

SK COMPANY Analysis



Analyst
김도하
doha.kim@sk.com
02-3773-8876

Company Data

자본금	100 십억원
발행주식수	20,000 만주
자사주	2,043 만주
액면가	500 원
시가총액	24,500 십억원
주요주주	
이건희(외5)	47.02%
삼성생명 자사주	10.21%
외국인지분율	16.68%
배당수익률	1.07%

Stock Data

주가(17/10/16)	122,500 원
KOSPI	2,480.1 pt
52주 Beta	0.71
52주 최고가	128,500 원
52주 최저가	104,500 원
60일 평균 거래대금	33 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.7%	0.8%
6개월	13.4%	-2.7%
12개월	15.6%	-7.0%

삼성생명 (032830/KS | 매수(유지) | T.P 155,000 원(상향))

ROE 상승으로 사업가치 증가+삼성전자 주가 상승으로 지분가치 증가

삼성생명의 3Q17 지배주주 순이익은 3,379 억원 (-30.4% YoY)으로 시장 컨센서스를 3.9% 상회할 전망. 전년동기 기저효과 제외 시 두 자릿수의 YoY 이익 증가율을 기록한 것으로 추정됨. 9 월 시장금리 상승으로 연말 변액보증 준비금 추정치를 하향한 데 따른 기대 ROE 상승과 삼성전자 주가 상승을 반영해 삼성생명의 목표주가를 155,000 원으로 상향 조정하며 투자의견 BUY 를 유지함

3Q17 지배주주 순이익 3,379 억원 (-30.4% YoY) 기록할 전망

삼성생명의 3Q17 지배주주 순이익은 3,379 억원 (-30.4% YoY, -11.2% QoQ)으로 시장 컨센서스를 3.9% 상회할 전망이다. 전년동기 본사 빌딩 매각에 따른 대규모 일회성 이익을 제외하면 두 자릿수의 YoY 이익 증가율을 기록한 것으로 추정된다. 삼성생명의 3Q17 위험손해율은 77.9% (-0.2%p YoY)로 소폭 개선돼 사차이익이 5% 수준 증가할 전망이며, 투자수익률은 3.0% (-0.6%p YoY)로 본사 매각의 제외 시 전년동기와 유사한 수준을 기록할 것으로 전망한다.

2017년 연간 지배주주 순이익 추정치 4.7% 상향 조정

삼성생명의 연간 지배주주 순이익 추정치를 2017년 1조 4,830 억원 (-27.8% YoY), 2018년 1조 4,787 억원 (-0.3% YoY)으로 각각 4.7%, 5.0% 상향 조정하였다. 지난 9 월 말 5년물 금리 (2.08%)는 1년 전 대비 81bp 상승했다. 연말 변액보증 준비금 추가 전입에 활용되는 금리 시나리오가 직전 9월 말 금리를 기반으로 함을 고려해 삼성생명의 준비금 전입액 전망치를 하향한 것이 실적 상향의 주된 근거이다.

목표주가 155,000 원으로 상향 조정, 투자의견 BUY 유지

삼성생명의 목표주가를 155,000 원(사업가치 목표 PBR 0.74X+삼성전자 지분가치)으로 상향 조정하며 투자의견 BUY 를 유지한다. 목표주가 상향의 주된 근거는 이익 추정치 상향 및 삼성전자 주가 상승으로 사업가치와 지분가치가 모두 증가했기 때문이다. 삼성전자 지분가치는 일괄매각 시와 주주 분할이 최대화되는 분할매각 시의 평균 가치에 대해 매각 여부 및 시점이 불확실한 점을 반영해 할인율 20%를 적용하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	십억원	28,239	27,457	27,884	27,976	28,671	29,627
YoY	%	8.1	-2.8	1.6	0.3	2.5	3.3
보험손익	십억원	3,797	3,497	2,476	2,121	2,417	2,506
투자손익	십억원	6,853	6,428	8,000	7,055	6,967	7,274
위험손해율	%	84.4	76.8	82.1	77.7	76.8	76.6
투자수익률	%	4.3	3.7	4.1	3.3	3.1	3.0
영업이익	십억원	619	61	1,235	721	691	764
YoY	%	241.1	-90.1	1,918.3	-41.6	-4.2	10.7
세전이익	십억원	1,603	1,372	2,607	2,079	2,082	2,180
순이익	십억원	1,337	1,210	2,150	1,573	1,578	1,653
YoY	%	66.2	-9.5	77.7	-26.8	0.3	4.7
EPS	원	7,074	6,479	11,440	8,258	8,234	8,623
BPS	원	117,863	128,550	157,642	180,397	186,482	192,954
PER	배		16.5	17.0	9.8	14.8	14.2
PBR	배		1.0	0.9	0.7	0.7	0.6
ROE	%		6.4	5.3	7.9	4.9	4.5
배당수익률	%		1.5	1.6	1.1	1.8	1.8

