

# 삼성생명 (032830/KS)

## 생보사를 하나 담아야 한다면

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 110,000 원(유지)

현재주가: 94,500 원

상승여력: 16.4%

### 2Q24E 지배지분순이익 6,036 억원(+126% YoY) 전망

삼성생명의 2Q24E 지배지분순이익은 6,036 억원(+126% YoY)으로 컨센서스를 상회할 것으로 예상된다. 별도 기준 보험손익은 4,019 억원(-7.6% YoY)으로 견조한 CSM 상각이익, 예실차 손익 개선 등을 바탕으로 안정적인 이익 흐름이 지속될 것으로 예상된다. YoY 로 감익이 일부 예상되지만 가이드라인 반영에 따른 RA 해제이익의 감소 영향이 주요 요인인 만큼 실질적인 이익 체력 측면에서는 점진적인 개선 추세가 지속되고 있다고 판단한다. 신계약의 경우에도 건강보험을 중심으로 안정적인 판매가 지속되고 있으며 단기납 종신 비중 감소 등에 따라 전반적인 마진 개선이 동시에 나타나며 안정적으로 분기별 약 8 천억원 수준의 신계약 CSM 확보가 이뤄지고 있다고 판단한다. 투자손익의 경우에는 1Q24 부터 소멸계약의 회계처리 방법 변경에 따른 보험금 용비용 감소, 금리 하락/지수 상승에 따른 평가차분손익 개선 등 영향으로 일반계정 기준 1,608 억원(흑전 YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 2Q23 중 대규모 교체매매로 인한 처분손실과 관련된 기저효과를 감안하더라도 경상적으로 양호한 이익 체력이 지속되고 있다고 판단한다.



Analyst  
설용진

s.dragon@sk.com  
3773-8610

### 자본 우려 없이 이익 개선 기대 가능. 주주 환원 확대 기대감도 유효

금리가 하락하는 시점에 보험사는 FVPL 자산 등의 평가손익 등을 중심으로 이익 개선을 기대해 볼 수 있지만 통상적으로 자산보다 부채 듀레이션이 긴 보험사의 특성상 OCI 측면의 영향이 당기순이익 개선보다 더욱 크게 나타나며 순자산가치 하락이 나타나는 등 자본 측면의 부담이 높아질 수 있다. 다만 동사의 경우 최근 금리 하락에도 보유하고 있는 삼성전자 주가 상승 등 영향으로 자본 측면의 부담이 크지 않을 것으로 예상되는 만큼 생보사 중 가장 자본 측면의 부담 없이 투자손익 중심의 증익을 기대해 볼 수 있을 것으로 예상된다. K-ICS 비율은 전분기와 유사하게 약 210% 중반 수준을 기록할 것으로 전망한다. 1Q24 실적 발표 시점을 전후로 주주 환원에 대한 기대감이 다소 낮아지는 모습이 나타났지만 1) 해약환급금준비금 제도 개편 없이도 약 9 조원 수준에 달하는 배당가능이익 규모와 2) 그룹 차원의 밸류업 참여 분위기 등을 종합적으로 감안했을 때 현재 약 35%~45% 수준으로 제시하고 있는 주주환원을 Target 수준이 향후 추가적으로 확대될 가능성이 충분히 높다고 판단한다.

#### Company Data

발행주식수	20,000 만주
시가총액	18,900 십억원
주요주주	
삼성물산(외)	44.14%
자사주	10.21%

#### Stock Data

주가(24/07/12)	94,500 원
KOSPI	2,857.00 pt
52주 최고가	106,000 원
52주 최저가	60,100 원
60일 평균 거래대금	31 십억원

#### 주가 및 상대수익률



#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			1,450	1,356	1,581	1,767
투자손익	십억원			-24	546	495	482
영업이익	십억원			1,426	1,901	2,076	2,249
지배지분순이익	십억원			1,895	2,243	2,352	2,474
EPS	원			9,477	11,214	11,758	12,370
PER	배			7.3	8.4	8.0	7.6
PBR	배			0.3	0.45	0.43	0.42
ROE	%			4.4	5.1	5.2	5.3

