

삼성생명 (032830.KS)

불확실한 시기, 상대적으로 편만한 종목

최근 보험사는 CSM 상각률 하향에 따른 회계적 이익 감소 우려 존재. 다만 삼성생명은 상대적으로 주주환원 불확실성이 낮아, 상대적으로 편만한 입장

Analyst 정준섭
02)768-7835, junsup@nhqv.com
RA 임문현
02)768-7709, lim950404@nhqv.com

보험업계에 다시 불거진 제도 불확실성

보험업계 IFRS17 관련 불확실성이 다시 커지고 있음. 최근 언론 보도에 따르면, 금융당국은 보험사 CSM(계약서비스마진) 상각률에 대해 적정성을 검토하고 있으며, 미래 상각액에 할인율을 부여하지 않는 방안 고려. 아직 구체적인 내용이나 시행 여부는 미정이며, 금융당국은 8월 이전에 구체적인 윤곽을 내놓을 계획

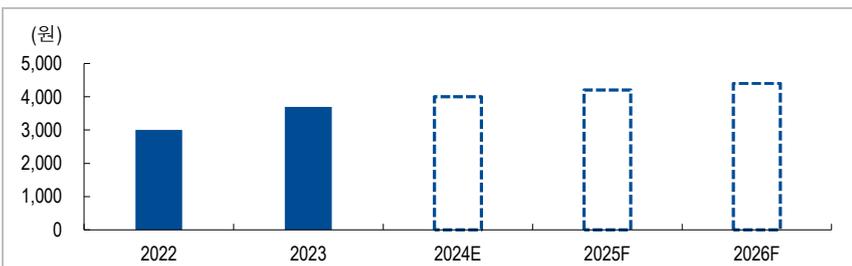
만약 시행되더라도 자본이나 CSM 잔액, 보험사 장래 이익의 총합은 변함없지만, 대부분 보험사는 적어도 향후 수 년간은 CSM 상각률이 이전보다 낮아져(상각액이 감소해) 회계적 순이익이 감소할 것으로 보임. 게다가 지난 2023년 IFRS17 계리적 가정 가이드라인 사례처럼, 제도 불확실성은 그 자체가 주가에 부담 요인

중장기 자본정책을 떠나, DPS 우상향 기대

장래 회계적 이익에 대한 불확실성이 해소되기 전까지는 하반기 발표 예정이었던 신 자본정책에 대해서도 기대감 희석 불가피. 이익이 불분명한 상태에서는 중장기 주주환원율의 의미가 퇴색될 수 있기 때문. 미래에 발표할 정책에 대한 기대보다 이미 발표한 정책과 이를 기초로 한 주주환원에 집중하는 게 낫다고 판단

이런 측면에서, 삼성생명은 보험주 중 '상대적으로' 편만한 상황. 지난 2023년에 발표한 배당정책(성향 35~45%, DPS 매년 우상향)을 바탕으로, 설령 올해 제도 이슈로 순이익이 기존 예상을 하회하더라도 DPS 4,000원(+300원 y-y) 이상은 가능할 것으로 판단. 아울러 동사는 주요 주주 특성상 자사주 매입/소각을 통한 주가 부양 동기가 높다는 점도 긍정적 요인

삼성생명 DPS 추이 및 전망



자료: 삼성생명, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Buy (유지)

목표주가 116,000원 (유지)

현재가 (24/05/29) 85,500원

업종	보험업
KOSPI / KOSDAQ	2,677.30 / 838.45
시가총액 (보통주)	17,100.0십억원
발행주식수 (보통주)	200.0백만주
52주 최고가 ('24/03/07)	106,000원
최저가 ('24/01/18)	60,100원
평균거래대금 (60일)	42.0십억원
배당수익률 (2024E)	4.60%
외국인지분율	20.1%

주요주주	비율
삼성물산 외 7 인	44.1%
신세계 외 1 인	8.1%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-11.8	23.2	28.2
상대수익률 (%p)	-12.9	16.0	22.5

	2023	2024E	2025F	2026F
보험손익	1,449	1,355	1,680	1,871
장기	1,449	1,355	1,680	1,871
PAA	0	0	0	0
투자손익	950	1,152	1,154	1,210
당기순이익	1,895	1,907	2,089	2,253
증감률	-	0.6	9.5	7.8
EPS	10,554	10,621	11,633	12,545
PER	6.5	8.1	7.3	6.8
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4
ROA	0.7	0.7	0.7	0.8
ROE	5.2	5.2	5.7	5.9
DPS	3,700	4,000	4,200	4,400
배당성향	35.1	37.7	36.1	35.1

