

# 삼성생명(032830)

## 실적 부진했지만 큰 그림 변화 없어

4Q 실적 부진했지만, 실적 방향성 변화 없어  
금리 가정 변경으로 보유계약가치 큰 폭 증가  
어느새 3월이 다가오다

### Facts : 4Q 실적 부진했지만 방향성 변화 없어

4Q 순이익은 -718억원(적전 QoQ, 적지 YoY)으로 전년에 이어 적자를 시현했다. 올해는 다를 것으로 기대했지만 연말 변액보증준비금 2,050억원, 사내복지기금 350원, ERP 감가상각비, 부동산 손실 등 대규모 일회성 비용이 반영되었다. 4Q 실적은 아쉽지만 1월 실적 공시를 통해 이미 알려진 내용이고, 2018년 변액보증준비금 부담은 전년 대비 줄어들 것은 분명하다. 아쉬운 실적이지만 전년 시장이 기대했던 실적 정상화 방향은 유효하다.

### Pros & cons : 금리 가정 변경으로 보유계약가치 큰 폭 증가

2017년 삼성생명의 보유계약가치는 10.3조원으로 전년 대비 3배 증가했다. 보유계약가치 증가분은 6.8조원인데 이중 1.8조원은 경상적인 Operating profit이고, 5.0조원은 경제적 가정변경에 기인한다. 대부분이 자산이익률 가정치 상향 때문으로 판단된다. 삼성생명은 시중금리 상승기조, 주식수익률을 고려해서 자산이익률을 전년 3.5%에서 4.0%로 50bp 상향했다. 반면, 할인율은 전년과 동일한 8.5%를 적용했다. 납득할만한 사유가 있겠지만 보수적 접근을 선호하는 시장을 고려하면 아쉬운 부분이다. 논란에도 금리 상승이 삼성생명의 보유계약을 개선 중이라는 점은 부인할 수 없다.

### Action : 어느새 3월이 다가오다

전일 컨퍼런스콜에서 시장이 기대하던 중장기 자본정책 방향성, 삼성전자 지분 해소 방안은 공유되지 않았다. 그러나 2월 판결 이후 삼성은 정부가 추진 중인 재벌 개혁 정책에 적극적으로 대응할 가능성이 높고, 공정위가 제시한 3월 지배구조 개편 데드라인이 임박했다는 점에 주목할 필요가 있다. 전일 컨퍼런스콜과 무관하게 삼성의 행보는 진행형이라는 판단이다. 문재인 재벌개혁안에 담긴 주요 골자인 금산분리 강화, 금융통합감독 시스템, 순환출자 해소, 자사주 활용 제한, 일감몰아주기 해소 등은 삼성전자를 둘러싼 삼성물산/삼성생명/삼성화재의 개편이 전제되어야 한다. 삼성생명의 초기 변화가 예상되는 시기이다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 163,000원(유지)

### Stock Data

KOSPI(2/22)	2,414
주가(2/22)	123,000
시가총액(십억원)	24,600
발행주식수(백만)	200
52주 최고/최저가(원)	137,500/105,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	32,031
유동주식비율/외국인지분율(%)	41.8/16.4
주요주주(%)	이건희 외 5 인 47.0
	신세계 외 1 인 8.1

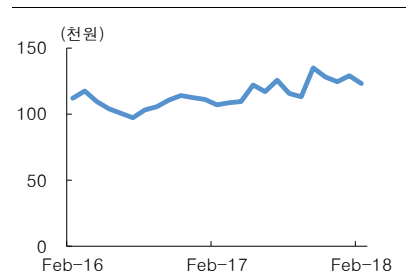
### Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	11.0	20.8	16.2
PBR(x)	0.7	0.7	0.7
ROE(%)	7.9	4.0	4.8
DY(%)	1.1	1.6	1.9
EPS(원)	10,271	5,976	7,605
BPS(원)	152,094	166,373	171,535

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.8)	2.9	16.0
상대주가(%p)	(3.3)	0.9	1.4

### 주가추이



자료: WISEfn

윤태호

taeho3123@truefriend.com

#### 4Q17 삼성생명 컨퍼런스콜 Q&A

Q1. 시장금리 상승에 따라 자산이익률 상향 조정했는데, 할인율 가정은 변화 없음. 가정이 배치되는데 이유는?

