

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

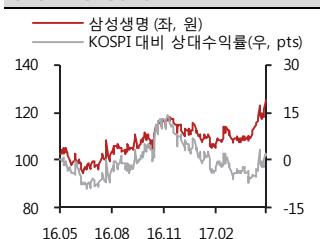
Company Data

자본금	100 십억원
발행주식수	20,000 만주
자사주	2,043 만주
액면가	500 원
시가총액	25,000 십억원
주요주주	
이건희(외5)	47.02%
삼성생명 자사주	10.21%
외국인지분률	15.90%
배당수익률	1.00%

Stock Data

주가(17/05/29)	125,000 원
KOSPI	2355.3 pt
52주 Beta	0.57
52주 최고가	125,000 원
52주 최저가	94,800 원
60일 평균 거래대금	26 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	15.7%	8.5%
6개월	7.3%	-10.1%
12개월	22.0%	1.3%

삼성생명 (032830/KS | 매수(신규편입) | T.P 145,000 원(신규편입))

신계약가치와 지분가치의 증가는 긍정적 요인

삼성생명은 APE 성장성 둔화에도 불구하고 신계약마진의 상승에 따라 양호한 신계약가치 증가를 기록했다 (1Q17 +16.9% YoY). 삼성생명의 주요 자산 중 하나인 삼성전자 지분은 장기간 보유 중인 상태로 처분 유인이 크지 않았으나, 최근 삼성자산의 자사주 소각 예정 및 각종 규제에 따라 중장기적인 매각 가능성은 높아질 것으로 전망한다. 이에 따라 보유가치에 대한 정당한 평가가 필요하다는 판단이다.

양적 성장의 둔화를 상쇄하는 질적 성장

삼성생명의 최근 APE (연납화 보험료) 성장성 둔화는 아쉬운 부분이었으나, 이를 상쇄하는 신계약마진의 상승이 전체 신계약가치의 증가를 견인하고 있다. 삼성생명의 1Q17 신계약가치는 2,910 억원으로 16.9% YoY 증가해 양호한 질적 개선을 기록했다. 이는 보장성 보험 내에서도 상대적인 고마진 상품의 비중이 증가한 데 따른 것으로, 포트폴리오 마진 개선은 당분간 이어질 것으로 전망된다. 다만 양적 성장의 동반도 결국에는 뒤따라야 할 것으로 판단한다.

보유 중인 삼성전자 지분에 대한 정당한 가치 부여 필요

삼성생명에게 삼성전자 지분 (보통주 기준 7.6%)은 주요 자산 중 하나이지만 1980 년 이전 취득해 장기간 보유 중인 상태로, 처분의 유인이 크지 않았다. 그러나 1) 삼성전자의 자사주 소각 시의 지분을 상승에 따른 지분 일부 매각 유인과 2) 금융그룹 통합감독 도입 시 계열사 출자분의 자본 불인정으로 인해 예상되는 RBC 비율의 급락, 3) 보험사의 보유 지분한도 산정 시 시가평가를 원칙으로 하는 보험업법 개정안 발의, 4) 금융계열사의 의결권 행사를 제한하는 공정거래법 개정안 발의, 5) 신 RBC 도입 시 주식 위험계수 상향 가능성, 6) IFRS9 시행에 따른 리스크 등의 현안들은 삼성생명이 보유한 삼성전자 지분을 처분할 가능성을 높여주고 있다. 물론 해당 사항들이 영향을 발휘하기 위해서는 최소 2년 이상의 기간이 소요될 것으로 예상되나, 중장기적으로 지분 매각의 당위성은 높아질 전망이다. 장기보유했던 지분의 매각 가능성이 높아진 만큼 보유가치에 대한 정당한 평가가 필요하다고 판단하며, 이를 목표주가 산정에 고려하였다.

