

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

dohakim@sk.com

02-3773-8876

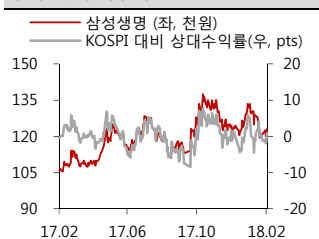
Company Data

자본금	100 십억원
발행주식수	20,000 만주
자사주	2,043 만주
액면가	500 원
시가총액	24,600 십억원
주요주주	
이건희(외5)	47.02%
삼성생명 자사주	10.21%
외국인지분율	16.45%
배당수익률	1.07%

Stock Data

주가(18/02/22)	123,000 원
KOSPI	2,414.3 pt
52주 Beta	0.97
52주 최고가	137,500 원
52주 최저가	105,500 원
60일 평균 거래대금	30 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.8%	-3.3%
6개월	2.9%	0.9%
12개월	16.0%	1.4%

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

4Q17 Review: 보수적 가이드언스 및 배당 정책은 아쉽지만...

삼성생명은 4Q17 718 억원의 연결 지배 순손실을 기록하며 컨센서스와 당사 추정치를 대폭 하회했는데, 대규모 비경상적 비용이 실적 부진의 원인. 보수적인 2018 년 보험이익 목표치와 명확한 배당성향 방향성이 제시되지 않은 것은 아쉬운 점. 다만 계열사 배당 확대에 의한 현금유입 증가와 지분 매각이익의 배당재원 활용 가능성을 고려 시 주주환원 기대는 높아질 전망

4Q17 지배주주 순손실 718 억원 (적지 YoY)으로 컨센서스 하회

삼성생명은 4Q17 718 억원의 연결 지배주주 순손실을 기록하며 SK 증권 추정치와 시장 전망치를 대폭 하회. 연말 변액보충 준비금 전입(2,600 억원 추정)에 더해, 사내복지가금 360 억원 적립, 채권 매각손 및 손상차손 750 억원 발생, 법인세율 인상 관련 조정비용 320 억원 등 비경상적 비용이 대규모 발생한 것이 실적 부진의 원인. 4Q17 보장성 APE 감소 (-28.8% YoY)와 신계약마진율 (61.5%, -10.4%p YoY) 하락으로 보장성 신계약 가치는 2,120 억원 (-39.1% YoY)으로 감소했으나, 2017 년 연간 기준 보장성 신계약마진율은 67%로 15%p YoY 상승함. 4Q17 투자수익률은 2.8%로 계열사 지분 인수 관련 이익이 발생했던 전년동기대비 0.5%p 하락

보수적 가이드언스 및 모호한 배당 정책은 아쉽지만...

삼성생명은 2018 년 보험이익 목표치를 1.7 조원 이상으로 제시했는데, 2017 년 보험손익이 1 조 6,070 억원이었음을 감안하면 다소 보수적인 가이드언스인 것으로 판단. 또한 자사주 매입보다는 현금배당에 집중하는 것으로 자본정책을 선회했으나, 배당성향의 점진적 상향 등 명확한 방향성이 제시되지 않은 것은 아쉬운 점으로 판단. 다만 삼성전자의 배당 확대에 동사의 현금유입 증가 (배당수익 '17년 5,150 억원 → '18E 6,750 억원 → '19E 7,500 억원 이상)가 기대되고, 보유 지분 일부를 연내 매각할 것으로 예상되는 가운데 이를 배당재원으로 활용할 수 있음을 시사해 주주환원에 대한 기대는 높아질 전망. 삼성생명에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 164,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	십억원	28,239	27,457	27,884	26,321	26,726	27,516
YoY	%	8.1	-2.8	1.6	-5.6	1.5	3.0
보험손익	십억원	3,797	3,497	2,476	1,006	1,839	1,888
투자손익	십억원	6,853	6,428	8,000	6,976	7,434	7,731
위험손해율	%	84.4	76.8	82.1	78.5	78.1	78.0
투자수익률	%	4.3	3.7	4.1	3.2	3.2	3.2
영업이익	십억원	619	61	1,235	373	1,236	1,308
YoY	%	241.1	-90.1	1,918.3	-69.8	231.4	5.9
세전이익	십억원	1,603	1,372	2,607	1,715	2,620	2,718
순이익	십억원	1,337	1,210	2,150	1,293	1,909	1,981
YoY	%	66.2	-9.5	77.7	-39.9	47.7	3.7
EPS	원	7,074	6,479	11,440	6,656	9,925	10,297
BPS	원	117,863	128,550	157,642	173,545	181,470	188,767
PER	배	16.5	17.0	9.8	18.7	13.1	12.7
PBR	배	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE	%	6.4	5.3	7.9	4.0	5.6	5.6
배당수익률	%	1.5	1.6	1.1	1.6	2.3	2.4

