

## 삼성생명(032830)

Above

In line

Below

### 매수(유지)

목표주가: 140,000원(유지)

#### Stock Data

KOSPI(2/17)	2,081
주가(2/17)	106,000
시가총액(십억원)	21,200
발행주식수(백만)	200
52주 최고/최저가(원)	121,000/94,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)	22,480
유동주식비율/외국인지분율(%)	41.6/15.6
주요주주(%)	이건희 외 5인 47.0
	신세계 외 1인 8.1

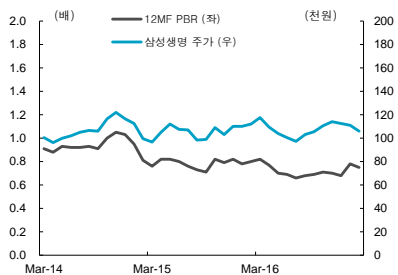
#### Valuation 지표

	2015A	2016F	2017F
PER(x)	18.2	10.6	13.7
PBR(x)	0.9	0.7	0.7
ROE(%)	5.3	8.2	5.3
DY(%)	1.6	1.1	0.8
EPS(원)	6,056	10,648	7,727
BPS(원)	126,451	152,473	159,513

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.2)	3.4	(3.2)
상대주가(%p)	(8.6)	1.6	(13.6)

#### 12MF PBR 추이



### 2017년 실적 정상화의 해

#### What's new : 컨센서스에 부합하는 4Q

삼성생명의 4Q16 순이익은 744억원(+127.0% YoY, -84.7% QoQ)으로 우리의 추정치와 컨센서스를 소폭 상회했다. 1) 삼성증권 지분 인수에 따른 여가매수차익 세전 3,700억원이 반영되었지만 2) 4Q 변액보증옵션 -4,500억원 적립(연간 기준 4,100억원 내외), 자산보험금 -500억원 지급으로 부진할 실적을 시현했다. 그러나 전년 11월 이후 시중금리가 반등함에 따라 올해 연말 변액보증옵션 부담은 큰 폭 줄어들 전망이다. 현재 국고채 5년물 1.8%를 유지 시 연말 약 2,500억원 내외의 변액보증옵션 적립이 예상된다. 하반기 금리 수준에 따라 부담금의 추가 축소와 실적 상향 여지가 존재한다.

#### Positives : 2017~2019년 RBC 제도 강화 감안해도 RBC 200% 이상 유지

1) 삼성생명의 4Q16 RBC는 304.4%이다. 11월 시중금리 상승에 따른 채권평가이의 감소로 전분기 대비 84%p 하락했다. 2017년부터 2019년까지 강화될 RBC 제도 변경으로 삼성생명의 자본적정성에 대한 시장 우려가 심화되었다. 그러나 삼성생명의 내부 시뮬레이션에 따르면 2017~2019년 제도 강화에도 RBC는 약 200% 수준이 될 전망이다. 매해 1조원 이상의 순이익을 고려하면 실제 RBC는 200%를 상회할 전망이다. 보험업계는 부채 듀레이션 30년 만기 도입, 금리연동형 부채 듀레이션 산출 방식 변경(공시이율을 시장금리로 대체)을 두고 감독당국과 논의 중이다. 금리연동형부채 듀레이션 산출방식 변경의 경우 생보사는 확정형 부채 비중이 높아 실제 영향이 우려 대비는 작은 편이다. 2) 2016년 보유계약가치는 3.5조원으로 전년 대비 149.7% 증가했다. 2016년 보유계약가치 비중은 11.9%로 전년 5.9% 대비 6.0%p 상승했다. 2016년을 변곡점으로 보유계약가치의 점진적 증가가 예상된다는 점에서 삼성생명의 기업가치의 방향성은 명백히 우상향이다.

