

삼성생명(032830)

아직 시간이 필요하다

부진한 3분기 실적
연말 배당재원에 삼성전자 지분 매각차익 포함
목표주가 120,000원, 7.7% 하향

Facts : 부진한 3분기 실적

3분기 순이익은 2,797억(-12.7% YoY, -73.5% QoQ)으로 컨센서스 대비 부진한 실적을 시현했다. 자회사 삼성카드의 연결 손익이 960억원으로 전년 대비 230억원 감소했고, 최근 주식시장 급락으로 연결회계로 반영된 아웃소싱 펀드의 평가손실 때문이다. 이외 일회성 손실 요인으로 신계약비 추가상각 220억원, 유암중소급 지급 180억원 등이 있었다. 변액보증환입이 약 260억원 있었지만, 전년 동기 대비 260억원 감소했다.

Pros & cons : 연말 배당재원에 삼성전자 지분 매각차익 포함

삼성생명은 3분기 컨퍼런스콜을 통해 올해 배당재원에 삼성전자 지분 매각이익을 반영할 계획임을 밝혔다. 올해 추정 순이익 1.8조원에 배당성향 25%를 적용시 배당수익률은 2.5%이고, 배당성향 30%를 적용시 배당수익률은 3.1%이다. 우리는 보수적으로 배당성향 25%를 추정치에 반영했다.

Action : 목표주가 120,000원, 7.7% 하향

최근 시중금리 정체, 금융시장 급락으로 4분기에는 변액보증적립에 따른 실적 부진이 예상된다. 다만, 삼성생명은 4분기에 부동산 매각을 통해 부진한 실적을 보완할 계획이다. 매각 예정 자산의 부동산 평가차익은 약 1,500억원 수준이다. 우호적인 외부 여건이 조성 중이지만 시장 기대치에는 미치지 못한다. 시중금리 상승에도 미진한 실적 개선 방향성을 고려해서 삼성생명의 올해 순이익을 9.0% 하향, 2019년 순이익을 15.6% 하향한다. 실적 조정 및 계열사 지분가치 하락을 고려한 목표주가는 120,000원으로 기존 대비 7.7% 하향한다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

순이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 120,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(11/8)	2,093
주가(11/8)	92,400
시가총액(십억원)	18,480
발행주식수(백만)	200
52주 최고/최저가(원)	135,000/90,300
일평균거래대금(6개월, 백만원)	22,199
유동주식비율/외국인지분율(%)	41.9/16.6
주요주주(%)	이건희 외 7 인 47.0
	신세계 외 1 인 8.1

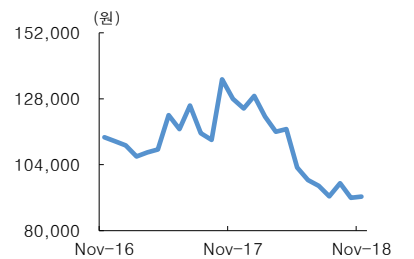
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	20.8	10.3	14.6
PBR(x)	0.7	0.6	0.5
ROE(%)	4.0	5.8	4.0
DY(%)	1.6	2.5	2.1
EPS(원)	5,976	8,972	6,314
BPS(원)	166,373	166,356	174,293

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.3)	(17.9)	(30.0)
KOSPI 대비(%p)	4.8	(3.3)	(12.0)

주가추이



자료: FnGuide

윤대호

taeho3123@truefriend.com

차주영

jooyoung.cha@truefriend.com

컨퍼런스콜 Q&A 요약

1. 내년 보장성 APE 및 신계약가치 성장률 전망
 - 보장성 시장에 대한 우려 있음. 전체 보장성 시장 규모가 올해와 비슷할 전망(중신/사망은 줄고, 건강보험은 늘고)
 - GA 등 당사가 취약한 채널에서 건강보험 시장 타깃
 - 보장성 신계약 규모 금년 대비 5% 신장 계획

