

삼성생명 (032830)

살을 내주고 뼈를 취하다

2024년 5월 17일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	120,000 원 (유지)
✓ 상승여력	26.3%	✓ 현재주가 (5월 16일)	95,000 원

[생명보험]

임희연 수석연구원
 ✉ heeyeon.lim@shinhan.com

김민중 연구원
 ✉ minjongkim@shinhan.com

신한생각 수익성을 내주고 성장성을 취한 대표적 모범 사례

중기 주주환원 정책 관련 세부 내용과 발표 시점 등 공개되지 않아 우수함 실적에도 불구하고 단기 주가 모멘텀은 1-2위권 손해보험사 보다 적음. 다만 생명보험 업종 내에서 가장 우수한 펀더멘털을 보유한 점 감안 시, 최근 손해보험 업종을 놓쳤다면 좋은 대안으로 활용 가능

1Q24 Review: NP 6,221억원(-12% YoY), 여닝 서프라이즈

OP 7,463억원(-15.4%, 이하 YoY), NP 6,221억원(-12%, 당사 추정치 5,530억원). 컨퍼런스콜 주요 내용은 2p부터 후술

[신계약 및 CSM] 보장성 월초 705억원(+66%), 단기납 종신 판매와 더불어 소비자들의 노후자금 수요를 노린 환급강화형(hybrid형) 상품 출시 덕분. 건강보장 CSM 전환배수 17.4x, 6.3x QoQ 하락, 이 중 -4x 포트 변화, -2.3x 사업비 등. 환급강화형은 일부 저축 성격이므로 CSM 전환배수 11x에 불과. 신계약 CSM 0.9조원(+1%), 기말 CSM 12.5조원(+2% YTD)

[예실차 및 기타] 예실차 -140억원(적지, -694억원), 안정적 흐름 유지. 기타 -1,150억원(적지, -452억원) IBNR 제도 변경 관련 -780억원 반영

[자산운용] 투자영업이익률 2.7%, 해약 증가 등에 따른 원가부채 1.5조원 감소 영향 및 당분기 할인을 인하여 따른 부담이율 5bp 하락 덕분

[자본정책] K-ICS 210%, 주주환원 정책 검토 중, 확정시점 특정 어려움. 적정 K-ICS 비율은 200~220%(유럽 선진사 AAA 수준)

Valuation

2024F ROE 5.3%, PBR 0.52x, DY 4.7%, 목표주가 12만원 유지

12월 결산	보험손익 (십억원)	투자손익 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	DY (%)
2022	-	-	-	-	-	-	-	-
2023	1,448.7	949.7	2,398.4	1,895.3	7.3	5.1	0.4	5.4
2024F	1,387.7	1,017.8	2,405.5	1,942.9	9.8	5.3	0.5	4.7
2025F	1,628.0	774.4	2,402.4	2,002.8	9.5	5.3	0.5	5.3
2026F	1,730.2	938.2	2,668.4	2,228.3	8.5	5.8	0.5	5.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision

실적추정치	유지
Valuation	유지

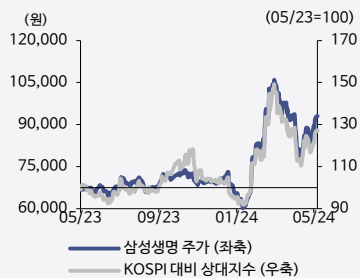
시가총액	19,000.0십억원
발행주식수(유동비율)	200.0백만주 (44.9%)
52주 최고가/최저가	106,000 원/60,100 원
일평균 거래액 (60일)	52,449백만원
외국인 지분율	19.8%

주요주주 (%)

삼성물산 외 7인	44.1
신세계 외 1인	8.1

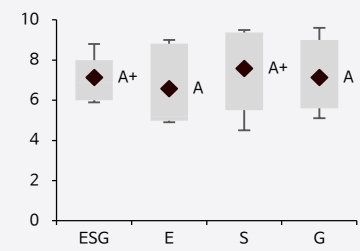
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	19.8	18.3	41.8	39.3
상대	13.6	13.8	27.7	35.1

