

## 삼성생명

BUY(유지)

032830 기업분석 | 보험

목표주가(유지)	96,000원	현재주가(02/18)	67,300원	Up/Downside	+42.6%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2020. 02. 19

## 4Q19 실적 Review : 투자포인트는 차별성

## News

**부진한 실적에도 불구하고 DPS 유지:** 삼성생명의 4Q19 실적은 1/30 '매출액/손익구조 변동' 공시에서 나타난대로 기대치를 크게 하회했다. 위험손해율도 예상보다 높았으며 부동산매각 등을 통한 이익실현도 변액보존준비금 추가 적립 부담을 매우기에는 역부족이었기 때문에 풀이된다. 그러나 이익의 감소에도 불구하고 DPS는 전년동기와 같은 수준인 2,650원을 유지했고 겉보기 배당성향은 49%에 달했다는 점은 고무적이다.

## Comment

**주주환원 규모, 최소한 줄지는 않을 것:** 자본정책과 관련해 동사는, 아직 자사주 매입소각은 검토하고 있지 않지만 2020~2021년 40~50%의 배당성향을 유지하겠다고 밝혔다. 아울러 역마진 확대에도 불구하고 부동산 매각 등을 통해 일정수준의 이익기반을 유지할 가능성을 언급했다. 2018년에 실현되었던 삼성전자 주식 매각이익의 DPS효과 660원을 제외하면 2019년 배당성향은 37% 수준이다. 어려운 환경에도 불구하고 2020년 2,650원의 DPS는 유지될 것으로 전망하며, 중장기적으로 주주환원의 증가 가능성은 충분하다고 판단한다.

## Action

**투자 포인트는 차별성:** 현 금리 수준에서 당분간 역마진 악화가 예상된다. 다만 동사의 업계 대비 차별적 자본적정성과 압도적 영업력이 주도적인 움직임으로 나타날 것으로 기대한다. 1월 중 GI보험의 예정이율을 1.9%로 선도적으로 하향한 점 그리고 갑상선암 등에 대해 타이탄 언더라이팅 기준을 유지하면서도 건강상해보험의 견조한 매출증가를 유지하고 있다는 점이 그 근거이다.

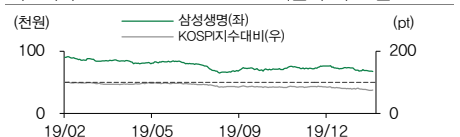
## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2017	2018	2019P	2020E	2021E
FYE Dec					
보험료 수익	16,817	16,341	16,436	16,932	17,394
(증가율)	-0.8	-2.8	0.6	3.0	2.7
영업이익	-273	826	-513	-418	-578
세전이익	1,139	2,336	1,014	1,185	1,105
(증가율)	60.0	105.1	-56.6	16.9	-6.7
지배주주순이익(연결)	1,166	1,664	977	1,076	1,017
EPS	5,831	8,355	4,887	5,379	5,087
PER	23.6/18.1	16/9.8	15.2	12.5	13.2
PBR	1/0.8	1/0.6	0.4	0.4	0.4
ROE	3.5	6.8	2.5	2.6	2.4
ROA	0.4	0.7	0.3	0.3	0.3

## Stock Data

52주 최저/최고	65,000/91,400원
KOSDAQ /KOSPI	683/2,209pt
시가총액	134,600억원
60일-평균거래량	218,294
외국인지분율	15.6%
60일-외국인지분율변동추이	-0.3%p
주요주주	이건희 외 5인 47.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-8.7	-9.5	-25.5
상대기준	-7.0	-11.5	-25.4

도표 1. 4Q19 삼성생명 실적 Review

(단위: 십억원)

	4Q19P	4Q18	YoY	3Q19	QoQ	4Q19E	차이	2018	2019P	2020E
보험료수익	4,155	4,132	0.5	4,127	0.7	4,180	-0.6	16,341	16,436	16,932
세전이익	-30	249	-112.2	242	-112.6	213	-114.3	2,336	1,014	1,185
지배주주순이익	1	-62	-101.0	220	-99.7	241	-99.7	1,664	977	1,076
손해율	84.7%	82.6%	2.1%	88.4%	-3.7%	83.1%	1.6%	82.1%	85.9%	86.4%
투자이익률	2.6%	3.9%	-1.3%	3.5%	-0.9%	3.4%	-0.8%	4.1%	3.4%	3.2%

