

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

dohakim@sk.com

02-3773-8876

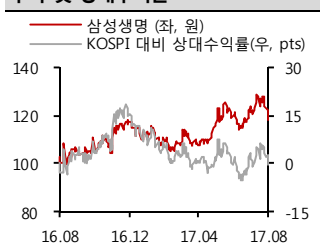
Company Data

자본금	100 십억원
발행주식수	20,000 만주
자사주	2,043 만주
액면가	500 원
시가총액	23,600 십억원
주요주주	
이건희(외5)	47.02%
삼성생명 자사주	10.21%
외국인지분율	16.95%
배당수익률	1.07%

Stock Data

주가(17/08/10)	118,000 원
KOSPI	2,359.5 pt
52주 Beta	0.53
52주 최고가	128,500 원
52주 최저가	99,800 원
60일 평균 거래대금	43 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.1%	-3.1%
6개월	7.8%	-6.0%
12개월	14.6%	-0.8%

삼성생명 (032830/KS | 매수(유지) | T.P 150,000 원(유지))

준비금 부담 감소 및 주주환원책 기대감 유효

삼성생명의 2Q17 지배 순이익은 3,805 억원 (+15% YoY)으로 컨센서스 13% 상회. 양호한 실적의 주 원인은 사차이익 2,230 억원 (+25% YoY)으로 증가하면서 기존 당사 예상치를 10% 상회했기 때문으로 판단. 시장금리 상승에 따른 변액보증 준비금 부담 감소 기대로 올해 세전이익을 2.0 조원 (영가매수차익 제외시 +19% YoY)으로 전망. 순이익의 60% 수준을 주주환원에 활용하겠다는 삼성생명의 방침은 주주가치 제고에 긍정적 일 것으로 판단

2Q17 지배주주 순이익 3,805 억원 (+15.5% YoY)으로 컨센서스 상회

삼성생명의 2Q17 연결 지배주주 순이익은 3,805 억원 (+15.5% YoY, -32.8% QoQ)으로 SK 증권 추정치 및 시장 전망치를 각각 4.6%, 13.4% 상회함. 양호한 실적의 주된 원인은 사차이익이 2,230 억원 (+25.4% YoY)으로 증가하면서 기존 예상을 9.6% 상회했기 때문으로 판단. 삼성생명의 2Q17 보장성 APE는 3,746 억원 (-33.0% YoY)으로 크게 감소했으나, 상품믹스 개선 및 경제적 가정 변경에 따른 보장성 신계약마진 상승 (75.8%, +21.6%p YoY)으로 보장성 신계약가치는 6.3% YoY 감소에 그침. 위험손해율은 2Q17 74.9% (-4.4%p YoY), 상반기 78.3% (-1.8%p YoY)로 개선 추세를 나타내고 있는 것으로 판단. 2Q17 투자수익률은 3.1% (별도 기준 2.9%)로 3bp YoY 상승했으나, 이원차 스프레드는 -74bp (-1bp QoQ)로 역마진을 기록함

금리 상승에 따른 준비금 부담 감소 및 주주환원책 기대감 유효

시장금리 상승(3Q16 말 대비 국채 5Y +75bp)에 따라 연말 변액보증 준비금 평가 시 금리 시나리오 개선이 기대돼, 삼성생명의 2017 년 세전이익을 1 조 9,857 억원 (영가매수차익 제외 시 +18.6% YoY)으로 추정. 다만 4Q17 부터 5 년 간 예상되는 ERP 감가 상각비 (연간 850 억원 이상) 및 1Q17 삼성전자 연간 배당에 따른 기저효과로 2018 년 세전이익은 0.1% YoY 감소할 것으로 전망함. 삼성생명의 2Q17 말 RBC 비율은 332%로 삼성전자 지분 평가의 등에 따라 양호한 수준을 지속. 이를 기반으로 순이익의 60% 수준을 주주환원(배당, 자사주 등)에 활용하겠다는 방침을 유지해 주주가치 제고에 긍정적일 것으로 판단. 삼성생명에 대해 투자자의견 BUY 및 목표주가 150,000 원을 유지

