



## BUY(Maintain)

목표주가: 130,000원

주가(2/17) 106,000원

시가총액: 212,000억원

보험

Analyst 김태현

02) 3787-4904

thkim@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI(2/17)	2,080.58pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	121,000원	94,800원
등락률	-12.40%	11.81%
수익률	절대	상대
1M	-8.2%	-8.6%
6M	3.4%	1.6%
1Y	-3.2%	-12.3%

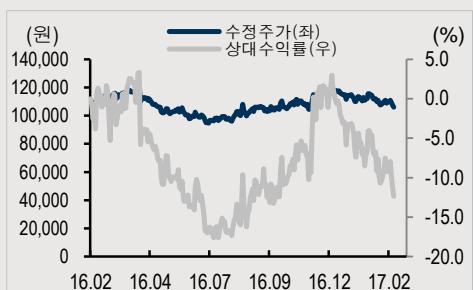
## Company Data

발행주식수	200,000천주
일평균 거래량(3M)	166천주
외국인 지분율	15.64%
배당수익률(17E)	1.4%
BPS(17E)	173,270원
주요 주주	이건희 외 5인 삼성생명 자사주
	47.03% 10.21%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2015	2016P	2017E	2018E
수입보험료	27,457	27,934	29,077	30,376
영업이익	61	1,364	420	314
영업외이익	1,310	1,343	1,575	1,710
세전이익	1,372	2,708	1,995	2,025
순이익	1,211	2,130	1,233	1,251
EPS(원)	6,475	12,224	8,197	8,316
PER(배)	17.0	9.2	12.9	12.7
BPS(원)	126,581	146,770	173,270	178,650
PBR(배)	0.9	0.8	0.6	0.6
위험손해율(%)	76.8	78.5	77.4	76.4
사업비율(%)	12.7	12.0	11.5	11.4
운용수익률(%)	3.7	4.1	3.5	3.4
ROE(%)	5.0	8.5	4.2	3.9

## Price Trend



## 실적리뷰

## 삼성생명 (032830)

## 배당 기대 축소 vs. 업계 내 높은 RBC 비율



삼성생명의 4분기 순이익은 744억원으로 당사 추정치를 상회, 시장 컨센서스에 부합했습니다. 80%내외를 기록했던 위험손해율인 75.7%로 안정화된 점은 긍정적이나, 보장성신계약 부진은 아쉽습니다. 힘든 생보업계 현황에서 동사도 배당 모멘텀이 다소 축소될 수 있으나, 업계 내 높은 RBC비율과 제도 변화에 대한 선제적 대응은 보험주 내 동사의 투자 매력을 높입니다. 업종 Top Pick 의견을 유지합니다.

## &gt;&gt;&gt; 4분기 순이익 744억원으로 당사 추정치 상회

삼성생명의 4분기 수입보험료는 8조 7,457억원(+9.9%YoY), 당기순이익은 744억원(+127.0%YoY, -84.7%QoQ)를 기록했다. 당사추정치를 76% 상회했고, 시장 컨센서스와 부합했다. 일회성 요인으로 삼성증권 지분 추가취득 염가매수차익 3,717억원, 법인세 환급 1,349억원이 있었다. 변액보증준비금 추가적립 규모는 3,700억원이다.

4분기 위험손해율은 75.7%로 전년동기비 2.5%p 감소했다. 상반기동안 70% 후반~80%대에 육박했던 손해율이 안정화된 점이 긍정적이다. 17년에도 과거 불량 계약의 만기 도래와 실손보험 보험료 인상 영향으로 손해율은 안정화될 것으로 예상한다. 이원차 스프레드는 -69bp로 전분기 대비 1bp 악화됐으나, 대출 및 외화채권에 대한 투자확대로 4분기 신규투자수익률은 3.2%로 전분기 대비 0.4%p 상승했다. 보장성신계약 부진은 아쉽다. 동사의 16년 보장성신계약은 4.9%YoY 감소했다. (4Q16 -4.2%YoY). 신계약 감소에도 불구하고 상품 믹스 개선에 따른 마진상승이 반영되며 신계약가치는 1.2조원으로 2.7% 증가했다.

동사의 16년 EV는 29.3조원으로 ROEV 19%를 기록했다. 시중금리 상승으로 투자수익률 가정치의 하락폭이 줄어들며 보유계약가치도 3.4조원으로 135%YoY증가했다.

