

# 삼성생명 (032830)

박혜진 hyejin.park@daishin.com

투자의견

Buy

매수, 유지

6개월

목표주가

100,000

유지

현재주가

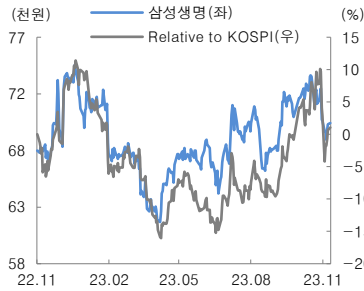
(23.11.14)

69,800

보험업종

KOSPI	2,403.76
시가총액	13,960십억원
시가총액비중	0.73%
자본금(보통주)	100십억원
52주 최고/최저	74,700원 / 61,500원
120일 평균거래대금	128억원
외국인지분율	16.95%
주요주주	삼성물산 외 7 인 45.30% 신세계 외 1 인 8.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.5	-0.7	4.5	3.6
상대수익률	-2.4	7.0	7.6	7.0



## 누적 신계약 CSM 2.8조원, 여전히 압도적인 수준

- 여전히 우수한 신계약 CSM, 2개 분기 연속 9,000억원 상회
- 다만 계리적 가정 변경 CSM조정액 -9,400억원 반영되며 기말 CSM 감소
- 투자이익 정상화되며 보험이익 소폭 감소했으나 양호한 분기 실적 달성

### 투자의견 매수, 목표주가 100,000원 업종 내 최선호주 유지

계리적 가정 변경에 따른 CSM조정액 감액폭이 예상보다 커서 3분기 보험서비스손익은 다소 부진하였으나 신계약 CSM이 가장 중요한 잣대임을 감안할 때 여전히 전속채널 중심 우수한 매출을 보여주고 있음. 2분기 단기납 종신에 이어 3분기에는 건강보험에 주력할 것임을 피력하였는데 사측이 계획한 방향으로 건강보험 매출이 크게 증가. 3분기 누적 신계약 CSM은 2.77조원으로 보험업계 전체에서 가장 압도적인 수준. 3분기 일회성 요소 등으로 다소 부진하였으나 제도가 올해는 워낙 세부 조정이 많았기 때문에 이것들이 안착되는 내년에는 동사의 세일즈파워가 더욱 부각 될 것

### 3Q23 지배주주 기준 순이익 4,756억원(QoQ +77.9%, YoY +340%) 기록

3분기 순이익은 우리의 추정을 9.1% 상회하고 컨센서스 -4.4% 하회. 회사가 주력했던 건강보험이 판매호조를 보이며 APE가 2분기 1,270억원에서 당 분기 1,730억원으로 크게 증가, 이에 따라 신계약 CSM은 9,560억원(QoQ -1.4%)으로 여전히 높은 수준이 유지

다만 당 분기 계리적 가정 변경 전진법 적용에 따른 실손보험 관련 조정액 -5,400억원, 보유계약 장래 현금흐름 조정 -3,000억원 반영되며 CSM조정액이 -9,380억원으로 감액폭이 크게 확대되며 기말 CSM은 11.7조원으로 전 분기 대비 감소

예상보다 조정액이 상당히 컸는데 전진법 적용에 따른 일시적 요인으로 향후 동 계정에서 변동성은 거의 없을 것으로 사측은 전망. 전술한 요인과 가이드라인 반영에 따른 RA 및 CSM상각율도 소폭 조정되어 우수한 신계약에도 불구하고 CMS손익은 2,990억원(QoQ -6.8%), 보험서비스손익 3,878억원(QoQ -10.8%)로 다소 부진

투자이익은 별도기준 지수 하락 및 금리 상승으로 평가손실 반영되어 -510억원으로 적자 지속되나 배당금 등 연결 효과 감안하면 2,921억원(QoQ +0.4%)으로 경상적 수준이 유지

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	-653	-4,371	1,610	1,778	2,035
투자손익	8,183	7,755	52	178	220
순이익	1,469	1,587	1,887	2,066	2,297
YoY	16.1%	8.0%	18.9%	9.5%	11.2%
기말 CSM			12,025	14,446	16,589
ROE	3.89	8.33	4.26	4.46	4.74
PBR	0.30	0.64	0.29	0.28	0.27
PER	7.83	7.65	6.87	6.28	5.65
DPS	3,000	3,000	3,700	4,440	5,328

