



# 삼성생명 (032830)

## 신뢰의 문제

**Hold(유지)**

목표주가 176,000원, 전일 주가(2/20): 219,000원  
 Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479

### 4Q25 지배주주 순이익 1,857억원(+187% YoY)으로 어닝 쇼크

- 삼성생명의 4Q25 지배주주 순이익은 1,857억원(+187% YoY)으로 당사 추정치와 시장 컨센서스를 30% 이상 하회하는 어닝 쇼크를 기록. 별도 실적으로는 세전이익이 컨센서스를 86% 하회했으나 법인세비용이 환급되며 하회폭이 축소됨. 보험 부문의 적자폭이 예상보다 크게 나타난 것이 실적 부진의 원인. 감독기준 재무제표의 미제공으로 상세한 실적 분석은 제한됨
- 4Q25 보험손익은 -1,181억원(적자지속 YoY)으로 부진. 당사 추정을 하회한 폭이 대부분 예실차에서 발생한 것으로 추정됨. 특이요인으로 사망률 경험조정으로 유배당 블록의 미래 예상손실이 확대된 것을 포함해 손실계약부담비용이 -2,970억원 발생함. 해당 블록이 손실계약으로 전환된 전년 동기에는 동일한 계정이 -5,170억원을 기록함
- 4Q25 투자손익은 일반계정이 본질 성과인 이자 및 배당의 개선에 의해 당사 추정을 상회했으나, 통상 BEP를 가정하는 특별계정에서는 적자를 기록한 것으로 보임
- 신계약 APE는 보장성에서 4% QoQ 감소한 가운데 계리가정 악화로 마진배수도 하락하면서 신계약 CSM이 13% QoQ 감소. CSM 잔액(보유)은 12조 1,968억원으로 전분기보다 8% 감소하며 전년 말 수준으로 회귀. 일반계정의 기중 조정이 -1.2조원 나타났는데 교육세 인상분 반영 -3,000억원 외에는 계리가정 악화가 원인
- K-ICS비율은 198%로 5%p QoQ 상승. 금리 상승에 따른 평가의 증가와 전자 지분가치 증가가 긍정적으로 기여함

### 신뢰의 문제

- 삼성생명은 2025년 결산 DPS를 5,300원으로 결정해 배당성향 41.3%를 기록. 동사가 제시한 목표인 '2028년까지 환원율 50%'를 달성하기 위해 선형적인 배당성향 상승을 가정하면 2025년에 도달해야 할 성향과 정확히 일치. 즉, 손익에 반영되지 않고 이익잉여금에 바로 산입되었던 삼성전자 지분 처분익은 배당에 전혀 포함되지 않았음을 의미. 이는 분기 실적발표 당시 전자 매각익을 배당재원에 활용할 것이라고 언급했던 것과는 다른 결과. 동사는 전자 매각익이 발생했던 2018년에는 배당성향을 낮추었고 차년도에는 어닝 쇼크를 기록하며 DPS를 유지한 바 있음
- 현재 동사의 시장가치는 전자의 지분가치가 사업가치를 상회함. 매각이 전제되지 않은 자산임에도 가치를 인정받는 것은 보유 지분으로부터 향유될 회계적 이익이 삼성생명의 주주에게도 공유될 것이라는 기대를 기반으로 함. 그 기대를 지지할 근거는 보이지 않는 것으로 판단

[표1] 삼성생명의 4Q25 주요 실적 요약

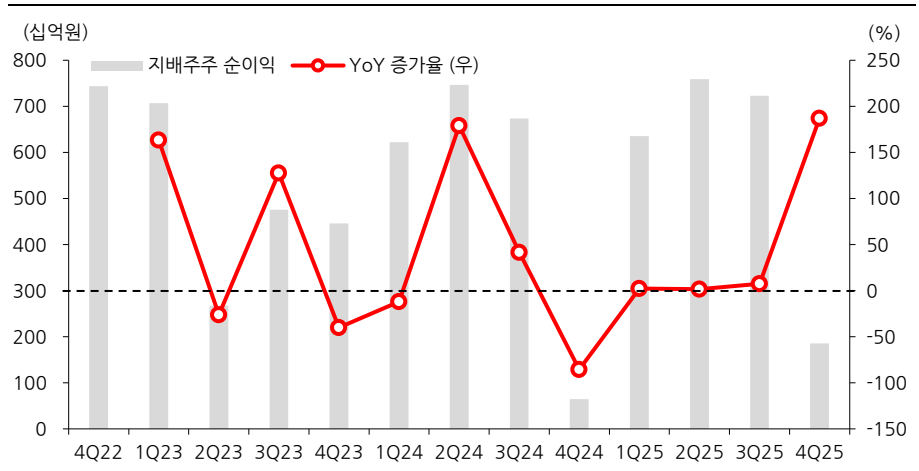
(단위: 십억 원, %)

