



## BUY(Maintain)

목표주가: 165,000원(상향)

주가(11/9) 132,500원

시가총액: 265,000억원

은행/보험/증권

Analyst 김태현

02) 3787-4904

thkim@kiwoom.com

## Stock Data

|             |          |            |
|-------------|----------|------------|
| KOSPI(11/9) |          | 2,550.57pt |
| 52 주 주가동향   | 최고가      | 최저가        |
| 최고/최저가 대비   | 137,500원 | 105,000원   |
| 등락률         | -3.64%   | 26.19%     |
| 수익률         | 절대       | 상대         |
| 1M          | 17.3%    | 10.1%      |
| 6M          | 15.7%    | 4.0%       |
| 1Y          | 26.8%    | -2.6%      |

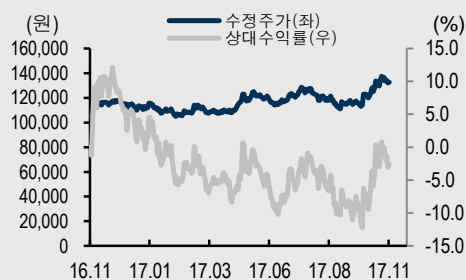
## Company Data

|             |           |
|-------------|-----------|
| 발행주식수       | 200,000천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 281천주     |
| 외국인 지분율     | 16.65%    |
| 배당수익률(17E)  | 0.9%      |
| BPS(17E)    | 176,510원  |
| 주요 주주       | 이건희 외 5인  |
|             | 삼성생명 자사주  |
|             | 47.03%    |
|             | 10.21%    |

## 투자지표

| (십억원, IFRS 연결) | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 수입보험료          | 27,457  | 27,959  | 28,152  | 28,862  |
| 영업이익           | 61      | 1,235   | 610     | 678     |
| 영업외이익          | 1,310   | 1,373   | 1,412   | 1,581   |
| 세전이익           | 1,372   | 2,607   | 2,022   | 2,259   |
| 순이익            | 1,211   | 2,054   | 1,461   | 1,598   |
| EPS(원)         | 6,475   | 11,809  | 8,638   | 9,534   |
| PER(배)         | 17.0    | 9.5     | 15.3    | 13.9    |
| BPS(원)         | 126,581 | 146,353 | 176,510 | 184,191 |
| PBR(배)         | 0.9     | 0.8     | 0.8     | 0.7     |
| 위험손해율(%)       | 76.8    | 82.1    | 77.6    | 76.3    |
| 사업비율(%)        | 12.7    | 11.9    | 11.7    | 12.1    |
| 운용수익률(%)       | 3.7     | 4.1     | 3.3     | 3.4     |
| ROE(%)         | 5.0     | 8.2     | 5.0     | 4.9     |

## Price Trend



## 실적리뷰

## 삼성생명 (032830)

## 지속 가능 성장을 우선시 하고 있는 생보사



삼성생명의 3분기 순이익은 3,202억원으로 시장 컨센서스를 소폭 하회했으나 견조한 수익을 기록했습니다. 급격한 제도 변화와 불확실성 확대에 속에서 지속가능성장에 대해 적극적으로 대응하고 있습니다. 동사 업종 Top Pick의견을 유지하며 삼성전자 지분 가치 상승을 감안해 목표주가를 상향합니다.

## &gt;&gt;&gt; 3분기 순이익 3,202억원으로 시장 컨센서스 소폭 하회

삼성생명의 3분기 수입보험료는 6조 798억원(-2.9%YoY), 지배주주 당기순 이익은 3,202억원(-34.1%YoY, -15.8%QoQ)을 기록했다. 시장 컨센서스를 3.6% 하회했으나, 견조한 실적이다. 특이요인으로 IBNR 적립 100억원과 삼성전자 배당수익 734억원이 있다.

