삼성생명

Bloomberg Code (032830 KS) | Reuters Code (032830.KS)

2021 년 12 월 3 일

자, 이제 시작이야

[보험]

임희연 책임연구원
☎ 02-3772-3498
✉ heeyeon.lim@shinhan.com

최태용 연구원
☎ 02-3772-1566
✉ tyc@shinhan.com

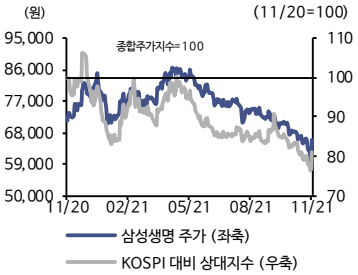
매수	현재주가 (12 월 3 일)	목표주가	상승여력
(유지)	65,800 원	110,000 원 (유지)	67.2%

- 12월 1일, 이서현 이사장 지분 1.73% 블록딜 완료
- 1) 오버행 종료, 2) 연말 배당, 3) 실적 정상화, 4) 금리 상승
- 목표주가 11만원, 투자의견 '매수', 업종 Top Pick 유지

투자판단	매수 (유지)
목표주가	110,000 원 (유지)
상승여력	67.2%

KOSPI	2,945.27p
KOSDAQ	977.43p
시가총액	13,160.0 십억원
액면가	500 원
발행주식수	200.0 백만주
유동주식수	83.8 백만주(41.9%)
52 주 최고가/최저가	86,400 원/59,800 원
일평균 거래량 (60 일)	349,306 주
일평균 거래액 (60 일)	23,638 백만원
외국인 지분율	12.49%
주요주주	
삼성물산 외 8 인	47.03%
신세계 외 1 인	8.07%
절대수익률	
3 개월	-11.4%
6 개월	-23.4%
12 개월	-10.5%
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	-4.5%
6 개월	-16.1%
12 개월	-18.7%

주가차트



12월 1일, 이서현 이사장 지분 1.73% 블록딜 완료

전일 언론에 따르면 12월 1일 이서현 삼성복지재단 이사장의 보유 지분 1.73%가 블록딜 방식으로 처분됐다. 매각 금액은 주당 62,500원으로 11월 30일 종가 대비 약 4.5%의 프리미엄이 가산된 것으로 보도됐다. 해당 내용은 아직 공시되지 않았으며, 매수 주체에 대해 아직 알려진 바 없다.

12월 1일자 수급을 살펴보면 은행 창구에서 347.6만주(발행주식수 2억주)가 순매도 되었으며, 기타법인과 외국인이 각각 288.8만주, 68.0만주를 순매수했다. 지난 10월 이서현 이사장이 보유 지분 1.73%에 대해 KB국민은행을 통해 유가증권 처분신탁(12/24까지 처분)을 체결했던 점을 감안하면 이번 거래는 오버행 종료로 추론된다.

1) 오버행 종료, 2) 연말 배당, 3) 실적 정상화, 4) 금리 상승

오버행 종료에 따른 수급 및 투자심리 개선이 기대된다. 특히 프리미엄이 부여된 점에 대해 긍정적으로 접근할 필요가 있다. 프리미엄 산정 근거는 알 수 없으나, 본질적인 기업가치 대비 최근 주가가 과도하게 하락했다는 점을 시사한다.

올 연말 DPS 3,900원, 배당수익률 5.9%까지 감안하면 주가는 하방 경직성을 확보한 것으로 판단된다. 내년부터 적극적인 보유자산 교체매매가 재개될 것으로 예상됨에 따라 실적 정상화도 전망된다. 내년 상반기 장기금리 상승에 대한 기대감이 유효한 가운데 높은 배당수익률과 더불어 안정적인 이익 창출력을 보유한 점은 명백한 투자포인트다.

목표주가 11만원, 투자의견 '매수', 업종 Top Pick 유지

상장 이후 처음으로 접어든 구조적인 금리 상승 구간이다. IFRS17 관련 불확실성도 상당 부분 해소되었으며 오히려 2023년부터 이차역마진이 소멸됨에 따른 점진적인 실적 개선이 예상된다. 동사의 압도적인 자본여력 감안 시 중장기 전망도 긍정적이다. IFRS17 도입 이후 이익의 예측 가능성 제고 및 주주친화적인 배당 정책(배당성향 50% 이상 목표)이 점진적인 주가 상승을 이끌 것으로 기대된다. 업종 Top Pick을 유지한다.