영업실적 및 투자지표

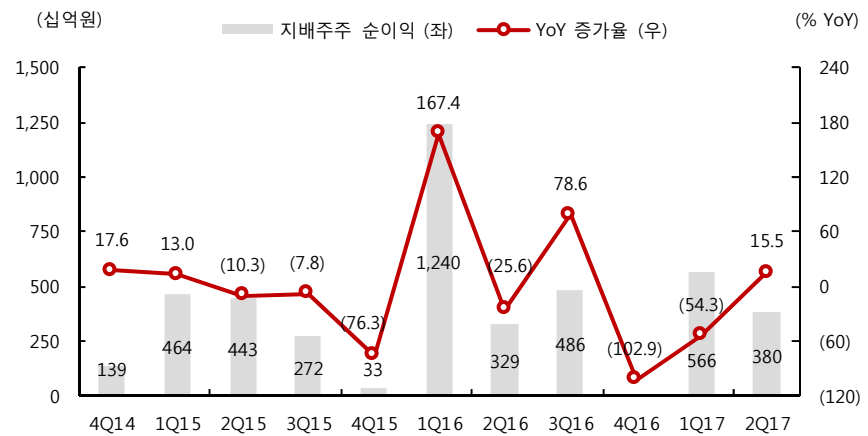
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	십억원	28,239	27,457	27,884	27,976	28,704	29,678
YoY	%	8.1	-2.8	1.6	0.3	2.6	3.4
보험손익	십억원	3,797	3,497	2,476	2,151	2,485	2,597
투자손익	십억원	6,853	6,428	8,000	7,022	6,935	7,201
위험손해율	%	84.4	76.8	82.1	77.8	76.8	76.6
투자수익률	%	4.3	3.7	4.1	3.2	3.0	3.0
영업이익	십억원	619	61	1,235	641	626	701
YoY	%	241.1	-90.1	1,918.3	-48.1	-2.3	12.0
세전이익	십억원	1,603	1,372	2,607	1,986	1,983	2,066
순이익	십억원	1,337	1,210	2,150	1,502	1,503	1,566
YoY	%	66.2	-9.5	77.7	-30.1	0.0	4.2
EPS	원	7,074	6,479	11,440	7,889	7,842	8,173
BPS	원	117,863	128,550	157,642	180,028	185,720	191,742
PER	배	16.5	17.0	9.8	15.0	15.0	14.4
PBR	배	1.0	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE	%	6.4	5.3	7.9	4.7	4.3	4.3
배당수익률	%	1.5	1.6	1.1	1.8	1.8	1.9

삼성생명 2Q17 연결 실적 요약

(단위: 십억원)	2Q17	2Q16	YoY (%)	1Q17	QoQ (%)	2Q17E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	475.4	704.9	(32.6)	506.3	(6.1)	703.2	(32.4)		
투자손익	1,668.6	1,540.2	8.3	2,031.7	(17.9)	1,639.4	1.8		
영업이익	200.6	105.8	n/a	447.3	(55.2)	130.3	53.9	147.7	35.8
세전이익	539.5	457.5	17.9	784.5	(31.2)	504.1	7.0	515.0	4.8
지배주주 순이익	380.5	329.5	15.5	566.3	(32.8)	363.8	4.6	335.6	13.4

