

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

dohakim@sk.com

02-3773-8876

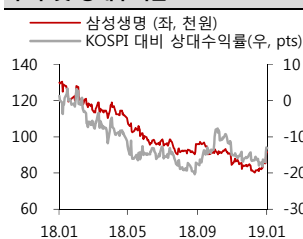
Company Data

자본금	100 십억원
발행주식수	20,000 만주
자사주	2,043 만주
액면가	500 원
시가총액	18,500 억원
주요주주	
이건희(외7)	47.03%
삼성생명 자사주	10.21%
외국인지분율	16.41%
배당수익률	1.61%

Stock Data

주가(19/01/25)	92,500 원
KOSPI	2,177.7 pt
52주 Beta	0.58
52주 최고가	130,500 원
52주 최저가	80,300 원
60일 평균 거래대금	20 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.1%	3.1%
6개월	-5.0%	-0.8%
12개월	-28.6%	-13.6%

삼성생명 (032830/KS | 매수(유지) | T.P 110,000 원(하향))

4Q18 지배 순이익 2,651 억원 (흑전 YoY), 컨센서스 7% 상회 전망

삼성생명의 4Q18 지배 순이익은 2,651 억원 (흑전 YoY, -5% QoQ)으로 컨센서스 7% 상회할 전망이다. 일회성 이익으로 빌딩 매각익 1,700 억원 및 삼성차 관련 출연 잔여금 수익 260 억원을 반영. '19 년 지배주주 순이익은 1 조 3,566 억원으로, '18 년의 전자 지분 매각 관련 손익 제외 시 6% 수준의 YoY 증가율을 보일 것으로 예상. 업황을 고려한 기대 ROE 하락 및 삼성전자 주가 하락으로 사업가치와 지분가치가 각각 21%, 14% 감소해 목표주가를 110,000 원으로 이전 대비 17% 하향 조정함. 기업가치 제고를 위해서는 위험손해를 하락 등 본질 영업에서의 개선이 필요할 것으로 판단

4Q18 지배주주 순이익 2,651 억원 (흑전 YoY), 컨센서스 7% 상회 전망

삼성생명의 4Q18 연결 지배주주 순이익은 2,651 억원 (흑전 YoY, -5% QoQ)으로 시장 컨센서스를 7% 상회할 전망이다. 비경상적 요인으로 빌딩 매각익 1,700 억원 및 삼성차 관련 출연 잔여금 수익 260 억원을 반영했다. 일회성 비용이 1,000 억원 수준 (사내복지기금 출연 360 억원, 손상차손 300 억원, 이연법인세 조정비용 320 억원) 발생했던 전년동기대비 흑자 전환하겠으나, 연말 변액보증 준비금 적립 (400 억원 가정)에 따라 전분기대비 감소할 것이다. 4Q18 위험손해율은 80.6%로 영업일수 증가 및 수익성 악화로 8.9%p YoY 상승할 전망이다. 4Q18 투자수익률은 전술한 빌딩 매각익으로 3.4% (+68bp YoY)로 상승할 것으로 추정된다. 삼성생명의 2019 년 지배주주 순이익은 1 조 3,566 억원으로, 2018 년의 삼성전자 지분 매각 관련 손익 제외 시 6% 수준의 YoY 증가율을 보일 것으로 예상된다.

목표주가 16.7% 하향 조정, 투자의견 매수 유지

SK 증권은 삼성생명의 목표주가를 1) 사업가치 (자본 및 이익에서 삼성전자 지분 영향을 제거)와 2) 삼성전자 지분가치 (지분 평가의 중 예상 주주몫과 세후 기대 배당수익을 20% 할인)의 합으로 산정하고 있다. 업황을 고려한 기대 ROE 하락 (이전 5.9% → 현재 4.1%) 및 삼성전자 주가 하락으로 사업가치와 지분가치가 각각 21%, 14% 감소했으며, 이에 따라 목표주가를 110,000 원으로 이전 대비 16.7% 하향 조정한다. 기업가치 제고를 위해서는 위험손해를 하락 등 본질 영업에서의 개선이 필요할 것으로 판단한다.