12월 결산	보험료수익 (십억원)	보험영업이익 (십억원)	투자영업이익 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (원)	EPS (원)	BPS (원)	DPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)
2019	16,201.1	(1,939.3)	7,895.2	(47.9)	977.4	5,443	198,619	2,650	13.7	0.38	2.7	0.3
2020	17,740.1	159.2	7,300.5	542.5	1,265.8	7,049	233,311	2,500	11.2	0.34	3.0	0.4
2021F	13,396.4	(421.1)	6,112.5	1,219.6	1,394.9	7,768	206,282	3,900	8.5	0.32	3.8	0.4
2022F	17,073.4	(1,459.7)	8,397.7	1,021.6	1,443.2	8,037	211,469	4,100	8.2	0.31	3.8	0.4
2023F	16,762.6	(592.4)	8,432.8	1,246.0	1,542.5	8,590	217,012	4,400	7.7	0.30	4.0	0.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자

4Q21 실적 전망

(십억원,%)	4Q21F	3Q21	4Q20	% QoQ	% YoY	컨센서스	% Gap
보험영업수익	4,440.3	4,453.4	4,790.4	(0.3)	(7.3)		
보험영업이익	(327.6)	(50.3)	180.1	적지	적전		
투자영업이익	1,851.0	1,882.5	1,156.0	(1.7)	60.1		
영업이익	31.1	(92.4)	169.1	흑전	(81.6)	31.9	(2.5)
지배 순이익	230.3	129.2	270.7	78.2	(14.9)	226.2	1.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자

실적 전망 변경

	변경전		변경후		% Change	
(십억원, %)	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
보험영업수익	13,767.6	17,554.8	13,767.6	17,554.8	0.0	0.0
보험영업이익	(421.1)	(1,459.7)	(421.1)	(1,459.7)	0.0	0.0
투자영업이익	6,112.5	8,397.7	6,112.5	8,397.7	0.0	0.0
영업이익	1,219.6	1,021.6	1,219.6	1,021.6	0.0	0.0
당기순이익	1,394.9	1,443.2	1,394.9	1,443.2	0.0	0.0

자료: 신한금융투자 추정,

분기별 실적 추이 및 전망

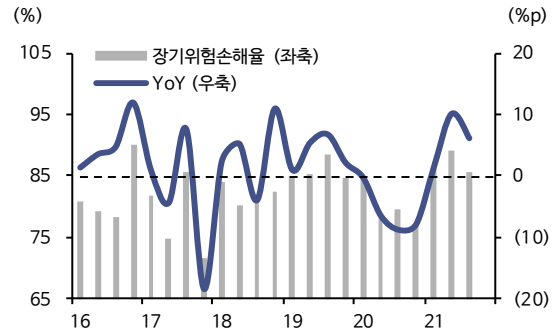
(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021F	2022F	증감률
보험영업수익	4,509.8	4,817.5	4,453.4	4,440.3	4,414.2	4,387.8	4,360.7	4,392.1	13,767.6	17,554.8	27.5
보장성	2,617.0	2,626.2	2,634.7	2,662.2	2,611.4	2,606.2	2,612.6	2,708.5	7,905.5	10,538.6	33.3
연금	555.4	730.7	453.4	552.0	494.8	547.5	502.7	530.5	1,838.1	2,075.5	12.9
저축성	1,231.9	1,349.1	1,254.0	1,071.9	1,197.1	1,130.0	1,140.4	991.7	3,652.9	4,459.2	22.1
보험영업비용	4,834.3	4,586.5	4,503.7	4,767.9	4,777.7	4,797.3	4,684.7	4,754.7	14,188.8	19,014.5	34.0
보험영업이익	(324.5)	231.0	(50.3)	(327.6)	(363.6)	(409.5)	(324.1)	(362.6)	(421.1)	(1,459.7)	적지
투자영업이익	2,318.4	1,943.2	1,882.5	1,851.0	2,449.2	2,004.0	2,013.7	1,930.8	6,112.5	8,397.7	37.4
책임준비금전입	920.0	2,059.5	1,924.6	1,492.3	1,669.2	1,265.0	1,503.6	1,478.6	4,471.8	5,916.4	32.3
영업이익	1,073.9	114.6	(92.4)	31.1	416.4	329.5	186.1	89.6	1,219.6	1,021.6	(16.2)
영업외손익	327.9	39.5	296.0	328.2	331.8	330.0	311.0	327.0	695.5	1,299.8	86.9
세전이익	1,401.7	154.2	203.6	359.3	748.2	659.6	497.1	416.6	1,915.2	2,321.4	21.2
당기순이익	1,088.1	76.6	129.2	230.3	480.0	414.7	293.1	255.5	1,394.9	1,443.2	3.5
사업비율	11.0	11.5	12.2	12.3	12.6	12.3	12.1	12.3	11.6	12.3	0.7
위험손해율	86.1	89.0	85.8	86.1	86.2	89.7	89.3	90.1	87.0	88.9	1.8
투자영업이익률	3.4	2.9	2.8	2.7	3.5	2.9	2.9	2.7	2.2	3.0	0.8
ROE	11.0	0.8	1.4	2.5	5.1	4.4	3.1	2.7	3.8	3.8	0.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

