

보험

Results Comment
2016.5.16

(Maintain) **Trading Buy**

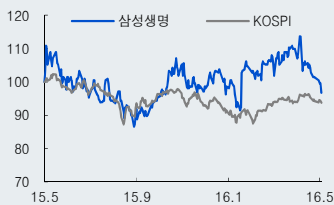
목표주가(원, 12M) **128,000**

현재주가(16/05/13, 원) **103,000**

상승여력 **24%**

세전이익(16F, 십억원)	2,880
Consensus 세전이익(16F, 십억원)	2,392
EPS 성장률(16F, %)	83.8
MKT EPS 성장률(16F, %)	16.6
P/E(16F, x)	9.3
MKT P/E(16F, x)	10.7
KOSPI	1,966.99
시가총액(십억원)	20,600
발행주식수(백만주)	200
유동주식비율(%)	41.4
외국인 보유비중(%)	15.9
베타(12M) 일간수익률	0.58
52주 최저가(원)	92,200
52주 최고가(원)	121,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.8	-5.5	-12.7
상대주가	-10.2	-5.2	-6.2



[증권/보험]

정길원

02-768-3256

gilwon.jeong@dwsec.com

김주현

02-768-4149

juhyun.kim@dwsec.com

삼성생명 (032830)

깊어지는 역마진의 근심

순이익 1.24조 원, 일회성 제외해도 기대 이상, 그러나 역마진 확대는 심각

삼성생명의 1분기 순이익(지배주주 기준)은 1.24조 원을 기록했다. 삼성카드 지분 확대에 따른 일회성 요인(염가매수 차익 등 7,420억 원 가량)을 제거하면 예상치 4,981억 원을 10% 가량 상회한다. 실적의 특징은 다음과 같다.

1) 손해율이 1.3%p 상승하였으나 일시적(메르스 사태 이후의 보험금 지급 이연 반영)으로 보인다. 2) 신계약 역시 일시적이거나 양호하다. 예정이율 인하를 앞두고 절판 효과가 작용하면서 보장성 APE는 11.1% 증가하였다.

3) 관계사 배당이 크게 유입되어 투자이익률은 4.0%로 양호하다. 삼성카드 지분 확대로 인한 일회성 요인 포함 시 5.9%이다. 삼성카드의 지분 확대는 상호 시너지가 있는 사업이 아니니 단순 투자 관점에서 보아야 한다. 현재 자산운용 수익률을 상회하는 6~7%의 가져다 줄 뿐 아니라, 초과자본이 많으므로 배당 등으로 환원된다면 좋은 투자 안이 된다.

4) 현재의 성과는 양호하지만 미래의 이익을 잠식하는 이차역마진 수준은 크게 악화되었다. 역마진 Spread는 65bp로 지난 분기 대비 3bp나 확대되었다. 보유이율이 하락(-9bp)이 부채부담금리의 개선(-6bp)을 압도한다.

무심한 금리 환경 → 최저보증이율, 새로운 역마진 이슈 부상

수익성 개선을 위한 여러 노력이 무색하게 금리 환경은 악화일로에 있다. 장기채도 2%를 하회(현재 국고 10년 1.77%)하게 되면 기존의 금리 고정형 부채의 역마진이 심화되는 것과 동시에 최저보증이율에 따른 새로운 역마진 부담을 외면할 수 없게 된다.

동사는 상대적으로 최저보증 수준이 낮은 하지만, 2~3% 구간에 금리연동형 부채의 55%가 집중되어 있다. 개념을 단순화하면 해운 업종의 사례와 다르지 않다. 호황기에 높은 용선료를 부담하기로 장기간 배를 빌린 것이 생보사의 고금리 부채이고, 물동량 감소로 운임이 떨어진 것을 현재의 자산운용 환경에 빚낼 수 있다. 보험사의 역마진이 다소 천천히, 매우 오래 전부터, 금융감독당국의 관찰 하에 전개되어 대응할 시간이 남아있다는 점이 차이이다.

