



BUY (Maintain)

목표주가: 140,000 원

주가(2/20): 95,500 원

시가총액: 191,000 억원



보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

Stock Data

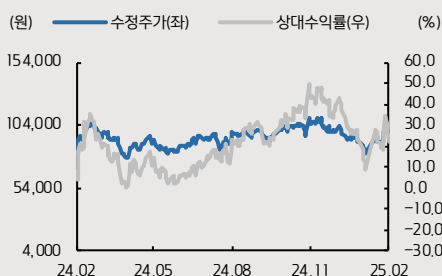
KOSPI	2,654.06pt		
시가총액	209,600 억 원		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	108,800 원	60,100 원	
최고/최저가대비 등락율	-3.68%	74.38%	
수익률	절대	상대	
	1M	2.9%	4.3%
	6M	20.9%	-2.0%
	1Y	50.8%	-0.6%

Company Data

발행주식수	200,000 천주
일평균 거래량(3M)	276 천주
외국인 지분율	21.94%
배당수익률(24E)	4.7%
BPS(24E)	163,690 원
주요 주주	삼성물산(주) 외 7 인 44.14%

(십억원, 배)	2023	2024P	2025E
보험이익	1,448.2	536.6	1,134.3
투자이익	(23.7)	1,000.9	557.0
영업이익	1,424.8	1,542.9	1,691.3
세전이익	1,681.2	1,821.3	1,947.2
당기순이익	1,382.9	1,486.9	1,566.0
ROE	4.4	5.5	6.5
ROA	0.6	0.7	0.7
EPS	6,915	7,435	7,830
BPS	221,593	163,690	162,815
PER	7.3	9.0	9.0
PBR	0.3	0.6	0.6
DPS	3,700	4,500	5,000
배당수익률 (%)	5.4	4.7	5.2

Price Trend



삼성생명 (032830)

실적 변동성은 아쉽지만 여전히 유효한 투자포인트



4분기 지배순이익은 85% (YoY) 감소한 647 억원을 기록하여 컨센서스와 추정치를 각각 71%/78% 하회. 계리적 가정 변경에 따라 보험순이익이 크게 부진했던 영향이며, 전분기대비 K-ICS 비율이 추가로 하락한 것과 CSM 은 감소세를 보인 점 역시 아쉬웠던 부분. 다만 이전보다 현저히 높아진 배당수익률과 지배구조 개편 기대감 등 투자포인트는 여전히 유효. 업종 내 최선후주 유지

>>> 2024 년 연간 지배순이익 11% (YoY) 증가한 2.11 조원

2024 년 4 분기 지배주주순이익은 전년동기대비 85% (YoY) 감소한 647 억원으로 컨센서스와 추정치를 각각 71%/78% 하회했다. 계리적 가정 변경에 따른 비용이 다수 반영된 영향이다. 2024 년 연간 지배주주순이익은 11% (YoY) 증가한 2 조 1,068 억원을 기록했다.

>>> 계리적 가정 변경으로 비용 대거 반영. 일회성 요인일지

삼성생명의 보험이익은 -6,451 억원을 기록하며 크게 부진했다(vs. 4Q23 2,425 억원). 해지계약 회계처리 방법 변경의 영향으로 CSM 상각액은 전년동기대비 800 억원 감소한 3,008 억원을 기록했다. 손해율 상승으로 보험금예실차는 전년동기대비 828 억원 감소한 -810 억원이었으며, 사업비예실차는 사내복지기금 조성 및 성과급 지급 등의 영향으로 전년동기대비 1,069 억원 감소한 -2,081 억원이었다. 그외 보험순이익은 전년동기대비 6,173 억원 감소한 -7,364 억원을 기록했는데, 손실부담계약비용으로는 사망률 개선에 따른 유배당 상품 손실 전환이 약 3,000 억원, 해지계약 회계처리 방법 변경이 추가로 약 1,200 억원 발생했으며 가정 변경에 따라 발생사고부채 증가에 따른 비용이 약 1,700 억원 반영된 영향이다. 보험이익에 반영된 비용 중 일회성으로 판단되는 요인은 약 7,800 억원이며, 가정 변경에 따른 보험금예실차 회복 및 유배당 상품 손실 지속(연간 약 2,000~3,000 억원 예상) 등을 감안하면 분기 경상적인 보험이익은 3,000 억대 수준이 될 것으로 보인다. 투자이익은 해지계약 회계처리 방법 변경 등으로 보험금융수익이 큰 폭으로 증가하며 485% (YoY) 증가했다. 연말 예상 K-ICS 비율은 14%p 감소한 180%이다.