삼성생명의 목표주가 산출식

항목	삼성생명	비고
(a)~(h)는 보유 삼성전자 지분 영향 (평가액, 배당수익 등)을 제외한 사업가치 기준		
자기자본비용 (%)	7.8	(a): 무위험수익률+리스크 프리미엄*Beta
Average ROE (%)	6.1	(b): 삼성생명의 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(c)
이론적 PBR (X)	0.78	(d): (b-c)/(a-c)
할증률 (할인율 %)	(5.0)	(e): 생명보험업 -15% + 업종 선도사 +10%
목표 PBR (X)	0.74	(f): (d)*(e)
수정 BPS (원)	111,916	(g): 삼성생명의 12개월 forward BPS
사업가치 총액 (십억원)	16,572	(h): (f)*(g)*발행주식수
삼성전자 지분가치 (십억원)	14,055	(i): 보유 지분의 세후 주주 둑 (일괄매각 시와 주주 둑 최대화 분할매각 시의 평균값)에 20% 할인 적용
적정 시가총액 (십억원)	30,627	(j): (h)+(i)
목표주가 (원)	153,000	(k): (j)/발행주식수
현주가 (10/16, 원)	122,500	
상승여력 (%)	24.9	

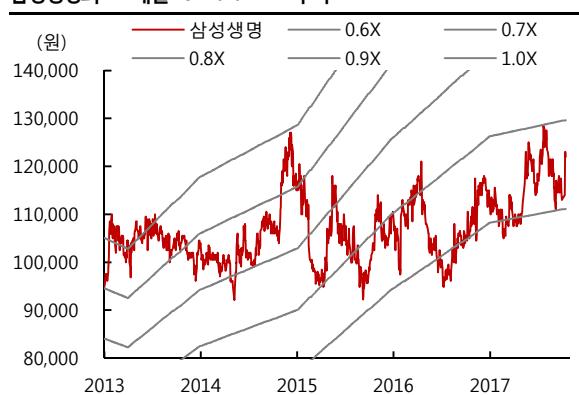
자료: SK 증권

삼성생명 연간 이익 추정치 변경 내역

	수정 후		수정 전		Chg (% , %p)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
지배순이익 (십억원)	1,483	1,479	1,417	1,408	4.7	5.0
수정 EPS (원)	8,259	8,235	7,889	7,842	4.7	5.0
수정 BPS (원)	180,397	186,482	180,028	185,720	0.2	0.4
수정 ROE (%)	4.9	4.5	4.7	4.3	0.2	0.2

