

삼성생명(032830)

매수(유지)

목표주가: 140,000원(유지)

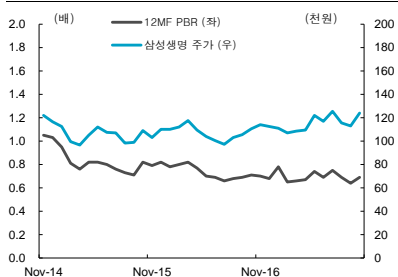
Stock Data

KOSPI(10/19)	2,473
주가(10/19)	124,000
시가총액(십억원)	24,800
발행주식수(백만)	200
52주 최고/최저가(원)	128,500/104,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	37,207
유동주식비율(외국인지분율(%))	41.8/16.7
주요주주(%)	이건희 외 5인 47.0
	신세계 외 1인 8.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.9	13.8	14.3
상대주가(%p)	4.5	(1.9)	(6.9)

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

삼성생명에 주목하는 이유

금리: 국고채 연내 최고치 경신

전일 금통위 이후 국고채 3년물은 2.0%, 5년물은 2.2%, 10년물은 2.4%로 연내 최고치를 경신했다. 연초 대비 국고채 수익률은 각 37bp, 41bp, 36bp 상승했다. 한은이 실질성장률 전망치를 3%로 상향하고, 소수 의견이나 6년만에 기준금리 인상 의견이 제시되었다는 점에서 금리 인상 신호는 시장에 충분히 전해진 것으로 판단한다. 따라서 오랜 기간 보유이원 하락과 역마진구조 부담이 가중된 삼성생명에 훈풍이 불 전망이다. 전년 말 2.8%까지 하락한 삼성생명의 신규투자자원은 2Q17 3.3%로 높아졌는데, 최근 신규투자자원의 상승 전환에 주목할 필요가 있다. 향후 보험업종의 멀티플은 상향될 가능성이 높고, 은행업종에 편중된 금융포트폴리오의 2018년 리밸런싱을 고려하면 삼성생명의 역할이 커질 가능성이 높다.

삼성전자/배당: 삼성전자 지분 매각 현실화 시 배당 재원 15.3조원+ α

내년 삼성전자의 2차 자사주 소각 시 삼성생명/삼성화재의 보유 전자 지분이 10%를 초과하기에 금융위의 사전 승인이 필요하다. 10% 초과 지분 0.4~0.5%를 매각하는 미봉책 보다 금융계열사의 제조업 의견결 제한(계열사의 지분은 자본에서 차감). 국회 내 계류된 보험법 개정안(총자산의 3%까지 계열사 지분 보유 가능), 신지급여력제도(주식위험계수 상향)을 고려 시 근본적 해결 방안을 제시할 가능성이 높아 보인다. 전일 기준 삼성전자의 지분가치는 28.1조원인데 유배당계약자 지분 및 이연법인세를 제외한 주주 지분(배당가능 재원)은 약 15.3조원으로 추정된다. 상계 처리하는 유배당 결손금(누적 2조원 내외, 매해 발생 결손금 등)을 제외하면 주주에게 귀속되는 평가차익은 추정치를 상회할 것이다. 무리한 가정이나 7년간 분할 매각 시 연간 배당수익률은 4.8~5.1%, 3년 분할 매각 시 연간 배당수익률은 10.4~10.6%, 2년 분할 매각 시 연간 배당수익률은 13.7~13.9%에 달한다. 전량 매각이 아닌 일부 지분을 고려해도 지분가치가 상당하기에 배당 매력은 높다.

