SK COMPANY Analysis

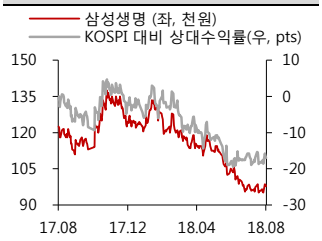
SK securities

Analyst
김도하
doha.kim@sk.com
02-3773-8876

Company Data	
자본금	100 십억원
발행주식수	20,000 만주
자사주	2,043 만주
액면가	500 원
시가총액	19,400 십억원
주요주주	
이건희(외7)	47.03%
삼성생명 자사주	10.21%
외국인지분률	16.05%
배당수익률	1.61%

Stock Data	
주가(18/08/10)	97,000 원
KOSPI	2,282.8 pt
52주 Beta	0.71
52주 최고가	137,500 원
52주 최저가	95,100 원
60일 평균 거래대금	24 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.9%	-0.4%
6개월	-18.8%	-15.4%
12개월	-17.8%	-14.6%

삼성생명 (032830/KS | 매수(유지) | T.P 132,000 원(하향))

2Q18 Review: 실적과 배당의 예측 불확실성 확대

삼성생명의 연결 지배주주 순이익은 2Q18 1 조 560 억원 (+178% YoY)으로 시장 전망치를 5% 하회. 삼성전자 지분 관련익을 제외한 지배주주 순이익은 2,000 억원 중반대로 추산 (세전 -37% YoY). 한편 실적과 배당의 불확실성은 확대되었는데, 즉시연금과 관련한 감독당국의 대응을 고려하면 향후 추가 지급금액을 예상하기 어렵고, 요구자본 증가 속도를 감안 시 전자 지분 매각익을 전액 배당재원으로 활용하지 못할 것으로 전망하기 때문. 다만 역사적 저점의 valuation 은 저평가 상태로 판단돼 투자의견 매수를 유지함

2Q18 지배주주 순이익 1 조 560 억원 (+178% YoY)으로 기대치 하회

삼성생명의 연결 지배주주 순이익은 2Q18 1조 560억원 (+178% YoY)으로 SK증권 추정치와 시장 컨센서스를 각각 7%, 5% 하회. 분기 중 매각한 삼성전자 지분 관련익을 제외한 지배주주 순이익은 2,000억원 중반대로 추산되며 세전 기준 -37% YoY의 부진한 실적으로 판단됨. 삼성생명의 2Q18 보장성 APE는 4,304억원 (+14.9% YoY)으로 경쟁사 대비 양호한 성장을 나타냄. 2Q18 위험손해율은 80.1% (+5.2%p YoY)로 암 진단 담보, 실손 담보 등을 중심으로 악화되었으며, 분기 실적 부진의 주된 원인으로 작용한 것으로 판단. 2Q18 투자수익률은 5.3%, 전자 지분 매각익 제외 시 3.4% (+0.3%p YoY)로 배당수익 증가에 힘입어 양호한 수준을 기록함

