



## BUY(Maintain)

목표주가: 128,000원  
주가(11/8): 92,400원

시가총액: 184,800억원

## 보험/증권

Analyst 김태현

02) 3787-4904

thkim@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI(11/8)		2,092.63pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	135,000원	90,300원
등락률	-31.56%	2.33%
수익률	절대	상대
1M	-2.3%	5.2%
6M	-17.9%	-3.8%
1Y	-30.0%	-14.6%

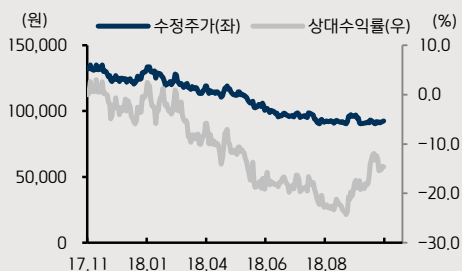
## Company Data

발행주식수	200,000천주
일평균 거래량(3M)	215천주
외국인 지분율	16.50%
배당수익률(18E)	3.2%
BPS(18E)	180,840원
주요 주주	이건희 외 7인
	삼성생명 자사주
	47.03%
	10.21%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
수입보험료	27,884	26,321	25,863	26,143
영업이익	1,235	373	1,414	689
영업외이익	1,373	1,342	1,395	1,401
세전이익	2,607	1,715	2,810	2,090
순이익	2,054	1,195	1,994	1,447
EPS(원)	11,809	7,198	11,541	8,574
PER(배)	9.5	17.3	8.0	10.8
BPS(원)	146,353	163,727	180,840	188,899
PBR(배)	0.8	0.8	0.5	0.5
위험손해율(%)	82.1	78.5	80.9	80.0
사업비율(%)	12.0	12.4	13.0	13.0
운용수익률(%)	4.1	3.2	3.9	3.5
ROE(%)	8.2	4.3	6.4	4.4

## Price Trend



## 실적 Review

## 삼성생명 (032830)

## 제도 변화에 강한 생보주



삼성생명의 3분기 순이익은 2,797억원으로 시장 컨센서스를 20% 하회했습니다. 보장성신계약이 성장하고 위험손해율은 전년동기비 안정화됐으나, 이원차 역마진이 상승했습니다. 생보주에 녹녹치 않은 환경에서 제도 변화에 대한 준비가 상대적으로 잘 되어 있는 동사는 업계 내 지위를 공고히 할 것으로 예상됩니다.

## &gt;&gt;&gt; 3분기 순이익 2,797억원으로 시장 컨센서스 20% 하회

삼성생명의 3분기 수입보험료는 5조 9,623억원(-1.9%YoY), 지배주주 당기순이익은 2,797억원(-12.7%YoY, -73.5%QoQ)를 기록했다. 당사 추정치와 시장 컨센서스를 각각 9%, 20% 하회한 실적이다.

전년동기비 이익감소는 1) 신계약비 초과 상각비 지급 220억원, 2) 변액보증손익 260억원 감소와 3) 삼성카드 등 연결대상 순이익 230억원 감소에 기인한다.

동사의 위험손해율은 82.0%로 3.7%pYoY 하락했다. 일회성 요인으로 유암종소급 지급건(180억원)이 발생했으나, 영업일수가 전년동기 대비 3일 감소하며 사차이익은 안정적인 흐름을 보였다.

보장성 신계약은 매출이 증대되고 마진 개선이 꾸준히 이뤄지고 있다. 동사의 3분기 보장성 APE는 4,588억원으로 2.2%YoY 증가했고 신계약 마진은 48.7%로 7.4%p 개선됐다.

다만, 동사의 이원차 Spread는 -85bp로 전분기 대비 6bp 악화된 점은 불안요인이다. 이원차 역마진 확대는 삼성전자 주식 매각이익에 따른 투자수익 증대가 공시기준이율 상승으로 이어지며 부담이율 상승을 견인하고 고이원채권 상환 물량이 많았기 때문이다.

## &gt;&gt;&gt; 제도 변화에 강한 생보주

동사에 대한 생명보험 업종 Top Pick 의견과 목표주가 128,000원을 유지한다. 목표주가는 Sum of Parts로 산출했으며, 삼성전자 지분가치 66,065원에 영업가치 60,482원을 합산했다.

생보주를 둘러싼 환경이 녹녹치 않게 전개되고 있다.

