

삼성생명 (032830/KS)

Upside 는 디테일에 달려있다

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 110,000 원(유지)
 현재주가: 88,800 원
 상승여력: 23.9%



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com.kr
 3773-8610

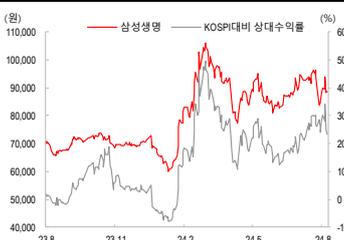
Company Data

발행주식수	20,000 만주
시가총액	17,760 십억원
주요주주	
삼성물산(외7)	44.14%
자사주	10.21%

Stock Data

주가(24/08/16)	88,800 원
KOSPI	2,697.23 pt
52주 최고가	106,000 원
52주 최저가	60,100 원
60일 평균 거래대금	27 십억원

주가 및 상대수익률



2Q24 지배순이익 7,464 억원(+179% YoY) 기록

삼성생명의 2Q24 실적은 7,464 억원(+179.2% YoY)로 컨센서스를 상회하는 실적을 기록했다. 별도 기준 보험손익은 4,439 억원(+2.1% YoY)로 안정적인 CSM 상각 및 RA 해제이익에 더불어 의료파업 등 영향으로 인한 예실차 손익 개선에 힘입어 견조한 이익 흐름이 지속되었다. 투자손익의 경우 1) 전년도 교체매매에 따른 보유이원 개선, 2) 소멸계약 회계처리와 관련된 보험금융비용 부담 감소 효과가 이어지는 가운데 2) 금리 하락에 따른 평가처분손익 개선이 더해지며 일반계정 기준 787 억원(+흑전 YoY) 및 전체 1,101 억원(흑전 YoY)의 양호한 실적을 기록했다. 자회사 및 연결 관련 효과도 증권/카드 등의 실적 개선에 힘입어 영업외손익 제외 기준 4,239 억원(+45.7% YoY)로 이전 대비 큰 폭으로 증가하며 호실적에 기여하는 모습이 나타났다. 다만 신계약의 경우 1Q24 중 절판 기저효과 등 영향으로 APE 가 6,617 억원(-22.1% QoQ)로 감소했다. 신계약 수익성은 시장금리 하락 등 영향으로 종신보험 중심으로 부진이 이어졌으나 타사 대비해서는 상대적으로 안정적으로 수익성이 관리되며 물량 감소에도 신계약 CSM 은 7,885 억원(-8.1% QoQ)을 기록했다. 연간 Target 으로 제시한 3.2 조 수준 달성에는 어려움이 없을 것으로 예상되지만 지속적으로 해지 증가 등 영향으로 CSM 조정이 나타나는 점은 일부 부담 요인이라고 판단한다.

이제 남은 것은 밸류업과 관련된 조금 더 디테일한 내용

다만 모든 관심이 집중되었던 밸류업 관련 내용에 대해서는 중장기(약 3~4 년) 배당성장 타겟 약 50%정도만 제시하는 모습이 나타났는데 이전까지 동사가 약 35~45%의 배당 성장 Target 을 제시하며 점진적인 배당 확대를 언급했던 점을 감안하면 전반적으로 예상 범위 수준의 내용이라고 판단한다. 향후 자본시장법 개정안 등 이슈가 마무리된 이후 구체적인 내용이 포함된 밸류업 공시를 확인할 수 있을 것으로 예상되며 본격적인 Upside 를 기대해볼 수 있을 것으로 판단한다. 중장기 주주 환원 타겟을 감안하여 배당성향을 23 년 대비 확대된 약 38% 수준으로 가정할 경우 전반적으로 양호한 이익 흐름으로 24E DPS 5,200 원, 배당수익률 약 5.9%를 기대할 수 있을 것으로 예상된다. 금리로 인한 자본 관련 변동성을 고려해도 해약환급금준비금 관련 이슈가 없는 만큼 주주환원 확대에 특별한 어려움은 없을 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			1,450	1,420	1,555	1,657
투자손익	십억원			-24	438	397	410
영업이익	십억원			1,426	1,858	1,952	2,067
당기순이익	십억원			1,895	2,456	2,489	2,572
EPS	원			9,477	12,280	12,443	12,858
PER	배			7.3	7.2	7.1	6.9
PBR	배			0.3	0.45	0.43	0.42
ROE	%			4.4	5.7	5.9	5.9