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



컨퍼런스콜 주요 Q&A 요약

Q. 주주환원 관련, 적정 지급여력비율 유지 하에 다양한 검토하겠다고 했는데, 당사에서 생각하는 적정 비율은? 현재 1Q24는 210%인데, 200~220%를 적정으로 본다면 surplus capital이 타이트하다고 생각됨

A. 당사는 SolvencyII를 적용하는 유럽 선진국의 AAA 수준의 200~220% K-ICS 비율을 목표. 올해 3월말 수준이 210% 정도

2026년 말까지 할인을 인하 등이 예정되어 있긴 함. 다만, 할인을 인하 정책이 단기적으로 2026년 말까지 나눠 적용돼서 그 영향도 당사에 나눠서 적용될 것. 신계약 CSM이 (+)되는 것을 감안하면 당사가 목표하는 바를 달성할 수 있을 것 따라서 주주환원정책 의사결정 시 K-ICS가 큰 이슈가 될 것으로 생각하지 않음

Q. 회사 포트폴리오가 건강보험 중심으로 바뀌어가고 있는데, 신계약 판매 시점에 가정이 충분히 보수적인지? CSM 조정이 계속적으로 발생하고 있고, 아시아 각국의 메디컬 클레임 트렌드를 보면 클레임이 굉장히 올랐음. 회사의 손해율도 올라가고 있는 모습을 보이고 있어 판매 시점에는 신계약 CSM을 많이 잡아놓지만 추후 리스크가 되지 않을까 생각. 판매시점의 계리적 가정이 보수적인지?

A. 신계약 판매 시점의 가정은 신계약과 보유계약 따로 적용하지 않고 일관성 있게 같이 적용 중. 당사는 IFRS17 전환 시 감독당국의 LAT라든지, 전환시점 K-ICS에서 정한 내부 산출 기준을 가지고 있음

주요 13가지 가정 중 사업비는 1년, 약대는 3년, 나머지 가정들은 5년 가중 평균을 적용 중. 이러한 상황에서 손해율의 경우 통계가 있고, 당사가 대외적, 합리적으로 설명할 수 있는 부분에 대해서는 추정을 적정하게 반영했다고 생각. 개인적으로는 근거와 통계가 없이 보수적으로 가정 적용하는 것도 문제가 있다고 생각

다만, 최근 보험사들이 CSM 조정 발생하는 것은 시장 경쟁과 경제적 변수에 따른 해약이 과거에 비해 증가하는 것과, 손해율 측면에서 코로나 때 늘려있던 지급금들이 일시 증가하는 것으로 판단

예실차라든지, 가정의 실적이 나빠지면 4분기 가정 조정을 통해 현실과 가깝게 수렴하기 때문에 시간은 걸릴 것으로 판단되나, 당사의 가정에 대해 적정하게 적용하고 있다고 판단

Q. 이번에 CSM 조정 (-) 폭이 컸는데, 세부 내역은?

A. 1Q 당사 CSM 조정금액은 약 3,600억원, 할인율 제도 변경 영향은 약 1,200억원. 나머지 요인들은 1분기의 해약 증가에 따른 당기분 예실차와 분기말 부채 평가라는 보유계약의 변동에서 기인한 것

Q. 투자이익 관련, 저변 컨볼에서 ROE 제고 고민 많고 투자이익으로 개선하겠다고 했는데 그에 따른 포트 변화였는지? 앞으로 투자 이익 개선을 위한 계획은?

A. 안정적인 ALM 관리를 위해 장기채권 투자를 최우선 고려 중. 하지만 수익률 제고를 위해 대체자산 등 자산 다변화를 계속해 추진 중

당사는 부동산 금융, 프로젝트 금융, 실물 부동산, PE 등 다변화자산 규모는 55.3조원으로 운용자산의 29% 수준. 해당 다변화 자산은 20년말 이후로 꾸준히 증가 중. 다변화 자산 비중은 20년말 25.5%에서 29.4%로 증가. 이러한 규모의 증가는 수익증권의 손익이 꾸준히 증가하는 모습에서 확인 가능

