

삼성생명 (032830)

실적 개선 속도는 더디지만, 배당수익률 레벨업 가능성 상존

1Q18 지배순익 3,899억원(YoY -31.1%) 컨센서스 하회

1분기 연결순익은 3,899억원(YoY -31.1%)으로 컨센서스를 소폭 하회했다. 전년 대비 순익 감소는 매각의 등 기고효과와 위험손해율의 2.3%p 악화의 영향이다. 삼성전자 배당정책의 변화로 1분기만 비교하면 전년 동기 대비 약 240억원 배당수익이 감소하였으나 2분기 이후에는 전자로부터의 배당수익이 분기별 1,100억원대 증가가 예상된다. 위험손해율은 84.1%로 유독 부진하였는데 1,2월 강추위에 따른 계절적 요인이 가미되었다. 3월 이후 개선세가 감지되어 2분기 75% 전후로 안정화될 것이라 예상된다.

기대보다 느린 이차스프레드 개선 속도

1Q18 위험손해율 부진은 연간 관점에서 회복될 것으로 예상되나, 기대보다 미진한 이차 스프레드 개선이 여전히 아쉬운 점으로 남는다. 지난 1Q17 이후 -70bp대에서 정체되었던 이차스프레드는 1Q18 -78bp로 재차 확대되었다. 이는 보유이원 3bp 하락과 부담이율 1bp 상승의 영향이다. 변동금리 준비금 부담이율의 상승이 지난 '11년 이후 처음으로 관찰된 반면, 보유이원의 상승세는 기대보다 더딘 상황이다. 다만, 이미 신규투자이원은 3.5%를 넘어섰고, 보유이원은 3.66%로 양자간 갭이 현저히 축소되었다는 점에서 이차스프레드 추가 악화 여지는 제한적이라 판단된다. 사측은 '19년 이후 스프레드 개선 가능성을 언급했다.

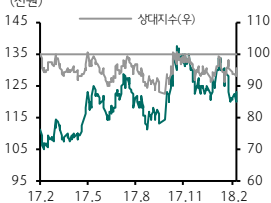
목표가 148,000원 하향 조정. 배당수익률 레벨업 여지 존재

목표가를 기존 165,000원에서 148,000원으로 하향조정한다. 목표주는 가치합산 방식(SOTP)을 통해 산출하였는데 삼성전자 지분가치 변동과 '18~'19년 보험순익 추정치 하향을 반영하였다. 삼성전자 자사주 소각시 금산법상 제한 뿐만 아니라, 금융그룹 통합 감독 시스템의 도입, 보험업법 개정 가능성 등을 고려시 현재 8.3% 보유한 삼성전자 지분의 점진적인 매각 가능성에 무게를 둔다. 지분 매각 차익에 대해서, 사측은 이미 배당제원이라 언급했으며 현 2% 대인 배당수익률은 전자 지분 매각시 4% 전후까지 확대될 여력이 존재한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 148,000원(하향) | CP(5월 11일): 114,500원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,477.71		
52주 최고/최저(원)	137,500/110,500		
시가총액(십억원)	22,900.0	매출액(십억원)	18,300.4
시가총액비중(%)	1.90	영업이익(십억원)	812.4
발행주식수(천주)	200,000.0	순이익(십억원)	1,599.3
60일 평균 거래량(천주)	219.4	EPS(원)	7,622
60일 평균 거래대금(십억원)	25.7	BPS(원)	175,347
18년 배당금(예상, 원)	2,800		185,221
18년 배당수익률(예상, %)	2.4	Stock Price 	
외국인지분율(%)	15.98		
주요주주 지분율(%)			
이건희 외 7인	47.03		
신세계 외 1인	8.07		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	0.0 (15.2) (1.7)		
상대	(1.4) (13.0) (8.9)		

Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
보험영업순익	십억원	17,046	16,948	16,188	16,507	16,801
영업이익	십억원	1,235	373	557	550	664
연결순익	십억원	2,054	1,195	1,405	1,494	1,620
EPS	십억원	11,440	6,656	7,825	8,319	9,023
증감률	%	74.3	-41.8	17.6	6.3	8.5
PER	배	9.8	18.7	14.6	13.8	12.7
PBR	배	0.69	0.70	0.63	0.59	0.54
ROE	%	7.67	3.90	4.35	4.42	4.45
BPS	원	162,298	178,672	180,883	195,261	210,720
DPS	원	1,200	2,000	2,800	3,100	3,500



Analyst 오진원
02-3771-7525
jw.oh@hanafn.com

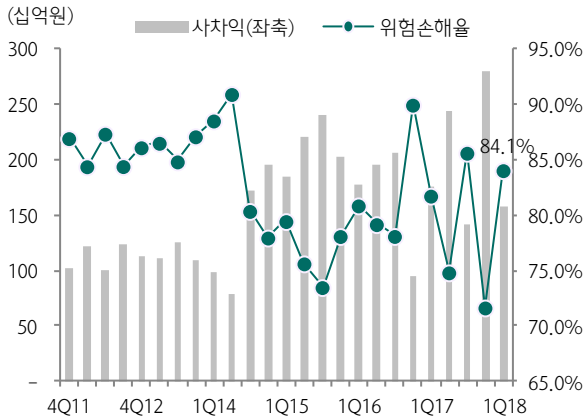
RA 박은규
02-3771-8532
ek.p@hanafn.com

표 1. 삼성생명 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %, %p)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
보험영업수익	4,465	4,180	4,222	4,080	4,103	3,966	4,043	4,076
위험보험료	961	973	983	990	996	1,002	1,012	1,009
보험영업비용	3,959	3,705	4,017	4,261	4,487	3,897	3,855	3,835
지급보험금	2,968	2,738	3,025	3,180	3,452	2,915	2,869	2,875
사업비	387	374	379	583	564	376	379	357
(이연신계약비)	- 410 -	412 -	446 -	335 -	431 -	402 -	468 -	345
신계약비	418	420	451	340	438	408	476	350
유지비	373	360	363	343	381	370	371	351
신계약비상각비	522	509	525	413	379	521	519	517
투자손익	2,032	1,669	1,712	1,564	1,981	1,925	1,985	1,914
책임준비금 전입액	2,091	1,943	1,863	1,713	1,394	1,890	1,991	2,087
영업이익	447	201	54	329	203	103	183	68
영업외손익	337	339	370	296	359	359	364	323
세전이익	785	540	424	33	562	463	547	391
순이익	595	406	343	51.3	416	335	397	283
연결순이익	566.3	380	320.2	- 71.8	389.9	335	396.5	283
총자산	268,409	276,178	281,488	282,753	283,345	285,770	292,827	294,918
운용자산	215,000	222,976	227,665	228,741	226,887	232,683	237,350	239,160
특별계정자산	44,258	45,227	45,636	45,321	46,744	47,179	47,619	48,046
총부채	238,906	244,319	248,905	251,588	253,532	255,385	261,805	263,368
책임준비금	160,921	162,984	164,978	166,881	168,473	170,363	172,354	174,441
자본총계	29,503	31,859	32,584	31,164	29,813	30,385	31,022	31,550
위험손해율	81.8%	74.9%	85.7%	71.7%	84.1%	74.6%	74.1%	74.8%
실제사업비/보험영업수익	17.7%	18.7%	19.3%	16.7%	20.0%	19.6%	21.0%	17.2%
투자이익률	3.78%	3.05%	3.04%	2.74%	3.48%	3.02%	3.06%	2.90%
이원차마진율	-0.73%	-0.74%	-0.77%	-0.74%	-0.78%	-0.79%	-0.79%	-0.78%
이자소득자산 보유이원	3.78%	3.74%	3.69%	3.69%	3.66%	3.62%	3.63%	3.64%
부채 평균예정이율	4.51%	4.48%	4.46%	4.43%	4.44%	4.42%	4.42%	4.42%
ROE	7.8%	5.0%	4.0%	-0.9%	5.1%	4.5%	5.2%	3.6%
ROA	0.8%	0.6%	0.5%	-0.1%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%
Financial Leverage	9.2	8.9	8.7	8.9	9.3	9.5	9.4	9.4
APE	871	641	725	536	700	660	747	552
보장	387	375	449	345	440	405	485	355
연금	292	163	106	94	116	175	114	101
저축	192	102	170	98	143	81	149	96
APE 구성비								
보장	44.4%	58.4%	61.9%	64.3%	62.9%	61.3%	64.9%	64.3%
연금	33.5%	25.4%	14.6%	17.5%	16.6%	26.5%	15.2%	18.2%
저축	22.0%	16.0%	23.4%	18.2%	20.5%	12.2%	19.9%	17.4%
APE 성장률(YoY)	1.2%	-22.1%	-4.3%	-30.4%	-19.7%	3.0%	3.0%	3.0%
보장	-31.9%	-33.0%	-9.2%	-28.8%	13.7%	8.0%	8.0%	3.0%
연금	74.4%	27.0%	-2.8%	-34.5%	-60.1%	7.5%	7.5%	7.5%
저축	53.2%	-23.3%	10.4%	-31.3%	-25.2%	-21.1%	-12.5%	-1.3%

