

삼성생명  
(032830)

박혜진 hyejin.park@daishin.com

투자의견 **Buy**  
매수, 유지

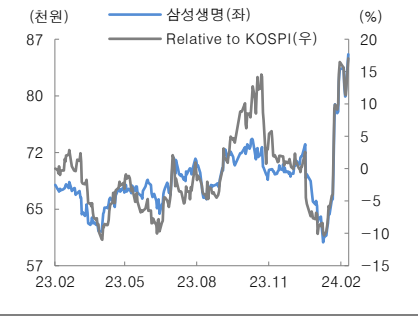
6개월  
목표주가 **100,000**  
유지

현재주가 **85,000**  
(24.02.21)

보험업종

KOSPI	2,680.26
시가총액	17,000십억원
시가총액비중	0.89%
자본금(보통주)	100십억원
52주 최고/최저	85,000원 / 60,100원
120일 평균거래대금	204억원
외국인지분율	18.64%
주요주주	삼성물산 외 6 인 44.14% 신세계 외 1인 8.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	39.8	23.0	28.8	26.9
상대수익률	29.0	13.4	20.3	16.0



높은 신계약, 높은 자본비율  
ROE 제고까지 된다면...

- 투자이익 개선되며 4분기 순이익 컨센서스 상회하는 호실적 달성
- 가정변경 조정 크게 되는 4분기에도 견조한 CSM 유지, 전 분기 대비 증가
- 밸류업 프로그램 관련 ROE제고를 우선시 하는 느낌. 업종 내 최선호주 유지

투자의견 매수, 목표주가 100,000원 업종 내 최선호주 유지

연간 신계약 CSM당초 가이드런스 크게 상회하는 3.62조원 달성. 경성적으로 유지 가능 수준을 연간 3~3.2조원으로 사측은 예상하고 있는데 신임 대표이사가 화재 출신으로 내정됨에 따라 '24년 건강보험 판매 목표 수준을 다소 공격적으로 설정한 것으로 파악되며 전체 상품포트폴리오 믹스 개선으로 신계약 CSM 배수 유지 가능할 것으로 전망

'23년 DPS는 3,700원 결의하였으며(배당성향 35.1%) 배당수익률 5.1%로 높지 않으나 최소수준에서 시작하는 것임을 감안하면 향후 좀더 공격적인 숫자를 기대해 볼 도 있을 것. DPS 지속적 상향, 현금배당 35%~45% 레인지 제시하였으며 배당 기산일은 아직 변경하지 않았음

밸류업 프로그램 관련 현금배당 포함 주주환원을 점진적 확대하며 적극적 참여 시사하였으며 특히 낮은 ROE 제고에 대한 경영진의 전략적 방향성 검토가 있을 것으로 보임. 구체적인 방안이 제시된다면 주가 Re-rating 가능할 것으로 판단. 높은 신계약, 높은 자본비율에, ROE제고까지 수반된다면 더할 나위 없음. 업종 내 최선호주 유지

4Q23 연결 순이익 4,456억원(QoQ -6.3%) 기록

4분기 지배주주 순이익은 컨센서스 3,763억원을 18.4% 상회하는 양호한 실적을 달성. 연말 비용 집행에 따른 사업비 예실차 확대되어 보험손익은 다소 부진하였으나 금리하락에 따른 운용손익 개선 등 투자손익이 증가한 데 기인

신계약 CSM은 8,560억원(QoQ -10.5%) 3분기 대비 감소. 동사가 주력하는 건강보험 CSM배수 4분기 23.7배로 소폭 하락하였음에도 신계약 판매가 워낙 견조하여 건강보험 CSM은 3,840억원(QoQ +1%) 증가하였으나 종신 등 사망보장 CSM이 배수 하락 및 단기납 종신 의도적 디마케팅으로 3,730억원(QoQ -25.1%) 기록하며 크게 감소한 데 기인

