

Earnings review

Korea / Life insurance

22 February 2016

**BUY**

목표주가 **130,000** 원  
현재주가 (19 Feb 2016) **108,500** 원

Upside/downside (%) 19.9  
KOSPI 1,916.24  
시가총액 (십억원) 21,700  
52주 최저/최고 92,200 - 118,000  
일평균거래대금 (십억원) 34.50  
외국인 지분율 (%) 17.0

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-14	Dec-15	Dec-16 E	Dec-17 E
수입보험료 (십억원)	28,239	27,457	28,950	29,622
보험손익 (십억원)	3,797	3,497	4,044	3,463
투자손익 (십억원)	6,853	6,428	6,004	6,493
책임준비금전입액 (십억원)	10,031	9,864	9,519	9,466
세전이익 (십억원)	1,603	1,372	1,674	1,668
순이익 (십억원)	1,337.5	1,211.2	1,269.2	1,264.5
EPS (원)	7,074	6,406	6,713	6,688
BPS (원)	117,863	125,462	137,526	144,647
ROE (%)	6.4	5.3	5.1	4.7
PER (x)	16.5	17.2	16.2	16.2
PBR (x)	1.0	0.9	0.8	0.8

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	5.9	3.8	8.0
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	4.4	7.5	10.3

원재용, Analyst

3774 1728 jaewoong.won@miraeasset.com

김명주

3774 1458 myoungjoo@miraeasset.com

## 삼성생명 (032830 KS)

### 4Q15Review:저금리 기조에 가려진 펀더멘탈 개선세

삼성생명 순익은 컨센서스 1,472억원 대비 77.7% 하락한 328억원을 기록하였습니다. 순익이 큰 폭으로 하락한 이유는 저금리 기조가 이어지면서 발생한 변액최저보존준비금 적립이 예상보다 컸기 때문입니다. 시장금리 하락에 따른 자산운용이익률 하락으로 보유계약가치도 하락하고 있습니다. 하지만, 동사는 보장성 및 퇴직연금 판매 확대, 대체투자 확대 등으로 수익성 개선이 이어지고 있습니다. 저금리 기조로 개선되고 있는 펀더멘탈 변화가 가려져 있는 상황입니다.

#### 4Q15 순이익 328억원 (-87.9% QoQ, -77.0% YoY)

4Q15 순이익은 328억원으로 전분기 및 전년 동기 대비 각각 87.9%, 77.0% 감소. 이는 컨센서스 1,472억원 대비 77.7% 하회한 실적. 이는 제일모직 빌딩 매각외 기타 부동산 매각에 따른 일회성 이익 약 1,600억원과 삼성차소송분배금 환입 1,190억원이 있었으나 저금리 기조가 이어지면서 변액최저보존준비금 적립 3,300억원과 10월 인력효율화 작업에 따른 희망퇴직 400억원 등이 일회성 비용이 더 컸기 때문. 이 외 광고비, 삼성생명서비스 성과급 등 일회성 비용 약 400억원이 추가적으로 발생.

#### 시장금리 하락으로 보유계약가치도 하락

삼성생명 FY2015 EV(Embedded Value)는 시장금리 하락에 따른 채권평가이익 증가로 조정순자산가치(ANW)가 4.3% 증가하면서 전년 대비 1.6% 증가. 하지만 시장금리 하락에 따른 자산운용이익률 하락으로 보유계약가치(VIF)가 감소하고 있다는 점이 우려됨. 보유계약가치는 전년 대비 28.2% 하락한 1.5조원을 기록.

#### 저금리 기조에도 펀더멘탈 개선세 이어지고 있음

저금리 기조의 어려운 환경 속에서도 보장성 및 퇴직연금시장 영업확대, 대체투자 확대 등으로 수익원 다변화가 이어지고 있음. 특히, 금년에는 마진이 좋은 변액종신, CI 및 중저가 보장성 보험 중심으로 영업을 확대할 계획. 작년말부터 흑자전환한 퇴직연금 부서의 수익도 한 단계 레벨업 할 것으로 기대. 작년 말부터 설계사의 퇴직연금 판매가 허용되면서 3만2천명 수준의 삼성생명 설계사를 통한 퇴직연금 상품 판매가 활발해 질 것으로 예상하기 때문. 작년 12월말 기준으로 삼성생명의 퇴직연금적립금은 18.8조원이고 시장점유율은 14.9%를 차지. 국내 퇴직연금시장에서 삼성생명은 은행보다 높은 점유율로 부동의 1위를 유지하고 있음.

