

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

dohakim@sk.com

02-3773-8876

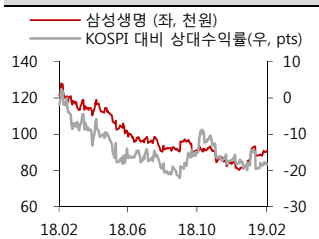
Company Data

자본금	100 십억원
발행주식수	20,000 만주
자사주	2,043 만주
액면가	500 원
시가총액	18,280 십억원
주요주주	
이건희(외7)	47.03%
삼성생명 자사주	10.21%
외국인지분율	16.68%
배당수익률	1.61%

Stock Data

주가(19/02/21)	91,400 원
KOSPI	2,228.7 pt
52주 Beta	0.55
52주 최고가	128,000 원
52주 최저가	80,300 원
60일 평균 거래대금	23 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.0%	2.1%
6개월	-1.9%	-0.1%
12개월	-24.8%	-16.5%

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

경상 이익도, 배당도 무난한 수준

삼성생명은 4Q18 지배주주 순손실 612 억원(적지 YoY)을 기록, 컨센서스 2,515 억원을 크게 하회. 보유 계열사 지분의 대규모 손상차손이 실적 부진의 원인이며, 이를 제외한 경상 이익은 기대치에 부합. 동사는 '19 년 보험손익 목표치는 1.5 조원으로 제시했는데, 실손 담보의 추가적인 손해를 상승 및 비경상적 보험금 지급이 없다면 달성 가능성 높으나 이차 역마진 축소는 아직 기대할 수 없어 유의미한 실적 개선에는 시간이 필요할 전망. 향후 3 개년 기대 DY 는 2.8%~3.2% 범위로, 경상이익과 배당이 모두 무난한 수준임

4Q18 지배주주 순손실 612 억원 (적지 YoY)으로 컨센서스 크게 하회

삼성생명은 4Q18 연결 지배주주 순손실 612억원 (적자지속 YoY)을 기록해 SK증권 추정치 2,651억원 및 시장 컨센서스 2,515억원을 크게 하회. 보유 계열사 (삼성카드, 삼성증권) 지분의 회수가능금액이 장부가를 하회하면서 손상차손을 4,000억원 수준 인식한 것이 실적 부진의 원인이며, 이를 제외한 경상 이익은 2,700억원으로 기대치에 부합했다고 볼 수 있음. 삼성생명의 4Q18 보장성 APE는 4,133억원 (+20% YoY)으로 양호한 성장을 나타냄. 4Q18 위험손해율은 82.6% (+10.9%p YoY)로 실손 담보 수익성 악화 및 유암종 보험금 추가 지급 등으로 상승. 4Q18 투자수익률은 3.0%로 부진했는데, 계열사 손상차손과 함께 변액 보증 햇지손익, 빌딩 매각익 제외 시 경상적 yield는 3.2%로 추정됨

경상 이익도, 배당도 무난한 수준

삼성생명의 보험손익은 2017년 1.6조원에서 2018년 1.4조원으로 감소해 두 해 모두 목표치 1.7조원을 하회. 2019년 보험손익 목표치는 1.5조원으로 제시했는데, 실손 담보의 추가적인 손해를 상승 및 비경상적 보험금 지급이 없다면 달성 가능성은 높다는 판단. 한편 부진한 시장금리 흐름을 고려할 때 이차 역마진의 축소는 아직 기대할 수 없어 유의미한 실적 개선에는 시간이 더 필요할 전망. 삼성생명은 배당성향 확대의 의지가 있음을 다시 한번 밝혔으나, 새로운 감독규제 도입 및 부진한 업황을 고려해 명확한 가이드는 제시하지 못함. 2019년 배당재원에 삼성전자 지분 매각익 절반을 포함하고, 경상 이익에 대한 배당성향을 1%p씩 상향한다고 가정할 경우 기대 배당수익률은 2019년 3.2% → 2020년 2.8% → 2021년 3.1%로 추정됨