목표주가 산출 테이블		
(%, 배, 원)		
Forward ROE	(a)	3.5
Cost of capital	(b)	8.6
Risk free rate	국고 3년 금리	1.6
Beta	종목베타	1.0
Market return	시장프리미엄	7.0
Long-term growth	(c)	-
Fair P/B (x)	(d=[a-c]/[b-c])	0.4
Discount/Premium		0.0
Adj. Fair P/B	(g)	0.4
Forward BPS	(h)	206,282
Target Price	(i=g*h)	110,000
상승 여력		67.2

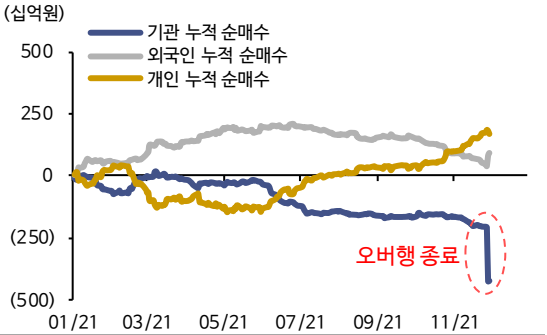
자료: 신한금융투자 추정

삼성생명 위험손해율 추이



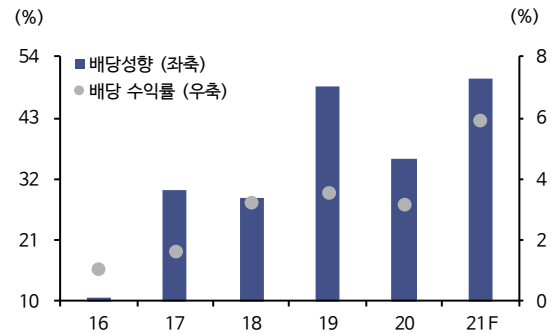
자료: 회사 자료, 신한금융투자

삼성생명 수급 추이



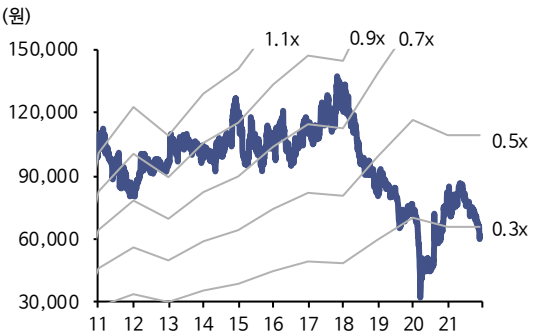
자료: QuantiWise, 신한금융투자

삼성생명 배당성향, 배당수익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

삼성생명 1yr fwd PBR 밴드 차트



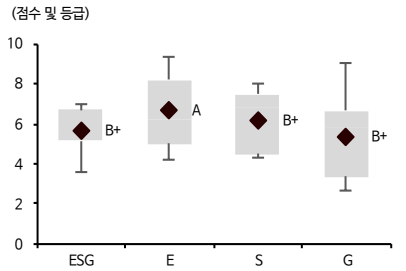
자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

