

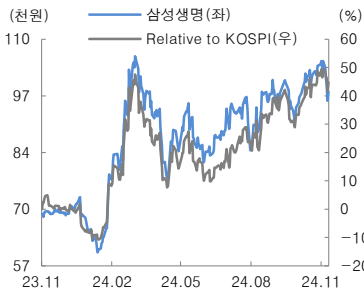
삼성생명
(032830)

박혜진 hyejin.park@daishin.com

투자의견 Buy
매수, 유지
6개월 목표주가 125,000 유지
현재주가 97,600
(24.11.15) 보험업종

KOSPI	2,416.86
시가총액	19,520십억원
시가총액비중	0.91%
자본금(보통주)	100십억원
52주 최고/최저	106,000원 / 60,100원
120일 평균거래대금	264억원
외국인지분율	21.92%
주요주주	삼성물산 외 7 인 44.14% 신세계 외 1 인 8.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.5	10.7	4.9	40.4
상대수익률	6.2	21.1	18.6	44.5



더할 나위 없는 실적,
K-ICS비율 관리가 관건

- 3개 분기 연속 컨센서스 상회, 보험손익 약진에 기인
- 건강보험 신계약 매출 사상 최고, 신계약 CSM 내 비중 62%까지 상승
- 더할 나위 없는 이익 흐름, 연말 K-ICS비율 관리가 관건

투자의견 매수, 목표주가 125,000원 유지

3분기 건강보험 신계약 매출이 사상최고를 달성하며 '24년 누적 신계약 CSM은 2.5조원으로 연간 가이던스 3.2조원을 무리 없이 달성할 전망. 이에 따라 CSM상각익만 1조원을 상회하여 실적 호조를 견인. 3분기 누적 순이익은 2,040원으로 전년 동기 대비 +40.9%나 증가하여 더할 나위 없으나 K-ICS비율이 200% 하회하는 것은 우려되는 부분. 연말 단기납 종신 추가 해지까지 감안하면 190%도 하회할 수 있는 상황. 사측은 보완자본 발행보다 재보험 활용을 검토 중. 연말 자본비율 관리가 관건

3Q24 연결기준 순이익 6,736억원(QoQ -9.8%, YoY +41.6%) 기록

3분기 순이익은 당사 추정 및 컨센서스를 각각 +5.8%, 11.1% 상회. 올 들어 3개분기 연속 컨센서스를 상회하는 좋은 실적 흐름을 보여주고 있음. 실적호조는 보험손익이 견인하였는데, 건강보험 신계약이 사상 최대치를 달성함에 따라 CSM손익이 크게 증가하였기 때문

신계약 CSM은 8,350억원(QoQ +5.9%, YoY -12.7%) 기록하였는데, 건강보험 APE가 3,830억원으로 사상 최고를 달성, 신계약 CSM 가운데 비중이 62%까지 상승(2분기 55%). 그럼에도 배수는 16.1배로 2분기 대비 -0.2배 하락하는데 그침. 종신보험도 APE 4,240억원(QoQ +22.5%, YoY -3.3%) 크게 증가하였으나 금리 하락에 따라 마진은 7.6배로 2분기 대비 -2.4배 하락, CSM 2,740억원(QoQ -8.8%, YoY -45.1%)기여에 그침. 이에 따라 기말 CSM은 12.96조원으로 2분기 대비 +2.1% 성장

6월말 기준 K-ICS비율은 201.5%였는데, 삼성전자 추가하락, 금리하락 영향으로 9월말도 하락이 불가피. 이에 더해 연말 계리적 가정(단기납종신보험 해지율, -5%p 하락 예상) 변경까지 감안하면 4분기는 190% 하회 예상되기 때문에 자본비율 관리가 필요한 상황

구분	3Q23	2024	3Q24P		3Q24		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus
순이익	475.6	746.4	636.0	673.6	41.6%	-9.8%	606.2

자료: 삼성생명, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	-653	-4,371	1,449	1,493	1,647
투자손익	8,183	7,755	1,110	3,071	3,029
순이익	1,469	1,587	1,895	2,552	2,494
YoY	16.1%	8.0%	19.4%	34.6%	-2.3%
기말 CSM			12,393	12,865	13,108
ROE	3.89	8.33	4.47	6.90	6.49
PBR	0.30	0.64	0.27	0.50	0.48
PER	7.83	7.65	6.01	7.29	7.46
DPS	3,000	3,000	3,700	5,000	5,500

