

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

dohakim@sk.com

02-3773-8876

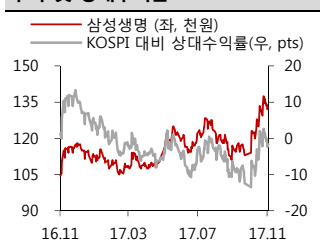
Company Data

자본금	100 십억원
발행주식수	20,000 만주
자사주	2,043 만주
액면가	500 원
시가총액	26,500 십억원
주요주주	
이건희(외5)	47.02%
삼성생명 자사주	10.21%
외국인지분율	16.65%
배당수익률	1.07%

Stock Data

주가(17/11/09)	132,500 원
KOSPI	2,550.6 pt
52주 Beta	0.75
52주 최고가	137,500 원
52주 최저가	105,000 원
60일 평균 거래대금	34 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	17.3%	10.7%
6개월	15.7%	4.5%
12개월	26.8%	-3.5%

삼성생명 (032830/KS | 매수(유지) | T.P 161,000 원(유지))

3Q 실적 미스는 4Q에 회복 전망. 이제 관건은 “배당”

삼성생명의 3Q17 연결 지배 순이익은 3,202 억원 (-34.1% YoY)으로 컨센서스를 3.5% 하회. 3Q17 위험손해율은 비경상적 요인으로 85.7% (+10.2%p YoY)로 악화됐으나, 4Q17에는 오히려 해당 요인들의 반작용에 따른 손해를 평탄화로 실적 회복이 예상된다. 동사는 자본정책으로 자사주 매입보다 배당을 확대하는 방안을 검토 중인데, 양호한 RBC 비율을 감안 시 30% 이상의 배당성향은 충분히 가능할 전망이다

3Q17 지배주주 순이익 3,202 억원 (-34.1% YoY)으로 컨센서스 부합

삼성생명의 3Q17 연결 지배주주 순이익은 3,202 억원 (-34.1% YoY, -15.8% QoQ)으로 SK 증권 추정치 및 시장 전망치를 각각 5.2%, 3.5% 하회. 삼성생명의 3Q17 위험손해율은 85.7% (+10.2%p YoY)로 악화된 실적 부진을 야기했는데, 이는 영업일수 증가 및 장기연휴 직전의 청구집중, 일회성 소급 비용 등에 의한 것으로 판단. 다만 4Q17에는 오히려 해당 요인들의 반작용에 따른 손해를 평탄화로 실적 회복이 예상된다 (4Q17E 68.4%, 2017E 77.6%). 삼성생명의 3Q17 보장성 APE는 4,491 억원 (-9.2% YoY)으로 감소했으나, 신계약마진의 상승 (66.8%, +21%p YoY)으로 보장성 신계약가치는 31.6% YoY 증가함. 3Q17 투자수익률은 3.1% (별도 기준 3.0%)로 본사 매각이익이 발생했던 전년 동기 대비 0.6%p 하락. 한편 변액보험과 관련해 3Q 누적 2,400 억원 수준의 이익을 실현했는데, 4Q 보증준비금 추가 전입은 이를 상쇄하는 수준을 기록할 것으로 예상된다

자본정책의 키를 배당 확대로 잡을 가능성이 높다

삼성생명은 기존 배당:자사주:유보=1:1:1의 자본정책을 실행했으나 (5p 표 참조) 이번 실적발표회를 통해 자사주 매입 대신 배당을 보다 확대하는 방안을 검토 중이라고 밝힘. 업계가 직면한 제도 변경 이슈를 고려할 때 자사주 매입 규모만큼 배당금액이 증가하길 기대하긴 어려우나, 계열사 지분가치 증가 등을 기반으로 한 동사의 양호한 RBC 비율을 감안해 30% 이상의 배당성향은 충분히 가능할 것으로 예상된다. 이에 점진적 확대를 가정해 '17E 31%, '18E 32%, '19E 34%의 배당성향을 전망함. 4Q의 실적 회복 및 배당성향 확대가 기대되는 삼성생명에 대해 투자자의견 매수, 목표주가 161,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

