

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 지배주주순이익을 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 자배구조 및 동사 규제자본과 관련해 관계사 주식을 매각할 가능성 등을 고려해 Buy의견을 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					Stock Data		
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	(단위: 십억원 원 배 %)
보험료 수익	16,947	16,817	16,129	16,029	16,455	KOSDAQ /KOSPI	95,100/137,500원
(증가율)	-3.4	-0.8	-4.1	-0.6	2.7	시가총액	785/2,283pt
영업이익	-639	-273	981	-68	-162	60일-평균거래량	194,000억원
세전이익	712	1,139	2,336	1,392	1,413	외국인자본율	242,016
(증가율)	-41.6	60.0	105.1	-40.4	1.6	60일-외국인자본율변동추이	16.1%
지배주주순이익(연결)	2,054	1,166	2,130	1,528	1,578	주요주주	+0.1%p
EPS	10,271	5,831	10,652	7,642	7,892	이건희 외 7 인 47.0%	
PER	11.8/9.3	23.6/18.1	9.1	12.7	12.3	(천원)	
PBR	1/0.8	1/0.8	0.7	0.7	0.7	삼성생명(좌)	
ROE	2.4	3.5	6.9	3.9	4.1	KOSPI지수대비(우)	
ROA	0.2	0.4	0.7	0.4	0.4	200	0

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

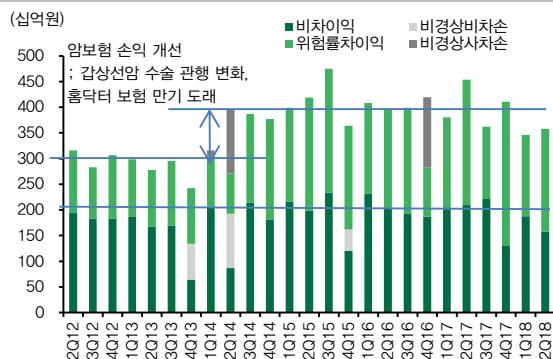
도표 1. 2Q18 삼성생명 실적 Review

(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
세전이익	1,286	343	275.0	544	-49.5	1,317	-2.4	2,336	2,270
당기순이익	956	266	259.6	429	-39.4	972	-1.6	1,758	1,702
지배주주순이익	1,056	380	177.6	390	-54.5	1,107	-4.6	2,130	2,109
손해율	80.1%	74.9%	5.2%	84.1%	-4.1%	74.6%	5.5%	80.2%	80.2%
투자이익률	5.5%	2.9%	2.6%	3.5%	2.0%	5.6%	-0.1%	3.7%	3.7%

