

삼성생명(032830)

삼성생명의 전자 지분에 대한 엇갈린 해석

보험업종 투심 약화로 주가 부진

연초 이후 보험업종의 주가 부진이 장기화 되는 중이다. 경쟁 격화에 따른 손해율 악화 및 사업비 증가, 소비자 보호를 중시하는 김기식 금감원장 취임, 금리 상승 시 배당 매력 약화 등이 있지만 가장 큰 이유는 보험업이 투자자 포트폴리오에서 후순위로 미뤄진 원인이 크다. 생보주는 금리 상승의 최대 수혜이지만 만기 도래하는 보유이원과 신규투자이원 차이가 크다는 점에서 의미 있는 실적 개선은 천천히 나타난다. 반면, KRX300/벤처펀드에 힘입은 코스닥 선전, 올해 대형주 선전 및 코스피 강세를 기대하는 기관투자자 입장에서는 개선 속도가 느린 보험업종의 상대 매력도가 떨어질 것이다. 업종センチ멘트는 부진하지만 삼성생명은 전자 지분 처리 방향성에 따라 장기간 이익/배당 변화가 예상되기에 여전히 관심이 필요하다.

삼성생명의 전자 지분에 대한 엇갈린 해석

삼성전자 지분 매각에 대해서는 시장의 해석이 엇갈린다. 삼성전자의 배당금은 7,900억원 수준으로 삼성생명 세전이익 2조원의 상당 부분을 차지한다. 따라서 전자 지분 매각 시 배당수익 감소를 우려하기 때문이다. 매각재원으로 재투자자가 이뤄지지만, 삼성전자 지분가치 25.7조원에서 이연법인세 4.3조원, 계약자 지분 7.4조원을 제외하면 신규 투자재원은 기존 대비 54% 수준으로 떨어진다. (결손금 상계는 가정치 않음). 전년 말 삼성생명의 신규투자이원은 3.7%로 삼성전자의 올해 배당수익률 2.9% 보다 높지만 전량 매각/재투자를 가정하면 세전 2,279억원의 이익 감소가 예상된다. 따라서 상기 시장의 반론도 일리가 있다.

그럼에도 우리는 삼성생명의 전자 지분 해소를 긍정적으로 평가하는데, 현재 삼성전자의 주주지분의 평가이익은 약 13.4조원이다. 상기 지분을 10년 분할 매각을 가정해도 매해 1.3조원의 매각이익이 경장적 순이익에 추가되고, 5년 매각을 가정해도 매해 2.7조원의 매각이익이 증가한다. 일회성 이익이기 하지만 실적 급등 구간이 장기간 지속될 전망이다. 일부는 배당재원이 될 것이라는 점에서 배당수익률도 한 단계 상향을 예상한다.

| | 보험료수익 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EPS (원) | 증감률 (%) | 수정BPS (%) | PER (x) | 수정PBR (x) | ROE (%) | DY (%) |
|-------|----------------|---------------|--------------|------------|------------|--------------|------------|--------------|------------|-----------|
| 2015A | 17,354 | 61 | 1,211 | 6,056 | (9.4) | 126,451 | 18.2 | 0.9 | 5.3 | 1.6 |
| 2016A | 16,768 | 1,235 | 2,054 | 10,271 | 69.6 | 152,094 | 11.0 | 0.7 | 7.9 | 1.1 |
| 2017F | 16,646 | 373 | 1,195 | 5,976 | (41.8) | 166,373 | 20.8 | 0.7 | 4.0 | 1.6 |
| 2018F | 17,155 | 673 | 1,521 | 7,605 | 27.3 | 171,535 | 15.1 | 0.7 | 4.8 | 2.0 |
| 2019F | 17,784 | 951 | 1,720 | 8,600 | 13.1 | 181,431 | 13.3 | 0.6 | 5.2 | 2.3 |

매수(유지)

목표주가: 163,000원(유지)

