

# 삼성생명 (032830)

## 이제는 딱히 두려울 것 없는 주가

### 아쉬운 점들은 충분히 주가에 반영

매수 의견 유지하나 목표 주가는 Target P/B 0.4x를 적용한 96,000원으로 하향. 목표가 조정은 추정 손익 하향과 배당 성향 추정치 변경에 따른 Valuation Premium 축소에 기인. 21년 1분기 이후 부진한 분기 실적과 배당성향이 기대를 하회하며 상대적으로 부진한 주가 흐름 약 1년 가량 지속. 하지만 이러한 아쉬운 점들은 이미 충분히 주가에 반영되었고, IFRS17 이후 손익 증가와 안정적인 배당 가능하다는 점 감안했을 때 現 주가에서는 Valuation Call 가능하다고 판단

### 22년 경상이익 둔화 폭 제한적일 듯

21년 지배주주순이익의 전년 비 16.1% 개선된 1.47조원(ROE 3.7%) 기록. 1분기 대규모 특별배당 수익에도 이후 각종 일회성 비용 확대되며 손익 상승 폭 제한. 4분기에도 그룹 특별 상여금 300억원, 즉시연금 총당금 100억원 등 일회성 비용 반영. 한편, 이에 따라 이익 기저 부담은 높지 않은데, 22년 연결 기준으로는 연결 대상 계열사/수익증권 손익 둔화로 -9.9% 감소할 전망이다. 보험이익 5.5% 증가, 처분 예정 자산 이연으로 운용자산이익률 23bp 상승하며 별도 순이익은 전년 비 17.1% 개선될 것으로 추정

### 보수적이지만 타당한 新 제도 대응 방향성

삼성생명의 경영진에 따르면 23년 IFRS17 전환 시 소급 기간은 1년 혹은 공정가치법 적용 계획 중. 그리고 공정가치법 적용 시 전환 시점의 계약서비스마진 잔액은 약 6조원으로 추정. 과거 동사의 年 CSM 상각률은 10% 수준으로 밝힌 바 있어 이에 따른 年 CSM 상각액은 최소 약 6,000억원으로 예상. 여기에 3%대 부리율 적용하면 이차손익 개선에 따라 경상이익은 現 수준 상회할 전망. 이후에는 신계약 CSM 유입되며 年 CSM 상각액 점진적으로 증가할 것. 또한, 시가평가가 보험부채에 따른 자본 감소 영향은 계약자지분조정으로 상쇄할 수 있고, 다소 짧은 소급 기간에 따라 IFRS17 전환 초기 계약서비스마진 규모는 보유계약 규모 대비 크지 않지만 新 지급여력비율 변동성은 최소화할 수 있기 때문에 중장기적으로 안정적인 DPS 상승 기초 예상

### 기업분석(Report)

**BUY**

TP(12M): 96,000원(하향) | CP(3월7일): 59,000원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,651.31
52주 최고/최저(원)	86,400/59,000
시가총액(십억원)	11,800.0
시가총액비중(%)	0.57
발행주식수(천주)	200,000.0
60일 평균 거래량(천주)	277.2
60일 평균 거래대금(십억원)	17.9
21년 배당금(예상, 원)	3,000
21년 배당수익률(예상, %)	4.68
외국인지분율(%)	12.67
주요주주 지분율(%)	
삼성물산 외 6인	45.30
신세계 외 1인	8.07
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(7.7) (20.7) (26.6)
상대	(4.4) (4.7) (16.2)

#### Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	19,819	17,798
영업이익(십억원)	1,151	851
순이익(십억원)	1,557	1,458
EPS(원)	7,491	6,666
BPS(원)	211,134	214,407

