

삼성생명 (032830/KS)

생보업종 내 가장 높은 자본력과 배당 가시성

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 114,000 원(유지)

현재주가: 97,600 원

상승여력: 16.8%

3Q24 연결 지배순이익 6,736 억원(+41.6% YoY) 기록

삼성생명의 연결 지배순이익은 6,736 억원(+41.6% YoY)으로 컨센서스를 상회하는 실적을 기록했다. 별도 기준 보험손익은 4,758 억원(+22.6% YoY)으로 CSM 상각이익, 예실차 손익 등이 안정적으로 관리되는 가운데 손실계약으로 분류되어 있던 연금계약과 관련하여 연금 개시 후 해지 여부 등을 반영하는 과정에서 환입 600 억원이 발생함에 따라 손실계약비용에서 총 430 억원 환입이 발생하며 견조한 이익 개선세를 기록했다. 투자손익도 금리 하락 등에 따라 보험금융손익 부담이 감소하는 등 영향으로 일반계정 기준 941 억원(흑자전환 YoY)의 견조한 실적을 기록했다. 연결 기준으로는 증권/카드 자회사가 금리 하락에 따른 실적 개선이 긍정적인 영향을 미쳤다.

삼성전자 주가로 인한 자본 부담 불가피. 다만 주주환원에는 이상 없음

3Q24 중 동사의 K-ICS 비율은 시장금리 하락 및 삼성전자 주가 하락 등 영향으로 약 190~200% 수준을 기록할 것으로 예상된다. 현재 동사가 K-ICS 민감도를 시장금리 50bp 당 약 6~8%p, 삼성전자 주가 만원 당 약 2~3%p 수준으로 제시하고 있는 점을 감안할 때 트럼프 당선 이후 높아진 금융시장 변동성 속에서 일정 수준의 K-ICS 비율 관련 우려는 불가피할 것으로 예상된다. 본질적인 이익체력 대비 K-ICS 비율 측면의 불확실성이 높다는 점은 다소 부담스럽지만 다른 생보사와 달리 해약환급금준비금으로 인한 배당가능이익 측면의 이슈가 없고 전자 주가 하락 등을 감안하더라도 재보험 출재 등을 활용하여 190% 수준에서 K-ICS 비율을 관리할 수 있을 것으로 예상되는 점 등을 감안할 때 주주환원에 대한 우려는 전반적으로 제한적이라고 판단한다. 당사는 24E DPS 의 경우 배당성향 39.1% 가정을 기준으로 약 5,000 원을 기대할 수 있을 것으로 전망한다. 4Q24 에는 1) 무/저해지보험 및 단기납 종신 관련 해지율 가정 조정, 2) 연말 계리적 가정 업데이트 등에 따른 영향이 예상된다. 해지율 가정 조정의 경우 CSM 약 2 천억원 감소 및 K-ICS 비율 5%p 하락 등 영향이 예상되며 연말 계리적 가정 조정의 경우 유배당 연금 블록에서 생존율 관련 가정 갱신에 따라 손실계약비용이 일정 수준 반영될 것으로 예상된다. 투자손익에서도 연말 해외 부동산 대체 투자 등 재평가 등 영향이 반영될 것으로 예상된다. 24E 지배순이익은 2 조 2,989 억원(+19.4% YoY)으로 안정적으로 관리될 전망이다.



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
3773-8610

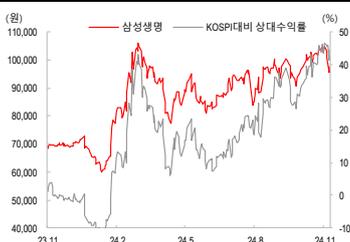
Company Data

발행주식수	20,000 만주
시가총액	19,120 십억원
주요주주	
삼성물산(외7)	44.14%
자사주	10.21%

Stock Data

주가(24/11/15)	97,600 원
KOSPI	2,416.86 pt
52주 최고가	106,000 원
52주 최저가	60,100 원
60일 평균 거래대금	26 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			1,450	1,341	1,487	1,592
투자손익	십억원			-24	404	601	622
영업이익	십억원			1,426	1,745	2,088	2,214
당기순이익	십억원			1,895	2,299	2,488	2,581
EPS	원			9,477	11,494	12,442	12,904
PER	배			7.3	8.5	7.8	7.6
PBR	배			0.3	0.63	0.60	0.57
ROE	%			4.4	6.0	7.5	7.4

