



BUY

목표주가(12M) 90,000원  
현재주가(2.19) 81,700원

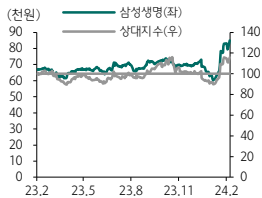
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,680.26
52주 최고/최저(원)	85,000/60,100
시가총액(십억원)	17,000.0
시가총액비중(%)	0.78
발행주식수(천주)	200,000.0
60일 평균 거래량(천주)	393.5
60일 평균 거래대금(십억원)	28.0
외국인지분율(%)	18.64
주요주주 지분율(%)	
삼성물산 외 6 인	44.14
신세계 외 1 인	8.07

#### Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	2,226	2,386
순이익(십억원)	1,908	2,002
EPS(원)	9,438	9,970
BPS(원)	234,920	247,521

#### Stock Price



#### Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023E	2024E
보험손익		1,448.5	1,515.0	
투자손익		(23.7)	30.2	
영업이익		1,424.8	1,545.2	
당기순이익		1,382.9	1,182.3	
지배순이익		1,895.3	1,919.7	
증감률		n/a	-15%	
DPS		3,700	4,000	
P/E		7.29	7.20	
P/B		0.31	0.30	
ROA		0.6	0.6	
ROE		4.4	4.2	
배당수익률		5.4%	4.9%	



Analyst 안영준 yjahn@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 2월 21일 | 기업분석

## 삼성생명(032830)

### 4Q23 Re: 기업 밸류업 준비 완료

#### 주주환원 확대에 대한 강한 의지와 능력을 재확인

삼성생명에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 90,000원을 유지한다. 4분기 실적은 비경상적 요인에 따른 사업비 예상치 부진에도 불구하고 견조했으며, 우려했던 가정 변경에 따른 부정적인 영향은 크지 않았다. 실적, 신계약, 자본비율 모두 안정적인 흐름을 보이고 있으며 높은 안정성을 기반으로 향후 정책에 따른 주주환원 확대 가능성은 충분할 것으로 판단한다. IFRS17 도입 이후 이익 안정화 → 주주환원 등 자본 활용도 상승 → 밸류에이션 확대라는 컨셉에 가장 부합하는 보험사이다.

#### 4분기 순이익은 4,456억원 (-6% (QoQ)) 기록

4분기 지배주주순이익은 4,456억원(-6% (QoQ))을 기록했는데, 보험이익과 투자이익이 각각 전분기대비 -37%/흑전 변동한 2,425억원/974억원이었다. 신계약 APE(연납화보험료)는 13% (QoQ) 감소했는데, 보장성/저축성이 각각 -17%/+0% (QoQ) 변동했다. 전략적으로 건강보험 판매에 집중하면서 보장성보험의 APE 중 사망보험은 27% (QoQ) 감소, 건강보험은 10% (QoQ) 증가했다. 신계약 CSM은 11% (QoQ) 감소한 8,558억원을 기록했고, 신계약 CSM은 감소했지만 가정 변경에 따른 CSM 조정 폭이 줄어들면서 기말 CSM은 5% (QoQ) 증가한 12조 2,474억원을 기록했다. 투자이익률은 0.3%p (QoQ) 상승한 3.1%를 기록했는데(변액, 퇴직, 햇지손익 등 제외), 4분기 시중금리 하락에 따라 FVPL 자산들의 평가이익이 반영된 것이 주요했으며 이전 진행했던 저이원 채권 교체매매로 인해 보유이원 상승세가 지속되는 모습이었다.

#### 향후에도 안정적인 실적 예상, 주주환원 추가 확대 시 밸류업 기대

IFRS17 도입 이후 보험사들의 실적 변동성을 증대시키는 여러가지 요인이 있었음에도 불구하고 안정적인 실적을 기록하며 강점인 높은 안정성이 부각되는 모습이었다. 연말 예상 K-ICS 비율도 220%~225% 수준을 제시하며 자본여력도 충분하다는 것을 보여주었다. 기존과 같은 35%~45% 수준의 현금배당성향 외에는 구체적인 주주환원 확대 방안을 제시하지는 않았지만, 주주환원 확대와 ROE-PBR 개선을 계획하고 있으며 밸류업 프로그램에도 적극적으로 참여할 것임을 밝혔다. 업종 내에서 주주환원 확대 능력 및 의지가 모두 가장 크다고 판단하며, 기업 밸류업 프로그램 세부 방안 발표 이후 제시하는 주주환원 정책에 따라 밸류에이션 및 목표주가 상향 여지도 충분하다. 업종 내 차선후주로 제시한다.

