

# 삼성화재(000810)

## 양호한 2분기 실적과 배당수익률 4%

컨센서스에 부합하는 2Q18 실적  
이차익 개선세 부각  
배당수익률 4%, 최근 주식시장 고려 시 편안한 대안

### Facts : 컨센서스에 부합하는 2Q18 실적

2분기 순이익은 3,645억원(+31.7% YoY, +21.1% QoQ)으로 컨센서스에 부합하는 실적을 시현했다. 삼성전자 지분 매각이익과 지분 감액손실을 상계한 2분기 일회성 이익은 약 1,690억원이다. 이를 제외한 2분기 순이익은 2,411억원으로 낮은 시장 기대치에 부합하는 수준이다. 자보손해율은 80.5%(+4.4%p YoY, -0.9%p QoQ)로 전분기 대비 하락했고, 우려 요인이던 사업비율은 20.5%(+1.4%p YoY, +0.3%p QoQ)로 상승했지만, 우려를 자아낼 수준은 아닌 것으로 판단된다. RBC는 323%로 지난 분기 324% 대비 1%p 하락했다.

### Pros & cons : 보험업계 내 유일하게 이차익 개선세 지속

2분기 이차 스프레드는 40bp로 전분기 대비 1bp 개선, 전년 동기 대비 5bp 개선되었다. 고이원의 신규 자산이 늘어나며 이차 스프레드는 지속 개선 중인데, 작년 1분기 34bp 대비는 6bp 높아졌다. 하락을 지속하던 보유이원도 상승세로 돌아섰다. 보유이원은 전년 말 3.31%를 최저점으로 1분기 3.32%, 2분기 3.33%로 상승 전환했다. 타사 대비 삼성화재의 이차스프레드가 빨리 개선된 배경에는 보수적 투자 관행에서 일부 리스크를 감당하되 수익성이 높은 공격적 투자전략으로 선회한 이유가 큰 것으로 보인다. 과거 소홀했던 지분형 대체투자, 해외채권, 기업대출에 상반기 2.1조원을 투자했는데, 이는 상반기 신규 투자 6.4조원의 32.8%에 해당한다. 시장의 반복된 요구에 화답했다.

### Action : 배당수익률 4%, 어려운 주식시장 고려 시 편안한 대안

우려를 자아냈던 2분기 실적은 지나갔다. 최근 금감원의 종합검사 이후 3분기부터는 업계 경쟁 지양에 따른 사업비율 하락이 예상되고, 4분기에는 정비수가 인상에 따른 11월 자보요율 인상이 예상된다. 감독당국의 입장을 고려 시 요율 인상 폭이 크진 않겠지만, 실적발표회에서 인상 의지를 구체화했다는 점에서 긍정적으로 평가한다. 연말 배당수익률은 4.0%로 변동성이 높은 주식시장을 고려하면 대안주로 손보주 접근이 충분하다. 투자의견 매수, 목표주가 326,000원을 유지한다. 목표주는 2018년 BPS 258,259원, 3년 ROE 9.0%, 조정CoR 7.0%를 적용한 적정 PBR 1.26배를 적용했다.

하 회 부 합 상 회

순이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 326,000원(유지)

### Stock Data

KOSPI(8/9)	2,304
주가(8/9)	279,000
시가총액(십억원)	13,218
발행주식수(백만)	47
52주 최고/최저가(원)	298,000/250,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	17,702
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.6/50.6
주요주주(%)	삼성생명보험 외 5인 18.5
	국민연금 8.1

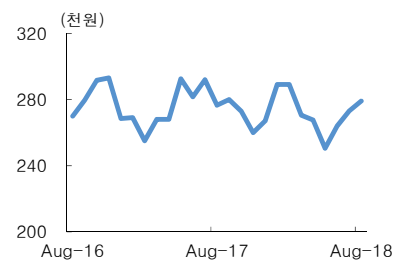
### Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	16.1	12.9	13.3
PBR(x)	1.1	1.0	1.1
ROE(%)	8.1	9.1	9.0
DY(%)	2.3	4.1	4.0
EPS(원)	16,630	20,624	20,942
BPS(원)	244,517	265,108	258,259

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.3	1.5	(6.4)
상대주가(%p)	0.5	4.0	(3.6)

