

# 삼성생명 (032830)

EARNINGS REVIEW Company Analysis | 보험 | 2024. 8. 19

## 금리인하 부담에도 견조한 이익창출력

### 보험손익 투자손익 동반 호조

2분기 순이익은 7,464억원으로 시장 예상치를 상회하며 호실적 기조를 이어감. 보험 손익은 CSM 상각익이 확대와 예실차 소멸로 전년동기대비 2% 개선되며 IFRS17 도입 이후 최대규모 시현. 투자손익 역시 부담이자 경감과 배당수익 확대, 자회사 실적개선으로 호조세가 이어지고 있음. 6월말 CSM 잔액은 12.7조원으로 3월말 대비 0.2조원 증가했는데, 이는 신계약 CSM이 0.8조원 증가에도 해약증가와 할인을 강화 영향으로 CSM 조정규모가 1분기에 이어 -0.4조원 발생했기 때문

### 보험손익 기반 견조. 금리인하 사이클 전환의 부정적 영향은 불가피

신계약 APE가 감소했으나 단기납 종신경쟁이 일단락되고 고수익성 건강보험상품 판매 확대로 2분기 CSM배수는 11.7배로 1분기 10.2배 대비 개선. 신계약 CSM은 7,885억원으로 둔화추세가 이어지고 있으나 상반기 중 1.6조원을 확보해 연간 3조원 목표 달성은 가능해 보임. CSM 상각규모가 꾸준히 확대되고 예실차와 유지율이 개선되는 등 견조한 보험손익 기반은 유지되고 있음. 다만 자본규모가 1분기 0.9조원 감소한데 이어 2분기에는 1.9조원 추가로 감소했고, 킥스비를 또한 시장금리 하락 및 유동성프리미엄 인하로 3월말 대비 소폭 하락. 금리인하 추세로의 전환이 부채할인을 하락 및 시기부채 증가와 맞물려 신계약 수익성 둔화, 보유 CSM 조정, 자본감소 등 재무지표 전반에 영향을 주고 있는 상태로 판단

### 목표주가 5% 상향, 보유의견 유지

상반기 호실적을 반영해 실적추정치를 변경하고 목표주가를 98,000원으로 5% 상향하나 상승여력 감안해 보유의견 유지. 밸류업 공시 시기가 자본시장법 시행령 개정안 이후로 늦춰지고 있지만 지난해 35.1%였던 주주환원율을 중장기적으로 50%로 확대하는 목표를 설정. 올해 실적개선을 바탕으로 주당배당금 상향이 가능할 전망

### Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익		1,449	1,440	1,566	1,680
투자손익		1,110	1,682	1,715	1,746
당기순이익		1,895	2,208	2,273	2,384
CSM잔액		12,393	13,372	14,498	15,490
EPS (원)		10,554	12,298	12,660	13,278
증감률 (%)		-	16.5	2.9	4.9
BPS (원, adj.)		236,314	231,162	245,755	260,596
ROE (%)		4.5	5.3	5.3	5.2
PER (x)		6.3	7.2	7.0	6.7
PBR (x)		0.28	0.38	0.36	0.34

주: IFRS 연결 기준

자료: 삼성생명, LS증권 리서치센터

Analyst 전배승  
bsjun@ls-sec.co.kr

Hold (유지)

목표주가 (상향)	98,000 원
현재주가	88,800 원
상승여력	10.4%

### 컨센서스 대비

	상회	부합	하회
	●		

### Stock Data

KOSPI (8/16)	2,697.23 pt
시가총액	177,600 억원
발행주식수	200,000 천주
52 주 최고가/최저가	106,000 / 60,100 원
90 일 일평균거래대금	288.76 억원
외국인 지분율	20.8%
배당수익률(24.12E)	5.2%
BPS(24.12E)	231,162 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 1.5%
	6개월 8.8%
	12개월 24.8%
주주구성	삼성물산 (외 7인) 44.1%
	자사주 (외 1인) 10.2%
	신세계 (외 2인) 8.1%

### Stock Price

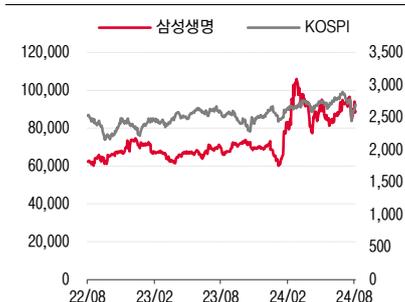
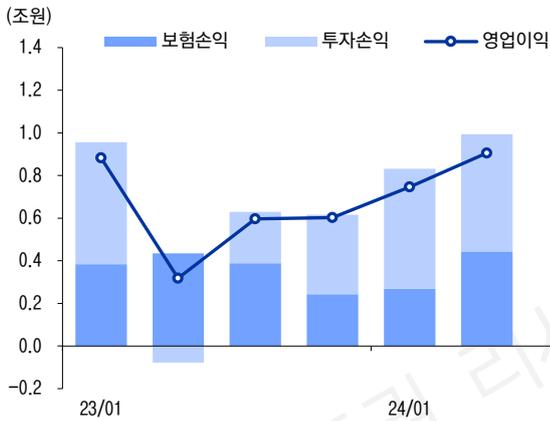


