



BUY(Maintain)

목표주가: 165,000원  
주가(5/11) 114,500원

시가총액: 229,000억원

보험/증권

Analyst 김태현  
02) 3787-4904  
thkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(5/11)		2,477.71pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	137,500원	110,500원
등락률	-16.73%	3.62%
수익률	절대	상대
1M	0.0%	-1.4%
6M	-15.2%	-13.0%
1Y	-1.7%	-8.9%

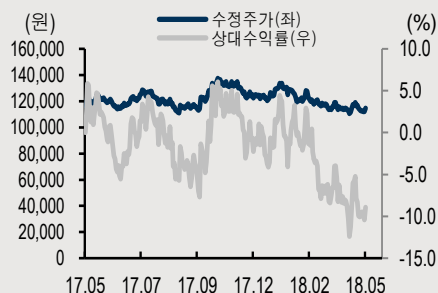
Company Data

발행주식수		200,000천주
일평균 거래량(3M)		219천주
외국인 지분율		15.98%
배당수익률(18E)		2.0%
BPS(18E)		182,687원
주요 주주	이건희 외 7인	47.03%
	삼성생명 자사주	10.21%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
수입보험료	27,884	26,321	25,848	26,377
영업이익	1,235	373	662	686
영업외이익	1,373	1,342	1,412	1,554
세전이익	2,607	1,715	2,074	2,241
순이익	2,054	1,195	1,438	1,553
EPS(원)	11,809	7,198	8,538	9,226
PER(배)	9.5	17.3	13.4	12.4
BPS(원)	146,353	163,727	182,687	191,337
PBR(배)	0.8	0.8	0.6	0.6
위험손해율(%)	82.1	78.5	79.7	78.6
사업비율(%)	12.0	12.4	12.2	11.7
운용수익률(%)	4.1	3.2	3.5	3.5
ROE(%)	8.2	4.3	4.6	4.6

Price Trend



# 삼성생명 (032830)

## 지배 구조 변화 이슈가 단기주가 향방을 좌우할 것



삼성생명의 1분기 순이익은 3,899억원으로 시장 컨센서스를 13% 하회했습니다. 위험손해율도 경쟁사 대비 높은 수치를 보였으나, 보장성 신계약이 증가한 점이 긍정적입니다. 금리가 상승하는 환경과 보험업종 내 넉넉한 가용자본이 매력적인 상황에서 단기 주가는 지배구조 변화이슈에 좌우될 전망이다. 동사 업종 Top Pick의견을 유지합니다.

### >>> 1분기 순이익 3,899억원으로 시장 컨센서스 13% 하회

삼성생명의 1분기 수입보험료는 6조 1,548억원(-6.7%YoY), 지배주주 당기순이익은 3,899억원(-31.1%YoY)을 기록했다. 전분기 대비 흑자 전환엔 성공했지만, 시장 컨센서스를 13% 하회한 실적이다.

전년동기비 이익감소는 1)전년 동기 일회성 이익(본사 매각이익 820억원) 소멸, 2)삼성전자 분기 배당금 640억원 감소와 3)변액보증준비금 환입 700억원 감소에 기인한다.

위험손해율도 84.1%로 2.3%pYoY 상승했다. 회사 측은 한파에 따른 계절적 요인으로 생존담보 급부가 늘어난 결과라고 하나, 경쟁사 대비해서도 높은 수치이다.

작년말 경영실적 발표를 통해 강력한 의지를 드러낸 보장성 신계약 부분에선 매출이 증대되며 성과를 보였다. 동사의 보장성 APE는 4,400억원으로 13.7%YoY 증가했다. 특히, 저해지 종신보험과 치아보험 출시로 일반종신과 건강상해 부분의 신계약 증가가 두드러졌다. 이에 사업비율도 13.7%로 1.6%p YoY상승했다.

### >>> 지배구조 변화 이슈가 단기 주가 향방을 좌우할 전망

동사에 대한 업종 Top Pick 의견과 목표주가 165,000원을 유지한다. 목표주가는 Sum of Parts로 산출했으며, 삼성전자 지분가치 87,886원에 영업가치 74,206원을 합산했다.

최근 금리가 상승하며 생보주에 대한 관심이 늘고 있다. 금리 상승이 보험주에 우호적이긴 하지만, 2020년 시행을 앞두고 있는 제도 변화(IFRS17과 K-ICS)를 감안해 보험사들의 가용자본 확보 노력이 이어지고 있다. 동사는 이와 같이 변화하는 환경 속에서 적극적으로 매출 확대 전략을 구사할 정도로 자본에 대한 준비는 상대적으로 여유롭다.

삼성 그룹 지배구조 변화에 대한 금융당국과 공정위의 압박이 지속적으로 제기되는 상황에서 단기적으로는 이와 맞물린 삼성전자 지분 매각 및 지속가능성장 이슈가 주가를 좌우할 전망이다.

