



삼성생명 (032830)

어닝 서프라이즈 기대

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479

Hold (유지)

목표주가(유지): 100,000원

현재 주가(7/9)	90,400원
상승여력	▲10.6%
시가총액	180,800억원
발행주식수	200,000천주
52 주 최고가 / 최저가	106,000 / 60,100원
90 일 일평균 거래대금	318.09억원
외국인 지분율	20.4%

주주 구성	
삼성물산 (외 8 인)	44.1%
자사주 (외 1 인)	10.2%
신세계 (외 2 인)	8.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	8.0	1.0	37.8	36.1
상대수익률(KOSPI)	2.7	-5.0	25.9	22.7

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	1,623	1,449	1,379	1,612
투자손익	72	222	587	444
영업이익	1,695	1,671	1,966	2,056
당기순이익	1,583	1,895	2,073	2,060
CSM (*)	10,366	11,691	13,049	14,840
수정 EPS	8,817	10,554	11,544	11,470
수정 BPS	199,815	257,279	252,761	264,416
수정 PER	8.1	6.5	7.8	7.9
수정 PBR	0.4	0.3	0.4	0.3
수정 ROE	5.0	4.3	4.5	4.4
배당수익률	4.2	5.4	4.6	4.8

*보유수 순부채 기준

주가 추이



삼성생명의 2Q24 실적은 어닝 서프라이즈를 나타낼 것으로 기대됩니다. 밸류업 기대로 주가가 54% 상승하면서 valuation이 높아졌고, 기대 DY는 낮아졌습니다. 현 시점에서는 상승여력이 제한적이라고 판단합니다.

2Q24 지배 순이익 5,914억원(+121% YoY), 서프라이즈 기대
삼성생명의 2Q24 연결 지배 순이익은 5,914억원(+121% YoY)으로 시장 컨센서스를 18% 상회하는 어닝 서프라이즈가 기대된다. 삼성카드의 YoY 증익(컨센서스 참고)과 양호한 시장 환경을 고려해 연결 이익 증가 효과가 확대될 것으로 추정하였다.

vs. 2Q23(YoY): 전년 동기 발생했던 처분손실의 기저효과로 투자손익이 대폭 증가하면서 지배 순이익이 2배 이상으로 증가할 전망이다.

vs. 1Q24(QoQ): 전분기 시행세칙 변경에 따른 예상차 -780억원 영향이 소멸되지만 계절적 배당수익 감소가 이를 상회하므로 영업이익은 1/3 수준 감소할 전망이다.

2Q24 보험손익은 4,073억원(-6% YoY, +52% QoQ)으로, RA 상각률 하락(·금감원 가이드라인) 직전이었던 전년 동기보다는 감소하고 시행세칙 변경에 따른 일시적 비용이 있었던 전분기보다는 증가하겠다. 당분기가 정상 수준이다. 2Q24 투자손익은 일반계정 기준 841억원(흑전 YoY, -83% QoQ)으로 예상한다. 평가/처분익을 530억원 반영하였다. 신계약 APE는 단기납 종신 판매의 축소를 주 원인으로 23% QoQ 감소할 것으로 예상된다. 대신 마진 배수는 일부 회복되므로, 신계약 CSM은 10% QoQ 감소에 그칠 것으로 추정하였다.

수정 ROE 4.5%, 수정 12mf PBR 0.35배

삼성생명은 수정 book value를 기준으로 정상 ROE 4.5%에 대해 12m forward PBR 0.35배를 기록하고 있다. 지난 1/22일 이후 주가가 54% 상승하면서 valuation이 제고된 결과다. 현재의 이익 체력에서 배당성향의 완만한 상승을 가정할 때 2024년 배당수익률은 4.6%로 기대되고, 배당성향 40%를 가정하면 이는 5.1%로 상승한다. 보험업종에 잔존하는 회계적 불확실성과 동사의 상징성을 고려하면 이번 2분기 실적 발표에서 주주환원책이 공유되기는 이른 것으로 판단한다. 이에 목표 주가를 유지하며, 상승여력의 제한을 고려해 투자 의견 Hold를 유지한다.

