

Company Brief

2018-11-09

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	120,000 원(하향)
증가(2018/11/08)	92,400 원

Stock Indicator	
자본금	100십억원
발행주식수	20,000만주
시가총액	18,380십억원
외국인지분율	16.5%
52주 주가	90,300~135,000원
60일평균거래량	211,286주
60일평균거래대금	19.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.9	-6.1	-18.3	-30.4
상대수익률	4.9	3.6	-3.2	-11.8



FY (십억원)	2017A	2018F	2019F	2020F
보험영업수익	16,948	16,363	15,789	15,873
보험손익	1,006	-875	-562	-920
투자손익	6,976	8,799	7,093	7,403
책임준비금전입액	7,610	6,434	5,950	5,851
세전순이익	1,715	2,877	1,947	2,035
총당기순이익	1,293	2,119	1,423	1,487
지배자분순이익	1,195	2,040	1,349	1,413
EPS(원)	6,656	11,358	7,510	7,869
PER(배)	18.7	8.1	12.3	11.7
BPS(원)	163,727	165,007	167,752	172,162
PBR(배)	0.8	0.6	0.6	0.5
ROE(%)	4.3	6.9	4.5	4.6
배당수익률(%)	1.6	3.2	2.4	2.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[은행/증권/보험] 강승건  
(2122-9181) neo.cygun@hi-ib.com

삼성생명(032830)

예상보다 부진한 보험이익 지속

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 120,000 원으로 4.0% 하향

- 삼성생명에 대한 투자의견을 Buy로 유지함. 목표주가는 120,000 원으로 4.0% 하향함
- 목표주가를 하향하는 이유는 보험이익의 개선이 지연되고 있다고 판단되기 때문임
- 1) 3분기 연결기준 순이익은 2,797 억원으로 우리 전망치 3,425 억원을 크게 하회하였으며
- 2) 일회성요인이 반영되기는 하였지만 80%가 넘는 손해율이 3 개 분기 연속으로 시현되며 사차마진이 누계기준으로 전년동기대비 2.9% 감소하였음. 또한 3) 신계약비 추가상각 부담 및 일시납 상품의 판매 감소의 영향으로 비차마진이 19.3% 감소하며 보험이익이 누계기준으로 11.6% 감소하였음.
- 3 분기 순이익이 우리 예상치를 크게 하회하였지만 4 분기에 대규모 부동산 매각이익을 반영하면서 2018년 연간 순이익 전망치는 변동이 미미하지만 보험이익 개선 지연을 반영하여 2019년 연결 기준 순이익 전망치를 1 조 3,485 억원으로 직전 추정치 대비 4.9% 하향하였음
- 동사에 대한 투자의견을 Buy로 유지하는 이유는 1) 2017년 신계약의 큰 폭 감소 이후 마진이 높은 기타보장 상품 중심으로 판매 전략을 빠르게 변화시키며 보장성 신계약 판매 능력을 회복하고 있으며 2) 변액보증 준비금에 대한 헷지비율 상승으로 금리 변화에 따른 이익 변동성 축소가 진행되고 있다고 판단되기 때문임. 또한 3) 높은 브랜드 밸류와 강력한 영업조직을 보유하고 있어 변화를 추진할 경우 강력한 추진력을 확보할 수 있을 것으로 판단됨

2018년 연결기준 순이익 2,797 억원, 전년동기대비 12.7% 감소

- 동사의 3분기 별도기준 순이익은 2,020 억원으로 전년동기대비 소폭 증가하였지만 연결기준 순이익은 12.7% 감소하였음.
- 별도 대비 연결이익이 부진한 이유는 1) 삼성카드 등 연결 자회사의 실적 부진으로 지난해 3분기 대비 자회사 연결이익 기여도가 230 억원 감소하였고 2) 법인세 증가의 영향이 반영되었기 때문임
- 별도 이익 또한 우리 예상치를 하회하였다고 판단됨. 보유 중인 삼성전자의 분기 배당금이 전년동기대비 약 1,000 억원 증가하였고 보험이익이 전년동기대비 2.0% 증가하였지만 별도기준 순이익은 전년수준이었기 때문임. 그 원인은 1) 지난해 3분기에 반영된 부동산 매각이익 240 억원의 기저효과와 2) ETF 등의 수익증권 배당 감소 약 200 억원, 그리고 3) 변액보증손익이 전년동기대비 260 억원 감소하였기 때문임
- 보험이익이 전년동기대비 증가하였지만 이는 지난해 3분기 매우 높았던 손해율의 기저효과가 크게 작용한 것으로 판단됨. 이번분기에는 유암종 소급 지급 180 억원 등이 반영되었지만 이를 제외하여도 80% 수준의 손해율을 시현하였고 신계약비 추가상각 부담으로 비차 마진 역시 18.5% 감소하였음

