

# 삼성생명 (032830)

## 보험

정준성



02 3770 5728  
junsup.jung@yuantakorea.com

|             |              |
|-------------|--------------|
| 투자 의견       | BUY (M)      |
| 목표주가        | 162,000원 (M) |
| 현재주가 (5/11) | 114,500원     |
| 상승여력        | 41%          |

|             |                     |
|-------------|---------------------|
| 시가총액        | 229,000억원           |
| 총발행주식수      | 200,000,000주        |
| 60일 평균 거래대금 | 257억원               |
| 60일 평균 거래량  | 219,377주            |
| 52주 고       | 137,500원            |
| 52주 저       | 110,500원            |
| 외인지분율       | 15.98%              |
| 주요주주        | 이건희 외 7 인<br>47.03% |

| 주가수익률(%) | 1개월   | 3개월   | 12개월  |
|----------|-------|-------|-------|
| 절대       | 0.0   | (4.2) | (1.7) |
| 상대       | (1.4) | (8.6) | (8.9) |
| 절대(달러환산) | (0.3) | (2.1) | 3.7   |

## 1Q18 Review: 계절적 영향으로 사차 부진

### 1Q18 지배순이익 3,899억원, YoY -31.1%

삼성생명은 18년 1분기 지배순이익 기준 3,899억원을 기록, 전년 동기보다 31.1% 감소했다. 전년 동기대비 이익 감소는 ① 변액 보증준비금 적립(1Q17은 환입), ② ERP 비용 발생, ③ 한파 및 황사로 인한 의료비 청구 증가(손해율 상승, 사차익 부진)의 영향으로, 특히 사차익 부진은 컨센서스(4,333억) 하회의 주요 원인이다. RBC비율은 303.6%로 전분기대비 10.8%p 하락했다.

### 보장성APE YoY +13.7%, 작년 부진에서 벗어나는 모습

생보, 손보를 가리지 않고 업계 전반적인 신계약 경쟁이 심화되고 있지만, 동사는 보장성APE +13.7% 성장을 기록하면서 작년의 부진에서 빠르게 벗어나는 모습이다. APE 성장은 ① 치아보험 등 신상품 출시에 따른 판매 호조, ② 전속설계사 600여명 순증(자회사형GA 포함) 덕분이다. 고마진 중저가 상품 판매비중 확대에 힘입어 보장성 NBم은 71%까지 상승(YoY +5%p)했으며, 이에 따라 VoNB는 3,120억원으로 전년 동기보다 22.4% 증가했다.

### 역마진 개선은 쉽지 않겠지만, 비이자손익 전망은 긍정적

지속적인 금리 상승 기조에도 불구하고, 이차 역마진 개선은 쉽지 않을 전망이다. ① 금리 상승에도 불구하고 여전히 만기 도래 보유채권 금리가 new money yield보다 높은데다 ② 지속적 금리 상승은 공시이율 인상 압박 요인으로 작용하기 때문이다. 사측은 현 금리 수준에서 2~3bp의 이원차 spread 약화까지 예상하고 있으며, 역마진 폭은 19년 말부터 축소될 것으로 예상하고 있다.

이원차 전망은 당분간 밝지 않지만, 반대로 비이자손익 전망은 밝다. ① 삼성전자 배당이 분기마다 1,880억원(YoY +153%) 유입 예정이다. 게다가 만약 전자 지분 일부를 매각하게 되면 매각차익은 배당 재원으로 활용된다. ② 하반기는 일부 부동산 매각이익도 예정이기 때문이다. 증가하는 비이자손익이 역마진 부담을 어느 정도 상쇄시켜 줄 전망이다.

2분기 이후 사차익 개선과 삼성전자 배당 유입, (만약 전자 지분 일부를 매각할 경우) 자본적정성 개선과 배당 확대 가능성까지 고려하면 현재의 주가는 매력적으로 판단한다. 18년 PBR은 0.65x에 불과하다.

