

삼성생명
(032830)

박혜진 hyejin.park@daishin.com

투자의견

Buy

매수, 유지

6개월

목표주가

125,000

상향

현재주가

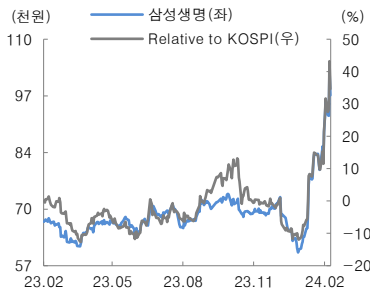
(24.03.01)

96,900

보험업종

KOSPI	2,642.36
시가총액	19,380십억원
시가총액비중	1.01%
자본금(보통주)	100십억원
52주 최고/최저	102,900원 / 60,100원
120일 평균거래대금	269억원
외국인지분율	18.94%
주요주주	삼성물산 외 6 인 44.14% 신세계 외 1인 8.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	47.5	39.6	43.8	42.3
상대수익률	39.6	33.1	38.9	29.9

NDR후기: 건강보험 신계약
따라잡을 회사 없을 것

- 주요 보험사 실적 발표 마무리, 향후 주가는 배당정책에 차별화 전망
- 기존 배당 정책 재확인, 우수한 펀더멘탈로 자본 정책 수립 제약 없음
- 전속 중심 영업력 중요해지는 시기, 건강보험 신계약 따라잡을 회사 없을 듯

투자의견 매수, 목표주가 125,000원으로 상향, 업종 내 최선호주 유지

주요 보험사들의 실적발표가 마무리된 가운데 밸류업 프로그램 관련 기대감으로 대부분 우수한 수익률을 시현. 기대감이 한번 반영되었기 때문에 앞으로 주가는 배당 정책에 따라 차별화될 전망. 금번 NDR에서 동사의 배당에 대한 기존 의지 재확인 하였으며 특히 자사주 소각에 있어 전향적인 스탠스를 내비치고 있어 우리는 소각 가능성이 크다고 판단. 물론 아직 구체적인 계획을 알 수 없으나 1) 전속 설계사 기반 국내 최대 신계약 CSM 지속 가능할 것이며 2) CSM조정도 경쟁사 대비 변동성 크지 않아 펀더멘탈은 업계 최고 수준. 3) 대체투자 확대로 투자이익 증가에 따른 수익성 제고를 목표로 하고 있어 UFR할 인율 조정 등 K-ICS비율 하락요소에도 불구하고 투자이익 증가, 신계약 CSM 적립으로 안정적 비율 상승 예상되어 자본 정책 수립에 있어 제약 요소 없기 때문

이에 따라 우리는 동사의 목표주가를 125,000원으로 기존 대비 24.5% 상향 조정. 목표주가 상향은 2024년 BPS적용 및 할인율 조정에 기인. 이에 따른 Target PBR은 0.45x 적용

NDR후기: 건강보험 신계약 따라잡을 회사 없을 듯

[배당정책 관련] 기 제시한 환원율 35%~45%는 변함 없으나 구지 그 레인지에 국한될 필요는 없다는 것이 사측의 입장. 특히 밸류업 프로그램 관련 자사주 소각에 대한 문의가 많았는데 현재 보유한 자사주 비율은 10.2%. 아직 결정된 바 없으나 보유하고 있는 자사주에 대해 소각이 제한될 이유는 없다는 입장. 배당기산일은 올해 변경할 예정

[CSM&신계약 관련] 신계약 3~3.5조원 목표이며 4월 1일부터 건강보험 요율 조정 예정에 있어 절판효과로 보장성 보험 신계약 월 평균 160억원 달성 중. 기존 경영계획상은 140억원 수준. CSM 감소 요인으로 유배당 고금리 연금계약이 손실계약으로 분류되고 있어 최근 보험금 지급이 시작됨에 따라 follow-up필요한 부분. CSM 조정 관련해서는 지난 4분기 계리적 가정 -2,700억원, 금감원 실손보험 가이드라인 변경 -5,400억원, 총 8,000억원이 비경상적인 요인으로 발생. 경상적 요인으로 연간 (투자요소 예실차: 해지율, 연금 전환 율 등) 8,000억원 수준

해약환급금준비금은 현재 -5조원 수준인데 최근 인건비가 점진적으로 증가하고, 손해율은 건강보험 내 진단보험이 소폭 상승하고 있어 현재 재무제표 상 0으로 표기되고 있는데 올해 소폭 증가할 가능성은 있음

