

# 삼성생명 (032830)

박혜진 hyejin.park@daishin.com

투자의견

**Buy**

매수, 유지

6개월

목표주가

**125,000**

유지

현재주가

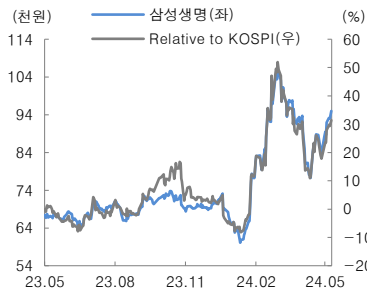
(24.05.16)

**95,000**

보험업종

KOSPI	2753.00
시가총액	19,000십억원
시가총액비중	0.88%
자본금(보통주)	100십억원
52주 최고/최저	106,000원 / 60,100원
120일 평균거래대금	394억원
외국인지분율	19.81%
주요주주	삼성물산 외 7 인 44.14% 신세계 외 1 인 8.07%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	19.8	18.3	36.7	41.8
상대수익률	13.6	13.8	23.5	27.7



## 주가 향방은 마진 회복과 자본 정책

- 1분기 순이익 투자이익 호조로 컨센서스 15% 상회
- 건강보험 CSM배수 하락하였으나 물량공세로 신계약 CSM 총량은 유지
- 최근 주가 상승으로 예상 DY는 크게 하락, 만회할 만한 자본정책을 기대

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

환급강화형 건강보험 신상품 출시로 건강보험 CSM배수는 다소 큰 폭으로 하락하였으나, 수익성 대신 물량 공세로 전체 신계약 CSM 총량은 8,600억원 수준이 유지. 사측은 2분기부터 수익성 중심 포트폴리오로 다시 선회하여 마진을 끌어올리겠다는 계획. 지난 1분기 건강보험 신계약 CSM은 2,690억원에 불과하였으나 1년만에 4,590억원으로 70.2% 증가한 점은 사실 고무적임

할인율 조정이 예상보다 큰 폭으로 하향되어 K-ICS비율이 -9%p나 하락하였으나 목표관리수준은 200~220%이고 이에 대한 자신감을 꽤나 피력하고 있어 자본정책에 영향을 주지는 않을 것으로 전망. 우리는 '24년 DPS 4,440원 예상하는데 최근 주가상승으로 DY는 4.7%에 불과. 삼성화재와 더불어 8월 전향적 자본정책 발표를 기대

### 1Q24 연결기준 순이익 6,221억원(QoQ +39.6%, YoY -12%) 기록

1분기 순이익은 당사 추정 및 컨센서스를 +14% 상회하는 양호한 실적을 달성. IBNR(미보고사고발생금) 관련 원인사고일로 손해진전계수가 변경됨에 따라 기타손실 780억원 반영되었고, CSM손익도 CSM손실액 -340억원 반영되며 전년 동기 대비 크게 감소하며 보험서비스손익은 2,680억원(QoQ +10.5%, YoY -30.2%)으로 다소 부진. 다만 삼성화재를 비롯한 자회사, 연결수익증권 등의 배당금 및 분배금 증가하여 투자손익이 5,630억원(QoQ +512%, YoY +0.7%)으로 증가하여 전체 실적 호조를 견인

CSM관련 건강보험 배수는 17.4배로 전 분기 23.7배 대비 크게 하락. 환급강화형 건강보험 신상품 출시하며 신계약 물량은 크게 증가하였으나 동 상품 배수가 11배에 불과해서 전체 배수는 하락. 전술한 대로 물량은 크게 증가해서 신계약 CSM은 8,580억원(QoQ +0.2%, YoY +1.4%)으로 높은 수준이 유지. 전술한 상품을 제외한 고수익성 건강보험 상품의 배수는 21.4배이기 때문에 2분기부터는 수익성 중심 상품 판매로 CSM배수 상승시킬 계획

다만 보험부채 할인율 관련 유동성 프리미엄(LP)이 -24bp 인하되었고 장기선도금리도 하향 조정(4.8%→)4.55%)된 영향 -1,200억원, 해약증가에 따른 예상 차, 분기말 부채 평가 보유계약 변동 영향 등으로 CSM조정액은 -3,610억원으로 (-)폭이 다소 컸음. 이에 따라 기말 CSM은 12,51조원으로 전 분기 대비 +2.1% 증가하는데 그침

