

삼성생명 (032830)

RA 변동익 감소로 추정치 하향 조정

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 84,000원

현재 주가(11/14)	69,800원
상승여력	▲20.3%
시가총액	139,600억원
발행주식수	200,000천주
52 주 최고가 / 최저가	74,700 / 61,500원
90 일 일평균 거래대금	123.24억원
외국인 지분율	16.9%

주주 구성	
삼성물산 (외 8 인)	45.3%
자사주 (외 1 인)	10.2%
신세계 (외 2 인)	8.1%

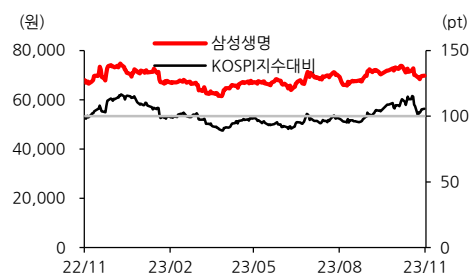
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.5	0.7	4.5	2.6
상대수익률(KOSPI)	-3.6	6.1	6.2	4.3

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	n/a	1,525	1,538	1,725
투자손익	n/a	283	917	941
영업이익	n/a	1,808	2,455	2,666
당기순이익	n/a	1,894	1,976	2,139
CSM (*)	10,749	12,273	14,183	16,107
수정 EPS	8,817	10,547	11,005	11,911
수정 BPS	199,815	162,038	174,452	189,332
수정 PER	8.1	6.6	6.3	5.9
수정 PBR	0.4	0.4	0.4	0.4
수정 ROE	5.0	6.5	4.7	4.9
배당성향	34.0	35.1	36.3	37.8

* 원수 순부채 기준

주가 추이



삼성생명은 컨센서스에 부합하는 연결 실적을 기록했습니다. 다만 가이드라인 적용으로 RA 변동익이 감소한 점을 감안해 연간 추정치를 하향하며 목표주가를 -8% 조정합니다. 배당수익률은 5%대로 기대됩니다.

3Q23 지배 순이익 4,756억원(+128% YoY)

삼성생명의 3Q23 연결 지배 순이익은 4,756억원(+128% YoY, +78% QoQ), 별도 순이익은 2,682억원(+407% YoY, +325% QoQ)(단, 전년 동기 IFRS17 적용 & IFRS9 미적용)으로 상반기의 분기 평균 수준이었으며, 연결 기준 컨센서스에 부합. IFRS17 가이드라인 영향은 CSM 5,400억원 감소(실손), 분기별 손실 750억원(실손 CSM 상각의 감소 및 RA 상각률 하락) 등이었음. ▶이하 별도 기준: 3Q23 보험손익은 3,877억원(-11% QoQ)으로, 주로 RA 상각률 하락에 의해 감소. 한 단계 낮아진 RA 변동익 수준이 지속될 전망. 투자수익률(보험금융손익 제외, 일반계정 기준)은 2.4%로, 저리채 교체매매에 따른 매각손이 대규모 발생했던 전분기 대비 20bp 상승. 해당 수준을 동사의 경상 yield로 판단(24E 2.62%). 신계약 APE는 단기납 종신 판매가 집중되었던 전분기보다 18% 감소했으나 평가 대비는 높은 수준을 지속함(2022년 분기 평균 대비 +13%)

CSM movement

삼성생명의 3Q23 신계약 CSM은 9,564억원(-1% QoQ)으로, 신계약 판매량 감소 영향을 마친 개선(13개월 → 15개월)이 대부분 상쇄함. 이러한 신계약 효과에도 불구하고, 가이드라인 적용과 해지 증가 등에 따라 기중조정이 -9,380억원 이뤄지면서 CSM잔액(보유, 순부채)은 11.2조원(-1.6% QoQ)으로 감소함. 3분기까지의 추세를 감안해 향후 분기별 -1,000억원 수준의 조정을 가정. 이때 CSM 잔액은 2023년 말 14%, 2024년 말 16%, 2025년 말 14% 증가할 것으로 추정