*뒷페이지 계속

건강보험시장 관련하여 사측의 전망은 매년 3% 성장 가능할 것으로 판단. '23년까지 동사의 MS는 6~8% 수준인데 올해 10% 이상으로 다소 공격적으로 설정. 그래서 마진은 하락할 수 밖에 없을 것으로 전망. 생손보 통합 전체 1등이 목표. 건강보험 배수가 타 손보사나 경쟁사 대비 높은 이유는 전속 중심 판매하기 때문. 전속채널의 건강보험 평균 배수가 17배인 반면 GA는 11배에 불과

예실차 관련 1분기 계절적으로 사고보험금 청구가 많음. 4분기 사업비 -800억 원은 대부분 인건비로 연말 성과급 등으로 매년 이 정도 반영 될 전망

[투자손익 관련] 2023년 1.1조원 달성, 별도기준은 투자손익 거의 없으나 연결 쪽이 관건. 연결 투자수익은 배당금(카드72%, 증권 29%, 전자(연간 7,700억원)과 수익증권이 핵심인데 관련하여 강조할 점은 대체 자산 비중 늘리면서 향후 3년간 투자손익 증가로 ROE제고 시킬 것. 대체자산 비중 중기적으로 40%까지 확대 계획. 현재 분기 경상적 투자손익은 2,500억원~3,000억원 수준

[자산퀄리티 관련] 국내 부동산 pf 총 익스포저 4.7조원, 기 적립 총당금 590억원이며 해외 부동산 익스포저 총 5.2조원, 상업용 2조원, 블라인드 펀드 2.9조원으로 별다른 손상이나 부실 징후는 없는 것으로 파악. 동사 부동산 pf 수익률이 4%대로 상당히 안정적인자산에만 투자

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021	2022	2023P	2024E	2025E
보험손익	-653	-4,371	1,449	1,565	1,801
투자손익	8,183	7,755	232	520	598
순이익	1,469	1,587	1,895	2,111	2,353
YoY	16.1%	8.0%	19.4%	11.4%	11.4%
기말 CSM			12,393	14,434	16,343
ROE	3.89	8.33	4.47	4.40	4.68
PBR	0.30	0.64	0.27	0.38	0.36
PER	7.83	7.65	6.01	8.54	7.66
DPS	3,000	3,000	3,700	4,255	4,893

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

표 1. 삼성생명 4Q23P 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	QoQ
보험서비스손익	383.7	434.6	387.8	242.5	-37.5%
CSM 손익	382.0	320.8	299.0	300.0	0.3%
RA 환입	155.0	148.2	84.2	81.0	-3.8%
예실차	-83.4	-1.3	25.7	-99.5	적전
기타	-69.8	-33.1	-21.1	-39.0	적지
투자손익	559.0	-368.0	-51.0	92.0	-280.4%
(연결적용)	572.7	-77.0	241.1	373.0	54.7%
일반보험 투자손익	150.0	-234.0	-121.0	118.0	-197.5%
자산손익	1,718.5	1,293.0	1,400.0	1,640.0	17.1%
부담이자	-1,568.5	-1,527.0	-1,521.0	-1,522.0	0.1%
변액보험 투자손익	-52.8	-5.0	91.0	-21.0	적전
퇴직보험 투자손익	202.0	-126.0	-25.5	1.0	흑전
연결/지분법 배당수익	259.8	-3.0	4.5	-6.0	적전
연결효과	13.7	291.0	292.1	281.0	-3.8%
세전이익	956.4	358.0	629.3	615.4	-2.2%
법인세비용	217.3	58.2	122.6	127.2	3.8%
당기순이익	739.1	299.8	506.7	488.2	-3.6%
지배지분 순이익	706.8	267.4	475.6	445.6	-6.3%

