

SK COMPANY Analysis



Analyst
김도하

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

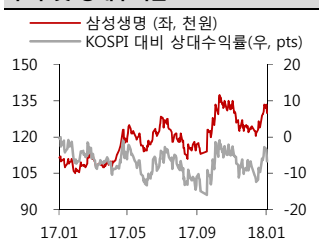
Company Data

자본금	100 십억원
발행주식수	20,000 만주
자사주	2,043 만주
액면가	500 원
시가총액	26,000 십억원
주요주주	
이건희(외5)	47.02%
삼성생명 자사주	10.21%
외국인지분율	16.60%
배당수익률	1.07%

Stock Data

주가(18/01/24)	130,000 원
KOSPI	2,538.0 pt
52주 Beta	0.98
52주 최고가	137,500 원
52주 최저가	105,000 원
60일 평균 거래대금	30 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.6%	2.6%
6개월	1.6%	-2.0%
12개월	16.6%	-6.3%

삼성생명 (032830/KS | 매수(유지) | T.P 164,000 원(상향))

4Q17 지배주주 순이익 1,517 억원 (흑자전환 YoY) 전망

삼성생명의 4Q17 순이익은 1,517 억원 (흑전 YoY)으로 전망돼 컨센서스 1,585 억원 대비 낮으며, 법인세 조정 반영 시 추가 하회 가능. 일회성 요인으로 보증 준비금 전입과 포트폴리오 조정 과정에서의 매각손 인식이 예상됨. 4Q17 위험손해율은 72.0%로 전년 동기의 자살보험금 지급 건을 제외하면 3.7%p 개선될 전망. 4Q17 투자수익률은 3.0% (-0.3%p YoY)로 삼성증권 지분 인수 과정에서 4,200 억원의 일회성 수익이 발생했던 전년동기대비 하락할 전망

4Q17 지배주주 순이익 1,517 억원 (흑자전환 YoY) 전망

삼성생명의 4Q17 지배주주 순이익은 1,517 억원 (흑자전환 YoY, -52.6% QoQ)으로 전망돼 시장 컨센서스 1,585 억원 대비 낮으며, 법인세 조정 반영 시 추가 하회할 것으로 예상된다. 일회성 요인으로는 보증 준비금 전입과 운용 포트폴리오 조정 과정에서의 매각손 인식이 전망된다. 삼성생명의 4Q17 위험손해율은 72.0% (-18.0%p YoY)로 전년동기의 자살보험금 지급 건을 제외하면 3.7%p 개선될 전망이다. 4Q17 투자수익률은 3.0% (-0.3%p YoY)로 삼성증권 지분 인수 과정에서 4,200 억원의 일회성 수익이 발생했던 전년동기대비 하락할 전망이다. 연말 변액보증 준비금 전입액은 2,300 억원으로 예상돼, 시장금리 상승 영향에 따라 4Q16 4,000 억원대의 전입 대비 크게 감소할 것으로 기대된다 (국채 5 년물 '17.9 월 말 2.08% vs. '16.9 월 말 1.27%).

목표주가 164,000 원으로 상향 조정하며 생보사 중 top pick 으로 제시

삼성생명에 대한 목표주가를 164,000 원으로 1.9% 상향 조정하며, 생보사 내 top pick 으로 신규 제시한다. 삼성전자의 자사주 소각 시 삼성생명과 삼성화재의 보유 지분 중 0.45%p 이상을 매각해야 하는데, 현재 시가총액 기준으로는 1.4 조원 수준의 매각이익이 예상된다. 이를 삼성생명 및 삼성화재의 보유 지분율대로 배분할 경우 삼성생명에 1 조원 이상의 현금유입이 가능하다. 매각 시점이나 생명-화재 간 매각 비율은 정해지지 않았으나 삼성생명 중심의 현금유입을 기대할 만하다는 판단이다. 현 주가 대비 목표주가의 상승여력이 충분히 높다고 판단해 투자의견 매수를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	십억원	28,239	27,457	27,884	27,523	28,088	28,904
YoY	%	8.1	-2.8	1.6	-1.3	2.1	2.9
보험손익	십억원	3,797	3,497	2,476	1,727	2,129	2,160
투자손익	십억원	6,853	6,428	8,000	7,118	7,390	7,792
위험손해율	%	84.4	76.8	82.1	78.6	78.2	78.1
투자수익률	%	4.3	3.7	4.1	3.3	3.2	3.2
영업이익	십억원	619	61	1,235	582	1,057	1,171
YoY	%	241.1	-90.1	1,918.3	-52.9	81.7	10.8
세전이익	십억원	1,603	1,372	2,607	1,962	2,485	2,627
순이익	십억원	1,337	1,210	2,150	1,506	1,811	1,914
YoY	%	66.2	-9.5	77.7	-30.0	20.3	5.7
EPS	원	7,074	6,479	11,440	7,900	9,447	9,983
BPS	원	117,863	128,550	157,642	182,294	189,391	196,474
PER	배	16.5	17.0	9.8	15.8	13.8	13.0
PBR	배	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE	%	6.4	5.3	7.9	4.6	5.1	5.2
배당수익률	%	1.5	1.6	1.1	1.9	2.2	2.5

