

생명보험

4Q23 Preview: 투자손익에 기반한 실적 개선 **SK증권 리서치센터**



Analyst
설용진

s.dragon@sks.co.kr
3773-8610

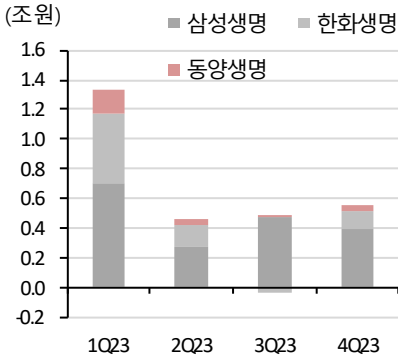
보험손익은 일부 부진에도 상대적으로 안정적 흐름 지속

생명보험사의 전반적인 4Q23 신계약은 양호한 흐름이 나타날 전망이다. 3Q23 중 단기납 종신보험 관련 절판 이슈 기저효과로 QoQ 로는 물량 자체가 소폭 감소하겠으나 기존에 급격하게 감소할 것으로 예상되었던 단기납 종신보험 신계약이 10년 플랜 상품으로 다시 판매가 증가하고 있기 때문이다. 예실차는 계절적 영향 등이 일부 나타날 수 있겠지만 전반적으로 안정적인 모습을 예상된다. 가정 조정으로 인한 손실계약비용 부담으로 전반적인 보험손익 부진이 예상되나 상대적으로 실손보험 취급 비중이 낮아 손보사 대비 실적 타격은 크지 않을 전망이다. 다만 상생금융의 일환으로 약관대출 금리 인하 등을 추진함에 따라 CSM 측면의 영향이 일부 예상된다.

금리 하락, 투자손익에 단기적으로는 오히려 좋아

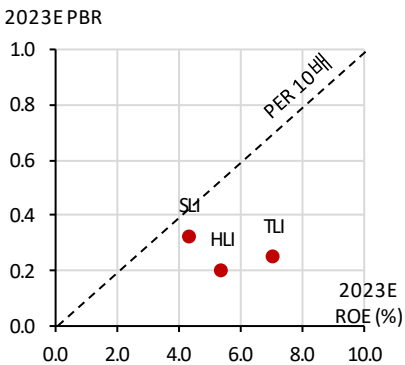
일반적으로 보험사는 금리 상승이 긍정적이지만 IFRS17/9 도입 이후 단기적인 투자손익 관점에서는 오히려 금리 하락이 이익 개선으로 이어지는 모습이 나타나고 있다. 이는 IFRS17 전환과 함께 고질적인 이차역마진 부담이 완화된 상황에서 운용자산 내 높아진 FVPL 금융자산 비중으로 평가손익 영향이 높아진데 기인한다. 특히 생보사의 경우 FVPL 자산 내 채권 관련 자산 비중이 높아 금리에 따른 평가손익 영향이 클 것으로 예상된다. 보험금융손익 측면에서도 연동형 부채에 대한 부리 이용 하락이 예상된다. 다만 금리 하락으로 FVPL 평가손익이 개선되는 효과는 당기순이익에 한정되며 자본에 미치는 종합적인 영향을 파악하기 위해서는 OCI 측면까지 고려할 필요가 있다고 판단한다. 이는 통상적으로 자산보다 부채 듀레이션이 긴 생보사 특성상 OCI 내 보험금융손익 변동이 자산 미실현평가손익 변동보다 크게 나타날 수 있어 전체 자본의 Movement와 순이익 간 차이가 발생할 수 있기 때문이다.

2023E 분기별 실적 추이 및 전망



자료: 각사, SK증권 추정

2023E PBR - ROE Matrix



자료: 각사, SK증권 추정

투자전략: 경상 이익, K-ICS 비율 및 주주 환원 중심 접근

IFRS17 도입 이후 생보사 실적이 FVPL 평가 손익 등에 따른 변동성이 높아졌음을 감안하면 투자에 있어 단순 당기순이익보다 전반적인 자본 변동성을 감안한 접근이 필요하다고 판단한다. 따라서 1) 금리 등 환경 변화와 관계없이 꾸준히 기대할 수 있는 핵심 경상 이익체력과 2) 장기적으로 지속가능한 K-ICS 비율 등을 종합적으로 확인할 필요가 있을 것으로 예상되며 궁극적으로는 이러한 요소에 기반한 주주 환원 정책이 생보사의 핵심 투자 포인트가 될 전망이다. 전반적으로 삼성생명의 높은 안정성을 긍정적으로 평가하지만 단기적으로는 배당 기산일 변경에 따라 한화생명과 동양생명의 배당 기대감이 높게 나타날 전망이다. 과거 추세 등을 감안하여 20% 초반 수준의 배당 성향을 가정할 경우 약 8~9% 수준의 배당수익률이 기대된다.

Contents

1. 보험손익은 일부 부진에도 상대적으로 안정적 흐름 지속	3pg
2. 금리 하락, 투자손익에 단기적으로는 오히려 좋아	6pg
3. 투자전략: 경상 이익, K-ICS 비율 및 주주 환원 중심 접근	9pg

<Company Analysis>

삼성생명(A032830)

한화생명(A088350)

동양생명(A082640)

Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~-15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 23일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

1. 보험손익은 일부 부진에도 상대적으로 안정적 흐름 지속

(1) 기저효과에도 신계약 물량 자체는 견조한 흐름 지속 예상

10년 거치 플랜으로 부활한 단기납 종신으로 예상 대비 양호한 신계약 흐름 예상

생명보험사의 전반적인 4Q23 신계약은 양호한 흐름이 나타날 전망이다. 3Q23 중 단기납 종신보험 관련 절판 이슈 기저효과로 QoQ 로는 물량 자체가 소폭 감소하겠으나 기존에 급격하게 감소할 것으로 예상되었던 단기납 종신보험 신계약이 5년납 5년 거치/7년납 3년 거치 등 거치기간 포함 10년 플랜 상품으로 다시 판매가 올라오는 모습이 나타났기 때문이다.

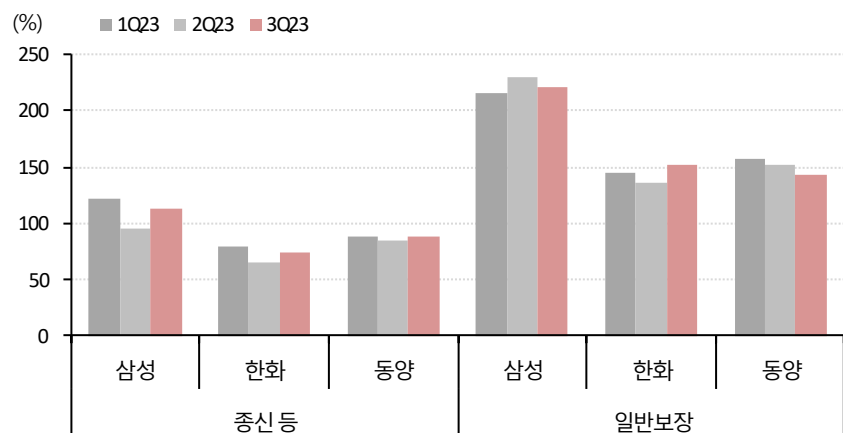
금융당국 스탠스 등 감안했을 때 절판 이슈 발생 가능. 가정 적정성에 대해 보수적 시각 유지

중하위권 생명보험사를 중심으로 해당 상품에 대한 판매가 가파르게 증가하고 있지만 금융당국이 135% 수준까지 상승한 환급률 등에 대해 우려를 표하고 있음을 감안했을 때 향후 상품 구조 개선 등 조치에 따른 절판 이슈가 발생할 가능성이 존재한다. 여전히 단기납 종신보험과 관련하여 납입기간 경과 이후 시점의 해지율 등에 대한 적절한 경험 통계 자료가 어렵다는 점을 감안했을 때 가정의 적정성 등에 대한 금융당국의 보수적인 시각이 유지될 수밖에 없다고 판단한다.

2024년 중 신계약 물량 증가 둔화 예상되나 CSM은 안정적 추세 예상

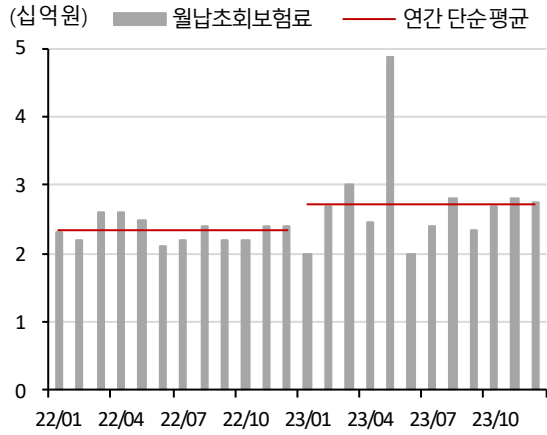
2024년의 경우 기본적으로 단기납 종신 관련 기저효과 등을 감안했을 때 전반적인 신계약 물량은 다소 둔화될 것으로 예상된다. 다만 상대적으로 CSM 환산 배수가 낮은 종신보험 대신 일반 보장성보험 비중 확대에 따라 전반적인 물량 둔화에도 신계약 CSM은 안정적인 추세가 나타날 것으로 예상된다.

