



## BUY(Maintain)

목표주가: 130,000원

주가(5/12) 118,000원

시가총액: 236,000억원

은행/보험/증권

Analyst 김태현

02) 3787-4904

thkim@kiwoom.com

## Stock Data

|             |          |            |
|-------------|----------|------------|
| KOSPI(5/12) |          | 2,286.02pt |
| 52 주 주가동향   | 최고가      | 최저가        |
| 최고/최저가 대비   | 118,000원 | 94,800원    |
| 등락률         | 0.00%    | 24.47%     |
| 수익률         | 절대       | 상대         |
| 1M          | 9.8%     | 2.2%       |
| 6M          | 6.8%     | -7.3%      |
| 1Y          | 11.3%    | -3.7%      |

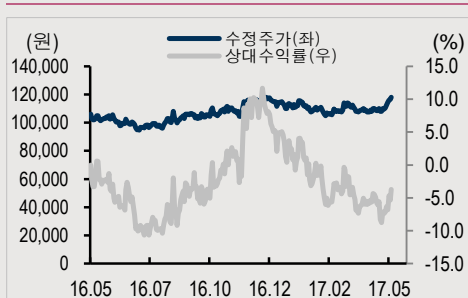
## Company Data

|             |           |
|-------------|-----------|
| 발행주식수       | 200,000천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 209천주     |
| 외국인 지분율     | 15.78%    |
| 배당수익률(17E)  | 1.0%      |
| BPS(17E)    | 176.162원  |
| 주요 주주       | 이건희 외 5인  |
|             | 삼성생명 자사주  |
|             | 47.03%    |
|             | 10.21%    |

## 투자지표

| (십억원, IFRS 연결) | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 수입보험료          | 27,457  | 27,959  | 29,017  | 29,767  |
| 영업이익           | 61      | 1,235   | 545     | 472     |
| 영업외이익          | 1,310   | 1,373   | 1,402   | 1,513   |
| 세전이익           | 1,372   | 2,607   | 1,947   | 1,985   |
| 순이익            | 1,211   | 2,054   | 1,393   | 1,421   |
| EPS(원)         | 6,475   | 11,809  | 8,216   | 8,381   |
| PER(배)         | 17.0    | 9.5     | 14.4    | 14.1    |
| BPS(원)         | 126,581 | 146,353 | 176,162 | 182,911 |
| PBR(배)         | 0.9     | 0.8     | 0.7     | 0.6     |
| 위험손해율(%)       | 76.8    | 82.1    | 79.2    | 78.0    |
| 사업비율(%)        | 12.7    | 11.9    | 11.0    | 11.0    |
| 운용수익률(%)       | 3.7     | 4.1     | 3.3     | 3.4     |
| ROE(%)         | 5.0     | 8.2     | 4.8     | 4.4     |

## Price Trend



## 실적리뷰

## 삼성생명 (032830)

## 제도 변화 대응이 유리한 생보사



삼성생명의 1분기 순이익은 5,615억원으로 시장 컨센서스를 10%상회했습니다. 보장성신계약은 전년동기비 32% 감소했으나, 신계약가치는 6% 증가했습니다. 당사는 제도 변화에 선제적으로 대응하고 있으며, 브랜드 가치가 수익성 유지로 이어지고 있습니다. 업종 Top Pick의견을 유지합니다.

## &gt;&gt;&gt; 1분기 순이익 5,615억원으로 시장 컨센서스 10% 상회

삼성생명의 1분기 수입보험료는 6조 6,191억원(+4.2%YoY), 지배주주 당기순이익은 5,615억원(-54.7%YoY)을 기록했다. 작년 1분기 삼성카드 지분 추가 취득에 따른 열가매수차익 7,419억원을 제외 시 순이익은 13.7%증가했다. 시장 컨센서스를 10% 상회하는 실적이다. 일회성 요인으로 1)유배당 세제적격 상품의 부리이율 반영 비용 876억원, 2) 성과급 추가 적립비용 200억원(연말 환입가능), 3) 태평로 본사 매각이익 820억원이 있다. 삼성전자 배당금도 전년동기 대비 800억원 증가했다

보험이익은 3,800억원으로 6.8% 감소했다. 성과급 추가 적립 영향과 위험손해율 악화(1Q17 81.8%(+0.9%pYoY))에 따른 것이다. 최근 금융당국의 보험금 지급 관련 감독 강화로 위험손해율 변동성이 확대되는 모습이다. 저금리 영향이 본격적으로 반영되며 이원차 역마진 스프레드는 73bp로 전분기비 4bp 확대됐다.

