

# 삼성생명 (032830)

보험



정태준 CFA

02 3770 5585  
taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>80,000원 (D)</b>
현재주가 (4/10)	<b>50,600원</b>
상승여력	<b>58%</b>

시가총액	101,200억원
총발행주식수	200,000,000주
60일 평균 거래대금	278억원
60일 평균 거래량	556,481주
52주 고	85,900원
52주 저	31,900원
외인지분율	13.97%
주요주주	이권희 외 7 인 47.03%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.4)	(29.9)	(40.8)
상대	5.1	(16.9)	(29.3)
절대(달러환산)	(1.7)	(32.7)	(44.3)

## 1Q20E: 증시 급락 영향으로 컨센서스 하회 예상

### 투자 의견 BUY 유지, 목표주가 80,000원으로 하향

1분기 이익은 컨센서스 4,260억원을 32.4% 하회하는 2,880억원(-35.6% YoY) 예상. 전년 동기대비 감익을 전망하는 이유는 증시 및 금리 하락으로 인한 책임준비금 전입액 증가를 예상하기 때문. 보험손익과 투자손익은 개선될 전망이다 만큼 증시 안정화 시 2분기부터 매각익을 제외한 경상이익은 전년동기대비 성장할 수 있을 것으로 예상. 다만 기준금리 인하와 시장금리 하락 영향을 반영하여 2020~21년 이익 추정치를 하향 조정함에 따라 목표주기도 기존 86,000원에서 80,000원으로 하향.

**보험손익** 1분기 보험손익은 전년동기대비 147억원 개선될 전망. 보장성보험 위주의 판매 전략 지속으로 수입보험료 내 보장성보험 비중은 62%(+0.7%pt YoY)까지 상승할 것으로 예상. 한편 지급률은 위험손해율 상승으로 인해 보장성보험 지급률 증가가 예상되는 만큼 전년동기 대비 상승할 전망이다. 손해율 악화를 전망하는 이유는 1) 전년동기대비 많은 영업일수와 2) 과잉진료 및 과당청구 증가를 예상하기 때문. 그러나 코로나19 장기화로 인해 과잉진료와 과당청구는 감소세에 진입한 것으로 보이는 만큼 2분기 손해율은 크게 개선될 수 있을 전망이다.

**투자손익** 1분기 투자손익은 전년동기대비 9.4% 증가할 전망이다. 비경상적 요인으로는 부동산 매각익과 변액보증 해지에서 발생한 이익, 투자자산 손상차손과 환해지 비용 증가 등을 예상하는데, 이를 제외한 경상적 투자손익은 전년동기대비 3.7% 성장했을 것으로 예상. 경상적 투자손익 증가율을 운용자산 성장률(+5.2% YoY)보다 낮게 전망하는 이유는 시장금리 하락에 따른 신규 투자 이원 하락을 예상하고 있기 때문.

**책임준비금 전입액** 1분기 책임준비금 전입액은 전년동기대비 29.6% 증가할 전망이다. 증시 및 금리 하락으로 인한 변액보증준비금 증가에 변액자산 감소로 인한 책임준비금 증가가 겹쳤을 것으로 예상하기 때문. 그러나 저축성보험 수입보험료는 지속 감소하고 있고 증시 안정화 시 변액보험 관련 추가 적립은 감소할 것이기 때문에 2분기부터는 전년동기대비 하락한 수준으로 안정될 전망이다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
수입보험료	3,912	-2.0	-3.6	4,837	-19.1
영업이익	53	-73.4	N/A	170	-68.7
세전이익	422	-30.8	1559.6	555	-24.0
연결순이익	306	-34.9	1563.5	396	-22.7
지배주주순이익	288	-35.6	47684.1	426	-32.4

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020E	2021E
수입보험료	16,135	16,201	15,877	15,646
영업이익	933	-48	150	339
지배순이익	1,664	977	1,077	1,208
PER (배)	6.1	10.4	9.4	8.4
PBR (배)	0.35	0.28	0.29	0.29
ROE (%)	5.4	2.9	2.9	3.3
ROA (%)	0.58	0.32	0.34	0.37

자료: 유안타증권

[표 1] 목표주가 변경 상세 (단위: 원, %, 배)

	기존	신규
2019 BPS	198,730	198,619
2020E ROE	3.2	2.9
COE	7.4	7.2
Risk-free rate	1.5	1.5
Risk premium	11.9	11.9
Beta	0.5	0.5
Growth rate	0.0	0.0
목표주가	86,000	80,000

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 1분기 실적 전망 (단위: 십억원, %, %pt)

	1Q20E	YoY	QoQ	비고
보험손익	-688	N/A	N/A	
투자손익	2,318	9.4	46.9	경상적 투자손익 +3.7% YoY 예상
책임준비금전입액	1,577	29.6	3.6	변액보증준비금 증가, 변액자산 감소
영업이익	53	-73.4	N/A	
영업외손익	369	-9.9	11.5	
세전이익	422	-30.8	1,559.6	
법인세비용	116	-16.9	1,549.4	
연결 당기순이익	306	-34.9	1,563.5	
지배주주순이익	288	-35.6	47,684.1	
수입보험료 구성				
보장성	62.0	0.7	-0.4	보장성보험 위주 판매 전략 지속
저축성	38.0	-0.7	0.4	
지급률	95.8	2.5	8.0	
보장성	80.7	2.1	9.1	영업일수 증가, 과잉진료 및 과당청구 증가
저축성	120.6	3.8	5.9	저축성 수입보험료 감소
운용자산이익률	3.7	0.1	1.2	경상적 운용자산이익률 -0.1%pt YoY 예상

