

삼성생명 (032830KS | Buy 유지 | TP 107,000원 유지)

2021년 이차익 +3,000억원 예상

삼성생명의 4Q20 지배주주 순이익은 2,707억원으로 컨센서스를 48% 상회했습니다. 2021년은 이차역마진 5bp 확대, 위험손해율 1%p 상승, 변액보증 손익 감소를 가정해도 삼성전자 특별배당 수익으로 세전이익 5,500억원 증가가 예상됩니다. 사업가치 개선(5.6조원)과 삼성전자 지분가치(16.2조원) 증가를 반영하지 못한 현 주가를 저평가 상태로 판단합니다.

4Q20 지배주주 순이익 2,707억원 (+44,802% YoY)으로 실적 호조

- 삼성생명의 4Q20 지배주주 순이익은 2,707억원 (+44,802% YoY)로 당사 추정치를 61%, 시장 전망치를 48% 상회하는 서프라이즈를 시현
- 4Q20 위험보험료는 3.5% YoY 증가해 4개 분기 연속 증가율 상승을 지속. 이에 사고보험금 감소(IBNR 환입으로 추정)가 동반되면서 위험손해율은 76.9% (-7.8%p YoY)로 최근 12개 분기 중 최저치를 기록. 결과적으로 4Q20 사차익은 2,500억원으로 56% YoY 증가. 연간 사차익은 COVID로 인한 의료이용 감소로 45% YoY 증가
- 4Q20 비차익은 손익 호조에 따른 성과급 충당 등 일회성 비용 900억원 반영되며 950억원(-54% YoY) 감소. 연간 비차익은 해당 요인과 연간 신계약 증가 등으로 7% YoY 감소
- 4Q20 이차익은 변액보증손익 호조로 920억원(흑전 YoY) 기록. 연간 이차익은 같은 이유로 388% YoY 증가

2021년 이차익 +3,000억원 예상

- 본질 실적 추정을 위해 시장 환경 영향을 민감하게 받는 변액보증 손익을 제외하면, 삼성생명의 2020년 세전이익은 3.8% YoY 감소. 2021년은 이차역마진 5bp 확대와 위험손해율 1%p 상승을 가정하면 경상 세전이익 5%(780억원) YoY 감소로 추정됨. 여기에 변액보증 손익 감소분(1,500억원)과 삼성전자 특별배당(8,000억원)을 더하면 연간 세전이익은 5,500억원 수준 증가
- 2020년 배당성향은 COVID 대응을 위한 상한 제한으로 355.5%에 불과했으나 2021년부터는 회사 목표치인 50%를 상회할 것으로 가정. 이때 2021년 DPS는 4,450원, 기대 배당수익률은 5.7%로 나타남
- 사업가치 개선(target 5.6조원)과 삼성전자 지분가치(할인율 40% 적용시 16.2조원) 증가를 반영하지 못한 현 주가를 저평가 상태로 판단함



경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2018A	2019A	2020P	2021E	2022E
수입보험료	(십억원)	25,158	28,248	26,540	26,517	26,863
영업이익	(십억원)	933	-48	543	1,154	534
지배주주순이익	(십억원)	1,664	977	1,266	1,586	1,226
위험손해율	(%)	82.1	85.9	80.0	81.0	81.0
투자수익률	(%)	3.8	3.3	2.8	3.1	2.8
EPS	(원)	9,268	5,443	7,049	8,833	6,827
BPS	(원)	169,876	207,804	242,866	250,621	253,588
PER	(배)	8.8	13.7	11.2	8.8	11.3
PBR	(배)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
ROE	(%)	5.4	2.9	3.1	3.6	2.7
배당성향	(%)	28.6	48.7	35.5	50.4	50.5
배당수익률	(%)	3.2	3.6	3.2	5.7	4.5

