



삼성생명 (032830)

기대감의 약화

Hold(유지)

목표주가 110,000원, 전일 증가(2/20): 95,500원

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

4Q24 지배주주 순이익 647억원(-85% YoY)으로 어닝 쇼크

- 삼성생명의 4Q24 지배주주 순이익은 647억원(-85% YoY)으로 당사 추정치와 시장 컨센서스를 70% 이상 하회하는 어닝 쇼크를 기록. 보험부문의 비경상적 손실이 예상보다 크게 나타난 반면, 이에 대한 반대급부가 투자손익에서 비용 감소의 형태로 나타나면서 보험은 기대치를 크게 하회, 투자는 크게 상회함. 결과적으로 별도 손익은 적자를 기록
- 4Q24 보험손익은 -6,451억원(적자전환 YoY)으로 대규모 적자를 기록. (1)발생사고부채의 연말 계리가정 변경에 의한 요소 조정 1700억원(보험금 예실차), (2)성과급 등 계절적 사업비 1,000억원(사업비 예실차), (3)당국의 계리가정 가이드(해지 관련)를 적용하면서 감소한 CSM 상각익 690억원, (4)일부 유배당 연금 집합의 손실계약 전환에 따른 손상 3,000억원(손실계약관련비용) 등이 반영된 결과. 대부분 비정상 요인이지만 일회성 항목을 제외해도 예실차가 -1,830억원으로 나타나 이 또한 예상보다 부진하였음
- 4Q24 투자손익은 5,507억원(+461% YoY), 일반계정 기준 5,416억원(+384% YoY)으로 대폭 증가. 투자수익률은 평기와 유사했으나, 전술한 계리가정 가이드 적용에 따른 반대급부로 보험금용비용이 3,500억원 QoQ 감소한 영향
- 신계약 APE는 보장성이 1% QoQ 증가했으나 연금, 저축형에서 감소하면서 전체 3% QoQ 감소. 신계약 마진도 하락하면서 신계약 CSM은 7% QoQ 감소
- CSM 잔액(보유)은 12조 1,393억원으로 전분기보다 1% 감소했으나, 연간으로는 4% 증가함. 기중 해약 증가, 당국의 계리 가이드 반영, 연말 계리적 가정 조정 등으로 -6,666억원의 CSM 조정이 나타남
- K-ICS비율은 180%대로, 시장금리 하락과 제도 변경으로 10%p 내외 QoQ 하락. 동사의 자본 내 AOCI는, 전자 지분가치 감소를 제외해도, 5,300억원 QoQ 감소해 여전히 부채의 금리민감도가 큰 것으로 보임. 2025년 초 금리기간 구조의 하락으로 자본비율 추가 하락이 예상되므로, 공동재보험 출재와 자본증권 발행 등을 동원할 것으로 예상됨

기대감의 약화

- 삼성생명은 K-ICS비율 150% 위에서는 중기적으로 주주환원율을 50%까지 확대할 것으로 밝힘. 또한 삼성전자 지분 매각익은 손익에 반영되지 않더라도 배당재원에 포함할 것으로 언급
- 한편 삼성화재를 자회사로 편입해도 실적, K-ICS, 영업상의 변동은 없으며 변화를 위해 지분을 추가 취득할 계획은 현재까지 검토하지 않고 있다고 밝힘
- 동사의 주가는 삼성화재의 실적발표 직전일부터 동사의 실적발표 직전일까지 6영업일간 13% 상승. 지배구조나 주주 환원 등과 관련한 기대가 반영되었던 것으로 판단되나, 막연한 기대감은 약화될 것으로 전망

[표1] 삼성생명의 4Q24 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	4Q24P	4Q23	YoY	3Q24	QoQ	4Q24E	차이	컨센서스	차이
보험손익	-645.1	242.5	적전	475.2	적전	154.0	적전	n/a	적전
투자손익	550.7	98.2	461.1	118.7	364.0	33.0	1,568.8	n/a	n/a
영업이익	-94.4	340.6	적전	593.9	적전	186.0	적전	203.8	적전
당기순이익	-63.9	256.8	적전	460.8	적전	138.2	적전	162.6	적전
(연결)지배주주 순이익	64.7	445.6	-85.5	673.6	-90.4	252.3	-74.4	220.2	-70.6

주: 지배주주 순이익 외 별도 기준

자료: 삼성생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 삼성생명의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