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

삼성생명은 1957년 5월 동방생명으로 설립되었으며 1963년 삼성그룹 편입. 주요주주는 삼성물산(19.3%), 이재용(10.44%), 이부진(6.92%) 등이며, 삼성 금융계열사(삼성화재, 삼성증권, 삼성카드, 삼성자산운용 등) 및 기타 삼성 계열사(삼성전자, 호텔신라)의 최대주주. 2021년 수입보험료 기준 시장점유율 22.4%의 1등 생명보험사

Share price drivers/Earnings Momentum

- 강력한 전속설계사를 바탕으로 한 고마진 신계약 성장
- 높은 자본력을 바탕으로 한 리스크 관리
- 삼성전자 배당, 부동산 등 비이자수익원 다수 보유
- 삼성전자 지분 매각 시 매각차익 발생

Downside Risk

- IFRS17 재무제표 불확실성
- 신계약 경쟁 심화에 따른 부담 증가
- 즉시연금, 암보험 등 정부 규제 리스크
- 삼성전자 주가 변동에 따른 민감도

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
한화생명	3.2	2.8	0.2	0.2	5.6	6.0
동양생명	2.8	2.6	0.2	0.2	8.3	8.2
미래에셋생명	4.1	3.6	0.2	0.2	4.5	5.0
China Life	21.1	18.6	1.7	1.6	8.1	8.7
Dai-ichi Life	12.6	11.2	1.2	1.2	9.8	10.4

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
	PER	-	6.5	8.1	7.3
PBR	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
ROA	-	0.7	0.7	0.7	0.8
ROE	-	5.2	5.2	5.7	5.9
Payout ratio	-	35.1	37.7	36.1	35.1

자료: NH투자증권 리서치본부

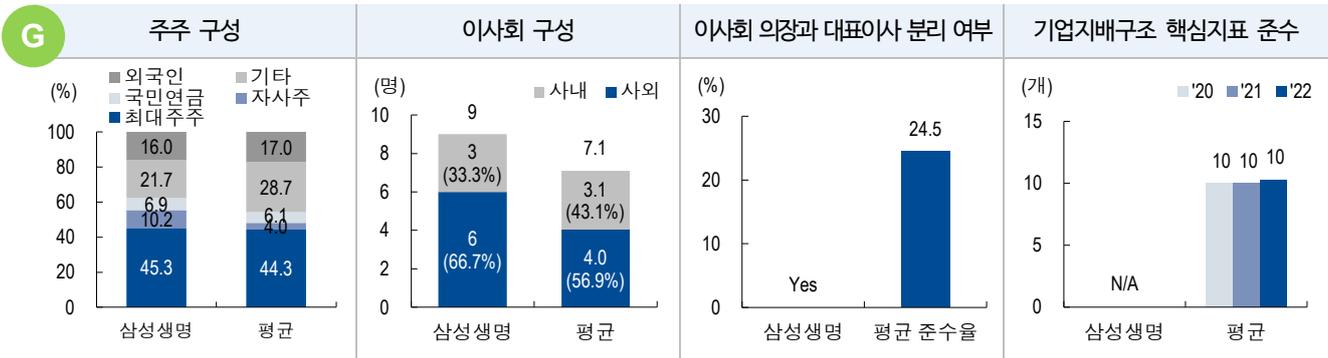
Historical Key financials (IFRS4 기준)

(단위: 십억원, %)

