삼성생명 (032830)

보험/증권

정태준 CFA
02 3770 5585
taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	86,000원 (I)
현재주가 (9/20)	72,600원
상승여력	18%

시가총액	145,200억원
총발행주식수	200,000,000주
60일 평균 거래대금	147억원
60일 평균 거래량	201,011주
52주 고	97,300원
52주 저	65,000원
외인지분율	16.06%
주요주주	이건희 외 7 인 47.03%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	9.3	(12.5)	(20.8)
상대	2.5	(10.9)	(12.0)
절대(달러환산)	10.7	(14.8)	(25.7)

체질 개선의 선두주자

투자의견 BUY, 목표주가 86,000원으로 커버리지 개시

삼성생명 투자의견 BUY, 목표주가 86,000원으로 커버리지를 개시한다. 동사의 투자포인트는 1) 보험부채 구조조정을 가장 먼저 진행하여 저축성보험 비중이 이미 낮은 가운데 2) RBC비율이 업계 수위권인 만큼 목표한 배당성향을 안정적으로 달성할 수 있다는 점이다.

투자포인트 1 보험부채 구조조정의 선두주자 동사는 업계에서 가장 빠르게 저축성보험 비중 축소를 시작하여 타사대비 보유계약 대비 저축성보험 비중이 이미 낮아 보험부채의 건전성이 뛰어나다. 이는 부채 적정성 평가 시에도 나타나는데, 이익계약의 규모가 압도적으로 크기 때문에 최근 금리 급락에도 잉여금액이 11조원에 이른다.

투자포인트 2 압도적인 자본, 안정적인 배당 게다가 2분기 RBC비율 또한 351.7%로 업계 수위권을 유지하고 있는 만큼 목표한 2021년 배당성향 50%은 무리 없이 달성 가능할 전망이다. 작년 계열사 지분 매각익의 절반만큼이 올해 배당재원에 쓰임에 따라 올해 감익에도 불구, 주당배당금은 작년보다 높을 전망이며 내년 이후에는 증익에 따른 배당수익률 우상향을 예상한다.

중장기 전망: 내년부터 1.2조원대 경상이익 회복

보험손익 보험손익의 회복은 당분간 어려울 전망이다. 수입보험료 감소 기조가 이어지는 가운데 보장성보험 판매 비중이 늘어남에 따라 사업비는 증가할 것이기 때문이다. 저축성보험은 보유계약 감소로 환급금은 하락하겠으나 수입보험료 하락 폭이 더 빠를 것으로 예상한다.

투자손익 한편 투자손익은 지속 성장할 전망이다. 운용자산 성장은 둔화되겠으나 투자이익률이 방어될 것으로 판단하는데, 이는 자산 듀레이션이 충분히 높아 더 이상 자산 듀레이션 확대를 위해 이원을 희생할 필요가 없기 때문이다.

책임준비금 전입액 책임준비금 전입액은 저축성 수입보험료 감소와 함께 지속 감소할 전망이다. 따라서 보험손익 적자폭 확대에도 불구, 내년 순이익은 최근 수년간 달성하지 못했던 1.2조원대의 경상적 이익(염가매수차익, 매각익 등 제외)을 다시 회복할 것으로 판단한다.

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	3Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
수입보험료	3,942	-2.2	-3.0	4,218	-6.5
영업이익	11	-27.8	-83.3	13	-15.8
세전이익	399	-0.8	-10.0	453	-11.9
연결순이익	289	-2.8	-10.9	330	-12.3
지배주주순이익	274	-2.0	-11.4	311	-11.9

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019E	2020E
수입보험료	16,646	16,135	15,961	15,642
영업이익	299	933	-47	264
지배순이익	1,166	1,664	1,062	1,257
PER (배)	12.5	8.7	13.7	11.5
PBR (배)	0.49	0.50	0.45	0.45
ROE (%)	3.9	5.4	3.3	3.7
ROA (%)	0.43	0.58	0.36	0.41

자료: 유안타증권

[표1] Valuation table (단위: 원, %, 배)

2019E BPS	179,421
2020E ROE	3.7
COE	7.7
Risk-free rate	1.6
Risk premium	8.2
Beta	0.7
Growth rate	0.0
목표주가	86,000