자사주 소각: 내년 상반기 보유 자사주 10.2% 소각 가능성 열어둬야

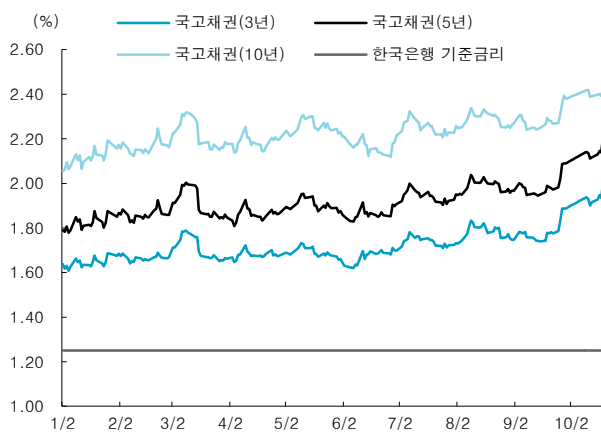
올해 재판 과정에서 삼성은 여러 차례 경영권 승계, 지주 전환을 부인했고 이를 증명하는 과정의 일환으로 삼성전자는 보유 자사주 전량 소각을 결정했다. 따라서 우리는 내년 상반기 삼성생명의 자사주 활용 가능성에 주목한다. 금융지주 전환 가능성이 소멸된 상황을 고려하면, 삼성생명의 자사주 보유 이유가 모호해지기 때문이다. 내년 삼성전자의 잔여 자사주 소각 이후 삼성생명(10.2%), 삼성화재(15.9%), 삼성물산(13.8%)의 자사주 소각 가능성에 주목한다.

	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	16,851	587	1,413	7,063	(31.2)	168,443	17.6	0.7	4.7	1.6
2018F	16,918	543	1,522	7,609	7.7	177,660	16.3	0.7	4.7	1.8
2019F	17,538	765	1,694	8,470	11.3	190,231	14.6	0.7	4.9	2.0

금리, 보유 지분가치, 자사주 활용, 배당 고려 시 매력 부각

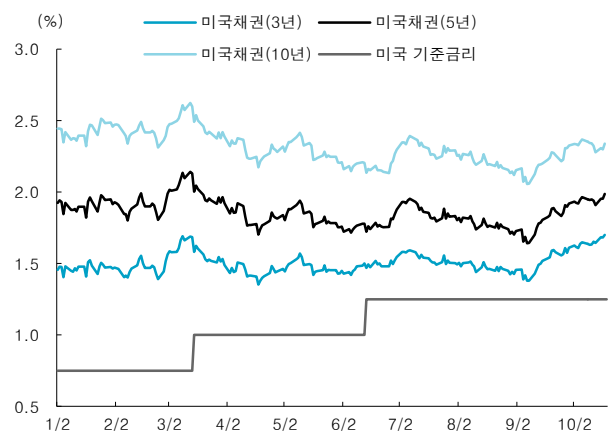
삼성생명의 현재 시가총액은 24.8조원이다(12M PBR 0.7배). 유배당계약지분과 이연법인세를 차감 시 주주지분의 계열사 지분 가치는 20.9조원, 자사주는 2.5조원이다. 시가 총액에서 상기 지분을 차감한 영업가치는 3.9조원이고, 여기에 자사주까지 차감하면 실질 영업가치는 1.3조원 수준이다. 우리는 삼성생명의 목표 영업가치를 업종 평균 PER 8.3배를 적용한 4.5조원으로 제시했지만, 시중금리 상승 초입에 있다는 점에서 생보 멀티플 상향여지가 뚜렷하고 경쟁사의 시가총액을 고려하면 지극히 보수적이다(시가총액: 한화생명 6.3조원, ING생명 4.0조원, 삼성화재 13.2조원, 동부화재 5.3조원, 현대해상 4.1조원). 금리, 삼성전자 지분가치, 자사주 활용, 배당 기대감, 밸류에이션 등 매력이 부각되기에 삼성생명에 관심이 필요한 시기이다.

[그림 1] 연초 이후 국내 금리



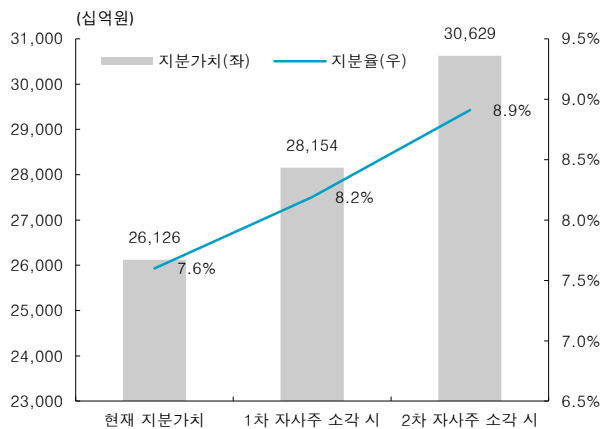
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 2] 연초 이후 미국 금리