	4Q25P	4Q24	YoY	3Q25	QoQ	4Q25E	차이	컨센서스	차이
보험손익	-118.2	-645.1	적지	261.6	적전	-30.8	적지	n/a	n/a
세전이익	21.4	-94.4	흑전	512.1	-95.8	85.6	-75.0	156.2	-86.3
당기순이익	89.9	-63.9	흑전	409.4	-78.0	66.0	36.2	123.6	-27.3
(연결)지배주주 순이익	185.7	64.7	187.0	723.0	-74.3	292.9	-36.6	271.0	-31.5

주: 지배주주 순이익 외 별도 기준

자료: 삼성생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

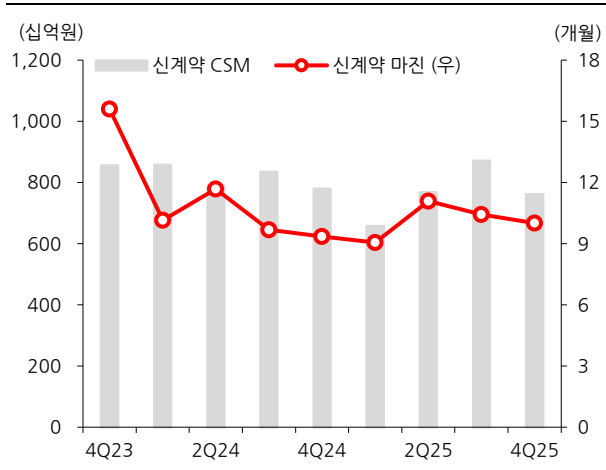
[그림1] 삼성생명의 분기별 지배주주 순이익 및 증가율



주: 2022년까지는 IAS39, 2023년부터는 IFRS9 기준

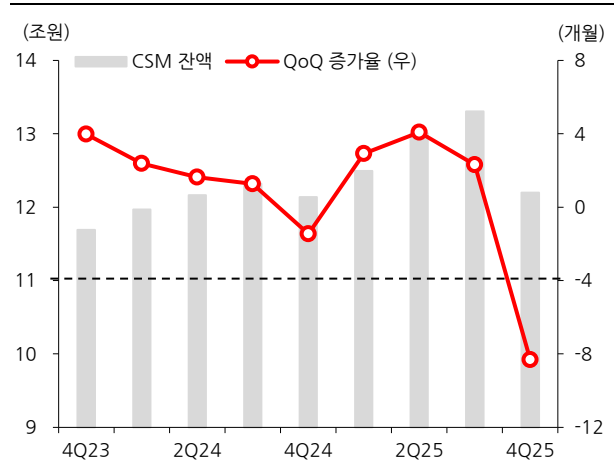
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼성생명의 신계약 CSM 및 마진배수