#### Quarterly earning forecasts

(십억원, %)

|           | 1Q18  | 전년동기대비  | 전분기대비   | 컨센서스  | 컨센서스대비 |
|-----------|-------|---------|---------|-------|--------|
| 보험영업수익    | 4,103 | -8.1%   | 0.6%    | 4,290 | -4.4%  |
| 영업이익      | 203   | -54.5%  | 흑전      |       |        |
| 당기순이익     | 390   | -31.1%  | 흑전      | 433   | -10.0% |
| 손해율       | 84.1% | 2.3%pt  | 12.4%pt |       |        |
| 사업비/수입보험료 | 12.9% | 0.9%pt  | 2.3%pt  |       |        |
| 투자이익률     | 3.5%  | -0.3%pt | 0.8%pt  |       |        |

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2016A  | 2017A  | 2018E  | 2019E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 보험영업수익   | 17,046 | 16,947 | 16,690 | 16,820 |
| 영업이익     | 1,235  | 339    | 536    | 950    |
| 당기순이익    | 2,054  | 1,166  | 1,381  | 1,735  |
| PER      | 10.0   | 19.2   | 14.9   | 11.8   |
| PBR      | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.6    |
| ROE      | 7.9    | 3.9    | 4.4    | 5.4    |
| ROA      | 3.1    | 1.6    | 1.9    | 2.3    |

자료: 유안타증권

분기, 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

|           | 1Q17   | 2Q17   | 3Q17   | 4Q17   | 1Q18P  | 2Q18E  | 2017   | 2018E  | 2019E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 수입보험료     | 6,596  | 6,122  | 6,080  | 7,524  | 6,155  | 6,836  | 26,321 | 27,847 | 30,270 |
| 일반계정      | 4,371  | 4,076  | 4,116  | 3,951  | 4,004  | 4,091  | 16,515 | 16,209 | 16,282 |
| 특별계정      | 2,224  | 2,045  | 1,964  | 3,573  | 2,151  | 2,744  | 9,806  | 11,638 | 13,987 |
| 보험손익      | 506    | 475    | 205    | -181   | -384   | -76    | 1,006  | -1,041 | -810   |
| 책임준비금 전입액 | 2,091  | 1,943  | 1,863  | 1,729  | 1,394  | 1,513  | 7,626  | 5,835  | 5,741  |
| 투자손익      | 2,032  | 1,669  | 1,712  | 1,547  | 1,981  | 1,804  | 6,960  | 7,412  | 7,502  |
| 영업이익      | 447    | 201    | 54     | -363   | 203    | 214    | 339    | 536    | 950    |
| 영업외손익     | 337    | 339    | 370    | 296    | 359    | 369    | 1,342  | 1,481  | 1,560  |
| 당기순이익     | 566    | 380    | 320    | -101   | 390    | 402    | 1,166  | 1,381  | 1,735  |
| APE       | 871    | 641    | 725    | 536    | 700    | 559    | 2,774  | 2,403  | 2,349  |
| 보장성       | 387    | 375    | 449    | 345    | 440    | 397    | 1,556  | 1,654  | 1,724  |
| 저축성       | 193    | 104    | 171    | 98     | 143    | 98     | 565    | 485    | 483    |
| 연금        | 292    | 163    | 106    | 94     | 116    | 65     | 654    | 264    | 142    |
| 위험손해율     | 81.8%  | 74.9%  | 85.7%  | 71.7%  | 84.1%  | 77.1%  | 78.5%  | 78.3%  | 77.5%  |
| 사업비/수입보험료 | 12.0%  | 12.9%  | 13.0%  | 10.5%  | 12.9%  | 11.0%  | 12.0%  | 11.2%  | 10.7%  |
| 투자이익률     | 3.8%   | 3.0%   | 3.0%   | 2.7%   | 3.5%   | 3.2%   | 3.1%   | 3.2%   | 3.2%   |
| 준비금 부담이율  | 4.5%   | 4.5%   | 4.5%   | 4.5%   | 4.4%   | 4.4%   | 4.5%   | 4.4%   | 4.3%   |
| 자기자본      | 29,503 | 31,859 | 32,584 | 31,122 | 29,813 | 30,822 | 31,122 | 31,412 | 32,788 |
| ROE       | 7.8%   | 5.0%   | 4.0%   | -1.3%  | 5.1%   | 5.3%   | 3.9%   | 4.4%   | 5.4%   |

