

삼성생명
(032830)

박해진 hyejin.park@daishin.com
권용수RA yongsu.kwon@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 하향

6개월

목표주가

189,000

상향

현재주가

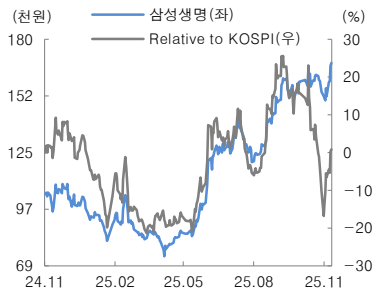
(25.11.13)

168,400

보험업종

KOSPI	4,170.63
시가총액	33,680십억원
시가총액비중	1.01%
자본금(보통주)	100십억원
52주 최고/최저	168,400원 / 73,600원
120일 평균거래대금	493억원
외국인지분율	23.00%
주요주주	삼성물산 외 8 인 43.56% 신세계 외 1 인 8.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.2	34.4	95.4	70.8
상대수익률	-7.9	3.9	22.2	-1.0



펀더멘털 이상의 주가

- 전자 주가 상승 및 2차 자사주 소각 기대감으로 주가는 연일 상승
- 일탈회계 폐지, 즉시연금 판결은 각각 순자산 증가, 이익 증가 요인
- 매각익으로 실적은 컨센스를 상회, 이미 기대감 충분히 반영된 주가

목표주가 189,000원으로 상향하나 투자의견 Marketperform 하향

삼성전자 주가 상승에 따른 순자산 증가로 동사의 2025년 예상 BPS가 기존 200,129원에서 269,947원으로 증가하여 목표주가를 140,000원에서 189,000원으로 상향 조정함. 목표주가 상향은 전술한 BPS 상승분인 34.9% 반영하여 Target PBR(0.7x)은 조정하지 않았음. 삼성전자 자사주 소각은 1차 DPS 355원 증가 요인이며, 2차는 주가 상승에 따라 656원으로 추정

일탈회계 관련 금감원 논의가 폐지로 결정된다면 회사는 현재 전자기분 매각 계획이 없기 때문에 기타부채로 계상되어 있는 계약자 지분조정금액 9조원이 자본으로 이동. 이 항목은 이미 보완자본으로 계상되어 있어 K-ICS비율 변화는 없으나 순자산 증가로 BPS증가, ROE하락 요인임. BPS 증가는 목표주가 상향요인이나 ROE 하락은 할인 요인이므로 우리는 관련 회계처리가 동사 주가에는 중립적 영향을 미칠 것으로 판단함

즉시연금 관련 4건의 소송 중 한 건이 지난 16일 대법원 판결 결과가 원고 패소 확정됨에 따라 보험금 지급 의무가 사라짐. 동사는 즉시연금 관련 총 4,153억원을 기타충당부채로 계상하고 있으며 전술한 한 건에 대해 지급 의무가 해소됨에 따라 원칙적으로는 환입요인임(투자손익). 다만 나머지 3건이 아직 진행 중임을 고려하여 회계처리 변경은 3건이 모두 완결된 이후 결정할 예정

현재 동사의 주가는 1) 삼성전자 2차 자사주 소각에 따른 DPS 증가 기대감, 2) '26년 전자의 자본정책 확대 가능성, 3) 혹은 그 이상의 대대적 지분 매각에 대한 기대감이 반영되어 있음. 1), 2)안은 합리적 추정으로 부진한 보험업황 감안 시 주가에 충분히 반영되었다는 판단. 이를 감안한 동사의 적정 PBR은 0.7x로 전술한 바에 따라 목표주가는 상향하나 투자의견은 하향 조정함

3Q25 연결기준 순이익 7,230억원(QoQ -4.7%, YoY +7.3%) 기록

3분기 순이익은 컨센서스 5.4% 상회. 작년 3분기, 지난 2분기 CSM손익 환입 요인이 있어 보험손익은 전년, 전 분기 대비 감소하였으나 올지로 페럼타워 매각으로 매각차익 2,360억원 발생함에 따라 컨센서스 상회하는 실적 기록