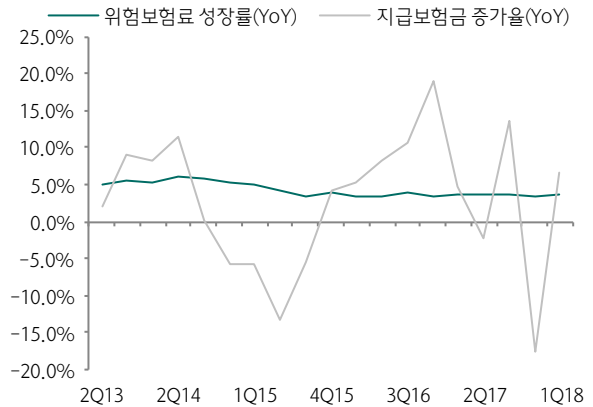
자료: 삼성생명, 하나금융투자

그림 1. 위험손해율 1Q18 84.1% 기록



자료: 삼성생명, 하나금융투자

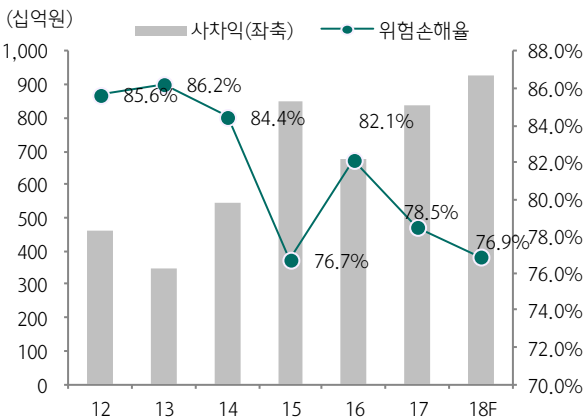
그림 2. 위험보험료 및 지급보험금 증가율 추이



주: 4Q16 자살보험금 1,600억원 반영

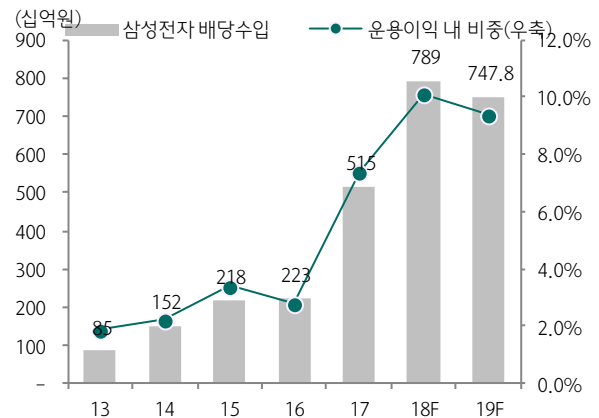
자료: 삼성생명, 하나금융투자

그림 3. 18년 위험손해율 77% 이하로 안정화 전망



자료: 삼성생명, 하나금융투자

그림 4. 삼성전자 배당수입 연도별 추정



자료: 삼성생명, 하나금융투자

표 2. 삼성생명 SOTP Valuation

SOTP Valuation		(단위: 십억원, 배, 천주)
(A) 영업가치		7,142
18년 예상순익(계열사 배당수입 제거)		714
P/E 배수		10
(B) 지분가치		34,302
지분율		시가(십억원)
삼성카드	71.9%	3,230
삼성화재	15.0%	1,913
삼성전자	8.3%	27,248
기타		1,911
(C) 유배당계약자 조정		7,902
(D) 매각시 법인세 발생		6,389
(E) 삼성전자 지분 매각시 자본 환입 효과 조정		2,500
(F) 합산가치(A+B-C-D+E)		29,653
주식수(천주)		200,000
주당 적정가치(원)		148,000

자료: 삼성생명, 하나금융투자

표 3. 삼성생명 1Q18 실적 컨퍼런스콜 Q&A 요약

Q. 사업비를 상승 이유는?

- A. ① 분모: 정책 특수에 따라 수입보험료가 전년 대비 4,400억원 정도 감소한 영향.
 ② 분자: 유지비 218억원 증가. 인건비 196억원 자연 증가한 영향