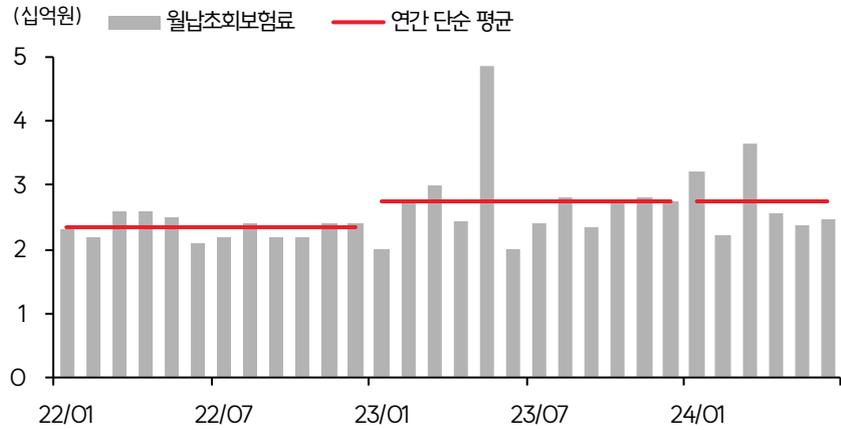
삼성생명 - 분기별 실적 추이 및 전망										
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
<b>보험손익</b>	<b>384</b>	<b>435</b>	<b>388</b>	<b>243</b>	<b>269</b>	<b>401.9</b>	<b>408</b>	<b>277</b>	<b>49.6</b>	<b>-7.6</b>
CSM 상각	334	326	327	381	351	350.0	362	375	-0.3	7.4
RA 해제	155	148	84	80	80	81.0	81	80	0.8	-45.3
예실차	-136	-16	26	-114	-129	1.9	-5	-113	흑전	흑전
기타사업비용	-13	-9	-15	-18	-12	-16.5	-16	-10	적지	적지
손실계약비용 및 기타	45	-14	-35	-86	-22	-14.5	-14	-54	적지	적지
<b>투자손익</b>	<b>299</b>	<b>-365</b>	<b>-55</b>	<b>97</b>	<b>221</b>	<b>158.8</b>	<b>84</b>	<b>81</b>	<b>-28.2</b>	<b>흑전</b>
일반계정	150.0	-234	-121	118	164	160.8	86	83	-2.0	흑전
자산운용수익	1,719	1,293	1,400	1,640	1,627	1,647.8	1,577	1,578	1.3	27.4
보험금융손익	-1,569	-1,527	-1,521	-1,522	-1,463	-1,487.1	-1,491	-1,495	적지	적지
특별계정	149	-131	66	-21	57	-2.0	-2	-2	적전	적지
<b>영업이익</b>	<b>683</b>	<b>70</b>	<b>333</b>	<b>341</b>	<b>490</b>	<b>560.7</b>	<b>492</b>	<b>359</b>	<b>14.4</b>	<b>704.1</b>
영업외손익	260	-3	5	-5	272	-2.1	0	-1	적전	적지
세전이익	943	67	337	335	762	558.5	492	358	-26.7	732.4
별도 당기순이익	795	63	269	258	652	432.3	381	278	-33.7	582.2
지배지분순이익	707	267	476	446	622	603.6	561	456	-3.0	125.8
보장성 APE	511	778	611	509	850	656.5	668	680	-22.8	-15.7
<b>자산총계</b>	<b>299,795</b>	<b>300,600</b>	<b>297,085</b>	<b>314,696</b>	<b>315,772</b>	<b>316,388</b>	<b>317,361</b>	<b>317,105</b>	<b>0.2</b>	<b>5.3</b>
운용자산	235,814	236,999	232,951	247,608	248,314	249,028	249,687	249,320	0.3	5.1
비운용자산	2,664	2,719	2,458	4,324	4,870	4,597	4,733	4,665	-5.6	69.1
<b>부채총계</b>	<b>259,982</b>	<b>257,036</b>	<b>252,422</b>	<b>270,378</b>	<b>272,374</b>	<b>272,273</b>	<b>272,658</b>	<b>272,827</b>	<b>0.0</b>	<b>5.9</b>
책임준비금	211,306	186,525	181,606	196,354	196,987	198,050	199,088	200,027	0.5	6.2
생명보험 CSM 잔액	11,304	11,913	11,709	12,247	12,505	12,951	13,407	13,623	3.6	8.7
<b>자본총계</b>	<b>39,813</b>	<b>43,714</b>	<b>44,827</b>	<b>44,436</b>	<b>43,483</b>	<b>44,116</b>	<b>44,704</b>	<b>44,278</b>	<b>1.5</b>	<b>0.9</b>
해약환급금준비금	0	0	0	0	0	0	0	0	N/A	N/A
<b>ROE (%)</b>	<b>6.9</b>	<b>2.6</b>	<b>4.3</b>	<b>4.0</b>	<b>5.7</b>	<b>5.5</b>	<b>5.1</b>	<b>4.1</b>	<b>-0.1%p</b>	<b>3%p</b>