삼성생명에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 145,000 원으로 커버리지를 개시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	십억원	28,239	27,457	27,884	28,481	29,318	30,433
YoY	%		-2.8	1.6	2.1	2.9	3.8
보험손익	십억원	3,797	3,497	2,476	2,545	2,731	2,937
투자손익	십억원	6,853	6,428	8,000	6,976	6,891	7,266
위험손해율	%	84.4	76.8	82.1	77.7	77.2	76.9
투자수익률	%	4.3	3.7	4.1	3.2	3.0	3.0
영업이익	십억원	619	61	1,235	530	373	409
YoY	%		-90.1	1,918.3	-57.1	-29.5	9.6
세전이익	십억원	1,603	1,372	2,607	1,945	1,903	2,045
순이익	십억원	1,337	1,210	2,150	1,474	1,443	1,550
YoY	%		-9.5	77.8	-31.4	-2.2	7.4
EPS	원	7,074	6,479	11,440	7,817	7,648	8,216
BPS	원	117,863	128,550	157,642	168,959	174,707	181,023
PER	배	16.5	17.0	9.8	16.0	16.3	15.2
PBR	배	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE	%	6.4	5.3	7.9	4.8	4.5	4.6
배당수익률	%	1.6	1.6	1.1	1.5	1.5	1.6

Valuation

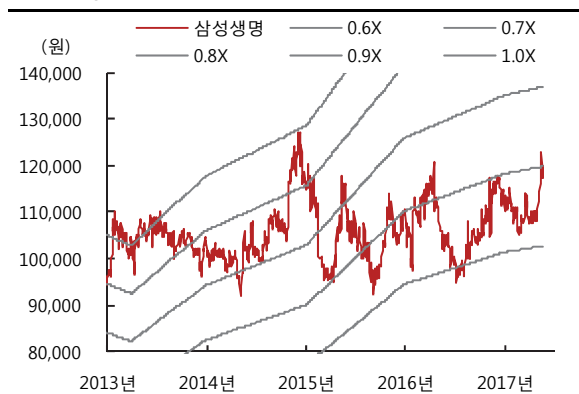
SK 증권은 삼성생명의 목표주가 산정 시, 1) 보유한 삼성전자 지분의 영향을 자본 및 이익에서 제거하고 산출한 사업가치와 2) 삼성전자 지분의 세후 평가이익(20 일 평균 주가 기준)에 주가 변동성 및 계약자배당 리스크를 감안해 20%를 할인한 지분가치를 합산하였다. 사업가치는 삼성생명의 12 개월 forward BPS 108,376 원에 목표 PBR 0.69X 를 적용했으며, 이는 이론적 PBR 에 생명보험사의 자본 불확실성에 따른 할인을 20%와 업종 선도사로서의 프리미엄 10%를 각각 적용한 결과이다.

삼성생명의 목표주가 산출식

항목	삼성생명	비고
(a)~(h)는 보유 삼성전자 지분 영향 (평가액 배당수의 등)을 제외한 사업가치 기준		
자기자본비용 (%)	7.5	(a): 산출방식 상동
Average ROE (%)	5.7	(b): 삼성생명의 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(c)
이론적 PBR (X)	0.77	(d): (b-c)/(a-c)
할증률 (할인율 %)	(10.0)	(e): 생명보험업 -20% + 업종 선도사 +10%
목표 PBR (X)	0.69	(f): (d)*(e)
수정 BPS (원)	108,376	(g): 삼성생명의 12개월 forward BPS
사업가치 총액 (십억원)	14,934	(h): (f)*(g)*발행주식수
삼성전자 지분가치 (십억원)	14,221	(i): 보유 지분의 세후 평가액에 20% 할인 적용
적정 시가총액 (십억원)	29,155	(j): (h)+(i)
목표주가 (원)	145,000	(k): (j)/발행주식수
현주가 (05/26, 원)	125,000	
상승여력 (%)	16.0	

