

SK COMPANY Analysis



Analyst
김도하
dohakim@sk.com
02-3773-8876

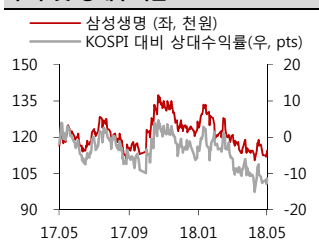
Company Data

자본금	100 십억원
발행주식수	20,000 만주
자사주	2,043 만주
액면가	500 원
시가총액	22,900 십억원
주요주주	
이건희(외7)	47.03%
삼성생명 자사주	10.21%
외국인지분율	15.98%
배당수익률	1.61%

Stock Data

주가(18/05/11)	114,500 원
KOSPI	2,477.7 pt
52주 Beta	0.86
52주 최고가	137,500 원
52주 최저가	110,500 원
60일 평균 거래대금	26 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.0%	-1.4%
6개월	-15.2%	-12.6%
12개월	-1.7%	-9.6%

삼성생명 (032830/KS | 매수(유지) | T.P 145,000 원(하향))

1Q18 Review: 실적 부진으로 목표주가 하향

삼성생명의 연결 지배주주 순이익은 1Q18 3,899 억원 (-31% YoY)으로 SK 증권 추정치와 컨센서스를 600 억원 수준 하회. 사업비(이연신계약비 포함)가 8,559 억원 (+7.4% YoY)으로 증가한 것이 실적 부진의 주 원인이라고 판단. 실적 부진에 의한 기대 ROE 하락, 목표 PBR 하향에 따라 목표주가를 145,000 원으로 하향 조정함. 한편 주가의 주요변수인 삼성전자 지분과 관련해, 대규모 지분 매각 시 처분익의 주주환원은 가용자본 감소로 이어지므로 배당재원 포함은 어렵다고 예상돼 긍정적 이벤트가 아니라고 판단함

1Q18 지배주주 순이익 3,899 억원 (-31.1% YoY)으로 컨센서스 크게 하회

삼성생명의 연결 지배주주 순이익은 1Q18 3,899억원 (-31.1% YoY)을 기록하며, SK증권 추정치와 컨센서스를 600억원 수준 하회. 사업비 (이연신계약비 포함)가 8,559억원 (+7.4% YoY)으로 증가한 것이 실적 부진의 주 원인이라고 판단 (5page 참조). 삼성생명의 1Q18 보장성 APE는 4,399억원 (+13.7% YoY)으로 저해지 종신보험 및 차아보험을 중심으로 8분기 만에 YoY 성장을 나타냄. 위험손해율은 84.1% (+2.3%p YoY)로, 겨울철 저기온 및 대기환경에 따른 심질환, 호흡기질환 등을 원인으로 상승함. 삼성생명의 1Q18 투자수익률은 3.5%로 보유이원 하락, 배당수익 감소, 전년동기의 부동산매각익 소멸 등으로 0.3%p YoY 하락함

삼성전자 지분 대규모 매각이 화재일까?

실적도 중요하지만, 삼성생명 주가의 유의한 변수는 삼성전자 지분 관련 이슈라고 판단. 최근 공정위원회 및 금융당국의 기조상 삼성전자에 대한 최대주주 지위 (보유 지분 8.3%)를 해소할 필요성이 높아지고 있으며, 대규모 지분 매각 시 전자 배당수익 감소와 제약자 배당이라는 기회비용이 발생함. 매각익이 배당 등을 통해 주주에게 환원될 경우 기회비용을 상쇄할 화재이나, 현재 '기타포괄손익누계'에 적립된 평가익이 매각을 통해 '이익잉여금'으로 전환되는 과정에서 매각익의 배당은 가용자본 감소를 의미. 지분 매각 시 요구자본(리스크)도 감소하므로 RBC비율에 문제는 없으나, 생명보험사의 적극적인 자본확충을 유도하는 금융당국이 자본 유출을 용인한다는 건 낙관으로 보임. 즉, 당사는 삼성생명의 전자 지분 대규모 매각은 주가에 긍정적인 이벤트가 아니라고 판단함

