



삼성생명 (032830)

보험



정태준 CFA

02 3770 5585
taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	80,000원 (M)
현재주가 (7/10)	44,900원
상승여력	78%

시기총액	89,800억원
총발행주식수	200,000,000주
60일 평균 거래대금	293억원
60일 평균 거래량	617,975주
52주 고	80,300원
52주 저	31,900원
외인지분율	12.35%
주요주주	이건희 외 7 인 47.03%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(10.1)	(11.3)	(43.9)
상대	(8.2)	(23.2)	(46.3)
절대(달러환산)	(10.4)	(10.3)	(44.6)

2Q20E: 기대에 부합하는 실적 예상

투자의견 BUY, 목표주가 80,000원 유지

2분기 이익은 컨센서스에 부합하는 3,899억원(+26.0% YoY, +69.5% QoQ) 예상. 1) 위험손해율과 사업비율 안정에 따른 보험손익 개선과 2) 증시 반등에 따른 변액보증준비금 환입이 호실적을 견인할 전망. 투자손익은 전년동기와 전분기의 비경상적 투자손익 영향으로 인해 감소하겠으나 경상적 투자손익은 전년동기대비 2.7% 성장할 것으로 예상. 현재 국고채 5년물 금리는 지난 5월 말 1.05%를 저점으로 소폭 반등한 상태인데, 3분기 중 추가 상승이 있을 경우 4분기 변액보증준비금 전입액 우려도 완화될 것으로 판단. 투자의견 BUY와 목표주가 80,000원 유지.

2분기 보험손익은 위험손해율과 사업비율 안정으로 전년동기대비, 전분기대비 적자 폭이 축소될 전망. 위험손해율 개선은 코로나19로 인한 청구건수 감소에, 사업비율 개선은 손해보험 사발 GA채널 경쟁 완화에 기인. 투자손익은 전년동기대비, 전분기대비 감소를 예상하지만 이는 비경상적 투자손익(부동산 및 채권 처분이익) 영향이 소멸하기 때문. 2분기에는 실적이 양호한만큼 유의미한 처분이익이 발생하지는 않을 것으로 판단. 경상적 투자손익은 운용자산 성장 (+2.8% YoY)에 힘입어 전년동기대비 2.7% 성장할 전망. 책임준비금 전입액은 2분기 증시 반등에 따른 변액보증준비금 환입 발생으로 전년동기대비, 전분기대비 크게 개선될 것으로 예상. 국고채 5년물 금리가 지난 3분기말(1.352%) 대비 하락한 상태인 만큼 4분기 경제적 가정 변경 시 변액보증준비금 전입 가능성이 있으나 지난 5월 말을 1.05%를 저점으로 반등 중인 만큼 상승세가 지속될 경우 전입 금액은 크지 않을 수 있다는 판단.

RBC제도 개선은 긍정적이지만 영향이 크지 않을 전망. 동사 RBC비율은 이미 업계 최상위권이기 때문에 비율의 변화 자체가 자본적정성에 크게 영향을 미치지 않기 때문. 재해사망보험 관련 약관 개정은 위험손해율 상승요인이지만 다행히 국내에는 코로나19 확진자와 사망자 수가 해외 대비 낮기 때문에 유의미한 위험손해율 상승으로도 이어지지 않을 것으로 판단.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
수입보험료	3,985	-2.0	-6.4	4,824	-17.4
영업이익	223	241.6	N/A	208	7.2
세전이익	575	29.6	77.4	532	7.9
연결순이익	417	28.4	62.3	430	-3.0
지배주주순이익	390	26.0	69.5	391	-0.2

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020E	2021E
수입보험료	16,135	16,201	16,222	15,985
영업이익	933	-48	142	321
지배순이익	1,664	977	1,016	1,125
PER (배)	5.4	9.2	8.8	8.0
PBR (배)	0.31	0.25	0.28	0.28
ROE (%)	5.4	2.9	2.9	3.3
ROA (%)	0.58	0.32	0.32	0.35

자료: 유안타증권

[표 1] 2분기 실적 전망

(단위: 십억원, %, %pt)

