 유지

기대 ROE 상승으로 삼성화재의 목표주가를 375,000 원 (목표 PBR 1.29X)으로 직전대비 3.0% 상향 조정하며, 상승여력에 따라 투자의견 BUY 를 유지함. 삼성화재의 상반기 누적 순이익은 7,768 억원으로 예상되며, 이는 연초 동사가 연간 목표 이익으로 제시한 9,300 억원의 83.5%에 해당. 당시 보수적인 가이드언스 제시로 투자심리에 부정적인 영향을 미쳤으나 실제 이익은 이를 상회할 가능성이 높으며, SK 증권은 삼성화재가 2017년 1.1 조원 수준의 순이익을 달성할 것이라는 전망을 유지함. 또한 본사 매각익을 포함해 2017년 높은 이익 증가율이 기대되는 가운데, 압도적인 자본안정성으로 적극적인 주주환원책(배당성향 30% 상회, 자기주식 매입 등)이 가능할 것으로 기대돼 업종 내 top pick 의견을 유지함

영업실적 및 투자지표

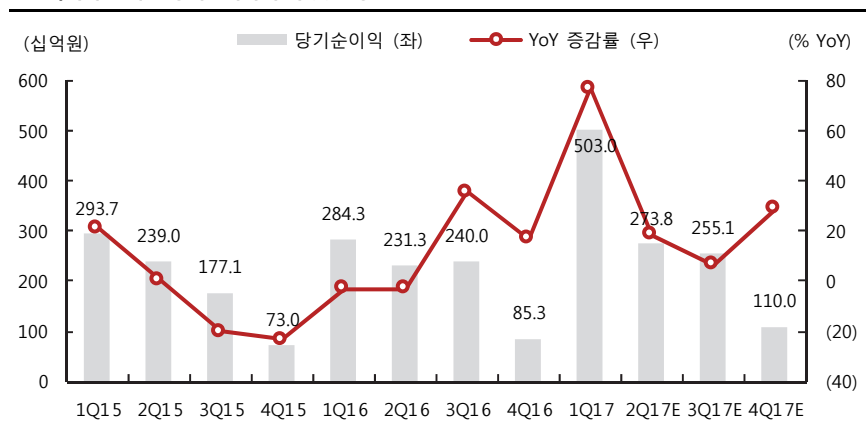
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
경과보험료	십억원	16,556	16,956	17,406	17,763	18,171	18,645
YoY	%	2.0	2.4	2.7	2.1	2.3	2.6
보험손익	십억원	-593	-606	-568	-442	-304	-284
투자손익	십억원	1,683	1,677	1,688	1,977	1,823	1,920
합산비용	%	103.6	103.6	103.3	102.5	101.7	101.5
투자수익률	%	3.8	3.3	3.1	3.3	2.9	2.8
영업이익	십억원	1,090	1,071	1,120	1,535	1,519	1,636
YoY	%	14.9	-1.8	4.6	37.0	-1.0	7.7
세전이익	십억원	1,051	1,034	1,094	1,478	1,383	1,496
순이익	십억원	797	783	841	1,142	1,048	1,134
YoY	%	18.3	-1.7	7.4	35.8	-8.2	8.2
EPS	원	18,763	18,835	20,702	28,127	25,817	27,929
BPS	원	213,937	232,111	255,966	280,804	297,363	316,588
PER	배	15.1	16.3	13.0	10.4	11.3	10.5
PBR	배	1.3	1.3	1.0	1.0	1.0	0.9
ROE	%	9.2	8.1	8.1	10.0	8.5	8.7
배당수익률	%	1.6	1.7	2.3	2.8	2.5	2.7

삼성화재 2Q17 실적 preview 및 시장 컨센서스 변동 추이

(단위: 십억원)	2Q17E	1Q17	QoQ (%)	2Q16	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(45.3)	(80.9)	적축	(128.9)	적축	n/a	n/a
투자영업이익	410.6	734.4	(44.1)	441.4	(7.0)	n/a	n/a
영업이익	365.3	653.5	(44.1)	312.6	16.9	346.1	5.5
당기순이익	273.8	503.0	(45.6)	231.3	18.4	254.9	7.4
(단위: %)	2Q17E	1Q17	QoQ (%p)	2Q16	YoY (%p)		
경과손해율	81.6	81.3	0.4	83.8	(2.2)		
일반	69.0	61.8	7.2	73.7	(4.7)		
자동차	75.8	76.4	(0.6)	80.6	(4.8)		
장기	85.2	85.1	0.1	86.0	(0.8)		
사업비용	19.4	20.6	(1.2)	19.2	0.2		
투자수익률	2.7	5.0	(2.3)	3.2	(0.5)		

