

삼성생명

(032830)

박혜진

hyejin.park@daishin.com

투자의견

매수, 유지

6개월
목표주가

125,000

유지

현재주가
(25.02.20)

95,500

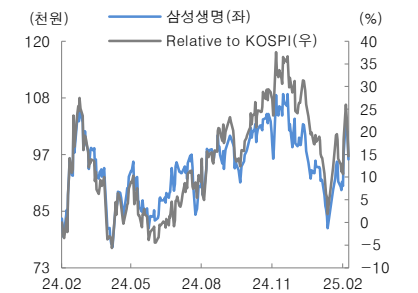
보험업종

Buy

매수, 유지

KOSPI	2,654.06
시가총액	19,100십억원
시가총액비중	0.89%
자본금(보통주)	100십억원
52주 최고/최저	109,000원 / 77,300원
120일 평균거래대금	278억원
외국인지분율	21.54%
주요주주	삼성물산 외 7 인 44.14% 신세계 외 1 인 8.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.4	-9.2	-2.3	16.9
상대수익률	2.9	-15.1	-0.7	17.1



소문만 무성했던 잔치

- 연금 생존율 상승에 따른 손실부담계약비용, IBNR부채 증가로 실적 부진
- 신계약 CSM 감소했으나 배수는 상승, 기말 CSM 잔액 12.9조원
- K-ICS비율 180% 관리 목표, 자본정책 관련 새로운 언급은 없었음

투자 의견 매수, 목표주가 125,000원 업종 내 최선호주 유지

4분기 실적이 부진하여 4,500원으로 결의된 DPS 역시 실망스러울 수 밖에 없었으며 자본시장법 개정안이 시행되었음에도 자사주 소각이나 밸류업 관련 시 기나 방법에 대한 언급은 없었음. 3~4년내 배당성향 50% 목표만 반복. 현재 동사의 주가는 환원에 대한 상당한 기대감이 반영되어있는 바 조속한 밸류업 공시를 통해 시장의 기대를 충족했으면 하는 바램

4Q24 연결기준 순이익 647억원(QoQ -90.4%, YoY -85.5%) 기록

4분기 순이익은 당사 추정 및 컨센서스를 -80% 하회하는 어닝쇼크 기록. 유배 당 연금계약 관련 손실부담비용, 발생사고부채, 사업비 증가 등에 따라 보험서 비스손익이 -6,451억원으로 적자전환 함에 따라 부진한 순이익을 기록

CSM손익은 -2,170억원 적자 전환. 상각익은 3,010억원으로 다소 감소하였고 유배당 연금계약 생존기간 증가에 따른 손실부담계약비용 3,000억원 발생하였 으며, 발생사고부채도 1,700억원 증가. 예상차 손익 역시 -2,891억원으로 적자 전환하였는데, 사업비 관련 제반비용 증가 있었으나 이 가운데 1,000억원 이상 은 사내복지기금 및 성과급 반영에 기인

기말 CSM은 12.9조원(QoQ -0.5%, YoY +5.3%) 기록. 신계약 판매 감소로 신 계약 CSM이 7,800억원선으로 감소하였고 조정금액이 -6,660억원 발생. 이중 3,000억원은 분기 중 경상적인 해지율 증가 영향이며 2,000억원은 대량 해지 율 shock 반영, 그리고 나머지 1,600억원은 연말 유지율/손해를 가정 변경에 기인

건강보험 CSM배수는 16.4배로 3분기 대비 소폭 상승, 물량 감소시키며 배수 관리한 것으로 보임. '24년 9월말 기준 K-ICS비율은 193.5%로 추산되었는데, 12월말 기준으로는 180% 초/중반 예상. 향후 이 수준으로 관리할 것임을 시사

구분	4Q23	3Q24	4Q24P			1Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정
순이익	445.6	673.6	296.0	64.7	-85.5%	-90.4%	307.7	571.3

자료: 삼성생명, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021	2022	2023	2024P	2025E
보험손익	-653	-4,371	1,449	542	1,570
투자손익	8,183	7,755	1,110	3,265	3,125
순이익	1,469	1,587	1,895	2,107	2,621
YoY	16.1%	8.0%	19.4%	11.2%	24.4%
기말 CSM			12,393	13,081	13,134
ROE	3.89	8.33	4.47	6.86	7.16
PBR	0.30	0.64	0.27	0.61	0.40
PER	7.83	7.65	6.01	8.83	5.65
DPS	3,000	3,000	3,700	4,500	4,700