Q. GA채널 경쟁 심화에 따른 사업비율 영향?

- A. 5월 이후 GA채널 경쟁 관련 우려 확산.
 당사는 건강, 상해 등 수익성 높은 상품에 집중.
 손보 일부 사들은 300% 이상의 시책을 전개 중이나, 우리는 120% 수준.
 결론적으로 당사의 GA시장 관련 스탠스는 변화 없고, 수익성 중심의 운영 지속할 예정.
 고강도의 원가 역신을 바탕으로 올해 사업비율 7% 초반 달성 예상

Q. 신규투자 듀레이션은?

- A. 올해 원화채권 비중, 해외채권 비중 늘렸고, 대출은 6%나 비중 감소
 원화채권은 ALM관점에서 20년~30년 만기 이상되는 초장기채 투자. 원화채권 듀레이션 변화 제한적.
 해외채권은 4분기 매입한 채권의 평균 만기가 약 19년. 1분기는 23년 정도로 4년정도 평균만기 확대.
 채권은 전분기 평균듀레이션 8.2년에서 1분기 8.54년으로 확대, 대출은 6.1년에서 6.0년으로 축소.
 자산듀레이션은 7.47에서 7.67로 0.2년 확대. 부채 듀레이션 갭은 전년말 6년에서 1Q 5.7년으로 축소

Q. 손해를 상승의 이유는?

- A. 84.1%로 2.3%p 전년 동기 대비 상승. 1~2월 기록적인 한파에 3월 황사 영향으로 보험청구 증가 영향.
 단, 상품 포트폴리오 변화 영향은 제한적. 1분기 이후 비급여 축소/ 부당청구 관리로 손해를 개선 예상.
 2~3분기 70% 중반, 4분기 70% 초반 해서 연간으로는 70% 중반정도 목표

Q. 이차 스프레드 관련 보수적인 스탠스로의 변화 이유는?

- A. 저금리 당시 매입한 국채 등이 보유이원 상승을 제한하고 있음.
 '19년 부터는 점진적인 이차스프레드 개선이 가능할 것으로 전망함.
 현행 50bp 수준의 금리 상승을 가정시 올해 기준 80bp 수준의 이차 역마진 예상