	2Q20E	YoY	QoQ	비고
보험손익	-246	N/A	N/A	
투자손익	1,900	-9.7	-31.0	비경상적 투자손익 감소
책임준비금전입액	1,431	-11.6	-41.7	변액보증준비금 환입 발생
영업이익	223	241.6	N/A	
영업외손익	351	-7.1	3.5	
세전이익	575	29.6	77.4	
법인세비용	158	32.9	134.7	
연결 당기순이익	417	28.4	62.3	
지배주주순이익	390	26.0	69.5	
수입보험료 구성				
보장성	59.9	-1.2	0.0	
저축성	40.1	1.2	0.0	
지급률	84.8	-2.5	-2.4	
보장성	71.5	-3.1	-0.7	위험손해율 개선
저축성	104.7	-2.6	-4.9	
운용자산이익률	3.0	-0.4	-1.4	비경상적 투자손익 감소

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
보험영업수익	4,349	4,071	4,089	4,065	16,591	16,573	16,331
수입보험료	4,257	3,985	4,002	3,978	16,201	16,222	15,985
재보험수익	92	86	87	86	390	351	346
보험영업비용	4,661	4,316	4,386	4,389	18,530	17,753	17,361
지급보험금	3,710	3,377	3,440	3,440	14,467	13,967	13,619
재보험비용	120	113	113	112	444	458	452
사업비	499	497	477	477	2,176	1,950	1,922
신계약상각비	331	329	356	359	1,441	1,375	1,367
할인료	0	0	0	0	1	2	2
보험손익	-312	-246	-298	-325	-1,939	-1,180	-1,030
투자손익	2,752	1,900	1,847	1,845	7,895	8,344	7,588
책임준비금전입액	2,456	1,431	1,571	1,565	6,004	7,023	6,238
영업이익	-16	223	-22	-44	-48	142	321
영업외손익	340	351	345	342	1,475	1,377	1,377
세전이익	324	575	323	297	1,427	1,519	1,698
법인세비용	67	158	89	82	375	396	467
연결 당기순이익	257	417	234	216	1,052	1,123	1,231
지배주주순이익	230	390	208	189	977	1,016	1,125
운용자산이익률	4.4	3.0	2.9	2.9	3.1	3.2	2.9

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성생명 (032830) 추정재무제표 (K-IFRS)

포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
		2018	2019	2020E	2021E	2022E
보험영업수익		16,475	16,591	16,573	16,331	16,138
수입보험료		16,135	16,201	16,222	15,985	15,796
보장성		9,635	9,963	9,721	10,071	10,109
저축성		6,500	6,238	6,501	5,915	5,687
재보험수익		340	390	351	346	342
보험영업비용		17,689	18,530	17,753	17,361	17,024
지급보험금		13,510	14,467	13,967	13,619	13,324
재보험비용		389	444	458	452	446
사업비		2,232	2,176	1,950	1,922	1,899
신계약상각비		1,556	1,441	1,375	1,367	1,353
할인료		1	1	2	2	2
보험손익		-1,214	-1,939	-1,180	-1,030	-886
투자손익		8,595	7,895	8,344	7,588	7,794
책임준비금전입액		6,448	6,004	7,023	6,238	6,297
영업이익		933	-48	142	321	611
영업외손익		1,433	1,475	1,377	1,377	1,377
세전이익		2,366	1,427	1,519	1,698	1,988
법인세비용		632	375	396	467	547
연결 당기순이익		1,734	1,052	1,123	1,231	1,441
지배주주순이익		1,664	977	1,016	1,125	1,335

