

삼성생명  
(032830)

박혜진 hyejin.park@daishin.com

투자의견 **Buy**  
매수, 유지

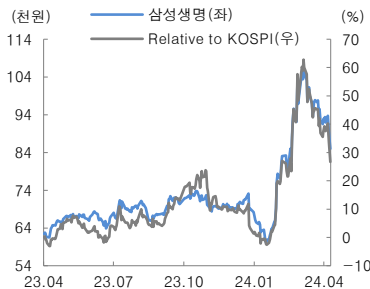
6개월  
목표주가 **125,000**  
유지

현재주가 **85,000**  
(24.04.11)

보험업종

|             |                                      |
|-------------|--------------------------------------|
| KOSPI       | 2706.96                              |
| 시가총액        | 17,000십억원                            |
| 시가총액비중      | 0.79%                                |
| 자본금(보통주)    | 100십억원                               |
| 52주 최고/최저   | 106,000원 / 60,100원                   |
| 120일 평균거래대금 | 355억원                                |
| 외국인지분율      | 19.47%                               |
| 주요주주        | 삼성물산 외 7 인 44.14%<br>신세계 외 1 인 8.07% |

| 주가수익률(%) | 1M    | 3M   | 6M   | 12M  |
|----------|-------|------|------|------|
| 절대수익률    | -17.6 | 35.4 | 18.4 | 36.2 |
| 상대수익률    | -19.0 | 27.0 | 7.2  | 28.2 |



## 조정은 적극적 매수 기회

- 1분기 순이익 상당히 양호, 보험이익/투자이익 모두 개선
- 단기납 종신 환급율 인하, 건강보험 요율 인상 등으로 신계약 여전히 호조
- 보험사 중 독보적 지위 유지, 최근의 조정은 매수 기회

### 투자의견 매수, 목표주가 125,000원 업종 내 최선호주 유지

총선 결과에 따라 밸류업 프로그램에 대한 기대가 약해지면서 최근 주가는 고점이었던 108,500원 대비 21% 가량 하락. 하지만 우리가 지속적으로 강조하듯이 동사에게 밸류업은 부수적인 이벤트로 본업에서 독보적인 매출과 마진을 유지하고 있어 보험업종 내 가장 우수한 신계약 CSM을 적립하고 있음. 특히나 전속 채널 중심의 판매로 건강보험 CMS배수가 20배를 상회하는데 이 정도의 배수를 유지할 수 있는 보험사는 동사가 유일. 또한 지난해 채권 교체매매로 투자손익이 부진하였는데 올해 관련 손실이 소멸되고 대체투자 비중 확대로 일 반계정 투자수익률 상승에 대한 기대도 존재. 이미 1분기부터 양호한 투자수익을 보여주고 있음. 최근의 조정은 적극적인 매수 기회로 판단

### 1Q24E 연결기준 순이익 5,457억원(QoQ +22.5%, YoY -22.8%) 기록 전망

1분기 순이익은 상당히 양호할 것으로 예상. 신계약 판매가 여전히 모든 보험사 가운데 우위를 점하고 있는 것으로 파악. 단기납 종신보험 환급율이 4월부터 하향되고 건강보험 일부 상품 요율 인상에 따라 종신/건강보험 판매가 상당히 호조. 신계약 CSM 분기 기준 9,000억원 다시 상회할 것으로 전망. RA 및 예실차, 손실계약비용 모두 1분기 큰 이슈 없는 것으로 보임. 이에 따라 보험사 비스손익은 3,680억원(QoQ +51.7%, YoY -4.1%) 기록 전망

투자손익은 삼성화재 배당금이 주당 13,800원에서 16,000원으로 증가함에 따라 배당금 수익 200억원 가량 증가할 것이며 지수상승으로 수익증권 평가이익도 증가 전망. 동사 지수 민감도는 100pt당 400억원이며 FVPL 채권 금리 민감도는 100bp 당 1,800억원임. 금리는 소폭 상승하여 지수 상승에 대한 평가 이익은 상쇄될 전망

CSM관련 당 분기 가정변경 조정 이슈 크게 없는 것으로 파악되어 신계약 CSM 9,070억원(QoQ +5.9%, YoY +7.2%), 이자부리 970억원, 가정변경 조정 -800억원 반영으로 기말 CSM은 12.8조원(QoQ +4.3%, YoY +13%)으로 증가할 것으로 예상