- 자산이익률 50bp 상승에는 최근 시장금리 상승을 반영됨. 반면, 할인율은 8.5% 전년도 할인율 사용. 금리 상승 가정 시 CAPM으로 산출한 할인율은 9% 이상 가능. 그러나 타사와 EV 할인율 비교를 위해서 8.5% 적용

Q2. 3년 자본정책 계획. 배당성향의 추가 상승 가능한지

- 최근 시장 금리 상승으로 이차이익이 개선되고, 보험이익도 견조함. 매년 DPS 증가 가능할 것으로 판단. 정상적 이익 시점에서 30% 이상의 배당 성향 유지하기 위해 노력할 것. 다만, 이해관계자의 입장 고려도 필요함

Q3. 삼성생명의 삼성전자 지분 처리에 대해서 시장의 관심이 높음. 향후 지분 활용/매각 계획? 매각에 따른 주주/계약자 배당?

- 매각 시 이익이 배당 이원이 되는 것은 맞음. 그러나 구체적인 계획을 현시점 공개하기 어려움. 구체적인 매각 계획이 향후 확정된다면 공유할 것

Q4. 건강 상품의 높은 마진율 68%는 지속 가능한지?

- 건강보험의 경우 해약 불가능 혹은 갱신형 상품이기에 부가보험료/위험보험료가 대부분이고 마진율이 높음. 건강보험 자체 마진율만 보면 68% 보다 높음. 현재 업계 평균보다 위험률이 안정적임

Q5. 보장성 APE 실적이 저조한데 대안은?

- '17년 APE 감소 원인은 주력 컨설턴트의 순증이 어렵고 신상품이 부재했기 때문. 올해 보장성 APE 15% 성장이 목표
- 2016년, 2017년 보장성 장기납 비중은 각각 24%, 34%임. 이중 종신보험(20년 이상 장기납)은 2016년 17%에서 2017년 27%로 10%p 상승.
- 그러나 신보험 성격이 저축성으로 바뀌면서 단기납이 늘어난 것이 사실. 단기납보다 장기납이 1.4배 수익성 좋기에 20년 이상 장기납을 늘려가야 함

Q6. 손해율, 사업비율 상승했는데 비정상적 요인을 제외 시 어느 정도 인지? 2018년 전망과 4분기 비정상적 요인은?

- 독감유행 등, 실손 claim덕에 연말 손해율 상승했음. 2018년 위험손해율 목표는 77%임
- 사내복지비용 360억 적립, 예금비용으로 사업비율 상승. 향후 사업비율은 7% 초반 목표

Q7. 타사 대비 운용자산 내 채권 비중이 낮는데 채권 투자전략과 듀레이션 관리 계획은?

- 자산 듀레이션 확대 위해 만기 22년 이상의 초장기채를 매년 5~6조 지속적 매입 중. 국내 초장기채 투자는 물량 제한이 있음

- － 해외 초장기채 매입 증임. 2016년에 2조, 2017년도에는 3.5조 이상, 올해는 약 3.7조 투자를 계획 중. 해외에서 파생상품을 이용한 초장기채를 확보하는 중

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
보험영업수익	4,258	4,465	4,180	4,222	4,080	(3.4)	(4.2)	5,456
보험손익	545	506	475	205	(181)	NM	NM	487
투자손익	1,749	2,032	1,669	1,712	1,564	(147.6)	(184.6)	1,707
당기순이익	(1)	566	381	320	(72)	NM	NM	166