#### Stock Price



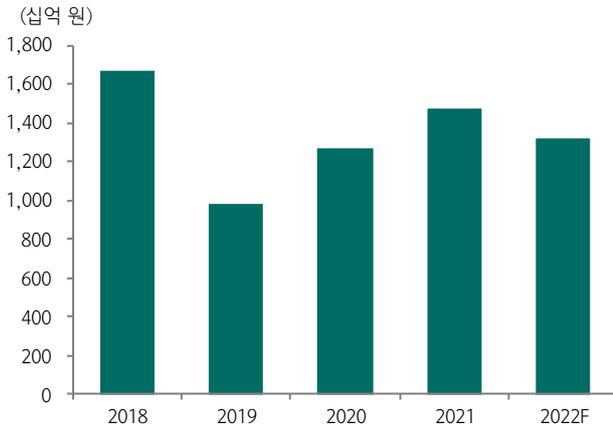
#### Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
수입보험료	십억원	28,248	26,540	26,604	26,273	26,537
영업이익	십억원	-513	-197	-9	399	662
세전이익	십억원	1,014	1,147	935	1,348	1,617
순이익(별도)	십억원	834	929	852	997	1,197
지배순이익	십억원	977	1,266	1,469	1,323	1,481
EPS	원	5,443	7,049	8,183	7,370	8,245
(증감률)	%	-41.3	29.5	16.1	-9.9	11.9
P/E	배	13.7	11.2	7.8	8.0	7.2
P/B	배	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
ROA	%	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE	%	3.0	3.3	3.7	3.5	3.9
BPS	원	207,804	242,866	220,662	222,123	226,144
DPS	원	2,700	2,500	3,000	2,800	3,300
배당수익률	%	3.6	3.2	4.7	4.7	5.6



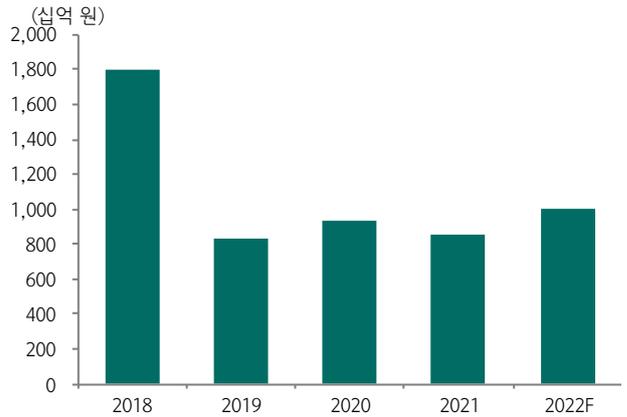
Analyst 이종은  
02-3771-7515  
leehj612@hanafn.com

그림 1. 연간 지배주주순이익 추정



자료: 삼성생명, 하나금융투자

그림 2. 연간 별도 손이익 추정

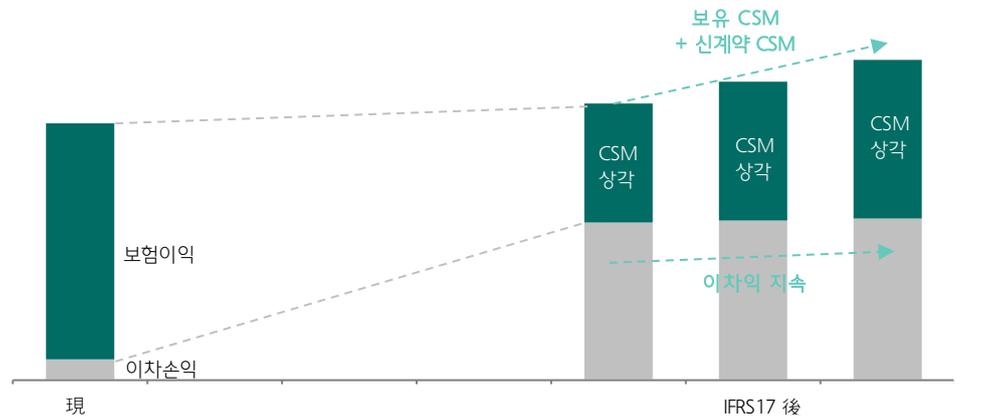


자료: 삼성생명, 하나금융투자

그림 3. 삼성생명의 IFRS17 도입 관련 주요 방향성

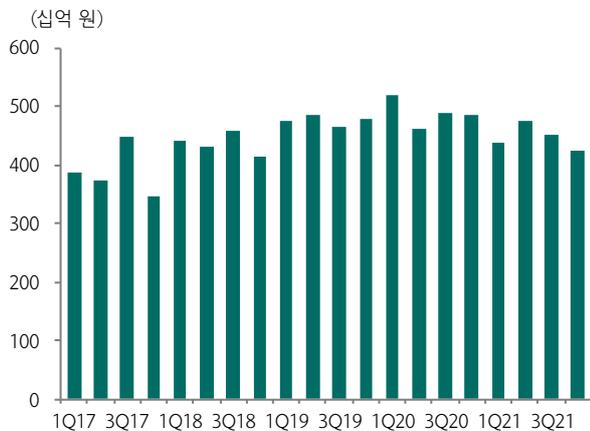
이차 역마진은 해소 되고, 전환 초기 CSM 규모는 보유계약 규모 대비 크지 않지만 향후 신계약 유입 효과로 CSM 증대

