

2017. 05. 15



▲ 보험/증권

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

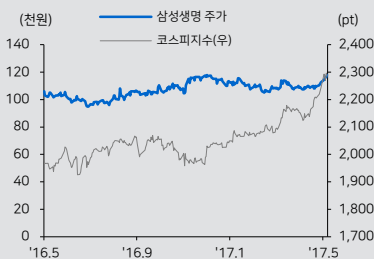
Buy

적정주가(12개월) **142,000 원**
현재주가(05.12) **118,000 원**
상승여력 **20.3%**

KOSPI	2,286.02pt
시가총액	236,000억원
발행주식수	20,000만주
유동주식비율	41.59%
외국인비중	15.70%
52주 최고/최저가	118,000원 / 94,800원
평균거래대금	229.5억원
주요주주(%)	
이건희 외 5인	47.03%
(주)이마트	5.88%

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.77	6.79	11.32
상대주가	2.13	-2.30	1.71

주가그래프



삼성생명 032830

영업가치보다 자산가치 영향 大

- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 적정주가 142,000원으로 상향
- ✓ 보유한 전자 지분 가치 증가로 17년 BPS 추정치 11.3% 상향했기 때문
- ✓ 세제혜택 변경으로 인해 저축성 보험 판매 증가했으며
- ✓ 부동산 및 유가증권 매각익 영향으로 1Q17 순이익 컨센서스 상회

1Q16 연결 지배순이익 5,663 억원(흑전 QoQ, -54.3% YoY)

1Q16 연결 지배순이익 5,663억원(흑전 QoQ, -54.3% YoY) 시현했다. 당사 추정치 및 컨센서스 대비 각각 14.2%, 15.8% 상회했다. 이는 부동산 매각익 739억원, 유가증권 처분익 약 500억원 발생했기 때문이다. 그 외에 전자 배당수익 증가 영향으로 투자수익률이 별도 기준 4.1%로 상승했다. 보장성 APE 33.9% YoY 감소는 중저가 상품 판매 비중이 늘어났기 때문이다. 이차마진율은 -0.73%p로 역마진 소폭 확대되었다. 세제혜택 축소로 인해 저축성 보험 판매 촉진을 위해 공시이율을 일시적으로 상승시킨 영향이 있으며 전자의 분기배당 등 비이자이익 증가분이 역마진 일부 상쇄할 전망이다.

전자의 자사주 소각에 따른 영향

17년 소각부문 반영 시 삼성생명의 지분은 8.19%, 삼성화재의 지분은 1.43%로 합산 9.62%로 상승한다. 금산법에 따라 지분이 10% 이상일 경우 금융위의 승인이 필요하다. 18년 나머지 소각이 진행되면 10% 이상으로 지분이 상승한다. 매각을 결정한다면 유배당 이슈가 없는 삼성화재의 보유분 처리가 우선시 될 전망이다.

투자 의견 Buy 유지, 적정주가 142,000 원으로 상향

투자 의견 Buy 유지하고 적정주가를 142,000원으로 상향한다. 이는 보유한 전자 지분 가치의 증가로 인해 BPS가 기존 추정치 대비 11.3% 증가했기 때문이다. 2017년 BPS 173,222원에 적정 PBR 0.81배를 적용했다.

(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	0.99	6.5	1.5
2015	17,611.9	61.2	1,209.6	6,555	-7.3	128,550	16.8	0.86	5.8	1.6
2016	17,046.5	1,234.8	2,054.3	11,440	74.3	148,374	9.8	0.76	8.3	1.1
2017E	17,704.9	630.1	1,515.9	8,442	-26.2	173,222	14.0	0.68	5.2	1.1
2018E	17,754.0	492.7	1,511.0	8,414	-0.3	180,707	14.0	0.65	4.7	1.1

