



삼성생명 (032830)

시장 기대를 충족하는 수준의 환원책 발표

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479 / RA 권지우 jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

Buy (상향)

목표주가(상향): 110,000원

현재 주가(8/16)	88,800원
상승여력	▲23.9%
시가총액	177,600억원
발행주식수	200,000천주
52 주 최고가 / 최저가	106,000 / 60,100원
90 일 일평균 거래대금	288.75억원
외국인 지분율	20.7%

주주 구성	
삼성물산 (외 8 인)	44.1%
자사주 (외 1 인)	10.2%
신세계 (외 2 인)	8.1%

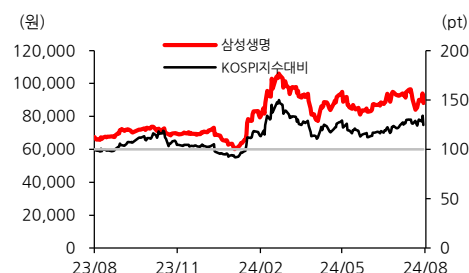
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.4	-6.5	10.6	31.6
상대수익률(KOSPI)	1.5	-4.5	8.8	24.8

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	1,623	1,449	1,393	1,612
투자손익	72	222	685	654
영업이익	1,695	1,671	2,079	2,266
당기순이익	1,583	1,895	2,261	2,172
CSM (*)	10,366	11,691	12,817	14,528
수정 EPS	8,817	10,554	12,593	12,093
수정 BPS	199,815	257,279	233,979	242,783
수정 PER	8.1	6.5	7.1	7.3
수정 PBR	0.4	0.3	0.4	0.4
수정 ROE	5.0	4.3	5.1	5.1
배당수익률	4.2	5.4	5.2	5.6

*보유수 순부채 기준

주가 추이



삼성생명은 예실차와 투자손익, 연결 자산의 이익 증가로 어닝 서프라이즈를 기록했습니다. 어닝 서프라이즈와 더불어 당사 기대를 상회하는 환원책을 감안해 목표주가와 투자의견을 상향 조정합니다.

2Q24 지배 순이익 7,464억원(+179% YoY), 서프라이즈

삼성생명의 2Q24 연결 지배 순이익은 7,464억원(+179% YoY)으로 대 폭 서프라이즈를 기록. 예실차와 투자손익 등이 호조를 보이며 별도 영업이익이 추정치를 600억원 초과한 동시에 연결 대상 자산의 이익 기여가 기대를 800억원 상회한 점이 주 원인. 2Q24 보험손익은 4,436억원(+2% YoY)으로, 보험금 및 사업비 공히 예실차가 개선되며 증익에 기여함. 2Q24 투자손익은 1,084억원(흑전 YoY), 일반계정 기준 947억원(흑전 YoY)으로 증가. 일반계정 투자수익률은 2.5%로 평이했으나 부담이자가 예상보다 1,000억원 적었고, 통상 BEP로 가정하는 특별계정 투자손익이 +130억원으로 증익에 기여함. 신계약 APE는 보장성을 중심으로 20% QoQ 감소, 상품 비중 개선(종신 축소, 건강 확대)으로 마진은 2개월치 확대되면서 신계약 CSM은 -8% QoQ로 비교적 방어됨. 주로 해약 증가에 의해 CSM(일반모형) 기중 조정이 -2,960억원 발생했으나, 신계약 CSM이 조정과 상각을 상회하는 데 따라 CSM 잔액은 2% QoQ 증가함

시장 기대를 충족하는 수준의 환원책 발표

삼성생명은 목표 주주환원율을 50%로 제시하고 달성시기를 3~4년 내 라고 밝힘. 2024년 이익 증가율이 19%로 예상되는 바, 당해는 배당성향을 유지하고 추후 연 4%p의 성향 확대를 가정하면 2027년 50%를 달성할 수 있을 것으로 예상됨. 이때 배당수익률은 2024년 5.2%, 향후 3개년 평균 5.7%로 기대. 이는 기존의 시장 컨센서스를 소폭 상회하는 수준임. 단, 2Q24 중 유동성 프리미엄 인하 효과로 OCI 감소가 크게 나타난 점에 더해 듀레이션 갭이 음수(-)임을 감안하면 시장금리 하락 사이클에서 자본역력 관리는 병행되어야 할 것으로 판단. 어닝 서프라이즈를 반영해 실적 추정치를 상향하고, 당사의 기대를 상회하는 환원책을 감안해 valuation discount 축소하면서 목표주가를 10% 상향 조정함. 현 주가 대비 상승여력이 발생함에 따라 투자의견을 Buy로 상향 하였음