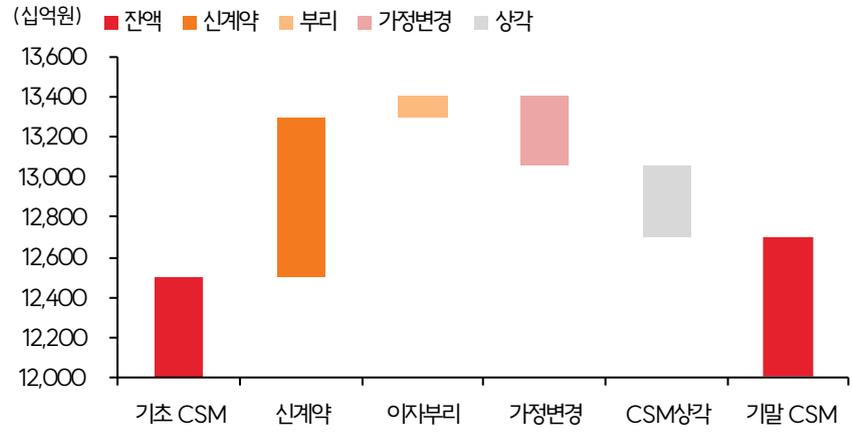
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	384	435	388	243	269	443.9	403	305	65.2	2.1
CSM 상각	334	326	327	381	351	357.3	363	369	1.8	9.6
RA 해제	155	148	84	80	80	79.7	79	78	-0.8	-46.2
예실차	-136	-16	26	-114	-129	45.2	7	-60	흑전	흑전
기타사업비용	-13	-9	-15	-18	-12	-13.4	-12	-9	적지	적지
손실계약비용 및 기타	45	-14	-35	-86	-22	-24.9	-34	-73	적지	적지
투자손익	299	-365	-55	97	221	110.1	54	52	-50.3	흑전
일반계정	150.0	-234	-121	118	164	78.7	54	52	-52.0	흑전
자산운용수익	1,719	1,293	1,400	1,640	1,627	1,544.1	1,523	1,525	-5.1	19.4
보험금융손익	-1,569	-1,527	-1,521	-1,522	-1,463	-1,465.4	-1,470	-1,472	적지	적지
특별계정	149	-131	66	-21	57	31.4	0	0	-45.2	흑전
영업이익	683	70	333	341	490	554.0	456	358	13.1	694.5
영업외손익	260	-3	5	-5	272	15.9	2	2	-94.1	흑전
세전이익	943	67	337	335	762	569.9	459	360	-25.2	749.4
별도 당기순이익	795	63	269	258	652	438.9	355	279	-32.6	592.6
지배지분순이익	707	267	476	446	622	746.4	609	479	20.0	179.2
보장성 APE	511	778	611	509	850	661.7	673	684	-22.1	-15.0
신계약 CSM	846	970	956	856	858	788.5	804	819	-8.1	-18.7
자산총계	299,795	300,600	297,085	314,696	315,772	319,800	320,708	320,725	1.3	6.4
운용자산	235,814	236,999	232,951	247,608	248,314	251,562	252,017	251,988	1.3	6.1
비운용자산	2,664	2,719	2,458	4,324	4,870	4,326	4,598	4,462	-11.2	59.1
부채총계	259,982	257,036	252,422	270,378	272,374	278,286	278,602	279,096	2.2	8.3
책임준비금	211,306	186,525	181,606	196,354	196,987	202,483	203,379	204,275	2.8	8.6
생명보험 CSM 잔액	11,304	11,913	11,709	12,247	12,505	12,698	12,903	13,020	1.5	6.6
자본총계	39,813	43,714	44,827	44,436	43,483	41,468	42,106	41,629	-4.6	-5.1
해약환급금준비금	0	0	0	0	0	0	0	0	N/A	N/A
ROE (%)	6.9	2.6	4.3	4.0	5.7	7.0	5.8	4.6	1.4%p	4.5%p
K-ICS 비율(%)	219.5	223.5	220.5	218.8	212.8	208.3	209.2	205.4	-4.5%p	-15%p

자료: 삼성생명, SK 증권 추정

		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	1,450	1,420	1,555	1,657
	수정 전		1,356	1,581	1,767
	증감률(%)		4.7%	-1.7%	-6.2%
투자손익	수정 후	-24	438	397	410
	수정 전		546	495	482
	증감률(%)		-19.9%	-19.8%	-14.9%
연결 세전이익	수정 후	2,559	3,323	3,418	3,534
	수정 전		3,102	3,288	3,460
	증감률(%)		7.1%	4.0%	2.1%
연결 지배순이익	수정 후	1,895	2,456	2,489	2,572
	수정 전		2,243	2,352	2,474
	증감률(%)		9.5%	5.8%	3.9%