ESG Insight

Analyst Comment

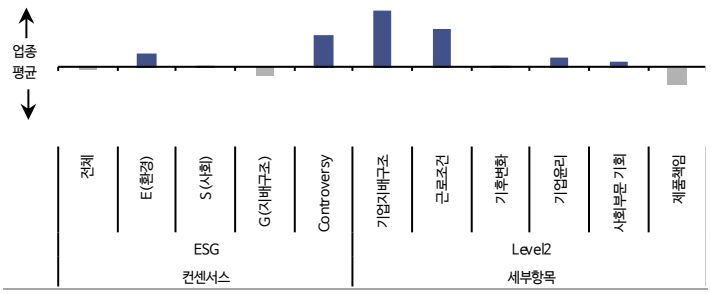
- 금융업종 특성 상 E와 S에서 타 업종 대비 낮은 점수를 받을 요인 제한적
- E: 사회적 금융 활성화 및 사회책임투자 강화를 위한 친환경, 신재생 사업, 공공 인프라 등 대체투자 비중 확대 중
- S: 강력한 소비자보호 체계를 기반으로 보유계약관리 밸류체인 전반에서 소비자 보호 노력 지속
- G: 주주가치 제고 목표에 부합하는 주주환원 정책 – IFRS17 도입 이후에도 50% 수준의 배당성향 검토 계획 중

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한금융투자 / 주: 8개사 평균과 분포

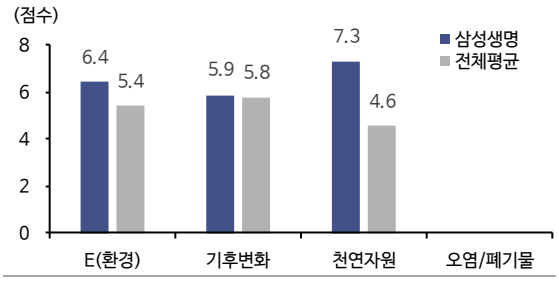
ESG 컨센서스 및 세부 항목별 업종 대비 점수차



자료: MSCI, 신한금융투자 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

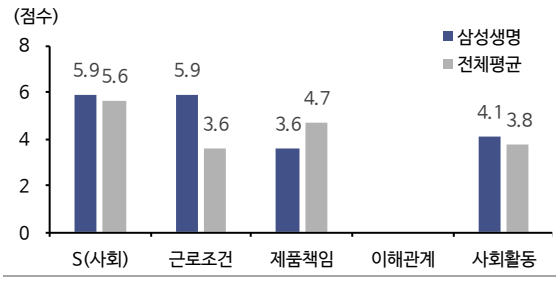
Key Chart

환경 세부 점수 및 전체평균



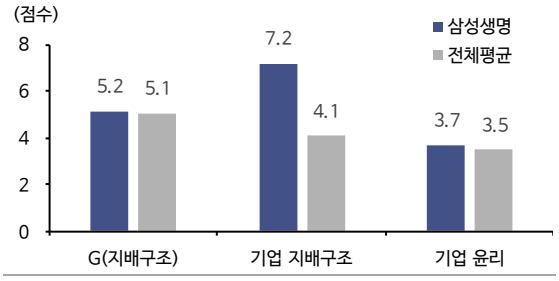
자료: MSCI, 신한금융투자 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

사회 세부 점수 및 전체평균



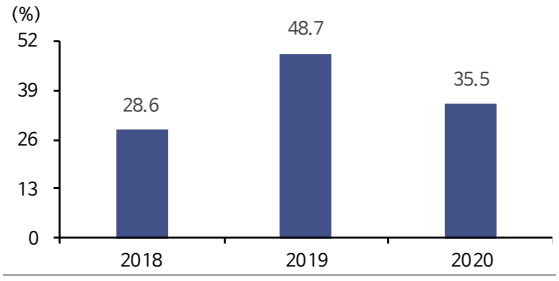
자료: MSCI, 신한금융투자 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