대체를 포함한 다변화 자산은 중장기적으로 확대할 예정이며, 안정적 포트폴리오 구축해 나갈 것

Q. 화재의 경우 8월쯤 자사주 매입·소각 발표 가능성 크다고 했는데, 당사도 전향적인 성향 가지고 있는 걸로 아는데 그 시점은 언제일지?

A. 현재 당사는 2월 밸류업 발표 이후 내부적으로 기업가치 제고를 위한 다양한 방안 검토 중. 아직 구체적 내용 결정되지 않았지만 신제도 도입으로 개선된 펀더멘털을 기반으로 총주주환원을 제고하는 방면에서 다각도로 검토하고 있고, 검토되는대로 시장에 공유할 것

특히 연간 3조원 이상의 신계약 CSM 창출과 운용이익률 개선, 안정적인 자회사 연결 손익을 기반으로 IFRS17 순익은 순증 기조를 이어갈 것으로 예상. 또한, 금융당국의 제도 강화에도 불구하고 K-ICS 비율 또한 200% 이상 유지될 것으로 전망. 이러한 펀더멘털 개선이 기업가치 제고로 이어지도록 밸류업 방안 마련할 것

다만 검토에 시간이 소요되고 있고, 발표 시기를 특정해 말할 수 없는 점은 양해바람. 시장 기대에 부합하는 주주환원을 공유하도록 노력할 것

Q. 신계약 수익성 관련, 건강보험 CSM 마진과 환급강화형 상품 제외하고는 수익성이 어느정도 유지됐다고 했는데, 신계약 수익성 하락의 요인들이 어떻게 작용한 것인지? 대표적으로 할인을 인하 등이 마진에 영향 줬을 것으로 예상. 환급 강화라고 했는데 1Q에 단기납 종신으로 이해됨. 건강보험의 경우 환급 강화 상품이라고 하는 게 어떤 종류였는지, 종신과 건강을 나눠 수익성이 변한 이유와 2Q 어느정도의 마진을 생각하면 될지?

A. 1분기 수익성 가정 변경 및 단기납 종신 경쟁 대응, 건강시장 확대 과정에서 전년 비 수익성 하락. 종신의 경우, 단기납종신 시장 대응 측면에서 수익성 하락. 건강 담보 수익성은 2023년말 대비 2,570%에서 1,740%로 하락. 이는 건강시장 본격 공략을 위해 환급강화형 건강보험 CSM 마진이 1,100%의 상품을 판매하며 나타남. 기존 고마진 상품의 경우 2,140%로 양호한 수준에 있음

참고로 환급 강화형이라고 하면, 과거 종신보험은 순수 사망 또는 환급률 위주의 종신이 많았음. 또, 건강의 경우 실제 진단이나 치료 발생하지 않은 경우, 계약이 소멸되어 환급금이 없는 상품들이 많이 있었음. 최근 수명이 늘어나며 고객들이 건강상품을 가입하며 계약 보장을 받지 못하고 소멸하는 우려가 크고, 계약을 유지하며 어느정도의 환급률, 혹은 경제적 어려움에 처했을 때 환급이 가능한 하이브리드형 상품 니즈가 커지고 있고, 이를 반영한 상품이 환급강화형 상품

기존 당사의 종신보험, 고수익 건강보험의 상품경쟁력 확대 및 새로운 니즈 반영을 위한 환급강화형 건강보험 포트폴리오 확대로 수익성 하락했으나, 물량 확대로 인해 신계약 CSM은 당초 계획보다 확대된 2,859억원 확보

2분기 이후에도 현재와 같은 건강보험 경쟁력 확대할 예정

Q. 보유계약에서 CSM 상각액이 4분기 늘었다가 이번엔 줄어든 것으로 나타남. 동시에 CSM 손익을 별도로 명기했는데, 기존에 설명한 것과는 다른 방식으로 보임. CSM 손익에 대한 설명 부탁, 4Q에 갑자기 늘었다가 줄어든 이유는?