CSM 조정액은 -410억원으로 연말 계리적 가정 세부 조정 등에 따라 적자폭이 크게 확대될 것으로 예상하였으나 1) 약관대출 고정 금리 상품 금리 인하 -970억원, 2) 가정변경 -4,000억원, 3) 약관대출 미수이자 일회성 요인 반영 +3,000억원 4) 투자요소 예실차 +400억원 반영된 데 기인. 따라서 기말 CSM 12.2조원(QoQ +4.6%)으로 증가

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	-653	-4,371	1,449	1,565	1,801
투자손익	8,183	7,755	232	520	598
순이익	1,469	1,587	1,895	2,111	2,353
YoY	16.1%	8.0%	19.4%	11.4%	11.4%
기말 CSM			12,393	14,434	16,343
ROE	3.89	8.33	4.47	4.40	4.68
PBR	0.30	0.64	0.27	0.30	0.29
PER	7.83	7.65	6.01	6.89	6.18
DPS	3,000	3,000	3,700	4,255	4,893

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

표 1. 삼성생명 4Q23E 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	QoQ
보험서비스손익	383.7	434.6	387.8	242.5	-37.5%
CSM 손익	382.0	320.8	299.0	300.0	0.3%
RA 환입	155.0	148.2	84.2	81.0	-3.8%
예실차	-83.4	-1.3	25.7	-99.5	
기타	-69.8	-33.1	-21.1	-39.0	84.8%
투자손익	559.0	-368.0	-51.0	92.0	-280.4%
(연결적용)	572.7	-77.0	241.1	373.0	54.7%
일반보험 투자손익	150.0	-234.0	-121.0	118.0	-197.5%
자산손익	1,718.5	1,293.0	1,400.0	1,640.0	17.1%
부담이자	-1,568.5	-1,527.0	-1,521.0	-1,522.0	0.1%
변액보험 투자손익	-52.8	-5.0	91.0	-21.0	-123.1%
퇴직보험 투자손익	202.0	-126.0	-25.5	1.0	-103.9%
연결/지분법 배당수익	259.8	-3.0	4.5	-6.0	-233.3%
연결효과	13.7	291.0	292.1	281.0	-3.8%
세전이익	956.4	358.0	629.3	615.4	-2.2%
법인세비용	217.3	58.2	122.6	127.2	3.8%
당기순이익	739.1	299.8	506.7	488.2	-3.6%
지배지분 순이익	706.8	267.4	475.6	445.6	-6.3%

자료: 삼성생명, 대신증권 Research center

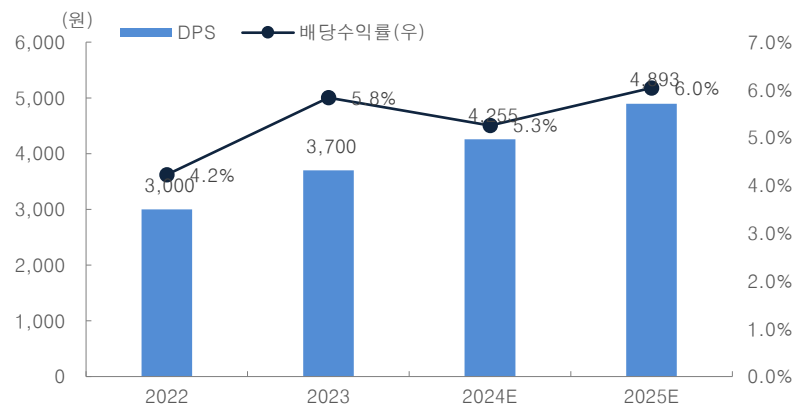
표 2. 삼성생명 CSM 관련

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	QoQ
신계약 CSM	846	970	956	856	-10.5%
- 사망 보장	468	620	499	373	-25.1%
(APE)	386	652	438	319	-27.3%
- 건강 보장	269	291	381	384	1.0%
(APE)	125	127	173	191	10.3%
- 연금/저축	108	59	77	98	27.1%
(APE)	254	144	147	149	0.7%
이자부리	96	-6	105	105	-0.6%
가정변경 조정	-53	-30	-938	-41	
상각	-334	-326	-327	-381	
기말 CSM	11,304	11,913	11,709	12,247	4.6%

