

삼성생명 (032830/KS)

높은 안정성으로 저가매수 관점의 접근 유효

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 87,000 원(유지)

현재주가: 61,000 원

상승여력: 42.6%

안정성 높은 실적 흐름 기대

삼성생명의 가장 큰 강점은 상대적으로 실적 측면의 안정성이 높다는 점을 들 수 있다. 보험손익 측면에서는 보수적 가정 및 사업비 관리 등을 바탕으로 CSM 상각 및 RA 해제 이익 중심으로 분기별 3~4 천억원 수준의 이익을 꾸준히 기대할 수 있을 전망이다. 3Q23 부터 계리적 가정 가이드라인 등 영향으로 RA 해제 이익 규모가 축소된 영향이 일부 존재하지만 이를 감안해도 전반적으로 안정적인 보험 손익 수준이 예상된다. 투자손익의 경우에도 일반계정 기준 유가증권 내 FVPL 자산 비중이 가장 낮은 수준을 기록하고 있어 금리 변동 등에 따른 평가손익 변동성이 상대적으로 제한적인 수준에 머무를 것으로 예상된다. 경상 이익 기반의 안정적 실적을 꾸준히 기록할 것으로 예상되는 만큼 이익의 예측가능성 관점에서 상대적으로 불확실성이 낮다고 판단한다.

주주 환원 측면에서도 상대적으로 높은 예측가능성

주주 환원 관점에서도 IFRS17 전환 이후 다른 보험사들이 전반적으로 주주 환원 정책에 대해 언급을 자제하는 것과 달리 약 35~45% 수준의 배당 성향 등 대략적이라도 방향성을 제시하고 있다는 점을 긍정적이라 평가한다. 궁극적으로는 K-ICS 할인을 현실화 등 이슈가 마무리될 필요가 있겠으나 대략적인 주주 환원 규모를 가늠해볼 수 있는 만큼 상대적으로 불확실성은 제한적이라고 판단한다. 23년 배당이 이전과 동일하게 12 월 말에 배당 기산일이 결정된 만큼 단기적으로 배당 기대감 측면의 접근은 제한적일 전망이지만 연초 주가가 1) 블랙월 이슈 및 2) 배당락 등 영향으로 다소 과도한 하락을 보였음을 감안하면 저가매수 관점의 접근이 충분히 유효하다고 판단한다.



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
3773-8610

Company Data

발행주식수	20,000 만주
시가총액	12,200 십억원
주요주주	
삼성물산(외6)	44.14%
자사주	10.21%

Stock Data

주가(24/01/22)	61,000 원
KOSPI	2,464.35 pt
52주 최고가	73,800 원
52주 최저가	60,100 원
60일 평균 거래대금	17 십억원

주가 및 상대수익률



4Q23 예상 지배순이익 3,919 억원 전망

삼성생명의 4Q23 지배순이익은 3,919 억원으로 컨센서스 수준의 이익을 전망한다. 보험손익은 1) 예상차 축소 및 2) 손실계약비용 인식 등 영향으로 1~3Q 대비 소폭 부진한 수준을 예상한다. 투자손익의 경우 FVPL 평가손익 개선 등에 따라 이전 분기 대비 전반적으로 개선된 수준을 예상한다. 보수적인 운용자산 포트폴리오 등을 감안했을 때 투자자산 등에 대한 재평가 관련 영향은 크지 않을 것으로 예상된다. 향후 건강보험 중심 성장에 기반한 CSM 확대 및 삼성전자 주가 상승에 따른 자본력 개선을 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익	십억원				1,526	1,518	1,749
투자손익	십억원				-146	-35	-30
영업이익	십억원				1,380	1,482	1,719
당기순이익	십억원				1,356	1,352	1,534
EPS	원				9,208	9,379	10,233
PER	배				7.5	6.5	6.0
PBR	배				0.32	0.28	0.27
ROE	%				4.3	4.2	4.4