향후 보장성 신계약의 규모와 안정적인 CSM 유지를 위한 계약 유지율 지속 모니터링 필요



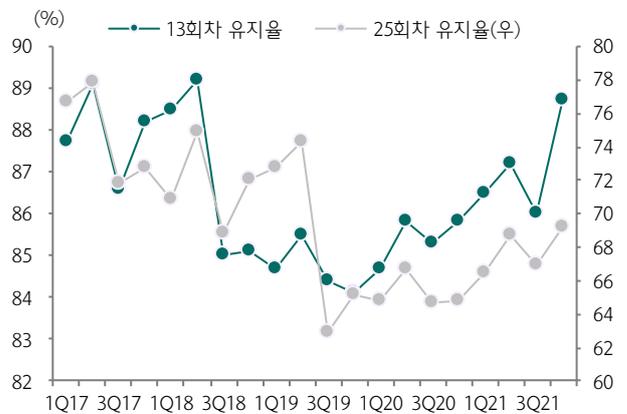
자료: 삼성생명, 하나금융투자

그림 4. 보장성 신계약 APE



자료: 삼성생명, 하나금융투자

그림 5. 13/25회차 계약 유지율



자료: 삼성생명, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억 원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
수입보험료	28,248	26,540	26,604	26,273	26,537
일반계정	16,047	17,574	17,457	16,604	16,775
특별계정	12,202	8,966	9,147	9,669	9,762
보험이익	1,394	1,544	1,238	1,306	1,296
사업비차손익	808	755	609	665	650
위험률차손익	586	789	629	641	646
보험영업손익	-1,996	141	-702	-1,090	-1,048
보험영업수익	16,436	18,027	17,970	17,122	17,298
보험료수익	16,047	17,574	17,457	16,604	16,775
재보험수익	389	453	513	518	523
보험영업비용	18,432	17,886	18,672	18,211	18,346
지급보험금	14,427	13,990	14,748	14,432	14,485
재보험비용	443	529	587	598	610
사업비	2,119	2,061	2,137	2,026	2,072
신계약상각비	1,441	1,303	1,197	1,153	1,176
할인료	1	2	3	3	3
투자영업손익	7,408	6,514	7,093	7,768	8,115
책임준비금전입액	5,925	6,853	6,399	6,280	6,405
영업이익	-513	-197	-9	399	662
영업외손익	1,527	1,343	944	949	955
세전이익	1,014	1,147	935	1,348	1,617
법인세비용	180	218	84	350	420
당기순이익(별도)	834	929	852	997	1,197
당기순이익(연결)	1,052	1,371	1,598	1,443	1,604
비지배순이익	74	105	128	120	123
지배주주순이익	977	1,266	1,469	1,323	1,481

주요 지표 (1)

(단위: %)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>전년 대비 성장성</b>					
수입보험료	12.3	-6.0	0.2	-1.2	1.0
일반계정	0.3	9.5	-0.7	-4.9	1.0
보장	3.4	3.8	2.0	1.9	1.8
저축	-4.4	18.9	-4.4	-15.2	-0.4
특별계정	33.2	-26.5	2.0	5.7	1.0
변액	89.1	-31.7	13.8	11.0	1.2
퇴직	-12.4	-17.4	-15.3	-4.7	0.4
사업비차손익	25.9	-6.5	-19.4	9.2	-2.3
위험률차손익	-19.0	34.6	-20.2	1.9	0.8
보험영업손익	56.8	흑자전환	적자전환	적자지속	적자지속
투자영업손익	-12.6	-12.1	8.9	9.5	4.5
세전이익	-56.6	13.1	-18.4	44.1	20.0
별도 순이익	-53.6	11.4	-8.3	17.1	20.0
연결 순이익	-39.3	30.3	16.6	-9.7	11.1
지배 순이익	-41.3	29.5	16.1	-9.9	11.9
자산총계	9.6	7.8	0.2	2.8	3.1
부채총계	7.9	6.5	2.0	2.9	3.2
자본총계	24.9	18.0	-12.4	1.6	2.1
<b>수익성 지표</b>					
위험손해율	85.9	81.5	85.8	86.0	86.2
사업비율	11.8	12.6	12.8	12.6	12.6
투자수익률	3.4	2.7	2.9	3.1	3.2
부채 평균 부담이율	4.5	4.2	4.1	4.0	3.9
ROA (지배)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE (지배)	3.0	3.3	3.7	3.5	3.9

