

삼성생명 (032830)

보험/증권

정태준 CFA



02 3770 5585

taejun.jeong@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	86,000원 (M)
현재주가 (11/19)	73,500원
상승여력	17%

시가총액	148,800억원
총발행주식수	200,000,000주
60일 평균 거래대금	144억원
60일 평균 거래량	201,830주
52주 고	93,200원
52주 저	65,000원
외인자분율	15.91%
주요주주	이건희 외 7인 47.03%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.1	14.5	(18.0)
상대	1.2	2.1	(20.6)
절대(달러환산)	7.7	19.0	(20.5)

[생명보험 차선후주] '21년까지 두 자리 수 성장

투자의견 BUY, 목표주가 86,000원 유지

내년 이익은 올해 대비 18.2% 증가한 1조 1,798억원 예상. 1) 보험손익은 적자 폭이 확대되었으나 속도는 둔화될 전망이고, 2) 책임준비금 전입액은 감소, 3) 투자손익은 성장할 전망. 이런 흐름은 2021년에도 이어지며 13.8%의 증익을 시현할 것으로 예상.

보험손익의 적자 폭 확대 속도 감소는 보험부채 구조조정에 기인. 지난 수 년간 보험손익이 빠르게 하락한 것은 1) 저축성보험 잔고 축소로 수입보험료는 하락하는 가운데 2) 지급보험금은 만기 환급금 때문에 감소하지 않았기 때문. 이런 long-tail 구조로 인해 보유계약 감소가 지급보험금 감소로 이어지는데는 3~4년이 걸리는데, 2016년부터 구조조정이 진행된 만큼 이제 효과가 나타날 것이라는 판단.

이에 더불어 저축성 보유계약이 감소함에 따라 책임준비금 전입액도 동반 하락할 전망. 책임준비금 전입액의 상당부분은 보험료적립금이 담당하고 있는데, 이는 금리고정형 유배당 보험일수록 크기 때문에 결과적으로 저축성 보유계약과 동행.

투자손익은 올해 자회사 매각익이 소멸함에도 불구하고, 1) 운용자산 성장과 2) 운용자산이익률 방어로 성장할 전망. 1) 운용자산은 책임준비금 전입액이 있는 한 지속 성장하기 때문에 내년 3.0%, 내후년 2.9% 성장 예상. 2) 운용자산이익률은 자산-부채 듀레이션 매칭률이 100%를 상회함에 따라 자산 듀레이션 확대 압력 감소로 고이원 창출을 위한 운용자산 구성 변경이 가능하기 때문에 양호하게 방어할 수 있을 것으로 예상.

투자의견 BUY와 목표주가 86,000원 및 생명보험 내 차선후주 입장 유지.

자본적정성과 배당정책 점검

동사는 2021년까지 배당성향 50%를 달성하겠다는 목표를 밝힌 바 있음. 당사는 1) 이미 동사의 RBC비율이 업계 최상위권인 가운데 2) K-ICS가 필드테스트를 거칠수록 더욱 기준이 완화되고 있다는 점에서 당초 목표한 배당성향 우상향 정책을 여유롭게 달성할 수 있을 것으로 판단.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
수입보험료	3,961	-2.2	-3.0	4,018	-1.4
영업이익	-325	N/A	N/A	-338	N/A
세전이익	56	N/A	-84.0	43	28.8
연결순이익	40	N/A	-83.1	1	6637.5
지배주주순이익	21	N/A	-90.3	49	-56.6

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019E	2020E
수입보험료	16,646	16,135	16,102	15,780
영업이익	299	933	-67	227
지배순이익	1,166	1,664	998	1,180
PER (배)	12.8	8.9	14.9	12.6
PBR (배)	0.51	0.51	0.44	0.44
ROE (%)	3.9	5.4	3.0	3.3
ROA (%)	0.43	0.58	0.34	0.38

자료: 유안타증권

2020 년 실적 YoY 비교

(단위: 십억원, %, %pt)

	2019E	2020E	YoY	비고
보험영업수익	16,438	16,114	-2.0	
수입보험료	16,102	15,780	-2.0	
보장성	9,873	9,942	0.7	
저축성	6,229	5,839	-6.3	보험부채 구조조정 지속
재보험수익	335	334	-0.4	
보험영업비용	18,622	18,326	-1.6	
지급보험금	14,491	14,340	-1.0	보험부채 구조조정 효과 발생
재보험비용	435	432	-0.8	
사업비	2,243	2,272	1.3	보장성 신계약은 지속 판매
신계약상각비	1,450	1,281	-11.7	
할인료	1	1	-6.7	
보험손익	-2,184	-2,212	N/A	
투자손익	8,217	8,156	-0.7	자회사 매각익 소멸에도 운용자산 증가로 방어
책임준비금전입액	6,099	5,718	-6.3	저축성 수입보험료 감소 지속
영업이익	-67	227	N/A	
영업외손익	1,524	1,505	-1.2	
세전이익	1,457	1,733	18.9	
연결 당기순이익	1,074	1,256	17.0	
지배주주순이익	998	1,180	18.2	
수입보험료 구성				
보장성	61.3	63.0	1.7	
저축성	38.7	37.0	-1.7	
지급률	90.0	90.9	0.9	
보장성	75.3	75.5	0.3	
저축성	111.4	117.0	5.6	지급률 상승 둔화(2019E 8.8%)
운용자산이익률	3.3	3.2	-0.1	매각익 소멸에도 고이원 자산 확대에 방어 예상

자료: 유안타증권 리서치센터

분기별 이익 전망

(단위: 십억원)

