

# 삼성생명(032830)

Above
In line
Below

## 매수(유지)

목표주가: 140,000원(유지)

### Stock Data

KOSPI(8/10)	2,359
주가(8/10)	118,000
시가총액(십억원)	23,600
발행주식수(백만)	200
52주 최고/최저가(원)	128,500/99,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)	33,922
유동주식비율/외국인지분율(%)	41.7/16.9
주요주주(%)	이건희 외 5인 47.0
	신세계 외 1인 8.1

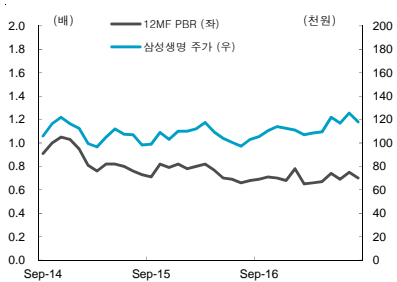
### Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	11.0	15.1	14.1
PBR(x)	0.7	0.7	0.6
ROE(%)	7.9	5.1	5.0
DY(%)	1.1	1.9	2.0
EPS(원)	10,271	7,809	8,346
BPS(원)	152,094	172,873	182,732

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.1)	7.8	14.6
상대주가(%p)	(3.1)	(5.9)	(0.8)

### 12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 생보 업황 회복에 삼성전자 지분 매각 수혜

### What's new : 컨센서스 상회하는 양호한 실적

2Q17 지배주주 연결순이익은 3,805억원(+15.5% YoY, -32.8% QoQ)으로 우리의 추정치에 부합했다. 삼성전자를 비롯한 계열사 배당수익에 따른 기저효과로 전분기 대비 감소했지만 전년 대비는 양호했다. 2Q17일회성 매각이익은 없었고 위험손해를 하락에 따른 위험률차 이익 증가, 시중금리 상승에 따른 변액보증옵션 환입금의 영향이 크다. 위험손해율은 74.9%로 전년 대비 4.4%p 하락, 전분기 대비 6.9%p 하락하며 실적 개선을 견인했다.

### Positives : 삼성전자 지분 매각 가능성 부각

내년 삼성전자의 2차 자사주 소각 시 삼성생명/삼성화재 보유 전자 지분이 10%를 초과한다는 점에서 삼성생명은 연내 혹은 내년 상반기 전자 지분 처리에 대한 구체적 방안을 공개할 가능성이 높다. 삼성화재만 10%를 초과하는 지분 0.4~0.5%를 매각할 가능성도 있지만, 문재인 정부의 정책에 금융계열사의 제조업 의결권 제한(계열사간 출자를 자본에서 차감)이 포함되어 있고, 국회에 민주당의 보험업법(총자산의 3%까지 계열사 지분 보유 가능) 개정안이 계류 중이기에 삼성생명은 10%를 초과하는 소수지분 매각보다 근본적 처리 방안을 내세울 가능성이 높아 보인다. 상기 평가차익이 일반 주주의 배당재원으로 쓰일 것이라는 점에서 긍정적으로 평가한다. 현재 보유 중인 삼성전자 지분가치는 24.4조원이다. 유배당계약자지분 및 이연법인세를 제외한 주주 지분은 약 13.3조원으로 추정된다. 상계처리하는 유배당 결손금을 제외 시 주주지분의 평가차익은 추정치 보다 더욱 높을 것이다.

### Negatives : 보유 지분가치 변화에 따라 NAV 변동

삼성전자의 2Q17 실적 발표 이후 주가는 하락세이다. 삼성전자 주가 하락으로 삼성생명의 보유 지분가치도 하향 조정 중이다. 삼성전자 지분 매각 이슈는 긍정적이거나 삼성전자 지분가치에 따라 삼성생명 주가 영향도 불가피할 전망이다.