주: 당기순이익은 지배주주 순이익 기준

자료: 삼성생명, 한국투자증권

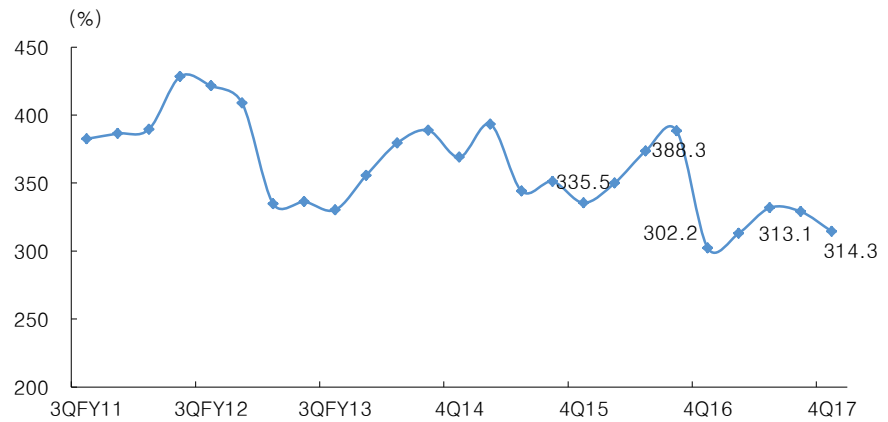
〈표 2〉 삼성생명 수익 추정 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	FY16		FY17 (변경 후)					FY17 (변경 전)		Review		FY18(F)		
	4Q(A)	연간	1Q(A)	2Q(A)	3Q(A)	4Q(P)	연간(P)	4Q(F)	연간(F)	YoY 전망대비		변경 후	변경 전	차이
보험영업수익	4,258	17,046	4,465	4,180	4,222	4,080	16,948	4,334	17,201	(4.2)	(5.8)	17,430	17,180	1.4
보험영업비용	3,714	14,570	3,959	3,705	4,017	4,261	15,942	3,866	15,547	19.0	10.2	15,985	15,483	3.1
지급보험금	2,692	10,610	2,968	2,738	3,025	3,180	11,910	2,900	11,630	22.7	9.7	12,065	11,973	0.8
사업비	400	1,524	387	374	379	583	1,723	375	1,515	53.3	55.5	1,551	1,145	26.2
신계약비상각	540	2,124	522	509	525	413	1,969	529	2,085	(22.6)	(22.0)	2,109	2,108	0.0
책임준비금전입액	2,682	9,242	2,091	1,943	1,863	1,713	7,610	2,244	8,141	(19.9)	(23.7)	7,245	8,641	(19.3)
보험손익														
(책임준비금전입액 차감전)	544	2,476	506	475	205	(181)	1,006	467	1,654	NM	NM	1,438	1,690	(17.5)
투자영업이익	1,749	8,000	2,032	1,669	1,712	1,564	6,976	1,681	7,093	1.6	(6.9)	7,698	8,661	(12.5)
영업외이익	350	1,373	337	339	370	296	1,342	360	1,406	(15.9)	(17.8)	1,322	1,432	(8.3)
당기순이익	(1)	2,054	566	380	320	(71.8)	1,195	185	1,452	NM	NM	1,521	1,605	(5.5)
손해율	128.1	118.3	115.1	114.0	117.8	122.0	117.2	120.2	116.8	9.8	1.8	112.3	121.5	(8.2)
사업비율	22.5	21.8	20.7	21.5	21.8	25.0	22.2	21.2	21.3	3.4	3.8	21.3	19.2	9.9
투자이익률	3.3	4.1	3.8	3.1	3.1	2.8	3.2	3.5	3.4	(0.3)	(0.7)	3.2	3.7	(15.1)
투자이익/수입보험료	41.9	47.7	46.2	40.5	41.2	39.3	41.9	39.5	41.9	2.8	(0.2)	44.9	51.2	(14.1)
총자산	264,654	264,654	268,409	276,178	281,488	282,753	282,753	275,566	275,566	10.1	2.6	292,694	294,304	(0.6)
운용자산	214,879	214,879	215,000	222,976	227,665	228,741	228,741	222,573	222,573	10.3	2.8	236,674	237,520	(0.4)
유가증권	142,071	142,071	145,474	151,205	152,154	150,811	150,811	149,756	149,756	5.7	0.7	156,730	161,086	(2.8)
대출	58,063	58,063	57,645	60,100	63,566	64,574	64,574	61,460	61,460	23.8	5.1	66,271	64,582	2.5
비운용자산	8,269	8,269	9,152	7,975	8,187	8,691	8,691	8,871	8,871	6.5	(2.0)	3,627	5,257	(44.9)
특별계정자산	44,109	44,109	44,576	45,664	45,874	48,513	48,513	43,819	43,819	16.2	10.7	52,284	51,017	2.4
책임준비금	158,729	158,729	160,921	162,984	164,978	166,881	166,881	165,249	165,249	8.6	1.0	171,871	173,998	(1.2)
계약자지분조정	8,058	8,058	8,688	9,693	9,960	9,581	9,581	8,222	8,222	13.8	16.5	8,705	8,890	(2.1)
자기자본	28,308	28,308	29,503	31,859	32,584	31,164	31,164	31,981	31,981	6.0	(2.6)	32,197	34,051	(5.8)
BPS (원)	152,094	152,094	158,068	169,845	173,470	166,373	166,373	170,458	170,458	5.6	(2.4)	171,535	180,804	(5.4)