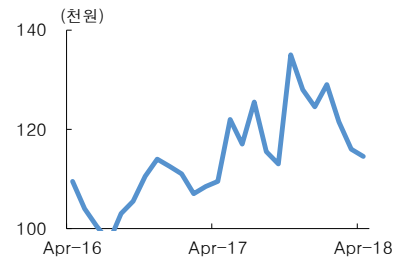
Stock Data

| | |
|-------------------|-----------------|
| KOSPI(4/11) | 2,444 |
| 주가(4/11) | 114,500 |
| 시가총액(십억원) | 22,900 |
| 발행주식수(백만) | 200 |
| 52주 최고/최저(개원) | 137,500/107,500 |
| 일평균거래대금(6개월, 백만원) | 30,830 |
| 유동주식비율/외국인지분율(%) | 41.8/16.1 |
| 주요주주(%) | 이건희 외 7 인 47.0 |
| | 신세계 외 1 인 8.1 |

주가상승률

| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|----------|-------|-------|-------|
| 절대주가(%) | (5.0) | (6.9) | 6.5 |
| 상대주가(%p) | (4.4) | (6.3) | (8.6) |

주가추이



자료: WISEfn

윤태호

taeho3123@truefriend.com

일시 대규모 삼성전자 매각/매입 결정 쉽지 않아

삼성생명이 삼성전자 지분을 한번에 대거 매각하고 삼성물산이 일시에 대규모 매입한다는 접근에는 부정적이다. 삼성전자 지분 이슈는 금산법/공정거래법 등 여러 사안이 얹힌 사안으로 감독당국(금융위, 금감원, 공정위, 거래소 등)과 사전조율이 필요해 보인다. 필연적으로 발생하는 유배당계약자의 배당 규모, 지배력 공백 시 발생하는 삼성전자 리스크, 지분 매각 시 주식시장 영향 등 다방면을 검토해야 하기 때문이다. 따라서 삼성은 여러 대안으로 감독당국과 조율한 후에 최종안을 중장기 로드맵으로 제시할 가능성이 높아 보인다.

쉽지 않은 문제라는 것을 감독당국도 인지하기에 삼성의 순환출자/금산분리의 구체적 방향성과 실행의지가 분명하면 조율이 가능할 것으로 판단한다. 삼성물산도 진행 중인 효율화/사업개편을 순탄히 진행하고 개편을 위한 사전 대비가 필요할 것이다.

재무상태표

(단위: 십억원)

| | 2015A | 2016A | 2017F | 2018F | 2019F |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 자산총계 | 230,363 | 264,654 | 282,753 | 292,694 | 311,756 |
| 운용자산 | 183,082 | 214,879 | 228,741 | 236,674 | 251,885 |
| 현금과예치금 | 3,272 | 5,823 | 4,940 | 5,059 | 5,287 |
| 유가증권 | 137,227 | 142,071 | 150,811 | 156,730 | 168,079 |
| 주식 | 19,805 | 23,902 | 32,258 | 33,594 | 36,155 |
| 채권 | 105,597 | 106,351 | 103,943 | 107,933 | 115,582 |
| 대출채권 | 33,363 | 58,063 | 64,574 | 66,271 | 69,526 |
| 부동산 | 9,220 | 8,923 | 8,416 | 8,708 | 9,268 |
| 비운용자산 | 7,695 | 8,269 | 8,691 | 3,627 | (1,811) |
| 미상각신계약비 | 3,856 | 3,542 | 3,114 | 2,857 | 2,547 |
| 특별계정자산 | 40,725 | 44,109 | 48,513 | 52,284 | 61,363 |
| 부채총계 | 206,641 | 236,345 | 251,588 | 260,497 | 277,581 |
| 책임준비금 | 149,118 | 158,729 | 166,881 | 171,871 | 179,168 |
| 보험료적립금 | 143,389 | 152,281 | 160,006 | 167,177 | 174,325 |
| 계약자지분조정 | 6,968 | 8,058 | 9,581 | 8,705 | 9,028 |
| 기타부채 | 9,976 | 25,683 | 27,928 | 27,863 | 28,304 |
| 특별계정부채 | 40,578 | 43,857 | 47,180 | 52,216 | 61,237 |
| 자본총계 | 23,722 | 28,308 | 31,164 | 32,197 | 34,176 |
| 자본금 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 자본잉여금 | 6 | 63 | 63 | 63 | 63 |
| 이익잉여금 | 11,567 | 13,289 | 14,268 | 14,915 | 15,685 |
| 기타포괄손익누계액 | 13,548 | 15,310 | 17,087 | 17,473 | 18,682 |