보장성 보험 수익성 - APE 대비 CSM 비율 기준 일반보장 우위



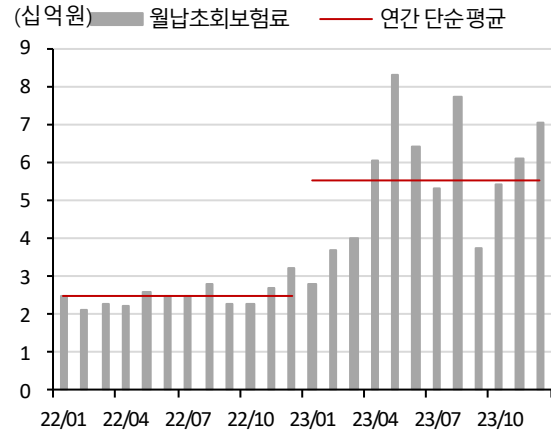
자료: 각사, SK 증권; 주: 회사별로 정기보험 등 분류 차이 일부 존재

삼성생명 - GA 월별초회보험료 실적



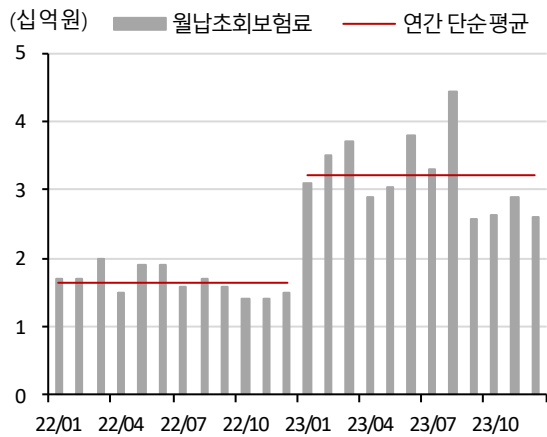
자료: 언론 보도, SK 증권, 주: 자회사형 GA 제외 기준

한화생명 - GA 월별초회보험료 실적



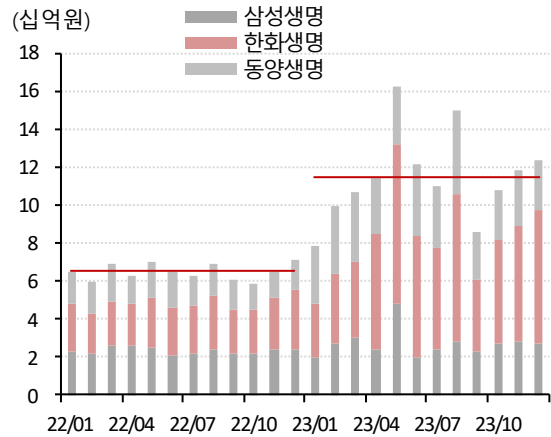
자료: 언론 보도, SK 증권, 주: 자회사형 GA 제외 기준

동양생명 - GA 월별초회보험료 실적



자료: 언론 보도, SK 증권, 주: 자회사형 GA 제외 기준

커버리지 합계 - GA 월별초회보험료 실적



자료: 언론 보도, SK 증권, 주: 자회사형 GA 제외 기준

(2) 손실계약비용에 따른 영향 일부 예상되나 안정적 수준 지속 예상

손해보험 대비 낮은 실손보험
취급 비중으로 손실계약비용
부담은 상대적으로 적을 전망

예실차는 계절적 영향 등이 일부 나타날 수 있겠지만 전반적으로 무난한 모습을 예상한다. 가정 조정에 따른 영향의 경우 1) 손실계약비용의 경우 경험조정에 따른 영향이 일부 나타날 전망이다. 다만 손해보험사 대비 실적에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 예상되는데 상대적으로 실손보험 취급 비중이 낮아 3/4 세대 실손보험의 가 따른 위험손해를 약화 등에 따른 영향이 나타나지는 않을 것으로 예상되기 때문이다.

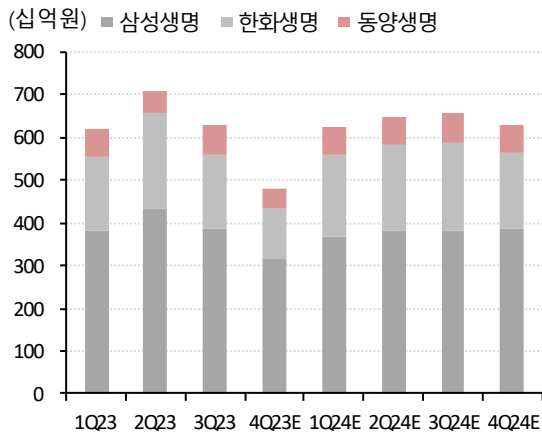
약관대출 금리 인하 등 영향으로
가정 조정에 따른 CSM 감소 예상

2) 한편 CSM 의 경우 가정 조정에 따른 감소가 일부 예상된다. 상생금융의 일환으로 약관대출 금리를 인하한 부분 및 해지율 등 가정 관련 조정에 따른 영향이 경험 조정으로 반영될 것으로 예상되기 때문이다.

4Q23 커버리지 합산 보험손익
4,791 억원(-24% QoQ) 예상

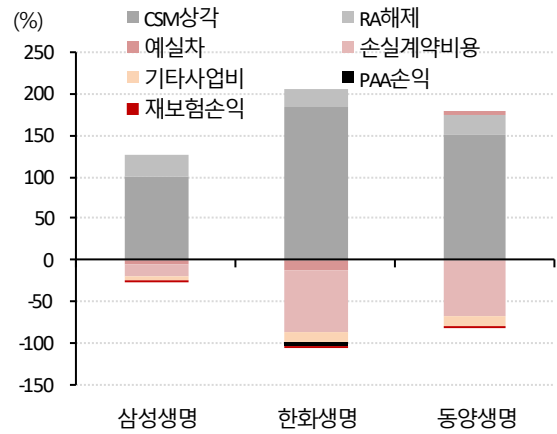
커버리지 3 개 생명보험사의 4Q23 보험손익은 3Q23 대비 약 24% 감소한 4,791 억원을 예상한다. CSM 상각 및 RA 해제 측면의 견조한 손익 이어지겠지만 예실차 측면의 계절적 부진 및 이전 대비 높은 손실계약비용 반영 등에 따른 영향으로 전분기 대비 다소 낮아진 수준의 보험손익이 나타날 전망이다.

보험손익 - 분기별 추이 및 전망



자료: 각사, SK 증권 추정

보험손익 - 항목별 비중 Breakdown(4Q23)



자료: 각사, SK 증권 추정

2. 금리 하락, 투자손익에 단기적으로는 오히려 좋아

(1) FVPL 평가손익 영향으로 금리가 하락할 때 순이익은 오히려 개선

1) 듀레이션 구조, 2) 이차역마진, 3) 변액보증준비금 환입 등으로 금리 상승이 유리했던 생보업종

일반적으로 생명보험사는 금리 상승 시 수혜를 본다고 알려져 있다. 이는 1) 구조적으로 부채 듀레이션이 길어 순자산 증가가 기대되며, 2) 과거 판매한 고금리 확정형 계약으로 인한 이차역마진이 심화된 상황에서 보유이원 제고로 부담 완화를 기대할 수 있으며 3) 과거 금리/증시에 따라 변액보증준비금 환입이 나타난 점에 기인한다.

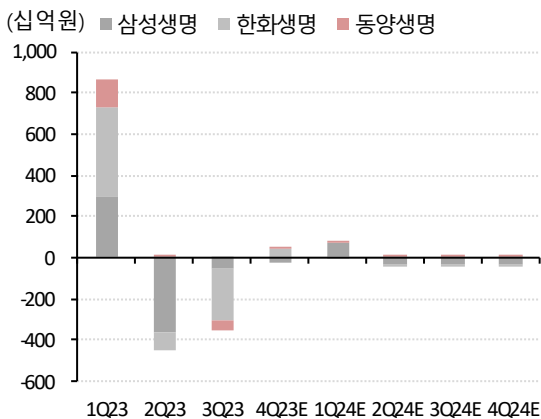
IFRS17 도입 이후로 단기적인 투자손익에는 금리 하락이 유리

다만 IFRS17 및 IFRS9 도입 이후에는 '단기적인 투자손익' 관점에서는 오히려 금리 하락이 순이익 개선으로 이어지는 모습이 나타나고 있다. 이는 IFRS17 전환과 함께 고질적인 이차역마진 부담이 완화된 상황에서 높아진 운용자산 내 FVPL(당기손익-공정가치측정증권)자산 비중으로 평가손익 개선이 발생함에 기인한다. 과거 매도가능증권/만기보유증권으로 분류되던 수익증권 등이 IFRS9에서 대부분 FVPL자산으로 분류되고 있으며 생보사의 경우 채권형 수익증권 등 비중이 높아 금리에 따른 평가손익 영향이 크게 나타나기 때문이다. 보험금융손익 측면에서도 연동형 부채에 대한 부리 이율 하락이 나타나며 투자이익 개선을 기대할 수 있다.

시장금리 약 50bp 하락에 따른 FVPL 평가손익 개선 예상

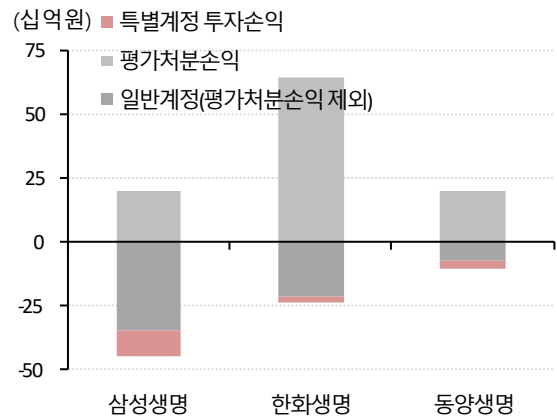
4Q23 커버리지 생명보험사의 투자손익 또한 시장금리 약 50bp 하락에 따른 평가손익 측면의 개선이 나타날 예정이다. 해외 부동산 등 대체투자자산 재평가 관련 손상차손, 부동산 PF 총당금 등 영향이 일부 예상되나 평가손익 내에서 충분히 관리할 수 있을 것으로 예상된다.

투자손익 - 분기별 추이 및 전망



자료: 각사, SK증권 추정

투자손익 - 항목별 세부 구분(4Q23)



자료: 각사, SK증권 추정

(2) 다만 종합적인 재무 영향은 기타포괄손익까지 고려할 필요가 있음

장기 투자손익은 금리 상승이 유리. 종합적 영향은 OCI 까지 살펴볼 필요

다만 장기적 관점에서 금리 하락은 보유이원 하락에 따른 경상 투자손익 감소로 이어지는 만큼 부정적 요인이다. 또한 금리 하락으로 투자손익이 개선되는 효과는 당기순이익에 한정되며 종합적인 영향을 파악하기 위해서는 기타포괄손익(OCI) 측면까지 고려할 필요가 있다. 통상적으로 자산보다 부채 듀레이션이 긴 생보사 특성상 OCI 내 부채의 보험금융손익 변동이 자산 미실현평가손익 변동보다 크게 나타나는 만큼 전체적인 자본의 Movement 는 순이익과 차이가 나타날 수 있기 때문이다.

주주 환원도 단순 순이익에 대한 배당성향이 아닌 경상 이익 및 자본 수준에 기반할 전망

따라서 보험사의 실질적인 재무적 펀더멘털을 확인하기 위해서는 당기순이익과 기타포괄손익을 모두 종합적으로 고려할 필요가 있다고 판단한다. 주주 환원 역시 과거 단순하게 순이익에 기반한 배당성향에서 벗어나 경상적인 이익 체력과 전반적인 자본 수준에 기반한 방향으로 변화가 나타날 것으로 예상된다.