배당성향 35% 가정 시, 기대 DY 5.3%

삼성생명의 2023년 배당성향을 35%, 배당수익률을 5.3%로 추정. 이후 배당성향 1%p대 상향을 가정할 때, 2024년 배당수익률은 5.7%로 기대됨. RA 변동익 감소에 따른 보험손익 추정치 하향으로 2024년 및 2025년 지배 순이익 추정치를 11%, 12% 하향하며, 이에 따른 목표 PBR 하향을 반영해 목표주가를 기존 대비 8% 낮춘 84,000원으로 제시함

[표1] 삼성생명의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

(a)~(h) → 보유 삼성전자 지분 영향(평가익, 배당수익 등) 제거		
구분	삼성생명	설명
자기자본비용 (CoE)	26.7	(a)
Average ROE	5.4	(b): 3개년 기대 ROE 평균
영구성장률	0.0	(c)
이론적 PBR	0.20	(d): (b-c)/(a-c)
할증률 (할인률)	0.0	(e): Valuation premium (discount)
목표 PBR	0.20	(f): (d)*(e)
수정 BPS	173,417	(g): 12개월 forward BPS
보험 사업가치 (십억원)	6,997	(h): (f)*(g)*발행주식수
전자 지분가치 (십억원)	9,771	(i): 세후 주주 가치에 55% 할인 적용
적정 시가총액	16,768	(j): (h)+(i)
목표주가	84,000	(k): (j)/발행주식수
조정률	-7.7	직전 목표주가 대비 조정률
현 주가	69,800	
상승여력	20.3	

자료: 한화투자증권 리서치센터

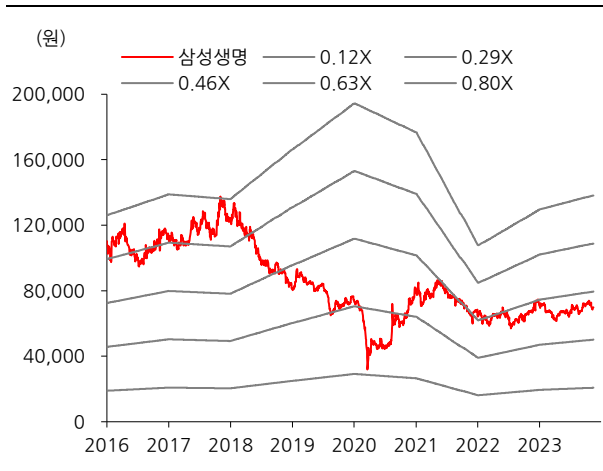
[표2] 주요 투자지표 추정치 변동

(단위: 십억 원, 원, %, %p)

	변경 후		변경 전		변화율(폭)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
지배 순이익	1,976	2,139	2,230	2,429	-11.4	-11.9
수정 EPS	11,005	11,911	12,416	13,528	-11.4	-12.0
수정 BPS	174,452	189,332	172,569	189,342	1.1	-0.0
수정 ROE	4.7	4.9	5.7	5.8	-1.0	-0.9

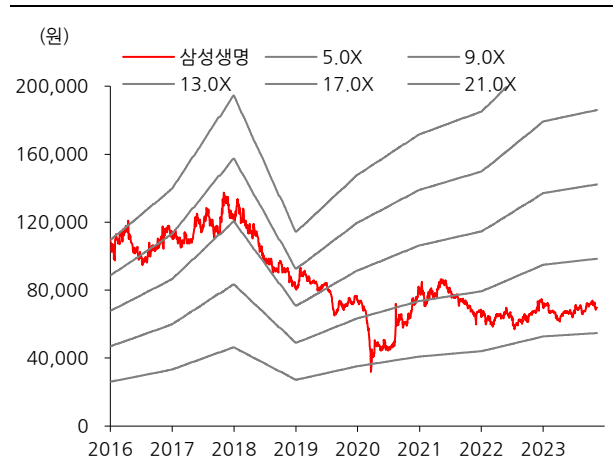
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 삼성생명 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼성생명 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 삼성생명의 3Q23 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	3Q23P	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	컨센서스	차이
보험손익	388	n/a	n/a	435	-10.8	n/a	n/a
투자손익	-68	n/a	n/a	-357	적지	n/a	n/a
영업이익	320	n/a	n/a	77	313.9	n/a	n/a
당기순이익	268	53	407.2	63	325.1	n/a	n/a
지배주주순이익	476	209	127.7	267	77.9	463	2.8

