



▲ 보험/증권

Analyst **김고은**
02. 6098-6670
goenkim@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월) 130,000 원
현재주가(02.17) 106,000 원
상승여력 22.6%

KOSPI	2,080.58pt
시가총액	212,000억원
발행주식수	20,000만주
유동주식비율	41.59%
외국인비중	15.66%
52주 최고/최저가	121,000원 / 94,800원
평균거래대금	187.2억원
주요주주(%)	
이건희 외 5인	47.03%
(주)이마트	5.88%

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.23	3.41	-3.20
상대주가	-6.15	4.40	-8.29

주가그래프



삼성생명 032830

규제 강화 부담은 있으나 문제 없을 전망

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 130,000원 유지
- ✓ 단계적인 RBC 비율 규제 강화에 따른 영향 부담 있으나
- ✓ 전자 지분의 일부 매각을 통해 해소 가능해 자본 확충 가능성은 제한적

4Q16 연결 지배순이익 744 억원(-84.7% QoQ, +127.0% YoY)

4Q16 연결 지배순이익 744억원(-84.7% QoQ, +127.0% YoY) 시현했다. 삼성증권 영업매수차익 3,700억원 인식했으나 채권 매각익이 없었고, 부동산 관련 매각손실 발생해 투자수익률이 3.3%(-0.3%p QoQ, -0.4%p YoY)로 하락했다. 변액보증준비금은 3,723억원 발생했다. 위험손해율은 75.7%(-2.5%p QoQ, -2.5%p YoY)로 하락해 사차이익이 증가한 점은 긍정적이다. 이차마진율은 -0.68%p(-0.01%p QoQ, -0.1%p YoY)로 역마진이 소폭 확대되었다.

RBC 규제 강화 영향 부담 있으나 무리 없을 듯

연결 RBC 및 신용계수 신뢰수준 상향의 영향으로 RBC 비율이 304.4%(-84.0%p QoQ, -31.1%p YoY)까지 하락했다. 향후 단계적으로 적용이 예정되어 있는 부채 최장만기 확대, 공시기준이율 하락, 변액보험 및 퇴직연금 위험액 산출기준 변경 등이 추가적인 RBC 하락을 야기할 전망이다. 동사는 이에 대해 2016년 말 기준으로 한번에 반영된다는 가정 하에서도 200% 이상이 유지될 수 있다고 언급했다.

투자 의견 Buy 및 적정주가 130,000 원 유지

투자 의견 Buy 및 적정주가 130,000원을 유지한다. 보장성 위주의 포트폴리오 개선 및 장기채권의 적극적 편입을 통해 변화를 준비하고 있다. 그러나 부채구조상 IFRS 17 및 신규급여비율 도입에 따른 불확실성이 크다. 변액종신 및 퇴직연금 판매 비중이 높아 단계적인 RBC 규제 강화에 따른 영향이 우려되나 전자 지분 일부 매각을 통해 해소가 가능해 자본 확충 가능성은 제한적이다.

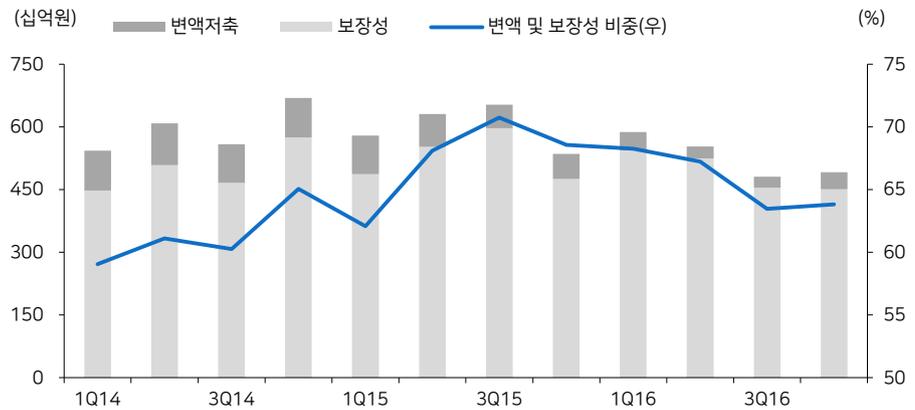
(십억원)	보험영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감율 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2014	17,694.9	618.6	1,337.0	7,071	N/A	117,862	16.5	1.0	6.5	1.5
2015	17,611.9	61.2	1,209.6	6,555	-7.3	128,550	16.8	0.9	5.8	1.6
2016P	17,046.5	1,364.5	2,129.7	11,860	80.7	148,796	9.5	0.8	8.5	1.1
2017E	17,537.4	527.3	1,264.0	7,039	-40.6	156,038	15.1	0.7	5.9	1.2
2018E	17,757.8	370.6	1,245.5	6,936	-1.5	163,175	15.3	0.6	5.2	1.2