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

표 1. 삼성생명 분기 실적 요약

(단위:
십억원)

	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	QoQ	YoY
보험서비스손익	242.5	268.0	443.6	475.3	-645.1	적전	적전
CSM 손익	300.0	317.0	345.0	403.6	-217.0	적전	적전
RA 환입	81.0	80.0	79.7	82.1	79.7	-3.0%	-1.6%
예실차	-99.5	-14.0	59.6	35.3	-289.1	적전	적지
기타	-39.0	-115.0	-40.7	-45.7	-218.6	적지	적지
투자손익	92.0	563.0	550.1	417.2	741.8	77.8%	706.3%
(연결적용)	373.0	633.0	974.1	731.1	926.6	26.7%	148.4%
일반보험 투자손익	118.0	163.0	78.5	94.1	554.2	488.9%	369.6%
변액보험 투자손익	-21.0	83.0	44.3	22.3	40.4	81.1%	흑전
퇴직보험 투자손익	1.0	-25.0	-12.7	-16.4	-25.0	적지	적전
연결/지분법 배당수익	-6.0	272.0	16.0	3.3	-12.6	적전	적지
연결효과	281.0	70.0	424.0	313.9	184.8	-41.1%	-34.2%
세전이익	615.4	830.8	993.8	892.5	96.7	-89.2%	-84.3%
당기순이익	488.2	663.3	788.8	713.8	94.3	-86.8%	-80.7%
지배지분 순이익	445.6	622.1	746.4	673.6	64.7	-90.4%	-85.5%

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

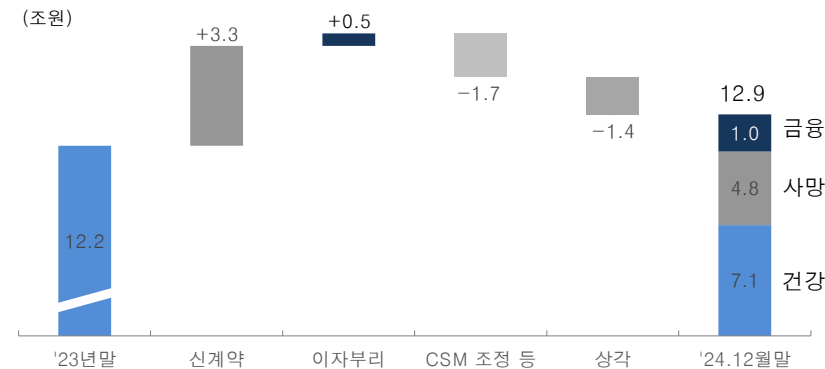
표 2. 삼성생명 CSM 관련

(단위:
십억원, 배)

CSM 관련	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	QoQ	YoY
신계약 CSM	856	858	788	835	780	-6.6%	-8.9%
- 사망 보장	373	335	300	274	277	1.3%	-25.7%
(APE)	319	535	346	424	469	10.5%	47.1%
- 건강 보장	384	459	435	520	471	-9.4%	22.6%
(APE)	191	315	316	383	344	-10.1%	80.6%
- 연금/저축	98	64	53	41	31	-23.2%	-68.1%
(APE)	149	164	148	227	187	-17.7%	26.0%
이자부리	105	112	116	116	125	8.3%	19.6%
가정변경 조정	-41	-361	-354	-324	-666		
기말 CSM	12,247	12,505	12,698	12,963	12,902	-0.5%	5.3%
CSM 배수율							
건강보험	23.7	17.4	16.3	16.1	16.4	0.3	-7.3
사망보장	13.22	7.60	10.00	7.56	7.24	-0.3	-6.0
연금/저축	3.83	3.35	2.98	1.73	1.57	-0.2	-2.3

