



삼성생명 (032830)

주주환원책은 추후 발표

Hold(하향)

목표주가 87,000원, 전일 증가(2/20): 81,700원

Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479

4Q23 지배 순이익 4,456억원(-40% YoY, -6% QoQ)

- 삼성생명의 4Q23 연결 지배 순이익은 4,456억원(-40% YoY, -6% QoQ), 별도 순이익은 2,568억원(-63% YoY, -4% QoQ)(단, 전년 동기 IFRS17 적용 & IFRS9 미적용)을 기록. 컨센서스 대비 연결 실적은 17% 상회, 별도 실적은 8% 하회
- 이하 별도 기준: 4Q23 보험순이익은 2,425억원(-37% QoQ)으로, 사업비 예산차의 부진과 연말 계리적 가정 변동에 의한 손실계약부담비용의 증가로 부진. CSM 상각익은 CSM 증가와 상각률 상승이 동반되며 3,693억원으로 16% QoQ 증가
- 일반계정 투자순이익은 1조 6,400억원으로 17% QoQ 증가. 전분기 대비 배당금 증가 680억원, 평가순익 개선 640억원, 기타요인 개선 1,090억원 등이 나타남
- 신계약 APE는 6,578억원으로 13% QoQ 감소, 4Q23 보장성 APE는 2022년보다 제고된 판매 체력이 이어지며 30% YoY 증가했으나, 전기보다는 17% 감소. 다만 건강 담보의 판매 비중이 확대된 데 따라 신계약 마진 배수는 15.6개월(+0.5개월 QoQ)로 개선됐으며, 신계약 CSM은 8,560억원(-11% QoQ)으로 판매량 감소를 일부 방어함

주주환원책 공유는 밸류업 프로그램 발표 이후로 이연

- 삼성생명은 실적발표 시점에 별도의 주주환원책을 제시하지 않음. 2023년 초 발표한 대로 배당성향 35~45% 범위 내에서 배당금을 늘려가겠다는 기존 원칙을 재확인하였음. 오는 2월 26일 발표될 예정인 '기업 밸류업 프로그램'을 확인한 후, 주주환원 확대에 대해 검토하고 발표하겠다는 입장
- 동사의 K-ICS비율은 220%를 상회하며, UFR, LP 등의 할인율이 인하되는 제도 강화가 실행되더라도 신계약 CSM 유입을 통해 현 수준 이상의 자본비용을 유지할 것이라고 밝힘
- 삼성생명의 주가는 1월 22일 이후 34% 상승하며 시가총액 1조원 이상의 금융주 중 다섯 번째로 높은 상승률을 기록. 그럼에도 현재 12m forward PBR은 0.30배로 여전히 절대적으로는 낮음
- 다만 주주환원에 대한 기대감으로 이미 주가가 상승했고, 제도 강화에도 K-ICS비율이 200%를 상회할 것으로 예상되는 데도 불구하고, 자본정책 제시가 없었다는 점은 아쉬운 부분임
- 당사가 보험사 분석 및 추정에 사용하는 감독기준의 재무제표가 공개되지 않았으므로 추정치를 변경하지 않았고 주주환원책의 변화도 없으므로 목표주가 변동은 없음. 이에 현 주가와와의 괴리가 축소된 점을 감안해 투자 의견을 Hold로 하향 조정함. 추후 보유 자사주 소각 이상의 환원책이 발표될 경우 multiple 조정의 여지가 있음

[표1] 삼성생명의 4Q23 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %, %p)

	4Q23P	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	4Q23E	차이	컨센서스	차이
보험손익	242.5	n/a	n/a	387.7	-37.5	296.0	-18.1	n/a	n/a
투자손익	n/a	n/a	n/a	-68.2	n/a	148.6	n/a	n/a	n/a
영업이익	n/a	n/a	n/a	319.5	n/a	444.6	n/a	n/a	n/a
당기순이익	256.8	686.5	-62.6	268.2	-4.2	329.7	-22.1	279.0	-7.9
지배주주 순이익	445.6	743.8	-40.1	475.6	-6.3	398.9	11.7	380.8	17.0

