

# 삼성생명 (032830.KS)

## 주주환원을 목표 50% 제시

삼성생명도 삼성화재처럼 중장기 주주환원을 목표 50% 제시. 올해는 배당 중심으로 주주환원이 나타날 전망

Analyst 정준섭  
02)768-7835, junsup@nhqv.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

### 3~4년 내 주주환원을 50%로 상향. 자사주는 자본시장법 개정 이후

삼성생명 투자이견 Buy, 목표주가 131,000원 유지. 동사는 지난 16일 실적발표 컨퍼런스콜에서 밝힌 기업가치 제고 방향성에서 적정 자본비율을 유지하는 동안 주주환원을 기존 35.1%에서 중장기(3~4년) 50%로 확대하겠다는 목표 제시. 다만 자사주 정책 등을 포함한 기업가치 제고 계획(밸류업)은 자본시장법 시행령 시행 이후에 공시하겠다고 밝힘

이미 계열사(삼성화재)가 지난 5월 중장기 주주환원율 목표 50%를 제시해, 이번 삼성생명의 주주환원율 목표 50%는 예상 가능한 수준. 다만 사측이 밸류업 공시 지연 사유로 자본시장법 시행령을 거론한 만큼, 보유 자사주 소각과 신규 매입은 올해보다는 내년부터 기대할 수 있을 전망

2024년 배당성향 37.2%를 가정한 DPS는 4,700원, 배당수익률은 5.3%. 높은 수익률은 아니지만, 향후 점진적으로 상승 예상

### 2Q24 지배순이익 7,464억원, +179.2% y-y

삼성생명의 2분기 지배순이익은 7,464억원(보험손익 4,436억원, 투자손익 4,638억원)으로 시장 컨센서스를 큰 폭 상회. 보험손익은 보험금, 사업비 모두 양호한 예실차를 기록했으며, 투자손익도 수익형 펀드 성과 양호. 신계약 CSM은 2분기 종신보험 판매 축소로 7,885억원(-8.1% q-q)으로 감소했으나, 3분기는 7월과 8월 합산 6,076억원 유입되는 등 재차 규모가 증가하고 있음. 2분기 CSM 조정은 다소 크게 발생(-3,544억원)했지만, 보험부채 할인을 강화 영향이 없는 3분기부터는 2천억원대로 규모 축소 예상

#### 삼성생명 2분기 실적 Review (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P					3Q24E
					발표치	y-y	q-q	당사 추정	컨센서스	
보험손익	438	401	203	268	444	1.4	65.5	446	-	392
투자손익	-119	195	399	479	464	-489	-3.1	317	-	380
세전이익	358	629	615	831	994	177.6	19.6	808	809	829
지배순이익	267	476	446	622	746	179.2	20.0	569	559	582

자료: 삼성생명, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

## Buy (유지)

**목표주가** 131,000원 (유지)  
**현재가 (24/08/16)** 88,800원

업종	보험업
KOSPI / KOSDAQ	2,697.23 / 786.33
시가총액(보통주)	17,760.0십억원
발행주식수(보통주)	200.0백만주
52주 최고가 ('24/03/07)	106,000원
최저가 ('24/01/18)	60,100원
평균거래대금(60일)	26.8십억원
배당수익률(2024E)	5.3%
외국인지분율	20.8%

주요주주	
삼성물산 외 6 인	44.1%
신세계 외 1 인	8.1%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-6.5	10.6	31.6
상대수익률 (%p)	-4.6	8.6	23.2

	2023	2024E	2025F	2026F
보험손익	1,449	1,325	1,490	1,564
장기	1,449	1,325	1,490	1,564
PAA	0	0	0	0
투자손익	950	1,579	1,710	1,785
지배순이익	1,895	2,276	2,359	2,429
증감률	-	20.1	3.7	3.0
EPS	10,554	12,672	13,180	13,701
PER	6.5	7.0	6.7	6.5
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4
ROA	0.7	0.8	0.8	0.8
ROE	4.9	5.5	5.7	5.7
DPS	3,700	4,700	4,800	4,900
배당성향	35.1	37.1	36.3	35.5

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 제도 강화에 따른 부채 부담 심화
- 신계약 경쟁 심화에 따른 부담 증가
- 삼성전자 주가 변동에 따른 민감도

#### Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
한화생명	2.9	2.7	0.2	0.2	6.9	7.2
동양생명	4.2	3.9	0.4	0.4	8.8	9.8
미래에셋생명	-	-	-	-	-	-
China Life	16.1	14.4	1.6	1.5	9.8	10.3
Dai-ichi Life	10.3	9.6	0.9	0.9	8.8	9.1

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

#### Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	6.5	7.0	6.7	6.5	7.5
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
ROA	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
ROE	4.9	5.5	5.7	5.7	6.1
Payout ratio	3,700	4,700	4,800	4,900	32.8

자료: NH투자증권 리서치본부

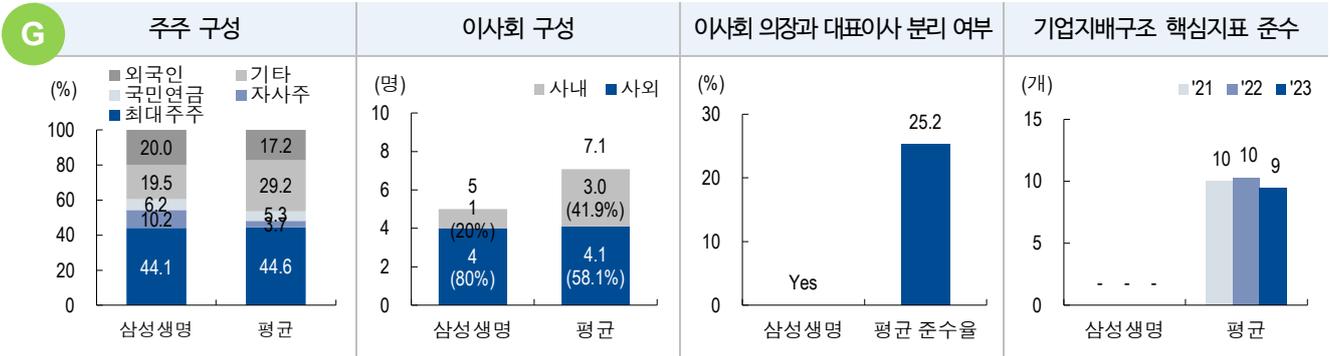
#### Historical Key financials (IFRS4 기준)

(단위: 십억원, %)

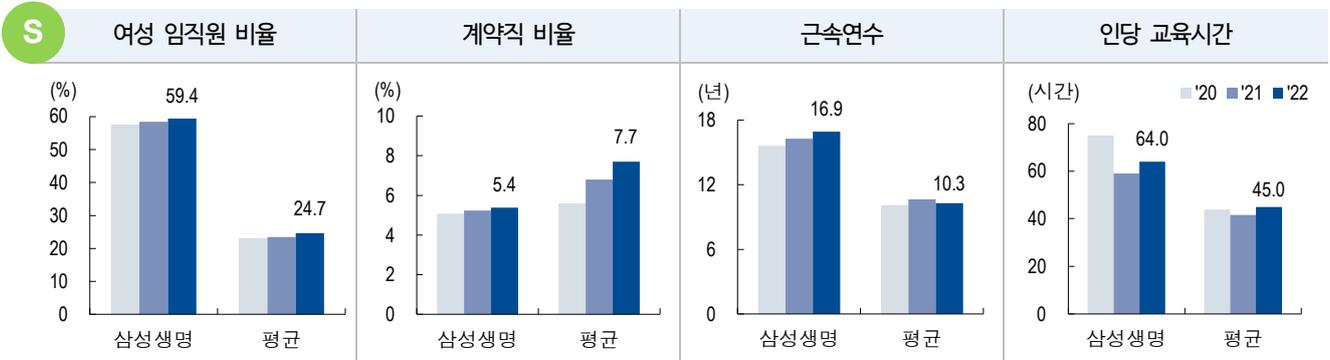
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
수입보험료	28,239	27,457	27,884	26,321	25,158	28,248	26,540	26,604	28,745
보험영업수익	17,695	17,612	17,046	16,947	16,475	16,591	18,194	18,149	19,450
보험영업비용	13,898	14,115	14,570	15,942	17,689	18,530	18,035	18,802	26,151
보험영업이익	3,797	3,497	2,476	1,006	-1,214	-1,939	159	-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

