

삼성화재(000810)

손보업종 내 편안한 대안

전년 기저효과 제외하면 양호한 1분기
미세하지만 이차익 개선세
손보업종 내 편안한 대안

Facts : 전년 기저효과 제외하면 양호한 1분기

1분기 순이익은 3,011억원(-40.1% YoY, +682.1% QoQ)로 우려 대비는 양호한 실적을 시현했다. 전년 본사 매각이익 2,650억원과 이번 분기 매각이익 470억원을 제외하면 순이익은 전년과 비슷하다(전년 본사 매각이익만 제외 시 세전이익 11% 증가). 연초 이상 한파로 자보손해율은 80.7%(+5.0%p YoY, -7.8%p QoQ)를 기록했다. 우려 요인이던 사업비율은 20.3%(-0.2%p YoY, -0.7%p QoQ)로 양호했다. 장기보험 사업비율은 전년 대비 0.8%p 상승했지만, 일반보험/자동차보험 사업비율이 각 7.7%p, 1.1%p 하락하며 양호한 사업비율을 기록했다.

Pros & cons : 미세하지만 이차익 개선세

1분기 이차 스프레드는 39bp로 전분기 대비 1bp 개선, 전년 동기 대비 5bp 개선되었다. 고금리 자산의 만기 도래가 진행 중임을 고려하면, 의미 있는 개선세이다. 삼성화재의 현재 보유이율은 3.29%인데, 1분기 신규 투자이익률은 이를 큰 폭 상회하는 3.91%이다. 최근 고이율 자산 취득으로 신규투자이익률은 전년 동기 3.45% 대비 46bp 상승했다.

Action : 손보업종 내 편안한 대안

대당 경과보험료 하락에 따른 자보손해율 상승, 경쟁 격화와 사업비 증가 등 여러 요인을 고려 시 업계를 둘러싼 외부환경이 우호적이지는 않다. 그러나 우려를 자아냈던 1분기 실적은 지나갔고 2분기부터는 계절적인 손해를 개선시기로 점진적 실적 개선이 예상된다. 전년 2분기 실적 베이스가 높은 점은 부담이나 이미 시장은 전년동기 대비 감익을 기정 사실화 해서 기대치가 바닥에 있다. 따라서 전년과 유사하거나 소폭 감익을 시현해도 긍정적으로 해석할 여지가 있다. 1분기 부진한 실적/사업비 부담을 고려해서 2018년 예상 순이익을 14%, 2019년 예상 순이익을 13% 하향하고 목표주가를 기존 대비 11% 하향한 326,000원을 제시한다(Target PBR 1.25배). 목표주가는 12M BPS 259,912원, 3년 ROE 8.1%, 조정 CoR 6.8%를 적용했다. 어려운 업계 상황을 고려 시 손보업종에서는 가장 편안한 대안이다.

하 회 부 합 상 회

지배주주순이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 326,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(5/14)	2,476
주가(5/14)	268,500
시가총액(십억원)	12,720
발행주식수(백만)	47
52주 최고/최저(원)	305,500/258,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	21,295
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.6/51.3
주요주주(%)	삼성생명보험 외 5 인 18.5
	국민연금 8.1

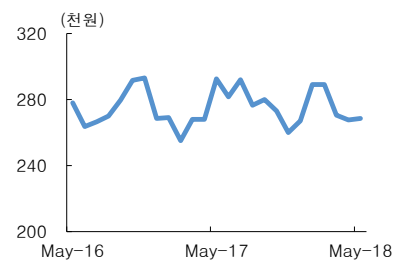
Valuation 지표

	2016A	2017A	2018F
PER(x)	16.1	14.1	15.3
PBR(x)	1.1	1.0	1.0
ROE(%)	8.1	8.4	7.6
DY(%)	2.3	3.7	3.5
EPS(원)	16,630	18,914	17,528
BPS(원)	244,517	263,520	255,993

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.5	(0.4)	(3.1)
상대주가(%p)	0.7	1.6	(11.4)