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018P	2019E	2020E
수입보험료	십억원	27,457	27,884	26,321	25,158	25,628	26,285
YoY	%	-2.8	1.6	-5.6	-4.4	1.9	2.6
보험손익	십억원	3,497	2,476	1,006	-1,214	-1,353	-1,475
투자손익	십억원	6,428	8,000	6,976	8,595	7,898	8,165
위험손해율	%	76.8	82.1	78.5	82.1	80.1	80.5
투자수익률	%	3.7	4.1	3.2	3.8	3.3	3.3
영업이익	십억원	61	1,235	373	933	411	534
YoY	%	-90.1	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	십억원	1,372	2,607	1,715	2,366	1,880	2,038
순이익	십억원	1,210	2,150	1,293	1,734	1,373	1,487
YoY	%	-9.5	77.7	-39.9	34.1	-20.8	8.3
EPS	원	6,479	11,440	6,656	9,268	7,329	7,940
BPS	원	128,550	157,642	173,545	169,876	163,470	168,822
PER	배	17.0	9.8	18.7	8.8	12.5	11.5
PBR	배	0.9	0.7	0.7	0.5	0.6	0.5
ROE	%	5.3	7.9	4.0	5.4	4.4	4.8
배당수익률	%	1.6	1.1	1.6	3.2	3.2	2.8

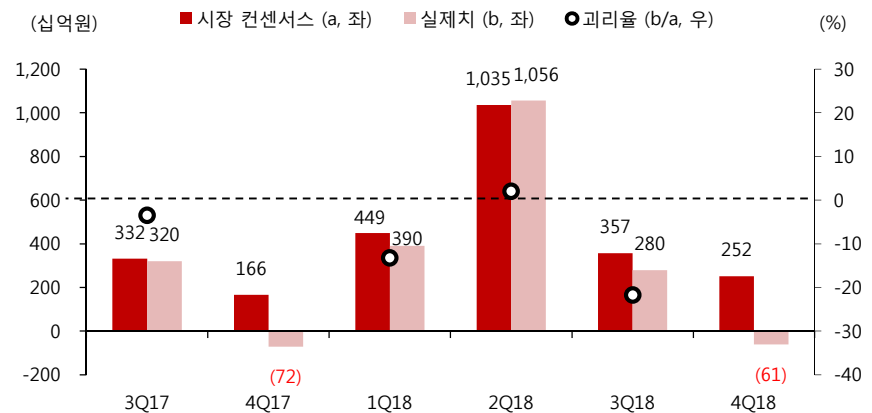
삼성생명 4Q18 연결 실적 요약

(단위: 십억원)	4Q18P	4Q17	YoY (%)	3Q18	QoQ (%)	3Q18E	차이 (%)	컨센서스*	차이 (%)
영업이익	(434.6)	(329.1)	적지	15.2	적전	29.4	n/a	64.0	n/a
세전이익	(56.8)	(33.2)	적지	402.1	적전	391.6	n/a	413.1	n/a
지배주주 순이익	(61.2)	(71.8)	적지	279.7	적전	265.1	n/a	251.5	n/a

