

삼성생명 (032830/KS)

가장 높은 배당가능이익 측면의 여력

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 95,000 원(상향)

현재주가: 81,300 원

상승여력: 16.9%

목표주가 95,000 원으로 상향

삼성생명의 목표주가를 Equity Risk Premium 조정, 실적 추정치 조정 및 배당가능이익 측면의 여력을 감안한 주주 환원 확대 가능성 등을 종합적으로 감안하여 95,000 원으로 상향한다. 목표주가는 Target PBR 0.44 배에 24E BVPS 217,989 원을 적용하여 산출했다. 투자 리스크로는 1) 상대적으로 낮은 ROE 제고 가능성 및 2) 금리 등 매크로 변수에 따른 자본 변동 우려 등을 제시한다.

주주 환원 측면에서 가장 여력 충분하다고 판단

삼성생명의 가장 큰 강점으로 배당가능이익 측면의 낮은 불확실성을 제시할 수 있다. 다른 보험사들이 해약환급금준비금 이슈 영향으로 K-ICS 비율에 관계없이 배당가능이익 측면의 불확실성이 남아있는 것과 달리 당사는 해약환급금준비금 관련 이슈에서 자유로운 만큼 관련 우려가 제한적이라고 판단한다. 여전히 K-ICS 제도 관련 불확실성이 남아있는 만큼 공격적인 주주 환원 확대가 나타날 가능성은 제한적일 것으로 예상되지만 업계 내에서는 가장 주주 환원 확대에 대한 가시성이 높다고 판단한다.



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
3773-8610

Company Data

발행주식수	20,000 만주
시가총액	16,260 십억원
주요주주	
삼성물산(외7)	44.14%
자사주	10.21%

Stock Data

주가(24/04/15)	81,300 원
KOSPI	2,670.43 pt
52주 최고가	106,000 원
52주 최저가	60,100 원
60일 평균 거래대금	55 십억원

주가 및 상대수익률



1Q24E 지배순이익 5,344 억원(-24.4% YoY) 예상

삼성생명의 1Q24E 지배순이익은 5,344 억원(-24.4% YoY)로 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 예상된다. CSM 상각이익은 4Q23 약대 미수이자 관련 일회성 요인 등을 제외해도 견조한 증가세가 이어질 것으로 예상되지만 RA 해제이익은 가이드라인 반영 이슈 등 영향으로 다소 전년 동기 대비 다소 높은 감소폭을 보일 전망이다. 예실차 손익의 경우 IBNR 관련 조정으로 약 500 억원 수준의 일회성 비용이 반영되며 손실을 기록할 것으로 예상된다. 전반적인 보험손익(별도)은 2,558 억원(-33.3% YoY)를 예상한다. 투자손익의 경우 전년 동기 VFA 모형 가이드라인 반영 전 발생한 대규모 평가손실의 기저효과로 감소가 불가피할 전망이다. 시장 금리 30bp 상승으로 FVPL 자산 평가손실이 약 500 억원 정도 예상되나 지수 상승 및 삼성화재 배당 증가 등을 감안했을 때 경상 수준의 손익이 예상되며 별도 기준 약 1,467 억원(-51% YoY)을 전망한다. K-ICS 비율은 할인을 조정 관련 영향이 예상되나 210% 수준을 유지하는데 어려움은 없을 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			1,450	1,251	1,529	1,731
투자손익	십억원			-24	215	202	183
영업이익	십억원			1,426	1,467	1,731	1,914
당기순이익	십억원			1,895	1,897	2,083	2,212
EPS	원			9,477	9,486	10,413	11,061
PER	배			7.3	8.6	7.8	7.4
PBR	배			0.3	0.37	0.36	0.35
ROE	%			4.4	4.2	4.5	4.6

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2024E ~ 2026F ROE 평균	4.4%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5%, 베타 1 기준	8.7%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 등 감안하여 차등적으로 적용	15%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.44
목표주가	2024F BPS 217,989 원에 Target PBR 적용	95,000
현재가		81,300
Upside / Downside 투자의견		16.9% 매수