표1 삼성생명 손익현황과 주요지표

(단위: 십억원,%)	2023			2024E				2024 연간E
	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	YoY(%,%p)	QoQ(%,%p)	
보험손익	435	388	242	268	444	2.1	65.5	1,440
CSM상각	326	327	381	351	357	9.6	1.8	1,438
RA변동	148	84	81	80	80	-46.2	-0.4	320
예실차	-1	26	-99	-14	60	-	-	30
기타	-38	-50	-120	-149	-53	-	-	-348
투자손익	-368	241	373	563	550	-814.4	-2.3	1,682
보험금융손익	-1,857	-1,105	-3,217	-1,914	-1,970	-	-	-8,242
기타투자손익	1,489	1,346	3,590	2,477	2,520	41.6	1.8	9,924
연결조정	252	-33	-14	-85	-88	-	-	-349
영업이익	318	596	602	746	906	184.5	21.3	2,772
세전이익	358	629	615	831	994	177.6	19.6	3,033
당기순이익	267	476	446	622	746	179.2	20.0	2,208
운용자산	209,285	205,264	219,659	219,278	222,462	6.3	1.5	227,833
책임준비금	209,094	203,533	219,569	220,238	225,898	8.0	2.6	224,779
CSM	11,913	11,652	12,393	12,649	12,844	7.8	1.5	13,372
자본총계	43,564	44,662	44,336	43,398	41,514	-4.7	-4.3	43,524
신계약	922	759	658	1,014	810	-12.2	-20.1	3,311
신계약CSM	970	956	856	858	788	-18.7	-8.1	3,094
CSM배수(배)	12.6	15.1	15.6	10.2	11.7	-	-	11.2
CSM상각률	10.7	10.2	12.2	10.6	10.6	-	-	10.6
투자수익률	2.9	2.6	6.8	4.5	4.6	1.2	0.1	4.4
부채부담이율	4.1	2.5	7.2	4.1	4.1	-0.0	0.0	4.3

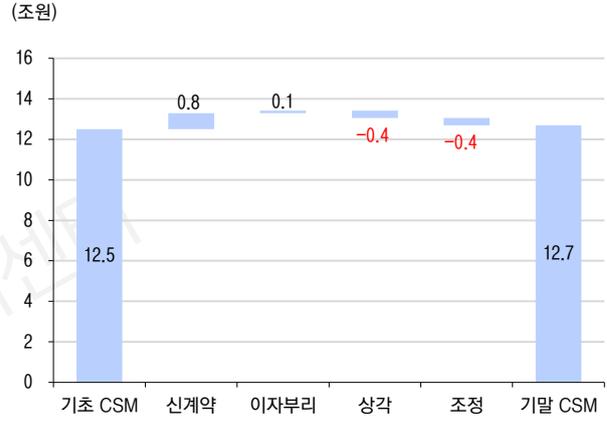
자료: LS증권 리서치센터

그림1 보험손익과 투자손익 추이



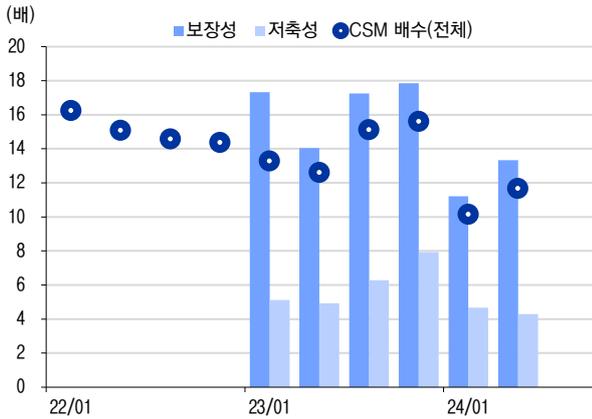
자료: LS증권 리서치센터

그림2 CSM Movement (24.2Q)