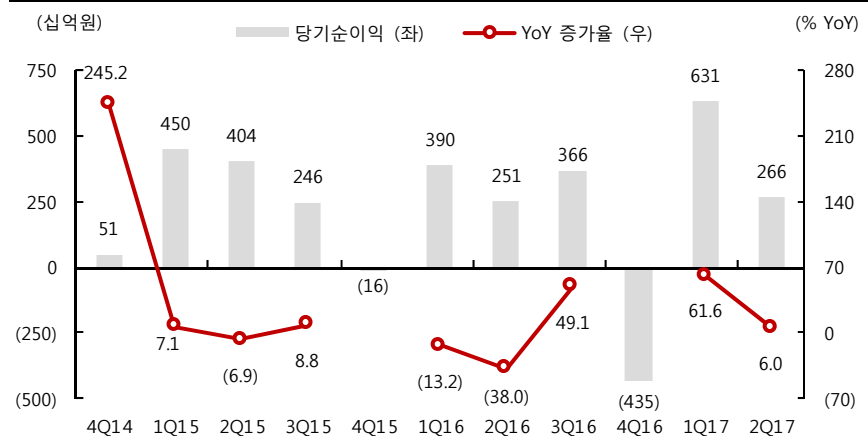
자료: 삼성생명, FnGuide, SK 증권

삼성생명의 분기별 연결 지배주주 순이익 추이



자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 분기별 별도 당기순이익 추이



자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명 연결 기준 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2016			2017		QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	2016		YoY (%, %p)
	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q			누적	누적	
전체 수입보험료	6,545	6,240	8,746	6,596	6,743	2.2	3.0	12,898	13,339	3.4
보장성	3,161	3,165	3,201	3,203	3,208	0.1	1.5	6,242	6,411	2.7
연금형	1,783	1,735	1,712	1,813	1,619	(10.7)	(9.2)	3,615	3,432	(5.1)
저축성	607	648	588	710	583	(18.0)	(4.0)	1,204	1,293	7.4
퇴직	993	693	3,246	869	1,334	53.4	34.3	1,836	2,203	20.0
APE	822	758	771	871	641	(26.5)	(22.1)	1,688	1,512	(10.4)
보장성	559	494	485	387	375	(3.2)	(33.0)	1,131	762	(32.6)
연금형	128	109	143	292	163	(44.3)	27.0	295	454	53.9
저축성	136	155	143	193	104	(46.1)	(23.6)	262	296	13.1
보험영업수익	4,284	4,285	4,258	4,465	4,180	(6.4)	(2.4)	8,503	8,646	1.7
보험영업비용	3,580	3,655	3,714	3,959	3,705	(6.4)	3.5	7,201	7,664	6.4
보험손익	705	630	544	506	475	(6.1)	(32.6)	1,302	982	(24.6)
투자손익	1,540	1,893	1,749	2,032	1,669	(17.9)	8.3	4,359	3,700	(15.1)
책임준비금전입액	2,139	2,173	2,682	2,091	1,943	(7.1)	(9.2)	4,386	4,034	(8.0)
영업이익	106	349	(389)	447	201	(55.2)	89.7	1,274	648	(49.2)
영업외이익	352	339	350	337	339	0.5	(3.6)	684	676	(1.2)
세전이익	458	688	(39)	785	540	(31.2)	17.9	1,958	1,324	(32.4)
순이익	353	514	15	595	406	(31.7)	15.2	1,621	1,001	(38.3)
지배주주 순이익	329	486	(1)	566	380	(32.8)	15.5	1,570	947	(39.7)
경영효율지표 (%)										
보험료지급율	61.7	63.3	64.9	67.9	67.2	(0.7)	5.4	63.2	67.5	4.3
위험손해율	79.3	78.2	90.0	81.8	74.9	(6.9)	(4.4)	80.1	78.3	(1.8)
사업비율	7.0	7.2	7.3	7.1	6.9	(0.2)	(0.0)	6.8	7.0	0.3
투자수익률	3.0	3.6	3.3	3.8	3.1	(0.7)	0.0	4.5	3.4	(1.1)