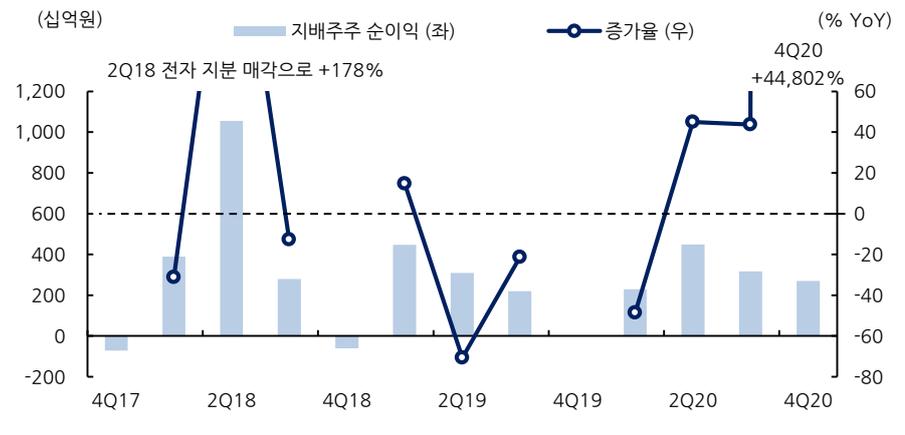
삼성생명 | 2021년 이차익 +3,000억원 예상

삼성생명의 4Q20 주요 실적 요약

(십억원)	4Q20P	4Q19	YoY (%)	3Q20	QoQ (%)	4Q20E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
영업이익	169.1	(305.3)	흑전	116.0	45.7	(43.2)	(491.7)	(69.7)	(342.7)
세전이익	416.1	25.4	1,537.3	457.9	(9.1)	250.3	66.2	294.5	41.3
지배주주 순이익	270.7	0.6	44,801.9	316.6	(14.5)	168.1	61.0	182.4	48.4

