



기업분석 | 보험

Analyst

전배승

02 3779 8978

bsjun@ebestsec.co.kr

**Buy (maintain)**

|      |           |
|------|-----------|
| 목표주가 | 250,000 원 |
| 현재주가 | 168,500 원 |

컨센서스 대비

| 상회 | 부합 | 하회 |
|----|----|----|
| ●  |    |    |

## Stock Data

|                |                     |
|----------------|---------------------|
| KOSPI(2/18)    | 3,086.66 pt         |
| 시가총액           | 79,827 억원           |
| 발행주식수          | 47,375 천주           |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 206,500 / 126,000 원 |
| 90 일 일평균거래대금   | 404.88 억원           |
| 외국인 지분율        | 43.8%               |
| 배당수익률(21.12E)  | 5.8%                |
| BPS(21.12E)    | 393,055 원           |
| KOSPI 대비 상대수익률 | 1개월 -9.6%           |
|                | 6개월 -37.6%          |
|                | 12개월 -57.9%         |

|      |               |       |
|------|---------------|-------|
| 주주구성 | 삼성생명보험 (외 6인) | 18.5% |
|      | 자사주 (외 1인)    | 15.9% |
|      | 국민연금공단 (외 1인) | 9.7%  |

## Stock Price



# 삼성화재 (000810)

## 2021년에도 합산비율 개선 전망

### 보험영업이익 큰 폭으로 개선

2020년 4분기 순이익은 1,379억원으로 시장예상을 상회. 전년동기대비 손해율과 사업비율이 각각 2.7%p, 1.5%p 하락하면서 실적개선을 견인. 합산비율이 104.9%를 기록해 FY13.3Q(10~12월) 이후 4분기 중 가장 낮은 수준을 기록했으며, 보험영업손실 규모 또한 2019년 4분기 대비 1,879억원 크게 감소함. 투자영업이익은 매각이익 축소와 코로나 19에 따른 손상차손 인식으로 전년동기대비 8% 감소. 장기위험손해율의 경우 2~3분기에 이어 전년동기대비 높은 수준(90.8%, yoy +2.0%p) 유지

### 2021년에도 합산비율 개선추세 지속 예상

4분기 자동차보험 손해율은 87.9%로 전년동기대비 12.9%p 큰 폭으로 하락함. 직판채널 확대에 따른 사업비 절감효과가 지속되면서 자동차보험 합산비율은 102.4%로 역대 4분기 중 최저수준을 기록. 2021년에는 요율인상 효과 축소와 차량이동량 확대로 손해율 개선 폭은 축소될 것이나 하락추세는 이어질 전망. 위험손해율 역시 의료 이용량 및 청구건수 증가로 상승압력 예상되나 업계 평균대비 높은 실손보험료 인상률과 상대적으로 낮은 실손보험 비중 감안시 상승 폭은 제한적일 것으로 예상

투자영업이익의 경우 저금리기조 지속에 따른 이차마진 축소압력이 지속되는 가운데 처분이익 규모 또한 축소될 것으로 보이나 1,400억원 규모의 삼성전자 특별배당 인식이 예정되어 있어 2020년과 수준과 큰 변화가 없을 전망

### 목표주가 250,000원, Top Pick 의견 유지

동사에 대한 기존 목표주가 250,000원과 업종 최선호주 의견을 유지함. 수익성 관리역량이 보다 중요해질 것으로 예상되는 2021년 경영환경 하에서 동사의 우수한 효율성지표 강점이 더욱 부각될 전망. 예상 배당수익률 또한 5.8%에 달해 높은 배당매력 보유