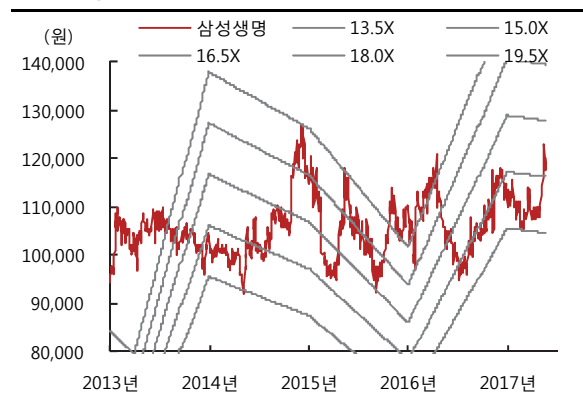
자료: SK 증권

삼성생명의 PBR Band chart



자료: SK 증권

삼성생명의 PER Band chart



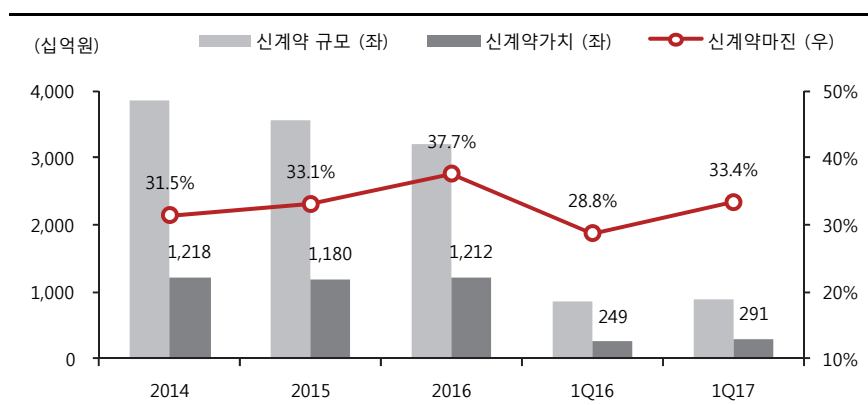
자료: SK 증권

분기별/연도별 삼성생명 실적추정

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
수입보험료	6,353	6,545	6,240	8,746	6,596	6,594	6,317	8,975	27,884	28,481	29,318
보장성	3,081	3,161	3,165	3,201	3,203	3,288	3,292	3,329	12,608	13,111	13,685
연금형	1,832	1,783	1,735	1,712	1,813	1,694	1,683	1,695	7,062	6,884	6,935
저축성	597	607	648	588	710	589	622	576	2,440	2,497	2,463
퇴직	843	993	693	3,246	869	1,023	721	3,375	5,775	5,988	6,235
보험손익	597	705	630	544	506	750	657	631	2,476	2,545	2,731
보험영업수익	4,219	4,284	4,285	4,258	4,465	4,331	4,364	4,387	17,046	17,547	18,059
보험영업비용	3,622	3,580	3,655	3,714	3,959	3,581	3,706	3,756	14,570	15,002	15,327
투자손익	2,819	1,540	1,893	1,749	2,032	1,612	1,689	1,644	8,000	6,976	6,891
책임준비금전입액	2,247	2,139	2,173	2,682	2,091	2,051	2,157	2,693	9,242	8,991	9,249
영업이익	1,168	106	349	(389)	447	312	189	(418)	1,235	530	373
영업외이익	332	352	339	350	337	374	360	344	1,373	1,415	1,530
특별계정 수입수수료	347	357	364	374	382	379	388	388	1,443	1,536	1,652
세전이익	1,501	458	688	(39)	785	685	550	(74)	2,607	1,945	1,903
법인세비용	233	105	173	(53)	190	166	133	(18)	458	471	461
당기순이익	1,268	353	514	15	595	519	417	(56)	2,150	1,474	1,443
지배주주 순이익	1,240	329	486	(1)	566	495	397	(54)	2,054	1,404	1,373
위험손해율 (%)	80.9	79.3	78.2	90.0	81.8	78.0	76.8	74.4	82.1	77.7	77.2
사업비율 (%)	12.5	12.9	13.3	9.9	12.1	11.9	12.1	11.4	12.0	11.8	12.2
투자수익률 (%)	5.9	3.0	3.6	3.3	3.8	3.0	3.1	2.9	4.1	3.2	3.0
ROE (%)	19.5	4.7	6.4	(0.0)	7.8	6.6	5.3	(0.7)	7.9	4.8	4.5

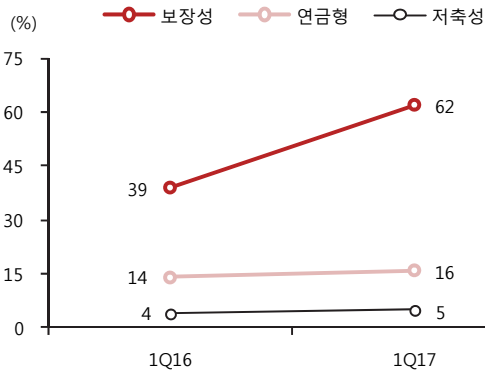
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명, 신계약마진 상승에 따른 신계약가치 증가 시현



