



BUY (Maintain)

목표주가: 160,000 원

주가(8/13): 125,300 원

시가총액: 250,600 억원



보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

Stock Data

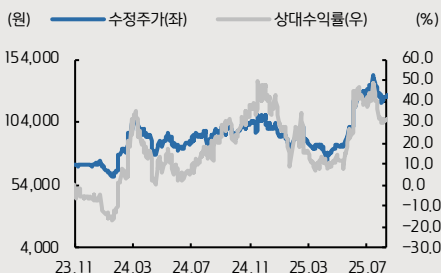
KOSPI	3,224.37pt	
시가총액	250,600 억 원	
52 주 주가동향	최고가	최저가
	140,700 원	73,600 원
최고/최저가대비 등락율	-10.95%	70.24%
수익률	절대	상대
	1M	-9.5% 0.3%
	6M	29.7% 31.7%
	1Y	42.1% 31.2%

Company Data

발행주식수	200,000 천주
일평균 거래량(3M)	398 천주
외국인 지분율	21.94%
배당수익률(25E)	4.2%
BPS(25E)	160,409 원
주요 주주	삼성물산(주) 외 8인 44.14%

(십억원, 배)	2023	2024	2025E
보험이익	1,448.2	536.6	1,438.1
투자이익	(23.7)	1,000.9	516.3
영업이익	1,424.8	1,542.9	1,947.2
세전이익	1,681.2	1,821.3	2,272.0
당기순이익	1,382.9	1,486.9	1,842.0
ROE	4.4	5.5	7.3
ROA	0.6	0.7	0.8
EPS	6,915	7,435	9,210
BPS	221,593	163,690	160,409
PER	7.3	9.0	10.6
PBR	0.3	0.6	0.8
DPS	3,700	4,500	5,200
배당수익률 (%)	5.4	4.7	4.2

Price Trend



삼성생명 (032830)

기대치 상회. Top Pick 의 이유를 입증하는 호실적



- 1 분기 지배순이익은 2% (YoY) 증가한 7,589 억원, 시장 기대치 상회
- 견조한 실적에 일회성 요인까지 더해져 실적 호조, CSM 증가세도 양호
- 안정적인 펀더멘탈에 자본비용 우려도 크게 완화, 보험 업종 최선호주 유지

>>> 2Q25 지배순이익 2% (YoY) 증가, 기대치 9% 상회

2025 년 2 분기 지배주주순이익은 전년동기대비 2% (YoY) 증가한 7,589 억원으로 시장 기대치를 9% 상회했다. 견조한 실적을 기록한 동시에 CSM 잔액은 전분기대비 3.3% 증가했으며, K-ICS 비율도 187%를 기록하며 자본비용 관리에 대한 우려를 불식시켰다.

>>> 견조한 실적, CSM 증가세 지속, K-ICS 187%

삼성생명의 보험손익은 25% (YoY) 증가했다. CSM 성장세가 이어짐에 따라 CSM 상각익은 7% (YoY) 증가했으며, 예금보험료 요율 인하에 따른 사업비가정 변경 및 보유계약 데이터 업데이트 등의 일회성 요인이 약 900 억원 더해졌다. 신계약 CSM 은 3% (YoY) 감소한 7,686 억원이었는데, 건강 상품 판매 비중이 꾸준히 상승하면서 양호한 흐름을 이어가고 있다. 연결 투자손익은 경상적인 실적 증가에도 불구하고 자회사 손익 감소의 영향으로 17% (YoY) 감소했다. CSM 잔액은 전분기말대비 3.3% 증가한 13 조 7,460 억원을 기록하며 견조한 증가세를 이어갔는데, 비용 환입과 더불어 CSM 조정에도 긍정적인 영향을 미치면서 경상적인 CSM 조정액을 일부 상쇄한 영향이다. 분기말 기준 예상 K-ICS/기본자본비용은 1 분기말대비 각각 10%p/1%p 상승한 187%/142%이다. K-ICS 비율의 민감도는 국채금리 10bp 당 2~3%p, 전자 주가 1 만원 변동 시 6%p 수준이다.