자본규제의 부담 심화

금융지주 전환 등 지배구조 변화 가능성이 최근 주가의 변동성을 높이고 있다. 주식의 가치는 이익의 크기와 할인율로 결정된다. 동사의 경우 이익이 개선되려면, 1) 신계약이 늘어나든지, 2) 역마진이 줄든지, 3) 해외 진출 등을 통해 잉여자본이 회전되어야 한다. 지배구조의 변화는 예측의 영역도 아닐 뿐 더러, 이러한 전체들을 충족시킬 수 있을지 의문이다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
수입보험료 (십억원)	19,601	28,239	27,457	28,095	29,279	30,570
세전이익 (십억원)	776	1,603	1,372	2,880	1,906	1,999
순이익 (십억원)	586	1,337	1,211	2,226	1,387	1,465
EPS (원)	2,932	6,687	6,056	11,131	6,936	7,325
BPS (원)	98,183	111,424	118,609	136,194	143,214	150,652
P/E (배)	35.5	17.4	18.2	9.3	14.9	14.1
P/B (배)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
ROE (%)	2.8	6.4	5.3	8.7	5.0	5.0
배당수익률	0.8	1.5	1.6	1.7	1.6	1.5
자기자본 (십억원)	19,637	22,285	23,722	27,239	28,643	30,130

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 삼성생명, 미래에셋대우 리서치센터

이차역마진이 심화됨과 동시에 자본규제에 대한 우려가 엄습한다.

IFRS 2단계와 솔벤시2의 도입 모두 ‘부채의 시가평가’라는 고리로 연결되어 있다. 부채 평가에 적용하는 할인율이 시가에 근접해야 하므로 현재의 낮은 금리 수준을 반영하여야 한다. 전반적인 부채 규모는 늘어나고, 자본은 줄어든다. RBC 역시 1차적으로는 올해 끝나지만, 부채 듀레이션의 확대, 장수 리스크의 반영 등 2차 규제가 언급되고 있다. 연금보험의 판매가 적고, 보험 부채가 짧은 손보사와는 큰 상관 없지만, 생보사에게는 또 다른 부담이다. Trading Buy, 목표주가 128,000원을 유지한다.

표 1. 삼성생명 FY16 1분기 실적

(십억원, %)

	1Q FY15	4Q FY15	1Q FY16P			증감률	
			잠정실적	미래에셋대우 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
수입보험료	6,481	7,957	6,353	6,762		-2.0	-20.2
세전이익	579	60	1,501	551	1,389	159.1	2,407.3
순이익	464	33	1,240.1	427.9	1,311	167.4	3,681.8

자료: 삼성생명, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 삼성생명 수익 예상 변경

(십억원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		변경사유
	FY16F	FY17F	FY16F	FY17F	FY16F	FY17F	
수입보험료	28,706	30,017	28,095	29,279	-2.1	-2.5	- 1분기 실적과 삼성카드 연결 반영
세전이익	1,904	1,768	2,880	1,906	51.3	7.8	
순이익	1,481	1,379	2,226	1,387	50.4	0.6	

자료: 삼성생명, 미래에셋대우 리서치센터 예상

표 3. 삼성생명 분기 및 연간 실적 전망

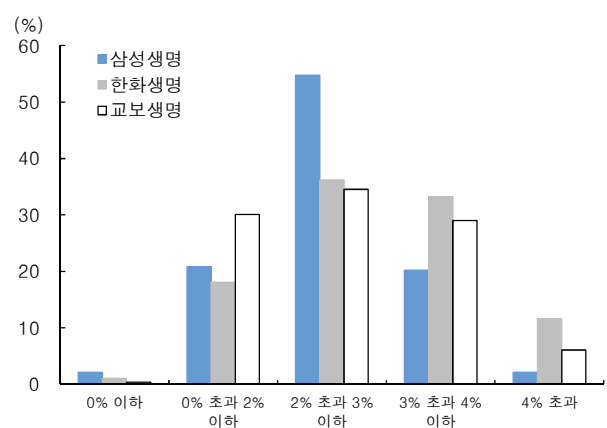
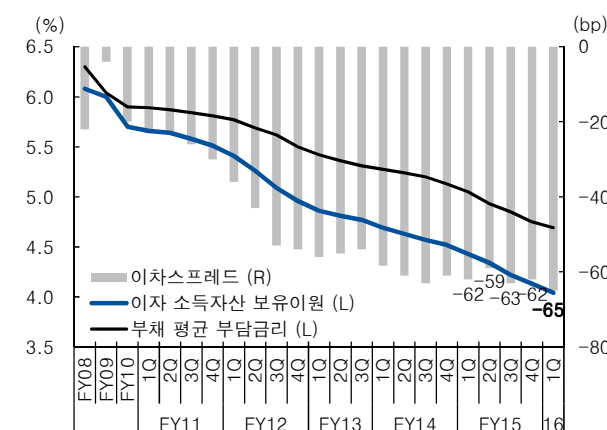
(십억원, %, %p)