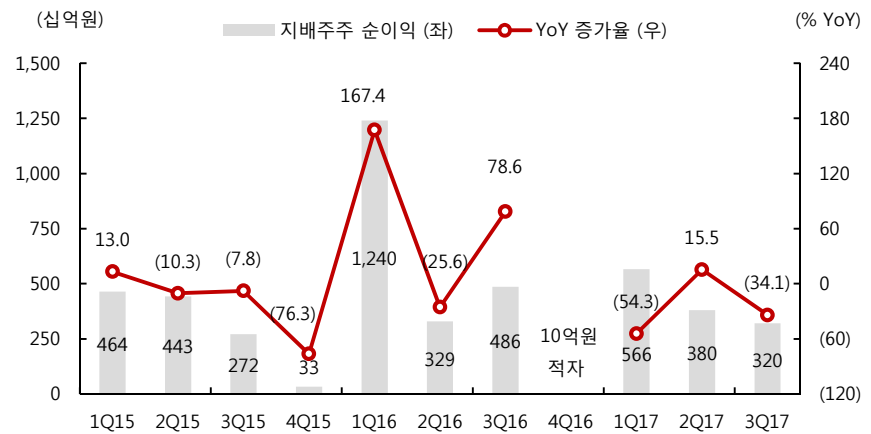
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	십억원	28,239	27,457	27,884	27,610	28,298	29,245
YoY	%	8.1	-2.8	1.6	-1.0	2.5	3.3
보험손익	십억원	3,797	3,497	2,476	1,867	2,293	2,381
투자손익	십억원	6,853	6,428	8,000	7,103	7,301	7,766
위험손해율	%	84.4	76.8	82.1	77.6	77.0	76.8
투자수익률	%	4.3	3.7	4.1	3.3	3.2	3.2
영업이익	십억원	619	61	1,235	647	939	1,162
YoY	%	241.1	-90.1	1,918.3	-47.6	45.1	23.7
세전이익	십억원	1,603	1,372	2,607	2,029	2,368	2,618
순이익	십억원	1,337	1,210	2,150	1,557	1,795	1,984
YoY	%	66.2	-9.5	77.7	-27.6	15.3	10.5
EPS	원	7,074	6,479	11,440	8,165	9,363	10,350
BPS	원	117,863	128,550	157,642	182,559	189,422	196,772
PER	배	16.5	17.0	9.8	16.2	14.2	12.8
PBR	배	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE	%	6.4	5.3	7.9	4.8	5.0	5.4
배당수익률	%	1.5	1.6	1.1	1.9	2.3	2.6

삼성생명 3Q17 연결 실적 요약

(단위: 십억원)	3Q17	3Q16	YoY (%)	2Q17	QoQ (%)	3Q17E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	205.1	630.0	(67.4)	475.4	(56.8)	585.6	(65.0)		
투자손익	1,711.9	1,892.5	(9.5)	1,668.6	2.6	1,678.8	2.0		
영업이익	541	349.2	(84.5)	200.6	(73.0)	118.3	(54.2)	166.6	(67.5)
세전이익	424.2	687.8	(38.3)	539.5	(21.4)	475.8	(10.8)	485.6	(12.6)
지배주주 순이익	320.2	485.7	(34.1)	380.5	(15.8)	337.9	(5.2)	331.9	(3.5)