>>> 높은 CSM 증가율에 주목, 업종 Top Pick 유지

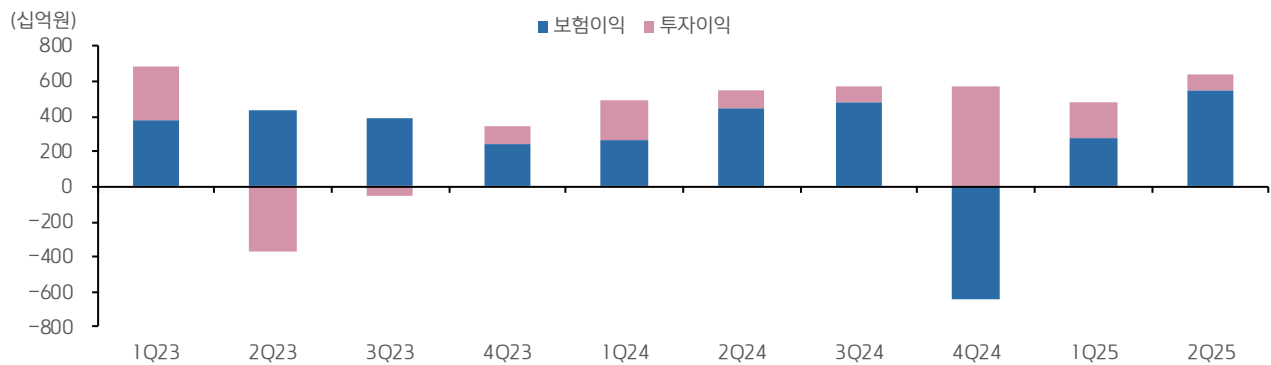
일회성 요인이 반영되기는 했지만 기대치를 상회하는 실적을 기록했으며, 자본비용 우려도 크게 완화된 바 주주환원에 대한 기대감이 높아지기에 충분하다고 판단한다. 특히 상대적으로 높은 CSM 증가율로 펀더멘탈도 꾸준히 강화되고 있는 모습이다. 펀더멘탈에 기반하더라도 당분간 연간 두 자릿수 이상의 DPS 증가가 가능할 것으로 예상된다. 2025 년 예상 DPS 는 5,200 원, 기대배당수익률은 과거 대비 높아진 4% 초반으로 밸류에이션 부담도 적다. 업종 내 최선호주로 유지한다.

삼성생명 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
보험이익	268.2	443.6	475.2	(645.1)	277.9	553.5	461.4	138.1	536.6	1,438.1
(YoY)	-30%	2%	23%	적전	4%	25%	-3%	흑전	-63%	168%
일반/VFA	268.2	443.6	475.2	(645.1)	277.9	553.5	459.5	143.2	542.0	1,434.0
CSM 상각	350.9	357.3	360.6	300.8	361.1	382.6	395.1	399.8	1,369.5	1,538.6
RA 해제	80.4	79.7	82.1	79.7	85.2	83.8	85.7	85.7	321.8	340.5
예실차	(13.7)	59.6	35.2	(289.1)	(6.4)	45.9	40.1	(27.2)	(207.9)	52.4
보험금예실차	(41.8)	43.5	4.9	(81.0)	(46.2)	(15.3)	(34.2)	23.0	(74.4)	(72.7)
사업비예실차	28.1	16.2	30.3	(208.1)	39.9	61.2	74.3	(50.3)	(133.6)	125.1
기타	(149.3)	(53.0)	(2.7)	(736.4)	(162.0)	41.1	(61.5)	(315.1)	(941.5)	(497.6)
투자이익	221.3	110.1	100.0	569.6	199.1	90.0	91.0	136.2	1,000.9	516.3
(YoY)	-26%	흑전	흑전	485%	-10%	-18%	-9%	-76%	흑전	-48%
보험금융손익	(1,923.4)	(1,980.5)	(1,441.2)	(863.3)	(1,915.0)	(2,962.2)	(1,876.4)	(2,056.3)	(6,208.4)	(8,809.9)
투자서비스손익	2,144.6	2,090.6	1,541.2	1,432.9	2,114.1	3,052.2	1,967.4	2,192.5	7,209.4	9,326.3
영업이익	489.5	553.7	575.2	(75.5)	476.9	643.5	552.5	274.3	1,542.9	1,947.2
(YoY)	-28%	697%	73%	적전	-3%	16%	-4%	흑전	8%	26%
영업외손익	271.7	15.9	3.3	(12.6)	331.5	10.6	(5.0)	(12.3)	278.4	324.8
세전이익	761.3	569.6	578.5	(88.1)	808.5	654.0	547.5	262.0	1,821.3	2,272.0
법인세비용	109.9	131.0	117.7	(24.2)	104.7	157.3	113.6	54.5	334.4	430.0
당기순이익	651.3	438.6	460.8	(63.9)	703.7	496.8	433.9	207.6	1,486.9	1,842.0
(YoY)	-18%	595%	72%	적전	8%	13%	-6%	흑전	8%	24%
연결당기순이익	663.3	788.8	713.8	94.3	677.5	793.6	653.8	359.0	2,260.3	2,483.9
지배주주순이익	622.1	746.4	673.6	64.7	635.3	758.9	625.2	343.3	2,106.8	2,362.7
(YoY)	-12%	179%	42%	-85%	2%	2%	-7%	431%	11%	12%