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

|        | 2021  | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  |
|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 보험손익   | -653  | -4,371 | 1,449  | 1,572  | 1,757  |
| 투자손익   | 8,183 | 7,755  | 1,110  | 1,418  | 1,476  |
| 순이익    | 1,469 | 1,587  | 1,895  | 2,132  | 2,318  |
| YoY    | 16.1% | 8.0%   | 19.4%  | 12.5%  | 8.7%   |
| 기말 CSM |       |        | 12,393 | 14,012 | 15,922 |
| ROE    | 3.89  | 8.33   | 4.47   | 4.77   | 5.04   |
| PBR    | 0.30  | 0.64   | 0.27   | 0.34   | 0.33   |
| PER    | 7.83  | 7.65   | 6.01   | 7.14   | 6.57   |
| DPS    | 3,000 | 3,000  | 3,700  | 4,255  | 4,893  |

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

표 1. 삼성생명 분기 실적 전망 (단위: 십억원)

|             | 1Q23  | 2Q23   | 3Q23   | 4Q23  | 1Q24E | QoQ    | YoY    |
|-------------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 보험서비스손익     | 383.7 | 434.6  | 387.8  | 242.5 | 368.0 | 51.7%  | -4.1%  |
| CSM 손익      | 382.0 | 320.8  | 299.0  | 300.0 | 340.3 | 13.4%  | -10.9% |
| RA 환입       | 155.0 | 148.2  | 84.2   | 81.0  | 82.6  | 2.0%   | -46.7% |
| 예실차         | -83.4 | -1.3   | 25.7   | -99.5 | -20.0 |        |        |
| 기타          | -69.8 | -33.1  | -21.1  | -39.0 | -34.9 |        |        |
| 투자손익        | 559.0 | -368.0 | -51.0  | 92.0  | 382.4 | 315.6% | -31.6% |
| (연결적용)      | 572.7 | -77.0  | 241.1  | 373.0 | 396.1 | 6.2%   | -30.8% |
| 일반보험 투자손익   | 150.0 | -234.0 | -121.0 | 118.0 | 172.3 | 46.0%  | 14.9%  |
| 변액보험 투자손익   | -52.8 | -5.0   | 91.0   | -21.0 | -70.7 | 236.8% | 34.0%  |
| 퇴직보험 투자손익   | 202.0 | -126.0 | -25.5  | 1.0   | 1.0   | 0.0%   | -99.5% |
| 연결/지분법 배당수익 | 259.8 | -3.0   | 4.5    | -6.0  | 279.8 | 흑전     | 7.7%   |
| 연결효과        | 13.7  | 291.0  | 292.1  | 281.0 | 13.7  | -95.1% | 0.0%   |
| 세전이익        | 956.4 | 358.0  | 629.3  | 615.4 | 764.0 | 24.2%  | -20.1% |
| 당기순이익       | 739.1 | 299.8  | 506.7  | 488.2 | 588.3 | 20.5%  | -20.4% |
| 지배지분 순이익    | 706.8 | 267.4  | 475.6  | 445.6 | 545.7 | 22.5%  | -22.8% |

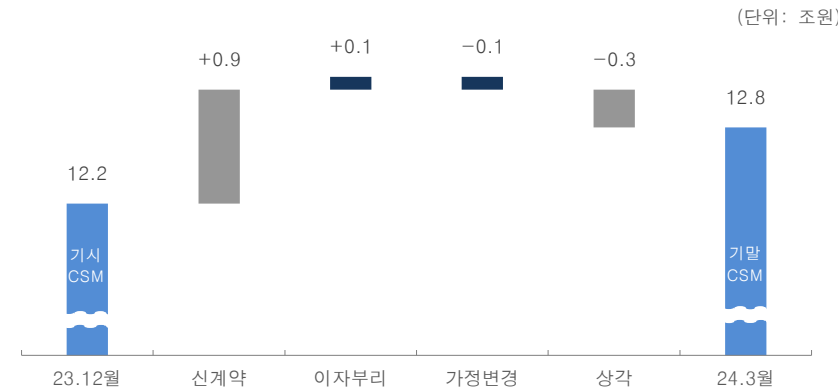
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