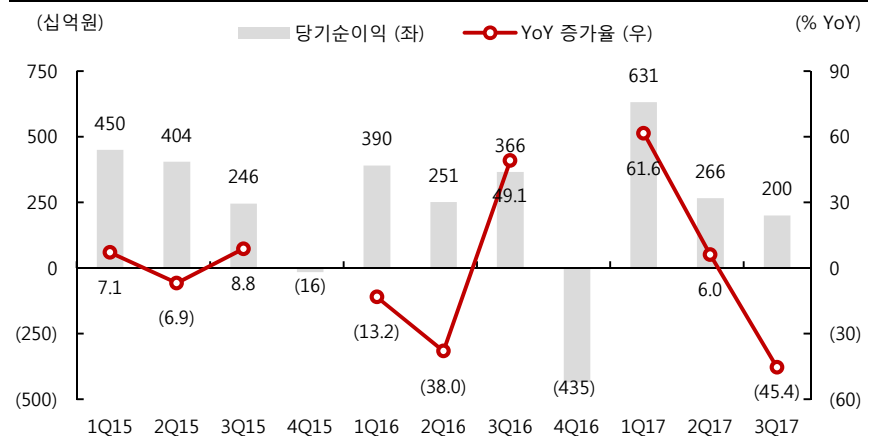
자료: 삼성생명, FnGuide, SK 증권

삼성생명의 분기별 연결 지배주주 순이익 추이



자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 분기별 별도 당기순이익 추이



자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명 연결 기준 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2016		2017			QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	2016		YoY (%, %p)
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q			누적	누적	
전체 수입보험료	6,240	8,746	6,596	6,122	6,080	(0.7)	(2.6)	19,138	18,797	(1.8)
보장성	3,165	3,201	3,203	3,208	3,200	(0.2)	1.1	9,407	9,611	2.2
연금형	1,735	1,712	1,813	1,619	1,561	(3.6)	(10.0)	5,350	4,993	(6.7)
저축성	648	588	710	583	678	16.3	4.6	1,852	1,971	6.4
퇴직	693	3,246	869	712	640	(10.0)	(7.6)	2,529	2,221	(12.2)
APE	758	771	871	641	725	13.2	(4.3)	2,446	2,238	(8.5)
보장성	494	485	387	375	449	19.9	(9.2)	1,625	1,211	(25.5)
연금형	109	143	292	163	106	(35.0)	(2.8)	404	560	38.6
저축성	155	143	193	104	171	64.4	10.3	417	467	12.0
보험영업수익	4,285	4,258	4,465	4,180	4,222	1.0	(1.5)	12,788	12,868	0.6
보험영업비용	3,655	3,714	3,959	3,705	4,017	8.4	9.9	10,856	11,681	7.6
보험손익	630	544	506	475	205	(56.8)	(67.4)	1,932	1,187	(38.6)
투자손익	1,893	1,749	2,032	1,669	1,712	2.6	(9.5)	6,251	5,412	(13.4)
책임준비금전입액	2,173	2,682	2,091	1,943	1,863	(4.1)	(14.3)	6,560	5,897	(10.1)
영업이익	349	(389)	447	201	54	(73.0)	(84.5)	1,623	702	(56.8)
영업외이익	339	350	337	339	370	9.2	9.3	1,023	1,046	2.3
세전이익	688	(39)	785	540	424	(21.4)	(38.3)	2,646	1,748	(33.9)
순이익	514	15	595	406	343	(15.5)	(33.3)	2,135	1,344	(37.1)
지배주주 순이익	486	(1)	566	380	320	(15.8)	(34.1)	2,055	1,267	(38.4)
경영효율지표 (%)										
보험료지급율	63.3	64.9	67.9	67.2	73.5	6.3	10.2	63.2	69.5	6.3
위험손해율	78.2	90.0	81.8	74.9	85.7	10.8	7.5	79.4	80.8	1.4
사업비율	7.2	7.3	7.1	6.9	6.9	0.0	(0.3)	6.9	7.0	0.1
투자수익률	3.6	3.3	3.8	3.1	3.1	(0.0)	(0.6)	4.3	3.3	(1.0)

자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명 연결 기준 운용자산 현황

(단위: 십억원)	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	211,756	214,879	215,000	222,976	227,665	100.0	2.1	7.5
현금및예치금	3,014	5,823	3,368	3,207	3,473	1.5	8.3	15.2
유가증권	145,172	142,071	145,474	151,205	152,154	66.8	0.6	4.8
주식	20,865	22,634	25,415	29,025	31,053	13.6	7.0	48.8
채권	109,266	103,316	102,747	103,326	101,360	44.5	(1.9)	(7.2)
수익증권	3,872	3,035	3,935	4,079	3,470	1.5	(14.9)	(10.4)
외화증권	10,331	11,129	11,400	12,711	14,178	6.2	11.5	37.2
기타증권	537	467	429	479	482	0.2	0.6	(10.2)
관계사지분	301	1,490	1,548	1,585	1,611	0.7	1.7	435.0
대출채권	54,547	58,063	57,645	60,100	63,566	27.9	5.8	16.5
부동산	9,022	8,923	8,512	8,463	8,472	3.7	0.1	(6.1)