자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명 연결 기준 운용자산 현황

(단위: 십억원)	2Q16	3Q16	2Q17	1Q17	2Q17	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	207,448	211,756	214,879	215,000	222,976	100.0	3.7	7.5
현금및예치금	3,157	3,014	5,823	3,368	3,207	1.4	(4.8)	1.6
유가증권	142,742	145,172	142,071	145,474	151,205	67.8	3.9	5.9
주식	18,949	20,865	22,634	25,415	29,025	13.0	14.2	53.2
채권	108,479	109,266	103,316	102,747	103,326	46.3	0.6	(4.7)
수익증권	3,702	3,872	3,035	3,935	4,079	1.8	3.7	10.2
외화증권	10,705	10,331	11,129	11,400	12,711	5.7	11.5	18.7
기타증권	608	537	467	429	479	0.2	11.7	(21.2)
관계사지분	298	301	1,490	1,548	1,585	0.7	24	431.0
대출채권	52,167	54,547	58,063	57,645	60,100	27.0	4.3	15.2
부동산	9,381	9,022	8,923	8,512	8,463	3.8	(0.6)	(9.8)

자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명 별도 기준 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2016			2017		QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	2016		YoY (%, %p)
	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q			누적	누적	
전체 수입보험료	6,545	6,240	8,746	6,596	6,743	2.2	3.0	12,898	13,339	3.4
보장성	3,161	3,165	3,201	3,203	3,208	0.1	1.5	6,242	6,411	2.7
연금형	1,783	1,735	1,712	1,813	1,619	(10.7)	(9.2)	3,615	3,432	(5.1)
저축성	607	648	588	710	583	(18.0)	(4.0)	1,204	1,293	7.4
퇴직	993	693	3,246	869	1,334	53.4	34.3	1,836	2,203	20.0
APE	822	758	771	871	641	(26.5)	(22.1)	1,688	1,512	(10.4)
보장성	559	494	485	387	375	(3.2)	(33.0)	1,131	762	(32.6)
연금형	128	109	143	292	163	(44.3)	27.0	295	454	53.9
저축성	136	155	143	193	104	(46.1)	(23.6)	262	296	13.1
보험영업수익	4,258	4,262	4,233	4,442	4,141	(6.8)	(2.8)	8,452	8,583	1.6
보험영업비용	3,571	3,644	3,695	3,948	3,692	(6.5)	3.4	7,181	7,640	6.4
보험손익	687	618	538	495	449	(9.1)	(34.6)	1,271	944	(25.8)
투자손익	1,407	1,700	1,202	1,998	1,442	(27.8)	2.5	3,224	3,440	6.7
책임준비금전입액	2,126	2,162	2,671	2,080	1,918	(7.8)	(9.7)	4,360	3,999	(8.3)
영업이익	(32)	156	(931)	412	(27)	적전	적지	136	385	184.3
영업외이익	344	327	355	357	370	3.5	7.4	668	727	8.7
세전이익	312	483	(576)	770	343	(55.4)	9.8	804	1,112	38.3
순이익	251	366	(435)	631	266	(57.9)	6.0	641	897	39.9
경영효율지표 (%)										
보험료지급율	61.6	63.1	64.8	67.8	67.0	(0.8)	5.4	63.1	67.4	4.3
위험손해율	79.3	78.2	90.0	81.8	74.9	(6.9)	(4.4)	80.1	78.3	(1.8)
사업비율	7.0	7.2	7.3	7.1	6.9	(0.2)	(0.0)	6.8	7.0	0.3
투자수익률	3.0	3.6	2.5	4.1	2.9	(1.2)	(0.1)	3.5	3.5	(0.0)

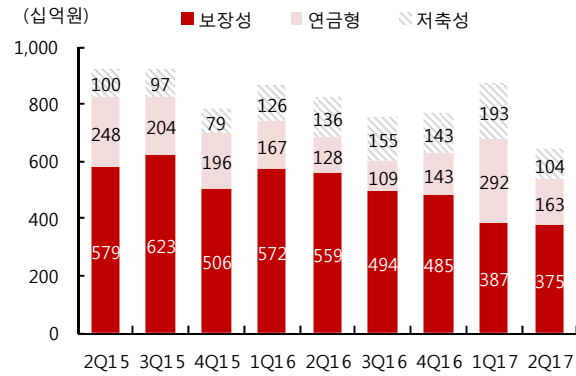
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명 별도 기준 운용자산 현황