#### 투자 의견 BUY 및 목표주가 130,000원 유지

저금리 기조로 자산운용이익률 하락이 우려되나 고마진의 보장성 중심 영업 확대 및 퇴직연금 부서 수익 확대에 따른 펀더멘탈 개선이 기대되므로 투자 의견 BUY 및 목표주가 13만 원 유지. 시장금리 하락세가 멈추면 저금리 기조에 가려진 삼성생명의 펀더멘탈 개선세는 확연하게 드러날 것으로 예상. 지난 1월의 추가로 매입한 삼성카드 지분 37.4%로 삼성생명은 삼성카드에 대한 지분율 71%를 확보하여 최대주주로 올라섬. 이에 따른 자본 및 수익 증가에 재무제표 변화는 추후 금년 1분기 실적발표 후 반영할 계획.

Figure 1 삼성생명 4Q15 실적

(십억원)	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	QoQ(%)	YoY(%)	기준추정	차이(%)	컨센서스	차이(%)
보험순익	1,093	1,047	971	888	590	(33.6)	(46.0)	1,014	(41.8)	1,671	(64.7)
투자순익	1,559	1,766	1,548	1,453	1,662	14.4	6.6	1,440	15.4	1,533	8.4
책임준비금전입액	2,760	2,518	2,436	2,336	2,574	10.2	(6.7)	2,617	(1.6)		
영업이익	(108)	295	83	6	(323)	적전	적지	(163)	98.1	(100)	224.0
당기순이익	142	464	443	272	33	(87.9)	(77.0)	98	(66.5)	147	(77.7)

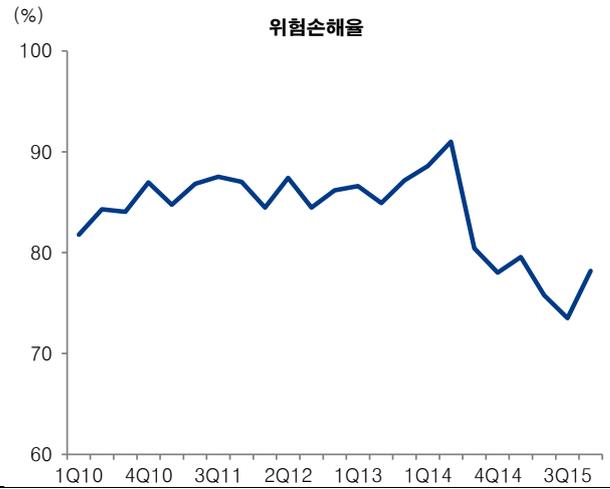
자료: 삼성생명, DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 희망퇴직 및 광고비 증가 등으로 사업비 증가



자료: 삼성생명, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 메르스 효과 이후 위험손해율 소폭 상승



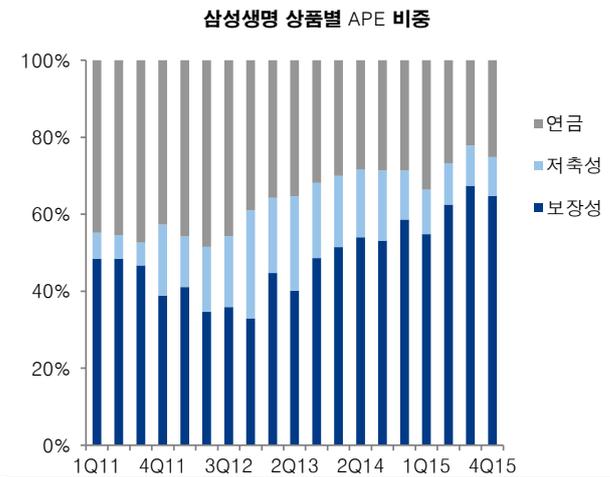
자료: 삼성생명, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 부동산 매각으로 자산운용이익률 소폭 상승



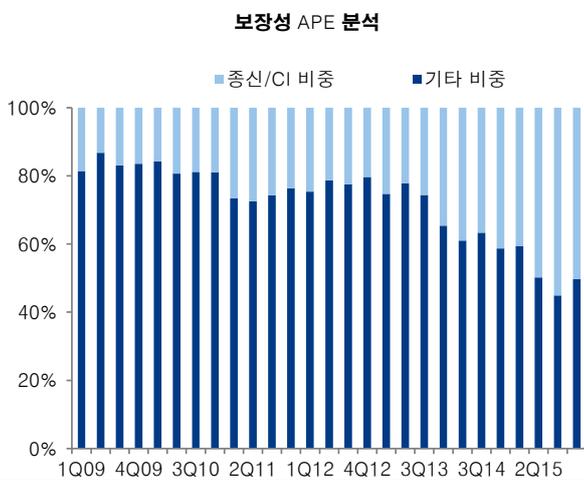
자료: 삼성생명, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 보장성 비중 지속적으로 증가 중