### 결론: 계열사 지분가치, 자사주 차감 시 영업가치는 2.0조원에 불과

SoTP에 기반한 목표주가 140,000원을 유지한다. 삼성생명 시가총액 23,600원에서 보유 지분가치 19.1조(유배당, 이연법인세 차감), 자사주 2.4조원을 차감 시 영업가치는 2조원인 셈이다. 한화생명의 시가총액이 6,800억임을 감안 시 삼성생명의 영업가치로는 현저한 저평가로 판단한다. 생보업황 개선 기조가 뚜렷하다는 점에서 영업 multiple 상향에 따른 기업가치 개선이 예상된다. 보유 전자지분가치 매각 이슈가 주가 trigger가 되겠지만, 시중금리의 상승세를 고려 시 하반기 변액보증옵션 부담 축소로 실적 상향여지가 존재한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
보험영업수익	4,914	4,180	(14.9)	4,920	(6.4)	(2.4)	18,676	17,230
보험손익	845	475	(43.7)	716	(6.1)	(32.6)	2,807	2,574
투자손익	1,575	1,669	6.0	1,724	(17.9)	8.3	7,352	7,261
당기순이익	377	380	0.8	336	(32.8)	15.5	1,562	1,389

〈표 1〉 삼성생명 SOTP(2017F)

(단위: 십억원, 원, 배)

	비고	금액
(1)영업가치		6,003
영업순이익	계열사 지분 기여도 제외 경상적이익	677
적정 PER	업종평균(배)	8.9
계열사 지분	공정가치	주주지분(유배당 세금 제외)
(2) 지분 합계	31,193	19,136
삼성전자	24,391	13,281
삼성중공업	145	99
에스원	188	115
호텔신라	177	104
기타 제조계열사	510	318
제조계열사 합	24,902	13,599
삼성화재	2,034	816
삼성증권	1,004	333
금융계열사 합	1,777	1,149
유배당계약 대상 지분	26,678	14,749
삼성화재	628	613
삼성카드	3,253	3,168
삼성증권	633	607
유배당계약 미반영 소계	4,514	4,387
(3)자사주 10.3%	지분을 10.3%	2,431
총 기업가치		27,570
적정 NAV		137,849
목표주가		140,000
과리율		1.6%

주: 1. 보험영업 순이익은 계열사 배당금, 지분법이익을 제외한 순이익 2. 계열사 지분은 유배당 지분과 이연법인세를 차감한 기준으로 반영, 3. 시가총액은 6월 2일 기준, 4. 업종평균 PER 은 컨센서스 기준, 삼성생명 PER 제외.  
 자료: 한국투자증권

〈표 2〉 삼성생명 수익추정 변경 내역

(단위: 십억원, %, %P)

	FY16			FY17 (변경 후)					FY17 (변경 전)					변경 폭	
	2Q(A)	4Q(A)	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간(F)	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	2Q17	연간
보험영업수익	4,284	4,258	17,046	4,465	4,180	4,900	5,131	18,676	4,465	4,914	4,900	5,131	19,410	(14.9)	(3.8)
보험영업비용	3,580	3,714	14,570	3,959	3,700	3,938	4,267	15,863	3,959	4,069	4,085	4,433	16,545	(9.1)	(4.1)
지급보험금	2,592	2,692	10,610	2,968	2,737	2,915	3,130	11,750	2,968	3,012	2,963	3,293	12,236	(9.1)	(4.0)
사업비	380	400	1,524	387	374	367	442	1,570	387	408	465	442	1,701	(8.2)	(7.7)
신계약비상각	533	540	2,124	522	509	594	626	2,251	522	589	594	626	2,331	(13.7)	(3.4)
책임준비금전입액	2,139	2,682	9,242	2,091	1,943	2,631	2,611	9,276	2,091	2,181	2,178	2,297	8,746	(10.9)	6.1
보험손	705	544	2,476	506	475	962	864	2,807	506	845	814	698	2,863	(43.7)	(2.0)
투자영업이익	1,540	1,749	8,000	2,032	1,669	1,876	1,775	7,352	2,032	1,575	1,598	1,499	6,704	6.0	9.7
영업외이익	352	350	1,373	337	339	364	353	1,393	337	346	349	364	1,396	(2.1)	(0.2)
당기순이익	329	-1	2,054	566	380	372	243	1,562	566	377	376	220	1,540	0.8	1.4
손해율	112.2	128.1	118.3	115.1	114.0	114.5	113.2	114.2	115.1	106.9	106.2	110.3	109.5	7.1	4.6
사업비율	21.6	22.5	21.8	20.7	21.5	19.9	21.2	20.8	20.7	20.5	21.9	21.2	21.1	0.9	(0.3)
투자이익률	3.0	3.3	4.1	3.8	3.1	3.7	3.6	3.6	3.8	3.5	3.6	3.5	3.6	(0.4)	(0.0)
투자이익/수입보험료	36.5	41.9	47.7	46.2	40.5	38.8	35.2	40.0	46.2	32.5	33.1	29.8	35.1	8.1	4.9
총자산	256,845	264,654	264,654	268,409	276,178	275,387	281,700	281,700	268,409	269,867	273,144	279,121	279,121	2.3	0.9
운용자산	207,448	214,879	214,879	215,000	222,976	222,345	227,378	227,378	215,000	216,153	218,747	223,477	223,477	3.2	1.7
유가증권	142,742	142,071	142,071	145,474	151,205	150,724	154,567	154,567	145,474	146,352	148,327	151,928	151,928	3.3	1.7
대출	52,167	58,063	58,063	57,645	60,100	59,972	60,988	60,988	57,645	57,878	58,400	59,352	59,352	3.8	2.8
비운용자산	8,160	8,269	8,269	9,152	7,975	7,229	5,603	5,603	9,152	6,889	7,001	5,304	5,304	15.8	5.6
특별계정자산	41,754	45,345	45,345	44,576	45,318	45,821	48,662	48,662	46,032	46,811	47,351	50,237	50,237	(3.2)	(3.1)
책임준비금	153,694	158,729	158,729	160,921	162,984	163,683	166,324	166,324	160,921	160,995	163,208	165,423	165,423	1.2	0.5
계약자지분조정	8,422	8,058	8,058	8,688	9,693	7,890	8,089	8,089	8,688	7,353	7,483	7,678	7,678	31.8	5.4
자기자본	29,403	28,308	28,308	29,503	31,859	31,772	32,464	32,464	29,503	29,654	29,994	30,615	30,615	7.4	6.0
BPS (원)	157,568	152,094	152,094	158,068	169,845	169,411	172,873	172,873	158,068	158,824	160,524	163,625	163,625	6.9	5.7

