삼성화재 (000810)

1Q20 Preview: 기대감 대비 다소 초라할 듯

올해 이익 반등률 1위 치고는 다소 초라한 1Q20 실적을 예상합니다.

1Q20 당기순이익 1,878억 원 전망, 컨센서스 수준

삼성화재의 1Q20 당기순이익은 1,878억 원을 기록할 것으로 전망한 다. 코로나19 수혜에도 불구하고 전년 대비 18.6% 감소한 수치인데, 이는 하기 두 가지 요인 때문이다.

첫째, 경영사에 비해 '20.1월 후보보험 손해율이 다소 높았다는 점이다. 안론보도를 통해 알려진 동사의 '20.1월 후보보험 손해율은 96%로 2위 권사 대비 약 6%p 높았다. 동사의 '20.2월 후보보험 손해율은 타 사 대비 큰 폭으로 하락하려고 했으나 외부 평균 수준으로 커질 것으로 보았다. (참고로 동 사의 '20.1월 후보보험 손해율은 2위권사 수준이었음 경우, 동사의 1분기
이익 감소폭은 7.3%p 족쇄될 수 있었다.) 오자 범위 이내라고 할 수 있지만, '20.2월 후보보험 손해율도 엄격 대비 다소 높다.

둘째, 1Q20에도 경영사 대비 사업비 절감이 높았다는 부분이다. 동사 의 사례는 '20.2월에도 엄격 최고 수준을 유지하는 안론보도를 통해 확인할 수 있었다. 자체적으로는 편장회 사정을 줄이었다는 하나, 엄 계 대비는 높았다는 것이다. 아래에 우리는 동사의 사업비율이 YoY 개
선이 아닌, 전년도 하기 수준에 수밖에 부를 수밖에 없다고 생각한다.

일회성 제외 시, '20년 업종 내 이익 반등률 1위 전망

'20년 동사 대비 투자 포인트는 '이익 반등률 1위'라는 점이다. 작년 실적 약화 사원을 상에서 이익 방향을 위한 일회성 매각액을 실효하지 않았기 때문이다. 당시 거의 모든 다른 보험사들은 이익 감소폭을 줄이기 위해 일회성 매각액을 실현했다. 이 탓에 '19년 감익 폭은 타 상
위사 대비 있었지만, 자연스럽게 올해 이익 반등 폭은 가파르다.

목표주가 220,000원으로 하향

삼성화재에 대한 목표주기가 220,000원으로 하향한다. 기존 목표주가
247,000원 대비 10.9% 낮춘 값이다. 지속가능 ROE를 종전보다 조금 더 낮혔기 때문에 6% → 5.5%로 경정 5.5%이다. 목표주가를 하향하되, 지수역
력은 30%에 육박하는 상황이다. 이에 동사 대비 투자어려움은 종전의 Buy를 유지한다.
## [표1] 삼성화재 이익 전망치 비교: 당사 vs 컨센 (단위: 십억 원, %)

<table>
<thead>
<tr>
<th>구분</th>
<th>1Q20E</th>
<th>2Q20E</th>
<th>3Q20E</th>
<th>4Q20E</th>
<th>1Q20E</th>
<th>2Q20E</th>
<th>3Q20E</th>
<th>4Q20E</th>
<th>2019</th>
<th>2020E</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>당사</td>
<td>187.8</td>
<td>776.1</td>
<td>847.5</td>
<td>951.9</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>컨센서스</td>
<td>190.8</td>
<td>732.6</td>
<td>821.6</td>
<td>821.6</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Var. (%)</td>
<td>-1.6</td>
<td>+5.9</td>
<td>+3.2</td>
<td>+15.9</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료: WiseFN, 한화투자증권 리서치센터