지배구조 세부 점수 및 전체평균



자료: MSCI, 신한금융투자 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

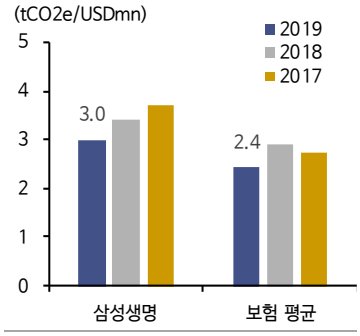
주주환원: 배당성향



자료: 회사 자료, 신한금융투자

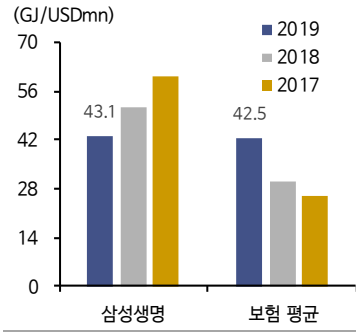
Environment (환경)

온실가스 배출량



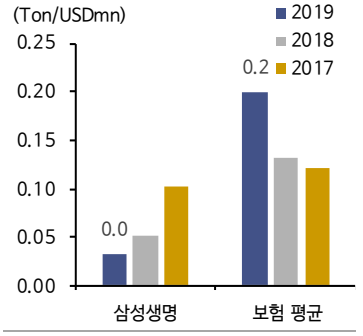
자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

에너지 사용량



자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

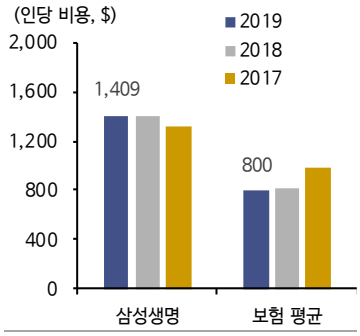
폐기물량



자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

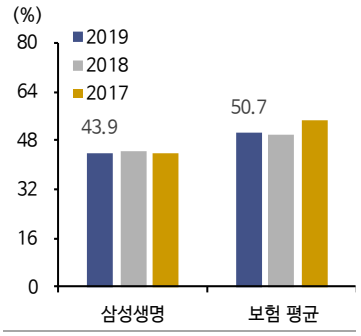
Social (사회)

직원당 트레이닝 비용



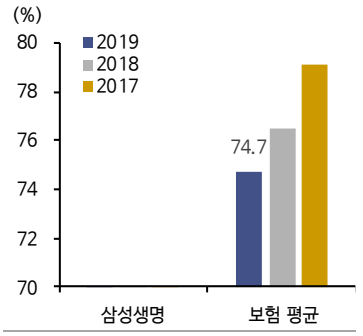
자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

여성직원 비율



자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

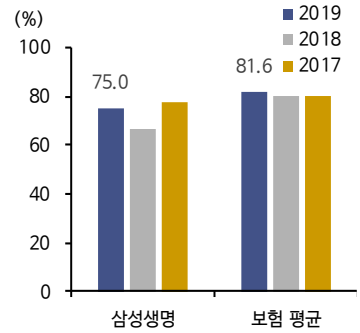
고객 만족도



자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

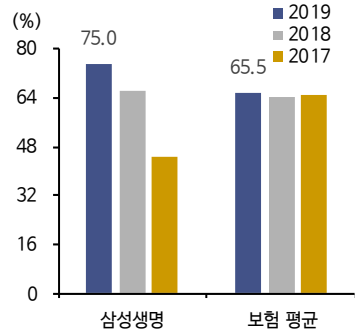
Governance (지배구조)

사외이사 비율



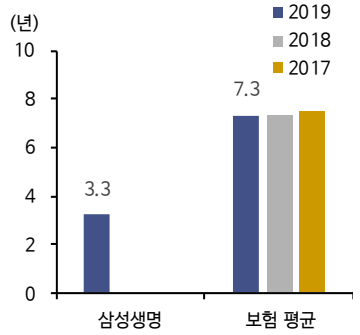
자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