### 주가추이



자료: WISEfn

윤태호

taeho3123@truefriend.com

## 컨퍼런스콜 요약

### [자동차보험]

- 정책 방향: 합산비율 100% 유지 + 인터넷 채널 주도권 유지(보험료 인하 등 통해)
- 현재 합산비율 98.7%. 하반기 폭염/동절기 효과 감안하면 100% 이하 달성은 쉽지 않음. 내년 상황도 크게 다르지 않을 것
- 보험료 인상 요인은 1) 정비수가와 2) 최저임금 인상
- 현재 진행 중인 정비요금 검증 작업 후 8월 말부터 계약 체결, 보험료 반영은 10월 중 이루어질 것으로 예상됨
- 그 외에 상승요인은 보상 효율 인상 및 사업비 절감 등 방어적 대응 후 추가적으로 보험료 인상 여부 검토
- 수익성을 해치지 않는 범위 내에서 시장점유율 높일 것

### [GA채널]

- 7월 상위사 GA사업비 검사 이후 시책 경쟁 자제 권고
- 8월부터 시책 경쟁 잦아드는 분위기. 당사는 시책 경쟁을 주도하던 회사는 아님
- GA 시책 줄이고 상품 및 언더라이팅 경쟁력들을 갖춰서 시장 경쟁에 대응할 것
- 시책 축소하면 GA 시장 규모도 비례적으로 축소될 것으로 예상. 시장점유율은 유지 가능할 듯

### [장기보험]

- 원수보험료 기준 손해율 전년 상반기 80.2% 대비, 0.7%p 상승한 78.9%. 실손보험 손해율 인상 및 고액사고 영향으로 판단. 0.7%p 상승분 중 0.3%p는 실손 영향
- 실손 손해율은 전년대비 0.9%p 상승한 32%.
- 연초 9.9% 요율 인상 예정이었지만 동결. 현재 DI 연구용역 마무리 단계
- 금융당국과 의견 조율해 보험료 인상 여부 고려할 것
- GA채널 신계약 증가 및 치아보험/당뇨보험 등 신상품 출시 효과로 인보험 신계약 성장률 24%로 견조함
- 특화건강 상품 등 새로운 상품 출시로 경쟁력 확보로 상반기 M/S 수준 유지할 것

### [배당]

- 아직 배당정책 내용 공유하기에 이른 시기
- 작년 거론한 “현금 중심 배당” 정책은 변함 없음
- 작년 배당성향 44%에서 극적인 변화는 없겠지만 점진적 상향

## [지급여력비율 &amp; 자본규제]

- RBC비율 하락 요인(총 39%)
- 요구자본 증가: K-ICS 도입에 앞서 올해부터 퇴직계정 신용시장리스크 반영에 따른 영향 5%
- 가용자본 감소: 법인세율 인상(24.2%에서 25.4%) 효과 3%; 금리인상(국고채 10년물 금리 작년 연말 2.2%에서 올 6월 2.7%로 상승) 효과 15%; 관계사 지분 하락에 따른 평가이익 감소 효과 5%; 연말 주주배당 초과 효과 11%
- RBC 관련 변화는 두 가지. 1) 퇴직계정 신용리스크(2018년 6월 35%, 2019년 6월 70%, 2020년 6월 100%로 순차적 반영)과 2) 금리리스크 강화
- 현재 RBC비율 323%에서 35%p 하락 예상(신용리스크 효과 8%, 금리리스크 효과 27%)

## [자산운용]

- 채권 롤오버 기간 5년으로, 타사에 비해 해외유가증권에 대한 부담 적음
- 환 프리미엄 악화 문제는 달러화 채권(프리미엄 -200bp). 해외자산 증가는 환 프리미엄이+100bp 정도 되는 코로나/유로 채권
- 비달러 자산의 현재 비중은 30%. 향후 추가적으로 확대할 계획. 분산된 통화관리(이중통화) 실시 예정

## 대체투자

- 정부 규제가 심한 가계대출은 물량 확대 어려워 기업금융 쪽으로 대체투자 자산 확대. 시장 규모가 작은 국내시장보다는 해외서 대체투자자산 늘릴 예정
- 직접대출 시에는 환헤지 채권과 같은 전략. 그러나 대부분은 펀드 등을 통해 간접투자를 해서 운용사의 투자구조에 따른 영향 받을 수 밖에 없음
- (지분형 대체투자)신지급여력제도는 지분 투자에 대해 높은 계수 적용. 자산 운용본부와 RM팀과 협의 하에 대출과 연계해 투자. 삼성화재는 다른 회사에 비해 재무건전성 우량하고, 투자 시 지급여력제도 하 감내 가능한 수준에서 수익률 올릴 수 있는 방법이라고 생각됨
- 배당형자산 투자 확대로 전체 포트폴리오 수익성 높일 것(자산운용수익률 1~2bp 상승 목표)