자료: 하나금융투자

재무상태표

(단위: 십억 원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
자산총계	287,358	309,803	310,367	319,044	329,004
운용자산	231,497	248,974	249,968	256,825	264,141
현금및예치금	4,858	2,884	3,591	3,058	3,151
유가증권	175,006	191,726	188,936	194,438	199,973
주식	35,504	47,827	46,702	47,791	49,153
채권	114,109	114,874	108,417	112,296	115,486
외화유가증권	16,456	18,163	21,163	21,657	22,276
기타	8,936	10,862	12,655	12,694	13,058
대출채권	47,496	50,467	53,550	55,314	56,887
부동산	4,137	3,897	3,891	4,016	4,130
비운용자산	6,066	6,160	5,151	5,255	5,361
미상각신계약비	2,538	2,513	2,558	2,610	2,662
특별계정자산	49,795	54,669	55,248	56,964	59,502
부채총계	254,272	270,777	276,198	284,345	293,575
책임준비금	180,046	187,483	194,512	200,792	207,198
보험료적립금	171,446	178,807	185,602	191,595	197,707
계약자지분조정	11,504	15,148	13,014	13,029	13,045
기타부채	9,362	11,726	10,748	10,816	10,966
특별계정부채	53,360	56,421	57,924	59,707	62,367
자본총계	33,086	39,025	34,169	34,700	35,429
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	6	6	6	6	6
이익잉여금	13,519	13,972	14,375	14,905	15,635
자본조정	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110
가타포괄손익누계액	21,571	27,058	21,799	21,799	21,799
신종자본증권	-	-	-	-	-

주요 지표 (2)

(단위: 십억 원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>보험료 구성</b>					
일반계정	16,047	17,574	17,457	16,604	16,775
보장	9,963	10,342	10,544	10,745	10,937
저축	6,084	7,232	6,913	5,859	5,838
특별계정	12,202	8,966	9,147	9,669	9,762
퇴직	7,786	5,321	6,057	6,726	6,806
변액	4,415	3,645	3,089	2,944	2,956
위험보험료	4,154	4,252	4,421	4,567	4,669
부가보험료	4,152	4,094	2,097	3,976	3,983
특별계정수입수수료	1,626	1,511	1,473	1,461	1,467
<b>신계약 APE</b>					
보장성	1,904	1,953	1,788	1,875	1,888
저축성	671	773	923	796	730
<b>운용자산 구성 (%)</b>					
현금및예치금	2.1	1.2	1.4	1.2	1.2
유가증권	75.6	77.0	75.6	75.7	75.7
대출채권	20.5	20.3	21.4	21.5	21.5
부동산	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6
<b>투자 지표 (연결)</b>					
EPS (KRW)	5,443	7,049	8,183	7,370	8,245
BPS (KRW)	207,804	242,866	220,662	222,123	226,144
P/E (X)	13.7	11.2	7.8	8.0	7.2
P/B (X)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
DPS (KRW)	2,700	2,500	3,000	2,800	3,300
배당성향 (%)	48.7	35.5	36.7	38.5	40.0
배당수익률 (%)	3.6	3.2	4.7	4.7	5.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성생명



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.3.7	BUY	96,000		
21.4.21	BUY	102,000	-28.85%	-15.29%
19.3.17	BUY	105,000	-35.32%	-16.19%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
 BUY(매수)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
 Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.45%	4.55%	0.00%	100%

\* 기준일: 2022년 03월 04일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이홍재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2022년 3월 8일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이홍재)는 2022년 3월 8일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.