

# 삼성생명(032830)

## 배당 매력은 있지만 외부 환경이 너무 어려워

삼성전자 지분 매각차익 기저효과로 2분기 순이익 전년 대비 크게 감소  
추가 금리 인하 부담  
2019년 배당수익률 3.9%, 2020년 3.6% 전망

### Facts : 컨센서스에 부합하는 2분기 실적

2분기 순이익 3,093억원(-70.7% YoY, -30.8% QoQ)으로 컨센서스에 부합했다. 전년 대비 감익 폭이 큰 이유는 삼성전자 지분 매각차익 1조 900억원에 따른 기저효과 때문이다. 투자이익률은 경상적 수준보다 높은 3.5%(-0.4%p YoY, -0.6%p QoQ)를 기록했는데, 부동산 매각이익 920억원, 부동산 수익증권 배당 450억원이 반영되었기 때문이다. 위험손해율 85.4%(+5.3%p YoY, +0.4%p QoQ), 보장성 APE는 4,564억원(+12.2% YoY, +2.2% QoQ)을 기록했다.

### Pros & cons : 추가 금리 인하 부담

국고채 10년물의 수익률은 1.25%로 연초 대비 69bp 하락했다. 기준금리 1.5%를 하회하는 상황이다. 추가 금리 인하 가능성이 높고 자산 듀레이션을 늘려야 하는 보험사의 계획을 고려하면 장기채가 오르기 어려운 환경이다. 역마진 스프레드는 -93bp(-14bp YoY, -2bp QoQ)로 확대되었는데 2010년 상장 시에는 -17bp에 불과했다. 이에 주식시장 변동성 확대, 시중 금리 하락으로 변액보증금선 적립 부담이 가중될 것으로 보여 연말 실적은 변동성이 커질 여지가 있다. 삼성생명은 금리 10bp 하락 시 변액보증금적립금은 약 200억원 증가할 것으로 설명했다.

### Action : 2019년 배당수익률 3.9%, 2020년 3.6% 전망

삼성생명은 사업비차익 개선 및 계열사 이익 기여도(배당수익, 연결이익)를 높이며 실적 방어를 위해 노력 중이다. 안타까운 점은 악화된 경영환경(저금리, 환헤지 비용, 손해율 등)은 회사의 자체적 노력으로 해결이 어렵다는 점이다. 역마진 부담으로 이익 증가를 이어가기가 만만치 않다. 금리와 낮아진 업종 멀티플을 고려해서 목표주가를 90,000으로 10% 하향한다. 3년 평균 ROE 3.1%, CoE 4.9%, 무위험수익률 1.3%를 통해 산출한 적정 PBR 0.47배를 12MF BPS 191,754원을 적용해 산출했다. 다만, 회사는 적극적인 자산 매각을 통해서 이익을 최대한 방어, 배당을 지급할 것으로 보인다. 2019년 순이익 1조 792억원 가정, 전년 전자 매각 이익(주당배당금 660원)을 배당재원에 포함하면 주당배당금은 2,650원, 배당수익률은 3.9%가 예상된다. 2020년 배당성향을 43% 가정 시 2020년 주당배당금은 2,460원, 배당수익률은 3.6%이다(2021년까지 배당성향을 50% 수준으로 확대 계획).

하 회 부 합 상 회

순이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 90,000원(하향)

### Stock Data

KOSPI(8/13)	1,926
주가(8/13)	67,900
시가총액(십억원)	13,580
발행주식수(백만)	200
52주 최고/최저(원)	97,300/67,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	14,716
유동주식비율/외국인지분율(%)	41.9/16.4
주요주주(%)	이건희 외 7 인 47.0
	신세계 외 1 인 8.1

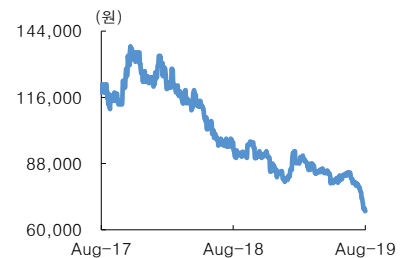
### Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	9.8	12.6	12.4
PBR(x)	0.5	0.4	0.3
ROE(%)	5.4	3.3	3.0
DY(%)	3.2	3.9	3.6
EPS(원)	8,322	5,395	5,476
BPS(원)	163,079	188,298	195,377

