

삼성생명 (032830)

ALM 관리가 필요할 것



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

Hold (하향)

목표주가(유지): 110,000원

현재 주가(11/15)	97,600원
상승여력	▲12.7%
시가총액	195,200억원
발행주식수	200,000천주
52 주 최고가 / 최저가	106,000 / 60,100원
90 일 일평균 거래대금	263.46억원
외국인 지분율	21.9%

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

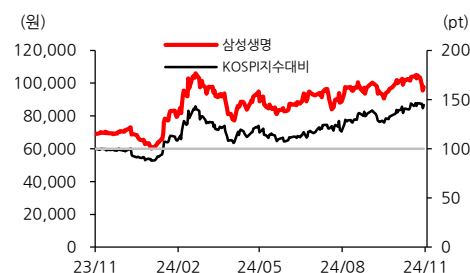
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.5	10.7	4.9	40.4
상대수익률(KOSPI)	5.7	19.3	16.4	43.2

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	1,623	1,449	1,425	1,554
투자손익	72	222	700	889
영업이익	1,695	1,671	2,126	2,442
당기순이익	1,583	1,895	2,321	2,330
CSM (*)	10,366	11,691	12,353	13,786
수정 EPS	8,817	10,554	12,925	12,973
수정 BPS	199,815	257,279	203,681	211,674
수정 PER	8.1	6.5	7.5	7.5
수정 PBR	0.4	0.3	0.5	0.5
수정 ROE	5.0	4.3	5.6	6.2
배당수익률	4.2	5.4	5.1	5.5

*보유수 순부채 기준

주가 추이



삼성생명은 손실계약 환입을 통해 호실적을 기록했습니다. 전자 지분가치 감소를 제외해도 AOCI가 1.7조원 QoQ 감소해 ALM 관리가 필요할 것으로 보이며, 중장기 주주환원책 발표는 시기상조라고 판단합니다.

3Q24 지배 순이익 6,736억원(+42% YoY), 기대치 상회

삼성생명의 3Q24 연결 지배 순이익은 6,736억원(+42% YoY)으로 당사 추정치와 컨센서스를 10% 이상 상회하는 호실적을 시현. 다만 손실계약에서의 환입을 제외하면 컨센서스 수준의 별도 영업이익을 기록함. 3Q24 보험손익은 4,752억원(+23% YoY)으로, 금감원 종합검사 결과로 연금보험에 해지 가정을 추가하며 손실계약부담비용에 600억원의 환입이 발생. 예상치에서는 여타 보험사들과 유사하게 예상 이상의 발생보험금 증가가 나타남. 3Q24 투자손익은 1,187억원(흑전 YoY), 일반계정 기준 974억원(흑전 YoY)으로 개선. 일반계정 투자수익률은 추정치를 12bp 하회했으나 공시이율 하락으로 부담이자가 상반기보다 500억원 감소해 기대 수준을 나타냄. 신계약 APE는 보장성을 중심으로 28% QoQ 증가. 상품 비중은 개선(종신 축소, 건강 확대)되었으나 각 상품의 마진 배수가 축소되며 신계약 CSM은 6% QoQ 증가에 그침. 주로 해약 증가에 의해 CSM(일반모형) 기중 조정이 -3,240억원 발생하면서 CSM 잔액은 1% QoQ 증가함

ALM 관리가 필요할 것

삼성생명의 3Q24 말 K-ICS비율은 190%대로 하락한 것으로 추정. 연말 계리가정 가이드 적용 시 CSM은 2,000억원 감소할 것으로 밝혀 이익 및 가용자본의 영향은 크지 않은 것으로 판단. 다만 AOCI(자본)에서 자산부채 평가손익이 전분기 대비 7.1조원 감소했는데, 삼성전자의 보유 지분가치 감소를 제거해도 1.7조원이 감소한 것으로 추정되며 대부분은 시장금리 하락의 영향으로 판단됨. 동사의 현재 자본여력과 CSM 성장성, 이익 체력 등을 고려하면 자본확충을 요할 단계는 아니나 ALM 관리가 필요한 상황에서 기존 기대를 상회하는 중장기 주주환원책을 발표하기에는 시기상조라고 판단. 보유 지분가치 감소로 목표주가 하향 요인이 발생했으나 주가의 단기 변동성이 컸던 점을 감안해 반영하지 않음. 단 기존 목표주가와 상승여력이 축소돼 투자 의견은 Hold로 하향 조정함