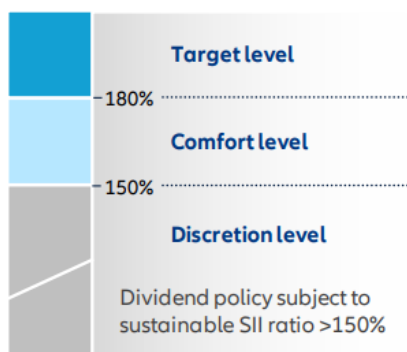
유럽: Solvency II 충족 여부를 기준으로 주주 환원 정책 시행

실제로 시가 기반 지급여력비율인 Solvency II 를 2016 년에 도입한 유럽의 경우 적정 Solvency II 비율을 기반으로 주주 환원 정책을 시행하는 모습을 쉽게 찾아볼 수 있다. Allianz 의 사례를 살펴보면 Solvency II 비율이 150%를 상회하는 경우 1) 경상 순이익 기준으로 배당성향 50% 혹은 2) 전년 대비 5% 증가한 DPS 중 큰 수치를 기준으로 배당 정책을 시행하고 있으며 자본 여력 등에 따라 배당 외에도 자사주 매입을 활용하여 유연한 주주 환원 정책을 시행하고 있는 모습을 확인할 수 있다.

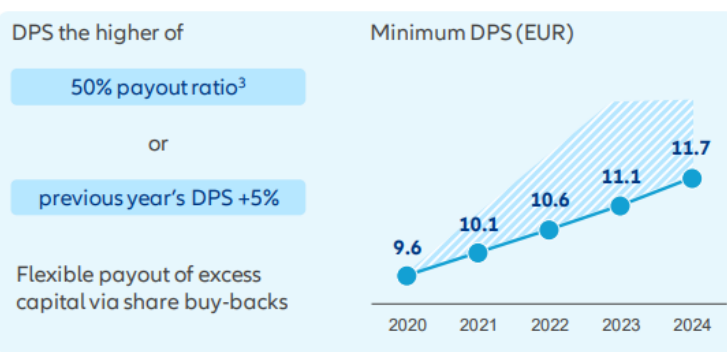
Allianz - Solvency II 비율에 기반한 주주 환원 정책

Confident dividend policy

Solvency II ratio¹

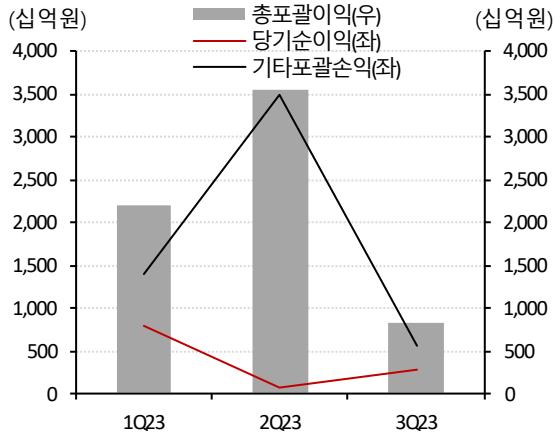


Dividend policy²



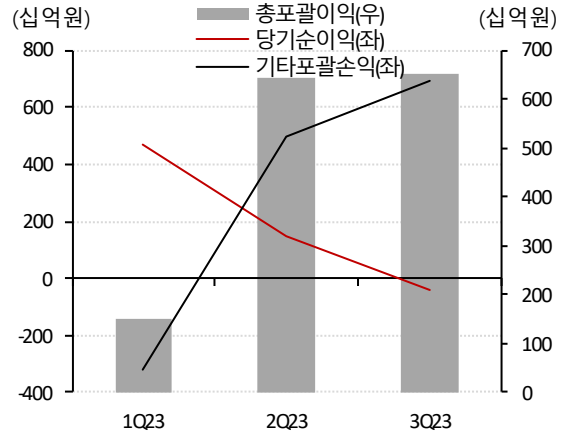
자료: Allianz, SK 증권

삼성생명 - 순이익 및 OCI Movement



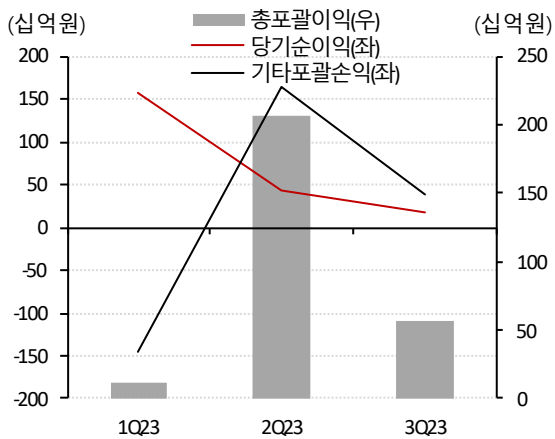
자료: 금융감독원, SK 증권

한화생명 - 순이익 및 OCI Movement



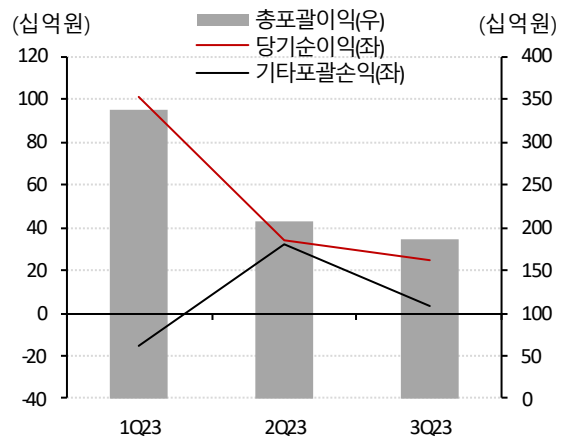
자료: 금융감독원, SK 증권

동양생명 - 순이익 및 OCI Movement



자료: 금융감독원, SK 증권

미래에셋생명 - 순이익 및 OCI Movement



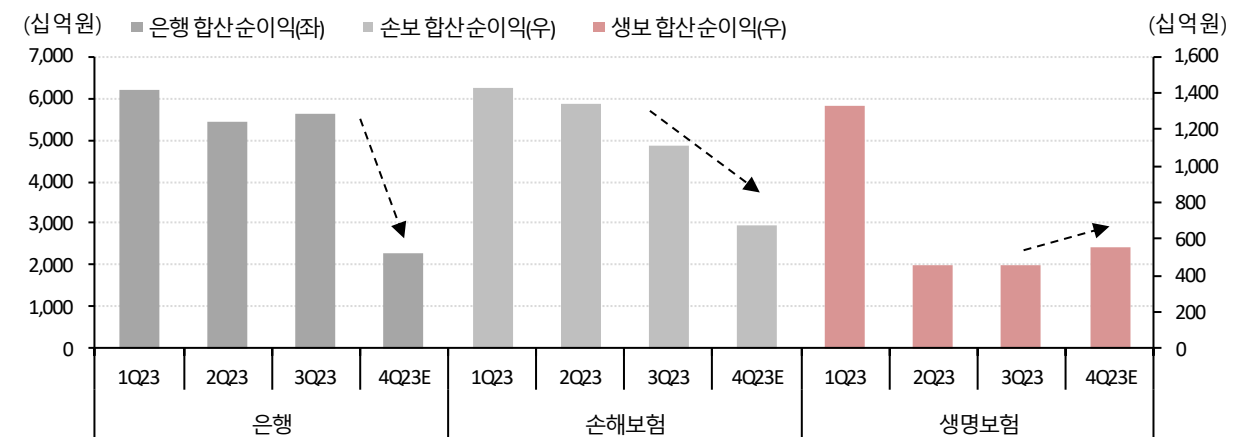
자료: 금융감독원, SK 증권

3. 투자전략: 경상 이익, K-ICS 비율 및 주주 환원 중심 접근

(1) 4Q23 이익은 금융업종 내 가장 양호한 모습 예상

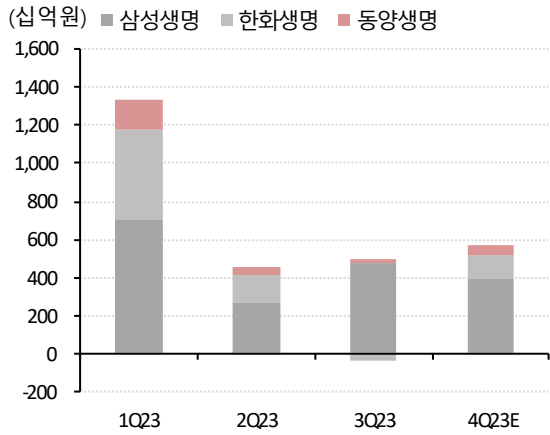
<p>커버리지 3사 당기순이익 합산 4Q23 순이익 5,573 억원(+23% QoQ) 예상</p>	<p>단순히 4Q23 실적만 기준으로 보는 경우 커버리지 생명보험 3사의 순이익(삼성생 명만 연결 지배순이익 기준) 합계는 5,573 억원을 예상하며 3Q23 합산 순이익 4,521 억원 대비 약 23% 증가할 것으로 예상된다.</p>
<p>보험손익 감소 예상되나 손해보험 대비 견조한 흐름 예상</p>	<p>보험손익은 손실계약비용 등 인식 영향으로 다소 감소하겠지만 상대적으로 자동차 보험 등의 높은 계절성 및 3/4 세대 실손보험의 위험손해를 악화에 따른 영향이 큰 폭 반영될 손해보험 대비해서는 전반적으로 견조한 흐름이 예상된다.</p>
<p>투자손익은 FVPL 평가손익 개선 예상. 손상차손, 총당금 등 발생해도 관리 가능할 전망</p>	<p>한편 투자손익 측면에서 금리 하락으로 인한 FVPL 평가손익 개선이 예상된다. 특히 생명보험사가 상대적으로 FVP 자산 내 채권 관련 자산 비중이 높다는 점을 감안하 면 FVPL 자산 평가손익을 대거 인식하며 투자손익 측면의 가파른 이익 개선을 기대 할 수 있을 전망이다. 생명보험사 역시 대체투자자산 등의 재평가로 인한 손상차손 인식이나 태영건설 등 PF 총당금 등 영향이 일부 발생하겠지만 FVPL 자산 평가손 익 개선 범위 내에서 충분히 관리할 수 있을 것으로 예상된다.</p>
<p>다른 금융업종 4Q23 실적 부진이 예상되는 만큼 단순 이익 측면에서는 양호한 모습 전망</p>	<p>현재 4Q23 실적만 두고 보았을 때 금융섹터 내 다른 은행, 증권, 손해보험 등의 경 우 전반적으로 부진한 실적 흐름이 예상되고 있음을 감안하면 단순 이익 측면에서는 생명보험사가 가장 양호한 모습을 보일 것으로 전망된다.</p>

