

2018/08/13

은행/증권/보험 강승건

(2122-9181) neo.cygun@hi-ib.com

은행/증권/보험 최영수

(2122-9213) yschoi@hi-ib.com

# 삼성생명(032830)

## 대규모 매각이익, 반면 보험이익은 예상치 하회

### ■ 투자의견 Buy 유지, 목표주가 140,000원으로 6.7% 하향

- 삼성생명에 대한 투자의견을 Buy로 유지하지만 목표주가는 140,000원으로 직전대비 6.7% 하향함
- 2분기 실적은 보유중인 삼성전자 지분 일부 매각이익이 반영되며 1조 560억원을 실현하였지만 보험이익(사차+비차)는 전년동기대비 22.5% 감소하여 기대치를 하회하였음
- 회사의 지급보험금 관련 및 비용 관련 통제 강화 노력에 대해 기대감은 가지고 있지만 보험이익의 빠른 개선은 쉽지 않을 것으로 전망됨. 다만 하반기 부동산 매각이익(약 1,000~1,500억원)이 추가적으로 발생할 것으로 예상되어 보험이익 전망치 하향에도 불구하고 2018년 연결 순이익 전망치는 2조 512억원으로 직전대비 3.4% 하향함
- 목표주가 140,000원은 2018년 예상 BPS 159,484원 및 EVPS 231.883원 Target multiple 0.5배, 0.85배를 적용하여 산출하였음
- Valuation 매력을 바탕으로 동사의 대한 투자의견을 Buy로 유지함. 다만 주가의 빠른 회복을 위해서는 약화된 동사의 차별화 포인트를 다시금 확보하는 노력이 필요하다고 생각하고 있으며 이는 기존사업보다는 새로운 성장 동력이나 신사업 등의 관점에서의 접근이 필요하다고 생각함

### ■ 2018년 2분기 순이익 1조 560억원, 전년동기대비 177.6% 증가

- 삼성전자 지분 매각이익 7,510억원(처분이익 1조 900억원 - 유배당계약자 준비금 370억원 - 사외공헌기금 160억원 - 법인세 2,850억원)이 반영되며 대규모 연결 순이익을 실현하였음
- 반면 보험이익은 3,580억원으로 전년동기대비 22.5% 감소하였음. 손해를 상승으로 사차마진이 18.1% 감소하였고 비차 측면에서도 신계약비 추가상각이 반영되었기 때문임. 하반기 개선을 기대하고 있지만 신계약비 추가상각 부담 완화 등 감안하면 2019년에 본격적으로 회복될 것으로 예상됨
- 보장성 신계약 APE는 전년동기대비 14.9% 성장, 경쟁 대형사대비 우수한 성과를 실현하고 있다고 판단됨
- 보험이익이 예상치를 하회하였지만 전체 이익 규모 및 성장 측면에서는 기대치를 충족하였다고 판단됨

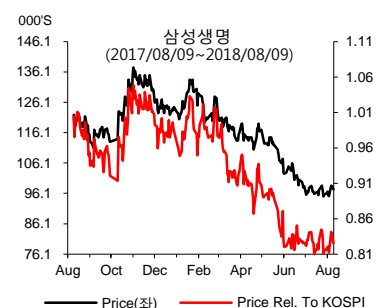
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	140,000원
종가(2018/08/10)	97,000원

#### Stock Indicator

자본금	100십억원
발행주식수	20,000만주
시가총액	19,480십억원
외국인지분율	16.1%
배당금(2017)	2,000원
EPS(2018E)	11,423원
BPS(2018E)	159,484원
ROE(2018E)	7.1%
52주 주가	95,100~137,500원
60일평균거래량	241,476주
60일평균거래대금	24.5십억원

#### Price Trend



(단위: 십억원, %)

	2Q17	1Q18	2Q18				3Q18 (F)		
			확정치	YoY	QoQ	컨센서스	당사추정	YoY	QoQ
수입보험료	6,122	6,155	6,063	-1.0	-1.5	4,091	5,990	-1.5	-1.2
조정 영업이익	359	576	1,349	276.1	134.3	N/A	487	93.1	-63.9
연결 순이익	380	390	1,056	177.6	170.8	827	396	23.8	-62.5