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

표 1. 삼성생명 분기 실적 요약 (단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	QoQ
보험서비스손익	383.7	434.6	387.8	-10.8%
CSM 손익	382.0	320.8	299.0	-6.8%
RA 환입	155.0	148.2	84.2	-43.2%
예실차	-83.4	-1.3	25.7	
기타	-69.8	-33.1	-21.1	
투자손익	559.0	-368.0	-51.0	
일반보험 투자손익	150.0	-234.0	-121.0	
자산손익	1,718.5	1,293.0	1,400.0	
부담이자	-1,568.5	-1,527.0	-1,521.0	
변액보험 투자손익	-52.8	-5.0	91.0	-1920.0%
퇴직보험 투자손익	202.0	-126.0	-25.5	
연결/지분법 배당수익	259.8	-3.0	4.5	-250.0%
연결효과	13.7	291.0	292.1	0.4%
세전이익	956.4	358.0	629.3	75.8%
법인세비용	217.3	58.2	122.6	110.7%
당기순이익	739.1	299.8	506.7	69.0%
지배지분 당기순이익	706.8	267.4	475.6	77.9%

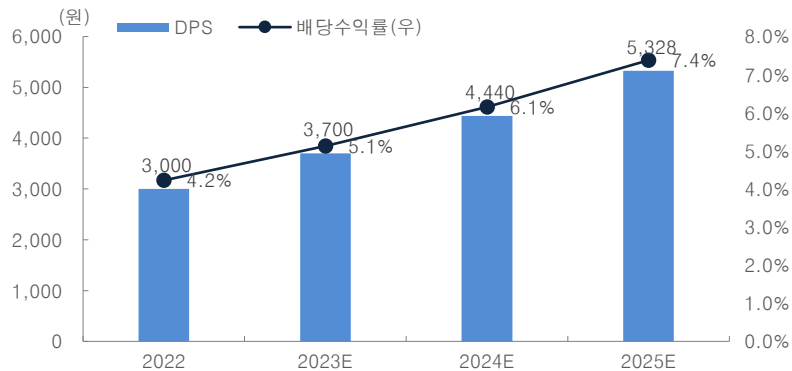
자료: 삼성생명, 대신증권 Research&Strategy 본부

표 2. 삼성생명 CSM 관련 (단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	QoQ
신계약 CSM	846	970	956	-4.6%
- 사망 보장 (APE)	468	620	499	-13.5%
- 건강 보장 (APE)	386	652	438	-23.9%
- 연금/저축 (APE)	269	291	381	-1.0%
기말 CSM	11,304	11,913	11,709	5.8%

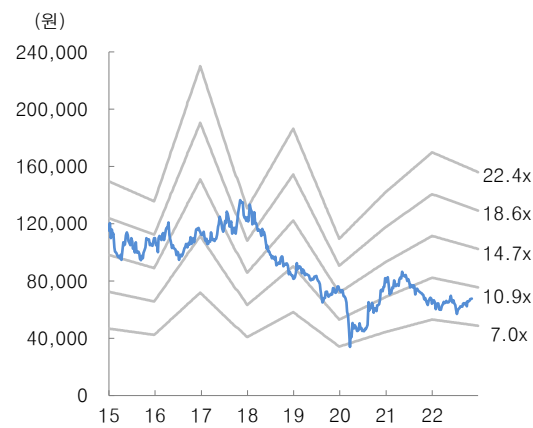
자료: 삼성생명, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 1. 삼성생명 DPS 및 배당수익률 전망



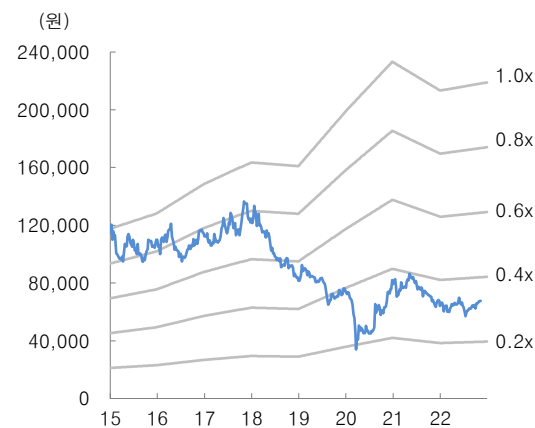
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 2. 삼성생명 PER 밴드



