



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	
52주 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%

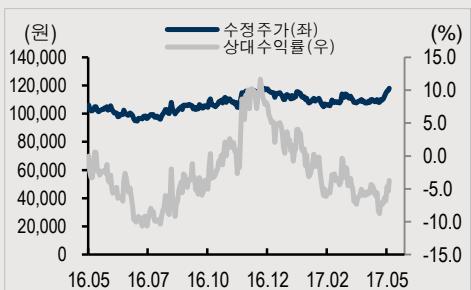
Company Data

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. 보장 성신계약은 전년동기비 32% 감소했으나, 신계약 가치는 6% 증가했습니다. 동사는 제도 변화에 선제적으로 대응하고 있으며, 브랜드 가치가 수익성 유지로 이어지고 있습니다. 업종 Top Pick 의견을 유지합니다.

>>> 1분기 순이익 5,615억원으로 시장 컨센서스 10% 상회

삼성생명의 1분기 수입보험료는 6조 6,191억원(+4.2%YoY), 지배주주 당기순이익은 5,615억원(-54.7%YoY)를 기록했다. 작년 1분기 삼성카드 지분 추가 취득에 따른 영가매수차익 7,419억원을 제외 시 순이익은 13.7% 증가했다. 시장 컨센서스를 10% 상회하는 실적이다. 일회성 요인으로는 1) 유배당 세제 적격 상품의 부리이율 반영 비용 876억원, 2) 성과급 추가 적립비용 200억원(연말 환입 가능), 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 이월차 역마진 스프레드는 73bp로 전분기비 4bp 확대됐다.

>>> 보장성신계약 APE 32% 감소 vs. 신계약 가치 6.1% 증가

동사의 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 브랜드 가치를 활용한 상품구조 변경이 타사 대비 수월해, 수익성 훼손이 크지 않을 것으로 예상된다.

>>> 제도 변화에 선제적으로 대응하고 있는 보험사

동사는 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, 동사가 보유하고 있는 삼성전자 지분 가치는 작년말 대비 2.2조원 증가했고 스튜어드십 코드 도입으로 적정한 자본여력 수준에서 주주친화 의지는 강해질 것이다. 동사에 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

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
비자배주주 순이익	-2	96	82	84	99
연결당기순이익	1,211	2,054	1,393	1,421	1,671

투자지표

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 실질사업비율	12.7	11.9	11.0	11.0	10.7
운용자산이익률	3.7	4.1	3.3	3.4	3.4

대차대조표

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
비자배주주	76	1,664	1,653	1,653	1,653

투자지표

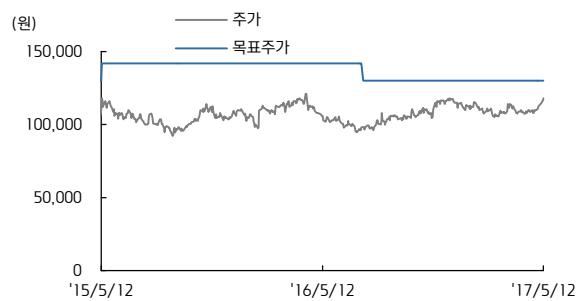
12월 결산	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표					
EPS	6,475	11,809	8,216	8,381	9,852
BPS	126,581	146,353	176,162	182,911	192,214
DPS	1,800	1,200	1,150	1,200	1,400
Valuation					
PER	17.0	9.5	14.4	14.1	12.0
PBR	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
수익성					
ROA	0.5	0.8	0.5	0.5	0.5
ROE	5.0	8.2	4.8	4.4	5.0
배당성향	27.5	10.0	15.0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

투자의견 변동내역(2개년)

증명명	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%