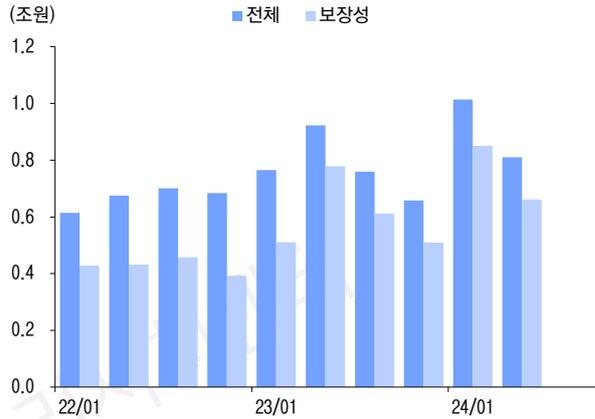
자료: LS증권 리서치센터

그림3 CSM 배수 추이



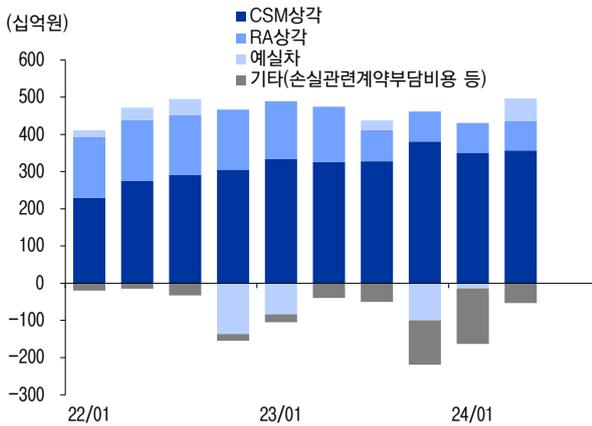
자료: LS증권 리서치센터

그림4 신계약 APE



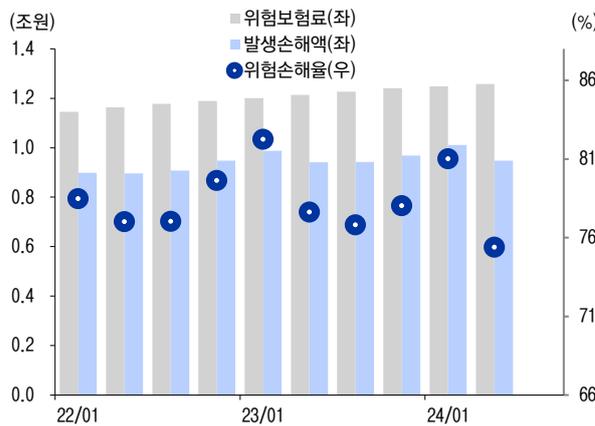
자료: LS증권 리서치센터

그림5 보험손익 추이



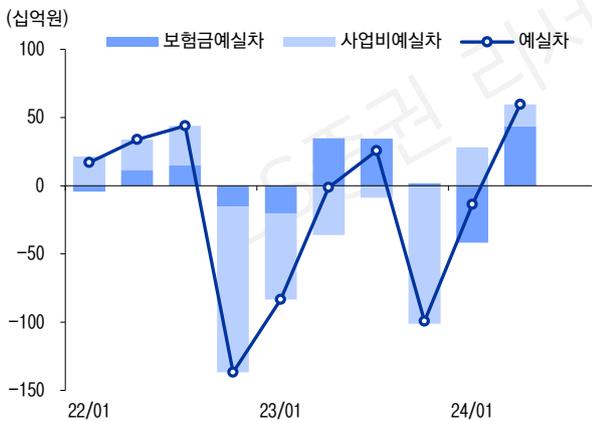
자료: LS증권 리서치센터

그림6 위험손해율 추이



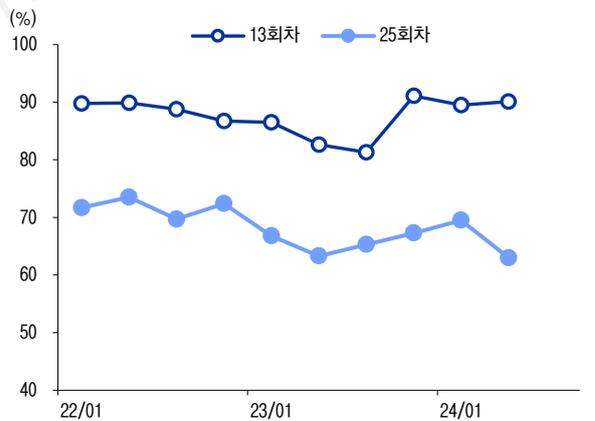
자료: LS증권 리서치센터

그림7 예실차 추이



자료: LS증권 리서치센터

그림8 유지율 추이



자료: LS증권 리서치센터

## 삼성생명 (032830)

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>보험손익</b>	<b>1,449</b>	<b>1,440</b>	<b>1,566</b>	<b>1,680</b>	<b>1,680</b>
CSM상각	1,368	1,438	1,532	1,646	
RA변동	468	320	326	333	
예실차	-158	30	-26	-20	
기타	-229	-348	-266	-278	
<b>투자손익</b>	<b>1,110</b>	<b>1,682</b>	<b>1,715</b>	<b>1,746</b>	<b>1,746</b>
보험금융손익	-9,182	-8,242	-8,219	-8,184	
기타투자손익	10,291	9,924	9,934	9,930	
연결조정	-160	-349	-353	-353	
<b>영업이익</b>	<b>2,398</b>	<b>2,772</b>	<b>2,929</b>	<b>3,074</b>	<b>3,074</b>
영업외이익	161	261	265	265	
세전이익	2,559	3,033	3,193	3,339	
법인세비용	525	656	750	785	
당기순이익	2,034	2,377	2,443	2,554	
<b>지배주주순이익</b>	<b>1,895</b>	<b>2,208</b>	<b>2,273</b>	<b>2,384</b>	<b>2,384</b>
기타포괄손익	0	0	0	0	
총포괄이익	2,034	2,377	2,443	2,554	

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>총자산</b>	<b>314,696</b>	<b>327,651</b>	<b>343,664</b>	<b>360,459</b>	<b>360,459</b>
총운용자산	219,659	227,833	238,968	250,646	
현예금	2,913	2,025	2,124	2,228	
유가증권	176,494	187,455	196,616	206,225	
대출채권	36,419	37,774	39,620	41,556	
부동산	3,834	579	607	637	
기타자산	95,037	99,818	104,696	109,812	
<b>총부채</b>	<b>270,361</b>	<b>284,127</b>	<b>297,350</b>	<b>311,310</b>	<b>311,310</b>
책임준비금	219,569	224,779	222,498	220,155	
보험계약부채	190,261	195,514	193,027	190,477	
최선추정부채(BEL)	174,906	179,111	175,556	172,071	
위험조정(RA)	2,873	2,943	2,884	2,827	
계약서비스마진(CSM)	12,393	13,372	14,498	15,490	
기타	89	89	89	89	
재보험/투자계약부채	29,308	29,265	29,471	29,678	
기타부채	50,791	59,348	74,852	91,155	