(단위: 십억원)	2Q16	3Q16	2Q17	1Q17	2Q17	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	189,441	193,137	194,074	195,243	201,999	100.0	3.5	6.6
현금및예치금	1,449	1,473	3,882	1,783	1,730	0.9	(29)	19.5
유가증권	146,510	149,148	145,519	148,658	154,255	76.4	3.8	5.3
주식	18,382	20,309	22,010	24,775	28,356	14.0	14.5	54.3
채권	108,468	101,937	103,303	104,302	103,266	51.1	(1.0)	(4.8)
수익증권	3,532	3,765	2,973	3,873	3,981	2.0	2.8	12.7
외화증권	9,770	9,316	9,989	9,864	11,043	5.5	12.0	13.0
기타증권	520	504	431	396	444	0.2	12.2	(14.6)
관계사지분	5,838	5,998	6,814	7,019	7,164	3.5	2.1	22.7
대출채권	35,380	36,700	38,864	39,295	40,754	20.2	3.7	15.2
부동산	6,102	5,816	5,809	5,508	5,260	2.6	(4.5)	(13.8)

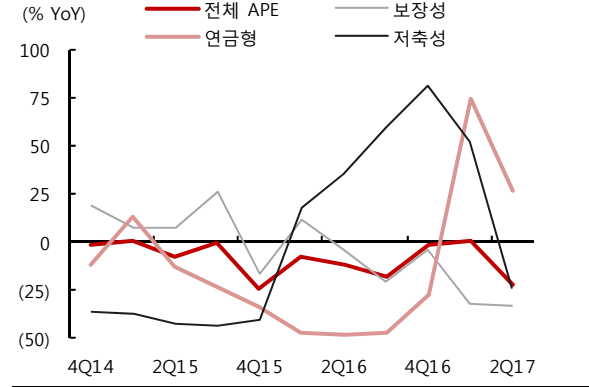
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 연납화 보험료 (APE) 금액 추이



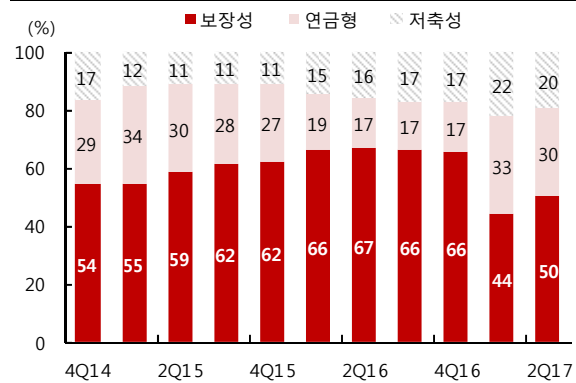
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 보증별 연납화 보험료 (APE) 증가율



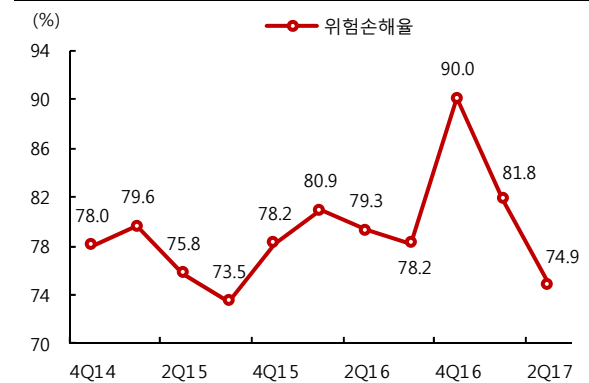
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 연납화 보험료 (APE) 구성비



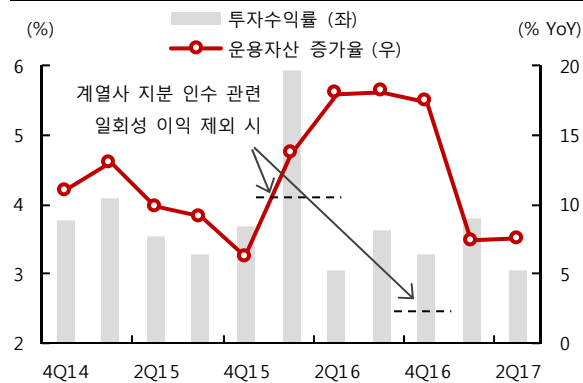
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 위험손해율



