

삼성생명 (032830)

기저 효과만 빼면 나쁜 것도 없다

2분기는 기저 영향 크게 받을 전망

2분기 지배주주순이익은 전년 대비 -38.4%, 전분기 대비 -74.6% 감소한 2,762억원, 별도 기준 순이익은 전년 대비 -42.3%, 전분기 대비 -83.1% 둔화된 1,738억원을 기록할 것으로 추정된다. 순이익 감소 폭이 큰 이유는 대규모 배당 수익, 변액보증손익 등 이차익 기저 영향과 사회적 거리 두기가 완화되며 위험손해율이 전년 대비 +7.7%p 상승하는데 주로 기인한다. 이외에는 신계약 증가에 따라 비차익이 전년 대비 -8.5% 감소하고, 자회사 및 연결 펀드의 이익 기여가 축소될 전망이다. 2021F 연간 지배주주순이익은 1.7조 원(YoY +36.5%, ROE 4.2%)으로 추정된다.

펀더멘털 비교 우위는 시간이 갈수록 부각될 것

배당을 포함한 계열사 지분 가치와 두터운 자기자본 외에도 동사의 생명보험 본업의 펀더멘털 또한 비교 우위가 지속될 전망이다. 보장성 신계약 경쟁 심화 등으로 대부분 생보사들의 매출 규모가 축소되는 가운데 동사는 2분기에도 보장성 신계약이 소폭이나마 증가(YoY +5%)할 것으로 추정되며 영업력 우위가 지속되고 있고, 2) 1분기 기준으로 13회/25회차 계약 유지율도 가장 우수하며 이에 따라 위험보험료 유입 속도도 가장 높은 수준(1분기 기준 YoY +3.8%)을 유지할 것으로 예상된다. 그리고 이러한 주요 지표들의 우위는 現 회계 기준에서는 체감하기 어렵지만 2023년 IFRS17 도입 시 역마진이 해소되는 만큼 더욱 부각될 것으로 예상된다.

매수 의견과 목표가 유지. 중장기적인 관점에서 접근 추천

준수한 펀더멘털을 감안했을 때 주가 상승 여력은 충분하다고 판단하며 삼성생명보험에 대해 매수 의견과 목표 주가 102,000원 유지한다. 다만, 중장기적인 관점에서 접근을 추천하는데, 배경이 어찌되었든 당분간 분기별 증익 모멘텀이 타사 대비 약할 것으로 예상되고, 코로나19 변이 바이러스 확산 등의 영향으로 장기 금리 흐름도 비우호적인 상황이기 단기적인 주가 상승 재료는 제한적이기 때문이다. 하지만 예상 배당 수익률이 4%를 상회하기에 현재 주가의 하방 경직성은 확보되었다고 생각된다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 102,000원 | CP(7월8일): 77,100원

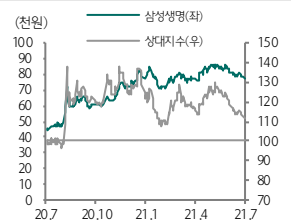
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,252.68
52주 최고/최저(원)	86,400/44,900
시가총액(십억원)	15,420.0
시가총액비중(%)	0.68
발행주식수(천주)	200,000.0
60일 평균 거래량(천주)	465.0
60일 평균 거래대금(십억원)	38.7
21년 배당금(예상, 원)	3,800
21년 배당수익률(예상, %)	4.93
외국인지분율(%)	13.37
주요주주 지분율(%)	
삼성물산 외 8인	47.03
신세계 외 1인	8.07
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(7.8) (4.5) 67.1
상대	(7.9) (7.4) 10.9

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	22,375	22,921
영업이익(십억원)	1,054	499
순이익(십억원)	1,883	1,456
EPS(원)	9,177	7,308
BPS(원)	219,191	222,428