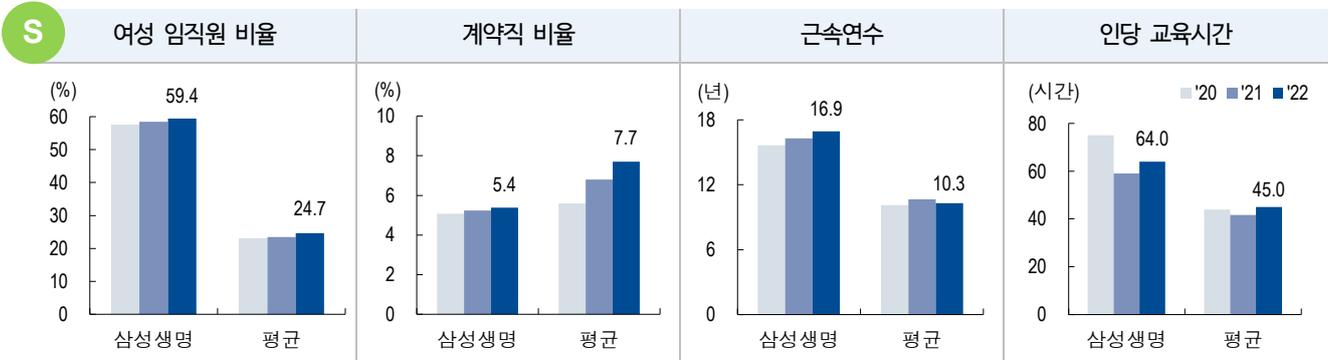
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
수입보험료	28,239	27,457	27,884	26,321	25,158	28,248	26,540	26,604	28,745
보험영업수익	17,695	17,612	17,046	16,947	16,475	16,591	18,194	18,149	19,450
보험영업비용	13,898	14,115	14,570	15,942	17,689	18,530	18,035	18,802	26,151
보험영업이익	3,797	3,497	2,476	1,006	-1,214	-1,939	159	-653	-6,700
투자영업이익	6,853	6,428	8,000	6,960	8,595	7,895	7,300	8,183	7,967
세전이익	1,603	1,372	2,607	1,683	2,366	1,427	1,815	2,034	1,646
지배순이익	1,337	1,210	2,150	1,263	1,734	1,052	1,371	1,598	1,721
손해율(%)	84.4	76.8	82.1	78.5	82.1	85.9	80.0	85.8	81.9%
투자이익률(%)	4.2	3.6	4.0	3.1	3.7	3.2	2.8	3.0	0.0
EPS(원)	7,037	6,484	11,284	6,494	9,268	5,443	7,049	8,183	-
BPS(원)	117,862	128,550	157,642	173,307	169,876	207,804	242,866	220,662	195,350
DPS(원)	1,800	1,800	1,200	2,000	2,650	2,650	2,500	3,000	3,000
ROE(%)	6.4	5.3	7.9	3.9	5.4	2.9	3.1	3.5	0.8
ROA(%)	0.6	0.5	0.8	0.4	0.6	0.3	0.4	0.4	0.1
배당성향(%)	25.4	27.4	10.5	30.8	28.6	48.7	35.5	36.7	200.8
배당수익률(%)	1.5	1.6	1.1	1.6	3.2	3.6	3.2	4.7	4.2

자료: 삼성생명, NH투자증권 리서치본부

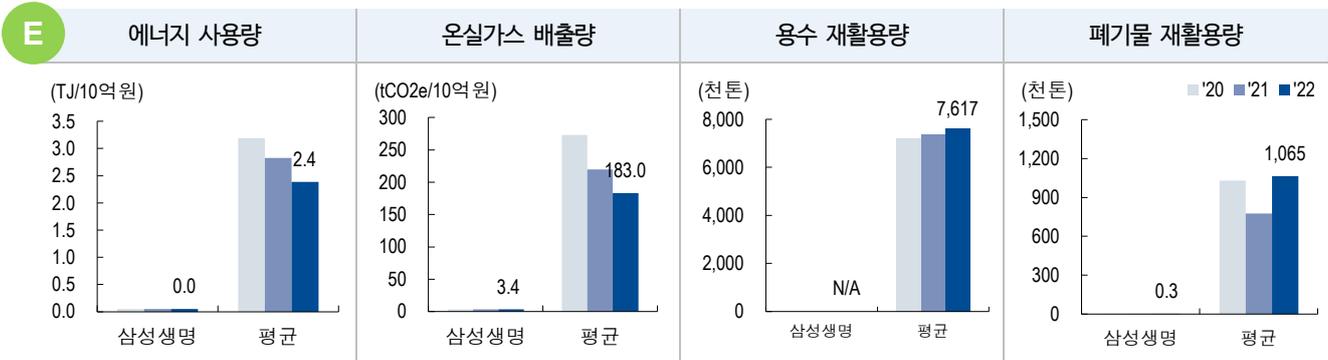
ESG Index & Event



주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: 삼성생명, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
 자료: 삼성생명, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
 자료: 삼성생명, NH투자증권 리서치본부