주: 지배주주 순이익은 연결, 그 외 별도 기준

자료: 삼성생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 삼성생명의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

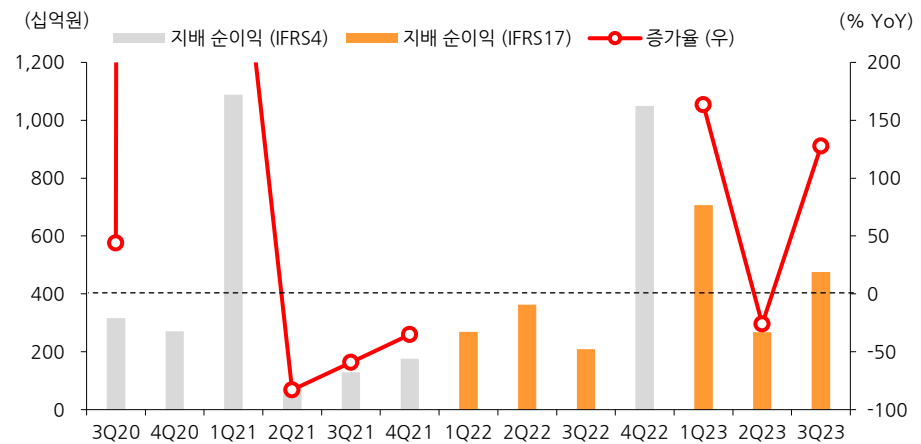
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	QoQ	YoY
AUM					235,261	236,571	232,363	-1.8	n/a
투자손익 (일반계)					1,972	1,293	1,400	8.3	n/a
Yield (%)					3.4	2.2	2.4	0.2	2.4
CSM (보유 순부채)	8,503	9,476		10,366	10,913	11,432	11,243	-1.6	n/a
CSM 상각	223	268			324	315	318	1.0	n/a
단순상각률 (%)	10.5	11.3			11.9	11.0	11.3	0.3	11.3
신계약 CSM (원수)	832	848	852	820	846	970	956	-1.4	12.3
전체 APE	615	674	701	684	765	922	759	-17.7	8.3
단순마진 (개월)	16.2	15.1	14.6	14.4	13.3	12.6	15.1	2.5	0.5
보험+재보험손익	391	458			384	435	388	-10.8	n/a
일반/VFA 모형	403	471			397	444	403	-9.3	n/a
예실차	-6	48			-135	-13	28	흑전	n/a
보험금*	-12	35			-62	20	38	93.6	n/a
사업비	6	13			-73	-32	-10	적지	n/a
RA 변동	164	162			153	146	82	-44.1	n/a
CSM 상각	223	268			324	315	318	1.0	n/a
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	8	-16			48	-5	-28	적지	n/a
기타	14	8			6	0	4	713.3	n/a
기타사업비	12	13			13	9	15	60.9	n/a
투자손익	33	-261			550	-357	-68	적지	n/a
일반계정					403	-234	-121	적지	n/a
특별계정					147	-123	53	흑전	n/a
보험금융손익	-170	604			-3,003	-1,857	-1,105	적지	n/a
일반계정					-1,569	-1,527	-1,521	적지	n/a
특별계정					-1,434	-330	416	흑전	n/a
투자서비스손익	203	-865			3,553	1,500	1,036	-30.9	n/a
일반계정					1,972	1,293	1,400	8.3	n/a
특별계정					1,581	207	-364	적전	n/a
영업이익	425	196			933	77	320	313.9	n/a
영업외이익	-26	-33			9	-10	18	흑전	n/a
세전이익	399	164	-11		943	67	337	404.6	흑전
당기순이익	356	108	53		795	63	268	325.1	407.2
(연결)지배주주순이익	268	362	209		707	267	476	77.9	127.7