Stock Price



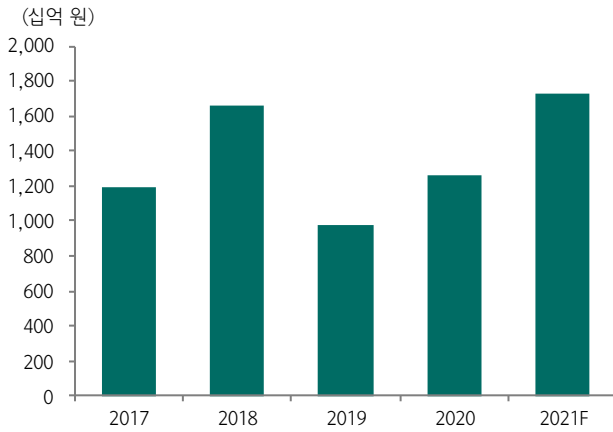
Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
수입보험료	십억원	28,248	26,540	26,959	27,158	27,338
영업이익	십억원	-513	-197	474	148	371
세전이익	십억원	1,014	1,147	1,826	1,525	1,755
순이익(별도)	십억원	834	929	1,451	1,129	1,298
지배순이익	십억원	977	1,266	1,728	1,491	1,552
EPS	원	5,443	7,049	9,624	8,306	8,645
(증감률)	%	-53.6	11.4	56.3	-22.2	15.0
P/E	배	13.7	10.9	8.0	9.3	8.9
P/B	배	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
ROA	%	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4
ROE	%	3.0	3.3	4.2	3.7	3.8
BPS	원	207,804	242,866	229,475	233,175	237,807
DPS	원	2,700	2,500	3,800	3,500	3,600
배당수익률	%	3.6	3.2	4.9	4.5	4.7



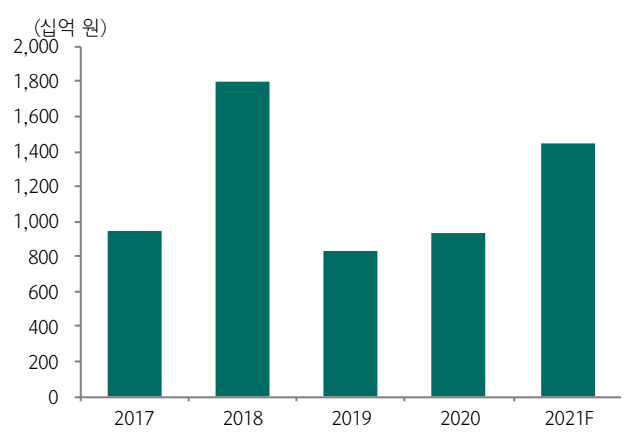
Analyst 이용재
02-3771-7515
leehj612@hanafn.com

