

2024. 5. 20



▲ 금융

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

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 110,000 원

현재주가 (5.20) 91,700 원

상승여력 20.0%

KOSPI 2,742.14pt

시가총액 183,400억원

발행주식수 20,000만주

유동주식비율 44.95%

외국인비중 19.96%

52주 최고/최저가 106,000원/60,100원

평균거래대금 519.8억원

주요주주(%)

삼성물산 외 7 인 44.14%

신세계 외 1 인 8.07%

국민연금공단 6.17%

주가상승률(%)

절대주가 18.6 32.5 35.7

상대주가 12.1 20.4 25.5

주가그래프



삼성생명 032830

1Q24 Review: 구체화될 방향성

- ✓ 1Q 지배주주순이익 6,221억원 (-12.0% YoY, +39.6% QoQ): 컨센서스 상회
- ✓ 보험손익 2,678억원(-34.1% YoY): CSM상각액 +5.7% YoY vs. IBNR 관련 780억원
- ✓ 투자손익 4,786억원 (+0.6% YoY): 전년 일회성 이익 고려 시 양호
- ✓ K-ICS비율 210% (-9%p QoQ): 할인율 제도 영향에도 불구하고, 목표 범위 내 유지
- ✓ 투자 의견 BUY 유지, 적정주가 110,000원 상향

1Q24 지배주주순이익 6,221억원: 컨센서스 상회

삼성생명 1Q 지배주주순이익은 6,221억원 (-12.0% YoY, +39.6% QoQ)으로 컨센서스를 14.8% 상회했다. 양호한 투자손익에 기인한다.

[보험손익] 2,678억원(-34.1% YoY)으로 부진했다. 1) CSM상각액은 CSM 잔액 순증 기반 양호했으나 (+5.7% YoY), 2) IBNR 제도 변경으로 인해 780억원을 인식했다.

[CSM Movement] CSM은 12.5조원 (+2.1% QoQ)으로 증가세가 지속되고 있다. CSM 조정은 할인율 제도 변경 영향 (1,200억원)으로 확대되었다 (3,610억원 vs. 1Q23 526억원). 그러나 신계약 CSM은 경쟁 강화에 따른 배수 하락 (10.2배 vs. 4Q23 15.4배; APE기반 추정) 및 종신보험 축소 (-10.3% QoQ)에도 불구하고, 건강보험 비중 확대 (54%; +9%p QoQ) 기반 판매량 증가로 전분기와 유사했다 (+0.2% QoQ).

[투자손익] 4,786억원 (+0.6% YoY)으로 전년 일회성 이익 (퇴직관련 1,970억원) 고려 시 양호했다. 부채 부담이자 감소가 주효했다 (-27.6% YoY).

[자본비율] K-ICS비율은 210% (-9%p QoQ)를 기록했다. 1) 제도 강화 영향으로 하락했으나 (-15%p), 2) 신계약CSM 확대, 금리 상승 등으로 일부 상쇄했다 (+8%p).

주주환원 여력 충분

동사에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고 적정주가를 110,000원(12m Fwd 수정 BPS 281,353원에 Target 0.4배 적용)으로 상향한다. 주주환원 여력이 충분하다. 1) K-ICS 비율은 목표 범위인 200~220% 내 안정적으로 유지되고 있으며, 2) 해약환급금준비금으로 인한 배당가능이익 제한에서 자유롭다. 구체적인 자본정책을 기대해볼 수 있는 이유이다.

(십억원)	보험손익	투자손익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (배)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2023	1,448	950	1,895	10,169	n/a	221,593	6.8	0.3	4.6	0.6	5.4
2024E	1,465	1,391	2,056	11,106	9.2	220,289	8.3	0.4	5.0	0.7	4.6
2025E	1,666	1,429	2,142	11,536	3.9	230,240	7.9	0.4	5.0	0.7	5.0
2026E	1,815	1,423	2,246	12,053	4.5	246,134	7.6	0.4	4.9	0.7	5.6

