

## 삼성생명

BUY(유지)

032830 기업분석 | 보험

목표주가(하향)	144,000원	현재주가(08/10)	97,000원	Up/Downside	+48.5%
----------	----------	-------------	---------	-------------	--------

2018. 08. 13

## 보험영업이익 담보, 지켜볼 필요 있음

## News

**예상보다 높은 손해율:** 2Q18 삼성생명은 DB추정치 11,607억원을 소폭 하회한 10,560억원의 지배 주주순이익을 시현했다. 10,897억원의 삼성전자주식 매각이익이 실현되어 전년동기 대비 실적이 크게 개선되었으나, 손해율이 80.1%로 전년동기 및 예상치를 크게 상회한 것이 실적부진의 주된 이유였다. 회사측에서는 올해 연간 손해율이 80%를 소폭 상회할 것으로 전망을 수정했는데, 최근 손해율이 회사측 가이던스를 벗어나고 있다는 점을 고려해 2019년 실적전망을 소폭 하향한다.

## Comment

**신계약, 증가했지만 아직 밴드권 이내:** 보장성APE가 +20.2%YoY의 높은 성장세를 보였지만, 분기 4천억원 수준으로 일단 기저효과 때문일 가능성이 높아 보인다. 회사측에서는 전반적인 시장 부진에도 불구하고 5~10%의 신계약 증가세를 유지하겠다고 피력했지만, 최근 신계약 추세로 보면 달성이 쉽지 않아 보인다. 지속적 신계약 수익성 개선에도 불구하고 장기간 보험영업이익이 정체되고 있으며, 손해율도 소폭이나마 상승하기 시작했다는 점도 좀더 지켜볼 필요가 있다.

## Action

**목표주가 하향하지만 Buy의견 유지:** 최근의 보험영업이익 정체 추세 및 손해율 상승 전망을 반영해 목표주가를 144,000원으로 하향한다. 보험영업이익을 기초로 한 영업가치에 대한 multiple을 12배에서 10배로 하향했기 때문이다. 다만 그룹 지배구조 및 동사 규제지본과 관련해 관계사 주식을 매각할 가능성 등을 고려해 Buy의견을 유지한다.

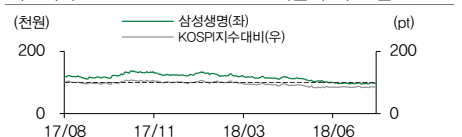
## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
보험료 수익	16,947	16,817	16,129	16,029	16,455
(증가율)	-3.4	-0.8	-4.1	-0.6	2.7
영업이익	-639	-273	981	-68	-162
세전이익	712	1,139	2,336	1,392	1,413
(증가율)	-41.6	60.0	105.1	-40.4	1.6
지배주주순이익(연결)	2,054	1,166	2,130	1,528	1,578
EPS	10,271	5,831	10,652	7,642	7,892
PER	11.8/9.3	23.6/18.1	9.1	12.7	12.3
PBR	1/0.8	1/0.8	0.7	0.7	0.7
ROE	2.4	3.5	6.9	3.9	4.1
ROA	0.2	0.4	0.7	0.4	0.4

## Stock Data

52주 최저/최고	95,100/137,500원
KOSDAQ /KOSPI	785/2,283pt
시가총액	194,000억원
60일-평균거래량	242,016
외국인지분율	16.1%
60일-외국인지분율변동추이	+0.1%p
주요주주	이건희 외 7인 47.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-0.9	-13.4	-17.8
상대기준	-0.4	-6.5	-15.0

도표 1. 2Q18 삼성생명 실적 Review

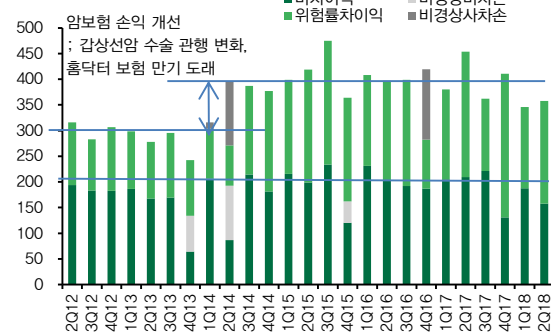
(단위: 십억원)