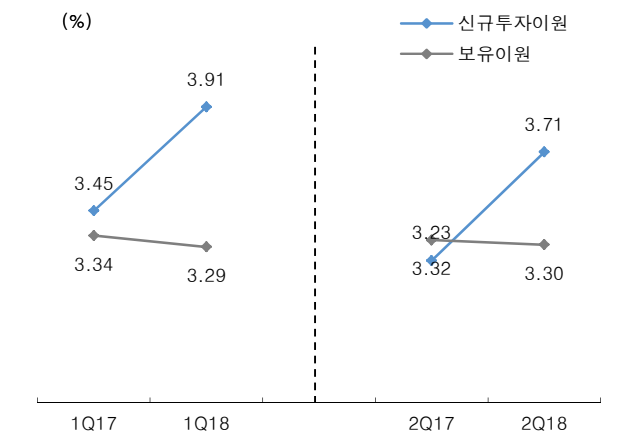
## 〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
경과보험료	4,435	4,473	4,373	4,394	4,402	0.2	(0.8)	4,472
보험영업이익	(26)	(132)	(272)	(81)	(135)	NM	NM	(87)
합산비율(%)	100.6	103.0	106.2	101.8	103.1	1.2	2.5	
투자영업이익	397	426	445	513	648	26.4	63.4	595
당기순이익	277	225	38	301	365	21.1	31.7	376