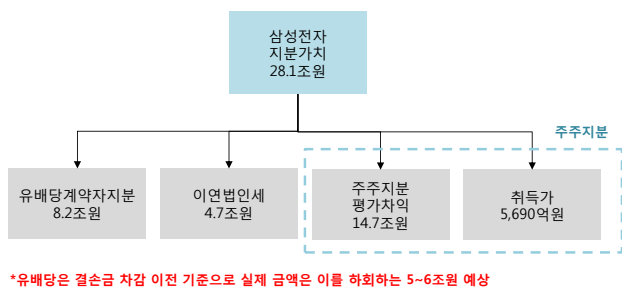
자료: FactSet, 한국투자증권

[그림 3] 삼성전자 자사주 소각에 따른 지분율/지분가치 변화



자료: Dart, Quantwise, 한국투자증권

[그림 4] 삼성전자 지분 매각 시 배분



자료: 삼성생명, 한국투자증권

<표 1> 전자 지분 7년간 분할 매각 시 배당수익률

(단위: 십억원, 원, %)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
순이익	1,413	1,361	1,309	1,257	1,205	1,154	1,102	1,050
매각차익		2,184	2,184	2,184	2,184	2,184	2,184	2,184
합산 순이익	1,413	3,545	3,493	3,441	3,390	3,338	3,286	3,234
배당성향 30%								
매각 시 배당금	424	1,064	1,048	1,032	1,017	1,001	986	970
DPS	2,360	5,922	5,835	5,748	5,662	5,575	5,489	5,402
배당수익률	1.9	4.8	4.8	4.7	4.6	4.6	4.5	4.4

주: 1) 2017년 순이익 1.4조원, 2018년 순이익 1.5조원, 2019년~2020년 순이익 1.7조원 동일 가정. 2) 전자 지분 축소에 따른 전자 배당금 감소분을 2018년~2020년 순이익에서 차감

자료: 한국투자증권

<표 2> 전자 지분 3년간 분할 매각 시 배당수익률

(단위: 십억원, 원, %)

	2017	2018	2019	2020
순이익	1,413	1,292	1,171	989
매각차익		5,096	5,096	5,096
합산 순이익	1,413	6,388	6,267	6,086
배당성향 30%				
매각 시 배당금	424	1,916	1,880	1,826
DPS	2,360	10,671	10,469	10,166
배당수익률	1.9	8.7	8.5	8.3

주: 1) 2017년 순이익 1.4조원, 2018년 순이익 1.5조원, 2019년~2020년 순이익 1.7조원 동일 가정. 2) 전자 지분 축소에 따른 전자 배당금 감소분을 2018년~2020년 순이익에서 차감

자료: 한국투자증권

<표 3> 전자 지분 2년간 분할 매각 시 배당수익률

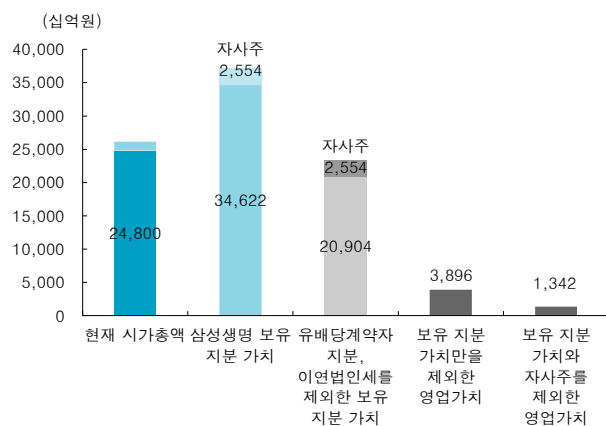
(단위: 십억원, 원, %)

