

삼성화재(000810)

우수한 손익관리로 지속 가능성 높은 고배당주

차별적 손익관리 능력을 확인한 4분기
2021년까지 배당성향 50%로 단계적 확대
지속 가능성 있는 고배당주의 멀티플 확장 시기

Facts : 차별적 손익관리 능력을 확인한 4분기

삼성화재는 4분기 순이익 1,543억원(+301.3% YoY, -34.9% QoQ)의 우수한 실적을 시현했다. 자보손해율 92.0%(+2.7%p YoY, +5.0%p QoQ), 위험손해율 78.9%(-3.7%p YoY, -0.5%p QoQ), 사업비율 20.7%(+0.2%p YoY, +1.1%p QoQ), 투자이익률 2.9%(+0.1%p YoY, -0.2%p QoQ)를 시현했다. 업계의 부진한 실적이 예상되는 상황에서 리스크관리 및 손익관리 능력이 부각된 4분기이다.

Pros & cons : 2021년까지 배당성향 50%로 단계적 확대

삼성화재의 2018년 배당성향은 46.2%(별도 기준), DPS는 11,500원, 배당수익률은 4.1%(우선주 6.4%)이다. 삼성화재는 2021년까지 배당성향을 50%로 단계적 상향할 계획이다. 규제환경, 어려운 외부 시장여건에서도 명확한 중장기 배당정책을 공유했다. 전년 배당성향 46.2%를 적용시 2019년 DPS는 11,700원, 배당수익률은 4.0%(우선주 6.5%), 배당성향 50%를 적용시 DPS는 12,700원, 배당수익률은 4.4%(우선주 7.1%)이다. 전년 삼성화재는 계열사 지분 매각/감액손실로 일회성 이익 1,690억원이 반영되었기에 상기 요인을 고려해서 2019년 순이익은 전년과 유사한 1조 766억원(+1.8% YoY)을 전망한다.

Action : 지속 가능성 있는 고배당주의 멀티플 확장 시기

손보업계는 연초 요율 인상(자보, 실손)을 단행했지만 경쟁 재현 우려, 불안정한 금리로 올해 실적에 대한 시장 기대치가 높지 않다. 손해율의 추가 상승이 예상되는 1분기 실적과 추가 요율 인상 여부가 향후 실적 방향성의 기준점이 될 것으로 판단한다. 반면, 삼성화재는 차별적 손익 안정성, 자본건전성, 지속 가능성 있는 배당주로 자리매김할 것으로 전망한다. 손해율 1~2%p의 변동, 분기 실적보다 중장기 자본정책에 대한 의지가 멀티플 상승 계기가 될 것으로 판단한다. 자본규제 변경 이후에도 RBC 250% 이상 유지가 예상되는 만큼 고배당의 지속 가능성이 높다. 우선주의 매력도 여전히 높다. 높은 자본여력, 고배당여력 등을 고려해서 목표주가 산출에 적용되는 자본비용을 기존 7.7% 대비 0.5%p 하향하고 이에 따라 목표주가를 기존 대비 10% 상향한 360,000원으로 제시한다(target PBR 1.27배). 목표주가는 12MF BPS 282,373원, 3년 ROE 8.7%, 조정 CoE 7.2%를 적용했다.

하 회 부 합 상 회

순이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 360,000원(상향)

Stock Data

KOSPI(2/20)	2,230
주가(2/20)	291,000
시가총액(십억원)	13,786
발행주식수(백만)	47
52주 최고/최저가(원)	301,000/250,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	20,346
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.6/50.1
주요주주(%)	삼성생명보험 외 5 인 18.5
	국민연금 8.1