자료, fnguide, 삼성생명, 하이투자증권 리서치센터

주: 순이익은 연결기준, 이 외 별도기준

## 삼성생명 세부 실적

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	YoY	QoQ
보험손익	475	205	-181	-384	-61	적전	N/A
보험영업이익	4,180	4,222	4,080	4,103	4,094	-2.1	-0.2
보험영업비용	3,705	4,017	4,261	4,487	4,154	12.1	-7.4
지급보험금	2,738	3,025	3,180	3,452	3,120	14.0	-9.6
사업비	374	379	583	564	542	44.7	-3.9
책임준비금전입액	1,943	1,863	1,713	1,394	1,818	-6.5	30.4
요약손익 투자손익	1,669	1,712	1,564	1,981	3,027	81.4	52.8
영업이익	201	54	-329	203	1,149	472.9	465.2
조정영업이익	586	455	61	613	1,554	165.2	153.6
영업외손익	339	370	296	359	309	-8.9	-14.0
특별계정수입수수료	386	401	391	410	405	5.1	-1.1
세전이익	540	424	-33	562	1,458	170.2	159.2
연결당기순이익(지배주주)	380	320	-72	390	1,056	177.6	170.8
수입보험료 (성장지표)	4,076	4,116	3,951	4,004	3,848	-5.6	-3.9
일반+변액계정수입보험료	5,410	5,440	5,245	5,284	5,279	-2.4	-0.1
사차마진	244	141	280	158	200.1	-18.1	26.4
보험영업 (수익지표)	74.9	85.7	71.7	84.1	80.1	5.2	-4.1
위험보험료	973	983	990	996	1,003	3.1	0.7
보험이익	462	346	407	346	358	-22.5	3.5
보험금지급률	67.2	73.5	80.5	86.2	81.1	13.9	-5.1
운용자산	222,976	227,665	228,741	226,887	230,819	3.5	1.7
투자수익률	3.0	3.0	2.7	3.5	5.3	2.2	1.8
처분손익	28	22	-37	79	1,148	3,991.7	1,361.7
평가손익	-49	-32	-82	-25	71	흑전	흑전
이자수지	1,383	1,405	1,411	1,388	1,411	2.0	1.7
배당수익	115	143	132	537	232	101.7	-56.9
이차마진스프레드	-0.74	-0.77	-0.74	-0.78	-0.79	-0.05	-0.01
수익성 ROE	5.2	4.2	-1.0	5.4	14.6	9.3	9.1
자기자본	30,175	30,867	29,401	28,066	29,910	-0.9	6.6
신계약 APE	641	725	536	700	658	2.7	-5.9
신계약 (성장지표) 보장 APE	375	449	345	440	430	14.9	-2.2
연금 APE	163	106	94	116	94	-42.2	-19.3
저축 APE	104	171	98	143	134	29.0	-6.6

자료: 삼성생명, 하이투자증권

주: 연결기준

## 컨퍼런스콜 Q&amp;A

**Q. [전자지분] 전자지분 매각 자금의 활용 방안? 신규투자나 신사업 등의 계획 있는지?**

- 이번에 매각한 지분은 1.1조원 수준으로 세금 0.3조 제외 시 0.8조원으로 자금규모가 크지 않으며, K-ICS, IFRS17 등 자본규제 강화에 대비해 자금을 활용할 예정임. 초장기채에 투자하여 듀레이션 갭이 큰 현 구조를 신속하게 개선하는 방향으로 생각하고 있음
- 다만 초장기채 투자를 통해서 ALM리스크를 해소한다 하더라도 보유이원 하락에 대해서는 우려가 있음. 금리 상황 감안하여 신규 투자 이원에 영향을 미치지 않는 방향으로 운용하도록 할 것임.
- 아직 관련 법안 및 제도가 불확실한 상황이기 때문에 향후 전자지분 추가 매각 가능성이나 시점, 활용방안 등에 대해서는 구체적인 계획 제시가 어려움. 원칙론적으로는 향후 지분 매각이 있다 하더라도 초장기채 투자에 우선순위를 둘 것임. 다만 매각이익의 규모에 따라서는 고수익 자산에 투자하는 것도 고려할 수 있을 것으로 생각함
- 신사업 등 투자에 대해서는 계획은 없지만 국내 보험시장이 정체되는 상황에서 M&A 등의 inorganic growth에 장기적인 관심을 가지고 있으며 사내에 신사업 관련 조직을 만든 바 있음. 이러한 것을 통해 신사업 및 새로운 기회 창출을 위해 노력 할 것임.