ESG Event			
E	2018.12	-	저탄소, 물, 신재생에너지 등 환경관련 금융상품 640억원 설정액 기록
S	2019.10	-	퇴직연금 관련 일감몰아주기 이슈로 국회 지적
	2018.9 ~	-	2018년부터 암보험금 지급관련 소송 진행 중인 상황
G	2018.5	-	금산법 및 보험업법 위반 리스크 해소 위해 1.2조원 가량의 삼성전자 보유 지분 일부 매각

자료: 삼성생명, NH투자증권 리서치본부

		2023	2024E	2025F	2026F
보험손익	- 수정 후	1,448	1,377	1,738	1,943
	- 수정 전		1,670	1,943	2,155
	- 변동률		-17.6	-10.5	-9.8
세전이익	- 수정 후	2,559	2,699	2,997	3,219
	- 수정 전		2,770	3,183	3,414
	- 변동률		-2.6	-5.8	-5.7
(지배지분)순이익		1,895	1,907	2,089	2,253
EPS	- 수정 후	10,554	10,621	11,633	12,545
	- 수정 전		10,765	12,469	13,419
	- 변동률		-1.3	-6.7	-6.5
PER		6.5	8.1	7.3	6.8
PBR		0.3	0.4	0.4	0.4
ROE		5.2	5.2	5.7	5.9

주: EPS, PER, PBR, ROE는 연결 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	2023	2024E	2025F
보험손익	406.0	437.6	401.3	203.3	268.0	383.4	1,448.2	1,376.8	1,738.0
장기보험 손익	384	435	388	242	268	376	1,449	1,355	1,680
CSM 상각	334	326	327	381	351	355	1,368	1,443	1,578
RA 해제	155	148	84	80	80	79	468	322	327
예실차	-136	-16	26	-114	-141	-33	-239	-266	-108
일반보험 손익	0	0	0	0	0	0	0	0	0
자동차보험 손익	0	0	0	0	0	0	0	0	0
투자손익	476	-119	195	399	479	254	950	1,152	1,154
당기순이익	707	267	476	446	622	474	1,895	1,907	2,089
합산비용(일반)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
합산비용(자동차)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
투자이익률	6.9%	3.5%	2.7%	6.6%	4.4%	4.0%	4.1%	3.9%	4.0%
운영자산	235,261	236,571	232,363	250,267	248,038	249,367	250,267	257,743	258,636
보험계약부채	157,613	153,726	174,871	189,485	190,339	193,762	189,485	200,777	200,380
BEL	143,366	138,752	160,069	174,373	174,934	178,006	174,373	184,292	182,695
RA	3,013	3,061	3,151	2,865	2,901	2,953	2,865	3,060	3,054
CSM	11,235	11,913	11,652	12,247	12,505	12,804	12,247	13,425	14,631
CSM 변동	556	609	-204	538	258	299	1,499	1,178	1,205
자본총계	33,647	37,205	38,039	37,528	36,548	34,857	37,528	35,839	37,151
신계약(월납환산)	65.0	77.9	64.0	55.7	85.1	65.5	262.4	282.6	279.5
신계약 CSM multiple	13.0	12.5	15.0	15.4	10.1	11.3	55.8	11.1	11.4