한편 실적 부진으로 인한 기대 ROE 하락, 목표 PBR 하향 (0.63X)에 따라 삼성생명에 대한 목표주가를 145,000원으로 이전 대비 12% 하향 조정함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	십억원	27,457	27,884	26,321	26,068	26,753	27,589
YoY	%	-2.8	1.6	-5.6	-1.0	2.6	3.1
보험손익	십억원	3,497	2,476	1,006	133	237	199
투자손익	십억원	6,428	8,000	6,976	7,440	7,758	8,074
위험손해율	%	76.8	82.1	78.5	78.2	77.1	76.9
투자수익률	%	3.7	4.1	3.2	3.2	3.2	3.2
영업이익	십억원	61	1,235	373	811	934	1,061
YoY	%	-90.1	1,918.3	-69.8	117.6	15.1	13.6
세전이익	십억원	1,372	2,607	1,715	2,206	2,317	2,474
순이익	십억원	1,210	2,150	1,293	1,615	1,689	1,803
YoY	%	-9.5	77.7	-39.9	25.0	4.6	6.7
EPS	원	6,479	11,440	6,656	8,433	8,821	9,415
BPS	원	128,550	157,642	173,545	172,280	178,552	185,267
PER	배	17.0	9.8	18.7	13.6	13.0	12.2
PBR	배	0.9	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE	%	5.3	7.9	4.0	4.9	5.0	5.2
배당수익률	%	1.6	1.1	1.6	2.2	2.4	2.5

삼성생명의 목표주가 산출식

항목	삼성생명	비고
(a)~(h)는 보유 삼성전자 지분 영향 (평가액, 배당수익 등)을 제외한 사업가치 기준		
자기자본비용 (%)	8.5	(a): 무위험수익률+리스크 프리미엄*Beta
Average ROE (%)	5.3	(b): 삼성생명의 2018~2020년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(c)
이론적 PBR (X)	0.6	(d): (b-c)/(a-c)
할증률 (할인율, %)	0.0	(e): 생명보험업 -10% + 업종 선도사 +10%
목표 PBR (X)	0.63	(f): (d)*(e)
수정 BPS (원)	101,530	(g): 삼성생명의 12개월 forward BPS
사업가치 총액 (십억원)	12,765	(h): (f)*(g)*발행주식수
삼성전자 지분가치 (십억원)	16,219	(i): 세후 지분가치에 20% 할인 적용
적정 시가총액 (십억원)	28,985	(j): (h)+(i)
목표주가 (원)	145,000	(k): (j)/발행주식수
현주가 (05/11, 원)	114,500	
상승여력 (%)	26.6	

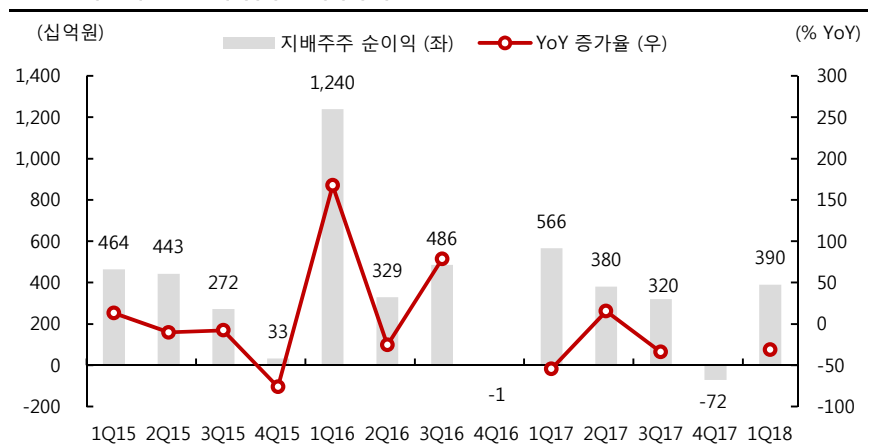
자료: SK 증권

삼성생명 1Q18 연결 실적 요약

(단위: 십억원)	1Q18P	1Q17	YoY (%)	4Q17	QoQ (%)	1Q18E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	(384.1)	506.3	적전	(180.8)	적지	485.3	n/a	n/a	n/a
투자손익	1,980.9	2,031.7	(2.5)	1,564.3	26.6	1,964.6	0.8	n/a	n/a
영업이익	203.3	447.3	(54.5)	(329.1)	흑전	321.4	(36.7)	308.0	(34.0)
세전이익	562.5	784.5	(28.3)	(33.2)	흑전	669.8	(16.0)	613.5	(8.3)
지배주주 순이익	389.9	566.3	(31.1)	(71.8)	흑전	456.2	(14.5)	449.4	(13.2)

