

# 삼성생명(032830)

## 배당정책, 보수적으로 변화

컨센서스 부합하는 2분기 실적

배당정책, 보수적으로 변화

지분가치 하락을 반영해서 목표주가 12% 하향

### Facts : 컨센서스 부합하는 2분기 실적

2분기 순이익은 1조 560억원(+177.6% YoY, +170.8% QoQ)로 컨센서스에 부합했다. 삼성전자 지분 0.5% 매각이익 1조 900억원 반영으로 일시적으로 순이익이 큰 폭 증가했다. 주식시장 변동성 확대로 변액보증환입은 부재했고, 신계약비 이연한도 초과에 따른 일시 추가상각 330억원 손실이 발생했다.

### Pros & cons : 배당정책, 보수적으로 변화

삼성전자 지분 매각으로 올해 연간순이익은 1.9조원으로 전년 대비 64.9% 증가 할 전망이다. 전년 배당성향 29.4%를 적용 시 DPS는 3,040원, 배당수익률은 3.1%이다. 그러나 컨퍼런스콜을 통해 삼성생명은 전자지분 매각이익을 배당재원에 포함하겠지만, 재원 중 일부는 우선적으로 K-ICS 및 IFRS17을 대비해야 함을 밝혔다. 따라서 연말 배당이 기대치를 하회할 것으로 판단한다. 올해 배당성향을 29.4%에서 20%로 하향, DPS는 3,040원에서 2,060원으로 하향한다. 연말 배당 수익률은 2.1%이다.

### Action : 지분가치 하락을 반영해서 목표주가 12% 하향

삼성전자 지분가치 하락을 고려해서 삼성생명 목표주가를 12% 하향한 130,000 원을 제시한다. 삼성전자 지분가치가 23.1조원에 달해 삼성전자 주가 변동에 따라 기업가치 변화가 크다(유배당, 법인세 제외한 주주 지분 12.6조원). 삼성생명은 추후 삼성전자 지분 매각 시에도 제도 대응이 중요함을 밝혔기에 배당 기대감은 낮아질 전망이다.

하회

부합

상회

순이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

**목표주가: 130,000원(하향)**

### Stock Data

KOSPI(8/10)	2,283
주가(8/10)	97,000
시가총액(십억원)	19,400
발행주식수(백만)	200
52주 최고/최저가(원)	137,500/95,100
일평균거래대금(6개월, 백만원)	25,072
유동주식비율/외국인지분율(%)	41.9/16.1
주요주주(%)	이건희 외 7 인 신세계 외 1 인
	47.0 8.1

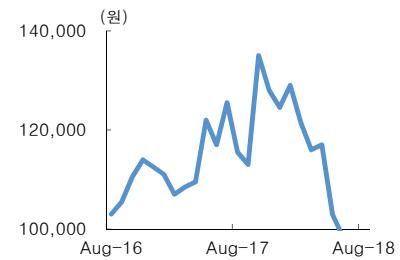
### Valuation 지표

	2016A	2017A	2018F
PER(x)	11.0	20.8	9.8
PBR(x)	0.7	0.7	0.6
ROE(%)	7.9	4.0	6.4
DY(%)	1.1	1.6	2.1
EPS(원)	10,271	5,976	9,855
BPS(원)	152,094	166,373	161,977

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.9)	(18.8)	(17.8)
상대주가(%p)	(0.4)	(15.4)	(14.5)

### 주가추이



자료: WISEfn

### 윤태호

taeho3123@truefriend.com

## 컨퍼런스콜 요약

### [전자지분매각 자금 활용 방안]

- 5월 전자 지분 0.35% 매각해서 1.1조원 매각이익(세후 7,510억원)
- K-ICS 및 IFRS17이 도입되는 것을 감안해서 매각자금을 활용하는 게 우선. 신자본규제에 맞춰 초장기채 매입에 활용
- 향후 여러 규제 등에 따라 입법사항, 금융그룹 통합감독에 대해 확정 사항이 많지 않아 지분 매각 규모 및 시기는 제시 어려움
- 신사업 투자 계획 확정된 사항 없음