자료: 삼성생명, FnGuide, SK 증권

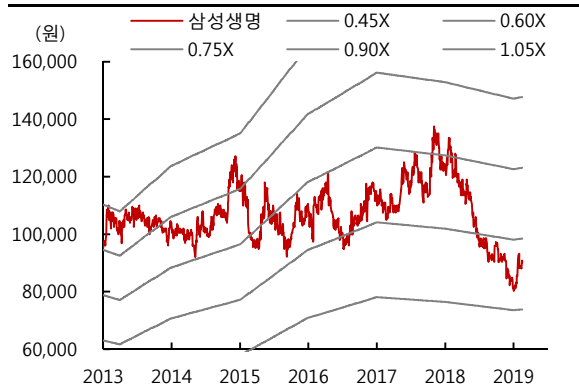
주: *매출액변동공시 직전일 컨센서스

삼성생명의 분기 실적과 컨센서스 간 괴리



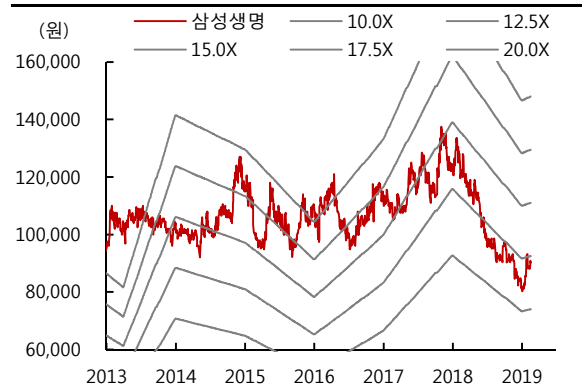
자료: 삼성생명, FnGuide, SK 증권

삼성생명의 12개월 forward PBR Band chart



자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 12개월 forward PER Band chart



자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명 연결 기준 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2017	2018				QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	2017	2018	YoY (%, %p)
	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			연간	연간	
전체 수입보험료	7,524	6,155	6,063	5,962	6,978	17.0	(7.3)	26,321	25,158	(4.4)
보장성	3,156	3,181	3,185	3,198	3,206	0.3	1.6	12,767	12,770	0.0
연금형	1,517	1,499	1,463	1,478	1,478	0.0	(2.6)	6,510	5,917	(9.1)
저축성	573	604	631	583	536	(8.0)	(6.4)	2,544	2,354	(7.5)
퇴직	2,279	871	784	704	1,758	149.7	(22.8)	4,500	4,117	(8.5)
APE	536	700	658	683	608	(10.9)	13.5	2,774	2,649	(4.5)
보장성	345	440	430	459	413	(9.9)	19.8	1,556	1,742	12.0
연금형	94	116	94	113	107	(5.4)	13.9	654	430	(34.2)
저축성	98	143	134	111	88	(20.8)	(9.5)	565	477	(15.5)
보험영업수익	4,048	4,076	4,059	4,110	4,169	1.4	2.2	16,948	16,475	(2.8)
보험영업비용	4,236	4,471	4,135	4,411	4,637	5.1	8.8	15,942	17,689	11.0
보험손익	(188)	(396)	(75)	(301)	(469)	적지	적지	1,006	(1,214)	적전
투자손익	1,376	1,942	2,818	1,837	1,749	(4.8)	11.8	6,976	8,595	23.2
책임준비금전입액	1,697	1,380	1,799	1,521	1,715	12.8	0.2	7,610	6,448	(15.3)
영업이익	(509)	166	944	15	(435)	적전	적지	373	933	150.2
영업외이익	306	378	342	387	378	(2.4)	27.7	1,342	1,433	6.7
세전이익	(203)	544	1,286	402	(57)	적전	적지	1,715	2,366	37.9
순이익	(149)	429	956	298	(54)	적전	적지	1,293	1,734	34.1
지배주주 순이익	(149)	429	956	280	(61)	적전	적지	1,195	1,664	39.3
경영효율지표 (%)										
보험료지급률	80.3	86.0	78.1	84.8	88.4	3.5	7.9	72.1	84.4	12.3
위험손해율	71.7	84.1	80.1	81.7	82.6	0.8	10.9	78.5	82.1	3.6
사업비율	8.2	7.8	7.1	14.0	12.8	(1.1)	1.5	12.4	13.6	1.2
투자수익률	2.7	3.8	5.5	3.2	3.0	(0.2)	0.2	3.2	3.8	0.6

자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명 연결 기준 운용자산 현황

(단위: 십억원)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	228,741	226,887	230,819	234,456	236,195	100.0	0.7	3.3
현금및예치금	4,940	2,977	4,590	4,838	4,745	2.0	(1.9)	(3.9)
유가증권	150,811	149,226	151,171	153,190	152,679	64.6	(0.3)	1.2
주식	30,803	29,899	27,527	27,512	23,279	9.9	(15.4)	(24.4)
채권	100,549	99,117	100,434	102,292	106,307	45.0	3.9	5.7
수익증권	3,394	3,799	5,636	5,149	4,386	1.9	(14.8)	29.2
외화증권	13,896	14,259	15,421	16,072	16,970	7.2	5.6	22.1
기타증권	493	513	461	462	390	0.2	(15.5)	(20.8)
관계사지분	1,678	1,638	1,692	1,704	1,347	0.6	(21.0)	(19.7)
대출채권	64,574	65,814	66,316	67,716	70,187	29.7	3.6	8.7
부동산	8,416	8,870	8,743	8,712	8,584	3.7	(1.5)	3.5

