

삼성생명

(032830)

박혜진

hyejin.park@daishin.com

투자의견

Buy

매수, 유지

6개월

목표주가

100,000

유지

현재주가

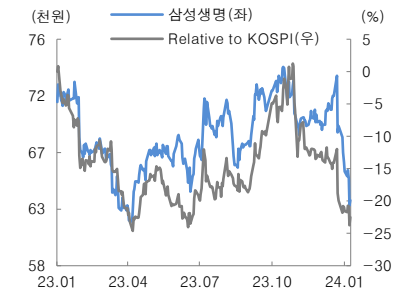
(24.01.15)

69,800

보험업종

KOSPI	2,525.05
시가총액	12,640십억원
시가총액비중	0.66%
자본금(보통주)	100십억원
52주 최고/최저	73,800원 / 61,500원
120일 평균거래대금	138억원
외국인지분율	18.07%
주요주주	삼성물산 외 6 인 45.30% 신세계 외 1인 8.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.1	-12.5	-11.0	-10.6
상대수익률	-9.7	-14.0	-9.2	-16.3



핵심지표 견조, 최근의 조정은 매수 기회

- 신계약 CSM 8,510억원 소폭 감소하나 믹스 개선으로 배수는 상승
- 기말 CSM 12조원으로 3분기 대비 2,000억원 이상 증가 예상
- 최근 블록딜로 주가 약세, 핵심지표는 여전히 견조하여 최선호주 유지

투자의견 매수, 목표주가 100,000원 업종 내 최선호주 유지

전일 진행한 기관 대상 오픈 컨퍼런스콜에서 동사가 강조한 점은 1) 2023년 9월말 K-ics비율 220.5% 확정되었는데 금리 하락에도 동 비율 오히려 4분기 상승 전망, 2) 신계약 CSM 당초 가이던스 3~3.5조원 상회 예상(4분기 8,510억원 반영 시 연간 3.62조원 달성), 3) 배당성향 최소 35% 유지였음

신계약 CSM 경성적인 수준을 연간 3~3.2조원으로 사측은 예상하고 있는데 신임 대표이사가 화재 출신으로 내정됨에 따라 '24년 건강보험 판매 목표 수준을 다소 공격적으로 설정, 전체 상품포트폴리오 믹스 개선으로 신계약 CSM배수는 상승하여 '23년 수준이 유지될 가능성도 배제할 수 없음

'23년 DPS는 3,700원 예상하는데(배당성향 36.7%) 배당수익률 5.8%로 높지 않으나 최소수준에서 시작하는 것임을 감안하면 향후 좀더 공격적인 숫자를 기대해 볼 도 있을 것. 참고로 동사 배당 기산일은 아직 변경하지 않았음. 최근 진행된 블록딜로 주가 낙폭 컸는데 핵심지표는 여전히 견조함을 감안하면 조정은 매수 기회로 판단

4Q23 연결 순이익 3,597억원(QoQ -24.4%, YoY -65.7%) 기록 전망

4분기 순이익은 컨센서스 3,763억원에 거의 부합할 전망. 4분기 비시장성 자산 재평가 있으나 보유 투자자산 손상리스크 미미한 것으로 파악되며 금리 하락, 지수 상승 등으로 FVPL 평가이익 발생하는 등 투자이익 견조하게 유지되나 연말 계리적 가정 세부 내역 변경에 따라 손실 예상 계약 일부 파락되고 계절적으로 사업비 집행 증가함에 따라 보험손익은 3분기 대비 감소 예상

강점인 신계약 CSM 8,510억원(QoQ -11%)으로 2, 3분기 대비 감소하나 여전히 높은 수준이 유지될 전망. 건강보험 중심 판매 전략 유지되어 전체 포트폴리오 믹스 개선됨에 따라 신계약 CSM배수 3분기 15배보다 상승 예상. 전체 신계약 CSM 중 건강보험 비중 3분기 40%였는데 당 분기 상승 전망

