

펀더멘털은 여전하지만

Analyst 이흥재

02-3787-2643 leehj612@hmsec.com

RA 장영민

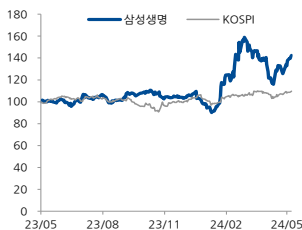
02-6106-2747 yijang123@hmsec.com

현재주가 (5/16)	95,000원		
상승여력	10.5%		
시가총액	19,000십억원		
발행주식수	200,000천주		
자본금/액면가	100십억원/500원		
52주 최고가/최저가	106,000원/60,100원		
일평균 거래대금 (60일)	52십억원		
외국인지분율	19.97%		
주요주주	삼성물산 외 7인 44.14%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	19.8	18.3	36.7
상대주가(%p)	136.6	13.8	23.5

※ KIFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(24F)	EPS(25F)	T/P
Before	11,846	12,683	91,000
After	11,820	13,055	105,000
Consensus	11,017	11,879	108,000
Cons. 차이	7.3%	9.9%	-2.8%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

자본여력 높은 매력 여전하지만 현재 주가는 공격적으로 접근할 가격은 아니라고 판단

- 삼성생명에 대한 목표 주가를 105,000원으로 상향하나 주가 상승에 따른 목표 주가와의 괴리를 축소로 투자여력은 중립으로 하향. 목표가 상향은 BVPS 적용 시점 변경 및 CoE 하락 등에 기인. 당사는 하반기에 추가적인 자본정책 발표 내용에 따라 투자여력 및 목표 주가를 조정할 계획
- 적극적인 차익실현을 권하는 의견은 아닌데, 여전히 타 보험사들과는 달리 마이너스 해약환급금 준비금 덕분에 배당가능이익 불확실성이 제한적이라 주주환원에 있어서 운신의 폭이 넓기 때문에 Upside Risk를 감안 시 비중 유지가 타당하다고 판단. 당분간 주가 초과 상승폭은 축소될 전망
- 이는 기존에 투자 포인트로 제시했던 상대적으로 높은 주주환원여력이 주가에 상당 수준 반영된 것으로 판단되기 때문. 현재 P/B는 0.4x로, 절대적으로 낮다고 볼 수 있으나, Sustainable ROE가 5%대에 불과하기에 전향적인 추가 자본정책 없이는 단순하게 주가 저평가로 보기 어려운 상황. 올해 배당성향이 50%까지 늘어난다고 가정하더라도 기대 배당수익률은 6%에 불과
- 거기에 잉여자본여력이 예상보다는 다소 축소된 점도 눈높이를 낮추는 요인. 주가는 기업 밸류업 관련 기대감으로 올해 37.5% 상승한 반면 1분기 말 K-ICS 비율은 보험부채 할인을 기준 강화, 운영리스크(기초가정리스크) 부과 등의 영향으로 23년 말 대비 약 9%p 둔화(배당 지급 제외 시 6%p 가량 하락). 올해 말 K-ICS 비율은 CSM 순증 등에 따라 1분기 대비해 늘어난 약 215%로 추정되는데, 현재 시총 대비 잉여자본여력(목표 비율 초과 자본)은 전년 말 대비 12.4%p 하락.