삼성생명 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E
보험손익	384	435	388	319	366	381	384	387	1,526	1,518
CSM 상각	334	326	327	319	321	335	349	363	1,306	1,369
RA 해제	155	148	84	87	89	91	93	94	474	366
예실차	-136	-16	26	-17	-16	-16	-31	-31	-143	-96
기타사업비용	-13	-9	-15	-13	-15	-15	-14	-14	-51	-57
손실계약비용 및 기타	45	-14	-35	-56	-13	-13	-13	-26	-60	-65
투자손익	299	-365	-55	-25	73	-35	-35	-37	-146	-35
일반계정	150	-234	-121	-15	83	-25	-25	-27	-220	5
자산운용수익	1,719	1,293	1,400	1,493	1,594	1,493	1,499	1,501	5,904	6,087
보험금융손익	-1,569	-1,527	-1,521	-1,507	-1,512	-1,518	-1,524	-1,529	-6,124	-6,083
특별계정(VFA 모형)	149	-131	66	-10	-10	-10	-10	-10	74	-40
영업이익	683	70	333	294	439	346	348	349	1,380	1,482
영업외손익	260	-3	5	2	262	3	3	3	264	270
세전이익	943	67	337	297	700	349	351	352	1,644	1,752
별도 당기순이익	795	63	269	229	540	269	271	272	1,355.7	1,352
지배지분순이익	707	267	476	391.9	516	463	465	432	1,842	1,876
보장성 APE	511	778	611	549	554	560	565	571	2,449	2,251
자산총계	299,795	300,600	297,085	297,330	298,232	299,418	300,537	300,564	297,330	300,564
운용자산	235,814	236,999	232,951	233,334	233,676	234,649	235,604	235,442	232,687	235,442
비운용자산	2,664	2,719	2,458	2,589	2,523	2,556	2,540	2,548	2,589	2,548
부채총계	259,982	257,036	252,422	252,770	253,131	253,832	254,464	254,735	252,770	254,735
책임준비금	211,306	186,525	181,606	182,416	183,638	184,860	186,083	187,018	182,416	187,018
생명보험 CSM 잔액	11,304	11,913	11,709	11,831	12,374	12,918	13,464	13,712	11,831	13,712
자본총계	39,813	43,714	44,827	44,560	45,101	45,585	46,072	45,829	44,560	45,829
해약환급금준비금	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ROE (%)	6.9	2.6	4.3	3.5	4.6	4.1	4.1	3.8	4.3	4.2

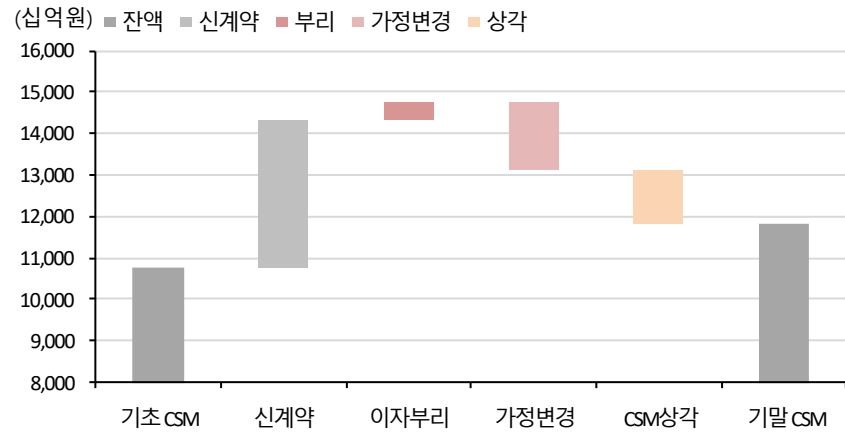
자료: 삼성생명, SK 증권 추정

삼성생명 - 실적 추정치 변경

		2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	수정 후		1,526	1,518	1,749
	수정 전		1,568	1,700	1,881
	증감률(%)		-2.7%	-10.7%	-7.0%
투자손익	수정 후		-146	-35	-30
	수정 전		-161	-20	-72
	증감률(%)		적지	적지	적지
연결 세전이익	수정 후		2,485	2,593	2,830
	수정 전		2,507	2,682	2,955
	증감률(%)		-0.9%	-3.3%	-4.2%
연결지배순이익	수정 후		1,842	1,876	2,047
	수정 전		1,846	1,884	2,075
	증감률(%)		-0.2%	-0.4%	-1.4%