자료: 삼성생명, SK 증권 추정

실적 추정치 변경					
		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	1,450	1,356	1,581	1,767
	수정 전		1,289	1,544	1,728
	증감률(%)		5.2%	2.4%	2.3%
투자손익	수정 후	-24	546	495	482
	수정 전		471	497	486
	증감률(%)		15.8%	-0.5%	-0.9%
연결 세전이익	수정 후	2,559	3,102	3,288	3,460
	수정 전		2,961	3,253	3,426
	증감률(%)		4.8%	1.1%	1.0%
연결지배순이익	수정 후	1,895	2,243	2,352	2,474
	수정 전		2,143	2,327	2,449
	증감률(%)		4.7%	1.1%	1.0%

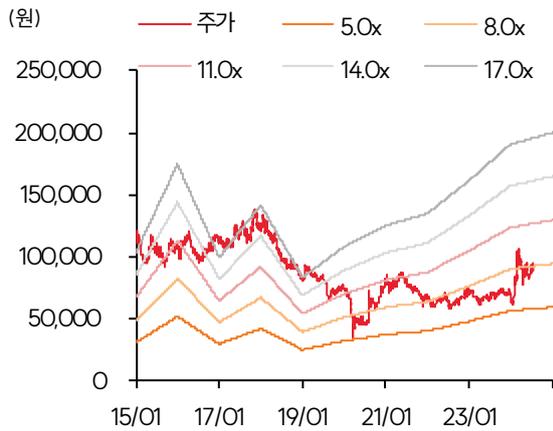
자료: 삼성생명, SK 증권 추정

삼성생명 - GA 채널 실적 추이



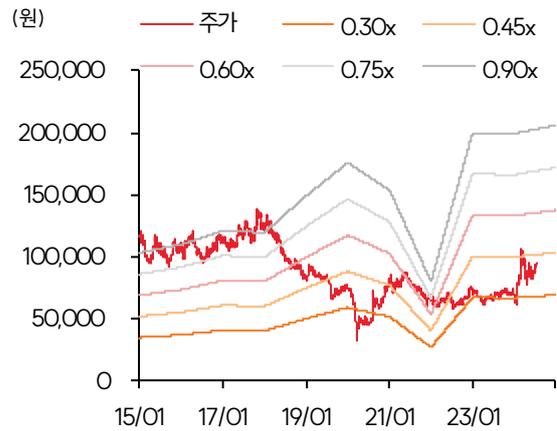
자료: 보험저널, SK 증권  
 주: 한화생명금융서비스 등 자회사형 GA 실적 제외 기준

삼성생명 - PER 밴드 Chart



자료: FnGuide, SK 증권

삼성생명 - PBR 밴드 Chart



자료: FnGuide, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>운용자산</b>	247,608	249,320	250,717	251,819	
현금및예치금	2,913	1,151	789	321	
유가증권	176,494	180,285	181,868	183,290	
대출금	36,419	35,110	35,433	35,723	
부동산	3,834	3,738	3,591	3,449	
<b>비운용자산</b>	4,324	4,665	4,687	4,688	
특별계정자산 및 기타	62,764	63,119	63,841	64,578	
<b>자산총계</b>	<b>314,696</b>	<b>317,105</b>	<b>319,245</b>	<b>321,085</b>	
<b>책임준비금</b>	<b>196,354</b>	<b>200,027</b>	<b>204,126</b>	<b>208,276</b>	
CSM잔액(원수)	12,247	13,623	15,363	17,308	
계약자지분조정	10,528	10,888	10,888	10,888	
특별계정부채 및 기타	63,496	61,911	58,430	54,526	
<b>부채총계</b>	<b>270,378</b>	<b>272,827</b>	<b>273,444</b>	<b>273,690</b>	
<b>자본금</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	
신종자본증권	0	0	0	0	
자본잉여금	125	125	125	125	
이익잉여금	17,978	18,694	20,148	21,670	
해약환급금준비금	0	0	0	0	
기타자본	24,216	23,349	23,349	23,349	
비배주주지분	2,017	2,010	2,079	2,151	
<b>자본총계</b>	<b>44,436</b>	<b>44,278</b>	<b>45,801</b>	<b>47,396</b>	

