

삼성생명(032830)

녹록지 않은 외부 환경

계열사 지분 손상차손으로 부진한 4분기
경상적 이익의 50% 이내에서 점진적 배당성향 상향
투자의견 매수, 목표주가 120,000원 유지

Facts : 계열사 지분 손상차손으로 부진한 4분기

삼성생명은 알려진 대로 4분기 순이익 -612억원(적지 YoY, 적전 QoQ)의 부진한 실적을 시현했다. 변액보증적립금 부담은 -290억원에 불과했지만 계열사 지분 손상차손 -3,360억원이 실적 부진의 배경이다. 4분기 위험손해를 82.6%는 (+10.9%p YoY, +0.8%p QoQ), 투자이익률 3.0%(+0.3%p YoY, -0.2%p QoQ), 보장성 APE는 4,133억원(+19.8% YoY, -9.9% QoQ)을 기록했다.

Pros & cons : 경상적 이익의 50% 이내에서 점진적 배당성향 상향

삼성생명은 중기 자본정책에서 경상적 이익의 50% 범위 내에서 글로벌 선진사 수준으로 배당성향 상향 추진 계획을 발표했다. 최근 높아진 시장의 눈높이 대비는 미진했던 것으로 보인다. 비우호적인 금리 환경을 고려하면 실적 개선이 쉽지 않은 시기이다. 일회성 이익에 대한 기저효과, 역마진 악화를 고려하면 삼성생명의 2019년 순이익은 1조 1,034억원(-33.7% YoY)으로 추정된다.

Action : 투자의견 매수, 목표주가 120,000원 유지

금리 횡보에 따른 역마진 부담 증가, 신계약 성장이 요원한 생보업계 등 2019년 외부 환경은 삼성생명에 녹록지 않다. 다만, 연간 계열사 배당금이 1조원을 상회하여 역마진 부담을 덜어주고, 변액보증손익이 적립이 아닌 환입(2018년 +210억원)으로 돌아선 점은 다행으로 보인다. 투자의견 매수, 목표주가 120,000원을 유지한다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

순이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 120,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(2/21)	2,229
주가(2/21)	91,400
시가총액(십억원)	18,280
발행주식수(백만)	200
52주 최고/최저가(원)	128,000/80,300
일평균거래대금(6개월, 백만원)	20,868
유동주식비율(외국인지분율(%))	41.9/16.7
주요주주(%)	이건희 외 7 인 47.0
	신세계 외 1 인 8.1

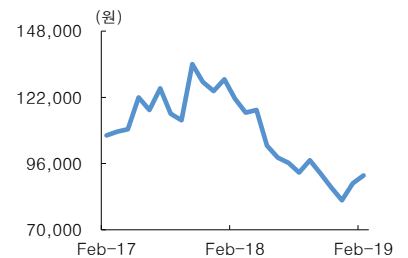
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	20.8	11.0	16.6
PBR(x)	0.7	0.6	0.5
ROE(%)	4.0	5.4	3.5
DY(%)	1.6	2.9	2.2
EPS(원)	5,976	8,322	5,517
BPS(원)	166,373	163,079	172,459

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.0	(1.9)	(24.8)
KOSPI 대비(%)	2.1	(0.1)	(16.5)