3분기 실적 당사 기준 추정치 및 컨센서스

(단위: 십억원, %)

	3Q17	2Q18	3Q18				4Q18 (F)			
			확정치	YoY	QoQ	컨센서스	당사추정	YoY	QoQ	
수입보험료	6,080	6,063	5,962	-1.9	-1.7	4,092	8,034	6.8	34.7	
조정 영업이익	252	1,349	273	8.3	-79.8	N/A	369	흑전	35.4	
연결 순이익	320	1,056	280	-12.7	-73.5	389	314	흑전	12.3	

자료: fnguide, 삼성생명, 하이투자증권 리서치센터

주: 순이익은 연결기준, 이 외 별도기준

삼성생명 세부 실적

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	YoY	QoQ	3Q17 누계	3Q18 누계	YoY
보험손익	205	-181	-384	-61	-301	적전	N/A	1,187	-746	적전
보험영업이익	4,222	4,080	4,103	4,094	4,110	-2.7	0.4	12,868	12,306	-4.4
보험영업비용	4,017	4,261	4,487	4,154	4,411	9.8	6.2	11,681	13,052	11.7
지급보험금	3,025	3,180	3,452	3,120	3,391	12.1	8.7	8,730	9,963	14.1
사업비	379	583	564	542	531	40.3	-2.0	1,140	1,637	43.6
책임준비금전입액	1,863	1,713	1,394	1,818	1,521	-18.3	-16.3	5,897	4,732	-19.8
요약손익										
투자손익	1,712	1,564	1,981	3,027	1,837	7.3	-39.3	5,412	6,846	26.5
영업이익	54	-329	203	1,149	15	-72.0	-98.7	702	1,368	94.8
조정영업이익	455	61	613	1,554	429	-5.8	-72.4	1,870	2,596	38.8
영업외손익	370	296	359	309	387	4.6	25.3	1,046	1,055	0.8
특별계정수입수수료	401	391	410	405	414	3.1	2.1	1,168	1,228	5.1
세전이익	424	-33	562	1,458	402	-5.2	-72.4	1,748	2,423	38.6
연결당기순이익(자배주주)	320	-72	390	1,056	279.7	-12.7	-73.5	1,267	1,726	36.2
수입보험료										
일반계정수입보험료	4,116	3,951	4,004	3,848	4,134	0.4	7.5	12,564	11,986	-4.6
(성장지표) 일반+변액계정수입보험료	5,440	5,245	5,284	5,279	5,258	-3.3	-0.4	16,576	15,821	-4.6
사차마진	141	280	158	200	186	31.9	-7.2	560	544	-2.9
보험영업										
(수익지표) 위험손해율	85.7	71.7	84.1	80.1	81.7	-3.9	1.7	80.8	82.0	1.2
위험보험료	983	990	996	1,003	1,017	3.5	1.4	2,917	3,016	3.4
보험이익	346	407	346	358	353	2.0	-1.4	1,196	1,057	-11.6
보험금지급률	73.5	80.5	86.2	81.1	82.0	8.5	0.9	73.5	82.0	8.5
운용자산	227,665	228,741	226,887	230,819	230,819	1.4	0.0	227,665	230,819	1.4
투자수익률	3.0	2.7	3.5	5.3	3.2	0.1	-2.1	3.0	3.2	0.1
투자부문										
(수익지표) 처분손익	22	-37	79	1,148	32	43.3	-97.2	102	1,258	1,135.5
평가손익	-32	-82	-25	71	27	흑전	-62.3	-34	73	흑전
이자수지	1,405	1,411	1,388	1,411	1,434	2.1	1.6	4,159	4,233	1.8
배당수익	143	132	537	232	226	57.5	-2.6	820	995	21.3
이자마진스프레드	-0.77	-0.74	-0.78	-0.79	-0.85	-0.08	-0.06	-0.77	-0.85	
수익성										
ROE	4.2	-1.0	5.4	14.6	3.7	-0.5	-10.9	5.9	7.6	1.7
자기자본	30,867	29,401	28,066	29,910	31,108	0.8	4.0	30,867	31,108	0.8
신계약										
(성장지표) 신계약 APE	725	536	700	658	683	-5.8	3.8	2,238	2,041	-8.8
보장 APE	449	345	440	430	459	2.2	6.6	1,211	1,329	9.8
연금 APE	106	94	116	94	113	6.7	20.1	560	323	-42.3
저축 APE	171	98	143	134	111	-34.7	-16.8	467	389	-16.8