자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

삼성생명의 보험이익과 투자이익 추이



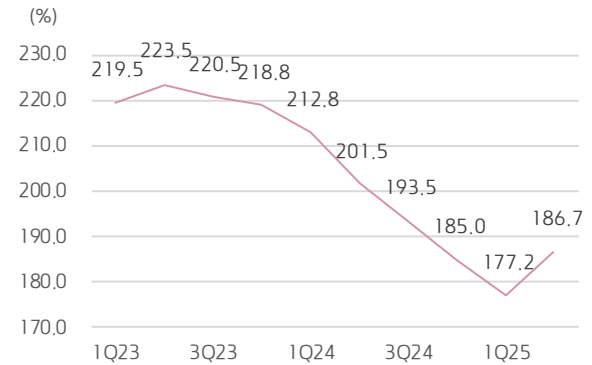
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

CSM 기말 잔액 추이



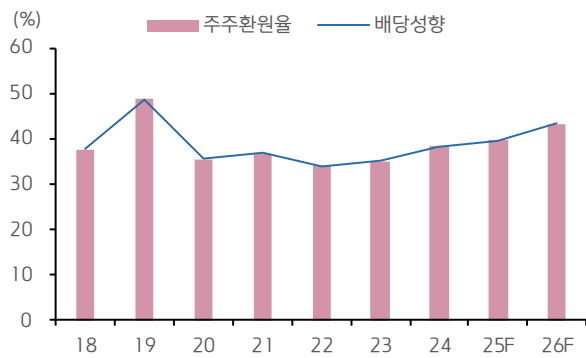
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

K-ICS 비율 추이



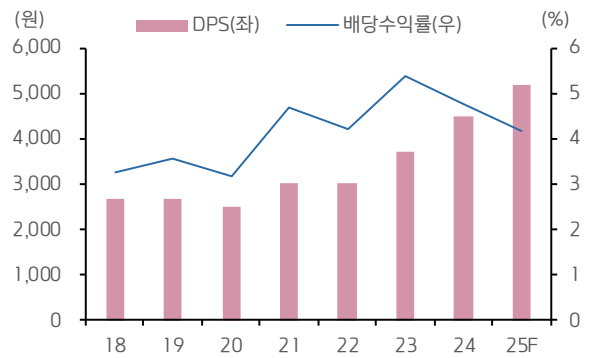
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