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

표 1. 삼성생명 분기 실적 요약

(단위:
십억원)

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	QoQ	YoY
보험서비스손익	387.8	242.5	268.0	443.6	475.3	7.1%	22.6%
CSM 손익	299.0	300.0	317.0	345.0	403.6	17.0%	35.0%
RA 환입	84.2	81.0	80.0	79.7	82.1	3.0%	-2.5%
예실차	25.7	-99.5	-14.0	59.6	35.3	-40.8%	37.4%
기타	-21.1	-39.0	-115.0	-40.7	-45.7	12.3%	116.6%
투자손익	-51.0	92.0	563.0	550.1	417.2	-24.2%	-918.0%
일반보험 투자손익	-121.0	118.0	163.0	78.5	94.1	19.9%	-177.8%
변액보험 투자손익	91.0	-21.0	83.0	44.3	22.3	-49.7%	-75.5%
퇴직보험 투자손익	-25.5	1.0	-25.0	-12.7	-16.4	29.1%	-35.7%
연결/지분법 배당수익	4.5	-6.0	272.0	16.0	3.3	-79.4%	-26.7%
연결효과	292.1	281.0	70.0	424.0	313.9	-26.0%	7.5%
세전이익	629.3	615.4	830.8	993.8	892.5	-10.2%	41.8%
당기순이익	506.7	488.2	663.3	788.8	713.8	-9.5%	40.9%
지배지분 순이익	475.6	445.6	622.1	746.4	673.6	-9.8%	41.6%

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

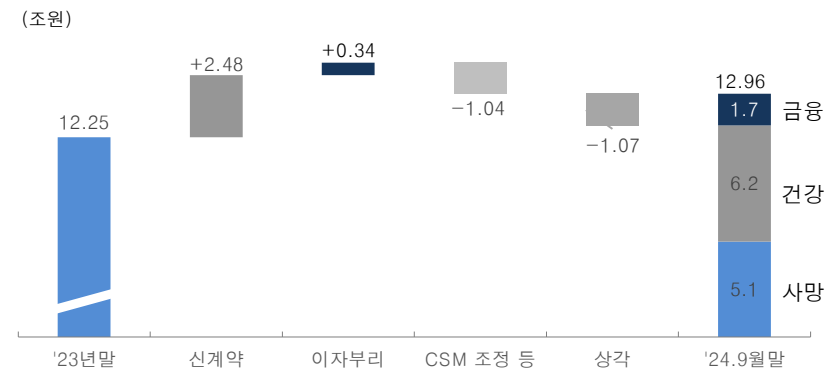
표 2. 삼성생명 CSM 관련

(단위:
십억원, 배)

CSM 관련	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	QoQ	YoY
신계약 CSM	956	856	858	788	835	5.9%	-12.7%
- 사망 보장	499	373	335	300	274	-8.8%	-45.1%
(APE)	438	319	535	346	424	22.5%	-3.3%
- 건강 보장	381	384	459	435	520	19.5%	36.6%
(APE)	173	191	315	316	383	21.4%	121.7%
- 연금/저축	77	98	64	53	41	-23.1%	-47.2%
(APE)	147	149	164	148	227	53.2%	54.2%
이자부리	105	105	112	116	116	-0.3%	9.7%
가정변경 조정	-938	-41	-361	-354	-324		
CSM 상각	-327	-381	-351	-357	-361		
기말 CSM	11,709	12,247	12,505	12,698	12,963	2.1%	10.7%
CSM 배수율							
건강보험	26.4	23.7	17.4	16.3	16.1	-0.2	-10.2
사망보장	13.06	13.22	7.60	10.00	7.56	-2.4	-5.5
연금/저축	3.45	3.83	3.35	2.98	1.73	-1.2	-1.7

