

명실상부(名實相符), 보험사 밸류업 최대 수혜주

삼성생명 (KS.082830)

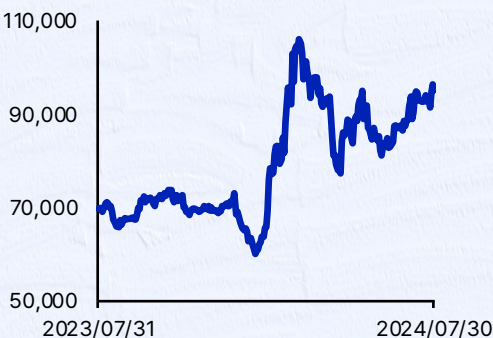
- BUY -

현재주가 (24.07.31)	96,500
목표주가	127,000
Upside Potential	32%

- STOCK DATA -

KOSPI	2,765.07
시가총액(억 원)	190,200
발행주식수(주)	200,000,000
외국인보유비중(%)	20.71%
52주 최고(원)	106,000
52주 최저(원)	60,100

- STOCK PRICE -



- Team AK-99 -

전승윤	
김주연	
한경엽	
한서경	

◆ Company Introduction

동사는 삼성계열 생명보험회사로, 인간의 생애 주기에 발생하는 불의의 사고에 대한 손실을 보전하는 보험 상품을 제공한다. 특히 질병, 암, 사망을 담보로 하는 보장성 보험을 주력으로 판매하며, 수익성과 성장성, 자산건전성 및 높은 배당성향 등 모든 지표에서 1위 보험사의 위치를 지닌다. 또한 적극적인 주주환원 정책과 배당여력을 바탕으로 밸류업 프로그램의 최고 수혜주가 될 것으로 전망된다.

◆ Investment Summary

밸류업으로 일취월장(日就月將)을 노리다

동사는 우수한 주주환원 여력을 기반으로, 적극적인 주주환원책 확대를 통해 밸류업 프로그램의 수혜를 누릴 준비를 마쳤다. K-ICS 제도 도입 이후, 매 분기 220% 내외의 K-ICS 비율 유지와 해약환급금 준비금의 미발생은 동사의 안정적인 배당여력을 보여준다. 나아가, 개인 최대주주(이재용)의 상속세 자원 마련에 따른 배당 확대의 필요성에 따라 동사의 DPS는 **2024년 4,000원에서 2025년 4,400원까지** 증가할 전망이다.

명불허전(名不虛傳), 생명보험사 1위의 신계약 CSM

동사의 배당여력 확보를 위해서는 안정적인 CSM 성장이 뒷받침 되어야 한다. 동사는 소비자 니즈를 정확히 파악한 건강보험 중심의 상품 출시와 배타적 사용권을 통한 상품 경쟁력으로 견조한 신계약 CSM 증가를 보여줄 전망이다. 또한, 차별적인 보유 계약 유지율을 기반으로 한 안정적인 CSM 조정 관리를 통해 CSM 잔액 감소 또한 최소화 할 예정이다. 이에, 동사의 CSM 잔액은 **2024년 13.5조 원, 2025년 14.6조 원까지** 성장하며 명실상부 생명보험사 1위의 지위를 이어갈 전망이다.

◆ Valuation

ROE-PBR Valuation을 사용해 산출한 동사의 2025년 목표주가는 127,000원, 상승여력 **32%**로 삼성생명에 대한 매수 의견을 제시한다.

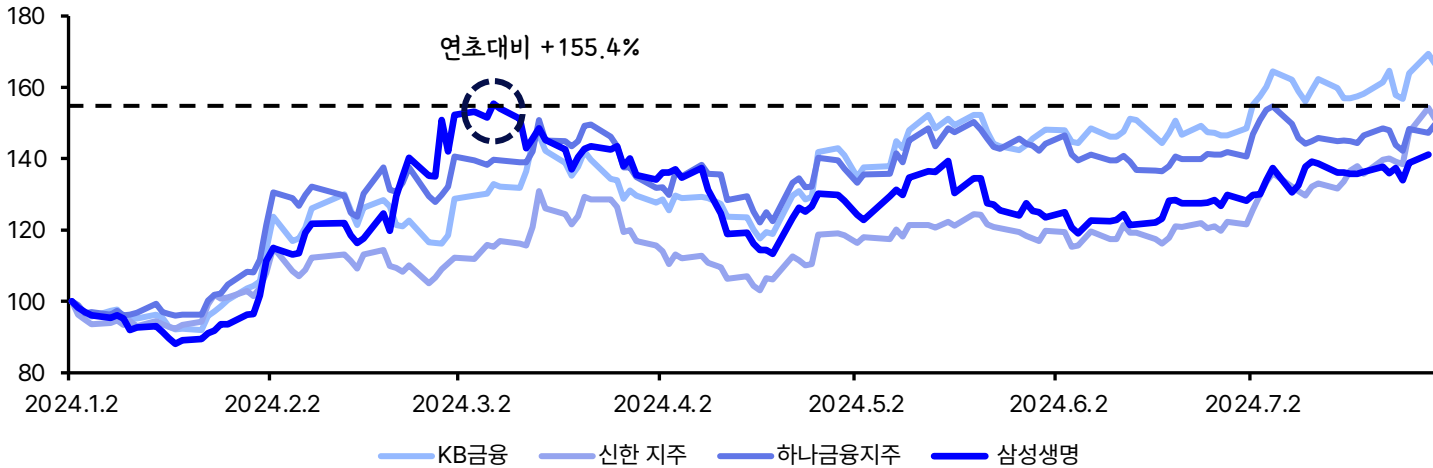
단위 : 십억 원	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	1,668	1,449	1,472	1,740
투자손익	512	950	1,621	1,815
당기순이익	2,308	2,034	2,032	2,204
EPS(원)	10,851	9,475	10,160	11,018
DPS(원)	3,000	3,700	4,000	4,400
P/B	-	0.29	-	0.47
목표 주가(원)	-	-	-	127,000

“코리아 디스카운트”

2024년 국내 증시의 화두는 단연 밸류업 프로그램이다. 올해 초 대표적인 저 PBR주인 대부분의 금융주들이 밸류업에 대한 기대감으로 주가가 상승하였으나, 주주환원에 대한 의지와 역량에 따라 종목의 차별화가 발생했다.

이러한 상황 속, 보험사들은 IFRS17 도입에 따른 불확실성으로 이러한 투자자들의 기대감이 현실로 실현되지 못했다. 즉 보험사들은 여전히 저평가에 머물러 있으나, 투자자들은 ‘보험사들이 회계제도의 불확실성속에서 주주환원의 확대가 가능한가’라는 의문으로 보험사 투자에 망설이고 있는 상황이다.

[자료 01] 삼성생명, 금융 3사 주가 비교



출처: KRX, Team AK-99

*2024.01.02 = 100

"최적의 매수 타이밍은 위기가 기회로 다가올 때이다" - 존 템플턴

위 차트에 포함된 금융 3사와 동사의 명확한 차이점은 기대감의 증명에 따른 한계점 돌파 여부이다. 구체적인 주주환원책을 제시하지 못한 보험사에 비해, 금융사들은 적극적인 주주환원책을 제시하면서 기대감으로 상승한 주가를 돌파하였다. 그러나 동사는 보험업에 불어온 변화에 적응하기 위해 잠시 숨을 고르고 있었을 뿐, 이제 자신만의 페이스대로 달려 나가 한계를 돌파할 기회가 다가왔다.

[우수한 수익성] IFRS17의 본격적인 도입 이후 동사는 3.6조 원의 신계약 CSM 확보와 CSM 성장률 13.9%를 달성하며, 보험사 수익에 대한 불확실성을 업계 1위에 걸맞는 강력한 이익체력으로 증명했다. 더불어, 건강보험을 중심으로 한 가파른 CSM 증가는 주주환원 재원의 기반이 되어줄 전망이다.

[독보적인 주주환원역력] 동사는 K-ICS 제도 도입 이후 매분기 220% 내외의 K-ICS 비율을 유지하고 있으며, 상장 보험사중 유일하게 해약환급금 준비금이 발생하지 않기 때문에 주주환원에 대한 상승여력이 충분하다.

[적극적인 주주환원의지] 최근 5년간 평균 38%의 주주환원율과 주주환원책이 필연적인 삼성그룹의 지배구조 상황은 동사의 주주환원 확대에 이어진다. 이에 성공적인 밸류업을 통한 주가의 가파른 상승세가 기대된다.

기대감이 컸던 만큼, 현실로 실현된다면 주가의 상승 폭도 클 것이다.

혹자는 동사의 상승여력에 대해 의구심을 표하지만, 본 팀은 **밸류업에 대한 의구심이 상존하는 지금이 바로 보험사에 투자할 적기**라는 점을 강력히 주장하며 보험사 밸류업 최선호주,

삼성생명에 대한 매수의견을 제시한다.



산업분석

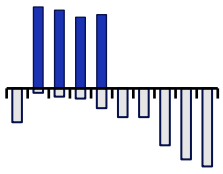


1. IFRS17, 보험시장의 판도를 바꾸다

2023년, 보험업의 회계기준은 **IFRS4에서 IFRS17로** 변경되었다. 이는 단순한 회계기준 변경이 아닌 새로운 재무보고가 도입되었기에, 보험업의 패러다임 자체에 변혁을 이끌었다. 그렇다면, **Ⓣ IFRS17에서 변경된 회계기준은 무엇이며, 이로 인해 Ⓣ 보험부채 구성요소가 어떻게 변경되었는지** 자세히 알아보고자 한다.

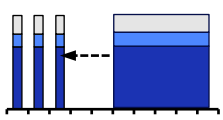
* 고객에게 보험금을 돌려주기 위해 보험사가 쌓는 준비금

[현금주의]



계약 초에 대부분의 수익 인식

[발생주의]



잔여보장부채

균등하게 수익 인식

1) 회계기준변경 : 원가 평가 → 시가 평가 | 현금주의 → 발생주의

IFRS4와 IFRS17간의 가장 큰 변화는 '**보험부채***의 평가방식'이다. IFRS4에서는 보험계약 시점의 이자율과 할인율을 사용하는 원가평가를 사용하였으나, **IFRS17에서는 평가시점의 정보를 활용하는 시가평가를** 기준으로 한다. 그렇기에 보험부채의 실질적인 가치를 파악할 수 있고, 금리 추이에 따른 부채 및 자본의 변동이 정확히 반영된다.

한편, IFRS17에서는 '현금주의'에서 '**발생주의**'로 바뀌는 변화도 존재한다. 이전의 IFRS4는 현금 유입(보험료)과 현금 유출(보험금)을 중심으로 회계처리가 되었기에, 수익과 비용의 시차가 발생했다. 그러나 IFRS17에서는 미래에 발생할 이익인 '**미래 순 현금흐름**'을 현재가치로 전환한 후, **보험서비스의 제공에 따라 상각하며 인식**한다. 따라서 **수익과 비용의 시차 문제가 해결**되고, 이익의 평탄화 및 예측가능성이 증가했다.

