

2023. 11. 15



▲ 금융

Analyst **조아해**  
02. 6454-4870  
like.cho@meritz.co.kr

RA **조혜빈**  
02. 6454-4905  
hevin.cho@meritz.co.kr

**Buy** (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

**적정주가 (12개월)** **94,000 원**

**현재주가 (11.14)** **69,800 원**

**상승여력** **34.7%**

KOSPI	2,433.25pt
시가총액	139,600억원
발행주식수	20,000만주
유동주식비율	43.79%
외국인비중	16.92%
52주 최고/최저가	74,700원/61,500원
평균거래대금	124.6억원

**주요주주(%)**

삼성물산 외 7 인	45.30
신세계 외 1 인	8.07
국민연금공단	6.17

**주가상승률(%)**

	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-4.5	4.5	2.6
상대주가	-3.6	6.3	4.4

**주가그래프**



# 삼성생명 032830

## 3Q23 Review: 변함없는 우위

- ✓ 3Q 지배주주순이익 4,756억원(+77.9% QoQ): 수익성 및 건전성 양호
- ✓ CSM 11.7조원(-1.7% QoQ: CSM 조정 증가 vs. 신계약CSM 건강 비중 +10%p QoQ
- ✓ 보험금융손익 제외한 투자손익 1.05조원(-29.7% QoQ): FVPL 적전 영향
- ✓ K-ICS비율 215~220%: 200% 상회 수준 유지
- ✓ 투자의견 BUY, 적정주가 94,000원 유지

### 3Q23 지배주주순이익 4,756억원: 보험 포트폴리오 개선

삼성생명 3Q 지배주주순이익은 4,756억원(+77.9% QoQ)으로 컨센서스를 10.1% 상회하였다. 가이드라인 영향에도 불구하고, 수익성 및 건전성은 양호하다.

**[보험손익]** 3,878억원(-10.8% QoQ)으로 가이드라인 영향이 발생했다(별도 기준). 1) 예실차가 손해를 개선(77%; +1%p QoQ)으로 전분기대비 흑자전환 되었으나, 2) CSM 손익(CSM조정 확대) 및 RA환입(RA환입률 19%→11%)이 각각 전분기대비 6.8%, 43.2% 감소했다. **[CSM Movement]** 3Q CSM은 11.7조원(-1.7% QoQ) 기록했다. CSM 조정이 가이드라인 영향(5,040억원)으로 확대되었다(9,382억원vs. 2Q 1,311억원). 다만 신계약 CSM은 9,560억원(-1.4% QoQ, 1Q대비 +13.0%)으로 양호하다. 9월 단기 납 종신보험 판매 종료(-19.6% QoQ, 1Q대비 +6.5%)에도 불구하고, 건강 보험 (+31.0% QoQ, 1Q대비 +41.3%) 판매 강화로 포트폴리오가 개선(건강 비중 40%; +10%p QoQ)되고 있다. **[투자손익]** 보험금융손익 제외한 투자손익은 1.05조원(-29.7% QoQ)을 기록했다(별도 기준). 전분기 채권처분손실 2,800억원 영향이 소멸했으나, 금리 상승으로 인해 FVPL 손익이 적자전환 되었다. **[킵스비율]** 3Q 215~220%로 가이드라인 영향에도 불구하고 안정적인 수준을 유지하고 있다(vs. 2Q 223.5%)

### 주주환원정책 확대 기대 가능

투자의견 Buy와 적정주가 94,000원을 유지한다. 1) CSM잔액의 높은 증가율(전년말 대비 8.9% vs. 업종 평균 7.5%), 2) 생보사 중 보장성 상품의 수익성 우위(3Q 보장성 17배 vs. 생보사 평균 15배; APE기준 추정)가 지속되고 있다. 3) 200% 상회하는 K-ICS비율까지 고려 시 적극적인 주주환원정책을 기대해 볼 수 있다.

(십억원)	보험손익	투자손익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (배)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2023E	1,624	804	1,925	10,258	n/a	217,052	6.8	0.3	4.7	0.7	5.2
2024E	1,658	1,171	2,094	11,094	8.1	216,332	6.3	0.3	5.1	0.8	5.6
2025E	1,810	1,387	2,326	12,253	10.5	221,502	5.7	0.3	5.5	0.9	6.2

(십억원)	3Q23P	(% YoY)	(% QoQ)	당사예상치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
보험손익	401.3	n/a	(8.3)	434.8			
투자손익	195.0	n/a	(263.4)	258.9			
영업이익	596.4	n/a	87.4	693.8			
<b>당기순이익</b>	<b>475.6</b>	n/a	<b>77.9</b>	<b>496.3</b>	<b>(4.2)</b>	<b>431.9</b>	<b>10.1</b>

자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	New		Old		차이	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
당기순이익	1,925	2,094	2,117	2,506	(9.1)	(16.4)