자료: 삼성생명, SK 증권 추정

삼성생명 – 2Q24 CSM Movement



자료: SK 증권

삼성생명 – 2024E CSM Movement



자료: SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		247,608	251,988	253,074	253,945
현금및예치금		2,913	1,740	1,641	1,453
유가증권		176,494	183,657	184,776	185,786
대출금		36,419	33,701	33,916	34,110
부동산		3,834	3,790	3,641	3,497
비운용자산		4,324	4,462	4,505	4,507
특별계정자산 및 기타		62,764	64,274	65,010	65,760
자산총계		314,696	320,725	322,588	324,213
책임준비금		196,354	204,275	207,881	211,585
CSM잔액(원수)		12,247	13,020	13,907	15,001
계약자지분조정		10,528	11,201	11,201	11,201
특별계정부채 및 기타		63,496	63,620	60,362	56,792
부채총계		270,378	279,096	279,443	279,578
자본금		100	100	100	100
신종자본증권		0	0	0	0
자본잉여금		125	125	125	125
이익잉여금		17,978	18,835	20,282	21,705
해약환급금준비금		0	0	0	0
기타자본		24,216	20,679	20,679	20,679
비배주주지분		2,017	1,889	1,958	2,026
자본총계		44,436	41,629	43,145	44,635

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약 APE		3,104	3,482	3,479	3,714
신계약 CSM		3,628	3,269	3,440	3,723
신계약 CSM 수익성		116.9	93.9	98.9	100.2
CSM 관련 지표					
기초CSM		10,749	12,247	13,020	13,907
CSM 조정 가점 변경		-1,163	-1,515	-1,504	-1,504
신계약 CSM(원수)		3,628	3,269	3,440	3,723
CSM 이자부리		402	459	483	516
상각 전 CSM		13,615	14,460	15,438	16,642
CSM상각액		1,368	1,440	1,530	1,641
CSM상각률(%)		10.0	10.0	9.9	9.9
CSM 순증액		1,499	772	888	1,093
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률		2.4	2.5	2.5	2.5
FVPL 제외 운용수익률		2.4	2.5	2.5	2.5
손익구성					
보험손익		101.7	76.4	79.7	80.2
CSM상각		95.9	77.5	78.4	79.4
투자손익		-1.7	23.6	20.3	19.8
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		218.8	205.4	205.7	206.4

자료: 삼성생명, SK증권 추정

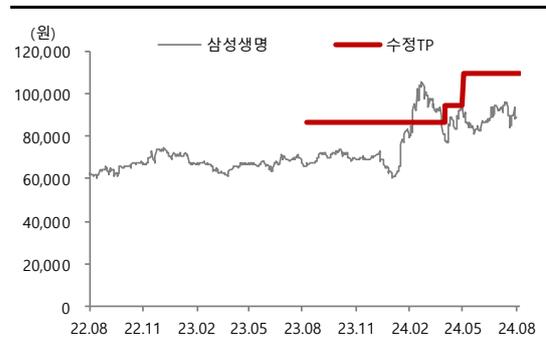
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		1,450	1,420	1,555	1,657
CSM상각		1,368	1,440	1,530	1,641
RA해제		468	317	309	303
예실차		-239	-91	-37	-35
기타사업비용		-56	-46	-44	-46
손실계약비용 및 기타		-90	-154	-161	-159
투자손익		-24	438	397	410
일반계정손익		-87	349	397	410
평가처분손익		-58	31	0	0
특별계정손익		63	89	0	0
영업이익		1,426	1,858	1,952	2,067
영업외손익		256	292	292	292
세전이익		1,683	2,150	2,243	2,359
법인세비용		298	425	507	534
법인세율 (%)		17.7	19.8	22.6	22.6
당기순이익		1,384	1,725	1,736	1,825
연결 효과		876	1,173	1,175	1,175
연결 세전이익		2,559	3,323	3,418	3,534
연결 당기순이익		2,034	2,617	2,657	2,746
지배주주순이익		1,895	2,456	2,489	2,572
비지배주주순이익		138	161	168	175

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			1.8	0.4	0.3
CSM증가율			6.3	6.8	7.9
BPS증가율			-6.3	3.6	3.5
보험손익증가율			-2.0	9.4	6.6
투자손익증가율			흑전	-9.3	3.3
영업이익증가율			30.3	5.0	5.9
세전이익증가율			29.9	2.9	3.4
당기순이익증가율			24.6	1.3	3.3
주당지표(원)					
EPS		9,477	12,280	12,443	12,858
BPS		212,095	198,700	205,935	213,047
EV(BV+CSM)		267,007	263,799	275,472	288,050
보통주 DPS		3,700	5,200	5,800	6,400
보통주 배당수익률(%)		5.4	5.9	6.5	7.2
Valuation 지표					
PER(배)		7.3	7.2	7.1	6.9
PBR(배)		0.33	0.45	0.43	0.42
P/EV(배)		0.26	0.34	0.32	0.31
ROE(%)		4.4	5.7	5.9	5.9
ROA(%)			0.8	0.8	0.8
배당성장(%)		35.1	38.0	41.9	44.7

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
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 기관투자가 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 08월 19일 기준)

매수	97.45%	중립	2.55%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------