SK 금융 유니버스 - 분기별 실적 추이 및 전망



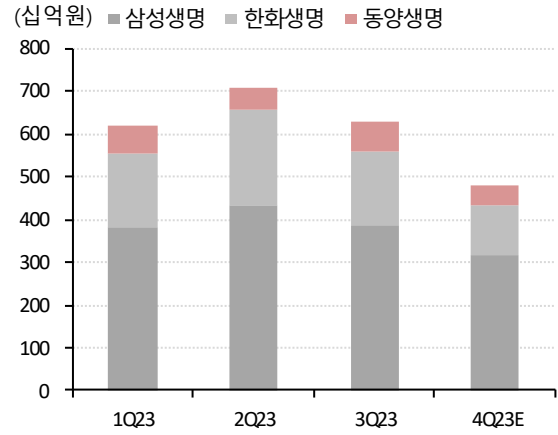
자료: 각사, SK 증권 추정

순이익 - 커버리지 3사 합산 기준



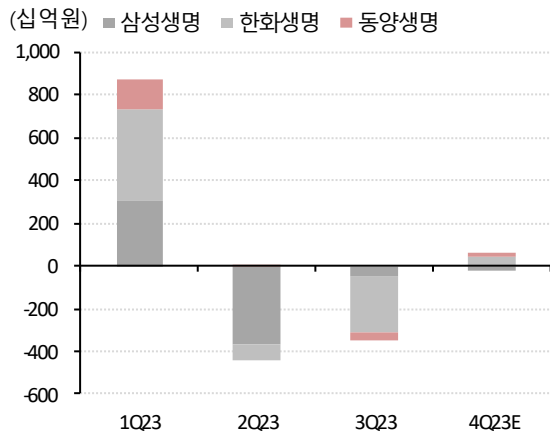
자료: 각사, SK증권 추정; 주: 삼성생명 연결 기준

보험손익 - 커버리지 3사 합산 기준



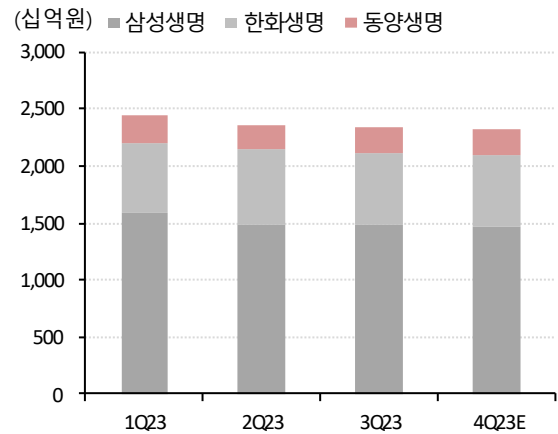
자료: 각사, SK증권 추정; 주: 삼성생명 별도 기준

투자손익 - 커버리지 3사 합산 기준



자료: 각사, SK증권 추정; 주: 삼성생명 별도 기준

경상 운용손익 - 커버리지 3사 합산 기준



자료: 각사, SK증권 추정; 주: 삼성생명 별도 기준

(2) 경상 이익과 자본력에 기반한 주주 환원 중심의 접근 필요

평가손익으로 인한 변동성 감소 시 전반적인 자본 측면의 변동성 감소한 접근 필요

다만 IFRS17 도입 이후 특히 생명보험사에 있어 FVPL 평가 손익 등에 따른 변동성이 높아졌음을 감안할 때 단순 당기순이익보다는 전반적인 자본 측면의 변동성을 감안한 접근이 필요할 것으로 예상된다.

경상 이익 체력과 지속가능한 K-ICS 비율에 근거한 주주 환원이 핵심 투자포인트가 될 전망

따라서 1) 금리 등 환경 변화와 관계없이 꾸준히 기대할 수 있는 핵심적인 경상 이익체력과 2) 장기적으로 보험사가 안정적으로 유지할 수 있는 지속가능한 수준의 K-ICS 비율을 종합적으로 확인할 필요가 있다고 판단하며 궁극적으로는 이러한 요소에 기반한 주주 환원 정책이 생보사에 있어 핵심적인 투자 포인트가 될 전망이다.

K-ICS 제도 불확실성 감안했을 때 구체적인 주주 환원 정책 확인은 어려움. 소통 의지 확인이 관건

여전히 K-ICS 제도와 관련하여 장기선도금리 및 유동성프리미엄 등에 대한 조정이 예정되어 있다는 점을 감안했을 때 보험사들이 적극적으로 장기적으로 지속가능한 K-ICS 비율 및 이에 기반한 주주 환원 정책을 구체적으로 제시하기는 아직 어려운 상황이라고 판단한다. 따라서 2023 년 결산 배당은 결국 장기적 관점의 자본 활용 정책에 대한 사측의 소통 의지를 확인할 수 있는지 여부가 핵심 관전 포인트가 될 것으로 예상된다.

배당 기산일 변경으로 배당 기대감에 기반한 투자 매력 유효. 배당 성향 약 20% 초반 예상

배당수익률 관점에서 보면 2023 년 배당은 전반적으로 양호할 것으로 예상된다. 현재 삼성생명을 제외한 다른 생명보험사들의 경우 이사회 결의/주주 총회를 거쳐 배당 기산일을 결정할 예정인 만큼 배당 기대감에 기반한 투자 매력은 여전히 유효하다고 판단한다. 한화생명 및 동양생명 모두 배당을 재개할 전망이며 전반적인 과거 배당 성향 등을 감안하여 약 20% 초반 수준의 배당 성향을 가정할 경우 예상 배당 수익률은 약 8~9% 수준을 기대할 수 있을 것으로 예상된다.

주주 환원 관련 지표 추이 및 전망

적용 회계기준 연도	배당성향			DPS			배당수익률		
	(%, 원)								
	IFRS4	IFRS17	IFRS17	IFRS4	IFRS17	IFRS17	IFRS4	IFRS17	IFRS17
	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
삼성생명	34.0	35.1	35.4	3,000	3,600	3,700	4.2	5.2	6.1
한화생명	0.0	21.5	27.2	0	200	220	0.0	8.1	8.9
동양생명	0.0	23.9	29.4	0	400	410	0.0	9.4	9.6

자료: 각사, SK증권 추정; 주: 2023E 배당수익률의 경우 삼성생명은 12 월 말, 한화 및 동양은 전일 종가 기준으로 사용

(3) 삼성생명의 안정성 우위. 단기적 배당 기대감은 한화/동양이 양호

가정 관리, 투자손익 변동성 등 감안했을 때 삼성생명의 안정성 높다고 판단

생명보험 업종 내에서는 장기적 관점에서 삼성생명의 안정성을 긍정적으로 평가한다. 보험손익 측면에서는 해약환급금준비금이 지속적으로 0 을 기록하는 등 보수적 가정을 사용하고 있어 향후 가정 관련 불확실성이 크지 않으며 신계약 측면에서도 견조한 성장이 이어짐에 따라 CSM 증가율이 양호한 모습을 보이고 있다. 투자손익 측면에서도 동사의 운용자산 중 FVPL 자산이 차지하는 비중이 다른 생보사 대비 현저히 낮아 금리 변동에 따른 투자손익의 변동성이 상대적으로 제한적으로 전반적인 실적의 안정성 및 예측가능성이 높다고 판단한다.

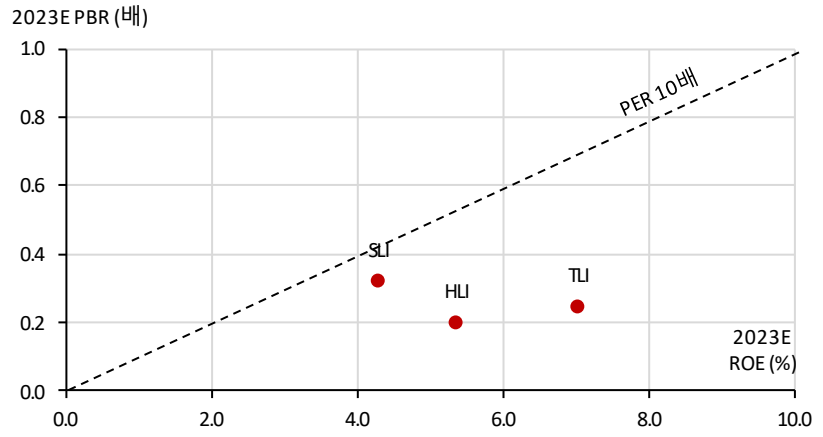
자본력 측면에서도 최근 삼성전자 주가 흐름 긍정적

자본력 측면에서 동사는 다른 보험사와 달리 금리 외에 삼성전자 주가 등에 따른 영향을 크게 받지만 최근 반도체 업황 개선 등에 따라 삼성전자 주가가 양호한 모습을 보이고 있는 만큼 전반적으로 안정적 흐름을 예상한다. 향후 K-ICS 할인율 현실화 등에 따라 지급여력비율 영향이 일부 나타날 수 있겠으나 3Q23 기준 220%를 상회하는 자본비율을 감안했을 때 안정적인 주주 환원을 기대할 수 있을 전망이다.

단기적으로는 배당 기대감을 감안했을 때 한화생명과 동양생명의 매력 부각 전망

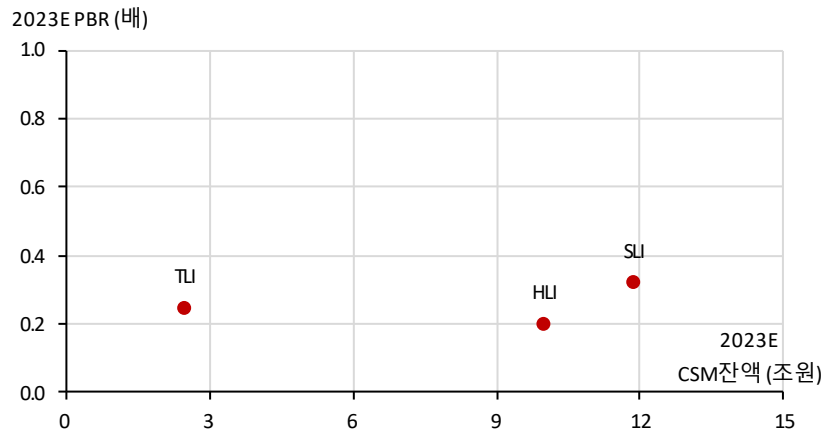
다만 삼성생명의 경우 2023년 결산 배당에 있어서는 기산일을 그대로 12월 말로 유지했던 만큼 단기적인 결산 배당 관련 기대감 측면에서는 연초 이사회 결의/주주총회 이후 배당 기산일이 결정될 한화생명 및 동양생명의 매력이 부각될 전망이다. 한화생명과 동양생명의 경우 2022년에는 배당을 지급하지 못했으나 IFRS17 회계 기준 도입 이후 개선된 자본 여력 등을 감안했을 때 충분히 주주 환원을 재개할 수 있을 것으로 예상된다. 과거 배당 성향 추세 및 2023년 실적 등을 종합적으로 감안했을 때 양사 모두 약 20% 초반 수준의 배당 성향을 바탕으로 배당을 지급할 것으로 예상되며 이 경우 배당수익률은 약 8~9% 수준을 기록할 것으로 예상되는 만큼 투자 매력이 높다고 판단한다.