표1 삼성생명 분기 실적 Review

(십억원)	1Q 17	1Q 16	(% YoY)	4Q 16	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	506.3	596.8	-15.2	544.5	-7.0	632.6	-20.0		
투자손익	2,031.7	2,818.6	-27.9	1,748.9	16.2	1,863.0	9.1		
책임준비금전입액	2,090.8	2,247.0	-7.0	2,681.9	-22.0	2,203.7	-5.1		
영업외손익	337.2	332.5	1.4	349.9	-3.6	369.7	-8.8		
당기순이익	566.3	1,240.1	-54.3	-1.0	흑전	495.7	14.2	489.0	15.8

자료: 삼성생명, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 Valuation table

적정주가	142,000원
이론주가	141,152원
2017 BPS	173,222원
적정 PBR	0.81배
PBR Discount	-5%
이론 PBR	0.86배
17년 ROE	5.2%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	5.9%
업종 Beta	0.70
Risk Free Rate	1.7%
Risk Premium	6.0%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 실적 추정 변경

	수정전		수정후		변화율 (%)	
(십억원)	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
순이익	1,512.5	1,512.7	1,515.9	1,511.0	0.2	-0.1
EPS (원)	8,423	8,424	8,442	8,414	0.2	-0.1
BPS(원)	155,617	162,861	173,222	180,707	11.3	11.0
ROE (%)	5.9	5.3	5.2	4.7	-0.7	-0.6

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 금융산업의 구조개선에 관한 법률

제 24조 다른 회사의 주식소유 한도

①금융기관 및 그 금융기관과 같은 기업집단에 속하는 금융기관은 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하려면 대통령령으로 정하는 기준에 따라 미리 금융위원회의 승인을 받아야 한다. 다만, 그 금융기관의 설립근거가 되는 법률에 따라 인가, 승인 등을 받은 경우에는 그러하지 아니하다

3. 다른 회사의 의결권 있는 발행주식 총수의 100분의 10 이상을 소유하고 동일계열 금융기관이나 동일계열 금융기관이 속하는 기업집단이 그 회사를 사실상 지배하는 것으로 인정 되는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우

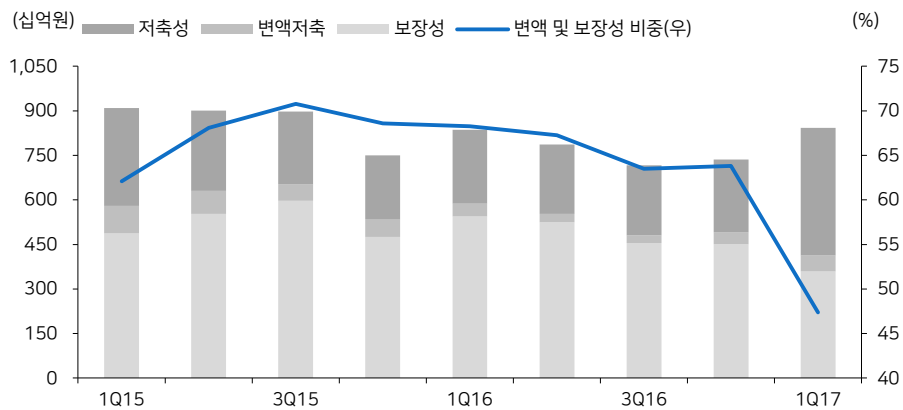
③금융위원회는 제1항에 따른 승인을 할 때에는 해당 주식소유가 관련 시장에서의 경쟁을 실질적으로 제한하는지에 대하여 미리 공정거래위원회와 협의하여야 한다. 제1항 단서에 따라 인가, 승인을 하는 경우에도 또한 같다

제 24조의 2(시정조치 등)

② 동일계열 금융기관은 제24조 제1항, 제4항, 제5항을 위반하여 금융위원회의 승인을 받지 아니하고 같은 조 제1항 각호 및 같은 조 제5항 각 호에 따른 주식소유한도를 초과하여 소유하고 있는 다른 회사의 주식에 대하여는 의결권을 행사할 수 없다.