	FY15				FY16F				1Q FY16P 증감률		FY15	FY16F	FY17F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ			
보험영업수익	6,541	6,812	6,322	8,040	6,418	7,057	6,553	8,354	-1.9	-20.2	27,715	28,382	29,579
수입보험료	6,481	6,755	6,264	7,957	6,353	6,986	6,487	8,270	-2.0	-20.2	27,457	28,095	29,279
보험영업비용	3,547	3,462	3,409	3,697	3,622	3,720	3,631	3,512	2.1	-2.0	14,115	14,485	14,307
보험영업이익	1,034	955	871	569	573	847	794	895	-44.6	0.6	3,430	3,109	3,940
투자손익	1,766	1,548	1,453	1,662	2,819	1,664	1,841	1,685	59.6	69.6	6,428	8,008	6,761
세전이익	579	407	325	60	1,501	479	679	221	159.1	2,407.3	1,372	2,880	1,906
당기순이익	464	443	272	33	1,240	341	494	152	167.4	3,681.8	1,211	2,226	1,387
효율성지표													
수입보험료 대비 실제사업비율	13.4	13.4	13.4	13.4	13.4	12.8	13.4	10.5	0.0	0.0	13.4	12.4	12.3
위험보험료 대비 사고보험금	79.6	75.8	73.5	78.2	80.9	80.5	79.5	78.0	1.3	2.7	76.8	79.7	76.8
투자이익률	4.07	3.53	3.29	3.69	5.93	3.30	3.60	3.25	1.85	2.24	3.68	4.17	3.20
예정이자율	5.05	4.93	4.85	4.75	4.69	4.66	4.63	4.60	-0.35	-0.06	4.75	4.60	4.48

자료: 삼성생명, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 역마진 Spread 확대 심화

그림 2. 최저보증이율 구간별 준비금 비중



자료: 삼성생명, 미래에셋대우 리서치센터

주: 15.12월 말 기준 / 자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

삼성생명 (032830)

예상 손익계산서(요약)

(십억원)	15/12	16/12F	17/12F	18/12F
보험영업수익	27,715	28,382	29,579	30,883
수입보험료	27,457	28,095	29,279	30,570
- 일반계정	17,287	17,307	17,948	18,657
- 특별계정	10,170	10,788	11,332	11,914
재보험수익	258	287	299	313
보험영업비용	14,115	14,485	14,307	14,741
지급보험금	10,210	10,611	10,442	10,855
재보험비용	289	339	353	369
사업비	3,616	3,534	3,511	3,517
(신계약비상각비)	2,057	1,855	1,735	1,662
보험영업이익	3,430	3,109	3,940	4,228
투자손익	6,428	8,008	6,761	6,829
책임준비금전입	9,864	9,698	10,061	10,458
세전이익	1,372	2,880	1,906	1,999
법인세비용	162	566	461	484
당기순이익	1,211	2,226	1,387	1,465

예상 대차대조표(요약)