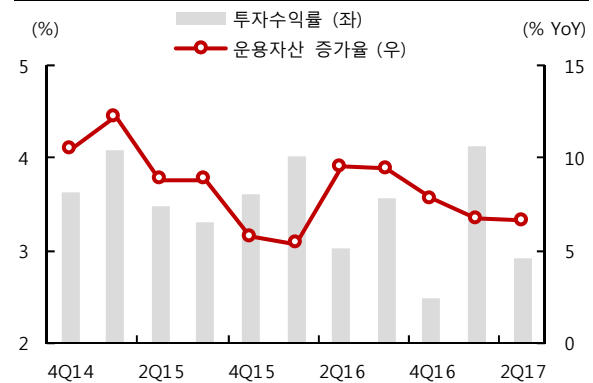
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 투자수익률 및 운용자산 증가율 (연결 기준)



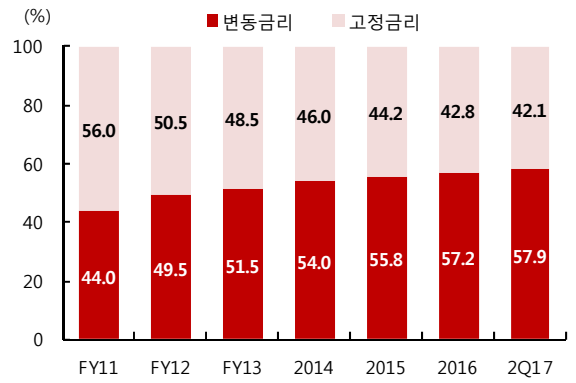
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 투자수익률 및 운용자산 증가율 (별도 기준)



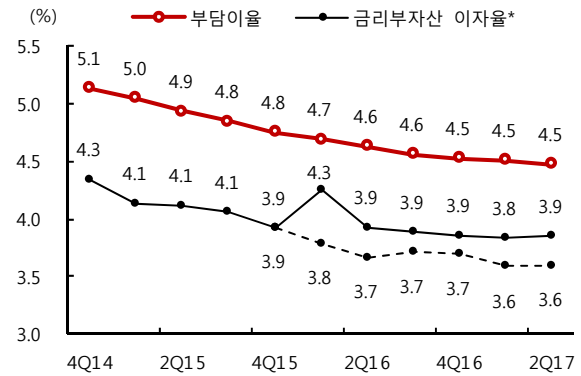
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 금리형태별 준비금 비중