자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명 별도 기준 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2016		2017			QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	2016		YoY (%, %p)
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q			누적	누적	
전체 수입보험료	6,240	8,746	6,596	6,122	6,080	(0.7)	(2.6)	19,138	18,797	(1.8)
보장성	3,165	3,201	3,203	3,208	3,200	(0.2)	1.1	9,407	9,611	2.2
연금형	1,735	1,712	1,813	1,619	1,561	(3.6)	(10.0)	5,350	4,993	(6.7)
저축성	648	588	710	583	678	16.3	4.6	1,852	1,971	6.4
퇴직	693	3,246	869	712	640	(10.0)	(7.6)	2,529	2,221	(12.2)
APE	758	771	871	641	725	13.2	(4.3)	2,446	2,238	(8.5)
보장성	494	485	387	375	449	19.9	(9.2)	1,625	1,211	(25.5)
연금형	109	143	292	163	106	(35.0)	(2.8)	404	560	38.6
저축성	155	143	193	104	171	64.4	10.3	417	467	12.0
보험영업수익	4,262	4,233	4,442	4,141	4,185	1.1	(1.8)	12,714	12,769	0.4
보험영업비용	3,644	3,695	3,948	3,692	3,999	8.3	9.8	10,825	11,639	7.5
보험손익	618	538	495	449	186	(58.6)	(69.9)	1,889	1,130	(40.2)
투자손익	1,700	1,202	1,998	1,442	1,505	4.3	(11.5)	4,924	4,945	0.4
책임준비금전입액	2,162	2,671	2,080	1,918	1,840	(4.1)	(14.9)	6,522	5,839	(10.5)
영업이익	156	(931)	412	(27)	(149)	적지	적전	292	236	(19.0)
영업외이익	327	355	357	370	379	2.4	15.7	996	1,106	11.0
세전이익	483	(576)	770	343	229	(33.1)	(52.6)	1,287	1,342	4.2
순이익	366	(435)	631	266	200	(24.8)	(45.4)	1,007	1,097	8.9
경영효율지표 (%)										
보험료지급율	63.1	64.8	67.8	67.0	73.3	6.3	10.2	63.1	69.3	6.3
위험손해율	78.2	90.0	81.8	74.9	85.7	10.8	7.5	79.4	80.8	1.4
사업비율	7.2	7.3	7.1	6.9	6.9	0.0	(0.3)	6.9	7.0	0.1
투자수익률	3.6	2.5	4.1	2.9	3.0	0.1	(0.6)	3.6	3.3	(0.2)

자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명 별도 기준 운용자산 현황

(단위: 십억원)	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	193,137	194,074	195,243	201,999	204,758	100.0	1.4	6.0
현금및예치금	1,473	3,882	1,783	1,730	1,602	0.8	(7.4)	8.8
유가증권	149,148	145,519	148,658	154,255	155,202	75.8	0.6	4.1
주식	20,309	22,010	24,775	28,356	30,261	14.8	6.7	49.0
채권	101,937	103,303	104,302	103,266	101,937	49.8	(1.3)	0.0
수익증권	3,765	2,973	3,873	3,981	3,307	1.6	(16.9)	(12.2)
외화증권	9,316	9,989	9,864	11,043	12,333	6.0	11.7	32.4
기타증권	504	431	396	444	444	0.2	(0.0)	(12.0)
관계사지분	5,998	6,814	7,019	7,164	7,591	3.7	6.0	26.6
대출채권	36,700	38,864	39,295	40,754	42,775	20.9	5.0	16.6
부동산	5,816	5,809	5,508	5,260	5,178	2.5	(1.6)	(11.0)

자료: 삼성생명, SK 증권

FY2011 이후 삼성생명의 연도별 자본정책

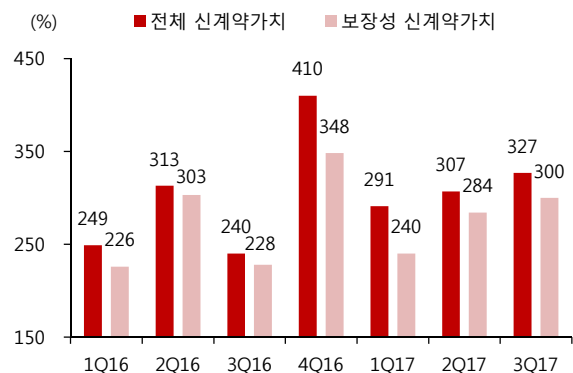
자기주식 매입연도	취득기간	취득지분율 (%)	취득금액 (십억원)	순이익 대비 (%)
FY2011	2011-07 ~ 2011-10	1.5	275.6	29.1
FY2012	2012-04 ~ 2012-07	1.5	286.9	29.2
FY2013	2013-04 ~ 2013-07	1.5	322.2	55.0
2014	2014-01 ~ 2014-04	1.0	201.3	15.1
2015*	2015-11 ~ 2016-01	3.3	487.6	40.3
2016**	2016-01 ~ 2016-03	1.5	541.5	62.8