자료: 삼성생명, FnGuide, SK 증권

삼성생명의 분기별 연결 지배주주 순이익 추이



자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명 연결 기준 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)
전체 수입보험료	6,596	6,122	6,080	7,524	6,155	(18.2)	(6.7)
보장성	3,203	3,208	3,200	3,156	3,181	0.8	(0.7)
연금형	1,813	1,619	1,561	1,517	1,499	(1.2)	(17.3)
저축성	710	583	678	573	604	5.4	(15.0)
퇴직	869	712	640	2,279	871	(61.8)	0.1
APE	871	641	725	536	700	30.5	(19.7)
보장성	387	375	449	345	440	27.5	13.7
연금형	292	163	106	94	116	24.3	(60.1)
저축성	193	104	171	98	143	47.0	(25.6)
보험영업수익	4,465	4,180	4,222	4,080	4,103	0.6	(8.1)
보험영업비용	3,959	3,705	4,017	4,261	4,487	5.3	13.3
보험손익	506	475	205	(181)	(384)	적지	적전
투자손익	2,032	1,669	1,712	1,564	1,981	26.6	(2.5)
책임준비금전입액	2,091	1,943	1,863	1,713	1,394	(18.6)	(33.3)
영업이익	447	201	54	(329)	203	흑전	(54.5)
영업외이익	337	339	370	296	359	21.4	6.5
세전이익	785	540	424	(33)	562	흑전	(28.3)
순이익	595	406	343	(51)	416	흑전	(30.1)
지배주주 순이익	566	380	320	(72)	390	흑전	(31.1)
경영효율지표 (%)							
보험료지급률	67.9	67.2	73.5	80.5	86.2	5.7	18.3
위험손해율	81.8	74.9	85.7	71.7	84.1	12.4	2.3
사업비율	7.1	6.9	6.9	8.2	7.8	(0.4)	0.7
투자수익률	3.8	3.1	3.1	2.8	3.5	0.7	(0.3)

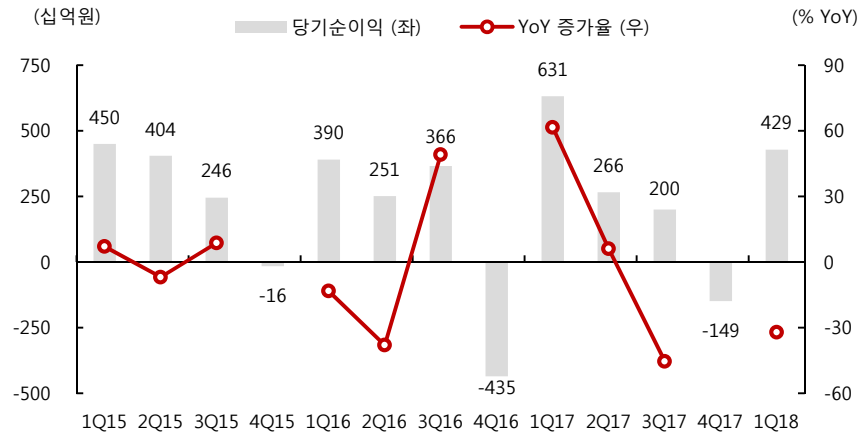
자료: 삼성생명, SK증권

삼성생명 연결 기준 운용자산 현황

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	215,000	222,976	227,665	228,741	226,887	100.0	(0.8)	5.5
현금및예치금	3,368	3,207	3,473	4,940	2,977	1.3	(39.7)	(11.6)
유가증권	145,474	151,205	152,154	150,811	149,226	65.8	(1.1)	2.6
주식	25,415	29,025	31,053	30,803	29,899	13.2	(2.9)	17.6
채권	102,747	103,326	101,360	100,549	99,117	43.7	(1.4)	(3.5)
수익증권	3,935	4,079	3,470	3,394	3,799	1.7	11.9	(3.4)
외화증권	11,400	12,711	14,178	13,896	14,259	6.3	2.6	25.1
기타증권	429	479	482	493	513	0.2	4.0	19.4
관계사지분	1,548	1,585	1,611	1,678	1,638	0.7	(2.4)	5.8
대출채권	57,645	60,100	63,566	64,574	65,814	29.0	1.9	14.2
부동산	8,512	8,463	8,472	8,416	8,870	3.9	5.4	4.2

