

삼성화재 (000810)

든든한 방공호

보험

Results Comment
2013. 5. 15

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	303,000
현재주가(13/05/14, 원)	220,000
상승여력	38%

영업이익(13F, 십억원)	845
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	884
EPS 성장률(13F, %)	19.2
MKT EPS 성장률(13F, %)	19.9
P/E(13F, x)	14.6
MKT P/E(13F, x)	9.4
KOSPI	1,948.70
시가총액(십억원)	10,304
발행주식수(백만주)	51
유동주식비율(%)	75.0
외국인 보유비중(%)	50.6
베타(12M, 일간수익률)	0.49
52주 최저가(원)	195,500
52주 최고가(원)	244,500
주가상승률(%)	1개월 2.1, 6개월 1.4, 12개월 -2.9
절대주가	0.8, -1.7, -4.6
상대주가	



증권/보험

정길원

02-768-3256

gilwon.jeong@dwsec.com

FY12 4Q 순이익 2,038억 원(YoY -5.7%), 가까스로 회복, 신계약은 양호

삼성화재의 4Q 순이익은 2,038억 원으로 지난 분기의 부진에서 정상화되었다.

1) 보험영업부문은 계절성에서 벗어나면서 정상화되었으나, 2) 투자영업부문은 부진하였다. 배당금 및 채권 처분 등으로 만회하였으나 대규모 투자손실(삼성엔지니어링 주식 손상차손 488억 원, 드림허브 출자 지분 상각 등)이 일시에 반영되었기 때문이다.

한편 신계약 성과는 호조를 이어가고 있다. 결산 월과 절판 효과가 겹치면서 3월의 보장성 신계약은 이전의 두배를 상회한다. (2월 누적 평균 126억 원 → 3월 266억 원)

FY12 EV 12.9조 원으로 +19.2%, 특이 사항을 감안해도 양호한 결과

FY12 EV는 전년 대비 14.8% 증가한 12.9조 원으로 발표하였다. 자사주 및 배당 등 주주 환원을 제외한 ROEV는 19.2%에 달하는 양호한 결과이다. 높은 신계약 성장(YoY 24%)을 감안하면 어느 정도 예상되었지만, 삼성전자 등 유가증권 평가액 증가 등이 가세하였다. 할 인율과 삼성전자 지분가치 등 (+)요인을 제외하더라도 ROEV는 13.2%로 양호하다.

특이한 점은 1) 투자이익률을 대거(4.7% → 4.0%) 하향조정하였고, 2) 할인을 역시 1.0%p(11% → 10%) 인하한 것인데, 모두 금리 하락의 부산물이다.

FY13의 관전포인트는 성장과 주주가치 제고 정책, 매수, TP 303,000원 유지

동사 주가의 방향성은 매출과 주주가치 제고 정책이 가늠할 것이다.

2013년 사업계획의 주요 내용은 1) 순이익은 5,800억 원(4~12월)으로 다소 보수적인 반면, 2) 장기 및 자동차 보험 모두에서 수익성을 담보한 고성장 전략을 추진하겠다는 것이다. 지난 해 일회성 인건비(희망퇴직, 퇴직급여충당금 등)가 많았던 점을 고려하면 순이익 목표는 크게 무리가 없어 보인다. 장기보험에서의 신계약 목표는 30%(월납 120억 원 → 155억 원)에 이른다. 자동차 보험 역시 지난 해 요율 인하와 최근 무사고운전자에 대한 요율 인하 등을 고려하면 2%의 성장율은 쉽지 않은 목표이다. 그러나 신계약비 이연제도 변화로 인해 타사 대비 매출 전개에 유리한 상황이고, 자동차보험에서도 온라인 채널을 확장시킬 여지는 충분해 보인다.

13년에는 전반적인 환경 요인이 삼성화재 주가에 유리하게 작용하고 있다. 1) RBC 규제 강화에도 불구하고 자본확충 등의 우려에서 멀어져 있을 뿐 아니라 2) 오히려 자사주 매입 등 주주가치 제고정책이 대기 중이고, 3) 성장에 있어서도 2위권 사 대비 유리하기 때문이다. 자사주 매입 등 주주가치 제고 정책은 9월 까지는 제시할 계획이라고 밝혔다. 배당성향이 축소된 점을 자사주 규모를 늘리면서 보완할 가능성도 상존한다.

삼성화재에 대한 투자의견은 매수, Top picks, 목표주가 303,000원을 유지한다.