생명보험 PBR-ROE Matrix (2023E)



자료: 각사, SK 증권 추정

생명보험 PBR-CSM Matrix (2023E)



자료: 각사, SK 증권 추정

생명보험 - 밸류에이션 Table				
기업명		삼성생명	한화생명	동양생명
Code		A032830	A088350	A082640
투자의견		Buy	Buy	Buy
현재주가		61,000	2,470	4,275
목표주가		87,000	4,000	5,400
상승여력		42.6%	61.9%	26.3%
<hr/>				
CSM 잔액(십억원)	2022	10,749	9,763	2,374
	2023E	11,831	9,964	2,470
	2024F	13,712	11,432	2,738
	2025F	15,817	13,097	3,057
	<hr/>			
보험손익(십억원)	2022			
	2023E	1,526	679	229
	2024F	1,518	770	268
	2025F	1,749	902	298
	<hr/>			
투자손익(십억원)	2022			
	2023E	-146	140	101
	2024F	-35	-16	5
	2025F	-30	-16	5
	<hr/>			
일반계정 투자손익(십억원)	2022			
	2023E	-220	132	82
	2024F	5	-6	13
	2025F	10	-6	13
	<hr/>			
특별계정 투자손익(십억원)	2022			
	2023E	74	9	19
	2024F	-40	-10	-8
	2025F	-40	-10	-8
	<hr/>			
ROE (%)	2022			
	2023E	4.3	5.3	7.0
	2024F	4.2	5.0	7.3
	2025F	4.4	5.6	7.7
	<hr/>			
PER (배)	2022			
	2023E	7.5	3.5	2.8
	2024F	6.5	3.5	3.2
	2025F	6.0	3.0	2.9
	<hr/>			
PBR (배)	2022			
	2023E	0.32	0.20	0.25
	2024F	0.28	0.17	0.23
	2025F	0.27	0.17	0.21
	<hr/>			
배당성향(%)	2022	34.0	0.0	0.0
	2023E	35.1	21.5	23.9
	2024F	35.4	27.2	29.4
	2025F	35.1	27.6	27.1
	<hr/>			
보통주 DPS(원)	2022	3,000	0	0
	2023E	3,600	200	400
	2024F	3,700	220	410
	2025F	4,000	260	420
	<hr/>			
보통주 배당수익률(%)	2022	4.2	0.0	0.0
	2023E	5.2	7.1	8.8
	2024F	6.1	8.9	9.6
	2025F	6.6	10.5	9.8

자료: 각사, SK 증권 추정; 주: 배당수익률 등 밸류에이션 지표는 연말 증가 기준

Company Analysis

삼성생명 (032830/KS)

높은 안정성으로 저가매수 관점의 접근 유효

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 87,000 원(유지)
 현재주가: 61,000 원
 상승여력: 42.6%



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
 3773-8610

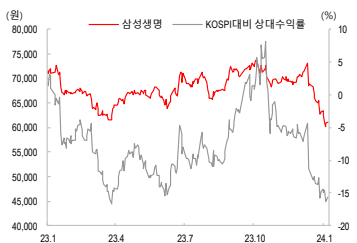
Company Data

발행주식수	20,000 만주
시가총액	12,200 십억원
주요주주	
삼성물산(외6)	44.14%
자사주	10.21%

Stock Data

주가(24/01/22)	61,000 원
KOSPI	2,464.35 pt
52주 최고가	73,800 원
52주 최저가	60,100 원
60일 평균 거래대금	17 십억원

주가 및 상대수익률



안정성 높은 실적 흐름 기대

삼성생명의 가장 큰 강점은 상대적으로 실적 측면의 안정성이 높다는 점을 들 수 있다. 보험손익 측면에서는 보수적 가정 및 사업비 관리 등을 바탕으로 CSM 상각 및 RA 해제 이익 중심으로 분기별 3~4 천억원 수준의 이익을 꾸준히 기대할 수 있을 전망이다. 3Q23 부터 계리적 가정 가이드라인 등 영향으로 RA 해제 이익 규모가 축소된 영향이 일부 존재하지만 이를 감안해도 전반적으로 안정적인 보험 손익 수준이 예상된다. 투자손익의 경우에도 일반계정 기준 유가증권 내 FVPL 자산 비중이 가장 낮은 수준을 기록하고 있어 금리 변동 등에 따른 평가손익 변동성이 상대적으로 제한적인 수준에 머무를 것으로 예상된다. 경상 이익 기반의 안정적 실적을 꾸준히 기록할 것으로 예상되는 만큼 이익의 예측가능성 관점에서 상대적으로 불확실성이 낮다고 판단한다.

주주 환원 측면에서도 상대적으로 높은 예측가능성

주주 환원 관점에서도 IFRS17 전환 이후 다른 보험사들이 전반적으로 주주 환원 정책에 대해 언급을 자제하는 것과 달리 약 35~45% 수준의 배당 성향 등 대략적이라도 방향성을 제시하고 있다는 점을 긍정적이라 평가한다. 궁극적으로는 K-ICS 할인을 현실화 등 이슈가 마무리될 필요가 있겠지만 대략적인 주주 환원 규모를 가늠할 수 있는 만큼 상대적으로 불확실성은 제한적이라고 판단한다. 23년 배당이 이전과 동일하게 12 월 말에 배당 기산일이 결정된 만큼 단기적으로 배당 기대감 측면의 접근은 제한적일 전망이지만 연초 주가가 1) 블록딜 이슈 및 2) 배당락 등 영향으로 다소 과도한 하락을 보였음을 감안하면 저가매수 관점의 접근이 충분히 유효하다고 판단한다.

4Q23 예상 지배순이익 3,919 억원 전망

삼성생명의 4Q23 지배순이익은 3,919 억원으로 컨센서스 수준의 이익을 전망한다. 보험손익은 1) 예상차 축소 및 2) 손실계약비용 인식 등 영향으로 1~3Q 대비 소폭 부진한 수준을 예상한다. 투자손익의 경우 FVPL 평가손익 개선 등에 따라 이전 분기 대비 전반적으로 개선된 수준을 예상한다. 보수적인 운용자산 포트폴리오 등을 감안했을 때 투자자산 등에 대한 재평가 관련 영향은 크지 않을 것으로 예상된다. 향후 건강보험 중심 성장에 기반한 CSM 확대, 삼성전자 주가 상승에 따른 자본력 개선을 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익	십억원				1,526	1,518	1,749
투자손익	십억원				-146	-35	-30
영업이익	십억원				1,380	1,482	1,719
당기순이익	십억원				1,356	1,352	1,534
EPS	원				9,208	9,379	10,233
PER	배				7.5	6.5	6.0
PBR	배				0.32	0.28	0.27
ROE	%				4.3	4.2	4.4

삼성생명 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E
보험손익	384	435	388	319	366	381	384	387	1,526	1,518
CSM 상각	334	326	327	319	321	335	349	363	1,306	1,369
RA 해제	155	148	84	87	89	91	93	94	474	366
예실차	-136	-16	26	-17	-16	-16	-31	-31	-143	-96
기타사업비용	-13	-9	-15	-13	-15	-15	-14	-14	-51	-57
손실계약비용 및 기타	45	-14	-35	-56	-13	-13	-13	-26	-60	-65
투자손익	299	-365	-55	-25	73	-35	-35	-37	-146	-35
일반계정	150	-234	-121	-15	83	-25	-25	-27	-220	5
자산운용수익	1,719	1,293	1,400	1,493	1,594	1,493	1,499	1,501	5,904	6,087
보험금융손익	-1,569	-1,527	-1,521	-1,507	-1,512	-1,518	-1,524	-1,529	-6,124	-6,083
특별계정(VFA 모형)	149	-131	66	-10	-10	-10	-10	-10	74	-40
영업이익	683	70	333	294	439	346	348	349	1,380	1,482
영업외손익	260	-3	5	2	262	3	3	3	264	270
세전이익	943	67	337	297	700	349	351	352	1,644	1,752
별도 당기순이익	795	63	269	229	540	269	271	272	1,355.7	1,352
지배지분순이익	707	267	476	391.9	516	463	465	432	1,842	1,876
보장성 APE	511	778	611	549	554	560	565	571	2,449	2,251
자산총계	299,795	300,600	297,085	297,330	298,232	299,418	300,537	300,564	297,330	300,564
운용자산	235,814	236,999	232,951	233,334	233,676	234,649	235,604	235,442	232,687	235,442
비운용자산	2,664	2,719	2,458	2,589	2,523	2,556	2,540	2,548	2,589	2,548
부채총계	259,982	257,036	252,422	252,770	253,131	253,832	254,464	254,735	252,770	254,735
책임준비금	211,306	186,525	181,606	182,416	183,638	184,860	186,083	187,018	182,416	187,018
생명보험 CSM 잔액	11,304	11,913	11,709	11,831	12,374	12,918	13,464	13,712	11,831	13,712
자본총계	39,813	43,714	44,827	44,560	45,101	45,585	46,072	45,829	44,560	45,829
해약환급금준비금	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ROE (%)	6.9	2.6	4.3	3.5	4.6	4.1	4.1	3.8	4.3	4.2

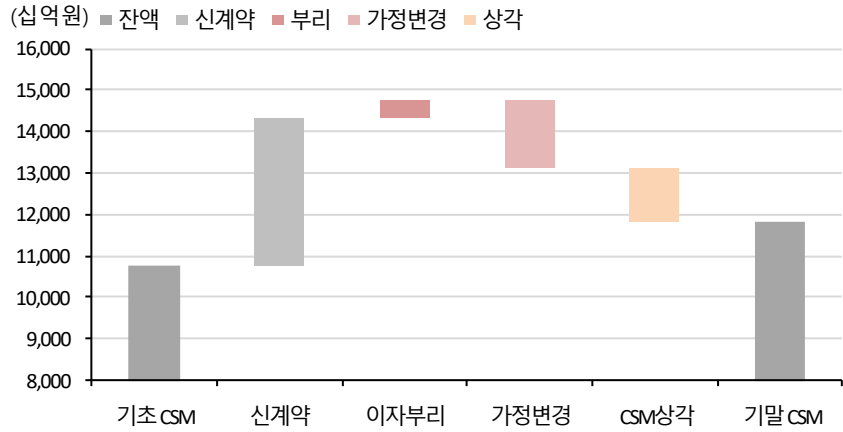
자료: 삼성생명, SK 증권 추정

삼성생명 - 실적 추정치 변경

		2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	수정 후		1,526	1,518	1,749
	수정 전		1,568	1,700	1,881
	증감률(%)		-2.7%	-10.7%	-7.0%
투자손익	수정 후		-146	-35	-30
	수정 전		-161	-20	-72
	증감률(%)		적지	적지	적지
연결 세전이익	수정 후		2,485	2,593	2,830
	수정 전		2,507	2,682	2,955
	증감률(%)		-0.9%	-3.3%	-4.2%
연결지배순이익	수정 후		1,842	1,876	2,047
	수정 전		1,846	1,884	2,075
	증감률(%)		-0.2%	-0.4%	-1.4%

