

삼성생명 (032830/KS)

K-ICS 에 대해 과하게 우려할 필요는 없을 것

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 114,000 원(유지)
 현재주가: 93,900 원
 상승여력: 21.4%



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
 3773-8610

Company Data

발행주식수	20,000 만주
시가총액	18,780 십억원
주요주주	
삼성물산(외)	44.14%
자사주	10.21%

Stock Data

주가(25/01/13)	93,900 원
KOSPI	2,489.56 pt
52주 최고가	109,000 원
52주 최저가	60,100 원
60일 평균 거래대금	26 십억원

주가 및 상대수익률



여전히 남아있는 K-ICS 비율 개선 수단

삼성생명의 가장 큰 리스크로는 금리 하락 및 삼성전자 주가 하락에 따라 K-ICS 비율 측면의 안정성이 훼손되는 점을 제시할 수 있다. 실제로 동사의 K-ICS 요구자본을 살펴보면 동사가 보유한 삼성전자 지분 영향으로 주식위험액, 자산집중위험액이 높아 다른 보험사와 달리 시장위험액이 보험위험액을 상회하는 것을 살펴볼 수 있다. 가용자본 측면에서도 최근 지속적인 삼성전자 주가 하락에 따라 OCI 가 가파르게 하락하는 등 영향으로 K-ICS 비율 측면의 부담이 가중되는 모습이 나타났다. 4Q24 중에도 금리 하락, 삼성전자 주가 하락 및 최적 해지율 가정 반영 등 영향이 종합적으로 반영되며 K-ICS 비율이 추가적으로 하락하는 모습이 나타날 것으로 예상된다. 다만 동사의 경우 2Q24 기준 장기보유주식을 0 으로 설정해둔 것을 확인할 수 있는데 1) 국내 주식의 주식위험액 산출 시 주가 35% 하락 시나리오를 적용하는 것과 달리 2) 장기보유주식의 경우 주가 20% 하락 시나리오를 적용하는 점을 감안하면 동사가 보유한 전자 지분을 장기보유주식으로 분류할 경우 요구자본 축소에 따른 K-ICS 비율 개선을 기대할 수 있을 것으로 예상된다. 동사의 배당가능이익이 약 10 조원 수준에 달하는 만큼 향후 K-ICS 비율만 안정화될 경우 주주환원의 적극적인 확대를 기대할 수 있을 전망이다.

4Q24 지배순이익 2,942 억원(-34% YoY) 전망

삼성생명의 4Q24 지배순이익은 2,942 억원(-34% YoY)로 컨센서스를 하회할 것으로 예상된다. 동사의 경우 다른 생보사와 달리 생명/장기손해보험위험액 중 사망위험보다 장수위험이 더욱 큰 상황으로 생존률 가정 조정에 따른 영향이 상대적으로 높게 나타날 전망이다. 따라서 4Q24 중 계리적 가정 조정에 따라 동사가 보유한 유배당 연금 블록을 중심으로 손실계약부담비용이 상대적으로 크게 나타날 것으로 예상된다. 그 외에도 계절적인 예실차 손익 부진 등이 나타나겠으나 안정적인 CSM 상각이익 등을 바탕으로 상쇄할 것으로 예상된다. 전체 보험손익은 1,524 억원(-37.3% YoY)을 전망하며 투자손익은 639 억원(-34.4% YoY)를 예상한다. 자회사 손익은 금리 하락 등 영향으로 전반적으로 견조한 모습이 이어질 것으로 예상된다. 배당기준일이 이미 경과한 만큼 배당수익률에 기반한 Upside 를 기대하기는 어렵겠지만 최근 주가 하락에 따른 밸류에이션 매력을 고려했을 때 저가매수 관점의 접근이 유효할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			1,450	1,341	1,532	1,565
투자손익	십억원			-24	495	479	500
영업이익	십억원			1,426	1,836	2,012	2,066
당기순이익	십억원			1,895	2,336	2,432	2,471
EPS	원			9,477	11,682	12,159	12,355
PER	배			7.3	8.1	7.7	7.6
PBR	배			0.3	0.60	0.57	0.54
ROE	%			4.4	6.0	7.2	7.0

