

삼성생명 (032830)

투자손익 호조로 서프라이즈

투자의견 BUY, 목표주가 90,000원 유지

4분기 지배주주순이익은 4,456억원으로 전분기대비 6.3% 감소하며 당사 추정치 3,336억원과 컨센서스 3,808억원 상회. 보험손익은 전분기대비 49.3% 감소했으나 투자손익이 금리 하락에 힘입어 대폭 개선되었기 때문. 보험손익 감소는 예실차 악화와 손실부담계약 확대에 기인. 투자손익은 시장금리 하락 영향으로 FVPL 평가익과 금융상품 처분익이 크게 증가해 호조. 주당배당금은 3,700원으로 배당성향은 35.1% 기록. 2024년 예상 주당배당금은 기존과 동일한 4,500원, K-ICS비율은 기존과 유사한 235.4% 예상. 투자의견 BUY와 목표주가 90,000원 유지.

보험손익 전분기대비 49.3% 감소. CSM 상각은 전분기대비 21.3% 증가했으나 사업비 예실차가 악화되었고 계리적 가정 변경으로 손실부담계약도 확대되었기 때문.

투자손익 전분기대비 104.4%, 보험금융손익 제외 시 전분기대비 169.8% 증가. 주가/금리에 따른 FVPL 평가손익 증가와 금융상품 처분이익 발생에 기인.

CSM 신계약 CSM은 전분기대비 10.5% 감소, CSM 조정은 전분기대비 축소되면서 기말 CSM은 전분기대비 4.6% 증가.

가이드 경영진은 2024년 목표로 1) 이익 성장과 2) CSM 잔액 증가, 3) 3조원 대 신계약 CSM 달성 등을 제시. 주주환원에 대해서는 1) 매년 주당배당금의 전년비 확대와 2) 현금 배당성향 목표 범위(35~45%) 유지, 3) 밸류업 프로그램 적극 참여 등의 방향성을 발표.



정태준 보험/증권/은행/CFA
taejeon.jeong@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 90,000원 (M)

현재주가 (2/20) 81,700원

상승여력 10%

| | |
|-------------|-------------------|
| 시가총액 | 163,400억원 |
| 총발행주식수 | 200,000,000주 |
| 60일 평균 거래대금 | 287억원 |
| 60일 평균 거래량 | 401,106주 |
| 52주 고/저 | 85,000원 / 60,100원 |
| 외인지분율 | 18.64% |
| 배당수익률 | 0.00% |
| 주요주주 | 삼성물산 외 6 인 |

| 주가수익률 (%) | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
|-----------|------|------|------|
| 절대 | 34.4 | 18.1 | 21.8 |
| 상대 | 25.0 | 10.7 | 12.5 |
| 절대 (달러환산) | 34.5 | 14.0 | 17.8 |

Quarterly earning Forecasts

(십억 원, %)

| | 4Q23P | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스 | 컨센서스대비 |
|---------|-------|--------|-------|------|--------|
| 보험손익 | 203 | - | -49.3 | 322 | -36.8 |
| 투자손익 | 399 | - | 104.4 | 115 | 246.3 |
| 영업이익 | 602 | - | 0.9 | 530 | 13.5 |
| 영업외손익 | 13 | - | -59.0 | - | - |
| 세전이익 | 615 | - | -2.2 | 539 | 14.3 |
| 지배주주순이익 | 446 | - | -6.3 | 381 | 17.0 |

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억 원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2021A | 2022A | 2023P | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 영업이익 | IFRS4 | | 2,398 | 2,899 |
| 세전이익 | | | 2,559 | 3,060 |
| 지배순이익 | | | 1,895 | 2,082 |
| PER (배) | | | 6.5 | 7.0 |
| PBR (배) | | | 0.29 | 0.34 |
| 배당수익률 (%) | | | 5.4 | 5.5 |

주: 영업이익=매출총이익-판매비

[표 1] 분기 손익계산서 요약

(단위: 십억원)