도표 1. 삼성생명의 실적

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	QoQ	2023P
<b>보험이익</b>	<b>383.7</b>	<b>434.6</b>	<b>387.7</b>	<b>242.5</b>	<b>-37%</b>	<b>1,448.5</b>
CSM상각	382.0	320.8	299.0	300.4	0%	1,302.2
RA상각	154.9	148.2	84.1	80.4	-4%	467.6
예실차	(83.3)	(1.3)	25.7	(99.4)	적전	(158.3)
손해액	(20.2)	34.9	34.6	1.8	-95%	51.1
사업비	(63.2)	(36.2)	(8.8)	(101.2)	적지	(209.4)
기타	(69.8)	(33.0)	(21.2)	(39.0)	적지	(163.0)
<b>주요지표</b>						
APE	764.7	922.3	758.8	657.8	-13%	3,103.6
보장성	510.8	778.4	611.3	509.2	-17%	2,409.7
저축성	253.9	143.9	147.5	148.5	1%	693.8
신계약 CSM	846.0	969.9	956.4	855.8	-11%	3,628.1
보장성	737.7	910.8	879.2	757.6	-14%	3,285.3
연금	108.3	59.1	77.2	98.2	27%	342.8
<b>투자이익</b>	<b>299.2</b>	<b>(365.2)</b>	<b>(55.2)</b>	<b>97.4</b>	<b>흑전</b>	<b>(23.8)</b>
투자서비스손익	3,302.4	1,491.8	1,049.5	3,314.1	216%	9,157.8
보험금융손익	(3,003.2)	(1,857.0)	(1,104.7)	(3,216.7)	적지	(9,181.6)
<b>영업이익</b>	<b>683.0</b>	<b>69.4</b>	<b>332.5</b>	<b>339.9</b>	<b>2%</b>	<b>1,424.8</b>
영업외손익	259.8	(2.6)	4.6	(5.3)	적지	256.5
자회사 지분법 손익	253.0	0.0	0.0	0.0	0%	253.0
연결조정	13.7	291.0	292.1	281.0	-4%	877.8
세전이익	942.7	66.8	337.1	334.6	-1%	1,681.2
<b>당기순이익</b>	<b>794.8</b>	<b>63.1</b>	<b>268.2</b>	<b>256.8</b>	<b>-4%</b>	<b>1,382.9</b>
<b>지배주주순이익</b>	<b>706.8</b>	<b>267.4</b>	<b>475.6</b>	<b>445.6</b>	<b>-6%</b>	<b>1,895.4</b>

주1: CSM 손실/환입 금액은 기타에 포함

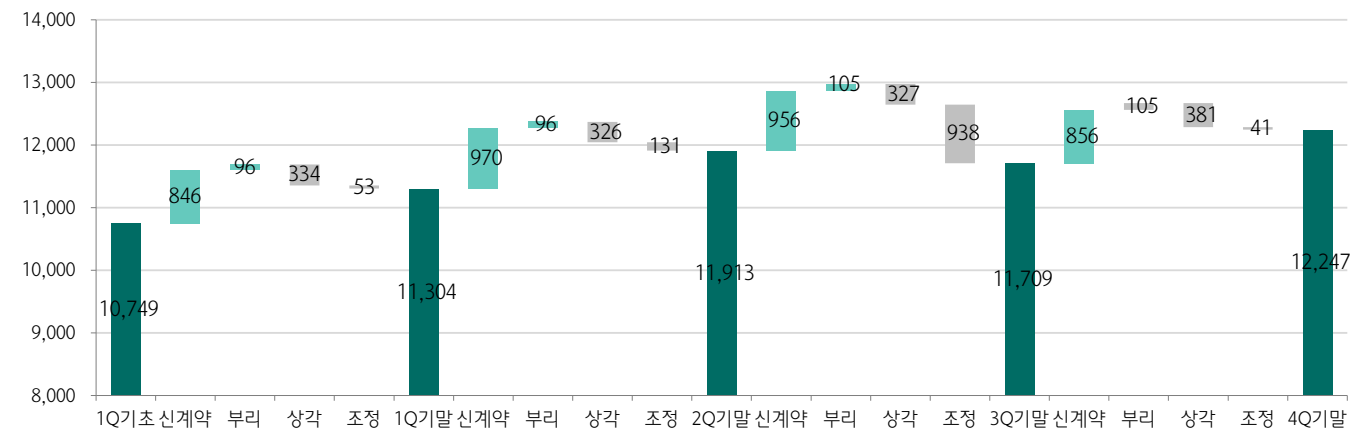
주2: 투자이익률은 변액, 퇴직, 헷지손익 및 보험계약대출 이자수익 제외 기준

주3: 삼성생명은 영업외손익으로 분류되는 연결/지분법 대상 주식 배당금 손익을 투자이익에 포함하여 집계

자료: 삼성생명, 하나증권

도표 2. 삼성생명의 CSM Movement

(십억원)



