

# 삼성생명 (032830/KS)

자본/제도 부담 및 업종 내 상대 우위 모두 지속 **SK증권 리서치센터**

## 매수(유지)

목표주가: 114,000 원(상향)

현재주가: 99,400 원

상승여력: 15%

## 목표주가 114,000 원으로 상향

삼성생명의 목표주가를 114,000 원으로 상향한다. 1) 실질적인 개선 없는 해약환급금 준비금 제도 개선안으로 보험업종의 24년 배당 여부가 동사 등 일부 회사 외에는 불투명해졌으며, 2) 보험개혁회의(무/저해지, 단기납 종신 등) 관련 불확실성이 남아있음을 감안할 때 약 10 조원의 배당가능이익을 보유한 동사의 매력력이 상대적으로 높다고 판단한다. 다만 1) 금리 하락에 따른 보험업종 투자심리 약화 및 2) 삼성전자 주가로 인한 자본 변동을 감안했을 때 Upside는 보수적 관점의 접근이 필요할 전망이다.

## 금리/전자 주가 하락에 따른 부담 존재하나 주주환원 확대 기대 가능

국고채 10년물 금리가 6월 말 3.27%에서 9월 말 2.99%로 약 27bp 하락했음을 고려하면 3Q24 중 보험업종 전반에 걸쳐 순자산가치 하락 및 K-ICS 비율 하락이 나타났을 것으로 예상되며 삼성생명도 약 4~5%p의 K-ICS 비율 하락이 전망된다. 또한 동사는 삼성전자(보통주) 지분 8.51%를 보유하여 시장위험액이 높고 전자 주가에 따른 자본 영향이 크게 나타나는데, 9월 말 삼성전자 주가가 6월말 대비 약 2만원 하락한 만큼 추가적으로 약 3~4%p의 K-ICS 비율 하락이 나타날 것으로 추정된다. 3Q24 K-ICS 비율은 신계약 CSM으로 하락분을 일부 상쇄하며 6월 말 201.5% 대비 소폭 하락할 것으로 전망한다. 지배구조 이슈로 효율적인 자본 배분에 제약이 존재하는 점은 불가피한 Discount 요인이지만 동사가 할인을 제도 강화를 반영하여 K-ICS 목표를 200~220%에서 선진사 수준(Allianz: Solvency II 180% 이상으로 관리)으로 조정할 점을 감안하면 주주환원 확대 관련 우려는 제한적이라 판단한다.



Analyst  
설용진

s.dragon@sk.com  
3773-8610

## Company Data

|          |            |
|----------|------------|
| 발행주식수    | 20,000 만주  |
| 시가총액     | 19,880 십억원 |
| 주요주주     |            |
| 삼성물산(외7) | 44.14%     |
| 자사주      | 10.21%     |

## Stock Data

|              |             |
|--------------|-------------|
| 주가(24/10/14) | 99,400 원    |
| KOSPI        | 2,623.29 pt |
| 52주 최고가      | 106,000 원   |
| 52주 최저가      | 60,100 원    |
| 60일 평균 거래대금  | 28 십억원      |

## 주가 및 상대수익률



## 3Q24E 지배순이익 6,041억원(+27% YoY) 전망

삼성생명의 3Q24E 지배순이익은 6,041억원(+27% YoY)로 컨센서스 상회를 전망한다. 신계약 CSM은 환급강화형 상품 판매 확대에 따른 감소가 예상되나 물량 증가로 견조한 흐름을 예상한다. 보험손익은 예상치 손익 개선 등으로 4,433억원(+14% YoY)의 견조한 실적을 전망하나 향후 보험개혁회의 관련 내용이 변수가 될 전망이다. 투자손익은 금리 하락에도 KOSPI 부진 등 영향으로 평가손실이 일부 예상되지만 전년 동기 대비 개선될 전망이며 증권/카드도 금리 하락에 따른 호실적을 기대한다.