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	-653	-4,371	1,449	1,378	1,625
투자손익	8,183	7,755	1,110	1,964	1,868
순이익	1,469	1,587	1,895	2,268	2,368
YoY	16.1%	8.0%	19.4%	19.7%	4.4%
기말 CSM			12,393	13,782	15,965
ROE	3.89	8.33	4.47	4.94	5.00
PBR	0.30	0.64	0.27	0.37	0.36
PER	7.83	7.65	6.01	7.50	7.18
DPS	3,000	3,000	3,700	4,440	4,884

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

표 1. 삼성생명 분기 실적 요약

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	QoQ	YoY
보험서비스손익	383.7	434.6	387.8	242.5	268.0	10.5%	-30.2%
CSM 손익	382.0	320.8	299.0	300.0	317.0	5.7%	-17.0%
RA 환입	155.0	148.2	84.2	81.0	80.0	-1.2%	-48.4%
예실차	-83.4	-1.3	25.7	-99.5	-14.0		
기타	-69.8	-33.1	-21.1	-39.0	-115.0	194.9%	64.8%
투자손익	559.0	-368.0	-51.0	92.0	563.0	512.0%	0.7%
(연결적용)	572.7	-77.0	241.1	373.0	633.0	69.7%	10.5%
일반보험 투자손익	150.0	-234.0	-121.0	118.0	163.0	38.1%	8.7%
변액보험 투자손익	-52.8	-5.0	91.0	-21.0	83.0	-495.2%	-257.2%
퇴직보험 투자손익	202.0	-126.0	-25.5	1.0	-25.0	-2600.0%	-112.4%
연결/지분법 배당수익	259.8	-3.0	4.5	-6.0	272.0	-4633.3%	4.7%
연결효과	13.7	291.0	292.1	281.0	70.0	-75.1%	410.9%
세전이익	956.4	358.0	629.3	615.4	830.8	35.0%	-13.1%
당기순이익	739.1	299.8	506.7	488.2	663.3	35.9%	-10.3%
지배지분 순이익	706.8	267.4	475.6	445.6	622.1	39.6%	-12.0%

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

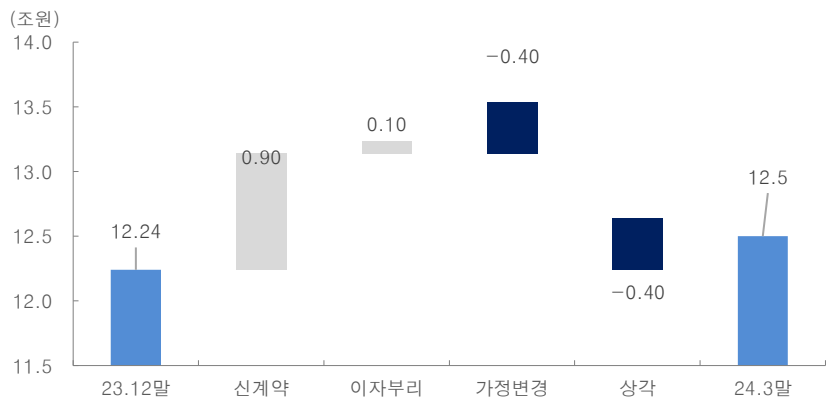
표 2. 삼성생명 CSM 관련

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	QoQ	YoY
신계약 CSM	846	970	956	856	858	0.2%	1.4%
- 사망 보장 (APE)	468	620	499	373	335	-10.3%	-28.5%
- 건강 보장 (APE)	386	652	438	319	535	67.8%	38.6%
- 연금/저축 (APE)	269	291	381	384	459	19.4%	70.2%
이자부리	125	127	173	191	315	65.3%	152.4%
가정변경 조정	108	59	77	98	64	-34.9%	-41.0%
상각	254	144	147	149	164	10.3%	-35.5%
기말 CSM	96	-6	105	105	112	6.8%	16.7%
	-53	-30	-938	-41	-361		
	-334	-326	-327	-381	-351		
11,304	11,913	11,709	12,247	12,505	2.1%	10.6%	