실적과 배당의 예측 불확실성 확대

사차이익과 이차이익을 중심으로 예상보다 부진한 2분기 실적을 기록한 가운데, 실적과 배당의 불확실성은 확대된 것으로 판단. 즉시연금 미지급금 관련 이슈에 대해 감독당국이 소비자 보호의 원칙 하에 강경한 대응을 보이고 있어 향후 추가 지급금액을 예상하기 어렵고, 요구자본 증가 속도를 감안 시 삼성전자 지분 매각익 (1.1조원)을 전액 배당재원으로 활용하지 못할 가능성(→배당성향 30% 하회)이 높다고 전망하기 때문. 본업에서 양호한 실적 지표를 보이지 못하고 있는 상황에서 이익과 배당의 불확실성은 반갑지 못한 재료라고 판단. 다만 이를 감안해도 1조 9,000억원대의 연간 이익이 예상되고 기대 배당수익률이 3.1%로 나타나는 가운데 역사적 저점의 12개월 forward PBR (0.56배)은 저평가 상태라고 판단. 실적 추정 하향을 반영해 삼성생명의 목표주가를 132,000원으로 3% 하향 조정하나, 투자의견 매수를 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	십억원	27,457	27,884	26,321	25,864	26,555	27,385
YoY	%	-2.8	1.6	-5.6	-1.7	2.7	3.1
보험손익	십억원	3,497	2,476	1,006	-583	-306	-462
투자손익	십억원	6,428	8,000	6,976	8,636	7,803	8,078
위험손해율	%	76.8	82.1	78.5	80.1	79.4	78.6
투자수익률	%	3.7	4.1	3.2	3.8	3.3	3.2
영업이익	십억원	61	1,235	373	1,345	590	638
YoY	%	-90.1	1,918.3	-69.8	260.8	-56.1	8.1
세전이익	십억원	1,372	2,607	1,715	2,701	1,919	1,983
순이익	십억원	1,210	2,150	1,293	1,986	1,401	1,448
YoY	%	-9.5	77.7	-39.9	53.6	-29.4	3.3
EPS	원	6,479	11,440	6,656	10,769	7,674	7,927
BPS	원	128,550	157,642	173,545	169,277	173,951	179,578
PER	배	17.0	9.8	18.7	9.0	12.6	12.2
PBR	배	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
ROE	%	5.3	7.9	4.0	6.3	4.5	4.5
배당수익률	%	1.6	1.1	1.6	3.1	2.4	2.5

Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

삼성생명 2Q18 연결 실적 요약

(단위: 십억원)	2Q18P	2Q17	YoY (%)	1Q18	QoQ (%)	2Q18E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
영업이익	1,149.2	200.6	472.9	203.3	465.2	1,311.3	(12.4)	985.0	16.7
세전이익	1,458.0	539.5	170.2	562.5	159.2	1,664.2	(12.4)	1,437.4	1.4
지배주주 순이익	1,056.0	380.5	177.6	389.9	170.8	1,136.6	(7.1)	1,113.7	(5.2)

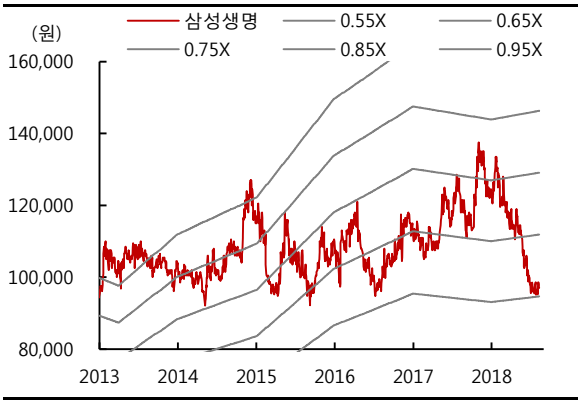
자료: 삼성생명, FnGuide, SK 증권

삼성생명의 목표주가 산출식

항목	삼성생명	비고
(a)~(h)는 보유 삼성전자 지분 영향 (평가익, 배당수익 등)을 제외한 사업가치 기준		
자기자본비용 (%)	9.1	(a): 산출방식 상동
Average ROE (%)	5.6	(b): 삼성생명의 2018~2020년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(c)
이론적 PBR (X)	0.6	(d): (b-c)/(a-c)
할증률 (할인율, %)	0.0	(e): 생명보험업 -10% + 업종 선도사 +10%
목표 PBR (X)	0.62	(f): (d)*(e)
수정 BPS (원)	98,840	(g): 삼성생명의 12개월 forward BPS
사업가치 총액 (십억원)	12,261	(h): (f)*(g)*발행주식수
삼성전자 지분가치 (십억원)	14,131	(i): 세후 지분가치에 20% 할인 적용
적정 시가총액 (십억원)	26,392	(j): (h)+(i)
목표주가 (원)	**132,000**	**(k): (j)/발행주식수**
현주가 (08/10, 원)	97,000	
상승여력 (%)	36.1	