[표1] 삼성생명의 3Q24 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	3Q24P	3Q23	YoY	2Q24	QoQ	3Q24E	차이	컨센서스	차이
보험손익	475.2	387.7	22.6	443.6	7.1	443.6	7.1	n/a	n/a
투자손익	118.7	-68.2	흑전	108.4	9.5	123.8	-4.1	n/a	n/a
영업이익	593.9	319.5	85.9	552.0	7.6	567.5	4.7	514.3	15.5
당기순이익	460.8	268.2	71.8	438.6	5.1	420.3	9.7	343.3	34.2
(연결)지배주주 순이익	673.6	475.6	41.6	746.4	-9.8	589.9	14.2	606.2	11.1

주: 지배주주 순이익 외 별도 기준

자료: 삼성생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 삼성생명의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

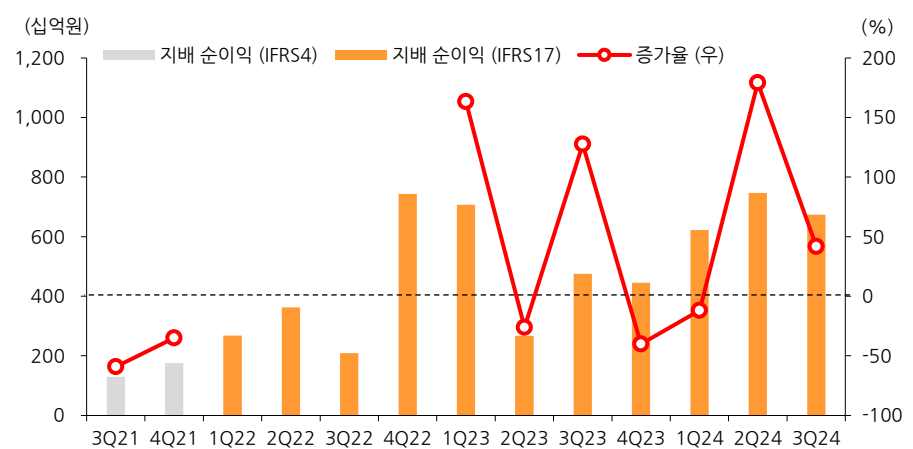
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	QoQ	YoY
AUM	235,261	236,571	232,363	247,053	248,038	251,259	243,759	-3.0	4.9
투자서비스손익(일반계)	1,979	1,290	1,405	1,634	1,899	1,560	1,514	-3.0	7.7
Yield	3.4	2.2	2.4	2.7	3.1	2.5	2.5	-0.1	0.0
CSM (보유 순부채)	10,913	11,432	11,243	11,691	11,970	12,165	12,320	1.3	9.6
CSM 상각	324	315	318	369	339	346	347	0.4	9.3
단순상각률	11.9	11.0	11.3	12.6	11.3	11.4	11.3	-0.1	-0.0
신계약 CSM (원수)	846	970	956	856	858	788	835	5.9	-12.7
전체 APE	765	922	759	658	1,014	810	1,035	27.7	36.4
단순마진 (개월)	13.3	12.6	15.1	15.6	10.2	11.7	9.7	-2.0	-5.4
보험+재보험손익	384	435	388	242	268	444	475	7.1	22.6
일반/VFA 모형	397	444	403	261	280	457	491	7.4	21.9
예실차	-135	-13	28	-99	-116	45	11	-75.4	-59.5
보험금*	-62	20	38	-13	-131	28	-13	적전	적전
사업비	-73	-32	-10	-86	15	18	24	33.1	흑전
RA 변동	153	146	82	78	77	77	80	3.1	-2.3
CSM 상각	324	315	318	369	339	346	347	0.4	9.3
손실계약관련비용	48	-5	-28	-79	-34	-12	44	흑전	흑전
기타	6	0	4	-9	13	0	9	2,679.8	145.6
기타사업비	13	9	15	18	12	13	16	16.2	3.6
투자손익	550	-357	-68	98	487	108	119	9.5	흑전
일반계정	410	-237	-116	112	436	95	97	2.9	흑전
특별계정	140	-120	48	-14	51	14	21	55.4	-55.4
보험금융손익	-3,003	-1,857	-1,105	-3,217	-1,914	-1,970	-1,428	적지	적지
일반계정	-1,569	-1,527	-1,521	-1,522	-1,463	-1,465	-1,416	적지	적지
특별계정	-1,434	-330	416	-1,695	-451	-505	-12	적지	적전
투자서비스손익	3,553	1,500	1,036	3,315	2,400	2,079	1,547	-25.6	49.2
일반계정	1,979	1,290	1,405	1,634	1,899	1,560	1,514	-3.0	7.7
특별계정	1,574	210	-369	1,681	501	518	33	-93.6	흑전
영업이익	933	77	320	341	755	552	594	7.6	85.9
영업외이익	9	-10	18	-6	7	18	-15	적전	적전
세전이익	943	67	337	335	761	570	579	1.6	71.6
당기순이익	795	63	268	257	651	439	461	5.1	71.8
(연결)지배주주 순이익	707	267	476	446	622	746	674	-9.8	41.6