#### Negatives : 삼성전자, 삼성화재 지분가치 감소로 NAV 하락

1) 계열사 지분가치의 대부분을 차지하는 삼성전자, 삼성화재의 주가 조정, 2) 2017년 삼성생명의 연결순이익을 5.7% 하향함에 따라 적정NAV가 소폭 하락했다. 전일 주가를 적용 시 삼성생명의 적정NAV는 26.1조원(주당 가치는 130,609원)이다. 우리가 추정하는 목표주가 대비 140,000원 대비 7.2% 낮은 수준이다. 그러나 삼성전자는 일시적 주가 조정을 거치는 중이고, 삼성화재는 하반기 금리 방향성에 따라 반등여지가 있다는 점에서 목표주는 기존 140,000원을 유지한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q16P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
보험영업수익	4,454	4,258	(4.4)	4,727	(0.6)	(0.7)	17,503	17,041
보험손익	323	544	68.3	577	(13.7)	(7.8)	2,440	2,556
투자손익	1,899	1,742	(8.3)	1,860	(7.9)	4.8	7,249	7,177
당기순이익	70	74	7.0	69	(84.7)	127.0	1,545	1,379
보험지급비용	70.4	63.2	(7.2)		1.3	1.7	63.6	

## 결론 : 2017년 실적 정상화 구간에 진입

삼성생명은 과거 저금리 장기화로 펀더멘털 매력이 취약했고, 지배구조개편이 주요 투자 포인트였다. 그러나 시중금리의 방향전환, 연말 변액보증유선 부담 축소, 삼성전자의 배당금 증가 등으로 본질적인 기업가치 접근이 가능할 것으로 판단한다. 2017년은 1) 1Q17 삼성전자 배당금 전년 대비 670억원 증가(세후), 2) 2Q-4Q 삼성전자의 분기 배당 1,968억원유입(세후), 3) 변액보증유선 축소(전년 대비 1,600억원 내외 감소)에 힘입어 실적정상화가 예상된다. 자본적정성 강화에 대한 시장 우려는 과한 측면이 있고, 하반기로 갈수록 생보업종에 가장 중요한 금리 방향성이 우호적일 것으로 전망한다. 투자의견 매수와 SOTP 방식으로 산출한 목표주가 140,000원을 유지한다.

&lt;표 1&gt; 삼성생명 수익 추정 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	FY15		FY16 (변경 후)						FY16 (변경 전)		Review		FY17(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	4,287	17,612	4,219	4,284	4,285	4,258	17,046	4,454	17,242	(0.7)	(4.4)	17,503	17,709	(1.2)	
보험영업비용	3,697	14,115	3,622	3,580	3,655	3,714	14,571	4,131	14,987	0.5	(10.1)	15,061	15,060	0.0	
지급보험금	2,635	10,210	2,671	2,592	2,655	2,692	10,610	3,136	11,054	2.2	(14.2)	11,127	11,193	(0.6)	
사업비	460	1,559	352	380	391	400	1,524	405	1,529	(12.9)	(1.1)	1,586	1,528	3.7	
신계약비상각	523	2,057	522	533	529	540	2,124	526	2,109	3.4	2.8	2,117	2,108	0.4	
책임준비금전입액	2,574	9,864	2,247	2,139	2,173	2,545	9,105	2,429	8,988	(1.1)	4.8	9,035	8,925	1.2	
보험손익															
(책임준비금전입액 차감전)	590	3,497	597	705	630	544	2,476	323	2,255	(7.8)	68.3	2,440	2,648	(8.5)	
투자영업이익	1,662	6,428	2,819	1,540	1,893	1,742	7,993	1,899	8,150	4.8	(8.3)	7,249	7,257	(0.1)	
영업외이익	383	1,310	332	352	339	321	1,343	337	1,360	(16.2)	(4.9)	1,342	1,368	(1.9)	
당기순이익	33	1,211	1,240	329	486	74	2,130	70	2,125	127.0	7.0	1,545	1,639	(6.0)	
손해율	123.4	115.6	118.4	112.2	114.5	124.9	117.5	126.4	117.9	1.5	(1.5)	116.5	114.9	123.4	
사업비율	23.4	20.8	21.0	21.6	21.8	22.6	21.8	21.2	21.4	(0.8)	1.3	21.5	20.8	23.4	
투자이익률	3.7	3.7	5.9	3.0	3.6	3.3	4.1	3.5	4.2	(0.4)	(0.3)	3.5	3.5	3.7	
투자이익/수입보험료	39.5	37.0	67.9	36.5	44.8	41.8	47.7	43.3	48.0	2.2	(1.6)	42.1	41.6	39.5	
총자산	230,363	230,363	249,842	256,845	262,116	264,622	264,622	263,786	263,786	14.9	0.3	278,567	278,823	(0.1)	
운용자산	183,082	183,082	200,188	207,448	211,756	214,879	214,879	213,090	213,090	17.4	0.8	226,069	225,107	0.4	
유가증권	137,227	137,227	137,301	142,742	145,172	142,071	142,071	146,202	146,202	3.5	(2.8)	150,461	155,482	(3.3)	
대출	33,363	33,363	50,063	52,167	54,547	58,063	58,063	54,801	54,801	74.0	6.0	60,304	57,084	5.3	
비운용자산	7,695	7,695	8,813	8,160	8,450	8,237	8,237	6,132	6,132	7.0	34.3	3,050	5,575	(82.8)	
특별계정자산	40,725	40,725	41,140	41,754	42,203	44,909	44,909	44,549	44,549	10.3	0.8	49,314	47,996	2.7	
책임준비금	149,118	149,118	151,463	153,694	155,946	158,592	158,592	156,894	156,894	6.4	1.1	165,712	165,931	(0.1)	
계약자지분조정	6,968	6,968	7,558	8,422	8,964	8,065	8,065	7,338	7,338	15.7	9.9	7,573	7,880	(4.1)	
자기자본	23,722	23,722	27,185	29,403	30,908	28,384	28,384	31,097	31,097	19.7	(8.7)	29,792	32,799	(10.1)	
BPS (원)	126,451	126,451	146,475	157,568	165,091	152,473	152,473	166,036	166,036	20.6	(8.2)	159,513	174,549	(9.4)	

