

# 삼성생명 (032830)

## 성장을 퇴색시키는 역마진 확대

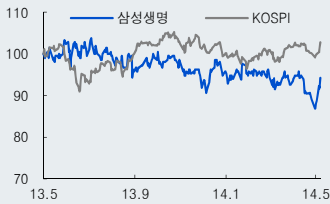
### 보험

Results Comment  
2014.5.15

(Maintain)	<b>매수</b>
목표주가(원,12M)	<b>125,000</b>
현재주가(14/05/14,원)	<b>99,900</b>
상승여력	<b>25%</b>

영업이익(14F,십억원)	200
Consensus 영업이익(14F,십억원)	468
EPS 성장률(14F,%)	21.6
MKT EPS 성장률(14F,%)	25.1
P/E(14F,x)	21.0
MKT P/E(14F,x)	10.9
KOSPI	2,010.83
시가총액(십억원)	19,980
발행주식수(백만주)	200
유동주식비율(%)	42.4
외국인 보유비중(%)	12.4
베타(12M) 일간수익률	0.52
52주 최저가(원)	92,100
52주 최고가(원)	110,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.6	-0.6	-5.3
상대주가	-1.3	-2.7	-7.3



### [증권/보험]

정길원  
02-768-3256  
gilwon.jeong@dwsec.com

김주현  
02-768-4149  
juhyun.kim@dwsec.com

### FY14 1Q 순이익 4,094억 원(YoY +27.3%), 일회성 요인으로 서프라이즈

삼성생명의 1Q 순이익은 4,094억 원으로 우리의 기존 추정 3,586억 원을 대폭 상회하였다. 법인세 환급액 620억 원을 제거하면 추정에 부합한다.

1) 삼성전자 배당금(1,541억 원)이 크게 늘어나면서 투자이익률은 양호하였으나, 2) 위험손해율 상승의 기초가 꺾이지 않고 있다는 점(전년 동기 대비 +2.4%p, 86.2 → 88.6%)이 특징이다.

재무안정성 지표는 예상에 부합한다. 부채부담금리는 분기당 3~4bp 하락하는 속도를 유지하는 가운데, 변화된 산정 기준을 적용하여 RBC비율은 크게 상승하였다.

신계약 성장, 특히 가장 핵심 상품인 중신보험을 비롯한 사망 보장type의 신계약 성장이 양호(FY13 평균 대비 7.5%)하다는 점은 긍정적이다.

### 역마진 확대가 가장 아프다

1Q 손해율에는 계절성과 함께 연말에 있을 것으로 예상하였던 IBNR 추가적립 부담이 투영되어 있으므로 연간으로는 86% 수준으로 수렴할 것으로 보인다. 위험보험료 유입도 빨라지면서 내년 이후에는 연간으로 하락하는 모습도 기대된다.

무엇보다 다시 확대된 역마진 Spread(QoQ -4bp, -54bp → -58bp)의 방향성이 2Q 이후 가장 중요한 체크 사항이다. 고금리 채권(5년전 글로벌 금융위기 당시 발행했던)의 만기가 집중되면서 보유이권이 8bp나 하락한 결과이다. 2Q 이후 이러한 채권의 만기도래가 줄어들면서 같은 모습은 반복되지 않을 것으로 보이지만, 신규투자이익률이 4.0%에 불과하다는 점은 금리 인상 기대가 점점 이연 되고 있는 상황에서 풀어야 할 숙제이다.

(당사의 기준 금리에 대한 하우스 View 기준 14년 중 50bp 인상 → 변경 15년 1Q 25bp, 하반기 25bp 각각 1회 인상)

### 투자의견 매수, 목표주가 125,000원 유지

모든 수익성 개선 노력을 압도하는 이차역마진 부담은 생보사들에게 상존한다. 결국 역마진의 방향, 속도가 동사를 비롯한 생보주들의 실적과 주가의 Key이다. 뒤집어 말해 금리방향성을 잘 포착한다면 Trading 기회는 잡을 수 있을 것이다.

블러덕에 따른 오버행 부담, 자사주 매입 이후의 수급 공백, 지연되는 금리 상승 등 대응할 수 없는 요인들로 인해 주가가 부진했지만, 현재로서는 Downside Risk는 낮다.