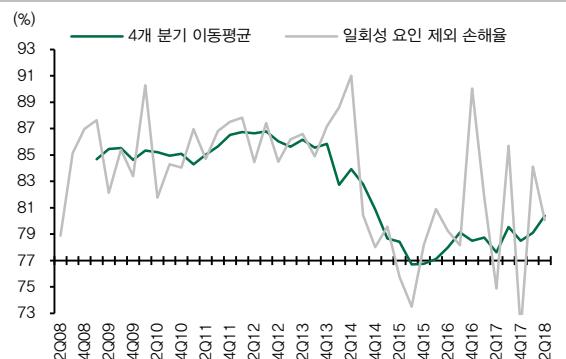
자료: DB금융투자

도표 2. 담보 상태인 삼성생명 보험영업이익



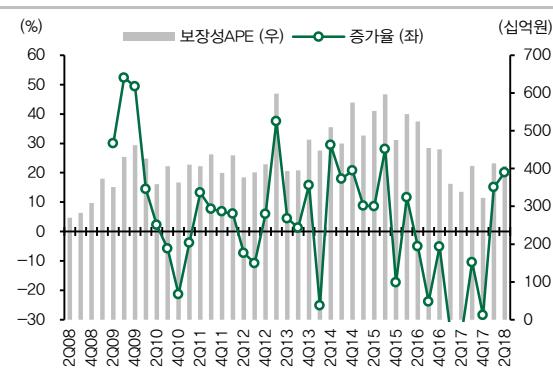
자료: 삼성생명, DB금융투자

도표 3. 손해율, 상승 추세로 전환



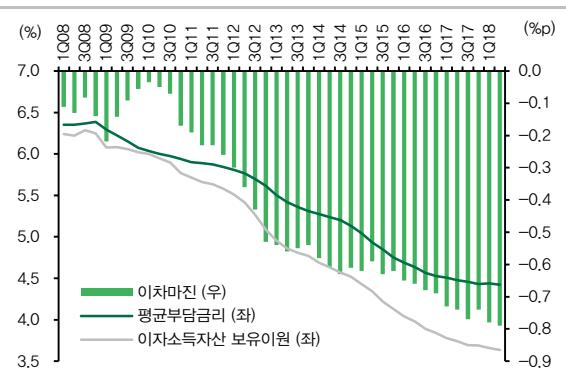
자료: 삼성생명, DB금융투자

도표 4. 보장성 신계약 증가, 아직은 기저효과 수준



자료: 삼성생명, DB금융투자

도표 5. 개선이 쉽지 않은 이자마진



자료: 삼성생명, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
개별기준											
자산총계	241,904	258,366	265,150	272,914	280,215	보험료 수익	16,947	16,817	16,129	16,029	16,455
현금과 예치금	3,882	3,090	1,689	1,912	1,891	수입보험료	16,669	16,516	15,822	15,723	16,141
유가증권	145,519	153,831	156,371	159,540	162,864	재보험수익	277	301	308	306	314
대출채권	38,864	44,108	46,599	49,459	52,494	보험영업비용	14,519	15,875	16,883	16,871	17,446
부동산	5,809	5,137	4,642	4,642	4,642	자금보험금	10,587	11,884	12,919	13,097	13,577
미상각신계약비	3,542	3,114	2,709	2,470	2,296	재보험비용	311	338	354	353	361
기타	2,783	3,764	7,169	7,898	7,579	사업비	1,496	1,683	2,076	2,042	2,240
특별계정자산	41,505	45,321	45,971	46,994	48,449	신계약비이연	1,839	1,870	1,618	1,684	1,753
부채총계	217,560	231,539	239,519	246,793	254,586	유자비	-1,809	-1,545	-1,008	-1,138	-1,092
책임준비금	158,554	166,638	173,635	179,887	186,225	1,467	1,520	1,466	1,496	1,579	
계약지지분조정	8,043	9,575	8,387	8,387	8,387	신계약비상각비	2,124	1,969	1,533	1,377	1,266
사채	0	0	0	0	0	할인료	1	1	1	1	1
기타부채	6,972	9,526	9,526	9,526	9,526	투자순익	6,126	6,321	7,718	6,475	6,667
특별계정부채	43,991	45,801	47,971	48,994	50,449	책임준비금적립액	9,193	7,536	5,984	5,702	5,838
자본총계	24,344	26,827	25,631	26,121	25,628	영업이익	-639	-273	981	-68	-162
자본금	100	100	100	100	100	영업외순익	1,351	1,412	1,355	1,460	1,575
신종자본증권	0	0	0	0	0	특별계정순익	0	0	0	0	0
자본잉여금	6	6	6	6	6	세전이익	712	1,139	2,336	1,392	1,413
이익잉여금	10,997	11,730	12,813	13,303	12,810	법인세비용	139	191	578	362	367
자본조정	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110	당기순이익	573	948	1,758	1,030	1,046
기타포괄손익누계액	15,351	17,102	14,822	14,822	14,822	연결기준					
연결기준						당기순이익	2,150	1,263	2,219	1,626	1,678
자배주주지분	26,644	29,401	28,197	28,687	28,194	비자배지분순이익	96	97	89	98	100
비자배주주지분	1,664	1,763	1,721	1,819	1,919	자비회사지분순이익	2,054	1,166	2,130	1,528	1,578

주요지표

12월 결산(십억원, %)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	12월 결산(원, %, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	27,884	26,321	25,797	26,279	27,353	EPS	10,271	5,831	10,652	7,642	7,892
일반계정	16,669	16,515	15,792	15,723	16,141	BPS	133,221	147,007	140,986	143,436	140,971
변액계정	5,440	5,306	5,141	5,205	5,327	ROA	0.2	0.4	0.7	0.4	0.4
퇴직계정	5,775	4,500	4,864	5,351	5,886	ROE	2.4	3.5	6.9	3.9	4.1
APE	3,212	2,774	2,554	2,631	2,740	PER	11.0	21.4	9.1	12.7	12.3
APE 보장성	1,974	1,428	1,533	1,595	1,658	PBR	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
위험소해율	82.1	78.5	80.2	80.2	80.2	배당					
위험보험료	3,771	3,906	3,999	4,044	4,205	DPS	1,200	2,000	2,800	2,800	2,800
사업비율(유지비율)	6.6	7.0	7.0	7.1	7.4	배당성향	10.5	30.0	23.6	32.9	31.9
투자이익률	3.3	3.2	3.7	3.0	3.0	배당수익률	1.1	1.6	2.9	2.9	2.9

자료: 삼성생명 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

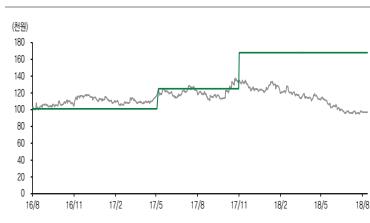
Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당시의 리스크센티드 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2018-06-30 기준) – 매수(77.0%) 중립(22.3%) 매도(0.7%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임	업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임
▪ Buy: 초과 상승률 10%p 이상	▪ Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
▪ Hold: 초과 상승률 -10~10%p	▪ Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
▪ Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만	▪ Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

삼성생명 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
			평균				평균
			최고/최저				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