신계약 CSM은 8,710억원(QoQ +13.4%, YoY +4.4%)으로 업계 평균을 상회. 3분기 단기납 아닌 일반종신 판매 주력하여 사망보장 CSM배수 상승하였고, 건강보험 배수도 상승세이나 다만 비중이 낮아져 전체 배수는 2분기 대비 하락. 업계 전반적인 손해를 상승으로 동사 역시 예실차 적자전환하였고 미지급보험금 관련 기타보험손실 발생하여 전체보험손익 2,616억원(QoQ -52.7%, YoY -45%)으로 다소 부진. 전자주가(+24,100원), 장기금리(+8.4bp) 상승에 따라 K-ICS비율은 각각 +14.5%p, +2.1%p로 총 16.6%p 상승요인 존재하며 잠정 K-ICS비율은 192.7% 기록

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	1,449	542	1,417	1,589	1,621
투자손익	1,110	3,265	3,032	3,259	3,523
순이익	1,895	2,107	2,551	2,655	2,794
YoY		11.2%	21.1%	4.1%	5.2%
기말 CSM	12,393	13,081	14,028	14,969	15,859
ROE	4.47	6.86	5.26	5.21	5.21
PBR	0.27	0.61	0.62	0.59	0.56
PER	6.01	8.83	11.83	11.36	10.80
DPS	3,700	4,500	5,900	6,500	7,000

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

표 1. 삼성생명 분기 실적 요약

(단위: 십억원)

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	QoQ	YoY
보험서비스손익	475.3	-645.1	277.9	553.5	261.6	-52.7%	-45.0%
CSM 손익	403.6	-217.0	298.4	457.8	305.6	-33.2%	-24.3%
RA 환입	82.1	79.7	85.2	83.8	89.3	6.5%	8.7%
예실차	35.3	-289.1	-6.4	45.9	-54.4	적전	적전
기타	-45.7	-218.6	-99.3	-34.1	-78.9	적지	적지
투자손익	417.2	741.8	564.6	456.2	692.1	51.7%	65.9%
(연결적용)	731.1	926.6	598.6	811.8	1,122.8	38.3%	53.6%
일반보험 투자손익	94.1	554.2	191.2	122.3	292.0	138.8%	210.4%
변액보험 투자손익	22.3	40.4	10.0	-24.7	-26.3	적지	적전
퇴직보험 투자손익	-16.4	-25.0	-2.1	-7.6	-10.1	적지	적지
연결/지분법 배당수익	3.3	-12.6	331.5	10.6	5.9	-44.6%	77.6%
연결효과	313.9	184.8	34.0	355.6	430.6	21.1%	37.2%
세전이익	892.5	96.7	842.5	1,009.6	953.7	-5.5%	6.9%
당기순이익	713.8	94.3	677.5	793.6	760.9	-4.1%	6.6%
지배지분 순이익	673.6	64.7	635.3	758.9	723.0	-4.7%	7.3%

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

표 2. 삼성생명 CSM 관련

(단위: 십억원, 배)

CSM 관련	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	QoQ	YoY
신계약 CSM	835	780	658	769	871	13.4%	4.4%
– 사망 보장 (APE)	274	277	154	103	237	131.4%	-13.3%
– 건강 보장 (APE)	424	469	396	251	396	57.4%	-6.7%
– 연금/저축 (APE)	520	471	488	653	611	-6.5%	17.5%
이자부리	383	344	369	471	415	-11.9%	8.2%
가정변경 조정	41	31	16	13	23	83.2%	-42.9%
기말 CSM	227	187	107	109	192	75.9%	-15.6%
CSM 배수율	116	125	116	118	129	9.9%	11.8%
건강보험	-324	-666	-6	-67	-321		
사망보장	-361	-301	-361	-383	-378		
연금/저축	10.16	9.80	10.20	12.21	11.96	-0.3	1.8
건강보험	16.1	16.4	16.3	16.6	17.5	0.9	1.3
사망보장	7.56	7.24	5.06	4.94	7.05	2.1	-0.5
연금/저축	1.73	1.57	3.02	2.98	2.68	-0.3	0.9