## 영업실적 및 투자지표

| 구분    | 단위  | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------|-----|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 보험손익  | 십억원 |       |       | 1,450 | 1,392  | 1,578  | 1,679  |
| 투자손익  | 십억원 |       |       | -24   | 396    | 437    | 451    |
| 영업이익  | 십억원 |       |       | 1,426 | 1,787  | 2,015  | 2,131  |
| 당기순이익 | 십억원 |       |       | 1,895 | 2,409  | 2,559  | 2,635  |
| EPS   | 원   |       |       | 9,477 | 12,044 | 12,795 | 13,173 |
| PER   | 배   |       |       | 7.3   | 8.3    | 7.8    | 7.5    |
| PBR   | 배   |       |       | 0.3   | 0.53   | 0.51   | 0.49   |
| ROE   | %   |       |       | 4.4   | 5.7    | 6.3    | 6.3    |

목표주가 산정 Table

| 항목                        | 비고                                    | 내용        |
|---------------------------|---------------------------------------|-----------|
| Sustainable ROE (a)       | 2024E ~ 2026F ROE 평균                  | 6.1%      |
| Cost of Equity (b)        | 무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준 | 9.0%      |
| Growth (c)                | 보수적으로 0% 가정                           | 0.0%      |
| Discount (d)              | K-ICS 등 감안하여 차등적으로 적용                 | 15%       |
| Target PBR                | $(a-c)/(b-c) \times (1-d)$            | 0.58      |
| 목표주가                      | 2025F BPS 196,342 원에 Target PBR 적용    | 114,000   |
| 현재가                       |                                       | 99,400    |
| Upside / Downside<br>투자의견 |                                       | 15%<br>매수 |

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

| 항목               | 비고                                    | 내용      |
|------------------|---------------------------------------|---------|
| Upside case      |                                       | 49%     |
| Sustainable ROE  | 예실차 개선, 투자손익 개선 등                     | 7.1%    |
| COE              | 무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준 | 9.0%    |
| Growth           | 보수적으로 0% 가정                           | 0.0%    |
| Premium/Discount | K-ICS 및 이익 체력의 뚜렷한 개선                 | -5.0%   |
| Target PBR       | $(a-c)/(b-c) \times (1-d)$            | 0.75    |
| 목표주가(Bull case)  | 2025F BPS 196,342 원에 Target PBR 적용    | 148,100 |
| Downside case    |                                       | -15%    |
| Sustainable ROE  | 예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등      | 5.1%    |
| COE              | 무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준 | 9.0%    |
| Growth           | 보수적으로 0% 가정                           | 0.0%    |
| Premium/Discount | K-ICS 및 이익 체력 부진세                     | -25.0%  |
| Target PBR       | $(a-c)/(b-c) \times (1-d)$            | 0.43    |
| 목표주가(Bear case)  | 2025F BPS 196,342 원에 Target PBR 적용    | 84,100  |

자료: SK 증권 추정

실적 추정치 변경

|         |        | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 보험손익    | 수정 후   | 1,450 | 1,392 | 1,578 | 1,679 |
|         | 수정 전   |       | 1,420 | 1,555 | 1,657 |
|         | 증감률(%) |       | -2.0% | 1.4%  | 1.4%  |
| 투자손익    | 수정 후   | -24   | 396   | 437   | 451   |
|         | 수정 전   |       | 438   | 397   | 410   |
|         | 증감률(%) |       | -9.7% | 10.1% | 10.1% |
| 연결 세전이익 | 수정 후   | 2,559 | 3,258 | 3,515 | 3,621 |
|         | 수정 전   |       | 3,323 | 3,418 | 3,534 |
|         | 증감률(%) |       | -2.0% | 2.8%  | 2.5%  |
| 연결지배순이익 | 수정 후   | 1,895 | 2,409 | 2,559 | 2,635 |
|         | 수정 전   |       | 2,456 | 2,489 | 2,572 |
|         | 증감률(%) |       | -1.9% | 2.8%  | 2.4%  |