자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명 별도 기준 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2017	2018				QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	2017	2018	YoY (%, %p)
	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			연간	연간	
전체 수입보험료	7,524	6,155	6,063	5,962	6,978	17.0	(7.3)	26,321	25,158	(4.4)
보장성	3,156	3,181	3,185	3,198	3,206	0.3	1.6	12,767	12,770	0.0
연금형	1,517	1,499	1,463	1,478	1,478	0.0	(2.6)	6,510	5,917	(9.1)
저축성	573	604	631	583	536	(8.0)	(6.4)	2,544	2,354	(7.5)
퇴직	2,279	871	784	704	1,758	149.7	(22.8)	4,500	4,117	(8.5)
APE	536	700	658	683	608	(10.9)	13.5	2,774	2,649	(4.5)
보장성	345	440	430	459	413	(9.9)	19.8	1,556	1,742	12.0
연금형	94	116	94	113	107	(5.4)	13.9	654	430	(34.2)
저축성	98	143	134	111	88	(20.8)	(9.5)	565	477	(15.5)
보험영업수익	4,048	4,076	4,059	4,074	4,132	1.4	2.1	16,817	16,341	(2.8)
보험영업비용	4,236	4,471	4,135	4,391	4,617	5.1	9.0	15,875	17,614	11.0
보험손익	(188)	(396)	(75)	(317)	(485)	적지	적지	942	(1,273)	적전
투자손익	1,376	1,942	2,818	1,678	2,038	21.4	48.1	6,321	8,477	34.1
책임준비금전입액	1,697	1,380	1,799	1,502	1,696	12.9	(0.0)	7,536	6,378	(15.4)
영업이익	(509)	166	944	(141)	(143)	적지	적지	(273)	826	흑전
영업외이익	306	378	342	397	393	(1.1)	28.1	1,412	1,510	6.9
세전이익	(203)	544	1,286	256	249	(2.6)	흑전	1,139	2,336	105.1
순이익	(149)	429	956	202	210	4.0	흑전	948	1,798	89.6
경영효율지표 (%)										
보험료지급률	80.3	86.0	78.1	84.6	88.2	3.6	7.9	72.0	84.2	12.3
위험손해율	71.7	84.1	80.1	81.7	82.6	0.8	10.9	78.5	82.1	3.6
사업비율	8.2	7.8	7.1	7.0	8.2	1.2	(0.0)	7.4	7.6	0.2
투자수익률	2.7	3.8	5.5	3.3	3.9	0.7	1.2	3.2	4.2	0.9

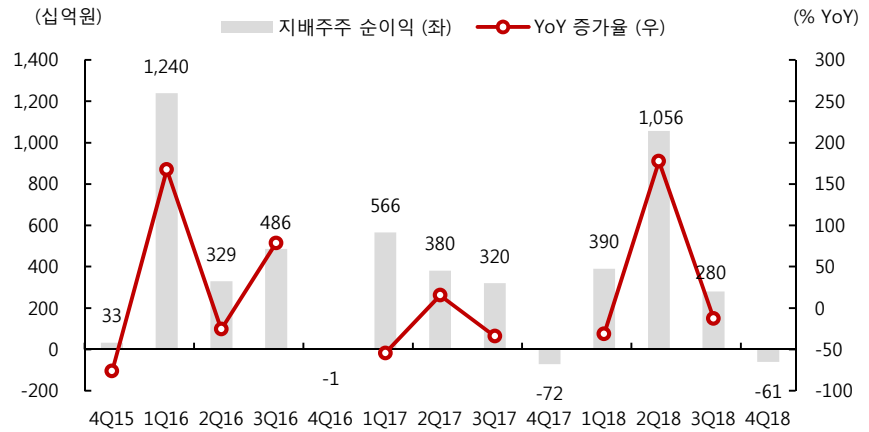
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명 별도 기준 운용자산 현황