삼성생명의 목표주가 산출식

항목	삼성생명	비고
(a)~(h)는 보유 삼성전자 지분 영향 (평가의 배당수의 등)을 제외한 사업가치 기준		
자기자본비용 (%)	8.2	(a): 무위험수익률+리스크 프리미엄*Beta
Average ROE (%)	6.2	(b): 삼성생명의 2018~2020년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(c)
이론적 PBR (X)	0.8	(d): (b-c)/(a-c)
할증률 (할인율) (%)	0.0	(e): 생명보험업 -10% + 업종 선도사 +10%
목표 PBR (X)	0.76	(f): (d)*(e)
수정 BPS (원)	111,015	(g): 삼성생명의 12개월 forward BPS
사업가치 총액 (십억원)	16,863	(h): (f)*(g)*발행주식수
삼성전자 지분가치 (십억원)	15,873	(i): 세후 지분가치에 20% 할인 적용
적정 시가총액 (십억원)	32,736	(j): (h)+(i)
목표주가 (원)	164,000	(k): (j)/발행주식수
현주가 (01/24, 원)	130,000	
상승여력 (%)	26.2	

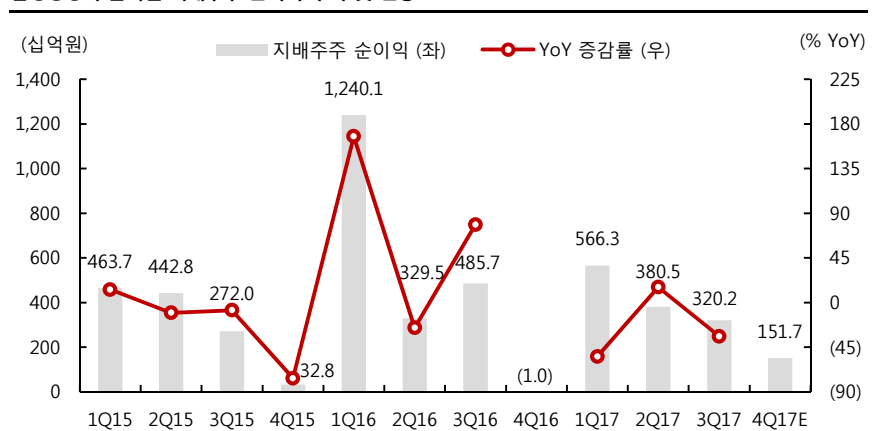
자료: SK 증권

삼성생명 4Q17 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	4Q17E	3Q17	QoQ (%, %p)	4Q16	YoY (%, %p)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	540.6	205.1	163.5	544.5	(0.7)		
투자손익	1,705.5	1,711.9	(0.4)	1,748.9	(2.5)		
투자수익률 (%)	3.0	3.1	(0.1)	3.3	(0.3)		
영업이익	(120.4)	54.1	적전	(388.6)	적축	(109.7)	n/a
지배주주 순이익	151.7	320.2	(52.6)	(1.0)	흑전	158.5	(4.3)