## &gt;&gt;&gt; 보장성신계약 APE 32% 감소 vs. 신계약 가치 6.1%증가

당사의 보장성신계약은 32%YoY 감소(APE기준)했으나, 보장성신계약 가치는 6.1% 증가했다. 이는 신계약 마진이 1Q16 39%(APE기준)에서 1Q17 62%로 증가했기 때문이다. 회사 측은 신계약 마진 상승을 일반 종신보험에서 중저가 상품 및 변액종신으로 포트폴리오 변화와 일부 가정치 변경이라 설명했다. 향후 신지급여력비율제도 도입 시 중저가 및 변액상품의 마진축소는 불가피하다. 그러나 삼성생명은 브랜드가치를 활용한 상품구조 변경이 타사 대비 수월해, 수익성 훼손이 크지 않을 것으로 예상된다.

## &gt;&gt;&gt; 제도 변화에 선제적으로 대응하고 있는 보험사

당사는 과거 고금리 확정 부채 비중이 높아 회계 및 감독제도 변경의 피해가 클 것으로 언론에 보도되고 있다. 제도 변경에 따른 부담은 있으나, 선제적으로 이를 준비하고 있어 IFRS17도입 시 피해는 크지 않을 것으로 예상된다. 지배구조 변화 기대는 축소되고 있으나, 당사가 보유하고 있는 삼성전자 지분 가치는 작년말 대비 2.2조원 증가했고 스튜어드십 코드 도입으로 적정한 자본여력 수준에서 주주친화 의지는 강해질 것이다.

당사에 대한 업종 Top Pick 의견을 유지한다.

## 삼성생명 1분기 실적 Review (단위: 십억원, %, %p)

|               | 1Q16  | 2Q16  | 3Q16  | 4Q16  | 1Q17  | %YoY  | %QoQ  | 당사추정치 | 컨센서스 |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 수입보험료         | 6,353 | 6,571 | 6,264 | 8,771 | 6,619 | 4.2   | -24.5 | 6,512 |      |
| 보험영업수익        | 4,219 | 4,284 | 4,285 | 4,258 | 4,465 | 5.9   | 4.9   | 4,237 |      |
| 보험영업비용        | 3,622 | 3,580 | 3,655 | 3,714 | 3,959 | 9.3   | 6.6   | 3,765 |      |
| 보험영업손익        | 522   | 533   | 529   | 544   | 506   | -15.2 | -7.0  | 677   |      |
| 투자영업손익        | 2,819 | 1,540 | 1,893 | 1,749 | 2,032 | -27.9 | 16.2  | 2,158 |      |
| 책임준비금전입액      | 2,247 | 2,139 | 2,173 | 2,682 | 2,091 | -7.0  | -22.0 | 2,182 |      |
| 영업이익          | 1,168 | 106   | 349   | -389  | 447   | -61.7 | 흑전    | 447   |      |
| 영업외이익         | 332   | 352   | 339   | 350   | 337   | 1.4   | -3.6  | 379   |      |
| 세전이익          | 1,501 | 458   | 688   | -39   | 785   | -47.7 | 흑전    | 827   |      |
| 당기순이익(지배회사지분) | 1,240 | 329   | 486   | -1    | 562   | -54.7 | 흑전    | 511   | 513  |
| 손해율           | 80.9  | 79.3  | 78.2  | 90.0  | 81.8  | 0.9   | -8.2  | 78.0  |      |
| 사업비율          | 12.5  | 12.9  | 13.2  | 9.8   | 12.0  | -0.5  | 2.2   | 12.4  |      |
| 운용자산이익률(%)    | 5.9   | 3.1   | 3.6   | 3.3   | 3.8   | -2.1  | 0.5   | 4.0   |      |
| ROE (%)       | 20.3  | 5.0   | 6.9   | -0.0  | 8.2   | -12.1 | 8.2   | 8.6   |      |