삼성생명 1Q18 실적 Review (단위: 십억원, %, %p)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	%YoY	%QoQ	컨센서스
수입보험료	6,596	6,122	6,080	7,524	<b>6,155</b>	-6.7	-18.2	
보험영업수익	4,465	4,180	4,222	4,080	<b>4,103</b>	-8.1	0.6	
보험영업비용	3,959	3,705	4,017	4,261	<b>4,487</b>	13.3	5.3	
보험영업손익	506	475	205	-181	<b>-384</b>	적전	적유	
투자영업손익	2,032	1,669	1,712	1,564	<b>1,981</b>	-2.5	26.6	
책임준비금전입액	2,091	1,943	1,863	1,713	<b>1,394</b>	-33.3	-18.6	
영업이익	447	201	54	-329	<b>203</b>	-54.5	흑전	
영업외이익	337	339	370	296	<b>359</b>	6.5	21.4	
세전이익	785	540	424	-33	<b>562</b>	-28.3	흑전	
당기순이익(지배회사지분)	566	380	320	-72	<b>390</b>	-31.1	흑전	449.4
손해율	81.8	74.9	85.7	71.7	<b>84.1</b>	2.3	12.4	
사업비율	12.1	12.9	13.6	11.4	<b>13.7</b>	1.6	2.3	
운용자산이익률(%)	3.8	3.1	3.1	2.7	<b>3.5</b>	-0.3	0.8	
ROE (%)	8.3	5.2	4.2	-1.0	<b>5.4</b>	-2.9	6.4	

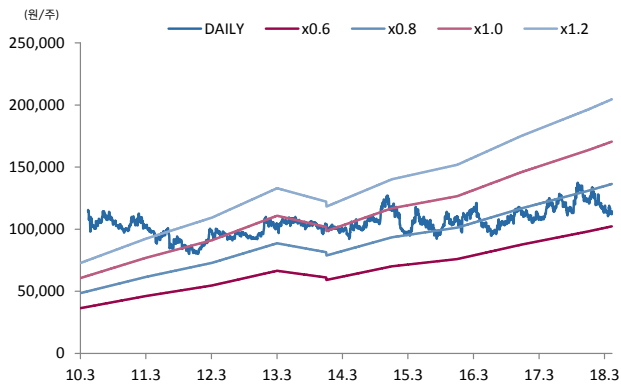
주: 연결기준, 손해율은 위험보험료 대비 사고보험금, 사업비율은 수입보험료 대비 실질사업비  
 자료: 삼성생명, 키움증권

삼성생명 분기별 실적 추이 (단위: 십억원, %, %p)

	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	FY17	FY18E	FY19E
수입보험료	6,240	8,746	6,596	6,122	6,080	7,524	6,154.8	6,045	26,321	25,848	26,377
영업이익	349	(389)	447	201	54	(329)	203	366	373	662	686
영업외이익	339	350	337	339	370	296	359	337	1,342	1,412	1,554
당기순이익	486	-1	566	380	320	-72	390	488	1,195	1,438	1,553
ROE	6.9	-0.0	8.3	5.2	4.2	-1.0	5.4	6.5	4.3	4.6	4.6

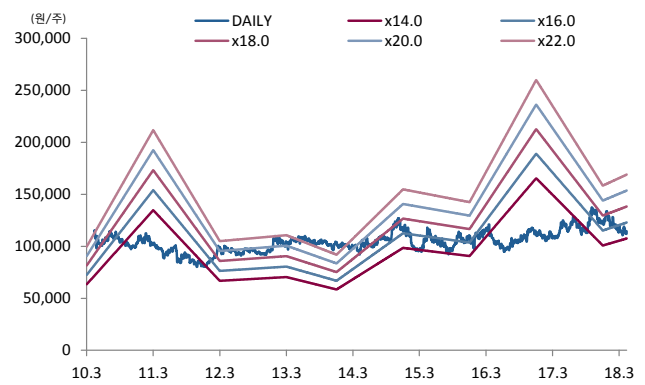
자료: 삼성생명, 키움증권

삼성생명 PBR Band Chart



자료: Dataguide, 키움증권

삼성생명 PER Band Chart



자료: Dataguide, 키움증권

손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	27,884	26,321	25,848	26,377	26,549
일반계정	16,768	16,743	16,216	16,239	16,043
특별계정	11,215	9,806	9,967	10,451	10,826
보험영업수익	17,046	16,948	16,216	16,239	16,043
보험료수익	16,768	16,646	15,909	15,926	15,723
재보험료수익	278	302	307	313	319
보험영업비용	14,570	15,942	15,374	15,078	15,498
지급보험금	10,610	11,910	11,610	11,435	11,917
사업비	1,496	1,724	1,392	1,843	1,808
(이연신계약비)	-1,809	-1,545	-1,314	-1,248	-1,211
신계약비	1,839	1,749	1,622	1,574	1,526
유지비	1,467	1,495	1,542	1,518	1,493
신계약비 상각비	2,124	1,969	1,451	1,432	1,394
보험영업손익	2,476	1,006	842	1,161	545
투자영업손익	8,000	6,976	8,053	8,575	8,987
책임준비금전입	9,242	7,610	8,233	9,050	8,935
영업이익	1,235	373	662	686	596
영업외이익	1,373	1,342	1,412	1,554	1,745
세전이익	2,607	1,715	2,074	2,241	2,342
법인세비용	458	423	541	584	610
당기순이익	2,150	1,293	1,533	1,657	1,731
비자배주주 순이익	96	97	96	103	108
연결당기순이익	2,054	1,195	1,438	1,553	1,623