### Financial Data

| (십억원)         | 2018    | 2019    | 2020P   | 2021E   | 2022E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 경과보험료         | 17,702  | 18,003  | 18,440  | 18,978  | 19,520  |
| 영업이익          | 1,521   | 914     | 1,132   | 1,234   | 1,272   |
| 당기순이익         | 1,057   | 609     | 767     | 845     | 870     |
| 손해율 (%)       | 83.1    | 84.8    | 83.4    | 83.3    | 83.3    |
| EPS (원)       | 24,866  | 14,332  | 18,039  | 19,876  | 20,474  |
| 증감률 (%)       | 1.4     | -42.4   | 25.9    | 10.2    | 3.0     |
| BPS (원, adj.) | 289,043 | 334,216 | 381,979 | 393,055 | 403,789 |
| ROE (%)       | 8.7     | 4.6     | 5.0     | 5.1     | 5.1     |
| PER (x)       | 11.0    | 18.3    | 9.3     | 8.5     | 8.2     |
| PBR (x)       | 0.94    | 0.78    | 0.44    | 0.43    | 0.42    |

주: IFRS 별도 기준

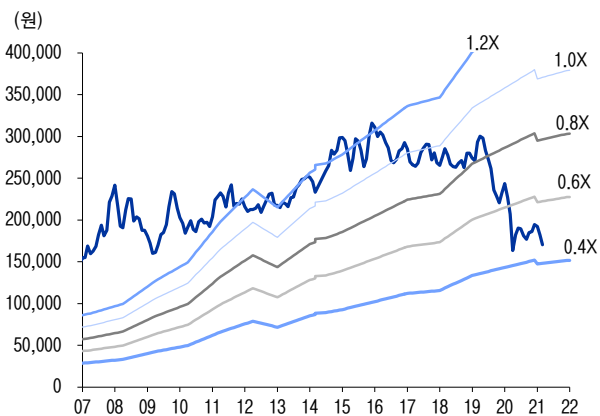
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표1 삼성화재 손익현황과 주요지표

| (단위: 십억원, %) | 2019  | 2020  |       |       |       |             |             | 2021  | 2020   | 2021   |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------------|-------|--------|--------|
|              | 4Q    | 1Q    | 2Q    | 3Q    | 4QP   | YoY(% , %p) | QoQ(% , %p) | 1QE   | 연간P    | 연간E    |
| 원수보험료        | 4,728 | 4,861 | 4,905 | 4,953 | 4,830 | 2.2         | -2.5        | 5,050 | 19,549 | 20,134 |
| 경과보험료        | 4,558 | 4,555 | 4,611 | 4,634 | 4,640 | 1.8         | 0.1         | 4,728 | 18,440 | 18,978 |
| 일반           | 401   | 384   | 398   | 389   | 392   | -2.2        | 0.8         | 407   | 1,563  | 1,657  |
| 자동차          | 1,196 | 1,216 | 1,262 | 1,330 | 1,349 | 12.9        | 1.5         | 1,326 | 5,157  | 5,530  |
| 장기           | 2,961 | 2,955 | 2,950 | 2,916 | 2,898 | -2.1        | -0.6        | 2,996 | 11,720 | 11,791 |
| 발생손해액        | 3,983 | 3,798 | 3,783 | 3,859 | 3,930 | -1.3        | 1.9         | 3,856 | 15,370 | 15,803 |
| 순사업비         | 990   | 998   | 983   | 972   | 938   | -5.3        | -3.5        | 1,018 | 3,890  | 3,968  |
| 보험영업이익       | -416  | -241  | -155  | -196  | -228  | -           | -           | -146  | -820   | -793   |
| 투자영업이익       | 471   | 493   | 543   | 482   | 434   | -7.9        | -10.0       | 594   | 1,952  | 2,027  |
| 총영업이익        | 55    | 252   | 388   | 286   | 206   | 273.4       | -28.1       | 448   | 1,132  | 1,234  |
| 세전이익         | 22    | 230   | 368   | 266   | 185   | 748.3       | -30.4       | 427   | 1,049  | 1,150  |
| 당기순이익        | 23    | 164   | 269   | 196   | 138   | 490.1       | -29.5       | 314   | 767    | 845    |
| 손해율(%)       | 87.4  | 83.4  | 82.0  | 83.3  | 84.7  | -2.7        | 1.5         | 81.6  | 83.4   | 83.3   |
| 일반           | 72.3  | 81.1  | 81.5  | 82.3  | 81.7  | 9.4         | -0.6        | 81.8  | 81.6   | 82.0   |
| 자동차          | 100.8 | 86.3  | 82.2  | 85.8  | 87.9  | -12.9       | 2.1         | 83.2  | 85.6   | 84.7   |
| 장기           | 84.0  | 82.5  | 82.1  | 82.2  | 83.6  | -0.4        | 1.4         | 80.8  | 82.6   | 82.8   |
| 장기위험         | 88.8  | 85.8  | 85.2  | 86.3  | 90.8  | 2.0         | 4.5         | 83.5  | 87.1   | 87.4   |
| 사업비율         | 21.7  | 21.9  | 21.3  | 21.0  | 20.2  | -1.5        | -0.8        | 21.5  | 21.1   | 20.9   |
| 합산비율         | 109.1 | 105.3 | 103.4 | 104.2 | 104.9 | -4.2        | 0.7         | 103.1 | 104.4  | 104.2  |
| 투자수익률        | 2.6   | 2.8   | 3.0   | 2.6   | 2.3   | -0.3        | -0.3        | 3.2   | 2.6    | 2.6    |
| 신계약(보장성)     | 52.7  | 52.5  | 44.4  | 46.2  | 42.9  | -18.6       | -7.2        | 49.3  | 186.1  | 181.8  |
| 인보험          | 46.0  | 45.7  | 38.0  | 39.9  | 36.1  | -21.6       | -9.5        | 38.1  | 159.7  | 146.8  |

