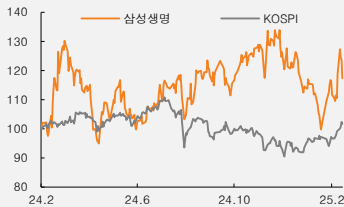


투자의견(하향)	중립
목표주가(유지)	105,000원
현재주가(25/2/20)	95,500원
상승여력	9.9%

영업이익(24F,십억원)	2,500
Consensus 영업이익(24F,십억원)	2,694
EPS 성장률(24F,%)	-15.3
MKT EPS 성장률(24F,%)	68.1
P/E(24F,x)	9.0
MKT P/E(24F,x)	11.4
KOSPI	2,654.06
시가총액(십억원)	19,100
발행주식수(백만주)	200
유동주식비율(%)	45.1
외국인 보유비중(%)	21.5
벤테(12M) 일간수익률	0.79
52주 최저가(원)	77,300
52주 최고가(원)	109,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	8.4	-2.3	16.9
상대주가	2.9	-0.7	17.1



[금융]

정태준, CFA

tajeon.jeong@miraeasset.com

삼성생명

기대 이전의 현실

투자의견 중립으로 하향, 목표주가 105,000원 유지

삼성생명에 투자의견을 기존 Trading Buy에서 중립으로 하향, 목표주가는 기존 105,000원 유지. 최근 주가는 삼성화재 자회사 편입 이후 지분 추가 확대 시 연결 이익이 개선될 수 있다는 기대감으로 급등하였으나, 1) 삼성화재는 2028년까지 보유 자사주 소각만을 공시했고, 2) 동사 경영진 역시 삼성화재 지분 매입을 검토하고 있지 않다고 밝힌 바 있음. 기업가치제고계획 발표는 이번에도 불발.

더불어 4분기 자본비율과 지배주주순이익, 주당배당금 모두 당사가 시장 기대보다 보수적으로 추정했음에도 불구하고, 세 지표 모두 이를 크게 하회. 지배구조와 관련한 기대감을 반영하기 전에 현실적인 펀더멘털 개선이 우선적으로 이루어져야한다고 판단. 따라서 상승여력 축소를 반영하며 투자의견 하향.

4분기 지배주주순이익은 647억원으로, 당사 추정치 1,831억원과 컨센서스 2,202억원을 크게 하회. 투자손익은 보험금융손익 개선과 금융상품 처분이익으로 증가했으나, 보험손익은 대규모 적자를 기록했기 때문.

특히 이번 분기에는 매 4분기마다 진행되는 기대수명 반영으로 유배당계약 블록에서 전년동기에 이어 재차 대규모 손실이 발생. 물론 이에 따라 보험금융비용도 감소하며 투자손익이 일시적으로 급등했으나, 이는 일회적인 현상.

CSM 잔액은 재차 대규모 (-) 조정이 발생하면서 전분기대비 감소. 무·저해지 환급률 가이드라인 적용으로 신계약 판매 환경은 더욱 어려워질 전망이며, 이에 따라 신계약 CSM 역시 전년대비 감소할 것으로 예상

K-ICS비율 잠정치는 180% 수준까지 하락하며 당사 추정치 188%를 크게 하회. 경영진은 향후 자본증권 발행이나 공동재보험 출재 등을 통해 지금의 수준을 유지하겠다고 밝혔으나, 당사는 동사 자본비율이 지속 하락할 것으로 예상.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
보험손익 (십억원)	1,668	1,448	537	809	952
세전이익 (십억원)	2,440	2,559	2,814	2,968	3,111
순이익 (십억원)	2,170	1,895	2,107	2,256	2,370
EPS (원)	12,085	12,438	10,533	11,280	11,851
BPS (원)	220,940	236,324	171,142	177,768	185,466
P/E (배)	5.9	5.6	9.0	8.5	8.1
P/B (배)	0.30	0.30	0.60	0.50	0.50
ROE (%)	5.5	4.6	5.8	7.2	7.3
주주환원수익률 (%)	0.0	5.4	4.7	5.2	5.8
K-ICS 비율 (%)	210	219	181	177	174

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 삼성생명, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 4분기 실적 상세

(십억원, %)