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 분기별 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019E	2020E	2021E
보험손익	-688	-418	-464	-442	-1,939	-2,012	-2,022
투자손익	2,318	2,012	1,969	1,968	7,895	8,266	8,125
책임준비금전입액	1,577	1,508	1,514	1,505	6,004	6,104	5,764
영업이익	53	86	-9	20	-48	150	339
영업외손익	369	359	354	353	1,475	1,434	1,425
세전이익	422	445	345	373	1,427	1,584	1,764
법인세비용	116	122	95	102	375	436	485
연결 당기순이익	306	322	250	270	1,052	1,148	1,279
지배주주순이익	288	305	232	252	977	1,077	1,208

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성생명 (032830) 추정재무제표 (K-IFRS)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
보험영업수익	16,475	16,591	16,419	16,179	15,988
수입보험료	16,135	16,201	15,877	15,646	15,460
보장성	9,635	9,963	9,844	9,857	9,895
저축성	6,500	6,238	6,033	5,789	5,566
재보험수익	340	390	542	534	528
보험영업비용	17,689	18,530	18,431	18,202	18,291
지급보험금	13,510	14,467	14,434	14,263	13,963
재보험비용	389	444	456	450	444
사업비	2,232	2,176	2,286	2,276	2,707
신계약상각비	1,556	1,441	1,252	1,211	1,176
할인료	1	1	2	2	2
보험손익	-1,214	-1,939	-2,012	-2,022	-2,303
투자손익	8,595	7,895	8,266	8,125	8,286
책임준비금전입액	6,448	6,004	6,104	5,764	5,542
영업이익	933	-48	150	339	441
영업외손익	1,433	1,475	1,434	1,425	1,424
세전이익	2,366	1,427	1,584	1,764	1,865
법인세비용	632	375	436	485	513
연결 당기순이익	1,734	1,052	1,148	1,279	1,352
지배주주순이익	1,664	977	1,077	1,208	1,281

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수입보험료 구성					
보장성	59.7	61.5	62.0	63.0	64.0
저축성	40.3	38.5	38.0	37.0	36.0
수입보험료 성장률	-3.1	0.4	-2.0	-1.5	-1.2
보장성	0.4	3.4	-1.2	0.1	0.4
저축성	-7.8	-4.0	-3.3	-4.1	-3.9
지급률	83.7	89.3	90.9	91.2	90.3
보장성	71.0	74.8	76.5	75.4	74.3
저축성	102.6	112.5	114.5	118.0	118.8
성장성					
자산 성장률	2.4	8.1	2.0	2.8	2.7
자본 성장률	-2.0	22.3	-2.8	1.5	1.6
운용자산 성장률	3.3	8.2	1.7	2.8	2.7
책임준비금 성장률	4.2	3.8	3.4	3.1	2.9
순이익 성장률	42.7	-41.3	10.2	12.1	6.1
운용자산이익률	3.6	3.1	3.2	3.0	3.0

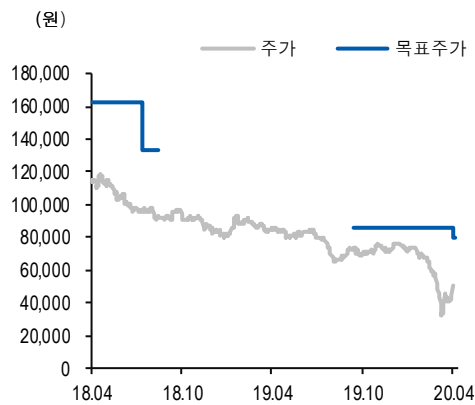
자료: 유안타증권

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산	289,428	312,762	318,893	327,851	336,771
운용자산	236,195	255,459	259,802	267,077	274,288
현금 및 예치금	4,745	6,537	5,432	5,380	5,495
유가증권	152,679	172,379	174,790	179,150	183,438
대출채권	70,187	68,891	70,842	73,627	76,438
부동산	8,584	7,652	8,738	8,920	8,917
비운용자산	7,298	7,508	7,554	7,557	7,556
특별계정자산	45,934	49,795	51,536	53,217	54,927
부채	258,922	275,446	282,638	291,049	299,394
책임준비금	173,943	180,493	186,597	192,361	197,903
계약자지분조정	8,209	11,528	11,829	12,182	12,531
기타부채	29,794	30,281	29,680	30,352	31,196
특별계정부채	46,977	53,144	54,531	56,154	57,764
자본	30,505	37,316	36,255	36,802	37,377
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	125	125	125	125	125
이익잉여금	15,548	16,049	16,685	17,362	18,071
자본조정	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117
기타포괄손익누계액	15,246	21,509	21,462	21,332	21,198
신종자본증권	0	0	0	0	0
지배주주자본	28,902	35,667	34,606	35,153	35,728

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Valuation					
PER	6.1	10.4	9.4	8.4	7.9
PBR	0.35	0.28	0.29	0.29	0.28
배당수익률	5.2	5.2	5.0	5.9	6.3
주당지표					
EPS	8,323	4,887	5,361	6,012	6,376
BPS	160,947	198,619	192,709	195,754	198,958
DPS	2,650	2,650	2,550	3,000	3,200
수익성					
ROE	5.4	2.9	2.9	3.3	3.5
ROA	0.58	0.32	0.34	0.37	0.39
자본비율					
RBC 비율	314.3	340.0	325.7	320.7	316.2
지급여력금액	35,498	45,411	44,350	44,897	45,472
지급여력기준금액	11,295	13,356	13,618	14,000	14,381
배당성향	28.6	54.5	47.6	49.9	50.2

자료: 유안타증권

삼성생명 (032830) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-04-13	BUY	80,000	1년		
2019-09-23	BUY	86,000	1년	-23.62	-10.93
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

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)	1.2
Buy(매수)	83.3
Hold(중립)	15.5
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-04-10

※ 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 기준 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 투자사결정은 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.