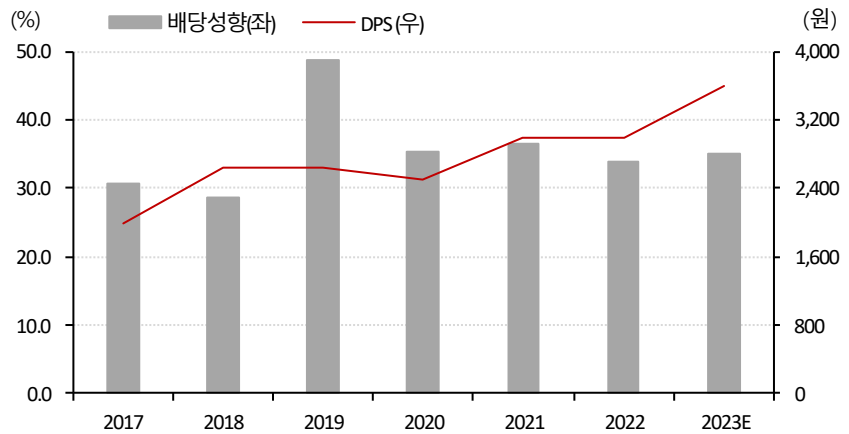
자료: 삼성생명, SK 증권 추정

삼성생명 - 2023년 연간 예상 CSM Movement



자료: 삼성생명, SK 증권 추정

삼성생명 - 배당 관련 추이 및 전망



자료: 삼성생명, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
운용자산			232,687	235,442	238,104
현금및예치금			1,201	1,278	1,280
유가증권			162,838	165,118	167,379
대출금			37,185	37,731	38,273
부동산			3,777	3,629	3,486
비운용자산			2,589	2,548	2,545
특별계정자산 및 기타			62,054	62,575	63,310
자산총계			297,330	300,564	303,959
책임준비금			182,416	187,018	191,794
CSM잔액(원수)			11,831	13,712	15,817
계약자지분조정			6,286	6,286	6,286
특별계정부채 및 기타			64,067	61,431	58,658
부채총계			252,770	254,735	256,739
자본금			100	100	100
신종자본증권			0	0	0
자본잉여금			125	125	125
이익잉여금			17,278	18,489	19,818
해약환급금준비금			0	0	0
기타자본			25,034	25,034	25,034
비지배주주지분			2,022	2,080	2,143
자본총계			44,560	45,829	47,220

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
신계약 수익성					
APE		2,674	3,127	2,736	2,847
신계약 CSM(원수)			3,590	3,221	3,390
신계약 CSM 마진율(%)			114.8	117.8	119.1
CSM 관련 지표					
기초CSM			10,749	11,831	13,712
CSM 조정 가점 변경			-1,622	-500	-320
신계약 CSM(원수)			3,590	3,221	3,390
CSM 이자부리			420	529	603
상각 전 CSM			13,137	15,081	17,385
CSM상각액			1,306	1,369	1,568
CSM상각률(%)			9.9	9.1	9.0
CSM 순증액			1,082	1,881	2,105
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률			2.5	2.6	2.6
평가처분손익 제외 수익률			2.6	2.6	2.6
손익구성					
보험손익			110.6	102.4	101.7
CSM상각			94.6	92.4	91.2
투자손익			-10.6	-2.4	-1.7
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)			218.3	219.7	221.7

자료: 삼성생명, SK증권 추정

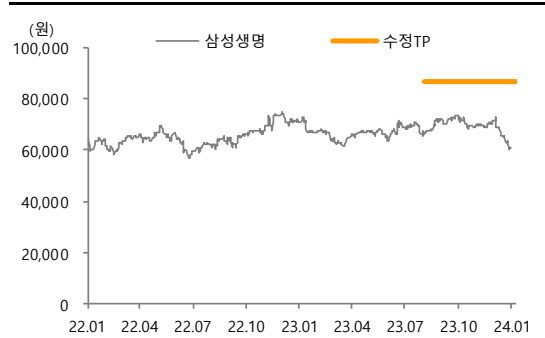
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익			1,526	1,518	1,749
CSM상각			1,306	1,369	1,568
RA해제			474	366	396
에실차 등			-91	-38	-27
기타사업비용			-51	-57	-62
손실계약비용 및 기타			-60	-65	-65
투자손익			-146	-35	-30
일반계정 투자손익			-220	5	10
평가처분손익			-129	0	0
특별계정 투자손익			74	-40	-40
영업이익			1,380	1,482	1,719
영업외손익			264	270	270
세전이익			1,644	1,752	1,988
법인세비용			288	400	454
법인세율(%)			17.5	22.8	22.8
당기순이익			1,356	1,352	1,534
연결 효과			841	841	841
연결 세전이익			2,485	2,593	2,830
연결 당기순이익			1,963	1,998	2,180
지배주주순이익			1,842	1,876	2,047
비지배주주순이익			121	123	134

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율				12	11
CSM증가율				15.9	15.4
BPS증가율				2.8	3.0
보험손익증가율				-0.5	15.2
투자손익증가율				적지	적지
영업이익증가율				7.4	15.9
세전이익증가율				4.4	9.1
당기순이익증가율				1.9	9.1
주당지표(원)					
EPS			9,208	9,379	10,233
BPS			212,688	218,745	225,386
EV(BV+CSM)			271,842	287,305	304,470
보통주 DPS	3,000	3,000	3,600	3,700	4,000
보통주 배당수익률(%)	4.7	4.2	5.2	6.1	6.6
Valuation 지표					
PER(배)			7.5	6.5	6.0
PBR(배)			0.32	0.28	0.27
P/EV(배)			0.25	0.21	0.20
ROE(%)			4.3	4.2	4.4
ROA(%)			0.6	0.6	0.7
배당성향(%)			35.1	35.4	35.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.08.24	매수	87,000원	6개월		



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 23일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

한화생명 (088350/KS)

금리 하락으로 인한 FVPL 평가손익 개선

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 4,000 원(유지)
현재주가: 2,470 원
상승여력: 61.9%

금리가 조금 빠지는게 더 편안한 상황

한화생명은 과거 판매한 고금리 확정형 계약으로 인한 이차 역마진 부담이 가장 높은 보험사였으나 IFRS17 전환 시점에 미래 예상 손익을 상계하여 자본에 반영하는 등 영향으로 현재는 이차 역마진 부담이 다소 완화된 상황이다. 오히려 IFRS9 도입과 함께 운용자산 내 FVPL 자산 비중이 유가증권의 29% 수준으로 크게 높아져 금리 하락에 따라 단기적인 평가손익 개선을 기대할 수 있는 만큼 손익 측면에서는 4Q23 중 나타난 금리 하락이 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상된다. 과거 판매한 고금리 계약 관련 영향은 이제 손익이 아닌 자본 변동으로 나타나겠지만 현재 동사의 듀레이션 수준 등을 감안하면 금리가 급격하게 변동하지 않는 한 충분히 관리가능할 것으로 예상된다.

판매채널 중심의 강점 지속 중

동사는 전략적으로 판매채널인 한화생명금융서비스의 조직 규모 확대와 이에 기반한 신계약 성장을 추진하고 있다. 실제로 2023년에는 삼성생명과 비슷하거나 소폭 높은 수준의 신계약 APE 를 기록할 것으로 예상되는 만큼 판매채널 측면의 강점이 드러나고 있다는 점은 긍정적이라고 판단한다. 다만 3Q23 기준 동사의 가정 조정으로 인한 누적 CSM 감소분이 전년 말 CSM 의 약 14%를 기록하며 타사 대비 높은 수준임을 감안하면 궁극적으로는 가정 관리 측면의 안정화가 필요할 것으로 예상된다.



Analyst
설용진

s.dragon@sks.co.kr
3773-8610

4Q23 순이익 1,218 억원 전망

한화생명의 4Q23 당기순이익은 1,218 억원으로 컨센서스 수준의 이익을 기록할 전망이다. 보험손익 측면에서는 가정 조정으로 인한 손실계약비용이 예상되나 예실차는 상대적으로 안정적인 모습이 예상된다. 투자손익의 경우 FVPL 평가손익 개선을 전망하며 대체투자 관련 자산 재평가에 따른 손상차손이 인식되더라도 충분히 관리 가능하다고 판단한다. 자회사인 한화손보가 2023년부터 배당을 재개할 것으로 예상되는 만큼 관련 이익이 24년 실적부터 반영될 예정이며 1Q24 중 약 280억원의 관련 이익이 예상된다. 구체적인 주주 환원 정책은 향후 1) 지속가능한 K-ICS 비율, 2) 경상 이익 수준 및 3) 해약환급금준비금의 세전/세후 반영 이슈 등에 대한 확인이 필요할 전망이다. 23년 결산 배당은 약 20% 초반 수준의 배당성향 및 DPS 200 원을 예상한다.

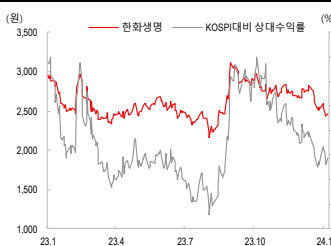
Company Data

발행주식수	86,853 만주
시가총액	2,145 십억원
주요주주	
한화(외5)	45.06%
자사주	13.49%

Stock Data

주가(24/01/22)	2,470 원
KOSPI	2,464.35 pt
52주 최고가	3,120 원
52주 최저가	2,165 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익	십억원				679	770	902
투자손익	십억원				140	-16	-16
영업이익	십억원				819	754	886
당기순이익	십억원				700	607	708
EPS	원				806	699	815
PER	배				3.5	3.5	3.0
PBR	배				0.20	0.17	0.17
ROE	%				5.3	5.0	5.6