자료: 삼성생명, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
자산총계	230,363	264,654	281,700	299,680	324,025
운용자산	183,082	214,879	227,378	241,714	261,126
현금과예치금	3,272	5,823	3,245	3,368	3,534
유가증권	137,227	142,071	154,567	165,515	180,339
주식	19,805	23,902	31,108	33,448	36,616
채권	105,597	106,351	109,743	117,354	127,660
대출채권	33,363	58,063	60,988	63,880	67,797
부동산	9,220	8,923	8,630	9,174	9,911
비운용자산	7,695	8,269	5,603	4,593	(743)
미상각신계약비	3,856	3,542	3,122	2,542	1,940
특별계정자산	40,725	44,109	48,662	53,136	63,162
부채총계	206,641	236,345	249,236	265,243	286,919
책임준비금	149,118	158,729	166,324	176,831	187,519
보험료적립금	143,389	152,281	161,786	172,075	182,551
계약자지분조정	6,968	8,058	8,089	8,751	9,206
기타부채	9,976	25,683	26,310	26,707	27,281
특별계정부채	40,578	43,857	48,646	53,088	63,047
자본총계	23,722	28,308	32,464	34,436	37,106
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	6	63	63	63	63
이익잉여금	11,567	13,289	13,923	14,678	15,994
기타포괄손익누계액	13,548	15,310	18,812	20,029	21,383