자료: 삼성생명, 대신증권 Research&Strategy 본부

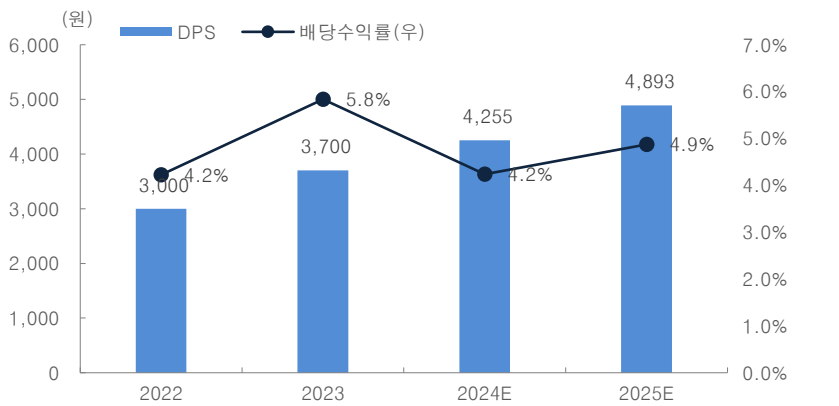
표 2. 삼성생명 CSM 관련

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	QoQ
신계약 CSM	846	970	956	856	-10.5%
– 사망 보장	468	620	499	373	-25.1%
(APE)	386	652	438	319	-27.3%
– 건강 보장	269	291	381	384	1.0%
(APE)	125	127	173	191	10.3%
– 연금/저축	108	59	77	98	27.1%
(APE)	254	144	147	149	0.7%
이자부리	96	-6	105	105	-0.6%
가정변경 조정	-53	-30	-938	-41	
상각	-334	-326	-327	-381	
기말 CSM	11,304	11,913	11,709	12,247	4.6%

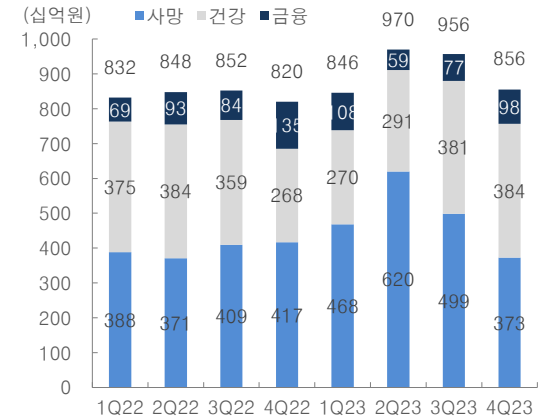
자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 1. 삼성생명 DPS 및 배당수익률 전망



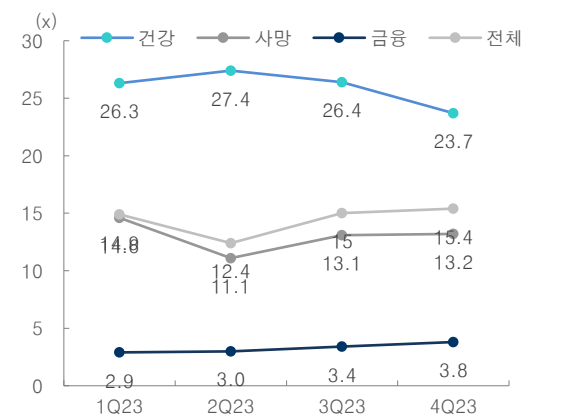
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 2. 삼성생명 담보별 신계약 CSM



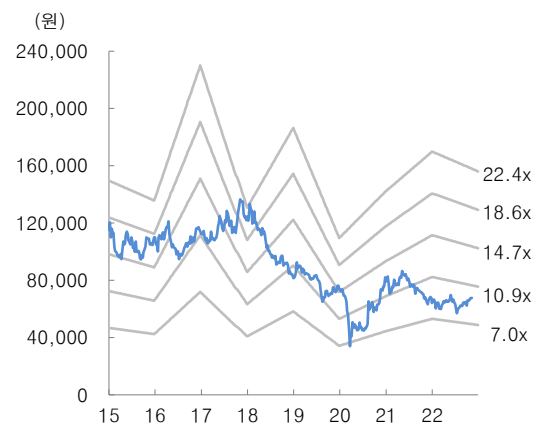
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 3. 삼성생명 상품별 CSM 배수



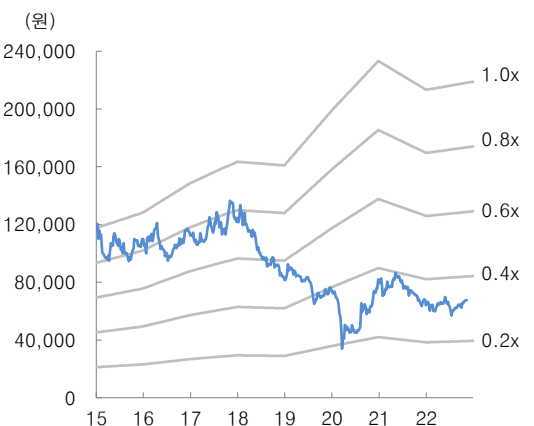
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 4. 삼성생명 PER 밴드