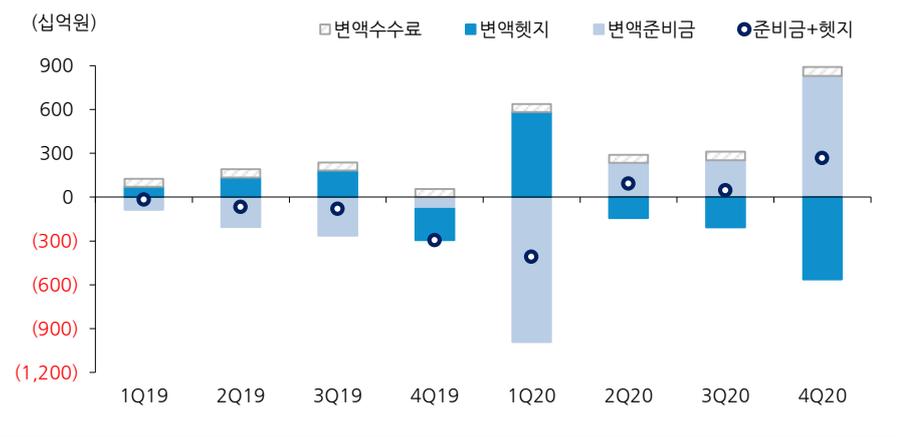
자료: 삼성생명, Fnguide, 케이프투자증권 리서치본부

삼성생명의 분기별 연결 지배주주 순이익 및 증가율



자료: 삼성생명, 케이프투자증권 리서치본부

삼성생명의 분기별 변액 손익 추정: 헷지로 인해 손익 변동성 축소



자료: 삼성생명, 케이프투자증권 리서치본부

삼성생명 | 2021년 이차익 +3,000억원 예상

(십억원)	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	2019	2020P	YoY (%, %p)
수입보험료	9,938	6,241	5,941	6,006	8,353	39.1	(16.0)	28,248	26,540	(6.0)
보장성	3,209	3,205	3,202	3,192	3,221	0.9	0.4	12,825	12,820	(0.0)
연금형	1,315	1,298	1,262	1,397	1,338	(4.2)	1.7	5,532	5,294	(4.3)
저축성	518	701	717	823	865	5.1	67.0	2,104	3,105	47.5
퇴직	4,896	1,037	760	594	2,930	393.6	(40.2)	7,786	5,321	(31.7)
APE	608	692	624	724	687	(5.1)	13.0	2,574	2,727	5.9
보장성	477	518	461	489	485	(0.7)	1.7	1,904	1,953	2.6
연금형	83	104	96	157	121	(22.5)	47.0	443	478	7.9
저축성	48	70	67	79	80	2.0	67.0	228	295	29.5
보험영업수익	4,198	4,349	4,387	4,667	4,790	2.6	14.1	16,591	18,194	9.7
보험영업비용	4,559	4,661	4,300	4,464	4,610	3.3	1.1	18,530	18,035	(2.7)
보험손익	(361)	(312)	87	204	180	(11.6)	흑전	(1,939)	159	흑전
투자손익	1,578	2,752	1,764	1,629	1,156	(29.0)	(26.7)	7,895	7,300	(7.5)
책임준비금전입액	1,522	2,456	1,578	1,717	1,167	(32.0)	(23.3)	6,004	6,917	15.2
영업이익	(305)	(16)	273	116	169	45.7	흑전	(48)	543	흑전
영업외손익	331	340	344	342	247	(27.7)	(25.3)	1,475	1,272	(13.7)
세전이익	25	324	617	458	416	(9.1)	1,537.3	1,427	1,815	27.2
당기순이익	18	257	470	345	299	(13.6)	1,524.5	1,052	1,371	30.3
지배주주 순이익	1	230	449	317	271	(14.5)	44,801.9	977	1,266	29.5
% YoY	흑전	(48.6)	45.0	43.8	44,801.9			(41.3)	29.5	
<i>경영효율지표 (%)</i>										
<i>위험손해율</i>	<i>84.7</i>	<i>84.7</i>	<i>78.9</i>	<i>79.7</i>	<i>76.9</i>	<i>(2.8)</i>	<i>(7.8)</i>	<i>85.9</i>	<i>80.0</i>	<i>(5.9)</i>
<i>실제사업비율</i>	<i>8.5</i>	<i>12.9</i>	<i>13.9</i>	<i>14.0</i>	<i>11.5</i>	<i>(2.5)</i>	<i>3.0</i>	<i>12.0</i>	<i>12.9</i>	<i>0.9</i>
<i>투자수익률</i>	<i>2.5</i>	<i>4.4</i>	<i>2.8</i>	<i>2.5</i>	<i>1.7</i>	<i>(0.8)</i>	<i>(0.8)</i>	<i>3.3</i>	<i>2.8</i>	<i>(0.5)</i>

자료: 삼성생명, 케이프투자증권 리서치본부

(십억원)	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	255,459	250,734	258,244	265,042	274,507	100.0	3.6	7.5
현금및예치금	6,537	4,617	3,939	4,205	4,972	1.8	18.2	(23.9)
유가증권	172,379	169,790	177,277	179,908	188,268	68.6	4.6	9.2
주식	31,856	26,858	29,456	32,280	43,980	16.0	36.2	38.1
채권	114,625	115,554	116,602	117,727	115,325	42.0	(2.0)	0.6
수익증권	4,947	6,441	8,564	6,802	6,195	2.3	(8.9)	25.2
외화유가증권	19,240	19,287	20,919	21,226	20,832	7.6	(1.9)	8.3
기타유가증권	331	320	312	375	469	0.2	25.0	41.4
관계사 지분	1,379	1,331	1,423	1,498	1,467	0.5	(2.1)	6.4
대출채권	68,891	68,690	69,105	73,042	73,741	26.9	1.0	7.0
부동산	7,652	7,636	7,922	7,887	7,525	2.7	(4.6)	(1.7)