2. 날짜 효과 감안시 손해율이 더 좋아질 수 있었다고 생각하는데, 지속 가능한 손해율 수준은?
 - 전년 3분기 손해율은 80.2%, 이번 3분기 손해율은 82.0%로 추석연휴로 인한 영업일수 감소(3일)에 따라 전년 동기 대비 개선 요인이 있었지만, 5~6월 금감원 검사 이후 유암중/실손 지급 등 270억원 발생(2.5~3%p 영향)
 - 연말 기준 손해율 80% 초반대로 전년 대비 2%p 상승 예상

3. 연초 보험손익 가이드نس 1.7조원(2017년 1.6조원 대비 증가) 달성은 어려워 보임. 2019년 전망
 - 사치/비차 각각 일회성 요인으로 가이드نس 달성 어려움
 - 고강도 비용 절감 등으로 가이드نس 높게 설정했는데 신계약비 이연상각이 경영 계획에 미반영(800억원)
 - 내년은 비차익이 올해보다 개선(이연상각비 500억 감소)
 - 감독당국 지급권고 370억, 실손 지급보험금 증가가 사차익 부진 영향인데, 내년 손해율은 80%대 초반 예상

4. GA채널 영업전략?
 - 올해 GA채널을 통해서 보장성 판매 강화. 간편중신, CI중신 등 중신상품이 중심
 - 암/치아 건강보험도 GA채널에 출시했지만 전체적인 규모는 크지 않았음
 - 내년 GA를 통해 건강보험으로 상품 확대할 계획 있음. 그러나 GA채널에서 큰 폭의 건강보험 물량 증가는 어려움.

<표 1> 3분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
보험영업수익	4,222	4,080	4,103	4,094	4,110	0.4	(2.7)	4,419
보험손익	205	(181)	(384)	(61)	(301)	NM	NM	(48)
투자손익	1,712	1,564	1,981	3,027	1,837	(39.3)	7.3	1,882
당기순이익	320	(72)	390	1,056	280	(73.5)	(12.7)	349

주: 당기순이익은 지배주주순이익 기준
 자료: 삼성생명, 한국투자증권

<표 2> 수익 추정 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	FY17		FY18 (변경 후)				FY18 (변경 전)		Review		FY19(F)		
	3Q(A)	연간	1Q(A)	2Q(A)	3Q(P)	4Q(F)	FY18F	3Q(F)	FY18F	YoY 전망대비	변경 후	변경 전	
보험영업수익	4,222	16,948	4,103	4,094	4,110	4,258	16,564	5,611	19,643	(2.7)	(26.8)	16,978	23,395
보험영업비용	4,017	15,942	4,487	4,154	4,411	4,585	17,637	5,639	20,557	9.8	(21.8)	17,717	24,210
지급보험금	3,025	11,910	3,452	3,120	3,391	3,563	13,526	4,348	15,785	12.1	(22.0)	13,719	18,723
사업비	379	1,723	564	542	531	438	2,075	498	2,215	40.3	6.6	1,726	2,316
신계약비상각	525	1,969	379	396	390	508	1,673	697	2,170	(25.8)	(44.1)	1,972	2,766
책임준비금전입액	1,863	7,610	1,394	1,818	1,521	1,651	6,383	1,531	6,182	(18.3)	(0.7)	6,056	6,009
보험손익													
(책임준비금전입액 차감전)	205	1,006	(384)	(61)	(301)	(328)	(1,073)	(29)	(915)	NM	NM	(740)	(817)
투자영업이익	1,712	6,976	1,981	3,027	1,837	2,212	9,057	1,799	8,953	7.3	2.1	7,511	7,561
영업외이익	370	1,342	359	309	387	300	1,355	353	1,327	4.6	9.7	1,338	1,319
당기순이익	320	1,195	390	1,056	280	69	1,794	406	1,971	(12.7)	(31.1)	1,263	1,496
손해율	117.8	117.2	120.3	123.0	121.9	124.2	122.4	106.5	113.8	4.1	15.4	118.4	107.6
사업비율	21.8	22.2	23.4	23.3	22.8	22.7	23.1	21.6	22.7	1.1	1.2	22.2	22.1
투자이익률	3.1	3.2	3.5	5.3	3.2	3.3	3.9	3.2	3.8	0.1	(0.0)	3.3	3.2
투자이익/수입보험료	41.2	41.9	49.1	75.3	45.6	53.1	55.7	32.6	46.4	4.3	13.0	45.0	32.9
총자산	281,488	282,753	283,345	285,205	289,600	290,114	290,114	284,765	288,995	2.6	0.4	305,687	305,020
운용자산	227,665	228,741	226,887	230,819	234,456	234,865	234,865	230,468	233,839	2.7	0.4	247,273	246,608
유가증권	152,154	150,811	149,226	151,171	153,190	153,497	153,497	150,908	153,434	1.8	0.0	162,770	163,001
대출	63,566	64,574	65,814	66,316	67,716	67,806	67,806	66,239	66,980	5.0	1.2	70,534	69,786
특별계정자산	45,874	48,431	44,576	45,664	45,874	48,431	48,431	45,874	48,431	0.0	0.0	50,376	50,455
책임준비금	164,978	166,881	168,473	170,431	172,089	171,236	171,236	169,561	171,022	2.6	0.1	177,389	177,082
계약자지분조정	9,960	9,581	9,027	8,397	8,739	8,262	8,262	8,252	8,412	(13.8)	(1.8)	8,327	8,573
자기자본	32,584	31,164	29,813	29,910	31,108	31,161	31,161	29,866	30,285	(0.0)	2.9	32,748	31,871
BPS (원)	173,470	166,373	159,616	160,102	166,094	166,356	166,356	159,884	161,977	(0.0)	2.7	174,293	169,908