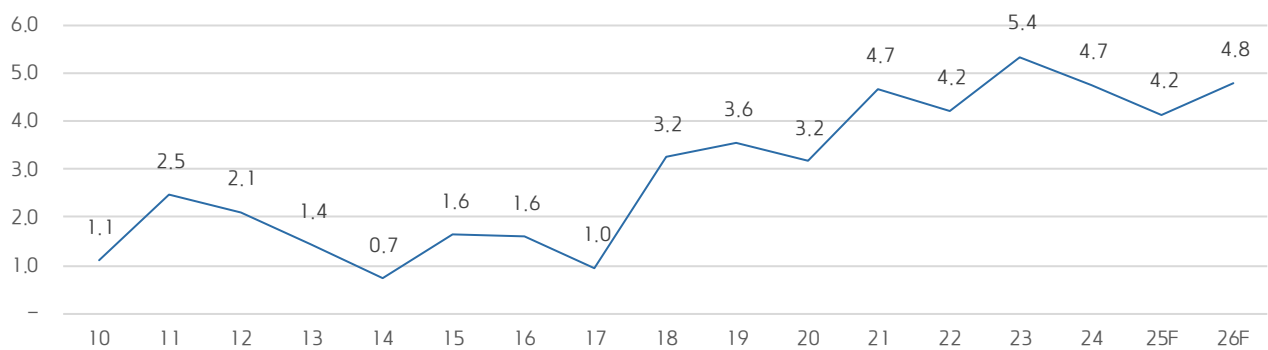
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

DPS 와 배당수익률



자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

삼성생명의 장기 배당수익률 추이 및 전망



자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12 월 결산	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
보험이익		1,448.2	536.6	1,092.0	1,327.2
일반/VFA		1,448.5	542.0	1,097.3	1,332.8
CSM 상각		1,367.7	1,369.5	1,487.5	1,535.1
RA 해제		467.5	321.8	339.6	339.1
예실차		(158.2)	(207.9)	(124.7)	(99.3)
보험금예실차		51.1	(74.4)	(122.1)	(75.7)
사업비예실차		(209.4)	(133.6)	(2.6)	(23.6)
기타		(228.4)	(941.5)	(605.1)	(442.1)
PAA		0.0	0.0	0.0	0.0
자동차보험손익		0.0	0.0	0.0	0.0
일반보험손익		0.0	0.0	0.0	0.0
투자이익		(23.7)	1,000.9	698.0	622.7
보험금융손익		(9,189.0)	(6,208.4)	(7,074.3)	(7,015.1)
투자서비스손익		9,165.3	7,209.4	7,772.3	7,637.9
영업이익		1,424.8	1,542.9	1,790.2	1,950.0
영업외손익		256.3	278.4	314.0	325.9
세전이익		1,681.2	1,821.3	2,104.1	2,275.9
법인세비용		298.3	334.4	353.3	451.6
당기순이익		1,382.9	1,486.9	1,750.9	1,824.2
연결당기순이익		2,033.7	2,260.3	2,396.4	2,520.4
지배주주순이익		1,895.3	2,106.8	2,247.0	2,363.3
CSM Movement					
기시		10,749	12,247	12,902	13,582
신계약		856	780	655	604
이자부리		105	125	122	124
상각		381	301	378	386
조정		41	666	335	303
기말		12,247	12,902	13,582	13,845
CSM 증감 (YoY, %)		14	5	5	2
순증액		1,499	655	680	263
K-ICS 비율		218.8	185.0	181.2	188.1
지급여력금액		53,373	45,418	43,152	46,549.9
지급여력기준금액		24,390	25,188	23,810	24,747.1

투자지표 (I)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
운용자산 비중 (%)					
FVPL		14.3	14.9	14.9	14.6
FVOCI		54.0	53.4	54.5	54.9
AC		0.0	0.0	0.0	0.0
대출채권		25.2	25.4	24.7	24.7
부동산		2.1	2.2	2.1	2.1
주요비율 (% 배)					
ROA		0.6	0.7	0.7	0.7
ROE		4.4	5.5	7.0	7.2
P/E		7.3	9.0	7.5	7.1
P/B		0.31	0.58	0.54	0.49