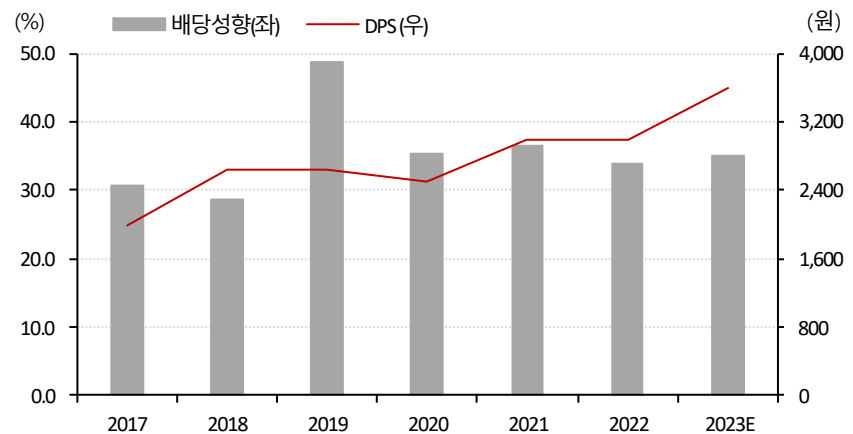
자료: 삼성생명, SK 증권 추정

삼성생명 - 2023 년 연간 예상 CSM Movement



자료: 삼성생명, SK 증권 추정

삼성생명 - 배당 관련 추이 및 전망



자료: 삼성생명, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
운용자산			232,687	235,442	238,104
현금및예치금			1,201	1,278	1,280
유가증권			162,838	165,118	167,379
대출금			37,185	37,731	38,273
부동산			3,777	3,629	3,486
비운용자산			2,589	2,548	2,545
특별계정자산 및 기타			62,054	62,575	63,310
자산총계			297,330	300,564	303,959
책임준비금			182,416	187,018	191,794
CSM잔액(원수)			11,831	13,712	15,817
계약자지분조정			6,286	6,286	6,286
특별계정부채 및 기타			64,067	61,431	58,658
부채총계			252,770	254,735	256,739
자본금			100	100	100
신종자본증권			0	0	0
자본잉여금			125	125	125
이익잉여금			17,278	18,489	19,818
해약환급금준비금			0	0	0
기타자본			25,034	25,034	25,034
비지배주주지분			2,022	2,080	2,143
자본총계			44,560	45,829	47,220

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
신계약 수익성					
APE		2,674	3,127	2,736	2,847
신계약 CSM(원수)			3,590	3,221	3,390
신계약 CSM 마진율(%)			114.8	117.8	119.1
CSM 관련 지표					
기초CSM			10,749	11,831	13,712
CSM 조정 가점 변경			-1,622	-500	-320
신계약 CSM(원수)			3,590	3,221	3,390
CSM 이자부리			420	529	603
상각 전 CSM			13,137	15,081	17,385
CSM상각액			1,306	1,369	1,568
CSM상각률(%)			9.9	9.1	9.0
CSM 순증액			1,082	1,881	2,105
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률			2.5	2.6	2.6
평가치분손익 제외 수익률			2.6	2.6	2.6
손익구성					
보험손익			110.6	102.4	101.7
CSM상각			94.6	92.4	91.2
투자손익			-10.6	-2.4	-1.7
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)			218.3	219.7	221.7

자료: 삼성생명, SK증권 추정

포괄손익계산서

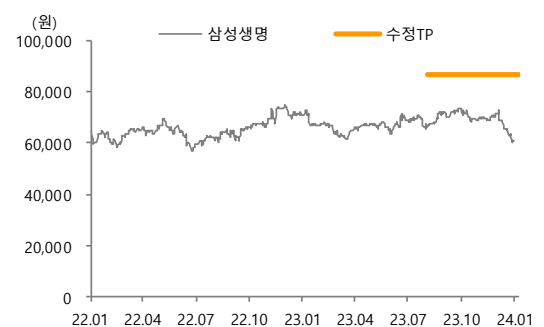
12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익			1,526	1,518	1,749
CSM상각			1,306	1,369	1,568
RA해제			474	366	396
예실차 등			-91	-38	-27
기타사업비용			-51	-57	-62
손실계약비용 및 기타			-60	-65	-65
투자손익			-146	-35	-30
일반계정 투자손익			-220	5	10
평가치분손익			-129	0	0
특별계정 투자손익			74	-40	-40
영업이익			1,380	1,482	1,719
영업외손익			264	270	270
세전이익			1,644	1,752	1,988
법인세비용			288	400	454
법인세율 (%)			17.5	22.8	22.8
당기순이익			1,356	1,352	1,534
연결 효과			841	841	841
연결 세전이익			2,485	2,593	2,830
연결 당기순이익			1,963	1,998	2,180
지배주주순이익			1,842	1,876	2,047
비지배주주순이익			121	123	134

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율				12	1.1
CSM증가율				15.9	15.4
BPS증가율				2.8	3.0
보험손익증가율				-0.5	15.2
투자손익증가율				적지	적지
영업이익증가율				7.4	15.9
세전이익증가율				4.4	9.1
당기순이익증가율				1.9	9.1
주당지표(원)					
EPS			9,208	9,379	10,233
BPS			212,688	218,745	225,386
EV(BV+CSM)			271,842	287,305	304,470
보통주 DPS	3,000	3,000	3,600	3,700	4,000
보통주 배당수익률(%)	4.7!	4.2	5.2	6.1	6.6
Valuation 지표					
PER(배)			7.5	6.5	6.0
PBR(배)			0.32	0.28	0.27
P/EV(배)			0.25	0.21	0.20
ROE(%)			4.3	4.2	4.4
ROA(%)			0.6	0.6	0.7
배당성장률(%)			35.1	35.4	35.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비

2023.08.24 매수 87,000원 6개월



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 23일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------