결산기 (3월)	03/11	03/12	03/13	12/13F	12/14F	12/15F
경과보험료 (십억원)	11,861	13,679	15,699	12,878	18,107	19,558
영업이익 (십억원)	922	1,101	1,031	845	1,191	1,295
순이익 (십억원)	720	785	760	612	861	944
EPS (원)	14,244	15,515	15,039	12,110	12,110	18,675
BPS (원)	150,203	164,987	197,340	210,463	210,463	229,846
P/E (배)	17.0	13.8	14.6	18.2	18.2	11.8
P/B (배)	1.6	1.3	1.1	1.0	1.0	1.0
ROE (%)	11.0	10.7	9.2	9.2	8.9	8.7
배당수익률	1.5	1.8	1.7	1.8	1.8	2.5
자기자본 (십억원)	6,993	7,695	8,916	9,509	9,509	10,385

주: FY11 이후 K-IFRS 개별 기준

자료: 삼성화재, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 삼성화재 FY12 4분기 실적

(십억원, %)

	4Q FY11	3Q FY12	4Q FY12P			증감률	
			잠정실적	KDB대우 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
보험영업이익	-67.1	-178.1	-82.2	-117.3		적지	적지
투자영업이익	357.8	361.2	352.2	400.0		-1.6	-2.5
영업이익	290.6	183.1	270.0	282.8	247.0	-7.1	47.4
순이익	216.0	120.6	203.8	206.0	178.0	-5.7	68.9

자료: 삼성화재, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 삼성화재 수익 예상 변경

(십억원, %)

	변경 전			변경 후			변경률			변경사유
	FY13F	FY14F	FY15F	FY13F	FY14F	FY15F	FY13F	FY14F	FY15F	
보험영업이익	-355.6	-463.0	-	-309.2	-494.0	-562.3	적축	적확	-	FY14 투자이익률 가정 0.2%p 하향
투자영업이익	1,165.9	1,756.1	-	1,154.1	1,684.6	1,857.5	-1.0	-4.1	-	
영업이익	810.3	1,293.1	-	844.9	1,190.5	1,295.2	4.3	-7.9	-	
순이익	586.1	942.3	-	612.4	861.1	944.3	4.5	-8.6	-	

자료: 삼성화재, KDB대우증권 리서치센터 예상

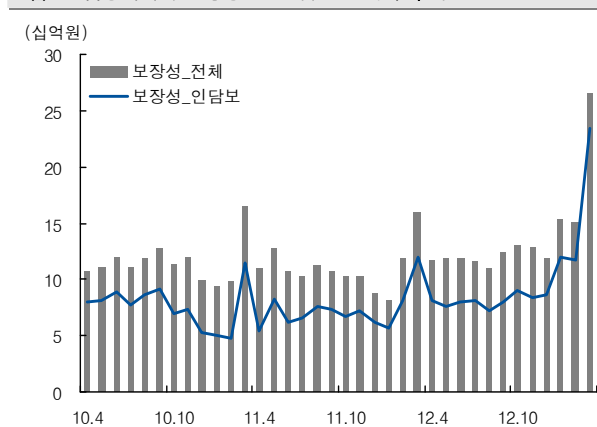
표 3. 삼성화재 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %, %p)

	FY11				FY12				4Q FY12 증감률		FY11	FY12	FY13F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	QoQ	YoY			
원수보험료	3527.5	3629.3	3651.0	3776.7	4064.2	4229.0	4124.9	4145.1	0.5	9.8	14,584.6	16,563.2	13,567.2
경과보험료	3251.2	3356.6	3457.9	3613.6	3833.9	3925.7	3882.2	4056.8	4.5	12.3	13,679.4	15,698.5	12,878.1
보험영업이익	15.5	-29.3	-179.5	-67.1	-19.3	-134.1	-178.1	-82.2	적축	적확	-260.4	-413.7	-309.2
투자영업이익	349.1	310.3	344.0	357.8	362.0	369.5	361.2	352.2	-2.5	-1.6	1,361.1	1,444.9	1,154.1
영업이익	364.6	281.0	164.4	290.6	342.7	235.5	183.1	270.0	47.4	-7.1	1,100.7	1,031.2	844.9
세전이익	356.0	276.8	144.2	281.0	332.4	225.9	160.7	266.8	66.1	-5.0	1,058.0	985.8	807.9
순이익	272.5	210.2	85.8	216.0	251.2	184.9	120.6	203.8	69.0	-5.7	784.5	760.5	612.4
손해율(%)	81.8	83.1	87.5	83.9	83.5	86.1	86.5	84.6	-2.2	0.8	84.1	85.2	85.1
자동차보험	76.4	79.2	83.6	77.8	75.7	80.1	89.6	79.6	-11.2	2.3	79.3	81.3	81.5
장기보험	85.9	86.0	87.0	88.0	87.9	88.8	87.6	87.8	0.3	-0.2	86.8	88.0	88.1
일반보험	58.0	67.2	110.3	59.0	59.6	75.7	62.4	61.6	-1.3	4.4	73.8	64.8	62.0
사업비율(%)	17.7	17.8	17.6	17.9	17.0	17.3	18.1	17.5	-3.5	-2.4	17.8	17.5	17.3
합산비율(%)	99.5	100.9	105.2	101.9	100.5	103.4	104.6	102.0	-2.5	0.1	101.9	102.6	102.4
투자영업이익율(%)	5.1	4.4	4.6	4.5	4.4	4.3	4.0	3.7	-7.1	-17.4	4.7	4.1	3.8