표 2. 삼성생명 CSM 관련 (단위: 십억원)

|         | 1Q23   | 2Q23   | 3Q23   | 4Q23   | 1Q24E  | QoQ    | YoY   |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 신계약 CSM | 846    | 970    | 956    | 856    | 907    | 5.9%   | 7.2%  |
| - 사망 보장 | 468    | 620    | 499    | 373    | 468    | 25.3%  | -0.1% |
| (APE)   | 386    | 652    | 438    | 319    | 399    | 25.3%  | 3.5%  |
| - 건강 보장 | 269    | 291    | 381    | 384    | 285    | -25.9% | 5.7%  |
| (APE)   | 125    | 127    | 173    | 191    | 136    | -28.9% | 8.6%  |
| - 연금/저축 | 108    | 59     | 77     | 98     | 154    | 57.0%  | 42.2% |
| (APE)   | 254    | 144    | 147    | 149    | 233    | 57.0%  | -8.2% |
| 이자부리    | 96     | -6     | 105    | 105    | 97     | -7.7%  | 0.8%  |
| 가정변경 조정 | -53    | -30    | -938   | -41    | -80    |        |       |
| 상각      | -334   | -326   | -327   | -381   | -340   |        |       |
| 기말 CSM  | 11,304 | 11,913 | 11,709 | 12,247 | 12,775 | 4.3%   | 13.0% |

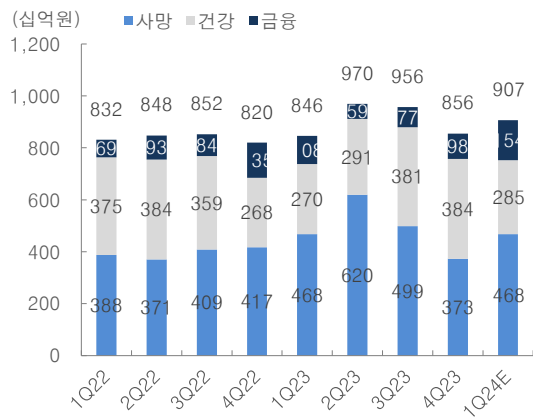
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 1. 삼성생명 CSM Movement



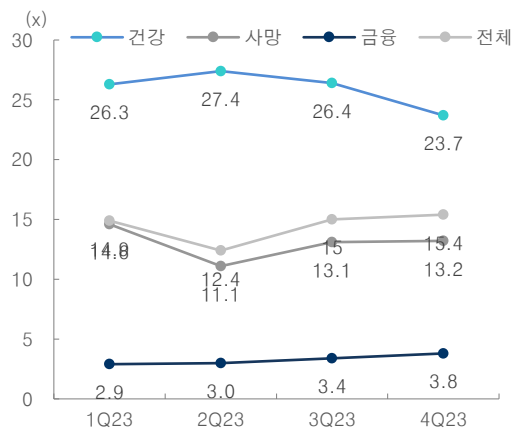
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 2. 삼성생명 담보별 신계약 CSM



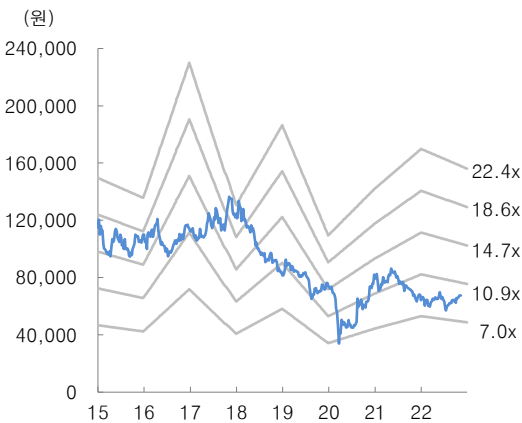
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 3. 삼성생명 상품별 CSM 배수



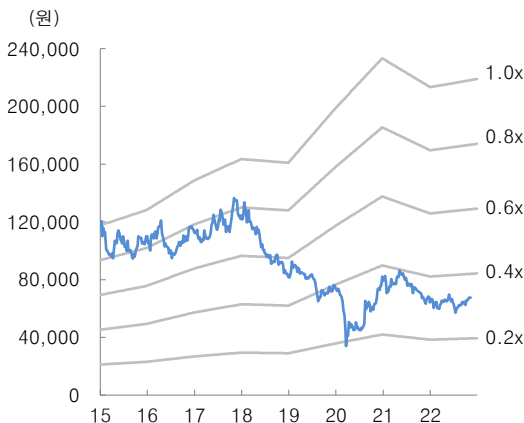
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

