

삼성생명 (032830/KS)

안정성에 대한 프리미엄. Upside 는 보수적 관점

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 110,000 원(상향)

현재주가: 95,000 원

상승여력: 15.8%

목표주가 110,000 원으로 상향

삼성생명의 목표주가를 경상 이익 체력 개선 및 안정성에 대한 프리미엄을 반영하여 기존 95,000 원에서 110,000 원으로 상향한다. 목표주가는 Target PBR 0.5 배에 24E BVPS 211,292 원을 적용하여 산정했다. 투자 리스크로는 할인율 변화 등에 따른 순자산가치 변동 우려, 가정 조정 등에 따른 CSM 변동 우려 등을 제시한다. 한편 1) 24E 이익 추정, 2) 4Q23 중 제시한 배당성향 목표 35~45%, 3) Target 자본비율 200~220% 및 4) 현 K-ICS 비율 등을 감안했을 때 추가적인 자본 정책 변화가 없을 경우 24E DPS 는 약 4,300 원이 예상되는데 예상 배당수익률이 약 4.5%에 불과한 만큼 안정성을 제외한 주주 환원 측면의 매력은 다소 제한적이라고 판단한다.

투자손익 이익 체력 개선은 긍정적. 신계약 마진 등은 모니터링 필요

삼성생명의 1Q24 일반계정 투자손익은 자회사 배당 증가, 할인율 하락에 따른 부담이자 감소 등에 따라 평가처분이익 감소에도 1,640 억원(+9.3% YoY)로 개선되는 모습이 나타났다. 부담이자 감소 영향이 지속될 것으로 예상되는 만큼 경상 투자손익 개선에 기반한 안정적 실적 흐름을 전망한다. 다만 신계약 마진은 단기납 종신 환급률 이슈, 환급강화형 건강보험 판매 확대 등 영향으로 APE 대비 84.6% 수준으로 하락하며 부진했으며 가정 조정으로 인한 CSM 감소도 할인율 제도 강화 영향 약 1,200 억원을 포함하여 약 3,610 억원(GM 기준 2,359 억원)으로 크게 하락하는 모습이 나타났다. 향후 상품 Mix 개선, 해약률 등 가정 관리 여부가 핵심이 될 전망이다



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
3773-8610

Company Data

발행주식수	20,000 만주
시가총액	19,000 십억원
주요주주	
삼성물산(외7)	44.14%
자사주	10.21%

Stock Data

주가(24/05/16)	95,000 원
KOSPI	2,753.00 pt
52주 최고가	106,000 원
52주 최저가	60,100 원
60일 평균 거래대금	52 십억원

주가 및 상대수익률



1Q24 지배순이익 6,221억원(-12% YoY) 기록

삼성생명의 1Q24 지배순이익은 6,221 억원(-12% YoY)로 컨센서스를 상회했다. 보장성 신계약 APE 는 종신, 건강 모두 증가하며 8,449 억원(+66% YoY)으로 증가했으나 마진 하락으로 신계약 CSM 은 8,576 억원(+1.4% YoY)을 기록했다. 보험손익은 2,686 억원으로 부진했으나 IBNR 제도 관련 일회성 비용 약 780 억원을 제외하면 RA 해제 이익 감소에도 CSM 상각이익 및 예상차 개선에 힘입어 안정적으로 실적을 방어했다고 판단한다. K-ICS 비율은 할인율 제도 강화, 기초가정위험 등 영향으로 약 210% 수준으로 하락하겠지만 신계약 등을 통해 안정적으로 관리될 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			1,450	1,289	1,544	1,728
투자손익	십억원			-24	471	497	486
영업이익	십억원			1,426	1,760	2,041	2,214
당기순이익	십억원			1,895	2,143	2,327	2,449
EPS	원			9,477	10,715	11,634	12,246
PER	배			7.3	8.9	8.2	7.8
PBR	배			0.3	0.45	0.43	0.42
ROE	%			4.4	4.8	5.2	5.3

목표주가 산정 Table		
항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2024E ~2026F ROE 평균	5.1%
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	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.50
목표주가	2024F BPS 211,292 원에 Target PBR 적용	110,000
현재가		95,000
Upside / Downside 투자의견		15.8% 매수

자료: 삼성생명, SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력		
항목	비고	내용
Upside case		49%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	6.1%
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	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.67
목표주가(Bull case)	2024F BPS 211,292 원에 Target PBR 적용	141,200
Downside case		-21%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	4.1%
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	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.35
목표주가(Bear case)	2024F BPS 211,292 원에 Target PBR 적용	74,800