영업실적 및 투자지표

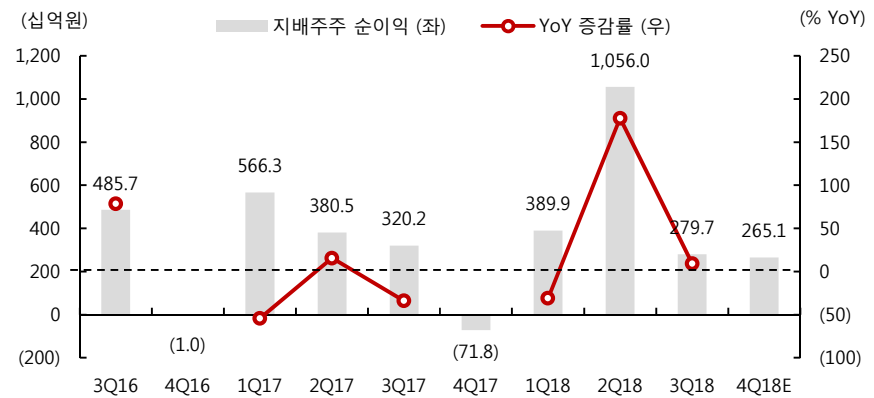
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	십억원	27,457	27,884	26,321	25,782	26,272	26,948
YoY	%	-2.8	1.6	-5.6	-2.0	1.9	2.6
보험손익	십억원	3,497	2,476	1,006	-1,052	-962	-1,051
투자손익	십억원	6,428	8,000	6,976	8,826	7,809	8,083
위험손해율	%	76.8	82.1	78.5	81.6	79.9	80.2
투자수익률	%	3.7	4.1	3.2	3.9	3.3	3.3
영업이익	십억원	61	1,235	373	1,397	525	637
YoY	%	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	십억원	1,372	2,607	1,715	2,814	1,938	2,083
순이익	십억원	1,210	2,150	1,293	2,073	1,415	1,520
YoY	%	-9.5	77.7	-39.9	60.4	-31.7	7.5
EPS	원	6,479	11,440	6,656	11,086	7,555	8,119
BPS	원	128,550	157,642	173,545	163,086	169,367	175,494
PER	배	17.0	9.8	18.7	7.4	12.2	11.4
PBR	배	0.9	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
ROE	%	5.3	7.9	4.0	6.6	4.5	4.7
배당수익률	%	1.6	1.1	1.6	3.2	2.5	2.7

삼성생명 4Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	4Q18E	3Q18	QoQ (%, %p)	4Q17	YoY (%, %p)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	(305.8)	(301.1)	적지	(180.8)	적지		
투자손익	1,980.3	1,837.4	7.8	1,564.3	26.6		
위험손해율 (%)	80.6	81.7	(1.1)	71.7	8.9		
투자수익률 (%)	3.4	3.2	0.2	2.8	0.6		
영업이익	29.4	15.2	94.2	(329.1)	흑전	55.1	(46.6)
지배주주 순이익	265.1	279.7	(5.2)	(71.8)	흑전	248.0	6.9

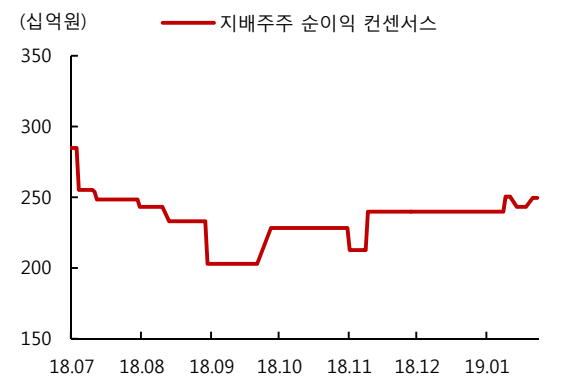
자료: FnGuide, SK 증권

삼성생명의 분기별 지배주주 순이익 추이 및 전망



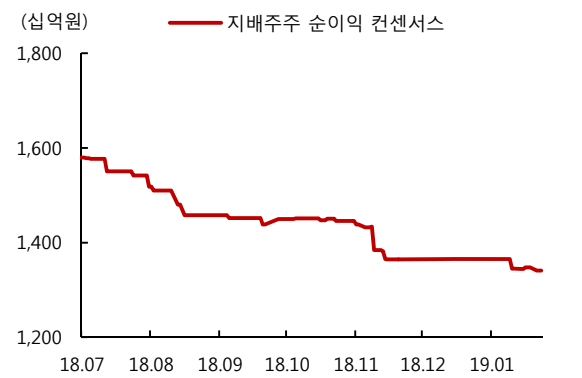
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 4Q18 지배주주 순이익 컨센서스 변화