	2Q18	2Q17	YoY	1Q18	QoQ	2Q18	차이	2018E		2019E	
								수정후	수정전	수정후	수정전
보험료수익	4,059	4,141	-2.0	4,076	-100.0	4,042	0.4	16,129	16,274	16,029	16,552
세전이익	1,286	343	275.0	544	-49.5	1,317	-2.4	2,336	2,270	1,392	1,481
당기순이익	956	266	259.6	429	-39.4	972	-1.6	1,758	1,702	1,030	1,096
지배주주순이익	1,056	380	177.6	390	-54.5	1,107	-4.6	2,130	2,109	1,528	1,594
손해율	80.1%	74.9%	5.2%	84.1%	-4.1%	74.6%	5.5%	80.2%	78.9%	80.2%	78.8%
투자이익률	5.5%	2.9%	2.6%	3.5%	2.0%	5.6%	-0.1%	3.7%	3.7%	3.0%	3.1%

자료: DB금융투자

도표 2. 담보 상태인 삼성생명 보험영업이익

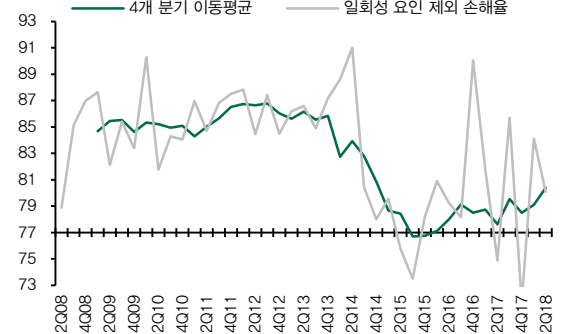
(십억원)



자료: 삼성생명, DB금융투자

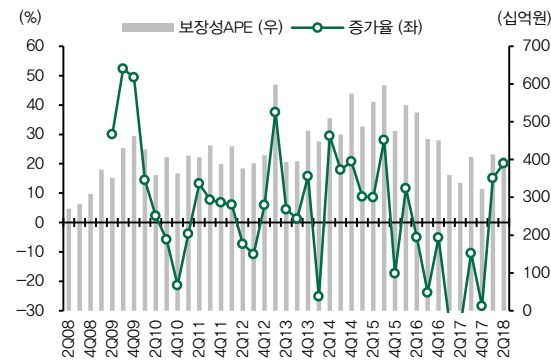
도표 3. 손해율, 상승 추세로 전환

(%)



