

삼성화재(000810)

배당정책은 지속성이 중요

자동차보험, 위험손해율 상승으로 부진
적극적 영업전략으로 선회
시장 의견을 고려해서 배당 결정 예상

Facts : 자동차보험, 위험손해율 상승으로 부진

1분기 순이익은 2,308억원(-23.3% YoY, +49.6% QoQ)으로 컨센서스를 7.3% 하회하는 실적을 시현했다. 자동차보험 손해율은 85.1%(+3.6%p YoY, -6.9%p QoQ), 위험손해율은 82.4%(+1.7%p YoY, +3.5%p QoQ)로 상승했다. 사업비율은 22.1%(+0.8%p YoY, +0.5%p QoQ)로 상승했는데, 1분기 손보업계의 신계약 경쟁의 영향으로 판단된다.

Pros & cons : 적극적 영업전략으로 선회

1분기 보장성 인보험은 414억원으로 전년 대비 20.4% 증가했는데, 업계 경쟁에서 삼성화재도 물러서지 않은 것으로 보인다. 전속채널 시장점유율은 35.7%로 2018년 36.3% 대비 소폭 하락한 반면, GA채널 시장점유율은 9.6%로 2018년 7.4% 대비 큰 폭 상승했다. 월평균 신계약 비중에서도 GA채널 비중이 전년 14.2%에서 18.8%로 높아졌다. 삼성화재는 메리츠화재의 신계약 1위 수성을 용인하지 않을 것이기에 수수료 제도가 허락하는 범위 내에서 적극적 영업전략을 펼칠 것으로 보인다.

Action : 시장 의견을 고려해서 배당 결정 예상

1분기 실적이 예상치를 하회했고, 사업비 증가 부담, 위험손해율 상승 등을 고려하면 연간 순이익 추정치는 낮아질 것으로 보인다. 상기 요건을 고려해서 우리는 삼성화재의 2019년 및 2020년 순이익 추정치를 각각 8.1% 하향했다. 전년 배당성향을 적용하면 DPS는 10,800원, 보통주 배당수익률은 3.8%(우선주 배당수익률 5.6%)으로 시장의 기대치를 하회한다. 그러나 삼성화재는 컨퍼런스콜에서 올해 배당을 확정할 수 없지만 실적 부진 시 배당 감소에 대한 시장 우려를 충분히 인지한다고 설명했다. 감독당국, 타 금융계열사의 입장을 고려해서 의견을 낼 수는 없지만 시장 눈높이에 부응한 배당정책을 지켜가겠다는 속뜻으로 이해된다. 배당정책은 지속성이 중요하다는 점에서 삼성화재는 시장 의견을 충분히 고려해서 연말 배당을 결정할 것으로 판단된다.

하 회 부 합 상 회

순이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 360,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/14)	2,082
주가(5/14)	282,500
시가총액(십억원)	13,383
발행주식수(백만)	47
52주 최고/최저(원)	309,000/250,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	24,086
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.6/50.8
주요주주(%)	삼성생명보험 외 5 인 18.5
	국민연금 8.1

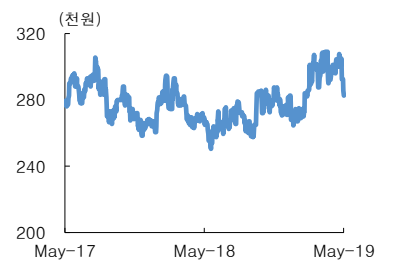
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	12.9	14.4	13.5
PBR(x)	1.0	1.0	0.9
ROE(%)	8.7	7.8	7.9
DY(%)	4.3	3.8	4.1
EPS(원)	20,904	19,571	20,990
BPS(원)	272,324	288,135	299,668

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.7)	(0.9)	5.2
KOSPI 대비(%p)	1.1	(1.5)	21.1