한화생명 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E
보험손익	172	220	173	115	191	200	204	174	679	770
CSM 상각	225	226	217	210	212	220	229	238	878	898
RA 해제	34	31	28	27	28	28	29	29	119	114
예실차	-28	9	-15	-14	-6	-5	-11	-11	-48	-33
기타사업비용	-42	-48	-21	-14	-22	-22	-22	-19	-125	-85
손실계약비용 및 기타	-16	1	-36	-94	-20	-21	-20	-63	-145	-124
투자손익	433	-81	-253	41	-4	-4	-4	-4	140	-16
일반계정	246	58	-216	44	-1	-1	-1	-1	132	-6
자산운용수익	933	714	462	687	639	648	643	637	2,796	2,568
보험금융손익	-687	-656	-678	-643	-640	-649	-645	-639	-2,665	-2,573
특별계정(VFA 모형)	187	-139	-37	-3	-3	-3	-3	-3	9	-10
영업이익	605	138	-80	156	188	196	201	171	819	754
영업외손익	2	5	0	3	30	2	2	2	10	35
세전이익	607	144	-80	158	217	198	202	172	829	789
별도 당기순이익	471	148	-41	121.8	167	152	155	133	699.9	607
보장성 APE	386	732	675	658	621	628	635	642	2,451	2,526
자산총계	113,400	110,904	109,390	107,815	110,983	110,295	109,602	108,603	107,815	108,603
운용자산	96,635	94,072	92,992	91,282	94,593	93,909	93,214	92,216	91,282	92,216
비운용자산	1,700	1,661	1,693	1,677	1,685	1,681	1,683	1,682	1,677	1,682
부채총계	100,887	99,023	96,862	95,316	98,138	97,690	97,405	96,817	95,316	96,817
책임준비금	81,348	79,006	76,393	75,297	77,894	77,558	77,217	76,657	75,297	76,657
생명보험 CSM 잔액	9,879	10,123	9,799	9,964	10,350	10,791	11,234	11,432	9,964	11,432
자본총계	12,513	11,881	12,528	12,499	12,666	12,818	12,973	12,941	12,499	12,941
해약환급금준비금	1,910	2,394	2,840	3,164	3,392	3,566	3,697	3,797	3,164	3,797
ROE (%)	15.0	5.3	-1.4	4.1	5.5	5.0	5.0	4.3	5.3	5.0

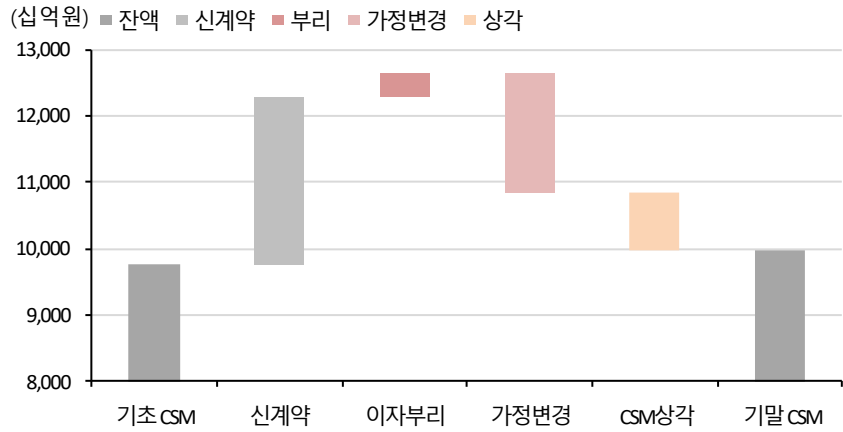
자료: 한화생명, SK 증권 추정

한화생명 - 실적 전망치 변경

		2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	수정 후		679	770	902
	수정 전		728	803	942
	증감률(%)		-6.7%	-4.1%	-4.3%
투자손익	수정 후		140	-16	-16
	수정 전		95	-16	-16
	증감률(%)		47.6%	적지	적지
세전이익	수정 후		829	789	922
	수정 전		833	793	926
	증감률(%)		-0.4%	-0.5%	-0.4%
순이익	수정 후		700	607	708
	수정 전		703	610	717
	증감률(%)		-0.4%	-0.5%	-1.2%

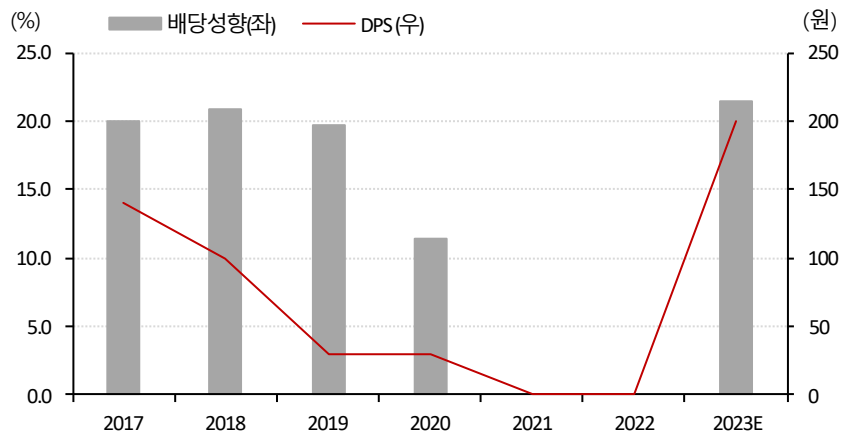
자료: 한화생명, SK 증권 추정

한화생명 - 2023년 연간 예상 CSM Movement



자료: 한화생명, SK증권 추정

한화생명 - 배당 관련 추이 및 전망



자료: 한화생명, SK증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
운용자산			91,282	92,216	93,158
현금및예치금			693	880	1,063
유가증권			71,115	71,805	72,500
대출금			16,615	16,785	16,957
부동산			2,859	2,746	2,638
비운용자산			1,677	1,682	1,682
특별계정자산 및 기타			14,856	14,705	14,705
자산총계			107,815	108,603	109,545
책임준비금			75,297	76,657	78,080
CSM잔액(원수)			9,964	11,432	13,097
계약자지분조정			10	10	10
특별계정부채 및 기타			20,010	20,150	20,159
부채총계			95,316	96,817	98,249
자본금			4,343	4,343	4,343
신종자본증권			498	498	498
자본잉여금			485	485	485
이익잉여금			6,210	6,652	7,165
해약환급금준비금			3,164	3,797	4,007
기타자본			962	962	962
비지배주주지분			0	0	0
자본총계			12,499	12,941	13,453

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
신계약 수익성					
APE		2,143	3,263	2,671	2,791
신계약 CSM(원수)			2,531	2,446	2,581
신계약 CSM 마진율(%)			77.6	91.6	92.5
CSM 관련 지표					
기초CSM			9,763	9,964	11,432
CSM 조정 가점 변경			-1,813	-500	-370
신계약 CSM(원수)			2,531	2,446	2,581
CSM 이자부리			361	420	479
상각 전 CSM			10,842	12,330	14,122
CSM상각액			878	898	1,025
CSM상각률(%)			8.1	7.3	7.3
CSM 순증액			201	1,468	1,665
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률			2.9	2.8	2.8
평가처분손익 제외 수익률			2.6	2.8	2.8
손익구성					
보험손익			82.9	102.1	101.8
CSM상각			107.2	119.1	115.7
투자손익			17.1	-2.1	-1.8
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)			181.1	185.8	191.6

자료: 한화생명, SK증권 추정

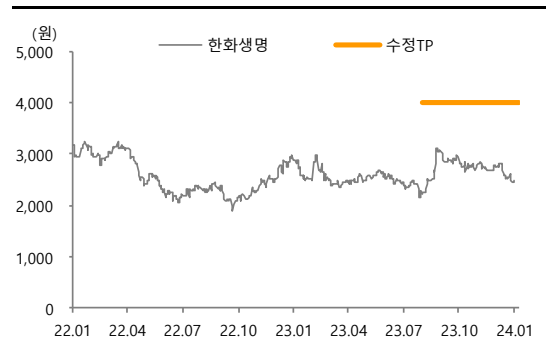
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익			679	770	902
CSM상각			878	898	1,025
RA해제			119	114	122
에실차 등			77	51	74
기타사업비용			-125	-85	-96
손실계약비용 및 기타			-145	-124	-128
투자손익			140	-16	-16
일반계정 투자손익			132	-6	-6
평가처분손익			274	0	0
특별계정 투자손익			9	-10	-10
영업이익			819	754	886
영업외손익			10	35	36
세전이익			829	789	922
법인세비용			129	182	214
법인세율(%)			15.6	23.1	23.2
당기순이익			700	607	708

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율				1.0	1.0
CSM증가율				14.7	14.6
BPS증가율				3.7	4.1
보험손익증가율				13.4	17.1
투자손익증가율				적전	적지
영업이익증가율				-7.9	17.4
세전이익증가율				-4.8	16.8
당기순이익증가율				-13.3	16.7
주당지표(원)					
EPS			806	699	815
BPS			13,817	14,326	14,916
EV(BV+CSM)			13,817	14,326	14,916
보통주 DPS	0	0	200	220	260
보통주 배당수익률(%)	0.0	0.0	7.1	8.9	10.5
Valuation 지표					
PER(배)			3.5	3.5	3.0
PBR(배)			0.20	0.17	0.17
P/EV(배)			0.20	0.17	0.17
ROE(%)			5.3	5.0	5.6
ROA(%)			0.6	0.6	0.6
배당성장률(%)			21.5	27.2	27.6

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.08.24	매수	4,000원	6개월		



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 23일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

동양생명 (082640/KS)

양호한 이익 체력과 배당 기대감

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 5,400 원(유지)

현재주가: 4,275 원

상승여력: 26.3%

높은 예상 배당수익률에 기반한 투자 매력

동양생명의 경우 23년 상반기까지 K-ICS 비율이 160% 수준에 머물렀으나 3Q23부터는 1) 대량해지 재보험 출재 및 2) 22년 말 대규모 일시납 상품 판매 관련 운영리스크 패널리 소멸 등에 힘입어 후순위채 상환으로 인한 가용자본 감소에도 불구하고 K-ICS 비율이 180%대로 개선되는 모습이 나타났다. 2024년에는 K-ICS 할인을 현실화 방안 및 자본성 증권 상환 영향으로 K-ICS 비율에 일부 영향이 발생하겠지만 꾸준한 신계약 확보 및 보장성보험에 대한 대량해지위험 조정 등을 감안할 때 다시 점진적 개선이 나타날 전망이다. 주주 환원 정책에 있어서는 여전히 K-ICS 제도 관련 불확실성 등이 남아있는 만큼 구체적인 방향성을 확인하기는 아직 어려울 전망이다. 다만 과거 동사의 주주 환원 추이 등을 감안하면 2023E 배당의 경우 약 20% 초반 수준의 배당 성향을 예상한다. DPS는 400 원, 예상 배당수익률은 약 9% 수준을 전망하며 업계 전반적으로 주주 환원 관련 불확실성이 높다는 점을 감안하더라도 배당 기대감 측면의 투자 매력이 상대적으로 높다고 판단한다



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
3773-8610

Company Data

발행주식수	16,136 만주
시가총액	690 십억원
주요주주	
다재생명보험 외4)	75.40%
자사주	3.39%

Stock Data

주가(24/01/22)	4,275 원
KOSPI	2,464.35 pt
52주 최고가	5,100 원
52주 최저가	3,405 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

