



BUY(Maintain)

목표주가: 142,000원

주가(5/13) 103,000원

시가총액: 206,000억원

보험

Analyst 김태현

02) 3787-4904

thkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(5/13)		1,966.99pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	121,000원	92,200원
등락률	-14.88%	11.71%
수익률	절대	상대
1M	-10.8%	-10.2%
6M	-5.5%	-5.2%
1Y	-12.7%	-6.2%

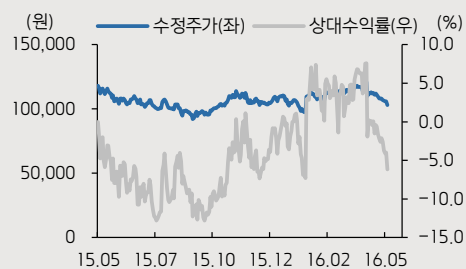
Company Data

발행주식수	200,000천주
일평균 거래량(3M)	294천주
외국인 지분율	15.80%
배당수익률(16E)	1.8%
BPS(16E)	166,162원
주요 주주	이건희 외 6인
	삼성생명 자사주
	47.03%
	10.21%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
수입보험료	27,457	28,347	29,900	31,592
영업이익	61	1,218	722	478
영업외이익	1,310	1,327	1,084	1,231
세전이익	1,372	2,544	1,806	1,709
순이익	1,211	2,038	1,324	1,252
EPS(원)	6,475	11,338	7,420	7,019
증감률(%YoY)	-7.9	75.1	-34.6	-5.4
PER(배)	17.0	9.1	13.9	14.7
BPS(원)	126,987	166,162	175,692	184,997
PBR(배)	0.9	0.6	0.6	0.6
위험손해율(%)	76.8	78.2	78.3	78.1
운용수익률(%)	3.7	4.1	3.5	3.4
ROE(%)	5.0	7.7	4.3	3.9

Price Trend



실적리뷰

삼성생명 (032830)

지배구조 변화 기대가 주가 흐름 좌우할 전망



삼성생명의 1분기 순이익은 1조 2,401억원으로 시장 컨센서스를 소폭 하회하고 당사 추정치를 3% 상회했습니다. 보장성신계약은 11% 성장했습니다. 이원차역마진은 전분기 비 3bp 악화됐고, 현재 금리 하에서 연말까지 추가적으로 악화될 예정입니다. 지배구조 변화 기대가 주가 흐름을 크게 좌우할 전망이다. 동사에 대한 투자의견과 목표주가를 유지합니다.

>>> 1분기 순이익 1조 2,401억원으로 당사 추정치 3% 상회

삼성생명의 1분기 당기순이익은 1조 2,401억원(+167.4%YoY)로 당사추정치를 3% 상회했다. 시장컨센서스를 소폭 하회하는 실적이다. 삼성카드 지분 추가취득 관련 일회성 이익은 7,420억원이 있었다. 일회성 이익을 제외한 순이익은 4,980억원으로 전년동기비 7.4% 증가했다. 연금 판매 저조로 전체 신계약(APE기준) 7.7% 감소했으나, 보장성신계약은 예정이율 인하 절판 이슈 등으로 11.1% 증가했다. 손해율은 전년동기비 1.3%p 악화했으나, 이는 미세 먼지에 따른 호흡기 질환과 메르스 이후 건강검진 급증에 따른 진단비 증가에 따른 효과로 향후에는 보험료 증가로 점진적 안정화가 예상된다. 저금리 지속 효과로 이원차 Spread 전분기 비 3bp 하락한 -65bp를 기록했다.

>>> 지배구조 변화 기대가 주가 흐름 좌우할 전망

1월말부터 상승하던 동사의 주가는 4월 중순을 기점으로 하락하고 있다. 주가를 움직인 가장 큰 동인은 지배구조 변화 기대였다. 금융지주사 전환에 따른 기대로 상승하던 주가는 언론 등을 통해 삼성그룹이 당분간 지배구조 변화 의지가 없다는 보도가 나간 후 모멘텀을 잃어버렸다. 미국의 기준금리 인상을 기점으로 국내 금리가 바닥이라는 기대가 동사 주가의 단기 바닥을 잡아줄 수 있으나, 중장기 주가 상승 모멘텀은 지배구조 변화이다. IFRS4 Phase2와 신 지급여력비율 도입 등이 삼성생명 그룹 지배구조 변화의 타당성을 제공해 줄 수 있다.