>>> 투자 의견 BUY, 목표주가 140,000 원, 업종 Top Pick 유지

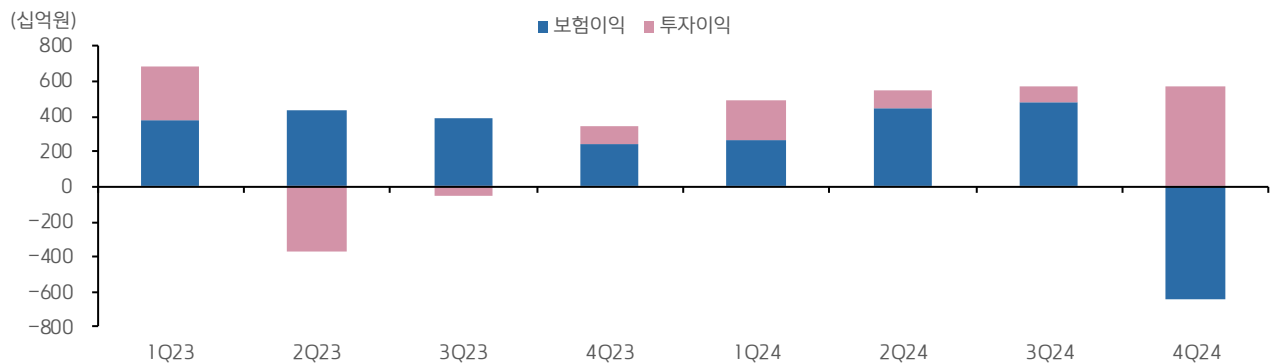
급격히 커진 실적 변동성은 아쉬우나, 1) 여러 비용 반영에도 연간 두 자릿수의 증익을 기록했으며, 2) 과거보다 배당수익률 수준은 현저히 높은 모습이며, 3) 보유 중인 10%의 자기주식 및 지배구조 관련 추가적인 기대감 등은 여전히 유효하다. 높아진 배당수익률 및 보유한 계열사 지분 등을 고려했을 때 여전히 밸류에이션 매력은 높다. 업종 내 최선후주로 유지한다.

삼성생명 분기실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2023	2024P
보험이익	383.7	434.6	387.7	242.5	268.2	443.6	475.2	(645.1)	1,448.2	536.6
(YoY)					-30%	2%	23%	적전		-63%
일반/VFA	383.7	434.6	387.7	242.5	268.2	443.6	475.2	(645.1)	1,448.5	542.0
CSM 상각	333.7	326.0	327.4	380.6	350.9	357.3	360.6	300.8	1,367.7	1,369.5
RA 해제	154.9	148.2	84.1	80.4	80.4	79.7	82.1	79.7	467.5	321.8
예실차	(83.3)	(1.3)	25.7	(99.4)	(13.7)	59.6	35.2	(289.1)	(158.2)	(207.9)
보험금예실차	(20.2)	34.9	34.6	1.8	(41.8)	43.5	4.9	(81.0)	51.1	(74.4)
사업비예실차	(63.2)	(36.2)	(8.8)	(101.2)	28.1	16.2	30.3	(208.1)	(209.4)	(133.6)
기타	(21.5)	(38.2)	(49.6)	(119.1)	(149.3)	(53.0)	(2.7)	(736.4)	(228.4)	(941.5)
투자이익	299.2	(365.2)	(55.2)	97.4	221.3	110.1	100.0	569.6	(23.7)	1,000.9
(YoY)					-26%	흑전	흑전	485%		흑전
보험금융손익	(3,002.4)	(1,857.1)	(1,104.7)	(3,224.9)	(1,923.4)	(1,980.5)	(1,441.2)	(863.3)	(9,189.0)	(6,208.4)
투자서비스손익	3,301.6	1,491.9	1,049.5	3,322.3	2,144.6	2,090.6	1,541.2	1,432.9	9,165.3	7,209.4
영업이익	683.0	69.4	332.5	339.9	489.5	553.7	575.2	(75.5)	1,424.8	1,542.9
(YoY)					-28%	697%	73%	적전		8%
영업외손익	259.8	(2.6)	4.6	(5.3)	271.7	15.9	3.3	(12.6)	256.3	278.4
세전이익	942.7	66.8	337.1	334.6	761.3	569.6	578.5	(88.1)	1,681.2	1,821.3
법인세비용	147.9	3.7	68.9	77.7	109.9	131.0	117.7	(24.2)	298.3	334.4
당기순이익	794.8	63.1	268.2	256.8	651.3	438.6	460.8	(63.9)	1,382.9	1,486.9
(YoY)					-18%	595%	72%	적전		8%
연결당기순이익	739.1	299.8	506.7	488.2	663.3	788.8	713.8	94.3	2,033.7	2,260.3
지배주주순이익	706.8	267.4	475.6	445.6	622.1	746.4	673.6	64.7	1,895.3	2,106.8
(YoY)					-12%	179%	42%	-85%		11%