자료: 삼성생명, 케이프투자증권 리서치본부

삼성생명 | 2021년 이차익 +3,000억원 예상

(십억원)	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	2019	2020P	YoY (%, %p)
수입보험료	9,938	6,241	5,941	6,006	8,353	39.1	(16.0)	28,248	26,540	(6.0)
보장성	3,209	3,205	3,202	3,192	3,221	0.9	0.4	12,825	12,820	(0.0)
연금형	1,315	1,298	1,262	1,397	1,338	(4.2)	1.7	5,532	5,294	(4.3)
저축성	518	701	717	823	865	5.1	67.0	2,104	3,105	47.5
퇴직	4,896	1,037	760	594	2,930	393.6	(40.2)	7,786	5,321	(31.7)
APE	608	692	624	724	687	(5.1)	13.0	2,574	2,727	5.9
보장성	477	518	461	489	485	(0.7)	1.7	1,904	1,953	2.6
연금형	83	104	96	157	121	(22.5)	47.0	443	478	7.9
저축성	48	70	67	79	80	2.0	67.0	228	295	29.5
보험영업수익	4,155	4,313	4,345	4,624	4,745	2.6	14.2	16,436	18,027	9.7
보험영업비용	4,531	4,641	4,263	4,428	4,554	2.9	0.5	18,432	17,886	(3.0)
보험손익	(377)	(327)	82	196	190	(3.0)	흑전	(1,996)	141	흑전
투자손익	1,492	2,814	1,489	1,332	880	(34.0)	(41.0)	7,408	6,514	(12.1)
책임준비금전입액	1,499	2,439	1,567	1,702	1,145	(32.7)	(23.6)	5,925	6,853	15.7
영업이익	(384)	48	5	(174)	(75)	적지	적지	(513)	(197)	적지
영업외손익	354	331	370	341	301	(11.7)	(14.8)	1,527	1,343	(12.0)
세전이익	(30)	378	375	167	226	35.4	흑전	1,014	1,147	13.1
당기순이익	15	317	301	142	169	19.2	1,062.4	834	929	11.4
% YoY	(93.1)	(30.4)	49.5	(12.8)	1,062.4			(53.6)	11.4	
경영효율지표 (%)										
위험손해율	84.7	84.7	78.9	79.7	76.9	(2.8)	(7.8)	85.9	80.0	(5.9)
실제사업비용	8.5	12.9	13.9	0.0	0.0	0.0	(8.5)	12.0	0.0	(12.0)
투자수익률	2.6	4.9	2.6	2.3	1.4	(0.8)	(1.2)	3.4	2.7	(0.7)

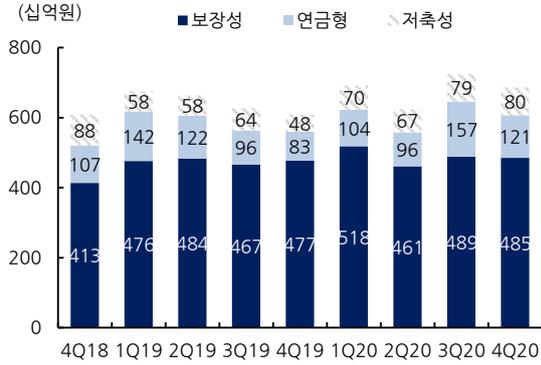
자료: 삼성생명, 케이프투자증권 리서치본부

(십억원)	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	231,497	226,796	233,553	238,158	248,974	100.0	4.5	7.5
현금및예치금	4,858	2,084	1,551	1,461	2,884	1.2	97.5	(40.6)
유가증권	175,006	172,989	180,320	182,903	191,726	77.0	4.8	9.6
주식	31,091	26,139	28,932	31,724	43,429	17.4	36.9	39.7
채권	114,109	115,051	116,103	117,051	114,874	46.1	(1.9)	0.7
수익증권	4,707	6,192	8,307	6,561	5,930	2.4	(9.6)	26.0
외화유가증권	16,456	16,701	17,951	18,445	18,163	7.3	(1.5)	10.4
기타유가증권	280	274	285	357	451	0.2	26.2	61.1
관계사 지분	8,362	8,631	8,742	8,764	8,878	3.6	1.3	6.2
대출채권	47,496	47,691	47,663	49,784	50,467	20.3	1.4	6.3
부동산	4,137	4,033	4,019	4,011	3,897	1.6	(2.8)	(5.8)