(단위: 십억원)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	206,167	203,503	205,814	208,900	210,495	100.0	0.8	2.1
현금및예치금	3,090	1,370	1,728	2,185	2,832	1.3	29.6	(8.4)
유가증권	153,831	152,381	154,212	156,135	156,416	74.3	0.2	1.7
주식	30,071	29,192	26,800	26,811	22,641	10.8	(15.6)	(24.7)
채권	100,484	104,302	100,377	101,937	106,060	50.4	4.0	5.5
수익증권	3,194	3,606	5,381	4,911	4,149	2.0	(15.5)	29.9
외화증권	11,897	12,297	13,387	13,993	14,858	7.1	6.2	24.9
기타증권	457	476	414	414	344	0.2	(17.0)	(24.8)
관계사지분	7,728	7,763	7,852	7,955	8,364	4.0	5.2	8.2
대출채권	44,108	44,647	45,232	45,943	46,895	22.3	2.1	6.3
부동산	5,137	5,105	4,642	4,637	4,353	2.2	(6.1)	(15.3)

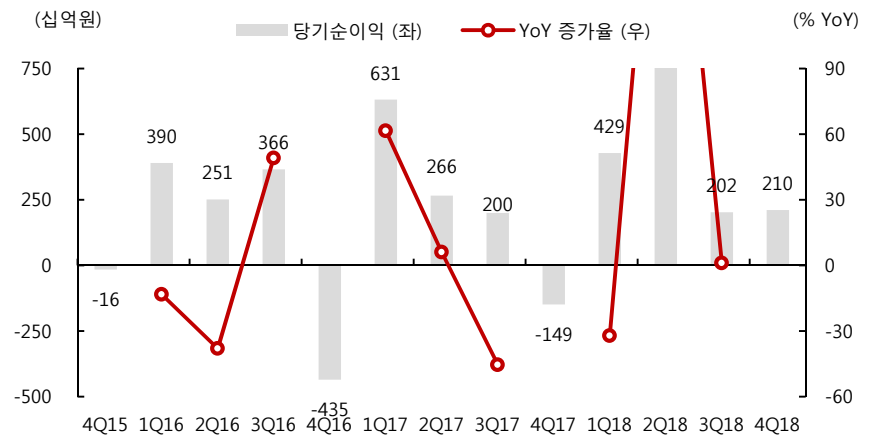
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 분기별 연결 지배주주 순이익 추이



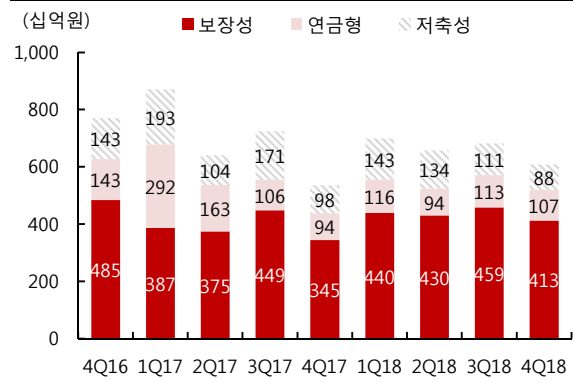
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 분기별 별도 당기순이익 추이



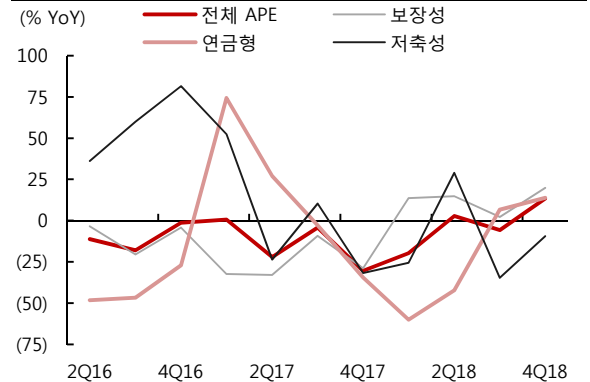
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 연납화 보험료 (APE) 금액 추이



