



# 삼성생명 (032830)

기대감 만으로 지지될 수 있을까

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

## Hold (유지)

목표주가(상향): 100,000원

현재 주가(5/16)	95,000원
상승여력	▲5.3%
시가총액	190,000억원
발행주식수	200,000천주
52 주 최고가 / 최저가	106,000 / 60,100원
90 일 일평균 거래대금	524.51억원
외국인 지분율	20.0%

주주 구성	
삼성물산 (외 8 인)	44.1%
자사주 (외 1 인)	10.2%
신세계 (외 2 인)	8.1%

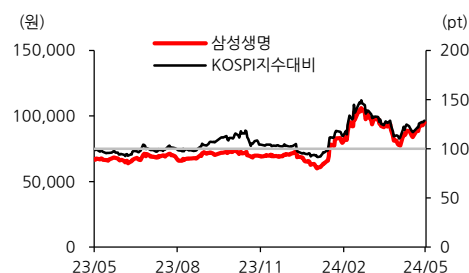
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	19.8	18.3	36.7	41.8
상대수익률(KOSPI)	14.3	14.4	26.0	30.8

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	1,623	1,449	1,396	1,630
투자손익	72	222	540	448
영업이익	1,695	1,671	1,937	2,079
당기순이익	1,583	1,895	2,066	2,077
CSM (*)	10,366	11,691	13,119	14,841
수정 EPS	8,817	10,554	11,503	11,564
수정 BPS	199,815	257,279	255,883	267,338
수정 PER	8.1	6.5	8.3	8.2
수정 PBR	0.4	0.3	0.4	0.4
수정 ROE	5.0	4.3	4.5	4.4
배당수익률	4.2	5.4	4.4	4.5

\*보유수 순부채 기준

### 주가 추이



삼성생명은 컨센서스를 15% 상회하는 호실적을 기록했습니다. 부담이자 감소는 추정치를 상향할 근거입니다. 다만 주주환원책 제시는 없었습니다. 실제 없는 기대만으로는 주가 변동성 확대가 불가피할 것입니다.

### 1Q24 지배 순이익 6,221억원(-12% YoY), 컨센서스 상회

삼성생명의 1Q24 연결 지배 순이익은 6,221억원(-12% YoY)으로 시장 컨센서스를 15% 상회하는 양호한 실적을 기록. IBNR 전입 기준에 관한 시행세칙 변경으로 일회성 손실이 발생했음에도 불구하고, 부채 부담이자의 감소에 의해 투자손익이 호조를 보임. 1Q24 보험손익은 2,682억원(-30% YoY)으로 부진. CSM 상각액은 예상 수준이었으나 시행세칙 변경으로 일회성 발생사고부채 전입이 780억원 발생했고 할인을 인하여 의한 가정 변경으로 손실계약비용이 평가보다 크게 나타남. 1Q24 투자손익은 4,865억원(-11% YoY), 일반계정 기준 4,360억원(+6% YoY)을 기록. 일반계정 투자수익률은 3.1%로 평이했으나, 부채 부담이자가 1.46조원으로 전년 분기 평균인 1.53조원을 하회하면서 투자손익을 견인함. 이에 더해 통상 BEP로 가정하는 특별계정 투자손익이 510억원을 기록하며 전체 투자손익이 예상 수준을 크게 상회함. 신계약 APE는 보장성을 중심으로 54% QoQ 증가했으나 저마진 상품 중심의 확대에 의해 마진배수가 5개월치 하락하면서 신계약 CSM은 전분기와 같은 수준에 그침. 또한 주로 해약 증가에 의해 CSM(일반모형) 기중 조정이 -2,360억원 발생했으나, 신계약 CSM이 조정과 상각을 상회하는 데 따라 CSM 잔액은 2% QoQ 증가함

### 기대감 만으로 지지될 수 있을까

삼성생명은 1Q24 실적발표를 통해 적정 K-ICS비율을 200~220%라고 언급했으나 주주환원책은 제시하지 못함. 언급된 적정 자본비율 범주와 현재 K-ICS비율 210%를 고려해, 초과자본을 활용한 적극적인 환원책을 기대하기 어렵다는 의견을 유지함. 다만 부채 부담이자 감소가 일회성이 아니므로 실적 추정치를 상향한 데 따라 목표주가를 이전 대비 15% 상향 조정함. 현 주가 대비 상승여력을 고려해 투자 의견 Hold는 유지. 동사는 밸류업 기대감이 불거진 시기(지난 1/22일 이후) 동안 56% 상승하며 주요 금융주 중 3번째로 높은 수익률을 기록. 정책 제시가 지연된다면 주가 변동성 확대는 불가피할 전망