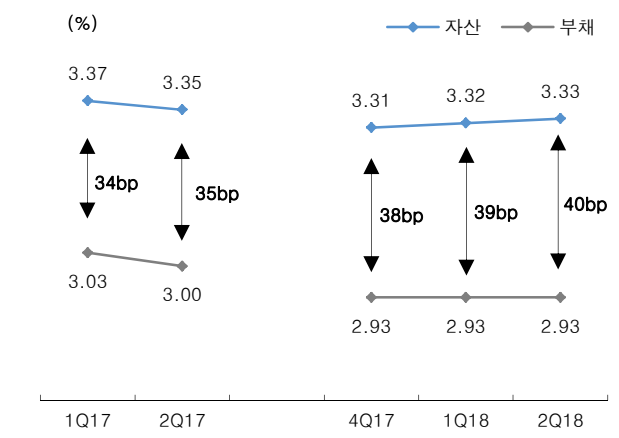
주: 당기순이익은 지배주주순이익  
 자료: 삼성화재, 한국투자증권

[그림 1] 신규투자자이원



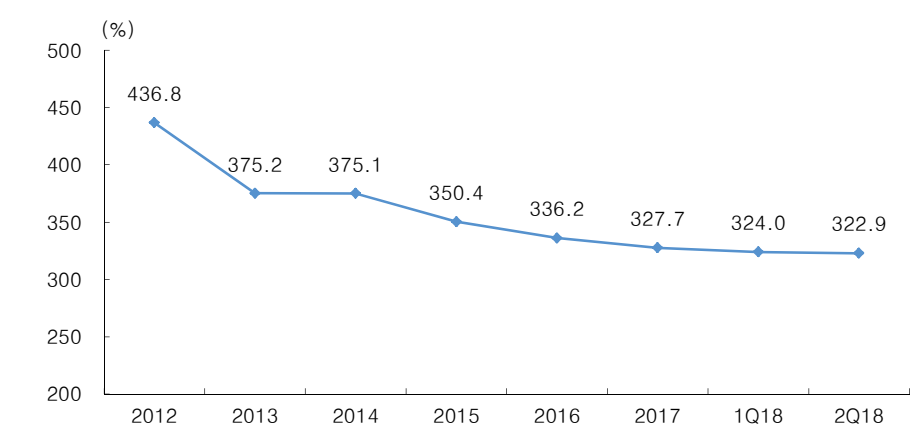
자료: 삼성화재, 한국투자증권

[그림 2] 이차 스프레드



자료: 삼성화재, 한국투자증권

[그림 3] RBC 비율 추이



자료: 삼성화재, 한국투자증권

## 〈표 2〉 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	FY17		FY18 (변경 후)					FY18 (변경 전)		Review		FY19F	
	2Q	연간	1Q	2QP	3QF	4QF	연간 F	2QF	연간 F	YoY	전망 대비	변경 후	변경 전
원수보험료	4,618	18,230	4,546	4,592	4,964	4,966	19,068	4,870	19,347	(0.6)	(5.7)	20,139	20,139
경과보험료	4,435	17,690	4,394	4,402	4,795	4,794	18,385	4,696	18,666	(0.8)	(6.3)	19,458	19,435
보험영업이익	(26)	(511)	(81)	(135)	(120)	(344)	(681)	(103)	(637)	적지	적지	(697)	(675)
투자영업이익	397	2,001	513	648	518	519	2,198	585	2,115	63.4	10.8	2,211	2,107
총영업이익	370	1,491	432	513	398	175	1,517	482	1,478	38.5	6.4	1,514	1,432
당기순이익	277	1,043	301	365	278	115	1,059	344	1,035	31.7	5.9	1,050	996
운용자산	56,591	64,419	62,727	63,605	62,301	63,830	63,830	56,591	63,493	12.4	12.4	67,642	66,858
(투자이익률)	2.9	3.3	3.2	4.1	3.3	3.3	3.5	2.9	3.4	43.7	1.3	3.4	3.3
자기자본	12,092	11,922	11,387	11,525	11,387	11,576	11,576	12,092	11,461	(4.7)	(4.7)	12,259	12,068
adj.BPS (원)	268,467	265,108	254,521	257,256	254,523	258,259	258,259	268,467	255,993	(4.2)	(4.2)	271,775	267,990
손해율(K-IFRS)	81.3	82.9	81.5	82.2	82.2	85.1	82.8	82.1	82.8	0.9	0.1	82.9	83.0
일반	71.8	80.8	66.7	77.1	75.7	89.0	77.2	73.2	73.0	5.3	3.9	81.2	79.0
자동차	76.2	80.6	81.4	80.5	81.0	85.4	82.1	79.6	82.0	4.4	0.9	82.5	82.5
장기(연금 포함)	84.3	85.0	83.2	83.4	82.9	84.9	83.6	83.4	84.0	(0.9)	(0.0)	83.1	83.5
사업비율(K-IFRS)	19.3	20.0	20.4	20.9	20.3	22.1	20.9	20.1	20.7	1.6	0.8	20.7	20.5
합산비율(K-IFRS)	100.6	102.9	101.8	103.1	102.5	107.2	103.7	102.2	103.4	2.5	0.9	103.6	103.5
경과보험료	4,435	17,690	4,394	4,402	4,795	4,794	18,385	4,696	18,666	(0.8)	(6.3)	19,458	19,435
일반	315	1,150	346	342	297	348	1,333	304	1,245	8.4	12.5	1,280	1,171
자동차	1,152	4,592	1,111	1,120	1,166	1,141	4,539	1,149	4,600	(2.7)	(2.5)	4,660	4,738
장기(연금 제외)	2,968	11,820	2,937	2,939	3,332	3,305	12,514	3,243	12,821	(1.0)	(9.4)	13,518	13,526

자료: 삼성화재, 한국투자증권

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총자산	62,871	67,898	75,521	76,780	81,313
운용자산	53,408	58,238	64,419	63,830	67,642
현예금	1,358	1,049	1,342	923	978
주식	3,372	4,080	5,494	4,879	5,170
채권	26,625	28,115	29,319	28,483	30,184
국공채	8,863	9,540	10,187	10,148	10,754
특수채	12,191	12,310	12,875	12,539	13,288
회사채	5,571	6,264	6,258	5,796	6,142
수익증권 / 기타	2,989	3,083	1,198	3,513	3,723
해외 / 신종	3,132	2,849	2,610	3,258	3,453
대출	14,599	17,878	21,393	21,965	23,277
부동산	1,334	1,184	815	810	859
비운용자산	9,462	9,660	11,102	12,950	13,671
특별계정자산	4,051	4,524	5,629	5,697	5,815
부채총계	52,900	57,017	63,599	65,204	69,054
보험계약준비금	45,773	49,416	52,872	55,512	58,613
책임준비금	45,773	49,416	52,872	55,512	58,613
자본총계	9,971	10,881	11,922	11,576	12,259
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	6,795	7,414	8,198	8,906	9,634
자본조정	(1,348)	(1,484)	(1,484)	(1,484)	(1,484)
기타포괄손익누계	3,495	3,931	4,243	3,177	3,132