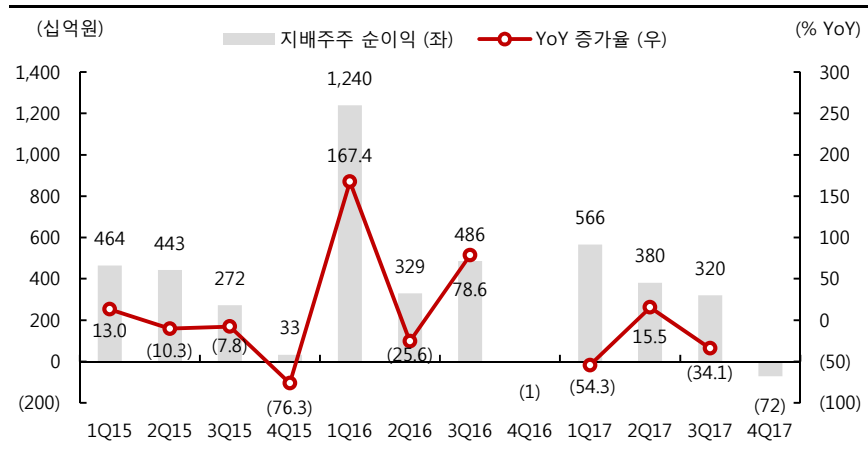
삼성생명 4Q17 연결 실적 요약

(단위: 십억원)	4Q17P	4Q16	YoY (%)	3Q17	QoQ (%)	4Q17E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	(180.8)	544.5	적전	205.1	적전	540.6	n/a	n/a	n/a
투자손익	1,564.3	1,748.9	(10.6)	1,711.9	(8.6)	1,705.5	(8.3)	n/a	n/a
영업이익	(329.1)	(388.6)	적지	54.1	적전	(120.4)	n/a	(110.8)	n/a
세전이익	(33.2)	(38.6)	적지	424.2	적전	213.7	n/a	231.8	n/a
지배주주 순이익	(71.8)	(1.0)	적지	320.2	적전	151.7	n/a	166.1	n/a