성장지표

(단위: %)

| | 2015A | 2016A | 2017F | 2018F | 2019F |
|----------|--------|---------|--------|-------|-------|
| 총자산성장률 | 7.4 | 14.9 | 6.8 | 3.5 | 6.5 |
| 수입보험료성장률 | (0.6) | (3.4) | (0.7) | 3.1 | 3.7 |
| 개인 | (0.7) | (3.6) | 1.1 | 1.0 | 3.7 |
| 단체 | (3.1) | (3.4) | 0.1 | 1.6 | 3.7 |
| 영업이익 | (90.1) | 1,918.3 | (69.8) | 80.5 | 41.3 |
| 당기순이익 | (9.4) | 69.6 | (41.8) | 27.3 | 13.1 |
| 투자수익증가율 | (6.2) | 24.4 | (12.8) | 4.7 | 3.9 |
| 운용자산증가율 | 6.2 | 17.4 | 6.5 | 3.5 | 6.4 |
| 수입보험료 비중 | | | | | |
| 개인 | 97.1 | 96.9 | 98.7 | 96.7 | 96.7 |
| 생존 | 35.4 | 29.7 | 29.1 | 28.6 | 28.5 |
| 양로 | 11.7 | 12.1 | 13.6 | 13.1 | 13.2 |
| 단체 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 2.5 | 2.5 |
| 지급보험금 비중 | | | | | |
| 보험금 | 16.0 | 15.3 | 13.8 | 13.8 | 13.7 |
| 환급금 | 83.2 | 83.9 | 83.0 | 82.4 | 81.8 |
| 배당금 | 0.6 | 0.6 | 0.8 | 1.0 | 1.0 |

손익계산서

(단위: 십억원)

| | 2015A | 2016A | 2017F | 2018F | 2019F |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 보험영업수익 | 17,612 | 17,046 | 16,948 | 17,430 | 18,073 |
| 보험료수익 | 17,354 | 16,768 | 16,646 | 17,155 | 17,784 |
| 개인 | 16,846 | 16,244 | 16,422 | 16,593 | 17,205 |
| 생존 | 6,145 | 4,978 | 4,850 | 4,902 | 5,070 |
| 사망 | 8,670 | 9,229 | 9,309 | 9,444 | 9,797 |
| 양로 | 2,031 | 2,037 | 2,264 | 2,246 | 2,339 |
| 단체 | 441 | 425 | 426 | 433 | 448 |
| 지급보험금 | 10,210 | 10,610 | 11,910 | 12,065 | 12,608 |
| 보험금 | 1,631 | 1,623 | 1,640 | 1,665 | 1,728 |
| 환급금 | 8,496 | 8,905 | 9,883 | 9,940 | 10,313 |
| 배당금 | 64 | 59 | 90 | 119 | 124 |
| 사업비 | 1,559 | 1,524 | 1,723 | 1,551 | 1,643 |
| (이연신계약비) | (1,934) | (1,809) | (1,720) | (1,851) | (1,892) |
| 신계약비 | 1,956 | 1,840 | 1,754 | 1,886 | 1,928 |
| 유지비 | 1,537 | 1,493 | 1,457 | 1,516 | 1,608 |
| 신계약비상각비 | 2,057 | 2,124 | 1,969 | 2,109 | 2,202 |
| 보험손익 | 3,497 | 2,476 | 1,006 | 1,438 | 1,339 |
| 투자손익 | 6,428 | 8,000 | 6,976 | 7,698 | 6,834 |
| 책임준비금전입 | 9,864 | 9,242 | 7,610 | 7,245 | 7,222 |
| 영업이익 | 61 | 1,235 | 373 | 673 | 951 |
| 영업외손익 | 1,310 | 1,373 | 1,342 | 1,322 | 1,316 |
| 당기순이익 | 1,211 | 2,054 | 1,195 | 1,521 | 1,720 |