표1 삼성생명 1Q24 실적 요약

(십억원)	1Q24P	(% YoY)	(% QoQ)	당사예상치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
보험손익	267.8	(34.1)	31.7	353.2			
투자손익	478.6	0.6	20.1	259.3			
영업이익	746.3	(15.4)	24.0	612.4			
당기순이익	622.1	(12.0)	39.6	437.8	42.1	542.0	14.8

자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

표2 삼성생명 연간이익 전망 변경

(십억원)	New		Old		차이	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
당기순이익	2,056	2,142	1,990	2,110	3.3	1.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 삼성생명 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2024E	2025E	2026E
보험손익	406.0	437.6	401.3	203.3	267.8	1,465.3	1,666.4	1,815.2
일반/변동수수료모형(VFA)	423.1	454.9	425.0	233.3	276.5	1,514.5	1,714.9	1,860.2
CSM상각	333.7	326.0	327.4	397.2	356.6	1,511.3	1,620.4	1,736.8
RA환입	154.9	148.2	84.1	81.5	80.7	338.5	348.9	355.5
예실차 및 기타	(65.5)	(19.3)	13.4	(245.4)	(160.8)	(335.3)	(254.4)	(232.1)
보험료배분(PPA)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재보험손익	(3.7)	(9.8)	(7.7)	(6.0)	11.1	24.6	21.2	20.9
기타사업비	(13.3)	(7.4)	(16.0)	(24.0)	(19.9)	(73.8)	(69.6)	(65.9)
투자손익	475.8	(119.4)	195.0	398.6	478.6	1,390.9	1,429.0	1,422.8
보험금융손익	(3,018.3)	(1,877.7)	(1,126.5)	(3,166.5)	(1,928.4)	(7,763.9)	(7,919.8)	(8,101.4)
투자서비스손익	3,494.1	1,758.4	1,321.5	3,565.1	2,406.9	9,154.8	9,348.7	9,524.2
영업이익	881.8	318.3	596.4	601.9	746.3	2,856.2	3,095.4	3,238.0
영업외이익	74.6	39.7	32.9	13.5	84.4	98.1	18.2	18.2
세전이익	956.4	358.0	629.3	615.4	830.8	2,954.4	3,113.7	3,256.3
법인세비용	(217.3)	(58.2)	(122.6)	(127.2)	(167.5)	(733.1)	(806.4)	(845.6)
당기순이익	739.1	299.8	506.7	488.2	663.3	2,221.2	2,307.2	2,410.6
지배주주 순이익	706.8	267.4	475.6	445.6	622.1	2,056.4	2,142.4	2,245.8

자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

표4 삼성생명 Valuation

	단위	삼성생명
3개년 평균 수정 ROE [A]	%	4.1
Cost of Equity [B]	%	6.5
할증폭 [C]	%	6.6
조정 COE [E=B+C]	%	13.1
Eternal Growth [D]	%	0
Adj. Fair PBR (이론적 PBR) [F=(A-D)/(E-D)]	배	0.31
Premium/Discount [G]	%	20
Target PBR [H=F*(1+G)]	배	0.4
12M Fwd 수정 BPS [I]	원	281,353
적정주가 [J=H*I]	원	110,000
현재가 (5/20) [K]	원	91,700
Upside Potential [L=(J-K)/K]	%	20.0

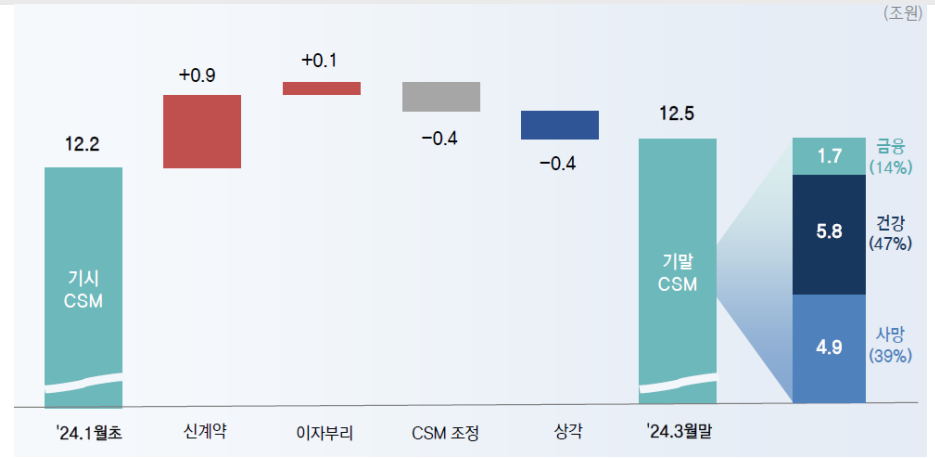
주: Premium = 보험사별 K-ICS비율 기반 주주환원성향 확대 여력 프리미엄을 차등화하여 반영
 자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