[표1] 삼성생명의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

(a)~(h) → 보유 삼성전자 지분 영향(평가익, 배당수익 등) 제거		
구분	삼성생명	설명
자기자본비용 (CoE)	13.6	(a)
Average ROE	9.9	(b): 3개년 기대 ROE(사업가치) 평균
영구성장률	0.0	(c)
이론적 PBR	0.73	(d): (b-c)/(a-c)
할증률 (할인률)	-30.0	(e): Valuation premium (discount)
목표 PBR	0.51	(f): (d)*(e)
수정 BPS	120,614	(g): 12개월 forward BPS
보험 사업가치 (십억원)	12,292	(h): (f)*(g)*발행주식수
전자 지분가치 (십억원)	9,635	(i): 세후 주주 가치에 55% 할인 적용
적정 시가총액	21,927	(j): (h)+(i)
목표주가	110,000	(k): (j)/발행주식수
조정률	10.0	직전 목표주가 대비 조정률
현 주가	88,800	
상승여력	23.9	

자료: 한화투자증권 리서치센터

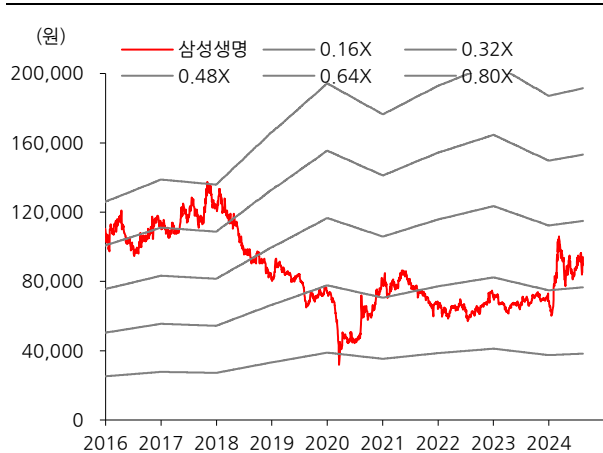
[표2] 주요 투자지표 추정치 변동

(단위: 십억 원, 원, %, %p)

	변경 후		변경 전		변화율(폭)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
지배 순이익	2,261	2,172	2,073	2,059	9.1	5.5
수정 EPS	12,593	12,093	11,541	11,466	9.1	5.5
수정 BPS	233,979	242,783	252,759	264,410	-7.4	-8.2
수정 ROE	5.1	5.1	4.5	4.4	0.6	0.6

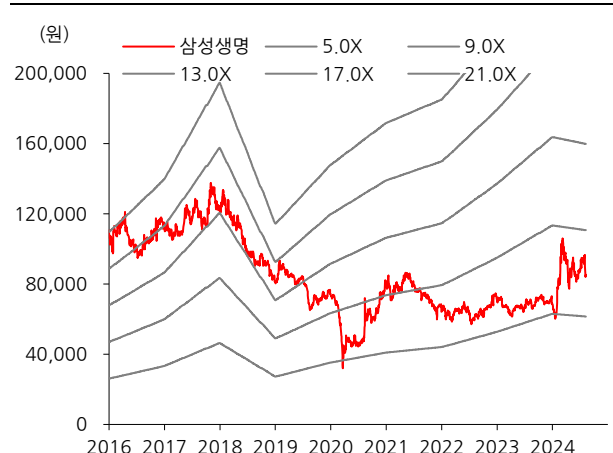
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 삼성생명 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼성생명 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 삼성생명의 2Q24 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	2Q24P	2Q23	YoY	1Q24	QoQ	2Q24E	차이	컨센서스	차이
보험손익	443.6	434.6	2.1	268.2	65.4	407.6	8.8	n/a	n/a
투자손익	108.4	-357.4	흑전	486.5	-77.7	83.9	29.2	n/a	n/a
영업이익	552.0	77.2	615.1	754.8	-26.9	491.4	12.3	574.4	-3.9
당기순이익	438.6	63.1	595.3	651.3	-32.7	364.2	20.4	429.1	2.2
(연결)지배주주 순이익	746.4	267.4	179.2	622.1	20.0	591.5	26.2	558.6	33.6