[표1] 삼성생명의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

(a)~(h) → 보유 삼성전자 지분 영향(평가익, 배당수익 등) 제거		
구분	삼성생명	설명
자기자본비용 (CoE)	13.7	(a)
Average ROE	8.3	(b): 3개년 기대 ROE(사업가치) 평균
영구성장률	0.0	(c)
이론적 PBR	0.61	(d): (b-c)/(a-c)
할증률 (할인률)	(40.0)	(e): Valuation premium (discount)
목표 PBR	0.36	(f): (d)*(e)
수정 BPS	136,462	(g): 12개월 forward BPS
보험 사업가치 (십억원)	9,918	(h): (f)*(g)*발행주식수
전자 지분가치 (십억원)	10,043	(i): 세후 주주 가치에 55% 할인 적용
적정 시가총액	19,960	(j): (h)+(i)
목표주가	100,000	(k): (j)/발행주식수
조정률	14.9	직전 목표주가 대비 조정률
현 주가	95,000	
상승여력	5.3	

자료: 한화투자증권 리서치센터

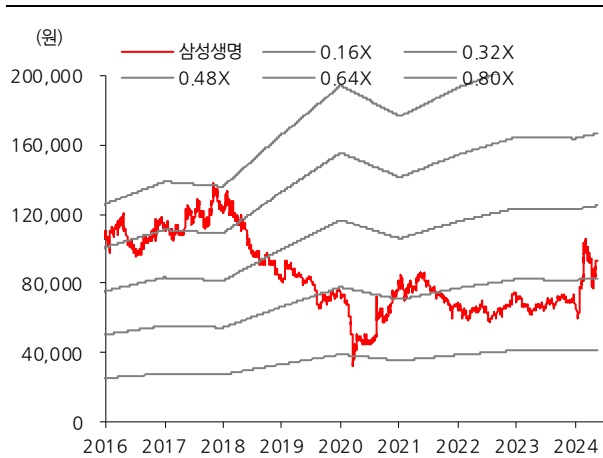
[표2] 주요 투자지표 추정치 변동

(단위: 십억 원, 원, %, %p)

	변경 후		변경 전		변화율(폭)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
지배 순이익	2,066	2,077	1,827	1,979	13.1	4.9
수정 EPS	11,503	11,564	10,172	11,021	13.1	4.9
수정 BPS	255,883	267,538	270,422	283,336	-5.4	-5.6
수정 ROE	4.5	4.4	3.8	4.0	0.7	0.4

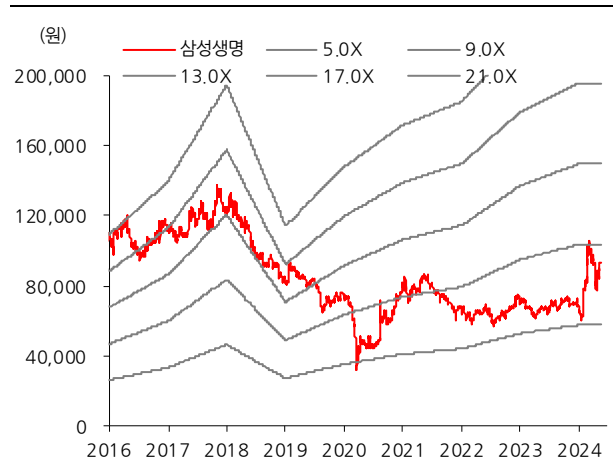
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 삼성생명 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼성생명 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 삼성생명의 1Q24 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	1Q24P	1Q23	YoY	4Q23	QoQ	컨센서스	차이
보험손익	268.2	383.7	-30.1	242.5	10.6	n/a	n/a
투자손익	486.5	549.5	-11.5	98.2	395.7	n/a	n/a
영업이익	754.8	933.2	-19.1	340.6	121.6	402.5	87.5
당기순이익	651.3	794.8	-18.1	256.8	153.6	520.4	25.2
(연결)지배주주 순이익	622.1	706.8	-12.0	445.6	39.6	542.0	14.8