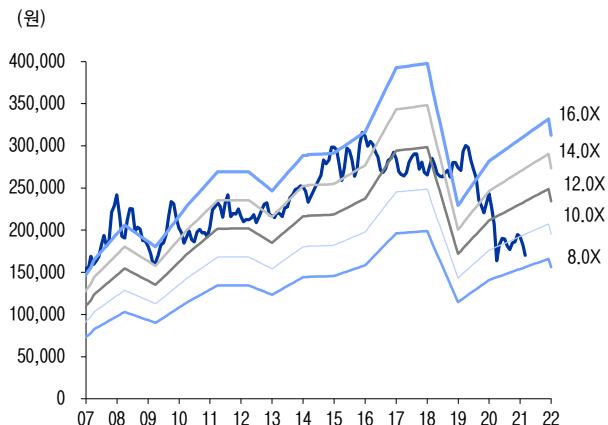
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 삼성화재 PBR Band



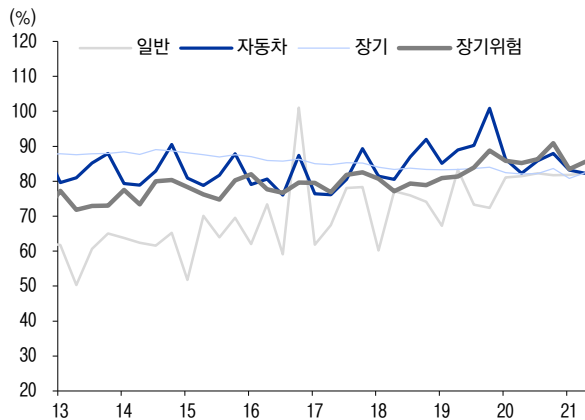
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 삼성화재 PER Band



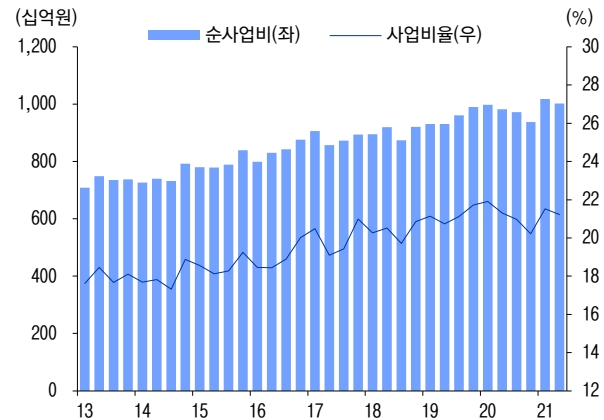
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 보증별 손해율 추이 및 예상