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>신계약 수익성</b>					
신계약 APE		3,104	3,520	3,539	3,786
신계약 CSM		3,628	3,395	3,651	3,988
신계약 CSM 수익성		116.9	96.5	103.1	105.3
<b>CSM 관련 지표</b>					
기초CSM		10,749	12,247	13,623	15,363
CSM 조정 가점 변경		-1,163	-1,061	-850	-850
신계약 CSM(원수)		3,628	3,395	3,651	3,988
CSM 이자부리		402	479	542	609
상각 전 CSM		13,615	15,061	16,966	19,110
CSM상각액		1,368	1,438	1,603	1,803
CSM상각률(%)		10.0	9.5	9.4	9.4
CSM 순증액		1,499	1,376	1,739	1,945
<b>투자이익 관련 지표</b>					
자산운용수익률		2.4	2.6	2.6	2.6
FVPL 제외 운용수익률		2.4	2.6	2.6	2.6
<b>손익구성</b>					
보험손익		101.7	71.3	76.2	78.6
CSM상각		95.9	75.6	77.2	80.2
투자손익		-1.7	28.7	23.8	21.4
<b>자본적정성</b>					
지급여력비율(K-ICS)		218.8	210.9	213.5	216.8

자료: 삼성생명, SK증권 추정

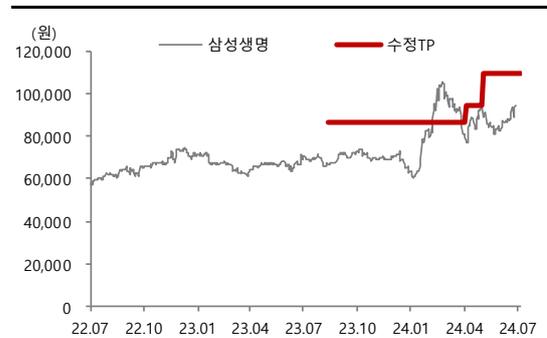
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>보험손익</b>		1,450	1,356	1,581	1,767
CSM상각		1,368	1,438	1,603	1,803
RA해제		468	322	316	310
예실차		-239	-190	-137	-132
기타사업비용		-56	-55	-60	-67
손실계약비용 및 기타		-90	-104	-82	-81
<b>투자손익</b>		-24	546	495	482
일반계정손익		-87	494	503	490
평가처분손익		-58	74	0	0
특별계정손익		63	51	-8	-8
<b>영업이익</b>		1,426	1,901	2,076	2,249
영업외손익		256	269	280	280
<b>세전이익</b>		1,683	2,170	2,356	2,528
법인세비용		298	427	533	573
법인세율 (%)		17.7	19.7	22.6	22.6
<b>당기순이익</b>		1,384	1,743	1,823	1,956
연결 효과		876	932	932	932
<b>연결 세전이익</b>		2,559	3,102	3,288	3,460
<b>연결 당기순이익</b>		2,034	2,418	2,539	2,672
지배주주순이익		1,895	2,243	2,352	2,474
비지배주주순이익		138	175	187	198

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>성장성지표 (%)</b>					
운용자산증가율			0.7	0.6	0.4
CSM증가율			11.2	12.8	12.7
BPS증가율			-0.4	3.4	3.5
보험손익증가율			-6.5	16.6	11.8
투자손익증가율			흑전	-9.3	-2.6
영업이익증가율			33.3	9.2	8.3
세전이익증가율			21.2	6.0	5.3
당기순이익증가율			25.9	4.8	5.2
<b>주당지표(원)</b>					
EPS		9,477	11,214	11,758	12,370
BPS		212,095	211,343	218,611	226,223
EV(BV+CSM)		267,007	279,458	295,424	312,762
보통주 DPS		3,700	4,800	5,000	5,300
보통주 배당수익률(%)		5.4	5.1	5.3	5.6
<b>Valuation 지표</b>					
PER(배)		7.3	8.4	8.0	7.6
PBR(배)		0.33	0.45	0.43	0.42
P/EV(배)		0.26	0.34	0.32	0.30
ROE(%)		4.4	5.1	5.2	5.3
ROA(%)			0.7	0.7	0.8
배당성장률(%)		35.1	38.4	38.2	38.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.05.17	매수	110,000원	6개월		
2024.04.17	매수	95,000원	6개월	-8.17%	0.00%
2023.08.24	매수	87,000원	6개월	-12.31%	21.84%



**Compliance Notice**

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 07월 15일 기준)**

매수	96.34%	중립	3.66%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------