주: 지배주주 순이익 외 별도 기준

자료: 삼성생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 삼성생명의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

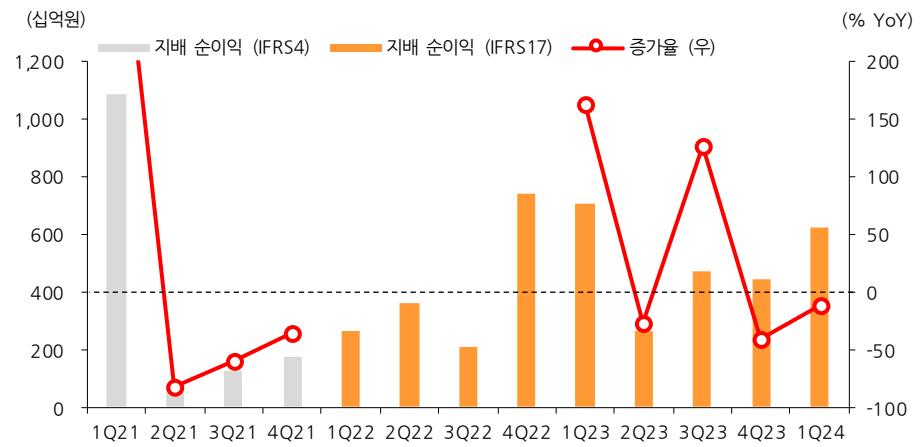
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	QoQ	YoY
AUM	235,261	236,571	232,363	247,053	248,038	0.4	5.4
투자서비스손익(일반계)	1,979	1,290	1,405	1,634	1,899	16.2	-4.0
Yield	3.4	2.2	2.4	2.7	3.1	0.3	-0.3
CSM (보유 순부채)	10,913	11,432	11,243	11,691	11,970	2.4	9.7
CSM 상각	324	315	318	369	339	-8.1	4.7
단순상각률	11.9	11.0	11.3	12.6	11.3	-1.3	-0.5
신계약 CSM (원수)	846	970	956	856	858	0.2	1.4
전체 APE	765	922	759	658	1,014	54.1	32.6
단순마진 (개월)	13.3	12.6	15.1	15.6	10.2	-5.5	-3.1
보험+재보험손익	384	435	388	242	268	10.6	-30.1
일반VFA 모형	397	444	403	261	280	7.5	-29.5
예실차	-135	-13	28	-99	-116	적지	적지
보험금*	-62	20	38	-13	-131	적지	적지
사업비	-73	-32	-10	-86	15	흑전	흑전
RA 변동	153	146	82	78	77	-0.5	-49.3
CSM 상각	324	315	318	369	339	-8.1	4.7
손실계약관련비용	48	-5	-28	-79	-34	적지	적전
기타	6	0	4	-9	13	흑전	96.9
기타사업비	13	9	15	18	12	-34.8	-11.4
투자손익	550	-357	-68	98	487	395.7	-11.5
일반계정	410	-237	-116	112	436	289.3	6.3
특별계정	140	-120	48	-14	51	흑전	-63.8
보험금융손익	-3,003	-1,857	-1,105	-3,217	-1,914	적지	적지
일반계정	-1,569	-1,527	-1,521	-1,522	-1,463	적지	적지
특별계정	-1,434	-330	416	-1,695	-451	적지	적지
투자서비스손익	3,553	1,500	1,036	3,315	2,400	-27.6	-32.4
일반계정	1,979	1,290	1,405	1,634	1,899	16.2	-4.0
특별계정	1,574	210	-369	1,681	501	-70.2	-68.2
영업이익	933	77	320	341	755	121.6	-19.1
영업외이익	9	-10	18	-6	7	흑전	-31.6
세전이익	943	67	337	335	761	127.5	-19.2
당기순이익	795	63	268	257	651	153.6	-18.1
(연결)지배주주 순이익	707	267	476	446	622	39.6	-12.0