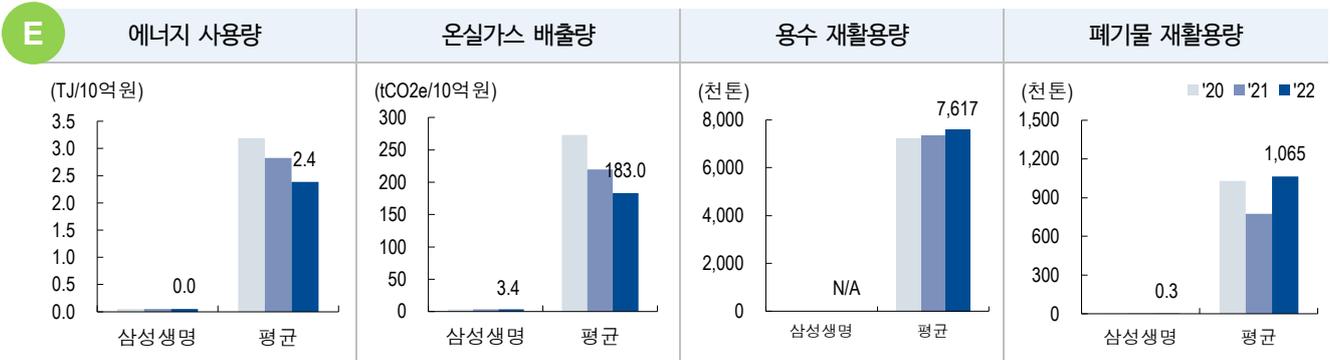
ESG Index & Event



주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 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	1,341	1,509	1,584
	- 수정 전		1,457	1,772	1,956
	- 변동률		-8.0	-14.8	-19.0
세전이익	- 수정 후	2,559	3,143	3,369	3,466
	- 수정 전		2,933	3,155	3,360
	- 변동률		7.2	6.8	3.2
<b>(지배지분)순이익</b>		<b>1,895</b>	<b>2,276</b>	<b>2,359</b>	<b>2,429</b>
EPS	- 수정 후	10,554	12,672	13,180	13,701
	- 수정 전		11,635	12,421	13,418
	- 변동률		8.9	6.1	2.1
PER		6.5	7.0	6.7	6.5
PBR		0.3	0.4	0.4	0.4
ROE		4.9	5.5	5.7	5.7

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

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	2023	2024E	2025F
<b>보험손익</b>	437.6	401.3	203.3	268.0	443.6	391.9	1,448.2	1,340.7	1,509.1
장기보험 손익	435	388	242	268	442	385	1,449	1,325	1,490
CSM 상각	326	327	381	351	357	358	1,368	1,427	1,500
RA 해제	148	84	80	80	80	79	468	319	325
예실차	-16	26	-114	-141	45	-25	-239	-207	-129
<b>투자손익</b>	-119	195	399	479	464	380	950	1,579	1,710
<b>지배순이익</b>	267	476	446	622	746	582	1,895	2,276	2,359
투자이익률	3.5%	2.7%	6.6%	4.4%	4.4%	4.2%	4.1%	4.0%	4.1%
운용자산	236,571	232,363	250,267	248,038	251,259	262,540	250,267	264,831	270,186
보험계약부채	153,726	174,871	189,485	163,283	168,827	173,454	189,485	175,035	178,126
BEL	138,752	160,069	174,373	147,877	153,253	157,596	174,373	159,056	161,380
RA	3,061	3,151	2,865	2,901	2,877	2,955	2,865	2,982	3,035
CSM	11,913	11,652	12,247	12,505	12,698	12,902	12,247	12,996	13,710
CSM 변동	609	-204	538	258	193	205	1,499	749	714
자본총계	41,730	42,792	42,436	41,510	39,586	39,978	42,436	40,342	41,928
신계약(월납환산)	77.9	64.0	55.7	85.1	68.6	67.2	262.4	285.7	282.6
신계약 CSM multiple	12.5	15.0	15.4	10.1	11.5	11.6	13.8	11.1	11.3