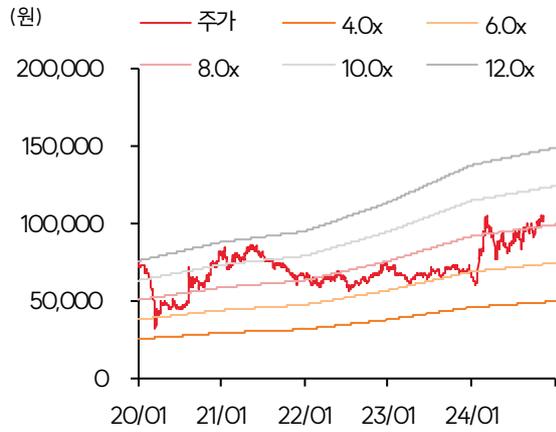
삼성생명 - 분기별 실적 추이 및 전망										
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	384	435	388	243	269	444	475.8	153	7.2	22.6
CSM 상각	334	326	327	381	351	357	360.6	366	0.9	10.1
RA 해제	155	148	84	80	80	80	82.1	81	2.9	-2.5
예실차	-136	-16	26	-114	-129	45	12.9	-107	-71.5	-51.3
기타사업비용	-13	-9	-15	-18	-12	-13	-15.6	-11	적지	적지
손실계약비용 및 기타	45	-14	-35	-86	-22	-25	35.8	-177	흑전	흑전
투자손익	299	-365	-55	97	221	110	100.0	-28	-9.2	흑전
일반계정	150.0	-234	-121	118	164	79	94.1	-38	19.6	흑전
자산운용수익	1,719	1,293	1,400	1,640	1,627	1,544	1,510.3	1,460	-2.2	7.9
보험금융손익	-1,569	-1,527	-1,521	-1,522	-1,463	-1,465	-1,416.2	-1,498	적지	적지
특별계정	149	-131	66	-21	57	31	5.9	10	-81.2	-91.0
영업이익	683	70	333	341	490	554	575.8	125	3.9	73.0
영업외손익	260	-3	5	-5	272	16	3.3	2	-79.3	-27.5
세전이익	943	67	337	335	762	570	579.1	128	1.6	71.6
별도 당기순이익	795	63	269	258	652	439	461.4	101	5.1	71.8
지배지분순이익	707	267	476	446	622	746	673.6	257	-9.8	41.6
보장성 APE	511	778	611	509	850	662	807.3	750	22.0	32.1
신계약 CSM	846	970	956	856	858	788	834.6	757	5.9	-12.7
자산총계	299,795	300,600	297,085	314,696	315,772	319,800	312,665	312,152	-2.2	5.2
운용자산	235,814	236,999	232,951	247,608	248,314	251,562	244,049	243,974	-3.0	4.8
비운용자산	2,664	2,719	2,458	4,324	4,870	4,326	5,563	4,945	28.6	126.3
부채총계	259,982	257,036	252,422	270,378	272,374	278,286	277,383	279,716	-0.3	9.9
책임준비금	211,306	186,525	181,606	196,354	196,987	202,483	208,317	208,839	2.9	14.7
생명보험 CSM 잔액	11,304	11,913	11,709	12,247	12,505	12,698	12,963	12,820	2.1	10.7
자본총계	39,813	43,714	44,827	44,436	43,483	41,468	34,901	32,436	-15.8	-22.1
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	7.1	3.1	0%p	2.8%p
K-ICS 비율 (%)	219.5	223.5	220.5	218.8	212.8	201.5	194.7	182.5	-6.9%p	-25.9%p