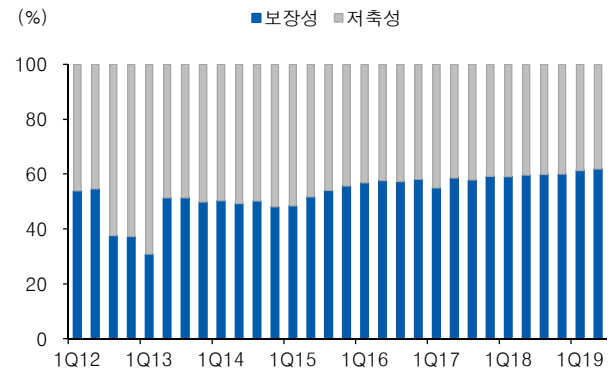
자료: 유안타증권 리서치센터

[표2] 분기별 이익 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
보험영업수익	4,073	4,149	4,030	4,052	16,475	16,305	15,985
수입보험료	3,992	4,066	3,942	3,961	16,135	15,961	15,642
보장성	2,448	2,515	2,447	2,466	9,635	9,876	10,017
저축성	1,544	1,550	1,495	1,495	6,500	6,085	5,625
재보험수익	82	83	88	91	340	344	343
보험영업비용	4,776	4,569	4,420	4,627	17,689	18,392	18,331
지급보험금	3,725	3,548	3,457	3,587	13,510	14,317	14,280
재보험비용	108	107	96	102	389	414	405
사업비	574	548	519	581	2,232	2,222	2,256
신계약상각비	369	366	347	356	1,556	1,438	1,388
할인료	0	0	0	0	1	1	1
보험손익	-703	-420	-390	-575	-1,214	-2,087	-2,346
투자손익	2,120	2,103	1,808	1,837	8,595	7,868	7,997
책임준비금전입액	1,217	1,618	1,407	1,586	6,448	5,828	5,387
영업이익	200	65	11	-324	933	-47	264
영업외손익	409	378	388	388	1,433	1,563	1,554
세전이익	609	443	399	65	2,366	1,516	1,818
법인세비용	140	119	110	18	632	386	500
연결 당기순이익	470	324	289	47	1,734	1,130	1,318
지배주주순이익	447	309	274	32	1,664	1,062	1,257
수입보험료 구성							
보장성	61.3	61.9	62.1	62.2	59.7	61.9	64.0
저축성	38.7	38.1	37.9	37.8	40.3	38.1	36.0
지급률	93.3	87.3	87.7	90.6	83.7	89.7	91.3
보장성	78.5	65.8	73.7	72.9	71.0	72.7	72.4
저축성	116.7	122.1	110.5	119.7	102.6	117.3	124.9
운용자산이익률	3.5	3.4	2.9	3.0	3.6	3.2	3.1

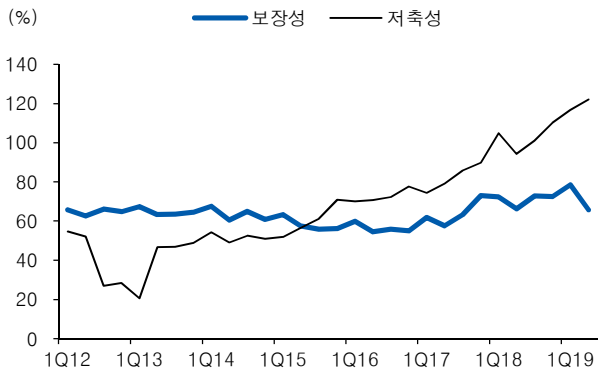
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 수입보험료 구성



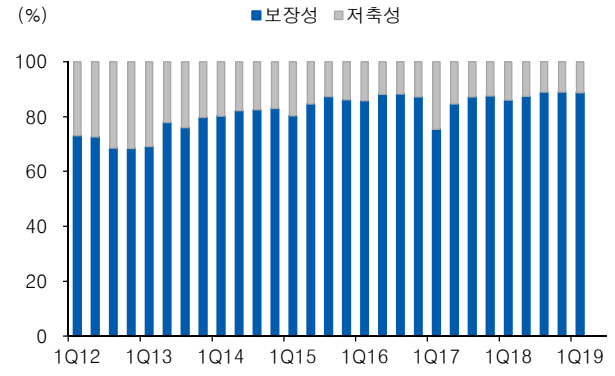
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 보종별 지급률 추이



