

삼성생명 (032830)

보험

정태준 CFA



02 3770 5585

taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	86,000원 (M)
현재주가 (2/18)	67,300원
상승여력	28%

시가총액	134,600억원
총발행주식수	200,000,000주
60일 평균 거래대금	157억원
60일 평균 거래량	218,296주
52주 고	91,400원
52주 저	65,000원
외인자분율	15.63%
주요주주	이건희 외 5인 47.02%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(8.7)	(9.5)	(25.5)
상대	(7.0)	(11.5)	(25.4)
절대(달러환산)	(11.0)	(11.4)	(29.5)

변액보증 헤지손실 제외 시 양호한 실적

투자의견 BUY, 목표주가 86,000원 유지

동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 86,000원 유지. 어닝 쇼크를 기록한 것은 맞으나 쇼크의 원인인 변액보증 헤지가 매크로 상황 급변에 대비하기 위한 조치인 만큼 부정적으로 볼 필요는 없다는 판단. 당사가 당초 제시한 2020년 생명보험 증익의 논리인 1) 보험부채 구조조정 효과에 따른 지급률 개선과 2) 책임준비금 전입액 감소, 3) 그리고 고이원 자산 확대에 따른 신규투자이원 반등이 나타나고 있기 때문에 향후 시장금리 반등과 함께 주가도 상승할 것으로 예상.

4분기 이익은 6억원으로 당사 추정치 585억원과 컨센서스 589억원을 하회. 1) 보험손익과 책임준비금 전입액은 당사 추정치보다 양호한 모습이었으나 2) 투자손익은 변액보증 헤지손실(2,160억원) 발생으로 추정치를 하회했기 때문. 이로 인해 운용자산이익률(2.5%)도 추정치(3.0%) 하회.

보험손익은 추정치를 상회. 1) 보장성 신계약 증가로 수입보험료가 예상치를 상회한 가운데 2) 신계약 마진 개선으로 지급률은 예상치를 하회했기 때문. 특히 4분기 보장성 APE는 전년동기대비 15.5% 증가했는데, 이는 손해보험의 판매경쟁 약화에 발맞추어 M/S를 확대한 점이 주효. 건강상해 보험에서의 동사 M/S는 2018년 6.4%에서 2019년 8.5%로 증가한 것으로 추정.

책임준비금 전입액은 추정치보다 양호. 이는 저축성 보유계약이 빠르게 하락하고 있기 때문인 것으로 판단. 저축성 APE는 전년동기대비 45.6% 감소. 책임준비금 전입액 개선은 저축성 보유계약 감소에 따라 지속될 전망.

투자손익은 변액보증 헤지손실로 추정치를 크게 하회했으나 신규 투자이원 반등은 긍정적. 1) 시장금리 반등과 2) 자산-부채 듀레이션 매칭 압력 완화에 따른 고이원 자산 비중 증가에 기인.

한편 변액보증 헤지손실 발생은 4분기 중 금리와 증시가 동시에 상승했기 때문. 금리와 증시가 상승하면 변액보증준비금 적립액은 감소하여 긍정적이나 이 효과는 올해 연말(4Q20)에 인식되기 때문에 단기적으로는 헤지손실만 부각된 것으로 판단. 따라서 선제적인 비용 적립의 개념으로 보는 것이 타당. 분기 실적은 헤지손실에 따라 변동성이 높아질 수 있으나 2020년 연간 실적을 놓고 보면 변액보험 관련 손익으로 인한 전체 이익의 변동성은 감소할 전망.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
수입보험료	4,060	0.2	-0.6	4,018	1.0
영업이익	-305	N/A	N/A	-405	N/A
세전이익	25	N/A	-92.7	50	-48.7
연결순이익	18	N/A	-92.3	11	62.7
지배주주순이익	1	N/A	-99.7	59	-99.0

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019P	2020E
수입보험료	16,646	16,135	16,201	15,877
영업이익	299	933	-48	259
지배순이익	1,166	1,664	977	1,156
PER (배)	11.5	8.1	13.8	11.6
PBR (배)	0.46	0.47	0.38	0.39
ROE (%)	3.9	5.4	2.9	3.2
ROA (%)	0.43	0.58	0.32	0.37

자료: 유안타증권

[표 1] 4 분기 실적 리뷰

(단위: 십억원, %, %pt)

	기존 추정치	실적 잠정치	비고
보험영업수익	4,045	4,198	
수입보험료	3,961	4,060	신계약 예상보다 양호, 보장성 APE +15.5% YoY
재보험수익	84	139	
보험영업비용	4,644	4,559	
지급보험금	3,587	3,564	위험손해율 예상보다 양호(84.7%, -3.7%pt QoQ)
재보험비용	108	117	
사업비	587	527	비용 효율화 지속
신계약상각비	361	351	
할인료	0	0	
보험손익	-599	-361	수입보험료 호조로 추정치 상회
투자손익	1,901	1,578	변액보증 해지손실 2,160억원 발생
책임준비금전입액	1,575	1,522	저축성 보유계약 예상보다 크게 감소(APE -45.6% YoY)
영업이익	-273	-305	
영업외손익	380	331	환차손 증가
세전이익	107	25	
법인세비용	29	7	
연결 당기순이익	78	18	
지배주주순이익	58	1	
운용자산이익률	3.0	2.5	변액보증 해지손실 2,160억원 발생

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019E	2020E	2021E
보험손익	-681	-409	-453	-449	-1,939	-1,992	-1,999
투자손익	2,060	2,038	2,003	2,003	7,895	8,103	8,178
책임준비금전입액	1,187	1,571	1,601	1,494	6,004	5,852	5,692
영업이익	192	58	-51	60	-48	259	487
영업외손익	369	359	354	353	1,475	1,434	1,425
세전이익	560	417	303	413	1,427	1,693	1,913
법인세비용	154	115	83	113	375	466	526
연결 당기순이익	406	302	220	299	1,052	1,227	1,387
지배주주순이익	389	284	202	281	977	1,156	1,316