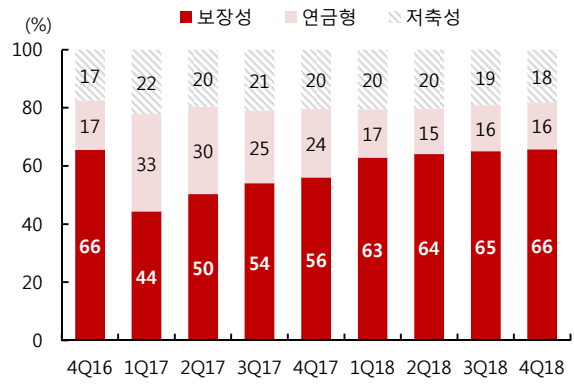
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 보증별 연납화 보험료 (APE) 증가율



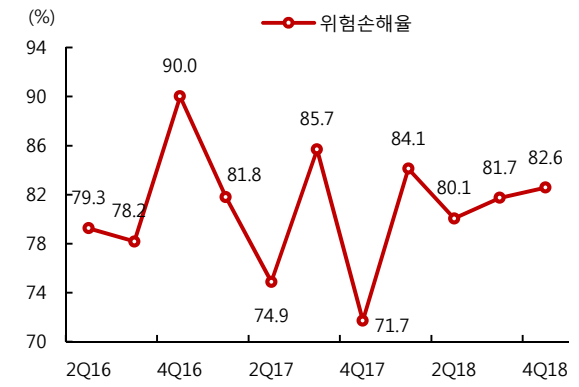
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 연납화 보험료 (APE) 구성비



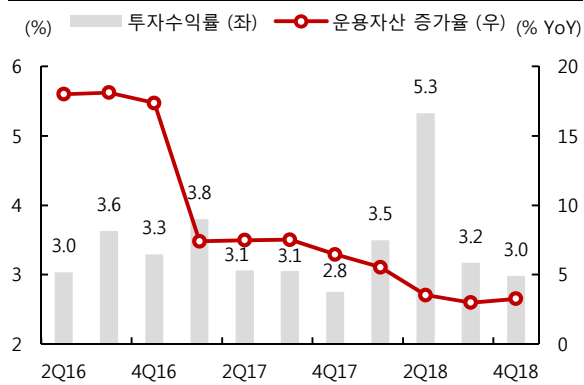
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 위험손해율



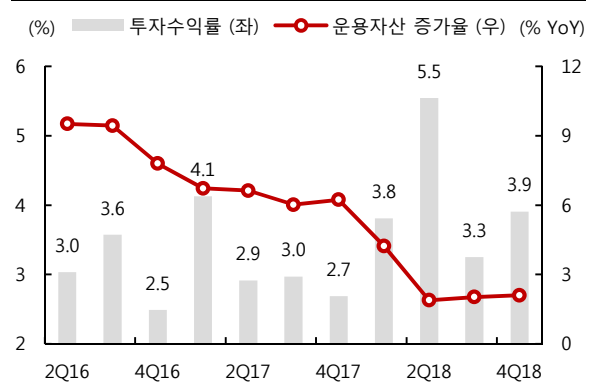
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 투자수익률 및 운용자산 증가율 (연결 기준)



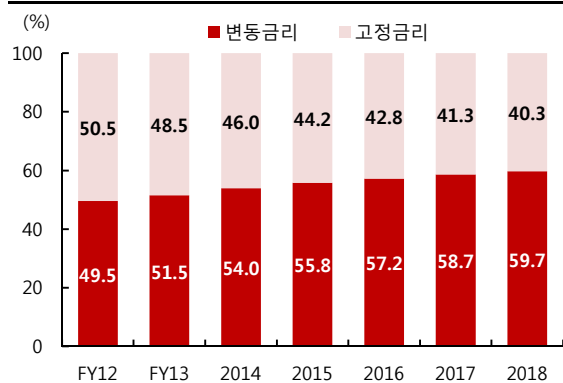
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 투자수익률 및 운용자산 증가율 (별도 기준)



