

삼성생명

(032830)

박해진

hyejin.park@daishin.com

투자의견

Buy

매수, 유지

6개월

목표주가

140,000

상향

현재주가

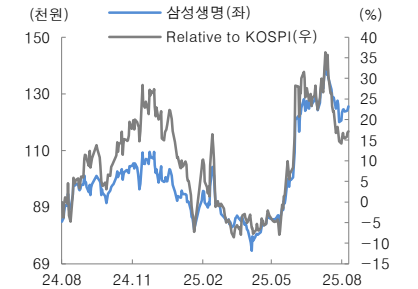
(25.08.13)

125,300

보험업종

KOSPI	3,224.37
시가총액	25,060십억원
시가총액비중	1.13%
자본금(보통주)	100십억원
52주 최고/최저	140,700원 / 73,600원
120일 평균거래대금	328억원
외국인지분율	21.94%
주요주주	삼성물산 외 8 인 44.14% 신세계 외 1 인 8.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.8	45.4	39.2	33.3
상대수익률	-6.2	17.6	11.5	8.4



건강보험이 이끈 지표 개선

- 예실차, CSM손익 일회성 이익 반영으로 보험서비스 손익 크게 개선
- 신계약 CSM 대폭 성장, 건강보험 비중이 85%까지 상승하여 배수도 ↑
- 예상 BPS 2026년 적용함에 따라 목표주가 상향

투자의견 매수, 목표주가 140,000원으로 12% 상향

BPS를 2026년 추정치로 변경함에 따라 동사에 대한 목표주가를 상향함. 목표 주가는 2026년 BPS 214,395원에 ROE/COE로 산정한 타겟 PBR 0.65배 적용. 중기 배당정책에 따라 '25년 배당성향은 40% 상회할 것. 이를 반영한 예상 DPS는 5,700원으로 전일 증가 기준 배당수익률 4.6%

2Q25 연결기준 순이익 7,589억원(QoQ +19.5%, YoY +1.7%) 기록

2분기 순이익은 컨센서스 9.1% 상회하는 양호한 실적을 기록. 예실차를 비롯한 보험서비스손익이 크게 개선되었기 때문. CSM손익은 4,578억원(QoQ +53.4%, YoY +32.7%) 크게 개선. CSM잔액 증가에 따른 상각익 증가와 더불어 CSM손익이 750억원(1분기 -630억원)으로 흑자전환한 데 기인. CSM손익은 연금계약 소멸에 따른 지급금 감소로 환입액 600억원 반영. 예실차는 사업비 예실차가 상반기 기준 1,010억원(1H24 440억원)으로 작년 대비 크게 증가하였는데, 올해 예정사업비 자체가 증가한 영향. 지난해 PS 및 근로복지기금 적립 영향이 소멸한 원인도 있음

신계약 CSM 7,690억원(QoQ +16.8%, YoY -2.5%)으로 건강보험 비중이 85%까지 상승. 매출뿐만 아니라 배수 상승에도 영향. 상품 전체 CSM 배수는 12.2배로 상승. 가정변경 마이너스 조정폭이 크게 축소되었는데, 예금보험료 요율 인하에 따른 사업비 가정변경 +1,100억원, 전술한 연금계약 소멸 영향 +600억원 반영에 기인. 따라서 기말 CSM은 13.74조원(QoQ +3.3%, YoY 8.3%) 기록

분기말 K-ICS비율은 187%로 전자 주가 상승에 따라 3월말 대비 10%p 상승

구분	2024	1Q25	직전추정	잠정치	2025P			3Q25E		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
순이익	746.4	635.3	685.2	758.9	1.7%	19.5%	695.4	637.3	-5.4%	-16.0%

자료: 삼성생명, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022	2023	2024	2025E	2026E
보험손익	-4,371	1,449	542	1,654	1,690
투자손익	7,755	1,110	3,265	2,729	3,066
순이익	1,587	1,895	2,107	2,540	2,762
YoY	8.0%	19.4%	11.2%	20.6%	8.7%
기말 CSM		12,393	13,081	13,785	14,966
ROE	8.33	4.47	6.86	7.08	7.17
PBR	0.64	0.27	0.61	0.63	0.58
PER	7.65	6.01	8.83	8.85	8.14
DPS	3,000	3,700	4,500	5,700	6,500