1분기 실적 및 진행중인 구조조정 사항 등의 영향을 반영하여 FY14, 15의 순이익추정을 각각 3.1, 5.1% 하향 조정한다. 투자의견은 매수, 목표주가는 125,000원을 유지한다.

결산기 (12월)	03/12	03/13	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
수입보험료 (십억원)	22,864	30,755	19,601	26,766	28,114	29,756
영업이익 (십억원)	556	532	134	200	298	443
순이익 (십억원)	948	984	586	951	1,004	1,124
EPS (원)	4,742	4,922	2,932	4,754	5,021	5,619
BPS (원)	90,566	108,652	98,183	102,195	108,313	115,049
P/E (배)	20.9	21.2	34.3	21.0	19.9	17.8
P/B (배)	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
ROE (%)	5.7	4.9	2.8	4.5	4.9	5.1
배당수익률	2.0	1.4	0.8	1.4	1.5	1.7
자기자본 (십억원)	18,113	21,730	19,637	20,439	21,663	23,010

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익, 12/13은 회계기준 변경으로 인한 9개월 수치임  
자료: 삼성생명, KDB대우증권 리서치센터

표1. 삼성생명 FY14 1분기 실적

(십억원, %)

	4Q FY12	3Q FY13	1Q FY14P			증감률	
			잠정실적	KDB대우 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
수입보험료	8,792	8,172	5,989	6,426		-31.9	-26.7
영업이익	210	-64	203	271		-3.4	흑전
세전이익	398	151	447	486		12.3	196.9
순이익	322	118	409	359	290	27.3	247.4

자료: 삼성생명, KDB대우증권 리서치센터

표2. 삼성생명 수익 예상 변경

(십억원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		변경사유
	FY14F	FY15F	FY14F	FY15F	FY14F	FY15F	
수입보험료	27,061	28,316	26,766	28,114	-1.1	-0.7	
영업이익	454	532	200	298	-56.0	-44.0	1Q 실적 반영, 투자이익률 조정 등
세전이익	1,330	1,433	1,175	1,350	-11.7	-5.8	
순이익	981	1,059	951	1,004	-3.1	-5.1	

자료: 삼성생명, KDB대우증권 리서치센터 예상

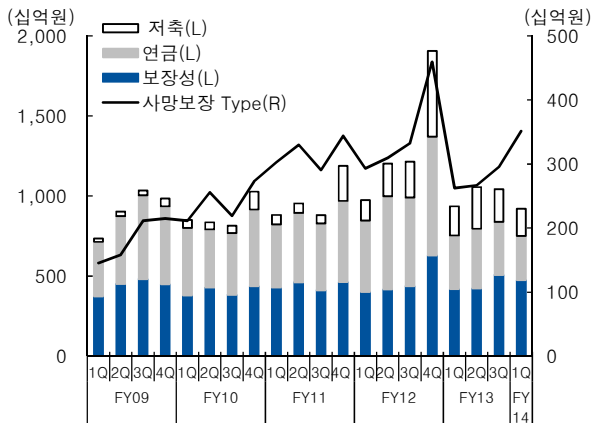
표 3. 삼성생명 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %, %p)

	CY13				FY14F				1Q FY14 증감률		CY13	FY14F	FY15F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2Q	3Q	4Q	YoY	QoQ			
보험영업수익	8,850	5,799	5,734	8,233	6,043	6,149	6,092	8,721	-31.7	-26.6	28,616	26,952	28,365
수입보험료	8,792	5,747	5,682	8,172	5,989	6,094	6,038	8,644	-31.9	-26.7	28,393	26,766	28,114
보험영업비용	3,444	3,186	3,221	3,507	3,495	3,465	3,427	3,759	1.5	-0.4	13,358	14,146	14,527
보험영업이익	3,519	971	962	840	801	949	985	818	-77.2	-4.6	6,291	3,553	4,029
투자손익	1,589	1,592	1,546	1,632	1,679	1,578	1,598	1,625	5.6	2.9	6,360	6,480	6,788
영업이익	210	123	75	-64	203	-45	29	13	-3.4	흑전	344	200	298
영업외이익	189	189	212	193	233	239	247	245	23.5	20.7	783	964	1,052
세전이익	398	325	300	151	447	195	276	257	12.3	196.9	1,174	1,175	1,350
당기순이익	322	248	221	118	409	145	205	191	27.3	247.4	908	951	1,004
효율성지표													
수입보험료 대비 실제사업비율	13.3	13.4	13.4	13.4	13.4	15.0	13.0	11.5	0.1	0.0	13.4	13.1	12.3
위험보험료 대비 사고보험금	86.2	86.6	84.9	87.2	88.6	85.0	85.0	85.3	2.4	1.4	86.2	85.9	85.1
투자이익률	4.31	4.26	4.12	4.27	4.34	4.04	4.02	4.02	0.03	0.06	4.55	4.14	4.08
예정이자율	5.57	5.42	5.36	5.31	5.27	5.24	5.21	5.18	-0.29	-0.04	5.31	5.18	5.06