<b>자본총계</b>	<b>44,336</b>	<b>43,524</b>	<b>46,314</b>	<b>49,149</b>	<b>49,149</b>
자본금	100	100	100	100	
자본잉여금	125	125	125	125	
신종자본증권	0	0	0	0	
이익잉여금	17,978	19,606	21,227	22,892	
해약환급금준비금	0	0	0	0	
기타자본	26,132	23,692	24,862	26,031	

### 주요재무지표

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>성장성/수익성(%)</b>					
신계약(월납,십억원)	3,104	3,311	3,411	3,513	
CSM배수(배)	14.0	11.2	10.9	10.7	
CSM상각률	47.7	10.6	10.4	10.4	
투자수익률	9.4	4.4	4.3	4.1	
부채부담이율	9.8	4.3	4.3	4.3	
<b>CSM Movement</b>					
기초 CSM		12,393	13,372	14,498	
신계약 CSM	3,628	3,094	3,092	3,126	
이자부리	402	462	502	541	
CSM상각	-1,368	-1,438	-1,532	-1,646	
CSM조정	-1,163	-1,141	-936	-1,029	
기말 CSM	12,393	13,372	14,498	15,490	

자료: LS증권 리서치센터

### 주요투자지표

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>주당지표(원)/Valuation</b>					
EPS		10,554	12,298	12,660	13,278
BPS		236,314	231,162	245,755	260,596
DPS	3,000	3,700	4,580	4,950	5,390
ROA		1.2	0.7	0.7	0.7
ROE		4.5	5.3	5.3	5.2
PER		6.5	7.2	7.0	6.7
PBR		0.29	0.38	0.36	0.34
배당성향		35.1	37.2	39.1	40.6
배당수익률	4.6	5.4	5.2	5.6	6.1
<b>안정성(%)</b>					
총자산/자본총계		7.1	7.5	7.4	7.3
K-ICS비율		218.8	205.4	208.4	210.8

삼성생명 목표주가 추이		투자이견 변동내역											
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
		2019.11.11	신규	전배승									
		2022.08.16	Buy	78,000	-4.2	-13.4							
		2023.01.31	Buy	82,000	-10.0	-16.9							
		2024.01.03	Hold	78,000	9.0	-10.4							
		2024.02.21	Hold	85,000	24.7	8.6							
		2024.05.17	Buy	110,000	-16.5	-22.3							
		2024.06.18	Hold	93,000	3.8	-2.7							
		2024.08.19	Hold	98,000									

**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 전배승).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자이견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	92.7% 7.3%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
				100.0%	투자이견 비율은 2023. 7. 1 ~ 2024. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)