주: 지배주주 순이익 외 별도 기준, *보험료 경험조정 포함

자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

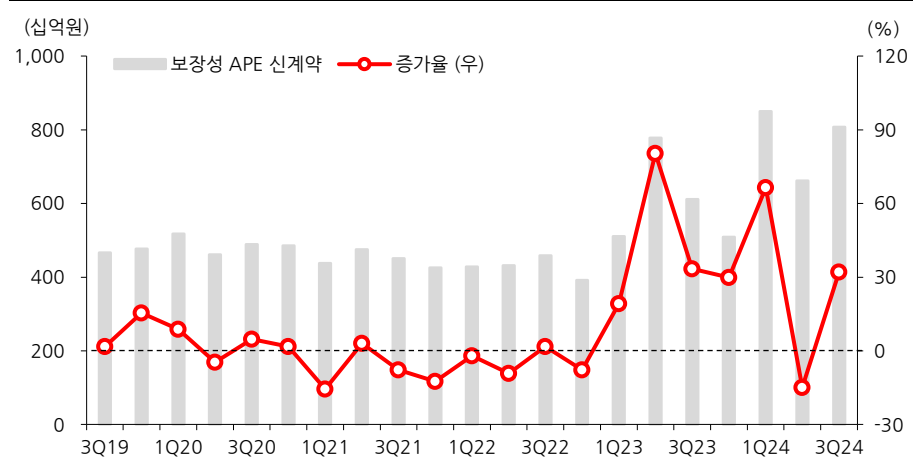
[그림1] 삼성생명의 분기별 지배주주 순이익 및 증가율



주: 2022년까지는 IAS39, 2023년부터는 IFRS9 기준

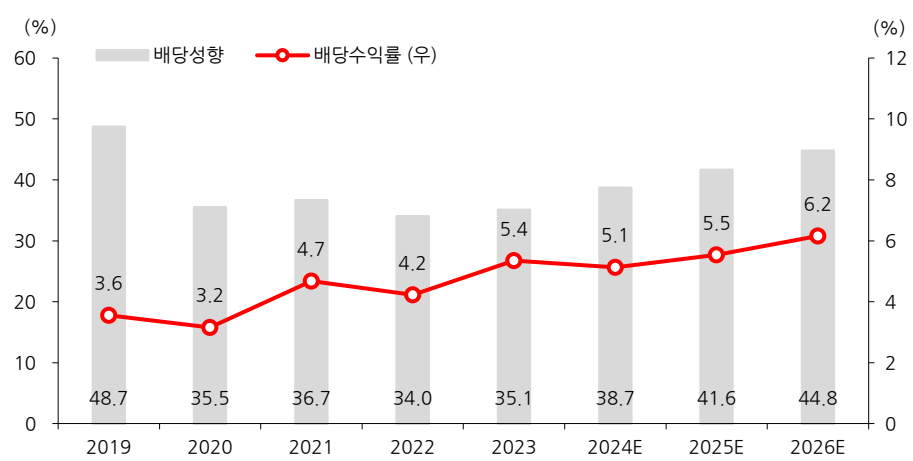
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼성생명의 보장성 APE 신계약 금액 및 증가율



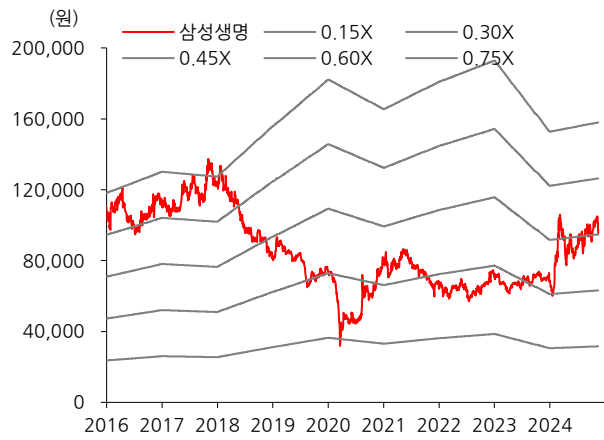
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 삼성생명의 배당지표 추이 및 전망



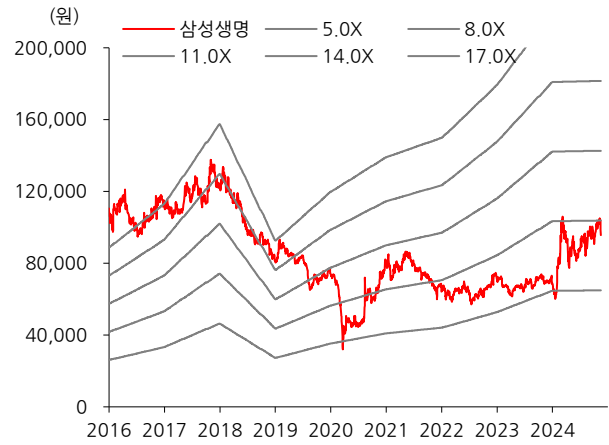
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 삼성생명 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 삼성생명 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
운용자산	232,475	247,053	244,246	247,683
현금및예치금	6,990	3,272	2,190	2,047
유가증권	173,049	193,589	195,471	198,370
FVPL	1,163	10,781	10,962	10,895
FVOCI	57,583	166,226	164,703	167,669
AC	101,272	0	0	0
대출채권	48,691	46,358	42,778	43,396
부동산	3,745	3,834	3,807	3,870
비운용자산	3,278	4,877	5,215	4,852
특별계정자산	25,853	27,544	27,332	28,442
자산총계	261,606	279,474	276,793	280,977
책임준비금	182,948	192,391	205,442	208,330
BEL	141,029	148,335	161,091	161,949
RA	2,878	2,787	2,835	2,849
CSM	10,349	11,876	12,597	14,031
PAA	0	0	0	0
투자계약부채	28,691	29,394	28,919	29,502
기타부채	12,357	11,475	7,802	7,606
후순위채	0	0	0	0
특별계정부채	25,875	27,553	27,338	28,448
부채총계	226,526	241,946	249,366	253,169
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	14,231	15,141
해약환급금준비금	0	0	0	0
자본조정	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110
기타포괄손익누계	24,605	26,354	15,200	14,672
자본총계	35,080	37,528	27,427	27,809

