

삼성생명 (032830)


보험
정준섭


02 3770 5728

junsup.jung@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	133,000원 (M)
현재주가 (8/10)	97,000원
상승여력	37%

시가총액	194,000억원
총발행주식수	200,000,000주
60일 평균 거래대금	245억원
60일 평균 거래량	242,016주
52주 고	137,500원
52주 저	95,100원
외인지분율	16.06%
주요주주	이건희 외 7 인 47.03%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.9)	(13.4)	(17.8)
상대	(0.4)	(6.5)	(15.0)
절대(달러환산)	(2.1)	(17.7)	(16.8)

2Q18 Review: 종신, 건강보험 신계약 판매 호조

2Q18 지배순이익 1조 560억원, YoY +177.6%

삼성생명의 18년 2분기 지배순이익은 1조 560억원을 기록, 전년 동기보다 177.6% 증가했다. 전년대비 큰 폭의 증익은 삼성전자 지분 매각이익(세후 7,510억원) 영향으로, 이를 제외한 순이익은 전년대비 -20% 감익이다. 2Q18 순이익은 당사 추정(9,858억원)을 7.1% 상회했는데, 가장 큰 이유는 당사 추정치에 반영했던 즉시연금 관련 비용(세전 1,100억원)이 발생하지 않았기 때문이다. 이번 실적은 컨센서스(1조 1,341억원)을 6.9% 하회했다. RBC비율은 307.4%로 전분기대비 3.8%p 상승했다.

보장성APE YoY +14.9%, 일반종신 및 건강보험 판매 호조

삼성생명의 2분기 보장성 APE는 +14.9%의 양호한 성장을 기록했다. 물론 이는 17년 극히 저조했던 신계약 판매의 기저효과로 볼 수 있으나, 생명보험 업계 전반적으로 신계약 판매 둔화가 나타나고 있다는 점을 고려하면 고무적으로 판단한다. 상품별로 보면 일반종신 상품이 1,870억원으로 YoY +98.9% 성장했으며 건강상해보험이 1,270억원으로 YoY +12.4% 성장했다. 반면 변액종신은 -26.4%, CI보험은 -44.2% 감소했다. 보장성 판매 증가로 인해 VNB는 3,100억원으로 YoY 9.5% 증가했다. 고마진 건강보험보다 일반종신 판매가 더 호조를 보이면서 NBM은 72%로 YoY -4%p 감소했으나, 여전히 매우 높은 수준이다. 하지만 신상품 판매 호조로 인해 신계약 이연한도 초과로 상반기 330억원의 일시 상각이 발생했으며, 하반기도 유사한 규모의 비용이 발생할 예정이다.

양호한 신계약 및 마진, 배당수익률도 긍정적

삼성생명에 대해 긍정적인 전망을 유지한다. ① NBM이 70%대를 유지하는 가운데 신계약 판매 호조가 이어지면서 VNB 성장이 지속되고 있으며, ② 하반기 500~1,500억원의 부동산 매각이익 및 삼성전자 배당 확대에 따른 수익 등 비이자손익 전망도 견조하기 때문이다. 그리고 ③ 이번 2분기 삼성전자 지분 매각이익에 대한 경영진의 배당재원 활용 의지도 긍정적이다. ④ 비록 클레임 증가로 인한 사차 부진, 신계약 이연한도 초과로 인한 비차 부진이 있었으나 내년 이후 완화될 것으로 전망한다. 18년 예상 DPS 3,200원을 가정시 예상 배당수익률은 3.3%로, 17년의 두 배 수준이다.

Quarterly earning forecasts

(십억원, %)

	2Q18	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
보험영업수익	4,094	-2.1%	-0.2%	4,151	-1.4%
영업이익	1,149	472.9%	465.2%		
당기순이익	1,056	177.6%	170.8%pt	1,134	-6.9%
위험손해율	80.1%	5.2%pt	-4.1%pt		
사업비/수입보험료	13.0%	0.1%pt	0.2%pt		
투자이익률	5.3%	2.2%pt	1.8%pt		

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018E	2019E
보험영업수익	17,046	16,947	16,583	16,825
영업이익	1,235	339	1,667	613
당기순이익	2,054	1,166	2,145	1,383
PER	10.0	19.2	8.2	12.6
PBR	0.7	0.7	0.4	0.4
ROE	7.9	3.9	5.8	3.2
ROA	3.1	1.6	2.7	1.7

자료: 유안타증권

분기, 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	2017	2018E	2019E
수입보험료	6,122	6,080	7,524	6,155	6,063	6,613	26,321	26,275	26,000
일반계정	4,076	4,116	3,951	4,004	4,019	4,092	16,515	16,175	16,439
특별계정	2,045	1,964	3,573	2,151	2,044	2,522	9,806	10,100	9,561
보험손익	475	205	-181	-384	-61	-150	1,006	-994	-711
책임준비금 전입액	1,943	1,863	1,729	1,394	1,818	1,557	7,626	6,163	6,191
투자손익	1,669	1,712	1,547	1,981	3,027	1,965	6,960	8,824	7,516
영업이익	201	54	-363	203	1,149	258	339	1,667	613
영업외손익	339	370	296	359	309	354	1,342	1,370	1,398
당기순이익	380	320	-101	390	1,056	424	1,166	2,145	1,383
APE	641	725	536	700	658	652	2,774	2,522	2,486
보장성	375	449	345	440	430	454	1,556	1,676	1,747
저축성	104	171	98	143	134	138	565	521	519
연금	163	106	94	116	94	61	654	325	220
위험손해율	74.9%	85.7%	71.7%	84.1%	80.1%	80.4%	78.5%	81.1%	80.7%
사업비/수입보험료	12.9%	13.0%	10.5%	12.9%	13.0%	12.3%	12.0%	12.0%	12.7%
투자이익률	3.0%	3.0%	2.7%	3.5%	5.3%	3.2%	3.1%	3.6%	2.9%
준비금 부담이율	4.5%	4.5%	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%	4.5%	4.4%	4.3%
자기자본	31,859	32,584	31,122	29,813	29,910	43,142	31,122	43,417	44,226
ROE	5.0%	4.0%	-1.3%	5.1%	14.1%	4.6%	3.9%	5.8%	3.2%