금리 변동성은 확대됐고, IFRS17과 K-ICS 등 새로운 제도 변화 대응에 대한 필요성은 강화되고 있다.

동사는 이와 같이 변화하는 환경 속에서 적극적으로 매출 확대 전략을 구사할 정도로 자본여력은 상대적으로 여유롭다. 이와 같은 강점이 업계 구조개편이 본격화되는 가운데 지위 향상으로 이어질 수 있다.

## 삼성생명 3Q18 실적 Review (단위: 십억원, %, %p)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	%YoY	%QoQ	당사추정치
수입보험료	6,080	7,524	6,155	6,063	<b>5,962</b>	-1.9	-1.7	6,085
보험영업수익	4,222	4,080	4,103	4,094	<b>4,110</b>	-2.7	0.4	4,192
보험영업비용	4,017	4,261	4,487	4,019	<b>4,411</b>	9.8	9.7	4,025
보험영업손익	205	-181	-384	74	<b>-301</b>	적전	적전	166
투자영업손익	1,712	1,564	1,981	3,027	<b>1,837</b>	7.3	-39.3	1,919
책임준비금전입액	1,863	1,713	1,394	1,818	<b>1,521</b>	-18.3	-16.3	1,985
영업이익	54	-329	203	1,149	<b>15</b>	-72.0	-98.7	100
영업외이익	370	296	359	309	<b>387</b>	4.6	25.3	327
세전이익	424	-33	562	1,458	<b>402</b>	-5.2	-72.4	427
당기순이익(지배회사지분)	320	-72	390	1,056	<b>280</b>	-12.7	-73.5	309
손해율	85.7	71.7	84.1	80.1	<b>82.0</b>	-3.7	1.9	80.6
사업비율	13.4	11.7	13.7	13.7	<b>13.8</b>	0.4	0.1	14.0
운용자산이익률(%)	3.0	2.7	3.8	5.5	<b>3.3</b>	0.3	-2.2	3.3
ROE (%)	4.0	-0.9	5.1	14.1	<b>3.7</b>	-0.3	-10.4	4.1

주: 연결기준, 손해율은 위험보험료 대비 사고보험금, 사업비율은 수입보험료 대비 실질사업비

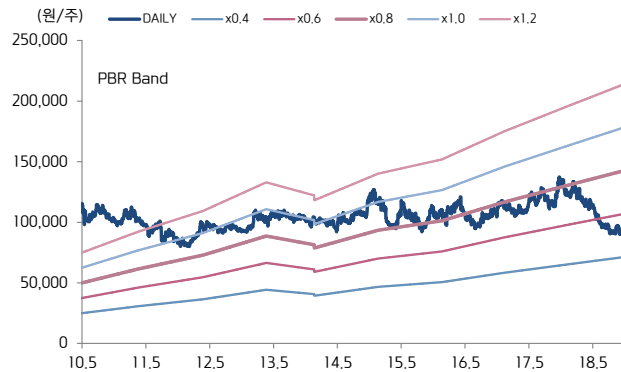
자료: 삼성생명, 키움증권

## 삼성생명 분기별 실적 추이 (단위: 십억원, %, %p)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	FY17	FY18E	FY19E
수입보험료	6,596	6,122	6,080	7,524	6,155	6,063	5,962	7,683	26,321	25,863	26,143
영업이익	447	201	54	(329)	203	1,149	15	47	373	1,414	689
영업외이익	337	339	370	296	359	309	387	341	1,342	1,395	1,401
당기순이익	566	380	320	-72	390	1,056	280	268	1,195	1,994	1,447
ROE	8.3	5.2	4.2	-1.0	5.4	14.2	3.7	3.3	4.3	6.4	4.4