주가추이



자료: WISEfn

윤태호

taeho3123@truefriend.com

컨퍼런스콜 요약

1. 장기보험에서 과거와 다른 성장을 추구하는데 필요한 safety margin을 확보한 상품 및 충분한 경험데이터를 보유하고 있는가?
 - 시장 창출할 수 있는 신상품으로 대응할 계획. 1분기 치아/당뇨보험 신상품 출시. 경쟁과열에 대한 시장 우려있지만 치아보험은 5년 이상의 관찰 기간을 가지고 선행적으로 시장 진입했던 회사들의 판매 및 고객 속성 관찰 후 위험률 작업에 들어감
 - 당뇨보험 역시 시장성을 가지고 고객에게 부가가치 제공을 위한 건강증진형 서비스를 추가한 신상품을 출시함.
 - 2분기에도 신상품 공급을 통한 시장 창출 계획
2. 자보 효율 추가 조정 여부?
 - 인터넷 매출 중심으로 확대로 사업비 감축 효과 지속될 것.
 - 효율에 관해 현재 공개 가능한 사안이 없으며 수익성 감안해서 효율 정책 검토할 것
3. 올해 배당성향 예측 시 어느 숫자를 기준으로 추정하면 좋을지?
 - 점진적으로 현금배당성향 높일 것이라고 지난번 실적 발표회에서 밝힘
 - 배당성향은 작년 회계적인 이익을 제외한 경상적 이익을 기준한 배당성향에서 높여갈 것
4. 향후 타사와 경쟁없이 수익성 위주로 영업 계획을 잡고 있는지?
 - 3월 손보 영업은 4월달 제도 개정에 대비해 절판마케팅이 있었음. GA 채널 중심 절판 영업은 점차 약화될 것으로 판단.
 - 3월 고리스크 계약이 전체 업계 시장의 20%를 차지했었는데, 회사의 수익성 기조와 맞지 않다고 판단해서 시책보다는 신상품 위주로 대응했음.
 - 3월과 같이 고리스크 담보 위주로 운영하기에는 업계 전체적으로 부담이 크기에 시장은 점차 안정화될 것으로 보고 있음
4. 현재 시책/경비 사용 수준 정도가 유지될 계획인지?
 - 시장을 높여 업계 경쟁 촉발할 계획은 없고 현재 수준 유지하면서 적정 대응할 계획
5. 자동차보험 손해율은 2분기에도 상황이 개선될 것으로 보이지 않는데, 향후 전망은?
 - 2분기 자보손해율 환경은 우호적이지 않음. 폭설/한파 영향이 없기에 1분기 대비는 안정화될 것.
 - 다만, 대당 경과보험료 하락은 지속되고 손해율 부담은 당사보다 경쟁사가 더 클 것으로 판단

- 온라인 채널 성장에 따른 사업비절감으로 일부 손해를 상쇄 효과
- 향후 손해를 악화 예상되어서 이를 고려한 전략을 추진할 것

6. 작년/올해 추가상각비 수치 및 올해 목표는?

- '17년도 추가상각 2,227억. 올해는 3,000억 정도 될 것.

7. 자동차보험 온라인 채널 늘리는 이유가 사업비 절감효과 때문인데, 온라인 채널이 얼마나 더 커질 수 있고, 규모 성장 대비 사업비 절감효과는?

- 온라인비중 10% 증가 시 사업비율 0.2%p 감소 효과. 온라인 비중은 가장 최근 기준으로 40%. 추세 지속될 것으로 예상.

8. 온라인 자보시장 커지며 사업비율 절감효과 통해 합산비율 관리한다 했는데, 최근 요율 인하 고려했을 시 2018년도에도 수익성 유지 가능할지?

- 1분기 폭설/한파 영향으로 인한 손해를 악화에도 합산비율 평균 유지했음.
- 향후 손해를 환경이 어렵지만 수익성 위주 경영으로 연말에도 소폭 이익 달성 가능할 것으로 보고 있음

9. 인터넷 채널 손해를 91%로 전체 손해를 대비 높는데. 특히 요인? 정상적으로 인터넷 채널 자동차 보험 손해율은 어느 정도로 예상하는가?

- 높은 손해율은 폭설/한파에 기인한 1분기 미끄러짐 사고가 컸음.
- 자차사고에서는 클레임 + 고급차/외제차 비중이 높아 미끄러짐 사고에 대한 단가가 타 업체에 비해 높음.
- 3월 K-GAAP 기준으로 전체 자보손해율 73%. 4월도 비슷한 수준

〈표 1〉 목표주가 산정 내역

(단위: 원, 배, %)

투자의견	매수
목표주가	326,000
조정상승여력	21.4
현재주가	268,500
적정 PBR	1.25
현재 PBR	1.03
Sustainable ROE	8.1
영구성장률	1.5
조정 CoE	6.8
Risk free rate	2.0
Risk premium	8.6
베타	0.7
4Q Fwd BPS	259,912
RBC	321.6

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

〈표 2〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
경과보험료	4,409	4,435	4,473	4,244	4,394	3.5	(0.3)	4,448
보험영업이익	(81)	(26)	(132)	(390)	(81)	NM	NM	(108)
합산비율(%)	101.8	100.6	103.0	109.2	101.7	(7.5)	(0.1)	NA
투자영업이익	734	397	426	445	513	15.2	(30.2)	522
당기순이익	503	277	225	(48)	301	NM	(40.1)	297