일회성 제외하면 손익은 양호

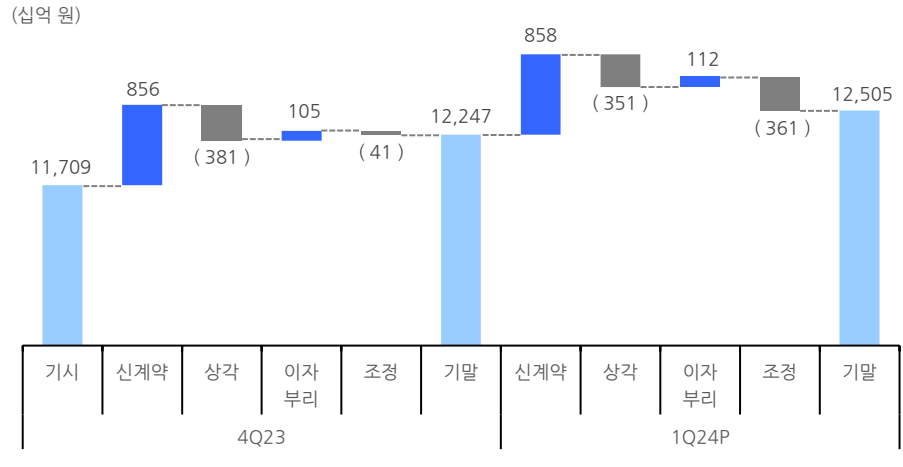
- 1분기 지배주주순이익은 전년 대비 12.0% 하락한 6,221억원을 기록하며 시장 기대치 상회
- 보험손익이 전년 동기 대비 30.1% 감소했는데, IBNR 관련 일회성 요인 780억원 제외 시 9.8% 감소한 수준. CSM 상각은 5.2% 개선된 반면 RA는 환입 기준 변경(3Q23)으로 감소했으며, 보험금 예실차는 손해액 증가 등(위험손해율 전년 대비 1.8%p 상승)으로 악화된 반면, 사업비 예실차 회복으로 전체 예실차 손익은 개선. 투자손익은 FVPL 평가익 둔화로 운용자산이익률이 41bp 하락(변액보증헤지 제외)했지만 부리율도 5bp 하락해 11.5% 둔화되는 수준에서 방어
- 보험계약마진은 Unwinding 제외하면 1.2% 상승에 그쳤는데, 신계약 유입효과가 물량 증가에도 불구하고 배수 하락으로 전분기와 유사하였고 가정 조정 효과가 -3,610억원을 기록하였기 때문. 이 중 일회성 요인(할인을 조정) 약 1,200억원 감안해도 전년 대비 조정 규모 크게 확대

요약 실적 및 Valuation

구분	보험영업이익 (십억 원)	투자영업이익 (십억 원)	영업이익 (십억 원)	순이익 (십억 원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (X)	P/B (X)	ROA (%)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	-6,700	7,967	1,267	1,583	8,817	7.8	8.1	0.6	0.5	5.3	4.2
2023	1,448	950	2,398	1,895	10,554	19.7	6.5	0.3	0.6	5.9	5.4
2024F	1,340	1,416	2,756	2,123	11,820	12.0	8.0	0.4	0.7	5.0	4.6
2025F	1,537	1,595	3,132	2,344	13,055	10.5	7.3	0.4	0.7	5.5	5.3
2026F	1,657	1,603	3,260	2,442	13,597	4.1	7.0	0.4	0.7	5.5	5.6

