

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

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

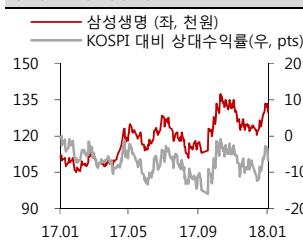
## Company Data

|          |            |
|----------|------------|
| 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, 범인세 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, 범인세 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 5년물 '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 매각이 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    |
| PBR   | 배   |         | 1.0     | 0.9     | 0.7     | 0.7     | 0.7     |
| ROE   | %   |         | 6.4     | 5.3     | 7.9     | 4.6     | 5.1     |
| 배당수익률 | %   |         | 1.5     | 1.6     | 1.1     | 1.9     | 2.2     |

## 삼성생명의 목표주가 산출식

| 항목  | 삼성생명           | 비고                              |
|---|----------------|---------------------------------|
| (a)~(h)는 보유 삼성전자 지분 영향 (평가액, 배당수익 등)을 제외한 사업가치 기준 |                |                                 |
| 자기자본비율 (%)  | 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)  | <b>164,000</b> | (k): (j)/발행주식수                  |
| 현주가 (01/24, 원)                                    | 130,000        |                                 |
| 상승여력 (%)  | 26.2           |                                 |

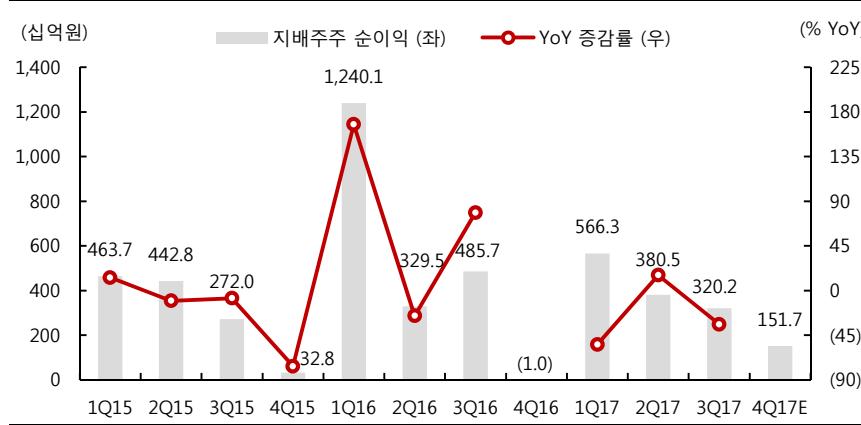
자료: SK 증권

## 삼성생명 4Q17 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

| (단위: 십억원) | 4Q17E   | 3Q17    | QoQ<br>(%, %p) | 4Q16    | YoY<br>(%, %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