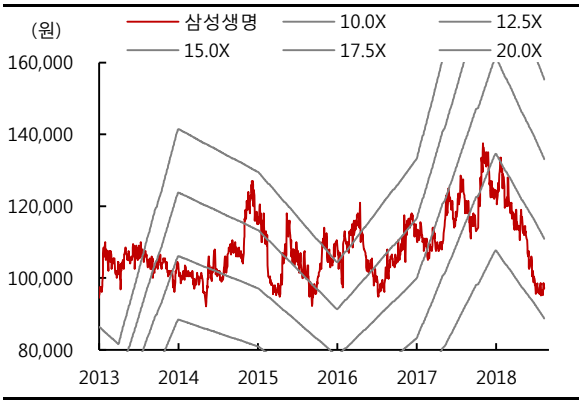
자료: SK 증권

삼성생명의 12 개월 forward PBR Band chart



자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 12 개월 forward PER Band chart



자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명 연결 기준 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원,)	2017			2018		QoQ	YoY
	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	(%, %p)	(%, %p)
전체 수입보험료	6,122	6,080	7,524	6,155	6,063	(1.5)	(1.0)
보장성	3,208	3,200	3,156	3,181	3,185	0.1	(0.7)
연금형	1,619	1,561	1,517	1,499	1,463	(2.4)	(9.7)
저축성	583	678	573	604	631	4.5	8.2
퇴직	712	640	2,279	871	784	(9.9)	10.2
APE	641	725	536	700	658	(5.9)	2.7
보장성	375	449	345	440	430	(2.2)	14.9
연금형	163	106	94	116	94	(19.3)	(42.2)
저축성	104	171	98	143	134	(6.6)	29.0
보험영업수익	4,180	4,222	4,080	4,103	4,094	(0.2)	(2.1)
보험영업비용	3,705	4,017	4,261	4,487	4,154	(7.4)	12.1
보험손익	475	205	(181)	(384)	(61)	적지	적전
투자손익	1,669	1,712	1,564	1,981	3,027	52.8	81.4
책임준비금전입액	1,943	1,863	1,713	1,394	1,818	30.4	(6.5)
영업이익	201	54	(329)	203	1,149	465.2	472.9
영업외이익	339	370	296	359	309	(14.0)	(8.9)
세전이익	540	424	(33)	562	1,458	159.2	170.2
순이익	406	343	(51)	416	1,074	158.2	164.5
지배주주 순이익	380	320	(72)	390	1,056	170.8	177.6
경영효율지표 (%)							
보험료지급율	67.2	73.5	80.5	86.2	78.3	(7.9)	11.1
위험손해율	74.9	85.7	71.7	84.1	80.1	(4.1)	5.2
사업비율	6.9	6.9	8.2	7.8	7.1	(0.7)	0.2
투자수익률	3.1	3.1	2.8	3.5	5.3	1.8	2.3

자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명 연결 기준 운용자산 현황

(단위: 십억원)	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	222,976	227,665	228,741	226,887	230,819	100.0	1.7	3.5
현금및예치금	3,207	3,473	4,940	2,977	4,590	2.0	54.2	43.1
유가증권	151,205	152,154	150,811	149,226	151,171	65.5	1.3	(0.0)
주식	29,025	31,053	30,803	29,899	27,527	11.9	(7.9)	(5.2)
채권	103,326	101,360	100,549	99,117	100,434	43.5	1.3	(2.8)
수익증권	4,079	3,470	3,394	3,799	5,636	2.4	48.4	38.2
외화증권	12,711	14,178	13,896	14,259	15,421	6.7	8.1	21.3
기타증권	479	482	493	513	461	0.2	(10.1)	(3.9)
관계사지분	1,585	1,611	1,678	1,638	1,692	0.7	3.3	6.8
대출채권	60,100	63,566	64,574	65,814	66,316	28.7	0.8	10.3
부동산	8,463	8,472	8,416	8,870	8,743	3.8	(1.4)	3.3