### [자산운용]

- 국내부동산 (과거 투자 매각 작업), 저수익/투자용 부동산자산 1조원 매각 절차 통해 500억~1,500억 정도 확보 기대 중
- 전반적인 회사 손익 계획하에 경상적으로 부동산 매각 진행하고 있음
- 매각 시장 상황(타이밍 등이 중요) 및 수요, 개별 부동산들의 상태도 종합적으로 감안해서 결정 중
- 해외는 영국 물건(브렉시트 등 시장 상황 고려해 향후 침체될 것을 감안해서 매각 진행), 국내 저수익 부동산은 회사 사용 목적 등을 고려해서 결정

### [자산/부채 드레이션]

- 부채드레이션이 확대되어도 RBC 영향은 25%p 하락

### [실적 전망]

- 보험영업이익은 2014년 이후 지속적으로 개선했지만 일회성 요인으로 올해 1.7조원 가이던스는 달성 어려움
- 즉시연금 관련 보험금 지급 전망: 일회성요인 금융당국의 암보험금 지급 300억 등 발생
- 소비자보호 규제로 사차익 부담 요인 많을 것으로 생각됨(부당 청구 및 병원 관리 등으로 대응)
- 즉시연금은 이차익에 영향. 법원의 판단에 따라 추가 지급 규모 등 구체적인 사안 공유할 것. 법원 판단과 상관 없이 고객 보호 위에 계약서에 예시된 수준에 맞춰 최저보증금 80억 수준 이차익에 반영 예정. 빠른 시일 내에 지급 될 예정
- 신계약비 한도 초과로 인한 추가상각 하반기에도 상반기와 비슷하게 340억 수준 예상
- 위험손해율은 하반기 2%p 정도 소폭 개선될 듯(사차익 8,400억원 전망)
- 올해 위험손해율은 일회성 요인으로 80% 초반, 경상적으로는 70% 후반

### [향후 보장성 신계약 전망]

- 생보 보장성 시장 성장 지체. 특히 종신보험 시장이 제일 더디고, 건강보험 시장에서 그나마 소폭 성장 기대되기에 유병자 보험상품 등의 신상품 선도 적으로 출시

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
보험영업수익	4,180	4,222	4,080	4,103	4,094	(0.2)	(2.1)	4,151
보험손익	475	205	(181)	(384)	(61)	NM	NM	(82)
투자손익	1,669	1,712	1,564	1,981	3,027	52.8	81.4	2,680
당기순이익	381	320	(72)	390	1,056	170.8	177.6	1,114