A. CSM 상각이 4Q 3,810억원에서 1Q 3,510억원이 된 차이 설명. 지난 4Q 3,810억원 상각액에는 일회성인 400억원이 영향을 줬음. 회계연도 결산을 하며 소멸계약에 대한 약대 미수이자를 일회성 기타손익으로 인식한 부분을 상각액에 반영. 시계열로 말하면, 작년 1Q, 2Q는 금감원 가이드라인으로 건강보험 상각률에 심도를 반영하면서 소폭 하락한 영향, 4Q는 400억원 제외하면 2Q부터 이번 1Q까지 매분기 CSM상각액은 증가하고 있음

금번 상각액과 손실환입을 나눠서 보여드리는 것은 시장과 소통을 투명하게 하기 위함. CSM 손실과 환입은 당사가 144개의 GOC를 가지고 있는데 일부는 손상이 나는 계약들이 있음. 그러한 GOC들은 CSM이 없기 때문에 예실차가 발생한다든지, 가정이 변경될 경우 일부 당기에 CSM 손실로 인식하게 됨

4Q23와 1Q24의 CSM 손익과 환입이 큰 이유. 4Q 감독원 권고에 따라 약관대출의 마진을 낮추며 일회성 요인 발생. 1Q는 금감원 단계적 할인을 인하 영향

Q. CSM 마진 관련, 신계약 CSM 전체 마진은 이번 분기 어느정도? 추세로 보면 타사는 증가 또는 유지를 전망하는 회사도 있는데, 당사는 전체 신계약 CSM 마진을 어떻게 전망하나?

A. 작년 대비 1Q24 종신 환급률 경쟁에 따른 상품 경쟁력 강화, 건강시장 확대에 따른 상품경쟁력 강화로 수익성 하락. CSM 상세 관련은 팩트시트 참고

2Q 이후부터 단기납 경쟁 완화에 따른 물량 감소에 대응해 수익성 중심의 상품 포트폴리오 확대를 통해 CSM 총량 확대를 추진하려고 함. 세부적으로 말하면, 종신의 경우 1Q 저수익, 단기납 행복종신 같은 환급률 경쟁으로 수익성 낮았으나, 2Q부터는 중수익 일반보험 중심과 균형 판매로 수익성 개선할 것

종신대비 수익성이 높은 고수익 건강보험의 경우 생손보 시장 경쟁을 통해 판매 확대가 가능하도록 신상품의 담보개발을 통해 수익성 및 총량을 견지할 예정. 상품 포트폴리오 관리 및 물량 확대를 통해 CSM 총량은 3.2조원 이상 달성 목표

Q. 예실차 관련 1Q 계절성이 있는 것으로 아는데 생각보다 괜찮은 편. 일회성이 있는지? 앞으로도 이 정도를 예상하면 될지?

A. 작년 1분기 예실차가 컸던 이유는 사업비 쪽에서 2~3년에 한번씩 반영하는 사내복지기금, 세금조정분 등 일회성 요인 때문. 사업비 예실차의 경우 1Q 수치가 당사의 실질이라고 생각하면 됨. 코로나 이후 보험금 증가 부분 때문에 보험금 예실차가 소폭 증가, 지급이나 관리를 통해 예실차는 최대한 0에 가깝게 관리 목표 중, 1Q24 수준의 예실차 수준을 당사의 향후 모습으로 이해 바람

Q. K-ICS 감소 요인으로 할인율 인하와 기초가정 위험액 신설, Breakdown 부타

A. K-ICS 219%에서 210%로 하락, 부채 할인율 인하로 인한 영향 13~15%p, 기초가정리스크는 1%p 정도. 반면, 신계약 CSM 확대와 금리 추가 상승으로 인해 7~9%p 상승하는 효과, 전체 9%p 하락으로 전망

할인율 인하는 26년 말까지 예정되어 있음. 신계약으로 인한 CSM 증가효과가 가용자본에 (+)되는 효과가 있으므로 K-ICS는 210% 내외 수준으로 전망. 할인율 제도 강화가 종료되는 27년부터는 지속 상승 기대

Q. 향후 예정된 제도강화에 대한 부분 유추할 수 있게 자산부채 듀레이션 각각과 할인을 인하 과정에서 부채 듀레이션에 대한 확대가 어느정도 될지?

A. 부채듀레이션 10.3년, 자산은 9년으로 갭은 1.3년 수준, 부채 할인율이 26년 까지 단계적으로 인하 예정인데 한꺼번에 반영됐다는 가정을 하면 부채는 1.4년 정도 증가할 것으로 보임. 작년 하반기 할인율 인하 제도가 발표됐는데, 이를 고려해 당사는 작년 하반기부터 매년 초장기채를 6~7조 정도 투자하는 계획 세우는 중. 해당 계획 실행 시, 부채 할인율 인하에 따른 듀레이션 갭을 다시 0으로 만드는 수준. 동사는 지속적으로 갭 축소를 위해서 본드 포워드, 초장기채를 활용한 ALM 외에도 공동재보험 출재 등 다양한 방법 검토 중