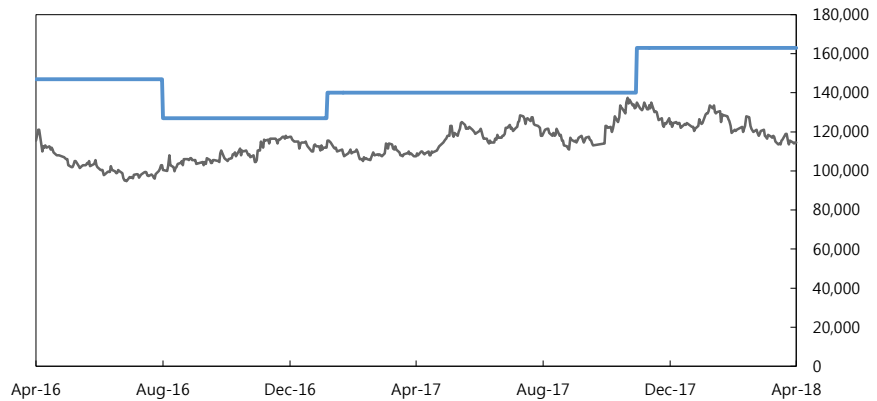
수익성지표

(단위: 원, %)

| | 2015A | 2016A | 2017F | 2018F | 2019F |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| ROA | 0.5 | 0.8 | 0.4 | 0.5 | 0.6 |
| ROE | 5.3 | 7.9 | 4.0 | 4.8 | 5.2 |
| 당기순이익/수입보험료 | 7.0 | 12.3 | 7.2 | 8.9 | 9.7 |
| 투자수익/수입보험료 | 37.0 | 47.7 | 41.9 | 44.9 | 38.4 |
| 보험금지급률 | 58.8 | 63.3 | 71.5 | 70.3 | 70.9 |
| 보험금지급률(책임준비금포함) | 115.7 | 118.4 | 117.3 | 112.6 | 111.5 |
| 보험금/보험료수익 | 9.4 | 9.7 | 9.9 | 9.7 | 9.7 |
| 환급금/보험료수익 | 49.0 | 53.1 | 59.4 | 57.9 | 58.0 |
| 배당금/보험료수익 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.7 | 0.7 |
| 투자영업지표 | | | | | |
| 총자산대비 투자영업이익률 | 2.9 | 3.3 | 2.6 | 2.6 | 2.5 |
| 운용자산수익률 | 3.7 | 4.1 | 3.2 | 3.2 | 3.2 |
| 총자산대비 운용자산 | 79.5 | 81.2 | 80.9 | 80.9 | 80.8 |
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 6,056 | 10,271 | 5,976 | 7,605 | 8,600 |
| BPS | 118,609 | 141,542 | 155,822 | 160,983 | 170,880 |
| 수정BPS | 126,451 | 152,094 | 166,373 | 171,535 | 181,431 |
| DPS | 1,800 | 1,200 | 2,000 | 2,340 | 2,650 |
| 배당수익률 | 1.6 | 1.1 | 1.6 | 2.0 | 2.3 |
| 배당성향 | 27.5 | 10.5 | 29.4 | 29.4 | 29.4 |

투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목(코드번호) | 제시일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---------------|------------|------|----------|---------|-------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 삼성생명 (032830) | 2016.02.21 | 매수 | 147,000원 | -27.9 | -17.7 |
| | 2016.08.12 | 매수 | 127,000원 | -13.7 | -7.1 |
| | 2017.01.17 | 매수 | 140,000원 | -16.6 | -1.8 |
| | 2017.11.10 | 매수 | 163,000원 | - | - |



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 12일 현재 삼성생명 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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 (2018.3.31 기준)

| 매수 | 중립 | 비중축소(매도) |
|-------|-------|----------|
| 80.3% | 19.2% | 0.5% |

※ 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.