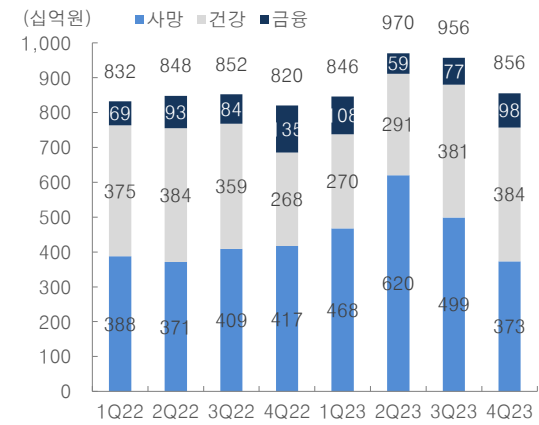
자료: 삼성생명, 대신증권 Research center

그림 1. 삼성생명 DPS 및 배당수익률 전망



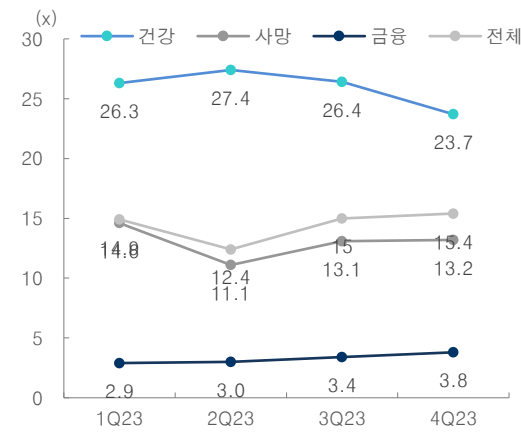
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 2. 삼성생명 담보별 신계약 CSM



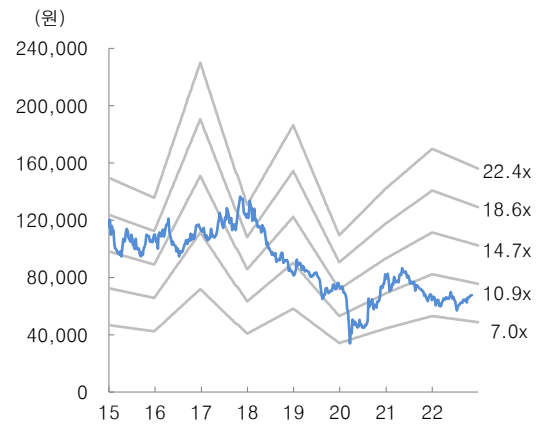
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 3. 삼성생명 상품별 CSM 배수



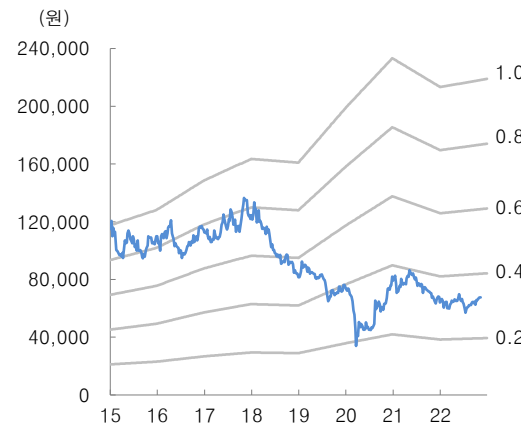
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 4. 삼성생명 PER 밴드