주가추이



자료: FnGuide

윤태호

taeho3123@truefriend.com

차주영

jooyoung.cha@truefriend.com

컨퍼런스콜 Q&A 요약

1. 중기 자본정책으로 배당성향을 점진적으로 상향한다고 했는데 타임라인 구체화 부탁. 향후 전자 추가 매각과 같은 이벤트 발생시 이익 배당 방식은?
 - "중기"는 2022년 IFRS17이 도입되기 전까지의 3년을 의미
 - 현재 추가 지분 매각 계획은 없지만, 향후 추가 전자 지분 매각시 그때의 상황에 맞춰 안정적으로 배당할 것. 이번에 분할 배당을 하기로 결정한 이유는 1) 배당액 급증 방지, 2) 안정적인 배당 증가를 위한 것.
2. EV. 보유계약가치가 많이 떨어졌는데, 향후 EV 성장 드라이버는?
 - 2017년 38.6조에서 2018년 32.5조로 감소. 가장 큰 원인은 금리 50bp 하락에 따른 NIER 하락. 2019년 배당 후 34조(배당 전 35조) 가이드는 2018년과 동일한 경제적/계리적 가정을 적용한 결과. 따라서 차이는 신계약 경영 계획 수립에 따른 변화.
 - 내부적으로 수익성 높은 보장성 중저가 판매 수입에 드라이브 거는 중. 실제 사차관리/유지관리 등 원가 절감을 통해 가이드스 달성 충분하다고 봄.
3. 최근 2~3년 자본정책에 대한 커뮤니케이션이 부족했다고 생각함. 주가가치 제고에 대한 경영진의 입장 및 KPI 주가 비중 및 KPI 구성 요소와 올해 투자자와 미팅 계획 공유 부탁.
 - 경영진은 투자자와의 적극적인 대화를 준비 중. 최근 소통하지 못한 원인은 IFRS17, K-ICS 도입에 대한 영향을 수치화하지 못한 상태로 IR 활동을 하는 것이 적합하지 않다고 판단했기 때문.
 - 도입 지연을 감안해 신제도 도입 이후에도 중기적으로 배당성향 상향하는 것이 가능하다고 판단됨
 - 주가 제고 관련 삼성생명의 핵심 제도는 1) 회사평가기준: 연간 KPI 평가를 통해 전 임직원의 보수를 산출하는데 주가수익률이 매년 5~10% 반영됨(신계약 증가가 10%를 차지)과, 2)최고경영진의 장기평가인센티브제도: 지급 기준 중 주가수익률 비중이 50%. 지급액 결정시 주가 수준도 포함되지만, 4년에 걸쳐 보수가 지급되고 매년 주가 수준에 따라 조정. 금년은 주가 하락으로 임원 평가보수도 30% 정도 삭감.
4. 배당재원이 되는 "경상이익"에 대해 설명 부탁
 - 삼성전자 매각과 같이 특이한 경우만 별도로 관리하고 부동산 매각이익과 같은 일회성 이익은 경상이익에 포함.
5. 의결권 없는 전자 주식 6% 보유하는 것에 대해 투자자에게 정당한 이유 설명 부탁.
 - 삼성전자 지분을 보유해 요구자본에 부담이 되는 것은 사실이나 연간 삼성전자로부터 받는 배당수익이 8천억원 수준으로 시가배당률로 환산시 3%에 해당되는 고수익 자산. 그 어떤 투자 자산보다 보유가치가 높은 우량자산으로 판단됨.

- +) 요구자본도 보험회사로서 고민해야 하는 부분이라고 생각되는데, 현재 신규 투자이원이 3.5%인 점도 고려해야 한다고 생각됨(지분 매각 후 재 투자 등).
- 참고로 작년 매각한 전자 지분은 초장기채 매입에 사용. 추가 매입한 채권의 평균 이율이 2.4% 수준. 전자 지분 매각은 신규이원의 3bp 하락 영향이 있었고, 필요이자 증가로 부담이율도 3bp 상승. 삼성생명의 이원차마진 역시 3bp 하락.

6. GA 채널 상품 전략

- 2018년 지배력강화는 1) 인력 충당, 2) 주요종신 중 유병자 상품 등 경쟁력 있는 상품 중심으로 공략했음
- 건강상해 시장의 성장이 예상되어 건강상해 상품 출시 계획
- 우선은 시장 내 presence 강화 후 상품전략에 대한 고민을 할 것

7. EV 발표 중단한 계열사가 있는데, 정보 혼돈 방지가 이유였음. MCEV(시장부합 내재가치)화 되지 않은 경우 IFRS17, K-ICS 도입시 수치 차이가 클 텐데 당사도 EV의 MCEV화 혹은 추가 옵션 반영 계획이 있는지, 혹은 중기적으로는 지금 공시 기준을 유지할 계획인지

- 손보사와 달리 생보사는 변액보험 등 복잡한 상품이 더 많아 CSM 산출 등이 어려워 아직 작업 진행 중. 금년부터 가시화되지 않을까 생각되는데, 아직 CSM이 EV를 대체할 수 있는지, 정확한 차이점이 뭔지 고민 중이기에 중기적으로는 현재 공시 기준 유지 예정.

8. 보험이익. 2019년 타겟(1.5조)은 2018년 대비 약 1,000억원 증가를 의미하는데, 760억 신계약 추가상각 및 유암종 지급 등 2018년도 일회성 요인 감안 시 비슷한 수준인 듯. 이러한 사항 등이 반영된 가이던스인지.