자료: 삼성생명, 하이투자증권

주: 연결기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표(별도)

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
운동자산	194,074	206,167	210,817	217,331	223,886
현금 및 예금	3,882	3,090	2,205	2,273	2,341
유가증권	145,519	153,831	157,568	162,436	167,335
당기손익증권	973	944	2,376	2,450	2,524
매도가능증권	137,439	144,896	146,989	151,776	156,594
만기보유증권	293	263	247	255	263
관계기업투자주식	6,814	7,728	7,955	7,955	7,955
대출채권	38,864	44,108	46,365	47,798	49,239
부동산	5,809	5,137	4,680	4,824	4,970
비운동자산	6,325	6,878	6,491	6,551	6,649
특별계정자산	41,505	45,321	47,295	48,897	50,472
별도자산총계	241,904	258,366	264,604	272,779	281,007
책임준비금	158,554	166,638	173,467	179,342	185,118
보험료적립금	152,115	159,771	166,348	172,090	177,726
보충준비금	2,034	2,184	2,500	2,543	2,587
지급준비금	2,945	3,161	3,264	3,374	3,485
계약해당준비금	1,399	1,449	1,337	1,316	1,302
기타준비금	21	19	19	19	19
계약차지분조정	8,043	9,575	8,686	8,498	8,309
기타부채	6,972	7,996	7,817	8,082	8,342
특별계정부채	43,991	47,330	47,675	49,290	50,877
별도부채총계	217,560	231,539	237,644	245,211	252,647
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	6	6	6	6	6
이익잉여금	10,997	11,730	13,182	13,791	14,583
자본조정	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110
신종자본증권	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계	15,351	17,102	15,781	15,781	15,781
별도자본총계	24,344	26,827	26,959	27,568	28,360

손익계산서(별도)

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험손익	2,427	902	-1,336	-1,172	-1,529
보험영업이익	16,947	16,817	15,829	15,103	15,187
보험료수익	16,669	16,516	15,510	14,784	14,867
보험영업비용	14,519	15,915	17,165	16,275	16,716
지급보험금	10,587	11,884	13,071	12,206	12,609
사업비	1,496	1,724	2,215	2,259	2,402
신계약상각비	2,124	1,967	1,506	1,438	1,334
투자손익	6,126	6,325	8,355	7,119	7,394
책임준비금전입액	9,193	7,552	6,364	5,875	5,776
영업이익	-639	-325	921	72	89
조정영업이익	802	1,240	2,567	1,759	1,810
영업외수익	1,351	1,452	1,483	1,499	1,536
특별계정수수료	1,441	1,566	1,646	1,687	1,721
법인세차감전순이익	712	1,127	2,404	1,571	1,625
법인세	139	186	584	423	438
세율	19.6	16.5	24.3	26.9	27.0
당기순이익	573	941	1,819	1,148	1,187

수익성 지표(별도)