주: 회색 음영 부분은 데이터 부재, \*보험료 경험조정 포함

자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

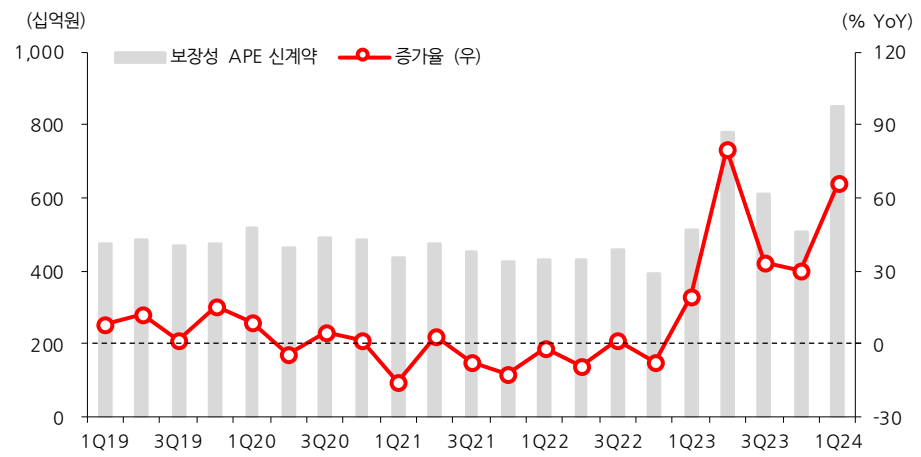
[그림3] 삼성생명의 분기별 지배주주 순이익 및 증가율



주: 2022년까지는 IAS39, 2023년부터는 IFRS9 기준

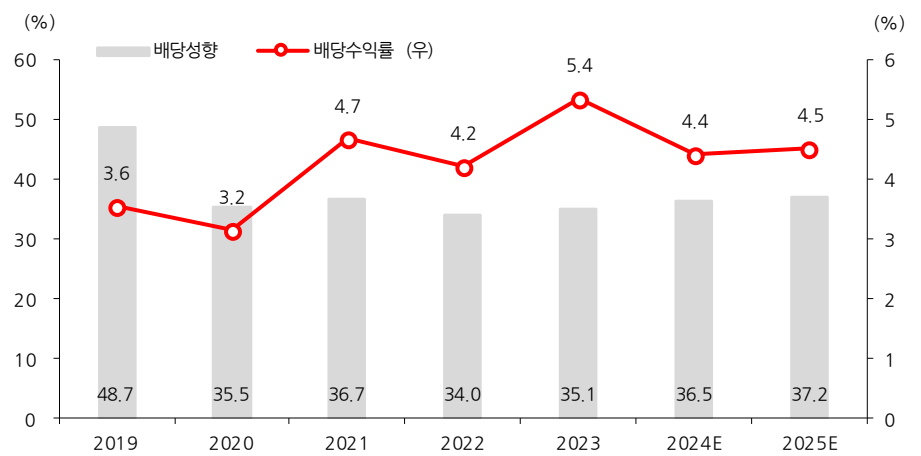
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 삼성생명의 보장성 APE 신계약 금액 및 증가율



자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 삼성생명의 배당지표 추이 및 전망



자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
운용자산	232,475	247,053	250,776	255,066
현금및예치금	6,990	3,272	2,433	2,367
유가증권	173,049	193,589	196,930	199,835
FVPL	1,163	10,781	10,764	11,002
FVOCI	57,583	166,226	169,064	171,731
AC	101,272	0	0	0
대출채권	48,691	46,358	47,477	48,848
부동산	3,745	3,834	3,936	4,017
비운용자산	3,278	4,877	5,019	4,841
특별계정자산	25,853	27,544	28,350	29,501
<b>자산총계</b>	<b>261,606</b>	<b>279,474</b>	<b>284,145</b>	<b>289,409</b>
책임준비금	182,948	192,391	196,828	200,156
BEL	141,029	148,335	151,087	151,922
RA	2,878	2,787	2,961	3,137
CSM	10,349	11,876	13,305	15,028
PAA	0	0	0	0
투자계약부채	28,691	29,394	29,475	30,069
기타부채	12,357	11,475	11,879	11,879
후순위채	0	0	0	0
특별계정부채	25,875	27,553	28,322	29,472
<b>부채총계</b>	<b>226,526</b>	<b>241,946</b>	<b>247,918</b>	<b>252,395</b>
자본금	100	100	100	100
자본잉여금	6	6	6	6
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	12,479	13,178	14,041	14,826
해약환급금준비금	0	0	0	0
자본조정	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110
기타포괄손익누계	24,605	26,354	24,191	24,191
<b>자본총계</b>	<b>35,080</b>	<b>37,528</b>	<b>36,228</b>	<b>37,013</b>