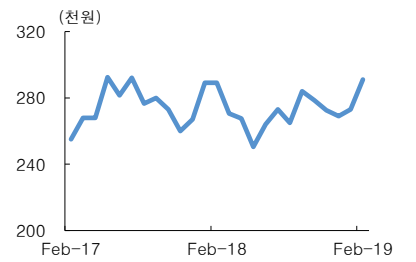
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	12.9	13.9	13.7
PBR(x)	1.0	1.1	1.0
ROE(%)	9.1	8.7	8.6
DY(%)	4.1	4.1	4.0
EPS(원)	20,624	20,904	21,290
BPS(원)	265,108	272,324	282,373

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.6	6.8	3.7
KOSPI 대비(%)	2.6	7.6	11.4

주가추이



자료: FnGuide

윤태호

taeho3123@truefriend.com

차주영

jooyoung.cha@truefriend.com

컨퍼런스콜 Q&A 요약

1. 2019년 언론 보도에서 신계약비, 설계사 수수료 관련 정책이 있는 것 같은데, 예상되는 사항 혹은 대응 방법
 - 현재 업계는 GA 중심 시장 격화 따라서 규제 장치 마련 중. 사업비 측면에서는 시장 대응보다 수익성 중심 사업비 운영 계획.
2. 추가 보험 요율 인상 계획
 - 1월 말 2.7% 보험료 인상. 충분하지 않다는 것은 회사와 시장 모두 인지하고 있음. 2.7% 인상은 3% 내외의 정비수가 반영 부분 중 1.1%만 반영하고 나머지는 손해율 상승을 반영한 결과. 인상계획은 지금 공유하기 어렵지만 실적 확인하며 검토하겠음. 1분기 실적 후 인상 여부 타진.
3. 2018년 EV 상황
 - IFRS17, K-ICS 도입시 현재 공시 기준 EV와 적용 과정 및 방식 등과의 갭이 클 것. EV 신뢰 수준은 현 99%에서 99.5%로 변경, 정책 및 사업비 관련 리스크 등이 추가되고, EV 할인율 8.5%에서 3.5%로 변경 예정.
 - 현재 산출 기준으로 신계약 연납화 마진율은 2017년 37.7%에서 2018년 40.1%로 상향
4. 향후 3년 장기위험보험료의 성장성 전망 및 현재 위험손해율 수준 유지 가능 여부
 - 2018년 위험보험료 증가율은 전년 대비 다소 낮은 7.4% 수준. 2019년은 전년 인보험 증가에 힘입어 2018년과 비슷하거나 소폭 낮은 수준의 성장 예상.
 - 장기적인 손해율 예측은 어렵지만, 지속보험료 증대 노력 및 보험료 할증, 우량고객 관리, 보험료 누수요인 차단 등으로 80% 이하의 손해율 유지 계획
5. (배당정책) 2021년 이후 LAT 공시 및 여러 캐피탈 모델 고려시 free surplus 현황 및 성장 여부
 - 2021년부터 IFRS17 도입으로 보험업 패러다임의 변화가 예상됨. 신 회계 기준 도입 후 자본건전성 250% 수준 유지 예상.
6. 2018년 배당재원에는 일회적인 이익이 섞여 있었음. 향후에도 일회성 요인 포함 전체 순이익 기준으로 배당할 계획인지
 - 앞으로도 일회성 요인 포함한 이익 기준으로 배당할 것
7. 올해는 작년 초 기대와 달리 시장 금리, 신규 집행 금리 등 외부 변화가 있을 것으로 보이는데, 2019년 운용 전략 및 투자이익률 전망
 - 금융시장 변동이 클 것으로 예상됨. 국내는 수출 현황 및 고용 악화로 금리인상은 어려워 보임. 미국 역시 1~0번 금리인상 예상. 신규 집행 금리 50-60bp 하락 예상. 이를 고려해 포트폴리오 조정 (현재 채권 비중 48%인데 기업금융, 리테일 쪽으로 자산 다각화).
 - 이차마진 개선은 어렵겠지만 하락폭은 최소한으로 유지할 것