자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 분기별 별도 당기순이익 추이



자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명 별도 기준 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)
전체 수입보험료	6,596	6,122	6,080	7,524	6,155	(18.2)	(6.7)
보장성	3,203	3,208	3,200	3,156	3,181	0.8	(0.7)
연금형	1,813	1,619	1,561	1,517	1,499	(1.2)	(17.3)
저축성	710	583	678	573	604	5.4	(15.0)
퇴직	869	712	640	2,279	871	(61.8)	0.1
APE	871	641	725	536	700	30.5	(19.7)
보장성	387	375	449	345	440	27.5	13.7
연금형	292	163	106	94	116	24.3	(60.1)
저축성	193	104	171	98	143	47.0	(25.6)
보험영업수익	4,442	4,141	4,185	4,048	4,076	0.7	(8.3)
보험영업비용	3,948	3,692	3,999	4,236	4,471	5.5	13.3
보험손익	495	449	186	(188)	(396)	적지	적전
투자손익	1,998	1,442	1,505	1,376	1,942	41.2	(2.8)
책임준비금전입액	2,080	1,918	1,840	1,697	1,380	(18.7)	(33.6)
영업이익	412	(27)	(149)	(509)	166	흑전	(59.7)
영업외이익	357	370	379	306	378	23.4	5.8
세전이익	770	343	229	(203)	544	흑전	(29.3)
순이익	631	266	200	(149)	429	흑전	(32.1)
경영효율지표 (%)							
보험료지급률	67.8	67.0	73.3	80.3	86.0	5.8	18.3
위험손해율	81.8	74.9	85.7	71.7	84.1	12.4	2.3
사업비율	7.1	6.9	6.9	8.2	7.8	(0.4)	0.7
투자수익률	4.1	2.9	3.0	2.7	3.8	1.1	(0.3)

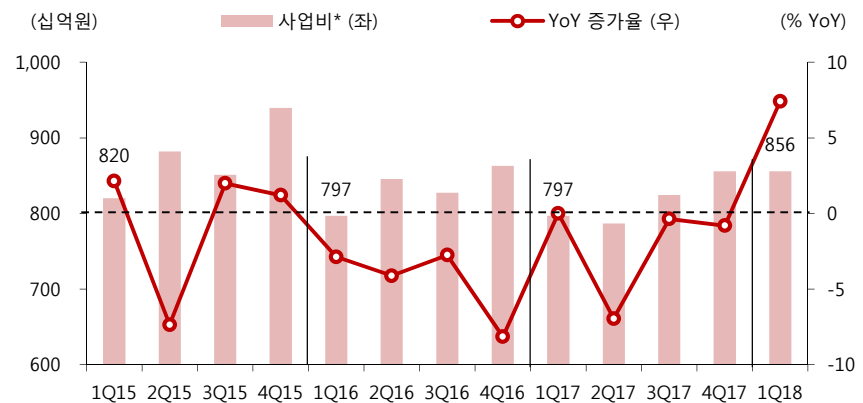
자료: 삼성생명, SK증권

삼성생명 별도 기준 운용자산 현황

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	195,243	201,999	204,758	206,167	203,503	100.0	(1.3)	4.2
현금및예치금	1,783	1,730	1,602	3,090	1,370	0.7	(55.7)	(23.2)
유가증권	148,658	154,255	155,202	153,831	152,381	74.9	(0.9)	2.5
주식	24,775	28,356	30,261	30,071	29,192	14.3	(2.9)	17.8
채권	104,302	103,266	101,937	100,484	104,302	51.3	3.8	0.0
수익증권	3,873	3,981	3,307	3,194	3,606	1.8	12.9	(6.9)
외화증권	9,864	11,043	12,333	11,897	12,297	6.0	3.4	24.7
기타증권	396	444	444	457	476	0.2	4.2	20.4
관계사지분	7,019	7,164	7,591	7,728	7,763	3.8	0.4	10.6
대출채권	39,295	40,754	42,775	44,108	44,647	21.9	1.2	13.6
부동산	5,508	5,260	5,178	5,137	5,105	2.5	(0.6)	(7.3)