## [표2] 삼성화재 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 십억 원, %)

<table>
<thead>
<tr>
<th>구분</th>
<th>1Q19</th>
<th>2Q19</th>
<th>3Q19</th>
<th>4Q19</th>
<th>1Q20E</th>
<th>2Q20E</th>
<th>3Q20E</th>
<th>4Q20E</th>
<th>2019</th>
<th>2020E</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>원수보험료</td>
<td>4,592</td>
<td>4,741</td>
<td>4,779</td>
<td>4,728</td>
<td>4,641</td>
<td>4,786</td>
<td>4,811</td>
<td>4,760</td>
<td>18,839</td>
<td>18,998</td>
</tr>
<tr>
<td>경과보험료</td>
<td>4,405</td>
<td>4,490</td>
<td>4,551</td>
<td>4,558</td>
<td>4,466</td>
<td>4,560</td>
<td>4,627</td>
<td>4,643</td>
<td>18,003</td>
<td>18,297</td>
</tr>
<tr>
<td>일반보상금</td>
<td>1,124</td>
<td>1,144</td>
<td>1,179</td>
<td>1,196</td>
<td>1,167</td>
<td>1,194</td>
<td>1,227</td>
<td>1,264</td>
<td>4,642</td>
<td>4,852</td>
</tr>
<tr>
<td>자동차</td>
<td>2,930</td>
<td>2,962</td>
<td>2,971</td>
<td>2,961</td>
<td>2,958</td>
<td>2,992</td>
<td>2,998</td>
<td>2,991</td>
<td>11,823</td>
<td>11,938</td>
</tr>
<tr>
<td>다른보험료</td>
<td>3,632</td>
<td>3,807</td>
<td>3,843</td>
<td>3,983</td>
<td>3,761</td>
<td>3,788</td>
<td>3,895</td>
<td>3,904</td>
<td>15,266</td>
<td>15,348</td>
</tr>
<tr>
<td>순사채비</td>
<td>931</td>
<td>931</td>
<td>961</td>
<td>990</td>
<td>956</td>
<td>941</td>
<td>972</td>
<td>998</td>
<td>3,814</td>
<td>3,867</td>
</tr>
<tr>
<td>보험영업비용</td>
<td>158</td>
<td>249</td>
<td>254</td>
<td>416</td>
<td>251</td>
<td>169</td>
<td>240</td>
<td>259</td>
<td>-1,077</td>
<td>-919</td>
</tr>
<tr>
<td>투자영업비용</td>
<td>489</td>
<td>533</td>
<td>498</td>
<td>471</td>
<td>527</td>
<td>544</td>
<td>504</td>
<td>471</td>
<td>1,991</td>
<td>2,047</td>
</tr>
<tr>
<td>자산평가액</td>
<td>314</td>
<td>263</td>
<td>221</td>
<td>22</td>
<td>256</td>
<td>363</td>
<td>240</td>
<td>198</td>
<td>819</td>
<td>1,056</td>
</tr>
<tr>
<td>당기순이익</td>
<td>230.8</td>
<td>195.3</td>
<td>159.8</td>
<td>23.4</td>
<td>187.8</td>
<td>266.5</td>
<td>176.5</td>
<td>145.3</td>
<td>609.2</td>
<td>776.1</td>
</tr>
</tbody>
</table>

% YoY  
-23.3  | -86.4 | -32.6 | -84.9 | -18.6 | +36.5 | +10.4 | +521.9 | -42.4 | +27.4 |

자료: 금감원, 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

## [표3] 삼성화재 분기별 주요 지표 추이 및 전망 (단위: 십억 원, %)

<table>
<thead>
<tr>
<th>구분</th>
<th>1Q19</th>
<th>2Q19</th>
<th>3Q19</th>
<th>4Q19</th>
<th>1Q20E</th>
<th>2Q20E</th>
<th>3Q20E</th>
<th>4Q20E</th>
<th>2019</th>
<th>2020E</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>합산비율</td>
<td>103.6</td>
<td>105.5</td>
<td>105.6</td>
<td>105.1</td>
<td>105.6</td>
<td>103.7</td>
<td>105.2</td>
<td>105.6</td>
<td>106.0</td>
<td>105.0</td>
</tr>
<tr>
<td>손해율</td>
<td>82.4</td>
<td>84.8</td>
<td>84.5</td>
<td>87.4</td>
<td>84.2</td>
<td>83.1</td>
<td>84.2</td>
<td>84.1</td>
<td>84.8</td>
<td>83.9</td>
</tr>
<tr>
<td>일반</td>
<td>67.3</td>
<td>83.3</td>
<td>73.3</td>
<td>72.3</td>
<td>72.0</td>
<td>72.0</td>
<td>77.0</td>
<td>75.0</td>
<td>74.2</td>
<td>74.1</td>
</tr>
<tr>
<td>자동차</td>
<td>85.1</td>
<td>89.0</td>
<td>90.2</td>
<td>100.8</td>
<td>90.0</td>
<td>86.0</td>
<td>88.0</td>
<td>88.0</td>
<td>91.4</td>
<td>88.0</td>
</tr>
<tr>
<td>장기</td>
<td>83.3</td>
<td>83.4</td>
<td>83.7</td>
<td>84.0</td>
<td>83.4</td>
<td>83.3</td>
<td>83.6</td>
<td>83.6</td>
<td>83.6</td>
<td>83.5</td>
</tr>
<tr>
<td>투자이익률</td>
<td>2.92</td>
<td>3.12</td>
<td>2.85</td>
<td>2.66</td>
<td>2.98</td>
<td>3.08</td>
<td>2.81</td>
<td>2.60</td>
<td>2.92</td>
<td>2.87</td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료: 금감원, 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터
그림1) 삼성화재 월별 투보험 손해율 추이