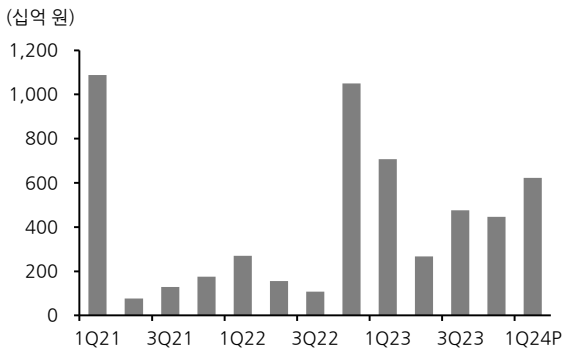
* KIFRS 연결 기준

<그림1> 1Q24 보험계약마진 Movement



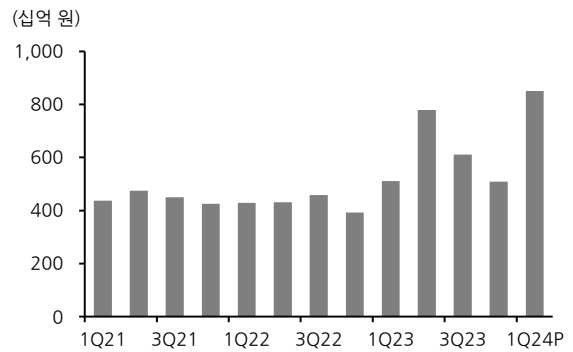
자료: 삼성생명, 현대차증권

<그림2> 분기별 지배주주순이익



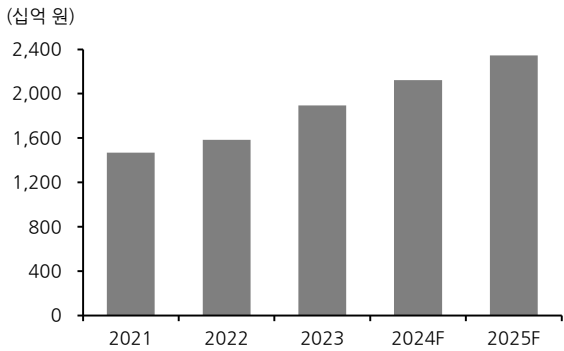
자료: 삼성생명, 현대차증권

<그림3> 분기별 보장성 APE



자료: 삼성생명, 현대차증권

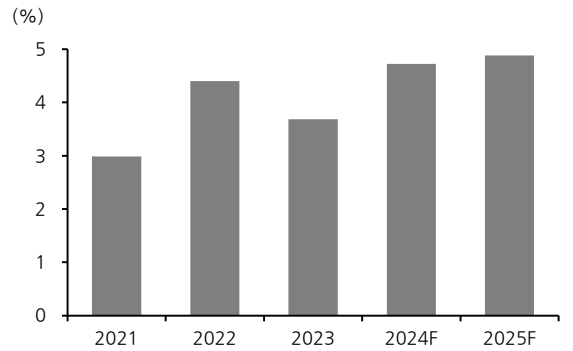
<그림4> 연간 지배주주순이익 추정



주: 23년 이전은 IFRS4/IAS39 기준

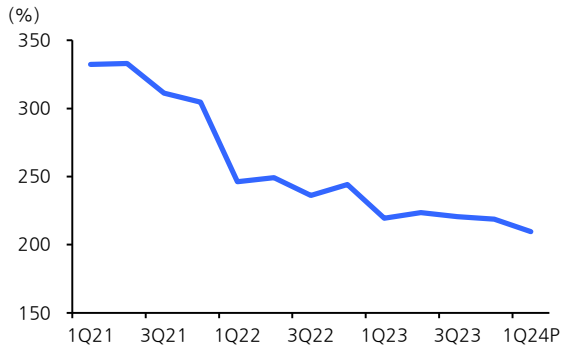
자료: 삼성생명, 현대차증권

<그림5> 연간 ROE 추정



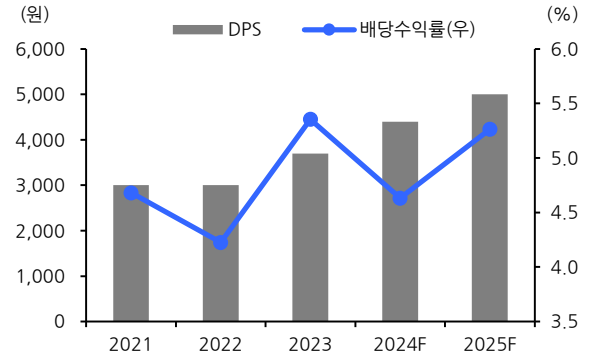
자료: 삼성생명, 현대차증권

<그림6> 지급여력비율 추이



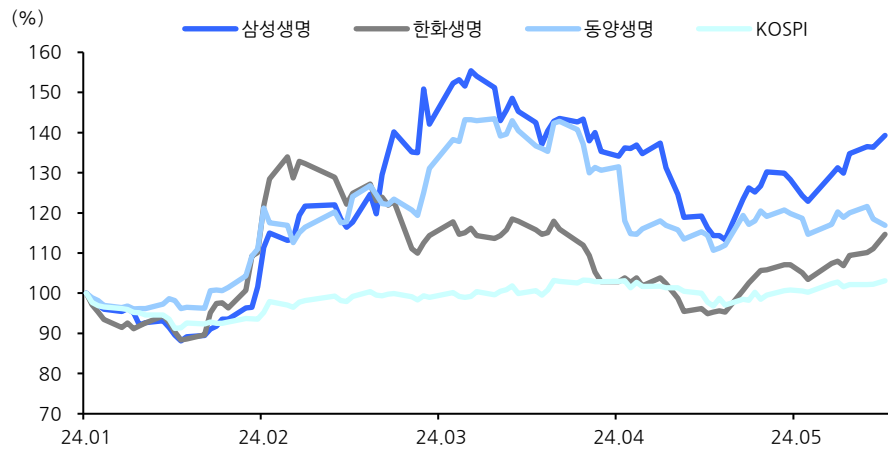
주: 23년 이전은 RBC 기준
자료: 삼성생명, 현대차증권

<그림7> DPS 및 배당수익률 추정



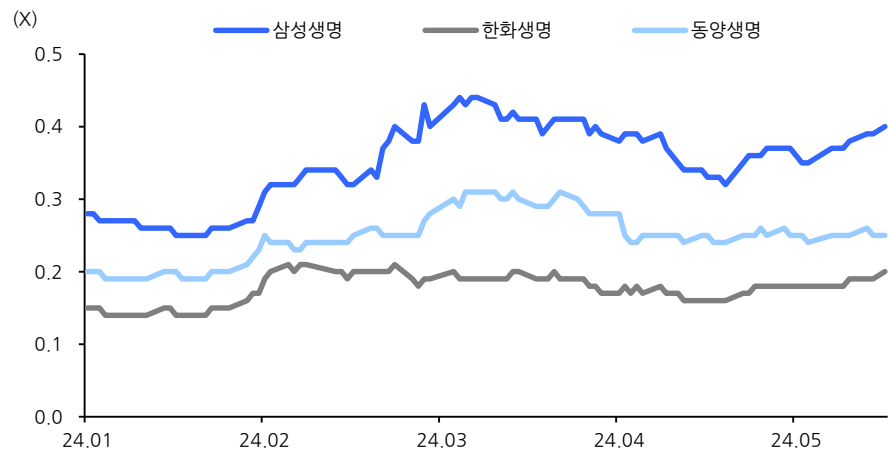
자료: 삼성생명, 현대차증권

<그림8> 유니버스 생보 YTD 추가 추이



주: 2024.01.02=100
자료: Quantwise, 현대차증권

<그림9> 유니버스 생보 P/B



자료: Quantwise, 현대차증권

COMPANY NOTE

(단위: 십억 원)

손익계산서(별도)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
BBA/VFA 적용	N/A	1,504	1,446	1,664	1,789
보험계약마진상각	N/A	1,368	1,441	1,518	1,640
위험조정변동	N/A	468	329	350	369
예실차및기타	N/A	-331	-324	-204	-220
PAA 적용손익	N/A	-	-	-	-
기타사업비용	N/A	56	56	59	60
보험영업이익	-409	1,449	1,390	1,605	1,729
투자영업이익	2,081	222	847	843	893
영업이익	1,672	1,671	2,236	2,447	2,622
영업외손익	-135	11	20	17	17
세전이익	1,537	1,681	2,256	2,464	2,639
법인세비용	395	298	499	641	686
당기순이익(별도)	1,141	1,383	1,757	1,823	1,953

(단위: 십억 원)

