



2018/05/10

# 삼성생명(032830)

## 손해율 상승 및 보험손익 악화로 기대치 하회

### ■ 투자의견 Buy, 목표주가 150,000원 유지

- 삼성생명에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 150,000원을 유지
- 1분기 이익은 우리 예상치 및 컨센서스를 하회하였음. 손해율 상승을 비롯하여 보험손익이 예상보다 크게 악화되었기 때문임
- 그럼에도 불구하고 투자의견을 Buy로 유지하는 이유는 1) 동절기 손해율이 높아지는 구간에서 한파 등 비경상적 요인이 크게 작용하였다고 판단되고 2) 보험손익의 원인 중 사업비 증가분은 실제 신계약비 증가의 문제가 아닌 이연되는 신계약비 규모가 축소되며 나타난 현상이기 때문임. 또한 3) 보유중인 삼성전자 지분 매각 이슈가 남아 있어 잔여 주가 상승 모멘텀이 존재한다고 생각함
- 목표주가 150,000원은 2018년 예상 BPS 163,440원 및 EVPS 231,866원 Target multiple 0.5배, 0.9배를 적용하여 산출하였음

### ■ 2018년 1분기 순이익 3,899억원, 전년동기대비 31.1% 감소

- 1분기 순이익은 3,899억원으로 컨센서스 대비 13.2% 낮은 수준
- 순이익이 전년동기대비 크게 감소한 이유는 1) 계열사 배당이 지난해 대비 371억원 감소(3,963억원)하였고 2) 부동산 매각이익 감소(823억원 → -220억원) 및 변액보증손익(890억원 → 약200억원)이 축소되었기 때문임. 또한 3) 지출된 신계약비는 6.9% 증가하였지만 신계약비 이연금액이 지난해 4,101억원에서 2,865억원으로 크게 감소하여 이연손익이 악화되었기 때문임
- 사차마진은 1,583억원으로 전년동기대비 9.5% 감소하였음. 위험보험료는 3.6% 증가하며 성장률이 회복되고 있지만 손해율이 2.3%p 상승하였기 때문
- 다만 보장성 신계약 APE는 전년동기대비 13.7% 성장하였음. 생명보험 상품의 상대적 매력도가 하락(계약당 보험료가 높음)하고 있어 업계는 역성장을 하였지만 동사는 저해지 상품 출시 등으로 지난해 부진을 극복하고 있음
- 연금 및 저축 신계약 APE는 지난해 세법개정에 따른 높은 기저로 인하여 각각 60.1%, 25.6% 감소하며 신계약APE가 19.7% 감소하였지만 보장성 신계약비중 확대로 인하여 신계약마진은 10.7%p, 신계약가치는 4.8% 증가하였음
- RBC비율은 304%로 삼성전자 주가 하락과 금리 상승으로 영향으로 전분기 대비 14%p 하락하였지만 여전히 높은 수준을 유지하고 있음

은행/증권/보험 강승건  
(2122-9181) neo.cygun@hi-ib.com  
은행/증권/보험 최영수  
(2122-9213) yschoi@hi-ib.com

**Buy** (Maintain)

목표주가(12M)	150,000원
종가(2018/05/11)	114,500원

### Stock Indicator

자본금	100십 억원
발행주식수	20,000만주
시가총액	22,900십 억원
외국인지분율	16.0%
배당금(2017)	2,000원
EPS(2018E)	7,723원
BPS(2018E)	163,440원
ROE(2018E)	4.7%
52주 주가	110,500~137,500원
60일평균거래량	219,365주
60일평균거래대금	25.7십 억원

### Price Trend



(단위: 십억원, %)

	1Q17	4Q17	확정치	1Q18	2Q18 (F)	YoY	QoQ
수입보험료	6,596	7,524	6,155	-6.7	-18.2	4,260	6,025
조정 영업이익	794	-164	576	-27.5	흑전	N/A	474
연결 순이익	566	-72	390	-31.1	흑전	413	392