	2017	2018	2019
순이익	1,413	1,231	1,050
매각차익		8,876	8,876
합산 순이익	1,413	10,107	9,926
배당성향 30%			
매각 시 배당금	424	3,032	2,978
DPS	2,360	16,883	16,580
배당수익률	1.9	13.8	13.5

주: 1) 2017년 순이익 1.4조원, 2018년 순이익 1.5조원, 2019년 순이익 1.7조원 가정. 2) 전자 지분 축소에 따른 전자 배당금 감소분을 2018년~2019년 순이익에서 차감

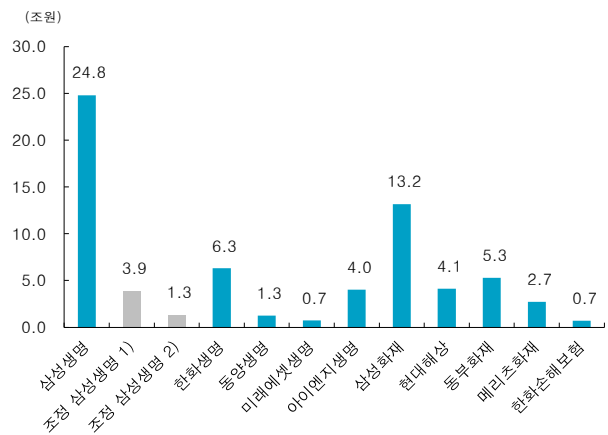
자료: 한국투자증권

[그림 5] 삼성생명 시가총액과 계열사 지분가치 비교



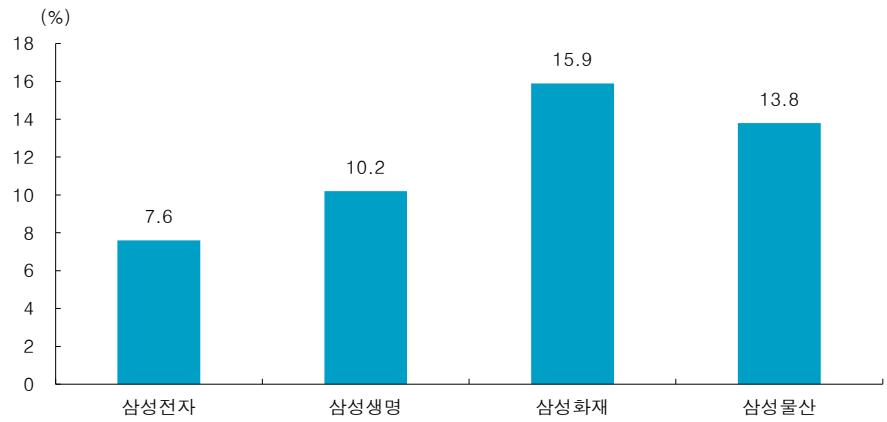
자료: Dart, Quantiwise, 한국투자증권

[그림 6] 계열사 지분 제외한 삼성생명의 조정 시가총액



자료: Dart, Quantiwise, 한국투자증권

[그림 7] 계열사 자사주 지분을 현황



자료: 한국투자증권

<표 4> 삼성생명 SOTP

(단위: 십억원, %)

	비고	금액(십억원)
(1)영업가치		4,541
영업순이익	계열사 배당/지분법 제외한 경상적이익	550
적정 PER	업종평균(배)	8.3
계열사 지분	공정가치	주주지분(유배당 세금 제외)
(2) 지분 합계	34,622	20,904
삼성전자	28,154	15,289
삼성중공업	153	104
에스원	185	113
호텔신라	176	103
기타 제계열사	514	320
제계열사 합	28,668	15,609
삼성화재	1,974	794
삼성증권	961	325
금융계열사 합	1,719	1,119
유배당계약 대상 지분	30,387	16,728
삼성화재	610	599
삼성카드	3,020	2,991
삼성증권	606	586
유배당계약 미반영 소계	4,235	4,176
(3)자사주 10.3%	지분율 10.2%	2,530
총 기업가치		27,974
적정 NAV		139,870
목표주가		140,000
과리율		0.1%