>>> 투자의견 유지

삼성생명에 대한 투자의견 매수 및 목표주가를 유지한다. 회계 제도 및 감독 규제 변화를 목전에 두고 고금리 확정형 부채 비중이 높은 동사의 자본 이슈는 끊임없이 제기될 수 있다. 이와 같은 환경을 활용해 동사의 지배구조 변화는 가능할 전망이다.

삼성생명 1분기 실적 Review (단위: 십억원, %, %p)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	%YoY	%QoQ	당사추정치	컨센서스
수입보험료	6,481	6,755	6,264	7,957	6,353	-2.0	-20.0	6,637	
보험영업수익	4,594	4,434	4,297	4,287	4,219	-8.2	-1.6	4,626	
보험영업비용	3,547	3,462	3,409	3,697	3,622	2.1	-2.0	2,940	
보험영업손익	1,047	971	888	590	597	3.0	-0.3	1,086	
투자영업손익	1,766	1,548	1,453	1,662	2,819	59.6	69.6	2,792	
책임준비금전입액	2,518	2,436	2,336	2,574	2,671	-10.8	-12.7	2,608	
영업이익	295	83	6	-323	1,168	295.7	흑전	1,270	
영업외이익	284	324	320	383	332	17.1	-13.1	327	
세전이익	579	407	325	60	1,501	159.1	2,407.3	1,597	
당기순이익	464	443	272	33	1,240	167.4	3,681.8	1,211	131
손해율	79.6	75.8	73.5	78.2	80.9	1.3	2.7	79.0	
사업비용	12.7	13.1	13.6	11.8	14.4	1.7	2.6	12.9	
운용자산이익률(%)	4.0	3.6	3.3	3.7	5.9	1.9	2.2	6.0	
ROE (%)	8.0	7.6	4.6	0.4	20.3	12.3	19.9	19.1	

주: 손해율은 위험보험료 대비 사고보험금, 사업비용은 수입보험료 대비 실질사업비

자료: 삼성생명, 키움증권

삼성생명 분기별 실적 추이 (단위: 십억원, %, %p)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	2Q16E	3Q16E	4Q16E	FY15	FY16E	FY17E
수입보험료	6,481	6,755	6,264	7,957	6,353	6,999	6,471	8,525	27,457	28,347	29,900
보험영업수익	4,594	4,434	4,297	4,287	4,219	4,473	4,339	4,339	17,612	17,370	17,637
보험영업손익	1,047	971	888	590	597	905	677	714	3,497	2,893	2,701
투자영업손익	1,766	1,548	1,453	1,662	2,819	1,748	1,808	1,599	6,428	7,973	7,563
책임준비금전입액	2,518	2,436	2,336	2,574	2,247	2,484	2,410	2,507	9,864	9,648	9,541
영업이익	295	83	6	-323	1,168	168	76	-195	61	1,218	722
영업외이익	284	324	320	383	332	322	334	338	1,310	1,327	1,084
세전이익	579	407	325	60	1,501	491	410	143	1,372	2,544	1,806
당기순이익	464	443	272	33	1,240	398	302	98	1,211	2,038	1,324
ROE	8.0	7.6	4.6	0.5	20.3	5.5	4.1	1.3	5.0	7.7	4.4

자료: 삼성생명, 키움증권

손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
수입보험료	28,239	27,457	28,347	29,900	31,592
일반계정	17,462	17,354	17,281	17,637	17,794
특별계정	10,828	10,170	11,284	12,575	14,116
보험영업수익	17,695	17,612	17,370	17,637	17,794
보험료수익	17,462	17,354	17,087	17,325	17,476
재보험료수익	233	258	283	312	318
보험영업비용	13,898	14,115	14,477	14,936	15,566
지급보험금	10,036	10,191	10,640	11,203	11,718
사업비	1,548	1,571	1,393	1,420	1,452
(이연신계약비)	-1,949	-1,934	-1,789	-1,755	-1,826
신계약비	2,011	1,964	1,828	1,795	1,868
유지비	1,487	1,541	1,339	1,380	1,410
신계약비 상각비	2,012	2,057	2,143	2,004	2,078
보험영업손익	3,797	3,497	2,893	2,701	2,229
투자영업손익	6,853	6,428	7,973	7,563	7,839
책임준비금전입	10,031	9,864	9,648	9,541	9,590
영업이익	619	61	1,218	722	478
영업외이익	985	1,310	1,327	1,084	1,231
세전이익	1,603	1,372	2,544	1,806	1,709
법인세비용	266	162	452	437	413
당기순이익	1,337	1,210	2,092	1,369	1,295
비지배주주 순이익	0	-2	54	45	44
연결당기순이익	1,337	1,211	2,038	1,324	1,252

