



## BUY (Maintain)

목표주가: 140,000 원

주가(1/8): 95,200 원

시가총액: 190,400 억원



보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

## Stock Data

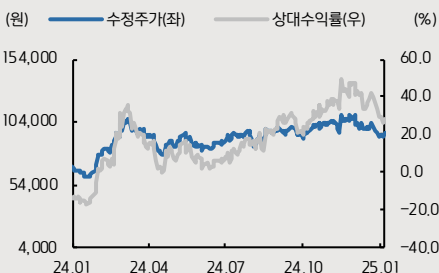
KOSPI		2,521.05pt	
시가총액		190,400 억 원	
52 주 주가동향		최고가	최저가
		109,000 원	60,100 원
최고/최저가대비 등락율		-12.66%	58.40%
수익률		절대	상대
	1M	-5.3%	4.0%
	6M	0.7%	-11.8%
	1Y	46.7%	-1.2%

## Company Data

발행주식수	200,000 천주	
일평균 거래량(3M)	265 천주	
외국인 지분율	21.60%	
배당수익률(24E)	5.1%	
BPS(24E)	156,498 원	
주요 주주	삼성물산(주) 외 7인	44.14%

(십억원, 배)	2023	2024E	2025E
보험이익	1,448.2	1,317.1	1,444.4
투자이익	(23.7)	509.9	527.2
영업이익	1,424.8	1,827.4	1,971.6
세전이익	1,681.2	2,115.3	2,261.7
당기순이익	1,382.9	1,705.2	1,696.3
ROE	4.4	6.1	6.6
ROA	0.6	0.7	0.7
EPS	6,915	8,526	8,481
BPS	221,593	163,998	196,676
PER	7.3	8.1	8.0
PBR	0.3	0.6	0.5
DPS	3,700	4,800	5,500
배당수익률 (%)	5.4	5.1	5.8

## Price Trend



## 삼성생명 (032830)

## 단기 배당 투자자 이탈은 좋은 매수 기회



4 분기 지배순이익은 35% (YoY) 감소한 2,909 억원을 기록하여 컨센서스를 11% 하회할 것으로 전망. 전년동기대비 실적이 감소할 것으로 예상하는 이유는 금리 하락과 가정 변경 등으로 인해 보유한 보험계약의 손실 전환 규모가 커졌을 것으로 판단하기 때문. 그럼에도 안정적인 연간 실적과 자본비율로 기존 배당 추정치를 훼손하지는 않을 것으로 판단. 최근 배당 투자자 이탈로 가격 매력도는 높아진 상황. 업종 내 최선호주 유지

## &gt;&gt;&gt; 4 분기 실적은 컨센서스 하회 전망

2024 년 4 분기 지배주주순이익은 전년동기대비 35% (YoY) 감소한 2,909 억원으로 컨센서스인 3,285 억원을 11% 하회할 것으로 예상된다. 연간 가정 변경에 따른 일회성 비용 반영으로 보험이익은 부진하겠으나, 안정적인 투자이익이 이를 상쇄할 것으로 예상된다.

## &gt;&gt;&gt; 가정 변경에 따른 일회성 비용으로 보험이익 부진 예상

4 분기 보험이익은 46% (YoY) 감소할 것으로 예상하는데, 경상적인 보험이익의 근간이 되는 CSM 상각액은 신계약 판매 호조에 힘입어 안정적인 것으로 보이나 금리 하락 및 연간 가정 조정에 따른 비용이 반영, 신계약 판매 경쟁 심화 등으로 예상차 부진 및 일회성 비용 반영이 예상되기 때문이다. 투자이익은 19% (YoY) 감소할 것으로 예상하는데, 이자손익은 안정적인 것이나 증시 부진 및 연결효과 축소 등의 영향이 있을 것으로 보인다. 연말 K-ICS 비율은 장기채 금리 하락과 삼성전자 주가 하락 등의 영향으로 전분기대비 9%p 하락한 184%를 기록할 것으로 예상된다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 140,000 원, 업종 Top Pick 유지

4 분기 시장 기대치를 하회하는 실적이 예상되지만 연간 지배순이익은 전년대비 23% 증가한 2.33 조원으로 추정되며, 배당성향 37% 가정 시 예상 DPS 는 4,800 원이다. K-ICS 비율 및 해약환급금준비금 등 고려 시 배당에 대한 우려는 없을 것으로 판단한다. 현 주가 기준 배당수익률은 5.0%로 역사적 최고 수준인데, 배당락 이후 단기 배당 투자 자금 이탈의 영향인 것으로 보인다. 보험사들의 배당락 이후 추가 주가 조정은 역사적으로 좋은 매수 기회였던 바 최근 주가 하락 역시 매수 기회로 활용해야 한다는 판단이다.