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(삼익원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>개별기준</b>					
<b>자산총계</b>	258,366	262,230	287,358	292,126	297,210
현금과 예치금	3,090	2,832	4,858	1,831	2,170
유가증권	153,831	156,416	175,006	181,149	183,486
대출채권	44,108	46,895	47,496	50,411	53,504
부동산	5,137	4,353	4,137	4,137	4,137
미상각상계약비	3,114	2,755	2,538	2,269	2,154
기타	3,764	3,047	3,527	2,514	3,217
특별계정자산	45,321	45,934	49,795	49,816	48,542
<b>부채총계</b>	231,539	235,732	254,272	258,759	263,254
책임준비금	166,638	173,618	180,046	186,076	191,846
계약차지분조정	9,575	8,177	11,504	11,504	11,504
사채	0	0	0	0	0
가채부채	9,526	6,793	9,362	9,362	9,362
특별계정부채	45,801	47,144	53,360	51,816	50,542
<b>자본총계</b>	26,827	26,498	33,086	33,368	33,956
자본금	100	100	100	100	100
신종자본증권	0	0	0	0	0
자본잉여금	6	6	6	6	6
이익잉여금	11,730	13,161	13,519	13,801	14,389
자본조정	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110
가타포괄손익누계액	17,102	15,342	21,571	21,571	21,571
<b>연결기준</b>					
자배주주지분	29,401	28,902	35,667	36,011	36,599
비지배주주지분	1,763	1,603	1,649	1,687	1,765

주요지표

12월 결산(삼익원, %)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수입보험료	26,321	25,158	25,339	25,468	25,889
일반계정	16,515	16,000	16,092	16,531	16,982
변액계정	5,306	5,041	4,423	3,630	3,070
퇴직계정	4,500	4,117	4,824	5,307	5,837
APE	2,774	2,649	2,574	2,594	2,699
APE 보장성	1,428	1,642	1,750	1,820	1,892
위험손해율	78.5	82.1	85.9	86.4	86.9
위험보험료	3,906	4,042	4,154	4,110	4,123
사업비용(유지비용)	7.0	7.3	7.7	8.0	8.4
투자이익률	3.2	4.1	3.4	3.2	3.1

자료: 삼성생명, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(삼익원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>개별기준</b>					
보험료 수익	16,817	16,341	16,436	16,932	17,394
수입보험료	16,516	16,001	16,047	16,531	16,982
재보험수익	301	340	389	401	412
보험영업비용	15,875	17,614	18,432	17,752	18,124
지급보험금	11,884	13,478	14,427	13,768	14,123
재보험비용	338	389	443	455	466
사업비	1,683	2,189	2,119	2,212	2,326
신계약비	1,870	1,752	10,130	1,660	1,727
신계약비이연	-1,545	-1,116	11,380	-1,052	-1,093
유지비	1,520	1,532	661	1,604	1,692
신계약비상각비	1,969	1,556	1,441	1,316	1,207
할인료	1	1	1	1	1
투자손익	6,321	8,477	7,408	7,506	7,451
책임준비금적립액	7,536	6,378	5,925	7,104	7,300
영업이익	-273	826	-513	-418	-578
영업외손익	1,412	1,510	1,527	1,603	1,683
특별계정손익	0	0	0	0	0
세전이익	1,139	2,336	1,014	1,185	1,105
법인세비용	191	538	180	320	298
당기순이익	948	1,798	834	865	806
<b>연결기준</b>					
당기순이익	1,263	1,734	1,052	1,206	1,188
비지배자분순이익	97	69	74	130	170
자배회사지분순이익	1,166	1,664	977	1,076	1,017

주요투자지표

12월 결산(원, % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS	5,831	8,355	4,887	5,379	5,087
BPS	147,007	144,510	178,335	180,054	182,993
ROA	0.4	0.7	0.3	0.3	0.3
ROE	3.5	6.8	2.5	2.6	2.4
PER	21.4	9.8	15.2	12.5	13.2
PBR	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4
<b>배당</b>					
DPS	2,000	2,650	2,650	2,650	2,700
배당성향	30.0	28.5	48.7	44.2	47.7
배당수익률	1.6	3.2	3.6	3.9	4.0

Compliance Notice

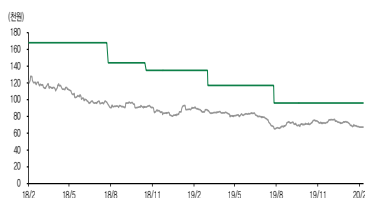
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 PO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 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 투자이익률 비율 (2020-01-02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 매도(0.0%)

- 기업 투자이익률은 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 투자이익률은 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 투자이익 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이익	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/11/10	Buy	168,000	-31.5	-19.6					
18/08/13	Buy	144,000	-35.8	-32.4					
18/11/05	Buy	135,000	-35.4	-31.0					
19/03/21	Buy	117,000	-30.5	-25.6					
19/08/14	Buy	96,000	-	-					

주: \*표는 담당자 변경; \*표는 담당자 변경