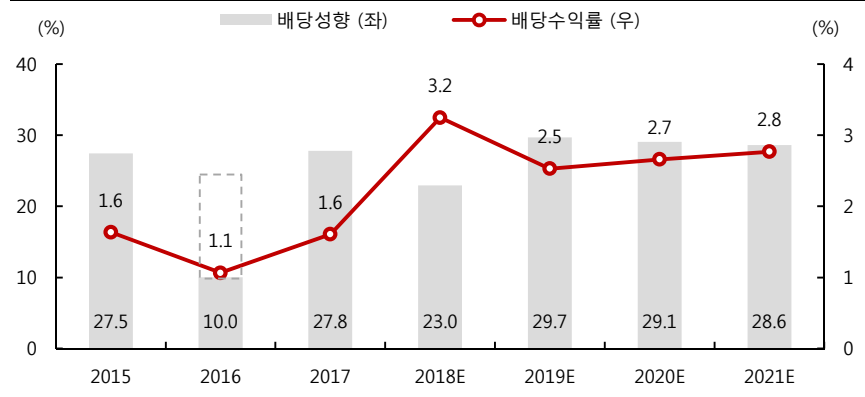
자료: FnGuide, SK 증권

삼성생명의 2019년 지배주주 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

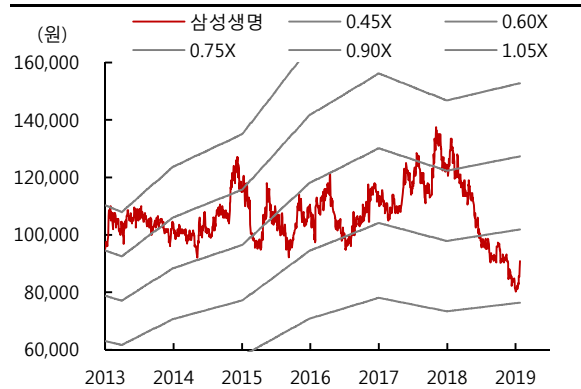
삼성생명의 배당지표 추이 및 전망



자료: WiseFn, SK 증권

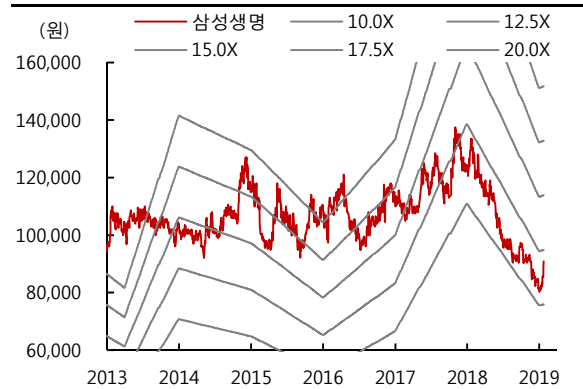
주: 점선은 염가매수차익 제외 시의 배당성향

삼성생명의 12 개월 forward PBR 추이



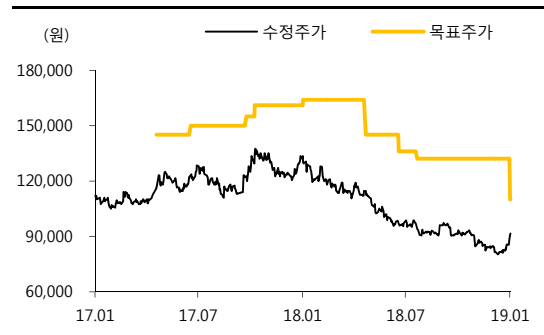
자료: SK 증권

삼성생명의 12 개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.01.28	매수	110,000원	6개월		
2018.10.19	매수	132,000원	6개월	-32.40%	-26.29%
2018.08.13	매수	132,000원	6개월	-29.80%	-26.29%
2018.07.12	매수	136,000원	6개월	-28.86%	-27.50%
2018.05.14	매수	145,000원	6개월	-28.76%	-21.03%
2018.02.23	매수	164,000원	6개월	-27.60%	-20.43%
2018.01.25	매수	164,000원	6개월	-23.84%	-20.43%
2017.11.10	매수	161,000원	6개월	-20.27%	-14.60%
2017.10.31	매수	161,000원	6개월	-16.50%	-14.60%
2017.10.17	매수	155,000원	6개월	-17.84%	-13.87%
2017.08.11	매수	150,000원	6개월	-20.24%	-14.33%
2017.07.12	매수	150,000원	6개월	-17.17%	-14.33%
2017.05.29	매수	145,000원	6개월	-18.01%	-14.83%



Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자이건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 1월 25일 기준)