**Q. [이차] 하반기 부동산 매각 등 이차이익 개선 어느정도 수준일지?**

- 하반기에도 전자 배당수익, 부동산 매각 진행 중. 순조롭게 진행된다면 이차손익은 상당 폭 개선될 것.
- 구체적으로는 영국 부동산 매각과 국내 저수익 업무용 부동산 및 투자부동산 등의 매각을 통해 500~1500억원 정도의 매각이익 실현 가능할 것으로 생각하고 있음.

**Q. [RBC] 부채 듀레이션 짧아진 것은 금리 연동형에서 최저 보증이율 관련된 문제로 생각함. 현행 금리 유지되면 공시이율 변동가능성을 포함하여 연말 부채 듀레이션 전망 및 자산 듀레이션 전망?**

- 2017년 말 부채 듀레이션은 7.5년이었고 2분기는 7.04년 정도임. 이는 변동금리형 확대 및 최저보증이율이 안정적으로 운영되고 있기 때문임.
- 금융 당국이 RBC 규제를 강화하면서 부채듀레이션은 2018년말 8.45년, 2019년 9.08년, 2020년 9.08년으로 확대될 것으로 예상하며 이에 따라 RBC에 미치는 영향은 20%p 수준이 될 것으로 생각함.
- RBC 하의 부채 듀레이션보다 실제 부채 듀레이션을 관리하고 있으며, 매년 듀레이션 갭은 0.8년 씩 축소해나가고 있음.
- 2분기에 실질 듀레이션 갭은 5.4년이지만 2021년에는 3.4년 수준으로 축소할 계획임(장기채, 채권선도계약 등)

**Q. [보험손익] 보험이익의 감소 추세 원인은? 비차이익 감소하고 있는데 증가 가능할지?**

- 보험이익은 최근 5년간 지속적으로 개선되었음. 금년도에는 특이요인으로 인해 1.7조원 보험이익 가이던스 달성 힘들 것으로 생각
- 특이요인은 비차 측면에서는 (금년도 처음 발생한) 신계약비 이연한도 초과로 인한 일시상각 330억원 (하반기에도 비슷한 금액 발생 전망/ 내년도에는 금액 대폭 감소 전망)이 추가 발생한 것과 사차 측면에서는 암검진 확대, 실손 청구권 확대, 실손에 대한 당국의 지급 권고(300억원 수준 발생 예정) 등이 있었음
- 이러한 요인으로 인해 금년도 보험손익이 부진한 상황이며 적극적으로 손익 회복 대책 마련 중임.
- 비차부문에서는 CEO 취임 이후 고강도 원가 절감대책을 시행 중이며(내년에는 금년대비 두배 이상의 원가 절감계획 수립 계획)
- 사차부문에서는 소비자 보호 기조로 인해 부담요인이 많을 것으로 전망하고 있으나 전방위적 관리할 예정임
- 보험이익 극대화가 당사 핵심 전략으로 비차/사차 철저한 관리 통해 추후 보험손익은 안정적 성장 가능할 것으로 생각하고 있음.

**Q. [보험손익/이차] 보험손익의 안정적 유지가 가능하다면 부동산 매각하는 특별한 이유가 있는지?**

- 회사가 통제할 수 없는 일회성 요인을 제외한 경상적인 비차, 사차 이익은 지속적으로 개선되고 있는 것으로 모니터링 되고 있음
- 부동산 매각 계획은 회사의 전반적인 손익 목표와 매각 부동산들의 시장 상황에 따라 정하고 있음. 특히 해외 부동산의 경우 시장 상황 및 수요에 따른 매각 타이밍이 중요해 이를 모두 고려하고 있음. 올해 1조정도 매각 계획하고 있었으며 그 중 하나인 영국 부동산임. 브렉시트 등 시장 상황이나 가격. 국내 저수익 부동산 등은 사용 목적 및 시장 상황에 따라 선별하고 있음.
- 보험손익이 빠르게 개선된다면 부동산 매각 계획을 탄력적으로 조정해서 운영할 수 있음

**Q. [배당] 배당 계획은?**

- 배당관련해서는 여러 규제가 영향을 미치고 있음.
- IFRS17, K-ICS는 자본에 미치는 영향은 크지 않아 추가적인 자본확충은 필요하지 않을 것으로 생각하고 있음
- 보험업법 개정 및 금융그룹 통합감독 논의가 진행 중인 상황이기 때문에 내년 배당정책을 구체적으로 언급하기 어려움.