기말 CSM은 11.96조원으로 3분기 대비 2,500억원 가량 증가 예상. CSM 상각액 -3,320억원 및 보유계약 현금흐름 축정에 따른 손실계약 유출액 반영으로 CSM 조정액 -2,000억원 차감되는데 기인

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	-653	-4,371	1,509	1,712	1,971
투자손익	8,183	7,755	52	179	214
순이익	1,469	1,587	1,809	2,016	2,243
YoY	16.1%	8.0%	14.0%	11.4%	11.2%
기말 CSM			11,964	14,183	16,144
ROE	3.89	8.33	4.09	4.37	4.65
PBR	0.30	0.64	0.26	0.25	0.24
PER	7.83	7.65	6.29	5.65	5.08
DPS	3,000	3,000	3,700	4,440	5,328

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

표 1. 삼성생명 4Q23E 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	QoQ
보험서비스손익	383.7	434.6	387.8	303.2	-21.8%
CSM 손익	382.0	320.8	299.0	315.0	5.4%
RA 환입	155.0	148.2	84.2	84.2	0.0%
예실차	-83.4	-1.3	25.7	-24.0	
기타	-69.8	-33.1	-21.1	-72.0	241.2%
투자손익	559.0	-368.0	-51.0	-87.8	72.1%
(연결적용)	572.7	-77.0	241.1	204.3	-15.3%
일반보험 투자손익	150.0	-234.0	-121.0	-19.9	-83.5%
자산손익	1,718.5	1,293.0	1,400.0	1,411.6	0.8%
부담이자	-1,568.5	-1,527.0	-1,521.0	-1,431.5	-5.9%
변액보험 투자손익	-52.8	-5.0	91.0	-46.9	-151.5%
퇴직보험 투자손익	202.0	-126.0	-25.5	-25.5	0.0%
연결/지분법 배당수익	259.8	-3.0	4.5	4.5	0.0%
연결효과	13.7	291.0	292.1	292.1	0.0%
세전이익	956.4	358.0	629.3	507.5	-19.3%
법인세비용	217.3	58.2	122.6	116.7	-4.8%
당기순이익	739.1	299.8	506.7	390.8	-22.9%
지배지분 순이익	706.8	267.4	475.6	359.7	-24.4%

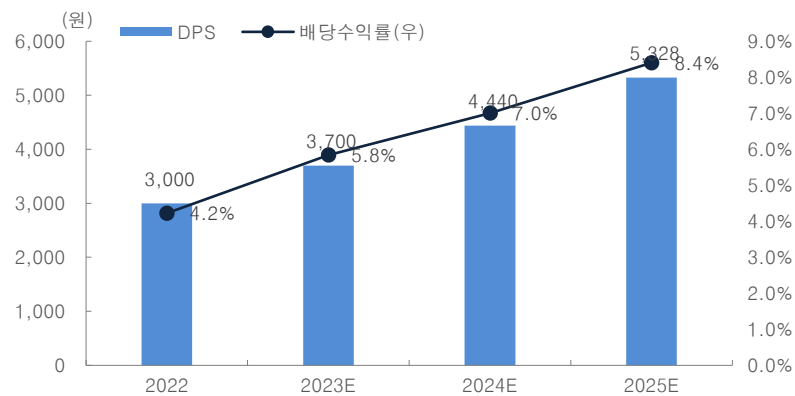
자료: 삼성생명, 대신증권 Research&Strategy 본부

표 2. 삼성생명 CSM 관련 (단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	QoQ
신계약 CSM	846	970	956	851	-11.0%
- 사망 보장	468	620	499	351	-29.6%
(APE)	386	652	438	334	-23.7%
- 건강 보장	269	291	381	365	-4.1%
(APE)	125	127	173	166	-4.1%
- 연금/저축	108	59	77	135	74.9%
(APE)	254	144	147	258	74.9%
이자부리	96	-6	105	98	-6.7%
가정변경 조정	-53	-30	-938	-200	
상각	-334	-326	-327	-332	
기말 CSM	11,304	11,913	11,709	11,964	2.2%

