

# 삼성생명 (032830)

## 보험손익 개선 vs. 이차익 악화

### 4Q18 지배순익 -612억원으로 적자 전환

4분기 연결 지배순익은 -612억원 손실을 기록하며 전년동기에 이어 적자를 지속했다. 실적 부진은 삼성카드 및 증권 보유 지분의 손상차손 세전 4,228억원이 반영된 영향이 컸다. 분기 위험손해율은 전년 동기 대비 영업일수 5일 증가로 인해 10.9%p 악화된 82.6%를 기록했다. 2018년 반영된 삼성전자 지분 매각익 1조 897억원, 카드 및 증권 지분 손상차손을 제외한 경상 순익은 1.21조원으로 전년 대비 3.8% 증가했다. 보험이익은 2017년 1.60조원에서 1.36조원으로 감소하였는데 위험손해를 악화에 따른 사차익 1,171억원 감소와 신계약비 초과 상각 760억원 발생에 따른 비차익 악화의 영향이다.

### '19년 순익 1.12조원(YoY -32.6%)으로 1회성 요인 배제시 전년대와 유사한 실적 전망

2019년 삼성생명의 순익은 1.12조원으로 전년 대비 32.6% 감소 추정된다. 1조원을 상회했던 삼성전자 지분 매각익 규모를 고려할 때 표면적인 순익의 감소는 불가피하나, 경상 순익 기준으로는 유사한 수준의 실적이다. 전년도 비차익 악화요인이었던 신계약비상각비 부담의 감소와 유암종 등 1회성 손해액 증가요인 약 400억원의 해소를 고려하면 사측 가이던스와 같이 보험이익 증가는 어렵지 않을 것으로 판단된다. 그러나, 매크로 환경 악화에 따라서 변액 보증손익은 전년 대비 악화가 예상되고 이원차 스프레드 또한 부담이 확대되고 있다는 점에서 경상적인 순익의 증가를 단언하기는 쉽지 않아 보인다.

### 투자 의견 BUY 및 목표주가 105,000원 유지

투자 의견 BUY와 목표주가 105,000원을 유지한다. 2018년 매각한 삼성전자 지분 관련 660원의 배당이 이연되어 올해 순익은 감소하더라도 연간 주당배당금은 전년대와 유사한 2,650원으로 추정된다. 사측은 IFRS17 도입 시점까지 증기 관점에서 배당성향을 50%까지 지향하겠다고 밝혔다. 현 배당 수익률은 2.9%이다.

### Earnings Review

**BUY**

| TP(12M): 105,000원 | CP(2월 21일): 91,400원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,228.66
52주 최고/최저(원)	128,000/80,300
시가총액(십억원)	18,280.0
시가총액비중(%)	1.52
발행주식수(천주)	200,000.0
60일 평균 거래량(천주)	263.8
60일 평균 거래대금(십억원)	22.8
16년 배당금(예상, 원)	1,200
16년 배당수익률(예상, %)	1.31
외국인지분율(%)	16.68
주요주주 지분율(%)	
이건희 외 7인	47.03
신세계 외 1인	8.07
주가상승률	1M 6M 12M
절대	7.0 (1.9) (24.8)
상대	2.0 (0.1) (18.0)

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	16,059.3	16,649.2
영업이익(십억원)	379.3	483.6
순이익(십억원)	1,461.5	1,556.0
EPS(원)	6,857	7,290
BPS(원)	162,770	169,062

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018P	2019F	2020F
보험영업순익	십억원	17,046	16,948	16,475	16,866	17,167
영업이익	십억원	1,235	300	933	85	228
연결순익	십억원	2,054	1,166	1,664	1,121	1,237
EPS	십억원	11,440	6,494	9,268	6,244	6,891
증감률	%	74.3	-43.2	42.7	-32.6	10.4
PER	배	9.8	19.2	8.8	14.6	13.3
PBR	배	0.69	0.70	0.47	0.49	0.46
ROE	%	7.67	3.81	5.24	3.45	3.57
BPS	원	162,298	178,672	174,892	186,664	199,429
DPS	원	1,200	2,000	2,650	2,650	2,700