자료: 삼성생명 SK 증권

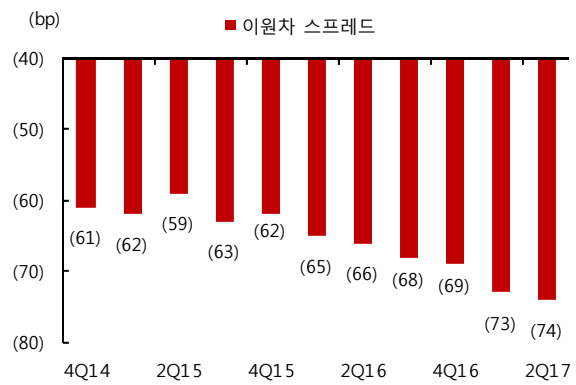
삼성생명의 부담이율 및 금리부자산 이자율



자료: 삼성생명 SK 증권

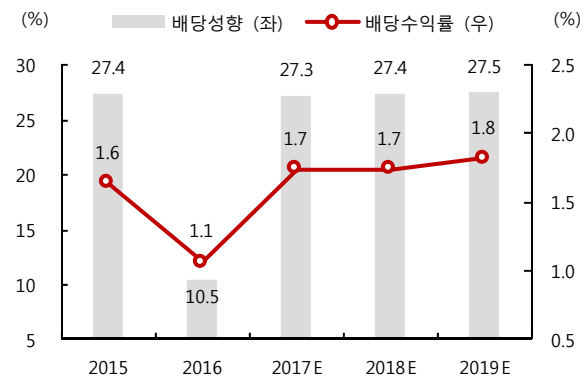
주: 점선은 별도 기준 *금리부자산 (채권, 대출, 예금 등) 대비 이자수익으로 산출

삼성생명의 이원차 스프레드 추이



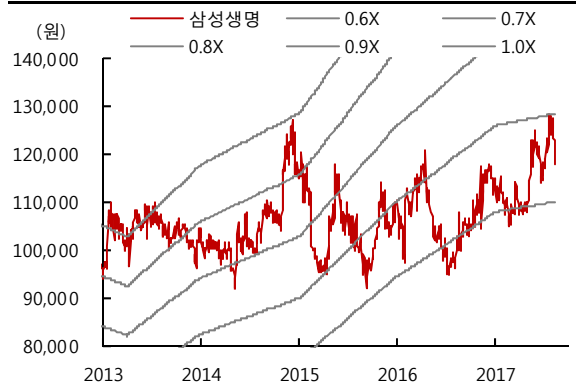
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 연결 기준 배당지표 추이 및 전망



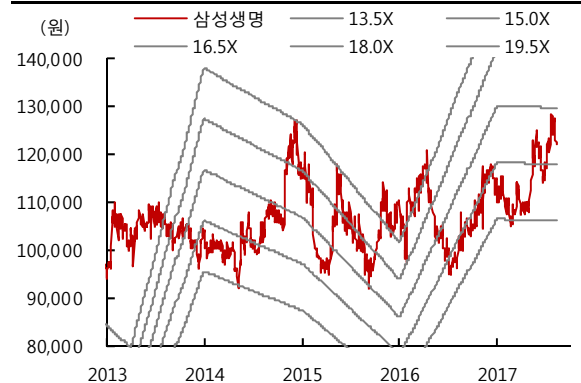
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 12 개월 forward PBR Band chart



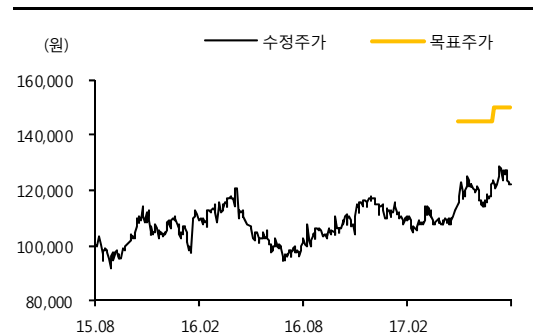
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 12 개월 forward PER Band chart



자료: 삼성생명 SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.08.11	매수	150,000원
	2017.07.12	매수	150,000원
	2017.05.29	매수	145,000원



Compliance Notice

- 작성자(검도하는) 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 11일 기준)

매수	91.5%	중립	8.5%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	183,082	214,879	226,141	237,863	250,635
현금 및 예치금	3,272	5,823	3,850	3,272	2,890
유가증권	137,227	142,071	152,754	161,926	171,680
주식	20,046	24,124	26,674	27,741	28,850
채권	102,748	103,316	109,515	116,086	123,051
수익증권	2,848	3,035	3,278	3,507	3,753
외화유가증권	10,985	11,129	12,798	14,078	15,486
기타유가증권	599	467	490	514	540
대출채권	33,363	58,063	61,179	64,350	67,805
부동산	9,220	8,923	8,357	8,315	8,260
비운용자산	7,695	8,269	8,517	8,773	9,036
특별계정자산	39,586	41,505	43,995	46,195	48,505
자산총계	230,363	264,654	278,653	292,831	308,176
책임준비금	149,118	158,729	167,683	176,878	186,375
보험료적립금	143,389	152,281	160,959	169,855	179,084
계약자지분조정	6,969	8,076	7,995	8,315	8,647
기타부채	9,976	25,683	24,159	25,475	27,468
특별계정부채	40,578	43,857	46,489	48,813	51,254
부채총계	206,641	236,345	246,325	259,481	273,744
지배주주지분	23,646	26,644	30,645	31,667	32,748
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	6	63	63	63	63
이익잉여금	11,567	13,289	14,490	15,512	16,593
자본조정	-1,576	-2,118	-2,118	-2,118	-2,118
기타포괄손익누계	13,548	15,310	18,109	18,109	18,109
자본총계	23,722	28,308	32,328	33,351	34,432
부채와자본총계	230,363	264,654	278,653	292,831	308,176