**Q. [즉시연금] 즉시연금에 대한 준비금 적립 방안?**

- 이차이익에 영향을 미치는 부분임.
- 법적 쟁점이 크기 때문에 법원 판단에 따라 결정할 것. 법원 판단이 나오면 규모 등을 결정해 발표할 계획임. 법원판단과는 무관하게 최저보증금액은 지급할 것을 이사회에서 의결하였으며 이 부분은 금년도 80억원 수준으로 이차이익에 빠르게 반영할 계획임.

**Q. [손해율] 중기적 손해율 정상화 전망은?**

- 가이드스 70% 후반대로 유지해나가겠다고 말한 바 있음. 하반기는 2%p 개선될 것으로 보임. 암요양 지급 관련 당국이 요구하고 있는 것이 있으나 아직 확정된 것은 없음. 이런 것을 모두 반영하여 사차이익의 고강도 관리 대책 진행할 것임
- 차후 2년 동안 일회성 요인 제외 시 70% 후반 대 정도로 관리해나갈 수 있도록 노력할 것

**Q. [보장성] 차후 2년간 보장성 신계약 APE 지속가능한 성장률은?**

- 보장성 시장규모가 성장하고 있지 않기 때문에 환경은 좋지 않은 상황임. 종신보험 성장이 더디고, 건강보험 시장이 성장할 가능성이 높다고 생각하고 있기 때문에 이 시장에서 확대해 나갈 전략을 가지고 있음.
- 유병자 등 신규 상품을 개발하고 수익성이 확보되는 하에서 GA 등 타 채널과 균형적으로 성장할 수 있도록 할 것임. 또한 전속채널 활동관리 강화를 통해 중저가 건강상해 상품의 판매를 확대해나갈 계획임.
- 향후 시장 규모 및 성장률은 아직 확정된 계획은 없지만 최소한 5~10% 대의 성장이 가능할 수 있도록 노력하고 있음.

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

## 재무상태표(별도)

(단위:십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
운용자산	194,074	206,167	209,267	216,633	224,513
현금 및 예금	3,882	3,090	1,757	1,819	1,885
유가증권	145,519	153,831	156,799	162,318	168,223
당기손익증권	973	944	2,969	3,074	3,186
매도가능증권	137,439	144,896	145,728	151,134	156,917
만기보유증권	293	263	249	258	268
관계기업투자주식	6,814	7,728	7,852	7,852	7,852
대출채권	38,864	44,108	45,991	47,610	49,342
부동산	5,809	5,137	4,720	4,886	5,064
비운용자산	6,325	6,878	5,958	5,999	6,092
특별계정자산	41,505	45,321	47,396	49,233	51,150
별도자산총계	241,904	258,366	262,621	271,865	281,754
책임준비금	158,554	166,638	173,160	179,873	186,874
보험료적립금	152,115	159,771	166,125	172,676	179,480
보증준비금	2,034	2,184	2,385	2,404	2,449
지급준비금	2,945	3,161	3,264	3,393	3,527
계약자배당준비금	1,399	1,449	1,367	1,382	1,399
기타준비금	21	19	19	19	19
계약자지분조정	8,043	9,575	8,298	8,121	7,943
기타부채	6,972	7,996	7,467	7,756	8,058
특별계정부채	43,991	47,330	47,679	49,528	51,455
별도부채총계	217,560	231,539	236,605	245,278	254,331
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	6	6	6	6	6
이익잉여금	10,997	11,730	13,198	13,769	14,605
자본조정	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110
기타포괄손익누계	15,351	17,102	14,822	14,822	14,822
별도자본총계	24,344	26,827	26,016	26,587	27,423