보험이익은 3,620억원으로 13.8%YoY 감소했다. 10월 추석연휴에 따른 영업일수 증가와 IBNR 적립으로 위험손해율(3Q17 85.7%(+7.5%pYoY))이 악화됐기 때문이다. 동사는 4분기 영업일수 감소 등으로 65%대의 손해율을 기록해 연간 가이드라인인 77.6%는 달성 가능하다고 언급했다.

3분기 보장성신계약은 전년동기비 9.2% 감소(APE기준)했으나, 보장성신계약 가치는 32% 증가했다. 보장성 위주의 포트폴리오 믹스 외에 자산이익률(3Q16 3.1%→3Q17 3.8%) 등 경제적 가정변경 영향이 주요했다.

이원차역마진은 77bp로 전분기 대비 3bp악화됐다. 시중금리 반등과 동사의 Yield Picking노력으로 신규투자이원은 3.4%로 1bpQoQ 상승했으나, 고금리 채권의 만기가 집중되며 역마진 확대를 야기했다. 동사의 자산규모와 듀레이션을 감안 시 현금리 수준에서 단기적으로 이차역마진 개선 가시화는 다소 힘들어 보이나, 배당이익 증가 및 보유 자산 매각 여유는 경쟁사 대비 강점이다.

## &gt;&gt;&gt; 지속가능 성장을 우선시하고 있는 생보사

동사에 대한 업종 Top Pick 의견을 유지한다.

목표주가는 삼성전자 지분가치 상승을 반영해 기존 145,000원에서 165,000원으로 상향한다. Sum of Parts로 산출했으며, 삼성전자 지분가치 87,886원에 영업가치 76,861원을 합산했다.

최근 중소형 생보사들의 적극적 배당정책 공시가 나오고 있다. 업계 1위인 동사는 아직 구체적인 자본정책을 발표하지 못하고 있으나, 제도 및 불확실성 증대에 중장기 기업 성장 가능성에 초점을 맞춘 성장 전략을 구사하고 있다는 점이 긍정적이다.

## 삼성생명 3분기 실적 Review (단위: 십억원, %, %p)

|               | 3Q16  | 4Q16  | 1Q17  | 2Q17  | 3Q17P | %YoY  | %QoQ  | 컨센서스 |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 수입보험료         | 6,264 | 8,771 | 6,619 | 6,161 | 6,080 | -2.9  | -1.3  |      |
| 보험영업수익        | 4,285 | 4,258 | 4,465 | 4,180 | 4,222 | -1.5  | 1.0   |      |
| 보험영업비용        | 3,655 | 3,714 | 3,959 | 3,705 | 4,017 | 9.9   | 8.4   |      |
| 보험영업손익        | 630   | 544   | 506   | 475   | 205   | -67.4 | -56.8 |      |
| 투자영업손익        | 1,893 | 1,749 | 2,032 | 1,669 | 1,712 | -9.5  | 2.6   |      |
| 책임준비금전입액      | 2,173 | 2,682 | 2,091 | 1,943 | 1,863 | -14.3 | -4.1  |      |
| 영업이익          | 349   | -389  | 447   | 201   | 54    | -84.5 | -73.0 |      |
| 영업외이익         | 339   | 350   | 337   | 339   | 370   | 9.3   | 9.2   |      |
| 세전이익          | 688   | -39   | 785   | 540   | 424   | -38.3 | -21.4 |      |
| 당기순이익(지배회사지분) | 486   | -1    | 566   | 380   | 320   | -34.1 | -15.8 | 332  |
| 손해율           | 78.2  | 90.0  | 81.8  | 74.9  | 85.7  | 7.5   | 10.8  |      |
| 사업비율          | 13.2  | 9.8   | 12.0  | 12.8  | 13.3  | 0.1   | 0.5   |      |
| 운용자산이익률(%)    | 3.6   | 3.3   | 3.8   | 3.1   | 3.1   | -0.5  | 0.0   |      |
| ROE (%)       | 6.9   | -0.0  | 8.3   | 5.2   | 4.2   | -2.7  | -1.0  |      |