주가 및 상대수익률



4 Q23 순이익 436 억원 예상

동양생명의 4Q23 순이익은 436 억원으로 컨센서스를 상회할 것으로 예상된다. 보험 손익의 경우 가정 조정으로 인한 손실계약비용 부담이 예상되나 예상치는 전반적으로 안정적인 모습을 기록할 전망이다. 다만 최근 상생금융 이슈 등으로 인한 약관대출 금리 인하 등 영향으로 CSM 감소가 일부 나타날 전망이다. 투자손익의 경우 FVPL 평가손익 개선에 따른 영향이 예상된다. 금리 10bp 당 약 100 억원 정도의 민감도를 기준으로 약 5~600 억원 수준의 평가손익을 기록할 것으로 전망된다. 부동산 PF 등 관련 총당금이나 손상차손이 일부 예상되나 평가손익 내에서 충분히 관리할 수 있을 것으로 예상된다. 동사의 경우 4Q23 실적부터 VFA 모형 가이드라인을 반영할 것으로 예상되며 기존 일반계정 투자손익으로 반영되던 변액 종신보험 등의 자산/부채 평가 차액이 CSM 변동으로 반영되며 투자손익의 변동성이 축소될 것으로 예상된다. 신계약의 경우 단기납 종신 절판 기저효과로 다소 부진한 모습이 예상되었으나 7년납 3년거치 형태로 판매가 증가하고 있는 만큼 예상 대비 견조한 물량을 기록할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익	십억원				229	268	298
투자손익	십억원				101	5	5
영업이익	십억원				330	273	304
당기순이익	십억원				261	217	241
EPS	원				1,618	1,346	1,495
PER	배				2.8	3.2	2.9
PBR	배				0.25	0.23	0.21
ROE	%				7.0	7.3	7.7

동양생명 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E
보험손익	61	55	67	46	64	67	70	66	229	268
CSM 상각	65	63	68	69	66	69	72	74	264	281
RA 해제	11	11	11	11	11	11	12	12	45	46
예실차	-3	8	6	2	3	3	3	3	13	12
기타사업비용	-6	-6	-7	-5	-7	-7	-7	-6	-25	-27
손실계약비용 및 기타	-5	-20	-11	-32	-10	-10	-10	-17	-68	-45
투자손익	135	2	-46	9	1	1	1	1	101	5
일반계정	119	10	-60	12	3	3	3	3	82	13
자산운용수익	364	247	175	240	232	237	234	230	1,026	934
보험금융손익	-245	-237	-235	-228	-228	-234	-231	-227	-945	-920
특별계정(VFA 모형)	15	-8	14	-3	-2	-2	-2	-2	19	-8
영업이익	196	57	22	55	66	69	71	68	330	273
영업외손익	0	-1	0	0	0	0	0	0	0	0
세전이익	196	57	22	55	66	69	71	68	329	273
별도 당기순이익	156	44	17	43.6	52	55	56	54	261.1	217
보장성 APE	156	158	173	160	161	163	164	166	647	654
자산총계	32,400	31,673	30,894	30,772	32,472	32,070	31,671	31,060	30,772	31,060
운용자산	30,691	30,025	29,233	28,966	30,825	30,430	30,028	29,419	28,966	29,419
비운용자산	494	422	480	451	466	458	462	460	451	460
부채총계	29,383	28,449	27,624	27,521	29,021	28,777	28,506	28,082	27,521	28,082
책임준비금	27,436	26,501	25,832	25,672	27,201	26,942	26,678	26,251	25,672	26,251
생명보험 CSM 잔액	2,486	2,506	2,575	2,470	2,578	2,686	2,794	2,738	2,470	2,738
자본총계	3,017	3,224	3,270	3,251	3,304	3,358	3,415	3,405	3,251	3,405
해약환급금준비금	505	531	606	661	705	740	769	792	661	792
ROE (%)	17.4	6.3	2.4	6.0	7.1	7.3	7.4	7.0	7.0	7.3

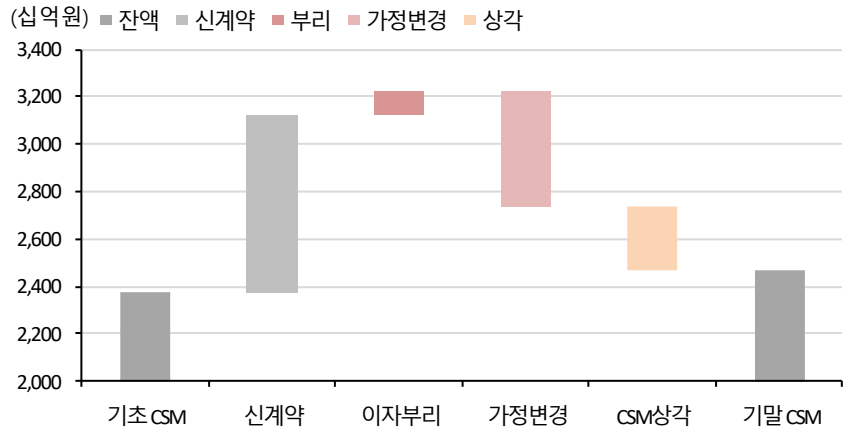
자료: 동양생명, SK 증권 추정

동양생명 - 실적 추정치 변경

		2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	수정 후		229	268	298
	수정 전		250	301	331
	증감률(%)		-8.3%	-10.8%	-10.0%
투자손익	수정 후		101	5	5
	수정 전		95	15	15
	증감률(%)		6.3%	-65.8%	-63.6%
세전이익	수정 후		329	273	304
	수정 전		344	315	346
	증감률(%)		-4.3%	-13.3%	-12.1%
순이익	수정 후		261	217	241
	수정 전		270	239	261
	증감률(%)		-3.4%	-9.0%	-7.6%

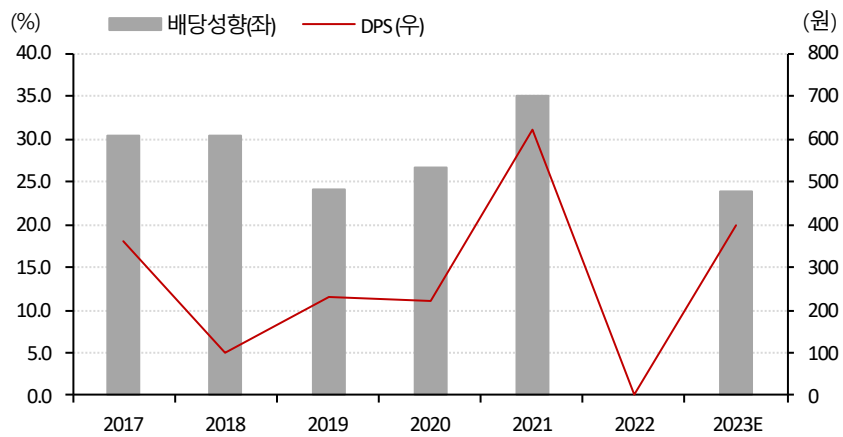
자료: 동양생명, SK 증권 추정

동양생명 - 2023년 연간 예상 CSM Movement



자료: 동양생명, SK 증권 추정

동양생명 - 배당 관련 추이 및 전망



자료: 동양생명, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
운용자산			28,966	29,419	29,890
현금및예치금			659	689	719
유가증권			21,666	22,002	22,352
대출금			6,330	6,429	6,532
부동산			311	299	287
비운용자산			451	460	461
특별계정자산 및 기타			1,355	1,181	1,181
자산총계			30,772	31,060	31,532
책임준비금			25,672	26,251	26,863
CSM잔액(원수)			2,486	2,506	2,575
계약자지분조정			0	0	0
특별계정부채 및 기타			1,848	1,831	1,830
부채총계			27,521	28,082	28,693
자본금			807	807	807
신종자본증권			345	345	345
자본잉여금			464	464	464
이익잉여금			1,265	1,418	1,594
해약환급금준비금			661	792	847
기타자본			372	372	372
비지배주주지분			0	0	0
자본총계			3,251	3,405	3,580

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
신계약 수익성					
APE		863	758	762	792
신계약 CSM(원수)			748	746	780
신계약 CSM 마진율(%)			98.7	98.0	98.4
CSM 관련 지표					
기초CSM			2,374	2,470	2,738
CSM 조정 가점 변경			-491	-305	-270
신계약 CSM(원수)			748	746	780
CSM 이자부리			103	109	120
상각 전 CSM			2,734	3,020	3,368
CSM상각액			264	281	310
CSM상각률(%)			9.7	9.3	9.2
CSM 순증액			96	268	319
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률			3.4	3.2	3.2
평가처분손익 제외 수익률			3.0	3.2	3.2
손익구성					
보험손익			69.5	98.1	98.2
CSM상각			80.1	103.0	102.2
투자손익			30.5	1.9	1.8
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)			175.5	177.4	180.2

자료: 동양생명, SK증권 추정

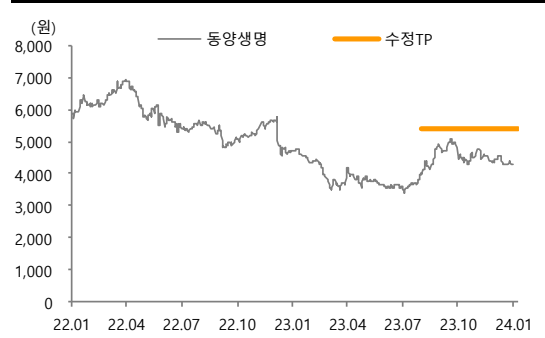
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익			229	268	298
CSM상각			264	281	310
RA해제			45	46	49
에실차 등			37	39	41
기타사업비용			-25	-27	-28
손실계약비용 및 기타			-68	-45	-45
투자손익			101	5	5
일반계정 투자손익			82	13	13
평가처분손익			123	0	0
특별계정 투자손익			19	-8	-8
영업이익			330	273	304
영업외손익			-0	-0	-0
세전이익			329	273	304
법인세비용			68	56	62
법인세율(%)			20.7	20.5	20.6
당기순이익			261	217	241

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			-5.7	1.6	1.6
CSM증가율			4.0	10.9	11.6
BPS증가율			-35.9	5.3	5.7
보험손익증가율				16.9	11.3
투자손익증가율				-94.8	3.8
영업이익증가율				-17.1	11.2
세전이익증가율				-17.0	11.2
당기순이익증가율				-16.8	11.1
주당지표(원)					
EPS		0	1,618	1,346	1,495
BPS		28,122	18,015	18,965	20,054
EV(BV+CSM)		0	18,015	18,965	20,054
보통주 DPS	620	0	400	410	420
보통주 배당수익률(%)	9.4	0.0	8.8	9.6	9.8
Valuation 지표					
PER(배)			2.8	3.2	2.9
PBR(배)		0.17	0.25	0.23	0.21
P/EV(배)			0.25	0.23	0.21
ROE(%)			7.0	7.3	7.7
ROA(%)			0.8	0.7	0.8
배당성장률(%)			23.9	29.4	27.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.08.24	매수	5,400원	6개월		



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 23일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------