

삼성생명 (032830)

보험

정준섭



02 3770 5728

junsup.jung@yuantakorea.com

투자의견	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 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(4,333 억) 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 NBM은 71%까지 상승(YoY +5%p)했으며, 이에 따라 VoNB는 3,120억원으로 전년 동기보다 22.4% 증가했다.

역마진 개선은 쉽지 않겠지만, 비이자손의 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 악화까지 예상하고 있으며, 역마진 폭은 19년 말부터 축소될 것으로 예상하고 있다.

이원차 전망은 당분간 밝지 않지만, 반대로 비이자손의 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 비이자손의 이 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		

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

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)

(단위: 십억원)					
손익계산서	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
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
보험순이익	3,497	2,476	1,006	-1,041	-810
투자순익	6,428	8,000	6,960	7,412	7,502
영업이익	61	1,235	339	536	950
영업외순익	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

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

(단위: 십억원)					
재무상태표	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
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

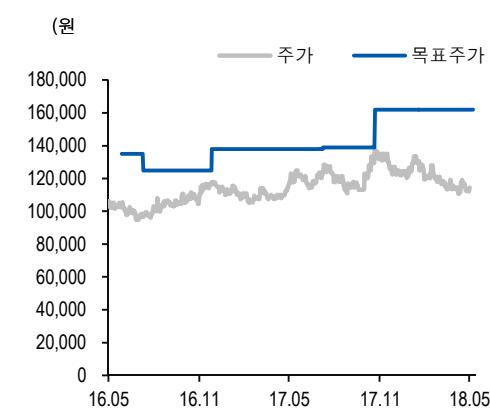
수익성	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
위험보험료/위험보험금	76.8%	82.1%	78.5%	78.3%	77.5%
사업비/수입보험료	12.8%	11.9%	12.0%	11.2%	10.7%
투자이익률	3.6%	4.0%	3.1%	3.2%	3.2%

Valuation 지표	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%

인정성	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



자료: 유안티증권

주: 괴리율 = (실제주가 * - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	12.0
Sell(비중축소)	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 배우자는 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 투자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자의 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.