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

표 1. 삼성생명 분기 실적 요약

(단위:
십억원)

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	QoQ	YoY
보험서비스손익	443.6	475.3	-645.1	277.9	553.5	99.2%	24.8%
CSM 손익	345.0	403.6	-217.0	298.4	457.8	53.4%	32.7%
RA 환입	79.7	82.1	79.7	85.2	83.8	-1.6%	5.2%
예실차	59.6	35.3	-289.1	-6.4	45.9	흑전	-22.9%
기타	-40.7	-45.7	-218.6	-99.3	-34.1	적지	적지
투자손익	550.1	417.2	741.8	564.6	456.2	-19.2%	-17.1%
(연결적용)	974.1	731.1	926.6	598.6	811.8	35.6%	-16.7%
일반보험 투자손익	78.5	94.1	554.2	191.2	122.3	-36.0%	55.8%
변액보험 투자손익	44.3	22.3	40.4	10.0	-24.7	적전	적전
퇴직보험 투자손익	-12.7	-16.4	-25.0	-2.1	-7.6	적지	적지
연결/지분법 배당수익	16.0	3.3	-12.6	331.5	10.6	-96.8%	-33.9%
연결효과	424.0	313.9	184.8	34.0	355.6	945.9%	-16.1%
세전이익	993.8	892.5	96.7	842.5	1,009.6	19.8%	1.6%
당기순이익	788.8	713.8	94.3	677.5	793.6	17.1%	0.6%
지배지분 순이익	746.4	673.6	64.7	635.3	758.9	19.5%	1.7%

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

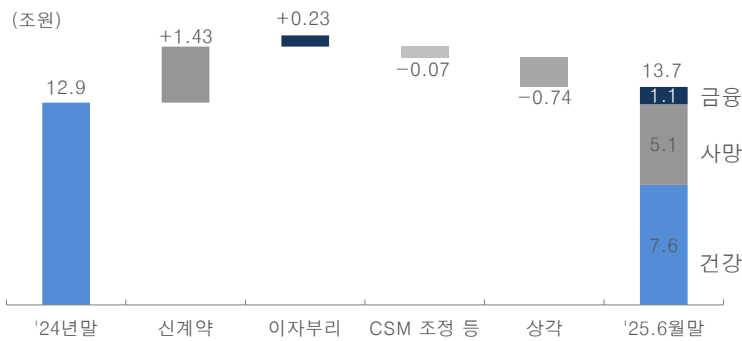
표 2. 삼성생명 CSM 관련

(단위:
십억원, 배)

CSM 관련	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	QoQ	YoY
신계약 CSM	788	835	780	658	769	16.8%	-2.5%
- 사망 보장	300	274	277	154	103	-33.5%	-65.8%
(APE)	346	424	469	396	251	-36.5%	-27.4%
- 건강 보장	435	520	471	488	653	33.9%	50.1%
(APE)	316	383	344	369	471	27.7%	49.1%
- 연금/저축	53	41	31	16	13	-18.6%	-76.0%
(APE)	148	227	187	107	109	1.5%	-26.5%
이자부리	116	116	125	116	118	1.3%	1.5%
가정변경 조정	-354	-324	-666	-6	-67		
기말 CSM	-357	-361	-301	-361	-383		
CSM 배수율	12,698	12,963	12,902	13,309	13,746	3.3%	8.3%
건강보험	16.3	16.1	16.4	16.3	16.6	0.3	-7.3
사망보장	10.00	7.56	7.24	5.06	4.94	-0.3	-6.0
연금/저축	2.98	1.73	1.57	3.02	2.98	-0.2	-2.3

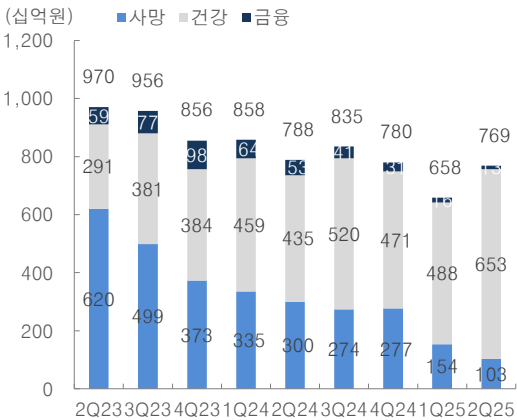
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 1. 삼성생명 CSM Movement



