

삼성생명 (032830)

전자 지분 매각 제외시 부진한 실적

2Q18 지배순익 1조 560억원(+178%)으로 컨센서스 상회

2분기 연결 지배순익은 1조 560억원(YoY +178%)으로 컨센서스를 상회하였고 당사 추정치에는 부합했다. 실적 급증은 주로 삼성전자 지분 매각에 따른 세후 7,510억원 증가 영향이 가장 크다. 이를 제외한 순익은 3,050억원으로 전년 동기 대비 20% 감소했다. 그 밖에 신계약비 이연한도 초과에 따른 추가상각 330억원, 변액보증손익 1억원(전년 동기 대비 -930억원) 등이 반영되었다. 1회성 요인 및 이차손익 영향을 배제한 보험이익은 전년 대비 22.6% 감소한 3,580억원을 기록했다. 위험손해율은 연초 가이드스 78% 대비 부진한 흐름을 1,2분기 지속 나타내었다. 이에 '18년 위험손해율을 80.0%로 상향 가정했다. 올 상반기 변액보증손익 감소, 보험영업익 부진이 겹친 부진한 실적이라 평가한다.

변액보증 손익, 보험영업익 측면의 모멘텀 제한적, 삼성전자 지분 추가 매각 가능성은 충분

전년 대비 매크로환경 악화에 따라서 전년도 실적 서프라이즈 요인으로 작용했던 변액보증손익 개선을 기대하기 어려워졌다. 또한 위험손해율도 가이드스 대비 부진한 상황이다. 즉시연금 관련해서도 향후 소송 결과에 따라 이차이익의 추가 악화(최대 4천억원)가 불가피하다. 이러한 실적 모멘텀 부진으로 향후 실적 추정을 하향조정했다. 반면, 금융그룹 통합 감독 시스템의 도입, K-ICS상 계열사 지분에 대한 요구자본 증가 가능성을 감안시 보유 삼성전자 지분(6.94%)의 추가 매각 가능성이 존재한다. 지난 5월 매각한 삼성전자 지분매각의 관련해서는 배당재원에 포함하나, 정책 불확실성을 고려하여 전년 대비 낮은 배당성향(25.1%)을 가정했다. 현 주가의 배당수익률은 2.9%이다.

목표가 13만원으로 하향조정

목표가를 기존 148,000원에서 130,000원으로 하향조정한다. 목표가의 하향은 가치합산 방식(SOTP)을 통해 산출하는 밸류에이션상 보유 삼성전자 지분가치 하락과 '18~'19년 실적 하향조정에 기인한다. 보험손익에 있어 기존 추정치 대비 위험손해율 상향 및 변액손익 가정을 보수적으로 변경했다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 130,000원(하향) | CP(8월 10일): 97,000원

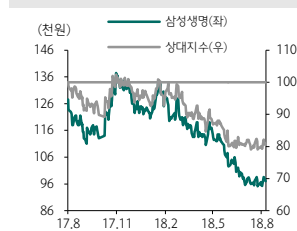
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,282.79
52주 최고/최저(원)	137,500/95,100
시가총액(십억원)	19,400.0
시가총액비중(%)	1.61
발행주식수(천주)	200,000.0
60일 평균 거래량(천주)	242.0
60일 평균 거래대금(십억원)	24.5
18년 배당금(예상, 원)	2,800
18년 배당수익률(예상, %)	2.9
외국인지분율(%)	16.06
주요주주 지분율(%)	
이건희 외 7인	47.03
신세계 외 1인	8.07
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(0.9) (18.8) (17.8)
상대	(0.4) (15.9) (15.0)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	18,300.4	19,076.7
영업이익(십억원)	812.4	1,015.0
순이익(십억원)	1,599.3	1,726.7
EPS(원)	7,622	8,345
BPS(원)	175,347	185,221