주가추이



자료: FnGuide

윤태호

taeho3123@truefriend.com

차주영

jooyoung.cha@truefriend.com

컨퍼런스콜 Q&A 요약

1. 공격적인 장기보험(보장성) 전략 배경
 - GA채널에서는 손해를 우량한 인보험 판매의 영향, 전속채널/GA/인터넷 채널 균형 성장 있었으며, 전년 실적 대비 기저효과가 반영
 - 2분기 신계약은 전년 대비 수준의 매출 예상
 - 감독당국의 감독 강화 및 손보사 종합검사로 인한 경쟁상황은 다소 완화 예상
 - 상위사의 시장 경쟁은 이어질 전망인데 전속채널 중심의 신계약 확대, GA에서는 우량 물건 위주의 신계약 성장 목표
2. 위험손해를 상승의 배경과 실손/비실손 손해율은? 과거 상품과 현재 판매하고 있는 상품의 손해율 상황이 어떻게 다른지?
 - 1분기 사망, 재물보험 손해율 하락했지만 실손보험 손해율 상승으로 위험손해율 82.4%(+1.7%p YoY)
 - 실손보험 손해율 117%(보험료 비중은 32%)인데 전년 대비 경쟁사와 손해율 격차는 확대(2위 손보사가 더 많이 상승함)
 - 사망담보의 경우 50%대의 안정적인 손해율 유지 중
 - 사망담보 위험보험료 비중은 최근 하락하고 있지만 전체 손해율 상승폭은 타사 대비 안정적임
3. 자동차보험 인상이 어렵다는 우려?
 - 표준약관변경은 갑자기 원가 상승한 부분으로 6월 첫째 주에 1.5% 내외 인상 예정
 - 정비수가에 따른 추가 인상요인은 남아있고 반영이 불가피하다고 생각하지만, 한 해에 세 번 인상은 소비자 시각차이/반발이 클 것으로 판단
 - 원가혁신프로젝트 등에 노력으로 손해율 관리해야 함
4. GA채널에서 목표로하는 점유율과 신계약 기준 업계 1위 유지가 더 중요한지?
 - GA채널에서 특정 시장점유율을 목표하지는 않고 전체 신계약 시장 중 마켓 리더십 유지하는 것이 중요
5. 안정적인 자본력을 가지고 향후 무엇을 할 수 있을지?
 - 과거에 리스크 관리를 충실히 해서 저성장/저금리 상황에서 현재 포지션을 구축
 - K-ICS제도 도입은 삼성화재에게 기회가 될 수 있음
 - 지급여력비율은 유럽의 Solvency II를 기준을 적용하는데 글로벌 탭티어와 비교해도 자본력은 경쟁력 있다고 판단
 - Organic/inorganic 성장 방식 모두를 고려하고 있음
6. 향후 5년을 보면 장기위험손해율이 어느 정도 수준에서 관리가 가능할지?
 - 2019년 연간을 보면 1분기 82.4% 수준 이하로 유지 계획

- 향후 5년간 장기보험시장은 현재 수준의 성장은 어려울 것으로 예상
- 유병자시장 외 인터넷/인슈어테크 및 기존 소규모 채널의 활성화 기대됨

7. 사업비 관리 방식과 설계사 수수료 분급화 등 업데이트?

- 전속채널 중심으로 시장에 대응 중
- 수수료 공시/초년도 수수료 제한(선지급 1,200% 이하)/수수료 분급 제도 등 업계 의견을 모으는 중
- 수수료 공시에는 이견이 없지만, 초년도 선지급 수수료 제한은 이해 관계 때문에 당장 도입은 어려움(2020년 이후에 적용 예상)
- 수수료 분급화는 선지급 제도는 1,200%로 제한과 맞물려 동시 시행은 어려워 보임
- 제도가 도입되면 업계 경쟁은 상당부분 완화 예상
- 수수료 중심이 아닌 상품/브랜드력 중심의 영업활동이 정상화되는 계기가 될 것

8. 신계약 중 가장 큰 비중을 차지한 상품, 치매보험(초회보험료 기준 비중)

- 치매보험은 기존 간편심사 상품의 한 급부이고 타사의 치매 단독상품처럼 리스크가 높은 상품으로는 판매하지 않음
- 치매담보 출시와 더불어 재보험 출제도 진행

9. 1분기부터 순이익 감소폭이 큰데 전년대비 감익 가능성? 배당이 줄어들 수 있을지?