주: 삼성생명의 영업순이익은 계열사 배당금, 지분법이익을 제외한 순이익. 삼성전자 지분 8.2%의 주주 지분은 14.7조원 (지분의 공정가치에서 이연법인세, 유배당계약 지분 제외)

자료: Dart, 한국투자증권

<표 5> 삼성생명 보험영업 순이익 산출

(단위: 십억원)

	2017F	지분율	배당성향	계열사이익
삼성생명	1,413			
1) 배당금 인식 계열사 지분(2016F 순이익)				
삼성전자(2017 년 1Q 배당)	21,794	7.6	17.7	253
삼성전자(2017 년 2Q-4Q 배당)		8.2		199
삼성중공업	(135)	3.4	0.0	0
에스원	138	5.3	26.4	1
호텔신라	40	7.3	74.7	2
삼성화재	841	15.0	30.0	34
배당이익 소계				489
2) 지분법이익 계열사 소계(2017F 순이익)				
삼성카드	356	71.9		256
삼성자산운용	49	98.7		49
삼성증권	231	30.0		69
지분법이익 소계				374
3) 조정 삼성생명				
삼성생명 2017F 보험영업순이익				550
계열사 지분가치를 제외한 삼성생명 시가총액				3,896
조정 2017F PER				7.1
계열사 지분가치/자사주를 제외한 삼성생명 시가총액				1,342
조정 2017F PER				2.4
4) 보험영업이익 CAGR 10% 가정				
2018F				
보험영업순이익				605
PER				6.4
2019F				
보험영업순이익				665
PER				5.9

주: 삼성생명 순이익은 일회성 및 계열사 이익기여도를 제외한 경상적이익

계열사 지분가치를 제외한 시가총액은 유배당지분 및 이연법인세 차감

자료: 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
자산총계	230,363	264,654	273,623	290,429	313,354
운용자산	183,082	214,879	220,938	234,339	252,617
현금과예치금	3,272	5,823	3,190	3,305	3,461
유가증권	137,227	142,071	149,650	159,883	173,841
주식	19,805	23,902	30,057	32,244	35,228
채권	105,597	106,351	106,298	113,577	123,505
대출채권	33,363	58,063	59,689	62,392	66,080
부동산	9,220	8,923	8,386	8,895	9,588
비운용자산	7,695	8,269	8,891	4,931	(3,399)
미상각신계약비	3,856	3,542	3,238	3,056	2,643
특별계정자산	40,725	44,109	43,819	51,017	63,763
부채총계	206,641	236,345	242,044	257,008	277,418
책임준비금	149,118	158,729	164,556	171,530	178,494
보험료적립금	143,389	152,281	160,047	166,878	173,708
계약자지분조정	6,968	8,058	7,736	8,227	8,489
기타부채	9,976	25,683	26,082	26,444	26,978
특별계정부채	40,578	43,857	43,786	50,922	63,572
자본총계	23,722	28,308	31,578	33,422	35,936
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	6	63	63	63	63
이익잉여금	11,567	13,289	13,830	14,493	15,729
기타포괄손익누계액	13,548	15,310	18,019	19,199	20,477

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
보험영업수익	17,612	17,046	17,124	17,176	17,807
보험료수익	17,354	16,768	16,851	16,918	17,538
개인	16,846	16,244	16,316	16,379	16,983
생존	6,145	4,978	4,945	4,950	5,137
사망	8,670	9,229	9,212	9,291	9,633
양로	2,031	2,037	2,159	2,138	2,213
단체	441	425	424	428	444
지급보험금	10,210	10,610	11,837	12,399	13,064
보험금	1,631	1,623	1,522	1,473	1,527
환급금	8,496	8,905	9,547	9,551	9,898
배당금	64	59	61	63	65
사업비	1,559	1,524	1,491	1,565	1,562
(이연신계약비)	(1,934)	(1,809)	(1,757)	(1,917)	(1,786)
신계약비	1,956	1,840	1,795	1,950	1,817
유지비	1,537	1,493	1,453	1,532	1,531
신계약비상각비	2,057	2,124	2,061	2,099	2,198
보험손익	3,497	2,476	1,436	842	694
투자손익	6,428	8,000	6,724	7,855	6,996
책임준비금전입	9,864	9,242	7,537	6,889	6,888
영업이익	61	1,235	587	543	765
영업외손익	1,310	1,373	1,393	1,391	1,391
당기순이익	1,211	2,054	1,413	1,522	1,694