주: 순이익은 지배주주지분순이익

자료: 삼성화재, 한국투자증권

〈표 3〉 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	FY17		FY18 (변경 후)					FY18 (변경 전)		Review		FY19F	
	1Q	연간	1QP	2QF	3QF	4QF	연간 F	1QF	연간 F	YoY	전망 대비	변경 후	변경 전
원수보험료	4,565	18,230	4,546	4,870	4,964	4,966	19,347	4,805	19,606	(0.4)	(5.4)	20,139	20,139
경과보험료	4,409	17,561	4,394	4,696	4,792	4,784	18,666	4,640	18,917	(0.3)	(5.3)	19,435	19,432
보험영업이익	(81)	(630)	(81)	(103)	(117)	(336)	(637)	(129)	(773)	적지	적지	(675)	(840)
투자영업이익	734	2,001	513	457	471	472	1,913	516	1,865	(30.2)	(0.6)	2,069	2,035
총영업이익	654	1,372	432	354	354	136	1,276	387	1,093	(33.9)	11.5	1,394	1,195
당기순이익	503	956	301	250	247	88	886	374	1,036	(40.1)	(19.5)	968	1,127
운용자산	54,363	58,238	62,727	61,422	62,017	63,493	64,419	61,033	63,747	15.4	2.8	63,493	67,009
(투자이익률)	5.3	3.1	3.2	3.0	3.1	3.0	3.3	3.3	3.0	(38.3)	(2.0)	3.0	3.2
자기자본	11,298	10,881	11,387	11,110	11,282	11,461	11,842	11,483	12,018	0.8	(0.8)	11,461	12,629
adj.BPS (원)	252,761	244,517	254,521	249,047	252,447	255,993	263,520	256,421	266,999	0.7	(0.7)	255,993	279,081
손해율(K-IFRS)	81.3	83.5	81.5	82.1	82.3	85.1	82.8	82.1	82.9	0.2	(0.8)	83.0	82.8
일반	67.3	79.9	68.0	73.2	73.6	86.4	73.0	65.0	71.5	1.1	4.6	79.0	72.2
자동차	76.4	80.6	81.9	79.6	80.8	85.1	82.0	79.1	79.7	7.3	3.6	82.5	80.3
장기(연금 포함)	84.5	85.0	84.0	83.4	83.2	85.3	84.0	84.8	85.1	(0.6)	(1.0)	83.5	84.7
사업비율(K-IFRS)	20.6	20.1	20.4	20.1	20.2	21.9	20.7	20.6	21.2	(0.9)	(1.2)	20.5	21.5
합산비율(K-IFRS)	101.8	103.6	101.8	102.2	102.4	107.0	103.4	102.8	104.1	0.0	(0.9)	103.5	104.3
경과보험료	4,409	17,561	4,394	4,696	4,792	4,784	18,666	4,640	18,917	(0.3)	(5.3)	19,435	19,432
일반	296	1,150	346	304	277	318	1,245	293	1,333	16.9	17.8	1,171	1,349
자동차	1,134	4,592	1,111	1,149	1,181	1,159	4,600	1,058	4,396	(2.0)	5.0	4,738	4,535
장기(연금 제외)	2,979	11,820	2,937	3,243	3,333	3,307	12,821	3,288	13,188	(1.4)	(10.7)	13,526	13,548

자료: 삼성화재, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
총자산	62,871	67,898	75,413	76,400	80,444
운용자산	53,408	58,238	64,419	63,493	66,858
현예금	1,358	1,049	1,342	840	885
주식	3,372	4,080	5,494	5,452	5,741
채권	26,625	28,115	29,319	28,479	29,989
국공채	8,863	9,540	10,187	10,035	10,567
특수채	12,191	12,310	12,875	12,557	13,223
회사채	5,571	6,264	6,258	5,887	6,199
수익증권 / 기타	2,989	3,083	1,198	3,430	3,612
해외 / 신종	3,132	2,849	2,610	3,000	3,159
대출	14,599	17,878	21,393	21,470	22,608
부동산	1,334	1,184	815	822	866
비운용자산	9,462	9,660	10,994	12,907	13,586
특별계정자산	4,051	4,524	5,629	5,329	5,311
부채총계	52,900	57,017	63,571	64,939	68,376
보험계약준비금	45,773	49,416	52,872	55,216	58,044
책임준비금	45,773	49,416	52,872	55,216	58,044
자본총계	9,971	10,881	11,842	11,461	12,068
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	6,795	7,414	8,111	8,758	9,465
자본조정	(1,348)	(1,484)	(1,484)	(1,484)	(1,484)
기타포괄손익누계	3,495	3,931	4,249	3,226	3,126