- 아직 배당을 논하기 이른 시점이나 시장의 배당 기대를 충분히 이해하고 있음

〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

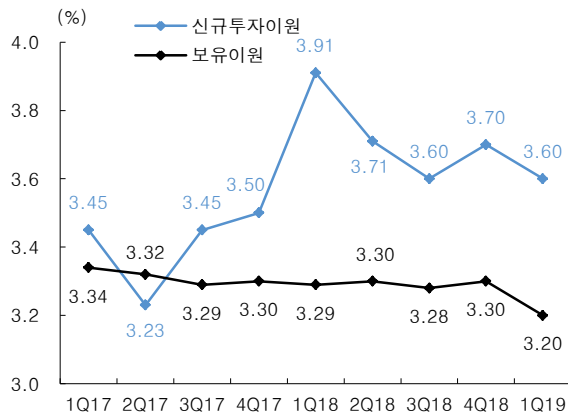
(단위: 십억원, %, %p)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
경과보험료	4,394	4,402	4,458	4,448	4,405	(1.0)	0.2	4,422
보험영업이익	(81)	(135)	(156)	(244)	(158)	NM	NM	(159)
합산비율	101.8	103.1	103.5	105.5	0.0	0.0	0.0	-
투자영업이익	513	648	501	475	489	2.9	(4.6)	516
당기순이익	301	365	237	154	231	49.6	(23.3)	249

