

2024. 2. 21



▲ 금융

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

Buy

(20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **94,000 원**

현재주가 (2.20) **81,700 원**

상승여력 **15.1%**

KOSPI 2,657.79pt

시가총액 163,400억원

발행주식수 20,000만주

유동주식비율 44.94%

외국인비중 18.65%

52주 최고/최저가 85,000원/60,100원

평균거래대금 287.8억원

주요주주(%)

삼성물산 외 6 인 44.14%

신세계 외 1 인 8.07%

국민연금공단 6.17%

주가상승률(%)

절대주가 34.4 23.8 21.8

상대주가 25.0 16.6 12.5

주가그래프



삼성생명 032830

4Q23 Review: 충분한 가능성

- ✓ 4Q 지배주주순이익 4,456억원(-6.3% QoQ): 컨센서스 상회
- ✓ 보험손익 2,425억원(-37.5% QoQ): 예상차 계절성 요인으로 적절
- ✓ 보험금융손익 제외한 투자손익 3,3조원(vs. 3Q 1.1조): FVPL 흑전
- ✓ K-ICS비율 220~225%: 23년 DPS 3,700원(+23.3% YoY) 결정
- ✓ 투자의견 BUY, 적정주가 94,000원 유지

4Q23 지배주주순이익 4,456억원: 컨센서스 상회

삼성생명 4Q 지배주주순이익은 4,456억원(-6.3% QoQ)으로 컨센서스를 17.0% 상회했다. 양호한 투자손익에 기인한다.

[보험손익] 별도 기준 2,425억원(-37.5% QoQ)으로 부진했다. 1) CSM손익은 전분기 대비 0.3% 증가에 그쳤으며, 2) 예상차는 인건비 등 계절성 요인으로 인해 적자전환되었다(-995억원 vs. 3Q 257억원). **[CSM Movement]** 4Q CSM은 12.2조원(+4.6% QoQ) 기록했다. 1) CSM 조정이 가장 변경에 따른 영향에도 불구하고, 보유계약 해지율 변경, 약대 미수이자 관련 가정 변경 등 일회성 요인(+3,400억원)으로 인해 큰 폭으로 감소되었다(4Q -410억원 vs. 3Q 계리적 가정 영향 제외 시 -3,000억원). 2) 신계약 CSM은 8,558억원(-10.5% QoQ)으로 단기납 종신보험 판매 종료 영향(-25.1% QoQ)이 지속되고 있다. 다만 건강보험 중심 포트폴리오 개선은 지속되고 있다(건강 비중 45%; +5.1%p QoQ). **[투자손익]** 별도 기준 보험금융손익 제외한 투자손익은 3,3조원(vs. 3Q 1.1조원)으로 양호했다. 금리 하락으로 FVPL 손익이 흑자전환 되었다. **[주주환원정책]** K-ICS비율은 220~225%로 안정적이다. 이를 기반 23년 DPS 3,700원(+23.3% YoY) 결정 및 35~45% 중기 현금 배당성향 목표를 제시했다.

준비 완료

투자의견 Buy와 적정주가 94,000원을 유지한다. 1) 생보사 중 보장성 상품의 수익성 우위(보장성 18배 vs. 생보사 평균 15배; APE기준 추정)가 지속되고 있다. 2) 200%를 상회하는 안정적인 K-ICS비율을 보유하고 있는 것은 물론, 3) 해약환급금 준비금으로 인한 배당가능이익 제한에서 자유로운 점 고려 시, 적극적인 주주환원 정책을 기대해 볼 수 있다.

(십억원)	보험손익	투자손익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (배)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2023P	1,448	950	1,895	10,169	n/a	221,678	6.8	0.3	4.6	0.6	5.4
2024E	1,678	1,108	1,990	10,642	4.7	223,956	7.7	0.4	4.8	0.7	4.7
2025E	1,802	1,167	2,110	11,240	5.6	232,848	7.3	0.4	4.8	0.7	5.1

표1 삼성생명 4Q23 실적 요약

(십억원)	4Q23P	(% YoY)	(% QoQ)	당사예상치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
보험손익	203.3	n/a	(49.3)	313.3			
투자손익	398.6	n/a	104.4	262.7			
영업이익	601.9	n/a	0.9	576.0			
당기순이익	445.6	n/a	(6.3)	406.9	9.5	380.8	17.0

자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

표2 삼성생명 연간이익 전망 변경

(십억원)	New		Old		차이	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
당기순이익	1,990	2,110	1,903	2,024	4.6	4.2