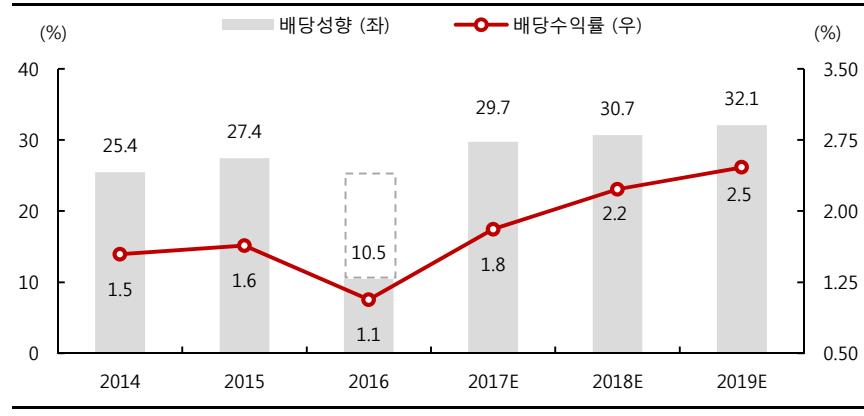
자료: FnGuide, SK 증권

## 삼성생명의 2018년 지배주주 순이익 컨센서스 변화



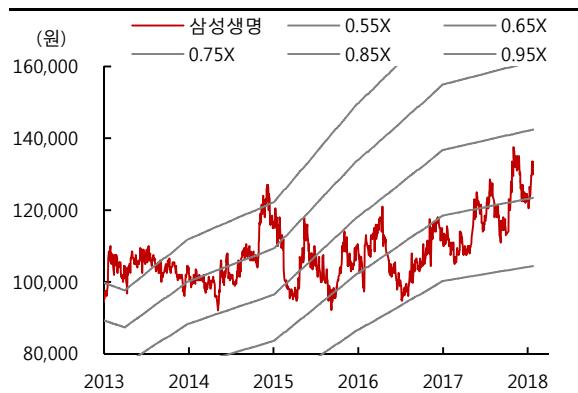
자료: FnGuide, SK 증권

## 삼성생명의 배당지표 추이 및 전망



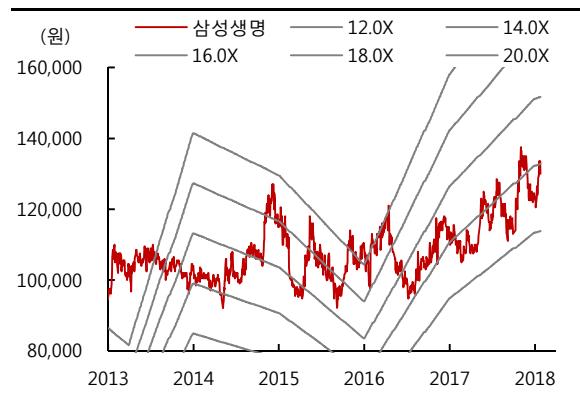
자료: WiseFn, SK 증권

## 삼성생명의 12개월 forward PBR 추이

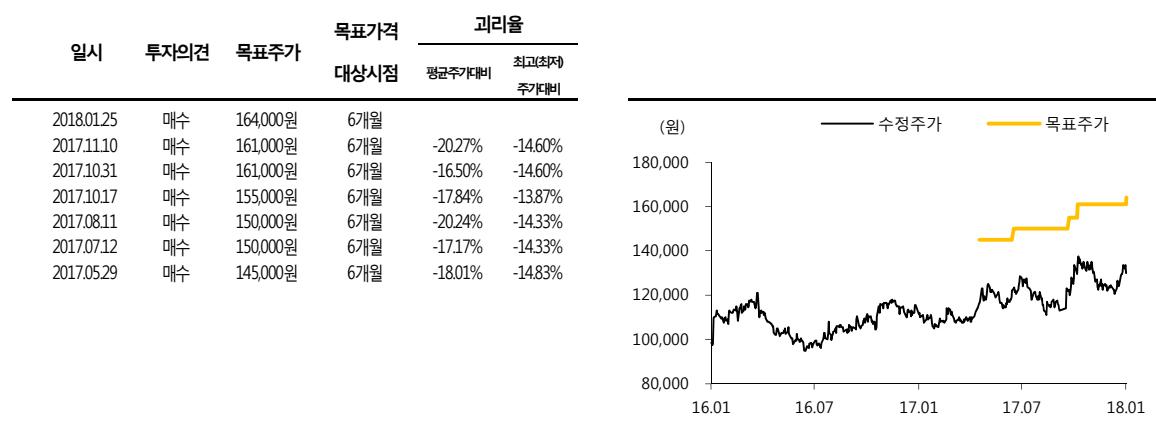


자료: SK 증권

## 삼성생명의 12개월 forward PER 추이



자료: SK 증권



### 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.
- 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 (2018년 1월 25일 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         |
| <b>자산총계</b>    | <b>230,363</b> | <b>264,654</b> | <b>283,262</b> | <b>298,476</b> | <b>314,298</b> |
| 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         |
| <b>부채총계</b>    | <b>206,641</b> | <b>236,345</b> | <b>250,526</b> | <b>264,467</b> | <b>279,017</b> |
| 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         |
| <b>자본총계</b>    | <b>23,722</b>  | <b>28,308</b>  | <b>32,735</b>  | <b>34,010</b>  | <b>35,282</b>  |
| <b>부채와자본총계</b> | <b>230,363</b> | <b>264,654</b> | <b>283,262</b> | <b>298,476</b> | <b>314,298</b> |

## 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   |
| <b>주요투자지표</b>    |         |         |         |         |         |
| 월 결산(십억원)        | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
| <b>영업지표 (%)</b>  |         |         |         |         |         |
| 보험금 지급률          | 59.1    | 63.7    | 68.0    | 65.8    | 65.9    |
| 위험손해율            | 76.8    | 82.1    | 78.6    | 78.2    | 78.1    |
| 사업비율             | 12.7    | 12.0    | 12.0    | 12.2    | 12.2    |
| 투자이익률            | 3.7     | 4.1     | 3.3     | 3.2     | 3.2     |
| <b>수익성 (%)</b>   |         |         |         |         |         |
| ROE              | 5.3     | 7.9     | 4.6     | 5.1     | 5.2     |
| ROA              | 0.5     | 0.8     | 0.5     | 0.6     | 0.6     |
| <b>주당 지표 (원)</b> |         |         |         |         |         |
| 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   |
| <b>기타 지표 (%)</b> |         |         |         |         |         |
| 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     |