주: 손해율은 위험보험료 대비 사고보험금, 사업비율은 수입보험료 대비 실질사업비

자료: 삼성생명, 키움증권

## 삼성생명 분기별 실적 추이 (단위: 십억원, %, %p)

|       | 1Q16  | 2Q16  | 3Q16  | 4Q16  | 1Q17P | 2Q17E | 3Q17E | 4Q17E | FY16   | FY17E  | FY18E  |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 수입보험료 | 6,353 | 6,571 | 6,264 | 8,771 | 6,619 | 6,697 | 6,370 | 9,331 | 27,959 | 29,017 | 29,767 |
| 영업이익  | 1,168 | 106   | 349   | -389  | 447   | 140   | 224   | -266  | 1,235  | 545    | 472    |
| 영업외이익 | 332   | 352   | 339   | 350   | 337   | 350   | 353   | 362   | 1,373  | 1,402  | 1,513  |
| 당기순이익 | 1,240 | 329   | 486   | -1    | 561.5 | 351   | 413   | 68    | 2,054  | 1,393  | 1,421  |
| ROE   | 20.3  | 5.0   | 6.9   | -0.0  | 8.2   | 4.7   | 5.1   | 0.9   | 8.2    | 4.8    | 4.4    |

자료: 삼성생명, 키움증권

## 손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산    | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 수입보험료     | 27,457 | 27,959 | 29,017 | 29,767 | 30,855 |
| 일반계정      | 17,354 | 16,768 | 17,527 | 17,656 | 17,983 |
| 특별계정      | 10,170 | 11,215 | 11,795 | 12,422 | 13,190 |
| 보험영업수익    | 17,612 | 17,046 | 17,527 | 17,656 | 17,983 |
| 보험료수익     | 17,354 | 16,768 | 17,221 | 17,345 | 17,665 |
| 재보험료수익    | 258    | 278    | 305    | 311    | 318    |
| 보험영업비용    | 14,115 | 14,570 | 14,919 | 15,111 | 15,677 |
| 지급보험금     | 10,191 | 10,587 | 11,126 | 11,276 | 11,795 |
| 사업비       | 1,571  | 1,496  | 1,479  | 1,480  | 1,505  |
| (이연신계약비)  | -1,934 | -1,809 | -1,716 | -1,795 | -1,804 |
| 신계약비      | 1,964  | 1,839  | 1,746  | 1,827  | 1,836  |
| 유지비       | 1,541  | 1,467  | 1,442  | 1,449  | 1,473  |
| 신계약비 상각비  | 2,057  | 2,124  | 1,988  | 2,020  | 2,032  |
| 보험영업손익    | 3,497  | 2,476  | 2,607  | 2,545  | 2,306  |
| 투자영업손익    | 6,428  | 8,000  | 7,287  | 8,027  | 8,643  |
| 책임준비금전입   | 9,864  | 9,242  | 9,350  | 10,100 | 10,244 |
| 영업이익      | 61     | 1,235  | 545    | 472    | 704    |
| 영업외이익     | 1,310  | 1,373  | 1,402  | 1,513  | 1,630  |
| 세전이익      | 1,372  | 2,607  | 1,947  | 1,985  | 2,334  |
| 법인세비용     | 162    | 458    | 471    | 480    | 565    |
| 당기순이익     | 1,210  | 2,150  | 1,475  | 1,505  | 1,769  |
| 비지배주주 순이익 | -2     | 96     | 82     | 84     | 99     |
| 연결당기순이익   | 1,211  | 2,054  | 1,393  | 1,421  | 1,671  |

## 투자지표

(단위: %)

| 12월 결산          | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 성장성(%)          |      |      |       |       |       |
| 수입보험료           | -2.8 | 1.8  | 3.8   | 2.6   | 3.7   |
| 일반계정            | -0.6 | -3.4 | 4.5   | 0.7   | 1.8   |
| 특별계정            | -6.1 | 10.3 | 5.2   | 5.3   | 6.2   |
| 보험영업수익          | -0.5 | -3.2 | 2.8   | 0.7   | 1.8   |
| 당기순이익           | -9.5 | 77.7 | -31.4 | 2.0   | 17.6  |
| 운용자산            | 6.2  | 17.4 | 7.4   | 7.2   | 7.0   |
| 특별계정자산          | 15.0 | 4.8  | 11.1  | 7.9   | 7.5   |
| 총자산             | 7.4  | 14.9 | 8.2   | 6.5   | 6.5   |
| 수익성과 효율성(%)     |      |      |       |       |       |
| 보험료 지급율         | 58.8 | 63.3 | 64.6  | 65.0  | 66.8  |
| 위험보험료 대비 사고보험금  | 76.8 | 82.1 | 79.2  | 78.0  | 77.1  |
| 수입보험료 대비 실질사업비용 | 12.7 | 11.9 | 11.0  | 11.0  | 10.7  |
| 운용자산이익률         | 3.7  | 4.1  | 3.3   | 3.4   | 3.4   |