자료: 삼성생명, SK 증권 추정

실적 추정치 변경					
		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	1,450	1,289	1,544	1,728
	수정 전		1,251	1,529	1,731
	증감률(%)		3.1%	1.0%	-0.2%
투자손익	수정 후	-24	471	497	486
	수정 전		215	202	183
	증감률(%)		119.0%	146.2%	165.4%
연결 세전이익	수정 후	2,559	2,961	3,253	3,426
	수정 전		2,664	2,928	3,111
	증감률(%)		11.1%	11.1%	10.1%
연결지배순이익	수정 후	1,895	2,143	2,327	2,449
	수정 전		1,897	2,083	2,212
	증감률(%)		13.0%	11.7%	10.7%

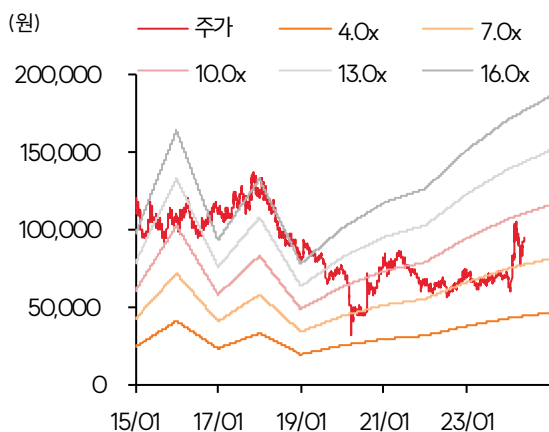
자료: 삼성생명, SK 증권 추정

삼성생명 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	384	435	388	243	268.6	352	390	279	10.4	-30.0
CSM 상각	334	326	327	381	350.9	351	364	377	-7.8	5.2
RA 해제	155	148	84	80	80.4	81	81	80	0.0	-48.1
예실차	-136	-16	26	-114	-128.5	-41	-14	-113	적지	적지
기타사업비용	-13	-9	-15	-18	-11.8	-15	-16	-11	적지	적지
손실계약비용 및 기타	45	-14	-35	-86	-22.3	-24	-24	-54	적지	적전
투자손익	299	-365	-55	97	221.3	84	84	82	127.1	-26.1
일반계정	150	-234	-121	118	164.0	86	86	84	39.0	9.3
자산운용수익	1,719	1,293	1,400	1,640	1,627.0	1,573	1,577	1,579	-0.8	-5.4
보험금융손익	-1,569	-1,527	-1,521	-1,522	-1,463.0	-1,487	-1,491	-1,495	적지	적지
특별계정	149	-131	66	-21	57.3	-2	-2	-2	흑전	-61.6
영업이익	683	70	333	341	489.9	435	474	361	43.8	-28.3
영업외손익	260	-3	5	-5	271.7	-2	0	-1	흑전	4.6
세전이익	943	67	337	335	761.6	433	474	360	127.1	-19.2
별도 당기순이익	795	63	269	258	651.7	336	367	279	152.9	-18.0
지배지분순이익	707	267	476	446	622.1	515	549	457	39.6	-12.0
보장성 APE	511	778	611	509	849.9	682	690	699	66.9	66.4
자산총계	299,795	300,600	297,085	314,696	315,772	316,416	317,416	317,246	0.3	5.3
운용자산	235,814	236,999	232,951	247,608	248,314	249,056	249,741	249,461	0.3	5.3
비운용자산	2,664	2,719	2,458	4,324	4,870	4,597	4,733	4,665	12.6	82.8
부채총계	259,982	257,036	252,422	270,378	272,374	272,394	272,818	272,978	0.7	4.8
책임준비금	211,306	186,525	181,606	196,354	196,987	198,069	199,125	200,062	0.3	-6.8
생명보험 CSM 잔액	11,304	11,913	11,709	12,247	12,505	12,990	13,480	13,724	2.1	10.6
자본총계	39,813	43,714	44,827	44,436	43,483	44,023	44,597	44,268	-2.1	9.2
해약환급금준비금	0	0	0	0	0	0	0	0	N/A	N/A
ROE (%)	6.9	2.6	4.3	4.0	5.7	4.7	5.0	4.1	1.7%p	-1.3%p