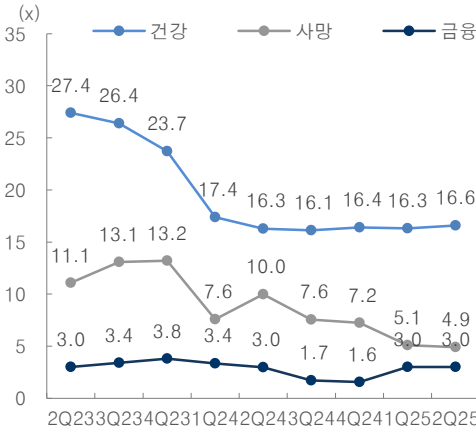
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 2. 삼성생명 담보별 신계약 CSM



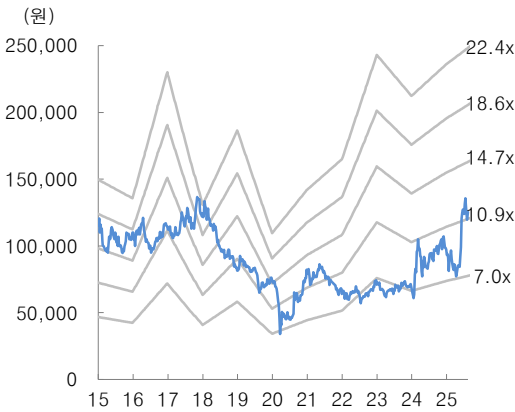
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 3. 삼성생명 상품별 CSM 배수



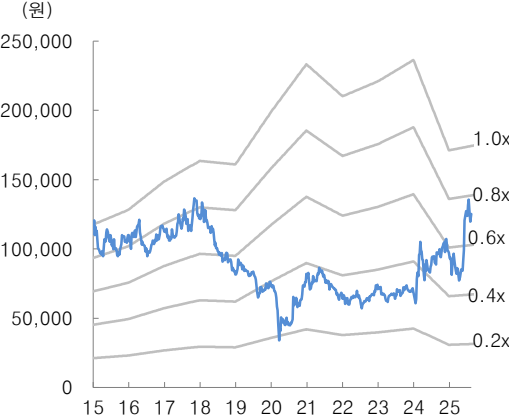
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 4. 삼성생명 PER 밴드