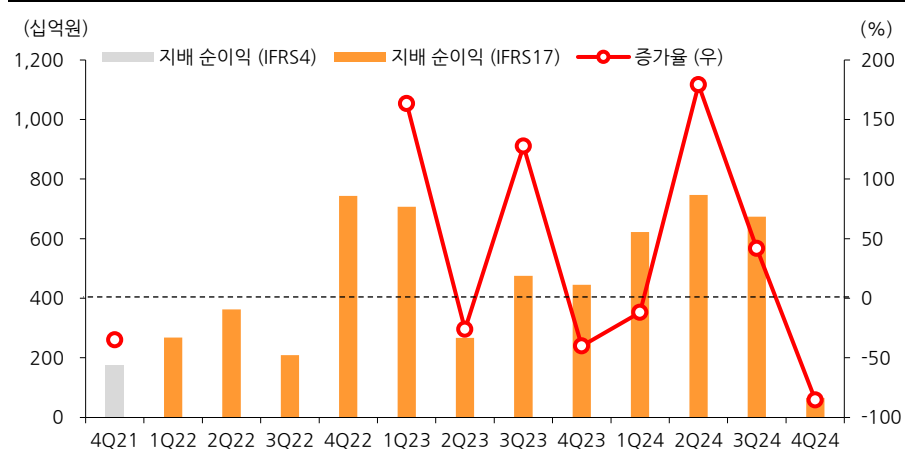
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	QoQ	YoY
AUM	235,261	236,571	232,363	247,053	248,038	251,259	243,759	243,299	-0.2	-1.5
투자서비스손익(일반계)	1,979	1,290	1,405	1,634	1,899	1,560	1,514	1,607	6.2	-1.6
Yield	3.4	2.2	2.4	2.7	3.1	2.5	2.5	2.6	0.2	-0.1
CSM (보유 순부채)	10,913	11,432	11,243	11,691	11,970	12,165	12,320	12,139	-1.5	3.8
CSM 상각	324	315	318	369	339	346	347	285	-18.1	-23.0
단순상각률	11.9	11.0	11.3	12.6	11.3	11.4	11.3	9.4	-1.9	-3.3
신계약 CSM (원수)	846	970	956	856	858	788	835	780	-6.6	-8.9
전체 APE	765	922	759	658	1,014	810	1,035	1,000	-3.3	52.1
단순마진 (개월)	13.3	12.6	15.1	15.6	10.2	11.7	9.7	9.4	-0.3	-6.3
보험+재보험손익	384	435	388	242	268	444	475	-645	적전	적전
일반VFA 모형	397	444	403	261	280	457	491	-625	적전	적전
예실차	-135	-13	28	-99	-116	45	11	-463	적전	적지
보험금*	-62	20	38	-13	-131	28	-13	-273	적지	적지
사업비	-73	-32	-10	-86	15	18	24	-190	적전	적지
RA 변동	153	146	82	78	77	77	80	77	-3.4	-0.8
CSM 상각	324	315	318	369	339	346	347	285	-18.1	-23.0
손실계약관련비용	48	-5	-28	-79	-34	-12	44	-517	적전	적지
기타	6	0	4	-9	13	0	9	-7	적전	적지
기타사업비	13	9	15	18	12	13	16	20	26.6	8.9
투자손익	550	-357	-68	98	487	108	119	551	364.0	461.1
일반계정	410	-237	-116	112	436	95	97	542	456.0	383.5
특별계정	140	-120	48	-14	51	14	21	9	-57.0	흑전
보험금융손익	-3,003	-1,857	-1,105	-3,217	-1,914	-1,970	-1,428	-845	적지	적지
일반계정	-1,569	-1,527	-1,521	-1,522	-1,463	-1,465	-1,416	-1,066	적지	적지
특별계정	-1,434	-330	416	-1,695	-451	-505	-12	220	흑전	흑전
투자서비스손익	3,553	1,500	1,036	3,315	2,400	2,079	1,547	1,396	-9.7	-57.9
일반계정	1,979	1,290	1,405	1,634	1,899	1,560	1,514	1,607	6.2	-1.6
특별계정	1,574	210	-369	1,681	501	518	33	-211	적전	적전
영업이익	933	77	320	341	755	552	594	-94	적전	적전
영업외이익	9	-10	18	-6	7	18	-15	6	흑전	흑전
세전이익	943	67	337	335	761	570	579	-88	적전	적전
당기순이익	795	63	268	257	651	439	461	-64	적전	적전
(연결)지배주주 순이익	707	267	476	446	622	746	674	65	-90.4	-85.5