- 비차익: 고강도 원가혁신 작년부턴 추진 중이기에 1,000억원 saving 효과로 비차익 700억원 증가 효과 예상
- 사차익: 2016년 전에는 7~8년 동안 연간 4,000억~5,000억원 유지. 2016년부터 사차혁신으로 2017년 8,400억원 달성했음. 2018년은 금융당금의 소비자 위주 지급보험금 정책으로 암보험 관련 지급에 따른 1,200억원 감소 효과 있었음. 2019년에는 2018년 사차익(7,230억원) 대비 500억원 신장 목표. 사차대책TF 개선을 통해 목표 달성 노력할 것.
- 이차익은 금리/주가 등 대외 여건에 따른 손익 변동이 크기에 보험 손익 우상향 정책 수립을 통해 회사 성장 이어갈 계획이고 이러한 부분은 앞서 말한 회사평가기준에도 반영되어 있음

〈표 1〉 4분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
보험영업수익	4,080	4,103	4,094	4,110	4,169	1.4	2.2	4,419
보험손익	(181)	(384)	(61)	(301)	(469)	NM	NM	(230)
투자손익	1,564	1,981	3,027	1,837	1,749	(4.8)	11.8	1,989
당기순이익	(72)	390	1,056	280	(61)	NM	NM	251

주: 당기순이익은 지배주주순이익 기준
자료: 삼성생명, 한국투자증권

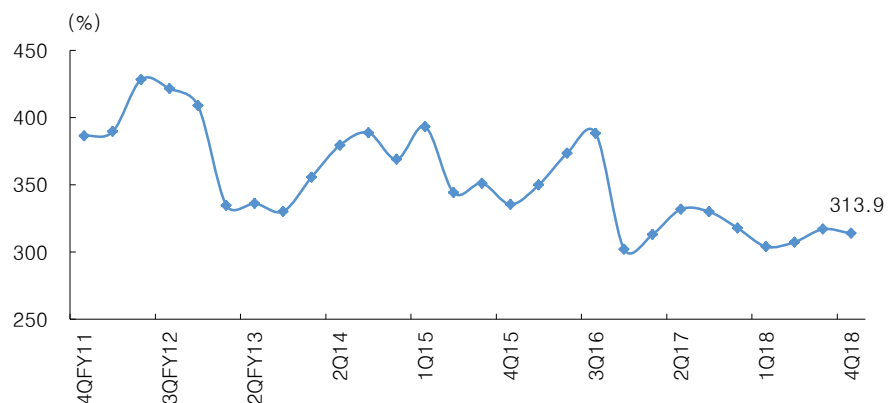
〈표 2〉 수익 추정 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	FY17		FY18 (변경 후)				FY18 (변경 전)			Review		FY19(F)	
	4Q(A)	연간	1Q(A)	2Q(A)	3Q(A)	4Q(P)	FY18F	4Q(F)	FY18F	YoY 전망대비		변경 후	변경 전
보험영업수익	4,080	16,948	4,103	4,094	4,110	4,169	16,475	4,258	16,564	2.2	(2.1)	17,084	16,978
보험영업비용	4,261	15,942	4,487	4,154	4,411	4,637	17,689	4,585	17,637	8.8	1.1	18,176	17,717
지급보험금	3,180	11,910	3,452	3,120	3,391	3,547	13,510	3,563	13,526	11.6	(0.4)	14,071	13,719
사업비	583	1,723	564	542	531	595	2,232	438	2,075	2.0	35.7	1,855	1,726
신계약비상각	413	1,969	379	396	390	391	1,556	508	1,673	(5.3)	(23.0)	1,941	1,972
책임준비금전입액	1,713	7,610	1,394	1,818	1,521	1,715	6,448	1,602	6,334	0.2	7.1	6,255	6,106
보험손익													
(책임준비금전입액 차감전)	(181)	1,006	(384)	(61)	(301)	(469)	(1,214)	(328)	(1,073)	NM	NM	(1,093)	(740)
투자영업이익	1,564	6,976	1,981	3,027	1,837	1,749	8,595	2,257	9,102	11.8	(22.5)	7,406	7,560
영업외이익	296	1,342	359	309	387	378	1,433	300	1,355	27.7	26.0	1,447	1,338
당기순이익	(72)	1,195	390	1,056	280	(61)	1,664	133	1,859	NM	NM	1,103	1,263
손해율	122.0	117.2	120.3	123.0	121.9	128.7	123.5	123.1	122.1	6.7	5.6	120.9	118.7
사업비율	25.0	22.2	23.4	23.3	22.8	24.3	23.5	22.7	23.1	(0.7)	1.6	22.6	22.2
투자이익률	2.8	3.2	3.5	5.3	3.2	3.0	3.8	3.4	3.9	0.2	(0.4)	3.2	3.3
투자이익/수입보험료	39.3	41.9	49.1	75.3	45.6	43.2	53.3	54.1	56.0	3.9	(11.0)	44.1	45.3
총자산	282,753	282,753	283,345	285,205	289,600	289,428	289,428	290,056	290,056	2.4	(0.2)	307,992	305,685
운용자산	228,741	228,741	226,887	230,819	234,456	236,195	236,195	234,820	234,820	3.3	0.6	251,097	247,271
유가증권	150,811	150,811	149,226	151,171	153,190	152,679	152,679	153,462	153,462	1.2	(0.5)	163,752	162,769
대출	64,574	64,574	65,814	66,316	67,716	70,187	70,187	67,796	67,796	8.7	3.5	73,507	70,534
특별계정자산	48,431	48,431	44,576	45,664	45,874	48,431	48,431	48,431	48,431	0.0	0.0	51,413	50,376
책임준비금	166,881	166,881	168,473	170,431	172,089	173,943	173,943	171,186	171,186	4.2	1.6	177,310	177,389
계약자지분조정	9,581	9,581	9,027	8,397	8,739	8,189	8,189	8,261	8,261	(14.5)	(0.9)	8,085	8,326
자기자본	31,164	31,164	29,813	29,910	31,108	30,505	30,505	31,155	31,155	(2.1)	(2.1)	32,381	32,748
BPS (원)	166,373	166,373	159,616	160,102	166,094	163,079	163,079	166,326	166,326	(2.0)	(2.0)	172,459	174,292