## 손익계산서(별도)

(단위:십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험손익	2,427	902	-1,051	18	113
보험영업수익	16,947	16,817	15,820	16,273	16,750
보험료수익	16,669	16,516	15,508	15,962	16,439
보험영업비용	14,519	15,915	16,870	16,256	16,637
지급보험금	10,587	11,884	12,867	12,180	12,587
사업비	1,496	1,724	2,189	2,252	2,338
신계약상각비	2,124	1,967	1,454	1,462	1,352
투자손익	6,126	6,325	8,108	6,883	7,132
책임준비금전입액	9,193	7,552	6,191	6,713	7,000
영업이익	-639	-325	1,004	188	245
조정영업이익	802	1,240	2,643	1,857	1,949
영업외수익	1,351	1,452	1,442	1,453	1,491
특별계정수수료	1,441	1,566	1,639	1,669	1,704
법인세차감전순이익	712	1,127	2,446	1,641	1,736
법인세	139	186	611	442	468
세율	19.6	16.5	25.0	26.9	27.0
당기순이익	573	941	1,835	1,199	1,268

## 수익성 지표(별도)

(단위: %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험금지급률	63.5	72.0	83.0	76.3	76.6
위험손해율	82.1	78.5	78.9	77.9	77.1
위험보험료	3,772	3,906	4,029	4,190	4,293
사차이익	674	840	852	927	984
사업비용	11.9	12.4	13.1	12.8	13.0
투자수익률	3.3	3.2	3.9	3.2	3.2

## 성장성지표 I (별도)

(단위:%)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험손익	-29.4	-62.9	-216.6	-101.7	542.7
보험료수익	-3.6	-0.9	-6.1	2.9	3.0
지급보험금	3.9	12.2	8.3	-5.3	3.3
위험보험료	3.5	3.6	3.1	4.0	2.4
사차이익	-20.4	24.5	1.4	8.8	6.1
투자손익	-2.7	3.3	28.2	-15.1	3.6
책임준비금전입액	-6.5	-17.8	-18.0	8.4	4.3
영업이익	-720.9	-49.1	-408.6	-81.3	30.3
영업외수익	2.1	7.5	-0.7	0.8	2.6
당기순이익	-47.2	64.3	95.1	-34.7	5.7
운용자산	7.8	6.2	1.5	3.5	3.6
책임준비금	6.4	5.1	3.9	3.9	3.9
자본총계	6.5	10.2	-3.0	2.2	3.1

## 성장성지표 II(별도)

(단위:십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
신계약 APE	3,212	2,774	2,668	2,657	2,770
보장	2,106	1,556	1,742	1,707	1,792
연금	547	654	394	402	410
저축	559	565	533	549	568

## 재무제표(연결)

(단위:십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
연결자산총계	264,654	282,753	289,538	298,782	308,671
연결부채총계	236,345	251,588	259,178	267,852	276,904
지배기업소유지분	26,644	29,401	28,639	29,094	29,931
비지배지분	1,664	1,763	1,721	1,837	1,837
연결자본총계	28,308	31,164	30,360	30,930	31,767
법인세차감전 순이익	2,607	1,715	2,910	2,086	2,146
법인세	458	423	771	772	458
세율	17.5	24.6	26.5	26.9	26.9
연결순이익	2,150	1,293	2,140	1,524	1,568
지배주주지분순이익	2,054	1,195	2,051.2	1,408	1,452
비지배지분순이익	96	97	88	116	116

## 투자지표(별도)

(단위: 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	2.4	3.7	6.9	4.6	4.7
ROA	0.2	0.4	0.7	0.4	0.5
EPS(원)	3,188	5,238	10,218	6,677	7,060
BPS(원)	135,564	149,393	144,876	148,053	152,713

## 투자지표(연결)

(단위: 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	8.2	4.3	7.1	4.9	4.9
ROA	0.9	0.5	0.7	0.5	0.5
EPS(원)	11,440	6,656	11,423	7,841	8,085
BPS(원)	148,374	163,727	159,484	162,015	166,676
DPS(원)	1,200	2,000	3,500	2,400	2,400
P/E	9.8	18.7	8.5	12.4	12.0
P/B	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
배당수익률	1.1	1.6	3.6	2.5	2.5
RBC	302	318	290	286	284
Embedded Value	29,274	38,605	41,640	44,533	47,349
RoEV	9.0	33.1	7.9	6.9	6.3
EVPS	163,018	214,980	231,883	247,994	263,674
P/EV	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4

자료: 삼성생명, 하이투자증권 리서치센터

## 최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(삼성생명)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018-04-16(담당자변경)	Buy	150,000	1년	-30.7%	-20.7%
2018-08-13	Buy	140,000	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 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 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 돕기 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(매 수): 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 투자비용 등급 공시 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-