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		60%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	5.4%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5%, 베타 1 기준	8.7%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력의 뚜렷한 개선	-5.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.60
목표주가(Bull case)	2024F BPS 217,989 원에 Target PBR 적용	130,400
Downside case		-20%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	3.4%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5%, 베타 1 기준	8.7%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력 부진세	-25.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.30
목표주가(Bear case)	2024F BPS 217,989 원에 Target PBR 적용	65,100

자료: SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	1,450	1,251	1,529	1,731
	수정 전		1,322	1,534	1,737
	증감률(%)		-5.3%	-0.3%	-0.3%
투자손익	수정 후	256	215	202	183
	수정 전		192	180	163
	증감률(%)		12.1%	12.4%	12.4%
연결 세전이익	수정 후	2,559	2,664	2,928	3,111
	수정 전		2,650	2,850	3,028
	증감률(%)		0.5%	2.7%	2.7%
연결지배순이익	수정 후	1,895	1,897	2,083	2,212
	수정 전		1,887	2,027	2,153
	증감률(%)		0.5%	2.7%	2.7%

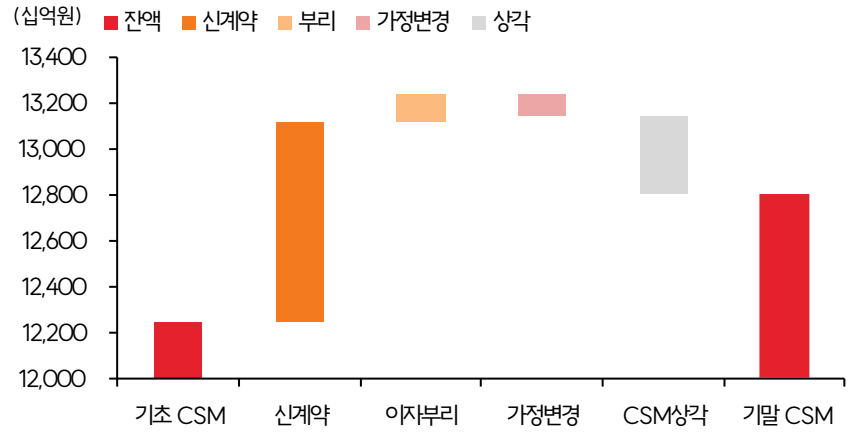
자료: 삼성생명, SK 증권 추정

삼성생명 - 분기별 실적 추정 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	384	435	388	243	255.8	350	389	257	5.2	-33.3
CSM 상각	334	326	327	381	334.5	349	364	378	-12.1	0.2
RA 해제	155	148	84	80	73.2	73	73	73	-9.0	-52.8
예실차	-136	-16	26	-114	-123.2	-40	-14	-122	적지	적지
기타사업비용	-13	-9	-15	-18	-16.1	-21	-22	-14	적지	적지
손실계약비용 및 기타	45	-14	-35	-86	-12.6	-12	-12	-59	적지	적전
투자손익	299	-365	-55	97	146.7	24	24	21	50.6	-51.0
일반계정	150	-234	-121	118	148.7	26	26	23	26.0	-0.9
자산운용수익	1,719	1,293	1,400	1,640	1,736.0	1,619	1,625	1,627	5.9	1.0
보험금융손익	-1,569	-1,527	-1,521	-1,522	-1,587.4	-1,594	-1,599	-1,604	적지	적지
특별계정(VFA 모형)	149	-131	66	-21	-2.0	-2	-2	-2	적지	적전
영업이익	683	70	333	341	402.5	373	413	278	18.1	-41.1
영업외손익	260	-3	5	-5	270.5	-4	-3	-4	흑전	4.1
세전이익	943	67	337	335	673.0	369	410	275	100.7	-28.6
별도 당기순이익	795	63	269	258	520.4	286	318	214	102.0	-34.5
지배지분순이익	707	267	476	446	534.4	468	500	395	19.9	-24.4
보장성 APE	511	778	611	509	550.6	556	562	568	8.1	7.8
자산총계	299,795	300,600	297,085	314,696	314,969	316,527	317,331	317,515	0.1	5.1
운용자산	235,814	236,999	232,951	247,608	248,637	249,552	250,412	250,301	0.4	5.4
비운용자산	2,664	2,719	2,458	4,324	3,391	3,857	3,624	3,741	-21.6	27.3
부채총계	259,982	257,036	252,422	270,378	269,973	271,041	271,321	271,845	-0.1	3.8
책임준비금	211,306	186,525	181,606	196,354	197,633	198,846	200,034	201,064	0.7	-6.5
생명보험 CSM 잔액	11,304	11,913	11,709	12,247	12,807	13,368	13,932	14,198	4.6	13.3
자본총계	39,813	43,714	44,827	44,436	44,995	45,485	46,010	45,671	1.3	13.0
해약환급금준비금	0	0	0	0	0	0	0	0		
ROE (%)	6.9	2.6	4.3	4.0	4.8	4.1	4.4	3.4	0.8%p	-2.2%p