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(15.4)	(24.3)	(27.8)
KOSPI 대비(%)	(7.7)	(11.8)	(13.4)

### 주가추이



자료: FnGuide

### 윤태호

taeho3123@truefriend.com

### 차주영

jooyoung.cha@truefriend.com

## 컨퍼런스 콜 Q&A 요약

1. 예정이율 인하 계획 및 인하 시 영향
  - 4분기 추가 금리 인하 예상. 저금리 지속 시 예정이율 인하 필요
  - 예정이율 인하 시 종신보험은 보험료 인상, 환급을 하락으로 판매 경쟁력이 약화됨에 따라 상품 구조 변경으로 경쟁력 유지 필요. 건강보험은 갱신형의 경우 기간이 짧아 영향 크지 않고, 비갱신형은 보험료 인상폭이 커질 수 있어 무혜지환급형 상품 확대 및 적절한 포트폴리오 변경이 필요함
  - 예정이율 인하의 구체적인 시기는 결정 전이나 검토 중
2. 변액보증손익의 금리 민감도
  - 금리 인하로 보증손익에 부담. 연간 보증손익은 9월말 주가 및 금리 가정, 연말 금감원 계리적 가정 숫자가 확정된 후 정확한 예측 가능
  - 2013년부터 변액보증에 대한 헤지 실행 중(현재 헤지 비중 40%). 따라서 금리 변동 및 주가 변동에 대한 민감도가 타사 대비 비교적 낮음
  - 현재 변액보증 민감도는 금리 하락 10bp당 변액보증손익 200억원 감소. 금리 하락에 따른 변액보증손익 악화는 비이자수익 증대로 커버
3. 고마진 건강보장상품 시장의 성장 지속 가능 여부 및 삼성생명의 마케팅 전략
  - 생보 시장 내 상품별 판매추이: 2~3년 전에 비해 종신보험은 20% 이상 감소(440억원 → 330억원). 건강보험은 2배 정도 증가(140억원 → 280억원). 치매, 간병 등 노후 보장 관련 시장의 규모가 제일 크고, 유병자 고액에 대한 상품 중심으로 시장 증가 중
  - 인구 고령화에 따른 노후 관련 니즈 증가로 간병보험 상품 등의 수요 증가는 지속될 것으로 예상됨. 최근 건강 관련 서비스 및 툴 개발은 보험상품과 연계될 가능성이 있는데 이러한 움직임은 시장 규모 증가로 이어질 전망
  - 단기적으로는 영업 조직 강화 및 상품 개발로 대응하고 장기적으로는 리스크 관리를 위한 재무안전성을 가진 대형사가 강점이 있다고 판단되어 지속적인 시장점유율 상승은 가능할 전망
4. 주주환원정책
  - 향후 3년간 50% 범위 내 점진적 배당성향 상향한다는 정책에는 변함없음
  - 2019년 변액보증 추가 적립은 불가피. 생보부동산신탁 지분 매각 등의 매각재원으로 손익 차질 방어 계획
  - 급격한 주식시장 변화로 향후 손익 전망은 어렵지만 유지율 관리 및 원가 절감으로 비차익 기반 강화 작업 진행 중. 사차익 개선 방안도 지속적으로 검토할 예정
  - 신제도 도입에 대비해 다른 보험사 대비 잘 준비하고 있고, 최근 금융당국의 완화적인 움직임을 고려하면 주주환원 실행을 위한 환경은 우호적
  - 현재 자사주 매입은 고려하고 있지 않지만 최근 불확실한 업황에 대한 투