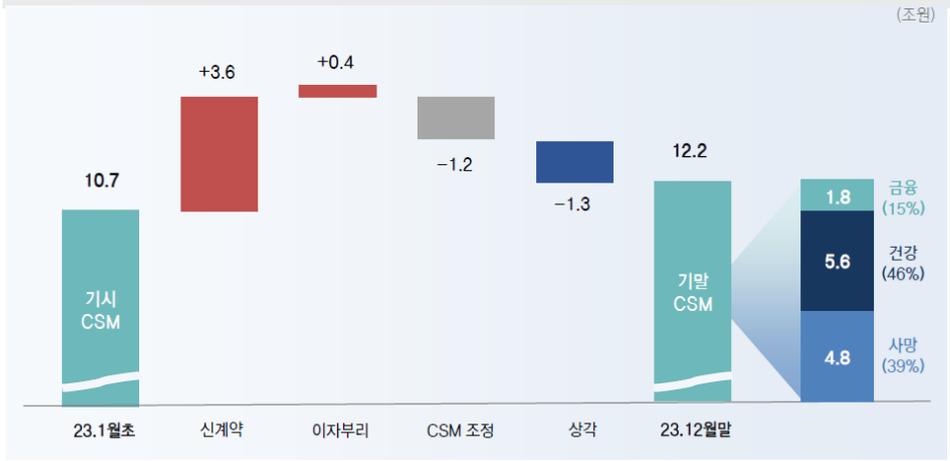
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 삼성생명 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2023P	2024E	2025E
보험손익	406.0	437.6	401.3	203.3	1,448.2	1,678.3	1,801.5
일반/변동수수료모형(VFA)	423.1	454.9	425.0	233.3	1,536.2	1,742.2	1,861.4
CSM상각	333.7	326.0	327.4	397.2	1,384.3	1,514.9	1,590.8
RA환입	154.9	148.2	84.1	81.5	468.6	389.9	395.2
예실차 및 기타	(65.5)	(19.3)	13.4	(245.4)	(316.7)	(162.7)	(124.6)
보험료배분(PPA)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재보험손익	(3.7)	(9.8)	(7.7)	(6.0)	(27.2)	(24.8)	(24.8)
기타사업비	(13.3)	(7.4)	(16.0)	(24.0)	(60.8)	(39.1)	(35.1)
투자손익	475.8	(119.4)	195.0	398.6	950.1	1,107.9	1,166.5
보험금융손익	(3,018.3)	(1,877.7)	(1,126.5)	(3,166.5)	(9,189.0)	(4,794.9)	(5,118.4)
투자서비스손익	3,494.1	1,758.4	1,321.5	3,565.1	10,139.1	5,902.7	6,284.9
영업이익	881.8	318.3	596.4	601.9	2,398.4	2,786.2	2,968.1
영업외이익	74.6	39.7	32.9	13.5	160.7	61.8	49.5
세전이익	956.4	358.0	629.3	615.4	2,559.1	2,848.0	3,017.6
법인세비용	(217.3)	(58.2)	(122.6)	(127.2)	(525.3)	(719.6)	(769.6)
당기순이익	739.1	299.8	506.7	488.2	2,033.7	2,128.4	2,248.0
지배주주 순이익	706.8	267.4	475.6	445.6	1,895.3	1,990.0	2,109.6

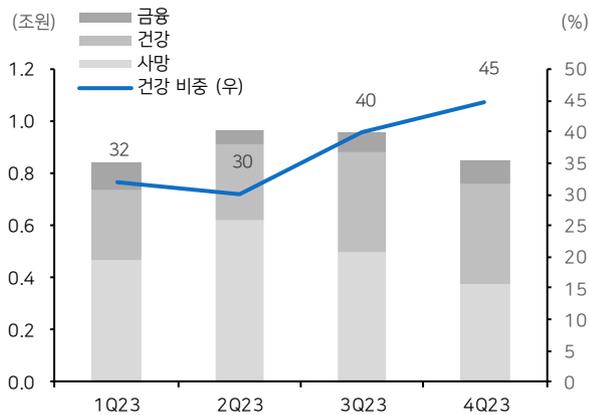
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림1 CSM Movement



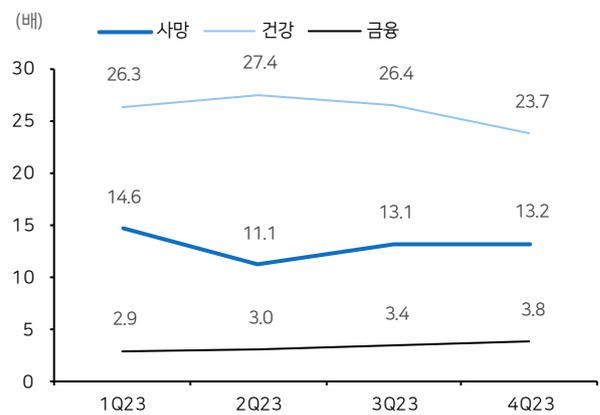
자료: 삼성생명

그림2 신계약 CSM 추이



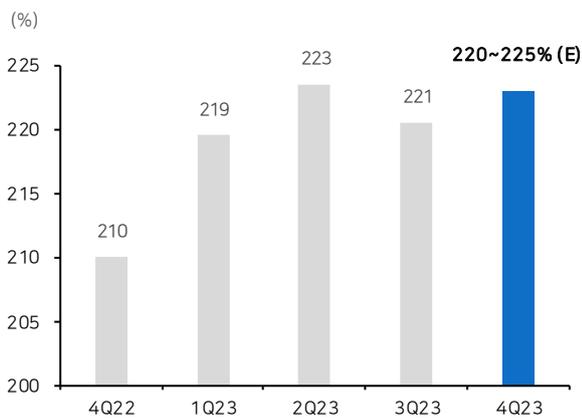
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림3 신계약 CSM 배수



