

삼성생명 (032830/KS)

과도한 기대감보다 펀더멘털 중심 접근 필요

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 114,000 원(유지)
 현재주가: 95,500 원
 상승여력: 19.4%

4Q24 지배순이익 647 억원(-85.5% YoY) 기록

삼성생명의 4Q24 지배순이익은 647 억원(-85.5% YoY)로 컨센서스를 큰 폭 하락 하는 실적을 시현했다. 1) 생존을 가정 업데이트에 따라 유배당 연금 블록에서 약 3 천 억원의 손실계약비용이 발생했으며 2) 연금 개시 지연 등 가정 업데이트로 발생사고부 채 조정으로 약 1,700 억원의 손실을 인식한 가운데 3) 사업비 예산차가 사내복지기 금, 성과급, 신계약 프로모션 등 요인으로 큰 폭 악화됨에 따라 보험손익이 -6,441 억 원(적자 전환 YoY)을 기록한데 기인한다. 해지계약 관련 가이드라인 영향으로 보험금 용비용이 약 3,400 억원 개선되었으나 보험손익 및 CSM 부문에서 CSM 상각이익 690억원 감소, CSM 잔액 감소 1,260억원 및 손실계약비용 영향을 합쳐 동일한 금액 의 감소가 나타난 만큼 일회성 요인에 그칠 전망이다. 유배당 연금 관련 손실은 향후에 도 4Q 마다 가정 조정에 따라 약 2~3 천억원의 손실계약비용으로 반영되며 계절적인 실적 부진 요인으로 작용할 전망이다. 연간 실적은 건조한 흐름을 전망한다.

과한 기대감보다는 주어진 펀더멘털 중심으로

4Q24 K-ICS 비율은 금리 하락, 전자 주가 하락 및 가이드라인 반영 등 요인으로 약 180% 초중반 수준이 예상된다. 다만 동사는 전자 주식의 장기보유주식 전환, 공동재 보험, 자본성증권 발행 등 다양한 K-ICS 비율 관리 방안을 검토하고 있으며 향후 K-ICS 비율이 Target 관리 수준이 180%를 하회하더라도 권고 수준인 150%를 상회 하고 있다면 제시한 주주환원 정책을 차질없이 이행할 계획임을 제시한 만큼 K-ICS 비율 하락에 대해 과도하게 우려할 필요는 없다고 판단한다. 동사는 1) 향후 중장기적 으로 3~4 년에 걸쳐 주주환원율을 50%까지 확대할 계획을 제시하고 있으며 2) 삼성 전자 지분 처분이익으로 인한 이익잉여금 증가는 배당 재원에 활용할 계획이다. 지난번 자사주 3 조 소각에 따른 처분이익 약 2,337 억원의 경우 약 DPS 3~400 원 수준의 영향을 예상하며 향후 추가적인 처분 여부는 삼성전자의 소각 시점에 의해 결정될 전 망이다. 최근 동사 주가는 동사가 보유한 전자 지분 가치 등 지배구조 관련 기대감으로 가파른 상승을 보였으나 삼성화재 지분 추가 매입 및 선제적인 전자 지분 매각을 현재 고려하지 않고 있다고 언급한 점 등을 감안했을 때 과한 기대감은 지양할 필요가 있다 고 판단한다. 이익체력과 주주환원 등 펀더멘털 중심의 접근이 필요할 전망이다.



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
 3773-8610

Company Data

발행주식수	20,000 만주
시가총액	19,100 십억원
주요주주	
삼성물산(외)	44.14%
자사주	10.21%

Stock Data

주가(25/02/20)	95,500 원
KOSPI	2,654.06 pt
52주 최고가	109,000 원
52주 최저가	77,300 원
60일 평균 거래대금	29 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024P	2025E	2026E
보험손익	십억원			1,450	544	1,084	1,135
투자손익	십억원			-24	1,001	840	844
영업이익	십억원			1,426	1,545	1,924	1,979
지배지분순이익	십억원			1,895	2,107	2,248	2,275
EPS	원			9,477	10,534	11,240	11,377
PER	배			7.3	9.0	8.5	8.4
PBR	배			0.3	0.6	0.6	0.6
ROE	%			4.4	5.5	6.9	6.7