자료: 삼성생명, 케이프투자증권 리서치본부

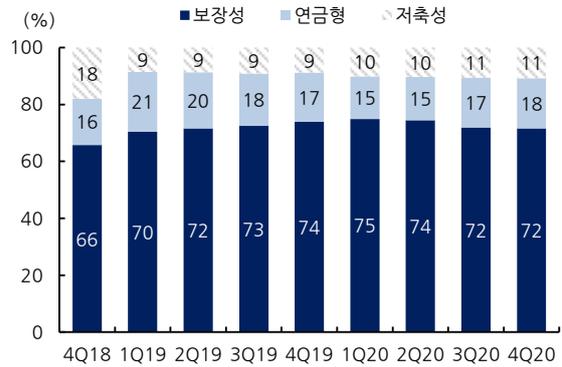
삼성생명 | 2021년 이차익 +3,000억원 예상

삼성생명의 APE (연납화 신계약보험료) 금액



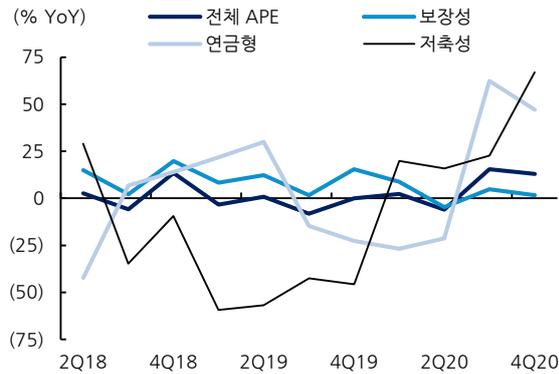
자료: 삼성생명, 케이프투자증권 리서치본부

삼성생명의 APE(연납화 신계약보험료) 구성비



자료: 삼성생명, 케이프투자증권 리서치본부

삼성생명의 APE (연납화 신계약보험료) 증가율



자료: 삼성생명, 케이프투자증권 리서치본부

삼성생명의 위험손해율



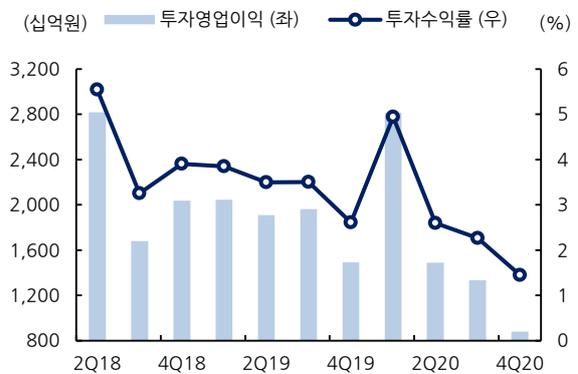
자료: 삼성생명, 케이프투자증권 리서치본부

삼성생명의 투자영업이익 및 투자수익률 (연결)



자료: 삼성생명, 케이프투자증권 리서치본부

삼성생명의 투자영업이익 및 투자수익률 (별도)