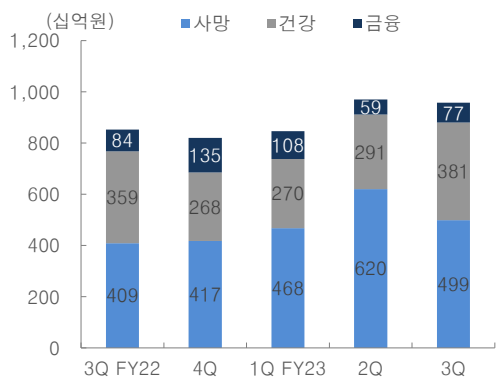
자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 1. 삼성생명 DPS 및 배당수익률 전망



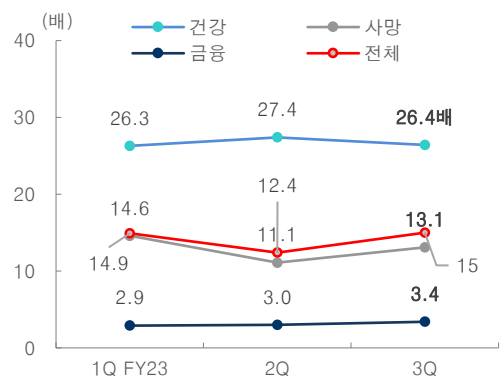
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 2. 삼성생명 담보별 신계약 CSM



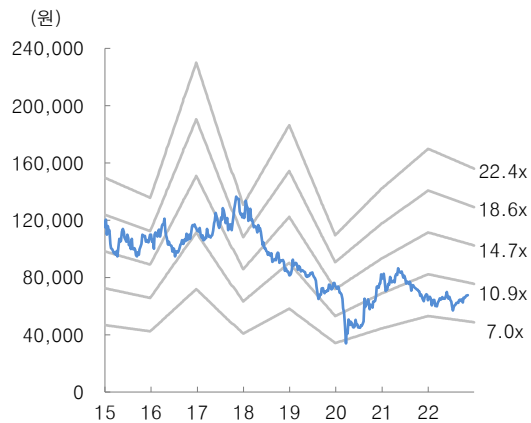
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 3. 삼성생명 상품별 CSM 배수



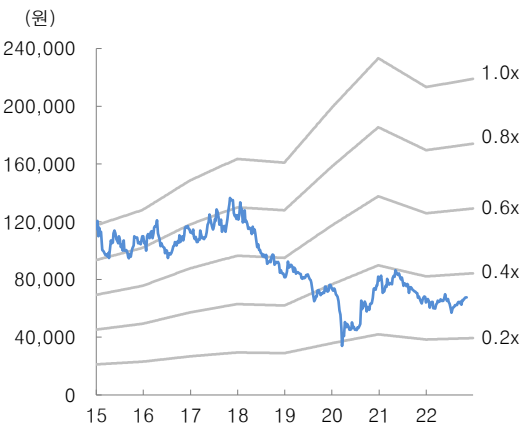
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 4. 삼성생명 PER 밴드



