

# 삼성생명 (032830/KS)

## 생명보험 중 가장 편안한 선택지

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 87,000 원(유지)

현재주가: 69,100 원

상승여력: 25.9%

### 생보사 중 가장 높은 안정성

삼성생명의 가장 큰 강점은 안정성이다. 3Q23 까지 가정 조정으로 인한 CSM 변동은 실손 가이드라인 관련 5,400 억원을 포함 9%를 기록했으며 해당 요인을 제외하면 4.5% 수준에 불과해 커버리지 보험사 중 가장 양호한 가정 관리 역량을 확인할 수 있었다. 투자손익 역시 2Q23 VFA 모형 가이드라인 적용 및 커버리지 보험사 중 가장 낮은 FVPL 자산 비중을 바탕으로 전반적인 변동성이 크게 완화되었으며 CSM 중심으로 전반적으로 양호한 실적이 지속되는 모습이 나타나고 있다. K-ICS 비율 역시 200%를 상회하고 있어 충분한 자본 버퍼를 보유하고 있다고 판단한다.

### 3Q23 연결 지배순이익 4,756 억원(+28% YoY) 기록

삼성생명의 3Q23 지배순이익은 4,756 억원(+28% YoY)을 기록했다. RA 해제 기준 변경, 손실계약비용 등 영향에도 CSM 상각 중심으로 견조한 보험손익이 지속된 동시에 FVPL 평가손실 영향에도 2Q23 VFA 모형 적용으로 투자손익 변동성이 개선된 영향으로 분석된다. CSM 잔액은 신계약 CSM 이 9,564 억원으로 양호했음에도 실손 가이드라인(5,400 억원), 해지 증가 등 영향으로 9,382 억원 감소하며 전분기 대비 하락했다. 다만 견조한 신계약을 고려하면 2023 년 말 CSM 은 가정 조정으로 CSM 이 일부 감소하더라도 2022 년 말 대비 약 13% 증가한 12.1조원을 전망한다.

### 2024E 연결 지배순이익 1조 8,844 억원(+2% YoY) 전망

삼성생명의 2024E 연결 지배순이익은 1조 8,844 억원(+2% YoY)을 전망한다. 신계약 APE는 단기납 종신 등 기저효과 감안했을 때 건강보험 등 판매 증가에도 5,891 억원(-5% YoY)로 소폭 축소를 전망하나 신계약 CSM은 약 3.4조 수준의 견조한 증가세가 지속될 전망이다. 투자손익 역시 VFA 가이드라인 적용 및 일반계정 유가증권 내 낮은 FVPL 자산 비중을 감안했을 때 안정적으로 관리될 것으로 전망한다. 향후 할인을 현실화 방안 등 적용 이후로도 현재 수준의 K-ICS 비율을 유지할 수 있을 것으로 예상되며 금리 불확실성에도 자본력 우위가 지속될 전망이다. 2023 년 DPS는 배당성향 35% 기준 약 3,600 원, 배당수익률은 5.2%를 전망한다. 향후 제도 불확실성 해소 이후 보다 구체화된 주주 환원 정책을 기대할 수 있을 전망이다.



Analyst  
설용진

s.dragon@sks.co.kr  
3773-8610

#### Company Data

발행주식수	20,000 만주
시가총액	13,820 십억원
주요주주	
삼성물산(외7)	45.30%
자사주	10.21%

#### Stock Data

주가(23/11/17)	69,100 원
KOSPI	2,469.85 pt
52주 최고가	74,700 원
52주 최저가	61,500 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

#### 주가 및 상대수익률



#### 영업실적 및 투자지표

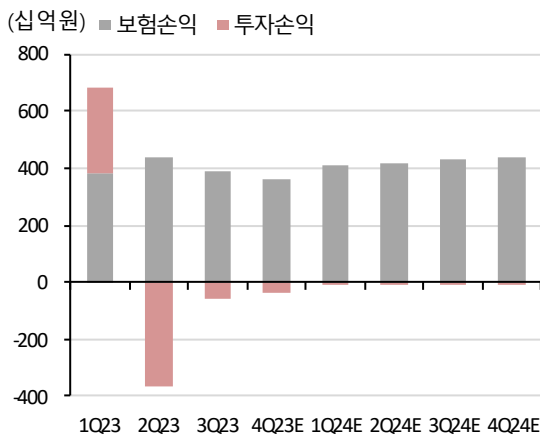
구분	단위	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익	십억원				1,568	1,700	1,881
투자손익	십억원				-161	-20	72
영업이익	십억원				1,407	1,681	1,953
당기순이익	십억원				1,846	1,884	2,075
EPS	원				9,228	9,422	10,376
PER	배				7.5	7.4	6.7
PBR	배				0.31	0.30	0.29
ROE	%				4.1	4.2	4.5

