

삼성화재(000810)

실적 부진 앞에 장사 없어

예상보다 더 부진한 2분기
제도 변화 없이는 실적 개선 기대하기 어려워
실적 부진 앞에 장사 없어

Facts : 예상보다 더 부진한 2분기

2분기 순이익은 1,953원(-46.4% YoY, -15.4% QoQ)으로 컨센서스를 하회하는 부진한 실적을 시현했다. 자보손해율 및 위험손해율 상승은 예견되었지만, 일회성 중동 홍수 피해(400억원)로 일반보험 손해율이 83.3%(+6.2%p YoY, +16.0%p QoQ)로 급등했다. 자동차보험 손해율은 89.0%(+8.4%p YoY, +3.9%p QoQ), 위험손해율은 81.4%(+4.3%p YoY, -1.0%p QoQ)로 상승, 사업비율은 20.7%(-0.2%p YoY, -0.4%p QoQ)로 소폭 하락했다.

Pros & cons : 제도 변화 없이는 실적 개선 기대하기 어려워

이례적으로 높아진 자보손해율, 위험손해율을 고려하면 적정 수준의 요율 인상과 제도적 보완이 절실하다. 그러나 올해 두 차례 자보 요율 인상이 이미 단행되었고, 소비자 편익을 중시하는 감독당국의 입장을 고려하면 기약이 없는 상황이다. 일시적으로 2분기 사업비율이 하락했지만 손보업계 내 신계약 경쟁 이슈는 진행형이다. 신계약 1위 자리를 놓을 수 없는 삼성화재의 입장을 고려하면 실적 악화 속에서도 적극적인 영업은 지속될 것으로 판단한다. 언더라이팅 기준 완화, GA 채널 확대가 향후 상품 mix 변화, 손해율 상승으로 전이될 가능성이 있기에 우려되는 부분이다.

Action : 실적 부진 앞에 장사 없어

우리는 지난 1분기 실적 발표 후 삼성화재의 2019년 순이익을 9,005억원, 2020년 순이익을 9,354억원으로 하향했다. 2분기 실적 부진, 시중금리 상황, 불안정한 손해율을 고려해서 2019년 순이익을 8,137억원으로 9.6% 하향, 2020년 순이익을 8,616억원으로 7.9% 추가 하향한다. 배당성향 48%를 적용한 2019년 주당배당금은 9,200원, 배당수익률은 3.8%다(우선주 5.3%). 업황 악화에 따른 실적 조정과 이에 따른 배당 축소는 불가피해 보인다. 실적 추정치 조정을 감안해서 삼성화재의 목표주가를 305,000원으로 6.2% 하향한다. 목표주가는 3년 평균 ROE 7%, 조정 CoE 7.1%, 무위험수익률 1.3%를 통해 산출한 적정 PBR 1.0배를 12MF BPS 307,531원을 적용해 산출했다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

순이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 305,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(8/9)	1,938
주가(8/9)	245,000
시가총액(십억원)	11,607
발행주식수(백만)	47
52주 최고/최저(원)	309,000/242,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	24,621
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.6/50.1
주요주주(%)	삼성생명보험 외 5인 18.5
	국민연금공단 8.1

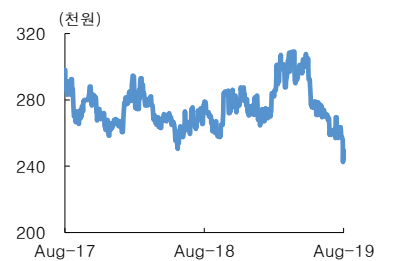
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	12.9	15.2	14.4
PBR(x)	1.0	0.8	0.8
ROE(%)	8.7	6.3	6.1
DY(%)	4.3	3.8	4.0
EPS(원)	20,904	16,092	17,039
BPS(원)	272,324	301,123	313,759

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.8)	(14.2)	(12.2)
KOSPI 대비(%p)	(0.2)	(3.2)	3.7