주: 지배주주 순이익은 연결, 그 외 별도 기준

자료: 삼성생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 삼성생명의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

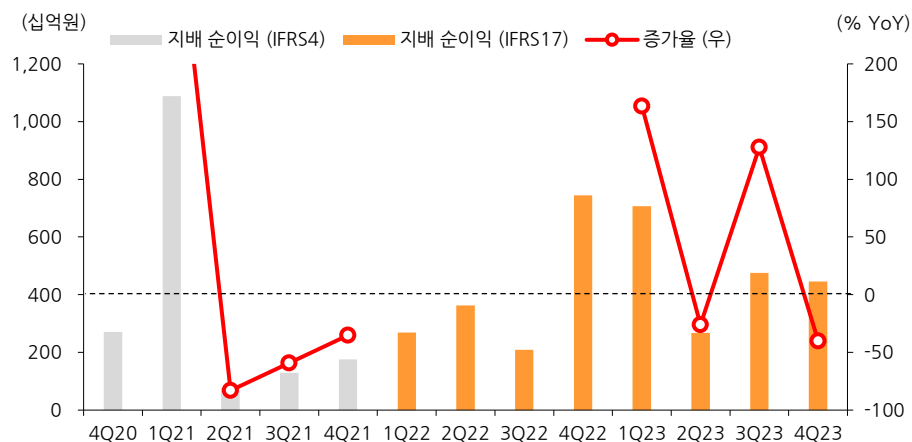
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	QoQ	YoY
AUM					235,261	236,571	232,363	n/a	n/a	n/a
투자손익 (일반계)					1,972	1,293	1,400	1,640	17.1	n/a
Yield (%)					3.4	2.2	2.4	n/a	0.43	n/a
CSM (보유 순부채)	8,503	9,476		10,366	10,913	11,432	11,243	11,876	5.6	14.6
CSM 상각	223	268			324	315	318	369	16.2	n/a
단순상각률 (%)	10.5	11.3			11.9	11.0	11.3	12.4	1.1	12.4
신계약 CSM (원수)	832	848	852	820	846	970	956	856	-10.5	-9.2
전체 APE	615	674	701	684	765	922	759	658	-13.3	-3.9
단순마진 (개월)	16.2	15.1	14.6	14.4	13.3	12.6	15.1	15.6	0.5	-0.9
보험+재보험손익	391	458			384	435	388	242.5	-37.5	n/a
일반/VFA 모형	403	471			397	444	403	261	-35.3	n/a
예실차	-6	48			-135	-13	28	-107	적전	n/a
보험금*	-12	35			-62	20	38	-6	적전	n/a
사업비	6	13			-73	-32	-10	-101	적지	n/a
RA 변동	164	162			153	146	82	78	-4.9	n/a
CSM 상각	223	268			324	315	318	369	16.2	n/a
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	8	-16			48	-5	-28	-79	적지	n/a
기타	14	8			6	0	4	-0	적전	n/a
기타사업비	12	13			13	9	15	n/a	n/a	n/a
투자손익	33	-261			550	-357	-68	n/a	n/a	n/a
일반계정					403	-234	-121	118	흑전	n/a
특별계정					147	-123	53	n/a	n/a	n/a
보험금융손익	-170	604			-3,003	-1,857	-1,105	n/a	n/a	n/a
일반계정					-1,569	-1,527	-1,521	-1,522	적지	n/a
특별계정					-1,434	-330	416	n/a	n/a	n/a
투자서비스손익	203	-865			3,553	1,500	1,036	n/a	n/a	n/a
일반계정					1,972	1,293	1,400	1,640	17.1	n/a
특별계정					1,581	207	-364	n/a	n/a	n/a
영업이익	425	196			933	77	320	n/a	n/a	n/a
영업외이익	-26	-33			9	-10	18	n/a	n/a	n/a
세전이익	399	164	-11	1,028	943	67	337	335	-0.8	-67.4
당기순이익	356	108	53	687	795	63	268	257	-4.2	-62.6
(연결)지배주주순이익	268	362	209	744	707	267	476	446	-6.3	-40.1