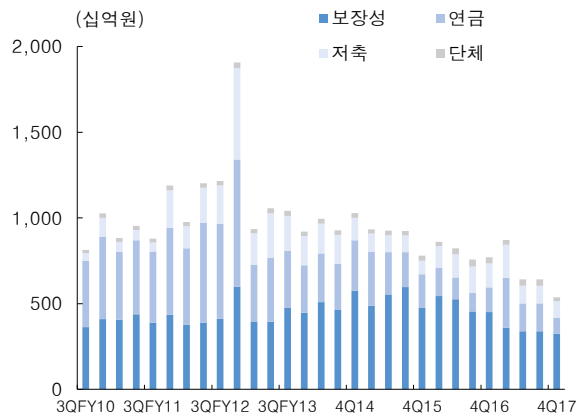
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 1] RBC 비율 추이



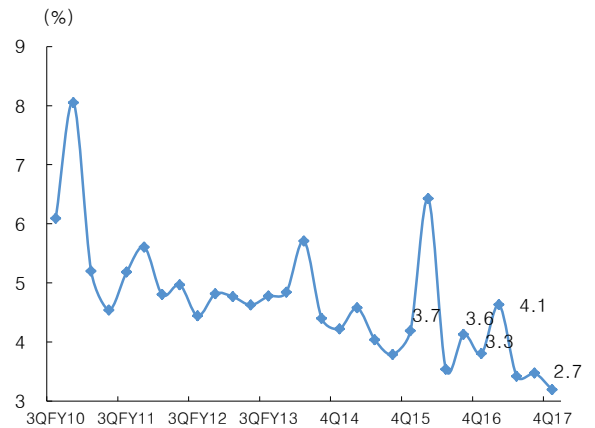
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 2] 신계약 APE 추이



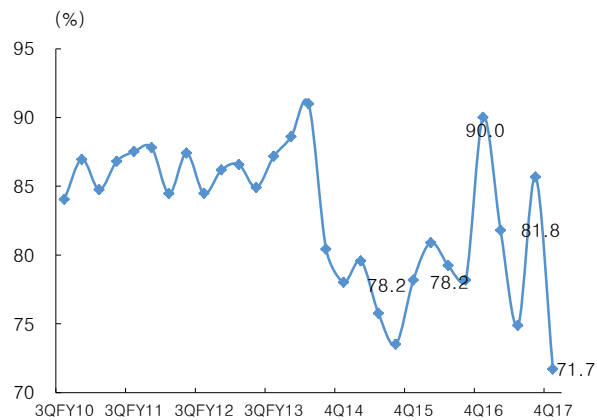
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 3] 운용자산이익률 추이