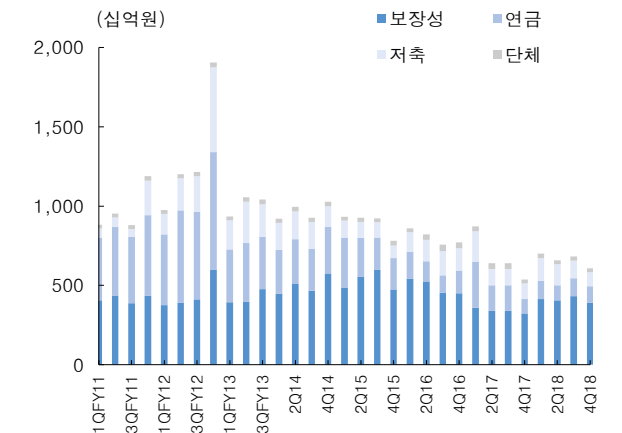
자료: 삼성생명, 한국투자증권

〈그림 1〉 RBC 비율 추이



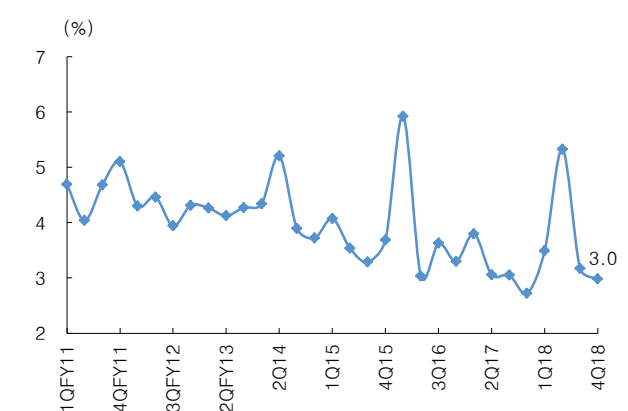
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 2] 신계약 APE 추이



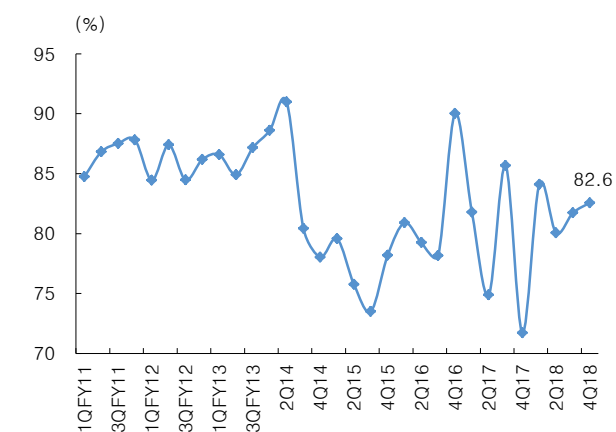
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 3] 운용자산이익률 추이