자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 5. 삼성생명 PBR 밴드



자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

재무제표

PL						BS					
(단위: 십억원)						(단위: 십억원)					
	2022	2023	2024	2025E	2026E		2022	2023	2024	2025E	2026E
보험서비스손익	-4,371	1,449	542	1,654	1,690	일반계정 운용자산	259,555	219,659	213,790	221,840	229,287
CSM손익		1,302	849	1,469	1,512	현예금		2,913	1,629	1,652	1,719
RA환입		468	321	338	337	금융자산		205,185	199,651	207,780	215,110
예실차		-159	-208	85	16	- FVPL		17,571	21,372	22,706	23,628
기타		-163	-420	-238	-175	- FVOCI		151,194	145,684	154,842	161,129
투자손익	7,755	232	2,272	1,841	2,178	- FVAC		36,419	32,595	30,232	30,353
일반보험 투자손익		-87	890	605	965	지분법적용 주식 등		7,728	8,595	8,423	8,457
자산손익		6,052	6,301	6,286	6,632	부동산 등		3,834	3,915	3,985	4,001
부담이자		-6,139	-5,410	-5,533	-5,301	변액자산		27,542	25,795	26,981	26,992
변액보험 투자손익		12	190	48	125	퇴직자산		27,949	29,829	29,820	29,832
퇴직보험 투자손익		52	-79	-25	-30	연결조정		39,546	42,806	44,111	44,111
연결/지분법 배당수익		255	279	374	380	자산 합		314,696	312,219	322,752	330,222
연결효과		878	993	888	888	보험부채		190,261	203,097	206,526	205,401
세전이익		2,559	2,814	3,495	3,868	BEL		174,906	186,948	189,620	187,314
법인세비용		525	553	808	967	CSM		12,393	13,081	13,785	14,966
당기순이익		2,034	2,260	2,687	2,901	RA		2,873	2,980	3,033	3,033
지배지분연결 당기순이익	1,587	1,895	2,107	2,540	2,762	기타		89	89	89	89
						투자계약부채		29,308	30,298	29,692	29,704
Valuation	2022	2023	2024	2025E	2026E	계약자지분조정		10,510	7,298	8,936	8,936
BPS	106,103	236,314	171,141	199,783	214,395	이연법인세부채		7,210	2,718	3,084	3,084
EPS	8,837	10,554	11,732	14,147	15,381	연결조정 등		33,072	36,068	35,424	35,424
ROE	8.33	4.47	6.86	7.08	7.17	부채 합	315,549	270,361	279,481	283,662	282,549
PBR	0.64	0.27	0.61	0.63	0.58	자본금		100	100	100	100
PER	7.65	6.01	8.83	8.85	8.14	자본잉여금		125	125	125	125
DPS	3,000	3,700	4,500	5,700	6,500	이익잉여금		17,978	19,420	20,298	23,060
현금배당	538.7	664.4	808.1	1,023.6	1,167.2	자본조정		-2,117	-2,117	-2,117	-2,117
배당성향	33.9	35.1	38.4	40.3	42.3	기타포괄손익 누계액		26,350	13,205	19,358	19,358
배당수익률	4.4	5.8	4.3	4.6	5.2	금융자산 평가손익		6,000	6,000	6,000	6,000
						전자주식		18,000	18,000	18,000	18,000
증가율	2022	2023	2024	2025E	2026E	채권		-12,000	-12,000	-12,000	-12,000
보험서비스손익			-62.6%	205.3%	2.2%	기타포괄 보험금융손익		20,350	7,205	7,358	7,358
CSM손익			-34.8%	73.2%	2.9%	비지배지분		1,900	2,005	2,016	2,016
순이익	8.0%	19.4%	11.2%	20.6%	8.7%	자본 합		44,336	32,738	37,764	40,526
운용자산	-7.1%	5.3%	-2.7%	3.8%	3.4%	지배주주 자기자본	19,053	42,436	30,733	35,876	38,500
CSM			5.6%	5.4%	8.6%						
자본총계	-49.6%	14.5%	-26.2%	15.4%	7.3%						

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

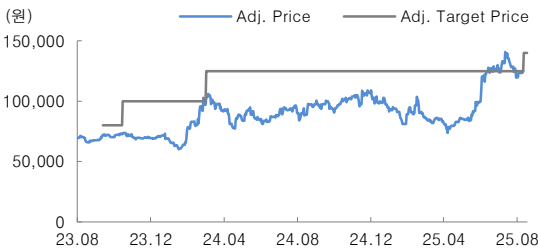
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박혜진)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

삼성생명(032830) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.08.14	25.07.27	25.06.27	25.06.23	25.05.16	25.05.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	140,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과리율(평균.%)		(17.61)	(19.69)	(25.55)	(26.91)	(33.10)
과리율(최대/최소.%)		(41.12)	(41.12)	(41.12)	2.32	(27.04)
제시일자	25.04.24	25.03.18	25.02.20	25.02.16	25.02.16	25.01.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과리율(평균.%)	(33.11)	(33.38)	(31.21)	(19.80)	(21.72)	(21.72)
과리율(최대/최소.%)	(27.04)	(27.04)	(27.04)	(17.12)	(12.80)	(12.80)
제시일자	25.01.10	24.12.31	24.11.29	24.11.21	24.11.16	24.11.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과리율(평균.%)	(20.56)	(20.35)	(20.01)	(20.31)	(20.84)	(21.13)
과리율(최대/최소.%)	(12.80)	(12.80)	(12.80)	(12.80)	(12.96)	(16.08)
제시일자	24.10.14	24.10.03	24.09.25	24.09.24	24.09.05	24.08.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과리율(평균.%)	(21.65)	(22.86)	(22.81)	(22.31)	(22.34)	(22.44)
과리율(최대/최소.%)	(16.96)	(19.60)	(19.60)	(19.60)	(19.60)	(19.60)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:250811)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.1%	9.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상