(십억원)	15/12	16/12F	17/12F	18/12F
운용자산	183,082	208,625	220,073	231,996
현금과 예치금	3,272	3,553	3,748	3,951
유가증권	137,227	142,933	150,776	158,945
주식·출자금	19,805	19,100	20,148	21,239
국공채·특수채·금융채	94,510	100,215	105,714	111,442
회사채	8,239	8,493	8,959	9,444
수익증권	2,848	3,305	3,486	3,675
해외유가증권	10,985	11,105	11,714	12,349
기타	694	716	755	796
대출채권	33,363	52,173	55,036	58,018
부동산	9,220	9,811	10,349	10,910
비운용자산	7,695	7,141	7,032	6,929
특별계정자산	39,586	45,106	50,748	56,680
자산총계	230,363	260,872	277,852	295,605
책임준비금	149,118	158,914	168,974	179,433
계약자지분조정	6,969	6,771	6,573	6,375
기타부채	9,976	22,654	22,702	22,749
특별계정부채	40,578	45,295	50,961	56,918
부채총계	206,641	233,633	249,210	265,475
자본금	100	100	100	100
자본잉여금	6	6	6	6
이익잉여금	11,567	13,461	14,848	16,313
자본조정	-1,576	-2,118	-2,347	-2,576
기타포괄손익 누계	13,548	13,929	14,079	14,229
자본총계	23,722	27,239	28,643	30,130
부채와자본의총계	230,363	260,872	277,852	295,605

자료: 삼성생명, 미래에셋대우 리서치센터

주요지표(요약)

(십억원)	15/12	16/12F	17/12F	18/12F
성장성(%)				
수입보험료	-2.8	2.3	4.2	4.4
일반계정	-0.7	0.1	3.7	4.0
특별계정	-6.1	6.1	5.0	5.1
APE	-7.9	-3.0	3.4	3.4
세전이익	-14.5	110.0	-33.8	4.9
순이익	-9.4	83.8	-37.7	5.6
자기자본	6.4	14.8	5.2	5.2
운용자산	6.2	14.0	5.5	5.4
총자산	7.4	13.2	6.5	6.4
책임준비금	7.3	6.6	6.3	6.2
수익성 지표(%)				
수입보험료 대비 실제사업비용	13.4	12.4	12.3	12.3
위험보험료 대비 사고보험금	76.8	79.7	76.8	76.8
투자이익률	3.7	4.2	3.2	3.1
예정이자율	4.8	4.6	4.5	4.4

운용자산 구성비(%)

현금과 예치금	1.8	1.7	1.7	1.7
유가증권	75.0	68.5	68.5	68.5
대출채권	18.2	25.0	25.0	25.0
부동산	5.0	4.7	4.7	4.7

유가증권 구성비(%)

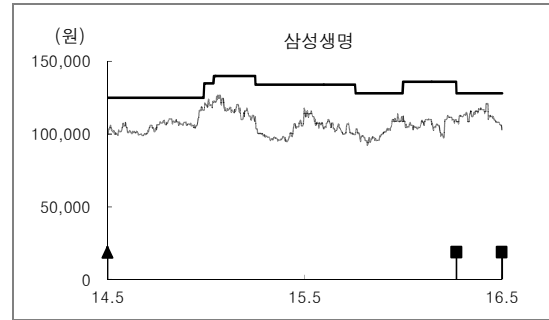
주식·출자금	14.4	13.4	13.4	13.4
국공채·특수채·금융채	68.9	70.1	70.1	70.1
회사채	6.0	5.9	5.9	5.9
수익증권	2.1	2.3	2.3	2.3
해외유가증권	8.0	7.8	7.8	7.8
기타	0.5	0.5	0.5	0.5

투자지표

	15/12	16/12F	17/12F	18/12F
EPS	6,056	11,131	6,936	7,325
BPS	118,609	136,194	143,214	150,652
EVPS	126,490	126,846	138,532	151,398
DPS	1,800	1,800	1,700	1,600
P/E	18.2	9.3	14.9	14.1
P/B	0.9	0.8	0.7	0.7
P/EV	0.9	0.8	0.7	0.7
ROE	5.3	8.7	5.0	5.0
ROA	0.5	0.9	0.5	0.5
배당성향	27.4	14.7	22.3	19.8
배당수익률	1.6	1.7	1.7	1.6

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
삼성생명(032830)	2016.02.19	Trading Buy	128,000원
	2015.11.12	매수	136,000원
	2015.08.16	매수	128,000원
	2015.02.12	매수	134,000원
	2014.11.27	매수	140,000원
	2014.11.09	매수	135,000원
	2014.04.02	매수	125,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
68.29%	17.56%	14.15%	0.00%

* 2016년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.