

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

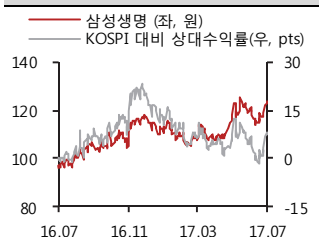
Company Data

자본금	100 십억원
발행주식수	20,000 만주
자사주	2,043 만주
액면가	500 원
시가총액	24,700 십억원
주요주주	
이건희(외5)	47.02%
삼성생명 자사주	10.21%
외국인지분율	16.11%
배당수익률	1.07%

Stock Data

주가(17/07/11)	123,500 원
KOSPI	2,396.0 pt
52주 Beta	0.51
52주 최고가	125,000 원
52주 최저가	96,100 원
60일 평균 거래대금	33 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.4%	2.8%
6개월	9.3%	-6.2%
12개월	27.6%	7.1%

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

손해를 개선 및 삼성전자 중간배당으로 이익 증가 기대

삼성생명의 2Q17 지배주주순이익은 3,638 억원 (+10.4% YoY)으로 컨센서스를 7.6% 상회할 전망. 위험손해율의 개선 및 삼성전자 중간배당에 의한 투자수익을 방어로 인해 이익 증가를 기록할 것으로 예상됨. 자본 불확실성 관련 업종 valuation discount 축소 및 삼성전자 지분가치의 증가에 따라 삼성생명의 목표주가를 150,000 원으로 상향 조정하며 투자의견 BUY 를 유지함

2Q17 지배주주 순이익 3,638 억원 (+10.4% YoY) 기록할 전망

삼성생명의 2Q17 지배주주 순이익은 3,638 억원 (+10.4% YoY, -35.8% QoQ)으로 시장 컨센서스를 7.6% 상회할 전망. 위험손해율의 개선 및 삼성전자 중간배당에 의한 투자수익을 방어로 인해 이익 증가를 기록한 것이 컨센서스 상회의 주된 원인으로 판단. 삼성생명의 2Q17 위험손해율은 77.1% (-2.1%p YoY)로 하락해 사차이익이 14% 수준 증가할 전망이며, 투자수익률은 삼성전자의 중간배당 744 억원으로 전년동기와 유사한 수준 (3.0%, -0.0%p YoY)을 기록할 전망. 다만 1Q17 있었던 저축보험 절판 영향으로 수입보험료 증가율은 0.1% YoY 에 그칠 것으로 예상됨

목표주가 150,000 원으로 상향 조정, 투자의견 BUY 유지

삼성생명의 목표주가를 150,000 원 (사업가치 목표 PBR 0.70X+삼성전자 지분가치)으로 직전대비 3.4% 상향 조정하며 투자의견 BUY 를 유지함. 목표주가 상향의 근거는 자본 불확실성 관련 업종 valuation discount 축소 및 삼성전자 지분가치의 증가임. 동사가 보유한 삼성전자 지분의 세후 평가이익을 20% 할인하면 14.9 조원 수준인데, 이를 현재 시가총액에서 제외할 경우 사업부문의 가치는 0.3X 에 불과해 저평가된 것으로 판단