자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 5. 삼성생명 PBR 밴드



자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

재무제표

PL						BS					
(단위: 십억원)						(단위: 십억원)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
보험서비스손익	-653	-4,371	1,449	1,565	1,801	일반계정 운용자산	279,352	259,555	219,659	226,822	234,269
CSM손익			1,302	1,496	1,726	현예금			2,913	3,031	3,155
RA환입			468	329	328	금융자산			205,185	212,183	219,460
예실차			-159	-218	-230	- FVPL			17,571	18,285	19,027
기타			-163	-41	-23	- FVOCI			151,194	157,334	163,722
투자손익	8,183	7,755	232	520	598	- FVAC			36,419	36,565	36,711
일반보험 투자손익			-87	310	317	지분법적용 주식 등			7,728	7,759	7,790
자산손익			6,052	6,699	6,928	부동산 등			3,834	3,849	3,864
부담이자			-6,139	-6,389	-6,612	변액자산			27,542	27,553	27,564
변액보험 투자손익			12	-69	3	퇴직자산			27,949	27,960	27,971
퇴직보험 투자손익			52	4	4	연결조정			39,546	39,546	39,546
연결/지분법 배당수익			255	275	275	자산 합			314,696	321,882	329,351
연결효과			878	878	878	보험부채			190,261	201,788	214,488
세전이익			2,559	2,963	3,277	BEL			174,906	184,392	195,182
법인세비용			525	682	754	CSM			12,393	14,434	16,343
당기순이익			2,034	2,282	2,523	RA			2,873	2,873	2,873
지배주분연결 당기순이익	1,469	1,587	1,895	2,111	2,353	기타			89	89	89
Valuation						투자계약부채 (퇴직연금부채)			29,308	29,320	29,331
BPS	210,566	106,103	236,314	267,410	279,857	계약자지분조정			10,510	10,510	10,510
EPS	8,183	8,837	10,554	11,757	13,102	이연법인세부채			7,210	7,210	7,210
ROE	3.89	8.33	4.47	4.40	4.68	연결조정 (삼성카드 등)			33,072	33,072	33,072
PBR	0.30	0.64	0.27	0.38	0.36	부채 합	303,570	315,549	270,361	281,899	294,610
PER	7.83	7.65	6.01	8.54	7.66	자본금			100	100	100
DPS	3,000	3,000	3,700	4,255	4,893	자본잉여금			125	125	125
현금배당	538.7	538.7	664.4	764.1	878.7	이익잉여금			17,978	20,089	22,442
배당성향	36.7	33.9	35.1	36.2	37.3	자본조정			-2,117	-2,117	-2,117
배당수익률	4.7	4.4	5.8	4.2	4.9	기타포괄손익 누계액			26,350	32,350	32,350
증가율						금융자산 평가손익			6,000	6,000	6,000
보험서비스손익				8.1%	15.0%	전자주식			18,000	18,000	18,000
CSM손익				14.9%	15.4%	채권			-12,000	-12,000	-12,000
순이익	16.1%	8.0%	19.4%	11.4%	11.4%	기타포괄 보험금융손익			20,350	20,350	20,350
운용자산	1.8%	-7.1%	5.3%	3.3%	3.3%	비지배지분			1,900	1,900	1,900
CSM				16.5%	13.2%	자본 합			44,336	50,547	52,900
자본총계	-9.7%	-49.6%	14.5%	14.0%	4.7%	지배주주 자기자본	37,812	19,053	42,436	48,020	50,255

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

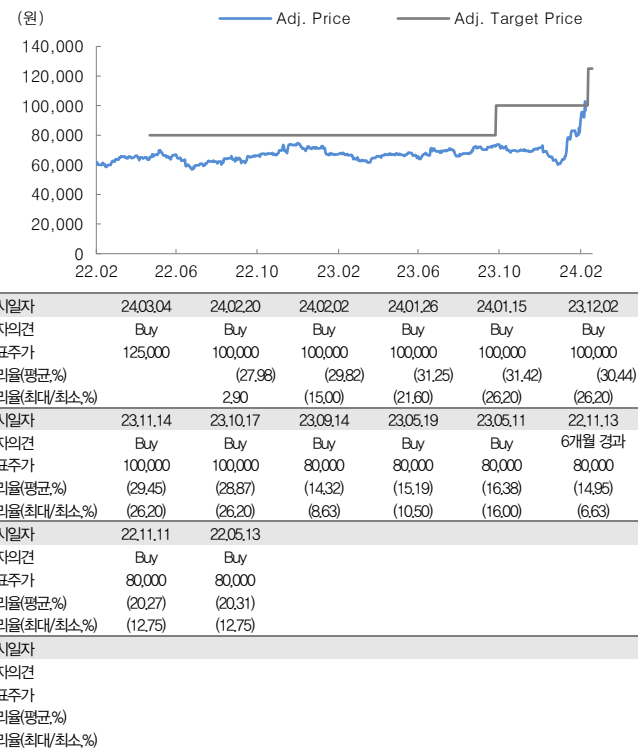
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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



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