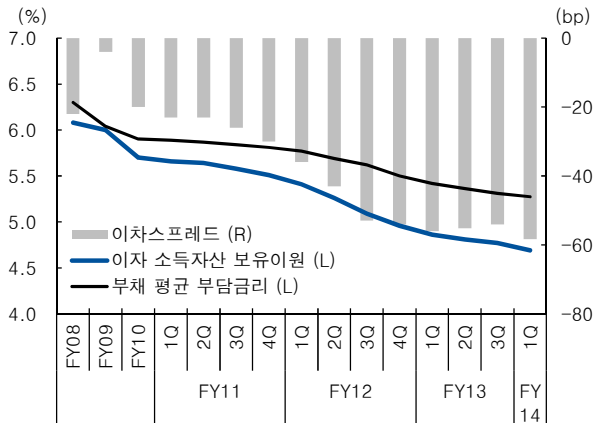
자료: 삼성생명, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 사망보장 중심의 건조한 보장성 신계약 성장



자료: 삼성생명, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 역마진 Spread가 재차 확대된 점이 부담



자료: 삼성생명, KDB대우증권 리서치센터

삼성생명 (032830)

예상 손익계산서(요약)

(십억원)	13/12	14/12F	15/12F	16/12F
<b>보험영업수익</b>	<b>19,767</b>	<b>26,952</b>	<b>28,365</b>	<b>30,021</b>
수입보험료	19,601	26,766	28,114	29,756
- 일반계정	12,520	17,460	18,305	19,280
- 특별계정	7,080	9,306	9,809	10,475
재보험수익	166	185	251	265
<b>보험영업비용</b>	<b>9,914</b>	<b>14,146</b>	<b>14,527</b>	<b>15,269</b>
지급보험금	7,007	10,230	10,656	11,232
재보험비용	179	267	280	297
사업비	2,729	3,645	3,587	3,736
(신계약비상각비)	1,486	2,143	2,165	2,261
<b>보험영업이익</b>	<b>2,772</b>	<b>3,553</b>	<b>4,029</b>	<b>4,276</b>
<b>투자손익</b>	<b>4,771</b>	<b>6,480</b>	<b>6,788</b>	<b>7,152</b>
투자영업수익	5,859	7,726	8,181	8,677
투자영업비용	1,089	1,246	1,392	1,526
책임준비금전입	7,409	9,833	10,519	10,986
<b>영업이익</b>	<b>134</b>	<b>200</b>	<b>298</b>	<b>443</b>
<b>영업외이익</b>	<b>594</b>	<b>964</b>	<b>1,052</b>	<b>1,066</b>
세전이익	776	1,175	1,350	1,509
법인세비용	172	205	327	365
<b>당기순이익</b>	<b>586</b>	<b>951</b>	<b>1,004</b>	<b>1,124</b>

예상 대차대조표(요약)