주: 회색 음영 부분은 데이터 부재, *보험료 경험조정 포함

자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

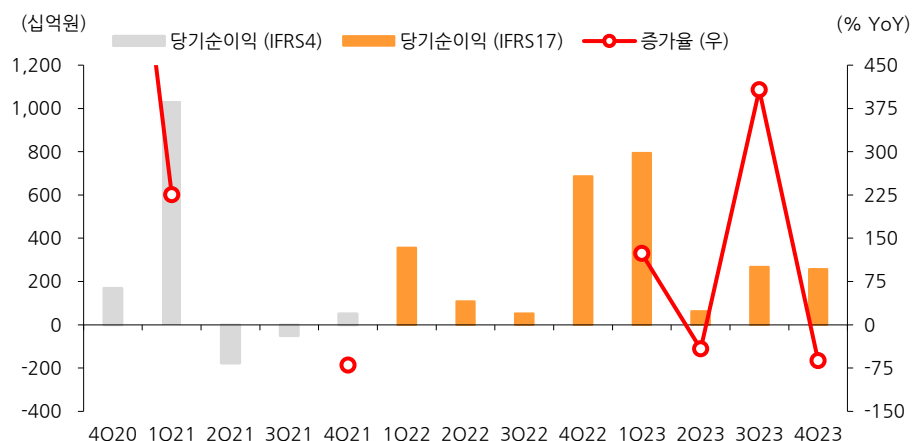
[그림1] 삼성생명의 분기별 연결 지배주주순이익 및 증가율



주: 1Q22~4Q22는 IFRS17 & IAS39 기준, 1Q23~4Q23은 IFRS17 & IFRS9 기준

자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

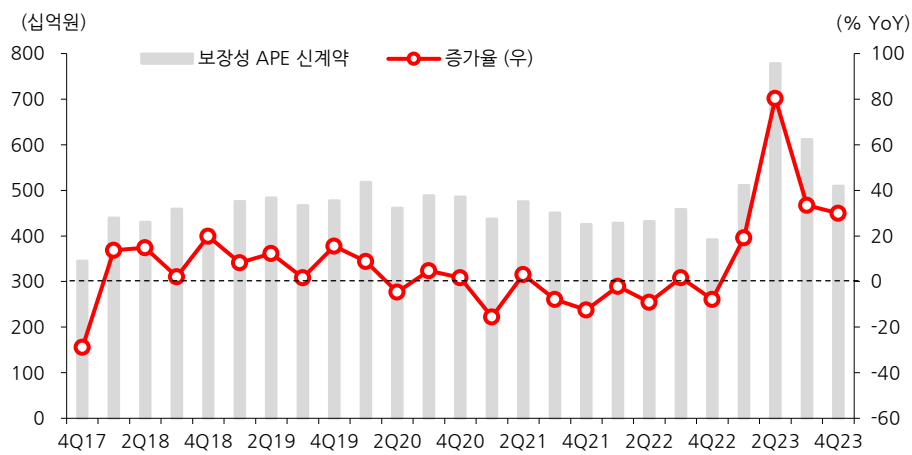
[그림2] 삼성생명의 분기별 별도 당기순이익 및 증가율



주: 1Q22~4Q22는 IFRS17 & IAS39 기준, 1Q23~4Q23은 IFRS17 & IFRS9 기준

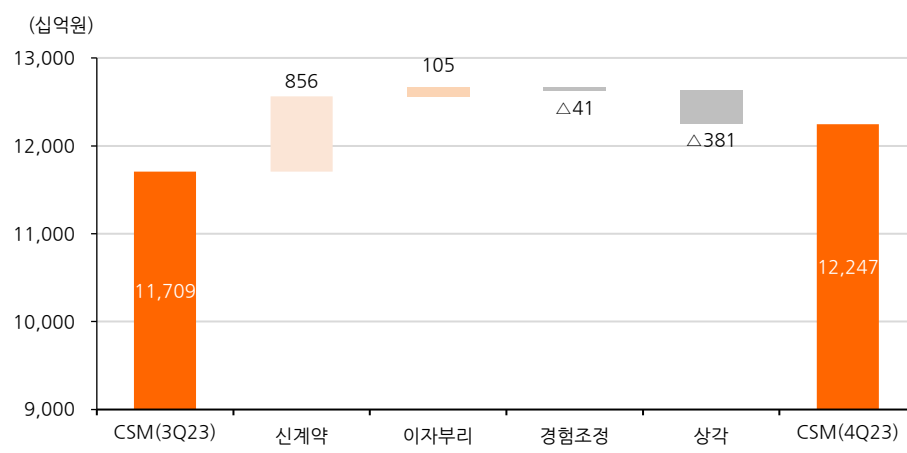
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 삼성생명의 보장성 APE 신계약 금액 및 증가율