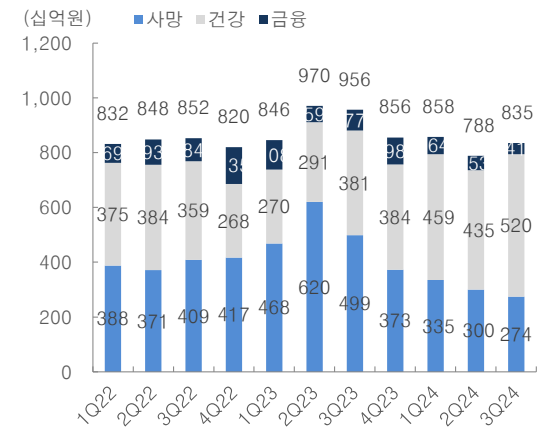
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 1. 삼성생명 CSM Movement



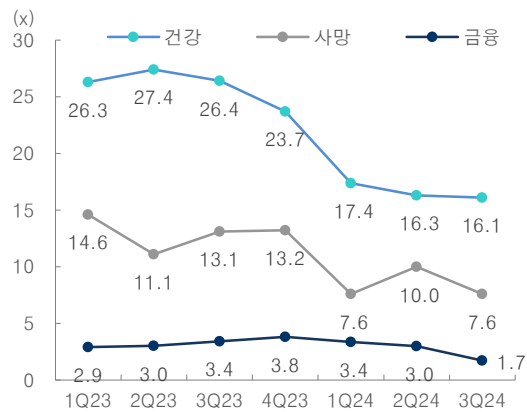
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 2. 삼성생명 담보별 신계약 CSM



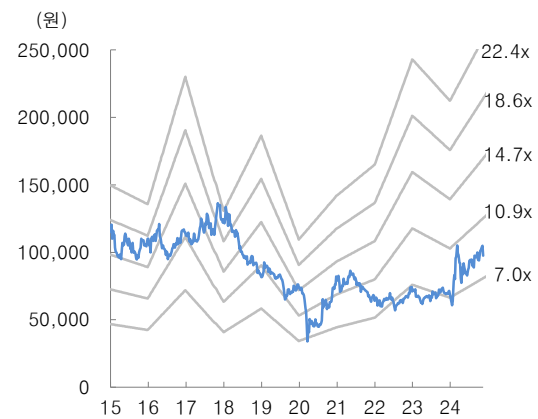
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 3. 삼성생명 상품별 CSM 배수



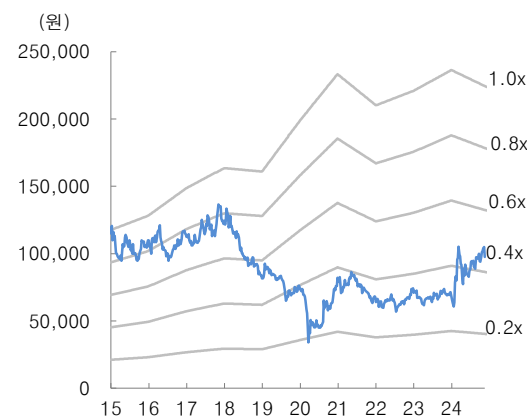
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 4. 삼성생명 PER 밴드