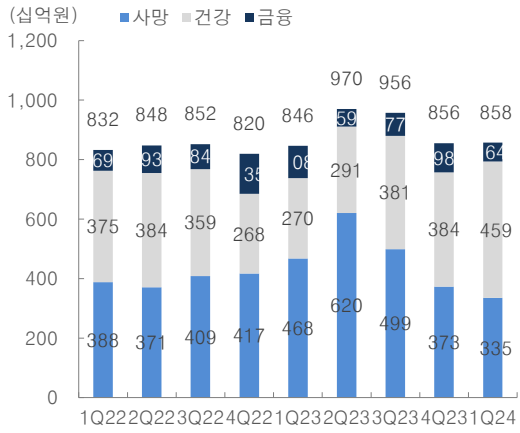
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 1. 삼성생명 CSM Movement



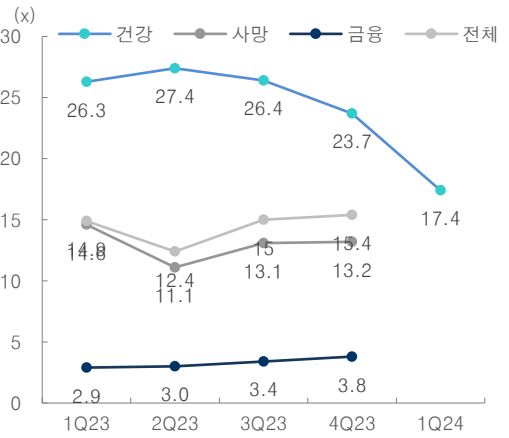
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 2. 삼성생명 담보별 신계약 CSM



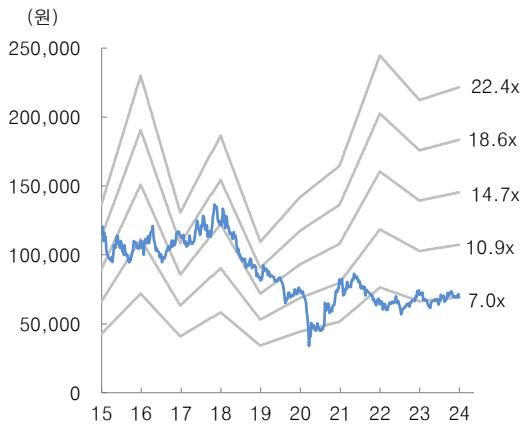
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 3. 삼성생명 상품별 CSM 배수



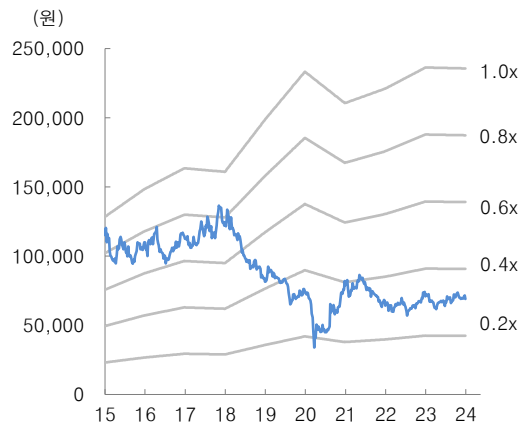
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