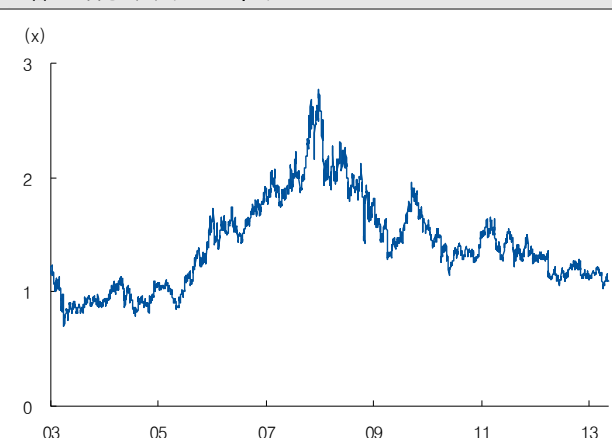
자료: 삼성화재, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 1. 삼성화재의 보장성 및 인담보 신계약 추이



자료: 삼성화재, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 삼성화재의 PBR 추이



자료: 삼성화재, KDB대우증권 리서치센터

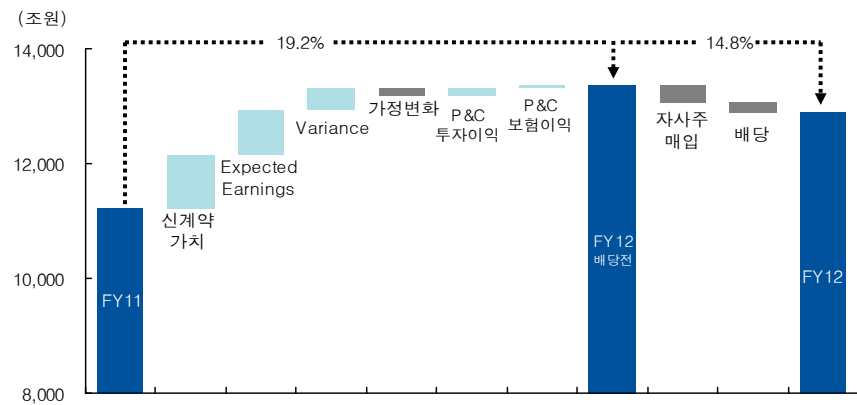
표 4. 삼성화재 EV 주요지표

(십억원, 원, %)

	FY11	FY12	증감
조정순자산가치 (ANW)	7,454	8,639	15.9
보유계약가치 (VIF)	3,766	4,245	12.7
내재가치 (EV)	11,220	12,884	14.8
Return on EV (RoEV)	17.0	19.2	2.2
주당 EV	256,540	300,528	17.1

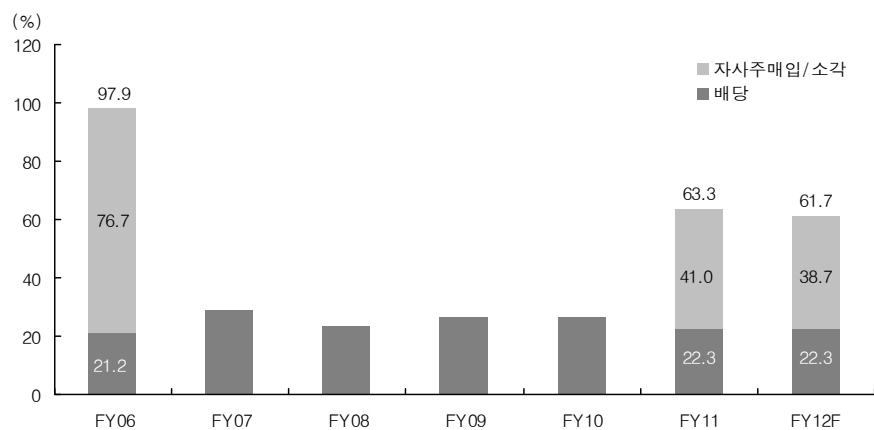
자료: 삼성화재, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 삼성화재 EV Movement 분석



자료: 삼성화재, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 삼성화재 주주환원율



주: FY12는 예상치 (자사주 매입 3000억 원 가정)

자료: 삼성화재, KDB대우증권 리서치센터

삼성화재 (000810)

예상 대차대조표(요약)