그림 1. 연간 지배주주순이익 추정



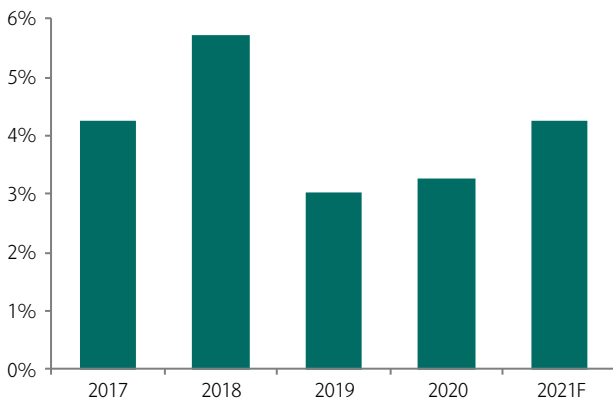
자료: 삼성생명, 하나금융투자

그림 2. 연간 별도 손이익 추정



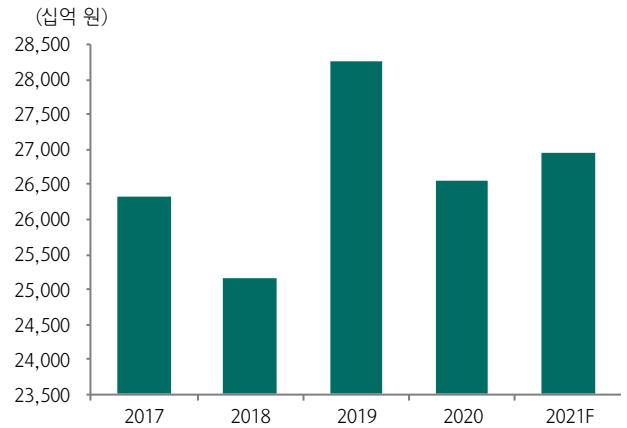
자료: 삼성생명, 하나금융투자

그림 3. 연간 ROE 추정



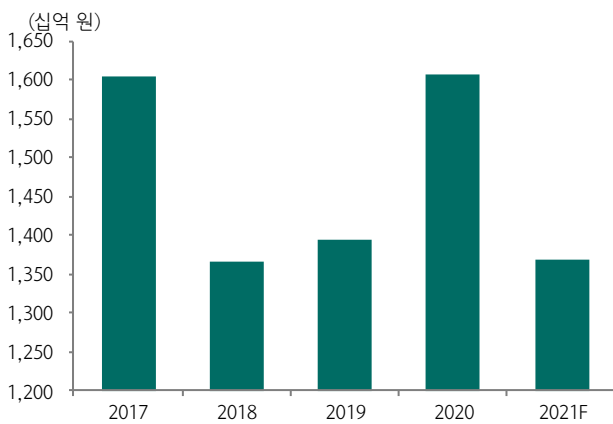
자료: 삼성생명, 하나금융투자

그림 4. 연간 수입보험료 추정



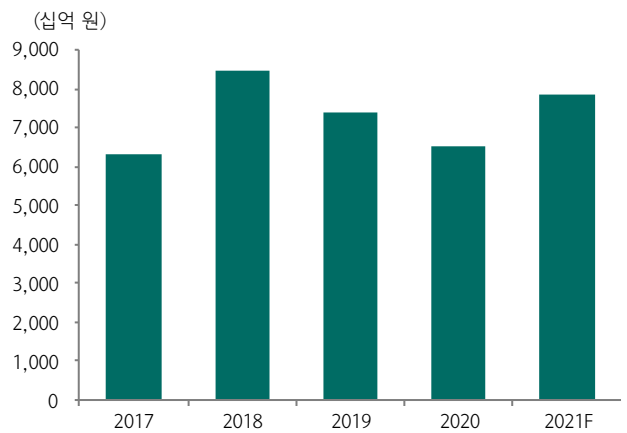
자료: 삼성생명, 하나금융투자

그림 5. 연간 보험이익 추정



자료: 삼성생명, 하나금융투자

그림 6. 연간 투자손익 추정



자료: 삼성생명, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억 원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
수입보험료	28,248	26,540	26,959	27,158	27,338
일반계정	16,047	17,574	17,493	17,582	17,670
특별계정	12,202	8,966	9,466	9,576	9,668
보험이익	1,394	1,607	1,367	1,471	1,490
사업비차손익	808	755	764	791	782
위험률차손익	586	852	603	680	709
보험영업손익	-1,996	141	-987	-996	-970
보험영업수익	16,436	18,027	17,963	18,056	18,149
보험료수익	16,047	17,574	17,493	17,582	17,670
재보험수익	389	453	470	474	479
보험영업비용	18,432	17,886	18,950	19,051	19,120
지급보험금	14,427	13,990	15,109	15,096	15,131
재보험비용	443	529	566	577	589
사업비	2,119	2,061	2,050	2,130	2,127
신계약상각비	1,441	1,303	1,223	1,245	1,270
할인료	1	2	3	3	3
투자영업손익	7,408	6,514	7,848	8,144	8,390
책임준비금전입액	5,925	6,853	6,387	7,001	7,048
영업이익	-513	-197	474	148	371
영업외손익	1,527	1,343	1,352	1,378	1,384
세전이익	1,014	1,147	1,826	1,525	1,755
법인세비용	180	218	375	397	456
당기순이익(별도)	834	929	1,451	1,129	1,298
당기순이익(연결)	1,052	1,371	1,827	1,594	1,653
비지배순이익	74	105	99	102	100
지배주주순이익	977	1,266	1,728	1,491	1,552

주요 지표 (1)

(단위: %)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
전년 대비 성장성					
수입보험료	12.3	-6.0	1.6	0.7	0.7
일반계정	0.3	9.5	-0.5	0.5	0.5
보장	3.4	3.8	1.8	1.3	1.5
저축	-4.4	18.9	-3.7	-0.6	-1.0
특별계정	33.2	-26.5	5.6	1.2	1.0
변액	89.1	-31.7	14.5	0.5	1.3
퇴직	-12.4	-17.4	-7.5	2.4	0.4
사업비차손익	25.9	-6.5	1.2	3.5	-1.2
위험률차손익	-19.0	45.3	-29.2	12.7	4.3
보험영업손익	56.8	-107.1	-797.8	0.9	-2.5
투자영업손익	-12.6	-12.1	20.5	3.8	3.0
세전이익	-56.6	13.1	59.3	-16.5	15.0
별도 순이익	-53.6	11.4	56.3	-22.2	15.0
연결 순이익	-39.3	30.3	33.3	-12.8	3.7
지배 순이익	-41.3	29.5	36.5	-13.7	4.1
자산총계	9.6	7.8	1.2	3.3	3.3
부채총계	7.9	6.5	2.2	3.5	3.4
자본총계	24.9	18.0	-6.1	1.8	2.2
수익성 지표					
위험손해율	85.9	80.0	86.3	84.9	84.5
사업비율	11.8	12.6	12.2	12.3	12.3
투자수익률	3.4	2.7	3.2	3.3	3.3
부채 평균 부담이율	4.5	4.2	4.1	3.9	3.8
ROA (지배)	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4
ROE (지배)	3.0	3.3	4.2	3.7	3.8