자료: fnguide, 삼성생명, 하이투자증권 리서치센터

주: 순이익은 연결기준, 이 외 별도기준

## 삼성생명 세부 실적

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	YoY	QoQ
보험손익	506	475	205	-181	-384	적전	N/A
보험영업이익	4,465	4,180	4,222	4,080	4,103	-8.1	0.6
보험영업비용	3,959	3,705	4,017	4,261	4,487	13.3	5.3
지급보험금	2,968	2,738	3,025	3,180	3,452	16.3	8.6
사업비	387	374	379	583	564	45.9	-3.3
책임준비금전입액	2,091	1,943	1,863	1,713	1,394	-33.3	-18.6
요약손익	투자손익	2,032	1,669	1,712	1,564	-2.5	26.6
	영업이익	447	201	54	-329	203	-54.5
	조정영업이익	829	586	455	61	613	-26.0
	영업외손익	337	339	370	296	359	6.5
	특별계정수입수수료	381	386	401	391	410	7.4
	세전이익	785	540	424	-33	562	-28.3
	연결당기순이익(지배주주)	566	380	320	-72	390	-31.1
수입보험료 (성장지표)	일반계정수입보험료	4,371	4,076	4,116	3,951	4,004	-8.4
	일반+변액계정수입보험료	3,502	3,364	9,709	5,245	5,284	50.9
보험영업 (수익지표)	사차마진	175	244	141	280	158.3	-9.5
	위험손해율	81.8	74.9	85.7	71.7	84.1	2.3
	위험보험료	961	973	983	990	996	3.6
	보험이익	388	462	346	407	346	-10.8
	보험금지급률	67.9	67.2	73.5	80.5	86.2	18.3
투자부문 (수익지표)	운용자산	215,000	222,976	227,665	228,741	226,887	5.5
	투자수익률	3.8	3.0	3.0	2.7	3.5	-0.3
	처분손익	52	28	22	-37	79	52.3
	평가손익	47	-49	-32	-82	-25	적전
	이자수지	1,371	1,383	1,405	1,411	1,388	1.2
	배당수익	562	115	143	132	537	-4.3
	이차마진스프레드	-0.73	-0.74	-0.77	-0.74	-0.78	-0.05
수익성	ROE	7.8	5.0	4.0	-0.9	5.1	-2.7
	자기자본	29,503	31,859	32,584	31,164	29,813	1.0
신계약 (성장지표)	신계약 APE	871	641	725	536	700	-19.7
	보장 APE	387	375	449	345	440	13.7
	연금 APE	292	163	106	94	116	-60.1
	저축 APE	193	104	171	98	143	-25.6

자료: 삼성생명, 하이투자증권

## 컨퍼런스콜 Q&amp;A

**Q [사업비] 1분기 사업비율 상승 요인 분해하면? 5월 이후 GA시장에서 당사의 대응과 사업비 전망은?**

- 사업비 증가 이유는 1) 작년 정책특수 기저로 수입보험료가 4,300억원 감소, 2) 인건비 상승에 기인한 유지비 증가 때문
- 5월 이후 GA 시장에서의 비용 증가 우려에 대해서는 건강, 상해 등 수익성 높은 상품 판매에 집중하고 있으며, 사내 시책은 가이드라인 준수하고 있기 때문에 이로 인한 수익성 하락은 제한적일 것으로 생각함
- 금년부터 철저한 비용관리로 사업비 연간 7% 초반 달성을 문제로 없다고 생각하고 있음
- 현재 손보사 등이 300% 등의 시책비 제시하고 있으며 당사는 이보다 낮은 120% 제시 중임. 당사는 GA 시장에서의 수익성 중심 기조 유지하고 있음. 다만 수익성이 높은 신상품 출시하면서 이 신상품에 집중적으로 시책 제시하고 있음.

**Q [투자] 신규투자 자산의 둔레이션은?**

- 이번 1분기에는 지난 4Q 대비 원화채 비중(+8%p) 및 외화채 비중(7%p)은 확대했는데, 대출 비중(-14%p)은 줄였음
- 원화채권: 20~30년 이상의 조장기채를 매입하고 있으며, 1분기 둔레이션은 4분기 대비 큰 변화는 없음
- 외화채권: 4분기 신규투자 평균 만기 19년(둔레이션 14년 수준)에서 1분기에는 23년(둔레이션 15~16년)으로 평균 4년 정도로 만기가 늘어났음
- 채권 둔레이션은 4Q 8.2년에서 1Q 8.54년으로 증가하였고, 대출의 경우에는 6.1년에서 6년으로 축소되었음
- 전체 자산 둔레이션은 4Q 7.47에서 7.67년으로 0.2년 축소되었음

**Q [손해율] 향후 3년 손해율 관리 목표는? 1분기 높은 손해율의 원인은?**

- 1분기 중 한파로 질환 발생이 기록적으로 증가하며 손해율 상승하였음. 상품포트폴리오 변화 등으로 인한 영향은 제한적임
- 2분기 이후, 실손 청구심사 강화와 비급여 축소 정책이 손해율 개선에 도움이 될 것으로 생각. 조심스럽지만 2~3분기 70% 중반, 4분기에는 70% 초반 수준 예상하고 있어 연간으로는 70% 중반 예상
- 중장기 관리 목표는 70% 중반대 손해율 안정적으로 유지하는 것임. 생존손해율은 90% 초반. 사망손해율은 40% 초중반 목표.