자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 5. 삼성생명 PBR 밴드



자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

재무제표

PL						(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E					
보험서비스손익	-653	-4,371	1,509	1,712	1,971					
CSM손익			1,317	1,468	1,704					
RA환입			472	337	337					
예실차			-83	-25	-29					
기타			-196	-68	-40					
투자손익	8,183	7,755	52	179	214					
일반보험			-225	194	229					
투자손익			5,823	5,764	5,885					
자산손익			-6,048	-5,571	-5,656					
부담이자			-14	-187	-188					
변액보험			25	-102	-102					
투자손익			266	275	275					
퇴직보험										
투자손익			889	889	889					
연결/지분법			2,451	2,780	3,075					
배당수익			515	639	707					
연결효과			1,936	2,141	2,367					
세전이익			1,469	1,587	1,809					
법인세비용										
당기순이익										
지배지분연결										
당기순이익										
Valuation										
BPS	210,566	106,103	246,342	257,009	268,876					
EPS	8,183	8,837	10,076	11,228	12,491					
ROE	3.89	8.33	4.09	4.37	4.65					
PBR	0.30	0.64	0.26	0.25	0.24					
PER	7.83	7.65	6.29	5.65	5.08					
DPS	3,000	3,000	3,700	4,440	5,328					
현금배당	538.7	538.7	664.4	797.3	956.8					
배당성향	36.7	33.9	36.7	39.5	42.7					
배당수익률	4.7	4.4	5.8	7.0	8.4					
증가율										
보험서비스손익				13.5%	15.1%					
CSM손익				11.5%	16.1%					
순이익	16.1%	8.0%	14.0%	11.4%	11.2%					
운용자산	1.8%	-7.1%	5.3%	3.2%	3.2%					
CSM				18.5%	13.8%					
자본총계	-9.7%	-49.6%	14.5%	4.3%	4.6%					
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center										

BS						(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E					
일반계정	279,352	259,555	206,880	213,500	220,381					
운용자산										
현예금			1,759	1,831	1,905					
금융자산			193,641	200,144	206,905					
- FVPL			17,707	18,426	19,174					
- FVOCI			138,774	144,409	150,272					
- FVAC			37,161	37,309	37,459					
지분법적용			7,659	7,690	7,721					
주식 등			3,819	3,835	3,850					
부동산 등			26,092	26,102	26,112					
변액자산			27,689	27,700	27,711					
퇴직자산			38,045	38,045	38,045					
연결조정										
자산 합			298,705	305,347	312,250					
보험부채			175,784	180,492	185,030					
BEL			160,580	163,070	165,647					
CSM			11,964	14,183	16,144					
RA			3,151	3,151	3,151					
기타			89	89	89					
투자계약부채			27,905	27,916	27,927					
(퇴직연금부채)			6,252	6,252	6,252					
계약자지분조정			7,405	7,405	7,405					
이연법인세부채			35,232	35,232	35,232					
연결조정 등			303,570	315,549	252,578					
부채 합			252,578	257,297	261,847					
자본금			100	100	100					
자본잉여금			125	125	125					
이익잉여금			17,892	19,909	22,152					
자본조정			-2,117	-2,117	-2,117					
기타포괄손익			30,565	30,565	30,565					
누계액			6,000	6,000	6,000					
금융자산			18,000	18,000	18,000					
평가손익			-12,000	-12,000	-12,000					
전자주식			18,565	18,565	18,565					
채권			1,870	1,870	1,870					
기타포괄			46,565	48,581	50,824					
보험금융손익			37,812	19,053	44,237					
비지배지분			46,152	46,152	48,283					
자본 합			46,565	48,581	50,824					
지배주주										
자기자본										

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박혜진)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

삼성생명(032830) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	24.01.16	23.12.02	23.11.14	23.10.17	23.09.14	23.05.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	100,000	100,000	100,000	100,000	80,000	80,000
과리율(평균%)		(30.34)	(29.45)	(28.87)	(14.21)	(15.11)
과리율(최대/최소%)		(26.20)	(26.20)	(26.20)	(8.63)	(10.50)

제시일자	23.05.11	23.05.11	22.11.11	22.08.22	22.05.13	22.02.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
과리율(평균%)	(16.23)	(14.95)	(14.94)	(19.22)	(20.93)	(20.73)
과리율(최대/최소%)	(15.50)	(6.63)	(6.63)	(15.38)	(12.75)	(17.25)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:230510)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.4%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상