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

표 3. 삼성전자 추가 자사주 소각에 따른 생명/화재 필요 매각 주식 수 및 DPS 변화 전망

(단위: 주, 십억원, 원, %)

		주식수					
		기초	기말	변동수량	지분율	매각금액	매각단가
1 차 소각에 따른 주식수 /DPS 변화	삼성생명	508,157,148	503,904,843	4,252,305	8.51	233.8	54,982
	삼성화재	88,802,052	88,058,948	743,104	1.49	40.9	55,039
2 차 소각시 매각 필요 주식수	삼성생명	503,904,843	499,772,823	4,132,020	8.51	413.2	100,000
	삼성화재	88,058,948	87,336,865	722,083	1.49	72.2	
3 차 소각시 매각 필요 주식수	삼성생명	499,772,823	494,894,955	4,877,868	8.51	487.8	100,000
	삼성화재	87,336,865	86,484,442	852,423	1.49	85.2	

자료: Dart, 대신증권 Research Center

표 4. 삼성전자 추가 자사주 소각에 따른 생명/화재 필요 매각 주식 수 및 DPS 변화 전망

(단위: 십억원, 원)

		매각차익	실수령액	DPS 상승분
1 차 소각에 따른 DPS 상승분	삼성생명	213	159	355
	삼성화재	37	28	280
2 차 소각에 따른 DPS 상승분	삼성생명	393	294	656
	삼성화재	69	51	517
3 차 소각에 따른 DPS 상승분	삼성생명	463	348	774
	삼성화재	81	61	610

자료: Dart, 대신증권 Research Center

표 5. 삼성전자 자사주 매입 내역

(단위: 주, 십억원, 원)

자기주식 취득 결정	주식수	취득금액	주당 단가
2024.11.18	50,144,628	2,734.2	54,526
2025.02.18	48,149,247	2,727.4	56,646
2025.07.08	49,720,620	3,510.0	70,594

자료: Dart, 대신증권 Research Center

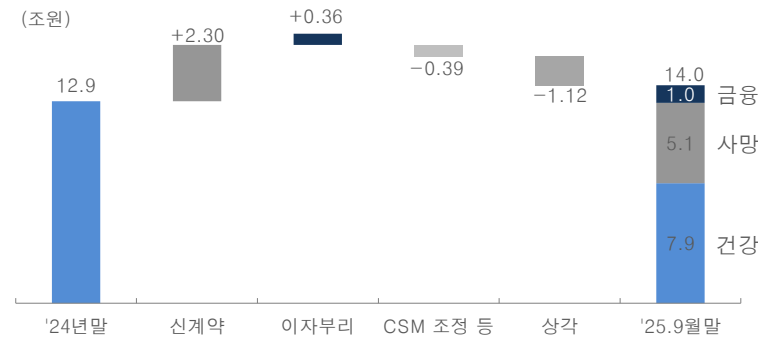
표 6. 삼성생명 1H25 기타충당부채 변동

(단위: 백만원)

	복구충당부채	휴면보험금	환매지연신 탁상품	즉시연금(상속 만기형)생존연 금 지급	포인트충 당부채	미사용한도충 당부채	그 밖의 기타 충당부채	기타충당부 채 합계
기초 기타충당부채	17,901	105,610	52,070	404,026	8,480	172,828	17,053	777,968
기말 기타충당부채	18,331	83,244	50,968	415,360	9,491	142,286	13,642	733,322