자자심리 악화를 인지하고 있고 지속적으로 제도 관련 사항도 모니터링할 예정

#### 5. 이원차스프레드 전망

- 이원차스프레드는 작년 -87bp에서 -93bp로 악화. 최근 공시기준이율이 7bp 악화되며 이원차스프레드 3bp 악화 효과를 감안하면 2분기 이원차스프레드는 -90bp 수준
- 올해 말 -95bp 정도로 하락 예상(자산이원 3.39%, 부채금리 4.34%). 2020년 추정은 어렵지만 대략 -101bp 예상

#### 6. 건강상해 시장점유율 타깃 전망

- 종신보험 포함 보장성보험 월초 기준 점유율 현재 수준에서 1~2% 상승 목표
- EV는 지속적으로 10% 이상 증가 계획

#### 7. 손해율 악화 요인 및 향후 방향성

- 실손 청구 증가 및 암 진단 및 수술 관련 보험금 증가는 업계 공통적인 요인으로 모든 보험사의 사차익이 영향을 받고 있음
- 최근 위험보험료 증가율은 3%대로 낮은 편이었는데 최근 건강상해보험 판매 증가로 4~5%대의 추가적인 성장 기대 중
- 건강 관련 상품은 타사 대비 재보험 및 기타 보안장치로 안정적인 판매 진행 중
- 사고보험금 축소를 위해 부당청구 대응 및 현장 사차 관리 등으로 대응 중
- 과거 수준은 아니더라도 83% 수준의 손해율 유지 가능할 전망

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
보험영업수익	4,094	4,110	4,169	4,073	4,149	1.9	1.4	4,067
보험손익	(61)	(301)	(469)	(703)	(420)	NM	NM	(599)
투자손익	3,027	1,837	1,749	2,120	2,103	(0.8)	(30.5)	1,954
당기순이익	1,056	280	(61)	447	309	(30.8)	(70.7)	316

주: 당기순이익은 지배주주순이익 기준  
자료: 삼성생명, 한국투자증권

〈표 2〉 목표주가 산정 내역

(단위: 원, 배, %)

투자의견	매수
목표주가	90,000
조정상승여력	32.5
현재주가	67,900
적정 PBR	0.47
현재 PBR	0.35
Sustainable ROE	3.1
영구성장률	1.5
CoE	4.9
Risk free rate	1.3
Risk premium	8.9
베타	0.4
4Q fwd BPS	191,754
RBC	352