주요 지표(1)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
연결 재무제표 요약					
자산총계	316,166	314,696	319,230	334,514	346,857
부채총계	291,997	270,378	275,117	288,948	299,801
자본총계	24,168	44,319	44,113	45,567	47,056
지배주주지분	22,282	42,419	42,235	43,692	45,181
연결순이익	1,721	2,034	2,283	2,504	2,602
비지배 순이익	137	138	160	160	160
지배주주순이익	1,583	1,895	2,123	2,344	2,442
전년 대비 성장성(%)					
BBA/VFA 적용손익	N/A	N/A	-3.9	15.1	7.6
보험계약마진상각	N/A	N/A	5.3	5.3	8.1
보험영업이익	적지	흑전	-4.1	15.5	7.8
투자영업이익	-0.7	-89.3	281.3	-0.5	6.0
영업이익	7.9	-0.1	33.9	9.4	7.2
별도순이익	4.5	21.2	27.1	3.8	7.1
지배주주순이익	7.8	19.7	12.0	10.5	4.1
자산총계	-9.3	-0.7	1.3	4.7	3.6
운용자산	-10.7	10.7	1.4	5.2	4.0
부채총계	-4.5	-8.3	1.7	5.0	3.8
책임준비금	0.8	-1.9	4.3	6.0	4.4
자본총계	-48.2	112.2	-1.8	2.5	2.6
연결자본총계	-39.0	83.4	-0.5	3.3	3.3
지배주주지분	-41.1	90.4	-0.4	3.4	3.4
생명/손보장기 신계약	-1.4	16.1	-0.0	0.8	1.6
신계약 CSM	N/A	N/A	-24.4	9.3	-2.5

* IFRS1117호 연결 기준

(단위: 십억 원)

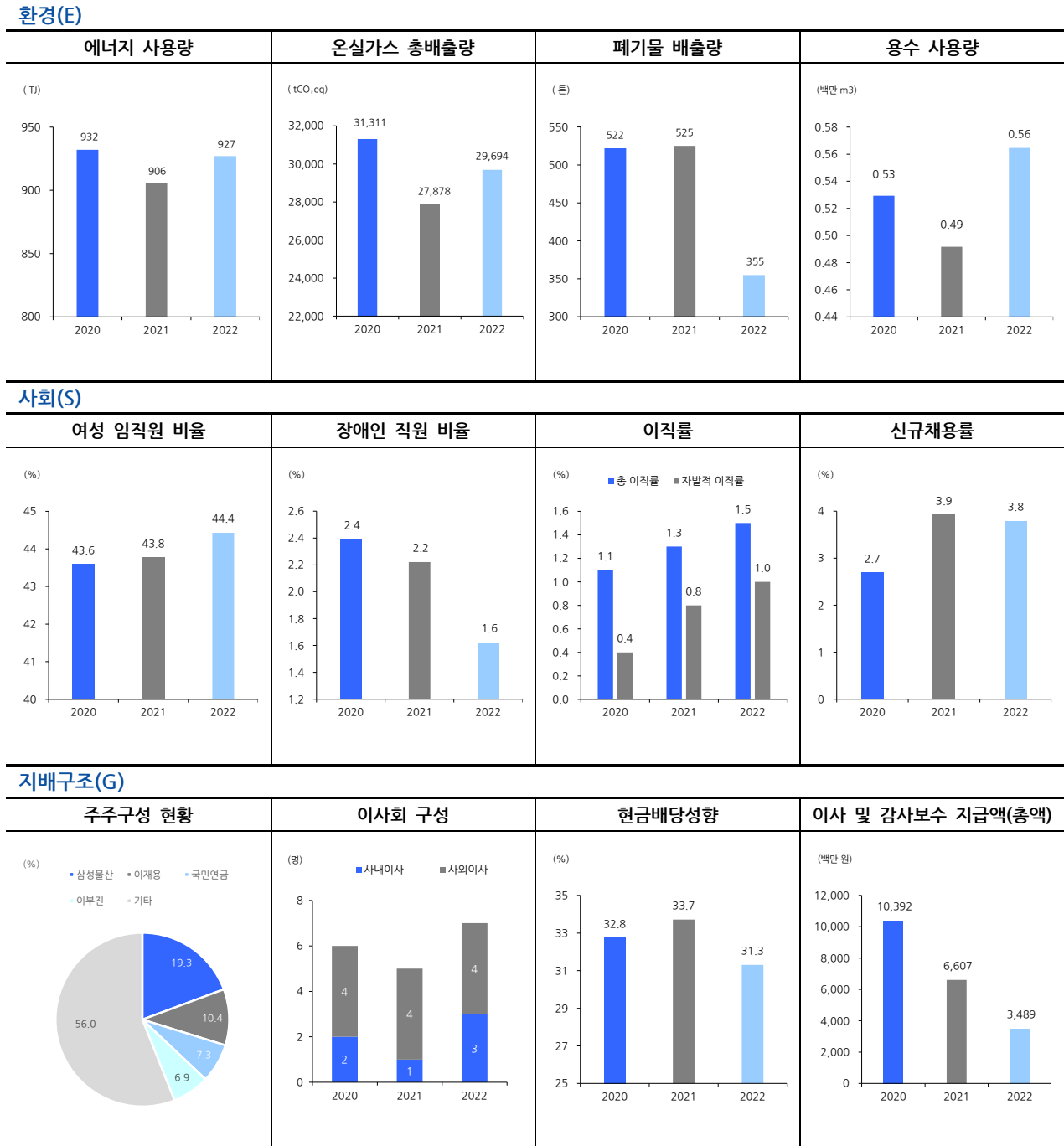
재무상태표(별도)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	281,498	279,474	283,010	296,312	307,023
운용자산	223,128	247,053	250,485	263,557	273,972
현금및예치금	5,528	3,272	2,326	2,700	2,956
유가증권	159,008	193,589	197,713	207,939	216,161
대출채권	54,847	46,358	46,604	49,078	51,014
부동산	3,745	3,834	3,842	3,840	3,840
비운용자산	6,114	4,877	5,219	5,476	5,764
특별계정자산	52,256	27,544	27,306	27,279	27,286
부채총계	263,812	241,946	246,141	258,511	268,221
책임준비금	196,165	192,391	200,745	212,859	222,215
보험계약부채	-	162,477	170,870	182,693	191,747
재보험계약부채	-	521	558	558	558
투자계약부채	-	29,394	29,317	29,608	29,910
기타부채	6,434	11,475	12,212	12,503	12,851
특별계정부채	55,778	27,553	27,306	27,279	27,286
자본총계	17,687	37,528	36,869	37,801	38,802
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	6	6	6	6	6
이익잉여금	14,453	13,178	13,486	14,418	15,419
자본조정	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110
기타포괄손익누계액	5,238	26,354	25,387	25,387	25,387
신종자본증권	-	-	-	-	-