자료: 삼성생명, 한국투자증권

<표 3> 삼성생명 SOTP

(단위: 십억원)

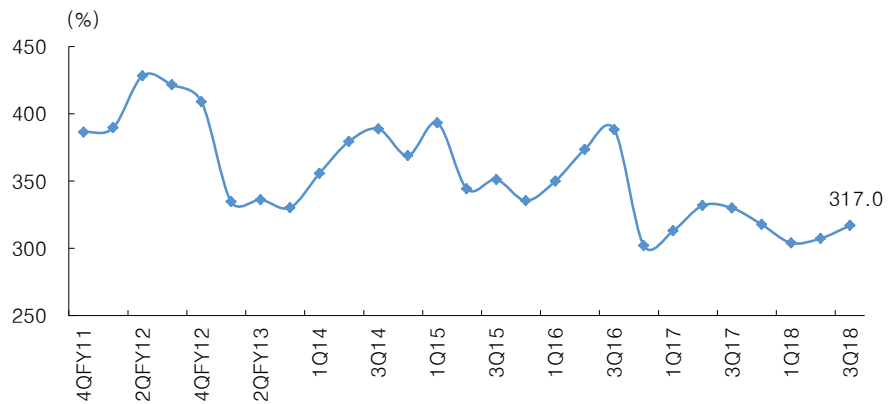
	비고	금액
(1)영업가치		4,074
영업순이익	계열사 배당/지분법 제외한 경상적이익	489
적정 PER	생보업중평균(배)	8.3
계열사 지분	공정가치	주주지분(유배당 세금 제외)
(2) 지분 합계	29,262	18,009
삼성전자	22,955	12,515
삼성중공업	170	112
에스원	174	107
호텔신라	304	171
기타 제조계열사	647	391
제조계열사 합	23,602	12,906
삼성화재	1,832	742
삼성증권	851	303
금융계열사 합	1,580	1,045
유배당계약 대상 지분	25,182	13,950
삼성화재	566	566
삼성카드	2,978	2,959
삼성증권	536	533
유배당계약 미반영 소계	4,080	4,058
(3)자사주 10.3%	지분율 10.2%	1,856
총 기업가치		23,939
적정 NAV(원)		119,697

주: 1. 영업순이익은 계열사 배당금, 지분법순이익을 제외한 기준.