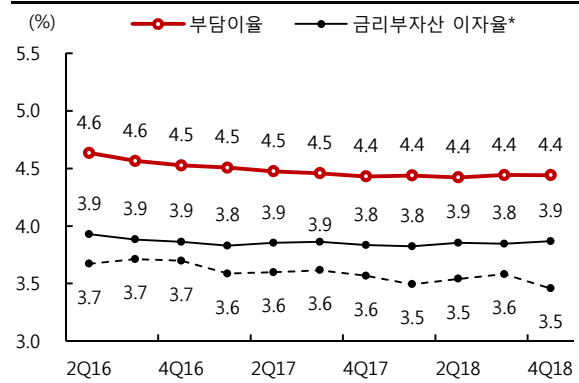
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 금리형태별 준비금 비중



자료: 삼성생명 SK 증권

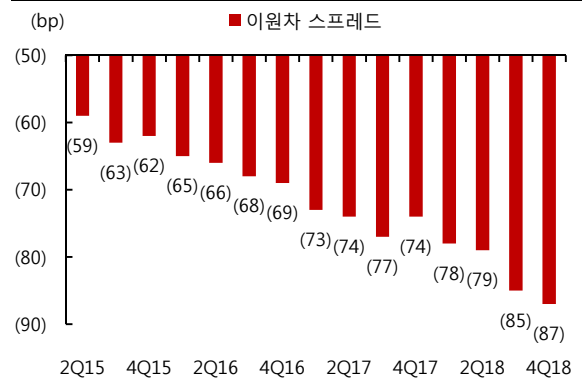
삼성생명의 부담이율 및 금리부자산 이자율



자료: 삼성생명 SK 증권

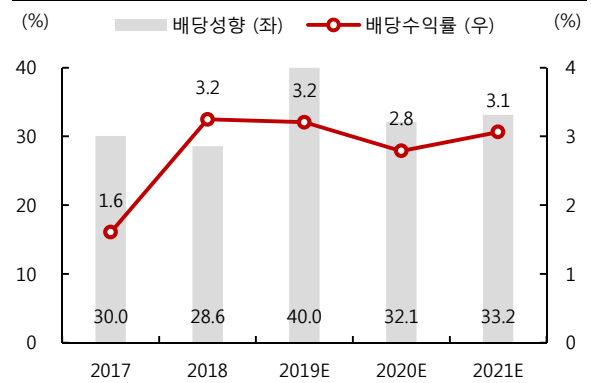
주: 점선은 별도 기준 *금리부자산 (채권, 대출, 예금 등) 대비 이자수익으로 산출

삼성생명의 이원차 스프레드 추이



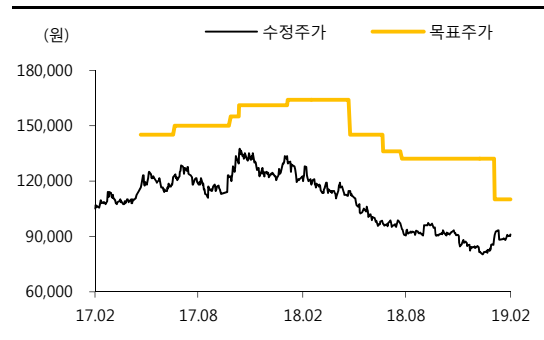
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 연결 기준 배당지표 추이 및 전망



자료: 삼성생명, SK 증권

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.02.22	매수	110,000원	6개월		
2019.01.28	매수	110,000원	6개월	-18.03%	-15.27%
2018.10.19	매수	132,000원	6개월	-32.37%	-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%



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 2월 22일 기준)