Q. 삼성전자 지분 처리방안 및 배당 관련 질의?

- A. 금산법 관련 삼성전자 자사주 소각시 10% 초과 지분 매각 당위성 발생.
 10% 초과 지분에 대해서는 면밀히 검토중에 있으나, 그 이외에 법 개정이 필요한 사항에 대해서는
 아직 불투명하기에 특별히 검토하고 있지 않음. 전자 지분 매각시에는 주주 배당 재원으로 활용할 예정

Q. 변액보험준비금 환입에 대한 민감도 분석?

- A. 변액보충준비금의 영향을 미치는 요소는 크게 4가지. 1) 금리, 2) 추가, 3) 유지율, 4) 변액보험 신계약
 1분기 기준 전년 동기 대비 준비금 환입은 700억원 감소. 1Q17 증시 상승 대비 1Q18 증시 부진했기 때문.
 대략적인 민감도 분석상 금리 10bp당 700억원, 추가 10pt당 900억원 정도의 영향 있음

Q. 전속 설계사 확대에 따른 손익 영향은?

- A. 전속채널 확대 관련 비용 증가 부담은 제한적.
 손익효과를 정확히 예측한 숫자는 없지만, 손익 +3% 정도 추정.
 차년도이후 중장기적으로 조직력 강화를 추진해 갈 예정

자료: 삼성생명, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
보험손익	2,476	1,006	114	208	-49
보험영업수익	17,046	16,948	16,188	16,507	16,801
위험보험료	3,772	3,906	4,020	4,166	4,295
보험영업비용	14,570	15,942	16,074	16,298	16,850
지급보험금	10,610	11,910	12,111	12,358	12,886
사업비	1,524	1,723	1,676	1,535	1,572
(이연신계약비)	-1,809	-1,603	-1,647	-1,688	-1,731
신계약비	1,839	1,629	1,673	1,715	1,758
유지비	1,467	1,438	1,473	1,509	1,545
신계약비상각비	2,124	1,969	1,935	2,049	2,033
투자손익	8,000	6,976	7,805	8,104	8,536
책임준비금 전입액	9,242	7,610	7,362	7,762	7,822
영업이익	1,235	373	557	550	664
영업외손익	1,373	1,342	1,406	1,510	1,571
세전이익	2,607	1,715	1,963	2,061	2,235
순이익	2,150	1,293	1,431	1,494	1,620
연결순이익	2,054	1,195	1,405	1,494	1,620

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
총자산	264,654	282,753	294,918	309,001	324,288
운용자산	214,879	228,741	239,160	249,803	260,527
현금예금	5,823	4,940	3,067	2,642	2,149
유가증권	142,071	150,811	159,146	167,089	175,056
대출	103,315	100,549	108,296	116,641	125,628
기타	38,756	50,261	50,849	50,448	49,428
비운용자산	8,269	8,691	7,711	9,360	12,072
특별계정자산	41,505	45,321	48,046	49,838	51,689
부채	236,345	251,588	263,368	274,943	287,534
책임준비금	158,729	166,881	174,441	182,204	190,026
기타부채	25,683	27,928	31,594	33,430	36,159
특별계정부채	43,857	47,180	48,152	49,947	51,802
자본총계	28,308	31,164	31,550	34,058	36,754
자본금/자본잉여금	106	163	163	163	163
이익잉여금	13,289	14,268	15,286	16,780	18,400
기타자본조정	14,914	16,733	16,101	17,115	18,191
연결지배순자산	29,145	32,085	32,482	35,064	37,840