〈표 1〉 4분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
경과보험료	4,373	4,394	4,402	4,458	4,448	(0.2)	1.7	4,423
보험영업이익	(272)	(81)	(135)	(156)	(244)	NM	NM	(321)
합산비율	106.2	101.8	103.1	103.5	105.5	2.0	(0.7)	-
투자영업이익	445	513	648	501	475	(5.2)	6.8	479
당기순이익	38	301	365	237	154	(34.9)	301.3	89

주: 당기순이익은 지배주주순이익

자료: 삼성화재, FnGuide, 한국투자증권

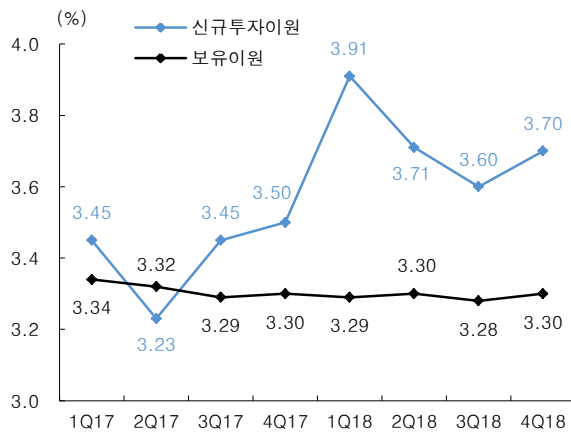
〈표 2〉 목표주가 산정 내역

(단위: 원, 배, %)

투자의견	매수
목표주가	360,000
조정상승여력	23.7
현재주가	291,000
적정 PBR	1.27
현재 PBR	1.03
Sustainable ROE	8.7
영구성장률	1.5
조정 CoE	7.2
Risk free rate	2.0
Risk premium	8.6
베타	0.66
4Q Fwd BPS	282,373
RBC	334.8

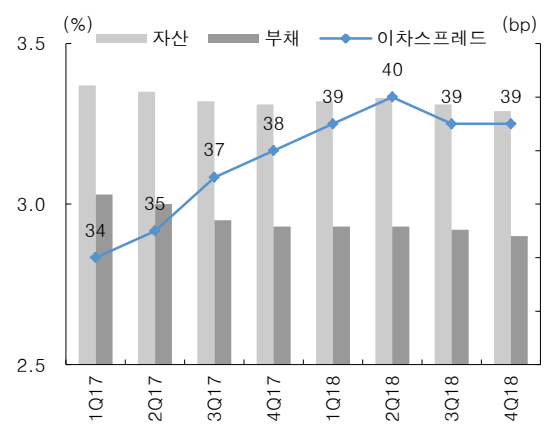
주: Sustainable ROE는 향후 3년 ROE의 평균, 조정 CoE는 산출된 CoE 7.8%에서 높은 RBC를 고려해서 하향 조정
 자료: 삼성화재, 한국투자증권