재무상태표		(단위: 십억원)				
		2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산		289,428	312,762	317,252	326,884	337,010
운용자산		236,195	255,459	256,992	264,959	272,908
현금 및 예치금		4,745	6,537	5,300	5,259	5,387
유기증권		152,679	172,379	172,899	177,729	182,515
대출채권		70,187	68,891	70,076	73,043	76,053
부동산		8,584	7,652	8,717	8,928	8,952
비운용자산		7,298	7,508	7,741	7,750	7,748
특별계정자산		45,934	49,795	52,519	54,175	56,355
부채		258,922	275,446	283,751	292,842	302,319
책임준비금		173,943	180,493	187,642	193,880	200,177
계약자지분조정		8,209	11,528	10,513	10,850	11,201
기타부채		29,794	30,281	33,317	34,159	35,241
특별계정부채		46,977	53,144	52,278	53,953	55,699
자본		30,505	37,316	33,502	34,043	34,691
자본금		100	100	100	100	100
자본잉여금		125	125	125	125	125
이익잉여금		15,548	16,049	16,190	16,861	17,643
자본조정		-2,117	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117
기타포괄손익누계액		15,246	21,509	19,203	19,073	18,940
신종자본증권		0	0	0	0	0
지배주주자본		28,902	35,667	31,878	32,420	33,068

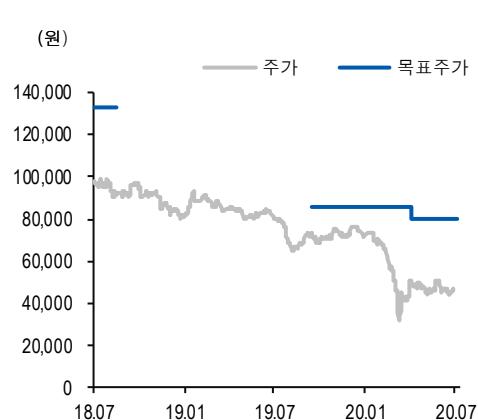
주요 경영지표		(단위: %)				
		2018	2019	2020E	2021E	2022E
수입보험료 구성						
보장성		59.7	61.5	59.9	63.0	64.0
저축성		40.3	38.5	40.1	37.0	36.0
수입보험료 성장률		-3.1	0.4	0.1	-1.5	-1.2
보장성		0.4	3.4	-2.4	3.6	0.4
저축성		-7.8	-4.0	4.2	-9.0	-3.9
지급률		83.7	89.3	86.1	85.2	84.3
보장성		71.0	74.8	71.8	66.7	65.7
저축성		102.6	112.5	107.4	116.7	117.6
성장성						
자산 성장률		2.4	8.1	1.4	3.0	3.1
자본 성장률		-2.0	22.3	-10.2	1.6	1.9
운용자산 성장률		3.3	8.2	0.6	3.1	3.0
책임준비금 성장률		4.2	3.8	4.0	3.3	3.2
순이익 성장률		42.7	-41.3	4.0	10.7	18.7
운용자산이익률		3.6	3.1	3.2	2.9	2.9

자료: 유안티증권

주요 투자지표		(단위: 배, %, 원, 십억원)				
		2018	2019	2020E	2021E	2022E
Valuation						
PER		5.4	9.2	8.8	8.0	6.7
PBR		0.31	0.25	0.28	0.28	0.27
배당수익률		5.9	5.9	5.3	6.2	7.3
주당지표						
EPS		8,323	4,887	5,083	5,625	6,675
BPS		160,947	198,619	177,522	180,537	184,148
DPS		2,650	2,650	2,400	2,800	3,300
수익성						
ROE		5.4	2.9	2.9	3.3	3.9
ROA		0.58	0.32	0.32	0.35	0.40
자본비율						
RBC 비율		314.3	340.0	309.7	304.6	300.1
지급여력금액		35,498	45,411	40,883	41,425	42,073
지급여력기준금액		11,295	13,356	13,200	13,601	14,022
배당성향		28.6	54.5	47.2	49.8	49.4

자료: 유안티증권

삼성생명 (032830) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-07-13	BUY	80,000	1년		
2020-04-13	BUY	80,000	1년		
2019-09-23	BUY	86,000	1년	-23.62	-10.93
			담당자변경 1년 경과 이후		
2019-07-20				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: 괴리를 $= (\text{실제주가}^* - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	89.3
Hold(중립)	10.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-07-08

※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, 절대수익률을 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 2월 21일부터 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 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 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.