**Q [이차] 현재 판매중인 상품의 연동형 준비금 이율이 빠르게 올라가고 있는지? 역마진 관리에 부담이 될 수 있는지**

- 4분기 대비 공시이율 10bp 인상되었으며 이에 따라 부채부담금리가 4.43%에서 4.44%으로 1bp 증가. 즉 10bp 공시이율 인상으로 부채부담금리는 1bp 영향받는다고 보면 됨
- 변동형 상품 공시이율의 경우 시장금리 영향도 있지만 자산이익률도 반영하고 있어서 시장금리에 비례하여 올라가는 것은 아님
- 금리 50bp 상승 시, 2018년말 역마진은 -80bp 수준 유지 예상됨. 현재 금리 유지된다 하여도 2~3bp 수준 정도의 변동 예상

**Q [전자] 전자 지분의 향후 처리 계획은?**

- 금산법, 보험업법, 금융지주회사법 등에 영향을 받고 있음
- 금산법 관련 이슈는 삼성전자가 자사주 소각 예정으로 삼성금융사가 가진 보유지분이 10%를 초과하게 되는 것이 이슈임.
- 10%가 초과하는 지분에 대해서는 시기 및 방법에 대해서 고민하고 있으나 금융지주회사법, 보험업법 등 관련 이슈는 관련 법안이 불분명한 관계로 내부적으로 고려하고 있지는 않음
- 주주 배당의 재원이 되는 것에 대해서는 명확히 인식하고 있음. 2014년 삼성물산 매각이익도 배당이익에 포함했던 선례가 있음.
- 구체적인 배당 지급 방안은 언급하기 어려우나 추후 확정되면 지급방안 등을 밝힐 계획

**Q [이차] 과거대비 이원차마진 보수적 전망하는 이유는?**

- 과거에는 금리 연동형 상품의 판매가 증가하면서 교체 효과가 있었던 것은 사실임.
- 34년전 저금리 상태에서 보유한 국채 등으로 자산의 보유이율이 떨어졌고 이 부분이 보수적인 전망으로 이어진 것으로 생각.
- 현재의 금리 상승 추세가 지속된다면 19년말 이후부터는 이원차 역마진 자체가 축소될 것으로 생각함.

**Q [변액] 변액보험준비금 측면 환입 가능할지? 변액보증손익의 금리민감도는?**

- 변액보증준비금에는 금리, 주가, 유지율, 변액보험 신계약 물량 등이 영향을 미침.

- 이번 1분기 변액보증손익이 전년 1분기 대비 700억원 감소한 것은 작년 1분기에는 주가가 상승했지만 이번 1분기에는 하락했기 때문임
- 작년에는 변액보증손익이 147억원이었으며, 금년도 금리 및 주가 수준에서 변액보증손익은 700억원 내외 예상하고 있으나 유지를거나 신계약 물량 따라 변동있을 수 있음
- 민감도: 금리 10bp -> 700억원 / 주가지수 100bp -> 900억원, 다만 다른 변수에 움직임에 의해 변동성 클 수 있음.

Q [설계사] 전속설계사 크게 확대. 기대효과는?

- 전속채널 조직력 확대 위해 노력 중이며, 비용측면의 영향으로는 일부 판촉비 증가외에는 크지 않은 상황
- 무리하게 확장 시, 부실 등으로 비용 증가할 수 있기 때문에 사전선별 등 노력하고 있음.
- 대략적으로 보면 신인도입으로 신계약 연 3% 증가효과 중장기적으로 조직력 증가가 기대됨