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) |         |         |         |         |  |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------------------|-----------|---------|---------|---------|---------|--|
|                 | 2021  | 2022   | 2023P  | 2024E  | 2025E  |                    | 2021      | 2022    | 2023P   | 2024E   | 2025E   |  |
| 보험서비스손익         | -653  | -4,371 | 1,449  | 1,572  | 1,757  | 일반계정<br>운용자산       | 279,352   | 259,555 | 219,659 | 226,822 | 234,269 |  |
| CSM손익           |       |        | 1,302  | 1,448  | 1,672  | 현예금                |           |         | 2,913   | 3,031   | 3,155   |  |
| RA환입            |       |        | 468    | 329    | 328    | 금융자산               |           |         | 205,185 | 212,183 | 219,460 |  |
| 예실차             |       |        | -159   | -76    | -81    | - FVPL             |           |         | 17,571  | 18,285  | 19,027  |  |
| 기타              |       |        | -163   | -128   | -163   | - FVOCI            |           |         | 151,194 | 157,334 | 163,722 |  |
| 투자손익            | 8,183 | 7,755  | 232    | 540    | 598    | - FVAC             |           |         | 36,419  | 36,565  | 36,711  |  |
| 일반보험<br>투자손익    |       |        | -87    | 310    | 317    | 지분법적용<br>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<br>투자손익    |       |        | 12     | -69    | 3      | 퇴직자산               |           |         | 27,949  | 27,960  | 27,971  |  |
| 퇴직보험<br>투자손익    |       |        | 52     | 4      | 4      | 연결조정               |           |         | 39,546  | 39,546  | 39,546  |  |
| 연결/지분법<br>배당수익  |       |        | 255    | 295    | 275    | 자산 합               |           |         | 314,696 | 321,882 | 329,351 |  |
| 연결효과            |       |        | 878    | 878    | 878    | 보험부채               |           |         | 190,261 | 201,378 | 214,057 |  |
| 세전이익            |       |        | 2,559  | 2,990  | 3,232  | BEI                |           |         | 174,906 | 184,403 | 195,172 |  |
| 법인세비용           |       |        | 525    | 688    | 743    | CSM                |           |         | 12,393  | 14,012  | 15,922  |  |
| 당기순이익           |       |        | 2,034  | 2,302  | 2,489  | RA                 |           |         | 2,873   | 2,873   | 2,873   |  |
| 지배자분연결<br>당기순이익 | 1,469 | 1,587  | 1,895  | 2,132  | 2,318  | 기타                 |           |         | 89      | 89      | 89      |  |
|                 |       |        |        |        |        | 투자계약부채<br>(퇴직연금부채) |           |         | 29,308  | 29,320  | 29,331  |  |
|                 |       |        |        |        |        | 계약자지분조정            |           |         | 10,510  | 10,510  | 10,510  |  |
|                 |       |        |        |        |        | 이연법인세부채            |           |         | 7,210   | 7,210   | 7,210   |  |
|                 |       |        |        |        |        | 연결조정 등<br>(삼성카드 등) |           |         | 33,072  | 33,072  | 33,072  |  |
|                 |       |        |        |        |        | 부채 합               | 303,570   | 315,549 | 270,361 | 281,489 | 294,180 |  |
|                 |       |        |        |        |        | 자본금                |           |         | 100     | 100     | 100     |  |
|                 |       |        |        |        |        | 자본잉여금              |           |         | 125     | 125     | 125     |  |
|                 |       |        |        |        |        | 이익잉여금              |           |         | 17,978  | 19,346  | 20,786  |  |
|                 |       |        |        |        |        | 자본조정               |           |         | -2,117  | -2,117  | -2,117  |  |
|                 |       |        |        |        |        | 기타포괄손익<br>누계액      |           |         | 26,350  | 29,565  | 29,565  |  |
|                 |       |        |        |        |        | 금융자산<br>평가손익       |           |         | 6,000   | 6,000   | 6,000   |  |
|                 |       |        |        |        |        | 전자주식               |           |         | 18,000  | 20,000  | 20,000  |  |
|                 |       |        |        |        |        | 채권                 |           |         | -12,000 | -15,000 | -15,000 |  |
|                 |       |        |        |        |        | 기타포괄<br>보험금융손익     |           |         | 20,350  | 18,565  | 18,565  |  |
|                 |       |        |        |        |        | 비지배지분              |           |         | 1,900   | 1,900   | 1,900   |  |
|                 |       |        |        |        |        | 자본 합               |           |         | 44,336  | 47,019  | 48,459  |  |
|                 |       |        |        |        |        | 지배주주<br>자기자본       | 37,812    | 19,053  | 42,436  | 44,668  | 46,036  |  |
|                 |       |        |        |        |        |                    |           |         |         |         |         |  |