[표1] 삼성생명의 2Q24 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %, %p)

	2Q24E	2Q23	YoY	1Q24	QoQ	컨센서스	차이
보험손익	407.3	434.6	-6.3	268.2	51.8	n/a	n/a
투자손익	84.1	-357.4	흑전	486.5	-82.7	n/a	n/a
영업이익	491.4	77.2	536.6	754.8	-34.9	393.2	25.0
지배주주 순이익	591.4	267.4	121.2	622.1	-4.9	500.8	18.1

자료: 삼성생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 삼성생명의 분기별 주요 손익 및 추정치

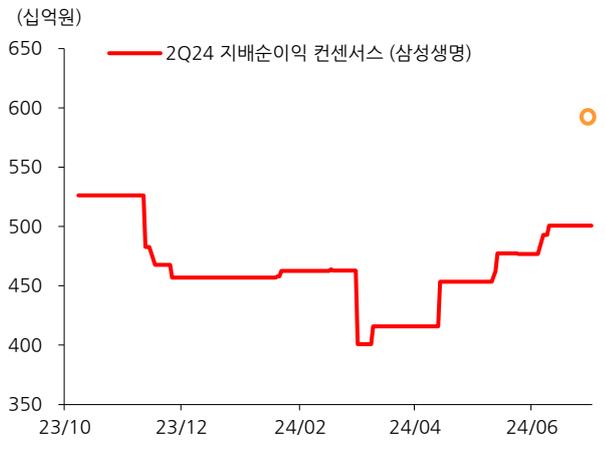
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	384	435	388	242	268	407	399	304	51.8	-6.3
일반/VFA 모형	397	444	403	261	280	421	415	323	50.4	-5.1
예실차	-135	-13	28	-99	-116	17	3	-99	흑전	흑전
RA 변동	153	146	82	78	77	77	78	79	-0.3	-47.2
CSM 상각	324	315	318	369	339	342	349	358	0.7	8.6
손실계약관련(+ 환입, - 비용)	48	-5	-28	-79	-34	-15	-15	-15	적지	적지
기타	6	0	4	-9	13	0	0	0	n/a	n/a
기타사업비	13	9	15	18	12	14	16	19	18.8	50.0
투자손익	550	-357	-68	98	487	84	31	-15	-82.7	흑전
일반계정	410	-237	-116	112	436	84	31	-15	-80.7	흑전
특별계정	140	-120	48	-14	51	0	0	0	n/a	n/a
보험금융손익	-3,003	-1,857	-1,105	-3,217	-1,914	-1,475	-1,477	-1,480	적지	적지
투자서비스손익	3,553	1,500	1,036	3,315	2,400	1,559	1,509	1,465	-35.0	4.0
영업이익	933	77	320	341	755	491	431	289	-34.9	536.6
영업외이익	9	-10	18	-6	7	0	0	0	n/a	n/a
세전이익	943	67	337	335	761	491	431	289	-35.5	635.5
당기순이익	795	63	268	257	651	364	319	214	-44.1	477.2
(연결)지배주주 순이익	707	267	476	446	622	591	549	310	-4.9	121.2
CSM (보유 순부채)	10,913	11,432	11,243	11,691	11,970	12,253	12,640	13,040	2.4	7.2
K-ICS	219	223	221	219	210	205	203	203	-5.3	-18.8

주: 별도 기준, 지배주주 순이익은 연결 기준

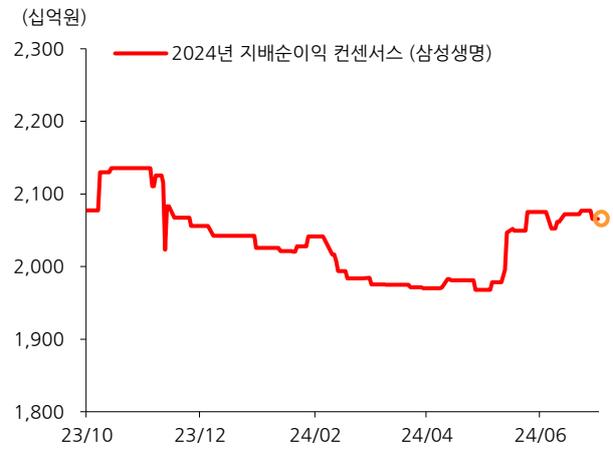
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 삼성생명의 2Q24 지배주주 순이익 컨센서스



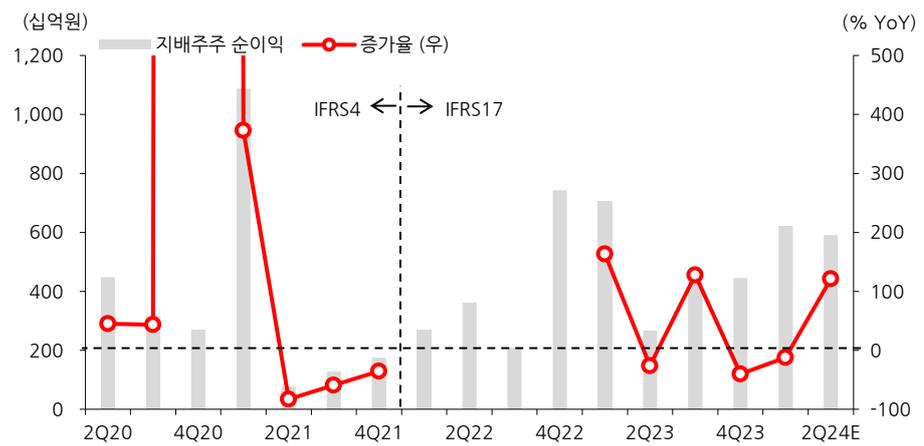
주: 황색 원은 당사 추정치
 자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼성생명의 2024년 지배주주 순이익 컨센서스