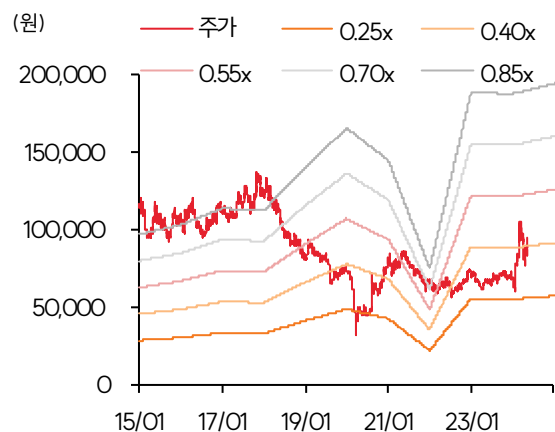
자료: 삼성생명, SK 증권 추정

삼성생명 - PER 밴드 차트



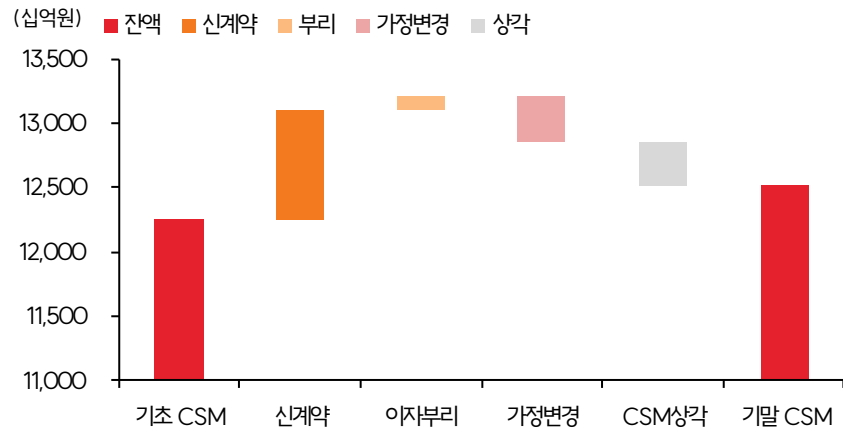
자료: FnGuide, 삼성생명, SK 증권 추정

삼성생명 - PBR 밴드 차트



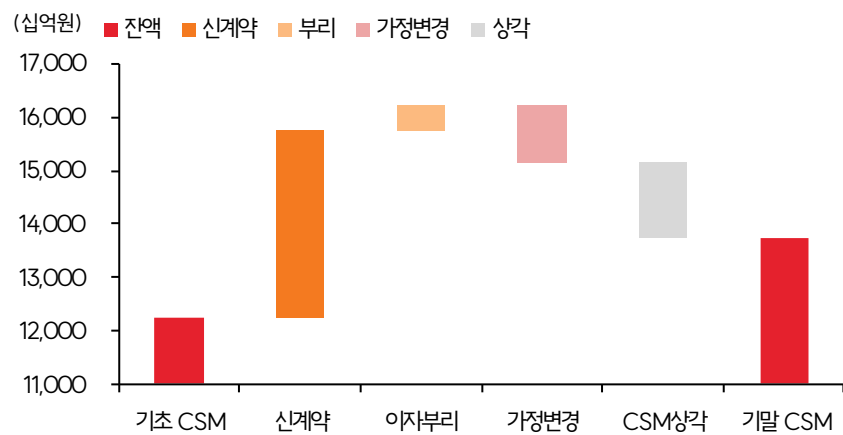
자료: FnGuide, 삼성생명, SK 증권 추정

삼성생명 – 1Q24 CSM Movement



자료: 삼성생명, SK 증권

삼성생명 – 2024E CSM Movement 전망



자료: 삼성생명, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		247,608	249,461	250,968	252,182
현금및예치금		2,913	1,250	952	548
유가증권		176,494	180,321	181,941	183,402
대출금		36,419	35,117	35,448	35,746
부동산		3,834	3,738	3,591	3,449
비운용자산		4,324	4,665	4,687	4,688
특별계정자산 및 기타		62,764	63,119	63,841	64,578
자산총계		314,696	317,246	319,496	321,448
책임준비금		196,354	200,062	204,197	208,386
CSM잔액(원수)		12,247	13,724	15,514	17,404
계약자지분조정		10,528	10,888	10,888	10,888
특별계정부채 및 기타		63,496	62,028	58,589	54,728
부채총계		270,378	272,978	273,675	274,002
자본금		100	100	100	100
신종자본증권		0	0	0	0
자본잉여금		125	125	125	125
이익잉여금		17,978	18,684	20,167	21,718
해약환급금준비금		0	0	0	0
기타자본		24,216	23,349	23,349	23,349
비배주주지분		2,017	2,009	2,080	2,153
자본총계		44,436	44,268	45,821	47,446