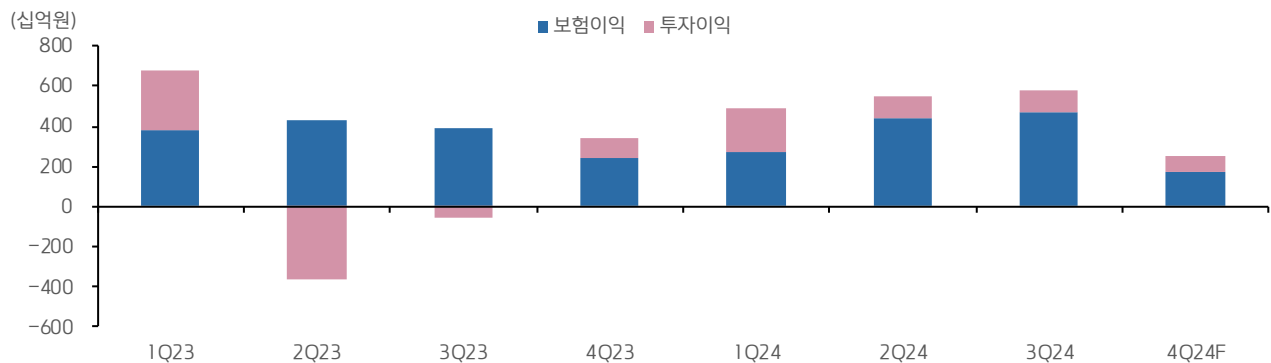
신계약 판매 호조로 향후에도 실적 및 자본비율의 안정적인 우상향이 가능할 것으로 보이며 중장기 주주환원을 목표도 50%(2023 년 35%)로 제시한 바 주주환원 규모는 꾸준히 확대될 것으로 전망한다. 추가적으로 보유 중인 자기주식과 삼성전자 지분 등이 주주환원에 활용될 경우 추가적인 밸류 업사이드 요인으로 작용할 것으로 기대된다. 업종 내 최선호주로 유지한다.

## 삼성생명 분기실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E
보험이익	383.7	434.6	387.7	242.5	268.2	443.6	475.2	130.5	1,448.2	1,317.1
(YoY)					-30%	2%	23%	-46%		-9%
일반/VFA	383.7	434.6	387.7	242.5	268.2	443.6	475.2	171.7	1,448.5	1,358.7
CSM 상각	333.7	326.0	327.4	380.6	350.9	357.3	360.6	368.2	1,367.7	1,436.9
RA 해제	154.9	148.2	84.1	80.4	80.4	79.7	82.1	81.5	467.5	323.6
예실차	(83.3)	(1.3)	25.7	(99.4)	(13.7)	59.6	35.2	(93.6)	(158.2)	(12.4)
보험금예실차	(20.2)	34.9	34.6	1.8	(41.8)	43.5	4.9	(16.0)	51.1	(9.3)
사업비예실차	(63.2)	(36.2)	(8.8)	(101.2)	28.1	16.2	30.3	(77.6)	(209.4)	(3.0)
기타	(21.5)	(38.2)	(49.6)	(119.1)	(149.3)	(53.0)	(2.7)	(184.4)	(228.4)	(389.5)
투자이익	299.2	(365.2)	(55.2)	97.4	221.3	110.1	100.0	78.5	(23.7)	509.9
(YoY)					-26%	흑전	흑전	-19%		흑전
보험금융손익	(3,002.4)	(1,857.1)	(1,104.7)	(3,224.9)	(1,923.4)	(1,980.5)	(1,441.2)	(1,448.4)	(9,189.0)	(6,793.5)
투자서비스손익	3,301.6	1,491.9	1,049.5	3,322.3	2,144.6	2,090.6	1,541.2	1,527.0	9,165.3	7,303.4
영업이익	683.0	69.4	332.5	339.9	489.5	553.7	575.2	209.0	1,424.8	1,827.4
(YoY)					-28%	697%	73%	-39%		28%
영업외손익	259.8	(2.6)	4.6	(5.3)	271.7	15.9	3.3	(3.1)	256.3	287.9
세전이익	942.7	66.8	337.1	334.6	761.3	569.6	578.5	205.9	1,681.2	2,115.3
법인세비용	147.9	3.7	68.9	77.7	109.9	131.0	117.7	51.5	298.3	410.1
당기순이익	794.8	63.1	268.2	256.8	651.3	438.6	460.8	154.4	1,382.9	1,705.2
(YoY)					-18%	595%	72%	-40%		23%
연결당기순이익	739.1	299.8	506.7	488.2	663.3	788.8	713.8	308.3	2,033.7	2,474.2
지배주주순이익	706.8	267.4	475.6	445.6	622.1	746.4	673.6	290.9	1,895.3	2,333.0
(YoY)					-12%	179%	42%	-35%		23%