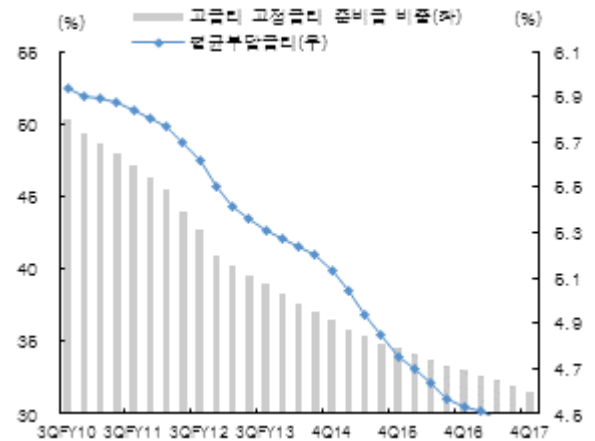
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 4] 위험손해율 추이



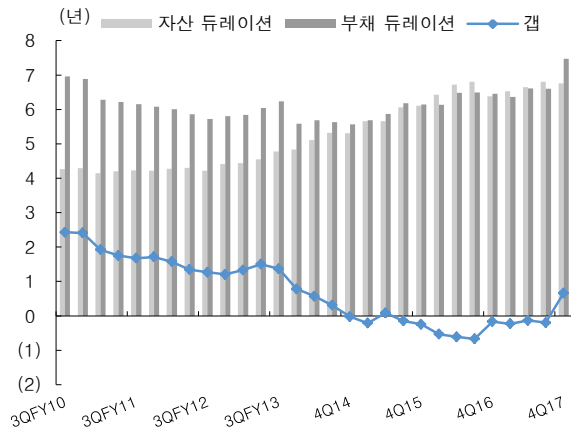
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 5] 고정형 부채 적립금과 평균부담금리 추이



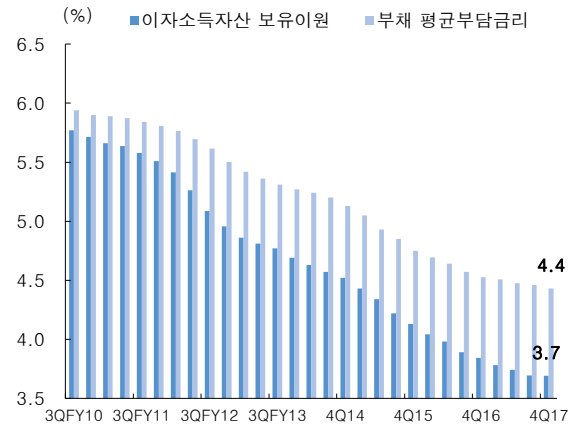
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 6] 듀레이션 갭 추이



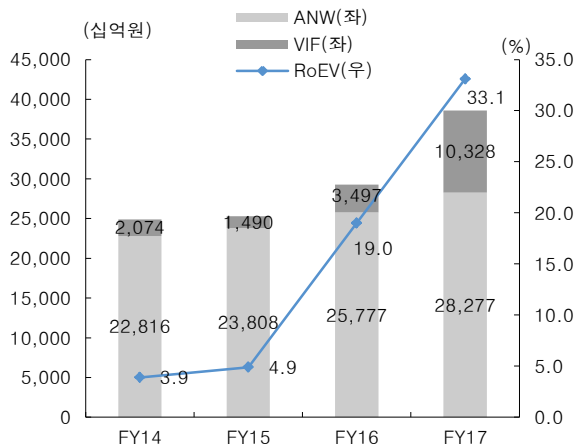
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 7] 이원차 스프레드 추이