자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 5. 삼성생명 PBR 밴드



자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

재무제표

PL						BS					
(단위: 십억원)						(단위: 십억원)					
	2021	2022	2023P	2024E	2025E		2021	2022	2023P	2024E	2025E
보험서비스손익	-653	-4,371	1,449	1,493	1,647	일반계정 운용자산	279,352	259,555	219,659	216,904	224,031
CSM손익			1,302	1,410	1,399	현예금			2,913	1,557	1,620
RA환입			468	323	325	금융자산			205,185	202,524	209,536
예실차			-159	1	86	- FVPL			17,571	19,551	20,345
기타			-163	-240	-163	- FVOCI			151,194	149,878	155,964
투자손익	8,183	7,755	232	1,982	1,940	- FVAC			36,419	33,095	33,227
일반보험 투자손익			-87	501	461	지분법적용 주식 등			7,728	8,940	8,976
자산손익			6,052	6,099	6,639	부동산 등			3,834	3,883	3,899
부담이자			-6,139	-5,896	-6,517	변액자산			27,542	26,863	26,874
변액보험 투자손익			12	169	76	퇴직자산			27,949	28,887	28,899
퇴직보험 투자손익			52	-71	-66	연결조정			39,546	41,756	41,756
연결/지분법 배당수익			255	295	320	자산 합			314,696	314,410	321,559
연결효과			878	1,089	1,089	보험부채			190,261	208,067	232,762
세전이익			2,559	3,475	3,587	BEI			174,906	192,249	216,700
법인세비용			525	760	933	CSM			12,393	12,865	13,108
당기순이익			2,034	2,716	2,655	RA			2,873	2,865	2,865
지배지분연결 당기순이익	1,469	1,587	1,895	2,552	2,494	기타			89	89	89
Valuation	2021	2022	2023P	2024E	2025E	투자계약부채			29,308	28,849	28,860
BPS	210,566	106,103	236,314	205,941	213,909	계약자지분조정			10,510	8,798	8,798
EPS	8,183	8,837	10,554	14,209	13,887	이연법인세부채			7,210	3,769	3,769
ROE	3.89	8.33	4.47	6.90	6.49	연결조정 등			33,072	33,383	33,383
PBR	0.30	0.64	0.27	0.50	0.48	부채 합	303,570	315,549	270,361	282,866	307,572
PER	7.83	7.65	6.01	7.29	7.46	자본금			100	100	100
DPS	3,000	3,000	3,700	5,000	5,500	자본잉여금			125	125	125
현금배당	538.7	538.7	664.4	897.9	987.7	이익잉여금			17,978	18,967	20,473
배당성향	36.7	33.9	35.1	35.2	39.6	자본조정			-2,117	-2,117	-2,117
배당수익률	4.7	4.4	5.8	4.8	5.3	기타포괄손익 누계액			26,350	21,853	21,853
증가율	2021	2022	2023P	2024E	2025E	금융자산 평가손익			6,000	6,000	6,000
보험서비스손익				3.1%	10.3%	전자주식			18,000	18,000	18,000
CSM손익				8.3%	-0.8%	채권			-12,000	-12,000	-12,000
순이익	16.1%	8.0%	19.4%	34.6%	-2.3%	기타포괄 보험금융손익			20,350	9,853	9,853
운용자산	1.8%	-7.1%	5.3%	-1.3%	3.3%	비지배지분			1,900	1,966	1,966
CSM				3.8%	1.9%	자본 합			44,336	38,928	40,434
자본총계	-9.7%	-49.6%	14.5%	-12.2%	3.9%	지배주주 자기자본	37,812	19,053	42,436	36,982	38,413

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

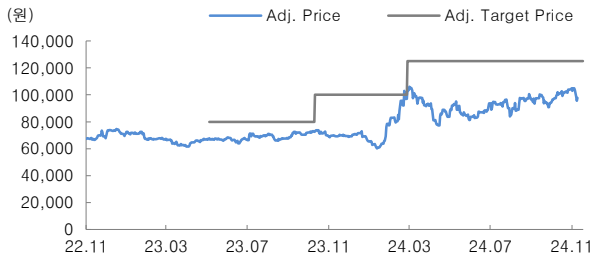
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박혜진)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

삼성생명(032830) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.11.18	24.11.04	24.10.14	24.10.03	24.09.25	24.09.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과리율(평균%)		(20.75)	(21.23)	(23.07)	(23.21)	(22.48)
과리율(최대/최소%)		(16.08)	(16.80)	(19.68)	(19.68)	(19.68)
제시일자	24.09.06	24.08.30	24.08.16	24.08.02	24.07.16	24.07.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과리율(평균%)	(22.22)	(27.36)	(27.55)	(27.91)	(27.78)	(28.19)
과리율(최대/최소%)	(19.68)	(15.20)	(15.20)	(15.20)	(15.20)	(15.20)
제시일자	24.06.28	24.06.14	24.06.07	24.05.31	24.05.16	24.05.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과리율(평균%)	(28.37)	(28.36)	(27.94)	(27.54)	(27.15)	(26.60)
과리율(최대/최소%)	(15.20)	(15.20)	(15.20)	(15.20)	(15.20)	(15.20)
제시일자	24.04.26	24.04.16	24.04.11	24.04.01	24.03.12	24.03.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과리율(평균%)	(26.49)	(25.93)	(23.55)	(22.34)	(20.92)	(16.46)
과리율(최대/최소%)	(15.20)	(15.20)	(15.20)	(15.20)	(15.20)	(15.20)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:241113)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.0%	7.0%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상