표5 적정주가 변경내역

	New	Old	차이 (%)	현재가 (5/20)	Upside Potential
삼성생명	110,000	94,000	17.0	91,700	20.0

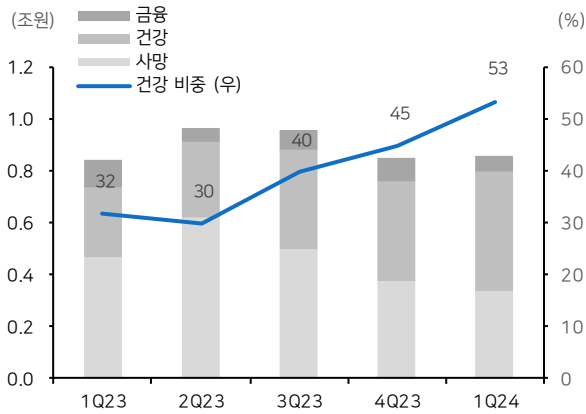
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 CSM Movement



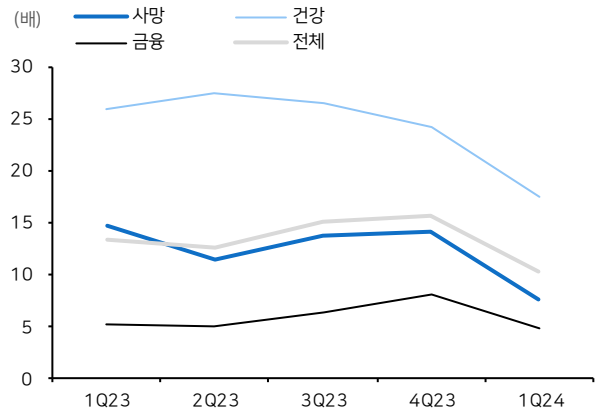
자료: 삼성생명

그림2 신계약 CSM 추이



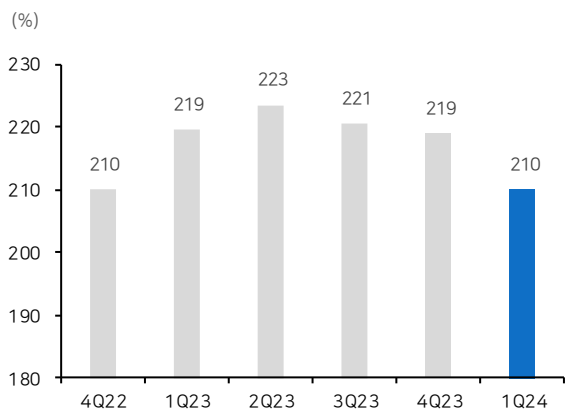
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림3 신계약 CSM 배수 (추정)



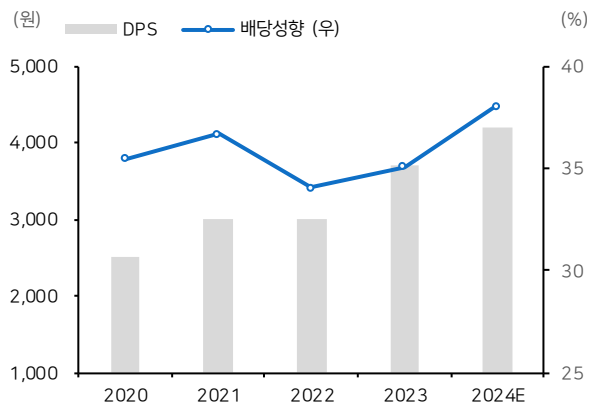
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림4 K-ICS비율