삼성생명 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	% YoY
<b>보험손익</b>	<b>384</b>	<b>435</b>	<b>388</b>	<b>362</b>	<b>408</b>	<b>420</b>	<b>432</b>	<b>440</b>	<b>1,568</b>	<b>1,700</b>	<b>8%</b>
CSM 상각	324	315	318	329	344	359	373	384	1,285	1,459	14%
RA 해제	153	146	82	84	85	83	82	81	465	332	-29%
예실차	-128	-12	32	7	6	5	4	3	-101	18	N/A
손실계약비용 및 기타	48	-5	-28	-45	-11	-11	-11	-11	-30	-43	N/A
(기타사업비)	13	9	15	14	16	16	17	17	52	66	27%
<b>투자손익</b>	<b>299</b>	<b>-365</b>	<b>-55</b>	<b>-40</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>	<b>-2</b>	<b>-161</b>	<b>-20</b>	<b>N/A</b>
자산운용손익	3,302	1,492	1,050	1,721	1,727	1,729	1,732	1,728	7,565	6,916	-9%
(FVPL 관련손익)	1,360	100	-683	0	0	0	0	0	777	0	N/A
일반계정	1,719	1,293	1,400	1,435	1,439	1,441	1,443	1,440	5,846	5,763	-1%
변액/퇴직보험	1,584	199	-350	287	288	288	289	288	1,719	1,153	-33%
보험금융손익	-3,003	-1,857	-1,105	-1,761	-1,733	-1,736	-1,737	-1,729	-7,726	-6,935	N/A
일반계정	-1,569	-1,527	-1,521	-1,474	-1,445	-1,448	-1,448	-1,441	-6,091	-5,783	N/A
변액/퇴직보험	-1,435	-330	416	-287	-288	-288	-289	-288	-1,635	-1,153	N/A
<b>영업이익</b>	<b>683</b>	<b>69</b>	<b>333</b>	<b>322</b>	<b>402</b>	<b>413</b>	<b>427</b>	<b>438</b>	<b>1,407</b>	<b>1,681</b>	<b>19%</b>
영업외손익	260	-3	5	1	261	1	2	2	262	266	1%
세전이익	943	67	337	322	663	415	429	440	1,669	1,946	17%
당기순이익	795	63	268	240	492	308	319	327	1,366	1,446	6%
<b>지배지분순이익</b>	<b>707</b>	<b>267</b>	<b>476</b>	<b>396</b>	<b>477</b>	<b>460</b>	<b>470</b>	<b>478</b>	<b>1,846</b>	<b>1,884</b>	<b>2%</b>
보장성 APE	510.8	778.4	611.3	581.3	584.4	587.5	590.6	593.8	620.4	589.1	-5%
<b>자산총계</b>	<b>299,795</b>	<b>301,192</b>	<b>296,076</b>	<b>296,748</b>	<b>298,037</b>	<b>298,945</b>	<b>299,845</b>	<b>300,055</b>	<b>296,748</b>	<b>300,055</b>	<b>1%</b>
<b>운용자산</b>	<b>207,870</b>	<b>209,285</b>	<b>205,264</b>	<b>204,922</b>	<b>205,594</b>	<b>205,882</b>	<b>206,157</b>	<b>205,739</b>	<b>204,922</b>	<b>205,739</b>	<b>0%</b>
비운용자산	2,665	2,719	2,458	2,896	2,932	2,969	3,005	3,042	2,896	3,042	5%
<b>부채총계</b>	<b>259,982</b>	<b>257,432</b>	<b>251,223</b>	<b>252,158</b>	<b>252,946</b>	<b>253,373</b>	<b>253,781</b>	<b>254,205</b>	<b>252,158</b>	<b>254,205</b>	<b>1%</b>
책임준비금	184,275	180,393	174,960	174,299	173,582	172,846	172,090	171,321	174,299	171,321	-2%
<b>생명보험 CSM 잔액</b>	<b>11,304</b>	<b>11,913</b>	<b>11,709</b>	<b>12,111</b>	<b>12,658</b>	<b>13,198</b>	<b>13,733</b>	<b>14,116</b>	<b>12,111</b>	<b>14,116</b>	<b>17%</b>
<b>자본총계</b>	<b>39,813</b>	<b>43,761</b>	<b>44,853</b>	<b>44,590</b>	<b>45,090</b>	<b>45,572</b>	<b>46,064</b>	<b>45,850</b>	<b>44,590</b>	<b>45,850</b>	<b>3%</b>
해약환급금준비금	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	N/A
<b>ROE</b>	<b>4.7</b>	<b>2.6</b>	<b>4.3</b>	<b>3.5</b>	<b>4.3</b>	<b>4.1</b>	<b>4.1</b>	<b>4.2</b>	<b>4.1</b>	<b>4.2</b>	<b>0.0%p</b>