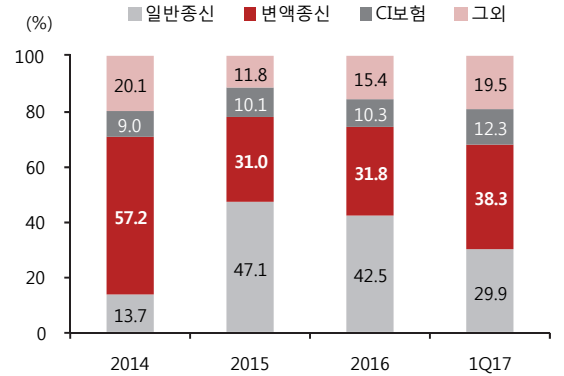
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 보증별 신계약마진



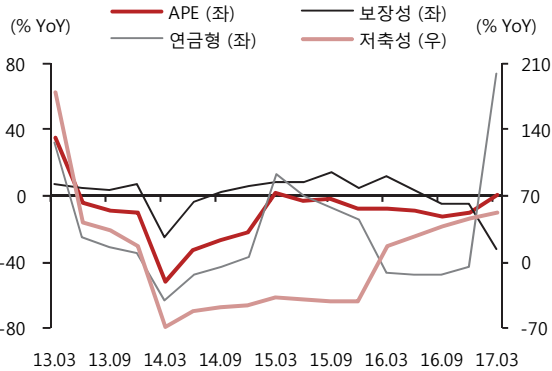
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 보증성 APE 내 상품별 비중



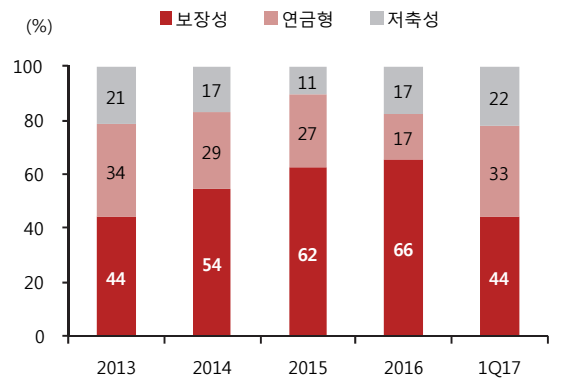
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 보증별 APE 증가율



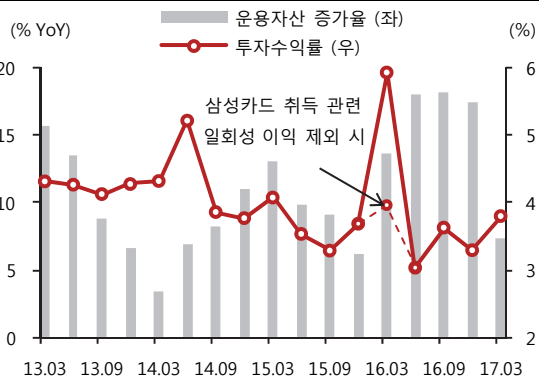
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 보증별 APE 구성비



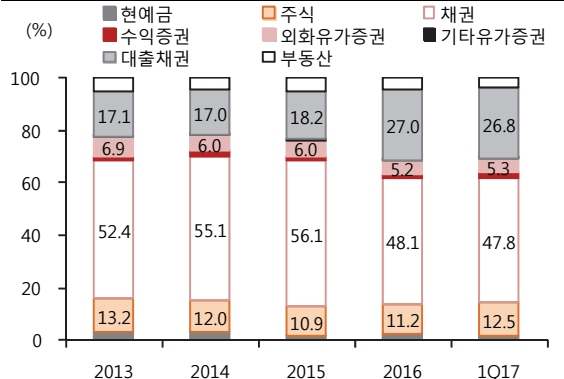
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 운용자산 증가율 및 투자수익률



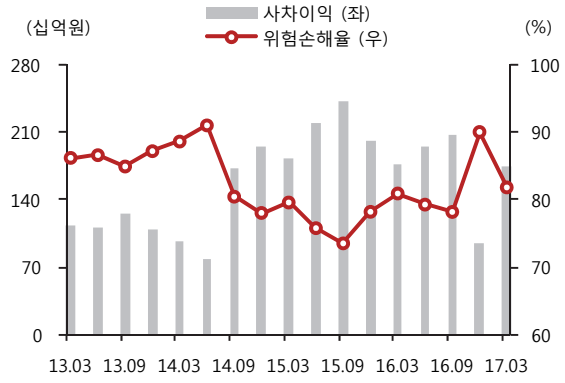
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 운용자산 구성비