자료: 삼성생명, SK 증권

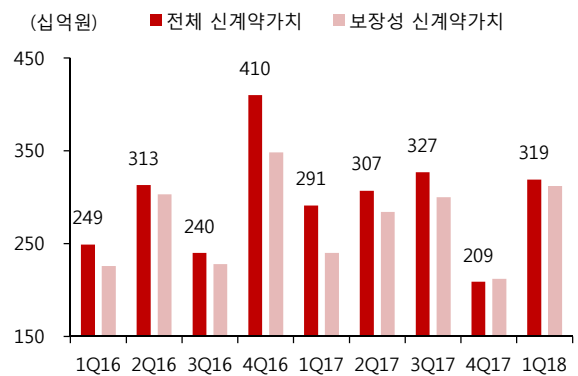
삼성생명의 분기별 연결 지배주주 순이익 추이



자료: 삼성생명, SK 증권

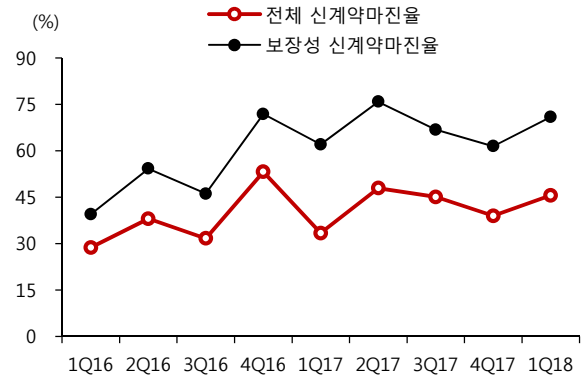
주: *사업비와 이연신계약비의 합산

삼성생명의 신계약가치



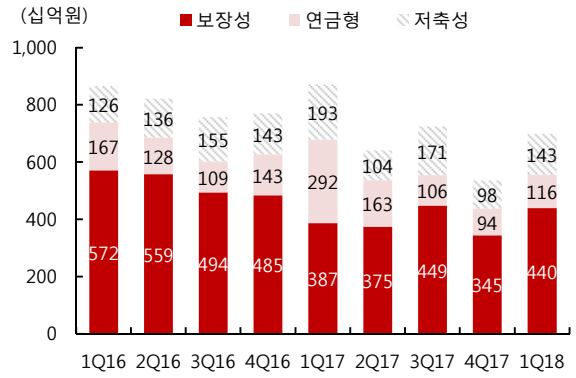
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 신계약마진율



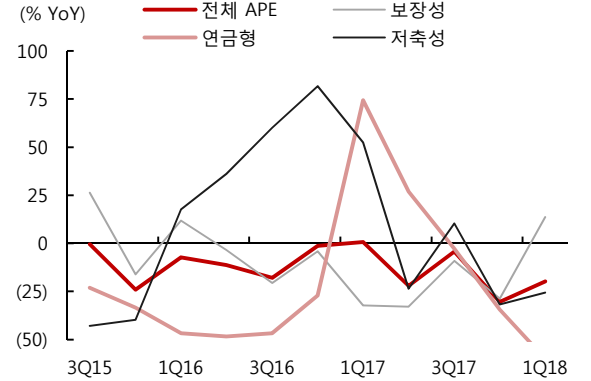
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 연납화 보험료 (APE) 금액 추이



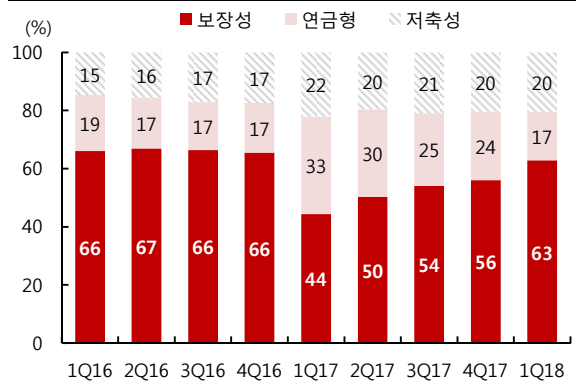
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 보증별 연납화 보험료 (APE) 증가율