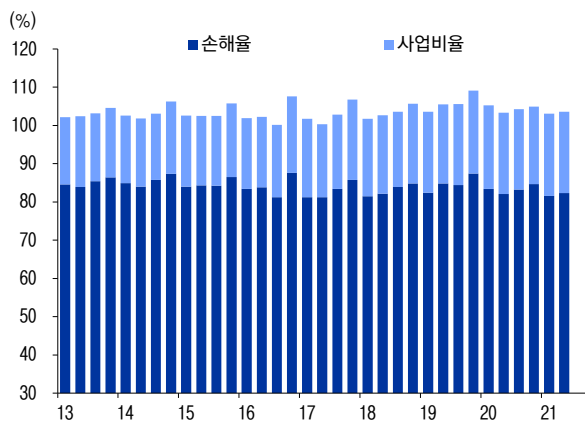
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 순사업비와 사업비율 추이 및 예상



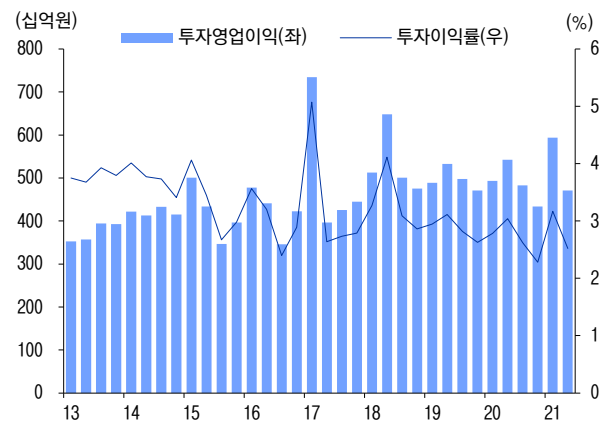
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 합산비율 추이 및 예상



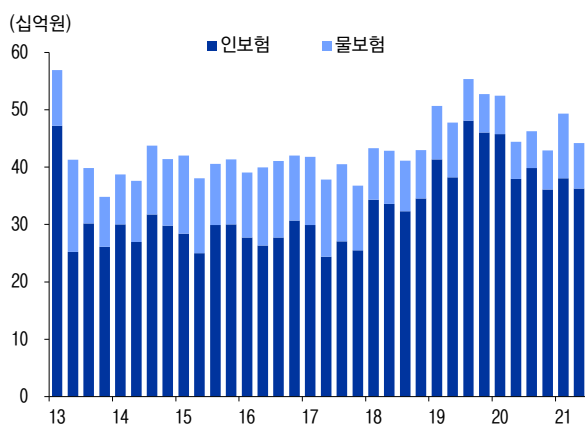
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 투자영업이익과 투자수익률 추이 및 예상



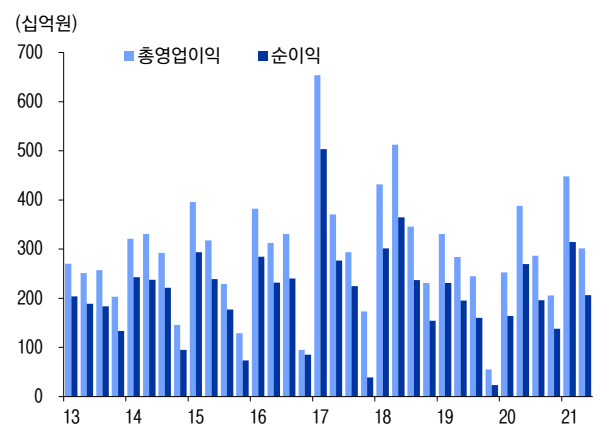
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 보장성 신계약 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 총영업이익과 순이익 추이 및 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 삼성화재 (000810)