주: 당기순이익은 지배주주순이익 기준

자료: 삼성생명, 한국투자증권

〈표 2〉 수익 추정 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	FY17		FY18 (변경 후)				FY18 (변경 전)		Review		FY19(F)			
	2Q(A)	연간	1Q(A)	2Q(P)	3Q(F)	4Q(F)	연간(F)	2Q(F)	연간(F)	YoY 전망대비	변경 후	변경 전	차이	
보험영업수익	4,180	16,948	4,103	4,094	5,611	5,835	19,643	4,383	17,427	(2.1)	(6.6)	23,395	18,079	22.7
보험영업비용	3,705	15,942	4,487	4,154	5,639	6,276	20,557	4,113	17,456	12.1	1.0	24,210	17,618	27.2
지급보험금	2,738	11,910	3,452	3,120	4,348	4,864	15,785	3,140	13,352	14.0	(0.6)	18,723	13,444	28.2
사업비	374	1,723	564	542	498	611	2,215	369	1,796	44.7	46.7	2,316	1,714	26.0
신계약비상각	509	1,969	379	396	697	697	2,170	535	2,002	(22.1)	(26.0)	2,766	2,169	21.6
책임준비금전입액	1,943	7,610	1,394	1,818	1,531	1,439	6,182	1,687	6,330	(6.5)	7.7	6,009	6,739	(12.1)
보험손익 (책임준비금전입액 차감전)	475	1,006	(384)	(61)	(29)	(441)	(915)	270	(29)	NM	NM	(817)	459	156.2
투자영업이익	1,669	6,976	1,981	3,027	1,799	2,145	8,953	2,499	8,068	81.4	21.1	7,561	6,726	11.0
영업외이익	339	1,342	359	309	353	306	1,327	338	1,371	(8.9)	(8.5)	1,319	1,363	(3.3)
당기순이익	380	1,195	390	1,056	406	119	1,971	1,156	2,079	177.6	(8.7)	1,496	1,442	3.6
손해율	114.0	117.2	120.3	123.0	106.5	109.8	113.8	111.7	114.7	9.0	11.3	107.6	113.3	(5.3)
사업비율	21.5	22.2	23.4	23.3	21.6	22.9	22.7	20.9	22.2	1.9	2.4	22.1	21.8	1.2
투자이익률	3.1	3.2	3.5	5.3	3.2	3.1	3.8	4.5	3.5	2.3	0.9	3.2	3.1	5.1
투자이익/수입보험료	40.5	41.9	49.1	75.3	32.6	37.6	46.4	57.8	47.1	34.8	17.5	32.9	37.8	(15.1)
총자산	276,178	282,753	283,345	285,205	284,765	288,995	288,995	283,114	290,347	3.3	0.7	305,020	308,886	(1.3)
운용자산	222,976	228,741	226,887	230,819	230,468	233,839	233,839	226,823	232,533	3.5	1.8	246,608	247,167	(0.2)
유가증권	151,205	150,811	149,226	151,171	150,908	153,434	153,434	149,920	154,195	(0.0)	0.8	163,001	165,153	(1.3)
대출	60,100	64,574	65,814	66,316	66,239	66,980	66,980	65,274	66,526	10.3	1.6	69,786	69,737	0.1
특별계정자산	41,754	44,109	44,576	45,664	45,874	48,431	48,431	45,664	47,742	9.4	0.0	50,455	51,623	(2.3)
책임준비금	162,984	166,881	168,473	170,431	169,561	171,022	171,022	167,794	171,122	4.6	1.6	177,082	177,938	(0.5)
계약자지분조정	9,693	9,581	9,027	8,397	8,252	8,412	8,412	8,278	8,561	(13.4)	1.4	8,573	8,841	(3.1)
자기자본	31,859	31,164	29,813	285,205	285,162	285,581	285,581	30,674	31,410	795.2	829.8	287,167	33,296	88.4
BPS (원)	169,845	166,373	159,616	1,436,579	1,436,361	1,438,454	1,438,454	163,920	167,600	745.8	776.4	1,446,385	177,032	87.8

자료: 삼성생명, 한국투자증권

〈표 3〉 삼성생명 2018 예상 영업가치

(단위: 십억원, %)

	순이익	지분율	배당성향	계열사이익
삼성생명	1,496			
1) 배당금 인식 계열사 지분(2017A 세후 배당)				
삼성전자(2018년 연말 배당/2018년 2Q~4Q 배당)	46,341	7.9		519
삼성중공업	(256)	3.4	0.0	0
에스원	149	5.3	59.0	3
호텔신라	160	7.3	52.5	5
삼성화재	1,059	15.0	45.0	53
배당이익 소계				580
2) 지분법이익 계열사 소계(2018F 순이익)				
삼성카드	370	71.9		266
삼성자산운용	49	98.7		49
삼성증권	375	30.0		113
지분법이익 소계				427
3) 조정 삼성생명				
삼성생명 2018F 보험영업순이익				489
계열사 지분가치를 제외한 삼성생명 시가총액				1,299
조정 2018F PER				2.7
계열사 지분가치/자사주를 제외한 삼성생명 시가총액				(699)
조정 2018F PER				(1.4)

주: 1. 삼성생명 순이익은 일회성 및 계열사 이익기여도를 제외한 경상적이익, 배당금은 세후 배당

2. 삼성생명의 삼성전자 지분은 상반기 예정된 삼성전자 자사주 소각 기준

3. 계열사 지분 29.4조원과 자사주 2.0조원이 현재 시가총액 19.4조원을 초과해서 이를 차감한 삼성생명의 시총이 -로 산출

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 삼성생명 SOTP

(단위: 십억원)