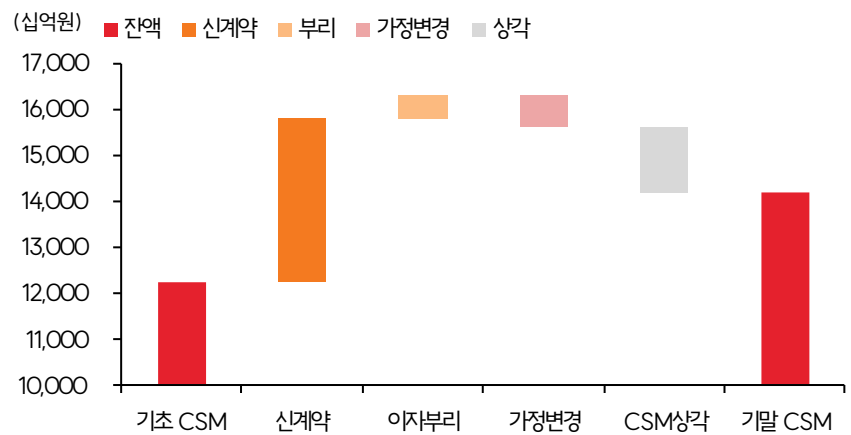
자료: 삼성생명, SK 증권 추정

CSM Movement - 1Q24 전망



자료: 삼성생명, SK 증권 추정

CSM Movement - 2024 전망



자료: 삼성생명, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		247,608	250,301	252,600	254,605
현금및예치금		2,913	2,930	2,822	2,607
유가증권		176,494	178,819	180,918	182,859
대출금		36,419	36,920	37,373	37,792
부동산		3,834	3,683	3,537	3,398
비운용자산		4,324	3,741	3,704	3,702
특별계정자산 및 기타		62,764	63,474	64,198	64,936
자산총계		314,696	317,515	320,502	323,243
책임준비금		196,354	201,064	205,751	210,497
CSM잔액(원수)		12,247	14,198	16,206	18,280
계약자지분조정		10,528	10,528	10,528	10,528
특별계정부채 및 기타		63,496	60,253	57,181	53,724
부채총계		270,378	271,845	273,459	274,748
자본금		100	100	100	100
신종자본증권		0	0	0	0
자본잉여금		125	125	125	125
이익잉여금		17,978	19,157	20,467	21,854
해약환급금준비금		0	0	0	0
기타자본		24,216	24,216	24,216	24,216
비배주주지분		2,017	2,073	2,135	2,201
자본총계		44,436	45,671	47,043	48,495