## 손익계산서

(단위:십억원)

| (십억원)  | 2018A  | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 원수보험료  | 18,234 | 18,839 | 19,549 | 20,134 | 20,726 |
| 보유보험료  | 17,748 | 18,384 | 18,865 | 19,430 | 20,001 |
| 경과보험료  | 17,702 | 18,003 | 18,440 | 18,978 | 19,520 |
| 일반     | 1,414  | 1,538  | 1,563  | 1,657  | 1,756  |
| 자동차    | 4,507  | 4,642  | 5,157  | 5,530  | 5,930  |
| 장기     | 11,781 | 11,823 | 11,720 | 11,791 | 11,833 |
| 발생손해액  | 14,709 | 15,266 | 15,370 | 15,803 | 16,268 |
| 일반     | 1,016  | 1,140  | 1,276  | 1,359  | 1,441  |
| 자동차    | 3,842  | 4,243  | 4,415  | 4,681  | 5,009  |
| 장기     | 9,850  | 9,882  | 9,679  | 9,763  | 9,818  |
| 순사업비   | 3,609  | 3,814  | 3,890  | 3,968  | 4,047  |
| 보험영업이익 | -616   | -1,077 | -820   | -793   | -796   |
| 투자영업이익 | 2,137  | 1,991  | 1,952  | 2,027  | 2,068  |
| 총영업이익  | 1,521  | 914    | 1,132  | 1,234  | 1,272  |
| 영업외이익  | -81    | -95    | -83    | -84    | -87    |
| 세전이익   | 1,440  | 819    | 1,049  | 1,150  | 1,184  |
| 법인세비용  | 383    | 210    | 282    | 305    | 314    |
| 중단사업손익 | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 당기순이익  | 1,057  | 609    | 767    | 845    | 870    |

## 재무상태표

(단위:십억원)

| (십억원)     | 2018A  | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 총자산       | 78,962 | 84,437 | 91,721 | 90,457 | 93,114 |
| 총운용자산     | 66,733 | 71,391 | 77,375 | 76,309 | 78,550 |
| 현예금       | 1,648  | 1,299  | 1,667  | 1,168  | 1,202  |
| 유가증권      | 41,755 | 45,874 | 49,157 | 48,479 | 49,903 |
| 대출채권      | 22,531 | 23,457 | 25,831 | 25,112 | 25,850 |
| 부동산       | 799    | 761    | 721    | 1,549  | 1,595  |
| 비운용자산     | 5,084  | 4,956  | 5,075  | 5,005  | 5,152  |
| 특별계정자산    | 7,145  | 8,089  | 9,271  | 9,143  | 9,412  |
| 총부채       | 66,675 | 70,229 | 75,483 | 73,748 | 75,949 |
| 책임준비금     | 55,461 | 57,866 | 59,566 | 61,315 | 63,117 |
| 기타부채      | 3,276  | 4,037  | 4,739  | 3,368  | 3,502  |
| 특별계정부채    | 7,939  | 8,326  | 11,178 | 9,064  | 9,331  |
| 자본총계      | 12,287 | 14,207 | 16,238 | 16,709 | 17,165 |
| 자본금       | 26     | 26     | 26     | 26     | 26     |
| 자본잉여금     | 939    | 939    | 939    | 939    | 939    |
| 신종자본증권    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 이익잉여금     | 8,830  | 8,950  | 9,355  | 9,826  | 10,283 |
| 자본조정      | -1,484 | -1,484 | -1,484 | -1,484 | -1,484 |
| 기타포괄손익누계액 | 3,975  | 5,775  | 7,400  | 7,400  | 7,400  |

## 주요재무지표

|               | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>수익성(%)</b> |       |       |       |       |       |
| 손해율           | 83.1  | 84.8  | 83.4  | 83.3  | 83.3  |
| 일반            | 71.9  | 74.2  | 81.6  | 82.0  | 82.0  |
| 자동차           | 85.3  | 91.4  | 85.6  | 84.7  | 84.5  |
| 장기            | 83.6  | 83.6  | 82.6  | 82.8  | 83.0  |
| 장기위험          | 79.0  | 84.2  | 87.1  | 87.4  | 87.8  |
| 사업비율          | 20.3  | 21.2  | 21.1  | 20.9  | 20.7  |
| 합산비율          | 103.4 | 106.0 | 104.4 | 104.2 | 104.1 |
| 운용자산이익률       | 3.3   | 2.9   | 2.6   | 2.6   | 2.7   |
| <b>성장성(%)</b> |       |       |       |       |       |
| 원수보험료         | 0.0   | 3.3   | 3.8   | 3.0   | 2.9   |
| 순이익           | 1.4   | -42.4 | 25.9  | 10.2  | 3.0   |
| 운용자산          | 3.6   | 7.0   | 8.4   | -1.4  | 2.9   |
| 자기자본          | 3.1   | 15.6  | 14.3  | 2.9   | 2.7   |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 주요투자지표