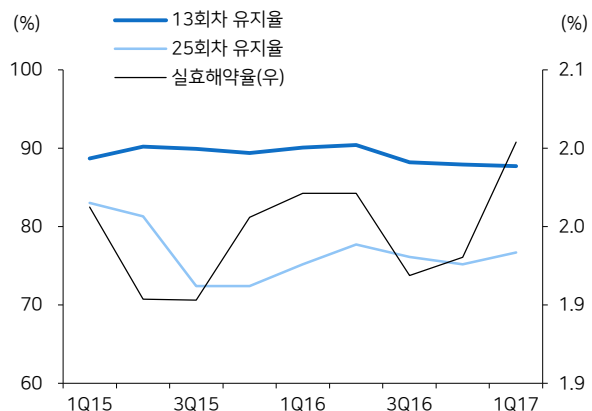
자료: 메리츠증권증권 리서치센터 정리

그림1 신계약 상품별 APE



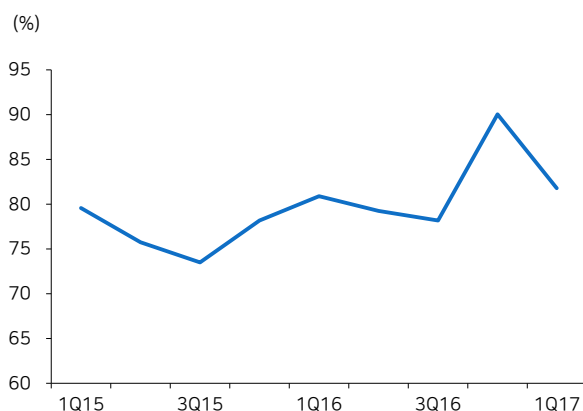
자료:삼성생명

그림2 유지율 및 해약율



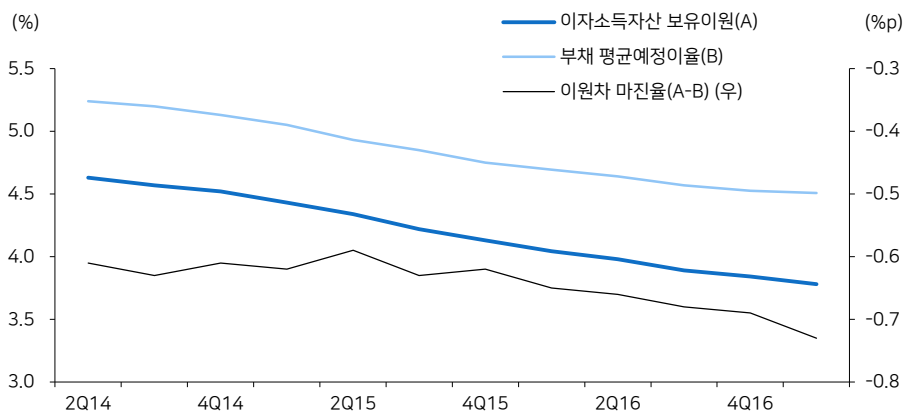
자료:삼성생명

그림3 위험손해율



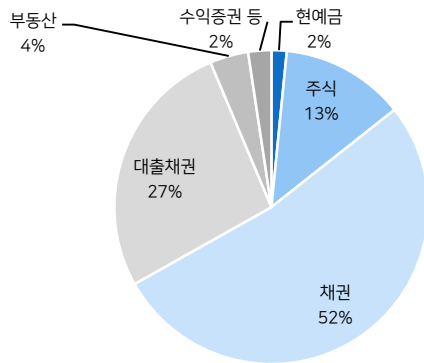
자료:삼성생명

그림4 이원차마진



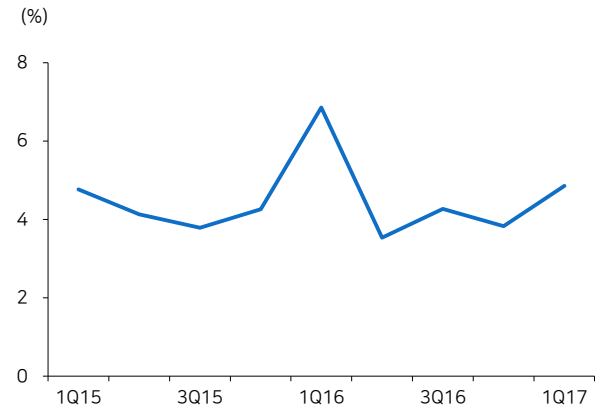
자료:삼성생명

그림5 운용자산 비중



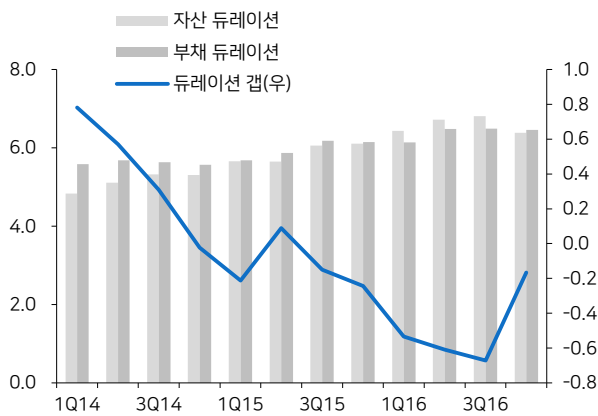
자료:삼성생명

그림6 운용자산이익률



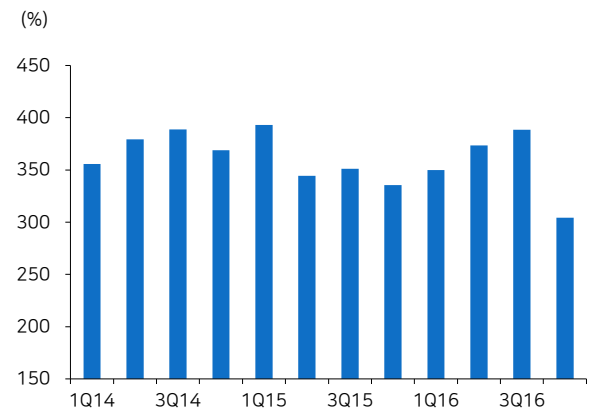
자료:삼성생명

그림7 자산 부채 듀레이션



자료:삼성생명

그림8 RBC 비율



자료:삼성생명

삼성생명 (032830)

Income Statement(연결)

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
보험손익	3,796.9	3,497.0	2,476.1	2,290.2	2,154.4
보험영업수익	17,694.9	17,611.9	17,046.5	17,704.9	17,754.0