주가추이



자료: FnGuide

윤태호

taeho3123@truefriend.com

차주영

jooyoung.cha@truefriend.com

컨퍼런스콜 Q&A 요약

1. 7월과 비슷한 속도로 신계약 성장은 지속, 사업비는 증가하는지
 - 고손해율 담보에 대한 고객의 요구 증가
 - 시장 지배력 유지 및 채널 유지를 위해 재보험 활용. EV가 훼손되지 않는 선에서 신계약 성장
 - 경쟁 대응 전략은 내부 회의를 통해서 결정
2. 올해 하반기 위험손해율 전망
 - 실손보험 손해율은 117%이고 위험보험료 내 실손보험 비중은 30%
 - 최근 위험손해율 상승의 배경은 실손보험 손해율의 급격한 상승 때문
 - 그러나 상반기 타사와 삼성화재의 손해율 격차는 벌어졌음
 - 손해율 관리를 위해 비급여 항목 심사 강화, 사망고액권 심사 강화 등 언더라이팅 강화 중
 - 연간 위험손해율 82%로 관리 계획
3. 자동차보험, 실손보험에 대해서 감독당국이 요율 인상을 허용할지
 - 자보 요율 인상을 단행하면 올해 세 번째인데 감독당국이 공개적으로 막지는 않음. 그러나 이와 별도로 삼성화재는 우량 고객층 확대, 사업비 효율화 등으로 손해율 방어 중
 - 실손보험은 후행적으로 조정되는데 보장성 강화정책의 풍선효과가 요율 인상에도 반영되지 않고 있음
4. 2분기 특이 사항
 - 일반보험에서 홍수 피해 400억원 이외에는 일회성 요인 없음
5. 상반기 이익 감소로 인한 배당에 대한 우려, 회사의 주당배당금 타킷, 배당성향 상향 계획 등
 - 상반기 실적 발표 자리로 연말 배당을 논하기는 어려운 시기임
 - 기존에 제시했던 3개년 배당정책(단계적 배당성향 50%)와 시장의 기대 수준을 고려해서 종합적으로 검토할 계획
6. 합산비율이 100%를 상회하는 상황에서 경쟁 이슈 심화는 향후 얼마나 지속될 것으로 예상하는지
 - 불확실성이 큰 시기이며 손보업계 공통적으로 어려움을 겪고 있음. 현재의 어려운 요인들이 언제 해결될지 시기를 예단하기 어려움
7. 연간 실적이 크게 줄어드는 상황인데 투자자산 매각으로 방어계획 있는지
 - 인위적인 자산 매각으로 연간 이익을 맞추지는 않을 계획
 - 장기 투자자 입장에서조차 원치 않는 방향일 것으로 생각함

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
경과보험료	4,402	4,458	4,448	4,405	4,490	1.9	2.0	4,574
보험영업이익	(135)	(156)	(244)	(158)	(249)	NM	NM	(190)
합산비율	103.1	103.5	105.5	103.6	105.5	1.9	2.5	-
투자영업이익	648	501	475	489	533	8.9	(17.8)	521
당기순이익	365	237	154	231	195	(15.4)	(46.4)	219

주: 당기순이익은 지배주주순이익

자료: 삼성화재, FnGuide, 한국투자증권

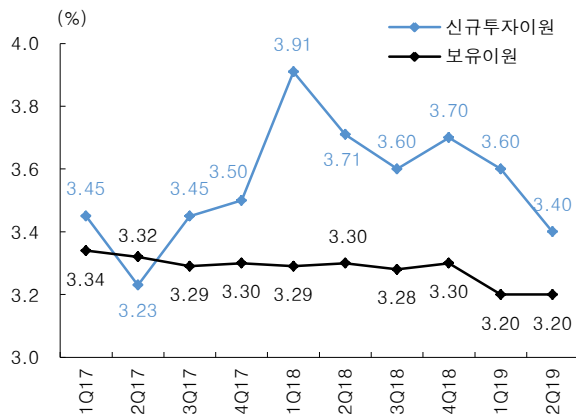
〈표 2〉 목표주가 산정 내역

(단위: 원, 배, %)

투자의견	매수
목표주가	305,000
조정상승여력	24.5
현재주가	245,000
적정 PBR	1.0
현재 PBR	0.8
Sustainable ROE	7.0
영구성장률	1.5
조정 CoE	7.1
Risk free rate	1.3
Risk premium	8.9
베타	0.71
4Q fwd BPS	307,531
RBC	353