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
총자산성장률	9.1	8.0	11.1	1.3	5.3
원수보험료성장률	2.5	2.2	0.3	6.1	4.1
자동차	11.6	13.4	0.0	(0.6)	1.5
장기	1.5	(1.0)	0.2	8.6	5.5
일반	(11.9)	(4.3)	2.0	7.7	0.0
당기순이익	(1.7)	7.4	13.7	(7.3)	9.3
운용자산증가율	7.4	9.0	10.6	(1.4)	5.3
운용이익증가율	(0.3)	0.7	18.5	(4.4)	8.2
보험영업효율					
손해율	84.8	84.0	83.5	82.8	83.0
사업비율	18.8	19.2	20.1	20.7	20.5
합산비율	103.6	103.3	103.6	103.4	103.5
장기손해율	87.5	86.1	85.0	84.0	83.5
자동차손해율	82.4	80.9	80.6	82.0	82.5
일반손해율	64.7	75.4	79.9	73.0	79.0
경과보험료 기준 매출비중(%)					
자동차보험	22.3	25.1	26.1	24.6	24.4
일반보험	6.8	6.9	67.3	68.7	69.6
장기보험	70.9	68.0	6.5	6.7	6.0

손익계산서

(단위: 십억원)

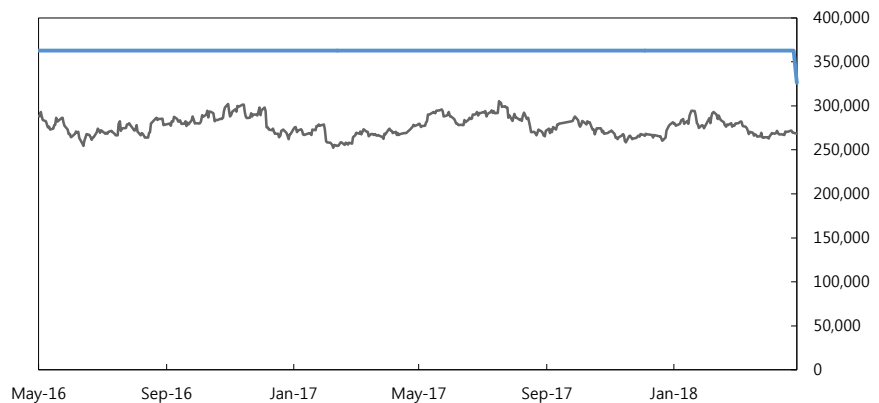
	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
원수보험료	17,800	18,183	18,230	19,347	20,139
자동차	4,238	4,804	4,804	4,775	4,848
장기	12,201	12,077	12,097	13,140	13,860
일반	1,361	1,303	1,329	1,432	1,431
경과보험료	16,956	17,406	17,561	18,666	19,435
자동차	3,785	4,364	4,592	4,600	4,738
장기	12,015	11,834	11,820	12,821	13,526
일반	1,156	1,208	1,150	1,245	1,171
발생손해액	14,376	14,626	14,660	15,448	16,123
자동차	3,120	3,528	3,700	3,771	3,907
장기	10,508	10,187	10,042	10,768	11,292
일반	748	911	919	909	924
순사업비	3,187	3,347	3,530	3,855	3,987
자동차	781	823	832	811	830
장기	2,137	2,232	2,396	2,677	2,797
일반	269	293	302	356	359
보험영업이익	(606)	(568)	(630)	(637)	(675)
투자영업이익	1,677	1,688	2,001	1,913	2,069
수정영업이익	1,071	1,120	1,372	1,276	1,394
영업외이익	(37)	(27)	(77)	(68)	(74)
당기순이익	783	841	956	886	968
수정순이익	783	841	956	886	968

주요투자지표

	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
EPS	15,479	16,630	18,914	17,528	19,153
BPS	197,176	215,179	234,183	226,655	238,653
수정BPS	223,835	244,517	263,520	255,993	267,990
DPS	5,150	6,100	10,000	9,300	10,100
배당수익률	1.7	2.3	3.7	3.5	3.8
배당성향	28.3	30.8	44.4	44.4	44.4
수익성지표					
영업이익률	16.2	16.1	19.2	17.1	17.8
ROA	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
ROE	8.1	8.1	8.4	7.6	8.2
투자영업지표					
총자산대비 투자영업이익률	2.8	2.6	2.8	2.6	2.7
운용자산수익률	3.3	3.1	3.3	3.0	3.2
투자영업이익률(주식제외)	3.2	3.0	3.2	2.9	3.1
총자산/총자본	6.3	6.2	0.0	0.0	0.0
운용자산/총자산	84.9	85.8	85.4	83.1	83.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				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
	2018.05.14	매수	326,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 14일 현재 삼성화재 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 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.