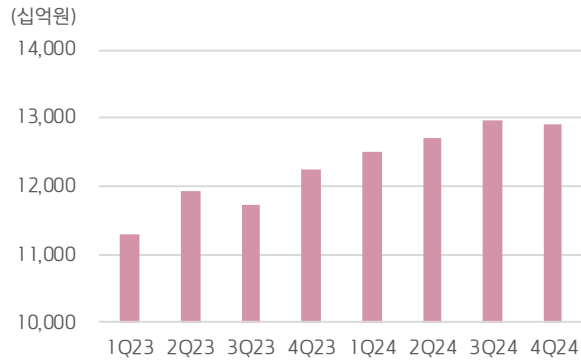
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

삼성생명의 보험이익과 투자이익 추이



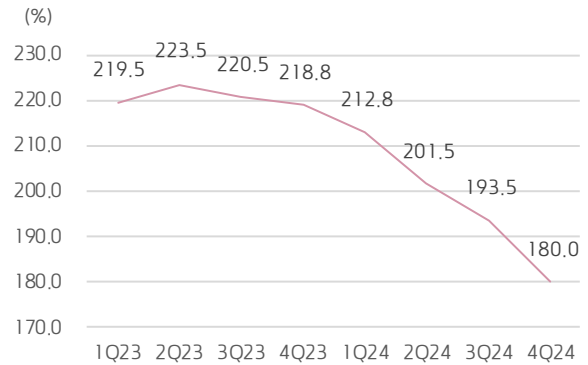
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

CSM 기말 잔액 추이



자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

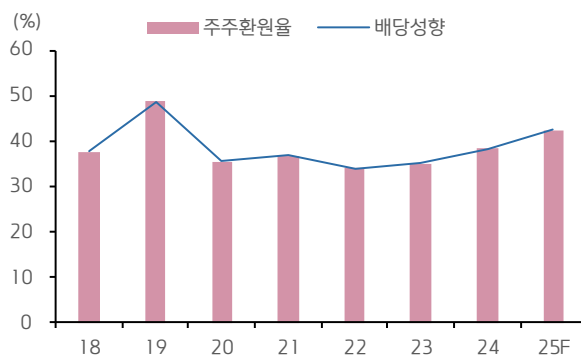
K-ICS 비율 추이



주: 3Q24는 예상치

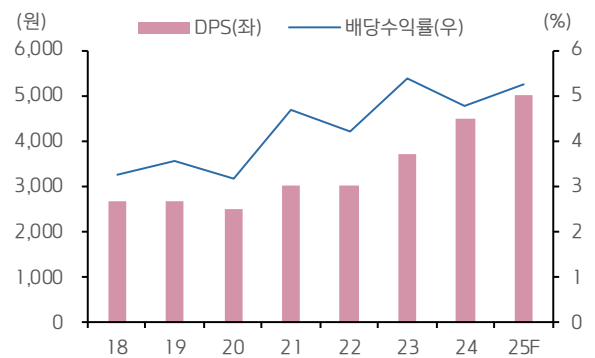
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

주주환원율과 배당성향



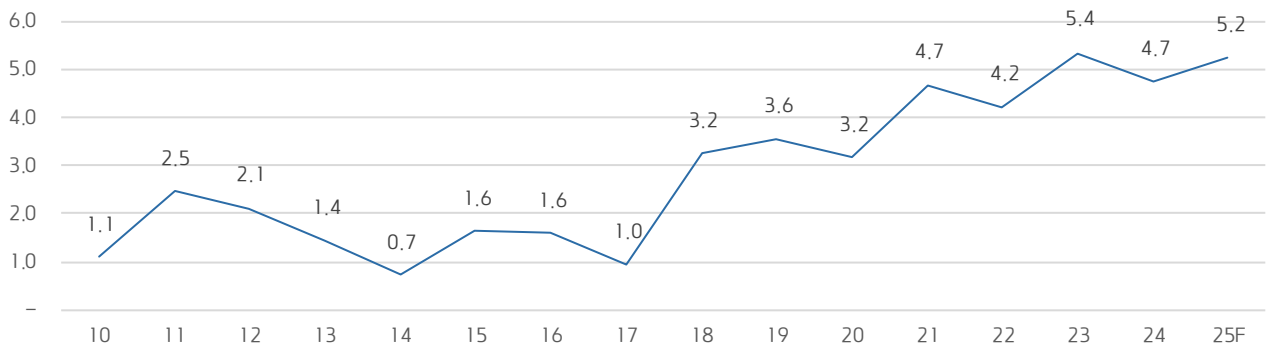
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