주: 지배주주 순이익 외 별도 기준, *보험료 경험조정 포함

자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

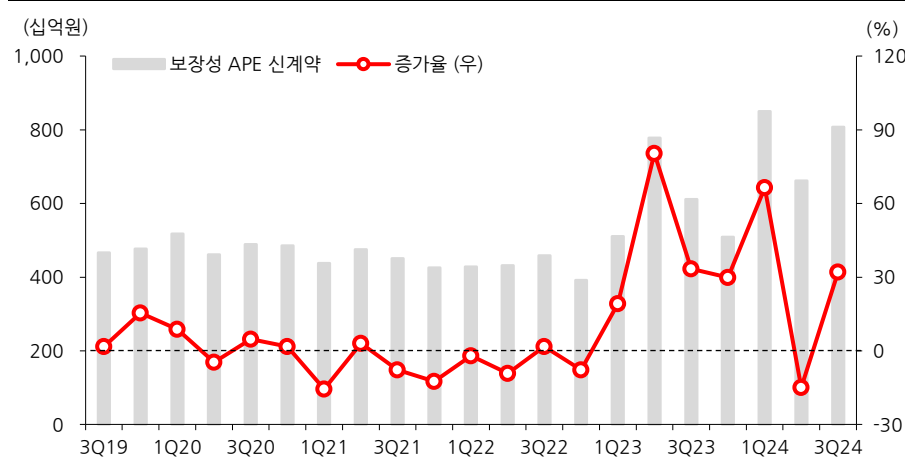
[그림1] 삼성생명의 분기별 지배주주 순이익 및 증가율



주: 2022년까지는 IAS39, 2023년부터는 IFRS9 기준

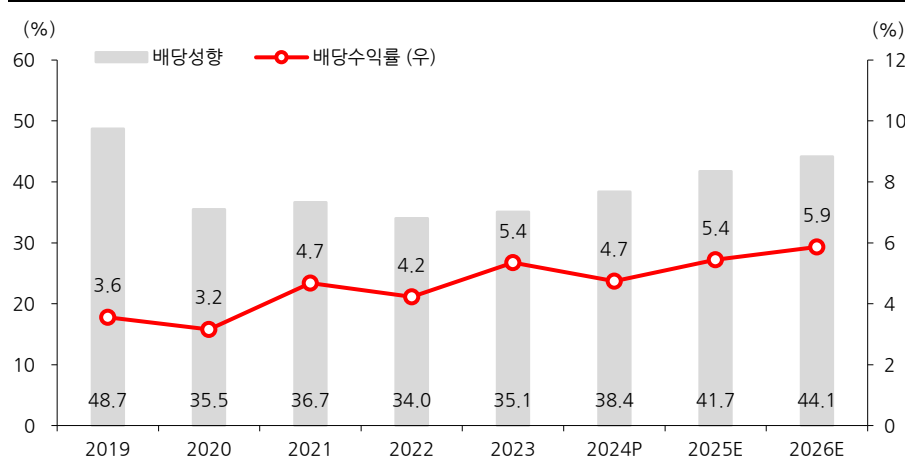
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼성생명의 보장성 APE 신계약 금액 및 증가율



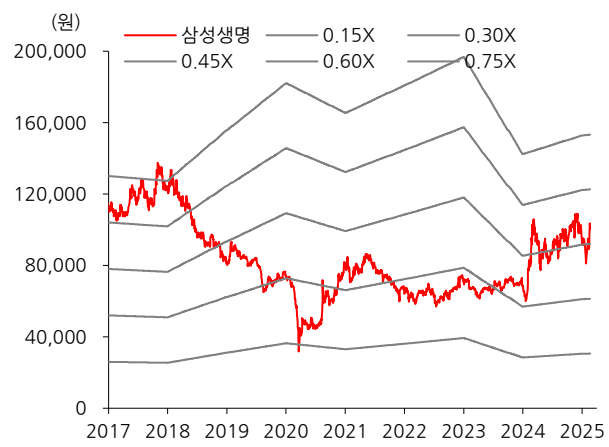
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 삼성생명의 배당지표 추이 및 전망



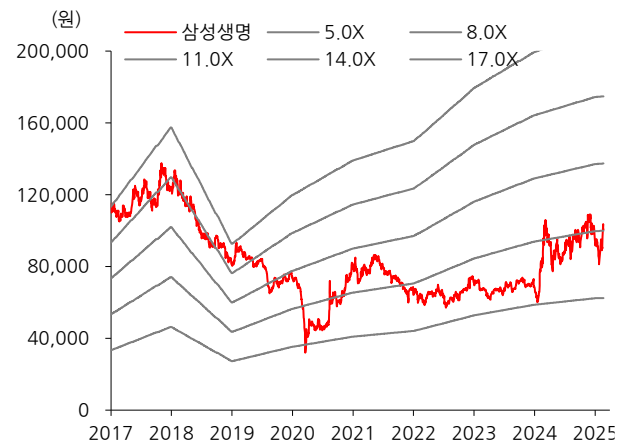
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 삼성생명 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 삼성생명 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

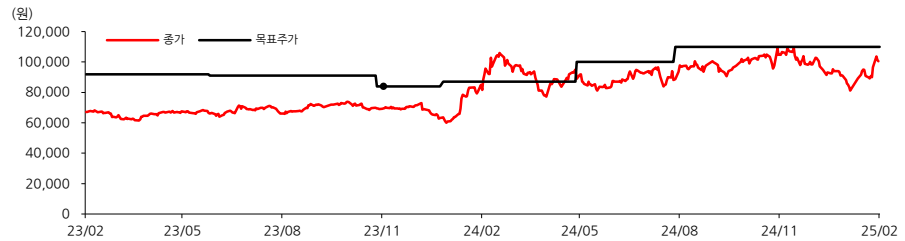
(공표일: 2025년 2월 21일)

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 책임소계에 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	2025.01.20	2025.02.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold
목표가격	110,000	110,000	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 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%