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성생명 (032830) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)					
손익계산서	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
결산 (12월)					
수입보험료	27,457	27,884	26,321	26,275	26,000
일반계정	17,287	16,669	16,515	16,175	16,439
특별계정	10,170	11,215	9,806	10,100	9,561
보험영업수익	17,612	17,046	16,947	16,583	16,825
보험영업비용	14,115	14,570	15,942	17,577	17,536
지급보험금	10,210	10,610	11,910	13,382	13,319
재보험비용	289	311	339	360	339
사업비	1,559	1,524	1,723	2,126	2,190
신계약비상각	2,057	2,124	1,969	1,708	1,687
보험손익	3,497	2,476	1,006	-994	-711
투자손익	6,428	8,000	6,960	8,824	7,516
영업이익	61	1,235	339	1,667	613
영업외손익	1,310	1,373	1,342	1,370	1,398
특별계정수입수수료	1,306	1,443	1,571	1,658	1,689
법인세차감전순이익	1,372	2,607	1,683	3,038	2,011
법인세	162	458	420	806	543
당기순이익	1,211	2,054	1,166	2,145	1,383

(단위: 십억원)					
재무상태표	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
결산 (12월)					
자산총계	230,363	264,654	282,714	312,556	319,624
운용자산	183,082	214,879	228,698	256,947	263,407
현예금 및 예치금	20,548	24,584	33,020	55,606	55,486
유가증권	112,544	113,321	112,943	130,470	138,753
대출채권	33,363	58,063	64,577	65,658	61,947
부동산	16,628	18,912	18,158	5,213	7,221
비운용자산	7,695	8,269	8,692	8,220	8,204
특별계정자산	39,586	41,505	45,324	47,389	48,013
부채총계	206,641	236,345	251,592	269,138	275,399
책임준비금	149,118	158,729	166,898	173,115	178,750
기타부채	9,976	25,683	27,914	33,230	33,230
특별계정부채	40,578	43,857	47,180	47,389	48,013
자본총계	23,722	28,308	31,122	43,417	44,226
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	6	63	63	92	92
이익잉여금	11,567	13,289	14,239	16,026	16,834
기타포괄손익누계액	13,548	15,310	17,074	27,641	27,641

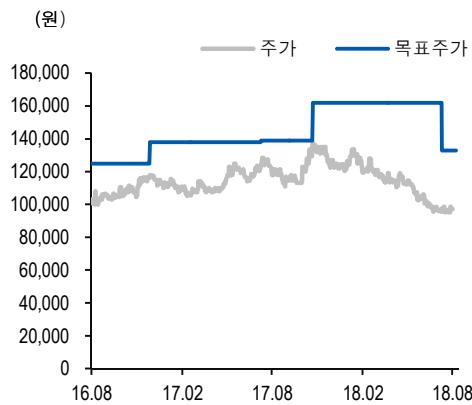
수익성					
	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
위험보험료/위험보험금	76.8%	82.1%	78.5%	81.1%	80.7%
사업비/수입보험료	12.8%	11.9%	12.0%	12.0%	12.7%
투자이익률	3.6%	4.0%	3.1%	3.6%	2.9%

(단위: 원, 배, %)					
	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
EPS (원)	6,484	11,284	6,494	11,947	7,700
BPS (원)	128,550	157,642	173,307	241,779	246,279
DPS (원)	1,800	1,200	2,000	3,200	2,000
PER (배)	17.0	10.0	19.2	8.2	12.6
PBR (배)	0.9	0.7	0.7	0.4	0.4
ROE (%)	5.3%	7.9%	3.9%	5.8%	3.2%
ROA (%)	2.1%	3.1%	1.6%	2.7%	1.7%
배당성향 (%)	27.4%	10.5%	30.8%	26.8%	26.0%
배당수익률 (%)	1.6%	1.1%	1.6%	3.3%	2.1%

성장성					
	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
수입보험료	-2.8%	1.6%	-5.6%	-0.2%	-1.0%
보험영업수익	-0.5%	-3.2%	-0.6%	-2.1%	1.5%
당기순이익	-9.4%	69.6%	-43.2%	84.0%	-35.6%
자산총계	7.4%	14.9%	6.8%	10.6%	2.3%
운용자산	6.2%	17.4%	6.4%	12.4%	2.5%
자본총계	6.4%	19.3%	9.9%	39.5%	1.9%

인정성					
	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
자산총계/자기자본 (배)	9.71	9.35	9.08	7.20	7.23
보유보험료/자기자본 (배)	1.16	0.99	0.85	0.61	0.59

삼성생명 (032830) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가^{*} - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	86.4
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-08-10

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 정준섭)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.