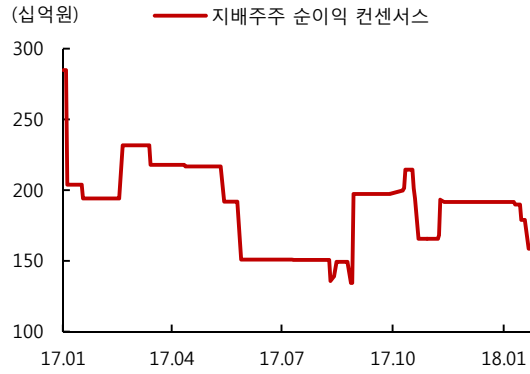
자료: FnGuide, SK 증권

삼성생명의 분기별 지배주주 순이익 추이 및 전망



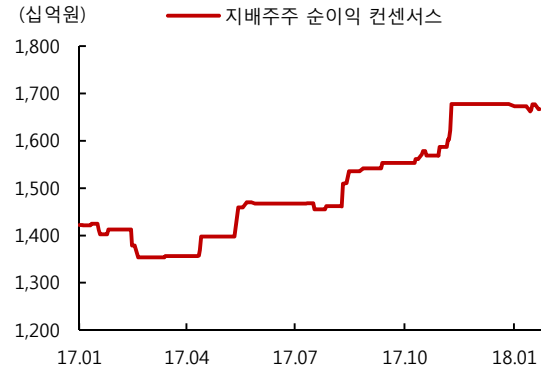
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 4Q17 지배주주 순이익 컨센서스 변화



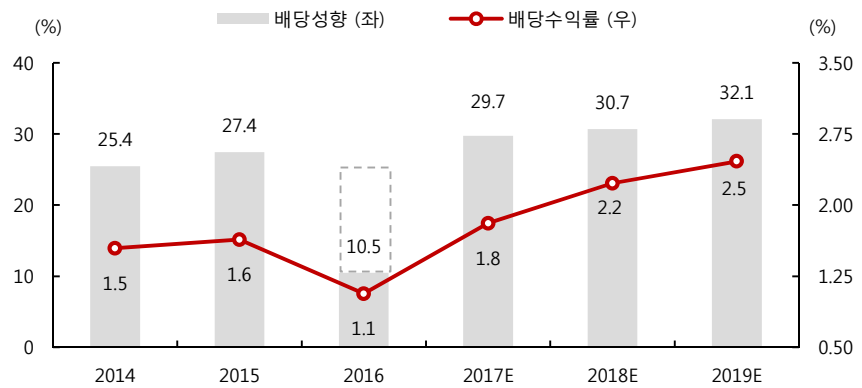
자료: FnGuide, SK 증권

삼성생명의 2018년 지배주주 순이익 컨센서스 변화



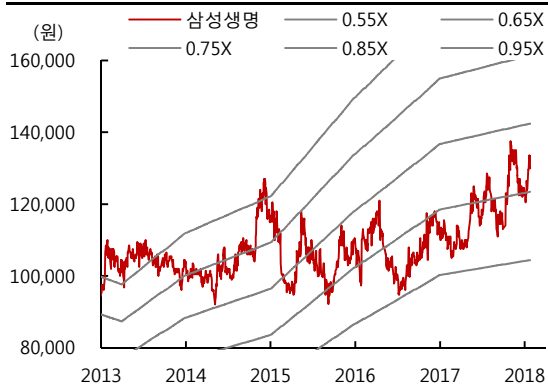
자료: FnGuide, SK 증권

삼성생명의 배당지표 추이 및 전망



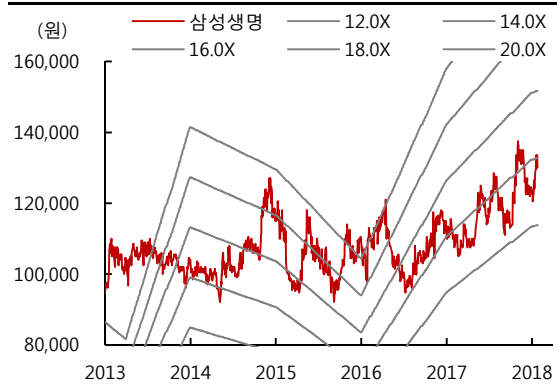
자료: WiseFn, SK 증권

삼성생명의 12개월 forward PBR 추이



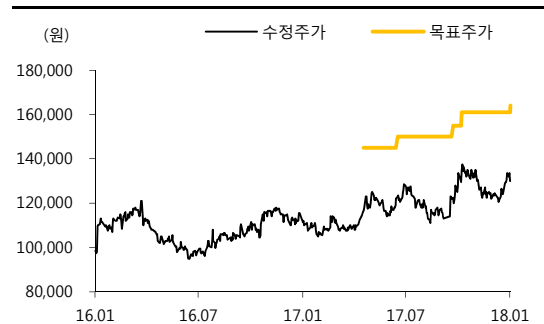
자료: SK 증권

삼성생명의 12개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.01.25	매수	164,000원	6개월		
2017.11.10	매수	161,000원	6개월	-20.27%	-14.60%
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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 1 월 25 일 기준)