| (단위: 십억원) |       |        |       |       |       |
|-----------|-------|--------|-------|-------|-------|
|           | 2021  | 2022   | 2023P | 2024E | 2025E |
| 보험서비스손익   |       |        |       | 8.6%  | 11.7% |
| CSM손익     |       |        |       | 11.2% | 15.5% |
| 순이익       | 16.1% | 8.0%   | 19.4% | 12.5% | 8.7%  |
| 운용자산      | 1.8%  | -7.1%  | 5.3%  | 3.3%  | 3.3%  |
| CSM       |       |        |       | 13.1% | 13.6% |
| 자본총계      | -9.7% | -49.6% | 14.5% | 6.1%  | 3.1%  |

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

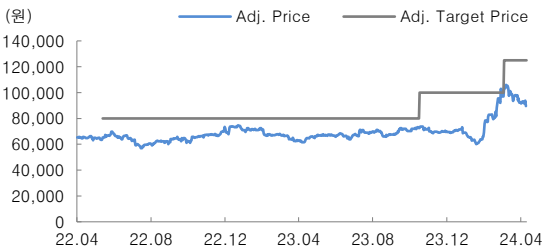
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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         | 2404.12 | 2404.01 | 2403.12  | 2403.04  | 24.02.20 | 24.02.02 |
| 투자의견         | Buy     | Buy     | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      |
| 목표주가         | 125,000 | 125,000 | 125,000  | 125,000  | 100,000  | 100,000  |
| 과리율(평균.%)    |         | (22.34) | (21.22)  | (17.39)  | (27.64)  | (29.82)  |
| 과리율(최대/최소.%) |         | (15.20) | (15.20)  | (15.20)  | 3.90     | (15.00)  |
| 제시일자         | 2401.26 | 2401.15 | 23.12.02 | 23.11.14 | 23.10.17 | 23.09.14 |
| 투자의견         | Buy     | Buy     | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      |
| 목표주가         | 100,000 | 100,000 | 100,000  | 100,000  | 100,000  | 80,000   |
| 과리율(평균.%)    | (31.25) | (31.42) | (30.44)  | (29.45)  | (28.87)  | (14.32)  |
| 과리율(최대/최소.%) | (21.60) | (26.20) | (26.20)  | (26.20)  | (26.20)  | (8.63)   |
| 제시일자         | 2305.19 | 2305.11 | 22.11.13 | 22.11.11 | 22.05.13 |          |
| 투자의견         | Buy     | Buy     | 6개월 경과   | Buy      | Buy      |          |
| 목표주가         | 67,850  | 66,900  | 68,041   | 63,784   | 63,754   |          |
| 과리율(평균.%)    | (15.19) | (16.38) | (14.95)  | (20.27)  | (20.31)  |          |
| 과리율(최대/최소.%) | (10.50) | (16.00) | (6.63)   | (12.75)  | (12.75)  |          |
| 제시일자         |         |         |          |          |          |          |
| 투자의견         |         |         |          |          |          |          |
| 목표주가         |         |         |          |          |          |          |
| 과리율(평균.%)    |         |         |          |          |          |          |
| 과리율(최대/최소.%) |         |         |          |          |          |          |

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:240409)

|    |         |                   |                  |
|----|---------|-------------------|------------------|
| 구분 | Buy(매수) | Marketperform(중립) | Underperform(매도) |
| 비율 | 92.2%   | 7.8%              | 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