



삼성생명 (032830)

보험



정태준 CFA

02 3770 5585
taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	80,000원 (M)
현재주가 (8/11)	56,300원
상승여력	42%

시가총액	112,600억원
총발행주식수	200,000,000주
60일 평균 거래대금	294억원
60일 평균 거래량	604,899주
52주 고	76,600원
52주 저	31,900원
외인지분율	12.58%
주요주주	이건희 외 7 인 47.03%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	25.4	20.3	(18.4)
상대	11.5	(3.7)	(34.6)
절대(달러환산)	27.4	23.8	(16.7)

'삼성생명법'은 단기 투자 매력 상승 요인 (1)

투자의견 BUY, 목표주가 80,000원 유지

지난 6월 16일 박용진 더불어민주당 의원 등 10명이 발의한 일명 보험업법 일부개정법률안, 일명 '삼성생명법'은 현재 보험업법에서 규제하고 있는 '3% 룰'의 기준을 취득원가에서 시가 평가로 바꾸자는 내용. 결론적으로 달라지는 점은 당장 배당이 늘어나는 것뿐이라고 판단하기 때문에 단기 투자 매력 상승 요인으로 판단. 투자의견 BUY와 목표주가 80,000원 유지.

현재 보험사는 타사 주식을 취득원가 기준으로 기준 자산(= 별도 자산 – 특별계정자산 – 미 상각신계약비)의 3% 이하 한도 내에서 보유할 수 있는데, 이를 시가평가 기준으로 바꾸게 되면 동사가 보유한 삼성전자 지분 비중이 급증해 매각해야하는 초과 보유 지분이 발생. 당사가 1Q20말 주가 기준으로 계산한 바로는 동사가 매각해야하는 삼성전자 지분은 약 17.3조원으로, 당시 삼성전자 시가총액 대비 6.1% 수준.

해당 법안이 아직 통과된 것은 아니지만 통과가 된다고 가정했을 때 회사가 취할 수 있는 최악의 수는 1) 필요 매각금액 전량을 일시 매각 및 2) 그 매각익에 대한 즉시 배당. 이 때 RBC비율과 주당배당금(DPS)에 어떤 변화가 생기는가에 대해 1Q20말 기준 수치로 계산해보면 RBC비율은 큰 변화가 없고 DPS는 증가. 이는 현금 배당으로 가용자본이 하락해도 위험액 감소로 요구자본도 하락하기 때문.

장기적으로는 지분 매각 이후 삼성전자를 대신할 수 있는 투자자산을 찾는 것이 중요. 삼성전자 지분은 평가익과 배당수익률이 꾸준히 동반 상승한 우량한 투자자산이기 때문. 신계약 감소에 따른 운용자산 성장 둔화와 금리 하락에 따른 보유이원 하락이 보험업 전체의 문제인 만큼 현재 삼성전자를 대체할 만한 좋은 투자자산을 찾기가 어려운데, 이를 어떻게 해결하는가가 향후 중요한 과제로 떠오를 전망.

한편 이로 인한 그룹 내 지배구조가 개편된다고 해서 생명보험업 내 동사의 위상은 크게 변하지 않을 것으로 전망. 기본적으로 자본과 자산의 규모가 타사대비 압도적으로 크고 우수한 인력과 방대한 데이터를 보유하고 있어 타사와 차별화되는 자본적정성과 시장점유율을 보이고 있기 때문.

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	248	-9.9
세전이익	575	29.6	77.4	568	1.2
연결순이익	417	28.4	62.3	458	-9.1
지배주주순이익	389.9	26.0	69.5	408	-4.4

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

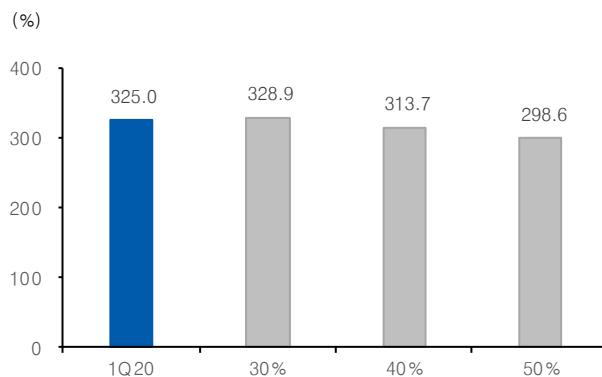
(십억원, 배, %)