## &gt;&gt;&gt; 제도 변화에 대응 수단이 다양한 보험사

동사의 4분기 RBC비율은 304%이다. 회사측에 따르면 최근 이슈가 된 부채 드레이션 확대를 일시에 적용해도 200% 이상은 유지 가능하다고 한다. 업계 내에서 높은 RBC비율과 제도 변화에 대한 선제적 대응은 보험주 내 동사에 대한 투자 선호도를 높인다.

동사의 주주진화적 자본정책('333정책')은 자본 규제 강화 과정에서 다소 축소될 가능성성이 있어 보인다. 단기 배당 모멘텀은 약화될 수 있으나, 중장기적으로 제도 변화에 대한 대응을 펀더멘털 개선과 연계시키고 있다.

최근 그룹지배구조에 대한 불확실성은 확대됐으나, 강화되는 자본 규제는 삼성전자 지분 보유 부담을 증가시킬 수 있다.

동사에 대한 투자의견과 업종 Top Pick 의견을 유지한다.

## 삼성생명 4분기 실적 Review (단위: 십억원, %, %p)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	%YoY	%QoQ	당사추정치	컨센서스
수입보험료	7,957	6,353	6,571	6,264	8,746	9.9	39.6	8,128	
보험영업수익	4,287	4,219	4,284	4,285	4,258	-0.7	-0.6	4,326	
보험영업비용	3,697	3,622	3,580	3,655	3,714	0.5	1.6	3,658	
보험영업손익	590	597	705	630	544	-7.8	-13.7	669	
투자영업손익	1,662	2,819	1,540	1,893	1,742	4.8	-7.9	1,844	
책임준비금전입액	2,574	2,247	2,139	2,173	2,545	-1.1	17.1	2,842	
영업이익	-323	1,168	106	349	-259	-19.8	-174.1	-329	
영업외이익	383	332	352	339	321	-16.2	-5.3	389	
세전이익	60	1,501	458	688	62	3.0	-91.0	60	
당기순이익(지배회사지분)	33	1,240	329	486	74	127.0	-84.7	42	70
손해율	78.2	80.9	79.3	78.2	75.7	-2.5	-2.5	75.0	
사업비율	11.8	12.5	12.9	13.2	9.9	-1.9	-3.3	10.4	
운용자산이익률(%)	3.7	5.9	3.1	3.6	3.5	-0.2	-0.2	3.5	
ROE (%)	0.5	20.7	5.3	7.3	1.3	0.7	-6.0	0.6	

주: 손해율은 위험보험료 대비 사고보험금, 사업비율은 수입보험료 대비 실질사업비

자료: 삼성생명, 키움증권

## 삼성생명 분기별 실적 추이 (단위: 십억원, %, %p)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	FY15	FY16P	FY17E
수입보험료	6,353	6,571	6,264	8,746	6,512	6,738	6,397	9,431	27,457	27,934	29,077
영업이익	1,168	106	349	-259	447	126	13	-166	61	1,364	420
영업외이익	332	352	339	321	379	383	391	421	1,310	1,343	1,575
당기순이익	1,240	329	486	74	511	315	249	158	1,211	2,130	1,233
ROE	20.7	5.3	7.3	1.3	8.6	5.0	3.9	2.4	5.0	8.5	4.2

자료: 삼성생명, 키움증권

**손익계산서**

12월 결산	2014	2015	2016P	2017E	2018E
수입보험료	28,239	27,457	27,934	29,077	30,376
일반계정	17,462	17,354	16,743	17,235	17,418
특별계정	10,828	10,170	11,215	12,148	13,270
보험영업수익	17,695	17,612	17,046	17,235	17,418
보험료수익	17,462	17,354	16,768	16,929	17,106
재보험료수익	233	258	278	306	312
보험영업비용	13,898	14,115	14,571	14,889	15,286
지급보험금	10,036	10,191	10,593	10,842	11,271
사업비	1,548	1,571	1,510	1,444	1,475
(이연신계약비)	-1,949	-1,934	-1,823	-1,898	-1,973
신계약비	2,011	1,964	1,855	1,932	2,008
유지비	1,487	1,541	1,473	1,410	1,440
신계약비 상각비	2,012	2,057	2,124	2,282	2,209
보험영업손익	3,797	3,497	2,476	2,346	2,132
투자영업손익	6,853	6,428	7,993	7,530	7,914
책임준비금전입	10,031	9,864	9,105	9,456	9,732
영업이익	619	61	1,364	420	314
영업외이익	985	1,310	1,343	1,575	1,710
세전이익	1,603	1,372	2,708	1,995	2,025
법인세비용	266	162	482	503	510
당기순이익	1,337	1,210	2,225	1,492	1,514
비자배주주 순이익	0	-2	96	259	263
연결당기순이익	1,337	1,211	2,130	1,233	1,251