	비고	금액
(1) 영업가치		4,703
영업순이익	계열사 배당/지분법 제외한 경상적이익	489
적정 PER	생보업종평균(배)	9.6
계열사 지분	공정가치	주주지분(유배당 세금 제외)
(2) 지분 합계	29,441	18,101
삼성전자	23,082	12,583
삼성중공업	140	97
에스원	177	109
호텔신라	294	166
기타 제조계열사	611	372
제조계열사 합	23,692	12,954
삼성화재	1,977	795
삼성증권	856	304
금융계열사 합	1,683	1,099
유배당계약 대상 지분	25,375	14,053
삼성화재	611	600
삼성카드	2,916	2,912
삼성증권	540	536
유배당계약 미반영 소계	4,066	4,047
(3) 자사주 10.3%	지분율 10.2%	1,979
총 기업가치		24,783
적정 NAV(원)		123,915

주: 1. 영업순이익은 계열사 배당금, 지분법순이익을 제외한 기준.

2. 삼성전자 지분 7.9%의 주주 지분은 12.6조원(지분의 공정가치에서 이연법인세, 유배당계약 지분 제외)

자료: 한국투자증권

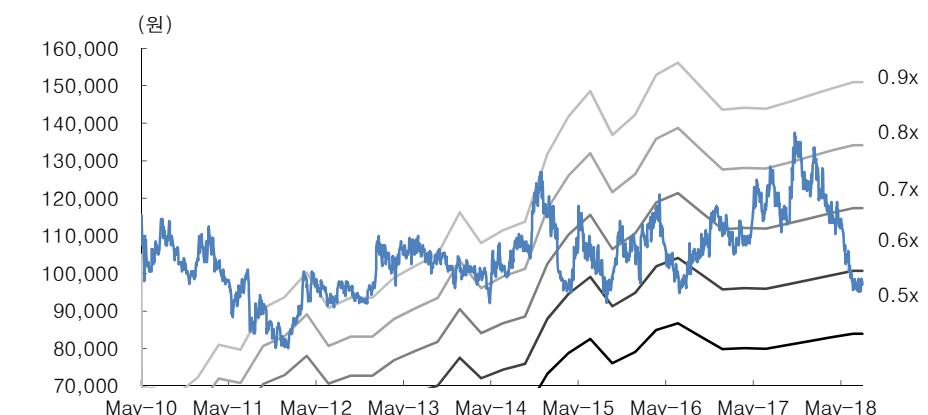
〈표 5〉 삼성전자 주가 변화에 따른 기업가치 민감도

(단위: 십억원, %)