(단위: %)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험금지급률	63.5	72.0	84.3	82.6	84.8
위험손해율	82.1	78.5	80.4	79.6	79.2
위험보험료	3,772	3,906	4,039	4,064	4,193
사차이익	674	840	793	830	873
사업비율	11.9	12.4	13.0	12.8	12.6
투자수익률	3.3	3.2	4.0	3.3	3.4

성장성지표 I (별도)

(단위:%)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험손익	-29.4	-62.9	-248.3	-12.3	30.5
보험료수익	-3.6	-0.9	-6.1	-4.7	0.6
지급보험금	3.9	12.2	10.0	-6.6	3.3
위험보험료	3.5	3.6	3.4	0.6	3.2
사차이익	-20.4	24.5	-5.6	4.7	5.2
투자손익	-2.7	3.3	32.1	-14.8	3.9
책임준비금전입액	-6.5	-17.8	-15.7	-7.7	-1.7
영업이익	-720.9	-49.1	-383.1	-92.2	23.2
영업외수익	2.1	7.5	2.1	1.1	2.5
당기순이익	-47.2	64.3	93.4	-36.9	3.4
운동자산	7.8	6.2	2.3	3.1	3.0
책임준비금	6.4	5.1	4.1	3.4	3.2
자본총계	6.5	10.2	0.5	2.3	2.9

성장성지표 II (별도)

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
신계약 APE	3,212	2,774	2,677	2,653	2,727
보장	2,106	1,556	1,760	1,817	1,871
연금	547	654	416	379	383
저축	559	565	501	457	473

재무제표(연결)

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
연결자산총계	264,654	282,753	292,006	300,181	308,409
연결부채총계	236,345	251,588	260,666	268,232	275,668
지배기업소유자본	26,644	29,401	29,631	30,124	30,916
비지배자본	1,664	1,763	1,709	1,825	1,825
연결자본총계	28,308	31,164	31,340	31,949	32,741
법인세차감전 순이익	2,607	1,715	2,877	1,947	2,035
법인세	458	423	771	772	458
세율	17.5	24.6	26.5	26.9	26.9
연결순이익	2,150	1,293	2,119	1,423	1,487
지배주주지분순이익	2,054	1,195	2,040	1,349	1,413
비지배지분순이익	96	97	80	74	74

투자지표(별도)

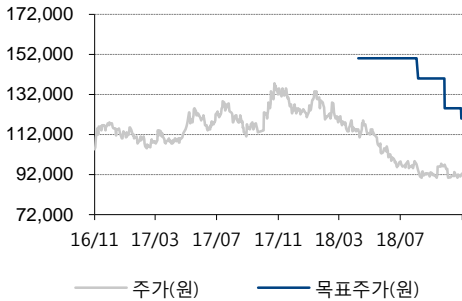
(단위: 배, %)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	2.4	3.7	6.8	4.2	4.2
ROA	0.2	0.4	0.7	0.4	0.4
EPS(원)	3,188	5,238	10,131	6,390	6,610
BPS(원)	135,564	149,393	150,128	153,518	157,929

투자지표(연결)

(단위: 배, %)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	8.2	4.3	6.9	4.5	4.6
ROA	0.9	0.5	0.7	0.5	0.5
EPS(원)	11,440	6,656	11,358	7,510	7,869
BPS(원)	148,374	163,727	165,007	167,752	172,162
DPS(원)	1,200	2,000	3,000	2,200	2,300
P/E	9.8	18.7	8.5	12.4	12.0
P/B	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5
배당수익률	1.1	1.6	3.2	2.4	2.5
RBC	302	318	321	318	317
Embedded Value	29,274	38,605	41,518	44,505	47,301
RoEV	9.0	33.1	7.5	7.2	6.3
EVPS	163,018	214,980	231,199	247,834	263,405
P/EV	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4

자료: 삼성생명, 하이투자증권 리서치센터

삼성생명  
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2018-04-16(담당자변경)	Buy	150,000	1년	-30.8%	-20.7%
2018-08-13	Buy	140,000	1년	-33.8%	-30.5%
2018-10-05	Buy	125,000	1년	-26.7%	-24.2%
2018-11-08	Buy	120,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 강승건 )

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
  - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
  - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
  - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
  - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-