2. 삼성전자 지분 7.9%의 주주 지분은 11.9(지분의 공정가치에서 이연법인세, 유배당계약 지분 제외)

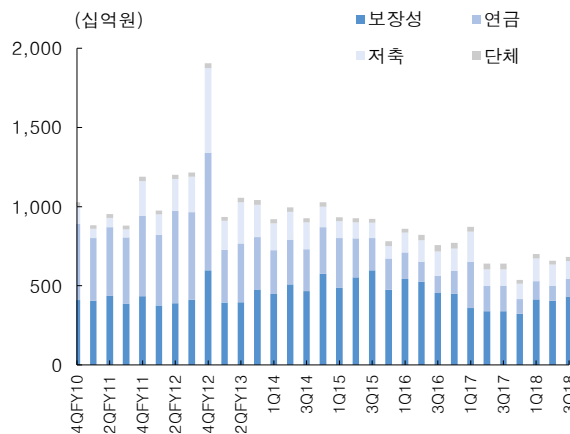
자료: 한국투자증권

[그림 1] RBC 비율 추이



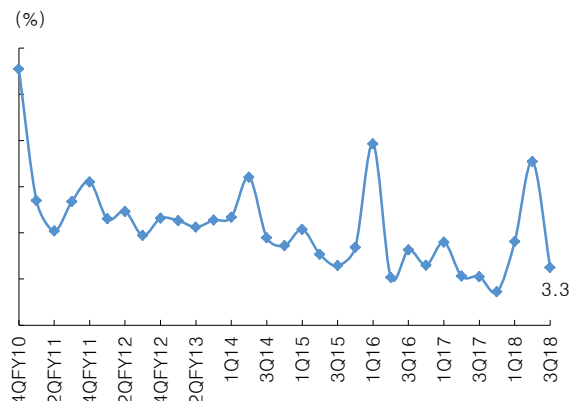
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 2] 신계약 APE 추이



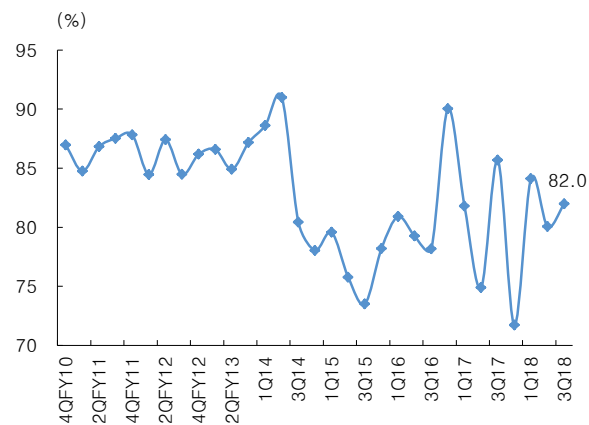
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 3] 운용자산이익률 추이



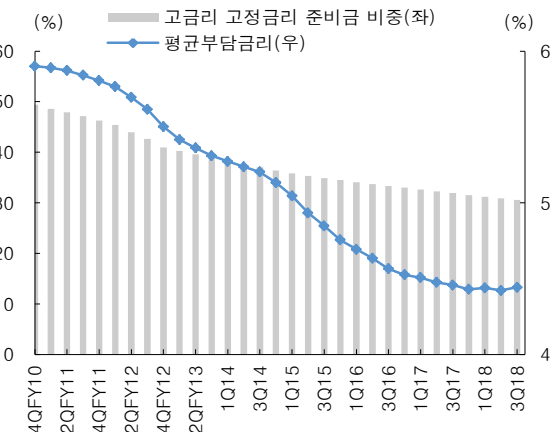
주: 매도가능증권평가손익을 조정하지 않은 운용자산이익률 기준
 자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 4] 위험손해율 추이



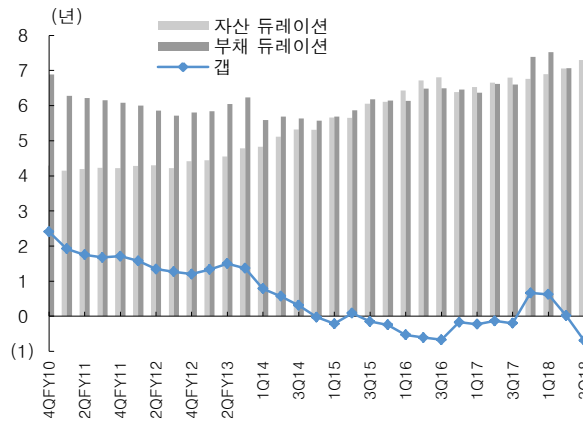
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 5] 고정형 부채 적립금과 평균부담금리 추이