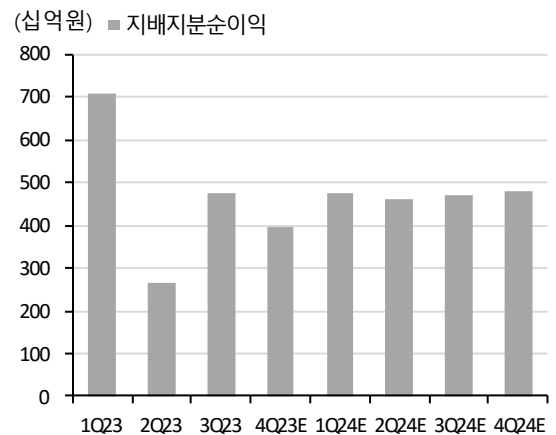
자료: 삼성생명, Dart, SK 증권

삼성생명 - 영업이익 추이 및 전망



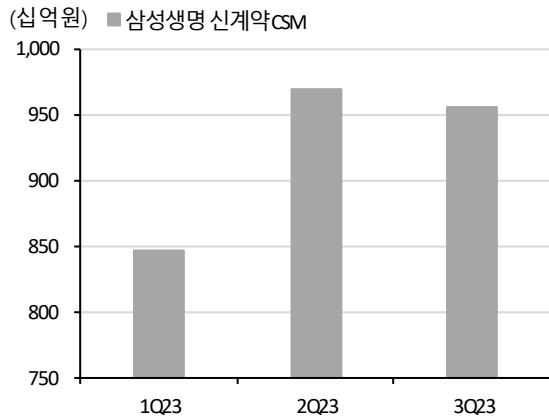
자료: 삼성생명, SK 증권 추정

삼성생명 - 당기순이익 추이 및 전망



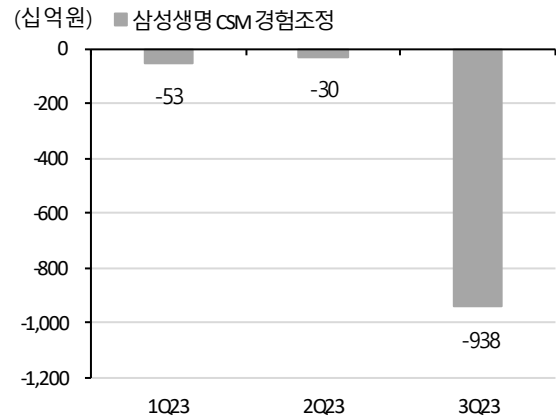
자료: 삼성생명, SK 증권 추정

### 삼성생명 - 신계약 CSM 추이



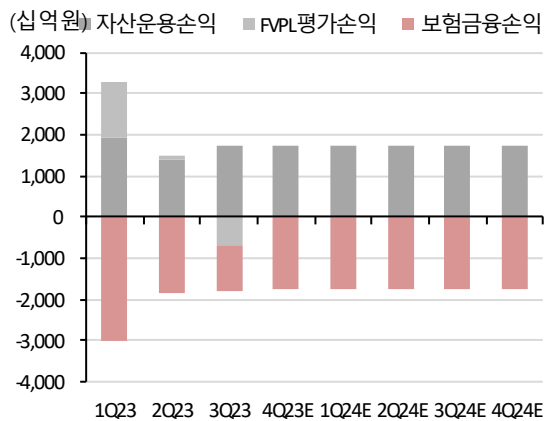
자료: 삼성생명, SK 증권 추정