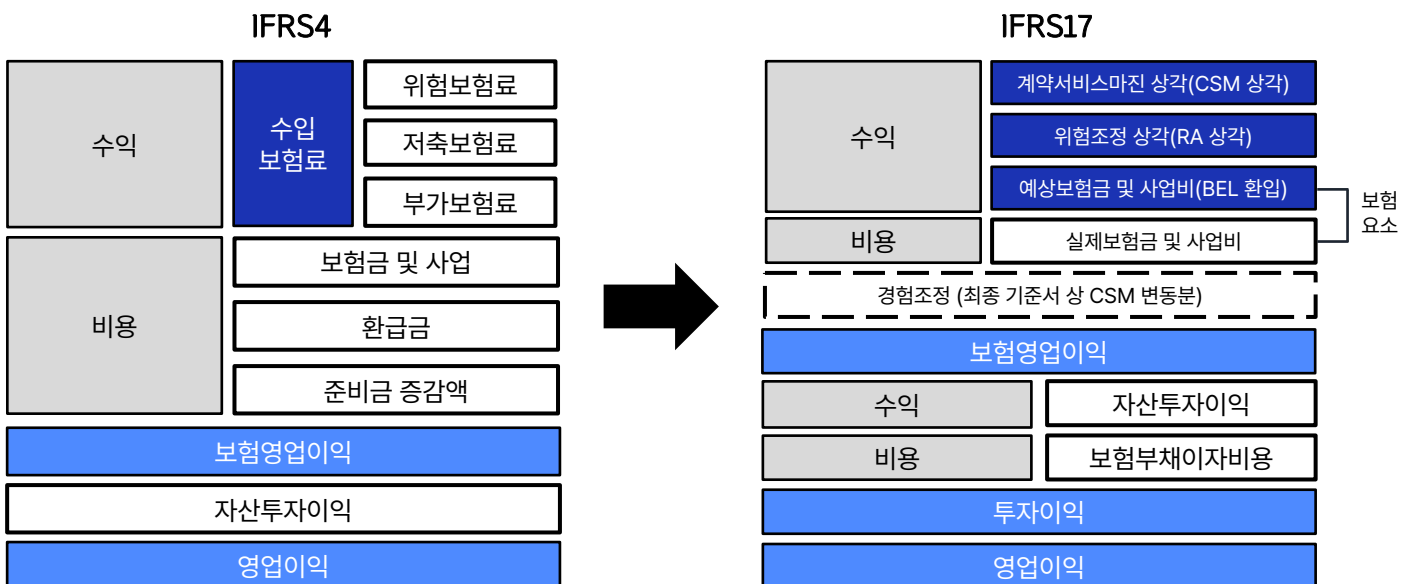
2) 보험부채의 구성요소 개편

** 보험계약을 이행함에 따라 발생할 미래 현금흐름의 PV

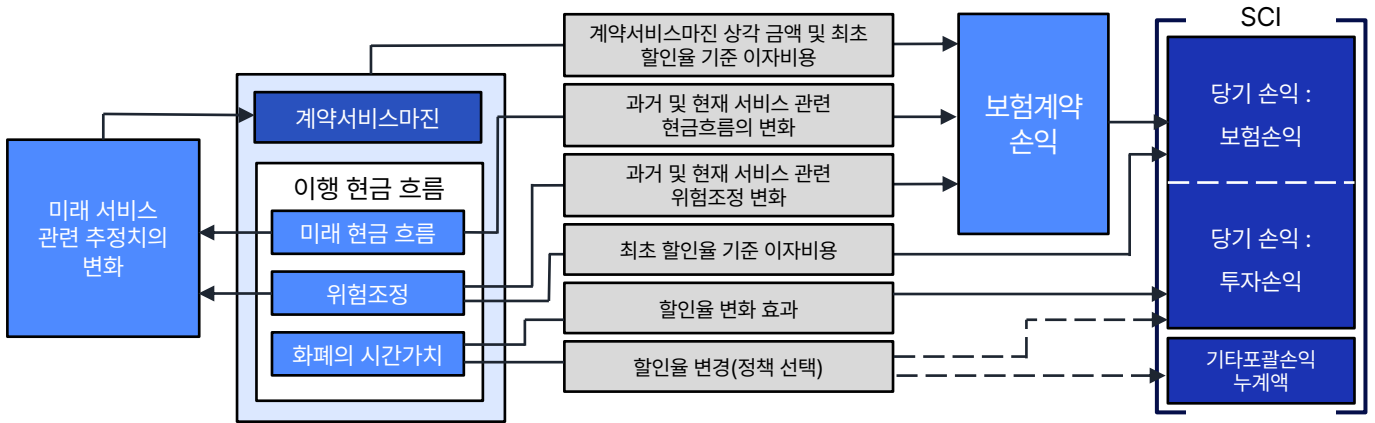
이처럼 IFRS17에서의 회계처리 변화는 '**보험부채의 구성요소**' 개편으로 직결되었고, 해당 요소는 **BEL (미래현금흐름**), RA (위험조정), CSM (계약서비스마진)**으로 나뉜다. 여기서 RA는 추정과 관련된 불확실성을 반영한 요소이며, CSM은 향후 발생할 잉여현금흐름의 현재가치를 뜻한다.

위의 3가지 구성요소는 모두 손익구조에 영향을 미치는데, 특히 **RA와 CSM은 상각되며 보험영업이익에 바로 인식**된다. 이와 달리, **BEL의 상각부분은 '예상보험금과 예상사업비'**에 해당되며, '실제보험금 및 사업비'와의 차이가 '**예실차**'로 들어간다. 또한, 미래 현금흐름 추정치의 변화는 CSM을 조정하여 손익계산서에 간접적으로 반영된다.

[자료 02] IFRS17 도입에 따른 보험서비스 구성의 변화



[자료 03] 보험부채가 손익계산서에 인식되는 경로



출처: 한국회계기준원

2. 그래서 중요한 것은, CSM

- 미래현금유입의 현가 ↑
- > 신계약 CSM ↑
 - > 기말 CSM ↑
 - > 보험영업이익 ↑

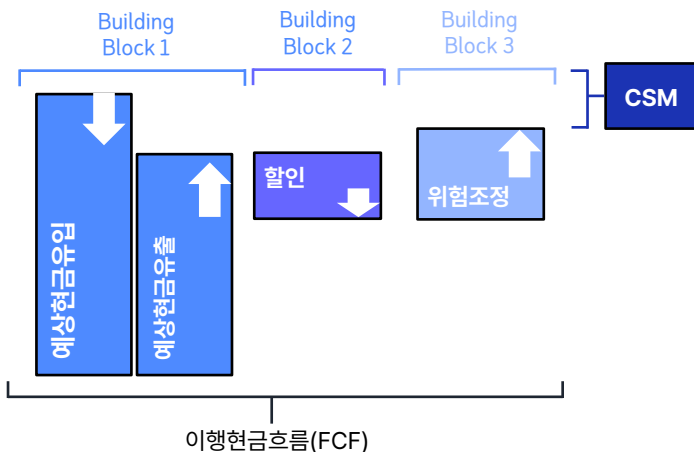
IFRS17이 도입된 후, 가장 중요한 지표는 단연 **CSM**이라 할 수 있다. 이는 CSM이 미래 현금유입의 잉여분이며, **CSM의 확대가 곧 미래에 인식할 이익의 확대**로 귀결된다는 점에 기인한다. 따라서 보험사는 안정적인 CSM 확보를 창출하는 요인을 관리해야 하는데, 그 요인이 바로 **신계약 CSM**이다. 신계약 CSM은 실질적으로 CSM 잔액을 증가시킬 수 있는 유일한 요소로, 보험사의 성장성을 확인할 수 있는 수치이다. 신계약 CSM의 구체적인 구성 항목은 아래의 공식과 같으며, <미래현금유입의 현재가치>를 통해 신계약 CSM을 증가시킬 수 있음을 알 수 있다.

$$\text{신계약 CSM} = \text{미래현금유입의 현재가치} - (\text{미래유출 현금흐름의 현재가치} + \text{위험조정})$$

이러한 구조로 인해 <미래현금유입의 현재가치>를 기반으로 한 지표가 보험사의 수익성과 성장성을 평가하는 요소로 사용되고 있으며, ① **CSM 마진율**과 ② **APE 멀티플**이 가장 직관적이고 대표적인 지표라고 판단한다.

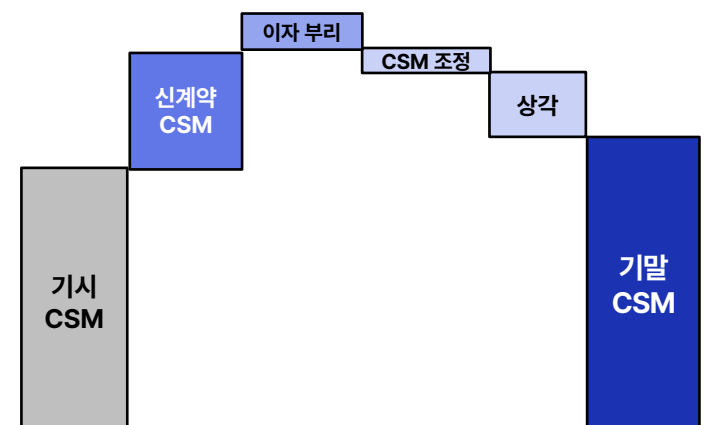
- ① CSM 마진율은 <미래현금유입의 현재가치> 대비 CSM으로 정의할 수 있다. 보험사는 해당 지표를 통해, 보험계약자가 납입하는 현금유입에서 순이익으로 인식하는 비율을 확인 할 수 있다. 즉 보험사의 CSM 마진율이 높을수록, 수익성이 큰 상품 비중이 높다는 것을 의미한다.
- ② APE 멀티플은 APE 대비 <미래현금유입의 현재가치>로 정의할 수 있다. APE(연납화 보험료)는 납입기간별 보험료를 1년 단위로 환산한 것을 뜻하며, 납입기간이 짧을수록 APE가 커지는 형태를 가진다. 즉 APE 멀티플은 <미래현금유입의 현재가치>가 APE 대비 몇 배의 가치를 가지고 있는지를 나타내며, 해당 지표가 높을수록 질 좋은 수익이 창출되고 있음을 알 수 있다.

[자료 04] CSM의 창출 구조



출처: 한국회계기준원

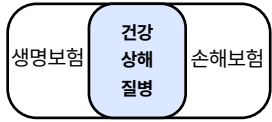
[자료 05] CSM Movement



출처: 한국회계기준원

3. 보험업의 최대 격전지, 제3보험 시장

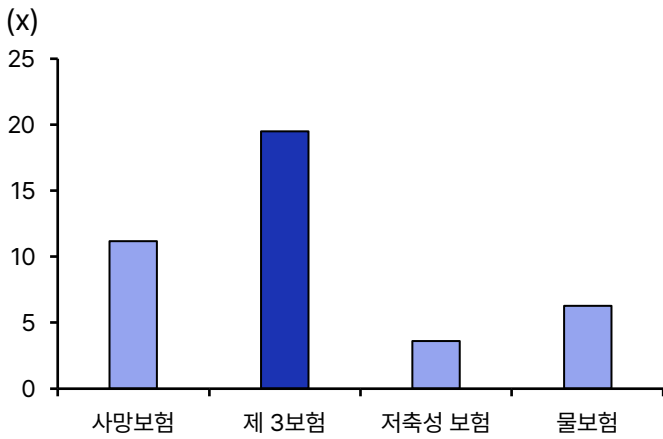
[제3보험 시장]



이처럼 수익성이 높은 신계약 CSM 확보가 중요해진 상황에서, 생명보험사(이하 생보사)가 본래 손해보험사(이하 손보사)의 과점 시장이었던 제3보험 시장에 본격적으로 침투하기 시작했다. 이는 건강 및 질병 보험이 포함된 제3보험 시장의 수익성이 크다는 것에 기인하는데, 실제로 상품의 수익성을 나타내는 지표인 CSM 전환배수*의 경우 제3보험 상품이 타 보험상품 대비 약 2배 가량 높다. 즉 수익성이 높은 CSM을 확보하기 위해서는 제3보험 시장에서의 점유율 확보가 필수적이게 된 것이다.

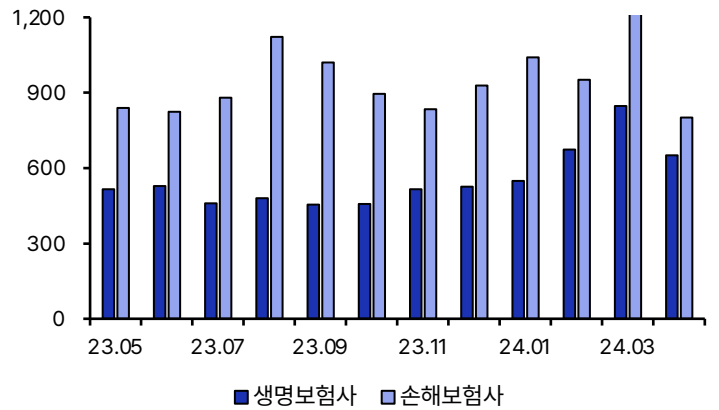
이에 생보사들의 건강보험 중심의 신계약은 빠르게 증가하고 있다. 예컨대 올해 1분기 생보사의 제3보험 시장 점유율은 2023년 18%에서 24%로 성장하였으며, 올해 4월 기준 건강보험 평균 신계약 건수는 전년대비 약 40% 성장하였다. 건강보험 중심의 공격적인 판매전략이 점유율 증가로 이어지고 있는 것이다.

[자료 06] 보험업 평균 담보별 CSM 전환배수



출처: 각 사, 산업자료

[자료 07] 생명/손해보험사 건강보험 신계약 건수 추이



출처: 보험연구원, Team AK-99

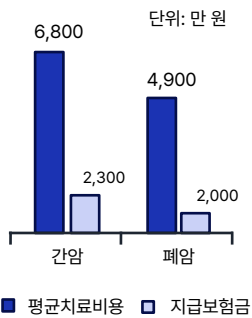
단위: 천 건

4. 제3보험을 주도하는 생보사, 보험시장도 주도할 거야

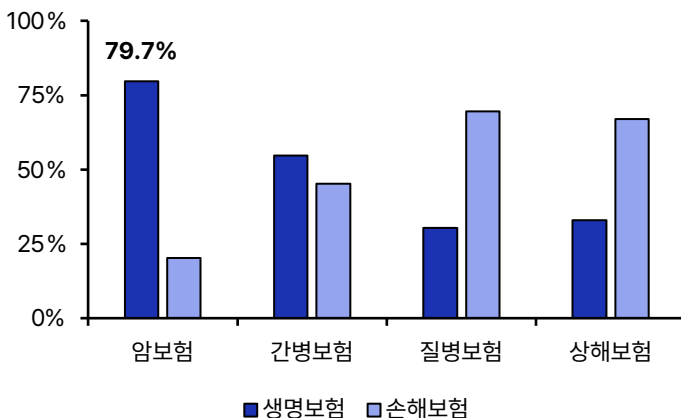
이에 본 팀은 생보사의 건강보험 시장점유율이 지속적으로 상승할 것으로 전망하며, 이는 ① 암 보험 시장에서의 상품 경쟁력 확대, ② 뇌·심혈관질환 보험료 인하의 관점에서 살펴볼 수 있다.