성장지표

(단위: %)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총자산성장률	7.4	14.9	6.4	6.4	8.1
수입보험료성장률	(0.6)	(3.4)	9.6	8.9	3.3
개인	(0.7)	(3.6)	14.0	4.7	3.3
단체	(3.1)	(3.4)	12.3	6.7	3.3
영업이익	(90.1)	1,918.3	(36.9)	(6.0)	18.5
당기순이익	(9.4)	69.6	(24.0)	6.9	6.3
투자수익증가율	(6.2)	24.4	(3.1)	6.0	6.8
운용자산증가율	6.2	17.4	5.8	6.3	8.0
<b>수입보험료 비중</b>					
개인	97.1	96.9	100.8	96.9	96.9
생존	35.4	29.7	31.8	30.9	30.8
양로	11.7	12.1	13.0	12.0	12.0
단체	2.5	2.5	2.6	2.5	2.5
<b>지급보험금 비중</b>					
보험금	16.0	15.3	15.6	15.8	15.6
환급금	83.2	83.9	89.5	91.1	89.6
배당금	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
보험영업수익	17,612	17,046	18,676	20,313	20,979
보험료수익	17,354	16,768	18,379	20,008	20,662
개인	16,846	16,244	18,520	19,386	20,024
생존	6,145	4,978	5,853	6,180	6,374
사망	8,670	9,229	10,284	10,802	11,165
양로	2,031	2,037	2,384	2,404	2,485
단체	441	425	478	510	527
지급보험금	10,210	10,610	11,750	12,031	12,639
보험금	1,631	1,623	1,828	1,905	1,967
환급금	8,496	8,905	10,520	10,963	11,320
배당금	64	59	60	62	64
사업비	1,559	1,524	1,570	1,615	1,746
(이연신계약비)	(1,934)	(1,809)	(1,854)	(1,905)	(1,990)
신계약비	1,956	1,840	1,890	1,937	2,025
유지비	1,537	1,493	1,505	1,583	1,711
신계약비상각비	2,057	2,124	2,251	2,485	2,592
보험손익	3,497	2,476	2,807	3,919	3,721
투자손익	6,428	8,000	7,352	7,456	7,977
책임준비금전입	9,864	9,242	9,276	10,346	10,534
영업이익	61	1,235	780	733	868
영업외손익	1,310	1,373	1,393	1,391	1,391
당기순이익	1,211	2,054	1,562	1,669	1,774

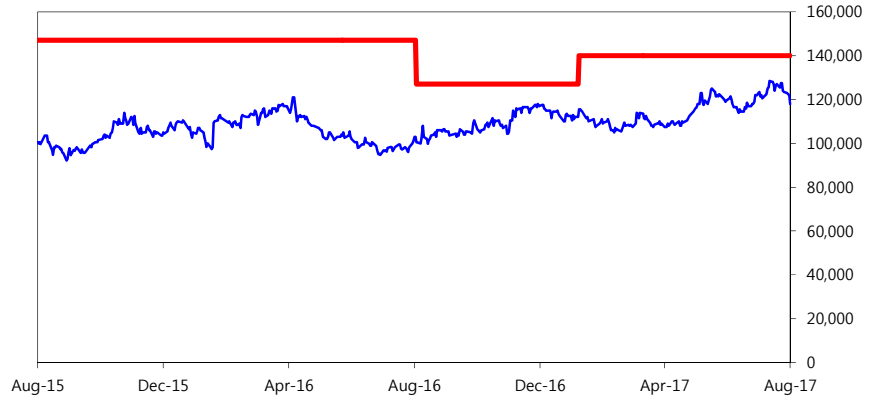
수익성지표

(단위: 원, %)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
ROA	0.5	0.8	0.6	0.6	0.6
ROE	5.3	7.9	5.1	5.0	5.0
당기순이익/수입보험료	7.0	12.3	8.5	8.3	8.6
투자수익/수입보험료	37.0	47.7	40.0	37.3	38.6
<b>보험금지급률</b>	58.8	63.3	63.9	60.1	61.2
보험금지급률(책임준비금포함)	115.7	118.4	114.4	111.8	112.2
보험금/ 보험료수익	9.4	9.7	9.9	9.5	9.5
환급금/ 보험료수익	49.0	53.1	57.2	54.8	54.8
배당금/ 보험료수익	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
<b>투자영업지표</b>					
총자산대비 투자영업이익률	2.9	3.3	2.9	2.9	2.9
운용자산수익률	3.7	4.1	3.6	3.6	3.6
총자산대비 운용자산	79.5	81.2	80.7	80.7	80.6
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	6,056	10,271	7,809	8,346	8,869
BPS	118,609	141,542	162,321	172,181	185,531
수정 BPS	126,451	152,094	172,873	182,732	196,083
DPS	1,800	1,200	2,250	2,400	2,550
배당수익률	1.6	1.1	1.9	2.0	2.2
배당성향	27.5	10.5	27.5	27.5	0.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
삼성생명(032830)	2015.08.13	매수	147,000원
	2016.08.12	매수	127,000원
	2017.01.17	매수	140,000원



Compliance notice

- 당사는 2017년 8월 10일 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 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	0.9%

\*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 높게 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.