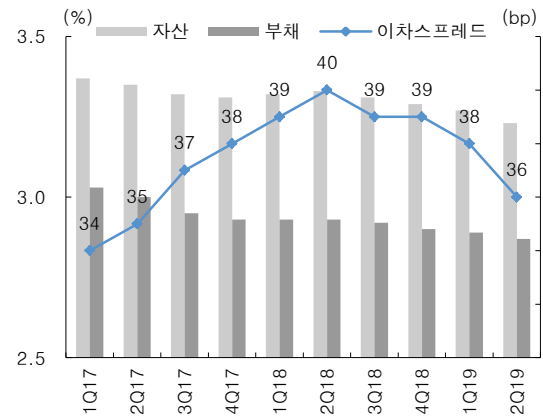
주: Sustainable ROE는 향후 3년 ROE의 평균, 조정 CoE는 산출된 CoE 7.7%에서 높은 RBC를 고려해서 하향 조정
 자료: 삼성화재, 한국투자증권

[그림 1] 신규투자자이원



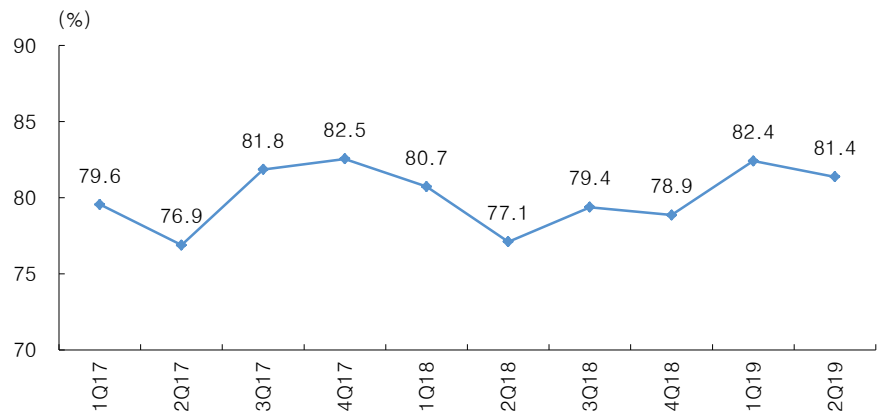
자료: 삼성화재, 한국투자증권

[그림 2] 이차 스프레드



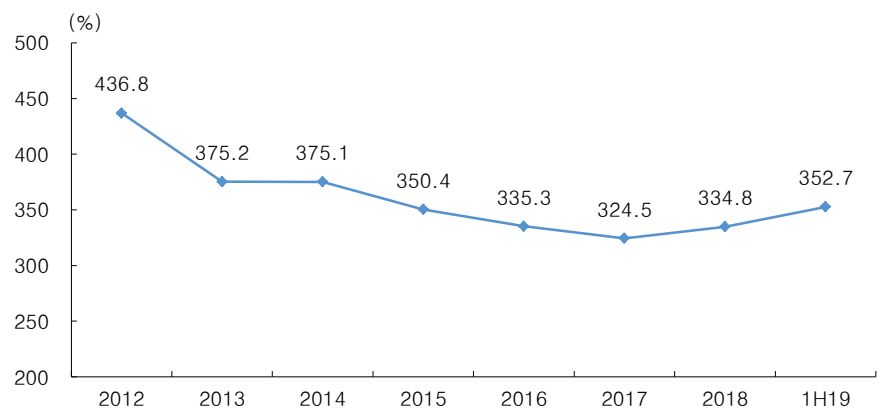
자료: 삼성화재, 한국투자증권

[그림 3] 분기별 위험손해를 추이



자료: 삼성화재, 한국투자증권

[그림 4] RBC 비율 추이



자료: 삼성화재, 한국투자증권

〈표 3〉 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	FY18		FY19(변경 후)					FY19(변경 전)		Review		FY20F	
	2Q	연간	1Q	2QP	3QF	4QF	FY19F	2QF	FY19F	YoY	전망 대비	변경 후	변경 전
원수보험료	4,592	18,234	4,592	4,741	5,098	5,097	19,527	5,004	19,791	3.2	(5.3)	20,669	20,669
경과보험료	4,402	17,702	4,405	4,490	4,953	4,951	18,799	4,877	19,259	2.0	(7.9)	20,028	20,205
보험영업이익	(135)	(616)	(158)	(249)	(212)	(287)	(906)	(189)	(777)	적지	적지	(995)	(840)
투자영업이익	648	2,137	489	533	534	521	2,077	547	2,079	(17.8)	(2.7)	2,221	2,182
총영업이익	513	1,521	331	284	323	234	1,171	358	1,302	(44.6)	(20.7)	1,226	1,342
당기순이익	365	1,057	231	195	227	161	814	246	901	(46.4)	(20.5)	862	935
운용자산	63,605	66,733	67,849	69,427	68,878	69,700	69,700	63,605	69,202	9.2	9.2	72,987	72,252
(투자이익률)	4.1	3.4	2.9	3.1	3.1	3.0	3.1	4.1	3.1	(1.0)	(1.0)	3.2	3.1
자기자본	11,525	12,287	12,781	13,667	13,607	13,743	13,743	11,525	13,087	18.6	18.6	14,382	13,670
adj.BPS (원)	257,256	272,324	282,092	299,613	298,433	301,123	301,123	257,256	288,135	16.5	16.5	313,759	299,668
손해율(K-IFRS)	82.2	83.1	82.4	84.8	83.8	84.7	84.0	83.0	83.3	2.6	1.8	83.8	83.4
일반	83.9	74.3	73.9	83.3	71.0	73.3	75.4	64.5	65.4	(0.6)	18.8	72.9	64.6
자동차	80.5	85.3	85.1	89.0	87.3	90.4	87.6	84.7	86.8	8.4	4.3	86.8	87.4
장기(연금 포함)	82.6	83.3	82.5	83.4	84.0	84.8	83.7	84.1	84.2	0.8	(0.7)	83.9	84.1
사업비율(K-IFRS)	20.9	20.4	21.1	20.7	20.4	21.1	20.8	20.9	20.7	(0.2)	(0.2)	21.2	20.8
합산비율(K-IFRS)	103.1	103.5	103.6	105.5	104.3	105.8	104.8	103.9	104.0	2.5	1.7	105.0	104.2