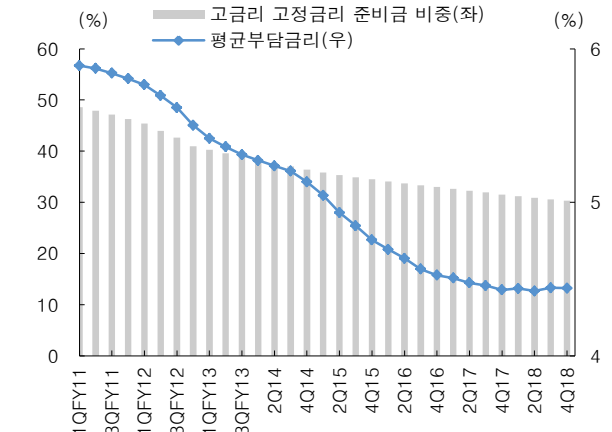
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 4] 위험손해율 추이



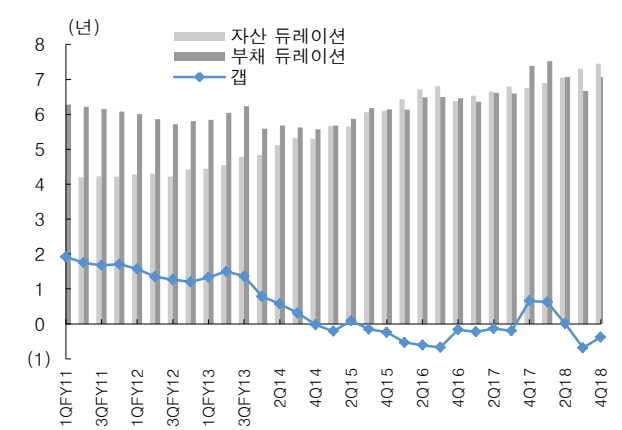
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 5] 고정형 부채 적립금과 평균부담금리 추이



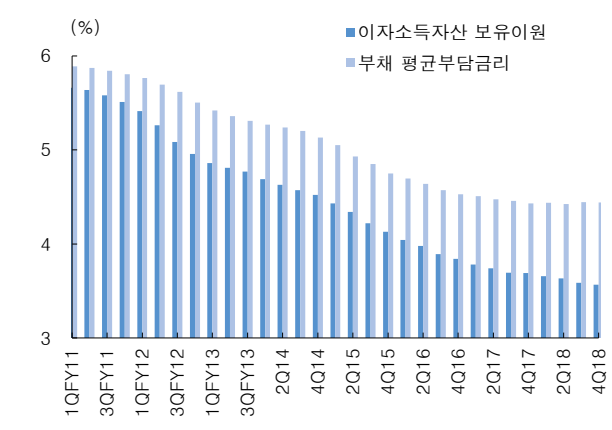
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 6] 듀레이션 갭 추이



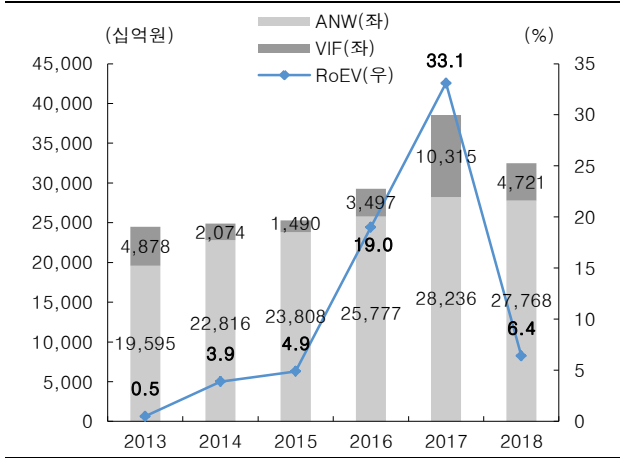
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 7] 이원차 스프레드 추이