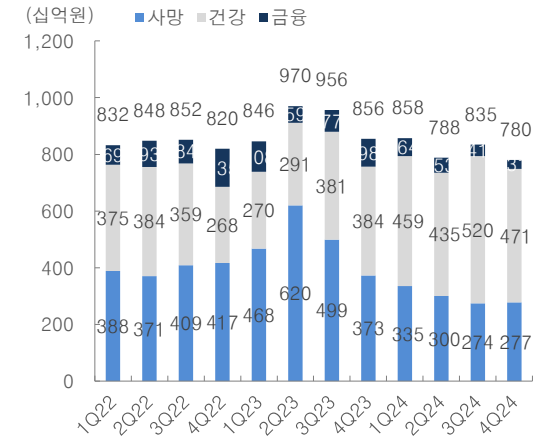
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 1. 삼성생명 CSM Movement



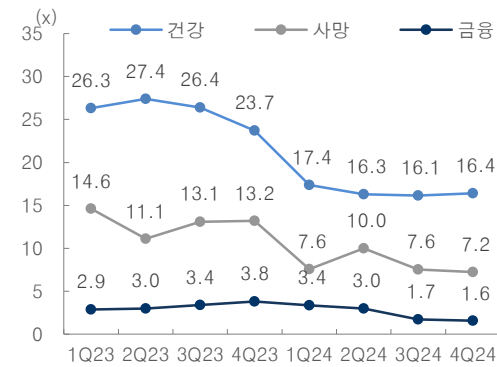
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 2. 삼성생명 담보별 신계약 CSM



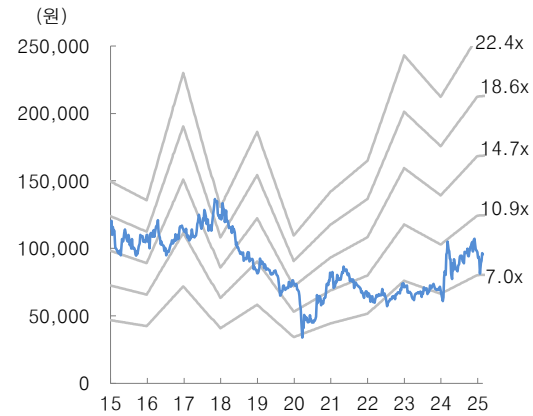
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 3. 삼성생명 상품별 CSM 배수



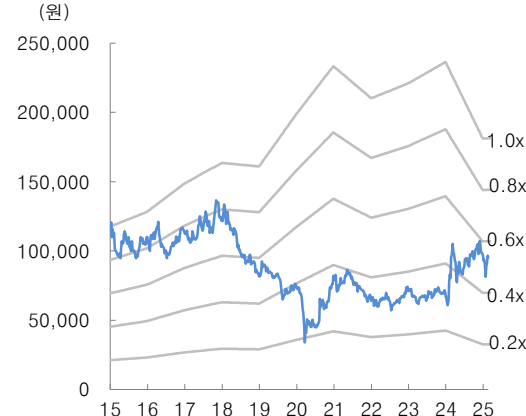
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 4. 삼성생명 PER 밴드



