

투자 의견(유지)	Trading Buy
목표주가(상향)	▲ 110,000원
현재주가(24/11/15)	97,600원
상승여력	12.7%

영업이익(24F, 십억원)	2,840
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	2,912
EPS 성장률(24F, %)	-6.5
MKT EPS 성장률(24F, %)	72.5
P/E(24F, x)	8.4
MKT P/E(24F, x)	10.0
KOSPI	2,416.86
시가총액(십억원)	19,520
발행주식수(백만주)	200
유동주식비율(%)	45.1
외국인 보유비중(%)	21.9
베타(12M) 일간수익률	1.35
52주 최저가(원)	60,100
52주 최고가(원)	106,000
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-2.5 4.9 40.4
상대주가	6.2 18.6 44.5



[금융]

정태준, CFA

tajeon.jeong@miraeasset.com

## 삼성생명

### 주주환원수익률에 대한 과도한 기대는 지양

#### 투자 의견 Trading Buy 유지, 목표주가 110,000원으로 상향

삼성생명에 대한 목표주가를 기존 95,000원에서 110,000원으로 상향. 이는 1) 자본비율이 생명보험 내 가장 높아 견조한 신계약 CSM 성장을 지속할 수 있고 2) 향후 수년 동안 해약환급금 준비금 전입액에 대한 부담도 없어 주주환원 여부에 대한 불확실성도 제한적이기 때문. 경쟁사들은 1) 자본력 열위로 인해 상품 경쟁력을 높이지 가져갈 수 없기 때문에 신계약 CSM 대비 CSM 조정의 규모가 크다는 문제와, 2) 이익을 압도하는 해약환급금 준비금 전입액 발생으로 배당가능이익이 소멸한 탓에 주주환원이 어렵다는 문제를 겪고 있기 때문에 동사의 상대적인 매력이 증가했다고 판단.

다만 투자 의견은 기존의 Trading Buy를 유지. 이는 동사가 시장의 기대를 충족할 정도의 적극적인 주주환원이 어려울 것으로 예상하기 때문. 시장에서는 현금 배당 외 자사주 매입·소각까지 진행하기를 기대하고 있으나, 동사의 자본비율이 기존에 계획한 현금 배당에 자사주까지 추가로 진행할 정도로 높다고 판단하지 않기 때문. 자사주를 제외할 경우 2024년 예상 주당배당금 4,800원, 2025년 예상 주당배당금 5,200원으로부터 기대할 수 있는 주주환원수익률은 각각 4.9%, 5.3%에 불과.

2025년 지배주주순이익은 전년대비 1.0% 증가할 것으로 예상. 보험손익은 전년대비 1.0%, 투자손익은 전년대비 0.8% 증가할 전망. 2024년 4분기에 무/저해지 보험에 대한 해지율 가정 변경 영향으로 CSM이 약 2,000억원 감소할 전망임에도 불구하고, 견조한 신계약 CSM과 경쟁사 대비 양호한 CSM 조정으로 보험손익 성장이 가능할 것으로 예상. CSM 잔액은 전년대비 6.9% 증가할 전망.

3분기 지배주주순이익은 6,736억원으로 당사 추정치 6,165억원과 컨센서스 6,062억원 상회. 보험손익은 1) 예상차가 예상보다 높았고 2) 손실부담계약 비용 환입으로 기타 보험손익도 추정치보다 양호한 점에 힘입어 추정치 상회. 투자손익은 금융 상품 평가손익 감소로 추정치를 하회했으나, 금리 하락에 따른 보험금융손익 개선으로 이를 일부 상쇄.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
보험손익 (십억원)		1,448	1,356	1,369	1,464
세전이익 (십억원)		2,559	3,122	3,147	3,242
순이익 (십억원)		1,895	2,325	2,347	2,422
EPS (원)		12,438	11,623	11,734	12,111
BPS (원)		236,324	180,963	176,636	196,722
P/E (배)	IFRS4	5.6	8.4	8.3	8.1
P/B (배)		0.30	0.50	0.60	0.50
ROE (%)		4.6	6.2	7.3	7.2
주주환원수익률 (%)		5.4	4.9	5.3	5.7
K-ICS 비율 (%)		218.8	192.6	189.5	186.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 삼성생명, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 목표주가 산출

(원, 배, %)

항목	값	비고
기존 목표주가	95,000	
2024F ROE	4.5	당사 추정치
수정 할인율	11.0	내재 할인율을 기준으로 당사 조정
목표 P/B	0.41	
2024F BPS	233,955	당사 추정치
신규 목표주가	110,000	
2025F ROE	7.3	당사 추정치
수정 할인율	11.8	내재 할인율을 기준으로 당사 조정
목표 P/B	0.62	
2025F BPS	176,636	당사 추정치
현재 주가	97,600	전일 종가 기준
상승여력	12.7	
투자 의견	Trading Buy	상승여력 20% 이상

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 3분기 실적 상세

(십억원, %)