영업실적 및 투자지표

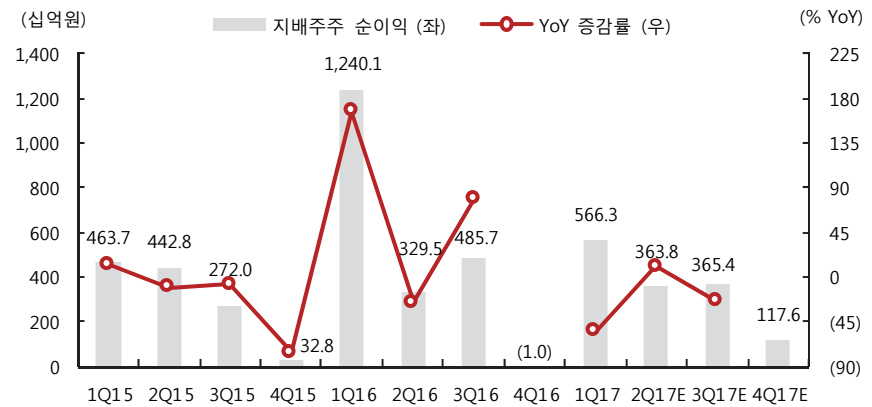
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	십억원	28,239	27,457	27,884	28,499	29,246	30,244
YoY	%	8.1	-2.8	1.6	2.2	2.6	3.4
보험손익	십억원	3,797	3,497	2,476	2,577	2,881	3,005
투자손익	십억원	6,853	6,428	8,000	6,989	6,916	7,200
위험손해율	%	84.4	76.8	82.1	78.6	78.1	77.9
투자수익률	%	4.3	3.7	4.1	3.2	3.0	3.0
영업이익	십억원	619	61	1,235	565	510	586
YoY	%	241.1	-90.1	1,918.3	-54.2	-9.8	14.9
세전이익	십억원	1,603	1,372	2,607	1,958	1,921	2,006
순이익	십억원	1,337	1,210	2,150	1,484	1,456	1,521
YoY	%	66.2	-9.5	77.7	-31.0	-1.9	4.4
EPS	원	7,074	6,479	11,440	7,869	7,722	8,064
BPS	원	117,863	128,550	157,642	169,011	174,733	180,846
PER	배	16.5	17.0	9.8	15.7	16.0	15.3
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	4.5
배당수익률	%	1.5	1.6	1.1	1.6	1.6	1.7

삼성생명 2Q17 실적 preview 및 시장 컨센서스 변동 추이

(단위: 십억원)	2Q17E	1Q17	QoQ (%)	2Q16	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	703.2	506.3	38.9	704.9	(0.2)		
투자손익	1,639.4	2,031.7	(19.3)	1,540.2	6.4		
투자수익률 (%)	3.0	3.8	(0.8)	3.0	(0.0)		
영업이익	130.3	447.3	(70.9)	105.8	23.2	175.8	(25.8)
지배주주 순이익	363.8	566.3	(35.8)	329.5	10.4	369.8	(1.6)

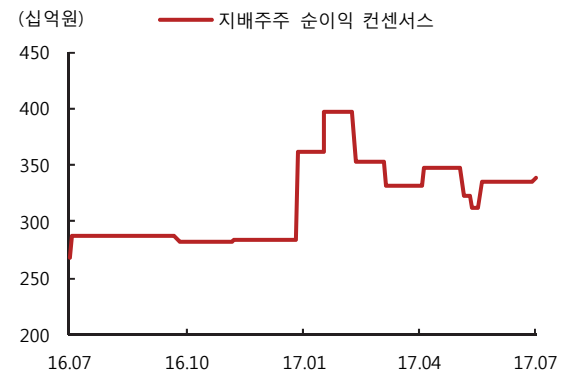
자료: FnGuide, SK 증권

삼성생명의 분기별 지배주주 순이익 추이 및 전망



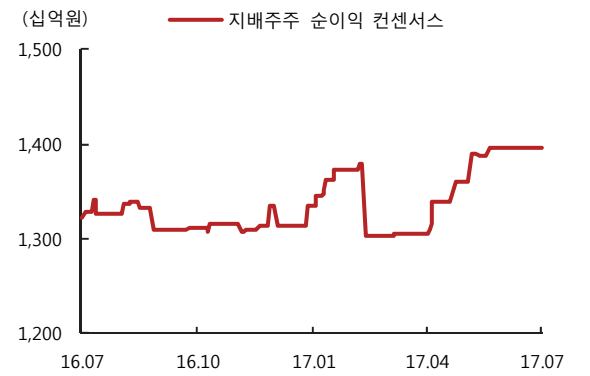
자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명의 2Q17 지배주주 순이익 컨센서스 변화