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
보험영업순익	십억원	17,046	16,948	16,313	16,632	16,929
영업이익	십억원	1,235	373	1,496	392	509
연결순익	십억원	2,054	1,195	2,006	1,383	1,496
EPS	십억원	11,440	6,656	11,172	7,704	8,332
증감률	%	74.3	-41.8	67.9	-31.0	8.2
PER	배	9.8	18.7	8.7	12.6	11.6
PBR	배	0.69	0.70	0.55	0.51	0.47
ROE	%	7.67	3.90	6.28	4.19	4.21
BPS	원	162,298	178,672	177,257	190,553	204,823
DPS	원	1,200	2,000	2,800	2,800	2,800



Analyst 오진원

02-3771-7525
jvw.oh@hanafn.com

RA 박은규

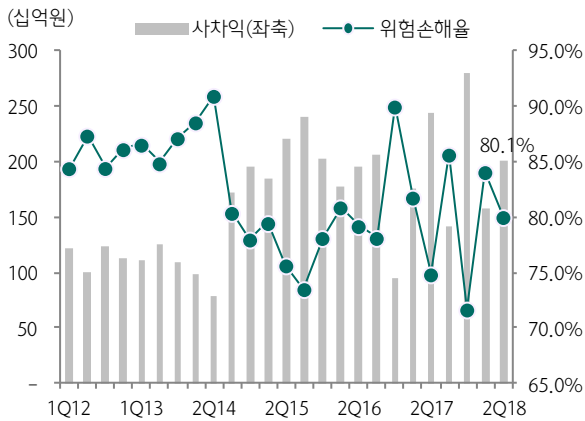
02-3771-8532
ek.p@hanafn.com

표 1. 삼성생명 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %, %p)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F
보험영업수익	4,465	4,180	4,222	4,080	4,103	4,094	4,042	4,074
위험보험료	961	973	983	990	996	1,003	1,012	1,009
보험영업비용	3,959	3,705	4,017	4,261	4,487	4,154	4,005	3,950
지급보험금	2,968	2,738	3,025	3,180	3,452	3,120	3,018	2,990
사업비	387	374	379	583	564	542	379	357
(이연신계약비)	- 410 -	412 -	446 -	335 -	431 -	414 -	468 -	345
신계약비	418	420	451	340	438	421	476	350
유지비	373	360	363	343	381	370	371	351
신계약비상각비	522	509	525	413	379	396	519	517
투자손익	2,032	1,669	1,712	1,564	1,981	3,027	1,977	1,912
책임준비금 전입액	2,091	1,943	1,863	1,713	1,394	1,818	1,877	2,029
영업이익	447	201	54	329	203	1,149	137	7
영업외손익	337	339	370	296	359	309	313	317
세전이익	785	540	424	33	562	1,458	449	324
순이익	595	406	343	51.3	416	1,074	326	235
연결순이익	566.3	380	320.2	71.8	389.9	1,056.0	325.7	235
총자산	268,409	276,178	281,488	282,753	283,345	285,205	292,032	294,037
운용자산	215,000	222,976	227,665	228,741	226,887	230,819	237,143	238,873
특별계정자산	44,258	45,227	45,636	45,321	46,744	46,572	47,007	47,429
총부채	238,906	244,319	248,905	251,588	253,532	255,295	261,574	263,120
책임준비금	160,921	162,984	164,978	166,881	168,473	170,431	172,308	174,337
자본총계	29,503	31,859	32,584	31,164	29,813	29,910	30,458	30,918
위험손해율	81.8%	74.9%	85.7%	71.7%	84.1%	80.1%	78.1%	77.9%
실제사업비/보험영업수익	17.7%	18.7%	19.3%	16.7%	20.0%	19.3%	21.0%	17.2%
투자이익률	3.78%	3.05%	3.04%	2.74%	3.48%	5.29%	3.06%	2.90%
이원차마진율	-0.73%	-0.74%	-0.77%	-0.74%	-0.78%	-0.79%	-0.79%	-0.78%
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%	14.1%	4.3%	3.1%
ROA	0.8%	0.6%	0.5%	-0.1%	0.6%	1.5%	0.5%	0.3%
Financial Leverage	9.2	8.9	8.7	8.9	9.3	9.5	9.6	9.5
APE	871	641	725	536	700	658	747	552
보장	387	375	449	345	440	430	485	355
연금	292	163	106	94	116	94	114	101
저축	192	102	170	98	143	134	149	96
APE 구성비								
보장	44.4%	58.4%	61.9%	64.3%	62.9%	65.4%	64.9%	64.3%
연금	33.5%	25.4%	14.6%	17.5%	16.6%	14.3%	15.2%	18.2%
저축	22.0%	16.0%	23.4%	18.2%	20.5%	20.3%	19.9%	17.4%
APE 성장률(YoY)	1.2%	-22.1%	-4.3%	-30.4%	-19.7%	2.7%	3.0%	3.0%
보장	-31.9%	-33.0%	-9.2%	-28.8%	13.7%	14.9%	8.0%	3.0%
연금	74.4%	27.0%	-2.8%	-34.5%	-60.1%	-42.2%	7.5%	7.5%
저축	53.2%	-23.3%	10.4%	-31.3%	-25.2%	30.7%	-12.5%	-1.3%