매수	92.31%	중립	7.69%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	214,879	228,741	236,042	245,422	254,896
현금 및 예치금	5,823	4,940	4,021	4,383	4,515
유가증권	142,071	150,811	155,194	161,945	169,049
주식	24,124	32,481	30,017	30,867	31,742
채권	103,316	100,549	105,577	109,800	114,192
수익증권	3,035	3,394	3,530	3,636	3,745
외화유가증권	11,129	13,896	15,563	17,120	18,832
기타유가증권	467	493	507	523	538
대출채권	58,063	64,574	68,173	70,392	72,599
부동산	8,923	8,416	8,653	8,702	8,732
비운용자산	8,269	8,691	8,865	9,042	9,313
특별계정자산	41,505	45,321	46,681	47,614	48,567
자산총계	264,654	282,753	291,587	302,078	312,775
책임준비금	158,729	166,881	173,876	180,786	187,764
보험료적립금	152,281	160,006	166,417	172,832	179,405
계약자지분조정	8,076	9,600	9,696	9,889	10,186
기타부채	25,683	27,928	30,134	31,422	32,752
특별계정부채	43,857	47,180	48,595	49,567	50,558
부채총계	236,345	251,588	262,301	271,664	281,261
지배주주지분	26,644	29,401	27,598	28,726	29,826
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	63	63	92	92	92
이익잉여금	13,289	14,268	15,892	16,831	17,931
자본조정	-2,118	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117
기타포괄손익누계	15,310	17,087	13,631	13,820	13,820
자본총계	28,308	31,164	29,286	30,414	31,514
부채외자본총계	264,654	282,753	291,587	302,078	312,775

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	14.9	6.8	3.1	3.6	3.5
운용자산	17.4	6.5	3.2	4.0	3.9
특별계정자산	4.9	9.2	3.0	2.0	2.0
부채	14.4	6.5	4.3	3.6	3.5
책임준비금	6.5	5.1	4.2	4.0	3.9
자본	19.3	10.1	-6.0	3.9	3.6
수입보험료	1.6	-5.6	-2.0	1.9	2.6
일반계정	-3.6	-0.9	-3.2	2.5	2.6
특별계정	10.3	-12.6	-0.1	0.9	2.5
순사업비	-2.3	13.1	28.3	-16.5	2.0
투자영업이익	24.5	-12.8	26.5	-11.5	3.5
세전이익	90.1	-34.2	64.1	-31.1	7.5
순이익	77.8	-39.9	60.4	-31.7	7.5
지배주주 순이익	69.6	-41.8	66.6	-31.9	7.5

자료 : SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	27,884	26,321	25,782	26,272	26,948
일반계정	16,669	16,515	15,986	16,386	16,816
특별계정	11,215	9,806	9,796	9,886	10,133
보험손익	2,476	1,006	-1,052	-962	-1,051
보험영업수익	17,046	16,948	16,444	16,869	17,316
보험료수익	16,768	16,646	16,119	16,528	16,958
재보험수익	278	302	325	341	358
보험영업비용	14,570	15,942	17,495	17,831	18,367
지급보험금	10,610	11,910	13,342	13,638	14,097
재보험비용	311	339	375	394	413
사업비	1,524	1,723	2,210	1,846	1,882
신계약비상각비	2,124	1,969	1,567	1,952	1,973
할인료	2	0	0	0	0
투자손익	8,000	6,976	8,826	7,809	8,083
책임준비금전입액	9,242	7,610	6,377	6,322	6,395
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	1,235	373	1,397	525	637
영업외이익	1,373	1,342	1,417	1,413	1,447
특별계정 수입수수료	1,443	1,571	1,653	1,697	1,731
특별계정 지급수수료	1	13	12	15	15
세전이익	2,607	1,715	2,814	1,938	2,083
법인세비용	458	423	742	523	563
당기순이익	2,150	1,293	2,073	1,415	1,520
지배주주 순이익	2,054	1,195	1,991	1,357	1,458

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	63.7	72.1	83.5	83.2	83.8
위험손해율	82.1	78.5	81.6	79.9	80.2
사업비용	12.0	12.4	13.2	13.3	13.3
투자이익률	4.1	3.2	3.9	3.3	3.3
수익성 (%)					
ROE	7.9	4.0	6.6	4.5	4.7
ROA	0.8	0.4	0.7	0.5	0.5
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	11,440	6,656	11,086	7,555	8,119
보통주 BPS	157,642	173,545	163,086	169,367	175,494
보통주 DPS	1,200	2,000	2,650	2,340	2,460
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	9.8	18.7	7.4	12.2	11.4
보통주 PBR (배)	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
배당성향	10.5	30.1	23.0	29.7	29.1
보통주 배당수익률	1.1	1.6	3.2	2.5	2.7