주: 손해율은 위험보험료 대비 사고보험금, 사업비율은 수입보험료 대비 실질사업비

자료: 삼성생명, 키움증권

## 삼성생명 분기별 실적 추이 (단위: 십억원, %, %p)

|       | 1Q16  | 2Q16  | 3Q16  | 4Q16  | 1Q17  | 2Q17  | 3Q17P | 4Q17E | FY16   | FY17E  | FY18E  |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 수입보험료 | 6,353 | 6,571 | 6,264 | 8,771 | 6,619 | 6,161 | 6,080 | 9,292 | 27,959 | 28,152 | 28,862 |
| 영업이익  | 1,168 | 106   | 349   | -389  | 447   | 201   | 54    | -92   | 1,235  | 610    | 678    |
| 영업외이익 | 332   | 352   | 339   | 350   | 337   | 339   | 370   | 365   | 1,373  | 1,412  | 1,581  |
| 당기순이익 | 1,240 | 329   | 486   | -1    | 566   | 380   | 320   | 194   | 2,054  | 1,461  | 1,598  |
| ROE   | 20.3  | 5.0   | 6.9   | -0.0  | 8.3   | 5.2   | 4.2   | 2.5   | 8.2    | 5.0    | 4.9    |

자료: 삼성생명, 키움증권

## 손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산    | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 수입보험료     | 27,457 | 27,959 | 28,152 | 28,862 | 29,531 |
| 일반계정      | 17,354 | 16,768 | 17,064 | 17,319 | 17,421 |
| 특별계정      | 10,170 | 11,215 | 11,290 | 11,850 | 12,423 |
| 보험영업수익    | 17,612 | 17,046 | 17,199 | 17,319 | 17,421 |
| 보험료수익     | 17,354 | 16,768 | 16,898 | 17,012 | 17,108 |
| 재보험료수익    | 258    | 278    | 301    | 307    | 313    |
| 보험영업비용    | 14,115 | 14,570 | 15,411 | 15,257 | 15,759 |
| 지급보험금     | 10,191 | 10,587 | 11,422 | 11,337 | 11,749 |
| 사업비       | 1,571  | 1,496  | 1,533  | 1,584  | 1,601  |
| (이연신계약비)  | -1,934 | -1,809 | -1,757 | -1,910 | -1,853 |
| 신계약비      | 1,964  | 1,839  | 1,779  | 1,927  | 1,869  |
| 유지비       | 1,541  | 1,467  | 1,493  | 1,567  | 1,585  |
| 신계약비 상각비  | 2,057  | 2,124  | 2,093  | 1,988  | 2,050  |
| 보험영업손익    | 3,497  | 2,476  | 1,789  | 2,062  | 1,663  |
| 투자영업손익    | 6,428  | 8,000  | 7,149  | 7,947  | 8,722  |
| 책임준비금전입   | 9,864  | 9,242  | 8,327  | 9,332  | 9,705  |
| 영업이익      | 61     | 1,235  | 610    | 678    | 680    |
| 영업외이익     | 1,310  | 1,373  | 1,412  | 1,581  | 1,733  |
| 세전이익      | 1,372  | 2,607  | 2,022  | 2,259  | 2,412  |
| 법인세비용     | 162    | 458    | 471    | 547    | 584    |
| 당기순이익     | 1,210  | 2,150  | 1,551  | 1,712  | 1,829  |
| 비지배주주 순이익 | -2     | 96     | 91     | 114    | 121    |
| 연결당기순이익   | 1,211  | 2,054  | 1,461  | 1,598  | 1,707  |