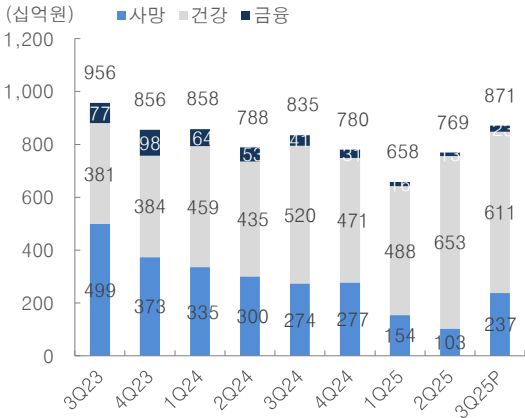
자료: Dart, 대신증권 Research Center

그림 1. 삼성생명 CSM Movement



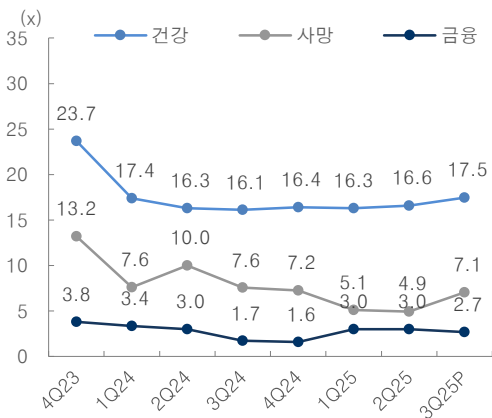
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 2. 삼성생명 담보별 신계약 CSM



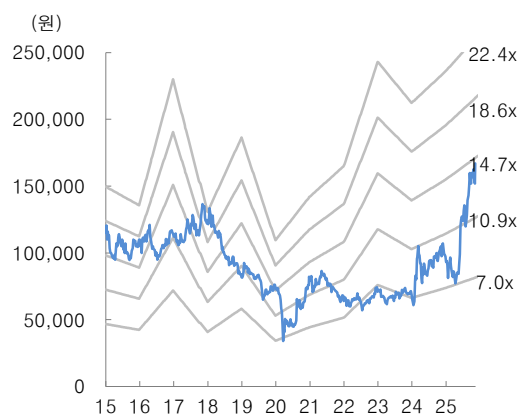
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 3. 삼성생명 상품별 CSM 배수



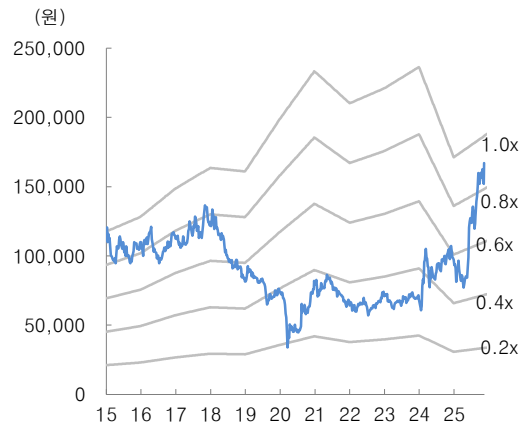
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 4. 삼성생명 PER 밴드