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계		314,696	312,219	317,740	322,609
운용자산		310,586	307,236	312,792	317,585
FVPL		44,552	45,753	46,711	46,486
FVOCI		167,665	164,154	170,347	174,345
AC		39	61	83	85
대출채권		78,220	78,118	77,169	78,352
부동산		6,549	6,612	6,545	6,645
비운용자산		4,110	4,983	4,947	5,023
부채총계		270,378	279,481	285,658	286,380
책임준비금		190,261	203,097	208,543	209,258
보험계약부채		190,261	203,097	208,543	209,258
잔여보장요소		185,824	198,197	203,509	204,264
최선추정		170,586	182,157	186,248	186,248
위험조정		2,846	2,959	3,015	3,015
보험계약마진		12,393	13,081	14,246	15,000
보험료배분접근법		0	0	0	0
발생사고요소		4,437	4,901	5,034	4,994
최선추정		4,321	4,790	5,016	4,976
위험조정		27	21	18	18
재보험계약부채		521	592	1,067	1,059
투자계약부채		29,308	30,298	29,818	29,734
기타부채		80,117	76,383	77,115	77,122
자본총계		44,319	32,738	32,082	36,229
자본금		100	100	100	100
자본잉여금		125	125	125	125
신종자본증권		0	0	0	0
이익잉여금		17,978	19,420	20,249	22,712
해약환급금준비금		0	0	0	0
자본조정		(2,117)	(2,117)	(2,117)	(2,117)
기타포괄손익누계액		26,333	13,205	11,727	13,410
비지배지분		1,900	2,005	1,998	1,998

투자지표 (II)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주주환원지표					
DPS (원)		3,700	4,500	5,200	6,000
증가율(YoY, %)		23	22	16	15
배당성향 (%)		35.1	38.4	39.5	43.2
배당수익률 (%)		5.4	4.7	4.2	4.8
현금배당액 (십억원)		664.4	808.1	933.8	1,077.4
자기주식수 (천주)		20,425	20,425	20,425	20,425
발행주식수 (천주)		200,000	200,000	200,000	200,000
자기주식 비중 (%)		10.2	10.2	10.2	10.2
자기주식 소각액		0	0	0	0
총주주환원율 (%)		35.1	38.4	39.5	43.2

Compliance Notice

- 당사는 8월 13일 현재 '삼성생명(032830)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

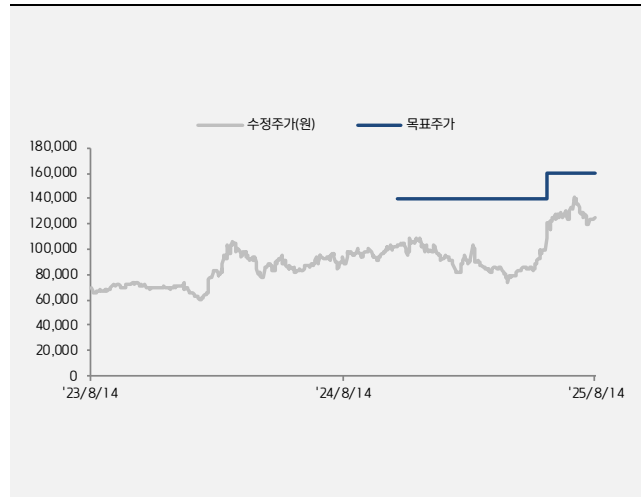
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2 개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
삼성생명 (032830)	2024-10-30	Buy(Initiate)	140,000 원	6개월	-25.86	-25.07
	2024-11-18	Buy(Maintain)	140,000 원	6개월	-26.94	-22.29
	2024-11-19	Buy(Maintain)	140,000 원	6개월	-36.24	-24.29
	2024-01-09	Buy(Maintain)	140,000 원	6개월	-30.19	-22.14
	2025-02-03	Buy(Maintain)	140,000 원	6개월	-34.25	-22.14
	2025-05-26	Buy(Maintain)	140,000 원	6개월	-28.75	-22.29
	2025-06-05	Buy(Maintain)	160,000 원	6개월	-20.38	-12.06
	2025-08-14	Buy(Maintain)	160,000 원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2 개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6 개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6 개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/07/01~2025/06/30)

매수	중립	매도
96.48%	3.52%	0.00%