삼성전자 주가 변화	기업가치	차이
10% 상승	24,724	5.7
20% 상승	26,058	11.4
30% 상승	27,392	17.1

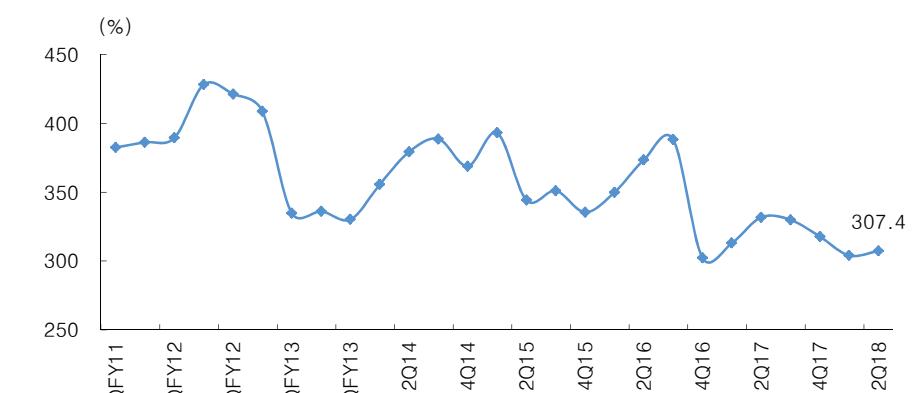
자료: 한국투자증권

[그림 1] 삼성생명 12MF PBR 밴드



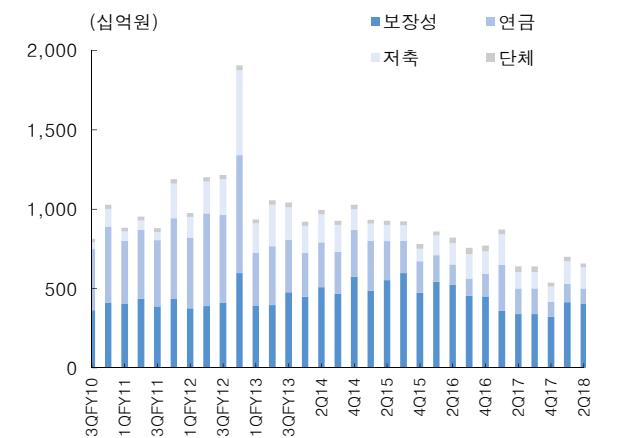
자료: 삼성생명, Quantwise, 한국투자증권

[그림 2] RBC 비율 추이



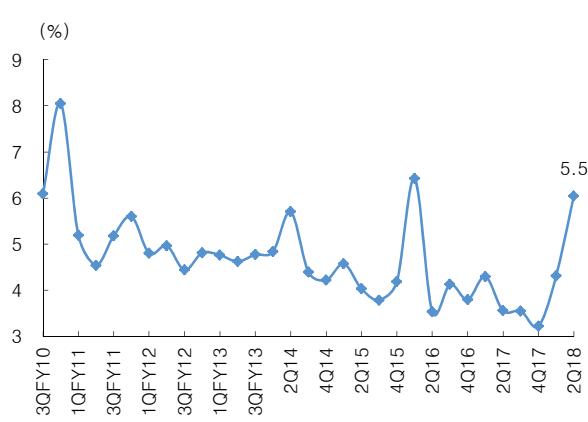
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 3] 신계약 APE 추이

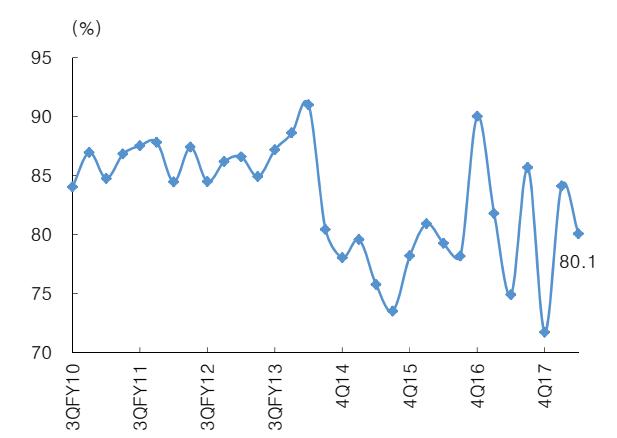


자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 4] 운용자산이익률 추이

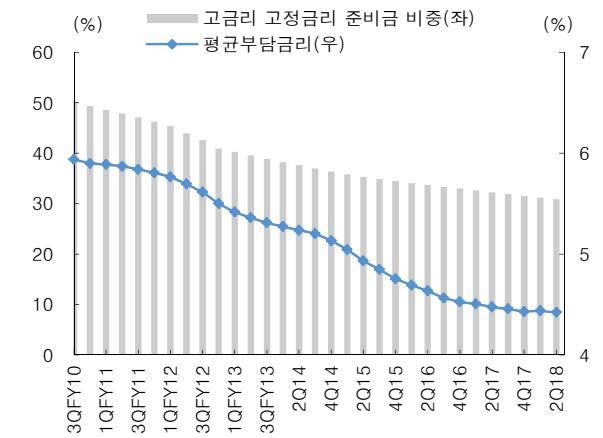
주: 매도가능증권평가손익을 조정하지 않은 운용자산이익률 기준  
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 5] 위험손해율 추이



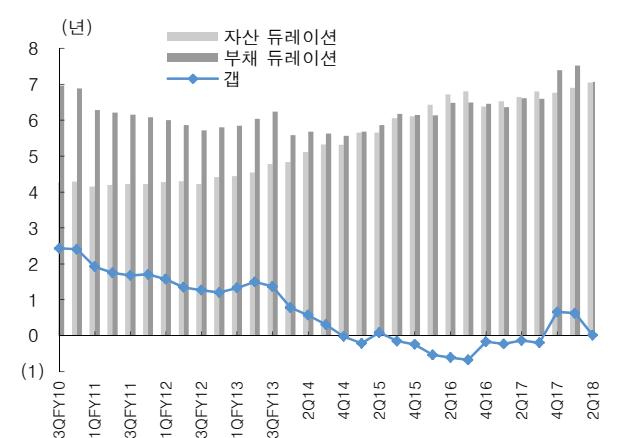
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 6] 고정형 부채 적립금과 평균부담금리 추이



