



BUY(Maintain)

목표주가: 130,000원

주가(8/11) 103,000원

시가총액: 206,000억원

보험

Analyst 김태현

02) 3787-4904

thkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(8/11)		2,048.80pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	121,000원	92,200원
등락률	-14.88%	11.71%
수익률	절대	상대
1M	6.4%	3.3%
6M	-5.9%	-14.5%
1Y	3.0%	-0.1%

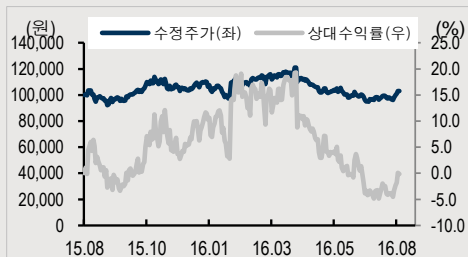
Company Data

발행주식수	200,000천주
일평균 거래량(3M)	235천주
외국인 지분율	15.29%
배당수익률(16E)	1.8%
BPS(16E)	168,608원
주요 주주	이건희 외 6인
	삼성생명 자사주
	10.21%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
수입보험료	27,457	27,652	29,203	30,629
영업이익	61	1,334	315	205
영업외이익	1,310	1,356	1,444	1,591
세전이익	1,372	2,690	1,759	1,796
순이익	1,211	2,072	1,232	1,261
EPS(원)	6,475	11,950	7,325	7,479
PER(배)	17.0	8.6	14.1	13.8
BPS(원)	126,987	168,608	175,253	182,214
PBR(배)	0.9	0.6	0.6	0.6
위험손해율(%)	76.8	78.7	78.5	77.6
사업비율(%)	12.7	11.1	10.6	10.2
운용수익률(%)	3.7	4.3	3.5	3.4
ROE(%)	5.0	8.0	4.3	4.2

Price Trend



실적리뷰

삼성생명 (032830)

2분기 순이익, 매각이익 감소로 26%YoY 감소



삼성생명의 2분기 순이익은 3,295억원으로 시장 컨센서스를 10% 하회했습니다. 보장성신계약은 3% 감소했고, 이원차역마진은 전분기 비 8bp 악화돼 저금리 심화에 따른 이차부담이 본격화되고 있는 모습입니다. 동사는 경쟁사 대비 저금리와 제도 변화에 대응할 다양한 수단을 보유하고 있습니다. 지배구조 변화 기대가 주가 모멘텀이 될 전망입니다. 동사에 대한 관심종목 의견을 유지합니다.

>>> 2분기 순이익 3,295억원으로 당사 추정치 8% 하회

삼성생명의 2분기 수입보험료는 6조 5,451억원(-3.1%YoY), 당기순이익은 3,295억원(-25.6%YoY, -73.4%QoQ)을 기록했다. 당사추정치와 시장컨센서스를 각각 8%, 10% 하회했다. 전년동기 대비 이익 감소는 금융자산 처분손익감소(1Q16 1,258억원→2 Q16 84억원)와 작년 일회성 이익(법인세환급)에 기인한다. 이번 분기 일회성 이익으로 계약자 이익배당 환입 1,040억원이 있다.

동사의 2분기 위험손해율은 79.3%로 전년동기대비 3.5%p 상승했다. 이는 전년도 기저 및 메르스효과에 따른 것으로 업계 공통적 현상이다. 보장성신계약(APE기준)은 3월 절판마케팅에 따른 역기저효과로 3.5% 감소했다.

이원차역마진은 61bp로 전분기 대비 8bp 악화됐다. 저금리 심화로 이원차역마진 악화가 지속되면서, 동사는 적극적인 해외 투자 비중 확대 전략 의지를 피력했다.

>>> 지배구조 변화 기대가 주가 모멘텀

저금리 장기화와 금융당국의 자본규제 강화로 생명보험업계가 고전을 하고 있는 가운데, 동사의 주가 상승 모멘텀은 지배구조 변화 기대에서 찾을 수 있다. 보험업계의 제도 변화와 정치권의 기업지배구조 관련 법규 제정 움직임은 삼성그룹 지배구조 변화의 타당성을 제공해 줄 것이다.