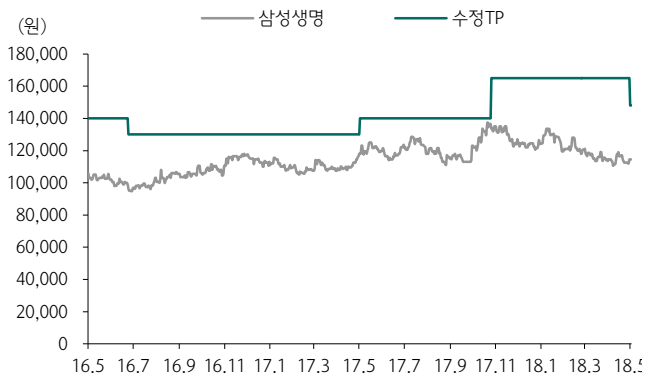
주요 성장성 및 수익성 지표	(단위: 십억원, %)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
성장률(전년대비, %)					
보험손익	- 29.2	- 59.4	- 88.7	82.9	- 123.6
보험영업수익	- 3.2	- 0.6	- 4.5	2.0	1.8
위험보험료	3.5	3.6	2.9	3.6	3.1
신계약비	- 6.3	- 11.4	2.7	2.5	2.5
유지비	- 4.8	- 1.9	2.4	2.4	2.4
영업이익	1,918.3	- 69.8	49.4	- 1.2	20.7
순이익	77.7	- 39.9	10.7	4.4	8.5
연결순이익	69.6	- 41.8	17.6	6.3	8.5
총자산	14.9	6.8	4.3	4.8	4.9
운용자산	17.4	6.5	4.6	4.4	4.3
운용자산-DAC	17.9	6.8	4.8	4.7	4.5
책임준비금	6.4	5.1	4.5	4.4	4.3
특별계정자산	4.8	9.2	6.0	3.7	3.7
수익성(%)					
보험금/위험보험료	82.1	78.5	76.9	76.3	77.1
실제사업비/보험수익	19.7	18.4	19.8	19.9	20.0
운용자산이익률	4.0	3.15	3.34	3.31	3.35
평균예정이율	4.53	4.43	4.43	4.42	4.42
APE 내 보장성비율	65.6	56.1	63.4	64.0	64.6
특별계정수수료율	3.55	3.59	3.54	3.50	3.49
안정성(%)					
지급여력비율	302	287	267	254	241
총부채/보험료수입	1,386	1,484	1,627	1,666	1,711
총자산/자기자본	935	907	935	907	882

자료: 하나금융투자

주요 밸류에이션 지표	(단위: 십억원, 원, 배, %)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS	11,440	6,656	7,825	8,319	9,023
BPS	162,298	178,672	180,883	195,261	210,720
P/E (배)	9.8	18.7	14.6	13.8	12.7
P/B (배)	0.69	0.70	0.63	0.59	0.54
ROE	0.82	0.43	0.5	0.5	0.5
ROA	7.67	3.90	4.4	4.4	4.4
DPS					
보통주	1,200	2,000	2,800	3,100	3,500
우선주	-	-	-	-	-
배당성향	10.5	30.0	35.8	37.3	38.8
배당수익률					
보통주	1.1	1.6	2.4	2.7	3.1
우선주	-	-	-	-	-
내재가치(EV)	29,274	38,605	41,386	44,969	48,858
조정순자산가치	25,777	28,277	28,627	30,902	33,349
보유계약가치	3,497	10,328	12,759	14,067	15,509
신계약가치	1,212	1,134	1,228	1,290	1,354
ROEV (%)	19.0	33.1	8.5	8.7	8.6
EV per Share	163,018	214,980	230,467	250,422	272,076
VNB per Share	6,749	6,315	6,839	7,181	7,540
P/EV (배)	0.69	0.58	0.50	0.46	0.42
EV 주요 경제적 가정					
투자이익률	3.5	4.0	4.0	4.0	4.0
할인율	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
인플레이션율	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성생명



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.5.13	BUY	148,000		
17.11.7	BUY	165,000	-25.70%	-18.18%
17.5.14	BUY	140,000	-13.73%	-1.79%
16.7.6	BUY	130,000	-16.78%	-9.23%
16.5.15	BUY	140,000	-27.42%	-24.64%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 05월 13일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2018년 05월 14일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.