Q. 이번 호실적이 상당 부분 부담이자 일반 계정 쪽에서의 보험금융비용이 덜 나온 것이 크다고 생각. 이번에 1.4조원 중반이라 전년 분기 평균대비 700억원 정도 덜 나옴. 부리 대상인 보험부채 자체는 늘어났을텐데 부담이자 줄어든 원인과 추정을 위해 고려해야하는 요소가 부채에 대한 할인율을 곱하는 것만으로 설명이 되는게 아닌지?

A. 부리이자 감소는 두 가지로 설명 가능. 부담이자 감소 계산 시 일반계정에 대상이 되는 2010년 초반에 팔았던 즉시연금, 최근 해약 증가에 따른 원가부채가 1.5조원 이상 줄었음. 그리고 1Q 금감원 할인율 인하에 따른 부담이율이 5bp 정도 줄었음. 향후 부담이자 수준은 1Q 수준으로 전망

Q. Sol II 기준으로 K-ICS 비율 이야기했는데, 유럽회사들이 Sol II 기준 150% 이상을 초과 자본으로 보고 정책 수립. 만약 기준으로 삼을 수 있는 자본비율이 있다면 K-ICS 200~250%를 기준으로 봐야하는지? 과거에 당사의 초과자본이 많다고 생각했는데 이번에는 적정 수준이라고 보여짐

A. Sol II 적용 유럽 선진사 기준 AAA인 경우 K-ICS 210~220% 정도, AA+는 200%로 관리하는 것으로 판단. 지금 150% 넘어가는 것을 배당이나 그런 정책으로 활용한다고 질문했는데, 유럽 선진사 중에서도 회사별로 차이가 있음

당사가 확인한 바로는 195%가 넘어가는 회사들은 그 이상을 배당으로 가져가는 것으로 알고 있음. 당사가 200~220%로 소통하는 이유는 금리 변화에 따른 변동폭, 현재도 계속되는 제도 변경, 강화에 대한 버퍼 개념으로 범위로 말하고 있음. 제도가 안정되면 범위를 계속 좁혀가며 소통할 수 있을 것으로 판단

Q. Q&A 퀄리티 개선을 위해 동시 통역 컨퍼런스콜로 진행 부탁

A. 내부적으로 검토하겠습니다

1Q24P 실적 요약

(십억원, %)	1Q24P	4Q23	1Q23	% QoQ	% YoY	컨센서스	% Gap	신한 추정치	% Gap
보험손익	268.0	242.5	383.8	10.5	(30.2)			351.1	(23.7)
투자손익	478.3	359.4	498.0	33.1	(4.0)			325.3	47.0
영업이익	746.3	601.9	881.8	24.0	(15.4)	727.7	2.6	676.4	10.3
지배주주순이익	622.1	445.6	706.8	39.6	(12.0)	542.0	14.8	553.0	12.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		% Change	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
보험손익	1,585.8	1,772.5	1,387.7	1,628.0	(12.5)	(8.2)
투자손익	798.0	583.6	1,017.8	774.4	27.5	32.7
영업이익	2,383.8	2,356.1	2,405.5	2,402.4	0.9	2.0
지배주주순이익	1,896.1	1,926.6	1,942.9	2,002.8	2.5	4.0