- ① 암 보험시장은 전체 건강보험 시장에서 약 35%를 차지하는 시장으로, 의료비 보장의 공백이 가장 큰 시장이다. 이는 해당 공백을 채우기 위한 신규 보험 가입 수요가 견조하며, 수요 증대와 함께 보험상품 다각화의 여지가 많다는 것을 뜻한다. 이처럼 가입여력이 큰 시장에서, 생보사들의 암 보험시장 점유율은 79.7%를 차지하고 있다. 이는 진단·입원비를 중점으로 암보험을 구성하는 손보사 대비, 생보사는 수술·통원·암생활비 등 포괄적이고 장기적인 보장을 제공하는 것에 기인한다. 해당 시장에서 우위를 점하고 있는 생보사들은 보장 범위 확대를 통해 판매 비중을 더 높이려는 움직임을 보인다. 실제로 생보사의 리딩기업인 삼성생명은 암 보장범위 확대를 지속하면서 건강보험을 출시하고 있으며, 이를 중심으로 동사의 1Q24 건강보험 신계약 CSM은 전년 동기 대비 +71% 증가하였다.

[암종별 총 치료비용]



[자료 08] 2023년 제 3보험 시장 상품별 판매 점유율



출처: 보험연구원, 신용정보원

[자료 09] 2024년 삼성생명 건강보험 출시 타임라인

출시월	보험상품명	보장범위
1	생애보장보험	납입중 암진단시 100%환급 암 비발병 시 완납시점 환급률 105.8%
1	다모은건강보험 S1	일반암·소액암 50만원, 질병수술비 최대 160만원
3	다모은건강보험 S2	통합암 최대 44회, 반복암치료 10년 일반암 최대 1억원, 소액암 4천만원
4	간편종합보장보험 건강하고 담당하게	업계 유일 10년 * 연 1천만원 최대 1억 반복 암직접치료비 보장
6	플러스원 건강보험	암뇌심 진단비 1천만원, 20년 완납 환급률 120%
7	다모은 건강보험 S3	72대 질병·재해보장 특약 추가 항암치료 8층 최대 10회, 후유질병·재해까지 보장

출처: 삼성생명, Team AK-99

*보험사가 자체적으로 산출한 요율

** 보험개발원이 산출하여 보험업계에 전달하는 요율

② 생보사의 보험료는 뇌·심혈관질환에 한하여 기존 대비 약 50~70% 하락할 예정이다. 이는 2024년 4월부터 적용되는 **참조순보험요율 개정**에 기인하며, 생보사의 보험료 산출기법이 자사요율*(이나 국민율)에서 참조요율**로 바뀐 것의 결과이다.

특히, 한화생명(무)뇌출혈 및 뇌경색증진단특약 보험료를 52% 가량 낮춘 '한화생명 The H 건강보험'을 출시하였는데, 해당 상품은 출시 43일 만에 **누적 판매 10만 건을 돌파**한 이력을 세웠다. 이는 **2023년 대비 2배 높은 실적**에 해당되므로, 보험료 할인 요소가 보험계약자의 관점에서 얼마큼 매력적인 요소인지 보여준다. 뿐만 아니라, 바뀐 참조요율의 영향으로 **손보사의 뇌·심혈관질환 보험료는 최소 20% 상승**될 것으로 예상되는 바, 생보사의 입장에서 제대로 된 경쟁을 할 수 있는 기반이 모두 마련된 것이다. 즉 가격 매력도 관점에서 생보사의 건강보험 수요 흡인 요소는 충분하며, 이는 생보사의 시장점유율 상승에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

따라서 암보험상품의 보장 확대와 뇌·심혈관질환의 가격매력도 확보를 기반으로, 생보사의 건강보험시장 내 점유율은 지속적인 상승세를 보일 것으로 전망한다. 그리고 이는 곧 생보사의 CSM 규모 증가를 견인하여, 2024년에는 생보사의 CSM 규모가 손보사를 역전할 것으로 기대된다.

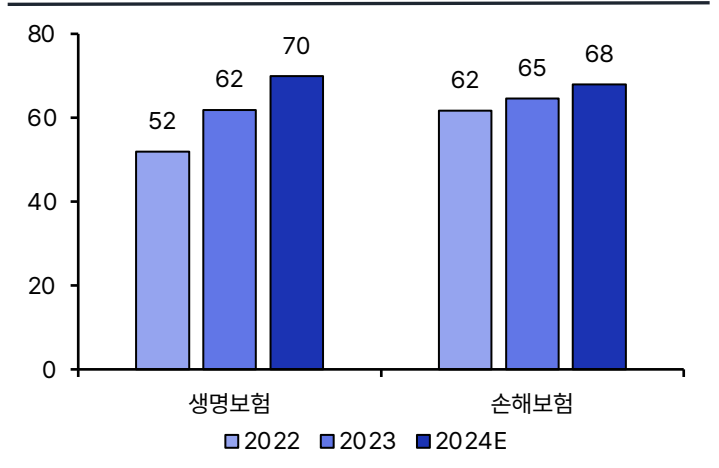
[자료 10] 생명보험사 2024년 보험료 인하 사례

보험상품명	개정 전	개정 후	인하율
ABL생명 (무)뇌출혈 및 뇌경색증진단특약	7,380	2,930	-60.3%
ABL생명 (무)급성심근경색증진단특약D	2,690	560	-79.2%
신한라이프 신한통합건강보장보험 원(ONE)	23,000	8,400	-63.5%
한화생명 The H 건강보험	13,700	6,700	-52%

출처: 각 사 자료, Team AK-99

단위: 원

[자료 11] 보험업 CSM 규모 전망



출처: 보험연구원

단위: 조 원

Top-pick : 명실상부 1위 보험사, 삼성생명

이처럼 제3보험 시장에서 치열한 경쟁이 이루어지는 상황 속, 안정적인 신계약 CSM의 성장성과 수익성이 전망되는 보험사에 대한 선별적 접근이 필요하다고 판단한다. 동사는 현재 회계제도의 불확실성이 상존하는 상황에서도, 2023년 업계 최대의 신계약 CSM 성장과 함께 가파른 CSM 증대를 이루었으며, 차별화된 경쟁력으로 제 3보험 시장에서의 우수한 수익성 또한 입증하였다.

이에 동사는 지난 1년간 보험사 1위의 가치를 증명해냈으며, 현재도 그 명성을 이어 나가는 중이다. 즉 밸류업에 대한 기대감과 보험업의 불확실성이 공존하는 지금, **안정적인 이익체력을 바탕으로 적극적인 주주환원을 통해 기대감을 증명할 삼성생명을 Top-Pick으로 제시한다.**

[자료 12] 2023년 보험사 성장지표 비교

	보장 영역	신계약 CSM	제3보험 CSM 배수	CSM 성장률
삼성생명	생명보험	3.6조 원	25.5배	13.9%
한화생명	생명보험	2.5조 원	21배	-5.4%
교보생명(비상장)	생명보험	1.4조 원	-	10.5%
삼성화재	손해보험	3.5조 원	18.8배	9.5%
DB손해보험	손해보험	2.8조 원	18배	4.8%

출처: 각 사, 산업 자료, Team AK-99

주) 교보생명의 경우, 구체적인 자료 부재로 인해 CSM 배수 산출 불가능



기업개요



1. 기업소개

동사는 삼성계열 생명보험회사로, 사망보험, 건강보험, 연금저축 및 단체보험 등을 판매하고 있다. 1957년 동방생명보험(주)으로 설립한 뒤 1963년 삼성그룹 계열사로 편입되었고, **2010년 유가증권시장에 상장**되었다. 또한 동사는 강력한 브랜드 파워를 기반으로 1960년대부터 **국내 1위의 입지**를 굳건히 지키고 있으며, 이를 바탕으로 소비자들에게 다양한 상품 및 서비스를 제공하고 있다.

2. 지배구조

동사 지배구조의 핵심은 동사의 최대 개인주주인 이재용(10.44%)을 중심으로 삼성물산이 삼성생명을, 삼성생명이 삼성전자를 지배한다는 것이다. 이 외에도 이부진 사장(6.92%), 삼성문화재단(4.68%) 등 삼성계열사 및 관계자들이 동사의 지분을 보유하고 있다.

한편, 동사가 지배하고 있는 삼성계열회사들은 비금융계열사와 금융계열사로 나눌 수 있다. 비금융계열사로는 삼성전자(8.6%), 호텔신라(7.5%), 삼성중공업(3.1%) 등이 있으며, 중요한 점은 동사가 **삼성전자의 최대주주**라는 점이다. 한편, 금융계열사로는 삼성카드(71.9%), 삼성증권(29.4%), 삼성화재(15%), 삼성자산운용(100%) 등이 있다.

3. 보험집합 소개

1) 건강보험(46%)

의료비 보장을 목적으로 하는 건강보험은 **수익성이 가장 높은 상품**이다. 동사는 최근 '삼성 플러스원 건강보험' 상품의 6개월 배타적 사용권을 취득하는 등 건강보험 비중을 늘리는 전략에 박차를 가하고 있으며, 실제 동사의 **1Q24 건강보험 기말 CSM 규모는 5.8조 원**으로 비중 또한 점차 증가하고 있다.

2) 사망보험(40%)

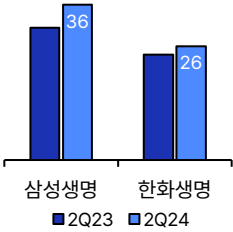
동사는 행복종신, 스탠다드종신, 더착한종신보험 등 3종을 주력 종신으로 판매하고 있으며, **단기납 종신보험인 더착한종신보험**의 영향으로, 동사의 **1Q24 사망보험 기말 CSM 규모는 5조 원**을 달성했다.

3) 연금 및 저축성보험(14%)

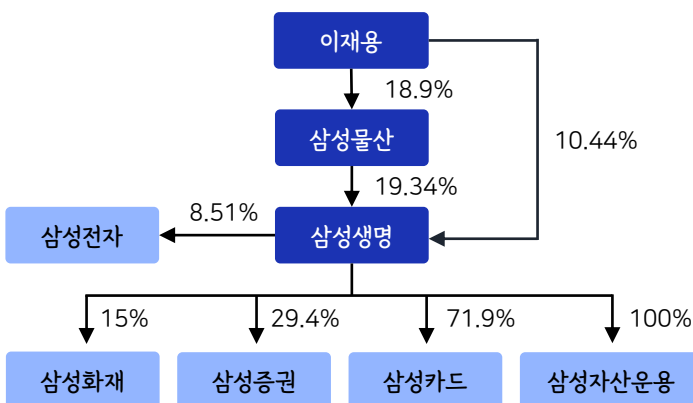
1Q24 기준 동사의 **연금저축 보험 기말 CSM 규모는 1.8조 원**으로, 전체 CSM 규모 중 14%를 차지한다. 한편 동사는 삼성그룹의 이점을 활용하여 계열사 간의 퇴직연금 창구역할을 맡고 있으며, 이는 곧 연금 및 저축성 보험에 긍정적인 영향으로 작용한다.

[생보사 온라인 관심도]

단위: 천 건

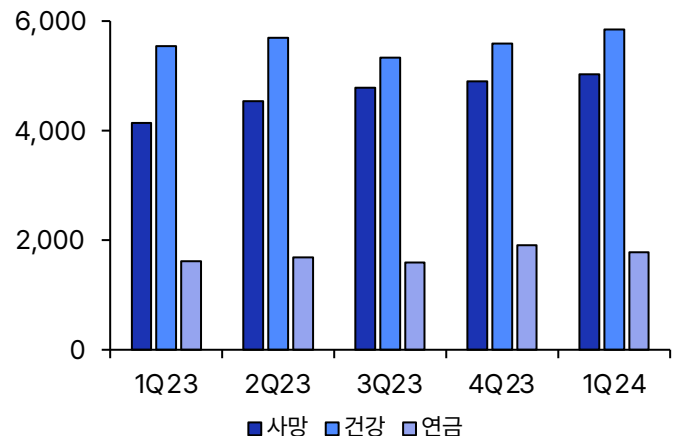


[자료 13] 주요 지주 구조



출처: 삼성생명

[자료 14] 2023 보험집합별 기말 CSM



출처: 삼성생명

4. Business Model

동사의 수익구조는 일반적인 보험거래를 통해 창출되는 **보험손익**과, 보험료를 수취할 때 발생하는 책임준비금을 다양한 지분 상품에 투자할 때 창출되는 **투자손익**으로 구분된다.

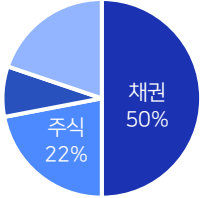
1) 보험손익

동사는 다양한 계리적 가정에 의해 산출되는 미래 현금흐름을 바탕으로 보험금을 예측하여 보험상품을 설계한다. 이를 기반으로 산출한 보험료를 수취하며, 실제 발생하는 사망 및 상해 확률에 따라 보험금을 지불한다. 이러한 구조를 통해 보험계약자와의 **'일반보험손익'**이 구성된다. 한편, 동사는 보험 계약자에게 약속한 보상책임을 다른 보험회사에게 전가하는 방식인 **'재보험'** 또한 활용하며, 코리안리, CNA 등과 같은 재보험사와 계약을 맺고 있다.