자료: 삼성생명, SK 증권 추정

실적 추정치 변경					
		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	1,450	1,341	1,487	1,592
	수정 전		1,392	1,578	1,679
	증감률(%)		-3.6%	-5.8%	-5.2%
투자손익	수정 후	-24	404	601	622
	수정 전		396	437	451
	증감률(%)		2.0%	37.6%	38.0%
연결 세전이익	수정 후	2,559	3,065	3,363	3,489
	수정 전		3,258	3,515	3,621
	증감률(%)		-5.9%	-4.3%	-3.6%
연결지배순이익	수정 후	1,895	2,299	2,488	2,581
	수정 전		2,409	2,559	2,635
	증감률(%)		-4.6%	-2.8%	-2.1%

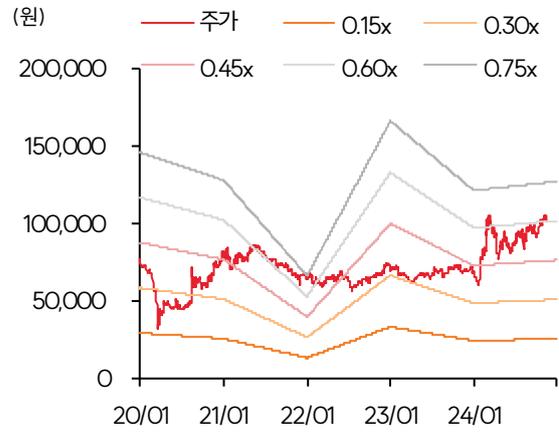
자료: 삼성생명, SK 증권 추정

PER 밴드 차트



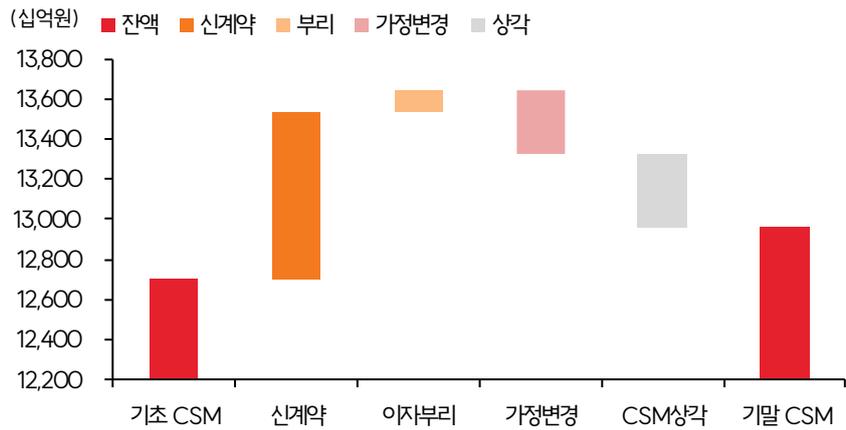
자료: SK 증권 추정

PBR 밴드 차트



자료: SK 증권 추정

3Q24 - CSM Movement



자료: 삼성생명, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산	247,608	243,974	243,885	243,619	
현금및예치금	2,913	1,567	1,702	1,801	
유가증권	176,494	176,631	176,570	176,387	
대출금	36,419	33,051	33,039	33,003	
부동산	3,834	3,840	3,689	3,544	
비운용자산	4,324	4,945	5,138	5,150	
특별계정자산 및 기타	62,764	63,234	63,967	64,714	
자산총계	314,696	312,152	312,989	313,483	
책임준비금	196,354	208,839	211,199	213,629	
CSM잔액(원수)	12,247	12,820	13,847	14,994	
계약자지분조정	10,528	8,784	8,784	8,784	
특별계정부채 및 기타	63,496	62,093	58,998	55,449	
부채총계	270,378	279,716	278,981	277,862	
자본금	100	100	100	100	
신종자본증권	0	0	0	0	
자본잉여금	125	125	125	125	
이익잉여금	17,978	18,714	20,215	21,754	
해약환급금준비금	0	0	0	0	
기타자본	24,216	12,025	12,025	12,025	
비배주주지분	2,017	1,472	1,543	1,617	
자본총계	44,436	32,436	34,008	35,621	