[그림 1] 신규투자이원



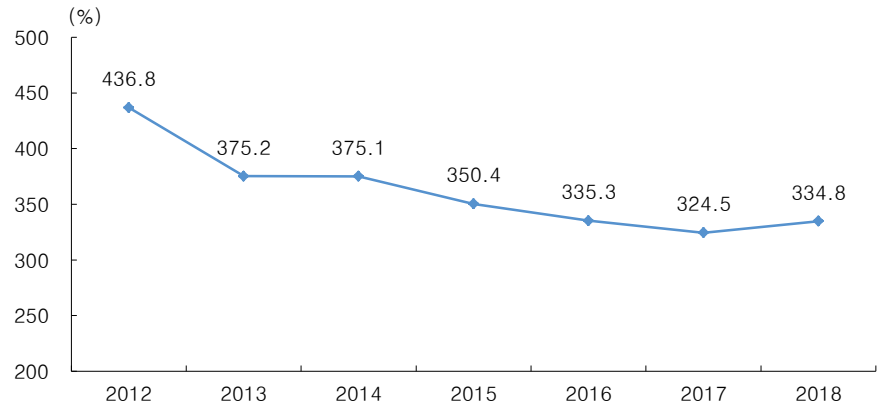
자료: 삼성화재, 한국투자증권

[그림 2] 이차 스프레드



자료: 삼성화재, 한국투자증권

[그림 3] RBC 비율 추이



자료: 삼성화재, 한국투자증권

〈표 3〉 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	FY17		FY18(변경 후)					FY18(변경 전)		Review		FY19F	
	4Q	연간	1Q	2Q	3Q	4QP	FY18P	4QF	FY18F	YoY	전망 대비	변경 후	변경 전
원수보험료	4,393	18,230	4,546	4,592	4,558	4,539	18,234	4,966	18,662	3.3	(8.6)	20,139	20,139
경과보험료	4,373	17,690	4,394	4,402	4,458	4,448	17,702	4,792	18,046	1.7	(7.2)	19,533	19,431
보험영업이익	(272)	(511)	(81)	(135)	(156)	(244)	(616)	(373)	(745)	적지	적지	(618)	(613)
투자영업이익	445	2,001	513	648	501	475	2,137	514	2,176	6.8	(7.6)	2,161	2,191
총영업이익	173	1,491	432	513	345	231	1,521	141	1,431	33.2	63.4	1,543	1,578
당기순이익	38	1,043	301	365	237	154	1,057	91	994	301.3	69.7	1,077	1,104
운용자산	64,419	64,419	62,727	63,605	65,079	64,419	64,419	64,513	64,513	0.0	(0.1)	68,258	68,699
(투자이익률)	2.8	3.3	3.2	4.1	3.1	2.9	3.4	3.2	3.4	4.4	(7.6)	3.3	3.3
자기자본	11,922	11,922	11,387	11,525	12,083	12,287	12,287	11,992	11,992	3.1	2.5	12,795	12,742
adj.BPS (원)	265,108	265,108	254,521	257,256	268,297	272,324	272,324	266,479	266,479	2.7	2.2	282,373	281,325
손해율(K-IFRS)	85.8	82.9	81.5	82.2	83.9	84.8	83.1	85.5	83.3	(1.0)	(0.7)	82.5	82.5
일반	116.6	80.8	66.7	83.9	81.8	74.1	76.6	93.6	80.1	(24.4)	(1.4)	67.4	76.0
자동차	89.2	80.6	81.4	80.5	86.9	92.0	85.3	86.5	83.5	4.2	6.9	86.3	83.0
장기(연금 포함)	86.3	85.0	83.2	82.6	83.0	83.4	83.0	84.7	83.6	(3.0)	(1.4)	82.6	83.0
사업비율(K-IFRS)	20.4	20.0	20.4	20.9	19.6	20.7	20.4	22.3	20.8	0.2	(1.6)	20.2	20.6
합산비율(K-IFRS)	106.2	102.9	101.8	103.1	103.5	105.5	103.5	107.8	104.1	(0.7)	(2.3)	103.2	103.2
경과보험료	4,373	17,690	4,394	4,402	4,458	4,448	17,702	4,792	18,046	1.7	(7.2)	19,533	19,431
일반	176	1,150	346	342	360	366	1,414	359	1,406	107.5	2.0	1,352	1,320
자동차	1,148	4,592	1,111	1,120	1,138	1,137	4,507	1,130	4,500	(0.9)	0.6	4,675	4,602
장기(연금 제외)	2,920	11,820	2,937	2,939	2,960	2,944	11,781	3,304	12,140	0.9	(10.9)	13,506	13,509

자료: 삼성화재, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

삼성화재는 1952년 1월 26일 한국안보화재해상재보험주식회사로 설립하였음. 현재 국내에서 가장 규모가 큰 손해보험사로, 보험업법에서 규정하는 손해보험업과 제3보험업을 핵심사업으로 영위하고 있고, 그 외 관계법령에 의거하여 개인연금, 퇴직연금, 신탁 등 다양한 금융상품을 판매하고 있음. 연결대상에 포함된 종속회사들은 국내 3개(삼성화재에니카손해사정, 삼성화재서비스손해사정, 삼성화재금융서비스보험대리점), 해외 8개 자회사(중국, 인도네시아, 베트남, 유럽, 브라질, 미국, 싱가포르, 두바이).