배당 기준연도	주당배당금 (원)	배당수익률 (%)	총 배당액 (십억원)	배당성향 (%)
FY2011	2,000	2.0	394.0	41.5
FY2012	1,500	1.4	291.1	29.6
FY2013	850	1.1	162.4	27.7
2014	1,800	1.5	340.3	25.4
2015	1,800	1.6	332.2	27.4
2016**	1,200	1.1	215.5	25.0

자료: 전자공시시스템 삼성생명, SK 증권

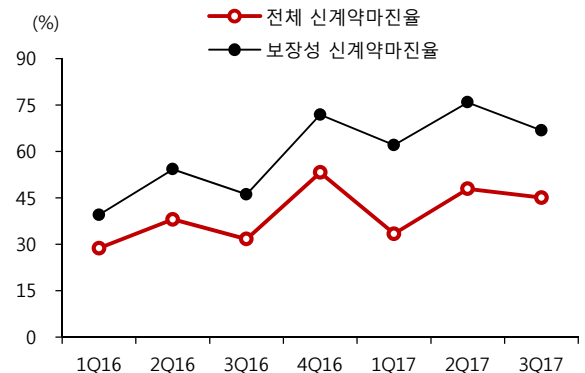
주: *자사주 취득금액은 실제 취득시점을 기준 연도에 배분함, **최우측열은 엄가매수차익 제외한 순이익 기준

삼성생명의 신계약가치



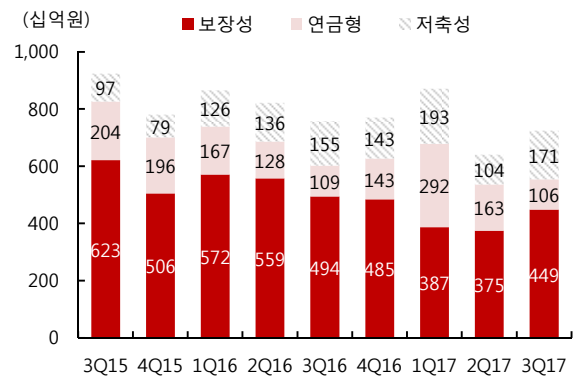
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 신계약마진율



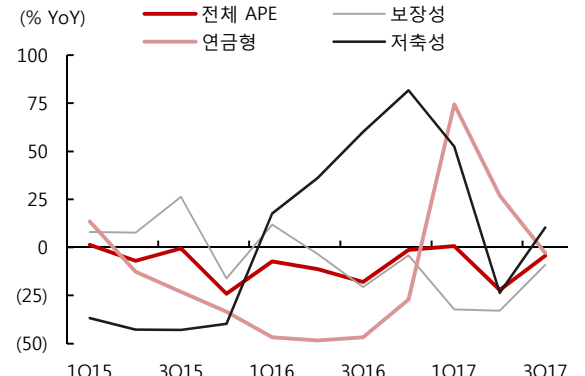
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 연납화 보험료 (APE) 금액 추이



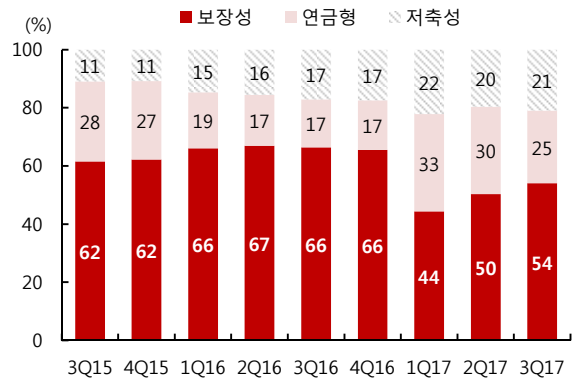
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 보증별 연납화 보험료 (APE) 증가율