(십억원)	13/12	14/12F	15/12F	16/12F
<b>운용자산</b>	<b>155,376</b>	<b>163,978</b>	<b>175,501</b>	<b>187,611</b>
현금과 예치금	4,354	3,827	4,096	4,379
유가증권	116,389	123,805	132,505	141,648
주식·출자금	20,392	21,059	22,539	24,095
국공채·특수채·금융채	73,663	79,163	84,727	90,573
회사채	7,815	7,947	8,505	9,092
수익증권	3,114	3,921	4,196	4,486
해외유가증권	10,675	10,662	11,411	12,198
기타	674	1,053	1,127	1,205
대출채권	26,643	27,877	29,836	31,895
부동산	7,991	8,412	9,003	9,624
비운용자산	7,555	7,785	7,826	7,872
특별계정자산	30,018	34,501	34,501	34,501
<b>자산총계</b>	<b>192,949</b>	<b>206,263</b>	<b>217,829</b>	<b>229,983</b>
책임준비금	128,761	138,634	149,154	160,139
계약자지분조정	6,029	5,768	5,534	5,299
기타부채	6,432	6,704	6,761	6,818
특별계정부채	32,090	34,718	34,718	34,718
<b>부채총계</b>	<b>173,313</b>	<b>185,824</b>	<b>196,166</b>	<b>206,974</b>
자본금	100	100	100	100
자본잉여금	6	6	6	6
이익잉여금	9,504	10,303	11,308	12,431
자본조정	-883	-1,084	-1,084	-1,084
기타포괄손익 누계	10,242	10,422	10,600	10,778
<b>자본총계</b>	<b>19,637</b>	<b>20,439</b>	<b>21,663</b>	<b>23,010</b>
<b>부채외자본총계</b>	<b>192,949</b>	<b>206,263</b>	<b>217,829</b>	<b>229,983</b>

자료: 삼성생명, KDB대우증권 리서치센터

주요지표(요약)

(십억원)	13/12	14/12F	15/12F	16/12F
<b>성장성(%)</b>	<b>-36.3</b>	<b>36.6</b>	<b>5.0</b>	<b>5.8</b>
수입보험료	-43.2	39.5	4.8	5.3
일반계정	-18.6	31.4	5.4	6.8
특별계정	-42.7	34.5	6.9	6.3
APE	-189.4	49.0	49.1	48.6
영업이익	-37.5	51.4	14.9	11.8
세전이익	-40.4	62.1	5.6	11.9
순이익	-9.6	4.1	6.0	6.2
자기자본	3.1	5.5	7.0	6.9
운용자산	3.7	6.9	5.6	5.6
총자산	6.2	7.7	7.6	7.4
책임준비금				

수익성 지표(%)

수입보험료 대비 실제사업비용	13.4	13.1	12.3	12.2
위험보험료 대비 사고보험금	86.2	85.9	85.1	84.9
투자이익률	3.2	4.1	4.1	4.0
예정이자율	5.3	5.2	5.1	4.9

운용자산 구성비(%)

현금과 예치금	2.8	2.3	2.3	2.3
유가증권	74.9	75.5	75.5	75.5
대출채권	17.1	17.0	17.0	17.0
부동산	5.1	5.1	5.1	5.1

유가증권 구성비(%)

주식·출자금	17.5	17.0	17.0	17.0
국공채·특수채·금융채	63.3	63.9	63.9	63.9
회사채	6.7	6.4	6.4	6.4
수익증권	2.7	3.2	3.2	3.2
해외유가증권	9.2	8.6	8.6	8.6
기타	0.6	0.9	0.9	0.9

투자지표

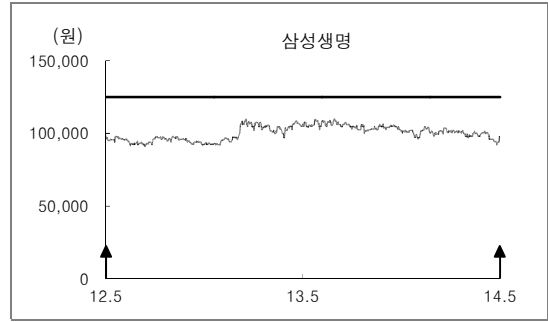
	13/12	14/12F	15/12F	16/12F
EPS	2,932	4,754	5,021	5,619
BPS	98,183	102,195	108,313	115,049
EVPS	122,365	132,099	142,057	152,896
P/E	35.5	21.0	19.9	17.8
P/B	1.1	1.0	0.9	0.9
P/EV	0.8	0.8	0.7	0.7
ROE	2.8	4.5	4.9	5.1
ROA	0.3	0.5	0.5	0.5
배당성향	27.7	27.8	28.2	28.6
배당수익률	0.8	1.4	1.5	1.7

**삼성생명**

성장을 퇴색시키는 역마진 확대

**투자의견 및 목표주가 변동추이**

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
삼성생명(032830)	2012.05.07	매수	125,000원



**투자의견 분류 및 적용기준**

**기업**

- 매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
- Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
- 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
- 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

**산업**

- 비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
- 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
- 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

**Compliance Notice**

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.