자료: 삼성생명, SK 증권

Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

삼성생명 별도 기준 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원,)	2017			2018		QoQ	YoY
	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	(%, %p)	(%, %p)
전체 수입보험료	6,122	6,080	7,524	6,155	6,063	(1.5)	(1.0)
보장성	3,208	3,200	3,156	3,181	3,185	0.1	(0.7)
연금형	1,619	1,561	1,517	1,499	1,463	(2.4)	(9.7)
저축성	583	678	573	604	631	4.5	8.2
퇴직	712	640	2,279	871	784	(9.9)	10.2
APE	641	725	536	700	658	(5.9)	2.7
보장성	375	449	345	440	430	(2.2)	14.9
연금형	163	106	94	116	94	(19.3)	(42.2)
저축성	104	171	98	143	134	(6.6)	29.0
보험영업수익	4,141	4,185	4,048	4,076	4,059	(0.4)	(2.0)
보험영업비용	3,692	3,999	4,236	4,471	4,135	(7.5)	12.0
보험손익	449	186	(188)	(396)	(75)	적지	적전
투자손익	1,442	1,505	1,376	1,942	2,818	45.1	95.4
책임준비금전입액	1,918	1,840	1,697	1,380	1,799	30.3	(6.2)
영업이익	(27)	(149)	(509)	166	944	467.6	흑전
영업외이익	370	379	306	378	342	(9.6)	(7.5)
세전이익	343	229	(203)	544	1,286	136.2	275.0
순이익	266	200	(149)	429	956	123.1	259.6
경영효율지표 (%)							
보험료지급율	67.0	73.3	80.3	86.0	78.1	(7.9)	11.1
위험손해율	74.9	85.7	71.7	84.1	80.1	(4.1)	5.2
사업비율	6.9	6.9	8.2	7.8	7.1	(0.7)	0.2
투자수익률	2.9	3.0	2.7	3.8	5.5	1.7	2.6

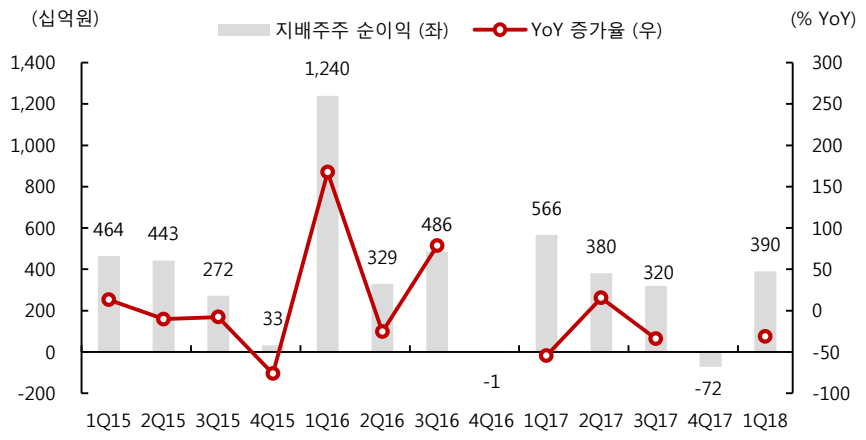
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명 별도 기준 운용자산 현황

(단위: 십억원)	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	201,999	204,758	206,167	203,503	205,814	100.0	1.1	1.9
현금및예치금	1,730	1,602	3,090	1,370	1,728	0.8	26.1	(0.1)
유가증권	154,255	155,202	153,831	152,381	154,212	74.9	1.2	(0.0)
주식	28,356	30,261	30,071	29,192	26,800	13.0	(8.2)	(5.5)
채권	103,266	101,937	100,484	104,302	100,377	48.8	(3.8)	(2.8)
수익증권	3,981	3,307	3,194	3,606	5,381	2.6	49.3	35.2
외화증권	11,043	12,333	11,897	12,297	13,387	6.5	8.9	21.2
기타증권	444	444	457	476	414	0.2	(13.1)	(6.7)
관계사지분	7,164	7,591	7,728	7,763	7,852	3.8	1.1	9.6
대출채권	40,754	42,775	44,108	44,647	45,232	22.0	1.3	11.0
부동산	5,260	5,178	5,137	5,105	4,642	2.3	(9.1)	(11.8)