자료: 삼성생명, NH투자증권 리서치본부 전망

Appendix

분류	용어	설명
보험료 종류	수입보험료	보험회사가 일정기간 중 또는 한 회계연도 중에 받아들이는 보험료
	원수보험료	재보험료에 대응되는 개념으로, 원수보험계약에서 보험자가 취득하는 보험료
	경과보험료	원수보험료 중 당해 회계연도에 속하는 보험료
보험료 구성	영업보험료	총 보험료를 말하며, 순보험료와 부가보험료로 구성
	순보험료	영업보험료 중 예정위험률과 예정이율에 의해 산출된 장래 보험금 지급의 재원이 되는 보험료. 위험보험료와 저축보험료로 구분
	위험보험료	사망보험금 / 입원 / 수술 / 장애 급여금 등의 지급재원이 되는 보험료
	저축보험료	만기보험금 / 중도급부금의 지급 재원이 되는 보험료
	부가보험료	순보험료 이외의 사업운영에 필요한 비용에 충당하는 보험료
	주요 지표	신계약
	손해율	=보험금/보험료, 높을수록 보험사 손익관리 측면에서 부정적
	사업비율	=사업비/보험료, 높을수록 보험사 손익관리 측면에서 부정적
	연납화보험료(APE)	신규 매출의 평가 지표. 월납 / 분기납 / 연납 / 일시납 등 모든 납입 형태의 보험료를 연간 기준으로 환산
	요율	기준 보험금액에 대한 보험료. 계약보험금액, 보험종류, 성별, 연령별로 산출
	유지율	보험계약이 효력상실되지 않고 계속되는 상황을 나타냄. 성립 계약에 대한 계속 계약의 비율
30이원	이차손익	자산운용에 의한 실제수익률과 예정이율의 차이에서 발생하는 손익
	비차손익	실제 사업비와 예정사업비의 차이에서 발생하는 손익
	사차손익	그 사업연도에 해당되는 위험보험료와 위험보험금의 차액에서 발생하는 손익
가입목적에 따른 분류	보장성보험	사람의 생명과 관련하여 보험사고가 발생했을 때 약속된 급부금을 제공하는 보험상품
	저축성보험	보장성 보험을 제외한 보험. 지급 보험금 합계액이 이미 납입한 보험료를 초과하는 보험
	변액보험	납입 보험료 중 저축보험료를 분리하여 주식 및 채권 등의 유가증권에 투자 후 수익을 보험계약자의 환급금에 반영하는 보험
생명보험 상품 분류	생존보험	피보험자가 보험기간 만료일까지 생존해 있을 때에 한하여 보험금이 지급되는 생명보험
	사망보험	피보험자의 사망을 보험사고로 해서 보험금을 지급하는 보험계약
	생사혼합보험	사망보험과 생존보험을 혼합한 형태의 생명보험
손해보험 상품 분류	일반보험	통상 만기 1년 이하의 보험을 통칭(자동차보험 제외)
	장기보험	적용이율을 적용하여 보험료를 산출하는 손해보험. 일반적으로 보험기간이 장기
	자동차보험	자동차 손해에 관한 보험. 의무적으로 가입하여야 하는 의무보험과 가입자가 가입여부를 결정할 수 있는 임의보험으로 구분
회계제도, 자본규제	IFRS9	금융회사 자산 관련 국제회계기준으로, 국내 보험사는 2023년부터 도입. 자산 성격(채무상품, 지분상품, 파생상품) 및 SPPI 충족 여부에 따라 AC, FVOCI, FVPL로 분류
	IFRS17	2023년부터 도입된 보험사 부채 관련 국제회계기준. 현금 유출입 기준 회계인 IFRS4에서 가정에 기반한 발생주의 기준 회계로 변경
	BEL	Best Estimated Liability. 최적추정부채. 보험기간동안 고객에 지급할 것으로 예상되는 금액의 현재. 손실 계약은 기존 부채보다 증가하며, 반대로 이익 계약은 기존 부채보다 감소
	CSM	Contractual Service Margin. 보험계약마진. 보험기간동안 기대하는 보유 계약 미래 이익의 현재가치 합계. CSM은 기본적으로 부채로 계상되며, 손실 계약의 CSM은 0이 됨
	예실차	예상과 실제 차이. 보험손익 구성 항목 중 하나로, 기존 가정에 의한 이익(CSM 상각이익)과 실제 이익과의 차이를 보정
	UFR(LTFR)	초장기선도금리. 60년 이상 만기 보험부채 할인율에 사용되는 금리로, 단일 수치(예: 4.95%)로 지정
	LLP	시장관측금리. 1~20년 만기 보험부채 할인율에 사용되는 금리로, 시장금리+유동성프리미엄 으로 구성
	K-ICS	Korean-Insurance Capital Standard. IFRS17과 함께 도입된 신지급여력제도
계약 관련	주계약	보험계약의 기본이 되는 중심적인 보장내용 부분
	특약	특별보험약관. 주계약에 계약자가 필요로 하는 보장을 추가하거나 편의를 도모하기 위한 방법을 추가하는 것을 말함
채널	FC / FP	보험설계사. 다양한 보험상품을 추천하고 판매하는 사람
	GA(General Agency)	법인보험대리점. 보험회사와 계약을 맺고 보험 판매를 전문으로 하는 대리점

자료: 생명보험협회, 손해보험협회, 언론 자료, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income

