

삼성생명

BUY(유지)

032830 기업분석 | 보험

목표주가(하향)	96,000원	현재주가(08/13)	67,900원	Up/Downside	+41.4%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2019. 08. 14

역마진, 당분간 악화 불가피

News

부동산 매각이익 등이 실적 방어에 기여: 2Q19 삼성생명은 -70.7%YoY로 컨센서스 3,065억원에 부합한 3,093억원의 지배주주순이익을 시현했다. 그러나 장기손해율이 예상보다 크게 높아 보험영업이익은 YoY, QoQ 모두 감소했다. 전체적으로 보험영업은 부진했고, 시장금리 하락으로 인해 변액보증손익도 1Q19 대비 5백억원 가량 감소한 것이 DB추정치 3,830억원을 하회한 이유로 분석된다. 부동산 매각이익 920억원과 부동산형 수익증권 배당금 450억원이 유입된 것이 실적 방어에 큰 역할을 했다.

Comment

문제는 금리, 역마진 당분간 악화 예상: 3월말 -91bp 수준이었던 이원차스프레드가 -93bp로 악화되었다. 2Q18에 실현되었던 삼성전자 주식 매각이익이 자산운용이익률에서 빠지면서 일부 개선이 기대되었으나, 최근 가파른 시장금리 하락으로 인해 당분간 역마진 확대는 불가피할 것으로 예상된다. 회사측에서도 현재 금리 수준이 유지될 경우 올해말 -95bp, 내년말 -101bp까지 역마진 확대가 불가피할 것으로 전망했다.

Action

가파른 금리 하락의 부담. 목표주가 하향: 생보업종에서 대안이 없다는 관점에서 Buy의견을 유지한다. 높은 자본력과 브랜드파워, 그리고 이를 기반으로 한 차별적인 신계약 판매는 충분히 평가할만하다. 그러나 가파른 금리 하락으로 당분간 큰 폭의 주주가치 개선 기대는 어려워 보인다. 영업가치 산출시 보험영업이익에 적용하는 배수를 5배로 하향해 목표주가를 96,000원으로 하향한다.

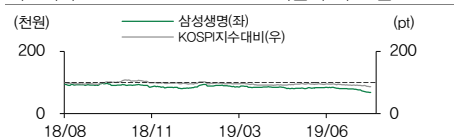
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
보험료 수익	16,817	16,341	16,608	17,609	18,767
(증가율)	-0.8	-2.8	1.6	6.0	6.6
영업이익	-273	826	-208	□65	-37
세전이익	1,139	2,336	1,419	1,685	1,848
(증가율)	60.0	105.1	-39.3	18.8	9.7
지배주주순이익(연결)	1,166	1,664	1,364	1,428	1,548
EPS	5,831	8,355	6,818	7,142	7,741
PER	23.6/18.1	16/9.8	10.0	9.5	8.8
PBR	1/0.8	1/0.6	0.4	0.4	0.4
ROE	3.5	6.8	3.5	3.9	4.1
ROA	0.4	0.7	0.4	0.4	0.5

Stock Data

52주 최저/최고	67,900/97,300원
KOSDAQ /KOSPI	591/1,926pt
시가총액	135,800억원
60일-평균거래량	180,879
외국인지분율	16.4%
60일-외국인지분율변동추이	-0.3%p
주요주주	이건희 외 7인 47.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-15.4	-15.9	-27.8
상대기준	-8.4	-9.2	-15.7

도표 1. 2Q19 삼성생명 실적 Review

(단위: 십억원)

	2Q19	2Q18		1Q19		2Q19		2019E		2020E	
			YoY		QoQ		차이	수정후	수정전	수정후	수정전
보험료수익	4,112	4,059	1.3	4,042	1.7	4,045	1.7	16,608	16,304	17,609	16,993
세전이익	255	1,286	-80.2	547	-53.3	420	-39.3	1,419	1,713	1,685	1,911
당기순이익	201	956	-78.9	455	-55.7	307	-34.4	1,110	1,259	1,238	1,404
지배주주순이익	309	1,056	-70.7	447	-30.8	383	-19.1	1,364	1,446	1,428	1,594
손해율	86.3%	80.1%	6.2%	85.0%	1.3%	83.5%	2.8%	83.7%	82.0%	83.4%	81.7%
투자이익률	3.5%	5.5%	-2.0%	3.5%	0.0%	3.3%	0.2%	3.5%	3.0%	3.2%	3.0%