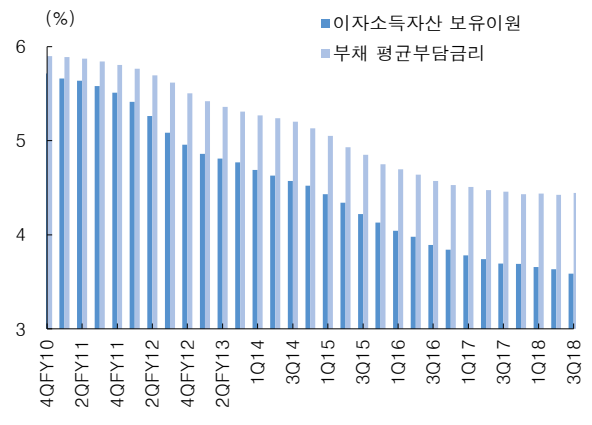
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 6] 듀레이션 갭 추이



자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 7] 이원차 스프레드 추이



자료: 삼성생명, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	264,654	282,753	290,114	305,687	322,416
운용자산	214,879	228,741	234,865	247,273	260,602
현금과예치금	5,823	4,940	4,842	4,972	5,111
유가증권	142,071	150,811	153,497	162,770	172,732
주식	23,902	32,258	29,046	30,915	32,922
채권	106,351	103,943	107,651	114,004	120,829
대출채권	58,063	64,574	67,806	70,534	73,466
부동산	8,923	8,416	8,727	9,188	9,684
미상각신계약비	3,542	3,114	2,731	2,358	1,965
특별계정자산	44,109	48,431	50,376	58,197	65,461
부채총계	236,345	251,588	258,953	272,939	287,963
책임준비금	158,729	166,881	171,236	177,389	184,659
보험료적립금	152,281	160,006	166,568	172,625	179,772
계약자지분조정	8,058	9,581	8,262	8,327	8,723
기타부채	25,683	27,928	30,724	30,937	31,293
특별계정부채	43,857	47,180	48,880	56,436	63,437
자본총계	28,308	31,164	31,161	32,748	34,454
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	63	63	92	92	92
이익잉여금	13,289	14,268	14,995	15,585	16,240
기타포괄손익누계액	15,310	17,087	16,402	17,400	18,450

성장지표

(단위: %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
총자산성장률	14.9	6.8	2.6	5.4	5.5
수입보험료성장률	(3.4)	(0.7)	(2.4)	2.7	5.2
개인	(3.6)	(0.9)	(2.5)	3.3	5.2
단체	(3.4)	(0.8)	0.5	3.3	5.2
영업이익	1,918.3	(69.8)	231.8	(80.0)	64.5
당기순이익	69.6	(41.8)	50.1	(29.6)	8.5
투자수익증가율	24.4	(12.8)	26.0	(11.7)	12.1
운용자산증가율	17.4	6.5	2.7	5.3	5.4
수입보험료 비중					
개인	96.9	96.7	96.6	97.2	97.2
생존	29.7	28.2	27.1	27.3	27.4
양로	12.1	13.2	13.0	13.1	13.1
단체	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6
지급보험금 비중					
보험금	15.3	16.7	10.9	9.7	9.9
환급금	83.9	82.5	76.2	78.6	79.8
배당금	0.6	0.6	(0.8)	(1.9)	(2.0)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험영업수익	17,046	16,948	16,564	16,978	17,879
보험료수익	16,768	16,646	16,251	16,690	17,564
개인	16,244	16,094	15,699	16,220	17,071
생존	4,978	4,695	4,406	4,557	4,805
사망	9,229	9,196	9,186	9,484	9,973
양로	2,037	2,203	2,106	2,178	2,293
단체	425	422	424	438	460
지급보험금	10,610	11,910	13,526	13,719	14,218
보험금	1,623	1,987	1,472	1,332	1,403
환급금	8,905	9,820	10,306	10,778	11,352
배당금	59	77	(104)	(266)	(280)
사업비	1,524	1,723	2,075	1,726	1,895
(이연신계약비)	(1,809)	(1,545)	(1,439)	(1,600)	(1,618)
신계약비	1,840	1,756	1,858	1,822	1,916
유지비	1,493	1,553	1,540	1,572	1,664
신계약비상각비	2,124	1,969	1,673	1,972	2,011
보험손익	2,476	1,006	(1,073)	(740)	(556)
투자손익	8,000	6,976	9,057	7,511	8,472
책임준비금전입	9,242	7,610	6,383	6,056	7,146
영업이익	1,235	373	1,237	247	406
영업외손익	1,373	1,342	1,355	1,338	1,337
당기순이익	2,054	1,195	1,794	1,263	1,370