보험업계는 회계제도 변화(IFRS4 Phase2)와 신지급여력비율 제도 도입을 앞두고 이에 대한 대응책 마련을 위해 고심하고 있다. 고금리확정형 부채 비중이 높은 동사 역시 같은 고민을 하고 있으나, 이에 대한 준비는 상대적으로 빠르게 진행되고 있다.

>>> 투자의견 유지

삼성생명에 대한 투자의견 매수 및 목표주가, 관심종목 의견을 유지한다. 부채 부담이율이 높아 계열사 대비 저금리 및 제도 변화에 대한 대응이 쉽지 않으나, 이에 대한 대응 수단은 경쟁사 대비 다양하다.

삼성생명 2분기 실적 Review (단위: 십억원, %, %p)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16P	%YoY	%QoQ	당사추정치	컨센서스
수입보험료	6,755	6,264	7,957	6,353	6,545	-3.1	3.0	6,874	
보험영업수익	4,434	4,297	4,287	4,219	4,284	-3.4	1.6	4,405	
보험영업비용	3,462	3,409	3,697	3,622	3,580	3.4	-1.2	3,641	
보험영업손익	971	888	590	597	705	-27.4	18.1	764	
투자영업손익	1,548	1,453	1,662	2,819	1,540	-0.5	-45.4	1,756	
책임준비금전입액	2,436	2,336	2,574	2,247	2,139	-12.2	-4.8	2,362	
영업이익	83	6	-323	1,168	106	27.1	-90.9	158	
영업외이익	324	320	383	332	352	8.7	5.8	322	
세전이익	407	325	60	1,501	458	12.4	-69.5	480	
당기순이익(지배회사지분)	443	272	33	1,240	329	-25.6	-73.4	357	366
손해율	75.8	73.5	78.2	80.9	79.3	3.5	-1.6	78.0	
사업비율	13.1	13.6	11.8	11.7	12.8	-0.3	1.1	11.8	
운용자산이익률(%)	3.6	3.3	3.7	5.9	3.0	-0.6	-2.9	3.5	
ROE (%)	7.6	4.6	0.5	17.5	5.0	-2.6	-12.5	5.0	

주: 손해율은 위험보험료 대비 사고보험금, 사업비율은 수입보험료 대비 실질사업비

자료: 삼성생명, 키움증권

삼성생명 분기별 실적 추이 (단위: 십억원, %, %p)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16P	3Q16E	4Q16E	FY15	FY16E	FY17E
수입보험료	6,481	6,755	6,264	7,957	6,353	6,545	6,383	8,371	27,457	27,652	29,203
보험영업수익	4,594	4,434	4,297	4,287	4,219	4,284	4,291	4,311	17,612	17,105	17,501
보험영업손익	1,047	971	888	590	597	705	739	795	3,497	2,836	2,947
투자영업손익	1,766	1,548	1,453	1,662	2,819	1,540	2,032	1,722	6,428	8,121	7,456
책임준비금전입액	2,518	2,436	2,336	2,574	2,247	2,139	2,467	2,770	9,864	9,623	10,088
영업이익	295	83	6	-323	1,168	106	304	-253	61	1,334	315
영업외이익	284	324	320	383	332	352	334	338	1,310	1,356	1,444
세전이익	579	407	325	60	1,501	458	638	85	1,372	2,690	1,759
당기순이익	464	443	272	33	1,240	329	452	44	1,211	2,072	1,232
ROE	8.0	7.6	4.6	0.5	17.5	5.0	6.3	0.8	5.0	8.0	4.3

자료: 삼성생명, 키움증권

손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
수입보험료	28,239	27,457	27,652	29,203	30,629
일반계정	17,462	17,354	16,953	17,501	17,770
특별계정	10,828	10,170	10,877	12,014	13,176
보험영업수익	17,695	17,612	17,105	17,501	17,770
보험료수익	17,462	17,354	16,942	17,190	17,453
재보험료수익	233	258	283	311	317
보험영업비용	13,898	14,115	14,269	14,554	15,089
지급보험금	10,036	10,191	10,675	11,218	11,706
사업비	1,548	1,571	1,395	1,410	1,439
(이연신계약비)	-1,949	-1,934	-1,760	-1,691	-1,671
신계약비	2,011	1,964	1,793	1,722	1,702
유지비	1,487	1,541	1,362	1,378	1,408
신계약비 상각비	2,012	2,057	1,949	1,617	1,626
보험영업손익	3,797	3,497	2,836	2,947	2,681
투자영업손익	6,853	6,428	8,121	7,456	7,671
책임준비금전입	10,031	9,864	9,623	10,088	10,147
영업이익	619	61	1,334	315	205
영업외이익	985	1,310	1,356	1,444	1,591
세전이익	1,603	1,372	2,690	1,759	1,796
법인세비용	266	162	515	426	435
당기순이익	1,337	1,210	2,176	1,333	1,362
비지배주주 순이익	0	-2	104	102	101
연결당기순이익	1,337	1,211	2,072	1,232	1,261