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)		3,104	2,780	2,899	3,024
신계약 CSM(보유)		3,628	3,544	3,731	3,930
신계약 CSM 배수		116.9	127.5	128.7	129.9
CSM 관련 지표					
기초CSM		10,749	12,247	14,198	16,206
CSM 조정 가점 변경		-1,163	-700	-700	-700
신계약 CSM(원수)		3,628	3,544	3,731	3,930
CSM 이자부리		402	532	609	688
상각 전 CSM		13,615	15,623	17,837	20,124
CSM상각액		1,368	1,425	1,631	1,844
CSM상각률(%)		10.0	9.1	9.1	9.2
CSM 순증액		1,499	1,951	2,008	2,074
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률		2.4	2.7	2.7	2.7
FVPL 제외 운용수익률		2.4	2.7	2.7	2.7
손익구성					
보험손익		101.7	85.3	88.3	90.4
CSM상각		95.9	97.2	94.2	96.3
투자손익		-1.7	14.7	11.7	9.6
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		224.0	217.9	219.8	221.9

자료: 삼성생명, SK증권 추정

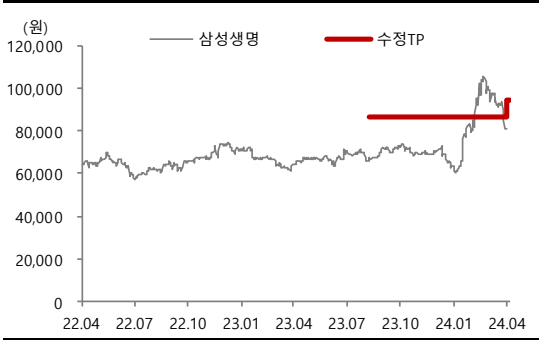
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		1,450	1,251	1,529	1,731
CSM상각		1,368	1,425	1,631	1,844
RA해제		468	293	293	292
예실차		-239	-225	-146	-137
기타사업비용		-56	-73	-83	-94
손실계약비용 및 기타		-90	-95	-82	-80
투자손익		-24	215	202	183
일반계정손익		-87	223	210	191
평가처분손익		-59	0	0	0
특별계정손익		63	-8	-8	-8
영업이익		1,426	1,467	1,731	1,914
영업외손익		256	260	259	259
세전이익		1,683	1,727	1,990	2,173
법인세비용		298	388	449	491
법인세율 (%)		17.7	22.5	22.5	22.6
당기순이익		1,384	1,338	1,541	1,682
연결 효과		876	938	938	938
연결 세전이익		2,559	2,664	2,928	3,111
연결 당기순이익		2,034	2,059	2,262	2,403
지배주주순이익		1,895	1,897	2,083	2,212
비지배주주순이익		138	162	179	191

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			1.1	0.9	0.8
CSM증가율			15.9	14.1	12.8
BPS증가율			2.8	3.0	3.1
보험손익증가율			-13.7	22.2	13.2
투자손익증가율			흑전	-6.0	-9.6
영업이익증가율			2.8	18.0	10.6
세전이익증가율			4.1	9.9	6.3
당기순이익증가율			-3.3	9.8	6.2
주당지표(원)					
EPS		9,477	9,486	10,413	11,061
BPS		212,095	217,989	224,541	231,472
EV(BV+CSM)		267,007	288,979	305,571	322,872
보통주 DPS	3,000	3,700	4,000	4,300	4,600
보통주 배당수익률(%)	4.2	5.4	4.9	5.3	5.7
Valuation 지표					
PER(배)		7.3	8.6	7.8	7.4
PBR(배)		0.33	0.37	0.36	0.35
P/EV(배)		0.26	0.28	0.27	0.25
ROE(%)		4.4	4.2	4.5	4.6
ROA(%)			0.6	0.7	0.7
배당성향(%)		35.1	37.9	37.1	37.3

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.04.16	매수	95,000원	6개월		
2023.08.24	매수	87,000원	6개월	-12.33%	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 기관투자자 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 04월 17일 기준)

매수	96.55%	중립	3.45%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------