(십억원)	12/03	13/03	13/12F	14/12F
자산총계	38,621	45,649	50,869	58,289
운용자산	32,489	38,734	42,925	48,809
현금과예금	971	925	1,025	1,165
유가증권	21,735	27,414	30,380	34,545
주식	3,500	3,910	4,333	4,926
채권	13,202	16,980	18,817	21,397
수익증권	873	1,041	1,153	1,311
기타	4,160	5,484	6,078	6,911
대출채권	8,512	9,118	10,105	11,490
부동산	1,271	1,277	1,415	1,609
비운용자산	4,431	4,888	5,592	6,620
특별계정자산	1,701	2,027	2,352	2,859
부채총계	30,926	36,722	41,360	47,904
보험계약준비금	27,131	32,268	36,447	42,308
책임준비금	27,131	32,268	36,447	42,308
지급준비금	2,298	2,428	2,566	2,743
장기저축성보험료적립금	21,908	26,789	30,800	36,443
미경과보험료적립금	2,600	2,700	2,700	2,700
계약자배당준비금	223	264	294	336
계약자이익배당준비금	101	86	86	86
비상위험준비금	0	0	0	0
기타부채	2,081	2,422	2,560	2,736
특별계정부채	1,714	2,032	2,352	2,859
자본총계	7,695	8,916	9,509	10,385
자본금	26	26	26	26
자본잉여금	732	736	736	736
이익잉여금	4,586	5,172	5,615	6,290
자본조정 및 기타	2,351	2,982	3,132	3,332
수정자본총계	7,695	8,916	9,509	10,385
부채외자본의총계	38,621	45,639	50,869	58,289

Valuation 지표(원, 배, %)

수정지표

수정EPS	15,515	15,039	12,110	17,029
수정BPS	164,987	197,340	210,463	229,846
수정PER	13.8	14.5	18.2	12.9
수정PBR	1.3	1.1	1.0	1.0
수정ROE	10.7	9.2	8.9	8.7
수정ROA	2.2	1.8	1.7	1.6

DPS

보통주	3,750	3,750	4,000	5,500
우선주	3,755	3,755	4,005	5,505

배당수익률

보통주	1.8	1.7	1.8	2.5
우선주	5.0	4.6	4.5	6.2

배당성향

	22.3	22.3	29.5	28.9
--	------	------	------	------

자료: 삼성화재, KDB대우증권 리서치센터

예상 손익계산서(요약)

(십억원)	12/03	13/03	13/12F	14/12F
원수보험료	14,585	16,563	13,567	18,964
자동차보험	3,579	3,548	2,675	3,583
장기보험	9,580	11,483	9,587	13,718
일반보험	1,425	1,533	1,305	1,662
보유보험료	13,808	15,787	12,929	18,170
경과보험료	13,679	15,699	12,878	18,107
발생손해액	11,510	13,370	10,965	15,398
자동차보험	2,669	2,745	2,151	3,024
장기보험	8,235	10,008	8,329	11,691
일반보험	606	616	485	682
순사업비	2,430	2,742	2,222	3,203
비상위험준비금증가액	0	0	0	0
보험영업이익	-260	-414	-309	-494
투자영업이익	1,361	1,445	1,154	1,685
영업이익	1,101	1,031	845	1,191
영업외이익	-43	-45	-37	-56
세전이익	1,058	986	808	1,135
법인세비용	273	225	196	273
순이익	785	760	612	861
수정순이익	785	760	612	861

성장률(%)

원수보험료	14.2	13.6	9.2	8.6
자동차보험	5.7	-0.9	0.5	0.8
장기보험	18.0	19.9	11.3	13.0
일반보험	12.7	7.5	13.5	-7.9
영업이익	19.4	-6.3	9.2	10.1
순이익	18.0	-3.1	7.4	9.7
수정순이익	8.9	-3.1	7.4	9.7
총자산	22.3	18.2	15.2	14.6
운용자산	20.7	19.2	14.4	13.7
보험계약준비금	18.8	18.9	17.3	16.1

수익성(%)

손해율	84.1	85.2	85.1	85.1
자동차보험	79.3	81.3	81.5	81.5
장기보험	86.8	88.0	88.1	88.0
일반보험	73.8	64.8	62.0	62.0
사업비용(경과대비)	17.8	17.5	17.3	17.7
합산비용(경과대비)	101.9	102.6	102.4	102.7
투자영업이익률	4.7	4.1	3.8	3.7

안정성(%)

상품유가증권/수정자기자본	282.5	307.5	319.5	332.6
보유보험료/수정자기자본	179.4	177.1	136.0	175.0
보험계약준비금/보유보험료	196.5	204.4	281.9	232.9

Compliance Notice

- 삼성화재: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. 삼성화재: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자 의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☒))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