자료: 유안타증권 리서치센터

## 삼성생명 (032830) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서     | (단위: 십억원) |        |        |        |        |
|-----------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월)  | 2015A     | 2016A  | 2017A  | 2018E  | 2019E  |
| 수입보험료     | 27,457    | 27,884 | 26,321 | 27,847 | 30,270 |
| 일반계정      | 17,287    | 16,669 | 16,515 | 16,209 | 16,282 |
| 특별계정      | 10,170    | 11,215 | 9,806  | 11,638 | 13,987 |
| 보험영업수익    | 17,612    | 17,046 | 16,947 | 16,690 | 16,820 |
| 보험영업비용    | 14,115    | 14,570 | 15,942 | 17,731 | 17,631 |
| 지급보험금     | 10,210    | 10,610 | 11,910 | 13,537 | 13,237 |
| 재보험비용     | 289       | 311    | 339    | 381    | 426    |
| 사업비       | 1,559     | 1,524  | 1,723  | 1,967  | 1,997  |
| 신계약비상각    | 2,057     | 2,124  | 1,969  | 1,844  | 1,969  |
| 보험손익      | 3,497     | 2,476  | 1,006  | -1,041 | -810   |
| 투자손익      | 6,428     | 8,000  | 6,960  | 7,412  | 7,502  |
| 영업이익      | 61        | 1,235  | 339    | 536    | 950    |
| 영업외손익     | 1,310     | 1,373  | 1,342  | 1,481  | 1,560  |
| 특별계정수입수수료 | 1,306     | 1,443  | 1,571  | 1,692  | 1,771  |
| 법인세차감전순이익 | 1,372     | 2,607  | 1,683  | 2,016  | 2,510  |
| 법인세       | 162       | 458    | 420    | 539    | 680    |
| 당기순이익     | 1,211     | 2,054  | 1,166  | 1,381  | 1,735  |

| 재무상태표     | (단위: 십억원) |         |         |         |         |
|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 결산 (12월)  | 2015A     | 2016A   | 2017A   | 2018E   | 2019E   |
| 자산총계      | 230,363   | 264,654 | 282,714 | 291,274 | 299,846 |
| 운용자산      | 183,082   | 214,879 | 228,698 | 233,450 | 239,525 |
| 현예금 및 예치금 | 20,548    | 24,584  | 33,020  | 33,107  | 33,077  |
| 유가증권      | 112,544   | 113,321 | 112,943 | 120,331 | 128,331 |
| 대출채권      | 33,363    | 58,063  | 64,577  | 68,660  | 67,176  |
| 부동산       | 16,628    | 18,912  | 18,158  | 11,352  | 10,941  |
| 비운용자산     | 7,695     | 8,269   | 8,692   | 9,182   | 9,678   |
| 특별계정자산    | 39,586    | 41,505  | 45,324  | 48,643  | 50,643  |
| 부채총계      | 206,641   | 236,345 | 251,592 | 259,862 | 267,058 |
| 책임준비금     | 149,118   | 158,729 | 166,898 | 172,510 | 177,706 |
| 기타부채      | 9,976     | 25,683  | 27,914  | 29,331  | 29,331  |
| 특별계정부채    | 40,578    | 43,857  | 47,180  | 48,643  | 50,643  |
| 자본총계      | 23,722    | 28,308  | 31,122  | 31,412  | 32,788  |
| 자본금       | 100       | 100     | 100     | 100     | 100     |
| 자본잉여금     | 6         | 63      | 63      | 63      | 63      |
| 이익잉여금     | 11,567    | 13,289  | 14,239  | 15,262  | 16,638  |
| 기타포괄손익누계액 | 13,548    | 15,310  | 17,074  | 16,357  | 16,357  |