Analyst 오진원  
02-3771-7525  
jvw.oh@hanafn.com

RA 박은규  
02-3771-8532  
ek.p@hanafn.com

표 1. 삼성생명 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %, %p)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
보험영업수익	4,465	4,180	4,222	4,080	4,103	4,094	4,110	4,169
위험보험료	961	973	983	990	996	1,003	1,017	1,026
보험영업비용	3,959	3,705	4,017	4,301	4,487	4,154	4,411	4,637
지급보험금	2,968	2,738	3,025	3,180	3,452	3,120	3,391	3,547
사업비	387	374	379	624	564	542	531	595
(이연신계약비)	- 410 -	412 -	446 -	335 -	431 -	414 -	436 -	390
신계약비	418	420	451	340	438	421	443	397
유지비	373	360	363	343	381	370	371	351
신계약비상각비	522	509	525	411	379	396	390	391
투자손익	2,032	1,669	1,712	1,547	1,981	3,027	1,837	1,749
책임준비금 전입액	2,091	1,943	1,863	1,729	1,394	1,818	1,521	1,715
영업이익	447	201	54 -	403	203	1,149	15 -	435
영업외손익	337	339	370	337	359	309	387	378
세전이익	785	540	424 -	65	562	1,458	402 -	57
순이익	595	406	343 -	80.6	416	1,074	298 -	54
연결순이익	<b>566.3</b>	<b>380</b>	<b>320.2 -</b>	<b>100.8</b>	<b>389.9</b>	<b>1,056.0</b>	<b>279.7 -</b>	<b>61.2</b>
총자산	268,409	276,178	281,488	282,753	283,345	285,205	289,600	289,428
운용자산	215,000	222,976	227,665	228,741	226,887	230,819	234,456	236,195
특별계정자산	44,258	45,227	45,636	45,321	46,744	46,572	46,836	45,934
총부채	238,906	244,319	248,905	251,588	253,532	255,295	258,491	258,922
책임준비금	160,921	162,984	164,978	166,881	168,473	170,431	172,089	173,943
자본총계	29,503	31,859	32,584	31,164	29,813	29,910	31,108	30,505
<b>위험손해율</b>	<b>81.8%</b>	<b>74.9%</b>	<b>85.7%</b>	<b>71.7%</b>	<b>84.1%</b>	<b>80.1%</b>	<b>81.7%</b>	<b>82.6%</b>
실제사업비/보험영업수익	17.7%	18.7%	19.3%	16.7%	20.0%	19.3%	19.8%	17.9%
<b>투자이익률</b>	<b>3.78%</b>	<b>3.05%</b>	<b>3.04%</b>	<b>2.71%</b>	<b>3.48%</b>	<b>5.29%</b>	<b>3.16%</b>	<b>2.97%</b>
<b>이원차마진율</b>	<b>-0.73%</b>	<b>-0.74%</b>	<b>-0.77%</b>	<b>-0.74%</b>	<b>-0.78%</b>	<b>-0.79%</b>	<b>-0.85%</b>	<b>-0.87%</b>
보유이원	3.78%	3.74%	3.69%	3.69%	3.66%	3.63%	3.59%	3.57%
부채 평균예정이율	4.51%	4.48%	4.46%	4.43%	4.44%	4.42%	4.44%	4.44%
ROE	7.8%	5.0%	4.0%	-1.3%	5.1%	14.1%	3.7%	-0.8%
ROA	0.8%	0.6%	0.5%	-0.1%	0.6%	1.5%	0.4%	-0.1%
Financial Leverage	9.2	8.9	8.7	8.9	9.3	9.5	9.4	9.4
APE	871	641	725	536	700	658	683	608
보장	387	375	449	345	440	430	458.8	413
연금	292	163	106	94	116	94	113	107
저축	192	102	170	98	143	134	111	88
APE 구성비								
보장	44.4%	58.4%	61.9%	64.3%	62.9%	65.4%	67.2%	67.9%
연금	33.5%	25.4%	14.6%	17.5%	16.6%	14.3%	16.5%	17.5%
저축	22.0%	16.0%	23.4%	18.2%	20.5%	20.3%	16.3%	14.5%
APE 성장률(YoY)	1.2%	-22.1%	-4.3%	-30.4%	-19.7%	2.7%	-5.8%	13.4%
보장	-31.9%	-33.0%	-9.2%	-28.8%	13.7%	14.9%	2.2%	19.8%
연금	74.4%	27.0%	-2.8%	-34.5%	-60.1%	-42.2%	6.7%	13.9%
저축	53.2%	-23.3%	10.4%	-31.3%	-25.2%	30.7%	-34.4%	-9.5%

자료: 삼성생명, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
보험손익	2,476	966	-1,214	-992	-1,337
보험영업수익	17,046	16,948	16,475	16,866	17,167
위험보험료	3,772	3,906	4,042	4,267	4,422
보험영업비용	14,570	15,982	17,689	17,858	18,504
지급보험금	10,610	11,910	13,510	13,876	14,493
사업비	1,524	1,764	2,232	1,536	1,573
(이연신계약비)	-1,809	-1,603	-1,672	-1,714	-1,757
신계약비	1,839	1,629	1,699	1,741	1,785
유지비	1,467	1,438	1,473	1,509	1,545
신계약비상각비	2,124	1,967	1,556	2,052	2,040
투자손익	8,000	6,960	8,595	8,018	8,446
책임준비금 전입액	9,242	7,626	6,448	6,940	6,881
영업이익	1,235	300	933	85	228
영업외손익	1,373	1,384	1,433	1,461	1,478
세전이익	2,607	1,683	2,366	1,547	1,707
순이익	2,150	1,263	1,734	1,121	1,237
연결순이익	2,054	1,166	1,664	1,121	1,237