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23P	2023E	2024E
<b>보험손익</b>	<b>406.0</b>	<b>437.6</b>	<b>401.3</b>	<b>1,624.1</b>	<b>1,657.7</b>
일반/변동수수료모형(VFA)	423.1	454.9	425.0	1,704.2	1,748.4
CSM상각	333.7	326.0	327.4	1,315.3	1,421.9
RA환입	154.9	148.2	84.1	469.0	312.3
예실차 및 기타	(65.5)	(19.3)	13.4	(80.1)	14.2
보험료배분(PPA)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재보험손익	(3.7)	(9.8)	(7.7)	(30.1)	(33.9)
기타사업비	(13.3)	(7.4)	(16.0)	(49.9)	(56.8)
<b>투자손익</b>	<b>475.8</b>	<b>(119.4)</b>	<b>195.0</b>	<b>804.5</b>	<b>1,171.4</b>
보험금융손익	(3,018.3)	(1,877.7)	(1,126.5)	(7,241.8)	(4,901.7)
투자서비스손익	3,494.1	1,758.4	1,321.5	8,046.3	6,073.1
<b>영업이익</b>	<b>881.8</b>	<b>318.3</b>	<b>596.4</b>	<b>2,428.6</b>	<b>2,829.0</b>
영업외이익	74.6	39.7	32.9	177.2	97.2
세전이익	956.4	358.0	629.3	2,605.9	2,926.2
법인세비용	(217.3)	(58.2)	(122.6)	(554.3)	(707.5)
당기순이익	739.1	299.8	506.7	2,051.5	2,218.7
<b>지배주주 순이익</b>	<b>706.8</b>	<b>267.4</b>	<b>475.6</b>	<b>1,924.6</b>	<b>2,094.3</b>

자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

## 삼성생명(032830)

### Balance Sheet

(십억원)	2023E	2024E	2025E
운용자산	207,317	215,735	224,494
현금및예치금	1,468	1,539	1,613
유가증권	194,670	203,016	211,702
FVPL	16,346	17,814	19,341
FVOCI	138,918	145,166	151,667
AC	37,975	37,975	37,975
대출채권	(480)	1,042	2,626
부동산	3,854	4,010	4,173
비운용자산	83,423	67,262	57,761
<b>자산총계</b>	<b>290,740</b>	<b>282,996</b>	<b>282,256</b>
책임준비금	200,361	192,762	190,987
보험계약부채	171,714	162,970	159,996
최선추정(BEL)	157,343	147,126	142,578
위험조정(RA)	2,624	2,429	2,339
보험계약마진(CSM)	11,747	13,416	15,079
보험료배분접근법(PAA)	0	0	0
투자계약부채	28,184	29,338	30,538
기타부채	46,968	46,968	46,968
<b>부채총계</b>	<b>247,330</b>	<b>239,730</b>	<b>237,955</b>
자본금	100	100	100
자본잉여금	125	125	125
이익잉여금	16,878	18,118	19,623
해약환급금준비금	0	0	0
자본조정	(2,117)	(2,117)	(2,117)
기타포괄손익누계액	26,554	25,170	24,699
비지배지분	5,885	5,584	5,482
<b>자본총계</b>	<b>43,410</b>	<b>43,266</b>	<b>44,300</b>

### Key Financial Data I

(십억원)	2023E	2024E	2025E
<b>주당지표 (원)</b>			
EPS	10,258	11,094	12,253
BPS	217,052	216,332	221,502
수정 BPS	260,905	266,227	277,427
보통주 DPS	3,600	3,900	4,300
<b>Valuation (배, %)</b>			
PER	6.8	6.3	5.7
PBR	0.3	0.3	0.3
수정 PBR	0.3	0.3	0.3
배당성향	35.0	35.0	35.0
보통주 배당수익률	5.2	5.6	6.2
<b>재무비율 (%)</b>			
ROA	0.7	0.8	0.9
ROE	4.7	5.1	5.5
수정 ROE	3.9	4.2	4.4

### Income Statement

(십억원)	2023E	2024E	2025E
<b>보험손익</b>	<b>1,624</b>	<b>1,658</b>	<b>1,810</b>
일반/변동수수료모형(VFA)	1,704	1,748	1,900
CSM 상각	1,315	1,422	1,596
RA 환입	469	312	299
예상차 및 기타	(80)	14	6
보험료배분(PPA)	0	0	0
재보험손익	(30)	(34)	(34)
기타사업비	(50)	(57)	(57)
<b>투자손익</b>	<b>804</b>	<b>1,171</b>	<b>1,387</b>
보험금융손익	(7,242)	(4,902)	(4,957)
투자서비스손익	8,046	6,073	6,345
<b>영업이익</b>	<b>2,429</b>	<b>2,829</b>	<b>3,197</b>
영업외이익	177	97	70
세전이익	2,606	2,926	3,267
법인세비용	(554)	(708)	(816)
당기순이익	2,052	2,219	2,451
<b>지배주주 순이익</b>	<b>1,925</b>	<b>2,094</b>	<b>2,326</b>

### Key Financial Data II

	2023E	2024E	2025E
<b>보험손익</b>			
신계약 CSM	3,685	3,609	3,627
CSM 배수 (배, 개월) -APE 기준	14.0	15.4	15.5
CSM 상각률 (%)	9.1	9.0	9.1
<b>CSM Movement</b>			
기초 CSM	10,749	12,154	13,821
신계약 CSM	3,685	3,609	3,627
이자부리	396	433	489
CSM 조정	(1,360)	(953)	(858)
CSM 상각	(1,315)	(1,422)	(1,596)
기말 CSM	12,154	13,821	15,485
<b>투자손익</b>			
투자서비스 수익률	3.4	2.3	2.4
FVPL 제외 투자서비스 수익률	2.9	2.9	2.9

주: 별도 기준

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

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 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**삼성생명 (032830) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