	2023	2024E	2025F	2026F
보험손익	1,449	1,355	1,680	1,871
장기	1,449	1,355	1,680	1,871
CSM 상각	1,368	1,443	1,578	1,709
RA 해제	468	322	327	327
예실차	-239	-266	-108	-59
PAA	0	0	0	0
투자손익	950	1,152	1,154	1,210
투자서비스손익	10,139	8,942	9,107	9,141
보험금융손익	-9,189	-7,790	-7,953	-7,932
영업이익	2,398	2,528	2,892	3,153
영업외손익	161	170	106	66
세전이익	2,559	2,699	2,997	3,219
법인세비용	525	634	749	805
당기순이익	1,895	1,907	2,089	2,253

Statement of financial position

	2023	2024E	2025F	2026F
자산총계	314,696	327,352	328,604	330,218
현금 및 예치금	5,494	3,787	3,797	3,812
AC	39	43	43	43
FVOCI	167,665	180,540	180,136	179,885
FVPL	44,552	32,788	36,902	41,198
부채총계	270,378	286,099	285,563	285,234
BEL	174,373	184,292	182,695	181,296
RA	2,865	3,060	3,054	3,051
CSM	12,247	13,425	14,631	15,786
자본총계	42,419	41,253	43,040	44,984
자본금	100	100	100	100
자본잉여금	125	125	125	125
이익잉여금	17,978	19,656	21,444	23,387
기타포괄손익누계액	26,333	23,488	23,488	23,488
신종자본증권	0	0	0	0

Profitability / Growth

	2023	2024E	2025F	2026F
수익성 (%)				
신계약 CSM multiple	11.1	11.1	11.4	11.4
CSM 상각률	10.6	10.6	10.7	10.6
CSM 부리율	3.4	3.4	3.3	3.3
CSM 조정률	-7.7	-7.7	-6.2	-6.2
성장성 (%)				
CSM(잔액)	9.6	9.6	9.0	7.9
CSM(신계약)	-13.5	-13.5	1.1	3.6
당기순이익	0.6	0.6	9.5	7.8
자산총계	4.5	4.5	0.3	0.4
자기자본	-4.5	-4.5	3.7	3.8
신계약	7.7	7.7	-1.1	3.4

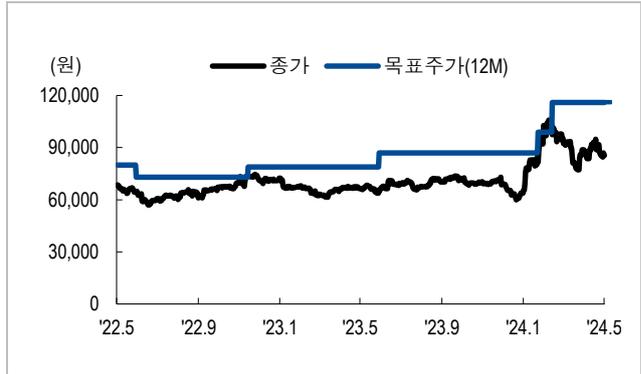
Valuation

	2023	2024E	2025F	2026F
Valuation				
EPS (원)	10,554	10,621	11,633	12,545
BPS (원)	208,981	199,579	206,886	214,829
DPS (원)	3,700	4,000	4,200	4,400
PER (배)	6.5	8.1	7.3	6.8
PBR (배)	0.3	0.4	0.4	0.4
ROE (%)	5.2	5.2	5.7	5.9
ROA (%)	0.7	0.7	0.7	0.8
배당성향 (%)	35.1	37.7	36.1	35.1
배당수익률 (%)	5.4	4.7	4.9	5.1

투자 의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.03.12	Buy	116,000원(12개월)	-	-
2024.02.20	Buy	99,000원(12개월)	-0.1%	7.1%
2023.06.26	Buy	87,000원(12개월)	-19.9%	-2.3%
2022.12.12	Hold	79,000원(12개월)	-14.6%	-
2022.06.27	Hold	73,000원(12개월)	-12.1%	-
2021.10.27	Hold	80,000원(12개월)	-18.8%	-

삼성생명 (032830.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy: 15% 초과
 - Hold: -15% ~ 15%
 - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2024년 3월 31일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
82.4%	17.6%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '삼성생명'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 '삼성생명' 을(를) 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.