자료: 삼성생명, 한국투자증권

&lt;표 2&gt; 계열사 지분 기여도를 제외한 영업 순이익 산출

(단위: 십억원, %)

	2017F	지분율	배당성향	계열사이익
삼성생명	1,545	1,060		
1) 배당금 인식 계열사 지분(2016 순이익 기준)				
삼성전자	21,794	7.6	17.7	253
삼성전자(2017 년 분기 배당)		7.6		196.8
삼성중공업	0	3.4	0.0	0
에스원	149	5.3	26.3	2
호텔신라	39	7.3	74.7	2
삼성화재	956	15.0	30.0	33
배당이익 소계				486
2) 지분법이익 계열사 소계(2017F 순이익)				
삼성카드	358	71.9		257
삼성자산운용	49	98.7		49
삼성증권	210	30.0		63
지분법이익 소계				369
3) 조정 삼성생명				
삼성생명 2017F 보험영업순이익				759
계열사 지분가치를 제외한 삼성생명 시가총액				6,551
조정 2016F PER				8.6

주: 삼성생명 순이익은 일회성 제외한 경상적이익. 자료: 한국투자증권 리서치센터

&lt;표 3&gt; 삼성생명 SOTP(2017)

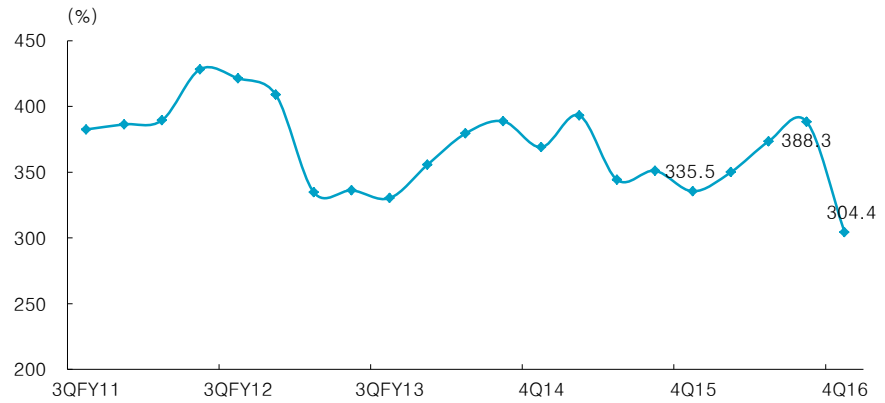
(단위: 십억원, 원, 배)

