2025-08-13

삼성생명 (032830/KS)

견조한 이익 및 자본 부담 완화 긍정적

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 144,000 원(상향)
현재주가: 125,300 원
상승여력: 15%

2Q25 지배순이익 7,589 억원(+1.7% YoY) 기록

삼성생명의 2Q25 지배순이익은 7,589 억원(+1.7% YoY)로 컨센서스를 상회하는 실적을 기록했다. 별도 기준 보험손익은 5,535 억원(+24.8% YoY)로 CSM 상각이익이 견조한 가운데 예실차가 안정적으로 관리되는 가운데 예금보험료 요율 인하에 따른 사업비 가정 변경 및 보유계약 Data 변경 영향 등 요인으로 손실계약 환입이 일회성으로 약 900 억원 반영되며 견조한 이익을 시현했다. 투자손익의 경우 900 억원(-18.3% YoY)으로 경상 일반계정 투자손익은 1,223 억원(+55.4% YoY)으로 개선되었으나 특별계정 관련손익이 적자로 전환하며 소폭 부진한 모습을 기록했다. 연결 기준으로는 증권, 카드 등 자회사 실적이 전년 대비 부진했음에도 양호한 본업을 바탕으로 견조한 이익 개선을 기록하는 모습이 나타났다. 보장성 APE 는 7,220 억원(-5.6% QoQ)으로 전분기 대비 감소했으나 건강보험 비중이 큰 폭으로 증가하며 신계약 CSM 은 7,686 억원(+16.8% QoQ)으로 큰 폭 개선되는 모습이 나타났다. CSM 가정 조정의 경우에도 예금보험료 인하 및 보유계약 Data 변경 효과 등 영향이 발생하며 경상 해지차 영향을 상쇄함에 따라 666 억원 감소(VFA 모형 제외 시 332 억원 감소)하는데 그쳤다. K-ICS 비율도 186.7%(+9.6% QoQ)로 전자 주가 상승, 양호한 CSM 증가, 레버리지 펀드 제도 완화 등 영향으로 개선되는 모습이 나타났다.

경상적으로 50%까지 개선되는 주주환원과 낮아진 자본 부담 긍정적

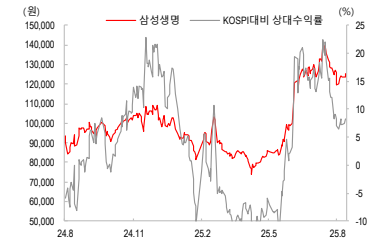
동사는 28 년까지 중장기에 걸쳐 주주환원율 50% 달성을 목표로 하고 있으며 해당 주주환원율의 경우 전자 자사주 소각 등에 따른 지분 처분 등으로 발생하는 특별배당을 제외한 경상적인 이익에 기반한 배당을 기준으로 하고 있는 만큼 대외적 환경 등에 따른 추가적인 Upside 를 기대해볼 수 있다고 판단한다. 지속적으로 전자 주가 하락 등 영향으로 K-ICS 관련 부담이 높았으나 최근 삼성전자 주가 상승에 따라 전체적인 OCI 수준이 개선되며 전체적인 자본 측면의 불확실성이 완화되고 있는 점도 긍정적이라고 판단한다. 이에 1) 무위험수익률 조정 및 2) 실적 및 BPS 추정치 조정을 반영하여 목표주가를 144,000 원으로 상향했으며 목표주가는 25E BVPS 165,364 원에 Target PBR 0.87 배를 적용하여 산출했다. 투자 리스크로는 1) 제도 등 불확실성, 2) 지속되는 손/생보 간 신계약 경쟁 심화 등을 제시한다.