주: 당기순이익은 지배주주순이익

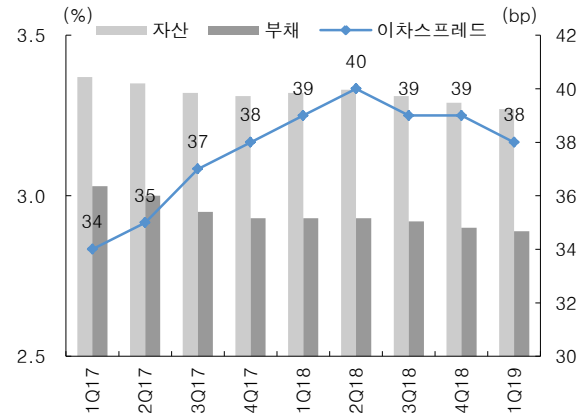
자료: 삼성화재, FnGuide, 한국투자증권

[그림 1] 신규투자이원



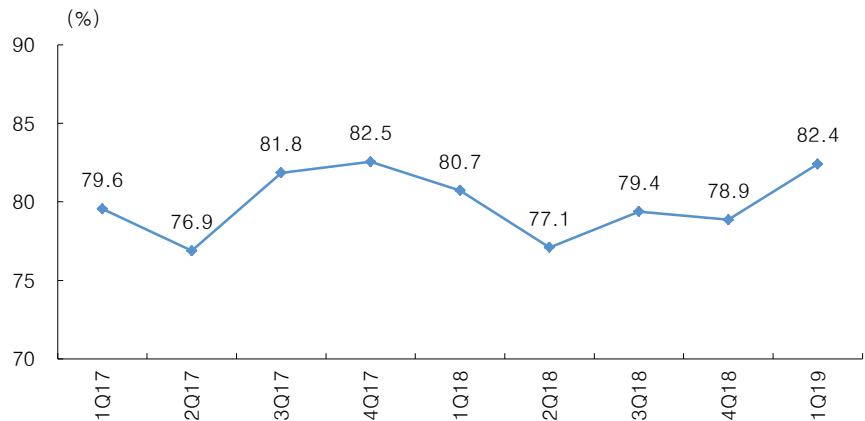
자료: 삼성화재, 한국투자증권

[그림 2] 이차 스프레드



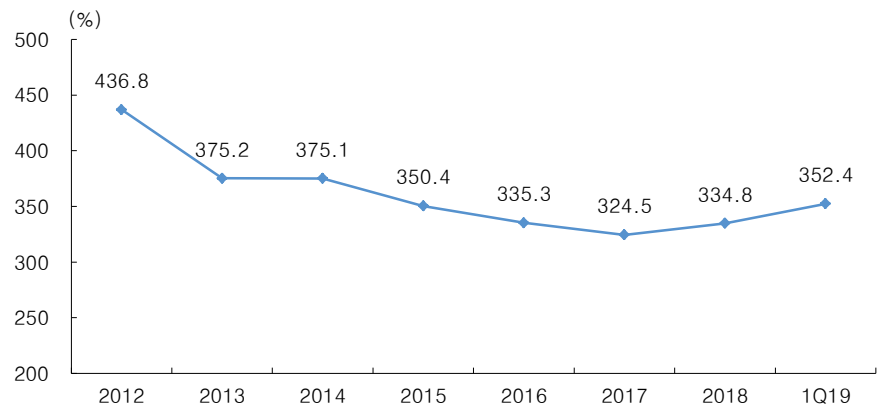
자료: 삼성화재, 한국투자증권

[그림 3] 분기별 위험손해를 추이



자료: 삼성화재, 한국투자증권

[그림 4] RBC 비율 추이



자료: 삼성화재, 한국투자증권

〈표 2〉 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	FY18		FY19(변경 후)					FY19(변경 전)		Review		FY20F	
	1Q	연간	1QP	2Q	3Q	4Q	FY19P	1QF	FY19F	YoY	전망 대비	변경 후	변경 전
원수보험료	4,546	18,234	4,592	5,004	5,098	5,097	19,791	4,940	20,139	1.0	(7.0)	20,669	20,669
경과보험료	4,394	17,702	4,405	4,877	4,985	4,991	19,259	4,788	19,533	0.2	(8.0)	20,205	20,052
보험영업이익	(81)	(616)	(158)	(139)	(124)	(235)	(656)	(124)	(618)	적지	적지	(721)	(740)
투자영업이익	513	2,137	489	547	525	518	2,079	536	2,161	(4.6)	(8.8)	2,235	2,380
총영업이익	432	1,521	331	408	401	283	1,423	412	1,543	(23.4)	(19.7)	1,513	1,640
당기순이익	301	1,057	231	282	282	195	990	288	1,077	(23.3)	(19.8)	1,061	1,155
운용자산	62,727	66,733	67,849	67,498	68,372	69,202	69,202	66,100	68,258	8.2	2.6	72,252	71,797
(투자이익률)	3.3	3.4	2.9	3.2	3.1	3.0	3.1	3.3	3.3	(0.4)	(0.4)	3.2	3.5
자기자본	11,387	12,287	12,781	12,812	12,952	13,087	13,087	12,296	12,795	12.2	3.9	13,670	13,453
adj.BPS (원)	254,521	272,324	282,092	282,712	285,474	288,135	288,135	272,491	282,373	10.8	3.5	299,668	295,374
손해율(K-IFRS)	81.5	83.1	82.4	82.3	82.8	83.8	82.8	82.2	82.5	1.0	0.3	82.9	82.5
일반	66.7	74.3	67.3	64.5	64.7	65.4	65.4	66.6	67.4	0.6	0.7	64.6	67.0
자동차	81.4	85.3	85.1	84.7	85.9	90.9	86.8	87.7	86.3	3.6	(2.7)	87.8	86.6
장기(연금 포함)	83.2	83.3	83.3	83.1	83.2	84.3	83.5	82.4	82.6	0.0	0.8	83.3	82.6
사업비율(K-IFRS)	20.4	20.4	21.1	20.6	19.7	20.9	20.6	20.1	20.2	0.8	1.0	20.6	20.7
합산비율(K-IFRS)	101.8	103.5	103.6	102.8	102.5	104.7	103.4	102.3	102.7	1.8	1.3	103.6	103.2
경과보험료	4,394	17,702	4,405	4,877	4,985	4,991	19,259	4,788	19,533	0.2	(8.0)	20,205	20,052
일반	346	1,414	351	378	363	441	1,534	300	1,352	20.6	15.2	1,548	1,366
자동차	1,111	4,507	1,124	1,175	1,207	1,164	4,670	1,118	4,675	2.4	(0.4)	4,814	4,829
장기(연금 제외)	2,937	11,781	2,930	3,324	3,415	3,386	13,055	3,370	13,506	15.0	(0.1)	13,843	13,858