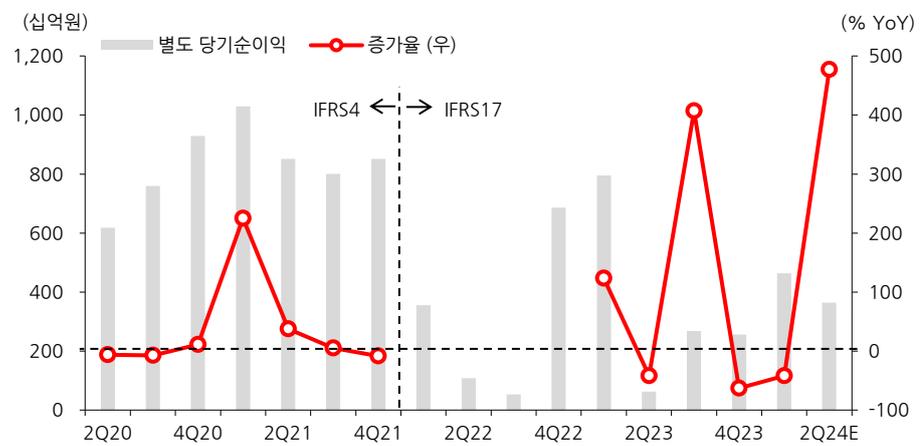
주: 황색 원은 당사 추정치
 자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 삼성생명의 분기별 연결 지배주주 순이익 및 증가율



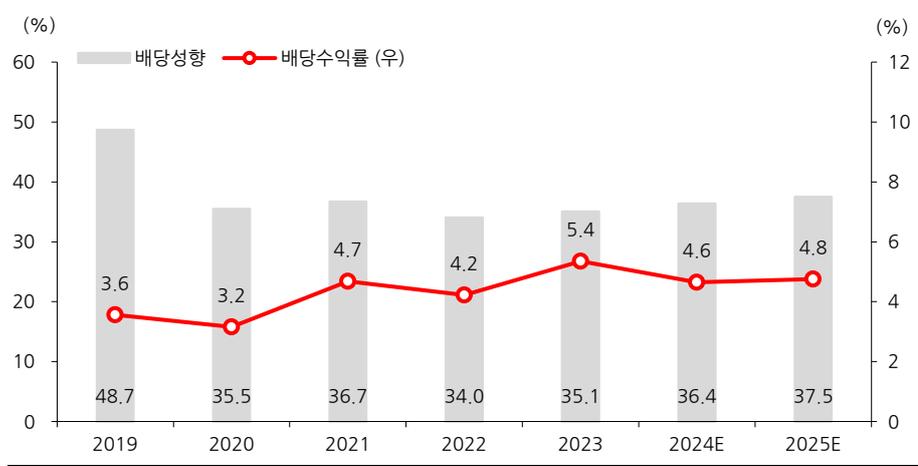
주: 2021년까지는 IFRS4, 2022년은 IFRS17 & IAS39 기준, 2023년 이후는 IFRS17 & IFRS9 기준
 자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 삼성생명의 분기별 별도 당기순이익 및 증가율



주: 2021년까지는 IFRS4, 2022년은 IFRS17 & IAS39 기준, 2023년 이후는 IFRS17 & IFRS9 기준
 자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 삼성생명의 배당지표 추이 및 전망



자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 삼성생명 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 삼성생명 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E
운용자산	232,475	247,053	250,776	255,066
현금및예치금	6,990	3,272	2,433	2,367
유가증권	173,049	193,589	196,930	199,835
FVPL	1,163	10,781	10,764	11,002
FVOCI	57,583	166,226	169,064	171,731
AC	101,272	0	0	0
대출채권	48,691	46,358	47,477	48,848
부동산	3,745	3,834	3,936	4,017
비운용자산	3,278	4,877	4,910	4,728
특별계정자산	25,853	27,544	28,350	29,501
자산총계	261,606	279,474	284,036	289,296
책임준비금	182,948	192,391	197,571	200,912
BEL	141,029	148,335	151,903	152,677
RA	2,878	2,787	2,957	3,139
CSM	10,349	11,876	13,235	15,027
PAA	0	0	0	0
투자계약부채	28,691	29,394	29,475	30,069
기타부채	12,357	11,475	11,638	11,638
후순위채	0	0	0	0
특별계정부채	25,875	27,553	28,322	29,472
부채총계	226,526	241,946	248,316	252,807
자본금	100	100	100	100
자본잉여금	6	6	6	6
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	12,479	13,178	14,063	14,831
해약환급금준비금	0	0	0	0
자본조정	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110
기타포괄손익누계	24,605	26,354	23,662	23,662
자본총계	35,080	37,528	35,720	36,489