자료: SK 증권 추정

| 삼성생명 - 분기별 실적 추이 및 전망 |                |                |                |                |                |                |                |                |              |              |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|
| (십억원, %)              | 1Q23           | 2Q23           | 3Q23           | 4Q23           | 1Q24           | 2Q24           | 3Q24E          | 4Q24E          | % QoQ        | % YoY        |
| <b>보험손익</b>           | <b>384</b>     | <b>435</b>     | <b>388</b>     | <b>243</b>     | <b>269</b>     | <b>444</b>     | <b>443.8</b>   | <b>236</b>     | <b>0.0</b>   | <b>14.3</b>  |
| CSM 상각                | 334            | 326            | 327            | 381            | 351            | 357            | 362.0          | 367            | 1.3          | 10.6         |
| RA 해제                 | 155            | 148            | 84             | 80             | 80             | 80             | 78.9           | 78             | -1.1         | -6.3         |
| 예실차                   | -136           | -16            | 26             | -114           | -129           | 45             | 48.4           | -60            | 7.2          | 83.0         |
| 기타사업비용                | -13            | -9             | -15            | -18            | -12            | -13            | -13.0          | -7             | 적지           | 적지           |
| 손실계약비용 및 기타           | 45             | -14            | -35            | -86            | -22            | -25            | -32.6          | -143           | 적지           | 적지           |
| <b>투자손익</b>           | <b>299</b>     | <b>-365</b>    | <b>-55</b>     | <b>97</b>      | <b>221</b>     | <b>110</b>     | <b>1.8</b>     | <b>62</b>      | <b>-98.4</b> | <b>흑전</b>    |
| 일반계정                  | 150.0          | -234           | -121           | 118            | 164            | 79             | -8.2           | 52             | 적전           | 적지           |
| 자산운용수익                | 1,719          | 1,293          | 1,400          | 1,640          | 1,627          | 1,544          | 1,461.2        | 1,525          | -5.4         | 4.4          |
| 보험금융손익                | -1,569         | -1,527         | -1,521         | -1,522         | -1,463         | -1,465         | -1,469.5       | -1,472         | 적지           | 적지           |
| 특별계정                  | 149            | -131           | 66             | -21            | 57             | 31             | 10.0           | 10             | -68.1        | -84.8        |
| <b>영업이익</b>           | <b>683</b>     | <b>70</b>      | <b>333</b>     | <b>341</b>     | <b>490</b>     | <b>554</b>     | <b>445.5</b>   | <b>298</b>     | <b>-19.6</b> | <b>33.8</b>  |
| 영업외손익                 | 260            | -3             | 5              | -5             | 272            | 16             | 2.3            | 2              | -85.7        | -50.1        |
| 세전이익                  | 943            | 67             | 337            | 335            | 762            | 570            | 447.8          | 300            | -21.4        | 32.7         |
| 별도 당기순이익              | 795            | 63             | 269            | 258            | 652            | 439            | 347.1          | 234            | -20.9        | 29.2         |
| 지배지분순이익               | 707            | 267            | 476            | 446            | 622            | 746            | 604.5          | 436            | -19.0        | 27.1         |
| 보장성 APE               | 511            | 778            | 611            | 509            | 850            | 662            | 672.2          | 684            | 1.6          | 10.0         |
| 신계약 CSM               | 846            | 970            | 956            | 856            | 858            | 788            | 773.3          | 789            | -1.9         | -19.1        |
| <b>자산총계</b>           | <b>299,795</b> | <b>300,600</b> | <b>297,085</b> | <b>314,696</b> | <b>315,772</b> | <b>319,800</b> | <b>320,678</b> | <b>320,798</b> | <b>0.3</b>   | <b>7.9</b>   |
| 운용자산                  | 235,814        | 236,999        | 232,951        | 247,608        | 248,314        | 251,562        | 251,987        | 252,062        | 0.2          | 8.2          |
| 비운용자산                 | 2,664          | 2,719          | 2,458          | 4,324          | 4,870          | 4,326          | 4,598          | 4,462          | 6.3          | 87.1         |
| <b>부채총계</b>           | <b>259,982</b> | <b>257,036</b> | <b>252,422</b> | <b>270,378</b> | <b>272,374</b> | <b>278,286</b> | <b>280,685</b> | <b>281,328</b> | <b>0.9</b>   | <b>11.2</b>  |
| 책임준비금                 | 211,306        | 186,525        | 181,606        | 196,354        | 196,987        | 202,483        | 203,358        | 204,325        | 0.4          | 12.0         |
| 생명보험 CSM 잔액           | 11,304         | 11,913         | 11,709         | 12,247         | 12,505         | 12,698         | 12,873         | 12,961         | 1.4          | 9.9          |
| <b>자본총계</b>           | <b>39,813</b>  | <b>43,714</b>  | <b>44,827</b>  | <b>44,436</b>  | <b>43,483</b>  | <b>41,468</b>  | <b>39,992</b>  | <b>39,470</b>  | <b>-3.6</b>  | <b>-10.8</b> |
| 해약환급금준비금              |                |                |                |                |                |                |                |                |              |              |
| ROE (%)               | 6.9            | 2.6            | 4.3            | 4.0            | 5.7            | 7.0            | 5.9            | 4.4            | -1.1%p       | 1.6%p        |
| K-ICS 비율 (%)          | 219.5          | 223.5          | 220.5          | 218.8          | 212.8          | 201.5          | 197.0          | 200.2          | -4.6%p       | -23.5%p      |