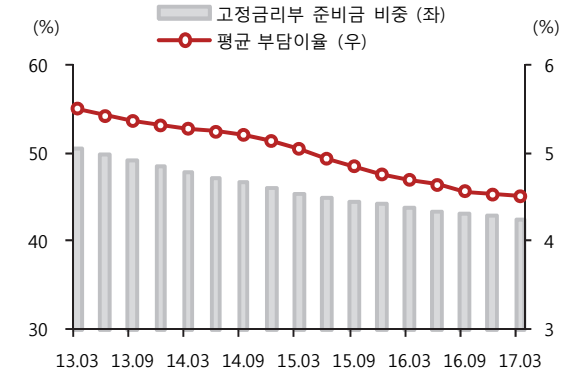
자료: 삼성생명 SK 증권

삼성생명의 위험손해율 및 사차이익 추이



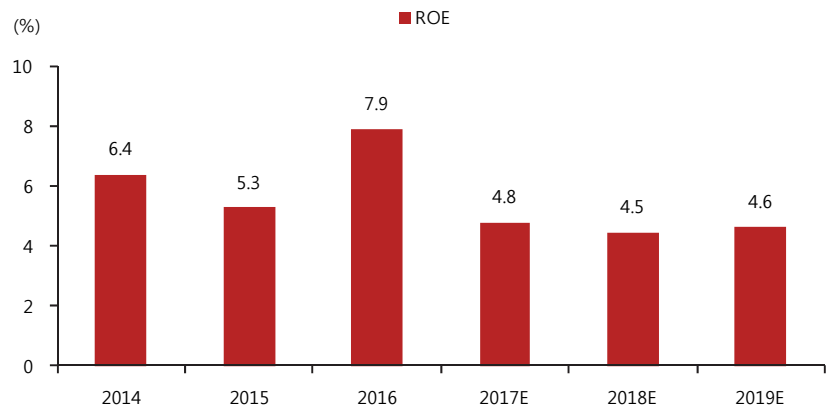
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 고정금리 준비금 비중 및 부담이율 추이



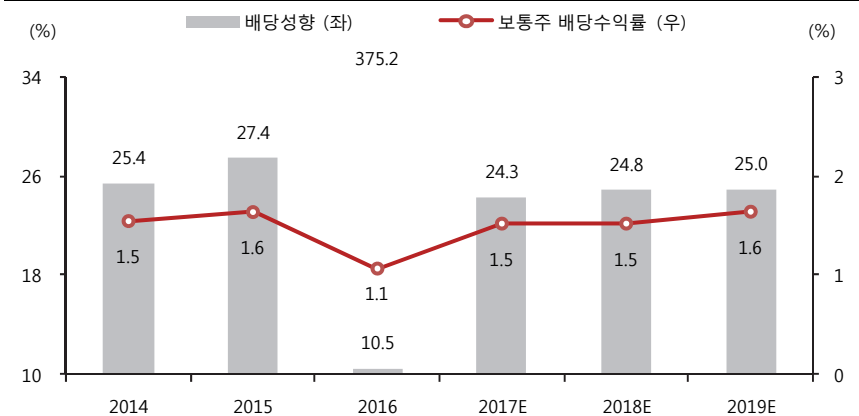
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 연도별 ROE



자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 배당성향 및 배당수익률 전망



자료: WiseFn, SK 증권

투자의견변경

일시

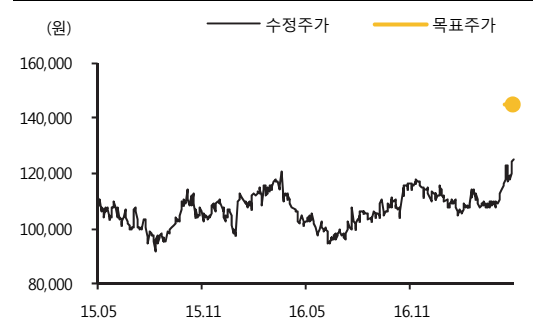
투자의견

목표주가

2017.05.29

매수

145,000원



Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 5 월 29 일 기준)