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23P | 비고 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|------------|
| 보험손익 | 406 | 438 | 401 | 203 | |
| CSM 상각 | 334 | 326 | 327 | 397 | |
| RA 해제 | 155 | 148 | 84 | 81 | |
| 예실차 | -83 | -1 | 26 | -100 | 사업비 예실차 확대 |
| 기타 | 1 | -35 | -36 | -176 | 손실부담계약 확대 |
| 투자손익 | 476 | -119 | 195 | 399 | |
| 보험금융손익 제외 | 3,494 | 1,758 | 1,322 | 3,565 | |
| FVPL 평가익 | 1,294 | 253 | -534 | 1,966 | 금리 하락 영향 |
| 금융상품 처분익 | 108 | -39 | 243 | 133 | |
| 영업이익 | 882 | 318 | 596 | 602 | |
| 영업외손익 | 75 | 40 | 33 | 13 | |
| 세전이익 | 956 | 358 | 629 | 615 | |
| 법인세비용 | 217 | 58 | 123 | 127 | |
| 법인세율 | 22.7 | 16.3 | 19.5 | 20.7 | |
| 연결 당기순이익 | 739 | 300 | 507 | 488 | |
| 지배주주순이익 | 707 | 267 | 476 | 446 | |
| 기시 CSM | 10,749 | 11,304 | 11,913 | 11,709 | |
| 신계약 CSM | 846 | 970 | 956 | 856 | |
| 이자부리 | 96 | -6 | 105 | 105 | |
| CSM 상각 | -334 | -326 | -327 | -381 | |
| CSM 조정 | -53 | -30 | -938 | -41 | |
| 기말 CSM | 11,304 | 11,913 | 11,709 | 12,247 | |

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23P | 2023P | 2024E | 2025E |
|---------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 보험손익 | 406 | 438 | 401 | 203 | 1,448 | 1,718 | 1,896 |
| 투자손익 | 476 | -119 | 195 | 399 | 950 | 1,182 | 1,180 |
| 영업이익 | 882 | 318 | 596 | 602 | 2,398 | 2,899 | 3,076 |
| 세전이익 | 956 | 358 | 629 | 615 | 2,559 | 3,060 | 3,237 |
| 지배주주순이익 | 707 | 267 | 476 | 446 | 1,895 | 2,082 | 2,212 |

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성생명 (032830) 추정재무제표 (K-IFRS)

| 손익계산서 | (단위: 십억원) | | | | |
|-----------|-----------|------|--------|--------|--------|
| | 2021 | 2022 | 2023P | 2024E | 2025E |
| 보험손익 | IFRS4 | | 1,448 | 1,718 | 1,896 |
| CSM 상각 | | | 1,384 | 1,678 | 1,856 |
| RA 해제 | | | 469 | 326 | 326 |
| 예실차 | | | -159 | -40 | -40 |
| 기타 | | | -246 | -246 | -246 |
| 투자손익 | | | 950 | 1,182 | 1,180 |
| 보험금융손익 제외 | | | 10,139 | 13,255 | 13,253 |
| FVPL 평가익 | | | 2,978 | 4,885 | 4,884 |
| 금융상품 처분익 | | | 445 | 0 | 0 |
| 영업이익 | | | 2,398 | 2,899 | 3,076 |
| 영업외손익 | | | 161 | 161 | 161 |
| 세전이익 | | | 2,559 | 3,060 | 3,237 |
| 법인세비용 | | | 525 | 808 | 854 |
| 법인세율 | | | 19.8 | 26.4 | 26.4 |
| 연결 당기순이익 | | | 2,034 | 2,252 | 2,382 |
| 지배주주순이익 | | | 1,895 | 2,082 | 2,212 |

| 주요 투자지표 | (단위: 배, %, 원) | | | | |
|----------|---------------|------|---------|---------|---------|
| | 2021 | 2022 | 2023P | 2024E | 2025E |
| PER | IFRS4 | | 6.5 | 7.0 | 6.6 |
| PBR | | | 0.29 | 0.34 | 0.33 |
| 배당수익률 | | | 5.4 | 5.5 | 6.1 |
| EPS | | | 10,554 | 11,594 | 12,317 |
| BPS | | | 236,219 | 243,313 | 250,629 |
| DPS | | | 3,700 | 4,500 | 5,000 |
| ROE | | | 4.6 | 4.8 | 5.0 |
| ROA | | | 0.63 | 0.68 | 0.76 |
| K-ICS 비율 | | | 204.2 | 235.4 | 250.7 |
| 지급여력금액 | | | 53,319 | 56,552 | 58,970 |
| 지급여력기준금액 | | | 26,113 | 24,019 | 23,518 |
| 배당성향 | | | 35.1 | 38.8 | 40.6 |
| 보통주 배당성향 | | | 35.1 | 38.8 | 40.6 |
| 우선주 배당성향 | | | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