### 삼성생명 - CSM 경험조정 추이



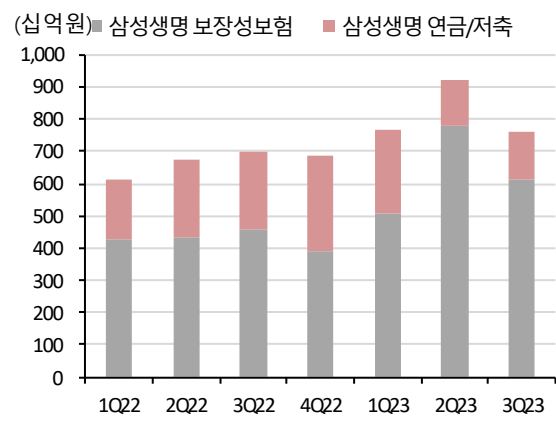
자료: 삼성생명, SK 증권 추정

### 삼성생명 - 투자손익 Breakdown



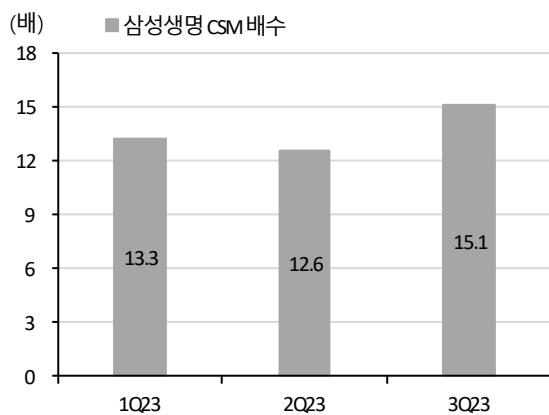
자료: 삼성생명, SK 증권 추정

### 삼성생명 - 월납보험료 추이



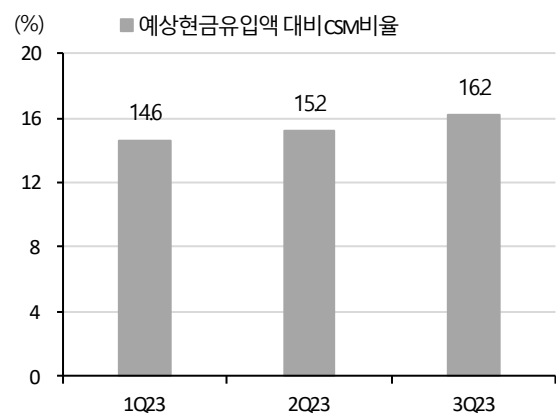
자료: 삼성생명, SK 증권

### 삼성생명 - 신계약 CSM/월납보험료 배수



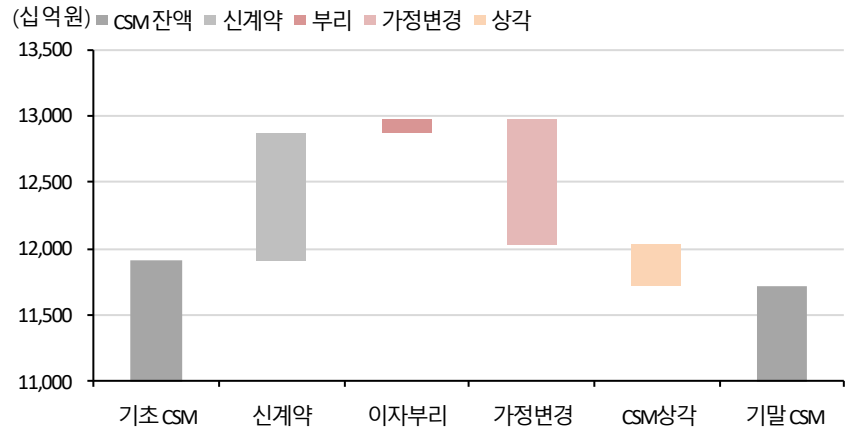
자료: 삼성생명, SK 증권; 주: 월납보험료는 APE 를 조정하여 사용