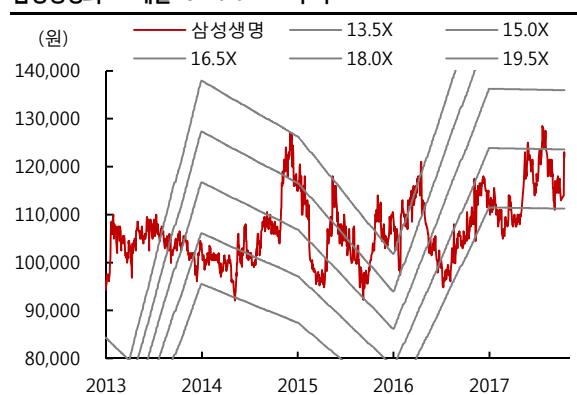
자료: SK 증권

삼성생명의 12 개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

삼성생명의 12 개월 forward PER 추이



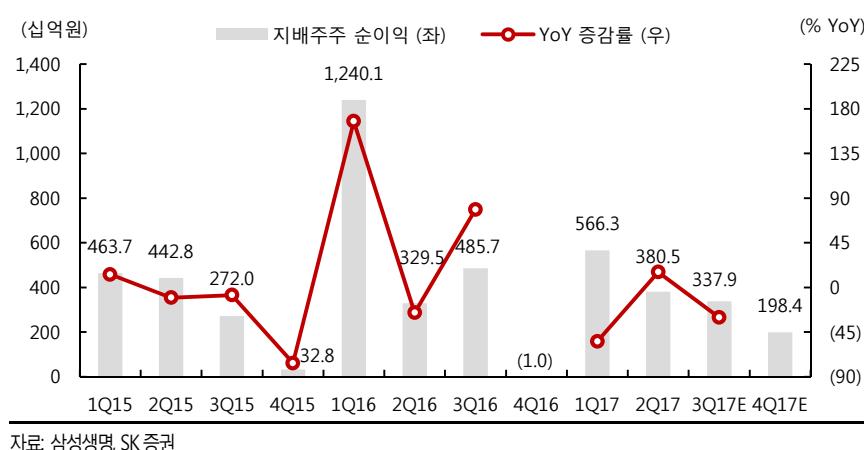
자료: SK 증권

삼성생명 3Q17 실적 preview 및 시장 컨센서스 변동 추이

(단위: 십억원)	3Q17E	2Q17	QoQ (%, %p)	3Q16	YoY (%, %p)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	585.6	4754	23.2	630.0	(7.0)		
투자손익	1,678.8	1,668.6	0.6	1,892.5	(11.3)		
투자수익률 (%)	3.0	3.1	(0.0)	3.6	(0.6)		
영업이익	118.3	200.6	(41.0)	349.2	(66.1)	182.1	(35.0)
지배주주 순이익	337.9	380.5	(11.2)	485.7	(30.4)	325.1	3.9

자료 FnGuide, SK 증권

삼성생명의 분기별 지배주주 순이익 추이 및 전망



자료 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 3Q17 지배주주 순이익 컨센서스 변화



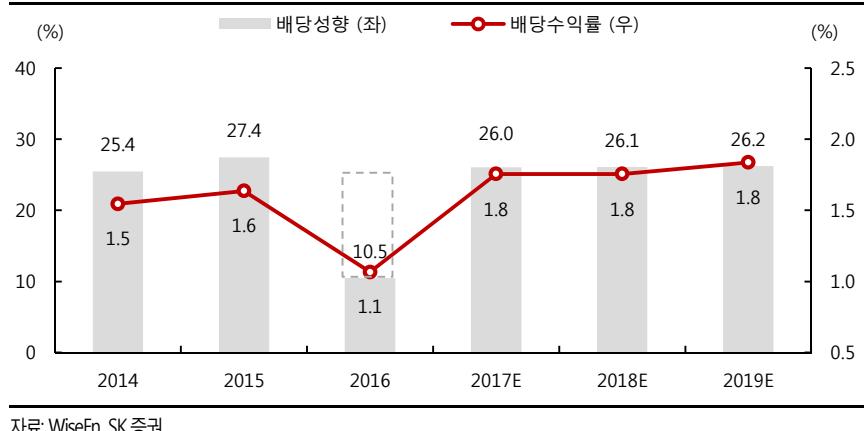
자료 FnGuide, SK 증권

삼성생명의 2017년 지배주주 순이익 컨센서스 변화

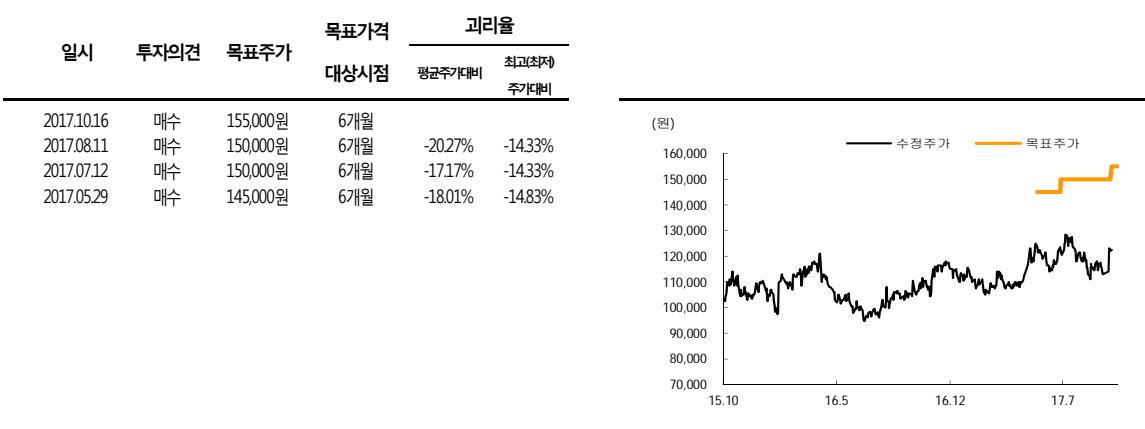


자료 FnGuide, SK 증권

삼성생명의 배당지표 추이 및 전망



자료 WiseFn, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당시는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 10월 16일 기준)