표1 삼성생명 분기 실적 Review

(십억원)	4Q 16	4Q 15	(% YoY)	3Q 16	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	544.0	589.9	-7.8	630.0	-13.7	640.5	-15.1		
투자손익	1,742.1	1,661.7	4.8	1,892.5	-7.9	1,827.8	-4.7		
책임준비금전입액	2,545.0	2,574.5	-1.1	2,173.2	17.1	2,747.8	-7.4		
영업외손익	320.5	382.7	-16.2	338.5	-5.3	372.9	-14.1		
당기순이익	74.4	32.8	127.0	485.7	-84.7	66.9	11.3	138.2	-46.1

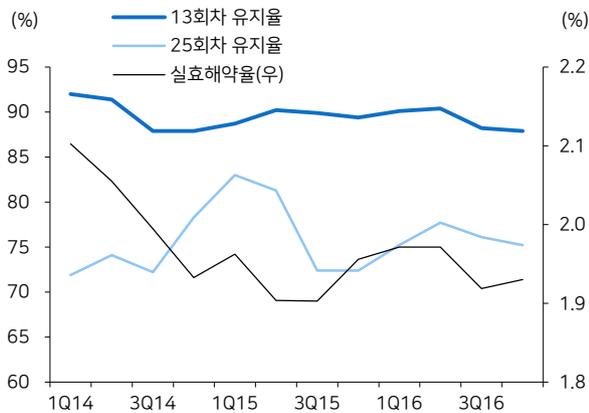
자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 신계약 상품별 APE