성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	7.4	14.9	5.3	5.1	5.2
운용자산	6.2	17.4	5.2	5.2	5.4
특별계정자산	15.0	4.9	6.0	5.0	5.0
부채	7.5	14.4	4.2	5.3	5.5
책임준비금	7.3	6.5	5.6	5.5	5.4
자본	6.5	19.3	14.2	3.2	3.2
수입보험료	-2.8	1.6	0.3	2.6	3.4
일반계정	-0.7	-3.6	2.2	2.4	3.3
특별계정	-6.1	10.3	-2.5	3.0	3.6
순사업비	-0.6	-2.3	4.9	1.7	3.2
투자영업이익	-6.2	24.5	-12.2	-1.2	3.8
세전이익	-14.5	90.1	-23.9	-0.1	4.2
순이익	-9.5	77.8	-30.1	0.0	4.2
지배주주 순이익	-9.4	69.6	-31.0	-0.6	4.2

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	27,457	27,884	27,976	28,704	29,678
일반계정	17,287	16,669	17,040	17,444	18,018
특별계정	10,170	11,215	10,937	11,260	11,660
보험손익	3,497	2,476	2,151	2,485	2,597
보험영업수익	17,612	17,046	17,477	17,913	18,503
보험료수익	17,354	16,768	17,182	17,602	18,177
재보험수익	258	278	296	310	326
보험영업비용	14,115	14,570	15,326	15,427	15,906
지급보험금	10,210	10,610	11,266	11,256	11,590
재보험비용	289	311	334	351	368
사업비	1,559	1,524	1,599	1,625	1,678
신계약비상각비	2,057	2,124	2,126	2,194	2,268
할인료	0	2	0	0	0
투자손익	6,428	8,000	7,022	6,935	7,201
책임준비금전입액	9,864	9,242	8,533	8,795	9,097
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	61	1,235	641	626	701
영업외이익	1,310	1,373	1,345	1,357	1,365
특별계정 수입수수료	1,306	1,443	1,529	1,628	1,722
특별계정 지급수수료	5	1	2	3	3
세전이익	1,372	2,607	1,986	1,983	2,066
법인세비용	162	458	483	480	500
당기순이익	1,210	2,150	1,502	1,503	1,566
지배주주 순이익	1,211	2,054	1,417	1,408	1,468

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	59.1	63.7	66.1	64.5	64.3
위험손해율	76.8	82.1	77.8	76.8	76.6
사업비용	12.7	12.0	11.9	12.2	12.6
투자이익률	3.7	4.1	3.2	3.0	3.0
수익성 (%)					
ROE	5.3	7.9	4.7	4.3	4.3
ROA	0.5	0.8	0.5	0.5	0.5
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	6,479	11,440	7,889	7,842	8,173
보통주 BPS	128,550	157,642	180,028	185,720	191,742
보통주 DPS	1,800	1,200	2,150	2,150	2,250
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	17.0	9.8	15.0	15.0	14.4
보통주 PBR (배)	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6
배당성향	27.4	10.5	27.3	27.4	27.5
보통주 배당수익률	1.6	1.1	1.8	1.8	1.9

자료: SK증권 추정