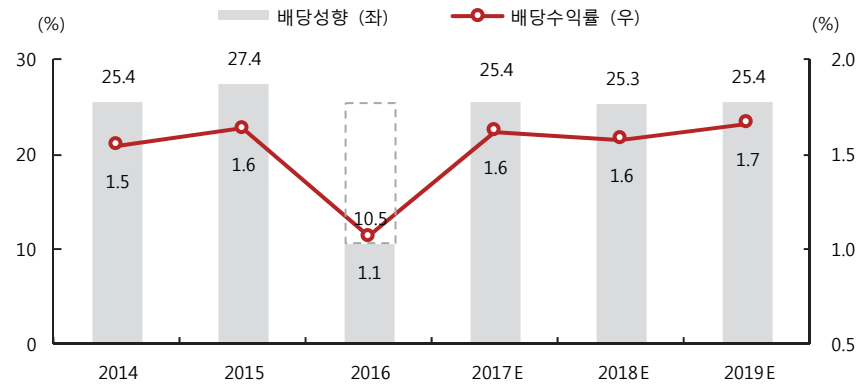
자료: FnGuide, SK 증권

삼성생명의 2017년 지배주주 순이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, SK 증권

삼성생명의 배당지표 추이 및 전망



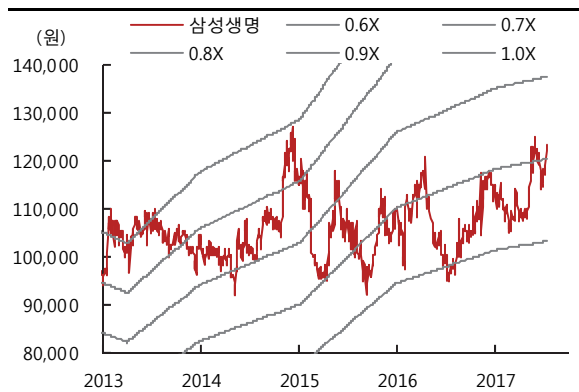
자료: WiseFn, SK 증권

삼성생명의 목표주가 산출식

항목	삼성생명	비고
(a)~(h)는 보유 삼성전자 지분 영향 (평가액 배당수익 등)을 제외한 사업가치 기준		
자기자본비용 (%)	7.7	(a): 무위험수익률+리스크 프리미엄*Beta
Average ROE (%)	5.7	(b): 삼성생명의 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(c)
이론적 PBR (X)	0.74	(d): (b-c)/(a-c)
할증률 (할인율) (%)	(5.0)	(e): 생명보험업 -15% + 업종 선도사 +10%
목표 PBR (X)	0.70	(f): (d)*(e)
수정 BPS (원)	109,371	(g): 삼성생명의 12개월 forward BPS
사업가치 총액 (십억원)	15,340	(h): (f)*(g)*발행주식수
삼성전자 지분가치 (십억원)	14,888	(i): 보유 지분의 세후 평가액에 20% 할인 적용
적정 시가총액 (십억원)	30,228	(j): (h)+(i)
목표주가 (원)	150,000	(k): (j)/발행주식수
현주가 (07/11, 원)	123,500	
상승여력 (%)	21.5	

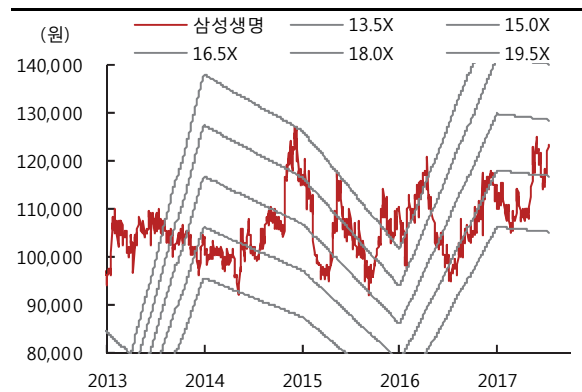
자료: SK 증권

삼성생명의 12 개월 forward PBR 추이



자료: SK 증권

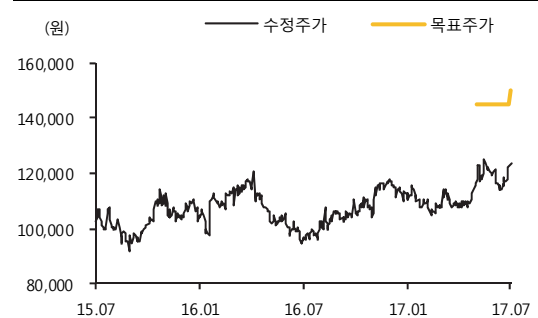
삼성생명의 12 개월 forward PER 추이



자료: SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.07.18	매수	150,000원
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) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 7월 18일 기준)