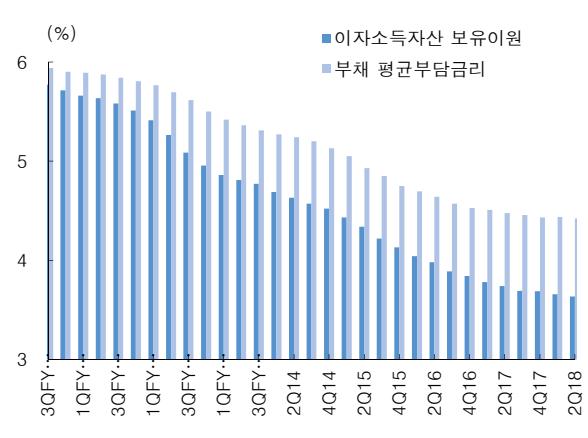
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 7] 드레이션 캡 추이



자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 8] 이원차 스프레드 추이



자료: 삼성생명, 한국투자증권

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
자산총계	230,363	264,654	282,753	288,995	305,020
운용자산	183,082	214,879	228,741	233,839	246,608
현금과예치금	3,272	5,823	4,940	4,615	4,722
유가증권	137,227	142,071	150,811	153,434	163,001
주식	19,805	23,902	32,258	29,446	31,397
채권	105,597	106,351	103,943	107,622	114,183
대출채권	33,363	58,063	64,574	66,980	69,786
부동산	9,220	8,923	8,416	8,857	9,341
비운용자산	7,695	8,269	8,691	4,654	(400)
미상각신계약비	3,856	3,542	3,114	2,691	2,178
특별계정자산	40,725	44,109	48,431	50,455	58,564
부채총계	206,641	236,345	251,588	258,710	273,149
책임준비금	149,118	158,729	166,881	171,022	177,082
보험료적립금	143,389	152,281	160,006	166,298	172,253
계약자지분조정	6,968	8,058	9,581	8,412	8,573
기타부채	9,976	25,683	27,928	30,189	30,532
특별계정부채	40,578	43,857	47,180	49,228	57,103
자본총계	23,722	28,308	31,164	30,285	31,871
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	6	63	63	92	92
이익잉여금	11,567	13,289	14,268	14,999	15,677
기타포괄손익누계액	13,548	15,310	17,087	15,535	16,443

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
보험영업수익	17,612	17,046	16,948	19,643	23,395
보험료수익	17,354	16,768	16,646	19,288	23,005
개인	16,846	16,244	16,094	20,112	22,283
생존	6,145	4,978	4,695	5,762	6,361
사망	8,670	9,229	9,196	11,638	12,915
양로	2,031	2,037	2,203	2,713	3,007
단체	441	425	422	533	592
지급보험금	10,210	10,610	11,910	15,785	18,723
보험금	1,631	1,623	1,987	2,609	2,877
환급금	8,496	8,905	9,820	13,459	14,838
배당금	64	59	77	383	422
사업비	1,559	1,524	1,723	2,215	2,316
(이연신계약비)	(1,934)	(1,809)	(1,545)	(1,852)	(2,252)
신계약비	1,956	1,840	1,756	2,116	2,480
유지비	1,537	1,493	1,553	1,795	2,124
신계약비상각비	2,057	2,124	1,969	2,170	2,766
보험손익	3,497	2,476	1,006	(915)	(817)
투자손익	6,428	8,000	6,976	8,953	7,561
책임준비금전입	9,864	9,242	7,610	6,182	6,009
영업이익	61	1,235	373	1,507	723
영업외손익	1,310	1,373	1,342	1,327	1,319
당기순이익	1,211	2,054	1,195	1,971	1,496

## 성장지표

(단위: %)