- 손해율: 발생손해액을 보험료수익(원수 및 경과보험료 별 손해율 산출 상이)으로 나눈 비율
- 사업비율: 사업비를 보험료수익으로 나눠준 비율
- 합산비율: 손해율과 사업비율의 합
- 신계약: 새로이 체결된 보험계약. 보통 월·년 단위의 기간을 기준으로 하여 그 기간 중에 새로 체결된 계약을 의미
- APE: Annualized premiums equivalent의 약자로서 통상적으로 보험 신계약을 연납화하는 개념(월납보험료 + 일시납보험료 x 1/10)
- 신계약비: 신계약 획득을 위하여 소요되는 비용
- 즉시연금: 계약이 체결된 해당연도부터 바로 연금의 지급이 개시되는 보험 상품
- 공시이율: 시중의 지표금리에 연동하여 예정이율을 적용 할 수 있도록 일정기간마다 공표되는 변동이율체계
- 예정이율: 보험사에 납입되는 보험료의 일부는 장래의 보험금 지급에 대비해서 적립되어 운영되는데 회사에서는 미리 일정한 수익을 예측하며, 그 금액만큼 보험료를 할인. 이 할인에 적용하는 이율

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
총자산	67,898	75,521	78,962	82,228	86,453
운용자산	58,238	64,419	64,419	68,258	71,797
현예금	1,049	1,342	1,648	1,746	1,836
주식	4,080	5,494	3,900	4,132	4,347
채권	28,115	29,319	30,767	32,600	34,291
국공채	9,540	10,187	10,866	11,514	12,111
특수채	12,310	12,875	13,396	14,194	14,930
회사채	6,264	6,258	6,505	6,892	7,250
수익증권 / 기타	3,083	1,198	3,736	3,959	4,164
해외 / 신종	2,849	2,610	3,353	3,552	3,737
대출	17,878	21,393	22,531	23,874	25,112
부동산	1,184	815	799	846	890
비운용자산	9,660	11,102	14,544	13,970	14,656
특별계정자산	4,524	5,629	7,145	6,419	7,132
부채총계	57,017	63,599	66,675	69,433	73,001
보험계약준비금	49,416	52,872	55,461	58,314	61,257
책임준비금	49,416	52,872	55,461	58,314	61,257
자본총계	10,881	11,922	12,287	12,795	13,453
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	7,414	8,198	8,830	9,559	10,358
자본조정	(1,484)	(1,484)	(1,484)	(1,484)	(1,484)
기타포괄손익누계	3,931	4,243	3,926	3,705	3,563

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
총자산성장률	8.0	11.2	4.6	4.1	5.1
원수보험료성장률	2.2	0.3	0.0	10.4	2.6
자동차	13.4	0.0	(1.5)	2.4	3.1
장기	(1.0)	0.2	0.0	14.6	2.6
일반	(4.3)	2.0	5.7	1.9	1.2
당기순이익	7.4	24.0	1.4	1.8	7.3
운용자산증가율	9.0	10.6	0.0	6.0	5.2
운용이익증가율	0.7	18.5	6.8	1.1	10.1
보험영업효율					
손해율	84.0	82.9	83.1	82.5	82.5
사업비율	19.2	20.0	20.4	20.2	20.7
합산비율	103.3	102.9	103.5	102.7	103.2
장기손해율	86.1	85.0	83.0	82.6	82.6
자동차손해율	80.9	80.6	85.3	86.3	86.6
일반손해율	75.4	80.8	76.6	67.4	67.0
경과보험료 기준 매출비중(%)					
자동차보험	25.1	26.0	25.5	23.9	24.1
일반보험	6.9	66.8	66.6	69.1	69.1
장기보험	68.0	6.5	8.0	6.9	6.8