## 성장률

(% YoY)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
자산총계	n/a	6.8	1.7	1.9
운용자산	n/a	6.3	1.5	1.7
부채총계	n/a	6.8	2.5	1.8
CSM	n/a	14.8	12.0	12.9
자본총계	n/a	7.0	-3.5	2.2
보험손익	n/a	-10.8	-3.6	16.8
투자손익	n/a	210.1	143.4	-17.0
영업이익	n/a	-1.4	15.9	7.3
순이익	n/a	19.7	9.0	0.5

주: IFRS 별도 기준, 2022년 수정 지표들은 자본총계(OCI)를 보정함

2022년 수치는 IFRS17 &amp; IAS39 적용, 2023년 이후 수치는 IFRS17 &amp; IFRS9 적용

## 포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	1,623	1,449	1,396	1,630
일반 및 변동수수료모형	1,684	1,504	1,457	1,694
CSM 상각	1,074	1,326	1,399	1,552
RA 변동	644	459	313	327
예상과실계차이	139	-218	-189	-125
손실계약	-45	-64	-79	-60
기타	-128	2	13	0
보험료배분접근법모형	0	0	0	0
간접사업비	61	56	61	64
투자손익	72	222	540	448
보험금융손익	-2,528	-9,182	-6,347	-6,062
이자수익	5,727	6,016	5,800	5,832
배당수익	1,662	1,158	1,267	1,297
FVPL 평가손익	-2,634	2,355	606	0
기타	-2,156	-125	-786	-618
영업이익	1,695	1,671	1,937	2,079
영업외이익	-116	11	7	0
세전이익	1,579	1,681	1,943	2,079
법인세비용	376	298	416	539
당기순이익	1,203	1,383	1,527	1,540
지배주주 순이익	1,583	1,895	2,066	2,077

## 주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023	2024E	2025E
<b>주요 지표</b>				
월납 신계약 보험료	2,674	3,104	3,190	2,909
신계약 CSM	3,421	3,460	3,294	3,278
투자수익률	1.1	2.6	2.6	2.6
수정 Book Value	57,861	67,448	68,267	70,324
<b>수익성</b>				
수정 ROE	5.0	4.3	4.5	4.4
수정 ROA	0.5	0.7	0.7	0.7
<b>주당 지표</b>				
수정 EPS	8,817	10,554	11,503	11,564
수정 BPS	199,815	257,279	255,883	267,338
보통주 DPS	3,000	3,700	4,200	4,300
<b>Valuation 및 배당</b>				
수정 PER	8.1	6.5	8.3	8.2
수정 PBR	0.4	0.3	0.4	0.4
배당성향	34.0	35.1	36.5	37.2
보통주 배당수익률	4.2	5.4	4.4	4.5

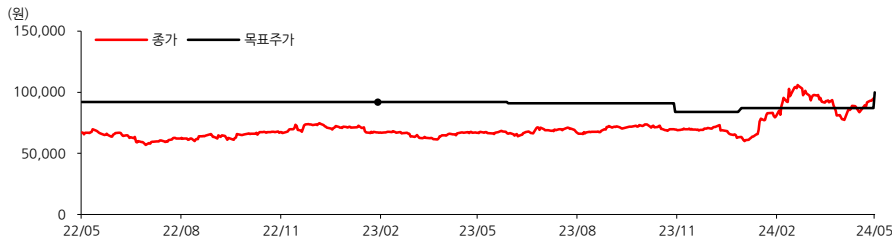
[ Compliance Notice ]

(공표일: 2024년 5월 17일)

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 종목의 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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 삼성생명 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일시	2016.08.12	2022.07.11	2022.09.26	2022.11.14	2023.02.22	2023.05.30
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		92,000	92,000	92,000	92,000	92,000
일시	2023.06.14	2023.08.22	2023.09.01	2023.11.15	2024.01.15	2024.02.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold
목표가격	91,000	91,000	91,000	84,000	87,000	87,000
일시	2024.05.17					
투자의견	Hold					
목표가격	100,000					

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

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	-1.20	21.84
2024.05.17	Hold	100,000		

[ 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 추정에 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: 2024년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%