|                          | 2018A   | 2019A   | 2020A   | 2021E   | 2022E   |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>주당지표(원)/Valuation</b> |         |         |         |         |         |
| EPS                      | 24,866  | 14,332  | 18,039  | 19,876  | 20,474  |
| BPS                      | 289,043 | 334,216 | 381,979 | 393,055 | 403,789 |
| DPS                      | 11,500  | 8,500   | 8,800   | 9,720   | 10,050  |
| ROA                      | 1.4     | 0.7     | 0.9     | 0.9     | 0.9     |
| ROE                      | 8.7     | 4.6     | 5.0     | 5.1     | 5.1     |
| PER                      | 11.0    | 18.3    | 9.3     | 8.5     | 8.2     |
| PBR                      | 0.94    | 0.78    | 0.44    | 0.43    | 0.42    |
| 배당성향                     | 46.2    | 59.3    | 48.8    | 49.0    | 50.0    |
| 배당수익률                    | 4.2     | 3.2     | 5.2     | 5.8     | 6.0     |
| <b>안정성(%)</b>            |         |         |         |         |         |
| 보유보험료/자본총계               | 146.6   | 138.8   | 123.9   | 118.0   | 118.1   |
| 총자산/자본총계                 | 6.4     | 5.9     | 5.6     | 5.4     | 5.4     |
| 지급여력비율                   | 333.8   | 307.1   | 303.3   | 316.4   | 315.8   |

| 삼성화재 목표주가 추이 |    | 투자의견 변동내역 |            |          |          |          |
|--------------|----|-----------|------------|----------|----------|----------|
| (원)          | 주가 | 목표주가      | 일시         | 투자<br>의견 | 목표<br>가격 | 과락율(%)   |
|              |    |           |            |          |          | 최고<br>대비 |
| 350,000      |    |           | 2019.01.30 | Buy      | 333,000  | -7.2     |
| 300,000      |    |           | 2019.05.14 | 커버리지제외   |          | -22.4    |
| 250,000      |    |           | 2020.07.20 | 변경       | 전배승      |          |
| 200,000      |    |           | 2020.07.20 | Buy      | 250,000  |          |
| 150,000      |    |           |            |          |          |          |
| 100,000      |    |           |            |          |          |          |
| 50,000       |    |           |            |          |          |          |
| 0            |    |           |            |          |          |          |
| 19/02        |    |           |            |          |          |          |
| 19/08        |    |           |            |          |          |          |
| 20/02        |    |           |            |          |          |          |
| 20/08        |    |           |            |          |          |          |

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 전배승)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

— 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

— 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

— 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

— 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

## 투자등급 및 적용 기준

| 구분              | 투자등급 guide line<br>(투자기간 6~12개월) | 투자등급                                                    | 적용기준<br>(향후 12개월)                          | 투자의견<br>비율     | 비고                                                                                                                  |
|-----------------|----------------------------------|---------------------------------------------------------|--------------------------------------------|----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Sector<br>(업종)  | 시가총액 대비<br>업종 비중 기준<br>투자등급 3단계  | Overweight (비중확대)<br>Neutral (중립)<br>Underweight (비중축소) |                                            |                |                                                                                                                     |
| Company<br>(기업) | 절대수익률 기준<br>투자등급 3단계             | Buy (매수)<br>Hold (보유)<br>Sell (매도)                      | +15% 이상 기대<br>-15% ~ +15% 기대<br>-15% 이하 기대 | 87.8%<br>12.2% | 2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이<br>기준 ±20%에서 ±15%로 변경                                                                 |
|                 |                                  | 합계                                                      |                                            | 100.0%         | 투자 의견 비율은 2020. 1. 1 ~ 2020. 12. 31<br>당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막<br>공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임<br>(최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신) |