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
총자산	264,654	282,753	289,428	302,711	316,550
운용자산	214,879	228,741	236,195	245,619	254,963
현금예금	5,823	4,940	4,745	4,398	4,041
유가증권	142,071	150,811	152,679	159,251	165,624
대출	103,315	100,549	106,307	114,498	123,320
기타	38,756	50,261	46,372	44,753	42,304
비운용자산	8,269	8,691	7,298	9,452	12,185
특별계정자산	41,505	45,321	45,934	47,640	49,402
부채	236,345	251,588	258,922	270,153	281,765
책임준비금	158,729	166,881	173,943	180,883	187,765
기타부채	25,683	27,928	29,794	32,177	34,941
특별계정부채	43,857	47,180	46,977	48,722	50,523
자본총계	28,308	31,164	30,505	32,558	34,785
자본금/자본잉여금	106	163	225	225	225
이익잉여금	13,289	14,268	15,548	16,669	17,907
기타자본조정	14,914	16,733	14,732	15,664	16,653
연결지배순자산	29,145	32,085	31,406	33,520	35,812

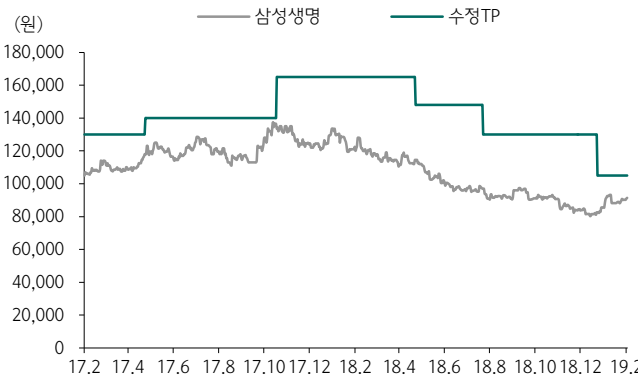
주요 성장성 및 수익성 지표	(단위: 십억원, %)				
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
성장률(전년대비, %)					
보험손익	-29.2	-61.0	-225.7	-18.3	34.8
보험영업수익	-3.2	-0.6	-2.8	2.4	1.8
위험보험료	3.5	3.6	3.5	5.6	3.6
신계약비	-6.3	-11.4	4.3	2.5	2.5
유지비	-4.8	-1.9	2.4	2.4	2.4
영업이익	1,918.3	-75.7	211.4	-90.8	167.3
순이익	77.7	-41.2	37.2	-35.3	10.4
연결순이익	69.6	-43.2	42.7	-32.6	10.4
총자산	14.9	6.8	2.4	4.6	4.6
운용자산	17.4	6.5	3.3	4.0	3.8
운용자산-DAC	17.9	6.8	3.5	4.2	4.0
책임준비금	6.4	5.1	4.2	4.0	3.8
특별계정자산	4.8	9.2	1.4	3.7	3.7
수익성(%)					
보험금/위험보험료	82.1	78.5	82.1	80.1	80.6
실제사업비/보험수익	19.7	18.4	19.7	19.7	19.8
운용자산이익률	4.0	3.14	3.70	3.33	3.37
평균예정이율	4.53	4.43	4.44	4.44	4.44
APE 내 보장성비율	65.6	56.1	65.8	66.4	67.1
특별계정수수료율	3.55	3.59	3.61	3.51	3.50
안정성(%)					
지급여력비율	302	287	267	254	241
총부채/보험료수입	1,386	1,484	1,572	1,602	1,641
총자산/자기자본	935	907	949	930	910

자료: 하나금융투자

주요 밸류에이션 지표	(단위: 십억원, 원, 배, %)				
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
EPS	11,440	6,494	9,268	6,244	6,891
BPS	162,298	178,672	174,892	186,664	199,429
P/E (배)	9.8	19.2	8.8	14.6	13.3
P/B (배)	0.69	0.70	0.47	0.49	0.46
ROA	0.82	0.42	0.6	0.4	0.4
ROE	7.67	3.81	5.2	3.5	3.6
DPS					
보통주	1,200	2,000	2,650	2,650	2,700
우선주	-	-	-	-	-
배당성향	10.5	30.8	28.6	42.4	39.2
배당수익률					
보통주	1.1	1.6	3.2	2.9	3.0
우선주	-	-	-	-	-
내재가치(EV)	29,274	38,605	41,455	44,730	48,307
조정순자산가치	25,777	28,277	27,679	29,542	31,562
보유계약가치	3,497	10,328	13,776	15,188	16,745
신계약가치	1,212	1,134	1,270	1,334	1,400
ROEV (%)	19.0	33.1	8.6	7.9	8.0
EV per Share	163,018	214,980	230,851	249,090	269,009
VNB per Share	6,749	6,315	7,073	7,426	7,798
P/EV (배)	0.69	0.58	0.35	0.33	0.30
EV 주요 경제적 가정					
투자이익률	3.5	4.0	4.0	4.0	4.0
할인율	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
인플레이션율	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

### 삼성생명



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.1.13	BUY	105,000		
18.8.12	BUY	130,000	-31.14%	-25.15%
18.5.13	BUY	148,000	-31.78%	-22.64%
17.11.7	BUY	165,000	-25.70%	-18.18%
17.5.14	BUY	140,000	-13.73%	-1.79%
17.3.14	BUY	130,000	-15.02%	-9.23%
16.5.15	BUY	140,000	-23.89%	-15.71%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.2%	5.9%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2019년 2월 21일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2019년 2월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2019년 2월 22일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.