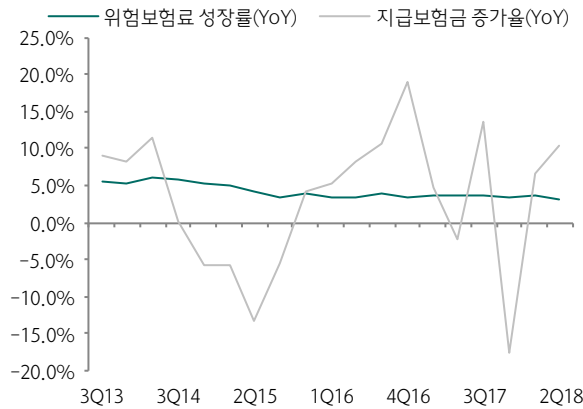
자료: 삼성생명, 하나금융투자

그림 1. 위험손해율 2Q18 80.1% 기록



자료: 삼성생명, 하나금융투자

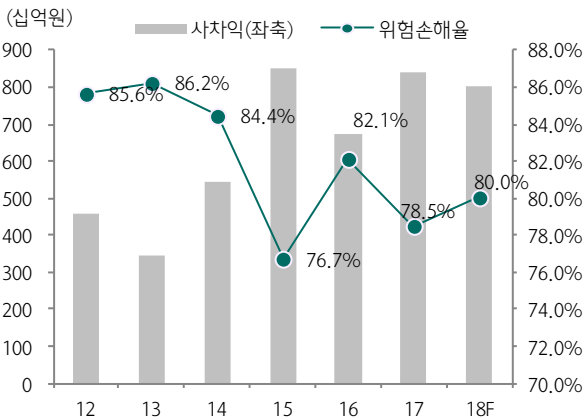
그림 2. 위험보험료 및 지급보험금 증가율 추이



주: 4Q16 자살보험금 1,600억원 반영

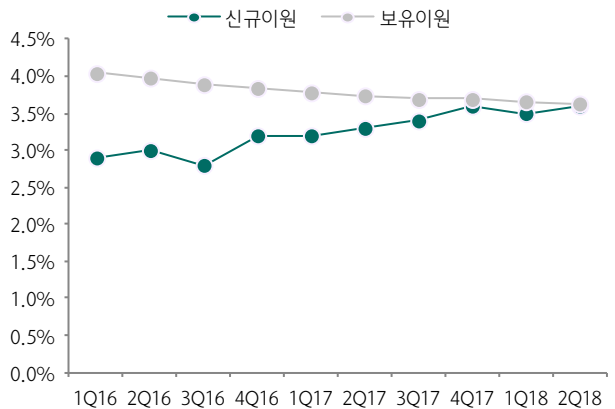
자료: 삼성생명, 하나금융투자

그림 3. 18년 위험손해율 80%로 상승 불가피



자료: 삼성생명, 하나금융투자

그림 4. 삼성생명 이자소득자산 신규이원 및 보유이원 추이



자료: 삼성생명, 하나금융투자

표 2. 삼성생명 SOTP Valuation

SOTP Valuation		(단위: 십억원, 배, 천주)
(A) 영업가치		6,666
18년 예상순익(1회성이익 및 계열사배당 제거)		667
P/E 배수		10
(B) 지분가치		29,874
지분율		시가(십억원)
삼성카드	71.9%	2,914
삼성화재	15.0%	1,977
삼성전자	8.3%	23,072
기타		1,911
(C) 유배당계약자 조정		6,691
(D) 매각시 법인세 발생		6,375
(E) 삼성전자 지분 매각시 자본 환입 효과 조정		2,500
(F) 합산가치(A+B-C-D+E)		25,974
주식수(천주)		200,000
주당 적정가치(원)		130,000

자료: 삼성생명, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
보험손익	2,476	1,006	-284	-64	-288
보험영업수익	17,046	16,948	16,313	16,632	16,929
위험보험료	3,772	3,906	4,021	4,192	4,321
보험영업비용	14,570	15,942	16,596	16,696	17,217
지급보험금	10,610	11,910	12,581	12,743	13,237
사업비	1,524	1,723	1,842	1,535	1,573
(이연신계약비)	-1,809	-1,603	-1,659	-1,701	-1,743
신계약비	1,839	1,629	1,685	1,728	1,771