독립이사 비율



자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

이사회 평균 임기



자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

연결재무상태보고서

12월 결산 (십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
자산총계	**312,762.3**	**336,569.3**	**342,693.2**	**350,031.4**	**365,218.4**
운용자산	255,459.4	274,506.7	278,847.4	285,078.6	297,358.3
현금 및 예치금	6,536.9	4,972.4	5,083.1	5,255.4	5,476.0
유가증권	172,379.2	188,267.7	187,079.1	191,037.1	200,490.3
주식	33,235.5	45,446.9	40,459.5	40,294.5	42,363.9
채권	114,625.3	115,325.2	118,987.2	122,019.9	128,074.2
수익증권	4,946.8	6,194.7	5,986.2	6,150.2	6,567.4
해외유가증권	19,240.1	20,832.2	21,187.5	22,111.5	23,019.3
기타	331.5	468.7	458.7	461.0	465.5
대출채권	68,891.4	73,741.3	78,414.1	80,281.7	82,602.8
부동산	7,651.9	7,525.4	8,271.0	8,504.4	8,789.2
비운용자산	7,507.6	7,393.9	4,718.1	1,803.0	226.0
미상각신계약비	2,538.4	2,512.6	3,396.5	4,624.5	6,293.3
특별계정자산	53,143.5	56,226.1	59,127.8	63,149.8	67,634.0
부채총계	**275,445.9**	**292,956.7**	**303,864.9**	**310,271.8**	**324,463.3**
책임준비금	180,493.0	187,954.2	194,820.8	200,737.1	207,331.5
계약자지분조정	11,528.5	15,158.0	12,722.6	12,722.6	12,722.6
기타부채	30,280.9	33,618.4	37,438.6	33,841.6	36,969.7
특별계정부채	49,795.3	54,668.7	58,882.9	62,970.4	67,439.6
자본총계	**37,316.4**	**43,612.6**	**38,828.3**	**39,759.6**	**40,755.0**
자본금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
자본잉여금	125.1	125.1	125.1	125.1	125.1
자본조정	(2,117.0)	2,117.0	(2,117.0)	(2,117.0)	(2,117.0)
기타포괄이익누계액	21,509.5	26,965.3	21,577.0	21,577.0	21,577.0
이익잉여금	16,049.4	16,823.2	17,357.9	18,289.3	19,284.6

Financial Ratio

12월 결산 (%)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
수입보험료성장률	0.4	9.5	(24.5)	27.4	(1.8)
보장성	3.4	3.8	(23.6)	33.3	1.5
연금	(2.2)	1.9	(18.5)	22.1	(8.2)
저축성	(8.1)	58.6	(36.9)	12.9	(5.1)
투자영업이익률	3.3	2.8	2.2	3.0	2.9
운용자산성장률	8.2	7.5	1.6	2.2	4.3
책임준비금성장률	3.8	4.1	3.7	3.0	3.3
보험영업이익성장률	59.7	(108.2)	(364.6)	246.6	(59.4)
투자영업이익성장률	(8.1)	(7.5)	(16.3)	37.4	0.4
영업이익성장률	(105.1)	(1233.4)	124.8	(16.2)	22.0
순이익성장률	(41.3)	29.5	10.2	3.5	6.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자

연결손익보고서

12월 결산 (십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
보험영업수익	**16,590.9**	**18,193.8**	**13,767.6**	**17,554.8**	**17,257.1**
수입보험료	16,201.1	17,740.1	13,396.4	17,073.4	16,762.6
보장성	9,963.1	10,342.2	7,905.5	10,538.6	10,700.5
연금	1,837.5	2,913.4	1,838.1	2,075.5	1,968.9
저축성	4,400.4	4,484.5	3,652.9	4,459.2	4,093.2
재보험수익	389.9	453.7	371.2	481.4	494.4
보험영업비용	**18,530.2**	**18,034.6**	**14,188.8**	**19,014.5**	**17,849.5**
지급보험금	14,467.4	14,049.5	11,252.0	14,986.3	13,753.8
재보험비용	443.6	530.2	464.6	707.0	807.7
사업비	2,176.3	2,149.7	1,554.9	2,106.3	2,112.9
신계약비상각비	1,441.5	1,303.0	915.4	1,212.8	1,173.0
보험영업이익	**(1,939.3)**	**159.2**	**(421.1)**	**(1,459.7)**	**(592.4)**
투자영업수익	13,112.7	14,052.9	11,052.8	13,815.4	13,864.7
투자영업비용	5,217.6	6,752.4	4,940.3	5,417.7	5,431.9
투자영업이익	**7,895.2**	**7,300.5**	**6,112.5**	**8,397.7**	**8,432.8**
책임준비금전입	6,003.8	6,917.1	4,471.8	5,916.4	6,594.3
영업이익	**(47.9)**	**542.5**	**1,219.6**	**1,021.6**	**1,246.0**
영업외손익	1,474.7	1,272.1	695.5	1,299.8	1,279.7
법인세차감전순이익	1,426.8	1,814.7	1,915.2	2,321.4	2,525.7
법인세비용	375.1	444.2	412.8	572.4	653.2
당기순이익	**1,051.7**	**1,370.5**	**1,502.3**	**1,749.1**	**1,872.5**
(지배주주)순이익	977.4	1,265.8	1,394.9	1,443.2	1,542.5
(비지배주주)순이익	74.3	104.7	107.5	305.8	330.1