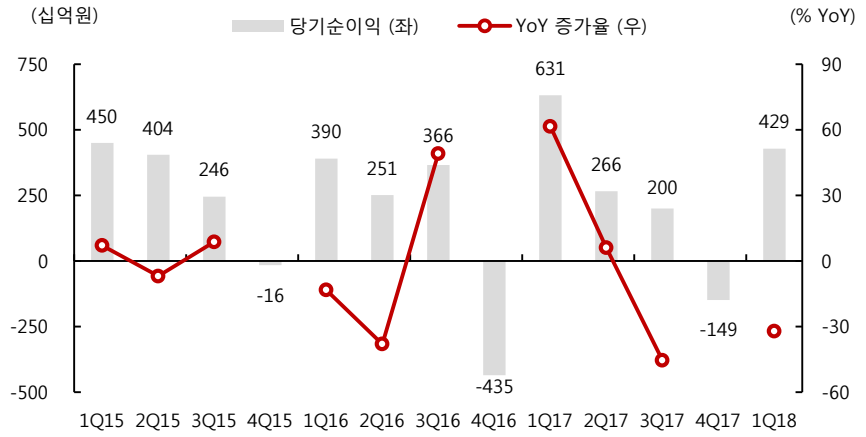
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 분기별 연결 지배주주 순이익 추이



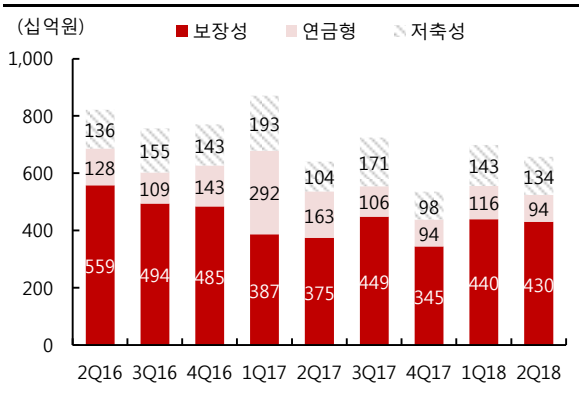
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 분기별 별도 당기순이익 추이



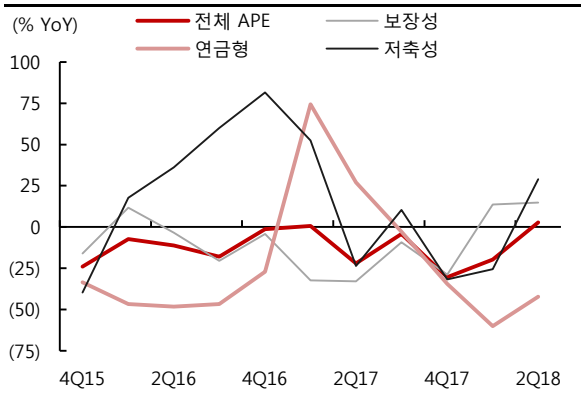
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 연납화 보험료 (APE) 금액 추이