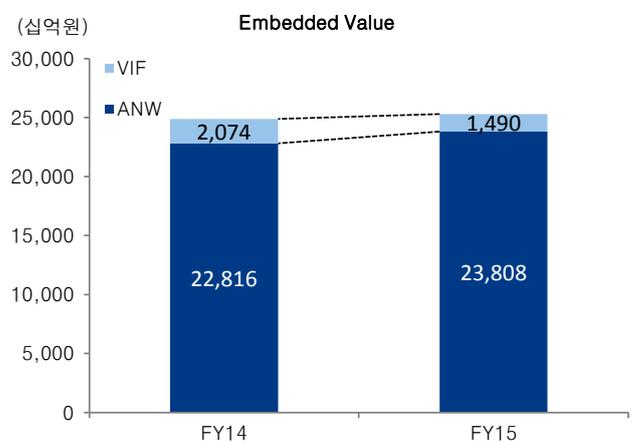
자료: 삼성생명, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 종신/CI 비중도 지속적으로 증가 중



자료: 삼성생명, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 시장금리 하락으로 보유계약가치 하락



자료: 삼성생명, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 삼성생명 실적추정

(십억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015	2016E
보험손익	812	989	903	1,093	1,047	971	888	590	1,023	1,007	1,008	1,009	3,797	3,497	4,047
투자손익	1,679	2,043	1,572	1,559	1,766	1,548	1,453	1,662	1,629	1,441	1,463	1,449	6,853	6,428	5,982
책임준비금전입액	2,277	2,623	2,371	2,760	2,518	2,436	2,336	2,574	2,425	2,389	2,413	2,461	10,031	9,864	9,687
영업이익	214	409	104	(108)	295	83	6	(323)	227	59	58	(2)	619	61	342
영업외손익	233	239	284	229	284	324	320	383	306	319	308	320	985	1,310	1,253
세전이익	447	648	388	120	579	407	325	60	533	378	366	318	1,603	1,372	1,595
법인세	29	155	79	3	116	(36)	54	28	129	92	89	77	266	162	386
<b>당기순이익</b>	<b>409</b>	<b>489</b>	<b>297</b>	<b>142</b>	<b>464</b>	<b>443</b>	<b>272</b>	<b>33</b>	<b>404</b>	<b>287</b>	<b>277</b>	<b>241</b>	<b>1,337</b>	<b>1,211</b>	<b>1,209</b>
보험금지급률(%)	61.1	54.8	58.8	55.8	57.5	57.2	58.8	57.0	57.1	57.2	57.2	57.2	57.7	57.6	57.2
위험손해율(%)	88.6	91.0	80.4	78.0	79.6	75.8	73.5	65.9	68.5	71.2	74.0	76.8	84.4	73.4	72.6
사업비율(%)	13.4	15.0	13.5	9.3	12.7	13.1	13.3	12.5	12.3	12.5	12.5	12.5	12.4	12.9	12.5
투자이익률(%)	4.3	5.2	3.9	3.7	4.1	3.5	3.3	3.2	3.6	3.1	3.2	3.1	4.2	3.5	3.2
<b>ROE(%)</b>	<b>8.3</b>	<b>9.6</b>	<b>5.6</b>	<b>2.6</b>	<b>7.5</b>	<b>7.7</b>	<b>4.6</b>	<b>1.6</b>	<b>6.6</b>	<b>4.6</b>	<b>4.4</b>	<b>3.8</b>	<b>6.4</b>	<b>5.4</b>	<b>4.7</b>