매수	93.88%	중립	6.12%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	183,082	214,879	226,525	238,400	252,076
현금 및 예치금	3,272	5,823	4,377	4,994	5,281
유가증권	137,227	142,071	152,784	160,882	170,615
주식	20,046	24,124	24,637	25,622	26,647
채권	102,748	103,316	111,581	117,160	124,190
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	60,736	63,920	67,586
부동산	9,220	8,923	8,629	8,604	8,594
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	279,038	293,368	309,617
책임준비금	149,118	158,729	168,125	177,780	187,978
보험료적립금	143,389	152,281	161,457	171,039	181,017
계약자지분조정	6,969	8,076	7,995	8,315	8,647
기타부채	9,976	25,683	26,088	27,088	29,231
특별계정부채	40,578	43,857	46,489	48,813	51,254
부채총계	206,641	236,345	248,697	261,995	277,110
지배주주지분	23,646	26,644	28,688	29,720	30,855
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	6	63	63	63	63
이익잉여금	11,567	13,289	14,477	15,509	16,643
자본조정	-1,576	-2,118	-2,118	-2,118	-2,118
기타포괄손익누계	13,548	15,310	16,166	16,166	16,166
자본총계	23,722	28,308	30,341	31,373	32,507
부채와자본총계	230,363	264,654	279,038	293,368	309,617

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	27,457	27,884	28,481	29,318	30,433
일반계정	17,287	16,669	17,159	17,655	18,351
특별계정	10,170	11,215	11,323	11,662	12,083
보험손익	3,497	2,476	2,545	2,731	2,937
보험영업수익	17,612	17,046	17,547	18,059	18,769
보험료수익	17,354	16,768	17,252	17,749	18,445
재보험수익	258	278	295	309	325
보험영업비용	14,115	14,570	15,002	15,327	15,833
지급보험금	10,210	10,610	10,907	11,103	11,440
재보험비용	289	311	328	345	362
사업비	1,559	1,524	1,605	1,641	1,707
신계약비상각비	2,057	2,124	2,160	2,237	2,322
할인료	0	2	0	0	0
투자손익	6,428	8,000	6,976	6,891	7,266
책임준비금전입액	9,864	9,242	8,991	9,249	9,793
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	61	1,235	530	373	409
영업외이익	1,310	1,373	1,415	1,530	1,635
특별계정 수입수수료	1,306	1,443	1,536	1,652	1,756
특별계정 지급수수료	5	1	2	3	3
세전이익	1,372	2,607	1,945	1,903	2,045
법인세비용	162	458	471	461	495
당기순이익	1,210	2,150	1,474	1,443	1,550
지배주주 순이익	1,211	2,054	1,404	1,373	1,475

성장률

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	7.4	14.9	5.4	5.1	5.5
운용자산	6.2	17.4	5.4	5.2	5.7
특별계정자산	15.0	4.8	6.0	5.0	5.0
부채	7.5	14.4	5.2	5.3	5.8
책임준비금	7.3	6.4	5.9	5.7	5.7
자본	6.4	19.3	7.2	3.4	3.6
수입보험료	-2.8	1.6	2.1	2.9	3.8
일반계정	-0.7	-3.6	2.9	2.9	3.9
특별계정	-6.1	10.3	1.0	3.0	3.6
순사업비	-0.6	-2.3	5.3	2.2	4.0
투자영업이익	-6.2	24.4	-12.8	-1.2	5.4
세전이익	-14.5	90.1	-25.4	-2.2	7.4
순이익	-9.5	77.7	-31.4	-2.2	7.4
지배주주 순이익	-9.4	69.6	-31.7	-2.2	7.4

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	59.1	63.7	63.6	62.9	62.3
위험손해율	76.8	82.1	77.7	77.2	76.9
사업비용	12.7	12.0	11.8	12.2	12.5
투자이익률	3.7	4.1	3.2	3.0	3.0
수익성 (%)					
ROE	5.3	7.9	4.8	4.5	4.6
ROA	0.5	0.8	0.5	0.5	0.5
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	6,479	11,440	7,817	7,648	8,216
보통주 BPS	128,550	157,642	168,959	174,707	181,023
보통주 DPS	1,800	1,200	1,900	1,900	2,050
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	17.0	9.8	16.0	16.3	15.2
보통주 PBR (배)	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
배당성향	27.4	10.5	24.3	24.8	25.0
보통주 배당수익률	1.6	1.1	1.5	1.5	1.6

자료 : SK증권 추정