자료: 삼성생명, 하나증권

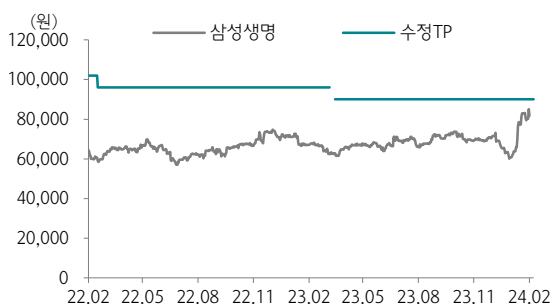
## 추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
보험이익			1,448.5	1,515.0	1,677.5
장기보험			1,448.5	1,515.0	1,677.5
CSM상각액			1,302.3	1,337.9	1,385.3
RA상각액			467.5	299.8	335.2
예실차			(158.2)	(63.8)	(19.6)
보험금예실차			51.1	40.9	32.7
사업비예실차			(209.4)	(104.7)	(52.3)
기타			(163.0)	(58.9)	(23.3)
자동차보험이익			0.0	0.0	0.0
일반보험이익			0.0	0.0	0.0
연결조정			0.0	0.0	0.0
연결보험이익			1,448.5	1,515.0	1,677.5
투자이익			(23.7)	30.2	49.7
투자서비스손익			9,157.9	9,015.3	9,167.1
보험금융손익			(9,181.6)	(8,985.1)	(9,117.4)
영업이익			1,424.8	1,545.2	1,727.2
영업외손익			256.3	(5.1)	(5.3)
세전이익			1,681.2	1,540.1	1,721.9
당기순이익			1,382.9	1,182.3	1,321.9
지배주주순이익			1,895.3	1,919.7	2,098.8
CSM Movement					
기시			10,748.7	12,247.4	13,654.4
신계약			3,628.1	3,765.6	3,951.2
이자부리			401.6	456.0	510.0
상각			1,367.7	1,337.9	1,385.3
조정			1,163.4	1,476.7	1,427.3
기말			12,247.4	13,654.4	15,303.1
K-ICS 비율			217.7	211.5	212.5
재무비율					
ROA			0.6	0.6	0.7
ROE			4.4	4.2	4.4
P/E			7.29	8.51	7.79
P/B			0.31	0.35	0.34
배당지표					
DPS			3,700	4,000	4,400
(YoY)			23%	8%	13%
배당성향			35%	37%	39%
기말총가			69,100	69,100	69,100
배당수익률			5.4%	4.9%	5.5%

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
자산총계			314,696.2	317,847.6	321,699.2
운용자산			310,585.8	313,696.0	317,497.2
FVPL			44,552.2	43,225.2	42,025.1
FVOCI			167,664.7	171,043.5	174,853.8
AC			38.6	39.0	39.4
대출채권			78,220.5	79,003.8	79,961.1
부동산			6,549.5	6,615.1	6,695.2
비운용자산			4,110.5	4,151.6	4,201.9
특별계정자산			0.0	0.0	0.0
부채총계			270,377.6	271,609.4	273,362.2
책임준비금			190,261.1	192,069.7	192,219.7
보험계약부채			190,261.1	189,964.4	190,156.2
잔여보장요소			185,824.3	185,702.9	185,979.3
최선추정			170,585.6	169,225.0	167,875.2
위험조정			2,846.2	2,823.5	2,801.0
보험계약마진			12,392.6	13,654.4	15,303.1
보험료배분접근법			0.0	0.0	0.0
발생사고요소			4,436.8	4,261.5	4,176.9
최선추정			4,320.6	4,234.8	4,150.8
위험조정			27.2	26.7	26.1
재보험계약부채			520.8	0.0	0.0
투자계약부채			2,147.9	2,105.3	2,063.5
기타부채			77,968.6	79,539.7	81,142.5
특별계정부채			0.0	0.0	0.0
자본총계			44,318.6	46,238.3	48,337.0
자본금			100.0	100.0	100.0
자본잉여금			125.1	125.1	125.1
신종자본증권			0.0	0.0	0.0
이익잉여금			17,978.1	19,897.7	21,996.5
해약환급금준비금			0.0	0.0	0.0
자본조정			(2,117.0)	(2,117.0)	(2,117.0)
기타포괄손익누계액			26,332.7	26,332.7	26,332.7
비지배지분			1,899.6	1,981.9	2,071.9
투자지표					
운용자산 비중					
현금 및 예치금			2%	2%	2%
주식 및 출자금			15%	15%	15%
채권			37%	37%	37%
대출			25%	25%	25%
수익증권			13%	6%	6%
해외			4%	3%	3%
부동산			2%	2%	2%
기타			3%	10%	10%

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

### 삼성생명



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.4.4	BUY	90,000	-31.31%	-22.19%
22.6.3	BUY	96,000	-	-
22.5.31	담당자 변경	-	-	-
22.3.7	BUY	96,000	-32.72%	-27.29%
21.4.21	BUY	102,000	-28.85%	-15.29%

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(안영준)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 2월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(안영준)는 2024년 2월 21일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.46%	6.07%	0.47%	100%

\* 기준일: 2024년 02월 18일