매수	90.97%	중립	9.03%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	183,082	214,879	226,036	237,623	250,286
현금 및 예치금	3,272	5,823	3,778	3,105	2,647
유가증권	137,227	142,071	152,754	161,926	171,680
주식	20,046	24,124	26,674	27,741	28,850
채권	102,748	103,316	109,515	116,086	123,051
수익증권	2,848	3,035	3,278	3,507	3,753
외화유가증권	10,985	11,129	12,798	14,078	15,486
기타유가증권	599	467	490	514	540
대출채권	33,363	58,063	61,150	64,285	67,711
부동산	9,220	8,923	8,353	8,306	8,248
비운용자산	7,695	8,269	8,517	8,773	9,036
특별계정자산	39,586	41,505	44,826	47,515	50,366
자산총계	230,363	264,654	279,379	293,911	309,688
책임준비금	149,118	158,729	167,605	176,700	186,116
보험료적립금	143,389	152,281	161,037	170,012	179,313
계약자지분조정	6,969	8,076	7,995	8,315	8,647
기타부채	9,976	25,683	25,772	27,061	29,026
특별계정부채	40,578	43,857	45,612	48,348	51,249
부채총계	206,641	236,345	246,984	260,423	275,038
지배주주지분	23,646	26,644	30,711	31,803	32,966
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	6	63	63	63	63
이익잉여금	11,567	13,289	14,556	15,649	16,811
자본조정	-1,576	-2,118	-2,118	-2,118	-2,118
기타포괄손익누계	13,548	15,310	18,109	18,109	18,109
자본총계	23,722	28,308	32,395	33,487	34,650
부채와자본총계	230,363	264,654	279,379	293,911	309,688

성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	7.4	14.9	5.6	52	5.4
운용자산	6.2	17.4	5.2	51	5.3
특별계정자산	15.0	4.9	8.0	6.0	6.0
부채	7.5	14.4	4.5	54	5.6
책임준비금	7.3	6.5	5.6	54	5.3
자본	6.5	19.3	14.4	34	3.5
수입보험료	-2.8	1.6	0.3	2.5	3.3
일반계정	-0.7	-3.6	2.2	22	3.2
특별계정	-6.1	103	-2.5	30	3.6
순사업비	-0.6	-2.3	4.9	11	3.4
투자영업이익	-6.2	24.5	-11.8	-13	4.4
세전이익	-14.5	90.1	-20.3	0.1	4.7
순이익	-9.5	77.8	-26.8	0.3	4.7
지배주주 순이익	-9.4	69.6	-27.8	-0.3	4.7

자료: SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	27,457	27,884	27,976	28,671	29,627
일반계정	17,287	16,669	17,040	17,411	17,968
특별계정	10,170	11,215	10,937	11,260	11,660
보험손익	3,497	2,476	2,121	2,417	2,506
보험영업수익	17,612	17,046	17,447	17,820	18,392
보험료수익	17,354	16,768	17,152	17,509	18,066
재보험수익	258	278	296	310	326
보험영업비용	14,115	14,570	15,326	15,402	15,885
지급보험금	10,210	10,610	11,266	11,241	11,578
재보험비용	289	311	334	351	368
사업비	1,559	1,524	1,599	1,617	1,673
신계약비상각비	2,057	2,124	2,126	2,192	2,264
할인료	0	2	0	0	0
투자손익	6,428	8,000	7,056	6,967	7,274
책임준비금전입액	9,864	9,242	8,455	8,694	9,016
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	61	1,235	721	691	764
영업외이익	1,310	1,373	1,358	1,391	1,416
특별계정 수입수수료	1,306	1,443	1,542	1,662	1,772
특별계정 지급수수료	5	1	2	3	3
세전이익	1,372	2,607	2,079	2,082	2,180
법인세비용	162	458	506	504	528
당기순이익	1,210	2,150	1,573	1,578	1,653
지배주주 순이익	1,211	2,054	1,483	1,479	1,548

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	59.1	63.7	66.1	64.6	64.4
위험손해율	76.8	82.1	77.7	76.8	76.6
사업비율	12.7	12.0	12.0	12.4	12.7
투자이익률	3.7	4.1	3.3	3.1	3.0
수익성 (%)					
ROE	5.3	7.9	4.9	4.5	4.6
ROA	0.5	0.8	0.6	0.5	0.5
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	6,479	11,440	8,258	8,234	8,623
보통주 BPS	128,550	157,642	180,397	186,482	192,954
보통주 DPS	1,800	1,200	2,150	2,150	2,250
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	17.0	9.8	14.8	14.9	14.2
보통주 PBR (배)	0.9	0.7	0.7	0.7	0.6
배당성향	27.4	10.5	26.0	26.1	26.1
보통주 배당수익률	1.6	1.1	1.8	1.8	1.8