주: 지배주주 순이익 외 별도 기준

자료: 삼성생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 삼성생명의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

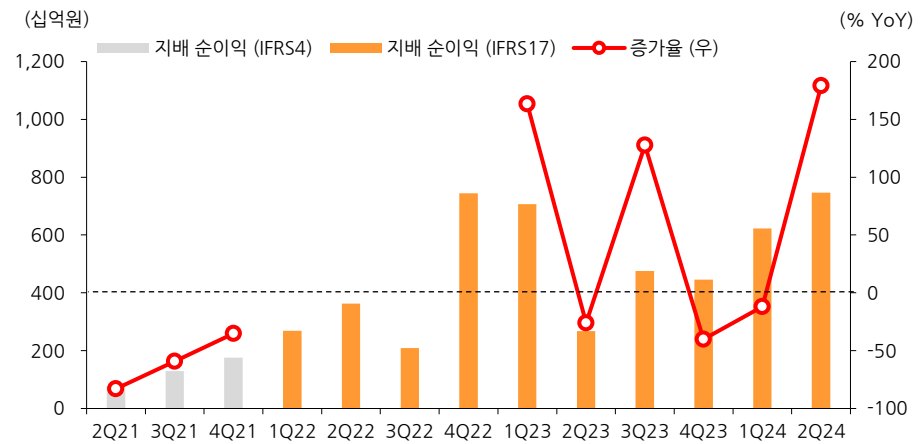
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	QoQ	YoY
AUM	235,261	236,571	232,363	247,053	248,038	251,259	1.3	6.2
투자서비스손익(일반계)	1,979	1,290	1,405	1,634	1,899	1,560	-17.8	20.9
Yield	3.4	2.2	2.4	2.7	3.1	2.5	-0.6	0.3
CSM (보유 순부채)	10,913	11,432	11,243	11,691	11,970	12,165	1.6	6.4
CSM 상각	324	315	318	369	339	346	1.9	9.9
단순상각률	11.9	11.0	11.3	12.6	11.3	11.4	0.0	0.4
신계약 CSM (원수)	846	970	956	856	858	788	-8.1	-18.7
전체 APE	765	922	759	658	1,014	810	-20.1	-12.2
단순마진 (개월)	13.3	12.6	15.1	15.6	10.2	11.7	1.5	-0.9
보험+재보험손익	384	435	388	242	268	444	65.4	2.1
일반/VFA 모형	397	444	403	261	280	457	63.2	2.9
예실차	-135	-13	28	-99	-116	45	흑전	흑전
보험금*	-62	20	38	-13	-131	28	흑전	40.8
사업비	-73	-32	-10	-86	15	18	17.2	흑전
RA 변동	153	146	82	78	77	77	0.1	-47.0
CSM 상각	324	315	318	369	339	346	1.9	9.9
손실계약관련비용	48	-5	-28	-79	-34	-12	적지	적지
기타	6	0	4	-9	13	0	-97.5	-28.1
기타사업비	13	9	15	18	12	13	13.7	43.6
투자손익	550	-357	-68	98	487	108	-77.7	흑전
일반계정	410	-237	-116	112	436	95	-78.3	흑전
특별계정	140	-120	48	-14	51	14	-72.9	흑전
보험금융손익	-3,003	-1,857	-1,105	-3,217	-1,914	-1,970	적지	적지
일반계정	-1,569	-1,527	-1,521	-1,522	-1,463	-1,465	적지	적지
특별계정	-1,434	-330	416	-1,695	-451	-505	적지	적지
투자서비스손익	3,553	1,500	1,036	3,315	2,400	2,079	-13.4	38.6
일반계정	1,979	1,290	1,405	1,634	1,899	1,560	-17.8	20.9
특별계정	1,574	210	-369	1,681	501	518	3.5	147.4
영업이익	933	77	320	341	755	552	-26.9	615.1
영업외이익	9	-10	18	-6	7	18	171.1	흑전
세전이익	943	67	337	335	761	570	-25.2	752.6
당기순이익	795	63	268	257	651	439	-32.7	595.3
(연결)지배주주 순이익	707	267	476	446	622	746	20.0	179.2