주: Sustainable ROE는 향후 3년 ROE의 평균  
 자료: 삼성생명, 한국투자증권

〈표 3〉 수익 추정 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

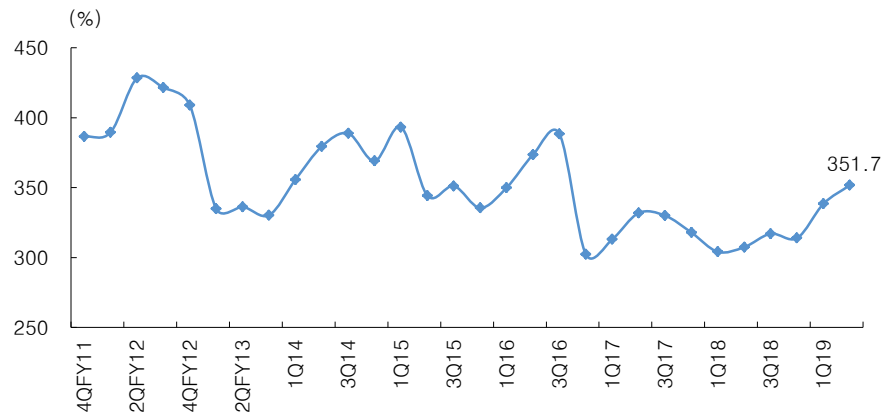
	FY18		FY19 (변경 후)					FY19 (변경 전)		2Q Review		FY20F		
	2Q(A)	FY18A	1Q(A)	2Q(P)	3Q(F)	4Q(F)	FY19F	2Q(F)	FY19F	YoY 전망대비		변경 후	변경 전	차이
보험영업수익	4,094	16,475	4,073	4,149	4,353	4,633	17,208	4,160	16,729	1.4	(0.3)	18,309	17,301	5.8
보험영업비용	4,154	17,689	4,776	4,569	4,794	5,167	19,306	4,394	18,301	10.0	4.0	20,076	18,309	9.6
지급보험금	3,120	13,510	3,725	3,548	3,752	4,002	15,027	3,409	14,184	13.7	4.1	15,630	14,673	6.5
사업비	542	2,232	574	548	452	569	2,142	424	1,964	1.1	29.1	2,164	2,022	7.0
신계약비상각	396	1,556	369	366	505	508	1,749	483	1,810	(7.7)	(24.2)	1,933	1,864	3.7
책임준비금전입액	1,818	6,448	1,217	1,618	1,504	1,772	6,111	1,440	5,829	(11.0)	12.4	6,981	6,912	1.0
보험손익 (책임준비금전입액 차감전)	(61)	(1,214)	(703)	(420)	(441)	(535)	(2,098)	(234)	(1,572)	NM	NM	(1,768)	(1,009)	75.2
투자영업이익	3,027	8,595	2,120	2,103	1,962	2,016	8,202	1,877	7,839	(30.5)	12.1	8,110	7,791	4.1
영업외이익	309	1,433	409	378	387	382	1,556	352	1,529	22.4	7.3	1,550	1,523	1.7
당기순이익	1,056	1,664	447	309	274	48	1,079	297	1,096	(70.7)	4.2	1,095	1,096	(0.1)
손해율	123.0	123.5	124.0	127.1	122.7	126.5	125.1	118.4	121.7	4.1	8.7	125.5	126.8	(1.3)
사업비율	23.3	23.5	23.6	22.5	22.4	23.8	23.1	22.2	23.0	(0.9)	0.3	22.8	22.9	(0.1)
투자이익률	5.3	3.8	3.6	3.5	3.1	3.1	3.4	3.0	3.2	(1.9)	0.5	3.3	3.2	0.1
투자이익/수입보험료	75.3	53.3	53.1	51.7	45.8	44.6	48.7	45.8	47.8	(23.6)	5.9	45.2	45.9	(0.7)
총자산	285,205	289,428	296,747	301,499	297,590	300,477	300,477	293,121	298,245	5.7	2.9	312,881	309,597	1.1
운용자산	230,819	236,195	240,956	246,118	242,971	245,295	245,295	238,055	242,154	6.6	3.4	255,282	251,233	1.6
유가증권	151,171	152,679	160,296	166,177	163,780	165,550	165,550	158,100	161,203	9.9	5.1	173,157	168,076	3.0
대출	66,316	70,187	67,633	67,421	66,759	67,248	67,248	67,010	67,891	1.7	0.6	69,350	69,842	(0.7)
비운용자산	7,815	7,298	8,021	7,461	4,807	4,434	4,434	6,434	5,855	(4.5)	16.0	3,444	5,348	(35.6)
특별계정자산	48,198	47,263	48,193	49,063	49,856	50,760	50,760	48,676	50,218	1.8	0.8	54,028	52,859	2.2
책임준비금	170,431	173,943	175,294	177,042	175,242	177,038	177,038	173,590	176,810	3.9	2.0	184,051	183,759	0.2
계약자지분조정	8,397	8,189	9,580	10,540	8,815	8,769	8,769	8,546	8,451	25.5	23.3	9,265	8,846	4.7
자기자본	29,910	30,505	33,164	35,666	35,220	35,549	35,549	32,773	33,325	19.2	8.8	36,965	34,550	7.0
BPS (원)	160,102	163,079	176,370	188,882	186,651	188,298	188,298	174,415	177,178	18.0	8.3	195,377	183,301	6.6