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성생명 (032830) 추정재무제표 (K-IFRS)

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019P	2020E	2021E
보험영업수익	16,947	16,475	16,591	16,419	16,179
수입보험료	16,646	16,135	16,201	15,877	15,646
보장성	9,592	9,635	9,931	9,764	9,700
저축성	7,054	6,500	6,270	6,113	5,945
재보험수익	302	340	390	542	534
보험영업비용	15,982	17,689	18,530	18,411	18,179
지급보험금	11,910	13,510	14,467	14,457	14,286
재보험비용	339	389	444	456	450
사업비	1,764	2,232	2,176	2,286	2,276
신계약상각비	1,967	1,556	1,441	1,209	1,165
할인료	0	1	1	2	2
보험손익	966	-1,214	-1,939	-1,992	-1,999
투자손익	6,960	8,595	7,895	8,103	8,178
책임준비금전입액	7,626	6,448	6,004	5,852	5,692
영업이익	299	933	-48	259	487
영업외손익	1,384	1,433	1,475	1,434	1,425
세전이익	1,683	2,366	1,427	1,693	1,913
법인세비용	420	632	375	466	526
연결 당기순이익	1,263	1,734	1,052	1,227	1,387
지배주주순이익	1,166	1,664	977	1,156	1,316

주요 경영지표	(단위: %)				
	2017	2018	2019P	2020E	2021E
수입보험료 구성					
보장성	57.6	59.7	61.3	61.5	62.0
저축성	42.4	40.3	38.7	38.5	38.0
수입보험료 성장률	-0.7	-3.1	0.4	-2.0	-1.5
보장성	-0.4	0.4	3.1	-1.7	-0.7
저축성	-1.2	-7.8	-3.5	-2.5	-2.7
지급률	71.5	83.7	89.3	91.1	91.3
보장성	63.9	71.0	74.9	77.0	76.5
저축성	81.9	102.6	112.5	113.6	115.5
성장성					
자산 성장률	6.8	2.4	8.1	1.8	3.0
자본 성장률	9.9	-2.0	22.3	-3.4	3.5
운용자산 성장률	6.4	3.3	8.2	1.8	3.0
책임준비금 성장률	5.1	4.2	3.8	3.2	3.1
순이익 성장률	-43.2	42.7	-41.3	18.3	13.8
운용자산이익률	3.0	3.6	3.1	3.1	3.1

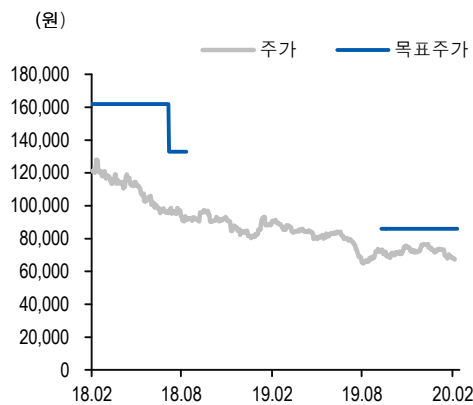
자료: 유안타증권

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019P	2020E	2021E
자산	282,714	289,428	312,762	318,314	327,881
운용자산	228,698	236,195	255,459	260,058	267,859
현금 및 예치금	4,944	4,745	6,537	5,437	5,395
유가증권	150,762	152,679	172,379	174,962	179,675
대출채권	64,577	70,187	68,891	70,912	73,843
부동산	8,414	8,584	7,652	8,747	8,946
비운용자산	8,692	7,298	7,508	7,554	7,557
특별계정자산	45,324	45,934	49,795	50,702	52,465
부채	251,592	258,922	275,446	282,257	290,558
책임준비금	166,898	173,943	180,493	186,345	192,037
계약자지분조정	9,600	8,209	11,528	11,814	12,161
기타부채	27,914	29,794	30,281	29,640	30,301
특별계정부채	47,180	46,977	53,144	54,458	56,059
자본	31,122	30,505	37,316	36,058	37,322
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	63	125	125	125	125
이익잉여금	14,239	15,548	16,049	16,737	17,474
자본조정	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117
기타포괄손익누계액	17,074	15,246	21,509	21,213	21,741
신종자본증권	0	0	0	0	0
지배주주자본	29,359	28,902	35,687	34,428	35,693

주요 투자지표	(단위: 배, %, 원, 십억원)				
	2017	2018	2019P	2020E	2021E
Valuation					
PER	11.5	8.1	13.8	11.6	10.2
PBR	0.46	0.47	0.38	0.39	0.38
배당수익률	3.0	3.9	3.9	4.0	4.8
주당지표					
EPS	5,830	8,323	4,887	5,781	6,579
BPS	163,491	160,947	198,730	191,720	198,763
DPS	2,000	2,650	2,650	2,700	3,250
수익성					
ROE	3.9	5.4	2.9	3.2	3.6
ROA	0.43	0.58	0.32	0.37	0.41
자본비율					
RBC 비율	317.8	314.3	340.0	324.8	324.4
지급여력금액	36,985	35,498	45,411	44,152	45,417
지급여력기준금액	11,638	11,295	13,356	13,593	14,001
배당성향	30.8	28.6	54.2	46.7	49.4

자료: 유안타증권

삼성생명 (032830) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-02-19	BUY	86,000	1년		
2019-09-23	BUY	86,000	1년		
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)	87.8
Hold(중립)	11.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-02-16

※ 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.