자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 5. 삼성생명 PBR 밴드



자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

재무제표

PL	(단위: 십억원)					BS	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023	2024P	2025E		2021	2022	2023	2024P	2025E
보험서비스손익	-653	-4,371	1,449	542	1,570	일반계정 운용자산	279,352	259,555	219,659	213,790	220,820
CSM손익			1,302	849	1,407	현예금			2,913	1,629	1,695
RA환입			468	321	322	금융자산			205,185	199,651	206,565
예실차			-159	-208	16	- FVPL			17,571	21,372	22,240
기타			-163	-420	-175	- FVOCI			151,194	145,684	151,599
투자손익	8,183	7,755	232	2,272	2,132	- FVAC			36,419	32,595	32,725
일반보험 투자손익			-87	890	463	지분법적용 주식 등			7,728	8,595	8,630
자산손익			6,052	6,301	6,545	부동산 등			3,834	3,915	3,930
부담이자			-6,139	-5,410	-6,207	변액자산			27,542	25,795	25,805
변액보험 투자손익			12	190	397	퇴직자산			27,949	29,829	29,841
퇴직보험 투자손익			52	-79	-100	연결조정			39,546	42,806	42,806
연결/지분법 배당수익			255	279	320	자산	314,696		312,219	319,271	
연결효과			878	993	993	보험부채			190,261	203,097	200,350
세전이익			2,559	2,814	3,702	BEL			174,906	186,948	184,147
법인세비용			525	553	963	CSM			12,393	13,081	13,134
당기순이익			2,034	2,260	2,740	RA			2,873	2,980	2,980
지배지분연결 당기순이익	1,469	1,587	1,895	2,107	2,621	기타			89	89	89
Valuation	2021	2022	2023	2024P	2025E	투자계약부채			29,308	30,298	30,311
BPS	210,566	106,103	236,314	171,141	203,728	계약자지분조정			10,510	7,298	7,298
EPS	8,183	8,837	10,554	11,732	14,597	이연법인세부채			7,210	2,718	2,718
ROE	3.89	8.33	4.47	6.86	7.16	연결조정 등			33,072	36,068	36,068
PBR	0.30	0.64	0.27	0.61	0.40	부채	303,570	315,549	270,361	279,481	276,745
PER	7.83	7.65	6.01	8.83	5.65	자본금			100	100	100
DPS	3,000	3,000	3,700	4,500	4,700	자본잉여금			125	125	125
현금배당	538.7	538.7	664.4	808.1	844.0	이익잉여금			17,978	19,420	21,197
배당성향	36.7	33.9	35.1	38.4	32.2	자본조정			-2,117	-2,117	-2,117
배당수익률	4.7	4.4	5.8	4.3	5.7	기타포괄손익 누계액			26,350	13,205	19,205
증가율	2021	2022	2023	2024P	2025E	금융자산 평가손익			6,000	6,000	6,000
보험서비스손익				-62.6%	189.8%	전자주식			18,000	18,000	18,000
CSM손익				-34.8%	65.8%	채권			-12,000	-12,000	-12,000
순이익	16.1%	8.0%	19.4%	11.2%	24.4%	기타포괄 보험금융손익			20,350	7,205	7,205
운용자산	1.8%	-7.1%	5.3%	-2.7%	3.3%	비지배지분			1,900	2,005	2,005
CSM				5.6%	0.4%	자본			44,336	32,738	38,510
자본총계	-9.7%	-49.6%	14.5%	-26.2%	17.6%	지배주주 자기자본	37,812	19,053	42,436	30,733	36,584

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

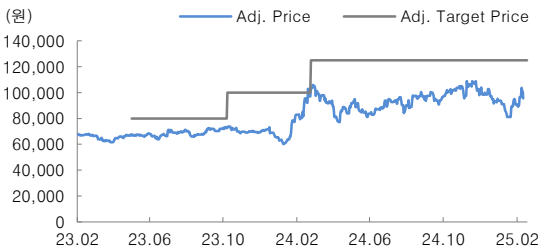
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박혜진)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

삼성생명(032830) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.02.21	25.02.16	25.01.16	25.01.10	24.12.31	24.11.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과리율(평균.%)		(22.62)	(22.83)	(20.38)	(19.69)	(18.16)
과리율(최대/최소.%)		(12.80)	(12.80)	(12.80)	(12.80)	(12.80)
제시일자	24.11.21	24.11.16	24.11.16	24.11.04	24.10.14	24.10.03
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과리율(평균.%)	(14.52)	(15.32)	(25.21)	(25.21)	(25.80)	(26.85)
과리율(최대/최소.%)	(12.80)	(12.96)	(16.08)	(16.08)	(16.96)	(19.60)
제시일자	24.09.25	24.09.24	24.09.05	24.08.30	24.08.16	24.08.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과리율(평균.%)	(27.05)	(27.15)	(27.22)	(27.87)	(28.23)	(28.97)
과리율(최대/최소.%)	(19.60)	(19.60)	(19.60)	(19.60)	(21.84)	(22.80)
제시일자	24.07.16	24.07.01	24.06.28	24.06.14	24.06.07	24.05.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과리율(평균.%)	(28.89)	(30.14)	(31.34)	(31.41)	(31.54)	(31.02)
과리율(최대/최소.%)	(22.80)	(24.08)	(26.56)	(26.56)	(26.56)	(26.56)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:250217)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.2%	6.8%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상