	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019E	2020E	2021E
보험손익	-741	-474	-402	-594	-2,184	-2,212	-2,217
투자손익	2,082	2,049	2,006	2,020	8,217	8,156	8,153
책임준비금전입액	1,141	1,509	1,544	1,523	6,099	5,718	5,482
영업이익	200	65	59	-97	-67	227	455
영업외손익	381	374	373	377	1,524	1,505	1,503
세전이익	581	440	432	280	1,457	1,733	1,958
연결 당기순이익	421	319	313	203	1,074	1,256	1,419
지배주주순이익	402	300	294	184	998	1,180	1,343

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성생명 (032830) 추정재무제표 (K-IFRS)

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
보험영업수익	16,947	16,475	16,438	16,114	15,879
수입보험료	16,646	16,135	16,102	15,780	15,550
보장성	9,592	9,635	9,873	9,942	9,952
저축성	7,054	6,500	6,229	5,839	5,598
재보험수익	302	340	335	334	329
보험영업비용	15,982	17,689	18,622	18,326	18,096
지급보험금	11,910	13,510	14,491	14,340	14,169
재보험비용	339	389	435	432	426
사업비	1,764	2,232	2,243	2,272	2,262
신계약상각비	1,967	1,556	1,450	1,281	1,238
할인료	0	1	1	1	1
보험손익	966	-1,214	-2,184	-2,212	-2,217
투자손익	6,960	8,595	8,217	8,156	8,153
책임준비금전입액	7,626	6,448	6,099	5,718	5,482
영업이익	299	933	-67	227	455
영업외손익	1,384	1,433	1,524	1,505	1,503
세전이익	1,683	2,366	1,457	1,733	1,958
법인세비용	420	632	383	476	538
연결 당기순이익	1,263	1,734	1,074	1,256	1,419
지배주주순이익	1,166	1,664	998	1,180	1,343

주요 경영지표	(단위: %)				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수입보험료 구성					
보장성	57.6	59.7	61.3	63.0	64.0
저축성	42.4	40.3	38.7	37.0	36.0
수입보험료 성장률	-0.7	-3.1	-0.2	-2.0	-1.5
보장성	-0.4	0.4	2.5	0.7	0.1
저축성	-1.2	-7.8	-4.2	-6.3	-4.1
지급률	71.5	83.7	90.0	90.9	91.1
보장성	63.9	71.0	75.3	75.5	74.5
저축성	81.9	102.6	111.4	117.0	120.6
성장성					
자산 성장률	6.8	2.4	5.7	3.0	3.0
자본 성장률	9.9	-2.0	15.3	0.9	3.6
운용자산 성장률	6.4	3.3	5.9	3.0	2.9
책임준비금 성장률	5.1	4.2	3.7	3.2	2.9
순이익 성장률	-43.2	42.7	-40.0	18.2	13.8
운용자산이익률	3.0	3.6	3.3	3.2	3.1

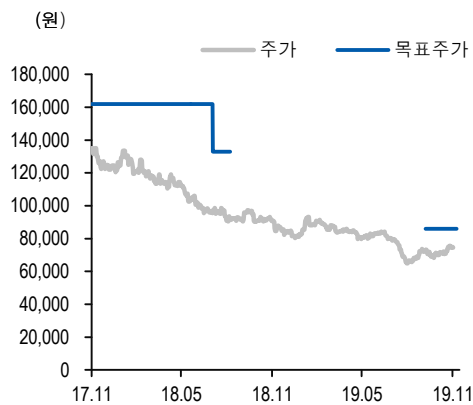
자료: 유안타증권

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산	282,714	289,428	305,813	315,105	324,685
운용자산	228,698	236,195	250,131	257,635	265,106
현금 및 예치금	4,944	4,745	4,444	4,402	4,488
유가증권	150,762	152,679	161,187	165,507	169,777
대출채권	64,577	70,187	75,078	78,104	81,164
부동산	8,414	8,584	9,421	9,621	9,678
비운용자산	8,692	7,298	7,577	7,588	7,585
특별계정자산	45,324	45,934	48,105	49,882	51,994
부채	251,592	258,922	270,638	279,604	287,907
책임준비금	166,898	173,943	180,438	186,156	191,638
계약자지분조정	9,600	8,209	11,295	11,669	12,016
기타부채	27,914	29,794	30,088	31,345	32,322
특별계정부채	47,180	46,977	48,817	50,434	51,932
자본	31,122	30,505	35,175	35,501	36,778
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	63	125	125	125	125
이익잉여금	14,239	15,548	15,612	16,365	17,120
자본조정	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117
기타포괄손익누계액	17,074	15,246	21,455	21,027	21,550
신종자본증권	0	0	0	0	0
지배주주자본	29,359	28,902	33,569	33,894	35,172

주요 투자지표	(단위: 배, %, 원, 십억원)				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Valuation					
PER	12.8	8.9	14.9	12.6	11.1
PBR	0.51	0.51	0.44	0.44	0.42
배당수익률	2.7	3.6	3.6	3.8	5.0
주당지표					
EPS	6,494	9,268	5,558	6,570	7,478
BPS	163,492	160,947	186,933	188,748	195,863
DPS	2,000	2,650	2,660	2,800	3,700
수익성					
ROE	3.9	5.4	3.0	3.3	3.7
ROA	0.43	0.58	0.34	0.38	0.42
자본비율					
RBC 비율	317.8	314.3	345.5	337.8	337.4
지급여력금액	36,985	35,498	43,609	43,934	45,212
지급여력기준금액	11,638	11,295	12,621	13,005	13,400
배당성향	30.8	28.6	47.9	42.6	49.5

자료: 유안타증권

삼성생명 (032830) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-11-20	BUY	86,000	1년		
2019-09-23	BUY	86,000	1년		
담당자변경					
2019-07-20	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

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (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)	85.3
Hold(중립)	14.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-11-17

※ 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.