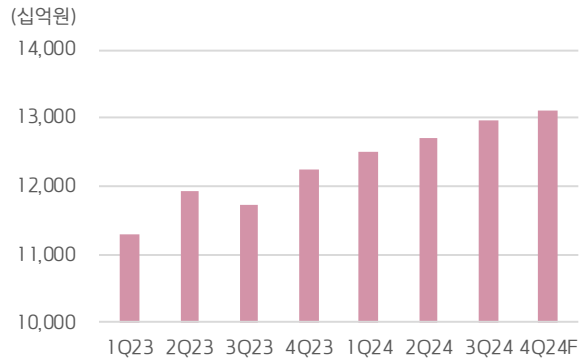
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

## 삼성생명의 보험이익과 투자이익 추이 및 전망



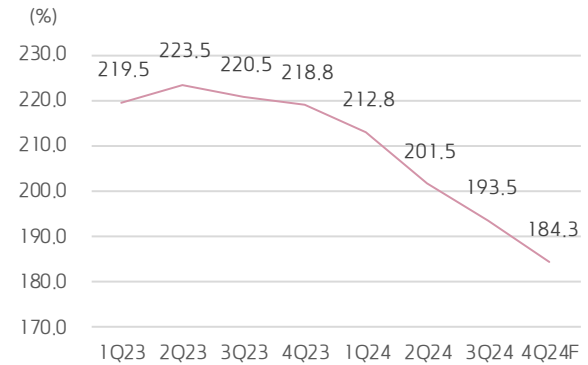
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

## CSM 기말 잔액 추이 및 전망



자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

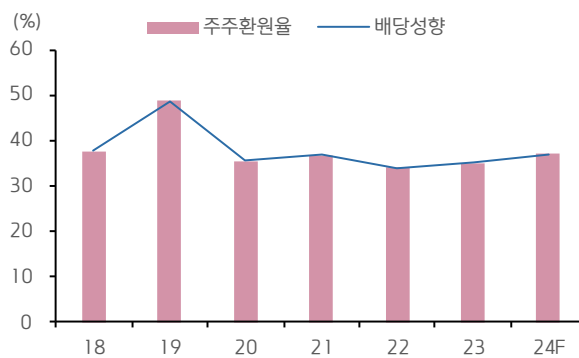
## K-ICS 비율 추이 및 전망



주: 4Q24는 예상치

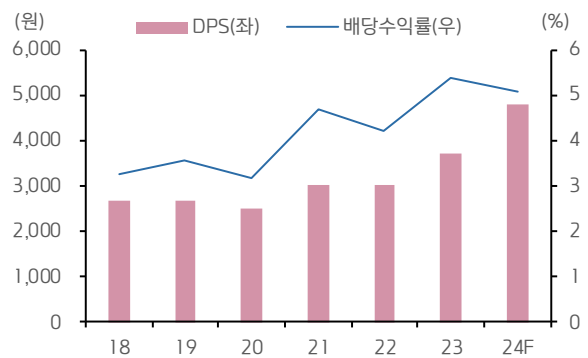
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

## 주주환원율과 배당성향



자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

## DPS와 배당수익률



자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12 월 결산	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
<b>보험이익</b>			1,448.2	1,317.1	1,444.4
일반/VFA			1,448.5	1,358.7	1,488.2
CSM 상각			1,367.7	1,436.9	1,522.8
RA 해제			467.5	323.6	326.3
예실차			(158.2)	(12.4)	(16.3)
보험금예실차			51.1	(9.3)	(103.4)
사업비예실차			(209.4)	(3.0)	87.1
기타			(228.4)	(389.5)	(344.7)
PAA			0.0	0.0	0.0
자동차보험손익			0.0	0.0	0.0
일반보험손익			0.0	0.0	0.0
<b>투자이익</b>			(23.7)	509.9	527.2
보험금융손익			(9,189.0)	(6,793.5)	(5,866.6)
투자서비스손익			9,165.3	7,303.4	6,393.7
<b>영업이익</b>			1,424.8	1,827.4	1,971.6
영업외손익			256.3	287.9	290.1
<b>세전이익</b>			1,681.2	2,115.3	2,261.7
법인세비용			298.3	410.1	565.4
<b>당기순이익</b>			1,382.9	1,705.2	1,696.3
<b>연결당기순이익</b>			2,033.7	2,474.2	2,525.4
<b>지배주주순이익</b>			1,895.3	2,333.0	2,383.2
<b>CSM Movement</b>					
기시			10,749	12,247	13,095
신계약			856	752	800
이자부리			105	118	125
상각			381	368	389
조정			41	370	355
기말			12,247	13,095	13,887
CSM 증감 (YoY, %)			14	7	6
순증액			1,499	848	792
<b>K-ICS 비율</b>			218.8	184.3	209.9
지급여력금액			53,373	44,159	51,239
지급여력기준금액			24,390	23,960	24,592