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총자산성장률	9.1	8.0	11.2	1.7	5.9
원수보험료성장률	2.5	2.2	0.3	4.6	5.6
자동차	11.6	13.4	0.0	(0.2)	1.1
장기	1.5	(1.0)	0.2	6.1	8.0
일반	(11.9)	(4.3)	2.0	8.3	(0.6)
당기순이익	(1.7)	7.4	24.0	1.5	(0.9)
운용자산증가율	7.4	9.0	10.6	(0.9)	6.0
운용이익증가율	(0.3)	0.7	18.5	9.8	0.6
보험영업효율					
손해율	84.8	84.0	82.9	82.8	82.9
사업비율	18.8	19.2	20.0	20.9	20.7
합산비율	103.6	103.3	102.9	103.7	103.6
장기손해율	87.5	86.1	85.0	83.6	83.1
자동차손해율	82.4	80.9	80.6	82.1	82.5
일반손해율	64.7	75.4	80.8	77.2	81.2
경과보험료 기준 매출비중(%)					
자동차보험	22.3	25.1	26.0	24.7	23.9
일반보험	6.8	6.9	66.8	68.1	69.5
장기보험	70.9	68.0	6.5	7.2	6.6

## 손익계산서

(단위: 십억원)

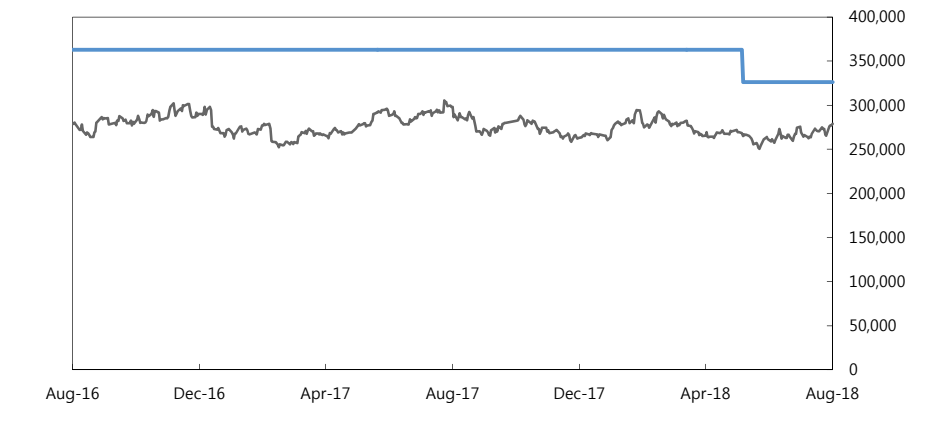
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
원수보험료	17,800	18,183	18,230	19,068	20,139
자동차	4,238	4,804	4,804	4,794	4,848
장기	12,201	12,077	12,097	12,834	13,860
일반	1,361	1,303	1,329	1,440	1,431
경과보험료	16,956	17,406	17,690	18,385	19,458
자동차	3,785	4,364	4,592	4,539	4,660
장기	12,015	11,834	11,820	12,514	13,518
일반	1,156	1,208	1,150	1,333	1,280
발생손해액	14,376	14,626	14,670	15,217	16,126
자동차	3,120	3,528	3,700	3,726	3,846
장기	10,508	10,187	10,042	10,462	11,239
일반	748	911	929	1,029	1,040
순사업비	3,187	3,347	3,531	3,849	4,028
자동차	781	823	832	810	834
장기	2,137	2,232	2,396	2,675	2,850
일반	269	293	302	339	344
보험영업이익	(606)	(568)	(511)	(681)	(697)
투자영업이익	1,677	1,688	2,001	2,198	2,211
수정영업이익	1,071	1,120	1,491	1,517	1,514
영업외이익	(37)	(27)	(79)	(69)	(76)
당기순이익	783	841	1,043	1,059	1,050
수정순이익	783	841	1,043	1,059	1,050

## 주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
EPS	15,479	16,630	20,624	20,942	20,762
BPS	197,176	215,179	235,771	228,922	242,438
수정BPS	223,835	244,517	265,108	258,259	271,775
DPS	5,150	6,100	10,900	11,100	11,000
배당수익률	1.7	2.3	4.1	4.0	3.9
배당성향	28.3	30.8	44.4	44.4	44.4
수익성지표					
영업이익률	16.2	16.1	19.7	20.2	19.1
ROA	1.3	1.3	1.5	1.4	1.3
ROE	8.1	8.1	9.1	9.0	8.8
투자영업지표					
총자산대비 투자영업이익률	2.8	2.6	2.8	2.9	2.8
운용자산수익률	3.3	3.1	3.3	3.5	3.4
투자영업이익률(주식제외)	3.2	3.0	3.2	3.4	3.3
총자산/총자본	6.3	6.2	6.3	6.6	6.6
운용자산/총자산	84.9	85.8	85.3	83.1	83.2

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성화재(000810)	2016.07.31	매수	363,000원	-23.2	-16.8
	2017.07.31	1년경과		-24.1	-15.8
	2018.05.15	매수	326,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 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
- 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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 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 자료로서 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.