매수	92.9%	중립	7.1%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	183,082	214,879	226,752	239,144	252,625
현금 및 예치금	3,272	5,823	4,224	4,109	4,221
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	61,137	64,478	68,112
부동산	9,220	8,923	8,637	8,631	8,612
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	279,265	294,112	310,166
책임준비금	149,118	158,729	168,135	177,827	187,852
보험료적립금	143,389	152,281	161,398	170,798	180,664
계약자지분조정	6,969	8,076	7,995	8,315	8,647
기타부채	9,976	25,683	26,297	27,779	29,938
특별계정부채	40,578	43,857	46,489	48,813	51,254
부채총계	206,641	236,345	248,915	262,734	277,691
지배주주지분	23,646	26,644	28,698	29,725	30,823
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	6	63	63	63	63
이익잉여금	11,567	13,289	14,486	15,514	16,612
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	30,350	31,378	32,475
부채외자본총계	230,363	264,654	279,265	294,112	310,166

성장률

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	7.4	14.9	5.5	5.3	5.5
운용자산	6.2	17.4	5.5	5.5	5.6
특별계정자산	15.0	4.9	6.0	5.0	5.0
부채	7.5	14.4	5.3	5.6	5.7
책임준비금	7.3	6.5	5.9	5.8	5.6
자본	6.5	19.3	7.2	3.4	3.5
수입보험료	-2.8	1.6	2.2	2.6	3.4
일반계정	-0.7	-3.6	2.9	2.4	3.3
특별계정	-6.1	10.3	1.1	3.0	3.6
순사업비	-0.6	-2.3	6.6	1.9	3.2
투자영업이익	-6.2	24.5	-12.6	-1.0	4.1
세전이익	-14.5	90.1	-24.9	-1.9	4.4
순이익	-9.5	77.8	-31.0	-1.9	4.4
지배주주 순이익	-9.4	69.6	-31.2	-1.9	4.4

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	27,457	27,884	28,499	29,246	30,244
일반계정	17,287	16,669	17,159	17,566	18,144
특별계정	10,170	11,215	11,340	11,680	12,100
보험손익	3,497	2,476	2,577	2,881	3,005
보험영업수익	17,612	17,046	17,548	17,969	18,562
보험료수익	17,354	16,768	17,253	17,660	18,238
재보험수익	258	278	295	309	325
보험영업비용	14,115	14,570	14,971	15,088	15,557
지급보험금	10,210	10,610	10,856	10,856	11,178
재보험비용	289	311	328	345	362
사업비	1,559	1,524	1,624	1,655	1,708
신계약비상각비	2,057	2,124	2,161	2,231	2,307
할인료	0	2	0	0	0
투자손익	6,428	8,000	6,989	6,916	7,200
책임준비금전입액	9,864	9,242	9,001	9,287	9,620
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	61	1,235	565	510	586
영업외이익	1,310	1,373	1,393	1,412	1,421
특별계정 수입수수료	1,306	1,443	1,535	1,641	1,736
특별계정 지급수수료	5	1	2	3	3
세전이익	1,372	2,607	1,958	1,921	2,007
법인세비용	162	458	474	465	486
당기순이익	1,210	2,150	1,484	1,456	1,521
지배주주 순이익	1,211	2,054	1,413	1,387	1,448

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	59.1	63.7	63.3	61.8	61.6
위험손해율	76.8	82.1	78.6	78.1	77.9
사업비율	12.7	12.0	11.7	12.0	12.3
투자이익률	3.7	4.1	3.2	3.0	3.0
수익성 (%)					
ROE	5.3	7.9	4.8	4.5	4.5
ROA	0.5	0.8	0.5	0.5	0.5
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	6,479	11,440	7,869	7,722	8,064
보통주 BPS	128,550	157,642	169,011	174,733	180,846
보통주 DPS	1,800	1,200	2,000	1,950	2,050
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	17.0	9.8	15.7	16.0	15.3
보통주 PBR (배)	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
배당성향	27.4	10.5	25.4	25.3	25.4
보통주 배당수익률	1.6	1.1	1.6	1.6	1.7

자료: SK증권 추정