투자지표

(단위: %)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성(%)					
수입보험료	44.1	-2.8	3.2	5.5	5.7
일반계정	38.9	-0.6	-0.4	2.1	0.9
특별계정	52.9	-6.1	11.0	11.4	12.3
보험영업수익	39.0	-0.5	-1.4	1.5	0.9
당기순이익	121.6	-9.5	73.0	-34.6	-5.4
운용자산	11.0	6.2	16.5	7.2	6.7
특별계정자산	14.6	15.0	10.3	9.7	9.7
총자산	11.1	7.4	15.0	7.3	7.1
수익성과 효율성(%)					
보험료 지급율	57.6	58.8	62.3	64.7	67.0
위험보험료 대비 사고보험금	84.4	76.8	78.2	78.3	78.1
수입보험료 대비 실질사업비용	12.5	12.7	11.2	10.6	10.4
운용자산이익률	4.3	3.7	4.1	3.5	3.4

대차대조표

(단위: 십억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
자산총계	214,434	230,363	264,820	284,083	304,359
운용자산	172,425	183,082	213,291	228,648	244,082
현금 및 예치금	5,542	3,272	3,664	3,901	4,161
채권	95,024	102,748	116,543	124,855	133,346
주식	20,776	20,046	21,903	23,387	24,975
수익증권	7,850	9,220	10,469	11,211	11,972
대출채권	29,317	33,363	44,210	47,548	50,660
부동산	7,850	9,220	10,469	11,211	11,972
비운용자산	7,600	7,695	7,865	7,530	7,727
특별계정자산	34,409	39,586	43,664	47,905	52,550
부채총계	192,149	206,641	234,157	251,662	270,221
책임준비금	138,983	149,118	158,864	168,405	177,995
보험료적립금	133,643	143,389	153,451	162,933	172,522
계약자지분조정	6,772	6,969	7,109	7,251	7,396
기타부채	8,799	9,976	23,942	27,533	31,663
특별계정부채	37,596	40,578	44,243	48,473	53,167
자본총계	22,285	23,722	30,662	32,421	34,138
자본금	100	100	100	100	100
연결자본잉여금	7	6	6	6	6
연결이익잉여금	10,696	11,567	13,273	14,260	15,167
연결자본조정+연결기타포괄	13,575	15,124	15,427	16,198	17,008

투자지표

(단위: 원, 배, %)

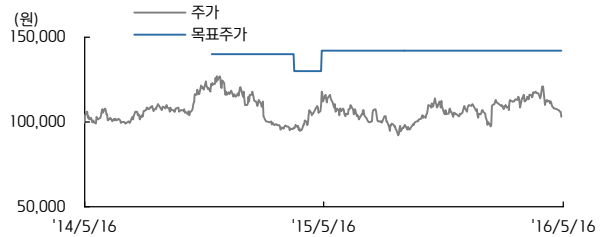
12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표					
EPS	7,034	6,475	11,338	7,420	7,019
BPS	117,242	126,987	166,162	175,692	184,997
DPS	1,800	1,800	1,800	1,850	1,800
Valuation					
PER	16.5	17.0	9.1	13.9	14.7
PBR	1.0	0.9	0.6	0.6	0.6
수익성					
ROA	0.7	0.5	0.8	0.5	0.4
ROE	6.4	5.0	7.7	4.3	3.9
배당성향	25.5	27.5	16.1	26.0	26.0
배당수익률	1.6	1.6	1.8	1.8	1.7

- 당사는 5월 13 일 현재 '삼성생명' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
삼성생명 (032830)	2014/11/27	BUY(initiate)	140,000원
	2015/01/12	BUY(Maintain)	140,000원
	2015/02/13	BUY(Maintain)	140,000원
	2015/04/01	BUY(Maintain)	130,000원
	2015/05/13	BUY(Maintain)	142,000원
	2015/06/29	BUY(Maintain)	142,000원
	2015/07/09	BUY(Maintain)	142,000원
	2015/07/15	BUY(Maintain)	142,000원
	2015/08/17	BUY(Maintain)	142,000원
	2015/10/13	BUY(Maintain)	142,000원
	2015/11/13	BUY(Maintain)	142,000원
	2016/01/29	BUY(Maintain)	142,000원
	2016/05/16	BUY(Maintain)	142,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%