## 대차대조표

(단위: 십억원)

| 12월 결산   | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 자산총계     | 230,363 | 264,654 | 286,293 | 304,918 | 324,774 |
| 운용자산     | 183,082 | 214,879 | 230,778 | 247,394 | 264,712 |
| 현금 및 예치금 | 4,320   | 3,608   | 3,633   | 3,884   | 4,158   |
| 채권       | 80,922  | 79,804  | 86,365  | 92,891  | 99,469  |
| 주식       | 20,046  | 24,124  | 26,343  | 28,060  | 29,958  |
| 수익증권     | 9,220   | 8,923   | 9,510   | 10,217  | 10,941  |
| 대출채권     | 33,363  | 58,063  | 61,423  | 65,605  | 70,150  |
| 부동산      | 9,220   | 8,923   | 9,510   | 10,217  | 10,941  |
| 비운용자산    | 7,695   | 8,269   | 9,403   | 7,756   | 6,560   |
| 특별계정자산   | 39,586  | 41,505  | 46,113  | 49,767  | 53,502  |
| 부채총계     | 206,641 | 236,345 | 253,007 | 270,419 | 288,605 |
| 책임준비금    | 149,118 | 158,729 | 168,180 | 178,280 | 188,524 |
| 보험료적립금   | 143,389 | 152,281 | 161,539 | 171,639 | 181,883 |
| 계약자지분조정  | 6,969   | 8,076   | 9,318   | 10,205  | 11,177  |
| 기타부채     | 9,976   | 25,683  | 28,306  | 31,196  | 34,381  |
| 특별계정부채   | 40,578  | 43,857  | 47,203  | 50,738  | 54,523  |
| 자본총계     | 23,722  | 28,308  | 33,287  | 34,499  | 36,169  |
| 자본금      | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     |
| 연결자본잉여금  | 6       | 63      | 63      | 63      | 63      |
| 연결이익잉여금  | 11,567  | 13,289  | 14,471  | 15,683  | 17,354  |
| 비지배주주    | 76      | 1,664   | 1,653   | 1,653   | 1,653   |

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

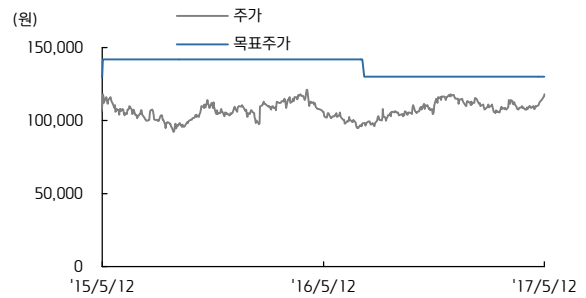
| 12월 결산    | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표      |         |         |         |         |         |
| EPS       | 6,475   | 11,809  | 8,216   | 8,381   | 9,852   |
| BPS       | 126,581 | 146,353 | 176,162 | 182,911 | 192,214 |
| DPS       | 1,800   | 1,200   | 1,150   | 1,200   | 1,400   |
| Valuation |         |         |         |         |         |
| PER       | 17.0    | 9.5     | 14.4    | 14.1    | 12.0    |
| PBR       | 0.9     | 0.8     | 0.7     | 0.6     | 0.6     |
| 수익성       |         |         |         |         |         |
| ROA       | 0.5     | 0.8     | 0.5     | 0.5     | 0.5     |
| ROE       | 5.0     | 8.2     | 4.8     | 4.4     | 5.0     |
| 배당성향      | 27.5    | 10.0    | 15.0    | 15.0    | 15.0    |
| 배당수익률     | 1.6     | 1.1     | 1.0     | 1.0     | 1.2     |

- 당사는 5월 12일 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) | 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 |
|               | 2017/05/15 | 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 (2016/04/01~2017/03/31)

| 투자등급 | 건수  | 비율(%)  |
|------|-----|--------|
| 매수   | 183 | 96.32% |
| 중립   | 7   | 3.68%  |
| 매도   | 0   | 0.00%  |