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(중국, 인도네시아, 베트남, 유럽, 브라질, 미국, 싱가포르, 두바이).

- 손해율: 발생손해액을 보험료수익(원수 및 경과보험료 별 손해율 산출 상이)으로 나눈 비율
- 사업비율: 사업비를 보험료수익으로 나뉜 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)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
총자산	75,521	78,962	82,726	86,412	89,995
운용자산	64,419	66,733	69,202	72,252	75,310
현예금	1,342	1,648	1,161	1,212	1,263
주식	5,494	3,900	4,561	4,762	4,963
채권	29,319	30,767	30,872	32,232	33,597
국공채	10,187	10,866	10,975	11,459	11,944
특수채	12,875	13,396	13,005	13,578	14,153
회사채	6,258	6,505	6,891	7,195	7,500
수익증권 / 기타	1,198	3,736	4,873	5,088	5,303
해외 / 신종	2,610	3,353	3,939	4,113	4,287
대출	21,393	22,532	23,002	24,015	25,032
부동산	815	799	795	830	865
비운용자산	11,102	12,229	13,524	14,160	14,685
특별계정자산	5,629	7,145	6,317	6,972	7,220
부채총계	63,599	66,675	69,639	72,742	75,758
보험계약준비금	52,872	55,461	57,766	60,288	62,735
책임준비금	52,872	55,461	57,766	60,288	62,735
자본총계	11,922	12,287	13,087	13,670	14,237
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	8,198	8,830	9,436	10,180	10,955
자본조정	(1,484)	(1,484)	(1,484)	(1,484)	(1,484)
기타포괄손익누계	4,243	3,926	4,093	3,931	3,723

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
총자산성장률	11.2	4.6	4.8	4.5	4.1
원수보험료성장률	0.3	0.0	8.5	4.4	2.5
자동차	0.0	(1.5)	4.2	1.3	3.1
장기	0.2	0.0	11.0	5.9	2.5
일반	2.0	5.7	1.8	1.3	1.2
당기순이익	24.0	1.4	(6.4)	7.2	6.0
운용자산증가율	10.6	7.3	3.7	4.4	4.2
운용이익증가율	18.5	6.8	(2.7)	7.5	6.7
보험영업효율					
손해율	82.9	83.1	82.8	82.9	82.9
사업비율	20.0	20.4	20.6	20.6	20.9
합산비율	102.9	103.5	103.4	103.6	103.8
장기손해율	85.0	83.3	83.5	83.3	83.2
자동차손해율	80.6	85.3	86.8	87.8	88.0
일반손해율	80.8	74.3	65.4	64.6	64.4
경과보험료 기준 매출비중(%)					
자동차보험	26.0	25.5	24.2	23.8	24.0
일반보험	66.8	66.6	67.8	68.5	68.5
장기보험	6.5	8.0	8.0	7.7	7.6