경과보험료	4,402	17,702	4,405	4,490	4,953	4,951	18,799	4,877	19,259	2.0	(7.9)	20,028	20,205
일반	342	1,414	351	384	359	436	1,530	378	1,534	12.2	1.5	1,523	1,548
자동차	1,120	4,507	1,124	1,144	1,184	1,137	4,589	1,175	4,670	2.1	(2.6)	4,694	4,814
장기(연금 제외)	2,939	11,781	2,930	2,962	3,410	3,378	12,680	3,324	13,055	0.8	(10.9)	13,812	13,843

자료: 삼성화재, FISIS, 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	83,213	87,082	90,855
운용자산	64,419	66,733	69,700	72,987	76,177
현예금	1,342	1,648	1,322	1,384	1,445
주식	5,494	3,900	4,728	4,951	5,167
채권	29,319	30,767	30,592	32,035	33,435
국공채	10,187	10,866	10,899	11,413	11,912
특수채	12,875	13,396	12,853	13,460	14,048
회사채	6,258	6,505	6,840	7,162	7,475
수익증권 / 기타	1,198	3,736	5,103	5,344	5,577
해외 / 신종	2,610	3,353	4,490	4,701	4,907
대출	21,393	22,532	22,691	23,762	24,800
부동산	815	799	773	809	845
비운용자산	11,102	12,229	13,513	14,094	14,678
특별계정자산	5,629	7,145	6,357	7,015	7,264
부채총계	63,599	66,675	69,469	72,699	75,849
보험계약준비금	52,872	55,461	57,829	60,480	63,063
책임준비금	52,872	55,461	57,829	60,480	63,063
자본총계	11,922	12,287	13,743	14,382	15,006
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	8,198	8,830	9,236	9,871	10,537
자본조정	(1,484)	(1,484)	(1,484)	(1,484)	(1,484)
기타포괄손익누계	4,243	3,926	4,923	4,927	4,885

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
총자산성장률	11.2	4.6	5.4	4.6	4.3
원수보험료성장률	0.3	0.0	7.1	5.8	2.5
자동차	0.0	(1.5)	5.6	0.0	3.1
장기	0.2	0.0	8.1	8.7	2.5
일반	2.0	5.7	3.3	(0.1)	1.2
당기순이익	24.0	1.4	(23.0)	5.9	6.2
운용자산증가율	10.6	7.3	4.4	4.7	4.4
운용이익증가율	18.5	6.8	(2.8)	6.9	4.0
보험영업효율					
손해율	82.9	83.1	84.0	83.8	83.6
사업비율	20.0	20.4	20.8	21.2	21.3
합산비율	102.9	103.5	104.8	105.0	105.0
장기손해율	85.0	83.3	83.7	83.9	83.9
자동차손해율	80.6	85.3	87.6	86.8	86.6
일반손해율	80.8	74.3	75.4	72.9	72.1
경과보험료 기준 매출비중(%)					
자동차보험	26.0	25.5	24.4	23.4	23.6
일반보험	66.8	66.6	67.4	69.0	68.9
장기보험	6.5	8.0	8.1	7.6	7.5