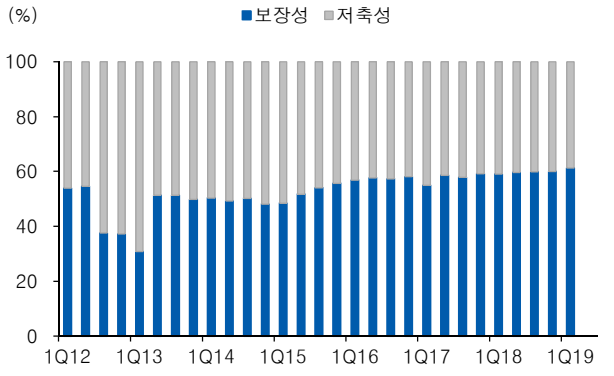
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 신계약 구성



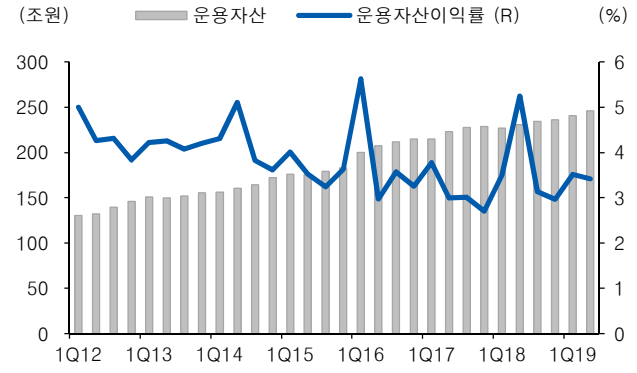
자료: 금융동계정보시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 보유계약 구성



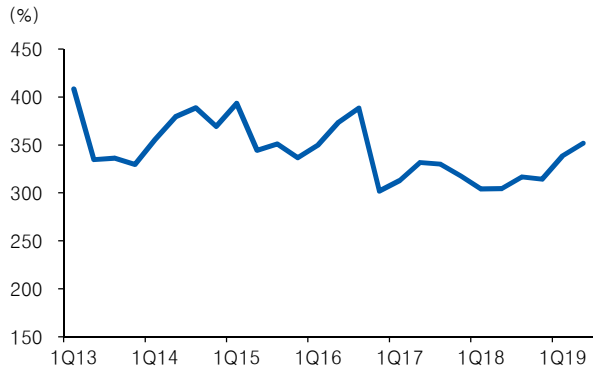
자료: 금융통계정보시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 운용자산 vs. 운용자산이익률 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] RBC 비율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

삼성생명 (032830) 추정재무제표 (K-IFRS)

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
보험영업수익	16,947	16,475	16,305	15,985	15,753
수입보험료	16,646	16,135	15,961	15,642	15,414
보장성	9,592	9,635	9,876	10,017	10,205
저축성	7,054	6,500	6,085	5,625	5,209
재보험수익	302	340	344	343	339
보험영업비용	15,982	17,689	18,392	18,331	18,154
지급보험금	11,910	13,510	14,317	14,280	14,111
재보험비용	339	389	414	405	399
사업비	1,764	2,232	2,222	2,256	2,300
신계약상각비	1,967	1,556	1,438	1,388	1,343
할인료	0	1	1	1	1
보험손익	966	-1,214	-2,087	-2,346	-2,401
투자손익	6,960	8,595	7,868	7,997	8,036
책임준비금전입액	7,626	6,448	5,828	5,387	4,988
영업이익	299	933	-47	264	646
영업외손익	1,384	1,433	1,563	1,554	1,553
세전이익	1,683	2,366	1,516	1,818	2,199
법인세비용	420	632	386	500	605
연결 당기순이익	1,263	1,734	1,130	1,318	1,594
지배주주순이익	1,166	1,664	1,062	1,257	1,534