자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림5 DPS 및 배당성향 추이



자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

삼성생명(032830)

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
운용자산	305,008	309,703	314,188	318,764
현금및예치금	5,494	3,446	3,479	3,512
유가증권	214,744	222,359	226,929	231,590
FVPL	44,552	47,020	47,795	48,587
FVOCI	167,665	172,444	175,888	179,402
AC	39	43	43	43
대출채권	78,220	77,834	78,760	79,706
부동산	6,549	6,670	6,741	6,814
비운용자산	9,688	10,197	13,037	17,637
자산총계	314,696	319,900	327,225	336,401
책임준비금	220,090	224,265	229,600	235,597
보험계약부채	190,261	193,720	197,826	202,545
최선추정(BEL)	175,876	178,197	181,306	184,844
위험조정(RA)	2,364	2,724	2,777	2,839
보험계약마진(CSM)	12,021	12,799	13,743	14,863
보험료배분접근법(PAA)	0	0	0	0
투자계약부채	29,308	30,001	31,229	32,506
기타부채	50,288	51,577	51,577	51,577
부채총계	270,378	275,842	281,177	287,174
자본금	100	100	100	100
자본잉여금	125	125	125	125
이익잉여금	17,978	18,126	19,567	22,114
해약환급금준비금	0	0	0	0
자본조정	(2,117)	(2,117)	(2,117)	(2,117)
기타포괄손익누계액	26,333	25,935	26,485	27,117
비지배지분	14,028	13,851	14,145	14,484
자본총계	44,319	44,058	46,048	49,227

Key Financial Data I

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표 (원)				
EPS	10,169	11,106	11,536	12,053
BPS	221,593	220,289	230,240	246,134
수정 BPS	266,516	267,985	281,353	301,307
보통주 DPS	3,700	4,200	4,600	5,100
Valuation (배, %)				
PER	6.8	8.3	7.9	7.6
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4
수정 PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
배당성향	35.1	38.1	40.1	42.1
보통주 배당수익률	5.4	4.6	5.0	5.6
재무비율 (%)				
ROA	0.6	0.7	0.7	0.7
ROE	4.6	5.0	5.0	4.9
수정 ROE	3.8	4.1	4.1	4.0

Income Statement

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	1,448	1,465	1,666	1,815
일반/변동수수료모형(VFA)	1,536	1,514	1,715	1,860
CSM 상각	1,384	1,511	1,620	1,737
RA 환입	469	339	349	355
예상차 및 기타	(317)	(335)	(254)	(232)
보험료배분(PPA)	0	0	0	0
재보험손익	(27)	25	21	21
기타사업비	(61)	(74)	(70)	(66)
투자손익	950	1,391	1,429	1,423
보험금융손익	(9,189)	(7,764)	(7,920)	(8,101)
투자서비스손익	10,139	9,155	9,349	9,524
영업이익	2,398	2,856	3,095	3,238
영업외이익	161	98	18	18
세전이익	2,559	2,954	3,114	3,256
법인세비용	(525)	(733)	(806)	(846)
당기순이익	2,034	2,221	2,307	2,411
지배주주 순이익	1,895	2,056	2,142	2,246

Key Financial Data II

	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익				
신계약 CSM	3,628	3,237	3,097	3,163
CSM 배수 (배, 개월) -APE 기준	14.0	10.0	9.9	10.0
CSM 상각률 (%)	9.5	9.6	9.8	9.9
CSM Movement				
기초 CSM	10,749	12,247	13,157	14,100
신계약 CSM	3,628	3,237	3,097	3,163
이자부리	402	450	477	513
CSM 조정	(1,163)	(1,288)	(1,033)	(842)
CSM 상각	(1,368)	(1,488)	(1,598)	(1,714)
기말 CSM	12,247	13,157	14,100	15,220
투자손익				
투자서비스 수익률	4.2	3.7	3.7	3.7
FVPL 제외 투자서비스 수익률	2.4	2.4	2.4	2.4

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>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	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성생명 (032830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