매수	90.07%	중립	9.93%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	183,082	214,879	229,919	242,188	254,896
현금 및 예치금	3,272	5,823	3,219	3,745	4,360
유가증권	137,227	142,071	153,949	162,294	170,902
주식	20,046	24,124	32,874	34,124	35,423
채권	102,748	103,316	102,283	107,397	112,767
수익증권	2,848	3,035	3,278	3,442	3,683
외화유가증권	10,985	11,129	15,024	16,827	18,509
기타유가증권	599	467	490	505	520
대출채권	33,363	58,063	64,310	67,742	71,297
부동산	9,220	8,923	8,441	8,407	8,338
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	283,262	298,476	314,298
책임준비금	149,118	158,729	167,458	176,394	185,650
보험료적립금	143,389	152,281	160,680	169,434	178,713
계약자지분조정	6,969	8,076	10,094	10,599	11,023
기타부채	9,976	25,683	27,363	29,125	31,095
특별계정부채	40,578	43,857	45,612	48,348	51,249
부채총계	206,641	236,345	250,526	264,467	279,017
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	6	63	63	63	63
이익잉여금	11,567	13,289	14,492	15,766	17,038
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	32,735	34,010	35,282
부채와자본총계	230,363	264,654	283,262	298,476	314,298

성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	7.4	14.9	7.0	5.4	5.3
운용자산	6.2	17.4	7.0	5.3	5.2
특별계정자산	15.0	4.8	8.0	6.0	6.0
부채	7.5	14.4	6.0	5.6	5.5
책임준비금	7.3	6.4	5.5	5.3	5.2
자본	6.4	19.3	15.6	3.9	3.7
수입보험료	-2.8	1.6	-1.3	2.1	2.9
일반계정	-0.7	-3.6	-0.1	2.1	2.8
특별계정	-6.1	10.3	-3.1	2.0	3.0
순사업비	-0.6	-2.3	3.3	0.7	3.0
투자영업이익	-6.2	24.4	-11.0	3.8	5.4
세전이익	-14.5	90.1	-24.8	26.6	5.7
순이익	-9.5	77.7	-30.0	20.3	5.7
지배주주 순이익	-9.4	69.6	-30.9	19.6	5.7

자료 : SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	27,457	27,884	27,523	28,088	28,904
일반계정	17,287	16,669	16,651	16,996	17,475
특별계정	10,170	11,215	10,872	11,093	11,429
보험손익	3,497	2,476	1,727	2,129	2,160
보험영업수익	17,612	17,046	17,073	17,412	17,907
보험료수익	17,354	16,768	16,777	17,101	17,580
재보험수익	258	278	297	312	327
보험영업비용	14,115	14,570	15,346	15,283	15,746
지급보험금	10,210	10,610	11,328	11,181	11,517
재보험비용	289	311	338	355	373
사업비	1,559	1,524	1,574	1,585	1,633
신계약비상각비	2,057	2,124	2,104	2,160	2,223
할인료	0	1	2	2	2
투자손익	6,428	8,000	7,118	7,390	7,792
책임준비금전입액	9,864	9,242	8,263	8,462	8,781
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	61	1,235	582	1,057	1,171
영업외이익	1,310	1,373	1,380	1,428	1,455
특별계정 수입수수료	1,306	1,443	1,571	1,706	1,818
특별계정 지급수수료	5	1	3	5	3
세전이익	1,372	2,607	1,962	2,485	2,627
법인세비용	162	458	456	673	712
당기순이익	1,210	2,150	1,506	1,811	1,914
지배주주 순이익	1,211	2,054	1,419	1,696	1,793

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	59.1	63.7	68.0	65.8	65.9
위험손해율	76.8	82.1	78.6	78.2	78.1
사업비용율	12.7	12.0	12.0	12.2	12.2
투자이익률	3.7	4.1	3.3	3.2	3.2
수익성 (%)					
ROE	5.3	7.9	4.6	5.1	5.2
ROA	0.5	0.8	0.5	0.6	0.6
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	6,479	11,440	7,900	9,447	9,983
보통주 BPS	128,550	157,642	182,294	189,391	196,474
보통주 DPS	1,800	1,200	2,350	2,900	3,200
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	17.0	9.8	15.8	13.8	13.0
보통주 PBR (배)	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
배당성향	27.4	10.5	29.7	30.7	32.1
보통주 배당수익률	1.6	1.1	1.9	2.2	2.5