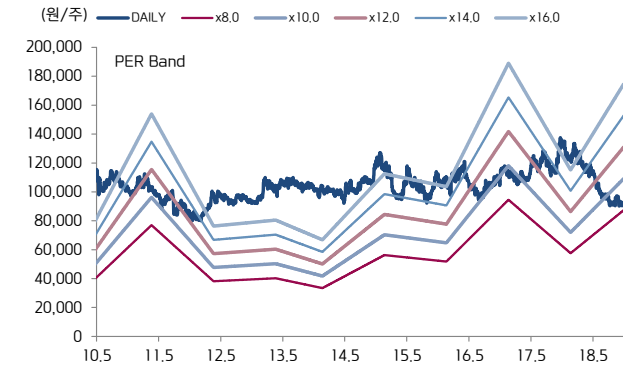
자료: 삼성생명, 키움증권

## 삼성생명 PBR Band Chart



자료: Dataguide, 키움증권

## 삼성생명 PER Band Chart



자료: Dataguide, 키움증권

## 삼성생명 분기별 실적 상세 내역 (십억원, %p)

(십억원, %, %p)		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	%YoY	%QoQ	2017.1-9	2018.1-9	%YoY
손익계산서	보험손익	506.3	475.4	205.1	-180.8	-384.1	-60.6	-301.1	적.전.	적.확.	1,186.8	-745.7	적.전.
	보험영업수익	4,465.4	4,180.4	4,221.9	4,080.2	4,103.1	4,093.5	4,109.5	-2.7	0.4	12,867.6	12,306.2	-4.4
	보험영업비용	3,959.0	3,705.0	4,016.7	4,261.1	4,487.2	4,019.1	4,032.5	0.4	0.3	11,680.8	12,538.8	7.3
	투자손익	2,031.7	1,668.6	1,711.9	1,564.3	1,980.9	3,027.3	1,837.4	7.3	-39.3	5,412.2	6,845.6	26.5
	책임준비금전입액	2,090.8	1,943.3	1,862.9	1,712.6	1,393.5	1,817.5	1,521.1	-18.3	-16.3	5,897.0	4,732.2	-19.8
	영업이익	447.3	200.6	54.1	-329.1	203.3	1,149.2	15.2	-72.0	-98.7	702.0	1,367.7	94.8
	영업외손익	337.2	338.9	370.1	295.9	359.1	308.8	387.0	4.6	25.3	1,046.3	1,054.9	0.8
	세전이익	784.5	539.5	424.2	-33.2	562.5	1,458.0	402.1	-5.2	-72.4	1,748.3	2,422.5	38.6
	당기순이익	594.8	406.1	343.0	-51.3	415.8	1,073.9	297.6	-13.2	-72.3	1,343.8	1,787.3	33.0
	지배주주회사 연결당기순이익	566.3	380.5	320.2	-71.8	389.9	1,056.0	279.7	-12.7	-73.5	1,266.9	1,725.6	36.2
ROE		7.8	5.0	4.0	-0.9	5.1	14.1	3.7	-0.3	-10.5	5.2	7.5	2.3
매출	수입보험료	6,595.6	6,121.5	6,079.8	7,523.8	6,154.8	6,062.9	5,962.3	-1.9	-1.7	18,796.9	18,180.0	-3.3
	일반계정	4,371.2	4,076.2	4,116.1	3,951.2	4,004.2	3,848.0	3,997.0	-2.9	0.3	12,563.6	11,986.1	-4.6
	특별계정	2,224.4	2,045.3	1,963.7	3,572.6	2,150.6	2,214.9	1,965.3	0.1	-5.4	6,233.4	6,193.9	-0.6
	신계약(APE)	871.5	640.9	725.4	536.2	699.7	658.2	683.0	-5.8	3.8	2,237.8	2,040.9	-8.8
	보장성	387.0	374.6	449.1	345.0	439.9	430.4	458.8	2.2	6.6	1,210.7	1,329.0	9.8
	연금	192.7	103.8	170.6	97.5	143.4	133.9	111.4	-34.7	-16.8	467.1	388.7	-16.8
	저축성	291.8	162.5	105.7	93.7	116.4	93.9	112.8	6.7	20.1	560.0	323.2	-42.3
	신계약 마진	34.9	39.6	41.3	40.9	45.6	46.9	48.7	7.4	1.8			
	효율(%)	81.8	74.9	85.7	71.7	84.1	80.1	82.0	-3.7	1.9	80.8	81.8	1.0
	사업비율	12.0	12.7	13.4	11.7	13.7	13.7	13.8	0.4	0.1	12.7	13.7	1.0
투자	운용자산	195,243	201,999	204,758	206,167	203,503	205,814	208,900	2.0	1.5	204,758	208,900	2.0
	비중(%)												
	현예금	0.9	0.9	0.8	1.5	0.7	0.8	1.0	0.3	0.2	0.8	1.0	0.3
	주식	15.5	16.7	17.5	17.3	17.1	15.8	15.5	-2.0	-0.2	17.5	15.5	-2.0
	채권	57.5	56.3	55.2	54.2	54.5	54.9	55.2	0.0	0.3	55.2	55.2	0.0
	(원화채권)	52.7	51.3	49.6	48.9	48.8	48.9	48.9	-0.6	0.1	49.6	48.9	-0.6
	(외화채권)	4.7	5.1	5.6	5.4	5.6	6.1	6.3	0.6	0.2	5.6	6.3	0.6
	대출	20.1	20.2	20.9	21.4	21.9	22.0	0.7	-20.2	-21.3	20.9	0.7	-20.2
	부동산	2.8	2.6	2.5	2.5	2.5	2.3	2.2	-0.3	-0.0	2.5	2.2	-0.3
	수익증권 등	3.2	3.3	3.1	3.0	3.3	4.2	4.0	0.9	-0.2	3.1	4.0	0.9
	투자수익	2,032	1,669	1,712	1,564	1,981	3,027	1,837	7.3	-39.3	5,412	6,846	26.5
	금융자산처분손익	38	40	36	-29	72	1,148	5	-84.7	-99.5	113	1,225	985.9
	투자수익률	4.1	2.9	3.0	2.7	3.8	5.5	3.3	0.3	-2.3	3.5	4.4	0.9
	신규투자이원	3.2	3.3	3.2	3.6	3.5	3.6	3.4	0.2	-0.2			
	책임준비금	154,267	156,365	158,319	159,771	161,313	163,075	164,618	4.0	0.9	158,319	164,618	4.0
	부담이율	4.5	4.5	4.5	4.4	4.4	4.4	4.4	-0.0	0.0	4.5	4.4	-0.0
RBC		313.1	331.8	329.9	317.8	304.1	307.4	317.0	-13.0	9.6	329.9	317.0	-13.0