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
<b>보험손익</b>	<b>1,449</b>	<b>1,325</b>	<b>1,490</b>	<b>1,564</b>
장기	1,449	1,325	1,490	1,564
CSM 상각	1,368	1,427	1,500	1,579
RA 해제	468	319	325	325
예실차	-239	-207	-129	-138
PAA	0	0	0	0
<b>투자손익</b>	<b>950</b>	<b>1,579</b>	<b>1,710</b>	<b>1,785</b>
투자서비스손익	10,139	9,465	9,785	9,892
보험금융손익	-9,189	-7,886	-8,075	-8,107
<b>영업이익</b>	<b>2,398</b>	<b>2,918</b>	<b>3,219</b>	<b>3,368</b>
영업외손익	161	225	150	98
<b>세전이익</b>	<b>2,559</b>	<b>3,143</b>	<b>3,369</b>	<b>3,466</b>
법인세비용	-525	-43	842	867
<b>지배순이익</b>	<b>1,895</b>	<b>2,276</b>	<b>2,359</b>	<b>2,429</b>

Statement of financial position

	2023	2024E	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>314,696</b>	<b>328,389</b>	<b>334,785</b>	<b>336,046</b>
현금 및 예치금	5,494	4,231	4,315	4,335
AC	39	49	49	49
FVOCI	167,665	180,020	183,680	183,551
FVPL	44,552	57,301	58,387	62,804
<b>부채총계</b>	<b>270,378</b>	<b>288,047</b>	<b>292,856</b>	<b>292,565</b>
BEL	174,373	159,056	161,380	160,578
RA	2,865	2,982	3,035	3,034
CSM	12,247	12,996	13,710	14,405
<b>자본총계</b>	<b>42,419</b>	<b>40,342</b>	<b>41,928</b>	<b>43,481</b>
자본금	100	100	100	100
자본잉여금	125	125	125	125
이익잉여금	17,978	19,575	21,072	22,625
기타포괄손익누계액	26,333	22,658	22,749	22,749
신종자본증권	0	0	0	0

Profitability / Growth

	2023	2024E	2025F	2026F
<b>수익성 (%)</b>				
신계약 CSM multiple	13.8	11.1	11.3	11.3
CSM 상각률	11.2	10.7	10.6	10.6
CSM 부리율	2.8	3.5	3.3	3.3
CSM 조정률	-9.9	-11.6	-10.8	-10.8
<b>성장성 (%)</b>				
CSM(잔액)	-	6.1	5.5	5.1
CSM(신계약)	-	-12.8	0.8	3.5
지배순이익	-	20.1	3.7	3.0
자산총계	-	6.8	2.0	0.5
자기자본	-	-4.9	3.9	3.7
신계약	12.8	8.9	-1.1	3.4

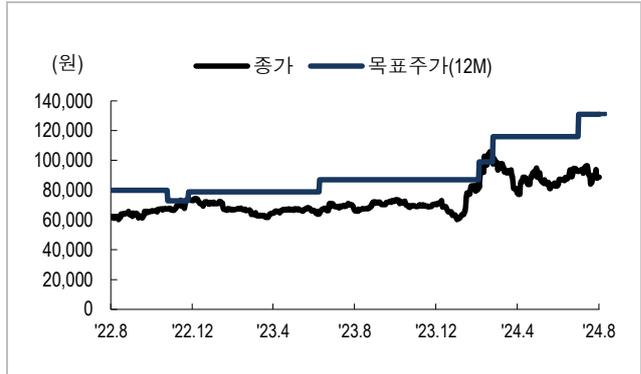
Valuation

	2023	2024E	2025F	2026F
<b>Valuation</b>				
EPS (원)	10,554	12,672	13,180	13,701
BPS (원)	236,314	224,650	234,960	246,778
DPS (원)	3,700	4,700	4,800	4,900
PER (배)	6.5	7.0	6.7	6.5
PBR (배)	0.3	0.4	0.4	0.4
ROE (%)	4.9	5.5	5.7	5.7
ROA (%)	0.7	0.8	0.8	0.8
배당성향 (%)	35.1	37.1	36.3	35.5
배당수익률 (%)	5.4	5.3	5.4	5.5

투자 의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.07.18	Buy	131,000원(12개월)	-	-
2024.03.12	Buy	116,000원(12개월)	-23.4%	-12.7%
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%	-
2022.11.11	Hold	73,000원(12개월)	-5.0%	-
2022.10.26		1년경과	-16.0%	-
2021.10.27	Hold	80,000원(12개월)	-19.9%	-

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 6월 30일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
85.9%	14.1%	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.