자료: 하나금융투자

재무상태표

(단위: 십억 원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
자산총계	287,358	309,803	313,425	323,680	334,289
운용자산	231,497	248,974	249,570	257,107	264,994
현금및예치금	4,858	2,884	1,703	1,769	1,824
유가증권	175,006	191,726	192,052	197,853	203,922
주식	35,504	47,827	48,106	49,540	51,060
채권	114,109	114,874	114,585	118,066	121,688
외화유가증권	16,456	18,163	18,550	19,107	19,693
기타	8,936	10,862	10,810	11,140	11,481
대출채권	47,496	50,467	51,839	53,390	55,028
부동산	4,137	3,897	3,975	4,095	4,221
비운용자산	6,066	6,160	7,179	7,324	7,471
미상각신계약비	2,538	2,513	2,543	2,594	2,646
특별계정자산	49,795	54,669	56,676	59,250	61,823
부채총계	254,272	270,777	276,770	286,364	296,141
책임준비금	180,046	187,483	194,045	201,046	208,094
보험료적립금	171,446	178,807	185,466	192,157	198,894
계약차지분조정	11,504	15,148	14,183	14,200	14,217
기타부채	9,362	11,726	11,797	11,789	11,916
특별계정부채	53,360	56,421	56,746	59,330	61,914
자본총계	33,086	39,025	36,654	37,316	38,148
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	6	6	6	6	6
이익잉여금	13,519	13,972	14,561	15,223	16,055
자본조정	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110
가타포괄손익누계액	21,571	27,058	24,097	24,097	24,097
신종자본증권	-	-	-	-	-

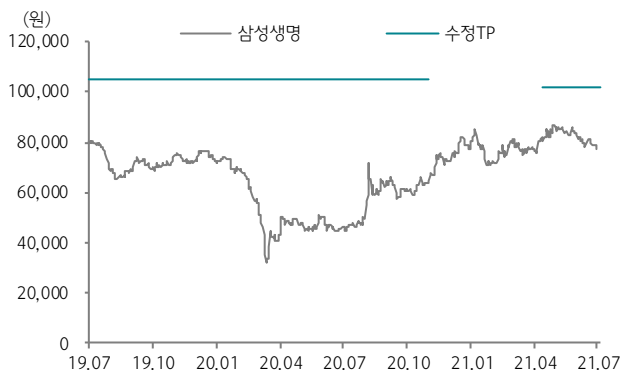
주요 지표 (2)

(단위: 십억 원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
보험료 구성					
일반계정	16,047	17,574	17,493	17,582	17,670
보장	9,963	10,342	10,531	10,663	10,822
저축	6,084	7,232	6,962	6,918	6,849
특별계정	12,202	8,966	9,466	9,576	9,668
퇴직	7,786	5,321	6,095	6,125	6,202
변액	4,415	3,645	3,372	3,451	3,465
위험보험료	4,154	4,264	4,404	4,509	4,572
부가보험료	4,152	4,094	4,055	4,143	4,132
특별계정수입수수료	1,626	1,580	1,486	1,511	1,517
신계약 APE					
보장성	1,904	1,953	1,806	1,835	1,843
저축성	671	773	891	798	812
운용자산 구성 (%)					
현금및예치금	2.1	1.2	0.7	0.7	0.7
유가증권	75.6	77.0	77.0	77.0	77.0
대출채권	20.5	20.3	20.8	20.8	20.8
부동산	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6
투자 지표 (연결)					
EPS (KRW)	5,443	7,049	9,624	8,306	8,645
BPS (KRW)	207,804	242,866	229,475	233,175	237,807
P/E (X)	13.7	10.9	8.0	9.3	8.9
P/B (X)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
DPS (KRW)	2,700	2,500	3,800	3,500	3,600
배당성향 (%)	48.7	35.0	40.0	42.0	42.0
배당수익률 (%)	3.6	3.2	4.9	4.5	4.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성생명



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.4.21	BUY	102,000		
19.1.13	BUY	105,000	-33.89%	-11.24%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.05%	6.95%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 07월 05일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이홍재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 7월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이홍재)는 2021년 7월 9일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.