DPS와 배당수익률



자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

삼성생명의 장기 배당수익률 추이



자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12 월 결산	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
보험이익			1,448.2	536.6	1,134.3
일반/VFA			1,448.5	542.0	1,140.0
CSM 상각			1,367.7	1,369.5	1,226.1
RA 해제			467.5	321.8	331.5
예실차			(158.2)	(207.9)	(53.8)
보험금예실차			51.1	(74.4)	(145.6)
사업비예실차			(209.4)	(133.6)	91.8
기타			(228.4)	(941.5)	(363.8)
PAA			0.0	0.0	0.0
자동차보험손익			0.0	0.0	0.0
일반보험손익			0.0	0.0	0.0
투자이익			(23.7)	1,000.9	557.0
보험금융손익			(9,189.0)	(6,208.4)	(3,496.7)
투자서비스손익			9,165.3	7,209.4	4,053.6
영업이익			1,424.8	1,542.9	1,691.3
영업외손익			256.3	278.4	255.9
세전이익			1,681.2	1,821.3	1,947.2
법인세비용			298.3	334.4	381.2
당기순이익			1,382.9	1,486.9	1,566.0
연결당기순이익			2,033.7	2,260.3	2,261.7
지배주주순이익			1,895.3	2,106.8	2,121.2
CSM Movement					
기시			10,749	12,247	12,902
신계약			856	780	812
이자부리			105	125	130
상각			381	301	313
조정			41	666	500
기말			12,247	12,902	13,624
CSM 증감 (YoY, %)			14	5	6
순증액			1,499	655	722
K-ICS 비율			218.8	180.0	188.0
지급여력금액			53,373	44,418	44,414
지급여력기준금액			24,390	23,424	23,810

재무상태표

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산총계			314,696	312,219	313,644
운용자산			310,586	307,236	308,639
FVPL			44,552	45,753	45,049
FVOCI			167,665	164,154	166,227
AC			39	61	62
대출채권			78,220	78,118	78,475
부동산			6,549	6,612	6,642
비운용자산			4,110	4,983	5,005
부채총계			270,378	279,481	281,081
책임준비금			190,261	203,097	203,693
보험계약부채			190,261	203,097	203,693
잔여보장요소			185,824	198,197	198,919
최선추정			170,586	182,157	182,158
위험조정			2,846	2,959	2,959
보험계약마진			12,393	13,081	13,802
보험료배분접근법			0	0	0
발생사고요소			4,437	4,901	4,773
최선추정			4,321	4,790	4,752
위험조정			27	21	21
재보험계약부채			521	592	1,079
투자계약부채			29,308	30,298	29,637
기타부채			80,117	76,383	77,388
자본총계			44,319	32,738	32,563
자본금			100	100	100
자본잉여금			125	125	125
신종자본증권			0	0	0
이익잉여금			17,978	19,420	20,778
해약환급금준비금			0	0	0
자본조정			(2,117)	(2,117)	(2,117)
기타포괄손익누계액			26,333	13,205	11,706
비배지분			1,900	2,005	1,971

투자지표 (I)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
운용자산 비중 (%)					
FVPL			14.3	14.9	14.6
FVOCI			54.0	53.4	53.9
AC			0.0	0.0	0.0
대출채권			25.2	25.4	25.4
부동산			2.1	2.2	2.2
주요비율 (% 배)					
ROA			0.6	0.7	0.7
ROE			4.4	5.5	6.5
P/E			7.3	9.0	9.0
P/B			0.31	0.58	0.59

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표 (II)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
주주환원지표					
DPS (원)			3,700	4,500	5,000
증가율(YoY, %)			23	22	11
배당성향 (%)			35.1	38.4	42.3
배당수익률 (%)			5.4	4.7	5.2
현금배당액 (십억원)			664.4	808.1	897.9
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	38.4	42.3

Compliance Notice

- 당사는 2월 20일 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

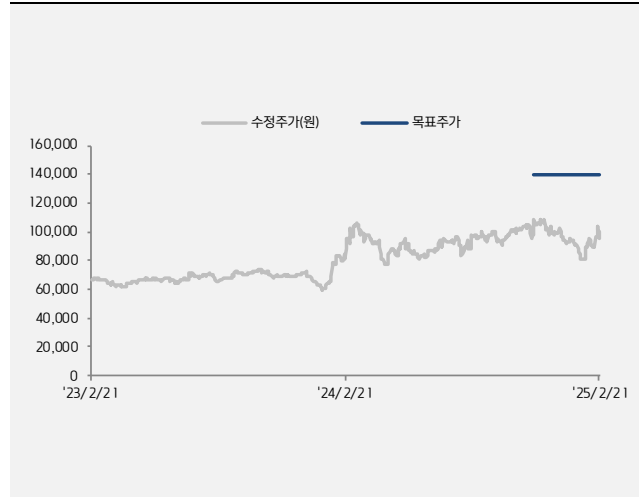
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	-25.86	-25.07
	2024-11-18	Buy(Initiate)	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	-29.01	-22.14
	2025-02-21	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%