매수	90.08%	중립	9.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
운용자산	214,879	228,741	236,195	245,317	254,462
현금 및 예치금	5,823	4,940	4,745	4,819	4,602
유가증권	142,071	150,811	152,679	159,470	166,626
주식	24,124	32,481	24,626	25,324	26,043
채권	103,316	100,549	106,307	110,559	114,982
수익증권	3,035	3,394	4,386	4,517	4,653
외화유가증권	11,129	13,896	16,970	18,667	20,534
기타유가증권	467	493	390	402	414
대출채권	58,063	64,574	70,187	72,407	74,597
부동산	8,923	8,416	8,584	8,621	8,637
비운용자산	8,269	8,691	7,298	7,444	7,668
특별계정자산	41,505	45,321	45,934	46,853	47,790
자산총계	264,654	282,753	289,428	299,614	309,920
책임준비금	158,729	166,881	173,943	180,661	187,396
보험료적립금	152,281	160,006	166,364	172,542	178,871
계약자지분조정	8,076	9,600	8,209	8,373	8,624
기타부채	25,683	27,928	29,794	33,309	34,709
특별계정부채	43,857	47,180	46,977	47,916	48,874
부채총계	236,345	251,588	258,922	270,259	279,604
지배주주지분	26,644	29,401	28,902	27,752	28,713
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	63	63	244	244	244
이익잉여금	13,289	14,268	15,548	16,445	17,406
자본조정	-2,118	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117
기타포괄손익누계	15,310	17,087	15,246	13,080	13,080
자본총계	28,308	31,164	30,505	29,355	30,316
부채와자본총계	264,654	282,753	289,428	299,614	309,920

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
자산	14.9	6.8	2.4	3.5	3.4
운용자산	17.4	6.5	3.3	3.9	3.7
특별계정자산	4.9	9.2	1.4	2.0	2.0
부채	14.4	6.5	2.9	4.4	3.5
책임준비금	6.5	5.1	4.2	3.9	3.7
자본	19.3	10.1	-2.1	-3.8	3.3
수입보험료	1.6	-5.6	-4.4	1.9	2.6
일반계정	-3.6	-0.9	-3.1	2.5	2.6
특별계정	10.3	-12.6	-6.6	0.8	2.5
순사업비	-2.3	13.1	29.5	-17.1	1.6
투자영업이익	24.5	-12.8	23.2	-8.1	3.4
세전이익	90.1	-34.2	37.9	-20.5	8.4
순이익	77.8	-39.9	34.1	-20.8	8.3
지배주주 순이익	69.6	-41.8	39.3	-20.9	8.3

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
수입보험료	27,884	26,321	25,158	25,628	26,285
일반계정	16,669	16,515	16,000	16,397	16,827
특별계정	11,215	9,806	9,158	9,231	9,458
보험손익	2,476	1,006	-1,214	-1,353	-1,475
보험영업수익	17,046	16,948	16,475	16,903	17,351
보험료수익	16,768	16,646	16,135	16,546	16,976
재보험수익	278	302	340	357	375
보험영업비용	14,570	15,942	17,689	18,257	18,826
지급보험금	10,610	11,910	13,510	14,118	14,618
재보험비용	311	339	389	409	429
사업비	1,524	1,723	2,232	1,851	1,881
신계약비상각비	2,124	1,969	1,556	1,877	1,897
할인료	2	0	1	0	0
투자손익	8,000	6,976	8,595	7,898	8,165
책임준비금전입액	9,242	7,610	6,448	6,133	6,156
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	1,235	373	933	411	534
영업외이익	1,373	1,342	1,433	1,469	1,504
특별계정 수입수수료	1,443	1,571	1,653	1,720	1,754
특별계정 지급수수료	1	13	6	-10	-10
세전이익	2,607	1,715	2,366	1,880	2,038
법인세비용	458	423	632	507	550
당기순이익	2,150	1,293	1,734	1,373	1,487
지배주주 순이익	2,054	1,195	1,664	1,316	1,426

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	63.7	72.1	84.4	86.1	86.9
위험손해율	82.1	78.5	82.1	80.1	80.5
사업비용	12.0	12.4	13.6	13.6	13.6
투자이익률	4.1	3.2	3.8	3.3	3.3
수익성 (%)					
ROE	7.9	4.0	5.4	4.4	4.8
ROA	0.8	0.4	0.6	0.4	0.5
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	11,440	6,656	9,268	7,329	7,940
보통주 BPS	157,642	173,545	169,876	163,470	168,822
보통주 DPS	1,200	2,000	2,650	2,930	2,550
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	9.8	18.7	8.8	12.5	11.5
보통주 PBR (배)	0.7	0.7	0.5	0.6	0.5
배당성향	10.5	30.0	28.6	40.0	32.1
보통주 배당수익률	1.1	1.6	3.2	3.2	2.8

자료: SK증권 추정