주: 지배주주 순이익 외 별도 기준, *보험료 경험조정 포함

자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

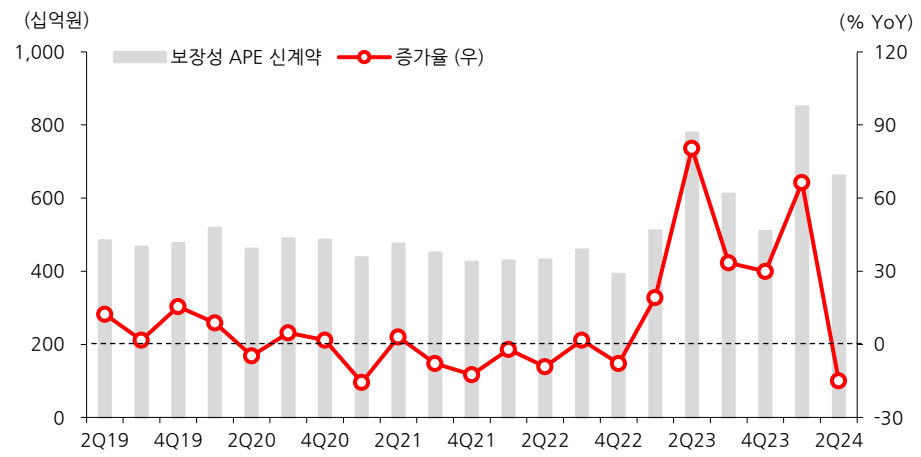
[그림3] 삼성생명의 분기별 지배주주 순이익 및 증가율



주: 2022년까지는 IAS39, 2023년부터는 IFRS9 기준

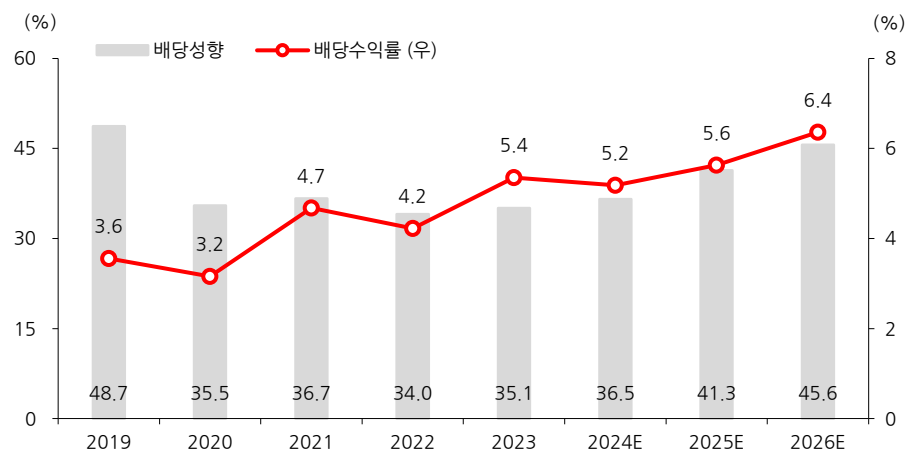
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 삼성생명의 보장성 APE 신계약 금액 및 증가율



자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 삼성생명의 배당지표 추이 및 전망



자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
운용자산	232,475	247,053	253,021	256,326
현금및예치금	6,990	3,272	2,394	2,301
유가증권	173,049	193,589	200,242	202,770
FVPL	1,163	10,781	11,533	11,840
FVOCI	57,583	166,226	170,984	173,204
AC	101,272	0	0	0
대출채권	48,691	46,358	46,453	47,268
부동산	3,745	3,834	3,932	3,987
비운용자산	3,278	4,877	2,968	2,957
특별계정자산	25,853	27,544	28,526	29,684
자산총계	261,606	279,474	284,515	288,967
책임준비금	182,948	192,391	202,083	205,232
BEL	141,029	148,335	156,779	157,374
RA	2,878	2,787	2,923	3,172
CSM	10,349	11,876	13,002	14,714
PAA	0	0	0	0
투자계약부채	28,691	29,394	29,379	29,971
기타부채	12,357	11,475	10,529	10,355
후순위채	0	0	0	0
특별계정부채	25,875	27,553	28,533	29,691
부채총계	226,526	241,946	251,992	256,125
자본금	100	100	100	100
자본잉여금	6	6	6	6
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	12,479	13,178	14,175	15,027
해약환급금준비금	0	0	0	0
자본조정	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110
기타포괄손익누계	24,605	26,354	20,352	19,818
자본총계	35,080	37,528	32,523	32,841