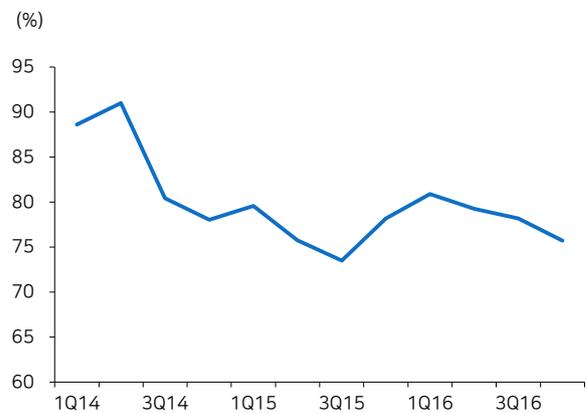
자료: 삼성생명

그림2 유지율 및 해약율



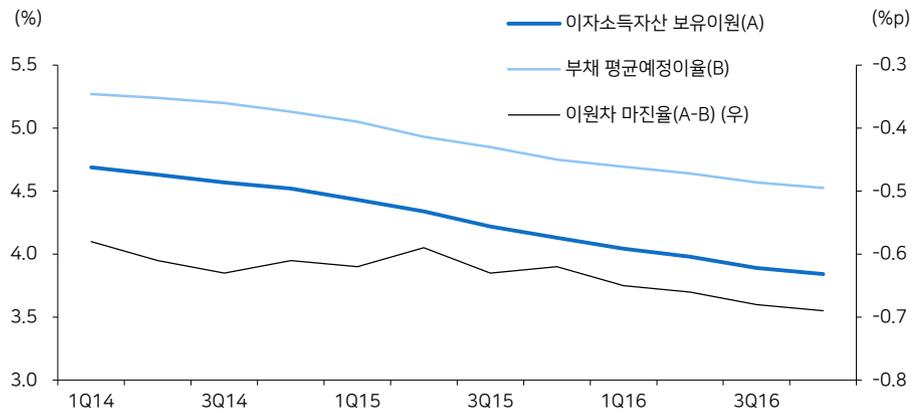
자료: 삼성생명

그림3 위험손해율



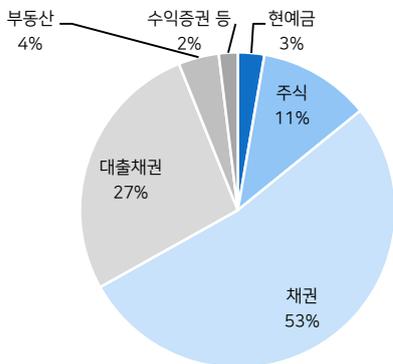
자료: 삼성생명

그림4 이원차마진



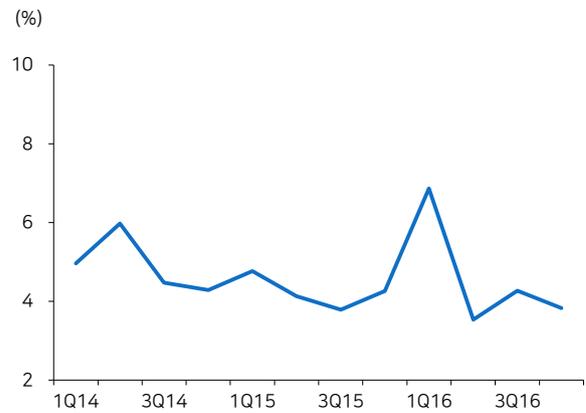
자료:삼성생명

그림5 운용자산 비중



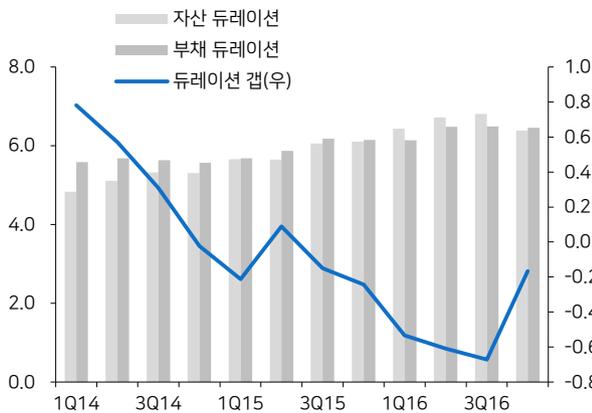
자료:삼성생명

그림6 운용자산이익률



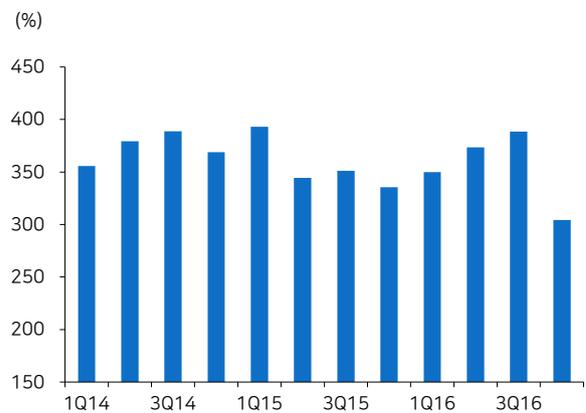
자료:삼성생명

그림7 자산 부채 듀레이션



자료:삼성생명

그림8 RBC 비율



자료:삼성생명

삼성생명 (032830)

Income Statement(연결)

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
보험손익	3,796.9	3,497.0	2,475.6	2,611.9	2,525.6
보험영업수익	17,694.9	17,611.9	17,046.5	17,537.4	17,757.8
보험료수익	17,461.6	17,354.1	16,768.3	17,240.3	17,453.9
재보험수익	233.3	257.8	278.2	297.1	303.9
보험영업비용	13,898.0	14,114.9	14,570.9	14,925.5	15,232.2
지급보험금	10,051.1	10,209.6	10,610.2	10,841.5	11,130.4
재보험비용	265.8	289.1	311.2	320.3	329.4
사업비	1,568.4	1,558.9	1,524.1	1,554.5	1,567.4
신계약상각비	2,011.6	2,056.9	2,123.8	2,207.9	2,203.5
할인료	1.1	0.3	1.5	1.4	1.5
투자손익	6,853.0	6,428.5	7,993.4	7,092.2	7,296.4
책임준비금전입액	10,031.3	9,864.3	9,104.5	9,176.9	9,451.5
영업이익	618.6	61.2	1,364.5	527.3	370.6
영업외손익	984.8	1,310.3	1,343.3	1,491.3	1,618.5
세전순이익	1,603.5	1,371.5	2,707.8	2,018.5	1,989.1
법인세비용	266.4	161.9	482.4	488.5	481.4
당기순이익	1,337.0	1,209.6	2,225.4	1,530.0	1,507.7
지배주주	1,337.5	1,211.2	2,129.7	1,264.0	1,245.5
비지배주주	-0.5	-1.7	95.7	266.1	262.2