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
<b>자산총계</b>			314,696	315,057	321,788
운용자산			310,586	310,085	316,710
FVPL			44,552	44,886	44,935
FVOCI			167,665	168,673	173,658
AC			39	51	52
대출채권			78,220	76,941	78,585
부동산			6,549	6,693	6,836
비운용자산			4,110	4,972	5,078
<b>부채총계</b>			270,378	282,257	282,452
책임준비금			190,261	202,830	203,578
보험계약부채			190,261	202,830	203,578
잔여보장요소			185,824	198,192	198,977
최선추정			170,586	182,092	182,084
위험조정			2,846	2,848	2,848
보험계약마진			12,393	13,252	14,044
보험료배분접근법			0	0	0
발생사고요소			4,437	4,638	4,601
최선추정			4,321	4,619	4,582
위험조정			27	19	19
재보험계약부채			521	1,014	1,006
투자계약부채			29,308	29,107	29,055
기타부채			80,117	79,427	78,875
<b>자본총계</b>			44,319	32,800	39,335
자본금			100	100	100
자본잉여금			125	125	125
신종자본증권			0	0	0
이익잉여금			17,978	18,889	21,315
해약환급금준비금			0	0	0
자본조정			(2,117)	(2,117)	(2,117)
기타포괄손익누계액			26,333	13,882	17,983
비지배지분			1,900	1,920	1,929

## 투자지표 (I)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
<b>운용자산 비중 (%)</b>					
FVPL			14.3	14.5	14.2
FVOCI			54.0	54.4	54.8
AC			0.0	0.0	0.0
대출채권			25.2	24.8	24.8
부동산			2.1	2.2	2.2
<b>주요비율 (% 배)</b>					
ROA			0.6	0.7	0.7
ROE			4.4	6.1	6.6
P/E			7.3	8.1	8.0
P/B			0.31	0.58	0.48

자료: 키움증권 리서치센터

## 투자지표 (II)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
<b>주주환원지표</b>					
DPS (원)			3,700	4,800	5,500
증가율(YoY, %)			23	30	15
배당성향 (%)			35.1	36.9	41.4
배당수익률 (%)			5.4	5.1	5.8
현금배당액 (십억원)			664.4	862.0	987.7
자기주식수 (천주)			20,425	20,425	20,425
발행주식수 (천주)			200,000	200,000	200,000
자기주식 비중 (%)			10.2	10.2	10.2
자기주식 소각액			0	0	0
총주주환원율 (%)			35.1	36.9	41.4

## Compliance Notice

- 당사는 1월 8일 현재 '삼성생명(032830)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지사항

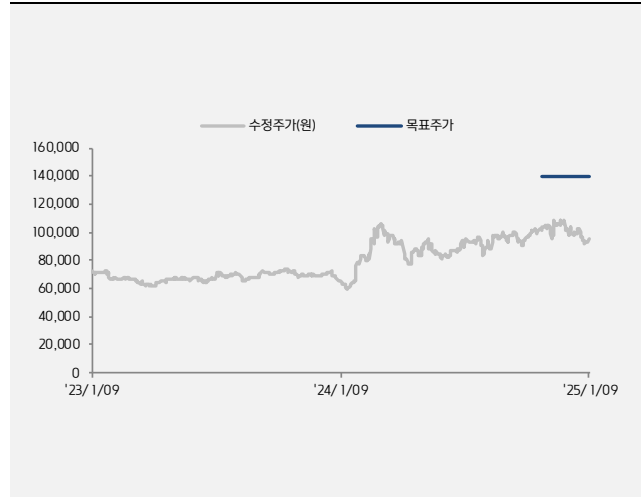
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견변동내역(2 개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
삼성생명 (032830)	2024-10-30	Buy(Initiate)	140,000 원	6개월	-27.18	-25.07
	2024-11-18	Buy(Maintain)	140,000 원	6개월	-26.94	-22.29
	2024-11-19	Buy(Maintain)	140,000 원	6개월	-36.24	-24.29
	2025-01-09	Buy(Maintain)	140,000 원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2 개년)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6 개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6 개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2024/01/01~2024/12/31)

매수	중립	매도
96.37%	3.63%	0.00%