주: 회색 음영 부분은 데이터 부재, *보험료 경험조정 포함

자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

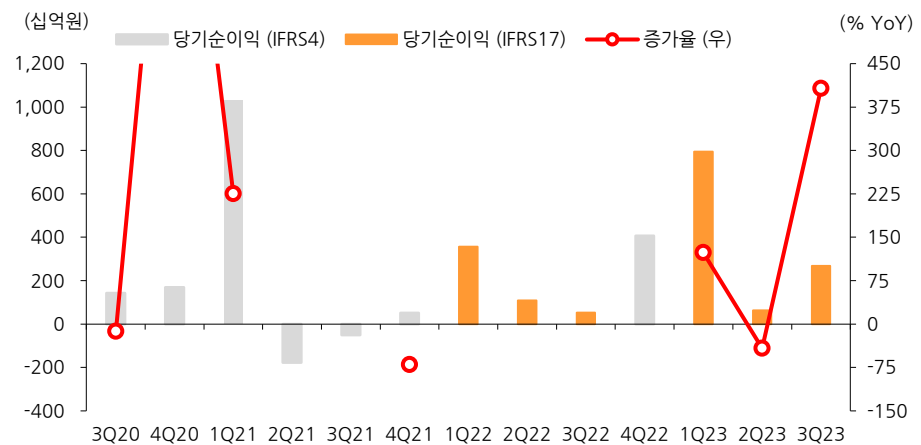
[그림3] 삼성생명의 분기별 연결 지배주주순이익 및 증가율



주: 1Q22~3Q22는 IFRS17 & IAS39 기준, 1Q23~3Q23은 IFRS17 & IFRS9 기준

자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

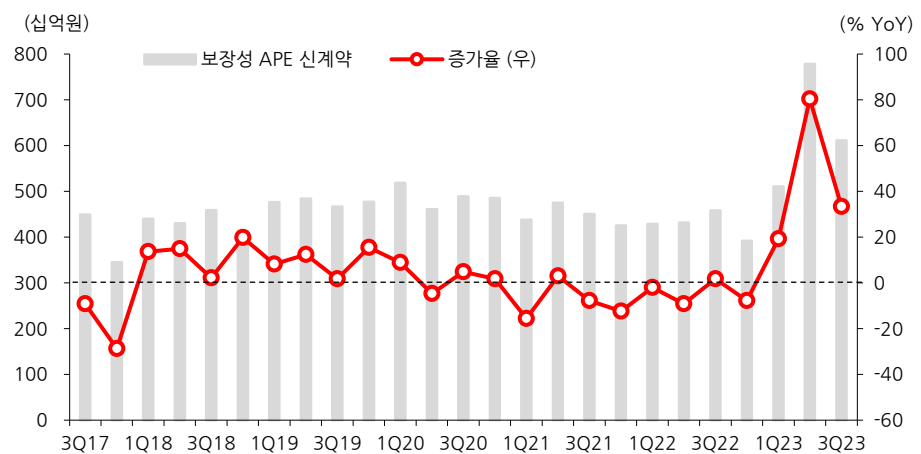
[그림4] 삼성생명의 분기별 별도 당기순이익 및 증가율



주: 1Q22~3Q22는 IFRS17 & IAS39 기준, 1Q23~3Q23은 IFRS17 & IFRS9 기준

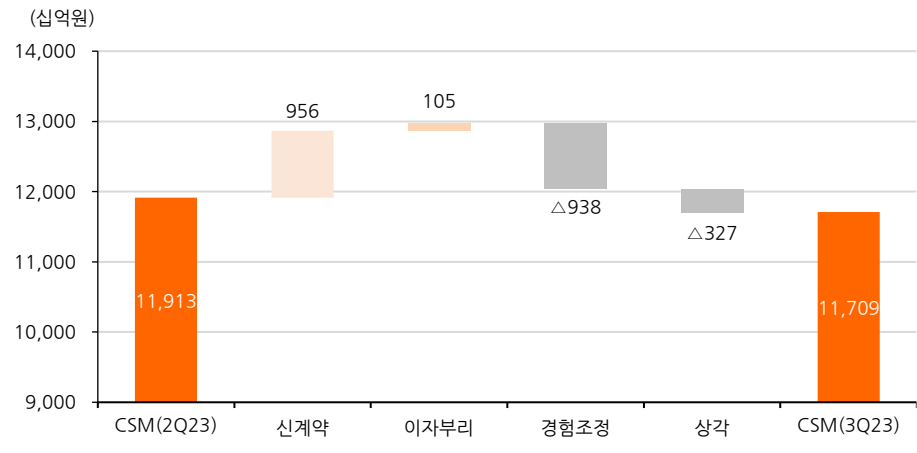
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 삼성생명의 보장성 APE 신계약 금액 및 증가율



자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

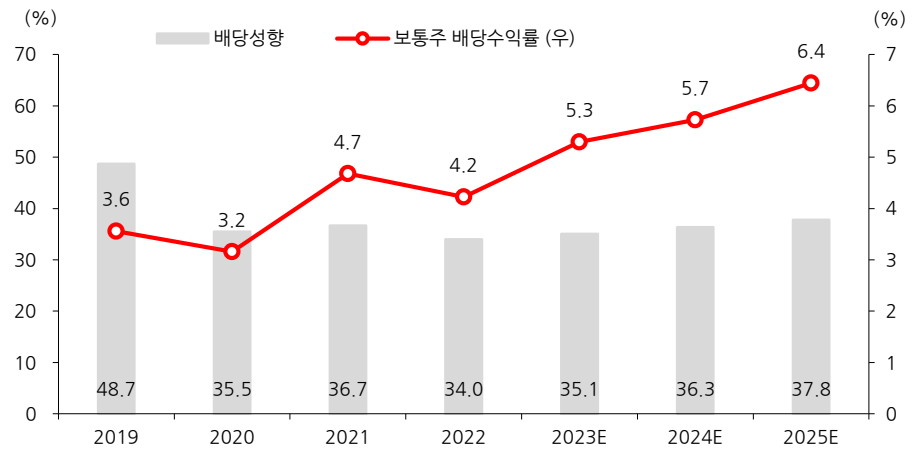
[그림6] 삼성생명의 CSM 흐름도



주: 원수 보험계약순부채 기준

자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 삼성생명의 배당지표 추이 및 전망



주: 연결 기준

자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E
운용자산	232,475	234,687	243,250	251,128