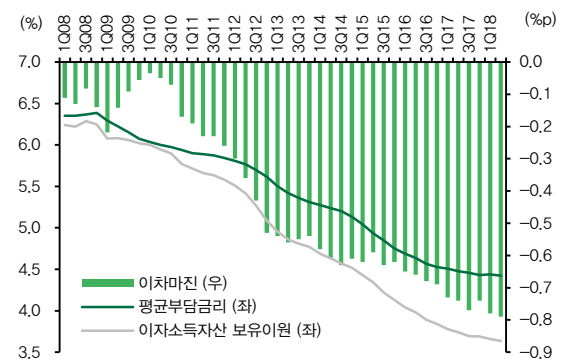
자료: 삼성생명, DB금융투자

도표 4. 보장성 신계약 증가, 아직은 기저효과 수준



자료: 삼성생명, DB금융투자

도표 5. 개선이 쉽지 않은 이차마진



자료: 삼성생명, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(삼익원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>개별기준</b>					
<b>자산총계</b>	241,904	258,366	265,150	272,914	280,215
현금과 예치금	3,882	3,090	1,689	1,912	1,891
유가증권	145,519	153,831	156,371	159,540	162,864
대출채권	38,864	44,108	46,599	49,459	52,494
부동산	5,809	5,137	4,642	4,642	4,642
미상각자산계약비	3,542	3,114	2,709	2,470	2,296
기타	2,783	3,764	7,169	7,898	7,579
특별계정자산	41,505	45,321	45,971	46,994	48,449
<b>부채총계</b>	217,560	231,539	239,519	246,793	254,586
책임준비금	158,554	166,638	173,635	179,887	186,225
계약지분조정	8,043	9,575	8,387	8,387	8,387
사채	0	0	0	0	0
기타부채	6,972	9,526	9,526	9,526	9,526
특별계정부채	43,991	45,801	47,971	48,994	50,449
<b>자본총계</b>	24,344	26,827	25,631	26,121	25,628
자본금	100	100	100	100	100
신용자본증권	0	0	0	0	0
자본잉여금	6	6	6	6	6
이익잉여금	10,997	11,730	12,813	13,303	12,810
자본조정	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110
기타포괄손익누계액	15,351	17,102	14,822	14,822	14,822

연결기준

12월 결산(삼익원, %)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	27,884	26,321	25,797	26,279	27,353
일반계정	16,669	16,515	15,792	15,723	16,141
변액계정	5,440	5,306	5,141	5,205	5,327
퇴직계정	5,775	4,500	4,864	5,351	5,886
APE	3,212	2,774	2,554	2,631	2,740
APE 보장성	1,974	1,428	1,533	1,595	1,658
위험손해료	82.1	78.5	80.2	80.2	80.2
위험보험료	3,771	3,906	3,999	4,044	4,205
사업비용(유지비용)	6.6	7.0	7.0	7.1	7.4
투자이익률	3.3	3.2	3.7	3.0	3.0

자료: 삼성생명, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(삼익원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>개별기준</b>					
보험료 수익	16,947	16,817	16,129	16,029	16,455
수입보험료	16,669	16,516	15,822	15,723	16,141
재보험수익	277	301	308	306	314
보험영업비용	14,519	15,875	16,883	16,871	17,446
지급보험금	10,587	11,884	12,919	13,097	13,577
재보험비용	311	338	354	353	361
사업비	1,496	1,683	2,076	2,042	2,240
신계약비	1,839	1,870	1,618	1,684	1,753
신계약비이연	-1,809	-1,545	-1,008	-1,138	-1,092
유지비	1,467	1,520	1,466	1,496	1,579
신계약비상각비	2,124	1,969	1,533	1,377	1,266
할인료	1	1	1	1	1
투자손익	6,126	6,321	7,718	6,475	6,667
책임준비금적립액	9,193	7,536	5,984	5,702	5,838
영업이익	-639	-273	981	-68	-162
영업외손익	1,351	1,412	1,355	1,460	1,575
특별계정손익	0	0	0	0	0
세전이익	712	1,139	2,336	1,392	1,413
법인세비용	139	191	578	362	367
당기순이익	573	948	1,758	1,030	1,046
<b>연결기준</b>					
당기순이익	2,150	1,263	2,219	1,626	1,678
비지배지분순이익	96	97	89	98	100
지배회사지분순이익	2,054	1,166	2,130	1,528	1,578

주요투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS	10,271	5,831	10,652	7,642	7,892
BPS	133,221	147,007	140,986	143,436	140,971
ROA	0.2	0.4	0.7	0.4	0.4
ROE	2.4	3.5	6.9	3.9	4.1
PER	11.0	21.4	9.1	12.7	12.3
PBR	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
<b>배당</b>					
DPS	1,200	2,000	2,800	2,800	2,800
배당성향	10.5	30.0	23.6	32.9	31.9
배당수익률	1.1	1.6	2.9	2.9	2.9

Compliance Notice

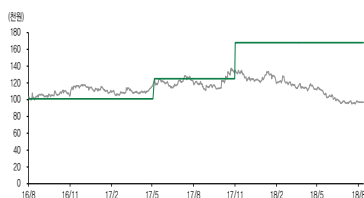
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이익률 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%), 중립(22.3%) 매도(0.7%)

- 기업 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

- 업종 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

삼성생명 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이익	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/06/28	Hold	101,000	6.9	16.8					
17/05/15	Hold	125,000	-3.1	10.0					
17/11/10	Buy	168,000	-31.5	-19.6					
18/08/13	Buy	144,000	-	-					

주: \*표는 담당자 변경