	비고	금액
(1)영업가치		7,193
영업순이익	계열사 지분 제외 경상적이익	758.6
적정 PER	업종평균	9.5
계열사 지분	공정가치	주주지분(유배당 세금 제외)
(2) 지분 합계	26,429	16,549
삼성전자	20,021	10,949
삼성중공업	137	95
에스원	179	110
호텔신라	139	83
기타 제계열사	455	289
제조계열사 합	20,476	11,238
삼성화재	1,959	789
삼성증권	769	287
금융계열사 합	1,638	1,076
유배당계약 대상 지분	22,115	12,314
삼성화재	605	596
삼성카드	3,224	3,145
삼성증권	485	495
유배당계약 미반영 소계	4,314	4,236
(3)자사주 10.3%	지분율 10.3%	2,379
총 기업가치		26,122
적정 NAV		130,609
목표주가		140,000
과리율		7.2%

주: 1) 삼성생명의 영업순이익은 계열사 배당금, 지분법이익을 제외한 순이익 2) 삼성전자 지분 7.55%의 주주 지분은 10.9조 원(지분의 공정가치에서 이연법인세, 유배당계약 지분 제외)

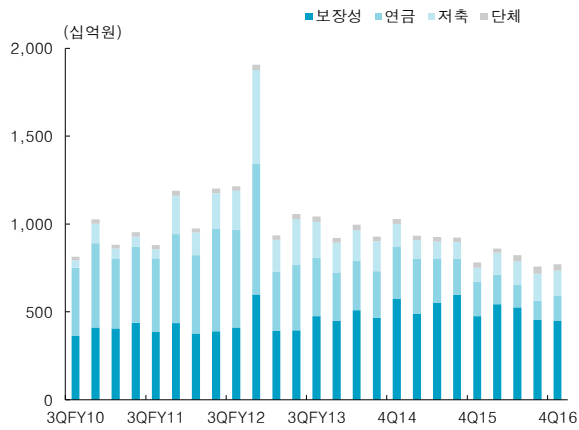
자료: 한국투자증권

[그림 1] RBC 비율 추이



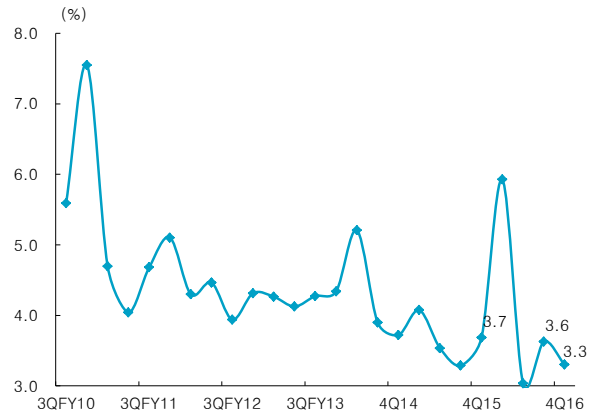
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 2] 신계약 APE 추이



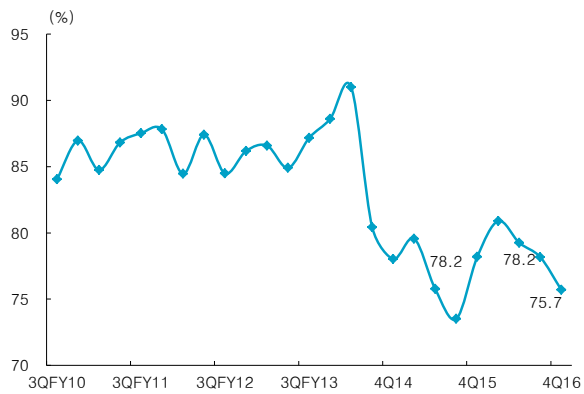
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 3] 운용자산이익률 추이