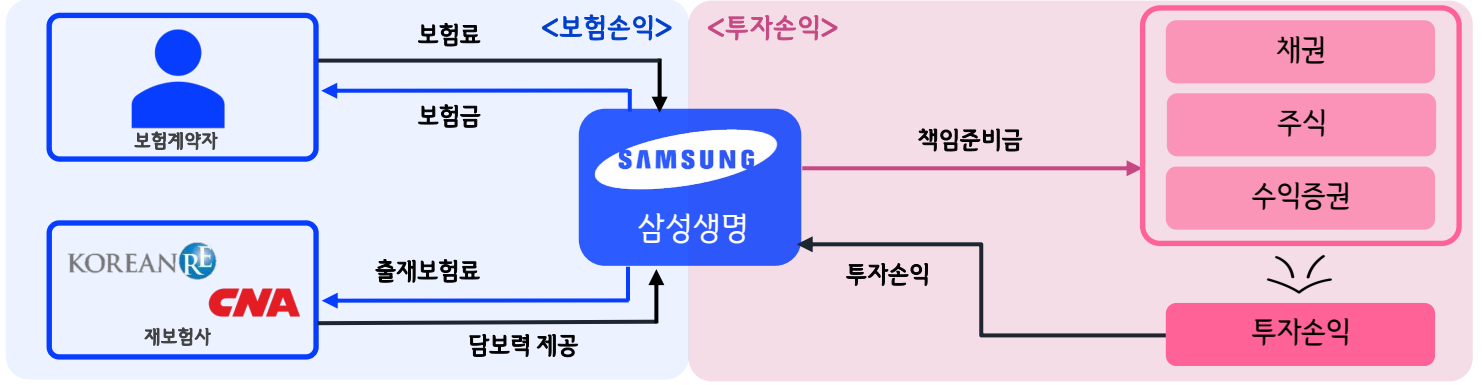
2) 투자손익

통상적으로 보험사는 보험료를 납부하는 시점과 보험금을 청구하는 시점 차이로 인해 보유하고 있는 돈을 여러 지분 상품에 투자한다. 현재 동사의 자산운용 포트폴리오는 채권 50%, 주식 22%, 수익증권 8.2% 등으로 구성되어 있으며, 이로 인해 발생하는 **이자 및 배당금 수익, 처분 손익** 등이 투자손익으로 구성된다.

[자산운용 포트폴리오]



[자료 15] Business Model

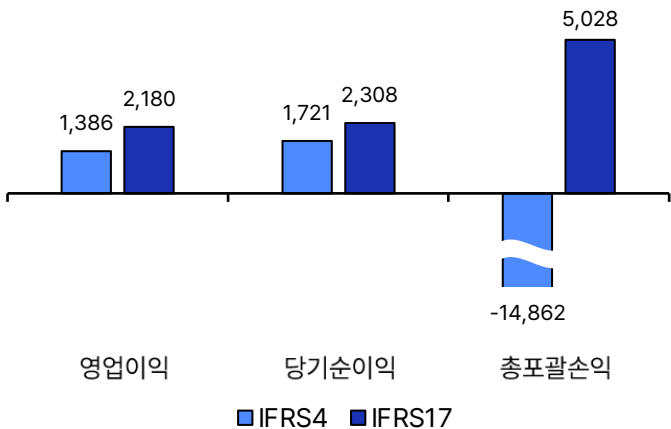


출처: Team AK-99

5. 재무분석

IFRS17로 인한 재무적 영향을 파악하기 위해서는 동사의 2022년 재무제표를 살펴볼 필요가 있다. 실제로 동사의 당기순이익은 **IFRS4 하에서 1.7조 원이었으나, IFRS17 도입 시에는 2.3조 원으로 34% 가량 증가**했다. 이는 ① 발생주의의 영향으로 **안정적인 영업이익이 창출**된다는 점, ② 부채의 시가평가를 통해 **역마진이 해결**되고, **투자부문 손익이 개선**되었다는 점에 기인한다. 실제로, 부채의 시가평가로 인해 동사의 부채가 37.3조 원이 감소하였던 바, IFRS17의 영향은 순이익 증가, 자산 및 부채 총액 감소라는 결과를 도출한 것을 알 수 있다.

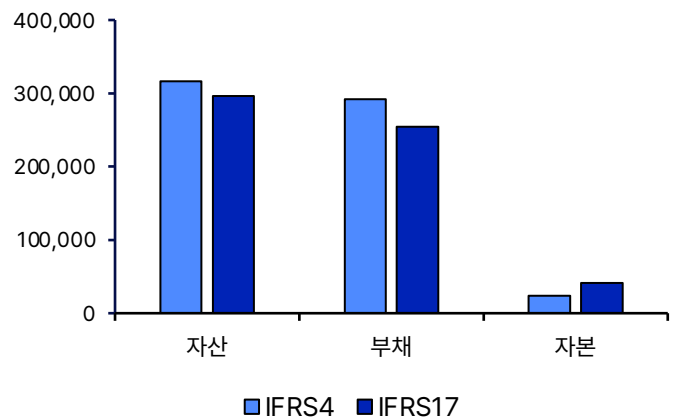
[자료 16] IFRS17로 인한 2022년 수익성 변화



출처: 삼성생명

단위: 십억 원

[자료 17] IFRS17로 인한 2022년 재무상태표 변화



출처: 삼성생명

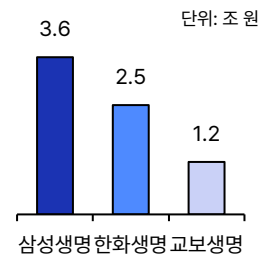
단위: 십억 원

1) 수익성

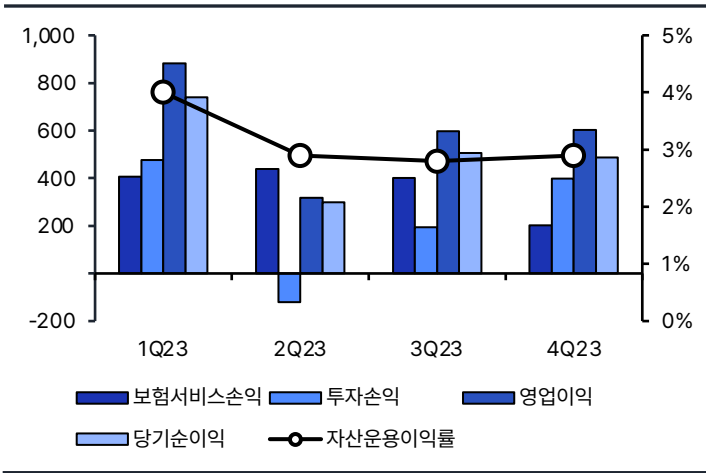
2023년 기준, 당사는 **영업이익 2조 3,984억 원, 당기순이익 2조 3,034억 원**을 달성했다. 당사의 영업이익 중에서 약 60%는 보험서비스수익에서 연결되는 바, 높은 수익성 달성은 안정적인 보험서비스수익에서 창출되는 것을 알 수 있다. 투자손익은 당기순익 금융상품의 비중 증가로 변동성이 커진 모습을 보이는데, 특히 **2Q23에는 -3,680억 원(QoQ -62.2%)**으로 적자전환을 기록했다. 그러나 이는 1% 중반대의 채권을 3% 중반대의 채권으로 교체하는 **저이원 채권 교체 매매**로 인한 일시적 매각 손실로 파악된다. 해당 전략은 **장기적 관점에서 고금리 기간의 투자손익 방어**를 위해 시행되었으며, 실제로 4Q23까지 당사의 이자비용이 총 200억 원 감소하는 추세를 보였다. 심지어, 이와 같은 일회성 손실을 제외할 경우의 **투자손익은 2,070억 원**으로 추산되는 바, 당사의 투자운영 및 관리 능력은 크게 걱정할 부분이 아님을 알 수 있다.

한편, 당사는 2023년 **신계약 CSM 3.6조 원**을 달성했는데, 해당 수치는 경쟁사 평균 2.5조 대비 약 1.4배 높다. 이는 당사가 종신시장의 적기에 대응했다는 점, 신계약 CSM 배수가 가장 높은 건강보험의 판매를 확대했다는 점에서 압도적으로 높은 신계약 CSM이 창출된 것으로 파악된다. 이러한 신계약 CSM이 향후 보험서비스수익에 가산됨에 따라 당사의 영업이익은 안정적인 상승세를 기록할 것으로 전망한다.

[2023 신계약 CSM 규모]



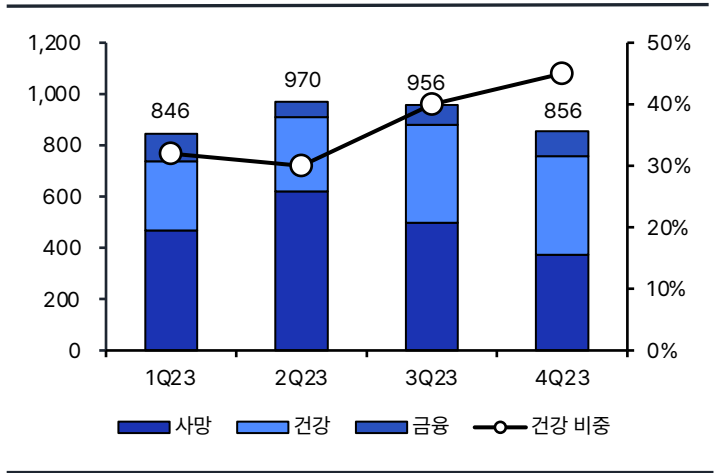
[자료 18] 수익성



출처: 삼성생명

단위: 십억 원, %

[자료 19] 신계약 CSM



출처: 삼성생명

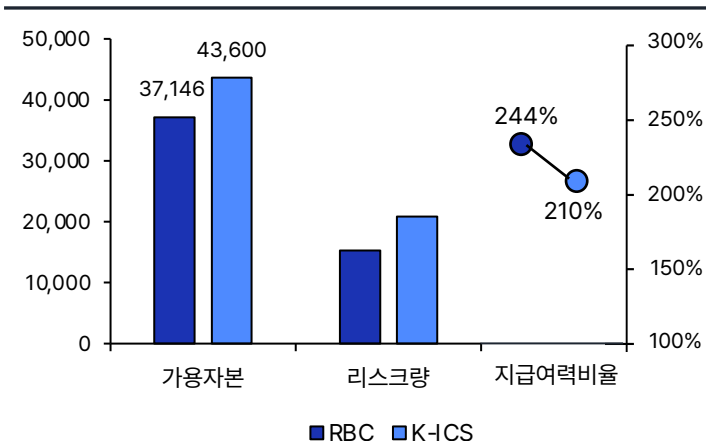
단위: 십억 원, %

2) 건전성

* 지급여력비율 :
(가용자본 / 리스크량)
* 100%

2023년을 기점으로 보험사의 건전성 지표는 기존의 RBC에서 **K-ICS(지급여력제도)**로 바뀌었다. 이 과정에서 '가용자본'과 '리스크량'의 기준이 변화되었는데, 특히 가용자본 차이의 주 원인은 부채의 시가평가 및 자산의 평가방식 전환이다. 이로 인해 당사의 2022년 **가용자본이 37.1조 원(RBC 하)에서 43.6조 원(K-ICS 하)**으로 증가했고, **지급여력비율이 244%에서 210%로 감소**하였다. 그러나 이는 ㉠ 당사의 자본 관리 부족으로 인한 감소가 아닌, 회계기준 자체가 새롭게 변경된 것이라는 점, ㉡ 당사의 2023년 K-ICS 비율은 매 분기 평균 220%로 안정적인 수치를 보여줬다는 점에서 큰 걱정은 아니라 판단한다.

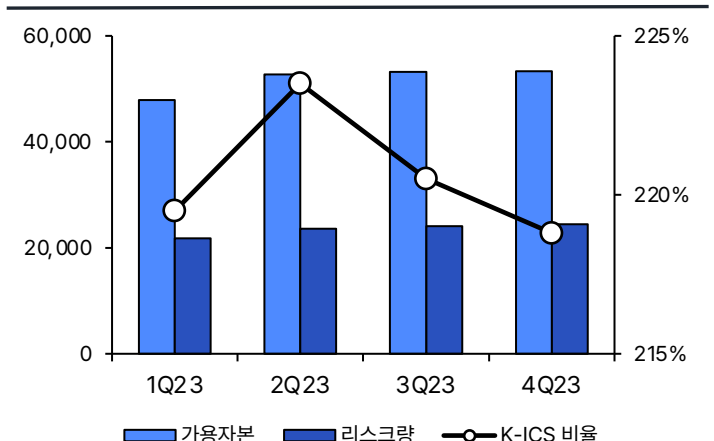
[자료 20] 2022년 기준 K-ICS 적용 효과



출처: 삼성생명

단위: 십억 원, %

[자료 21] K-ICS 비율



출처: 삼성생명

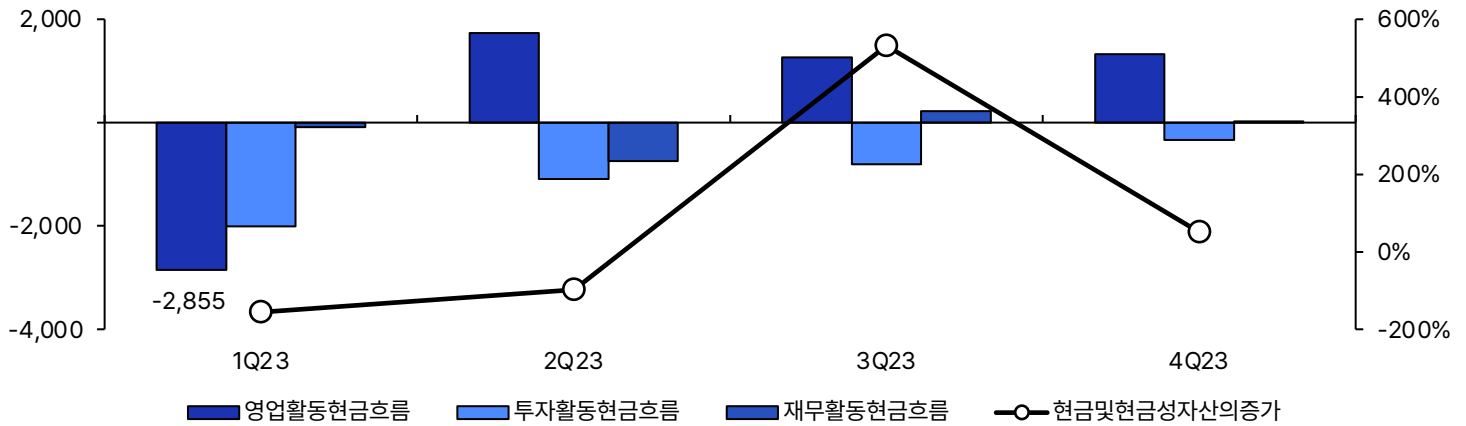
단위: 십억 원, %

3) 현금흐름

통상 IFRS17의 도입은 재무상태표와 손익계산서에 직접적인 영향을 미치지, 재무제표 상의 가치 변동으로 인해 현금흐름에도 영향을 준다. 따라서 동사 또한 IFRS17의 발생주의 및 부채의 시가평가로 인해 현금흐름에도 반향이 일어났으며, 가장 큰 변화를 보인 곳이 바로 '영업활동현금흐름'이다.