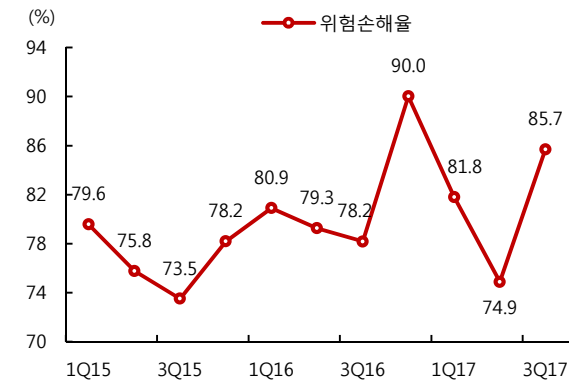
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 연납화 보험료 (APE) 구성비



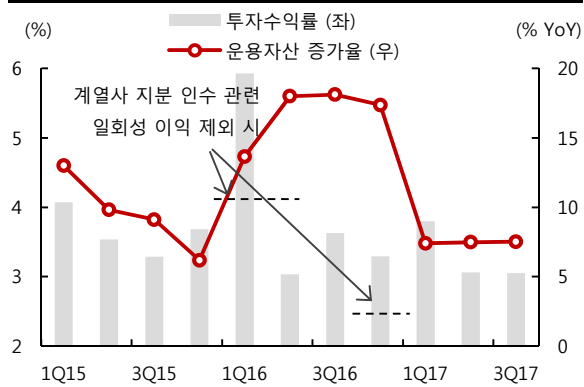
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 위험손해율



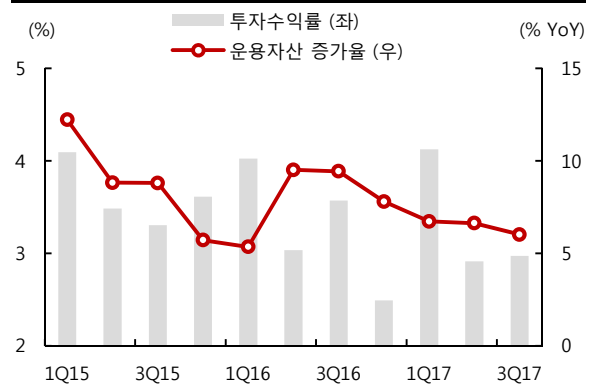
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 투자수익률 및 운용자산 증가율 (연결 기준)



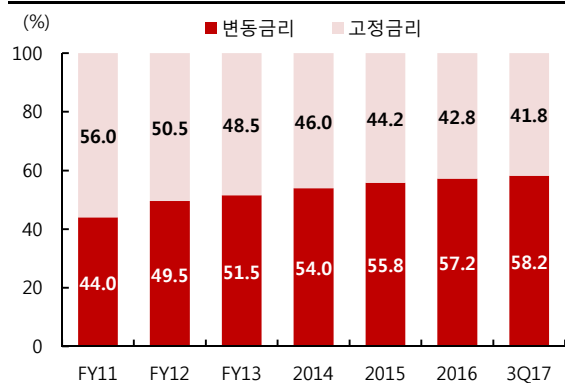
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 투자수익률 및 운용자산 증가율 (별도 기준)



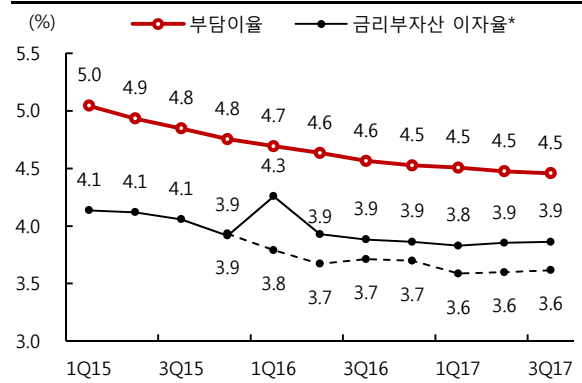
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 금리형태별 준비금 비중