유지비	1,467	1,438	1,473	1,509	1,545
신계약비상각비	2,124	1,969	1,811	2,052	2,037
투자손익	8,000	6,976	8,897	8,083	8,499
책임준비금 전입액	9,242	7,610	7,118	7,627	7,702
영업이익	1,235	373	1,496	392	509
영업외손익	1,373	1,342	1,298	1,516	1,555
세전이익	2,607	1,715	2,793	1,908	2,064
순이익	2,150	1,293	2,050	1,383	1,496
연결순이익	2,054	1,195	2,006	1,383	1,496

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
총자산	264,654	282,753	294,037	307,911	323,009
운용자산	214,879	228,741	238,873	249,324	259,877
현금예금	5,823	4,940	4,682	4,306	3,918
유가증권	142,071	150,811	157,624	165,342	173,048
대출	103,315	100,549	108,296	116,641	125,628
기타	38,756	50,261	49,328	48,701	47,420
비운용자산	8,269	8,691	7,735	9,394	12,115
특별계정자산	41,505	45,321	47,429	49,194	51,016
부채	236,345	251,588	263,120	274,675	287,283
책임준비금	158,729	166,881	174,337	181,964	189,667
기타부채	25,683	27,928	32,712	34,702	37,609
특별계정부채	43,857	47,180	47,569	49,339	51,166
자본총계	28,308	31,164	30,918	33,237	35,726
자본금/자본잉여금	106	163	192	192	192
이익잉여금	13,289	14,268	15,887	17,270	18,767
기타자본조정	14,914	16,733	14,839	15,774	16,767
연결지배순자산	29,145	32,085	31,831	34,218	36,781