### 삼성생명 - 예상현금유입액 대비 신계약 CSM 비율



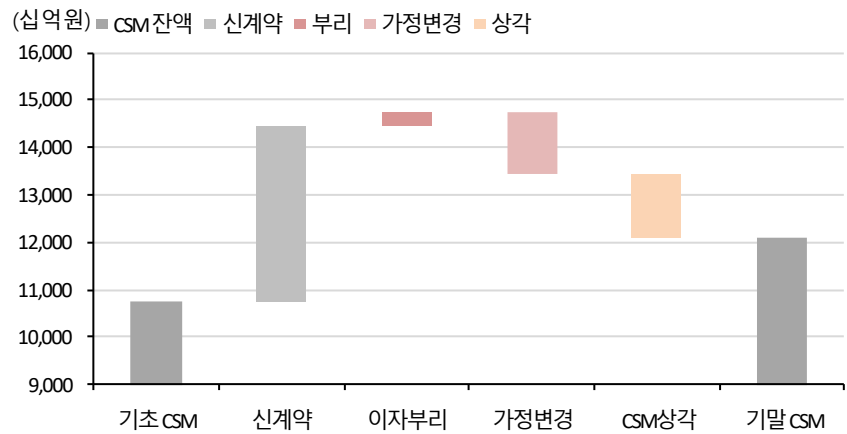
자료: 삼성생명, Dart, SK 증권; 주: 누계 기준

### 삼성생명 CSM Movement(3Q23)



자료: Dart, SK 증권

### 삼성생명 예상 CSM Movement(2023E)



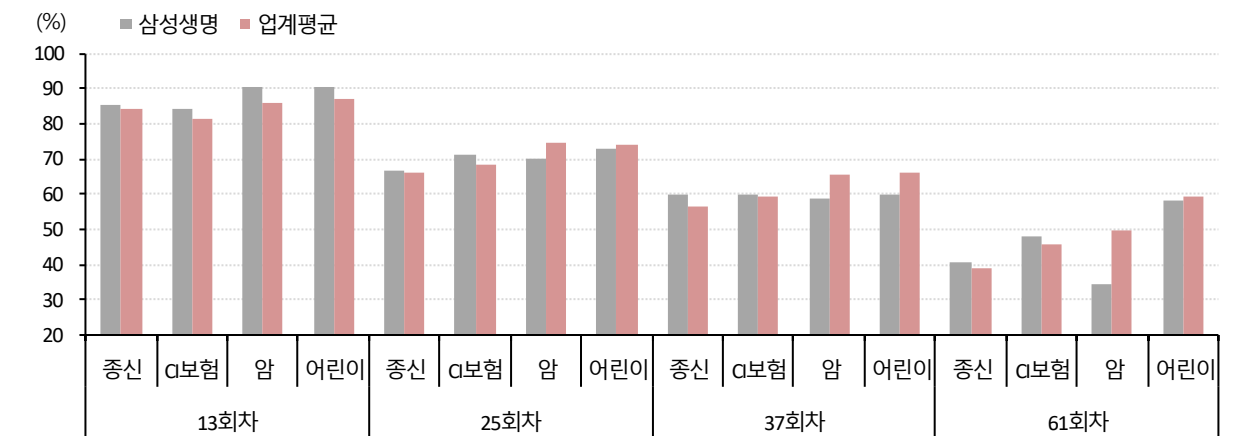
자료: Dart, SK 증권 추정

삼성생명 - 유지율 현황(1H23 기준)

보험 종류	13 회차	25 회차	37 회차	61 회차
종신	85.6	66.7	59.6	40.8
CI 보험	84.4	71.2	59.6	47.9
연금	83.7	66.4	71.7	58.2
저축	88.7	68.1	45.9	38.4
암	90.4	69.9	58.7	34.5
어린이	90.3	72.8	59.6	58.1
실손	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	89.4	72.9	63.4	39.8
(변액)	89.6	62.0	50.6	40.7
합계	86.4	68.7	62.0	44.2

자료: 생명보험협회, SK 증권

삼성생명 - 주요 보장성보험 유지율 비교(1H23 기준)



자료: 손해보험협회, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>운용자산</b>			<b>204,922</b>	<b>205,739</b>	<b>206,253</b>
현금및예치금			1,172	1,327	1,428
유가증권			162,770	163,268	163,517
대출금			37,161	37,309	37,459
부동산			3,819	3,835	3,850
<b>비운용자산</b>			<b>2,896</b>	<b>3,042</b>	<b>3,184</b>
특별계정자산 및 기타			88,930	91,274	93,682
<b>자산총계</b>			<b>296,748</b>	<b>300,055</b>	<b>303,119</b>
<b>책임준비금</b>			<b>202,858</b>	<b>199,880</b>	<b>196,598</b>
CSM잔액(원수)			12,111	14,116	16,120
계약자지분조정			6,286	6,286	6,286
특별계정부채 및 기타			43,013	48,039	53,001
<b>부채총계</b>			<b>252,158</b>	<b>254,205</b>	<b>255,886</b>
<b>자본금</b>			<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
신종자본증권			0	0	0
자본잉여금			125	125	125
이익잉여금			17,288	18,490	19,811
해약환급금준비금			0	0	0
기타자본			25,054	25,054	25,054
비지배주주지분			2,024	2,081	2,144
<b>자본총계</b>			<b>44,590</b>	<b>45,850</b>	<b>47,233</b>