실제로 1Q23 동사의 영업활동현금흐름은 -2.8조 원(YoY - 132%)으로 큰 폭의 적자 전환을 보였으며, 이는 '보험계약부채의 증감'이 2.6조 원의 현금유출을 기록한 것에 기인한다. 그러나 해당 분기는 IFRS17을 적용시킨 첫 번째 조정 분기였다는 점에서, 향후 1Q23과 같은 큰 변동은 제한적이라 판단한다.

[자료 22] 현금흐름표



출처: 삼성생명

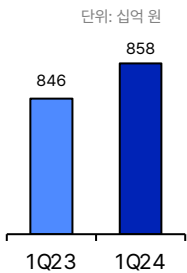
단위: 원, 배

4) 1Q24 Review!

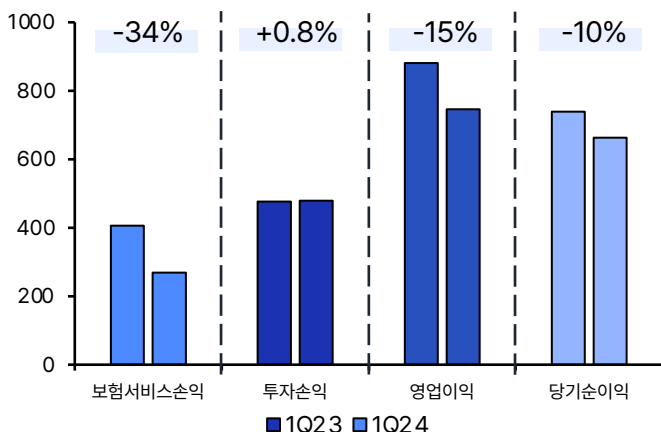
1Q24 기준, 동사는 영업이익 7,463억 원(YoY -15%), 당기순이익 6,633억 원(YoY -10%)을 기록했다. 그 중 투자수익은 4,786억 원(YoY +5%)으로 견조한 증가세를 보였으나, 보험서비스수익은 2,678억 원(YoY -34%)으로 다소 주춤한 모습을 보였다. 이러한 하락세의 주요 원인은 IBNR(미보고발생손해액)의 사고일자가 지급사유일에서 원인사고일로 바뀌는 제도 변경으로 파악된다. 이로 인해 동사는 780억 원의 IBNR 추가적립을 인식하였으나, 향후 IBNR 조정의 영향이 감소함에 따라 동사의 보험서비스수익에 미치는 부담이 줄어들 것이라 판단한다.

또한, 동사의 1Q24 CSM 손익은 3,510억 원(YoY +5%)을 기록했으며, 1Q24 신계약 CSM 규모는 8,580억 원(YoY +1.4%)을 달성했다. 특히, 신계약 CSM 규모의 증가는 CSM 배수가 가장 높은 건강보험의 신계약 CSM 비중이 32%에서 53%로 증가한 것에 기인한다. 이처럼 꾸준히 증가하는 신계약 CSM은 향후 CSM 상각을 통해 손익으로 전환됨에 따라, 1Q24와 같이 CSM 손익 증가를 이끌어 낼 것으로 기대된다. 또한 최종적으로 보험서비스수익에 긍정적인 영향을 끼쳐, IBNR 제도 변경과 같은 일회성 비용의 충격흡수 역할을 톡톡히 해낼 것으로 판단한다.

[신계약 CSM]



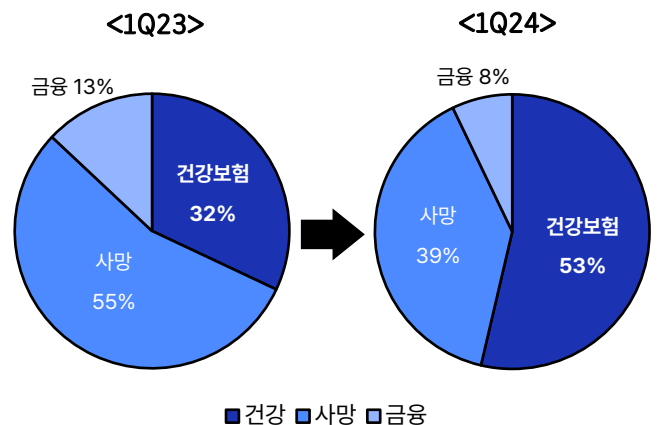
[자료 23] 1Q24 수익성



출처: 삼성생명

단위: 십억 원

[자료 24] 1Q24 신계약 CSM 비중



출처: 삼성생명

단위: %



투자포인트



1. 밸류업으로 일취월장(日就月將)을 노리다

밸류업에 대한 기대감이 여전히 지속되는 상황에서, 본 팀은 동사가 밸류업을 이루어낼 보험사의 선두주자가 될 것이라 판단한다. 이에 수익성이 담보된 환경 속, 동사는 **1) 우수한 주주환원 여력**을 기반으로 한 **2) 강력한 주주환원책 확대**를 통해 본격적인 주가 상승을 이루어 낼 것이다.

1) 독보적인 주주환원 여력, 준비된 자가 기회를 잡는 법

높은 자본건전성은 곧
적극적인 주주환원의 자신감

높은 자본건전성은 주주환원에 대한 자신감으로 이어지는 바, 주주환원 증대를 위한 동사의 여력은 ① **안정적인 K-ICS 비율 유지**, ② **해약환급금 준비금 미발생**으로 확인할 수 있다.

조정 K-ICS 비율마저
업계 최고

① 동사의 K-ICS 비율은 **2024년 213%, 2025년 219%**로 향후에도 안정적인 자본 관리를 이어갈 전망이다. 자본비율의 중요성이 큰 보험업 특성 상 K-ICS 비율의 안정적인 유지는 적극적인 주주환원으로 이어질 가능성이 높다. 동사는 매분기 220% 내외의 비율을 유지하며 우수한 건전성을 보여주고 있으며, **주목할 점은 CSM을 제외한 조정 K-ICS 비율 또한 179.1%로 손보사를 포함한 대형 보험사에서 가장 높은 수치를 보여주고 있다는 점이다.** 이는 동사의 가용자본 내 조정준비금 비중이 압도적으로 낮다는 점에 기인하며, 경쟁강도가 높은 산업 상황 속에서도 타사 대비 CSM 변동에 따른 K-ICS 비율의 변동폭이 제한적임을 의미한다. 즉 이는 동사의 실질적인 건전성이 상대적으로 높다는 점을 시사하며 향후 200~220%의 K-ICS 비율 유지 하에 주주환원 확대가 이루어지는 바, 동사의 우수한 자본 관리는 주주환원을 위한 충분한 준비가 되어있음을 입증한다.

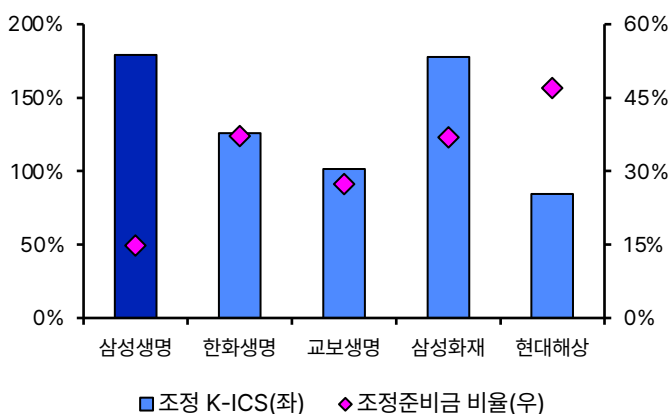
[자료 25] K-ICS 비율 추정치

	2022	2023	2024E	2025E
K-ICS 비율	210%	219%	213%	219%

출처: 삼성생명, Team AK-99

② 해약환급금 준비금의 발생은 보험사의 배당여력 위축으로 이어지는데, 동사는 **상장 보험사 중 유일하게 해약환급금 준비금이 발생하지 않고 있다.** 이는 CSM을 유리하게 산출하기 위해 해당 항목을 증가시키는 타사에 비해, 보험부채가 해약환급금에 미달할 가능성에 대비해 선제적으로 시가준비금을 늘리는 동사의 보수적인 운영 방식에 기인한다. 현재 CSM 경쟁강도가 심화되는 상황에서도 동사는 해당 항목이 여전히 발생하지 않고 있다는 점에서, 동사의 판매 경쟁은 충분한 이익 체력을 기반으로 이루어지고 있음과 동시에 **주주환원을 선제적으로 시행할 수 있는 유일한 보험사**임을 시사한다.

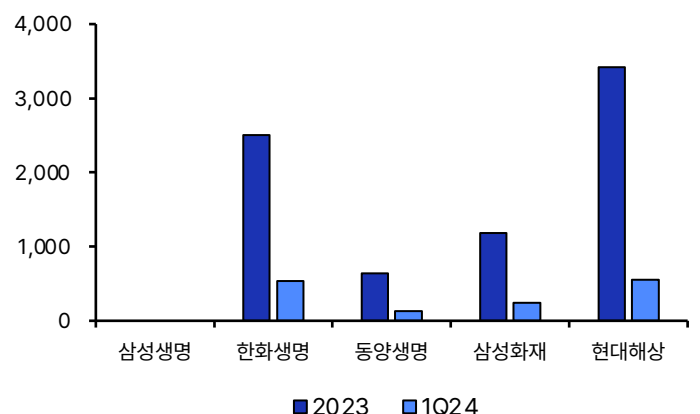
[자료 26] 2023 조정 K-ICS 및 조정준비금 비율



출처: 각 사, Team AK-99

단위: 십억 원, %

[자료 27] 보험사 해약환급금 준비금 현황



출처: 각 사, Team AK-99

단위: 십억 원

2) 적극적인 주주환원책이 제시될 수 밖에 없는 이유

충분한 주주환원 여력이 입증된 시점에서 본 팀은 동사가 높은 주주환원 확대 의지와 역량을 바탕으로 적극적인 주주환원책을 제시할 것으로 예상하며, 이는 ① **배당성향 증가를 통한 DPS 상승**과 ② **자사주 소각을 통한 BPS 상승 가능성**으로 이어진다.

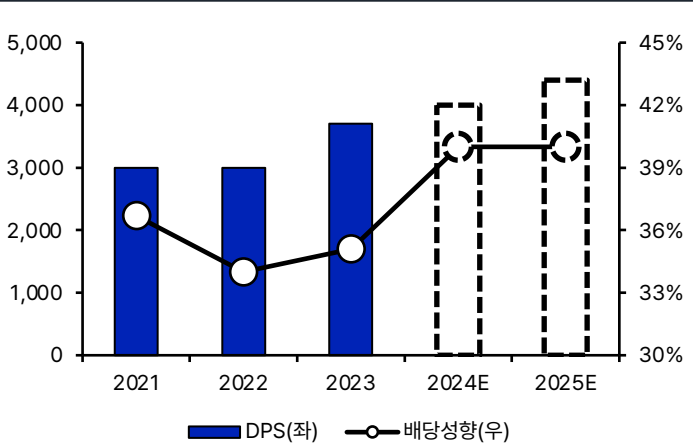
주주환원에 적극적인 이유는
대주주의 상속세 이슈

① 향후 동사의 DPS는 지배구조상 대주주의 상속세 재원 확보에 따른 배당 확대의 필요성에 따라 **2024년 4,000원, 2025년 4,400원**까지 증가할 전망이다. 현재 동사의 개인 대주주(이재용)는 2026년까지 상속세 연부연납을 위해 매년 상속세를 납부하고 있다. 주목할 점은, 대주주가 지분율을 유지해야 하는 상황이기때 실질적인 상속세 재원은 계열사를 통한 배당금이 유일하다는 점이며, 현재 실질 수령 배당금은 연간 납부해야 하는 상속세에 비해 한참 부족한 상황이다. 실제로 대주주의 2023년 세후 배당금은 실질 납부액인 5,000억 원에 비해 한참 부족한 1,785억 원이라는 점에서 향후 배당확대를 통한 상속세 재원 확보가 필수적인 상황이다.