주: K-IFRS (별도) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
원수보험료	18,230	18,234	19,527	20,669	21,195
자동차	4,804	4,733	4,998	4,998	5,154
장기	12,097	12,097	13,079	14,222	14,575
일반	1,329	1,405	1,451	1,449	1,466
경과보험료	17,690	17,702	18,799	20,028	20,541
자동차	4,592	4,507	4,589	4,694	4,844
장기	11,820	11,781	12,680	13,812	14,155
일반	1,150	1,414	1,530	1,523	1,541
발생손해액	14,670	14,709	15,785	16,777	17,176
자동차	3,700	3,842	4,017	4,073	4,194
장기	10,042	9,817	10,614	11,595	11,870
일반	929	1,050	1,154	1,110	1,111
순사업비	3,531	3,609	3,919	4,246	4,384
자동차	832	796	802	832	875
장기	2,396	2,513	2,812	3,082	3,165
일반	302	299	330	333	343
보험영업이익	(511)	(616)	(906)	(995)	(1,019)
투자영업이익	2,001	2,137	2,077	2,221	2,310
수정영업이익	1,491	1,521	1,171	1,226	1,290
영업외이익	(79)	(81)	(73)	(67)	(59)
당기순이익	1,043	1,057	814	862	915
수정순이익	1,043	1,057	814	862	915

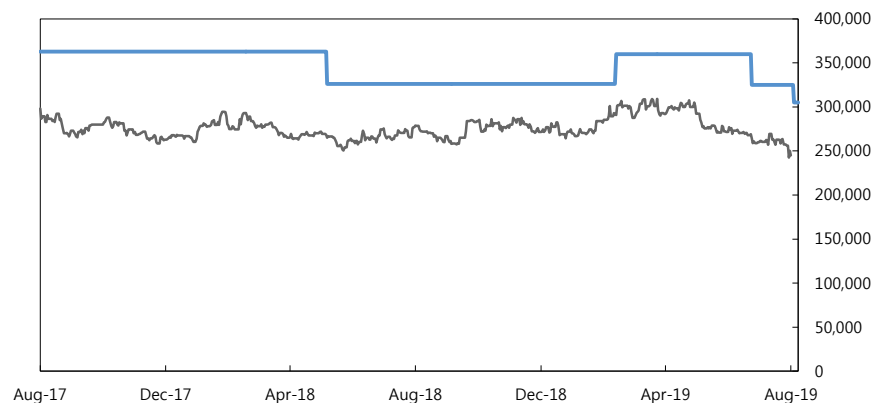
주요투자지표

(단위: 원,%)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	20,624	20,904	16,092	17,039	18,103
BPS	235,771	242,986	271,786	284,422	296,745
수정BPS	265,108	272,324	301,123	313,759	326,083
DPS	10,900	11,500	9,200	9,700	10,300
배당수익률	4.1	4.3	3.8	4.0	4.2
배당성향	44.4	46.2	48.0	48.0	48.0
수익성지표					
영업이익률	19.7	20.7	17.3	17.2	17.5
ROA	1.5	1.4	1.0	1.0	1.0
ROE	9.1	8.7	6.3	6.1	6.2
투자영업지표					
총자산대비 투자영업이익률	2.8	2.8	2.6	2.6	2.6
운용자산수익률	3.3	3.4	3.1	3.2	3.1
투자영업이익률(주식제외)	3.2	3.3	3.0	3.1	3.1
총자산/총자본	6.3	6.4	6.1	6.1	6.1
운용자산/총자산	85.3	84.5	83.8	83.8	83.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성화재 (000810)	2016.08.29	매수	363,000원	-22.8	-15.8
	2017.08.29	1년경과		-24.6	-18.9
	2018.05.15	매수	326,000원	-16.6	-7.7
	2019.02.20	매수	360,000원	-19.6	-14.2
	2019.07.02	매수	325,000원	-20.3	-17.1
	2019.08.12	매수	305,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2019년 8월 9일 현재 삼성화재 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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
- 중립 : 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. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	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 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 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.