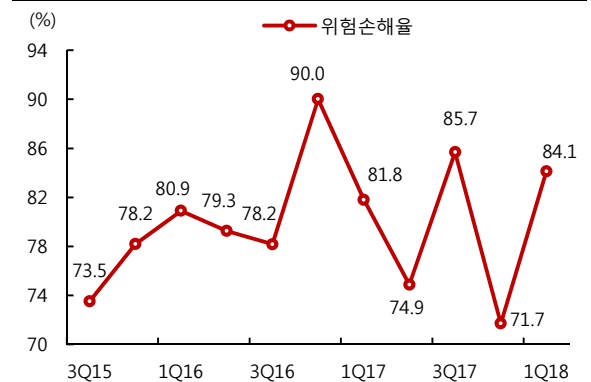
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 연납화 보험료 (APE) 구성비



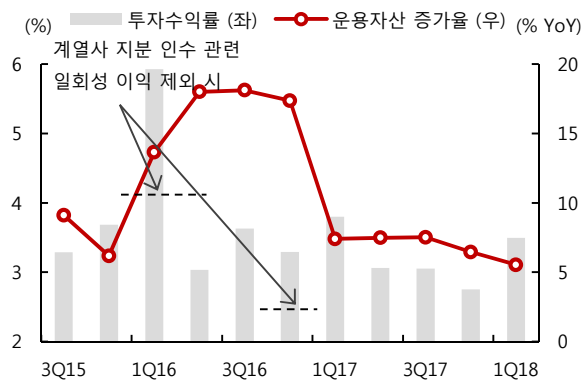
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 위험손해율



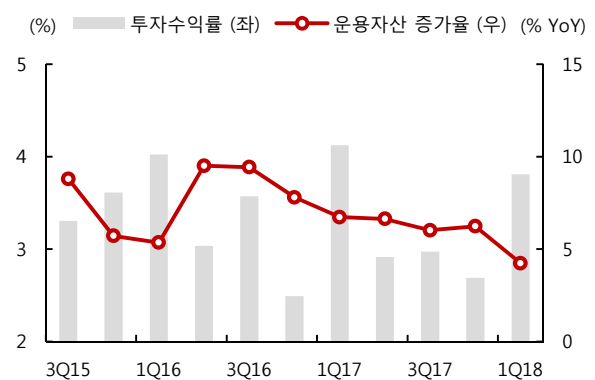
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 투자수익률 및 운용자산 증가율 (연결 기준)



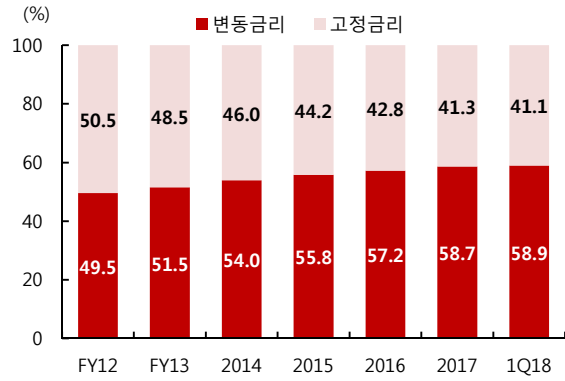
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 투자수익률 및 운용자산 증가율 (별도 기준)



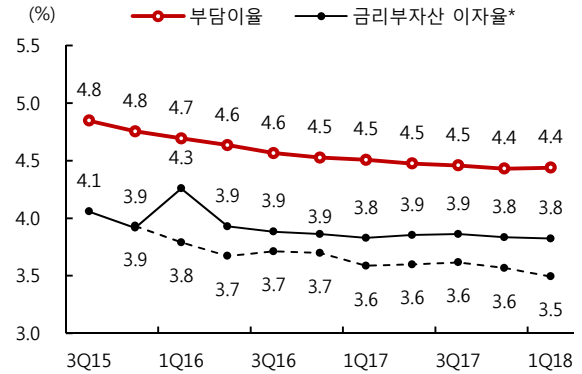
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 금리형태별 준비금 비중



