

삼성생명 (032830)

EARNINGS REVIEW

Company Analysis | 보험 | 2024. 11. 18

견조한 실적에도 업황둔화 영향은 불가피

견조한 실적 VS 자본감소 폭 확대

3분기 순이익은 6,736억원으로 시장 예상치를 상회하며 견조한 실적흐름을 이어감. 투자손익은 평가손익 축소 영향으로 1~2분기 대비 감소했으나, 안정적 CSM 상각의 증가와 손실부담계약비용 환입효과로 보험손익이 지속 개선되며 호실적을 견인. 다만 3분기 중 자본규모가 6.2조원 감소해 1~2분기 대비 감소 폭이 확대되었고, 킥스비율 또한 200%를 하회하며 하락추세가 이어지고 있음. 9월말 CSM 잔액은 13.0조원으로 6월말 대비 0.3조원 증가했는데, 이는 신계약 CSM이 0.8조원 증가했음에도 해약증가 영향으로 CSM 조정이 0.3조원 발생했기 때문. 4분기에도 보험개혁회의 결과 적용과 연말 계리적가정 변경 영향으로 추가적인 CSM 조정이 예상됨

수익성 개선여력 축소

큰 폭의 신계약 APE 증가에도 CSM배수 하락으로 신계약 CSM은 전년동기대비 감소. 금리하락에 따른 종신보험 수익성 저하와 건강보험 경쟁심화로 향후에도 CSM 배수가 상승하기는 쉽지 않아 보임. 위험손해율과 유지율 등 전반적인 효율성 지표 또한 둔화 양상이 이어지고 있음. 한편 최근 당국의 계리적가정 변경 영향은 CSM 2천억원 감소, 킥스비율 5%p 하락으로 제한적일 것이라고 회사측은 설명. 높은 재무건전성을 바탕으로 안정적 실적흐름은 지속될 것이나 금리인하와 과당경쟁, 비우호적 정책기조가 궁극적으로는 수익성 둔화요인으로 작용할 것으로 보여 향후 이익모멘텀은 강하지 못할 것으로 예상

기존의견 유지

높은 배당 가시성과 밸류업 공시 기대감이 긍정적 추가흐름의 배경으로 작용하고 있음. 주주환원율 목표를 50%로 설정하고 있으며 예상 배당수익률 또한 5%를 상회. 다만 관련 기대감은 일정부분 주가에 반영된 것으로 판단하며, 실적 추정치를 상향했으나 자본감소로 인해 ROE와 PBR이 동시에 상승하고 있어 기존 목표주가와 보유의견을 유지함

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익		1,449	1,462	1,557	1,635
투자손익		1,110	1,812	1,714	1,709
당기순이익		1,895	2,428	2,489	2,545
CSM잔액		12,393	13,225	13,928	14,533
EPS (원)		10,554	13,518	13,860	14,172
증감률 (%)		-	28.1	2.5	2.3
BPS (원, adj.)		236,314	193,470	208,844	224,281
ROE (%)		4.5	6.3	6.9	6.5
PER (x)		6.3	7.2	7.0	6.9
PBR (x)		0.28	0.50	0.47	0.44

주: IFRS 연결 기준

자료: 삼성생명, LS증권 리서치센터

Analyst 전배승
bsjun@ls-sec.co.kr

Hold (유지)

목표주가 (유지)	98,000 원
현재주가	97,600 원
상승여력	0.4%

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI (11/15)	2,416.86 pt
시가총액	195,200 억원
발행주식수	200,000 천주
52 주 최고가/최저가	106,000 / 60,100 원
90 일 일평균거래대금	263.46 억원
외국인 지분율	21.9%
배당수익률(24.12E)	5.1%
BPS(24.12E)	193,470 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 5.7%
	6개월 16.4%
	12개월 43.2%
주주구성	삼성물산 (외 7인) 44.1%
	자사주 (외 1인) 10.2%
	신세계 (외 2인) 8.1%

Stock Price

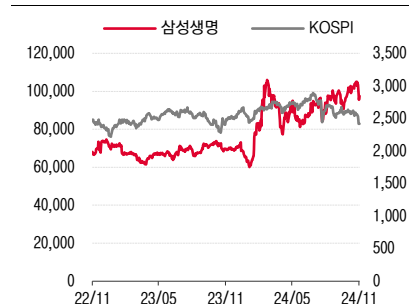
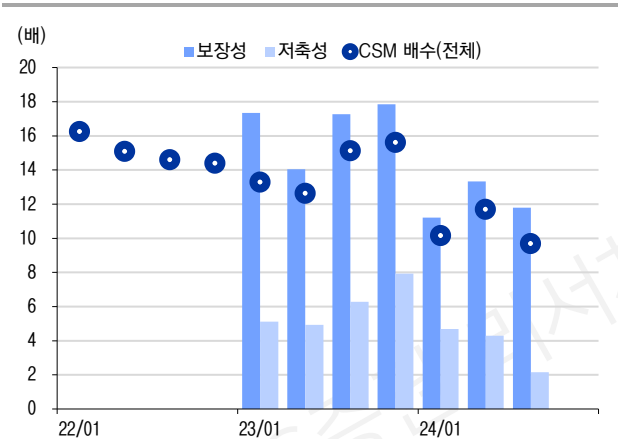