자료: 삼성생명, FnGuide, SK 증권

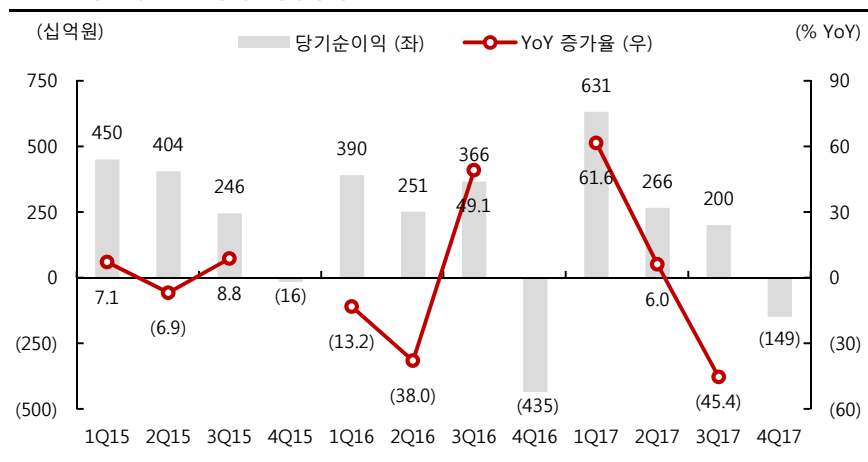
주: 결산 실적 공시한 1월 29일 FnGuide 컨센서스 기준

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	2017	YoY (%, %p)
	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			연간	연간	
전체 수입보험료	8,746	6,596	6,122	6,080	7,524	23.7	(14.0)	27,884	26,321	(5.6)
보장성	3,201	3,203	3,208	3,200	3,156	(1.4)	(1.4)	12,608	12,767	1.3
연금형	1,712	1,813	1,619	1,561	1,517	(2.9)	(11.4)	7,062	6,510	(7.8)
저축성	588	710	583	678	573	(15.4)	(2.5)	2,440	2,544	4.3
퇴직	3,246	869	712	640	2,279	255.9	(29.8)	5,775	4,500	(22.1)
APE	771	871	641	725	536	(26.1)	(30.4)	3,217	2,774	(13.8)
보장성	485	387	375	449	345	(23.2)	(28.8)	2,110	1,556	(26.3)
연금형	143	292	163	106	94	(11.4)	(34.5)	547	654	19.5
저축성	143	193	104	171	98	(42.8)	(31.8)	560	565	0.8
보험영업수익	4,258	4,465	4,180	4,222	4,080	(3.4)	(4.2)	17,046	16,948	(0.6)
보험영업비용	3,714	3,959	3,705	4,017	4,261	6.1	14.7	14,570	15,942	9.4
보험손익	544	506	475	205	(181)	적전	적전	2,476	1,006	(59.4)
투자손익	1,749	2,032	1,669	1,712	1,564	(8.6)	(10.6)	8,000	6,976	(12.8)
책임준비금전입액	2,682	2,091	1,943	1,863	1,713	(8.1)	(36.1)	9,242	7,610	(17.7)
영업이익	(389)	447	201	54	(329)	적전	적지	1,235	373	(69.8)
영업외이익	350	337	339	370	296	(20.0)	(15.4)	1,373	1,342	(2.2)
세전이익	(39)	785	540	424	(33)	적전	적지	2,607	1,715	(34.2)
순이익	15	595	406	343	(51)	적전	적전	2,150	1,293	(39.9)
지배주주 순이익	(1)	566	380	320	(72)	적전	적지	2,054	1,195	(41.8)
경영효율지표 (%)										
보험료지급율	64.9	67.9	67.2	73.5	80.5	7.0	15.5	63.7	72.1	8.5
위험손해율	90.0	81.8	74.9	85.7	71.7	(14.0)	(18.3)	82.1	78.5	(3.6)
사업비율	7.3	7.1	6.9	6.9	8.2	1.3	1.0	7.0	7.4	0.3
투자수익률	3.3	3.8	3.1	3.1	2.8	(0.3)	(0.5)	4.1	3.2	(0.9)

자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명 연결 기준 운용자산 현황

(단위: 십억원)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	214,879	215,000	222,976	227,665	214,879	100.0	0.5	6.5
현금및예치금	5,823	3,368	3,207	3,473	5,823	2.2	42.2	(15.2)
유가증권	142,071	145,474	151,205	152,154	142,071	65.9	(0.9)	6.2
주식	22,634	25,415	29,025	31,053	22,634	13.5	(0.8)	36.1
채권	103,316	102,747	103,326	101,360	103,316	44.0	(0.8)	(2.7)
수익증권	3,035	3,935	4,079	3,470	3,035	1.5	(2.2)	11.8
외화증권	11,129	11,400	12,711	14,178	11,129	6.1	(2.0)	24.9
기타증권	467	429	479	482	467	0.2	2.2	5.6
관계사지분	1,490	1,548	1,585	1,611	1,490	0.7	4.2	12.6
대출채권	58,063	57,645	60,100	63,566	58,063	28.2	1.6	11.2
부동산	8,923	8,512	8,463	8,472	8,923	3.7	(0.7)	(5.7)