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약 APE		3,104	3,813	3,983	4,021
신계약 CSM		3,628	3,238	3,429	3,635
신계약 CSM 수익성		116.9	84.9	86.1	90.4
CSM 관련 지표					
기초CSM		10,749	12,247	12,820	13,847
CSM 조정 가점 변경		-1,163	-1,689	-1,350	-1,350
신계약 CSM(원수)		3,628	3,238	3,429	3,635
CSM 이자부리		402	458	451	488
상각 전 CSM		13,615	14,254	15,350	16,620
CSM상각액		1,368	1,434	1,503	1,626
CSM상각률(%)		10.0	10.1	9.8	9.8
CSM 순증액		1,499	572	1,027	1,148
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률		2.4	2.5	2.6	2.6
FVPL 제외 운용수익률		2.4	2.5	2.6	2.6
손익구성					
보험손익		101.7	76.9	71.2	71.9
CSM상각		95.9	82.2	72.0	73.4
투자손익		-1.7	23.1	28.8	28.1
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		218.8	182.5	193.5	205.5

자료: 삼성생명, SK증권 추정

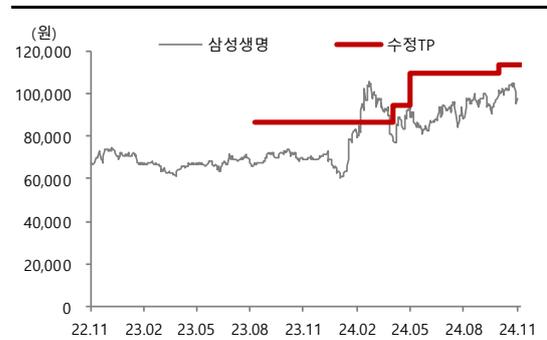
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		1,450	1,341	1,487	1,592
CSM상각		1,368	1,434	1,503	1,626
RA해제		468	323	314	298
예실차		-239	-126	80	87
기타사업비용		-56	-51	-98	-104
손실계약비용 및 기타		-90	-188	-214	-211
투자손익		-24	404	601	622
일반계정손익		-87	299	561	582
평가처분손익		-58	-57	0	0
특별계정손익		63	105	40	40
영업이익		1,426	1,745	2,088	2,214
영업외손익		256	293	329	329
세전이익		1,683	2,038	2,418	2,544
법인세비용		298	386	547	576
법인세율 (%)		17.7	18.9	22.6	22.6
당기순이익		1,384	1,653	1,871	1,968
연결 효과		876	1,026	945	945
연결 세전이익		2,559	3,065	3,363	3,489
연결 당기순이익		2,034	2,440	2,646	2,745
지배주주순이익		1,895	2,299	2,488	2,581
비지배주주순이익		138	142	157	164

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			-1.5	-0.0	-0.1
CSM증가율			4.7	8.0	8.3
BPS증가율			-27.0	4.8	4.7
보험손익증가율			-7.5	10.9	7.1
투자손익증가율			흑전	48.9	3.5
영업이익증가율			22.3	19.7	6.0
세전이익증가율			19.8	9.7	3.8
당기순이익증가율			19.4	8.2	3.7
주당지표(원)					
EPS		9,477	11,494	12,442	12,904
BPS		212,095	154,821	162,325	170,021
EV(BV+CSM)		267,007	218,920	231,560	244,994
보통주 DPS		3,700	5,000	5,500	5,800
보통주 배당수익률(%)		5.4	5.1	5.6	5.9
Valuation 지표					
PER(배)		7.3	8.5	7.8	7.6
PBR(배)		0.33	0.63	0.60	0.57
P/EV(배)		0.26	0.45	0.42	0.40
ROE(%)		4.4	6.0	7.5	7.4
ROA(%)			0.7	0.8	0.8
배당성장률(%)		35.1	39.1	39.7	40.4

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.10.15	매수	114,000원	6개월		
2024.05.17	매수	110,000원	6개월	-16.78%	-8.64%
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 11월 18일 기준)

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------