자료: 삼성생명, SK 증권

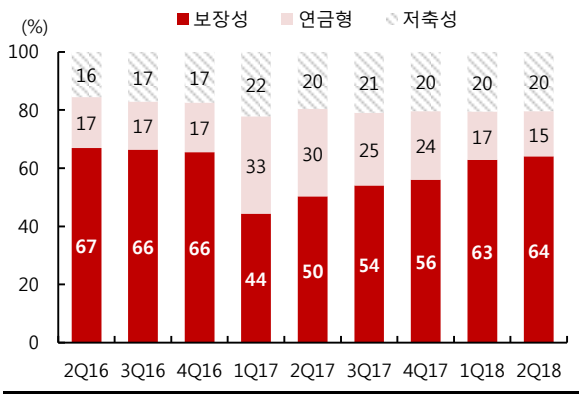
삼성생명의 보종별 연납화 보험료 (APE) 증가율



자료: 삼성생명, SK 증권

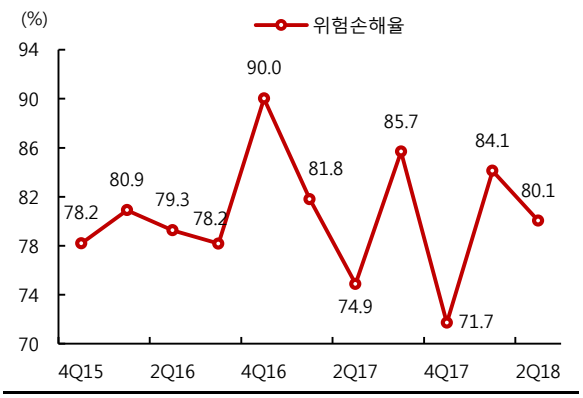
Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

삼성생명의 연납화 보험료 (APE) 구성비



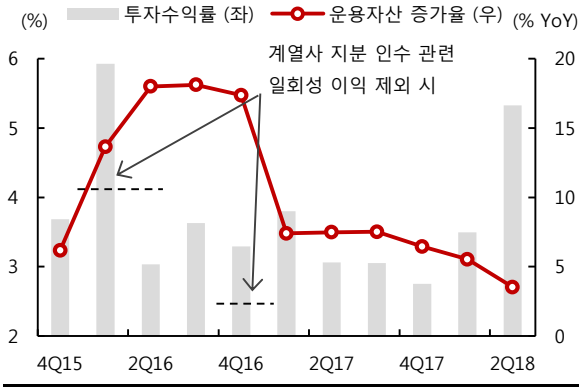
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 위험손해율



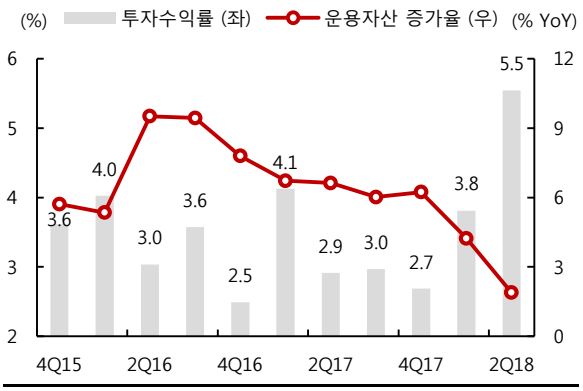
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 투자수익률 및 운용자산 증가율 (연결 기준)



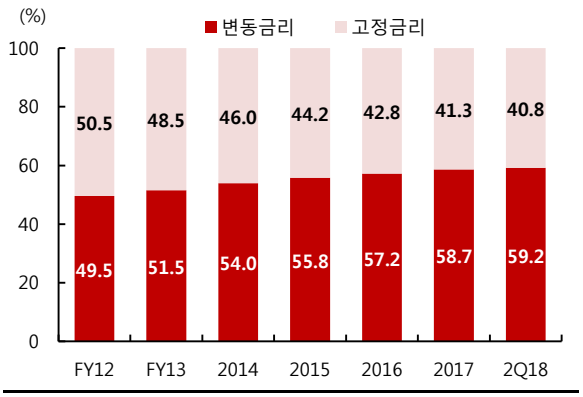
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 투자수익률 및 운용자산 증가율 (별도 기준)



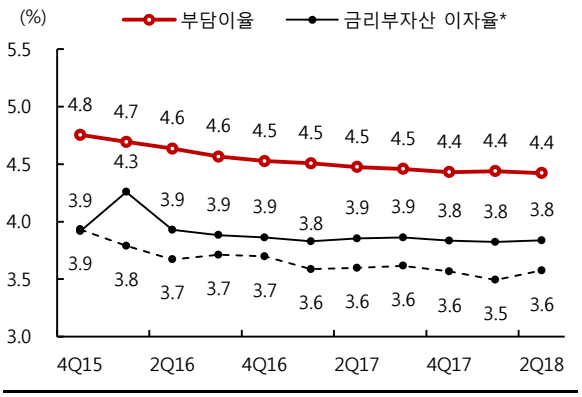
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 금리형태별 준비금 비중