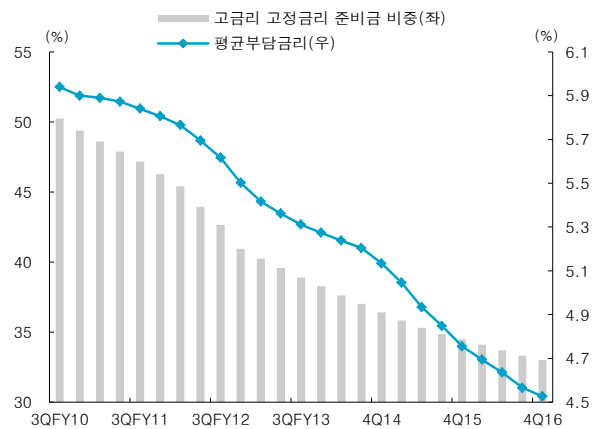
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 4] 위험손해율 추이



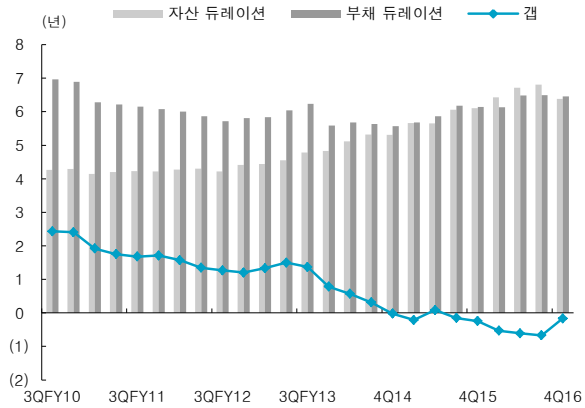
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 5] 고정형 부채 적립금과 평균부담금리 추이



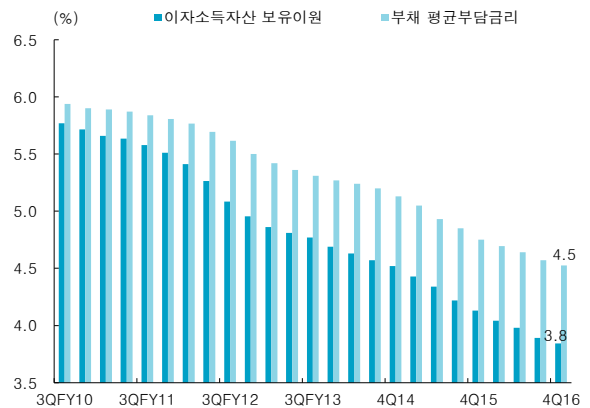
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 6] 듀레이션 갭 추이



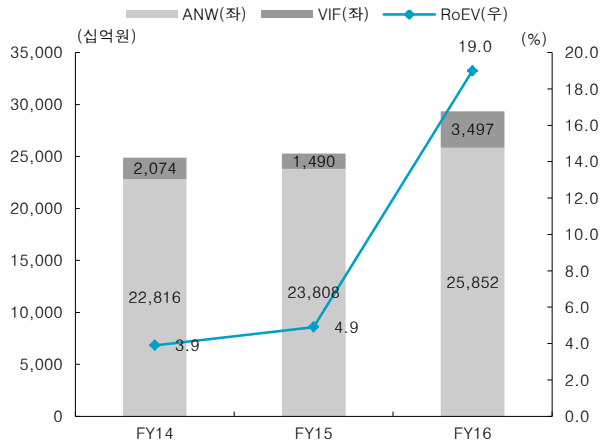
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 7] 이원차 스프레드 추이



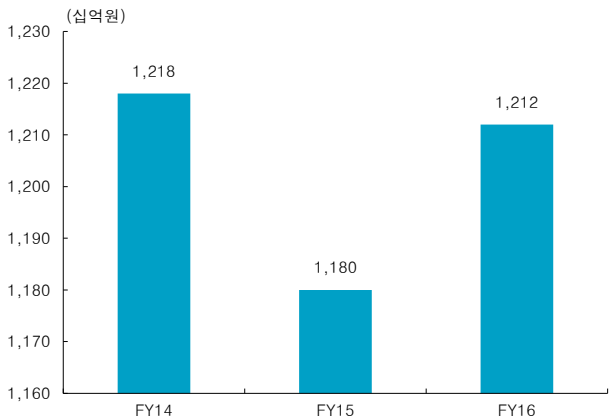
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 8] EV 실적 요약