자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

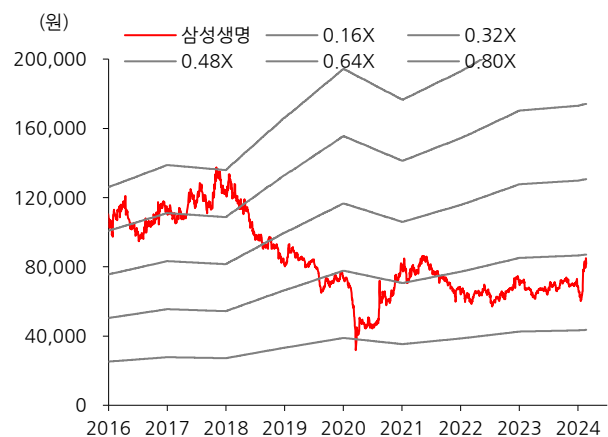
[그림4] 삼성생명의 CSM 흐름도



주: 원수 보형계약순부채 기준

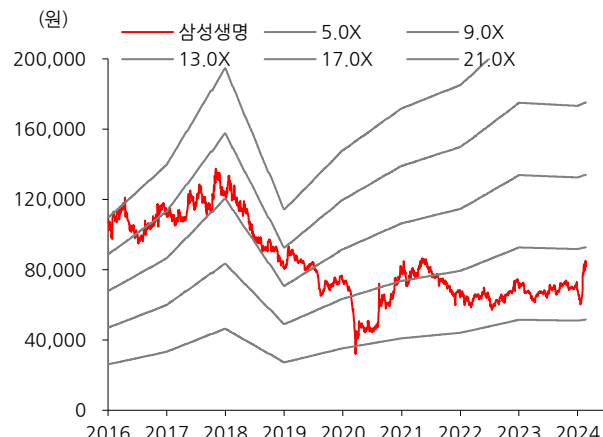
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 삼성생명 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 삼성생명 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

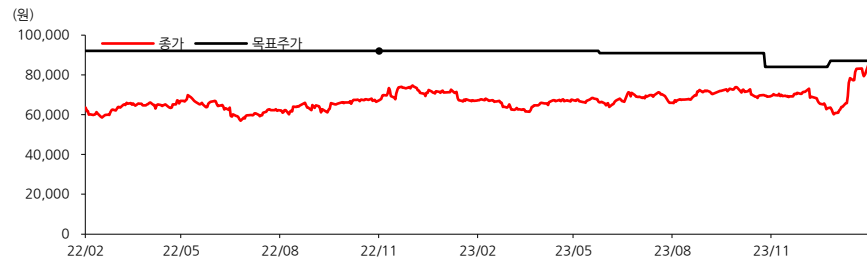
(공표일: 2024년 2월 21일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[삼성생명 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.02.23	2022.04.05	2022.05.16	2022.07.11	2022.09.26
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		92,000	92,000	92,000	92,000	92,000
일 시	2022.11.14	2023.02.22	2023.05.30	2023.06.14	2023.08.22	2023.09.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	92,000	92,000	92,000	91,000	91,000	91,000
일 시	2023.11.15	2024.01.15	2024.02.21			
투자의견	Buy	Buy	Hold			
목표가격	84,000	87,000	87,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.11.14	Buy	92,000	-26.19	-18.80
2023.06.14	Buy	91,000	-23.78	-18.90
2023.11.15	Buy	84,000	-17.95	-12.98
2024.01.15	Buy	87,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%