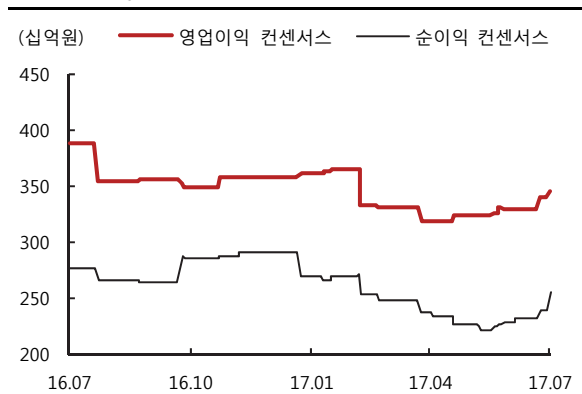
자료: FnGuide, SK 증권

삼성화재의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



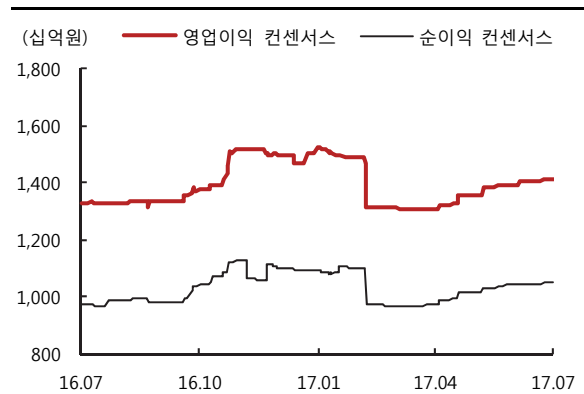
자료: 삼성화재, SK 증권

삼성화재의 2Q17 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



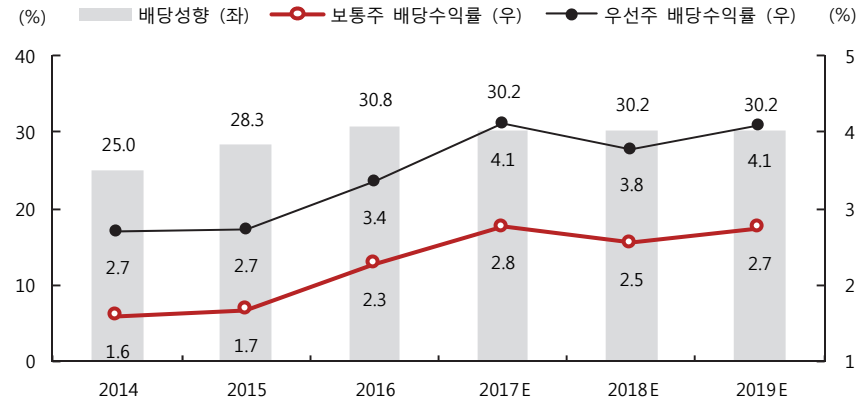
자료: FnGuide, SK 증권

삼성화재의 2017년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

삼성화재의 배당지표 추이 및 전망



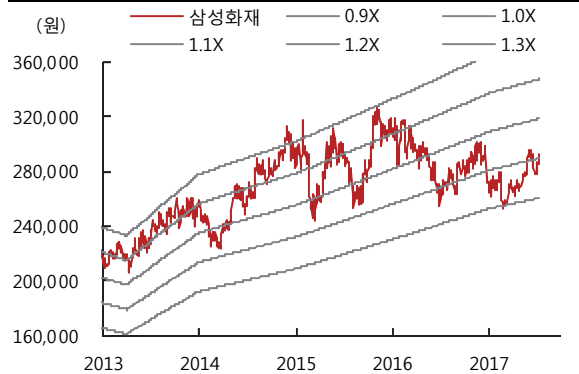
자료: WiseFn, SK 증권

삼성화재의 목표주가 산출식

항목	삼성화재	비고
자기자본비용 (%)	7.7	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	(b): 국제 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.3	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.6	(d): 삼성화재의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	9.1	(e): 삼성화재의 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.17	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	10.0	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	1.29	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	290,463	(j): 삼성화재의 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	375,000	(k): (i)*(j)
현재가 (07/10, 원)	293,000	
상승여력 (%)	28.0	

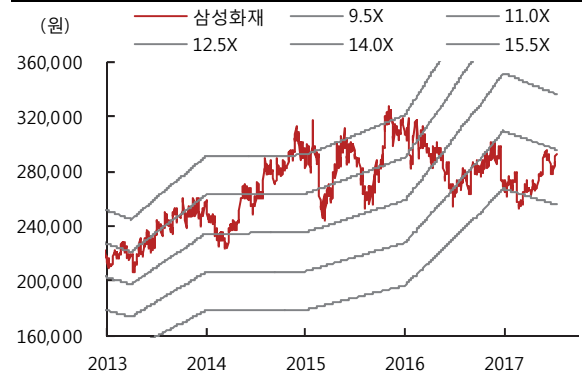
자료: SK 증권

삼성화재의 12 개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

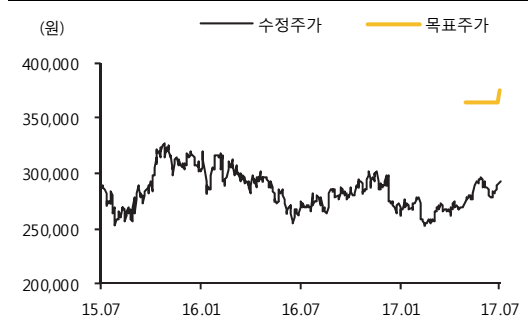
삼성화재의 12 개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.07.12	매수	375,000원
2017.05.29	매수	364,000원



Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 7 월 12 일 기준)

매수	93.04%	중립	6.96%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	53,408	58,238	62,126	66,519	70,867
현금 및 예치금	1,358	1,049	1,132	1,244	1,394
유가증권	36,118	38,127	40,701	43,627	46,439
주식	3,642	4,342	5,222	5,494	5,682
채권	26,625	28,115	29,430	31,805	34,043
수익증권	1,458	2,098	2,413	2,654	2,827
외화유가증권	3,132	2,849	2,877	2,877	3,050
기타유가증권	1,261	723	759	797	837
대출채권	14,599	17,878	19,383	20,753	22,110
부동산	1,334	1,184	910	895	925
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	71,979	76,698	81,415
책임준비금	45,773	49,416	52,807	56,424	60,141
지급준비금	3,435	3,731	3,881	4,036	4,197
보험료적립금	38,794	41,941	45,161	48,489	51,901
미경과보험료적립금	3,090	3,240	3,219	3,308	3,409
기타부채	2,884	2,996	2,355	2,362	2,123
특별계정부채	4,243	4,605	4,881	5,272	5,694
부채총계	52,900	57,017	60,043	64,057	67,957
지배주주지분					
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	6,795	7,414	8,297	9,001	9,818
비상위험준비금	1,692	1,817	1,853	1,893	1,951
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	11,937	12,641	13,458
부채와자본총계	62,871	67,898	71,979	76,698	81,415

성장률

12월 결산(% YoY)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	9.1	8.0	6.0	6.6	6.1
운용자산	7.4	9.0	6.7	7.1	6.5
부채	9.8	7.8	5.3	6.7	6.1
책임준비금	10.3	8.0	6.9	6.9	6.6
자본	5.5	9.1	9.7	5.9	6.5
경과보험료	2.4	2.7	2.1	2.3	2.6
일반	0.3	4.5	2.6	4.7	4.0
자동차	7.1	15.3	4.6	2.7	2.5
장기	1.2	-1.5	1.0	1.9	2.5
순사업비	6.5	5.0	5.3	-0.4	2.3
투자영업이익	-0.3	0.7	17.1	-7.8	5.3
영업이익	-1.8	4.6	37.0	-1.0	7.7
순이익	-1.7	7.4	35.8	-8.2	8.2

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	17,800	18,183	18,508	18,889	19,408
일반	1,361	1,303	1,326	1,379	1,435
자동차	4,238	4,804	4,970	5,069	5,221
장기	12,201	12,077	12,211	12,441	12,752
보유보험료	17,166	17,657	18,025	18,415	18,938
경과보험료	16,956	17,406	17,763	18,171	18,645
일반	1,156	1,208	1,240	1,299	1,351
자동차	3,785	4,364	4,565	4,690	4,808
장기	12,015	11,834	11,958	12,182	12,487
경과손해액	14,376	14,626	14,680	14,964	15,336
일반	736	891	834	883	918
자동차	3,120	3,528	3,632	3,719	3,817
장기	10,520	10,207	10,214	10,363	10,600
순사업비	3,187	3,347	3,525	3,511	3,593
보험영업이익	-606	-568	-442	-304	-284
투자영업이익	1,677	1,688	1,977	1,823	1,920
영업이익	1,071	1,120	1,535	1,519	1,636
영업외이익	-37	-27	-56	-136	-140
세전이익	1,034	1,094	1,478	1,383	1,496
법인세비용	251	253	336	335	362
당기순이익	783	841	1,142	1,048	1,134
지배주주 순이익					

주요투자지표

12월 결산	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.8	84.0	82.6	82.4	82.3
일반	63.7	73.7	67.3	68.0	68.0
자동차	82.4	80.9	79.6	79.3	79.4
장기	87.6	86.3	85.4	85.1	84.9
사업비율	18.8	19.2	19.8	19.3	19.3
투자이익률	3.3	3.1	3.3	2.9	2.8
수익성 (%)					
ROE	8.1	8.1	10.0	8.5	8.7
ROA	1.3	1.3	1.6	1.4	1.4
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	18,835	20,702	28,127	25,817	27,929
보통주 BPS	232,111	255,966	280,804	297,363	316,588
보통주 DPS	5,150	6,100	8,100	7,450	8,050
기타 지표					
보통주 PER (X)	16.3	13.0	10.4	11.3	10.5
보통주 PBR (X)	1.3	1.0	1.0	1.0	0.9
배당성향 (%)	26.5	28.9	28.2	28.3	28.3
보통주 배당수익률 (%)	1.7	2.3	2.8	2.5	2.7

자료: SK증권 추정