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약 APE		3,104	3,585	3,575	3,752
신계약 CSM		3,628	3,500	3,711	3,942
신계약 CSM 수익성		116.9	97.6	103.8	105.1
CSM 관련 지표					
기초CSM		10,749	12,247	13,724	15,514
CSM 조정 가점 변경		-1,163	-1,061	-850	-850
신계약 CSM(원수)		3,628	3,500	3,711	3,942
CSM 이자부리		402	481	547	614
상각 전 CSM		13,615	15,167	17,132	19,220
CSM상각액		1,368	1,443	1,618	1,816
CSM상각률(%)		10.0	9.5	9.4	9.4
CSM 순증액		1,499	1,476	1,790	1,890
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률		2.4	2.6	2.6	2.6
FVPL 제외 운용수익률		2.4	2.6	2.6	2.6
손익구성					
보험손익		101.7	73.3	75.6	78.1
CSM상각		95.9	82.0	79.3	82.0
투자손익		-1.7	26.7	24.4	21.9
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		218.8	211.0	213.8	216.9

자료: 삼성생명, SK증권 추정

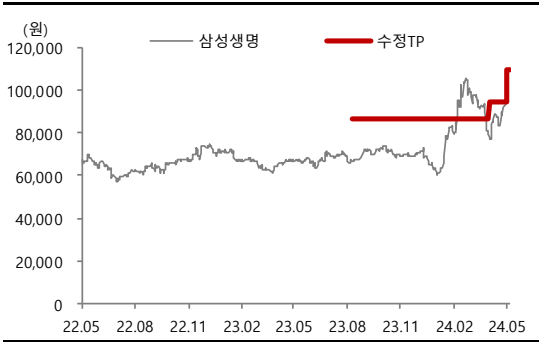
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		1,450	1,289	1,544	1,728
CSM상각		1,368	1,443	1,618	1,816
RA해제		468	322	316	310
예실차		-239	-243	-154	-148
기타사업비용		-56	-55	-62	-70
손실계약비용 및 기타		-90	-124	-112	-111
투자손익		-24	471	497	486
일반계정손익		-87	420	505	494
평가처분손익		-58	-1	0	0
특별계정손익		63	51	-8	-8
영업이익		1,426	1,760	2,041	2,214
영업외손익		256	269	280	280
세전이익		1,683	2,029	2,321	2,494
법인세비용		298	395	525	565
법인세율 (%)		17.7	19.5	22.6	22.6
당기순이익		1,384	1,634	1,796	1,929
연결 효과		876	932	932	932
연결 세전이익		2,559	2,961	3,253	3,426
연결 당기순이익		2,034	2,309	2,512	2,645
지배주주순이익		1,895	2,143	2,327	2,449
비지배주주순이익		138	166	185	196

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			0.7	0.6	0.5
CSM증가율			12.1	13.0	12.2
BPS증가율			-0.4	3.5	3.5
보험손익증가율			-11.1	19.7	11.9
투자손익증가율			흑전	5.6	-2.3
영업이익증가율			23.4	15.9	8.5
세전이익증가율			15.7	9.9	5.3
당기순이익증가율			18.0	8.6	5.3
주당지표(원)					
EPS		9,477	10,715	11,634	12,246
BPS		212,095	211,292	218,707	226,463
EV(BV+CSM)		267,007	279,911	296,277	313,484
보통주 DPS	3,000	3,700	4,300	4,700	5,000
보통주 배당수익률(%)	4.2	5.4	4.5	4.9	5.3
Valuation 지표					
PER(배)		7.3	8.9	8.2	7.8
PBR(배)		0.33	0.45	0.43	0.42
P/EV(배)		0.26	0.34	0.32	0.30
ROE(%)		4.4	4.8	5.2	5.3
ROA(%)			0.7	0.7	0.8
배당성향(%)		35.1	36.0	36.3	36.7

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.05.17	매수	110,000원	6개월		
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 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 05월 17일 기준)

매수	97.06%	중립	2.94%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------