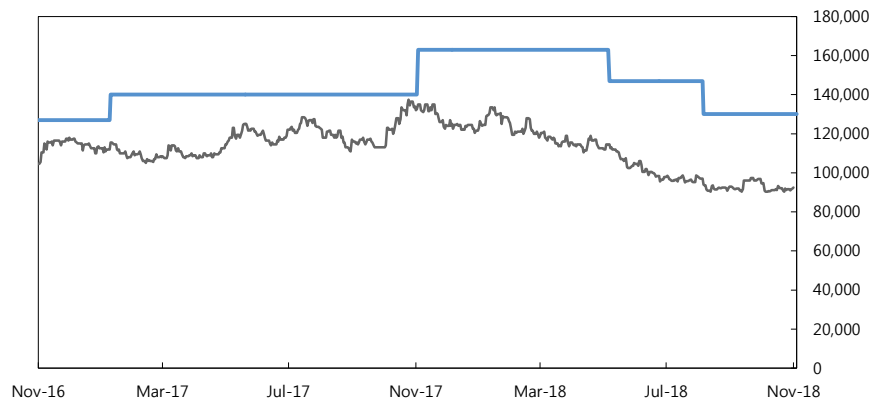
수익성지표

(단위: 원, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROA	0.8	0.4	0.6	0.4	0.4
ROE	7.9	4.0	5.8	4.0	4.1
당기순이익/수입보험료	12.3	7.2	11.0	7.6	7.8
투자수익/수입보험료	47.7	41.9	55.7	45.0	48.2
보험금지급률	63.3	71.5	83.2	82.2	81.0
보험금지급률(책임준비금포함)	118.4	117.3	122.5	118.5	121.6
보험금/보험료수익	9.7	11.9	9.1	8.0	8.0
환급금/보험료수익	53.1	59.0	63.4	64.6	64.6
배당금/보험료수익	0.4	0.5	(0.6)	(1.6)	(1.6)
투자영업지표					
총자산대비 투자영업이익률	3.3	2.6	3.1	2.6	2.8
운용자산수익률	4.1	3.2	3.9	3.3	3.5
총자산대비 운용자산	81.2	80.9	81.0	80.9	80.8
주당지표					
EPS	10,271	5,976	8,972	6,314	6,848
BPS	141,542	155,822	155,804	163,741	172,268
수정BPS	152,094	166,373	166,356	174,293	182,820
DPS	1,200	2,000	2,350	1,950	2,110
배당수익률	1.1	1.6	2.5	2.1	2.3
배당성향	10.5	29.4	25.0	29.4	29.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성생명 (032830)	2016.08.12	매수	127,000원	-13.7	-7.1
	2017.01.17	매수	140,000원	-16.6	-1.8
	2017.11.10	매수	163,000원	-25.0	-17.2
	2018.05.14	매수	147,000원	-31.5	-23.1
	2018.08.13	매수	130,000원	-28.9	-25.2
	2018.11.09	매수	120,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2018년 11월 8일 현재 삼성생명 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성생명 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.