자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명 별도 기준 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2016	2017				QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	2016		YoY (%, %p)
	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			연간	연간	
전체 수입보험료	8,746	6,596	6,122	6,080	7,524	23.7	(14.0)	27,884	26,321	(5.6)
보장성	3,201	3,203	3,208	3,200	3,156	(1.4)	(1.4)	12,608	12,767	1.3
연금형	1,712	1,813	1,619	1,561	1,517	(2.9)	(11.4)	7,062	6,510	(7.8)
저축성	588	710	583	678	573	(15.4)	(2.5)	2,440	2,544	4.3
퇴직	3,246	869	712	640	2,279	255.9	(29.8)	5,775	4,500	(22.1)
APE	771	871	641	725	536	(26.1)	(30.4)	3,217	2,774	(13.8)
보장성	485	387	375	449	345	(23.2)	(28.8)	2,110	1,556	(26.3)
연금형	143	292	163	106	94	(11.4)	(34.5)	547	654	19.5
저축성	143	193	104	171	98	(42.8)	(31.8)	560	565	0.8
보험영업수익	4,233	4,442	4,141	4,185	4,048	(3.3)	(4.4)	16,947	16,817	(0.8)
보험영업비용	3,695	3,948	3,692	3,999	4,236	5.9	14.7	14,519	15,875	9.3
보험손익	538	495	449	186	(188)	적전	적전	2,427	942	(61.2)
투자손익	1,202	1,998	1,442	1,505	1,376	(8.6)	14.5	6,126	6,321	3.2
책임준비금전입액	2,671	2,080	1,918	1,840	1,697	(7.8)	(36.5)	9,193	7,536	(18.0)
영업이익	(931)	412	(27)	(149)	(509)	적지	적지	(639)	(273)	적지
영업외이익	355	357	370	379	306	(19.1)	(13.8)	1,351	1,412	4.5
세전이익	(576)	770	343	229	(203)	적전	적지	712	1,139	60.0
순이익	(435)	631	266	200	(149)	적전	적지	573	948	65.6
경영효율지표 (%)										
보험료지급율	64.8	67.8	67.0	73.3	80.3	6.9	15.5	63.5	72.0	8.4
위험손해율	90.0	81.8	74.9	85.7	71.7	(14.0)	(18.3)	82.1	78.5	(3.6)
사업비율	7.3	7.1	6.9	6.9	8.2	1.3	1.0	7.0	7.4	0.3
투자수익률	2.5	4.1	2.9	3.0	2.7	(0.3)	0.2	3.3	3.2	(0.1)

자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명 별도 기준 운용자산 현황

(단위: 십억원)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	194,074	195,243	201,999	204,758	206,167	100.0	0.7	6.2
현금및예치금	3,882	1,783	1,730	1,602	3,090	1.5	92.8	(20.4)
유가증권	145,519	148,658	154,255	155,202	153,831	74.6	(0.9)	5.7
주식	22,010	24,775	28,356	30,261	30,071	14.6	(0.6)	36.6
채권	103,303	104,302	103,266	101,937	100,484	48.7	(1.4)	(2.7)
수익증권	2,973	3,873	3,981	3,307	3,194	1.5	(3.4)	7.4
외화증권	9,989	9,864	11,043	12,333	11,897	5.8	(3.5)	19.1
기타증권	431	396	444	444	457	0.2	3.0	6.1
관계사지분	6,814	7,019	7,164	7,591	7,728	3.7	1.8	13.4
대출채권	38,864	39,295	40,754	42,775	44,108	21.4	3.1	13.5
부동산	5,809	5,508	5,260	5,178	5,137	2.5	(0.8)	(11.6)

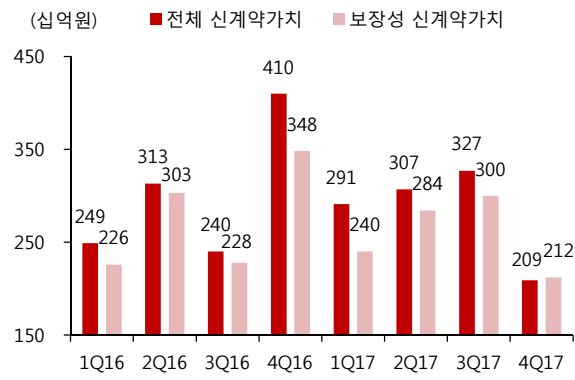
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명 연간 내재가치