## 투자지표

(단위: %)

| 12월 결산          | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 성장성(%)          |      |      |       |       |       |
| 수입보험료           | -2.8 | 1.8  | 0.7   | 2.5   | 2.3   |
| 일반계정            | -0.6 | -3.4 | 1.8   | 1.5   | 0.6   |
| 특별계정            | -6.1 | 10.3 | 0.7   | 5.0   | 4.8   |
| 보험영업수익          | -0.5 | -3.2 | 0.9   | 0.7   | 0.6   |
| 당기순이익           | -9.5 | 77.7 | -27.8 | 10.4  | 6.8   |
| 운용자산            | 6.2  | 17.4 | 7.8   | 7.6   | 7.5   |
| 특별계정자산          | 15.0 | 4.8  | 12.9  | 9.3   | 8.7   |
| 총자산             | 7.4  | 14.9 | 9.0   | 7.3   | 7.6   |
| 수익성과 효율성(%)     |      |      |       |       |       |
| 보험료 지급율         | 58.8 | 63.3 | 67.7  | 66.6  | 68.7  |
| 위험보험료 대비 사고보험금  | 76.8 | 82.1 | 77.6  | 76.3  | 75.7  |
| 수입보험료 대비 실질사업비용 | 12.7 | 11.9 | 11.7  | 12.1  | 11.7  |
| 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 | 288,516 | 309,708 | 333,210 |
| 운용자산     | 183,082 | 214,879 | 231,640 | 249,245 | 267,938 |
| 현금 및 예치금 | 4,320   | 3,608   | 4,193   | 4,121   | 4,366   |
| 채권       | 80,922  | 79,804  | 108,136 | 115,190 | 123,528 |
| 주식       | 20,046  | 24,124  | 30,022  | 33,361  | 36,094  |
| 수익증권     | 9,220   | 8,923   | 9,050   | 9,592   | 10,280  |
| 대출채권     | 33,363  | 58,063  | 62,953  | 67,992  | 73,174  |
| 부동산      | 9,220   | 8,923   | 9,050   | 9,592   | 10,280  |
| 비운용자산    | 7,695   | 8,269   | 10,028  | 9,251   | 9,595   |
| 특별계정자산   | 39,586  | 41,505  | 46,849  | 51,213  | 55,676  |
| 부채총계     | 206,641 | 236,345 | 255,103 | 274,916 | 296,710 |
| 책임준비금    | 149,118 | 158,729 | 167,277 | 176,609 | 186,314 |
| 보험료적립금   | 143,389 | 152,281 | 160,767 | 170,159 | 179,865 |
| 계약자지분조정  | 6,969   | 8,076   | 10,254  | 13,950  | 18,979  |
| 기타부채     | 9,976   | 25,683  | 29,993  | 32,693  | 35,308  |
| 특별계정부채   | 40,578  | 43,857  | 47,579  | 51,664  | 56,109  |
| 자본총계     | 23,722  | 28,308  | 33,414  | 34,793  | 36,500  |
| 자본금      | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     |
| 연결자본잉여금  | 6       | 63      | 63      | 63      | 63      |
| 연결이익잉여금  | 11,567  | 13,289  | 14,534  | 15,913  | 17,620  |
| 비지배주주    | 76      | 1,664   | 1,717   | 1,717   | 1,717   |

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산    | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표      |         |         |         |         |         |
| EPS       | 6,475   | 11,809  | 8,638   | 9,534   | 10,182  |
| BPS       | 126,581 | 146,353 | 176,510 | 184,191 | 193,697 |
| DPS       | 1,800   | 1,200   | 1,220   | 1,335   | 1,426   |
| Valuation |         |         |         |         |         |
| PER       | 17.0    | 9.5     | 15.3    | 13.9    | 13.0    |
| PBR       | 0.9     | 0.8     | 0.8     | 0.7     | 0.7     |
| 수익성       |         |         |         |         |         |
| ROA       | 0.5     | 0.8     | 0.5     | 0.5     | 0.5     |
| ROE       | 5.0     | 8.2     | 5.0     | 4.9     | 5.0     |
| 배당성향      | 27.5    | 10.0    | 15.0    | 15.0    | 15.0    |
| 배당수익률     | 1.6     | 1.1     | 0.9     | 1.0     | 1.1     |