삼성그룹 계열사의
주주환원 확대 의지

이를 위한 삼성그룹의 주주환원 확대에 대한 의지는 삼성물산과 삼성전자의 선례로 확인된다. 삼성물산은 2023년 배당 수준 확대와 자사주 전량 소각을 공시하였으며, 삼성전자의 경우 연합 침체에 따른 실적 부진에도 불구하고 배당 정책을 유지했다. 이는 자연스럽게 대주주의 배당 및 지분율 확대와 기업 가치의 제고로 이어졌으며, 실제로 **적극적인 주주환원책을 제시한 삼성물산의 주가는 공시일 대비 53% 상승**하였다. 즉, 대주주의 지배구조와 삼성그룹 내 적극적인 밸류업 참여 분위기를 고려한다면, 동사를 통한 적극적인 주주환원책 실시는 필연적이다.

[자료 28] DPS 및 배당성향 추이



출처: 삼성생명, Team AK-99

단위: 원, %

[자료 29] 자사주 분할 소각에 따른 EPS, ROE 및 BPS 전망

소각률 (자사주 대비)	EPS	ROE	BPS
10%	11,129	4.06%	274,033
20%	11,245	4.08%	275,883
30%	11,363	4.09%	277,772
40%	11,484	4.11%	279,702
50%	11,608	4.12%	281,673

출처: Team AK-99

단위: 십억 원, %

② 이에 본 팀은 동사가 배당 확대에 이어, 강력한 주주 환원책으로 자사주 소각을 선행적으로 이행할 가능성이 유력하다고 판단한다. 이는 1) 자사주 소각은 대주주의 상속세 재원 마련과 지배력 강화로 직결되며, 2) 현재 동사의 자사주 비중(10.21%)이 높아, 신규 자사주 매입보다 보유중인 자사주를 소각할 가능성이 높다는 점에 기인한다.

이를 기반으로 본 팀이 추정하는 동사의 밸류에이션에 자사주 소각이 가정된 시나리오를 구성하였으며, 자사주 소각에 따른 발행 주식수 및 자본의 감소를 반영하였다. 그 결과, 소각률 범위가 높아짐에 따라 BPS가 우상향 하였으며, 이는 곧 주주환원도 함께 상승하는 것을 알 수 있다. 즉 동사의 자사주 매각이 실현되면, 밸류업 프로그램의 선두기업으로 발돋움 할 것을 전망한다.

[자료 30] 자사주 소각 제외한 투자지표 추정

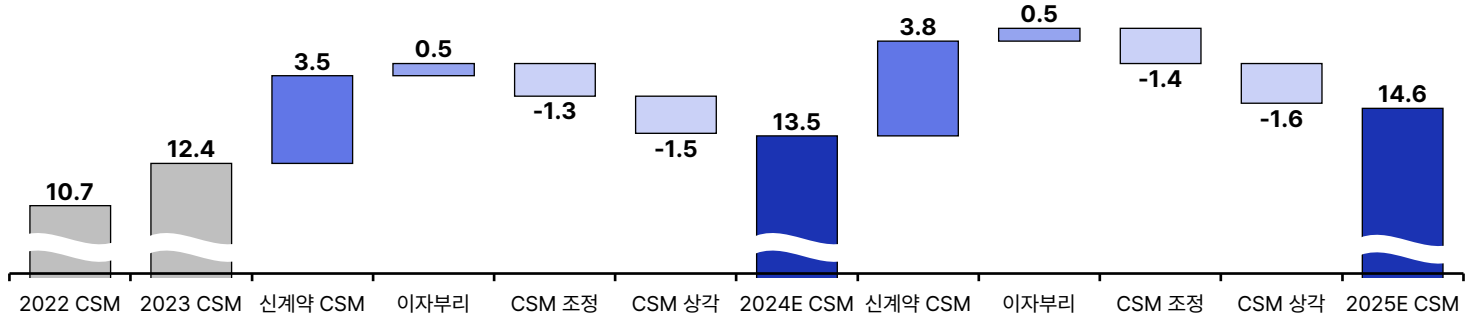
구분	2022	2023	2025E
DPS(원)	3,000	3,700	4,400
배당성향	24.80%	35.10%	40%
BPS	208,298	222,741	272,000
P/B	0.32	0.29	0.47
배당총액(억 원)	5,387	6,644	8,800

출처: Team AK-99

2. 명불허전(名不虛傳), 생명보험사 1위의 신계약 CSM

이제 동사의 성공적인 밸류업의 전제조건인 우수한 수익창출 능력을 증명할 차례다. 변화하는 보험업계를 둘러싼 시장의 의구심 속, 동사의 CSM 잔액은 ① **신계약 CSM의 견조한 성장**과 ② **독보적인 CSM 조정 관리**를 통해 **2024년 13.5조 원, 2025년 14.6조 원**까지 성장할 것으로 전망한다.

[자료 31] CSM Movement 추정



출처: Team AK-99

단위: 조 원

1) 신계약 CSM, 건강보험 시장 정조준

향후 동사의 성장을 견인할 신계약 CSM은 **2024년 3.5조 원, 2025년 3.8조 원**까지 달성할 것으로 추정되며, 이는 ① **폭발적인 건강보험 신계약 증가**와 ② **차별화된 상품경쟁력**을 통해 이루어질 전망이다.

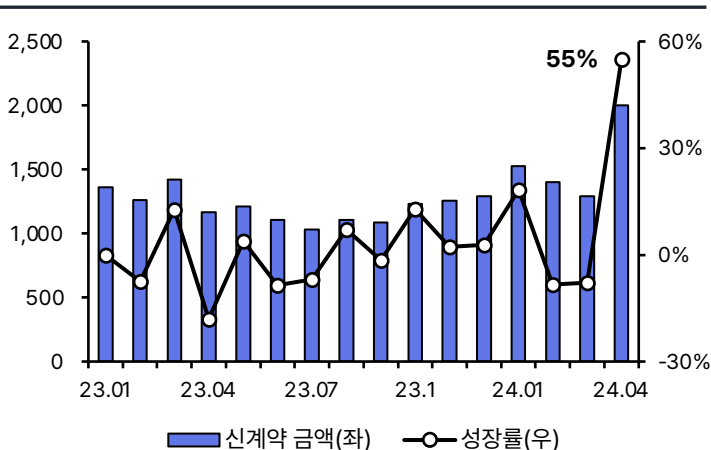
보장 범위 확대와
발빠른 신상품 출시

① 현재 동사의 신계약 CSM은 건강보험을 중심으로 빠르게 성장하고 있다. 올해 1분기 동사의 건강보험 신계약 CSM은 4,620억 원(YoY +71%)을 달성하였으며, **주목할 점은 올해 4월 건강보험 신계약 금액이 전월 대비 55% 성장하면서 2023년 이후 최대 실적을 달성했다는 점**이다. 이는 동사의 공격적인 건강보험 시장 경쟁에 기인하는데, 실제로 동사는 올해 1월 출시한 '다(多)모은 건강보험', '생애보장보험'을 중심으로 보장범위를 확대하며 다수의 건강보험 상품을 출시하고 있다. 소비자의 니즈를 정확히 파악한 상품 출시가 수많은 러브콜로 이어지고 있는 것이다. 즉, 동사의 적극적이고 차별적인 건강보험 확대는 업계 1위의 위치를 더욱 견고히 하는 초격차 성장으로 이어질 것이다.

'보험특허권'을 통한
상품 경쟁력

② 보험 상품에 대해 특정 기간동안 독점 판매권을 얻는 배타적 사용권은 보험사의 상품 경쟁력을 방증하는 일종의 보험특허권이다. 이에 수요가 많은 상품의 배타적 사용권 획득은 선제적 시장 선점 효과로 이어지는 바, 현 시점에서 건강보험의 배타적 사용권 획득은 건강보험시장 점유율 확대로 직결된다. 동사는 **13년 연속 배타적 사용권을 획득한 유일한 보험사**이며, **올해 7월에도 '삼성플러스원 건강보험'에 대해 6개월 배타적 사용권을 획득하면서** 건강보험에서도 차별화된 상품경쟁력을 입증하였기에, 건강보험 시장에서의 지속적인 점유율 확대가 기대된다.

[자료 32] 월별 건강보험 신계약 금액 추이



출처: 보험개발원, Team AK-99

단위: 십억 원

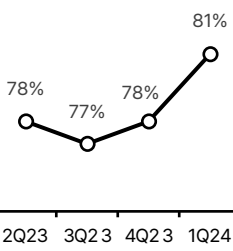
[자료 33] 최근 5개년 배타적 사용권 획득 타임라인

년도	상품명	부여기간
2020	삼성 S간편종합보장보험 외 1건	6개월
2021	삼성 생활보장보험 탄탄하게 외 1건	6개월
2022	전IAM잇특정암진단특약M	6개월
2023	특정순환계질환 급여항응고제치료보장특약 N5	3개월
2024	삼성플러스원 건강보험 외 1건	6개월

출처: 생명보험협회

2) 못 하는 걸 못 한다. CSM 하방 방어 관리도 든든

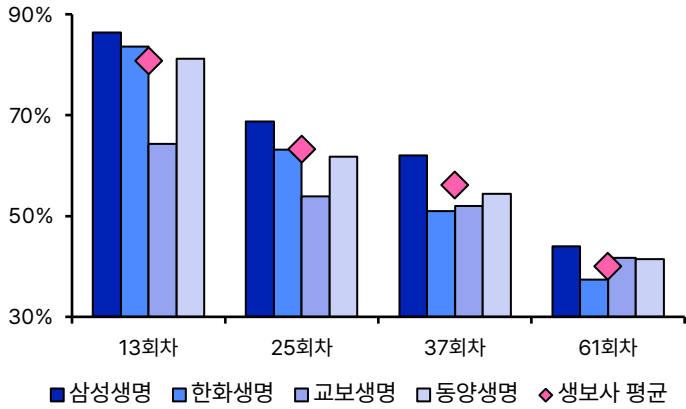
[보험계약 손해율]



동사는 신계약의 성장 뿐만 아니라, 안정적인 계약 관리를 통해 CSM의 감소도 최소화 할 전망이다. 신계약 CSM을 대량 확보하더라도 가정 조정에 의해 CSM이 감소하면 신계약 CSM이 미래이익으로 온전히 연결되지 못한다. 따라서 보수적인 계리적 가정 및 계약 유지를 통한 CSM 조정 관리는 필수적이다. 보험사의 유지율 관리는 CSM 조정과 연동되는데, 핵심은 13,25회차 같은 단기 유지율이 아닌 37,61회차 이상의 장기 유지율 관리이다. 실제로 장기 유지율이 평균치를 밑도는 한화생명의 경우 전년 대비 +58%의 신계약 CSM을 확보하였음에도 CSM 조정값이 크게 발생하여 CSM 잔액이 순감하였다.

반면 동사의 보험계약 장기 유지율은 각각 62%, 44.2%로 업계 최상위 수준의 보유 계약 관리 능력을 보이고 있다. 또한 지속적인 손해를 개선이 이루어지고 있다는 점과 이에 따라 CSM 조정의 영향이 낮다는 점은 동사의 안정적인 가정 관리 능력을 입증한다. 실제로 동사의 낮은 CSM 조정률은 높은 CSM 순증으로 이어져, 2023년 보험사 전체 CSM 순증액 1위를 차지했다. 향후에도 동사의 보수적인 계리적 가정과 우수한 장기 유지율 관리는 안정적인 CSM 조정 관리로 이어질 것이며, 지속적인 CSM 증가에 크게 기여할 것으로 전망된다.

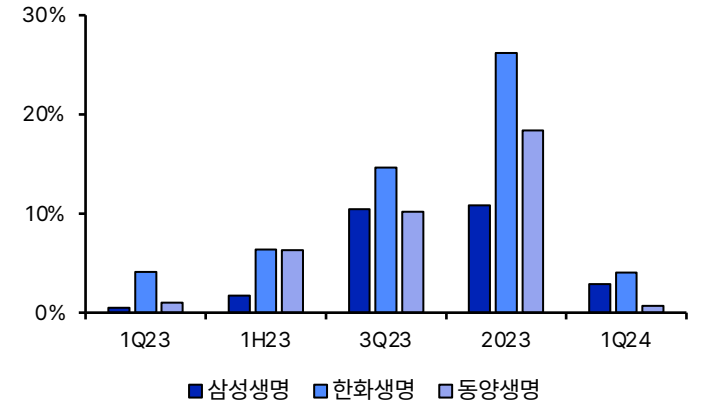
[자료 34] 2023년 회차별 보험계약 유지율



출처: 보험저널

단위: %

[자료 35] 생명보험사 누적 CSM 조정률 현황



출처: 각 사, Team AK-99

단위: %

3) 신계약 CSM 추정

신계약 CSM을 추정하기 위해, [산업분석]에서 정의한 [APE 멀티플]과 [CSM 마진율]을 사용하였다. 수익성 분석에 일반적으로 활용하는 [CSM / APE]는 납입방식 조정 미반영에 따른 왜곡된 정보가 포함되한다는 단점에 기인하여, 본 팀은 APE와 미래현금유입의 현재가치를 통하여 [CSM / APE]의 요소를 분리하여 신계약 CSM을 추정하였다.

이는 1) 보험사가 보험료 납입 총액에서 확보하는 마진 파악이 가능하며, 2) 미래현금유입의 현재가치의 인식기간(납입기간)을 가늠할 수 있다는점, 3) 보험업을 제조업과 유사한 수준으로 확인이 가능하다는 점에서 적절한 추정방법이라고 판단한다.