(단위: 십억원)	2017	2016	YoY (% , %p)
내재가치 (EV)	38,605	29,274	31.9
조정순자산가치 (ANW)	28,277	25,777	9.7
보유계약가치 (VIF)	10,328	3,497	195.3
신계약가치 (VNB)	1,134	1,212	-6.4
신계약마진율* (%)	40.9	37.8	3.1

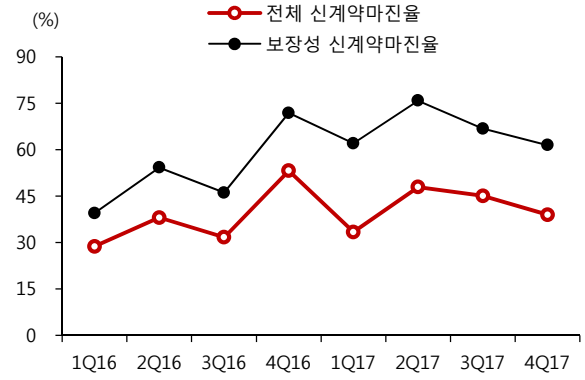
자료: 삼성생명, SK 증권
주: *연납화보험료 기준

삼성생명의 신계약가치



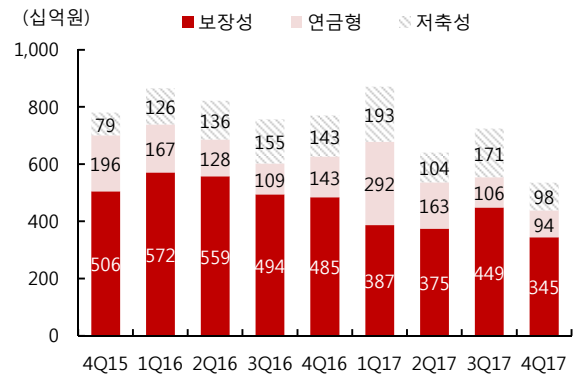
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 신계약마진율



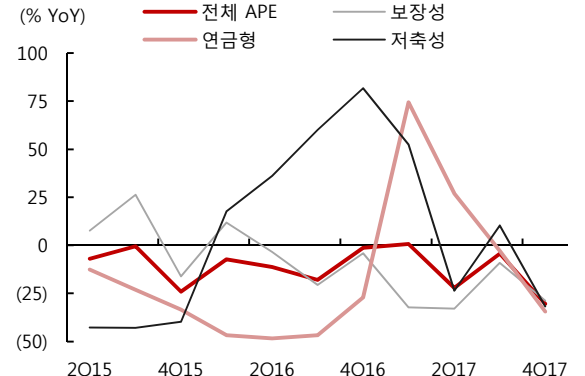
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 연납화 보험료 (APE) 금액 추이



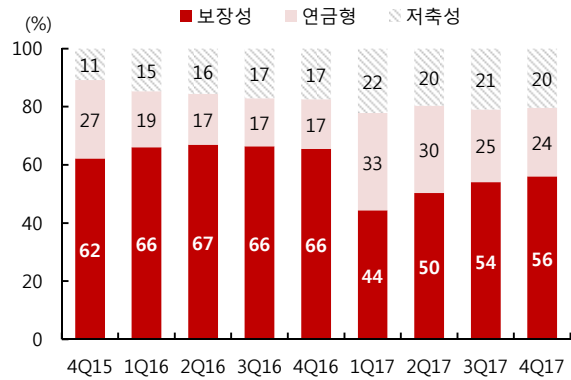
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 보증별 연납화 보험료 (APE) 증가율



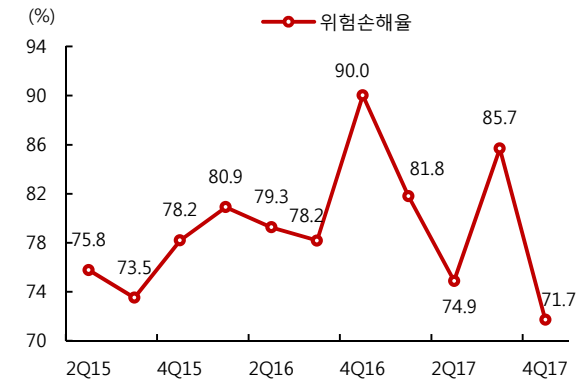
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 연납화 보험료 (APE) 구성비