주1: 2-4위사는 현대해상, DB손해보험, KB손해보험
주2: 월별 투보험 손해율은 언론 상에 보도된 가파감지
자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

그림2) 삼성화재 외국인 순매수 추이

자료: KRX, 한화투자증권 리서치센터

그림3) 삼성화재 기관 순매수 추이

자료: KRX, 한화투자증권 리서치센터
삼성화재 (000810) [한화리서치]

[그림4] 삼성화재 12MF P/B 추이

자료: KRX, WiseFN, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 삼성화재 목표주가 산출

<table>
<thead>
<tr>
<th>종목명</th>
<th>삼성화재</th>
<th>비고</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>종목코드</td>
<td>000810.KS</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>투자의견</td>
<td>Buy</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>목표주가 (₩)</td>
<td>220,000</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>현재가 (4월 3일, ₩)</td>
<td>170,000</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>상승여력</td>
<td>29.4%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Target P/B (%p)</td>
<td>0.64</td>
<td>(e) = (c) x (d)</td>
</tr>
<tr>
<td>할인/할증</td>
<td>+10.0%</td>
<td>(d) = (1 + (b)%) x (a)</td>
</tr>
<tr>
<td>Justified P/B (%p)</td>
<td>0.58</td>
<td>(b)</td>
</tr>
<tr>
<td>Ke (%)</td>
<td>9.5</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Sustainable ROE (%)</td>
<td>5.5</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Perpetual growth (%)</td>
<td>0.0</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>12M Forward BPS (₩)</td>
<td>346,700</td>
<td>(d)</td>
</tr>
<tr>
<td>12MF P/B (배)</td>
<td>0.49</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료: 금감원, KRX, 한화투자증권 리서치센터
# 재무제표

## 손익계산서

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td><strong>당기순이익</strong></td>
<td>12,702</td>
<td>18,003</td>
<td>18,297</td>
<td>18,702</td>
<td>18,748</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>법인세비용</strong></td>
<td>-189</td>
<td>-62</td>
<td>-173</td>
<td>-173</td>
<td>-173</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>당기순이익 전부</strong></td>
<td>14,742</td>
<td>17,326</td>
<td>16,689</td>
<td>16,929</td>
<td>16,978</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>순이익</strong></td>
<td>14,742</td>
<td>17,326</td>
<td>16,689</td>
<td>16,929</td>
<td>16,978</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

## 재무상태표

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td><strong>자산총계</strong></td>
<td>17,702</td>
<td>18,781</td>
<td>19,702</td>
<td>20,748</td>
<td>21,507</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>자본총계</strong></td>
<td>14,742</td>
<td>17,326</td>
<td>16,689</td>
<td>16,929</td>
<td>16,978</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>부채총계</strong></td>
<td>2,960</td>
<td>1,455</td>
<td>3,013</td>
<td>3,819</td>
<td>4,529</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