주: 1. 보험료수익=일반계정 수입보험료+재보험료수익, 2. 지급보험금=지급보험금+재보험비용, 3. 사업비=실제사업비-이연신계약비,

4. 손해율=(지급보험금+책임준비금전입액)/보험료수익, 5. 사업비율=(순사업비+신계약비상각)/일반계정 수입보험료

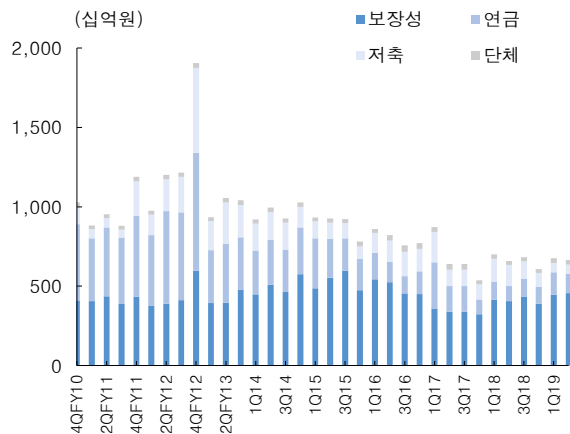
자료: FISIS, 삼성생명, 한국투자증권

[그림 1] RBC 비율 추이



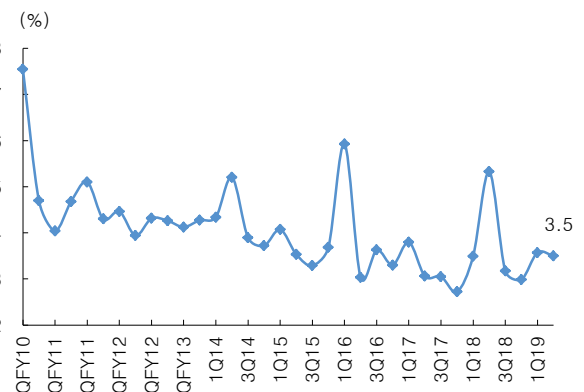
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 2] 신계약 APE 추이



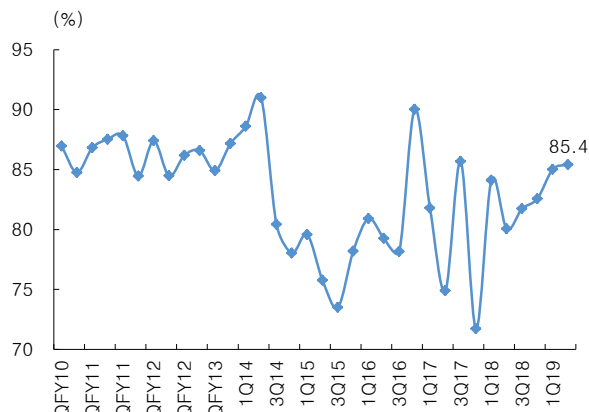
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 3] 운용자산이익률 추이



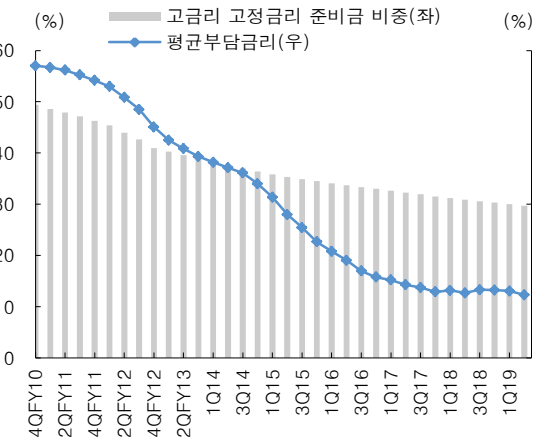
주: 매도가능증권평가손익을 조정하지 않은 운용자산이익률 기준  
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 4] 위험손해율 추이



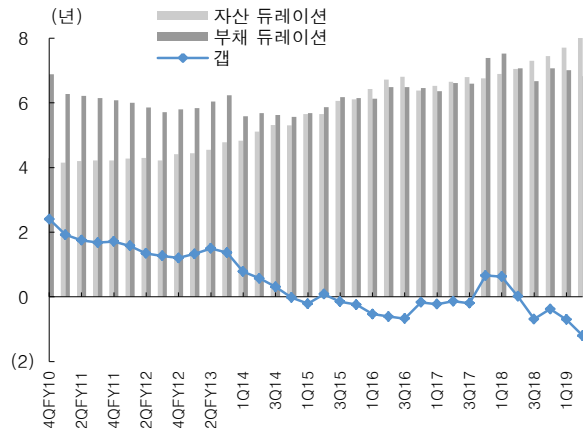
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 5] 고정형 부채 적립금과 평균부담금리 추이