Valuation Indicator

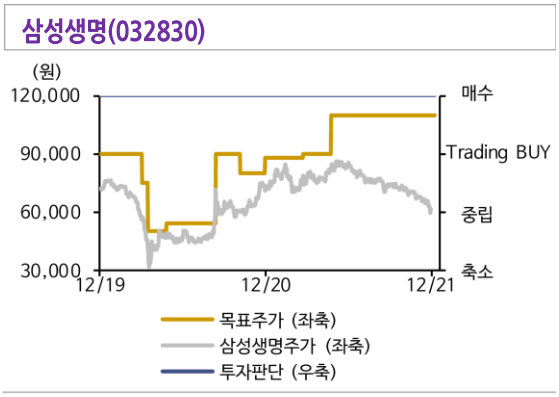
12월 결산	2019	2020	2021F	2022F	2023F
EPS (원)	5,443	7,049	7,768	8,037	8,590
BPS (원)	198,619	233,311	206,282	211,469	217,012
DPS (원)	2,650	2,500	3,900	4,100	4,400
PER (배)	13.7	11.2	8.5	8.2	7.7
PBR (배)	0.38	0.34	0.32	0.31	0.30
ROE (%)	2.7	3.0	3.8	3.8	4.0
ROA (%)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
배당성향 (%)	48.7	35.5	50.2	51.0	51.2
배당수익률 (%)	3.6	3.2	5.9	6.2	6.7
자산총계/자본총계 (배)	8.4	7.7	8.8	8.8	9.0

Asset Portfolio

12월 결산(%)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
자산운용률	**81.7**	**81.6**	**81.4**	**81.4**	**81.4**
운용자산 구성					
현금 및 예치금	2.6	1.8	1.8	1.8	1.8
유가증권	67.5	68.6	67.1	67.0	67.4
주식	13.0	16.6	14.5	14.1	14.2
채권	44.9	42.0	42.7	42.8	43.1
수익증권	1.9	2.3	2.1	2.2	2.2
해외유가증권	7.5	7.6	7.6	7.8	7.7
기타	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
대출채권	27.0	26.9	28.1	28.2	27.8
부동산	3.0	2.7	3.0	3.0	3.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자

투자의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2019년 08월 14일	매수	90,000	(20.5)	(14.9)
2020년 02월 15일		6개월경과	(30.7)	(24.6)
2020년 03월 04일	매수	75,000	(32.9)	(23.2)
2020년 03월 17일	매수	50,000	(13.4)	1.2
2020년 04월 27일	매수	54,000	(11.8)	33.1
2020년 08월 14일	매수	90,000	(31.3)	(26.8)
2020년 10월 07일	매수	80,000	(17.2)	(5.8)
2020년 12월 01일	매수	88,000	(13.2)	(3.5)
2021년 02월 23일	매수	90,000	(12.9)	(8.4)
2021년 04월 26일	매수	110,000	(29.5)	(21.5)
2021년 10월 27일		6개월경과	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 임희연, 최태용)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 상기 회사 삼성생명 를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2021년 12월 01일 기준)

매수 (매수)	96.06%	Trading BUY (중립)	0.00%	중립 (중립)	3.94%	축소 (매도)	0.00%