자료: 신한투자증권 추정

분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	증감률
보험손익	383.8	434.6	387.8	242.5	268.0	366.8	380.8	372.1	1,448.7	1,387.7	(4.2)
CSM 손익	382.0	320.8	299.0	300.0	317.0	338.6	349.1	356.7	1,301.8	1,361.4	4.6
RA 변동	155.0	148.2	84.2	81.0	80.0	72.5	73.5	73.8	468.4	299.8	(36.0)
예실차	(83.4)	(1.3)	25.7	(99.5)	(14.0)	(12.3)	(15.0)	(20.2)	(158.5)	(61.5)	적지
기타1	(69.8)	(33.1)	(21.1)	(39.0)	(115.0)	(32.1)	(26.8)	(38.2)	(163.0)	(212.0)	적지
투자손익	498.0	(116.3)	208.6	359.4	478.3	232.9	200.5	106.0	949.7	1,017.8	7.2
영업이익	881.8	318.3	596.4	601.9	746.3	599.7	581.3	478.1	2,398.4	2,405.5	0.3
영업외손익	74.6	39.7	32.9	13.5	84.4	36.3	36.3	36.3	160.7	193.4	20.4
세전이익	956.4	358.0	629.3	615.4	830.8	636.1	617.6	514.5	2,559.1	2,598.9	1.6
지배주주순이익	706.8	267.4	475.6	445.6	622.1	474.4	459.5	386.9	1,895.3	1,942.9	2.5
보장성 신계약 APE	510.8	778.4	611.3	509.2	849.9	706.8	698.7	761.8	602.4	754.3	25.2
CSM 전환배수	13.3	12.6	15.1	15.6	10.2	10.8	10.6	11.0	14.0	10.6	(24.3)
CSM 상각률	2.9	2.7	2.5	3.0	2.7	2.6	2.6	2.6	9.5	9.0	(5.0)
신계약 CSM	846.0	969.9	956.4	855.8	857.6	756.8	734.8	836.0	3,628.2	3,185.1	(12.2)
기말 CSM	11,304.3	11,912.8	11,708.9	12,247.4	12,504.9	12,873.0	13,103.0	13,419.6	12,247.4	13,419.6	9.6
투자영업이익률	-	4.6	2.5	2.6	2.7	2.4	2.4	2.3	2.5	2.5	(1.7)
ROE (평균)	-	2.9	5.1	4.7	6.7	5.2	5.0	4.2	5.1	5.2	0.2
ROA (%)	-	0.4	0.7	0.6	0.9	0.6	0.5	0.5	0.7	0.6	(0.1)

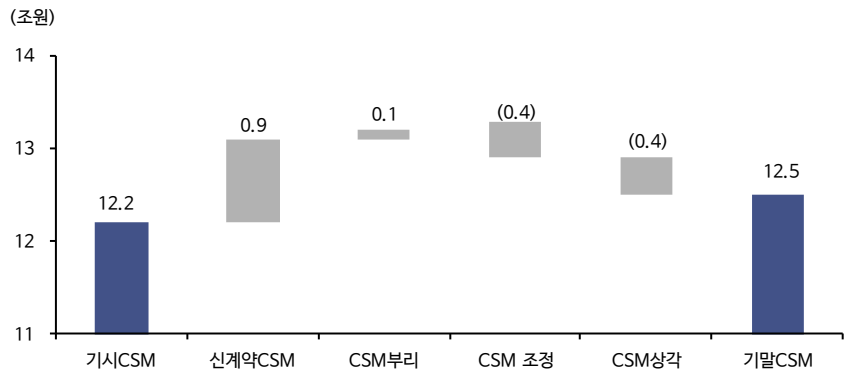
자료: 신한투자증권 추정

목표주가 산출 테이블

FAIR PRICE BASED ON PBR	삼성생명
ROE (%)	5.3
Adj. Cost of capital (%)	6.7
Risk free rate (%)	3.5
Beta	0.5
Market return (%)	6.8
Adjustment (%)	
Long-term growth (%)	0.0
Fair P/ B (x)	0.8
Discount/Premium	(20.0)
Adj. Fair P/B (x)	0.6
BPS (원)	183,006
Target Price (won)	120,000
Upside	26.3%