## Compliance Notice

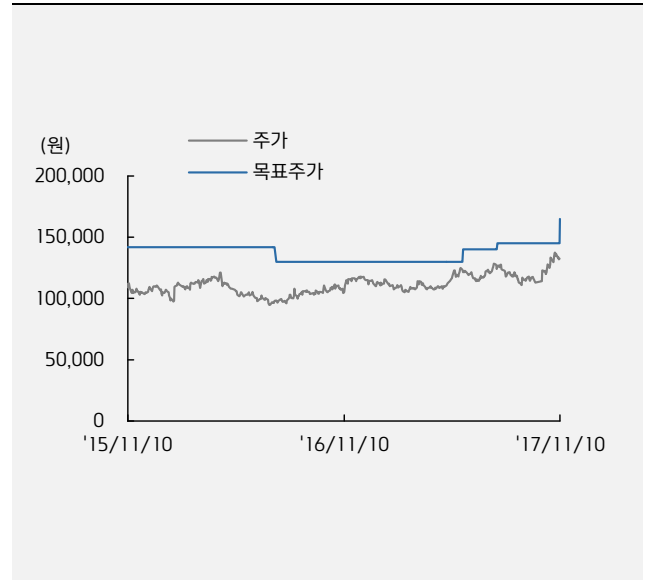
- 당사는 11월 9일 현재 '삼성생명(032830)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

| 종목명              | 일자         | 투자의견          | 목표<br>주가 | 목표<br>가격<br>대상<br>시점 | 과리율(%)     |            |
|------------------|------------|---------------|----------|----------------------|------------|------------|
|                  |            |               |          |                      | 평균<br>주가대비 | 최고<br>주가대비 |
| 삼성생명<br>(032830) | 2015/11/13 | BUY(Maintain) | 142,000원 | 6개월                  | -25.49     | -22.18     |
|                  | 2016/01/29 | BUY(Maintain) | 142,000원 | 6개월                  | -22.83     | -14.79     |
|                  | 2016/05/16 | BUY(Maintain) | 142,000원 | 6개월                  | -27.30     | -26.06     |
|                  | 2016/05/27 | BUY(Maintain) | 142,000원 | 6개월                  | -29.24     | -25.70     |
|                  | 2016/07/19 | BUY(Maintain) | 130,000원 | 6개월                  | -24.35     | -20.77     |
|                  | 2016/08/11 | BUY(Maintain) | 130,000원 | 6개월                  | -23.64     | -16.92     |
|                  | 2016/08/19 | BUY(Maintain) | 130,000원 | 6개월                  | -20.67     | -15.00     |
|                  | 2016/10/19 | BUY(Maintain) | 130,000원 | 6개월                  | -19.75     | -14.23     |
|                  | 2016/11/14 | BUY(Maintain) | 130,000원 | 6개월                  | -16.93     | -9.23      |
|                  | 2017/01/17 | BUY(Maintain) | 130,000원 | 6개월                  | -15.16     | -11.15     |
|                  | 2017/02/20 | BUY(Maintain) | 130,000원 | 6개월                  | -15.42     | -9.23      |
|                  | 2017/05/15 | BUY(Maintain) | 130,000원 | 6개월                  | -14.41     | -3.85      |
|                  | 2017/05/30 | BUY(Maintain) | 140,000원 | 6개월                  | -14.14     | -8.21      |
|                  | 2017/07/27 | BUY(Maintain) | 145,000원 | 6개월                  | -14.11     | -12.07     |
|                  | 2017/08/11 | BUY(Maintain) | 145,000원 | 6개월                  | -16.50     | -5.17      |
|                  | 2017/11/10 | BUY(Maintain) | 165,000원 | 6개월                  |            |            |

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 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 (2016/10/01~2017/09/30)

| 투자등급 | 건수  | 비율(%)  |
|------|-----|--------|
| 매수   | 152 | 93.25% |
| 중립   | 10  | 6.13%  |
| 매도   | 1   | 0.61%  |