**투자지표**

12월 결산	2014	2015	2016P	2017E	2018E
<b>성장성(%)</b>					
수입보험료	44.1	-2.8	1.7	4.1	4.5
일반계정	38.9	-0.6	-3.5	2.9	1.1
특별계정	52.9	-6.1	10.3	8.3	9.2
보험영업수익	39.0	-0.5	-3.2	1.1	1.1
당기순이익	121.6	-9.5	84.0	-32.9	1.5
운용자산	11.0	6.2	17.4	6.5	6.5
특별계정자산	14.6	15.0	4.8	9.7	7.2
총자산	11.1	7.4	14.9	6.9	5.8
<b>수익성과 효율성(%)</b>					
보험료 지급율	57.6	58.8	63.3	64.0	65.9
위험보험료 대비 사고보험금	84.4	76.8	78.5	77.4	76.4
수입보험료 대비 실질사업비율	12.5	12.7	12.0	11.5	11.4
운용자산이익률	4.3	3.7	4.1	3.5	3.4

**대차대조표**

12월 결산	2014	2015	2016P	2017E	2018E
자산총계	214,434	230,363	264,622	283,049	299,556
운용자산	172,425	183,082	214,879	228,847	243,722
현금 및 예치금	4,320	4,320	3,608	4,023	4,292
채권	78,226	80,922	79,804	87,792	93,897
주식	20,776	20,046	24,124	23,801	25,069
수익증권	7,850	9,220	8,923	9,833	10,512
대출채권	29,317	33,363	58,063	59,946	63,562
부동산	7,850	9,220	8,923	9,833	10,512
비운용자산	7,600	7,695	8,237	8,670	7,032
특별계정자산	34,409	39,586	41,505	45,532	48,802
<b>부채총계</b>	<b>192,149</b>	<b>206,641</b>	<b>236,237</b>	<b>249,840</b>	<b>265,368</b>
책임준비금	138,983	149,118	158,592	168,048	177,780
보험료적립금	133,643	143,389	152,281	162,199	171,931
계약자지분조정	6,772	6,969	8,082	5,329	3,514
기타부채	8,799	9,976	25,706	29,562	33,996
특별계정부채	37,596	40,578	43,857	46,901	50,078
<b>자본총계</b>	<b>22,285</b>	<b>23,722</b>	<b>28,384</b>	<b>33,209</b>	<b>34,188</b>
자본금	100	100	100	100	100
연결자본잉여금	7	6	63	63	63
연결이익잉여금	10,696	11,567	13,364	14,381	15,361
비자배주주	80	76	1,664	1,664	1,664

**투자지표**

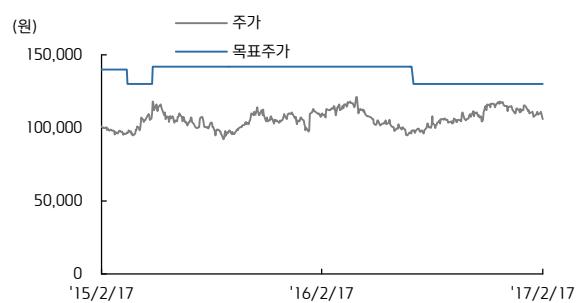
12월 결산	2014	2015	2016P	2017E	2018E
<b>주당지표</b>					
EPS	7,034	6,475	12,224	8,197	8,316
BPS	116,823	126,581	146,770	173,270	178,650
DPS	1,800	1,800	1,200	1,500	1,500
<b>Valuation</b>					
PER	16.5	17.0	9.2	12.9	12.7
PBR	1.0	0.9	0.8	0.6	0.6
<b>수익성</b>					
ROA	0.7	0.5	0.9	0.5	0.4
ROE	6.5	5.0	8.5	4.2	3.9
배당성향	25.5	27.5	9.7	22.0	22.0
배당수익률	1.6	1.6	1.1	1.4	1.4

- 당사는 2월 17일 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 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

### 투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
삼성생명 (032830)	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
	2016/07/19	BUY(Maintain)	130,000원
	2016/08/11	BUY(Maintain)	130,000원
	2016/08/19	BUY(Maintain)	130,000원
	2016/10/19	BUY(Maintain)	130,000원
	2016/11/14	BUY(Maintain)	130,000원
	2017/01/17	BUY(Maintain)	130,000원
	2017/02/20	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 (2016/1/1~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%