표1 삼성생명 손익현황과 주요지표

(단위: 십억원,%)	2023			2024E					2024 연간E
	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	YoY(% , %p)	QoQ(% , %p)	
보험손익	435	388	242	268	444	475	22.6	7.1	1,462
CSM상각	326	327	381	351	357	361	10.1	0.9	1,432
RA변동	148	84	81	80	80	82	-2.5	3.0	324
예실차	-1	26	-99	-14	60	35	-	-	-8
기타	-38	-50	-120	-149	-53	-3	-	-	-286
투자손익	-368	241	373	563	550	417	72.8	-24.2	1,812
보험금융손익	-1,857	-1,105	-3,217	-1,914	-1,970	-1,428	-	-	-6,856
기타투자손익	1,489	1,346	3,590	2,477	2,520	1,845	37.1	-26.8	8,668
연결조정	252	-33	-14	-85	-88	-96	-	-	-365
영업이익	318	596	602	746	906	796	33.5	-12.1	2,908
세전이익	358	629	615	831	994	892	41.8	-10.2	3,273
지배주주순이익	267	476	446	622	746	674	41.6	-9.8	2,428
운용자산	209,285	205,264	219,659	219,278	222,462	215,165	4.8	-3.3	217,747
책임준비금	209,094	203,533	219,569	220,238	225,898	231,433	13.7	2.5	230,840
CSM	11,913	11,652	12,393	12,649	12,844	13,120	12.6	2.1	13,225
자본총계	43,564	44,662	44,336	43,398	41,514	35,282	-21.0	-15.0	36,748
신계약	922	759	658	1,014	810	1,035	36.4	27.7	3,668
신계약CSM	970	956	856	858	788	835	-12.7	5.9	3,155
CSM배수(배)	12.6	15.1	15.6	10.2	11.7	9.7	-	-	10.3
CSM상각률	10.7	10.2	12.2	10.6	10.6	10.5	-	-	10.6
투자수익률	2.9	2.6	6.8	4.5	4.6	3.4	0.8	-1.2	4.0
부채부담이율	4.1	2.5	7.2	4.1	4.1	2.9	0.4	-1.2	3.6

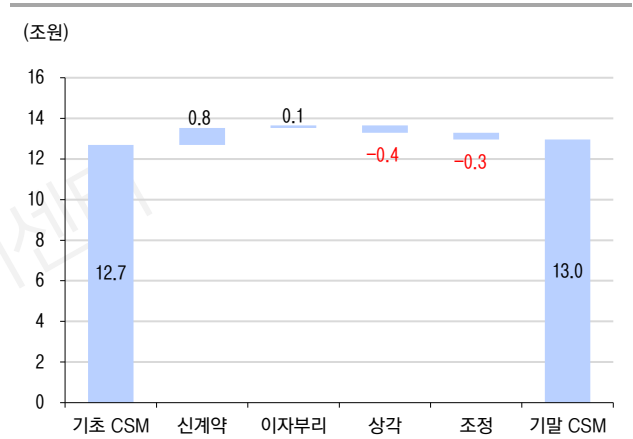
자료: LS증권 리서치센터

그림1 CSM 배수 추이



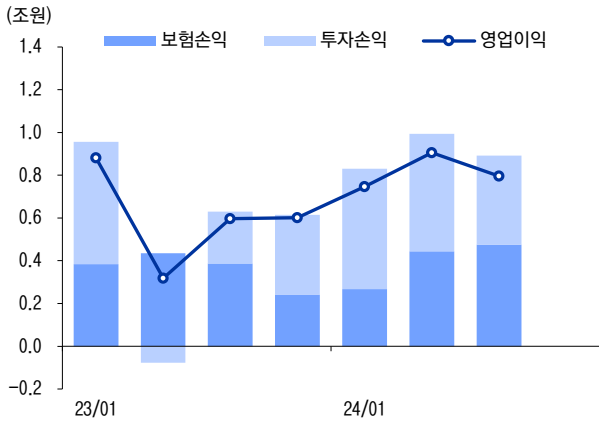
자료: LS증권 리서치센터

그림2 CSM Movement (24.3Q)