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

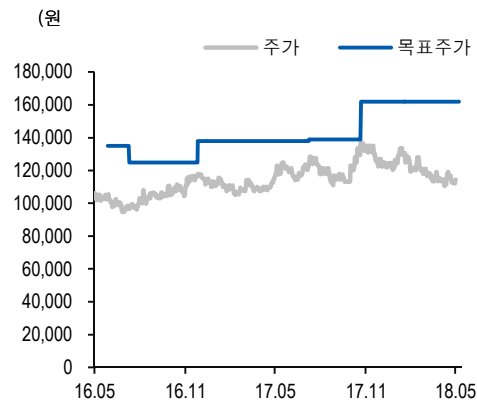
| 수익성         | 2015A | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 위험보험료/위험보험금 | 76.8% | 82.1% | 78.5% | 78.3% | 77.5% |
| 사업비/수입보험료   | 12.8% | 11.9% | 12.0% | 11.2% | 10.7% |
| 투자이익률       | 3.6%  | 4.0%  | 3.1%  | 3.2%  | 3.2%  |

| Valuation 지표 | (단위: 원, 배, %) |         |         |         |         |
|--------------|---------------|---------|---------|---------|---------|
|              | 2015A         | 2016A   | 2017A   | 2018E   | 2019E   |
| EPS (원)      | 6,484         | 11,284  | 6,494   | 7,693   | 9,663   |
| BPS (원)      | 128,550       | 157,642 | 173,307 | 174,924 | 182,588 |
| DPS (원)      | 1,800         | 1,200   | 2,000   | 2,000   | 2,000   |
| PER (배)      | 17.0          | 10.0    | 19.2    | 14.9    | 11.8    |
| PBR (배)      | 0.9           | 0.7     | 0.7     | 0.7     | 0.6     |
| ROE (%)      | 5.3%          | 7.9%    | 3.9%    | 4.4%    | 5.4%    |
| ROA (%)      | 2.1%          | 3.1%    | 1.6%    | 1.9%    | 2.3%    |
| 배당성향 (%)     | 27.4%         | 10.5%   | 30.8%   | 26.0%   | 20.7%   |
| 배당수익률 (%)    | 1.6%          | 1.1%    | 1.6%    | 1.7%    | 1.7%    |

| 성장성    | 2015A | 2016A | 2017A  | 2018E | 2019E |
|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 수입보험료  | -2.8% | 1.6%  | -5.6%  | 5.8%  | 8.7%  |
| 보험영업수익 | -0.5% | -3.2% | -0.6%  | -1.5% | 0.8%  |
| 당기순이익  | -9.4% | 69.6% | -43.2% | 18.5% | 25.6% |
| 자산총계   | 7.4%  | 14.9% | 6.8%   | 3.0%  | 2.9%  |
| 운용자산   | 6.2%  | 17.4% | 6.4%   | 2.1%  | 2.6%  |
| 자본총계   | 6.4%  | 19.3% | 9.9%   | 0.9%  | 4.4%  |

| 안정성            | 2015A | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 자산총계/자기자본 (배)  | 9.71  | 9.35  | 9.08  | 9.27  | 9.14  |
| 보유보험료/자기자본 (배) | 1.16  | 0.99  | 0.85  | 0.89  | 0.92  |

삼성생명 (032830) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자<br>의견 | 목표가<br>(원) | 목표가격<br>대상시점 | 과리율        |                 |
|------------|----------|------------|--------------|------------|-----------------|
|            |          |            |              | 평균주가<br>대비 | 최고(최저)<br>주가 대비 |
| 2018-05-14 | BUY      | 162,000    | 1년           |            |                 |
| 2017-11-01 | BUY      | 162,000    | 1년           |            |                 |
| 2017-07-19 | BUY      | 139,000    | 1년           | -13.10     | -2.88           |
| 2016-12-06 | BUY      | 138,000    | 1년           | -17.67     | -9.42           |
| 2016-07-20 | BUY      | 125,000    | 1년           | -14.95     | -6.00           |
| 2016-06-07 | BUY      | 135,000    | 1년           | -26.70     | -21.85          |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분             | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 1.6        |
| Buy(매수)        | 86.5       |
| Hold(중립)       | 12.0       |
| Sell(비중 축소)    | 0.0        |
| 합계             | 100.0      |

주: 기준일 2018-05-11

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 정준섭)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.