주: K-IFRS (별도) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
원수보험료	18,230	18,234	19,791	20,669	21,195
자동차	4,804	4,733	4,934	4,998	5,154
장기	12,097	12,097	13,428	14,222	14,575
일반	1,329	1,405	1,429	1,449	1,466
경과보험료	17,690	17,702	19,259	20,205	20,718
자동차	4,592	4,507	4,670	4,814	4,965
장기	11,820	11,781	13,055	13,843	14,187
일반	1,150	1,414	1,534	1,548	1,566
발생손해액	14,670	14,709	15,954	16,756	17,184
자동차	3,700	3,842	4,053	4,226	4,371
장기	10,042	9,817	10,897	11,531	11,804
일반	929	1,050	1,004	1,000	1,009
순사업비	3,531	3,609	3,960	4,170	4,328
자동차	832	796	816	846	890
장기	2,396	2,513	2,843	3,000	3,104
일반	302	299	312	324	334
보험영업이익	(511)	(616)	(656)	(721)	(793)
투자영업이익	2,001	2,137	2,079	2,235	2,384
수정영업이익	1,491	1,521	1,423	1,513	1,591
영업외이익	(79)	(81)	(77)	(70)	(61)
당기순이익	1,043	1,057	990	1,061	1,125
수정순이익	1,043	1,057	990	1,061	1,125

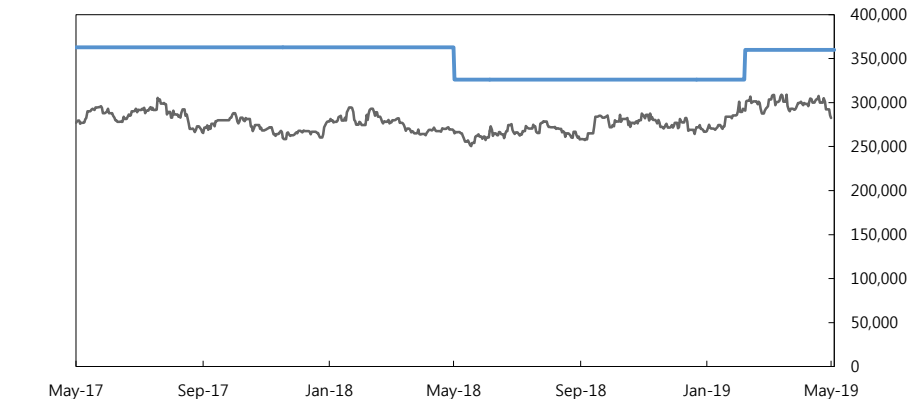
주요투자지표

(단위: 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	20,624	20,904	19,571	20,990	22,239
BPS	235,771	242,986	258,798	270,331	281,538
수정BPS	265,108	272,324	288,135	299,668	310,875
DPS	10,900	11,500	10,800	11,500	12,200
배당수익률	4.1	4.3	3.8	4.1	4.3
배당성향	44.4	46.2	46.2	46.2	46.2
수익성지표					
영업이익률	19.7	20.7	18.2	18.6	19.2
ROA	1.5	1.4	1.2	1.3	1.3
ROE	9.1	8.7	7.8	7.9	8.1
투자영업지표					
총자산대비 투자영업이익률	2.8	2.8	2.6	2.7	2.7
운용자산수익률	3.3	3.4	3.1	3.2	3.3
투자영업이익률(주식제외)	3.2	3.3	3.0	3.1	3.2
총자산/총자본	6.3	6.4	6.3	6.3	6.3
운용자산/총자산	85.3	84.5	83.7	83.6	83.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성화재 (000810)	2016.05.31	매수	363,000원	-24.1	-16.8
	2017.05.31	1년경과		-23.4	-15.8
	2018.05.15	매수	326,000원	-16.6	-7.7
	2019.02.20	매수	360,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2019년 5월 14일 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 투자의견은 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 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	0%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 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.