자료: 삼성생명, SK 증권

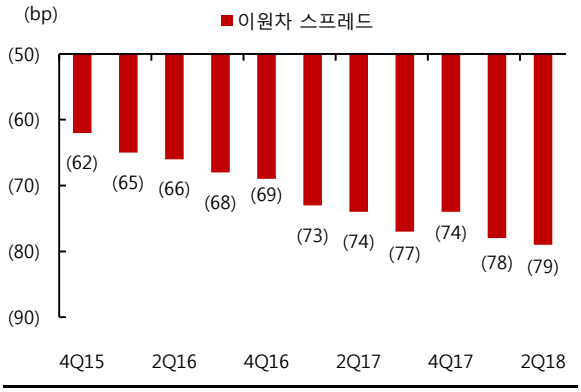
삼성생명의 부담이율 및 금리부자산 이자율



자료: 삼성생명, SK 증권

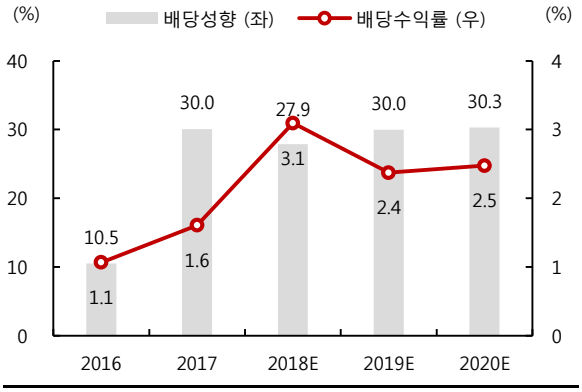
주: 점선은 별도 기준, *금리부자산 (채권, 대출, 예금 등) 대비 이자수익으로 산출

삼성생명의 이원차 스프레드 추이



자료: 삼성생명, SK 증권

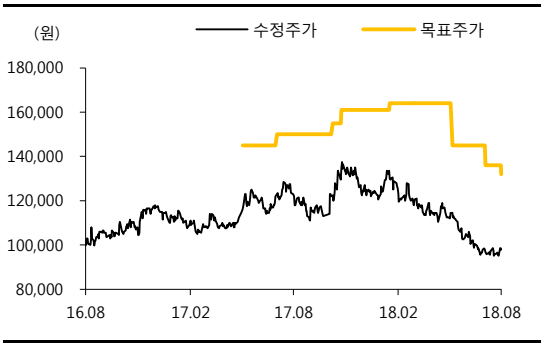
삼성생명의 연결 기준 배당지표 추이 및 전망



자료: 삼성생명, SK 증권

Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.08.13	매수	132,000원	6개월		
2018.07.12	매수	136,000원	6개월	-28.87%	-27.50%
2018.05.14	매수	145,000원	6개월	-28.76%	-21.03%
2018.02.23	매수	164,000원	6개월	-27.60%	-20.43%
2018.01.25	매수	164,000원	6개월	-23.84%	-20.43%
2017.11.10	매수	161,000원	6개월	-20.27%	-14.60%
2017.10.31	매수	161,000원	6개월	-16.50%	-14.60%
2017.10.17	매수	155,000원	6개월	-17.84%	-13.87%
2017.08.11	매수	150,000원	6개월	-20.24%	-14.33%
2017.07.12	매수	150,000원	6개월	-17.17%	-14.33%
2017.05.29	매수	145,000원	6개월	-18.01%	-14.83%



Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 8 월 13 일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	214,879	228,741	238,787	249,066	259,438
현금 및 예치금	5,823	4,940	2,555	3,137	3,467
유가증권	142,071	150,811	158,582	165,435	172,644
주식	24,124	32,481	33,405	34,357	35,337
채권	103,316	100,549	105,577	109,800	114,192
수익증권	3,035	3,394	3,530	3,636	3,745
외화유가증권	11,129	13,896	15,563	17,120	18,832
기타유가증권	467	493	507	523	538
대출채권	58,063	64,574	68,844	71,807	74,798
부동산	8,923	8,416	8,806	8,687	8,529
비운용자산	8,269	8,691	8,951	9,220	9,497
특별계정자산	41,505	45,321	48,040	50,923	53,978
자산총계	264,654	282,753	295,779	309,209	322,912
책임준비금	158,729	166,881	174,210	181,709	189,276
보험료적립금	152,281	160,006	166,980	174,327	181,840
계약자지분조정	8,076	9,600	10,080	10,483	10,902
기타부채	25,683	27,928	31,081	32,769	34,295
특별계정부채	43,857	47,180	50,010	53,011	56,192
부채총계	236,345	251,588	265,381	277,971	290,665
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	63	63	92	92	92
이익잉여금	13,289	14,268	15,814	16,654	17,664
자본조정	-2,118	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117
기타포괄손익누계	15,310	17,087	14,833	14,833	14,833
자본총계	28,308	31,164	30,398	31,237	32,248
부채와자본총계	264,654	282,753	295,779	309,209	322,912

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	27,884	26,321	25,864	26,555	27,385
일반계정	16,669	16,515	16,077	16,525	17,107
특별계정	11,215	9,806	9,787	10,030	10,278
보험손익	2,476	1,006	-583	-306	-462
보험영업수익	17,046	16,948	16,528	16,999	17,597
보험료수익	16,768	16,646	16,207	16,662	17,244
재보험수익	278	302	321	337	353
보험영업비용	14,570	15,942	17,110	17,305	18,059
지급보험금	10,610	11,910	12,933	13,240	13,769
재보험비용	311	339	368	386	406
사업비	1,524	1,723	2,117	1,847	1,994
신계약비상각비	2,124	1,969	1,691	1,831	1,888
할인료	2	1	1	1	1
투자손익	8,000	6,976	8,636	7,803	8,078
책임준비금전입액	9,242	7,610	6,708	6,906	6,979
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	1,235	373	1,345	590	638
영업외이익	1,373	1,342	1,356	1,329	1,345
특별계정 수입수수료	1,443	1,571	1,667	1,761	1,867
특별계정 지급수수료	1	13	15	11	14
세전이익	2,607	1,715	2,701	1,919	1,983
법인세비용	458	423	715	518	535
당기순이익	2,150	1,293	1,986	1,401	1,448
지배주주 순이익	2,054	1,195	1,934	1,378	1,424

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	14.9	6.8	4.6	4.5	4.4
운용자산	17.4	6.5	4.4	4.3	4.2
특별계정자산	4.9	9.2	6.0	6.0	6.0
부채	14.4	6.4	5.5	4.7	4.6
책임준비금	6.5	5.1	4.4	4.3	4.2
자본	19.3	10.1	-2.5	2.8	3.2
수입보험료	1.6	-5.6	-1.7	2.7	3.1
일반계정	-3.6	-0.9	-2.7	2.8	3.5
특별계정	10.3	-12.6	-0.2	2.5	2.5
순사업비	-2.3	13.1	22.9	-12.8	8.0
투자영업이익	24.5	-12.8	23.8	-9.7	3.5
세전이익	90.1	-34.2	57.5	-29.0	3.3
순이익	77.8	-39.9	53.6	-29.4	3.3
지배주주 순이익	69.6	-41.8	61.8	-28.7	3.3

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	63.7	72.1	80.4	80.1	80.5
위험손해율	82.1	78.5	80.1	79.4	78.6
사업비율	12.0	12.4	12.9	12.9	13.2
투자이익률	4.1	3.2	3.8	3.3	3.2
수익성 (%)					
ROE	7.9	4.0	6.3	4.5	4.5
ROA	0.8	0.4	0.7	0.5	0.5
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	11,440	6,656	10,769	7,674	7,927
보통주 BPS	157,642	173,545	169,277	173,951	179,578
보통주 DPS	1,200	2,000	3,000	2,300	2,400
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	9.8	18.7	9.0	12.6	12.2
보통주 PBR (배)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
배당성향	10.5	30.0	27.9	30.0	30.3
보통주 배당수익률	1.1	1.6	3.1	2.4	2.5

자료 : SK증권 추정