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표(별도)						성장성지표 I(별도)					
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
운용자산	194,074	206,167	209,623	216,323	223,268	보험손익	-29.4	-62.9	-220.2	-29.9	-0.3
현금 및 예금	3,882	3,090	1,411	1,456	1,503	보험료수익	-3.6	-0.9	-2.4	4.5	3.0
유가증권	145,519	153,831	156,964	161,981	167,181	지급보험금	3.9	12.2	14.5	3.6	3.3
당기손익증권	973	944	1,255	1,296	1,337	위험보험료	3.5	3.6	0.5	5.5	3.3
매도가능증권	137,439	144,896	147,692	152,661	157,812	사차이익	-20.4	24.5	7.4	10.2	6.7
만기보유증권	293	263	253	261	269	투자손익	-2.7	3.3	6.4	2.4	3.2
관계기업투자주식	6,814	7,728	7,763	7,763	7,763	책임준비금전입액	-6.5	-17.8	-26.3	7.5	3.5
대출채권	38,864	44,108	45,990	47,460	48,983	영업이익	-720.9	-49.1	-125.9	75.3	10.4
부동산	5,809	5,137	5,259	5,427	5,601	영업외수익	2.1	7.5	4.2	1.4	2.1
비운용자산	6,325	6,878	8,025	8,150	8,283	당기순이익	-47.2	64.3	27.4	2.6	2.8
특별계정자산	41,505	45,321	47,907	49,569	51,289	운용자산	7.8	6.2	1.7	3.2	3.2
별도자산총계	241,904	258,366	265,554	274,042	282,840	책임준비금	6.4	5.1	3.5	3.5	3.5
책임준비금	158,554	166,638	172,389	178,371	184,560	자본총계	6.5	10.2	2.8	2.7	2.7
보험료적립금	152,115	159,771	165,549	171,482	177,606						
보증준비금	2,034	2,184	2,232	2,260	2,298						
지급준비금	2,945	3,161	3,237	3,351	3,471						
계약자배당준비금	1,399	1,449	1,352	1,259	1,167						
기타준비금	21	19	19	19	19						
계약자자본조정	8,043	9,575	8,862	8,655	8,449						
기타부채	6,972	7,996	8,207	8,492	8,787						
특별계정부채	43,991	47,330	48,508	50,191	51,933						
별도부채총계	217,560	231,539	237,966	245,710	253,729						
자본금	100	100	100	100	100						
자본잉여금	6	6	6	6	6						
이익잉여금	10,997	11,730	12,492	13,236	14,015						
자본조정	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110						
기타포괄손익누계	15,351	17,102	17,101	17,101	17,101						
별도자본총계	24,344	26,827	27,588	28,333	29,112						
손익계산서(별도)						재무제표(연결)					
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험손익	2,427	902	-1,082	-759	-757	연결자산총계	264,654	282,753	291,098	299,586	308,384
보험영업수익	16,947	16,817	16,421	17,152	17,656	연결부채총계	236,345	251,588	259,929	267,672	275,691
보험료수익	16,669	16,516	16,119	16,850	17,355	지배기업소유지분	26,644	29,401	29,350	29,978	30,757
보험영업비용	14,519	15,915	17,503	17,911	18,414	비지배지분	1,664	1,763	1,820	1,936	1,936
지급보험금	10,587	11,884	13,613	14,107	14,571	연결자본총계	28,308	31,164	31,170	31,914	32,693
사업비	1,496	1,724	1,999	1,937	2,006	법인세차감전 순이익	2,607	1,715	2,026	2,127	2,140
신계약상각비	2,124	1,967	1,543	1,519	1,488	법인세	458	423	771	772	458
투자손익	6,126	6,325	6,730	6,889	7,110	세울	17.5	24.6	26.7	26.9	26.9
책임준비금전입액	9,193	7,552	5,563	5,982	6,189	연결순이익	2,150	1,293	1,486	1,554	1,564
영업이익	-639	-325	84	148	163	지배주주지분순이익	2,054	1,195	1,387	1,438	1,448
조정영업이익	802	1,240	1,733	1,820	1,866	비지배지분순이익	96	97	99	116	116
영업외수익	1,351	1,452	1,514	1,535	1,567						
특별계정수수료	1,441	1,566	1,649	1,672	1,702						
법인세차감전순이익	712	1,127	1,598	1,682	1,730						
법인세	139	186	400	453	466						
세울	19.6	16.5	25.0	26.9	27.0						
당기순이익	573	941	1,198	1,229	1,264						
수익성 지표(별도)						투자지표(별도)					
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험금지급률	63.5	72.0	84.5	83.7	84.0	ROE	2.4	3.7	4.4	4.4	4.4
위험손해율	82.1	78.5	77.0	76.0	75.2	ROA	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5
위험보험료	3,772	3,906	3,925	4,139	4,277	EPS(원)	3,188	5,238	6,673	6,845	7,037
사차이익	674	840	903	995	1,062	BPS(원)	135,564	149,393	153,632	157,777	162,115
사업비율	11.9	12.4	12.8	12.5	12.6	DPS(원)	1,200	2,000	2,700	2,700	2,800
투자수익률	3.3	3.2	3.2	3.2	3.2	P/E	9.8	18.7	14.8	14.3	14.2
						P/B	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
						배당수익률	1.1	1.6	2.4	2.4	2.4
						RBC	302	318	294	292	291
						Embedded Value	29,274	38,605	41,637	44,529	47,345
						RoEV	9.0	33.1	7.9	6.9	6.3
						EVPS	163,018	214,980	231,866	247,971	263,649
						P/EV	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4

자료: 삼성생명, 하이투자증권 리서치센터

## 최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(삼성생명)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	고리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018-04-16(담당자변경)	Buy	150,000	1년		

**Compliance notice**

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 강승건)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

**하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준**

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-