현금및예치금	6,990	1,952	2,078	2,147
유가증권	173,049	181,513	187,822	193,510
FVPL	1,163	11,045	11,463	11,853
FVOCI	57,583	154,375	160,266	165,563
AC	101,272	0	0	0
대출채권	48,691	47,426	49,408	51,398
부동산	3,745	3,796	3,943	4,073
비운용자산	3,278	3,813	4,284	5,038
특별계정자산	25,853	26,357	27,427	28,541
자산총계	261,606	264,857	274,961	284,706
책임준비금	182,948	179,214	187,413	194,789
BEL	141,029	136,062	141,516	146,125
RA	2,878	3,166	3,434	3,700
CSM	10,349	11,873	13,783	15,707
PAA	0	0	0	0
투자계약부채	28,691	28,113	28,680	29,258
기타부채	12,357	13,469	13,469	13,469
후순위채	0	0	0	0
특별계정부채	25,875	26,402	27,474	28,589
부채총계	226,526	225,725	234,996	243,488
자본금	100	100	100	100
자본잉여금	6	6	6	6
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	12,479	13,275	14,428	15,681
법정적립금	0	0	0	0
자본조정	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110
기타포괄손익누계	24,605	27,861	27,542	27,542
자본총계	35,080	39,132	39,965	41,219