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)						(단위: 십억원)					
	2021	2022	2023P	2024E	2025E		2021	2022	2023P	2024E	2025E
보험서비스손익	-653	-4,371	1,449	1,378	1,625	일반계정 운용자산	279,352	259,555	219,659	224,639	232,035
CSM손익			1,302	1,335	1,548	현예금			2,913	1,625	1,691
RA환입			468	321	321	금융자산			205,185	210,815	218,096
예실차			-159	-70	-81	- FVPL			17,571	19,036	19,809
기타			-163	-208	-163	- FVOCI			151,194	156,827	163,195
투자손익	8,183	7,755	232	1,029	934	- FVAC			36,419	34,952	35,092
일반보험 투자손익			-87	580	614	지분법적용 주식 등			7,728	8,335	8,369
자산손익			6,052	6,225	6,911	부동산 등			3,834	3,864	3,880
부담이자			-6,139	-5,644	-6,297	변액자산			27,542	27,294	27,305
변액보험 투자손익			12	193	147	퇴직자산			27,949	29,045	29,056
퇴직보험 투자손익			52	-101	-101	연결조정			39,546	40,379	40,379
연결/지분법 배당수익			255	287	275	자산 합			314,696	321,358	328,776
연결효과			878	934	934	보험부채			190,261	193,331	197,879
세전이익			2,559	3,271	3,494	BEI			174,906	176,550	178,916
법인세비용			525	839	961	CSM			12,393	13,782	15,965
당기순이익			2,034	2,433	2,533	RA			2,873	2,910	2,910
지배지분연결 당기순이익	1,469	1,587	1,895	2,268	2,368	기타			89	89	89
Valuation	2021	2022	2023P	2024E	2025E	투자계약부채			29,308	29,120	29,132
BPS	210,566	106,103	236,314	255,829	263,717	계약지분조정			10,510	10,886	10,886
EPS	8,183	8,837	10,554	12,629	13,187	이연법인세부채			7,210	6,949	6,949
ROE	3.89	8.33	4.47	4.94	5.00	연결조정 등			33,072	34,509	34,509
PBR	0.30	0.64	0.27	0.37	0.36	부채 합	303,570	315,549	270,361	274,795	279,355
PER	7.83	7.65	6.01	7.50	7.18	자본금			100	100	100
DPS	3,000	3,000	3,700	4,440	4,884	자본잉여금			125	125	125
현금배당	538.7	538.7	664.4	797.3	877.0	이익잉여금			17,978	18,958	20,684
배당성향	36.7	33.9	35.1	35.2	37.0	자본조정			-2,117	-2,117	-2,117
배당수익률	4.7	4.4	5.8	4.7	5.2	기타포괄손익 누계액			26,350	31,467	31,467
증가율	2021	2022	2023P	2024E	2025E	금융자산 평가손익			6,000	6,000	6,000
보험서비스손익				-4.9%	17.9%	전자주식			18,000	18,000	18,000
CSM손익				2.5%	15.9%	채권			-12,000	-12,000	-12,000
순이익	16.1%	8.0%	19.4%	28.9%	8.2%	기타포괄 보험금융손익			20,350	19,467	19,467
운용자산	1.8%	-7.1%	5.3%	2.3%	3.3%	비지배지분			1,900	1,888	1,888
CSM				11.2%	15.8%	자본 합			44,336	48,533	50,259
자본총계	-9.7%	-49.6%	14.5%	9.5%	3.6%	지배주주 자기지분	37,812	19,053	42,436	46,106	47,746

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

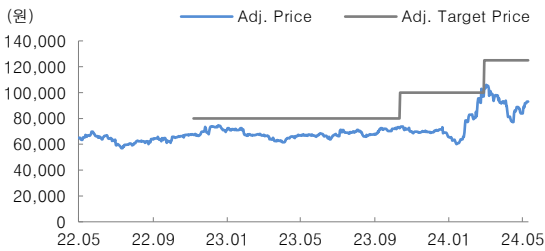
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

**삼성생명(032830) 투자의견 및 목표주가 변경 내용**



제시일자	2405.17	2405.16	2405.06	2404.26	2404.16	2404.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과리율(평균%)		(26.55)	(26.55)	(26.49)	(26.01)	(23.99)
과리율(최대/최소%)		(15.20)	(15.20)	(15.20)	(15.20)	(15.20)
제시일자	2404.01	2403.12	2403.04	2402.20	2402.02	2401.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	125,000	100,000	100,000	100,000
과리율(평균%)	(22.70)	(21.22)	(17.39)	(27.98)	(29.96)	(31.38)
과리율(최대/최소%)	(15.20)	(15.20)	(15.20)	2.90	(15.00)	(24.00)
제시일자	2401.15	23.12.02	23.11.14	23.10.17	23.09.14	23.05.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	100,000	100,000	100,000	100,000	80,000	80,000
과리율(평균%)	(31.35)	(30.34)	(29.45)	(28.80)	(14.21)	(15.11)
과리율(최대/최소%)	(26.20)	(26.20)	(26.20)	(26.20)	(8.63)	(10.50)
제시일자	2305.11	2305.11	22.11.11			
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy			
목표주가	80,000	80,000	80,000			
과리율(평균%)	(16.23)	(14.95)	(14.94)			
과리율(최대/최소%)	(15.50)	(6.63)	(6.63)			

**투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:240514)**

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	94.4%	5.6%	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