(단위: 십억 원)

주요 지표 (2)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
수익성 지표					
생명/손보장기 신계약	2,674	3,104	3,102	3,128	3,178
보장성	1,710	2,410	2,472	2,505	2,552
저축성	964	694	630	623	626
신계약 CSM	N/A	3,628	2,743	2,998	2,924
ROA(별도, %)	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
ROE(별도, %)	4.4	3.7	4.7	4.9	5.1
ROA(연결, %)	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
ROE(연결, %)	5.3	5.9	5.0	5.5	5.5
투자 지표					
EPS(연결, 원)	8,817	10,554	11,820	13,055	13,597
BPS(연결, 원)	124,081	236,219	235,196	243,306	251,601
P/E(X)	8.1	6.5	8.0	7.3	7.0
P/B(X)	0.6	0.3	0.4	0.4	0.4
DPS(원)	3,000	3,700	4,400	5,000	5,300
배당수익률(%)	4.2	5.4	4.6	5.3	5.6

ESG Index & Summary Report

<그림1> 삼성생명 주요 ESG INDEX



자료: 삼성생명 지속가능경영보고서, Bloomberg, 현대차증권

<그림2> 삼성생명 ESG Summary Report

삼성생명

ESG Rating Profile - 2023 상반기
Sector: 보험



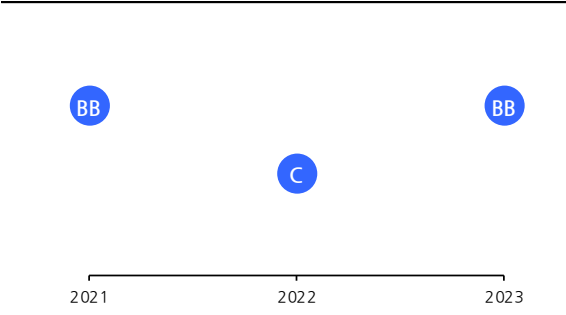
Company & Sector Performance

ESG 종합평가

	ESG 총점	78.0
	전체 순위	476/1253
	섹터 순위	14/22

* 등급은 총 7등급(AA/A/BB/B/C/D/E)으로 구분됩니다.