삼성생명 - 분기별 실적 추이 및 전망										
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	384	435	388	243	269	444	476	152.4	-68.0	-37.3
CSM 상각	334	326	327	381	351	357	361	370.2	2.7	-2.7
RA 해제	155	148	84	80	80	80	82	81.1	-1.2	0.9
예실차	-136	-16	26	-114	-129	45	13	-106.5	적전	적지
기타사업비용	-13	-9	-15	-18	-12	-13	-16	-15.8	적지	적지
손실계약비용 및 기타	45	-14	-35	-86	-22	-25	36	-176.5	적전	적지
투자손익	299	-365	-55	97	221	110	100	63.9	-36.1	-34.4
일반계정	150.0	-234	-121	118	164	79	94	88.9	-5.5	-24.6
자산운용수익	1,719	1,293	1,400	1,640	1,627	1,544	1,510	1,519.2	0.6	-7.4
보험금융손익	-1,569	-1,527	-1,521	-1,522	-1,463	-1,465	-1,416	-1,430.3	적지	적지
특별계정	149	-131	66	-21	57	31	6	-25.0	적전	적지
영업이익	683	70	333	341	490	554	576	216.4	-62.4	-36.5
영업외손익	260	-3	5	-5	272	16	3	2.5	-25.5	흑전
세전이익	943	67	337	335	762	570	579	218.8	-62.2	-34.7
별도 당기순이익	795	63	269	258	652	439	461	170.8	-63.0	-33.7
지배지분순이익	707	267	476	446	622	746	674	294.2	-56.3	-34.0
보장성 APE	511	778	611	509	850	662	807	968.7	20.0	90.2
신계약 CSM	846	970	956	856	858	788	835	930.3	11.5	8.7
자산총계	299,795	300,600	297,085	314,696	315,772	319,800	312,665	312,045	-0.2	-0.8
운용자산	235,814	236,999	232,951	247,608	248,314	251,562	244,049	243,867	-0.1	-1.5
비운용자산	2,664	2,719	2,458	4,324	4,870	4,326	5,563	4,945	-11.1	14.4
부채총계	259,982	257,036	252,422	270,378	272,374	278,286	277,383	279,060	0.6	3.2
책임준비금	211,306	186,525	181,606	196,354	196,987	202,483	208,317	208,760	0.2	6.3
생명보험 CSM 잔액	11,304	11,913	11,709	12,247	12,505	12,698	12,963	12,985	0.2	6.0
자본총계	39,813	43,714	44,827	44,436	43,483	41,468	34,901	32,986	-5.5	-25.8
해약환급금준비금	0	0	0	0	0	0	0	0	-	-
ROE (%)	6.9	2.6	4.3	4.0	5.7	7.0	7.1	3.5	-3.6%p	-0.5%p
K-ICS 비율 (%)	219.5	223.5	220.5	218.8	212.8	201.5	193.5	185.3	-8.2%p	-33.5%p

자료: 삼성생명, SK 증권 추정

실적 추정치 변경					
		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	1,450	1,341	1,532	1,565
	수정 전		1,341	1,487	1,592
	증감률(%)		0.0%	3.0%	-1.7%
투자손익	수정 후	-24	495	479	500
	수정 전		404	601	622
	증감률(%)		22.6%	-20.3%	-19.5%
연결 세전이익	수정 후	2,559	3,116	3,286	3,340
	수정 전		3,065	3,363	3,489
	증감률(%)		1.7%	-2.3%	-4.3%
연결 지배순이익	수정 후	1,895	2,336	2,432	2,471
	수정 전		2,299	2,488	2,581
	증감률(%)		1.6%	-2.3%	-4.3%