성장지표

(단위: %)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총자산성장률	7.4	14.9	3.4	6.1	7.9
수입보험료성장률	(0.6)	(3.4)	0.5	0.4	3.7
개인	(0.7)	(3.6)	0.4	0.4	3.7
단체	(3.1)	(3.4)	(0.4)	0.9	3.7
영업이익	(90.1)	1,918.3	(52.4)	(7.6)	41.0
당기순이익	(9.4)	69.6	(31.2)	7.7	11.3
투자수익증가율	(6.2)	24.4	(10.2)	3.9	5.7
운용자산증가율	6.2	17.4	2.8	6.1	7.8
수입보험료 비중					
개인	97.1	96.9	96.8	96.8	96.8
생존	35.4	29.7	29.3	29.3	29.3
양로	11.7	12.1	12.8	12.6	12.6
단체	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
지급보험금 비중					
보험금	16.0	15.3	12.9	11.9	11.7
환급금	83.2	83.9	80.7	77.0	75.8
배당금	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5

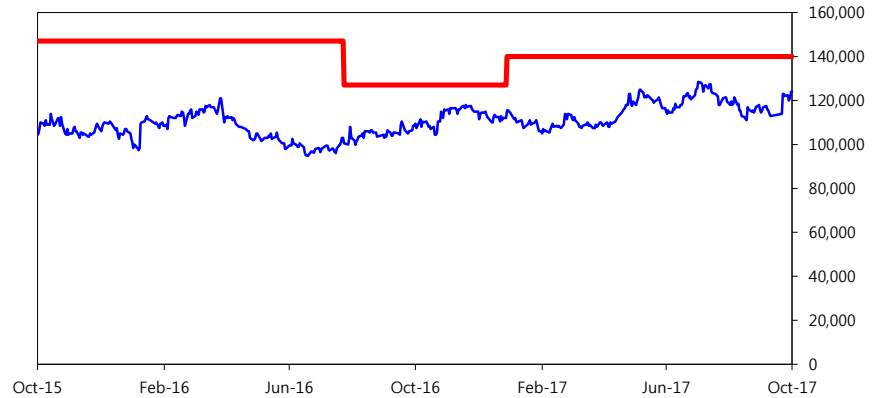
수익성지표

(단위: 원, %)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
ROA	0.5	0.8	0.5	0.5	0.6
ROE	5.3	7.9	4.7	4.7	4.9
당기순이익/수입보험료	7.0	12.3	8.4	9.0	9.7
투자수익/수입보험료	37.0	47.7	39.9	46.4	39.9
보험금지급률	58.8	63.3	70.2	73.3	74.5
보험금지급률(책임준비금포함)	115.7	118.4	115.0	114.0	113.8
보험금/ 보험료수익	9.4	9.7	9.0	8.7	8.7
환급금/ 보험료수익	49.0	53.1	56.7	56.5	56.4
배당금/ 보험료수익	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
투자영업지표					
총자산대비 투자영업이익률	2.9	3.3	2.7	2.7	2.6
운용자산수익률	3.7	4.1	3.4	3.3	3.3
총자산대비 운용자산	79.5	81.2	80.7	80.7	80.6
주당지표(원)					
EPS	6,056	10,271	7,063	7,609	8,470
BPS	118,609	141,542	157,891	167,108	179,679
수정 BPS	126,451	152,094	168,443	177,660	190,231
DPS	1,800	1,200	2,030	2,190	2,440
배당수익률	1.6	1.1	1.6	1.8	2.0
배당성향	27.5	10.5	27.5	27.5	27.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
삼성생명(032830)	2015.10.15	매수	147,000원	-27.6	-17.7
	2016.08.12	매수	127,000원	-13.7	-7.1
	2017.01.17	매수	140,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 10월 20일 현재 삼성생명 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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
- 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 (2017.9.30 기준)

매 수	중립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※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.