주: 신계약 마진은 누계 기준, 자료: 삼성생명, 키움증권

## 손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	27,884	26,321	25,863	26,143	26,130
일반계정	16,768	16,743	16,248	16,320	16,077
특별계정	11,215	9,806	9,922	10,144	10,381
보험영업수익	17,046	16,948	16,360	16,320	16,077
보험료수익	16,768	16,646	16,039	15,999	15,749
재보험료수익	278	302	322	322	328
보험영업비용	14,570	15,942	16,901	16,328	16,070
지급보험금	10,610	11,910	12,987	12,406	11,744
사업비	1,496	1,724	2,185	2,254	2,206
(이연신계약비)	-1,809	-1,545	-1,156	-1,151	-1,162
신계약비	1,839	1,749	1,822	1,820	1,839
유지비	1,467	1,495	1,561	1,585	1,530
신계약비 상각비	2,124	1,969	1,469	1,291	1,732
보험영업손익	2,476	1,006	-541	-7	6
투자영업손익	8,000	6,976	8,930	8,487	8,783
책임준비금전입	9,242	7,610	6,839	7,790	8,061
영업이익	1,235	373	1,414	689	728
영업외이익	1,373	1,342	1,395	1,401	1,496
세전이익	2,607	1,715	2,810	2,090	2,225
법인세비용	458	423	737	551	586
당기순이익	2,150	1,293	2,072	1,540	1,639
비지배주주 순이익	96	97	79	93	99
연결당기순이익	2,054	1,195	1,994	1,447	1,540

## 투자지표

(단위: %)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
수입보험료	1.6	-5.6	-1.7	1.1	0.0
일반계정	-3.4	-0.1	-3.0	0.4	-1.5
특별계정	10.3	-12.6	1.2	2.2	2.3
보험영업수익	-3.2	-0.6	-3.5	-0.2	-1.5
당기순이익	77.7	-39.9	60.3	-25.7	6.4
운용자산	17.4	6.5	3.5	6.0	6.0
특별계정자산	4.8	9.2	7.5	4.4	3.9
총자산	14.9	6.8	5.1	4.0	5.6
수익성과 효율성(%)					
보험료 지급율	63.3	71.5	78.4	77.5	74.6
위험보험료 대비 사고보험금	82.1	78.5	80.9	80.0	78.5
수입보험료 대비 실질사업비용	12.0	12.4	13.0	13.0	12.9
운용자산이익률	4.1	3.2	3.9	3.5	3.5