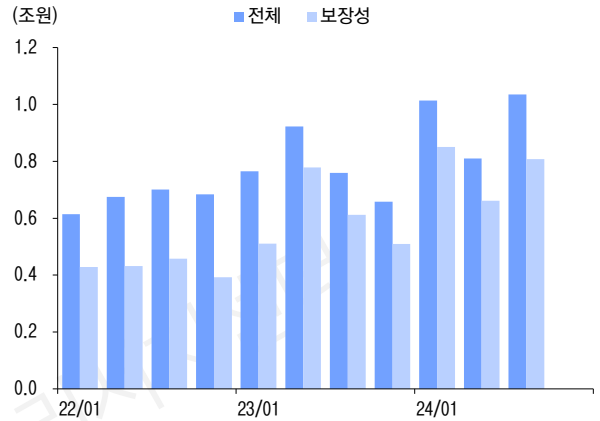
자료: LS증권 리서치센터

그림3 보험손익과 투자손익 추이



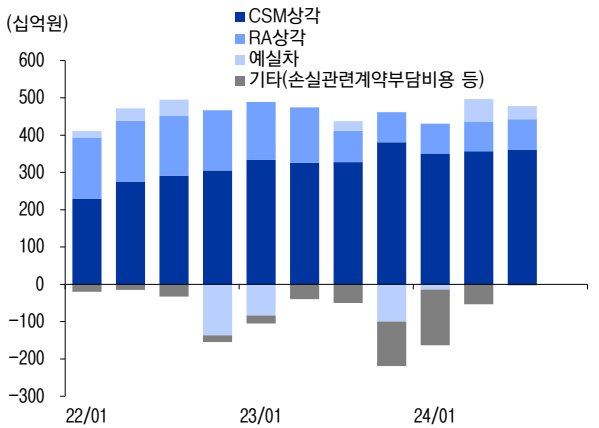
자료: LS증권 리서치센터

그림4 신계약 APE



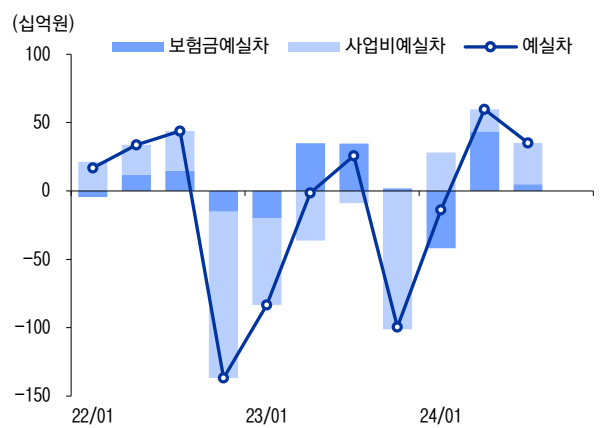
자료: LS증권 리서치센터

그림5 보험손익 추이



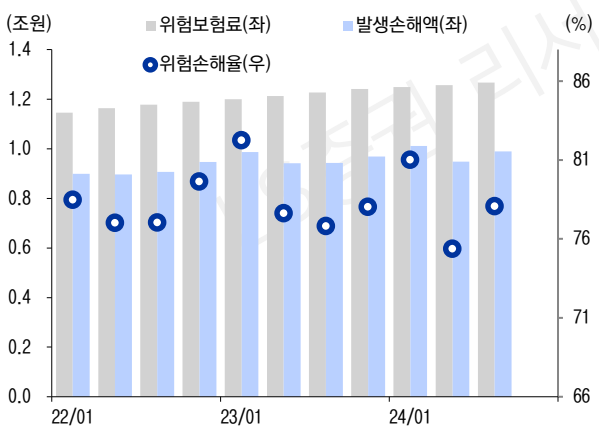
자료: LS증권 리서치센터

그림6 예실차 추이



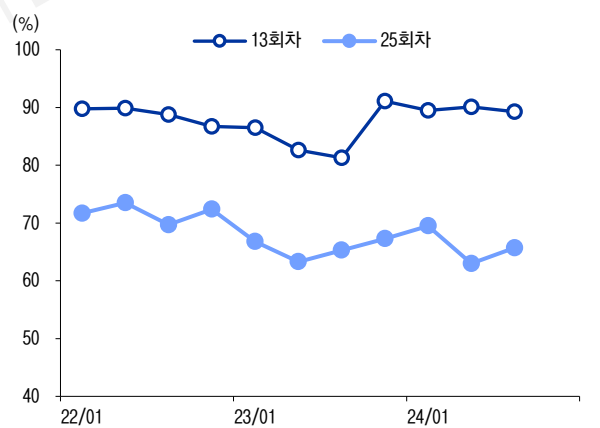
자료: LS증권 리서치센터

그림7 위험손해를 추이



자료: LS증권 리서치센터

그림8 유지율 추이



자료: LS증권 리서치센터

삼성생명 (032830)