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

Company Data	
발행주식수	20,000 만주
시가총액	25,060 십억원
주요주주	
삼성물산(외8)	44.14%
자사주	10.21%

Stock Data	
주가(25/08/13)	125,300 원
KOSPI	3,224.37 pt
52주 최고가	140,700 원
52주 최저가	73,600 원
60일 평균 거래대금	47 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	십억원	0	1,449	542	1,135	1,291	1,395
투자손익	십억원	0	-24	1,001	560	729	735
영업이익	십억원	0	1,425	1,543	1,695	2,020	2,130
지배지분순이익	십억원	0	1,895	2,107	2,238	2,491	2,602
EPS	원	0	9,477	10,534	11,192	12,455	13,010
PER	배	0.0	7.3	9.0	11.2	10.1	9.6
PBR	배	0.0	0.3	0.6	0.8	0.7	0.7
ROE	%	0.0	4.4	5.5	6.7	7.1	7.2

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2025E ~2027F ROE 평균	7.0%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.75%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	7.7%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS, 배당 불확실성 등 감안하여 차등적으로 적용	5.0%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.87
목표주가	**2025F BPS 165,364 원에 Target PBR 적용**	**144,000**
현재가		125,300
Upside / Downside		15%
투자의견		매수

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		**45%**
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	8.0%
COE	무위험수익률 2.75%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	7.7%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력의 뚜렷한 개선	5.0%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	1.10
목표주가(Bull case)	**2025F BPS 165364 원에 Target PBR 적용**	**181,500**
Downside case		**-12%**
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	6.0%
COE	무위험수익률 2.75%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	7.7%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력 부진세	-15.0%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.67
목표주가(Bear case)	**2025F BPS 165364 원에 Target PBR 적용**	**110,200**

자료: SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	수정 후	542	1,135	1,291	1,395
	수정 전		1,028	1,158	1,238
	증감률(%)		*10.4%*	*11.5%*	*12.7%*
투자손익	수정 후	1,001	560	729	735
	수정 전		657	685	785
	증감률(%)		*-14.8%*	*6.4%*	*-6.3%*
연결 세전이익	수정 후	2,814	3,033	3,383	3,536
	수정 전		3,096	3,295	3,520
	증감률(%)		*-2.0%*	*2.7%*	*0.5%*
연결지배순이익	수정 후	2,107	2,238	2,491	2,602
	수정 전		2,279	2,425	2,583
	증감률(%)		*-1.8%*	*2.7%*	*0.7%*

자료: SK 증권 추정

삼성생명 – 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	% QoQ	% YoY
보험손익	**268**	**444**	**475**	**-645**	**278**	**553.5**	**430**	**-127**	**99.2**	**24.8**
CSM 상각	351	357	361	301	361	382.6	394	405	6.0	7.1
RA 해제	80	80	82	80	85	83.8	85	85	-1.6	5.2
예실차	-129	45	13	-476	-63	53.3	6	-315	흑전	17.9
기타사업비용	-12	-13	-16	-20	-22	-29.2	-17	-21	적지	적지
손실계약비용 및 기타	-23	-25	35	-529	-84	63.0	-39	-280	흑전	흑전
투자손익	**221**	**110**	**100**	**570**	**199**	**90.0**	**133**	**138**	**-54.8**	**-18.3**
일반계정	164.0	79	94	554	191	122.3	123	128	-36.0	55.4
자산운용수익	1,627	1,544	1,510	1,620	1,626	1,544.2	1,557	1,564	-5.0	0.0
보험금융손익	-1,463	-1,465	-1,416	-1,066	-1,435	-1,421.9	-1,434	-1,436	적지	적지
특별계정	57	31	6	15	8	-32.3	10	10	적전	적전
영업이익	**490**	**554**	**575**	**-75**	**477**	**643.5**	**563**	**11**	**34.9**	**16.2**
영업외손익	272	16	3	-13	332	10.6	4	3	-96.8	-33.7
세전이익	761	570	579	-88	808	654.0	567	14	-19.1	14.8
별도 당기순이익	**651**	**439**	**461**	**-64**	**704**	**496.8**	**437**	**11**	**-29.4**	**13.2**
지배지분순이익	**622**	**746**	**674**	**65**	**635**	**758.9**	**727**	**118**	**19.5**	**1.7**
보장성 APE	850	662	807	813	765	722.0	689	667	-5.6	9.1
신계약 CSM	858	788	835	780	658	768.6	764	730	16.8	-2.5
자산총계	**315,772**	**319,800**	**312,665**	**312,219**	**318,859**	**319,125**	**321,918**	**322,044**	**0.1**	**-0.2**
운용자산	**248,314**	**251,562**	**244,049**	**243,618**	**248,302**	**248,038**	**250,060**	**250,285**	**-0.1**	**-1.4**
비운용자산	4,870	4,326	5,563	5,908	7,138	5,977	6,557	6,267	-16.3	38.2
부채총계	**272,374**	**278,286**	**277,383**	**279,481**	**287,368**	**285,467**	**286,208**	**287,399**	**-0.7**	**2.6**
책임준비금	196,987	202,483	208,317	210,766	216,075	214,068	214,885	215,730	-0.9	5.7
생명보험 CSM 잔액	**12,505**	**12,698**	**12,963**	**12,902**	**13,309**	**13,746**	**14,162**	**14,103**	**3.3**	**8.3**
자본총계	**43,483**	**41,468**	**34,901**	**32,194**	**30,914**	**33,146**	**35,710**	**34,645**	**7.2**	**-20.1**
해약환급금준비금	0	0	0	0	0	0	0	0	N/A	N/A
ROE (%)	**5.7**	**7.0**	**7.1**	**0.8**	**8.1**	**9.5**	**8.4**	**1.3**	**1.4%p**	**2.4%p**
K-ICS 비율(%)	**212.8**	**201.5**	**193.5**	**184.9**	**177.2**	**186.7**	**186.8**	**181.6**	**9.6%p**	**-15%p**