성장률

(% YoY)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E
자산총계	n/a	6.8	1.6	1.9
운용자산	n/a	6.3	1.5	1.7
부채총계	n/a	6.8	2.6	1.8
CSM	n/a	14.8	11.4	13.5
자본총계	n/a	7.0	-4.8	2.2
보험손익	n/a	-10.8	-4.8	16.9
투자손익	n/a	210.1	164.3	-24.4
영업이익	n/a	-1.4	17.7	4.6
순이익	n/a	19.7	9.4	-0.6

주: 지배주주 순이익 항목 외 IFRS 별도 기준, 2022년 수정 지표들은 자본총계(OCI)를 보정함
2022년 수치는 IFRS17 & IAS39 적용, 2023년 이후 수치는 IFRS17 & IFRS9 적용

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	1,623	1,449	1,379	1,612
일반 및 변동수수료모형	1,684	1,504	1,440	1,676
CSM 상각	1,074	1,326	1,389	1,541
RA 변동	644	459	312	325
예상과실계차이	139	-218	-195	-131
손실계약	-45	-64	-79	-60
기타	-128	2	13	0
보험료배분접근법모형	0	0	0	0
간접사업비	61	56	61	64
투자손익	72	222	587	444
보험금융손익	-2,528	-9,182	-6,347	-6,063
이자수익	5,727	6,016	5,808	5,826
배당수익	1,662	1,158	1,267	1,297
FVPL 평가손익	-2,634	2,355	684	0
기타	-2,156	-125	-826	-616
영업이익	1,695	1,671	1,966	2,056
영업외이익	-116	11	7	0
세전이익	1,579	1,681	1,973	2,056
법인세비용	376	298	424	533
당기순이익	1,203	1,383	1,549	1,523
(연결)지배주주 순이익	1,583	1,895	2,073	2,060

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023	2024E	2025E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	2,674	3,104	3,236	2,953
신계약 CSM	3,421	3,460	3,208	3,337
투자수익률	0.0	2.6	2.6	2.6
수정 Book Value	57,655	67,448	67,460	69,553
수익성				
수정 ROE	5.0	4.3	4.5	4.4
수정 ROA	0.5	0.7	0.7	0.7
주당 지표				
수정 EPS	8,817	10,554	11,544	11,470
수정 BPS	199,815	257,279	252,761	264,416
보통주 DPS	3,000	3,700	4,200	4,300
Valuation 및 배당				
수정 PER	8.1	6.5	7.8	7.9
수정 PBR	0.4	0.3	0.4	0.3
배당성향	34.0	35.1	36.4	37.5
보통주 배당수익률	4.2	5.4	4.6	4.8

[Compliance Notice]

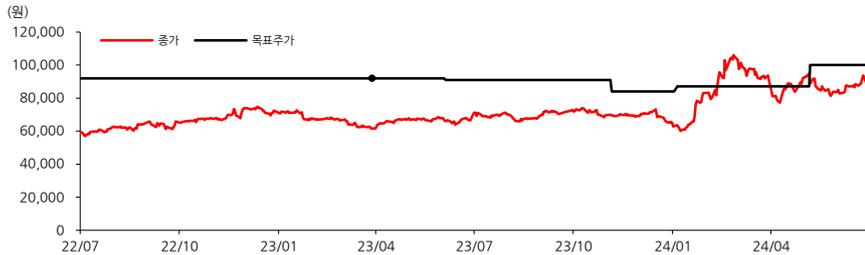
(공표일: 2024년 7월 10일)

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 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[삼성생명 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.07.11	2022.09.26	2022.11.14	2023.02.22	2023.05.30
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		92,000	92,000	92,000	92,000	92,000
일 시	2023.06.14	2023.08.22	2023.09.01	2023.11.15	2024.01.15	2024.02.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold
목표가격	91,000	91,000	91,000	84,000	87,000	87,000
일 시	2024.05.17	2024.06.17	2024.07.10			
투자의견	Hold	Hold	Hold			
목표가격	100,000	100,000	100,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.11.14	Buy	92,000	-26.19	-18.80
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		

[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 해당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%