Key Financial Data I

(%)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
수익성					
보험금지급률	57.6	58.8	63.3	62.9	63.8
위험손해율	84.4	76.8	78.5	77.3	77.1
사업비율	20.5	20.8	21.8	21.8	21.6
투자수익률	4.2	3.6	4.0	3.2	3.2
성장성					
총자산	N/A	7.4	14.9	5.8	5.5
운용자산	N/A	6.2	17.4	4.1	5.0
특별계정자산	N/A	15.0	4.8	15.1	8.8
자기자본	N/A	6.4	19.7	4.6	4.3
수입보험료	N/A	-0.5	-3.2	2.9	1.3
보험손익	N/A	-7.9	-29.2	5.5	-3.3
투자손익	N/A	-6.2	24.3	-11.3	2.9
책임준비금전입액	N/A	-1.7	-7.7	0.8	3.0
순이익	N/A	-9.5	84.0	-31.2	-1.5

Balance Sheet(연결)

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
자산총계	214,433.7	230,362.9	264,621.6	279,930.6	295,364.2
운용자산	172,425.1	183,082.4	214,879.3	223,635.9	234,722.5
현예금 및 예치금	5,542.4	3,272.4	5,822.6	4,322.5	4,528.0
유가증권	129,716.3	137,227.3	142,070.7	152,344.1	160,095.3
주식	20,775.6	20,046.1	24,124.5	23,024.8	24,011.0
채권	95,023.9	102,748.5	103,316.0	113,603.6	119,523.2
대출채권	29,316.8	33,362.7	58,063.4	57,235.2	59,813.5
부동산	7,849.5	9,220.0	8,922.6	9,734.1	10,285.7
비운용자산	7,599.5	7,694.8	8,237.1	8,534.9	8,701.6
특별계정자산	34,409.1	39,585.7	41,505.1	47,759.9	51,940.2
부채총계	192,148.9	206,641.2	236,237.4	250,245.9	264,397.9
책임준비금	138,982.5	149,118.2	158,592.2	167,769.0	177,220.6
계약자지분조정	6,771.6	6,969.3	8,081.8	8,081.8	8,081.8
기타부채	8,798.9	9,975.7	25,706.0	26,635.1	27,155.3
특별계정부채	37,595.8	40,577.9	43,857.4	47,759.9	51,940.2
자본총계	22,284.8	23,721.7	28,384.2	29,684.7	30,966.3
자본금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
자본잉여금	7.1	6.1	63.1	63.1	63.1
이익잉여금	10,696.3	11,567.2	13,364.1	14,664.6	15,946.2
자본조정/기타포괄손익누계	13,575.3	15,124.1	17,428.4	17,428.4	17,428.4
비지배주주지분	79.8	75.9	1,664.2	1,664.2	1,664.2

Key Financial Data II

(%)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
주당지표 (원)					
EPS	7,071	6,555	11,860	7,039	6,936
BPS	117,862	128,550	148,796	156,038	163,175
DPS	1,800	1,800	1,200	1,278	1,259
밸류에이션 (배)					
PER	16.5	16.8	9.5	15.1	15.3
PBR	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
수익성					
ROE	6.5	5.8	8.5	5.9	5.2
ROA	0.3	0.7	0.5	0.8	0.5
배당지표					
배당성향	25.5	27.5	9.7	15.0	15.0
배당수익률	1.5	1.6	1.1	1.2	1.2
안정성					
총자산/자기자본	9.6	9.7	9.3	9.4	9.5
보험료수입/총부채	9.2	8.5	7.2	7.0	6.7

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 02월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 02월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 02월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김고은)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 4등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.7
중립	7.3
매도	0.0

2016년 12월 31 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성생명(032830) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자
2016.05.25	산업분석	Buy	125,000	김고은
2016.07.21	산업브리프	Buy	125,000	김고은
2016.08.12	기업브리프	Buy	125,000	김고은
2016.10.10	산업분석	Buy	125,000	김고은
2016.11.14	기업브리프	Buy	125,000	김고은
2017.01.18	산업브리프	Buy	130,000	김고은
2017.02.20	기업브리프	Buy	130,000	김고은