<신계약 CSM 추정 방식>

$$\text{① } \frac{\text{미래현금유입의 현재가치}}{\text{APE}} \times \frac{\text{CSM}}{\text{미래현금유입의 현재가치}} \times \text{② } \text{APE} = \text{신계약 CSM}$$

1. [밸류에이션]에서 후술할 논리에 따라 APE 멀티플, CSM 마진율을 추정하였다.

구분		1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
APE 멀티플	사망	6.06	5.89	6.64	6.64	6.7	6.76	6.83	6.89
	건강	6.6	7.02	6.23	6.23	7.5	7.42	7.35	7.28
	연금저축			7.5				7.5	
CSM 마진율	사망	10.3%	10.1%	13.6%	13.6%			16.4%	
	건강	22.2%	23.7%	21.9%	21.9%			22.4%	
	연금저축			5.2%				5.2%	

2. 보험개발원에서 공시하는 데이터를 기반으로 향후 보험집합별 APE를 추정한 후, 위 수식에 따라 신계약 CSM을 산출하였다.

신규 APE 추정

① 사망보험

표준형의 경우, 동사의 **판매 전략이 건강보험 중심**으로 이루어지고 있으며, 1Q24 APE가 전분기 대비 **유일하게 하락한 보험집합**이라는 점에서 2023년 분기별 CAGR인 -7.45%를 2025년까지 분기별로 적용하였다.

무-저해지환급형의 경우, 단기납 종신보험의 폭발적인 성장으로 1Q24 APE 값이 전분기 대비 196% 증가하였고, 해당 기조가 **2Q24까지 유지될 것**이라 가정하였다. 이에 과거 사망보험(표준형)이 큰 상승을 기록한 이후 APE 상승률의 2배인 10%를 적용하였다. 반면, 하반기의 경우 건강보험 중심의 판매전략에 의해 **역기저효과가 발생할 것을 예상**하여 과거의 역기저효과 하락율 -34%를 적용하였다. 2025년의 경우, 단기납 상품의 효과가 크게 나타나기 이전인 기존 수익만큼은 달성가능 할 것이라 판단하여 이상치를 제거한 2023년 분기별 평균치를 FLAT 했다.

기타의 경우, 합리적인 추정이 불가능하다는 점에서, 2023년 분기별 평균치를 FLAT하여 추정하였다.

(단위: 십억 원)	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
사망보장	1,796	534	578	403	287	1,802	1,329
표준형	347	51	47	43	40	182	133
무저해지환급형	1,337	456	503	332	219	1,509	1,084
기타	112	27	28	28	28	111	112

② 건강보험

표준형의 경우, 2024년 1/5/7월 순차적으로 출시한 **다(多)모은 건강보험 시리즈의 폭발적인 성장이 전망**된다. 이에 현재 4월 APE를 분기화하여도 1Q24를 이미 상회한다는 점에서, 보수적으로 4Q23의 성장률 33.4%를 적용하였다. 하반기의 경우, 위의 사망보험과 동일하게 **역기저 효과가 발생할 것으로 예상**되기에, 과거의 역기저효과 하락율인 -42%를 적용하여 추정하였다. 2025년의 경우 **건강보험 중심의 기조변화를 계속해서 유지**할 것이라 판단하나, 2025년에도 역기저 효과로 인한 평균회귀가 일어날 것임을 감안하여 보수적으로 2023~2024년의 평균치를 FLAT 적용하였다

무-저해지환급형의 경우, 생애보장보험과 최근 배타적 사용권을 획득한 **삼성플러스원 건강보험을 필두로 가장 빠른 성장이 전망**된다. 이에, 단기납 상품의 성장률을 벤치마킹하여 1Q23~1Q24 사망보험(무-저해지환급형)의 성장률 12%를 2Q24에 적용하여 추정하였다. 그러나 하반기에는 수익 성장과 역기저효과가 혼재할 것이라고 판단하여 2Q24 값을 FLAT하여 추정했다. 2025년에는 건강보험 중심의 **기조 변화 유지와 견조한 성장이 예상**되기에, 크게 증가하였던 3Q23 이후의 분기별 성장률 6.6%를 적용하여 추정했다.

(단위: 십억 원)	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
건강보장	616	316	393	291	291	1,290	1,204
표준형	290	182	242	141	141	705	497
무저해지환급형	326	134	150	150	150	585	707

③ 연금저축

개인의 경우, 1) 경험생명표 개정으로 인하여 해당 보험료가 증가했다는 점, 2) '행복플러스 연금보험'의 배타적 사용권을 획득하여 **장기적인 수요 확보가 기대**된다는 점에서 보수적으로 최근 4분기 성장률인 2.87%를 적용하여 추정하였다.

단체 및 기타의 경우, 합리적인 추정이 불가능하다는 점에서 2023년 분기별 평균치를 FLAT하여 추정하였다.

(단위: 십억 원)	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
연금저축	697	164	158	162	166	651	706
개인	592	128	132	136	140	536	600
단체 및 기타	105	36	26	26	26	115	106

최종 신계약 CSM 추정

(단위: 십억 원)	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
APE 합계	3,104	1,014	1,128	856	744	3,743	3,239
신계약 CSM	3,628	866	1,065	836	738	3,497	3,750
사망	1,960	338	344	364	259	1,303	1,481
건강	1,325	462	654	397	397	1,906	1,994
연금저축	343	66	67	75	82	288	275



밸류에이션



1. 손익추정

동사의 수익 구조는 보험손익과 투자손익으로 구분된다. 투자손익의 경우, 투자수익과 투자비용으로 나누어 추정하였다.

1) 보험손익

보험손익의 경우, 1) CSM 손익, 2) RA(위험조정)환입, 3) 예실차 및 기타로 나누어 추정할 수 있다. CSM 손익은 매분기 기시 CSM에 상각률을 적용하여 수익으로 인식하는 구조라는 점에서 CSM 변동의 추정이 필수적이다. 이에 [투자포인트]의 신계약 CSM 추정에 사용한 [APE 멀티플], [CSM 마진율]의 추정 논리는 다음과 같으며, 이후 CSM 변동 추정을 통해 CSM 손익을 산출했다.

<사망 보험>

<APE 멀티플> 1Q24 무-저해지환급형보험의 증가로 인한 수치 감소분의 1/3인 3%를 감소시켜 적용했다. 이후, 단기납 상품의 판매 감소가 예상되나, 사망 내 단기납 상품의 비율이 여전히 높은 수준에 있다는 점에서 2023년의 평균 APE멀티플을 적용하였다.

<CSM 마진율> 단기납 상품은 마진율이 낮다는 점에서, 1Q24 무-저해지환급형보험의 증가로 인한 수치 감소분의 1/3인 2%를 감소시켜 적용했다. 이후, 역기저효과를 고려하여 2023년 평균치인 16%(표준: 무-저해지=1:4)와 1Q24의 비율 1:9를 향후 추정분기 비율에 가중평균하여 13.6%의 마진율을 적용하여 상승분을 추정했으며, 2025년의 경우 2023년의 평균 수치를 적용했다.

<건강 보험>

<APE 멀티플> 1) 표준형은 변동이 미미했으며, 무-저해지환급형은 약 80% 상승하였던 3Q23에 수치가 10% 감소하였다는 점, 2) 표준형이 약 30% 상승했으며, 무-저해지환급형은 변동이 미미했던 4Q23에 8% 상승하였다는 점을 바탕으로 추정했다.

<CSM 마진율> 위의 상황과 동일한 1) 3Q23에 수치가 5% 상승하였다는 점, 2) 4Q23에 6% 상승하였다는 점을 바탕으로 추정했다.

<연금저축>

<APE 멀티플 및 CSM 마진율> APE멀티플의 적용사항인 납입기간에 대한 큰 변동이 없을 것으로 예상하여 FLAT처리, 보험료의 증가로 인한 마진율 개선을 반영시키기 위하여 23년 평균수준까지의 평균수준까지 점차적으로 증가시켜 적용하였다.

① CSM 손익

<CSM 상각률> 상각률의 경우, 보험상품별로 상이한 계리적 가정을 통해 산출되는 수치이다. 이에 1) 합리적인 추정이 불가능하다는 점, 2) 집합별 상각률이 기간별로 크게 변동하지 않는다는 점에서 각 보험집합별로 1Q23~1Q24 상각률의 평균치를 적용하였다.

<이자부리> 기시CSM 대비 수치가 0.08%내외로 일정하다는 점, CSM 변동에 영향이 적다는 점에서 최근 4분기 평균치를 적용했다.

<CSM 조정> [투자포인트]에 의거하여, 동사의 경우 보수적인 계리적 가정과 안정적인 장기유지율 관리를 바탕으로 CSM조정을 평균적으로 유지할 것이라 전망하며 1Q23~1Q24의 평균치를 적용하여 추정하였다.

CSM movement 추정

(단위 : 십억 원)	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
기시 CSM	10,748	12,393	12,693	13,164	13,402	12,393	13,470
신계약 CSM	3,628	866	1,065	836	738	3,505	3,750
CSM 상각(손익)	-1,384	-317	-382	-379	-396	-1,474	-1,631
상각률(%)	-12.88%	-2.56%	-2.89%	-2.74%	-2.97%	-11.89%	-11.73%
이자부리	402	112	111.3	115.6	117.6	456.5	490
CSM 조정	-1,163	-361	-323	-335	-341	-1,360	-1,424
기말 CSM	12,393	12,693	13,164	13,402	13,521	13,521	14,649

② RA 환입

다음 식을 통해 RA를 도출한 후, RA 환입의 경우도 RA대비 2.5%를 유지하고 있다는 점을 이용하여 해당수치를 적용하였다.

$$\text{미래현금유입액의 현재가치} = \text{미래현금유출액의 현재가치} + \text{RA} + \text{신계약 CSM}$$

앞서 [APE 멀티플], [CSM 마진율]을 추정하는 과정에서 미래현금유입액의 현재가치와 신계약 CSM을 산출했기에, 위 식을 이항한 <미래현금유입액의 현재가치-신계약 CSM = 미래현금유출액의 현재가치+RA>임을 통해 계산하였다. 이에 RA/(미래현금유출액의 현재가치+RA)를 곱하여 RA를 산출하였으며, 이를 통한 RA 환입 역시 보험집합별로 유의미한 변동이 미미했기 때문에, 2023년과 1Q24의 평균치를 적용하여 산출하였다.

(단위: 십억 원)	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
기시RA	2,865	3,015	3,183	3,327	3,380	3,530	3,685	3,845
RA 환입	81	75	79	83	84	88	92	96

③ 예실차 및 기타(재보험손익)

예실차의 경우에도, CSM 상각 및 조정과 동일하게 보험사의 계리적 가정을 통해 산출되는 항목이기에 2023년의 평균치를 적용하였다. 재보험손익을 포함한 기타항목의 경우, 재보험의 목적상 원보험사의 클레임 발생 시 재보험금 지급 조건을 포함하기 때문에 보험금 항목과 관련된 미래현금유출액의 현재가치와 재보험손익을 연동하여 산출하였다.

최종 보험손익 추정

(단위: 십억 원)	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
보험손익	1,651	268	388	395	420	1,472	1,740
CSM 손익	1,384	317	382	379	396	1,474	1,631
RA 환입	469	81	75	79	83	319	360
예실차	(39)	(14)	(39)	(39)	(39)	(131)	(156)
기타	(163)	(115)	(30)	(24)	(20)	(189)	(95)

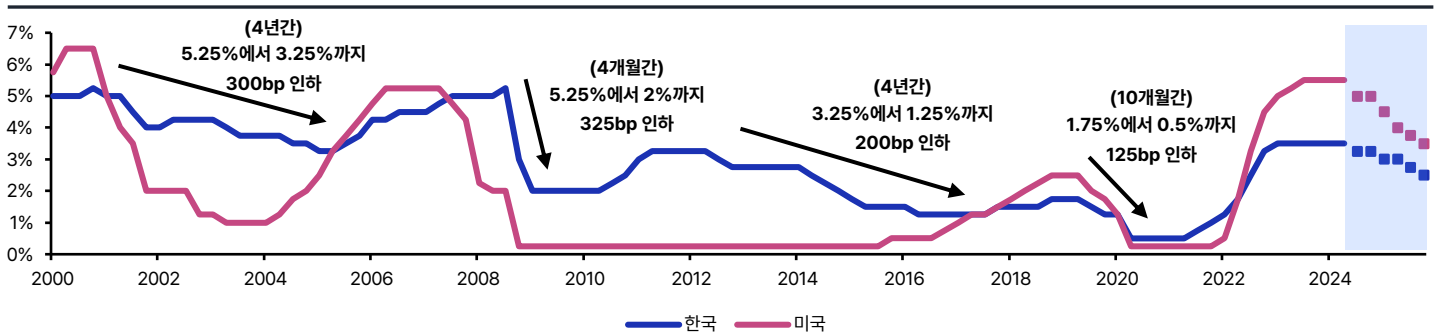
2) 투자손익

투자손익의 경우, IFRS17로 회계기준이 변경되며 보험료 수취 시 수익으로 인식한 '현금주의'에서 서비스 제공 기간에 따라 수익으로 상각해가면서 인식하는 '발생주의'로 수익/비용 인식 기준이 변경되었다. 이에 따라 FVPL, FVOCI, AC 금융자산으로 구분하여 추정을 진행하였다.