자료: 삼성생명, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
운용자산	**247,608**	**243,618**	**250,285**	**250,591**	**250,590**
현금및예치금	2,913	1,629	1,912	1,748	1,524
유가증권	176,494	175,652	184,413	184,945	185,262
대출금	36,419	32,595	30,247	30,339	30,393
부동산	3,834	3,915	3,898	3,744	3,597
비운용자산	**4,324**	**5,908**	**6,267**	**6,358**	**6,363**
특별계정자산 및 기타	27,542	62,692	65,492	66,269	67,060
자산총계	**314,696**	**312,219**	**322,044**	**323,217**	**324,014**
책임준비금	**196,354**	**210,766**	**215,730**	**218,832**	**221,920**
CSM잔액(원수)	12,247	12,902	14,103	15,122	16,047
계약자지분조정	10,528	7,334	8,946	8,946	8,946
특별계정부채 및 기타	23,048	61,381	62,724	59,822	56,556
부채총계	**270,378**	**279,481**	**287,399**	**287,600**	**287,422**
자본금	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**
신종자본증권	0	0	0	0	0
자본잉여금	6	125	125	125	125
이익잉여금	13,178	19,420	19,985	21,363	22,744
해약환급금준비금	0	0	0	0	0
기타자본	-2,110	11,088	12,862	12,412	11,962
비지배주주지분	2,017	1,461	1,572	1,616	1,661
자본총계	**44,436**	**32,194**	**34,645**	**35,617**	**36,592**

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	**1,449**	**542**	**1,135**	**1,291**	**1,395**
CSM상각	1,368	1,370	1,543	1,674	1,780
RA해제	468	322	340	345	348
예실차	-239	-547	-230	-190	-183
기타사업비용	-56	-60	-89	-96	-104
손실계약비용 및 기타	-92	-542	-340	-344	-342
투자손익	**-24**	**1,001**	**560**	**729**	**735**
일반계정손익	-87	891	564	689	695
평가처분손익	-58	9	-42	0	0
특별계정손익	63	110	-4	40	40
영업이익	**1,425**	**1,543**	**1,695**	**2,020**	**2,130**
영업외손익	256	278	349	333	336
세전이익	**1,681**	**1,821**	**2,044**	**2,353**	**2,466**
법인세비용	298	334	395	541	567
법인세율 (%)	17.7	18.4	19.3	23.0	23.0
당기순이익	**1,383**	**1,487**	**1,649**	**1,812**	**1,899**
연결 효과	878	992	990	1,029	1,070
연결 세전이익	**2,559**	**2,814**	**3,033**	**3,383**	**3,536**
연결 당기순이익	**2,034**	**2,260**	**2,413**	**2,694**	**2,816**
지배주주순이익	**1,895**	**2,107**	**2,238**	**2,491**	**2,602**
비지배지분순이익	138	153	174	203	214