투자지표

(단위: %)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성(%)</b>					
수입보험료	1.6	-5.6	-1.8	2.0	0.7
일반계정	-3.4	-0.1	-3.2	0.1	-1.2
특별계정	10.3	-12.6	1.6	4.9	3.6
보험영업수익	-3.2	-0.6	-4.3	0.1	-1.2
당기순이익	77.7	-39.9	18.6	8.1	4.5
운용자산	17.4	6.5	5.5	7.5	7.6
특별계정자산	4.8	9.2	10.3	8.5	8.3
총자산	14.9	6.8	7.0	7.1	7.2
<b>수익성과 효율성(%)</b>					
보험료 지급율	63.3	71.5	73.0	71.8	75.8
위험보험료 대비 사고보험금	82.1	78.5	79.7	78.6	77.6
수입보험료 대비 실질사업비용	12.0	12.4	12.2	11.7	11.4
운용자산이익률	4.1	3.2	3.5	3.5	3.4

대차대조표

(단위: 십억원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	264,654	282,753	302,526	323,871	347,203
운용자산	214,879	228,741	241,388	259,492	279,213
현금 및 예치금	5,823	4,940	4,402	4,601	4,932
채권	103,316	100,549	108,347	116,728	125,613
주식	24,124	32,481	33,770	36,277	39,041
수익증권	8,923	8,416	9,021	9,713	10,452
대출채권	58,063	64,574	67,090	71,991	77,453
부동산	8,923	8,416	9,021	9,713	10,452
비운용자산	8,269	8,691	11,162	10,131	9,249
특별계정자산	41,505	45,321	49,976	54,248	58,740
<b>부채총계</b>	<b>236,345</b>	<b>251,588</b>	<b>267,973</b>	<b>287,764</b>	<b>309,798</b>
책임준비금	158,729	166,881	175,114	184,163	193,098
보험료적립금	152,281	160,006	168,144	177,194	186,189
계약자지분조정	8,076	9,600	11,397	15,505	21,094
기타부채	25,683	27,928	30,442	32,877	35,836
특별계정부채	43,857	47,180	51,021	55,219	59,769
<b>자본총계</b>	<b>28,308</b>	<b>31,164</b>	<b>34,553</b>	<b>36,107</b>	<b>37,405</b>
자본금	100	100	100	100	100
연결자본잉여금	63	63	63	63	63
연결이익잉여금	13,289	14,268	15,318	16,871	18,495
비자배주주	1,664	1,763	1,747	1,747	1,747

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당지표</b>					
EPS	11,809	7,198	8,538	9,226	9,641
BPS	146,353	163,727	182,687	191,337	198,568
DPS	1,200	2,000	2,241	2,509	2,622
<b>Valuation</b>					
PER	9.5	17.3	13.4	12.4	11.9
PBR	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
<b>수익성</b>					
ROA	0.8	0.4	0.5	0.5	0.5
ROE	8.2	4.3	4.6	4.6	4.6
배당성향	10.0	27.8	28.0	29.0	29.0
배당수익률	1.1	1.6	2.0	2.2	2.3

Compliance Notice

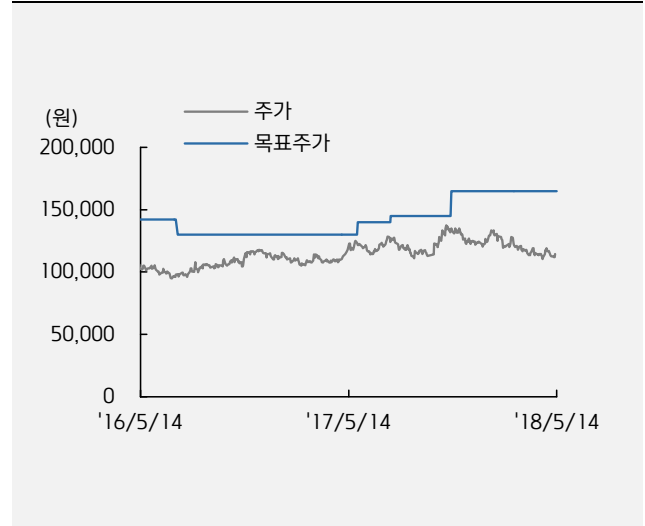
- 당사는 5월 11일 현재 '삼성생명(032830)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표 주가	목표 가격 대상 사항	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
삼성생명 (032830)	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	-19.19	-18.18
	2017/11/28	BUY(Maintain)	165,000원	6개월	-25.76	-18.18
	2018/05/14	BUY(Maintain)	165,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표 주가 추이(2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%