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>신계약 수익성</b>					
신계약보험료(월납 조정)		223	265	246	250
신계약 CSM(보유)			3,710	3,406	3,478
신계약 CSM 배수			14.0	13.9	13.9
<b>CSM 관련 지표</b>					
기초CSM			10,749	12,111	14,116
CSM 조정 가점 변경			-1,320	-350	-265
신계약 CSM(원수)			3,710	3,406	3,478
CSM 이자부리			299	451	517
상각 전 CSM			13,437	15,618	17,846
CSM상각액			1,326	1,502	1,726
CSM상각률(%)			9.9	9.6	9.7
CSM 순증액			1,362	2,005	2,004
<b>투자이익 관련 지표</b>					
자산운용수익률			3.7	3.4	3.4
FVPL 제외 운용수익률			3.3	3.4	3.4
<b>손익구성</b>					
보험손익			111	101	96
CSM상각			91	87	86
투자손익			-11	-1	4
<b>자본적정성</b>					
지급여력비율(K-ICS)			213.6	216.4	219.4

자료: 삼성생명, SK증권 추정

포괄손익계산서

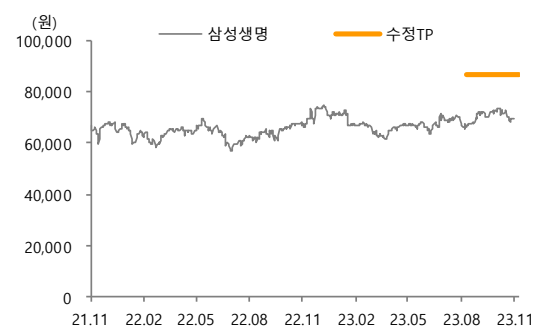
12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>보험손익</b>			<b>1,568</b>	<b>1,700</b>	<b>1,881</b>
CSM상각			1,285	1,459	1,679
RA해제			465	332	318
예실차 등			-101	18	0
손실계약비용 및 기타			-30	-43	-43
(기타사업비)			52	66	73
<b>투자손익</b>			<b>-161</b>	<b>-20</b>	<b>72</b>
자산운용손익			7,565	6,916	6,934
FVPL관련 손익			777	0	0
보험금융손익			-7,726	-6,935	-6,862
<b>영업이익</b>			<b>1,407</b>	<b>1,681</b>	<b>1,953</b>
영업외손익			262	266	265
<b>세전이익</b>			<b>1,669</b>	<b>1,946</b>	<b>2,219</b>
법인세비용			303	501	571
법인세율 (%)			18.2	25.7	25.8
<b>당기순이익</b>			<b>1,366</b>	<b>1,446</b>	<b>1,647</b>
연결 효과			838	736	736
<b>연결 세전이익</b>			<b>2,507</b>	<b>2,682</b>	<b>2,955</b>
<b>연결 당기순이익</b>			<b>1,967</b>	<b>2,008</b>	<b>2,211</b>
<b>지배주주순이익</b>			<b>1,846</b>	<b>1,884</b>	<b>2,075</b>
비지배지분순이익			122	123	136

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>성장성지표 (%)</b>					
운용자산증가율				0.4	0.2
CSM증가율			12.7	16.6	14.2
BPS증가율				2.8	3.0
보험손익증가율				8.4	10.6
투자손익증가율				적지	흑전
당기순이익증가율				2.1	10.1
<b>주당지표(원)</b>					
EPS			9,228	9,422	10,376
BPS			222,952	229,248	236,167
CSM 포함			281,048	297,113	313,797
해약환급금준비금 제외			222,952	229,248	236,167
보통주배당금		3,000	3,600	3,800	4,200
보통주 배당수익률(%)			5.2	5.5	6.1
<b>Valuation 지표</b>					
PER(배)			7.5	7.3	6.7
PBR(배)			0.31	0.30	0.29
CSM 포함			0.25	0.23	0.22
해약환급금준비금 제외			0.31	0.30	0.29
ROE(%)			4.1	4.2	4.5
ROA(%)			0.5	0.5	0.5
배당성향(%)			35.0	36.2	36.3

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 (2023년 11월 20일 기준)

매수	93.41%	중립	6.59%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------