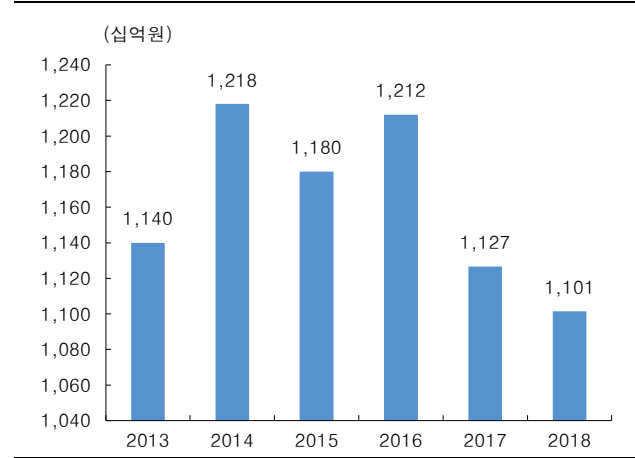
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 8] EV 실적 요약



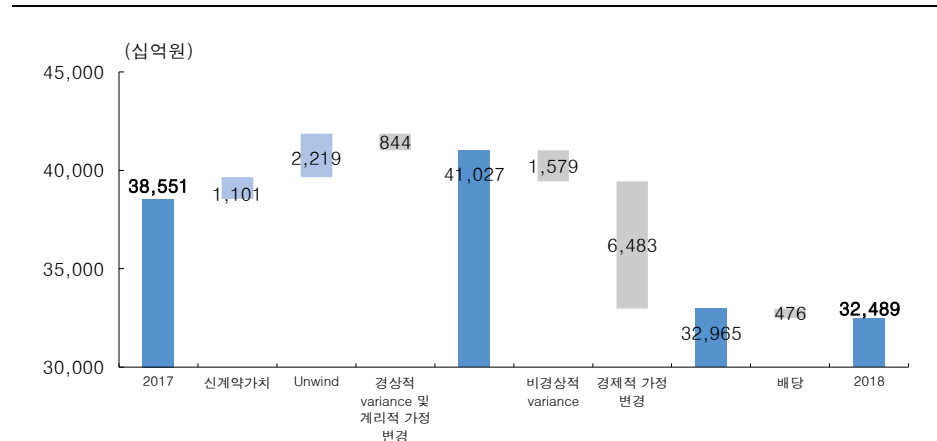
주: 1. FY13년은 4~12월 실적을 연율화
2. RoEV는 배당 및 자사주 매입 전 기준
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 9] 신계약가치



주: FY13은 4~12월 실적을 연율화
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 10] EV movement



자료: 삼성생명, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	264,654	282,753	289,428	307,992	327,195
운용자산	214,879	228,741	236,195	251,097	266,511
현금과예치금	5,823	4,940	4,745	4,946	5,153
유가증권	142,071	150,811	152,679	163,752	175,206
주식	23,902	32,258	24,388	26,306	28,289
채권	106,351	103,943	110,693	118,495	126,566
대출채권	58,063	64,574	70,187	73,507	76,941
부동산	8,923	8,416	8,584	9,126	9,686
미상각신계약비	3,542	3,114	2,836	2,440	2,016
특별계정자산	44,109	48,431	51,413	61,356	70,944
부채총계	236,345	251,588	258,922	275,611	292,873
책임준비금	158,729	166,881	173,943	177,310	184,633
보험료적립금	152,281	160,006	166,364	172,550	179,746
계약자지분조정	8,058	9,581	8,189	8,085	8,461
기타부채	25,683	27,928	29,794	30,976	31,308
특별계정부채	43,857	47,180	46,977	59,402	68,634
자본총계	28,308	31,164	30,505	32,381	34,322
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	63	63	125	125	125
이익잉여금	13,289	14,268	15,548	16,132	16,750
기타포괄손익누계액	15,310	17,087	15,246	16,538	17,860

성장지표

(단위: %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
총자산성장률	14.9	6.8	2.4	6.4	6.2
수입보험료성장률	(3.4)	(0.7)	(3.1)	4.0	4.8
개인	(3.6)	(0.9)	(2.5)	3.3	4.8
단체	(3.4)	(0.8)	(0.1)	3.3	4.7
영업이익	1,918.3	(69.8)	150.2	(150.9)	(10.6)
당기순이익	69.6	(41.8)	39.3	(33.7)	4.2
투자수익증가율	24.4	(12.8)	23.2	(12.0)	10.8
운용자산증가율	17.4	6.5	3.3	6.3	6.1
수입보험료 비중					
개인	96.9	96.7	97.3	96.6	96.6
생존	29.7	28.2	27.2	27.1	27.1
양로	12.1	13.2	12.7	12.6	12.6
단체	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6
지급보험금 비중					
보험금	15.3	16.7	16.8	17.4	17.6
환급금	83.9	82.5	80.4	78.7	79.7
배당금	0.6	0.6	1.4	0.8	0.8