## 대차대조표

(단위: 십억원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	264,654	282,753	297,081	309,004	326,231
운용자산	214,879	228,741	236,787	250,994	266,054
현금 및 예치금	5,823	4,940	4,266	4,451	4,717
채권	103,316	100,549	103,639	109,813	116,406
주식	24,124	32,481	32,283	33,941	35,940
수익증권	8,923	8,416	8,969	9,529	10,100
대출채권	58,063	64,574	67,745	71,878	76,184
부동산	8,923	8,416	8,969	9,529	10,100
비운용자산	8,269	8,691	11,592	7,162	7,354
특별계정자산	41,505	45,321	48,702	50,848	52,823
부채총계	236,345	251,588	262,931	273,407	288,502
책임준비금	158,729	166,881	174,524	182,314	190,375
보험료적립금	152,281	160,006	167,067	174,858	182,979
계약자지분조정	8,076	9,600	7,292	5,469	7,441
기타부채	25,683	27,928	31,724	34,262	37,345
특별계정부채	43,857	47,180	49,391	51,362	53,340
자본총계	28,308	31,164	34,150	35,597	37,729
자본금	100	100	100	100	100
연결자본잉여금	63	63	92	92	92
연결이익잉여금	13,289	14,268	15,874	17,321	18,861
비지배주주	1,664	1,763	16,408	16,408	17,000

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표					
EPS	11,809	7,198	11,541	8,574	9,126
BPS	146,353	163,727	180,840	188,899	200,770
DPS	1,200	2,000	3,100	2,400	2,500
Valuation					
PER	9.5	17.3	8.0	10.8	10.1
PBR	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5
수익성					
ROA	0.8	0.4	0.7	0.5	0.5
ROE	8.2	4.3	6.4	4.4	4.4
배당성향	10.0	27.8	28.0	29.0	29.0
배당수익률	1.1	1.6	3.2	2.4	2.6

## Compliance Notice

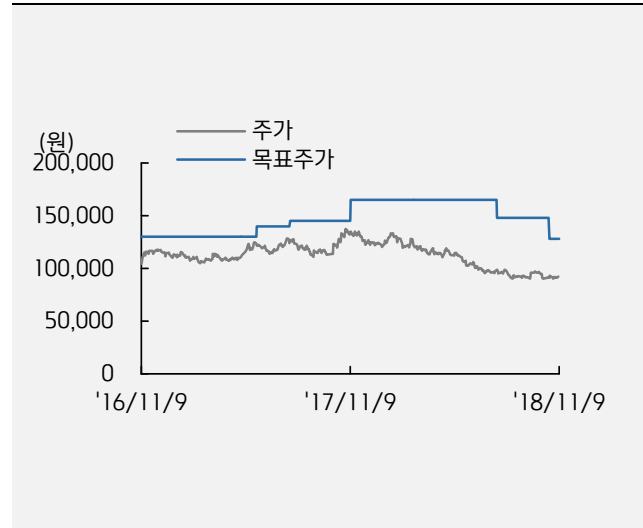
- 당사는 11월 8일 현재 '삼성생명(032830)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
삼성생명 (032830)	2016/11/14	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-11.92	-9.23
	2017/01/17	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-13.04	-9.23
	2017/02/20	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-14.21	-9.23
	2017/05/15	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-6.49	-3.85
	2017/05/30	BUY(Maintain)	140,000원	6개월	-14.14	-8.21
	2017/07/27	BUY(Maintain)	145,000원	6개월	-14.11	-12.07
	2017/08/11	BUY(Maintain)	145,000원	6개월	-16.50	-5.17
	2017/11/10	BUY(Maintain)	165,000원	6개월	-19.19	-18.18
	2017/11/28	BUY(Maintain)	165,000원	6개월	-25.76	-18.18
	2018/05/14	BUY(Maintain)	165,000원	6개월	-33.33	-30.61
	2018/05/31	BUY(Maintain)	165,000원	6개월	-34.18	-30.61
	2018/06/04	BUY(Maintain)	165,000원	6개월	-38.05	-30.61
	2018/07/24	BUY(Maintain)	148,000원	6개월	-34.75	-33.38
	2018/08/13	BUY(Maintain)	148,000원	6개월	-36.63	-33.38
	2018/10/23	BUY(Maintain)	128,000원	6개월	-28.32	-27.19
	2018/11/09	BUY(Maintain)	128,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%