자료: 삼성생명, SK 증권 추정

재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2022A | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|-------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 운용자산        |       | 247,608 | 252,062 | 253,182 | 254,141 |
| 현금및예치금      |       | 2,913   | 1,753   | 1,690   | 1,576   |
| 유가증권        |       | 176,494 | 183,708 | 184,827 | 185,847 |
| 대출금         |       | 36,419  | 33,711  | 33,926  | 34,122  |
| 부동산         |       | 3,834   | 3,790   | 3,641   | 3,497   |
| 비운용자산       |       | 4,324   | 4,462   | 4,505   | 4,507   |
| 특별계정자산 및 기타 |       | 62,764  | 64,274  | 65,010  | 65,760  |
| 자산총계        |       | 314,696 | 320,798 | 322,696 | 324,409 |
| 책임준비금       |       | 196,354 | 204,325 | 207,930 | 211,645 |
| CSM잔액(원수)   |       | 12,247  | 12,961  | 13,735  | 14,722  |
| 계약자지분조정     |       | 10,528  | 11,201  | 11,201  | 11,201  |
| 특별계정부채 및 기타 |       | 63,496  | 65,802  | 62,430  | 58,721  |
| 부채총계        |       | 270,378 | 281,328 | 281,561 | 281,567 |
| 자본금         |       | 100     | 100     | 100     | 100     |
| 신종자본증권      |       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 자본잉여금       |       | 125     | 125     | 125     | 125     |
| 이익잉여금       |       | 17,978  | 18,788  | 20,377  | 22,006  |
| 해약환급금준비금    |       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 기타자본        |       | 24,216  | 18,666  | 18,666  | 18,666  |
| 비배주주지분      |       | 2,017   | 1,791   | 1,867   | 1,944   |
| 자본총계        |       | 44,436  | 39,470  | 41,135  | 42,842  |

주요투자지표 I

| 12월 결산(십억원)   | 2022A | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|---------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 신계약 수익성       |       |        |        |        |        |
| 신계약 APE       |       | 3,104  | 3,481  | 3,479  | 3,718  |
| 신계약 CSM       |       | 3,628  | 3,208  | 3,317  | 3,598  |
| 신계약 CSM 수익성   |       | 116.9  | 92.2   | 95.3   | 96.8   |
| CSM 관련 지표     |       |        |        |        |        |
| 기초CSM         |       | 10,749 | 12,247 | 12,961 | 13,735 |
| CSM 조정 가점 변경  |       | -1,163 | -1,515 | -1,504 | -1,504 |
| 신계약 CSM(원수)   |       | 3,628  | 3,208  | 3,317  | 3,598  |
| CSM 이자부리      |       | 402    | 458    | 478    | 508    |
| 상각 전 CSM      |       | 13,615 | 14,398 | 15,251 | 16,337 |
| CSM상각액        |       | 1,368  | 1,437  | 1,516  | 1,615  |
| CSM상각률(%)     |       | 10.0   | 10.0   | 9.9    | 9.9    |
| CSM 순증액       |       | 1,499  | 713    | 774    | 986    |
| 투자이익 관련 지표    |       |        |        |        |        |
| 자산운용수익률       |       | 2.4    | 2.5    | 2.5    | 2.5    |
| FVPL 제외 운용수익률 |       | 2.4    | 2.5    | 2.5    | 2.5    |
| 손익구성          |       |        |        |        |        |
| 보험손익          |       | 101.7  | 77.9   | 78.3   | 78.8   |
| CSM상각         |       | 95.9   | 80.4   | 75.2   | 75.8   |
| 투자손익          |       | -1.7   | 22.1   | 21.7   | 21.2   |
| 자본적정성         |       |        |        |        |        |
| 지급여력비율(K-ICS) |       | 218.8  | 200.2  | 209.4  | 219.6  |