보험료수익	17,461.6	17,354.1	16,768.3	17,409.4	17,453.9
재보험수익	233.3	257.8	278.2	295.4	300.2
보험영업비용	13,898.0	14,114.9	14,570.3	15,414.6	15,599.7
지급보험금	10,051.1	10,209.6	10,610.2	11,378.8	11,585.9
재보험비용	265.8	289.1	311.2	326.5	334.7
사업비	1,568.4	1,558.9	1,523.6	1,586.7	1,574.9
신계약상각비	2,011.6	2,056.9	2,123.8	2,121.1	2,102.5
할인료	1.1	0.3	1.5	1.6	1.6
투자손익	6,853.0	6,428.5	8,000.1	7,381.3	7,608.5
책임준비금전입액	10,031.3	9,864.3	9,241.5	9,041.3	9,270.2
영업이익	618.6	61.2	1,234.8	630.1	492.7
영업외손익	984.8	1,310.3	1,372.7	1,465.6	1,593.6
세전순이익	1,603.5	1,371.5	2,607.5	2,095.7	2,086.3
법인세비용	266.4	161.9	457.5	507.0	504.9
당기순이익	1,337.0	1,209.6	2,150.0	1,588.7	1,581.4
지배주주	1,337.5	1,211.2	2,054.3	1,515.9	1,511.0
비지배주주	-0.5	-1.7	95.7	72.7	70.4