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
자산총계	n/a	6.8	1.8	1.6
운용자산	n/a	6.3	2.4	1.3
부채총계	n/a	6.8	4.2	1.6
CSM	n/a	14.8	9.5	13.2
자본총계	n/a	7.0	-13.3	1.0
보험손익	n/a	-10.8	-3.8	15.7
투자손익	n/a	210.1	208.7	-4.5
영업이익	n/a	-1.4	24.4	9.0
순이익	n/a	19.7	19.3	-4.0

주: IFRS 별도 기준, 2022년 수정 지표들은 자본총계(OCI)를 보정함

2022년 수치는 IFRS17 & IAS39 적용, 2023년 이후 수치는 IFRS17 & IFRS9 적용

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	1,623	1,449	1,393	1,612
일반 및 변동수수료모형	1,684	1,504	1,453	1,675
CSM 상각	1,074	1,326	1,391	1,527
RA 변동	644	459	310	327
예상과실계차이	139	-218	-191	-119
손실계약	-45	-64	-70	-60
기타	-128	2	13	0
보험료배분접근법모형	0	0	0	0
간접사업비	61	56	60	63
투자손익	72	222	685	654
보험금융손익	-2,528	-9,182	-6,816	-5,974
이자수익	5,727	6,016	5,936	5,969
배당수익	1,662	1,158	1,262	1,292
FVPL 평가손익	-2,634	2,355	1,048	0
기타	-2,156	-125	-744	-632
영업이익	1,695	1,671	2,079	2,266
영업외이익	-116	11	24	0
세전이익	1,579	1,681	2,103	2,266
법인세비용	376	298	441	588
당기순이익	1,203	1,383	1,662	1,678
지배주주 순이익	1,583	1,895	2,261	2,172

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023	2024E	2025E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	2,674	3,104	3,261	2,976
신계약 CSM	3,421	3,460	3,222	3,346
투자수익률	1.1	2.6	2.6	2.6
수정 Book Value	57,861	67,448	63,428	65,009
수익성				
수정 ROE	5.0	4.3	5.1	5.1
수정 ROA	0.5	0.7	0.8	0.8
주당 지표				
수정 EPS	8,817	10,554	12,593	12,093
수정 BPS	199,815	257,279	233,979	242,783
보통주 DPS	3,000	3,700	4,600	5,000
Valuation 및 배당				
수정 PER	8.1	6.5	7.1	7.3
수정 PBR	0.4	0.3	0.4	0.4
배당성향	34.0	35.1	36.5	41.3
보통주 배당수익률	4.2	5.4	5.2	5.6

[Compliance Notice]

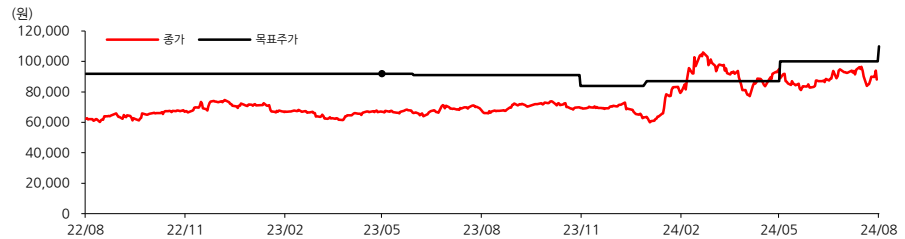
(공표일: 2024년 8월 16일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하, 권지우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[삼성생명 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.09.26	2022.11.14	2023.02.22	2023.05.30	2023.06.14
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		92,000	92,000	92,000	92,000	91,000
일 시	2023.08.22	2023.09.01	2023.11.15	2024.01.15	2024.02.21	2024.05.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold
목표가격	91,000	91,000	84,000	87,000	87,000	100,000
일 시	2024.06.17	2024.07.10	2024.08.16			
투자의견	Hold	Hold	Buy			
목표가격	100,000	100,000	110,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.11.14	Buy	92,000	-26.19	-18.80
2023.06.14	Buy	91,000	-23.78	-18.90
2023.11.15	Buy	84,000	-17.95	-12.98
2024.01.15	Buy	87,000	-1.20	21.84
2024.05.17	Hold	100,000	-11.22	-3.50
2024.08.16	Buy	110,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024 년 6 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%