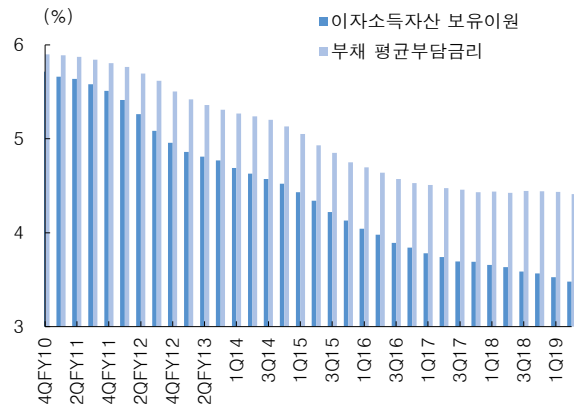
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 6] 듀레이션 갭 추이



자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 7] 이원차 스프레드 추이



자료: 삼성생명, 한국투자증권

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	282,753	289,428	300,477	312,881	325,676
운용자산	228,741	236,195	245,295	255,282	265,583
현금과예치금	4,940	4,745	4,371	4,461	4,553
유가증권	150,811	152,679	165,550	173,157	181,002
주식	32,258	24,388	28,540	29,947	31,398
채권	103,943	110,693	116,655	121,888	127,285
대출채권	64,574	70,187	67,248	69,350	71,519
부동산	8,416	8,584	8,114	8,444	8,785
비운용자산	8,691	7,298	4,434	3,444	2,425
미상각신계약비	3,114	2,755	2,433	1,992	1,564
특별계정자산	48,431	47,263	50,760	54,028	57,397
부채총계	251,588	258,922	264,928	275,916	287,250
책임준비금	166,881	173,943	177,038	184,051	191,331
보험료적립금	160,006	166,364	172,253	179,164	186,315
계약자지분조정	9,581	8,189	8,769	9,265	9,544
기타부채	27,928	29,794	28,775	29,010	29,460
특별계정부채	47,180	46,977	50,502	53,748	57,072
자본총계	31,164	30,505	35,549	36,965	38,425
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	63	125	125	125	125
이익잉여금	14,268	15,548	15,733	16,221	16,714
기타포괄손익누계액	17,087	15,246	20,102	21,029	21,997

## 성장지표

(단위: %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
총자산성장률	6.8	2.4	3.8	4.1	4.1
수입보험료성장률	(0.7)	(3.1)	4.5	6.5	4.9
개인	(0.9)	(3.2)	6.2	4.9	4.9
단체	(0.8)	(0.7)	5.9	4.8	5.0
영업이익	(69.8)	150.2	(156.6)	17.2	(1.4)
당기순이익	(41.8)	39.3	(35.2)	1.5	0.6
투자수익증가율	(12.8)	23.2	(7.0)	1.6	1.3
운용자산증가율	6.5	3.3	3.9	4.1	4.0
수입보험료 비중					
개인	96.7	96.6	98.1	96.6	96.7
생존	28.2	27.1	27.6	27.3	27.3
양로	13.2	12.2	11.7	11.5	11.6
단체	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6
지급보험금 비중					
보험금	16.7	16.9	18.8	18.8	19.1
환급금	82.5	81.5	80.5	80.5	81.6
배당금	0.6	1.3	0.9	0.9	0.9