삼성생명 - 분기별 실적 추이										
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	% QoQ	% YoY
보험손익	384	435	388	243	269	444	476	-644.1	적전	적전
CSM 상각	334	326	327	381	351	357	361	300.8	-16.6	-21.0
RA 해제	155	148	84	80	80	80	82	79.7	-2.9	-0.9
예실차	-136	-16	26	-114	-129	45	13	-476.3	적전	적지
기타사업비용	-13	-9	-15	-18	-12	-13	-16	-19.7	적지	적지
손실계약비용 및 기타	45	-14	-35	-86	-22	-25	36	-528.5	적전	적지
투자손익	299	-365	-55	97	221	110	100	569.6	469.6	484.7
일반계정	150.0	-234	-121	118	164	79	94	554.2	488.9	369.6
자산운용수익	1,719	1,293	1,400	1,640	1,627	1,544	1,510	1,619.7	7.2	-1.2
보험금융손익	-1,569	-1,527	-1,521	-1,522	-1,463	-1,465	-1,416	-1,065.6	적지	적지
특별계정	149	-131	66	-21	57	31	6	15.4	161.3	흑전
영업이익	683	70	333	341	490	554	576	-74.5	적전	적전
영업외손익	260	-3	5	-5	272	16	3	-12.6	적전	적지
세전이익	943	67	337	335	762	570	579	-87.1	적전	적전
별도 당기순이익	795	63	269	258	652	439	461	-62.9	적전	적전
지배지분순이익	707	267	476	446	622	746	674	64.7	-90.4	-85.5
보장성 APE	511	778	611	509	850	662	807	813.0	0.7	59.6
신계약 CSM	846	970	956	856	858	788	835	779.9	-6.6	-8.9
자산총계	299,795	300,600	297,085	314,696	315,772	319,800	312,665	312,219	-0.1	-0.8
운용자산	235,814	236,999	232,951	247,608	248,314	251,562	244,049	243,618	-0.2	-1.6
비운용자산	2,664	2,719	2,458	4,324	4,870	4,326	5,563	5,908	6.2	36.6
부채총계	259,982	257,036	252,422	270,378	272,374	278,286	277,383	279,481	0.8	3.4
책임준비금	211,306	186,525	181,606	196,354	196,987	202,483	208,317	210,766	1.2	7.3
생명보험 CSM 잔액	11,304	11,913	11,709	12,247	12,505	12,698	12,963	12,902	-0.5	5.3
자본총계	39,813	43,714	44,827	44,436	43,483	41,468	34,901	32,194	-7.8	-27.5
해약환급금준비금	0	0	0	0	0	0	0	0		
ROE (%)	6.9	2.6	4.3	4.0	5.7	7.0	7.1	0.8	-6.3%p	-3.2%p
K-ICS 비율(%)	219.5	223.5	220.5	218.8	212.8	201.5	193.5	180%대	n/a	n/a

자료: 삼성생명, SK 증권 추정

실적 추정치 조정		2023	2024P	2025E	2026E
보험손익	수정 후	1,450	544	1,084	1,135
	수정 전		1,341	1,532	1,565
	증감률(%)		-59.4%	-29.2%	-27.5%
투자손익	수정 후	-24	1,001	840	844
	수정 전		495	479	500
	증감률(%)		102.2%	75.3%	68.9%
연결 세전이익	수정 후	2,559	2,814	3,307	3,406
	수정 전		3,116	3,286	3,340
	증감률(%)		-9.7%	0.6%	2.0%
연결지배순이익	수정 후	1,895	2,107	2,248	2,275
	수정 전		2,336	2,432	2,471
	증감률(%)		-9.8%	-7.6%	-7.9%

자료: 삼성생명, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024P	2025E	2026E
운용자산		247,608	243,618	244,151	244,430
현금및예치금		2,913	1,629	1,880	2,078
유가증권		176,494	175,652	176,017	176,208
대출금		36,419	32,595	32,666	32,703
부동산		3,834	3,915	3,760	3,612
비운용자산		4,324	5,908	5,800	5,793
특별계정자산 및 기타		62,764	62,692	63,436	64,194
자산총계		314,696	312,219	313,388	314,418
책임준비금		196,354	210,766	213,657	216,566
CSM잔액(원수)		12,247	12,902	13,388	13,934
계약자지분조정		10,528	7,334	7,334	7,334
특별계정부채 및 기타		63,496	61,381	59,111	55,902
부채총계		270,378	279,481	280,102	279,802
자본금		100	100	100	100
신종자본증권		0	0	0	0
자본잉여금		125	125	125	125
이익잉여금		17,978	19,420	20,702	21,972
해약환급금준비금		0	0	0	0
기타자본		24,216	11,088	10,848	10,848
비배주주지분		2,017	1,461	1,511	1,571
자본총계		44,436	32,194	33,286	34,616