자료: 삼성생명, 미래에셋증권 리서치센터

## Summary financial statements

### 손익계산서

(단위:십억원)	2014	2015	2016E	2017E
수입보험료	28,239	27,457	28,950	29,622
일반계정	17,411	17,287	18,184	18,202
특별계정	10,828	10,170	10,766	11,420
보험손익	3,797	3,497	4,044	3,463
보험영업수익	17,644	17,612	18,404	18,423
보험료수익	17,411	17,354	18,184	18,202
재보험수익	233	258	221	221
보험영업비용	13,898	14,115	14,360	14,960
지급보험금	10,046	10,210	10,365	10,375
재보험비용	266	289	260	261
사업비	1,555	1,559	1,466	1,563
신계약비상각비	2,012	2,057	2,265	2,757
할인료	0	0	0	0
투자손익	6,853	6,428	6,004	6,493
투자수익	8,418	8,454	7,529	8,005
투자비용	1,564	2,025	1,525	1,512
책임준비금전입액	10,031	9,864	9,519	9,466
영업이익	619	61	529	490
영업외손익	1,020	1,314	1,145	1,179
세전이익	1,603	1,372	1,674	1,668
법인세비용	292	162	405	404
당기순이익	1,337	1,211	1,269	1,264

자료: 삼성생명, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

### 대차대조표

(단위:십억원)	2014	2015	2016E	2017E
자산총계	214,434	230,363	250,345	271,408
운용자산	172,425	183,082	192,237	201,848
현예금 및 예치금	5,542	3,272	5,767	6,055
주식 및 출자금	20,220	25,562	26,840	28,182
채권	95,024	93,476	98,150	103,058
기타 유가증권	14,429	20,698	21,733	22,820
대출채권	29,317	33,363	33,449	35,122
부동산	7,850	9,220	9,612	10,092
비운용자산	7,600	7,695	7,756	7,788
미상각신계약비	3,979	3,856	3,153	2,297
특별계정자산	34,409	39,586	50,352	61,772
부채총계	192,149	206,641	224,342	244,059
책임준비금	138,983	149,118	158,637	168,104
계약자지분조정	6,772	6,969	8,343	9,987
기타부채	8,799	9,976	12,594	15,900
특별계정부채	37,596	40,578	76,039	142,488
자본총계	22,285	23,722	26,003	27,349
자본금	100	100	100	100
자본잉여금	6	6	6	6
이익잉여금	9,762	11,567	12,494	13,417
자본조정	(1,084)	(1,576)	(556)	(556)
기타포괄손익누계액	10,258	13,548	13,959	14,382

자료: 삼성생명, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

### 주요투자지표 I

(%)	2014	2015	2016E	2017E
수익성				
보험금지급률	57.7	59.1	57.0	57.0
위험손해율	84.4	82.2	70.3	82.2
사업비율	12.4	12.3	10.5	11.7
투자수익률	4.2	3.6	3.2	3.3
성장성				
수입보험료	44.1	(2.8)	5.4	2.3
보험손익	34.7	(7.9)	15.6	(14.4)
투자손익	44.8	(6.2)	(6.6)	8.1
책임준비금전입액	35.5	(1.7)	(3.5)	(0.6)
영업이익	320.4	(90.1)	765.0	(7.5)
운용자산	11.0	6.2	5.0	5.0
총자산	11.1	7.4	8.7	8.4

자료: 삼성생명, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

### 주요투자지표 II

	2014	2015	2016E	2017E
주당지표				
EPS (원)	7,074	6,406	6,713	6,688
BPS (원)	117,863	125,462	137,526	144,647
DPS (원)	1,800	1,800	1,812	1,806
밸류에이션				
PER (배)	16.5	17.2	16.2	16.2
PBR (배)	1.0	0.9	0.8	0.8
수익성				
ROE (%)	6.4	5.3	5.1	4.7
ROA (%)	0.7	0.5	0.5	0.5
배당지표				
배당성향 (%)	25.5	26.5	27.0	27.0
배당수익률 (%)	1.55	1.64	1.67	1.66

자료: 삼성생명, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations		Distribution of Ratings
<b>종목별 투자 의견 (12개월 기준)</b> BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과 HOLD : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내 REDUCE : 현주가 대비 목표주가 -10% 초과 단, 업종 투자 의견에 의한 ±10% 내의 조정치 감안 가능	<b>업종별 투자 의견</b> OVERWEIGHT : 현 업종지수대비 +10% 초과 NEUTRAL : 현 업종지수대비 ±10% 이내 UNDERWEIGHT : 현 업종지수 대비 -10% 초과	<b>조사분석자료 투자등급 비율</b> (기준일: 20160129) BUY (매수) : 85.9% HOLD (중립/보유) : 12.9% REDUCE (매도) : 1.2% 합계 : 100%
Compliance Notice		
· 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다. · 당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 주식을 기초자산으로 하는 E/W의 발행회사 및 유동성공급자가 아닙니다.		
본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [작성자: 원재웅]		

**Target Price and Recommendation Chart**