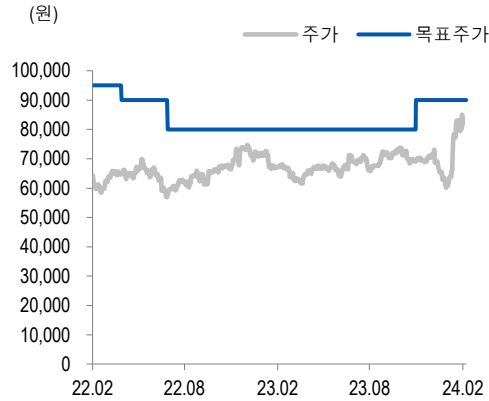
주: 배당 관련 지표는 보통주 기준, 자료: 유안타증권

| 재무상태표 | (단위: 십억원) | | | | |
|-----------|-----------|------|---------|---------|---------|
| | 2021 | 2022 | 2023P | 2024E | 2025E |
| 자산 | IFRS4 | | 314,696 | 293,987 | 285,453 |
| 현금 | | | 5,494 | 5,133 | 4,984 |
| 금융자산 | | | 296,054 | 276,571 | 268,542 |
| FVPL | | | 44,552 | 41,620 | 40,412 |
| FVOCI | | | 167,665 | 156,631 | 152,084 |
| FVAC | | | 39 | 36 | 35 |
| 기타자산 | | | 13,149 | 12,283 | 11,927 |
| 부채 | | | 270,378 | 248,395 | 238,546 |
| 보험부채 | | | 190,261 | 168,278 | 158,430 |
| BEL | | | 174,462 | 150,406 | 139,556 |
| CSM | | | 12,247 | 14,206 | 15,311 |
| RA | | | 2,865 | 2,979 | 2,876 |
| 기타 | | | 687 | 687 | 687 |
| 기타부채 | | | 80,117 | 80,117 | 80,117 |
| 자본 | | | 44,319 | 45,592 | 46,906 |
| 지배주주지분 | | | 42,419 | 43,693 | 45,007 |
| 자본금 | | | 100 | 100 | 100 |
| 자본잉여금 | | | 125 | 125 | 125 |
| 이익잉여금 | | | 17,978 | 19,252 | 20,566 |
| 계약환급금 준비금 | | | 0 | 0 | 0 |
| 자본조정 | | | -2,117 | -2,117 | -2,117 |
| 기타포괄손익누계액 | | | 26,333 | 26,333 | 26,333 |
| 신종자본증권 | | | 0 | 0 | 0 |
| 비지배지분 | | | 1,900 | 1,900 | 1,900 |

| CSM 변화 | (단위: 십억원) | | | | |
|---------|-----------|------|--------|--------|--------|
| | 2021 | 2022 | 2023P | 2024E | 2025E |
| 기시 CSM | IFRS4 | | 10,749 | 12,247 | 14,206 |
| 신계약 CSM | | | 3,628 | 3,384 | 2,707 |
| 이자부리 | | | 300 | 419 | 419 |
| CSM 상각 | | | -1,368 | -1,678 | -1,856 |
| CSM 조정 | | | -1,062 | -166 | -166 |
| 기말 CSM | | | 12,247 | 14,206 | 15,311 |

자료: 유안타증권

삼성생명 (032830) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|----------|---------|-----------|---------|--------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2024-02-21 | BUY | 90,000 | 1년 | | |
| 2023-11-20 | BUY | 90,000 | 1년 | | |
| 2022-12-19 | HOLD | 80,000 | 1년 | -14.60 | -6.63 |
| 2022-07-18 | BUY | 80,000 | 1년 | -18.64 | -7.50 |
| 2022-04-18 | BUY | 90,000 | 1년 | -28.30 | -22.44 |
| 2022-02-24 | 1년 경과 이후 | | 1년 | -33.75 | -30.63 |
| 2021-02-24 | BUY | 95,000 | 1년 | -22.35 | -9.05 |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분 | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0 |
| Buy(매수) | 88 |
| Hold(중립) | 12 |
| Sell(비중축소) | 0 |
| 합계 | 100.0 |

주: 기준일 2024-02-20

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 정태준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.