	기존 추정치	실적 잠정치	비고
보험손익	414	477	
CSM 상각	365	366	
RA 해제	80	82	
예실차	4	35	
기타	-36	-7	손실부담계약 비용 환입
투자손익	381	319	보험금융손익 개선
보험금융손익 제외	2,367	1,766	
영업이익	795	796	
영업외손익	33	96	
세전이익	828	892	
법인세비용	169	179	
지배주주순이익	617	674	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F
보험손익	268	442	477	169	1,448	1,356	1,369
CSM 상각	357	363	366	362	1,384	1,448	1,512
RA 해제	81	80	82	82	469	326	330
예실차	-14	60	35	-100	-159	-19	-48
기타	-156	-61	-7	-176	-246	-399	-424
투자손익	479	464	319	222	950	1,484	1,496
보험금융손익 제외	2,407	2,450	1,766	1,669	10,139	8,292	7,284
영업이익	746	906	796	392	2,398	2,840	2,865
영업외손익	84	88	96	13	161	282	282
세전이익	831	994	892	405	2,559	3,122	3,147
법인세비용	167	205	179	82	525	633	640
순이익	622	746	674	283	1,895	2,325	2,347

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 삼성생명 (032830)

## 손익계산서

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
보험손익	1,448	1,356	1,369	1,464
CSM 상각	1,384	1,448	1,512	1,607
RA 해제	469	326	330	330
예실차	-159	-19	-48	-48
기타	-246	-399	-424	-424
투자손익	950	1,484	1,496	1,496
보험금융손익 제외	10,139	8,292	7,284	7,284
FVPL 평가익	2,978	1,646	1,112	1,112
금융상품 처분익	445	295	0	0
영업이익	2,398	2,840	2,865	2,960
영업외손익	161	282	282	282
세전이익	2,559	3,122	3,147	3,242
법인세비용	525	633	640	659
법인세율	21	20	20	20
연결 당기순이익	2,034	2,489	2,508	2,583
지배주주순이익	1,895	2,325	2,347	2,422

## 주요 투자지표

(배, %, 원, 십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
P/E	5.6	8.4	8.3	8.1
P/B	0.30	0.50	0.60	0.50
배당수익률	5.4	4.9	5.3	5.7
EPS	12,438	11,623	11,734	12,111
BPS	236,324	180,963	176,636	196,722
DPS	3,700	4,800	5,200	5,600
ROE	4.6	6.2	7.3	7.2
ROA	0.63	0.74	0.75	0.76
K-ICS비율	218.8	192.6	189.5	186.4
지급여력금액	53,373	52,708	55,024	57,249
지급여력기준금액	24,390	27,369	29,033	30,716
배당성향	35.1	37.1	39.8	41.5
보통주 배당성향	35.1	37.1	39.8	41.5
우선주 배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성생명, 미래에셋증권 리서치센터

## 재무상태표

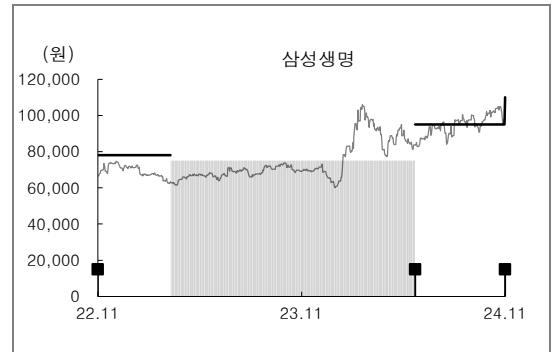
(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
자산	314,696	312,805	315,686	322,847
현금	5,494	4,127	4,165	4,260
금융자산	296,054	294,260	296,971	303,707
FVPL	44,552	44,789	45,201	46,227
FVOCI	167,665	167,132	168,672	172,498
AC	39	51	51	52
기타자산	13,149	14,418	14,550	14,880
부채	270,378	278,342	282,001	285,555
보험부채	190,261	203,547	207,205	210,759
BEL	174,462	186,895	189,937	192,975
CSM	12,247	13,028	13,930	14,738
RA	2,865	2,784	2,497	2,205
기타	687	841	841	841
기타부채	80,117	74,795	74,795	74,795
자본	44,319	34,462	33,685	37,292
지배주주지분	42,419	32,497	31,719	35,326
자본금	100	100	100	100
자본잉여금	125	125	125	125
이익잉여금	17,978	18,776	20,189	21,606
해약환급금 준비금	0	0	0	0
자본조정	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117
기타포괄손익누계액	26,333	15,612	13,422	15,612
신종자본증권	0	0	0	0
비지배지분	1,900	1,966	1,966	1,966

## CSM 변화

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
기시	10,749	12,247	13,028	13,930
신계약	3,628	3,315	3,315	3,315
이자부리	300	459	462	462
조정	-1,062	-1,563	-1,363	-1,363
상각	-1,368	-1,431	-1,512	-1,607
기말	12,247	13,028	13,930	14,738

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성생명 (032830)				
2024.11.18	Trading Buy	110,000	-	-
2024.06.10	Trading Buy	95,000	-0.40	10.42
2023.03.30	분석 대상 제외		-	-
2022.11.26	1년 경과 이후	78,000	-15.32	-4.23
2021.11.26	Trading Buy	78,000	-	-



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

## 투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

## 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

\* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성생명 을(을) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.