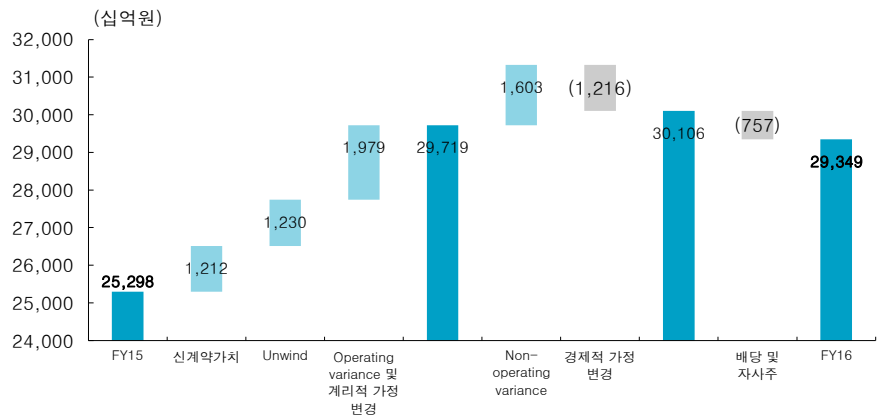
주: 1) FY13년은 4~12월 실적을 연율화, 2) RoEV는 배당 및 자사주 매입 전 기준  
자료: 삼성생명, 한국투자증권

[그림 9] 신계약가치



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

[그림 10] EV Movement



자료: 삼성생명, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
자산총계	214,434	230,363	264,622	278,567	294,243
운용자산	172,425	183,082	214,879	226,069	238,647
현금과예치금	5,542	3,272	5,823	6,046	6,298
유가증권	129,716	137,227	142,071	150,461	159,892
주식	20,616	19,805	23,902	25,431	27,149
채권	97,946	105,597	106,351	112,478	119,366
대출채권	29,317	33,363	58,063	60,304	62,823
부동산	7,850	9,220	8,923	9,387	9,910
비운용자산	7,600	7,695	8,237	3,050	1,816
미상각신계약비	3,979	3,856	3,542	3,318	2,950
특별계정자산	37,748	40,725	44,909	49,314	53,495
부채총계	192,149	206,641	236,237	248,775	262,868
책임준비금	138,983	149,118	158,592	165,712	174,950
보험료적립금	133,643	143,389	152,281	161,267	170,314
계약자지분조정	6,781	6,968	8,065	7,573	7,925
기타부채	8,799	9,976	25,706	26,379	26,732
특별계정부채	37,596	40,578	43,857	49,237	53,386
자본총계	22,285	23,722	28,384	29,792	31,375
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	7	6	63	63	63
이익잉여금	10,696	11,567	13,364	14,076	14,901
기타포괄손익누계액	12,488	13,548	15,311	16,006	16,765

성장지표

(단위: %)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
총자산성장률	11.1	7.4	14.9	5.3	5.6
수입보험료성장률	(10.3)	(0.6)	(3.4)	2.8	3.9
개인	(10.6)	(0.7)	(2.4)	2.8	3.9
단체	(1.2)	(3.1)	(1.7)	3.1	3.9
영업이익	35.6	(90.1)	2,130.3	44.0	11.3
당기순이익	39.2	(9.4)	75.8	(27.4)	10.8
투자수익증가율	6.7	(6.2)	24.3	(5.4)	3.2
운용자산증가율	11.0	6.2	17.4	5.2	5.6
수입보험료 비중					
개인	97.1	97.1	98.0	98.0	98.0
생존	36.5	35.4	32.1	32.4	32.6
양로	13.6	11.7	11.9	11.8	11.8
단체	2.6	2.5	2.6	2.6	2.6
지급보험금 비중					
보험금	16.4	16.0	15.8	15.5	15.4
환급금	82.7	83.2	83.9	81.6	81.4
배당금	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5