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E
자산총계	n/a	1.2	3.8	3.5
운용자산	n/a	1.0	3.6	3.2
부채총계	n/a	-0.4	4.1	3.6
CSM	n/a	14.7	16.1	14.0
자본총계	n/a	11.6	2.1	3.1
보험손익	n/a	n/a	0.8	12.2
투자손익	n/a	n/a	224.3	2.6
영업이익	n/a	n/a	35.8	8.6
(연결)지배주주 순이익	n/a	n/a	4.3	8.2

주: IFRS 별도 기준, 수정지표 및 배당성향은 연결 지배 순익 기반으로 산출
2022년 수치는 IFRS17 & IAS39 적용, 이후 수치는 IFRS17 & IFRS9 적용

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	n/a	1,525	1,538	1,725
일반 및 변동수수료모형	n/a	1,597	1,600	1,789
CSM 상각	n/a	1,309	1,417	1,619
RA 변동	n/a	474	368	398
예상과실계차이	n/a	-211	-186	-227
손실계약	n/a	15	0	0
기타	n/a	11	0	0
보험료배분접근법모형	n/a	0	0	0
재보험손익	n/a	-20	0	0
간접사업비	n/a	53	62	65
투자손익	n/a	283	917	941
보험금융손익	n/a	-7,236	-5,326	-5,509
이자수익	n/a	6,017	6,318	6,528
배당수익	n/a	1,215	1,246	1,268
FVPL 평가손익	n/a	774	25	0
기타	n/a	-487	-1,346	-1,346
영업이익	n/a	1,808	2,455	2,666
영업외이익	n/a	17	0	0
세전이익	n/a	1,824	2,455	2,666
법인세비용	n/a	344	638	694
당기순이익	n/a	1,480	1,817	1,972
(연결)지배주주 순이익	n/a	1,894	1,976	2,139

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023E	2024E	2025E
주요 지표				
연납화 신계약 보험료	2,674	3,189	2,741	2,845
신계약 CSM	n/a	3,657	3,268	3,395
투자수익률	n/a	2.6	2.6	2.6
수정 Book Value	28,483	29,098	31,327	33,999
수익성				
수정 ROE*	5.0	6.5	4.7	4.9
수정 ROA*	0.5	0.7	0.7	0.8
주당 지표				
수정 EPS*	8,817	10,547	11,005	11,911
수정 BPS*	199,815	162,038	174,452	189,332
보통주 DPS	3,000	3,700	4,000	4,500
Valuation 및 배당				
수정 PER*	8.1	6.6	6.3	5.9
수정 PBR*	0.4	0.4	0.4	0.4
배당성향*	34.0	35.1	36.3	37.8
보통주 배당수익률	4.2	5.3	5.7	6.4

주: *2022년 수치는 IFRS4 & IAS39 적용, 이후 수치는 IFRS17 & IFRS9 적용

[Compliance Notice]

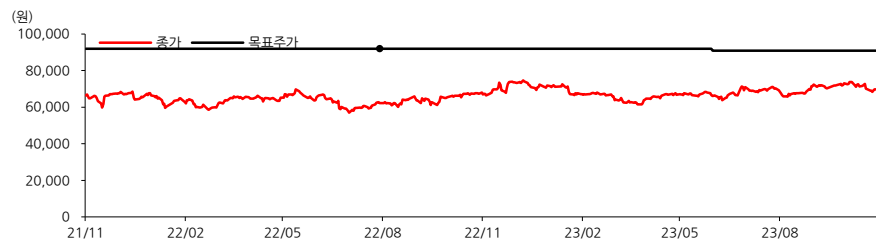
(공표일: 2023년 11월 15일)

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 종목을 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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[삼성생명 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.01.21	2022.02.23	2022.04.05	2022.05.16	2022.07.11
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		92,000	92,000	92,000	92,000	92,000
일 시	2022.09.26	2022.11.14	2023.02.22	2023.05.30	2023.06.14	2023.08.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	92,000	92,000	92,000	92,000	91,000	91,000
일 시	2023.09.01	2023.11.15				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	91,000	84,000				

[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		

[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 추정치에 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: 2023년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.6%	3.8%	0.6%	100.0%