투자지표

(단위: %)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성(%)					
수입보험료	44.1	-2.8	0.7	5.6	4.9
일반계정	38.9	-0.6	-2.3	3.2	1.5
특별계정	52.9	-6.1	6.9	10.4	9.7
보험영업수익	39.0	-0.5	-2.9	2.3	1.5
당기순이익	121.6	-9.5	79.9	-38.7	2.1
운용자산	11.0	6.2	15.2	6.5	6.5
특별계정자산	14.6	15.0	10.6	9.6	9.7
총자산	11.1	7.4	14.4	6.8	6.7
수익성과 효율성(%)					
보험료 지급율	57.6	58.8	63.0	65.3	67.1
위험보험료 대비 사고보험금	84.4	76.8	78.7	78.5	77.6
수입보험료 대비 실질사업비용	12.5	12.7	11.1	10.6	10.2
운용자산이익률	4.3	3.7	4.3	3.5	3.4

대차대조표

(단위: 십억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
자산총계	214,434	230,363	263,428	281,330	300,038
운용자산	172,425	183,082	210,911	224,620	239,221
현금 및 예치금	5,542	4,320	4,842	5,159	5,498
채권	95,024	81,006	91,079	97,083	103,479
주식	20,776	20,046	21,658	22,975	24,477
수익증권	7,850	9,220	10,352	11,014	11,734
대출채권	29,317	33,363	43,717	46,711	49,651
부동산	7,850	9,220	10,352	11,014	11,734
비운용자산	7,600	7,695	8,717	8,710	8,171
특별계정자산	34,409	39,586	43,801	48,000	52,647
부채총계	192,149	206,641	232,733	249,424	266,865
책임준비금	138,983	149,118	159,062	169,150	179,297
보험료적립금	133,643	143,389	153,596	163,624	173,771
계약자지분조정	6,772	6,969	7,109	7,251	7,396
기타부채	8,799	9,976	22,319	24,551	27,006
특별계정부채	37,596	40,578	44,243	48,473	53,167
자본총계	22,285	23,722	30,696	31,906	33,173
자본금	100	100	100	100	100
연결자본잉여금	7	6	6	6	6
연결이익잉여금	10,696	11,567	13,306	14,208	15,160
연결자본조정+연결기타포괄	13,575	15,124	15,427	15,735	16,050

투자지표

(단위: 원, 배, %)

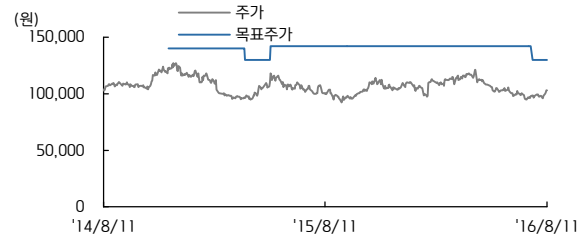
12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표					
EPS	7,034	6,475	11,950	7,325	7,479
BPS	117,242	126,987	168,608	175,253	182,214
DPS	1,800	1,800	1,800	1,700	1,700
Valuation					
PER	16.5	17.0	8.6	14.1	13.8
PBR	1.0	0.9	0.6	0.6	0.6
수익성					
ROA	0.7	0.5	0.9	0.5	0.5
ROE	6.4	5.0	8.0	4.3	4.2
배당성향	25.5	27.5	15.2	25.0	25.0
배당수익률	1.6	1.6	1.8	1.6	1.7

- 당사는 8월 11 일 현재 '삼성생명' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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
	2015/04/01	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
	2016/07/19	BUY(Maintain)	130,000원
	2016/08/11	BUY(Maintain)	130,000원

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 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%