손익계산서

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
보험영업수익	17,695	17,612	17,046	17,503	18,185
보험료수익	17,462	17,354	16,768	17,240	17,912
개인	16,957	16,846	16,441	16,899	17,554
생존	6,379	6,145	5,381	5,588	5,836
사망	8,209	8,670	9,064	9,284	9,609
양로	2,369	2,031	1,997	2,028	2,109
단체	455	441	433	447	464
지급보험금	10,051	10,210	10,610	11,127	11,586
보험금	1,644	1,631	1,675	1,721	1,788
환급금	8,315	8,496	8,901	9,074	9,425
배당금	78	64	59	58	60
사업비	1,568	1,559	1,524	1,586	1,555
(이연신계약비)	(1,949)	(1,934)	(1,854)	(1,894)	(1,860)
신계약비	2,007	1,956	1,885	1,931	1,890
유지비	1,511	1,537	1,497	1,526	1,502
신계약비상각비	2,012	2,057	2,124	2,117	2,228
보험손익	3,797	3,497	2,476	2,440	2,570
투자손익	6,853	6,428	7,993	7,249	7,403
책임준비금전입	10,031	9,864	9,105	9,035	9,096
영업이익	619	61	1,364	1,964	2,187
영업외손익	985	1,310	1,343	1,342	1,341
당기순이익	1,337	1,211	2,130	1,545	1,713

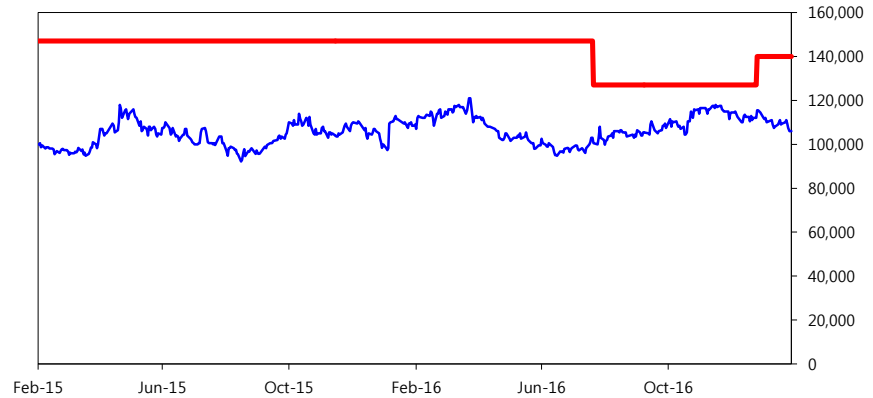
수익성지표

(단위: 원, %)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
ROA	0.7	0.5	0.9	0.6	0.6
ROE	6.4	5.3	8.2	5.3	5.6
당기순이익/수입보험료	7.7	7.0	12.7	9.0	9.6
투자수익/수입보험료	39.2	37.0	47.7	42.1	41.3
보험금지급률	57.6	58.8	63.3	64.5	64.7
보험금지급률(책임준비금포함)	115.0	115.7	117.6	117.0	115.5
보험금/ 보험료수익	9.4	9.4	10.0	10.0	10.0
환급금/ 보험료수익	47.6	49.0	53.1	52.6	52.6
배당금/ 보험료수익	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
투자영업지표					
총자산대비 투자영업이익률	3.4	2.9	3.3	2.8	2.8
운용자산수익률	4.3	3.7	4.1	3.5	3.4
총자산대비 운용자산	80.4	79.5	81.2	81.2	81.1
주당지표(원)					
EPS	6,687	6,056	10,648	7,727	8,564
BPS	111,424	118,609	141,921	148,961	156,874
수정 BPS	116,826	126,451	152,473	159,513	167,426
DPS	1,800	1,800	1,200	820	910
배당수익률	1.5	1.6	1.1	0.8	0.9
배당성향	25.4	27.5	10.1	10.1	10.1

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
삼성생명(032830)	2015.04.13	매수	147,000 원
	2016.08.12	매수	127,000 원
	2017.01.17	매수	140,000 원



## ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 2월 19일 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 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※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.