주요투자지표 I

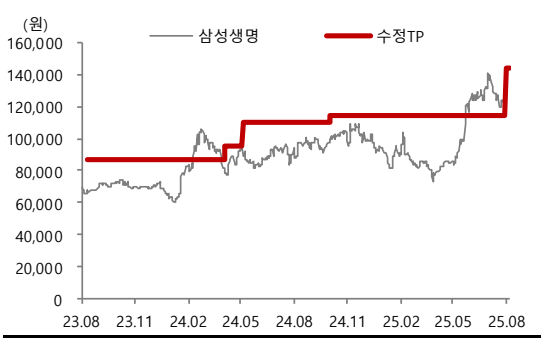
12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
신계약 수익성					
신계약 APE	3,104	3,859	3,268	3,159	3,101
신계약 CSM	3,628	3,261	2,920	3,049	3,039
신계약 CSM 수익성	116.9	84.5	89.3	96.5	98.0
CSM 관련 지표					
기초CSM	10,749	12,247	12,902	14,103	15,122
CSM 조정 가정 변경	-1,163	-1,705	-639	-833	-833
신계약 CSM(원수)	3,628	3,261	2,920	3,049	3,039
CSM 이자부리	402	468	463	477	499
상각 전 CSM	13,615	14,272	15,646	16,796	17,828
CSM상각액	1,368	1,370	1,543	1,674	1,780
CSM상각률(%)	10.0	9.6	9.9	10.0	10.0
CSM 순증액	1,499	655	1,201	1,019	925
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률	2.4	2.6	2.5	2.6	2.5
FVPL 제외 운용수익률	2.4	2.6	2.6	2.6	2.5
손익구성					
보험손익	101.7	35.1	67.0	63.9	65.5
CSM상각	96.0	88.8	91.0	82.8	83.6
투자손익	-1.7	64.9	33.0	36.1	34.5
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)	218.8	184.9	181.6	183.3	184.8

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율		-1.6	2.7	0.1	-0.0
CSM증가율		5.3	9.3	7.2	6.1
BPS증가율		-27.5	7.6	2.8	2.7
보험손익증가율		-62.6	109.4	13.8	8.0
투자손익증가율		흑전	-44.1	30.2	0.9
영업이익증가율		8.3	9.8	19.2	5.5
세전이익증가율		9.9	7.8	11.5	4.5
당기순이익증가율		7.5	10.9	11.3	4.5
주당지표(원)					
EPS	9,477	10,534	11,192	12,455	13,010
BPS	212,095	153,663	165,364	170,003	174,657
EV(BV+CSM)	267,007	211,389	235,880	245,614	254,894
보통주 DPS	3,700	4,500	5,760	6,200	6,800
보통주 배당수익률(%)	5.4	4.7	4.6	4.9	5.4
Valuation 지표					
PER(배)	7.3	9.0	11.2	10.1	9.6
PBR(배)	0.33	0.62	0.76	0.74	0.72
P/EV(배)	0.26	0.45	0.53	0.51	0.49
ROE(%)	4.4	5.5	6.7	7.1	7.2
ROA(%)	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
배당성향(%)	35.1	38.4	46.2	44.7	46.9

자료: 삼성생명, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.08.13	매수	144,000원	6개월		
2024.10.15	매수	114,000원	6개월	-11.42%	23.42%
2024.05.17	매수	110,000원	6개월	-16.78%	-8.64%
2024.04.17	매수	95,000원	6개월	-8.17%	0.00%
2023.08.24	매수	87,000원	6개월	-12.31%	21.84%



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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 08 월 13 일 기준)

매수	94.23%	중립	5.77%	매도	0.00%