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)	6.8	11.5	11.1	10.0
PBR (배)	0.39	0.32	0.35	0.35
ROE (%)	5.4	2.9	2.9	3.3
ROA (%)	0.58	0.32	0.32	0.35

자료: 유안타증권

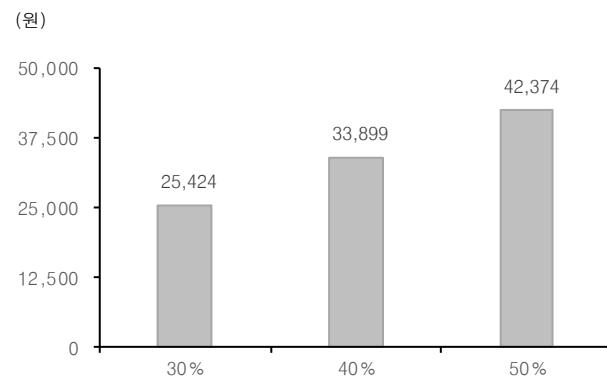
자료: 유안타증권

[그림 67] 일시 매각 후 즉시 배당 시 배당성향별 삼성생명 RBC 비율 추정



주: 2020E 기준, 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 68] 일시 매각 후 즉시 배당 시 배당성향별 삼성생명 DPS 추정



주: 2020E 기준, 자료: 유안타증권 리서치센터

[표 23] 삼성생명 배당성향 30% 가정 시 RBC 비율 변화 계산

(단위: 십억원, %)

	금액	비고
가용자본 변화		
보유지분	24,258	1Q20말 기준 시가총액의 8.51%
기준 자산	230,809	별도 자산 - 특별계정자산 - 미상각신계약비
비중	10.5	
필요 매각금액	17,334	3.0% 초과 분
취득원가	544	
매각차익	16,945	
현금배당	5,084	매각차익 30% 배당 가정
기준 가용자본	41,861	(a)
신규 총위험액	36,778	(b), (a)에서 현금배당 차감
총위험액 변화		
기준 총위험액	12,881	(c)
신용위험 차감 금액	2,080	필요 매각금액 x 12%
시장위험 차감 금액	2,773	필요 매각금액 x 16%
차감 총위험액	1,698	(d), $\sqrt{\text{신용위험 차감금액} \times \text{시장위험 차감금액} \times \text{상관계수}(0.5)}$
신규 총위험액	11,183	(e), (c)-(d)
RBC 비율 변화		
기준 RBC 비율	325.0	(a)/(c)
신규 RBC 비율	328.9	(b)/(e)

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

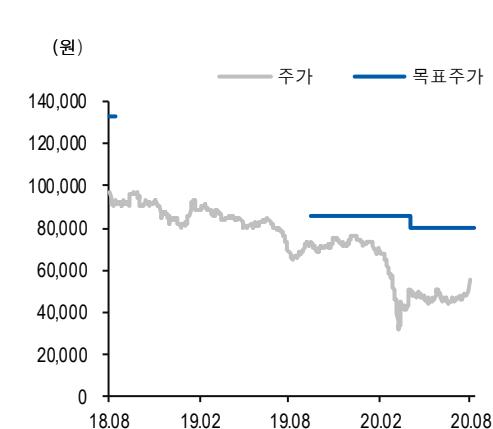
주요 경영지표		(단위: %)				
		2018	2019	2020E	2021E	2022E
수입보험료 구성						
보장성		59.7	61.5	59.9	63.0	64.0
저축성		40.3	38.5	40.1	37.0	36.0
수입보험료 성장률		-3.1	0.4	0.1	-1.5	-1.2
보장성		0.4	3.4	-2.4	3.6	0.4
저축성		-7.8	-4.0	4.2	-9.0	-3.9
지급률		83.7	89.3	86.1	85.2	84.3
보장성		71.0	74.8	71.8	66.7	65.7
저축성		102.6	112.5	107.4	116.7	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		6.8	11.5	11.1	10.0	8.4
PBR		0.39	0.32	0.35	0.35	0.34
배당수익률		4.7	4.7	4.3	5.0	5.9
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
2020-08-12	BUY	80,000	1년		
2020-04-13	BUY	80,000	1년		
2019-09-23	BUY	86,000	1년	-23.62	-10.93
			담당자변경		
2019-07-20	1년 경과 이후		1년	-46.81	-40.38
2018-07-20	BUY	133,000	1년	-36.08	-25.86

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)	1.3
Buy(매수)	87.3
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-08-09

※ 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 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 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.