자료: 삼성생명 SK 증권

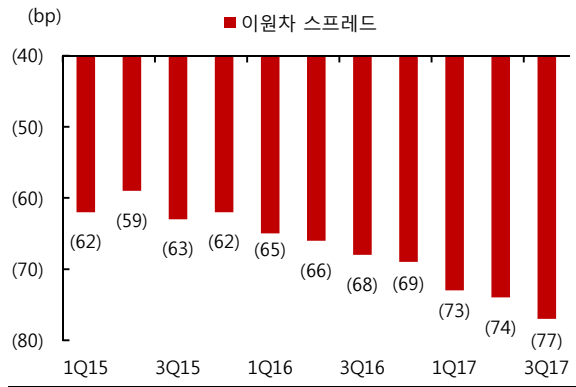
삼성생명의 부담이율 및 금리부자산 이자율



자료: 삼성생명 SK 증권

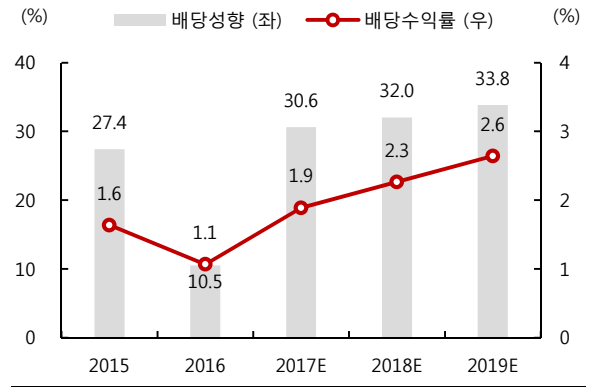
주: 점선은 별도 기준 *금리부자산 (채권, 대출, 예금 등) 대비 이자수익으로 산출

삼성생명의 이원차 스프레드 추이



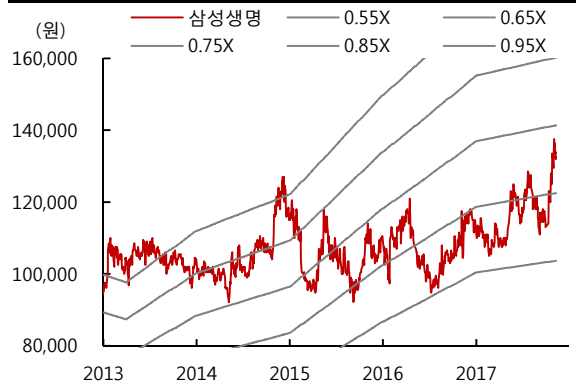
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 연결 기준 배당지표 추이 및 전망



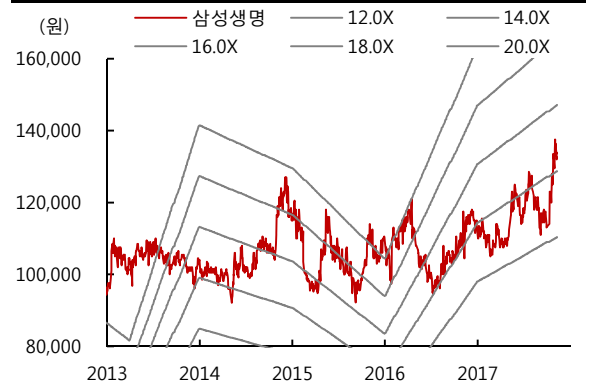
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 12 개월 forward PBR Band chart



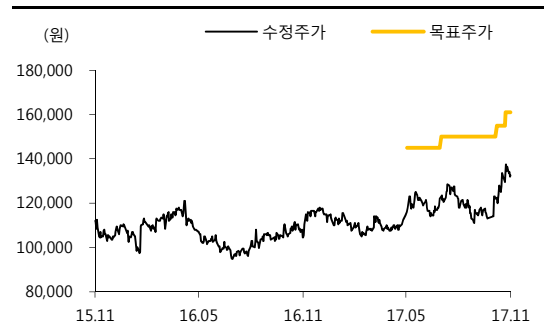
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 12 개월 forward PER Band chart



자료: 삼성생명 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2017.11.10	매수	161,000원	6개월		
2017.10.31	매수	161,000원	6개월	-16.50%	-14.60%
2017.10.17	매수	155,000원	6개월	-17.84%	-13.87%
2017.08.11	매수	150,000원	6개월	-20.24%	-14.33%
2017.07.12	매수	150,000원	6개월	-17.17%	-14.33%
2017.05.29	매수	145,000원	6개월	-18.01%	-14.83%



Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 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 11월 10일 기준)

매수	90.2%	중립	9.8%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	183,082	214,879	225,940	237,642	250,432
현금 및 예치금	3,272	5,823	1,693	996	512
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	63,197	66,471	70,048
부동산	9,220	8,923	8,295	8,249	8,192
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	279,283	293,930	309,834
책임준비금	149,118	158,729	167,534	176,714	186,225
보험료적립금	143,389	152,281	160,745	169,546	178,942
계약자지분조정	6,969	8,076	7,995	8,315	8,647
기타부채	9,976	25,683	25,359	26,538	28,378
특별계정부채	40,578	43,857	45,612	48,348	51,249
부채총계	206,641	236,345	246,500	259,915	274,499
지배주주지분	23,646	26,644	31,066	32,299	33,645
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	6	63	63	63	63
이익잉여금	11,567	13,289	14,539	15,772	17,092
자본조정	-1,576	-2,118	-2,118	-2,118	-2,118
기타포괄손익누계	13,548	15,310	18,482	18,482	18,482
자본총계	23,722	28,308	32,783	34,015	35,335
부채와자본총계	230,363	264,654	279,283	293,930	309,834

성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	7.4	14.9	5.5	5.2	5.4
운용자산	6.2	17.4	5.1	5.2	5.4
특별계정자산	15.0	4.9	8.0	6.0	6.0
부채	7.5	14.4	4.3	5.4	5.6
책임준비금	7.3	6.5	5.5	5.5	5.4
자본	6.5	19.3	15.8	3.8	3.9
수입보험료	-2.8	1.6	-1.0	2.5	3.3
일반계정	-0.7	-3.6	0.3	2.2	3.2
특별계정	-6.1	10.3	-2.9	3.0	3.5
순사업비	-0.6	-2.3	3.0	1.5	3.4
투자영업이익	-6.2	24.5	-11.2	2.8	6.4
세전이익	-14.5	90.1	-22.2	16.7	10.5
순이익	-9.5	77.8	-27.6	15.3	10.5
지배주주 순이익	-9.4	69.6	-28.6	14.7	10.5

자료 : SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	27,457	27,884	27,610	28,298	29,245
일반계정	17,287	16,669	16,725	17,092	17,641
특별계정	10,170	11,215	10,885	11,207	11,604
보험손익	3,497	2,476	1,867	2,293	2,381
보험영업수익	17,612	17,046	17,147	17,508	18,073
보험료수익	17,354	16,768	16,851	17,197	17,746
재보험수익	258	278	297	312	327
보험영업비용	14,115	14,570	15,281	15,216	15,693
지급보험금	10,210	10,610	11,266	11,095	11,428
재보험비용	289	311	338	355	373
사업비	1,559	1,524	1,569	1,593	1,647
신계약비상각비	2,057	2,124	2,105	2,171	2,243
할인료	0	2	0	0	0
투자손익	6,428	8,000	7,103	7,301	7,766
책임준비금전입액	9,864	9,242	8,322	8,654	8,985
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	61	1,235	647	939	1,162
영업외이익	1,310	1,373	1,381	1,429	1,456
특별계정 수입수수료	1,306	1,443	1,571	1,706	1,818
특별계정 지급수수료	5	1	2	3	2
세전이익	1,372	2,607	2,029	2,368	2,618
법인세비용	162	458	472	573	634
당기순이익	1,210	2,150	1,557	1,795	1,984
지배주주 순이익	1,211	2,054	1,466	1,681	1,859

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	59.1	63.7	67.4	64.9	64.8
위험손해율	76.8	82.1	77.6	77.0	76.8
사업비용	12.7	12.0	12.0	12.4	12.7
투자이익률	3.7	4.1	3.3	3.2	3.2
수익성 (%)					
ROE	5.3	7.9	4.8	5.0	5.4
ROA	0.5	0.8	0.5	0.6	0.6
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	6,479	11,440	8,165	9,363	10,350
보통주 BPS	128,550	157,642	182,559	189,422	196,772
보통주 DPS	1,800	1,200	2,500	3,000	3,500
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	17.0	9.8	16.2	14.2	12.8
보통주 PBR (배)	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
배당성향	27.4	10.5	30.6	32.0	33.8
보통주 배당수익률	1.6	1.1	1.9	2.3	2.6