또한 국내외 정세와 다수의 경제 지표를 고려하여 1차적으로 2024년 10월 금리가 인하될 것이라 가정했다. 현 상황을 고려하면 올해 8월 조기 인하의 가능성이 있지만, 현재까지 1) 미국에서 금리인하를 하지 않았다는 점, 2) 시장금리의 선제적 하락, 3) 환율의 상승 가능성을 감안하면 조기 인하의 가능성은 제한적이라고 판단했다.

2025년의 경우, 과거 사례를 바탕으로 금리 추이를 가정했다. 과거 금융위기 상황을 제외하면, 기준금리의 인하 기조는 연간 1~3회 수준으로 완만한 금리 인하를 진행하였다. 즉 2024년에 1차 인하에 이어, 2025년에 연 2회 금리 인하가 일어날 것이라 가정했다.

[자료 36] 한국 및 미국 금리 예상 추이



① 투자서비스손익(보험, 재보험금융손익 제외)

앞서 살펴본 그래프를 토대로, 본 팀이 벤치마킹한 2012년의 케이스에서는 7월과 10월에, 연 2회 금리인하가 단행되었다. 이에 2024년 10월, 25년 2분기와 4분기로 약 각각 금리인하를 단행할 것이라고 가정하여 추정하였다. 이에 주요 자산군인 국공채, 특수채, 회사채 등 채권과 유가증권을 FVPL금융자산, FVOCI금융자산으로 나누어 금리인하를 반영하여 공정가치를 측정하였다.

채권의 경우 국고채 10년물을 사용하여, 2012년 7월 금리인하 시점 이후 국고채 10년물의 3개월 보유수익률에 해당하는 3.7%를 적용하여 분기의 채권 공정가치 평가에 활용하였다. 금리인하 이전 선반영되는 것을 감안하여 전분기에 당기의 25%씩을 적용하였다.

유가증권의 경우, 수준2(공정가치 측정)을 적용하여 DCF(FCFE)모델을 적용하였다. FCF의 항목에 해당하는 운전자본변동, CAPEX, 감가상각 등을 기업별로 추정하는 것의 어려움으로 인하여 할인율에 해당하는 COE를 통하여 추정하였다. COE의 경우 BBB-등급 10년물 정크본드의 수익률으로, 해당 채권의 금리 인하기 당시의 3개월 보유기간수익률인 5.22%를 적용해 주었다. 즉 채권과 동일하게 금리인하 이전 선반영되는 것을 감안하여 해당 수치를 반영하였다.

이자손익의 경우 재무제표 주석을 통하여 FVOCI, FVPL, AC, 기타 자산에 비례하여 이자손익을 추정한 후, 자산의 크기에 따라 기간별로 반영하였다. 또한 금리하락 이전의 채권 금리가 선반영되는 것을 감안하여 2Q24, 3Q24의 보유기간수익률을 금리하락기인 3개월의 보유기간수익률인 25%를 적용하였다. 그리고 선반영된 수익률만큼을 금리인하기 보유기간수익률에서 차감하여 적용하였다.

AC금융자산의 경우 당기손익에 인식하는 요소가 원금의 만기에 대한 처리만을 하는 금융자산이므로 FLAT을 적용하였다.

② 보험금융손익, 재보험금융손익

보험금융손익, 재보험금융손익의 경우, 두 항목 모두 수익에 해당하는 이자수익 및 할인율 변경효과를 주요변수로 인식하는 특성이 있다. 최근 1Q24의 장기선도금리인 25bp를 하락하여 반영하였으므로, 본 팀의 금리예측 시나리오를 적용하여 해당 하락분을 적용해주었다. 금리 인하 이전에 선제적으로 반영을 했다는 점에서 이자수익에 5.2%, 이자비용에 8.96%로 하락하는 분기마다 나누어 적용하였다.

그 외 기타영업손익, 리스손익, 외화거래손익 등은 FLAT 처리하였다.

(단위 : 십억 원)	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
투자손익	950	479	339	345	458	1,621	1,815
투자서비스손익	10,131	2,397	1,582	1,592	1,712	7,283	7,012
금융자산관련손익	4,691	763	480	485	599	2,327	2,571
FVPL관련손익	3,911	1,182	466	471	585	2,704	2,515
FVOCI관련손익	(421)	(12)	14	14	14	30	56
순이자손익	6,898	1,634	1,115	1,121	1,127	4,997	6,747
보험금융손익	(9,189)	(1,928)	(1,195)	(1,119)	(1,044)	(5,286)	(3,779)
재보험금융손익	74	9.9	9.8	9.8	9.7	39.3	36.8

2. 영업외손익 및 법인세율

영업외손익의 경우 관계기업의투자처분이익, 차손환입 등 추정의 어려움이 있는 항목들로 구성되어 있기 때문에 23년도의 평균치를 고정하여 반영해주었다. 법인세율의 경우 보수적인 추정을 위하여 과세표준상 21%를 25년까지 적용해주었다. 지배주주순이익의 경우 총 순이익대비 하여 23년과 1Q24의 평균치인 95.7%를 적용해주었다.

(단위 : 십억 원)	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
당기순이익	663	447	458	567	566	571	578	585
지배주주순이익	622	428	439	542	541	547	553	560

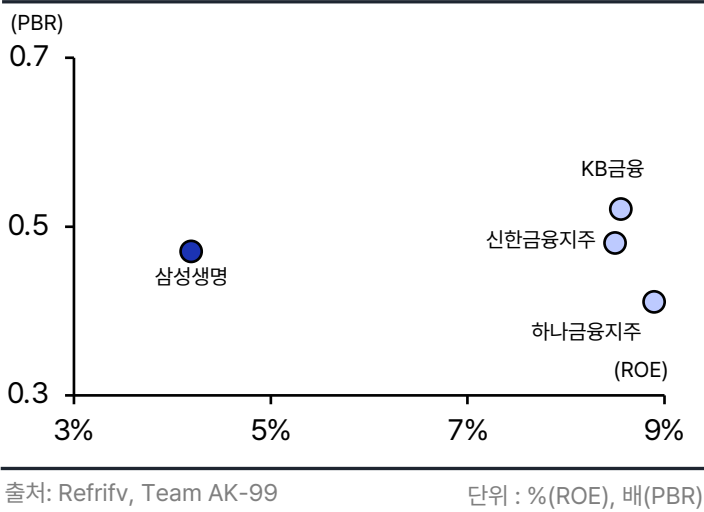
ROE-PBR Valuation

본 팀은 삼성생명의 적정주가를 산출하기 위해 **PBR Valuation** 기법을 사용했다. PBR의 경우 자본 및 자산을 영업에 적극 활용하는 보험사와 같은 금융업에 적합한 방법이다. 그러나 단순 PBR만을 사용하게 될 경우 부채를 통한 레버리지로 ROE 왜곡이 발생할 수 있기 때문에 부채 수준과 자산의 질을 함께 고려할 수 있는 ROE와 PBR을 같이 보이며 가치평가를 하고자 한다.

Target P/B 선정

본 팀은 동사의 Peer Group으로 KB금융(25Fwd P/B 0.52x), 신한지주(25Fwd P/B 0.48x), 하나금융지주(25Fwd P/B 0.41x)을 제시한다. 투자포인트①에서 선술하였듯, 동사는 밸류업이 기대되는 기업이라는 점에서부터 기인한다. 위의 Peer Group의 경우, 전향적인 주주환원책을 발표한 덕에 주가측면에서 수혜를 받고 있는 기업들로서 동사의 밸류업 프로그램에 대한 기대를 반영하기에 충분하다고 판단하였다. 이에 Peer Group의 평균 25Fwd P/B인 0.47x, 2025년 BPS추정치인 272,000을 적용하여, 목표주가 127,000원, 상승여력 32%로 매수의견을 제시한다.

[자료 37] 금융섹터 ROE/PBR 비교



(단위 : 십억 원)	2025E
보험손익	1,738
지배주주순이익	2,203
BPS(원)	272,000
발행 주식수	200,000,000
목표주가	127,000
현재주가	96,500
Upside	32%

GGM Model 교차점검

현재의 시장상황과는 별개로 위의 밸류에이션이 보수적임을 검증하기 위하여 대표적인 배당주인 **삼성생명을 배당할인모형**을 통해 밸류에이션을 재차 진행해보고자 한다. 배당할인모형(GGM)을 택한 이유는 다음과 같다. ① 배당할인 모형은 안정기에 진입했으며, 장기간 배당금을 지급하는 기업의 주가를 평가할 때 유용하다. ② 최근 밸류업 프로그램과 관련하여 동사가 주목받고 있는 상황에서, 밸류업 프로그램의 Key Factor에 해당하는 '배당'을 주요변수로 사용하는 밸류에이션이기 때문이다. ③ GGM형태를 선택한 이유는 보험산업의 특성상 보험손익, 금융손익, 계리적 가정 등 가정이 많이 들어가기 때문에 추정기간을 늘리는 것은 밸류에이션의 합리성을 해칠 수 있다. 따라서 단순화된 모델인 **고든의 배당성장 모형**을 채택함으로써 위의 밸류에이션을 교차 검증하였다.

<선정논리>

- <DPS> AK-99팀 자체추정
- <COE> 회사채 BBB- 수익률 9.62% 채택
- <영구성장률> 2010년 이후 평균 CAGR 6.4%채택
- 동사의 배당에 대한 정책은 DPS의 안정적 상향을 목표로 추진 중에 있으며, 배당이 중단된 이력이 없다는 점에서 채택

(단위 : 십억 원)	2025E
D1	4,400
COE	9.62%
G(영구성장률)	6.4%
목표주가	136,000
현재주가	96,500
Upside	41%



이슈체크



회계제도 불안정성에 대한 리스크 분석

현재 보험업계는 밸류업에 대한 기대감과 회계제도에 대한 불확실성이 공존하는 상황이다. 이에 보험사의 주주환원 확대를 제한하고 있는 요인인 회계제도에 대해 분석하고자 한다.

CSM 상각률 할인을 제거 이슈

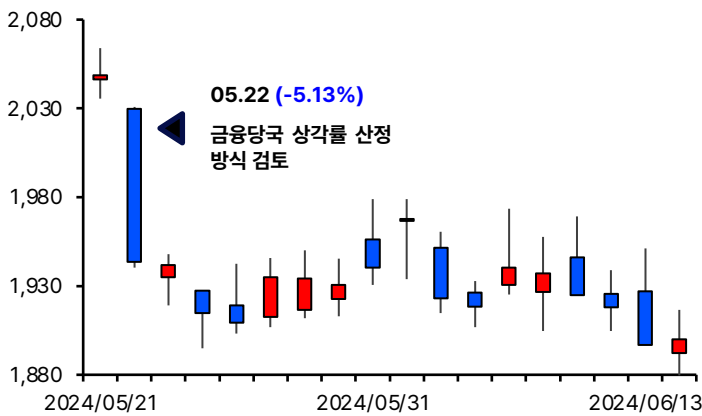
2024년 5월, 금융당국에서 CSM 상각률 산정 시 할인을 제거에 대한 방안을 검토하고 있다는 기사가 보도되며, 보험사의 단기적인 이익 감소 우려로 국내 보험사들의 주가가 크게 하락했다. 그러나 이는 1) 보험사의 근본적인 이익체력 훼손이 아닌 단순 인식 시점의 차이라는 점, 2)금융당국의 조치가 현재 보험업계의 과당 경쟁 완화와 안정성을 제고하기 위함이라는 점, 3)이러한 우려에 따라 하락된 주가가 현재 회복되었다는 점에서 이로 인한 추가적인 투심 악화는 제한적일 것이라 판단한다.

공시이율 예실차 및 소멸계약 잔여금액에 대한 회계처리 이슈

2024년 7월, 공시이율 예실차의 반영이 기존 P/L(당기손이익)에서 OCI로 바뀌는 제도가 검토 중이며, 이는 P/L로 인식했던 보험회사들의 이익감소를 유발한다는 기사가 보도되었다. 금융당국에서는 확정된 바가 없다고 언급하였으나, 추후 제도 변경이 실제로 반영된다면 P/L로 인식하는 동사의 이익 감소로 이어질 수 있는 사항이다.

그러나 1)금리 연동형 부채 비중이 높은 보험사들을 제외하면 영향이 크지 않을 것이라는 점, 2) 중장기적으로 금리에 따른 변동성이 완화되어 재무적 안정성이 확보된다는 점에서 긍정적으로 판단할 수 있다. 심지어 소멸계약 잔여금액 회계처리의 경우에는, 이를 당기손익에 반영하는 보험회사만 직접적인 영향을 받으며, 이로 인한 손익 변동도 미비하다는 점에서 큰 이슈가 아니라고 볼 수 있다.

[자료 38] 상각률 이슈에 따른 보험사 주가 하락 (KRX 보험)



출처: KRX, Team AK-99

[자료 39] 회계처리에 대한 보험사별 현황

	공시이율 예실차 회계처리	소멸계약 잔여금액 회계처리
삼성생명	P/L	만기 인식
한화생명	OCI	만기 인식
동양생명	P/L (금리연동형 40%)	만기 인식
현대해상	P/L (금리연동형 35%)	당기손익 반영
메리츠화재	P/L	당기손익 반영

출처: 각 사, 산업자료

Compliance Notice

- 본 리포트의 모든 저작권은 Team AK-99 (전승윤, 김주연, 한경엽, 한서경)에게 있습니다. 저작권자의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 리포트는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었으며, 본 팀은 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 리포트는 조사분석자료로, 종목 선택과 최종 투자결정에 대한 책임은 투자자에게 있습니다. 수록된 내용 및 자료는 투자 참고용으로 사용될 수 있으나, 투자자의 증권투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.