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험영업수익	17,046	16,948	16,475	17,084	17,920
보험료수익	16,768	16,646	16,135	16,785	17,591
개인	16,244	16,094	15,699	16,215	17,000
생존	4,978	4,695	4,389	4,540	4,767
사망	9,229	9,196	9,267	9,554	10,019
양로	2,037	2,203	2,042	2,121	2,214
단체	425	422	422	436	456
지급보험금	10,610	11,910	13,510	14,071	14,564
보험금	1,623	1,987	2,264	2,447	2,565
환급금	8,905	9,820	10,859	11,071	11,607
배당금	59	77	191	106	112
사업비	1,524	1,723	2,232	1,855	2,041
(이연신계약비)	(1,809)	(1,545)	(1,273)	(1,545)	(1,536)
신계약비	1,840	1,756	1,856	1,849	1,939
유지비	1,493	1,553	1,520	1,556	1,642
신계약비상각비	2,124	1,969	1,556	1,941	1,960
보험손익	2,476	1,006	(1,214)	(1,093)	(967)
투자손익	8,000	6,976	8,595	7,406	7,808
책임준비금전입	9,242	7,610	6,448	6,255	7,266
영업이익	1,235	373	933	(475)	(425)
영업외손익	1,373	1,342	1,433	1,447	1,451
당기순이익	2,054	1,195	1,664	1,103	1,149

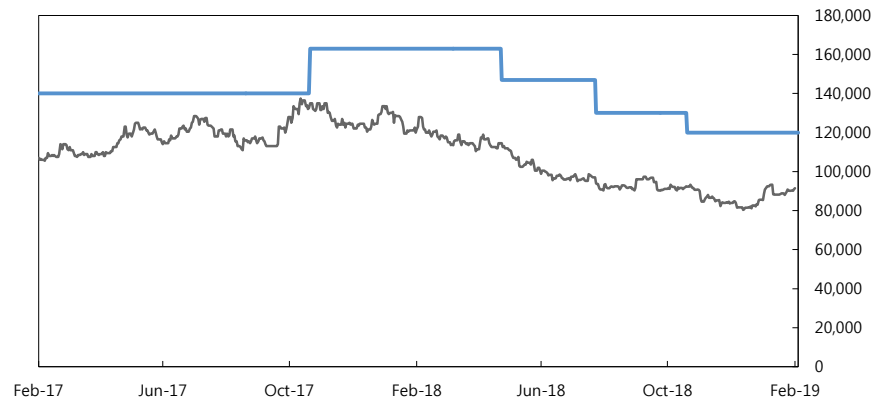
수익성지표

(단위: 원, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROA	0.8	0.4	0.6	0.4	0.4
ROE	7.9	4.0	5.4	3.5	3.4
당기순이익/수입보험료	12.3	7.2	10.3	6.6	6.5
투자수익/수입보험료	47.7	41.9	53.3	44.1	44.4
보험금지급률	63.3	71.5	83.7	83.8	82.8
보험금지급률(책임준비금포함)	118.4	117.3	123.7	121.1	124.1
보험금/보험료수익	9.7	11.9	14.0	14.6	14.6
환급금/보험료수익	53.1	59.0	67.3	66.0	66.0
배당금/보험료수익	0.4	0.5	1.2	0.6	0.6
투자영업지표					
총자산대비 투자영업이익률	3.3	2.6	3.1	2.6	2.7
운용자산수익률	4.1	3.2	3.8	3.2	3.3
총자산대비 운용자산	81.2	80.9	81.6	81.5	81.5
주당지표					
EPS	10,271	5,976	8,322	5,517	5,747
BPS	141,542	155,822	152,527	161,907	171,609
수정BPS	152,094	166,373	163,079	172,459	182,161
DPS	1,200	2,000	2,650	2,020	2,110
배당수익률	1.1	1.6	2.9	2.2	2.3
배당성향	10.5	30.0	28.6	35.0	35.0

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	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 2월 21일 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 (2018. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	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
- 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.