자료: 삼성생명, SK 증권 추정

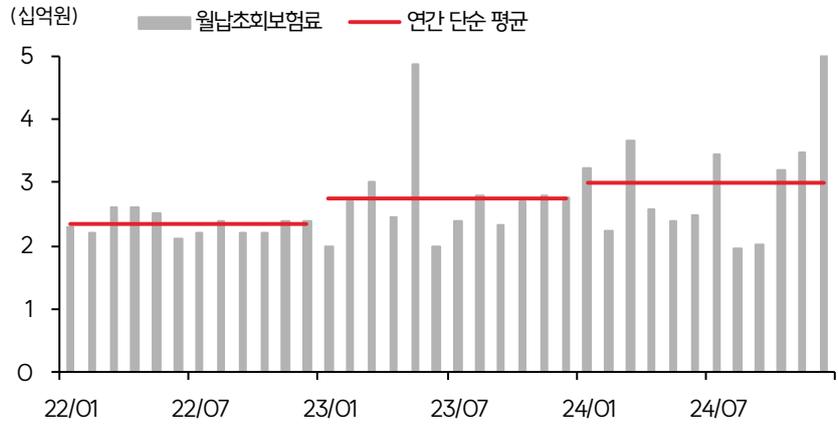
생명보험 - K-ICS 세부 위험액						
(십억원, %)	삼성생명	한화생명	교보생명	신한라이프	동양생명	미래에셋생명
가용자본	47,112.5	20,511.0	14,131.2	10,046.7	3,908.3	3,408.5
기본자본	37,997.0	9,922.9	8,697.5	6,306.8	1,834.7	3,106.0
보완자본	9,115.5	10,588.1	5,433.7	3,739.9	2,073.6	302.5
요구자본	24,347.0	12,497.0	8,307.4	4,349.8	2,438.5	1,759.0
생명/장기손해보험위험액	10,798.1	9,530.1	5,202.6	4,471.1	1,840.5	1,530.6
일반손해보험위험액	0.0	426.2	0.0	0.0	0.0	0.0
시장위험액	21,918.0	6,281.2	3,865.7	2,080.0	1,350.0	817.8
신용위험액	4,019.1	2,318.1	2,610.0	722.7	647.2	494.3
운영위험액	1,139.5	799.2	564.7	237.3	162.3	115.2
분산효과	-8,499.9	-4,920.3	-3,269.3	-1,629.6	-1,026.3	-730.3
법인세효과	-7,485.0	-2,262.7	-857.7	-1,531.7	-535.2	-468.6
기타 요구자본	2,457.2	325.2	191.4	0.0	0.0	0.0
K-ICS 비율	193.5	164.1	170.1	231.0	160.3	193.8
기본자본 기준	156.1	79.4	104.7	145.0	75.2	176.6

자료: 각사, SK 증권

생명보험 - K-ICS 생명/장기보험위험액 및 시장위험액 세부 자료(2Q24)						
(십억원)	삼성생명	한화생명	교보생명	신한라이프	동양생명	미래에셋생명
1. 생명/장기손해보험위험액						
사망위험	1,851.3	1,260.8	793.0	539.2	151.8	218.9
장수위험	2,204.6	624.2	722.4	108.2	64.0	23.7
장해/질병위험	4,268.8	4,743.6	2,808.3	2,177.4	963.0	665.2
장기재물/기타위험	0.0	113.2	0.0	0.0	0.0	0.0
해지위험	6,599.3	5,629.6	2,693.5	2,481.3	1,033.6	973.8
사업비위험	1,997.9	1,739.5	938.6	1,002.0	408.1	326.3
대재해위험	713.5	327.2	344.2	245.2	89.7	67.9
2. 시장위험액						
금리위험	2,786.2	938.5	829.3	750.1	786.4	130.7
주식위험	23,070.7	5,157.1	2,746.0	1,789.9	724.3	665.6
부동산위험	2,796.9	1,721.9	1,281.1	57.6	144.0	282.2
외환위험	3,269.9	1,442.8	470.1	207.4	396.0	100.6
자산집중위험	6,142.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 각사, SK 증권

삼성생명 - GA 실적 추이



자료: 보험저널, SK 증권

삼성생명 - 2Q24 주식위험액 현황

(단위: 백만원)

구분	총계 전 공평가치		주식위험액
	자산	부채	
I. 기본법			23,070,666
(1) 선진시장 상장주식	55,969,000	21,817,922	16,251,294
(2) 신흥시장 상장주식	257,317	523,947	31,145
(3) 우선주	3,371,043	1,057,660	447,082
(4) 인프라 주식	103,199	-	20,640
(5) 장기보유주식	-	-	-
(6) 기타주식	11,361,648	-	7,773,866
II. 간접법			-
III. 합계			23,070,666