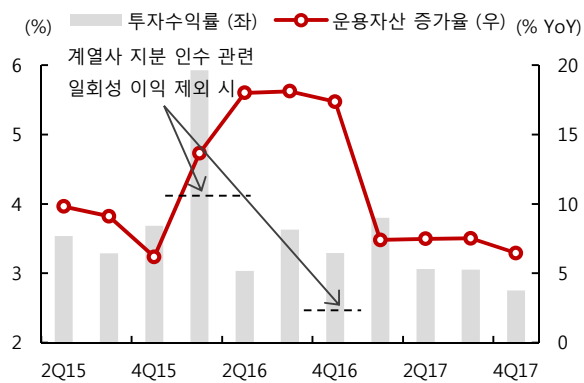
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 위험손해율



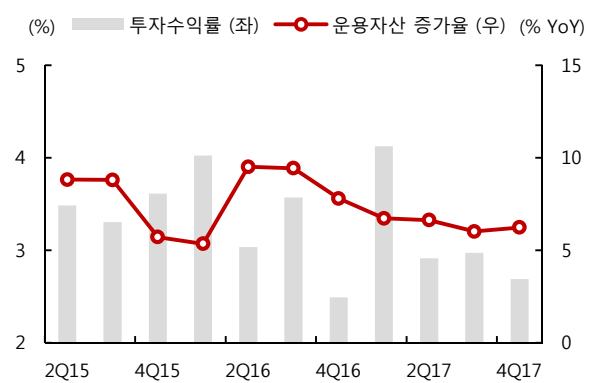
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 투자수익률 및 운용자산 증가율 (연결 기준)



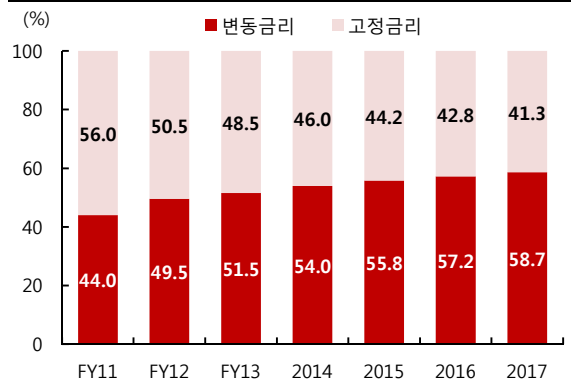
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 투자수익률 및 운용자산 증가율 (별도 기준)



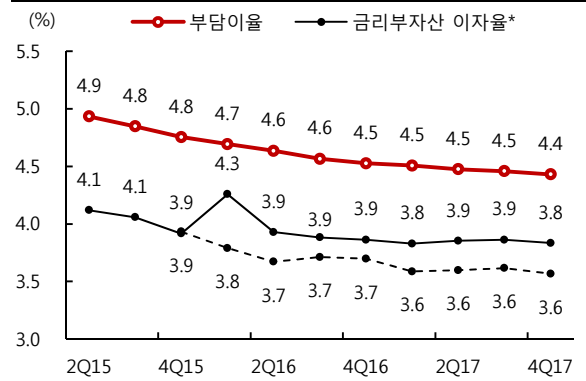
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 금리형태별 준비금 비중