연도별 성과



섹터 내 기업비교

	최상위 기업	최하위 기업
2조원이상	교보생명보험	흥국화재
5천억원이상	-	-
5천억원미만	-	-

컨트롤러시 이슈

내용
해당사항 없음

ESG 성과

	점수	섹터평균	가중치
환경 (E)	60.1	39.0	10%
사회 (S)	51.5	41.1	40%
지배구조 (G)	61.6	71.2	50%

ESG 브리프

2023 상반기 삼성생명의 ESG 등급은 BB 등급으로 투자적격 등급에 해당됩니다.
전년 동기 대비 등급 향상이 있었습니다. 지속적인 ESG 성과향상을 위한 관리가 필요합니다.

부문별 성과

	점수	섹터평균	가중치
환경(E)			
혁신 활동	38.0	38.3	중
생산 공정	89.8	42.3	중
공급망 관리	평가제외	평가제외	평가제외
고객관리	0.0	25.5	하

	점수	섹터평균	가중치
사회(S)			
인적자원관리	56.4	41.5	중
공급망 관리	55.6	38.5	하
고객관리	48.0	44.6	중
사회공헌 및 지역사회	33.5	41.1	하

* 일반지주의 환경/사회는 핵심계열사의 가중치가 반영됨

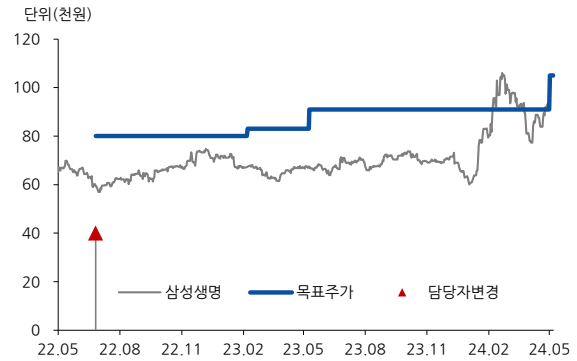
	점수	섹터평균	가중치
지배구조(G)			
주주의 권리	59.2	70.9	중
경보의 투명성	61.9	68.8	하
이사회의 구성과 활동	62.1	74.0	중
이사의 보수	82.4	80.3	하
관계사 위험	100.0	92.0	하
지속가능경영 인프라	76.8	54.2	하

본 보고서는 (주)서스틴베스트가 실시한 기업의 ESG 평가결과를 요약한 보고서입니다.
평가대상종목은 총 1,055개, 비상장기업 198개로 섹터별 특성이 고려된 평가지표와 가중치를 적용하였으며
섹터 특성 상 평가 대상에서 제외되는 항목의 가중치는 '평가제외'로 표시하였습니다.
본 자료의 내용은 현대차증권이 제시한 투자 의견과 일치하지 않을 수 있습니다.

▶ 투자이건 및 목표주가 추이

일자	투자이건	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.07.11	BUY	80,000	-17.85	-6.63
2023.01.11	AFTER 6M	80,000	-13.48	-9.25
2023.02.22	BUY	83,000	-21.20	-17.95
2023.05.25	BUY	91,000	-23.98	-18.90
2023.11.25	AFTER 6M	91,000	-10.84	16.48
2024.05.17	M.PERFORM	105,000		

▶ 최근 2년간 삼성생명 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 중간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 이홍재의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자이건 분류

- ▶ 업종 투자이건 분류 현대차증권의 업종투자이건은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘탈과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자이건은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2023.04.01~2024.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	91.3%
보유	14건	8.7%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.