자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 5. 삼성생명 PBR 밴드



자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

재무제표

PL						(단위: 십억원)					BS	(단위: 십억원)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
보험서비스손익	1,449	542	1,417	1,589	1,621	일반계정	219,659	213,790	234,669	242,653	250,954	일반계정	219,659	213,790	234,669	242,653	250,954
CSM손익	1,302	849	1,419	1,503	1,551	운용자산	2,913	1,629	1,554	1,618	1,683	운용자산	2,913	1,629	1,554	1,618	1,683
RA환입	468	321	345	350	350	현예금	205,185	199,651	219,941	227,808	235,991	현예금	205,185	199,651	219,941	227,808	235,991
예실차	-159	-208	-65	-90	-105	- FVPL	17,571	21,372	22,144	23,043	23,978	- FVPL	17,571	21,372	22,144	23,043	23,978
기타	-163	-420	-282	-175	-175	- FVOCI	151,194	145,684	168,758	175,610	182,741	- FVOCI	151,194	145,684	168,758	175,610	182,741
투자손익	232	2,272	2,027	2,154	2,307	- FVAC	36,419	32,595	29,039	29,155	29,272	- FVAC	36,419	32,595	29,039	29,155	29,272
일반보험	-87	890	773	833	916	지분법적용	7,728	8,595	9,573	9,611	9,649	지분법적용	7,728	8,595	9,573	9,611	9,649
투자손익	6,052	6,301	6,542	6,634	6,872	주식 등	3,834	3,915	3,602	3,616	3,631	주식 등	3,834	3,915	3,602	3,616	3,631
자산손익	-6,139	-5,410	-5,621	-5,340	-5,353	부동산 등	27,542	25,795	27,756	27,768	27,779	부동산 등	27,542	25,795	27,756	27,768	27,779
변액보험	12	190	-35	26	26	변액자산	27,949	29,829	29,689	29,701	29,713	변액자산	27,949	29,829	29,689	29,701	29,713
투자손익	52	-79	-30	-40	-40	퇴직자산	27,949	29,829	29,689	29,701	29,713	퇴직자산	27,949	29,829	29,689	29,701	29,713
퇴직보험	52	-79	-30	-40	-40	연결조정	39,546	42,806	45,145	45,145	45,145	연결조정	39,546	42,806	45,145	45,145	45,145
투자손익	255	279	364	380	389	자산	314,696	312,219	337,260	345,267	353,591	자산	314,696	312,219	337,260	345,267	353,591
연결효과	878	993	1,005	1,106	1,216	보험부채	190,261	203,097	207,837	209,230	210,660	보험부채	190,261	203,097	207,837	209,230	210,660
세전이익	2,559	2,814	3,444	3,742	3,928	BEI	174,906	186,948	190,643	191,096	191,636	BEI	174,906	186,948	190,643	191,096	191,636
법인세비용	525	553	740	936	982	CSM	12,393	13,081	14,028	14,969	15,859	CSM	12,393	13,081	14,028	14,969	15,859
당기순이익	2,034	2,260	2,704	2,807	2,946	RA	2,873	2,980	3,077	3,077	3,077	RA	2,873	2,980	3,077	3,077	3,077
지배지분연결	1,895	2,107	2,551	2,655	2,794	기타	89	89	89	89	89	기타	89	89	89	89	89
당기순이익	1,895	2,107	2,551	2,655	2,794	투자계약부채	29,308	30,298	29,499	29,511	29,523	투자계약부채	29,308	30,298	29,499	29,511	29,523
Valuation	2023	2024	2025E	2026E	2027E	계약자지분조정	10,510	7,298	12,759	12,759	12,759	계약자지분조정	10,510	7,298	12,759	12,759	12,759
BPS	236,314	171,141	269,947	283,992	298,772	이연법인세부채	7,210	2,718	5,447	5,447	5,447	이연법인세부채	7,210	2,718	5,447	5,447	5,447
EPS	10,554	11,732	14,207	14,785	15,558	연결조정 등	33,072	36,068	37,920	37,920	37,920	연결조정 등	33,072	36,068	37,920	37,920	37,920
ROE	4.47	6.86	5.26	5.21	5.21	부채	270,361	279,481	293,462	294,866	296,308	부채	270,361	279,481	293,462	294,866	296,308
PBR	0.27	0.61	0.62	0.59	0.56	자본금	100	100	100	100	100	자본금	100	100	100	100	100
PER	6.01	8.83	11.83	11.36	10.80	자본잉여금	125	125	125	125	125	자본잉여금	125	125	125	125	125
DPS	3,700	4,500	5,900	6,500	7,000	이익잉여금	17,978	19,420	20,274	22,929	25,723	이익잉여금	17,978	19,420	20,274	22,929	25,723
현금배당	664.4	808.1	1,059.5	1,167.2	1,257.0	자본조정	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117	자본조정	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117
배당성향	35.1	38.4	41.5	44.0	45.0	기타포괄손익	26,350	13,205	32,644	32,644	32,644	기타포괄손익	26,350	13,205	32,644	32,644	32,644
배당수익률	5.8	4.3	3.5	3.9	4.2	누계액	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	누계액	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
증가율	2023	2024	2025E	2026E	2027E	금융자산	18,000	18,000	24,800	24,800	24,800	금융자산	18,000	18,000	24,800	24,800	24,800
보험서비스손익	-62.6%	161.5%	12.1%	2.0%	2.0%	전자주식	-12,000	-12,000	-12,000	-12,000	-12,000	전자주식	-12,000	-12,000	-12,000	-12,000	-12,000
CSM손익	-34.8%	67.2%	5.9%	3.2%	3.2%	채권	-12,000	-12,000	-12,000	-12,000	-12,000	채권	-12,000	-12,000	-12,000	-12,000	-12,000
순이익	8.0%	11.2%	21.1%	4.1%	5.2%	기타포괄	20,350	7,205	13,844	13,844	13,844	기타포괄	20,350	7,205	13,844	13,844	13,844
운용자산	-7.1%	-2.7%	9.8%	3.4%	3.4%	보험금융손익	1,900	2,005	2,072	2,072	2,072	보험금융손익	1,900	2,005	2,072	2,072	2,072
CSM	5.6%	7.2%	6.7%	5.9%	5.9%	비배지분	44,336	32,738	51,027	53,682	56,476	비배지분	44,336	32,738	51,027	53,682	56,476
자본총계	-49.6%	-26.2%	55.9%	5.2%	5.2%	자본	42,436	30,733	48,476	50,998	53,652	자본	42,436	30,733	48,476	50,998	53,652