자료: 삼성생명, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		247,608	243,867	243,772	243,610
현금및예치금		2,913	1,548	1,682	1,799
유가증권		176,494	176,558	176,492	176,381
대출금		36,419	33,037	33,024	33,002
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	312,045	312,877	313,475
책임준비금		196,354	208,760	211,116	213,623
CSM잔액(원수)		12,247	12,985	13,571	13,889
계약차지분조정		10,528	8,784	8,784	8,784
특별계정부채 및 기타		63,496	61,515	58,339	54,914
부채총계		270,378	279,060	278,239	277,321
자본금		100	100	100	100
신종자본증권		0	0	0	0
자본잉여금		125	125	125	125
이익잉여금		17,978	18,752	20,196	21,643
해약환급금준비금		0	0	0	0
기타자본		24,216	12,512	12,645	12,645
비지배주주지분		2,017	1,497	1,572	1,641
자본총계		44,436	32,986	34,637	36,154

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약 APE		3,104	4,009	3,663	3,307
신계약 CSM		3,628	3,411	2,986	2,747
신계약 CSM 수익성		116.9	85.1	81.5	83.0
CSM 관련 지표					
기초CSM		10,749	12,247	12,985	13,571
CSM 조정 가정 변경		-1,163	-1,689	-1,350	-1,350
신계약 CSM(원수)		3,628	3,411	2,986	2,747
CSM 이자부리		402	454	451	462
상각 전 CSM		13,615	14,424	15,072	15,430
CSM상각액		1,368	1,439	1,501	1,541
CSM상각률(%)		10.0	10.0	10.0	10.0
CSM 순증액		1,499	737	586	318
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	73.0	76.2	75.8
CSM상각		95.9	78.4	74.6	74.6
투자손익		-1.7	27.0	23.8	24.2
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		218.8	185.3	187.6	193.4

자료: 삼성생명, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		1,450	1,341	1,532	1,565
CSM상각		1,368	1,439	1,501	1,541
RA해제		468	323	314	298
예실차		-239	-120	33	29
기타사업비용		-56	-57	-50	-45
손실계약비용 및 기타		-90	-188	-214	-211
투자손익		-24	495	479	500
일반계정손익		-87	426	439	460
평가차분손익		-58	33	0	0
특별계정손익		63	70	40	40
영업이익		1,426	1,836	2,012	2,066
영업외손익		256	293	329	329
세전이익		1,683	2,129	2,341	2,395
법인세비용		298	407	529	542
법인세율(%)		17.7	19.1	22.6	22.6
당기순이익		1,384	1,723	1,812	1,853
연결 효과		876	986	945	945
연결 세전이익		2,559	3,116	3,286	3,340
연결 당기순이익		2,034	2,481	2,585	2,628
지배주주순이익		1,895	2,336	2,432	2,471
비지배주주순이익		138	144	154	157

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			-1.5	-0.0	-0.1
CSM증가율			6.0	4.5	2.3
BPS증가율			-25.8	5.0	4.4
보험손익증가율			-7.5	14.3	2.2
투자손익증가율			흑전	-3.2	4.4
영업이익증가율			28.7	9.6	2.7
세전이익증가율			21.8	5.5	1.6
당기순이익증가율			24.4	4.1	1.6
주당지표(원)					
EPS		9,477	11,682	12,159	12,355
BPS		212,095	157,443	165,327	172,564
EV(BV+CSM)		267,007	222,366	233,182	242,011
보통주 DPS		3,700	5,000	5,500	5,700
보통주 배당수익률(%)		5.4	5.3	5.9	6.1
Valuation 지표					
PER(배)		7.3	8.1	7.7	7.6
PBR(배)		0.33	0.60	0.57	0.54
P/EV(배)		0.26	0.43	0.40	0.39
ROE(%)		4.4	6.0	7.2	7.0
ROA(%)			0.7	0.8	0.8
배당성장률(%)		35.1	38.4	40.6	41.4

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
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 (2025년 01월 14일 기준)

매수	96.89%	중립	3.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------