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(삼익원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
개별기준					
자산총계	258,366	262,230	277,998	285,423	293,557
현금과 예치금	3,090	2,832	2,298	1,911	2,219
유가증권	153,831	156,416	171,741	176,674	181,227
대출채권	44,108	46,895	48,247	51,208	54,350
부동산	5,137	4,353	4,201	4,201	4,201
미상각상계약비	3,114	2,755	2,473	2,243	2,148
기타	3,764	3,047	2,543	3,435	4,164
특별계정자산	45,321	45,934	46,495	45,751	45,248
부채총계	231,539	235,732	246,493	253,257	260,756
책임준비금	166,638	173,618	180,668	188,175	196,177
계약지분조정	9,575	8,177	10,537	10,537	10,537
사채	0	0	0	0	0
기타부채	9,526	6,793	6,793	6,793	6,793
특별계정부채	45,801	47,144	48,495	47,751	47,248
자본총계	26,827	26,498	31,505	32,166	32,801
자본금	100	100	100	100	100
신종자본증권	0	0	0	0	0
자본잉여금	6	6	0	0	0
이익잉여금	11,730	13,161	13,316	13,978	14,612
자본조정	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110
기타포괄손익누계액	17,102	15,342	20,199	20,199	20,199

연결기준

12월 결산(삼익원, %)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수입보험료	26,321	25,158	25,336	26,049	27,280
일반계정	16,515	16,000	16,242	17,222	18,355
변액계정	5,306	5,041	4,339	3,595	3,171
퇴직계정	4,500	4,117	4,756	5,231	5,754
APE	2,774	2,649	2,631	2,679	2,787
APE 보장성	1,428	1,642	1,758	1,828	1,901
위험손해율	78.5	82.1	83.7	83.4	83.1
위험보험료	3,906	4,042	4,108	4,165	4,358
사업비용(유지비용)	7.0	7.3	7.5	7.7	7.9
투자이익률	3.2	4.1	3.5	3.2	3.2

자료: 삼성생명, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(삼익원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
개별기준					
보험료 수익	16,817	16,341	16,608	17,609	18,767
수입보험료	16,516	16,001	16,243	17,222	18,355
재보험수익	301	340	365	387	412
보험영업비용	15,875	17,614	17,934	17,747	18,374
지급보험금	11,884	13,478	13,909	13,746	14,326
재보험비용	338	389	423	445	471
사업비	1,683	2,189	2,157	2,251	2,368
신계약비	1,870	1,752	789	1,714	1,784
신계약비이연	-1,545	-1,116	-560	-1,072	-1,113
유지비	1,520	1,532	792	1,609	1,698
신계약비상각비	1,969	1,556	1,444	1,302	1,208
할인료	1	1	2	2	2
투자손익	6,321	8,477	7,548	7,480	7,672
책임준비금적립액	7,536	6,378	6,428	7,407	8,102
영업이익	-273	826	-208	-65	-37
영업외손익	1,412	1,510	1,626	1,750	1,885
특별계정손익	0	0	0	0	0
세전이익	1,139	2,336	1,419	1,685	1,848
법인세비용	191	538	309	447	490
당기순이익	948	1,798	1,110	1,238	1,358
연결기준					
당기순이익	1,263	1,734	1,441	1,513	1,633
비지배지분순이익	97	69	78	84	84
지배회사지분순이익	1,166	1,664	1,364	1,428	1,548

주요투자지표

12월 결산(원, % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS	5,831	8,355	6,818	7,142	7,741
BPS	147,007	144,510	170,552	173,859	177,032
ROA	0.4	0.7	0.4	0.4	0.5
ROE	3.5	6.8	3.5	3.9	4.1
PER	21.4	9.8	10.0	9.5	8.8
PBR	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4
배당					
DPS	2,000	2,650	2,500	2,650	2,800
배당성향	30.0	28.5	32.9	33.3	32.5
배당수익률	1.6	3.2	3.7	3.9	4.1

Compliance Notice

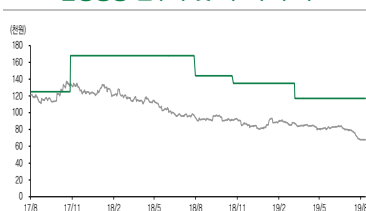
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2019-06-30 기준) - 매수(81.5%) 중립(18.5%) 매도(0.0%)

- 기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

- 업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

삼성생명 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)
17/05/15	Hold	125,000	-3.1	17/11/10	Buy	168,000	-31.5
17/11/10	Buy	168,000	-31.5	18/08/13	Buy	144,000	-35.8
18/08/13	Buy	144,000	-35.8	18/11/05	Buy	135,000	-35.4
18/11/05	Buy	135,000	-35.4	19/03/21	Buy	117,000	-30.5
19/03/21	Buy	117,000	-30.5	19/08/14	Buy	96,000	-
19/08/14	Buy	96,000	-				

주: *표는 담당자 변경