자료: 삼성생명 SK 증권

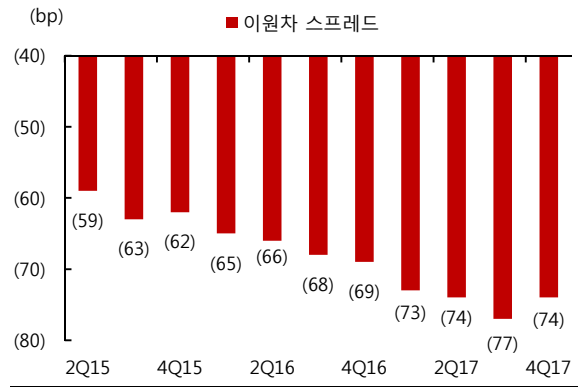
삼성생명의 부담이율 및 금리부자산 이자율



자료: 삼성생명 SK 증권

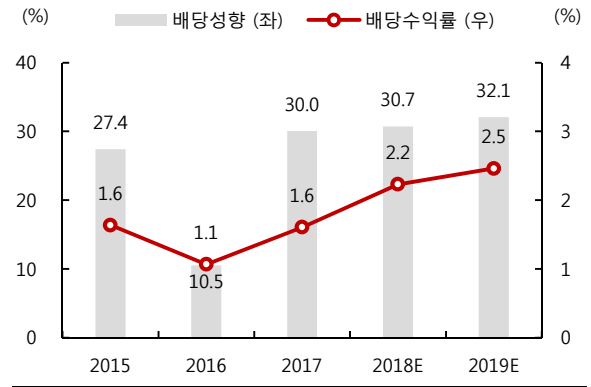
주: 점선은 별도 기준, *금리부자산 (채권, 대출, 예금 등) 대비 이자수익으로 산출

삼성생명의 이원차 스프레드 추이



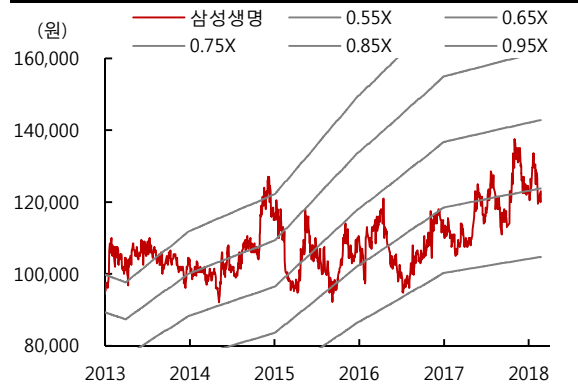
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 연결 기준 배당지표 추이 및 전망



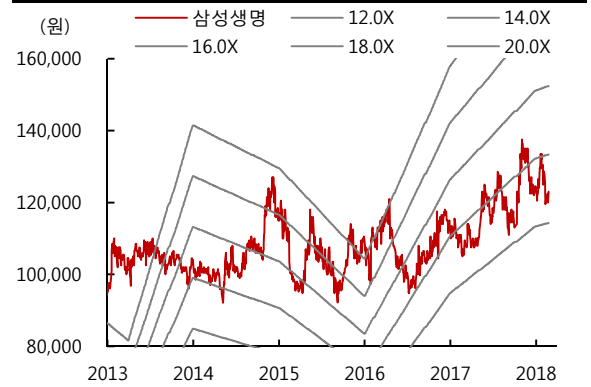
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 12 개월 forward PBR Band chart



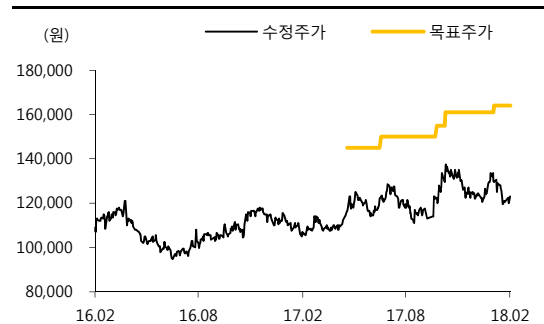
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 12 개월 forward PER Band chart



자료: 삼성생명, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.02.23	매수	164,000원	6개월		
2018.01.25	매수	164,000원	6개월	-23.78%	-20.43%
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 2 월 23 일 기준)