자료: 삼성생명, 케이프투자증권 리서치본부

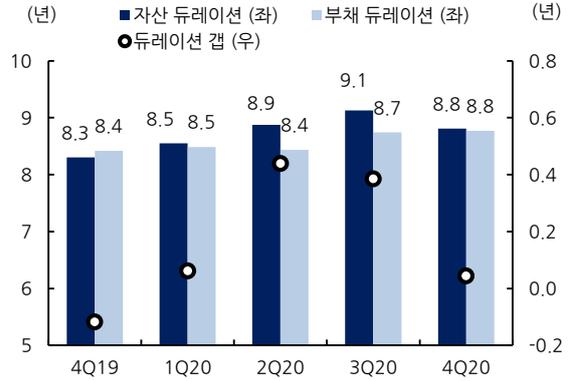
삼성생명 | 2021년 이차익 +3,000억원 예상

삼성생명의 이원차 스프레드 추이



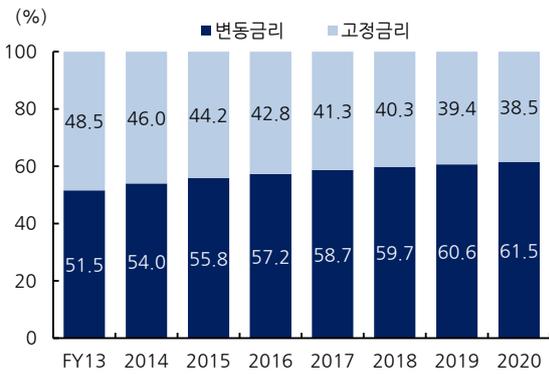
자료: 삼성생명, 케이프투자증권 리서치본부

삼성생명의 자산 및 부채 듀레이션



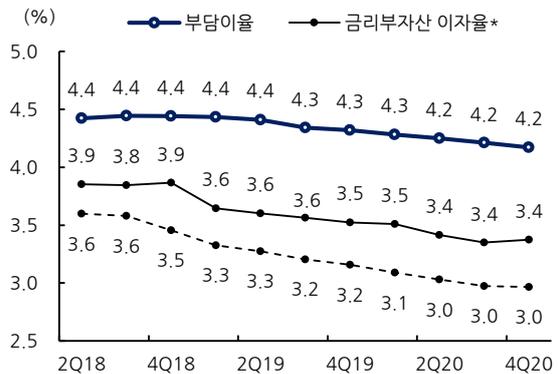
자료: 삼성생명, 케이프투자증권 리서치본부

삼성생명의 금리형태별 준비금 비중



자료: 삼성생명, 케이프투자증권 리서치본부

삼성생명의 부담이율 및 금리부자산 이자율



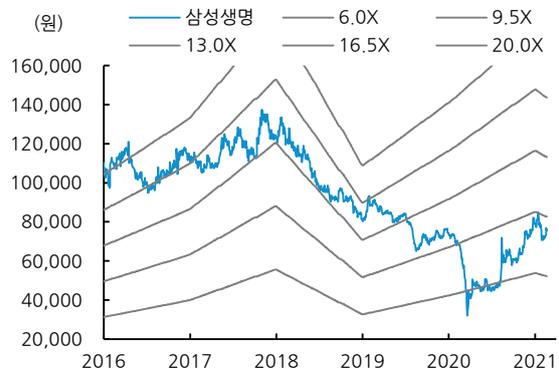
자료: 삼성생명, 케이프투자증권 리서치본부
주: *금리부자산 (채권, 대출, 예금 등) 대비 이자수익으로 산출

삼성생명의 12m forward PBR Band



자료: 케이프투자증권 리서치본부

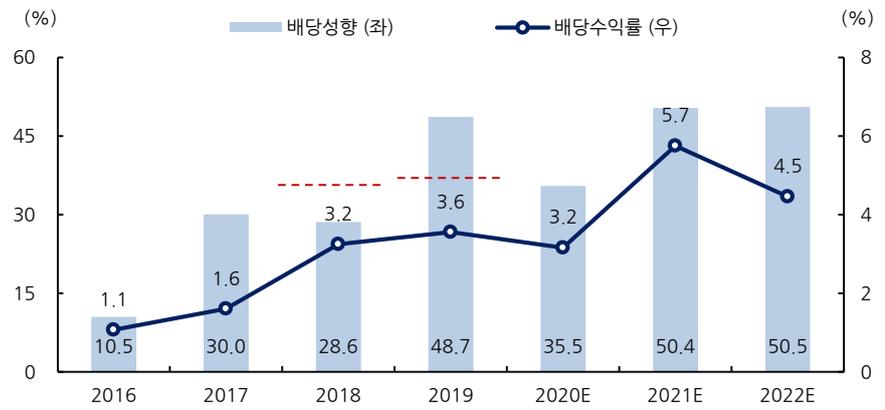
삼성생명의 12m forward PER Band



자료: 케이프투자증권 리서치본부

삼성생명 | 2021년 이차익 +3,000억원 예상

삼성생명의 배당지표 추이 및 전망



자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

삼성생명 | 2021년 이차익 +3,000억원 예상

재무상태표				
(십억원)	2019A	2020P	2021E	2022E
운용자산	255,459	274,507	284,507	295,590
현금 및 예치금	6,537	4,972	5,083	5,798
유가증권	172,379	188,268	196,107	204,176
주식	33,235	45,447	47,250	48,668
채권	114,625	115,325	120,103	125,382
수익증권	4,947	6,195	6,566	6,960
외화유가증권	19,240	20,832	21,695	22,649
기타유가증권	331	469	492	517
대출채권	68,891	73,741	75,859	78,223
부동산	7,652	7,525	7,458	7,394
비운용자산	7,508	7,394	7,616	7,844
특별계정자산	49,795	54,669	57,949	60,846
자산총계	312,762	336,569	350,071	364,281
책임준비금	180,493	187,954	195,741	203,367
보험료적립금	171,886	179,281	186,646	193,880
계약자지분조정	11,528	15,158	15,916	16,393
기타부채	30,281	33,618	35,496	38,174
특별계정부채	53,144	56,226	57,913	60,808
부채총계	275,446	292,957	305,066	318,743
지배주주지분	35,667	41,897	43,289	43,822
자본금	100	100	100	100
자본잉여금	244	244	244	244
이익잉여금	16,049	16,823	18,097	18,630
자본조정	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117
기타포괄손익누계	21,509	26,965	26,965	26,965
자본총계	37,316	43,613	45,005	45,538
부채와자본총계	312,762	336,569	350,071	364,281