자료: 삼성생명, SK 증권

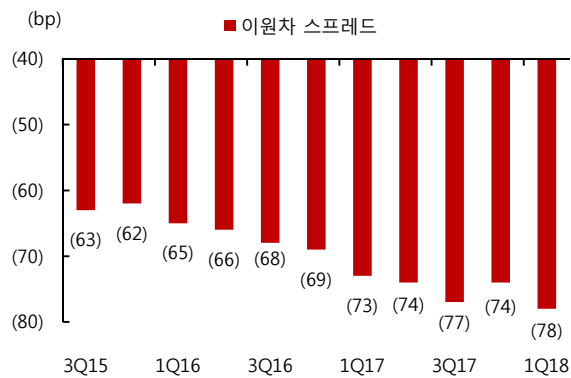
삼성생명의 부담이율 및 금리부자산 이자율



자료: 삼성생명, SK 증권

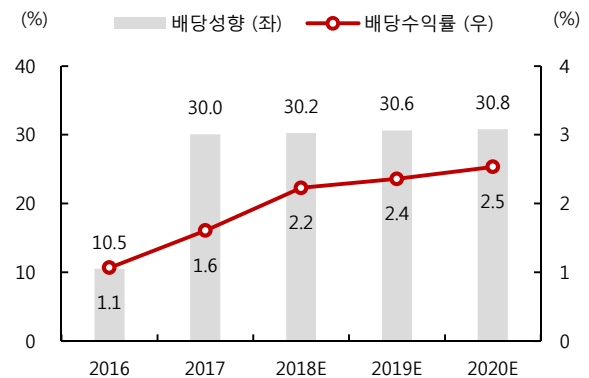
주: 점선은 별도 기준 *금리부자산 (채권, 대출, 예금 등) 대비 이자수익으로 산출

삼성생명의 이원차 스프레드 추이



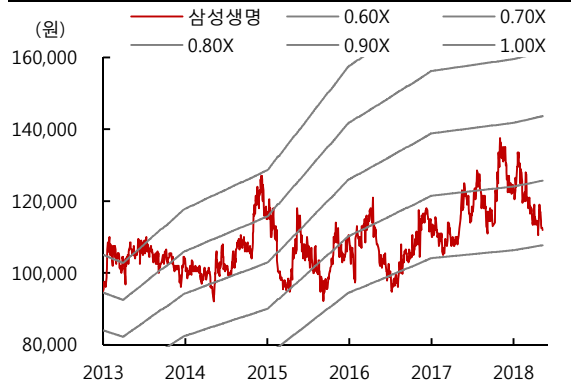
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 연결 기준 배당지표 추이 및 전망



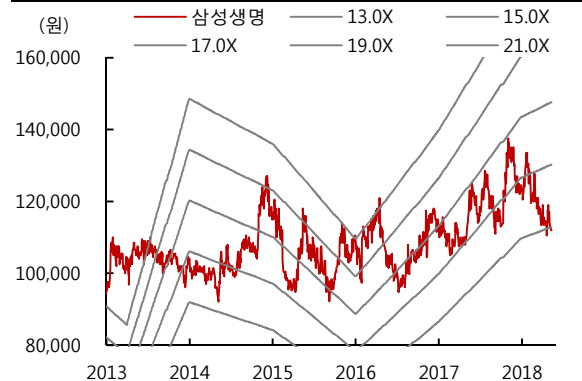
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 12 개월 forward PBR Band chart



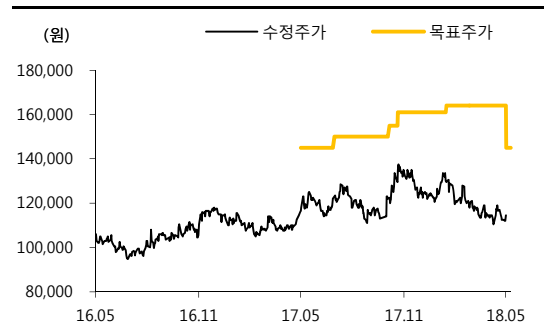
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 12 개월 forward PER Band chart



자료: 삼성생명, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.05.14	매수	145,000원	6개월		
2018.02.23	매수	164,000원	6개월	-27.60%	-20.43%
2018.01.25	매수	164,000원	6개월	-23.84%	-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 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 (2018년 5월 14일 기준)