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	1,449	1,462	1,557	1,557	1,635
CSM상각	1,368	1,432	1,510	1,510	1,583
RA변동	468	324	330	330	331
예실차	-158	-8	-22	-22	-17
기타	-229	-286	-261	-261	-261
투자손익	1,111	1,812	1,714	1,714	1,709
보험금융손익	-9,182	-6,856	-5,921	-5,921	-5,831
기타투자손익	10,292	8,668	7,635	7,635	7,540
연결조정	-161	-365	-385	-385	-385
영업이익	2,398	2,908	2,886	2,886	2,960
영업외이익	161	365	577	577	577
세전이익	2,559	3,273	3,464	3,464	3,537
법인세비용	525	682	814	814	831
당기순이익	2,034	2,592	2,650	2,650	2,706
지배주주순이익	1,895	2,428	2,489	2,489	2,545
기타포괄손익	0	0	0	0	0
총포괄이익	2,034	2,592	2,650	2,650	2,706

주요재무지표

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성/수익성(%)					
신계약(월납,십억원)	3,104	3,668	3,778	3,778	3,891
CSM배수(배)	14.0	10.3	10.0	10.0	10.0
CSM상각률	47.7	10.6	10.5	10.5	10.5
투자수익률	9.4	4.0	3.4	3.4	3.2
부채부담이율	9.8	3.6	3.0	3.0	3.0
CSM Movement					
기초 CSM		12,393	13,225	13,928	14,533
신계약 CSM	3,628	3,155	3,148	3,242	3,242
이자부리	402	462	488	512	512
CSM상각	-1,368	-1,432	-1,510	-1,510	-1,583
CSM조정	-1,163	-1,363	-1,424	-1,424	-1,566
기말 CSM	12,393	13,225	13,928	14,533	15,132

자료: LS증권 리서치센터

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
총자산	314,696	313,146	328,450	328,450	344,501
총운용자산	219,659	217,747	228,389	228,389	239,550
현예금	2,913	1,936	2,030	2,030	2,129
유가증권	176,494	179,156	187,912	187,912	197,095
대출채권	36,419	36,102	37,866	37,866	39,717
부동산	3,834	554	581	581	609
기타자산	95,037	95,399	100,061	100,061	104,951
총부채	270,361	276,398	288,780	288,780	301,898
책임준비금	219,569	230,840	228,002	228,002	225,142
보험계약부채	190,261	201,944	198,902	198,902	195,838
최선추정부채(BEL)	174,906	185,581	181,897	181,897	178,287
위험조정(RA)	2,873	3,049	2,988	2,988	2,929
계약서비스마진(CSM)	12,393	13,225	13,928	13,928	14,533
기타	89	89	89	89	89
재보험/투자계약부채	29,308	28,896	29,099	29,099	29,304
기타부채	50,791	45,557	60,778	60,778	76,757
자본총계	44,336	36,748	39,670	39,670	42,603
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	125	125	125	125	125
신종자본증권	0	0	0	0	0
이익잉여금	17,978	19,781	21,542	21,542	23,314
해약환급금준비금	0	0	0	0	0
기타자본	26,132	16,742	17,903	17,903	19,064

주요투자지표

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)/Valuation					
EPS		10,554	13,518	13,860	14,172
BPS		236,314	193,470	208,844	224,281
DPS	3,000	3,700	4,950	5,200	5,530
ROA		1.2	0.8	0.8	0.8
ROE		4.5	6.3	6.9	6.5
PER		6.5	7.2	7.0	6.9
PBR		0.29	0.50	0.47	0.44
배당성향		35.1	36.6	37.5	39.0
배당수익률	4.6	5.4	5.1	5.3	5.7
안정성(%)					
총자산/자본총계		7.1	8.5	8.3	8.1
K-ICS비율		218.8	181.5	186.8	191.2

삼성생명 목표주가 추이		투자 의견 변동내역											
(원) — 주가 — 목표주가 120,000 100,000 80,000 60,000 40,000 20,000 0 22/11 23/05 23/11 24/05 24/11		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
		2019.11.11	신규	전배승									
		2023.01.31	Buy	82,000	-10.0		-16.9						
		2024.01.03	Hold	78,000		9.0	-10.4						
		2024.02.21	Hold	85,000		24.7	8.6						
		2024.05.17	Buy	110,000		-16.5	-22.3						
		2024.06.18	Hold	93,000		3.8	-2.7						
		2024.08.19	Hold	98,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 전배승).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	93.1% 6.9%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
				100.0%	투자 의견 비율은 2023. 10. 1 ~ 2024. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)