	기준 추정치	실적 잠정치	비고
보험손익	44	-650	
CSM 상각	362	307	
RA 해제	82	80	
예실차	-100	-289	발생사고 요소 조정, 일회성 사업비
기타	-300	-749	유배당계약 손실
투자손익	222	702	보험금융비용 감소
보험금융손익 제외	1,669	1,571	
영업이익	267	52	
영업외손익	13	45	
세전이익	280	97	
법인세비용	57	2	
지배주주순이익	183	65	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 분기별 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024	2025F
보험손익	268	442	477	-650	1,448	537	809
CSM 상각	357	363	366	307	1,384	1,393	1,249
RA 해제	81	80	82	80	469	323	321
예실차	-14	60	35	-289	-159	-208	-138
기타	-156	-61	-7	-749	-246	-972	-623
투자손익	479	464	319	702	950	1,963	1,845
보험금융손익 제외	2,407	2,450	1,766	1,571	10,139	8,194	7,633
영업이익	746	906	796	52	2,398	2,500	2,654
영업외손익	84	88	96	45	161	314	314
세전이익	831	994	892	97	2,559	2,814	2,968
법인세비용	167	205	179	2	525	553	594
순이익	622	746	674	65	1,895	2,107	2,256

자료: 미래에셋증권 리서치센터

삼성생명 (032830)

손익계산서

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
보험손익	1,448	537	809	952
CSM 상각	1,384	1,393	1,249	1,293
RA 해제	469	323	321	321
예실차	-159	-208	-138	-164
기타	-246	-972	-623	-499
투자손익	950	1,963	1,845	1,845
보험금융손익 제외	10,139	8,194	7,633	7,633
FVPL 평가익	2,978	1,386	1,013	1,013
금융상품 처분익	445	448	448	448
영업이익	2,398	2,500	2,654	2,797
영업외손익	161	314	314	314
세전이익	2,559	2,814	2,968	3,111
법인세비용	525	553	594	622
법인세율	21	20	20	20
연결 당기순이익	2,034	2,260	2,375	2,489
지배주주순이익	1,895	2,107	2,256	2,370

주요 투자지표

(배, %, 원, 십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
P/E	5.6	9.0	8.5	8.1
P/B	0.30	0.60	0.50	0.50
배당수익률	5.4	4.7	5.2	5.8
EPS	12,438	10,533	11,280	11,851
BPS	236,324	171,142	177,768	185,466
DPS	3,700	4,500	5,000	5,500
ROE	4.6	5.8	7.2	7.3
ROA	0.63	0.67	0.72	0.74
K-ICS비율	218.8	181.0	177.3	173.6
지급여력금액	53,373	44,068	45,939	47,666
지급여력기준금액	24,390	24,347	25,916	27,464
배당성향	35.1	38.4	39.8	41.7
보통주 배당성향	35.1	38.4	39.8	41.7
우선주 배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성생명, 미래에셋증권 리서치센터

재무상태표

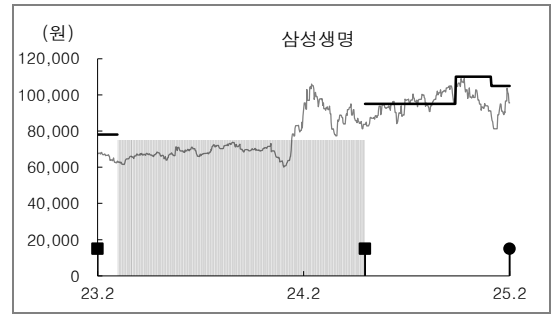
(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
자산	314,696	312,219	316,501	320,360
현금	5,494	4,178	4,235	4,287
금융자산	296,054	293,874	297,905	301,537
FVPL	44,552	45,753	46,380	46,946
FVOCI	167,665	164,154	166,406	168,435
AC	39	61	62	63
기타자산	13,149	14,167	14,361	14,536
부채	270,378	279,481	282,573	285,050
보험부채	190,261	203,097	206,189	208,666
BEL	174,462	186,285	188,975	191,396
CSM	12,247	12,902	13,583	13,928
RA	2,865	2,969	2,689	2,402
기타	687	941	941	941
기타부채	80,117	76,383	76,383	76,383
자본	44,319	32,738	33,928	35,310
지배주주지분	42,419	30,733	31,923	33,305
자본금	100	100	100	100
자본잉여금	125	125	125	125
이익잉여금	17,978	19,420	20,778	22,161
해약환급금 준비금	0	0	0	0
자본조정	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117
기타포괄손익누계액	26,333	13,205	13,036	13,036
신종자본증권	0	0	0	0
비지배지분	1,900	2,005	2,005	2,005

CSM 변화

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
가시	10,749	12,247	12,902	13,583
신계약	3,628	3,261	2,935	2,641
이자부리	300	468	501	501
조정	-1,062	-1,705	-1,505	-1,505
상각	-1,368	-1,370	-1,249	-1,293
기말	12,247	12,902	13,583	13,928

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성생명 (032830)				
2025.02.21	중립	105,000	-	-
2025.01.20	Trading Buy	105,000	-12.36	-1.33
2024.11.18	Trading Buy	110,000	-9.35	-0.91
2024.06.10	Trading Buy	95,000	-0.40	10.42
2023.03.30	분석 대상 제외		-	-
2022.11.26	1년 경과 이후		-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성생명 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.