	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
총자산성장률	7.4	14.9	6.8	2.2	5.5
수입보험료성장률	(0.6)	(3.4)	(0.7)	15.9	19.3
개인	(0.7)	(3.6)	(0.9)	25.0	10.8
단체	(3.1)	(3.4)	(0.8)	26.3	11.1
영업이익률	(90.1)	1,918.3	(69.8)	304.3	(52.1)
당기순이익률	(9.4)	69.6	(41.8)	64.9	(24.1)
투자수익증가율	(6.2)	24.4	(12.8)	24.1	(11.6)
운용자산증가율	6.2	17.4	6.5	2.2	5.5
수입보험료 비중					
개인	97.1	96.9	96.7	104.3	96.9
생존	35.4	29.7	28.2	29.9	27.7
양로	11.7	12.1	13.2	14.1	13.1
단체	2.5	2.5	2.5	2.8	2.6
지급보험금 비중					
보험금	16.0	15.3	16.7	16.5	15.4
환급금	83.2	83.9	82.5	85.3	79.2
배당금	0.6	0.6	0.6	2.4	2.3

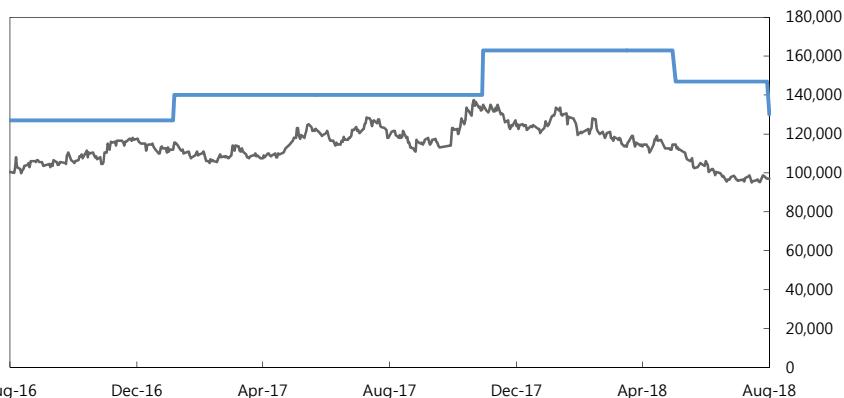
## 수익성지표

(단위: 원, %)

	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
ROA	0.5	0.8	0.4	0.7	0.5
ROE	5.3	7.9	4.0	6.4	4.8
당기순이익/수입보험료	7.0	12.3	7.2	10.2	6.5
투자수익/수입보험료	37.0	47.7	41.9	46.4	32.9
보험금지급률	58.8	63.3	71.5	81.8	81.4
보험금지급률(책임준비금포함)	115.7	118.4	117.3	113.9	107.5
보험금/보험료수익	9.4	9.7	11.9	13.5	12.5
환급금/보험료수익	49.0	53.1	59.0	69.8	64.5
배당금/보험료수익	0.4	0.4	0.5	2.0	1.8
투자영업지표					
총자산대비 투자영업이익률	2.9	3.3	2.6	3.1	2.6
운용자산수익률	3.7	4.1	3.2	3.8	3.2
총자산대비 운용자산	79.5	81.2	80.9	80.9	80.8
주당지표(원)					
EPS	6,056	10,271	5,976	9,855	7,479
BPS	118,609	141,542	155,822	151,426	159,356
수정BPS	126,451	152,094	166,373	161,977	169,908
DPS	1,800	1,200	2,000	2,060	1,570
배당수익률	1.6	1.1	1.6	2.1	1.6
배당성향	27.5	10.5	29.4	20.0	20.0

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성생명(032830)	2016.05.13	매수	147,000원	-32.0	-28.2
	2016.08.12	매수	127,000원	-13.7	-7.1
	2017.01.17	매수	140,000원	-16.6	-1.8
	2017.11.10	매수	163,000원	-25.0	-17.2
	2018.05.14	매수	147,000원	-31.5	-23.1
	2018.08.12	매수	130,000원	-	-



### ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 12일 현재 삼성생명 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성생명 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

### ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

### ■ 투자등급 비율 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

\* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

### ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.