매수	89.73%	중립	10.27%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	214,879	228,741	238,848	249,326	260,005
현금 및 예치금	5,823	4,940	1,405	2,070	2,556
유가증권	142,071	150,811	158,582	165,435	172,644
주식	24,124	32,481	33,405	34,357	35,337
채권	103,316	100,549	105,577	109,800	114,192
수익증권	3,035	3,394	3,530	3,636	3,745
외화유가증권	11,129	13,896	15,563	17,120	18,832
기타유가증권	467	493	507	523	538
대출채권	58,063	64,574	69,881	72,946	76,071
부동산	8,923	8,416	8,980	8,875	8,735
비운용자산	8,269	8,691	8,951	9,220	9,497
특별계정자산	41,505	45,321	48,040	50,923	53,978
자산총계	264,654	282,753	295,840	309,469	323,480
책임준비금	158,729	166,881	174,255	181,899	189,690
보험료적립금	152,281	160,006	167,188	174,685	182,534
계약자지분조정	8,076	9,600	10,080	10,483	10,902
기타부채	25,683	27,928	30,558	32,013	33,427
특별계정부채	43,857	47,180	50,010	53,011	56,192
부채총계	236,345	251,588	264,903	277,406	290,211
지배주주지분					
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	63	63	63	63	63
이익잉여금	13,289	14,268	15,395	16,521	17,727
자본조정	-2,118	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117
기타포괄손익누계	15,310	17,087	15,749	15,749	15,749
자본총계	28,308	31,164	30,937	32,063	33,269
부채와자본총계	264,654	282,753	295,840	309,469	323,480

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	14.9	6.8	4.6	4.6	4.5
운용자산	17.4	6.5	4.4	4.4	4.3
특별계정자산	4.8	9.2	6.0	6.0	6.0
부채	14.4	6.4	5.3	4.7	4.6
책임준비금	6.4	5.1	4.4	4.4	4.3
자본	19.3	10.1	-0.7	3.6	3.8
수입보험료	1.6	-5.6	-1.0	2.6	3.1
일반계정	-3.6	-0.9	-1.1	2.7	3.5
특별계정	10.3	-12.6	-0.7	2.5	2.5
순사업비	-2.3	13.1	2.6	-7.5	10.2
투자영업이익	24.4	-12.8	6.6	4.3	4.1
세전이익	90.1	-34.2	28.6	5.0	6.8
순이익	77.7	-39.9	25.0	4.6	6.7
지배주주 순이익	69.6	-41.8	26.7	4.6	6.7

자료 : SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	27,884	26,321	26,068	26,753	27,589
일반계정	16,669	16,515	16,332	16,776	17,365
특별계정	11,215	9,806	9,736	9,977	10,224
보험손익	2,476	1,006	133	237	199
보험영업수익	17,046	16,948	16,756	17,216	17,822
보험료수익	16,768	16,646	16,442	16,887	17,476
재보험수익	278	302	314	330	346
보험영업비용	14,570	15,942	16,624	16,979	17,623
지급보험금	10,610	11,910	12,586	13,006	13,402
재보험비용	311	339	361	379	398
사업비	1,524	1,723	1,768	1,636	1,803
신계약비상각비	2,124	1,969	1,907	1,957	2,018
할인료	1	1	1	1	1
투자손익	8,000	6,976	7,440	7,758	8,074
책임준비금전입액	9,242	7,610	6,761	7,061	7,212
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	1,235	373	811	934	1,061
영업외이익	1,373	1,342	1,395	1,383	1,413
특별계정 수입수수료	1,443	1,571	1,694	1,805	1,924
특별계정 지급수수료	1	13	11	9	13
세전이익	2,607	1,715	2,206	2,317	2,474
법인세비용	458	423	591	627	670
당기순이익	2,150	1,293	1,615	1,689	1,803
지배주주 순이익	2,054	1,195	1,514	1,584	1,691

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	63.7	72.1	77.1	77.5	77.2
위험손해율	82.1	78.5	78.2	77.1	76.9
사업비용	12.0	12.4	12.6	12.3	12.5
투자이익률	4.1	3.2	3.2	3.2	3.2
수익성 (%)					
ROE	7.9	4.0	4.9	5.0	5.2
ROA	0.8	0.4	0.5	0.5	0.5
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	11,440	6,656	8,433	8,821	9,415
보통주 BPS	157,642	173,545	172,280	178,552	185,267
보통주 DPS	1,200	2,000	2,550	2,700	2,900
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	9.8	18.7	13.6	13.0	12.2
보통주 PBR (배)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
배당성향	10.5	30.0	30.2	30.6	30.8
보통주 배당수익률	1.1	1.6	2.2	2.4	2.5