자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 5. 삼성생명 PBR 밴드



자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

재무제표

PL	(단위: 십억원)					BS	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023P	2024E	2025E		2021	2022	2023P	2024E	2025E
보험서비스손익	-653	-4,371	1,449	1,565	1,801	일반계정 운용자산	279,352	259,555	219,659	226,822	234,269
CSM손익			1,302	1,496	1,726	현예금			2,913	3,031	3,155
RA환입			468	329	328	금융자산			205,185	212,183	219,460
예실차			-159	-218	-230	- FVPL			17,571	18,285	19,027
기타			-163	-41	-23	- FVOCI			151,194	157,334	163,722
투자손익	8,183	7,755	232	520	598	- FVAC			36,419	36,565	36,711
일반보험 투자손익			-87	310	317	자본법적용 주식 등			7,728	7,759	7,790
자산손익			6,052	6,699	6,928	부동산 등			3,834	3,849	3,864
부담이자			-6,139	-6,389	-6,612	변액자산			27,542	27,553	27,564
변액보험 투자손익			12	-69	3	퇴직자산			27,949	27,960	27,971
퇴직보험 투자손익			52	4	4	연결조정			39,546	39,546	39,546
연결/지분법 배당수익			255	275	275	자산 합			314,696	321,882	329,351
연결효과			878	878	878	보험부채			190,261	201,788	214,488
세전이익			2,559	2,963	3,277	BEI			174,906	184,392	195,182
법인세비용			525	682	754	CSM			12,393	14,434	16,343
당기순이익			2,034	2,282	2,523	RA			2,873	2,873	2,873
지배지분연결 당기순이익	1,469	1,587	1,895	2,111	2,353	기타			89	89	89
						투자계약부채 (퇴직연금부채)			29,308	29,320	29,331
						계약자지분조정			10,510	10,510	10,510
						이연법인세부채			7,210	7,210	7,210
						연결조정 (삼성카드 등)			33,072	33,072	33,072
						부채 합	303,570	315,549	270,361	281,899	294,610
						자본금			100	100	100
						자본잉여금			125	125	125
						이익잉여금			17,978	20,089	22,442
						자본조정			-2,117	-2,117	-2,117
						기타포괄손익 누계액			26,350	32,350	32,350
						금융자산 평가손익			6,000	6,000	6,000
						전자주식			18,000	18,000	18,000
						채권			-12,000	-12,000	-12,000
						기타포괄 보험금융손익			20,350	20,350	20,350
						비지배지분			1,900	1,900	1,900
						자본 합			44,336	50,547	52,900
						지배주주 자기자본	37,812	19,053	42,436	48,020	50,255

증가율	2021	2022	2023P	2024E	2025E
보험서비스손익				8.1%	15.0%
CSM손익				14.9%	15.4%
순이익	16.1%	8.0%	19.4%	11.4%	11.4%
운용자산	1.8%	-7.1%	5.3%	3.3%	3.3%
CSM				16.5%	13.2%
자본총계	-9.7%	-49.6%	14.5%	14.0%	4.7%

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

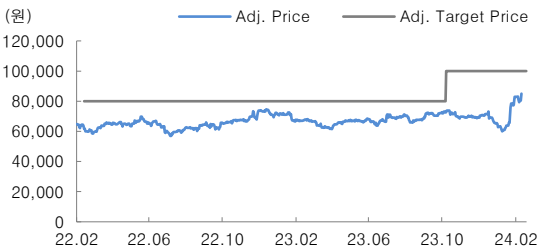
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	24.02.21	24.02.02	24.01.26	24.01.15	23.12.02	23.11.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
과리율(평균.%)		(29.96)	(31.25)	(31.42)	(30.44)	(29.45)
과리율(최대/최소.%)		(15.00)	(21.60)	(26.20)	(26.20)	(26.20)
제시일자	23.10.17	23.09.14	23.05.19	23.05.11	23.05.11	22.11.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	100,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
과리율(평균.%)	(28.87)	(14.21)	(15.11)	(16.23)	(14.96)	(14.94)
과리율(최대/최소.%)	(26.20)	(8.63)	(10.50)	(15.50)	(6.63)	(6.63)
제시일자	22.08.22	22.05.13	22.02.22			
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy			
목표주가	80,000	80,000	80,000			
과리율(평균.%)	(19.22)	(20.93)	(20.73)			
과리율(최대/최소.%)	(15.38)	(12.75)	(17.25)			
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 추가 상승 예상
  - Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
  - Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상