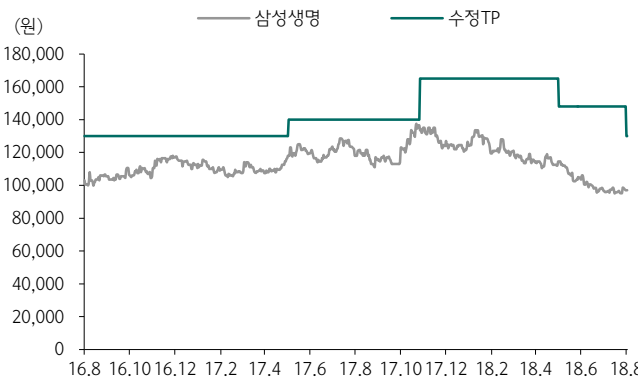
주요 성장성 및 수익성 지표	(단위: 십억원, %)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
성장률(전년대비, %)					
보험손익	- 29.2	- 59.4	-128.2	- 77.5	350.7
보험영업수익	- 3.2	- 0.6	- 3.7	2.0	1.8
위험보험료	3.5	3.6	2.9	4.2	3.1
신계약비	- 6.3	- 11.4	3.4	2.5	2.5
유지비	- 4.8	- 1.9	2.4	2.4	2.4
영업이익	1,918.3	- 69.8	301.1	- 73.8	29.8
순이익	77.7	- 39.9	58.6	- 32.5	8.2
연결순이익	69.6	- 41.8	67.9	- 31.0	8.2
총자산	14.9	6.8	4.0	4.7	4.9
운용자산	17.4	6.5	4.4	4.4	4.2
운용자산-DAC	17.9	6.8	4.7	4.6	4.4
책임준비금	6.4	5.1	4.5	4.4	4.2
특별계정자산	4.8	9.2	4.7	3.7	3.7
수익성(%)					
보험금/위험보험료	82.1	78.5	80.0	78.3	78.8
실제사업비/보험수익	19.7	18.4	19.7	19.8	20.0
운용자산이익률	4.0	3.15	3.81	3.31	3.34
평균예정이율	4.53	4.43	4.42	4.41	4.40
APE 내 보장성비율	65.6	56.1	64.4	65.0	65.6
특별계정수수료율	3.55	3.59	3.53	3.49	3.48
안정성(%)					
지급여력비율	302	287	267	254	241
총부채/보험료수입	1,386	1,484	1,613	1,651	1,697
총자산/자기자본	935	907	951	926	904

자료: 하나금융투자

주요 밸류에이션 지표	(단위: 십억원, 원, 배, %)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS	11,440	6,656	11,172	7,704	8,332
BPS	162,298	178,672	177,257	190,553	204,823
P/E (배)	9.8	18.7	8.7	12.6	11.6
P/B (배)	0.69	0.70	0.55	0.51	0.47
ROE	0.82	0.43	0.7	0.5	0.5
ROA	7.67	3.90	6.3	4.2	4.2
DPS					
보통주	1,200	2,000	2,800	2,800	2,800
우선주	-	-	-	-	-
배당성향	10.5	30.0	25.1	36.3	33.6
배당수익률					
보통주	1.1	1.6	2.9	2.9	2.9
우선주	-	-	-	-	-
내재가치(EV)	29,274	38,605	41,405	44,878	48,645
조정순자산가치	25,777	28,277	28,053	30,157	32,416
보유계약가치	3,497	10,328	13,352	14,720	16,229
신계약가치	1,212	1,134	1,247	1,309	1,375
ROEV (%)	19.0	33.1	8.6	8.4	8.4
EV per Share	163,018	214,980	230,572	249,911	270,890
VNB per Share	6,749	6,315	6,944	7,291	7,656
P/EV (배)	0.69	0.58	0.42	0.39	0.36
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
18.8.12	BUY	130,000		
18.5.13	BUY	148,000	-31.78%	-22.64%
17.11.7	BUY	165,000	-25.70%	-18.18%
17.5.14	BUY	140,000	-13.73%	-1.79%
16.8.21	BUY	130,000	-15.47%	-9.23%
16.5.15	BUY	140,000	-28.45%	-22.86%

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	93.9%	5.2%	0.9%	100.0%

* 기준일: 0000년 0월 0일

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 08월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2018년 08월 13일 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.