성장률				
(% YoY)	2019A	2020P	2021E	2022E
자산	8.1	7.6	4.0	4.1
운용자산	8.2	7.5	3.6	3.9
특별계정자산	8.4	9.8	6.0	5.0
부채	6.4	6.4	4.1	4.5
책임준비금	3.8	4.1	4.1	3.9
자본	22.3	16.9	3.2	1.2
수입보험료	12.3	-6.0	-0.1	1.3
일반계정	0.3	9.5	4.0	1.7
특별계정	33.2	-26.5	-8.0	0.4
순사업비	-2.5	-1.2	-1.6	0.8
투자영업이익	-8.1	-7.5	17.9	-6.1
세전이익	-39.7	27.2	30.2	-22.8
순이익	-39.3	30.3	25.7	-22.7
지배주주 순이익	-41.3	29.5	25.3	-22.7

자료: 케이프투자증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원)	2019A	2020P	2021E	2022E
수입보험료	28,248	26,540	26,517	26,863
일반계정	16,046	17,574	18,270	18,586
특별계정	12,202	8,966	8,247	8,277
보험손익	-1,939	159	-222	-482
보험영업수익	16,591	18,194	18,912	19,253
보험료수익	16,201	17,740	18,436	18,752
재보험수익	390	454	476	500
보험영업비용	18,530	18,035	19,135	19,735
지급보험금	14,467	14,049	15,157	15,695
재보험비용	444	530	557	585
사업비	2,176	2,150	2,116	2,134
신계약비상각비	1,441	1,303	1,303	1,319
할인료	1	2	0	0
투자손익	7,895	7,300	8,606	8,082
책임준비금전입액	6,004	6,917	7,231	7,066
기타영업이익	0	0	0	0
영업이익	-48	543	1,154	534
영업외이익	1,475	1,272	1,209	1,290
특별계정 수입수수료	1,626	1,511	1,459	1,539
특별계정 지급수수료	7	30	-10	-11
세전이익	1,427	1,815	2,362	1,823
법인세비용	375	444	640	492
당기순이익	1,052	1,371	1,723	1,332
지배주주 순이익	977	1,266	1,586	1,226

주요 투자지표				
	2019A	2020P	2021E	2022E
영업지표 (%)				
보험금 지급률	90.2	79.9	83.0	84.4
위험손해율	85.9	80.0	81.0	81.0
사업비율	12.0	12.9	13.0	13.0
투자이익률	3.3	2.8	3.1	2.8
수익성 (%)				
ROE	2.9	3.1	3.6	2.7
ROA	0.3	0.4	0.5	0.3
주당 지표 (원)				
보통주 EPS	5,443	7,049	8,833	6,827
보통주 BPS	207,804	242,866	250,621	253,588
보통주 DPS	2,650	2,500	4,450	3,450
기타 지표 (%)				
보통주 PER (배)	13.7	11.2	8.8	11.3
보통주 PBR (배)	0.4	0.3	0.3	0.3
배당성향	48.7	35.5	50.4	50.5
보통주 배당수익률	3.6	3.2	5.7	4.5

삼성생명 | 2021년 이차익 +3,000억원 예상

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

삼성생명(032830) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2019-11-06	2020-01-22	2020-03-17	2020-05-18	2020-06-29	2020-08-14	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	90,000원	100,000원	80,000원	77,000원	77,000원	98,000원	
제시일자	2020-10-05	2020-11-13	2021-01-07	2021-01-28	2021-02-23		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	98,000원	98,000원	98,000원	107,000원	107,000원		
제시일자							
투자의견							
목표주가							

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고(최저)
2019-11-06	Buy	90,000원	-17.98	-14.89
2020-01-22	Buy	100,000원	-37.56	-26.70
2020-03-17	Buy	80,000원	-44.43	-36.75
2020-05-18	Buy	77,000원	-37.95	-6.62
2020-08-14	Buy	98,000원		

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(93.88%) · 매도(0.68%) · 중립(5.44%)	

* 기준일 2020.12.31까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.