주: 신한투자증권 추정

1Q24P CSM Movement



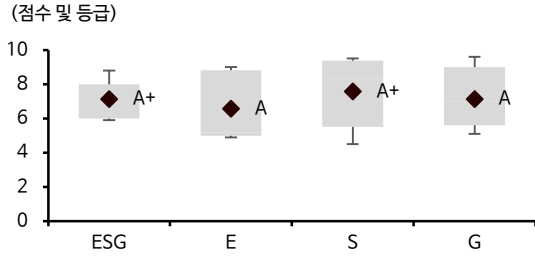
자료: 회사 자료, 신한투자증권

ESG Insight

Analyst Comment

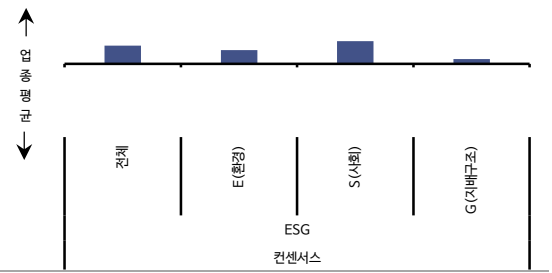
- ◆ E: 2030년 ESG 투자 잔고 20조원 이상 달성 목표로 녹색/지속가능채권 및 수자원, 신재생 대체자산 투자 중
- ◆ S: 매년 모든 임직원 대상으로 '상호존중문화 교육'과 '준법교육' 진행 및 '임직원 가이드라인 준수 서약서' 작성
- ◆ G: IFRS17 신회계제도 기준 경상이익의 35~45%를 배당재원으로 매년 DPS를 증가시키는 배당정책 추진

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

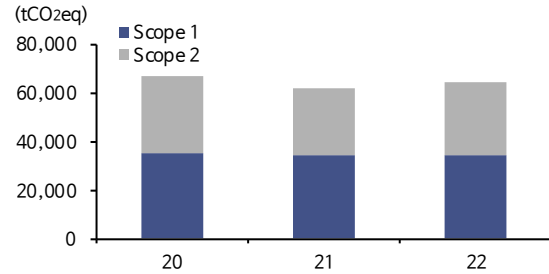
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