자료: 삼성생명, SK증권 추정

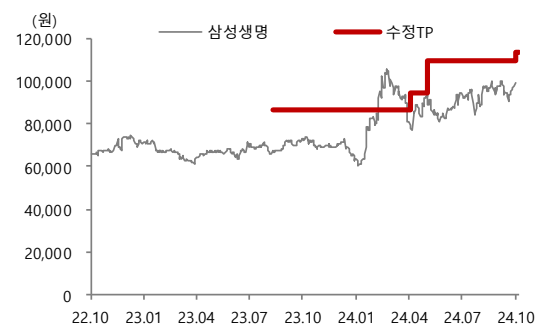
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 보험손익        |       | 1,450 | 1,392 | 1,578 | 1,679 |
| CSM상각       |       | 1,368 | 1,437 | 1,516 | 1,615 |
| RA해제        |       | 468   | 317   | 309   | 303   |
| 예실차         |       | -239  | -50   | 6     | 20    |
| 기타사업비용      |       | -56   | -45   | -44   | -47   |
| 손실계약비용 및 기타 |       | -90   | -223  | -165  | -164  |
| 투자손익        |       | -24   | 396   | 437   | 451   |
| 일반계정손익      |       | -87   | 287   | 397   | 411   |
| 평가처분손익      |       | -58   | -31   | 0     | 0     |
| 특별계정손익      |       | 63    | 109   | 40    | 40    |
| 영업이익        |       | 1,426 | 1,787 | 2,015 | 2,131 |
| 영업외손익       |       | 256   | 292   | 320   | 310   |
| 세전이익        |       | 1,683 | 2,080 | 2,335 | 2,441 |
| 법인세비용       |       | 298   | 408   | 528   | 552   |
| 법인세율 (%)    |       | 17.7  | 19.6  | 22.6  | 22.6  |
| 당기순이익       |       | 1,384 | 1,671 | 1,807 | 1,888 |
| 연결 효과       |       | 876   | 1,178 | 1,180 | 1,180 |
| 연결 세전이익     |       | 2,559 | 3,258 | 3,515 | 3,621 |
| 연결 당기순이익    |       | 2,034 | 2,567 | 2,732 | 2,814 |
| 지배주주순이익     |       | 1,895 | 2,409 | 2,559 | 2,635 |
| 비지배주주순이익    |       | 138   | 158   | 173   | 179   |

주요투자지표 II

| 12월 결산(십억원)  | 2022A | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|--------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 성장성지표 (%)    |       |         |         |         |         |
| 운용자산증가율      |       |         | 1.8     | 0.4     | 0.4     |
| CSM증가율       |       |         | 5.8     | 6.0     | 7.2     |
| BPS증가율       |       |         | -11.2   | 4.2     | 4.1     |
| 보험손익증가율      |       |         | -4.0    | 13.3    | 6.5     |
| 투자손익증가율      |       |         | 흑전      | 10.5    | 3.2     |
| 영업이익증가율      |       |         | 25.3    | 12.7    | 5.8     |
| 세전이익증가율      |       |         | 27.3    | 7.9     | 3.0     |
| 당기순이익증가율     |       |         | 20.7    | 6.2     | 3.0     |
| 주당지표(원)      |       |         |         |         |         |
| EPS          |       | 9,477   | 12,044  | 12,795  | 13,173  |
| BPS          |       | 212,095 | 188,395 | 196,342 | 204,487 |
| EV(BV+CSM)   |       | 267,007 | 253,200 | 265,018 | 278,095 |
| 보통주 DPS      |       | 3,700   | 5,200   | 5,400   | 5,600   |
| 보통주 배당수익률(%) |       | 5.4     | 5.2     | 5.4     | 5.6     |
| Valuation 지표 |       |         |         |         |         |
| PER(배)       |       | 7.3     | 8.3     | 7.8     | 7.5     |
| PBR(배)       |       | 0.33    | 0.53    | 0.51    | 0.49    |
| P/EV(배)      |       | 0.26    | 0.39    | 0.38    | 0.36    |
| ROE(%)       |       | 4.4     | 5.7     | 6.3     | 6.3     |
| ROA(%)       |       | 0.6     | 0.8     | 0.8     | 0.8     |
| 배당성향(%)      |       | 35.1    | 38.8    | 37.9    | 38.2    |

| 일시         | 투자의견 | 목표주가     | 목표가격<br>대상시점 | 과리율     |                |
|------------|------|----------|--------------|---------|----------------|
|            |      |          |              | 평균주가대비  | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2024.10.15 | 매수   | 114,000원 | 6개월          |         |                |
| 2024.05.17 | 매수   | 110,000원 | 6개월          | -16.78% | -8.64%         |
| 2024.04.17 | 매수   | 95,000원  | 6개월          | -8.17%  | 0.00%          |
| 2023.08.24 | 매수   | 87,000원  | 6개월          | -12.31% | 21.84%         |



### Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 10월 15일 기준)

|    |        |    |       |    |       |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 97.63% | 중립 | 2.37% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|