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

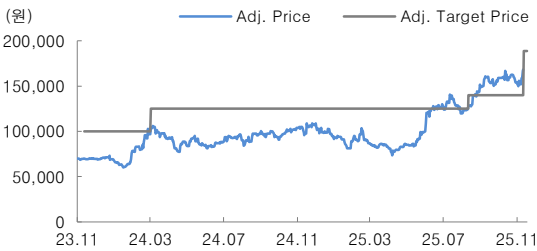
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박혜진, 권용수)

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	25.11.14	25.10.28	25.08.14	25.07.27	25.06.27	25.06.23
투자의견	Marketperform	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	189,000	140,000	140,000	125,000	125,000	125,000
과리율(평균%)		9.67	9.00	(15.32)	(17.46)	(24.51)
과리율(최대/최소%)		(8.93)	19.29	(41.12)	(41.12)	(41.12)
제시일자	25.06.16	25.05.14	25.04.24	25.03.18	25.03.05	25.02.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과리율(평균%)	(26.16)	(33.93)	(34.03)	(34.78)	(33.05)	(22.09)
과리율(최대/최소%)	2.32	(30.96)	(31.04)	(31.04)	(31.68)	(12.80)
제시일자	25.02.16	25.01.16	25.01.10	24.12.31	24.11.29	24.11.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과리율(평균%)	(21.54)	(21.63)	(20.26)	(20.00)	(19.56)	(19.77)
과리율(최대/최소%)	(12.80)	(12.80)	(12.80)	(12.80)	(12.80)	(12.80)
제시일자	24.11.16	24.11.04	24.10.14	24.10.03	24.09.25	24.09.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과리율(평균%)	(20.39)	(20.75)	(21.36)	(23.20)	(23.21)	(22.22)
과리율(최대/최소%)	(12.96)	(16.08)	(16.96)	(19.68)	(19.68)	(19.68)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:251111)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.6%	9.4%	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