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
자산총계	n/a	6.8	-1.0	1.5
운용자산	n/a	6.3	-1.1	1.4
부채총계	n/a	6.8	3.1	1.5
CSM	n/a	14.8	6.1	11.4
자본총계	n/a	7.0	-26.9	1.4
보험손익	n/a	-10.8	-1.6	9.0
투자손익	n/a	210.1	215.5	26.9
영업이익	n/a	-1.4	27.2	14.9
순이익	n/a	19.7	22.5	0.4

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	1,425	1,554
일반 및 변동수수료모형	1,684	1,504	1,485	1,620
CSM 상각	1,074	1,326	1,383	1,452
RA 변동	644	459	314	322
예상과실계차이	139	-218	-182	-83
손실계약	-45	-64	-52	-72
기타	-128	2	22	0
보험료배분접근법모형	0	0	0	0
간접사업비	61	56	60	66
투자손익	72	222	700	889
보험금융손익	-2,528	-9,182	-6,737	-5,639
이자수익	5,727	6,016	5,904	5,892
배당수익	1,662	1,158	1,248	1,265
FVPL 평가손익	-2,634	2,355	648	0
기타	-2,156	-125	-363	-630
영업이익	1,695	1,671	2,126	2,442
영업외이익	-116	11	9	0
세전이익	1,579	1,681	2,134	2,442
법인세비용	376	298	417	635
당기순이익	1,203	1,383	1,717	1,808
지배주주 순이익	1,583	1,895	2,321	2,330

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023	2024E	2025E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	2,674	3,104	3,647	3,224
신계약 CSM	3,421	3,460	3,180	3,001
투자수익률	0.0	2.6	2.6	2.7
수정 Book Value	57,655	67,448	53,158	54,593
수익성				
수정 ROE	5.0	4.3	5.6	6.2
수정 ROA	0.5	0.7	0.8	0.8
주당 지표				
수정 EPS	8,817	10,554	12,925	12,973
수정 BPS	199,815	257,279	203,681	211,674
보통주 DPS	3,000	3,700	5,000	5,400
Valuation 및 배당				
수정 PER	8.1	6.5	7.5	7.5
수정 PBR	0.4	0.3	0.5	0.5
배당성향	34.0	35.1	38.7	41.6
보통주 배당수익률	4.2	5.4	5.1	5.5

[Compliance Notice]

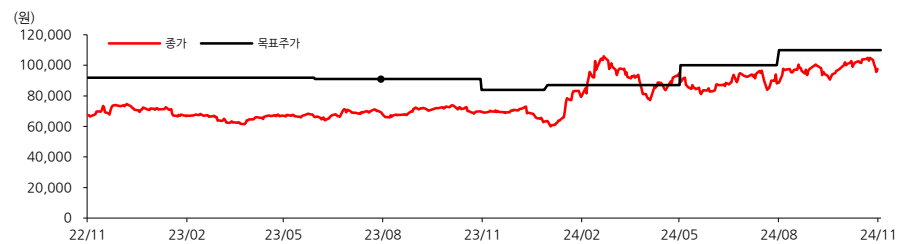
(공표일: 2024년 11월 18일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 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 다른 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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[삼성생명 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.02.22	2023.05.30	2023.06.14	2023.08.22	2023.09.01
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		92,000	92,000	91,000	91,000	91,000
일 시	2023.11.15	2024.01.15	2024.02.21	2024.05.17	2024.06.17	2024.07.10
투자의견	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	84,000	87,000	87,000	100,000	100,000	100,000
일 시	2024.08.16	2024.10.08	2024.11.11	2024.11.18		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Hold		
목표가격	110,000	110,000	110,000	110,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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 1년간 +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 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2024년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%