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024P	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약 APE		3,104	3,859	3,835	3,847
신계약 CSM		3,628	3,261	2,942	3,052
신계약 CSM 수익성		116.9	84.5	76.7	79.3
CSM 관련 지표					
기초CSM		10,749	12,247	12,902	13,388
CSM 조정 가점 변경		-1,163	-1,705	-1,400	-1,400
신계약 CSM(원수)		3,628	3,261	2,942	3,052
CSM 이자부리		402	468	403	412
상각 전 CSM		13,615	14,272	14,847	15,451
CSM상각액		1,368	1,370	1,460	1,516
CSM상각률(%)		10.0	9.6	9.8	9.8
CSM 순증액		1,499	655	485	547
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률		2.4	2.6	2.5	2.4
FVPL 제외 운용수익률		2.4	2.6	2.5	2.4
손익구성					
보험손익		101.7	35.2	56.4	57.3
CSM상각		95.9	88.6	75.9	76.6
투자손익		-1.7	64.8	43.6	42.7
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		218.8	179.7	178.3	178.3

자료: 삼성생명, SK증권 추정

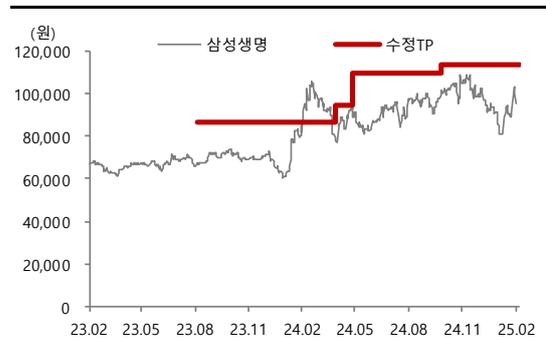
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024P	2025E	2026E
보험손익		1,450	544	1,084	1,135
CSM상각		1,368	1,370	1,460	1,516
RA해제		468	322	335	347
예실차		-239	-486	-16	-37
기타사업비용		-56	-60	-60	-61
손실계약비용 및 기타		-90	-540	-574	-569
투자손익		-24	1,001	840	844
일반계정손익		-87	891	800	804
평가처분손익		-58	9	0	0
특별계정손익		63	110	40	40
영업이익		1,426	1,545	1,924	1,979
영업외손익		256	278	323	325
세전이익		1,683	1,824	2,247	2,304
법인세비용		298	334	509	521
법인세율(%)		17.7	18.3	22.6	22.6
당기순이익		1,384	1,489	1,738	1,782
연결 효과		876	990	1,060	1,102
연결 세전이익		2,559	2,814	3,307	3,406
연결 당기순이익		2,034	2,260	2,617	2,696
지배주주 손이익		1,895	2,107	2,248	2,275
비지배주주 손이익		138	153	369	420

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024P	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			-1.6	0.2	0.1
CSM증가율			5.3	3.8	4.1
BPS증가율			-27.5	3.4	4.0
보험손익증가율			-62.5	99.2	4.7
투자손익증가율			흑전	-16.1	0.5
영업이익증가율			8.3	24.5	2.9
세전이익증가율			9.9	17.5	3.0
당기순이익증가율			7.6	6.7	1.2
주당지표(원)					
EPS		9,477	10,534	11,240	11,377
BPS		212,095	153,663	158,876	165,224
EV(BV+CSM)		267,007	211,389	225,813	234,896
보통주 DPS		3,700	4,500	5,380	5,600
보통주 배당수익률(%)		5.4	4.7	5.6	5.9
Valuation 지표					
PER(배)		7.3	9.0	8.5	8.4
PBR(배)		0.33	0.62	0.60	0.58
P/EV(배)		0.26	0.45	0.42	0.41
ROE(%)		4.4	5.5	6.9	6.7
ROA(%)		0.6	0.7	0.7	0.7
배당성장률(%)		35.1	38.4	43.0	44.2

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 02월 21일 기준)

매수	97.52%	중립	2.48%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------