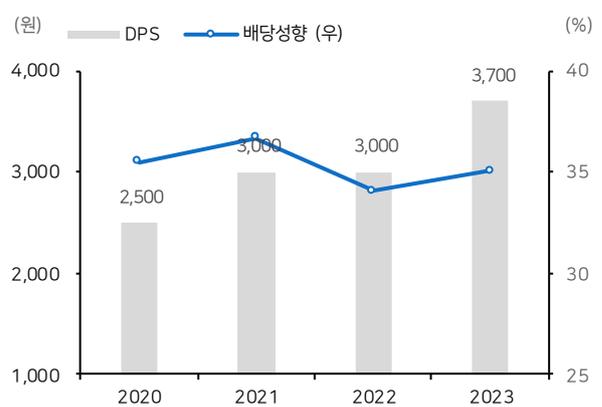
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림4 K-ICS비율



자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림5 DPS 및 배당성향 추이



자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

삼성생명(032830)

Balance Sheet

(십억원)	2023P	2024E	2025E
운용자산	219,659	224,086	228,601
현금및예치금	2,913	2,504	2,564
유가증권	205,185	209,607	214,119
FVPL	17,571	18,310	19,064
FVOCI	151,194	154,544	157,961
AC	36,419	36,419	36,419
대출채권	0	940	1,898
부동산	3,834	3,904	3,975
비운용자산	95,037	91,832	92,784
자산총계	314,696	315,917	321,385
책임준비금	220,090	222,035	225,724
보험계약부채	190,261	191,034	193,476
최선추정(BEL)	175,876	174,883	175,953
위험조정(RA)	2,364	3,092	3,115
보험계약마진(CSM)	12,021	13,059	14,408
보험료배분접근법(PAA)	0	0	0
투자계약부채	29,308	30,508	31,757
기타부채	50,271	49,091	49,091
부채총계	270,361	271,126	274,815
자본금	100	100	100
자본잉여금	125	125	125
이익잉여금	17,978	18,586	20,027
해약환급금준비금	0	0	0
자본조정	(2,117)	(2,117)	(2,117)
기타포괄손익누계액	26,350	26,198	26,535
비지배지분	14,028	14,184	14,366
자본총계	44,336	44,791	46,570

Key Financial Data I

(십억원)	2023P	2024E	2025E
주당지표 (원)			
EPS	10,169	10,642	11,240
BPS	221,678	223,956	232,848
수정 BPS	266,601	272,609	286,388
보통주 DPS	3,700	3,800	4,200
Valuation (배, %)			
PER	8.0	7.7	7.3
PBR	0.4	0.4	0.4
수정 PBR	0.3	0.3	0.3
배당성향	35.1	36.1	37.1
보통주 배당수익률	5.4	4.7	5.1
재무비율 (%)			
ROA	0.6	0.7	0.7
ROE	4.6	4.8	4.8
수정 ROE	3.8	3.9	3.9

Income Statement

(십억원)	2023P	2024E	2025E
보험손익	1,448	1,678	1,802
일반/변동수수료모형(VFA)	1,536	1,742	1,861
CSM 상각	1,384	1,515	1,591
RA 환입	469	390	395
예상차 및 기타	(317)	(163)	(125)
보험료배분(PPA)	0	0	0
재보험손익	(27)	(25)	(25)
기타사업비	(61)	(39)	(35)
투자손익	950	1,108	1,167
보험금융손익	(9,189)	(4,795)	(5,118)
투자서비스손익	10,139	5,903	6,285
영업이익	2,398	2,786	2,968
영업외이익	161	62	50
세전이익	2,559	2,848	3,018
법인세비용	(525)	(720)	(770)
당기순이익	2,034	2,128	2,248
지배주주 순이익	1,895	1,990	2,110

Key Financial Data II

	2023P	2024E	2025E
보험손익			
신계약 CSM	3,628	3,531	3,498
CSM 배수 (배, 개월) -APE 기준	14.0	15.5	15.3
CSM 상각률 (%)	9.5	9.6	9.4
CSM Movement			
기초 CSM	10,749	12,247	13,421
신계약 CSM	3,628	3,531	3,498
이자부리	402	453	496
CSM 조정	(1,163)	(1,295)	(1,055)
CSM 상각	(1,368)	(1,515)	(1,591)
기말 CSM	12,247	13,421	14,770
투자손익			
투자서비스 수익률	4.2	2.3	2.5
FVPL 제외 투자서비스 수익률	2.4	2.6	2.7

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 하시기를 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>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성생명 (032830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.10.11	산업분석	Buy	94,000	조아해	-	-	