자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 3. 삼성생명 PBR 밴드



자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

재무제표

PL						BS	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
보험서비스손익	-653	-4,371	1,610	1,778	2,035	일반계정 운용자산	279,352	259,555	206,880	213,500	220,381
CSM손익			1,337	1,472	1,731	현예금			1,759	1,831	1,905
RA환입			472	337	337	금융자산			193,641	200,144	206,905
예실차			-47	68	67	- FVPL			17,707	18,426	19,174
기타			-151	-100	-100	- FVOCI			138,774	144,409	150,272
투자손익	8,183	7,755	52	178	220	- FVAC			37,161	37,309	37,459
일반보험 투자손익			-225	193	235	지분법적용 주식 등			7,659	7,690	7,721
자산손익			5,823	5,764	5,885	부동산 등			3,819	3,835	3,850
부담이자			-6,048	-5,572	-5,650	변액자산			26,092	26,102	26,112
변액보험 투자손익			-14	-187	-188	퇴직자산			27,689	27,700	27,711
퇴직보험 투자손익			25	-102	-102	연결조정			38,045	38,045	38,045
연결/지분법 배당수익			266	275	275	자산 합			298,705	305,347	312,250
연결효과			889	889	889	보험부채			175,939	180,608	185,071
세전이익			2,552	2,844	3,144	BEI			160,675	162,922	165,242
법인세비용			538	654	723	CSM			12,025	14,446	16,589
당기순이익			2,014	2,190	2,421	RA			3,151	3,151	3,151
지배지분연결 당기순이익	1,469	1,587	1,887	2,066	2,297	기타			89	89	89
						투자계약부채 (퇴직연금부채)			27,905	27,916	27,927
Valuation						계약자지분조정			6,252	6,252	6,252
BPS	210,566	106,103	246,753	257,682	269,831	이연법인세부채			7,405	7,405	7,405
EPS	8,183	8,837	10,509	11,504	12,789	연결조정 등			35,232	35,232	35,232
ROE	3.89	8.33	4.26	4.46	4.74	부채 합	303,570	315,549	252,734	257,413	261,888
PBR	0.30	0.64	0.29	0.28	0.27	자본금			100	100	100
PER	7.83	7.65	6.87	6.28	5.65	자본잉여금			125	125	125
DPS	3,000	3,000	3,700	4,440	5,328	이익잉여금			17,970	20,036	22,332
현금배당	538.7	538.7	664.4	797.3	956.8	자본조정			-2,117	-2,117	-2,117
배당성향	36.7	33.9	35.2	38.6	41.7	기타포괄손익 누계액			30,565	30,565	30,565
배당수익률	4.7	4.4	5.1	6.1	7.4	금융자산 평가손익			6,000	6,000	6,000
						전자주식			18,000	18,000	18,000
증가율						채권			-12,000	-12,000	-12,000
보험서비스손익				10.4%	14.5%	기타포괄 보험금융손익			18,565	18,565	18,565
CSM손익				10.2%	17.6%	비지배지분			1,870	1,870	1,870
순이익	16.1%	8.0%	18.9%	9.5%	11.2%	자본 합			46,643	48,709	51,005
운용자산	1.8%	-7.1%	5.3%	3.2%	3.2%	지배주주 자기지분	37,812	19,053	44,311	46,273	48,455
CSM				20.1%	14.8%						
자본총계	-9.7%	-49.6%	14.5%	4.4%	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	23.11.14	23.10.17	23.09.14	23.05.19	23.05.11	23.05.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	100,000	100,000	80,000	80,000	80,000	80,000
과리율(평균%)		(28.80)	(14.16)	(15.05)	(16.23)	(14.95)
과리율(최대/최소%)		(26.20)	(8.63)	(10.50)	(15.50)	(6.63)

제시일자	22.11.11	22.08.22	22.05.13	22.02.22	21.11.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	80,000	80,000	80,000	80,000	95,000
과리율(평균%)	(14.94)	(19.22)	(20.93)	(20.73)	(31.36)
과리율(최대/최소%)	(6.63)	(15.38)	(12.75)	(17.25)	(27.89)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

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 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상