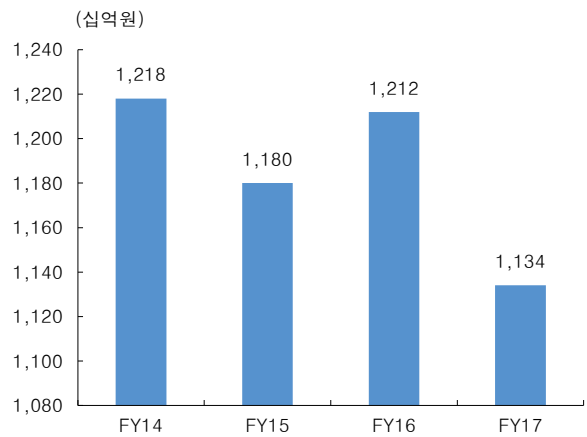
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 8] EV 실적 요약



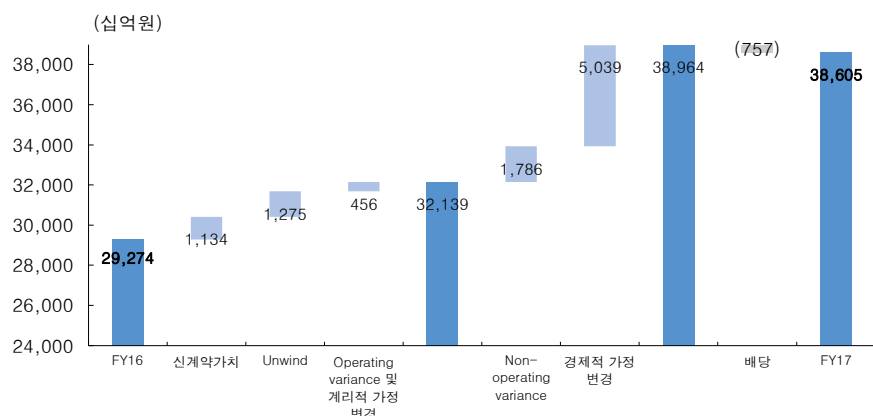
주: 1. FY13년은 4~12월 실적을 연율화  
2. RoEV는 배당 및 자사주 매입 전 기준  
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 9] 신계약가치



주: FY13년은 4~12월 실적을 연율화  
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 10] EV movement



자료: 삼성생명, 한국투자증권

## 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

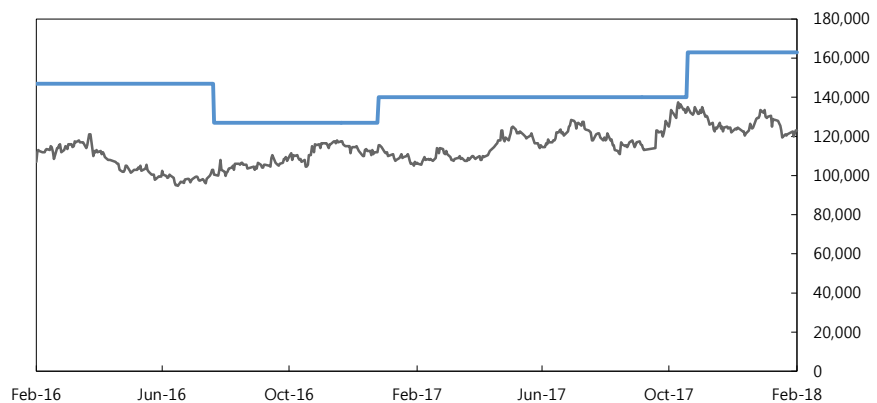
## 수익성지표

(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	1.9	2.2
배당성향	27.5	10.5	29.4	29.4	29.4

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				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 2월 23일 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
- 중립 : 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 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	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
- 중립 : 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.