Balance Sheet(연결)

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
자산총계	214,433.7	230,362.9	264,653.8	283,704.0	302,305.2
운용자산	172,425.1	183,082.4	214,879.3	226,582.1	239,931.0
현예금 및 예치금	5,542.4	3,272.4	5,822.6	4,208.2	4,428.7
유가증권	129,716.3	137,227.3	142,070.7	153,214.3	162,322.1
주식	20,775.6	20,046.1	24,124.5	24,891.5	26,367.0
채권	95,023.9	102,748.5	103,316.0	112,326.4	118,940.3
대출채권	29,316.8	33,362.7	58,063.4	59,672.8	63,104.3
부동산	7,849.5	9,220.0	8,922.6	9,486.7	10,075.8
비운용자산	7,599.5	7,694.8	8,269.3	10,006.4	11,592.8
특별계정자산	34,409.1	39,585.7	41,505.1	47,115.6	50,781.5
부채총계	192,148.9	206,641.2	236,345.4	250,945.2	268,202.2
책임준비금	138,982.5	149,118.2	158,729.1	167,871.7	177,141.9
계약자지분조정	6,771.6	6,969.3	8,075.5	8,703.1	8,703.1
기타부채	8,798.9	9,975.7	25,683.3	27,254.8	31,575.7
특별계정부채	37,595.8	40,577.9	43,857.4	47,115.6	50,781.5
자본총계	22,284.8	23,721.7	28,308.4	32,758.8	34,103.0
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	13,288.7	14,395.0	15,739.2
자본조정/기타포괄손익누계	13,575.3	15,124.1	17,428.0	20,783.7	20,783.7
비지배주주지분	79.8	75.9	1,664.2	1,652.5	1,652.5

Key Financial Data I

(%)	2014	2015	2016	2017E	2018E
수익성					
보험금지급율	57.6	58.8	62.2	64.3	65.3
위험손해율	84.4	76.8	82.1	83.4	84.0
사업비율	20.5	20.8	21.8	21.3	21.1
투자수익률	4.2	3.6	4.0	3.3	3.3
성장성					
총자산	N/A	7.4	14.9	7.2	6.6
운용자산	N/A	6.2	17.4	5.4	5.9
특별계정자산	N/A	15.0	4.8	13.5	7.8
자기자본	N/A	6.4	19.3	15.7	4.1
수입보험료	N/A	-0.5	-3.2	3.9	0.3
보험손익	N/A	-7.9	-29.2	-7.5	-5.9
투자손익	N/A	-6.2	24.4	-7.7	3.1
책임준비금전입액	N/A	-1.7	-6.3	-2.2	2.5
순이익	N/A	-9.5	77.7	-26.1	-0.5

Key Financial Data II

(%)	2014	2015	2016	2017E	2018E
주당지표 (원)					
EPS	7,071	6,555	11,440	8,442	8,414
BPS	117,862	128,550	148,374	173,222	180,707
DPS	1,800	1,800	1,200	1,327	1,321
밸류에이션 (배)					
PER	16.5	16.8	9.8	14.0	14.0
PBR	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
수익성					
ROE	6.5	5.8	8.3	5.2	4.7
ROA	0.3	0.7	0.5	0.8	0.5
배당지표					
배당성향	25.5	27.5	10.0	15.0	15.0
배당수익률	1.5	1.6	1.1	1.1	1.1
안정성					
총자산/자기자본	9.6	9.7	9.3	8.7	8.9
보험료수입/총부채	9.2	8.5	7.2	7.1	6.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 05월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 05월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 05월 15일 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
개수	92.57%
종립	7.5%
개도	0.0%

2017년 3월 31 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성생명(032830) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
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	
2017.04.14	산업브리프	Buy	130,000	김고은	
2017.05.15	기업브리프	Buy	142,000	김고은	