자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

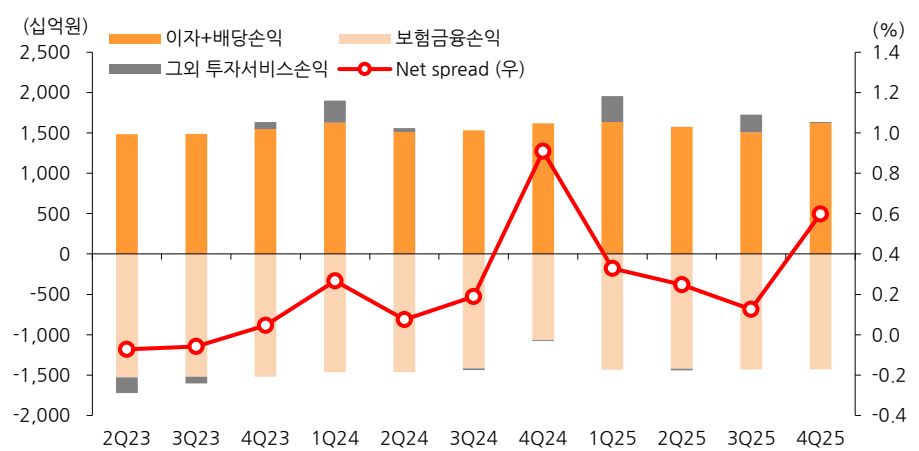
[그림3] 삼성생명의 CSM 잔액 및 증가율



주: 보유 순부채 기준

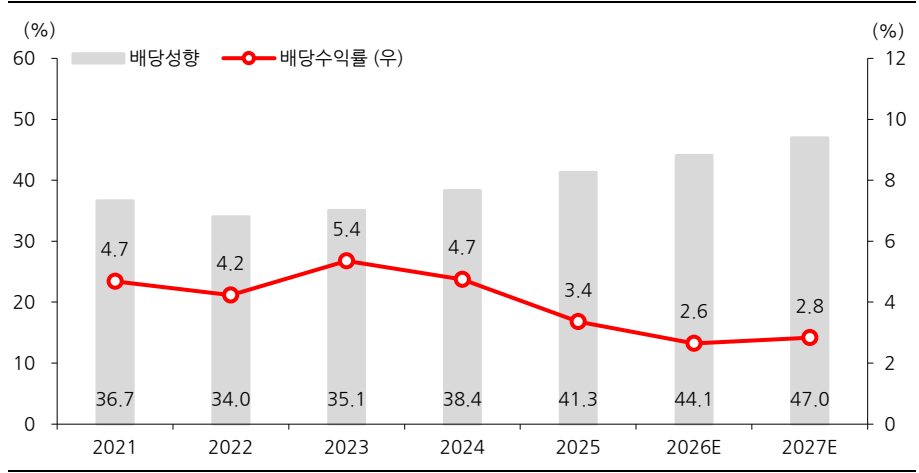
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 삼성생명의 투자손익과 이차 스프레드



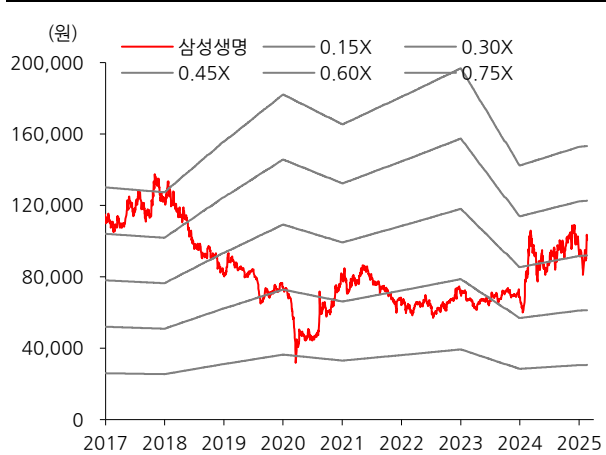
주: Net spread는 이차+배당손익과 보험금융손익의 합계를 운용자산 평균으로 나누어 산출  
 자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 삼성생명의 배당지표 추이 및 전망



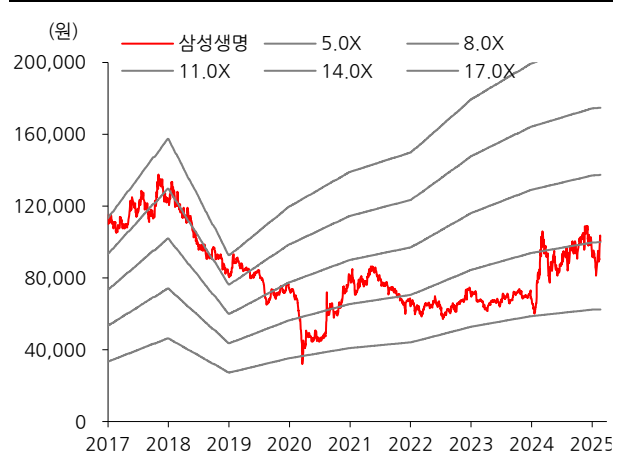
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 삼성생명 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 삼성생명 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[ Compliance Notice ]

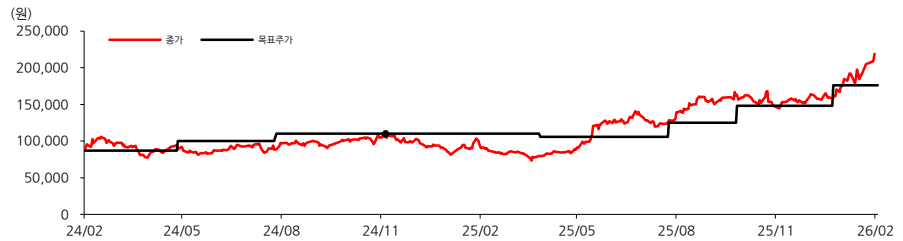
(공표일: 2026년 2월 23일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 삼성생명 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2024.02.21	2024.05.17	2024.06.17	2024.07.10	2024.08.16
투자의견	투자등급변경	Hold	Hold	Hold	Hold	Buy
목표가격		87,000	100,000	100,000	100,000	110,000
일 시	2024.10.08	2024.11.11	2024.11.18	2025.01.20	2025.02.21	2025.03.13
투자의견	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2025.04.17	2025.05.19	2025.08.14	2025.10.16	2026.01.13	2026.02.23
투자의견	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	106,000	106,000	125,000	148,000	176,000	176,000

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.05.17	Hold	100,000	-11.22	-3.50
2024.08.16	Buy	110,000	-14.12	-0.91
2025.04.17	Buy	106,000	5.85	32.74
2025.08.14	Hold	125,000	20.11	2.00
2025.10.16	Hold	148,000	5.76	-2.16
2026.01.13	Hold	176,000		

**[ 종목 투자등급 ]**

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자의견 ]**

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

**[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]**

(기준일: 2025년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0%	100.0%