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
보험영업수익	16,948	16,475	17,208	18,309	19,211
보험료수익	16,646	16,135	16,859	17,957	18,829
개인	16,094	15,582	16,542	17,352	18,201
생존	4,695	4,373	4,659	4,896	5,133
사망	9,196	9,240	9,913	10,385	10,889
양로	2,203	1,969	1,970	2,070	2,178
단체	422	419	443	465	488
지급보험금	11,910	13,510	15,027	15,630	16,164
보험금	1,987	2,280	2,829	2,946	3,089
환급금	9,820	11,017	12,090	12,588	13,198
배당금	77	182	137	142	149
사업비	1,723	2,232	2,142	2,164	2,390
(이연신계약비)	(1,545)	(1,192)	(1,427)	(1,492)	(1,523)
신계약비	1,756	1,851	1,872	1,995	2,132
유지비	1,553	1,573	1,561	1,660	1,780
신계약비상각비	1,969	1,556	1,749	1,933	1,951
보험손익	1,006	(1,214)	(2,098)	(1,768)	(1,659)
투자손익	6,976	8,595	8,202	8,110	8,792
책임준비금전입	7,610	6,448	6,111	6,981	7,222
영업이익	373	933	(528)	(619)	(610)
영업외손익	1,342	1,433	1,556	1,550	1,549
당기순이익	1,195	1,664	1,079	1,095	1,101

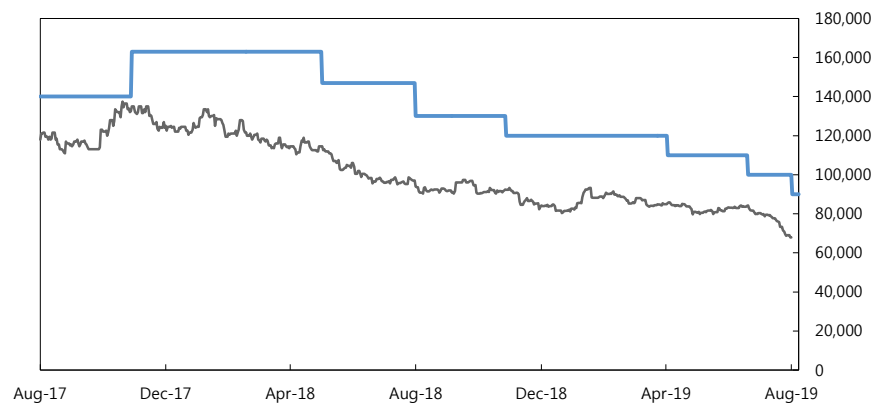
## 수익성지표

(단위: 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
ROA	0.4	0.6	0.4	0.4	0.3
ROE	4.0	5.4	3.3	3.0	2.9
당기순이익/수입보험료	7.2	10.3	6.4	6.1	5.9
투자수익/수입보험료	41.9	53.3	48.7	45.2	46.7
보험금지급률	71.5	83.7	89.1	87.0	85.9
보험금지급률(책임준비금포함)	117.3	123.7	125.4	125.9	124.2
보험금/보험료수익	11.9	14.1	16.8	16.4	16.4
환급금/보험료수익	59.0	68.3	71.7	70.1	70.1
배당금/보험료수익	0.5	1.1	0.8	0.8	0.8
투자영업지표					
총자산대비 투자영업이익률	2.6	3.1	2.7	2.7	2.6
운용자산수익률	3.2	3.8	3.4	3.3	3.2
총자산대비 운용자산	80.9	81.6	81.6	81.6	81.5
주당지표					
EPS	5,976	8,322	5,395	5,476	5,507
BPS	155,822	152,527	177,746	184,825	192,126
수정BPS	166,373	163,079	188,298	195,377	202,677
DPS	2,000	2,650	2,650	2,460	2,880
배당수익률	1.6	3.2	3.9	3.6	4.2
배당성향	30.0	28.6	47.0	43.0	50.0

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성생명 (032830)	2017.01.17	매수	140,000원	-16.6	-1.8
	2017.11.10	매수	163,000원	-25.0	-17.2
	2018.05.14	매수	147,000원	-31.5	-23.1
	2018.08.13	매수	130,000원	-28.9	-25.2
	2018.11.09	매수	120,000원	-27.8	-22.3
	2019.04.15	매수	110,000원	-24.8	-21.9
	2019.07.02	매수	100,000원	-23.2	-17.2
	2019.08.14	매수	90,000원	-	-



## Compliance notice

- 당사는 2019년 8월 13일 현재 삼성생명 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성생명 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

## 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## 투자등급 비율 (2019. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	0%

\* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.