주: K-IFRS (별도) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	18,183	18,230	18,234	20,139	20,669
자동차	4,804	4,804	4,733	4,848	4,998
장기	12,077	12,097	12,097	13,860	14,222
일반	1,303	1,329	1,405	1,431	1,449
경과보험료	17,406	17,690	17,702	19,533	20,052
자동차	4,364	4,592	4,507	4,675	4,829
장기	11,834	11,820	11,781	13,506	13,858
일반	1,208	1,150	1,414	1,352	1,366
발생손해액	14,626	14,670	14,709	16,196	16,646
자동차	3,528	3,700	3,842	4,033	4,184
장기	10,187	10,042	9,784	11,162	11,450
일반	911	929	1,083	1,001	1,012
순사업비	3,347	3,531	3,609	3,955	4,146
자동차	823	832	797	796	831
장기	2,232	2,396	2,560	2,828	2,973
일반	293	302	301	331	343
보험영업이익	(568)	(511)	(616)	(618)	(740)
투자영업이익	1,688	2,001	2,137	2,161	2,380
수정영업이익	1,120	1,491	1,521	1,543	1,640
영업외이익	(27)	(79)	(81)	(84)	(75)
당기순이익	841	1,043	1,057	1,077	1,155
수정순이익	841	1,043	1,057	1,077	1,155

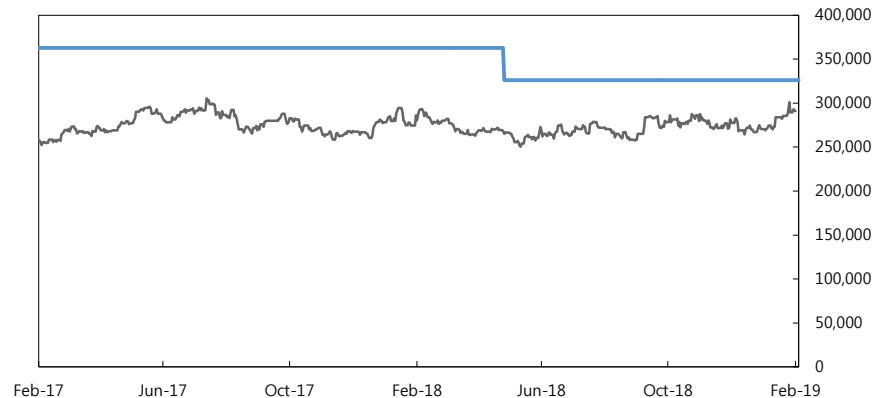
주요투자지표

(단위: 원, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	16,630	20,624	20,904	21,290	22,844
BPS	215,179	235,771	242,986	253,036	266,037
수정BPS	244,517	265,108	272,324	282,373	295,374
DPS	6,100	10,900	11,500	11,700	12,600
배당수익률	2.3	4.1	4.1	4.0	4.3
배당성향	30.8	44.4	46.2	46.2	46.2
수익성지표					
영업이익률	16.1	19.7	20.7	19.0	20.0
ROA	1.3	1.5	1.4	1.3	1.4
ROE	8.1	9.1	8.7	8.6	8.8
투자영업지표					
총자산대비 투자영업이익률	2.6	2.8	2.8	2.7	2.9
운용자산수익률	3.1	3.3	3.4	3.3	3.5
투자영업이익률(주식제외)	3.0	3.2	3.3	3.2	3.4
총자산/총자본	6.2	6.3	6.4	6.4	6.4
운용자산/총자산	85.8	85.3	81.6	83.0	83.0

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성화재 (000810)	2016.05.01	매수	363,000원	-23.9	-16.8
	2017.05.01	1년경과		-23.3	-15.8
	2018.05.01	1년경과		-25.7	-25.1
	2018.05.15	매수	326,000원	-16.6	-7.7
	2019.02.21	매수	360,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 2월 20일 현재 삼성화재 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성화재 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.