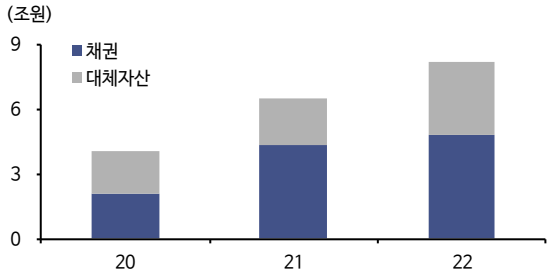
Key Chart

온실가스 배출 현황



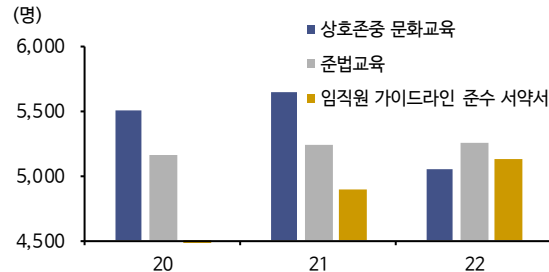
자료: 회사 자료, 신한투자증권

ESG 보유자산 현황



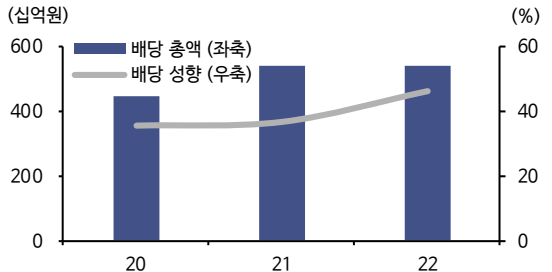
자료: 회사 자료, 신한투자증권

인권 교육 및 의식 제고 활동 실적



자료: 회사 자료, 신한투자증권

배당총액 및 배당성향 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

연결재무상태보고서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	-	279,474.1	338,336.4	341,765.6	345,434.5
운용자산	-	247,053.0	245,557.6	250,493.3	256,297.3
비운용자산	-	4,876.8	65,262.4	63,755.9	61,620.8
특별계정자산	-	27,544.2	27,516.4	27,516.4	27,516.4
부채총계	-	241,946.4	301,735.3	304,279.0	306,960.7
책임준비금	-	192,391.3	223,347.7	225,891.4	228,573.2
보험계약부채	-	162,477.1	194,181.3	196,644.9	199,274.0
GM: 일반모형	-	189,573.7	194,181.3	196,644.9	199,274.0
BEL	-	174,461.7	177,813.2	179,656.3	181,752.6
RA	-	2,864.7	2,948.5	2,948.6	2,946.4
CSM	-	12,247.4	13,419.6	14,040.0	14,575.0
특별계정부채	-	27,552.8	27,489.0	27,489.0	27,489.0
자본총계	-	37,527.7	36,601.2	37,486.6	38,473.7
자본금	-	100.0	100.0	100.0	100.0
자본잉여금	-	6.1	6.1	6.1	6.1
신용자본증권	-	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	-	13,178.0	13,776.4	15,030.5	16,436.8
자본조정	-	(2,110.4)	(2,110.4)	(2,110.4)	(2,110.4)
기타포괄손익누계액	-	26,354.0	24,829.0	24,460.4	24,041.1

CSM Movement

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
기초 CSM	-	10,748.7	12,247.4	13,419.6	14,040.0
신계약 CSM	-	3,628.2	3,185.1	3,283.0	3,186.3
이자부리	-	401.6	455.2	491.4	511.7
CSM 조정	-	(1,163.4)	(1,072.8)	(1,661.5)	(1,614.6)
CSM 상각	-	(1,367.7)	(1,395.3)	(1,492.4)	(1,548.4)
기말 CSM	-	12,247.4	13,419.6	14,040.0	14,575.0
CSM 전환배수 (배)	-	14.0	10.6	11.4	11.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

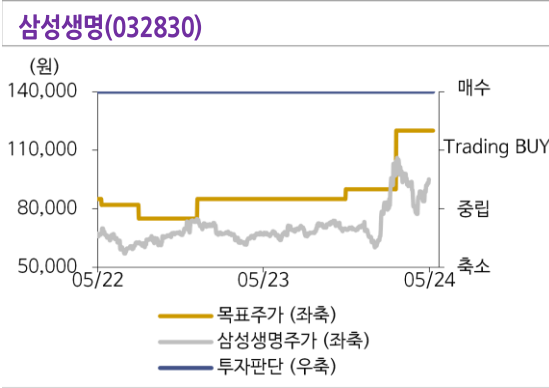
연결손익보고서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
보험손익	-	1,448.7	1,387.7	1,628.0	1,730.2
CSM 상각	-	1,301.8	1,361.4	1,492.4	1,548.4
RA 변동	-	468.4	299.8	293.9	294.7
예실차	-	(158.5)	(61.5)	(47.1)	(31.6)
기타	-	(163.0)	(212.0)	(111.3)	(81.3)
투자손익	-	949.7	1,017.8	774.4	938.2
영업이익	-	2,398.4	2,405.5	2,402.4	2,668.4
영업외손익	-	160.7	193.4	283.6	317.5
세전이익	-	2,559.1	2,598.9	2,686.0	2,985.8
법인세비용	-	525.3	516.1	534.1	591.8
지배주주순이익	-	1,895.3	1,942.9	2,002.8	2,228.3

Valuation Indicator

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (원)	-	9,477	9,715	10,014	11,141
BPS (원)	-	187,639	183,006	187,433	192,369
PER (배)	-	7.3	9.8	9.5	8.5
PBR (배)	-	0.37	0.52	0.51	0.49
ROE (%)	-	5.1	5.3	5.3	5.8
ROA (%)	-	0.7	0.6	0.6	0.6
배당성향 (%)	-	35.1	41.6	44.8	44.3
DPS (원)	-	3,700	4,500	5,000	5,500
배당수익률 (%)	-	5.4	4.7	5.3	5.8

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 02월 23일	매수	85,000	(24.8)	(20.9)
2022년 05월 26일	매수	82,000	(23.7)	(14.9)
2022년 08월 16일	매수	75,000	(11.3)	(0.4)
2022년 12월 23일	매수	85,000	(21.1)	(13.8)
2023년 06월 24일		6개월경과	(18.0)	(13.2)
2023년 11월 15일	매수	90,000	(19.2)	15.4
2024년 03월 05일	매수	120,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 임희연, 김민중)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 삼성생명을 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적차와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하 	섹터	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 05월 15일 기준)

매수 (매수)	94.24%	Trading BUY (중립)	3.70%	중립 (중립)	2.06%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------