매수	88.51%	중립	11.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	183,082	214,879	228,741	240,362	252,355
현금 및 예치금	3,272	5,823	4,940	4,120	4,880
유가증권	137,227	142,071	150,811	158,582	165,435
주식	20,046	24,124	32,481	33,405	34,357
채권	102,748	103,316	100,549	105,577	109,800
수익증권	2,848	3,035	3,394	3,530	3,636
외화유가증권	10,985	11,129	13,896	15,563	17,120
기타유가증권	599	467	493	507	523
대출채권	33,363	58,063	64,574	69,297	73,764
부동산	9,220	8,923	8,416	8,363	8,276
비운용자산	7,695	8,269	8,691	8,951	9,220
특별계정자산	39,586	41,505	45,321	48,040	50,923
자산총계	230,363	264,654	282,753	297,354	312,498
책임준비금	149,118	158,729	166,881	175,359	184,109
보험료적립금	143,389	152,281	160,006	168,222	176,953
계약자지분조정	6,969	8,076	9,600	10,080	10,483
기타부채	9,976	25,683	27,928	29,318	30,998
특별계정부채	40,578	43,857	47,180	50,010	53,011
부채총계	206,641	236,345	251,588	264,767	278,600
지배주주지분					
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	6	63	63	63	63
이익잉여금	11,567	13,289	14,268	15,692	17,002
자본조정	-1,576	-2,118	-2,117	-2,117	-2,117
기타포괄손익누계	13,548	15,310	17,087	17,087	17,087
자본총계	23,722	28,308	31,164	32,587	33,898
부채와자본총계	230,363	264,654	282,753	297,354	312,498

성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	7.4	14.9	6.8	5.2	5.1
운용자산	6.2	17.4	6.5	5.1	5.0
특별계정자산	15.0	4.8	9.2	6.0	6.0
부채	7.5	14.4	6.4	5.2	5.2
책임준비금	7.3	6.4	5.1	5.1	5.0
자본	6.4	19.3	10.1	4.6	4.0
수입보험료	-2.8	1.6	-5.6	1.5	3.0
일반계정	-0.7	-3.6	-0.9	0.5	3.0
특별계정	-6.1	10.3	-12.6	3.2	2.9
순사업비	-0.6	-2.3	13.1	-7.9	4.8
투자영업이익	-6.2	24.4	-12.8	6.6	4.0
세전이익	-14.5	90.1	-34.2	52.7	3.8
순이익	-9.5	77.7	-39.9	47.7	3.7
지배주주 순이익	-9.4	69.6	-41.8	49.1	3.7

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	27,457	27,884	26,321	26,726	27,516
일반계정	17,287	16,669	16,515	16,604	17,099
특별계정	10,170	11,215	9,806	10,121	10,417
보험손익	3,497	2,476	1,006	1,839	1,888
보험영업수익	17,612	17,046	16,948	17,049	17,560
보험료수익	17,354	16,768	16,646	16,733	17,227
재보험수익	258	278	302	317	333
보험영업비용	14,115	14,570	15,942	15,210	15,672
지급보험금	10,210	10,610	11,910	11,194	11,501
재보험비용	289	311	339	356	373
사업비	1,559	1,524	1,723	1,587	1,663
신계약비상각비	2,057	2,124	1,969	2,072	2,133
할인료	0	1	1	1	1
투자손익	6,428	8,000	6,976	7,434	7,731
책임준비금전입액	9,864	9,242	7,610	8,038	8,311
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	61	1,235	373	1,236	1,308
영업외이익	1,310	1,373	1,342	1,384	1,410
특별계정 수입수수료	1,306	1,443	1,571	1,695	1,806
특별계정 지급수수료	5	1	13	8	8
세전이익	1,372	2,607	1,715	2,620	2,718
법인세비용	162	458	423	711	738
당기순이익	1,210	2,150	1,293	1,909	1,981
지배주주 순이익	1,211	2,054	1,195	1,782	1,849

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	59.1	63.7	72.1	67.4	67.3
위험손해율	76.8	82.1	78.5	78.1	78.0
사업비율	12.7	12.0	12.4	12.4	12.4
투자이익률	3.7	4.1	3.2	3.2	3.2
수익성 (%)					
ROE	5.3	7.9	4.0	5.6	5.6
ROA	0.5	0.8	0.4	0.6	0.6
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	6,479	11,440	6,656	9,925	10,297
보통주 BPS	128,550	157,642	173,545	181,470	188,767
보통주 DPS	1,800	1,200	2,000	3,000	3,100
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	17.0	9.8	18.7	13.1	12.7
보통주 PBR (배)	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
배당성향	27.4	10.5	30.0	30.2	30.1
보통주 배당수익률	1.6	1.1	1.6	2.3	2.4

자료 : SK증권 추정