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산	282,714	289,428	303,533	312,204	321,067
운용자산	228,698	236,195	247,769	254,459	261,329
현금 및 예치금	4,944	4,745	4,697	4,784	4,910
유가증권	150,762	152,679	159,665	163,467	167,358
대출채권	64,577	70,187	74,369	77,141	80,008
부동산	8,414	8,584	9,038	9,067	9,053
비운용자산	8,692	7,298	7,638	7,676	7,681
특별계정자산	45,324	45,934	48,126	50,069	52,057
부채	251,592	258,922	269,718	278,033	285,539
책임준비금	166,898	173,943	180,035	185,422	190,410
계약자지분조정	9,600	8,209	10,717	11,047	11,345
기타부채	27,914	29,794	29,845	30,928	31,781
특별계정부채	47,180	46,977	49,122	50,636	52,003
자본	31,122	30,505	33,815	34,171	35,528
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	63	125	125	125	125
이익잉여금	14,239	15,548	15,669	16,448	17,288
자본조정	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117
기타포괄손익누계액	17,074	15,246	20,038	19,615	20,131
신종자본증권	0	0	0	0	0
지배주주자본	29,359	28,902	32,220	32,576	33,932

주요 경영지표

(단위: %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수입보험료 구성					
보장성	57.6	59.7	61.9	64.0	66.2
저축성	42.4	40.3	38.1	36.0	33.8
수입보험료 성장률	-0.7	-3.1	-1.1	-2.0	-1.5
보장성	-0.4	0.4	2.5	1.4	1.9
저축성	-1.2	-7.8	-6.4	-7.6	-7.4
지급률	71.5	83.7	89.7	91.3	91.5
보장성	63.9	71.0	72.7	72.4	70.2
저축성	81.9	102.6	117.3	124.9	133.4
성장성					
자산 성장률	6.8	2.4	4.9	2.9	2.8
자본 성장률	9.9	-2.0	10.8	1.1	4.0
운용자산 성장률	6.4	3.3	4.9	2.7	2.7
책임준비금 성장률	5.1	4.2	3.5	3.0	2.7
순이익 성장률	-43.2	42.7	-36.2	18.4	22.0
운용자산이익률	3.0	3.6	3.2	3.1	3.1

자료: 유안타증권

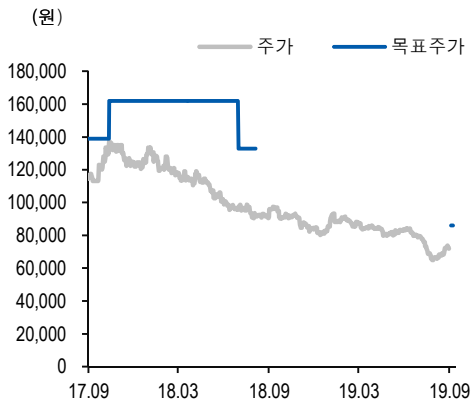
주요 투자지표

(단위: 배, %, 원, 십억원)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Valuation					
PER	12.5	8.7	13.7	11.5	9.5
PBR	0.49	0.50	0.45	0.45	0.43
배당수익률	2.8	3.7	3.8	4.1	5.8
주당지표					
EPS	6,494	9,268	5,916	7,002	8,541
BPS	163,492	160,947	179,421	181,405	188,957
DPS	2,000	2,650	2,760	3,000	4,200
수익성					
ROE	3.9	5.4	3.3	3.7	4.4
ROA	0.43	0.58	0.36	0.41	0.48
자본비율					
RBC 비율	317.8	314.3	334.4	327.9	329.2
지급여력금액	36,985	35,498	41,348	41,704	43,060
지급여력기준금액	11,638	11,295	12,365	12,718	13,079
배당성향	30.8	28.6	46.7	42.8	49.2

자료: 유안타증권

삼성생명 (032830) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-09-23	BUY	86,000	1년		
2019-07-20	담당자변경 1년 경과 이후		1년	-46.81	-40.38
2018-07-20	BUY	133,000	1년	-36.08	-25.86
2017-11-01	BUY	162,000	1년	-31.66	-15.74
2017-07-19	BUY	139,000	1년	-13.10	-2.88

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.0
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-09-18

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 정태준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.