## 주요지표 - 1

<table>
<thead>
<tr>
<th>(단위: %)</th>
<th>12월 결산</th>
<th>2018</th>
<th>2019</th>
<th>2020E</th>
<th>2021E</th>
<th>2022E</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td><strong>Growth (%)</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>총자산</td>
<td>4.7</td>
<td>6.9</td>
<td>3.6</td>
<td>3.5</td>
<td>3.4</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>운용자산</td>
<td>3.6</td>
<td>7.0</td>
<td>2.7</td>
<td>2.7</td>
<td>2.6</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>백감손급</td>
<td>4.9</td>
<td>4.3</td>
<td>3.1</td>
<td>2.9</td>
<td>2.9</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>자본총계</td>
<td>3.8</td>
<td>15.6</td>
<td>2.9</td>
<td>3.2</td>
<td>3.5</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Profitability (%)</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>당기순이익</td>
<td>103.5</td>
<td>106.0</td>
<td>105.0</td>
<td>104.5</td>
<td>103.9</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>손익률</td>
<td>83.1</td>
<td>84.8</td>
<td>83.9</td>
<td>83.7</td>
<td>83.5</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>ROE</strong></td>
<td>8.8</td>
<td>4.6</td>
<td>5.4</td>
<td>5.7</td>
<td>6.2</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

주: IFRS 별도 기준

## 주요지표 - 2

<table>
<thead>
<tr>
<th>(단위: 원, %)</th>
<th>12월 결산</th>
<th>2018</th>
<th>2019</th>
<th>2020E</th>
<th>2021E</th>
<th>2022E</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td><strong>Valuation Items</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>DPS (원)</td>
<td>11,600</td>
<td>6,800</td>
<td>8,900</td>
<td>9,450</td>
<td>11,150</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>배당성향 %</td>
<td>46.2</td>
<td>47.4</td>
<td>48.8</td>
<td>49.9</td>
<td>49.8</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>P/S Ratio</strong></td>
<td>6.4</td>
<td>5.9</td>
<td>6.0</td>
<td>6.0</td>
<td>6.0</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>F/S, Stability Ratio (%)</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>레버리지 (x)</td>
<td>84.2</td>
<td>84.8</td>
<td>83.8</td>
<td>83.2</td>
<td>82.5</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>운용자산/본금비</td>
<td>31.2</td>
<td>31.4</td>
<td>32.0</td>
<td>32.8</td>
<td>33.4</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>대출소득비/자기자본</td>
<td>1.4</td>
<td>1.3</td>
<td>1.3</td>
<td>1.2</td>
<td>1.2</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>
[Compliance Notice]

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사안에 근거해 작성하였으며, 투인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법률상 알림이 할 적산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 제출한 사실이 없습니다. (성용훈)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자와 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며, 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[삼성화재 주가 및 목표주가 추이]

<table>
<thead>
<tr>
<th>일시</th>
<th>투자의견</th>
<th>목표가격(원)</th>
<th>평균주가 대비</th>
<th>최고(최저)주가 대비</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>2018.11.15</td>
<td>Hold</td>
<td>315,000</td>
<td>-10.55</td>
<td>-8.73</td>
</tr>
<tr>
<td>2018.11.28</td>
<td>Hold</td>
<td>300,000</td>
<td>-4.43</td>
<td>3.00</td>
</tr>
<tr>
<td>2019.05.29</td>
<td>Hold</td>
<td>310,000</td>
<td>-14.51</td>
<td>-10.16</td>
</tr>
<tr>
<td>2019.08.12</td>
<td>Hold</td>
<td>270,000</td>
<td>-15.55</td>
<td>-6.30</td>
</tr>
<tr>
<td>2020.02.20</td>
<td>Buy</td>
<td>247,000</td>
<td>-30.07</td>
<td>-16.60</td>
</tr>
<tr>
<td>2020.04.06</td>
<td>Buy</td>
<td>220,000</td>
<td>-30.07</td>
<td>-16.60</td>
</tr>
</tbody>
</table>

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

**괴리율 산정:** 수정주가 적용
[종목 투자등급]
당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15% 이상이 기대되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 범위 이외의 종목에 대해서는 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추천에 따릅니다. 목표가 산정이나 투자등급 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자등급]
당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 애널리스트의 분석과 판단에 따라릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 분석 비중](기준일: 2020년 03월 31일)

<table>
<thead>
<tr>
<th>투자등급</th>
<th>매수</th>
<th>중립</th>
<th>매도</th>
<th>합계</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>금융투자상품 비중</td>
<td>93.4%</td>
<td>6.6%</td>
<td>0.0%</td>
<td>100.0%</td>
</tr>
</tbody>
</table>